

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-06-16

宏观策略

2025 年 06 月 16 日

宏观深度报告 20250612: 从“管高价”到“管低价”: 如何提振核心 CPI?

如何提振核心 CPI? 服务价格可能是主要的潜在空间, 预计服务消费补贴可以提高核心 CPI 约 0.3 个点, 对冲居住服务价格下降带来的大部分拖累。从三大组成部分来看, 核心商品补贴即将满周年, 未来可能存在需求透支的风险, 下半年和明年核心商品价格继续上涨的空间不大; 居住服务价格受限于房价, 短期也难以上行。如果要进一步提升核心 CPI, 政策应着眼于除居住外的其他服务价格, 服务消费补贴政策是不错的选择。核心 CPI 里面, 除居住外的其他服务大约占比 35%。参考商品补贴带来的核心商品提振效果, 核心商品价格同比增速从去年 10 月-0.1%的低点回升到近期+0.8%左右的水平, 提高了 0.9 个点。如果服务消费补贴使得其他服务价格也能提升 0.9 个点, 那么可以提高核心 CPI 约 0.3 个点。而前文我们指出, 居住服务价格中枢下行拖累核心 CPI 约 0.4 个点, 这意味着服务消费补贴可以对冲居住服务价格下降带来的大部分拖累。

风险提示: (1) 测算的价格权重推广到其他时期可能存在一定误差。各种消费的权重每年每个月都是随着实际消费支出而动态变化的, 这里我们用的是某一时期权重估算, 会存在一定误差。(2) 如果房地产市场出现超预期下行, 居住服务价格可能也会下跌。不过考虑到 2021 年以来房地产市场供需关系已经调整较多, 居住服务价格进一步下跌的概率可能不大。

(3) 如果宏观政策发生变化, 价格形势也会随之而言。比如, 如果大规模“去产能”政策推进, 核心商品价格可能将继续回升; 而如果增量财政力度超预期, 整体价格也有可能出现超预期回升。

宏观点评 20250612: 如何“反内卷”? ——关键在于定价权

我们将“定价权”具象为企业过去 5 个完整年度毛利率标准差的倒数。理由在于, 利润率的稳定性是衡量一家企业能否将成本上升转嫁给消费者“买单”的有效指标; 而相比毛利率, 净利率更容易受到会计处理方式的干扰。之所以计算毛利率的标准差, 而非单纯青睐毛利率保持逐年增长的企业是由于: 当利润率增长时, 企业往往会选择扩大产能, 在主营业务没有发生明显变化的背景下, 新一轮供需平衡过程很有可能会带来企业毛利率的均值回归。A 股上市公司相关数据表明, “定价权”在一定程度上能够影响上市公司的股价表现。自 2020 年至 2024 年, 与定价权最弱(期间毛利率标准差的倒数低于 25%)的一批上市公司相比, 在定价权最强(期间毛利率标准差的倒数超过 100%)的一批上市公司中, 区间股价下跌的公司数量占比显著下降超过 18 个百分点。具体而言: 通过对沪深上市公司计算①自 2020 年至 2024 年毛利率标准差的倒数(反映定价权, 数值越高越好), ②自 2020/1/2 至 2024/12/31 区间股价涨跌幅可得: 在过去 5 年毛利率标准差的倒数低于 25%、介于 25%至 50%两组上市公司中, 区间股价涨跌幅为负的上市公司数量占比分别为 59.85%、51.65%; 但在过去 5 年毛利率标准差的倒数介于 50%至 100%、高于 100%两组上市公司中, 区间股价涨跌幅为负的上市公司数量占比分别为 39.23%、41.69%。

晨会编辑 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

固收金工

固收点评 20250612: 路维转债: 国内掩膜版行业领跑者

我们预计路维转债上市首日价格在 117.92~131.12 元之间, 我们预计中签率为 0.0025%。

行业

可控核聚变新阶段, 迈向终极能源第一步

投资建议: 在政策与资本双轮驱动下, 核聚变国内外多个装置在建, 拉动大规模招标, 25-28 年将集中验证 $Q>1$, 推动行业从实验向产业迈进, 未来空间无限, 建议关注核心供应商: 西部超导 (低温超导磁体)、联创光电 (高温超导磁体)、爱科赛博 (磁体电源)、精达股份 (高温超导带材)、国光电气 (第一壁&偏滤器)、安泰科技 (偏滤器) 等 风险提示: 技术瓶颈风险、巨额资金投入风险、国际竞争与专利风险、政策不确定性风险、需求与商业模式风险

机器人轻量化深度报告: 机器人轻量化大势所趋, 镁合金&PEEK 材料加速应用

4.投资建议 镁合金压铸领域建议关注【旭升集团】【宝武镁业】【星源卓镁】, PEEK 材料领域建议关注【中研股份】【沃特股份】【新瀚新材】【中欣氟材】。 5. 风险提示 人形机器人量产不及预期, PEEK 材料降本不及预期, 宏观经济风险。

