

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-06-23

宏观策略

2025 年 06 月 23 日

宏观点评 20250619: 美联储全年降息或不及 2 次——2025 年 6 月 FOMC 会议点评

核心观点: 6 月 FOMC 如期不降息, 同时在声明中删除了更高失业率与通胀的判断。经济预测中美联储下调了美国 GDP 增速预期, 上调了失业率与 PCE 通胀预期, 判断经济前景将更加滞胀。虽然更滞胀的经济预期并未让今年的点阵图中值发生变化, 但点阵图分布明显更鹰派。发布会上鲍威尔对经济保持信心、对通胀保持耐心, 表示按兵不动是最佳策略。向前看, 相对于增长的下行风险, 美联储仍然更担心通胀的上行风险与不确定性, 更晚降息更有利于确保关税带来的通胀冲击是一次性而非持续性的; 同时特朗普对美联储货币政策独立性的干预仍然存在, 这或打乱、延后美联储原有的降息进程。因此我们预期今年全年降息次数或不及 2 次。风险提示: 特朗普政策落地节奏与预期相差较大; 美联储维持高利率水平时间过长, 引发金融系统流动性危机; 通胀下行速率不及预期。

宏观点评 20250618: “1+6” 体系精准支持硬科技企业

“1+6” 组合拳彰显系统性思维 “1” 与 “6” 并非孤立, 而是环环相扣、互为支撑的系统工程。从发行上市、交易机制、投资者结构、产品供给、风险管理到后端保护, 本次科创板改革为科技企业提供的全链条优化服务, 旨在构建一个支持科技创新的完整生态闭环。“1+6” 改革方案是中国资本市场深化供给侧结构性改革、服务科技自立自强的关键落子。通过提升制度包容性、精准服务科创企业、优化市场生态、平衡改革与稳定, 为资本市场支持全面创新描绘了清晰路径。对资本市场的影响 科创成长层作为增量改革载体, 试点更具包容性的政策, 如预先审阅机制、扩大第五套标准适用范围, 短期试点成熟后, 可以向主板推广, 推动全市场制度适配性提升。科创成长层和其他板块功能互补, 针对研发周期长、资金需求大的硬科技企业, 能避免优质企业因盈利门槛外流。未盈利企业可在成长层渡过研发高风险期, 经过孵化进入成长期和成熟期, 盈利达标后转至科创板主层或主板, 形成全生命周期的资本市场多层次支持链条, 促进资本市场各板块良性互动。专结合 IPO 预先审阅机制, 优质企业上市时间或进一步压缩, 审核效率进一步提升。投资者构成视角来看, 政策明确引导 “耐心资本” 通过专业机构入场, 为企业提供 5-10 年的研发周期支持, 缓解企业初创期和成长期阶段的资金压力。企业上市后, 专业投资者的长期投资可稳定二级市场, 减少投机资金跟风导致的股价异动, 为资本市场提供长期稳定性。本次科创板改革不仅将极大提振科创企业和创投机构的信心, 吸引更多全球创新要素汇聚中国, 也为投资者分享中国科技创新红利创造了更丰富、更规范的机会。这一系列改革举措充分展现了中国资本市场推动高质量发展的决心, 为更加包容、更趋稳健的中国资本市场新生态提供新动能。风险提示: 政策落实存在时滞, 科技研发进展突破效率不及预期, 地缘政治风险

固收金工

晨会编辑 孙婷

执业证书: S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

固收点评 20250620: 锡振转债: 汽车车身结构件制造主力军

我们预计锡振转债上市首日价格在 123.58~137.42 元之间,我们预计中签率为 0.0018%。

行业

新能源入市刺激抢装,光伏涨价 风电排产向上——新能源月报: 2025 年 4 月报

投资建议: 光储: 【1】高景气度方向: 逆变器及支架(阳光电源、德业股份、上能电气、中信博、锦浪科技、禾迈股份、固德威、盛弘股份、艾罗能源、通润装备、昱能科技、科士达, 关注科华数据); 【2】供给侧改革受益、成本优势明显的光伏龙头(协鑫科技、通威股份、福莱特、福斯特等)及渠道优势强的组件龙头(晶科能源、阿特斯、晶澳科技、天合光能、隆基绿能、横店东磁等); 【3】新技术龙头:(隆基绿能、钧达股份、爱旭股份、TCL 中环、聚和材料、帝科股份、宇邦新材、美畅股份等); 风电: 25 年陆海风装机共振, 深远海具备成长性, 龙头强者恒强的海缆(东方电缆、中天科技、亨通光电, 关注起帆电缆), 塔架(大金重工、海力风电、天顺风能、泰胜风能)、主机(金风科技、运达股份、三一重能、明阳智能)、零部件(日月股份、金雷股份、时代新材)。 风险提示: 竞争加剧、政策超预期变化、电网消纳问题限制、新能源装机不及预期、原材料供应不足等。

