

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-04-14

宏观策略

2025 年 04 月 14 日

#海外政治：一天一变的美国总统，如何衡量特朗普政策的不确定性？

核心观点：自特朗普当选本届总统以来，其政策的“反复无常”对金融市场的走向影响愈发明显，而最近其对等关税政策再度令全球市场走势发生剧烈动荡。为了更好地把特朗普政策的不确定性，我们选用经济政策不确定性指数（Economic Policy Uncertainty Index，简称 EPU）量化追踪其政策变化，结果显示自特朗普当选以来，其政策不确定性呈现飙升态势，而这一“幕后推手”便是贸易政策。本届特朗普政府的贸易政策不确定性已经远超 2018-2019 年对华贸易战时期，并创下经济政策不确定性指数有记录以来的历史新高。向前看，特朗普在对等关税领域的摇摆以及中美贸易战的持续升级或将持续推高不确定性，预计短期内各资产价格走势仍将受特朗普政策不确定性的影响。风险提示：关键词范围对指数偏差的影响；媒体政治立场偏好对指数偏差的影响；不同时代媒体报道数量不同对指数偏差的影响。

宏观点评 20250410：警惕关税带来的价格压力——3 月物价数据点评

3 月，CPI 环比-0.4%（前值-0.2%），同比-0.1%（前值-0.7%），降幅收窄；PPI 环比-0.4%（前值-0.1%），同比-2.5%（前值-2.2%），降幅扩大。核心观点：3 月物价仍然偏弱，主要有三方面拖累，一是国际油价下跌，国际油价下行带动国内汽油价格环比下降 3.5%，影响 CPI 环比下降约 0.12 个百分点；二是气候偏暖带来食品价格下跌，食品价格环比下降 1.4%，影响 CPI 环比下降约 0.24 个百分点；三是终端消费和工业需求仍然偏弱，服务消费价格环比略低于历史同期水平，工业原材料价格也仍在继续下行。往后看，国内物价的驱动因素将开始切换，关税冲击将成为影响价格演变的重要因素。一季度价格背后有两股力量博弈，一是供过于求的基本面，使得价格低位运行的局面不改；二是扩内需政策效果的边际走弱。二季度开始，出口冲击和增量政策将成为价格运行新的驱动。关税冲击将从供需两端带来价格走低压力，供给端，销往海外的部分产品回流国内，国内市场供给更充足；需求端，出口链条的连锁反应会压制私人部门需求。尽管对美进口关税可能提高部分产品的进口价格，但受限于较低的进口比例和国内供需格局，这对整体物价影响有限。所以，应对关税冲击的增量政策十分关键，促消费和稳地产的力度和效果将是决定价格走势的关键力量。去产能政策可能面临更艰难的抉择。此前两会期间国家发改委明确将出台分行业的化解产能矛盾的政策。去产能政策对工业生产的影响呈现“短期阵痛-中期修复-长期优化”的轨迹，在关税冲击之下，国内经济能否承担去产能带来的短期阵痛，是不确定的。因此，接下来的去产能政策势必会面临更艰难的抉择，从供给端促进价格回升的逻辑也具有更大的不确定性。风险提示：房地产市场走弱；出口下行；增量政策不及预期的风险。

宏观深度报告 20250410：人民币有序贬值或为货币宽松打开窗口

在美元指数处于弱势、非美货币相对较强的背景下，人民币对美元汇率贬值或既是对海外风险事件的被动反应，也有汇率管理上主动释放风险的蕴意。在人民币汇率贬值节奏上，中间价或继续发挥“控场”的作用：或

晨会编辑 孙婷

执业证书：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

固收金工

固收点评 20250410: 伟测转债: 集成电路封测领域先锋

投资建议: 我们预计伟测转债上市首日价格在 112.72~125.13 元之间, 中签率为 0.0046%, 上市首日转股溢价率在 35%左右, 对应的上市价格在 112.72~125.13 元之间。我们预计网上中签率为 0.0046%, 建议积极申购。伟测科技主要从事晶圆测试、芯片成品测试以及与集成电路测试相关的配套服务。产品主要应用于通讯、计算机、汽车电子、工业控制、消费电子等领域, 伟测科技营业收入主要来源于晶圆测试业务, 产品结构年际调整。2021 年以来, 伟测科技晶圆测试业务收入逐年增长, 2021-2023 年项目运营业务收入占主营业务收入比重分别为 55.63%、57.57%和 60.08%, 同时产品结构年际调整, 其他主营业务规模占比稳定, 成品类、其他业务占比趋于稳定。伟测科技销售净利率近期下降, 毛利率下降, 销售费用率近期上升, 财务费用率上升, 管理费用率近期上升。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。

固收点评 20250409: 安集转债: 半导体材料国产化先锋

我们预计安集转债上市首日价格在 109.63~122.00 元之间, 我们预计中签率为 0.0037%。综合可比标的以及实证结果, 考虑到安集转债的债底保护性较好, 评级和规模吸引力一般, 我们预计上市首日转股溢价率在 28%左右, 对应的上市价格在 109.63~122.00 元之间。我们预计网上中签率为 0.0037%, 建议积极申购

固收点评 20250409: 清源转债: 光伏领域的稳健践行者

我们预计清源转债上市首日价格在 100.22~111.65 元之间, 我们预计中签率为 0.0020%。综合可比标的以及实证结果, 考虑到清源转债的债底保护性一般, 评级和规模吸引力一般, 我们预计上市首日转股溢价率在 25%左右, 对应的上市价格在 100.22~111.65 元之间。我们预计网上中签率为 0.0020%, 建议积极申购

行业

工程机械行业点评报告: 工程机械密集回购, 继续推荐板块布局机会

投资建议: 国内处于上行周期起点, 距离行业高点仍有 2-3 年景气度, 估值&业绩向上弹性较大, 短期回调后配置性价比高。推荐【三一重工】【某龙头】【中联重科】【柳工】【山推股份】【恒立液压】。风险提示: 宏观经济波动; 国际政治风险; 行业竞争加剧。

推荐个股及其他点评

平高电气 (600312): 2024 年年报及 2025 年一季报点评: Q1 业绩超市场预期, 特高压项目逐步进入旺季

公司 24 年营收 124.0 亿元, 同比+12.0%, 归母 10.2 亿元, 同比+25.4%, 扣非 9.9 亿元, 同比+23.0%, 25Q1/24Q4 营收 25.1/45.2 亿元, 同比+22.8%/+24.4%, 归母 3.6/1.7 亿元, 同比+55.9%/-36.9%, 扣非 3.6/1.4 亿元, 同比+56.2%/-44.4%。24 年毛利率 22.4% (+1.0pct) /净利率 9.0% (+0.7pct), 25Q1/24Q4 毛利率 28.7%/19.0%, 同比+3.5/-5.2pct; 净利率 15.4%/4.4%, 同比+2.75/-5.23pct。公司 Q1 业绩整体超市场预期。1) 2024

