

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-04-18

宏观策略

2025 年 04 月 18 日

宏观点评 20250413：中国科技产业为全球资产注入稳定性

目前来看，春节后由中国科技突破引发的估值重塑，并非单纯的技术事件，而是中国创新体系从“单点突破”向“系统进化”转型的缩影。在外部不确定性加剧的情况下，中国始终秉承“以我为主”的宗旨，通过科技突破和产业链完善，稳扎稳打地实现向创新驱动型经济体的转型。在此过程中，资本市场也将持续为科技产业提供稳定的流动性支持，“科特估”有望为中国经济“新旧动能转换”的重定价进一步注入稳定性。风险提示：海外地缘政治变化影响市场风险偏好，美国对华政策进一步施压影响市场信心，科技创新进展和效率不及预期

晨会编辑 孙婷

执业证书：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

海外周报 20250413：美债抛售潮的原因：去美元化、流动性冲击与中期财政扩张

核心观点：对美元资产信任的退潮、对流动性风险的担忧引致美债遭遇抛售潮，10 年美债利率本周飙升 50bps 至 4.5%，美元指数下破 100。本周公布的 3 月美国物价数据全面遇冷、消费者通胀预期则大幅飙升，但市场担忧的重点仍在于关税对通胀前景的高度不确定性。当前的价、量指标显示美元流动性尚未有显著、大幅恶化，但未来关税政策、中美关税谈判进展的不确定性意味着美元资产在二季度大概率延续震荡。

宏观量化经济指数周报 20250413：货币宽松进入“择机”窗口期

在外部经济环境日趋复杂的情况下，金融市场对降准降息的预期也在升温，货币政策加码宽松所择的“机”也进入观察期。

固收金工

固收深度报告 20250416：债券“科技板”启航：一文读懂科创类债券的前世今生

科创债二级市场投资价值分析：1) 尽管近年来科创债市场交投情绪活跃度明显提升，但市场体量的增速更为显著，故科创债市场仍具备较为充裕的交易空间，债市“科技板”概念或有助于进一步激发市场的流动性。2) 信用利差：科创债信用利差水平总体稍高于同期限、同评级的普通信用债，表明 AAA 高评级科创债信用风险溢价较普通信用债稍高，二者之间尚存约 15-20BP 的品种利差，且 3-5Y 的中长端品种优势更为突出，较近 2 年最低点之间的资本利得收益空间稍大于普通信用债。3) 估值水平：a) 科创债各久期品种的估值收益率均以 2%-2.5% 区间为主，且随着久期的拉长，估值收益率水平抬升态势显著，3Y 及以上科创债的高收益个券比例加大，佐证科创债中长端品种的收益水平具有一定吸引力，加之科创债评级较高，因此不仅可成为追求收益稳健、回撤较小、流动性尚可的交易盘投资者的优选品种，亦适宜负债端稳定、寻求中长端信用债机会的配置盘投资者关注。b) 科创债发行主体之间的估值水平存在一定差异，其中估值水平在 3% 以上的行业仅纺织服装业，其次为估值水平在 2.5%-3.0% 之间的食品饮料、消费零售、电信服务和家电，其余行业估值水平大多处于 2.2% 上下。科创债不同行业之间的估值分布结构反映了市场对不

同行业未来增长潜力和偿债能力的不同预期，伴随我国经济结构的持续优化和多地产业升级的推进，各行业可能会经历市场对其债券定价的重估，高科技行业、大消费行业及新兴服务业等领域主体发行的科创债在收益空间上或仍可观，故建议投资者在择券策略上可从行业角度挖掘科创债收益率曲线上的估值偏离机会，优选存量余额尚可、高票息、估值折价个券。风险提示：数据统计偏差；科创债政策超预期收紧；债市超预期波动。

行业

计算机行业深度报告：深海科技：政策孵化万亿级市场，多维度价值蓝海赛道

风险提示：政策力度与落地不及预期、技术突破不及预期、产品商业化进展不及预期、全球地缘政治风险加剧。

环保行业跟踪周报：国网发布 2025 年第 1-3 批国补清单，持续关注稳健运营&自主可控&再生资源主线

政策跟踪：国网发布 2025 年第一~三批可再生能源发电补贴项目清单。本次纳入清单的生物质发电项目有 16 个，其中垃圾发电项目 5 个，光大环境、永兴股份、绿色动力、中国天楹有垃圾焚烧项目纳入，上网电价介于 0.536~0.577 元/度。行业观点：稳健增长+价格改革+分红提升=全面配置！关注进口替代&再生资源价值提升。内需主导的防御资产：【固废】需求 C 端主导，自由现金流转正，年报大幅提分红，IDC 合作等 B 端拓展提效，叠加收费改革，商业模式理顺，【水务】量价刚性，水价改革驱动价值重估，【电力】现金流表现优异电力运营商运营成本、投资成本受外部因素影响小，稳健红利。【燃气】进口美 LNG 关税将增至 49%、美气供给占比较小整体影响有限。自主可控：关注进口替代进程中技术龙头，重点推荐半导体洁净设备龙头【美埃科技】，建议关注高端科学仪器突围者【聚光科技】等。资源品价值提升：再生资源具备长期战略价值。酒糟饲料营养成分丰富，可替代部分玉米、豆粕，重点推荐【路德环境】。风险提示：政策推广不及预期，财政支出低于预期，行业竞争加剧。

推荐个股及其他点评

钧达股份（002865）：2025 一季报点评：出货保持平稳，盈利有所修复
盈利预测与投资评级：考虑行业竞争加剧，盈利承压，我们下调公司盈利预测，我们预计公司 2025 年-2027 年归母净利润 5.15/10.36/14.24 亿元（前值为 11.00/17.25/20.85 亿元），同增 187.13%/101.14%/37.47%，基于公司光伏电池龙头地位，维持“买入”评级。风险提示：政策不及预期，竞争加剧等。

中信博（688408）：2024 年报点评：在手订单充沛，海外交付优势显著
投资评级：考虑行业竞争加剧，我们下调公司 2025-2026 年盈利预测并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 8.32/10.6/12.8 亿元（2025-2026 年前值为 9.3/12.1 亿元），同增 32%/27%/21%，给予 25 年 18xPE，对应目标价 68.6 元，基于公司行业地位，维持“买入”评级。风险提示：政策不及预期，竞争加剧等。

方盛股份（832662）：2024 年报点评：24 年业绩短期承压，25 年有望重回高增

盈利预测与投资评级：考虑市场竞争激烈，我们略微下调 2025 年及 2026

年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.43/0.61/0.80 亿元（2025-2026 年前值为 0.50/0.70 亿元），同增 46%/40%/31%，对应 PE 为 46/33/25 倍，考虑公司风电、氢能、数据中心等业务有望放量高增，维持“增持”评级。风险提示：竞争加剧，需求不及预期。

润农节水（830964）：2024 年报点评：信用减值损失拖累业绩，25 年持续发力

盈利预测与投资评级：考虑行业竞争有所加剧，毛利率略有下滑，我们下调 2025 年及 2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.41/0.53/0.67 亿元（2025-2026 年前值为 0.62/0.76 亿元），同增 417%/30%/26%，对应 PE 为 54/42/33 倍，考虑节水工程项目有望持续高增，维持“增持”评级。风险提示：竞争加剧，需求不及预期。

厦门象屿（600057）：发布股权激励计划草案，上下同心启航向前

事件：4 月 16 日公司发布 2025 年限制性股票激励计划（草案）。公司拟向 991 名核心骨干，授予 1.73 亿股限制性股票，约占现公司总股本的 6.16%，无预留授予权益。授予价格为 2.96 元/股，相当于草案公布前 1 日交易均价的 50%。本次激励授予范围较大，大约相当于公司最新员工总数的 11.6%。同日，公司宣布拟回购 1 至 1.5 亿股用于股权激励，回购价格不超过 8.85 元/股。期限自董事会审议通过之日起 6 个月内。

苏美达（600710）：2024 年年报业绩点评：归母净利润+11.7%，产业链板块带动业绩增长

苏美达是低估值+高分红+具备一定成长性的央企：①2021~24 年分红率均超 40%。②公司是商贸领域员工持股激励的央企改革标杆，通过工会代核心员工持有核心子公司 65%的股份绑定利益，此外通过市场化考核机制能激发员工活力，有助于促进公司长期持续发展。③产业链板块布局广泛增速较高，具备一定的逆周期成长性。盈利预测与投资评级：考虑公司产业链业务表现出色，我们将公司 2025-26 年归母净利润预期从 12.3/13.0 亿元，上调至 12.4/13.3 亿元，新增 2027 年预期为 14.1 亿元，2025-27 年归母净利润预计同比+8%/7%/6%，对应 4 月 16 日收盘价为 9/9/8 倍 P/E。维持“增持”评级。

