

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-03-14

宏观策略

2025 年 03 月 14 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: 浩瀚转债: 智能网络解决方案的领跑者

我们预计浩瀚转债上市首日价格在 118.73~132.27 元之间, 我们预计中签率为 0.0015%。

行业

电子行业点评报告: GPGPU 与 ASIC 之争——算力芯片看点系列

GPGPU 与 ASIC 性能对比一览 我们梳理各芯片参数, 得到如下结论:

1) 算力方面, 多数 ASIC 较少涉及高精度浮点数数据, 聚焦于低精度领域且拥有相对而言更可观的功耗控制与能效比, 但尽管在低精度领域, 算力性能部分指标仍难以与同时期的 GPGPU 相媲美。2) 存力方面, ASIC 算力密度高, 算数强度迭代快, 但在显存带宽和容量上与 GPGPU 仍有较大差距, 近期表现亮眼的 LPU 则通过超高内存带宽突破性化解传统 GPU 的内存瓶颈。3) 互连方面, 英伟达 NVLink 所能实现的 Scale-up 互连能力一骑绝尘, 挑战英伟达 NVLink 的难度较大。ASIC 在特定性能上表现突出, 但整体来看仍较难超越英伟达的市场地位。为什么大厂纷纷开始自研 AI 芯片? 芯片公司的支出通常包含员工薪资、EDA 和 IP 费用、芯片制造费用、销售费用四个方面, 我们按 Fabless 公司的研发投入模式, 依据寒武纪、海光信息、翱捷科技的研发人员人数与薪酬数据及英伟达相关产品售价与销售毛利进行计算, 大约 4.5-7 万卡出货量可以覆盖前期的

晨会编辑 孙婷

执业证书: S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

投入。而头部大厂的万卡集群建设未曾停歇，完全有望覆盖自研 ASIC 的前期投入，训练端单一集群的需求量已逐渐超过 10 万卡，同时英伟达 FY2024 数据中心有 40% 的收入来自推理业务。随着 AI 应用遍地开花，我们认为 AI 推理需求还有更大渗透空间。大厂自研 AI 芯片谁能代工？博通产品线 IP 生态强大完善，在接口、互连等领域保持前瞻性优势，针对不同规模的 AI 集群提供差异化系统架构与解决方案，并在 2024 年发布了业界首款采用 5nm CMOS 工艺实现的 400 千兆以太网（GbE）NIC 设备第二代网卡芯片 Thor2。Marvell 通过 HBM 重构与 CPO 集成的双重突破体现竞争力，直击 AI 芯片的能效与带宽瓶颈，AI 业务增长显著。台企世芯电子（AIchip）、创意电子（GUC）展现出先进制程与系统设计的优势。中兴通讯作为全球知名的通信与信息技术解决方案提供商，在算力基础设施领域掌握多项核心技术，构建起完备的技术体系。翱捷科技具备完备齐全的自研 IP，在蜂窝基带芯片、非蜂窝物联网芯片设计方面经验丰富，同时拥有成熟的芯片定制服务能力。芯原股份为客户提供平台化、全方位、一站式芯片定制服务和半导体 IP 授权服务，为国内大厂自研提供更多的代工选择。

医药生物行业点评报告：未来已来，国家医保局为脑机接口医疗服务价格单独立项

3 月 3 日晚上 8 点，全球首批第 4 例、通过脑脊接口让瘫痪者重新行走的临床概念验证手术在上海华山医院成功实施。让瘫痪者再次站立和行走。这一跨越“不可能”的奇迹，源自复旦大学类脑智能科学与技术研究院加福民团队全球首创的“三合一”脑脊接口技术——通过微创手术在脑与脊髓间搭建“神经桥”，仅需 4 小时同步植入电极，术后 24 小时，人工智能辅助下患者即可恢复腿部运动。

2025 年 3 月 11 日，国家医保局发布《神经系统类医疗服务价格项目立项指南（试行）》，其中专门为脑机接口新技术前瞻性单独立项，设立了“侵入式脑机接口置入费”