年公司高压板块实现营收 77.0 亿元，同增 25.1%，毛利率为 25.5%，同比 +2.7pct。24 年公司确认甘孜等 14 间隔 1000kV GIS，庆阳换流站等 97 间隔 750kV 的 GIS，高电压、高毛利的产品交付比例提升，带动高压板块毛利率同比 +2.7pct 至 25.5%。2) 25 年 1-2 月电网基建投资完成额为 436 亿元，同比 +33%，展望 25 年，国网计划开工“6 直 5 交”，我们预计 1000kV 招标量继续保持高速增长、750kV 增速相对 1000kV 有所放缓，其他电压等级增速相对平稳，全年高压板块收入有望实现同比 +10-15%。2024 年公司配网板块实现营收 32.4 亿元，同增 11.4%，毛利率为 16.0%，同比 +0.2pct。电网加速配网扩容+老旧设备更新，以应对分布式能源接入需求。节奏上来看，我们预计公司 Q1 增长较为平稳，配电区域集采利好头部公司份额提升，我们预计公司全年中低压板块收入有望实现同比 +15% 左右。2024 年国际板块实现营收 2.0 亿元，同比 -71.8%。受国际政治经济形势影响，公司在执行项目由于延期导致原材料等成本增加及客户资信影响，同时汇率变动导致汇兑收益同比减少，造成国际业务亏损。后续，公司将聚焦单机出口，环保型产品提升欧洲高端市场份额，增厚利润弹性。盈利预测与投资评级：考虑到公司国际板块业务继续调整，我们下修公司 25-26 年归母净利润分别为 15.1/18.4 亿元（前值为 16.4/19.4 亿元），预计公司 27 年归母净利润为 22.1 亿元，分别同比 +47%/22%/20%，现价对应 PE 分别为 16x、13x、11x，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。

苏试试验 (300416)：2024 年报点评：业绩基本符合预期，看好特殊行业订单+利润率修复

盈利预测与投资评级：我们维持 2025-2026 年归母净利润预测为 3.0/3.8 亿元，预计 2027 年归母净利润 4.5 亿元，当前市值对应 PE 为 29/23/19X，维持“增持”评级。

浙商证券 (601878)：2024 年报点评：自营业务驱动业绩增长，费类业务小幅收缩

盈利预测与投资评级：结合公司 2024 年经营情况，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 21.65/22.98/25.41 亿元，对应同比增速分别为 12.05%/6.16%/10.56%，对应 EPS 分别为 0.47/0.59/0.66 元/股，当前市值对应 PB 估值分别为 1.11x/1.07x/1.02x。看好公司发力同业并购补足财富管理业务版图，同时在协同发展战略引领下进一步提升竞争力，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：1) 市场成交活跃度下降；2) 股市波动冲击自营投资收益。

安琪酵母 (600298)：2024 年报点评：海外势能强劲，盈利改善可期

安琪酵母发布 2024 年年报，2024 年公司实现营收/归母净利润 151.97/13.25 亿元，同比增长 11.86%/4.07%；2024Q4 实现营收/归母净利润 42.85/3.71 亿元，同比增长 8.98%/3.68%。

雷特科技 (832110)：2024 年报点评：24 年业绩重回增长，25 年智能电源及家居业务有望持续高增

盈利预测与投资评级：我们维持 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 0.51/0.58/0.66 亿元，同增 13%/15%/14%，对应 PE 为 28/24/21 倍，考虑公司智能家居业务有望持续高增，维持“增持”评级。风险提示：竞争加剧，需求不及预期。

孩子王 (301078)：“三扩”战略行稳致远，场景为锚布局 AI

盈利预测与投资评级：公司“三扩”战略有望持续兑现业绩，我们预计2025-2027年公司归母净利润为3.95/5.59/7.41亿元，同比增长117.75%/41.69%/32.54%，对应当前股价2025-2026年PE分别为45/32倍（可比公司平均值为36/30倍），我们看好公司“三扩”战略持续落地，同时积极布局AI，有望享受估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：人口出生率下降风险，门店升级及扩张不及预期风险，AI布局不及预期风险，宏观经济风险

宏观策略

#海外政治：一天一变的美国总统，如何衡量特朗普政策的不确定性？

核心观点：自特朗普当选本届总统以来，其政策的“反复无常”对金融市场的走向影响愈发明显，而最近其对等关税政策再度令全球市场走势发生剧烈动荡。为了更好地把特朗普政策的不确定性，我们选用经济政策不确定性指数(Economic Policy Uncertainty Index, 简称 EPU) 量化追踪其政策变化，结果显示自特朗普当选以来，其政策不确定性呈现飙升态势，而这一“幕后推手”便是贸易政策。本届特朗普政府的贸易政策不确定性已经远超 2018-2019 年对华贸易战时期，并创下经济政策不确定性指数有记录以来的历史新高。向前看，特朗普在对等关税领域的摇摆以及中美贸易战的持续升级或将持续推高不确定性，预计短期内各资产价格走势仍将受特朗普政策不确定性的影响。

经济政策不确定性(EPU)指数：呈现飙升态势，接近疫情时期的最高值。EPU 指数通过对全美最大的 10 家报纸中同时出现的与经济(Economy)、政策(Policy)和不确定性(Uncertainty)三大概念相关词汇的频率进行标准化处理。关键词在报纸中出现的频次越高，则说明当下美国经济政策的不确定性程度更强。观察 EPU 指数的历史走势，我们发现其出现阶段性峰值出现在海湾战争(1991 年)、9/11 事件(2001 年)、债务上限危机(2011 年)和疫情冲击(2020 年)，这些事件均在当时引起了美国政府在政策方面的较大转变。同时我们注意到自特朗普本次当选总统以来，EPU 指数则出现飙升的态势，截止最新 2 月已经升至 296，接近其首任任期内受疫情影响而达到的 350 的峰值，同时显著高出 2018-2019 年首轮贸易战的阶段性峰值 201。

基于权益市场改良的 EPU 指数：更好地捕捉市场动荡。EPU 指数的历史峰值较好地对应了政治事件与政府行为，但投资者更关心的市场冲击却未能在 EPU 指数中较为明显的体现出来。而基于权益市场改良的 EPU 指数通过将政策板块的关键词更换为与权益市场直接相关的词汇，从而更好地反映出了“黑色星期一”、互联网泡沫等市场波动事件。同时我们通过比较 EPU 指数和基于权益市场改良的 EPU 指数与 VIX 波动指数的相关系数，也发现改良后的 EPU 指数与 VIX 指数的拟合度更优。