保险Ⅱ行业点评报告: 非上市险企 2026 年执行新准则, 预计险资增配 OCI 股票趋势将延续

负债端、资产端均有改善机会, 低估值+低持仓, 攻守兼备。1) 我们认为市场储蓄需求依然旺盛, 同时在监管持续引导和险企主动性转型下, 负债成本有望逐步下降, 利差损压力将有所缓解。2) 近期十年期国债收益率稳定在 1.65%左右, 我们预计, 未来伴随国内经济复苏, 长端利率若继续修复上行, 则保险公司新增固收类投资收益率压力将有所缓解。3) 当前公募基金对保险股持仓仍处于低位, 估值对负面因素反应较为充分。2025 年 6 月 12 日保险板块估值 2025E 0.58-0.94 倍 PEV、0.94-2.19 倍 PB, 处于历史低位, 行业维持“增持”评级。 风险提示: 长端利率趋势性下行; 股市持续低迷; 新单增长不及预期。

推荐个股及其他点评

佛燃能源 (002911): 佛山城燃龙头, 高分红构筑安全边际

盈利预测与投资评级: 我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 8.72/9.22/9.76 亿元, 同比+2.2%/+5.7%/+5.9%, 对应 PE15.3/14.5/13.7 倍 (估值日期 2025/6/11)。公司天然气供应业务持续稳定发展, 新能源业务稳步增长, 供应链、延伸、科技研发与装备制造业务多点开花。首次覆盖, 给予“买入”评级。

千红制药 (002550): QHRD107 EHA 数据点评: II a 期初步数据优秀, 临床进展顺利

投资要点 事件: 公司将于 2025 年 6 月 14 日在欧洲血液病学会年会 (EHA) 上汇报 QHRD107 II a 期临床数据, 维奈克拉-阿扎胞苷 (VEN-AZA) 复发/难治组 OS 显著延长, 耐受性良好, 整体数据优秀。 急性髓系白血病耐药、复发常见, 存在未被满足的临床需求。自 2020 年 III

期 Viale-A 试验发表以来，维奈克拉和阿扎胞苷成为急性髓性白血病（AML）且不适合强化化疗患者的金标准一线治疗。但随访结果和真实世界研究表明，绝大多数患者面临复发和耐药风险。发表在《Haematologica》期刊的一项真实世界研究表明，62.7%的患者在维奈克拉+去甲基化药物治疗后产生耐药复发，27.3%的患者难治。这些患者在维奈克拉+去甲基化药物治疗无效后的 OS 仅为 2.3 个月。后续符合条件的患者接受靶向治疗和 FLT3 抑制剂干预后效果依然不佳，总体而言，R/RAML 仍存在未被满足的临床需求。QHRD107 在 2025EHA 公布 II a 期数据，OS 大幅提升。QHRD107 为 CDK9 抑制剂，联用维奈克拉+阿扎胞苷治疗 R/R AML。本次公布的数据为 51 例患者数据，33 例患者（64.7%）既往接受过 VEN-AZA 治疗，22 例（43.1%）在 VEN-AZA 后复发，而 11 例患者（21.6%）为难治性。46 例可评估疗效的患者中，ORR 为 60.9%，cCR 为 41.3%。复发患者亚组 ORR 为 70.0%，cCR 为 45.0%；80mg 剂量组 ORR80%，cCR70.0%。在 VEN-AZA 难治/复发患者中，中位 OS 达 12.8 个月，相较其他干预方式明显延长，QHRD107 有效性良好。安全性方面，TRAE 主要为胃肠道反应，包括腹泻（84.3%），呕吐（54.9%）等。综合来看，QHRD107 在测试剂量下有效性优秀，耐受性良好，有望解决 R/RAML 领域未被满足的临床需求。盈利预测与投资评级：我们维持原有预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 4.43/5.12/6.09 亿元；对应当前市值 P/E 估值 25/22/18X，维持“买入”评级。风险提示：原料药下游需求不及预期；集采风险；新药研发进展不及预期。

宏观策略

宏观深度报告 20250612: 从“管高价”到“管低价”: 如何提振核心 CPI?

