

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-12-19

宏观策略

2025 年 12 月 19 日

宏观深度报告 20251217: 关键金属成为大国博弈关键优势

关键金属的出口管制措施成为了我国进行大国博弈的关键优势

晨会编辑 姜好幸

执业证书: S0600525110001

jianghx@dwzq.com.cn

固收金工

固收周报 20251214: 重要会议表述对债券市场操作的指示性意义

临近年底,围绕明年政策的博弈增加,因而本周发布的中央政治局会议和中央经济工作会议通稿对于市场的影响更大。对于债券市场而言,2026年或难以出现2022-2024年的利率单边下行情况,政策的灵活性令债券市场也应秉持波段操作的思路。

固收周报 20251213: 转债配置建议关注预期差较大的三个价值洼地

转债配置建议关注预期差较大的三个价值洼地:端侧AI、核心材料、输配电设备方向。

固收点评 20251213: 绿色债券周度数据跟踪 (20251208-20251212)

一级市场发行情况:本周(20251208-20251212)银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券29只,合计发行规模约367.52亿元,较上周增加160.15亿元。二级市场发行情况:本周(20251208-20251212)绿色债券周成交额合计644亿元,较上周减少17亿元。

固收点评 20251213: 二级资本债周度数据跟踪 (20251208-20251212)

一级市场发行情况:本周(20251208-20251212)银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债4只,发行规模为360亿元。二级市场发行情况:本周(20251208-20251212)二级资本债周成交量合计约3292亿元,较上周增加1343亿元。

固收点评 20251210: 澳弘转债: PCB领域稳健经营者

我们预计澳弘转债上市首日价格在126.65~140.60元之间,我们预计中签率为0.0019%。

行业

非银金融行业点评报告: 中金公司吸收合并东兴、信达预案出炉, 资产规模将破万亿

2024年以来,监管大力推动证券行业供给侧改革、支持头部券商做强做大,已有多家券商完成重组,包括国联并民生,国君并海通,西部并国融,国信并万和,浙商并国都等。我们认为行业内的资源整合或将成为券商快速提升规模与综合实力的又一重要方式,大型券商通过并购进一步补齐短板,巩固优势,中小券商通过外延并购有望弯道超车,快速做大,实现规模效应和业务互补。风险提示:合并效果不及预期,权益市场大幅波动。

推荐个股及其他点评

星环科技-U (688031): 算力架构革命, 星环 GPU-Native 数据库先行

投资建议:随着AI推理的爆发,GPU地位需要进一步提升,在硬件架构

上直连 SSD，快速传输数据，充分发挥 GPU 的并发性能。软件生态也需要发生重大变化。核心技术软件数据库转而以 GPU 为中心，针对 GPU 直连 SSD 新型架构做重构，满足 AI 推理旺盛的需求。数据库产业有望迎来新机遇。公司在 GPU-Native 数据库早有布局，是中国面向生成式 AI 的数据基础设施领导者，有望充分受益。基于此，我们预计 2025-2027 年营收分别为 4.26/4.88/5.83 亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：技术发展不及预期；AI 产业发展不及预期；公司市场拓展不及预期；股价短期波动风险。

宏观策略

宏观深度报告 20251217: 关键金属成为大国博弈关键优势

核心观点: 过去几年我国对部分关键金属的出口管制措施逐步强化, 特别是在今年全球贸易不确定性提高的背景下, 针对部分关键金属的出口管制措施成为了我国与美国和欧盟等在内重要经济体博弈的关键筹码。从其背后原因来看, 我国在关键金属方面的领先地位不仅取决于我国的资源优势, 更是建立在我国完整的产业体系之上, 这种体系优势是美国等发达经济体再工业化难以匹敌的, 难以被短期复制或替代, 因而对其形成了有效的经济震慑。我国关键金属资源包括哪些? 美国地质调查局(USGS) 2024 年的调查数据显示, 我国在 44 种关键矿产中的 30 种占据领先生产国地位。