推荐个股及其他点评

百润股份(002568): 崂州新品正式上市, 第二曲线渐入佳境

我们维持 2025-2027 年营收为 35、40、47 亿元, 同比+15%、+14%、+18%, 归母净利润为 8.1、9.7、11.8 亿元, 同比+12%、+20%、+21%, 对应 PE 为 34、29、24 倍, 维持“买入”评级。

亚盛医药-B(06855.HK): 多项临床亮相 ASCO 和 EHA 大会, 优秀数据助力管线商业化

事件: 2025 年 6 月 16 日, 亚盛医药核心产品奥雷巴替尼关于费城染色体阳性(Ph+)急性淋巴细胞白血病(ALL)的临床数据在 EHA 年会上公布, 其与多种药物的联合治疗方案数据显示出奥雷巴替尼有望为 Ph+ ALL 进一步改善患者长期预后。而在此之前的 5 月 30 日, 亚盛医药连续第八年两项 ASCO 年会, 并带来了 APG-2575 联合疗法在初治或既往接受过维奈克拉治疗的髓系恶性肿瘤患者中的最新进展, 优秀的数据为力胜克拉的未来出海前景增加确定性。 盈利预测与投资评级: 随着奥雷巴替尼销售放量和武田选择权付款, 我们预计公司收入将快速增长, 维持 25-26 年 5.19 亿元与 32.15 亿元的收入预测, 新增 27 年收入预测 20.95 亿元。公司未来收入增长较快, 确定性高, 海外市场潜力较大, 维持“买入”评级。 风险提示: 新药研发进展不及预期; 药品审批和上市时间不及预期; 合作方未能履行合约的风险; 市场格局竞争加剧的风险等。

托普云农(301556): 智慧农业领军, AI+深度赋能

盈利预测与投资评级: 2025 年中央一号文件首次提出发展“农业新质生产力”, 明确将智慧农业作为推动农业现代化的核心战略。智慧农业行业仍在发展初期, AI 持续深度赋能, 公司作为智慧农业领军企业有望核心受益。我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 6.59/8.75/11.36 亿元, 归母净利润分别为 1.65/2.12/2.72 亿元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。 风

风险提示：政策推进不及预期，行业竞争加剧，研发进展不及预期，订单落地不及预期。

先导智能 (300450): 持续交付固态电池核心设备, 有望充分受益于固态电池产业化加速

事件：先导智能成功向一家全球领先的电池制造企业交付了多套固态电池核心装备，包括复合转印设备与高速叠片设备。率先打通固态电池整线设备，性能处于全行业领先水平：作为全球少数具备锂电整线交付能力的装备企业，先导智能已率先打通全固态电池量产的全线工艺设备环节，覆盖全固态电极制备、全固态电解质膜制备及复合设备、裸电芯组装到致密化设备、高压化成分容等全固态电池制造关键设备；设备性能处于行业领先水平。全固态设备变化集中在前道&中道，先导有望充分受益于固态电池设备量价齐升：全固态特别是硫化物的核心工艺设备主要包括前道的干法电极设备、中道的叠片机&等静压设备；部分设备需求量&难度显著提升，有望带来溢价。①干法电极设备：粘结剂纤维化法有望成为干法工艺的主流方案；辊压机可应用于电极成膜和热复合，设备用量明显提升，且对工作压力、精度、均匀性提出更高要求。②中道等静压机&叠片机：等静压机可解决固固界面问题，其致密化均匀性、一致性优势明显，尤其适用于硫化物固态电解质层的成型；叠片是最适合全固态软包电池的装配工艺。政策端&应用端不断加码，固态电池 0-1 产业化加速：政策端来看 2025 年 4 月工信部印发建立全固态电池标准体系，此前投入 60 亿全固态专项研发资金；应用端来看终端路试&电池龙头中试逐步落地，宝马、奇瑞等车企接连启动路试，商业化进展超预期，同时宁德时代、清陶等电池厂商全固态中试线搭建。工信部项目预计 2025 年底前进行中期审查，目前固态电池难点主要在于制造环节，预计 2025-2026 年进入中试线落地关键期，设备迎来持续迭代优化阶段。盈利预测与投资评级：2025-2027 年归母净利润预测为 10.57/17.02/22.28 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 33/21/16 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游扩产不及预期，新业务拓展不及预期。

