

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-03-03

宏观策略

2025 年 03 月 03 日

宏观点评 20250228: 美国 1 月耐用品订单环比超预期

美国耐用品订单走强: 1 月美国耐用品订单环比+3.1%, 预期+2%, 前值由-2.2%上修至-1.8%; 除飞机外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%。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。

晨会编辑 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

固收金工

固收深度报告 20250226: 同业存单利率上行何时休?

短期工具优先对冲“开门红”负债缺口, 降准相对审慎。资金将维持中性偏宽局面, 在信贷开门红季节性因素和同业负债自律机制的影响衰减后, 叠加央行公开市场放量, 1 个月存单利率将率先进入超调回落阶段, 预计将逐步回落至 1.7-1.8% 的区间内。

行业

推荐个股及其他点评

东鹏饮料 (605499): 持续丰富产品矩阵, 势能保持向好

近期公司公告股东鲲鹏投资因自身资金需求, 计划以集中竞价交易方式和大宗交易方式减持公司合计不超过 716.89 万股股份, 即不超过公司总股本的 1.38%, 董事长林总不参与本次减持计划, 减持主体亦不涉及控股股东、董事、监事和高级管理人员。我们认为, 本次减持对生产经营影响较小, 核心高管团队仍保持相对稳定且保持发展信心。公司股价近期有所波动, 但基本面稳健趋势不改, 看好其作为新一线饮料龙头的中长期投资价值, 回调中把握布局时机, 维持 2024-2026 年归母净利润为 33.5/45.1/58.0 亿元, 同比+64%、35%、29%, 对应 PE 为 33、25、19 倍, 维持“买入”评级。

天奈科技 (688116): 2024 年业绩快报点评: Q4 业绩符合预期, 25 年单壁碳管将贡献显著增量

盈利预测与投资评级: 由于 24 年行业竞争加剧后盈利能力承压, 我们下调公司 24 年盈利预测, 考虑 25-26 年单壁碳管贡献明显增量, 我们上调公司 25-26 年盈利预测, 我们预计 24-26 年归母净利 2.5/4.8/7.1 亿元 (原预测为 2.7/3.6/4.6 亿元), 同比-15%/+90%/+48%, 对应 PE 74x/39x/26x, 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。

伟创电气 (688698): 2024 年业绩快报点评: 业绩符合市场预期, 机器人剑指大配套

2024 年营收+26%, 归母净利润同比+28%, 业绩整体符合市场预期。公司发布 24 年业绩快报, 24 年实现营业收入 16.4 亿元, 同比+25.7%; 归母净利润 2.45 亿元, 同比+28.5%; 扣非归母净利润 2.40 亿元, 同比+31.5%。

其中 24Q4 营收 4.83 亿元，同比+34.5%；归母净利润 0.34 亿元，同比持平；扣非归母净利润 0.35 亿元，同比+12%，我们预计研发投入加大。综合看，全年业绩整体符合市场预期。一带一路地区带动海外业务持续快速增长。24 年公司紧抓光伏扬水机遇，业务在土耳其、印度、摩洛哥等国家实现快速增长，同时俄罗斯占比逐步下降，目前已形成“一带一路&亚非拉基本盘+俄罗斯机会市场+欧美远期市场”的海外区域结构。截至 24 年末，公司欧美地区产品认证工作预计已基本完成，经销商网络正逐步搭建中。展望 25 年，公司持续加大市场开拓力度，优化销售区域结构，25 年海外收入有望实现同比+20~40%。核心下游需求复苏较为明显、公司经营 α 显著。根据 MIR，24Q4 OEM 市场销售额同比-1.4%（Q2/Q3 分别同比-6.4%/-4.3%），降幅环比进一步缩窄。同时公司核心下游纺织、机床受益于终端出海需求，需求复苏较快，24Q4 分别同比+7.1%/+6.0%。公司围绕大客户战略，市占率稳步提升，我们预计国内收入增速显著超过行业平均，同时导入自研编码器降本，产品综合竞争力进一步提升。长期看，公司不断开拓新市场新行业，3C、船舶、港口等有望逐步放量。综合看，我们预计 25 年随下游行业进一步复苏，公司国内收入有望同增 20%+。机器人今年或有更多模组级品类拓展、值得期待。公司定位大配套方案供应商，目前已布局空心杯电机模组、无框力矩电机、超高功率密度驱动器、中空编码器等产品。同时，与科达利、上海盟立合资成立伟达立，打造具备强竞争力的旋转/直线关节模组等。此外，公司在空心杯领域具备完整的模组解决方案，产品涵盖 8-16mm 直流无刷空心杯电机，且已取得小批量订单。目前已经具备关节模组、灵巧手的核心部件能力，公司有望依靠拓品类提高人形领域的 ASP。

