

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-03-06

宏观策略

2025 年 03 月 06 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管理的可能。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

中大力德 (002896): 精密减速器头部企业，有望充分受益于人形机器人产业化进程

风险提示：丝杠产品研发不及预期，人形机器人量产进度不及预期，宏观经济风险。

安培龙 (301413): 国产传感器龙头，平台化技术构筑新增长极

国产传感器龙头，主业聚焦温度传感器与压力传感器 安培龙是国产传感器龙头企业，主营产品聚焦温度传感器与压力传感器。2019-2023 年公司营业收入从 3.51 亿元增长至 7.47 亿元，CAGR=21%；2019-2023 年公司归母净利润从 0.27 亿元增长至 0.80 亿元，利润增速高于收入增速。利润率方面，2019-2023 年公司毛利率维持在 30%上下波动，2023 年毛利率为 31.83%，盈利能力较为稳定；销售净利率从 7.77%增长至 10.70%，增长可观，主要系公司经营管理提质增效，期间费用率管控得当。拆分公司业务结构看，公司温度传感器业务收入从 2019 年 2.95 亿元增长至 2023 年 3.69 亿元，整体呈稳健增长态势；压力传感器业务收入从 2020 年 0.12 亿元增长至 3.54 亿元，增速较快，贡献公司主要业绩增量。2023 年公司温度传感器/压力传感器业务占收入比重为 49.48%/47.43%。 传感器赛道天花板高坡长雪厚，公司深耕传感器赛道竞争优势明显 根据赛迪研究院数据，2023 年，全球传感器市场规模为 2036.7 亿美元，全球智能传感器市场规模为 489.3 亿美元。2023 年中国传感器市场规模为 3324.9 亿元，中国智能传感器市场规模为 1429.6 亿元。传感器行业市场空间大，公司主业未来成长天花板较高。公司在传感器行业深耕积累时间较长，产品已经覆盖了汽车、家电、光伏、储能、充电桩、物联网、工业控制、医疗等重点领域。凭借领先的技术水平及品牌效应，公司于 2019 年入选了工信部第一批专精特新“小巨人”企业、2021 年入选了工信部第一批建议支持的国家级专精特新“小巨人”企业。传感器赛道市场天花板高，公司有望依托技术优势，未来实现主业稳健增长。 横向切入力矩传感器赛道，机器人业务有望释放业绩增量 力传感器是人形机器人感知现实世界并完成精密操作的媒介，是人形机器人感知与执行技术走向成熟过程中起决定性作用的零部件，单台人形机器人需要在手腕和脚腕处搭载 4 个六维力传感器。依托在温度传感器与压力传感器的技术积累，公司横向切入力矩传感器的赛道。根据公司 2024 半年报，公司已与天机智能合作研发基于 MEMS 硅基应变片+玻璃微熔工艺的力矩传感器，其产品可广泛应用于机器人的关节模组上，能够实时感知各关节扭矩和控制末端力，提高机器人的安全性能和交互性能，并计划在人形机器人上开展实际应用。 盈

