

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-03-12

宏观策略

2025 年 03 月 12 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

固收周报 20250309: “抢跑”的降息预期修复了吗?

在 3 月 6 日召开的经济主题记者会上, 央行行长潘功胜就 2025 年货币政策进行了展望。总结来看, 市场关注的主要有两点言论: 一是将中美的货币政策取向进行了对比。美联储虽然降息, 但政策利率仍然处于高位, 因此货币政策为限制性, 而目前我国的融资成本处于历史低位, 货币政策的状态是支持性的。二是在政策传导上, 提出对一些不合理的, 容易削弱货币政策传导的市场行为加强规范。

固收周报 20250309: 再次强调转债同纯债组合中的控回撤角色

国内权益市场出现一定幅度的波动, 国债期货同样出现较大幅度波动, 而转债整体虽然同样跟随震荡, 但中低价风格明显波动更小, 因此我们强调前期观点: 转债不仅在同权益比较时展现出低波动特征, 在当前特殊历史阶段, 转债(主要指中低价、高评级标的)同样可以在同纯债构成的组合中, 起到一方面控制回撤, 一方面扮演对冲角色的作用。

固收点评 20250308: 绿色债券周度数据跟踪 (20250303-20250307)

本周 (20250303-20250307) 银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 6 只, 合计发行规模约 44.90 亿元, 较上周减少 739.61 亿元。绿色债券周成交额合计 562 亿元, 较上周增加 119 亿元。

固收点评 20250308: 二级资本债周度数据跟踪 (20250303-20250307)

本周 (20250303-20250307) 银行间市场及交易所市场无新发行二级资本

晨会编辑 孙婷

执业证书: S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

债。二级资本债周成交量合计约 1927 亿元，较上周减少 289 亿元。

行业

公用事业行业跟踪周报：积极稳妥推进碳达峰碳中和，四川零碳工业园区试点建设方案发布

投资建议：国债收益率下降红利配置正当时。1) 水电：量价齐升、低成本受益市场化。度电成本所有电源中最低，省内水电市场电价持续提升，外输可享当地电价。现金流优异分红能力强，折旧期满盈利持续释放。重点推荐【长江电力】。2) 火电：优质区域火电电量电价有支撑，业绩稳定性提升红利属性彰显。建议关注【皖能电力】【中能股份】，建议关注【华电国际】【浙能电力】【华能国际】【国电电力】。3) 核电：成长确定、远期盈利&分红提升。2022、2023 连续两年核准 10 台，2024 年再获 11 台核准，成长再提速。在建机组投运+资本开支逐步见顶。公司 ROE 看齐成熟项目有望翻倍，分红能力同步提升。重点推荐【中国核电】【中国广核】，建议关注【中广核电力 H】。4) 绿电：化债推进财政发力，绿电国补欠款历史问题有望得到解决。资产质量见底回升，绿电成长性再次彰显。重点推荐【龙净环保】，建议关注【龙源电力 H】【中闽能源】【三峡能源】。5) 消纳：关注特高压和电网智能化产业链。趋势一配电网智能化：关注【威胜信息】【东软载波】【安科瑞】；趋势二电网数字化：推荐虚拟电厂；趋势三国际化：推荐特高压和电网设备。风险提示：需求不及预期、电价煤价波动风险、流域来水不及预期等

半导体行业点评报告：北方华创收购芯源微加速平台化进程，看好国产半导体设备并购重组浪潮

北方华创取得芯源微控制权，交易对价合适、收购程序较快：芯源微股东先进制造与北方华创签署《股份转让协议》，拟将其持有的全部公司股份 1906.49 万股以 88.48 元/股的价格转让给北方华创，占公司总股本的 9.49%，交易对价 16.87 亿元；此外中科天盛拟通过公开征集转让方式协议转让其持有的全部股份 1689.97 万股，占公司总股本的 8.41%，北方华创将积极通过参与公开挂牌竞买等方式继续增持公司股份并取得对公司的控制权。此次收购还豁免了先进制造实际控制人郑广文 25%的禁售条款，时间进度加快。芯源微有望借助北方华创的资源与技术优势实现进一步发展：芯源微专注光刻工序涂胶显影设备、单片式湿法设备和临时键合/解键合等，均面向下游存储/逻辑厂商，而北方华创作为国内刻蚀、沉积等前道设备龙头，客户涵盖国内一线存储/逻辑厂商。芯源微有望借助北方华创的客户资源进一步提升自身设备在下游厂商的渗透率，加速实现在前道 Track、化学清洗和后道先进封装领域对 TEL 等公司的国产替代；此外芯源微将结束长期无实控人状态，提升决策集中度并加速技术转化与市场响应速度。北方华创借助并购加速平台化建设，完善产业链布局：北方华创设备种类占比达 60%，产品覆盖硅刻蚀、介质刻蚀、PVD、PECVD、ALD、EPI、MOCVD、LPCVD 和管式 CVD、清洗机等。参考海外龙头 AMAT、LAM 等发展历史，看好半导体设备厂商平台化布局。北方华创此次并购后将持有国内领先且已经实现量产/验证订单的前道 Track 设备、化学清洗设备和临时键合/解键合设备等优质资产，进一步完善北方华创的半导体设备产业链布局，增强国产设备厂商在关键环节的协同竞争力，看好北方华创充分受益于中国本土晶圆制造商资本开支维持高强度及半导体设备国产替代进程加速。投资建议：看好前后

道半导体设备+零部件厂商，重点推荐刻蚀+薄膜设备商【北方华创】【中微公司】；低国产化率环节设备商【芯源微】【中科飞测】【精测电子】；薄膜沉积设备商【拓荆科技】【微导纳米】；封测环节设备商【华峰测控】【长川科技】；零部件环节设备商【英杰电气】【汉钟精机】【新莱应材】【富创精密】

风险提示：下游扩产速度不及预期，设备国产化进程不及预期

房地产行业跟踪周报：持续推动房地产市场止跌回稳，成交逐步回暖

3月第1周新房成交环比下降、同比上升，二手房成交环比下降，同比上升。3月5日，第十四届全国人民代表大会第三次会议召开，国务院总理李强作政府工作报告，其中房地产相关内容重点提及持续用力推动房地产市场止跌回稳、因城施策调减限制性措施、加力实施城中村和危旧房改造、充分释放刚性和改善性住房需求潜力、盘活存量用地和商办用房、加快构建房地产发展新模式、建设“好房子”等方面。3月9日，住建部部长倪虹称，将会同有关部门，坚持长短结合、标本兼治，坚决稳住楼市。重点做好四件事：第一，巩固政策“组合拳”的效果。把降息、增贷、减税等政策效应充分释放出来。第二，加力实施城中村和危旧房改造。第三，推进收购存量商品房。第四，改革完善商品房开发、融资、销售等基础性制度，加快构建房地产发展新模式，适应人民群众高品质住房需要，推动建设安全、舒适、绿色、智慧的“好房子”，促进房地产市场平稳健康发展。投资建议：1) 房地产开发：推荐华润置地、保利发展、滨江集团，建议关注绿城中国等；2) 物业管理：推荐华润万象生活、绿城服务、保利物业、越秀服务；3) 房地产经纪：推荐贝壳，建议关注我爱我家。

