

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-03-04

宏观策略

2025 年 03 月 04 日

晨会编辑 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

宏观量化经济指数周报 20250302: 食品和油价回落或拖累 2 月 CPI 转负
货币政策或继续“防风险”和“稳增长”之间需求平衡

海外周报 20250302: 衰退担忧与关税冲击带动美债利率大跌

核心观点: 近期美国经济数据持续疲软、美联储模型大幅下调 25Q1 美国 GDP 增速预测, 引致市场对美国的衰退叙事再起, 降息预期显著升温; 叠加本周特朗普关税政策再度升级推升市场避险情绪, 美元指数走强、美债利率大幅下行、美股大跌。下周关注 2 月美国非农就业和 ISM PMI 数据。向前看, 我们认为美国经济仍有韧性, 但预计移民、DOGE 裁员将对非农就业造成短期冲击, 且关税的不确定性料加剧市场对美国增长前景的担忧, 短期看降息预期仍有进一步升温空间。

宏观点评 20250301: 理解经济“开门红”的两条线索——2 月 PMI 数据点评

理解 2 月经济, 有两条线索, 一是季节性, 春节时间越早, 通常 PMI 反弹越强, 今年春节处于历史偏早水平; 二是趋势, 9 月以来驱动经济复苏的几个动能还在延续, 支撑着 1-2 月经济走强。风险提示: 房地产市场走弱; 出口下行; 以旧换新政策后续不及预期的风险。

固收金工

固收周报 20250302: 中低价转债或同时受益于行业轮动

本周 (0224 - 0228) 国内风险类资产 A+H 周 k 线均出现了一定程度的回调, 风格上海外科技股回调对国内科技股构成一定压制, 不过美元再度走强, 反映出在中期资金全球再配置的需求和短期避险的冲动叠加下, 美元固收类资产或仍为短期资金的避风港。同时, 前周我们观察到的转债市场的跟随困境在中、低价标的层面表现更为突出, 而高价标的跟随正股相关题材的发酵, 上涨幅度甚至超过正股, 交易属性有增无减。另外地缘方面, 1) 中美俄安理会针对涉乌决议草案共边投赞成票, 英法弃权; 2) 乌总统赴美并没有对矿产协议同美方达成一致, 在白宫颇具戏剧性的记者会后, 4 月前双方达成矿产协议的概率从约 9 成跌至约 4 成。我们认为美方无法对俄乌冲突停火后提供乌方希望的 (间接) 安全保障、承诺是矿产协议难落地的主要原因, 市场转向消极预期交易。转债方面整体跟随回调, 风格上高价回调幅度高于中低价风格, 我们延续前两周观点并做如下补充表述: 1) 近期科技行情受信息面、业绩面等因素承压, 同时政策面或形成一定对冲, 临近两会市场关注点或有所分化, 包括化工、建筑建材等顺周期标的, 银行等高股息标的会存在一定配置机会; 2) 针对高评级溢价的拉升和低评级溢价的压缩后市的判断仍是 2025 年转债配置关键胜负手之一, 我们认为权重底仓标的仍具有稀缺性, 同等高评级标的间的置换溢出, 伴随计算上权重的变化仍将对高评级溢价形成支撑, 而低评级溢价底部修复同样值得期待; 3) 进一步认可转债 (尤其是中低价, 即双低标的及低价标的) 低波动特征在当前大类配置下所扮演的角色价值。

固收周报 20250302: 如何看待 3 月流动性情况?

资金面紧张成为主导春节后债券收益率走势的重要因素，展望 3 月，流动性情况将如何演绎？美国 2025 年 1 月耐用品订单、1 月 PCE、新屋销售、失业救济金等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？

固收点评 20250301：绿色债券周度数据跟踪（20250224-20250228）

本周（20250224-20250228）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 22 只，合计发行规模约 784.51 亿元，较上周增加 637.26 亿元。绿色债券周成交额合计 443 亿元，较上周减少 48 亿元。

固收点评 20250301：二级资本债周度数据跟踪（20250224-20250228）

本周（20250224-20250228）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 1 只，发行规模为 500.00 亿元。二级资本债周成交量合计约 2216 亿元，较上周增加 492 亿元。

行业

推荐个股及其他点评

天岳先进（688234）：碳化硅龙一卡位 AR 眼镜核心环节

碳化硅龙一卡位 AR 眼镜核心环节光波导。碳化硅波导在 FOV、全彩化、轻量化等方面有显著优势，有望成为终局技术路径。远期市场空间测算约为 300 亿元。看天岳在 AR 眼镜中核心卡位和远期向上弹性。

宏景科技（301396）：算力服务新秀，乘 AI 基建之风

盈利预测与投资评级：AI 产业快速发展，Deepseek R1 的推出更是加快国内 AI 发展速度，阿里等互联网大厂上调资本开支，国资委全力推动中央企业融入国家算力布局，国内有望迎来算力基建大时代。宏景科技从事数据中心相关业务多年，从 2023 年开始转型布局智算，参股算力公司深海之光，2024 年-2025 年 2 月，已经公告 15 亿元算力服务订单。同时，公司成立香港子公司，拟布局海外市场。我们认为公司算力服务能力业内领先，后续算力业务有望迎来高增。基于此，我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为-0.50/0.51/2.92 亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：技术发展不及预期；中美地缘政治风险；行业竞争加剧。

阿特斯（688472）：2024 年业绩快报点评：组件平衡量利，储能持续双高

盈利预测与投资评级：竞争加剧，下调盈利预测，我们预计 2024-2026 年利润 22.9/37.3/45.9 亿元（前值 29/47/61 亿元），同比-21%/63%/23%，对应当前 PE 为 17/11/9 倍；基于公司储能业务领先地位，给予 2025 年 18xPE，目标价 18 元，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧，政策不及预期，汇率变动等。

山西汾酒（600809）：大单品势稳力强，越山海继往开来

开门红实现良好开局，全域营销强化品牌势能。2025 年春节，公司提前筹谋准备充分，在兼顾产品结构及渠道良性同时，有力实现品销双收。春节期间全网各大线上平台汾酒霸屏营销，曝光量超 1 亿人次；线下渠道汾酒春节动销亦增长居前，青 20、老白汾增量互为补充。品牌方面，围绕春节“千杯中国年”活动主题，汾酒携手京东，开启“汾酒京东超市品牌日”活动，联合演员于震、晋松发起京东直播及微博互动，并同步于小红书、抖音进行内容投放，新媒体矩阵声量显著放大。渠道方面，2024 年中秋国庆以来，公司根据市场状态及时调整回款发货安排，继 24Q4 停货挺价，25Q1 回款进度要求趋于稳健，推动青 20、老白汾批价稳中有升，为五码合一新版产品价格体系全面导入进行良好衔接（2 月下旬以来，公

司青 20、老白汾 10 老版产品已在多地停止供货)。盈利预测与投资评级: 2025 年春节汾酒动销表现居前, 受益多价位产品组合、全国化梯队布局的增长潜力再次验证之外, 公司近年在新媒体、年轻化方面的品宣创新也令人眼前一亮。年内伴随老白汾、青 26 全国化推广反响更新, 公司的长期成长空间有望更趋清晰。考虑需求承压背景下公司降速保质, 我们微调 2024-26 年归母净利润至 121、134、155 亿元 (前值 122、137、158 亿元), 对应 PE 为 21/19/16 倍, 作为大酒企中成长性领先的抗波动标的, 维持“买入”评级。风险提示: 宏观经济持续走弱超预期风险; 紧缩形势加剧风险; 省外竞争超预期风险等。

东方雨虹 (002271): 2024 年报点评: 渠道优化效果显现, 现金流改善明显

盈利预测与投资评级: 公司作为防水行业龙头, 积极通过组织架构调整来覆盖空白市场, 拓展非房地产项目, 优化经营质量。同时公司积极培育新业务板块, 有望通过内部资源整合和协同快速发展。公司防水主业市占率持续提升, 非房板块、非防水业务和海外市场开拓有望进一步打开成长空间。考虑到市场需求压力、减值计提风险, 我们调整公司 2025-2026 年并新增 2027 年归母净利润预测为 16.25/24.82/31.07 亿元 (2025-2026 年前值为 26.51/31.52 亿元), 对应 PE 分别为 19.4X/12.7X/10X, 考虑到公司业务结构调整效果已经开始显现, 维持“买入”评级。风险提示: 下游房地产行业波动的风险; 原材料价格剧烈波动的风险; 行业竞争加剧风险; 应收账款风险。

三一重能 (688349): 2024 年业绩快报点评: 业绩符合预期, 订单创新高
公司发布 24 年业绩快报, 预计实现营业收入 181 亿元, 同比+21.1%; 归母净利润 18.6 亿元, 同比-7.5%; 扣非后归母净利润 16.3 亿元, 同比+0.7%。单 Q4 来看, 营业收入 90 亿元, 同环比+21%/+138%; 归母净利润 11.7 亿元, 同环比+20%/+366%; 扣非后归母净利润 10.2 亿元, 同环比+17%/+357%。开工建设哈萨克斯坦江布尔风电设备厂区, 出海版图持续扩张: 2024 年 11 月 29 日, 哈萨克斯坦 Samruk Kazyna 主权财富基金与三一重能公司在哈萨克斯坦江布尔州举行了总投资金额 1.14 亿美元的风电整机部件生产工厂的奠基仪式。该厂区计划于 25 年底竣工, 将生产风电项目所需的机舱、轮毂、塔架和其他重要部件。此外, 为实现机组生产本地化程度提高到 30%, 公司计划另外建设一处研发中心。Samruk Kazyna 主权财富基金计划到 2030 年与三一重能携手建设约合 6GW 的风电装机以满足日益增长的电力需求。

蜜雪集团 (02097.HK): 平价现制饮品第一大龙头, 深耕供应链出海可期
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, 2025 年 3 月 3 日招股价对应 PE 为 16/14/12 倍, 建议关注。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等。

海博思创 (688411): 2024 年业绩快报点评: 国内高毛利高市占率, 25 年海外迎来大突破

盈利预测与投资评级: 基于公司在手订单丰富, 海外业务稳定增长, 预计公司 24-26 年归母净利润 6.5/9.3/12.5 亿元, 同比+12.5%/+43.0%/+34.1%, 我们给予 25 年 18xPE, 对应目标价 94 元, 首次覆盖, 给予“买入”评