伟创电气（688698）：2024 年年报点评：业绩符合市场预期，机器人新品可期

24 年营收同比+26%、归母净利润同比+28%、业绩符合市场预期。公司发布 2024 年年报，实现营收 16.4 亿元，同比+25.7%，归母净利润 2.45 亿元，同比+28.4%，扣非净利润 2.40 亿元，同比+31.5%；其中 24Q4 实现营收 4.8 亿元，同比+34.5%，归母净利润 0.3 亿元，同比+2.1%，扣非净利润 0.3 亿元，同比+7.8%，业绩符合市场预期。产品结构持续优化、战略业务持续投入。公司 2024 年毛利率为 39.15%，同比上升 1.07pct，主要系：1）高毛利的海外市场营收占比提升；2）伺服编码器自制率上升；3）规模效应进一步体现。2024 年期间费用率 24.30%，同比+1.51pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 7.98%、4.71%、13.25%、-1.64%，分别同比+0.65pct、+0.63pct、+0.70pct、-0.47pct，主要系公司新业务前期研发投入及海外销售体系搭建。分产品看：变频器下游行业拓展、伺服零部件自制率提升、智慧能源战略布局。1）24 年变频器收入 10.35 亿元，同比+27%，毛利率 42.98%，同比-0.33pct。公司产品涵盖高

中低压、单传多传的完整产品矩阵，逐步拓展包括船舶、石油石化、港口起重、冶金等下游行业；2）伺服系统及控制系统收入 4.95 亿元，同比+17%，毛利率 32.48%，同比+3.70pct。公司全面实施“大平原业务”战略，伺服产品功率全覆盖，编码器自制率进一步提升，中小型 PLC 及远程 IO 的全系列布局，综合竞争力持续提升；3）数字能源业务收入 0.61 亿元，毛利率 30.70%，围绕“多元化构建智慧能源新生态”战略，公司产品涵盖小型工商业/户用储能、电池测试设备，同时深耕运营商通信基站/机房场景下的智慧能源综合解决方案，把握数字能源机遇。

H&H 国际控股 (01112.HK): 严冬历尽春雷动，三驾齐驱旭日升

H&H 控股成立于 1999 年，现已形成婴童护理 (BNC)、成人保健(ANC)、宠物营养(PNC)并行的业务格局，2024 年收入占比分别为 34%/51%/15%。我们从全家庭视角拆解 H&H 的韧性与成长性，对比可比公司当下估值具备性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。

宏观策略

宏观点评 20250413：中国科技产业为全球资产注入稳定性

观点 在世界多极化愈演愈烈的过程中，全球各国都在动态地调整从地缘到内政到经济的各方面战略布局。年初以来的新进展来看，持续三年的俄乌冲突可能落下帷幕，但美俄单独互动引发乌克兰与欧洲多国不满，乌克兰、欧洲与美国之间的联盟出现明显裂痕，相互博弈进一步激化。尽管海外环境发生剧变，但中国各方面稳定性持续增强，逐渐摆脱海外多极化脱钩的影响。经济层面上，中国已经逐步打下了“以我为主”的基础：一方面，在全球供应链体系中，中国坚持对外开放，持续为世界提供优质的中国制造、稳定的中国供给。作为全球第二大消费市场和第一大货物贸易国，制造业的稳定性和高性价比的供给让中国成为全球供应链的“稳定器”。另一方面，中国抓住了疫情期间海外供应链停摆的机遇，出口端“以价换量”的模式顶住了外需下行的压力，近几年转口贸易、海外建厂等方式逐步分散外需单极依赖，中国供应链的韧性已经在过去几年得到验证，叠加中国持续开拓和培育新贸易市场、加强国内经济大循环，中国应对海外的抗冲击能力显著提升，中国向全球各国传递了明确的“稳定”信号。产业层面上，2025 年伊始，DeepSeek 带来了大模型的效率革命，以极低的成本，实现了与海外顶级人工智能同行相当的竞争性能，降低了全球使用人工智能的门槛，同时获得更高的效率。Deepseek 将技术向全球公司开源，进一步获取更多的数据信息来进行迭代训练，将大幅加速 AI 的训练进程，同时，AI 可以接入更多下游的应用端产品、企业、政府平台等，增加全球对中国 AI 产业链的基础设施配套需求。中国科技稳定向外共享技术、训练模式和输出产品，阿里云、华为、百度等龙头企业的全球化步伐加快，人形机器人大规模铺开使用，智能驾驶搭载价格也进入历史新低。新能源与智能制造突破方面，宁德时代全球市占率继续攀升，比亚迪电动车出口同比翻倍。中国高端科技产业正在重塑全球供应链格局。金融层面上，随着 2021 年海外长钱逐步撤出中国，内资机构重新引领资本市场交易的主导权：2022 年开始，中美之间的资产价格表现已初步“脱钩”，海外市场的波动对 A 股的传导作用也开始逐步下降；2024 年 9 月 24 日以来的中国资产表现更是由国内资金接续推动，“自内而外”地形成了科技板块的“结构牛”。今年以来，A 股资本市场的韧性凸显，1 月中旬开始，港股开始逐渐修复；2 月春节之后，中国内地资产也开始在国际资本市场上迎来快速的回暖，科技股领涨；离岸人民币汇率企稳，陆港通、QFII 和港股的外资交易成交活跃。加征关税的初期，全球市场风险偏好急剧收缩，但 A 股、港股、中概股的下行幅度明显小于其他地区，外盘交易显示 A50 指数期货跌幅也远小于美股主要指数。随着关税政策和反制措施逐步加码，中国资产科技板块也呈现出明显的收益性和稳定性：1 月 2 日至 4 月 2 日关税宣布之前，代表国内“硬科技”板块的科创综指收益居前，而无论是关税宣布后 4 月 3 日的单日跌幅和 4 月 3 日的累计涨跌幅来看，科技板块的收益均明显超过全球其他指数，在全球资产的波动加剧的情况下，中国科技板块的稳定性逐步提升。目前来看，春节后由中国科技突破引发的估值重塑，并非单纯的技术事件，而是中国创新体系从“单点突破”向“系统进化”转型的缩影。在外部不确定性加剧的情况下，中国始终秉承“以我为主”的宗旨，通过科技突破和产业链完善，稳扎稳打地实现向创新驱动型经济体的转型。在此过程中，资本市场也将持续为科技产业提供稳定的流动性支

持，“科特估”有望为中国经济“新旧动能转换”的重定价进一步注入稳定性。风险提示：海外地缘政治变化影响市场风险偏好，美国对华政策进一步施压影响市场信心，科技创新进展和效率不及预期

(证券分析师：芦哲 证券分析师：潘京)

