

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-05-26

宏观策略

2025 年 05 月 26 日

宏观量化经济指数周报 20250518：央行报表总规模因何连月缩减？

由于 2025 年 5 月“降准”落地，预计降准对央行报表科目的置换效应或引致央行进一步“缩表”。

海外周报 20250518：特朗普“漂亮法案”意外受挫，减税落地仍需等待

核心观点：超预期的中美关税谈判结果令市场信心大增，本周美债利率大幅走高，10 年期美债利率抬升至 4.477%，美股全线大涨，黄金大跌 3.65%。本周公布 4 月美国 CPI 超预期回落，但市场对关税反复风险的担忧犹存，对通胀前景仍然保持谨慎，此外本周由共和党提出的综合性财税法案未能在众议院预算委员会通过，反映出特朗普与民主党和部分温和派共和党在福利开支削减和保持预算平衡方面的分歧。向前看，近期受关税进展影响，黄金价格出现大幅回落，但央行购金从需求端支撑黄金价格的中长期逻辑仍未改变。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。

晨会编辑 陈梦

执业证书：S0600524090001

chenm@dwzq.com.cn

固收金工

固收深度报告 20250520：债券“科技板”见微知著：从案例盘点看何种城投主体正在发行科创债？

从定性、定量双重角度探究可发行科创债的城投平台共性：外部评级达 AAA 级、行政级别在地市级及以上且地处省内核心城市的城投平台，若业务领域中承担较多科创孵化任务或主管区域市政服务和城市大基建项目，且在资产、营收、净利润三项关键财务指标上未全部呈现较高的地方政府依赖度，即与地方政府之间的业务往来控制在一定水平以内，则其在科创债预计在政策护航下快速发展扩容的未来，以该品种作为新增融资渠道的可行性有望大幅增加。风险提示：数据统计偏差；科创债政策风险；债市超预期波动。

行业

房地产服务行业深度报告：“三问物业行业”系列报告之三——不谋长远者，无以图当下

投资要点 中长期维度物业公司的增长来源于什么？我们认为主要依靠几点：1) 高质量的第三方外拓。2) 利润率的企稳回升。3) 社区增值的部分细分业务。物业公司仍存什么经营风险？我们认为物业公司未来一段时间最大的风险仍然是应收账款，以及由此带来对现金流造成的影响。相较于应收款金额的增长，更紧迫的问题在于其账龄的提升，因为账龄提升不仅将影响利润表，同时也会影响经营性现金流，制约分红能力。如何看待行业估值修复的空间？当前阶段影响物业公司估值的核心因素主要有以下 3 点：1) 发展潜力和盈利质量（有质量的增长）。2) 经营风险的折价。3) 积极的股东回报政策。未来分红将成为估值修复的主导因素，中长期估值的合意水平可以使用股息率和分红情况倒推。绝大部分样本

公司的分红率仍然有提升空间，因此其估值水平的上限也有望同步提高，未来愿意继续提升分红率的公司也将获得更大估值修复空间。

推荐个股及其他点评

小鹏汽车-W (09868.HK): 2025 一季报点评: Q1 业绩好于预期, 新车+AI 催化加速释放成长动能

盈利预测与投资评级: 考虑到公司新车趋稳节奏放缓, 我们略微下调公司 2025~2027 年营业收入预期分别为 947/1676/2491 亿元 (原值为 990/1678/2493 亿元), 同比分别+132%/+77%/+49%。考虑到公司短期持续加大研发和销售力度, 下调 2025 年归母净利润为 3.5 亿元 (原值为 11 亿元), 同比扭亏, 维持 2026~2027 年归母净利润为 76/120 亿元, 同比分别+2070%/+58%。2025/2026/2027 年 EPS 分别为 0.18/4.02/6.32 元, 对应 PE 分别为 412/19/12 倍, 考虑公司预计 2025 年归母净利润实现扭亏, AI 底层竞争力不断增强, 维持公司“买入”评级。 风险提示: 乘用车行业价格战超预期; 自动驾驶政策推出节奏不及预期。

