

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-02-26

宏观策略

2025 年 02 月 26 日

宏观点评 20250225: 美国住宅建筑商 ETF 创下史上最大的月度资金净流出

住宅建筑商 ETF 的收缩: 美国的住宅建筑商 ETF 正在创下历史上最大的月度资金净流出。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。

宏观深度报告 20250225: “科技重估”或继续推动人民币升值

2 月份科技资产价值重估正在带动人民币风险偏好抬升, 成为边际推动人民币升值的重要因素, 预计短期内人民币汇率仍有回升空间, 以当前中间价为引导, USDCNY 或渐进回落至 7.20 左右。

宏观点评 20250224: 市场缩量震荡, 农业、大基建崛起

A 股成交额较周五缩量, 科技股高位震荡, 农业股, 低空经济概念和大基建概念活跃。沪指下跌 0.18% 至 3373.03 点, 较 24 年末上涨 0.63%; 创业板指下跌 0.67% 至 2266.24 点, 较 24 年末上涨 5.82%; 风格指数方面, 代表大盘股的沪深 300 下跌 0.22% 至 3969.72 点, 较 24 年末上涨 0.88%; 中证 500 下跌 0.20% 至 6044.97 点, 较 24 年末上涨 5.58%。

行业层面, 建筑装饰上涨 2.34%, 建筑材料上涨 1.76%, 房地产上涨 1.66%, 通信下跌 1.10%, 医药生物下跌 0.90%, 传媒下跌 0.81%。市场成交额为 21153.66 亿元, 较前一交易日缩量 1156.89 亿元, 北向资金总成交 2426.58 亿元; 南向资金净买入 137.37 亿元。板块方面, 农业板块: 2025 年中央一号文件 2 月 23 日发布, 本次中央一号文件首提“农业新质生产力”。消费板块: 五部门印发《优化消费环境三年行动方案(2025-2027 年)》; 支持汽车产品、电子产品、家居产品等消费升级促进汽车换“能”、家电换“智”、家装厨卫“焕新”。算力: 阿里巴巴宣布, 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。阿里巴巴将不遗余力加速云和 AI 硬件基础设施建设, 助推全行业生态发展。国资云概念: 国资委召开中央企业“AI+”专项行动深化部署会:

着力强化中央企业推进人工智能发展的要素支撑。华为昇腾概念: 上周华

为 DCS AI 解决方案针对 DeepSeek 推出 FusionCube A3000 训/推超融合一体机, 适配 DeepSeek V3&R1 及蒸馏模型, 支持私有化部署。观点

周一大盘低开后弱势整理, 农业、大基建崛起, 题材股略有活跃。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。指数小涨之际个股大涨, 营造一定的赚钱效应。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

晨会编辑 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

固收金工

固收周报 20250224：春躁行情下的转债配置再思考

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、首华转债、鲁泰转债、维尔转债、中装转 2、蓝帆转债、本钢转债。

固收周报 20250223：利率持续上行，需要等待何种信号破局？

本周（2025.2.17-2025.2.21）10 年期国债收益率明显上行，对应 10 年期国债期货价格下行，分别创 2025 年开年以来新高和新低。其中，10 年期国债收益率上行至 1.72%，10 年期国债期货价格下行至 108.16 元。本周（0217-0221）海外、国内方面格局上仍在演绎跨年行情，我们认为海外方面具有一定的可持续性，包括前期我们一直强调的美债、非美元货币的左侧机会（现在后者尤其日元或可接近表述为右侧机会，美债由于对通胀数据—无论来自于需求拉动还是供给推动—高度敏感，距离表述为右侧机会还有一定距离）、黄金的右侧机会，而国内方面本来我们预计的国内政策真空期叠加海外特朗普新任期的高度不确定性环境有所演化，相关思考如下：美国 1 月成屋销量、新屋开工折年数均略低于预期，1 月营建许可初值高于预期；美国 2 月 15 日当周首次申请失业救济人数上升，2 月 8 日当周持续领取失业金人数上升，密歇根大学消费者信心指数超下跌；美联储 3 月降息概率小幅回升。

固收点评 20250223：绿色债券周度数据跟踪（20250217-20250221）

本周（20250217-20250221）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 12 只，合计发行规模约 147.25 亿元，较上周减少 16.37 亿元。绿色债券周成交额合计 491 亿元，较上周增加 15 亿元。

固收点评 20250223：二级资本债周度数据跟踪（20250217-20250221）

本周（20250217-20250222）银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。二级资本债周成交量合计约 1724 亿元，较上周增加 472 亿元。

行业

推荐个股及其他点评

极米科技（688696）：投影龙头再启航，稳存量扩增量逐步兑现

盈利预测与投资评级：公司作为家用投影龙头，内销受益于国补及产品结构改善，收入增速有望触底回升，外销市场渗透率仍处提升初期，收入有望持续高增，同时随着老产品去库存的毛利率压制影响消退，费用管控优化，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.22/4.30/5.63 亿元，yoy+1.14%/+252.49%/+31.06%，对应当前股价 PE 分别为 73/21/16 倍（可比公司平均为 48/26/20x）。公司业绩高增，同时车载业务有望于 2025 年开启兑现，可给予一定估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：DMD 芯片依赖外购的风险，内销增速见顶风险，技术替代的风险。

大名城（600094）：国内算力基建加快，大名城算力业务有望加速

盈利预测与投资评级：国内大厂和政府加大算力投入，算力服务市场需求有望大幅增加。公司早已布局算力业务，福州算力优势明显，有望伴随行业需求提升，营收迎来快速增长。由于公司主业房地产业务景气度依旧较低，计提存货跌价准备及投资性房地产减值准备，我们下调 2024-2026 年归母净利润预测为-20.51（前值 2.09）/1.43（前值 1.61）/1.29（前值 1.45）

亿元。但随着国家政策推出，房地产行业有望企稳，同时，公司算力业务有望迎来加速发展，维持“买入”评级。风险提示：转型进度不及预期；低空产业政策支持力度不及预期；AI应用发展不及预期。

同花顺（300033）：2024 年年报点评：市场活跃拉升整体业绩，AI B+C 端产品力稳健提升

盈利预测与投资评级：基于资本市场活跃度持续向好，利好公司 C 端各项业务收入增长，我们上调此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 24/31/39 亿元（25-26 年前值为 17/19 亿元），分别同比 +31%/+28%/26%，对应 PE 分别为 70/55/43 倍，维持“买入”评级。风险提示：业务发展不及预期，AI 技术及应用发展不及预期。