基于不同政策类型的 EPU 指数：贸易政策不确定性最强，未来或进一步走高。EPU 指数政策分项通过对不同政策的关键词加以处理，细化出各政策类型的不确定性指数。结果显示不确定性上升最为明显的是贸易政策，贸易政策的不确定性指数由特朗普上台前夕(2024 年 10 月)的 194 飙升至最新的 2481，已经远高出特朗普首任任期内对华贸易战的 1974，也创下指数有记录以来的历史新高。从历史上看，特朗普任职时期的贸易政策不确定性一直处于高位，且波动程度明显高于同时期的货币政策与财政政策。此外，贸易战的博弈升级也在短时间内推高不确定性。例如，中美两国在 2019 年 6 月和 8 月交替升级关税与反制措施，致使贸易政策的不确定性分别猛增至 1374 和 1947。向前看，特朗普在对等关税领域的摇摆以及中美贸易战的持续升级或将持续推高不确定性。

风险提示：关键词范围对指数偏差的影响；媒体政治立场偏好对指数偏差的影响；不同时代媒体报道数量不同对指数偏差的影响。

(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)

宏观点评 20250410：警惕关税带来的价格压力——3 月物价数据点评
数据：3 月，CPI 环比-0.4% (前值-0.2%)，同比-0.1% (前值-0.7%)，

降幅收窄；PPI 环比-0.4%（前值-0.1%），同比-2.5%（前值-2.2%），降幅扩大。核心观点：3 月物价仍然偏弱，主要有三方面拖累，一是国际油价下跌，国际油价下行带动国内汽油价格环比下降 3.5%，影响 CPI 环比下降约 0.12 个百分点；二是气候偏暖带来食品价格下跌，食品价格环比下降 1.4%，影响 CPI 环比下降约 0.24 个百分点；三是终端消费和工业需求仍然偏弱，服务消费价格环比略低于历史同期水平，工业原材料价格也仍在继续下行。往后看，国内物价的驱动因素将开始切换，关税冲击将成为影响价格演变的重要因素。一季度价格背后有两股力量博弈，一是供过于求的基本面，使得价格低位运行的局面不改；二是扩内需政策效果的边际走弱。二季度开始，出口冲击和增量政策将成为价格运行新的驱动。关税冲击将从供需两端带来价格走低压力，供给端，销往海外的部分产品回流国内，国内市场供给更充足；需求端，出口链条的连锁反应会压制私人部门需求。尽管对美进口关税可能提高部分产品的进口价格，但受限于较低的进口比例和国内供需格局，这对整体物价影响有限。所以，应对关税冲击的增量政策十分关键，促消费和稳地产的力度和效果将是决定价格走势的关键力量。去产能政策可能面临更艰难的抉择。此前两会期间国家发改委明确将出台分行业的化解产能矛盾的政策。去产能政策对工业生产的影响呈现“短期阵痛-中期修复-长期优化”的轨迹，在关税冲击之下，国内经济能否承担去产能带来的短期阵痛，是不确定的。因此，接下来的去产能政策势必会面临更艰难的抉择，从供给端促进价格回升的逻辑也具有更大的不确定性。具体来看，3 月价格具有以下特点：CPI 方面，油价、食品、服务环比增速均偏低，核心商品价格上涨带动核心 CPI 环比增速上行，但持续性仍不确定。天气转暖，食品价格出现季节性下降。食品价格环比下降 1.4%，影响 CPI 环比下降约 0.24 个百分点，占 CPI 总降幅六成。其中，鲜菜、猪肉、鸡蛋和鲜果价格分别下降 5.1%、4.4%、3.1%和 1.6%，合计影响 CPI 环比下降约 0.22 个百分点。国际油价下跌拖累 CPI。3 月布油均价 71.5 美元/桶，相比 2 月均价 75 美元/桶，下降了 4.7%，受此影响，国内汽油价格环比下降 3.5%，影响 CPI 环比下降约 0.12 个百分点。服务价格降幅仍然较大，服务消费需求亟待提振。服务消费环比-0.4%，虽然说 3 月服务价格会季节性下降，但今年降幅略高于历史均值，2013-2024 年平均下降 0.31%。另外，如果合并 1-3 月来看，今年一季度服务价格累计涨幅为 0，不仅低于 2013-2024 年一季度平均涨幅 0.6%，更是 2013 年以来同期最低涨幅。商品价格涨幅超预期，主要是家用器具涨价创历史最高水平，但可能难以持续。3 月扣除能源的工业消费品价格环比上涨 0.5%，涨幅比上月扩大 0.3 个百分点。涨幅的主要贡献，一是家用器具价格环比上涨 2.8%，是有数据以来的最高水平（此前历史最高涨幅仅为 1.1%）；二是衣着价格环比上涨 0.7%，高于 2013-2024 年同期均值 0.51%。但其他耐用消费品价格仍不乐观，交通工具环比-0.4%，低于 2013-2024 年同期均值-0.29%；通信工具环比-0.2%，与 2013-2024 年同期均值-0.25%差别不大。服务价格下降、商品价格上涨，二者对冲之下，3 月核心 CPI 环比为 0，略高于 2013-2024 年同期均值-0.1%。PPI 方面，环比-0.4%达到去年 9 月以来最大降幅，主要是装备制造业和原材料工业拖累。从趋势来看，去年 9 月一揽子政策出台后，PPI 环比增速先升后降，在 11 月达到+0.1%的高点后开始回落。我们测算了原材料工业、消费品制造业、装备制造、公用事业等四类行业对 PPI 环比增速的贡献，发现在 PPI 环比从上月-0.1%回落到本月-0.4%的过程中，主要是原材料工业贡献-0.2 个点、装备制造贡献-0.1 个点，消费品制造业和公用事业变化不大。原

材料工业中，原油、煤炭、钢铁、水泥等价格降幅都较大，受到国际输入、国内房地产边际走弱等因素影响。原油方面，国际原油价格下行带动国内石油相关行业价格环比下降，其中石油和天然气开采业价格下降 4.4%，精炼石油产品制造价格下降 1.7%，有机化学原料制造价格下降 0.2%。煤炭方面，北方冬季供暖陆续结束，采暖用煤需求季节性下降，煤炭开采和洗选业价格环比下降 4.3%。钢铁水泥方面，3 月建筑业 PMI 反弹斜率偏低，实物需求仍待提振，黑色金属冶炼和压延加工业、非金属矿物制品业价格环比均下降 0.5%。风险提示：房地产市场走弱；出口下行；增量政策不及预期的风险。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：占烁）