英伟达 (NVDA): FY2025 业绩点评: B 系列出货超预期，下游高需求及自身高壁垒仍然存在

投资要点 事件：公司发布 2025 财年第四季度财报，2025Q4 实现营收

393.3 亿美元，同比+78%，环比+12%；净利润 220.7 亿美元，同比+72%，环比+10%；Non-GAAP 毛利率 73.5%，同比减少 3.2pct，环比减少 1.5pct。业绩超出市场一致预期。 CSP 需求维持强劲，B 系列收入超预期 2025Q4 数据中心业务收入为 355.8 亿美元，环比+16%，全年收入 1152 亿美元，同比+142%。其中，计算/网络业务收入分别为 325.6/30.2 亿美元，同比+93%/+116%，环比+18%/-3%，来自大型云厂的收入占比在 50% 左右。2025Q4 北美四大云厂商资本开支合计 795.5 亿美元，同比+65.4%，环比+24.3%，CSP 需求维持强劲。新品方面，2025Q4 公司 B 系列产品收入达 110 亿美元超公司预期，B300 系列将在 2025H2 发布。此外，公司宣布价值量 5000 亿美元的星际之门项目将采用 Spectrum-X。公司预计 FY26Q1 网络业务将恢复增长，整体业务层面来自中国的收入占比保持不变。 供应链紧张游戏及 AIPC 出货量下滑，汽车业务获新合作。 2025Q4 游戏及 AIPC/专业可视化/汽车业务收入分别为 25.4/5.1/5.7 亿美元，同比 -11%/+10%/+103%，环比-22%/+5%/+27%。2025Q4 游戏及 AIPC 业务出货量受供应链紧张影响有所下滑，公司预计 FY26Q1 随供应增加游戏业务营收将实现强劲的环比增长。2025Q4 公司推出基于 Blackwell 架构的全新 GeForce RTX™ 50 系列显卡和笔记本电脑，5090 和 5080 显卡性能较上一代提升 2 倍。汽车业务方面，公司宣布与丰田、现代汽车集团达成合作，丰田将基于 NVIDIA DriveOS 系统打造其下一代汽车，现代汽车将基于 NVIDIA AI 和 NVIDIA Omniverse 部署机器人技术。 2026Q1 指引略高于市场预期，毛利率将于 Blackwell 推广期后修复。 公司预计 2026Q1 实现营收 430±8.6 亿美元，高于彭博一致预期 422.6 亿美元；Non-GAAP 毛利率 71.0±0.5%，略低于一致预期 72.1%；在 Blackwell 推广期毛利率将下滑至 70%低段水平，完全推广后毛利率恢复 70%中段水平。 盈利预测与投资评级：我们认为公司软硬件优势将仍然是最大护

新诺威（300765）：创新加码重塑估值，双轮发展助力巨头转型

新诺威在完成巨石生物和石药百克的并购后，实现生物药+原料药双轮发展，我们认为其研发能力具备全球竞争力，ADC 与 mRNA 平台有望孵化重磅炸弹，同时现金流业务矩阵成型，PD-1 单抗+生物类似物+石药百克构筑安全边际，叠加传统主业企稳回升，咖啡因+阿卡波糖构筑基石，作为石药集团 A 股创新药平台，我们预测公司 2024-2026 年收入分别为 19.69 亿/ 23.92 亿/ 27.65 亿。综合考虑公司成长潜力巨大，首次覆盖，给予“买入”评级。

比亚迪（002594）：智电领航，破浪前行

盈利预测与投资评级：考虑到天神之眼 C 超市场预期，我们上修公司 24-26 年归母净利润预期至 400/530/651 亿元（此前预期 400/510/611 亿元），同增 33%/32%/23%，对应 PE 25/19/15x，给予 25 年 25x，目标价 456 元，维持“买入”评级。 风险提示：原材料价格波动，销量不及预期。

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5.66万亿美元的财政赤字，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仅为 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

中大力德(002896)：精密减速器头部企业，有望充分受益于人形机器人产业化进程

投资要点 深耕电机/减速器，从单一部件向机电一体化迈进 公司前身为慈溪市中大电机厂，成立于1998年，以电机制造起家，逐步向减速器领域拓展，2017年公司成功于深交所上市。公司专注于减速器、减速电机等核心零部件的生产研发，数十年来凭借行业领先的研发设计能力、制造工艺和质量管控，形成了减速器、电机、驱动器一体化业务平台，能够为客户提供丰富的动力传动与控制应用解决方案。受益于机器人产业化进程，精密减速器市场空间广阔 海内外各大厂商布局人形机器人，推动减速器市场扩容。①海外：以特斯拉、Figure为代表，积极布局人形机器人行业，且积极寻求中国产业链进行量产&降本。②国内：宇树、智元、银河通用等公司已推出人形机器人产品，并能够实现日常行走等功能，行业整体呈现百花齐放的发展态势。减速器作为人形机器人各部位均需要使用的核心零部件，市场空间大幅增长。根据我们测算，2025/2026/2027/远期全球人形机器人需求有望达到3/6/15/1165万台，对应旋转执行器需求量36/86/206/16310万套，最终对应谐波减速器市场空间4/9/21/751亿元，未来空间广阔。以减速器为核心，拓展人形机器人零部件 公司深耕精密减速器行业，同时具备行星减速器、谐波减速器和RV减速器生产能力，具有深厚的生产研发经验。2023年4月，公司召开董事会审议变更募集资金用途事项，新增“智能执行单元及大型RV减速器生产线项目”，合计投入资金1.75亿元。产能规划有序推进，积极推进人形机器人零部件布局。 **盈利预测与投资评级：**公司自成立以来深耕机械传动与控制应用领域关键零部件，同时拥有行星减速器、谐波减速器、RV减速器等人形机器人核心零部件，具有较强稀缺性。我们预计2024-2026年公司归母净利润为0.73/0.83/0.98亿元，当前股价对应PE分别为199/175/149倍。我们选取同为减速器行业的绿的谐波、双环传动、国茂股份作为公司可比公司，由于出色的产品结构，公司估值处于行业较高水平。但考虑到精密减速器市场空间大，技术壁垒高，公司具有数十年研发生产经验，且已与部分国内机器人厂商进行初步合作，身位优势明显，维持“增持”评级。 风险提示：丝杠产品研发不及预

