

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-06-18

宏观策略

2025 年 06 月 18 日

宏观点评 20250616: 经济叙事的三重分化——5 月经济数据点评

5 月经济仍然具有韧性。供给端，5 月工业增加值同比+5.8%，服务业生产指数同比+6.2%，分别比上月下降 0.3 个点、提高 0.2 个点，供给侧工业小幅走弱、服务业小幅走强，整体大致跟上月持平。需求端，社零同比+6.4%，比上月提高 1.3 个点；固定资产投资累计同比 3.7%，比上月下降 0.3 个点（推算当月同比从 3.6%降至 2.9%）；出口同比从 4 月的 8.1%降至 4.8%。整体来看，内需有所修复，经济韧性较强，其中投资增速下降，部分原因是价格拖累，实际增速降幅没有这么大，5 月 PPI 同比从-2.7%降至-3.3%。最近半年多以来，经济的不同领域呈现出三种不同的逻辑和状态：（1）政策支持领域，如基建制造业和耐用品消费，前 5 个月基建和制造业投资分别增长 10.4%和 8.5%，5 月 4 种“以旧换新”补贴商品平均增长 35.5%。（2）内生动能和政策支持都较强的新质生产力，如工业机器人、新能源汽车产量分别增长 32%、40.8%。（3）内生动能相对弱于前两种的是房地产和没有补贴的消费，前 5 个月房地产销售和投资增速分别为-2.9%和-10.7%，5 月没有补贴的 7 种商品销售平均增速为 6.1%，低于整体限额以上社零 8.2%。这种经济数据的三重分化最终体现为价格的分歧，今年上半年 CPI 连续负增长、PPI 降幅扩大，但更能体现经济供需关系的核心 CPI 同比增速却逐步企稳回升，5 月已经接近 2022-2024 年中枢水平。因此，在三重分化下，关于宏观的叙事只看到任何单独一面，可能都是不完整的。往后看，总量方面预计可以顺利完成全年 5%左右的经济发展目标，但经济节奏和结构可能更多取决于上述三重分化的宏观叙事如何演变。下半年重点关注三个问题，一是耐用品消费需求透支问题，何时出现透支、透支幅度多大，会改变当前整体消费增长的逻辑。二是出口增速的降幅多大，上半年美国“抢进口”透支全球贸易需求，下半年如果出口下行，全年出口增速能到多少。三是政策如何应对，除了市场预期的政策性金融工具之外，年内会否采取服务消费补贴政策接力商品补贴等其他政策。风险提示：房地产市场走弱；出口下行；以旧换新政策后续不及预期的风险。

宏观量化经济指数周报-20250615: 工业生产淡季不弱，“抢出口”有所放缓

从 ECI 指数来看，6 月初我国经济运行较为平稳，供给端在生产淡季出现了季节性回落的特征，而在日内瓦协定落地后出口总量修复动能仍偏弱，后续仍需进一步关注近期中美经贸谈判的动向。工业生产方面，6 月份主要行业开工率环比有所走弱，一方面反映出季节性回落的影响，另一方面则反映出日内瓦协定落地后出口修复的动能偏弱，但同比来看整体仍优于去年同期，指向工业生产景气度有所放缓但并不弱；出口方面，6 月初我国重点港口货物吞吐量环比小幅回落，同比增速较上月也有所收窄，指向日内瓦协定落地后我国出口修复的动能有所减弱，但韩国 6 月前 10 日的出口增速录得 5.4%，较 5 月份出现明显改善，一定程度上指向全球需求或有所回暖，结合以上两点来看，我国 6 月份出口或延续小幅放缓的态势，但整体并不弱，预计仍会录得同比正增长。风险提示：美国关税

晨会编辑 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

政策仍有不确定性; 政策出台力度低于市场预期; 房地产改善的持续性待观察。

海外周报 20250615: “抢进口”与服务部门衰退冲击令美国 5 月 CPI 环比不及预期

核心观点: 本周以色列袭击伊朗引发中东紧张局势升级, 美股下跌; 而美债利率在通胀数据不及预期的带动下走低, 10 年期美债利率全周降 10.69bps 至 4.399%, 黄金与原油价格在避险情绪和供给担忧的影响下分别大涨 3.68% 和 13.01%。本周美国多项“软数据”调查有所改善, 消费者与企业信心抬升, 未来通胀预期降温; 而“硬数据”的 5 月 CPI 环比不及预期, 其中核心商品涨幅偏弱, 主要来自美国贸易商提前补库、加墨部分进口商品免税对关税的稀释; 而服务通胀的走弱则更多受到总需求偏弱的大背景下, 美国居民服务消费预算收缩影响。向前看, 前景高度不确定的通胀和仍有韧性的增长令美联储在下周 FOMC 会议上无法降息。当前市场的降息预期高度一致, 认为 9、12 月各有一次降息, 但我们认为不可忽视特朗普的干预与鲍威尔对美联储独立性更大的重视, 这或导致全年最终仅有 0-1 降息。风险提示: 特朗普政策超预期; 美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控; 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。

宏观深度报告 20250614: 长期利率的合意点位是多少?

长期利率“走廊”初露雏形: 在 2024 年 12 月“降负债成本”逻辑推动 10 年期利率跌破 DR007 “年线”之后, 经过近 6 个月的发酵, 经验上看, 10 年期国债收益率渐渐形成以 DR001 “年线”为底、以 DR007 “年线”为顶的“利率走廊”。

宏观点评 20250613: 贷款季节回暖、存款“搬家”初显——2025 年 5 月金融数据点评

5 月“降准降息”等一揽子增量政策落地后, 5 月至 6 月进入增量政策效应的观察期, 5 月份企业在手资金改善、融资需求环比回暖, 显示政策效应正在逐步显现。

固收金工

固收点评 20250617: 安克转债: 消费电子出海龙头

我们预计安克转债上市首日价格在 127.29~141.30 元之间, 我们预计中签率为 0.0036%。

固收点评 20250617: 电化转债: 动力电池锰系材料主供商

我们预计电化转债上市首日价格在 131.46~145.94 元之间, 我们预计中签率为 0.0022%。综合可比标的以及实证结果, 考虑到电化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 35% 左右, 对应的上市价格在 131.46~145.94 元之间。我们预计网上中签率为 0.0022%, 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

专用设备行业点评报告: 固态电池 0-1 产业化加速, 设备商优先受益

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。

与传统液态相比，全固态设备变化集中在前道&中道：（1）半固态：与液态电池工序差别不大，相较于液态电池主要增加固态电解质的涂布、辊压机变大以提高压实密度、电解液用量减少注液机变为浸润机、化成分容需要预锂化等；（2）全固态：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。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。 产业化 0-1 阶段，设备持续优化迭代：近期多家设备公司均积极推进固态电池设备布局。（1）先导智能：打通全固态电池制造工艺环节，形成了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的整线解决方案。（2）赢合科技：近日向国内某头部电池企业发货的一批核心固态电池设备——固态湿法涂布设备、固态辊压设备及固态电解质转印设备，已顺利到达客户现场，用于客户国内工厂中试线建设。（3）华亚智能：近期控股子公司冠鸿智能与海希通信签署全固态电池 200MWh 生产线项目协议，推进干法电极在全固态的产业化应用。

金融产品深度报告：广发中证港股通非银 ETF（513750.SH）：低估值筑基，高业绩领航，稳健收益与优质配置并进

广发中证港股通非银 ETF（513750.SH）产品介绍： ETF 产品流动性充裕，申赎活跃：截至 2025 年 6 月 11 日，近两周日均成交额达到 3.14 亿元，流动性充裕。基金日常申购赎回活跃，2025 年一季度申购赎回净额达到 4.74 亿份，显示市场关注度和资金参与度不断提升，二级市场交易活跃度高于同类产品。 ETF 产品规模较大，配置需求较高：截至 2025 年 6 月 13 日，场内规模达到 26.40 亿元，体现出在结构性低估与红利价值回归背景下的持续配置需求。 ETF 产品收益表现优秀，风险控制能力较强：截至 2025 年 6 月 11 日，累计收益率为 22.1%，年化收益率达到 49.2%，均处于非银金融和港股金融主题 ETF 前列，超过同期券商、保险及泛金融主题 ETF。从 2024 年 12 月 2 日至 2025 年 6 月 11 日，该 ETF 产品最大回撤-18.9%，在非银、券商、保险等高弹性细分赛道中处于中上水平，有效控制了净值波动。 风险提示： 1)行业政策或监管环境突变；2)宏观经济不及预期；3)发生重大预期外的宏观事件。

电子行业点评报告：基带芯片的核心壁垒与自研逻辑——大厂自研三两事系列

基带芯片的自研逻辑如何理解？我们认为大厂自研手机 SoC 芯片的核心诉求是为了品牌效应，而品牌影响力的核心在于通过后发追赶实现与国际一线厂商同样的技术水平，并在此基础上做更定制化的开发。通讯能力是手机不可或缺的一个部分，基带同样也是实现手机 SoC 自研的最后一块拼图。以苹果为例，自 2019 年收购英特尔基带团队以来，历时数年才成功研发首代基带芯片，可见研发困难程度。但若无法实现基带部分自研，则外挂基带方案的功耗又会影响到整机使用体验。因此，自研基带芯