宏观深度报告 20250410：人民币有序贬值或为货币宽松打开窗口

观点 贸易风险催化和主动缓释共同促成人民币贬值：在美元指数偏弱、非美货币相对较强的背景下，人民币对美元汇率贬值或既是对海外风险事件的被动反应，也有汇率管理上主动释放风险的蕴意。在人民币汇率贬值节奏上，中间价或继续发挥“控场”的作用：或继续选择有序、渐进的方式推进人民币贬值。 预计中间价或保持“有收有放”的风格：既平缓中间价的抬升幅度，有序释放风险；又循序渐进打开 USDCNY 的上方空间。预计 USDCNY 或渐进抬升至 7.40-7.50 区间。 人民币汇率贬值的三个特征：（1）CNH 比 CNY 反应更快更猛烈，直接表明本轮人民币贬值的诱因来自海外冲击；（2）USDCNY 掉期点重新下行，且偏离利率平价水平，或表明非金融企业部门的购汇需求重新崛起，为了平衡市场供需，外汇管理部门重新通过掉期操作“借入美元”稳定即期市场供需；（3）人民币呈现对主要货币“全面贬值”的态势，CFETS 人民币汇率指数和人民币对美元汇率共同下跌。 应对汇率市场高波动阶段：中间价引导释放弹性、“囤汇”规模继续扩张。本轮人民币汇率，从汇率管理政策和跨境资金方面做出应对冲击的准备：（1）中间价主动缓释风险，即期市场恢复弹性，预计 4 月份美元兑人民币中间价将继续发挥对即期汇率的引导作用：如果中间价连续且以超过 50 个基点的幅度抬升，或意在引导即期汇率及时缓释风险，USDCNY 有较大概率继续击破 7.35 的上限约束，向 7.40-7.50 市场的整数心理关口靠拢；如果中间价连续持平或在 50 个基点以内渐进上调，或显示中间价有继续“牵引”即期汇率的作用；（2）一季度非金融企业和居民部门继续“囤汇”，尽管表明市场仍预期人民币汇率贬值，但是也会在人民币“充分”贬值时成为“抄底”买入人民币、稳定外汇市场供需的力量。站在 2025 年 4 月贸易政策风起云涌、外汇市场面临巨大不确定性的阶段，阶段性释放贬值压力对于稳定人民币汇率预期、平衡外汇市场供需而言反而是一种利好，2024 年 12 月至 2025 年 2 月囤积的外汇资产，在市场供需失衡时将成为再平衡的机制。 货币政策：“稳汇率” V.S. 宽货币的抉择。海外经济挑战增大、出口增速面临下滑风险时，“稳增长”的诉求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。（1）“弱美元+非美货币强势”=及时贬值释放“宽货币”空间，在全球贸易冲突升级引发资产抛售潮，欧元和日元等非美货币相对走强，其他非美货币也尚未承受系统性贬值压力，此时人民币主动释放汇率贬值压力，有利于国内货币政策更加“及时”落地“适度宽松”；（2）“强美元+非美货币弱势”=“稳汇率”压力抬升，当美元资产的危机模式解除，“弱美元”重新转化为“强美元”、非美货币汇率再度承受系统性贬值，欧元和日元等主要货币进入贬值趋势时，人民币“稳汇率”压力或将上升，对跨境资金流动“防风险”的考虑或开始对“宽货币”产生制约。 风

风险提示：特朗普政府关税政策反复摇摆，美联储“降息”路径不明确，美债收益率和美元流动性尚有不不确定性；中国的对冲政策效应迟滞，人民币资产预期回报率低于市场预期；特朗普加征关税或冲击欧元区经济和通胀，欧元区反应函数不明确，同时日本央行“加息”节奏不明确。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：王洋）

固收金工

固收点评 20250410：伟测转债：集成电路封测领域先锋

事件 伟测转债（118055.SH）于 2025 年 4 月 9 日开始网上申购：总发行规模为 11.75 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于伟测半导体无锡集成电路测试基地等项目。当前债底估值为 98.02 元，YTM 为 2.16%。伟测转债存续期为 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：0.10%、0.30%、0.60%、1.00%、1.50%、2.00%，公司到期赎回价格为票面面值的 110.00%（含最后一期利息），以 6 年 AA 中债企业债到期收益率 2.50%（2025-04-08）计算，纯债价值为 98.02 元，纯债对应的 YTM 为 2.16%，债底保护较好。当前转换平价为 88.03 元，平价溢价率为 13.59%。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 10 月 15 日至 2031 年 04 月 08 日。初始转股价 82.15 元/股，正股伟测科技 4 月 8 日的收盘价为 72.32 元，对应的转换平价为 88.03 元，平价溢价率为 13.59%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 11.16%。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 82.15 元计算，转债发行 11.75 亿元对总股本稀释率为 11.16%，对流通盘的稀释率为 15.38%，对股本有一定的摊薄压力。观点 我们预计伟测转债上市首日价格在 112.72~125.13 元之间，我们预计中签率为 0.0046%。综合可比标的以及实证结果，考虑到伟测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 35%左右，对应的上市价格在 112.72~125.13 元之间。我们预计网上中签率为 0.0046%，建议积极申购。伟测科技主要从事晶圆测试、芯片成品测试以及与集成电路测试相关的配套服务。产品主要应用于通讯、计算机、汽车电子、工业控制、消费电子等领域。凭借着稳定的测试量品质和较高的测试量产效率，公司获得了紫光展锐、比特大陆、晶晨股份、中兴微电子等行业高端客户的认可。2019 年以来公司营收稳步增长，2019-2023 年复合增速为 75.33%。自 2019 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率倒“V 型”波动，2019-2023 年复合增速为 75.33%。2023 年，公司实现营业收入 7.37 亿元，同比增加 0.48%。与此同时，归母净利润先增长后下降，2019-2023 年复合增速为 79.85%。2023 年实现归母净利润 1.18 亿元，同比减少 51.57%。伟测科技营业收入主要来源于晶圆测试业务，产品结构年际调整。2021 年以来，伟测科技晶圆测试业务收入逐年增长，2021-2023 年项目运营业务收入占主营业务收入比重分别为 55.63%、57.57%和 60.08%，同时产品结构年际调整，其他主营业务规模占比稳定，成品类、其他业务占比趋于稳定。伟测科技销售净利率近期下降，毛利率下降，销售费用率近期上升，财务费用率上升，管理费用率近期上升。2019-2023 年，公司销售净利率分别为 14.47%、21.62%、26.80%、33.20%和 16.02%，销售毛利率分别为 51.63%、50.58%、50.46%、48.57%和 38.96%。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)