稀土: 储量优势及稀土磁铁技术壁垒: 在稀土储量方面, 我国稀土储量占全球比重接近半数, 而美国的稀土储量仅有我国储量的 4.3%。更为重要的是, 除了稀土资源本身, 我国在稀土加工领域拥有绝对的技术壁垒和规模优势。以稀土永磁材料为例, 其被广泛应用于新能源汽车、风力发电、消费电子、工业机器人等领域, 我国高性能钕铁硼稀土永磁材料的全球市占率高达 92%, 这也从侧面解释了为什么在本轮中美贸易摩擦中, 美方多次向我国提出加大对美稀土永磁材料出口的诉求。

镓: 氧化铝产能优势垄断镓金属全球供应: 从储量来看, 我国金属镓储量超过 19 万吨, 占全球储量比重约 68%, 因此全球科技产业发展高度依赖我国金属镓的供应。金属镓具有高导电性、中等导热性和液态低毒等特性, 因此其相关产品被广泛用于半导体、集成电路、光纤通信和军事雷达等重要领域, 其化合物在 AI 芯片的研制过程中扮演关键角色。在储量高占比的背后, 是我国庞大工业基础设施和产业体系的体现。金属镓并非独立矿藏, 其主要伴生于铝土矿中, 金属镓唯一的规模化来源, 是生产氧化铝过程中对镓金属的提炼。根据国家统计局的相关数据, 我国 2024 年氧化铝产量约为 8552 万吨, 占全球氧化铝产量的约 60%, 充足产能是我国金属镓供应占据全球核心地位的根本保证。

锗、铟: 现代军事领域的重要材料: 锗单晶凭借在中波红外波段的优异透过率, 被誉为国防安全的“视觉核心”。在锗金属的储量方面, 我国占全球比重尚未过半, 但随着美国因开采成本以及环境保护等原因减少了锗金属的开采, 使得我国在锗金属的供应方面占据全球主导地位; 铟金属由于其合金化特性和化合物的特殊性能, 被广泛应用于弹药制造阻燃剂和防红外探测等军事领域。在铟的储量方面, 2024 年我国金属铟储量约为 67 万吨, 占全球比重的约 29.7%, 位居全球第一位。而在铟金属产量方面, 我国 2024 年铟金属产量约为 6 万吨, 占全球比重的约 60.0%, 对全球铟金属供应起到决定性作用。

我国关键金属具有领先地位的原因及影响 我国在关键金属方面的领先地位不仅取决于我国的资源优势, 更是建立在我国完整的产业体系之上, 该体系涵盖人才、技术、先进产能等多个维度, 是我国数十年工业化积累所形成的特有的全产业链优势。这种优势源于我国多年构建的、系统化的新型产业体系, 其与过去强调单点科技突破的模式不同, 是一个融合传统、新兴与未来产业的大圈层, 这种体系优势难以被短期复制或替代, 因而对其形成了有效的经济震慑。

我国在关键金属加工技术方面的垄断地位, 使得全球技术发展路径在很大程度上被“锁定”在我国的供给体系之下。以稀土为例, 从 F-35 战机的制导系统到新能源汽车的驱动电机, 从 3nm 芯片的晶圆抛光到核反应堆的安全控制棒, 这些关键应用的技术迭代升级都离不开

开我国的稀土供应。 风险提示: (1) 关键金属的出口管制措施变化超预期; (2) 地缘政治复杂性提升对关键金属供应造成扰动; (3) 经济政策出台节奏低于预期, 对我国工业生产修复造成影响。

(证券分析师: 芦哲 证券分析师: 李昌萌)