南微医学（688029）：2024 年业绩快报点评：业绩符合预期，海外迈向新篇章

投资要点 事件：2025 年 2 月 24 日晚，公司发布 2024 年业绩快报，公司 2024 年收入 27.6 亿元（同比+14.47%，下同），归母净利润 5.5 亿元（+13.53%），扣非归母净利润 5.4 亿元（+17.21%），业绩符合我们预期。2024 年业绩稳健增长。面对国内外错综复杂的局势，公司勇于迎接挑战，坚持自主研发、医工创新和产学研合作，国内营销不断深化市场，海外渠道覆盖面进一步扩大，生产运营方式不断优化和转型，保持了稳定持续发展的良好态势。24Q4 公司实现收入 7.49 亿元（+12.5%），归母净利润 1.01 亿元（+2.0%），扣非归母净利润 0.97 亿元（+12.8%）。完成跨国收购及海外工厂奠基，开启全球布局新篇章。2024 年 9 月公司公告拟通过全资子公司 Micro-Tech (NL) International B.V.使用自有资金不超过 3,672 万欧元购买 Creo Medical Group plc 持有的 Creo Medical S.L.U.（简称“CME”）51%股权，本次交易完成后，CME 将成为公司控股子公司。2025 年 2 月 15 日，公司公告称双方《股权购买协议》约定的交易先决条件已满足，且交易双方已按照《股权购买协议》的约定履行了股权交割程序。CME 在西欧地区拥有广泛的销售网络，覆盖英国、西班牙、法国等多个国家，服务近 5000 家医疗机构客户，可以为南微医学拓宽在欧洲市场的销售渠道。公司将借助这一优势，把优质产品更好地推向欧洲各地，加速公司在海外市场的拓展步伐。2025 年 1 月 9 日，南微医学泰国制造中心奠基仪式在泰国春武里府邦拉蒙县洛加纳园区隆重举行，建成后的泰国制造中心将配备先进设备与智能产线，具备大规模生产高端医疗器械能力，产品主要供应美国、欧洲及东南亚等国际市场。同时，制造中心将与当地高校、科研机构合作，构建产学研创新体系，提升南微医学全球创新实力。盈利预测与投资评级：考虑到公司 2025 年海外投入费用增加，2026 年有望迎来收获期，我们将 2024-2026 年归母净利润由 5.77/7.15/9.07 亿元调整为 5.52/6.97/9.36 亿元，当前市值对应 PE=24/19/14x，考虑到公司出海布局领先，维持“买入”评级。风险提示：市场竞争激烈；新品推广不及预期；经营规模扩大带来的战略与管理风险。

惠泰医疗（688617）：2024 年业绩快报点评：业绩符合预期，期待 25 年房颤新品放量

投资要点 事件：2025 年 2 月 24 日晚，公司发布 2024 年业绩快报，公司 2024 年收入 20.66 亿元（同比+25.18%，下同），归母净利润 6.73 亿元（+26.14%），扣非归母净利润 6.43 亿元（+37.36%）；24Q4 收入 5.41 亿元（+23.80%），归母净利润 1.45 亿元（+10.69%），扣非归母净利润 1.35

亿元(+25.00%)，业绩符合我们预期。2025年重磅新品PFA等房颤耗材有望带来第二成长曲线：2024年12月13日，惠泰医疗Pulstamper一次性使用磁电定位环形脉冲电场消融导管在我国获批上市，是全球首款融合“压力感知/贴靠指示”+“磁电双定位三维标测”+“脉冲消融”三大特色功能于一体的消融系统。产品具有4大特点：(1)一证双型：单环双环，标测建模消融，全部实现；(2)三维匹配：与三维标测系统配合使用，精准可视，损伤连续；(3)贴靠指示：三维贴靠下放电，保证损伤透壁，提高成功率；(4)选择性放电：避免无效放电，减少溶血，保障安全。该产品创新性地将脉冲电场技术与压力感知、磁电导航技术结合，解决了术前标测、贴靠判定、消融记点等问题，保障了消融线的连续性，并将脉冲消融的可用范围从单纯的肺静脉隔离拓宽到快速心律失常整体；其次，在国产医疗器械中创新性地采用光感技术进行压力感应，相较于传统的基于弹簧的压力感应技术，光感技术具有更快速的压力测量反馈，在不同角度贴靠测量压力准确性更佳。目前Pulstamper上市后在国内多家临床中心手术取得圆满成功，我们预计2025年将为公司贡献千万级收入增量。河北省医保局将开展胸主动脉支架医用耗材集采，利好惠泰外周新产品放量。盈利预测与投资评级：考虑到公司新产品前期推广及海外市场拓展，我们将2024-2026年归母净利润由7.25/9.97/13.39亿元调整为6.73/9.19/12.08亿元，当前市值对应PE=55/40/31x，考虑到公司重磅新品前景广阔，维持“买入”评级。风险提示：市场竞争激烈；新品推广不及预期；经营规模扩大带来的战略与管理风险。

联想集团(00992.HK): FY2025Q3 业绩点评: 业绩超预期, AIPC+AIDC 助力公司业绩增长

投资要点 事件：公司发布2024/2025第三财季业绩，FY2025前三季度公司实现营业收入520.9亿美元，同比+21.1%；归母净利润13.0亿美元，同比+69.7%。FY2025Q3公司实现营业收入188.0亿美元，同比+19.6%；归母净利润6.9亿美元，同比+105.6%，剔除2.82亿美元所得税抵免后对应4.1亿美元，同比+22.0%。公司业绩超出市场预期。IDG：商业PC需求复苏，AIPC渗透有望加速。FY24Q3智能设备业务实现营业额137.8亿美元，同比+11.5%，环比+2.0%；经营利润10.0亿美元，同比+9.7%，环比+1.0%；经营利润率同比-0.1pct至7.3%。受益于Windows11更新，商业PC需求复苏驱动出货量提升。根据IDC，2024年公司PC出货量达6180万台，市占率达23.5%同比+4.7pct扩大领先优势。智能手机方面，摩托罗拉品牌收入实现双位数增长，美国外地区销售额占比达44%持续扩张。2025M集团旗下天禧AS小天个人智能体全面接入DeepSeek-R1联网满血版大模型。我们认为随模型端侧部署固定门槛、推理边际成本逐步降低，AI硬件的应用场景和功能边界有望持续拓展，公司有望持续受益端侧AI发展浪潮。ISG：运营利润扭亏，AI有望。FY25Q3基础设施方案业务实现营业额39.4亿美元，同比+59.2%，环比+19.2%；经营利润实现扭亏，系三季度服务器需求保持强劲。海内外算力需求共繁荣，阿里未来三年将投入超过3800亿元用于建设云和AI硬件基础设施，公司ISG业务有望充分受益国内AI基础设施建设提速，通过优化产品组合降本、推进客户多元化确保可持续增长及盈利。SSG：收入持续高增，经营利润率稳固。FY25Q3方案服务业务实现营业额22.6亿美元，同比+11.7%，环比+4.3%，连续十五个季度保持双位数增长；经营利润4.6亿美元，同比+11.5%，环比+3.9%，经营利润率为20.4%同比持平。其中运

