

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-03-17

宏观策略

2025 年 03 月 17 日

海外周报 20250309: 紧财政冲击美股情绪, 非农暂缓衰退担忧

核心观点: 本周公布的美国经济数据喜忧参半, 非农就业略不及预期但走弱幅度相对可控, 一定程度上缓解了近期市场对于美国经济过于悲观的预期。但同时, 特朗普及其内阁“紧财政”思路逐步浮出水面, 欧美财政叙事的分化给美股市场情绪带来更大的冲击, 美元、美股大跌。下周关注 2 月美国 CPI 和 3 月 14 日再度到来的政府停摆风波。向前看, 我们认为美国经济仍有韧性, 但特朗普政策对市场情绪的扰动仍是当前大类资产的主导因素。虽然短期美国财政赤字实质性削减的空间十分有限, 但考虑到本届共和党在众议院较为微弱的优势、债务上限的掣肘等因素, 不可忽视“紧财政”预期对市场情绪和风险资产的打压。

宏观量化经济指数周报 20250309: 新增贷款: 2 月同比少增, 1-2 月同比持平

2 月国内挖机销量同比增长 99.4%, 指向项目开工进程或开始提速

宏观点评 20250307: 财政扩张令德国国债利率飙升

德国国债利率飙升: 德国新领导人在周二提出了一项激进扩张的财政政策, 据德银, 这是“战后历史上最大的持续赤字”, 受此影响, 德国国债利率飙升 30bps, 1990 年以来最大。风险提示: 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; 通胀下行速率不及预期。

固收金工

固收点评 20250313: 永贵转债: 轨道交通连接器领军者

我们预计永贵转债上市首日价格在 127.77~142.08 元之间, 我们预计中签率为 0.0043%。

行业

汽车行业点评报告: 汽车行研札记 08 期: 2025 年整车框架需要重大调整

【新车周期】是一代又一代汽车研究员总结整车投资框架的精髓, 似乎默认了这就是规律。这个“规律”真的就永远不会被打破? 是否会未来投资整车“不再看新车周期”? 对于这个问题的思考, 今年越来越让我们焦虑。假设未来不看新车周期, 又会看什么? 为了缓解焦虑, 我们认为应该: 1) 尽快清零历史框架; 2) 尊重产业趋势变化。如果纯粹站在汽车智能化产业趋势, 那么接下来 5-10 年核心变化是【出行革命】, 对 Robotaxi 应该乐观。如果相信 Robotaxi 大规模商业化可行的话, 整车的定义会发生巨大变化。我们车企未来 5-10 年或将逐步分化成三类模式: 1) Robotaxi 运营; 2) 整车高端制造; 3) 个性化品牌。不同模式的车企应该是适用不同框架体系, 适用不同估值体系。如果认同这个观点, 2) 和 3) 类整车框架是汽车研究员所擅长的, 最大挑战是 1) 类模式, 如何去理解软件, 以及软件和硬件的融合。风险提示: 智能化行业发展不及预期等。

2025 年汽车智能化培训框架

晨会编辑 袁理

执业证书: S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

智能化如何重构汽车产业链？淘汰赛模式！强者恒强！产业链利润分配模式或类似消费电子产业链。整车或分为三类公司：1）一类是 B 端 Robotaxi，核心壁垒在于【算法技术+整车成本+平台流量】；2）一类是 C 端个性化品牌，核心壁垒在于【爆款车型推出能否成为大概率事件】；3）一类是整车高端制造，核心壁垒在于【能否绑定优秀合作伙伴】。零部件或分为两类公司：1）一类是模块化供应商，核心壁垒在于【能否绑定优秀车企且不断拓展品类能力】；2）一类是单一品类供应商，核心壁垒在于【垂直一体化能力是否足够强大到成本持续领先】。风险提示：智能化政策不及预期风险等。

房地产行业深度报告：债务重组后，房企如何恢复经营？

投资建议：我们认为 2025 年或迎来房企的债务重组高峰，部分房企有望通过债务重组度过短期现金流危机。短期现金流压力得以缓解后，中长期房地产公司仍需依靠自身实现稳定经营并逐步增长，而具备优质商业资产以及多元化布局的房地产公司，有望率先通过其多元化策略及资产运营能力实现经营修复，并借助 REITs 重启融资通道，因此我们建议关注受行业信用风险影响后融资渠道受阻，但拥有优质持有型物业并具备成熟的资产运营能力的弹性标的。风险提示：1）行业下行压力超预期；2）政策放松不及预期；3）企业债务重组进展不及预期；4）指标参考对研究结论或有较大偏差。

计算机行业点评报告：深海科技：首次纳入政府工作报告，万亿市场迎来新增长极

政策支持海洋经济高质量发展，包括深海资源商业化开发、海洋数据应用生态构建等方向。我们认为深海资源开发（可燃冰/矿产）、智能装备（AUV 机器人）及海底数据中心（IDC 节能替代）等方向值得关注。深海信息化领域公司主要包括：中远海科（中远海运集团子公司，航运信息化）、海兰信（海底数据中心）、中船科技（水下机器人）、中天科技（海底通信网络）、东方电缆（深海电缆）、中科星图（海底探测数据服务），中国海防（深海装备）、亨通光电（深海电缆）。

推荐个股及其他点评

安井食品（603345）：安井食品并购事件点评：基本面企稳，并购再下一城

我们维持此前盈利预测，预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 14.3/16.2/18.3 亿元，同比-3.0%/+13.3%/+12.6%，对应 PE 为 17/15/13X。我们认为公司基本面企稳，估值触底，并购催化出台，维持“买入”评级。

昆药集团（600422）：2024 年年报点评：核心品种逐步放量，持续改革融合未来可期

昆中药 1381、777 协同并进，大单品重点打造成效显著。分治疗领域来看，抗疟类产品实现收入 1.3 亿元（+45.89%）；妇科系列收入 4.0 亿元（+15.67%），消化系统实现收入 5.5 亿元（+2.46%），表现较好；心脑血管主受到注射用血塞通集采影响，短期有所承压，2024 年实现收入 21.95 亿元（-17.45%）。分事业部来看，公司与华润圣火联合推出“777”全新品牌，以强 KA、广覆盖为目标，大力开展零售渠道搭建及开发。2024 年，血软（包含络泰和理洩王）销量同比增长 11.27%。公司昆中药 1381 整体销售规模实现历史性突破，其中，消化、情绪治疗、感冒呼吸三大产品矩阵的核心品种参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒及清肺化痰丸合计同比增长

20%，清肺化痰丸营收规模破亿，参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒营收规模再创历史新高。强品牌、拓渠道、广覆盖，院内外齐头并进。公司借助三九商道体系等优势，持续推动渠道变革，重点加强经销商管理，并积极建构昆药商道。蒲公英计划助力实现全渠道提升覆盖，铁架子项目试点推进搭建纯销型精准营销网络，黄金单品的终端覆盖率不断提升。B/C 端多维度的品牌传播实现有效的终端转化。医疗渠道方面，公司三七血塞通系列产品、普瑞巴林口服溶液、阿法骨化醇软胶囊等均集采中标或扩围接续中标，有望在院内实现以价换量。此外，公司积极融合国家战略，开拓海外市场，三七制剂血塞通已在 15 个国家获得准入，并为血塞通软胶囊在美国、欧洲等法规市场上市做前期准备；络泰® 血塞通系列借助青蒿素积累的“国际通道”走向沿线国家，在多个国家获批上市，2024 年，海外销售收入 1.4 亿元（+21.52%），进一步打开产品放量空间。盈利预测与投资评级：考虑到集采等政策的影响，我们将 2025、2026 年的归母净利润预测由 7.57、9.67 亿元下调至 7.45、8.93 亿元，2027 年预计为 11.03 亿元，当前市值对应 PE 为 17/15/12 倍，维持“买入”评级。风险提示：产品放量不及预期风险，政策风险，市场竞争加剧风险等。