片往往是手机大厂自研 SoC 过程中“最难”的环节，也是一场持久战。我们看好小米作为新一代自研手机 SoC 大厂，对于基带芯片坚定投入，目前已完成 4G 基带于智能手表量产，未来有望逐渐突破 5G 基带能力，最终目标实现手机 SoC 芯片大集成。

机械设备行业点评报告：地缘风险驱动油价中枢上行，油服设备&燃气轮机产业链有望充分受益

投资建议：推荐受益于高油价的油服设备&零部件龙头【杰瑞股份】【纽威股份】；AI 需求快速增长，发电侧燃气轮机发电机组板块有望率先受益，推荐【豪迈科技】【杰瑞股份】【应流股份】，建议关注【联德股份】。风险提示：页岩油开发节奏不及预期，贸易摩擦加剧，数据中心 Capex 放缓，宏观经济风险

房地产行业跟踪周报：新房成交面积同比回落，更大力度推动房地产市场止跌回稳

周观点：6 月第 3 周新房成交环比下降、同比下降，二手房成交环比下降、同比下降。6 月 13 日，国务院总理主持召开国务院常务会议。会议指出，构建房地产发展新模式，对于促进房地产市场平稳、健康、高质量发展具有重要意义，要着眼长远，坚持稳中求进、先立后破，有序搭建相关基础性制度。要扎实有力推进“好房子”建设，纳入城市更新机制加强工作统筹，在规划、土地、财政、金融等方面予以政策支持。要对全国房地产已供土地和在建项目进行摸底，进一步优化现有政策，提升政策实施的系统性有效性，多管齐下稳定预期、激活需求、优化供给、化解风险，更大力度推动房地产市场止跌回稳。投资建议：1) 房地产开发：推荐华润置地、保利发展、滨江集团，建议关注绿城中国等；2) 物业管理：推荐华润万象生活、绿城服务、保利物业、越秀服务；3) 房地产经纪：推荐贝壳，建议关注我爱我家。风险提示：房地产调控政策放宽不及预期；行业下行持续，销售不及预期；行业信用风险持续蔓延，流动性恶化超预期。

燃气 II 行业跟踪周报：中东局势带动欧洲气价上涨，美国库存充足气价下降，国内气价平稳

投资建议：展望 2025 年，供给宽松，燃气公司成本优化；价格机制继续理顺、需求放量。需关注对美 LNG 加征关税后，新奥股份等具有美国气源的公司是否能通过转售等方式消除关税影响。1) 城燃降本促量、顺价持续推进。重点推荐：【新奥能源】(25 股息率 5.2%) 2024 年不可测利润充分消化，私有化方案定价彰显估值回归空间；【华润燃气】【昆仑能源】(25 股息率 4.4%)【中国燃气】(25 股息率 6.6%)【蓝天燃气】(股息率 9.1%)；建议关注：【深圳燃气】【佛燃能源】(25 股息率 4.6%)【港华智慧能源】。2) 海外气源释放，关注具备优质长协资源、灵活调度、成本优势长期凸显的企业。重点推荐：【九丰能源】(25 股息率 4.9%)【新奥股份】(25 股息率 6.0%)；建议关注：【深圳燃气】【佛燃能源】(25 股息率 4.6%)。3) 美气进口不确定性提升，能源自主可控重要性突显。建议关注具备气源生产能力的【新天然气】【蓝焰控股】。(估值日期 2025/6/16)

稳定币-专题系列报告(一)：金融新基建的崛起，香港监管框架下的机遇与挑战

投资建议：我们认为，①具备合规发行资格、储备资产管理能力强的稳定币发行企业将受益明显，建议关注【京东集团】、【渣打集团】；②对于跨境支付服务商，获批合规牌照、与稳定币发行商进行深度合作的企业有望

受益，建议关注【OSL 集团】、【联易融科技】、【拉卡拉】、【新大陆】、【连连数字】；③具备区块链、分布式账本项目能力的技术服务提供商有望因此受益，建议关注【众安在线】、【四方精创】、【宇信科技】、【恒生电子】、【长亮科技】、【金证股份】。风险提示：储备资产兑付风险，监管政策风险，技术漏洞及系统性风险，货币政策主权侵蚀风险，地缘博弈与制裁风险，生态竞争替代风险，跨境司法维权困境。

推荐个股及其他点评

联赢激光 (688518): 3C 业务持续增长&动力锂电逐步修复, 激光焊接设备龙头多点开花

固态电池将采用钢壳封装, 将显著提升激光装配设备需求量: 固态电池通过辊压和等静压等工艺对电解质及正负极进行塑型处理, 能够有效提升电池的一致性, 并显著改善固-固界面接触, 从而优化电池充放电性能。但我们认为电池压实后, 固态电芯易膨胀, 对封装要求更高; 传统铝壳、软包封装难以满足需求, 刚性更高的钢壳成为更优选择。钢壳无法一体冲压, 只能通过折叠工艺完成, 使得传统顶盖焊接外多出侧缝与底盖焊接, 公司有望充分受益于固态电池装配设备需求量增加。高毛利非锂电订单放量, 有望增强公司综合盈利能力: 2021 年以来公司积极布局高毛利新兴业务, 涵盖 3C 电池、高低压继电器、氢燃料电池等, 2024 年公司 IT 消费电子业务毛利率高达 48%, 显著高于传统锂电业务的 25%, 叠加非锂电业务占比持续提升 (2024 年非锂电业务新签订单达 11.4 亿元, 占比 38%, 占比同比提升 13pct), 未来有望帮助公司跨越锂电周期, 增强盈利质量。平台化技术构筑新增长曲线: 公司积极开拓新业务领域, 将自身优势延续至大钢壳电池&泛半导体行业, 打造新增长点。(1)大钢壳电池: 大钢壳电池具备高熔点、低重量等特性, 通常用于高端车型及新能源重卡; 其钢壳与固态电池钢壳一样无法一体冲压, 需在传统顶盖焊接外多出侧缝与底盖焊接, 设备价值量显著高于铝壳装配线。根据我们测算假设每年新能源重卡出货 100 万辆, 电动化率达 40%+, 对应装配设备需求将突破 25 亿元。(2)公司半导体子公司将为光通信行业和 IGBT 推出贴片机, 并在泵浦源行业推出贴片机和 AOI 检测设备对标海外龙头 ASMPT。(3)光伏子公司聚焦高效太阳能电池端装备环节, 开发激光氧化设备、光伏组件接线盒激光焊接设备等成套自动化设备。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 2.9/4.5/6.1 亿元, 2025-2027 年对应 PE 分别为 21/13/10 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。

宏观策略

宏观点评 20250616：经济叙事的三重分化——5月经济数据点评

5月经济仍然具有韧性。供给端，5月工业增加值同比+5.8%，服务业生产指数同比+6.2%，分别比上月下降0.3个点、提高0.2个点，供给侧工业小幅走弱、服务业小幅走强，整体大致跟上月持平。需求端，社零同比+6.4%，比上月提高1.3个点；固定资产投资累计同比3.7%，比上月下降0.3个点（推算当月同比从3.6%降至2.9%）；出口同比从4月的8.1%降至4.8%。整体来看，内需有所修复，经济韧性较强，其中投资增速下降，部分原因是价格拖累，实际增速降幅没有这么大，5月PPI同比从-2.7%降至-3.3%。最近半年多以来，经济的不同领域呈现出三种不同的逻辑和状态：（1）政策支持领域，如基建制造业和耐用品消费，前5个月基建和制造业投资分别增长10.4%和8.5%，5月4种“以旧换新”补贴商品平均增长35.5%。（2）内生动能和政策支持都较强的新质生产力，如工业机器人、新能源汽车产量分别增长32%、40.8%。（3）内生动能相对弱于前两种的是房地产和没有补贴的消费，前5个月房地产销售和投资增速分别为-2.9%和-10.7%，5月没有补贴的7种商品销售平均增速为6.1%，低于整体限额以上社零8.2%。这种经济数据的三重分化最终体现为价格的分歧，今年上半年CPI连续负增长、PPI降幅扩大，但更能体现经济供需关系的核心CPI同比增速却逐步企稳回升，5月已经接近2022-2024年中枢水平。因此，在三重分化下，关于宏观的叙事只看到任何单独一面，可能都是不完整的。往后看，总量方面预计可以顺利完成全年5%左右的经济发展目标，但经济节奏和结构可能更多取决于上述三重分化的宏观叙事如何演变。下半年重点关注三个问题，一是耐用品消费需求透支问题，何时出现透支、透支幅度多大，会改变当前整体消费增长的逻辑。二是出口增速的降幅多大，上半年美国“抢进口”透支全球贸易需求，下半年如果出口下行，全年出口增速能到多少。三是政策如何应对，除了市场预期的政策性金融工具之外，年内会否采取服务消费补贴政策接力商品补贴等其他政策。具体来看，5月经济各领域表现如下：（一）工业维持强劲，但高技术制造业边际走弱。5月工业增加值同比+5.8%，前值+6.1%。分部门来看，采矿业和公用事业分别增长6%和2%，均与上月持平，制造业从7.1%降至6.9%，其中高技术制造业同比增速从10%降至8.6%。分行业来看，边际降幅最大的是铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，增速从上月17.6%降至14.6%，下降3个点；其次是电气机械，从13.4%降至11%，下降2.4个点。工业产销率仍然偏低，但边际好转。5月工业产销率为95.4%，低于上年同期96.6%，但5月环比提高0.1个点，而往年大多为环比下降。（二）6.4%的社零增速远超市场预期，“抢国补”可能影响较大。5月社零同比增速6.4%，远超4.9%的Wind一致预期；从季调环比来看，5月为0.93%，是2023年4月以来的最高环比增速。社零超预期，一部分原因在于提前启动的“618购物节”跟“国补”叠加，另一部分原因可能在于“抢国补”。5-6月诸多地区传出“国补暂停”的说法，尽管很多省份进行辟谣，但可能还是有不少消费者在此期间抢时间购买以旧换新产品。从数据来看，5种以旧换新产品销售增速从上月的28.5%提高到34.1%（简单平均，4种产品包括：文化办公、通讯器材、家具、家电），7种没有补贴的消费品增速为6.1%（简单平均，7种商品包括：粮油食品、饮料、烟酒、中西药、日用品、服饰鞋帽、化妆品）。（三）固定资产投资走弱，但有价格因素，

