

2025 年 6 月 16 日 星期一

分析师推荐

【东兴银行】银行业：财政发力支撑社融平稳增长，信贷需求仍然偏弱
(20250616)

事件：6 月 13 日，中国人民银行发布 2025 年 5 月社融与金融数据。5 月末，存量社融同比+8.7%；M2 同比+7.9%、M1 同比+2.3%；人民币贷款同比+7.1%、存款同比+8.1%；5 月人民币贷款+6200 亿元，人民币存款+2.18 万亿。

点评：5 月社融信贷整体符合预期。社融同比多增，主要是财政积极前置发力；信贷延续同比少增，结构上以企业贷款为主。其中，企业一般贷款同比多增，票据融资同比少增，或反映在政策呵护息差态度下，对规模增长目标有所淡化，银行票据冲量诉求减弱。居民按揭贷款小幅多增，后续仍需楼市企稳基础稳固的支撑。综合来看，财政发力下，社融增长有支撑；但信贷需求仍待进一步提振。

（一）5 月社融同比多增仍主要源于政府债发行前置。5 月社融新增 2.29 万亿，同比+2248 亿，主要是政府债券净融资 1.46 万亿，同比+2367 亿，体现财政政策保持积极，政府债发行节奏前置。5 月末存量社融同比增速与上月持平于 8.7%。二、三季度为政府债发行高峰，有望支撑社融维持平稳。此外，5 月企业债券融资 1496 亿，同比+1211 亿，反映 5 月降息后信用债收益率进一步下行、科创债新政出台等为企业债券发行带来契机，企业债券发行意愿抬升。

（二）5 月信贷读数偏弱，结构上以企业贷款为主。5 月人民币贷款单月新增 6200 亿，同比-3300 亿；从前五个月来看，人民币贷款累计新增 1.07 万亿，同比-4600 亿。5 月末人民币贷款增速+7.1%，较上月下降 0.1pct；1-5 月地方政府已发行超过 1.5 万亿特殊再融资债券置换地方隐性债务，对银行表内信贷增长有较大影响。

企业短贷同比多增、中长贷同比少增，票据冲量减小。5 月非金企业贷款新增 5300 亿，同比-2100 亿。其中短贷新增 1100 亿，同比+2300 亿；中长贷新增 3300 亿，同比-1700 亿，仍受债务置换影响。票据贴现新增 746 亿，同比-2826 亿。或反映在政策呵护息差态度下，对规模增长目标有所淡化，银行通过低价票据贴现冲规模的诉求减弱。

居民短贷负增，按揭早偿改善支撑中长贷多增。5 月居民贷款新增 540 亿，同比-217 亿。其中短贷减少 208 亿，同比-451 亿；居民消费信贷需求仍较弱。中长贷新增 746 亿，同比+232 亿；或主要体现按揭贷款早偿有所改善。后续

本期编辑

分析师：石伟晶

021-25102907

执业证书编号：

shi_wj@dxzq.net.cn

S1480518080001

东兴证券研究所金股推荐

证券代码	证券简称
000881.SZ	中广核技
000975.SZ	山金国际
002891.SZ	中宠股份
003000.SZ	劲仔食品
09992.HK	泡泡玛特
600426.SH	华鲁恒升
603565.SH	中谷物流
688095.SH	福昕软件
688531.SH	日联科技

数据来源：《六月金股汇》2025 年 05 月 28 日，东兴证券研究所

中长贷增长主要取决于楼市回暖情况。

5月新发贷款定价总体平稳。据央行数据，5月企业新发放贷款（本外币）加权平均利率约3.2%，与上月持平；个人住房新发放贷款（本外币）加权平均利率约3.1%，均与上月持平。5月下旬LPR下调，预计6月新发贷款利率环比走低。

（三）去年低基数下，M1增速环比大幅提升。5月M1同比增2.3%，环比大幅提升0.8pct；主要与去年手工补息整改的低基数有关（24年4-6月M1增速基数较低）。M2同比增7.9%，环比回落0.1pct。5月人民币存款新增2.18万亿，同比+5000亿。分部门看，非银存款新增1.2万亿，同比+300亿；财政存款新增8800亿，同比+1167亿。居民存款新增4700亿，同比+500亿；企业存款减少4176亿，同比+3824亿。

投资策略：当前来看，银行信贷增速小幅放缓，存款增速回升；价格方面，降息后信贷投放利率预计继续下行，存款挂牌利率调降有助于负债成本改善，净利息收入增长边际压力可控。展望全年，规模方面，受支持“两重两新”等超长期特别国债发行带动、以及地方政府工作重心从隐债置换过渡到促经济复苏的推动，银行规模扩张有望维持稳定；价格方面，受政策呵护，后续存款到期重定价、存款挂牌利率调降将释放负债端成本压力，预计净息差继续收窄但幅度逐步缩小，对业绩拖累有望减小。非息方面，伴随资本市场活跃度提升，手续费收入增速有望改善；其他非息中的公允价值变动损益项或有波动，但前期浮盈兑现对业绩总体仍有支撑。资产质量局部风险压力上升，整体仍维持平稳，拨备或继续释放反哺利润。总体来看，银行盈利维持稳定的积极因素仍多。

我们继续看好银行板块配置价值。内在逻辑是利率中枢下行背景下，资产荒矛盾依然存在，银行股息较高且业绩稳定性强，配置价值将进一步突显。从资金面来看，政策持续鼓励中长线资金入市，预计保险资管、理财公司以及在公募新规推动下主动管理型基金均对银行板块有加大配置需求，有利板块表现。建议关注：（1）国有大行等业绩稳定性较强的高股息标的配置价值；（2）稳增长政策成效逐步显现之下，具备区位优势 and 业绩释放空间的优质区域行。

风险提示：经济复苏、实体需求恢复不及预期，导致信贷增速大幅下滑；政策力度和实施效果不及预期，导致风险抬升资产质量大幅恶化等。

（分析师：林瑾璐 执业编码：S1480519070002 电话：021-25102905 分析师：田馨宇 执业编码：S1480521070003 电话：010-66554013）

【东兴策略】2025 年 A 股中期投资展望：A 股已站在中长期慢牛的起点 (20250613)

