

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-02-24

宏观策略

2025 年 02 月 24 日

宏观点评 20250221: 美国 1 月咨商会领先指标环比不及预期

美国经济领先指标: 1 月美国咨商会领先指标环比-0.3%, 预期-0.1%, 前值由-0.1%上修至+0.1%。消费者对商业前景的悲观、每周平均工时的下降是主要拖累项。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 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

固收金工

固收周报 20250217: 流动性中性偏紧环境如何破局?

关于银行体系缺乏流动性的原因, 我们认为和信贷开门红的诉求相关。1 月新增人民币贷款 51300 亿元, 同比多增 2100 亿元, 其中中长期贷款 39535 亿元, 同比多增 163 亿元, 短期贷款及票据融资 11754 亿元, 同比多增 3359 亿元。1 月信贷总量和结构均表现出色, 总量在 2024 年 1 月高基数的情况下继续同比多增, 结构上中长期贷款占比 77%。虽然监管此前提示需要平滑全年信贷投放的节奏, 但多数贷款仍将于一季度投放, 在这样的情况下, 银行在货币市场上融出资金将较为谨慎。

固收周报 20250216: 2025 年转债配置之三大胜负手

我们整体维持前期观点, 转债市场目前存在一定结构性机会, 尤其配置盘较青睐的中低价标的中, 仍存在在 3 月、6 月两个节点前后错误定价向正确定价收敛的潜在空间。

固收点评 20250215: 二级资本债周度数据跟踪 (20250210-20250214)

本周 (20250210-20250214) 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 1252 亿元, 较上周增加 724 亿元。

固收点评 20250215: 绿色债券周度数据跟踪 (20250210-20250214)

本周 (20250210-20250214) 银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 10 只, 合计发行规模约 163.62 亿元, 较上周增加 163.62 亿元。绿色债券周成交额合计 476 亿元, 较上周增加 121 亿元。

行业

推荐个股及其他点评

球冠电缆 (834682): 电线电缆小巨人, 市场+产品结构优化助力公司新成长

盈利预测与投资评级。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 1.28/1.48/1.70 亿元, 同比+4%/16%/15%, 对应 PE 为 19/16/14 倍。考虑下游电网投资建设需求稳步提升。公司大客户业务持续增长, 同时公司逐步开拓新客户及新市场, 未来业绩有望持续增长, 首次覆盖, 给予公司“增持”评级。风险提示: 行业竞争加剧、原材料价格波动、产业政策变化风险等。

奥特维 (688516): 获 10GW+HJT 0BB 串焊机升级确认, 关注光伏设备

存量改造机会【勘误版】

连续获龙头客户 0BB 升级改造订单，合计约 40GW+：近日奥特维凭借其在 0BB 串焊设备上的先发技术优势和卓越的服务能力，成功获得某光伏龙头的批量 HJT 0BB 串焊机升级确认，此次采用焊接+印胶的工艺，产能合计超 10GW。此前 2024 年 8 月获得某龙头企业 10+GW 超高速 0BB 串焊设备大额采购订单，12 月获两家光伏龙头的 20GW 的 TOPCon 0BB 串焊机改造确认订单。

行业景气度承压，关注设备存量改造机会：作为设备公司，一方面需要向下游客户推广新技术，推进增量市场，另一方面推进存量设备的改造替换。光伏行业景气度承压，下游客户新建产能速度放缓，设备龙头有望依赖存量设备的改造需求穿越周期。在存量市场领域，奥特维深谙组件企业痛点，为客户打造了从 SMBB 工艺升级至 0BB 工艺的升级改造方案。自 2024 年年初成功助力客户完成一代改造后，奥特维对改造方案持续优化升级。目前，奥特维 0BB 工艺的升级改造方案已成功实现对高温工艺路线和低温工艺路线的全面兼容。据客户反映，改造后的设备量产表现十分稳定，为客户带来显著经济效益，而本次 HJT 0BB 串焊机升级确认进一步印证了行业客户对奥特维 0BB 串焊工艺的认可。

