

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-06-20

宏观策略

2025 年 06 月 20 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。

晨会编辑 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

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

固收点评 20250619：华辰转债：输配电及控制设备领域先锋

我们预计华辰转债上市首日价格在 118.84~132.40 元之间，我们预计中签率为 0.0016%。综合可比标的以及实证结果，考虑到华辰转债的债底保护性一般，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 25% 左右，对应的上市价格在 118.84~132.40 元之间。我们预计网上中签率为 0.0016%，建议积极申购。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。

行业

客车 6 月月报：5 月产批同比提升，出口持续向好

投资建议：【宇通客车】是“三好学生典范”，具备高成长+高分红属性。我们预计 2025~2027 年归母净利润为 46.3/55.5/67.5 亿元，同比+12%/+20%/+22%。维持“买入”评级。【金龙汽车】或是“进步最快学生”，困境反转利润弹性较大。我们预计 2025-2027 年归母净利润为 4.4/6.4/8.3 亿元，同比+182%/+45%/+28%，维持“买入”评级。风险提示：全球地缘政治波动超预期，国内经济复苏节奏进度低于预期。

推荐个股及其他点评

利元亨（688499）：锂电设备行业回暖在即，固态电池构筑成长空间

海外锂电扩产共振，公司出海进程加速：公司出海进程加速，多款设备交付欧、美、亚客户：（1）北美地区：公司首条电池包产线已投产、首条固态电池前道装备已启运美国、并斩获北美模组/Pack 线订单。（2）亚太地区：公司方壳/圆柱/软包三大电池设备方案获头部车企批量涂布机订单。（3）欧洲地区：发布全球首台 1800mm 高速宽幅涂布机并亮相欧洲电池展，订单有望落地。优质消费锂电设备订单陆续放量，有望持续改善公司经营情况：截至 2025 年 5 月 31 日，公司消费锂电设备在手订单金额为 15.9 亿元，同比提升 38%，占在手订单的 32%，占比同比提升 9pct。消费锂电设备具有高毛利、回款快等特点，2024 年公司消费锂电设备业务毛利率约为 26%，显著高于动力锂电设备的负毛利率水平；且消费电子回款周期较短，将大幅缓解公司回款压力。随着高质量消费锂电设备订单持续放量，公司经营情况有望继续改善。加速固态电池领域布局，项目中标进入调试阶段：2024 年公司成功中标第一条硫化物固态电池整线装备项目，已进入生产调试与参数优化阶段；同时，公司与多家行业头部客户进行全固态电池产线设备工艺技术交流，进展良好。目前，公司已成功掌握全固态电池整线装备的制造工艺，针对硫化物电池的防爆、防毒需求设计了三级防护体系，技术领先性显著，固态电池领域布局有望兑现。盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.6/1.3/1.6 亿元，2025-2027 年对应 PE 分别为 96/43/33 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。风险提示：锂电业务复苏不及预期，下游扩产不及预期，新业务进展不及预期。

震裕科技（300953）：精密制造为翼，人形机器人黑马迎风起

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.1/5.8/7.9 亿元，同比+63%/+39%/+37%，对应 PE 40/29/21 倍。考虑公司主业盈利拐点明确，增速快于行业，给予主业 2025 年 20XPE，且机器人技术实力、客户卡位领先，给予机器人业务 2030 年 10XPE，对应目标价 147 元，首次覆盖给予“买入”评级。

小商品城 (600415): 数贸中心珠宝行业完成招商; 拟设立香港子公司完善跨境支付生态

数贸中心珠宝行业完成招商; 拟设立香港子公司完善跨境支付生态; 控股股东完成 2 亿元增持

李子园 (605337): 二代接班启新篇, 关注新品培育

我们认为, 李博胜总年轻化视野和电商经验较为丰富, 对新渠道感知较为敏锐、健康化转型决心坚定, 且接班后品牌年轻化动作频频, 有助于加大品牌曝光、占领年轻消费群体心智, 期待调整成效逐步显现。维持 2025~2027 年归母净利润为 2.5、2.8、3.1 亿元, 同比+13%、+10%、+9%, 对应 PE 为 21/19/17 倍, 维持“增持”评级。