主要观点：

A 股熊长牛短的原因。首先，A 股自 2010 年之后，ROE 呈现趋势性下行走势，以盈利驱动提供指数上行的动力不足。其次，A 股历史分红比例逐年下行，对投资者直接分红回报不高，导致长期投资者只能依靠某些高分红行业获取较高分红回报，整体分红回报偏低。再次，估值波动性大，牛市估值泡沫较大，容易形成短期脉冲性行情，长期较难维持较高的估值水平。第四，历史上注重融资，2015 年起融资金额超过万亿，融资数量的快速增长消耗市场资金，且存在公司质量良莠不齐的情况，造成整体回报率降低。最后，随着中国经济转型，从投资向高端制造转型的过程中，以房地产为代表的投资产业链出现明显下行，以半导体、高端制造等行业代表的现金生产力出现明显上行，结构性转型阶段对市场整体产生了此消彼长的效应。

A 股已站在中长期慢牛的起点：1) 全球化与逆全球化的矛盾，逆转不了中国全球化的布局，未来重塑的是全球贸易利益新格局，在经历贸易战之后，中国海外布局必将加快进程。2) 中国制造业作为全球产业链的核心，凭借其规模、供应链完整性、创新能力和成本效率，长期占据竞争优势地位。2011 年起，中国制造业增加值超越美国成为全球最大的制造业大国，凸显其不可替代性。3) 中国军事实力提升，是中国全球化进程的战略保障，有利于一路一带布局和企业整体性出海的战略自信，随着中国军事力量逐步具备全球投射能力，全球对中国资产信心度提升将会起到促进作用。4) 中国股市资产质量逐步优化，IPO 发行从注重融资数量的增量思维向提高存量思维转变，2024 年开始 IPO 融资规模大幅降低，同时，并购重组日益受到管理层重视，连续出台鼓励并购重组政策，加快退市常态化，提升优质资产证券化率，鼓励国企央企提升资产证券化率。5) 制度建设日益完善，市场监管和稳定机制日益成熟。上市公司重大违法违规查处机制日益完善，2022 年起上市公司案例调查数量明显增加，处罚力度显著增加，投资者保护机制逐步完善，上市公司违法违规成本显著提升，资本市场综合治理水平显著提升。管理层对市场调控力度显著增强，以中央汇金公司为代表的国家队，不断增持稳定股市，对指数调控能力日益提升，有力地维护了市场的稳定，尤其在中美关税激烈博弈期间，有效地稳定了市场指数，对国家的金融安全起到了定海神针的作用。6) 低利率时代股权配置需求增长。居民资产的股票配置比例仍较低，在利率持续下行趋势下，大量银行存款急需寻找高收益资产，股票市场吸引力将会进一步上升。随着去年 4 季度以来股票市场回暖，股票型基金发行保持较高的发行规模，同比去年同期有明显改观。随着指数出现稳步上行的走势，股票市场的赚钱效应逐步显现，未来无论是直接购买股票，还是购买基金，居民储蓄向股票市场配置的意愿将会逐步增强。7) 经济复苏的节奏将会温和且漫长。这一轮经济周期本质是新旧动能转换，地产基建等投资周期下行出清

叠加新质生产力上行周期，经济呈现出此消彼长态势，由于基数原因，短期旧周期下行压力仍在，新周期虽然增速快但体量仍不足以带动经济全面且强劲复苏，同时，出口受到中美关税战影响，经济复苏时间将会被拉长，复苏幅度也将会更加温和，对应股票市场映射基本面的走势也更容易以慢牛的形式展开。

3400 点是一轮中长期慢牛的起点。从全球视野来看，中国资产重估使得 A 股具备越来越多吸引力，从国内政策环境、利率环境以及制度建设来看，A 股资产质量和估值环境都有显著改善，从经济自身周期来看，目前已经到了一轮下行周期的末期，从时间点来看，7-8 月是半年报披露期，同时也是关税谈判的 90 天节点，2 季度业绩低于预期则有可能政策端再次发力，3 季度有望成为行情的转折点。我们的观点是，3400 点是前期的区间震荡的重要压力位，从中期角度来看，有可能是一轮中长期慢牛的起点。

市场风格：市场中小盘占优风格有望延续。从不同信用周期分布可以看出，目前市场处于宽信用宽货币阶段，以中小盘和成长为代表的个股明显占优。从今年货币与信用走向来看，目前仍隐含 20 个 BP 的降息空间，从信贷数据来看，全年维持 2024 年水平可能性较大，信用不存在紧缩可能。因此，从风格来看，中小盘和成长占优的大趋势不会改变。从中信风格指数也可以看到，除了消费以外，成长、周期与稳定分位数基本相当，金融分位数最高，显示市场风格相对集中，除了基本面较差的消费之外，市场对风格的整体定位并未有较大的区分度，在目前成交量相对稳定的市场环境下，风格差异在大小盘的区分度要大于风格区分度。

行业对比：电子、计算机和家电较优。在行业选择上，我们更看重收入增速，在目前经济环境下，利润端受到的影响较大，收入端的增长更能代表行业真实增长速度，而 ROE 是行业盈利能力的代表。从收入端来看，电子和计算机领跑其他行业，考虑 ROE 因素，家电行业兼具行业增长与盈利水平，是较优选择。食品饮料由于行业增速下滑，即使拥有较高的 ROE，未来增长前景不容乐观。从行业选择上，电子、计算机、家电是较好选择。

下半年投资策略：下半年维度来看，市场进入中期慢牛的可能性较大，从风格配置的角度来看，我们倾向于，短期从中小盘和成长类个股入手，从行业配置角度，代表高端制造的电子、计算机和代表高品质产品的家电行业是首选。从行业发展和题材热点角度，看好人工智能、机器人、可控核聚变、智能驾驶为代表的产业前沿题材，这类题材大多都是从 0 到 1 阶段，市场想象空间大，产业格局尚未形成，涉及公司多，是市场比较容易得到共识的赛道。消费领域的新消费值得重视，随着新生代消费偏好逐步成为主流，市场需求结构发生重大变化，传统需求逐步萎缩，新生代需求快速增长，以 IP 经济、宠物经济、悦己医美美妆、潮玩等为代表的新生代需求展现出较为广阔的发展空间。红利资产是稀缺资源，在利率下行背景下，提供稳定红利板块具有

一定的稀缺性，以银行、电力、运营商、交运、公用事业为代表的红利板块是稳健投资者的压舱石，具有长期稳定的发展趋势，尤其是机构投资者提高入市比例，对红利板块的需求空间仍然巨大。供给侧收缩的周期板块，有望改善行业供需，从周期性行业资本开支趋势来看，今明两年产能去化相对彻底，价格跌到成本线甚至以下，导致产能被动收缩，全球产能去化明显的细分行业价格出现大幅上涨，重点关注化工、有色等领域涨价概念。

