

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-04-17

宏观策略

2025 年 04 月 17 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

中伟股份 (300919)：2024 年年报点评：前驱体经营性盈利稳定，镍冶炼持续贡献增量【勘误版】

盈利预测与投资评级：考虑镍价底部区间震荡，我们下调公司 2025-2026 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润 18.6/24.9/31.9 亿元（25-26 年原预期 23.1/28.1 亿元），同比+27%/+34%/+28%，对应 PE 为 16x/12x/9.5x，考虑公司为国内第一大前驱体厂商，且镍自供率持续提升，给予 25 年 22x PE，目标价 44 元，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格波动超市场预期，销量及政策不及预期。

千禾味业 (603027)：2024 年报及 25 年一季报点评：战略调整致收入承压，成本红利提振盈利

公司短期受舆论事件冲击，下调公司 25-26 年收入预期为 32/35 亿元（此前 25-26 年预期 36/39 亿元），新增 27 年收入预期 38 亿元，同比+5%/+7%/+9%；考虑到公司成本红利显著，调整 25-26 年归母净利润预期为 5.9/6.3 亿元（此前 25-26 年预期为 5.8/6.5 亿元），并新增 27 年预期为 6.8 亿元，同比+14%/+7%/+9%，对应 25-26 年 PE 分别为 21/19/18x，

维持“增持”评级。

中国西电（601179）：2024 年年报及 2025 年一季报点评：盈利能力持续提升，业绩超市场预期

24 年营收 222.8 亿元，同比+5.1%，归母净利润 10.5 亿元，同比+17.5%，扣非净利润 10.0 亿元，同比+55.5%，25Q1/24Q4 营收 52.6/70.4 亿元，同比+10.9%/+2.7%，归母净利润 2.9/2.7 亿元，同比+42.1%/-24.9%，扣非净利润 2.9/2.2 亿元，同比+54.1%/+11.5%。24 年毛利率 20.8%（+2.9pct），净利率 5.5%（+0.6pct），25Q1/24Q4 毛利率 21.0%/21.3%，同比+3.2/+1.5pct；净利率 7.0%/3.3%，同比+1.6/-2.2pct。Q1 业绩超市场预期。1）24 年变压器业务实现收入 92.18 亿元，同比+18%，毛利率 14.25%，同比+5.88pct。公司变压器业务大幅改善，主要系特高压换流变收入占比提升+产线降本增效+变压器出海等因素影响，盈利能力大幅改善。24 年公司累计中标换流变份额约 27%排名第一，份额稳固。我们预计 25 年国网有望开工“6 直 5 交”，订单预计持续高增。2）24 年开关业务实现收入 85.04 亿元，同比+11%，毛利率 26.52%，同比+1.29pct。高压开关业务稳健增长，24 年国网组合电器招标同比+1.6%，其中 750kV 组合电器+21%实现结构性稳增，并积极出海，中标土耳其 550kV 组合电器项目，我们预计 25 年板块收入稳增、毛利率持续提升。1）24 年电力电子&国际贸易业务实现收入 24.56 亿元，同比-33%，毛利率 15%，同比-0.81pct。收入及毛利率有所下滑我们认为主要系海外项目确收较少+换流阀交付较少所致。24 年公司首次中标甘浙柔直工程换流阀，实现柔直阀的市场突破，未来特高压柔直+背靠背等项目增加，我们预计公司柔直换流阀份额有望稳步提升，成为远期重要增长力。2）24 年公司网外+国际市场进展顺利，收入占比约 66%，核电市场斩获 1000kV、连续中标多个海上升压站，国际业务范围扩大至土耳其、意大利、瑞典等国家，设备类出口占比提升，看好公司网外+国际不断实现新的突破。盈利预测：我们预计公司 25-27 年实现归母净利润分别为 17.0/20.7/25.5 亿元，分别同比+61%/22%/23%，现价对应 PE 分别为 19x、15x、12x，维持“买入”评级。风险提示：电网投资不及预期，特高压建设不及预期等。

龙净环保（600388）：2025 年一季报点评：营收下降毛利率提升，新签订单增长在手订单提升

盈利预测与投资评级：我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 12.3/15.3/17.5 亿元，2025-2027 年 PE 12/10/8x（2025/4/15），维持“买入”评级。风险提示：紫金矿业矿山扩产进度不及预期，市场竞争加剧

高能环境（603588）：2025 年一季报点评：收入增长利润率提升，重视再生资源的资源价值

盈利预测与投资评级：我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 6.3/7.5/9.1 亿元，2025-2027 年 PE 13/11/9 倍（2025/4/15），维持“买入”评级。风险提示：原材料价格波动，产能利用率不及预期，竞争加剧。

百合股份（603102）：2024 年年报&25Q1 季报&收并购公告点评：收购事项落地，海外蓝图已现

百合股份发布 2024 年年报，2024 年公司实现营收/归母净利润 8.01/1.39 亿元，同比-8.02%/-17.60%，其中 24Q4 营收/归母净利润 1.95/0.23 亿元，同比-18.29%/-43.90%。25Q1 营收/归母净利润 2.07/0.35 亿元，同比 9.75%/1.02%。

