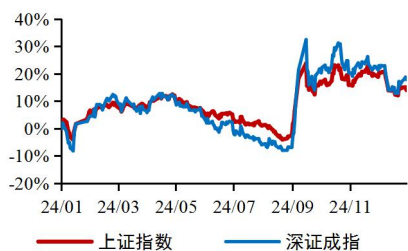


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 1 月 23 日 星期四

市场走势



资料来源：最闻

【今日要点】

- 【公司评论】震裕科技(300953.SZ)：震裕科技 2024 年业绩预告点评-业绩有望创历史最佳，新业务加速拓展
- 【固定收益】2025 年利率债投资策略-云水翻腾，债牛未尽

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,213.62	-0.89
深证成指	10,225.87	-0.77
沪深 300	3,797.02	-0.93
中小板指	6,292.20	-0.75
创业板指	2,101.03	-0.54
科创 50	975.34	-0.10

资料来源：最闻

分析师：

李召麒

执业登记编码：S0760521050001

电话：010-83496307

邮箱：lizhaoqi@sxzq.com



【今日要点】

【公司评论】震裕科技(300953.SZ)：震裕科技 2024 年业绩预告点评-业绩有望创历史最佳，新业务加速拓展

刘斌 liubin3@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 2025 年 1 月 20 日，公司披露 2024 年业绩预告。2024 年，公司预计实现归母净利润 2.2-2.8 亿元，同比增长 414.39% - 554.68%；预计实现扣非后归母净利润 2.0-2.5 亿元，同比增长 2,174.05% - 2,742.56%。则 24Q4 预计实现归母净利润 0.48-1.08 亿元(均值 0.78 亿元)，同比显著盈利，环比增长 16.94%-164.39% (均值 90.66%)；预计实现扣非归母净利润 0.43-0.93 亿元(均值 0.68 亿元)，环比增长 15.72%-150.33% (均值 83.03%)。

➤ 事件点评

- 业绩显著复苏，预计创历史最佳。2024 年，公司销售订单持续增长，同时提升生产自动化水平，并通过降本增效，促进公司整体经济效益提升。前三季度，公司实现营业收入 50.15 亿元/yoy+17.3%，分业务来看，（1）锂电池结构件：收入近 30 亿元/yoy+30%，收入贡献近 60%，在提升良率的同时降本增效，毛利率同比有所增长；（2）电机铁芯：实际出货量同比增长超 30%，收入近 12 亿元/yoy-10%，原材料降价导致收入有所下降，此外，受到商务降价及折旧增加的影响，毛利同比略有下降；（3）模具：收入接近 3 亿元/yoy+33%，毛利率同比有所增长。
- 锂电池结构扭亏为盈，看好盈利能力逐步改善。公司锂电池结构件 2024 年同比 2023 年已经实现扭亏为盈，源于公司产线自动化改造、六面外观检全面取代人工检测等降本增效措施以及持续提升管理能力带来产品良率的不断提升。公司采用大客户战略，集中优势产能服务宁德时代，并与亿纬锂能等行业龙头加强合作，此外，公司也已对厦门海辰/蜂巢、瑞浦、兰钧、正力、远景、威睿、欣旺达等客户供货。新能源锂电池行业发展迅速，对锂电池结构件的需求持续增长，公司受益于大客户扩产，同时随着技术水平和产品质量的提升，盈利能力有望继续改善。
- 人形机器人用滚柱丝杠已实现小批量试制，日产能拓展到 50 套。（1）业务主体：公司于 2024 年 10 月成立了子公司马丁机器人，聚焦于人形机器人精密零部件的设计和制造。（2）主要进展：已开发完成人形机器人所需的整套丝杆标品，峰值推力覆盖 100N 到 12000N 的范围，导程精度覆盖 C3\C5，并已完成量产 SOP 验证，以帮助客户缩短样品开发及测试周期。目前，行星滚柱丝杠产品有两家本体厂已经实现小批试制，两家已送样并通过客户性能测试。（3）产能布局：公司已建成一条行星滚柱丝杆半自动产线并投入批量生产，日产能已拓展到 50 套，自建丝杆综合测试实验室已投入使用，可自主完成

对丝杆导程精度、传动效率、万次寿命跑和等关键参数的检测及验证。此外，公司已开始建设第二条半自动量产线，预计 25 年 Q1 投入使用。基于行业客户对丝杆组件精度一致性的高要求，公司还将建设一条集加工、在线检测、装配于一体的全自动丝杆生产线，进一步提高从 1-N 大规模量产的一致性及稳定性。

- **依托铁芯黏胶工艺，布局 eVTOL 驱动电机。**（1）电机铁芯：公司的模具技术处于国际领先地位，同时利用公司自制模具的优势，不断迭代电机铁芯的生产工艺，开发出最新胶粘工艺铁芯占领中高端汽车电机市场，新工艺渗透率有望继续改善盈利能力；客户端，与北美某新能源汽车公司、国内造车新势力比亚迪、理想汽车、蔚来、小米等主机厂以及汇川技术、索恩格等驱动电机厂的知名客户建立了稳定的合作关系。（2）eVTOL 布局：全资子公司苏州范斯特利用在黏胶铁芯工艺的技术优势，与客户联合开发下一代 eVTOL 驱动电机将搭载在小鹏飞行汽车，已实现小批量送样。

➤ 投资建议

- 公司拥有丰富的精密级进冲压模具开发经验和完整的制造体系，同时，公司以自身设计开发的冲压模具为基础，向客户提供精密结构件产品包括驱动电机铁芯冲压、锂电池精密结构件，与众多优质头部客户形成稳定合作。此外，公司依托精密制造优势，在人形机器人、eVTOL 领域积极布局，行业仍处在早期阶段、且具备长期发展潜力，看好公司业务平台化拓展。

