

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-04-11

宏观策略

2025 年 04 月 11 日

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:或继续选择有序、渐进的方式推进人民币贬值。

晨会编辑 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

固收金工

固收点评 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

鹏鼎控股 (002938): 2024 年报点评: 业绩符合预期, 看好端侧 AI+折叠屏双重成长趋势

事件: 24 年营收 351.4 亿, 归母净利润 36.20 亿, 同比分别为 +9.59%/+10.14%。Q4 营收 116.5 亿, 归母净利润 16.46 亿, 同比分别为 +0.37%/+14.13%, 符合预期。消费电子高速增长, 汽车/服务器同比增长 90%。2024 年, 公司在以智能手机为代表的通讯用板领域实现营业收入 242.36 亿元, 同比增长 3.08%; 消费电子及计算机用板业务实现营业收入 97.54 亿元, 同比增长 22.30%, 其中 AI 端侧类产品收入占比已超过 45%。公司汽车/服务器用板及其他 PCB 产品业务实现销售收入 10.25 亿元, 同比增长 90.34%。公司紧跟技术前沿, 多功能动态完整模组/新型天线模组/太空通讯板/高速运算 AI 板等产品已具备量产化能力。

2024 新产能陆续释放, 2025 年预计 50 亿资本开支彰显信心。为应对 AI 和智能汽车带来的高阶 HDI 及 SLP 产品需求, 2024 年公司持续推进产能升级与全球化布局: 1) 淮安三园区高阶 HDI 及 SLP 项目一期工程已于 2024 年顺利投产, 二期工程正在加速建设中; 2) 泰国园区建设项目也预计于 2025 年 5 月建成, 年内陆续投产。2025 年公司资本支出预计 50 亿元, 继续扩大产能, 彰显公司对未来市场的信心。AI 时代+折叠屏, 看好 SLP 和 FPC 双赛道龙头。公司作为 SLP 和 FPC 的领军企业, 有望受益于端侧 AI 和折叠屏两大趋势。1) 端侧 AI 带来内部空间大幅压缩, FPC 体积小/轻薄/导电密度高等特点尤其是适配, 同时作为搭载芯片的 SLP 产品预计随着芯片性能的提升在面积和材料上进一步提升价值链。2) FPC 的可折叠优势在内部连接上不可或缺, 相比直板机 FPC 将发挥更大的作用, 相比其它零部件更受益于可折叠趋势。公司作为 FPC 核心供应商, 将充分受益此轮消费电子创新浪潮。盈利预测与投资评级: 我们看好公司受益 AI 和折叠屏趋势, 预计公司 2025-2027 年归母净利润为 44.6/50.5/59.0 亿元 (此前预测 25-26 年 41.1/47.3 亿), 同比增长 23.3%/12.1%/16.9%, 对应 P/E 为 14/12/10 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 创新不及预期; 竞争加剧; 地缘政治风险等

中炬高新 (600872): 2024 年报点评: 业绩符合预期, 改革持续优化

行业需求疲软, 公司仍处于改革期, 我们下调 25-26 年收入预期为 58/66 亿元 (此前 25-26 年预期为 63/72 亿元), 新增 27 年收入预期 75 亿元, 同比+6%/+13%/+14%; 下调 25-26 年归母净利润预期为 8.9/10.1 亿元 (此前 25-26 年预期为 9.8/11.9 亿元), 新增 27 年预期为 11.6 亿元, 同比+0.19%/+13%/+14%, 对应 25-27 年 PE 分别为 19/16/14x, 维持“买入”评级。

杰瑞股份 (002353): 2024 年报点评: 2024 年归母净利润+7%, 在手订单饱满业绩拐点即将到来

盈利预测与投资评级: 公司是机械板块出海标的的中估值低&成长性确定的优质标的, 考虑到海外关税风险不确定性, 我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测至 30.27/34.92 亿元, 新增 2027 年归母净利润预测为 39.90 亿元, 当前市值对应估值为 10/8/7 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 国际油价波动; 国内油气资本开支不及预期; 国际贸易摩擦