维/项目解决方案收入同比+23%/20%。因硬件销售与服务收入时滞影响，支持服务收入同比持平。2024Q3 项目与解决方案服务实现向领先乳制品客户交付企业人工智能代理平台，方案服务业务赢得一家领先亚太地区航空公司重要项目。 盈利预测与投资评级：我们预计公司各项业务将持续受益于 AI 浪潮，AIDC、AIPC 产品

宏观策略

宏观点评 20250225: 美国住宅建筑商 ETF 创下史上最大的月度资金净流出

1.住宅建筑商 ETF 的收缩: 美国的住宅建筑商 ETF 正在创下历史上最大的月度资金净流出。 2.英国近期经济状况: 据彭博, 英国人近期对失业的担忧快速上升, 其次是生活成本。经通胀调整后的英国家庭储蓄水平持续低迷, 高通胀正在侵蚀居民购买力。 3.巴菲特的资产配置: 根据 Berkshire 四季度财报数据, 其现金持有占比升至 27%, 创下数十年以来的新高; 同时, 减持股票仍在持续。 4.美国财政支出的浪费: 马斯克领导的 DOGE 近期重点关注联邦政府的不合理开支。而据预算管理办公室统计, 财政的不合理支出是一个长期性问题, 每年至少“浪费” 1000 亿美元。WSJ 认为, 挑战不是浪费多少, 而是如何解决这些问题。 5.欧美股市的盈利预期: 根据彭博数据, 自今年年初以来, 分析师已将 2025 年欧洲利润的预期上调了 0.6%。与此同时, 美国的盈利预测在过去一个月下降了约 1%, 其中半导体在本周调幅居前。 6.DOGE 赤字削减水平测算: 尽管 DOGE 在其网站上列出了超过 1100 个被取消的合同, 并声称这些合同带来的节省额约为 70 亿美元, 但《华尔街日报》指出, 如果维持当前的支出水平, 实际节省额可能更接近 26 亿美元。目前, DOGE 的削减主要集中在研究型机构, 包括科技咨询、生物科技、社会科学等领域。 7.德国大选结果与右转: 德国基民盟/基社盟集团获得 28.8% 的选票, 极右翼德国另类选择党获得 20.2% 的选票, 位居第二。选票分布呈现出民粹和保守的双重取向。基民盟/基社盟集团领袖默茨表示, 他可能愿意讨论改革, 但必须先大幅削减德国慷慨的社会福利费用。德国投票结果公布后, DAX 期货上涨。 8.美国的财富分配: 当前, 美国最富有的 0.1% 人群持有的财富份额达到了历史高峰, 位于财富阶梯顶端的家庭至少拥有 3800 万美元的净资产。他们财富的最大份额是公司股票和共同基金, 平均每年赚取 330 万美元收入。WSJ 认为, 富裕阶层推动了美国经济增长: 前 10% 高收入者消费占到 GDP 的近三分之一。对于其他 90% 的居民来说, 超额储蓄率在疫情后快速下降。 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)

宏观深度报告 20250225: “科技重估”或继续推动人民币升值

摘要 核心观点: 在“基本盘”趋于供需均衡的状态下, 2 月份科技资产价值重估正在带动人民币风险偏好抬升, 成为边际推动人民币升值的重要因素, 预计短期内人民币汇率仍有回升空间, 以当前中间价为引导, USDCNY 或渐进回落至 7.20 左右。 开年跨境资金: 正在趋于均衡。出于对 2025 年潜在关税政策风险的担忧, 2024 年 12 月至 2025 年 1 月人民币汇率曾有较高的贬值预期: (1) 非金融企业“待结汇盘”规模扩张, 截至 2025 年 1 月末, 2022 年以来 3 年时间累积的“待结汇”资金体量大约为 2973 亿美元, 其中 2024 年 12 月出口企业单月累积高达 226 亿美元的待结汇资金, 创下近 3 年以来最大单月增量; (2) 居民部门偏向增持美元资产, 担忧人民币汇率在关税政策风险扰动下或出现快速贬值, 2024 年 12 月至 2025 年 1 月居民合计净购入美元 645 亿美元的同时, 涉外收付款净支出却仅有 326 亿美元, 两者之间的差额 320 亿美元, 或可视为“购汇之后却并未跨境支

出”，那么这 320 亿美元或可度量居民部门增配美元资产的意愿，居民部门近两个月新增外汇存款量同样创下 2015 年“8.11”汇改以来单月极值。在人民银行公开喊话、增发离岸央票、上调跨境融资宏观审慎参数、调降美元存款利率等多种举措作用下，外汇市场顺周期行为得到纠偏，结合外管局判断“1 月下旬涉外收支已转为顺差，2 月以来继续保持顺差态势”，据此我们预计 2 月份涉外收付和结售汇口径下跨境资金延续均衡态势。

风险偏好改善：人民币汇率或渐进升值。随着 2025 年 1 月份以来海外关税政策风险缓释、美元指数下修、“稳汇率”政策效应显现，涉外收付和结售汇在 2 月份以来逐步恢复均衡，而此时科技股带动“科技重估”，人民币资产风险偏好抬升成为推动人民币升值的边际增量，尽管本轮 A 股推升人民币汇率的行情，从强度上还不能与 2024 年 9 月底相比，但是科技股价值重估或对人民币汇率形成更持续的推力，一定程度上对冲海外风险和国内“降息”等方面对人民币汇率的压力。

技术层面：USDCNY 掉期点回升的动力。（1）人民币贬值预期会体现在远期结售汇对冲比率的变化上，远期结售汇对冲比率之差已经连续 2 个月保持负值，表明企业为应对未来的人民币贬值风险，通过远期合约锁定未来的换汇成本，当企业加大远期锁汇力度时，体现在掉期点上即是“做多掉期”；（2）从掉期市场套利来看，由于 2025 年 1 月份以来，人民币拆借利率提高，隔夜和 7 天期等货币市场关键期限利率上行带动利率平价点差趋向于回升，如此在掉期曲线上形成了巨大的“期限倒挂”，为掉期市场提供了期限套利机会，随着期限套利展开，对更长期限的 1 年掉期点形成“做多到期”，推升掉期点向平价收敛。如果人民币拆借利率继续保持高位，曲线上或仍有期限套利的空间，同时如果 2 月份以来跨境资金供需进一步均衡，居民和企业部门净购汇意愿回落，1 年期等长期期限掉期点或继续上移。