贵州茅台 (600519): 理性务实, 保持定力

事件: 公司近日召开 2024 年度股东大会, 会上公司对自身战略考量及周期思考做真诚分享, 并就投资者关心问题进行解答。 盈利预测与投资评级: 参考 2025 年经营目标, 我们维持 2025~27 年归母净利润预测为 932、1009、1103 亿元, 同比+8%、+8%、+9%, 当前市值对应 PE 为 21、20、18x, 维持“买入”评级。 风险提示: 宏观承压消费持续走弱, 需求企稳不及预期; 市场对增速规划的非理性反应等。

宏观策略

宏观量化经济指数周报 20250518：央行报表总规模因何连月缩减？

观点 周度 ECI 指数：从周度数据来看，截至 2025 年 5 月 18 日，本周 ECI 供给指数为 50.24%，较上周回落 0.01 个百分点；ECI 需求指数为 49.91%，较上周回落 0.02 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.95%，较上周回落 0.04 个百分点；ECI 消费指数为 49.74%，较上周回落 0.01 个百分点；ECI 出口指数为 50.16%，较上周回落 0.03 个百分点。 月度 ECI 指数：从 5 月前三周的高频数据来看，ECI 供给指数为 50.25%，较 4 月回落 0.10 个百分点；ECI 需求指数为 49.93%，较 4 月回升 0.01 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.97%，较 4 月回升 0.03 个百分点；ECI 消费指数为 49.74%，较 4 月回升 0.02 个百分点；ECI 出口指数为 50.19%，较 4 月回落 0.07 个百分点。从 ECI 指数来看，在中美贸易谈判取得进展以后，本周工业生产有所企稳，预计随着出口订单的逐步修复，5 月份经济下行的压力将有所缓解，但结构上来，地产投资回升动力仍相对偏弱。消费方面，五一假期以来乘用车零售延续修复态势，截至 5 月前 11 日乘用车零售数量较上月同期回升 34%。而根据商务部的相关数据，2025 年以来（截至 5 月 11 日）汽车以旧换新补贴申请量已经达 322.5 万份，“以旧换新”对乘用车零售的支撑作用仍在延续；基建投资方面，5 月份以来石油沥青开工率加速回暖，且明显高于去年同期，同期建筑工地资金到位率也延续回暖，二季度基建投资有望进一步提速。出口方面，在中美贸易谈判取得进展后，我国集装箱出口航运价格指数整体回升，截至 5 月 16 日，美西、美东两条航线运价指数较 5 月 9 日分别回升 23.2% 和 21.5%，指向对美出口有望在 5 月份出现明显改善。 ELI 指数：截至 2025 年 5 月 18 日，本周 ELI 指数为 -0.96%，较上周回落 0.07 个百分点。央行报表总规模因何连月缩减？2024 年 4 月人民银行资产负债表显示，截至 2025 年 4 月末，中央银行资产负债表总规模为 45.52 万亿元，相比 2025 年 3 月底环比下降 108.48 亿元，从主要影响因素来看：（1）由于 2025 年 1 月份暂停国债买卖，自然到期导致央行持有的政府债规模缩减，4 月份“对政府债权”缩减 1823.5 亿元，截至 4 月末央行持有中央政府债权存量下降至 25.18 万亿，3 月至 4 月合计减少 2607 亿元，在第一季度货币政策执行报告中表示“从宏观审慎视角持续监测债市运行，根据市场供需变化灵活恢复操作”，为重启国债买卖预留了政策空间，若国债发行供给充足且利率期限的交易结构平稳，或会考虑重启国债净买入操作；（2）4 月份中央银行加大资本市场呵护力度，为中国版平准基金提供资金导致“对其他金融性公司债权”增加 3700 亿元，4 月 7 日至 8 日中央汇金表态将继续增持 ETF 稳定市场，人民银行也表示支持中央汇金，为稳定资本市场提供充足的再贷款，4 月份央行为稳定资本市场增加 3700 亿元支持性净投放；（3）从央行公开市场操作来看，4 月份央行在逆回购和 MLF 等操作上合计净投放 8208 亿元，但买断式逆回购净回笼 5000 亿元，且财政存款增加 3348 亿元，导致央行对其他存款性公司债权和其他存款性公司在央行的存款同步下降，由于 2025 年 5 月“降准”落地，预计降准对央行报表科目的置换效应或引致央行进一步“缩表”。 风险提示：短期出现“抢出口”现象；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 20250518: 特朗普“漂亮法案”意外受挫, 减税落地仍需等待

