

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-03-07

宏观策略

2025 年 03 月 07 日

宏观点评 20250305: 宏观政策要“投资于人”——学习政府工作报告精神

晨会编辑 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

今年政府工作报告的内容大多符合市场预期,但也有部分超预期表述。在 5% 的经济增长目标下,对宏观政策的要求明显提高,今年政策更注重“投资于人”,居民就业、收入、消费、养老、生育等领域,在宏观政策里的权重加大。风险提示:(1)政策理解偏差风险。当前政策体系存在多维度传导特征,地方政府、市场主体及社会公众对政策目标的认知存在差异化的可能。例如,此前在“双碳”战略实施过程中,部分地区可能简单采取“一刀切”限产措施,而忽视产业结构优化的长期目标。这种认知偏差可能导致政策执行效果与预期目标出现偏离,甚至引发局部市场秩序紊乱。(2)政策落地时滞风险。政策传导机制存在固有时间成本,配套措施缺位、执行效率不足等因素可能加剧时滞效应。比如需要跨部门协同的政策,可能出台相对较慢。(3)环境变化导致政策变动风险。国内外经济形势变化、地缘政治冲突及技术革新等外部因素,可能引发政策动态调整需求。例如出口环境如果恶化国内稳增长政策也会继续加码,再比如国际大宗商品价格剧烈波动可能倒逼能源政策变动。

宏观深度报告 20250305: 2025 积极财政的发力点与制约点

2025 年,国内广义、狭义赤字率预计将分别实现 10%、4% 的历史最高水平,受益于此,财政支出预计也将实现近 10% 的同比增长,创 2021 年至今最高水平。此外,考虑到城投、银行等重点领域的防风险诉求占用了部分财政资金,预期能够形成实物工作量的财政城投支出预计仍将实现 5.4% 的同比增长,虽不及 10% 的整体增速,但较上年对应值(-0.4%)明显提高。综合而言,我们既要看到预算内财政稳步扩张,也需注意金融机构与融资平台债务风险化解、清理拖欠企业账款可能带来一定拖累。

固收金工

固收深度报告 20250304: 银行“缩表”的拓展探索: 海外商业银行并购与国内有何异同?

国内外商业银行在并购方面的差异点: 1) 并购原因: 海内外银行并购在政策监管和市场竞争层面存在一定差异,海外并购中更多受到市场竞争因素的驱动。海外商业银行并购中市场竞争因素占据主导性地位,其并购决策更紧密围绕市场信号和竞争需求以应对不断变化的市场格局;而国内商业银行并购尽管也一定程度上受市场因素影响,但政策导向的作用更为直接。2) 对债券影响: a) 海外商业银行并购中,债券的发行和估值受合并前后市场情绪及银行基本面变化而波动较大;国内商业银行并购中,政策因素导向下股东结构及政策支持帮助平滑信用风险,合并前后债券的发行和估值变化相对平稳。国内外商业银行在并购方面的相似点: 并购原因: a) 有助于提升银行资本实力和抗风险能力,提高资本充足率、优化资源配置、防范金融风险。b) 银行可扩展业务网络来实现规模经济,

进而降低运营成本，助力盈利能力的强化。c) 政府政策是重要驱动力，目标在于解决银行危机以及自上而下地防范金融风险、提升金融资源整合度。风险提示：市场波动风险；样本有限影响结论普适性；数据统计偏差。

行业

推荐个股及其他点评

雷赛智能（002979）：运动控制老牌王者，机器人电机风正时济

运动控制龙头，打造“智能制造”主航道+“移动机器人”辅航道。公司成立于1997年，专注于为智能制造装备业提供运动控制核心部件及行业运动控制解决方案，形成了包含控制器、步进系统、伺服系统三大主业在内的“智能制造”主航道。2023-24年，打造机器人辅赛道，开启第三次创业。此外，公司以华为为鉴，持续进行变革，确立“经销为主，合作共赢”的策略，同时形成了“行业线+区域线+产品线”的三线协同互锁共赢模式。2019-2023年营收/归母净利CAGR分别为21%/7%，我们预计随管理变革完成，24年起利润增速有望大幅修复。运动控制市场空间近300亿元，公司从步进、控制卡起家，持续拓品类至伺服、PLC，成为运控平台型公司。运动控制是工控行业高精密高响应的应用场景，核心产品包括伺服、减速机、PC-based控制卡、编码器、光栅尺等，根据MIR，其国内市场规模约200亿元。公司自1999年推出步进驱动器后持续耕耘，03年开启伺服系统研发，后于20年开发PLC产品，围绕运动控制领域实现了全面布局，在性能层面国际领先。当前新品类进入收获期——公司伺服市占率由2019年的1%增长至2024年的4%（份额仅次于汇川），24年PLC收入体量有望过亿。我们预计未来公司新品类市占率有望进一步提升，主业营收CAGR 20%+可期。机器人电机风正时济，无框&空心杯新龙头。人形机器人的运控的核心产品是无框电机（旋转+线性关节）、空心杯电机（灵巧手），根据我们测算，2030年全球人形机器人用无框/空心杯电机市场规模分别为578/540亿元。公司董事长李总曾是MIT机器人实验室博士，为行业资深专家。公司产品思路层层递进，由零部件延伸至关节模组&灵巧手解决方案，并成立上海雷赛机器人、深圳灵巧驱动分别专注于无框、空心杯电机的研发生产，当前年产能分别达30/12万台。公司伺服系统位居内资第二，产线与无框电机通用，规模优势显著，同时公司已与近百家机器人公司合作，无框电机累计供货超万台。此外，公司PC-Based控制卡积累深厚，已启动通用机器人运动控制系统相关的市场调研和产品规划，机器人小脑潜力无限。

