

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-03-13

宏观策略

2025 年 03 月 13 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 20250312: 1.9%以上的 10 年期国债具有配置价值

10 年期国债收益率的合理点位在 2.0-2.2%, 30 年期国债收益率在 2019 年-2022 年间, 与 10 年期国债收益率的利差中枢为 50bp 左右。如果利差回到该点位, 则 30 年期国债收益率的点位在 2.5-2.7%。如果利差仍然保持在 20bp 左右, 则 30 年期国债收益率的点位在 2.2-2.4%。当前接近 1.9% 的 10 年期国债已经具有配置价值。

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

晨会编辑 孙婷

执业证书: S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

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 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

拓斯达（300607）：三大产品线齐头并进，牵手华为入局人形机器人

风险提示：业务转型进展不及预期，宏观经济风险。

宝丰能源（600989）：2024 年报点评：业绩稳步增长，内蒙&新疆项目打开公司成长空间

盈利预测与投资评级：基于公司产品景气度情况，以及公司项目建设情况，我们上调公司 2025-2026 年归母净利润分别至 124、141 亿元（此前

预计归母净利润分别 122、135 亿元)，新增 2027 年归母净利润 149 亿元。按 2025 年 3 月 12 日收盘价，对应 PE 分别 10、9、8 倍。我们看好公司未来成长性，维持“买入”评级。 风险提示：项目建设不及预期，需求表现疲弱，原材料价格大幅波动。

安徽合力 (600761): 拟投资设立泰国工厂，全球化战略布局持续

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2024-2026 年盈利预测为 14.0/16.0/18.1 亿元，当前市值对应 PE 为 13/12/10X，维持“买入”评级。风险提示：地缘政治冲突、原材料价格上涨、竞争格局恶化等

普洛药业 (000739): 2024 年年报点评: 原料药业务短期承压, 看好 CDMO 成为新增长极

事件：公司发布 2024 年年报，2024 年全年实现收入 120.22 亿元（括号内为同比，下同，+4.77%），归母净利润 10.31 亿元（-2.29%），扣非归母净利润 9.84 亿元（-4.09%）。单 Q4 实现收入 27.32 亿元（-8.15%），归母净利润 1.61 亿元（-20.85%），扣非归母净利润 1.53 亿元（-22.81%）。CDMO 漏斗模型初步形成，将成为公司新增长极。CDMO 板块 2024 年实现营收 18.84 亿元（-6.05%），毛利 7.73 亿元（-8.78%），毛利率 41.06%。CDMO 板块业绩下滑主要由于 2023 年存在特殊项目收入，扣除特殊项目影响后整体保持增长。2024 年公司报价项目 1601 个（+77%）；进行中项目 996 个（+35%）。其中商业化阶段项目 355 个（+25%），研发阶段项目 641 个（+42%）。项目增长快速，逐渐形成前端向后端引流的漏斗模型，我们预计 CDMO 板块将成为公司利润的新增长极。 药品板块毛利增速较快，执行差异化竞争战略。药品板块 2024 年营收 12.56 亿元（+0.51%），毛利 7.64 亿元（+15.02%），毛利率 60.81%（+7.67pct），主要得益于制剂销售模式调整，以及部分品种集中生产，生产效率有较大提升，综合成本下降使得毛利增速快于收入增速。公司集采中标品种占比相对较少，压力较小。后续公司考虑研发短期替代可能性小、有特色的产品，也在做改良型创新药以进行差异化竞争。 盈利预测与投资评级：考虑到公司原料药业务整体承压、汇兑损失可能影响利润，我们调整公司 2025-2026 年归母净利润由 13.8/15.6 亿元至 11.7/13.9 亿元，预计 2027 年归母净利润为 16.9 亿元。当前市值对应 P/E 估值为 15/13/11X。基于公司 1）CDMO 业务消除高基数影响，漏斗模型带动利润增长；2）制剂业务毛利率显著提升，新品持续推出；3）原料药价格有望改善，维持“买入”评级。 风险提示：原料药价格波动风险；制剂集采风险；CDMO 行业竞争加剧风险

