

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-04-07

宏观策略

2025 年 04 月 07 日

宏观深度报告 20250403：对等关税对全球贸易和中国经济的冲击有多大？

本轮对等关税的最大的影响在于对现有全球关税与贸易体系的冲击，而并非单一对我国出口的冲击

晨会编辑 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

固收金工

固收深度报告 20250403：如何从资产比价预判利率走势拐点？

以银行各类资产的调整后收益率来衡量配置的性价比，可在一定程度上指示利率的拐点。其中，当 3M 同业存单调整后收益率上行至企业贷款调整后收益率时，或指示利率下行拐点。当 10 年期利率债调整后收益率下行至贷款调整后收益率时，或指示利率上行拐点。

固收点评 20250403：鼎龙转债：CMP 抛光垫国内龙头供应商

我们预计鼎龙转债上市首日价格在 122.25~135.94 元之间，我们预计中签率为 0.0039%。综合可比标的以及实证结果，考虑到鼎龙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 30% 左右，对应的上市价格在 122.25~135.94 元之间。我们预计网上中签率为 0.0039%，建议积极申购。

行业

工程机械行业点评报告：关税点评：对美敞口小，关注美国/墨西哥工厂布局

风险提示：宏观经济波动；国际政治风险；行业竞争加剧。

金融产品深度报告：虚拟货币全景洞察：深度剖析概念、历史、技术、现状与趋势

虚拟货币 ETF 市场概述： 美股虚拟货币 ETF：BITO 截至 2024 年 6 月规模约为 24 亿美元。 现货比特币 ETF：自从 2024 年 1 月获批以来迅猛发展，规模快速增加。截至 2024 年 6 月，IBIT 规模超 200 亿美元，是全球最大的比特币 ETF；FBTC 规模约 100 亿美元；其他（ARB、BITB 等）合计规模超 300 亿美元。 港股虚拟货币 ETF：截至 2024 年 6 月，南方东英比特币期货 ETF（3066.HK）规模约 1.2 亿美元（受期货合约展期成本影响，规模增长缓慢）；南方东英以太币期货 ETF（3068.HK）规模约为 0.3 亿美元。但这些 ETF 产品不支持中国内地的投资者购买，除非持有香港身份证。 A 股虚拟货币 ETF：中国对虚拟货币的监管态度一直较为严格，但是未来可能会由于市场的推动、金融机构的创新探索进行尝试。在香港试点运行平稳的情况下开启监管沙盒试点，以风险防控为前提，逐步开放现货 ETF 或混合型 ETF。 新发行代币基金解读： 驱动因素：区块链技术成熟为代币基金提供坚实支撑，智能合约提升运营效率；投资者对多元投资渠道需求增长，代币基金满足资产配置需求；部分地区政策趋于宽松，规范并支持其发展；传统金融机构为实现数字化转型，借代币基金开拓新业务、增强竞争力。 代表性基金：Superstate 加

密货币套利基金（USCC）利用现货与期货价差获利，费用低、流动性好且保障投资者权益；瑞银 uMINT 基于以太坊，提供高效资产管理；嘉实国际代币化基金为香港首支，投资高评级美债且符合当地法规；华夏港元数字货币基金是亚太首只零售代币化基金，首发规模大，前景广阔。风险提示：（1）市场风险：虚拟货币市场价格波动剧烈，受供需关系、市场情绪影响较大，历史最大回撤能达到 70%以上，（2）监管风险：政策变动对于虚拟货币投资具有重大影响，严格的法律法规限制虚拟货币的交易、发行和使用，可能导致虚拟货币的市场价值大幅缩水。（3）技术风险：区块链技术仍然存在着风险，可能遭受黑客攻击，智能合约也可能存在漏洞，对投资者造成重大经济损失。

通信行业深度报告：云厂商仍保持算力高需求，算力租赁需求有望边际向上

IDC 行业的竞争本质是资源禀赋争夺战，算力租赁的核心在于 GPU 资源的规模和渠道稳定性。IDC 核心壁垒在于获取一线城市及周边地区的土地资源与能耗指标，并通过绿色节能技术降低运营成本。政策要求数据中心 PUE 逐步降低，且在绿色电力比例要求下，一线城市能耗指标审批趋严，数据中心逐步向其他非一线城市部署。算力租赁行业的竞争力取决于 GPU 囤积规模与获卡渠道稳定性，尤其在英伟达高端芯片如 H100、H20

供应受限背景下，资源垄断性成为关键。国产替代（如华为昇腾 910B）

虽加速，但性能仍有差距，短期内无法完全替代英伟达系芯片单次大模型训练需消耗千卡级 GPU 集群。相关标的：润建股份、大位科技、利通电子、朗科科技、润泽科技、光环新网、铜牛信息、中贝通信、恒润股份、海南华铁、奥飞数据、弘信电子。风险提示：技术发展不及预期，中美地缘政治风险，行业竞争加剧。

推荐个股及其他点评

南网储能（600995）：2024 年报点评：归母同增 11%，容量电价影响落地，抽水蓄能进入投产期

盈利预测与投资评级：考虑项目投产节奏与抽蓄 533 号文影响，我们下调 25-26 年归母净利润从 16.3/18.4 亿元至 12.4/13.9 亿元，预计 27 年归母净利润 15.2 亿元，对应 PE 为 25/22/21 倍（2025/4/3），政策影响在 2024 年已充分体现，即将进入加速投产期，维持“买入”评级。风险提示：项目建设进度不及预期，来水波动，新型储能竞争加剧。

阜博集团（03738.HK）：2024 年报点评：经调整净利润同比大增，AI 新业务值得期待

盈利预测与投资评级：我们认为公司有望持续受益于全球市场对版权关注度的提升以及版权平台方需求的增加，将 2025-2026 年经调整净利润预测从 1.6/2.7 亿港元上调至 2.3/3.1 亿港元，并预计 2027 年经调整净利润为 3.9 亿港元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 36/27/22 倍，维持“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧，技术进展不及预期，新业务不及预期风险。

祥源文旅（600576）：内生外延拓展旅游资产，文旅大集团启航前行

盈利预测与投资评级：祥源文旅是中国领先的文旅资产运营商，布局多个目的地稀缺景区资源，打造“文化 IP+旅游+科技”新模式，未来内生增长和外延扩张助力释放业绩弹性。我们预测 2024-2026 年公司归母净利

润为 1.6/4.0/4.6 亿元，对应 PE 为 60/24/21 倍。考虑公司有望继续整合景区资产，有估值溢价，首次覆盖给予“增持”评级。风险提示：宏观经济波动、资源整合进度不及预期、新项目落地进度不及预期、自然灾害和极端天气影响经营等风险。

丰光精密 (430510): 2024 年报点评: 折旧及费用化扰动业绩下滑, 期待谐波减速器量产打开成长空间

公司发布 2024 年度报告, 实现营业收入 2.32 亿元, 同比+ 10.09 %; 归母净利润 0.21 亿元, 同比-40.81%; 销售毛利率 36.31%, 同比+0.97pct; 销售净利率 9.06%, 同比-7.79pct。营收同比增长而利润同比下滑, 主要系公司销售订单随下游行业需求增加而增加, 但增幅低于营业总成本的增幅。2024 年成本端增加主要为上合工厂主体竣工验收后使本期发生了厂房折旧费用以及本期项目贷款产生的利息支出由资本化转为费用化, 同时本期收到的政府补助同比减少约 619 万元。考虑上合工厂投产致折旧及费用化水平提升、新品市场拓展前期放量较小, 下调公司 2025-2027 年归母净利润预测为 0.25/0.32/0.44 亿元 (2025/2026 年前值为 0.55/0.65 亿元), 当前股价对应动态 PE 分别为 163.88/131.35/94.86 倍, 考虑公司谐波减速器进入小批量量产阶段, 有望打开成长空间, 维持“增持”评级。风险提示: 原材料价格上涨; 零部件降价风险; 新业务拓展不及预期。

海天味业 (603288): 2024 年报点评: 业绩符合预期, 成本红利+改革红利双重释放

24 年业绩符合预期, 考虑到行业需求疲软, 下调 25-26 年收入预期为 297/328 亿元 (此前预期 305.7/336.83 亿元), 并新增 27 年收入预期 363 亿元, 25-27 年同比+10%/+11%/+11%; 考虑到成本红利有望延续, 调整 25-26 年归母净利润预期为 70/78 亿元 (此前预期 70/77 亿元), 并新增 27 年预期为 86 亿元, 25-27 年同比+11%/+11%/+11%, 对应 25-27 年 PE 分别为 32/29/26x, 维持“增持”评级。