万达电影 (002739): 打造超级娱乐空间, 探索影院第二增长曲线

盈利预测与投资评级: 我们认为“超级娱乐空间”战略的逐步落地有望提升非票业务收入和盈利能力, 从传统院线转型为综合娱乐平台。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测 10.0/12.4/14.4 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 24/19/17 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 电影票房大盘复苏不及预期风险, 新业务发展不及预期风险, 竞争加剧风险。

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 20250619：华辰转债：输配电及控制设备领域先锋

事件 华辰转债（113695.SH）于 2025 年 6 月 20 日开始网上申购：总发行规模为 4.60 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于新能源电力装备智能制造产业基地建设项目（一期）、新能源电力装备数字化工厂建设项目、补充流动资金。当前债底估值为 84.22 元，YTM 为 2.97%。华辰转债存续期为 6 年，联合资信评估股份有限公司资信评级为 A+/A+，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%、2.00%、2.50%，公司到期赎回价格为票面面值的 114.00%（含最后一期利息），以 6 年 A+ 中债企业债到期收益率 6.01%（2025-06-18）计算，纯债价值为 84.22 元，纯债对应的 YTM 为 2.97%，债底保护一般。当前转换平价为 100.4 元，平价溢价率为 -0.42%。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 26 日至 2031 年 06 月 19 日。初始转股价 23.53 元/股，正股江苏华辰 6 月 18 日的收盘价为 23.63 元，对应的转换平价为 100.42 元，平价溢价率为 -0.42%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 10.63%。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 23.53 元计算，转债发行 4.60 亿元对总股本稀释率为 10.63%，对流通盘的稀释率为 10.89%，对股本有一定的摊薄压力。观点 我们预计华辰转债上市首日价格在 118.84~132.40 元之间，我们预计中签率为 0.0016%。综合可比标的以及实证结果，考虑到华辰转债的债底保护性一般，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 25% 左右，对应的上市价格在 118.84~132.40 元之间。我们预计网上中签率为 0.0016%，建议积极申购。公司深耕输配电及控制设备行业十余年，围绕输配电及控制设备进行技术创新和产品开发。公司凭借多项核心技术和关键生产工艺，为客户提供符合环保、节能、高效的输配电及控制设备综合解决方案，并积极布局新能源智能环保输配电设备领域。2019 年以来公司营收稳步增长，2019-2023 年复合增速为 24.34%。自 2019 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率不断波动，2019-2023 年复合增速为 24.34%。2023 年，公司实现营业收入 15.10 亿元，同比增加

47.40%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2019-2023 年复合增速为 15.25%。2023 年实现归母净利润 1.21 亿元，同比增加 33.11%。江苏华辰营业收入主要来源于干式变压器，产品结构年际调整。2021 年以来，公司干式变压器、箱式变电站等业务收入逐年增长，2021-2023 年干式变压器业务收入占主营业务收入比重分别为 57.77%、53.26%和 39.12%，同时产品结构年际调整，电气成套设备销售占比稳定，其他主营、其他业务占比趋于稳定。公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率先降后升，财务费用率和管理费用率浮动。2019-2023 年，公司销售净利率分别为 10.90%、12.14%、9.00%、8.91%和 8.04%，销售毛利率分别为 29.29%、28.83%、22.46%、21.24%和 22.82%。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

客车 6 月月报：5 月产批同比提升，出口持续向好

n 投资建议：Ø【宇通客车】是“三好学生典范”，具备高成长+高分红属性。我们预计 2025~2027 年归母净利润为 46.3/55.5/67.5 亿元，同比+12%/+20%/+22%。维持“买入”评级。Ø【金龙汽车】或是“进步最快学生”，困境反转利润弹性较大。我们预计 2025-2027 年归母净利润为 4.4/6.4/8.3 亿元，同比+182%/+45%/+28%，维持“买入”评级。nn 风险提示：全球地缘政治波动超预期，国内经济复苏节奏进度低于预期。