级。

奥泰生物（688606）：2024 业绩快报点评：小而美 POCT 龙头，业绩持续超预期

事件：2025 年 2 月 26 日，公司发布业绩快报，2024 年公司实现营业总收入 86979.22 万元，较上年同期增长 15.25%；实现归属于母公司股东的净利润 30368.83 万元，较上年同期增长 68.18%；实现归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润 23937.15 万元，较上年同期增长 62.92%。经营情况提升明显。公司有效把握市场需求，持续推动产品与服务创新，深化市场拓展策略；同时公司加强内部精细化管理，提升运营效率与成本控制能力，多措并举，共同促进业绩的稳步增长。截至 2024Q3，公司营业收入比去年同期增长 28.72%，营业成本比去年同期增长 12.39%，致使公司营业毛利比去年同期增长了 44.50%；同时公司报告期内其他收益、投资收益等均比去年同期也有所增长，因此公司相应的净利指标以及收益指标均比去年同期增长明显。公司前三季度经营性现金流 1.92 亿元，相比去年同期大幅改善。专注 POCT，国际市场影响力强：奥泰生物专注于体外诊断试剂研发、生产和销售，主要产品线包括传染病检测、毒品及药物滥用检测、妇女健康检测等领域，已在全球 160 多个国家和地区建立市场，尤其在欧美市场表现突出。近年来，奥泰生物通过上游生物原料自给和技术平台的持续创新，有效降低生产成本，并推动新产品的快速迭代。公司注重研发投入，2023 年开发了 25 项新原料，其中 4 项为国内首创，进一步增强竞争力。股权激励彰显信心：公司层面的考核以营业收入和国内外产品注册数量为主。公司目标 2024-2026 年营业收入达 8.5 亿至 12.6 亿元，年复合增长率 18.6%，2024 至 2026 年公司及子公司合计新增获批国内医疗器械产品注册证的数量不低于 25 个，2024 至 2026 年公司及子公司合计新增获批美国 FDA（510K 证书）产品数量不低于 15 个，以确保公司在产品研发和市场拓展方面的持续进步。我们认为股权激励有望进一步推动公司进步与发展，同时彰显公司对于未来业绩的信心

盛美上海（688082）：2024 年报点评：2024 年业绩高增，看好公司平台化产品放量

👉 受益于半导体设备需求旺盛，公司营收稳健增长 2024 年公司实现营收 56.18 亿元，同比+44.5%，其中清洗设备营收 40.57 亿元，同比+55.2%，占比 72.2%；其他半导体设备（电镀、炉管等设备）营收 11.37 亿元，同比+21.0%，占比 20.2%；先进封装湿法设备营收 2.46 亿元，同比+53.6%，占比 4.4%。营收增长主要系公司受益于中国半导体行业设备需求持续旺盛，并在新客户拓展和新市场开发方面取得了显著成效。期间公司实现归母净利润 11.53 亿元，同比+26.7%；扣非净利润为 11.09 亿元，同比+26.7%。Q4 单季营收为 16.41 亿元，同比+44.1%，环比+4.3%；归母净利润为 3.95 亿元，同比+66.0%，环比+25.4%。👉 公司盈利能力相对稳定，期间费用率略降 2024 年毛利率为 48.9%，同比-3.1pct；其中清洗设备为 46.2%，同比-1.1pct；其他半导体设备为 59.2%，同比+1.2pct；先进封装湿法设备为 28.8%，同比-12.0pct。期间销售净利率为 20.5%，同比-2.9pct；期间费用率为 25.3%，同比-3.4pct，其中销售费用率为 7.5%，同比-0.9pct，管理费用率为 5.3%，同比+0.2pct，研发费用率为 13.0%，同比-2.8pct，财务费用率为 -0.5%，同比+0.2pct。Q4 单季毛利率为 49.8%，同环比+0.7pct/+4.7pct；销售净利率为 24.1%，同环比+3.2pct/+4.0pct。👉 存货

&合同负债高增，现金流回款显著好转 截至 2024Q4 末公司合同负债为 11.06 亿元，同比+26.2%；存货为 42.32 亿元，同比+7.8%。Q4 公司经营性现金流为 6.49 亿元，同比大幅转正，主要系公司销售回款较上期增加，以及因销售订单增长引起的本期预收货款增加所致。 📈 盈利预测与投资评级：公司主业持续增长+产品品类不断拓展，我们基本维持 2025-2026 年归母净利润为 15.5/18.7 亿元，预计 2027 年归母净利润为 20.7 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 32/27/24 倍，维持“增持”评级。 📈 风险提示：下游扩产不及预期，研发进展不及预期。

携程集团-S (09961.HK)：2024Q4 业绩点评：看好国际业务长期增长及盈利潜力

考虑到海外业务增长对公司短期利润率的影响，我们将 2025-2026 年公司经调整净利润从 189/209 亿元下调为 183/200 亿元，新增 2027 年预测 220 亿元，对应 PE 为 15/14/13 倍，我们继续看好公司海外业务成长，维持“买入”评级。

普源精电 (688337)：2024 年业绩快报点评：Q4 营收同比+22%，解决方案贡献明显

盈利预测与投资评级：公司 2024 年业绩受费用计提和税费影响，我们调整公司 2024-2026 年盈利预测分别为 0.9（原值 1.1）/1.3（维持）/1.8（维持）亿元，当前市值对应 PE 分别为 81/54/39 倍，维持“增持”评级。 风险提示：新品推广不及预期、宏观经济波动、市场竞争加剧。

晶盛机电 (300316)：碳化硅新应用场景打开，与浙大系 AR 眼镜企业达成战略合作

事件：公司碳化硅业务与龙旗、XREAL、鲲游光电三家浙大系 AR 眼镜企业达成战略合作。 碳化硅凭借高折射率，是 AR 镜片的理想选择：AR 眼镜凭借实时感知、交互性与可穿戴性，被视为 AI 技术的理想载体，但早期 AR 眼镜的玻璃镜片通过复杂的镜面反射实现 AR 画面投影，存在视场不足、透光性差、镜片厚重等问题，碳化硅衬底具备较高的折射率，结合衍射光波导技术，是 AR 镜片的理想选择。（1）轻量化：单片碳化硅镜片比传统镜片重量降低 75-90%；（2）成像效果更好：有效约束光线、减少光能损失、提升亮度，解决彩虹效应问题，实现更宽视场角；（3）节能&续航：减少光的损失，提高传输效率。 碳化硅应用场景打开，AR 眼镜带来新增量市场：我们假设一片 8 寸碳化硅衬底售价 5000 元人民币，一片可切 8 目，单目碳化硅衬底 600+元，一副眼镜所需要的碳化硅衬底价值量约为 1200 元，假设带碳化硅显示功能的 AR 眼镜出货量达 500-1000 万个，则对应的市场空间约 60-120 亿元。 晶盛积极布局 8 寸产能，设备均自制：晶盛目前规划了 25 万片 6 寸和 5 万片 8 寸衬底片产能，设备从长晶、切片、减薄/研磨、抛光、清洗/检测均兼容 6-8 寸衬底，伴随良率近期逐渐在提高&摩尔定律的演绎，8 寸会快速替代 6 寸，未来 8 寸放量后晶盛规划的产能可切换为 8 寸生产为主。目前 6 寸碳化硅衬底的价格为 3-4000 元/片，竞争较为激烈，8 寸价格为 1 万元/片，尚未有成熟大批量供应，给予国内玩家弯道超车机会。 盈利预测与投资评级：光伏设备是晶盛机电成长的第一曲线，第二曲线是光伏耗材和半导体耗材的放量，第三曲线是碳化硅材料和半导体设备的放量。我们维持公司 2024-2026 年归母净利润为 38/39/45 亿元，对应 PE 为 12/11/10 倍，考虑到公司当前估值较低及半导体业务的成长性，维持“买入”评级。 风险提示：下游扩产低于预期，新品拓展不及预期。

宏观策略

宏观量化经济指数周报 20250302：食品和油价回落或拖累 2 月 CPI 转负

观点 周度 ECI 指数：从周度数据来看，截至 2025 年 3 月 2 日，本周 ECI 供给指数为 50.43%，较上周回升 0.07 个百分点；ECI 需求指数为 49.93%，较上周回升 0.03 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.99%，较上周回升 0.02 个百分点；ECI 消费指数为 49.64%，较上周回升 0.04 个百分点；ECI 出口指数为 50.30%，较上周回落 0.02 个百分点。 月度 ECI 指数：从 2 月整月的高频数据来看，ECI 供给指数为 50.28%，较 1 月回落 0.17 个百分点；ECI 需求指数为 49.89%，较 1 月环比持平。从分项来看，ECI 投资指数为 49.94%，较 1 月回落 0.07 个百分点；ECI 消费指数为 49.61%，较 1 月回升 0.14 个百分点；ECI 出口指数为 50.28%，较 1 月回落 0.12 个百分点。从 ECI 指数来看，2 月份经济在供需两端都延续着较为明显的复苏态势，节后工业生产的修复也逐渐开始向基建链条传导，而结合 1-2 月份的高频数据来看，出口、地产和商品消费较去年同期均出现了明显改善，需求端的修复有望带动一季度经济增长实现“开门红”。消费方面，春节期间的消费数据显示家电、手机等品类实现了零售收入的同比高增，而节后乘用车零售市场也开始逐步修复，“以旧换新”政策对商品零售的拉动效果已明显显现；出口方面，节后监测港口累计完成货物吞吐量持续走高且强于季节性、同期美国进口也出现了明显加码，指向“抢出口”行为或有所强化。本周美国和墨西哥相继表态或对中国实施关税加码，或对我国通过墨西哥进行转口贸易的电子设备和汽车等产品出口造成明显扰动。物价方面，2 月整体数据来看，猪肉和蔬菜价格均较 1 月出现了明显的环比回落，食品价格对 CPI 的正向拉动作用或小幅减弱，叠加 2 月翘尾因素对 CPI 的影响，2 月 CPI 同比或小幅转负。 ELI 指数：截至 2025 年 3 月 2 日，本周 ELI 指数为-0.71%，较上周回升 0.03 个百分点。货币政策或延续精细化流动性调控。回顾 2 月份人民银行的流动性调控，在“降准”缺位、国债买卖继续暂停的情况下，货币政策主要通过公开市场操作和买断式逆回购吞吐资金：公开市场操作层面，2 月份合计净回笼 1 万亿；买断式逆回购层面，2 月份开展了 1.4 万亿规模的操作，包括 9000 亿 3 个月期和 5000 亿 6 个月期，由于 2 月份有 8000 亿元买断式逆回购到期，因此实际净投放规模为 6000 亿元，达到去年创设以来规模最小的单月投放。合计来看，2 月份货币政策各项政策工具净回笼 4000 亿元，货币政策精细化调节流动性的风格或延续至 3 月份，对流动性而言，3 月份往往是财政支出大月，对流动性形成补充，或部分对冲“两会”后政府债供给边际抬升的压力，而 3 月份贷款投放对银行体系流动性的消耗或也将从买断式逆回购和 MLF 续作上得到一定补充；从货币政策工具层面，3 月份包括 MLF 在内合计有 2.0 万亿公开市场工具到期，如何精细化调控以平抑逆回购到期对流动性的影响，货币政策或继续“防风险”和“稳增长”之间需求平衡，预计 3 月份流动性供需总体延续“紧平衡”局面。 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）