宏观策略

宏观点评 20250619：美联储全年降息或不及 2 次——2025 年 6 月 FOMC 会议点评

核心观点：6 月 FOMC 如期不降息，同时在声明中删除了更高失业率与通胀的判断。经济预测中美联储下调了美国 GDP 增速预期，上调了失业率与 PCE 通胀预期，判断经济前景将更加滞胀。虽然更滞胀的经济预期并未让今年的点阵图中值发生变化，但点阵图分布明显更鹰派。发布会上鲍威尔对经济保持信心、对通胀保持耐心，表示按兵不动是最佳策略。向前看，相对于增长的下行风险，美联储仍然更担心通胀的上行风险与不确定性，更晚降息更有利于确保关税带来的通胀冲击是一次性而非持续性的；同时特朗普对美联储货币政策独立性的干预仍然存在，这或打乱、延后美联储原有的降息进程。因此我们预期今年全年降息次数或不及 2 次。FOMC 声明：如期维持利率不变，删除更高失业率与通胀的判断。6 月 FOMC 会议如期维持政策利率在 [4.25, 4.5]% 不变，声明相比 5 月会议：①对失业率描述小幅改动，由“近期在低位保持稳定（has stabilized at a low level）”变为“保持低位（remains low）”。②经济前景描述由“进一步增加（increased further）”变为“弱化但保持高企（diminished but remains elevated）”。③删除了“更高失业率、通胀率（judges that the risks of higher unemployment and higher inflation have risen）”的判断。经济预测：美联储预期美国经济前景将更加滞胀。①产出：将 2025Q4 美国 GDP 同比增速由 1.7% 下修至 1.4%，失业率由 4.4% 上修至 4.5%。②通胀：将 2025Q4 PCE 同比由 2.7% 上修至 3.0%，核心 PCE 同比由 2.8% 上修至 3.1%，同时对 2026Q4 的数据进行了同向 0.2% 幅度的修正。③政策利率：更高的通胀率、失业率与更低的增长率预期并未让美联储对 25Q4 政策利率预期中值发生变化。④风险：虽然 FOMC 声明预期增长与通胀的不确定性弱化，但 SEP 显示更多美联储官员预期失业率与通胀率上行风险将大于增长率下行风险，且经济的不确定性进一步放大。点阵图：全年降息指引持平 2 次，但分布更加鹰派。虽然更滞胀的经济预期并未让今年的点阵图中值发生变化，但其分布明显更鹰派。6 月点阵图显示，预期今年降息 0-1-2-3 次的委员人数分别为 7-2-8-2，较 3 月的 4-4-9-2 明显更鹰派，7 名委员预期今年没有任何降息。此外，委员对 2026 政策利率预期中值由 3.375% 上修至 3.625%，但分布更加分散。发布会：鲍威尔对经济保持信心、对通胀保持耐心，表示按兵不动是最佳策略。①增长：尽管 1-5 月美国失业率其实呈现小幅上行趋势，但美联储仍然认为劳务市场保持在就业最大化的理想状态；②通胀：鲍威尔表示美联储力求确保通胀是一次性的、而非持续性的。近期调查问卷显示供应链上游倾向于将关税冲击传导至下游，最终至消费者。仍有韧性的增长与有待观察的通胀意味着，按兵不动是美联储当前的最佳策略。未来展望：重视短期增长的下行风险，年内首次降息或在 25Q2。发布会结束后，市场小幅下修 2025 全年降息预期，偏鹰派的信号导致美元指数、美债利率上涨，美股、黄金下跌。截至最新联邦基金期货市场预期 9 月降息概率 70.7%，到 2025 年底累计降息 1.9 次 47.5bps。向前看，我们预期今年降息或不及 2 次：①相对于增长的下行风险，美联储仍然更担心通胀的上行风险与不确定性，更晚降息更有利于确保关税带来的通胀冲击是一次性而非持续性的；②特朗普对美联储货币政策独立性的干预仍然存在，这或打乱、延后美联储原有的降息进程。不过，11 月上旬国会或确定新美联储主席人选，2026

年5月美联储将迎来主席人事更迭，市场或对1年后的降息有更强预期，届时美债利率将更易下行。风险提示：特朗普政策落地节奏与预期相差较大；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机；通胀下行速率不及预期。

(证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 证券分析师：韦祎 研究助理：王茁)