(证券分析师：黄细里 研究助理：孙仁昊)

推荐个股及其他点评

利元亨 (688499)：锂电设备行业回暖在即，固态电池构筑成长空间
投资要点 国内锂电重启扩产，公司或得扩产红利：2023-2024 年我国动力锂电行业经历产能退潮后，国内头部厂商已陆续重启扩产。宁德时代港股 IPO 募集资金将投向匈牙利德布勒森工厂建设（约 276 亿港元），规划总产能 72GWh，将配套宝马、奔驰等欧洲车企，服务欧洲市场；亿纬的马来西亚工厂已经进行至二期，随着港股 IPO 发行，后续国内外扩产有望加速落地。公司作为电池装配线&模组/Pack 线龙头，并在宁德、惠州、波兰、加拿大等地设立子公司积极配合客户业务；公司有望充分受益于此轮锂电扩产。海外锂电扩产共振，公司出海进程加速：公司出海进程加速，多款设备交付欧、美、亚客户：
 (1) 北美地区：公司首条电池包产线已投产、首条固态电池前道装备已启运美国、并斩获北美模组/Pack 线订单。(2) 亚太地区：公司方壳/圆柱/软包三大电池设备方案获头部车企批量涂布机订单。(3) 欧洲地区：发布全球首台 1800mm 高速宽幅涂布机并亮相欧洲电池展，订单有望落地。优质消费锂电设备订单陆续放量，有望持续改善公司经营情况：截至 2025 年 5 月 31 日，公司消费锂电设备在手订单金额为 15.9 亿元，同比提升 38%，占在手订单的 32%，占比同比提升 9pct。消费锂电设备具有高毛利、回款快等特点，2024 年公司消费锂电设备业务毛利率约为 26%，显著高于动力锂电设备的负毛利率水平；且消费电子回款周期较短，将大幅缓解公司回款压力。随着高质量消费锂电设备订单持续放量，公司经营情况有望继续改善。加速固态电池领域布局，项目中标进入调试阶段：2024 年公司成功中标第

一条硫化物固态电池整线装备项目，已进入生产调试与参数优化阶段；同时，公司与多家行业头部客户进行全固态电池产线设备工艺技术交流，进展良好。目前，公司已成功掌握全固态电池整线装备的制造工艺，针对硫化物电池的防爆、防毒需求设计了三级防护体系，技术领先性显著，固态电池领域布局有望兑现。盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.6/1.3/1.6 亿元，2025-2027 年对应 PE 分别为 96/43/33 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。风险提示：锂电业务复苏不及预期，下游扩产不及预期，新业务进展不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