“侵入式脑机接口取出费”“非侵入式脑机接口适配费”等价格项目。

此次国家医保局立项指南新增非侵入式脑机接口适配费项目，就是为临床使用此类技术时，需要不断调试设备的服务项目而设，以支持其校准和优化设备参数，能够更准确捕捉和处理脑电信号，让患者及时用上前沿技术。

国家医保局从打通创新技术向临床治疗转化通道的角度，全面梳理、规范神经系统类医疗服务价格项目，为脑机接口等前沿技术设立项目，充分支持高水平医疗技术的价值实现，各地对接落实立项指南后，脑机接口医疗收费将有规可依。这意味着，一旦脑机接口技术成熟，快速进入临床应用的收费路径已经铺好

推荐个股及其他点评

埃夫特-U (688165): 工业机器人龙头企业，携手多方切入人形机器人领域

风险提示：工业机器人需求不及预期，人形机器人量产进度不及预期，宏观经济风险。

长盛轴承 (300718): 轴承+丝杠双轮驱动，有望受益于人形机器人产业化落地

风险提示：轴承产品研发不及预期，人形机器人量产进度不及预期，宏观经济风险。

横店东磁 (002056): 2024 年报点评：三大业务稳健向好，Q4 业绩超预期

期

盈利预测与投资评级：考虑行业竞争加剧，我们下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润 19.1/22.1/25 亿元（2025 年、2026 年前值为 20.76/23.70 亿元），同比+5%/+16%/+13%，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧，国际贸易及行业政策变动，全球化拓展不及预期等。

京东集团-SW (09618.HK)：2024Q4 业绩点评：营收利润双超预期，带电品类显著增长

盈利预测与投资评级：考虑到 24 年公司收入及利润保持稳定增长，我们将 2025-2026 年的 EPS (Non-GAAP) 预测由 12.6/13.3 元调整至 15.7/17.0 元，我们预计 2027 年的 EPS (Non-GAAP) 为 18.3 元，对应 2025-2027 年的 PE 分别为 9.3/8.6/7.9 倍（港币/人民币=0.92，2025/03/11 数据）。公司将构筑越来越强的竞争优势，我们维持公司“买入”评级。风险提示：供应链拓展风险，宏观经济风险

中坚科技 (002779)：园林机械出海龙头，聚焦具身智能打造第二增长曲线

风险提示：锂电化产品研发不及预期，人形机器人量产进度不及预期，宏观经济风险。

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: 浩瀚转债: 智能网络解决方案的领跑者

事件 浩瀚转债(118052.SH)于2025年3月13日开始网上申购:总发行规模为3.54亿元,扣除发行费用后的募集资金净额用于公共互联网安全监测系统研发及产业化等项目。当前债底估值为83.3元,YTM为3.12%。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A+/A+,票面面值为100元,票面利率第一年至第六年分别为:0.2%、0.4%、0.8%、1.5%、2.0%、2.5%,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A+中债企业债到期收益率6.36%(2025-03-11)计算,纯债价值为83.30元,纯债对应的YTM为3.12%,债底保护一般。当前转换平价为100.3元,平价溢价率为-0.33%。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24.38元/股,正股浩瀚深度3月11日的收盘价为24.46元,对应的转换平价为100.33元,平价溢价率为-0.33%。转债条款中规中矩,总股本稀释率为8.41%。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24.38元计算,转债发行3.54亿元对总股本稀释率为8.41%,对流通盘的稀释率为13.90%,对股本摊薄压力较小。观点我们预计浩瀚转债上市首日价格在118.73~132.27元之间,我们预计中签率为0.0015%。综合可比标的以及实证结果,考虑到浩瀚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118.73~132.27元之间。我们预计网上中签率为0.0015%,建议积极申购。浩瀚深度是互联网流量与数据智能化领域的领先企业,专注于为电信运营商提供高性能网络可视化、智能管控及信息安全防护解决方案。公司产品已规模部署于中国移动、中国联通、中国电信的骨干网、省网及IDC出口等关键节点,构建起覆盖网络优化、安全防护、大数据应用的产品体系。2019年以来公司营收稳步增长,2019-2023年复合增速为10.01%。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10.01%。2023年,公司实现营业收入