蓝思科技 (300433): 平台化迈上关键台阶，拥抱机器人+AR 历史机遇

消费电子平台之势开始显现，机器人+AR 进展是发展阶段的关键跃升：公司从玻璃结构件出发，当前已经成为了智能终端一站式服务的解决方案平台。机器人业务上：公司为智元机器人的核心供应商，2025 年 1 月交付灵犀 X1，助力智元实现 2024 年产超千台机器人目标，蓝思在其中供应关节模组/DCU/夹爪等核心零部件，自研的六维力矩传感器/行星滚柱丝杠等远超消费电子结构件和外观件的范畴。AR 眼镜上：2025 年 2 月蓝思和 Rokid 达成深度合作，提供整机组装和全产业链整合，从镜架、镜片、功能模组到全自动组装实现全链条覆盖。我们认为机器人和 AR 领域进展说明蓝思平台化取得了关键的跃升。 新兴复杂精密制造业发展中，产业平台企业优势明显：新兴产业起步时坚定投入需要公司优秀的成熟业务支撑。高迭代速度需要柔性生产、高响应速度等。我们认为消费电子龙头被锻炼出的“规模大但具备灵活响应的组织优势”是迎接新兴产

业的基因优势。复杂和精密制造决定了终端客户难以内部制造，要依托外部厂商以加速新兴产业落地，具备全产业链整合能力的公司有望抓住机遇。

看好消费电子的“机器人+AR”历史机遇：我们认为消费电子制造公司具备高精度/高复杂产品快速迭代和成本优化能力，同时优秀的主业提供了布局新领域的充足子弹，AI 新形态终端浪潮是产业的历史性机遇。尤其在机器人，制造工厂作为“机器替人”的第一阶段，消费电子公司产线就是机器人的应用场景，同时部分消费电子龙头具备设备自研能力，相关如传感/控制/执行等技术能大量复制至机器人产业。不止于折叠屏，有望定位制造平台带来重估。公司作为北美客户折叠屏变化的核心受益方，我们看好蓝思在盖板玻璃折叠带来的 ASP 大幅提升，以及在中框等零部件的拓展。平台化拓展汽车/手机等业务稳定发展但毕竟属于偏成熟行业，当前机器人和 AR 领域的积极进展充分显示公司全产业链覆盖的“技术+制造”双轮驱动的平台属性，有望进一步打开空间。

盈利预测与投资评级：我们调整盈利预期，预计公司 2024-2026 年营业收入为 706/982/1301 亿元，同比增长 29.6%/39.0%/32.4%，归母净利润为 37.1/55.7/72.3 亿元，同比增长 22.8%/50.1%/29.8%，对应 P/E 为 38.4/25.6/19.8 倍，维持“买入”评级。风险提示：消费电子复苏不及预期；终端创新不及预期；客户拓展不及预期

永兴股份（601033）：何以永兴：独揽穗之优势，持续现金成长

盈利预测与投资评级：公司掌握广州优质垃圾焚烧项目，资本开支结束，随产能爬坡，业绩、ROE、自由现金流均上行，具备长期分红能力。我们预计 2024-2026 年归母净利润为 7.72/9.07/10.02 亿元，同增 5.1%/17.5%/10.5%，对应 PE 16/14/13 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：补贴政策风险，垃圾量不及预期，收入区域集中度高的风险。

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 20250312: 1.9%以上的10年期国债具有配置价值