海外周报 20250413：美债抛售潮的原因：去美元化、流动性冲击与中期财政扩张

核心观点：对美元资产信任的退潮、对流动性风险的担忧引致美债遭遇抛售潮，10 年美债利率本周飙升 50bps 至 4.5%，美元指数下破 100。本周公布的 3 月美国物价数据全面遇冷、消费者通胀预期则大幅飙升，但市场担忧的重点仍在于关税对通胀前景的高度不确定性。当前的价、量指标显示美元流动性尚未有显著、大幅恶化，但未来关税政策、中美关税谈判进展的不确定性意味着美元资产在二季度大概率延续震荡。大类资产：流动性冲击与美元资产抛售潮下，美债、美元大跌，黄金价格上破 3200 美元/盎司。本周，关税政策冲击持续发酵，对美元资产的不信任加速了海外投资者对美元资产的抛售，美国遭遇股债汇“三杀”。全周（4 月 7 日至 11 日）来看，10 年美债利率自 3.99% 飙升至 4.49%，全周大涨 50bps，盘中一度突破 4.5%，2 年美债利率升 31bps 至 3.96%；美元指数跌 2.84% 收于 99.78，为 2022 年 4 月以来新低，全球主要货币均兑美元升值；美股在前半周延续下跌，后在特朗普暂缓对等关税 90 天消息后大幅拉升，标普 500、纳斯达克指数全周分别收涨 5.70%、7.29%。从驱动因素看，本周美债利率的罕见飙升来自两则“消息”，即美国可能会对海外投资者持有的美债利息收入征收 30% 利得税，以及日本银行正在抛售美债以止损。此外，有关对冲基金基差交易平仓、2025 年美债大规模到期等，也成为影响市场避险情绪、持续抛售美债的众多因素之一。我们认为，在当前市场避险情绪和流动性环境下，上述美债抛售潮的催化剂背后体现的是对美元资产信任的退潮、以及对流动性风险的担忧。尽管价、量指标显示当前的美元流动性冲击尚未有显著、大幅恶化，但未来关税政策、中美关税谈判进展的不确定性意味着美元资产震荡的余波在二季度大概率仍将延续。海外经济：3 月美国通胀数据大幅不及预期，但消费者通胀预期再度飙升，关税仍是主导通胀前景的核心因素。3 月美国 CPI 环比-0.1%，前值+0.2%，同比+2.4%，前值+2.8%，核心环比+0.1%，前值+0.2%，核心同比+2.8%，前值+3.1%，主要分项均大幅不及预期；其中核心商品转跌，核心服务中居住、交运服务均是显著拖累；周五公布的 3 月 PPI 同样大幅不及预期回落。4 月密歇根大学消费者信心指数初值 50.8，预期 53.8，前值 57；1 年期通胀预期初值 6.7%，预期 5.2%，前值 5.0%。三方面因素使得市场对本周全面遇冷的通胀数据反应平淡：①关税对核心商品的推升作用尚未显现，3 月核心商品环比-0.09%（剔除二手车后核心商品环比也仅-0.01%），低于 2 月的 0.22% 和 1 月的 0.28%，尽管对加、墨和中国关税以及钢、铝关税已于 3 月生效，但政策不确定性对居民消费需求下行的冲击暂时超过了关税对核心商品的潜在上行冲击；②超级核心通胀中高波动的酒店、机票、车险环比下跌，但其趋势不一定稳固；近期油价大跌拖累总体 CPI 增速，其下跌的可持续性同样存在不确定性；③4 月密歇根大学消费者通胀预期延续飙升，1 年期通胀预期升至 1981 年以来的新高。关税不确定性对通胀预期的推升仍主导了市场对未来通胀水平的担忧。向前看，在本轮美国居民需求下行、人民币贬值空间有限的情形下，关税对美国通胀的传导料将更难以被美国企业（美国 PPI）、人民币汇率和中国企业部门（中国 PPI）所分担，关税对美国通胀的冲击料将比 2018-19 年更大。本周波士顿联储主席柯林斯表示，预计高

关税将推高通胀至 3%，纽约联储主席威廉姆斯则预计今年通胀将上升至 3.5%-4%。增长方面，截至 4 月 9 日，亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q1 美国 GDP 最新预测值为-2.4%，经黄金进口修正后的增速预测为-0.3%；截至 4 月 11 日，纽约联储 Nowcast 模型对 25Q1 美国 GDP 预测值为+2.59%。海外财政与流动性：3 月美国财政赤字意外大幅收窄；美国 2025 财年预算决议落地，财政宽松力度高于市场预期。本周，美国财政部发布了 3 月联邦政府收支数据。收入端，3 月联邦政府收入同比+10.7%，其中关税收入同比+34.7%，年迄今同比+15.6%，2、3 月分别加征的部分地区和商品关税的收入效应开始显现。支出端，3 月联邦财政支出同比-7.1%，其中强制性支出中，3 月医疗保险、收入保障、退伍军人和福利支出项目均同比大幅减少，是 3 月财政赤字收窄的主要因素之一。而与此同时，3 月净利息支出仍同比+17.5%。从收支平衡看，3 月当月赤字录得 1605 亿美元，相较于去年同期的 2363 亿美元有较为显著的收缩。2025 财年迄今联邦财政赤字累计录得 1.31 万亿美元，高于去年同期的 1.06 万亿美元，而其中出利息支出外的赤字累计 0.82 万亿美元，与去年同期的 0.63 万亿美元差距有所收敛。2025 财年全年预算方面，4 月 10 日，众议院通过了由参议院提出的 2025 财年并行预算决议，标志着两院就 2025 财年预算案基本达成一致，这也为后续财政收支相关立法（如推进减税）的“预算协调（reconciliation process）”程序奠定了基础。相较于 2 月参议院、众议院分别提出的预算决议，最终通过的预算案比预期更为宽松：收入端，在延长当前 TCJA 减税法案（减税 3.8 万亿美元）以外，还包括从财务委员会和其他委员会共计借款 2 万亿美元，累计在未来十年增加 5.8 万亿美元额外赤字；支出端，法案提出的未来十年削减支出规模仅 40 亿美元，远低于此前参、众两院的方案。加上 1.1 万亿美元利息支出，则新预算案下累计新增赤字 6.9 万亿美元。综合来看，特朗普加征关税、裁员减支的“紧财政”效果在 3 月财政数据中已有所体现，但中长期美国财政扩张步伐仍在加快，CRFB 测算 2034 年美国净利息支出/GDP 将达到 4.6%，2035 年存在平均利率 R 高于经济增速 G 的可能，即美国债务的可持续性仍面临长期挑战。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 研

究助理：韦祎 研究助理：王茁）

宏观量化经济指数周报 20250413：货币宽松进入“择机”窗口期

观点 一季度融资需求季节性回暖、货币政策宽松进入“择机”窗口期：一季度新增贷款和社融取得“开门红”，量上“同比多增”和价上“同比下降”显示货币政策“适度宽松”正在持续支持实体经济融资回暖。（1）从总量上看，融资需求季节性回暖。3 月金融机构口径贷款新增 3.64 万亿（同比多增 5470 亿元），一季度新增贷款 9.78 万亿（同比多增 3200 亿元）；剔除非银金融贷款的实体经济人民币贷款新增 3.83 万亿（同比多增 5358 亿元），一季度实体经济新增贷款 9.7 万亿元（同比多增 5906 亿元）。3 月份为传统的贷款投放大月，基建和制造业等行业陆续开工复工，以及地方政府“化债”对存量贷款的置换效应边际下降，导致新增贷款向季节性投放规律收敛。从新增社融看，3 月份政府债券融资同比多增 1.02 万亿，与新增贷款共同推动社融增长 5.98 万亿（同比多增 1.05 万亿），一季度社融累计新增 15.18 万亿元（同比多增 2.37 万亿），截至 2025 年 3 月末，贷款和社融存量增速分别回升 0.1 和 0.2 个百分点至 7.40% 和 8.40%。考虑到去年二季度开始调整金融行业增加值核算方法，今年一季度在去年“冲量”的

情况下，新增贷款和新增社融仍然双双同比多增，显示3月份融资需求季节性恢复强度较好，并且从二季度开始，新增贷款或持续“同比多增”。（2）从融资结构上看，二季度则需要关注居民短期贷款的持续性。3月份银行体系“票据贴现冲量”的诉求下降，但是短期贷款仍是推高读数的主要因素。3月份短期贷款和票据融资新增1.73万亿（同比多增5047亿元），几乎占到3月贷款同比增量的全部，其中居民部门新增短期贷款4841亿元（同比少增67亿元）、企业部门新增短期贷款1.44万亿（同比多增4600亿元），但是企业中长期贷款新增1.58万亿（同比少增200亿元），居民中长期贷款新增5047亿元（同比多增531亿元）。3月份融资需求期限偏短，显示一方面银行体系仍有用短期贷款冲量的冲动，企业部门融资需求回暖的可持续性仍有待验证；另一方面3月份消费贷“以价换量”或是推升居民部门短期贷款的主要因素，但是4月份以来消费贷“价格战”降温，居民短期贷款增长的持续性需要观察。因此预期进入二季度，短期贷款或让位于中长期贷款，受政策托底的企业部门中长期贷款或仍然是贷款投放的主力。（3）货币：财政支出回补企业和居民。2025年3月末M2持平于7.0%，修正口径M1同比增速回升至1.60%，两者“剪刀差”大幅收窄至5.40%。从存款端拆分部门来看，3月份非金融企业和居民存款分别增加2.84万亿和3.09万亿，分别同比多增7675亿元和2600亿元，而同时财政存款减少7710亿元（同比多减49亿元），显示3月份财政支出力度加大，存款从财政部门转移至企业和居民部门，财政资金拨付改善企业在手资金情况，M1读数回升显著，边际上也缓解了1-2月份银行体系的“负债慌、资产荒”局面。货币政策宽松进入“择机”窗口期。4月初海外关税政策阴云笼罩，出口增速面临下滑风险，二季度“稳增长”的诉求或相对“防风险”前置，客观上要求经济政策继续加大支持力度，通过提振内需来对冲出口下行压力，货币政策“降准降息”的“机”或正随基本面而打开操作窗口，但是在落地节奏上则取决于经济数据、市场预期和外部冲击的实时研判。周度ECI指数：从周度数据来看，截至2025年4月13日，本周ECI供给指数为50.38%，较上周回升0.04个百分点；ECI需求指数为49.91%，较上周回落0.01个百分点。从分项来看，ECI投资指数为49.94%，较上周环比持平；ECI消费指数为49.70%，较上周回落0.01个百分点；ECI出口指数为50.32%，较上周回升0.01%。月度ECI指数：从4月前两周的高频数据来看，ECI供给指数为50.36%，较3月回落0.02个百分点；ECI需求指数为49.92%，较3月回落0.02个百分点。从分项来看，ECI投资指数为49.94%，较3月回落0.05个百分点；ECI消费指数为49.70%，较3月环比持平；ECI出口指数为50.31%，较3月回落0.01个百分点。从ECI指数来看，4月初供需两端增长动能均较一季度有所减弱，结构上也仍旧延续供给强需求弱的格局，从细项来看地产、消费同比增速有所放缓，而对等关税对出口的影响则尚未显现。地方方面，今年3-4月份地产销售的“小阳春”成色略显不足，4月前12天30大中城市商品房成交面积较去年同期回落15.9%，新房销量增速也转为负增长，地产销售面临一定下行风险；出口方面，美国前期加征20%关税对我国出口的影响尚未显现，自3月初以来我国监测港口累计完成货物吞吐量不断回暖，3月下旬至4月初连续两周突破2.7亿吨，较去年同期增长8.4%，一定程度上反映出对等关税落地前企业“抢出口”明显提速。而随着4月9日以来对等关税政策的落地及加码，出口端可能面临一定下行压力，叠加地产销售存在的下行风险，对于逆周期政策的诉求或有所提升。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)