海外周报 20250302：衰退担忧与关税冲击带动美债利率大跌

核心观点：近期美国经济数据持续疲软、美联储模型大幅下调 25Q1 美

国 GDP 增速预测，引致市场对美国的衰退叙事再起，降息预期显著升温；叠加本周特朗普关税政策再度升级推升市场避险情绪，美元指数走强、美债利率大幅下行、美股大跌。下周关注 2 月美国非农就业和 ISM PMI 数据。向前看，我们认为美国经济仍有韧性，但预计移民、DOGE 裁员将对非农就业造成短期冲击，且关税的不确定性料加剧市场对美国增长前景的担忧，短期看降息预期仍有进一步升温空间。

大类资产：衰退预期与关税升级扰动市场情绪，美债利率大幅下行，美股大跌。本周公布的美国经济数据延续疲软、美联储模型对 25Q1 美国 GDP 增速大幅下修至负区间，引致市场对美国经济衰退预期升温，降息预期进一步回升；叠加特朗普关税冲击升级推升避险情绪，美元走强，美债利率大幅下行，美国和亚太股市大跌。全周（2 月 24 日至 28 日）来看，美元指数上涨 0.94%，美债利率持续下行，10 年美债利率降 22bps 至 4.21%，2 年美债利率降 21bps 至 3.99%；标普 500、纳斯达克、恒生指数分别下跌 0.98%、3.47%、2.29%。此外，部分受获利止盈以及股市下跌引发的去杠杆压力影响，本周黄金大跌，现货黄金价格下跌 2.66%，收于 2858 美元/盎司，为近一个月以来的低位。

海外经济：延续偏弱的经济数据和 GDP 预测加剧美国经济“衰退”叙事。本周公布的美国经济数据整体延续弱势，1 月 PCE 通胀完全符合预期、温和回落，而受净出口领先数据大跌影响，本周美联储 GDPNow 对 25Q1 美国 GDP 预测值大幅下修至负区间，强化市场对于美国增长前景的担忧，带动降息预期升温。增长方面，周二公布的 2 月美国咨商会消费者信心指数录得 98.3，为 2024 年 6 月以来新低，调查者对未来 12 个月衰退预期上升；周三、周四公布的 1 月新屋销售（环比-10.5%，预期-2.6%）和待建房屋销售（环比-4.6%，预期-0.9%）均偏弱；周五公布的 PCE 个人支出环比-0.2%，预期+0.2%；实际个人支出环比-0.5%，预期-0.1%。1 月耐用品订单则好于预期：环比+3.1%，预期+2%，前值由-2.2%上修至-1.8%；核心资本品订单环比+0.8%，预期+0.3%，前值由+0.4%下修至+0.2%。通胀方面，1 月 PCE 物价指数各主要分项完全符合预期、较 1 月 CPI 相比更温和：PCEI 同比+2.5%，前值+2.6%，环比+0.3%，前值+0.3%；核心 PCE 同比+2.6%，前值+2.8%；核心环比+0.3%，前值+0.2%。虽然此前在 PPI 数据发布后，市场对 1 月 PCE 通胀已有一定的预期，但延续温和回落的数据仍令市场对于通胀的担忧有所缓解。值得注意的是，在周五 PCE 和批发、零售、领先商品贸易数据公布后，亚特兰大联储 GDPNow 模型将 25Q1 美国 GDP 增速预测由前值+2.32%大幅下修至-1.48%。从分项看，预测值转负的原因是净出口分项贡献度由-0.41%下修至-3.7%，而反映 GDP 核心动能的消费与投资下行幅度相对可控，因而“核心 GDP”国内私人净购买预测值仅由+1.97%小幅下行至+1.49%。相应地，未将领先商品贸易数据纳入模型的纽约联储 Nowcast 模型对 25Q1 美国 GDP 增速预测最新为+2.935%。我们认为，净出口分项预测大跌的背后或许与美国贸易商因对关税的担忧而“抢进口”行为有关，虽然并不一定代表美国经济“又要衰退”，但如果市场“不求甚解”，可能又会强化市场的衰退叙事。周五当晚数据发布后，联邦基金期货市场完全定价 6 月降息 25bps，2 年期美债利率下破 4.0%。下周关注 2 月美国非农就业数据，当前 51 名彭博分析师一致预期新增非农就业+16 万，失业率持平 4.0%。关注特朗普驱赶非法移民政策对新增非农就业的下行冲击。

海外政治：特朗普关税政策再升级；众议院通过 FY2025 预算决议，为延长 TCJA 减税法案铺路。本周特朗普在关税议程上继续加码，引致市场避险情绪攀升，美股持续回调。周二，特朗普签署行政令对美国的铜进口发起 232 调查，并要求商务部在 270 天提交调查报告；周

三，特朗普在社交媒体称对欧盟汽车进口征收的关税或为 25%，并会很快发布；周四晚间，特朗普在办公室接受媒体采访时表示，3 月 4 日对加、墨关税将如期实施、同时对中国额外加征 10% 关税，4 月 2 日的对等关税计划仍将完全有效。其中，本周宣布的对华额外 10% 关税超出市场预期。从近期加码关税政策的力度和节奏来看，特朗普针对关税的政策既针对特定地区（加拿大、墨西哥、中国、欧盟），也侧重重点商品（铜，以及此前特定加征的钢、铝、芯片和医疗产品等），并新创“对等关税”以落地全面关税思路，且符合其反复横跳、但“说了就会做”的施政风格。因此，虽然市场普遍认可关税作为特朗普外交工具的属性十分鲜明，但其关税广泛性和力度之大、超预期频率之高，仍令市场不得不逐步计价关税政策不确定性对市场情绪的冲击，并强化对美国经济增长前景的担忧。本周关税新闻发布后，叠加逊于预期的经济数据，市场避险情绪显著升温，带动美债利率持续下行、美股大跌。2 月 25 日，美国众议院通过其 2025 财年预算决议，指定了总体联邦收入、支出、赤字和债务的目标水平，其中包括延长将于 2025 年底到期的《减税和就业法案》(TCJA) 所有个人税和遗产税条款，并预计将在截至 2034 财年期间累计增加 3.4 万亿美元赤字。如果这一预算决议得到两院批准，则将开启预算和解程序(budget reconciliation)，使主要的税收和支出立法能够以简单多数快速绕过参议院阻挠规则。而此前，参议院于 2 月 20 日批准了一项“瘦身”的同步预算决议(concurrent budget resolution)，其中包含与边境和国防支出、国内能源生产以及支出削减相关的预算和解程序，但不包括针对税收的和解程序。根据预算立法程序，下一步两院需就预算决议进行协商，以达成同步预算决议，方有可能在国会得以通过。因此，预计接下来两院将围绕减税法案、削减支出和预算赤字等进行多轮博弈，并大概率与债务上限等问题捆绑协商，预计在临近 3 月 14 日债务上限再度到期之时将加剧市场波动。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)

宏观点评 20250301：理解经济“开门红”的两条线索——2 月 PMI 数据点评

数据：2 月制造业 PMI 为 50.2%，比上月上升 1.1 个百分点；服务业 PMI 为 50.0%，比上月下降 0.3 个百分点；建筑业 PMI 为 52.7%，比上月上升 3.4 个百分点。三大行业中，制造业、建筑业景气度都处于扩张区间，服务业景气度处于临界点，整体景气水平较好，节后经济实现开门红。核心观点：理解 2 月经济，有两条线索，一是季节性，春节时间越早，通常 PMI 反弹越强，今年春节处于历史偏早水平；二是趋势，9 月以来驱动经济复苏的几个动能还在延续，支撑着 1-2 月经济走强。首先，从季节性来看，春节的日期越早，节后 PMI 环比反弹幅度越大（见图 1）。今年春节是 1 月 29 日，按照正月初八开始返程复工来算，今年 2 月 6 日后就进入复工模式，而去年复工日为 2 月 10 日（正月初九）。今年 2 月有效工作日更多，也对应着更强的 PMI 环比增速。其次，从趋势来看，2 月“开门红”是 926 以来经济复苏趋势的延续。去年 9 月以来的经济复苏其实是四个因素驱动的结果，①“以旧换新”带来的商品消费增长，②抢出口，③房地产销售止跌回升，④股票市场成交量带动金融业增加值回升。春节后这 4 个因素都还比较强，这意味着上轮稳增长的政策红利还在持续，带来了节后经济开门红：①“以旧换新”：春节假期期间通讯器材销售收入同