核心观点: 今年 2 月以来, CPI 连续 4 个月负增长, 但主要是食品和能源项目驱动, 代表经济整体供需状况的核心 CPI 同比增速自去年 9 月以来明显回升。从核心 CPI 的三大组成部分来看, 核心商品、居住服务价格的上行空间都相对有限, 如果要进一步提振核心 CPI, 政策应着眼于提振其他服务价格, 服务消费补贴政策是较好的选择。我们预计服务消费补贴可以额外提升核心 CPI 约 0.3 个点, 从而对冲居住服务价格下降带来的大部分拖累, 带动核心 CPI 增速明显回升。

(1) 价格调控从“管高价”到“管低价”转变, 促进核心 CPI 回升是关键。今年 3 月两会将 CPI 增长目标从往年的 3% 调整到 2%, 目标的下调并不意味着对价格的重视程度降低, 恰恰相反, 这是从“防止价格过高”到“防止价格过低”的调控思路的转变, 反映出宏观政策对物价更加重视。近期, 央行在 25Q1 货币政策执行报告中也指出“价格调控思路, 也要从以前的管高价转向管低价”。如何做好“管低价”? 我们认为提振核心 CPI 是重点, 核心 CPI 更能反映经济整体的供需关系, 若能回升, 就代表经济供需相对健康。(2) CPI 同比增速虽然连续 4 个月负增长, 但主要是食品和能源项目驱动, 核心 CPI 自去年 9 月以来明显回升。具体来看, 今年 2 月-5 月 CPI 同比增速均值为 -0.25%, 其中食品贡献 -0.24 个点, 能源贡献 -0.29 个点, 而核心 CPI 贡献 +0.28 个点。(3) 怎么看近几年核心 CPI 的趋势变化? 从趋势水平来看, 2021 年上半年核心 CPI 偏高, 2024 年下半年则偏低, 因此都需要经历趋势调整。2022-2024 年和今年都在回归稳态, 这几年的稳态可能是在 0.5-0.7 附近, 但促消费政策出台后这一稳态水平可能有所提升。进一步的, 我们可以将核心 CPI 拆分成核心商品、居住服务、其他服务三大类型, 分别来看这三部分价格的趋势变化。

(4) 核心商品: 供给强、需求弱的格局没有改变, 当前重点是耐用消费品价格如何变化。耐用品补贴带来的涨价效应要超过降价效应, 因而这轮“以旧换新”补贴也显著带动了耐用消费品价格回升。家用电器价格同比增速在 2025 年 3 月从 -3.3% 升至 -0.3%, 交通工具价格同比增速从 2024 年 7 月的 -5.6% 回升至 -3.8%, 通信工具价格同比在 2024 年 9 月后见底回升。(5) 居住服务: ① 居住服务价格下行是 2022 年以来核心 CPI 偏弱的主要原因。2013-2022 年前居住服务价格同比均值为 1.74%, 2022 年以来平均为 0.07%, 下降了 1.67 个点。而居住服务占核心 CPI 的权重约为 25.2%, 对应拖累核心 CPI 增速约 0.4 个点。同一时期核心 CPI 同比增速从 1.54% 降至 0.65%, 下降了 0.9 个点, 即居住服务可以解释其中的 44% 左右。② 本轮市场修复中, 地产销售的量价具有韧性, 房租价格也更有韧性, 预计未来房租下行的弹性空间可能也较小。由于房租价格具有较强的季节性, 我们用区间的房租累计涨幅减去上年同期累计涨幅, 来衡量房租涨幅的修复空间。2023 年小阳春期间, 房租 CPI 环比增速修复了 0.4 个点, 而本轮市场复苏期间, 房租 CPI 环比修复 0.3 个点, 弱于上一轮。相比房价, 房租更能反映真实居住需求, 预计未来一段时间, 即使房价继续下行, 房租 CPI 也能稳定在 0 附近, 不会随之继续下跌。(6) 除居住外的其他服务: 主要取决于全社会工资的走势。除居住外的其他服务, 跟工业消费品的价格逻辑相反。一般商品价格取决于供需关系, 供给扩大时, 价格往往趋于下降。但是, 服务消费并非如此, 某种程度上存

