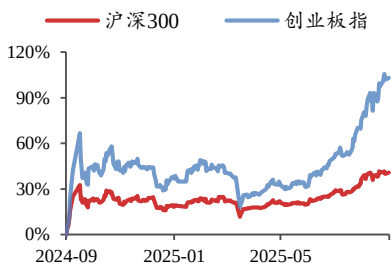


沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
电子	3.709
计算机	1.699
有色金属	0.979
机械设备	0.861
非银金融	0.814

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
社会服务	-2.036
美容护理	-1.365
商贸零售	-1.313
食品饮料	-1.207
建筑装饰	-1.068

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

观点精粹

总量视角

【宏观经济】“十五五”规划企业座谈会召开——宏观经济专题-20250922

【固定收益】托管量环比少增，债市杠杆率微增——2025 年 8 月债市托管数据点评-20250922

行业公司

【医药】集采优化叠加创新驱动，Pharma 迎来发展新阶段——行业点评报告
-20250922

【非银金融】财险和权益投资拉动业绩，分红险转型驱动投资端增配权益——保险行业深度报告-20250922

【农林牧渔】进口扰动及需求好转驱动鸡肉价格上行，蛋鸡产能偏高或压制蛋价上行空间——行业点评报告-20250922

【机械】Figure 390 亿美金估值和马斯克“万亿美金薪酬计划”的背后：全球资本对机器人定价——行业周报-20250922

【社服】十一假期酒旅预订量增价稳，8月潮玩龙头表现突出——行业周报
-20250921

【地产建筑：中海物业(02669.HK)】规模盈利双升，高质量外拓构筑长期价值——港股公司首次覆盖报告-20250922

【电子：欧陆通(300870.SZ)】AI 高密化发展，国产高功率服务器电源龙头崛起——公司首次覆盖报告-20250922

研报摘要

总量研究

【宏观经济】“十五五”规划企业座谈会召开——宏观经济专题-20250922

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 沈美辰（分析师）证书编号：S0790524110002

国内宏观政策：用好用足更加积极的财政政策

过去两周（9月7日-9月21日）国内宏观主要聚焦以下几个方面：

经济增长方面，十四届全国人大常委会第十七次会议上，财政部部长蓝佛安强调，用好用足更加积极的财政政策，全力支持稳就业稳外贸，加快培育壮大发展新动能，进一步保障和改善民生等。

基建与产业方面，政策聚焦工业和信息化“十五五”规划企业座谈会，会议讨论了工业互联网应用、“人工智能+”典型应用场景等；《轻工业稳增长工作方案》、《关于加快推进质量认证数字化发展的指导意见》、《“十五五”新型电池产业发展规划》等方案出台，围绕数字化和新能源等新兴产业，或为“十五五”规划重点领域。

货币政策方面，央行行长潘功胜在《求是》杂志发表文章《坚定践行全球治理倡议持续推进全球金融治理改革完善》。文章讨论了国际上对改革国际货币体系的方向、跨境支付体系的多元化发展和完善、国际社会对健全全球金融稳定体系的实践、以及完善国际金融组织治理的重要性等。未来，国际货币体系可能继续朝着少数几个主权货币并存、相互竞争、相互制衡的格局演进。智能合约、去中心化金融等技术将持续推动跨境支付体系的演进和发展。

消费政策方面，商务部等9部门发布《关于扩大服务消费的若干政策措施》，提出开展“服务消费季”系列促消费活动；支持优质消费资源与知名IP跨界合作；扩大电信、医疗、教育等领域开放试点；有序扩大单方面免签国家范围；优化学生假期安排，完善配套政策等。

地产政策方面，上海市发布《关于优化调整本市个人住房房产税试点有关政策的通知》，对于持居住证的人才，以及居住证满3年的居民家庭，首套房免税，人均60平方米以内的二套房免税。同时，外地户籍在获得二套房购房资格后，其税费政策和本地户籍的口径保持一致。