震裕科技（300953）：精密制造为翼，人形机器人黑马迎风起

投资要点 深耕精密制造行业近三十载，立足精密模具拓展精密结构件，业绩强势增长。公司 1994 年成立，以精密模具起家，为国内精密级进冲压模具龙头，精密加工实力比肩海外，并以精密级进冲压模具为核心，纵向拓展至电机铁芯及锂电结构件业务，当前电机铁芯已成为国内龙一，锂电结构件成为行业龙二，实现营收利润快速增长。公司 24 年营收 71 亿元，5 年 CAGR 达 43%，其中精密结构件（电机铁芯+锂电结构件）收入占比提升至 80%+，24 年公司归母净利润达 2.54 亿，同增 494%，毛利率由 12%提升至 14%，公司通过降本增效提高结构件盈利能力，业绩拐点已现。此外公司 24 年进一步拓展机器人业务，精密加工能力赋能丝杠生产，25 年起有望贡献增量，远期空间巨大。机器人元年已至，公司切入丝杠领域率先卡位，技术壁垒高，利润弹性巨大。丝杠为人形机器人核心零部件，成本占比 20%+，丝杠对精度要求极高，加工工艺复杂，生产壁垒较高。公司以精密制造起家，现有精密加工能力可覆盖丝杠 60%的壁垒点，剩下 40%则可通过工艺的改变、设备的提升以及引入外部资源解决，且公司有成熟车、磨高精度设备，可实现成熟产品量产，公司全自动化生产线即将投产，年底将形成 300 套/天产能，有望率先放量并获得主要份额。此外，公司计划拓展线性执行器领域，并目标布局电驱系统，实现硬件+运控整体交付，进阶为具身机器人的硬件服务商。利润弹性方面，公司客户拓展顺利，我们预计公司将突破核心大客户获得可观份额，假设丝杠及直线关节全球份额 10%，预计合计贡献 16.6 亿归母净利，利润占比 60%+，弹性显著。锂电结构件绑定大客户持续高增，降本增效盈利拐点已现。公司为结构件行业后进入者，通过绑定宁德时代实现市占率快速提升，公司 24 年收入 42 亿元，市占率预计 20%左右，25 年起公司二三线电池客户放量，客户结构改善，预计收入可实现 35%+增长。盈利端，公司 24 年年中进行自动化产线改造，实现人均营收快速增长，降本增效将显著改善盈利水平，我们预计 25 年毛利率预计回升至 12%+，26 年将进一步提升。电机铁芯 25 年恢复增长，模具业务稳定增长，贡献稳定现金流。1）电机铁芯方面，公司为行业龙头，出货跟随行业增长，当前价格稳定年降，原材料价格稳定，预计 25 年收入恢复增长，盈利能力稳中有升。2）模具方面，24 年起模具逐步扩产，并扩展工业电机等新领域，保证收入稳定增长，毛利率预计仍可维持 50%+。盈利预测：我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.1/5.8/7.9 亿元，同比+63%/+39%/+37%，对应 PE 40/29/21 倍。考虑公司主业盈利拐点明确，增速快于行业，给予主业 2025 年 20XPE，且机器人技术实力、客户卡位领先，给予机器人业务 2030 年 10XPE，对应目标价 147 元，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：人形机器人推广不及预期，电动车销量不及预期，竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕）

证券分析师：岳斯瑶）

小商品城（600415）：数贸中心珠宝行业完成招商；拟设立香港子公司完善跨境支付生态

投资要点 6月17日，小商品城新市场——全球数贸中心的珠宝行业完成招商：全球数贸中心市场板块的时尚珠宝行业位于M2栋1楼，本次招商上位数量共389个，单间商位面积约30m²，招商总面积约为1.2万平方米（占数贸中心市场板块总面积约7%左右）。最终中标价的中位数为11.8万元/平米，是5万元标底价的约2.4倍；我们计算本次招商将贡献选位费收入14亿元。义乌市场景气度较高，经营户入局选位的热情高涨。我们预计公司未来将继续对其他市场板块招租，数贸中心市场板块计划2025年10月开业。这些商位将产生2000元/平米/年的基准租金收入（视铺面楼层等租金价格有调整），以及8000元/间/年的平台服务费等收入，开业后有望增厚公司未来业绩。拟设立香港全资子公司，探索支付业务多元化：公司计划对外投资设立全资子公司迅驰东方，作为香港TCSP牌照的申请主体。该子公司同时作为公司离岸全资子公司，有望借助香港的金融生态优势，提升义支付（YiwuPay）的跨境金融服务能力。义支付可以为跨境贸易双方提供合规的资金托管和担保支付服务，解决交易信任痛点，同时，结合跨境支付基础，为有需求的客户设计提供定制化财富管理及金融解决方案。进一步丰富义支付的服务维度。公司积极申请香港稳定币牌照：根据公司互动易回复，“我们欢迎并支持香港在稳定币监管框架上的积极进展，公司旗下跨境支付平台‘义支付’（Yiwu Pay）将持续关注相关法规进程，并将在法规明确、路径畅通后，积极评估并尽快提交相关申请。”公司运营全球最大的小商品交易市场，与230多个国家和地区保持贸易往来，其中“一带一路”共建国家贸易占比较高，天然拥有海量、高频的跨境商贸结算场景。稳定币等创新支付工具有潜力为全球客商，特别是中小微企业，提供更高效、低成本的跨境支付解决方案。6月18日控股股东于集合竞价完成2亿元增持：商城控股基于对公司未来发展前景的信心和长期投资价值的认可，计划在4月9日起12个月内增持人民币5-10亿元。6月18日商城控股以集中竞价方式增持1023万股，增持比例为总股本的0.2%，成交金额为2.0亿元。盈利预测与投资评级：我们维持公司2025-27年的归母净利润预测为42.3/57.1/68.3亿元，同比+38%/35%/19%，对应P/E为26/19/16倍，维持“买入”评级。风险提示：子公司设立尚需履行相关申报流程，能否成功设立尚存在不确定性；新市场后续招商情况和义支付等新业务发展具备不确定性等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖）