在“供给扩大-价格上升”的逻辑链条。这源于服务消费特殊的供需循环：①消费需求增加→②价格上涨→③企业利润改善→④增加供给→⑤扩大招聘→⑥居民就业和工资改善→①消费需求增加。相比于工业而言，服务业是人力密集型行业，因此服务消费价格变化与全社会工资变化密切相关。（7）基于三大分类走势，如何看待今年下半年核心 CPI 趋势？预计核心商品价格先走高后小幅回落，居住服务价格仍将在 0 附近波动，其他服务价格受去年低基数影响仍有上升空间。综合来看，今年下半年核心 CPI 同比增速将继续回升，9-10 月触及 1.0% 左右的高点后可能小幅回落，但不会跌出 0.6%-1.0% 区间，整体来看相比过去 12 个月同比+0.37% 的平均水平将有明显回升。（8）如何提振核心 CPI？服务价格可能是主要的潜在空间，预计服务消费补贴可以提高核心 CPI 约 0.3 个点，对冲居住服务价格下降带来的大部分拖累。从三大组成部分来看，核心商品补贴即将满周年，未来可能存在需求透支的风险，下半年和明年核心商品价格继续上涨的空间不大；居住服务价格受限于房价，短期也难以上行。如果要进一步提升核心 CPI，政策应着眼于除居住外的其他服务价格，服务消费补贴政策是不错的选择。核心 CPI 里面，除居住外的其他服务大约占比 35%。参考商品补贴带来的核心商品提振效果，核心商品价格同比增速从去年 10 月-0.1% 的低点回升到近期+0.8% 左右的水平，提高了 0.9 个点。如果服务消费补贴使得其他服务价格也能提升 0.9 个点，那么可以提高核心 CPI 约 0.3 个点。而前文我们指出，居住服务价格中枢下行拖累核心 CPI 约 0.4 个点，这意味着服务消费补贴可以对冲居住服务价格下降带来的大部分拖累。风险提示：（1）测算的价格权重推广到其他时期可能存在一定误差。各种消费的权重每年每个月都是随着实际消费支出而动态变化的，这里我们用的是某一时期权重估算，会存在一定误差。（2）如果房地产市场出现超预期下行，居住服务价格可能也会下跌。不过考虑到 2021 年以来房地产市场供需关系已经调整较多，居住服务价格进一步下跌的概率可能不大。（3）如果宏观政策发生变化，价格形势也会随之而言。比如，如果大规模“去产能”政策推进，核心商品价格可能将继续回升；而如果增量财政力度超预期，整体价格也有望出现超预期回升。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：占烁 证券分析师：李昌萌）

宏观点评 20250612：如何“反内卷”？——关键在于定价权

自 2024 年至今，“反内卷”是国内政策关注重点之一。“内卷”（involution）这一概念最早指代的是，在一个封闭系统内，在缺乏技术革命或制度创新的前提下，劳动力供给的不断增长难以带来生产效率（人均产出）的提高，反而导致组织结构日益复杂（以消耗多余劳动力）与劳动强度日益提高（但未提高总产出）。自去年至今，“反内卷”是国内政策关注重点之一，近期新版《保障中小企业款项支付条例》开始施行、政府拖欠企业账款化解力度加大都是落实相关政策导向的标志性事件。短期看，清理政府拖欠企业账款或能改善建工、环保、计算机行业内相关企业的自由现金流，但可能挤占原本可被用于贡献实物工作量的地方债额度，未来或需政策性金融工具发挥带动投资的更大作用。长期看，“内卷式竞争”的对立概念是“定价权”，对于制造业企业而言，提高定价权可能是从根本上解决“内卷式竞争”、建立预防和化解拖欠企业账款长效机制的方式。在大多数商品的需求往往是价格敏感型的前提下，“内卷式竞争”通常会导致“价格战”甚至是低于成本的商品倾销，而“定价权”恰恰反映的是企业为应对成本上升或保持利润率稳定而将商品涨价压力传导至消费者“买单”

的能力。如果不解决“定价权”问题，“边清边欠”、“清了又欠”的问题或难得到根本性解决。我们将“定价权”具象为企业过去5个完整年度毛利率标准差的倒数。理由在于，利润率的稳定性是衡量一家企业能否将成本上升转嫁给消费者“买单”的有效指标；而相比毛利率，净利率更容易受到会计处理方式的干扰。之所以计算毛利率的标准差，而非单纯青睐毛利率保持逐年增长的企业是由于：当利润率增长时，企业往往会选择扩大产能，在主营业务没有发生明显变化的背景下，新一轮供需平衡过程很有可能会带来企业毛利率的均值回归。A股上市公司相关数据表明，“定价权”在一定程度上能够影响上市公司的股价表现。自2020年至2024年，与定价权最弱（期间毛利率标准差的倒数低于25%）的一批上市公司相比，在定价权最强（期间毛利率标准差的倒数超过100%）的一批上市公司中，区间股价下跌的公司数量占比显著下降超过18个百分点。具体而言：通过对沪深上市公司计算①自2020年至2024年毛利率标准差的倒数（反映定价权，数值越高越好），②自2020/1/2至2024/12/31区间股价涨跌幅可得：在过去5年毛利率标准差的倒数低于25%、介于25%至50%两组上市公司中，区间股价涨跌幅为负的上市公司数量占比分别为59.85%、51.65%；但在过去5年毛利率标准差的倒数介于50%至100%、高于100%两组上市公司中，区间股价涨跌幅为负的上市公司数量占比分别为39.23%、41.69%。风险提示：（1）对地方债支持化解政府拖欠企业账款的分析可能不够准确；（2）对“反内卷”政策的落地情况可能梳理不全；（3）对“定价权”的衡量方法可能不够完善。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：刘子博）

