

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-02-27

宏观策略

2025 年 02 月 27 日

#海外政治：DOGE is a doge：马斯克政府效率部 1 万亿美元开支削减目标难实现

核心观点：政府效率部作为特朗普“反建制”思想与马斯克“去监管”诉求一拍即合的产物，在特朗普 2.0 政策中得以快速落地。其主要目标为，在 2026 年 7 月 4 日前将联邦机构的数量从 400 多个合并到 99 个，同时减少 1 万亿美元的联邦政府支出。政府效率部目前举措依据两大核心逻辑：一是通过精简人员支出、中止资金拨付起到“节流”的作用。二是通过获取访问权限实现追踪资金和信息化改革，进而提高部门的运作效率，即实现“增效”。向前看，未来削减开支的方向将存在于国防支出、既有开支中的不合理项目和联邦政府裁员等方面。我们预计乐观情况下 2025 年财政支出约有 4553 亿美元的削减空间，离马斯克的“1 万亿”目标仍存在较大距离，同时根深蒂固的既得利益政治势力与政府效率部自身存在的法律风险也可能成为此项改革持续演进的外部阻碍。风险提示：马斯克遇刺；马斯克与特朗普两人关系恶化；政府效率部公布数据与实际情况存在偏差。

宏观点评 20250225：市场缩量回调，消费电子逆势走强

行业层面，机械设备上涨 0.40%，汽车上涨 0.31%，电子下跌 0.12%，传媒下跌 2.35%，农林牧渔下跌 2.05%，非银金融下跌 1.70%。市场成交额为 19254.77 亿元，较前一交易日缩量 1898.89 亿元，北向资金总成交 2252.08 亿元；南向资金净买入 220.33 亿元。 板块方面，智能驾驶：特斯拉为中国客户分批次更新软件，推出城市道路 Autopilot 自动辅助驾驶。低空经济：一号文件提到，支持发展智慧农业，拓展人工智能、数据、低空等技术应用场景；深圳发文，全力竞逐人工智能、低空与空天等产业新赛道。算力：DeepSeek 官宣，今日开源 DeepEP，第一个用于 MoE 模型训练和推理的开源 EP 通信库。机器人：2 月 25 日，智元机器人推出大型仿真框架 AgiBotDigitalWorld；众擎机器人研发的人形机器人成功完成了全球首例人形机器人前空翻特技，是该公司在技术研发过程中一个重要突破。减速器：交银国际表示，2025 年以来人形机器人行业利好不断。2025 年有望成为人形机器人量产元年；中国企业有望凭借在新能源汽车零部件的优势迅速切入人形机器人本体制造，加快人形机器人量产进程。AI 医疗：世界经济论坛预测，2024 年-2032 年全球 AI 医疗市场规模将以年均 43% 的速度增长，2030 年市场规模或达 4910 亿美元。 观点

三大指数低开后弱势整理，盘面热点相对散乱，AI 应用题材全线回调。近期以机器人、AI 为首的科技股成为市场焦点，经过一段时间上涨后，各种题材股在高位强势整理，市场大幅低开后修复有序，午后权重及高位股走弱拖累盘面。两会前处于政策、业绩、经济数据的真空期，对宏观政策和产业政策预期较强，资金相对活跃，因此弹性较高、有想象空间的小盘风格收益高于大盘，目前开始至两会之前，科技部分板块开始轮动，市场风格可能仍然以成长类+制造类为主，科技仍有胜率。 风险提示：市场风格变化，板块交易热度达到历史高点，政策落地不及预期

晨会编辑 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

固收金工

固收深度报告 20250226: 短端信用“防守”正当时

收益率曲线趋平，短端信用债配置价值浮现：1）由于受到多空因素之间的不断拉扯影响，信用利差在短期内或难以出现趋势性的大幅收窄，即驱动信用债走出震荡行情的明确信号尚不清晰，因此预计一季度债市将处于盘整阶段，叠加基准利率仍处于低位，因此采取偏防御性策略或为当前债市投资者的优选，换言之，短端信用债因其兼备票息收益及流动性，在调整局势中收益风险性价比有所抬升，配置价值已浮现。2）短端城投债品种或可借力“化债”逻辑，成为资质下沉策略增厚收益的首选；短端二永债品种或可借力良好的流动性，成为波段策略增厚收益的首选。风险提示：债市调整幅度超预期；债券供给放量超预期；数据统计偏差。

