

晨会纪要

数据日期: 2025-09-08	上证综指	深证成指	沪深300指数	中小板综指	创业板综指	科创50
收盘指数(点)	3826.84	12666.84	4467.57	13868.67	3733.28	1275.86
涨跌幅度(%)	0.37	0.60	0.16	1.53	0.27	0.57
成交金额(亿元)	10258.83	13928.46	6836.30	4996.76	6945.18	702.66

晨会主题

【常规内容】

宏观与策略

固定收益周报: 超长债周报——股债跷跷板延续
总量专题(首席经济学家团队): 股市回暖, 居民如何理财?

行业与公司

食品饮料行业专题: 2025年中报总结: 大众品率先企稳改善, 白酒加速释压

电新行业周报: 风电产业链双周度跟踪(9月第1期)

电新行业周报: AIDC 电力设备/电网产业链双周度跟踪(9月第1期)

传媒互联网周报: OpenAI 推出 AI 招聘平台, 即梦 AI 向企业开放 API 服务

电子行业周报: 电子板块戴维斯双击趋势不改, AR 眼镜及折叠屏加速落地

德邦股份(603056.SH) 财报点评: 业绩表现短期承压, 关注公司经营优化效果

华润置地(01109.HK) 海外公司财报点评: 上半年核心净利润同比-7%, 经常性业务贡献占比提升至 60%

中国金茂(00817.HK) 海外公司财报点评: 业绩稳健, 销售增长, 投资积极

速腾聚创(02498.HK) 海外公司财报点评: 单二季度收入同比增长 24%, 在手订单充沛

小马智行(PONY.O) 海外公司财报点评: 单二季度收入同比增长 76%, Robotaxi 规模化运营持续推进

赛力斯(601127.SH) 财报点评: 2025Q2 利润环比高增, 改款 M7 预售 1 小时小订超 10 万台

小鹏汽车-W(09868.HK) 海外公司财报点评: 单二季度销量同比增长 242%, 小鹏 G7、全新 P7 搭载图灵芯片上市

阳光电源(300274.SZ) 财报点评: 储能装机景气驱动, 公司业绩稳步增长

时代新材(600458.SH) 财报点评: 风机叶片显著放量, 新材料业务蓄势待发

国电南瑞(600406.SH) 财报点评: 收入利润稳健增长, 海外与网外业务持续突破

东方电缆(603606.SH) 财报点评: 业务结构影响业绩, 高毛利海缆交付在即

德业股份(605117.SH) 财报点评: 储能业务出货快速增长, 公司发布员工

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数 09月09日

	收盘指数	涨跌幅%
道琼斯	33597.92	0
纳斯达克	10961.46	-0.48
S&P500	3801.78	-0.44
法国 CAC40	6000.24	-0.72
德国 DAX	14261.19	-0.57
日经 225	27574.43	-0.4
恒生	25633.91	0.84

基金指数 09月09日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3268.72	0.03
股票基金指数	12043.24	2.97
混合基金指数	11233.84	3.06

汇率 09月09日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.17	0.37
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.79	-0.04
美元兑日元	147.51	0.07

非流通股解禁 09月09日

名称	解禁数量(万股)	流通股增加%	解禁日期
国信证券	47358.75	100.00	2025-08-14
西南证券	33000.00	100.00	2025-07-22
鹏欣资源	22026.56	100.00	2025-06-12
内蒙一机	412.50	82.58	2025-06-03
华电重工	408.34	100.00	2025-06-02
宁波银行	7581.90	95.06	2025-05-16
新点软件	15651.92	100.00	2025-05-16
华兰股份	3782.78	100.00	2025-04-30

持股计划草案提升凝聚力

新宙邦(300037.SZ) 财报点评:公司业绩稳健增长,氟化液稳中有升

长白山(603099.SH) 财报点评:暑期旺季客流表现突出,政策、交通、景区扩容为冰雪季蓄力

中国石油(601857.SH) 公司快评:中俄签署 500 亿方天然气管道建设备忘录,天然气市场化改革持续深化

快手-W(01024.HK) 海外公司深度报告:AI 焕新公司成长新篇章,可灵跻身全球第一梯队模型

景旺电子(603228.SH) 财报点评:新增 50 亿扩产规划,汽车与数通双轮驱动长期成长

乐歌股份(300729.SZ) 财报点评:二季度收入同比+23%,盈利能力环比改善

志邦家居(603801.SH) 财报点评:收入短期承压,海外业务增长亮眼

好太太(603848.SH) 财报点评:二季度收入环比改善,盈利能力短期承压

金融工程

金融工程日报:沪指震荡收涨,创业板指分化回调

【常规内容】

宏观与策略

◆ 固定收益周报:超长债周报——股债跷跷板延续

超长债复盘：上周债市先反弹再下跌。度过月末资金面继续转松，然后股债跷跷板延续，周二到周四股市连续三天大跌，债市走强，周五股市“阳包阴”，债市转为大跌。成交方面，上周超长债交投活跃度小幅下降，交投仍非常活跃。利差方面，上周超长债期限利差走阔，品种利差小幅上升。

超长债投资展望：

30 年国债：截至 9 月 5 日，30 年国债和 10 年国债利差为 28BP，处于历史偏低水平。从国内经济数据来看，7 月经济依然面临下行压力。我们测算的 7 月国内 GDP 同比增速约 4.3%，较今年上半年的增速大幅下滑。通胀方面，7 月 CPI 为 0.0%，PPI-3.6%，通缩风险依存。我们认为，短期债市会不断面临预期和现实的博弈，10 年期国债在【1.65%，1.8%】区间震荡。一方面，现实基本面依然偏弱，对债市形成支撑；另一方面，“反内卷”的确是当前政策的重要抓手，投资者通缩担忧有所消散，再叠加股市气势如虹，长期宏观叙事出现变化，预期和情绪对债市产生压制。当前 30 年国债期限利差依然偏低，期限利差保护度有限。

20 年国开债：截至 9 月 5 日，20 年国开债和 20 年国债利差为 4BP，处于历史极低位置。从国内经济数据来看，7 月经济依然面临下行压力。我们测算的 7 月国内 GDP 同比增速约 4.3%，较今年上半年的增速大幅下滑。通胀方面，7 月 CPI 为 0.0%，PPI-3.6%，通缩风险依存。我们认为，短期债市会不断面临预期和现实的博弈，10 年期国债在【1.65%，1.8%】区间震荡。一方面，现实基本面依然偏弱，对债市形成支撑；另一方面，“反内卷”的确是当前政策的重要抓手，投资者通缩担忧有所消散，再叠加股市气势如虹，长期宏观叙事出现变化，预期和情绪对债市产生压制。当前 20 年国开债品种利差依然偏低，品种利差保护度有限。

一级发行：上周超长债发行量小幅上升。和上上周相比，超长债总发行量小幅上升。

成交量：上周超长债交投比较活跃。和上上周相比，上周超长债交投活跃度小幅下降。

收益率：上周债市先反弹再下跌。度过月末资金面继续转松，然后股债跷跷板延续，周二到周四股市连续三天大跌，债市走强，周五股市“阳包阴”，债市转为大跌。

利差分析：上周超长债期限利差走阔，绝对水平偏低。上周超长债品种利差走阔，绝对水平偏低。

风险提示：海外市场动荡，全球不确定性上升。

证券分析师： 赵婧（S0980513080004）、季家辉（S0980522010002）

◆ 总量专题（首席经济学家团队）：股市回暖，居民如何理财？

核心结论：①海内外数据显示，长期看股市收益率高于债市和商品，但波动更大。资产配置策略可降低波动且有较高收益，通过复利实现高收益。②简易资产配置：初期股、债、商品、现金均配，某一资产占比达到临界值时，重新调整比例至均配，2005 年至今年化收益率 8.1%。增强资产配置：根据投资时钟所处位置，动态调整大类资产比重，2005 年至今年化收益率 9.8%。均高于沪深 300 的 6.9%。③2005 年至今，简易资产配置最差年份跌幅为-8.1%，增强资产配置为-7.4%，都远好于沪深 300 的-65.9%。

长期视角下股市收益率显著领先于其他大类资产，但波动性更高，凸显资产配置的必要性。以美国市场为例，1802 - 2021 年间股票名义年化收益率为 8.4%，远超国债、黄金等资产。中国市场上，2005 - 24 年万得全 A（含分红）年化收益率达 9.8%，也高于债券、商品和房产收益。然而，股市波动率显著更大，1990 年以来全 A 指数的年度振幅均值高达 83%，远高于债市和商品，这要求投资者通过合理的资产配置来平衡收益与风险。

简易资产配置策略——“永久投资组合”模型，通过定期再平衡实现稳健收益与风险控制。该模型建议

将投资组合平均分配于股票、债券、商品和现金四类资产（各 25%），并在单一资产占比超出 15%-35% 区间时进行再平衡。回测显示，2005 年至 2025 年 6 月，该策略年化收益率达 8.1%，累计收益 396%，最大回撤仅 -11.7%，显著低于股票（-70.8%）和商品（-40.7%），实现在市场极端情况下自动纠偏，提升长期持有体验。

资产配置有效的理论根基在于经济周期的轮动，改进版投资时钟为动态配置提供依据。传统美林投资时钟将经济周期划分为衰退、复苏、过热、滞胀四个阶段，分别对应债券、股票、商品、现金的表现优势。改进版模型进一步引入流动性指标（名义利率与实际利率），将周期细分为七个阶段，更精准地刻画了中国大类资产轮动规律。历史数据显示，不同阶段中强势资产表现突出，如衰退后期债券占优，复苏前期股票领跑，为战术配置提供理论支持。

增强版资产配置通过结合经济周期定位动态调整权重，进一步优化收益-风险比。在改进版投资时钟框架下，根据经济阶段高配强势资产（35%）、低配弱势资产（15%），其余标配（25%）。回测期内（2005 - 2025 年 6 月），增强组合年化收益率提升至 9.8%，累计收益达 575%，最大回撤为 -18.3%，虽略大于简易模型（-11.7%），但远好于股票和商品，且在多数熊市中能有效控制回撤，牛市中则增强收益捕获能力。

资产配置策略尤其适合长期理财规划，稳健性能帮助投资者克服市场波动，发挥复利效应。尽管简易版（年化 8.1%）和增强版（年化 9.8%）的收益率在牛市环境中看似不高，但其较小的回撤和稳定的表现更有利于长期资金坚持投入。例如，为 20 年后积累 500 万元目标，按 8.1% 年化回报计算，现今需投入 87.6 万元，月定投 8845 元；若按 9.8% 计算，则进一步降至 53.2 万元和月投 7251 元。强调资产配置不是追求短期暴利，而是通过纪律化分散投资，实现长期财务目标，尤其适合养老、教育等规划需求。

风险提示：历史表现不一定代表未来

证券分析师： 荀玉根（S0980525090001）

行业与公司

◆ 食品饮料行业专题：2025 年中报总结：大众品率先企稳改善，白酒加速释压

2025H1 食品饮料行业整体展现出总量趋稳、结构分化的特征。2025Q1/Q2 食品饮料板块收入同比 +2.5%/+2.4%，归母净利同比 +0.3%/-2.1%。Q1 在政策支持以及春节假期加持下，消费需求渐进复苏；Q2 白酒、餐饮供应链、啤酒行业受到规范吃喝相关政策的影响，消费场景缺失、需求走弱，饮料以及零食赛道中的部分细分品类维持高景气，份额逻辑在乳品、饮料、啤酒再次得到验证。

白酒：2024 年降速共识强化，多数酒企进入调整周期，Q2 受政策扰动，经营压力传导至上市公司，并形成“降速释放风险”共识，二季度茅台/五粮液/山西汾酒渠道仍有调节空间，实现正增长，其余公司（除天佑德酒）收入下滑，毛利率、预收和净利率均有所恶化，但资本市场对短期收入及业绩增速下修预期较为充分，当前更加关注市场动销等边际改善情况，如茅五批价等仍是核心指标。