应流股份 (603308): 2024 年报点评: AI 数据中心需求旺盛, 燃气轮机在手订单高增

风险提示: 资本开支不及预期, 需求不及预期, 国产化进程不及预期

贵州茅台 (600519): 2024 年报点评: 平稳兑现, 目标积极

事件: 公司发布 2024 年财报。2024 年实现营业总收入 1741 亿元, 同增 15.7%; 归母净利润 862 亿元, 同增 15.4%。此前预告总营收 1738 亿元 (+15.4%)、归母净利 857 亿元 (+14.7%)。24Q4 公司总营收、归母净利分别同增 12.8%、16.2%。24 年平稳兑现, 茅台酒量增略超预期。2024 年公司灵活调整销售政策及产品投放, 保障全年经营计划顺利完成。1) 分产品看, ①2024 年茅台酒实现收入 1459.3 亿元, 同增 15.3%, 量/价分别同增 10.2%/4.6%, 量价表现略弱于年初预期, 主因年内非标产品批价承压, 公司及时调整产品结构, 增量更多向多规格装普飞倾斜。②2024 年系列酒实现收入 246.8 亿元, 同增 19.7%, 量/价分别同增 18.5%/1.0%。其中, 茅台 1935 完成销售额 120 亿元, 同增近 10%; 估算其他系列酒收入同增 25%+, 主要由王子酒贡献增量。2) 分渠道看, 2024 年公司直销收入 748.4 亿元, 同增 11.3%, 占比同比-1.8pct 至 43.9%。其中, i 茅台及其他直销渠道收入分别同比-10.5%、+22.2%, 稳批价背景下, 公司及时调整渠道结构, 对 i 茅台、团购、电商等直销渠道均有一定调控。盈利预测与投资评级: 参考 2025 年经营目标, 我们更新 2025~26 年归母净利润预测为 932、1009 亿元 (前值为 916、993 亿元), 新增 2027 年归母净

利润预测为 1103 亿元，当前市值对应 PE 为 21、19、18x，维持“买入”评级。风险提示：宏观承压消费持续走弱，需求企稳不及预期；市场对增速规划的非理性反应等。

森马服饰 (002563): 2024 年报点评: 推进品牌焕新+恢复开店, 提高分红比例

盈利预测与投资评级: 24 年 9 月发布股权激励公告, 24/25/26 年扣非归母净利润考核目标分别为门槛值 12/15/18 亿元、挑战值 13/17/22 亿元(对应不同行权比例), 因经营环境存在挑战 24 年未达到考核目标, 公司提高分红比例作为补偿。我们将 25-26 年归母净利润预测值从 13.4/14.8 亿元下调为 12.3/13.3 亿元, 增加 27 年预测值 14.2 亿元, 对应 25-27 年 PE 分别为 16/15/14X, 维持“买入”评级。风险提示: 终端消费低迷, 竞争加剧。

海尔生物 (688139): 2024 年年报点评: 业绩符合预期, 新产业增速强劲
事件: 公司发布 2024 年年报, 业绩符合我们预期, 2024FY 实现营收 22.84 亿元(+0.13%, 括号内为同比增速, 下同), 归母净利润 3.67 亿元(-9.7%)。2024Q4 单季度实现营收 5.02 亿元(+10.4%), 归母净利润 0.57 亿元(+17.63%)。降本增效, 24FY 同比来看, 销售毛利率为 47.99% (yoy -2.64pct, 主要系会计准则变动, 还原后毛利率 50.43%); 降本增效, 销售费用率-2.18pct (费用率同比变化, 下同), 管理费用率-0.1pct, 研发费用率-0.65pct。风险提示: 需求恢复不及预期, 新产品开拓不及预期, 汇兑损益, 并购重组风险等。

固生堂 (02273.HK): 2024 年业绩点评: 收入/经调利润快速增长, 门店扩张与 AI 布局快速推进

事件: 2024 年, 公司实现收入 30.22 亿元, 同比增长 29.90%; 实现经调整净利润 4 亿元, 同比增长 31.4%。不考虑汇兑损益经调利润为 4.07 亿, 同比 2023 年 2.91 亿增长 39.8%, 保持正常经营性利润增速。2024 年, 公司每股派息 0.41 港元, 分红 9751 万港元。加上 2024 年中期分红, 全年分红 1.19 亿人民币, 占帐面利润 38.7%。内生外延驱动收入规模快速增长。拆分收入: 1) 线下收入 27.4 亿元, 同比增长 34.5%; 线上收入 2.8 亿元, 同比下滑 1.5%。线下收入增长趋势与机构扩张及业务经营趋势一致; 线上下滑主要由于主动调整收缩。2) 分地区来看, 中国内地业务收入 30.19 亿元, 新加坡业务收入 315 万元。截至 2024 年末, 公司在中国共有 78 家医疗机构, 在新加坡共有 1 家医疗机构; 相较于 23 年末的 56 家医疗机构新增 23 家。新增机构包括收购的新加坡、昆山、宁波等地区的 19 家门店、新建 4 家门店。公司 2024 年客流增长 26%、客单略升 3%。2024 年, 公司新客户 88.9 万人, 同比增长 10.6%; 客户就诊人次 541.1 万人次, 同比增长 25.9%; 就诊次均费用 559 元, 同比增长 3.3%。客户回头率 67.1%, 同比提升 1.9pp。2024 年末, 累计会员人数 45.95 万人, 同比增长 26%; 会员就诊人次 213.1 万人次, 同比增长 36%; 会员回头率 85.4%, 基本保持稳定。AI 布局: 公司计划推出 AI 医生助手及智能硬件设备, 提升中医诊疗中的辅助诊疗能力, 发挥中医慢病管理优势。盈利预测与投资评级: 考虑到客观因素的影响, 我们将公司 2025-2026 年的经调整净利润由 5.4/7.1 亿元下调至 4.9/6.0 亿元, 2027 年预计为 7.5 亿元, 对应当前市值的 PE 估值为 14/12/9 倍。基于公司门店扩张与 AI 布局快速推进, 维持“买入”评级。风险提示: 政策风险, 市场竞争加剧风险, 上游中药材成本上涨风险, 并购不及预期风险等。

宏观策略

宏观深度报告 20250403: 对等关税对全球贸易和中国经济的冲击有多大?

特朗普的“对等关税”框架 北京时间4月3日凌晨4点,特朗普依据 IEEPA (国际紧急经济权力法) 宣布对等关税, 将于美东时间4月5日 00:01 生效对全球额外加 10% 的基准关税, 4月9日 00:01 生效对等关税。具体来看: (1) 对全球贸易伙伴普遍加征基准关税 10%, 基本符合预期。(2) 对特定国家加征更高关税, 税率从 10%-49% 不等。(3) 加征关税的范围、幅度均超预期。美国贸易代表办公室 (USTR) 近期针对贸易不公平和非互惠问题重点关注的国家和地区在 20-30 个左右, 但此次加征高关税国家数量达到 60 个以上, 尤其是对东南亚普遍加征高关税, 范围超出预期。(4) 对中国而言, 此次对等关税额外加征 34% 税率, 加上特朗普上任以来以芬太尼等问题为借口已经分别于 2 月、3 月累计加征 20% 关税, 截至目前累计加征关税幅度为 54%, 最新美国对中国平均关税税率已经来到 64.66% 的高位。(5) 此外, 结束了对小额进口 (低于 800 美元) 关税的豁免。对等关税方案公布后, 市场一度对 10% 的全球基准关税反应相对乐观, 但随后大超预期的特定国家高额对等关税迅速扭转市场预期, 且市场交易的更多是衰退而非滞胀。根据贝森特近日对于对等关税的表态, 基准情形下, 目前的高额对等关税税率更多是特朗普给出一个关税上限, 然后根据各国开出的筹码适度降价。展望看, 重点关注两个豁免/延期条件: ① 他国对美降低关税; ② 承诺对华加征关税。后者意味着, 美国可能试图组建自己的贸易同盟以孤立中国。我们预期在各国协商妥协后, 最终落地有效关税幅度将降低。对华方面, 中美理论上可谈判的除了关税, 还有 TikTok、俄乌等地缘问题、美债购买、技术转移等, 预计中美谈判将更加波折。对等关税或重构全球贸易秩序 最惠国关税待遇原则是全球多边贸易体系发展的基石。自 1947 年《关税与贸易总协定》发布以来, 永久性正常贸易关系——即“最惠国关税”便成为了多边贸易体系发展的基石。最惠国关税待遇确保了全球贸易的非歧视性, 使得各国在全球多边贸易体系中能享受到公平待遇。根据 WTO 的相关统计数据, 截止 2022 年, 全球进口额中通过最惠国关税待遇下进行的份额超过 80%, 其中有 51% 的进口额享受了最惠国免税政策, 极大的降低了各国出口成本, 有助于全球贸易的平稳增长。美国本轮对等关税是对最惠国关税待遇原则的挑战, 或使全球多边贸易体系重新转向双边贸易或区域贸易。本轮对等关税的加征, 意味着美国从对少数国家加征“单边关税”扩大到了对主要经济体全面加征“系统性关税”, 此举表明美国可能将彻底背弃最惠国关税待遇, 动摇过去七十多年来全球多边贸易体系发展的基石, 严重破坏全球贸易秩序, 使得全球多边贸易体系重新转向双边贸易或区域贸易。对等关税加征或拖累我国年内 GDP 增长约 1.5%, 如果进一步考虑对等关税对全球贸易收缩的影响, 则对我国 GDP 的拖累可能进一步加大。本轮对等关税的最大的影响在于对现有全球关税与贸易体系的冲击, 而并非单一对我国出口的冲击。对等关税加征后, 可能会使得中国、加拿大和欧盟等主要经济体进一步出台反制措施, 造成各国关税税率的螺旋上升, 重构现有的关税体系, 其对全球贸易及各国经济增长的影响难以估量。根据今天凌晨美国发布的对等关税相关数据测算, 本次加征对等关税会使得美国进口关税加权税率提升 16.7%, 而如果进一步考虑前期对中国加征的 20%、对加拿大和墨西哥