宏观点评 20250618: “1+6”体系精准支持硬科技企业

事件 6月18日，中国证监会主席吴清在2025陆家嘴论坛上表示，将聚焦提升制度的包容性和适应性，以深化科创板、创业板改革为抓手，更好发挥科创板“试验田”作用，加力推出进一步深化改革的“1+6”政策措施，统筹推进投融资综合改革和投资者权益保护，加快构建更有利于支持全面创新的资本市场生态。观点 中国证监会主席吴清在2025陆家嘴论坛上宣布的深化资本市场改革“1+6”政策措施，与资本市场“1+N”体系一脉相承，一系列系统性的协同举措，深刻体现了监管层推动资本市场服务国家创新驱动发展战略、提升服务实体经济质效的坚定决心，为构建更具包容性、适应性和活力的中国特色现代资本市场注入了强劲动力，具有里程碑式的积极意义。制度包容性显著提升，精准支持硬科技企业 重启并优化科创板第五套上市标准是提升市场包容性和适应性的关键一步。新标准直击前沿科技早期盈利难的痛点，为真正有核心技术、有远大前景但短期未能盈利的硬科技企业打开了直接融资的大门，体现了资本市场对科技创新企业生命周期规律的深刻理解和尊重，也体现了资本市场支持科技企业的决心。在科创板内部设立科创成长层，通过差异化制度设计，引导资本向核心技术企业倾斜，既提升了市场资源配置效率，也是制度精细化设计的重大突破。科创板根据企业不同发展阶段、技术成熟度和风险特征进行立体分层，能更精准地识别和匹配处于高速成长期、研发投入巨大、技术领先但可能尚未盈利的优质科创企业的融资需求，提供与其发展阶段相适应的制度环境，是为企业提供全链路资本市场服务支持的重要起始点。六项配套措施务实有力，直指关键痛点 本次配套措施引入专业投资者制度，吸引更多具备专业判断能力和风险承受力的长期资本进入科创板，能有效改善市场投资者结构，提升市场定价效率和稳定性，为高成长、高风险的科创企业提供更匹配的资金来源。另外，通过丰富科创板相关的ETF和其他衍生品，能为投资者提供更多元化的参与方式和更有效的风险管理手段，提升市场的吸引力和流动性，形成良性循环。在提升包容性的同时，同步强调强化信息披露和加强投资者适当性管理，展现了监管层精准的平衡能力，确保了市场的透明度，引导投资者理性认识风险，为包容性制度的稳健运行筑牢了安全垫。本次明确将科创板作为深化改革的主阵地和试验田，体现了改革策略的延续性和聚焦性。前期积累的经验将得到深化应用，改革的路径更加清晰，目标更加聚焦于服务科技创新。

“1+6”组合拳彰显系统性思维 “1”与“6”并非孤立，而是环环相扣、互为支撑的系统工程。从发行上市、交易机制、投资者结构、产品供给、风险管理到后端保护，本次科创板改革为科技企业提供的全链条优化服务，旨在构建一个支持科技创新的完整生态闭环。“1+6”改革方案是中国资本市场深化供给侧结构性改革、服务科技自立自强的关键落子。通过提升制度包容性、精准服务科创企业、优化市场生态、平衡改革与稳定，为资本市场支持全面创新描绘了清晰路径。对资本市场的影响 科创成长层作为增量改革载体，试点更具包容性的政策，如预先审阅机制、扩大第五套标准适用范围，短期试点成熟后，可以向主板推广，推动全市场制度适配性提升。科创成长层和其他板

块功能互补，针对研发周期长、资金需求大的硬科技企业，能避免优质企业因盈利门槛外流。未盈利企业可在成长层渡过研发高风险期，经过孵化进入成长期和成熟期，盈利达标后转至科创板主层或主板，形成全生命周期的资本市场多层次支持链条，促进资本市场各板块良性互动。专结合 IPO 预先审阅机制，优质企业上市时间或进一步压缩，审核效率进一步提升。投资者构成视角来看，政策明确引导“耐心资本”通过专业机构入场，为企业提供 5-10 年的研发周期支持，缓解企业初创期和成长期阶段的资金压力。企业上市后，专业投资者的长期投资可稳定二级市场，减少投机资金跟风导致的股价异动，为资本市场提供长期稳定性。本次科创板改革不仅将极大提振科创企业和创投机构的信心，吸引更多全球创新要素汇聚中国，也为投资者分享中国科技创新红利创造了更丰富、更规范的机会。这一系列改革举措充分展现了中国资本市场推动高质量发展的决心，为更加包容、更趋稳健的中国资本市场新生态提供新动能。风险提示：政策落实存在时滞，科技研发进展突破效率不及预期，地缘政治风险