比+181.9%，家电音像同比+166.4%。节后今年有换新补贴，相比去年的同比增速预计仍然较为可观，特别是新纳入补贴范围的手机电脑等品类。 ②出口：节后4周港口集装箱吞吐量平均为550万箱，去年同期为478万箱；另一方面，新出口订单从46.4%回升到2月的48.6%，景气水平也高于去年2月的46.3%。 ③房地产销售：对齐春节来看，30城在节后30天的平均商品房成交面积为17.2万平，去年同期为13.7万平。 ④股票市场成交量：2月股票市场日均成交金额18401亿元，虽然略低于10月20144亿元，但与Q4的18528亿元差别不大。但是我们也注意到，2月经济开门红存在两个分歧点。一是服务业景气度环比下降，服务消费需求仍然面临一定压力。从季节性来看，服务业2月景气度也有“春节越早、景气越强”的特点（图2），但今年2月服务业PMI却环比走弱0.3个点，降至50%的临界点。生活服务消费需求是主要拖累，国家统计局指出“受节前集中采购，节后假日效应消退等因素影响，与居民消费相关的零售、住宿、餐饮等行业商务活动指数回落较为明显”。去年下半年，生活服务消费需求就偏弱，社零里的餐饮收入增速在7-12月长期维持在3%上下，只有11月达到4%。从2月PMI来看，需要注意今年服务消费需求延续去年偏弱的趋势。二是建筑业景气度回升，但微观调研数据较弱，二者分歧较大。我们认为今年开年基建投资增速并不弱，高频数据可作为验证。2月建筑业PMI大幅回升3.4个点至52.7%，但从百年建筑网的复工调研数据来看，节后第四周全国13532个工地开复工率为64.6%，农历同比减少10.81个点。我们认为两个分歧里建筑业PMI数据更准确，从高频数据来看，螺纹钢、石油沥青开工率等实物工作量指标逐渐超过了去年水平，开年基建仍然能实现开门红。 往后看，接下来的经济走势取决于三方面因素。一是前期政策效果可以持续多久，如房地产销售、商品消费等上轮政策脉冲带来的需求增长能否持续到二季度。二是出口情绪何时转变，今年2月特朗普对华加征10%关税后，国内抢出口效应仍在持续，但近期特朗普宣称要再加10%关税，在此情况下，强出口未来能否延续。三是观察政策加码，3月两会召开在即，扩大投资和促进消费的增量政策将陆续落地，政策落地节奏和效果能否如期兑现。 风险提示：房地产市场走弱；出口下行；以旧换新政策后续不及预期的风险。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：占烁）

固收金工

固收周报 20250302：中低价转债或同时受益于行业轮动

本周（0224—0228）国内风险类资产 A+H 周 k 线均出现了一定程度的回调，风格上海外科技股回调对国内科技股构成一定压制，不过美元再度走强，反映出在中期资金全球再配置的需求和短期避险的冲动叠加下，美元固收类资产或仍为短期资金的避风港。同时，前周我们观察到的转债市场的跟随困境在中、低价标的层面表现更为突出，而高价标的跟随正股相关题材的发酵，上涨幅度甚至超过正股，交易属性有增无减。另外地缘方面，1) 中美俄安理会针对涉乌决议草案共边投赞成票，英法弃权；2) 乌总统赴美并没有对矿产协议同美方达成一致，在白宫颇具戏剧性的记者会后，4月前双方达成矿产协议的概率从约9成跌至约4成。我们认为美方无法对俄乌冲突停火后提供乌方希望的（间接）安全保障、承诺是矿产协议难落地的主要原因，市场转向消极预期交易。转债方面整体跟随回调，风格上高价回调幅度高于中低价风格，我们延续前两周观点并做如下补充表述：1) 近期

科技行情受信息面、业绩面等因素承压，同时政策面或形成一定对冲，临近两会市场关注点或有所分化，包括化工、建筑建材等顺周期标的，银行等高股息标的会存在一定配置机会；2) 针对高评级溢价的拉升和低评级溢价的压缩后市的判断仍是2025年转债配置关键胜负手之一，我们认为权重底仓标的仍具有稀缺性，同等高评级标的间的置换溢出，伴随计算上权重的变化仍将对高评级溢价形成支撑，而低评级溢价底部修复同样值得期待；3) 进一步认可转债（尤其中低价，即双低标的及低价标的）低波动特征在当前大类配置下所扮演的角色价值。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、鲁泰转债、首华转债、中装转2、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：鼎胜转债、海环转债、长信转债、大丰转债、伊力转债、长集转债、齐鲁转债、大禹转债、皖天转债、新化转债。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）

固收周报 20250302：如何看待3月流动性情况？

资金面紧张成为主导春节后债券收益率走势的重要因素，展望3月，流动性情况将如何演绎？从实体经济角度而言，超额准备金是真正意义上的“高能货币”。 Δ 超额准备金= Δ 基础货币- Δ 货币发行- Δ 法定存款准备金= Δ 外汇占款+ Δ 对其他存款性公司债权- Δ 财政存款- Δ M0- Δ 法定存款准备金。影响超储率的因素有五个：外汇占款、对其他存款性公司债权（主要关注央行公开市场操作）、财政存款、货币发行和法定存款准备金变动。下面我们将从五因素模型出发，预测3月流动性情况。（1）2025年3月外汇占款环比增加约280亿元，对流动性有正面影响。2025年1月份外汇占款为219330亿元，环比减少589亿元，2024年10-12月和2025年1月的外汇占款环比变动分别为-0.11%、-0.18%、-0.19%和-0.27%。疫情后我国外汇占款经历了先升后落的过程，但整体来说对流动性影响不大，我们预计2025年3月外汇占款环比减少约400亿元，对流动性有负面影响。（2）公开市场操作方面，央行2025年2月逆回购投放53858亿元，到期63531亿元；MLF投放3000亿元，到期5000亿元，开展14000亿元买断式逆回购操作，总共净投放2327亿元，其中公开市场操作由于春节后逆回购到期而呈现净回笼的态势，但央行仍通过买断式逆回购驰援流动性。虽然从全月来看，央行为净投放，但由于买断式逆回购的信息披露频率较低，仅在月底公布，而每日操作的公开市场操作则维持净回笼的态势，央行对于融出资金相对谨慎，资金利率高企。（3）2025年3月财政存款净减少12000亿元左右。财政存款通常呈现“季初增加、季末减少”的特征。2020-2024年3月的财政存款环比变动额分别为-6392亿元、-5686亿元、-12657亿元、-9982亿元和-6461亿元。考虑到公共财政的季节性，我们预计2025年3月份财政存款净减少约12000亿元，会降低流动性缺口。（4）2025年3月M0环比减少4000亿元左右。M0环比增速与季节性相关，2020-2024年2月M0的环比变动分别为-5.86%、-5.85%、-2.15%、-1.87%和-3.14%，我们预计2025年3月M0环比约减少4000亿元，对银行间流动性有一定的正面影响。（5）2025年3月法定存款准备金约增加5000亿元。测算缴准对流动性的影响，首先需要预估缴准基数的变动，缴准基数的计算公式可以表示为：缴准基数=各项存款-非银机构存款-境外存款。我们预计2025年3月缴准基数环比增加约59000亿元，法定存款准备金环比增加约

5000 亿元。考虑财政存款、现金走款和银行缴准因素后，2025 年 3 月几乎不存在流动性缺口，降准和降息的择机性增强。债券方面，短期由于前期降息预期透支过度、央行态度中性和机构负 carry 等问题将保持震荡，但在财政发力的大背景下，保持低利率环境仍将是主旋律，建议短期对债券保持谨慎态度。美国 2025 年 1 月耐用品订单、1 月 PCE、新屋销售、失业救济金等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？上周（0224—0228）国内风险类资产 A+H 周 k 线均出现了一定程度的回调，风格上海外科技股回调对国内科技股构成一定压制，不过美元再度走强，反映出在中期资金全球再配置的需求和短期避险的冲动叠加下，美元固收类资产或仍为短期资金的避风港。另外地缘方面，1) 中美俄安理会针对涉乌决议草案共边投赞成票，英法弃权；2) 乌总统赴美并没有对矿产协议同美方达成一致，在白宫颇具戏剧性的记者会后，4 月前双方达成矿产协议的概率从约 9 成跌至约 4 成。我们认为美方无法对俄乌冲突停火后提供乌方希望的（间接）安全保障、承诺是矿产协议难落地的主要原因，市场转向消极预期交易。我们在延续上周观点的基础上，结合增量数据，思考如下：（1）美国 1 月耐用品新增订单超预期回升；12 月 PCE 物价指数环比上升，持平预期。美国 1 月耐用品订单环比初值升至 3.1%（前值-1.8%），高于预期，耐用品订单是向美国国内制造商订购工厂非易损耗品货物的订单数据，1 月耐用品订单出现自 2024 年 8 月以来首次回升，一定程度上反应美国制造业有所回暖。从 PCE 来看，美国 1 月 PCE 物价指数同比上涨 2.5%（前值 2.6%），环比上涨 0.3%（前值 0.3%）；核心 PCE 指数同比上涨 2.6%（前值 2.9%），环比上涨 0.3%（前值 0.2%）。PCE 物价指数与预期持平，减缓了市场对通胀的担忧。（2）美国 2025 年 1 月新屋销售 65.7 万户，低于市场预期，整体较为稳定；2 月 22 日首次领取失业金人数有明显上升，高于市场预期。美国 1 月新住房销量环比下降 5.87%，降至 65.7 万套，低于市场预期的 68 万套。整体来看，美国新住房销量呈现较为明显的季节性变化，因此 1 月销量虽不及预期，但在低利率、疫情后经济复苏、房地产商激励政策等因素的影响下，美国房地产表现整体较为稳定。从领取失业金数据来看，2 月 22 日当周美国首次申请失业救济人数为 24.2 万人（前值 21.9 万人），明显高于预测值 22.1 万人；2 月 15 日当周持续申请失业救济人数为 186.2 万人（前值 186.9 万人），略低于预测值 187.1 万人。领取失业金人数在年初保持相对低水平，在近期出现了明显上涨，说明美国的劳动力市场仍需持续关注。（3）美联储在 2025 年 1 月的议息会议上决定维持利率不变，3 月降息概率较上周小幅上升。美联储在 2025 年 1 月的议息会议上决定维持利率不变，将联邦基金利率目标区间继续保持在 4.25%-4.5%之间，符合市场普遍预期。此次会议是自 2024 年 9 月开启降息周期以来首次暂停降息，主要因通胀黏性高于预期（当前 CPI 为 2.9%）及特朗普新政可能推高通胀风险的考量。美联储主席鲍威尔表示，美国经济仍“总体强劲”，2024 年 GDP 增速预计超过 2%，劳动力市场虽有所降温但依然稳健。鲍威尔指出，通胀回落进程“以缓慢且有时颠簸的方式”持续进行，但无需等待通胀率完全降至 2%的目标后再启动降息，长期利率上升更多受期限溢价影响，与货币政策关联有限。他还特别提到新任总统特朗普的政策影响，称美联储正在观望其关税政策、能源增产计划等可能推高通胀的措施，需待政策明确后方能评估经济影响。针对特朗普 1 月 23 日公开呼吁立即降息，鲍威尔强调其“未与总统联系”，并重申美联储独立性：“公众应相信我们将专注于目标，低调履行职责”。截至 2 月 28 日，Fedwatch 预期 2025 年 3 月降息 25bp 的概率仅为 7.0%，上周为 6.0%；2025 年