固收点评 20250409：安集转债：半导体材料国产化先锋

事件 安集转债（118054.SH）于2025年4月7日开始网上申购：总发行规模为8.31亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于上海安集集成电路材料基地项目等。当前债底估值为96.7元，YTM为3.18%。安集转债存续期为6年，联合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：0.30%、0.50%、1.00%、1.50%、2.00%、2.50%，公司到期赎回价格为票面面值的115.00%（含最后一期利息），以6年AA-中债企业债到期收益率3.77%（2025-04-07）计算，纯债价值为96.70元，纯债对应的YTM为3.18%，债底保护较好。当前转换平价为90.42元，平价溢价率为10.60%。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10月13日至2031年04月06日。初始转股价168.11元/股，正股安集科技4月7日的收盘价为152.00元，对应的转换平价为90.42元，平价溢价率为10.60%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为3.68%。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168.11元计算，转债发行8.31亿元对总股本稀释率为3.68%，对流通盘的稀释率为3.68%，对股本摊薄压力较小。观点我们预计安集转债上市首日价格在109.63~122.00元之间，我们预计中签率为0.0037%。综合可比标的以及实证结果，考虑到安集转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在28%左右，对应的上市价格在109.63~122.00元之间。我们预计网上中签率为0.0037%，建议积极申购。安集科技公司是一家以自主创新为本，集研发、生产、销售及技术服务为一体的高科技半导体材料公司。通过与客户紧密合作，共同研发各类新技术、新应用所需的定制化产品，形成了包括铜及铜阻挡层抛光液、介电材料抛光液、钨抛光液、基于氧化铈磨料的抛光液、衬底抛光液、功能性湿电子化学品和电镀液及添加剂在内的安集产品平台。公司成功打破了国外厂商对集成电路领域化学机械抛光液、部分功能性湿电子化学品、电镀液及添加剂的垄断，三大核心产品在特定领域实现技术突破。2019年以来公司营收稳步增长，2019-2023年复合增速为44.31%。自2019年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“Z型”波动，2019-2023年复合增速为44.31%。2023年，公司实现营业收入12.38亿元，同比增加14.96%。与此同时，归母净利润也不断增长，2019-2023年复合增速为57.26%。2023年实现归母净利润4.03亿元，同比增加33.60%。安集科技公司营业收入主要来源于化学机械抛光液和光刻胶去除剂业务，产品结构年际变化。2021年以来，安集科技公司的主营业务收入逐年增长，2021-2023年化学机械抛光液运营的业务收入占主营业务收入比重分别为86.51%、88.34%和86.81%，2021-2023年光刻胶去除剂运营的业务收入占主营业务收入比重分别为13.23%、11.54%和12.49%，同时产品结构年际调整，其他主营业务规模占比稳定，化学机械抛光液业务占比上升并趋于稳定。安集科技公司销售净利率和毛利率逐步上升，财务费用率波动较大，销售费用率和管理费用率逐步下降，并向行业平均水平靠近。2019-2023年，公司销售净利率分别为23.07%、36.46%、18.22%、27.99%和32.53%，销售毛利率分别为50.25%、52.03%、51.08%、54.21%和55.81%。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)

固收点评 20250409：清源转债：光伏领域的稳健践行者

事件 清源转债（113694.SH）于 2025 年 4 月 8 日开始网上申购：总发行规模为 5.00 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于分布式光伏支架智能工厂等项目。当前债底估值为 83.61 元，YTM 为 2.97%。清源转债存续期为 6 年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为 A+/A+，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.20%、0.40%、0.80%、1.50%、2.00%、2.50%，公司到期赎回价格为票面面值的 114.00%（含最后一期利息），以 6 年 A+ 中债企业债到期收益率 6.14%（2025-04-08）计算，纯债价值为 83.61 元，纯债对应的 YTM 为 2.97%，债底保护一般。当前转换平价为 84.69 元，平价溢价率为 18.08%。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 10 月 14 日至 2031 年 04 月 07 日。初始转股价 12.93 元/股，正股清源股份 4 月 8 日的收盘价为 10.95 元，对应的转换平价为 84.69 元，平价溢价率为 18.08%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 12.38%。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 12.93 元计算，转债发行 5.00 亿元对总股本稀释率为 12.38%，对流通盘的稀释率为 12.44%，对股本有一定的摊薄压力。

观点 我们预计清源转债上市首日价格在 100.22~111.65 元之间，我们预计中签率为 0.0020%。综合可比标的以及实证结果，考虑到清源转债的债底保护性一般，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 25% 左右，对应的上市价格在 100.22~111.65 元之间。我们预计网上中签率为 0.0020%，建议积极申购。清源股份是涵盖集中式支架和分布式支架设计、生产、销售的上市公司。全球领先的智慧光伏+数字能源解决方案提供者，致力于通过科技发展清洁能源发电。公司的自主创新产品，可适应不同地形，运行稳定，安装便捷，可大幅提高项目发电效率。凭借高效、稳定发电等优势，易捷大力神数字智能跟踪系统成为地面电站项目的优选方案，已应用于中国、越南、泰国、菲律宾、日本等国家的光伏电站项目。2020 年以来公司营收稳步增长，2019-2023 年复合增速为 11.56%。自 2019 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，2019-2023 年复合增速为 11.56%。2023 年，公司实现营业收入 19.36 亿元，同比增加 34.30%。2020 年以来公司归母净利润稳步增长，2020-2023 年复合增速为 25.56%。清源股份营业收入主要来源于光伏支架业务，产品结构年际变化。2021 年以来，清源股份光伏支架业务收入逐年增长，2021-2023 年光伏支架业务收入占主营业务收入比重分别为 83.58%、85.61%和 86.45%，同时产品结构年际调整，其他主营业务规模占比稳定。公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率、财务费用率有所上升，管理费用率呈下降趋势。2019-2023 年，公司销售净利率分别为 -4.20%、7.84%、4.78%、7.58%和 8.72%，销售毛利率分别为 25.19%、25.07%、24.41%、22.71%和 22.58%。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