贸易方面，国家主席习近平与美国总统特朗普于9月19日通电话，就当前中美关系和共同关心的问题坦诚深入交换意见，就下阶段中美关系稳定发展作出战略指引。通话是务实、积极、建设性的。中美完全可以相互成就、共同繁荣，造福两国、惠及世界。要实现这个愿景，双方都要相向而行、付出努力，实现相互尊重、和平共处、合作共赢。

海外宏观政策：美联储在分歧中寻找合适的降息路径

过去两周，海外宏观政策聚焦欧央行、美联储9月利率决议等。

美联储9月议息会议决定降息25基点，联邦基金利率目标区间下调至4.00%—4.25%之间。美联储预测显示，到年底将再降息50个基点。美联储主席鲍威尔随后召开新闻发布会，对于利率前景，他强调，政策并非设定好的路线，美联储有能力及时作出回应。本次降息是“风险缓释”举措，降息25个基点背后是经济增长放缓与就业风险的增加，而不是广泛支持降息50个基点。

风险提示：国内外货币政策持续分化，国内政策执行力度不及预期。

【固定收益】托管量环比少增，债市杠杆率微增——2025年8月债市托管数据点评-20250922

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 王帅中（联系人）证书编号：S0790125070016

8月末，上清所债券托管量 48.63 万亿元（前值为 48.66 万亿元，下同），月净增-321.93 亿元（3347.18 亿元）；中债登债券托管量 125.91 万亿元（124.37 万亿元），月净增 15381.99 亿元（14101.74 亿元）。上清所、中债登合计债券托管量 174.54 万亿元（173.03 万亿元），月净增 15060.06 亿元（17448.92 亿元）。

整体：上清所、中债登合计债券托管量环比少增

上清所、中债登合计债券托管量 174.54 万亿元（173.03 万亿元），月净增 15060.06 亿元（17448.92 亿元），环比增量下降。上清所债券托管量 48.63 万亿元（前值为 48.66 万亿元），月净增-321.93 亿元（3347.18 亿元），环比增量回落；中债登债券托管量 125.91 万亿元（124.37 万亿元），月净增 15381.99 亿元（14101.74 亿元），环比增量提升。

1、券种：利率债贡献当月主要增量

上清所，金融债券（除政金债）贡献当月主要增量，月净增 2338.00 亿元；公司信用类债券月净增 339.20 亿元；利率债月净增 117.70 亿元；同业存单月净增-3556.10 亿元。中债登，国债贡献当月主要增量，月净增 8260.58 亿元；利率债月净增 17870.64 亿元；信用债月净增-2488.65 亿元。

整体来看，利率债贡献当月主要增量。利率债托管量 119.12 万亿元（117.32 万亿元），月净增 18048.34 亿元；信用债托管量 33.40 万亿元（33.37 万亿元），月净增 279.25 亿元；同业存单托管量 20.38 万亿元（20.74 万亿元），月净增-3556.10 亿元。

2、机构：商业银行为增持债券主力

上清所，政策性银行、保险机构增持债券，月净增分别为 1608.70 亿元和 12.11 亿元；存款类金融机构、证券、广义基金和境外机构托管量月净增为负，分别为-363.81 亿元、-130.85 亿元、-1623.16 亿元和-696.82 亿元。中债登，商业银行为主要增量，月净增 12271.75 亿元；广义基金、境外机构托管量月净增为负，分别为-293.41 亿元和-300.16 亿元。

3、整体来看，商业银行为增持债券主力。商业银行托管量 93.01 万亿元（91.81 万亿元），月净增 12020.46 亿元；证券托管量 3.20 万亿元（3.19 万亿元），月净增 19.31 亿元；广义基金托管量 47.95 万亿元（48.14 万亿元），月净增-1916.58 亿元；境外机构托管量 3.83 万亿元（3.93 万亿元），月净增-996.98 亿元。

杠杆：债市杠杆率微增

8月债市整体杠杆率为 106.88%（106.81%），环比提升 0.07pct，债市杠杆率微增。分机构看，商业银行杠杆率为 104.58%（104.55%），环比提升 0.03pct；非银机构杠杆率为 109.66%（109.51%），环比提升 0.15pct，其中券商杠杆率为 138.54%（138.24%），环比提升 0.30pct。