富途控股（FUTU）：2024 年年报点评：全球业务高速增长

盈利预测与投资评级：结合公司 2024 年经营情况，叠加我们对公司全球业务稳健发展的预期，我们上调此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 71/89/110 亿港元（2025-2026 年前值分别为 56/65 亿港元），当前市值对应 2025-2027 年 PE 估值分别为 16.21/12.93/10.48 倍（PE 计算口径为归母净利润/EPADS）。我们看好公司持续拓展海外市场，加速用户规模扩张，公司中长期成长空间可观，维持“买入”评级。风险提示：监管趋严抑制业务创新，行业竞争加剧，权益市场大幅波动。

华峰测控（688200）：2024 年报点评：业绩符合预期，看好高端测试机 8600 放量

符合预期，业绩稳健增长：2024 年公司实现营收 9.05 亿元，同比+31.05%，归母净利润 3.34 亿元，同比+32.69%，扣非归母 3.40 亿元，同比+34.35%；Q4 单季实现营收 2.84 亿元，同比+65.08%，环比+17.36%，归母净利 1.21 亿元，同比+121.30%，环比+20.10%，扣非归母 1.17 亿元，同比+94.09%，环比+21.36%。受会计准则影响，Q4 毛利率略有波动：2024 年毛利率 73.31%，同比+0.84pct，净利率 36.88%，同比+0.45pct；Q4 单季毛利率为 66.18%，同比-9.43pct，环比-11.51pct，净利率为 42.52%，同比+10.80pct，环比+0.97pct，主要受会计准则影响，质保费用由销售费用计入营业成本。8600 客户端验证中，充分受益国产 AI 芯片需求：8600 机型对标爱德万的 93K，是公司的下一代平台，23 年 SEMICON 推出，24 年以验证为主，验证的产品主要是高算力、AI、SoC 等复杂芯片。

发行可转债自研 ASIC 芯片突破高端测试机瓶颈：1 月发布可转债发行预案拟募资不超过 10 亿元，其中 7.59 亿元投入基于自研 ASIC 芯片。目前 800Mbps 及以下主频的板卡，完全可以通过市场上的通用芯片来实现，1.6Gbps 及更高主频的板卡资源则需要依赖自研的高端芯片。自研芯片是公司迈向高端化的关键一步，公司在上市前便开始布局自研芯片，并于 2022 年开始与国内芯片设计企业展开合作，已经完成了前期低主频芯片的技术积累。盈利预测与投资评级：考虑到封测行业景气度+公司新品节奏，我们基本维持公司 2025-2026 年归母净利润为 4.6/5.4 亿元，并预计 2027 年归母净利润为 6.0 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为

43/36/32X，维持“增持”评级。 风险提示：下游扩产不及预期，研发进展不及预期。

万通液压 (830839): 2024 年报点评: 高毛利市场增量与降本增效并举, 利润端增速显著高于营收端

公司发布 2024 年度报告，实现营业收入 6.29 亿元，同比-5.99%；归母净利润 1.09 亿元，同比+37.02%；扣非归母净利润 1.01 亿元，同比+35.11%。公司营收同比下滑主要受到能源采掘设备市场需求放缓带来的不利影响，归母净利润同比增长主要系公司积极优化产品结构，高毛利产品收入占比增加，境外市场营收同比+62.71%，叠加主要原材料价格下降，同时公司通过自动化升级改造、标准化生产等措施，降本提质增效，带动销售毛利率同比提升 6.04pct 至 27.93%，销售净利率同比提升 5.43pct 至 17.30%。盈利预测与投资评级：油气弹簧增速亮眼，海外市场成效显著，军民并驱业绩可期，预计公司 2025~2027 年实现归母净利润分别为 1.37/1.70/1.93 亿元（2025/2026 前值为 1.32/1.70 亿元），对应最新 PE 为 25.73/20.84/18.32x，维持“买入”评级。风险提示：1）技术迭代不及预期；2）宏观经济波动；3）市场竞争加剧。

爱美客 (300896): 收购韩国 REGEN，再生医美&国际化布局再突破

盈利预测与投资评级：爱美客是国内医美龙头，2024 年 10 月以来，公司改善轻中度额部后缩的“医用含聚乙烯醇凝胶微球的修饰透明质酸钠凝胶”获批上市；同时在研产品储备丰富，包括用于去除动态皱纹的 A 型肉毒毒素、用于软组织提升的第二代面部埋植线、用于溶解透明质酸可皮下注射的注射用透明质酸酶等，为未来可持续发展奠定基础。公司收购韩国 REGEN，在再生医美产品领域、国际化业务布局再次取得突破。暂不考虑并购贡献，我们维持公司 2024-2026 年归母净利润预期 20.84/23.51/26.56 亿元，对应当前市值的 PE 估值分别为 29/26/23 倍，维持“买入”评级。 风险提示：市场竞争加剧，新产品研发或推广不及预期的风险等。

宏观策略

海外周报 20250309: 紧财政冲击美股情绪, 非农暂缓衰退担忧

核心观点: 本周公布的美国经济数据喜忧参半, 非农就业略不及预期但走弱幅度相对可控, 一定程度上缓解了近期市场对于美国经济过于悲观的预期。但同时, 特朗普及其内阁“紧财政”思路逐步浮出水面, 欧美财政叙事的分化给美股市场情绪带来更大的冲击, 美元、美股大跌。下周关注 2 月美国 CPI 和 3 月 14 日再度到来的政府停摆风波。

向前看, 我们认为美国经济仍有韧性, 但特朗普政策对市场情绪的扰动仍是当前大类资产的主导因素。虽然短期美国财政赤字实质性削减的空间十分有限, 但考虑到本届共和党在众议院较为微弱的优势、债务上限的掣肘等因素, 不可忽视“紧财政”预期对市场情绪和风险资产的打压。

大类资产: 衰退预期略有缓释, 美国紧财政预期升温, 美元资产大跌。本周公布的美国经济数据喜忧参半, 非农就业略不及预期但尚在市场预期范围内, 一定程度上缓解了近期市场对于美国经济衰退的担忧情绪。但另一方面, 特朗普及其内阁成员本周讲话释放“紧财政”思路, 与欧元区的“财政宽松”转向叙事形成鲜明分化, 加之关税政策的反复, 美股延续大跌, 美元持续下挫。全周(3 月 3 日至 7 日)来看, 美元指数大跌 3.51%, 最新收至 103.84, 为去年 11 月以来新低; 美债利率走势震荡, 10 年美债利率升 9bps 至 4.30%, 2 年美债利率持平 4.0%; 标普 500、纳斯达克指数分别下跌 3.1%、3.45%; 恒生指数则逆势上涨 5.62%, 领先全球主要股指表现。