大众品：受益于 2024H1 主动降库存减负以及 2024Q4 以来宏观政策发力背景下，2025H1 细分赛道龙头率先实现经营改善，带动大众品板块整体呈现企稳改善趋势。部分细分赛道继续展现高景气，无糖茶/功能饮料/量贩零食/魔芋零食/泡卤零食龙头，如农夫/东鹏/卫龙/盐津等公司收入增速领先，品类红利及渠道扩张系主要驱动力。利润端表现差异显著，乳制品板块 Q2 受益于喷粉减少及信用减值下降，利润改善明显，如伊利等。零食板块中葵花子、棕榈油、魔芋精粉等价格上涨加剧成本压力，但部分公司规模效益及提质增效带动盈利能力改善；啤酒板块成本红利延续，非即饮渠道快速增长对销量提供较强支撑。

投资建议：中报农夫、东鹏、燕啤、卫龙、海天、伊利、巴比等优质龙头释放积极信号，强化市场信心。当前预期改善先行，后续将通过消费信心改善进一步传导至食品饮料行业基本面，且行业内产品及渠道创新活力充足，同时 7 月以来相关政策扰动正逐步消退，建议重视食品饮料板块全年估值及业绩修复机会，积极寻找买点，推荐标的：白酒方面，泸州老窖、山西汾酒、迎驾贡酒等；大众品方面，农夫山泉、东鹏饮料、卫龙美味、盐津铺子、第一太平、巴比食品、燕京啤酒等。

风险提示：需求恢复进程不及预期；国际贸易摩擦导致经济环境出现不可控变化；原材料价格大幅上涨；行业竞争加剧；市场资金波动加剧。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）、杨苑（S0980523090003）、柴苏苏（S0980524080003）、张未艾（S0980525070005）

联系人： 王新雨

◆ 电新行业周报:风电产业链双周度跟踪（9 月第 1 期）

【行业要闻】

2025 年至今，全国风机累计公开招标容量 66.1GW（-13%），其中陆上风机公开招标容量 62.4GW（-13%），海上风机公开招标容量 3.7GW（-18%）。2025 年陆上风机（不含塔筒）平均中标价格为 1,533 元/kW。2024 年全年，全国风机累计公开招标容量 107.4GW（+61%），其中陆上风机公开招标容量 99.1GW（+70%），海上风机公开招标容量 8.4GW（-3%）。2024 年陆上风机（不含塔筒）平均中标价格为 1,359 元/kW。

根据国家能源局数据，2025 年 7 月我国新增风电装机 2.28GW，同比-44.0%；1-7 月新增装机 53.67GW，同比+79.4%；截至 2025 年 7 月末我国累计风电装机 574.87GW，占发电装机总容量的 15.7%。

根据风芒能源的统计，2025 年 1-8 月我国 12 家风电整机制造商国内项目合计中标规模 98.19GW（不含框架采购及自建），其中中标规模前三的企业是金风科技（17.43GW）、运达股份（15.35GW）以及远景能源（14.97GW）。

近两周黑色类原材料价格普遍下跌，铜价环比上涨 2.3%。

【板块行情】

近两周风电板块表现分化，涨幅前三板块为整机（+3.7%）、海缆（+2.5%）和塔筒（+1.3%）。个股方面，近两周涨幅前三分别为亨通光电（+13.1%）、大金重工（+8.9%）和运达股份（+8.5%）。

【行业观点】

海风方面，25 年上半年江苏、广东重大项目陆续迎来开工。二季度进入交付旺季；25 年是国管海风开发元年，预计规划、竞配、招标、政策下半年有望落地。“十五五”期间年均海风装机有望超 20GW，远超“十四五”水平。陆风方面，25 年行业装机有望达 100GW 创历史新高，年初以来零部件企业迎来量价齐增，全年业绩有望大幅增长；上半年主机企业国内制造盈利磨底，随着涨价后订单的陆续交付，三季度交付端将迎来单价和毛利率双重修复。中国风机出海方兴未艾，25-26 年新增订单保持高增，进一步提供利润弹性。

【投资建议】

建议关注三大方向：1）出口布局领先的管桩、海缆龙头；2）国内盈利筑底、出口加速的整机龙头；3）零部件企业 25 年量利齐增机会。建议关注金风科技、东方电缆、广大特材、中际联合、大金重工、日月股份、时代新材、禾望电气、金雷股份。

【风险提示】

原材料价格大幅上涨，风电下游建设节奏不达预期。

证券分析师： 王蔚祺（S0980520080003）、王晓声（S0980523050002）

◆ 电新行业周报:AIDC 电力设备/电网产业链双周度跟踪（9 月第 1 期）

【AIDC 电力设备】

8 月 29 日，阿里巴巴发布 2026 财年第一季度（自然年 2025 年第二季度）财报，本季度公司在 AI+云的资本开支达到 387 亿元，同比+220%，环比+57%；上半年资本开支达到 633 亿元，同比+172%。8 月 13 日，腾讯发布 2025 年第二季度财报，第二季度资本开支为 191 亿元，同比+119%，环比-31%；上半年资本开支 466 亿元，同比+102%。AI 投资维持增长趋势，国内外数据中心建设需求旺盛，利好 AIDC 电力设备产业链相关标的。

近两周 AIDC 电力设备板块表现分化,涨幅前三分别为电池后备电源 BBU(+14.9%)、高压直流 HVDC(+5.0%)和变压器及开关柜(+2.2%)。近两周涨幅前三分别为亿纬锂能(+32.0%)、麦格米特(+11.7%)和欣旺达(+10.8%)。

行业观点:数据中心电力设备品类众多,电力传输链路较长,包括维谛、伊顿、施耐德等在内的全球巨头深耕细分领域多年,已形成完整的产品序列和强大的解决方案提供能力;国内企业聚焦数据中心行业时间较短,但在各细分产品和环节已具备较强的竞争优势,头部企业正逐步建立解决方案提供能力。此外,随着算力芯片国产替代的持续推进,数据中心价值链有望整体向中国企业转移。2025 年有望成为全球 AIDC 建设元年,国内外主要云厂资本开支有望迎来放量。建议持续关注数据中心供配电技术变革,800V HVDC 和固态变压器有望逐步应用。

产业链梳理:从事变压器/开关柜业务的公司包括金盘科技、明阳电气、伊戈尔、新特电气、伊顿等,从事 UPS/HVDC 业务的公司包括中恒电气、科士达、科华数据、维谛技术等,从事服务器电源业务的公司包括麦格米特、欧陆通、泰嘉股份等,从事 BBU 业务的公司包括蔚蓝锂芯、豪鹏科技、亿纬锂能等,从事铜连接业务的公司包括沃尔核材、安费诺等。

【电网】

2025 年 7 月全国电源工程投资完成额为 653 亿元,同比-8.9%;1-7 月累计投资额为 4288 亿元,同比+3.1%。2025 年 7 月全国电网工程投资完成额为 404 亿元,同比-0.7%;1-7 月累计投资额为 3315 亿元,同比+12.5%。

2025 年 8 月 28 日,国网特高压项目第三次设备采购中标结果公示,本次招标包括 72 个标包,同比基本持平,环比增加 28 个标包;中标金额 13.0 亿元,同比-82%,环比+151%。从上市公司中标金额来看,第一位是特变电工,中标 4.0 亿元,占比 30.5%;其次是国电南瑞,中标 7601 万元,占比 5.8%;再次是国网信通,中标 3305 万元,占比 2.5%。

2025 年 8 月 15 日,国家电网营销项目计量设备(电能表/采集终端/计量互感器)第二次招标公示。本批次共 425 个标包,招标总数量达到 2066 万台,同比+26%,环比-41%;根据 Data 电力的预估,本批次中标金额约 50 亿元,同比+4%,环比-33%。

近两周铜价环比上涨 2.3%,取向硅钢价格环比持平。

近两周电网设备板块普遍下跌,跌幅前三分别为电工仪器仪表(-8.6%)、线缆部件及其他(-3.8%)和电网自动化设备(-2.6%)。个股方面,近两周跌幅前三分别为三星医疗(-10.7%)、炬华科技(-9.8%)和平高电气(-7.7%)。

行业观点:25 年上半年特高压招标开工不及预期,下半年有望迎来集中释放;网内相关企业 25-27 年仍具有较强的业绩确定性和稀缺性。网外业务占比较高企业通过新产品、新市场和份额提升有望持续增长,建议关注个股机会。25 年是电改的重要年份,电力交易、虚拟电厂、绿电直供等商业模式有望逐步成熟。中国企业出海稳步推进,海外份额仍有较大提升空间。

【投资建议】

AIDC 电力设备:建议关注四大方向:1)变压器/开关柜环节;2)UPS/HVDC 环节;3)有源滤波器 APF 环节;4)服务器电源环节。建议关注金盘科技、明阳电气、禾望电气、盛弘股份、蔚蓝锂芯。

电网:建议关注三大方向:1)下半年特高压订单、交付双重景气,关注换流阀、组合电器等环节;2)虚拟电厂、电力交易与绿电直供;3)电力设备出海。建议关注思源电气、三星医疗、金盘科技、平高电气、许继电气、东方电子、四方股份、金杯电工。

【风险提示】

AI 投资力度不达预期,特高压核准开工进度不达预期,行业竞争加剧,政策变动风险。

证券分析师: 王蔚祺(S0980520080003)、王晓声(S0980523050002)

◆ 传媒互联网周报: OpenAI 推出 AI 招聘平台, 即梦 AI 向企业开放 API 服务

传媒板块本周表现:行业下跌 0.66%,跑赢沪深 300,跑输创业板指。本周(9.1-9.5)传媒行业下跌 0.66%,

跑赢沪深 300 (-0.81%)，跑输创业板指 (2.35%)。其中涨幅靠前的分别为幸福蓝海、巨人网络、吉视传媒、元隆雅图等，跌幅靠前的分别为游族网络、冰川网络、浙文互联、内蒙新华等。横向比较来看，本周传媒板块在所有板块中涨跌幅排名第 15 位。

重点关注：即梦 AI 上线火山引擎，OpenAI 推出 AI 招聘平台。1) 月之暗面发布 Kimi K2-0905，在编程能力与任务处理性能方面进一步优化，K2 的上下文长度已由 128K 扩展至 256K，能够支持更复杂、长线的任务需求。此外输出速度可达 60-100 Tokens/s；2) OpenAI 正在开发一个名为 OpenAI 招聘平台 (OpenAI Jobs Platform) 的人工智能招聘服务，预计将在 2026 年中期正式推出；3) 腾讯混元游戏视觉生成平台正式发布 2.0 版本，新增游戏图生视频、自定义模型训练、角色一键精修等能力，并大幅提升游戏 2D 生图模型能力，在游戏场景达到行业 SOTA 水平。4) 即梦 AI 上线火山引擎，涵盖图片生成、视频生成、数字人生成三大类，向企业级用户开放。

本周重要数据跟踪：点点互动表现亮眼，暑期档票房景气。1) 本周 (9 月 1 日-9 月 7 日) 电影票房 4.45 亿元。票房前三名分别为《捕风追影》(1.42 亿元，票房占比 31.9%)、《浪浪山小妖怪》(0.92 亿元，票房占比 20.5%)、《南京照相馆》(0.55 亿元，票房占比 12.2%)；2) 综艺节目方面，《花儿与少年同心季》、《中餐厅非洲创业季》、《地球超新鲜》、《王牌对王牌第九季》和《披荆斩棘 2025》排名居前；3) 游戏方面，2025 年 7 月中国手游收入前三名分别为点点互动《Whiteout Survival》、点点互动《Kingshot》和柠檬微趣《Gossip Harbor: Merge&Story》。

投资建议：业绩周期向上，中长期持续看好 AI 应用及 IP 潮玩。1) 基本面底部改善，关注游戏、广告媒体、影视等板块，把握个股 α 。游戏板块自下而上把握产品周期及业绩表现，推荐恺英网络、姚记科技、心动公司等标的；媒体端关注经济底部向上带来的广告投放增长 (分众传媒、哔哩哔哩等)；影视内容关注供给端底部改善可能，渠道 (万达电影等) 以及内容 (华策影视等)；高分红、低估值以及市值管理提升角度关注国有出版板块；2) 行业 β 持续看好高景气的 IP 潮玩以及从 0 到 1 阶段的 AI 应用。IP 潮玩推荐泡泡玛特、浙数文化、姚记科技等；AI 应用重点把握应用场景机会，关注游戏、玩具、广告、教育、电商、社交、等方向；2B/2G 关注营销、教育等领域落地可能；2C 关注 AI 游戏、AI 玩具等领域。