推荐个股及其他点评

奥比中光-UW (688322)：“机器之眼”逐步放量，赛道格局卡位双优

全栈自研与自由产能、产品代差以及 knowhow 建立奥比护城河：视觉模组的研发周期通常为6个月至2年，且应用场景适配高度依赖厂商的垂直领域 knowhow 能力，即跨学科技术整合与行业经验沉淀形成的核心竞争力。奥比布局早，涉及场景部署多，场景部署效率和效果领先友商，根据《2023 机器视觉产业发展蓝皮书》提到，2022 年奥比中光在中国服务机器人领域的市场占有率超过了 70%，稳居行业龙头。机器人产业当前技术闭环，商业化落地需求下，公司业务有望高速增长。盈利预测与投资评级：受益于机器人行业订单持续增长，奥比中光 24-26 年营收将实现快速增长、利润有望 25 年扭亏为盈，我们将公司 2024-2026 年营业收入从 5.3/7.6/10.3/上调至 5.6/11.5/15.1 亿元，当前市值对应 PS 分别为 49/24/18 倍，考虑到公司是全球 3D 视觉感知龙头，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济风险下行，下游应用发展不及预期，客户集中度高关联交易风险

南华期货 (603093)：2024 年年报点评：业绩符合预期，境外业务表现亮眼

盈利预测与投资评级：结合公司 2024 年经营情况，我们下调此前盈利预测，预计 2025-2026 年公司归母净利润分别为 5.39/5.88 亿元（前值分别为 5.70/6.19 亿元），对应同比增速 17.72%/9.15%；预计 2027 年公司归母净利润 6.66 亿元，对应同比增速 13.16%。当前市值对应 2025-2027 年 PE 分别为 13.74/12.59/11.12 倍。南华期货境内业务发展稳健，境外业务优势突出，尤其在境外清算方面拥有显著优势。公司有望持续兑现发展潜力，维持“增持”评级。风险提示：1) 行业监管趋严；2) 利率大幅波动。

斯菱股份 (301550): 轴承龙头掘金车后市场, 谐波新锐扬帆人形蓝海

公司成立于 2004 年, 专注于汽车轴承的研发、生产和销售, 主要产品包括轮毂轴承单元、轮毂轴承、离合器、涨紧轮及惰轮轴承、圆锥轴承四大类, 覆盖汽车制动系统、传动系统、动力系统以及工程机械、农机等非汽车领域。公司立足国内, 先后于 17 年和 19 年完成对优联轴承和开源轴承两家主体的收购, 并在 19 年投建泰国工厂, 实现了产品线扩充&海外渠道完善, 20 年海外市场收入占比超 50%, 海外市场成长空间大, 我们预计公司 24-26 年营收 CAGR 约为 28%。全球千亿美元车后市场, 轮毂和轮胎市场占比最高约占全市场收入的 39%。北美车后市场以独立售后企业主导, 收入占比约 70%, 形成了四大连锁维修厂商 AutoZone、Advanced Auto Parts、O' Reilly 以及 Genuine Parts (NAPA) “四足鼎立”的局面。公司海外持续优化客户结构, 切入 NAPA、辉门、Optimal、SKF 等行业头部企业供应链, 实现北美、欧洲、亚洲等境外主要售后市场销售渠道的全覆盖, 2023 年公司境外业务收入占比约 69%, 泰国第二期产能投放后, 公司海外市场有望更上一层楼。公司产品矩阵完善, 产品型号多达 6000 余种, 覆盖全球主流车企, 公司凭借柔性化生产, 契合车后市场“小批量、多品种、快速反应”的特点, 同时公司积极探索新能源车赛道, 产品涵盖了国内外知名主机厂新能源车的主流车型, 随着新能源汽车渗透率的持续提升, 公司有望同时在主机厂、车后市场占据领先优势。公司扩充 60 万套智能重卡轮毂单元产能, 利用高端轴承产品增厚盈利弹性, 看好公司主业盈利能力持续提升。特斯拉 Optimus 量产在即, 27 年有望突破 100 万台, 旋转执行器是人形机器人中必不可少的核心零部件, 公司 24 年成立机器人零部件事业部, 重点研发谐波减速器等核心零部件, 并计划投入 1.17 亿元建设谐波减速器、执行器模组、滚珠丝杠、行星滚柱丝杠产品的生产线, 目前谐波减速器产线的设备正在安装调试, 已完成了样机的定型生产。依托公司客户、泰国产能及北美渠道优势, 谐波减速器凭借产品可靠性及产能储备, 有望实现海外盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.81/2.21/2.57 亿元, 同比+21%/22%/16%, 现价对应 PE 分别为 87/71/61 倍。首次覆盖给予“买入”评级。风险提示: 宏观经济下行, 汇率大幅波动, 竞争加剧等

富临精工 (300432): 与宁德合作再深化, 高压密铁锂龙头更上一层楼

盈利预测与投资评级: 考虑公司子公司少数股东股权变动, 调整公司 24-26 年归母净利至 4.1/10.2/17.1 亿元 (原预期 4.1/10.8/15.0 亿元), 同增 176%/149%/67%, 对应 PE 为 68/27/16 倍, 考虑公司机器人率先卡位优势, 且铁锂行业高压密持续领先, 给予 26 年 25XPE, 对应目标价 35 元, 维持“买入”评级。风险提示: 产能建设速度不及预期, 需求不及预期, 行业竞争加剧。

东土科技 (300353): 研发具身智能操作系统, 启动与机器人头部企业授权合作

盈利预测与投资评级: 公司前瞻布局机器人操作系统, 凭借在工业操作系统领域的技术积累和行业 know-how, 有望在机器人行业开启新的增长极。我们维持 2025-2026 年归母净利润预测为 0.86/1.52 亿元, 给予 2027 年归母净利润预测为 2.02 亿元。维持“买入”评级。

蜜雪集团 (02097.HK): 如何看待已千亿的蜜雪未来空间? ——何以为“王”

盈利预测与投资评级: 蜜雪集团作为平价现制饮品龙头, 自建端对端全流

程供应链体系打造核心壁垒，IP 化品牌营销塑造品牌心智。公司以加盟模式深耕下沉市场，推进品牌出海，持续巩固行业地位。我们预测公司 2024-2026 年归母净利润为 43.8/51.2/59.4 亿元，对应 PE 为 28/24/21 倍。我们认为蜜雪集团的核心优势是品牌势能和在平价现制饮品市场的统治力，且在出海方面值得期待，类比近一年新上市的一些强势品牌如毛戈平和老铺黄金，公司有望享有估值溢价，目标 PE 为 2026 年 30x，对应目标价 509 港元，目标市值 1931 亿港元。首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧，消费需求增长不足，海外门店扩张不及预期，品牌价值和形象受损。

蔚蓝锂芯 (002245): 2024 年年报点评: 业绩符合市场预期, BBU+机器人拓宽边界

盈利预测与投资评级：考虑需求较好，我们上修 25-26 年归母净利至 6.5/8.2 亿元（原预期 6.5/8.0 亿元），预计 27 年归母净利 10.5 亿元，25-27 年同比+34%/+26%/+28%，对应 PE 28x/22x/17x，维持“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期，原材料价格波动，市场竞争加剧。

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

固收周报 20250309:“抢跑”的降息预期修复了吗?