事件 2025年春节后,债券收益率便进入了上行阶段。从2月6日至3月11日,1年期国债收益率由1.21%上行37bp至1.58%,10年期国债收益率由1.60%上行29bp至1.89%,收益率曲线“熊平”。在经历了持续的上行调整后,我们不禁要问:怎样的债券收益率点位是合理的? 观点 央行态度具有决定性因素:本次调整的节奏上,短端利率先于长端利率,导火索便是央行在公开市场上收紧流动性。为了剔除因为春节因素而在2月初回笼的资金,我们计算2月11日-3月12日期间央行在公开市场通过逆回购和MLF回收的流动性,达到9861亿元。因此我们在判断合理的债券收益率点位时,更多需要观察央行的心理合意“锚”。近期收紧流动性的举措或想通过短端带动长端利率的上行。对于目前10年期国债收益率的合理点位,我们从两个角度分析: 从曲线陡峭性角度,什么样的期限利差是合理的? 在去年6月19日的陆家嘴金融论坛上,央行潘行长提到“保持正常倾斜向上的收益率曲线”,当日1年期国债收益率为1.60%,10年期国债收益率为2.24%,两者之间的利差是64bp。行至当前,3月11日10Y-1Y国债利差是31bp,在1-2月短端利率先行抬升的情况下,曲线状态是“熊平”。因此,央行如果想要抬升长端利率,在短端不会轻易放松,希望通过短端带动长端,令曲线陡峭化,利差能够恢复到60bp左右。这一水平是2024年6月陆家嘴金融论坛时的点位,也是2019年以来10Y-1Y国债利差的中枢。进一步,需要判断当前短端利率是否已经调整到位,由此通过期限利差来判断长端利率的点位。我们认为1年期国债收益率1.6%左右的点位已经合理,修复到降息预期之前,同时DR007下行至1.8%附近,符合央行所说的围绕政策利率波动,资金维持中性偏紧状态对短端的影响有限。因此在1年期国债收益率1.6%的点位下,向上加60bp的期限利差,10年期国债收益率应当在2.2%左右。从首次提及关注长债收益率时的点位进行推断。2024年4月3日,央行货币政策委员会例会通稿中提到,“在经济回升过程中,也要关注长期收益率的变化”,当时10年期国债收益率在2.3%左右。在那之后,7天期逆回购利率在2024年7月和9月分别下调10bp和20bp,

累计降息 30bp，10 年期国债收益率的合意点位对应下调，则为 2.0%。综上，10 年期国债收益率的合理点位在 2.0-2.2%，30 年期国债收益率在 2019 年-2022 年间，与 10 年期国债收益率的利差中枢为 50bp 左右。如果利差回到该点位，则 30 年期国债收益率的点位在 2.5-2.7%。如果利差仍然保持在 20bp 左右，则 30 年期国债收益率的点位在 2.2-2.4%。当前接近 1.9% 的 10 年期国债已经具有配置价值。但需要注意的是，发债成本提高会否倒逼货币的放松。2024 年，新发国债的加权平均期限为 6.2 年，加权平均发行利率为 1.85%。截至 3 月 10 日，今年新发国债的加权平均期限为 4.5 年，加权平均发行利率为 1.43%。如果利率持续上行，发债成本也将相应提升，需要关注发债密集期的流动性宽松可能性。风险提示：经济基本面变化超预期，货币政策工具创新，历史经验不代表将来。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐沐阳)

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

拓斯达(300607): 三大产品线齐头并进, 牵手华为入局人形机器人

投资要点 聚焦多关节与直角坐标机器人, 携手华为拓展人形机器人赛道: (1)工业机器人及自动化应用系统: 公司聚焦多关节机器人(如TX-MA系列)和直角坐标机器人(如TX-ZJ系列)的研发与应用, 产品线不断丰富, 技术成熟度显著提升。2024年11月15日, 拓斯达加入华为全球具身智能产业创新中心, 成为16家优选合作伙伴之一。公司通过子公司矩阵智控科技, 打造“感-算-控”一体化的通用机器人运动控制平台, 聚焦人形机器人运动控制技术。凭借与华为的紧密合作及地理优势, 拓斯达有望在人形机器人赛道取得突破, 并巩固其在华为产业链中的优势地位。(2)注塑机相关业务: 公司推出的新型电动注塑机(TSE系列)凭借高效节能、高精度控制和快速成型的特点, 在家电、汽车零部件和3C电子行业, 应用需求持续增长。此外, 公司对注塑机配套设备(如自动供料系统TSS系列和机械手TSR系列)进行智能化升级, 集成先进传感器技术和自动化控制系统, 提升设备自动化水平和生产效率。(3)数控机床业务: 公司重点发展的五轴联动数控机床(TMC系列)凭借高精度、高效率和多轴联动能力, 成功突破航空航天、汽车模具等高端制造领域, 订单量显著增长。同时, 公司加大智能化技术研发投入, 推出具备智能监控和故障诊断功能的数控系统, 提升设备稳定性和易用性。Q3业绩短期承压, 静待公司完成业务转型: 2024Q1-Q3公司实现营收22.35亿元, 同比-31.0%, 主要系公司主动调整业务结构, 收缩智能能源及环境管理系统业务。其