固收金工

固收点评 20250612：路维转债：国内掩膜版行业领跑者

事件 路维转债（118056.SH）于2025年6月11日开始网上申购：总发行规模为6.15亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于半导体及高精度平板显示掩膜版扩产项目。当前债底估值为93.51元，YTM为2.54%。路维转债存续期为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%、0.8%、1.0%、1.6%、2.0%，公司到期赎回价格为票面面值的112.00%（含最后一期利息），以6年AA-中债企业债到期收益率3.71%（2025-06-11）计算，纯债价值为93.51元，纯债对应的YTM为2.54%，债底保护较好。当前转换平价为95.72元，平价溢价率为4.47%。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17日至2031年06月10日。初始转股价32.7元/股，正股路维光电6月11日的收盘价为31.30元，对应的转换平价为95.72元，平价溢价率为4.47%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为8.87%。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32.7元计算，转债发行6.15亿元对总股本稀释率为8.87%，对流通盘的稀释率为13.98%，对股本摊薄压力较小。观点我们预计路维转债上市首日价格在117.92~131.12元之间，我们预计中签率为0.0025%。综合可比标的以及实证结果，考虑到路维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117.92~131.12元之间。我们预计网上中签率为0.0025%，建议积极申购。路维光电成立至今致力

于掩膜版的研发、生产和销售，产品主要用于平板显示、半导体、触控和电路板等行业，是下游微电子制造过程中转移图形的基准和蓝本。公司在 G11 超高世代掩膜版、高精度半色调掩膜版和光阻涂布等产品和技術方面，打破了国外厂商的长期垄断。公司已赢得下游客户的广泛认可，与众多知名客户建立了长期稳定的合作关系。2020 年以来公司营收稳步增长，2020-2024 年复合增速为 21.51%。自 2020 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，2020-2024 年复合增速为 21.51%。2024 年，公司实现营业收入 8.76 亿元，同比增加 30.21%。路维光电营业收入主要来源于石英掩膜版业务，产品结构年际调整。2022 年以来，路维光电石英掩膜版业务销售收入占主营业务收入比重逐步提升，带动主营业务收入规模持续增长。2022-2024 年项目运营业务收入占主营业务收入比重分别为 91.25%、91.96%和 92.28%，同时产品结构年际调整，苏打掩膜版的销售规模稳中略降，其他类产品收入金额及占比较小且逐步下降。公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率下降，财务费用率近期上升，管理费用率下降。2020-2024 年，公司销售净利率分别为 -0.92%、5.77%、17.31%、21.78%和 21.84%，销售毛利率分别为 23.15%、26.26%、32.88%、35.10%和 34.82%。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

可控核聚变新阶段，迈向终极能源第一步

u 可控核聚变是终极能源解决方案，但实现难度高，当前技术路径多样。可控核聚变因能量密度高、燃料储量丰富、安全性优越，被视为终极能源解决方案。当前主流技术路径包括磁约束（托卡马克装置）、惯性约束（NIF 装置）及磁惯性约束（直线型装置），国内外多个装置在建，处于劳森判据 $Q>1$ 的验证阶段。u 为什么当下是可控核聚变的新阶段？一、政策与资本双轮驱动产业化。1) 政策上，中国通过多项财政支持、央企协同、研发创新及安全监管等政策举措推动核聚变产业发展；海外竞相锁定 30-40 年代商用时间窗口，通过资金注入、机制优化和国际合作加速技术转化。2) 投资上，24 年全球聚变企业达 50 家，80%为私营，美国占半数，国内以聚变新能和中国聚变能领衔，分别布局低温超导和高温超导托卡马克，聚焦 25-30 年的 Q 值验证和 30-40 年的商业电站落地目标。二、多种技术路径百花齐放，实验&工程有望突破。1) 高温超导磁体将托卡马克体积缩小至传统装置的 1/40，成本降低、迭代加速，是未来发展方向；2) 直线型磁惯性装置 Helion 计划 25 年下半年达到 $Q>1$ ，28 年实现 50MW 商用并网；3) NIF 惯性路径单次点火 $Q>2$ ；提出聚变-裂变混合堆规划等。三、装置密集建设期，招标体量大。核聚变单堆实验装置投资百亿元量级，国内 25-27 年是聚变装置密集建设期，包括 BEST、洪荒 170、和龙-2、星火一号等，综合年均投资超 100 亿元，规模体量大。四、节点验证即将到来，拐点渐近。25-26 年 SPARC 与 Helion 将验证高温超导/磁惯性路线的科学可行性；27-28 年国内多个装置建设完成，验证国内独立自主核聚变工程可行性，同时海外首个聚变电厂订单落地，或将标志着行业从“实验”迈向“能源”。u 核聚变供应链较长、工程难度大。当前最为成熟的是低温超导托卡马克路线，初代实验堆的投资约 150 亿元，迭代周期约 5-10 年，其成本拆分为：磁体系统 20-