工程机械行业点评报告：工程机械密集回购，继续推荐板块布局机会
投资要点 板块密集回购，彰显长期发展信心 近期，三一重工和徐

工机械均发布股份回购计划，三一重工拟使用 10-20 亿元回购公司股份；徐工机械拟使用 18-36 亿元回购公司股份；山推股份董事长提议拟使用 1.5-3.0 亿元回购公司股份；包括此前柳工两次回购，总计使用 6 亿元。工程机械板块密集回购，增强投资者信心，彰显公司长期业绩增长信心。国内挖机周期开始上行，业绩&估值向上弹性大 2025 年 Q1 国内挖机销量同比增长 38%，超市场预期。在下游资金回暖、更新周期来临、农村需求高景气等多重因素共振影响下，国内周期开启上行阶段。当前市场处于起步阶段，距离行业高点顶点仍有 2-3 年景气度，参考上一轮周期，行业往往在 2-3 个季度连续业绩释放后开始提估值，板块业绩&估值向上弹性大。对美敞口小+海外产能布局早，关税整体风险可控 2025 年 4 月 2 日，特朗普宣布对美国进口中国产品收取 34%“对等关税”，工程机械国内对美国出口关税达到 79%，直接出口成本承受难度大。但工程机械主机厂对美敞口小，三一对美敞口约 3%，中联重科/柳工均不到 1%，恒立液压约 5%，总体风险可控。此外，工程机械企业海外布局较早，因此针对此次关税，出口方面我们核心推荐两个方向：一是北美工厂布局、二是有墨西哥/巴西&土耳其工厂布局。（1）美国本土产能：①三一重工北美工厂未来投产后可达到 2000 台/年以上产能（对应产值约 10 亿元+），基本可以覆盖北美需求。②恒立液压北美工厂年产值 3-4 亿元液压件。（2）墨西哥/巴西/土耳其产能：①恒立液压墨西哥工厂 2025 年开始投产，预计年产值 20 亿元，该工厂具备产品类制造能力，包括液压件和丝杠。②中联重科：在墨西哥有高机工厂，年产值约 10 亿元，24 年 Q3 已经全面投产并已实现 10 亿元+的实际销售。③中联重科巴西、土耳其工厂产品包括工起、建起、高机、土方等各类产品，合计产值超 30 亿元。④柳工巴西工厂 2015 年投产，覆盖装载机、挖掘机、压路机、平地机、推土机、滑转装载机、叉车、高空作业平台等全系列产品。投资建议：国内处于上行周期起点，距离行业高点仍有 2-3 年景气度，估值&业绩向上弹性较大，短期回调后配置性价比高。推荐【三一重工】【某龙头】【中联重科】【柳工】【山推股份】【恒立液压】。风险提示：宏观经济波动；国际政治风险；行业竞争加剧。

（证券分析师：周尔双）

推荐个股及其他点评

平高电气（600312）：2024 年年报及 2025 年一季报点评：Q1 业绩超市场预期，特高压项目逐步进入旺季

投资要点 事件：发布 24 年年报，公司 24 年营收 124.0 亿元，同比+12%，归母 10.2 亿元，同比+25%，扣非 9.9 亿元，同比+23%，25Q1/24Q4 营收 25.1/45.2 亿元，同比+23%/+24%，归母净利润 3.6/1.7 亿元，同比+56%/-37%，扣非净利润 3.6/1.4 亿元，同比+56%/-44%。24 年毛利率 22.4%（+1.0pct）/净利率 9.0%（+0.7pct），25Q1/24Q4 毛利率 28.7%/19.0%，同比+3.5/-5.2pct；净利率 15.4%/4.4%，同比+2.75/-5.23pct。公司 Q1 业绩超市场预期。高压板块受益于特高压交流线路交付，盈利能力显著提升：1）2024 年公司高压板块实现营收 77.0 亿元，同增 25.1%，毛利率为 25.5%，同比+2.7pct。24 年公司确认甘孜等 14 间隔 1000kV GIS，庆阳换流站等 97 间隔 750kV 的 GIS，高电压、高毛利的产品交付比例提升，带动高压板块毛利率同比+2.7pct 至 25.5%。2）25 年 1-2 月电网基建投资完成额为 436 亿元，同比+34%，同时 Q1 公司特高压订单新签烟威线 4 个间隔的 1000kV GIS、交付阿坝-成都东 3 个间隔。展望 25 年，国网计划开工“6 直 5 交”，我们预

计 1000kV 招标量继续保持高速增长、750kV 增速相对 1000kV 有所放缓，其他电压等级增速相对平稳，全年高压板块收入有望实现同比+10-15%。中低压板块受益于政策支持，收入有望提速：2024 年公司配网板块实现营收 32.4 亿元，同增 11.4%，毛利率为 16.0%，同比+0.2pct。电网加速配网扩容+老旧设备更新，以应对分布式能源接入需求。节奏上来看，我们预计公司 Q1 增长较为平稳，配电区域集采利好头部公司份额提升，公司通过持续提质增效，优化成本结构，再提配网板块盈利水平。我们预计公司全年中低压板块收入有望实现同比+15%左右。国际业务板块积极调整策略，环保型产品打入海外高端市场：2024 年国际板块实现营收 2.0 亿元，同比-71.8%。受国际政治经济形势影响，公司在执行项目由于延期导致原材料等成本增加及客户资信影响，同时汇率变动导致汇兑收益同比减少，造成国际业务亏损。后续，公司将聚焦单机出口，环保型产品提升欧洲高端市场份额，增厚利润弹性。费用小幅上涨、合同负债&应收账款同步稳增。24 年/25Q1 期间费用率为 11.04%/10.71%，同比+0.16pct/+0.31pct，25Q1 销售/管理/研发/财务费用率为 4.38%/2.95%/4.17%/-0.79%，同比+0.10/-0.26/+0.60/-0.13pct。合同负债 13.35 亿元，较年初+11%。应收账款 67.91 亿元，较年初+7%。盈利预测与投资评级：考虑到公司国际板块业务继续调整，我们下修公司 25-26 年归母净利润分别为 15.1/18.4 亿元（前值为 16.4/19.4 亿元），预计公司 27 年归母净利润为 22.1 亿元，分别同比+47%/22%/20%，现价对应 PE 分别为 16x、13x、11x，我们认为国内电网建设景气度向上，公司短期海外业务结构调整利好远期盈利能力的提升，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）