中工业机器人及自动化应用系统业务营收为 5.32 亿元，同比-15.7%；注塑机相关业务营收为 3.49 亿元，同比+14.0%；数控机床业务营收为 1.56 亿元，同比-24.1%，主要系上半年厂房搬迁导致生产及交付受限；智能能源及环境管理系统业务营收为 1.15 亿元，同比-42.5%。2024Q1-Q3 实现归母净利润 902 万元，同比-93.0%。Q3 单季营收为 5.12 亿元，同比-54.9%，环比-29.2%；归母净利润为-0.27 亿元，同环比扭亏。盈利能力短期承压，看好公司业务结构优化与高毛利产品产能释放：2024Q1-Q3 销售毛利率为 20.31%，同比-0.8pct；销售净利率为 0.14%，同比-4.0pct，主要系公司新建产能处于爬坡阶段，初期折旧较高，以及公司业务结构调整，收缩智能能源及环境管理系统业务。期间费用率为 18.76%，同比+5.4pct，其中销售费用率为 7.15%，同比+1.7pct，管理费用率为 6.36%，同比+2.4pct，研发费用率为 3.78%，同比+0.8pct，财务费用率为 1.47%，同比+0.5pct。Q3 单季毛利率为 26.86%，同比+6.1pct，环比+7.1pct；销售净利率为-5.56%，同环比转负。盈利预测与投资评级：公司业务处于转型期，聚焦机床/注塑机/机器人三大领域高举高打。我们维持盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 0.50/0.57/0.67 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 353/307/263 倍，考虑到公司三大业务版图定位清晰，并与国内头部客户建立了良好合作，具有较强的成长性，维持“增持”评级。风险提示：业务转型进展不及预期，宏观经济风险。

（证券分析师：周尔双 研究助理：钱尧天）

宝丰能源（600989）：2024 年报点评：业绩稳步增长，内蒙&新疆项目打开公司成长空间

投资要点 事件：公司发布 2024 年年报：实现营业收入 329.8 亿元（同比+13%），归母净利润 63.4 亿元（同比+12%），扣非归母净利润 67.8 亿元（同比+14%）。其中，2024Q4 实现营业收入 87.1 亿元（同比-0.3%，环比+18%），归母净利润 18.0 亿元（同比+2%，环比+46%），扣非归母净利润 18.7 亿元（同比+4%，环比+35%）。内蒙古项目第一条 100 万吨/年产线于 2024 年底投产，烯烃产品产销提升：1）主要产品销量：2024 年全年，PE/PP/焦炭的销量分别 114/116/709 万吨，同比+36%/+55%/+2%，主要系公司宁东三期项目于 2023 年底投产，且内蒙古项目 300 万吨装置第一条产线在 2024 年 11 月投产，在 2024 年的销量同比增加；其中单 Q4 季度，PE/PP/焦炭的销量 31/34/177 万吨，环比+24%/+35%/+0%，主要系公司于 2024Q3 进行检修，而 2024Q4 内蒙古新产线投产，带来烯烃销量环比增加。2）主要产品价格：2024 年全年，PE/PP/焦炭的价格（不含税）分别 7089/6697/1388 元/吨，同比+0%/-1%/-12%；其中单 Q4 季度，PE/PP/焦炭的价格（不含税）分别 7106/6664/1327 元/吨，同比+1%/-2%/+1%，主要系油价下降，而烯烃价格与油价的相关性比历史水平明显降低，烯烃产品价格降幅较小；而焦炭价格随煤炭价格回落明显。3）原材料价格：2024 年全年，气化原料煤/炼焦精煤/动力煤采购价 563/1073/414 元/吨，同比-9%/-13%/-11%，成本端压力减弱。内蒙基地剩余两条 100 万吨/年产线预计将于 2025Q1 投产，新疆准东基地 400 万吨烯烃项目继续推进：1）内蒙煤制烯烃项目：第一条产线已于 2024 年 11 月投产，第二条产线于 2025 年 1 月投产，公司预计第三条产线将于 2025 年 3 月底投产。内蒙古项目是目前为止全球单厂规模最大的烯烃项目，项目投产后，公司烯烃产能将达到 520 万吨/年，产能规模跃居我国煤制烯烃行业第一位。2）新疆煤制烯烃项目：包含 3*65 万吨/年聚丙烯、3*65 万吨/年聚乙烯和 25 万吨/年 EVA 等。新疆项目已取得项目环评、安评等支持性文件专家评审意见，新项目技术更为先进，且原材料成本有望进