固收金工

固收深度报告 20250416: 债券“科技板”启航: 一文读懂科创类债券的前世今生

事件 2025年3月6日, 中国人民银行行长潘功胜在十四届全国人大三次会议经济主题记者会上表示, 为进一步加大对科技创新的金融支持力度, 人民银行将会同证监会、科技部等部门, 创新推出债券市场的“科技板”, 支持金融机构、科技型企业、私募股权投资机构等三类主体发行科技创新债券, 丰富科技创新债券的产品体系。政策引领下, 债券科技板将成为未来金融支持科技创新的重要平台之一, 科创债市场也将迎来新的发展机遇, 或成为2022年以来“资产荒”持续蔓延背景下的破解之道。

观点 发展历史及政策回顾: 1) 我国科创债主要包括“科创票据”和“科技创新公司债券”两类。前者是指科技创新企业发行或募集资金用于科技创新领域的债务融资工具, 由银行间市场发行; 后者是指由科技创新领域相关企业发行, 或者募集资金主要用于支持科技创新领域发展的公司债券, 由交易所市场发行。2) 科创债发展历程主要基于政策导向, 其演进脉络可大致分为三个阶段: a) 2021年3月-2022年5月(试点启动与初步规范); b) 2022年6月-2023年10月(政策深化与市场拓展); c) 2023年11月至今(持续创新与市场升级)。3) 随着政策层面持续加码, 科创债市场正迎来全面升级, 不仅将更有效地激发市场活力, 促进科技创新与资本市场的深度融合, 还将助力债券市场中信用类债券体量的进一步扩容和债券品种的进一步丰富, 对于供需两端皆大有裨益。

市场现状及结构特征:

1) 存量债券余额及券种结构: a) 科创债存量债券余额 17,170.12 亿元, 其中科创票据 5,985.96 亿元, 占比 34.86%, 科技创新公司债券 11,184.16 亿元, 占比 65.14%。b) 债券种类呈现以公司债为主导、中期票据与短期融资券为补充的格局, 符合该品种的设立意图主要在于补充科技创新类公司的融资渠道, 该类公司在交易所市场相对活跃, 对于交易所市场的发行体系和标准相对熟悉, 因此发行公司债以募集资金的意愿可能较发行中短期票据稍高。预计未来一方面科技创新类公司可继续在交易所市场完成债券募资, 另一方面银行间市场对科技创新类公司的融资支持可能进一步抬升, 融资渠道有望加快畅通, 科创债市场新发债券种类结构或逐步趋于均衡。2) 存量债券剩余期限及票面利率分布: a) 债券剩余期限在 1-3Y 区间的规模较大, 整体以中短期品种为主, 久期总体相对不长, 约为 2.88 年, 一方面提示当前科创债这一品种的存在为快速发展的科技创新型企业提供了灵活的短期融资渠道, 但另一方面也暴露出其对企业的中长期融资支持相对不足, 尤其是银行间市场在为企业匹配中长期资金上仍具备开拓空间。长期来看, 科创债市场的期限结构可能将伴随券种结构的趋于均衡而逐步优化, 未来中长期债券比例有望增加。b) 债券票面利率整体较低, 约 2.77%, 且科创票据和科创公司债的平均成本基本持平, 但前者的票面利率密集分布于 3% 以下区间, 而后者的区间跨度则相对更大, 主要分布在 2%-3.5% 之间, 表明公司在交易所市场和银行间市场发行时的定价存在一定梯度差异, 一方面或与债券发行期限的长短相关, 另一方面或与不同市场的投资者的风险补偿索求相关。c) 债券外部评级以 AAA 评级为主, 少量 AA+ 评级, 无中低评级个券, 整体信用资

质优良，违约风险可控，其中科创公司债的 AAA 级个券占比较科创票据更高，侧面提示交易所市场对于科创债发行主体的偿债能力和现金流状态均较为关注，意在通过筛选优质主体参与债市融资来把控该市场的个券质地，不仅为后续债市“科技板”的持续扩容夯实基础，还能够提升债市“科技板”对二级市场投资者的吸引力。3) 存量债券发行主体结构：a) 发行主体大量集中在东部沿海发达地区，如北京、山东、广东、上海等地，其中科创票据的区域分布相对均衡，以“多点竞争”格局为主，而科技创新公司债券的区域分布则更多向头部集中，以“单极主导”格局为主。二者的地域分布格局差异或源于科创票据的发行与地方高新技术产业发展、产业转型升级需求紧密相关，而当前全国各地均在这一方面有较大需求，而科创公司债的发行与地区经济结构和产业特点紧密相关，例如北京中关村拥有众多科创板上市公司，叠加央企总部集聚，而陕西拥有众多传统能源、重工业国企，同样具有向新能源、高科技领域转型的需求，因此科创公司债的发行或较科创票据更多呈现核心地区聚集效应。b) 从事传统行业的发行主体占比偏高，存续规模位列前五的行业包括建筑装饰、煤炭、公用事业、非银金融、交通运输，而电子、计算机、医药生物等科技行业占比仍明显偏低，表明科创债整体自创立以来更多地服务于传统产业的融资需求，而对高科技产业的直接支持力度尚显不足。c) 发行主体企业性质仍呈现央国企主导格局，民营企业的参与度仍然较低。未来在科创债的政策支持力度进一步加大过程中，民营企业的参与度有望提升，发行人结构短期内或仍将延续现状，但长期来看差距将逐步缩小。

一级市场发行情况：1) 2024 年科创债发行量约 1.2 万亿元，净融资额约 0.8 万亿元，市场在 2021 年设立后经历快速增长，其中 2023、2024 年系该品种的蓬勃发展期，净融资额持续高增并近乎翻倍，新增供给显著。尽管截至 2025 年 3 月中旬，科创债净融资受存续债券开始到期的情况影响而有所回落，但考虑到随着债市“科技板”概念的提出，政策支持叠加市场需求预计将在 2025 年持续增强，因此 2025 年科创债市场的发行规模和净融资有望继续保持增长态势并迎来新的扩容机遇。2) 2024 年全国共有 28 个地区的主体发行科创债，发行时加权平均票面利率为 2.41%，融资成本较往年明显下降，不仅系得益于基准利率正处于下行通道所致，更反映市场对科技创新型企业的支持和认可，也意味着未来科创债将依托资金成本优势成为科技型企业融资的重要渠道之一，科创债一、二级市场活跃度有望进一步提升。3) 发行期限方面，以 5 年期以内中短期债券为主；票面利率方面，以 2%-3% 区间为主；债项评级方面，除未评级以外，AAA 评级债券占比仍显著多于 AA+ 级，且无 AA 及以下评级债券发行；主体行业方面，主要集中在工业、材料、能源行业，其中工业主要以建筑、公用事业、交通运输等领域为主，材料主要以有色金属、化工、钢铁等领域为主，能源主要以煤炭、石油石化为主。

二级市场投资价值分析：1) 尽管近年来科创债市场交投情绪活跃度明显提升，但市场体量的增速更为显著，故科创债市场仍具备较为充裕的交易空间，债市“科技板”概念或有助于进一步激发市场的流动性。2) 信用利差：科创债信用利差水平总体稍高于同期限、同评级的普通信用债，表明 AAA 高评级科创债信用风险溢价较普通信用债稍高，二者之间尚存约 15-20BP 的品种利差，且 3-5Y 的中长端品种优势更为突出，较近 2 年最低点之间的资本利得收益空间稍大于普通信用债。3) 估值水平：a) 科创债各久期品种的估值收益率均以 2%-2.5% 区间为主，且随着久期的拉长，估值收益率水平抬升态势显著，3Y 及以上科创债的高收益个券比例加大，佐证科创债中长端品种的收益水平具有一定吸引力，加之科创