宇通客车（600066）：2月销量同比转正，春节假期扰动消退期待景气度继续回升

盈利预测与投资评级：我们维持公司2024~2026年营业收入预测为365/429/499亿元，同比+35%/+18%/+16%，维持2024~2026年归母净利润预测为40.6/46.3/55.5亿元，同比+124%/+14%/+20%，对应PE为14/12/10倍，维持“买入”评级。风险提示：全球经济复苏不及预期，国内外客车需求低于预期。

厦门象屿（600057）：定增落地，优化资本结构利好未来发展

事件：公司公告，2月27日公司定增股份已在中登公司完成股份登记。本次定则给你发行股份数为57.3万股（相当于发行前总股本的25.7%），

发行价格为 5.61 元/股。本次定募集资金总额为 32.2 亿元，净额为 31.8 亿元。

大商股份 (600694): 发布股权激励草案, 激励核心高管彰显改革信心

事件: 公司发布限制性股票激励计划草案。本次激励的对象为公司新任董事长/总经理陈总, 激励股份数为 310 万股, 占激励前公司总股本的 1%。限制性股票的对价为 13.02 元, 是公告前 1 日交易均价 (3 月 4 日, 26.04 元) 的 50%。

妙可蓝多 (600882): 员工激励超预期落地, 25 年业绩弹性可期

公司员工激励考核目标超预期, 我们维持此前预测, 预计 2024-2026 年营收 49.1/54.3/62.5 亿元, 分别同比+21.2%/+10.7%/+15.1%; 预计归母净利润为 1.03/2.4/3.9 亿元, 同比+62%/+129%/+66%, 对应 PE 分别为 99/43/26 倍, 维持“买入”评级。

禾迈股份 (688032): 控股股东增持公司股份, 彰显长期信心

公司发布公告, 公司控股股东杭开集团拟增持公司股份, 增持金额不低于 1.115 亿元, 不超过 2.23 亿元, 增持实施期限为自公告披露之日起 6 个月内。控股股东低位增持公司股份, 也彰显对于公司长期发展的信心。 24 年出货承压, 预计 25 年向好: 2 月 28 日, 公司发布 2024 年业绩快报, 预计实现营业总收入 20.3 亿元, 同比+0.3%; 归母净利润 3.5 亿元, 同比-32.2%; 扣非后归母净利润 3.0 亿元, 同比-43.6%。单 Q4 来看, 公司营业收入 7.7 亿元, 同环比+23.9%/+113.8%; 归母净利润 1.0 亿元, 同环比+5.0%/+74.6%; 扣非后归母净利润 0.7 亿元, 同环比-55.4%/+37.9%。展望 25 年, 我们认为欧洲光储装机投资回收期仍然较好, 叠加阳台微储等场景的拓展, 预计全年出货向好。

宏观策略

宏观点评 20250305: 宏观政策要“投资于人”——学习政府工作报告精神

今年政府工作报告设定了较高的增长目标，体现的是“迎难而上、奋发有为”的政策导向。在 5% 的经济增长目标下，对宏观政策的要求明显提高，如何实现增长目标？今年政策更注重“投资于人”，居民就业、收入、消费、养老、生育等领域，在宏观政策里的权重加大，通过“提振消费专项行动”来向内需要增长，以对冲外部环境变化的影响，这与往年有较大差异。另一方面，今年报告对科技、民企的关注明显提高，这与 217 民企座谈会的精神一脉相承，科技创新和民企，前者直接提高全要素生产力，后者稳定信心和预期，是中国经济行稳致远的重要组成部分。综合来看，政府工作报告在经济政策方面全力稳增长，在产业政策方面重点关注科技创新和民企，在金融政策方面着力推进中长期资金入市，一系列政策组合拳，有助于稳定资本市场预期和信心。具体来看，重点关注以下 10 个领域：