哥加征的 25% 关税税率，则对美国进口关税加权税率的影响可能扩大到 26.4%。进一步参考《斯穆特-霍利关税法案》出台后全球贸易规模对关税税率变化的敏感度，则本次加征对等关税可能会使全球贸易收缩 25.1%。就我国而言，本次对等关税加征再度超预期，叠加前期已经加征的 20% 关税税率，今年我国已累计被加征 54% 的关税税率，以 2017 年-2019 年美国对华进口关税变化与中国对美出口增速变化得到的对美出口增速对关税的敏感系数来测算，本次对等关税预计将影响我国对美出口下滑 31.5%，对应我国整体出口下滑 4.6%。拖累今年 GDP 增速约 1.0%，而进一步考虑前期加征的 20% 关税，则对 GDP 的拖累将扩大到 1.5%。风险提示：（1）《斯穆特-霍利关税法案》出台时间较久远，基于此进行的数据测算可能会存在一定误差；（2）年内美国关税政策的不确定性仍较高，需警惕后续进一步加大对华关税措施的可能性；（3）关税政策对我国经济增长的影响主要在于出口端，国内需求的回升可能会对冲关税政策对 GDP 增速的部分拖累。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：李昌萌 研究助理：韦祎）

固收金工

固收深度报告 20250403：如何从资产比价预判利率走势拐点？

观点 银行作为债券市场的重要投资者，其配置债券是否具有性价比，影响着投资决策，进一步影响到债券市场，可形成债券市场短期维度上的拐点。在此，我们回顾了 2023 年以来，银行资产端放贷款和配置债券之间的性价比，观察是否能够对收益率拐点形成前瞻性指示作用。《商业银行资本管理办法》债券风险权重调整：2023 年 11 月发布的《商业银行资本管理办法》对债券风险权重进行了调整，因此我们下文的分析针对 2023 年及之后。主要调整包括地方政府债券、企业类债券、金融同业债券和次级债券四方面。银行各类资产调整后收益率静态测算：对于个人住房贷款和一般企业贷款的当前收益率，我们选取 2024 年第四季度央行货币政策执行报告所公布的数据，对于其他资产的当前收益率，我们选取 2025 年 3 月 28 日的到期收益率。收益率的调整需要考虑三方面的成本，即信用成本、税收成本和资本占用成本。（1）信用成本=当前收益率*违约率*违约损失率。（2）税收成本=(当前收益率-信用成本)*所得税率。（3）资本占用成本指为维持资本充足率监管目标，银行增添一笔资产需有对应资本与之匹配，我们将资本的获取成本考虑在内，引入资本占用成本。资本占用成本=风险权重×资本充足率目标×资本的平均融资成本率。最终调整后收益率=(当前收益率-信用成本)/(1+增值税率)-税收成本-资本占用成本-信用成本。贷款与债券的比价关系或指示利率拐点：2023 年至今，债券市场有三个修复拐点和三个回调拐点。在修复拐点上，我们关注 3M 同业存单和一般企业贷款之间的比价关系。一般企业贷款调整后收益率通常高于 3M 同业存单调整后收益率，而在 2023 年 12 月初和 2025 年 2 月末，3M 同业存单调整后收益率显著上行，接近或达到一般企业贷款调整后收益率水平，随后收益率下行。当 3M 同业存单利率上行达到或接近一般企业贷款利率时，从收益角度看，同业存单具有较高的吸引力。对于银行而言，一般企业贷款在发放和管理过程中需要耗费较多的人力、物力和时间成本，同时还面临着一定的信用风险。而同业存单是银行间市场的标准化产品，交易成本相对较低，且交易对手主要是银行等金融机构，信用风险相对可控。因此，在这种利率水平相近的情况下，银行更倾向于配置同业存单以获取较

为稳定的利息收入。银行大量购买同业存单会增加对同业存单的需求。根据供求关系原理，需求增加会推动同业存单价格上升，收益率下行。这就形成了一个动态的调整过程，即当同业存单利率上升到一定程度，接近或超过一般企业贷款利率时，银行的购买行为会使其收益率下降，从而回到一个相对合理的水平，由此或可预示拐点的临近。在回调拐点上，我们关注 10 年期利率债品种和贷款利率之间的比价关系。10 年期国债、10 年期地方一般债、10 年期地方专项债调整后收益率基本高于贷款利率，2025 年 1-2 月 10 年期利率债收益率迅速下行至贷款利率水平，随后触底反弹。从收益与风险角度来看，10 年期利率债通常以国家政府信用为背书，具有极高的信用安全性，利息支付稳定，收益相对可预期。然而，其收益率一旦下行至贷款利率水平，情况便发生了扭转。贷款利率虽面临企业违约等信用风险，但银行通过专业的风险评估与管控体系，可在一定程度上降低风险敞口。而且，贷款业务往往能为银行带来如账户管理、结算服务等附加收益，丰富银行的盈利来源。相较之下，10 年期利率债收益模式较为单一，仅依靠票面利息与资本利得。在收益率趋同的情形下，利率债投资性价比大打折扣，银行会更倾向于减少配置 10 年期利率债，增加贷款相关业务。因此 10 年期利率债买盘力量减弱，令收益率上行。信用债方面，走势与利率债的联动性较强，同时也存在其特殊的性质。由于信用债较利率债额外存在信用成本、税收成本和资本占用成本，导致 5 年期 AAA 级投资级企业信用债、3 年期 AAA 级投资级企业城投债、5 年期 AAA-级二级资本债的调整后收益率走势得以平滑，波动幅度不及利率债，比价关系或不如利率债明显。叠加信用债自身可能发生的舆情风险，也将令其在舆情发酵阶段的走势与利率债有所偏差，比价关系的有效性可能弱化。但整体而言，因信用债走势以跟随利率债波动为主，故其调整后收益率的拐点与利率债相似，仍可得到企业贷款调整后收益率水平为“顶”或“底”的前瞻性指示。总结：以银行各类资产的调整后收益率来衡量配置的性价比，可在一定程度上指示利率的拐点。其中，当 3M 同业存单调整后收益率上行至企业贷款调整后收益率时，或指示利率下行拐点。当 10 年期利率债调整后收益率下行至贷款调整后收益率时，或指示利率上行拐点。风险提示：债券走势受多重因素影响；历史经验不代表未来。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶 证券分析师：徐沐阳）

