

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-02-20

宏观策略

2025 年 02 月 20 日

宏观深度报告 20250219: 从全球价值链洞察对华关税影响

这一轮全球价值链的重构表现为三种形式，一是本土化，部分延申在外的价值链环节回流国内；二是区域化，区域价值链联系加强；三是多元化，广泛布局可替代的价值链。三种形式的价值链重构都会带来全球范围内的产业转移，本土化要求制造业回流，区域化和多元化也将带来全球生产的重新配置。

晨会编辑 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@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

蒙牛乳业 (02319.HK): 减值落地轻装上阵, 25 年业绩弹性可期

考虑到行业需求持续疲软, 下调公司 2024-2026 年营收预期为 887/937/967 亿元 (此前预期为 927.4/955.4/980.6 亿元), 同比增速为 -10.1%/+5.6%/+3.2%; 考虑到 24 年减值拨备为一次性影响, 调整 2024-2026 年归母净利润预期为 1.1/48.3/54.2 亿元 (此前预期为 43/48.4/53.2 亿元), 同比增速为 -97.7%/+4289%/+12%, 对应 PE 分别为 575/13/12 倍, 维持“买入”评级。

九方智投控股 (09636.HK): 基本面夯实乘 A 股东风, AI 赋能拓成长蓝海

盈利预测与投资评级：我们认为九方智投控股各项业务仍处于快速成长期，公司付费客户数量将持续稳健增长，我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 2.7/9.6/11.4 亿元，同比，分别对应 42/12/9 倍 PE，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：市场波动风险，宏观经济与政策风险，行业竞争加剧，监管合规风险，数据安全风险，业务拓展风险。

盛弘股份 (300693)：2024 年业绩快报点评：业务多点开花，AIDC 带动业绩弹性

公司发布 2024 年业绩快报，营业收入 30.37 亿元，同比+14.6%；归母净利润 4.26 亿元，同比+5.7%；扣非后归母净利润 4.13 亿元，同比+8.5%；归母净利率 13.6%，同比-0.8pct。24Q4 营业收入 9.42 亿元，同环比+2.6%/41.8%；归母净利润 1.55 亿元，同环比+19.7%/+74.3%；归母净利率 16.5%，同环比+2.4/3.1pct。24 年电动车充换电业务带动收入提升，盈利能力环比大幅改善。24 年公司总收入同比提升，主要系电动汽车充换电收入同比增速较快；此外公司 24Q4 归母净利率 16.5%，同环比均大幅提升。AIDC 带动公司相关业务高增。公司是电能质量设备行业龙头，涉及 APF、SVG 产品，我们预计 24 年下游中数据中心占比有所提升，毛利率稳定，公司是细分市场龙头，预计国内外数据中心建设加速有望带动公司该业务的盈利提升。受国内收入占比提升影响，储能盈利短期承压，25 年有望扭转。我们预计 24 年国内储能收入占比提升影响公司储能业务盈利能力。公司加大海外市场开拓，预计 25 年海外市场收入及盈利有望实现反转。