实际投资增速降幅没有这么大。5月固投累计增速从上月4.0%降至3.7%，推算当月同比从3.6%降至2.9%。但要注意到，5月PPI同比从上月的-2.7%降至-3.3%，投资降幅有价格因素，实际降幅没有这么大。具体来看：（1）制造业投资：设备更新仍然是主要驱动。5月累计增速从8.8%降至8.5%，推算当月增速从8.2%降至7.8%。设备更新仍然是制造业投资的主要拉动，前5个月设备工器具购置投资增长17.3%，拉动全部投资增长2.3个百分点，对投资增长的贡献率达到63.6%。分行业来看，前5个月电气机械行业投资累计同比-8.6%，化学原料和制品行业+0.4%，医药制造业+0.9%，是制造业投资的主要拖累，其他行业少有低于10%增速。（2）基建投资：公共管理业是5月基建投资增速小幅下行的主要拖累。5月广义基建投资的累计增速从10.9%降至10.4%，当月增速从9.6%降至9.2%；狭义基建累计增速从5.8%降至5.6%，当月增速从5.8%降至5.1%。分行业来看，公共设施管理业投资累计增速从4.9%降至3.8%，水利管理业从30.7%降至26.6%，是主要拖累。最近市场预期4月25日政治局提及的政策性金融工具即将出台，预计将对下半年的基建投资起到一定提振作用。（3）房地产：销售小幅下降，投资维持低位。商品房销售面积累计增速从-2.8%小幅降至-2.9%，当月增速从-2.1%小幅降至-3.3%；但一线城市房价降幅扩大，70城二手房价环比增速从-0.4%小幅降至-0.5%，其中一线城市环比从-0.2%降至-0.7%，是去年9月以来最大降幅。房地产投资方面，投资累计增速从-10.3%降至-10.7%，其中新开工累计-22.8%、施工面积累计-9.2%、竣工累计-17.3%。5月开发商到位资金累计降幅扩大，从-4.1%扩大至-5.3%，主要是贷款环境变动，国内贷款累计增速从+0.8%降至-1.7%。风险提示：房地产市场走弱；出口下行；以旧换新政策后续不及预期的风险。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：占烁）

宏观量化经济指数周报-20250615：工业生产淡季不弱，“抢出口”有所放缓

观点 周度ECI指数：从周度数据来看，截至2025年6月15日，本周ECI供给指数为50.18%，较上周回落0.01个百分点；ECI需求指数为49.93%，较上周回升0.01个百分点。从分项来看，ECI投资指数为49.96%，较上周回落0.02个百分点；ECI消费指数为49.75%，较上周回升0.02个百分点；ECI出口指数为50.20%，较上周回落0.01个百分点。月度ECI指数：从6月前两个周的高频数据来看，ECI供给指数为50.18%，较5月回落0.05个百分点；ECI需求指数为49.93%，较5月环比持平。从分项来看，ECI投资指数为49.97%，较5月环比持平；ECI消费指数为49.74%，较5月回落0.01个百分点；ECI出口指数为50.20%，较5月环比持平。从ECI指数来看，6月初我国经济运行较为平稳，供给端在生产淡季出现了季节性回落的特征，而在日内瓦协定落地后出口总量修复动能仍偏弱，后续仍需进一步关注近期中美经贸谈判的动向。工业生产方面，6月份主要行业开工率环比有所走弱，一方面反映出季节性回落的影响，另一方面则反映出日内瓦协定落地后出口修复的动能偏弱，但同比来看整体仍优于去年同期，指向工业生产景气度有所放缓但并不弱；出口方面，6月初我国重点港口货物吞吐量环比小幅回落，同比增速较上月也有所收窄，指向日内瓦协定落地后我国出口修复的动能有所减弱，但韩国6月前10日的出口增速录得5.4%，较5月份出现明显改善，一定程度上指向全球需求或有所回暖，结合以上两点来看，我国6月份出口或延续小幅放缓的态势，但整体并不弱，预计仍会录得同比正增长。ELI指数：截至2025年6月15日，本周ELI指数为-1.06%，较上周

回落 0.15 个百分点。短中期流动性投放加量、综合融资成本稳中有降。2025 年 5 月企业新发放贷款（本外币）加权平均利率和个人住房新发放贷款的加权平均利率分别为约 3.2% 和 3.1%，比上年同期低约 50 个基点和 55 个基点，从价格来看，贷款利率水平已经降至历史低位。在 5 月份金融数据显示有效融资需求尚有不足的情况下，贷款利率在内的综合融资成本延续稳中有降的态势。在 2025 年 5 月“降准降息”等一揽子金融政策落地之后，为推动融资成本继续稳中有降，货币政策在 5 月至 6 月也循序渐进增大流动性投放力度：（1）6 月份央行预告两批次买断式逆回购操作，分别招标 1 万亿 3 个月期买断式逆回购和 4000 亿 6 个月期买断式逆回购，合计 1.4 万亿短中期流动性操作，不仅对冲了本月到期的 1.2 万亿买断式逆回购，而且增量 2000 亿元净投放，在 6 月份新增贷款或季节性回暖，而银行体系同业存单到期量较高的情况下，短中期流动性加量投放有利于稳定市场资金利率预期、稳定银行负债端成本，助力“降准降息”等政策效应更积极地显现；（2）5 月“降准降息”当月 MLF 加量净投放 3750 亿元，已是连续 3 个月净投放，鉴于 6 月份 MLF 到期 1820 亿元，预计本月 MLF 或也将加量投放，稳定银行负债，释放承接实体经济融资的空间，中期流动性投放力度或仍在渐进加量。在 5 月至 6 月一系列呵护流动性供给的政策效应下，预计 6 月后半月银行间流动性和实体经济流动性延续中性偏向宽松的状态，综合融资成本继续稳中趋降。风险提示：美国关税政策仍有不确定性；政策出台力度低于市场预期；房地产改善的持续性待观察。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：李昌萌 证券分析师：王洋）

海外周报 20250615：“抢进口”与服务部门衰退冲击令美国 5 月 CPI 环比不及预期

核心观点：本周以色列袭击伊朗引发中东紧张局势升级，美股下跌；而美债利率在通胀数据不及预期的带动下走低，10 年期美债利率全周降 10.69bps 至 4.399%，黄金与原油价格在避险情绪和供给担忧的影响下分别大涨 3.68% 和 13.01%。本周美国多项“软数据”调查有所改善，消费者与企业信心抬升，未来通胀预期降温；而“硬数据”的 5 月 CPI 环比不及预期，其中核心商品涨幅偏弱，主要来自美国贸易商提前补库、加墨部分进口商品免税对关税的稀释；而服务通胀的走弱则更多受到总需求偏弱的大背景下，美国居民服务消费预算收缩影响。向前看，前景高度不确定的通胀和仍有韧性的增长令美联储在下周 FOMC 会议上无法降息。当前市场的降息预期高度一致，认为 9、12 月各有一次降息，但我们认为不可忽视特朗普的干预与鲍威尔对美联储独立性更大的重视，这或导致全年最终仅有 0-1 降息。 大类资产：以伊冲突升级主导市场避险情绪，美股下跌，黄金与原油价格大涨。本周伊始，中美经贸磋商机制首次会议在伦敦进行，市场情绪得到提振，美股上行；而后发布 5 月美国 CPI 数据不及预期，降息预期升温，美债利率回落。但 6 月 12 日以伊冲突再度升级，以色列对伊朗多处核设施和军事目标发动袭击，市场避险情绪再度升温。整体来看，全周（6 月 9 日至 13 日）10 年期美债利率降 10.69bps 至 4.399%，2 年期美债利率降 8.90bps 至 3.974%，美元指数跌 1.01% 至 98.18；标普 500、纳斯达克指数分别收跌 0.39%、0.63%；现货黄金价格受以伊冲突影响再度大涨 3.68% 至 3432 美元/盎司，原油价格则在原油供应和航路运输的担忧情绪推动下大涨 13.01% 至 72.98 美元/桶。 海外经济：美国“软数据”有所改善，消费者与企业信心抬升，未来通胀预期降温。5 月纽约联储消费者调查 1 年期通胀预期降至 3.2%，预期