奥特维（688516）：2024 年业绩快报点评：Q4 业绩短期承压，看好公司平台化布局带来新增长点

Q4 受行业下行期影响，计提减值影响业绩表现：2024 年公司实现营业收入 89.46 亿元，同比+42%；归母净利润 13.14 亿元，同比+4.6%；扣非归母净利润 12.81 亿元，同比+9.8%，剔除股份支付费用后的扣非归母净利润为 13.2 亿元，同比+8%。Q4 单季实现营业收入 20.25 亿元，同比-1.8%；归母净利润 1.5 亿元，同比-63.4%；扣非归母净利润 1.29 亿元，同比-62.1%，主要系产业链各环节盈利水平总体承压、部分客户出现亏损，公司相应计提减值。

半导体 AOI 检测设备首次出口美国，完善封测设备领域布局：近期奥特维与美国知名光通讯公司签署订单，向其提供半导体装片/键合光学检测设备，还与其子公司达成合作，该设备将在中美三处生产线上应用，可广泛应用于光通讯和传统封装等半导体生产线。（1）高产出能力：单机产出超出行业需求，有效提升产能；（2）高精度检测：检测精度达 $1\mu\text{m}$ ，确保光模块微小缺陷精准检出；（3）全兼容性设计：可支持 100G 至 800G 主流光模块检测，满足多样化生产需求。目前公司铝线键合机批量获得行业优质订单，AOI 检测设备中标多个量产订单，划片机、装片机在客户端验证，CMP 设备研发中，不断完善半导体封测设备领域布局。

半导体 AOI 检测设备以海外龙头为主，看好国产替代：半导体自动光学检测一般分为四道，第一道是磨片后的晶圆检测，第二道是晶圆切割及清洗后，第三道在引线键合完成后，主要检查芯片粘结和引线键合过程中有没有产生不良品，即奥特维此次提供的检测设备，第四道在切筋成型之后。根据 YOLE 数据，2022 年国内半导体 AOI 设备市场规模为 43.47 亿元，2025 年预计将达到 65.92 亿元，半导体

AOI 设备第一梯队主要包括 Camtek、Rudolph，以一光机、二光机为主，CR2 市占率 40%左右。盈利预测与投资评级：随着出海步伐加速+新领域拓展顺利，我们调整公司 2024-2026 年归母净利润为 13.1/12.3/15.7（原值 15.7/18.9/20.5）亿元，对应 PE 为 11/12/10 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游扩产不及预期，技术推广不及预期。

香港交易所（00388.HK）：2024 年年报点评：市场交投活跃，全年及单季度业绩均创新高

事件：香港交易所发布 2024 年业绩：实现收入及其他收益 223.74 亿元，同比+9%，归母净利润 130.50 亿元，同比+10%。全年业绩创历史新高，业绩高增长主要是由于中国内地公布经济刺激措施，投资气氛明显好转，带动港股现货市场成交额大幅增长。其中 Q4 实现收入及其他收益 63.81 亿港元，同比+31%，环比+19%；归母净利润 37.8 亿港元，同比+46%，环比+20%，单季度业绩也创历史新高。2024 年 ROE 25.9%，同比+2.4pct。盈利预测与投资评级：政策红利期叠加周期底部，看好香港交易所 α 与 β 同步优化，进一步兑现发展前景。我们上调此前盈利预测，预计港交所 2025-2026 年股东应占溢利分别为 149.34/156.73 亿港元（前值分别为 139.46/148.88 亿港元），对应增速分别为 14%/5%；预计公司 2027 年股东应占溢利为 165.73 亿港元，对应增速为 6%。当前股价对应 PE 估值分别为 31.0x/29.53x/27.92x，维持“买入”评级。风险提示：香港现货及衍生品交易量大幅萎缩；互联互通进展停滞；LME 改革效果不达预期，量价齐跌。