成长为横跨光伏&锂电&半导体的自动化平台公司：

(1) 光伏：a. 硅片：子公司松瓷机电单晶炉海外订单持续落地；b. 电池片：子公司旭睿科技负责丝印整线设备，收购普乐新能源负责 LPCVD 镀膜设备，推出激光 LEM 设备；c. 组件：主业串焊机龙头销售额市占率 70%+，有望受益于 0BB 迭代。(2) 半导体：键合机和 AOI 检测设备订单增量明显，划片机取得首批订单，引入日本团队成立合资公司布局 CMP 设备，单晶炉已获韩国客户订单。(3) 锂电：目前主要产品为储能的模组 pack 线，叠片机研发中。

盈利预测与投资评级：随着出海步伐加速+新领域拓展顺利，我们下调公司 2024 年归母净利润至 15.7(原值 16.8) 亿元，维持 2025-2026 年归母净利润 18.9/20.5 亿元，对应 PE 为 8/7/6 倍，维持“买入”评级。

风险提示：新品拓展不及预期，下游扩产不及预期。

鸿腾精密 (06088.HK)：互联方案领导者，AI+汽车打开成长空间

投资要点 “3+3” 战略前瞻性布局关键产业，构筑核心竞争力 公司执行 “3+3” 战略，布局 EV、5G AIoT 及音频产品三大关键产业。公司 2015 年收购 Avago 光模块业务、2018 年收购 Belkin、2021 年收购 SSI、2023 年收购 Prettl SWH，通过持续收并购完成对关键产业的资源整合，拓展产品品类，协同连接器主业发展。通过 40+ 年积累，公司已形成高度精密元件制造能力、连接应用解决方案能力以及大规模垂直整合生产能力，构筑技术壁垒和规模优势。集团生态协同，垂直整合优势显著 公司为鸿海集团旗下唯一连接器线缆平台。鸿海集团在电子代工服务领域排名全球第一，市占率超过 40%，业务范围涵盖消费性电子产品、云端网路产品、电脑终端产品、元件及其他等四大产品领域。在 AI 服务器领域，鸿海集团及旗下工业富联为英伟达重要合作伙伴，在组装及液冷环节具有卡位优势；在电动汽车领域，集团打造 MIH 平台，转型平台解决方案供应商。在机器人领域，集团积极布局下游整机环节。我们认为集团可以为公司产品落地、验证迭代、切入核心客户提供支持，具有协同效应。通信汽车下游高景气，声学产品放量可期 算力需求高速增长，通信连接器线缆高速化、小型化、集成化趋势显著。公司凭借技术积累及集团协同有望切入增量环节。汽车电动化、智能化趋势下传感器用量增加，丰富连接器应用

场景，高速连接器性能要求提高，连接环节价值量有望提升。声学方面，公司 A 客户为全球消费电子龙头，根据 Canalys 其 TWS 耳机产品市占率多年维持全球第一，2024Q3 市占率恢复至 21.4%。公司与 A 客户在连接器、声学等领域有多年合作经验。我们认为印度产线投产后，公司组装代工份额有望提升。 盈利预测与投资评级：公司深耕连接器线缆四十余年，行业地位稳固，下游布局全面，网络设施、电动汽车、系统终端产品业务成长路径清晰。可比公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 32.0/25.3/21.1 倍（截至 2025 年 2 月 20 日）。我们预计鸿腾精密公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.6/2.4/3.0 亿美元，当前市值对应 PE 分别为 21.0/14.2/11.5 倍，首次覆盖给予“买入”评级。 风险提示：AI 进展不及预期，下游需求不及预期，地缘政治风险

百润股份（002568）：威士忌起航加速，贡献成长新动能

结合 24 年前三季度业绩表现以及后续规划综合分析，我们预计 2024-2026 年营收为 32.0/37.5/43.5 亿元（前值为 32.0/36.5/41.2 亿元），同比-2%、+17%、+16%；归母净利润为 7.2/8.3/10.0 亿元（前值为 7.7、8.8、10.1 亿元），同比-11%、+15%、21%，对应 PE 为 37、33、27 倍，维持“买入”评级。

老铺黄金（06181.HK）：2024 年业绩预告点评：全年业绩同比+236% ~ 260%，品牌破圈拉动同店高增

盈利预测与投资评级：老铺黄金是我国古法金品类的头部品牌，在高净值客户中有较好的口碑，以较好的产品品质设计和服务保持了较好的行业地位，2025 年春节这一波销售亮眼超预期，近期公司处于持续“出圈”的趋势当中，品牌势能仍处提升期，以至业绩实现超预期，股权激励计划发布体现内部发展信心。海外门店扩张，品牌力出海值得期待。我们上调公司 2024-2026 年归母净利润从 12.3/21.6/30.3 亿元至 14.5/25.4/35.7 亿元，对应 2025-2026 年 PE 为 29/21 倍，维持“买入”评级。