一步下降。 盈利预测与投资评级：基于公司产品景气度情况，以及公司项目建设情况，我们上调公司 2025-2026 年归母净利润分别至 124、141 亿元（此前预计归母净利润分别 122、135 亿元），新增 2027 年归母净利润 149 亿元。按 2025 年 3 月 12 日收盘价，对应 PE 分别 10、9、8 倍。我们看好公司未来成长性，维持“买入”评级。 风险提示：项目建设不及预期，需求表现疲弱，原材料价格大幅波动。

（证券分析师：陈淑娴 研究助理：周少玟）

安徽合力（600761）：拟投资设立泰国工厂，全球化战略布局持续

投资要点 拟投资建设泰国工厂，助力海外份额提升 2025 年 3 月 10 日公司发布公告，拟投资设立泰国工厂，规划年产叉车 10000 台，年产锂电池组 10000 套。根据公告，公司决定与泰国当地企业以现金方式共同出资设立合力泰国公司，注册资本 4.3 亿元人民币，5 年内分批投入。其中公司出资 3.2 亿元，持有合力泰国公司 75% 股权，泰国当地企业出资 1.1 亿元，持股 25%。近年来公司持续加快海外市场布局，2023-2024 年陆续设立合力欧亚公司、澳洲公司、南美公司、德国研发中心、欧洲总部等。根据我们测算，2024 年公司海外收入份额仅约 6%。海外建厂有助于公司树立品牌形象、完善渠道建设和后市场服务、规避潜在关税风险，助力份额持续提升，看好全球化驱动下公司业绩稳健增长。 2024 年行业景气度磨底，可期待国内政策推进、海外渠道需求复苏 叉车行业需求来源于（1）制造业、物流业投资规模增长，对搬运工具需求提升，（2）人工成本提升，工厂、仓库等对工作效率的要求提高，机器替人为趋势。2014-2023 年全球叉车销量 CAGR 为 8%，国内/海外分别为 15%/5%。短期来看，行业国内景气磨底，80 万台年销量以存量更新需求为主；海外需求疲软，行业新签订单增速已下滑 2 年有余（2022-2024 年），其中美国市场下滑幅度尤为明显。2024 年 Q4 全球龙一丰田新签订单同/环比分别提升 11%/42%，增幅转正，龙二凯傲新签订单同/环比分别增长 4%/35%（环比增速较高有季节性因素），或反映需求企稳回升。2024 年 Q4，国内原材料价格仍低位震荡，且海外收入增长，占比被动提升，叉车企业利润率有望维持较高水平。中长期看，国内外锂电化率提升仍有空间，2023 年国内、海外锂电化率（锂电平衡重叉车占总体叉车的比重）分别为 19%/13%，提升空间广阔，助力结构优化+出海。此外，随 2021 年开始销往海外的叉车机龄增长，后市场服务将接力新机销售创造新增长点。 智能物流业务推进，有望打造第二成长曲线 除去传统叉车整机板块，公司智能物流领域进展值得关注：2025 年 2 月，公司控股股东安徽叉车集团与华为举行深化合作协议签约仪式，根据协议，双方将在数字化转型、智能物流、人工智能、人才培养等领域开展深化合作，实现合作共赢：（1）产品端，华为有望为公司的智能物流设备等提供技术支持，解决 AGV/AMR 应用端痛点问题，（2）业务端，公司有望为华为智慧工厂解决方案提供配套硬件设备等。近年来合力加快对智慧物流领域的布局：①2023 年子公司合力工业车辆引入战略投资者，完成混改，②2024 年上半年收购安徽宇锋智能，实现合力智能物流产业园顺利开园。2024 上半年，智能物流业务营收同比增长 161%。未来随华为等多方合作深入、公司主动拓展业务，智能物流板块有望成为公司第二成长曲线。 盈利预测与投资评级：我们维持公司 2024-2026 年盈利预测为 14.0/16.0/18.1 亿元，当前市值对应 PE 为 13/12/10X，维持“买入”评级。 风险提示：地缘政治冲突、原材料价格上涨、竞争格局恶化等