海外经济: 服务业 PMI 与非农就业缓解市场对美国经济衰退担忧。本周公布的美国 PMI 和就业数据喜忧参半, 但整体上部分纠偏了近期对美国“衰退”叙事的悲观情绪。景气指数方面, 美国制造业和服务业 PMI 表现分化: 2 月 ISM 美国制造业 PMI 录得 50.3, 预期 50.8, 较前值 50.9 有所回落, 服务业 PMI 录得 53.5, 好于预期的 52.5 和前值 52.8, 其中, 二者的就业指数分项分化, 服务业 PMI 报告显示, 招聘增加来自提前招聘(赶在非法移民劳动力彻底流失前增加招聘, 以提前锁定工资), 另有采购经理回复政府行动导致招聘延迟。就业方面, 本周公布的美国一揽子就业数据连续逊于预期, 但也未至衰退水平。周三公布的 2 月 ADP 美国私营就业+7.7 万, 大幅低于预期的+14 万, 前值+18.3 万; 周四公布的 2 月美国挑战者裁员人数录得 17.2 万, 同比+103%, 为疫情以来新高, 报告称 DOGE 部门裁员和对关税的担忧是主要影响。周五公布的 2 月美国非农就业略不及预期, 但由于下行幅度相对有限且市场对政府就业等的减少已有一定预期, 资产反应较为平淡。主要受本周偏弱的建筑开支、PMI、国内批发贸易和进出口数据影响, 亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q1 美国 GDP 环比年率预测值由上周的-1.48%再度下调至最新的-2.41%, 纽约联储 Nowcast 模型将预测值由上周的+2.94%下调至+2.67%。

非农就业: 总体弱于预期但幅度可控, 结构数据显示劳务市场仍在趋势降温。2 月美国新增非农就业+15.1 万, 预期+16 万, 前两个月累计下修 0.2 万; 失业率小幅反弹至 4.1%, 时薪环比+0.3%, 较前值+0.5%回落至正常区间。总体来看, 2 月非农就业证实了美国劳务市场延续温和降温, 但走弱幅度尚在市场预期范围内, 因而部分缓解了近期市场对于美国经济“衰退”的过度担忧情绪, 数据发布后, 资产走势较为纠结, 美债利率小幅震荡下行。①从行业结构看, 就业的走弱集中于部分行业, 就业扩散指数有所改善: 2 月联邦政府就业减少 1 万人, 休闲餐旅就业减少 1.6 万人, 其中餐饮行业减少 2.8 万人, 为 2 月就业的主要拖累。对于前者市场已有一

定预期，后者则部分受 2 月寒冷天气影响；1 个月就业扩散指数由前值 52.4 回升至 58.4。②居民端就业显著走弱，失业和就业结构仍在恶化：2 月新增非劳动力 54.6 万，其中 16.2 万来自平民人口增加，38.5 万来自劳动力减少，因此劳动参与率跌 0.2% 至 62.4%；2 月居民就业减少 58.8 万，其中 38.5 万来自劳动力减少，20.3 万来自失业增加，因此失业率小幅上升至 4.1%。可见，失业率的小幅回升伴随劳动参与率的走低，意味着“实际”失业者情况或将更差。从失业结构看，在 2 月新增的 20.3 万失业中，有 4 万来自永久失业（需求恶化），较前值大增；从就业结构看，2 月减少的就业者中，全职就业减少 122 万，而兼职就业则增加了 61 万。兼职就业人数的大增也使得全口径 U6 失业率（包括气馁工人、边际劳动力、因经济原因兼职就业者）由前值 7.5% 大幅跃升至 8.0%。非农数据发布后，白宫国家经济委员会主任 Hassett 称，未来就业报告将更明显地反映政府裁员影响。海外政治：关税政策反复而市场反应趋于平淡，紧财政预期打击市场风险情绪。本周特朗普政策议题不断，关税政策的“反复”令市场对其的反应趋于平淡，而特朗普及其内阁官员近期发言所体现的“紧财政”思路则越来越被市场所定价，进一步打压美股风险情绪。美东时间 3 月 4 日，特朗普在国会发表讲话，称将实现 24 年来未达成的目标：实现联邦预算平衡。周四和周五，美国财长贝森特在讲话和采访中为关税政策辩护，称关税的“一次性”影响可能是暂时的；市场和经济已经沉迷于政府支出，将会有有一个“排毒期”；强势美元政策没有变化。结合近期参议院和众议院通过的 FY2025 财政预算案均在不同程度考虑未来的财政减支空间，特朗普任期内“紧财政”思路逐步浮出水面。相较之下，俄乌冲突局势的变化加速了欧元区向“财政宽松”的转向。3 月 4 日，欧盟委员会主席表示，欧洲准备大幅提高国防支出；随后，德国候任总理默茨表示，德国将修改宪法以豁免国防和安全支出的财政支出限制，受此影响，当日 10 年期德国国债收益率暴涨 30bps，创下 1990 年来有数据记录以来的最大单日涨幅，欧元看涨情绪飙升。美国“紧财政”与欧元区“财政宽松”叙事之间的分化在近期快速升温，成为冲击美股风险情绪的又一个预期差。向前看，我们认为虽然在社保、利息等强制性支出制约下，美国财政赤字实质性削减的空间十分有限，但考虑到本届共和党在众议院较为微弱的优势，加之债务上限对共和党预算和拨款法案谈判的掣肘等因素，不可忽视“紧财政”预期对市场情绪和风险资产的打压。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 20250309：新增贷款：2 月同比少增，1-2 月同比持平

观点 周度 ECI 指数：从周度数据来看，截至 2025 年 3 月 9 日，本周 ECI 供给指数为 50.39%，较上周回落 0.04 个百分点；ECI 需求指数为 49.95%，较上周回升 0.02 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 50.02%，较上周回升 0.03 个百分点；ECI 消费指数为 49.69%，较上周回升 0.05 个百分点；ECI 出口指数为 50.31%，较上周回升 0.01 个百分点。月度 ECI 指数：从 3 月第一周的高频数据来看，ECI 供给指数为 50.39%，较 2 月回升 0.11 个百分点；ECI 需求指数为 49.95%，较 2 月回升 0.06 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 50.02%，较 2 月回升 0.08 个百分点；ECI 消费指数为 49.69%，较 2 月回升 0.08 个百分点；ECI 出口指数为 50.31%，较 2 月回升 0.03 个百分点。从 ECI

指数来看，3月初工业生产的修复有所放缓，而需求端的景气度仍在边际回升，乘用车零售、基建实物工作量等指标均明显优于去年同期，一季度经济“开门红”的趋势仍在延续。工业生产方面，3月初主要行业开工率边际有所回落，同比增速也有所收窄，煤炭、建筑钢材等行业库存仍延续去库态势；投资方面。基建实物工作量相关高频数据绝对值仍偏低，但已超过去年同期水平，此外根据中国工程机械工业协会的相关数据，2月国内挖机销量同比增长99.4%，指向项目开工进程或开始提速；出口方面，受高基数、工作日减少等因素影响，1-2月出口增速略低于市场预期，但从高频来看，2月末3月初监测港口货物吞吐量仍延续增长，预计随着基数的走低3月份出口增速有望回升，全年来看，关税政策不确定性仍是制约出口修复的主要因素。