（1）GDP 增长目标：今年政府工作报告将经济增长目标设定为 5% 左右，在市场预期之内，但是内需仍然有一定压力，实现目标需要政策加大力度。预期之外，隐含名义 GDP 增速罕见下调至 4.9%。今年 4% 的赤字率和 5.66 万亿的财政赤字，隐含的名义 GDP 规模是 141.5 万亿，对比去年的 134.9 万亿，隐含名义 GDP 增速 4.9%。这种调整并不代表着对物价要求的放松，更多是缓和财政赤字率和赤字规模两个目标的矛盾，往年由于隐含平减指数定的过高，导致赤字率和赤字规模二者难以兼顾。

（2）物价目标：CPI 目标从 3% 下调到 2%，不是对物价回升的要求降低了，相反是提高要求。过去很长一段时间，我国 3% 的 CPI 目标是为了防止物价涨幅太大带来通货膨胀，在当前环境下显然不再适用，降低到 2% 是物价目标的方向转变，从防止通胀转为提高物价。调整后，CPI 目标的约束性加强，物价在政策体系里的权重也在上升，预计宏观政策将更注重推动物价回升。

（3）财政政策：从总量来看，今年增量财政资金达到 2.9 万亿，仅次于 2020 年的 3.6 万亿。赤字 5.66 万亿+专项债 4.4 万亿+超长期特别国债 1.8 万亿=11.86 万亿，比去年（8.96 万亿）多 2.9 万亿。即使剔除掉注资银行的 5000 亿，直接用于经济建设的增量资金也比去年多 2.4 万亿。除了总量之外，财政政策的结构也很重要，今年的两个变化在于专项债投向和促消费资金。报告指出专项债重点投到 4 个方向，“投资建设、土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款等”；促消费方面，“以旧换新”的中央资金目前达到 3800 亿左右。另外，今年政府工作报告更强调“在发展中化债”。报告指出“动态调整债务高风险地区名单，支持打开新的投资空间”。

（4）货币方面，适度宽松的货币政策仍然是 2025 全年逻辑，“适时降准降息”，但具体时点可能更多相机抉择，取决于国内经济、汇率、物价、银行净息差、美联储政策等多重考虑。在结构性货币政策方面，楼市股市、民企、科技等方面是重点提到的领域，部分政策已经在落地。如 2 月 28 日央行等 5 部门联合召开金融支持民营企业高质量发展座谈会，在提升民营企业融资可得性和便利性等方面做出了政策部署。

（5）消费政策有三方面部署，一是消费补贴，超长期特别国债 3000 亿用于以旧换新，规模比去年翻倍。二是收入补贴，如社保、生育等，报告指出“城乡居民基础养老金最低标准再提高 20 元，适当提高退休人员基本养老金”、“制定促进生育政策，发放育儿补贴”。三是制度建设，如营造良好消费环境、完善劳动工资

正常增长机制。(6) 房地产方面关注三方面政策,一是常规性的取消限购限售、下调房贷利率等政策,报告指出“因城施策调减限制性措施”。但房贷利率的继续下调可能受到公积金利率的约束,避免房贷利率和公积金利率的倒挂问题,可能未来会先看到公积金利率下调,再看到房贷利率的继续下调。二是关注货币化安置规模会否扩大,报告指出“加力实施城中村和危旧房改造”,去年10月中央提出通过货币化安置等方式,新增实施100万套城中村改造、危旧房改造,今年如要加力推进,货币化安置会否继续扩大。三是关注收储进展。去年10月开始专项债扩展到收储土地和存量房两个领域,两个收储一快一慢,其中土储专项债于近期开始落地,收储存量房尚未落地。当前,土地收储专项债已形成“发行-储备-开发-收益”闭环,而存量房收储仍需解决产权整合与长期运营成本分摊问题,专项债介入相对偏慢。(7) 产业政策,会否有新一轮去产能?近期市场对于新一轮去产能的讨论增多,政府工作报告强调“综合整治‘内卷式’竞争”。我们认为即使去产能再现,也是温和去产能政策,以市场化的引导出清为主,力度不会像前两轮一样大。一是当前产能压力大多是新兴产业,仍属于鼓励发展的领域,环保等社会问题较小,与前两轮差别较大;二是当前就业压力较大,没有前两轮那么强劲的需求端政策,来对冲去产能带来的就业冲击;三是从物价回升的诉求来看,服务价格压力远大于前两轮,工业去产能并不能带来服务价格的回升。(8) 科技和民企:2025年1月以来,国内的产业政策重点聚焦在两个领域,一是AI和科技发展,二是民营经济,如217高规格民企座谈会。对此今年的政府工作报告有两个变化,一是强调“从制度上保障企业参与国家科技创新决策、承担重大科技项目”,这是在科技领域企业做出重大突破后的新变化,预计2025年会有相关制度出台,保障企业在国家重大科技项目中的参与程度。二是解决民营企业账款拖欠问题的决心更大,报告指出“加力推进清理拖欠企业账款工作,强化源头治理和失信惩戒,落实解决拖欠企业账款问题长效机制”,并且将利用地方政府专项债加速清理进度,拖欠账款问题有了明确的资金来源,治理效率会明显提高。(9) 能耗政策:十四五规划要求下,能耗目标从2.5%提高到3%,能耗政策要求预计强于前几年。报告指出“单位国内生产总值能耗降低3%左右,生态环境质量持续改善”。去年两会的目标是单位国内生产总值能耗降低2.5%,最终实际降低3.8%,超额完成全年目标。从五年规划要求来看,十四五期间,单位国内生产总值能耗要比2020年降低13.5%,目前仍然具有一定差距,如果要尽可能接近目标,需要2025年奋起直追,能耗政策的要求预计会比前几年有所加强。(10) 资本市场:报告指出“深化资本市场投融资综合改革,大力推动中长期资金入市,加强战略性力量储备和稳市机制建设。改革优化股票发行上市和并购重组制度。加快多层次债券市场发展。”预计今年政策重点在于平衡资本市场的投资功能与融资功能,解决当前市场存在的“重融资轻投资”问题,推动形成投融资良性循环的生态。风险提示:(1) 政策理解偏差风险。当前政策体系存在多维度传导特征,地方政府、市场主体及社会公众对政策目标的认知存在差异理解的可能。例如,此前在“双碳”战略实施过程中,部分地区可能简单采取“一刀切”限产措施,而忽视产业结构优化的长期目标。这种认知偏差可能导致政策执行效果与预期目标出现偏离,甚至引发局部市场秩序紊乱。(2) 政策落地时滞风险。政策传导机制存在固有时间成本,配套措施缺位、执行效率不足等因素可能加剧时滞效应。比如需要跨部门协同的政策,可能出台相对较慢。(3) 环境变化导致政策变动风险。国内外经济形势变化、地缘政治冲突及