风险提示：监管政策风险；业绩风险；商誉及资产减值风险等。

证券分析师： 张衡 (S0980517060002)、陈瑶蓉 (S0980523100001)

◆ 电子行业周报：电子板块戴维斯双击趋势不改，AR 眼镜及折叠屏加速落地

电子板块戴维斯双击趋势不改，AR 眼镜及折叠屏加速落地。过去一周上证下跌 1.18%，电子下跌 4.57%，子行业中半导体下跌 6.55%。同期恒生科技、费城半导体、台湾资讯科技上涨 0.23%、1.63%、1.30%。继北美算力产业链高速增长的业绩兑现催化主线行情之后，半导体在台积电上修年度业绩指引、中芯国际和华虹半导体在法说会上对未来订单及景气乐观展望的背景下，迎来板块性快速上涨行情。与此同时，Deepseek、阿里先后表态对国产算力的适配力度和采购比重都有所加大，而国内先进制程的配套能力也在不断提升，本土算力链正经历戴维斯双击。我们维持对于 2025 年电子板块在“宏观政策周期、产业库存周期、AI 创新周期”共振下“估值扩张”的乐观判断，推荐中芯国际、江海股份、翱捷科技、顺络电子、杰华特、德明利、华虹半导体、工业富联、澜起科技、赛微电子、华勤技术、杰华特、蓝特光学。华为官宣麒麟 9020 芯片，国产芯片高端化趋势不变。在 9 月 4 日召开的折叠屏手机 Mate XTs 发布会上，华为现场官宣麒麟 9020 系列芯片，这是自 2021 年以来，华为首次公开新款麒麟芯片的有关消息。另外，商汤大装置 SenseCore 与昇腾 384 超节点率先完成全面适配，在功能与性能验证中均达到预期目标，标志着国产 AI 算力在系统级协同与工程化落地方面取得关键进展。我们认为，虽然受制于国际关系，但国内高端芯片自给能力在过去几年仍然取得了长足的进步，继续推荐受益国产芯片高端化趋势的企业中芯国际、寒武纪、翱捷科技、澜起科技、杰华特、伟测科技、华虹半导体等。

Rokid Glasses 正式预售，AR 智能眼镜热度不减。9 月 1 日，Rokid Glasses 正式开启全网预售，一经上线便迅速售罄。截至 5 日，Rokid Glasses 全渠道已售 40000 台，9 月产能已全部排满。Rokid Glasses 光学方案采用“Micro LED+衍射光波导”且为双目显示，FOV(视场角)为 30 度。近年来 Rokid 在光学显示、交互技术、操作系统等方面均实现了部分关键技术的突破，我们认为国内外龙头陆续推出带显示的

AR 智能眼镜将不断给行业带来新的变量，带动 AR 眼镜市场整体规模快速扩大，建议持续关注相关公司：舜宇光学科技、蓝特光学、水晶光电、豪威集团、歌尔股份、立讯精密等。

AI 服务器推动被动元件全面升级。AI 服务器在架构、工作方式和功率等方面与传统服务器存在显著差异，正在驱动被动元件迎来新一轮需求升级。其采用 CPU+GPU/NPU 的架构，通过大规模并行计算高效处理复杂任务，整体功耗大幅提升：单颗 GPU 的功耗已从 300~400W 跃升至 B 系列的 1400W，预计下一代 Rubin 更将达到 1800W。伴随制程进一步微缩，单位面积功率密度急剧上升，热量释放剧烈，对供电系统的响应速度与能效水平提出极高要求。传统供电模式亟需重新设计匹配，被动元件也面临全面升级：MLCC 需求持续扩张，同时新增牛角型铝电解电容、超级电容、钽电容、芯片电感等新应用场景，分别对应数十亿元级市场空间。建议重点关注国内领先的被动元件厂商：江海股份、顺络电子、三环集团、风华高科等。

博通第三财季业绩超预期，持续看好云端 ASIC 产业趋势。博通公布 2025 年第三财季报告，总收入达 160 亿美元，同比增长 22%，收入创下历史新高。其中，半导体收入为 92 亿美元，同比增速为 26%，AI 半导体收入 52 亿美元，同比增速为 63%，连续十个季度保持强劲增长。XPU 业务已占 AI 业务收入的 65%，来自三大客户的定制 AI 加速器需求持续增长，同时上季度新增一家潜在客户下单超 100 亿美元，预计 2026 财年 AI 业务展望将好于预期。此外，公司指引第四财季营收约 174 亿美元，AI 业务预计 62 亿美元。我们认为海外 AI ASIC 需求旺盛，产业趋势明确，持续建议关注：翱捷科技、芯原股份、灿芯股份、澜起科技等。

闪迪宣布存储产品涨价，看好存储回暖趋势与国产化机遇。9 月 4 日，闪迪宣布将面向所有渠道和消费者客户的产品价格上调 10% 以上；受人工智能应用以及数据中心、客户端和移动领域存储需求的推动，NAND 需求逐步提升。此前，随着产品结构调整，闪迪二季度库存周转天数已显著减少，部分产品供应已出现结构性紧张的现象。行业代表厂商价格调涨，存储温和复苏趋势不变，叠加国内 CSP 厂商资本开支持续增加、手机应用打开国产化窗口，我们认为国产存储厂商有望持续受益，建议关注江波龙、德明利、佰维存储及兆易创新等。

9 月电视品牌采购面板动能较稳定，各尺寸 TV 面板价格环比持平。据 WitsView，9 月上旬 32/43/55/65 寸 LCD 电视面板价格分别为 35/64/124/173 美金，各尺寸 LCD TV 面板价格环比 8 月下旬持平。据 TrendForce，9 月电视品牌陆续针对年末促销旺季需求准备，带动电视面板采购动能维持相对稳定，面板厂近两个月面板生产与出货转为较积极的态度，二季度以来面板价格下跌压力减缓。我们认为，在经历了长时间陆资厂商大规模扩张、全球产业重心的几度变迁之后，LCD 的高世代演进趋势停滞、竞争格局洗牌充分，推荐京东方 A 等。与此同时，LCD 产业的崛起增强了国产电视品牌及 ODM 的出海竞争力，推荐兆驰股份、康冠科技、传音控股等。

重点投资组合

消费电子：工业富联、蓝思科技、小米集团、舜宇光学科技、世华科技、沪电股份、立讯精密、鹏鼎控股、水晶光电、东山精密、福立旺、电连技术、海康威视、传音控股、康冠科技、视源股份、世运电路、京东方 A、景旺电子、永新光学

半导体：中芯国际、翱捷科技、德明利、华虹半导体、杰华特、赛微电子、恒玄科技、澜起科技、乐鑫科技、长电科技、圣邦股份、伟测科技、豪威集团、通富微电、新洁能、晶晨股份、龙芯中科、艾为电子、晶丰明源、江波龙、扬杰科技、斯达半导、北京君正、芯朋微、思瑞浦、时代电气、卓胜微、帝奥微、东微半导、士兰微、华润微、天岳先进、纳芯微

设备及材料：北方华创、中微公司、鼎龙股份、芯碁微装、拓荆科技、立昂微、沪硅产业

被动元件：江海股份、顺络电子、风华高科、三环集团、洁美科技

风险提示：下游需求不及预期；产业发展不及预期；行业竞争加剧。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、叶子（S0980522100003）、詹浏洋（S0980524060001）、张大为（S0980524100002）、李书颖（S0980524090005）、连欣然（S0980525080004）

◆ 德邦股份(603056.SH) 财报点评:业绩表现短期承压，关注公司经营优化效果

2025 年二季度公司业绩同比下滑。2025 年上半年公司实现营业收入 205.5 亿元（+11.4%），归母净利润 0.52 亿元（-84%）。其中二季度单季公司实现营业收入 101.5 亿元（+10.9%），归母净利润 1.21 亿元（-50%）。

二季度收入增速仍然维持双位数增长，网络融合项目继续推进。在宏观经济增长乏力的背景下，公司一季度和二季度收入增速均实现双位数增长主要得益于，为提升快运业务市场份额，公司持续深化快运产品的分层策略，不断推进主营产品时效升级，推出强竞争力的经济产品，更好地满足客户多元化需求，同时持续提升交付质量，强化销售资源投入。2024 年德邦逐步推进双网融合项目，分拨中心数量已经从 2023 年底的 190 个减少至 2025H1 的 133 个，我们认为随着融合项目覆盖的经营环节和业务范围持续扩大，其贡献的收入同比将显著增长，从而有望带动利润形成正贡献。

公司业务结构变化以及加大运输资源投入导致盈利能力持续承压。从人工成本和运输成本来看，1）虽然公司持续提升收派服务，但同时公司也积极推进精益管理举措，从而看到 2025 年上半年人工成本同比增长 5.6%，占收入比同比减少 2.04 pct；2）由于业务结构变化以及持续增加运输资源投入，2025 年上半年运输成本同比增长 30.2%，占收入比同比提升 6.485 pct。运输成本的大幅增加导致公司上半年实现毛利率 5.33%，同比减少 2.29 pct，实现归母净利率 0.25%，同比减少 1.55 pct，其中，公司二季度开始优化产品结构控制资源投入节奏，二季度毛利率环比有所改善，环比提升 2.7 pct 至 6.69%。得益于公司持续推进科技赋能、流程优化和职能组织扁平化，上半年公司期间费用率为 5.15%，同比减少 0.96 pct。

风险提示：宏观经济增长低于预期，网络融合效果不及预期。

投资建议：维持“优于大市”评级。

考虑到宏观经济承压影响高端物流需求，且公司资源投入加大，我们下调公司盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 6.2/8.6/10.7 亿元（25-26 年调整幅度 -45.9%/-38.9%），分别同比变化 -28%/+38%/+25%，考虑到公司中长期仍具有成长性，维持公司“优于大市”评级。

证券分析师： 罗丹（S0980520060003）

◆ 华润置地(01109.HK) 海外公司财报点评:上半年核心净利润同比-7%，经常性业务贡献占比提升至 60%

上半年核心净利润同比-7%，经常性业务贡献占比提升至 60%。2025H1，公司实现营业收入 949 亿元，同比+20%；实现核心净利润 100 亿元，同比-7%，其中经常性业务贡献核心净利润占比 60%，同比提升了 9pct；2025H1，公司毛利率 24.0%，同比提升 2pct，其中开发销售型业务毛利率提升 3pct 至 15.6%，经营性不动产业务毛利率提升 1pct 至 72.9%。2025H1，公司核心净利率 10.5%，同比下降 3pct，主要受到开发销售型业务核心净利率同比下降 4pct 的拖累。2025H1，开发销售型业务核心净利润同比-24%，主要因为去年 3 月公司发行商业 REIT 获得项目出售收益 16 亿元导致 2024H1 基数较高。2025H1，公司每股派息 0.20 元，同比持平。

开发销售型业务经营稳健。2025H1，公司开发销售型业务收入 744 亿元，同比+26%；签约销售额 1103 亿元，同比-12%，其中一二线城市销售额占比 93%，权益销售额占比 67%；销售额行业排名第 3，其中在 15 个城市销售排名前 3，保持领先地位。2025H1，公司拿地金额 447 亿元，同比+75%，权益拿地额占比 72%，以拿地金额/销售额计算的投资强度为 41%；新增土储建面 148 万^m²，同比-27%，其中一二线城市占比 100%，新增土储楼面价提升至 3 万元/^m²。截至 2025H1 末，公司总土储建面为 4895 万^m²，仍然充裕。

购物中心规模保持增长且经营状况良好。2025H1，公司经营性不动产业务收入为 121 亿元，同比+6%，其中购物中心业态租金收入为 104 亿元，同比+10%，占比为 86%，同比提升 3pct。截至 2025H1 末，公司在营购物中心 94 个，近九成项目在当地零售额排名前三。2025H1，公司在营购物中心整体出租率 97.3%，同比持平；购物中心零售额 1101 亿元，同比+20%，同店同比+9%；以租金收入/零售额计算的租售比 12%，维持合理水平；购物中心毛利率 78%，同比提升 1pct。