李子园（605337）：二代接班启新篇，关注新品培育

投资要点 部分二代接班企业的复盘与启示：中国食品工业协会的数据显示，2025年开始，未来五年将有超过60%的餐饮企业面临代际传承，涉及超过4.3万亿市场价值的重新分配。复盘来看，过往二代接班企业战略调整存共性，1是顺应消费趋势——香飘飘去植脂末、克明推低GI面，均瞄准健康消费趋势，2是夯实供应链根基，如中宠全球布局产能、克明自建面粉厂，我们认为，二代接班能否成功是战略传承、组织治理与消费趋势把握的综合结果，接班者能力是影响能否顺利过渡最核心因素，参考过往经验，传统业务升级+新兴赛道布局的双轨策略更易突围，治理稳定性与战略协同性是接班成败关键。李子园：二代顺利接班，看好经营势头向上。2024年12月30日李子园公告，聘任李博胜先生担任公司总经理，目前已全面负责公司经营管理。李总毕业于美国爱德菲大学，2021年加入公司后负责电商及品牌

升级, 2023 年主导品牌焕新, 担任总经理后推动产品焕新、渠道拓展、组织架构调整等一系列工作, 具体来看: ①产品推新: 维生素水卡位功能饮料赛道。在李博胜总主导下, 25 年公司推出功能饮料维生素水, 主打营养健康, 首创“中国 6 零极简配方”, 包括复合维 B (菊花味、红树莓味) 和高倍维 C (柠檬味) 两个系列, 具备缓解疲劳、提升活力和增强免疫力功效, 消费画像以年轻人为主, 如院校学生和白领阶层等客群。除电商平台外, 4~5 月已经陆续在流通和便利店等渠道铺货。②渠道建设: 多元拓展, 积极拥抱新零售。李博胜总 24 年重新整合、搭建电商渠道, 梳理线上价格体系, 25 年积极拓展零食量贩、早餐、餐饮等渠道, 以带来更多收入贡献点, 江浙沪、西南以及华中部分优势区域的早餐、小餐饮渠道是今年拓展重点, 新品维生素水预备以 250ML 维 C 规格进入零食量贩渠道, 711、罗森等便利渠道亦在洽谈之中, 通过量贩、便利店系统贡献销售, 营造动销氛围, 未来再逐步拓展至传统流通渠道。此外, 25 年推进分区域分渠道管理, 根据不同渠道特点和诉求适配产品、进行产品合理定价, 并对各渠道负责销售人员给予差异化薪酬待遇、进行单独考核, 以推动新渠道放量。③组织架构: 持续推进年轻化人才梯队建设。管理高层中部分年纪偏大、任职时间较久领导退居二线, 重新选举更换, 增加市场部、商务部、物流等支持和配套服务部门, 商务类传统流通、餐饮渠道仍由原销售领导负责, 电商、品牌部和商务部由李博胜总直管, 30~35 岁左右年轻员工正逐步成为一线销售主力。④品牌焕新: 营销投放更趋精准, 助力品牌形象年轻化。25 年以来公司加强营销费用投放管理, 减少传统媒体费用投入、加强线上新媒体平台渗透: 新品维生素水独家冠名爱奇艺 S 级综艺《微笑一号店》, 6 月已官宣维生素水代言人丁禹兮, 粉丝经济下将驱动月销爬坡。 盈利预测与投资评级: 我们认为, 李博胜总年轻化视野和电商经验较为丰富, 对新渠道感知较为敏锐、健康化转型决心坚定, 且接班后品牌年轻化动作频频, 有助于加大品牌曝光、占领年轻消费群体心智, 期待调整成效逐步显现。维持 2025~2027 年归母净利润为 2.5、2.8、3.1 亿元, 同比+13%、+10%、+9%, 对应 PE 为 21/19/17 倍, 维持“增持”评级。 风险提示: 食安问题、全国化拓展不及预期、新品推广不及预期。