技术革新等外部因素，可能引发政策动态调整需求。例如出口环境如果恶化国内稳增长政策也会继续加码，再比如国际大宗商品价格剧烈波动可能倒逼能源政策变动。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：占烁）

宏观深度报告 20250305：2025 积极财政的发力点与制约点

2025 年，国内广义、狭义赤字率预计将分别实现 10%、4% 的历史最高水平，受益于此，财政支出预计也将实现近 10% 的同比增长，创 2021 年至今最高水平。此外，考虑到城投、银行等重点领域的防风险诉求占用了部分财政资金，预期能够形成实物工作量的财政城投支出预计仍将实现 5.4% 的同比增长，虽不及 10% 的整体增速，但较上年对应值（-0.4%）明显提高。综合而言，我们既要看到预算内财政稳步扩张，也需注意金融机构与融资平台债务风险化解、清理拖欠企业账款可能带来一定拖累。

一、广义赤字率提高或将推动 2025 年财政支出同比增长近 10% 2025 年政府举债增加后，财政支出同比增速、广义赤字率预计均将接近 10%，广义赤字率或将创下近 10 年历史最高纪录。按照 2025 年国内赤字率定为 4%，发行特别国债 1.8 万亿元（含 1.3 万亿元超长期特别国债、0.5 万亿元支持国有大型商业银行补充资本）、新增专项债 4.4 万亿元测算，在各项财政收入增速、一般预算调入资金及使用结转结余同比持平的前提下，2025 年国内财政支出预计将实现 42.28 万亿元，同比增长 9.5%，明显高于上年约 2.7% 的同比增速；国内广义赤字预计将实现 13.87 万亿元，对应广义赤字率约为 9.8%，或将创下 2016 年至今的历史最高纪录。