福斯特 (603806): 2024 年报点评: 胶膜单平盈利优于同行, 电子材料建立第二增长曲线

盈利预测与投资评级：考虑行业竞争激烈，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 16.3/22.3/29.5 亿元，同增 25%/37%/32%（2025-2026 年前值为 24.4/32.6 亿元），对应 PE 为 20/15/11 倍，给 25 年 30x，对应 18.7 元，考虑公司电子材料业务逐步放量贡献新增长点，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧，需求不及预期。

容百科技（688005）：2024 年年报点评：Q4 韩国工厂扭亏，盈利水平提升明显

盈利预测与投资评级：由于公司海外工厂进展顺利，我们上调 2025-2026 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 8.1/10.4/13.1 亿元（原预期 25-26 年为 7.0/10.0 亿元），同比+172%/+29%/+27%，对应 PE 为 17x/13x/10x，考虑公司海外布局优势明显，维持“买入”评级。风险提示：产能释放不及预期，需求不及预期。

分众传媒（002027）：收购新潮梯媒行业格局大幅改善，行业估值有望大幅提升

盈利预测及投资评级：由于分众传媒的市占率持续提升，业绩具备一定的韧性，我们维持 2024 -2026 年的 EPS 预测 0.39/0.43/0.50 元，2024-2026 年对应当前 PE 分别为 16.80/15.05/13.05 倍，维持“买入”评级。

宇通重工（600817）：2024 年报点评：扣非归母同增 23%，环卫新能源销量大增&市占率回升

盈利预测与投资评级：考虑市场放量期竞争加剧，我们将公司 2025-2026 年归母净利润从 3.31/4.09 亿元下调为 2.62/3.30 亿元，预计 2027 年归母净利润为 4.13 亿元，当前市值对应 2025-2027 年 PE 为 21/17/13 倍，随着全面电动化试点、“两新”等政策的落实，新能源环卫装备有望加速放量，公司受益电动化放量弹性最大，维持“买入”评级。风险提示：新能源渗透率不及预期，市场竞争加剧，应收账款期延长。

宏观策略

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

鹏鼎控股（002938）：2024 年报点评：业绩符合预期，看好端侧 AI+折叠屏双重成长趋势

投资要点 事件：24 年营收 351.4 亿，归母净利润 36.20 亿，同比分别为+9.59%/+10.14%。Q4 营收 116.5 亿，归母净利润 16.46 亿，同比分别为+0.37%/+14.13%，符合预期。消费电子高速增长，汽车/服务器同比增长 90%。2024 年，公司在以智能手机为代表的通讯用板领域实现营业收入 242.36 亿元，同比增长 3.08%；消费电子及计算机用板业务实现营业收入 97.54 亿元，同比增长 22.30%，其中 AI 端侧类产品收入占比已超过 45%。公司汽车/服务器用板及其他 PCB 产品业务实现销售收入 10.25 亿元，同比增长 90.34%。公司紧跟技术前沿，多功能动态完整模组/新型天线模组/太空通讯板/高速运算 AI 板等产品已具备量产化能力。2024 新产能陆续释放，2025 年预计 50 亿资本开支彰显信心。为应对 AI 和智能汽车带来的高阶 HDI 及 SLP 产品需求，2024 年公司持续推进产能升级与全球化布局：1）淮安三园区高阶 HDI 及 SLP 项目一期工程已于 2024 年顺利投产，二期工程正在加速建设中；2）泰国园区建设项目也预计于 2025 年 5 月建成，年内陆续投产。2025 年公司资本支出预计 50 亿元，继续扩大产能，彰显公司对未来市场的信心。AI 时代+折叠屏，看好 SLP 和 FPC 双赛道龙头。公司作为 SLP 和 FPC 的领军企业，有望受益于端侧 AI 和折叠屏两大趋势。1）端侧 AI 带来内部空间大幅压缩，FPC 体积小/轻薄/导电密度高等特点尤其是适配，同时作为搭载芯片的 SLP 产品预计随着芯片性能的提升在面积和材料上进一步提