洪城环境（600461）：2024 年报点评：扣非归母同增 13%，稳健增长&高

分红标杆

盈利预测与投资评级：公司为水务行业稳健增长&高分红标杆，存量提效+厂网一体化+直饮水拓展贡献内生增长，未来资本开支可控，现金流价值凸显，期待价格改革推进打开重估空间。我们将 2025-2026 年归母净利润从 12.25/12.89 亿元上调至 12.52/13.07 亿元，预计 2027 年归母净利润为 13.64 亿元，2025-2027 年归母净利润同增 5%/4%/4%，对应 PE 为 11/10/10，维持“买入”评级。 风险提示：应收风险，资本开支超预期上行，项目建设进展不及预期等。

山东出版（601019）：2024 年报点评：利润受递延所得税资产一次性影响，整体经营稳健

盈利预测与投资评级：考虑到一般图书市场压力仍存，我们将 2025-2026 年归母净利润预测从 17.3/18.2 亿元下调至 16.2/17.0 亿元，并预计 2027 年为 17.9 亿元。当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 13/12/12 倍，我们看好公司区位优势和研学文旅业务潜力，维持“买入”评级。风险提示：行业政策变化风险，经济周期风险，人口下滑风险。

锦波生物（832982）：首款注射用重组胶原蛋白凝胶获批，打开成长新蓝海

盈利预测与投资评级：公司作为目前市场上唯一获批生产重组人源化胶原蛋白植入剂企业，三类械产品薇旎美持续快速放量，自 2021 年获批上市以来，薇旎美 3 年多累计销售量超 100 万支，同时在研储备丰富，长期健康增长可期。考虑到公司薇旎美销售持续超预期且凝胶产品获批打开成长空间，我们维持 2024 年归母净利润预测 7.3 亿元，将公司 2025-26 年归母净利润 10.1/13.0 亿元上调至 11.1/15.6 亿元，分别同比+145%/+52%/+40%，对应 PE 分别为 46/30/21X，维持“买入”评级。 风险提示：行业竞争加剧、新品推广不及预期等。

快手-W（01024.HK）：可灵 2.0 模型正式发布，期待 AI 打开公司成长空间

可灵 2.0 模型能力好于我们预期，我们看好公司 AI 业务发展，我们维持公司 2025-2027 年经调整净利润预测 200/245/296 亿元，对应 PE 为 10/8/7x，维持“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，中国抓住了疫情时期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企国企主导格局，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

中伟股份（300919）：2024 年年报点评：前驱体经营性盈利稳定，镍冶炼持续贡献增量【勘误版】

投资要点 Q4 业绩低于预期。公司 24 年营收 402 亿元，同+17%，归母净利润 14.7 亿元，同-25%，扣非归母净利 12.8 亿元，同-19%，毛利率 12.1%，同-1.8pct；其中 24Q4 营收 101 亿元，同环比+24.5%/-0.2%，归母净利润 1.4 亿元，同环比-74%/-69%，扣非归母净利 1.4 亿元，同环比-69%/-63%。Q4 三元前驱体出货环减 30%+，经营性盈利基本稳定。24 年公司电池材料体系（镍系、钴系、磷系、钠系）产品合计销售量超 30 万吨，其中三元前驱体销量约 20 万吨，同减 13%；Q4 前驱体材料合计出货超 9 万吨，其中三元前驱体出货约 3.5 万吨，

环减 30%+。我们预计 25Q1 三元前驱体出货环比提升，25 全年出货 23-24 万吨，同增 15-20%。盈利端，24 年三元前驱体均价约 8 万/吨，同减 15%；Q4 加回资产减值和公允价值变动，我们测算单吨净利维持 0.5-0.6 万元左右，环比基本稳定。Q4 磷酸铁出货大幅增长，后续有望减亏。24 年公司磷酸铁销量近 8 万吨，其中 Q4 出货 4 万吨+，环增近 150%。24 年底公司磷酸铁产能 20 万吨，我们预计 25 年出货有望近 20 万吨，同增 150%左右。盈利端，24 年磷酸铁均价约 0.9 万/吨，24 全年亏损 1.6 亿元，我们预计 Q4 亏损约 0.7 亿元。Q4 镍价下跌及产能爬坡影响盈利，中青和 NNI 项目陆续达产，25 年出货有望翻倍。我们测算 24 年印尼镍产品出货近 9 万吨，权益量约 5 万吨，其中 Q4 出货约 3 万吨，权益量约 1.8 万吨，环增 30%左右。公司印尼建成及在建产能 19.5 万金吨，24 年 10 月中青首期第 1、2 条冰镍线全面达产，剩余 4 条线于 25H1 开始逐步爬坡，24 年内 NNI 6 万吨产线达产，25 年初 NNI 共 8 万吨全面达产；我们预计 25 年镍产品出货 16-18 万吨，权益量 10 万吨左右，同比翻倍增长。盈利端，Q4 镍价下跌，且 NNI 项目爬产，成本相对较高，24 年下半年 NNI 项目亏损 0.3 亿元，我们预计 Q4 镍冶炼盈利环比下降，25 年镍冶炼项目成本预计维持 1.4-1.5 万美金。Q4 谨慎计提减值，经营性现金流下滑。公司 24 年期间费用率 7.7%，同+0.2pct，其中 Q4 费用率 8.6%，同环比-1.9/+0.1pct；Q4 计提资产减值损失 0.5 亿元，环增 183%；24 年经营性净现金流 39 亿元，同-10%，其中 Q4 经营性现金流 10.7 亿元，同环比-51%/-31%；24 年资本开支 64 亿元，同-7%，其中 Q4 资本开支 26 亿元，同环比+27%/+73%。盈利预测与投资评级：考虑镍价底部区间震荡，我们下调公司 2025-2026 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润 18.6/24.9/31.9 亿元（25-26 年原预期 23.1/28.1 亿元），同比+27%/+34%/+28%，对应 PE 为 16x/12x/9.5x，考虑公司为国内第一大前驱体厂商，且镍自供率持续提升，给予 25 年 22x PE，目标价 44 元，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格波动超市场预期，销量及政策不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕

证券分析师：岳斯瑶 研究助理：胡锦芸）

千禾味业（603027）：2024 年报及 25 年一季报点评：战略调整致收入承压，成本红利提振盈利

投资要点 公司发布 2024 年报及 2025 年一季报：2024 年公司实现营收 30.7 亿元，同比-4.2%；实现归母净利润 5.1 亿元，同比-3.1%；实现扣非归母净利润 5.03 亿元，同比-5.1%。2024Q4 公司实现营收 7.9 亿元，同比-10.3%；实现归母净利润 1.6 亿元，同比+13.45%；实现扣非归母净利润 1.6 亿元，同比+8.6%。2025Q1 公司实现营收 8.3 亿元，同比-7.15%；实现归母净利润 1.6 亿元，同比+3.7%；实现扣非归母净利润 1.6 亿元，同比+4.65%。业绩低于预期。主动调整+舆论事件致主要品类收入承压。分产品，酱油 2024Q4/2025Q1 收入同比-7%/-5%，食醋 2024Q4/2025Q1 收入同比-19%/-11%，主要品类收入疲软主因 24H2 公司为升级产品价格带对渠道进行主动调整，叠加 25Q1 公司受零添加舆论风波影响较大。分地区，东部/南部/中部/北部/西部区域 24Q4 收入同比+3%/+15%/-17%/-12%/-18%，25Q1 收入分别同比-1.2%/-2.4%/-6.1%/-12%/-8.9%，受零添加舆论风波影响，25Q1 公司主要地区收入均有所下滑。截止到 2025Q1 末，公司经销商数量 3282 家，环比 24 年末减少 34 家，经销商团队持续优化。成本红利释放强化盈利能力，费投力度加大。24Q4/25Q1 公司毛利率分别同比+4.7/+2.9pct，大豆等原材料价格下行推动公司毛利率优化，24 年公司

酱油/食醋吨成本同比-6%/-5%。24Q4/25Q1 公司销售费用率分别同比+1.1/+0.6pct，行业竞争加剧+应对舆论风波致公司费投力度加大。24Q4/25Q1 公司管理费用率分别同比-3.2pct/持平，24Q4 管理费用率下降主因公司冲回股权激励费用。综合来看 24Q4/25Q1 公司归母净利率分别同比+4.3/+2pct，盈利能力强化。注重股东回报，积极应对舆情。2024 年公司分红率达到 99%，2025 年 4 月 15 日股价对应股息率 4.4%，股东回报优异。2025 年 3 月公司针对零添加产品被媒体送检事件发布澄清公告，明确公司零添加产品符合企业标示的酿造酱油国家标准，且绝不添加食品添加剂。未来随着公司积极处理舆情、渠道网点开拓、新渠道发力，公司业绩有望边际改善。盈利预测与投资评级：公司短期受舆论事件冲击，下调公司 25-26 年收入预期为 32/35 亿元（此前 25-26 年预期 36/39 亿元），新增 27 年收入预期 38 亿元，同比+5%/+7%/+9%；考虑到公司成本红利显著，调整 25-26 年归母净利润预期为 5.9/6.3 亿元（此前 25-26 年预期为 5.8/6.5 亿元），并新增 27 年预期为 6.8 亿元，同比+14%/+7%/+9%，对应 25-26 年 PE 分别为 21/19/18x，维持“增持”评级。风险提示：原材料价格大幅上涨、行业竞争加剧、消费复苏不及预期，食品安全问题