（证券分析师：芦哲 证券分析师：潘京）

固收金工

固收点评 20250620：锡振转债：汽车车身结构件制造主力军

事件 锡振转债（111022.SH）于 2025 年 6 月 18 日开始网上申购：总发行规模为 5.20 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于廊坊振华全京申汽车零部件项目。当前债底估值为 95.23 元，YTM 为 2.81%。锡振转债存续期为 6 年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为 AA-/AA-，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.20%、0.40%、0.80%、1.50%、1.90%、2.30%，公司到期赎回价格为票面面值的 113.00%（含最后一期利息），以 6 年 AA- 中债企业债到期收益率 3.66%（2025-06-18）计算，纯债价值为 95.23 元，纯债对应的 YTM 为 2.81%，债底保护较好。当前转换平价为 100.3 元，平价溢价率为 -0.31%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2025 年 12 月 24 日至 2031 年 06 月 17 日。初始转股价 31.98 元/股，正股无锡振华 6 月 18 日的收盘价为 32.08 元，对应的转换平价为 100.31 元，平价溢价率为 -0.31%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 6.11%。下修条款为“15/30，85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。按初始转股价 31.98 元计算，转债发行 5.20 亿元对总股本稀释率为 6.11%，对流通盘的稀释率为 7.07%，对股本摊薄压力较小。观点我们预计锡振转债上市首日价格在 123.58~137.42 元之间，我们预计中签率为 0.0018%。综合可比标的以及实证结果，考虑到锡振转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力较好，我们预计上市首日转股溢价率在 30% 左右，对应的上市价格在 123.58~137.42 元之间。我们预计网上中签率为 0.0018%，建议积极申购。无锡振华主营业务为是冲压零部件业务、分拼总成加工业务、模具和选择性精密电镀加工业务。经过多年的团队建设和生产实践，公司已形成从前期工艺流程设计分析、冲压模具研发、到后期冲压及焊接技术工艺的完整技术体系。近年来，公司与包括上汽集团、上汽大众、上汽通用、特斯拉、理想汽车、联合电子、小米汽车等客户建立了稳定的合作关系，已先后获得上汽通用“装备提升奖”、上汽大通“卓越供应商”、“优秀供应商”等客户奖项。2019 年以来公司营收稳步增长，2019-2024 年复合增速为 10.23%。自 2019 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，

同比增长率“N型”波动。2022年度、2023年度及2024年度，公司主营业务收入占营业收入的比例分别为93.97%、92.58%和94.60%，占比均较高。与此同时，归母净利润也不断增长，2019-2024年复合增速为27.23%。2024年实现归母净利润3.78亿元，同比增加36.30%。无锡振华从事的主要业务主要由冲压零部件业务、分拼总成加工业务、选择性精密电镀加工业务及模具业务组成。。2022年度、2023年度及2024年度，公司主营业务收入占营业收入的比例分别为93.97%、92.58%和94.60%，占比均较高。报告期内，公司主营业务收入总体呈增长趋势，经营稳定。无锡振华销售净利率和毛利率不断波动，销售费用率维持低位，财务费用率在略高于行业平均值位置波动，管理费用率整体维持低位。2019-2024年，公司销售净利率分别为6.74%、7.44%、5.75%、4.63%、11.97%和14.93%，销售毛利率分别为20.60%、20.88%、15.80%、15.40%、25.07%和25.87%。风险提示：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭)

行业

新能源入市刺激抢装，光伏涨价 风电排产向上——新能源月报：2025年4月报

u 国内4月装机同增214.7%，短期需求集中释放。2025年4月新增装机45.22GW，同增214.7%，创下历年来光伏在上半年新增装机的最高月度；国家发改委、国家能源局联合印发《关于有序推动绿电直连发展有关事项的通知》，探索创新新能源生产和消费融合发展模式，促进新能源就近就地消纳；4月国家能源局核发绿证2.16亿个，环比增长23.9%；3月全国光伏发电利用率达93.6%；4月全国新增建档立卡新能源发电项目4415个，其中光伏发电项目4334个；3月全国光伏发电利用率达93.6%；六家头部硅料企业已初步达成联合办公意向，计划通过建立“多晶硅产业平准库存”机制进行联合收储；国务院总理审议通过《制造业绿色低碳发展行动方案（2025-2027年）》；内蒙古推出全国首个136号文承接方案，推进机制电价实施。u 海外需求稳定增长，美国光伏或迎冲击。欧洲光伏协会预测，2025年全球光伏新增装机容量在中性预测下，将同比增长10%，而在乐观情境下，年新增装机有望达到774GW，同比增长近30%；四月意大利环比高增；美国补贴退坡，引发美国太阳能行业波动；印度对中、越发起新一轮反倾销征税并持续扩大产能；美国太阳能主导发电新增容量，有望成为第二大能源。u 供应链抢装余温支撑产量，尾声落定价格回调。25年3月多晶硅产量约10.55万吨，N型料周度均价35.9元/kg，各环节产品价格回落，多晶硅需求萎靡价格下跌；硅片行业供需关系反转，4月23日182N均价1.15元/片，月环比-4.17%，硅片价格大幅下跌；电池排产增加，抢装尾声价格下探，4月23日182P/N单瓦价格0.295/0.285元；分布式项目需求萎缩，组件开始跌价，部分大厂带头交付低价，价格再度开始竞争，4月23日TOPCon组件价格0.72元/W，月环比下降2.7%；各环节亏损加剧；受下游需求萎靡影响，辅链胶膜价格小幅上涨，玻璃价格持平，盈利分化。u Q1出货稳中有进，海外加速布局。中信博在新兴市场区域签订多个GW级项目，多个区域市场市占率领先，布局印度、沙特、巴西三大海外生产制造基地，盈利能力不断提升；钧达股份25Q1积极瞄准海外市场，市场占有率行业领先，P电池出清+行业推动限产限价，全年盈利有望相对坚挺；德业股份25Q1