核心观点: 超预期的中美关税谈判结果令市场信心大增, 本周美债利率大幅走高, 10 年期美债利率抬升至 4.477%, 美股全线大涨, 黄金大跌 3.65%。本周公布 4 月美国 CPI 超预期回落, 但市场对关税反复风险的担忧犹存, 对通胀前景仍然保持谨慎, 此外本周由共和党提出的综合性财税法案未能在众议院预算委员会通过, 反映出特朗普与民主党和部分温和派共和党在福利开支削减和保持预算平衡方面的分歧。向前看, 近期受关税进展影响, 黄金价格出现大幅回落, 但央行购金从需求端支撑黄金价格的中长期逻辑仍未改变。 大类资产: 中美贸易谈判结果超预期令市场信心大增, 美股大涨, 美债利率上行, 黄金大跌。本周一中美双方发表《中美日内瓦经贸会谈联合声明》, 在取消全部报复性关税的同时暂停征收 24% 的对等关税 90 天, 仅保留 10% 的对等关税, 超预期的关税谈判结果令市场信心大增, 美股大涨, 美债利率走高; 尽管后期公布的 CPI 和 PPI 通胀数据和消费者信心数据不及预期令美股涨幅收窄, 美债利率回落, 但全周市场已经由贸易利好消息主导。整体来看, 全周 (5 月 12 日至 16 日) 10 年期美债利率升 9.85bps 至 4.477%, 2 年期美债利率升 10.85bps 至 3.999%, 美元指数升 0.75% 至 101.1; 标普 500、纳斯达克指数分别收涨 5.27%、7.15%; 现货黄金价格在避险情绪降温的影响下回落至 3203 美元/盎司, 全周收跌 3.65%。 海外经济: 4 月美国 CPI 超预期回落, 但未来通胀前景依旧面临上行压力。通胀方面, 美国 4 月 CPI 环比+0.22%, 预期+0.3%, 前值-0.05%; 同比+2.31%, 预期+2.4%, 前值+2.39%。4 月 CPI 核心环比+0.24%, 预期+0.3%, 前值+0.06%; 核心同比+2.78%, 预期+2.8%, 前值+2.79%。从结构上看, 与关税直接相关的家具家居品、休闲商品、医保商品和其他商品 (主要为文具、婴幼儿产品分项) 涨幅明显, 而超核心通胀中的机票、酒店、休闲服务、教育&通讯服务的通缩构成主要拖累。在核心商品涨价、消费信心走弱的组合下, 美国居民在服务消费上的需求出现走弱势头。尽管 4 月 CPI 环比超预期回落, 但市场对关税反复风险的担忧犹存, 对通胀前景仍然保持谨慎。5 月开始, 通胀大概率在基数效应下抬升。而关税给核心商品通胀的影响料进一步显现。消费方面, 4 月美国零售销售环比+0.1%, 预期+0%, 前值由+1.4%上修至+1.7%; 核心对照小组环比-0.2%, 预期+0.3%, 前值由+0.4%上修至+0.5%。关税带来的物价抬升和对未来的担忧已经令居民部门开始减少支出。领先指标方面, 美国 5 月密歇根大学消费者信心指数初值 50.8, 为历史第二低水平, 预期 53.4, 前值 52.2; 1 年通胀预期初值 7.3%, 为 1981 年以来的最高, 前值 6.5%; 5 年通胀预期初值 4.6%, 为 1991 年以来的最高, 前值 4.4%。货币政策方面, 本周四 Powell 在美联储第二届 Thomas Laubach 研究会上表示表示美联储将修改 2019 年修订后的货币政策框架, 由“关注过去一段时间内的平均通胀是否达到 2%”, 转为“只关注当下通胀是否达到 2%”。从表面上看, 美联储撤回平均通胀目标制 (AIT) 边际上意味着相对更加宽松的货币政策 (过去高通胀不再被平均进去), 降息门槛将有所下降。但事实上, 面临关税给通胀带来更大的不确定性, 美联储的选择依旧是数据依赖, 等待迷雾散去。这也意味着关税政策变数消失前, 美联储对降息将依旧采取谨慎的态度。增长方面, 截至 5 月 16 日, 亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q2 美国 GDP 最新预测值为+2.4%; 截至 5 月 16 日, 纽约联储 Nowcast 模型对 25Q2 美国 GDP 预测值为+2.35%。 海外政治: 财税“漂亮法案”意外受挫, 减税落地仍需等待。本周由共和党主导的美国众议院预算委员会于美东时间 5 月 16 日