宏观策略

宏观点评 20250228：美国 1 月耐用品订单环比超预期

1.美国耐用品订单走强：1 月美国耐用品订单环比+3.1%，预期+2%，前值由-2.2%上修至-1.8%；除飞机外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%。 2.欧洲股市反弹的原因：WSJ 认为，相对收益优势和制造业复苏迹象或为欧洲股市跑赢的原因。随着美国七大科技巨头的估值开始显得泡沫化，欧洲成为分散投资的理想选择；基于未来 12 个月的盈利收益率预测，欧洲股票相对于通胀保护国债提供了 6.2%的溢价，是美国股票的两倍多。最新的 PMI 表明，德国制造业衰退可能即将结束，军工股在军备扩张的背景下同样走强。 3.不同口径下中国对美出口的数据差异：纽约联储的研究认为，2018 年以来，美国与其他国家的贸易逆差持续增加，但出于不同统计口径的原因，美国从中国的进口下降幅度并未如普遍预期的那样大，直接面向消费者的“微量”贸易正在持续走高。 4.25%部分商品关税的经济影响：特朗普声称将会对所有汽车、医药和半导体进口征收 25%的关税。耶鲁预算实验室测算，该政策相当于将美国整体有效关税税率提高 5.2%，2025 年 GDP 增长率或下降 0.2-0.3 个百分点；由于关税的累退性，底层家庭所受的影响是顶层家庭的 3 倍。 5.关税影响与汇率：近期欧元对特朗普关税言论敏感度降低。尽管涉欧关税新闻频频出现，但欧元自本月初以来交易波动区间越来越窄。 6.经济数据影响下的日元汇率：随着经济数据走强，交易员增加对日本数据的关注。在工资和 GDP 数据发布的 5 分钟内，日元汇率的波动性较此前大幅提升。 7.TCJA 法案永久化的影响：TAX Foundation 测算，TCJA 法案中个人、遗产和企业税收的永久化将会在 10 年内持续提升 GDP，并在 2034 年达到+1.0%。TCJA 的永久化会导致赤字增长和利息成本增加，经济增长将在一定程度上抵消部分收入损失，但仍有大量赤字需要应对。就分配效应而言，TCJA 的永久化将令收入最高的五分之一人群的收入平均增长 3.3%，收入最低的五分之一人群的收入平均增长 2.8%。 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

固收深度报告 20250226：同业存单利率上行何时休？

观点 同业存款定价将为银行带来多少负债缺口？近年来，我国商业银行净息差持续缩窄，至去年三季度，已跌至 1.53%的较低水平。若假设去年第四季度及今年第一季度环比下行幅度与过去四年平均水平一致，则今年第一季度预计将下降至 1.39%。净息差的收窄将进一步加大银行的经营压力，因此为了降低负债成本整顿手工补息和同业存款。2024 年，在“手工补息”全面叫停与同业存款利率自律机制落地的双重政策冲击下，银行传统的高息揽储路径被彻底打破。2024 年全年，人民币存款余额同比由 2023 年 12 月的 10%下行 3.7 个百分点至 2024 年 12 月的 6.3%，人民币贷款余额同比由 2023 年 12 月的 10.6%下行 3 个百分点至 7.6%。存款的流失较贷款的下行更为严重。以同业存款自律机制公布后的 2024 年 12 月为例，人民币存款减少 1.4