财务指标保持健康。截至 2025H1 末，公司净有息负债率 39%，剔除预收款的资产负债率 55%；加权平均融资成本为 2.79%，较 2024 年末下降 32 个基点。预期 2025 全年，公司经常性业务收入能覆盖 2 倍股息

及利息倍数，偿债压力较小。

投资建议：我们维持此前的盈利预测，预计公司 2025-2026 年的归母净利润分别为 245/241 亿元，对应每股收益分别为 3.43/3.39 元，对应当前股价 PE 分别为 8.4/8.5 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：开发业务结转规模和毛利率下行；投资物业租金收入不及预期。

证券分析师：任鹤（S0980520040006）、王粤雷（S0980520030001）、王静（S0980522100002）

◆ 中国金茂(00817.HK) 海外公司财报点评:业绩稳健，销售增长，投资积极

归母净利润+8%。2025 上半年公司实现营业收入 251 亿元，同比增长 14%；实现归母净利润 11 亿元，同比增长 8%。公司中期派发股息每股 0.03 港元。

销售逆势增长，投资积极。2025 上半年公司实现销售面积 239 万平方米，同比下降 3%；实现销售金额 534 亿元，逆势同比增长 20%，首次进入行业前十；公司坚持高品质定位，住宅平均签约单价提升至约 2.6 万元/平方米。从销售区域来看，公司华北华东区域销售占比 70%，一二线城市销售占比 94%。2025 上半年公司基于“投好投足”的战略安排，精准获取 16 个优质项目，总土地款 492 亿，全部位于一二线城市；北京、上海两个战略深耕城市投资 324 亿，占比达 66%。截至 2025 上半年末，公司公司未售货值约 3200 亿，货值可充分支撑公司未来经营需要，其中 69%集中在华北及华东等经济发达区域，88%位于一二线城市，一线城市占比较 24 年底提升 9pct，货值结构进一步优化。

财务稳健，降本增效。公司继续强化精益管理，持续推进降本增效，销售费用、管理费用、财务费用分别下降 15%、5%、4%。公司持续优化境内外债务结构、降低融资成本，2025 上半年公司境内外新增融资平均成本 2.7%，较 24 年底显著下降；外币债务占比下降至 21%，开发贷/经营贷占比提升至 41%。公司财务状况稳健、融资渠道畅通，“三道红线”维持全绿；成功发行多笔低利率债券，发行成本屡创新低，多个自持物业融资实现突破，新项目开发贷成本大多为自律下限。

风险提示：公司结转规模不及预期、销售规模不及预期、计提减值幅度超预期。

投资建议：我们维持公司的盈利预测，预计公司 25、26 年收入和归母净利润分别为 560/542 亿元，11/11 亿元，对应 EPS 分别为 0.08/0.08 元，对应 PE 分别为 17.7/17.2X，维持“优于大市”评级。

证券分析师：任鹤（S0980520040006）、王粤雷（S0980520030001）、王静（S0980522100002）

◆ 速腾聚创(02498.HK) 海外公司财报点评:单二季度收入同比增长 24%，在手订单充沛

2025Q2 公司实现营业收入 4.55 亿元，同比增长 24%。2025Q2，公司实现收入为 4.55 亿元，同比增长 24.1%，环比增长 38.9%，净利润为-0.51 亿元（2025Q1 为-1.00 亿元，2024Q2 为-1.37 亿元）。分产品来看，2025Q2，1) 用于 ADAS 应用的激光雷达产品的销售收入为 2.71 亿元，同比减少 10.5%，环比增长 18.6%；2) 用于机器人及其他产品的收入为 1.47 亿元，同比增长 285.2%，环比增长 100.7%。2025Q2，公司激光雷达产品的总销量为 15.82 万台，同比增长 28.6%，环比增长 45.7%。

2025Q2，公司毛利率同环比双升。2025Q2，公司毛利率为 27.70%，同比+13pct，环比+4ct，净利率为-10.94%，同比+26pct，环比+19pct。

车端，受益于 ADAS 及高阶智驾快速发展，公司在手订单充沛。产品方面，2025 年上半年，公司全固态数字化 E 平台首款产品 E1 正式量产，同期，公司发布了专用于长距激光雷达的数字化平台 EM 平台，先后推出了 EM4、EMX 两款产品。客户方面，截至 2025 年 6 月 30 日，公司已成功取得 30 家汽车整车厂及增加至一级供应商的 119 款车型的量产定点订单，并为其中 14 家客户的 44 款车型实现 SOP，目前，速腾聚创累计已斩获 133 款前装量产车型定点，其中，8 个定点订单来自海外整车厂及中外合资整车厂，覆盖日本、北美及欧洲市场。E1 已获得 8 家全球头部 Robotaxi 企业定点。同时 EM4 斩获多家北美头部 Robotaxi 客户主激光雷达定点。此外，公司已与两家全球领先的割草机器人制造商达成合作，5 月，公司斩获 Mammotion 库玛科技 120 万台固态激光雷达订单。

机器人端，公司依托硬件、芯片、AI 等技术，为机器人提供增量零部件及解决方案。公司机器人视觉新品 AC1 于今年 3 月推出，目前已在国地中心青龙 Pro 等人形机器人实现应用；AC2 作为第二款产品，将

在下半年正式发布。2025H1，公司发布了两款针对机器人领域的数字化新品：E1R 和 Airy，已在多领域尤其是割草机器人取得突破性进展与全球 Top5 中的多家厂商达成独供合作。截至目前，速腾聚创已与宇树、越疆科技、国地中心等全球超 20 家具身机器人公司建立合作。

风险提示：原材料价格上涨，汽车价格竞争持续激化。

投资建议：维持盈利预测，维持优于大市评级。我们维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年营收 24.89/36.17/52.75 亿元，归母净利润-2.8/0.6/4.6 亿元，维持优于大市评级。

证券分析师：唐旭霞（S0980519080002）、杨钊（S0980523110001）

◆ 小马智行(PONY.0) 海外公司财报点评:单二季度收入同比增长 76%，Robotaxi 规模化运营持续推进

2025Q2 公司实现营收 2146 万美元,同比增长 76%。2025Q2,公司实现收入为 2146 万美元,同比增长 75.9%,环比增长 53.5%，净利润为-5310 万美元（2024Q2 为-3072 万美元，2025Q1 为-4299 万美元），调整后净利润（即加回股权激励费用后的净利润）为-4589 万美元（2024Q2 为-3005 万美元，2025Q1 为-3398 万美元）。分业务来看，1）2025Q2，公司 Robotaxi 服务收入为 153 万美元，同比增长 157.8%，其中乘客车费收入同比增长超过 300%，强劲的增长主要得益于用户使用量的扩大、一线城市的旺盛需求以及部署车辆数量的增加。2）2025Q2，公司 Robotruck 服务收入为 952 万美元，同比减少 9.9%。3）2025Q2，公司授权和应用收入为 1041 万美元，同比大幅增长 901.8%，主要得益于驾驶域控制器交付量的增加。

2025Q2，公司毛利率同比提升，费用率下降。2025Q2，公司毛利率/净利率分别 16.1%/-247.5%，分别同比+16.5/+4.3pct，分别环比-0.4/+60pct，公司费用率为 301.7%，同比-1.6pct，环比-115.8pct。

小马智行是自动驾驶出行大规模商业化领域的全球领先企业。1）Robotaxi 规模化运营持续推进，公司分别于 6 月和 7 月启动了与广汽和北汽合作的第七代 Robotaxi 的量产工作，正朝着 2025 年底实现 1000 辆的目标加速迈进。公司在所有四个一线城市北上广深启动 Robotaxi 运营，累计自动驾驶里程已超过 200 万公里。此外，公司在成本效率方面取得了显著进展，公司有信心在 2025 年底实现 1:30 的人车比例。2）自动驾驶“朋友圈”扩容，6 月，小马智行与深圳西湖集团战略合作，将在深圳落地千台级规模第七代 Robotaxi 车型。6 月，小马智行与岭南控股战略合作，共同打造“自动驾驶+大旅游”的商业合作。3）自动驾驶业务在中东、欧洲、亚洲加快落地，在中东，小马智行 5 月与迪拜道路管理局战略合作，2025 年首批 Robotaxi 开启路测，2026 年推进实现全无人商业化运营；在欧洲，小马智行 6 月在卢森堡启动 Robotaxi 测试；在亚洲，小马智行已取得韩国国家级自动驾驶测试许可。

风险提示：高阶智能驾驶推进不及预期的风险，行业竞争加剧风险。

投资建议：维持盈利预测，维持优于大市评级。持续看好公司在 Robotaxi 和 Robotruck 领域布局，车队规模铺开，有望持续超越行业。我们维持盈利预测，预计 2025-2027 年营收分别 0.80/0.93/1.95 亿美元，归母净利润分别-2.27/-2.20/-1.95 亿美元，维持优于大市评级。

证券分析师：唐旭霞（S0980519080002）、杨钊（S0980523110001）

◆ 赛力斯(601127.SH) 财报点评:2025Q2 利润环比高增，改款 M7 预售 1 小时小订超 10 万台

赛力斯 2025H1 营业收入 624.02 亿元，归母净利润 29.41 亿元；第二季度营收 432.55 亿元，归母净利润 21.93 亿元。2025H1，实现营收 624.02 亿元，同比-4%；2025 第二季度，实现营收 432.55 亿元，同比+12.40%，环比+125.91%。盈利方面，2025H1 实现归母净利润 29.41 亿元，同比+80.98%；2025 年第二季度，实现归母净利润 21.93 亿元，同比+56.09%，环比+193.28%。

公司毛利率稳步提升，净利润率回升。2025 年 H1，公司毛利率 28.93%，净利润率 4.71%，均创新高。2025 年第二季度，公司毛利率 29.52%，创单季度毛利率新高；净利润率回升，达到 5.07%。研发、销售高投入，管理费用持续在低位；2025H1，销售、管理、研发费用率分别为 14.33%、2.46%、4.69%；2025 年第二季度，销售、管理、研发费用率分别为 14.52%、2.03%、4.34%。

问界车型 2025 上半年销量 15.21 万辆，第二季度销量 10.68 万辆。公司核心产品问界系列车型 2025 上半年销量 15.21 万辆；第二季度销量 10.68 万辆，同比增长 8.09%，环比增长 135.81%。M5/M7/M8/M9 在第二季度销量分别为 13629/12558/41368/39219 辆。2025 年一季度，由于行业淡季叠加潜在用户观望，问界销量低迷。二季度，随着 M9 改款和 M8 上市，再度掀起销售热度；7 月问界销量 4.18 万辆，热度持续。M9 自改款以来，4-7 月份月销量均在 1 万以上；M8 在 4 月上市，5 月进行爬产，6/7 月份月销在 2.2 万以上。

公司单车营收超 40 万，单车毛利持续走高，单车净利回升。问界销量口径下，公司第二季度单车营收 40.51 万元（2025Q1 为 42.29 万元，2024Q2 为 38.96 万元），单车毛利 11.96 万元（2025Q1 为 11.68 万元，2024Q2 为 10.7 万元），单车净利 2.05 万元（2025Q1 为 1.65 万元，2024Q2 为 1.42 万元）。

公司连续打造热销车型，改款 M7 预售一小时小订突破 10 万台。问界 M8 和 M9 改款上市后销售火热，巩固公司豪华赛道的坚实地位。改款 M7 在 9 月 5 日开始预售，预售仅 1 小时小订突破 10 万台，具备成为爆款车型的潜质。8 月末，纯电版 M8 上市，上市 24 小时内大定突破 7000 台。

风险提示：新品销量不及预期、成本管控不及预期、市场竞争加剧等。

投资建议：调整盈利预测，维持“优于大市”评级。

调整盈利预测，预计 2025-2027 年营业收入为 1731/2115/2471 亿元（原预测为 1800/2003/2250 亿元），归母净利润分别为 94.37/135.33/169.92 亿元（原预测为 94.25/121.85/149.04 亿元），EPS 分别为 6.25/8.96/11.25 元。维持“优于大市”评级。