30%、真空室三大件 12-15%、偏滤器包层 5-10%，若是高温超导托卡马克，则磁体系统成本占比达 50%；当前产业链核心系统多由央企承担，民营企业则聚焦细分领域，上市的核心供应商为西部超导、国光电气、安泰科技等；其次最快验证 $Q>1$ 的直线型装置投资约 30-40 亿，其模块化程度高，迭代周期仅 1-2 年，成本占比最高的是电源系统，占 50%。u 远期经济性测算彰显核聚变潜力。托卡马克因体积大、建设周期长，在初始成本上仍占劣势，但具备长周期稳态运行潜力；直线型装置结构简单、投资低、建设快，短期经济性突出。我们计算低温超导托卡马克聚变装置、直线型磁惯性聚变装置，在 $Q=30$ 和 $Q=3$ 的情况下，度电成本分别为 0.31、0.27 元/kwh，低于火电，具备商业化竞争力，若聚变功率进一步提升则度电成本有望低于 0.2 元/kwh，将成为成本最低的能源形式。u 投资建议：在政策与资本双轮驱动下，核聚变国内外多个装置在建，拉动大规模招标，25-28 年将集中验证 $Q>1$ ，推动行业从实验向产业迈进，未来空间无限，建议关注核心供应商：西部超导（低温超导磁体）、联创光电（高温超导磁体）、爱科赛博（磁体电源）、精达股份（高温超导带材）、国光电气（第一壁&偏滤器）、安泰科技（偏滤器）等 u 风险提示：技术瓶颈风险、巨额资金投入风险、国际竞争与专利风险、政策不确定性风险、需求与商业模式风险

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男
证券分析师：胡隽颖）

机器人轻量化深度报告：机器人轻量化大势所趋，镁合金&PEEK 材料加速应用

1. 人形机器人为何需要实现轻量化？ 轻量化设计就是在满足机器人功能和性能要求的前提下，通过优化结构、选用轻质材料、改进制造工艺等手段，尽可能地减轻机器人的重量。通过轻量化减重，人形机器人可以实现更长的续航以及更高的运动动态响应速度。当前人形机器人主机厂普遍将“轻量化”作为迭代核心之一，通过自研高扭矩密度电机、拓扑优化结构、一体化伺服模组、碳纤维及复合材料等手段持续降低整机质量，头部人形机器人厂商的机器人产品迭代大多伴随着整体重量的减轻。目前机器人轻量化主要采用铝合金、镁合金（或铝镁合金）、碳纤维和高性能工程塑料 PEEK 等材料，但单一材料难以兼顾强度、刚性、成本与加工工艺。我们判断未来趋势是镁合金、碳纤维、PEEK 等多材料协同应用，按功能分区优化设计。 2. 镁合金：成本下探&压铸工艺渐近成熟，镁合金渗透率有望逐步提升 镁合金密度仅为铝合金的 2/3，却在比强度、减震性、电磁屏蔽性和加工性能等方面展现出综合优势。尤其适用于对轻量化、吸能性和成型效率要求较高的结构件。过去镁合金高成本、成型工艺复杂性与耐蚀性三大问题制约其工业化落地，价格与工艺的同步改善助推镁合金渗透率提高。价格方面：2021 年前镁铝价格比长期高于 1.5，镁材渗透动力不足；近年来伴随镁材价格走弱，镁铝比降至接近 1.0，价格压力逐步缓解。工艺方面：半固态镁合金压铸工艺提高镁合金加工工艺安全性，复合涂层工艺提高镁合金抗腐蚀与抗氧化能力，镁合金使用性能不断提高。近年来压铸机龙头企业纷纷布局半固态镁合金压铸设备，星源卓镁采购了伊之密的镁合金压铸设备用于生产新能源汽车零部件，博奥镁铝采购海天金属的镁合金压铸设备用于加工仪表盘横梁支架。埃斯顿与宝武镁业合作推出了镁合金打造的工业机器人，整体减重 11%，节拍提升 5%，能耗降低 10%，性能表现优异。我们判断镁合金未来有望逐步渗透人形机器人部件。 3. PEEK 材料：综合性能优异，有望应用于核心关节零部件 PEEK 具有机械特

性好、阻燃性好、耐磨、耐腐蚀、耐水解性、耐热、耐剥离以及生物相容等一系列特点。与金属材料相比,PEEK 性能全面胜出。PEEK 比强度大,在满足强度要求的前提下,可以大幅度减小材料本身的自重,此外 PEEK 在绝缘性、耐化学性方面均优于普通金属。目前制约 PEEK 材料大规模使用的主要因素为成本较高,原因在于:①PEEK 材料生产工艺复杂,扩产难度高且周期长,供给端无法快速放量降本;②核心原材料氟酮市场空间小竞争格局集中,企业降价意愿低。人形机器人打开 PEEK 材料应用场景,其成本有望逐步下探,我们判断 PEEK 材料可最先用于人形机器人核心部件中的以塑代钢。 4.投资建议 镁合金压铸领域建议关注【旭升集团】【宝武镁业】【星源卓镁】,PEEK 材料领域建议关注【中研股份】【沃特股份】【新瀚新材】【中欣氟材】。 5. 风险提示 人形机器人量产不及预期,PEEK 材料降本不及预期,宏观经济风险。