苏试试验（300416）：2024 年报点评：业绩基本符合预期，看好特殊行业订单+利润率修复

投资要点 Q4 营收增速转正，看好特殊行业订单修复 2024 年公司实现营业总收入 20.3 亿元，同比下降 4.3%，归母净利润 2.3 亿元，同比下降 27%，业绩基本符合我们预期。单 Q4 公司实现营收 6.2 亿元，同比增长 5%，归母净利润 0.8 亿元，同比下降 12%。分产品，2024 年设备、环试服务增速放缓，半导体检测增长稳健：试验设备实现营收 6.2 亿元，同比下降 17%，环试服务实现营收 10.1 亿元，同比增长 1%，集成电路检测实现营收 2.9 亿元，同比增长 12%。我们判断公司业绩增速放缓，系（1）试验设备板块去年同期基数较高，且受第三方检测机构等客户资本开支放缓的影响较大，（2）环试服务板块受到特殊行业订单确认推迟影响，且部分实验室尚处产能爬坡期，成本刚性影响利润率。新建产能爬坡，盈利能力阶段性承压 2024 年公司销售毛利率 44.5%，同比下降 1.1pct，销售净利率 13.4%，同比下降 4.0pct。受新建产能爬坡、产能利用率下降等影响，盈利能力阶段性承压。分产品，试验设备毛利率 29.4%，同比下降 2.7pct，环试服务毛利率 57.0%，同比下降 1.8pct，集成电路检测毛利率 39.7%，同比下降 3.6pct。2024 年公司期间费用率 28.9%，同比增长 2.6pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.5/11.9/8.1/1.5pct，同比分别增长 1.1/0.9/0.3/0.3pct。展望 2025 年，随特殊行业需求、订单回暖，公司产能利用率回升，盈利能力有望持续修复。卡位高壁垒检测赛道，看好公司发展前景 我们看好公司作为环境与可靠性试验龙头的发展前景：（1）根据市场监管总局数据，2023 年我国检验检测行业全年实现营业收入约 4700 亿元，同比增长超 9%，市场空间广阔。（2）公司

卡位高壁垒检测赛道，下游覆盖特殊行业、半导体、新能源汽车三大板块，同时积极拓展 5G 等高端领域，打造新增长引擎。未来随特殊行业需求修复，芯片国产化及分工专业化，检测需求将持续提升，公司前期扩产的苏州、西安、青岛、成都等实验室和宜特释放产能，成长空间、利润弹性可期。盈利预测与投资评级：我们维持 2025-2026 年归母净利润预测为 3.0/3.8 亿元，预计 2027 年归母净利润 4.5 亿元，当前市值对应 PE 为 29/23/19X，维持“增持”评级。风险提示：宏观经济波动、竞争格局恶化等

（证券分析师：周尔双 证券分析师：韦译捷）

浙商证券（601878）：2024 年报点评：自营业务驱动业绩增长，费类业务小幅收缩

投资要点 事件：浙商证券发布 2024 年业绩。公司 2024 年实现营业收入 158.2 亿元，同比-10.3%；归母净利润 19.3 亿元，同比+10.2%；对应 EPS 0.49 元，ROE 6.8%，同比+0.1pct。其中 2024Q4 实现营业收入 39.2 亿元，同比-21.9%，环比+0.6%；归母净利润 6.67 亿元，同比+57.6%，环比+38.8%。代买收入大幅增长，零售端机构端齐头并进：2024 年全市场日均股基交易额 11853 亿元，同比+23.1%。全市场两融余额 18646 亿元，较年初+12.9%。市场交投活跃度回升背景下，2024 年公司经纪业务收入 23.5 亿元，同比-4.9%（主要系期货经纪业务收入下滑），占营业收入比重 36.7%（剔除其他业务收入）。其中代理买卖证券业务净收入 12.04 亿元，同比增长 22%。公司两融余额 242 亿元，较年初+22%，市场份额 1.3%，较年初+0.1pct。2024 年公司积极推动上市公司和私募机构产业链服务，金融科技赋能打造“鑫管家”私募综合服务品牌，年底私募服务规模达 1,007 亿元。股权融资市场收紧，投行业务相对承压：2024 年公司投行业务收入 7.2 亿元，同比-17.9%。股权主承销规模 16.4 亿元，同比-83.0%，排名第 27；其中 IPO 1 家，募资规模 1 亿元；再融资 15 家，承销规模 15 亿元。公司 IPO 储备项目 3 家，排名第 20，其中北交所 1 家，创业板 2 家。债券主承销规模 1115 亿元，同比-20.7%，排名第 24；其中公司债、金融债、企业债承销规模分别为 1074 亿元、16 亿元、16 亿元。资管业务收入小幅下滑，固收类产品管理规模有所提升：2024 年公司资管业务收入 3.9 亿元，同比-6.2%。资产管理规模 953 亿元，同比+4.6%。公司持续巩固“固收+场外期权”策略产品的行业优势，积极布局以自研指数为基础的“固收+”产品，探索开发“存款+”、“回购+”等现金管理策略新产品，固收类产品管理规模较年初提升 11.6%。大类资产配置运作有效，投资收益大幅增长：2024 年公司投资收益（含公允价值）17.4 亿元，同比+69.3%；第四季度投资收益（含公允价值）7.1 亿元，同比+401.9%。2024 年公司自营大类资产配置运作有效，债券投资久期策略和择时效应较好，取得超额收益；金融产品投资规模稳步扩大，布局稳健，并发挥出协同作用。盈利预测与投资评级：结合公司 2024 年经营情况，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 21.65/22.98/25.41 亿元，对应同比增速分别为 12.05%/6.16%/10.56%，对应 EPS 分别为 0.47/0.59/0.66 元/股，当前市值对应 PB 估值分别为 1.11x/1.07x/1.02x。看好公司发力同业并购补足财富管理业务版图，同时在协同发展战略引领下进一步提升竞争力，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：1）市场成交活跃度下降；2）股市波动冲击自营投资收益。

（证券分析师：孙婷 研究助理：罗宇康）

安琪酵母（600298）：2024 年报点评：海外势能强劲，盈利改善可期

投资要点 事件：安琪酵母发布 2024 年年报，2024 年公司实现营收/归

母净利润 151.97/13.25 亿元，同比增长 11.86%/4.07%；2024Q4 实现营收/归母净利润 42.85/3.71 亿元，同比增长 8.98%/3.68%。24Q4 酵母主业进一步改善，加速推进贸易糖剥离。2024 年/2024Q4 酵母及深加工营收分别为 108.54/31.43 亿元，同比+14.19%/+20.84%。其中，2024 年销量/均价同比分别+15.90%/-1.47%，均价或受 2024H1 国内酵母产品降价的影响。2024 年/2024Q4 制糖业务营收分别为 12.65/3.68 亿元，同比分别-26.05%/-40.40%。2024Q4 公司的酵母主业营收环比进一步改善，同时加速剥离贸易糖业务。国内延续修复，海外市场符合预期（实现近 20% 增长），成为公司增长引擎。考虑到国内市场已取得大幅领先的身位，公司从容加速海外布局（海外建厂），2022/2023/2024 年海外市场收入同比增长 39.02%/21.99%/19.36%，同期国内市场同比增速分别为 13.92%/-1.20%/7.53%，海外市场符合预期实现高增，国内市场稳健修复。细分来看，预计 2024 年国内市场的烘焙电商、微生物营养等板块表现较好，海外则略受北美市场拖累，但整体仍维持强劲增长。随着产能投产、市场开拓，我们预计 2025 年海外市场营收有望保持双位数高增速，成为未来增长引擎。受折旧摊销及海运费影响，2024 年毛利率略有下滑，2025 年改善可期。2024H1 国内酵母产品降价、在建工程转固，折旧摊销增加、国际局势动荡，海运费走高（特别是 2024Q3），抵消糖蜜价格下降带来的原材料红利，2024 年公司毛利率/销售净利率 23.52%/8.90%，同比分别-0.66/-0.76pct。费用端，2024 年销售费用率/管理费用率/研发费用率同比 +0.27/-0.14/-0.28pct 至 5.45%/3.24%/4.16%。展望未来，（1）2024Q4 开始海运费逐步回落，叠加海外新增产能投产，或有效缓解 2025 年海运费用的压力；（2）酵母行业单一原料占比高，2024 年以来糖蜜供给回暖，2025 年采购价进一步下探（采购价或同比下降 15% 以上），期待整体毛利率进一步修复。（3）另外，公司本轮产能投放已近尾声，2025 年资本性开支有望触顶回落，期待后续利润端改善。盈利预测与投资评级：海外市场扎实扩张，成本红利延续、海运费逐步优化。考虑到埃及、俄罗斯、云南普洱、德宏工厂投产，预计 2025H1 转固密集，我们小幅调整 2025-2027 年公司归母净利润预测至 15.59/18.69/21.34 亿元（2025-2026 年原值 16.31/18.57 亿元，新增 2027 年预测值），同比增长 17.74%/19.82%/14.23%，对应当前 PE18.59x、15.51x、13.58x，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：苏钺 证券分析师：邓洁）