证券分析师： 唐旭霞（S0980519080002）、贾济恺（S0980524090004）

◆ 小鹏汽车-W(09868.HK) 海外公司财报点评:单二季度销量同比增长 242%，小鹏 G7、全新 P7 搭载图灵芯片上市

2025Q2 小鹏汽车实现营业收入 183 亿元，同比增长 125%。2025Q2，小鹏汽车的销量为 10.3 万辆，同比增长 241.6%，环比增长 9.8%；总收入为 182.7 亿元，同比增长 125.3%，环比增长 15.6%；净利润为-4.8 亿元，去年同期为-12.9 亿元，2025Q1 为-6.6 亿元。拆分来看，1) 2025Q2 汽车销售收入为 168.8 亿元，同比+147.6%，环比+17.5%，增长主要由于交付量的增加所致。2) 2025Q2 服务及其他收入为 13.9 亿元，同比+7.6%，环比-3.5%，同比增长主要由于零件及配件销售收入增长与累计汽车销售增长一致，环比下降主要由于技术研发服务的收入波动所致。

研发与经营活动降本增效，毛利率与净利率同环比均提升。2025Q2，小鹏汽车的毛利率/净利率分别为 17.3%/-2.6%，分别同比变动+3.3/+13.2pct，分别环比变动+1.8/+1.6pct；研发费用率/销售、行政及一般费用率分别为 12.1%/11.9%，分别同比变动-6.0/-7.5pct，分别环比变动-0.5/-0.5pct。2025Q2，公司毛利率同环比提升，拆分来看，1) 2025Q2 汽车毛利率为 14.3%，同比+7.9pct，环比+3.8pct，增长主要由于持续的成本降低及车型产品组合改善所致。2) 2025Q2 服务及其他利润率为 53.6%，同比-0.7pct，环比-12.8pct。

2025Q2 销量同比增长 242%。2025Q2，小鹏汽车的销量为 10.3 万辆，同比增长 241.6%，环比增长 9.8%。2025 年 7、8 月，小鹏汽车交付量分别为 3.67、3.77 万辆，同比增长 229%、169%，公司 2025 年第三季度指引，2025Q3 汽车交付量预计 113,000-118,000 辆，同比增加 143%-154%。

小鹏 G7、全新小鹏 P7 正式上市，搭载图灵芯片、AR-HUD 等配置。2025 年 7 月 3 日，小鹏 G7 正式上市，新车搭载图灵芯片、VLA+VLM 大模型及“追光全景”抬头显示。2025 年 8 月 15 日，小鹏汽车与大众汽车集团签订扩大电子电气架构技术战略合作的协议。2025 年 8 月 27 日，全新小鹏 P7 正式上市，标配三颗自研图灵 AI 芯片，搭载 87 英寸 AR-HUD。

风险提示：原材料价格上涨，汽车价格竞争持续激化。

投资建议：维持盈利预测，维持优于大市评级。公司新车型走量，公司纯视觉方案的落地，将高阶智驾车型渗透至 20 万以内的市场，加速实现高阶智驾平权，叠加后续更多新车型的推出，公司经营周期持续向上。我们维持盈利预测，预计 25/26/27 年营收 885/1181/1303 亿元，预计 25/26/27 年归母净利润-16/27/47 亿元，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 唐旭霞（S0980519080002）、杨彬（S0980523110001）

◆ 阳光电源(300274.SZ) 财报点评:储能装机景气驱动,公司业绩稳步增长

公司 2025H1 实现归母净利润 77.35 亿元,同比+56%。公司发布 2025 半年度业绩,公司 2025 上半年实现营收 435.33 亿元,同比+40.3%,实现归母净利润 77.35 亿元,同比+56.0%,实现毛利率 34.4%,同比+1.9pct;净利率 16.3%,同比+1.7pct。对应 2025Q2 公司实现营收 244.97 亿元,同比+33.1%,环比+28.7%,2025Q2 实现归母净利润 39.08 亿元,同比+36.5%,环比+2.2%。Q2 毛利率 33.8%,环比-1.4pct, Q2 净利率 16.0%,环比+4.1pct。

公司储能业务已成长为核心支柱业务。2025 年上半年公司储能业务营收 178.03 亿元,同比增长 127.78%,毛利 39.92%,同比下降 0.16pct。2025 年上半年全球锂电储能新增装机容量达到 109GWh,同比增长 68%,公司储能系统广泛应用在欧洲、美洲、中东、亚太等成熟电力市场,全球竞争能力行业领先,公司储能业务营收占总营收 40.89%,首次超越逆变器成为核心支柱。

光伏逆变器稳健增长,持续深化全球化布局。2025 年上半年公司光伏逆变器业务实现营收 153.27 亿元,同比增长 17.06%;毛利率为 35.74%,同比下降 1.9pct。得益于中国国内抢装需求爆发,2025 年上半年全球新增光伏装机 310GW,同比增长 60%,公司持续完善全球布局,加码布局欧洲、美洲、亚太、中东非及中国市场,光伏逆变器全球竞争力及影响力持续提升。

新能源开发业务营收小幅下降,毛利率同比提升。2025 年上半年公司新能源投资开发业务实现营收 83.98 亿元,同比下降 6.22%,毛利率为 18.06%,同比增长 1.2pct。营收小幅下滑、毛利率上升或主要系长周期、高毛利的项目占比提升,使得公司开发业务的确收节奏略微滞后。截至 2025 年上半年,公司全球累计开发建设光伏、风力发电站超 57GW,伴随着风电、光伏进入平稳增长周期,公司新能源开发业务将稳步增长。

把握 AI 新赛道,公司规划布局 AIDC 电源业务。公司深耕电力电子技术多年,连续跨界并成功打造多款电力电子优秀产品。公司技术积累深厚,与 AIDC 电源的技术适配性强,且已于 2025 年 5 月设立子公司开展 AIDC 电源业务,未来公司将致力于打造“光伏发电-储能调峰-AIDC 供电”的一站式解决方案。

风险提示:下游行业需求增速不及预期的风险;行业竞争加剧的风险;公司降本不及预期的风险;海外市场关税变动等政策风险。

投资建议:调整盈利预测,维持优于大市评级。公司作为光储行业全球龙头企业,受益于下游需求增长,业绩将稳步提升。基于全球储能需求高速增长,我们上调公司盈利预测,我们预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 139.70/145.95/150.84 亿元(原预测为 113.09/120.40/122.92 亿元),同比+21%/1%/4%,EPS 分别为 6.74/7.04/7.28 元,对应估值分别为 20.1/19.2/18.6 倍,维持优于大市评级。

证券分析师: 王蔚祺(S0980520080003)、李恒源(S0980520080009)、徐文辉(S0980524030001)

◆ 时代新材(600458.SH) 财报点评:风机叶片显著放量,新材料业务蓄势待发

2025 年上半年业绩 3.0 亿元,同比+37%。2025 年上半年,公司实现营业收入 92.6 亿元,同比+7%;归母净利润 3.0 亿元,同比+37%;扣非归母净利润 2.3 亿元,同比+16%,扣非增速低于归母增速的原因是上半年发生 0.6 亿元汇兑损失;综合毛利率 16.1%,同比-0.4pct;净利率 3.6%,同比+0.9pct。单季度来看,2025 年第二季度公司实现营业收入 51.0 亿元,同比+14%,环比+23%;归母净利润 1.52 亿元,同比+49%,环比基本持平;扣非归母净利润 1.41 亿元,同比+57%,环比+52%;综合毛利率 16.6%,同比+0.4pct,环比+1.0pct;净利率 3.3%,同比+1.0pct,环比-0.7pct。

轨交与工业工程业务受产能迁移拖累。2025 年上半年风机叶片/轨道交通/工业工程/汽车零部件/新材料及其他业务分别实现收入 38.8/9.6/7.4/33.9/2.5 亿元,同比+38%/-17%/-18%/-7%/+117%,产能迁移拖累轨交及工业工程业务收入。2025 年第二季度公司风电叶片/轨道交通/工业工程/汽车零部件业务分别实现收入 21.6/5.6/4.9/17.2 亿元,同比+46%/-4%/-17%/+25%,环比+26%/+3%/+42%/+92%。

风机叶片业务显著放量。受益于上半年风电装机需求释放,公司叶片出货量大幅增长。2025 年上半年公司叶片销量 13.0GW,同比+97%;叶片均价 297 元/KW,同比-127 元/KW。2025 年第二季度公司叶片销量

7.7GW，同比+85%，环比+46%；叶片均价 279 元/KW，同比-76 元/KW，环比-45 元/KW。

新材料业务打造新利润增长点。2025 年第二季度，公司宣布第四大业务板块——新材料事业部完成业务矩阵布局。公司 2023 年末开启建设新材料产业园&中试基地，主要生产高端聚氨酯减振及防护制品、有机硅 PACK 功能材料以及 HP-RTM PACK（高压树脂传递模塑）结构材料，基于多年经验积累，不断拓展新材料产品序列。目前成功形成覆盖聚氨酯、有机硅、HP-RTM 以及芳纶材料的产品矩阵，并积极研制 PI 光电信息材料、PAI 聚酰胺酰亚胺、可回收环氧树脂等材料，有望为公司十五五发展带来新的利润增长点。

风险提示：国内外风电装机需求不及预期；行业竞争加剧；国际贸易保护加剧；原材料价格上涨。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到公司业绩符合预期，我们维持 2025-2027 年盈利预测 6.5/8.4/9.8 亿元，同比 +46.7%/+28.8%/+16.2%，当前股价对应 PE 分别为 19.2/14.9/12.8 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师：王蔚祺（S0980520080003）、王晓声（S0980523050002）、袁阳（S0980524030002）

◆ 国电南瑞(600406.SH) 财报点评:收入利润稳健增长，海外与网外业务持续突破

上半年业绩稳健增长，业务结构影响盈利能力。2025 年上半年，公司实现营收 242.43 亿元，同比+19.54%；归母净利润 29.52 亿元，同比+8.82%；扣非净利润 28.04 亿元，同比 6.94%。上半年毛利率 26.45%，同比-2.58pct；净利率 12.89%，同比-1.38pct。

二季度业绩保持稳健，盈利能力有所下降。2025 年二季度公司实现营收 153.48 亿元，同比+22.50%，环比+72.55%；归母净利润 22.72 亿元，同比+7.33%，环比+234.02%。二季度毛利率 27.75%，同比-3.97pct，环比+3.55pct，净利率 15.83%，同比-2.42pct，环比+8.02pct。

智能电网与能源低碳业务快速增长。上半年公司实现智能电网收入 122.25 亿元，同比+28.37%，毛利率 30.34%，同比-2.93pct.；数能融合收入 39.00 亿元，同比+4.43%，毛利率 23.40%，同比-2.67pct.；能源低碳收入 65.41 亿元，同比+29.49%；毛利率 21.59%，同比-1.68pct.。

海外收入同比+139%，网外收入占比达到 46%。上半年公司实现国内收入 222.56 亿元，同比+15.64%，毛利率 27.04%；海外收入 19.87 亿元，同比+139.18%，毛利率 19.83%。上半年公司实现网内收入 130.71 亿元，同比+15.56%，网外收入 111.41 亿元，同比+24.72%，网外收入占比达到 46%。

上半年新签订单同比+23%，拟进行中期分红。上半年公司新签合同 354.32 亿元，同比+23.46%；其中，国网公司系统外业务合同占比超 50%，国际合同同比增长超 200%。公司拟进行中期分红，每股派发现金股利 0.147 元（含税），合计派发现金红利 11.75 亿元，占上半年公司归母净利润 45.72%。

技术创新持续引领，海外市场不断突破。上半年公司国际业务拓展取得新突破，沙特、南美等市场放量增长，落地沙特柔直换流阀等重大项目，智能用电及调相机业务进入巴西市场，配网运维业务应用于智利市场。