（证券分析师：周尔双 证券分析师：韦译捷）

普洛药业（000739）：2024 年年报点评：原料药业务短期承压，看好

CDMO 成为新增长极

投资要点 事件: 公司发布 2024 年年报, 2024 年全年实现收入 120.22 亿元(括号内为同比, 下同, +4.77%), 归母净利润 10.31 亿元(-2.29%), 扣非归母净利润 9.84 亿元(-4.09%)。单 Q4 实现收入 27.32 亿元(-8.15%), 归母净利润 1.61 亿元(-20.85%), 扣非归母净利润 1.53 亿元(-22.81%)。期间费用率略有下降, 综合毛利率有望提升。公司 2024 年销售费用率为 5.32%(-0.41pct), 管理费用率为 4.00%(-0.07pct), 研发费用率为 5.33%(-0.12pct), 财务费用率为-0.96%(-0.05pct), 全年来看各项期间费用率均有下降。部分费用在 Q4 集中计提, 所以 Q4 费用率达到阶段性高点。我们认为随着公司原料药业务收入占比下降, CDMO 和药品业务收入占比上升, 以及公司持续加大研发投入, 研发费用率和销售费用率预计略有提升。由于 2024 年原料药板块毛利率相对较低, 仅 14.79%, 而 CDMO 板块毛利率 41.06%、药品板块毛利率 60.81%, 因此公司综合毛利率有望提升。 CDMO 漏斗模型初步形成, 将成为公司新增长极。CDMO 板块 2024 年实现营收 18.84 亿元(-6.05%), 毛利 7.73 亿元(-8.78%), 毛利率 41.06%。CDMO 板块业绩下滑主要由于 2023 年存在特殊项目收入, 扣除特殊项目影响后整体保持增长。2024 年公司报价项目 1601 个(+77%); 进行中项目 996 个(+35%)。其中商业化阶段项目 355 个(+25%), 研发阶段项目 641 个(+42%)。项目增长快速, 逐渐形成前端向后端引流的漏斗模型, 我们预计 CDMO 板块将成为公司利润的新增长极。 药品板块毛利增速较快, 执行差异化竞争战略。药品板块 2024 年营收 12.56 亿元(+0.51%), 毛利 7.64 亿元(+15.02%), 毛利率 60.81%(+7.67pct), 主要得益于制剂销售模式调整, 以及部分品种集中生产, 生产效率有较大提升, 综合成本下降使得毛利增速快于收入增速。公司集采中标品种占比相对较少, 压力较小。后续公司考虑研发短期替代可能性小、有特色的产品, 也在做改良型创新药以进行差异化竞争。 盈利预测与投资评级: 考虑到公司原料药业务整体承压、汇兑损失可能影响利润, 我们下调公司 2025-2026 年归母净利润由 13.8/15.6 亿元至 11.8/13.9 亿元, 预计 2027 年归母净利润为 16.9 亿元。当前市值对应 P/E 估值为 15/13/11X。基于公司 1) CDMO 业务消除高基数影响, 漏斗模型带动利润增长; 2) 制剂业务毛利率显著提升, 新品持续推出; 3) 原料药价格有望改善, 维持“买入”评级。 风险提示: 原料药价格波动风险; 制剂集采风险; CDMO 行业竞争加剧风险