债市观点：经济预期修正下，债券收益率有望趋势性上行

对于股、债配置，我们维持观点：

- （1）2025 年下半年，经济增速或不会明显下行（已经进入第二次 L 型的一横）；
- （2）物价等结构性问题，有望趋势性好转；
- （3）股债配置继续切换：债券收益率、股市有望持续上行。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

行业公司

【医药】集采优化叠加创新驱动，Pharma 迎来发展新阶段——行业点评报告-20250922

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 余克清（分析师）证书编号：S0790525010002 | 刘艺（联系人）
证书编号：S0790124070022

Pharma2025H1 业绩稳健，创新出海助力估值重塑

创新转型进入收获期，头部 Pharma 业绩稳健增长。多数 Pharma 已凭借创新管线基本走出集采的影响、基本进入向上的拐点，国际化与商业化能力持续提升。从 2025H1 业绩来看，制药板块整体业绩稳健，增长动能从仿制药向创新药切换。Pharma 重点个股业绩分化，创新转型进度靠前的大型企业表现较好。恒瑞医药 2025H1 收入 157.6 亿元（同比+15.88%），归母净利润 44.50 亿元（同比+29.67%），同时公司研发成果密集落地，瑞卡西单抗（PCSK9）、艾玛希替尼片（JAK1）等 6 款创新药获批上市，PDE3/4、Lp(a) 等百亿美元项目加速出海；中国生物制药 2025H1 收入和利润均实现双位数增长，2025H1 收入 175.8 亿元（同比+9.8%），扣非归母净利润 33.89 亿元（同比+13.10%）。公司近三年贝莫苏拜单抗、安奈克替尼胶囊等创新产品快速放量，创新药收入增长 27.2%，创新管线步入密集收获期；先声药业创新转型成效显著，2025H1 创新药收入增长 26%，净利增长 32%，恩度、艾得辛、先必新等 5 款创新药驱动业绩可持续增长。

集采优化叠加商保助力，Pharma 有望长周期受益

8 月 28 日国家医保局发布《关于公布通过 2025 年国家基本医疗保险、生育保险和工伤保险药品目录及商业健康保险创新药品目录调整形式审查的申报药品名单的公告》。9 月 20 日，国家医保局发布公告，2025 年国家基本医保目录及商保创新药目录调整，已进入专家评审阶段性结果查询环节，接下来将进入核心的谈判/竞价/价格协商阶段（9-10 月）。随着医保支持创新药的政策红利持续释放，纳入双目录的创新药有望快速放量，患者有望持续受益，同时相关创新药企也有望迎来快速增长。2025 年政府工作报告明确提出优化药品集采，存量仿制药对板块影响边际减弱。9 月 20 日，国家医保局发布第十一批国家组织药品集中采购文件，进一步明确优化价差控制“锚点”。为防范个别企业报出异常低价“熔断”其他正常报价的企业，当“最低价”低于“入围均价的 50%”时，将以“入围均价的 50%”为价差控制的锚点。第十一批集采标志着政策从“扩面降价”转向“精细化管理”，通过规则优化避免恶性低价竞争，Pharma 仿制药业务有望有更稳定的预期。

推荐标的

推荐标的：制药及生物制品：恒瑞医药、石药集团、华东医药、三生制药、联邦制药、人福医药、恩华药业、健康元、丽珠集团、海思科、京新药业、兴齐眼药、汇宇制药、信达生物、再鼎医药、百利天恒、泽璟制药-U、诺诚健华、科伦博泰生物-B、三生国健、康诺亚-B、一品红、艾力斯、艾迪药业、和黄医药。