5 月份在 3 月份降息的基础上再次降息的可能性为 1.9%，上周为 1.7%。

风险提示：。

(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)

固收点评 20250301：绿色债券周度数据跟踪 (20250224-20250228)

观点 一级市场发行情况： 本周 (20250224-20250228) 银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 22 只，合计发行规模约 784.51 亿元，较上周增加 637.26 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、中外合资企业、其他企业；主体评级多为 AAA、AA、AA+ 级；发行人地域为湖北省、北京市、广东省、江苏省、山东省、河北省、天津市、浙江省；发行债券种类为交易商协会 ABN、企业 ABS、商业银行普通债、中期票据。 二级市场成交情况： 本周 (20250224-20250228) 绿色债券周成交额合计 443 亿元，较上周减少 48 亿元。分债券种类来看，成交量前三为非金公司信用债、利率债和金融机构债，分别为 245 亿元、144 亿元和 46 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 79.86%，市场热度持续；分发行主体行业来看，成交量前四的行业为金融、公用事业、房地产和交运设备，分别为 155 亿元、102 亿元、19 亿元和 19 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 140 亿元、50 亿元和 47 亿元。 估值偏离度前三十位个券情况： 本周 (20250224-20250228) 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，折价率前二的个券为 24 蔚来租赁 ABN001 优先 B (-1.1754%)、G 三峡 EB2 (-1.0933%)，其余折价率均在 -0.70% 以内。主体行业以金融和房地产为主，中债隐含评级以 AA+、AA、AAA 评级为主，地域分布以广东省、北京市、江苏省、山东省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 21 广东债 14 (1.1241%)、24 三峡 GN001(碳中和债) (0.9756%) 和 25 中核租赁 MTN001(碳中和债) (0.7456%)，其余溢价率均在 0.70% 以内。主体行业以公用事业、房地产为主，中债隐含评级以 AAA、AA+、AA 评级为主，地域分布以广东省、湖北省居多。 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 20250301：二级资本债周度数据跟踪 (20250224-20250228)

观点 一级市场发行与存量情况： 本周 (20250224-20250228) 银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 1 只，发行规模为 500.00 亿元。发行年限为 10Y；发行人性质为中央金融企业；主体评级为 AAA；发行人地域为北京市。 截至 2025 年 2 月 28 日，二级资本债存量余额达 44,117.75 亿元，较上周末 (20250221) 增加 500 亿元。 二级市场成交情况： 本周 (20250224-20250228) 二级资本债周成交量合计约 2216 亿元，较上周增加 492 亿元，成交量前三个券分别为 24 建行二级资本债 03BC (107.59 亿元)、22 中行二级资本债 02A (76.56 亿元) 和 24 工行二级资本债 02BC (75.89 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 1483.74 元、364.12 亿元和 119.76 亿元。 从到期收益率角度来看，截至 2 月 28 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：7.88BP、6.48BP、6.48BP；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：13.31BP、12.57BP、12.57BP；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：9.60BP、10.56BP、10.56BP。 估值偏离%前三十

位个券情况：本周（20250224-20250228）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 24 汉口银行二级资本债 01(-1.6260%)、22 丹阳农商行二级资本债 01(-1.4940%)、23 汉口银行二级资本债 01(-0.8429%)，其余折价率均在-0.40%以内。中债隐含评级以 AAA-、AA+评级为主，地域分布以北京市、湖北省、浙江省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 24 平安银行二级资本债 01B (1.0057%)、24 浦发银行二级资本债 01B (0.9768%)，其余溢价率均在 0.70%以内。中债隐含评级以 AAA-、AA-、A+评级为主，地域分布以北京市、上海市和广东省居多。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

推荐个股及其他点评

天岳先进（688234）：碳化硅龙一卡位 AR 眼镜核心环节

投资要点 事件：碳化硅标的天岳先进发布招股书提到：碳化硅波导具备较高折射率（2.7），有望通过单层波导片解决全彩 SRG 衍射波导的彩虹纹问题，从而实现波导片的轻量化。预估 2030 年出货量有望达到 6000w 件。卡位 AR 眼镜核心环节光波导：碳化硅光波导是与 SOC 具备同等重要性的核心环节！AR 的三大痛点是算力、显示、光学，这三块是 AR 功耗、重量和成本的核心来源。核心的零部件对应分别是 SOC、Micro-LED、碳化硅波导片。碳化硅（sic）波导片的降本进度直接决定 AR 眼镜放量进度。碳化硅波导在大 FOV、全彩化、轻量化等方面优势显著。现阶段表面浮雕衍射光波导（SRG）的全彩化难点在于，不同波长光的衍射率不同，因而存在彩虹纹的问题。现产业内多用玻璃晶圆刻蚀方案解决。但玻璃基材（2.0 折射率）优化彩虹纹时需要做多层波导方案，做出的波导片较为厚重，光损也更高。改换碳化硅基材能够显著优化彩虹纹问题、做大 FOV，并降低重量。Meta 24 年 9 月发布的原型机 Orion 采用碳化硅波导，其光机模组厚度降至 5mm 以下，重量减轻 40%，光效提升至 85%。碳化硅衬底在 AR 市场空间：远期 300 亿元。考虑产业发展远期，预期单片波导片中 sic 衬底成本下探至 600~700 元，双目 AR 整机成本有望降至 3500 元。该价格下，AR 眼镜有望对标智能手表场景，实现 2000 万~3000 万放量，单 AR 眼镜中 sic 衬底 ASP 1300 元，对应 300 亿元市场空间！预期差：产业链推进速度超此前市场的预期。24.09 Meta Orion AR 眼镜原型机发布，采用 sic 表面浮雕衍射光波导。25.02 天岳招股书提到 sic 表面浮雕衍射光波导能够有效解决彩虹纹并减重，成为下一代 AR 的理想选择。25.02 龙旗科技、晶盛机电、XREAL 与鲲游光电就 AR 达成合作。25.02 三安光电与国外头部 AR 终端厂商、国内光学元件代工厂等重点客户紧密合作，目前已向多家客户送样验证。25.02 天科合达与 AR 光学技术厂商慕德微纳签署战略投资协议，共同研发下一代 AR 眼镜镜片技术。盈利预测与投资评级：新能源市场景气度普通，车企、光伏逆变器厂商降本诉求提升。基于此，我们下调对公司的盈利预测，预计 24-26 年营业收入为 17.6/23.7/33.2 亿元（前次 24-26 年预测值为 22.7/34.5/51.0 亿元），当前市值对应 PS 分别为 17.0/12.6/9.0 倍，我们看好碳化硅在 AR 新场景的拓展，及公

司作为国产衬底龙头的稀缺性，维持“买入”评级。 风险提示：下游需求不及预期，行业竞争加剧

（证券分析师：陈海进）

宏景科技（301396）：算力服务新秀，乘 AI 基建之风

投资要点 起家于智慧城市业务，转型算力服务新赛道。宏景科技成立于 1997 年，拥有 9 家子公司。公司长期发展智慧城市综合服务，在智慧民生、城市综合管理、智慧园区等三大领域提供全方位的智慧城市解决方案，成为国内一流的智慧城市综合服务商。2023 年，公司实现营收 7.71 亿元；归母净利润 0.42 亿元。2023 年，公司新增算力设备集成服务，开始转型布局智算中心新赛道，2023 年营收为 1.16 亿元，营收占比 15%。 AI 时代来临，国内算力大基建开启：2024 年，o 系列、Llama3、通义千问、R1 等大模型不断升级，尤其是 DeepSeek R1 系列模型的发布，是基于算法层面的极大创新，加速了 AI 产业的发展。国内 AI 资本开支增加。大厂方面：2 月 24 日，阿里巴巴集团 CEO 吴泳铭宣布，未来三年，阿里将投入超过 3800 亿元，用于建设云和 AI 硬件基础设施，总额超过过去十年总和。政府方面：2 月 19 日，国务院国资委召开中央企业“AI+”专项行动深化部署会，全力推动中央企业融入国家算力布局。 转型算力服务商，组网调优能力强：公司子业务专业从事 IDC 数据中心研发、设计、施工、运维服务工作，拥有广州云埔数据中心、国家税务总局广东数据中心等多个数据中心应用案例。客户在选择算力供应商时以调优、组网的能力为重要指标，而算力业务是在公司整体综合能力的基础上从原有智慧城市行业中滋生、延展出来的，公司算力调优、组网能力强，相关团队储备充足。2024 年 10 月-2025 年 2 月，公司已经累计公告四个算力订单，累计金额达到 14.65 亿元。订单内容主要为客户提供算力服务器采购、组网调试、服务器改配调优服务以及算力服务等。 盈利预测与投资评级：AI 产业快速发展，Deepseek R1 的推出更是加快国内 AI 发展速度，阿里等互联网大厂上调资本开支，国资委全力推动中央企业融入国家算力布局，国内有望迎来算力基建大时代。宏景科技从事数据中心相关业务多年，从 2023 年开始转型布局智算，参股算力公司深海之光，2024 年-2025 年 2 月，已经公告 15 亿元算力服务订单。同时，公司成立香港子公司，拟布局海外市场。我们认为公司算力服务能力业内领先，后续算力业务有望迎来高增。基于此，我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为-0.50/0.51/2.92 亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。 风险提示：技术发展不及预期；中美地缘政治风险；行业竞争加剧。