宏观策略

宏观点评 20250221：美国 1 月咨商会领先指标环比不及预期

1. 美国经济领先指标：1 月美国咨商会领先指标环比-0.3%，预期-0.1%，前值由-0.1%上修至+0.1%。消费者对商业前景的悲观、每周平均工时的下降是主要拖累项。 2. 纽约联储经济调查：2 月纽约联储制造业指数 5.7，预期-2，前值-12.6，企业对前景的乐观情绪大幅下降；服务业商业活动指数降至-10.5，为一年多来的低位。 3. 美股的波动性特征：中国人工智能的崛起和特朗普的关税战似乎并未对标普 500 整体波动率带来影响，但其成分股却在剧烈波动。WSJ 认为，分散的原因在于投资者对好消息反应过度，而在坏消息出现时，他们试图区分赢家和输家。试图从这种分散中获利的交易者本身正在加剧整体波动性风险。 4. 地缘政治对油价波动的溢出影响：达拉斯联储的研究发现，自 1975 年代以来，尽管石油市场的地缘政治事件推高了油价的确定性风险，但其不太可能产生相当大的经济衰退影响。更高的石油生产灾难发生几率会引发更强的预防性存储需求，这种预防性存储需求推高了油价，但对产出或消费不确定性几乎没有太大影响。 5. 美国住宅市场景气：美国 1 月新屋开工环比-9.8%，预期-7.3%，前值由+15.8%上修至+16.1%；建筑许可环比+0.1%，预期-1.5%。 6. 本周首申失业金小幅上升：2 月 15 日当周美国首申失业金人数 21.9 万，预期 21.5 万，前值 21.4 万；受到 DOGE 裁员影响，华盛顿特区申请人数飙升；肯塔基州与田纳西州因气候与洪水申请人数同样走高。从 4 周趋势看，首申失业人数维持低位，持续申领就业金人数高位徘徊。 7. 人工智能对不同地区劳动市场的替代作用：Brookings 针对美国的研究显示，总体来看，AI 应用程度与工资百分位呈现一定正相关性。在州一级层面上，高技能地区受影响更大，低技能或非办公室导向地区受影响较小。 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

固收周报 20250217：流动性中性偏紧环境如何破局？

观点 流动性持续中性偏紧，何时能够缓解？同时央行 2024 年四季度货币政策执行报告发布，如何看待后续货币政策落地节奏？ 2025 年开年以来，以 DR007 和 R007 为代表的资金利率始终高于以 7 天期逆回购利率为代表的政策利率。同时，以春节前和春节后为分界线，年前 R007 和 DR007 之间的利差较大，表明非银机构缺钱程度更甚，而年后两者的利差趋于收敛，甚至代表隔夜融资成本的 DR001 和 R001 之间出现倒挂，银行的缺钱程度大于非银。关于银行体系缺乏流动性的原因，我们认为和信贷开门红的诉求相关。1 月新增人民币贷款 51300 亿元，同比多增 2100 亿元，其中中长期贷款 39535 亿元，同比多增 163 亿元，短期贷款及票据融资 11754 亿元，同比多增 3359 亿元。1 月信贷总量和结构均表现出色，总量在 2024 年 1 月高基数的情况下继续同比多增，结构上中长期贷款占比 77%。虽然监管此前提示需要平滑全年信贷投放的节奏，但多数贷款仍将于一季度投放，在这样的情况下，银行在货币市场上融出资金将较为谨慎。针对这一

现状，最直接的解决方法便是央行通过降准投放流动性，相较于买断式逆回购和公开市场操作投放的流动性更加长期和低成本。而央行目前对于货币政策的态度，可以通过最新发布货币政策执行报告窥见一二，新增了“根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机调整优化政策力度和节奏”这一表述，长期来看支持性的货币政策立场不变，但短期内相机抉择性提升，降准节奏或快于降息，债市短期将保持震荡，追涨性价比降低，等待“跌出来的机会”。