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)

安培龙 (301413): 国产传感器龙头，平台化技术构筑新增长极

投资要点 国产传感器龙头，主业聚焦温度传感器与压力传感器 安培龙是国产传感器龙头企业，主营产品聚焦温度传感器与压力传感器。2019-2023 年公司营业收入从 3.51 亿元增长至 7.47 亿元，CAGR=21%；2019-2023 年公司归母净利润从 0.27 亿元增长至 0.80 亿元，利润增速高于收入增速。利润率方面，2019-2023 年公司毛利率维持在 30%上下波动，2023 年毛利率为 31.83%，盈利能力较为稳定；销售净利率从 7.77%增长至 10.70%，增长可观，主要系公司经营管理提质增效，期间费用率管控得当。拆分公司业务结构看，公司温度传感器业务收入从 2019 年 2.95 亿元增长至 2023 年 3.69 亿元，整体呈稳健增长态势；压力传感器业务收入从 2020 年 0.12 亿元增长至 3.54 亿元，增速较快，贡献公司主要业绩增量。2023 年公司温度传感器/压力传感器业务占收入比重为 49.48%/47.43%。 传感器赛道天花板高坡长雪厚，公司深耕传感器赛道竞争优势明显 根据赛迪研究院数据，2023 年，全球传感器市场规模为 2036.7 亿美元，全球智能传感器市场规模为 489.3 亿美元。2023 年中国传感器市场规模为 3324.9 亿元，中国智能传感器市场规模为 1429.6 亿元。传感器行业市场空间大，公司主业未来成长天花板较高。公司在传感器行业深耕积累时间较长，产品已经覆盖了汽车、家电、光伏、储能、充电桩、物联网、工业控制、医疗等重点领域。凭借领先的技术水平及品牌效应，公司于 2019 年入选了工信部第一批专精特新“小巨人”企业、2021 年入选了工信部第一批建议支持的国家级专精特新“小巨人”企业。传感器赛道市场天花板高，公司有望依托技术优势，未来实现主业稳健增长。横向切入力矩传感器赛道，机器人业务有望释放业绩增量 力传感器是人形机器人感知现实世界并完成精密操作的媒介，是人形机器人感知与执行技术走向成熟过程中起决定性作用的零部件，单台人形机器人需要在手腕和脚腕处搭载 4 个六维力传感器。依托在温度传感器与压力传感器的技术积累，公司横向切入力矩传感器的赛道。根据公司 2024 半年报，公司已与天机芯能合作研发基于 MEMS 硅基应变片+玻璃微熔工艺的力矩传感器，其产品可广泛应用于机器人的关节模组上，能够实时感知各关节扭矩和控制末端力，提高机器人的安全性能和交互性能，并计划在人形机器人上开展实际应用。 盈利预测与投资评级 温度/压力传感器业务基本盘稳健，横向拓展机器人用力矩传感器。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.02/1.37/1.71 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 96/72/57 倍，考虑到公司横向切入力矩传感器赛道，未来有望伴随人形机器人商业化落地增厚业绩，首次覆盖给予“增持”评级。 风险提示：力矩传感器研发不及预期，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)

英伟达 (NVDA): FY2025 业绩点评: B 系列出货超预期，下游高需求及自身高壁垒仍然存在

投资要点 事件：公司发布 2025 财年第四季度财报，2025Q4 实现营收 393.3 亿美元，同比+78%，环比+12%；净利润 220.7 亿美元，同比+72%，环比+10%；Non-GAAP 毛利率 73.5%，同比减少 3.2pct，环比减少 1.5pct。业绩超出市场一致预期。 CSP 需求维持强劲，B 系列收入超预期 2025Q4 数据中心业务收入为 355.8 亿美元，环比+16%，全年收入 1152 亿美元，同比+142%。其中，计算/网络业务收入分别为 325.6/30.2 亿美元，同比+93%/+116%，环比+18%/-3%，来自大型