债评级较高，因此不仅可成为追求收益稳健、回撤较小、流动性尚可的交易盘投资者的优选品种，亦适宜负债端稳定、寻求中长端信用债机会的配置盘投资者关注。b) 科创债发行主体之间的估值水平存在一定差异，其中估值水平在 3% 以上的行业仅纺织服装业，其次为估值水平在 2.5%-3.0% 之间的食品饮料、消费零售、电信服务和家电，其余行业估值水平大多处于 2.2% 上下。科创债不同行业之间的估值分布结构反映了市场对不同行业未来增长潜力和偿债能力的不同预期，伴随我国经济结构的持续优化和多地产业升级的推进，各行业可能会经历市场对其债券定价的重估，高科技行业、大消费行业及新兴服务业等领域主体发行的科创债在收益空间上或仍可观，故建议投资者在择券策略上可从行业角度挖掘科创债收益率曲线上的估值偏离机会，优选存量余额尚可、高票息、估值折价个券。4) 科创债收益率及利差走势基本跟随信用债整体走势变化，伴随政策利好不断释放，从供给端的加速扩容逐步传导至需求端的持续增强，科创债品种或在“资产荒”环境中以其兼顾票息收益和流动性的特性成为值得长期关注且提前布局的理想之选。风险提示：数据统计偏差；科创债政策超预期收紧；债市超预期波动。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

行业

计算机行业深度报告：深海科技：政策孵化万亿级市场，多维度价值蓝海赛道

投资要点 深海科技首次现身政府工作报告，具备多维度价值。2025 年 3 月 11 日，我国在 2025 年政府工作报告中明确指出推动商业航天、低空经济、深海科技等新兴产业发展，深海科技首次被列入国家发展重点的同时多地积极响应政策号召。深海科技具备资源、军事、科技、经济等多维度战略价值：(1) 资源：深海油气具备油气、矿物、生物、空间等多方面资源开采价值；(2) 军事：深海资源多位于公海区域，全球深海资源争夺加剧带来深海区域军事化发展加速；(3) 科研：地球最后的“天然实验室”：生命起源、地质演化、气候变化的关键研究场所；(4) 经济：2024 年我国海洋经济总量首次突破 10 万亿元，同比增长 5.9%，深海经济有望成为未来经济增长的重要引擎。产业链覆盖基础材料到高端装备制造，三深体系为核心。从上下游看，深海科技覆盖基础材料、高端装备制造、下游应用三大产业链环节。

(1) 上游：涵盖基础材料与核心部件，包括特种/基础材料、传感器与电子器件、能源与动力系统等；(2) 中游：包括深海装备制造与系统集成；(3) 下游：各类深海区域应用，包括资源勘探开采、深海观测、国防安全等。从技术方向看，深潜、深钻、深网组成了深海科技的核心“三深”系统。(1) 深潜：包括载人潜水器 (HOV) 与无人潜水器 (UUV)；(2) 深网：基于传感器、水下机器人、海底光纤等基础设施的海底观测系统；(3) 深钻：利用钻探船与钻探设备，实施海底资源勘探以及学术研究，在“三深”里难度最大。深海相关赛道包括深海资源开发、深海装备制造与深海攻防三大板块。(1) 下游深海资源开发：强确定性赛道，资源开发与我国实际需求、我国战略需求紧密相关，深海矿物开采具有巨大前景：① 油气资源：截止至 2024 年底，我国深海油气储量占全国总资源达 67%，而开采率尚不足 10%，且我国资源对外依存度较高，具有巨大发展空间；② 矿产资源：2022 年我国战略金属镍、钴、锂对外依存度分别高达 93%、98%、63%，而美欧矿产战略明确将中国列为竞争对手，未来我国获取境外矿产资

源将面临更大外部风险，深海矿物开采势在必行；③深海生物资源：根据相关机构测算，2024 年全球海洋生物科技市场总体量达 67.8 亿美元，预计在 2034 年将达 135.9 亿美元，我国在深海生物实验室等方面取得重大进展。（2）深海装备制造：四大板块三步走，目标在 2025 年建立初步完善的深海装备体系；2030 年构建达到世界先进水平的深海大型有人装备与智能无人系统相融合的技术体系与装备体系；到 2035 年深海装备实现谱系化、产业化发展。（3）深海攻防：随着国际地缘局势日益严峻，我国以南海为首的深海地区边防对深海攻防体系建设提出了更高的要求。现代化水下攻防体系涵盖机动设备、固定设备、深海基建等多个细分板块，而我国当前在军用水下无人装备、海底观测网等多个细分领域尚未形成成熟产业链。投资建议：根据产业链上下游关系，建议关注海洋通用设备、资源开采与装备制造三大板块。我们认为，（1）海洋通用设备：作为深海开发的刚性需求，短中期有确定性业绩兑现；（2）资源开采：核心资源诉求与战略刚需，EPS 快速落地；（3）深海装备制造：长期深海开发、深海基建与攻防装备需求，受益长期估值提升 风险提示：政策力度与落地不及预期、技术突破不及预期、产品商业化进展不及预期、全球地缘政治风险加剧。

（证券分析师：王紫敬）

环保行业跟踪周报：国网发布 2025 年第 1-3 批国补清单，持续关注稳健运营&自主可控&再生资源主线

投资要点 重点推荐：瀚蓝环境，绿色动力，永兴股份，光大环境，美埃科技，宇通重工，景津装备，新奥能源，昆仑能源，三峰环境，兴蓉环境，洪城环境，中国水务，伟明环保，九丰能源，龙净环保，高能环境，金宏气体，蓝天燃气，新奥股份，赛恩斯，金科环境，英科再生，路德环境，盛剑科技，华特气体，仕净科技。 建议关注：军信股份，旺能环境，绿色动力环保，粤海投资，北控水务集团，武汉控股，碧水源，海螺创业，重庆水务，凯美特气，三联虹普。 行业观点：稳健增长+价格改革+分红提升=全面配置！关注进口替代&再生资源价值提升。内需主导的防御资产：【固废】需求 C 端主导，自由现金流转正，年报大幅提分红，IDC 合作等 B 端拓展提效，叠加收费改革，商业模式理顺，【水务】量价刚性，水价改革驱动价值重估，【电力】现金流表现优异电力运营商运营成本、投资成本受外部因素影响小，稳健红利。【燃气】进口美 LNG 关税税率将增至 49%、美气供给占比较小整体影响有限。自主可控：关注进口替代进程中技术龙头，重点推荐半导体洁净设备龙头【美埃科技】，建议关注高端科学仪器突围者【聚光科技】等。资源品价值提升：再生资源具备长期战略价值。酒糟饲料营养成分丰富，可替代部分玉米、豆粕，重点推荐【路德环境】。 政策跟踪：国网发布 2025 年第一~三批可再生能源发电补贴项目清单。本次纳入清单的生物质发电项目有 16 个，其中垃圾发电项目 5 个，光大环境、永兴股份、绿色动力、中国天楹有垃圾焚烧项目纳入，上网电价介于 0.536~0.577 元/度。 公司跟踪：1）美埃科技：半导体洁净国产替代+并购互补品强化出海+耗材提升。国产半导体洁净龙头市占率 30%，充分受益国产替代，市占率有望持续提升。自有资金私有化捷芯隆完成（估值 PB0.95 倍/PE5.9 倍）利润增厚。捷芯隆为知名洁净室墙壁和天花板系统供应商，产品互补，客户共享，海外协同，优质并购落地发展加速。海外占比与耗材占比提升驱动利润率提升。2）瀚蓝环境：归母净利润同增 16%，现金流大增&加强派息。2024 年营收 118.86 亿元，同降 5.22%，归母净利润 16.64 亿元，同增 16.39%。2024 年公司存量应收账款回款超 24 亿元，经营性现金流净