风险提示：政策波动风险、市场震荡风险、医保未准入风险等。

【非银金融】财险和权益投资拉动业绩，分红险转型驱动投资端增配权益——保险行业深度报告-20250922

高超（分析师）证书编号：S0790520050001

财险和权益投资是拉动业绩主因，分红险转型驱动投资端增配权益

（1）利源分析：2025H1 上市险企归母净利润增速整体较 1 季度有所改善，业绩驱动和分化的原因主要体现在财险板块的利润拉动及权益投资收益的拉动上。3 家有财险分部的上市险企集团，财险分部净利润增速明显高于寿险分部，财险成为利润拉动主因。从人身险利源角度看，上市险企保险服务业绩同比变化较小，保持平稳，利润增速差异主要来自投资服务业绩，新华保险受益于权益投资多数放在交易性金融科目，更受益于权益市场上涨，净利润增速突出。

（2）净资产：2025H1 末，各上市险企调整后归母净资产（加回分红、扣除净利润）均较年初有所下降，主要由资产端和负债端受利率波动影响存在差异造成，长端利率企稳利于险企后续净资产扩张。

（3）合同服务边际：2025H1 末上市险企 CSM 余额均较年初实现稳步增长，主要由当期新业务 CSM 拉动，
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

上半年新业务 CSM 除中国人寿外均同比正增，增速有所放缓。

(4) 内含价值：各上市险企 EV 较年初均实现正增长，新业务价值均对内含价值增长有较大贡献。

寿险渠道、产品双转型，财险 COR 改善拉动业绩高增，险企增配权益资产

(1) 寿险：2025H1 回溯口径下 NBV 增长较快，主要得益于预定利率下调，报行合一执行、产品结构优化也对价值带来支撑。不回溯口径下(更能反映投资收益率和预定利率同步调降影响)，中国平安、中国人寿和中国太保整体同比变化较小，体现了新单保费增速回落、分红险转型下产品价值率略有下降的影响。在新单保费方面，多数上市险企实现同比正增，个险渠道整体承压，银保渠道新单高增，成总负债端增长主要驱动力。个险渠道受预定利率下滑产品吸引力下降、分红险转型等因素发展承压，银保渠道受 2024 年同期“报行合一”执行保费基数较低及“1+3”放开利好影响，头部上市险企分红险转型成效明显，保费同比及占比双提升。

(2) 财险：2025H1 各上市险企 COR 改善带动承保利润大幅增加，降本增效成果持续显现，综合成本率均实现同比下降。

(3) 投资：2025H1 股市波动上涨，债市势弱，各险企投资资产均同比增加，同时考虑到浮动收益型产品转型的推动，多数险企增配了权益资产，其他权益工具股票资产占比也较年初提升。各险企净投资收益率均同比微降，总投资收益率及综合投资收益率有分化。

(4) 偿付能力：各上市险企均显著高于监管要求，多数实现同比提升。

展望未来，负债端有望延续高质量增长，投资端延续增配权益趋势

(1) 监管部门从监管机制、渠道、产品和服务等多方面持续规范保险业健康发展。渠道方面，短期内个险渠道发展承压，银保高质量发展初见成效，多元化渠道布局的头部险企有望受益。产品方面，分红险转型已成行业共识，后续各险企将进一步深化转型。(2) 养老需求旺盛，分红型储蓄类保单兼具保底和弹性的收益率，同时在保险保障、养老和医疗配套服务上具有独特优势，未来头部险企市占率有望提升，预计上市险企未来新单保费保持平稳增长，预定利率调降带来负债成本逐步回落；分红险转型带来资产端持续增配权益资产，关注长端利率变化影响。看好负债端综合优势突出且低估值的中国太保和中国平安。

风险提示：长端利率下行风险；寿险保费增速不达预期风险。

【农林牧渔】进口扰动及需求好转驱动鸡肉价格上行，蛋鸡产能偏高或压制蛋价上行空间——行业点评报告-20250922

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 王高展（分析师）证书编号：S0790525070003