3.5%，前值 3.63%；3 年期通胀预期 3.0%，前值 3.2%，5 年期通胀预期 2.6%，前值 2.7%。5 月 NFIB 美国小企业乐观指数升至 98.8，预期 96，前值 95.8。6 月密歇根大学消费者信心指数初值 60.5，创 2024 年 1 月以来最大单月升幅，预期 53.6，前值 52.2；1 年通胀预期初值 5.1%，预期 6.4%，前值 6.6%；5 年通胀预期初值 4.1%，预期 4.1%，前值 4.2%。整体来看，本周的“软数据”调查均反映出市场对通胀的担忧有所降温，并对未来前景的乐观程度有所抬升。货币政策方面，特朗普 6 月 12 日再度对当前美联储不降息的决定表示不满。特朗普抨击鲍威尔为“笨蛋”，并称降低 2 个百分点的利率每年可以为美国节省 6000 亿美元的债务利息支出。但特朗普同时表示他将不会提前罢免美联储主席鲍威尔，而後者的任期将于 2026 年 5 月届满。增长方面，截至 6 月 9 日，亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q2 美国 GDP 最新预测值为+3.8%；截至 6 月 13 日，纽约联储 Nowcast 模型对 25Q2 美国 GDP 预测值为+2.34%。5 月 CPI：环比与核心环比均不及预期，“抢进口”稀释商品通胀冲击，关税负担抑制居民消费预算稀释服务通胀冲击。美国 5 月 CPI 同比+2.4%，预期+2.4%，前值+2.3%。环比+0.1%，预期+0.2%，前值+0.2%；核心 CPI 同比+2.8%，预期+2.9%，前值+2.8%。核心环比+0.1%，预期+0.3%，前值+0.2%。从结构上看，①核心商品方面，本月核心商品环比-0.04%转负，其中机动车环比由-0.18%跌至-0.3%。新车价格显著下跌，或反映需求疲软；零部件价格明显反弹，或反映关税冲击；二手车价格维持跌势，与 Manheim 二手车指数“预告”的一致。②居住通胀方面，本月居住服务环比由+0.33%回落至+0.25%。自住房折算 OER 与租金 RPR 同比增速在基数效应驱动下继续保持回落趋势，但环比增速口径下，RPR 回落程度有所放大。关税带来的一系列影响或正给美国服务部门带来“消费降级”。③工资通胀方面，超核心 CPI 环比由+0.209%跌至+0.06%，但高波动的机票、酒店、车险变化不大。超核心 CPI 回落主要来自医保服务涨幅收窄和交运服务跌幅走深。整体来看，本次核心商品 CPI 涨幅偏弱，主要来自美国贸易商提前补库、加墨部分进口商品免税对关税的稀释。而服务通胀的走弱则更多受到总需求偏弱的大背景下，美国居民服务消费预算收缩影响。在总收入不变的情况下，关税本质上是对居民的加税行为，因此虽然特朗普关税对商品部门有滞胀冲击，但给服务部门带来的是更大的衰退冲击。这也导致美国 CPI 的扩散指数更加分化——增速>4%、增速<2%的项目占比在增大，反而是增速 2-4%的项目占比在缩小。6 月 FOMC 前瞻：本次料“按兵不动”，全年或 0-1 次降息。北京时间 6 月 19 日 2:00，美联储将公布美国 6 月 FOMC 利率决策。截止最新联邦基金期货市场预期本次 FOMC 会议不降息，9 月会议降息概率 86.2%，到 25 年底累计降息 2.02 次 50.5bps。向前看，在基数效应影响下，未来一个季度美国 CPI、核心 CPI 同比增速大概率继续上行，尤其考虑到近期中东局势升级带来的油价飙升，6 月 CPI 上行幅度或较大。虽然未来 CPI 同比增速继续上行，但环比中枢在横向稀释（美国贸易商提前补库、加墨部分进口商品免税）和纵向稀释（关税给服务部门带来的衰退冲击）的影响下或逊于预期。整体来看，前景高度不确定的通胀，和 5 月非农表现出仍有韧性的增长令美联储 6 月无法降息。这同时也意味着，美联储今年降息的难度存在很大的不确定性和逊于预期风险，近期美联储官员的表态也反映出 FOMC 对降息的谨慎态度。当前市场的降息预期高度一致，认为 9、12 月各一次降息，但我们认为不可忽视特朗普的干预与鲍威尔对美联储独立性更大的重视：本周特朗普再度喊话鲍威尔要求其降息，而鲍威尔为体现美联储在货币政策上的独立性或对降息“更为谨慎”，这或导致全年最

终仅有 0-1 降息。风险提示：特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；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。

（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）

宏观深度报告 20250614：长期利率的合意点位是多少？

观点 从“中性利率”决定长期利率合意点位出发，长期利率将决定于两个因素：长期经济增长率和长期通胀预期值。如果将目标通胀率调配至 0.6%-1.0%，同时长期经济增速水平维持在 5.0%，那么名义中性利率水平则为 1.60%-2.0%；若长期通胀率没有改善，主要政策利率再度调降 10-20bps 的空间，或驱动长期利率继续向中性政策利率水平收敛，10 年期利率或因“降息”打开下行空间，中枢或逐级下沉至 1.30%-1.40%。

从“中性利率”看，为适配长期通胀预期偏低的状态，“降息”仍有空间。若以“中性利率”为锚，那么当前实际中性利率 1.40%恰与 5 月“降息”后的 7 天期逆回购利率持平，但是考虑到当前长期通胀预期依然偏低，2025 年 2 月至 5 月 CPI 同比增速均值仅为 -0.25%，因此若中性政策利率考虑实际通胀率偏低的状态，意味着主要政策利率应继续调降，如果过去 3 个月 CPI 平均增速 -0.25% 的状态继续在今年下半年延续，那么主要政策利率或仍有 10-20bps 的调降空间，进一步“降息”将打开短端利率下行空间，并指引长期利率继续向中性政策利率水平收敛。

从“中性利率”看，宏观意义上，长期利率应渐进收敛于中性利率。作为短期利率预期值，长期收益率也应收敛于中性利率，期间传导机制即是“主要政策利率→短期利率及预期→长期利率”，顺延期限结构由短及长传导政策信号。由于 2023 年第二季度开始通胀下行压力增大，截至 2025 年一季度末 GDP 平减指数已是连续 8 个季度负增长，利率市场对“降息”持续抱有较高的期待，由此推动长期利率向政策利率快速收敛，曲线形态持续走平，在主要政策利率降至通胀率预期显著回升之前，长期利率或持续向政策利率靠拢，由此“7 天期逆回购利率→DR001”形成的短端利率或成为 10 年期国债收益率的底部。如果以 GDP 增速目标 5.0% 作为长期潜在增速水平，那么实际中性利率则在 1.0% 左右，此时长期利率的合意点位将取决于长期通胀率预期，若实际通胀率持续处于低位，长期利率走低的过程或将不会结束。

长期利率“走廊”初露雏形：在 2024 年 12 月“降负债成本”逻辑推动 10 年期利率跌破 DR007 “年线”之后，经过近 6 个月的发酵，经验上看，10 年期国债收益率渐渐形成以 DR001 “年线”为底、以 DR007 “年线”为顶的“利率走廊”。从收益率曲线传导看，目前长期利率进一步下移需要政策利率引导短端利率打开下行空间。2025 年 5 月“降准降息”落地后，DR007 的 250 日均线水平已压降至 1.78%，或意味着利率顶部也在被逐级下压；DR001 的 250 日均线已压降至 1.64%，与 10 年期国债收益率仅相差 0.71bp，DR001 或与 DR007 继续牵引长债利率波动。

风险提示：（1）特朗普政府关税政策反复摇摆，美联储“降息”路径不明确，美债收益率和美元流动性尚有不稳定性；（2）“降息降准”等宽松政策效应迟滞，人民币资产预期回报率低于市场预期；（3）影响价格总水平的供给和需求政策存在不确定性。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：王洋）

宏观点评 20250613：贷款季节回暖、存款“搬家”初显——2025 年 5 月金融数据点评

事件 2025 年 6 月 13 日，人民银行发布 2025 年 1-5 月金融统计数据：（1）社会融资规模：2025 年 1-5 月新增社融 18.63 万亿元，同