户储出货逐月改善，新兴市场/欧洲户储需求释放，工商储贡献业绩增量，符合市场预期；福斯特 2025Q2 排产高增，高端产品出货和毛利率均将继续提升，胶膜价格上涨，海外产能进一步加码，第二曲线快速发展、感光干膜已达爆发前夕；福莱特 25 年 3 月随抢装带动排产提升，玻璃去库明显，盈利逐步修复，产能规模领先、海外布局逐步落地。u 大储维持高景气，Q2 户储旺季来临。①美国：25 年 1~4 月累计装机 2653MW，同比+37%，对应 8885MWh，同比+105%；政策风险下美储装机存在不确定性。②国内：25Q1 我国新增储能装机 5.03GW/11.79GWh，同比 -1.5%/-5.5%；取消强制配储要求，中长期经济性驱动储能稳健增长。③欧洲：预计 24 年装机 8GWh，同增 125%，预计 25 年继续爆发。④25 年 1~4 月我国出口至乌克兰、巴基斯坦、非洲、东南亚逆变器金额分别为 0.07、1.46、2.13、1.82 亿美元，同比 +113%、+31%、+57%、+56%。欧洲（德国/英国/波兰/西班牙）储能政策加强，尼日利亚、南非市场电价暴涨，有望刺激户储装机爆发；Q2 看欧洲+新兴市场户储出货环比继续提升，工商储爆发元年，Q2 旺季来临。u 25 年风电需求高增，Q2 国内外共振向上。25 年 1-4 月风电装机 20GW，同比增长 18.5%，交付层面已起量。25 年 1~5 月陆风机组招标 39GW，同比增长 20%；海风招标 5.6GW，景气度较高。海风方面，江苏/广东项目进展顺利，浙江深远海示范项目启动机组招标，出海陆续交货。u 投资建议：光储：【1】高景气度方向：逆变器及支架（阳光电源、德业股份、上能电气、中信博、锦浪科技、禾迈股份、固德威、盛弘股份、艾罗能源、通润装备、昱能科技、科士达，关注科华数据）；【2】供给侧改革受益、成本优势明显的光伏龙头（协鑫科技、通威股份、福莱特、福斯特等）及渠道优势强的组件龙头（晶科能源、阿特斯、晶澳科技、天合光能、隆基绿能、横店东磁等）；【3】新技术龙头：（隆基绿能、钧达股份、爱旭股份、TCL 中环、聚和材料、帝科股份、宇邦新材、美畅股份等）；风电：25 年陆海风装机共振，深远海具备成长性，龙头强者恒强的海缆（东方电缆、中天科技、亨通光电，关注起帆电缆），塔架（大金重工、海力风电、天顺风能、泰胜风能）、主机（金风科技、运达股份、三一重能、明阳智能）、零部件（日月股份、金雷股份、时代新材）。u 风险提示：竞争加剧、政策超预期变化、电网消纳问题限制、新能源装机不及预期、原材料供应不足等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男
证券分析师：徐钺嵘 证券分析师：胡隽颖）

推荐个股及其他点评

百润股份（002568）：嵊州新品正式上市，第二曲线渐入佳境

投资要点 事件：2024 年 6 月 19 日，“以至繁 致风味”嵊州新品发布会直播圆满落幕，嵊州单一麦芽威士忌全新系列正式发布。威士忌产品发布节奏顺利，新增长曲线潜力充足。6 月 9 日公司发布 1000 份嵊州盲盒体验活动，答对 4 道题可以领取盲盒，品饮后答题，5 题全对可以领正装，题目围绕闻香、口感、回味、酒精度数、桶形展开，十分钟内全部领取，消费者收货后在小红书等社交平台持续晒单，整体预热效果充分。本次发布会共发布 5 款新品，分别为嵊州甄选、嵊州 STR 红葡萄酒酒桶、嵊州菲诺雪莉桶、嵊州泥煤波本、嵊州阿蒙蒂亚雪莉桶桶强单一麦芽威士忌，即日起，五款产品同步上线天猫、京东、小红书、抖音、有赞、快手六大官方店铺，上海与广州嵊州吧、体验中心及全国多城市线下经销渠道，节奏上看，公司产品发布循序