固收深度报告 20250225: 由活跃券成交量判断 10Y 国债收益率的拐点—债券收益率拐点探讨系列四

总结：一是对于收益率上行拐点，市场连续放量常预示拐点的临近。此时交易盘会先入场，随后配置盘入场，拐点之后配置盘通常占主导地位。在收益率下行阶段，交易盘买入以获得资本利得，而配置盘通常在利率上行趋势预期确立时加速布局，以锁定较高收益。二是对于收益率下行拐点，市场由缩量转为放量常预示拐点的临近。缩量通常是由于利率走势不明朗，导致配置盘和交易盘的观望情绪均较为浓厚。收益率下行拐点出现之后，作为交易盘的基金会买入，但持续时长不如收益率上行拐点出现时配置盘的规模。风险提示：债券走势受多重因素影响；历史经验不代表未来。

行业

推荐个股及其他点评

寒武纪-U (688256): 寒武破晓，算力腾飞

厚积薄发，打造人工智能产业核心引擎。寒武纪作为中国智能芯片领域的标杆企业，专注于人工智能芯片的研发与技术创新，产品矩阵覆盖云、边缘和终端三大场景，逐步构建出完整的生态体系。公司股权结构稳定，核心管理层具备深厚的行业经验，同时通过激励机制保障团队活力，展现出对市场拓展和业务规模增长的信心。2024 年公司预计实现营业收入 10.7-12.0 亿元，同比增长 50.8%到 69.2%。国产算力腾飞在即，寒武纪迎来黄金发展期。在政府政策支持和企业需求激增的双重推动下，国产算力市场空间广阔。2025 年或将成为政府和运营商算力采购的大年，六部门定调到 25 年建设 105EFlops 智能算力，中国移动计划 24-25 年采购 AI 服务器 7994 台。互联网企业，特别是字节跳动等公司，在资本开支和 AI 推理需求上持续加码，这为国产算力厂商提供了历史性机遇。字节 CapEx 自 24 年 800 亿元飙升至 25 年 1600 亿元，对比北美云厂商 24 年平均 CapEx 约合 3800 亿人民币左右。我们预计国内云厂商 CapEx 上升空间依然广阔，有望带动算力芯片需求增长。我们认为寒武纪凭借技术优势和产品布局，有望在新一轮增长周期中获得显著市场份额。智算未来先锋，寒武纪引领国产算力新格局。寒武纪在技术路径上采取通用型智能芯片的开发路线，兼具高性能和低功耗，适配多场景应用，与国内外竞争者相比具备显著优势。具体体现在 1) “领跑者”计划推动数据中心算力国产

替代；2）公司通过不断推出高性能芯片，强化产品迭代能力，进一步巩固其在国产算力领域的领先地位；3）差异化设计架构，凭借多样化运算的高效适配能力，与 Google TPU 对比各有千秋。

阿里巴巴-W (09988.HK): FY2025Q3 季报点评: 资本开支大幅增长, 主业增速超预期回升

盈利预测与投资评级: 考虑淘天业务和国际业务的投入仍维持在较高水平, 在 GMV 增长超预期的当下, 我们认为 FY2025Q3 公司整体 EBITA Margin 仍处于恢复阶段。因此维持 FY2025/FY2026/FY2027 EPS 为 8.14/8.82/9.55 元的盈利预测, 对应 PE (Non-GAAP) 为 15.8/14.6/13.5 倍 (港币/人民币=0.93, 2025 年 2 月 23 日)。考虑公司 GMV 增长情况及货币化进程的加快, 以及公司持续回购分红, 维持“买入”评级。

阳光电源 (300274): 发布 25 年股权激励草案, 光储龙头蓄力前行

盈利预测与投资评级: 我们维持此前盈利预测, 预计公司 2024-2026 年归母净利润 110/140/169 亿元, 同增 16.8%/27.1%/20.5%, 对应 PE 13/10/8X, 给予 25 年 20x, 对应目标价 135 元/股, 维持“买入”评级。风险提示: 竞争加剧、政策不及预期。