万亿元，其中非银金融机构存款锐减 3.17 万亿元。负债端的“失血”与资产端信贷“开门红”的刚性需求形成强烈对冲，迫使银行转向同业存单等市场化工具补缺。对比取缔手工补息来看，《非银同业存款利率自律倡议》并没有设定明确的整改日期，因此对于存款流失的影响时间将更长。金融机构非银存款 2024 年 12 月较 11 月减少 3.2 万亿元，2025 年 1 月较 2024 年 12 月减少 1.1 万亿元。假设政策影响具有时间衰减性，采用指数衰减模型，每月流失量较上月减少 35%。初期冲击包括 2024 年 12 月-2025 年 1 月，政策落地后套利资金集中撤离，流失量最大；中期调整区间为 2025 年 2-6 月，银行通过发行同业存单、优化负债结构逐步适应，流失量减少；后期区间为 2025 年 7-12 月，套利空间消失，同业存款自律倡议对存款的流向没有影响。我们预计全年同业存款流失规模约为 3 万亿元。 同业存单发行利率与政策利率间利差超季节性上行：在同业存款这一负债来源减少的情况下，银行倾向于通过发行同业存单以补充负债。2025 年 1-2 月银行同业存单与 7 天期逆回购利率之间利差较往年偏高。例如 2021-2024 年同期（1 月-2 月 20 日）股份行 1 个月存单发行利率与 7 天期逆回购利率的平均利差分别为 18bp、8bp、17bp 和 34bp，而今年的平均利差为 23bp。同业存单利率向上偏离政策利率的程度较大，表明银行负债端缺口较大导致流动性紧张。从季度内走势来看，今年一季度利率整体呈上升趋势。从期限角度，短端利率上行更显著，反映短期流动性紧张压力。截至 2025 年 2 月 20 日，国有行、股份行 1 个月同业存单利率较 2024 年底分别上行 31BP、27BP；1 年期同业存单利率分别较 2024 年底上行 6BP、24BP。从机构角度，股份行负债压力更大。2025 年 1-2 月，股份行 1 年期同业存单利率均值为 1.69%，较大行高 4BP。短期工具优先对冲“开门红”负债缺口，降准相对审慎。基于 2025 年 1 月信贷“开门红”新增贷款 5.13 万亿元，叠加存款流失，银行负债缺口扩大，需降准补充长期资金。然而，预告将在去年四季度落地的降准却迟迟没有出现。我们认为主要有几方面的原因：首先，一季度因放贷引发的缺负债具有季节性的开门红效应，不具有长期性。其次，美元指数高位震荡，人民币汇率若跌破 7.3，可能触发资本外流，央行需优先稳汇率。因此，央行在决定是否通过降准为银行体系注入流动性时，会采取更为审慎的态度。2025 年央行工作会议明确“择机降准降息”，延续中央经济工作会议“适度宽松”基调，预期全年降准幅度为 100-150BP，分 2-3 次实施。但短期由于上述因素制约，央行将采取包括买断式逆回购和公开市场操作等释放短期资金的货币政策工具。在此情形假设下，资金将维持中性偏宽局面，在信贷开门红季节性因素和同业负债自律机制的影响衰减后，叠加央行公开市场放量，1 个月存单利率将率先进入超调回落阶段，预计将逐步回落至 1.7-1.8% 的区间内。 风险提示：经济基本面变化超预期，货币政策工具创新，历史及海外经验不代表将来