二、受城投、银行等领域防风险诉求制约，实物财政城投支出增速或将低于财政支出增速 城投债务风险化解限制了相关国企的“加杠杆”节奏，考虑城投举债支出后，2025 年财政城投支出同比增速或不足 6%。近年来，通过地方债置换、金融机构置换等形式，城投平台债务“控增化存”持续推进，短期内相关国企的“加杠杆”节奏可能仍将受限。经测算，若发债城投有息负债增量保持 2024 年的变动趋势，预计 2025 年发债城投有息负债增量或将为 2.93 万亿元，同比下降 5228 亿元。受此拖累，如果定义“一般公共预算支出+政府性基金预算支出+发债城投有息负债增量”为财政城投支出，那么 2025 年预计财政城投支出同比增速为 5.9%，虽然低于同期约 9.5% 的财政支出增速，但同比提高约 2.4 个百分点。考虑防风险诉求后，实物财政城投支出预计将为 5.4%。受房地产行业下行等因素影响，部分财政资金需被用于满足隐债清零、银行资本补充、土地收储等防风险用途，如此进一步削弱了能够贡献实物工作量的财政城投支出增速。经测算，2025 年全国实物财政城投支出或将实现 43.41 万亿元，同比增长 5.4%。虽然这一增速不及财政支出增速，但较上年对应值（-0.4%）已明显增长。但是，考虑到政府拖欠企业账款化解工作可能提速，若部分地方债被用于化解拖欠款，则实物财政城投支出仍有被进一步削弱的可能。2024 年末，全国规模以上工业企业应收账款达 26.06 万亿元，同比增长 8.6%，规上工业企业应收账款同比增速自 2021 年以来的下降趋势首次被打破。考虑到，规上工业企业的应收账款部分可能来自政府部门，按照总书记近期在民营企业座谈会上的指示，地方政府、央企国企加快清偿拖欠账款，帮助民营企业解决“回款难”“回款慢”，是助力民营企业更好生产经营的务实举措，也有助于畅通国民经济微循环。因此，继 2024 年 Q4《关于解决拖欠企业账款问题的意见》发布，政府拖欠企业账款底数被进一步厘清后，今年政府拖欠企业账款化解工作可能提速，相关化解资金的潜在来源可能包括地方债资金、政策性贷款等。若部分地方债被用于化解拖欠款，则实物财政城投支出仍有被进一步削弱的可

能。风险提示: (1) 测算 2025 年实物财政城投支出时所采用的部分假设可能与真实情况不符; (2) 财政部披露的地方政府债务收支可能未包括特殊再融资债相关数据; (3) 对加快化解政府拖欠企业账款的预期可能有偏差。

(证券分析师: 芦哲 证券分析师: 刘子博)

固收金工

固收深度报告 20250304: 银行“缩表”的拓展探索: 海外商业银行并购与国内有何异同?

观点 海外商业银行并购案例复盘: 1) 美国: a) 不同时期美国银行业中主要的产生战略调整影响的并购交易多为吸收合并, 时间维度上呈现阶段性波动, 主体维度上以大型银行主导为主而被并购方则主要分为困境驱动型以及业务协同型, 交易价值维度上规模差异显著, 监管维度上政策的支持与限制均对并购产生影响。b) 具体案例包括: 美国银行并购美林证券; 第一资本并购探索银行。2) 欧洲: a) 在欧洲经济区净息差环境的愈发严峻、政府扮演或积极推动或干预限制的多重角色、客户类型丰富多样致使服务需求分化等因素的影响下, 泛欧并购和大规模国内整合正在兴起。b) 具体案例包括: 瑞士银行收购瑞士信贷; 桑坦德银行收购阿比国民银行。3) 日本: a) 日本银行业的并购主要发生于两个时代背景, 一是 90 年代期间, 日本经济经历严重的泡沫崩溃, 银行面临资产负债表不稳、不良贷款激增和资本充足率不足等问题, 促使并购重组成为当时日本政府和金融监管机构的重要政策目标; 二是进入 21 世纪后, 日益激烈的国际竞争导致单纯依靠单一银行业务模式已难以应对挑战, 因此为了提高在全球市场中的竞争力, 日本国内的大型银行开始寻找并购整合机会来强化资本实力、拓展市场份额。b) 具体案例包括: 三菱银行、东京银行和 UFJ 银行的合并; 住友信托银行吸收合并中央三井信托银行、中央三井资产信托银行; 大和银行与住友银行的合并。 国内外商业银行在并购方面的差异点: 1) 并购原因: 海内外银行并购在政策监管和市场竞争层面存在一定差异, 海外并购中更多受到市场竞争因素的驱动。a) 政策层面: 海外商业银行呈现出监管稳定性与灵活性的动态平衡特征, 监管政策会根据市场状况适时调整; 而国内商业银行并购则主要由政策强力主导, 监管部门明确改革方向, 地方政府积极执行, 以农村金融机构的风险化解和资源配置优化为主。b) 市场层面: 2023 年海外多家银行的风险事件暴露高利率、低估值和监管趋严的环境下银行所面临的生存压力, 因此为保持竞争优势, 海外商业银行积极通过并购来实现规模经济和业务拓展, 换言之, 海外商业银行并购中市场竞争因素占据主导性地位, 其并购决策更紧密围绕市场信号和竞争需求以应对不断变化的市场格局; 而国内商业银行并购尽管也一定程度上受市场因素影响, 但政策导向的作用更为直接。2) 对债券影响: a) 海外商业银行并购中, 债券的发行和估值受合并前后市场情绪及银行基本面变化而波动较大。对新债发行而言, 海外商业银行因资本需求与盈利能力变化而面临成本抬升、市场阻力等影响, 可能被动调整发债时机; 对存债估值而言, 盈利能力与市场信心变化以及市场对并购后主体的风险评级均可能导致存续债券价格大幅波动。b) 国内商业银行并购中, 政策因素导向下股东结构及政策支持帮助平滑信用风险, 合并前后债券的发行和估值变化相对平稳, 表明国内外商业银行并购对债券影响的差异或可反映不同金融市场环境和监管体制下的不同影响路径与效果。 国内外商业银行在并购方面的相似点: 1) 并购原因: a)