海泰新光 (688677): 2024 年业绩快报点评: 业绩符合预期, 期待 25 年逐步恢复

投资要点 事件: 2025 年 2 月 25 日晚, 公司发布 2024 年业绩快报, 公司 2024 年收入 4.41 亿元 (同比-6.35%, 下同), 归母净利润 1.35 亿元 (-7.43%), 扣非归母净利润 1.27 亿元 (-7.18%), 业绩符合我们预期。2024 年主业受下游客户库存影响短期承压, 24Q4 已逐步恢复。受美国客户去库存影响, 公司前三季度海外营业收入下降明显。第四季度开始客户库存降到低位, 发货相比 2023 年同期大幅增长, 随着客户需求增加, 公司海外业务收入会进一步增长。24Q4 实现收入 1.22 亿元 (+29.8%), 归母净利润 0.38 亿元 (+35.7%), 扣非归母净利润 0.38 亿元 (+52.00%)。公司和美国客户合作进一步加深, 目前, 公司已经和美国客户就下一代内窥镜系统的开发展开了合作, 公司最新的技术将会用到客户新一代产品中。在新的一轮合作中, 双方的合作产品类别在原有基础上会有较大的扩展, 预计 2025 年业绩有望恢复增长。海外工厂逐步落地, 有望抵抗关税风险: 公司美国子公司已经建立起了内窥镜总装生产线并通过了客户的体系审核, 2024 年底已经开始批量生产。由于关税的原因, 客户下到美国子公司的订单在原价格基础上有不同程度的提升。泰国子公司已经获得 BOI 证书和生产许可证, 同时也完成了产线布局, 2024 年底处于试生产和过程变更阶段。根据医疗产品质量管理的要求, 公司需要经过几轮的试生产并完成过程变更后, 将所有生产和质量过程记录向客户提请变更申请, 获批后才能进行正式生产。国内市场整机业务推广良好, 2025 年有望加速: 公司 2024 年春节后开始在国内医院推广整机, 截至三季度已有 150 套销售 (在临床使用), 产品重点科室围绕妇科和头颈外科。公司前三个季度围绕重点科室搭建了营销推广团队, 截至 24Q3 有 30 多人, 重点省份建立了销售经理和经销商, 经销商体系现已基本建设完备。多家经销商已在 24 年 11 月底集中签订经销协议, 经销体系覆盖全国大部分省市, 我们认为随着国内医院反腐修复, 设备招采恢复, 公司整机业务有望在 2025 年加速。盈利预测与投资评级: 考虑到新品研发费用、市场推广费用增加, 我们将 2024-2026 年归母净利润由 1.40/2.04/2.50 亿元调整为 1.35/1.86/2.33 亿元, 当前市值对应 PE=32/23/19x, 考虑到公司主业 2025

宏观策略

#海外政治：DOGE is a doge：马斯克政府效率部 1 万亿美元开支削减目标难实现

核心观点：政府效率部作为特朗普“反建制”思想与马斯克“去监管”诉求一拍即合的产物，在特朗普 2.0 政策中得以快速落地。其主要目标为，在 2026 年 7 月 4 日前将联邦机构的数量从 400 多个合并到 99 个，同时减少 1 万亿美元的联邦政府支出。政府效率部目前举措依据两大核心逻辑：一是通过精简人员支出、中止资金拨付起到“节流”的作用。二是通过获取访问权限实现追踪资金和信息化改革，进而提高部门的运作效率，即实现“增效”。向前看，未来削减开支的方向将存在于国防支出、既有开支中的不合理项目和联邦政府裁员等方面。我们预计乐观情况下 2025 年财政支出约有 4553 亿美元的削减空间，离马斯克的“1 万亿”目标仍存在较大距离，同时根深蒂固的既得利益政治势力与政府效率部自身存在的法律风险也可能成为此项改革持续演进的外部阻碍。

政府效率部的设立背景：特朗普“反建制”思想与马斯克“去监管”诉求的一拍即合。政府效率部作为总统行政权力下的产物，它的设立以对现行官僚体制进行改革作为出发点，聚焦于人员机构精简和开支削减这两大目标上。具体来看，马斯克希望将联邦机构的数量从 400 多个合并到 99 个，同时减少 2 万亿美元的联邦政府支出（而后他将这一目标下调至了 1 万亿美元）。此外在团队选用上，政府效率部以马斯克为负责人，选用一批无联邦政府工作经验的前沿科技公司员工；在资金来源上，政府效率部以私人捐助为主，避免了自身运作受联邦政府拨款的影响；在运作模式上，政府效率部成员以“专家”和“顾问”的身份访问联邦系统，并进行相关效率评估。同时政府效率部作为临时设立部门，预计于 2026 年 7 月 4 日结束其生命周期。这些特征均反映了政府效率部所顺应特朗普“反建制化/非官僚化”的政治目标。而特朗普的这一思想与马斯克对利商环境的追求在“去监管”议题上形成了高度共鸣。这也是政府效率部在特朗普 2.0 政策中能够迅速落地的重要原因之一。

政府效率部的现有举措：“节流”+“增效”。政府效率部的举措依据两大核心逻辑：一是通过精简人员支出、中止资金拨付起到“节流”的作用。特朗普政府推出了“买断计划”，鼓励联邦雇员主动离职，同时中止对美国国际开发署（USAID）和 DEI 项目的资金拨付，并终止了 7500 个联邦办公室的租约；二是通过获取访问权限实现追踪资金和信息化改革，进而提高部门的运作效率，即实现“增效”。政府效率部目前已获取财政部、教育部等关键系统的访问权限，后续料将推动信息化改革、裁撤其中低效的组织。