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐沐阳）

行业

推荐个股及其他点评

东鹏饮料（605499）：持续丰富产品矩阵，势能保持向好

投资要点 事件：近期公司“补水啦”推出全新小补水系列，规格为 380ml 装，包含西柚和柠檬两种口味，天猫秒杀价 300ml*4 瓶 10.9 元；

同时推出果味茶饮料“果之茶”，主打“真果真茶，自然好喝”，包括柠檬红茶、蜜桃乌龙、西柚茉莉三种口味，规格为 1L 装，终端零售价定位 5 元左右。多品类培育稳步推进，核心单品势能仍具。2024 年公司提出“全面实施 1+6 多品类战略，主业占据能量饮料景气赛道背景下，第二曲线拓展思路日益清晰：补水啦定位汗点场景，凭借性价比+渠道复用快速放量，目前规格覆盖 555ml 常规规格、1L 大包装、380ml 迷你版，口味从经典的西柚口味亦逐步扩展至柠檬、白桃以及 0 糖荔枝多种口味，看好渠道渗透率提升下，第二曲线持续培育带来收入增量。动销势头良好，新年开门红有望顺利兑现。根据业绩预告，24Q4 营收取中值同比+27.8%，销售收现超 60.1 亿元，为各季之首，同比+62.8%+，报表余力仍较为充足。渠道反馈看，春节错期影响下短期增速有所波动，但节庆期间公司各项专案活动稳步推进，实际动销表现正常，综合考虑基数影响及实际动销势能，预计 25Q1 开门红有望顺利兑现。海外布局着眼长远，成长空间广阔。截至 2024H1 末，公司产品已进入全球 23 个国家和地区，海外市场拓展初显成效。公司洞察海外市场潜力进行前瞻布局：1) 24 年公告计划在云南昆明及海南建设新生产基地，以满足东南亚市场的中长期产能需求，其中昆明生产基地 2024 年 9 月已开工，投资总额 10 亿元，预计 2026~2027 年可投产；2) 24 年 12 月公告拟以自有和自筹资金与全资子公司广东东鹏饮料有限公司合资设立印尼公司，投资总额预计不超过 2 亿美元。我们认为，东南亚地区能量饮料市场空间充足（2023 年东南亚地区能量饮料市场规模为 37 亿美元，同比+13%），且市场教育成本较低、管理半径相对可控，公司有望通过供应链/组织/产品/营销本地化，加强品牌文化输出，在东南亚市场占据一席之地、提升国际竞争力，进一步打开中长期发展空间。盈利预测与投资评级：近期公司公告股东鲲鹏投资因自身资金需求，计划以集中竞价交易方式和大宗交易方式减持公司合计不超过 716.89 万股股份，即不超过公司总股本的 1.38%，董事长林总不参与本次减持计划，减持主体亦不涉及控股股东、董事、监事和高级管理人员。我们认为，本次减持对生产经营影响较小，核心高管团队仍相对稳定且保持发展信心。公司股价近期有所波动，但基本面稳健趋势不改，看好其作为新一线饮料龙头的中长期投资价值，回调中把握布局时机，维持 2024-2026 年归母净利润为 33.5/45.1/58.0 亿元，同比+64%、35%、29%，对应 PE 为 33、25、19 倍，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格低位向上波动风险，增速回落估值反应过激风险，食品安全风险等。

（证券分析师：苏钺 研究助理：于思淼）

天奈科技 (688116): 2024 年业绩快报点评: Q4 业绩符合预期, 25 年单壁碳管将贡献显著增量

投资要点 事件：公司发布 2024 年业绩快报，营业收入 14.5 亿元，同比+3.2%；归母净利润 2.53 亿元，同比-15%；扣非归母净利润 2.35 亿元，同比+12%；24Q4 营收 4.1 亿元，同环比+18%/+3.8%；归母净利润 0.7 亿元，同环比-49%/+4.5%；扣非归母净利润 0.6 亿元，同环比-12%/-9%，业绩符合预期。

传统碳管价格见底，25 年预计贡献稳定增长。出货端，我们测算 24 全年碳管浆料出货近 8.5 万吨，其中 Q4 出货近 2.5 万吨，环比略增，国际客户进展顺利，我们预计 25 年一二三代产品出 10 万吨左右，同增 20%。盈利端，我们测算 Q4 含税均价 1.8 万元左右，环比基本持平，单吨扣非净利 0.25 万元左右，环比略降，当前一代产品微利，行业价格已见底，我们预计 25 年一二三代单吨维持 0.3 万元左右。单壁碳管需求爬坡，供不应求，

25Q2 开始将明显贡献业绩。25 年消费及动力领域硅碳负极放量，我

们预计达 1500 吨左右需求，单壁碳管适配硅碳负极体系，公司 25Q1 起单壁碳管逐步起量，我们预计 Q2 达千吨级出货，Q3 有望提升至单月千吨级，全年出货近 1 万吨的单壁浆料及 1 万吨四代混合浆料，弹性显著。盈利端，当前仅俄罗斯 OCSiAl 及天奈两家可大批量供应，竞争壁垒优，供不应求，25 年竞争对手涨价 20% 左右，公司新订单预计跟随涨价，我们预计单壁浆料单吨盈利 1 万元+，对应贡献利润 1 亿+，且四代产品对应贡献近 1 亿利润。盈利预测与投资评级：由于 24 年行业竞争加剧后盈利能力承压，我们下调公司 24 年盈利预测，考虑 25-26 年单壁碳管贡献明显增量，我们上调公司 25-26 年盈利预测，我们预计 24-26 年归母净利 2.5/4.8/7.1 亿元（原预测为 2.7/3.6/4.6 亿元），同比-15%/+90%/+48%，对应 PE 74x/39x/26x，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
研究助理：胡锦芸）