5.20 亿元，同比增加 15.85%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2019-2023 年复合增速为 14.99%。2023 年实现归母净利润 0.63 亿元，同比增加 32.43%。浩瀚深度营业收入主要来源于网络可视化及信息安全防护解决方案两类产品。2021-2023 年合计收入占主营业务收入比重分别为 85.00%、80.07%、84.70%。依托网络可视化解决方案业务的优势，信息安全防护解决方案业务不断横向拓展，两项业务均持续增长。大数据解决方案收入也整体呈增加趋势。浩瀚深度销售净利率和毛利率维稳，销售费用率维稳，财务费用率维稳和管理费用率下降。2019-2023 年，公司销售净利率分别为 18.83%、20.45%、13.65%、15.72%和 14.72%，销售毛利率分别为 34.01%、32.87%、24.06%、23.91%和 24.00%，均高于行业均值。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

电子行业点评报告：GPGPU 与 ASIC 之争——算力芯片看点系列

投资要点 GPGPU 与 ASIC 性能对比一览 我们梳理各芯片参数，得到如下结论：1）算力方面，多数 ASIC 较少涉及高精度浮点数数据，聚焦于低精度领域且拥有相对而言更可观的功耗控制与能效比，但尽管在低精度领域，算力性能部分指标仍难以与同时期的 GPGPU 相媲美。2）存力方面，ASIC 算力密度高，算数强度迭代快，但在显存带宽和容量上与 GPGPU 仍有较大差距，近期表现亮眼的 LPU 则通过超高内存带宽突破性化解传统 GPU 的内存瓶颈。3）互连方面，英伟达 NVLink 所能实现的 Scale-up 互连能力一骑绝尘，挑战英伟达 NVLink 的难度较大。ASIC 在特定性能上表现突出，但整体来看仍较难超越英伟达的市场地位。为什么大厂纷纷开始自研 AI 芯片？芯片公司的支出通常包含员工薪资、EDA 和 IP 费用、芯片制造费用、销售费用四个方面，我们按 Fabless 公司的研发投入模式，依据寒武纪、海光信息、翱捷科技的研发人员人数与薪酬数据及英伟达相关产品售价与销售毛利进行计算，大约 4.5-7 万卡出货量可以覆盖前期的投入。而头部大厂的万卡集群建设未曾停歇，完全有望覆盖自研 ASIC 的前期投入，训练端单一集群的需求量已逐渐超过 10 万卡，同时英伟达 FY2024 数据中心有 40% 的收入来自推理业务。随着 AI 应用遍地开花，我们认为 AI 推理需求还有更大渗透空间。大厂自研 AI 芯片谁能代工？博通产品线 IP 生态强大完善，在接口、互连等领域保持前瞻性优势，针对不同规模的 AI 集群提供差异化系统架构与解决方案，并在 2024 年发布了业界首款采用 5nm CMOS 工艺实现的 400 千兆以太网 (GbE) NIC 设备第二代网卡芯片 Thor 2。Marvell 通过 HBM 重构与 CPO 集成的双重突破体现竞争力，直击 AI 芯片的能效与带宽瓶颈，AI 业务增长显著。台企世芯电子 (Alchip)、创意电子 (GUC) 展现出先进制程与系统设计的优势。中兴通讯作为全球知名的通信与信息技术解决方案提供商，在算力基础设施领域掌握多项核心技术，构建起完备的技术体系。翱捷科技具备完备齐全的自研 IP，在蜂窝基带芯片、非蜂窝物联网芯片设计方面经验丰富，同时拥有成熟的芯片定制服务能力。芯原股份为客户提供平台化、全方位、一站式芯片定制服务和半导体 IP 授权服务，为国内大厂自研提供更多的代工选择。投资建议：推荐寒武纪、海光信息（与计算机组共同覆盖），建议关注中兴通讯、翱捷科技、芯原股份。风险提示：大厂 CapEx 投入不及预期，