进口扰动及需求好转驱动鸡肉价格上行，蛋鸡产能偏高或压制蛋价上行空间

白羽鸡：进口扰动叠加开学备货驱动，8 月白鸡价格环比上行。(1) 价格：2025 年 8 月全国白羽肉鸡销售均价 7.17 元/公斤，环比+0.64 元/公斤，盈利 0.86 元/羽，环比扭亏为盈。供给端，海关总署公告自 8 月 2 日撤销、暂停泰国部分禽企输华资质，国内鸡肉供给收缩预期强化；需求端，开学备货提振需求，供需双驱，肉鸡价格中枢抬升。展望后市，需求边际向好，供给端仍存在扰动，白鸡价格具有较强支撑。(2) 种鸡存栏：8 月末行业白羽祖代种鸡总存栏量 214.21 万套，环比+2.6%，在产环比+7.1%，后备环比-5.3%。父母代种鸡总存栏 3871.54 万套，环比+2.7%，其中在产环比+6.0%，后备环比-1.6%，种鸡存栏偏高产能充足。

黄羽鸡：8 月旺季需求提振，黄鸡价格上行。8 月我国中速黄羽鸡销售均价 12.39/公斤，月环比+19.57%，据中国禽业协会，8 月黄羽鸡父母代鸡苗销量 663.82 万套，环比+5.23%，商品代鸡苗销量 1.54 亿羽，环比+1.06%。8 月末黄羽祖代种鸡总存栏量 285.39 万套，环比+2.11%，父母代种鸡总存栏 2250.65 万套，环比-0.8%。受益于升学宴等需求带动，黄鸡需求提振价格上行。

蛋鸡：鸡蛋供给压力仍偏大，蛋价上行空间或有限。8 月末蛋鸡苗价格 3.00 元/只，环比-22.08%，鸡蛋棚前

批发价 6.22 元/公斤，环比+2.30%，蛋鸡养殖利润-17.89 元/羽，环比-7.74 元/羽。受开学备货带动，8 月鸡蛋价格中枢抬升，但市场在产蛋鸡存栏及蛋鸡苗供给仍偏多，据 Mysteel，2025 年 8 月全国在产蛋鸡存栏 13.17 亿只，环比+1.93%，同比+8.93%。蛋鸡产能持续偏高，蛋价上行空间或有限。

8 月白羽肉鸡苗收入、均价环比上升

(1) 益生股份：8 月鸡苗销量 5791.85 万只，环比+1.68%；销售均价 3.69 元/羽，环比+1.93 元/羽。(2) 民和股份：8 月鸡苗销量 2553.09 万只，环比-7.70%；销售均价 3.38 元/羽，环比+1.89 元/羽。(3) 晓鸣股份：8 月鸡产品销量 2159.03 万只，环比+8.34%；销售均价 3.70 元/羽，环比-0.07 元/羽。

8 月鸡肉销量环比上升、均价环比涨跌不一

仙坛股份：8 月鸡肉销量 5.62 万吨，环比+1.68%；销售收入 4.64 亿元，环比+1.64%；销售均价 8258.45 元/吨，环比-0.16%。(2) 圣农发展：8 月鸡肉销量 13.74 万吨，环比-13.16%；鸡肉销售收入 13.00 亿元，环比-12.23%；销售均价 9461.43 元/吨，环比+0.77%。

8 月黄羽鸡收入、均价环比上升

(1) 温氏股份：8 月肉鸡销量 1.17 亿只，环比+5.20%；销售均价 12.15 元/公斤，环比+22.85%。(2) 立华股份：8 月肉鸡销量 5255.49 万只，环比+6.93%；销售均价 11.69 元/公斤，环比+19.65%。(3) 湘佳股份：8 月活禽销售 348.59 万只，环比-5.97%；销售均价 10.70 元/公斤，环比+36.31%。