(证券分析师:周尔双 证券分析师:钱尧天)

保险Ⅱ行业点评报告:非上市险企 2026 年执行新准则,预计险资增配 OCI 股票趋势将延续

投资要点 【事件】6月12日财政部发布《关于进一步贯彻落实新保险合同会计准则的通知》(以下简称《通知》),具体内容如下: 1)明确非上市险企自2026年1月1日起执行新会计准则(新保险合同准则 I17 和新金融工具准则 I9),确有困难需暂缓执行的保险公司,应当在6月30日前向财政部和金管总局提交书面材料说明原因。 2)允许非上市险企根据规定简化处理。①尚未执行新准则的险企,可以根据《通知》规定在执行新准则时采用简化处理规则,在2025年已执行新准则的,可以对2025年报表采用简化处理。②简化处理范围包括保险合同分组、确认计量和列表等多项内容,但主要为技术细节,核心规定保持不变。我们预计新准则执行后,非上市险企将面临净利润波动加剧和净资产下滑压力。从上市险企和提前执行的非上市险企经验看,新准则切换前后主要由以下影响:1)营收规模大幅下滑,主要是由于营收确认标准的调整,包括投资成分的剔除和确认期间的拉长。2)净利润波动加剧,主要是由于新金融工具准则下,有相当比例的股票投资分类为 FVTPL,股价波动直接计入当期利润。3)净资产面临下滑压力。新准则下保险公司准备金计量的折现率为实际市场利率,且普遍采用 OCI 指定权,将利率下行导致多计提的准备金计入其他综合收益。4)以5家提前执行新准则的银行系险企为例(交银人寿、中邮人寿、工银安盛人寿、建信人寿、农银人寿),2023年新准则下合计营收规模较旧准则减少76%,净资产减少16%,2024年净利润合计同比增长约12倍,净资产较年初减少33%。我们预计新准则执行将进一步推动险资对 OCI 股票的配置。自2023年以来,上市险企持续增加股票中 FVOCI 占比,有助于提升利润表稳定性。2024年末 A 股 5 家上市险企合计 FVOCI 股票占比 31.9%,较年初提升 9.4pct。我们预计 2025 年这一趋势将延续,并且非上市险企在新准则切换之前需要提前调整资产配置,也将成为推动保险资金配置红利资产的重要力量。 负债端、资产端均有改善机会,低估值+低持仓,攻守兼备。1)我们认为市场储蓄需求依然旺盛,同时在监管持续引导和险企主动性转型下,负债成本有望逐步下降,利差损压力将有所缓解。2)近期十年期国债收益率稳定在 1.65%左右,我们预计,未来伴随国内经济复苏,长端利率若继续修复上行,则保险公司新增固收类投资收益率压力将有所缓解。3)当前公募基金对保险股持仓仍处于低位,估值对负面因素反应较为充分。2025 年 6 月 12 日保险板块估值 2025E 0.58-0.94 倍 PEV、0.94-2.19 倍 PB,处于历史低位,行业维持“增持”

评级。 风险提示：长端利率趋势性下行；股市持续低迷；新单增长不及预期。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：曹锐）