升价值链。2) FPC 的可折叠优势在内部连接上不可或缺, 相比直板机 FPC 将发挥更大的作用, 相比其它零部件更受益于可折叠趋势。公司作为 FPC 核心供应商, 将充分受益此轮消费电子创新浪潮。 盈利预测与投资评级: 我们看好公司受益 AI 和折叠屏趋势, 预计公司 2025-2027 年归母净利润为 44.6/50.5/59.0 亿元(此前预测 25-26 年 41.1/47.3 亿), 同比增长 23.3%/12.1%/16.9%, 对应 P/E 为 14/12/10 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 创新不及预期; 竞争加剧; 地缘政治风险等

(证券分析师: 陈海进 证券分析师: 陈妙杨)

中炬高新 (600872): 2024 年报点评: 业绩符合预期, 改革持续优化
投资要点 公司发布 2024 年报: 2024 年公司实现营业总收入 55.19 亿元, 同比+7.4%; 实现归母净利润 8.93 亿元, 同比-47%; 实现扣非归母净利润 6.71 亿元, 同比+28%。2024Q4 公司实现营业总收入 15.7 亿元, 同比+32.6%; 实现归母净利润 3.17 亿元, 同比-89%; 实现扣非归母净利润 1.2 亿元, 同比+94%。业绩位于此前预告中枢。 2024 年主要品类吨价承压, 2024Q4 调味品主业加速增长。2024Q4 美味鲜收入 12.67 亿元, 同比+11%, 较 24Q3 加速增长主因 24Q4 旺季备货+公司发力食用油以切入餐饮渠道。2024 年公司酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品收入同比-1.5%/-0.2%/+27%/-12%; 量价拆分来看, 24 年酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品销量分别同比+4%/+6%/+35%/-6%, 吨价分别同比-5%/-6%/-6%/-6%, 各品类吨价下行预计主因行业竞争激烈。2024 年末公司经销商数量 2554 个, 环比 24Q3 增加 159 个, 经销商网络持续扩张。 成本红利显著提振毛利率, 盈利能力强化。2024 年/2024Q4 公司毛利率分别同比+7.1/+12.7pct 至 39.8%/45.8%, 毛利率改善显著。2024 年酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品毛利率同比+5.8/+4.1/+9.8/+2.7pct, 其中吨成本分别同比-14%/-13%/-16%/-9%, 各品类毛利率同比提升预计主因公司黄豆、添加剂、I+G 等原材料和部分包装物采购单价下降, 次因内部效率提升后单位制造费用等下降。2024 年公司销售/管理费用率同比+0.2/-0.4pct, 渠道改革+行业竞争激烈致公司加大费投。综合来看 2024 年公司扣非归母净利润率 12.2%, 同比+2pct, 盈利能力强化。 经营思路逐步理顺, 看好改革红利释放。公司积极推进内部改革, 2024 年 9 月推出价格管控以提高窜货成本、维护公司价盘, 2024 年 12 月收回厨邦食品少数股东损益以增厚利润, 2025 年 4 月 8 日官宣谢霆锋成为品牌代言人以增加品牌影响力。未来随着经营思路逐步理顺, 公司改革红利逐步释放, 公司业绩有望持续改善。 盈利预测与投资评级: 行业需求疲软, 公司仍处于改革期, 我们下调 25-26 年收入预期为 58/66 亿元(此前 25-26 年预期为 63/72 亿元), 新增 27 年收入预期 75 亿元, 同比+6%/+13%/+14%; 下调 25-26 年归母净利润预期为 8.9/10.1 亿元(此前 25-26 年预期为 9.8/11.9 亿元), 新增 27 年预期为 11.6 亿元, 同比+0.19%/+13%/+14%, 对应 25-27 年 PE 分别为 19/16/14x, 维持“买入”评级。 风险提示: 原材料价格大幅上涨; 行业竞争格局恶化; 公司治理改善不及预期; 食品安全问题

(证券分析师: 苏钺 证券分析师: 周韵)

杰瑞股份 (002353): 2024 年报点评: 2024 年归母净利润+7%, 在手订单饱满业绩拐点即将到来

投资要点 事件: 2025 年 4 月 9 日, 公司发布 2024 年年度报告。2024 年净利润同比+7%, 在手订单饱满业绩拐点即将到来 2024 年公司实现营业收入 133.6 亿元, 同比-4.0%, 实现归母净利润 26.3 亿元, 同比+7.0%; 实现经营性现金流量净额 25.9 亿元, 同比+147.3%, 海外占比提升现金流大幅改善。单 Q4 实现营业收入 53.1 亿元, 同比