额 32.73 亿元，同增 7.91 亿元，2025 年公司存量应收回收目标不少于 20 亿元。2024 年每股派息 0.8 元（含税），同增 66.67%，分红比例 39.20%，同增 11.82pct。3）宇通重工：扣非归母同增 23%，环卫新能源销量大增&市占率回升。2024 年营收 37.99 亿元，同增 30.67%；归母净利润 2.27 亿元，同增 3.97%，扣非归母净利润 1.72 亿元，同增 22.71%，2024 年公司新能源环卫装备销量 2,040 台（同增 77.4%），新能源市占率 21.6%（同增 3.1pct）。深度研究：垃圾焚烧助力超低 PUE 零碳项目，关注 IDC 合作机会。政策要求新建 IDC 绿电占比在 80% 要求上进一步提高。各地明确 PUE 上限，超标实行差别电价等措施。垃圾焚烧 IDC 合作优势：清洁高效、稳定性、经济性、分布近城市中心。三种合作模式测算：以 2000 吨/日焚烧项目匹配 10/20MW 数据中心为例，假设直供电价较上网高 0.05 元/度，供汽单价 150 元/吨：【纯供能模式】仅供电力和蒸汽，盈利增量弹性为 13%/26%，ROE 将从 12%增至 14%/16%；【供能+机柜租赁】投资厂房、机柜、制冷系统、线路等，做机柜租赁，盈利增量弹性为 33%/66%，综合 ROE 由 12%提至 14%/15%；【供能+算力租赁】投资数据中心全链条（含买卡），测算盈利增量弹性为 408%/817%，综合 ROE 由 12%提至 17%/18%。垃圾焚烧 IDC 合作双向共赢，对于焚烧企业，盈利增厚&现金流改善，商业模式从 to G 转向 to B，模式理顺提振估值。重点推荐【永兴股份】【伟明环保】【瀚蓝环境】【绿色动力】，建议关注【军信股份】【旺能环境】【中科环保】等。行业跟踪：1）环卫装备：2025M1-2 新能源渗透率同增 4.72pct 至 13.57%。25M1-2 环卫车销量 9602 辆（同比-0.7%），其中新能源 1303 辆（同比+52%），盈峰环境/宇通重工/福龙马新能源市占率分别为 43%/11%/7%。2）生物柴油：地沟油价格环比下降，市场观望情绪浓厚。2025/4/4-2025/4/10 生柴均价 8200 元/吨（周环比持平），地沟油均价 6107 元/吨（周环比-0.4%），考虑一个月库存周期测算单吨盈利 240 元/吨（周环比-13.2%）。3）锂电回收：金属价格涨跌互现&折扣系数持平，盈利明显提升。截至 2025/4/11，三元黑粉折扣系数周环比持平，锂/钴/镍系数分别为 76.5%/76.5%/76.5%。截至 2025/4/11，碳酸锂 7.16 万（周环比-3.1%），金属钴 23.00 万（周环比-6.1%），金属镍 12.19 万（周环比-5.4%）。根据模型测算单吨废料毛利 -0.58 万（周环比+0.267 万）。4）电子特气：价格整体持稳，市场平稳运行。2025/3/30-4/3 氩气周均价 2.80 万元/m³（周环比持平），氦气周均价 300 元/m³（周环比持平），氟气周均价 125 元/m³（周环比持平），氦气周均价 657 元/瓶（周环比持平）。风险提示：政策推广不及预期，财政支出低于预期，行业竞争加剧。

（证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文）

推荐个股及其他点评

钧达股份（002865）：2025 一季报点评：出货保持平稳，盈利有所修复

投资要点 事件：公司发布 2025 年一季度报，实现营收 18.75 亿元，同减 49.52%；实现归母净利润-1.06 亿元，同减 636.04%/环比+39.23%；扣非净利-2.17 亿元，同比-27.1%/环比+43.25%。N 型出货保持稳定、盈利环比改善：2025 年 Q1 公司出货 7.15GW TOPCon 电池，同比-16%/环比持平。2025 年 Q1 公司积极瞄准海外市场，通过亚、欧、拉丁美、澳洲等新兴市场客户的持续开拓及认证，成为海外多个国家、地区电池主供应商。海外销售占比提升至 58%，印度、土耳其、欧洲等市场占有率行业领先。2025 年 Q1 随抢装带动价格上行+行业自律控

产，测算 25Q1 单瓦亏损约 1 分/w，环比减亏约 1 分；25 年随 P 电池出清+行业推动限产限价，测算 4 月盈利回正，我们预计全年盈利有望相对坚挺。海外布局持续推进、阿曼产能有望年底落地：公司拟于阿曼投资建设 5GW 高效电池产能，项目计划于 2025 年底建成投产，阿曼出口关税制约少、有望享受美国市场溢价。同时推动 H 股发行工作，我们预计 2025 年 H1 有望落地，构建海外资本平台，为公司全球化发展提供有利保障。费用率保持平稳、经营现金流出加大：2025 年 Q1 费用率约 10.1%，较 2024 年 Q4 环比持平。2025 年 Q1 经营现金净流出约 3.08 亿元，环比流出加大、主要系购买商品支付的现金增加所致（加大备货）；2025 年 Q1 末存货约 7.43 亿元，环比约+1.91 亿元。盈利预测与投资评级：考虑行业竞争加剧，盈利承压，我们下调公司盈利预测，我们预计公司 2025 年-2027 年归母净利润 5.15/10.36/14.24 亿元（前值为 11.00/17.25/20.85 亿元），同增 187.13%/101.14%/37.47%，基于公司光伏电池龙头地位，维持“买入”评级。风险提示：政策不及预期，竞争加剧等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男

证券分析师：徐毓嵘）

中信博（688408）：2024 年报点评：在手订单充沛，海外交付优势显著

投资要点 事件：公司发布 2024 年报，营收 90.26 亿元，同比+41.25%，归母 6.32 亿元，同比+83.03%，扣非 6.02 亿元，同比+96.5%；其中 2024 年 Q4 营收 30.44 亿元，同环比+1.56%/16.81%，归母 2.04 亿元，同环比+8.84%/4.23%，扣非 1.93 亿元，同环比+8.52%/0.23%，业绩符合市场预期。多区域市占率领先、在手订单充沛。2024 年度，公司光伏支架业务订单交付 23.21GW，其中跟踪支架系统 17.41GW，占支架业务营收比例为 87.60%，销售占比同比提升 24.03pct；同时在中东、印度、中亚等新兴市场区域签定多个 GW 级项目，多个区域市场市占率领先。截至 2024 年末，公司在手订单约 46.5 亿元（同降 0.5 亿元/环降 13 亿元），其中跟踪支架约 35 亿元（同降 1 亿元/环降 17 亿元），其他约 11.5 亿元（同增 0.5 亿元/环增 3.7 亿元）。考虑假设跟踪约 0.43 元/W，公司跟踪支架在手订单约 8.1GW。2025 年 1 月新签订单 10.29 亿元，其中跟踪支架系统约 7.56 亿元，其他约 2.73 亿元，支撑 2025 年持续增长。海外基地持续布局、交付优势逐步突出。公司目前布局了印度、沙特、巴西三大海外生产制造基地，能够迅速响应全球交付需求。2024 年公司规划了沙特、巴西海外产能基地搭建，其中沙特工厂为继印度后第二个海外基地，设计产能 3GW，预计 2025 年释放，配套全球供应体系可具备当地约 10GW 交付能力，满足当地及辐射周边区域的项目交付需求；巴西生产基地年规划产能 3GW，将进行本地化光伏跟踪支架生产及供应，辐射巴西及拉美地区市场。印度 2022 年 6 月落地 3GW 产能，助力后续印度市场份额提升。多元供应链支撑公司全球主要市场的交付能力，保障国内外订单顺利交付。多途径降本增效、盈利能力不断提升。2024 年公司费用控制优秀，期间费用率 7.70%稳中有降，同比-0.93pct，净利率 7.00%，同比+1.60pct。主要由于 1）公司持续优化采购渠道，控制原材料综合采购成本；2）持续强化海外市场的本地化交付能力搭建，满足市场本土化需求同时降低运输成本；3）不断完善支架产业链垂直一体化运营，增加自产部件比例，降低外采比例，降低产品成本。投资评级：考虑行业竞争加剧，我们下调公司 2025-2026 年盈利预测并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 8.32/10.6/12.8 亿元（2025-2026 年前值为 9.3/12.1 亿元），同增 32%/27%/21%，给予 25 年 18xPE，对

应目标价 68.6 元，基于公司行业地位，维持“买入”评级。 风险提示：政策不及预期，竞争加剧等。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男
证券分析师：徐钺嵘)