以 21 票反对、16 票赞成的表决结果，否决了共和党提出的综合性财税法案（即特朗普主张的“One Big Beautiful Tax Cut”）。该法案的核心内容涵盖将《减税与就业法案》（TCJA）减税措施永久化、新增阶段性或永久性税收优惠及抵免条款，以及医疗补助计划（Medicaid）回滚等调整事项。据 CRFB 测算，当前众议院版本的法案将在未来十年带来 2.69 万亿美元的基础赤字和 3.26 万亿美元的总赤字，其中 3.82 万亿美元来自 TCJA 的延长。此外若法案通过，则 10 年后美国债务率将从基准情形（TCJA 正常到期）的 117% 提升至 125%。在周五的表决中，4 名保守派共和党议员以法案“调整力度不足”为由投下反对票，主张加速 Medicaid 削减（要求 2029 年前完成）并彻底废除民主党时期实施的绿色能源税收优惠。此次预期外的否决充分反映了国会内部三大政治光谱的博弈：其一，民主党阵营因两党极化持续反对；其二，温和共和党派系倾向有限削减 Medicaid 或扩大州和地方税（SALT）抵扣；其三，财政鹰派则坚持收支相对平衡原则，要求任何 SALT 减免扩围必须通过更深度的福利削减和绿色税收抵免废止进行对冲。向前看，目前有关税收法案的主要矛盾和不确定性在于：两院对削减 Medicaid 等福利开支的态度如何；增量减税政策是否如约落地还是会出现重大调整。众议院预算委员会计划于美东时间本周日晚上 10 点重启磋商，预计在此期间共和党领导层、保守派的反对派和白宫之间将进行重新谈判和再次投票。若得以通过，法案在经规则委员会技术性修订后，将进入众议院全体表决及参议院协调程序。值得关注的是，该协调法案捆绑债务上限调整条款，而财政部预测的 X-date 恰为 8 月前后。这在一定程度上为法案表决设立最终截止日期，但同时也构成了政府和国会以及国会内不同党派之间的博弈筹码。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）

固收金工

固收深度报告 20250520：债券“科技板”见微知著：从案例盘点看何种城投主体正在发行科创债？

观点 产业类主体在科创债市场的参与度显著高于城投类主体：1) 当前产业类主体占据我国科创债发行的主导地位，其发行数量和规模均远高于城投类主体，或主要系城投类主体主营业务与科技创新属性关联度不高以及城投类主体在化债政策执行过程中新增发债受限所致。2) 城投类主体在科创债市场的参与度明显较低，一方面可能由于其业务领域相对以公益性运营居多，市场化经营以贸易业务、地产业务为主，且与地方政府基建项目绑定较深，因此在科技创新领域投入较少，符合科创债发行标准及条件的项目有限；另一方面可能由于 35 号文发布后名单内的城投平台基本只能以“借新换旧”名义在债市融资，银行间市场和交易所市场均对平台新增发债审核较严，因此，由于城投类主体通过新增发债进行融资的渠道受阻，故发行科创债的可行性进一步降低。3) 若区分科创票据和科创公司债来观察，则可以发现尽管产业类主体在科创票据和科创公司债的发行中均为主力军，但城投类主体与产业类主体在两类科创债中的参与程度存在一定差异，即相较于科创票据，城投类主体更倾向于选择科创公司债作为债市融资工具，表明城投平台在交易所市场中发行科创债的意愿及可行性相对更高，一方面或由于交易所市场对于科创债品种的审核与管理机制较严