技术发展不及预期，客户需求不及预期。

(证券分析师：陈海进 研究助理：李雅文)

医药生物行业点评报告：未来已来，国家医保局为脑机接口医疗服务价格单独立项

投资要点 3月3日晚上8点，全球首批第4例、通过脑脊接口让瘫痪者重新行走的临床概念验证手术在上海华山医院成功实施。让瘫痪者再次站立和行走。这一跨越“不可能”的奇迹，源自复旦大学类脑智能科学与技术研究院加福民团队全球首创的“三合一”脑脊接口技术——通过微创手术在脑与脊髓间搭建“神经桥”，仅需4小时同步植入电极，术后24小时，人工智能辅助下患者即可恢复腿部运动。2025年3月11日，国家医保局发布《神经系统类医疗服务价格项目立项指南（试行）》，其中专门为脑机接口新技术前瞻性单独立项，设立了“侵入式脑机接口置入费”“侵入式脑机接口取出费”“非侵入式脑机接口适配费”等价格项目。此次国家医保局立项指南新增非侵入式脑机接口适配费项目，就是为临床使用此类技术时，需要不断调试设备的服务项目而设，以支持其校准和优化设备参数，能够更准确捕捉和处理脑电信号，让患者及时用上前沿技术。国家医保局从打通创新技术向临床治疗转化通道的角度，全面梳理、规范神经系统类医疗服务价格项目，为脑机接口等前沿技术设立项目，充分支持高水平医疗技术的价值实现，各地对接落实立项指南后，脑机接口医疗收费将有规可依。这意味着，一旦脑机接口技术成熟，快速进入临床应用的收费路径已经铺好。建议关注：上市公司：诚益通、三博脑科、翔宇医疗、塞力医疗、岩山科技、爱朋医疗、麦澜德；非上市公司：脑虎科技（侵入式）、阶梯医疗（侵入式）、博瑞康（侵入式）、BrainCo（非侵入式）风险提示：政策风险；产品销售及研发进度不及预期。

(证券分析师：朱国广 证券分析师：赵骁翔)

推荐个股及其他点评

埃夫特-U (688165): 工业机器人龙头企业，携手多方切入人形机器人领域

投资要点 工业机器人龙头企业，近年来经营情况持续改善 埃夫特深耕工业机器人赛道，成长为国内工业机器人龙头企业。2020-2023年公司营业收入从11.34亿元增长至18.86亿元，CAGR=18%；2020-2023年公司归母净利润从-1.69亿元收窄至-0.47亿元，经营质量有所提高。利润率方面，2020-2023年公司毛利率从12.26%提升至17.31%，主要系公司高毛利的机器人本体业务收入增长良好，带动综合毛利率提升。销售净利率从-15.04%收窄至-2.56%，亏损不断收窄。拆分公司业务结构看，2020-2023年公司机器人整机业务收入从2.15亿元增长至8.55亿元，增长态势良好；系统集成业务从9.01亿元增长至10.02亿元，基本保持平稳。2023年公司机器人整机/系统集成业务分别占收入比重45.30%/53.12%。主业进展顺利，市场占有率不断提升 2024Q1-Q3公司工业机器人出货量近12000台，国内市占率排名第8（含外资品牌），2024全年出货量目标达到16000台。未来公司进一步收缩集成业务，积极拓展本体主业，出货量有望稳步增长。展望未来，国内内需刺激政策逐步传导，国内制造业景气度有望复苏，工业机器人价格竞争同步缓解，利润率有望改善。保持高研发支出，夯实工业机器人产品实力 近年来埃夫特年研发费用保持在1亿元上下，研发投入维持在高位水平，重点推进焊接、喷涂、码垛等应用场