(证券分析师: 朱国广)

蓝思科技(300433): 平台化迈上关键台阶, 拥抱机器人+AR 历史机遇

投资要点 事件: 近期蓝思深度合作的智元机器人出货破千, 公司和 Rokid 达成深度合作等。 消费电子平台之势开始显现, 机器人+AR 进展是发展阶段的关键跃升: 从玻璃结构件出发, 公司已成为了智能终端一站式服务的解决方案平台。机器人业务上: 公司为智元机器人的核心供应商, 2025 年 1 月交付灵犀 X1, 助力智元实现 2024 年产超千台机器人目标, 蓝思在其中供应关节模组/DCU/夹爪等核心零部件, 自研的六维力矩传感器/行星滚柱丝杠等远超消费电子结构件和外观件的范畴。AR 眼镜上: 2025 年 2 月蓝思和 Rokid 达成深度合作, 提供整机组装和全产业链整合, 从镜架、镜片、功能模组到全自动组装实现全链条覆盖。同时蓝思也和小米在终端整机组装深度合作, 并实现了领先的交付速度和交付质量。我们认为机器人和 AR 领域进展说明蓝思平台化取得了关键的跃升。 新兴复杂精密制造业发展中, 产业平台企业优势明显: 新兴产业起步时坚定投入需要公司优秀的成熟

业务支撑，行有余力才能前瞻研发投入/对接成长初期的企业，蓝思2016年就布局机器人领域，当前也有未来可能大规模量产的光波导材料/纳米结构加工等布局。高迭代速度需要柔性生产、高响应速度等。我们认为消费电子龙头被锻炼出的“规模大但具备灵活响应的组织优势”是迎接新兴产业的基因优势。复杂和精密制造决定了终端客户难以内部制造，要依托外部厂商以加速新兴产业落地，具备全产业链整合能力的公司有望抓住未来巨头客户的成长机遇。看好消费电子的“机器人+AR”历史机遇：我们认为消费电子制造公司具备高精度/高复杂产品快速迭代和成本优化能力，同时优秀的主业提供了布局新领域的充足子弹，AI新形态终端浪潮是产业的历史性机遇。尤其在机器人，制造工厂作为“机器替人”的第一阶段，消费电子公司产线就是机器人的应用场景，同时部分消费电子龙头具备设备自研能力，相关如传感/控制/执行等技术能大量复制至机器人产业。不止于折叠屏，有望定位制造平台带来重估。公司作为北美客户折叠屏变化的核心受益方，我们看好蓝思在盖板玻璃折叠带来的ASP大幅提升，以及在中框等零部件的拓展。平台化拓展汽车/手机等业务稳定发展但毕竟属于偏成熟行业，当前机器人和AR领域的积极进展充分显示公司全产业链覆盖的“技术+制造”双轮驱动的平台属性，有望进一步打开空间。盈利预测与投资评级：我们看好公司平台化和受益折叠趋势，上调盈利预测，考虑外观件需求波动下调24年利润，预计公司2024-2026年营业收入为706/982/1301亿元（前值672/859/1051亿），同比增长29.6%/39.0%/32.4%，归母净利润为37.1/55.7/72.3亿元（前值41.5/54.6/68亿），同比增长22.8%/50.1%/29.8%，对应P/E为38.4/25.6/19.7倍，维持“买入”评级。风险提示：消费电子复苏不及预期；终端创新较弱；客户拓展不及预期