观点 两会召开,央行领导发言定调全年货币政策,同时债券市场迎来了大幅度调整,如何看待当前点位的配置价值?在3月6日召开的经济主题记者会上,央行行长潘功胜就2025年货币政策进行了展望。总结来看,市场关注的主要有两点言论:一是将中美的货币政策取向进行了对比。美联储虽然降息,但政策利率仍然处于高位,因此货币政策为限制性,而目前我国的融资成本处于历史低位,货币政策的状态是支持性的。回顾来看,2024年央行创设了不少新的货币政策工具,包括买断式逆回购和买卖国债,就目前使用的情况来说,定位多为流动性投放,与支持性的货币政策立场相符合。截至3月7日,DR007与7天期逆回购利率之间的差值为30.66bp,2023年1月1日至2025年3月7日这一差值的中枢为15.49bp,目前水平处于87%的分位数水平,显然偏离了资金利率围绕政策利率波动的宗旨。基于此,我们认为1-2月资金市场的“紧货币”体感将会缓解。二是在政策传导上,提出对一些不合理的,容易削减货币政策传导的市场行为加强规范。债券投资者在2024年12月便出现了降息预期的抢跑,因此对这一言论反应较大,3月6日和7日10年期国债收益率分别上行3.7bp和5.5bp。在此我们选择了两个时间点,时间点一为2024年TS价格与3月7日大致相同的日期,即2024年7月19日,时间点二为提出“适度宽松”货币政策基调的日期,即为2024年12月9日。通过对比当前与该两个时间点上的各期限国债收益率,观察债券市场是否实现了降息预期抢跑后的纠偏。通过表1可以发现,7Y及以下的国债收益率已经上行至降息预期发酵之前,叠加前文所说的“紧货币”体感将有所缓解的判断,短端债券的配置价值已经凸显,预计收益率曲线将陡峭化。美国25年2月制造业PMI指数、非制造业PMI指数及2月失业率数据公布,后市美债收益率如何变化?上周(0303-0307)海外美债收益率长端下探有所放缓,最低触及4.1%,长短端收益率差(10y-2y)约35bp,较前期有所修复,我们认为联储将维持该指标在20-40bp区间,从历史上来看,在出现倒挂风险时联储将及时出手通过降息对短端收益率进行压降。同期美元持续走贬,德国

政府将增加军费的声明刺激了资金流出前往欧洲，对欧元反转走升形成提振，同时日元跟随欧元进一步震荡走升。美债、美元的左侧机会是我们前期海外方面一直维持的观点，背后是由于我们观察到美国经济一枝独秀的不可持续性，且特朗普政府的关税、地缘政策正在削弱而非改善美国企业竞争力，同时目前我们也观察到非周期性的阻碍美元全球回流顺畅的一些边际迹象，这或从结构上对欧元、日元形成系统性的支撑。因此我们结合增量数据，思考如下：（1）美国2月制造业PMI指数下降；2月非制造业PMI指数有所回升，超过前值及预期。美国2月ISM制造业指数50.3，低于前值50.9及预期50.8。重要分项指数方面：新订单指数48.6，较1月的55.1下降6.5个点，结合库存指数上涨，从1月的45.9增加至49.9，表明库存周期暂未趋势性回升；就业指数收缩，从1月的50.3降至2月的47.6，招聘步伐放缓，或阻碍GDP增长。美国非制造业PMI走强，2月美国非制造业PMI指数53.5，超过前值52.8及预期52.5。重要分项指数，新订单指数回升0.9个点至2月的52.2，商业活动指数微小下降0.1个点至2月54.4，物价指数回升2.2个点至2月的62.6，表明物价大幅上扬。（2）2025年2月美国失业率上升，非农新增就业人口增长不及预期。2月官方失业率——即衡量积极找工作失业人数的U3失业率为4.1，高于前值4.0及预期4.0，包括临时工在内的U6失业率高于1月份，失业率抬头表明美国就业市场疲软，一定程度上印证了2月制造业PMI指数下降现象。美国2月非农新增15.1万，不及市场预期的16万，高于前值的12.5万，其中，贡献最大的仍是服务业，尤其是教育和保健服务（+7.3万）贡献了近5成的新增就业。（3）美联储维持观望，等待经济前景更明朗。3月7日，美联储主席鲍威尔发表讲话表示现阶段无需急于调整政策利率，美联储可以耐心等待形势变得更加清晰，保持谨慎的代价非常、非常低。强调特朗普政策变化带来的不确定性仍偏高。美联储正在评估贸易政策变化带来的影响，而这些变化已加剧了经济不确定性。美联储当前的重点是在经济前景变化的过程中，分辨真正的信号与市场噪音。截至3月9日，Fedwatch预期2025年3月降息25bp的概率为12.0%，上周为7.0%；5月份降息的可能性为52.1%，上周为32.0%；6月份在5月份降息的基础上再次降息的可能性为38.6%，上周为23.8%。风险提示：地方偿债高峰临近；外部加息预期扰动。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭 证券分析师：徐沐阳
 证券分析师：徐津晶）

固收周报 20250309：再次强调转债同纯债组合中的控回撤角色

本周（0303—0307）海外美债收益率长端下探有所放缓，最低触及4.1%，长端短收益率差（10y—2y）约35bp，较前期有所修复，我们认为联储将维持该指标在20—40bp区间，从历史上来看，在出现倒挂风险时联储将及时出手通过降息对短端收益率进行压降。同期美元持续走贬，德国政府将增加军费的声明刺激了资金流出前往欧洲，对欧元反转走升形成提振，同时日元跟随欧元进一步震荡走升。美债、美元的左侧机会是我们前期海外方面一直维持的观点，背后是由于我们观察到美国经济一枝独秀的不可持续性，且特朗普政府的关税、地缘政策正在削弱而非改善美国企业竞争力，同时目前我们也观察到非周期性的阻碍美元全球回流顺畅的一些边际迹象，这或从结构上对欧元、日元形成系统性的支撑。国内权益市场出现一定幅度的波动，国债期货同样出现较大幅度波动，而转债整体虽然同样跟随震荡，但中低价风格明显波动更小，因此我们强调前期观点：转债不仅在同权益比较时展现出低波动特征，在当前特殊历史阶段，转债（主要指中

低价、高评级标的)同样可以在同纯债构成的组合中,起到一方面控制回撤,一方面扮演对冲角色的作用。下周预测转债下修概率最大的前十名分别为:帝欧转债、文科转债、普利转债、紫银转债、中装转 2、首华转债、鲁泰转债、维尔转债、蓝帆转债、青农转债。下周转债平价溢价率修复潜力最大的高评级、中低价前十名分别为:长信转债、大丰转债、海环转债、核建转债、伊力转债、海亮转债、万凯转债、美锦转债、希望转债、希望转 2。风险提示:(1)正股退市和信用违约风险;(2)流动性环境收紧风险;(3)权益市场超跌风险;(4)地缘政治危机影响;(5)行业政策调控超预期。