固收点评 20250403：鼎龙转债：CMP 抛光垫国内龙头供应商

事件 鼎龙转债（123255.SZ）于 2025 年 4 月 2 日开始网上申购：总发行规模为 9.10 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于年产 300 吨 KrF/ArF 光刻胶产业化等项目。当前债底估值为 98.54 元，YTM 为 2.35%。鼎龙转债存续期为 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：0.20%、0.40%、0.80%、1.50%、1.80%、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 2.60%（2025-04-02）计算，纯债价值为 98.54 元，纯债对应的 YTM 为 2.35%，债底保护较好。当前转换平价为 99.23 元，平价溢价率为 0.77%。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 09 日至 2031 年 04 月 01 日。初始转股价 28.68 元/股，正股鼎龙股份 4 月 2 日的收盘价为 28.46 元，对应的转换平价为 99.23 元，平价溢价率为 0.77%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 3.27%。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 28.68 元计算，转债发行 9.10 亿元对总股本稀释率为 3.27%，对流通盘的稀释率为 4.18%，对股本摊薄压力较小。观点 我们预计鼎龙转债上市首日价格在 122.25~135.94 元之间，我们预计中签率为 0.0039%。综合可比标的以及实证结果，考虑到鼎龙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 30% 左右，对应的上市价格在 122.25~135.94 元之间。我们预计网上中签率为 0.0039%，建议积极申购。鼎龙股份是一家从事集成电路设计、半导体材料及打印复印通用耗材研发、生产及服务的国家高新技术企业。公司是一家国内领先的关键赛道核心电子材料尤其是核心“卡脖子”进口替代类创新材料的研发、生产及销售的平台型公司，依托材料领域较强的研发、工艺、产业化能力，公司在半导体创新材料领域构建了丰富的产品矩阵。2019 年以来公司营收稳步增长，2019-2023 年复合增速为 23.44%。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“V 型”波动，2019-2023 年复合增速为 23.44%。2023 年，公司实现营业收入 26.67 亿元，同比减少 2.00%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2019-2023 年复合增速为 59.75%。鼎龙股份的营业收入主要由打印复印耗材、CMP 抛光垫产品销售构成。2021 年以来，鼎龙股份上述两个业务板块收入金额合计分别为 23.2 亿元、26.64 亿元和 26.43 亿元，占营业收入比例分别为 98.48%、97.90%和 99.09%。鼎龙股份销售净利率和毛利率维稳，销售费用率下降，财务费用率和管理费用率小幅波动。2019-2023 年，公司销售净利率分别为 1.43%、-7.21%、10.40%、16.69%和 10.79%，销售毛利率分别为 35.66%、32.77%、33.44%、38.09%和 36.95%。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：关税点评：对美敞口小，关注美国/墨西哥工厂布局

投资要点 工程机械主机厂美国敞口小，总体风险可控 加上这次新的关税，工程机械国内对美出口关税达到 79% (25%+20%+34%)，直接出口成本承受难度大，但几家工程机械对美敞口小：三一北美敞口约 3% (20-30 亿元)、恒立北美敞口约 5% (5 亿元)、中联美国敞口约 1%、徐工/柳工/山推北美敞口均不足 2%，总体风险可控。同时，若被制裁国采取反制措施，利好中国工程机械品牌：若第三世界/新兴市场采取反制措施，将给中国工程机械品牌带来更大的机会。海外工厂布局较早，海外产能可降低关税风险 针对此次关税，核心推荐两个方向：一是有北美工厂、二是有墨西哥(关税豁免)/巴西&土耳其(10%可承受)工厂。有北美工厂的是三一重工和恒立液压。①三一：在北美有工厂，未来投产后可达到 2000 台以上产能(对应约 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，若未来关税持续，公司将考虑在北美生产行星丝杠。在墨西哥有工厂的是恒立液压、中联重科。①恒立液压：墨西哥工厂今年开始投产，一开始预计年产值 20 亿元，目前正考虑提高至 30-40 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+的实际销售。在巴西/土耳其有工厂的是中联重科、柳工。①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，合计产能超 30 亿元。②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：虽然关税影响下工程机械对美直接出口成本大幅增加，但考虑到各主机厂美国敞口较小且海外产能布局较早，总体风险可控。推荐【三一重工】【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）

金融产品深度报告：虚拟货币全景洞察：深度剖析概念、历史、技术、现状与趋势

报告要点 全球虚拟货币市场行情概述： 市场规模：2023 年全球虚拟货币市值约为 1.73 万亿美元，截至 2024 年第三季度末，全球加密货币资产市值达到 2.41 万亿美元，2024 年末市值最高约为 3.90 万亿美元。2025 年开年市值维持在 3.5 万亿美元左右，随后回落到 3 万亿美元左右。 交易活跃度：2024 年比特币的日均交易量 383.54 亿美元，总成交额在 2024 年 3 月同比增 63.7%。月均活跃地址数 78.03 万个，全年累计交易次数 1.88 亿次，全年累计交易总额 4966.58 万 BTC。 虚拟货币 ETF 市场概述： 美股虚拟货币 ETF：BITO 截至 2024 年 6 月规模约为 24 亿美元。 现货比特币 ETF：自从 2024 年 1 月获批以来迅猛发展，规模快速增加。截至 2024 年 6 月，IBIT 规模超 200 亿美元，是全球最大的比特币 ETF；FBTC 规模约 100 亿美元；其他（ARB、BITB 等）合计规模超 300 亿美元。 港股虚拟货币 ETF：截至 2024 年 6 月，南方东英比特币期货 ETF（3066.HK）规模约 1.2 亿美元（受期货合约展期成本影响，规模增长缓慢）；南方东英以太币期货 ETF（3068.HK）规模约为 0.3 亿美元。但这些 ETF 产品不支持中国内地的投资者购买，除非持有香港身份证。 A 股虚拟货币 ETF：中国对虚拟货币的监管态度一直较为严格，但是未来可能会由于市场的推动、金融机构的创新探索进行尝试。在香港试点运行平稳的情况下开启监管沙盒试点，以风险防控为前提，逐步开放现货 ETF 或混合型 ETF。 新发行代币基金解读： 驱动因素：区块链技术成熟为代币基金提供坚实支撑，智能合约提升运营效率；投资者对多元投资渠道需求增长，代币基金满足资产配置需求；部分地区政策趋于宽松，规范并支持其发展；传统金融机构为实现数字化转型，借代币基金开拓新业务、增强竞争力。 代表性基金：Superstate 加密货币套利基金（USCC）利用现货与期货价差获利，费用低、流动性好且保障投资者权益；瑞银 uMINT 基于以太坊，提供高效资产管理；嘉实国际代币化基金为香港首支，投资高评级美债且符合当地法规；华夏港元数字货币基金是亚太首只零售代币化基金，首发规模大，前景广阔。 风险提示：（1）市场风险：虚拟货币市场价格波动剧烈，受供需关系、市场情绪影响较大，历史最大回撤能达到 70%以上，（2）监管风险：政策变动对于虚拟货币投资具有重大影响，严格的法律法规限制虚拟货币的交易、发行和使用，可能导致虚拟货币的市场价值大幅缩水。（3）技术风险：区块链技术仍然存在着风险，可能遭受黑客攻击，智能合约也可能存在漏洞，对投资者造成重大经济损失。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：唐遥衍）

通信行业深度报告：云厂商仍保持算力高需求，算力租赁需求有望边际向上

投资要点 算力租赁与 IDC 在算力生态中互补共存，两者的核心区别可分为资源控制权、服务内容与成本结构三方面：算力租赁是“购买服务”模式，用户无需自购硬件，即可通过租赁 GPU 集群等计算资源

获得算力，所有硬件和技术迭代由服务商负责，按需付费模式也更具灵活性，适合短期弹性需求与技术更新较快的场景；IDC 则属于“自建或租赁基础设施”模式，用户需持有或自行租用机柜、电力、网络等资源，并自行管理服务器、存储设备及应用部署，前期投入较高但更利于长期稳定业务，亦适合需要高度数据控制和安全保障的企业。总体而言，算力租赁强调“算力即服务”的轻量化输出，IDC 则提供“重资产持有+基础设施服务”，两种模式在不同需求场景下发挥优势，形成互补的算力服务体系。云厂商逐步向 DeepSeek 的效率与成本对标，训练仍有高需求。以 DeepSeek 为代表的顶尖 AI 公司，通过算法-硬件协同设计，如稀疏化训练、混合精度优化及分布式训练框架升级（如 3D 并行策略），云厂商对算力租赁具有明确需求，其核心逻辑在于灵活应对算力需求波动、降低硬件投入成本、优化资源利用率。Agent（智能体）对算力的需求提升主要源于其渗透率、日均调用次数及任务复杂度的三重增长。例如企业端因 AI 应用扩展（如智能制造、金融分析）开始自建模型训练，进一步加剧算力压力——例如 DeepSeek 单日推理调用 2500 万次，需 1814 张 H800 芯片支持。在这种双重驱动趋势下，算力需求从训练端开始向推理端迁移。供给端硬约束下，因稀缺性溢价与成本传导机制，算力租赁仍有涨价空间。美国对华芯片出口限制持续加码，英伟达 H100/H20 等高端 GPU 对华供应被严格限制。英伟达 H20 禁售后，H800 服务器单价持续逐步涨价，硬件端的成本压力已经传导到租赁端。根据《智能计算中心创新发展指南》，2022 年我国智能算力规模快速增长，达到 268 百亿亿次每秒(EFLOPS)，超过通用算力规模，预计未来 5 年中国智能算力规模的年复合增长率将达 52.3%。IDC 行业的竞争本质是资源禀赋争夺战，算力租赁的核心在于 GPU 资源的规模和渠道稳定性。IDC 核心壁垒在于获取一线城市及周边地区的土地资源与能耗指标，并通过绿色节能技术降低运营成本。政策要求数据中心 PUE 逐步降低，且在绿色电力比例要求下，一线城市能耗指标审批趋严，数据中心逐步向其他非一线城市部署。算力租赁行业的竞争力取决于 GPU 囤积规模与获卡渠道稳定性，尤其在英伟达高端芯片如 H100、H20 供应受限背景下，资源垄断性成为关键。国产替代（如华为昇腾 910B）虽加速，但性能仍有差距，短期内无法完全替代英伟达系芯片单次大模型训练需消耗千卡级 GPU 集群。相关标的：润建股份、大位科技、利通电子、朗科科技、润泽科技、光环新网、铜牛信息、中贝通信、恒润股份、海南华铁、奥飞数据、弘信电子。风险提示：技术发展不及预期，中美地缘政治风险，行业竞争加剧。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周高鼎）