雷特科技（832110）：2024 年报点评：24 年业绩重回增长，25 年智能电源及家居业务有望持续高增

投资要点 事件：公司 2024 年实现营收 2.0 亿元，同增 14%，归母净利润 0.45 亿元，同增 29%；其中 2024Q4 营收 0.55 亿元，同环比+3%/+8%，归母净利润 0.15 亿元，同环比+48%/+32%。智能家居业务快速增长、高价库存物料消耗带动毛利率提升。分业务看 2024 年公司智能电源/LED 控制器/智能家居/其他业务分别实现 1.33/0.39/0.27/0.01 亿元，同比+13.6%/+1.5%/+46.4%/-1.5%，第二增长曲线智能家居业务快速增长，推动公司稳步成长，毛利率分别为 40.6%/64.6%/49.2%/30.9%，同比+2.7/-1.7/6.0/-27pct，主要业务的毛利率提升是公司前期高价物料库存逐步消耗，公司持续降本增效叠加国外收入占比提升所致。财务费用减少带动期间费用下降。公司 2024 年期间费用 0.47 亿元，同比-3%，费用率 23.35%，同比-4.1pct，其中 2024Q4 期间费用 0.1 亿元，同环比-28%/-26%，费用率 18.36%，同环比-7.8/-8.4pct，主要系财务费用减少。新基地提升客户认可度，智能

家居有望持续高增推动公司成长。2024 年公司新的研发生产总部基地投产，带动公司软、硬件条件及基础设施明显提升，有效提高客户认可度，促进了客户与公司产品合作，同时随着智能家居业务市场需求快速增长，公司第二曲线有望持续高增带动业绩提升。 盈利预测与投资评级：我们维持 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 0.51/0.58/0.66 亿元，同增 13%/15%/14%，对应 PE 为 28/24/21 倍，考虑公司智能家居业务有望持续高增，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）

孩子王（301078）：“三扩”战略行稳致远，场景为锚布局 AI

投资要点 母婴龙头积极寻变。公司是母婴用品龙头，主要从事母婴商品零售及增值服务，立足于为 0-14 岁婴童和孕妇提供一站式购物及全方位成长服务。2023 年末公司发布中长期突破性增长的扩品类、扩赛道、扩业态“三扩”战略，2024 年积极布局 AI。2024 年公司“三扩”战略已开启业绩兑现，对应营业收入 93.37 亿元，同比增长 6.68%，归母净利润 1.81 亿元，同比增长 72.44%。 鼓励生育政策持续落地，关注低线城市及中大童结构性机会。根据易观数据显示，2024 年中国母婴行业交易规模预计达 4.13 万亿，同比增长 7.4%，政策端，2021 年 7 月国家实施三孩生育政策以来，各省市跟进相应配套鼓励生育措施，但行业仍面临出生人口及出生率走低的压力。在此背景下，行业结构性增长机会更聚焦于生育意愿相对强的低线城市，以及中大童及母婴家庭需求。 “三扩”战略有望持续释放业绩增量。1) 扩品类：从母婴到全龄段儿童及新家庭。公司升级全龄段儿童生活馆，提升中大童交易额占比，并于 2024 年以 1.62 亿元现金收购成人护肤公司幸研生物 60%股权。2) 扩赛道：强化同城亲子服务。发掘中大童及亲子家庭需求，聚焦“孕产加”“成长加”“同城加”三大服务平台，有望逐步提升高毛利率的母婴服务收入占比。3) 扩业态：收购“乐友”开放加盟，加快下沉市场布局。2023-2024 年公司先后出价 10.4、5.6 亿元收购乐友国际 65%、35%股权，实现对其的 100%控股，实现对华北、西北等地区的覆盖，截至 2024 年末，孩子王直营店、乐友国际直营店及加盟托管店、加盟店分别为 506、540、9 家，合计 1055 家。同时公司积极拓展线上渠道，与头部 MCN 机构幸选达成全面合作，设立杭州链启未来合资公司，开展新家庭电商直播零售业务。 积极布局 AI，看好线下体验场景价值释放。2025 年 3 月公司 AI 科技全资子公司“智领未来”公布与字节火山引擎合作成立 BYKIDs 伴身智能孵化器，合作孵化智能硬件、IP 等企业，致力于为母婴童及新家庭提供一站式 AI 生活方式解决方案，包括 AI 教育、AI 玩具、AI 家居、AI 穿戴、AI 机器人，覆盖吃、穿、住、用、行、玩、学、情感陪伴、伴老场景。看好公司作为稀缺的线下线上全布局的渠道商，为 AI 硬件产品首发提供场景空间和服务，对应门店坪效及销售收入提升，同时公司作为火山引擎的 token 分销商，也将直接受益于 AI 硬件放量。 盈利预测与投资评级：公司“三扩”战略有望持续兑现业绩，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 3.95/5.59/7.41 亿元，同比增长 117.75%/41.69%/32.54%，对应当前股价 2025-2026 年 PE 分别为 45/32 倍（可比公司平均值为 36/30 倍），我们看好公司“三扩”战略持续落地，同时积极布局 AI，有望享受估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。 风险提示：人口出生率下降风险，门店升级及扩张不及预期风险，AI 布局不及预期风险，宏观经济风险

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 周良玖
 证券分析师: 陈欣)

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>