美国 1 月 CPI、PPI 等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？上周（0210—0214）海外、国内方面格局上基本延续跨年行情，相关题材表现亮眼。在周中 CPI 数据公布后，10 年期美债收益率向上突破至 4.6% 以上，之后又再次跌至 4.5% 以下。本周美国 1 月 CPI 数据虽远高于市场预期，但不排除季节因素等噪声的干扰，不一定预示着通胀回落的反转。但即使存在噪声的干扰，美联储在一季度降息的可能性也已是极小。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 CPI、PPI 均超预期上升，通胀出现回升迹象。2 月 12 日公布的 CPI 数据显示，美国 1 月 CPI 同比涨幅从去年 12 月的 2.9% 上升至 3.0%，高于预期值 2.9%；CPI 环比上升 0.5%，大于前值 0.4% 和预期值 0.3%。剔除波动较大的食品和能源价格后核心 CPI 同比上涨 3.3%，预期值 3.1%，前值 3.2%；核心 CPI 环比上涨 0.4%，预期值 0.3%，前值 0.2%。从 CPI 结构来看，1 月能源通胀同比为 0.8%，2024 年 12 月为 -0.3%；食品通胀同比增长维持 2.5%；核心服务通胀的 1 月份同比增长 4.3%，上月为 4.5%。美国 1 月 PPI 同比增速维持 3.5%，高于预期值 3.3%；环比上升 0.4%，高于预期值 0.3%，低于前值 0.5%。1 月核心 PPI 同比上涨 3.6%，预期值 3.3%，前值 3.7%；核心 PPI 环比上涨 0.3%，预期值 0.3%，前值 0.4%。美国 1 月 CPI 数据远高于市场预期，已连续 4 个月反弹。1 月份能源通胀由负转正，核心商品对通胀下行的贡献进一步减弱，是美国 1 月份 CPI 反弹的主要原因。

（2）美国 2 月 8 日当周首次申请失业救济人数下降，2 月 3 日当周持续领取失业金人数下降。美国劳工部 2 月 13 日公布的数据显示，截至 2 月 8 日当周，美国首次申请失业救济人数为 21.3 万人，低于前一周的 21.9 万人，也低于预期的 21.6 万人；2 月 3 日当周美国持续申请失业救济人数为 185 万，低于前值 188.2 万，也低于预期值 188.6 万。

（3）美联储 3 月降息概率继续下降。美国达拉斯联储主席洛根表示，美联储 2% 这一通胀目标不容讨论。美国达拉斯联邦储备银行主席洛丽·洛根周五表示，美联储在未来几个月应保持谨慎，即使通胀降至 2% 目标附近，也不一定意味着有进一步降息的空间。她的言论再次强调了利率政策需保持谨慎，不应因短期通胀回落而贸然行动。洛根表示：“即使通胀数据向好，并接近 2% 目标，我仍认为我们应保持谨慎。因为如果劳动力市场和整体经济依然强劲，这并不一定意味着有降息的空间。洛根的这番言论呼应了她上周的表态。她此前曾表示，当前的利率水平可能已接近“中性”水平，即既不会刺激经济增长，也不会过度抑制经济活动。因此，即便通胀放缓，短期内进一步降息的必要性仍存疑。“目前，货币政策究竟有多大的紧缩性仍是一个关键问题，因此我们需要谨慎行事。”截至 2 月 15 日，Fedwatch 预期 3 月降息 25bp 的概率下降至 4.0%，上周为 8.0%；2025 年 5 月在 3 月份降息的基础上再次降息的可能性下降至 0.5%，上周为 5.5%。