方盛股份 (832662): 2024 年报点评: 24 年业绩短期承压, 25 年有望重回高增

投资要点 事件: 公司 2024 年实现营收 3.5 亿元, 同增 1%, 归母净利润 0.3 亿元, 同比-52%; 其中 2024Q4 营收 1.0 亿元, 同环比+36%/+12%, 归母净利润 0.07 亿元, 同环比-30%/+12%。 锂电需求放缓影响下公司增速下滑、成本上涨叠加价格下滑致毛利率下降。分业务看 2024 年公司板翅式换热器/换热系统分别实现 2.24/1.09 亿元, 同比+0.5%/-5.2%, 毛利率分别为 21.98%/24.70%, 同比-7.4/-10.3pct, 分国内外看, 内销/外销营收分别为 2.09/1.24 亿元, 同比+1.5%/-6.0%, 毛利率分别为 14.5%/37%, 同比-10.7/-3.9pct, 主要业务的毛利率下滑是因为成本端 2024 年铝材成本上涨, 价格端为应对市场竞争, 部分产品销售价格略有下调。 期间费用有所增长。公司 2024 年期间费用 0.46 亿元, 同比+23%, 费用率 13.15%, 同比+2.35pct, 其中 2024Q4 期间费用 0.14 亿元, 同环比+45.5%/+29.7%, 费用率 13.99%, 同环比+0.9/+1.9pct, 主要系管理费用及财务费用增长所致。 传统业务稳健增长, 风储氢数据中心等业务有望放量高增。展望 2025 年, 随着锂电行业需求回暖, 余热回收业务有望触底回升, 轨交、工程机械等业务稳健增长, 风电、氢能、储能、数据中心等业务持续突破, 有望实现放量增长。 盈利预测与投资评级: 考虑市场竞争激烈, 我们略微下调 2025 年及 2026 年盈利预测, 新增 2027 年盈利预测, 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.43/0.61/0.80 亿元 (2025-2026 年前值为 0.50/0.70 亿元), 同增 46%/40%/31%, 对应 PE 为 46/33/25 倍, 考虑公司风电、氢能、数据中心等业务有望放量高增, 维持“增持”评级。 风险提示: 竞争加剧, 需求不及预期。

(证券分析师: 朱洁羽 证券分析师: 余慧勇
证券分析师: 易申申 研究助理: 薛路熹 研究助理: 武阿兰)

润农节水 (830964): 2024 年报点评: 信用减值损失拖累业绩, 25 年持续发力

投资要点 事件: 公司 2024 年实现营收 9.8 亿元, 同增 31%, 归母净利润 0.08 亿元, 同比-76%, 主要系 2024 年计提信用及资产减值损失约 6000 万元; 其中 2024Q4 营收 5.16 亿元, 同环比+73%/+183%, 归母净利润-0.13 亿元, 同环比-239%/-219%。 节水工程及材料稳健增长, 行业竞争加剧致毛利率有所下滑。分业务看 2024 年公司节水工程/节水材料分别实现营收 7.7/2.0 亿元, 同比+33%/+21%, 主要系公司持续加大市场开拓, 中标项目增多。毛利率分别为 15.2%/18.5%, 同比-4/+3pct, 节水工程业务的毛利率下滑主要系行业竞争加剧, 华北及西北地区毛利率下滑。 营收大幅增长带动期间费率下降。公司 2024 年期间费用 0.84 亿元, 同比+19.5%, 费用率 8.5%, 同比-0.8pct, 其中 2024Q4 期间费用 0.29 亿元, 同环比+22.5%/+48%, 费用率 5.6%, 同环比-2.3/-5.1pct, 主要系营收大幅增长带动期间费率下滑。 国资背景有助于订单获取, 致力于打造全产业链综合性公司。2024 年 10 月湖北国资实现控股公司, 国资背景有利于公司获取项目订单, 展望未来, 公司布局全国并持续加大拓展国际市场, 将以节水灌溉为主线, 以精准灌溉为方向, 打造主要涵盖高标准农田建设、智慧农业、农村饮水、污水处理、土壤改良等各领域的绿色低碳数字农业时代, 并加大后期服务力度, 把公司打造成为从研发生产销售到工程设计施工再

到后期服务运营管理的全产业链全面发展的综合性公司。在国内政策大力支持节水设施发展下公司未来有望持续稳健增长。 盈利预测与投资评级：考虑行业竞争有所加剧，毛利率略有下滑，我们下调 2025 年及 2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.41/0.53/0.67 亿元（2025-2026 年前值为 0.62/0.76 亿元），同增 417%/30%/26%，对应 PE 为 54/42/33 倍，考虑节水工程项目有望持续高增，维持“增持”评级。 风险提示：竞争加剧，需求不及预期。

（证券分析师：朱洁羽 证券分析师：余慧勇

证券分析师：易申申 研究助理：薛路熹 研究助理：武阿兰）

厦门象屿（600057）：发布股权激励计划草案，上下同心启航向前

投资要点 事件：4 月 16 日公司发布 2025 年限制性股票激励计划（草案）。公司拟向 991 名核心骨干，授予 1.73 亿股限制性股票，约占现公司总股本的 6.16%，无预留授予权益。授予价格为 2.96 元/股，相当于草案公布前 1 日交易均价的 50%。本次激励授予范围较大，大约相当于公司最新员工总数的 11.6%。同日，公司宣布拟回购 1 至 1.5 亿股用于股权激励，回购价格不超过 8.85 元/股。期限自董事会审议通过之日起 6 个月内。 激励目标较高，未来业绩增长信心充足：本次激励考核期为 2025~2027 年。考核目标包括净利润增速、ROE、主营业务收入占比。 ①前提约束：以 2024 年为基数，各考核年度净利润增长率大于 0 的前提下，才可解除考核年度对应的限制性股票。 ②净利润增速考核权重为 40%。触发条件为，2025~27 年净利润相比 2024 年分别增长 6%/ 12%/ 20%。达到触发条件后解锁其中 40%；若达成 2025~27 年增速 15%/ 30%/ 50%的目标值，则解锁其中 100%；若业绩在触发值和目标值之间，则按达成比例解锁。 ③净资产收益率考核权重为 40%，2025~27 年考核目标为 8.5%/ 9.0%/ 9.5%，且不低于行业均值或对标企业 75 分位数水平。 ④主营业务占营收比例的权重为 20%，2025~27 年考核目标为 95%、95%、95%。 费用方面：公司测算限制性股票总摊销费用为 5.13 亿元（假定授予日收盘价为 5.93 元/股），总摊销费用将在股权激励计划实施中按照解除限售比例进行分期确认。假设 2025 年 5 月底授予，对 2025~29 年会计成本影响为 1.12/ 1.93/ 1.33/ 0.60/ 0.16 亿元。 定增落地+股权激励组合拳，看好公司启航向前：2025 年 3 月，公司定增融资落地，补充流动资金打开业务开拓空间。本次股权激励有望和定增形成组合拳，推动公司进一步成长。目前我国大宗品供应链行业集中度较低，处于市场集中度持续提升的阶段，公司作为龙头企业有望充分受益。在全球供应链波动加剧的宏观大背景下，供应链龙头企业的战略意义也在不断抬升。 盈利预测与投资评级：公司估值低、分红率股息率高、业绩有望随制造业需求触底修复，长期受益于行业集中度提升。考虑股权激励刺激收入增长但带来增量费用，我们将公司 2024~26 年归母净利润从 13.6/ 15.0/ 16.2 亿元，微调至 13.6/ 15.0/ 16.5 亿元，同比增速为 -14%/ +10%/ +11%，4 月 17 日收盘价对应 P/E 估值为 10/ 9/ 8 倍。维持“买入”评级。 风险提示：大宗品价格波动，下游需求不佳，定增落地时间、地缘风险等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖）

苏美达（600710）：2024 年年报业绩点评：归母净利润+11.7%，产业链板块带动业绩增长

投资要点 事件：公司发布 2024 年年报。2024 年，公司实现收入 1171.7 亿元，同比-4.75%；归母净利润为 11.48 亿元，同比+11.69%；扣非净利润 10.42 亿元，同比+25.46%。公司业绩基本符合业绩快报。公司计