风险提示：（1）特朗普组合政策效应不明晰，美联储“降息”路径不明确，美债收益率和美元流动性尚有不稳定性；（2）中国的积极财政政策效应迟滞，人民币资产预期回报率低于市场预期；（3）特朗普加征关税或冲击欧元区经济和通胀，欧元区反应函数不明确，同时日本央行“加息”节奏不明确。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：王洋）

宏观点评 20250224：市场缩量震荡，农业、大基建崛起

事件 A 股成交额较周五缩量，科技股高位震荡，农业股，低空经济概念和大基建概念活跃。沪指下跌 0.18% 至 3373.03 点，较 24 年末上涨 0.63%；创业板指下跌 0.67% 至 2266.24 点，较 24 年末上涨 5.82%；风格指数方面，代表大盘股的沪深 300 下跌 0.22% 至 3969.72 点，较 24 年末上涨 0.88%；中证 500 下跌 0.20% 至 6044.97 点，较 24 年末上涨 5.58%。

行业层面，建筑装饰上涨 2.34%，建筑材料上涨 1.76%，房地产上涨 1.66%，通信下跌 1.10%，医药生物下跌 0.90%，传媒下跌 0.81%。市场成交额为 21153.66 亿元，较前一交易日缩量 1156.89 亿元，北向资金总成交 2426.58 亿元；南向资金净买入 137.37 亿元。

板块方面，农业板块：2025 年中央一号文件 2 月 23 日发布，本次中央一号文件首提“农业新质生产力”。消费板块：五部门印发《优化消费环境三年行动方案(2025-2027 年)》；支持汽车产品、电子产品、家居产品等消费升级促进汽车换“能”、家电换“智”、家装厨卫“焕新”。算力：阿里巴巴宣布，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。阿里巴巴将不遗余力加速云和 AI 硬件基础设施建设，助推全行业生态发展。国资云概念：国资委召开中央企业“AI+”专项行动深化部署会：着力强化中央企业推进人工智能发展的要素支撑。华为昇腾概念：上周华为 DCS AI

解决方案针对 DeepSeek 推出 FusionCube A3000 训/推超融合一体机，适配 DeepSeek V3&R1 及蒸馏模型，支持私有化部署。观点 周一大盘低开后弱势整理，农业、大基建崛起，题材股略有活跃。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。指数小涨之际个股大涨，营造一定的赚钱效应。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

固收周报 20250224：春躁行情下的转债配置再思考

上周（0217—0221）海外、国内方面格局上仍在演绎跨年行情，我们认为海外方面具有一定的可持续性，包括前期我们一直强调的美债、非美元货币的左侧机会（现在后者尤其日元或可接近表述为右侧机会，美债由于对通胀数据—无论来自于需求拉动还是供给推动—高度敏感，距离表述为右侧机会还有一定距离）、黄金的右侧机会，而国内方面本来我们预计的国内政策真空期叠加海外特朗普新任期的不确定性环境有所演化，体现在至少两方面：1) 国内方面临近两会，跨年 deepseek 的横空出世所带动的科技浪潮让两会政策面超预期的概率有所收敛，大概率符合预期；2) 海外方面美俄互动增加，泽连斯基被边缘化，一方面特朗普或着眼于在中东问题上同俄罗斯做筹码互换，加强合作，伊朗方面承压，另一方面特朗普或不同于其上一任期，打算在中期选举前以更快的节奏对中国施压，因此结合这两点边际演化，我们对风险类资产的乐观情绪有所弱化。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。结合前周所表述的我们认为 2025 年转债市场三方面胜负手，即 1) 信用评级是否下沉；2) 能否把握 W 型（或 V 型）机会；3) 如何选择仓位轻重和仓位结构这三方面，做如下补充表述：1) 评级方面更为保守的倾向或导致高评级标的出现溢价，以及需要考虑同高评级内部的置换溢出效应；2) deepseek 带动的机器人、SoC、国产云计算、AI 应用等方向的春躁行情，增加而非降低了后市的不确定性，转债仓位的择时变得更为重要，转债在大类配置中的低波动角色有增无减；3) 2 月 17 日相关会议强调要“做好民营企业股债融资支持”，要“吸引更多优秀民营企业借助资本市场发展壮大”，转债发行作为上市公司再融资的重要手段之一，上市节奏上或优于 2024 年。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、首华转债、鲁泰转债、维尔转债、中装转 2、蓝帆转债、本钢转债。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：中信转债、长信转债、鼎胜转债、海环转债、帝欧转债、伊力转债、今飞转债、大丰转债、海亮转债、核建转债。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 20250223：利率持续上行，需要等待何种信号破局？