政府效率部的举措进展与潜在限制：1 万亿美元的削减目标或难实现，同时面临政治环境和法律问题带来的风险。从现有举措的进展来看，按照政府效率部自身的估算，该部门的工作能够每天为联邦政府削减 10 亿美元的开支，距离其声称长期目标的 30 亿美元/日仍然存在一定距离。如果我们以马斯克声称的 1 万亿美元削减下限为目标，并以从 2025 年 1 月 20 日至 2026 年 7 月 4 日的 530 天为界限，计算可得每天削减规模应当近 19 亿美元。由此可见，相关支出的削减进度目前仍较为有限。向前看，政府效率部未来削减开支的方向将存在于国防支出、既有开支中的不合理项目和联邦政府裁员等方面。我们预计三者乐观情况下分别将于 2025 年带来 661 亿、3650 亿和 242 亿美元的支出削减。三者共计 4553 亿美元的削减空间离马斯克的“1 万亿”目标仍存在较大距离。同时，马斯克和特朗普

的私人关系也是左右政府效率部存在的关键变量，倘若后续马斯克同特朗普本人或是内阁中 MAGA 主义者之间的矛盾激化，那么政府效率部能否存在和运转就是一大变数。此外，根深蒂固的既得利益政治势力与政府效率部自身存在的法律风险也将成为特朗普进一步改革的外部阻碍。风险提示：马斯克遇刺；马斯克与特朗普两人关系恶化；政府效率部公布数据与实际存在偏差。

（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 20250225：市场缩量回调，消费电子逆势走强

事件 A 股成交额较周一缩量，三大指数低开后弱势整理，盘面热点相对散乱，AI 应用题材全线回调。沪指下跌 0.80% 至 3346.04 点，较 24 年末下跌 0.17%；创业板指下跌 1.13% 至 2240.59 点，较 24 年末上涨 4.62%；风格指数方面，代表大盘股的沪深 300 下跌 1.11% 至 3925.65 点，较 24 年末下跌 0.24%；中证 500 下跌 1.08% 至 5979.97 点，较 24 年末上涨 4.44%。行业层面，机械设备上涨 0.40%，汽车上涨 0.31%，电子下跌 0.12%，传媒下跌 2.35%，农林牧渔下跌 2.05%，非银金融下跌 1.70%。市场成交额为 19254.77 亿元，较前一交易日缩量 1898.89 亿元，北向资金总成交 2252.08 亿元；南向资金净买入 220.33 亿元。板块方面，智能驾驶：特斯拉为中国客户分批次更新软件，推出城市道路 Autopilot 自动辅助驾驶。低空经济：一号文件提到，支持发展智慧农业，拓展人工智能、数据、低空等技术应用场景；深圳发文，全力竞逐人工智能、低空与空天等产业新赛道。算力：DeepSeek 官宣，今日开源 DeepEP，第一个用于 MoE 模型训练和推理的开源 EP 通信库。机器人：2 月 25 日，智元机器人推出大型仿真框架 AgiBotDigitalWorld；众擎机器人研发的人形机器人成功完成了全球首例人形机器人前空翻特技，是该公司在技术研发过程中一个重要突破。减速器：交银国际表示，2025 年以来人形机器人行业利好不断。2025 年有望成为人形机器人量产元年；中国企业有望凭借在新能源汽车零部件的优势迅速切入人形机器人本体制造，加快人形机器人量产进程。AI 医疗：世界经济论坛预测，2024 年-2032 年全球 AI 医疗市场规模将以年均 43% 的速度增长，2030 年市场规模或达 4910 亿美元。

观点 三大指数低开后弱势整理，盘面热点相对散乱，AI 应用题材全线回调。近期以机器人、AI 为首的科技股成为市场焦点，经过一段时间上涨后，各种题材股在高位强势整理，市场大幅低开后修复有序，午后权重及高位股走弱拖累盘面。两会前处于政策、业绩、经济数据的真空期，对宏观政策和产业政策预期较强，资金相对活跃，因此弹性较高、有想象空间的小盘风格收益高于大盘，目前开始至两会之前，科技部分板块开始轮动，市场风格可能仍然以成长类+制造类为主，科技仍有胜率。同时，年报披露期间，业绩成为关键点，警惕亏损股、退市风险股。风险提示：市场风格变化，板块交易热度达到历史高点，政策落地不及预期