（证券分析师：苏铖 证券分析师：周韵）

中国西电（601179）：2024 年年报及 2025 年一季报点评：盈利能力持续提升，业绩超市场预期

投资要点 事件：发布 24 年年报，24 年实现营收 222.8 亿元，同比+5.1%，归母净利润 10.5 亿元，同比+17.5%，扣非净利润 10.0 亿元，同比+55.5%，25Q1/24Q4 营收 52.6/70.4 亿元，同比+10.9%/+2.7%，归母净利润 2.9/2.7 亿元，同比+42.1%/-24.9%，扣非净利润 2.9/2.2 亿元，同比+54.1%/+11.5%。24 年毛利率 20.8%（+2.9pct），净利率 5.5%（+0.6pct），25Q1/24Q4 毛利率 21.0%/21.3%，同比+3.2/+1.5pct；净利率 7.0%/3.3%，同比+1.6/-2.2pct。Q1 业绩超市场预期。变压器业务大幅改善、开关业务稳健增长：1）24 年变压器业务实现收入 92.18 亿元，同比+18%，毛利率 14.25%，同比+5.88pct。公司变压器业务大幅改善，主要系特高压换流变收入占比提升+产线降本+变压器出海等因素影响，盈利能力大幅改善。24 年公司累计中标换流变份额约 27%排名第一，份额稳固。我们预计 25 年国网有望开工“6 直 5 交”，订单预计高增。2）24 年开关业务实现收入 85.04 亿元，同比+11%，毛利率 26.52%，同比+1.29pct。高压开关业务稳健增长，24 年国网组合电器招标同比+1.6%，其中 750kV 组合电器+21%实现结构性稳增，并积极出海，中标土耳其 550kV 组合电器项目，我们预计 25 年板块收入稳增、毛利率持续提升。换流阀实现市场突破、网外+国际业务进展顺利：1）24 年电力电子&国际贸易业务实现收入 24.56 亿元，同比-33%，毛利率 15%，同比-0.81pct。收入及毛利率有所下滑我们认为主要系海外项目确收较少+换流阀交付较少所致。24 年公司首次中标甘浙柔直工程换流阀，实现柔直阀的市场突破，未来特高压柔直+背靠背等项目增加，我们预计公司柔直换流阀份额有望稳步提升，成为远期重要增长力。2）24 年公司网外+国际市场进展顺利，收入占比约 66%，核电市场斩获 1000kV、连续中标多个海上升压站，国际业务范围扩大至土耳其、意大利、瑞典等国家，设备类出口占比提升，看好公司网外+国际不断实现新的突破。现金流大幅改善、汇兑损失波动较大：24 年/25Q1 期间费用率为 14.81%/12.93%，同比+1.11pct/+0.31pct，25 年我们预计有望稳中有降。24 年末公司存货/合同负债分别为 47.20/47.24 亿元，同比+33%/23%。24 年末公司经营活动现金净流入 34.99 亿元，同比+177%，实现大幅改善。公司 24 年汇兑损失约 2.4 亿

元，我们预计公司基于审慎性原则对埃及在建项目进行了财务处理，项目完成+汇率稳定后有望实现冲回。 盈利预测与投资评级：考虑到埃及市场项目建设节奏及汇率波动具有不确定性，我们下修公司 25-26 年归母净利润分别为 17.0/20.7 亿元（前值为 20.7/27.4 亿元），预计公司 27 年归母净利润为 25.5 亿元，分别同比+61%/22%/23%，现价对应 PE 分别为 19x、15x、12x，我们认为国内电网建设景气度向上，公司柔直换流阀份额提升有望超预期，SST 等新品有望随 AIDC 发展形成新增量，因此维持“买入”评级。 风险提示：电网投资不及预期，特高压建设进度不及预期，竞争加剧等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：谢哲栋
 证券分析师：司鑫尧 研究助理：许钧赫）

龙净环保（600388）：2025 年一季报点评：营收下降毛利率提升，新签订单增长在手订单提升

投资要点 事件：公司公告 2025 年一季报，2025 年一季度公司实现营业收入 19.66 亿元，同比减少 13.69%；归母净利润 1.85 亿元，同比减少 6.95%；扣非归母净利润 1.72 亿元，同比增长 0.5%；加权平均 ROE 同比降低 0.74pct，至 1.8%。 营收同比下降毛利率提升，新签订单增长/在手订单提升。2025 年一季度公司实现营业收入 19.66 亿元，同比减少 13.69%；归母净利润 1.85 亿元，同比减少 6.95%；扣非归母净利润 1.72 亿元，同比增长 0.5%。营业收入同比下降，我们预计受到环保工程合同确认节奏的影响。2025 年一季度，公司新增环保工程合同 26.25 亿元，同比增长 13.59%（2024 年全年新增 101.27 亿元，同比 23 年略降），截至 2025/3/31，公司在手环保工程合同 194.21 亿元（2024 年底在手环保工程合同为 187.39 亿元）。新签订单增长，在手订单规模提升。2025 年一季度公司销售毛利率 25.49%，同比提升 3.22pct。 费用管理良好，期间费用同降 3%。2025 年一季度公司期间费用同比减少 3.25%至 2.81 亿元，期间费用率上升 1.54pct 至 14.3%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别减少 7.51%、增加 1.02%、增加 13.92%、减少 55.82%至 0.52 亿元、1.19 亿元、0.96 亿元、0.14 亿元。 经营活动净现金流同比下降，预计受到订单交付节奏影响。2025 年一季度公司，1）经营活动现金流净额-1.37 亿元，2024 年同期为 0.36 亿元；2）投资活动现金流净额-2.14 亿元，2024 年同期为-8.79 亿元；3）筹资活动现金流净额 1.37 亿元，2024 年同期为 7.47 亿元 矿山风光加速贡献，绿色矿山业务边界扩张。公司矿山绿电加速建设投运，2024 年公司西藏拉果错源网荷储一期 200MW 光伏+504MWh 储能、新疆乌恰一期 300MW 光伏、塞尔维亚、圭亚那、马诺诺等一批重点项目相继建成发电，截至 2024/12/31，公司已建成机组容量合计超 1GW。储能业务稳步提升，截至 2025/3/31，公司在手储能系统及设备销售合同 13.61 亿元。矿山装备逐步突破，2024 年，公司新能源矿卡业务实现首批车辆交付，在新疆建成国内最大的矿卡全自动换电站，开辟全新业务模式，公司旗下龙净联晖受让湖南创远高新 15.87%股份，进军矿山机械设备制造领域。 盈利预测与投资评级：我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 12.3/15.3/17.5 亿元，2025-2027 年 PE 12/10/8x（2025/4/15），维持“买入”评级。 风险提示：紫金矿业矿山扩产进度不及预期，市场竞争加剧