伟创电气（688698）：2024 年业绩快报点评：业绩符合市场预期，机器人剑指大配套

投资要点 2024 年营收+26%，归母净利润同比+28%，业绩整体符合市场预期。公司发布 24 年业绩快报，24 年实现营业收入 16.4 亿元，同比+25.7%；归母净利润 2.45 亿元，同比+28.5%；扣非归母净利润 2.40 亿元，同比+31.5%。其中 24Q4 营收 4.83 亿元，同比+34.5%；归母净利润 0.34 亿元，同比持平；扣非归母净利润 0.35 亿元，同比+12%，我们预计研发投入加大。综合看，全年业绩整体符合市场预期。一带一路地区带动海外业务持续快速增长。24 年公司紧抓光伏扬水机遇，业务在土耳其、印度、摩洛哥等国家实现快速增长，同时俄罗斯占比逐步下降，目前已形成“一带一路&亚非拉基本盘+俄罗斯机会市场+欧美远期市场”的海外区域结构。截至 24 年末，公司欧美地区产品认证工作预计已基本完成，经销商网络正逐步搭建中。展望 25 年，公司持续加大市场开拓力度，优化销售区域结构，25 年海外收入有望实现同比+20~40%。核心下游需求复苏较为明显、公司经营 α 显著。根据 MIR，24Q4 OEM 市场销售额同比-1.4%（Q2/Q3 分别同比-6.4%/-4.3%），降幅环比进一步缩窄。同时公司核心下游纺织、机床受益于终端出海需求，需求复苏较快，24Q4 分别同比+7.1%/+6.0%。公司围绕大客户战略，市占率稳步提升，我们预计国内收入增速显著超过行业平均，同时导入自研编码器降本，产品综合竞争力进一步提升。长期看，公司不断开拓新市场新行业，3C、船舶、港口等有望逐步放量。综合看，我们预计 25 年随下游行业进一步复苏，公司国内收入有望同增 20%+。机器人今年或有更多模组级品类拓展、值得期待。公司定位大配套方案供应商，目前已布局空心杯电机模组、无框力矩电机、超高功率密度驱动器、中空编码器等产品。同时，与科达利、上海盟立合资成立伟达立，打造具备强竞争力的旋转/直线关节模组等。此外，公司在空心杯领域具备完整的模组解决方案，产品涵盖 8-16mm 直流无刷空心杯电机，且已取得小批量订单。目前已经具备关节模组、灵巧手的核心部件能力，公司有望依靠拓品类提高人形领域的 ASP。盈利预测与投资评级：考虑到下游需求弱复苏，我们下调公司 24-26 年归母净利润至 2.45/3.06/3.79 亿元（原值为 2.79/3.37/4.05 亿元），同比+28%/+25%/+24%，对应现价 PE 分别为 61x、49x、39x，长期看，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，竞争加剧等

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：谢哲栋

研究助理：许钧赫）

奥特维（688516）：2024 年业绩快报点评：Q4 业绩短期承压，看好公司平台化布局带来新增长点

投资要点 Q4 受行业下行期影响，计提减值影响业绩表现：2024 年公司实现营业收入 89.46 亿元，同比+42%；归母净利润 13.14 亿元，同比+4.6%；扣非归母净利润 12.81 亿元，同比+9.8%，剔除股份支付费用后的扣非归母净利润为 13.2 亿元，同比+8%。Q4 单季实现营业收入 20.25 亿元，同比-1.8%；归母净利润 1.5 亿元，同比-63.4%；扣非归母净利润 1.29 亿元，同比-62.1%，主要系产业链各环节盈利水平总体承压、部分客户出现亏损，公司相应计提减值。

半导体 AOI 检测设备首次出口美国，完善封测设备领域布局：近期奥特维与美国知名光通讯公司签署订单，向其提供半导体装片/键合光学检测设备，还与其子公司达成合作，该设备将在中美三处生产线上应用，可广泛应用于光通讯和传统封装等半导体生产线。（1）高产出能力：单机产出超出行业需求，有效提升产能；（2）高精度检测：检测精度达 1 μm，确保光模块微小缺陷精准检出；（3）全兼容性设计：可支持 100G 至 800G 主流光模块检测，满足多样化生产需求。目前公司铝线键合机批量获得行业优质订单，AOI 检测设备中标多个量产订单，划片机、装片机在客户端验证，CMP 设备研发中，不断完善半导体封测设备领域布局。