划每 10 股分红 3.69 元，现金分红率达 42.0%，股息率达 4.2%。对应 2024Q4，公司实现收入 302.3 亿元，同比+12.2%；归母净利润 1.47 亿元，同比+9.4%；扣非净利润 1.49 亿元，同比+15.64%。产业链板块带动公司业绩成长：公司业务可分为供应链和产业链两大板块。①供应链板块主要包括大宗商品运营和机电设备出口，2024 年实现收入 835.1 亿元，同比-8.6%，毛利率为 1.89%，同比-0.07pct，供应链板块下滑主要受下游总量需求波动影响。②产业链板块包括现金制造、大环保、纺织服装等领域，2024 年实现收入 334.6 亿元，同比+6.75%，毛利率为 19.0%，同比+3.2pct。整体上看，公司产业链板块表现更好，带动公司利润率和整体业绩增长。产业链分业务看：造船板块受益于行业高景气度：2024 年实现收入 73 亿元，同比+63%，利润总额 7.79 亿元，同比+90%。依托“新大洋”造船厂，聚焦中性船舶研发制造，具备“皇冠 63 系列”等明星船型。截至报告期末，船舶制造业务在手订单达到 85 艘，生产排期已排至 2028 年。柴发业务利润高增：2024 年实现收入 11.8 亿元，同比+5%，利润总额同比+40%。柴发业务深耕通信运营商、算力中心、油天矿山、公共服务等领域，受益于算力和一带一路建设。纺织服装业务聚焦优质客户，实现平稳发展：2024 年实现收入 124.9 亿元，同比+12.8%，利润总额同比增长 16%。纺织服装业务不断深化数字化建设和绿色发展，长期聚焦优质客户，得以实现持续增长。苏美达是低估值+高分红+具备一定成长性的央企：①2021~24 年分红率均超 40%。②公司是商贸领域员工持股激励的央企改革标杆，通过工会代核心员工持有核心子公司 65%的股份绑定利益，此外通过市场化考核机制能激发员工活力，有助于促进公司长期持续发展。③产业链板块布局广泛增速较高，具备一定的逆周期成长性。盈利预测与投资评级：考虑公司产业链业务表现出色，我们将公司 2025-26 年归母净利润预期从 12.3/ 13.0 亿元，上调至 12.4/ 13.3 亿元，新增 2027 年预期为 14.1 亿元，2025-27 年归母净利润预计同比+8%/7%/6%，对应 4 月 16 日收盘价为 9/9/8 倍 P/E。维持“增持”评级。风险提示：大宗品价格波动，宏观经济周期，汇率波动，造船业务交付周期，地缘和海外经营风险等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖）

伟创电气（688698）：2024 年年报点评：业绩符合市场预期，机器人新品可期

投资要点 24 年营收同比+26%、归母净利润同比+28%、业绩符合市场预期。公司发布 2024 年年报，实现营收 16.4 亿元，同比+25.7%，归母净利润 2.45 亿元，同比+28.4%，扣非净利润 2.40 亿元，同比+31.5%；其中 24Q4 实现营收 4.8 亿元，同比+34.5%，归母净利润 0.3 亿元，同比+2.1%，扣非净利润 0.3 亿元，同比+7.8%，业绩符合市场预期。产品结构持续优化、战略业务持续投入。公司 2024 年毛利率为 39.15%，同比上升 1.07pct，主要系：1）高毛利的海外市场营收占比提升；2）伺服编码器自制率上升；3）规模效应进一步体现。2024 年期间费用率 24.30%，同比+1.51pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 7.98%、4.71%、13.25%、-1.64%，分别同比+0.65pct、+0.63pct、+0.70pct、-0.47pct，主要系公司新业务前期研发投入及海外销售体系搭建。分产品看：变频器下游行业拓展、伺服零部件自制率提升、智慧能源战略布局。1）24 年变频器收入 10.35 亿元，同比+27%，毛利率 42.98%，同比-0.33pct。公司产品涵盖高中低压、单传多传的完整产品矩阵，逐步拓展包括船舶、石油石化、港口起重、冶金等下游行业；2）伺服系统及控制系统收入 4.95 亿元，同比+17%，毛利率 32.48%，同比+3.70pct。公司全面实施“大平原业务”战略，

伺服产品功率全覆盖，编码器自制率进一步提升，中小型 PLC 及远程 IO 的全系列布局，综合竞争力持续提升；3）数字能源业务收入 0.61 亿元，毛利率 30.70%，围绕“多元化构建智慧能源新生态”战略，公司产品涵盖小型工商业/户用储能、电池测试设备，同时深耕运营商通信基站/机房场景下的智慧能源综合解决方案，把握数字能源机遇。分地区看：国内核心下游需求复苏明显、一带一路带动海外业务高增。1) 24 年国内营收 11.48 亿元，同比+20%，毛利率 35.35%，同比+1.43pct。公司核心下游纺织、机床等受益于终端出海，需求复苏节奏较快，公司围绕大客户战略，市占率稳步提升。展望 25 年，我们预计下游复苏态势进一步明确，公司国内收入有望同增 20%+；2) 24 年海外营收 4.56 亿元，同比+45%，毛利率 48.97%，同比-2.05pct。公司紧抓光伏扬水行业，深耕土耳其、印度、摩洛哥地区实现海外收入高增，同时欧美认证完成正搭建销售网络。我们预计 25 年随海外市场开拓力度不断加大，海外收入有望实现同比+20~40%。深度赋能机器人、模组级品类拓展或可期待。公司提供全套执行器解决方案，包括关节模组、空心杯电机、无框电机、灵巧手解决方案等。公司在空心杯领域进展较快，已取得小批量订单，与科达利、上海盟立成立合资公司伟达立，打造强竞争力关节模组。此外，公司重点布局多模态融合 AI AGENT 机器人及 AI 超微距视觉系统解决方案，为检测、搬运场景提供支持。盈利预测与投资评级：我们维持公司 25-26 年归母净利润 3.06/3.79 亿元，预计 27 年为 4.59 亿元，同比+25%/+24%/+21%，对应现价 PE 分别为 32x、26x、21x，长期看，工控行业国产替代空间广阔，机器人业务带来大幅弹性，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济下行，竞争加剧等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：谢哲栋
研究助理：许钧赫）

H&H 国际控股 (01112.HK)：严冬历尽春雷动，三驾齐驱旭日升

投资要点 聚焦三大业务，守护全家庭健康：H&H 控股成立于 1999 年，与法国拉曼集团合作研发的合生元婴童益生菌于 2001 年面市、稳占中国内地益生菌市场第一名；后逐步延展高端婴童奶粉业务，2024 年公司超高端婴幼儿配方奶粉市占率已达 13.3%。公司坚持多元化、国际化战略，先后于 2015 年收购澳洲保健品牌 Swisse，2020、2021 年收购宠物食品 Solid Gold、宠物营养品牌 Zesty Paws，现已形成婴童护理（BNC）、成人保健（ANC）、宠物营养（PNC）并行的业务格局，2024 年收入占比分别为 34%/51%/15%。保健品行业：长坡厚雪，线上转型：（1）老龄化筑底，新消费驱动，2010 年-2023 年我国 VDS 市场规模由 701.35 亿元增至 2240.41 亿元，CAGR=9.35%，增速高于世界平均水平（约 4%）。横向对比，2023 年我国营养健康食品人均消费额为 26 美元，仅为美国/澳大利亚/日本的 14%/22%/25%，各年龄段的渗透率均存提升空间。（2）2010-2024 年保健品行业线上电商零售额占比由 3.1%提升至 58%，线上电商已超越传统药房、直销成为我国保健品销售的主要渠道。（3）2022-2024 年 Swisse 于线上渠道市占率位居第一，维持在 7.5%以上，有望享渠道切换之红利。同时 Swisse 通过新品牌、新产品积极布局美容、抗衰等高价值的新方向，突破新圈层、延展新品类，有望在新消费浪潮中获益。全家庭视角拆解 H&H 的韧性与成长性：（1）Swisse Core & Plus：Core 由家庭营养向口服美容等方向延展，新品类毛利更具优势，我们预计 2025 年 Core 收入增速仍有望高于行业。2022 年底公司发布升级品牌 Swisse Plus，拔高品牌调性、提升盈利中枢。截至 2024 年底，Plus 品牌销售额占国内 ANC 的比重已超 10%，预计单年度实现高双位数增长，预计 2025 年该趋

势或将延续，成为 Swisse 盈利端的驱动因子。（2）合生元及 Little Swisse: 起家品牌合生元主要覆盖 0-3 岁婴童，Little Swisse 于 2021 年由 Swisse Core 中分拆，填补了 3-12 岁幼童的空白市场。我们预计 2025 年合生元奶粉收入有望实现高单位数增长。（3）2024 年 Swisse Me 品牌在 ANC 中国的占比达个位数，增势强劲，且我们认为 2025 年该趋势有望延续。盈利端，随着产品逐步延展至高毛利的微泡片糖等，品牌利润率有望进入上行通道。（4）Solid Gold 与 Zesty Paws: 素力高的产品组合及渠道调整基本完成，稳中向好；快乐一爪积极拓展空白市场、进驻线下渠道，2025 年预计仍有双位数增长，带动 PNC 整体实现双位数增长。盈利预测与投资评级：我们预计 2025-2027 年营收分别为 141/151/162 亿元，同比增速分别为 7.9%/7.0%/7.2%，2025-2027 年公司归母净利润分别为 5.21 /6.24/6.94 亿元，同比分别扭亏为盈 /19.8%/11.3%。对比可比公司当下估值具备性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：市场竞争的风险、原材料成本上涨、销售不达预期的风险。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：邓洁）

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>