推荐个股及其他点评

南网储能（600995）：2024 年报点评：归母同增 11%，容量电价影响落地，抽水蓄能进入投产期

投资要点 事件：2024 年公司实现营业收入 61.74 亿元，同比增长 9.67%；归母净利润 11.26 亿元，同比增长 11.14%；扣非归母净利润 11.56 亿元，同比增长 12.43%；加权平均 ROE 同比提高 0.33pct，至 5.31%。业绩同增+11%，抽水蓄能业务稳定&调峰水电提升明显。2024 年公司实现营业收入 61.74 亿元，同比增长 9.67%；归母净利润 11.26 亿元，同比增长 11.14%。分业务来看，2024 年，1）抽水蓄能：实现营业收入 41.47 亿元，同比-6.4%，毛利润 18.33 亿元，同比-13.2%，毛利率 44.2%，同比-3.5pct。2024 年公司没有新的抽蓄项目并网投产，

受到抽水蓄能电价政策持续性影响（自 2023 年 6 月 1 日起执行国家发展改革委 2023 年 533 号文，2023 年影响 6 至 12 月，2024 年影响全年），抽蓄收入同比下降，政策影响已在 2024 年见底，2025 年即将进入抽蓄加速投产期。2）调峰水电：实现营业收入 16.34 亿元，同比+55.5%，毛利润 9.92 亿元，同比+131.8%，毛利率 60.7%，同比+20.0pct。2024 年调峰水电厂来水同比增加，发电量同比增加驱动收入利润双增。3）新型储能：实现营业收入 2.78 亿元，同比+198.9%，毛利润 0.67 亿元，同比+168.0%，毛利率 24.3%，同比-2.8pct。2024 年佛山宝塘储能站投产，带动收入增长。抽水蓄能项目储备充沛，即将进入投产期。截至 2024/12/31，公司抽水蓄能投产装机总规模 1028 万千瓦。在建抽水蓄能电站 9 座，总装机容量 1080 万千瓦，包括肇庆浪江抽蓄、惠州中洞抽蓄、梅州抽蓄二期、电白抽蓄、广西南宁抽蓄、灌阳抽蓄、钦州抽蓄、贵港抽蓄、玉林抽蓄，均为 120 万千瓦规模项目。2024 年推动韶关新丰、清远下坪等 5 个项目纳入国家 2024-2028 年核准项目清单，新取得云南文山西畴等 3 个抽蓄项目开发权。在手项目充沛，即将进入投产期，打造南网电网旗下抽水蓄能行业引领者。调峰水电规模稳定，新型储能稳健增长。截至 2024/12/31，公司在运调峰水电机组装机总规模 203 万千瓦，规模保持稳定。新型储能电站累计装机规模 65.42 万千瓦/129.83 万千瓦时（含调试），2024 年新建成 3 座电化学储能电站，完成 1 座储能电站收购。公司战略稳妥发展新型储能，优先开发系统亟需、政策支持力度大、经济效益好的项目。现金流表现良好，分红比例 30%。2024 年，公司经营活动现金流净额 38.55 亿元，同增 8.39%，投资活动现金流净额-77.58 亿元（23 年同期为-59.12 亿元），抽蓄项目处于重点建设期，资本开支有所提升。2024 年现金分红（包括半年度已分配的现金红利）3.38 亿元（含税），分红比例 30%。截至 2024/12/31，公司资产负债率 50.57%，财务结构良好。盈利预测与投资评级：考虑项目投产节奏与抽蓄 533 号文影响，我们下调 25-26 年归母净利润从 16.3/18.4 亿元至 12.4/13.9 亿元，预计 27 年归母净利润 15.2 亿元，对应 PE 为 25/22/21 倍（2025/4/3），政策影响在 2024 年已充分体现，即将进入加速投产期，维持“买入”评级。风险提示：项目建设进度不及预期，来水波动，新型储能竞争加剧。

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩）

阜博集团（03738.HK）：2024 年报点评：经调整净利润同比大增，AI 新业务值得期待

投资要点 事件：公司发布年报。2024 年收入同增 20%至 24 亿港元，2024 年毛利同增 24%至 11 亿港元，毛利率同增 1.3pct 至 43.8%；经调整净利润同增 380%至 1.8 亿港元。收入增长主要得益于美国业务的持续扩张、战略及商业合作推动的中国内地业务扩展。净利润的显著改善则得益于毛利率的提升和运营效率的优化。分业务来看：24 年订阅服务收入同增 27%至 11 亿港元，收入占比 46%；增值服务收入同增 15%至 13 亿港元，收入占比 54%。北美及其他地区收入同增 22%至 12 亿港元，中国地区收入同增 19%至 12 亿港元。在直播领域，为全球顶尖流媒体平台提供即时内容流处理服务，实现分钟级确权保护。在音乐版权保护领域，为头部音乐平台构建跨管道监测网络，针对线上音乐、音视频、直播等场景的侵权行为建立分钟级响应机制。在电商领域，为行业领先电商平台搭建商品图片版权识别体系，实现日均超 50 万张图片的自动化确权，显著缩短知识产权纠纷处理周期。在微短剧领域，通过智能监测系统为头部短视频平台提供版权确权服务。在其他领域，服务边界拓展至直播、微短剧、音乐、电商图片、网络小说等新兴领域，形成覆盖全品类数字内容的全生命周期管理体系。

系。把握时代机遇，拓展 AI 领域服务能力：随着 AI 技术的发展，内容载体和传播方式不断变革，但 IP 始终是影视产业的核心价值。阜博利用其软件服务能力和 AI 技术，为创意经济提供解决方案。1) 公司推出的 Vobile MAX 数字内容资产交易平台，集成了视频确权、区块链及 Web3 技术，实现了创作者赋能、版权变现、保护及交易的一站式服务闭环。该平台支持海量中小内容的并发确权与交易，为数字内容资产的流通提供了透明可信的基础设施，并为版权利益分配提供了精细化的技术支撑。2) 全球数字经济的发展为数字贸易提供了巨大机遇。阜博深度参与多个区域的数字内容资产基础设施型项目的建设，形成了覆盖长短视频、音乐等多形态内容的资产管理能力。盈利预测与投资评级：我们认为公司有望持续受益于全球市场对版权关注度的提升以及版权平台方需求的增加，将 2025-2026 年经调整净利润预测从 1.6/2.7 亿港元上调至 2.3/3.1 亿港元，并预计 2027 年经调整净利润为 3.9 亿港元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 36/27/22 倍，维持“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧，技术进展不及预期，新业务不及预期风险。

(证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖
研究助理：张文雨)