风险提示：禽业疫病不确定性；消费复苏不及预期等。

【机械】Figure 390 亿美金估值和马斯克“万亿美金薪酬计划”的背后：全球资本对机器人定价——行业周报-20250922

孟鹏飞（分析师）证书编号：S0790522060001 | 欧阳蕤（分析师）证书编号：S0790525060002

全球机器人整机龙头公司定价重塑，机器人整机估值天花板打开

9 月 16 日，Figure 宣布完成 C 轮融资，投后估值攀升至 390 亿美元。按照量产 10 万台机器人计算，若单台价值量随规模化量产下探到 2 万美金，对应 PS 约 20 倍。此前特斯拉宣布为马斯克设计 10 年期薪酬计划，其中机器人 Optimus 目标是累计交付 100 万台，对应 5000 亿美元的市值。按远期单台 2.5 万美元算，特斯拉机器人业务定价在 20 倍 PS，与 Figure 估值吻合。我们认为特斯拉和 Figure 的资产定价可作为全球机器人整机公司的估值中枢，全球机器人整机公司估值天花板进一步打开。

核心零部件公司有望享受充分估值溢价，产业初期对应 PE 或达 200 倍

机器人整机厂估值抬升带来的行业估值马太效应有望进一步增强，核心零部件公司估值水平在产业初期具备较大的提升空间。按硬件成本 70% 计算，参考特斯拉机器人估值，假设单台 28 个关节模组，量产后单个 300 美元，对应关节模组公司 PS 在 30 倍左右，假设净利润率 15%，对应 PE 约 200 倍。我们认为，2028-2035 年头部机器人厂商量产指引达百万台，广阔的市场空间足够容纳更高的估值。同时，机器人放量节奏是非线性，机器人数量是指数级增长，核心零部件公司在产业初期到放量期，估值能够快速被消化。此外，我们参考部分机器人零部件公司近 3 年平均估值水平，其 PE 整体维持在 200 倍左右，符合我们此前测算。

供应链、数据和场景是关键，聚焦灵巧手、关节总成等核心零部件方向

Figure 本次融资聚焦应用场景落地、基础设施建设和训练数据采集。马斯克重点谈到特斯拉 Gen3 机器人的重点：供应链垂直整合、AI5 芯片和灵巧手。综合看，两者对产品的要求都聚焦在供应链整合、芯片算法等几个方面。我们判断，双方的硬件技术方案和供应链也终将走向趋同。从供应链维度看，以下三个维度的公司有望切入到 TESLA、Figure 等头部机器人公司供应链体系内：1) 持续配合研发和迭代能力；2) 工程化能力，确保落地可行性；3) 全球化制造能力的企业。其中，重点核心零件方向的公司有望加速导入供应链：1) 灵巧手，具备精密

操作能力的手是场景落地的关键；2) 执行器及电机，涉及供应链垂直整合能力。

相关标的和公司：

1) 旋转执行器和减速器：隆盛科技；2) 线性执行器：震裕科技、拓普集团、三花智控；3) 灵巧手：震裕科技、荣泰健康、骏鼎达；4) 丝杠：五洲新春、震裕科技、浙江荣泰；5) 电机：信质集团；6) 轻量化：唯科科技、恒勃股份；7) 结构件：领益智造、长盈精密；8) 应用：涛涛车业

风险提示：宏观经济波动风险；机器人量产不及预期；供应链发展不及预期。

【社服】十一假期酒旅预订量增价稳，8月潮玩龙头表现突出——行业周报-20250921

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 李睿娴（分析师）证书编号：S0790525020004 | 程婧雅（分析师）证书编号：S0790525070010

旅游/潮玩：十一假期酒旅预订量增价稳，8月国内潮玩大盘平稳增长

十一假期：商务部将于9月23日正式启动全国国庆文旅消费月，推出涵盖住宿、餐饮和演艺等多元活动补贴，政策红利持续释放。根据各OTA平台数据，机酒预订整体保持量升价稳趋势，假期居民旅游预订节奏提前，预订订单量表现亮眼。潮玩：8月潮玩动漫品类线上销售额达12.75亿元/同比增长16%，盲盒、毛绒品类表现突出。8月国内线下潮玩类目门店数量达到3848家/净关124家，线下店效整体同比增长11%，高基数下增速环比收敛，泡泡玛特/TOPTOY平均店效同比+66%/+28.5%，头部品牌因IP造血能力差异表现显著分化，卡牌类目表现承压。