推荐个股及其他点评

佛燃能源（002911）：佛山城燃龙头，高分红构筑安全边际

投资要点 佛山城燃龙头，向综合能源服务企业转型；实施股权激励计划，现金分红稳定提升。公司统一接收所有进入佛山市地域范围内的管道天然气，为佛山市城燃龙头。截至 2025 年 3 月，佛山国资委为公司实控人；全国城燃龙头港华燃气为第二大股东，通过技术赋能、资源整合等多种方式与公司进行合作，助力公司向综合能源服务企业转型。公司积极实施股权激励计划，2020-2024 年均超额完成目标。公司股权激励考核指标包括营收增长率、每股收益、每股分红及现金分红比例，2020-2024 年均超额完成。2020-2024 年公司分红比例均值超 70%，假设 2025 年维持 2024 年 73%的分红比例，对应股息率 4.8%（2025/6/11）。
城燃等能源业务：气源多元，政策推动气量/光伏装机规模高增。1）天然气供应：气源供应渠道多元，政策目标 2025-2035 天然气消费量复增 8.9%。公司燃气业务在佛山市内具有专营优势，同时在佛山市外开拓多处管道燃气特许经营权。截至 2024 年底，公司累计获得 13 个区域的管道燃气特许经营权。2018-2024 年公司天然气销售量复增 17.59%，2024 年达到 45 亿方；用户结构保持稳定，工商业/电厂/居民用户气量占比约 80%/15%/5%。依照佛山市能源规划目标，2025-2035 整体/气电天然气消费量复增 8.9%/8.5%。公司拓展国际资源，与碧辟（中国）、切尼尔能源、中化新加坡等跨国能源企业建立长期采购关系；我们估算 2028 年公司海外长协将达 109 万吨（约 16 亿方），资源保障能力将大幅提升。2）新能源业务：多元布局，政策锚定 2025-2030 年分布式光伏装机规模复增 10.8%。公司布局冷热能、光伏储能等新能源业务。政策提到，到 2025/2030 年，佛山市光伏装机规模达到 360/600 万千瓦，锚定 2025-2030 年分布式光伏装机规模 10.8%的复合增速。
供应链、延伸、科技研发与装备制造业务 多点开花。1）供应链业务：发挥产业链优势，营收高速增长。公司深耕能源供应领域，协同石化仓储、码头、运输等优势资源为客户提供供应链服务。2024 年公司生物柴油、保税燃料油进出口业务量近 10 万吨；等值油品和化工品销售量 191.88 万吨，同增 67.35%。2）延伸业务：工程服务与生活服务并行，毛利率高。公司开展燃气管道设计等服务，同时依托深耕佛山 30 年的品牌形象，提供安全智能家居服务。2021 年起，延伸业务营收稳定在 5 亿元左右；毛利率维持在 25%以上。3）科技研发与装备制造业务：加强校企合作，驱动科技创新。业务涉及 SOFC 固体氧化物燃料电池、窑炉热工装备制造与节能减排、管道检测、氢能装备制造研发。
盈利预测与投资评级：我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 8.72/9.22/9.76 亿元，同比 +2.2%/+5.7%/+5.9%，对应 PE15.3/14.5/13.7 倍（估值日期 2025/6/11）。公司天然气供应业务持续稳定发展，新能源业务稳步增长，供应链、延伸、科技研发与装备制造业务多点开花。首次覆盖，给予“买入”评级。 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，商誉减值风险

（证券分析师：袁理 证券分析师：谷玥）

千红制药（002550）：QHRD107 EHA 数据点评：II a 期初步数据优秀，临床进展顺利

投资要点 事件： 公司将于 2025 年 6 月 14 日在欧洲血液病学会年会(EHA)上汇报 QHRD107 II a 期临床数据,维奈克拉-阿扎胞苷(VEN-AZA) 复发/难治组 OS 显著延长,耐受性良好,整体数据优秀。 急性髓系白血病耐药、复发常见,存在未被满足的临床需求。自 2020 年 III 期 Viale-A 试验发表以来,维奈克拉和阿扎胞苷成为急性髓系白血病 (AML) 且不适合强化化疗患者的金标准一线治疗。但 随访结果和真实世界研究表明,绝大多数患者面临复发和耐药风险。发表在《Haematologica》期刊的一项真实世界研究表明,62.7%的患者在维奈克拉+去甲基化药物治疗后产生耐药复发,27.3%的患者难治。这些患者在维奈克拉+去甲基化药物治疗无效后的 OS 仅为 2.3 个月。后续符合条件的患者接受靶向治疗和 FLT3 抑制剂干预后效果依然不佳,总体而言,R/R AML 仍存在未被满足的临床需求。 QHRD107 在 2025EHA 公布 II a 期数据,OS 大幅提升。QHRD107 为 CDK9 抑制剂,联用维奈克拉+阿扎胞苷治疗 R/R AML。本次公布的数据为 51 例患者数据,33 例患者(64.7%) 既往接受过 VEN-AZA 治疗,22 例(43.1%) 在 VEN-AZA 后复发,而 11 例患者(21.6%) 为难治性。46 例可评估疗效的患者中,ORR 为 60.9%,cCR 为 41.3%。复发患者亚组 ORR 为 70.0%,cCR 为 45.0%;80mg 剂量组 ORR80%,cCR70.0%。在 VEN-AZA 难治/复发患者中,中位 OS 达 12.8 个月,相较其他干预方式明显延长,QHRD107 有效性良好。安全性方面,TRAE 主要为胃肠道反应,包括腹泻(84.3%),呕吐(54.9%)等。综合来看,QHRD107 在测试剂量下有效性优秀,耐受性良好,有望解决 R/R AML 领域未被满足的临床需求。 盈利预测与投资评级: 我们维持原有预测,预计公司 2025-2027 年归母净利润为 4.43/5.12/6.09 亿元;对应当前市值 P/E 估值 25/22/18X,维持“买入”评级。 风险提示: 原料药下游需求不及预期; 集采风险; 新药研发进展不及预期。

(证券分析师: 朱国广)

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>