宏观策略

宏观深度报告 20250219：从全球价值链洞察对华关税影响

新冠疫情加速全球价值链重构：新冠肺炎疫情爆发以来，全球价值链贸易被加速重构。其一，在新冠肺炎疫情爆发后，欧美发达经济体经济增长明显放缓，而新兴市场国家受影响相对较小，成为了全球经济增长的主要动力，承接了更多的全球需求；其二，疫情冲击下全球产业链分工体系的脆弱性有所凸显，各国日益重视供应链产业链的安全，包括美日在内的国家开始扶持产业链回归本土。在此背景下，东盟、拉美等地区在全球价值链贸易中的地位明显提升。这一轮全球价值链的重构表现为三种形式，一是本土化，部分延申在外的价值链环节回流国内；二是区域化，区域价值链联系加强；三是多元化，广泛布局可替代的价值链。三种形式的价值链重构都会带来全球范围内的产业转移，本土化要求制造业回流，区域化和多元化也将带来全球生产的重新配置。我国仍处于全球价值链偏下游的位置：从我国全球价值链参与度的变化趋势来看，2017年开始的中美贸易争端是我国全球价值链参与度发生转变的一个重要节点，2017年以前我国全球价值链前向参与度逐步提升，后向参与度逐步走低，整体呈现从全球价值链下游向上游转移的过程，且在2016年前向参与度首次超过后向参与度。而在2017年中美贸易争端以来，我国全球价值链前向参与度整体有所下行，后向参与度再度走高，整体仍偏向下游加工组装的角色。究其原因，包括美国在内的欧美主要经济体在重要原材料以及核心技术零部件等领域对我国施加了封锁与遏制，部分核心领域的“卡脖子”技术是我国从全球价值链下游向上游转移的主要制约。关税或通过全球价值链对我国出口带来间接冲击：美国的关税政策在对我国直接出口美国产品造成影响的同时，也会通过全球价值链的渠道对我国出口至其他国家的中间产品出口造成间接影响。一方面，对于我国出口的中间产品或者我国进口再出口的产品而言，其在多次转口的过程中也会伴随着多次的关税累计，尽管部分关税不直接由我国承担，但多重税赋压力下主要贸易伙伴对中间品的进口需求或受到影响；另一方面，在全球价值链的视角下，总出口被拆分为国内增加值和国外增加值两部分，我国出口中间产品的国内增加值即使仅占中间产品总值的一小部分，也会以产品总值为基准加征关税，这可能会出现某些产品需要付出的关税高于产品的国内增加值，即该产品的出口并没有带动经济的实际增长。全球价值链视角下我国对美出口贡献度大于传统贸易视角：横向对比各国出口中国内增加值占比来看，截至2022年，我国总出口中国内增加值占比达到了83.6%，处于全球较高水平，高于墨西哥、加拿大、巴西和越南等已经被加征关税或有较大概率被加征关税的经济体，这一定程度上反映我国在全球价值链渠道上受到关税的间接影响或相对较小。从美国进口的角度出发，截至2022年美国从中国进口金额占比为16.5%，而美国从中国获得的增加值占比为19.4%，对比之下2022年美国从墨西哥进口金额占比为14.0%，从墨西哥获得的增加值占比为9.8%。而与2018年相比，2022年美国从中国进口金额占比降低了4.7个百分点，从中国获得的增加值占比反而增加了2.7个百分点。结合这两个数据可以看出，其一，美国进口份额的高低并不意味着实际需求的高低，从增加值拆解的角度更能反映美国进口对我国的依赖程度；其二，尽管中国对美直接出口有所下滑，但通过转口贸易的形式，出口产品的增加值最终经由第三方国家流到了美国，从这个角度讲，加征关税并没有减少美国对中国出口产品的

实际需求。电气设备和精炼石油出口或更易受到关税影响：从行业结构出口的增加值拆解来看，我国出口行业中纺织服装、食品饮料、皮革制鞋和非金属矿物制品的国内增加值相对较高，这些行业产品出口的增加值更多留在了国内，而在中高技术的电气和光学设备、机械设备以及石油化工等资源品领域，我国产品出口的国外增加值偏高，表征我国出口仍旧处于“量重于质”阶段，在中高技术领域出口更容易受到外部环境变化的影响。进一步从我国对美出口的行业增加值拆解来看，其结构与我国整体出口的增加值拆解结构相类似，截至2022年对美出口中精炼石油（29.9%）和电气设备（24.3%）的国外增加值占比均较高，这些行业其更容易受到加征关税的冲击。我国如何应对全球价值链重构：第一，继续加大科技支持力度，力争早日突破“卡脖子”技术对我国高技术制造业嵌入全球价值链的制约。横向比较来看，截至2024年我国R&D支出约为3.6万亿元，占GDP比重约为2.68%，增速较前两年有所放缓，而美国、日本和德国等发达经济体R&D支出占GDP比重多高于3%，表征我国在研发投入方面仍有进一步提升的空间。第二，加强区域协作，通过构建区域内部的价值链以避免多重关税带来的负面影响。相关研究表明2018年美国加征关税后，部分国家的反制措施会通过全球价值链将部分税负转移至我国，因此我国应深化与“一带一路”国家以及RCEP成员国等在内国家的区域协作，构建稳定、高效的区域价值链，尽可能的规避外部环境变化所带来的额外成本。第三，适时推出一系列具有针对性的支持举措，鼓励企业加速出海。在关税政策影响下，我国企业应加速出海进程，积极布局海外供应链的建设，以规避加征关税所带来的负面影响。1月15日，工信部发布了《中小企业出海服务专项行动》，从跨境金融服务、人才服务等六个维度对中小企业出海提供了政策支持，而往后看，政策可进一步聚焦于拓宽出海企业融资渠道、降低出海企业税负等角度展开，切实解决出海企业的后顾之忧。风险提示：（1）美国关税政策不确定性仍高，关税政策路径对我国出口造成扰动；（2）全球价值链相关数据测算方式较多，不同测算方式下结果可能存在误差；（3）发达国家制造业回流超预期，全球贸易需求不及预期。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：李昌萌）