云厂的收入占比在 50%左右。2025Q4 北美四大云厂商资本开支合计 795.5 亿美元，同比+65.4%，环比+24.3%，CSP 需求维持强劲。新品方面，2025Q4 公司 B 系列产品收入达 110 亿美元超公司预期，B300 系列将在 2025H2 发布。此外，公司宣布价值量 5000 亿美元的星际之门项目将采用 Spectrum-X。公司预计 FY26Q1 网络业务将恢复增长，整体业务层面来自中国的收入占比保持不变。 供应链紧张游戏及 AIPC 出货量下滑，汽车业务获新合作。 2025Q4 游戏及 AIPC/专业可视化/汽车业务收入分别为 25.4/5.1/5.7 亿美元，同比 -11%/+10%/+103%，环比-22%/+5%/+27%。2025Q4 游戏及 AIPC 业务出货量受供应链紧张影响有所下滑，公司预计 FY26Q1 随供应增加游戏业务营收将实现强劲的环比增长。2025Q4 公司推出基于 Blackwell 架构的全新 GeForce RTX™ 50 系列显卡和笔记本电脑，5090 和 5080 显卡性能较上一代提升 2 倍。汽车业务方面，公司宣布与丰田、现代汽车集团达成合作，丰田将基于 NVIDIA DriveOS 系统打造其下一代汽车，现代汽车将基于 NVIDIA AI 和 NVIDIA Omniverse 部署机器人技术。 2026Q1 指引略高于市场预期，毛利率将于 Blackwell 推广期后修复。 公司预计 2026Q1 实现营收 430±8.6 亿美元，高于彭博一致预期 422.6 亿美元；Non-GAAP 毛利率 71.0±0.5%，略低于一致预期 72.1%；在 Blackwell 推广期毛利率将下滑至 70%低段水平，完全推广后毛利率恢复 70%中段水平。 盈利预测与投资评级：我们认为公司软硬件优势将仍然是最大护城河，在下游资本开支继续增长背景下，将 FY2026-2027 年预期归母净利润由 1033/1209 亿美元上调至 1141/1431 亿美元，预计 FY2028 年归母净利润为 1783 亿美元，2025 年 3 月 4 日收盘价对应 PE 分别为 24/19/16 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游资本开支放缓；Blackwell 爬产不及预期；竞争加剧

(证券分析师：张良卫 研究助理：李博韦)

新诺威 (300765)：创新加码重塑估值，双轮发展助力巨头转型

投资要点 研发能力具备全球竞争力，ADC 与 mRNA 平台有望孵化重磅炸弹：公司并购巨石生物获得全流程 ADC 研发平台，截至 25 年 2 月共有 8 款 ADC 产品进入临床阶段，3 款产品已完成海外授权。核心品种中，SYS6010 (EGFR ADC) 在奥希替尼耐药突变非小细胞肺癌 PDX 模型中肿瘤抑制率超 80%，临床前安全性窗口显著优于同类，我们看好其出海可能性；SYSA1801 (CLDN18.2 ADC) 针对 CLDN18.2 高表达胃癌患者 ORR 为 47%，≥3 级 TRAE 仅 24.2%，安全性领跑同类竞品；SYS6002 (Nectin4 ADC) 治疗 UC/CC/HNSCC 的 ORR 达到 42%，细分适应症开发潜力可期；mRNA 平台同样完成产业化验证，自主研发的新冠疫苗国内获紧急使用，RSV 疫苗、HPV 治疗疫苗及 VZV 疫苗快速推进中。 现金流业务矩阵成型，PD-1 单抗+生物类似物+石药百克构筑安全边际：恩朗苏拜单抗 (PD-1) 乳腺癌 3L、奥马珠单抗类似物慢性自发性荨麻疹、中重度过敏性鼻炎哮喘均已获批上市；乌司奴、帕妥珠单抗类似物处于 III 期临床，未来三年上市后有望与石药销售团队深度协同，快速释放商业化价值；石药百克并购协议承诺 24-26 年净利润不低于 4.4/3.9/4.4 亿元彰显盈利兑现信心。核心品种津优力 (长效升白药) 国内市占率稳居首位，1 类新药 TG103 (GLP-1-Fc) 与周制剂司美格鲁肽类似物预计 2026 年上市。同时差异化布局月制剂司美，远期溢价空间可期。 传统主业企稳回升，咖啡因+阿卡波糖构筑基石：咖啡因出口单价于 2022Q2 见顶后，2024Q2 出口单价已回落至 2017-2020 年平均值 (约 9 美元/吨)，量增逻辑成为核心驱动，预计 25-26 年咖啡因收入恢复正增长；石药圣雪阿卡波糖承诺 24 年净利润 1.02 亿元，24 年已规划产能 280 吨 (23 年 200 吨，同比