比多增 3.83 万亿元，截至 5 月末，社融存量同比增速持平于 8.7%。5 月份新增社融 22,894 亿元，从社融分项来看，政府债券融资继续支撑社融，5 月政府债券融资增长 14,633 亿元，同比多增 2,367 亿元，5 月社融口径新增人民币贷款 5960 亿元，同比少增 2,237 亿元；5 月“委托贷款+信托贷款+未贴现银行承兑汇票”三项表外融资合计减少 1,156 亿元，其中未贴现银行承兑汇票减少 1,162 亿元，同比少减 169 亿元。（2）贷款投放：2025 年 1-5 月金融机构口径新增人民币贷款 10.68 万亿元，截至 2025 年 5 月末，金融机构人民币贷款余额同比增速回落 0.1 个百分点至 7.1%，5 月份金融机构口径新增人民币贷款 6,200 亿元，同比少增 3,300 亿元。（3）货币供应：截至 2025 年 5 月末，M2 同比增速回落 0.1 个百分点至 7.9%，M1 增速回升 0.8 个百分点至 2.30%，受此影响 M2-M1 剪刀差收窄至 5.6%。从存款结构看，5 月份非金融企业和居民存款分别减少 4,176 亿元和增加 4,700 亿元，分别同比少减 3,824 亿元和多增 500 亿元；财政存款新增 8,800 亿元，同比多增 1,167 亿元；非银金融机构存款增加 11,900 亿元，同比多增 300 亿元。综合来看 5 月份人民币存款新增 21,800 亿元，同比多增 5,000 亿元。观点 总量：季节性环比回暖。无论金融机构口径贷款，还是剔除非银金融贷款之后的实体经济贷款，在经过 4 月份融资季节性回落之后，5 月份融资需求出现季节性环比回升，但是增量依然受制于有效融资需求不足的问题。5 月份虽然落地了“降准降息”，可贷款依然同比少增，其原因或在于两个方面：其一是由于地方政府“化债”继续置换存量贷款；其二是“降准降息”等宽松效应存在滞后效应，由于 2024 年四季度存量贷款利率调整周期可以缩短至一个季度，因此 5 月份 LPR 报价下行带动存量贷款利率调整，或将延迟至 2025 年 7 月显现。而从新增社融看，尽管政府债券融资继续是新增社融的主要驱动，但是由于 5 月份“低基数”效应减弱，政府债券融资对社融增长的作用边际走弱。不过 5 月份企业债券融资回升，新增 1,496 亿元，同比多增 1,211 亿元。结构：中长期贷款温和修复。展开新增贷款的分项看，5 月份“降息”效应下，居民中长期贷款温和修复，增加 746 亿元（同比多增 232 亿元），而居民短期贷款减少 208 亿元（同比少增 451 亿元），表明“消费贷”延续了 4 月份以来量价均衡的态势。5 月份银行体系“票据贴现冲量”诉求回落，企业短期贷款融资需求回升，5 月份短期贷款和票据融资合计增长 1,638 亿元（同比少增 977 亿），其中票据融资仅新增 746 亿元（同比少增 2,826 亿元），但是企业发行票据融资的需求下降后，短期贷款融资回暖，企业短期贷款新增 1,100 亿元（同比多增 2,300 亿元）。与企业短期贷款修复相比，企业中长期贷款仅新增 3,300 亿元（同比少增 1,700 亿元），在去年同期较低基数的基础上依然同比少增，表明地方政府“化债”对政策性支持融资的抑制作用较大，可在政策端依然有针对性的政策空间，4 月份中央政治局会议提出“新型政策性金融工具”，关注政策性金融工具的落地情形，在地方债务问题拖累融资的情形下，若政策性金融工具继续发挥“资金过桥”的衔接作用，二季度末至三季度企业中长期融资或出现修复性增长。货币：存款“搬家”显现。在财政支出加快和货币“降息”落地等因素的协同推动下，5 月份存款出现双重“搬家”：一方面，随着财政支出加快，财政存款向企业存款“搬家”，明显改善企业到手资金，提升 M1 增速；另一方面，随着 5 月份“OMO-LPR-存款利率”逐次“降息”落地，与下行的存款利率相比，资管产品的吸引力在提升，推动居民和企业存款向非银机构“搬家”。货币政策：政策宽松中继、融资需求或继续温和修复。5 月“降准降息”等一揽子增量政策落地后，5 月至 6 月进入增量政策效应的观察

期，5 月份企业在手资金改善、融资需求环比回暖，显示政策效应正在逐步显现。6 月份以来，在“降准降息”渐次发力的同时，央行也在适时加大流动性投放力度，6 月份将进行 2 次合计 1.4 万亿元的买断式逆回购操作，且本月 MLF 或选择加量投放，政策端继续为银行体系注入流动性，6 月份融资需求或延续温和回暖的态势，并且货币政策层面仍有“新型政策性金融工具”等加码的空间。预计未来货币政策宽松仍将视经济数据、市场预期和外部冲击的研判而定。风险提示：中美贸易谈判尚有不不确定性；一揽子增量政策的宽松效应迟滞；人民币资产预期回报率低于市场预期。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：王洋）

固收金工

固收点评 20250617：安克转债：消费电子出海龙头

事件 安克转债（123257.SZ）于 2025 年 6 月 16 日开始网上申购：总发行规模为 11.05 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于便携及户用储能产品研发及产业化项目、新一代智能硬件产品研发及产业化项目、仓储智能化升级项目及全链路数字化运营中心项目。当前债底估值为 99.26 元，YTM 为 2.01%。安克转债存续期为 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：0.2%、0.4%、0.6%、1.5%、1.8%、2.0%，公司到期赎回价格为票面面值的 108.00%（含最后一期利息），以 6 年 AA+ 中债企业债到期收益率 2.14%（2025-06-13）计算，纯债价值为 99.26 元，纯债对应的 YTM 为 2.01%，债底保护较好。当前转换平价为 99.41 元，平价溢价率为 0.59%。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 22 日至 2031 年 06 月 15 日。初始转股价 111.94 元/股，正股安克创新 6 月 13 日的收盘价为 111.28 元，对应的转换平价为 99.41 元，平价溢价率为 0.59%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 1.82%。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 111.94 元计算，转债发行 11.05 亿元对总股本稀释率为 1.82%，对流通盘的稀释率为 3.20%，对股本摊薄压力较小。观点 我们预计安克转债上市首日价格在 127.29~141.30 元之间，我们预计中签率为 0.0036%。综合可比标的以及实证结果，考虑到安克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 35% 左右，对应的上市价格在 127.29~141.30 元之间。我们预计网上中签率为 0.0036%，建议积极申购。安克创新是一家专注于智能移动周边、智能生活周边及计算机周边产品研发和销售的全球化消费电子企业，旗下拥有 Anker、eufy、soundcore 等知名品牌。公司凭借强大的产品创新能力和技术整合能力，在亚马逊等境外电商平台占据领先地位。公司还积极布局智能创新和智能影音领域，如扫地机器人、安防摄像头、激光投影仪等产品表现亮眼。此外，安克创新通过轻资产运营模式、全球供应链布局和多渠道销售策略，实现了高效的市场渗透和品牌建设，展现出强劲的成长性和盈利能力。2019 年以来公司营收稳步增长，2019-2024 年复合增速为 27.36%。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“V 型”波动。2024 年，公司实现营业收入 247.10 亿元，同比增加 22.85%。安克创新营业收入主要来源于充电类业务，产品结构年际变化。2022 年以来，安克创新充电类业务收入逐年增长，2022-2024 年项目业务收入占主营业务收入比重分别为 48.25%、49.14%和

51.26%，同时产品结构年际调整，其他主营业务规模占比稳定，充电类、无线电音频业务占比上升并趋于稳定。安克创新销售净利率和毛利率维稳，销售费用率下降，财务费用率先增后减，管理费用率上升。2019-2024 年，公司销售净利率分别为 10.85%、9.57%、8.15%、8.31%、9.68%和 8.95%，销售毛利率分别为 49.91%、43.85%、35.72%、38.73%、43.54%和 43.67%。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)

固收点评 20250617：电化转债：动力电池锰系材料主供商

事件 电化转债(127109.SZ)于 2025 年 6 月 16 日开始网上申购：总发行规模为 4.87 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于年产 3 万吨尖晶石型锰酸锂电池材料项目。当前债底估值为 99.57 元，YTM 为 2.35%。电化转债存续期为 6 年，中诚信国际信用评级有限责任公司资信评级为 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%、1.80%、2.00%，公司到期赎回价格为票面面值的 110.00% (含最后一期利息)，以 6 年 AA 中债企业债到期收益率 2.42% (2025-06-13) 计算，纯债价值为 99.57 元，纯债对应的 YTM 为 2.35%，债底保护较好。当前转换平价为 102.6 元，平价溢价率为 -2.60%。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 22 日至 2031 年 06 月 15 日。初始转股价 10.1 元/股，正股湘潭电化 6 月 13 日的收盘价为 10.37 元，对应的转换平价为 102.67 元，平价溢价率为 -2.60%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 7.11%。下修条款为“15/30，80%”，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 10.1 元计算，转债发行 4.87 亿元对总股本稀释率为 7.11%，对流通盘的稀释率为 7.11%，对股本摊薄压力较小。