有助于提升银行资本实力和抗风险能力，提高资本充足率、优化资源配置、防范金融风险。b) 银行可扩展业务网络来实现规模经济，进而降低运营成本，助力盈利能力的强化。c) 政府政策是重要驱动力，目标在于解决银行危机以及自上而下地防范金融风险、提升金融资源整合度。2) 并购方式：新设合并和吸收合并。3) 并购后整合挑战：a) 需解决管理模式、业务操作模式和文化差异上的难点。b) 技术整合日益重要，如数据安全、平台对接、系统架构兼容等。4) 商业银行并购不仅是一个财务重组的过程，其背后通常蕴含对银行个体未来发展战略以及银行业整体稳定性调控的深度研判。预计伴随金融科技的崛起、全球化进程的加速，商业银行并购的脚步或将加快，并购双方的债券配置窗口有望随之增频开启。风险提示：市场波动风险；样本有限影响结论普适性；数据统计偏差。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

行业

推荐个股及其他点评

雷赛智能 (002979): 运动控制老牌王者，机器人电机风正时济

投资要点 运动控制龙头，打造“智能制造”主航道+“移动机器人”辅航道。公司成立于1997年，专注于为智能制造装备业提供运动控制核心部件及行业运动控制解决方案，形成了包含控制器、步进系统、伺服系统三大主业在内的“智能制造”主航道。2023-24年，打造机器人辅赛道，开启第三次创业。此外，公司以华为为鉴，持续进行变革，确立“经销为主，合作共赢”的策略，同时形成了“行业线+区域线+产品线”的三线协同互锁共赢模式。2019-2023年营收/归母净利CAGR分别为21%/7%，我们预计随管理变革完成，24年起利润增速有望大幅修复。运动控制市场空间近300亿元，公司从步进、控制卡起家，持续拓品类至伺服、PLC，成为运控平台型公司。运动控制是工控行业高精密高响应的应用场景，核心产品包括伺服、减速机、PC-based控制卡、编码器、光栅尺等，根据MIR，其国内市场规模约200亿元。公司自1999年推出步进驱动器后持续耕耘，03年开启伺服系统研发，后于20年开发PLC产品，围绕运动控制领域实现了全面布局，在性能层面国际领先。当前新品类进入收获期——公司伺服市占率由2019年的1%增长至2024年的4%（份额仅次于汇川），24年PLC收入体量有望过亿。我们预计未来公司新品类市占率有望进一步提升，主业营收CAGR 20%+可期。机器人电机风正时济，无框&空心杯新龙头。人形机器人的运控的核心产品是无框电机（旋转+线性关节）、空心杯电机（灵巧手），根据我们测算，2030年全球人形机器人用无框/空心杯电机市场规模分别为578/540亿元。公司董事长李总曾是MIT机器人实验室博士，为行业资深专家。公司产品思路层层递进，由零部件延伸至关节模组&灵巧手解决方案，并成立上海雷赛机器人、深圳灵巧驱动分别专注于无框、空心杯电机的研发生产，当前年产能分别达30/12万台。公司伺服系统位居内资第二，产线与无框电机通用，规模优势显著，同时公司已与近百家机器人公司合作，无框电机累计供货超万台。此外，公司PC-Based控制卡积累深厚，已启动通用机器人运动控制系统相关的市场调研和产品规划，机器人小脑潜力无限。

盈利预测与投资评级：我们预计公司24-26年归母净利润为2.10/2.82/3.68亿元，同比+52%/+34%/+31%，对应现价PE分别为73x、

55x、42x，长期来看，工控行业国产替代空间广阔，机器人业务带来大幅弹性，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济下行，竞争加剧，原材料涨价超预期等。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：谢哲栋
研究助理：许钧赫)

宇通客车 (600066): 2月销量同比转正, 春节假期扰动消退期待景气度继续回升

投资要点 公司公告：宇通客车 2025 年 2 月总销量 1571 辆，同环比+13%/-38%；产量为 1578 辆，同环比+19%/-38%。2 月产销同比转正释放回暖信号整体来看，尽管 2 月依旧存在春节假期影响整体产销仍然偏弱，但 2 月产销数据同比增速较 1 月显著改善，反映市场需求端逐步回暖。随着 3 月传统旺季到来及补库需求释放，产销有望加速修复。

中客韧性凸显，轻客同比高增但短期波动。分车辆长度看，2025 年 2 月大中轻客销量 735/651/185 辆，同比分别+0.55%/+12.44%/+146.67%，环比分别-47.61%/+3.17%/-64.15%，大中客同比销量提升或为大众公交交付量提升所致。