（证券分析师：王紫敬 证券分析师：王世杰）

阿特斯（688472）：2024 年业绩快报点评：组件平衡量利，储能持续双高

投资要点 事件：公司发布 2024 年快报，全年营收 462 亿元，同降 10%；归母 22.9 亿元，同降 21%；2024 年 Q4 营收 140 亿元，同增 15%，环增 15%，归母 3.4 亿元，同增 430%，环减 53%。 盈利优先平衡出货、组件稳健经营。2024 年组件出货 30-31GW，小幅同增。Q4 出货约 8-8.5GW，同环比持平略降。Q4 美国出货占比约 20%+、环比下降；国内占比提升+美国关税影响，我们预计 Q4 单位盈利有所环降。我们预计 2025 年组件出货 30-35GW，同比-3%至 13%；保持稳健经营。 储能出货持续增长、量利双新高。2024 年公司储能出货达 6.5GWh，同增 505%；Q4 出货 2.1GWh，美国占比环比提升。公司预计 2025 年储能系统出货 11-13GWh，约 1GWh 将用于集团自有项目；同增 72%-103%，储能高速增长。加拿大、英国等优势市场起量，有望贡献大储增量。户储拓展北美、欧洲、日本等经销网络，有望贡献

新增长点。 盈利预测与投资评级：竞争加剧，下调盈利预测，我们预计 2024-2026 年利润 22.9/37.3/45.9 亿元（前值 29/47/61 亿元），同比-21%/63%/23%，对应当前 PE 为 17/11/9 倍；基于公司储能业务领先地位，给予 2025 年 18xPE，目标价 18 元，维持“买入”评级。 风险提示：竞争加剧，政策不及预期，汇率变动等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男

证券分析师：徐毓嵘）

山西汾酒（600809）：大单品势稳力强，越山海继往开来

投资要点 开门红实现良好开局，全域营销强化品牌势能。2025 年春节，公司提前筹谋准备充分，在兼顾产品结构及渠道良性同时，有力实现品销双收。春节期间全网各大线上平台汾酒霸屏营销，曝光量超 1 亿人次；线下渠道汾酒春节动销亦增长居前，青 20、老白汾增量互为补充。品牌方面，围绕春节“千杯中国年”活动主题，汾酒携手京东，开启“汾酒京东超市品牌日”活动，联合演员于震、晋松发起京东直播及微博互动，并同步于小红书、抖音进行内容投放，新媒体矩阵声量显著放大。渠道方面，2024 年中秋国庆以来，公司根据市场状态及时调整回款发货安排，继 24Q4 控货挺价，25Q1 回款进度要求趋于稳健，推动青 20、老白汾批价稳中有升，为五码合一新版产品价格体系全面导入进行良好衔接（2 月下旬以来，公司青 20、老白汾 10 老版产品已在多地停止供货）。多价位轮动发力，腰部产品继续兑现增长驱动。公司规划玻汾、老白汾、青花 20、青花 30（含青 26）系列，远期均要实现百亿规模。①玻汾作为战略单品，2025 年整体控量，结构上向年轻化群体培育倾斜。②老白汾作为具有全国化基因的腰部大单品，公司已成立项目组做针对性运营推广，经过产品升级更新，未来在宴席推广、渠道下沉等方面将加强资源投入。③青花 20 目标打造全国商务用酒领先单品，2024 年市场承压阶段，公司及时调整经销商及终端考核要求，保证渠道价盘、利润及推力稳定。④青 26 与青 30 组合发力，将灵活适应次高端、高端价位需求波动，积极捕捉市场机遇。 省内提升结构，省外磨砺以须，全国化 2.0 布局纵深推进。行业筑底阶段，2025 年公司强调“稳定压倒一切”，市场发展更注重提质强基。①省内市场重在提升结构：受益于共享共建渠道终端的深入覆盖和精细管控，2024 年汾酒省内市占率已接近 80%；2025 年重在保持健康可持续发展，整体规模保持稳定，主要通过做强青 25、青 26、复兴版等产品，拉升销售结构。春节期间，省内渠道反馈汾酒动销规模及消费结构同比基本保持平稳，库存同比回落，高价位产品目前推广反向较好。②省外市场继续扩容升级：经过 24Q4 控货调整，汾酒省外省份多数以蓄势待发姿态迎接开年，2025 年预计有望保持匀速增长。此外，为稳定渠道利润，优化数字化终端管理的实操性，公司进一步将终端区分为汾享终端和星火终端，相应细化不同终端的扫码要求及考核奖励，以便分级管理提升管理效益。春节期间，省外多地大商均反馈汾酒动销保持增势，作为少数仍能保持渠道利润的头部品牌，目前仍具备渠道、动销拓展潜力。 盈利预测与投资评级：2025 年春节汾酒动销表现居前，受益多价位产品组合、全国化梯队布局的增长潜力再次验证之外，公司近年在新媒体、年轻化方面的品宣创新也令人眼前一亮。年内伴随老白汾、青 26 全国化推广反响更新，公司的长期成长空间有望更趋清晰。考虑需求承压背景下公司降速保质，我们微调 2024-26 年归母净利润至 121、134、155 亿元（前值 122、137、158 亿元），对应 PE 为 21/19/16 倍，作为大酒企中成长性领先的抗波动标的，维持“买入”评级。 风险提示：宏观经济持续走弱超预期风险；紧缩形势加剧风险；省外竞争超预期风险等。

(证券分析师: 苏铖 证券分析师: 孙瑜)

东方雨虹 (002271): 2024 年报点评: 渠道优化效果显现, 现金流改善明显

投资要点 事件: 公司发布 2024 年年报。2024 年公司实现营收 280.56 亿元, 同比-14.52%; 归母净利 1.08 亿元, 同比-95.24%。其中, Q4 公司实现营收 63.57 亿元, 同比-14.81%; 归母净利-11.69 亿元。 季度收入增长仍承压, 渠道结构优化效果明显。在行业需求压力加大之下, 公司整体销售有所承压, 但市场份额预计仍保持提升趋势; 公司通过渠道结构优化调整应对需求结构的变化, 工程渠道及零售渠道收入合计 235.62 亿元, 同比增长 8.10%, 占营业收入比例达到 83.98%, 其中零售业务营收 102.09 亿元, 同比增长 9.92%, 占比进一步提升, 渠道优化效果明显。分业务来看, 防水材料收入同比下降 10.4%, 砂浆粉料业务收入略有下降, 同时公司控制了工程施工规模, 施工收入较上年同比下降了 51%。 Q4 毛利率同比降幅明显, 期间费用率提高和信用减值增加影响利润表现。公司 Q4 毛利率 14.43%, 同比下降 8.6 个百分点, 前三季度毛利率保持平稳, Q4 毛利率大幅波动预计受到行业价格竞争加剧和经销商返利政策的影响; 期间费用率来看, 2024 年受到收入规模下降的影响, 费用整体刚性特征导致三项费用率同比均有提高, 公司从下半年开始加大费用管控, 2024Q4 销售和研发费用率同比下降, 管理费用率有所提高对单季度利润有所影响; 另外, 公司全年信用减值损失 8.87 亿、资产处置收益-2 亿, 较上年同期有所增加影响利润表现。 经营性现金流改善。2024 年公司经营活动产生的现金流量净额 34.57 亿元, 上年同期为 21 亿元, 其中 Q4 净流入 39.5 亿元, 公司持续加大回款力度和存量应收账款收回等工作, 效果表现明显; 到 2024 年末, 应收账款+票据余额 78.52 亿元, 其他应收款 22 亿, 同比去年同期均有明显下降; 公司在积极推进存量应收款的处理, 包括工抵房资产处理、债务重组等方式, 预计仍有部分减值压力。 盈利预测与投资评级: 公司作为防水行业龙头, 积极通过组织架构调整来覆盖空白市场, 拓展非房地产项目, 优化经营质量。同时公司积极培育新业务板块, 有望通过内部资源整合和协同快速发展。公司防水主业市占率持续提升, 非房板块、非防水业务和海外市场开拓有望进一步打开成长空间。考虑到市场需求压力、减值计提风险, 我们调整公司 2025-2026 年并新增 2027 年归母净利润预测为 16.25/24.82/31.07 亿元 (2025-2026 年前值为 26.51/31.52 亿元), 对应 PE 分别为 19.4X/12.7X/10X, 考虑到公司业务结构调整效果已经开始显现, 维持“买入”评级。 风险提示: 下游房地产行业波动的风险; 原材料价格剧烈波动的风险; 行业竞争加剧风险; 应收账款风险。

(证券分析师: 黄诗涛 证券分析师: 房大磊)

三一重能 (688349): 2024 年业绩快报点评: 业绩符合预期, 订单创新高

投资要点 事件: 公司发布 24 年业绩快报, 预计实现营业收入 181 亿元, 同比+21.1%; 归母净利润 18.6 亿元, 同比-7.5%; 扣非后归母净利润 16.3 亿元, 同比+0.7%。单 Q4 来看, 营业收入 90 亿元, 同环比+21%/+138%; 归母净利润 11.7 亿元, 同环比+20%/+366%; 扣非后归母净利润 10.2 亿元, 同环比+17%/+357%。 开工建设哈萨克斯坦江布尔风电设备厂区, 出海版图持续扩张: 2024 年 11 月 29 日, 哈萨克斯坦 Samruk Kazyna 主权财富基金与三一重能公司在哈萨克斯坦江布尔州举行了总投资金额 1.14 亿美元的风电整机部件生产工厂的奠基仪式。该厂区计划于 25 年底竣工, 将生产风电项目所需的机舱、轮毂、塔架和其他重要部件。此外, 为实现机组生产本地化程度提高到

30%，公司计划另外建设一处研发中心。Samruk Kazyna 主权财富基金计划到 2030 年与三一重能携手建设约合 6GW 的风电装机以满足日益增长的电力需求。盈利预测与投资评级：考虑公司风场转让规模不达预期，我们下调 2024~2026 年业绩预期，归母净利润分别为 18.8/23.9/27.4 亿元（前值为 20.9/27.4/32.6 亿元），同比 -6.5%/+27.4%/+14.6%，对应 PE 为 18.0/14.1/12.3x。基于公司成本控制优势凸显，同时双海战略进入加速期，有较大上升空间，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧、行业政策变动风险、电站业务盈利下滑风险等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男
证券分析师：胡隽颖）