渐进，百利得与峡州品牌流通产品上半年已先后推出，产品定价适中、围绕年轻消费群体和大众价位带进行布局，我们预计下半年配套营销推广逐步落地，月度表现有望提速，后续需持续跟踪铺货进度与实际动销反馈，我们预判全年收入贡献可观，中长期利润弹性有望逐步释放。多元桶陈布局，发展根基不断夯实。6月15日，国内威士忌代表企业峡州蒸馏厂正式完成灌注其第50万支陈酿桶，目前峡州桶陈类型50余种，除常规已有的各类板材新桶、波本桶、雪莉桶、红酒桶之外，也积极引进索雷拉系统，增加了马德拉桶等更具创新的风味桶。此外，公司亦在积极创新探索中国本土元素，在不同风土之间寻找新的可能性，如在目前已经公开的中国黄酒桶、中国蒙古栎桶、中国加烈葡萄酒桶等之外，后续会有更多元化的中国风味桶熟成计划推出，将中国风土深度融入威士忌品类，打造属于中国独有威士忌风味与产品特征。从长远桶陈库存规划上看，峡州蒸馏厂将在未来4-5年内完成实现100万桶原酒储备，公司在原酒产能储备层面优势明显，发展根基持续夯实。盈利预测与投资评级：我们维持2025-2027年营收为35、40、47亿元，同比+15%、+14%、+18%，归母净利润为8.1、9.7、11.8亿元，同比+12%、+20%、+21%，对应PE为34、29、24倍，维持“买入”评级。风险提示：预调酒销售不及预期、新品威士忌渠道拓展和动销可能低于预期、食品安全问题。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：郭晓东 研究助理：于思淼）

亚盛医药-B (06855.HK): 多项临床亮相 ASCO 和 EHA 大会, 优秀数据助力管线商业化

投资要点 事件：2025年6月16日，亚盛医药核心产品奥雷巴替尼关于费城染色体阳性（Ph+）急性淋巴细胞白血病（ALL）的临床数据在EHA年会上公布，其与多种药物的联合治疗方案数据显示出奥雷巴替尼有望为Ph+ALL进一步改善患者长期预后。而在此之前的5月30日，亚盛医药连续第八年两项ASCO年会，并带来了APG-2575联合疗法在初治或既往接受过维奈克拉治疗的髓系恶性肿瘤患者中的最新进展，优秀的数据为力胜克拉的未来出海前景增加确定性。奥雷巴替尼多项Ph+ALL适应症临床亮相EHA年会：奥雷巴替尼联合贝林妥欧单抗一线治Ph+或Ph样ALL的单臂临床试验结果显示，中位随访17个月，所有患者在接受一个治疗周期后均达到CR，18个月时OS率为100%，无事件生存（EFS）率为91.6%。该方案耐受性良好，未观察到心血管不良事件，且在整个治疗过程中未发生停药或剂量减少。在奥雷巴替尼联合VP方案一线治疗成人Ph+ALL的临床试验中，研究结果显示，OVP诱导治疗的总缓解率（ORR）为100%，其中CR率为97.3%，89.2%（33/37）的患者在3个周期内达到CMR。2年总生存（OS）率和无进展生存（PFS）率分别为96.3%和96%。本次大会上的多项临床都体现了奥雷巴替尼未来扩展适应症范围的潜力。APG-2575治疗髓系恶性肿瘤数据亮相ASCO年会：在本次会议上公布了一项评估APG-2575联合阿扎胞苷治疗初治或既往接受过维奈克拉治疗的髓系恶性肿瘤患者的Ib/II期临床研究，在28例既往维奈克拉耐药的复发/难治AML/混合表型急性白血病患者中，ORR为31.8%，4.6%的患者达到PR；4.6%的患者获形态学无白血病状态（MLFS）。获得治疗反应的患者既往均接受过包括维奈克拉在内的多线治疗，且大部分（71%，5/7）患者基线存在TP53突变并伴随复杂染色体核型。本次公布的数据让APG-2575在与直接竞争对手维奈克拉的比拼中占据了上风，差异化的适应症布局有望促使APG-2575在商业化上获得与维奈克拉相同的成功。公司同时还在积极布局MDS

和 MM 两个维奈克拉失败的适应症,同时该产品也存在海外权益对外授权的潜在预期。 盈利预测与投资评级: 随着奥雷巴替尼销售放量 and 武田选择权付款,我们预计公司收入将快速增长,维持 25-26 年 5.19 亿元与 32.15 亿元的收入预测,新增 27 年收入预测 20.95 亿元。公司未来收入增长较快,确定性高,海外市场潜力较大,维持“买入”评级。 风险提示: 新药研发进展不及预期; 药品审批和上市时间不及预期; 合作方未能履行合约的风险; 市场格局竞争加剧的风险等。

(证券分析师: 朱国广)