观点 我们预计电化转债上市首日价格在 131.46~145.94 元之间，我们预计中签率为 0.0022%。综合可比标的以及实证结果，考虑到电化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 35%左右，对应的上市价格在 131.46~145.94 元之间。我们预计网上中签率为 0.0022%，建议积极申购。湘潭电化主营业务为生产销售电解二氧化锰和新能源电池材料、城市污水集中处理、工业贸易等。其中电解二氧化锰年产 12.2 万吨。产品分为碳锌电池级、无汞碱锰电池级、一次锂锰电池级、锰酸锂电池级和高性能电池级五大类，是国内生产历史悠久、产品类型齐全、产品质量稳定、生产技术先进的电解二氧化锰专业生产厂商。2019 年以来公司营收稳步增长，2019-2024 年复合增速为 15.63%。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“V 型”波动。2024 年，公司实现营业收入 19.12 亿元，同比增加 3.01%。与此同时，归母净利润呈现下降趋势，2019-2024 年复合增速为 50.88%。2024 年实现归母净利润 3.15 亿元，同比减少 10.60%。湘潭电化的主要业务为电池材料业务和污水处理业务。公司主营业务突出，2022-2024 年主营业务收入占总营业收入的比例分别为 91.81%、98.38%和 98.41%。湘潭电化销售净利率和毛利率不断波动，销售费用率维持低位，财务费用率缓慢下滑，管理费用率近年来有所增长。2019-2024 年，公司销售净利率分别为 5.81%、1.99%、13.60%、19.21%、15.73%和 15.95%，销售毛利率分别为 24.93%、20.39%、19.69%、26.48%、21.56%和 27.49%。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

专用设备行业点评报告：固态电池 0-1 产业化加速，设备商优先受益

投资要点 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。与传统液态相比，全固态设备变化集中在前道&中道：（1）半固态：与液态电池工序差别不大，相较于液态电池主要增加固态电解质的涂布、辊压机变大以提高压实密度、电解液用量减少注液机变为浸润机、化成分容需要预锂化等；（2）全固态：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。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。产业化 0-1 阶段，设备持续优化迭代：近期多家设备公司均积极推进固态电池设备布局。（1）先导智能：打通全固态电池制造工艺环节，形成了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的整线解决方案。（2）赢合科技：近日向国内某头部电池企业发货的一批核心固态电池设备——固态湿法涂布设备、固态辊压设备及固态电解质转印设备，已顺利到达客户现场，用于客户国内工厂中试线建设。（3）华亚智能：近期控股子公司冠鸿智能与海希通信签署全固态电池 200MWh 生产线项目协议，推进干法电极在全固态的产业化应用。投资建议：重点推荐固态电池设备整线供应商【先导智能】、化成分容设备商【杭可科技】，建议关注干/湿法电极设备商【赢合科技】、干法电极&模组 PACK【先惠技术】、整线供应商【利元亨】、干法电极设备商【曼恩斯特】、干法辊压机【纳科诺尔】、干法电极设备商【华亚智能】、激光焊接设备商【联赢激光】

风险提示：技术发展不及预期、竞争加剧

(证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意)

金融产品深度报告：广发中证港股通非银 ETF (513750.SH)：低估值筑基，高业绩领航，稳健收益与优质配置并进

投资要点 港股通非银指数投资价值分析：指数聚焦保险行业，市场内具有稀缺性：港股通非银指数深度聚焦非银行金融板块，经调整后保险行业权重比例高达 70%，指数覆盖 A/H 股主要保险标的，具备较为稀缺性的保险资产配置价值。估值水平处于低位，安全边际突出：截至 2025 年 6 月 11 日，港股通非银指数市盈率 8.62 倍、市净率 0.99 倍，均低于 A 股申万非银指数的市盈率和市净率。当前港股通非银指数估值分位于历史 21%和 45%，估值水平处于历史较低区间，指数具备更高的安全边际和潜在的增值空间。盈利能力稳健，具备长期投资价值：截至 2025 年 6 月 11 日，指数股息率 3.18%，具备较强的盈利能力和较为稳健的整体盈利状况。在历史多年的市场波动中，

该指数所涵盖的非银行金融企业能够持续提升盈利水平，展现出较为可观的长期盈利能力、成长潜力和投资价值。

行业基本面分析：保险行业高质量发展，政策利好持续释放：2024 年“保险国十条”政策出台，聚焦强监管、防风险与产品创新，推动保险资金加速入市，提升权益投资比例，强化长期成长性。寿险与产险均稳步增长，保险行业总保费与新业务价值双升。证券行业龙头集中，创新驱动转型：监管趋严叠加并购重组，龙头券商通过资本优势、业务协同、数字化赋能不断做强做大，行业集中度持续提升。多元业务（财富管理、ETF、投顾、衍生品）助力盈利增长新突破。期货与租赁子行业头部优势突出：期货市场严监管、国际化与服务实体经济并重，产业客户参与提升，风险管理体系完善。融资租赁行业“回归本源”，头部公司享有规模、成本与资产质量优势，行业分化格局逐渐明朗。重仓企业表现亮眼：中国平安、中国人寿、友邦保险等保险巨头净利润和分红率长期提升，龙头市占率稳定。港交所业绩高增、ROE 长期超 20%，分红率高达 90%。中信证券、中金公司凭集团资源实现多元化发展，盈利能力与综合实力双升。

广发中证港股通非银 ETF (513750.SH) 产品介绍：ETF 产品流动性充裕，申赎活跃：截至 2025 年 6 月 11 日，近两周日均成交额达到 3.14 亿元，流动性充裕。基金日常申购赎回活跃，2025 年一季度申购赎回净额达到 4.74 亿份，显示市场关注度和资金参与度不断提升，二级市场交易活跃度高于同类产品。ETF 产品规模较大，配置需求较高：截至 2025 年 6 月 13 日，场内规模达到 26.40 亿元，体现出在结构性低估与红利价值回归背景下的持续配置需求。ETF 产品收益表现优秀，风险控制能力较强：截至 2025 年 6 月 11 日，累计收益率为 22.1%，年化收益率达到 49.2%，均处于非银金融和港股金融主题 ETF 前列，超过同期券商、保险及泛金融主题 ETF。从 2024 年 12 月 2 日至 2025 年 6 月 11 日，该 ETF 产品最大回撤-18.9%，在非银、券商、保险等高弹性细分赛道中处于中上水平，有效控制了净值波动。

风险提示：1)行业政策或监管环境突变；2)宏观经济不及预期；3)发生重大预期外的宏观事件。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：唐遥衍 证券分析师：何婷）

电子行业点评报告：基带芯片的核心壁垒与自研逻辑——大厂自研三事系列

投资要点 基带芯片知多少？基带芯片是连接中央处理器和射频芯片的一个负责处理信息的重要器件，其性能直接影响到手机通话质量、数据传输速度以及网络连接能力。目前主流的基带芯片主要有集成式和外挂式两种形式。集成基带在功耗控制和信号稳定上明显优于外挂基带。当通信制式升级，新技术迭代中往往会产生暂时性的外挂方案。随着 5G 通信技术的完善，集成基带方案仍然是技术发展的主要趋势。基带芯片市场高度集中，核心壁垒显著。基带芯片行业格局高度集中，5G 商用后市场重回寡头垄断，2022 年高通、联发科分占 61%/27% 份额，龙头效应显著。核心壁垒高筑，一方面通信协议随技术迭代呈爆炸式增长且需长期向下兼容，同时要支持多模、多频段，进一步增加设计复杂性；另一方面，头部厂商如高通凭借协议制定主导权、庞大专利组合和产品稳定性建立技术权威，华为积累大量通信专利与高通形成交叉授权，苹果也曾因基带技术瓶颈依赖高通，且终端厂商更倾向选择经市场验证的方案，新玩家难以在短期内获得同等市场信任。华为三星布局 6G/5G 基带突破，苹果小米自研芯片抢占机会。华为海思作为国产化先锋，历经多年研发，从 TD-LTE 基带巴龙系列到全球首款 6G 基带天罡 X3（支持太赫兹频段，计划

2026 年量产), 覆盖手机、智能汽车等场景; 三星通过十年持续研发, 从依赖高通转向自主创新, 推出支持多频段的 5G 基带 Exynos Modem 系列, 2024 年产品更实现卫星通信与地面网络融合; 苹果以收购英特尔业务补足技术短板, 2025 年推出首款自研 5G 基带 C1 (支持 Sub-6GHz, 计划后续集成至主芯片并支持毫米波); 小米则聚焦可穿戴设备, 2025 年推出集成自研 4G 基带的玄戒 T1 芯片, 完成全链路设计与多场景测试, 为核心技术自主化奠定基础。基带芯片的自研逻辑如何理解? 我们认为大厂自研手机 SoC 芯片的核心诉求是为了品牌效应, 而品牌影响力的核心在于通过后发追赶实现与国际一线厂商同样的技术水平, 并在此基础上做更定制化的开发。通讯能力是手机不可或缺的一个部分, 基带同样也是实现手机 SoC 自研的最后一块拼图。以苹果为例, 自 2019 年收购英特尔基带团队以来, 历时数年才成功研发首代基带芯片, 可见研发困难程度。但若无法实现基带部分自研, 则外挂基带方案的功耗又会影响到整机使用体验。因此, 自研基带芯片往往是手机大厂自研 SoC 过程中“最难”的环节, 也是一场持久战。我们看好小米作为新一代自研手机 SoC 大厂, 对于基带芯片坚定投入, 目前已完成 4G 基带于智能手表量产, 未来有望逐渐突破 5G 基带能力, 最终目标实现手机 SoC 芯片大集成。产业链相关公司: 芯原股份、翱捷科技、恒玄科技等。风险提示: 研发进展不及预期风险, 专利风险, 市场竞争风险, 自研基带芯片投入产出不及预期风险。

(证券分析师: 陈海进 研究助理: 李雅文)

机械设备行业点评报告: 地缘风险驱动油价中枢上行, 油服设备&燃气轮机产业链有望充分受益

投资要点 伊以冲突持续升级, 原油价格显著上行 6 月 13 日, 伊以冲突爆发, 布伦特原油价格当日上涨 7%, 后续涨幅有所回落。截至 6 月 16 日, 国际油价普遍涨至 70-75 美元/桶。伊朗是 OPEC 第三大产油国, 此次冲突可能导致原油供给格局发生变化, 油价中枢有望系统性上行。油价中枢上移利好北美页岩油开采, 油气设备供应商率先受益 当前美国页岩油主要产区开采成本在 40-50 美元/桶之间, 油价上行将直接提升页岩油开采意愿; 政策方面, 特朗普提名水力压裂技术发明者克里斯·赖特出任新一任能源部长, 其长期主张积极开发石油和天然气。在油价与政策的双重驱动下, 北美油气设备供应商有望率先受益: (1) 杰瑞股份: 全球电驱压裂设备龙头, 与 BJ Services 深度合作, 2023 年起陆续在北美地区有电驱压裂设备订单落地, 2025 年已落地一套电驱压裂设备订单。同时, 公司美国工厂已经经营十余年, 具有本地化生产&服务团队, 后续若关税持续恶化, 美国工厂将采取“全球采购+美国组装”, 较大程度规避关税风险; (2) 纽威股份: 全球高端阀门龙头, 在油气阀门领域具有较高市场影响力, 在北美具备深厚的市场基础。同时, 公司积极布局沙特工厂, 预计 2026 年投产, 能够覆盖北美需求。展望后续, 杰瑞股份和纽威股份均有望充分受益于本轮油价中枢上移及北美页岩油行业再度扩张。石油价格上涨天然气性价比凸显, 燃气轮机发电需求有望再提速 当前北美数据中心供电大部分使用石油或者天然气发电, 石油价格上涨天然气性价比凸显。据我们测算, 柴油发电机每 MW 设备投资约 200 万元, 燃气轮机发电机组每 MW 投资约 600 万元。运营成本方面, 自欧洲能源危机以来, 北美天然气价格相较高位已下跌 70%, 而国际油价自 2023 年下半年以来重回上行通道, 目前已于 70-75 美元高位震荡。以 60MW 规模数据中心为例, 燃气轮机发电机组年运行成本不足柴油机组的 10%。同时, 2025 年以来北美数据中心 Capex 再超预期: 2025Q1, 美

国超大规模云服务商（如 Alphabet、微软、Meta 和亚马逊）在以人工智能为驱动的数据中心上的投入约为 810 亿美元，预计全年合计支出有望超过 3000 亿美元，燃气轮机发电市场有望迎来新一轮需求扩张。投资建议：推荐受益于高油价的油服设备&零部件龙头【杰瑞股份】【纽威股份】；AI 需求快速增长，发电侧燃气轮机发电机组板块有望率先受益，推荐【豪迈科技】【杰瑞股份】【应流股份】，建议关注【联德股份】。风险提示：页岩油开发节奏不及预期，贸易摩擦加剧，数据中心 Capex 放缓，宏观经济风险

（证券分析师：周尔双 证券分析师：韦译捷）

房地产行业跟踪周报：新房成交面积同比回落，更大力度推动房地产市场止跌回稳

投资要点 上周（2025.6.9-2025.6.13）：上周房地产板块（中信）涨跌幅-1.6%，同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为-0.3%、-0.3%，超额收益分别为-1.4%、-1.4%。29 个中信行业板块中房地产位列第 25。

（1）新房市场：上周 36 城新房成交面积 187.2 万方，环比+12.6%，同比-0.9%。2025 年 6 月 1 日至 6 月 13 日累计成交 321.5 万方，同比-5.8%。今年截至 6 月 13 日累计成交 4547.4 万方，同比-2.0%。（2）二手房市场：上周 15 城二手房成交面积 166.8 万方，环比+32.2%，同比+23.6%。2025 年 6 月 1 日至 6 月 13 日累计成交 286.5 万方，同比+12.0%。今年截至 6 月 13 日累计成交 3684 万方，同比+20.2%。（3）库存及去化：13 城新房累计库存 7793.7 万方，环比+0.7%，同比-14.4%；13 城新房去化周期为 19.7 个月，环比变动+1.0 个月，同比变动-5.0 个月。一线、新一线、二线、三四线城市去化周期为 14.2 个月、12.4 个月、18.1 个月、43.1 个月，环比分别变动+0.5 个月、+1.6 个月、+0.7 个月、+0.7 个月。（4）土地市场：2025 年 6 月 9 日-2025 年 6 月 15 日百城土地成交建筑面积 1402.7 万方，环比-2.5%，同比-34.0%；成交楼面价 1294 元/平，环比-39.4%、同比-17.9%；土地溢价率 1.1%，环比 0.0%，同比 0.1%。截至 6 月 15 日，2025 年累计成交土地建筑面积为 47121.2 万方，同比-5.5%。周观点：6 月第 3 周新房成交环比下降、同比下降，二手房成交环比下降、同比下降。6 月 13 日，国务院总理主持召开国务院常务会议。会议指出，构建房地产发展新模式，对于促进房地产市场平稳、健康、高质量发展具有重要意义，要着眼长远，坚持稳中求进、先立后破，有序搭建相关基础性制度。要扎实有力推进“好房子”建设，纳入城市更新机制加强工作统筹，在规划、土地、财政、金融等方面予以政策支持。要对全国房地产已供土地和在建项目进行摸底，进一步优化现有政策，提升政策实施的系统性有效性，多管齐下稳定预期、激活需求、优化供给、化解风险，更大力度推动房地产市场止跌回稳。投资建议：1）房地产开发：推荐华润置地、保利发展、滨江集团，建议关注绿城中国等；2）物业管理：推荐华润万象生活、绿城服务、保利物业、越秀服务；3）房地产经纪：推荐贝壳，建议关注我爱我家。风险提示：房地产调控政策放宽不及预期；行业下行持续，销售不及预期；行业信用风险持续蔓延，流动性恶化超预期。

（证券分析师：房诚琦）

燃气 II 行业跟踪周报：中东局势带动欧洲气价上涨，美国库存充足气价下降，国内气价平稳

投资要点 价格跟踪：中东局势担忧带动欧美气价上涨，国内气价平稳。截至 2025/06/13，美国 HH/欧洲 TTF/东亚 JKM/中国 LNG 出厂/中国 LNG 到岸价周环比变动 -1.4%/+5.7%/+0.5%/-0.4%/+5.3% 至 0.7/3.2/3.2/3.4 元/方，海内外倒挂持续。供需分析：1）出现高温天

气&库存持续提升，美国天然气市场价格周环比-1.4%。截至2025/06/11,天然气的平均总供应量周环比+0.4%至 1129 亿立方英尺/日,同比+5.5%;总需求周环比+2.3%至 984 亿立方英尺/日,同比-1.9%;发电用天然气周环比+11.6%;住宅和商业部门的天然气消费量周环比-13.5%;工业部门的天然气消费量周环比-1.8%。截至 2025/06/06,储气量周环比+1090 至 27070 亿立方英尺,同比-6.7%。2) 中东局势引发市场担忧,欧洲气价周环比+5.7%。2025M1-2,欧洲天然气消费量为 1155 亿方,同比+11%。2025/6/5~2025/6/11,欧洲天然气供给周环比+6.3%至 66336GWh;其中,来自库存消耗-28906GWh,周环比-4.9%;来自 LNG 接收站 32631GWh,周环比+14.7%;来自挪威北海管道气 18342GWh,周环比+0.5%。2025/06/07~2025/06/13,欧洲燃气发电出力增加,欧洲日平均燃气发电量周环比+15.2%、同比-5.2%至 589.7 吉瓦时。截至 2025/06/12,欧洲天然气库存 598TWh (578 亿方),同比-223.9TWh;库容率 52.75%,同比-19.8pct。3) 需求恢复缓慢,价格弱势运行,国内气价周环比-0.4%。2025M1-4,我国天然气表观消费量同比-1.3%至 1393 亿方,原因或为 2024 年冬季偏暖。2025M1-4,产量+5.3%至 874 亿方,进口量-9.3%至 548 亿方。2025 年 4 月,国内液态天然气进口均价 3665 元/吨,环比-0.6%,同比-3.5%;国内气态天然气进口均价 2644 元/吨,环比-1.4%,同比-3%;天然气整体进口均价 3134 元/吨,环比-2.9%,同比-7%。截至 2025/06/13,国内进口接收站库存 309.32 万吨,同比-8.62%,周环比+2.99%;国内 LNG 厂内库存 59.96 万吨,同比+49.56%,周环比+3.15%。顺价进展:2022~2025M5,全国 63%(183 个)地级及以上城市进行了居民顺价,提价幅度为 0.21 元/方。2024 年龙头城燃公司价差 0.53~0.54 元/方,配气费合理值在 0.6 元/方以上,价差仍存 10%修复空间,顺价仍将继续落地。重要事件:美气进口关税税率由 140%降至 25%,美气回国经济性提升。2025/5/12 商务部发布中美日内瓦经贸会谈联合声明指出修改税委会公告 2025 年第 4 号规定,其中,24%的关税在初始的 90 天内暂停实施、10%关税保留,并取消第 5、6 号对这些商品的加征关税。美气进口关税税率由 140%降至 25%。投资建议:展望 2025 年,供给宽松,燃气公司成本优化;价格机制继续理顺、需求放量。需关注对美 LNG 加征关税后,新奥股份等具有美国气源的公司是否能够通过转售等方式消除关税影响。1) 城燃降本促量、顺价持续推进。重点推荐:【新奥能源】(25 股息率 5.2%) 2024 年不可测利润充分消化,私有化方案定价彰显估值回归空间;【华润燃气】【昆仑能源】(25 股息率 4.4%)【中国燃气】(25 股息率 6.6%)【蓝田燃气】(股息率 9.1%);建议关注:【深圳燃气】【佛燃能源】(25 股息率 4.6%)【港华智慧能源】。2) 海外气源释放,关注具备优质长协资源、灵活调度、成本优势长期凸显的企业。重点推荐:【九丰能源】(25 股息率 4.9%)【新奥股份】(25 股息率 6.0%);建议关注:【深圳燃气】【佛燃能源】(25 股息率 4.6%)。3) 美气进口不确定性提升,能源自主可控重要性突显。建议关注具备气源生产能力的【新天然气】【蓝焰控股】。(估值日期 2025/6/16) 风险提示:经济增速不及预期、极端天气、国际局势变化、安全经营风险。

(证券分析师:袁理 证券分析师:谷玥)

稳定币-专题系列报告(一):金融新基建的崛起,香港监管框架下的机遇与挑战

投资要点 稳定币作为一种重要的加密货币,其核心特征在于与特定稳定资产挂钩,以维持其价值的稳定,并在数字金融领域发挥着日益关键的作用:①稳定币的本质是一种与特定稳定资产(如法币、商品

或证券)挂钩的加密货币;②核心机制在于通过价值锚定,赋能数字金融,显著提升支付效率、资产流动性,并促进金融创新与传统金融融合;③稳定币的发展历程始于解决加密货币波动性,历经市场爆发式增长、重大危机冲击,至风险出清后实现市场复苏与应用拓展;④作为数字货币的特殊形式,稳定币在功能上区别于比特币的价值储存,并与央行数字货币在发行主体和信用等级上存在本质差异。香港稳定币监管以“同风险同规则”为核心,对具有相同金融风险的业务活动适用统一的监管标准。①监管框架:由 HKMA 实施牌照管理,资本门槛 2500 万港元,高质量储备资产,按月审计随时赎回,支持多币种稳定币;②战略意图:稳定币法案通过有望助力人民币国际化,削弱美元在加密经济中的主导地位,巩固香港作为亚太数字金融枢纽的竞争优势;③相较《GENIUS 法案》的美元霸权倾向和欧盟《MiCA》的保护主义,香港采取“本地化监管”,鼓励稳定币在 DeFi、RWA 等领域的应用,推动 Web3.0 生态发展。香港通过多元发行方、强监管框架及丰富应用场景,正构建差异化稳定币生态。①发行方:京东稳定币进入沙盒测试第二阶段,聚焦跨境支付、投资交易等场景;圆币创新推出的 HKDR 探索 B2B 跨境支付及 RWA 应用;渣打香港、安拟集团及香港电讯合资成立公司,计划发行港元稳定币,整合银行合规、Web3.0 创新及电信支付优势;②流通侧:香港稳定币交易所或形成 HashKey Exchange 与 OSL 两强格局,二者均持牌合规,支持稳定币交易生态;③应用端:稳定币在跨境支付、供应链金融及 RWA 等领域潜力显著;④其他关联方:储备银行和技术服务商为稳定币提供底层支持,推动安全性与技术创新。作为加密生态基础设施与传统金融体系的新型变量,价值锚定机制在多维风险冲击下面临系统性挑战:①储备资产不足或质量缺陷,如 USDT 脱锚、USDC 因硅谷银行破产暴跌;②监管套利引发市场不公,如 BUSD 停发、Tether 规避审查;③技术漏洞与系统性威胁,如智能合约攻击、跨链桥黑客事件;④货币政策传导弱化及货币主权侵蚀,如离岸美元稳定冲击港元联系汇率;⑤地缘博弈风险,如美元稳定币主导下的金融制裁隐患;⑥生态竞争挤压,如传统支付巨头与主权数字货币替代;⑦跨境司法维权困境,如“一国两制”框架下追偿障碍。投资建议:我们认为,①具备合规发行资格、储备资产管理能力强的稳定币发行企业将受益明显,建议关注【京东集团】、【渣打集团】;②对于跨境支付服务商,获批合规牌照、与稳定币发行商进行深度合作的企业有望受益,建议关注【OSL 集团】、【联易融科技】、【拉卡拉】、【新大陆】、【连连数字】;③具备区块链、分布式账本项目能力的技术服务提供商有望因此受益,建议关注【众安在线】、【四方精创】、【宇信科技】、【恒生电子】、【长亮科技】、【金证股份】。风险提示:储备资产兑付风险,监管政策风险,技术漏洞及系统性风险,货币政策主权侵蚀风险,地缘博弈与制裁风险,生态竞争替代风险,跨境司法维权困境。

(证券分析师:孙婷 证券分析师:武欣姝)

推荐个股及其他点评

联赢激光(688518): 3C 业务持续增长&动力锂电逐步修复,激光焊接设备龙头多点开花

投资要点 国内动力锂电重启扩产,公司有望充分受益:国内头部厂商扩产节奏加快,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。公司作为国内锂电激光设备龙头，与宁德、亿纬、欣旺达、正立新能等头部锂电客户深度绑定，有望充分受益于锂电玩家重启扩产。固态电池将采用钢壳封装，将显著提升激光装配设备需求量：固态电池通过辊压和等静压等工艺对电解质及正负极进行塑型处理，能够有效提升电池的一致性，并显著改善固-固界面接触，从而优化电池充放电性能。但我们认为电池压实后，固态电芯易膨胀，对封装要求更高；传统铝壳、软包封装难以满足需求，刚性更高的钢壳成为更优选择。钢壳无法一体冲压，只能通过折叠工艺完成，使得传统顶盖焊接外多出侧缝与底盖焊接，公司有望充分受益于固态电池装配设备需求量增加。高毛利非锂电订单放量，有望增强公司综合盈利能力：2021 年以来公司积极布局高毛利新兴业务，涵盖 3C 电池、高低压继电器、氢燃料电池等，2024 年公司 IT 消费电子业务毛利率高达 48%，显著高于传统锂电业务的 25%，叠加非锂电业务占比持续提升（2024 年非锂电业务新签订单达 11.4 亿元，占比 38%，占比同比提升 13pct），未来有望帮助公司跨越锂电周期，增强盈利质量。平台化技术构筑新增长曲线：公司积极开拓新业务领域，将自身优势延续至大钢壳电池&泛半导体行业，打造新增长点。（1）大钢壳电池：大钢壳电池具备高熔点、低重量等特性，通常用于高端车型及新能源重卡；其钢壳与固态电池钢壳一样无法一体冲压，需在传统顶盖焊接外多出侧缝与底盖焊接，设备价值量显著高于铝壳装配线。根据我们测算假设每年新能源重卡出货 100 万辆，电动化率达 40%+，对应装配设备需求将突破 25 亿元。（2）公司半导体子公司将为光通信行业和 IGBT 推出贴片机，并在泵浦源行业推出贴片机和 AOI 检测设备对标海外龙头 ASMPT。（3）光伏子公司聚焦高效太阳能电池端装备环节，开发激光氧化设备、光伏组件接线盒激光焊接设备等成套自动化设备。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 2.9/4.5/6.1 亿元，2025-2027 年对应 PE 分别为 21/13/10 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）

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>