行间市场更为成熟与完善，另一方面或与科创公司债对于孵化产业同类发行人的支持力度较科创票据更充足、条件较科创票据更宽松，且有私募发行选项可提升发行成功率有关。城投类主体发行科创债募资用途以偿还有息债务为主：1) 自一揽子化债政策实施以来，城投类主体发行的科创债的募集资金用途主要包括三类：a) 置换用于偿还到期的公司债券本金的自筹资金、股权投资出资或基金前期出资：属于该资金用途大类的债券共计 11 只，合计规模为 150 亿元；b) 对科技创新领域相关投资支出进行置换：属于该资金用途的债券共计 5 只，合计发行规模为 42 亿元；c) 偿还有息债务：属于该资金用途的债券共计 24 只，合计发行规模为 277.02 亿元。2) 其中，第二类募资用途的科技创新属性更强，与“科创”概念的相关度更高，而第三类募资用途的科技创新属性较弱，与“科创”概念的相关度较低。从定性、定量双重角度探究可发行科创债的城投平台共性：1) 基于对 14 家于 2023 年 10 月以来已成功发行科创债的城投类主体的基本面情况逐一复盘归纳，可知信用资质优良、市场化程度高、“335 指标”契合度高或成为城投类主体可发行科创债的核心特征，换言之，倘若城投平台意图将科创债这一品种作为新增融资的突破口，则需在平台资质、业务领域和关键财务数据上尽量优化。2) a) 平台资质：14 家平台普遍具备较高的外部评级，多数为 AAA 级主体，且结合行政级别而言，省级和地市级平台居多，同时地市级平台均来自于省内核心城市，区县平台亦来自于省内实力较强的区县，因此整体呈现较优的信用资质水平。b) 业务领域：14 家平台的主营业务大多围绕产业投资、公用事业以及交通建设运营等领域，业务布局兼具政策导向性和市场化属性，或符合所在区域的发展战略，或与科技创新需求有所关联。c) 关键财务数据：14 家平台尽管均未完全满足“335”标准，但多数平台至少可满足其中 1 项指标，并且对地方政府回款依赖程度较低或盈利能力相对独立于地方政府支持的平台在发行科创债上相对更具优势，即更易成为科创债的发行主体。3) 综上，外部评级达 AAA 级、行政级别在地市级及以上且地处省内核心城市的城投平台，若业务领域中承担较多科创孵化任务或主管区域市政服务和城市大基建项目，且在资产、营收、净利润三项关键财务指标上未全部呈现较高的地方政府依赖度，即与地方政府之间的业务往来控制在一定水平以内，则其在科创债预计在政策护航下快速发展扩容的未来，以该品种作为新增融资渠道的可行性有望大幅增加。风险提示：数据统计偏差；科创债政策风险；债市超预期波动。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

行业

房地产服务行业深度报告：“三问物业行业”系列报告之三——不谋长远者，无以图当下

投资要点 中长期维度物业公司的增长来源于什么？我们认为主要依靠几点：1) 高质量的第三方外拓。无论是央国企还是民企，中长期的收入增长的来源和保障为第三方外拓项目的获取，高质量外拓项目获取能力的差异决定了未来公司收入增速中枢的高低。2) 毛利率的企稳回升。在收入增速趋缓的阶段，毛利率的企稳甚至回升是维持物业公司业绩增长的重要基础条件。但由于过去几年经营动作的差异，仅有部分公司能够实现毛利率的企稳回升。3) 社区增值的部分细分业务。社区增值业务虽然无法成为收入第二增长极，但在行业中低速增长阶段，能够助力公司实现收入利润的稳定增长。细分业务上，与房