祥源文旅 (600576)：内生外延拓展旅游资产，文旅大集团启航前行
投资要点 打造全球领先的文旅资产服务商：祥源控股集团于 2017 年入主上市公司，主营业务为动漫及其衍生和影视制作等，2022 年起公司通过完成资产重组、资产置换、现金收购等方式陆续收购多个景区相关资产，布局“大湘西”、“大黄山”、“川渝”、“大湾区”等旅游目的地资源，实现动漫影视文化到文旅投资运营的转型，并构建“文化 IP+旅游+科技”新模式。2023 年公司营收为 7.2 亿元，其中景区服务/酒店/动物园/智慧文旅/动漫及其衍生/茶叶销售业务收入分别占比 49%/5%/5%/2%/22%/11%。内生+外延拓展景区相关资产，持续释放业绩弹性：存量资产贡献稳定利润，客流增长+新增项目实现内生增长。1) 大湘西片区景区项目贡献核心利润，百龙天梯/凤凰祥盛/黄龙洞 2023 年净利润分别为 1.05/0.21/0.19 亿元。2) 大黄山区域以齐云山主题旅游度假目的地为核心，2023 年齐云山股份净利润为 795 万元。自由家树屋等酒店等新项目将贡献业绩增量。3) 四川碧峰峡主题旅游度假区，涵盖野生动物世界、生态峡谷景区和大熊猫基地等核心板块，2023 年收入/净利润分别为 1.25/0.58 亿元，空中廊桥助力景区接待能力提升。持续整合景区资产，贡献利润增量。1) 大南岭片区布局湖南莽山五指峰景区，辐射湖南、广东客群，2024H1 收入/净利润为 0.48/0.11 亿元。2) 中标丹霞山 5 个项目特许经营权，布局华南目的地，2023 年景区门票和锦江画廊收入 0.54 亿元。3) 卧龙大熊猫神树坪基地，与碧峰峡协同发展，2024Q1-3 净利润 1012 万元。4) 控股股东文旅资源丰富，将助力公司整合资产。布局低空旅游和旅行服务，助力多元化发展：1) 打造“祥源旅行”旅行服务品牌，实现“线上+线下”一体化布局。公司整合公司目的地资源，通过数字化技术平台，融合旅游目的地周边吃住行游购娱等项目，提供丰富多元的文旅产品。2) 布局低空经济，构建“低空+文旅”综合服务业态。公司成立祥源通航布局“低空+旅游”业务，已经与亿航智能、零重力、小鹏汇天达成战略合作，亿航 EH216-S 已在广东丹霞山、齐云山、花世界实现首飞，3 月 28 日国内已取得首张 OC 证。盈利预测与投资评级：祥源文旅是中国领先的文旅资产服务商，布局多个目的地稀缺景区资源，打造“文化 IP+旅游+科技”新模式，未来内生增长和外延扩张助力释放业绩弹性。我们预测 2024-2026 年公司归母净利润为 1.6/4.0/4.6

亿元，对应 PE 为 60/24/21 倍。考虑公司有望继续整合景区资产，有估值溢价，首次覆盖给予“增持”评级。风险提示：宏观经济波动、资源整合进度不及预期、新项目落地进度不及预期、自然灾害和极端天气影响经营等风险。

（证券分析师：吴劲草）

丰光精密（430510）：2024 年报点评：折旧及费用化扰动业绩下滑，期待谐波减速器量产打开成长空间

投资要点 2024 年销售订单同比增长，上合工厂折旧及费用化短期扰动业绩下滑。公司发布 2024 年度报告，实现营业收入 2.32 亿元，同比+10.09%；归母净利润 0.21 亿元，同比-40.81%；销售毛利率 36.31%，同比+0.97pct；销售净利率 9.06%，同比-7.79pct。营收同比增长而利润同比下滑，主要系公司销售订单随下游行业需求增加而增加，但增幅低于营业总成本的增幅。2024 年成本端增加主要为上合工厂主体竣工验收后使本期发生了厂房折旧费用以及本期项目贷款产生的利息支出由资本化转为费用化，同时本期收到的政府补助同比减少约 619 万元。期间费用率方面，2024 年公司销售/管理/财务/研发费用率为 3.96%/12.95%/1.75%/6.30%，同比+0.44/+2.68/+1.86/-0.50pct。精密机械零部件产品销售稳步增长，谐波减速器已进入小批量量产状态。公司主营精密机械加工件和压铸件等金属零部件，并为客户提供精密机械零部件的加工服务。此外，公司紧跟人形机器人市场趋势，积极布局谐波减速器产品。分业务进展来看，1) 产品收入：实现 1.80 亿元(同比+17.78%)，占比 77.52%(同比+0.80pct)，毛利率 31.36%(同比+3.97pct)。2) 加工收入：实现 0.45 亿元(同比-13.06%)，占比 19.39%(同比-0.23pct)，毛利率 49.78%(同比-3.99pct)。3) 谐波减速器：2024 年公司已成功完成谐波减速器全系列齿形设计，并通过了内部技术验证，具备随时响应市场需求并进入批量生产的能力。产品+客户筑牢业绩保障，谐波减速器有望打造第二曲线。1) 技术与品控兼顾，产品精度领先、质量稳定：公司作为细分领域的领军企业，在加工精度、加工表面质量以及不良率方面表现优异。2) 高要求决定高粘性，绑定优质客户资源：公司客户多为大规模、高技术、行业领先的优质客户，包括日本 THK、安川电机、英国埃地沃兹等。客户的经营稳定且增长性强，为公司业绩增长提供持续动能。3) 研发布局谐波减速器，打造第二增长曲线：谐波减速机下游广阔，是工业机器人、服务机器人、人形机器人等先进行业的核心部件。公司在原材料选择、热处理工艺、减速机齿形的加工工艺、组装、测量等关键环节采用国际领先的加工技术和标准，并结合多年技术积累和加工经验，以对标四大机器人厂商供应商的谐波减速器为加工生产标准。截至 2024 年底，公司自研的谐波减速器正积极与潜在客户对接，部分客户已下达小批量订单。

盈利预测与投资评级：考虑上合工厂投产致折旧及费用化水平提升、新品市场拓展前期放量较小，下调公司 2025-2027 年归母净利润预测为 0.25/0.32/0.44 亿元（2025/2026 年前值为 0.55/0.65 亿元），当前股价对应动态 PE 分别为 163.88/131.35/94.86 倍，考虑公司谐波减速器进入小批量量产阶段，有望打开成长空间，维持“增持”评级。风险提示：原材料价格上涨；零部件降价风险；新业务拓展不及预期。

（证券分析师：朱洁羽 证券分析师：易申申

证券分析师：余慧勇 研究助理：薛路熹 研究助理：武阿兰）

海天味业（603288）：2024 年报点评：业绩符合预期，成本红利+改革红利双重释放

投资要点 公司发布 2024 年报：2024 年公司实现营业收入 269 亿元，同比增长 9.5%；实现归母净利润 63.44 亿元，同比增长 12.8%；实现

扣非归母净利润 60.69 亿元，同比增长 12.5%。2024Q4 公司实现营业收入 65.02 亿元，同比增长 10%；实现归母净利润 15.29 亿元，同比增长 17.8%；实现扣非归母净利润 14.55 亿元，同比增长 17.1%。业绩符合预期。其他品类表现亮眼，24Q4 主要品类加速增长。分产品，24 年酱油/蚝油/调味酱/其他业务收入分别同比+8.9%/+8.6%/+10%/+16.8%；2024Q4 酱油/蚝油/调味酱/其他调味品收入分别同比+13.6%/+15.4%/+13.2%/+7.1%。24 年公司其他调味品增速亮眼，预计主因复合调味汁等产品在渠道网络复用下加速铺货贡献增量。24Q4 酱油等主要品类加速增长预计主因春节备货。线上高增，优化经销商团队。分渠道，2024Q4 公司线上/线下收入分别同比+59%/+11%，线上渠道持续高增预计主因低基数+公司为应对渠道碎片化、强化线上渠道精细化运营。分区域来看，2024Q4 公司东部/南部/中部/北部/西部收入分别同比+5.4%/+8.6%/+20.5%/+12%/+20.3%，东南主市场稳健增长，中西部市场加速开拓。截止到 2024 年末，公司经销商数量环比 24Q3 减少 15 家至 6707 家，主因公司深化渠道改革，优化经销商团队。成本红利推动毛利率改善，盈利能力提升显著。2024 年公司毛利率同比+2.3pct 至 37%，24Q4 毛利率同比+5.3pct 至 37.7%。分品类看，2024 年酱油/蚝油/调味酱/其他业务毛利率分别同比+2.1/+4.7/+1.95/+2.6pct，其中酱油吨价/吨直接材料成本分别同比-2.5%/-6.8%，蚝油吨价/吨直接材料成本分别同比+0.4%/-7.6%，调味酱吨价/吨直接材料成本分别同比-3.1%/-6.5%，成本红利释放推动毛利率提升。2024Q4 公司销售费用率同比+1.7pct，预计主因行业竞争激烈，公司加大费投以抢占市场份额。综合来看，2024Q4 公司归母净利率同比+1.56pct，盈利能力改善。25 年开局稳健，看好改革红利持续释放。渠道反馈，2025 年 1-2 月公司出货端增长稳健，其中 C 端表现好于 B 端，当前库存较 24 年末略有提升。BC 端双轮驱动下，25 年公司改革红利有望持续释放，全年有望稳健增长。盈利预测与投资评级：24 年业绩符合预期，考虑到行业需求疲软，下调 25-26 年收入预期为 297/328 亿元（此前预期 305.7/336.83 亿元），并新增 27 年收入预期 363 亿元，25-27 年同比+10%/+11%/+11%；考虑到成本红利有望延续，调整 25-26 年归母净利润预期为 70/78 亿元（此前预期 70/77 亿元），并新增 27 年预期为 86 亿元，25-27 年同比+11%/+11%/+11%，对应 25-27 年 PE 分别为 32/29/26x，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，改革进展不及预期