（证券分析师：芦哲 证券分析师：潘京 证券分析师：李昌萌）

固收金工

固收深度报告 20250226：短端信用“防守”正当时

观点 收益率曲线趋平，短端信用债配置价值浮现：1) 由于受到多空因素之间的不断拉扯影响，信用利差在短期内或难以出现趋势性的大幅收窄，即驱动信用债走出震荡行情的明确信号尚不清晰，因此预

计一季度债市将处于盘整阶段，叠加基准利率仍处于低位，因此采取偏防御性策略或为当前债市投资者的优选，换言之，短端信用债因其兼备票息收益及流动性，在调整局势中收益风险性价比有所抬升，配置价值已浮现。

2) 鉴于资金面仍延续紧张态势，短端信用债品种所受负面影响多于中长端，尽管利差较 2024 年末仍有压缩但利差水平已回调至接近中长端品种，各品种期限利差较 2024 年末全面收窄约 30BP 以内，例如 5Y 以内高评级品种期限利差不足 10BP，1Y/AAA 品种信用利差仅略低于 10Y/AAA 品种约 4BP，其历史分位数水平亦接近 50% 中位区间，显著高于同评级 3Y、5Y、10Y 品种 30% 左右的历史分位数水平，表明当前短端信用债品种的信用利差已在资金利率中枢上行的过程中大幅调整出较为充足的利差下行空间，提示配置盘与交易盘投资者均可把握近期债市回调中产生的配置机会，待后续流动性转松即可获利于短端品种的估值修复。

3) 进一步针对不同期限的信用债个券在短期内可凭借票息收入抵御资本利得亏损的程度，即“防守”幅度，进行大致估算，可以发现短期内持有短端品种可以取得的持有期票息收益可吸收的利率上行带来的资本利得亏损较中长端品种更为显著，再度佐证震荡行情中信用债短端品种的票息策略性价比凸显。

城投债板块：

1) 短端品种或可借力“化债”逻辑，成为资质下沉策略增厚收益的首选。

2) 结合各品种城投债的信用利差历史分位数水平来看，机构投资者当前不仅可对短端品种加以关注，并可进一步筛选板块内流动性相对尚可的中低评级个券，凭借中央大力推进全国各地力争 3 年内完成隐债清零任务这一背景所提供的债券安全性保障，以地方政府特殊再融资债发行的进度、地方产业资源储备的程度以及地方金融机构助力化债的态度为基础，通过平衡资质下沉策略带来的静态收益率水平抬升和流动性风险抬升，从而在阶段性的债市“守卫战”中提前布局、占据先机。

二永债板块：

1) 短端品种或可借力良好的流动性，成为波段策略增厚收益的首选。

2) 结合各品种商业银行二级资本债和永续债的信用利差历史分位数水平来看，二永债短端高评级品种的利差压缩空间较中长端更为充裕，即潜在估值弹性较中长端更为显著，同时在各品种中其流动性较好，故建议投资者关注其右侧布局机会。

3) 债市震荡行情叠加拐点信号不明朗致使波段策略获利难度加大，流动性强弱系二永债板块内择券的关键指标之一，因此尽管商业银行永续债超长端品种的利差下行空间同样不小，但或受制于流动性偏弱，负债端稳定性一般的投资者仍需谨慎。

风险提示：债市调整幅度超预期；债券供给放量超预期；数据统计偏差。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

固收深度报告 20250225：由活跃券成交量判断 10Y 国债收益率的拐点——债券收益率拐点探讨系列四

观点 投资者的行为会和债券市场的表现互相影响。一方面，投资者的行为会随着债券市场的情况发生变动，另一方面，投资者的交易行为也会助推债市行情。在此我们选取了 10 年期国债收益率作为衡量债市牛熊的指标，活跃券的成交量作为投资者交易活跃程度的指标，观察活跃券成交量的放量或缩量是否指示债券市场的拐点。

2010 年至今，债市出现过六次拐点：其中 3 次是上行拐点，分别为 2012 年 7 月 11 日，2016 年 8 月 15 日和 2020 年 4 月 8 日。另外 3 次是下行拐点，分别为 2013 年 11 月 20 日，2018 年 1 月 18 日和 2020 年 11 月 19 日。

活跃券交易量存在放量缩量阶段：观察成交量在某些时期是否出现大幅增加，可以通过成交量超过某个平均水平或历史数据中的高位区间来标定。这里我们假设，若当月成交量较上月成交量环比增长