风险提示：财政政策力度不及预期；资金面持续紧张。

（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）

固收周报 20250216：2025 年转债配置之三大胜负手

上周（0210—0214）海外、国内方面格局上基本延续跨年行情，相关题材表现亮眼，转债则表现出一定跟随上的困境，表现原因或由于一方面转债属于双层估值结构，包括正股层面的市盈率/市净率的抬升，以及转股溢价率的同步抬升，因此转债的估值抬升可能会快于正股，另一方面转债作为企业再融资手段，本身存在即有其内生性，“资产荒”更是在去年极端行情后进一步深化，优质标的的稀缺导致优质标的的估值已经在跨年行情中充分定价。我们整体维持前期观点，转债市场目前存在一定结构性机会，尤其配置盘较青睐的中低价标的中，仍存在在3月、6月两个节点前后错误定价向正确定价收敛的潜在空间。综上所述，2025年相对收益的胜负手或需要考虑以下三方面如何做选择：1）信用评级是否下沉。在经历2024年转债市场短暂的高收益化后，部分机构强化了风控管理，导致中低评级既缺乏流动性也更容易存在错误定价的可能，这给主动性更强的资金创造了获取超额收益的机会。2）能否把握W型（或V型）机会。2024年转债整体呈现出W型表现特征，震荡上行，除了权益市场的主导因素外，转债信用风险的叠加让善于择时的转债投资人获得了跑赢市场的多次良机。展望2025年，我们认为一方面可以把2024年作为参考基准，另一方面市场的折返或更浅，同时转折时点存在由于抢跑而提前的可能。3）仓位。体现在仓位轻重和仓位结构两方面，如果单纯从转债自身考虑，进一步错误定价的结构性机会或需要市场出现一定信用风险暴露作为催化，但同时如果从纯债、转债、权益大类配置的角度考虑，转债的低波动、可攻可守的特征，或给予部分高评级、中低价标的以更高的估值。下周预测转债下修概率最大的前十名分别为：浦发转债、建工转债、凌钢转债、国投转债、华海转债、闻泰转债、通22转债、精工转债、天业转债、兴发转债。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、海环转债、伊力转债、海亮转债、美锦转债、利群转债、核建转债、和邦转债、大丰转债。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）

固收点评 20250215：二级资本债周度数据跟踪（20250210-20250214）

观点 一级市场发行与存量情况：本周（20250210-20250214）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14日，二级资本债存量余额达43,617.75亿元，较上周末（20250207）无变化。二级市场成交情况：本周（20250210-20250214）二级资本债周成交量合计约1252亿元，较上周增加724亿元，成交量前三个券分别为24建行二级资本债03BC（112.79亿元）、24工行二级资本债02BC（48.06亿元）和24浦发银行二级资本债02A（41.25亿元）。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833.82亿元、181.52亿元和55.71亿元。从到期收益率角度来看，截至2月14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：5.14BP、8.32BP、8.36BP；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：7.36BP、4.30BP、4.89BP；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：3.89BP、5.49BP、3.23BP。估值偏离%前三十位个券情况：本周（20250210-20250214）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18伊川农商二级01（-8.7376%）、18十堰农商二级01（-

6.5894%)、18 营口银行二级 02 (-6.5776%)，其余折价率均在-2.00%以内。中债隐含评级以 AA-、AA、A+评级为主，地域分布以福建省、浙江省、山东省和河北省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 24 中行二级资本债 01B (0.4072%)、24 宁波银行二级资本债 02 (0.3979%) 和 23 农行二级资本债 02B (0.3705%)，其余折价率均在 0.37%以内。中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA-评级为主，地域分布以北京市、上海市和浙江省居多。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)

固收点评 20250215：绿色债券周度数据跟踪 (20250210-20250214)

观点 一级市场发行情况：本周 (20250210-20250214) 银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 10 只，合计发行规模约 163.62 亿元，较上周增加 163.62 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 级；发行人地域为北京市、上海市、广东省；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 (20250210-20250214) 绿色债券周成交额合计 476 亿元，较上周增加 121 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 238 亿元、161 亿元和 53 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 76.69%，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、94 亿元和 30 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 162 亿元、52 亿元和 49 亿元。估值偏离度前三十位个券情况：本周 (20250210-20250214) 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，折价率前四的个券为 22 万科 GN003 (-6.1279%)、18 武汉地铁绿色债 01 (-0.6728%)、24 临沂财金 GN001(碳中和债) (-0.6197%) 和 22 万科 GN001 (-0.6091%)，其余折价率均在-0.60%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、AA(2)、AAA 评级为主，地域分布以浙江省、北京市、广东省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 20 河南债 06 (0.3905%)、19 山东 36 (0.3222%) 和 22 宁德时代 GN001 (0.3086%)，其余溢价率均在 0.30%以内。主体行业以金融、房地产、交运设备为主，中债隐含评级以 AAA、AA+评级为主，地域分布以广东省、江苏省、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)