风险提示：基本面复苏低于预期；政策不及预期；外部形势恶化。

（分析师：林阳 执业编码：S1480524080001 电话：021-65465572）

重要公司资讯

- 1. 万安科技：**公司近日收到全资子公司浙江万安智驱汽车电子技术有限公司的现金分红款 3000 万元。截至公告日，公司已收到该笔分红款。该分红事项不会影响公司 2025 年度整体经营业绩。（资料来源：同花顺）
- 2. 珠江啤酒：**公司董事长王志斌因已届退休年龄，申请辞去公司董事、董事长及董事会战略委员会主任委员、提名委员会委员职务。王志斌辞职后不再担任公司任何职务，且未持有公司股份。公司董事会已选举黄文胜为新任董事长，任期自审议通过之日起至第四届董事会换届之日止。公司法定代表人亦变更为黄文胜。（资料来源：同花顺）
- 3. 商汤科技：**与山东东明石化集团（简称“东明石化”）、北京好雅创新科技有限公司（简称“好雅创科”）正式签署战略合作协议，三方将共同推动人工智能赋能石化产业的创新与发展，拟共建石化 AI 大模型联合实验室。（资料来源：同花顺）
- 4. 三只松鼠：**公司全资子公司安徽一件事创业投资有限公司拟以不超过 2 亿元收购湖南爱零食科技有限公司的控制权或相关业务及资产。2025 年 1 月 24 日，交易各方决定将《投资意向协议》有效期及排他性约定的 90 天延长至正式投资协议签署之日。然而，自《投资意向协议》签署以来，交易各方最终因部分核心条款未达成一致，决定终止本次收购事项。本次终止的《投资意向协议》仅为意向性协议，各方未签订正式的投资协议。本次终止收购事项不会对公司的生产经营及经营业绩产生重大不利影响，也不会影响公司未来的发展战略及经营规划。（资料来源：同花顺）
- 5. 兴齐眼药：**公司研发的盐酸利多卡因眼用凝胶于今日完成了“评价盐酸利多卡因眼用凝胶用于眼表麻醉的有效性和安全性”的随机、双盲、阳性药平行对照、安慰剂平行对照、多中心临床试验的首例受试者入组，正式进入 III 期临床试验。盐酸利多卡因眼用凝胶适用于眼科操作中的眼表麻醉，可延长药物与眼表面接触时间，改善麻醉效果。经查询国家药品监督管理局网站，仅有四川禾亿制药有限公司的盐酸利多卡因眼用凝胶获批上市。本次公告的盐酸利多卡因眼用凝胶完成首例受试者入组，正式进入 III 期临床试验不会对公司近期业绩产生重大影响。（资料来源：同花顺）

经济要闻

- 1. 工业和信息化部制造业中试标准化技术委员会成立。**成立中试标委会，是深入贯彻落实党中央、国务院决策部署的重要举措，是以标准引领制造业中试创新发展进入新阶段的重要标志。标委会主要负责制造业中试基础通用、关键技术、行业应用等领域行业标准制修订工作，秘书处设在工业和信息化

部电子第五研究所。同期，中试标委会第一次全体会议召开，审议通过了标委会章程、秘书处工作细则、标准制修订工作程序，以及2025年工作计划、下设工作组组成方案等文件。（资料来源：同花顺）

2. 外交部：中国坚持自卫防御核战略，不参与军备竞赛。瑞典斯德哥尔摩国际和平研究所16日发布的全球核力量年度报告指出，中国目前拥有600枚核弹头，位居全球第三，并以每年约100枚的速度增长，增速快于世界任何其他国家。郭嘉昆回应到，中方对有关报告不作评论。我想强调，中国一直坚持自卫防御核战略，始终将核力量维持在国家安全需要的最低水平，不参与军备竞赛。中国恪守任何时候、任何情况下不首先使用核武器的政策，承诺无条件不对无核武器国家和无核武器区使用或威胁使用核武器。中国是唯一采取这一政策的核武器国家。郭嘉昆说，中国将继续坚定致力于维护自身正当安全利益，维护世界和平与稳定。（资料来源：同花顺）

3. 工信部：培育壮大独角兽企业政策正在制定中。近年来，我国持续强化企业创新主体地位，管理机制优化完善，培育壮大独角兽企业政策正在制定中，专精特新中小企业高质量发展支持力度不断加大。（资料来源：同花顺）

4. 俄罗斯从伊朗撤侨。俄罗斯外交部通报，鉴于伊朗领空因以色列的军事行动而关闭，俄罗斯政府在6月16日组织第二批俄罗斯公民通过陆路返回俄罗斯。共有238人撤离，包括俄罗斯驻外机构工作人员的家属和柴可夫斯基大交响乐团的艺术家的。除俄罗斯公民外，此次撤离人员还包括白俄罗斯和塔吉克斯坦的公民。（资料来源：同花顺）

5. 两岸融合发展示范区建设专题推进会15日在福建厦门召开。中共中央政治局常委、全国政协主席王沪宁出席并讲话。他表示，要坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，深入贯彻落实党的二十大和二十届三中全会精神，贯彻落实新时代党解决台湾问题的总体方略，高质量建设两岸融合发展示范区。（资料来源：同花顺）

6. 国家统计局：5月份，市场销售明显回升，以旧换新相关商品快速增长。国家统计局新闻发言人付凌晖：5月份，社会消费品零售总额41326亿元，同比增长6.4%，比上月加快1.3个百分点；环比增长0.93%。基本生活类和部分升级类商品销售增势较好，消费品以旧换新政策持续显效，限额以上单位家用电器和音像器材类、通信器材类、文化办公用品类、家具类商品零售额分别增长53.0%、33.0%、30.5%、25.6%。（资料来源：同花顺）

7. 财政部：为支持国债做市，提高国债二级市场流动性，健全反映市场供求关系的国债收益率曲线，财政部决定开展国债做市支持操作。操作券种为2025年记账式附息(五期)国债、2025年记账式附息(六期)国债，操作额均为2.8亿元，操作方向均为随卖。（资料来源：同花顺）

8. 国家统计局：要认真贯彻落实党中央、国务院决策部署，积极主动适应房地产市场供求关系发生重大变化的现实，持续推动城市更新和危旧房改造，加大“好房子”建设供应力度，促进刚性和改善性住房需求释放，积极构建房地产发展新模式，促进房地产市场平稳健康发展。（资料来源：同花顺）