(证券分析师:李勇 证券分析师:陈伯铭)

固收点评 20250308:绿色债券周度数据跟踪(20250303-20250307)

观点 一级市场发行情况: 本周(20250303-20250307)银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 6 只,合计发行规模约 44.90 亿元,较上周减少 739.61 亿元。发行年限多为 3 年;发行人性质为地方国有企业、中央国有企业、央企子公司;主体评级多为 AAA、AA+级;发行人地域为北京市、湖南省、江苏省;发行债券种类为交易商协会 ABN、企业 ABS、商业银行普通债。二级市场成交情况: 本周(20250303-20250307)绿色债券周成交额合计 562 亿元,较上周增加 119 亿元。分债券种类来看,成交量前三为非金公司信用债、金融机构债和利率债,分别为 254 亿元、218 亿元和 68 亿元;分发行期限来看,3Y 以下绿色债券成交量最高,占比约 80.23%,市场热度持续;分发行主体行业来看,成交量前三的行业为金融、公用事业、交运设备,分别为 243 亿元、114 亿元和 15 亿元;分发行主体地域来看,成交量前三为北京市、广东省和湖北省,分别为 202 亿元、75 亿元和 45 亿元。估值偏离度前三十位个券情况: 本周(20250303-20250307)绿色债券周成交均价估值偏离幅度整体不大,折价成交幅度大于溢价成交,折价成交的比例小于溢价成交。折价个券方面,折价率前三的个券为 22 万科 GN003 (-2.1667%)、22 万科 GN001 (-0.6763%)、G 三峡 EB2 (-0.4807%),其余折价率均在 -0.40% 以内。主体行业以建筑、房地产和公用事业为主,中债隐含评级以 AA+、AAA、AAA- 评级为主,地域分布以广东省、北京市、湖北省居多。溢价个券方面,溢价率前三的个券为 22 广东债 10(1.2777%)、22 广东债 08(0.8656%)和 21 深圳债 15 (0.7994%),其余溢价率均在 0.75% 以内。主体行业以金融、房地产和建筑为主,中债隐含评级以 AAA、AA+、AA 评级为主,地域分布以广东省、天津市、北京市居多。风险提示:Choice 信息更新延迟;数据披露不全。

(证券分析师:李勇 证券分析师:徐津晶)

固收点评 20250308:二级资本债周度数据跟踪(20250303-20250307)

观点 一级市场发行与存量情况: 本周(20250303-20250307)银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。截至 2025 年 3 月 7 日,二级资本债存量余额达 44,117.75 亿元,较上周末(20250228)无变化。二级市场成交情况: 本周(20250303-20250307)二级资本债周成交量合计约 1927 亿元,较上周减少 289 亿元,成交量前三个券分别为 25 工行二级资本债 01BC (237.91 亿元)、24 建行二级资本债 03BC (60.22 亿元)和 24 建行二级资本债 02A (58.70 亿元)。分发行主体地域来看,成交量前三为北京市、上海市和福建省,分别约为 1463.71 元、175.83 亿元和 92.03 亿元。从到期收益率角度来看,截至 3 月 7 日,5Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为:10.69BP、11.35BP、11.35BP;7Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为:13.13BP、

12.94BP、12.94BP；10Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：10.79BP、10.82BP、10.82BP。 估值偏离%前三十位个券情况： 本周（20250303-20250307）二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交的比例小于溢价成交，折价成交的幅度大于溢价成交。 折价个券方面，折价率前三的个券为 21 九台农商二级（-5.0624%）、23 日照银行二级资本债 01（-0.4489%）、22 威海商行二级资本债 01（-0.3584%），其余折价率均在 -0.35% 以内。中债隐含评级以 AA-、AA 评级为主，地域分布以山东省、吉林省居多。 溢价个券方面，溢价率前三的个券为 24 丽水莲都农商行二级资本债 01（1.2441%）、24 工行二级资本债 01B(BC)（1.0988%）、24 浦发银行二级资本债 02B（0.9640%），其余溢价率均在 0.95% 以内。中债隐含评级以 AAA-、AA+ 评级为主，地域分布以北京市、上海市居多。 风险提示：Choice、Wind 信息更新延迟；数据披露不全。（证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶）

行业

公用事业行业跟踪周报：积极稳妥推进碳达峰碳中和，四川零碳工业园区试点建设方案发布

投资要点 本周核心观点：1）2025 年积极稳妥推进碳达峰碳中和。政府工作报告中提到 2025 年政府工作任务，提到积极稳妥推进碳达峰碳中和。扎实开展国家碳达峰第二批试点，建立一批零碳园区、零碳工厂。加快构建碳排放双控制度体系，扩大全国碳排放权交易市场行业覆盖范围。开展碳排放统计核算，建立产品碳足迹管理体系、碳标识认证制度，积极应对绿色贸易壁垒。加快建设“沙戈荒”新能源基地，发展海上风电，统筹就地消纳和外送通道建设。开展煤电低碳化改造试点示范。规划应对气候变化一揽子重大工程，积极参与和引领全球环境与气候治理。2）四川零碳工业园区试点建设方案发布，创新实施“隔墙售电”。四川省经济和信息化厅印发《四川省零碳工业园区试点建设工作方案》，到 2027 年，力争在全省打造一批零碳工业园区，《方案》提出探索发展“绿电直供”模式，强化园区与周边光伏、风电、水电等电力资源匹配对接，创新实施“隔墙售电”政策，提高园区可再生能源直供和消费比例。 行业核心数据跟踪：电价：2025 年 3 月电网代购电价同比下降环比持平。煤价：截至 2025/3/7，动力煤秦皇岛 5500 卡平仓价 688 元/吨，周环比下跌 2 元/吨。水情：截至 2025/3/7，三峡水库站水位 163 米，2021、2022、2023、2024 年同期水位分别为 166 米、168 米、157 米、164 米。2025/3/7，三峡水库站入库流量 7900 立方米/秒，同比+8.23%，三峡水库站出库流量 7860 立方米/秒，同比+14.91%。用电量：2024 年全社会用电量 9.85 亿千瓦时（同比+6.8%），其中，第一产业、第二产业、第三产业、居民城乡用电分别同比+6.3%、+5.1%、+9.9%、+10.6%。发电量：2024 年累计发电量 9.42 亿千瓦时（+4.6%），其中，火电、水电、核电、风电、光伏分别+1.5%、+10.7%、+2.7%、+11.1%、+28.2%。装机容量：2024 年新增装机容量，火电新增 4744 万千瓦（同比+1.9%），水电新增 998 万千瓦（同比+6.3%），核电新增 119 万千瓦（同比持平），风电新增 5175 万千瓦（同比+25.0%），光伏新增 20630 万千瓦（同比+25.9%）。 投资建议：国债收益率下降红利配置正当时。1）水电：量价齐升、低成本受益市场化。度电成本所有电源中最低，省内水电市场电价持续提升，外输可享当地电价。现金流优异分红能力强，折旧期满盈利持续释放。重点推荐【长江电力】。2）火电：优质区域火电电量电价有支