(证券分析师: 苏钺 证券分析师: 郭晓东 研究助理: 于思淼)

万达电影 (002739): 打造超级娱乐空间, 探索影院第二增长曲线

投资要点 事件: 6 月 16 日, 万达电影举办 2025 年“超级娱乐空间”战略发布会, 以“超级娱乐空间”为基点, 覆盖国内国际两大市场, 整合院线、影视内容、战略投资、潮玩、游戏五大业务板块。通过“内容+场景+消费”的深度融合, 将传统影院升级为集观影、社交、文旅、消费于一体的复合型娱乐生态平台。同时, 公布年度片单, 涵盖众多电影和剧集项目, 例如暑期档的《恶意》《聊斋: 兰若寺》等, 后续还有《流浪地球 3》等备受期待的影片; 剧集方面, 包含科幻、悬疑、爱情等不同类型, 如《折叠城市》《黑夜告白》等。 “超级娱乐空间”战略: 将传统影院升级为流量入口和利润中心: 将影院大堂从低坪效的等待区升级为集潮玩零售、新式茶饮、游戏体验、IP 活动于一体的“超级娱乐空间”。通过投资并深度运营 52TOYS 和好运椰等品牌, 利用影院的天然渠道优势 (无额外租金、员工复用), 以低成本快速布局新零售和餐饮业态。52TOYS 已有 104 家 52TOYS 合作专营店落位万达影城, 未来, 双方将在 IP 玩具开发、销售及推广等方面展开深度合作。此外, 好运椰首批 35 家门店已入驻万达影城, 万达影院将携手三井物产, 引入大头贴机、扭蛋机等互动设施。影院空间的

功能远超电影放映，万达影城已成功举办了游戏联名活动、小型演唱会、品牌发布会等，证明了其作为复合型娱乐空间的潜力。潮玩与游戏业务拓展：影时光积极开拓潮玩原创 IP 孵化，已推出多条品牌线与原创 IP，并打造专属于潮玩的数字确权平台 Rtime Link，实现版权追踪与收藏编号检索。游戏业务方面，万达电影作为全链路公司，欲打破传统游戏与影视单向流动，未来将上线如《全职法师》等众多 IP 游戏产品，挖掘影游联动的潜力。发布影剧片单，内容储备丰富：万达电影发布多元影剧内容，其中，电影《恶意》《聊斋：兰若寺》《长安的荔枝》《有朵云像你》等将登陆暑期档；《寒战 1994》《欢迎来龙餐馆》等也将陆续与观众见面。剧集方面，万达电影将推出重磅科幻巨制《折叠城市》、非典型悬疑剧《黑夜告白》、奇幻爱情剧《遇人不熟》等。同时推出菁叹号厂牌，通过“跃幕计划”扶持新生力量，“菁叹计划”助力中坚力量，深化人才体系，为影剧创作注入新活力，确保持续产出优质内容。盈利预测与投资评级：我们认为“超级娱乐空间”战略的逐步落地有望提升非票业务收入和盈利能力，从传统院线转型为综合娱乐平台。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测 10.0/12.4/14.4 亿元，当前股价对应 PE 分别为 24/19/17 倍，维持“买入”评级。风险提示：电影票房大盘复苏不及预期风险，新业务发展不及预期风险，竞争加剧风险。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖
证券分析师：郭若娜 研究助理：张文雨）

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>