（证券分析师：苏钺 证券分析师：周韵）

应流股份（603308）：2024 年报点评：AI 数据中心需求旺盛，燃气轮机在手订单高增

投资要点 事件：2025 年 3 月 31 日，公司发布 2024 年年度报告。AI 数据中心推动燃气轮机需求上行，燃机领域在手订单高增 2024 年公司实现营业收入 25.1 亿元，同比+4.2%，实现归母净利润 2.9 亿元，同比-5.6%；单 Q4 实现营业收入 6.0 亿元，同比-0.3%，归母净利润 0.6 亿元，同比-0.1%。分产品看，①高温合金产品及精密铸钢件产品：2024 年实现收入 14.7 亿元，同比+6.7%，在“两机”国产化浪潮以及 AI 数据中心建设爆发下，“两机”业务有望迎来收获期。②核电及其他中大型铸钢件产品：2024 年实现收入 6.4 亿元，同比-5.3%，传统铸件基本盘保持稳定。③新型材料与装备：2024 年实现收入 2.3 亿元，同比+4.0%。公司作为全球各大燃气轮机龙头公司的叶片铸件供应商，充分受益于 AI 驱动下燃机需求增长。截至 2024 年底，公司在手“两机”订单超 12 亿元，合同负债达 1.8 亿元，同比+118%，其中公司燃

气轮机热端部件订单强劲增长, 2024 年公司燃气轮机产品接单增幅达 102.8%。费控能力良好, 看好公司盈利能力长期提升空间 2024 年公司销售毛利率为 34.2%, 同比-1.9pct, 销售净利率为 10.1%, 同比-1.5pct。分国内外来看, 2024 年公司国内毛利率 34.8%, 同比-2.3pct; 海外毛利率 33.4%, 同比-1.5pct。费用端来看, 2024 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.4%/7.9%/12.1%/5.0%, 同比+0.0/-0.1/-0.0/+0.6pct, 研发费用率持续保持高位, 确保公司在高端铸件产业链具备技术护城河。展望未来, 随着规模效应显现、可转债项目的产能落地与持续爬坡, 公司业务有望向叶片产业链下游延伸, 显著提高产品质量与附加值, 推动盈利能力不断提升。“两机”业务构建新增长极, 核能&低空打开长期成长空间 (1) 两机业务: 2024 年以来全球 AI 需求爆发导致两机叶片行业供需失衡, 公司借此机遇切入全球头部客户供应链并显著提高份额, 两机业务有望实现高速增长。基于行业高景气度带来的发展机会, 公司投入 11.5 亿元用于叶片机匣加工涂层项目开发, 叶片涂层工序壁垒&附加值较高, 该项目将有效提高公司核心竞争力&盈利能力, 长期看好公司两机业务贡献业绩新增长点。(2) 核能业务: 有望受益于核电行业景气度持续上升, 公司将投入 6.4 亿元用于先进核能材料及关键零部件智能化升级项目, 有助于把握核电装机容量提升带来的市场机遇。(3) 低空经济: 公司已形成核心零部件、涡轴发动机和直升机三位一体的航空航天业务基础, 产业链完善, 且公司所在安徽省具备较强低空产业发展区位优势, 长期看好低空业务发展潜力。盈利预测与投资评级: 考虑公司燃气轮机在手订单落地节奏, 我们调整公司 2025-2026 年归母净利润预测至 4.50/6.26 亿元(原值为 4.60/5.85 亿元), 新增 2027 年归母净利润预测为 8.63 亿元, 对应当前市值 PE 分别为 28/20/15x, 维持“买入”评级。风险提示: 资本开支不及预期, 需求不及预期, 国产化进程不及预期

(证券分析师: 周尔双)

贵州茅台 (600519): 2024 年报点评: 平稳兑现, 目标积极

投资要点 事件: 公司发布 2024 年财报。2024 年实现营业总收入 1741 亿元, 同增 15.7%; 归母净利润 862 亿元, 同增 15.4%。此前预告 2024 年总营收 1738 亿元(同增 15.4%)、归母净利 857 亿元(同增 14.7%)。24Q4 公司总营收、归母净利分别同增 12.8%、16.2%。24 年平稳兑现, 茅台酒量增略超预期。2024 年公司灵活调整销售政策及产品投放, 保障全年经营计划顺利完成。1) 分产品看, ①2024 年茅台酒实现收入 1459.3 亿元, 同增 15.3%, 量/价分别同增 10.2%/4.6%, 量价表现略弱于年初预期, 主因年内非标产品批价承压, 公司及时调整产品结构, 增量更多向多规格装普飞倾斜。②2024 年系列酒实现收入 246.8 亿元, 同增 19.7%, 量/价分别同增 18.5%/1.0%。其中, 茅台 1935 完成销售额 120 亿元, 同增近 10%; 估算其他系列酒收入同增约 25%+, 主要由王子酒贡献增量。2) 分渠道看, 2024 年公司直销收入 748.4 亿元, 同增 11.3%, 占比同比-1.8pct 至 43.9%。其中, i 茅台及其他直销渠道收入分别同比-10.5%、+22.2%, 稳批价背景下, 公司及时调整渠道结构, 对 i 茅台、团购、电商等直销渠道均有一定调控。收现相对承压, 管理费用同比收缩。1) 收现端, 2024 年公司销售收现同增 11.6%, 收现比 0.96, 年末预售款项余额同比回落 45.3 亿元, 环比小幅回落 3.5 亿元, 年底开门红回款启动相对靠后。2) 盈利端, 2024 年公司归母净利率 52.3%, 同比略降 0.2pct, 主因: ①营业税金及附加比率同比+0.7pct 至 15.8%; ②销售费率同比+0.15pct 至 3.3%, 期内公司持续加强非标及 1935 市场推广费用。全年毛利率基本持平, 茅台酒、系列酒毛利率分别同比-0.06、+0.11pct; 市场投入加大背景下, 公司加

大内部减支力度，管理费用同降 4.3%（降幅 4.1 亿），主要系薪酬同降 15%（降幅 6.5 亿），推动管理费率同比-1.1pct 至 5.3%。2025 年总营收目标同比增长 9%，Q1 开局平稳。在集团十四五目标下，25 年规划收入同增 9%符合预期，预计公司将进一步优化产品及渠道配称以挖掘收入增量：其中，茅台酒通过精准调控直营、经销渠道的产品结构及发货节奏，成功呵护普飞 2024 年底以来批价表现平稳，2025 春节动销企稳。酱香酒进一步强化单品打造，①茅台 1935 预计 2025 年收入增速或边际提振，1 是重新锚定至 700 元价位后，1935 春节动销反馈积极；2 是渠道配额及市场投入政策调整下，渠道稳价效果亦佳。②王子酒预计重启增长，目前渠道扩张正加速推进。在更多元化的产品结构支撑下，看好公司普飞量价统筹更显从容。盈利预测与投资评级：参考 2025 年经营目标及产品结构变化，我们更新 2025~26 年归母净利润预测为 932、1009 亿元（前值为 916、993 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 1103 亿元，当前市值对应 PE 为 21、19、18x，维持“买入”评级。风险提示：宏观承压消费持续走弱，需求企稳不及预期；市场对增速规划的非理性反应等。