观点 债券收益率持续上行，需要等待怎样的信号迎来反转？ A1：本周（2025.2.17-2025.2.21）10 年期国债收益率明显上行，对应 10 年期国债期货价格下行，分别创 2025 年开年以来新高和新低。其中，10 年期国债收益率上行至 1.72%，10 年期国债期货价格下行至 108.16 元。至于其背后的原因，与春节后的逻辑一脉相承，始于流动性紧张和股债跷跷板。一方面，以 DR001 和 DR007 为代表的银行间市场资金利率居高不下，另一方面，与 AI 相关的股市热点题材不断，为债市资金带来分流效应。同时，大多 1-2 月数据将于 3 月合并公布，当前无论是基本面还是与之紧密相关的政策都进入到观察期。回顾 2020 年至今，降准通常先于降息。我们预计今年降准有望在 4-5 月落地，降息或需要视海外情况而定，推迟至 6 月及之后的概率较大。在此情况下，债券收益率将保持低位震荡偏向上的态势，目前以“债持不炒”思路应对波动。美国 1 月成屋销量、营建许可初值、新屋开工，2 月密歇根大学消费者信心指数终值和当周失业救济等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？ A2：本周（0217—0221）海外、国内方面格局上仍在演绎跨年行情，我们认为海外方面具有一定的可持续性，包括前期我们一直强调的美债、非美元货币的左侧机会（现在后者尤其日元或可接近表述为右侧机会，美债由于对通胀数据——无论来自于需求拉动还是供给推动——高度敏感，距离表述为右侧机会还有一定距离）、黄金的右侧机会，而国内方面本来我们预计的国内政策真空期叠加海外特朗普新任期的不确定性环境有所演化，体现在至少两方面：1）国内方面临近两会，跨年 deepseek 的横空出世所带动的科技浪潮让两会政策面超预期的概率有所收敛，大概率符合预期；2）海外方面美俄互动增加，泽连斯基被边缘化，一方面特朗普或着眼于在中东问题上同俄罗斯做筹码互换，加强合作，伊朗方面承压，另一方面特朗普或不同于其上一任期，打算在中期选举前以更快的节奏对中国施压，因此结合这两点边际演化，我们对风险类资产的乐观情绪有所弱化。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 月成屋销量、新屋开工折年数均略低于预期，1 月营建许可初值高于预期。2 月 19 日美国 1 月新屋开工和营建许可初值数据显示，美国 1 月营建许可初值 148.3 万套，预期 146 万套，前值 148.2 万套，环比上升 0.1%。1 月新屋开工 136.6 万套，预期 139 万套，前值 151.5 万套，环比下跌 9.8%。2 月 21 日公布的美国 1 月成屋销售总数年化数据显示，美国 1 月成屋销售总数年化 408 万套，预期 413 万套，前值 429 万套，环比下跌 4.9%。美国 1 月份新屋开工数的下降出乎市场预料，对抵押贷款利率和未售出房屋越发担忧之下，建筑商减少了单户和多户型住宅的建造。尽管建筑许可稍微上升，但这也许不足以弥补开工数的下降给市场信心带来的冲击。（2）美国 2 月 15 日当周首次申请失业救济人数上升，2 月 8 日当周持续领取失业金人数上升，密歇根大学消费者信心指数超下跌。美国劳工部 2 月 20 日公布的数据显示，截至 2 月 15 日当周，美国首次申请失业救济人数为 21.9 万人，高于前一周的 21.3 万人，也高于预期的 21.5 万人；2 月 8 日当周美国持续申请失业救济人数为 186.9 万，高于前值 185 万，也高于预期值 186.8 万。2 月 21 日的数据显示，美国 2 月密歇根大学消费者信心指数终值为 64.7%，前值与预期值均为 67.8%。美国 2 月份消费者信心指数跌至 15 个月新低，或许与民众对特朗普加征关税可能导致的高通胀有关。（3）美联储 3 月降息概率小幅回升。美国联邦储备委员会 19 日公布的 1 月货币政策会议纪要显示，美联储

官员就特朗普政府的关税政策、减少监管和税收的政策等展开讨论，认为在贸易和移民政策变化以及消费者需求强劲等因素的影响下，“通胀存在上行风险”。关于通胀和继续降息问题。在劳动力市场仍较稳健的情况下，通胀在决策中的分量明显加重了。纪要指出，与会者注意到通货膨胀在过去两年中已明显缓解，然而相对于委员会 2% 的长期目标仍然较高，而且过去一年的进展有所放缓。同时，美联储已经注意到本轮通胀的一个规律：从 2022 年起，总是每年第一季度特别是 1 月份通胀率明显上升或反弹，下降则大多发生在剩余季度。今年 1 月美国 CPI 通胀数据也是全面超预期上升，但美联储的决策依据不是它，而是美国商务部的总体 PCE 通胀数据。绝大多数与会官员表示，当前货币政策“仍然是限制性的”，为美联储提供了“评估经济活动、劳动力市场和通胀前景的时间”。美联储希望在看到通胀形势进一步改善之后再对利率作出调整。会议纪要还显示，美国经济前景依然存在“高度不确定性”，美联储在考虑调整利率时需要采取谨慎态度。截至 2 月 22 日，Fedwatch 预期 3 月降息 25bp 的概率上升至 6.0%，上周为 4.0%；2025 年 5 月在 3 月份降息的基础上再次降息的可能性上升至 1.7%，上周为 0.5%。

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 20250223：绿色债券周度数据跟踪（20250217-20250221）

观点 一级市场发行情况：本周（20250217-20250221）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 12 只，合计发行规模约 147.25 亿元，较上周减少 16.37 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；发行人地域为北京市、上海市、广东省、天津市、江苏省、重庆市、河北省、境外；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（20250217-20250221）绿色债券周成交额合计 491 亿元，较上周增加 15 亿元。分债券种类来看，成交量前三为非金公司信用债、金融机构债和利率债，分别为 244 亿元、160 亿元和 47 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 77.86%，市场热度持续；分发行主体行业来看，成交量前三的行业为金融、公用事业、交运设备，分别为 184 亿元、112 亿元和 31 亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、湖北省和广东省，分别为 181 亿元、45 亿元和 45 亿元。估值偏离度前三十位个券情况：本周（20250217-20250221）绿色债券周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交幅度小于溢价成交，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 22 万科 GN003（-1.0244%）、24 康富租赁 MTN004（碳中和债）（-0.3306%），其余折价率均在 -0.25% 以内。主体行业以房地产和公用事业为主，中债隐含评级以 AA、AAA 评级为主，地域分布以北京市、广东省、四川省、浙江省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 G 三峡 EB2（1.6905%）、20 广东债 70（1.1399%）和 22 广东债 08（1.0820%），其余溢价率均在 1.00% 以内。主体行业以房地产、公用事业、金融、能源为主，中债隐含评级以 AA、AAA、AA+、AAA- 评级为主，地域分布以广东省、北京市居多。

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 20250223：二级资本债周度数据跟踪（20250217-20250221）

观点 一级市场发行与存量情况：本周（20250217-20250221）银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。截至 2025 年 2 月 21 日，

二级资本债存量余额达 43,617.75 亿元，较上周末（20250214）无变化。二级市场成交情况：本周（20250217-20250221）二级资本债周成交量合计约 1724 亿元，较上周增加 472 亿元，成交量前三个券分别为 24 建行二级资本债 03BC（168.12 亿元）、24 工行二级资本债 02BC（97.70 亿元）和 24 浦发银行二级资本债 02A（93.64 亿元）。分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和浙江省，分别约为 1201.54 元、322.69 亿元和 35.22 亿元。从到期收益率角度来看，截至 2 月 21 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：34.72BP、20.37BP、34.73BP；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：-11.68BP、12.56BP、31.95BP；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：-7.16BP、17.94BP、37.35BP。估值偏离%前三十位个券情况：本周（20250217-20250221）二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交的比例大于溢价成交，折价成交的幅度大于溢价成交。折价个券方面，折价率前四的个券为 24 天津农商行二级资本债 01（-0.7856%）、24 长安银行二级资本债 01（-0.6835%）、23 建行二级资本债 02B（-0.5986%）、20 华融湘江二级 01（-0.5901%），其余折价率均在 -0.58% 以内。中债隐含评级以 AAA-、AA-、AA 评级为主，地域分布以北京市、上海市居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 23 潍坊银行二级资本债 01（0.6544%）、21 龙江银行二级 01（0.5016%）和 21 红塔银行二级 01（0.4012%），其余溢价率均在 0.30% 以内。中债隐含评级以 AAA-、AA-、A+ 评级为主，地域分布以北京市、浙江省和上海市居多。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