固收金工

固收周报 20251214: 重要会议表述对债券市场操作的指示性意义

观点 重要会议接连落地, 对明年债券市场操作有何指示意义? 本周(2025.12.8-2025.12.12), 10 年期国债活跃券收益率从上周五的 1.8285% 上行 1.4bp 至 1.8425%。周度复盘: 周一(12.8), 早盘债券市场情绪偏空, 利率伴随股市上涨而上行。午后中央政治局会议通稿公布, 指出明年“继续实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”, 宽松的流动性预期令债市情绪转好, 利率随之下行, 全天 10 年期国债活跃券收益率上行 0.4bp。周二(12.9), 早盘债市延续昨日较好态势, 利率下行。午后对于银行利率敏感性指标放松的预期发酵, 若该预期落地, 将增加银行持有超长债的能力, 但债市对此并未过多定价, 全天 10 年期国债活跃券收益率上行 0.25bp。周三(12.10), 11 月物价数据公布, CPI 同比 0.7%, 前值为 0.2%, 环比 -0.1%, 前值为 +0.2%; PPI 同比 -2.2%, 前值为 -2.1%; 环比 0.1%, 前值同样为 0.1%。CPI 同比明显回升, 但主要由蔬菜价格上涨和低基数原因推动。午后关于房贷贴息政策的预期抬头, 带动房地产股票上涨, 对债市情绪有所压制, 利率上行, 全天 10 年期国债活跃券收益率与前日持平。周四(12.11), 在中央经济工作会议通告傍晚公布前, 债市维持震荡。通稿公布后, 其中针对财政政策的表述为“保持必要的财政赤字、债务总规模和支出总量”, 和去年的“加大财政支出强度”相比力度有所回落, 利率应声下行, 全天 10 年期国债活跃券收益率下行 2bp。周五(12.12), 早盘债市仍延续昨日中央经济工作会议后的较好情绪, 但午间金融时报发文援引业内专家观点, 认为“明年新增专项债额度有望扩大至 5 万亿元左右, 超长期特别国债发行规模可能扩大到 1.8 万亿元左右”, 再度引发市场的供给冲击担忧, 利率有所上行。尾盘 11 月金融数据公布, 未出现明显超预期分项, 市场反应有限, 全天 10 年期国债活跃券收益率上行 2.75bp。周度思考: 本周 11 月进出口数据、物价数据和金融数据集中公布, 但并未出现明显超出市场预期的情况, 影响较为有限。临近年底, 围绕明年政策的博弈增加, 因而本周发布的中央政治局会议和中央经济工作会议通稿对于市场的影响更大。具体来看, 明年政策的总基调没有改变, 依然是“继续实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”, 财政和货币“双宽”得以确认。但在具体表述上, 财政政策中新增“保持必要的财政赤字、债务总规模和支出总量”, 货币政策中新增“灵活高效运用降准降息等多种政策工具”, 这表明对于政策的实施力度和节奏将视情况而调节。对于债券市场而言, 2026 年或难以出现 2022-2024 年的利率单边下行情况, 政策的灵活性令债券市场也应秉持波段操作的思路。我们认为在明年 3 月《政府工作报告》和 1-2 月经济数据公布前, 10 年期国债收益率运行的顶部依然是 1.85%, 基金赎回费率新规的落地是扰动因素, 但银行和保险等配置型机构将入场充当“稳定器”, 但建议规避超长债品种, 以降低利率风险敞口应对不确定性。 Q: 美国 12 月 6 日当周首次申请失业救济人数、美国 11 月政府预算、美国 11 月 NFIB 中小企业乐观程度指数、美国 12 月 5 日当周 EIA 库欣地区原油库存等数据公布, 后市美债收益率如何变化? 本周(1208-1212) 海外方面联