+25%)，预计 25-26 年阿卡波糖销量保持稳定增长。 盈利预测与投资评级：新诺威在并购巨石生物后囊获具备全球竞争力的 ADC 和 mRNA 平台，后续完成并购石药百克后，相关 GLP-1 资产也有望在代谢领域收获颇丰。作为石药集团 A 股创新药平台，有望产出多款“重磅炸弹”药物，我们预测公司 2024-2026 年收入分别为 19.69 亿/23.92 亿/27.65 亿。综合考虑公司成长潜力大，首次覆盖，给予“买入”评级。 风险提示：ADC 核心品种临床数据不及预期、出海不及预期；生物类似物市场竞争加剧、集采风险；咖啡因原料药需求周期性波动。

(证券分析师：朱国广)

比亚迪 (002594)：智电领航，破浪前行

投资要点 56 亿美元 H 股闪电配售，智电领航，破浪前行。25 年 3 月 3 日盘后，比亚迪配售 129,800,000 股 H 股新股，配售价为 335.2 港元/股。此次 56 亿美元的 H 股闪电配售是过去十年全球汽车行业规模最大的股权再融资项目、全球汽车行业有史以来规模最大的闪电配售项目、香港市场有史以来规模第二大的闪电配售项目以及香港市场工业领域有史以来规模最大的闪电配售项目。充分彰显了全球投资人对比亚迪发展前景的坚定看好，对中国汽车工业立足全球的充分信心，以及对于全球汽车行业电动化、智能化发展趋势的高度认可。 2 月销量 32 万辆，同增 164%，出口持续强劲。比亚迪 2 月销 32.3 万辆，同环比+164%/+7%，含海外销 6.7 万辆，同环比+188%/+1%，继续保持强劲增长态势。比亚迪 2 月发布天神之眼 C，10 万以上全系标配，实现加配不加价，叠加老款促销力度加大，带动 2 月销量环比向上。汉 L/唐 L/秦 L/腾势 N9 等车型 3-4 月即将上市，预计销量保持强劲态势。公司 25 年 e4.0 平台+智驾平权+dmi 出海，我们预计公司销量 550 万辆，智驾占比 80%+，出口翻番至 80 万辆+。 混份额维持近 60%，豹 5 智驾版正式上市。比亚迪 2 月插混乘用车销 19.3 万辆，同环比+189%/+13%，占比 60.7%，同环比+5.8/+3.0pct；纯电乘用车销 12.5 万辆，同环比+128%/-0.4%，占比 39.3%，同环比-5.8/-3.0pct。高端车型方面，#腾势 2 月销量 8513 辆，环降 27%；#仰望 销量 105 辆，环降 63%；#方程豹 销 4942 辆，环降 21%，豹 5 智驾版 2 月上市，售价 23.98 万起，低配搭载天神之眼 C，高配搭载华为 ADS 3.0 系统，产品力进一步强化。结构方面，比亚迪 2 月本土销量 25.6 万辆，同增 164%，海外销 6.7 万辆，同增 188%，高端销量 1.35 万辆，同增 76%，出口+高端化进一步贡献增量。 2 月电池装机同增 150%，二代刀片发布在即。比亚迪 2 月累计装机 16.7GWh，同环比 +150%/+8%，二代刀片发布在即，续航+快充有望全面提升。比亚迪 25 年累计装机 32.2GWh，同增 79%。动力电池及储能电池装机总量约为 16.7GWh。25 年看，我们预计动力自供 250GWh，动力外供 25gwh，储能 70gwh，电池实际出货 345gwh，同增 30%。 盈利预测与投资评级：考虑到天神之眼 C 超市场预期，我们上修公司 24-26 年归母净利润预期至 400/530/651 亿元（此前预期 400/510/611 亿元），同增 33%/32%/23%，对应 PE 25/19/15x，给予 25 年 25x，目标价 456 元，维持“买入”评级。 风险提示：原材料价格波动，销量不及预期。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：黄细里
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>