极米科技（688696）：投影龙头再启航，稳存量扩增量逐步兑现

投资要点 投影行业景气承压，龙头公司积极寻变。多因素影响下，国内智能投影销量、销售额于 2023 年首次出现下降，极米科技作为行业头部厂商，业绩亦受到显著影响，2023 年营收、扣非归母净利润同比下降 16%、85%。公司积极调整战略应对，稳存量扩增量，叠加国补释放消费需求，业绩于 2024Q4 迎来拐点。 **稳存量：**产品全价格带覆盖，叠加国补，内销有望企稳。根据洛图科技，2024 年中国智能投影市场（不含激光电视）销额为 100.1 亿元，同比下降 4%，其中 Q1-3 表现低迷，Q4 在国补、双 11、双 12 活动叠加下实现翻盘。2024H1 中国投影行业在售品牌数量达 279 个，市场竞争激烈，但行业集中度呈提升趋势，CR4 达 34%。公司于 2023-2024 年推出 2000 元以下的全价格带覆盖，入门级、中高端、高端产品均在对应价格带热销，产品竞争力出色。我们看好国补提振消费需求，同时公司全价格带产品将更好满足市场对于入门级、高端产品的需求，叠加老产品去库存对毛利率的压制告一段落，公司内销收入及毛利率有望企稳回升。 **扩增量：**智能化水平领先，精耕细作驱动出海高增。根据洛图科技，2023 年全球投影市场出货量达 1875 万台，同比增长 5%，销售额达 98.7 亿美元，同比增长 7%，2024H1 中国大陆是全球投影机最大市场，

出货量占比达 35.1%。全球投影厂商竞争格局较为分散，CR4 不及 21%，产品消费呈 K 型分化，且智能化程度远低于境内。我们看好国产高性价比、智能化投影产品出海，公司积极推进海外线上、线下渠道建设，产品已进入欧洲、日本、美国等 100 多个地区，上线海外多个线上渠道，2024H1 海外收入已达 4.48 亿元，同比增长 27.95%。扩增量：积极布局车载新业务，2025 年有望迎来业绩兑现。车载投影已成为商用投影、家用投影外的又一新场景，根据洛图科技（RUNTO）统计，中国车内屏的市场容量约为 1500 亿元，车载显示渗透率稳步提升。公司于 2023 年布局车载业务，新设立车载产品线事业部，组建车载投影产品生产线，聚焦车载投影、智能大灯、HUD 三大场景，全资子公司宜宾极米设有占地 280 亩的生产制造基地，已获得 IATF16949 汽车行业质量管理体系符合性认证。截至 2024 年底，公司已收到 7 个定点通知，已完成多款车载产品的研发与送样工作。盈利预测与投资评级：公司作为家用投影龙头，内销受益于国补及产品结构改善，收入增速有望触底回升，外销市场渗透率仍处提升初期，收入有望持续高增，同时随着老产品去库存的毛利率压制影响消退，费用管控优化，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.22/4.30/5.63 亿元，yoy+1.14%/+252.49%/+31.06%，对应当前股价 PE 分别为 73/21/16 倍（可比公司平均为 48/26/20x）。公司业绩高增，同时车载业务有望于 2025 年开启兑现，可给予一定估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：DMD 芯片依赖外购的风险，内销增速见顶风险，技术替代的风险。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：张家琦
 证券分析师：陈欣）

大名城（600094）：国内算力基建加快，大名城算力业务有望加速

事件：阿里巴巴集团 CEO 吴泳铭在 2 月 24 日宣布，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（约 3000 亿人民币）。投资要点 国内大厂和政府加大 Capex 投入，国内算力产业需求有望提升：除去阿里增加 capex 外，腾讯接入 Deepseek。2 月 22 日，苹果商店显示，腾讯元宝超越豆包，升至中国区苹果免费 APP 下载排行榜第二，DeepSeek 继续位居榜首。腾讯元宝使用 Deepseek 满血版十分流畅，我们预计算力投入较大。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。在算力需求大幅提升背景下，国内算力服务商业业务有望迎来快速增长。大名城与政府和产业联合布局算力服务，算力优势明显：2024 年 5 月，公司公告拟与福建大数据产投、商筹科技成立合资公司，布局“港数闽算”，分别持股 44%/51%/5%。商筹科技是商汤科技的合并联属实体，提供技术支持。大数据产投是福建省大数据集团有限公司（福建省国资委 100% 持股）的控股子公司，提供数据跨境服务和政府资源。合资公司第一批 2000P 算力已到位，香港客户已经开始测试。公司预留 IDC 充足，可以满足行业旺盛需求。福建省算力成本优势明显。1）电价优势。福州具有丰富的风电、水电、核电资源，电价便宜且稳定。2）通信优势。公司算力海底光缆国际通达：福州作为国家 4 个出口节点城市之一，位于福州新区的海底光缆可连接香港、通达台湾。低空业务稳步推进：福建省丘陵地貌、海岸线长；紧邻台湾省，边海空防建设需求迫切；拥有完备的新能源电池产业链。枢纽机场是低空产业的关键环节，是后续运营各项服务的基础，掌握枢纽机场有望掌握低空运营主导权。2024 年 6 月，大名城公告拟和航发公司、中航金城成立合资公司布局低空业务，分别持股 56%/34%/10%。中航金城是低空经济国家队，

提供技术支持和协调军方、民航。航发公司是国有独资企业，提供地方行政资源。合资公司拟在福州新区投资建设“低空城际智慧枢纽机场”项目，先发优势明显。大名城后续有望在福建多地建设低空枢纽机场，建设选址具有排他性，掌握低空运营核心竞争力。盈利预测与投资评级：国内大厂和政府加大算力投入，算力服务市场需求有望大幅增加。公司早已布局算力业务，福州算力优势明显，有望伴随行业需求提升，营收迎来快速增长。由于公司主业房地产业务景气度依旧较低，计提存货跌价准备及投资性房地产减值准备，我们下调 2024-2026 年归母净利润预测为-20.51（前值 2.09）/1.43（前值 1.61）/1.29（前值 1.45）亿元。但随着国家政策推出，房地产行业有望企稳，同时，公司算力业务有望迎来加速发展，维持“买入”评级。风险提示：转型进度不及预期；低空产业政策支持力度不及预期；AI 应用发展不及预期。