储对 26 年降息预期的指引是当前影响科技股估值的重要因子，相较欧、日央行货币政策潜在收紧的趋向，联储仍偏鸽，美元承压。特朗普政府公布 25 年《美国国家安全战略》，市场解读其是对“美国优先”理念的全面阐述，我们认为美国全球战略渐进式但实质性收缩或在部分区域（尤其欧洲、中东、东北亚）形成一定权力真空，相关国家或区域不得不提高国防支出比例，部分国家将试图把握此窗口期实现政党长期愿景，部分区域地缘格局面临二战以来的系统性深度重塑，继续看多黄金、美债。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 12 月 5 日当周 EIA 库欣地区原油库存较 11 月 28 日当周增加 30.80 万桶。自 2025 年 11 月 28 日当周至 12 月 5 日当周，美国当周 EIA 库欣地区原油库存增加 30.80 万桶，现有总量库存为 2160.40 万桶。美国 12 月 5 日当周 EIA 原油库存 2160.40 万桶，前值 2129.60 万桶，结束此前连续四周下降趋势，表明该区域原油供应端趋于平稳，且增幅有限对短期原油市场扰动温和；当前库存仍处于近五年同期偏低区间，叠加全国商业原油库存同期录得下降，反映原油市场整体供需格局仍偏紧，对油价形成一定支撑。(2) 美国 12 月 6 日当周首次申请失业救济人数有所上升。12 月 6 日当周首次申请失业救济人数为 23.6 万人，高于预期 22 万人，同时高于前值 19.2 万人。作为劳动力市场高频指标，这一数据打破此前低位平稳态势，反映就业市场韧性有所减弱，契合企业裁员增多的行业背景，或强化市场对美国经济放缓的担忧，为美联储政策调整增添宽松考量，同时对美元形成潜在压制、为避险资产提供支撑。(3) 美联储在 1 月降息概率为 24.4%，降息可能性较低。12 月 11 日，美联储将基准利率下调 25 个基点至 3.50%-3.75%，符合市场预期，年内已累计降息 75 个基点。由于本次降息已基本被定价，市场关注的核心不在利率本身，而在鲍威尔的措辞偏向、点阵图反映的政策路径、经济预测的调整幅度，以及是否会启动类似 QE 的资产购买安排。鲍威尔在新闻发布会中的表态整体温和偏鸽，美联储内部分歧有所扩大。截至 12 月 13 日，Fedwatch 预期 2026 年 1 月降息 25bp 的概率为 24.4%；2026 年 3 月份在 1 月份降息的基础上再次降息的可能性为 8.1%。风险提示：大宗商品价格波动风险；历史经验不代表将来；经济基本面变化超预期。

(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 20251213：转债配置建议关注预期差较大的三个价值洼地
本周(1208—1212)海外方面联储对 26 年降息预期的指引是当前影响科技股估值的重要因子，相较欧、日央行货币政策潜在收紧的趋向，联储仍偏鸽，美元承压。特朗普政府公布 25 年《美国国家安全战略》，市场解读其是对“美国优先”理念的全面阐述，我们认为美国全球战略渐进式但实质性收缩或在部分区域（尤其欧洲、中东、东北亚）形成一定权力真空，相关国家或区域不得不提高国防支出比例，部分国家将试图把握此窗口期实现政党长期愿景，部分区域地缘格局面临二战以来的系统性深度重塑，继续看多黄金、美债。国内权益整体偏向震荡，年底普遍风偏下行，在外围无论宏观货币政策趋向层面，还是行业层面在前期预期较满的情况下，市场整体较难形成合力。转债方面相较权益，叠加一层期权价值，因此在预期差较大的板块，我们认为年底年初存在配置窗口：其一是上周提到的 AI 端侧尤其消费电子领域，我们认为端侧的爆发存在产业链盈利闭环的必要性，同样会反哺上游可持续的资本支出，存量标的建议关注超声转债、立讯转债、冠宇转债，力合转债、伯 25 转债、保隆转债、凯众转债、煜邦转债、集智转债、银轮转债；待发标的建议关注艾为电子、统联精密、精研

科技、苏州天脉、科博达、中汽股份、天准科技；其二是向上游寻找标的，包括芯片制成、封测关键基材，这部分还将普遍受益于所谓“去日化”国产替代，以及部分资源稀缺性标的，存量标的建议关注和邦转债、兴发转债、天奈转债、凯盛转债、鼎龙转债、安集转债、路维转债、强力转债、晶瑞转 2、立昂转债、华特转债；待发标的建议关注茂莱光学、华海诚科；其三是输配电设备环节，存在相对确定的政策性指引，且绝大多数待发标的上市伊始预计二级市场估值并不会过高，存量标的建议关注华辰转债、国力转债、应流转债、亿纬转债，后两者作为灵活性调节资源（储能/燃气机组）核心标的，待发标的建议关注金盘科技、通合科技、华通线缆、斯达半导、南芯科技、特变电工、长高电新。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：希望转债、利群转债、鹰 19 转债、建工转债、闻泰转债、柳药转债、家悦转债、鲁泰转债、青农转债、齐翔转 2。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 20251213：绿色债券周度数据跟踪（20251208-20251212）