撑,业绩稳定性提升红利属性彰显。建议关注【皖能电力】【申能股份】,建议关注【华电国际】【浙能电力】【华能国际】【国电电力】。3) 核电:成长确定、远期盈利&分红提升。2022、2023 连续两年核准 10 台,2024 年再获 11 台核准,成长再提速。在建机组投运+资本开支逐步见顶。公司 ROE 看齐成熟项目有望翻倍,分红能力同步提升。重点推荐【中国核电】【中国广核】,建议关注【中广核电力 H】。4) 绿电:化债推进财政发力,绿电国补欠款历史问题有望得到解决。资产质量见底回升,绿电成长性再次彰显。重点推荐【龙净环保】,建议关注【龙源电力 H】【中闽能源】【三峡能源】。5) 消纳:关注特高压和电网智能化产业链。趋势一配电网智能化:关注【威胜信息】【东软载波】【安科瑞】;趋势二电网数字化:推荐虚拟电厂;趋势三国际化:推荐特高压和电网设备。风险提示:需求不及预期、电价煤价波动风险、流域来水不及预期等

(证券分析师:袁理 证券分析师:任逸轩)

半导体行业点评报告:北方华创收购芯源微加速平台化进程,看好国产半导体设备并购重组浪潮

投资要点 北方华创取得芯源微控制权,交易对价合适、收购程序较快:芯源微股东先进制造与北方华创签署《股份转让协议》,拟将其持有的全部公司股份 1906.49 万股以 88.48 元/股的价格转让给北方华创,占公司总股本的 9.49%,交易对价 16.87 亿元;此外中科天盛拟通过公开征集转让方式协议转让其持有的全部股份 1689.97 万股,占公司总股本的 8.41%,北方华创将积极通过参与公开挂牌竞买等方式继续增持公司股份并取得对公司的控制权。此次收购还豁免了先进制造实际控制人郑广文 25%的禁售条款,时间进度加快。

芯源微有望借助北方华创的资源与技术优势实现进一步发展:芯源微专注光刻工序涂胶显影设备、单片式湿法设备和临时键合/解键合等,均面向下游存储/逻辑厂商,而北方华创作为国内刻蚀、沉积等前道设备龙头,客户涵盖国内一线存储/逻辑厂商。芯源微有望借助北方华创的客户资源进一步提升自身设备在下游厂商的渗透率,加速实现在前道 Track、化学清洗和后道先进封装领域对 TEL 等公司的国产替代;此外芯源微将结束长期无实控人状态,提升决策集中度并加速技术转化与市场响应速度。

北方华创借助并购加速平台化建设,完善产业链布局:北方华创设备种类占比达 60%,产品覆盖硅刻蚀、介质刻蚀、PVD、PECVD、ALD、EPI、MOCVD、LPCVD 和管式 CVD、清洗机等。参考海外龙头 AMAT、LAM 等发展历史,看好半导体设备厂商平台化布局。北方华创此次并购后将持有国内领先且已经实现量产/验证订单的前道 Track 设备、化学清洗设备和临时键合/解键合设备等优质资产,进一步完善北方华创的半导体设备产业链布局,增强国产设备厂商在关键环节的协同竞争力,看好北方华创充分受益于中国本土晶圆制造商资本开支维持高强度及半导体设备国产替代进程加速。

投资建议:看好前后道半导体设备+零部件厂商,重点推荐刻蚀+薄膜设备商【北方华创】【中微公司】;低国产化率环节设备商【芯源微】【中科飞测】【精测电子】;薄膜沉积设备商【拓荆科技】【微导纳米】;封测环节设备商【华峰测控】【长川科技】;零部件环节设备商【英杰电气】【汉钟精机】【新莱应材】【富创精密】

风险提示:下游扩产速度不及预期,设备国产化进程不及预期

(证券分析师:周尔双 证券分析师:李文意)

房地产行业跟踪周报:持续推动房地产市场止跌回稳,成交逐步回暖

投资要点 上周(2025.3.3-2025.3.7):上周房地产板块(中信)涨跌幅-0.7%,同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为 1.4%、2.4%,超

额收益分别为-2.1%、-3.2%。29个中信行业板块中房地产位列第28。

(1) 新房市场: 上周37城新房成交面积178万方, 环比-30.5%, 同比+11.4%。2025年3月1日至3月7日累计成交178万方, 同比+8.2%。今年截至3月7日累计成交1610.6万方, 同比+1.9%。(2) 二手房市场: 上周16城二手房成交面积184.8万方, 环比-3.8%, 同比+46.4%。2025年3月1日至3月7日累计成交184.8万方, 同比+50.9%。今年截至3月7日累计成交1378.2万方, 同比+33.4%。(3) 库存及去化: 13城新房累计库存7792.3万方, 环比-0.4%, 同比-7.6%; 13城新房去化周期为16.5个月, 环比变动-0.2个月, 同比变动-4.1个月。一线、新一线、二线、三四线城市去化周期为11.3个月、8.9个月、13.8个月、52.5个月, 环比分别变动-0.2个月、-0.1个月、+0.2个月、-1.1个月。(4) 土地市场: 2025年3月3日-2025年3月7日百城土地成交建筑面积263.9万方, 环比-88.8%, 同比-90.9%; 成交楼面价2344元/平, 环比+23.9%、同比+149.1%; 土地溢价率11.4%, 环比+1.1%, 同比+9.5%。截至3月9日, 2025年累计成交土地建筑面积为19532.7万方, 同比-9.8%。周观点: 3月第1周新房成交环比下降、同比上升, 二手房成交环比下降, 同比上升。3月5日, 第十四届全国人民代表大会第三次会议召开, 国务院总理李强作政府工作报告, 其中房地产相关内容重点提及持续用力推动房地产市场止跌回稳、因城施策调减限制性措施、加力实施城中村和危旧房改造、充分释放刚性和改善性住房需求潜力、盘活存量用地和商办用房、加快构建房地产发展新模式、建设“好房子”等方面。3月9日, 住建部部长倪虹称, 将会同有关部门, 坚持长短结合、标本兼治, 坚决稳住楼市。重点做好四件事: 第一, 巩固政策“组合拳”的效果。把降息、增贷、减税等政策效应充分释放出来。第二, 加力实施城中村和危旧房改造。第三, 推进收购存量商品房。第四, 改革完善商品房开发、融资、销售等基础性制度, 加快构建房地产发展新模式, 适应人民群众高品质住房需要, 推动建设安全、舒适、绿色、智慧的“好房子”, 促进房地产市场平稳健康发展。投资建议: 1) 房地产开发: 推荐华润置地、保利发展、滨江集团, 建议关注绿城中国等; 2) 物业管理: 推荐华润万象生活、绿城服务、保利物业、越秀服务; 3) 房地产经纪: 推荐贝壳, 建议关注我爱我家。风险提示: 房地产调控政策放宽不及预期; 行业下行持续, 销售不及预期; 行业信用风险持续蔓延, 流动性恶化超预期。