（证券分析师：陈海进 证券分析师：陈妙杨）

永兴股份（601033）：何以永兴：独揽穗之优势，持续现金成长

投资要点 广州垃圾焚烧龙头，优质运营资产现金流价值突出。公司是广州市垃圾发电唯一经营主体。2019-2023年营收/归母净利润复增25%/55%，二期项目暂未确认补贴收入，当前盈利被低估。随着资本开支进入尾声，2023年公司自由现金流转正。未来产能爬坡将带动业绩&现金流持续增厚。公司承诺2023-2025年分红比例不低于60%，2023年达64%。垃圾焚烧项目均已投运爬坡中，广州垃圾量具备自然增长潜力。截至2024Q3，公司垃圾焚烧控股产能合计3.2万吨/日，均已投运，其中广州3.0万吨/日，广州生活垃圾量预计随人口&经济发展保持稳定增长。2024年广州市生活垃圾终端设施处理原生垃圾总量为809.27万吨，同增2.24%，日均垃圾量2.22万吨。根据广州市生活垃圾收运系统战略规划，2025-2035年垃圾量复增约7%，可助力产能利用率每年提高5pct。广州区位优势明显，盈利+现金流长期有保障。1）高处理费+高吨发+高基础电价，带来盈利优势：从单吨盈利来看，2023年公司垃圾焚烧单吨收入为417元/吨，居同业第一，2023年公司垃圾焚烧单吨毛利190元/吨，优于同业平均水平136元/吨，随着产能利用率提升将进一步摊薄固定成本，抬升单吨毛利。高收入源于高处理费：2020-2022年公司平均垃圾处理费为146、140、147元/吨，较行业当年新增招投标项目平均垃圾处理费高出90%、56%、57%。高吨发：公司2023/2024H1吨发为525/568度/吨，较9家同业均值高出36%/46%，2023/2024H1吨上网445/483度/吨，较10家同业均值高出31%/41%。高基础电价：超发部分按当地燃煤标杆电价确认收入，广东省燃煤标杆电价以0.453元/度居全国首位，高于全国平均水平0.370元/度。从资产回报来看，2023年公司在71%的产能利用率下

ROE（加权）为 9.3%，已达行业中位水平。2）收入结构更健康，对国补依赖度低：得益于高吨发和高基础电价，以 2023 年经营数据测算，公司项目国补收入占比 7%，低于行业平均（国补占比约 16%）。且广州财力较强，处理费支付有保障。 掺烧提高产能利用率，拓展供热增厚收益。1）陈腐垃圾：我们梳理目前广州市有 7624 万吨陈腐垃圾等待复挖，测算得到掺烧存量陈腐垃圾的潜在收入空间 154 亿元。若产能缺口均由陈腐垃圾填补，在陈腐垃圾单吨处理费 0、150 元/吨情形下，测算陈腐垃圾单吨毛利为 73、223 元，单吨净利为 39、141 元，相对 2023 年净利增厚 18%、64%。2）工业垃圾：假设产能缺口均由工业垃圾填补，在工业垃圾吨发 960、1280、1600 度/吨情形下，测算得工业固废单吨毛利分别为 155、250、345 元，单吨净利分别为 87、149、211 元，相对 2023 年净利分别增厚 40%、68%、96%。3）发电转供热：23 年公司发电供热 0.7%提升空间大，单吨垃圾对应 2~2.5 吨蒸汽，蒸汽 150 元/吨时，单吨垃圾供热增收 70~105 元。 盈利预测与投资评级：公司掌握广州优质垃圾焚烧项目，资本开支结束，随产能爬坡，业绩、ROE、自由现金流均上行，具备长期分红能力。我们预计 2024-2026 年归母净利润为 7.72/9.07/10.02 亿元，同增 5.1%/17.5%/10.5%，对应 PE 16/14/13 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。 风险提示：补贴政策风险，垃圾量不及预期，收入区域集中度高的风险。

（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>