风险提示：海外市场开拓不及预期；电网投资不及预期；行业竞争加剧。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到网内招标交付节奏和网外行业竞争情况，下调盈利预测。我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 83.69/94.62/107.16 亿元（25-26 年原预测值为 93.12/105.47 亿元），当前股价对应 PE 分别为 21/19/17 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师：王蔚祺（S0980520080003）、王晓声（S0980523050002）

◆ 东方电缆(603606.SH) 财报点评:业务结构影响业绩，高毛利海缆交付在即

上半年收入规模稳定增长，海缆交付节奏造成业绩短期承压。上半年公司实现营收 44.32 亿元，同比+8.95%；归母净利润 4.73 亿元，同比-26.57%。上半年毛利率 18.26%，同比-4.17pct.；净利率 10.67%，同比-5.16pct.。我们估计，上半年业绩下滑主要系高毛利海缆交付节奏延迟以及同期存在 0.52 亿元出售土地的资产处置收益所致。

二季度受海缆交付较少造成业绩环比下滑。2025 年第二季度实现营收 22.85 亿元，同比-17.13%，环比+6.44%；归母净利润 1.92 亿元，同比-49.56%，环比-31.63%。二季度公司毛利率 16.25%，同比-6.27pct.，环比-4.13pct.；净利率 8.40%，同比-5.40pct.，环比-4.68pct.。

二季度海底与高压电缆收入环比下降，在手订单达 110 亿元。2025 上半年电力工程与装备线缆收入 21.96 亿元，同比+24.85%，毛利率 10.78%；海底电缆与高压电缆收入 19.57 亿元，同比+8.32%，毛利率 25.02%。二季度公司电力工程与装备线缆收入 13.11 亿元，环比+48.18%；海底电缆与高压电缆收入 7.61 亿元，环比-36.41%。截至 2025 年 8 月 12 日，公司在手订单约 196 亿元，其中电力工程与装备线缆 50 亿元，海底电缆与高压电缆 110 亿元，海洋装备与工程运维 36 亿元。

下半年重点项目有望陆续交付，浙江省海风开发有望提速。2024 年下半年以来，公司已中标三峡青洲五/七、中广核帆石一/二、阳江三山岛海风柔直送出等重大海上风电项目，预计下半年有望进入交付旺季，公司业绩有望迎来反弹。浙江省省管海上风电开发有望提速，国管示范项目年底有望实现开工。

前瞻布局深远海海上风电，技术持续引领。公司参股浙江海风母港项目，分温州洞头、宁波象山两个片区，计划 2030 年后形成 300 万千瓦/年以上的深远海风电总装保障能力，开发全省 2800 万千瓦的深远海风电资源，产能辐射华东乃至全国。公司启动±800kV 直流电缆研发，系统化产品研发取得阶段性进展，500kV 交直流海缆通过技术鉴定达到国际领先水平。

风险提示：国内海风开发进度不及预期；行业竞争加剧；出海进度不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到公司在手重点海上风电海缆产品交付节奏，我们下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 14.60/20.20/23.70 亿元（原预测为 17.07/22.23/25.21 亿元），同比+45%/+38%/+17%，动态 PE 为 27/20/17 倍。

证券分析师：王蔚祺（S0980520080003）、王晓声（S0980523050002）

◆ 德业股份(605117.SH) 财报点评:储能业务出货快速增长，公司发布员工持股计划草案提升凝聚力

2025Q2 实现归母净利润 8.17 亿元，同比+2%，环比+16%。公司 2025 上半年实现营收 55.3 亿元，同比+16.6%，实现归母净利润 15.22 亿元，同比+23%，2025 上半年毛利率 37.5%，同比+0.3pct，净利率 27.5%，同比+1.5pct。2025Q2 营收 29.7 亿元，同比+4%，环比+15.6%，2025Q2 实现归母净利润 8.17 亿元，同比+2%，环比+16%，Q2 毛利率 37.7%，同比持平，环比+0.5pct；Q2 净利率 27.5%，同比-0.5pct，环比持平。

储能业务出货快速增长，盈利能力稳定。公司 2025 上半年储能逆变器实现出货 31.6 万台，同比+48%，其中户用储能出货 27.3 万台，工商业储能实现出货 4.3 万台。我们估算对应 2025Q2 实现储能逆变器出货 18.4 万台，同比+39%，环比+39%，其中户用储能出货 15.7 万台，工商业储能出货 2.7 万台，出货占比约 15%，环比+2.5pct。储能电池包业务 2025 上半年实现收入 14.22 亿元，同比+86%，毛利率 35%，我们估算对应 2025Q2 储能电池包业务实现收入 7.4 亿元，同比+56%，环比+9%，储能逆变器与电池包业务毛利率整体稳定。展望全年，伴随欧洲市场工商储应用需求提升，新兴市场工商储及户储需求景气延续，我们预计公司储能业务延续增长，预计 2025 全年公司储能逆变器出货 70-75 万台，同比+30%-39%；预计 2025 全年储能电池包业务收入达到 30-35 亿元，同比+22%-43%。

组串式逆变器稳健增长，环境电器业务营收承压。公司 2025 上半年组串式逆变器出货 30.9 万台，同比+21%，微型逆变器实现出货 13.9 万台，同比-43%。环境电器方面，除湿机 2025 上半年营收 4.07 亿，同比-10%，主要受到相关市场梅雨天气周期缩短、出口不确定因素增多等影响，热交换器 2025 上半年营收 8.7 亿，同比-18%，主要系下游客户需求收缩导致的下滑。

公司发布员工持股计划草案，增强员工凝聚力。公司发布员工持股计划草案，计划不超过 800 人认购不超过 190.72 万股，占总股本 0.21%，认购价格为 30.19 元/股，2025/2026 年股份支付费用为 0.15/0.45 亿元，考核目标为 2025 年扣非归母净利润 31 亿元，员工持股计划草案推出有望激励核心员工，提升员工凝聚力。

风险提示：海外市场开拓不及预期；下游需求不及预期；行业竞争加剧。

投资建议：考虑到欧洲市场工商储应用需求提升，新兴市场工商储及户储需求景气延续，公司业绩有望延续稳健增长，我们给予公司 2025-2027 年盈利预测 32.06/35.33/38.95 亿元，同比+8.3%/+10%/+10%。当前股价对应 PE 分别为 22/20/18 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 王蔚祺（S0980520080003）、徐文辉（S0980524030001）

◆ 新宙邦(300037.SZ) 财报点评:公司业绩稳健增长，氟化液稳中有升

2025Q2 实现归母净利润 2.54 亿元，同比+1%，环比+10%。公司 2025 上半年实现营收 42.5 亿元，同比+18.6%，实现归母净利润 4.8 亿元，同比+16.4%，2025 上半年毛利率 25%，同比-2.8pct，净利率 11.6%，同比持平；对应 2025Q2 营收 22.5 亿元，同比+9%，环比+12.5%，2025Q2 实现归母净利润 2.54 亿元，同比+1%，环比+10%，Q2 毛利率 25.5%，同比-2.9pct，环比+1pct；Q2 净利率 11.7%，同比-0.7pct，环比+0.1pct。

电解液 Q2 出货同比高增，单位盈利稳定。公司电池化学品业务 2025 上半年实现营收 28.15 亿元，同比+23%，我们估计电解液出货 12-13 万吨，对应 Q2 出货 6.5-6.7 万吨，同比增长 40%-50%，环比增长 10%-20%，对应单吨盈利约 400 元。展望后续，伴随国内反内卷政策推出及落实、海外客户结构优化以及六氟磷酸锂自供比例提升，公司单吨盈利有望提升。我们预计 2025 全年公司电解液出货 26-28 万吨，单吨盈利保持约 400-500 元，2025 全年整体贡献利润约 1-1.4 亿元。

公司氟化液业务稳中有升。公司有机氟化学品 2025 上半年实现营收 7.2 亿元，同比+1.4%，毛利率 62.8%，同比+0.6pct。其中海斯福上半年贡献利润 3.82 亿元，同比增长 2%，我们估算海德福上半年亏损 0.3-0.4 亿元，整体有机氟化学品贡献利润约 3.4-3.5 亿元，同比持平。展望后续，全球电子氟化液市场处于供应切换窗口，市场需求增长，公司氟化液产品客户认证基本完成，公司有机氟化学品业务有望稳中有升。我们预计该业务 2025 全年贡献利润 8 亿元，其中海斯福贡献业绩 8.5-8.7 亿元，海德福全年亏损收窄至 0.5-0.7 亿元。

电子信息化学品业务稳健发展。公司电子信息化学品业务 2025 上半年实现营收 6.8 亿元，同比+25%，2025 年上半年随着电子信息化学品行业景气度逐渐回升，终端需求增加以及工业自动化、新能源等新兴领域快速发展带动电子信息化学品需求增加，我们估算公司该业务上半年贡献利润约 0.8-1 亿元。预计 2025 全年贡献约 2 亿元利润。

风险提示：海外市场开拓不及预期；下游需求不及预期；行业竞争加剧。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑公司海德福工厂整体处于产能爬坡阶段，业绩贡献仍处于亏损收窄阶段。我们下调公司 2025-2027 年盈利预测至 11.13/13.57/16.84 亿元（原 2025-2026 预测为 13.61/15.79 亿元），同比+18%/+22%/+24%。当前股价对应 PE 分别为 32/26/21 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 王蔚祺（S0980520080003）、徐文辉（S0980524030001）

◆ 长白山(603099.SH) 财报点评:暑期旺季客流表现突出，政策、交通、景区扩容为冰雪季蓄力

公司上半年业绩处于预告区间中值，天气扰动下利润转亏。2025H1 公司营收 2.4 亿元/-7.4%，归母净利润-205 万元/-109.8%，扣非净利润-223 万元/-108.2%，处业绩预告中值附近。Q1/Q2 收入分别 1.29/1.07 亿元，同比+0.73%/-15.7%；归母净利润分别 440/-645 万元，同比-58.9%/-162.4%；扣非净利润分别 439/-662 万元，同比-62.1%/-142.8%。上半年利润转亏预计一是受天气扰动，景区及核心景点关闭天数增加，Q1/Q2 客流同比+3%/-10%；二是去年下半年职工工资普调及社保基数上调导致人工成本增加等影响。

暑期客流强劲复苏，三季度核心旺季利润有支撑。7-8 月长白山主景区共接待游客 163 万人次/+26%，公司暑期前主动提升景区客流承载上限，受益于避暑需求及“817 稻米节”IP 活动带动，暑期客流持续高位运行，预计旺季利润有支撑（2024 年 Q3 净利润占全年 88%）。根据年初长白山山区工作会议报告，2025

年景区接待客流目标 400 万人次，同比增长 17.3%；目前 1-8 月景区实际接待客流 267 万人次，同比增长 11.7%。

展望后续，一看政策端，国家积极提振冰雪经济，带动旅游传统淡季。自冬奥会后，冰雪需求逐步释放，而冰雪经济代表对淡季旅游市场提供有效供给激发需求的发展思路。国务院办公厅此前发布《关于以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的若干意见》指出，到 2027 年我国冰雪经济总规模达到 1.2 万亿元，2030 年达到 1.5 万亿元；近期又印发《关于释放体育消费潜力进一步推进体育产业高质量发展的意见》再次提出培育壮大冰雪经济。

二看交通端，国庆前高铁通车成重要催化，机场扩容便利长线客群。继长白山首条高铁敦白线于 2021 年末开通后，沈白高铁预计于今年 9 月底开通运营，开通后将大幅缩短外部交通时间（北京至长白山约 4 小时，沈阳至长白山约 1.5 小时），预计年输送旅客超千万人次。此前首条高铁开通后长春至长白山时间缩短至 2.5 小时，2019 年长白山普铁客流 12 万人次，2022-2024 年高铁开通后客流分别实现 23/86/128 万，景区客流在疫后也逐年创新高。此外配合国道 331 全线贯通也将增强北、西、南坡客流贯通，预计对周末、小长假及冬季冰雪季客流有带动作用。针对中长线客群，长白山机场二期航站楼于今年 6 月正式启动，旅客承载量从 65 万扩充至 180 万，较此前 2024 年吞吐量 58 万人次进一步打开天花板上限。