蜜雪集团（02097.HK）：平价现制饮品第一大龙头，深耕供应链出海可期

投资要点 平价现制饮品龙头：公司聚焦单价 6 元左右的平价现制果饮、茶饮、冰淇淋咖啡产品。截至 2024 年 9 月 30 日，公司通过现制茶饮“蜜雪冰城”及现磨咖啡“幸运咖”以加盟模式在全国及东南亚发展了 45302 家门店，其中中国内地/海外分别有门店 40510/4792 家。2023 年公司以 74 亿出杯量（478 亿元人民币终端零售额）位列中国第一大、全球第二大的现制饮品龙头。加盟模式扩张，商品销售贡献主要毛利：公司以加盟模式为主扩张门店网络，截至 2024 年 Q3 末，公司加盟/直营门店数 45282/20 家，加盟门店数和收入占比超 99%。盈利主要来自供应链，商品销售贡献收入和毛利润占比超 9 成。2023 年公司收入为 203.0 亿元，同比+50%，其中商品销售/设备销售/加盟和相关服务占比 94%/4%/2%；毛利润为 60.0 亿元，毛利率为 29.5%，其中商品销售毛利占比为 92%。饮料现制趋势强化：1）全球现制饮品市场稳步增长，中国和东南亚成为重要增长引擎。根据灼识咨询，2023 年全球现制饮品终端零售额为 7791 亿美元，灼识预计 2023-2028 年全球市场规模 CAGR 为 7.2%，中国/东南亚分别为 17.6%/19.8%。2）完全竞争市场，连锁化发展持续渗透。中国饮料市场竞争激烈，平价现制饮品价格带与平价饮料产品相近，消费占比将进一步提升。蜜雪集团 2023 年终端零售额在中国饮料市场占比 3.1%，排名第 5；茶饮品牌蜜雪冰城排名第 1，按 2023 年饮品出杯量市占率为 49.6%，按 2023 年终端零售额市占率为 20.2%。强供应链茶饮出海排头兵：1）强供应链和品牌 IP 塑造品牌势能。公司拥有行业内最大规模的完整端到端供应链体系，覆盖采购、生产、物流、研发和品质控制等核心组成部分。公司利用“雪王”IP 进行品牌化营销，强化公众品牌心智。2）深耕国内下沉市场，推进东南亚品牌出海。蜜雪已实现中国内地市场全覆盖，以平价产品深耕下沉市场，三线及以下城市门店占比约为 57%。公司积极推动以东南亚为核心的出海战略，截至 2024 年 9 月 30 日，中国内地以外开设门店 4792 家，其中印尼/越南市场占比 56%/11%。盈利预测与投资评级：蜜雪集团作为平价现制饮品龙头，自建端到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，2025 年 3 月 3 日招股价对应 PE 为 16/14/12 倍，建议关注。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等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：苏钺 证券分析师：石旖璿 证券分析师：周韵 研究助理：王琳婧）

海博思创（688411）：2024 年业绩快报点评：国内高毛利高市占率，

25 年海外迎来大突破

投资要点 公司发布业绩快报，公司发布 24 年业绩快报，实现营收 82.7 亿元，同比+18.4%；归母净利润 6.5 亿元，同比+11.9%；扣非归母净利润 6.3 亿元，同比+11.7%；24Q4 营收 30.7 亿元，同环比+15.3%/+103.3%；归母净利润 3.3 亿元，同环比-16.9%/+957.3%；扣非归母净利润 3.2 亿元，同环比-20.1%/+1095.1%。国内基本盘稳固，海外实现 0-1 突破。我们测算 24 年公司储能系统出货 13GWh+，确收 12GWh，其中国内 11.6GWh+，海外 0.4GWh，Q4 毛利率优于同行，主要是 1) 国内独储产品毛利率高于强配，公司 24 年强配仅占 10%，独储和工商储占比达 85%；2) 海外 400MWh 在 Q4 确认，毛利率 35%，贡献利润。我们预计 25 年公司国内出货有望提升至 25GWh，确认收入 18-20GWh。海外在手订单持续增加，我们预计 2025 年海外出货从 0.4GWh 提升至 2-3GWh，海外毛利率可维持 35%左右，进一步改善盈利结构。产品技术领先，高毛利高市占率。公司核心技术领先市场，产品显著降本增效，独立开发高精温控+主动支撑技术，储能 SOC 估算精度误差小于 3%，可优化储能系统配置，做到稳定性和高效率，有效实现成本降低，使得产品毛利率保持在 20%左右，高于同行。产品技术领先，公司出货量连续三年在国内市场市占率排名第一。盈利预测与投资评级：基于公司在手订单丰富，海外业务稳定增长，预计公司 24-26 年归母净利润 6.5/9.3/12.5 亿元，同比+12.5%/+43.0%/+34.1%，我们给予 25 年 18xPE，对应目标价 94 元，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：政策不及预期，竞争加剧等

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男)

奥泰生物 (688606)：2024 业绩快报点评：小而美 POCT 龙头，业绩持续超预期

投资要点 事件：2025 年 2 月 26 日，公司发布业绩快报，2024 年公司实现营业总收入 8.70 亿元，较上年同期增长 15.25%；实现归属于母公司股东的净利润 3.04 亿元；实现归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润 2.40 亿元。经营情况提升明显。公司有效把握市场需求，持续推动产品与服务创新，深化市场拓展策略；同时公司加强内部精细化管理，提升运营效率与成本控制能力，多措并举，共同促进业绩的稳步增长。截至 2024Q3，公司营业收入比去年同期增长 28.72%，营业成本比去年同期增长 12.39%，致使公司营业毛利比去年同期增长了 44.50%；同时公司报告期内其他收益、投资收益等均比去年同期有所增长，因此公司相应的净利指标以及收益指标均比去年同期增长明显。公司前三季度经营性现金流 1.92 亿元，相比去年同期大幅改善。专注 POCT，国际市场影响力强：奥泰生物专注于体外诊断试剂研发、生产和销售，主要产品线包括传染病检测、毒品及药物滥用检测、妇女健康检测等领域，已在全球 160 多个国家和地区建立市场，尤其在欧美市场表现突出。近年来，奥泰生物通过上游生物原料自给和技术平台的持续创新，有效降低生产成本，并推动新产品的快速迭代。公司注重研发投入，2023 年开发了 25 项新原料，其中 4 项为国内首创，进一步增强竞争力。股权激励彰显信心：公司层面的考核以营业收入和国内外产品注册数量为主。公司目标 2024-2026 年营业收入达 8.5 亿至 12.6 亿元，年复合增长率 18.6%，2024 至 2026 年公司及子公司合计新增获批国内医疗器械产品注册证的数量不低于 25 个，2024 至 2026 年公司及子公司合计新增获批美国 FDA(510K 证书)产品数量不低于 15 个，以确保公司在产品研发和市场拓展方面的持续进步。我们认为股权激励有望进一步推动公司进步与发展，同

时彰显公司对于未来业绩的信心。 盈利预测与投资评级：公司整体经营持续向好，因此我们上调盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 3.04/3.51/4.51 亿元(此前预测 2.81/3.49/4.49 亿元)，营业收入分别为 8.70/11.30/14.91 亿元（此前预测 8.64/10.84/12.41），EPS 分别为 3.83/4.42/5.69 元（此前预测 3.10/3.89/4.98 元），当前股价对应 P/E 分别为 20.79/18.00/13.99 倍，维持“买入”评级。 风险提示：新产品延期获批及推广不及预期的风险；经销商管理风险；经营规模扩大带来的战略与管理风险。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：赵骁翔）

盛美上海（688082）：2024 年报点评：2024 年业绩高增，看好公司平台化产品放量

投资要点 受益于半导体设备需求旺盛，公司营收稳健增长：2024 年公司实现营收 56.18 亿元，同比+44.5%，其中清洗设备营收 40.57 亿元，同比+55.2%，占比 72.2%；其他半导体设备（电镀、炉管等设备）营收 11.37 亿元，同比+21.0%，占比 20.2%；先进封装湿法设备营收 2.46 亿元，同比+53.6%，占比 4.4%。营收增长主要系公司受益于中国半导体行业设备需求持续旺盛，并在新客户拓展和新市场开发方面取得了显著成效。期间公司实现归母净利润 11.53 亿元，同比+26.7%；扣非净利润为 11.09 亿元，同比+26.7%。Q4 单季营收为 16.41 亿元，同比+44.1%，环比+4.3%；归母净利润为 3.95 亿元，同比+66.0%，环比+25.4%。 公司盈利能力相对稳定，期间费用率略降：2024 年毛利率为 48.9%，同比-3.1pct；其中清洗设备为 46.2%，同比-1.1pct；其他半导体设备为 59.2%，同比+1.2pct；先进封装湿法设备为 28.8%，同比-12.0pct。期间销售净利率为 20.5%，同比-2.9pct；期间费用率为 25.3%，同比-3.4pct，其中销售费用率为 7.5%，同比-0.9pct，管理费用率为 5.3%，同比+0.2pct，研发费用率为 13.0%，同比-2.8pct，财务费用率为 -0.5%，同比+0.2pct。Q4 单季毛利率为 49.8%，同环比+0.7pct/+4.7pct；销售净利率为 24.1%，同环比+3.2pct/+4.0pct。 存货&合同负债高增，现金流回款显著好转：截至 2024Q4 末公司合同负债为 11.06 亿元，同比+26.2%；存货为 42.32 亿元，同比+7.8%。Q4 公司经营性现金流为 6.49 亿元，同比大幅转正，主要系公司销售回款较上期增加，以及因销售订单增长引起的本期预收货款增加所致。 平台化布局清洗、电镀、涂胶显影等设备，有望充分受益于 HBM 新增清洗、电镀需求：公司坚持推行“技术差异化”和“产品平台化”的战略方针，成功布局清洗、电镀、涂胶显影、立式炉管、PECVD 以及化合物半导体刻蚀等多种设备。（1）清洗设备：2023 年公司国内市占率约为 23%，其 SAPS、TEBO 兆声清洗技术以及 Tahoe 高温硫酸清洗技术均已达到国际领先水平。（2）电镀设备：公司已成功实现电镀设备的批量销售，其三维堆叠电镀设备能够处理 3D TSV 及 2.5D Interposer 的高深宽比铜电镀；前道大马士革铜互连电镀设备则适用于 3D 结构的 FinFET、DRAM 和 3D NAND 所需工艺；后道电镀设备则能满足 Pillar Bump、RDL、HD Fan-Out 和 TSV 中的铜、镍、锡、银、金等电镀工艺。（3）立式炉管设备：LPCVD 已通过多家 FAB 验证并量产，ALD 陆续进入客户端验证。（4）涂胶显影设备：公司的 Ultra Lith 涂胶显影设备支持包括 i-line、KrF 和 ArF 系统在内的各种光刻工艺，目前正在客户端进行验证。（5）PECVD 设备：已在客户端验证 TEOS 及 SiN 工艺。（6）无应力 CMP、刻蚀设备，有望陆续导入客户端验证。 盈利预测与投资评级：公司主业持续增长+产品品类不断拓展，我们基本维持 2025-2026 年归母净利润为 15.5/18.7 亿元，预计 2027 年归母净利润为 20.7 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 32/27/24