地产周期相关性低的生活服务类业务好于资产经营类业务。物业公司仍存什么经营风险？我们认为物业公司未来一段时间最大的风险仍然是应收账款，以及由此带来对现金流造成的影响。相较于应收账款金额的增长，更紧迫的问题在于其账龄的提升，因为账龄提升不仅将影响利润表，同时也会影响经营性现金流，制约分红能力。大部分样本公司 2024 年的一年以上应收款占比都有提升，央国企物业公司的占比普遍低于民企公司，仍处于 20%以下区间。由此造成大部分公司的净现比亦出现下降，目前仍能维持较高净现比的公司为保利物业、招商积余和绿城服务。此外物业费降价近期引发讨论，我们认为目前实现降价项目占比低，对物业公司的收入、利润影响有限，但更多是影响相应地区项目的收缴率。物业公司的应对方法有三：1) 提供“质价相符”的梯度收费对应不同服务内容；2) 积极协商，灵活退出；3) 增加非住项目占比弱化潜在风险。如何看待行业估值修复的空间？当前阶段影响物业公司估值的核心因素主要有以下 3 点：1) 发展潜力和盈利质量（有质量的增长）。仍能维持归母净利润 10-15%的复合增速，2024 年毛利率水平较 2022 年有所提升或基本稳定的公司，应当给予更高的估值。2) 经营风险的折价。核心指标为一年以上应收款的占比，占比较高者应给予适当的估值折价；而净现比长期高于 1 倍的公司应当给予估值溢价。3) 积极的股东回报政策。包括分红率和回购，较高比例或是稳定提升的分红率都可视为较为积极的股东回报政策，若另有回购注销则更应给予更高估值。未来分红将成为估值修复的主导因素，中长期估值的合意水平可以使用股息率和分红情况倒推。将 5%股息率视为长期投资者的底线要求， $PE = \text{分红率} / \text{合意股息率}$ （即最高 100%的分红率对应 20X 的 PE 估值，以此类推）。绝大部分样本公司的分红率仍然有提升空间，因此其估值水平的上限也有望同步提高，未来愿意继续提升分红率的公司也将获得更大估值修复空间。投资建议：根据我们在“三问”系列报告中提出并不断完善的物业公司估值框架，我们认为当前时点具备投资价值的物业公司应该符合以下条件：1) 能够实现中期维度的稳定增长；2) 经营风险控制得当，其中一年以上应收款增速慢、占比低，关联方仍维持稳定的支付能力和意愿。3) 拥有持续高分红的能力和积极的分红意愿。按照上述几点要求，央国企物企相对更符合，但也有个别优秀的非央国企公司具备相当不错的投资价值。基于我们的估值框架，我们推荐华润万象生活、绿城服务和招商积余，建议关注中海物业、万物云、滨江服务和永升服务。风险提示：大股东/关联方交付项目规模不及预期；地产销售复苏不及预期；社会总需求恢复缓慢；外拓规模不及预期；关联方大股东对资金占用的风险。

（证券分析师：房诚琦）

推荐个股及其他点评

小鹏汽车-W (09868.HK)：2025 一季报点评：Q1 业绩好于预期，新车+AI 催化加速释放成长动能

投资要点 公告要点：小鹏汽车 Q1 实现营收 158.1 亿元，同比增长 141.5%，环比微降 1.8%。其中，汽车销售收入为 143.7 亿元，同比上升 159.2%，主要得益于交付量的大幅增长。服务及其他收入达 14.4 亿元，同比增长 43.6%，受益于技术研发服务、保养维修及金融服务收入的提升。公司 Q1 净亏损 6.6 亿元，Non-GAAP 净亏损 4.3 亿元，同环比收窄。公司 2025Q1 量利齐升，毛利与费用端好于我们预期。盈利能力方面，2025Q1 公司综合毛利率 15.6%，同环比分别

+2.7/+1.1pct; 其中整车毛利率 10.5%, 同环比分别+5.0/+0.4pct, 连续七个季度上升, 整车成本持续下降及规模效应增强。费用方面, 公司 Q1 研发费用率 12.5%, 同环比分别-8.1/+0.1pct; 公司 Q1 销售、行政及一般费用率 12.3%, 同环比分别-8.9/-1.8pct, 费用控制得当。公司 Q1 实现其他收入 5.4 亿元, 主要系政府补贴、税收返还等因素影响。公司一季度批发销量 9.4 万辆, 同环比+330.8%/+2.7%, 对应汽车单车 ASP15.3 万元, 单车毛利 1.6 万元。2025 年公司将迎来新车密集催化与智驾迭代的共振, 推动长期发展行稳致远。1) 新车维度, 公司 5.28 将举办 Mona M03 MAX 上市发布会, 将图灵 AI 辅助驾驶首次普及到 15 万级产品; 6 月上市 25 万元级别 SUV G7; Q3 推出 30 万级别豪华运动轿跑全新一代 P7; Q4 鲲鹏超级电动车型逐步进入量产, 实现一车双能, 有望触达更广阔客群。2) 智能化维度, 公司 AI 全面布局, 2025 年公司逐步实现物理世界基座大模型在 AI 汽车领域应用, 车端自研图灵芯片 Q2 开始进入生产环节, Q3 逐步放量, 云端基座模型参数量达 720 亿, 建成国内汽车行业首个万卡集群。盈利预测与投资评级: 考虑到公司新车趋稳节奏放缓, 我们略微下调公司 2025~2027 年营业收入预期分别为 947/1676/2491 亿元 (原值为 990/1678/2493 亿元), 同比分别+132%/+77%/+49%。考虑到公司短期持续加大研发和销售力度, 下调 2025 年归母净利润为 3.5 亿元 (原值为 11 亿元), 同比扭亏, 维持 2026~2027 年归母净利润为 76/120 亿元, 同比分别+2070%/+58%。2025/2026/2027 年 EPS 分别为 0.18/4.02/6.32 元, 对应 PE 分别为 412/19/12 倍, 考虑公司预计 2025 年归母净利润实现扭亏, AI 底层竞争力不断增强, 维持公司“买入”评级。风险提示: 乘用车行业价格战超预期; 自动驾驶政策推出节奏不及预期。