+3.0%，归母净利润 10.3 亿元，同比+15.5%。（1）分业务看，高端装备制造实现收入 91.8 亿元，同比+12.7%，毛利率达 39.4%，同比+1.9pct，收入、毛利率、新增订单均实现增长；油气工程及技术服务受 23 年 KOC 订单确认大量收入影响，实现收入 32.9 亿元，同比-33.1%；新能源及再生循环实现收入 4.6 亿元，同比+7.9%；④油气田开发实现收入 3.5 亿元，同比-6.9%。（2）分区域看：国内市场石油电驱压裂设备招标放缓，但公司仍依靠较强技术实力拿下所有订单，实现国内收入 60.4 亿元，同比-7.04%；海外市场中东、中亚景气度需求持续旺盛，实现海外收入 73.2 亿元，同比-1.0%。（3）2024 年公司利润增速高于营收增速，主要系海外&设备类订单占比提升，盈利能力增强。2024 年公司获取新订单 182.3 亿元（不含曼苏里亚气田&ADNOC 数字化改造项目），同比+30.6%，截至 2024 年底存量订单 101.6 亿元，同比+34.5%，在手高利润订单待释放，业绩拐点即将到来。费用控制良好，订单结构优化盈利能力持续提升。2024 年公司销售毛利率为 33.7%，同比+0.6pct，销售净利率为 20.1%，同比+2.2pct。分国内外来看，2024 年公司国内毛利率 29.7%，同比-3.9pct；海外毛利率 38.6%，同比+6.8pct，海外毛利率大幅提升主要来自于高利润设备类订单占比提升。费用端来看，2024 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.0%/3.6%/3.8%/-0.7%，同比+0.2/+0.3/+0.1/-0.7pct，整体费用控制良好。展望未来，随着装备出海&EPC 服务出海的订单不断兑现，公司的整体盈利能力有望持续提升。“一带一路”合作深化，杰瑞中东市场布局进入收获期。杰瑞股份自 2023 年圆满完成 KOC JPF-5 项目竣工验收后，成功打响中东地区品牌知名度，2024 年迎来大型 EPC 合同收获期。①2024 年 5 月，杰瑞与伊拉克中部石油公司（MdOC）初步签署曼苏里亚气田开发合同；②2024 年 9 月，杰瑞与巴林国家石油公司（BAPCO）签署 7 个天然气增压站工程总承包项目合同（总金额 22 亿元，核心设备约 11 亿元）。③2024 年 11 月，杰瑞与 ADNOC 签订井场数字化改造项目（合同金额约 66 亿元），旨在彻底解决传统管理模式下高昂的维护和人力成本。中东高端油服市场的大型 EPC 项目持续中标，彰显国际高端石油公司对杰瑞设备制造和项目总承包能力的高度信任。盈利预测与投资评级：公司是机械板块出海标的的中估值低&成长性确定的优质标的，考虑到海外关税风险不确定性，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测至 30.27/34.92 亿元（原值为 32.90/37.07 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 39.90 亿元，当前市值对应估值为 10/8/7 倍，维持“买入”评级。风险提示：国际油价波动；国内油气资本开支不及预期；国际贸易摩擦

（证券分析师：周尔双）

福斯特（603806）：2024 年报点评：胶膜单平盈利优于同行，电子材料建立第二增长曲线

投资要点 事件：公司 2024 年实现营收 191.5 亿元，同-15%，归母净利润 13.08 亿元，同-29%；其中 2024Q4 营收 39.7 亿元，同环比-33 %/-10 %，归母净利润 0.5 亿元，同环比-88%/-85 %，主要系信用减值 2.34 亿+合伙人专项资金 0.5 亿 影响利润。2024 年分红 6.76 亿，分红比例 51.82%，股息率 2%。24Q4 出货基本持平、降价及减值影响拉低盈利。公司 2024 年出货约 28.1 亿平，同增 25%，其中 2024Q4 出货约 7 亿平，同增约 10%，环比基本持平，我们测算单价约 5 元/平，环比下滑 10%+，主要系需求较弱，价格竞争激烈。单平净利下滑至 0.05-0.1 元左右，若扣除 2.3 亿元信用减值和 0.5 亿元合伙人计划后，单平净利约 0.45-0.5 元，环比提升。2025 年 3 月起抢装拉动排产提升，胶膜价格上涨 10%左右，同时海外产能进一步加码，订单充足、毛利率更