(证券分析师: 房诚琦)

推荐个股及其他点评

奥比中光-UW (688322): “机器之眼”逐步放量, 赛道格局卡位双优
全球3D视觉感知龙头, 机器人突破有望带动业绩上涨。奥比中光主要产品包括3D视觉传感器、消费级应用设备和工业级应用设备, 已实现六大3D视觉感知技术全面布局, 产品主要应用领域为生物识别、AIOT、消费电子、工业等。分产品看, 公司主营业务收入主要来自于销售3D视觉传感器。23年占比总营收61.6%, 公司已实施多期员工激励计划、确认大额股份支付费用, 近五年研发费用率持续高于50%, 导致净利润尚未转正。当前公司在机器人领域中, 产品持续放量, 将有望拉动公司营收实现高速增长, 带动公司逐步扭亏。ToF为视觉革命性技术, 研发周期长, 需要高场景knowhow才能做好产品竞争力。机器人视觉模组通过分层递进的数据处理逻辑实现环境感知与决策控制, 其工作流程可概括为“采集-解析-决策-执行”四阶链路。

采集指的图像信息捕捉，是从二维图像的捕捉到三维空间的理解与智能优化。解析为通过图像传感器从单一的感知手段到多维度、多层次的信息融合与智能感知，提升了系统的感知精度和效率。而决策为算法技术升级是从手工规则的计算到自我学习与智能推理。目前产业软硬件技术均已成熟，视觉模组的研发周期通常为6个月至2年，其核心壁垒正是长期积累的生物力学模型与机械控制融合经验。机器视觉的下游百花齐放，涵盖自主移动机器人（AMR）、3D打印及人形机器人三大领域。AMR市场受制造业自动化趋势、全球劳动力短缺及高性价比驱动，预计2024年规模达38.8亿美元，2029年增至80.2亿美元（CAGR 15.6%）；3D打印技术随成本下降加速渗透，2023年全球市场规模197亿美元，中国市场规模415亿元，集成3D扫描功能的设备进一步推动工业制造与消费电子领域应用；人形机器人市场增速尤为突出，2023年规模24.3亿美元，Fortune预计2032年达660亿美元（2024-2032年CAGR 45.5%），中国2029年市场规模或突破750亿元（2024-2029年CAGR超90%），政策支持、技术突破（AI大模型融合）及劳动力缺口（2025年预计600万）是核心驱动力。全栈自研与自由产能、产品代差以及knowhow建立奥比护城河：视觉模组的研发周期通常为6个月至2年，且应用场景适配高度依赖厂商的垂直领域knowhow能力，即跨学科技术整合与行业经验沉淀形成的核心竞争力。奥比布局早，涉及场景部署多，场景部署效率和效果领先友商，根据《2023机器视觉产业发展蓝皮书》提到，2022年奥比中光在中国服务机器人领域的市场占有率超过了70%，稳居行业龙头。机器人产业当前技术闭环，商业化落地需求下，公司业务有望高速增长。盈利预测与投资评级：受益于机器人行业订单持续增长，奥比中光24-26年营收将实现快速增长、利润有望25年扭亏为盈，我们将公司2024-2026年营业收入从5.3/7.6/10.3/上调至5.6/11.5/15.1亿元，当前市值对应PS分别为49/24/18倍，考虑到公司是全球3D视觉感知龙头，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济风险下行，下游应用发展不及预期，客户集中度高的关联交易风险。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：陈海进
 证券分析师：周高鼎）

南华期货（603093）：2024年年报点评：业绩符合预期，境外业务表现亮眼

投资要点 事件：南华期货发布2024年业绩：1）公司实现营收57.12亿元，同比-8.56%，归母净利润4.58亿元，同比+13.96%。2）其中24Q4实现营收12.50亿元，同比-11%，环比-31%；实现归母净利润1.00亿元，同比-4%，环比-22%。3）2024年ROE为11.71%，同比+0.25pct。2024年业绩：手续费及佣金净收入同比下滑，境外业务利润大幅提升。1）2024年公司手续费及佣金净收入同比-11%至5.4亿元，主要系期货经纪业务收入下滑。利息净收入同比+25%至6.8亿元，预计主要系海外高息环境延续（2024年美国有效联邦基金利率5.14%，较2023年+0.12pct）及公司境外业务布局深化。投资收益同比-64%至0.6亿元，主要系公司风险管理业务期货平仓损益减少。2）分板块来看，期货经纪/财富管理/风险管理/境外业务营业利润分别为0.35亿元、-335万元、963万元、4.66亿元，分别同比-67%、续亏、扭亏为盈、+17%。期货经纪业务：2024年期货经纪业务竞争日趋激烈，公司期货经纪业务营业收入同比-13%至4.9亿元，毛利率同比-11.38pct至7.13%。2024年末公司境内期货经纪业务客户权益为315.61亿元，同比+49%。财富管理业务：2024年公司财富管理业务相对承压，收入同比-24%至0.7亿元。2024年末南华基金存续管理规模148.05亿元，同比-30%；

公司资管产品规模 1.59 亿元，同比-88%。 风险管理业务：2024 年公司风险管理业务收入（总额法）同比-10%至 44.9 亿元。公司基差贸易业务实现销售收入 50 亿元，同比-9%。 境外业务：2024 年境外业务收入同比+15%至 6.5 亿元。境外经纪业务客户权益总规模 137.97 亿港元，同比-2%。 公司拟赴港上市，境外业务竞争力或进一步提升：1 月 20 日，南华期货发布公告称，基于深化全球战略布局的需要，公司拟发行 H 股股票并在香港联交所主板挂牌上市。目前相关议案已获公司股东大会审议通过，募集资金在扣除发行费用后将全部用于补充境外子公司资本金，以提升公司境外业务规模，优化境外业务结构，提升公司境外业务的市场竞争力和抗风险能力，届时公司境外业务长板有望进一步延伸。 盈利预测与投资评级：结合公司 2024 年经营情况，我们下调此前盈利预测，预计 2025-2026 年公司归母净利润分别为 5.39/5.88 亿元（前值分别为 5.70/6.19 亿元），对应同比增速 17.72%/9.15%；预计 2027 年公司归母净利润 6.66 亿元，对应同比增速 13.16%。当前市值对应 2025-2027 年 PE 分别为 13.74/12.59/11.12 倍。南华期货境内业务发展稳健，境外业务优势突出，尤其在境外清算方面拥有显著优势。公司有望持续兑现发展潜力，维持“增持”评级。 风险提示：1）行业监管趋严；2）利率大幅波动。