三看公司定增项目稳步推进，为未来成长蓄力。公司非公开发行股票项目已获证监会同意，2.36 亿元募集资金将主要投向火山温泉部落二期及交通设备提升项目。火山温泉部落二期项目计划于 2025 年竣工投入使用，正由公司自有资金先行投入，规划新增约 400 间客房，定位略低于现有皇冠假日酒店，旨在与一期项目形成互补，进一步发挥公司对聚龙火山温泉的独家运营优势，并承接政策、交通改善下的流量红利与冰雪旅游需求。

风险提示：恶劣天气扰动经营，新项目不及预期，交通改善效果不及预期等。

投资建议：考虑上半年业绩表现，暂下调公司 2025-2026 年归母净利润为 1.8/2.2/2.6 亿元（此前 2024 年 10 月外发报告预测 2025-2026 年为 2.0/2.3 亿元），最新股价对应 PE 为 78/65/55x。7-8 月暑期旺季客流量气回升，显示长白山作为避暑胜地的吸引力。展望未来，政策大力倡导提振冰雪经济、沈白高铁开通触达核心客源地、公司积极扩容景区共同抬升市场对于公司一年双旺季的中线成长预期。短期交通改善有望带动客流边际验证，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 曾光（S0980511040003）、张鲁（S0980521120002）、杨玉莹（S0980524070006）

◆ 中国石油(601857.SH) 公司快评:中俄签署 500 亿方天然气管道建设备忘录，天然气市场化改革持续深化

根据财新报道，中俄签署 500 亿方天然气管道建设备忘录。

国信化工观点：

- 1) 中俄签署中俄中线 500 亿方天然气管道建设备忘录，提高中俄东线、中俄远东管道未来进口天然气量：中俄进口管道天然气包括（1）中俄东线（又称西伯利亚力量-1 号）管道：由俄罗斯东西伯利亚气田至中国黑龙江，2019 年正式投产通气，2024 年年供应量提前达到 380 亿立方米的设计容量；（2）远东管道：由俄符拉迪沃斯托克（海参崴）至中国，天然气来源地为萨哈林，2022 年俄罗斯天然气工业集团与中国石油天然气集团有限公司签订合同开始建设，天然气运输量 100 亿方米/年，计划 2027 年开通；（3）中俄中线（又称西伯利亚力量-2 号）管道。近期，根据财新报道，俄罗斯天然气工业集团与中国石油天然气集团有限公司签署了商业协议，其中包括（1）签署具有法律约束力的关于修建“西伯利亚力量-2 号”天然气管道的备忘录，建成后预计从俄罗斯西西伯利亚气田经蒙古向中国每年供应 500 亿立方米天然气，合同期限预计为 30 年；（2）将中俄东线供气规模从 380 亿立方米/年增至 440 亿立方米/年；（3）远东管道天然气供应量从 100 亿立方米/年增加至 120 亿立方米/年。
- 2) 天然气市场化改革持续深化，终端销售更加市场化，天然气综合售价预期有所提升：8 月 1 日，国家发改委、国家能源局发布《关于完善省内天然气管道运输价格机制促进行业高质量发展的指导意见》，明确省内天然气管道运输价格按照“准许成本加合理收益”的方法核定，将进一步降低天然气省内天然气运输价格，工商业用气潜能有望得到释放。2025-2026 年中石油管道天然气定价方案中非采暖季管制

气占比由 65%降低至 60%，采暖季中管制气占比维持在 55%不变。价格变动幅度与上一季保持一致为 18.5%；非管制气固定气量部分，采暖季占比由 32%上调至 33%，非采暖季占比由 42%下调至 38%，价格上浮比例维持在 70%不变；非管制气中浮动气量由 3%上调至 7%，定价参考上海石油天然气交易中心进口现货价格，表明中石油天然气销售进一步市场化，2025-2026 年公司天然气销售价格预期有所提升。

3) 控股股东划转股份给中国移动集团，优化公司股权结构，加速推进“数智石油”战略：9 月 2 日，中国石油天然气集团有限公司（简称“中国石油集团”）拟通过国有股份划转方式将其持有的中国石油天然气股份有限公司（简称“公司”）541202377 股 A 股股份（占公司总股本的 0.30%）划转给中国移动通信集团有限公司（简称“中国移动集团”）。2021 年以来，中国石油集团和中国移动集团持续开展合作，2024 年双方共建昆仑大模型，打响了国内油气行业“AI 大模型”第一枪，本次股权划转将进一步深化中国石油集团与中国移动集团的战略合作，拓宽合作领域，优化公司股权结构，实现优势互补、合作双赢、共同发展。

4) 投资建议：维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 1674/1709/1740 亿元，摊薄 EPS 为 0.91/0.93/0.95 元，对于当前 A 股 PE 为 9.7/9.5/9.4x，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、薛聪（S0980520120001）、董丙旭（S0980524090002）

◆ 快手-W(01024.HK) 海外公司深度报告:AI 焕新公司成长新篇章，可灵跻身全球第一梯队模型

快手广告业务占比营收超一半，快手初期遵循普惠价值理念，商业化变现能力较抖音仍有差距，当前通过组织改革、加大运营、AI 等拉小差距。快手注重内容生态的建设和用户社区的运营，商业化运营程度较轻。初期“普惠”价值观使得快手扶持了部分草根用户，形成了较多私域流量。我们测算当前快手单位时长广告变现能力增长空间大，24 年快手为 0.23 元/小时，而抖音为 0.67 元/小时。快手对标抖音补齐运营能力：①21 年宿华和程一笑的双头治理结束；②22 年程一笑兼任电商事业部负责人，并且商业化和电商事业部更加融合，底层数据逐步打通。③当前快手在广告技术、中小商家扶持方面进行努力。主业方面，AI 有望抵消快手过去两年面临视频号、抖音等冲击，所导致的用户时长波动和广告价格压力。①OneRec 推荐算法升级带来用户时长增长，当前快手用户数和单用户时长维持个位数增长；②AI 赋能广告业务提效（推荐更精准），逐渐缩小与抖音的距离。AIGC 对于广告素材制作成本降低、商家整体营销解决方案预算更加富裕，加大广告投放端。根据 25Q2 业绩会，AI 提升广告点击率和转化率带来快手广告低单位数增长。

可灵方面，快手 AIGC 领域处于第一梯队，收入正处于快速上升过程，未来对应千亿美元市场。25 年 7 月可灵 AI 目前已在全球拥有超过 4500 万创作者，产品自发布以来迭代升级 30 余次，累计生成超 2 亿个视频和 4 亿张图片，已初步建设成为一站式 AI 生产力引擎。可灵商业化进度领先，年度收入有望超过 1.25 亿美元。可灵海外收入占比超过 70%，是全球有影响力的 AI 视频产品。根据 Poe 发布的数据，25 年 5 月，Kling AI 视频使用市场份额达到了 30%。我们复盘国内外 AI 视频竞品，分为 C 端型和 B 端型。1) 典型 C 端，依赖巨头生态与用户优势，如海外 Veo3 依托 Google 集成至 Gemini、Youtube 等平台，AI 视频使用市场份额为全球第三；2) 典型 B 端，在垂直领域深耕，并形成系列产品矩阵，如海外 Runway 先发优势占据品牌心智，主打影视方向，已形成 Gen 系列（文生视频/图生视频）、Act 系列（动作捕捉）、Aleph（视频编辑）等一系列工具，当前 AI 视频使用份额全球第二。而快手作为国内第二大短视频平台，拥有天然 C 端生态优势，并且 B 端在短剧、广告方向均有业务积累。

可灵 AI 写实风格视频表现优异，持续在生成效果和可控性迭代。AI 视频商业化场景主要包含广告制作、影视特效等。当前全球 AI 视频创作人数突破 1 亿人，预计长期市场规模达到千亿美元。我们测算，中短期可灵全球超过 200 亿市场需求。

盈利预测：预期 25-27 年经调整利润 202/238/281 亿元，同比 11/18/18%，CAGR 15%，对应 PE 14/12/10x。公司 25Q2 首次特别股息每股 0.46 港币，合计 20 亿港元；叠加回购，测算公司当前股东回报率在 2%左右。截至 2025 年 6 月，快手可利用资金总额为 1019 亿元，为后续 AI 业务发展和股东回报奠定基础。可利用资金包含但不限于现金及现金等价物、定期存款、金融资产和受限制现金。若剔除借款，则净现金为 897 亿元。快手已跻身全球 AIGC 第一梯队厂商，前景广阔。建议观察：1) AI 特别是算法优化对主

业广告等的优化；2）快手可灵收入增速以及全球 AIGC 发展态势。

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）、陈淑媛（S0980524030003）

◆ 景旺电子(603228.SH) 财报点评:新增 50 亿扩产规划, 汽车与数通双轮驱动长期成长

以汽车电子优势为基, 聚焦 AI 打造新增长曲线。1H25 公司实现营收 70.95 亿元 (YoY +20.93%), 归母净利润 6.50 亿元 (YoY -1.06%), 毛利率 21.40% (YoY -2.60pct), 净利率 9.21% (YoY -1.90pct)。2Q25 公司营收 37.52 亿元 (YoY +20.08%, QoQ +12.22%), 归母净利润 3.25 亿元 (YoY -4.11%, QoQ -0.03%), 毛利率 21.95% (YoY -1.53pct, QoQ +1.17pct), 净利率 8.62% (YoY -2.10pct, QoQ -1.25pct)。1H25 受上游原材料涨价、高端产能战略投入、江西信丰基地新厂产能爬坡等因素影响, 公司毛利率承压, 但逐季度改善, 随着产品结构升级、稼动率提升, 公司盈利能力将逐步回升。

珠海金湾基地扩产, 迎接 AI 浪潮下全球科技产业机遇。为加速在 AI 算力、高速网络通讯、汽车智驾、AI 端侧应用等领域的高端产品布局, 公司拟使用自有资金或自筹资金人民币 50 亿元对珠海金湾基地进行扩产投资, 主要用于现有工厂的技术改造升级及产能提升、新工厂的建设, 提升高阶 HDI、HLC、SLP 的产能和技术水平。本次投资建设项目周期为 2025 年至 2027 年。

数通领域多项产品技术突破, 产品升级打开成长空间。通讯领域, 1H25 公司在 AI 服务器领域的量产提速, 高阶 HDI 能力提升顺利, 配合国际领先客户的先期开发, 相关产品性能均满足客户的高标准要求。800G 光模块出货量增加, 已为多家光模块头部客户稳定批量供货。此外, 公司高频高速类的高阶 HDI、PTFE 软硬结合板、高速 FPC、多层 PTFE 板等产品均已实现量产, 服务器超高层 Z 向互联 PCB、1.6T 光模块 PCB 等产品取得重大技术突破。

汽车智能化推进高端产品。汽车智能驾驶成为人工智能落地的最佳场景。公司积累了大量优质汽车客户, 覆盖全球头部 Tier1 厂商以及国内领先的主机厂和智驾解决方案供应商, 据 Prismark 统计, 2024 年公司已成为全球第一大汽车 PCB 供应商。随着高级别智能驾驶的加速落地、AI 应用在车端的渗透率不断提升, 公司在全球生产基地布局的产能有序释放, 预计汽车业务未来仍有广阔的增长空间。

投资建议: 上调盈利预测, 维持“优于大市”评级。

由于公司公布了新的扩产规划, 在全球高端 PCB 缺货背景下, 我们上调盈利预测, 预计 25-27 年归母净利润为 15.0/21.2/28.4 亿元 (前值为 14.9/18.3/22.1 亿元), 同比增速 27.9%/41.5%/34.3%, 当前股价对应 PE 34/24/18x, 维持“优于大市”评级。

风险提示: 产能扩张不及预期; 下游需求不及预期; 新品拓展不及预期。

证券分析师: 胡剑 (S0980521080001)、胡慧 (S0980521080002)、叶子 (S0980522100003)、张大为 (S0980524100002)、詹浏洋 (S0980524060001)、李书颖 (S0980524090005)、连欣然 (S0980525080004)