（证券分析师：袁理 证券分析师：曾朵红 证
 券分析师：任逸轩）

高能环境（603588）：2025 年一季报点评：收入增长利润率提升，重视再生资源的资源价值

投资要点 事件：公司公告 2025 年一季报，2025 年一季度公司实现

营业收入 33.08 亿元，同比增长 5.86%；归母净利润 2.25 亿元，同比增长 15.75%；扣非归母净利润 2.03 亿元，同比增长 22.76%；加权平均 ROE 同比提高 0.39pct，至 2.45%。收入增长，利润率提升。2025 年一季度公司实现营业收入 33.08 亿元，同比增长 5.86%；归母净利润 2.25 亿元，同比增长 15.75%；扣非归母净利润 2.03 亿元，同比增长 22.76%。2025 年一季度，公司销售毛利率/销售净利率分别为 18.86%/7.93%，同比提升 4.00pct/1.21pct。费用有所增长，研发费用提升明显。2025 年一季度公司期间费用同比增长 31.61%至 3.91 亿元，期间费用率上升 2.31pct 至 11.81%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别减少 18.86%、增加 1.22%、增加 159.43%、增加 15.55%至 0.22 亿元、1.16 亿元、1.33 亿元、1.19 亿元。现金流表现优异，经营活动净现金流提升，资本开支下降。2025 年一季度公司 1) 经营活动现金流净额 2.62 亿元，同比增加 162.75%，主要系公司不断加大回款力度，回款效果较好，同时控制存货余额；2) 投资活动现金流净额-0.87 亿元，同比增加 83.81%，主要系报告期公司主要建设项目基本完成，投资支出减少所致，此外 2024 年同期公司支付小股东股权收购款；3) 筹资活动现金流净额-3.03 亿元，同比减少 199.5%，主要系报告期公司借款较上年同期减少所致。重视再生资源的资源价值，深度资源化布局价值凸显。资源化业务通过物理或化学处理工艺，提取固废或危废中有回收利用价值的元素资源，并进一步加工生产成为产品。通过品类横向扩张+产业链纵向延伸，公司已实现金属类资源化深度布局，产品从铜、铅、镍进一步拓展到铋、锑、金、银、铂、钯等，项目获取处置加工再生运营收益外，重视全产业链布局下，再生资源的资源价值。盈利预测与投资评级：我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 6.3/7.5/9.1 亿元，2025-2027 年 PE 13/11/9 倍(2025/4/15)，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格波动，产能利用率不及预期，竞争加剧。

(证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩)

百合股份(603102)：2024 年年报&25Q1 季报&收并购公告点评：收购事项落地，海外蓝图已现

投资要点 事件：百合股份发布 2024 年年报，2024 年公司实现营收/归母净利润 8.01/1.39 亿元，同比-8.02%/-17.60%，其中 24Q4 营收/归母净利润 1.95/0.23 亿元，同比-18.29%/-43.90%。25Q1 营收/归母净利润 2.07/0.35 亿元，同比 9.75%/1.02%。25Q1 合同代工及自主品牌业务环比均有所修复。2024 年/25Q1 合同生产收入为 6.73/1.78 亿元，同比-7.07%/11.66%。2024 年/25Q1 自主品牌收入 1.22/0.29 亿元，同比-12.48%/0.33%，两大业务环比均有修复，合同生产业务修复更为明显。分剂型看，(或涉及分类口径更改，该处取 2024 年年报披露数据)2024 年软胶囊/片剂/粉剂/硬胶囊/功能饮品/组合及其他类业务收入同比分别-15.82%/-7.53%/78.91%/-63.74%/37.32%/73.17%，(1)液体、软糖等偏零食的剂型增长较快，或与年轻消费者占比增加有关(低基数下，软糖剂型带动组合及其他品类高增)；(2)粉剂高增或与会员商超、药房等渠道客户的增量需求有关。品类结构调整，盈利能力暂有承压。2024 年/25Q1 公司毛利率 36.5%/36.20%，同比-0.91/-3.95pct。2024 年销售费用率/管理费用率/研发费用率同比+0.69/+0.05/+0.92pct 至 9.85%/4.55%/4.47%，25Q1 分别同比-1.48/-0.31/-0.65pct。2024 年/25Q1 销售净利率同比-2.02/-1.46pct 至 17.38%/17.01%，利润暂有承压或与期间品类结构调整有关：(1)粉剂为传统剂型，品类毛利率相对较低；(2)组合及其他体量暂较小，收入占比仅 3%，规模效应弱、毛利率相对亦较低。收购事项落地，海外扩张蓝图已现。公司拟使用自有