ELI指数：截至2025年3月9日，本周ELI指数为-0.13%，较上周回落0.42个百分点。预计2月份新增贷款或同比少增、社融或延续多增。1月份新增贷款抵抗住工作日较少的压力实现同比多增，2月份金融数据是验证贷款“开门红”成色的重要窗口，由于去年四季度贷款规模冲量、银行负债成本边际抬升和“化债”压力渐起，2月份新增贷款或恢复同比少增，可政府债券融资依旧支持社融同比多增。（1）从表征贷款投放景气度的国股银票转贴现利率看，2025年2月末3个月期票据利率下滑至0.9%，全月以月度最低值收盘，2月份均值从1月份的1.69%下滑至1.35%，票据仅是银行体系的资产端，作为对比，3个月期同业存单到期收益率在2月份系统性抬升，月度均值反而上升15bps至1.92%，同期限票据利率和同业存单利率之差大幅走扩至-57bps，银行体系或在2月份同时面临“负债荒”和“资产荒”，导致一方面提价发行同业存单以充实负债来源，另一方面买入票据以冲量贷款。预计2025年2月新增贷款1.0-1.2万亿，同比少增约2500-4500亿元。（2）2月份“化债”或继续推动政府债券融资同比多增，并成为拉动社融的主要动力，根据Wind统计数据显示，2月政府债券净融资规模1.69万亿，同比多增约1.0万亿，政府债融资或推动社融增长2.6万亿左右，相比2024年1月份大幅同比多增约1.1万亿，社融存量增速或提升至8.3%左右。基于预测值，2025年1月至2月新增贷款规模和2024年1月至2月基本持平，在地方政府“化债”压力的持续影响下，新增贷款与去年尚未受到二季度金融行业增加值改革的量基本持平，反映出2024年三季度以来调降存量房贷利率、股市预期好转等多种因素，正在推动实体经济流动性好转。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）

宏观点评 20250307：财政扩张令德国国债利率飙升

1.美国2月ADP就业暴跌：2月ADP美国私营单位就业+7.7万人，预期+14万，前值+18.3万。其中制造和建筑业逆势增加，教育医疗业、贸易/运输业走弱。2.近期美股波动：标普500指数的1个月与3个月期VIX波动之差转正，从历史看，美股可能正在触及短期低点。3.科技股下跌的广泛性：当前标普500信息技术指数中，仅有33%股票在200MA之上，即每3只标普500科技股中就有2只的交易价格低于200MA。此外，等权重标准普尔500科技板块在过去2周下跌了10.5%，这是自2022年9月以来最大的连续2周滚动跌幅。科技股的疲软并不限于大型股。4.德国国债利率飙升：德国新领导人在周二提出了一项激进扩张的财政政策，据德银，这是“战后历史上最大的持续赤字”，受此影响，德国国债利率飙升30bps，1990年以来最大。

5.欧元看涨期权走高:当前欧元期权市场的看涨情绪非常高,“欧元-美元”一周风险逆转指标出现与2020年相似的上冲态势(2020年的高点汇率录得1.20)。6.美国汽车关税的影响:隔夜报道称特朗普考虑暂缓加、墨的汽车进口关税。特朗普曾威胁要向进口汽车加征25%关税,但北美汽车产业链高度融合,美国汽车制造商80%以上关键汽车零部件进口依赖加拿大和墨西哥。因此彭博认为,对这些商品征收关税意味着美国实际上是在对自己征税。7.美国对加墨加征25%关税的影响推演:据Brookings测算,对加、墨加征25%关税影响美国GDP增长下降约0.25个百分点,如果采取报复措施,GDP将下降超过0.3个百分点;就业方面,25%的进口关税将导致就业岗位下降0.11%;如果采取报复性措施,就业损失将上升至0.25%。关税将导致美国通胀率上升超过1.3个百分点;如果采取报复措施,通胀率增幅将会有所降低,约为0.77个百分点。风险提示: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;通胀下行速率不及预期。

(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)

固收金工

固收点评 20250313:永贵转债:轨道交通连接器领军者

事件 永贵转债(123253.SZ)于2025年3月13日开始网上申购:总发行规模为9.80亿元,扣除发行费用后的募集资金净额用于连接器智能化及超充产业升级等项目。当前债底估值为93.39元,YTM为2.81%。永贵转债存续期为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%、1.90%、2.30%,公司到期赎回价格为票面面值的113.00%(含最后一期利息),以6年AA-中债企业债到期收益率4.01%(2025-03-12)计算,纯债价值为93.39元,纯债对应的YTM为2.81%,债底保护较好。当前转换平价为103.7元,平价溢价率为-3.58%。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09月19日至2031年03月12日。初始转股价18.29元/股,正股永贵电器3月12日的收盘价为18.97元,对应的转换平价为103.72元,平价溢价率为-3.58%。转债条款中规中矩,总股本稀释率为12.14%。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18.29元计算,转债发行9.80亿元对总股本稀释率为12.14%,对流通盘的稀释率为16.98%,对股本有一定的摊薄压力。观点 我们预计永贵转债上市首日价格在127.77~142.08元之间,我们预计中签率为0.0043%。综合可比标的以及实证结果,考虑到永贵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127.77~142.08元之间。我们预计网上中签率为0.0043%,建议积极申购。永贵电器是一家专注于各类电连接器、连接器组件及精密智能产品的研发、制造、销售和技术支持的国家高新技术企业。公司产品以连接器为核心,各大领域纵深拓展,形成具有公司特色的产品结构:轨道交通板块、新能源汽车板块、通信板块、军工板块。公司被认定为“国家火炬计划重点高新技术企业”、“国家高新技术企业”、“浙江省专利示范企业”、“浙江省名牌产品”、“浙江省著名商标”等。2019年以来公司营收稳步增长,2019-2023年复合增速为8.8%。自2019年以来,公

司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率呈“V型”波动，2019-2023年复合增速为8.8%。2023年，公司实现营业收入15.18亿元，同比增加0.53%。永贵电器的营业收入主要由轨道交通与工业、车载与能源信息业务板块收入构成。2021年以来，永贵电器上述两个业务板块收入金额合计分别为10.9亿元、14.5亿元、14.4亿元和12.8亿元，占营业收入比例分别为94.79%、96.10%、94.75%和93.66%。永贵电器销售净利率和毛利率维稳，销售费用率下降，财务费用率趋稳和管理费用率下降。2019-2023年，公司销售净利率分别为-42.48%、10.16%、10.43%、10.07%和6.37%，销售毛利率分别为33.86%、36.43%、34.82%、30.83%和29.38%。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