9. 香港特区政府财政司：随着数字资产市场的蓬勃发展，市场对稳定币的需求料将进一步增加。稳定币既可不受传统支付时间和地域限制作为交易媒介，还可凭其可编程的特性，开拓多元化的创新方案，使金融服务流程自动化和智能化。（资料来源：同花顺）

10. 生态环境部：为推动再生资源循环利用，规范锂离子电池用再生黑粉原料、再生钢铁原料的进口管理，现将有关事项公告如下。一、符合要求的锂离子电池用再生黑粉原料不属于固体废物，可自由进口。再生黑粉原料不能与其他种类的再生原料混装，报关时同一报关单下不允许申报不同种类的再生原料。进口再生黑粉原料不允许散装，不同类别的再生黑粉原料应分类放

置。符合要求的再生钢铁原料不属于固体废物，可自由进口。再生钢铁原料不能与其他种类的再生原料混装，报关时同一报关单下不允许申报不同种类的再生原料，同一报关单下可以申报不同类别的再生钢铁原料。当不同类别的再生钢铁原料有独立包装或采取物理分隔措施，或在卸货时可以区分为不同类别的再生钢铁原料进行分类卸货，可以混装，但应分类放置。（资料来源：同花顺）

每日研报

【东兴电子】电子行业 2025 年中期展望：AI 浪潮推动电子行业进入新发展阶段，三大核心领域增长动能值得关注（20250612）

年初至 2025 年 6 月 4 日，电子行业指数（中信）跑赢创业板指数。我们分析认为年初受 DeepSeek 引领的开源模型创新浪潮驱动国内 AI 大模型产业价值重估，叠加终端侧 AI 应用的持续迭代升级，算力产业链一季度表现相对强劲。后续受特朗普美国关税政策影响，对电子板块形成较大干扰。2025 年初至 2025 年 6 月 4 日，电子板块指数涨幅在全行业指数（中信）中居前。2025 年 Q1 基金持有电子行业总市值为 5705.58 亿元，占流通 A 股市值比重下降至 4.78%；2025 年 Q1 电子板块基金持仓市值前十的公司其中半导体领域的标的占比高达 90%。2025Q1 基金持仓电子行业总市值在申万一级行业中排名第二。

展望未来，硬件创新周期叠加 AI 浪潮推动电子行业进入新发展阶段，三大核心领域增长动能明确看好方向如下：（1）晶圆代工（2）SoC（3）热管理材料：

（一）晶圆代工：受益于 AI 发展，服务器、数据中心与存储这成为增长最快的细分市场，全球半导体销售额到 2030 年总额将超过 1 万亿美元；芯片需求不断上升带动全球半导体晶圆厂产能持续增长，2024 年及 2025 年增长率分别为 6%和 7%。2025 年全球晶圆月需求量预计达到 11.2 百万片，到 2030 年增至 15.1 百万片。展望未来，受 AI 需求持续强劲的推动，全球晶圆代工行业有望实现持续增长，此外，消费电子、网络和物联网等非 AI 半导体应用需求预计将逐步复苏，这将为行业的增长趋势提供支撑。受益标的：中芯国际、华虹公司等。

（二）SoC：当前 AI 技术成为 SoC 架构的重要组成部分，为边缘设备提供了更强大的智能处理能力，AI 应用也持续向各行各业渗透多领域场景。移动设备、物联网设备和可穿戴设备对能效与紧凑尺寸日益增长的需求，正推动 SoC 在市场上的普及。随着人工智能（AI）和机器学习算法的不断进步，针对 AI 优化的 SoC 的发展势头迅猛。这些针对 AI 优化的 SoC 提供了边缘处理能力，即使在网络连接有限的区域，也能提升隐私保护水平并延长电池续航时间。汽车领域对支持高级驾驶辅助系统（ADAS）、自动驾驶和车载信息娱乐系统的 SoC 需求不断上升，正在显著推动 SoC 市场的增长。根据 MarketandMarket 预测，全球 SoC 市场规模将从 2024 年的 1384.6 亿美元增至 2029 年的 2059.7 亿美元，2024-2029 年复合年增长率（CAGR）为 8.3%。受益标的：瑞芯微、恒玄科技、全志科技、乐鑫科技、芯原股份等

（三）热管理材料：热管理材料导热、散热性能的高低很大程度上影响着消费电子产品运行的稳定性及可靠性。自 2024 年以来，为满足 AI 大模型的训练与推理需求，AI 终端器件算力呈指数级增长，以智能手机笔记本电脑、智能家居等消费电子产品内部器件发热量及散热需求显著提升。当前市场最大且发展最快的是 AI 手机和 AIPC。在端侧 AI 算力加码的情况下，热管理材料的散热效能对 AI 性能的稳定性及可靠性起到直接决定性作用。全球热管理市场的规模将从 2023 年约 159.8 亿美元增长到 2028 年的 264.3 亿美元，年均增长率为 10.5%，热管理材料需求有望快速增长。受益标的：思泉新材、领益制造、苏州天脉、飞荣达、中石科技等。

风险提示：产品价格波动、行业景气度下行、行业竞争加剧、中美贸易摩擦加剧。

(分析师: 刘航 执业编码: S1480522060001 电话: 021-25102913 研究助理: 李科融 执业编码: S1480124050020 电话: 021-65462501)

【东兴电力设备及新能源】光伏行业: 静待供给侧优化, 关注降银金属化新技术——光伏行业 2025 年中期策略 (20250612)

静待行业自律+技术创新助力供给侧优化。抢装带动 25 年 Q1 业绩回暖, 但全行业仍处于亏损阶段, 产能出清仍在进行时。在此背景下, 行业自律与技术创新成为破局关键。一方面, 头部企业或将牵头建立产能规划协调机制, 通过签订自律公约避免恶性竞争, 引导资源合理配置; 另一方面, 新型电池技术量产效率持续提升, 去银无银化技术突破, 加速推动产线升级迭代。随着自律机制完善与技术革新, 光伏行业有望加速淘汰落后产能, 优化供给结构。

硅料与电池片环节将成行业供给侧优化的核心抓手。硅料环节一方面生产流程复杂, 启停成本高昂, 还原炉启停需经过高温冷却、气体置换等一系列操作, 若停产时间长, 还需进行吹扫排空、氮气保护等维护措施, 进一步增加成本。另一方面, 硅料行业头部厂商集中, 技术实力强、规模大的同时, 一体化程度相对低、利益相对一致, 面临困顿时, 头部企业也更容易达成减产协议。电池片环节承担着光伏技术进步的重任, 新技术不断涌现, 各技术路线均需要持续技术迭代以维持自身产线竞争力。