高。2025 年我们预计出货 31 亿平+, 同增 10%+。第二曲线快速发展、感光干膜出货同增 38%、2025 年继续保持高增。背板 2024 年出货 1 亿平, 同降 34%, 其中 2024Q4 出货约 1300 万平, 同环比下滑约 60%/35%, 主要系需求减弱, 2025 年有望随新兴市场分布式需求提升有所增长。电子材料业务多点开花, 2024 年实现收入 7.4 亿元, 利润 0.43 亿元, 感光干膜 24 年出货 1.6 亿平, 同增约 38%, 其中 2024Q4 出货约 4000 万平, 同增 27%/环降约 9%, 产品结构持续向中高端提升, 适用于高多层、HDI、类载板等产品需求, 并围绕 AI 等芯片高端需求拓展至封装基板领域, 2025 年有望保持 30%+增长; 铝塑膜 2024 年 1296 万平, 同增 29%, 其中 2024Q4 出货约 400 万平+, 环增 20-30%, 未来逐步贡献新业绩增长点。经营现金同比大幅改善、存货持续下降。公司 2024 年期间费用 10.15 亿元, 同比-13%, 费用率 5.3%, 同比+0.15pct, 其中 2024Q4 期间费用 1.2 亿元, 同环比-72%/-67%, 费用率 3.06%, 同环比-4.4/-5.3pct, 主要系财务费用减少; 公司 2024 年经营性净现金流 43.9 亿元, 同比大幅改善; 2024Q4 末存货 18.7 亿元, 同比下滑约 40%。盈利预测与投资评级: 考虑行业竞争激烈, 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 16.3/22.3/29.5 亿元, 同增 25%/37%/32% (2025-2026 年前值为 24.4/32.6 亿元), 对应 PE 为 20/15/11 倍, 给 25 年 30x, 对应 18.7 元, 考虑公司电子材料业务逐步放量贡献新增长点, 维持“买入”评级。风险提示: 竞争加剧, 需求不及预期。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 郭亚男
证券分析师: 余慧勇)

容百科技 (688005): 2024 年年报点评: Q4 韩国工厂扭亏, 盈利水平提升明显

投资要点 业绩符合预期。公司 24 年营收 151 亿元, 同-33%, 归母净利润 3 亿元, 同-49%, 扣非归母净利 2.4 亿元, 同-53%; 其中 24Q4 营收 38 亿元, 同环比-8%/-15%, 归母净利润 1.8 亿元, 同环比+613%/+69%, 扣非归母净利 1.6 亿元, 同环比+452%/+68%, 毛利率 12.7%, 同环比+4.8/+1.6pct。公司此前发布业绩快报 24 年归母净利 2.9 亿元, 业绩符合预期。韩国一期 Q4 满产, 海外出货占比持续提升, 25 年出货有望 20-30%增长。24 年公司三元正极销量 12 万吨, 同增 20%, 全球市占率超 12%, 较 23 年提升 2pct, 其中 Q4 出货量约 3.1 万吨, 环比下降 14%; 我们预计 25Q1 出货量 2.6 万吨, 同比持平, 环比下降 16%, 25 年将受益于海外客户增量, 全年三元出货量有望达 14-16 万吨, 同增 20-30%。海外市场方面, 24 年公司海外客户销量超 2 万吨, 占比近 20%; 韩国工厂一期 2 万吨 Q4 单月满产, 二期 4 万吨预计 25Q2 开始调试, 下半年爬坡, 后续海外占比将进一步提升。另外, 超高镍产品也逐步贡献增量, 24 年 9 系以上产品出货达 2.7 万吨, 占比提升至 23%。Q4 韩国工厂实现盈利, 单吨利润环比提升显著。24 年公司正极材料均价 10.5 万/吨, 同减 50%; 24 年前驱体、锰铁锂、钠电等战略性业务投入约 1.75 亿元, 剔除战略性业务投入后, 三元正极全年盈利 5.04 亿元, 单吨净利 0.42 万元; 其中我们测算 Q4 三元单吨扣非利润 0.5-0.6 万, 环增 30%+, 主要由于 Q4 韩国工厂一期满产实现盈利。韩国二期提升产线能效及自动化水平, 我们预计 25 年随着二期量产爬坡, 盈利水平将进一步提升。锰铁锂及钠电已实现稳定出货, 固态电解质中试线即将建成。锰铁锂方面, 24 年公司出货同增超 100%, 连续两年保持市占率第一, 一代产品获得头部客户近万辆汽车订单, 二代产品单吨瓦时成本较磷酸铁锂低 10%, 预计 25