行业

推荐个股及其他点评

球冠电缆 (834682)：电线电缆小巨人，市场+产品结构优化助力公司新成长

投资要点 深耕电力电缆市场的区域龙头企业：球冠电缆成立于 2006 年，是一家专注于高低压电力电缆和特种电缆研发、生产及销售的高新技术企业。公司近年来积极拓展市场，2023 年公司实现营业收入 29.8 亿元，同比增长 12.3%；归母净利润 1.23 亿元，同比增长 13%。特高压及特种电缆需求增长，市场前景广阔。1) 国内市场规模迅速扩

容：2023 年中国电线电缆行业销售收入达 1.20 万亿元，同比增长 2.56%，前瞻产业研究院预计到 2027 年市场规模有望达到 1.6 万亿元。

2) 十四五政策发力推动市场构建：根据“十四五”发展纲要，国家层面将继续给予“新基建”等重点战略政策以及资金扶持，同时优化能源结构，提高新能源比重；国家电网和南方电网“十四五”电网规划投资累计将超过 2.9 万亿元。

3) 下游新能源等行业的发展带来需求缺口：2023 年中国新能源汽车产量为 958.7 万辆，销量达到 949.5 万辆，同比分别增长 35.8% 和 37.9%，新能源电站规模化建设拉动下游对电线电缆需求；轨道交通网络的快速扩展也使得高性能电缆在行业中的需求持续攀升。

研发创新赋能，结构优化+紧密合作大客户助力公司成长。

1) 注重研发投入，高压电缆推动公司增长：2018-2023 年公司研发费用从 6135 万元增长至 8293 万元，2018-2023 年 CAGR 达 9.96%；研发项目多已投产，同时 500kV 电力电缆技术取得重要进展。2023 年，公司获得 6 项国家专利授权，2024H1 受益于华东地区需求提升及高压电缆产销提升公司业绩稳步增长。

2) 持续绑定国网及南网等大客户，积极拓展新客户市场：公司为业内少数具备国家电网、南方电网的投标资格企业，紧密合作国网及南网等大客户同时公司亦在持续拓展新客户市场，央企、国企、大型企业客户市场拓展良好，经销商业务及外贸也在继续提升，公司有望持续受益增长。

盈利预测与投资评级。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 1.28/1.48/1.70 亿元，同比+4%/16%/15%，对应 PE 为 19/16/14 倍。考虑下游电网投资建设需求稳步提升。公司大客户业务持续增长，同时公司逐步开拓新客户及新市场，未来业绩有望持续增长，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧、原材料价格波动、产业政策变化风险等。

(证券分析师：朱洁羽 证券分析师：易申申

证券分析师：余慧勇 研究助理：薛路熹 研究助理：武阿兰)

奥特维 (688516)：获 10GW+HJT 0BB 串焊机升级确认，关注光伏设备存量改造机会【勘误版】

投资要点 连续获龙头客户 0BB 升级改造订单，合计约 40GW+：近日奥特维凭借其在 0BB 串焊设备上的先发技术优势和卓越的服务能力，成功获得某光伏龙头的批量 HJT 0BB 串焊机升级确认，此次采用焊接+印胶的工艺，产能合计超 10GW。此前 2024 年 8 月获得某龙头企业 10+GW 超高速 0BB 串焊设备大额采购订单，12 月获两家光伏龙头的 20GW 的 TOPCon 0BB 串焊机改造确认订单。

行业景气度承压，关注设备存量改造机会：作为设备公司，一方面需要向下游客户推广新技术，推进增量市场，另一方面推进存量设备的改造替换。光伏行业景气度承压，下游客户新建产能速度放缓，设备龙头有望依赖存量设备的改造需求穿越周期。在存量市场领域，奥特维深谙组件企业痛点，为客户打造了从 SMBB 工艺升级至 0BB 工艺的升级改造方案。自 2024 年年初成功助力客户完成一代改造后，奥特维对改造方案持续优化升级。目前，奥特维 0BB 工艺的升级改造方案已成功实现对高温工艺路线和低温工艺路线的全面兼容。据客户反映，改造后的设备量产表现十分稳定，为客户带来显著经济效益，而本次 HJT 0BB 串焊机升级确认进一步印证了行业客户对奥特维 0BB 串焊工艺的认可。

成长为横跨光伏&锂电&半导体的自动化平台公司：(1) 光伏：a. 硅片：子公司松瓷机电单晶炉海外订单持续落地；b. 电池片：子公司旭睿科技负责丝印整线设备，收购普乐新能源负责 LPCVD 镀膜设备，推出激光 LEM 设备；c. 组件：主业串焊机龙头销售额市占率 70%+，有望受益于 0BB 迭代。(2) 半导体：键合机和 AOI 检测设备