汽车行业点评报告：汽车行研札记 08 期：2025 年整车框架需要重大调整

投资要点 关于“框架”一词，其实大家都不陌生，只是不同人理解的含义不一样。我们认为的“框架”底层是“价值观”，是评价事物的标准体系，也像是方法论。整车（本文特指的是乘用车，下同）研究最大难点在哪里？就是框架！第一层难点是：需要建立一套框架；第二层难点是：放弃老框架建立新框架；第三层难点：做到没有框架才是最好的框架。这三层难点是需要一步一步来，解决了第一层才能到第二层最后才能到第三层，心态上越着急犯错越多。为什么这么说？因为整车研究几乎所有信息都是可公开获得的且维度非常多，必须依赖框架才知道如何做信息的归纳和演绎，如何抓大放小做取舍。那么问题来了，为什么 2025 年整车框架需要重大调整？因为新一轮新的产业趋势要到来了！智能化时代正在开启！为什么新一轮产业趋势就一定要换框架呢？因为竞争底层要素变化了，人才结构也随之变化了，思维方式也必然要跟着变化。那么问题又来了，2025 年整车框架应该怎么调整？回答此问题可以拆解成 3 个子问题：1) 历史：整车框架是什么样？2) 当下：整车框架是什么样？3) 未来：整车框架是什么样？2023 年 8 月外发深度报告《汽车新 3-5 年大周期的框架》中我们提出过这样的观点：燃油车时代（预测比反应更重要），电动车时代（预测&反应都重要），智能车（反应比预测更重要）。这个观点就是我们对上面三个子问题的答案。历史：整车框架是什么样？预测比反应更重要。燃油车已经有 100 余年的历史，在中国市场所经历过的轿车和 SUV 时代（2005 年-2019 年）的整车框架核心特征：预测比反应更重要。因为燃油车技术在成熟期，产品形态在稳定期，车企可以预测 5-10 年未来需求的变化，从而去匹配相应的平台化技术。这就是为什么：大众/丰田特别热衷于全球平台化开发，寄希望依赖平台化来应对市场和周期的变化。因此在我们团队所切身经历的 2012-2016 年 SUV 需求普及时代，整车投研特征：1) 新车周期是把握个股机会核心，且车企销量预测准确性较高；2) PE 估值为主且有稳定的区间；3) 右侧投资机会周期较长，等产业趋势确立了再投资都不晚。当下：整车框架是什么样？预测和反应都重要。复盘过去 5 年整车板块行情，2020 这一年基本涨完了 5 年的涨幅，2021-2024 年只是产业趋势的验证和兑现，只有极少数公司在电动化这轮产业趋势实现了较好的盈利。从投资胜率看：1) 2020-2022 年 β 为主， β 强度排序 2020 年 > 2021

年>2022 年，抓住 β 是首要任务，个股相对次之。2) 2023-2024 年 α 为主，几乎没有 β ，就看精挑个股能力。这阶段整车投研特征：1) 新车周期依然非常重要，但车企销量预测准确性大幅下降(相比 SUV 时代)；2) 前期看 PS 估值，后期看 PE 估值。3) 边看数据边验证产业趋势。如果等产业趋势确立了(2020Q4)再投资，最大的涨幅阶段基本也过去了。未来：整车框架是什么样？反应比预测更重要。这个“未来”其实就是 2025 年开始，这阶段整车框架是为“智能化”所诞生的。我们畅想下这阶段整车投研特征：1) 新车周期不排除越来越不重要了。事件催化是最重要的！2) PS 估值为主但不排除也不够用；3) 越早相信产业趋势越好。如果要等到数据上验证产业趋势，不排除最大的涨幅或基本过去了。假设继续按照我们上文的逻辑推演，那实操层面 2025 年我们究竟如何调整整车框架呢？第一，越早相信智能化产业趋势越好！我们认为：2025 年需要 All in 智能化。市场对汽车智能化目前重视程度依然不够，为何？因为汽车智能化已经至少有 10 年历史了，审美疲劳了，“狼来了”喊了多次，以至于“真来了”反而不愿意相信了。为何我们愿意相信 2025 年是汽车智能化拐点之年？是纯粹盲目乐观？是看到了数据层面验证？我们的答案：都不是。是一种模糊的判断。这种判断的信心源自于我们：过去 10 年一直坚持汽车智能化的研究。这种坚持不是说 100%时间都在智能化，而是没有断档。2014-2016 年的智能化是 0-1 阶段投资，我们热情的参与。2017-2019 年的智能化投资无人问津，我们选择没有离场。2020-2024 年的智能化投资是电动化的配角，提供锦上添花效果，我们积极的参与。我们保持着对过去 10 年每一轮技术创新变化的感知，尤其是最近 2 年最大的感受是：智能化硬件成本和软件体验在飞速进步，而且还在不停加速！“根据一个模糊的判断就来指导整车投资”是不是过于草率？对于这个问题，我们的答案是：模糊的判断肯定是要做的，但也要脚踏实地去跟踪验证。但我们认为：智能化产业趋势最佳验证方式【不是数据】而【是体验】！如果依然拘泥于电动车时代的高频数据跟踪和预测体系，反应速度是不够的，因为“智能化是一种体验，是软件思维方式，不是硬件思维方式”。因此我们认为这轮智能化跟踪最好方式：越高频的体验越好！才能抓住每一次的微妙变化！第二，整车个股的分析框架要分类了！不能混淆在一起比较。【新车周期】是一代又一代汽车研究员总结整车投资框架的精髓，似乎默认了这就是规律。这个“规律”真的就永远不会被打破？是否会未来投资整车“不再看新车周期”？对于这个问题的思考，今年越来越让我们焦虑。假设未来不看新车周期，又会看什么？为了缓解焦虑，我们认为应该：1) 尽快清零历史框架；2) 尊重产业趋势变化。如果纯粹站在汽车智能化产业趋势，那么接下来 5-10 年核心变化是【出行革命】，对 Robotaxi 应该乐观。如果相信 Robotaxi 大规模商业化可行的话，整车的定义会发生巨大变化。我们认为车企未来 5-10 年或将逐步分化成三类模式：1) Robotaxi 运营；2) 整车高端制造；3) 个性化品牌。不同模式的车企应该是适用不同框架体系，适用不同估值体系。如果认同这个观点，2) 和 3) 类整车框架是汽车研究员所擅长的，最大挑战是 1) 类模式，如何去理解软件，以及软件和硬件的融合。本月我们也外发了深度报告《2025 年汽车智能化框架培训》，文中我们针对每一类模式有相对更加详细的分析。当然我们预计这套全新框架需要 2-3 年时间完善。风险提示：智能化行业发展不及预期等。

(证券分析师：黄细里)

2025 年汽车智能化培训框架

智能化如何重构汽车产业链？淘汰赛模式！强者恒强！产业链利润分

配模式或类似消费电子产业链。整车或分为三类公司：1)一类是B端Robotaxi，核心壁垒在于【算法技术+整车成本+平台流量】；2)一类是C端个性化品牌，核心壁垒在于【爆款车型推出能否成为大概率事件】；3)一类是整车高端制造，核心壁垒在于【能否绑定优秀合作伙伴】。零部件或分为两类公司：1)一类是模块化供应商，核心壁垒在于【能否绑定优秀车企且不断拓展品类能力】；2)一类是单一品类供应商，核心壁垒在于【垂直一体化能力是否足够强大到成本持续领先】。风险提示：智能化政策不及预期风险等。

(证券分析师：黄细里 证券分析师：孟璐 研究助理：孙仁昊)

房地产行业深度报告：债务重组后，房企如何恢复经营？

投资要点 2025年房企债务重组或迎高峰，并呈现出一些共同特征。近年来，受市场销售承压、房企财务杠杆过高等因素影响，房地产行业信用风险事件有所增长，根据DMI News不完全统计，截至2025年1月16日，已有至少80家房企发债主体发生债券逾期或债务管理事项。违约房企融资受到一定影响，并进一步对未违约民营房企的融资造成拖累。随债权人对房地产公司偿债预期下修，我们预计2025年有望迎来房地产公司债务重组的高峰且呈现出以下的重组趋势和特征：