景的工业机器人开发。2023 年公司牵头承担了国家重点研发计划“工业机器人核心零部件技术与应用示范”，重点突破焊接机器人研发生产，另外公司开发面向智能化应用的机器人软件集成开发平台，已针对焊接场景实现应用落地，并展开商业化推广。与华为全球具身智能产业创新中心牵手合作，切入人形机器人领域。2024 年 11 月 15 日，华为（深圳）全球具身智能产业创新中心宣布启动运营，埃夫特被选为优选合作伙伴并签署合作备忘录，是签约合作协议的机器人本体企业中体量最大的。基于公司在工业机器人领域的深厚积累，公司在机器人运控领域已有较为成熟的技术积淀，未来有望与华为携手合作，将运控技术横向迁移至人形机器人应用领域，成为华为机器人供应链的核心公司。另外华为造车产业正蓬勃发展，我们认为未来人形机器人产品有望优先落地华为造车工厂，在实训中迭代升级。盈利预测与投资评级 机器人本体主业进展顺利，与华为合作打开人形机器人业务成长空间。我们维持盈利预测，预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 13.68/14.02/16.09 亿元，当前股价对应动态 PS 分别为 12/12/10 倍，维持“增持”评级。风险提示：工业机器人需求不及预期，人形机器人量产进度不及预期，宏观经济风险。

（证券分析师：周尔双 研究助理：钱尧天）

长盛轴承（300718）：轴承+丝杠双轮驱动，有望受益于人形机器人产业化落地

投资要点 深耕自润滑轴承业务，公司经营稳健，业绩持续增长 长盛轴承成立于 1995 年，并于 2017 年于深交所成功上市。公司聚焦自润滑轴承、低摩擦副零部件和精密铸件三大业务板块，产品深入多行业，客户基础深厚。财务表现方面，公司 2023 年实现营业收入 11.1 亿元，同比增长 3.2%，2015-2023 年营业收入 CAGR 达 11.47%；2023 年实现归母净利润 2.42 亿元，同比增长 137.3%，2015-2023 年归母净利润 CAGR 达 10.5%，实现快速增长。此外，2023 年公司实现海外收入 4.67 亿元，同比增长 1.3%，随着与海外客户合作的持续深化，海外收入、利润有望持续提升。受益于公司营业收入增加产生的规模效应不断释放以及材料成本控制的持续优化，2023 年公司销售毛利率为 21.88%，同比增长 132pct，归母净利率 35.81%，同比增长 22pct，盈利水平大幅提升。未来随着人形机器人新领域的拓展，公司盈利能力有望持续增长。 轴承+滚珠丝杠双轮驱动，有望在人形机器人产业化进程中充分受益 人形机器人产业化在即，轴承作为通用型零部件有望需求放量。公司深耕轴承行业多年，在滑动轴承领域技术优势领先，绑定国内人形机器人头部厂商。根据公司投资者互动平台信息，公司已经成为宇树科技供应链的核心供应商。通过与宇树科技合作研发适配人形机器人的滑动轴承产品，公司有望不断积累技术优势，依靠通用的产品技术原理切入更多客户供应链。与此同时，公司前瞻布局微型丝杠领域，有望切入灵巧手赛道。特斯拉二代灵巧手方案采用微型滚珠丝杠，灵巧手方案持续迭代有望催生微型滚珠丝杠需求。公司持股 45%的子公司华纳传动从事滚珠丝杠业务，2024 年滚珠丝杠产品年产能 20 万套，2025 年有望增长至 30 万套。公司依托微型滚珠丝杠产品，正与众多灵巧手厂商接洽，未来有望伴随灵巧手技术路线变革与量产落地充分受益。 盈利预测与投资评级：公司在滑动轴承领域技术积累深厚，微型丝杠加速布局有望在人形机器人商业化落地进程中充分受益。我们维持盈利预测，预测公司 2024-2026 年归母净利润为 2.51/2.76/3.19 亿元，当前股价对应 PE 分别为 119/108/93 倍。考虑到公司在轴承领域技术优势明显，滚珠丝杠业务构筑第二增长极，未来有望伴随人形机器人产业化进程受益，维持公司“增持”评级。 风