订单增量明显，划片机取得首批订单，引入日本团队成立合资公司布局 CMP 设备，单晶炉已获韩国客户订单。(3) 锂电：目前主要产品为储能的模组 pack 线，叠片机研发中。盈利预测与投资评级：随着出海步伐加速+新领域拓展顺利，我们下调公司 2024 年归母净利润至 15.7(原值 16.8)亿元，维持 2025-2026 年归母净利润 18.9/20.5 亿元，对应 PE 为 8/7/6 倍，维持“买入”评级。风险提示：新品拓展不及预期，下游扩产不及预期。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意)

鸿腾精密 (06088.HK): 互联方案领导者, AI+汽车打开成长空间

投资要点 “3+3”战略前瞻性布局关键产业，构筑核心竞争力 公司执行“3+3”战略，布局 EV、5G AIoT 及音频产品三大关键产业。公司 2015 年收购 Avago 光模块业务、2018 年收购 Belkin、2021 年收购 SSI、2023 年收购 Prettl SWH，通过持续收并购完成对关键产业的资源整合，拓展产品品类，协同连接器主业发展。通过 40+年积累，公司已形成高度精密元件制造能力、连接应用解决方案能力以及大规模垂直整合生产能力，构筑技术壁垒和规模优势。集团生态协同，垂直整合优势显著 公司为鸿海集团旗下唯一连接器线缆平台。鸿海集团在电子代工服务领域排名全球第一，市占率超过 40%，业务范围涵盖消费性电子产品、云端网路产品、电脑终端产品、元件及其他等四大产品领域。在 AI 服务器领域，鸿海集团及旗下工业富联为英伟达重要合作伙伴，在组装及液冷环节具有卡位优势；在电动汽车领域，集团打造 MIH 平台，转型平台解决方案供应商。在机器人领域，集团积极布局下游整机环节。我们认为集团可以为公司产品落地、验证迭代、切入核心客户提供支持，具有协同效应。通信汽车下游高景气，声学产品放量可期 算力需求高速增长，通信连接器线缆高速化、小型化、集成化趋势显著。公司凭借技术积累及集团协同有望切入增量环节。汽车电动化、智能化趋势下传感器用量增加，丰富连接器应用场景，高速连接器性能要求提高，连接环节价值量有望提升。声学方面，公司 A 客户为全球消费电子龙头，根据 Canalys 其 TWS 耳机产品市占率多年维持全球第一，2024Q3 市占率恢复至 21.4%。公司与 A 客户在连接器、声学等领域有多年合作经验。我们认为印度产线投产后，公司组装代工份额有望提升。盈利预测与投资评级：公司深耕连接器线缆四十余年，行业地位稳固，下游布局全面，网络设施、电动汽车、系统终端产品业务成长路径清晰。可比公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 32.0/25.3/21.1 倍（截至 2025 年 2 月 20 日）。我们预计鸿腾精密公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.6/2.4/3.0 亿美元，当前市值对应 PE 分别为 21.0/14.2/11.5 倍，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：AI 进展不及预期，下游需求不及预期，地缘政治风险

(证券分析师：张良卫 研究助理：李博韦)

百润股份 (002568): 威士忌起航加速, 贡献成长新动能

投资要点 事件：2024 年 11 月 19 日，品牌“崂州”与崂州单一麦芽威士忌创世版、品牌“百利得”和百利得单一调和威士忌创世版正式宣告上市，参考公司规划，25Q1 开始两大品牌旗下流通产品将陆续发布，目前百利得品牌旗下流通产品已步入生产发货阶段，整体招商进展顺利，年度目标合同签订积极。威士忌业务招商进展顺利，新增长曲线潜力充足。在原有 RTD 经销商基础上，公司威士忌业务亦拓展部分白酒及烈酒经销商，以推动渠道多元化发展。截至 2 月中旬左右，经销商签约金额占全年任务约 60%，招商及目标签订好于预期，预计主因：①公司组织客户进行工厂参观、现场品鉴，增强客户体验感、提升对公司威士忌操盘能力的认可度，现场参会客户后续签约率