降银成为光伏行业降本提效的重要方向。目前金属化降本主要包括两个方向: (1) 原材料端通过寻找新型导电非贵金属替代银浆达到降本目的, 如铜电镀、铜浆料等技术是以低价的铜替代高价的银, 从而降低金属化的成本; 银包铜并不适用于主流高温工艺, 而电镀铜设备投资太大, 尚不具备经济性, 若能解决好铜氧化、烧结扩散以及附着性问题, 纯铜浆或为金属化降本理想方案。(2) 工艺端持续改进减少银浆用量, 如 OBB 和叠栅技术通过调整电极主副栅的组织形式, 减少电池片浆料的使用, 从而降低成本并提高效率。叠栅取消了主副栅和焊带, 利用三角导电丝和种子层进行导电, 改变了传统栅线结构的电流收集路径, 作为新一代平台化技术, 叠栅的成熟度有望逐步提升。这些金属化新技术的应用, 将给辅材环节将带来升级迭代或增量需求。

投资策略: 新政驱动了“531”光伏抢装, 边际上带动 Q1 产业链上下游各环节的利润修复。但由于抢装是下半年的需求前置, 新政实施后, 电价的不确定性叠加整体上网均价的下降预期, 或使得下半年分布式项目投资意愿大幅下降, 且当前来看, 整体产业链仍处于产能过剩的大格局之下, 在需求没有大幅增长的背景下, 落后产能出清尚待时日, 产业链利润修复的力度和持续性仍有待观察。我们认为, 一、技术迭代快的电池片和高启停成本的硅料环节, 尾部产能有望加速出清; 二、随着行业供给侧自律力度加码, 优势辅材龙头也将受益; 三、关注需求高景气的储能 PCS 领域。推荐关注阳光电源, 相关标的德业股份也有望受益。

风险提示: 需求端增长不及预期、行业竞争加剧超预期、公司成本/盈利改善不及预期、海外政策/地缘政治影响超预期。

(分析师: 洪一 执业编码: S1480516110001 电话: 0755-82832082 分析师: 侯河清 执业编码: S1480524040001 电话: 010-66554108 分析师: 吴征洋 执业编码: S1480525020001 电话: 010-66554045)

【东兴电力设备及新能源】锂电行业 2025 年中期投资策略：板块景气度回暖，固态电池、钠电有望迎来规模化应用节点（20250612）

25Q1 我们看到产业链终端需求仍维持较高增长态势，电池等环节在盈利向上同时收入端亦显现回暖，我们认为锂电板块整体景气度有所回升，同时固态电池等产业链新技术自 24 下半年出现多次催化推动行情逐步产生升力，25~26 年伴随着新技术商业化进程的持续推动，板块有望迎来利润端的修复与估值的提升，我们认为当前时点板块业绩稳健且兼具弹性，具备一定的配置价值。25H2 板块格局趋稳有望迎来基本面重归上升的机遇，同时固态电池等新技术商业化进程的提速以及低空、机器人等新应用领域增量需求有望形成持续催化，建议关注以下两个维度潜在的投资机会：

1、板块基本面走出底部向上的机遇

电池环节：当前格局在锂电产业链中表现较优且供给边际变化相对稳定，我们认为有望迎来营收利润同步上升的走势，同时有望持续受益于低空、机器人等新需求增量与固态电池等新技术的催化。头部企业差异化产品与极限制造能力仍将维持盈利端优势，部分二线厂商有望把握新客户增量订单以及产业链出海趋势实现量利高增。建议关注欧美产能即将进入收获期的国轩高科，同时宁德时代亦将广泛受益出海+差异化产品竞争带来的盈利优势。

材料环节：尽管在利润层面，锂电产业链内部分企业面临着利润率下滑，产能利润率低等状况，我们认为伴随持续的产能出清及新产品迭代，锂电材料各环节的集中度将进一步提升，利润水平有望回归。未来三元正极材料占比有望随着安全性能的提升而回升，且三元相关技术在半固态、钠电等领域仍有应用的可能，在材料环节我们看好三元正极，华友钴业等有望受益。

2、新技术对板块的潜在催化

固态电池：伴随 eVTOL 与人形机器人等领域逐步进入快速增长阶段，以及各企业对全固态电池相关技术方案与产业化应用时点的发布情况，我们认为在新需求的持续催化下，固态电池技术的应用落地有望提前驶入快车道，产业化进程已呈加速趋势，具有固态电池技术先发优势且应用端领先落地的电池企业将主要受益，建议关注全固态电池技术储备领先且半固态电池已具备产业化能力的国轩高科。

钠电池：钠电已突破规模化成本临界点，当前需求增长显著，尤其在极端环境储能和电动两轮车领域已实现规模化应用，同时产业链降本成效显著，上游材料自给率提升，中游兼容锂电产线，下游集成设计优化，全链成本优势凸显。预计宁德时代、华阳股份等企业将受益于钠电产业化应用快速渗透的进程。

风险提示：需求端增长不及预期、行业竞争加剧超预期、公司成本/盈利改善不及预期、海外政策/地缘政治影响超预期以及新技术产业化进程不及预期。

（分析师：洪一 执业编码：S1480516110001 电话：0755-82832082 分析师：吴征洋 执业编码：S1480525020001 电话：010-66554045 分析师：侯河清 执业编码：S1480524040001 电话：010-66554108）

【东兴有色金属】金属行业 2025 半年度展望（Ⅲ）：供需结构持续改善—小金属板块或显现底部抬升（20250610）

我们在 2025 年 6 月 6 日发布的报告《金属行业 2025 半年度展望（Ⅰ）：弱供给周期下的行业配置属性探讨—工业金属板块高景气度延续》及《金属行业 2025 半年度展望（Ⅱ）：供需结构强化叠加流动性周期切换—贵金属行业进入强景气周期》中，分别对工业金属板块的铜、铝和贵金属板块的黄金、白银及铂金进行了讨论。本文中，我们将对镁与锂两大行业的供给与需求状态进行研究，并对其未来变化进行预测，从而判断其供需结构的变化趋势。我们发现，镁行业供需或进入持续性紧平衡状态，而锂行业供给过剩状态或逐渐改善。