餐饮/社交：茶咖龙头持续领跑行业，赤子城科技短剧布局初见成效

茶咖：受外卖补贴环比收缩影响，2025年8月茶咖行业整体增速略有放缓，但龙头持续引领向上。根据久谦数据，2025年8月茶饮行业平均月店效同比增长3.5%。1-8月蜜雪冰城净增门店7625家，古茗净增1973家，瑞幸净增3705家，幸运咖净增1571。2025年8月蜜雪冰城店效同比增长24.2%，古茗同比增长22.2%，瑞幸同比增长8.7%。中餐：根据久谦数据，截至2025年8月，小菜园、绿茶门店数分别达到693、502家，1-8月净增34、44家；2025年8月，小菜园、绿茶同店月均店效分别同比-0.9%、+2.3%。社交：赤子城科技旗下短剧平台DramaBite8月海外微短剧内购收入排名全球18，与腾讯云达成合作AI驱动升级。

跨境/美丽：Shopee合作社媒龙头，上美新产品、新品牌密集升级上市

Shopee 近期就与美国社媒巨头 Facebook 合作推出了联盟营销计划加强内容电商布局。此前，Shopee 已与 YouTube 在东南亚市场合作开放联盟营销，释放“1+1>2”的协同作用，韩束9月16日官宣田栩宁为品牌代言人，以京东为营销主战场，首发当日京东总销售额破4000万，登顶京东美妆TOP1。韩束在流量运作上善于挖掘潜力赛道、营销渠道打法领先，此外，近期上美新产品、新品牌密集升级上市。

本周A股社服板块跑赢大盘，港股消费者服务板块跑赢大盘

本周（9.15-9.19）社会服务指数+1.69%，跑赢沪深300指数2.13pct，在31个一级行业中排名第6，旅游类领涨；本周（9.15-9.19）港股消费者服务指数+4.06%，跑赢恒生指数3.46pct，在30个一级行业中排名第6，旅游类领涨。

推荐标的：（1）旅游：长白山；（2）教育：好未来、科德教育；（3）餐饮/会展：特海国际、米奥会展；（4）美护：科思股份、水羊股份、康冠科技、倍加洁。

受益标的：（1）餐饮：蜜雪集团、古茗、小菜园、绿茶集团；（2）IP：泡泡玛特、布鲁可、华立科技、青木科技；（3）美护：毛戈平、上美股份、若羽臣、巨子生物、四环医药；（4）新消费：美图、赤子城科技；（6）即时零售：美团-W、顺丰同城；（8）旅游：长白山、同程旅行、携程集团-S、大麦娱乐；（9）教育：中国东方教育。

风险提示：项目落地不及预期，社会零售不及预期，行业竞争加剧等。

【地产建筑：中海物业(02669.HK)】规模盈利双升，高质量外拓构筑长期价值——港股公司首次覆盖报告-20250922

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001 | 杜致远（联系人）证书编号：S0790124070064

在管项目规模持续提升，盈利能力持续改善，维持“买入”评级

中海物业隶属于中建集团旗下中国海外集团，关联方拿地稳健销售市占率明显提升，交付资源充足且项目能级不断提升。公司在管项目规模持续提升，伴随亏损项目退出、高端住宅陆续交付等项目结构调整，盈利能力有望持续改善。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 16.1、17.6、19.6 亿元，对应 EPS 为 0.49、0.54、0.60 元，当前股价对应 PE 为 9.5、8.7、7.8 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

收入利润保持增长，派息比例提升

公司上市以来收入利润均保持增长，2019-2024 年收入和利润复合增长率分别为 23.1%和 25.7%，基础物管收入占比超 70%，仍为公司主要收入来源。公司 2024 年利润增速高于收入增速，销售毛利率和净利率分别提升 0.7pct、0.5pct 至 16.6%、10.8%，主要系基础物管毛利率提升。公司 2019-2023 年分红比例保持在 30%左右，2024 年提升至 35.8%，但相较主流物企派息率相对较低。