观点 一级市场发行情况：本周（20251208-20251212）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 29 只，合计发行规模约 367.52 亿元，较上周增加 160.15 亿元。发行年限多为 3 年；发行人性质为中央国有企业、央企子公司、地方国有企业、大型民企、其他国有企业、中外合资企业、中小微民企、中央金融企业、其他企业、大型民企；主体评级多为 AAA、AA+级；发行人地域为江苏省、湖北省、广东省、北京市、内蒙古自治区、河北省、福建省、浙江省、四川省、云南省；发行债券种类为交易商协会 ABN、企业 ABS、商业银行普通债、一般公司债、超短期融资券、中期票据。二级市场成交情况：本周（20251208-20251212）绿色债券周成交额合计 644 亿元，较上周减少 17 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 279 亿元、263 亿元和 69 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 82.45%，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 281 亿元、119 亿元和 22 亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、广东省、天津市，分别为 162 亿元、76 亿元和 71 亿元。估值偏离度前三十位个券情况：本周（20251208-20251212）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，折价成交比例小于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为 25 水能 G1 (-0.9844%)、25 济水 1B (-0.6382%)、22 富源绿色债 02 (-0.6016%)，其余折价率均在 -0.40% 以内。主体行业以金融、交通运输、房地产为主，中债隐含评级以 AA、AA+、AAA- 评级为主，地域分布以北京市、天津市、江苏省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券 24 绿舍建材 GN001(可持续挂钩) (0.6964%)、18 宜昌绿色债 NPB (0.5590%)、25 鄂东 G1 (0.4656%)，其余溢价率均在 0.36% 以内。主体行业以金融、建筑、能源为主，中债隐含评级以 AAA-、AA、AAA+ 评级为主，地域分布以福建省、北京市、天津市居多。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 20251213：二级资本债周度数据跟踪（20251208-20251212）

观点 一级市场发行情况：本周（20251208-20251212）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 4 只，发行规模为 360 亿元。发行

年限为 10Y；发行人性质为其他企业、大型民企、央企子公司；主体评级为 AA+、AA-、AA、AAA；发行人地域为江苏省、浙江省、广东省。二级市场成交情况：本周（20251208-20251212）二级资本债周成交量合计约 3292 亿元，较上周增加 1343 亿元，成交量前三个券分别为 25 建行二级资本债 03BC（663.81 亿元）、25 中行二级资本债 01BC（161.57 亿元）和 25 徽商银行二级资本债 01（123.05 亿元）。分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、安徽省和上海市，分别约为 2719 亿元、124 亿元和 110 亿元。从到期收益率角度来看，截至 12 月 12 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：-0.40BP、-1.63BP、-1.63BP；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：-5.55BP、-4.38BP、-4.38BP；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：-3.91BP、-2.99BP、-2.99BP。估值偏离%前三十位个券情况：本周（20251208-20251212）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，折价率前三的个券为 23 口行二级资本债 02B（-0.5669%）、24 汉口银行二级资本债 01（-0.3695%）、22 工商银行二级 01（-0.3295%），其余折价率均在 -0.33% 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、吉林省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 21 长城华西银行二级 02（0.4779%）、22 长城华西二级资本债 01（0.4722%）、25 华润银行二级资本债 02（0.2109%），其余溢价率均在 0.21% 以内。中债隐含评级以 AAA-、AA、AA+ 评级为主，地域分布以北京市、浙江省、四川省居多。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 20251210：澳弘转债：PCB 领域稳健经营者

事件 澳弘转债（111024.SH）于 2025 年 12 月 11 日开始网上申购：总发行规模为 5.80 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于泰国生产基地建设项目。当前债底估值为 92.8 元，YTM 为 2.49%。澳弘转债存续期为 6 年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为 AA-/AA-，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.20%、0.40%、0.60%、1.00%、1.50%、2.00%，公司到期赎回价格为票面面值的 112.00%（含最后一期利息），以 6 年 AA- 中债企业债到期收益率 3.79%（2025-12-09）计算，纯债价值为 92.80 元，纯债对应的 YTM 为 2.49%，债底保护较好。当前转换平价为 98.91 元，平价溢价率为 1.10%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2026 年 06 月 17 日至 2031 年 12 月 10 日。初始转股价 34.04 元/股，正股澳弘电子 12 月 9 日的收盘价为 33.67 元，对应的转换平价为 98.91 元，平价溢价率为 1.10%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 10.65%。下修条款为“15/30，80%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。按初始转股价 34.04 元计算，转债发行 5.80 亿元对总股本稀释率为 10.65%，对流通盘的稀释率为 10.65%，对股本有一定的摊薄压力。