政策红利持续释放，公交更新周期或驱动二季度放量。2 月部分区域新能源公交补贴细则落地强化政策确定性，公交替换需求有望在二季度之后集中释放。宇通作为新能源客车龙头，技术储备与渠道优势突出，有望优先受益于公交订单放量。此外，海外市场拓展及房车、校车等细分领域布局，或为增长注入新动能。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2024~2026 年营业收入预测为 365/429/499 亿元，同比+35%/+18%/+16%，维持 2024~2026 年归母净利润预测为 40.6/46.3/55.5 亿元，同比+124%/+14%/+20%，对应 PE 为 14/12/10 倍，维持“买入”评级。风险提示：全球经济复苏不及预期，国内外客车需求低于预期。

(证券分析师：黄细里 研究助理：孙仁昊)

厦门象屿 (600057): 定增落地, 优化资本结构利好未来发展

投资要点 事件：公司公告，2 月 27 日公司定增股份已在中登公司完成股份登记。本次增发股份数为 57.3 万股（相当于发行前总股本的 25.7%），发行价格为 5.61 元/股。本次定募集资金总额为 32.2 亿元，净额为 31.8 亿元。定增引入战略投资者，未来有望实现协同：本次定增引入了招商局集团、山东港口作为战略投资者。结合战略投资者拥有的差异化战略资源，未来或有望和公司业务行成有效协同，并从资本、资源两个纬度进一步充实公司大宗供应链综合服务能力。本次定增的目的是补充流动资金和偿还债务：大宗供应链业务需要较多的流动资金，公司补充流动资金之后，有望优化资本建构，减少财务成本开支，而更多的资本金也有利于满足公司未来进一步提升经营规模之资金需求。看好中长期公司市占率不断提升的成长逻辑：随我国 B2B 供应链提质增效不断推进，效率更高的龙头公司市占率持续提升。据公司 2023 年年报，以货量口径测算，我国大宗供应链 CR5 市占率从 2021 年的 4.81%快速提升至 2023H1 的 5.46%。未来公司有望随行业集中度不断提升的趋势进一步提升份额。

盈利预测与投资评级：公司估值低、分红率股息率高、业绩有望随制造业需求触底修复，长期受益于行业集中度提升。我们微调了模型以反映公司定增的影响，将 2024~26 年公司归母净利润从 13.6/ 15.0/ 16.2 亿元，微调至 13.6/ 15.0/ 16.3 亿元，同比-14%/ +10%/ +9%，3 月 5 日收盘价对应 P/E 为 10/9/8 倍，维持“买入”评级。风险提示：大宗商品价格波动，下游需求不佳，坏账风险、德龙事件处理进度等

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖)

大商股份 (600694): 发布股权激励草案, 激励核心高管彰显改革信心

投资要点 事件: 公司发布限制性股票激励计划草案。本次激励的对象为公司新任董事长/总经理陈总, 激励股份数为 310 万股, 占激励前公司总股本的 1%。限制性股票的对价为 13.02 元, 是公告前 1 日交易均价 (3 月 4 日, 26.04 元) 的 50%。本次激励制定了较为激进的考核目标, 彰显公司信心: 本次激励计划的考核年度为 2025/26 年, 业绩考核目标均为净利润增速不低于 10%。考虑到公司历史业绩较为稳定, 2021 年以来业绩稳定在 5.0 亿元以上, 这个持续两年增长 10% 以上的目标是较为激进的, 这反映管理层对未来发展颇有信心。此前公司喜迎新帅, 期待经营焕新: 2024 年 12 月公司公告, 陈德力先生将接替吕伟顺先生和闫莉女士, 成为大商股份新任董事长和总经理。陈德力先生曾任新凯德中国区域总经理、万达商管常务副总裁 (期间分别兼任营运中心总经理、招商中心总经理、综合管理中心总经理)、新城商管总裁 (期间吾悦广场实现快速扩张)、宝龙商执行董事兼行政总裁。公司外聘明星职业经理人有望带来新鲜活力并改善经营。看好公司调改、业绩改善的潜力: 大商股份具备较好的商业资产基础, 具备调改提效的潜力。公司掌舵人具备丰富的行业经验, 有望持续优化和推进公司门店调改。而公司核心门店的稳定盈利能力也为调改举措提供了经济基础。我们看好大商股份未来多举措调改增效的潜力 (包括关闭亏损门店、对现有门店进行招调升级、打造文创网红标杆项目等)。盈利预测与投资评级: 本次股权激励的业绩考核目标反映了公司对未来业绩高增长的信心, 公司有望股权激励落地后发力调改并达成预期目标。我们将公司 2024~26 年归母净利润从 5.9/6.5/7.0 亿元, 上调至 5.9/6.5/7.2 亿元, 同比+17%/+10%/+11%, 3 月 5 日收盘价对应 P/E 为 13/12/11 倍, 维持“买入”评级 风险提示: 行业竞争加剧, 终端消费需求波动, 未来调改举措的相关不确定性。