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，可以通过最新发布的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，但同时如果我们从纯债、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

蒙牛乳业 (02319.HK)：减值落地轻装上阵，25 年业绩弹性可期

投资要点 公司发布 2024 年业绩预告：预计 2024 年公司归母净利润 0.5-2.5 亿元，(2023 年归母净利润 48.09 亿元)，业绩承压主因：1) 受原奶供需矛盾突出、消费需求疲软等因素影响，2024 年公司收入同比下降；2) 子公司贝拉米 2024 年业绩亏损，综合考虑贝拉米近年经营状况、财务表现及未来市场预期，公司对贝拉米的商誉及相关无形资产进行减值拨备，减值拨备+其他相关递延所得税对 2024 年公司业绩影响约为 38-40 亿元；3) 预计联营公司现代牧业 2024 年净亏损 13.5-

15.5 亿元，导致公司应占该联营公司亏损 7.9-9 亿元。 减值拨备甩清包袱，25 年利润弹性可期。贝拉米近年经营不善，公司此次减值拨备有利于甩清历史包袱，为 2025 年公司业绩增长奠定坚实基础。24 年现代牧业经营承压预计主因行业原奶供大于求导致原奶价格持续下行，上游养殖压力较大，当前上游持续去化，我们预计 2025 年行业供需矛盾有望逐步缓和，推动上游牧场经营情况边际改善，公司 2025 年联营亏损有望改善。 主业经营韧性强，OPM 稳步改善。得益于原奶价格下降及各种提质增效措施，2024 年公司毛利率及经营利润率同比明显提升；剔除上述预期减值影响，2024 年公司归母净利润同比仍然稳健，主业经营具备韧性。 现金流稳健，注重股东回报。上述预期减值均为非现金性质的会计项目，预计 2024 年公司经营现金流同比稳健，公司注重股东回报，根据股息政策考虑宣派股息时，预计会剔除上述减值影响，努力为股东争取最大回报。未来随着业绩改善+分红率提升，公司股东回报有望持续优化。 盈利预测与投资评级：考虑到行业需求持续疲软，下调公司 2024-2026 年营收预期为 887/937/967 亿元（此前预期为 927.4/955.4/980.6 亿元），同比增速为-10.1%/+5.6%/+3.2%；考虑到 24 年减值拨备为一次性影响，调整 2024-2026 年归母净利润预期为 1.1/48.3/54.2 亿元（此前预期为 43/48.4/53.2 亿元），同比增速为-97.7%/+4289%/+12%，对应 PE 分别为 575/13/12 倍，维持“买入”评级。 风险提示：原奶价格大幅波动风险，竞争加剧风险，商誉减值风险，食品安全问题

（证券分析师：苏铖 证券分析师：周韵）

九方智投控股 (09636.HK): 基本面夯实乘 A 股东风, AI 赋能拓成长蓝海

投资要点 战略引领发展，业绩稳健增长：1) 把握散户在线投资先发优势，快速占领行业龙头地位。九方智投控股有限公司，前身为九方云，1998 年取得证券投资顾问资质，开始为个人投资者提供专业服务；于 2023 年在香港联交所上市，2024 年 5 月更名为九方智投控股。公司业务涵盖在线投教、金融信息软件和财商教育服务。2) 股权结构稳定、创始人背景奠定运营优势。核心管理团队由陈文彬、陈冀庚等创始人组成，具有丰富的金融及投资顾问行业经验，能够敏锐洞察市场变化，积极回应用户需求，提升运营效率。3) 盈利能力稳健，成本控制较强。2019-2023 年，公司总营收从 2.74 亿增至 19.65 亿，5 年 CAGR 为 48%，主要由在线投教和金融软件服务推动。2020-2022 年净利润上升，2023 年因员工增长、上市开支和上市会计口径变化，净利润下降 59%。2024 年三季度起，一揽子政策刺激资本市场复苏，公司业绩表现预期向好。 市场前景广阔，公司份额有望进一步提高。1) 个人投资者稳定增长，看好行业发展前景。中国经济的快速发展不仅提升了居民的生活质量，也加速了个人资产的积累。在线高端投资教育服务市场规模从 2017 年的 17 亿元增长至 2021 年的 43 亿元，据弗若斯特沙利文数据，预计 2026 年将达到 155 亿元。2022 年，九方智投控股以 13.8% 的市场份额位列第一，是中国证券投资咨询服务行业的领导者，随着市场规模的不断扩大，未来有望实现盈利增长。2) 证券投顾业务领先，产品结构层次丰富。2019-2023 年，九方智投控股证券投顾业务收入持续增加，5 年 CAGR 达 48%，领先同类公司。公司提供多种证券投顾产品，包括高端的超级投资家系列、中端的股道领航系列以及小额产品、股票学习机等，满足不同客户的需求。 科技助力完善产品矩阵，逐步构建全域流量运营生态：1) 精细化流量运营，构建全域流量运营生态。公司构建了涵盖传统媒体、MCN 渠道及互联网终端的融媒体流量池，扩大获客来源，并计划开展线下业务，构建全

域流量运营生态。凭借大数据技术和成熟运营团队，公司提高客户留存率，实现流量持续增长和有效转化。2) 轻量级产品助力打开下沉市场，持续完善产品矩阵。2024 年，公司整合九方智投旗舰版和擒龙版 APP，推出九方智投 APP，实现从工具向平台的转型，并积极推出多款轻量级产品和“易知股道”学习机，填补市场空白。多元化产品布局助力公司扩大客户群体，提升竞争力和市场份额。3) 持续强化投研能力，技术支撑优质内容制作。九方智投控股于 2019 年成立九方金融研究所，团队规模持续扩大。九方金融研究所专注个人投资者感兴趣内容，以轻量化、娱乐化形式呈现，吸引散户关注。4) 坚持“科技+投研”，持续推进数智化转型。九方智投控股秉持“科技+投研”双轮驱动战略，2019 年开启数智化转型，2023 年携手华为云、科大讯飞研发九章证券领域大模型，推出首款智能投顾数字人“九哥”并不断升级迭代，2025 年 1 月发布“九方灵犀”和“九方智研”两款 AI 新产品。公司持续加大研发投入，加速推进人工智能在智能投顾领域各场景的落地和应用。盈利预测与投资评级：我们认为九方智投控股各项业务仍处于快速成长期，公司付费客户数量将持续稳健增长，我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 2.7/9.6/12.6 亿元，分别同比 +42%/+256%/+31%，对应 42/12/9 倍 PE，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：市场波动风险，宏观经济与政策风险，行业竞争加剧，监管合规风险，数据安全风险，业务拓展风险。

(证券分析师：孙婷 证券分析师：武欣姝)

盛弘股份 (300693): 2024 年业绩快报点评: 业务多点开花, AIDC 带动业绩弹性

投资要点 事件：公司发布 2024 年业绩快报，营业收入 30.37 亿元，同比+14.6%；归母净利润 4.26 亿元，同比+5.7%；扣非后归母净利润 4.13 亿元，同比+8.5%；归母净利率 13.6%，同比-0.8pct。24Q4 营业收入 9.42 亿元，同环比+2.6%/41.8%；归母净利润 1.55 亿元，同环比+19.7%/+74.3%；归母净利率 16.5%，同环比+2.4/3.1pct。24 年电动车充换电业务带动收入提升，盈利能力环比大幅改善。24 年公司总收入同比提升，主要系电动汽车充换电收入同比增速较快；此外公司 24Q4 归母净利率 16.5%，同环比均大幅提升。AIDC 带动公司相关业务高增。公司是电能质量设备行业龙头，涉及 APF、SVG 产品，我们预计 24 年下游中数据中心占比有所提升，毛利率稳定，公司是细分市场龙头，预计国内外数据中心建设加速有望带动公司该业务的盈利提升。受国内收入占比提升影响，储能盈利短期承压，25 年有望扭转。我们预计 24 年国内储能收入占比提升影响公司储能业务盈利能力。公司加大海外市场开拓，预计 25 年海外市场收入及盈利有望实现反转。盈利预测与投资评级：考虑公司海外储能业务规模不达预期，我们下调 2024-2026 年业绩预期，归母净利润分别为 4.3/5.9/7.3 亿元（前值为 5.5/7.4/9.7 亿元），同增 5.8%/38.3%/23.5%，对应 PE 为 23.2/16.7/13.6x。考虑到充电桩、储能行业正处于高速发展阶段，公司将充分受益高增，同时公司产品、研发、渠道上具有多方优势，盈利弹性较大，同时 AIDC 带来业绩弹性，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧、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：胡隽颖)

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>