资金于香港新设一家全资子公司用于收购 Oranutrition Limited 56%股权，本次交易完成后，将纳入公司合并范围内，以控股子公司的形式进行管理。标的公司 Ora 成立于 2016 年，总部位于新西兰奥克兰市，代工业务为主，营养品代工业务具体涵盖水剂（包括滴剂、口服液、饮品等）、片剂、粉剂以及软胶囊等。公司获得多项国际认证，产品可直接出口美国、中国大陆等地区：(1)2024 年营收/净利润 4228.11/612.6 万新西兰元，净利率 14.49%，同比+3.95pct；(2)截至 24 年末，标的股东全部权益价值 2900 万新西兰元，对价 1624 万新西兰元（折合人民币约 6700 万元），PE4.73X。盈利预测与投资评级：考虑到品类结构变化致毛利率暂有承压，叠加待本次交易完成后，Ora 将纳入公司合并范围内，以控股子公司的形式进行管理，综合考量下我们微幅下调 2025-2027 年公司归母净利润至 1.74/1.98/2.25 亿元（2025-2026 年原值 1.77/2.02 亿元，新增 2027 年预测值），同比增长 24.98%/13.81%/13.55%，对应当前 PE15.78x、13.87x、12.21x，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格波动风险、食品安全风险、行业竞争加剧的风险。

（证券分析师：苏铖 证券分析师：邓洁）

洪城环境（600461）：2024 年报点评：扣非归母同增 13%，稳健增长 & 高分红标杆

投资要点 事件：2024 年公司实现营业收入 82.27 亿元，同增 2.22%，归母净利润 11.90 亿元，同增 9.89%，扣非归母净利润 11.58 亿元，同增 12.72%。2024 年供水量同增 5%，降本增效带动供水毛利率提升。

1) 供水：2024 年公司供水营收 9.91 亿元，同增 2.66%，毛利率同增 6.77pct 至 51.44%，主要系电耗及其他成本下滑，降本增效带动利润率提升。自来水售水量 4.16 亿立方米，同增 5.07%，平均水价 2.38 元/吨，同降 2.29%。截至 2024 年底公司供水产能为 191 立方米/日，2024 年新建管网 269 公里，改造 59.48 公里。直饮水业务以点带面拓宽市场，供水+直饮互为支撑，双向发力，持续深耕供水市场。新增承接青山湖 50 万吨/日污水运营项目，厂网一体化持续推进。2024 年公司污水营收 25.00 亿元，同增 4.24%，毛利率同增 0.77pct 至 42.31%，污水处理量 12.53 亿立方米，同增 7.90%，平均水价 1.99 元/吨，同降 3.39%。公司积极承接青山湖污水厂 50 万吨/日一期及一级 B 提标改造运营管理项目，截至 2024 年底公司污水处理总设计规模为 420.4 万立方米/日，同增 13.67%。2024 年公司持续推进“厂网一体”模式，签订乐平市厂网一体化工程，紧抓崇仁县、南昌县中后期工程质量，完成进贤县、安义县竣工验收，进入运营阶段，厂网项目共计投资额 40+亿元。燃气销售盈利修复，燃气工程收入下滑。燃气盈利修复，2024 年南昌市燃气集团（公司持股 51%）实现净利润 1.56 亿元，同增 7.10%，主要系燃气销售板块带动。1) 燃气销售：2024 年营收 19.88 亿元，下降-0.78%，毛利率下降 0.13pct 至 9.72%，天然气售气量 5.45 亿立方米，同增 3.83%，平均气价 3.65 元/立方米，同降 4.44%。2) 燃气工程：2024 年营收 2.98 亿元，同降 10.36%，毛利率同降 0.01pct 至 57.28%。原材料价格上行，固废板块业绩承压。2024 年公司固废处理营收 7.78 亿元，同增 1.44%，毛利率 41.05%，同降 0.33pct。2024 年鼎元生态业绩承诺实现率为 84.50%，主要系原料采购成本上涨盈利承压，水业集团应补偿公司股份 394.94 万股，累计应补偿公司现金股利为 493.57 万元。经营性现金流净额同增 14%，自由现金流转正，维持高分红。2024 年公司经营活动现金流净额 19.74 亿元，同增 14.19%，净现比 1.48（上年同期为 1.39）；购建固定、无形和其他长期资产支付的现金 18.90 亿元，同增 0.95%；以经营性现金流净额-构建