- 预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 2.61/4.10/6.11 亿元，对应公司 1 月 22 日收盘价，2024-2026 年 PE 分别为 53.2/33.8/22.7，首次覆盖，给予“增持-A”评级。

➤ 风险提示

- **下游需求增长不及预期的风险：**公司精密级进冲压模具及其下游精密结构件业务的主要客户属于汽车（包括新能源汽车）、工控电机、新能源锂电池等行业，上述行业与宏观经济发展高度相关。如果下游行业受到宏观经济波动、国际贸易摩擦加剧或行业自身调整的不利影响而需求放缓，将对公司经营业绩产生不利影响。
- **原材料价格波动风险：**公司精密结构件业务中，主要原材料为硅钢片、铝材、铜材等，且直接材料占主营业务成本的比重较大，对公司毛利率的影响较大。如果上述原材料价格出现大幅上涨，将会导致公司经营业绩的下滑和盈利能力的下降。
- **技术进步不及预期的风险：**公司下游技术更新与产品升级较快，如果公司未来无法对新的市场需求、技术趋势作出及时反应，则将在一定程度上影响公司未来业绩。

【固定收益】2025 年利率债投资策略-云水翻腾，债牛未尽

王冠军 wangguanjun@sxzq.com

【投资要点】

➤ **2024 年利率市场回顾**

- 2024 年，在国内经济逐步复苏、央行宽松的货币政策以及市场“资产荒”等多重因素共同影响下，广谱利率下行。
- 政策利率方面，OMO7 天逆回购利率全年共计下调 30bp，1 年期 MLF 下调 50bp，1 年期 LPR 下调 35bp，5 年期 LPR 下调 60bp，大行 1 年定存下调 35bp。市场利率方面，1 年期国债全年下行 111bp，5 年期国债下行 97bp，10 年国债下行 86bp，1 年期同业存单下行 85bp。
- 债市走出牛市行情，各品种收益率快速下行，虽然央行操作、中央和部委会议及政策发布一度影响长端利率运行，但收益率下行趋势不变。

➤ **基本面展望**

- **特朗普上台后经济外部不稳定性增强。**随着特朗普二次上台，出口的高增长或难以维持。特朗普竞选期间多次宣称将对各国普遍征收 10% 的关税，对华征收 60% 特别关税，引发市场对新一轮中美贸易摩擦的担忧。
- **2025 年经济增长关键在内需。**投资方面，制造业投资增速仍将保持韧性，但结构可能分化；基建投资层面，尽管基建投资回报率偏弱，从对冲出口和地产的角度看，2025 年 GDP 对基建仍有依赖，但受政策取向与财政资金两方面影响，基建投资能否保持较高增速仍需观察；地产投资自 2024 年 5 月和 9 月两轮稳地产政策出台后出现复苏迹象，随着更多稳地产政策的出台，2025 年房地产投资可能会延续 2024 年四季度的复苏态势。
- **消费方面，2025 年消费存在修复的可能。**2024 年 9 月以来的一系列消费刺激政策使得社零数据显著回暖，预计 2025 年或将推出规模更大的消费支持政策，消费需求或将进一步修复。此外，鉴于 2025 年财政工作更加重视兜底民生和保障重点人群收入，或将改善居民部门预期并提高居民消费意愿，从而带动消费数据进一步回暖。

➤ **财政政策展望**

- **财政政策定调更为积极。**从中央经济工作会议确立的目标上看，2025 年财政政策将更加积极有为。2025 年财政政策的积极既体现在总量上，也体现在结构上。总量上看，财政扩张信号明显，赤字率将进一步扩大；从结构上看，强调“加大财政支出强度，加强重点领域保障”。
- **化债“组合拳”发力。**本轮化债规模较大，同时置换债期限更长、成本更低，可有效降低政府债务负担。化债释放更多财政资金，为经济发展和民生改善提供支持，进而提高经济内生增长潜力。

➤ **货币政策展望**

- OMO7 天逆回购利率已基本承担起主要政策利率的功能，2025 年央行将继续通过下调 7 天逆回购利率来引导银行间拆借和回购利率下行，债市有望延续牛市行情。

- 降准层面，预计 2025 年将降准 1-2 次，幅度 50-100bp，按照当前的存款准备金规模估算，或将释放 1-2 万亿的基础货币；降息层面，我们预计 2025 年降息 2-3 次，幅度为 40-50 bp。
- 自 2024 年 8 月买断式逆回购实施以来，央行不断加大操作力度，国债净买入额和买断式逆回购额逐渐增加。我们预计，国债买卖和买断式逆回购作为新的基础货币投放工具，在 2025 年将逐步构成对 MLF 的有效替代。
- 利率债市场展望
- 2024 年债市受资产荒、经济弱复苏以及宽松的货币政策等多重因素影响，全年走出牛市行情。我们预计 2025 年在外部不确定性增强以及内需仍有较大增长潜力的背景下，货币政策的宽松较财政政策更为确定，债市仍有上涨空间。
- 2025 年货币宽松仍将成为债市上涨的重要支撑，而财政政策方面对债市的影响最终取决于其能否真正改变“弱现实”的基本面情况，进而扭转市场预期。我们预计 2025 年利率中枢将继续下移，央行将继续降准降息，债券牛市仍有较高确定性，10 年国债收益率可能下至 1.5% 左右，30 年国债收益率则可能降至 1.7%。
- 风险提示
- 货币政策超预期；经济数据超预期；财政政策超预期；地产政策超预期；资金面超预期；国际局势超预期；美联储政策超预期；美国对华贸易政策超预期。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