超过 20%，则判定为放量阶段。若当月成交量较上月成交量环比减少超过 15%，则判定为缩量阶段。若环比变化在-15%到+20%之间波动，则判定为正常阶段。与债券收益率的拐点相对应，我们主要关注的是拐点到来之前三个月以及之后三个月成交量的变化。通过观察债市拐点出现时间点及其前后的活跃券成交量，发现在收益率下行拐点出现时，当月成交量均为放量，且前一个月均为缩量；在收益率上行拐点出现时，当月成交量没有明显特征，但前一个月的成交量均为放量。这说明若活跃券成交量由缩量阶段转为放量，或预示着债券收益率下行拐点的到来，若活跃券成交量连续 2-3 个月为放量阶段，或预示着债券收益率上行拐点的到来。活跃券成交量的变化由配置盘或交易盘主导？进一步地，我们试图将成交力量划分为配置盘和交易盘，观察各类机构在债券拐点到来前后的行为差异。（1）拐点一：2012 年 7 月 11 日收益率上行拐点。在收益率出现上行拐点前，债券成交放量经历由交易盘向配置盘的转变，配置盘在前一月提前布局，并在收益率上行三个月左右后开始减缓买入速度。（2）拐点二：2013 年 11 月 20 日收益率下行拐点。收益率下行拐点开始出现时，按照理论情形，应当出现配置盘减持而交易盘增持以赚取资本利得的情形，但这次的实际情况却相反，或与此次拐点的“不明朗性”相关，实际上虽然从 2014 年的全年维度上来看，年初是收益率的下行拐点，但仅仅从 2013 年 11 月-2014 年 2 月这几个月来看，收益率依然处于高位。收益率下行拐点出现后，也并未带来交易大幅放量，一是年底流动性紧张，二是收益率拐点“不明朗性”，配置盘可能延迟买入，等待收益率进一步走高再进行配置，而交易盘则因价格波动不足、价差收益空间有限而减少交易。（3）拐点三：2016 年 8 月 15 日收益率上行拐点。此次收益率上行拐点前利率缺乏趋势性，明显波动，导致每个月配置盘和交易盘的行为均有变动，但在拐点出现前一个月同样出现了交易盘止盈，配置盘入场的趋势，而上行拐点出现后，配置盘大量买入。（4）拐点四：2018 年 1 月 18 日收益率下行拐点。收益率下行拐点出现前，同样出现了从缩量到放量的迹象，缩量过程中有 2017 年 11 月发布的“资管新规”的影响。监管部门明确要求金融机构限制资金池业务、降低嵌套和杠杆水平。这些政策抑制了非银机构的交易需求，导致债券市场交易量下滑。收益率下行拐点出现之后，作为交易盘的基金会买入，但持续时长不如收益率上行拐点出现时配置盘的规模。（5）拐点五：2020 年 4 月 8 日收益率上行拐点。此次拐点前后的配置盘和交易盘行为与拐点一类似，成交放量经历了从交易盘到配置盘的转变。（6）拐点六：2020 年 11 月 19 日收益率下行拐点。收益率下行拐点出现前，经历了交易盘由缩量往放量的过程，下行拐点出现后，收益率走势较为震荡，配置盘和交易盘轮流占据增持主导地位。总结：一是对于收益率上行拐点，市场连续放量常预示拐点的临近。此时交易盘会先入场，随后配置盘入场，拐点之后配置盘通常占主导地位。在收益率下行阶段，交易盘买入以获得资本利得，而配置盘通常在利率上行趋势预期确立时加速布局，以锁定较高收益。二是对于收益率下行拐点，市场由缩量转为放量常预示拐点的临近。缩量通常是由于利率走势不明朗，导致配置盘和交易盘的观望情绪均较为浓厚。收益率下行拐点出现之后，作为交易盘的基金会买入，但持续时长不如收益率上行拐点出现时配置盘的规模。风险提示：债券走势受多重因素影响；历史经验不代表未来。