1) 境内债重组方案向境外债重组方案靠拢，相较于境外债务重组，此前境内债务重组的方式较为单一，主要是通过债务整体打包的方式延后还款压力，并未压降债务规模。预计后续房企境内债务重组将参考境外债务重组思路，设置现金回购、股票经济收益权、交换为服务型信托等选项；2) 削债幅度更大；3) 债务利息更低；4) 展期时间更长。债务重组有效缓解企业中短期现金流压力，助力保交楼工作顺利推进。债务重组在一定程度上削减了债务规模并延长还款期限，但企业造血能力尚未恢复，未来仍需履行偿债义务。我们认为市场暂时尚未形成对企业信用修复及经营能力提升的预期，债务重组的作用主要在于缓解房地产公司短期现金流压力，对推动行业融资修复的作用较为有限。随着境外债务重组方案的持续推进，部分房企逐步开展境内债务重组工作，进一步优化现金流状况，叠加当前预售资金监管较为严格，房企的保交楼工作有望更为顺畅地推进。多元化业务布局助力房企重回增长，REITs赋能房地产公司发展。我们以日本大和房屋为研究案例，探究房企在行业收缩及面临信用风险冲击后的经营修复路径。通过研究我们预计未来一段时间内，房企或仍需持续计提减值，重整财务报表，以实现轻装上阵。房企短期可通过积极推进债务重组与重整工作，提高削债比例、延长展期时间、降低票面利息，有效缓解现金流压力，确保公司稳定经营。中长期多元化业务布局，寻找新的业绩增长点，以大和房屋为例，公司的多元化思路为住宅业务向商业和事业业务转型，重资产的销售模式向轻资产的运营管理模式和以商业咨询代建为核心的中资产模式转型。同时持续提升持有物业的运营和管理能力，培育优质持有物业并通过REITs实现证券化，实现资金回笼和资产的高效运转，逐步重启增长。投资建议：我们认为2025年或迎来房企的债务重组高峰，部分房企有望通过债务重组度过短期现金流危机。短期现金流压力得以缓解后，中长期房地产公司仍需依靠自身实现稳定经营并逐步增长，而具备优质商业资产以及多元化布局的房地产公司，有望率先通过其多元化策略及资产运营能力实现经营修复，并借助REITs重启融资通道，因此我们建议关注受行业信用风险影响后融资渠道受阻，但拥有优质持有型物业并具备成熟的资产运营能力的弹性标的。风险提示：1) 行业下行压力超预期；2) 政策放松不及预期；3) 企业债务重组进展不及预期；4) 指标参考对研

究结论或有较大偏差。

(证券分析师: 房诚琦)

计算机行业点评报告: 深海科技: 首次纳入政府工作报告, 万亿市场迎来新增长极

投资要点 深海科技首次纳入政府工作报告: 2025 年政府工作报告提出推动商业航天、低空经济、深海科技等新兴产业安全健康发展。“深海科技”首次被正式列入国家未来产业发展重点。 深海科技具备较大发展潜力: 深海科技具有独特性。首先, 深海环境具有高压、低温、黑暗等极端环境特征, 因此对设备材料、密封技术和能源系统提出极高要求。其次, 全球大部分的深海未被勘测, 未知生物、地质活动和资源分布为科学发现提供巨大空间。第三, 深海科技行业是一个多学科交叉融合的行业, 行业的发展需要整合海洋学、材料科学、人工智能、生物工程等领域, 推动如仿生机器人、耐压合金、深海传感器等技术创新。深海科技行业的发展具备较大潜力: 主要体现在: 1、各类资源, 深海具备丰富的矿产资源、能源储备、生物资源等。2、战略和安全, 在军事应用领域, 潜艇通信、海底监测网络(如光纤传感)和无人潜航器(UUV), 这些均涉及国防安全。 深海科技十万亿市场, 未来有望成为经济新增长极: 深海科技作为国家战略性新兴产业的核心领域, 正从科研探索向产业化加速迈进。当前我国已形成覆盖深海探测、资源开发、装备制造、生态保护的全产业链布局。《政府工作报告》明确提出支持深海科技安全健康发展, 同时“深渊计划”等国家级科研项目也不断落地。2025 年 2 月 24 日, 自然资源部发布《2024 年中国海洋经济统计公报》,《公报》显示, 2024 年我国海洋经济总量再上新台阶, 首次突破 10 万亿。2024 年, 海洋经济呈现强劲发展势头, 达到 105438 亿元, 比上年增长 5.9%, 拉动国民经济增长 0.4 个百分点。随着深海科技被纳入新兴产业领域, 我们认为国家对海洋强国战略的进一步深化, 未来深海科技行业有望迎来新的发展机遇, 成为我国经济的新增长极。 未来深海科技具备多个发展趋势: 近年来, 政策扶持、技术突破和市场需求拉动等协同作用正不断推动深海科技行业发展。中长期维度看, 深海科技行业将在技术革新、资源开发与可持续发展驱动下有望呈现五大趋势: 一是智能化与无人化装备主导, AI 驱动设备普及, 通信定位精度提升。二是战略资源商业化开发提速, 采矿效率提高, 新能源产业链延伸。三是海洋新基建深化, 推动技术转化与能源网络建设。四是生态保护与可持续技术并重, 规范行业发展。五是全球竞争与合作并存, 在竞争加剧的同时深化跨国科考与数据共享。 AI 技术推动行业发展: AI 驱动的智能算法能够提升深海数据的实时处理能力。AI 能够加速深海资源勘探, 如多金属结核、可燃冰的开采通过智能建模预测储量分布。生态监测方面, 智能传感器网络结合大数据分析, 实时评估渔业资源并制定保护策略, 促进可持续发展。 投资建议: 政策支持海洋经济高质量发展, 包括深海资源商业化开发、海洋数据应用生态构建等方向。我们认为深海资源开发(可燃冰/矿产)、智能装备(AUV 机器人)及海底数据中心(IDC 节能替代)等方向值得关注。深海信息化领域公司主要包括: 中远海科(中远海运集团子公司, 航运信息化)、海兰信(海底数据中心)、中船科技(水下机器人)、中天科技(海底通信网络)、东方电缆(深海电缆)、中科星图(海底探测数据服务)、中国海防(深海装备)、亨通光电(深海电缆)。 风险提示: 政策落地不及预期, 技术推进不及预期, 行业竞争加剧。

(证券分析师: 王紫敬 证券分析师: 戴晨)

推荐个股及其他点评

安井食品（603345）：安井食品并购事件点评：基本面企稳，并购再下一城

投资要点 事件：公司与江苏鼎味泰食品股份有限公司实际控制人谭国林、其控股股东上海海鳕润食品有限公司以及员工持股平台连云港莱卡尔咨询管理合伙企业（有限合伙）等主体就收购鼎味泰 70%股份正式签订了股份收购协议，拟以 4.445 亿元收购鼎味泰 70%股权。并购标的在产品和渠道上均和公司有较强互补性。渠道方面，鼎味泰以大 B 渠道为主，包括山姆超市、盒马超市等精品商超，海底捞、凑凑、左庭右院等连锁餐饮以及便利店渠道；已经拥有出口资质，主要面向澳洲、日本、新加坡等国家；以上都是公司目前在积极发力的渠道。产品方面，鼎味泰火锅料产品以高端鳕鱼为主，与公司的火锅料产品互为补充，同时鼎味泰拥有冷冻烘焙业务，主要覆盖瑞幸等咖啡奶茶连锁渠道、奥乐齐超市等商超渠道以及零售店渠道。根据外部数据，鼎味泰 2024 年营收超过 5 亿元。基本面企稳，估值触底。2024Q4-2025Q1，公司在高基数下仍有韧性，表现好于行业大盘。展望 2025 年，针对行业竞争公司的费用投放灵活有余力，面点产品通过差异化应对竞争，烤肠增加 C 端产品提升盈利水平，同时小龙虾价格企稳，综合考虑以上因素，我们认为公司基本面已经触底，估值也充分反映此前悲观预期。盈利预测与投资评级：我们维持此前盈利预测，预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 14.3/16.2/18.3 亿元，同比-3.0%/+13.3%/+12.6%，对应 PE 为 17/15/13X。我们认为公司基本面企稳，估值触底，并购催化出台，维持“买入”评级。风险提示：食品安全风险，原材料价格波动，行业竞争加剧。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：李茵琦）