（证券分析师：苏铖 证券分析师：孙瑜）

森马服饰（002563）：2024 年报点评：推进品牌焕新+恢复开店，提高分红比例

投资要点 公司公布 2024 年年报：2024 年营收 146.26 亿元/yoy+7.06%，归母净利润 11.37 亿元/yoy+1.42%，扣非归母净利润 10.84 亿元/yoy+6.16%。单 Q4 营收 52.27 亿元/yoy+9.76%，归母净利润 3.82 亿元/yoy+32.07%，归母净利润增长快于营收主因资产减值同比减少。年末分红 0.35 元/股，全年分红比例 82.9%，较 2023 年显著提升（2023 年分红比例 72.1%）。童装产品迭代、翻新门店，贡献主要增长，休闲服焕新“新森马”形象。分产品看，2024 年休闲服/童装收入分别同比+0.4%/+9.6%，收入占比分别为 29%/70%。24 年巴拉品牌对产品线迭代更新，确立日常生活、城市户外和高光时刻三大核心场景产品线，并逐步构建心智商品群，目前已打造 Bala T、轻羽绒、冲锋衣、防晒服等百万级销量的商品集群，24 年翻新扩改门店超 500 家。森马品牌聚焦 8 大心智产品，爆款产品规模实现三倍增长，截至 24 年底新森马形象店开设超 500 家。截至 24 年末休闲服/童装门店分别为 2811/5515 家，较 23 年末分别+108/+280 家。重回净开店周期，加大直营开店。分渠道看，2024 年线上/直营/加盟收入分别同比+7.14%/+12.64%/+5.12%，收入占比分别为 46%/11%/42%。截至 24 年末直营/加盟门店分别为 980/7260 家，分别较 23 年末净+299/+96 家（对应同比+44%/+1.3%），24 年以来公司重新进入净开店周期，同时在渠道结构上积极优化，开店方向上增加直营模式布局，其中森马品牌以购物中心为主、面积 300-400 平，巴拉以购物中心和奥莱渠道为主、面积 200-300 平。海外市场方面，公司继续积极开拓海外市场，24 年在新加坡、马来西亚、越南、蒙古、约旦等多个市场新开 30 多家门店，截至 24 年末海外门店数量突破 100 家。毛利率小幅下降，费用率提升，存货周转优化。1）毛利率：24 年同比-0.21pct 至 43.82%，主因休闲服品类和线下渠道折扣加深。2）费用率：24 年销售/管理/研发/财务费用率分别同比 +1.54/-0.56/+0.04/+0.26pct 至 25.65%/4.05%/2.09%/-0.9%，销售费用提升主因增加直营开店及加大品牌推广。3）归母净利率：结合资产减值损失减少，24 年归母净利率同比-0.43pct 至 7.78%。4）存货：24 年末存货 34.8 亿元/yoy+26.75%，存货同比增加主因 23 年库存基数偏低，Q4 环比 Q3 有所减少，24 年存货周转天数同比缩短 19 天至 136 天。5）现金：24 年

经营性活动现金流净额 12.63 亿元/yoy-34.9%，主因支付货款和宣传推广费增加，截至 24 年末账上现金 62.85 亿元。盈利预测与投资评级：24 年 9 月发布股权激励公告，24/25/26 年扣非归母净利润考核目标分别为门槛值 12/15/18 亿元、挑战值 13/17/22 亿元（对应不同行权比例），因经营环境存在挑战 24 年未达到考核目标，公司提高分红比例作为补偿。我们将 25-26 年归母净利润预测值从 13.4/14.8 亿元下调为 12.3/13.3 亿元，增加 27 年预测值 14.2 亿元，对应 25-27 年 PE 分别为 16/15/14X，维持“买入”评级。风险提示：终端消费低迷，竞争加剧。

（证券分析师：汤军 证券分析师：赵艺原）

海尔生物（688139）：2024 年年报点评：业绩符合预期，新产业增速强劲

投资要点 事件：公司发布 2024 年年报，业绩符合我们预期，2024FY 实现营收 22.84 亿元（+0.13%，括号内为同比增速，下同），归母净利润 3.67 亿元（-9.7%）。2024Q4 单季度实现营收 5.02 亿元（+10.4%），归母净利润 0.57 亿元（+17.63%）。降本增效，24FY 同比来看，销售毛利率为 47.99%（yoy-2.64pct，主要系会计准则变动，还原后毛利率 50.43%）；降本增效，销售费用率-2.18pct（费用率同比变化，下同），管理费用率-0.1pct，研发费用率-0.65pct。非存储产业增长强劲，生命科学板块增速较快：（1）以新产业和存储类业务分，非存储新产业全年同增 21.3%，占主营收入比 45.5%（+7.9pct）；存储产业 24H2 收入降幅逐季收窄，Q4 实现同比增长，剔除太阳能疫苗方案影响后全年持平。（2）以业务板块分，生命科学板块实现营收 10.9 亿元（+6.1%），其中液氮业务营收年复合增长率保持双位数，实验室耗材业务康盛生物实现收入倍速增长，并完成上海元析仪器并购正式切入分析仪器赛道。医疗创新板块实现营收 11.8 亿元（-4.9%），剔除太阳能疫苗方案后同比高个位数增长；其中公卫信息化业务金卫信收入增速超过 40%，血浆采集方案业务海尔血技收入增速达行业增速的 1.3 倍，药房自动化业务收入接近翻番。并购标的整合良好，长期增长动力充沛。海外加强本土化布局，直面全球市场体系：分海内外看，国内全年营收 15.6 亿元（+4.7%）；根据公司年报，2024 年公司国内市场新增用户数量占比超过 1/3，场景方案类业务收入增长超过 50%。海外营收 7.1 亿元（-8.7%），海外市场剔除太阳能疫苗方案实现收入双位数增速。公司针对海外应用特点补全产品型号，达成多款新产品型号于海外上市，为未来海外增长提供支撑。伴随海外订单周期扰动平稳、太阳能疫苗方案交付加速，我们判断 2025 年国内市场保持收入中个位数增长，海外市场有望大幅提速。盈利预测与投资评级：受公司海外项目的扰动，我们将公司 2025-2026 年营收由 27.8/32.3 亿元下调为 26.2/29.9 亿元，将公司归母净利润由 5.0/5.9 亿元下调为 4.3/5.0 亿元，并预测 2027 年营收和归母净利润分别为 34.1 亿元和 5.9 亿元；2025-2027 年对应当前股价 PE 分别为 26/22/19 倍。考虑到公司海外有望迎接拐点，维持“买入”评级。风险提示：需求恢复不及预期，新产品开拓不及预期，汇兑损益，并购重组风险等。

（证券分析师：朱国广 研究助理：刘若彤）

固生堂（02273.HK）：2024 年业绩点评：收入/经调利润快速增长，门店扩张与 AI 布局快速推进

投资要点 事件：2024 年，公司实现收入 30.22 亿元，同比增长 29.90%；实现经调整净利润 4 亿元，同比增长 31.4%。不考虑汇兑损益经调利润为 4.07 亿，同比 2023 年 2.91 亿增长 39.8%，保持正常经营性利润增速。2024 年，公司每股派息 0.41 港元，分红 9751 万港元。加上

2024 年中期分红，全年分红 1.19 亿人民币，占帐面利润 38.7%。内生外延驱动收入规模快速增长。拆分收入：1) 线下收入 27.4 亿元，同比增长 34.5%；线上收入 2.8 亿元，同比下滑 1.5%。线下收入增长趋势与机构扩张及业务经营趋势一致；线上下滑主要由于主动调整收缩。2) 分地区来看，中国内地业务收入 30.19 亿元，新加坡业务收入 315 万元。截至 2024 年末，公司在中国共有 78 家医疗机构，在新加坡共有 1 家医疗机构；相较于 23 年末的 56 家医疗机构新增 23 家。新增机构包括收购的新加坡、昆山、宁波等地区的 19 家门店、新建 4 家门店。公司 2024 年客流增长 26%、客单略升 3%。2024 年，公司新客户 88.9 万人，同比增长 10.6%；客户就诊人次 541.1 万人次，同比增长 25.9%；就诊次均费用 559 元，同比增长 3.3%。客户回头率 67.1%，同比提升 1.9pp。2024 年末，累计会员人数 45.95 万人，同比增长 26%；会员就诊人次 213.1 万人次，同比增长 36%；会员回头率 85.4%，基本保持稳定。AI 布局：公司计划推出 AI 医生助手及智能硬件设备，提升中医诊疗中的辅助诊疗能力，以实现更高效率的诊疗服务、更加广泛的客户链接。AI 医生助手有望提高产能效率，发挥中医慢病管理优势。盈利预测与投资评级：考虑到客观因素的影响，我们将公司 2025-2026 年的经调整净利润由 5.4/7.1 亿元下调至 4.9/6.0 亿元，2027 年预计为 7.5 亿元，对应当前市值的 PE 估值为 14/12/9 倍。基于公司门店扩张与 AI 布局快速推进，维持“买入”评级。风险提示：政策风险，市场竞争加剧风险，上游中药材成本上涨风险，并购不及预期风险等。

(证券分析师：朱国广 证券分析师：冉胜男
证券分析师：李倩)

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>