（证券分析师：王紫敬 证券分析师：王世杰）

同花顺(300033): 2024 年年报点评: 市场活跃拉升整体业绩, AIB+C 端产品力稳健提升

事件：公司发布 2024 年年报，实现营业总收入同比+17%至 42 亿元，归母净利润同比+30%至 18 亿元，归母净资产 80 亿元，较 2023 年末 +9%。投资要点 市场活跃度提升，互联网广告业务收益明显。2024 年，公司营业收入同比+17%至 42 亿元（Q4 单季度同比+55%至 19 亿元），归母净利润同比+27%至 19 亿元（Q4 单季度同比+86%至 12 亿元）。24Q4 单季度 A 股日均成交额同比+122%至 18,684 亿元，2024 全年 A 股日均交易额同比+20%至 10,856 亿元。分业务看，2024 年，①增值电信业务收入同比+6%至 16 亿元，广告及互联网推广服务收入同比+49%至 20 亿元；24Q4 市场活跃度大幅上升，公司券商导流业务直接受益，且散户端对于金融信息服务需求提升，增值电信业务同样受益，我们预计这两项业务收入不完全体现于 24Q4，将有部分滞后于 25Q1（2024 年公司合同负债同比+35%至 15 亿元，为历史最高值）。②软件销售及维护服务收入同比-19%至 3.6 亿元，基金代销收入同比-21%至 1.9 亿元；我们预计软件销售及维护 23 年数据基数较高（国密改造及信创导致），24 年无法延续业绩，基金代销下滑主要系基金各项费用持续下调及 ETF 导流收入转移合并至广告及互联网推广所致。数据质量提升+大模型深入应用致营业成本增加，销售推广力度增强致销售费用增长。①营业成本同比+14%至 4.4 亿元，主要系公司提升数据质量，相应的信息数据采购费、技术服务费增加，同时数据录入、数据标注等相关人员成本增加所致；②研发费用同比+1%至 12 亿元，研发费用率同比-4.6pct 至 29%（研发人员数量同比-7%至 3105 人）；③销售费用同比+19%至 5.9 亿元，销售费用率同比+0.19pct 至 14%，主要系公司为扩大市场份额，加大销售推广力度及销售人员薪酬增加所致；④管理费用同比+8%至 2 亿元，管理费用率同比-0.5pct 至 5%。AI 技术全方位渗透，金融工具创新升级。上层应用：1）“问财”在 AI Agent 算法框架下融合图像识别与“慢思考”智慧，推出深度识图功能引领投资决策。①圈选图像智能体，支持圈选分析、图像问答及截图提问，调用多种工具提供全面分析并给出即时反馈；②强化 AI “慢思考”能力，升级深度推理、知识调用、自我修正、复杂任务处理能力，并展现思维过程。③新一代语言基座模型发布，HithinkGPT 语料库规模升级扩大至 10T tokens，内化思维链学习技术实现 128K 长文本的推理。2）iFinD 数据查询升级，A 股数据浏览器支持统计、时序图等功能，并新增数据探查功能；数据品种扩充，新增债券、基金实时行情，重点布局固收研究，推出智能风控、投研教学工具等。技术

底座：1) 同创智能体平台接入 Deepseek, 复杂任务推理能力跃升, 实现多智能体协同作业, 支持一句话生成工作流; 2) 同花顺 AIPC 版采用自研 Hithink GPT 基础模型, 融合英特尔酷睿 Ultra 处理器, 集成 CPU、GPU、NPU 三大引擎, 大幅提高算力。我们认为, 公司在 AI 技术与金融应用深度融合的创新举措有望进一步推动公司业绩提升。盈利预测与投资评级: 基于资本市场活跃度持续向好, 利好公司 C 端各项业务收入增长, 我们上调此前盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 24/31/39 亿元 (25-26 年前值为 17/19 亿元), 分别同比+31%/+28%/26%, 对应 PE 分别为 70/55/43 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 业务发展不及预期, AI 技术及应用发展不及预期。

(证券分析师: 孙婷 证券分析师: 张良卫 证券分析师: 武欣姝)

南微医学 (688029): 2024 年业绩快报点评: 业绩符合预期, 海外迈向新篇章

投资要点 事件: 2025 年 2 月 24 日晚, 公司发布 2024 年业绩快报, 公司 2024 年收入 27.6 亿元 (同比+14.47%, 下同), 归母净利润 5.5 亿元 (+13.53%), 扣非归母净利润 5.4 亿元 (+17.21%), 业绩符合我们预期。2024 年业绩稳健增长。面对国内外错综复杂的局势, 公司勇于迎接挑战, 坚持自主研发、医工创新和产学研合作, 国内营销不断深化市场, 海外渠道覆盖面进一步扩大, 生产运营方式不断优化和转型, 保持了稳定持续发展的良好态势。24Q4 公司实现收入 7.49 亿元 (+12.5%), 归母净利润 1.01 亿元 (+2.0%), 扣非归母净利润 0.97 亿元 (+12.8%)。完成跨国收购及海外工厂奠基, 开启全球布局新篇章。2024 年 9 月公司公告拟通过全资子公司 Micro-Tech (NL) International B.V. 使用自有资金不超过 3,672 万欧元购买 Creo Medical Group plc 持有的 Creo Medical S.L.U. (简称“CME”) 51% 股权, 本次交易完成后, CME 将成为公司控股子公司。2025 年 2 月 15 日, 公司公告称双方《股权购买协议》约定的交易先决条件已满足, 且交易双方已按照《股权购买协议》的约定履行了股权交割程序。CME 在西欧地区拥有广泛的销售网络, 覆盖英国、西班牙、法国等多个国家, 服务近 5000 家医疗机构客户, 可以为南微医学拓宽在欧洲市场的销售渠道。公司将借助这一优势, 把优质产品更好地推向欧洲各地, 加速公司在海外市场的拓展步伐。2025 年 1 月 9 日, 南微医学泰国制造中心奠基仪式在泰国春武里府邦拉蒙县洛加纳园区隆重举行, 建成后的泰国制造中心将配备先进设备与智能产线, 具备大规模生产高端医疗器械能力, 产品主要供应美国、欧洲及东南亚等国际市场。同时, 制造中心将与当地高校、科研机构合作, 构建产学研创新体系, 提升南微医学全球创新实力。盈利预测与投资评级: 考虑到公司 2025 年海外投入费用增加, 2026 年有望迎来收获期, 我们将 2024-2026 年归母净利润由 5.77/7.15/9.07 亿元调整为 5.52/6.97/9.36 亿元, 当前市值对应 PE=24/19/14x, 考虑到公司出海布局领先, 维持“买入”评级。风险提示: 市场竞争激烈; 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)