昆药集团（600422）：2024 年年报点评：核心品种逐步放量，持续改革融合未来可期

投资要点 事件：2024 年，公司实现营收 84.01 亿元，追溯调整后同比下滑 0.34%；归母净利润 6.48 亿元，追溯调整后同比增长 19.86%，扣非归母净利润 4.19 亿元（+25.09%，较去年同期增长 25.09%，下同）。2024 年单 Q4 季度，公司实现收入 29.44 亿元（+4.42%），归母净利润 2.61 亿元（+68.51%），扣非归母净利润 1.3 亿元（+428%），利润端表现亮眼。昆中药 1381、777 协同并进，大单品重点打造成效显著。分治疗领域来看，抗疟类产品实现收入 1.3 亿元（+45.89%）；妇科系列收入 4.0 亿元（+15.67%），消化系统实现收入 5.5 亿元（+2.46%），表现较好；心脑血管主受到注射用血塞通集采影响，短期有所承压，2024 年实现收入 21.95 亿元（-17.45%）。分事业部来看，公司与华润圣火联合推出“777”全新品牌，以强 KA、广覆盖为目标，大力开展零售渠道搭建及开发。2024 年，血软（包含络泰和理渔王）销量同比增长 11.27%。公司昆中药 1381 整体销售规模实现历史性突破，其中，消化、情绪治疗、感冒呼吸三大产品矩阵的核心品种参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒及清肺化痰丸合计同比增长 20%，清肺化痰丸营收规模破亿，参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒营收规模再创历史新高。强品牌、拓渠道、广覆盖，院内外齐头并进。公司借助三九商道体系等优势，持续推动渠道变革，重点加强经销商管理，并积极建构昆药商道。蒲公英计划助力实现全渠道提升覆盖，铁架子项目试点推进搭建纯销型精准营销网络，黄金单品的终端覆盖率不断提升。B/C 端多维度的品牌传播实现有效的终端转化。医疗渠道方面，公司三七血塞

通系列产品、普瑞巴林口服溶液、阿法骨化醇软胶囊等均集采中标或扩围接续中标，有望在院内实现以价换量。此外，公司积极融合国家战略，开拓海外市场，三七制剂血塞通已在 15 个国家获得准入，并为血塞通软胶囊在美国、欧洲等法规市场上市做前期准备；络泰® 血塞通系列借助青蒿素积累的“国际通道”走向沿线国家，在多个国家获批上市，2024 年，海外销售收入 1.4 亿元（+21.52%），进一步打开产品放量空间。盈利预测与投资评级：考虑到集采等政策的影响，我们将 2025、2026 年的归母净利润预测由 7.57、9.67 亿元下调至 7.45、8.93 亿元，2027 年预计为 11.03 亿元，当前市值对应 PE 为 17/15/12 倍，维持“买入”评级。风险提示：产品放量不及预期风险，政策风险，市场竞争加剧风险等。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：李倩）

富途控股（FUTU）：2024 年年报点评：全球业务高速增长

事件：公司发布 2024 年第四季度及全年业绩，2024 年公司实现总营收 136 亿港元，同比+36%，实现归母净利润 54 亿港元，同比+27%；其中 24Q4 单季度总营收同比+87%至 44 亿港元，归母净利润同比+113%至 19 亿港元。投资要点 收入端：①2024 年，公司经纪佣金同比+53%至 60 亿港元，主要系交易量增加，部分被综合佣金率下降所抵销；利息收入同比+20%至 67 亿港元，主要系更高的融资利息收入推动，每日平均保证金余额增加以及银行存款利息收入提高；其他营业收入同比+67%至 9 亿港元，主要系基金分发服务收入和货币兑换收入的增加。②24Q4 单季度来看，经纪佣金同比+128%至 21 亿港元（增长原因同上）；利息收入同比+52%至 20 亿港元，主要系证券借贷业务和银行存款的利息收入增加所驱动；其他营业收入（包括财富管理、企业服务业务等，增长原因同上）同比+157%至 3.53 亿港元。成本端：①研发费用：同比+4%至 15 亿港元，主要系研发人员数量的增加，以支持新产品和新市场；②销售费用：同比+98%至 14 亿港元，主要系付费客户强劲增长，部分被较低的客户获取成本所抵消；③管理费用：同比+23%至 16 亿港元，主要系一般及行政人员的员工人数增加，特别是在新市场。2024 年富途平台开户用户数/注册用户数/付费客户数较上年分别同比+29%/+29%/+41%至 458/2510/241 万人，可见公司通过精准营销和发挥规模效应有效降低获客成本。国际化战略之下，富途全球七大市场齐头并进，业务保持高速增长：受益于四季度市场行情走强，2024 年客户总交易规模同比+84%至 78 万亿港元，富途全球交易额在期内创下单季新高（达 2.9 万亿港元）。2024 年，客户总交易规模同比+84%至 78 万亿港元；其中港股单季度交易额超过 7500 亿港元（创近三年新高），美股单季交易额超过 2 万亿港元（达平台新高），虚拟资产交易呈爆发式增长，加密货币交易额、交易人数、持仓人数飙升，加密货币账户人均入账金额按季增长（香港翻倍，新加坡超 50%）；财富管理资产规模于期内突破 1,108 亿港元。海外各市场获客势头强劲：截至 24 年末，富途牛牛和 moomoo 应用程序注册用户数达 2,515 万人，同比+16%；开户客户数达 458 万人，同比增长 29%；有资产客户总数增加至 241 万人，同比+41%；客户资产为 7,433 亿港元，同比涨幅达 53%。盈利预测与投资评级：结合公司 2024 年经营情况，叠加我们对公司全球业务稳健发展的预期，我们上调此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 71/89/110 亿港元（2025-2026 年前值分别为 56/65 亿港元），当前市值对应 2025-2027 年 PE 估值分别为 16.21/12.93/10.48 倍（PE 计算口径为收盘价/EPADS）。我们看好公司持续拓展海外市场，加速用户规模扩张，公司中长期成长空间可观，维持“买入”评级。风险提示：监管趋严

抑制业务创新，行业竞争加剧，权益市场大幅波动。

(证券分析师：孙婷 证券分析师：武欣姝)