（证券分析师：孙婷 研究助理：罗宇康）

斯菱股份 (301550): 轴承龙头掘金车后市场，谐波新锐扬帆人形蓝海
投资要点 海外车后市场先锋，深耕汽车轴承制造。公司成立于 2004 年，专注于汽车轴承的研发、生产和销售，主要产品包括轮毂轴承单元、轮毂轴承、离合器、涨紧轮及惰轮轴承、圆锥轴承四大类，覆盖汽车制动系统、传动系统、动力系统以及工程机械、农机等非汽车领域。公司立足国内，先后于 17 年和 19 年完成对优联轴承和开源轴承两家主体的收购，并在 19 年投建泰国工厂且二期已建成投产，实现了产品线扩充&海外渠道及产能的大幅提升。20 年海外市场收入占比超 50%，海外市场成长空间大，我们预计公司 24-26 年营收 CAGR 约为 28%。 车后市场空间广阔，北美强者恒强。全球千亿美元车后市场，轮毂和轮胎市场占比最高约占全市场收入的 39%。北美车后市场以独立售后企业主导，收入占比约 70%，形成了四大连锁维修厂商 AutoZone、Advanced Auto Parts、O’ Reilly 以及 Genuine Parts (NAPA) “四足鼎立”的局面。公司海外持续优化客户结构，切入 NAPA、辉门、Optimal、SKF 等行业头部企业供应链，实现北美、欧洲、亚洲等境外主要售后市场销售渠道的全覆盖，2023 年公司境外业务收入占比约 69%，泰国第二期产能投放后，公司海外市场有望更上一层楼。 产品矩阵丰富完善，高端轴承增厚盈利弹性。公司产品矩阵完善，产品型号多达 6000 余种，覆盖全球主流车企，公司凭借柔性化生产，契合车后市场“小批量、多品种、快速反应”的特点，同时公司积极探索新能源车赛道，产品涵盖了国内外知名主机厂新能源车的主流车型，随着新能源汽车渗透率的持续提升，公司有望同时在主机厂、车后市场占据领先优势。公司扩充 60 万套智能重卡轮毂单元产能，利用高端轴承产品增厚盈利弹性，看好公司主业盈利能力持续提升。 布局机器人零部件业务，培育公司第二增长曲线。人形机器人产业快速发展，特斯拉 Optimus 量产在即，27 年全球人形机器人有望突破 100 万台，旋转执行器是人形机器人中必不可少的核心零部件，公司 24 年成立机器人零部件事业部，重点研发谐波减速器等核心零部件，并计划投入 1.17 亿元建设谐波减速器、执行器模组等零部件的生产线，目前谐波减速器产线的设备正在安装调试，已完成了样机的定型生产。依托公司客户、泰国产能及北美渠道优势，轴承加工工艺与谐波形成

协同效应, 凭借产品可靠性及产能储备, 有望实现海外大客户的突破。我们测算 30 年公司谐波减速器收入空间有可能突破 20 亿元, 远期成长空间大。盈利预测与投资评级: 公司聚焦汽车后市场, 主业绑定海外大客户, 国内新能源汽车用轴承开发顺利, 积极布局机器人零部件业务, 有望成为公司重要的第二增长极。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.81/2.21/2.57 亿元, 同比+21%/22%/16%, 现价对应 PE 分别为 78/64/55 倍。首次覆盖给予“买入”评级。风险提示: 宏观经济下行, 汇率大幅波动, 机器人业务不及预期等。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 谢哲栋

证券分析师: 司鑫尧 研究助理: 许钧赫)

富临精工(300432): 与宁德合作再深化, 高压密铁锂龙头更上一层楼

投资要点 事件: 公司公告与宁德签订战略合作协议、且子公司升华引入宁德战投。

与宁德铁锂合作深化, 拓展汽车及人形机器人等领域。1) 宁德时代出资 4 亿元认购富临子公司升华的新增注册资本, 获 18.7% 股权 (24 年 8 月富临以 3.9 亿回购宁德和晨道合计持有升华的 40% 股权), 增资后, 富临对升华持股比例从 97.9% 下降至 79.6%。2) 江西升华将在 25 年 7 月底前投产 8 万吨江西新产能, 25 年底前投产四川 20 万吨新产能。3) 双方强化铁锂方面合作, 包括共同布局海外基地、扩产项目的股权和资本合作、新产品研发和供应链等方面合作。4) 双方将拓展汽车及智能机器人等领域增量零部件及关节的合作机会。

铁锂高压密技术领先, 绑定宁德积极扩产量利双升。产品均为 2.55-2.6 以上压实, 为宁德主供, 我们预计 25 年出货翻番至 25 万吨, 并绑定宁德预计积极扩产, 26 年出货超 35 万吨, 同增 40%。盈利方面, 提价近期落地+产能利用率提升, 我们预计今年单吨净利提升至 0.2 万元, 同时磷酸二氢锂一体化布局 25H2-26 年落地, 我们预计可降本 0.2 万元/吨, 单位盈利有望进一步提升。

平移零部件技术、成为机器人专业关节总成供应商, 已绑定头部客户。公司已积累 2 年+机器人零部件研发经验, 减速器、电控、电机、编码器等均可自制, 与智元成立合资公司深度绑定, 计划供应电关节模组, 并且积极送样其他客户。

盈利预测与投资评级: 考虑公司子公司少数股东股权变动, 调整公司 24-26 年归母净利至 4.1/10.2/17.1 亿元 (原预期 4.1/10.8/15.0 亿元), 同增 176%/149%/67%, 对应 PE 为 68/27/16 倍, 考虑公司机器人率先卡位优势, 且铁锂行业高压密持续领先, 给予 26 年 25XPE, 对应目标价 35 元, 维持“买入”评级。风险提示: 产能建设速度不及预期, 需求不及预期, 行业竞争加剧。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 阮巧燕

证券分析师: 岳斯瑶 研究助理: 胡锦芸)

东土科技(300353): 研发具身智能操作系统, 启动与机器人头部企业授权合作

事件: 3 月 10 日, 公司发布公众号, 具身智能正以“物理实体+自主决策”的双重属性重新定义工业、医疗、服务等领域的运行逻辑。公司以自主研发的工业操作系统与开发平台, 为智能体的“大脑”与“肢体”架起确定性桥梁。投资要点 公司鸿道操作系统具备多项核心优势: 公司鸿道(Intewell)操作系统具备异构算力动态分配、云边协同架构、群体智能协议栈等核心优势。是国内首个通过汽车(ISO 26262 ASIL-D)、工业控制(IEC 61508 SIL3)、医疗仪器(IEC 62304 Class C)、轨道交通(EN 50128 SIL4)四项功能安全认证的工业操作系统, 其安全性与可靠性达到国际顶尖水平。实现国内首个由 AI 驱动具身机器人的方案, 未来将支持百万级智能体协同: 随着人工智能、物联网等新技术的快速发展, 工业机器人的发展步伐将显著加快, 朝着