物管规模稳健增长，高质量扩张卓有成效

截至 2024 年末，公司在管面积 4.31 亿平，同比增长 7.4%，其中关联方占比 60.6%，住宅占比 71.3%。公司 2024 年新签面积 7410 万方，其中第三方占比 63.3%；新签合约额达 44.4 亿元，新签单价同比提升 21.6%。公司关联方中国海外发展 2024 年权益销售规模行业第一，市占率提升至 3.21%，拿地金额 806 亿元，拿地规模行业第一，其中一线城市占比 77%。

增值业务发展多元化，租赁及协销业务带动增长

(1) 住户增值业务：主要通过“优你互联”子品牌来实现，2019-2024 年收入复合增长率达 28.6%，近两年由于毛利率相对较低的社区零售、集采团购和家居装饰业务收入占比大幅增加，拉低了整体毛利率。(2) 非住户增值业务：受地产销售下行影响，近两年业务收入和毛利率下降，后续主要发力工程服务业务。(3) 停车位服务：与关联方中国海外发展、中海宏洋签署框架协议进行车位买卖，受地产销售影响，近两年收入有所下降。

风险提示：三方拓展放缓、关联公司经营不及预期、房地产销售下行。

【电子：欧陆通(300870.SZ)】AI 高密化发展，国产高功率服务器电源龙头崛起——公司首次覆盖报告-20250922

陈蓉芳（分析师）证书编号：S0790524120002 | 蒋颖（分析师）证书编号：S0790523120003 | 雷星宇（联系人）证书编号：S0790124040002

国产高功率服务器电源领军者，受益于 AI 高密度化发展，给予“买入”评级

欧陆通是国内稀缺的高功率服务器电源供应商，专注于电源领域，产品矩阵丰富，主要包括电源适配器、数据中心电源和其他电源等，产品广泛应用于办公电子、网络通信、安防监控、智能家居、新型消费电子设备、数据中心、动力电池设备、纯电交通工具等众多领域。公司高功率服务器电源产品已处于国内领军水平，已推出通用服务器电源、高功率 GPU 服务器电源、浸没式液冷服务器电源及机架式电源（PowerShelf）解决方案等核心产品，充分满足 AI 对于高功率服务器电源的需求，有望持续受益于 AIGC 发展，成长空间广阔。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.22、4.45、5.47 亿元，当前收盘价对应 PE 分别为 71.5、51.8、42.2 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

AI 服务器新增 GPU 供电需求，服务器电源有望量价齐升

服务器电源是为服务器提供电能的设备，一般由数字化/模拟化控制 IC、MOS 管、整流肖特基管、电阻电容等元器件及部件组成。主流通用服务器电源功率在 800W-2000W，AI 服务器新增 GPU 模组，现阶段 AI 服务器需要的电源功率则在 2700W 及以上，未来则需要 5500W 甚至 8000W 以上的电源，或 Sidecar 等产品，如英伟达 Hopper 系列服务器单 PSU 电源功率为 3KW，英伟达 Blackwell 系列服务器单 PSU 至提升至 5.5KW，服务器电源产品有望实现量价齐升。

公司持续拓宽服务器电源产品布局，5.5KW 服务器电源在研

公司已有产品服务器电源产品涵盖 800W 以下、800-2000W、2000W 以上等全功率段产品系列。在高功率服务器电源产品及解决方案上，已推出包括 3200W 钛金 M-CRPS 及 1300W-3600W 钛金 CRPS 服务器电源、3300W-5500W 钛金和超钛金 GPU 服务器电源、浸没式液冷服务器电源及机架式电源等核心产品，主要应用于数据中心边缘计算及 GPU 服务器等场景，客户包括富士康、浪潮信息、华勤、星网锐捷、新华三、大华、联想、海康威视等，并积极开拓海外北美客户。

风险提示：原材料价格波动风险、AI 发展不及预期、行业竞争加剧风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

¹ 根据新凤鸣 2025 年半年报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 4.78% 的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn