

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-02-19

宏观策略

2025 年 02 月 19 日

宏观点评 20250218: “科特估” 重塑估值体系初见成效

在经济高质量发展、经济结构转型的大背景下，未来资本市场仍将通过完善“科特估”体系坚守“两个重塑”：一是“重塑投资理念”，资本市场承担着通过市场机制引导资金流向国家重点支持领域和化解金融风险、拓宽直接融资渠道的重要任务，在金融市场不断发展与变革的当下，资本市场稳定的重要性越发凸显，中长期增量资金入市的有效缓解了市场资金压力，提振了投资者的信心，推动市场长期健康发展。长线增量资金在“科特估”体系下投向国家新兴战略方向，引导科技板块的投资风格开始由“主题投资”转向“价值投资”，“科特估”为培育“耐心资本”打下了坚实的基础。基础。二是“重塑估值体系”，重塑中国高科技企业在资本市场上科学合理的估值，为符合高质量发展、经济增长转型方向、国家产业链安全的需求、顶尖科技发展方向的企业赋予更多的价值，有助于鼓励高科技企业大胆投入、勇于创新。“科特估”体系正在营造一个可以源源不断涌现新技术、新企业、新业态的金融环境，建立中国资本市场“科特估”体系，为更多的科技引领型企业提供滋养的土壤。风险提示：年报业绩公布不及预期，美国对华政策影响市场情绪，科技产业应用发展速度不及预期

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

天立国际控股 (01773.HK): K12 民办学校龙头品牌效应价值显现, 业务转型轻资产模式开辟第二曲线

盈利预测与投资评级: 天立国际控股是我国 K12 民办学校公司集团龙头, 办学质量优异, 升学成绩突出, 行业地位稳固, 在 2021 年民促法之后业务结构已经实现了较好的调整, 目前每年能保持 3-5 所高中扩张速度, 以及数十个学段的托管扩张, 我们预计 FY2025-FY2027 归母净利润为 7.7/10.2/13.4 亿元, 对应 2025-2027 年 PE 分别为 12/9/7 倍, 首次覆盖, 给与“买入”评级。

宇通客车 (600066): 春节影响 1 月产销短期波动, 以旧换新政策托底销量修复可期

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2024~2026 年营业收入预测为 365/429/499 亿元, 同比+35%/+18%/+16%, 维持 2024~2026 年归母净利润预测为 40.6/46.3/55.5 亿元, 同比+124%/+14%/+20%, 对应 PE 为 14/13/10 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 全球经济复苏不及预期, 国内外客车需求低于预期。

斯莱克 (300382): 拟在美国建设电池结构件产能, 看好公司充分受益于 4680 扩产【勘误版】

事件: 公司公告拟在美国开展电池结构件业务, 将通过美国子公司 OKL Engineering Inc 投资建设相关圆柱、方形电池壳产线, 供应北美头部大客户。预计将在客户基地内建设厂中厂 (60-70GWh), 与客户深度绑定, 从而规避供应链及政策等风险。4680 量产技术突破, 大规模量产在即: (1) 特斯拉: 已完成 9 系正极和干法电极的批量生产, 4680 产能有望 2025 年开始大规模放量, 优先供应 Cybertruck; (2) LG: 梧仓工厂已开始 4680 量产, 目前产能爬坡中, 其良率已达到特斯拉要求, 预计 2025 年将在美国进行大规模扩产; (3) 松下: 已为 4680 量产做好准备, 后续将在美国超级工厂生产, 并将部分日本本土产能改为 4680 产线; (4) 三星: 已开始 4680 小规模量产, 进入批量试验阶段, 后续产能有望加速放量。4680 大圆柱电池壳体对一致性及散热有高要求, 公司 DWI 生产工艺适配: 4680 大圆柱电池通常采用高精度、低成本且能够适应更长尺寸的钢质电池壳体, 与小圆柱电池壳相比, 大圆柱钢壳对尺寸一致性和热扩散的要求更高。公司的 DWI 电池壳生产线在壳体一致性、材料利用率、自动化程度及生产速度方面具有优势。(1) 壳体一致性高: 传统的金属拉伸工艺仅有 Drawing 拉伸环节, 而 DWI 工艺增加了 Wall 和 Ironing 技术, 熨平过程能够有效解决壳体一致性和良率问题; (2) 材料利用率高: 斯莱克的 DWI 生产线材料利用率可达 80-90%, 而单机生产的电池壳材料利用率仅约 60%。由于材料成本在电池壳的成本结构中占比约 50%, 因此该生产线能够显著降低电池壳成本; (3) 自动化程度高: 产线自动化程度高, 非常适合人效低的美国市场; (4) 产能高: 斯莱克采用生产线模式, 应用 DWI 高效工艺的生产线产能是单机的 10 倍, 目前其生产线产能已达到每分钟 1000 个。盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 -1.5/1.3/2.6 亿元, 2025-2026 年 PE 分别为 66/33 倍。首次覆盖, 给予“增持”评级。风险提示: 客户需求不及预期, 政策调整风险等。

瀚蓝环境 (600323): 24 年分红预案超预期, 派息同增 67%, 锁定 25-26

年股息率底线

事件：2025 年 2 月 17 日，公司接到控股股东的母公司南控集团《关于瀚蓝环境股份有限公司 2024 年度利润分配预案的提议》，建议 2024 年度每股派发现金红利 0.80 元（含税）。2024 年派息同增 67%，当前股价对应 2024 年股息率 3.94%，同时锁定 2025-2026 年股息率底线。2024 年分红预案中每股派息 0.80 元，同比+67%，对应派息总额 6.52 亿元，当前股价对应 2024 年股息率为 3.94%。2024 年 7 月，公司发布股东分红回报规划，承诺未来三年（2024-2026 年度）每股派发的现金股利同比增长不低于 10%。预计 2025、2026 年公司每股派发现金红利分别不低于 0.88、0.97 元，当前股价对应 2025、2026 年股息率预计分别不低于 4.33%、4.76%。（估值日期：2025/2/17）

宏观策略

宏观点评 20250218：“科特估”重塑估值体系初见成效

2024 年以来，各项监管政策和配套体系密集落地，资本市场“1+N”体系逐步发展、完善，尤其是对新质生产力发展加大支持力度，引领市场风格逐渐向成长轮换。年初以来，DeepSeek 横空出世引发了市场对 AI 板块的高度关注，DeepSeek 的成功主因在于提高了 AI 的训练效率，降低了 AI 的算力成本，减少了对海外高性能 GPU 的依赖，也因开拓了算力国产化的新市场；另一方面，以 DeepSeek 大模型为风向标的 AI 应用场景不断拓宽，DeepSeek 接入到日常应用场景的方方面面，各地政务系统也在积极部署 DeepSeek 使用，海量的用户需求进一步打开了国产化算力的空间。另外，科技板块在今年线下其他方向也同时产生了新的突破，如春晚智能汽车、无人机表演、机器人引发全民关注，车企智能驾驶广泛铺开，动画电影《哪吒 2》突破 120 亿票房等科技下游行业捷报频传。中国科技行业正在引领全球科技格局重塑，“科特估”体系在政策技术发展共振下取得了明显成效。跟随政策导向，2024 年 5 月开始，我们就旗帜鲜明地提出“科特估”是发展新质生产力的“排头兵”，并坚定认为科技板块的行情有一定的持续性。整体来看，与 2024 年初提重塑“科特估”时期相比，无论是从科技板块上市公司数量、上市公司市值还是各行业估值整体水平都实现了明显提升，尤其是“硬科技”板块的提升更加明显，说明“科特估”重塑估值体系初见成效。横向对比来看，国内的 top 科技公司与海外的市值和估值水平仍有差距，也还有小部分科技行业暂时还未实现估值跃迁，但差距正在逐渐缩小，科技产业整体估值有望逐步向全球高水平行列迈进。在经济高质量发展、经济结构转型的大背景下，未来资本市场仍将通过完善“科特估”体系坚守“两个重塑”：一是“重塑投资理念”，资本市场承担着通过市场机制引导资金流向国家重点支持领域和化解金融风险、拓宽直接融资渠道的重要任务，在金融市场不断发展与变革的当下，资本市场稳定的重要性越发凸显，中长期增量资金入市有效地缓解了市场资金压力，提振了投资者的信心，推动市场长期健康发展。长线增量资金在“科特估”体系下投向国家新兴战略方向，引导科技板块的投资风格开始由“主题投资”转向“价值投资”，“科特估”为培育“耐心资本”打下了坚实的基础。基础。二是“重塑估值体系”，重塑中国高科技企业在资本市场上科学合理的估值，为符合高质量发展、经济增长转型方向、国家产业链安全的需求、顶尖科技发展方向的企业赋予更多的价值，有助于鼓励高科技企业大胆投入、勇于创新。“科特估”体系正在营造一个可以源源不断涌现新技术、新企业、新业态的金融环境，建立中国资本市场“科特估”体系，为更多的科技引领型企业提供滋养的土壤。风险提示：年报业绩公布不及预期，美国对华政策影响市场情绪，科技产业应用发展速度不及预期

（证券分析师：芦哲 证券分析师：潘京）

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

天立国际控股 (01773.HK): K12 民办学校龙头品牌效应价值显现, 业务转型轻资产模式开辟第二曲线

投资要点 公司成立于 2002 年, 是国内 K12 头部民办学校教育集团。公司早期以 K9 业务为主, 2002 年在四川省泸州市建立了第一所学校, 后立足四川, 向全国实现异地扩张, 2018 年公司成功在港交所上市, 2021 年民促法之后, 公司业务结构实现较大调整, K9 学校剥离出表, 高中新建和托管学校加速, 截至 2024 年 11 月, 公司在宁波、安徽、湖北、上海等省市建立学校, 学校数量达 58 所, 覆盖 18 省市, 共服务在校生超过 13 万, 同比增长 30%, 服务高中生 5.39 万人, 同比增长 46%。2024 年财年, 公司实现了营收 33.2 亿元, 同比+44%, 实现了归母净利润 5.76 亿元, 同比+73%。民促法之后, 天立教育已经较快地完成了业务结构调整, 行业龙头地位稳固: 2021 年民促法对 K9 民办学校主体影响较大, 民促法出台后行业出现了较大调整, 目前已经较难有新增民办学校主体, 部分原有民办学校上市集团在将 K9 业务剥离出表的同时, 也在收缩发展, 整体调整偏慢, 而天立则凭借着较为高效有执行力的组织架构, 实现了较快调整, 目前行业龙头地位稳固。凭借着优秀的提分和升学成绩, 天立能够成功实现较好的异地扩张: 公司国内升学成绩优异, 高中升学率和高考一本率均保持在较高水平, 每年清北等一线 985 学校的录取人数稳步上升。国际留学中多人录取到 QS 前 50 的名校, 公司实行分层培养与三层教学, 提分能力强, 出色的教学成果也为公司在异地扩张中能够从当地政府中拿到较多优质项目打下了坚实的基础。公司每年保持 3-5 所新开高中增长, 托管业务也将持续贡献业绩增长。截至 2023 年 11 月, 天立教育校园容量最高可达 20 万人, 其中高中生最高可容纳 10 万人, 现有学校爬坡还有较大增长空间, 此外, 公司计划于 5 年内将保持每年新开 3-5 所高中, 到 2027 年实现全国运营 40-50 所高中, 为 6-8 万名在校高中生提供综合教育服务。同时, 托管业务作为公司近年来高速成长的业务, 未来也将持续为公司的收入和业绩贡献增量。盈利预测与投资评级: 天立国际控股是我国 K12 民办学校公司集团龙头, 办学质量优异, 升学成绩突出, 行业地位稳固, 在 2021 年民促法之后业务结构已经实现了较好的调整, 目前每年能保持 3-5 所高中扩张速度, 以及数十个学段的托管扩张, 我们预计 FY2025-FY2027 归母净利润为 7.7/10.2/13.4 亿元, 对应 2025-2027 年 PE 分别为 12/9/7 倍, 首次覆盖, 给与“买入”评级。风险提示: 招生人数不及预期的风险, 政策风险, 新校区扩张表现不及预期的风险等

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 谭志千)

宇通客车 (600066): 春节影响 1 月产销短期波动, 以旧换新政策托底销量修复可期

投资要点 公司公告: 宇通客车 2025 年 1 月销量为 2550 辆, 同环比 -8.83%/-70.40%; 产量为 2560 辆, 同环比 -14.58%/-62.92%。受季节性因素和市场调整影响, 1 月产销数据下滑。整体来看, 1 月产销数据回落主要受春节假期影响, 工厂放假导致生产受限, 同时市场需求在节日期间也有所减弱。尽管整体销量下滑, 但随着节后市场恢复和政策支持, 宇通客车有望在后续月份实现销量回升。大中客需

求调整，轻型客车成为亮点。分车辆长度看，2025 年 1 月大中轻客销量 1403/631/516 辆，同比分别-20.87%/-13.32%/+74.32%，环比分别-65.32%/-79.57%/-65.14%。尽管各长度车型整体销量下滑，但轻型客车的强劲增长显示出公司在产品矩阵上的丰富性和市场适应能力以及细分市场的强劲需求。

政策影响与市场调整助力产销回升。从政策层面来看，2025 年 1 月 8 日发布的《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》进一步明确了新能源城市公交车及动力电池更新补贴标准的提升，这将为后续市场带来新的增长动力。看好以旧换新政策加码对国内公交销量的拉动，随着政策的持续推进以及市场需求的逐步恢复，宇通客车有望在后续月份实现产销的回升。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2024~2026 年营业收入预测为 365/429/499 亿元，同比+35%/+18%/+16%，维持 2024~2026 年归母净利润预测为 40.6/46.3/55.5 亿元，同比+124%/+14%/+20%，对应 PE 为 14/13/10 倍，维持“买入”评级。

风险提示：全球经济复苏不及预期，国内外客车需求低于预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：孙仁昊）

斯莱克 (300382)：拟在美国建设电池结构件产能，看好公司充分受益于 4680 扩产【勘误版】

投资要点 事件：公司公告拟在美国开展电池结构件业务，将通过美国子公司 OKL Engineering Inc 投资建设相关圆柱、方形电池壳产线，供应北美头部大客户。预计将在客户基地内建设厂中厂（60-70GWh），与客户深度绑定，从而规避供应链及政策等风险。

4680 量产技术突破，大规模量产在即：（1）特斯拉：已完成 9 系正极和干法电极的批量生产，4680 产能有望 2025 年开始大规模放量，优先供应 Cybertruck；（2）LG：梧仓工厂已开始 4680 量产，目前产能爬坡中，其良率已达到特斯拉要求，预计 2025 年将在美国进行大规模扩产；

（3）松下：已为 4680 量产做好准备，后续将在美国超级工厂生产，并将部分日本本土产能改为 4680 产线；（4）三星：已开始 4680 小规模量产，进入批量试验阶段，后续产能有望加速放量。

4680 大圆柱电池壳体对一致性、散热有高要求，公司 DWI 生产工艺适配：4680 大圆柱电池通常采用高精度、低成本且能够适应更长尺寸的钢质

电池壳体，与小圆柱电池壳相比，大圆柱钢壳对尺寸一致性和热扩散的要求更高。公司的 DWI 电池壳生产线在壳体一致性、材料利用率、

自动化程度及生产速度方面具有优势。（1）壳体一致性高：传统的金属拉伸工艺仅有 Drawing 拉伸环节，而 DWI 工艺增加了 Wall 和 Ironing 技术，

熨平过程能够有效解决壳体一致性和良率问题；（2）材料利用率高：斯莱克的 DWI 生产线材料利用率可达 80-90%，而单机生产的

电池壳材料利用率仅约 60%。由于材料成本在电池壳的成本结构中占比约 50%，因此该生产线能够显著降低电池壳成本；（3）自动化程度高：产线自动化程度高，非常适合人效低的美国市场；（4）产能高：

斯莱克采用生产线模式，应用 DWI 高效工艺的生产线产能是单机的 10 倍，目前其生产线产能已达到每分钟 1000 个。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 -1.5/1.3/2.6 亿元，2025-2026 年 PE 分别为 66/33 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：客户需求不及预期，政策调整风险等。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

瀚蓝环境 (600323)：24 年分红预案超预期，派息同增 67%，锁定 25-26 年股息率底线

投资要点 事件：2025 年 2 月 17 日，公司接到控股股东的母公司南控集团《关于瀚蓝环境股份有限公司 2024 年度利润分配预案的提议》，

建议 2024 年度每股派发现金红利 0.80 元（含税）。2024 年派息同增 67%，当前股价对应 2024 年股息率 3.94%，同时锁定 2025-2026 年股息率底线。2024 年分红预案中每股派息 0.80 元，同比+67%，对应派息总额 6.52 亿元，当前股价对应 2024 年股息率为 3.94%。2024 年 7 月，公司发布股东分红回报规划，承诺未来三年（2024-2026 年度）每股派发的现金股利同比增长不低于 10%。预计 2025、2026 年公司每股派发现金红利分别不低于 0.88、0.97 元，当前股价对应 2025、2026 年股息率预计分别不低于 4.33%、4.76%。（估值日期：2025/2/17）

政府&大股东支持，2024 年解决存量应收 24 亿元超年初预期。23 年解决存量应收 9.88 亿元。24 全年解决存量应收 24 亿元，超出 23 年报中 20 亿元预期，基本解决 1 年以上应收，按政府客户应收组合平均坏账准备率测算，对应坏账冲回预计超 1 亿元。现金并购粤丰，增厚业绩&现金流，“地方化债-促进重组-地方国企成长”闭环！1）加码优质资产：参考 24H1 末在手规模，并购粤丰后，瀚蓝垃圾焚烧将从在手 45,050 吨/日（含控股运营、在筹建，及参股）提至 99,590 吨/日。粤丰在广东、广西、贵州、江西等 12 个省份垃圾发电 36 个项目规模 54,540 吨/日，其中 33 个已运营 43,690 吨/日（控股已运营 34,940 吨/日）。粤丰在手项目 49%位于广东，具备区位优势且协同。24H1 粤丰产能利用率 109%，吨发 371 度/吨，自用电率 13.7%优于行业均值，蒸汽销售同比+183%至 14.7 万吨。2）显著增厚盈利：重组前瀚蓝 23、24H1 归母为 14.30、8.87 亿元，重组后 23、24H1 备考归母净利为 17.59 亿、10.50 亿，分别增长 23%、18%。3）可持续现金流大增：瀚蓝环境 23、24H1 剔除 14 号文影响经营性现金流净额 27.38、9.61 亿元，资本开支 23.00、11.18 亿元，自由现金流 4.38、-1.57 亿元；根据粤丰业绩简报，23、24H1 剔除 14 号文影响经营性现金流净额 19.35、9.60 亿港元；资本开支 14.62、4.60 亿港元，自由现金流 4.72、5.00 亿港元，根据规划项目预计未来资本支出较少。4）协同增效可期：瀚蓝历史并购验证其外延能力上的 alpha，此次与粤丰存在区域协同、财务协同、管理协同，有望进一步释放项目盈利，实现双向赋能。期待固废及污水顺价推进，商业模式 C 端理顺，促现金流长期改善&价值重估。政策要求建立垃圾收费制度、构建覆盖污水处理和污泥处置成本并合理盈利的价格机制，期待顺价机制进一步落实，解决付费痛点。

盈利预测与投资评级：大固废佼佼者稳健增长，构成“化债-重组-成长”闭环。24 年派息同比大增 67%，公司承诺 25-26 年每股派息同比增速不低于 10%。暂不考虑并购增厚，我们维持公司 24-26 年归母净利润预测 16.79/17.39/18.81 亿元，对应 PE 为 10/10/9 倍，维持“买入”评级。风险提示：重组进展不及预期，应收风险，资本开支超预期上行等。

（证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文）

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>