更高层次的具身智能化方向迈进。通过软件定义控制和 AI 大模型的功能融合，公司成功实现了我国首个由 AI 驱动具身机器人的方案，使得具身机器人无需依赖传统 PLC 和工控机也能高效运作。目前东土科技研发的 AI 机器人平台，已经能够为客户提供快速原型化的低代码开发工具和系统，大大减少客户在垂直领域开发具身智能的成本。与此同时，公司也在积极研发下一代鸿道系统，通过 VLA 模型与鸿道操作系统的深度融合，目标实现“VLA 模型+数字孪生”闭环，公司预计 2030 年支持百万级智能体协同网络。启动与机器人头部企业授权合作：公司的方案不仅成功实现国产替代，还显著提高了控制系统的确定性、高实时性、高可靠性，并通过显智控一体化的优势获得头部客户的高度认可。目前，公司已启动与机器人头部企业的适配及授权合作。操作系统业务布局效果显现：2024 年公司实现营业收入 10.3 亿元，虽然同比下降 11.52%，但公司工业操作系统及工业软件业务长期战略布局效果显现，该部分业务实现收入增长 25.8%。盈利预测与投资评级：公司前瞻布局机器人操作系统，凭借在工业操作系统领域的技术积累和行业 know-how，有望在机器人行业开启新的增长极。我们维持 2025-2026 年归母净利润预测为 0.86/1.52 亿元，给予 2027 年归母净利润预测为 2.02 亿元。维持“买入”评级。风险提示：政策推进不及预期；生态建设不及预期；技术研发不及预期。

(证券分析师：王紫敬 证券分析师：王世杰
证券分析师：戴晨)

蜜雪集团 (02097.HK)：如何看待已千亿的蜜雪未来空间？——何以成为“王”

投资要点 品牌统治力与估值：蜜雪集团核心的价值，不在于“茶饮赛道”，而在于“蜜雪在赛道内的统治力”，蜜雪国内 40000+家店，而其他茶饮品牌基本上在 3000-9000 家店，和蜜雪具有断层式差距。“能开出店”意味着加盟商在这个品牌能赚钱，基于这个基础，蜜雪过去两年平均每年开店达 7000 家，这也是蜜雪品牌统治力的一个体现，如果品牌力不够强，就没有办法持续开店，且达到这个店数水平，统治力强的品牌，有望享有更高估值。“茶饮赛道”不是一个赛道，平价&中端&高端市场是不同的市场：很多人认为，茶饮赛道是一个赛道，实际上“平价现制饮品”、“中端现制饮品”和“高端现制饮品”是不同的赛道，也面临不同的市场竞争格局。从 2024E-2028E 复合增速来看，平价达 23%，中端 17%，高端仅 8%。蜜雪是在最快增速的赛道里最强的品牌力，这不是“升级”或“降级”，而是消费习惯渗透率提升。国民级程度，雪王遥遥领先：不仅从店数来看蜜雪断层式领先，“雪王”这个 IP 的国民级程度也是在现制饮品中遥遥领先的，抖音上#蜜雪冰城话题讨论次数达 435 亿次，包括雪王 IP 的二创和 MEME 传播程度，是断层领先其他品牌的。盈利预测与投资评级：蜜雪集团作为平价现制饮品龙头，自建端对端全流程供应链体系打造核心壁垒，IP 化品牌营销塑造品牌心智。公司以加盟模式深耕下沉市场，推进品牌出海，持续巩固行业地位。我们预测公司 2024-2026 年归母净利润为 43.8/51.2/59.4 亿元，对应 PE 为 28/24/21 倍。我们认为蜜雪集团的核心优势是品牌势能和在平价现制饮品市场的统治力，且在出海方面值得期待，类比近一年新上市的一些强势品牌如毛戈平和老铺黄金，公司有望享有估值溢价，目标 PE 为 2026 年 30x，对应目标价 509 港元，目标市值 1931 亿港元。首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧，消费需求增长不足，海外门店扩张不及预期，品牌价值和形象受损。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：苏毓 证

券分析师：石旻瑄 研究助理：王琳婧）

蔚蓝锂芯（002245）：2024 年年报点评：业绩符合市场预期，BBU+机器人拓宽边界

投资要点 Q4 业绩符合市场预期。公司 24 年营收 67.6 亿元，同增 29%，归母净利润 4.9 亿元，同增 246%，毛利率 17.6%，同增 4.8pct，归母净利率 7.2%，同增 4.5pct；其中 24Q4 营收 19.2 亿元，同环比+26%/+8%，归母净利润 2.1 亿元，同环比+447%/+80%，毛利率 20.6%，同环比+7.2/+1.6pct，归母净利率 10.7%，同环比+8.3/+4.3pct。24 年出货 4.4 亿颗，实现翻倍增长，25 年预计增长 30%。锂电池方面，我们预计 Q4 出货 1.5 亿颗，环增 25%，24 年出货 4.4 亿颗，同比翻倍，海外客户去库存结束恢复采购，叠加智能出行领域拓展，25 年有望 30%+增长至 6 亿颗；盈利方面，锂电 Q4 单颗盈利 0.7 元，环增 223%，24 年单颗盈利 0.45 元，同增 300%，全年贡献 2 亿利润，随着规模效应的提升，马来工厂产能的释放，盈利进一步提升，25 年有望贡献 3.5 亿利润。LED 业务盈利亮眼，金属物流保持稳健。LED 方面，我们测算 Q4 利润 0.3-0.4 亿元，环比略降，24 年贡献 1.1 亿利润，同比大幅提升，消费电子持续回暖，高端产品占比提升，25 年有望贡献 1.5 亿利润，同增 35%，推出 CSP 芯片级封装产品，26-27 年有望贡献增长点；金属物流方面，预计 Q4 利润 0.4-0.5 亿元，环比微增，24 年贡献 1.6 亿利润，同增 5%+，25 年有望贡献 1.6-1.7 亿利润，持续贡献稳定现金流。BBU 开拓新赛道，机器人牵手宇树科技，有望打造第二曲线。AI 服务器方面，英伟达 GB200 选配 BBU，GB300 后开始标配 BBU，BBU 电芯使用高倍率小圆柱，需求有望从 23 年的 3 亿颗增长至 30 年的 20 亿颗，市场空间较为广阔。公司主打倍率型产品，具备技术积累优势，25 年出货百万颗，市占率仅千分之几，但随着 26 年新品放量，后续份额有望实现突破，且盈利能力大幅优于主业。此外，公司牵手宇树科技等，布局机器人/机器狗等场景。BBU+机器人有望打造第二增长曲线。期间费率略有下降，经营性现金流大幅提升。公司 24 年期间费用 6.1 亿元，同增 19%，费用率 9.1%，同降 0.8pct，其中 Q4 期间费用 1.4 亿元，同环比-7%/-26%，费用率 7.4%，同环比-2.5/-3.4pct；24 年经营性净现金流 10.9 亿元，同增 98%，其中 Q4 经营性现金流 6.3 亿元，同环比+76%/+826%；24 年资本开支 7.3 亿元，同增 107%，其中 Q4 资本开支 2 亿元，同环比+124%/-32%；24Q4 末存货 15.2 亿元，较年初下降 2%。盈利预测与投资评级：考虑需求较好，我们上修 25-26 年归母净利至 6.5/8.2 亿元（原预期 6.5/8.0 亿元），预计 27 年归母净利 10.5 亿元，25-27 年同比+34%/+26%/+28%，对应 PE 28x/22x/17x，维持“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期，原材料价格波动，市场竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
证券分析师：朱家佟）

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>