固定无形其他资产支付现金衡量自由现金流，2024 年自由现金流为 0.85 亿元（上年同期为-1.43 亿元）。2024 年公司每股派息 0.464 元（含税），分红比例 50.07%。盈利预测与投资评级：公司为水务行业稳健增长&高分红标杆，存量提效+厂网一体化+直饮水拓展贡献内生增长，未来资本开支可控，现金流价值凸显，期待价格改革推进打开重估空间。我们将 2025-2026 年归母净利润从 12.25/12.89 亿元上调至 12.52/13.07 亿元，预计 2027 年归母净利润为 13.64 亿元，2025-2027 年归母净利润同增 5%/4%/4%，对应 PE 为 11/10/10，维持“买入”评级。风险提示：应收风险，资本开支超预期上行，项目建设进展不及预期等。

（证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文）

山东出版（601019）：2024 年报点评：利润受递延所得税资产一次性影响，整体经营稳健

投资要点 事件：公司发布 2024 年报。收入同比下降 3.6%至 117 亿元，主要系市场教辅收入下滑。归母净利润同比下降 47%至 13 亿元，主要系非经常性损益的影响。因文化体制改革相关的企业所得税减免政策延续，公司冲回了 2023 年确认的相关递延所得税资产/负债，对 2024 年净利润产生了一次性负向影响 2.7 亿元。相比之下，2023 年该政策的确认对当年净利润产生了较大的正向影响。剔除此因素后，扣非归母净利润下降 9.91%至 14 亿元，更能反映公司核心业务的实际经营情况。毛利率稳定，费用率微增，整体成本控制能力较好：2024 年公司主营业务毛利率为 37.4%，基本持平 23 年，成本控制能力较好。三项期间费用率（销售+管理+研发）合计 24.6%，同比小幅提升 1pct。其中，销售费用率 11.1%（同比+0.2pct）；管理费用率 13.3%（同比+0.8pct），主要系折旧费、离退休人员精算费用增加所致；研发费用率 0.2%，同比稳定。1）分业务看，出版业务收入同比下降 1.6%至 36 亿元，毛利率同增 1.2pct 至 28%。发行业务收入同比下降 5%至 84 亿元，毛利率同比减少 1.3pct 至 33%。2）分产品看，教材教辅收入同比下降 2%至 98 亿元；毛利率同比下降 0.5pct 至 33%。其中，全省评议教辅配套率和生均册数有较大幅增长，确保了评议教辅经营的整体稳定。一般图书收入同比下降 15%至 16 亿元，毛利率同比下降 0.8pct 至 25%。研学业务方面：牵头成立“全国新华研学共同体”，旨在汇聚全国新华书店系统资源，实现资源共享、优势互补，推动产业升级和青少年研学文旅发展。24 年曲阜营地接待超 7 万人次，沂南营地接待超 3 万人次。曲阜营地承接了尼山世界文明论坛分论坛等重要活动。研发精品课程，自主研发的研学课程获得省级创新线路设计大赛一等奖，并有线路入选长三角精品线路。在济南、烟台等五个城市完成课程开发试点，扩充了课程资源库。推出精品路线：推出面向中老年群体的文化交流类产品。全省研学文旅出团 6019 次，服务 82.66 万人次。分红方面：公司提出每 10 股派发现金股利 3.10 元（含税）的预案，合计派发现金 6.47 亿元，占归母净利润的 50.9%。分红方案体现了公司对股东回报的重视，虽然派息额较上年（每 10 股 5.60 元）有所减少，但与净利润变动趋势一致。盈利预测与投资评级：考虑到一般图书市场压力仍存，我们将 2025-2026 年归母净利润预测从 17.3/18.2 亿元下调至 16.2/17.0 亿元，并预计 2027 年为 17.9 亿元。当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 13/12/12 倍，我们看好公司区位优势 and 研学文旅业务潜力，维持“买入”评级。风险提示：行业政策变化风险，经济周期风险，人口下滑风险。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖
研究助理：张文雨）