华峰测控 (688200): 2024 年报点评: 业绩符合预期, 看好高端测试机 8600 放量

投资要点 符合预期，业绩稳健增长：2024 年公司实现营收 9.05 亿元，同比+31.05%，归母净利润 3.34 亿元，同比+32.69%，扣非归母 3.40 亿元，同比+34.35%；Q4 单季实现营收 2.84 亿元，同比+65.08%，环比+17.36%，归母净利 1.21 亿元，同比+121.30%，环比+20.10%，扣非归母 1.17 亿元，同比+94.09%，环比+21.36%。受会计准则影响，Q4 毛利率略有波动：2024 年毛利率 73.31%，同比+0.84pct，净利率 36.88%，同比+0.45pct；Q4 单季毛利率为 66.18%，同比-9.43pct，环比-11.51pct，净利率为 42.52%，同比+10.80pct，环比+0.97pct，主要受会计准则影响，质保费用由销售费用计入营业成本。8600 客户端验证中，充分受益国产 AI 芯片需求：8600 机型对标爱德万的 93K，是公司的下一代平台，23 年 SEMICON 推出，24 年以验证为主，验证的产品主要是高算力、AI、SoC 等复杂芯片。发行可转债自研 ASIC 芯片突破高端测试机瓶颈：1 月发布可转债发行预案拟募资不超过 10 亿元，其中 7.59 亿元投入基于自研 ASIC 芯片。目前 800Mbps 及以下主频的板卡，完全可以通过市场上的通用芯片来实现，1.6Gbps 及更高主频的板卡资源则需要依赖自研的高端芯片。自研芯片是公司迈向高端化的关键一步，公司在上市前便开始布局自研芯片，并于 2022 年开始与国内芯片设计企业展开合作，已经完成了前期低主频芯片的技术积累。盈利预测与投资评级：考虑到封测行业景气度+公司新品节奏，我们基本维持公司 2025-2026 年归母净利润为 4.6/5.4 亿元，并预计 2027 年归母净利润为 6.0 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 43/36/32X，维持“增持”评级。风险提示：下游扩产不及预期，研发进展不及预期。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意)

万通液压 (830839): 2024 年报点评: 高毛利市场增量与降本增效并举, 利润端增速显著高于营收端

投资要点 高毛利增量市场开拓与降本增效并举，2024 全年业绩同比增长 37%。公司发布 2024 年度报告，实现营业收入 6.29 亿元，同比-5.99%；归母净利润 1.09 亿元，同比+37.02%；扣非归母净利润 1.01 亿元，同比+35.11%。公司营收同比下滑主要受到能源采掘设备市场需求放缓带来的不利影响，归母净利润同比增长主要系公司积极优化产品结构，高毛利产品收入占比增加，境外市场营收同比+62.71%，叠加主要原材料价格下降，同时公司通过自动化升级改造、标准化生产等措施，降本提质增效，带动销售毛利率同比提升 6.04pct 至 27.93%，销售净利率同比提升 5.43pct 至 17.30%，销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.38%/3.18%/-0.14%/4.11%，同比-0.02/+0.16/-0.31/+0.28pct。油气弹簧同比高速增长，自卸车与机械装备用缸境外市场成效显著。1) 机械设备：公司成功实现境外极地气候用缸主机厂客户批量供货，工程机械及 JG 装备用油缸收入同比增长，但煤矿高增长需求趋于平缓，采掘设备用缸订单减少，使该业务营收同比-17.53%至 3.92 亿元，在总营收占比同比-8.74pct 至 62.43%，毛利率同比+4.69pct 至 24.82%。2) 自卸车专用油缸：凭借设计、质量及交期服务方面的优势，部分大客户下单量同比增加，且境外市场不断开拓，带动该业务营收同比+10.02%至 1.23 亿元，在总营收占比+2.84pct 至 19.51%，毛利率同比+5.26pct 至 24.25%。3) 油气弹簧：市场渗透率稳步提升，全油气悬挂系统整车配套销售及无人驾驶新能源矿卡配套销售数量增加，该业务

营收同比大幅增长 93.34%至 0.99 亿元,在总营收占比同比+8.12pct 至 15.81%,毛利率同比+5.76pct 至 43.79%。深耕液压油缸多年优势厚筑,油气弹簧军转民增长可期。公司聚焦“汽车、能源采掘机械、工程机械、JG 装备”四个主行业,境内外市场开拓双线并行,各业务板块协同发展。①自卸车专用油缸:政策赋能驱动市场需求增长,公司持续推出满足市场需求的创新产品,并凭借良好质量和交期服务得到国际市场认可,收入有望持续增长。②机械设备用油缸:聚焦智慧化绿色化高质量综采设备配套产品,积极研发铆接机器人用行星滚柱丝杠技术、绿色重载多级电动汽车缸产品,有望打开增长空间。③油气弹簧:可广泛应用于特殊工程、特种车及乘用车领域,处于市场验证及市场渗透率提升的阶段,公司先发优势显著,持续提高产品系列化标准化程度,未来应用车型有望不断扩大。盈利预测与投资评级:油气弹簧增速亮眼,海外市场成效显著,军民并驱业绩可期,预计公司 2025~2027 年实现归母净利润分别为 1.37/1.70/1.93 亿元(2025/2026 前值为 1.32/1.70 亿元),对应最新 PE 为 25.73/20.84/18.32x,维持“买入”评级。风险提示:1)技术迭代不及预期;2)宏观经济波动;3)市场竞争加剧。

(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)

爱美客(300896):收购韩国 REGEN,再生医美&国际化布局再突破
投资要点 事件:2025/3/10 公司公告,拟通过新设控股子公司爱美客国际以 1.9 亿美元现金收购韩国再生医美龙头 REGEN Biotech 85%股权,其中爱美客香港持股 70%,首瑞香港持股 30%,交易完成后公司最终持股比例为 59.5%,拥有实际控制权,同时买方拟于交割完成 18 个月后,收购其剩余的 15%股权。REGEN 为 AestheFill 源头公司,再生医美产品技术领先。韩国 REGEN 为一家韩国领先的医美产品公司,主营医用材料、医疗器械及医药等相关产品的研发、生产和销售,标的核心产品为艾塑菲(AestheFill)及 PowerFill,均为 PDLLA 微球再生类注射剂,通过刺激人体自身胶原蛋白再生实现美容抗衰,系韩国首家、全球第三家获批聚乳酸类填充剂的企业,产品已登陆 34 国市场。2021 年江苏吴中曾通过收购达透医疗取得了 AestheFill 在中国大陆的独家代理权,并于 2024 年 4 月正式上市销售,终端销售需求旺盛。REGEN 公司 2023 年营业收入和净利润分别为 8198.54/5015.14 万元;2024Q1-Q3 营业收入和净利润分别为 7223.11/2950.03 万元。再生医美领域技术与市场资源再整合,打开协同增长空间。REGEN Biotech 核心产品 AestheFill 拥有可再生、高安全性特质,以及广泛的分销体系,有助于爱美客公司将在现有濡白天使、如生天使的基础上进一步夯实医美注射填充产品市场的领先优势,贡献其在高端再生医美市场的业绩增量;另一方面,REGEN Biotech 可以充分发挥爱美客在研发、生产、供应链及管理方面的经验,有助于产品迅速走向国际市场,实现品类扩张与成本优化。盈利预测与投资评级:爱美客是国内医美龙头,2024 年 10 月以来,公司改善轻中度颊部后缩的“医用含聚乙烯醇凝胶微球的修饰透明质酸钠凝胶”获批上市;同时在研产品储备丰富,包括用于去除动态皱纹的 A 型肉毒毒素、用于软组织提升的第二代面部埋植线、用于溶解透明质酸可皮下注射的注射用透明质酸酶等,为未来可持续发展奠定基础。公司收购韩国 REGEN,在再生医美产品领域、国际化业务布局再次取得突破。暂不考虑并购贡献,我们维持公司 2024-2026 年归母净利润预期 20.84/23.51/26.56 亿元,对应当前市值的 PE 估值分别为 29/26/23 倍,维持“买入”评级。风险提示:市场竞争加剧,新产品研发或推广不及预期的风险

等。

(证券分析师: 朱国广 证券分析师: 吴劲草
证券分析师: 冉胜男 证券分析师: 张家璇 证券分析师: 郝越)

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>