(证券分析师: 黄细里)

贵州茅台 (600519): 理性务实, 保持定力

投资要点 事件: 公司近日召开 2024 年度股东大会, 会上公司对自身战略考量及周期思考做真诚分享, 并就投资者关心问题进行解答, 核心要点如下: 三个相信解读茅台核心竞争力, 致力于“从卖酒向卖生活方式转变”。会上董事长张德芹以“三个相信”为核心做主题分享, ①相信茅台的质量、文化根基不会动摇。1 是“质量是生命之魂”, 这是全体茅台人的质量信仰, 也是茅台的底线要求; 2 则文化是企业的根, 根深才能叶茂。②相信茅台的创新能力、自我调节能力不会倒退。茅台经历 1988、1998、2008、2012 年共 4 轮市场调整期, 茅台始终保持战略定力、主动寻变, 理清思路并快速进行自我调节, 逆势而上巩固市场地位。③相信茅台的服务意识、服务能力不会掉队。公司努力推进变革, “从卖酒向卖生活方式转变”, 从消费群体、消费场景、消费方式转变入手, 致力于构建全方位生态系统, 推动实现各利益方共生共赢, 带动行业健康可持续发展。客观理性认识本轮白酒周期, 以强大经营韧性穿越周期。会上代总经理王莉深入剖析当前白酒行业现状, 提出坚定信心、保持定力, 高效科学执行战略举措穿越周期。1) 本轮周期具有三期叠加特征, 1 是宏观周期正处于新旧动能转换阶段, 理性消费时代到来, 消费迎来新趋势、新特点; 2 是白酒行业周期从无序增长的熵增向消化矛盾的熵减演绎, 渠道面临转型压力; 3 是茅台自身社交、收藏等多重属性此消彼长、相互制衡。2) 对此公司 1 是保持信心、定力, 基于经济向好发展、茅台品牌认同的信心不动摇, 始终坚持品质、品牌、渠道建设; 2 是高效科学执行战略举措, 近期做好市场营销、维护市场稳定, 强化产品适配、渠道触达, 实现服务转型; 中期做好品牌年轻化 (保持活力、创新、包容), 推进品牌国际

化（构建 6 大评价体系，细分国际市场精准施策）；长期构建利益共享、情感共联、价值共创的生态系统，平衡各方要求。价格形成遵循市场规律，积极维护价格体系稳固。茅台酒为消费品，价格形成遵循天时（市场环境）、地利（渠道和终端掌控力）、人和（平衡各方利益诉求），公司将坚定不移维护茅台金字塔型产品矩阵价格体系稳固，底座产品为普飞 500ml、750ml、1L、100ml 装及其礼盒装产品，腰部产品为茅台文创产品，顶部产品为精品、珍品、陈年茅台酒。强化市值管理，凸显长期价值。2024 年公司首次制定《市值管理办法》，提升管理规范水平，并发布三年分红规划，启动上市以来首次回购计划。截至最新，公司回购计划已执行回购金额超 40 亿元，2024 年以分红金额+回购金额计，实际分红率超 80%。2025 年公司将加快实施 60 亿元上限的回购计划，同时新一期股份回购及集团增持方案亦在筹划推进。盈利预测与投资评级：参考 2025 年经营目标，我们维持 2025~27 年归母净利润预测为 932、1009、1103 亿元，同比+8%、+8%、+9%，当前市值对应 PE 为 21、20、18x，维持“买入”评级。风险提示：宏观承压消费持续走弱，需求企稳不及预期；市场对增速规划的非理性反应等。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：孙瑜）

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>