托普云农 (301556): 智慧农业领军, AI+深度赋能

投资要点 智慧农业领军企业: 托普云农成立于 2008 年,是国内领先的智慧农业综合解决方案提供商,服务相关政府部门、企事业单位和科研院校等。公司主要业务包括农业信息化相关智能硬件设备和智慧农业项目。2024 年收入占比分别为 39%和 60%。受益于政策支持和农业数智化水平提升,2020-2024 年公司营收和归母净利润稳健增长,2024 年营收 4.89 亿元,归母净利润 1.23 亿元。 市场规模超千亿,政策全力支持。相比全球市场,我国智慧农业起步较晚,农业机械化、作业智能化程度远低于其他领先国家,依旧处于成长初期,根据观研天下,2024 年中国智能农业市场规模达到 1050 亿元,预计 2025 年市场规模将增长至 1200 亿元。2025 年中央一号文件首次提出发展“农业新质生产力”,明确将智慧农业作为推动农业现代化的核心战略。农业农村部《全国智慧农业行动计划(2024—2028 年)》提出,到 2026 年底,农业生产信息化率达到 30%以上;到 2028 年底 32%以上,并提供了相关专项补助支持。 公司立足浙江辐射全国。农业农村部《全国智慧农业行动计划(2024—2028 年)》提出支持浙江建设智慧农业引领区,综合应用技术创新、人才引进、财税支持、金融服务等政策措施,探索设立智慧农业专项资金,推动形成部省联动推进智慧农业建设的机制路径。支持智慧农业公共服务产品优先在浙江落地应用。公司立足浙江,承建“浙江乡村大脑”,实现省市县三级数据仓互联互通,截至 2023 年,“浙江乡村大脑”已归集三农数据 24 亿条。公司董事长陈渝阳毕业于浙江大学农学系,公司产品技术优势显著,植保服务覆盖全国 30+省份和地区。阿里系资金湖畔小园参股公司,有望为公司导入更丰富的政企资源。 AI+深度赋能。公司在大田建设、种业发展、公众服务等多方面深度应用 AI。构建了“天空地一体化”的生态系统监测体系,自主研发了土壤墒情分析、作物生长评估、病虫害监测预警等一系列农业 AI 算法模型,研发布局机器狗、AR 眼镜等智能农业机器人产品。公司在宁波协助建设的未来农场实现人力节省 10%,节水 10%,减肥 8%,单产提高 2%。公司还推出“问稷”智能体,协助农业从业人员解答各类复杂的农业问题。 盈利预测与投资评级: 2025 年中央一号文件首次提出发展“农业新质生产力”,明确将智慧农业作为推动农业现代化的核心战略。智慧农业行业仍在发展初期,AI 持续深度赋能,公司作为智慧农业领军企业有望核心受益。我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 6.59/8.75/11.36 亿元,归母净利润分别为 1.65/2.12/2.72 亿元,首次覆盖,给予“买入”评级。 风险提示: 政策推进不及预期,行业竞争加剧,研发进展不及预期,订单落地不及预期。

(证券分析师: 王紫敬 证券分析师: 张文佳)

先导智能 (300450): 持续交付固态电池核心设备,有望充分受益于固态电池产业化加速

投资要点 事件: 先导智能成功向一家全球领先的电池制造企业交付了多套固态电池核心装备,包括复合转印设备与高速叠片设备。

率先打通固态电池整线设备，性能处于全行业领先水平：作为全球少数具备锂电整线交付能力的装备企业，先导智能已率先打通全固态电池量产的全线工艺设备环节，覆盖全固态电极制备、全固态电解质膜制备及复合设备、裸电芯组装到致密化设备、高压化成分容等全固态电池制造关键设备；设备性能处于行业领先水平。全固态设备变化集中在前道&中道，先导有望充分受益于固态电池设备量价齐升：全固态特别是硫化物的核心工艺设备主要包括前道的干法电极设备、中道的叠片机&等静压设备；部分设备需求量&难度显著提升，有望带来溢价。①干法电极设备：粘结剂纤维化法有望成为干法工艺的主流方案；辊压机可应用于电极成膜和热复合，设备用量明显提升，且对工作压力、精度、均匀性提出更高要求。②中道等静压机&叠片机：等静压机可解决固固界面问题，其致密化均匀性、一致性优势明显，尤其适用于硫化物固态电解质层的成型；叠片是最适合全固态软包电池的装配工艺。政策端&应用端不断加码，固态电池 0-1 产业化加速：政策端来看 2025 年 4 月工信部印发建立全固态电池标准体系，此前投入 60 亿全固态专项研发资金；应用端来看终端路试&电池龙头中试逐步落地，宝马、奇瑞等车企接连启动路试，商业化进展超预期，同时宁德时代、清陶等电池厂商全固态中试线搭建。工信部项目预计 2025 年底前进行中期审查，目前固态电池难点主要在于制造环节，预计 2025-2026 年进入中试线落地关键期，设备迎来持续迭代优化阶段。盈利预测与投资评级：2025-2027 年归母净利润预测为 10.57/17.02/22.28 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 33/21/16 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游扩产不及预期，新业务拓展不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>