全球金属行业仍然处于弱供给周期。全球矿端有效供给增量显现刚性化特征，2024 年全球矿业上游勘探投入在金属价格整体高位背景下延续第二年回落，2024 年全球金属勘探投入已降 3%至 125 亿美元。尽管 3 年行业矿端平均资本投入周期数据暗示数年后金属行业的供给弹性或有释放空间，如 2021-2023 全球矿山领域年均勘探投入已升至 123.2 亿美元（累计上升 35.4%），该数据创 1997 年以来 9 个周期中第二高位，并触及 2009-2011 年该阶段水平（QE 时期）。但海外市场的高融资成本、有效矿山项目品位的弱化、全球政经环境挥发所带来的远期增长预期波动等，均令全球矿业项目上游支出环境恶化。从最新的数据角度观察，2024 年绿地勘探项目的数量占比已经降至创纪录低点（27.9 亿美元，占比降至 22.36%），但与之对应的在产矿区项目投入占比却持续增长（49.8 亿美元，占比 40%），数据充分显示全球矿业投资环境的复杂化令资本风险偏好出现的明显弱化（如 PAI 指数在 24Q3 已经降至 2016 年来最低）。考虑到绿地项目勘探投入的实质性减少将令实际产能释放的滞后效应更为显著，我们认为全球矿业的供给状态在 2028 年前或延续强刚性化特征。

全球金属行业供给增速整体刚性承压，全球矿端平均供给增速显著低于金属产出增速。从全球 28 种矿业项目年均产出增速观察，24 年矿端实际供给增速由 6.35%降至 2.22%，仅为近 30 年供给增速均值的 49.8%（1995-2024 年全球矿端供给平均年增速为 4.45%）。而从中国的金属实际产出角度观察，中国 10 种有色金属月度累计产量供给增速 2023-2024 年间均值为 6.79%（24 年均值降至 5.95%），整体维持于 2012 年至今产出增速的波动区间内，显示金属产出的供给增速仍呈周期性的偏刚性特点。

关注行业周期性、成长性及对冲性的配置价值。考虑到金属行业景气度及周期性配置的攀升，结合 2025 下半年全球流动性市场的宽松切换，我们认为金属行业仍需关注三条主线，分别是库存周期低迷但供需状态仍显强韧性的工业金属，行业成长属性强化下的需求弹性外扩的小金属，以及具有强对冲属性且供需基本面延续紧平衡的贵金属。三条主线分别代表了周期性（供给周期及库存周期），成长性（需求长期扩张）以及对冲性（“胀”与风险）的配置机会。

金属行业配置创新高，但四季度高位波动。有色金属行业基金持仓比例显著攀升，但 24 年呈现高位波动态势。近五年，有色金属基金持仓比例持续增长，由 20Q1 的 1.29%增至 24Q1 的 5.43%历史新高。其中，受供需结构偏紧及地缘政治风险加剧影响，市场预期有色行业在 24 年将较 23 年的业绩增速底部抬升（23 年营收+1.5%，归母净利润-25.21%），24Q1 有色持仓比例环比提升了 1.52PCT。至 24Q4，美联储降息预期落地，叠加经济疲软及下游需求偏弱（CPI、PPI 环比持续下滑），四季度持仓比例明显回落至 2.85%。分子板块观察，工业金属与贵金属与有色行业整体变化趋势相同，均在年内持仓占比创下新高后于四季度明显回落。其中，工业金属年内持仓比例由 23Q4 的 2.09%最高升至 24Q2 的 3.79%（铜增幅最为明显，同期由 1.54%升至 2.92%），但于 24Q4 回落至 1.82%；贵金属年内持仓比例由 23Q4 的 0.66%最高升至 24Q2 的 0.78%（黄金同期由 0.66%

增至 0.95%)，后于 24Q4 降至 0.40%。小金属与金属新材料板块基本维持稳定，分别由 23Q4 的 0.29% 降至 24Q4 的 0.22%，和由 0.14% 降至 0.11%。能源金属受锂行业产能过剩、价格下行影响，持仓比例持续近三年的下滑趋势，由 23Q4 的 0.73% 降至 24Q4 的 0.30%。

镁：镁行业供需或进入持续性紧平衡状态。中国原镁行业已逐渐形成镁新型现代产业集群，这有助行业规模效益的提升及盈利水平的修复，也意味着行业的发展将与新能源产业的发展形成有效共振。考虑到镁金属作为绿色及新质生产力产业发展的核心生产要素，绿色化、智能化、移动化及轻量化在产品应用端的持续拓展将推动镁行业下游需求的有效扩张，这或扭转行业产能利用率偏低现状并且进一步提升行业规模进入良性扩张态势。鉴于企业端原镁产能现有的建设规划与产能利用率的回升，我们认为 2024-2027 年间，全球原镁产量或由 112 万吨增至 200 万吨，其中中国原镁产量或由 102.6 万吨增至 175 万吨。在镁需求端，汽车轻量化发展或为全球镁金属需求带来大幅增量，而机器人行业、镁合金建筑模板、镁基储氢及低空经济等领域发展亦或为全球镁金属需求上行提供弹性。受益于镁金属轻量化、高密度、高强度等特性，其已成为新质生产力行业发展的核心生产要素。我们认为，2024-2027 年间，全球镁金属需求或由 2024 年的 112 万吨增长至 2027 年的 200.1 万吨，期间 CAGR 或达 21%。综合考虑，2025-2027 年间，全球原镁供需缺口或为 0.1/0.9/-0.1 吨，全球原镁供需的紧平衡状态同样暗示镁行业已经显现周期性的底部特征。

镁板块相关标的：宝武镁业、星源卓镁。

锂：锂行业供需关系或持续改善。从供给端观察，盐湖提锂或为锂矿未来产出的关键变量。一方面，盐湖提锂资源储量丰富，占全球锂资源总量的 58%，而其 24 年产量占比仅为 39%，相对储量占比仍有提升空间。另一方面，从成本观察，盐湖提锂现金成本约为 2.2-3.5 万元/吨，显著低于锂云母提锂的 5-7 万元/吨，及锂辉石提锂的 6-8 万元/吨，具有成本优势。考虑到锂价持续下行对高成本矿企的锂产出影响，2025 年后锂矿端增量或逐渐缩减，而南美地区低成本盐湖提锂产出或决定全球锂供给弹性。我们预计 2024-2027 年间，全球锂供给或由 123.1 万吨 LCE 增至 186 万吨 LCE，期间 CAGR 或达 15%。其中，盐湖提锂产量或由 24 年的 47.5 万吨 LCE 增至 27 年的 84 万吨 LCE，期间 CAGR 或达 21%，对应供应占比或由 39% 升至 45%。从需求端观察，受益于新能源汽车发展带来的动力电池市场持续成长，以及新型电化学储能系统装机推动的储能锂电池需求的阶段性爆发，2024-2027 年间全球锂电池合计出货量或由 24 年的 1545GWh 增至 27 年的 2778GWh，对应碳酸锂消耗量或由 98 万吨增至 177 万吨。结合锂电池行业在碳酸锂需求中占比分析（2024 年：96%），全球碳酸锂合计需求量或由 24 年的 103 万吨增至 27 年的 184 万吨，期间 CAGR 或达 21%。综合考虑，锂供需结构或在 2025-2027 年间逐渐改善，期间供需平衡或分别达到 12.8/6/2 万吨 LCE，供应过剩状况持续减缓。