锦波生物(832982): 首款注射用重组胶原蛋白凝胶获批, 打开成长新蓝海

投资要点 事件: 锦波生物 2025/4/9 获得国家药品监督管理局颁发的一项第三类医疗器械注册证, 是全球首个重组Ⅲ型人源化胶原蛋白凝胶注射用医疗器械, 由重组Ⅲ型人源化胶原蛋白和 0.9%生理盐水组成, 胶原蛋白浓度 16.00mg/ml(注册证编号: 国械注准 20253130751), 适用于注射到中面部皮下至骨膜上层, 以矫正中面部容量缺失和/或中面部轮廓缺陷。全球首款注射用重组Ⅲ型人源化胶原蛋白凝胶产品获批, 技术领跑全球。该产品是国际首个通过自组装、自交联技术, 消除了毒性风险, 显著提升生物安全性, 同时直接补充“蜂巢样”胶原组织和促进新生细胞外基质再生的双重机制, 实现了即刻物理填充与长效支撑的双效协同。此外, 公司目前国内共获批 3 款重组胶原蛋白三类械产品, 搭建全剂型产品矩阵(溶液、凝胶、固体), 精准匹配临床多样化需求, 进一步拓宽应用场景。薇旖美仍处于快速成长期, C 端影响力持续提升。2023 年底以来, 公司开始布局“3+17”全程抗衰老治疗方案, 将 100%人源化的Ⅲ型+XVII 型胶原蛋白联合应用, 覆盖表皮、基底膜和真皮三个层次, 利于巩固公司精准抗衰老的定位。同时公司不断加强薇旖美 C 端品牌影响力, 与分众传媒达成战略合作, 积极赋能多家医美机构, 推广“想变美, 打薇旖美”, 2024 年合作覆盖 20+个核心城市, 联动 80+家在区域有影响力的医美机构。长期看, 出海全球化打开公司成长空间。中国在重组胶原技术的应用上, 具备领先优势, 锦波生物作为重组胶原医美注射龙头公司, 2024/11/2 获得越南主管当局颁发的 D 类医疗器械注册证, 进一步拓展海外市场, 开启国际化新篇章, 跨出医美产品出海的重要一步, 海外重组人源化胶原蛋白销售想象空间大, 有望打开公司长期成长空间。盈利预测与投资评级: 公司作为目前市场上唯一获批生产重组人源化胶原蛋白植入剂企业, 三类械产品薇旖美持续快速放量, 自 2021 年获批上市以来, 薇旖美 3 年多累计销售量超 100 万支, 同时在研储备丰富, 长期健康增长可期。考虑到公司薇旖美销售持续超预期且凝胶产品获批打开成长空间, 我们维持 2024 年归母净利润预测 7.3 亿元, 将公司 2025-26 年归母净利润 10.1/13.0 亿元上调至 11.1/15.6 亿元, 分别同比 +145%/+52%/+40%, 对应 PE 分别为 46/30/21X, 维持“买入”评级。风险提示: 行业竞争加剧、新品推广不及预期等。

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 张家璇

证券分析师: 朱国广 证券分析师: 朱洁羽 证券分析师: 冉胜男

证券分析师: 郝越 研究助理: 薛路熹)

快手-W(01024.HK): 可灵 2.0 模型正式发布, 期待 AI 打开公司成长空间

投资要点 4 月 15 日, 快手举行“灵感成真”2.0 模型发布会, 宣布基座模型再次升级, 面向全球正式发布可灵 2.0 视频生成模型及可图 2.0 图像生成模型。快手正式发布可灵 AI 2.0 全系模型, 技术指标全球领先。自 2024 年 6 月发布以来, 可灵 AI 已累计完成超 20 次迭代, 此次发布的可灵 2.0 全系模型性能进一步提升: 可灵 2.0 模型在动态质量、语义响应、画面美学等维度, 保持全球领先; 可图 2.0 模型在指令遵循、电影质感及艺术风格表现等方面显著提升。两款模型在团队内部多项胜负率评测中, 均稳居业内第一: 1) 图像生成领域, 可图 2.0 对比 Midjourney V7/Reve/Flux 1.1 pro 胜负比分别超过 300%/190%/150%。2) 可灵 2.0 在文生视频领域, 对比谷歌的 Veo2/OpenAI 的 Sora 胜负比分别为 205%/367%, 在文字相关性、画面质量、动态质量等维度上显著超越对手; 在图生视频领域, 对比

Runway 的 Gen2 和谷歌的 Veo2 综合胜负比上都在 180%左右。同时基于全新交互理念 MVL，可灵 AI 正式推出多模态编辑功能，其中 MMW（多模态描述词）将支持引入图片、视频、声音、运动轨迹等多模态信息，丰富用户表达，提高实用性，我们认为有望可灵 2.0 的发布有望加速 AI 技术在视频创作领域的渗透。可灵 AI 用户数快速增长，期待成长为公司新业务曲线。可灵 AI 全球用户规模已突破 2200 万，累计生成 1.68 亿个视频及 3.44 亿张图片素材。自 2024 年 6 月上线至今的 10 个月时间里，可灵 AI 月活用户数增长 25 倍。B 端 API 服务方面，可灵 AI 已与包括小米、亚马逊云科技、阿里云、Freepik、蓝色光标等在内的数千家国内外企业客户建立合作关系，全球超 1.5 万开发者已将可灵 API 应用于不同行业场景中，累计生成的图像数量约 1200 万个，生成的视频素材超过 4000 万个。我们认为以可灵为代表的 AI 技术有望重构广告营销、专业创作、影视、娱乐创意等多个领域，也期待可灵 AI 用户及流水继续攀升，打开公司的业务想象空间。盈利预测与投资评级：可灵 2.0 模型能力好于我们预期，我们看好公司 AI 业务发展，我们维持公司 2025-2027 年经调整净利润预测 200/245/296 亿元，对应 PE 为 10/8/7x，维持“买入”评级。风险提示：市场竞争风险，消费不及预期，商业化不及预期

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖

证券分析师：郭若娜）

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>