惠泰医疗 (688617): 2024 年业绩快报点评: 业绩符合预期, 期待 25 年房颤新品放量

投资要点 事件: 2025 年 2 月 24 日晚, 公司发布 2024 年业绩快报, 公司 2024 年收入 20.66 亿元 (同比+25.18%, 下同), 归母净利润 6.73 亿元 (+26.14%), 扣非归母净利润 6.43 亿元 (+37.36%); 24Q4 收入 5.41 亿元 (+23.80%), 归母净利润 1.45 亿元 (+10.69%), 扣非归母净

利润 1.35 亿元 (+25.00%)，业绩符合我们预期。 2025 年重磅新品 PFA 等房颤耗材有望带来第二成长曲线：2024 年 12 月 13 日，惠泰医疗 Pulstamper 一次性使用磁电定位环形脉冲电场消融导管在我国获批上市，是全球首款融合“压力感知/贴靠指示”+“磁电双定位三维标测”+“脉冲消融”三大特色功能于一体的消融系统。产品具有 4 大特点：（1）一证双型：单环双环，标测建模消融，全部实现；（2）三维匹配：与三维标测系统配合使用，精准可视，损伤连续；（3）贴靠指示：三维贴靠下放电，保证损伤透壁，提高成功率；（4）选择性放电：避免无效放电，减少溶血，保障安全。该产品创新性地将脉冲电场技术与压力感知、磁电导航技术结合，解决了术前标测、贴靠判定、消融记点等问题，保障了消融线的连续性，并将脉冲消融的可用范围从单纯的肺静脉隔离拓宽到快速心律失常整体；其次，在国产医疗器械中创新性地采用光感技术进行压力感应，相较于传统的基于弹簧的压力感应技术，光感技术具有更快速的压力测量反馈，在不同角度贴靠测量压力准确性更佳。目前 Pulstamper 上市后在国内多家临床中心手术取得圆满成功，我们预计 2025 年将为公司贡献千万级收入增量。河北省医保局将开展胸主动脉支架医用耗材集采，利好惠泰外周新产品放量。2025 年 2 月 25 日，河北医保局发布《河北省医疗保障局关于开展胸主动脉支架、腹主动脉支架两类医用耗材产品介绍的通知》，我们预计 2025 年胸主动脉支架将有望在全国部分省份落地集采。惠泰医疗 RescSeal™ 胸主动脉覆膜支架于 2024 年 4 月获批，产品适用于 Stanford B 型主动脉夹层的腔内介入治疗。该产品的上市标志着埃普特医疗从血管通路产品（导管、导丝、鞘等通路耗材），向主动脉治疗类产品的拓展，是主动脉介入治疗整体解决方案实现全国产化道路的重要里程碑。 盈利预测与投资评级：考虑到公司新产品前期推广及海外市场拓展，我们将 2024-2026 年归母净利润由 7.25/9.97/13.39 亿元调整为 6.73/9.19/12.08 亿元，当前市值对应 PE=55/40/31x，考虑到公司重磅新品前景广阔，维持“买入”评级。 风险提示：市场竞争激烈；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）

联想集团（00992.HK）：FY2025Q3 业绩点评：业绩超预期，AIPC+AIDC 助力公司业绩增长

投资要点 事件：公司发布 2024/2025 第三财季业绩，FY2025 前三季度公司实现营业收入 520.9 亿美元，同比+21.1%；归母净利润 13.0 亿美元，同比+69.7%。FY2025Q3 公司实现营业收入 188.0 亿美元，同比+19.6%；归母净利润 6.9 亿美元，同比+105.6%，剔除 2.82 亿美元所得税抵免后对应 4.1 亿美元，同比+22.0%。公司业绩超出市场预期。IDG：商业 PC 需求复苏，AIPC 渗透有望加速。FY24Q3 智能设备业务实现营业收入 137.8 亿美元，同比+11.5%，环比+2.0%；经营利润 10.0 亿美元，同比+9.7%，环比+1.0%；经营利润率同比-0.1pct 至 7.3%。受益于 Windows11 更新，商业 PC 需求复苏驱动出货量提升。根据 IDC，2024 年公司 PC 出货量达 6180 万台，市占率达 23.5%同比+4.7pct 扩大领先优势。智能手机方面，摩托罗拉品牌收入实现双位数增长，美国外地区销售额占比达 44%持续扩张。2025M 集团旗下天禧 AS 小天个人智能体全面接入 DeepSeek-R1 联网满血版大模型。我们认为随模型端侧部署固定门槛、推理边际成本逐步降低，AI 硬件的应用场景和功能边界有望持续拓展，公司有望持续受益端侧 AI 发展浪潮。ISG：运营利润扭亏，AI 有望。FY25Q3 基础设施方案业务实现营业收入 39.4 亿美元，同比+59.2%，环比+19.2%；经营利润实现扭亏，系三季度服务器需求保持强劲。海内外算力需求共繁荣，阿里未来三年将

投入超过 3800 亿元用于建设云和 AI 硬件基础设施,公司 ISG 业务有望充分受益国内 AI 基础设施建设提速,通过优化产品组合降本、推进客户多元化确保可持续增长及盈利。SSG: 收入持续高增,经营利润率稳固。FY25Q3 方案服务业务实现营业收入 22.6 亿美元,同比+11.7%,环比+4.3%,连续十五个季度保持双位数增长;经营利润 4.6 亿美元,同比+11.5%,环比+3.9%,经营利润率为 20.4%同比持平。其中运维/项目解决方案收入同比+23%/20%。因硬件销售与服务收入时滞影响,支持服务收入同比持平。2024Q3 项目与解决方案服务实现向领先乳制品客户交付企业人工智能代理平台,方案服务业务赢得一家领先亚太地区航空公司重要项目。盈利预测与投资评级: 我们预计公司各项业务将持续受益于 AI 浪潮,AIDC、AIPC 产品将推动公司业绩稳健增长,将 FY2025/2026/2027 预期归母净利润由 12.6/14.7/17.6 亿美元调整至 15.6/15.8/16.8 亿美元,2025 年 2 月 24 日收盘价对应 PE 分别为 13.3/13.1/12.3 倍,维持“买入”评级。风险提示: 供应链风险、地缘政治风险、AIPC 渗透不及预期

(证券分析师: 张良卫 研究助理: 李博韦)

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>