倍，维持“增持”评级。 风险提示：下游扩产不及预期，研发进展不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

携程集团-S (09961.HK): 2024Q4 业绩点评：看好国际业务长期增长及盈利潜力

投资要点 事件：24Q4，携程实现净收入 127 亿元，同比增长 23%；经调整 EBITDA 为 30 亿元，经调整 EBITDA 利润率为 23%，经调整净利润为 30 亿元，同比增长 14%，公司收入利润均好于彭博预期。2024 年公司 OTA 业务 GMV 超过 1.2 万亿元人民币。此外，公司宣布一项股份回购（回购总额 4 亿美元）以及派息计划（2024 年现金股息 2 亿美元）。 国际业务竞争力持续增强，2025 年有望继续保持高增。

（1）出境游继续保持强劲增长，主要受益于签证申请流程的简化和国际航班数量增加。携程 Q4 出境酒店和机票预订量恢复到 2019 年水平的 120% 以上，领先行业 30%-40%。2025 年以来虽部分目的地市场存在不利因素，但业务仍保持良好势头，春节假期携程平台预订量同比增长超过 20%。（2）国际业务方面公司持续增强竞争力，在技术和人才招聘方面不断投资，受益于一站式服务模式、优质的服务和先进移动技术，Q4 trip.com 机酒预订量同比增长超过 70%，其中亚太地区预订量增长约 80%。我们看好公司国际业务 GMV 及收入在 2025 年继续保持高速增长。 国内基本盘稳健，入境游贡献增量，AI 提升用户体验。国内消费者的旅游需求具备韧性，携程 Q4 国内机酒业务保持稳健增长，而在入境游方面，过境免签时间延长及免签政策扩大推动了国际游客入境人数增长，Q4 携程平台入境游预订量同比增长超过 100%，春节假期期间保持三位数增长。需求旺盛的同时，公司开发一系列 AI 工具提升用户体验，2024 年“携程精灵”流量激增 200%，浏览时间增加近 100%，对话总数增长 200%。随着 AI 能力提升，用户有望在平台上得到更好的体验。 国际业务收入占比提升阶段性影响利润率，长期无虞。由于盈利能力尚在早期的 trip.com 收入贡献持续提升，Q4 公司毛利率同比下滑至 79%，nongaap 销售费用率同比提升至 26%。展望 2025 年，随着 Trip.com 在全球市场的渗透加速，我们预计对利润率的影响进一步提升。但参考海外头部 OTA 平台稳态利润率水平，长期 Trip.com 盈利能力有较大提升空间，另一方面 AI 有望在提升运营效率、简化业务流程和缓解成本压力等方面发挥关键作用，我们看好公司长期利润释放空间。 盈利预测与投资评级：考虑到海外业务增长对公司短期利润率的影响，我们将 2025-2026 年公司经调整净利润从 189/209 亿元下调为 183/200 亿元，新增 2027 年预测 220 亿元，对应 PE 为 15/14/13 倍，我们继续看好公司海外业务成长，维持“买入”评级。 风险提示：跨境业务增长不及预期，短期投入增加影响盈利能力，旅游需求不及预期

（证券分析师：张良卫 证券分析师：郭若娜）

普源精电 (688337): 2024 年业绩快报点评：Q4 营收同比+22%，解决方案贡献明显

投资要点 营收增速稳健，高端新品&解决方案兑现业绩。 2024 年公司实现营业收入 7.8 亿元，同比增长 16%，归母净利润 0.89 亿元，同比下降 18%，扣非归母净利润 0.53 亿元，同比下降 11%。单 Q4 公司实现营业收入 2.4 亿元，同比增长 22%，环比增长 6%，归母净利润 0.29 亿元，同比下降 28%，扣非归母净利润 0.31 亿元，同比增长 3%。公司营收增速稳健，Q3 起迎向上拐点，主要受益于：（1）高端产品继续放量：2024 年公司高端数字示波器（带宽≥2GHz）占示波器板块收入比重达 33%（上半年约 23%），其中 DS80000（6-13GHz）销售 63

台。(2) 并购耐数电子: 2024 年公司解决方案销售收入约 1.2 亿元, 我们预计耐数电子贡献约 7000 万元, 对业绩拉动明显。展望 2025 年, 我们看好公司营收持续增长: (1) 示波器等仪器类产品有望受益于国产化趋势下的政府采购支持、设备更新政策, 且公司仍在持续推出高端新品; (2) 并购耐数电子后, 公司模块化仪器水平快速提升, 2024 年 12 月推出了首款模块化仪器——SUA8000 系列数字收发仪, 订单饱满, 从产品向整体解决方案转型持续; (3) 海外产能、渠道建设推进, 份额提升助力增长。研发中心、海外基地落地, 费用计提阶段性影响利润增速。2024 年公司利润增速弱于营收, 主要系 (1) 公司仍处业务拓展期, 西安、上海研发中心和马来西亚生产基地投入增长, 2024 年期间费用同比增长 6%, (2) 2024Q4 北京普源转出进项税金、补缴税费及滞纳金, 影响 2024 年归母净利润约 0.14 亿元。未来随高毛利率的解决方案、高端产品占收入比重提升, 规模效应摊薄费用, 利润率有望持续提升。股权激励绑定核心员工, 彰显长期成长信心。2024 年上半年公司发布限制性股票激励计划, 拟授予 76 名核心骨干员工等共计 180 万股, 占股本总额 0.97%。激励计划分第一类与第二类, 第一类限制性股票数量 70 万股第二类限制性股票 100 万股, 股票均来源于定增或回购。激励计划分年度对公司业绩指标进行考核, 考核期间为 2024/2025 年, 触发值均为营收同比增长 15%, 或净利润同比增长 10%; 目标值均为收入同比增长 20%, 或净利润同比增长 20%。股权激励计划绑定公司核心骨干员工, 彰显成长信心。盈利预测与投资评级: 公司 2024 年业绩受费用计提和税费影响, 我们调整公司 2024-2026 年盈利预测分别为 0.9 (原值 1.1) /1.3 (维持) /1.8 (维持) 亿元, 当前市值对应 PE 分别为 81/54/39 倍, 维持“增持”评级。风险提示: 新品推广不及预期、宏观经济波动、市场竞争加剧。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 韦译捷)

晶盛机电 (300316): 碳化硅新应用场景打开, 与浙大系 AR 眼镜企业达成战略合作

投资要点 事件: 公司碳化硅业务与龙旗、XREAL、鲲游光电三家浙大系 AR 眼镜企业达成战略合作。碳化硅凭借高折射率, 是 AR 镜片的理想选择: AR 眼镜凭借实时感知、交互性与可穿戴性, 被视为 AI 技术的理想载体, 但早期 AR 眼镜的玻璃镜片通过复杂的镜面反射实现 AR 画面投影, 存在视场不足、透光性差、镜片厚重等问题, 碳化硅衬底具备较高的折射率, 结合衍射光波导技术, 是 AR 镜片的理想选择。(1) 轻量化: 单片碳化硅镜片比传统镜片重量降低 75-90%; (2) 成像效果更好: 有效约束光线、减少光能损失、提升亮度, 解决彩虹效应问题, 实现更宽视场角; (3) 节能&续航: 减少光的损失, 提高传输效率。碳化硅应用场景打开, AR 眼镜带来新增量市场: 我们假设一片 8 寸碳化硅衬底售价 5000 元人民币, 一片可切 8 目, 单目碳化硅衬底 600+元, 一副眼镜所需要的碳化硅衬底价值量约为 1200 元, 假设带碳化硅显示功能的 AR 眼镜出货量达 500-1000 万个, 则对应的市场空间约 60-120 亿元。晶盛积极布局 8 寸产能, 设备均自制: 晶盛目前规划了 25 万片 6 寸和 5 万片 8 寸衬底片产能, 设备从长晶、切片、减薄/研磨、抛光、清洗/检测均兼容 6-8 寸衬底, 伴随良率近期逐渐在提高&摩尔定律的演绎, 8 寸会快速替代 6 寸, 未来 8 寸放量后晶盛规划的产能可切换为 8 寸生产为主。目前 6 寸碳化硅衬底的价格为 3-4000 元/片, 竞争较为激烈, 8 寸价格为 1 万元/片, 尚未有成熟大批量供应, 给予国内玩家弯道超车机会。盈利预测与投资评级: 光伏设备是晶盛机电成长的第一曲线, 第二曲线是光伏耗材

和半导体耗材的放量，第三曲线是碳化硅材料和半导体设备的放量。
我们维持公司 2024-2026 年归母净利润为 38/39/45 亿元,对应 PE 为 12/11/10 倍，考虑到公司当前估值较低及半导体业务的成长性，维持“买入”评级。 风险提示：下游扩产低于预期，新品拓展不及预期。
(证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意)

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>