（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

寒武纪-U (688256): 寒武破晓, 算力腾飞

投资要点 厚积薄发, 打造人工智能产业核心引擎。寒武纪作为中国智能芯片领域的标杆企业, 专注于人工智能芯片的研发与技术创新, 产品矩阵覆盖云、边缘和终端三大场景, 逐步构建出完整的生态体系。公司股权结构稳定, 核心管理层具备深厚的行业经验, 同时通过激励机制保障团队活力, 展现出对市场拓展和业务规模增长的信心。2024年公司预计实现营业收入10.7-12.0亿元, 同比增长50.8%到69.2%。国产算力腾飞在即, 寒武纪迎来黄金发展期。在政府政策支持和企业需求激增的双重推动下, 国产算力市场空间广阔。2025年或将成为政府和运营商算力采购的大年, 六部门定调到25年建设105EFlops智能算力, 中国移动计划24-25年采购AI服务器7994台。互联网企业, 特别是字节跳动等公司, 在资本开支和AI推理需求上持续加码, 这为国产算力厂商提供了历史性机遇。字节CapEx自24年800亿元飙升至25年1600亿元, 对比北美云厂商24年平均CapEx约合3800亿人民币左右。我们预计国内云厂商CapEx上升空间依然广阔, 有望带动算力芯片需求增长。我们认为寒武纪凭借技术优势和产品布局, 有望在新一轮增长周期中获得显著市场份额。智算未来先锋, 寒武纪引领国产算力新格局。寒武纪在技术路径上采取通用型智能芯片的开发路线, 兼具高性能和低功耗, 适配多场景应用, 与国内外竞争者相比具备显著优势。具体体现在1)“领跑者”计划推动数据中心算力国产替代; 2)公司通过不断推出高性能芯片, 强化产品迭代能力, 进一步巩固其在国产算力领域的领先地位; 3)差异化设计架构, 凭借多样化运算的高效适配能力, 与Google TPU对比各有千秋。盈利预测与投资评级: 公司为国内AI芯片领军者, 随着AI芯片市场规模的快速增长, 公司有望依托不断扩展的产品布局和生态建设逐步抢占市场。我们预计公司2024-2026营业收入11.16/35.88/54.12亿元, 对应当前PS估值292/91/60倍。截至目前, 可比公司2024-2026年PS估值为52/36/28倍。我们认为公司作为国产AI芯片稀缺标的, 有望同时受益于AI行业的蓬勃发展以及算力国产替代的双重逻辑, 故可享受一定估值溢价。首次覆盖, 给予“买入”评级。风险提示: AI需求不及预期风险, 公司持续稳定经营风险, 客户集中度较高风险, 供应链稳定相关风险。

(证券分析师: 陈海进 研究助理: 李雅文)

阿里巴巴-W (09988.HK): FY2025Q3季报点评: 资本开支大幅增长, 主业增速超预期回升

投资要点 营收增长高于预期, 盈利水平同比上升: FY2025 Q3公司实现营业收入2801亿元(yoy+8%), 高于彭博一致预期为2773.7亿元; 非公认会计准则下的归母净利润511亿元(yoy+7%), 高于彭博一致预期的461.3亿元。淘天客户管理收入超预期, EBITA Margin有所下滑: 本季度淘天集团收入同比增长5%至人民币1360.91亿元, 客户管理收入同比增长9%, 超出市场预期。88VIP会员数增长至4900万, 我们预计商品交易总额GMV增速较为平稳, 受益于“全站推广”的进行和基础软件服务费的投入, Take Rate呈上升的趋势, 双11GMV表现强劲。淘天业务EBITA Margin同比下降1.55pct至44.88%, 显示

公司投入力度增加。亏损业务持续改善，阿里云业务态势良好：FY25Q3 淘天、国际数字商业、本地生活、菜鸟、阿里云智能、大文娱、其他业务的 EBITA Margin 为 44.88%、-13.12%、-3.51%、0.83%、9.89%、-5.68%、-5.94%，同比变动-1.55、-2.08、10.13、-2.54、1.46、4.58、0.80pct。“AI 驱动”成为核心战略，坚持聚焦电商和云计算战略：FY25Q3 阿里云智能业务实现 13% 的同比增长，如预期重回双位数增长，财报首次明确提出“AI 驱动”作为核心战略。本地生活业务饿了么所属的本地生活集团（DME），亏损持续收窄，经营效率显著提升。国际数字商业速卖通平台不断丰富产品供应，构建多元化的业务模式，Choice 业务的单位经济效益有所改善。盈利预测与投资评级：考虑淘天业务和国际业务的投入仍维持在较高水平，在 GMV 增长超预期的当下，我们认为 FY2025Q3 公司整体 EBITA Margin 仍处于恢复阶段。因此维持 FY2025/FY2026/FY2027 EPS 为 8.14/8.82/9.55 元的盈利预测，对应 PE（Non-GAAP）为 15.8/14.6/13.5 倍（港币/人民币=0.93，2025 年 2 月 23 日）。考虑公司 GMV 增长情况及货币化进程的加快，以及公司持续回购分红，维持“买入”评级。风险提示：电商行业竞争加剧，用户留存率不及预期，市场监管风险，核心管理层变动风险。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：张家琦）