观点 我们预计澳弘转债上市首日价格在 126.65~140.60 元之间，我们预计中签率为 0.0019%。综合可比标的以及实证结果，考虑到澳弘转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 35% 左右，对应的上市价格在 126.65~140.60 元之间。我们预计网上中签率为 0.0019%，建议积极申购。澳弘电子是一家系列化 PCB 产品的生产与研发制造企业。公司主要产品有：单面印制

板、双面印制板、多层印制板、金属基印制板、OSP 印制板、喷锡印制板、化金/镀金印制板、碳膜板及复合基材印制板等，年产各类印制电路板近 400 万平方米。产品涉及家用电器、消费电子、电源能源、网络通讯及汽车电子等诸多领域，拥有完善的 PCB 生产与研发能力。公司注重工艺、工程及品质管理能力的提升，技术研发部门被评定为“高密度多层印制线路板工程技术研究中心”和“企业技术中心”。2019 年以来公司营收稳步增长，2019-2024 年复合增速为 6.40%。自 2019 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率小幅波动，2019-2024 年复合增速为 6.40%。2024 年，公司实现营业收入 12.93 亿元，同比增加 19.45%。澳弘电子营业收入主要来源于印刷线路板业务，产品结构年际变化。2021 年以来，澳弘电子印刷线路板业务收入波动增长，2021-2024 年项目运营业务收入占主营业务收入比重分别为 96.73%、96.06%、94.07%和 99.03%，同时产品结构年际调整，其他主营业务规模占比稳定，印刷线路板业务占比上升并趋于稳定。澳弘电子销售净利率和毛利率波动下降，销售费用率维稳，财务费用率趋稳和管理费用率维稳。2019-2024 年，公司销售净利率分别为 14.68%、14.14%、13.33%、11.82%、12.28%和 10.63%，销售毛利率分别为 28.93%、28.47%、24.58%、22.58%、25.04%和 22.65%。风险提示：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭)

行业

非金融行业点评报告：中金公司吸收合并东兴、信达预案出炉，资产规模将破万亿

投资要点 事件：中金公司换股吸收合并东兴证券、信达证券预案公布，三家公司股票将于 2025 年 12 月 18 日复牌。东兴换股价相对当前股价溢价 23%。本次合并中，每股东兴证券、信达证券股票换取中金公司股票的比例分别为 1:0.4373、1:0.5188。东兴证券换股价为 16.14 元，相对定价基准价溢价 26%，相对当前股价溢价 23%；信达证券换股价为 19.15 元，相对当前股价溢价 8%。简单加总后，三家公司 2025Q3 合计总资产将排名行业第四位，2025 年前三季度合计归母净利润将排名行业第六位。2025 年前三季度中金公司、东兴、信达净利润分别位 65.7 亿元、16.0 亿元、13.5 亿元，同比分别增长 130%、70%、53%；截至 2025Q3，中金公司、东兴、信达总资产分别为 7649 亿元、1164 亿元、1283 亿元。简单加总后，合并公司归母净利润达 95.2 亿元，排名第六，总资产将破万亿，排名第四。三家券商业务上各有特色。中金公司在投行业务、机构业务、高净值财富管理业务方面具有深厚积累，同时在国际业务方面优势显著。东兴证券过去依托股东中国东方在 AMC 领域亦积累了不少优势，信达证券在并购重组、大资管业务方面具有一定优势。此外，中金公司、信达、东兴的营业网点侧重略有不同，中金财富营业部主要集中在经济发达地区，信达和东兴在辽宁和福建等地具有一定比较优势，整合可以进一步拓展中金财富的网点触达。中金公司曾在 2015 年合并中投证券，实现财富管理业务的全方位快速发展。在整合过程中，中金充分利用中投在零售经纪业务、网点布局等方面的优势，弥补了原本在零售业务方面的短板，并结合自身在投行、机构业务、跨境服务和高净值财富管理领域的优势，打造并统一“中金财富”品牌，实现财富管理业务的全方位快速发展。2024 年以来，监管大力推动