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 阳靖)

妙可蓝多 (600882): 员工激励超预期落地, 25 年业绩弹性可期

投资要点 公司发布员工持股计划&股权激励计划草案: 1) 股权激励计划: 拟授予股票期权数量 800 万份, 占总股本的 1.56%, 激励对象为 207 位高管及核心业务骨干, 行权价格为每份 15.83 元。2) 员工持股计划: 拟持有股票数量不超过 800 万股, 占总股本的 1.56%, 拟筹资总额上限为 7920 万元, 激励对象为公司董高监及核心骨干, 初始持有人总数不超过 209 人, 购买股票价格为 9.9 元/股。3) 业绩考核目标: 业绩考核目标值为 2025-2027 年公司营收分别不低于 56/65/78 亿元, 归母净利润分别不低于 2.1/3.2/4.6 亿元; 业绩考核触发值为 2025-2027 年公司营收分别不低于 50.40/58.5/70.2 亿元, 归母净利润分别不低于 1.89/2.88/4.14 亿元; 2025-2027 年归母净利润率分别为 3.8%/4.9%/5.9%。业绩考核目标超预期, 彰显高质量发展信心。本次员工激励业绩考核目标同时设定了营业收入与归母净利润两项财务指标, 营业收入的稳健增长和盈利能力的稳步增强并重, 保障公司有质量增长和可持续发展。以我们预测的 2024 年公司业绩为基础计算, 2025-2027 年业绩目标值营业收入分别同比+14.1%/+16.1%/+20.0%, 归母净利润分别同比+104%/+52%/+44%; 2025-2027 年业绩触发值营业收入分别同比+2.7%/+16.1%/+20.0%, 归母净利润分别同比+84%/+52%/+44%, 业绩考核目标设定超预期, 业绩成长性较强。激励范围广, 有望充分调动员工积极性。本次股权激励计划和员工持股计划涵盖了董高监和核心骨干成员, 有望强化中高层骨干绑定。股权激励行权价格/员工持股计划购股价格分别为 2025 年 3 月 5 日公司收盘价的 80%/50%, 激励价格较低, 有望调动员工积

极性，保障激励目标实现。合并蒙牛奶酪+发力国产原制，开启发展新纪元。2024年7月公司合并蒙牛奶酪，开启外延发展新阶段，公司和蒙牛奶酪的产品、品牌矩阵互补性较强，未来随着协同深化，公司有望借力蒙牛加速C端下沉和B端开发。我国正处于原奶低价窗口期，利好国产原制奶酪加速进口替代，2023年以来公司发力原制奶酪，有望降低供应链风险、享受原奶成本红利，盈利能力有望持续改善。盈利预测与投资评级：公司员工激励考核目标超预期，我们维持此前预测，预计2024-2026年营收49.1/54.3/62.5亿元，分别同比+21.2%/+10.7%/+15.1%；预计归母净利润为1.03/2.4/3.9亿元，同比+62%/+129%/+66%，对应PE分别为99/43/26倍，维持“买入”评级。风险提示：并购整合不及预期；竞争再度加剧风险；食品安全问题；原材料价格波动风险

（证券分析师：苏铖 证券分析师：周韵）

禾迈股份（688032）：控股股东增持公司股份，彰显长期信心

投资要点 事件：公司发布公告，公司控股股东杭开集团拟增持公司股份，增持金额不低于1.115亿元，不超过2.23亿元，增持实施期限为自公告披露之日起6个月内。控股股东低位增持公司股份，也彰显对于公司长期发展的信心。24年出货承压，预计25年向好：2月28日，公司发布2024年业绩快报，预计实现营业总收入20.3亿元，同比+0.3%；归母净利润3.5亿元，同比-32.2%；扣非后归母净利润3.0亿元，同比-43.6%。单Q4来看，公司营业收入7.7亿元，同环比+23.9%/+113.8%；归母净利润1.0亿元，同环比+5.0%/+74.6%；扣非后归母净利润0.7亿元，同环比-55.4%/+37.9%。展望25年，我们认为欧洲光储装机投资回收期仍然较好，叠加阳台微储等场景的拓展，预计全年出货向好。盈利预测与投资评级：考虑到公司出货受欧洲需求影响出货量下调，我们下调盈利预测，我们预计2024-2026年公司归母净利润3.5/5.3/7.2亿元（前值为4.5/7.0/9.2亿元），同增-32%/+53%/+36%，对应PE为38/25/18倍。公司在欧洲品牌渠道优势显著，可充分受益市场高溢价，叠加光储协同发展，具备高成长性，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧、政策不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男
证券分析师：胡隽颖）

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>