半导体 AOI 检测设备以海外龙头为主，看好国产替代：半导体自动光学检测一般分为四道，第一道是磨片后的晶圆检测，第二道是晶圆切割及清洗后，第三道在引线键合完成后，主要检查芯片粘结和引线键合过程中有没有产生不良品，即奥特维此次提供的检测设备，第四道在切筋成型之后。根据 YOLE 数据，2022 年国内半导体 AOI 设备市场规模为 43.47 亿元，2025 年预计将达到 65.92 亿元，半导体 AOI 设备第一梯队主要包括 Camtek、Rudolph，以一光机、二光机为主，CR2 市占率 40%左右。

盈利预测与投资评级：随着出海步伐加速+新领域拓展顺利，我们调整公司 2024-2026 年归母净利润为 13.1/12.3/15.7（原值 15.7/18.9/20.5）亿元，对应 PE 为 11/12/10 倍，维持“买入”评级。

风险提示：下游扩产不及预期，技术推广不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

香港交易所（00388.HK）：2024 年年报点评：市场交投活跃，全年及单季度业绩均创新高

投资要点 事件：香港交易所发布 2024 年业绩：实现收入及其他收益 223.74 亿港元，同比+9%，归母净利润 130.50 亿港元，同比+10%。全年业绩创历史新高，业绩高增长主要是由于中国内地公布经济刺激措施，投资气氛明显好转，带动港股成交额大幅增长。其中 Q4 实现收入及其他收益 63.81 亿港元，同比+31%，环比+19%；归母净利润 37.8 亿港元，同比+46%，环比+20%，单季度业绩也创历史新高。2024 年 ROE 25.9%，同比+2.4pct。9 月以来成交量创多项单日新高。2024 年现货分部实现收入 94.22 亿港元，同比+15.4%，收入占比 42%。现货市场日均交易额同比+26%至 1318 亿港元。沪深港通北向及南向每日平均成交额分别为 1502 亿港元和 482 亿港元，分别+39%和+55%。债券通北向通日均交易额 416 亿港元，同比+4%。联交所 IPO 发行 71 家，同比减少 2 家，总融资额 88 亿港元，同比+90%。2025 年以来现货市场 ADT 超过 2000 亿港元，较 2024Q4 的 1869 亿港元增长超过 10%，我们认为交投持续活跃有望带动港交所业绩维持快速增长。衍生产品市场成交张数延续上半年升势。2024 年股本证券及金融衍生品分部收入 62.04 亿港元，同比-5%，同比下滑主要是由于增加了部分合约的结算

参与者利息回扣，导致投资收益净额下滑 12%。衍生产品平均每日成交合约张数创历史新高，达 155 万张，同比+15%。联交所牛熊证及权证等日均交易额基本持平，交易总数同比-11%。期交所衍生品合约和联交所期权合约平均每日成交张数分别+12%和 19%。新上市权证、牛熊证数量分别-14%、+9%。商品分部。2024 年收入 27.88 亿港元，同比+27%。2024 年 LME 收费交易的日均成交总额同比+18%。数据及连接分部。2024 年收入 21.26 亿港元，同比+3%，主要是由于客户使用量增加导致设备托管服务费增加了 12%。公司项目。2024 年公司项目收入 18.34 亿港元，同比+15%。公司内部投资收益 13.63 亿港元，同比+3%。年化投资净回报 5.09%，同比+0.74pct。盈利预测与投资评级：政策红利期叠加周期底部，看好香港交易所 α 与 β 同步优化，进一步兑现发展前景。我们上调此前盈利预测，预计港交所 2025-2026 年股东应占溢利分别为 149.34/156.73 亿港元（前值分别为 139.46/148.88 亿港元），对应增速分别为 14%/5%；预计公司 2027 年股东应占溢利为 165.73 亿港元，对应增速为 6%。当前股价对应 PE 估值分别为 31.0x/29.53x/27.92x，维持“买入”评级。风险提示：香港现货及衍生品交易量大幅萎缩；互联互通进展停滞；LME 改革效果不达预期，量价齐跌。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：何婷）

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>