较高；②威士忌产品可顺价销售，渠道利润略高于 RTD，保障经销商利润、增强渠道推力。节奏上，百利得与崂州品牌流通产品预计上半年先后推出，预计产品定价适中、围绕年轻消费群体和大众价位带进行布局，25H1 以招商铺货、自然动销为主，H2 配套营销推广落地。我们认为国内威士忌市场当前仍处于扩容阶段，公司发展威士忌业务核心优势包括：1）RTD 舶来品的本土化成功经验；2）年轻化、时尚化和差异化的品牌打造和运营能力；3）数字化营销积累的消费者数据。后续需持续跟踪铺货进度与实际动销反馈，我们预判全年收入贡献可观，中长期利润弹性有望逐步释放。预调酒主业天花板未及，基本盘持续夯实。1）行业仍在渗透率上升期：目前我国预调酒渗透率仍低，消费人群仍主要集中在一二线城市的年轻群体；得益于龙头 RIO 的消费培育和多样化的行业营销方式，消费者对于 RTD 的认知度仍处提升通道，尤其餐饮市场/低线城市空间仍大。2）RIO “3+5+8”度矩阵已完善，单品放量逻辑清晰：过往大单品短期热度过后仍有一定基础体量，核心消费者已形成稳定复购，从 25 年春节反馈看，三大系列产品动销同比均实现增长，同时 25 年公司有望在 358 产品矩阵基础上，推出 8~20 酒精度新品，新单品打造亦将开辟新增消费群体和场景，增强 RTD 基本盘稳定性。盈利预测与投资评级：结合 24 年前三季度业绩表现以及后续规划综合分析，我们预计 2024-2026 年营收为 32.0/37.5/43.5 亿元（前值为 32.0/36.5/41.2 亿元），同比-2%、+17%、+16%；归母净利润为 7.2/8.3/10.0 亿元（前值为 7.7、8.8、10.1 亿元），同比-11%、+15%、21%，对应 PE 为 37、33、27 倍，维持“买入”评级。风险提示：预调酒销售不及预期、新品威士忌渠道拓展和动销可能低于预期、食品安全问题。

（证券分析师：苏铖 研究助理：于思淼）

老铺黄金 (06181.HK)：2024 年业绩预告点评：全年业绩同比+236%~260%，品牌破圈拉动同店高增

投资要点 2024 年公司业绩同比+236%~260%：公司披露 2024 年业绩预告，2024 年预计净利润 14-15 亿元，同比+236%~260%。2024 年 H2，公司预计净利润 8.1-9.1 亿元，同比+270%~316%。业绩高增主要来自于品牌持续破圈带来的同店高增。2024 年全年新开门店 7 家，优化扩容 4 家，品牌出海值得期待：2024 年，公司新开门店 7 家，优化及扩容 4 家门店。截至 2025 年 2 月，公司最新门店总数 38 家，其中大陆地区 34 家。公司门店主要覆盖一线及新一线城市核心商圈。2025 年公司将继续延续募集计划，稳步推进高端重奢项目的门店拓展，海外首家门店也已经在筹备中了。股权激励绑定核心团队，强化长期发展动能：老铺黄金近期发布了《2025 年股份奖励计划》公告，拟向核心团队授予不超过 947.75 万股（占已发行 H 股的 10%），总规模达当前股本的 5.63%。激励对象包括董事（独立非执行董事除外）、监事及核心员工，重点聚焦高绩效员工（上年度绩效需“优秀”）及关键岗位（如高级管理层、技术骨干），覆盖广度与深度兼具。该计划旨在吸引、激励及保留核心人才，推动公司长期战略落地。盈利预测与投资评级：老铺黄金是我国古法金品类的头部品牌，在高净值客户中有较好的口碑，以较好的产品品质设计和服务保持了较好的行业地位，2025 年春节这一波销售亮眼超预期，近期公司处于持续“出圈”的趋势当中，品牌势能仍处提升期，以至业绩实现超预期，股权激励计划发布体现内部发展信心。海外门店扩张，品牌力出海值得期待。我们上调公司 2024-2026 年归母净利润从 12.3/21.6/30.3 亿元至 14.5/25.4/35.7 亿元，对应 2025-2026 年 PE 为 29/21 倍，维持“买入”评级。风险提示：消费降级下终端消费疲软，金价波动风险，古法

黄金品类拓展不及预期，开店不及预期

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：谭志千）

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>