风险提示：轴承产品研发不及预期，人形机器人量产进度不及预期，宏观经济风险。

（证券分析师：周尔双 研究助理：钱尧天）

横店东磁 (002056): 2024 年报点评: 三大业务稳健向好, Q4 业绩超预期

投资要点 事件：公司发布 2024 年年报，实现收入 185.59 亿元，同比-5.95%；归母净利 18.27 亿元，同增 0.46%；其中 24Q4 实现收入 49.77 亿元，同增 25%，环增 24%；归母净利 9 亿元，同增 437%、环增 213%。光伏深耕海外市场、印尼产能释放贡献盈利：2024 年公司光伏产品出货 17.2GW，同增约 73%，公司深耕海外高溢价市场，2024 年海外出货占比 50%+。2024 年 Q4 公司光伏产品出货超 5GW，随印尼电池产能逐步释放，Q4 已实现量产出货，针对美国终端市场贡献超额盈利。截至 2024 年底公司已形成 23GW 电池产能（N 型产能超 80%）、17GW 组件产能。展望 2025 年，我们预计公司光伏产品出货 20GW+，其中印尼电池出货有望超 3GW，稳健经营、持续向好。磁性材料稳中有进、持之以恒：2024 年磁性材料收入近 46 亿，实现出货 23.2 万吨，同增 17%，毛利率维持 27%+。永磁铁氧体市占率约 22%，推动机壳打开高端市场；磁粉心及纳米晶器件在算力和新能源汽车获多家客户定点开发生产。锂电加速成长、量利修复显著：2024 年锂电业务收入约 24 亿，出货 5.31 亿支，同增 56%；受益于材料价格触底反弹、部分小动力应用市场需求回暖，公司保持了 7GWh 产能高稼动率，24 年毛利率提升至 12.7%，量利修复明显。盈利预测与投资评级：考虑行业竞争加剧，我们下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润 19.1/22.1/25 亿元（2025 年、2026 年前值为 20.76/23.70 亿元），同比+5%/+16%/+13%，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧，国际贸易及行业政策变动，全球化拓展不及预期等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男
证券分析师：徐铖嵘）

京东集团-SW (09618.HK): 2024Q4 业绩点评: 营收利润双超预期, 带电品类显著增长

投资要点 营收利润均超预期，零售业务利润率稳健上升：公司 2024Q4 收入 3469.86 亿元，同比增长 13%，高于彭博一致预期为 3323.84 亿元；实现 Non-GAAP 归母净利润 112.94 亿元，同比增长 34.21%，高于彭博一致预期 92.83 亿元。整体经调整净利率为 3.25%，2023 年同期为 2.75%；仅考虑京东零售业务，2024Q4 经营利润率为 3.3%，较 2023Q4 的 2.6%有所上升。超市及服务持续复苏，电器业务继续增长：商品销售收入 2809.8 亿元，同比上升 14.0%，得益于超市类别的强劲复苏，高于彭博一致预期为 2668.1 亿元；服务及其他收入 660.1 亿元，同比增长 10.1%，高于市场预期 652.3 亿元。电子产品及家用电器净收入 1741.49 亿元，同比上升 15.83%；日用百货商品销售收入为 1068.29 亿元，同比上升 11.11%。履约费用有所增加，降本增效继续推进：2024Q4 公司营业成本为 2938.69 亿元，同比增长 11.92%，低于收入增长增速，使得公司毛利率同比提升 1.1pct，至 15.3%。公司在物流业务竞争优势显著，2024Q4 物流经营利润率达 3.5%，相较 2023Q4 提升 0.6pct，未来规模效应有望进一步加强，有利于拉动物流业务净利率的抬升。盈利预测与投资评级：考虑到 24 年公司收入及利润保持稳定增长，我们将 2025-2026 年的 EPS（Non-GAAP）预测由 12.6/13.3 元调整至 15.7/17.0 元，我们预计 2027 年的 EPS（Non-GAAP）为 18.3 元，对应 2025-2027 年的 PE 分别为 9.3/8.6/7.9