年完成产线改造，实现批量生产与交付。钠电方面，25 年初公司接连获得 3000 吨层状氧化物、数百吨聚阴离子正极订单，并立即启动量产交付；此外已开始新建 6000 吨钠电正极生产线。固态方面，硫化物电解质得到多家国内外客户认可，中试线即将于 25 年建成。Q4 经营性现金流改善明显，资本开支放缓。24 年期间费用率 7%，同+3pct；24 年经营性净现金流 5.2 亿元，同-71%，其中 Q4 为 10.1 亿元，同环比+11%/+184%；24 年资本开支 17.8 亿元，同+8.5%，其中 Q4 为 4.2 亿元，同环比-7%/-40%；24 年末存货 22.2 亿元，较年初+45%。盈利预测与投资评级：由于公司海外工厂进展顺利，我们上调 2025-2026 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 8.1/10.4/13.1 亿元（原预期 25-26 年为 7.0/10.0 亿元），同比+172%/+29%/+27%，对应 PE 为 17x/13x/10x，考虑公司海外布局优势明显，维持“买入”评级。风险提示：产能释放不及预期，需求不及预期。

（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）

分众传媒 (002027): 收购新潮梯媒行业格局大幅改善，行业估值有望大幅提升

投资要点 分众传媒拟以发行股份及支付现金的方式购买新潮传媒 100%的股权。本次交易完成后，新潮传媒将成为上市公司全资子公司。本次交易将以股份对价作为主要支付手段，剩余部分采用少量现金形式，股份和现金对价比例尚未确定 100%股权预估值为 83 亿元。所发行的股份未来将会实行分批解禁，创始人和大股东的解禁期限更长。新潮拥有 74 万个点位资源，过往 3 年亏损持续收窄。截至 2024 年 9 月 30 日，新潮传媒电梯媒体平台在约 200 个城市运营了约 74 万部智能屏，其中约 64 万个智能屏投放于约 4.5 万个住宅小区。祥云门作为新潮传媒控股的子公司，专注于社区门禁广告，其运营的媒体资源覆盖全国 15 座城市，约 3.5 万面门禁覆盖约 6,500 个住宅小区。2022、2023、2024 年 1-9 月新潮传媒营收分别为 19.40、19.32、14.97 亿元，分别净亏损 4.69、2.79、0.05 亿元，近 3 年亏损持续收窄。完成收购新潮后，分众传媒的收入和利润有进一步提升的空间：1) 过往分众传媒和新潮传媒竞争激烈，在价格上起到相互牵制的影响，在收购完成后，一方面分众自身点位未来提价的价格传导将会更为顺利，另一方面新潮单点位过往价值量低于分众，未来收购的新潮点位价值量也有大幅提升的空间。2) 分众传媒和新潮传媒拥有大量业务重合人员，在收购完成后有望在成本和费用端实现资源整合以实现更好的利润表现。宏观背景改善下业绩或临拐点，看好 2025 年分众业绩修复：分众传媒在经济疲软背景下业绩仍保持稳健增长，彰显消费品牌主韧性与公司优选消费组合能力。其拥有充分的现金储备，且公司业绩保持稳定增长，我们预计现金叠加发行股份的方式并不会影响到其分红表现。未来在政策利好下业绩或临拐点，看好 2025 年分众释放业绩弹性。盈利预测及投资评级：由于分众传媒的市占率持续提升，业绩具备一定的韧性，我们维持 2024 -2026 年的 EPS 预测 0.39/0.43/0.50 元，2024-2026 年对应当前 PE 分别为 16.80/15.05/13.05 倍，维持“买入”评级。风险提示：经济增速不及预期，行业竞争超预期。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：张家琦）