锂板块相关标的：天齐锂业、赣锋锂业、永兴材料、金银河。

风险提示：政策执行不及预期，利率超预期急剧上升，市场风险情绪加速回落，区域性冲突加剧及扩散。

（分析师：张天丰 执业编码：S1480520100001 电话：021-25102914 研究助理：闵泓朴 执业编码：S1480124060003 电话：021-65462553）

【东兴计算机】计算机行业 2025 年中期策略：AI Agent 引领计算机行业价值重估（20250610）

行业回顾：上半年计算机指数在 DeepSeek 等技术催化下跑赢大盘。纵向看，得益于一季度 DeepSeek 催化，计算机指数上半年跑赢大盘，截至 25 年 5 月 31 日，计算机行业指数自年初累计上涨 1.65%，跑赢沪深 300 指数 4.07pct。横向看，计算机板块上半年整体表现居中，收益率在申万一级 31 个子行业中排名第 14，并强于大盘走势，行业风格上今年上半年科技板块整体处于相对劣势。从市场表现来看，今年上半年计算机板块仍表现出极强弹性，一季度在技术驱动下跑出显著超额收益，后受风险偏好降低影响估值承压回撤，当前行业指数有所回升，整体处于震荡区间，并存在一定结构性分化。目前计算机板块估值处于中位偏高水平，机构持仓下滑趋势逐步企稳有望回升，行业整体风险度适中。

行业展望：AI Agent 板块政策、技术、需求多维共振，景气度持续上行。综合对过往走势的分析，我们当前认为对行业投资机会的把握应从基本面（政策、技术、中长期需求）、性价比（估值水平、筹码结构等综合判断）、吸引力（主题催化、风险偏好、流动性预期等综合分析）三大维度去综合分析判断。对于下半年计算机行业的投资展望，我们预期市场整体流动性相对宽裕，风险偏好稳中有升，机构对计算机板块的持仓意愿有所增强。当前科技自立自强与发展数字经济仍构筑板块政策主线，符合政策主题的人工智能与国产算力具备市场高关注度，技术端模型侧与海外龙头差距正在缩小，叠加国产算力逐步成熟；需求端部分传统行业亟需 AI Agent 等技术手段帮助其创收或提效，同时推理需求的爆发有望在当前早于颠覆性应用出现。基于此，我们认为具备景气度以及有望重塑计算机行业价值的 AI Agent 及相关领域将成为下半年板块核心投资机会。

投资策略：AI Agent 具备爆发潜力，有望重塑计算机行业价值，持续把握相关领域投资机遇。Agent 是大模型驱动的 AI 高阶应用形态，具备独立思考、自主执行和持续迭代三大核心能力，其核心组件包括大模型、规划、记忆和工具使用能力。当前技术上在感知层、决策层和执行层仍存在数据质量、隐私保护等痛点，但 MCP 协议、A2A 互操作协议等技术突破，以及大模型推理成本降低，推动其商业可行性提升。预计我国 AI Agent 行业市场规模将从 2024 年的 1473 亿元增长至 2028 年的 3.3 万亿元，规模化应用逐步实现。从参与者的维度来看，AI Agent 行业参与者包括大模型创业厂商、互联网大厂、RPA/流程自动化厂商和传统数字化企业服务商，四类参与者各具技术、生态等优势。AI Agent 类型分为平台框架型和垂类应用型，前者提供全流程工具，后者聚焦行业场景，细分为解决方案型和功能型。从价值创造看，AI Agent 能提升高价值服务业生产力，在金融、教育、医疗、法律、零售等行业可显著节约成本或创造直接价值，推动 workflow 和交互效率变革。

我们认为 Agent 有望重塑计算机行业整体价值。首先带来国产算力需求提升（DeepSeek 对训练算力资源的节约，并未让整体算力需求减少，反而由于 AI Agent 等应用的落地，用于推理的 AI 芯片占比持续升高，同时由于推理环节对 AI 芯片性能要求较低，国产 AI 芯片被逐步投入使用，叠加英伟达出口受限，可能进一步推动国内 AI 芯片的结构发生变化），其次软件服务产业自身就是高人力成本服务业，AI Agent 能直接降本增效，有望推高行业毛利率中枢（当前 A 股计算机公司以 2B 项目制业务为主，人力成本为占相关公司营业成本的较大比例。从结果导向看，我们认为 AI Agent 的应用能大幅提升程序员工作效率，降低单项目人数投入或加快项目节奏，实现公司营运效率的提升以及盈利能力的释放，有望进一步推高行业毛利率中枢），最后 AI Agent 有望推动计算机公司商业模式升级（随着 AI Agent 与企业平台、企业软件深度结合，一方面厂商可通过增加提供 AI 功能直接提升项目或产品价值量，带来直接创收，同时由于 AI 模型在持续更新迭代，客户为能使用到最为先进的应用有意愿去接受订阅制的产品或允许软件厂商帮助其建设开放式平台，底层可接入多种大模型，软件厂商有望通过 Token 分销的模式赚取具备相对持续性的收入，实现商业模式的升级。再进一步，AI Agent 有望将软件产品的定位从“工具”升级为“劳动力”，实现结果导向型创收）。

AI Agent 当前具备爆发潜力，我们认为在相关领域具有布局的上市公司将有望持续受益于行业发展：1、平台类 AI Agent：科大讯飞、昆仑万维、商汤、第四范式等公司。2、垂类 AI Agent：1) 办公/OA/ERP/CRM：金山办公、福昕软件、泛微网络、致远互联、金蝶国际、用友网络、能科科技、赛意信息、汉得信息等公司；2) 金融/财税：同花顺、顶点软件、税友股份、宇信科技、中科金财、新致软件等公司；3) 编程：卓易信息、普元信息等公司；4) 教育：科大讯飞、佳发教育等公司；5) 医疗：讯飞医疗科技、卫宁健康等公司；6) 营销：迈富时等公司；7) 司法：金桥信息、华宇软件等公司；8) 端侧：中科创达、萤石网络等公司。3、国产算力：海光信息、寒武纪、浪潮信息、金山云等公司。