倍（港币/人民币=0.92，2025/03/11 数据）。公司将构筑越来越强的竞争优势，我们维持公司“买入”评级。风险提示：供应链拓展风险，宏观经济风险

（证券分析师：张良卫 证券分析师：张家琦）

中坚科技（002779）：园林机械出海龙头，聚焦具身智能打造第二增长曲线

投资要点 主业聚焦园林机械，积极拓展人形机器人产业布局 公司成立于1997年12月，以电动工具作为主营产品，并逐步向园林机械拓展。在不断拓展产品型谱的同时，公司先后通过ISO质量管理体系认证并获得GS、CE、EMC、EURO-V、EPA等认证，为产品出口打下了坚实基础。2015年，公司于深交所成功上市。为了进一步追赶行业锂电化、智能化的发展趋势，2023年公司成立上海中坚高氮机器人有限公司，专门研发新一代割草机器人产品。2024年3月，公司投资了1X Holding AS公司，与软银、OPEN AI、三星、SQT等国际大型机构共同参与了1X机器人的发展机会。2024年5月，公司设立控股子公司江苏坚米智能机器人有限公司，目前已有首款四足机器人产品。人形机器人量产元年，产业化进程加速 自2022年特斯拉AI Day发布以来，特斯拉多次更新擎天柱升级迭代视频，每次迭代都往更智能&更拟人的方向进步。2024年2月24日，特斯拉发布擎天柱走路视频，步伐更加稳健&更加拟人化，机械感大幅降低。24年10月10日，Optimus Gen2在特斯拉“We,robot”活动现场的人群中走路、打招呼、展示舞蹈，并执行出倒水、拿礼物、猜拳等多组动作，人形机器人动作丝滑连贯。24年11月28日，特斯拉发布Optimus稳稳接住网球视频，标志着灵巧手硬件趋于成熟。25年1月8日，特斯拉发布推特，Optimus Gen3有望于25Q1发布。根据我们测算，2025/远期特斯拉汽车工厂/全球新能源汽车工厂对人形机器人的需求量将达到12.5/50万台。聚焦具身智能，打造第二增长曲线 2024年3月，公司投资全球头部人形机器人厂商1X，以此切入具身智能赛道。2024年5月公司设立控股子公司江苏坚米智能机器人有限公司。2024年8月21日，公司于北京世界机器人大会展示了公司最新产品四足机器人。2024年12月12日，公司发布公告董事会决议通过调整非公开发行募集资金用途，新增项目“具身智能机器人产业化项目”。公司积极布局具身智能机器人板块，打造第二增长曲线。盈利预测与投资评级：公司自成立以来深耕园林机械，前瞻投资头部人形机器人公司。我们维持盈利预测，预计2024-2026年公司归母净利润为0.59/0.73/0.90亿元，当前股价对应PE分别为260/211/171倍。我们选取同为人形机器人行业的三花智控、拓普集团以及割草机器人行业格力博、大叶股份作为公司可比公司，公司估值水平较高。中坚科技积极拓展具身智能赛道，与海外头部机器人厂商深度合作的同时也自行研发布局，具有较大利润弹性。考虑到目前机器人本体上市公司较少，公司在市场具有较强稀缺性，维持“增持”评级。风险提示：锂电化产品研发不及预期，人形机器人量产进度不及预期，宏观经济风险。

（证券分析师：周尔双）

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>