阳光电源（300274）：发布 25 年股权激励草案，光储龙头蓄力前行
投资要点 事件：2025 年 2 月 25 日，公司发布 2025 年限制性股票激励计划草案，拟向不超过 874 名对象授予限制性股票 1135 万股，约占总股本 0.55%。其中，首次授予 910.5 万股，预留授予 224.5 万股。计划授予的限制性股票（含预留）的授予价格为 35.27 元/股。考核目标设置低主要是激励核心人才，实际业绩会更好。业绩考核分为四个归属期，目标分别为：25-28 年营收分别较 23 年增长 24%/45%/68%/85%+（对应营收为 896/1048/1214/1337 亿元+）或者 25-28 年归母净利润分别较 23 年增长 10%/20%/30%/40%（对应归母净利润为 104/113/123/132 亿元+）。业绩考核目标易完成，门槛设置较低，主要是为了激励，我们认为实际会好很多；同时，股权激励可充分锁定和鼓励核心人才，充分提升积极性。储能在手订单充沛，25 年有望持续高增。公司逆变器业务持续保持稳健增长，储能持续高增长：1）美国 25 年正加速抢装，订单充足，排名前三，盈利仍在 2 毛/wh+；2）欧洲已起量爆发，公司持续落地签单，市场份额冲至第一；3）中东公司不参与低价竞争，以产品技术引领，同时东南亚市场陆续签约订单，持续受益市场增长；4）国内取消强配长期看市场转向高质量发展，公司品质优势凸显有望受益。整体看，24 年公司储能出货预计达 25gwh+，同比翻倍增长，25 年在手订单充沛，出货预计可达 40-50gwh，同增 50%+。盈利预测与投资评级：我们维持此前盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润 110/140/169 亿元，同增 16.8%/27.1%/20.5%，对应 PE 13/10/8X，给予 25 年 20x，对应目标价 135 元/股，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：余慧勇）

海泰新光（688677）：2024 年业绩快报点评：业绩符合预期，期待 25 年逐步恢复

投资要点 事件：2025 年 2 月 25 日晚，公司发布 2024 年业绩快报，公司 2024 年收入 4.41 亿元（同比-6.35%，下同），归母净利润 1.35 亿元（-7.43%），扣非归母净利润 1.27 亿元（-7.18%），业绩符合我们预

期。2024 年主业受下游客户库存影响短期承压，24Q4 已逐步恢复。受美国客户去库存影响，公司前三季度海外营业收入下降明显。第四季度开始客户库存降到低位，发货相比 2023 年同期大幅增长，随着客户需求增加，公司海外业务收入会进一步增长。24Q4 实现收入 1.22 亿元（+29.8%），归母净利润 0.38 亿元（+35.7%），扣非归母净利润 0.38 亿元（+52.00%）。公司和美国客户合作进一步加深，目前，公司已经和美国客户就下一代内窥镜系统的开发展开了合作，公司最新的技术将会用到客户新一代产品中。在新的一轮合作中，双方的合作产品类别在原有基础上会有较大的扩展，预计 2025 年业绩有望恢复增长。海外工厂逐步落地，有望抵抗关税风险：公司美国子公司已经建立起了内窥镜总装生产线并通过了客户的体系审核，2024 年底已经开始批量生产。由于关税的原因，客户下到美国子公司的订单在原价格基础上有不同程度的提升。泰国子公司已经获得 BOI 证书和生产许可证，同时也完成了产线布局，2024 年底处于试生产和过程变更阶段。根据医疗产品质量管理的要求，公司需要经过几轮的试生产并完成过程变更后，将所有生产和质量过程记录向客户提请变更申请，获批后才能进行正式生产。国内市场整机业务推广良好，2025 年有望加速：公司 2024 年春节后开始在国内医院推广整机，截至三季度已有 150 套销售（在临床使用），产品重点科室围绕妇科和头颈外科。公司前三个季度围绕重点科室搭建了营销推广团队，截至 24Q3 有 30 多人，重点省份建立了销售经理和经销商，经销商体系现已基本建设完备。多家经销商已在 24 年 11 月底集中签订经销协议，经销体系覆盖全国大部分省市，我们认为随着国内医院反腐修复，设备招采恢复，公司整机业务有望在 2025 年加速。盈利预测与投资评级：考虑到新品研发费用、市场推广费用增加，我们将 2024-2026 年归母净利润由 1.40/2.04/2.50 亿元调整为 1.35/1.86/2.33 亿元，当前市值对应 PE=32/23/19x，考虑到公司主业 2025 年有望恢复，业绩迎来拐点，维持“买入”评级。风险提示：关税风险加剧；新品推广不及预期；经营规模扩大带来的战略与管理风险。

（证券分析师：朱国广）

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>