风险提示：政策落地及技术创新或不及预期、行业竞争加剧、相关行业发展或产品拓展不及预期、海外制裁加剧等风险。

(分析师：张永嘉 执业编码：S1480523070001 电话：010-66554016)

【东兴汽车】汽车行业 2025 年中期策略：汽车电动智能化趋势与自下而上研究策略 (20250610)

销量跟踪：受益以旧换新政策，2025 年 1-4 月我国汽车销量同比增速提升。在以旧换新政策助力下，国内汽车市场逐渐回暖，24 年国庆旺季后国内市场汽车月度销量同比增速由负转正，2025 年 1-4 月，汽车国内销量为 812.3 万辆，同比增长 12%；2024 年汽车国内销量为 2557.7 万辆，同比增长 1.6%；2025 年 1-4 月，新能源汽车累计销量（含出口）430 万辆，同比增长 46.3%；2024 年新能源汽车累计销售 1286.6 万辆，同比增长 35.5%。2024 年新能源汽车渗透率提升至 40.9%，较 2023 年提升 9.3pct；2025 年 1-4 月新能源渗透率达 42.7%。出口方面，2025 年我国汽车 1-4 月出口 193.7 万辆，同比增长 6.02%；2024 年出口 585.9 万辆，同比增长 19.33%。2025 年 1-4 月新能源汽车出口 64.2 万辆，同比增长 52.49%；2024 年出口 128.4 万辆，同比增长 6.73%，汽车出口稳定增长，未来空间广阔。

智能化有望加速落地：智能化是汽车电动化的后半场，智能驾驶能力将决定车企未来的市场竞争力。随着具备智能能力汽车保有量的提升带来的数据资源的提升，算力、大模型等 AI 技术的迭代升级，智能驾驶有望从量变到质变，推动高阶自动驾驶加速落地。头部企业逐渐在训练数据、训练设施、智驾生态领域建立了领先优势。我们重点梳理了国内外头部公司特斯拉、华为在该领域的布局，以围绕头部智驾企业寻找投资机会。

板块业绩：乘用车板块业绩两端分化，头部效应明显。乘用车板块（中信行业分类，下同）在 2024 年/2025Q1 分别实现营业收入 20,634.82/4348.59 亿元，同比+9.79%/+7.39%；归母净利润为 598.32/140.92 亿元，同比+1.37%/+16.35%；扣非归母净利润为 346.47/114.92 亿元，同比-8.39%/+49.62%，24 年扣非净利同比减少主要因上汽、广汽业绩下滑所致，25Q1 的利润增长主要由比亚迪贡献。零部件板块盈利能力稳步回升。汽车零部件板块 2024 年/2025Q1 分别实现营业收入 9,661.16/2,344.26 亿元，同比+6.14%/7.40%；实现归母净利润 474.1/143.23 亿元，同比+10.29%/13.56%；实现扣非归母净利润 414.07/124.84 亿元，同比+10.54%/13.08%。

零部件企业盈利能力的不断回升是多数上市企业不断提升运营效率，控制成本费用的效果体现。汽车零部件企业作为夹在整车企业与上游大宗原材料（塑料、橡胶、金属材料等）之间制造业企业，既依赖于下游整车企业的车型销量，又不具备对上游大宗原材料议价能力。所在细分行业的格局和公司治理能力是决定零部件企业

行稳致远的核心，是零部件企业获取超额收益的关键。

行情表现：汽车指数年初至今涨幅明显。2025 年 1 月 1 日至 6 月 9 日，上证指数上涨 1.43%，沪深 300 指数下跌 1.26%，中证 1000 上涨 4.39%，中证 2000 上涨 12.38%，市场整体风格偏向中小盘。汽车行业中，中信乘用车指数上涨 4.96%，中信汽车零部件指数上涨 14.32%。乘用车指数年初至今涨幅主要由权重比亚迪带动。汽车零部件板块今年以来表现远超大盘。我们认为汽车零部件行业的上涨一方面来自于企业盈利能力的提升，结合近期板块内部分公司开拓机器人相关业务，估值得到提升；另一方面，近期整体市场小市值股票涨幅较多，而汽车零部件板块中小市值公司居多，受益市场风格。

投资策略：整车板块，关注智能化：汽车智能化进入加速发展期，头部企业逐渐在训练数据、训练设施、智驾生态领域建立了领先优势。华为凭借在 ICT 领域技术积累，业务不断延伸至联结、计算等领域，致力于构建万物互联的智能世界。其在软件、硬件、芯片、终端、网络、云等领域均具备了较强的竞争力。汽车智能化的发展在多个场景下与 ICT 技术相匹配，经过前期大规模研发投入，华为在智能汽车领域逐步进入收获期。相关受益标的为与华为深度合作的车企，包括智选车模式下的赛力斯（601127）、江淮汽车（600418）、北汽蓝谷（600733）、上汽集团（600104），以及 HI 模式下的长安汽车（000625）。

零部件板块，关注细分行业格局向好、公司治理能力较强的公司：我们重点研究的细分行业包括但不限于以下领域：1）汽车橡塑管路：我们看好川环科技（300547）和溯联股份（301397）。川环科技在管路类型多样、橡胶配方、工艺创新和成本费用控制等领域具备优势；溯联股份则在尼龙管路核心零部件快速接头等上处于国内领先地位。2）内燃机产业链：国内混动趋势明显，内燃机将以混动形式长期存在。我们更看好国内涡轮增压壳体企业科华控股（603161）、气门传动组核心供应商新坐标（603040）、国内气缸套龙头公司中原内配（002448）等。3）汽车电子行业：在汽车产业电动化与智能化深度融合的产业趋势下，电子电气架构革新推动汽车电子产品在整车中的渗透率不断提升，我们看好变速操纵控制系统龙头企业宁波高发（603788），公司强成本控制、高效率将持续领先。

风险提示：汽车行业景气度持续下行，汽车行业竞争持续加剧，主要原材料大幅上涨，相关产品开拓不及预期。

（分析师：李金锦 执业编码：S1480521030003 电话：010-66554142 研究助理：曹泽宇 执业编码：S1480124040003 电话：17512502830）

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

以上内容来源于东兴证券研究报告的观点。

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（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）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（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）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。