证券行业供给侧改革、支持头部券商做强做大，已有多家券商完成重组，包括国联并民生，国君并海通，西部并国融，国信并万和，浙商并国都等。我们认为行业内的资源整合或将成为券商快速提升规模与综合实力的又一重要方式，大型券商通过并购进一步补齐短板，巩固优势，中小券商通过外延并购有望弯道超车，快速做大，实现规模效应和业务互补。风险提示：合并效果不及预期，权益市场大幅波动。

(证券分析师：孙婷 证券分析师：何婷)

推荐个股及其他点评

星环科技-U (688031): 算力架构革命, 星环 GPU-Native 数据库先行
投资要点 星环科技是中国领先的 AI 和大数据基础设施软件提供商。公司拥有 AI 与大数据基础软件业务、解决方案业务及其他业务三条业务线, 产品及解决方案已深入金融、能源、政府、交通、医疗等十余个行业。25Q1-Q3 公司实现营业收入 2.25 亿元, 同比上升 7.42%; 归母净利润-2.13 亿元, 亏损同比收窄 27.21%, 公司营收增长主要得益于在金融、能源等行业客户订单的持续增长以及大模型相关新业务的积极拓展。 AI 推理带来新的 GPU 存储架构: AI 训练需要大数据块 (10MB-1GB), 少并发, 总存储容量相对较低 (1-10TB)。而 AI 推理完全不同, 需要小数据块 (几 KB 或更小), 高并发 (数千条), 大存储容量 (PB 级)。传统架构以 CPU 为中心, CPU 的串行任务特点无法满足高并发需求, 导致 AI 推理出现瓶颈, GPU 未能充分利用。GPU 地位亟需提升, 把控制路径和数据路径都放在 GPU 里, 硬件方面, GPU 直连 SSD 增加存储量和传输速率, 软件方面, SCADA 软件架构控制存储 IO。 底层硬件变革带动软件重构, GPU-Native 数据库呼之欲出: 架构层面发生变化。从“以 CPU 为中心”到“以 GPU 为中心”, 数据库软件需要围绕 GPU 的数据获取和处理能力重新设计。核心组件层面升级改造。例如存储引擎的革新、数据布局优化、查询执行引擎的重构等。 GPU 直连 SSD 技术将使得数据库从一个在通用操作系统上运行的、管理磁盘文件的应用程序, 演变为一个直接调度和管理 GPU 和存储硬件的“数据中心级操作系统内核”。 GPU-Native 数据库市场空间打开。 AI 技术业内领先, 积极布局出海: 公司拥有 AI-Ready Data Platform, 以关系型、向量、图、全文、时序等 11 种模型数据统一存储管理为基础, 提供多模态数据自动处理、高效数据治理、特定领域知识构建以及全流程的实时数据洞察能力。2024 年, 星环科技被 IDC 评为向量数据库代表厂商。同时, 公司拥有分布式关系型数据库软件 (ArgoDB 和 KunDB)。公司已经具有 GPU-Native 数据库产品。公司于 2025 年 8 月 18 日正式向香港联交所递交上市申请, 计划发行 H 股并实现“A+H”双重上市。 投资建议: 随着 AI 推理的爆发, GPU 地位需要进一步提升, 在硬件架构上直连 SSD, 快速传输数据, 充分发挥 GPU 的并发性能。软件生态也需要发生重大变化。核心技术软件数据库转而以 GPU 为中心, 针对 GPU 直连 SSD 新型架构做重构, 满足 AI 推理旺盛的需求。数据库产业有望迎来新机遇。公司在 GPU-Native 数据库早有布局, 是中国面向生成式 AI 的数据基础设施领导者, 有望充分受益。基于此, 我们预计 2025-2027 年营收分别为 4.26/4.88/5.83 亿元。首次覆盖, 给予“买入”评级。 风险提示: 技术发展不及预期; AI 产业发展不及预期; 公司市场拓展不及预期; 股价短期波动风险。

(证券分析师：王紫敬 证券分析师：王世杰)

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>