宇通重工 (600817): 2024 年报点评：扣非归母同增 23%，环卫新能源销量大增&市占率回升

投资要点 事件：2024 年，公司营收 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%。环卫设备&工程机械收入增长拉动业绩回升，信用减值计

提同比减少。2024 年，1) 环卫设备：营收 15.43 亿元，同增 28.92%，毛利率同降 0.24pct 至 26.23%。2) 环卫服务：营收 6.42 亿元，同降 8.18%，毛利率同增 0.57pct 至 24.38%。3) 工程机械：营收 14.40 亿元，同增 76.03%，毛利率同降 9.22pct 至 15.57%。公司计提信用减值损失 0.85 亿元，同减 23.54%，资产减值冲回 0.15 亿元，上年同期资产减值计提 0.16 亿元。2024 年经营性现金流净额大幅提升，分红比例达 89%。2024 年公司经营性现金流净额 5.72 亿元，上年同期为 0.36 亿元。2024 年公司每股股利（税前）0.38 元，同比持平，分红比例 89.04%。新能源装备市占率回升，政策加码新能源环卫设备前景广阔，无人化引领行业升级。2024 年部分地方财政收支承压，城镇化进程放缓，环卫设备采购积极性受到一定程度的影响。根据中汽数据终端零售数据统计，2024 年我国环卫车辆上险 70,463 台（同比-8.7%），其中，新能源环卫车辆上险 9,446 台（同比+51.7%），新能源渗透率 13.4%（同比+5.3pct），新能源产品在行业整体出现下滑的情况下快速增长。公司把握环卫设备行业需求机会，凭借领先的技术优势和新能源全系产品布局，形成了强大的竞争优势和市场影响力。2024 年公司环卫装备销量 3,221 台（同比+17.2%），其中，新能源环卫装备销量 2,040 台（同比+77.4%），市场占有率 21.6%（同比+3.1pct）。“两新”政策推动叠加配套的超长期特别国债资金支持，预测 2025 年新能源环卫设备行业前景广阔。无人化、智能化为环卫行业升级趋势，公司在 2021 年发布行业内首款 6t 自动驾驶洗扫车，目前 6t 系列产品已在郑州、东莞、广州等地布局运营。2024 年全国环卫服务开标年化金额稳步提升，环卫服务子公司业绩大幅回升。根据环境司南数据，2024 年全国环卫市场化开标项目合同额 2,183 亿元，年化额 785 亿元，同增 5.5%。2024 年子公司傲蓝得（主营环卫服务）营收 6.06 亿元，同降 9.41%，净利润 0.73 亿元，同增 589.07%。聚焦新能源纯电矿卡，打造矿山无人运营方案。2024 年公司工程机械销量 2101 辆（同比+269.89%），其中矿用装备增量显著。公司在新能源矿用车领域继续保持行业第一品牌的竞争优势，目前，公司纯电动矿用车已在全国 29 个省份，超过 100 个矿区运营。海外市场不断扩展，已在泰国、印尼、阿联酋、智利、蒙古等多地达成项目落地。2024 年子公司矿用装备营收 10.32 亿元，同增 84.98%，净利润 0.31 亿元，同增 145.57%。盈利预测与投资评级：考虑市场放量期竞争加剧，我们将公司 2025-2026 年归母净利润从 3.31/4.09 亿元下调为 2.62/3.30 亿元，预计 2027 年归母净利润为 4.13 亿元，当前市值对应 2025-2027 年 PE 为 21/17/13 倍，随着全面电动化试点、“两新”等政策的落实，新能源环卫装备有望加速放量，公司受益电动化放量弹性最大，维持“买入”评级。风险提示：新能源渗透率不及预期，市场竞争加剧，应收账款期延长。

（证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文）

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>