◆ 乐歌股份(300729.SZ) 财报点评:二季度收入同比+23%, 盈利能力环比改善

二季度收入延续高增长, 利润降幅大幅收窄。2025H1 实现营收 31.5 亿元/+29.6%, 归母净利润 1.3 亿元/-19.5%, 扣非归母净利润 0.8 亿元/-26.6%; 其中 2025Q2 营收 16.0 亿元/+22.6%, 归母净利润 0.8 亿元/-3.9%, 扣非归母净利润 0.5 亿元/-19.7%。上半年收入端延续亮眼表现, 海外仓维持高增, 人体工学产品稳健增长; 扣非利润下滑较多主要系公司探索新模式与新业务、新产品研发投入大幅增长以及海外仓运营面积同比大幅增加。

海外仓维持高增速, 库容爬坡短期影响盈利。2025H1 海外仓收入 15.69 亿元, 同比+84.27%, 包裹发件量同比增长超 120%至 910 万件, 完成目的港拖车 14960TEU, 在库内完成卸货上架 28964TEU, 公司已累计服务出海企业 1744 家, 包括国内多家上市公司及中大件品类头部跨境电商卖家。盈利方面, 2025H1 海外仓毛利率 9.69%, 同比-5.31pct, 盈利下滑主要系 2024 年海外仓面积大幅增加, 租金前置与库容处于爬坡期, 其中欧洲市场表现突出, 德国仓库利用率超 70%且已实现盈利。公司现正在有序推进百万平方尺规模的自建仓项目, 未来成本优势预计将逐步显现。

跨境电商稳健增长, 代工略有下滑, 新品收入占比提升至 20%。2025H1 人体工学产品实现收入 13.83 亿元/+3.48%, 自有品牌方面, 上半年跨境电商收入 10.0 亿元/+9.16%, 其中独立站收入 4.1 亿元/+11.2%,

自主品牌收入占主营收入（不含海外仓）的比例达 74.8%；代工方面，上半年代工业务受关税影响发运节奏，预计略有下滑。2025H1 人体工学椅、电动沙发、电动床等品类销售金额同比+100%，新品类收入占比提升至 20%，盈利能力不断改善。

2025Q2 毛利率下滑，费用控制优势。2025Q2 毛利率 25.5%/-5.9pct，毛利率下滑主要系受海外仓业务影响；公司费率持续优化，2025Q2 销售费用率 14.7%/-1.0pct，管理费用率 4.0%/-0.2pct，研发费用率 3.3%/-0.04pct，财务费用率-0.5%/-1.4pct。2025Q2 净利率 4.8%/-1.3pct，盈利小幅下滑。

风险提示：海外需求不及预期；原材料价格与海运费上涨；海内外竞争加剧。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级

公司跨境电商业务延续景气、新品放量，代工订单充足，海外仓需求旺盛，成长性显现。考虑到新业务处于投入期与海外仓库利用率正在爬坡期，下调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 3.1/3.8/4.4 亿元（前值 3.6/4.5/5.4 亿），同比-9%/25%/15%，当前股价对应 PE=16.4/13.1/11.4 倍。维持“优于大市”评级。

证券分析师： 陈伟奇（S0980520110004）、王兆康（S0980520120004）、邹会阳（S0980523020001）、李晶（S0980525080003）

◆ 志邦家居(603801.SH) 财报点评:收入短期承压，海外业务增长亮眼

上半年收入承压，非经收益增厚归母净利润。2025H1 公司实现收入 19.0 亿元/-14.1%，归母净利润 1.4 亿元/-7.2%，扣非归母净利润 0.9 亿元/-30.7%；其中 2025Q2 收入 10.8 亿元/-22.3%，归母净利润 0.96 亿元/-5.5%，扣非归母净利润 0.51 亿元/-40.7%。公司收入下滑主要系大宗业务调整与零售需求承压，上半年追回阳光城集团应收账款产生债务重组非经收益约 0.4 亿元，增厚归母净利润。

海外业务增速亮眼，零售和大宗渠道下滑。2025H1 直营、经销、大宗、海外业务收入同比分别+200.3%/-34.2%/-46.9%/+70.7%，其中 2025Q2 收入同比分别为+193.3%/-40.1%/-44.0%/+139.8%。2025H1 直营与经销表现分化，主系国补订单主要计入直营收入，零售渠道合计收入同比-3.6%；2025H1 大宗渠道下滑主要系为控制风险而主动收缩大宗业务，公司积极开创新业务领域，抓住第四代住房、保障性住房、企业公寓、学生宿舍、办公与酒店业务等增长机会；2025H1 海外业务快速突破，公司海外以 B、C 端双核驱动、齐头并进，澳洲、北美等原点市场做深做透，抓住东南亚、中东等新兴机会市场，2025 年 5 月在肯尼亚开设首家经销商专营店，标志着正式进军非洲市场。

上半年木门墙板增长，衣柜小幅下滑，厨柜相对承压。2025H1 整体厨柜、衣柜、木门墙板收入同比分别为-24.0%/-2.3%/+8.0%，其中 2025Q2 收入同比分别为-31.3%/-11.2%/-12.7%，其中厨柜收入下滑较多预计主要受大宗渠道下滑影响。截至 2025H1，公司整体厨柜、定制衣柜与木门的门店数量分别为 1302/1449/995 家，分别较年初-137/-186/+6 家。

2025Q2 毛利率与费用率均小幅提升。2025Q2 毛利率 38.8%/+2.5pct，其中整体厨柜、衣柜与木门的毛利率分别同比+0.2pct/+3.0pct/-4.3pct；Q2 销售费率 18.0%/+2.3pct，管理费率 5.8%/+0.2pct，研发费率 5.9%/+0.7pct，财务费率 0.3%/+0.2pct，销售和管理费率提升预计主要系收入下降而费用较刚性，财务费率提升主要系受利息收入支出影响；2025Q2 净利率 8.9%/+1.6pct。

风险提示：消费复苏不及预期；地产销售竣工不及预期；行业竞争格局恶化。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级

公司多品类成长，零售和整装渠道快速发展、海外业务加速布局。考虑到地产承压与大宗业务调整，下调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 3.7/4.0/4.3 亿（前值 4.2/4.7/5.2 亿），同比-4.1%/+8.1%/+6.5%，对应 PE=11.8/10.9/10.2x，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 陈伟奇（S0980520110004）、王兆康（S0980520120004）、邹会阳（S0980523020001）、李晶（S0980525080003）

◆ 好太太(603848.SH) 财报点评:二季度收入环比改善，盈利能力短期承压

二季度收入环比改善，盈利短期承压。2025H1 实现收入 6.8 亿元/-5.0%，归母净利润 0.9 亿元/-40.0%，扣非归母净利润 0.8 亿元/-42.5%；其中 2025Q2 收入 4.2 亿元/-0.6%，归母净利润 0.5 亿元/-40.1%，

扣非归母净利润 0.5 亿元/-42.3%。上半年受整体经济与消费降级影响公司收入下滑，但二季度收入降幅已大幅收窄至-0.6%，呈现企稳态势；盈利端主要受行业价格竞争加剧影响而短期承压，期待后续盈利改善。

预计二季度线上保持较好增长，份额持续提升。2025H1 公司电商渠道实现收入 4.5 亿元，同比+0.4%，预计单 Q2 线上实现较好增长。线上渠道公司营收稳居行业第一，在传统电商渠道表现稳固，市占率仍在持续提升；此外公司积极布局抖音、快手等新兴内容电商平台，全平台覆盖线上消费群体，合理管控费用预算以及提升运营能力，提升整体推广效率。

线下持续推进零售转型。2025H1 线下渠道实现收入 2.1 亿元，同比-12.1%，其中南区收入 1.04 亿元，同比-18.9%，北区收入 1.06 亿元，同比-4.2%。公司在线下渠道持续推进开疆焕新、零售标杆城市打造以及直营模式转型，分城分区精准招商，通过高管帮扶、多轮培训等方式赋能终端零售抢占市场；深化与家电渠道、新零售平台及京东万商等新渠道布局，持续拓展终端网络；工程渠道方面兼顾市场开拓及风险管理，已经与多家头部房地产商达成良好合作关系，也在积极寻找更多的合作伙伴。

受价格竞争加剧与会计政策调整影响，2025Q2 毛利率延续下滑。2025Q2 公司毛利率 45.3%/-10.9pct，毛利率下降一方面受市场价格竞争影响，另一方面也与会计准则追溯调整有关；2025Q2 销售费用率 22.4%/-1.8pct，管理费用率 6.7%/+1.2pct，研发费率 2.9%/-0.6pct，财务费率-0.6%/+0.3pct，其中销售费率下降主要系公司减少广告费、装修费投入以及股份支付费用较去年同期减少，管理费用率增加主要系职工薪酬与中介机构费增加所致；2025Q2 公司净利率 12.6%/-8.3pct。

风险提示：原材料价格波动，市场竞争加剧风险，房地产市场调控风险。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级

公司是智能晾晒龙头，品牌认知与全渠道布局领先，全面发力智能家居赛道。考虑到外部需求疲软与行业竞争加剧，下调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 2.1/2.6/3.1 亿元（前值 3.0/3.6/4.1 亿），同比-16.7%/+23.7%/+19.9%，摊薄 EPS=0.51/0.64/0.76 元，当前股价对应 PE=56.0/45.3/37.7 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师：陈伟奇（S0980520110004）、王兆康（S0980520120004）、邹会阳（S0980523020001）、李晶（S0980525080003）

金融工程

◆ 金融工程日报：沪指震荡收涨，创业板指分化回调

市场表现：今日（20250908）规模指数中中证 2000 指数表现较好，板块指数中中小 100 指数表现较好，风格指数中中证 500 价值指数表现较好。基础化工、农林牧渔、传媒、综合、钢铁行业表现较好，通信、非银、银行、综合金融、商贸零售行业表现较差。PEEK 材料、航运精选、锂电电解液、六氟磷酸锂、PTA 等概念表现较好，光模块（CPO）、光芯片、光通信、基站、覆铜板等概念表现较差。

市场情绪：今日市场收盘时有 67 只股票涨停，有 6 只股票跌停。昨日跌停股票今日收盘收益为 3.25%，昨日跌停股票今日收盘收益为-3.71%。今日封板率 70%，较前日下降 14%，连板率 15%，较前日下降 3%。

市场资金流向：截至 20250905 两融余额为 22871 亿元，其中融资余额 22713 亿元，融券余额 157 亿元。两融余额占流通市值比重为 2.5%，两融交易占市场成交额比重为 11.0%。

折溢价：20250905 当日 ETF 溢价较多的是新能源车龙头 ETF，ETF 折价较多的是上证 180ETF 指数基金。近半年以来大宗交易日均成交金额达到 14 亿元，20250905 当日大宗交易成交金额为 22 亿元，近半年以来平均折价率 6.01%，当日折价率为 11.10%。近一年以来上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 股指期货主力合约的年化贴水率中位数分别为 0.21%、2.29%、9.50%、11.61%，当日上证 50 股指期货主力合约年化贴水率为 3.10%，处于近一年来 35%分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率为 9.06%，处于近一年来 16%分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 28.33%，处于近一年来 4%分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 28.51%，处于近一年来 4%分位点。

机构关注与龙虎榜：近一周内调研机构较多的股票是多氟多、裕太微-U、石基信息、瑞德智能、翔宇医疗、壹网壹创、睿智医药、翔楼新材等，多氟多被 167 家机构调研。20250908 披露龙虎榜数据中，机构

专用席位净流入前十的股票是浙海德曼、新瀚新材、三七互娱、香农芯创、金陵体育、力盛体育、肇民科技、德龙激光、横河精密、信宇人等，机构专用席位净流出前十的股票是唯万密封、景兴纸业、多氟多、科士达、豪恩汽电、中环海陆、奥精医疗、华东数控、通达股份、旺成科技等。陆股通净流入前十的股票是三维通信、天赐材料、长城军工、露笑科技、飞马国际、肇民科技、西部黄金、三花智控、香农芯创、微导纳米、森特股份、鼎龙科技、三七互娱、科士达等，陆股通净流出前十的股票是天通股份、招商南油、多氟多、豪恩汽电、优优绿能等。

风险提示：市场环境变动风险；本报告基于历史客观数据统计，不构成投资建议。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）

联系人： 李子靖

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	819.72	0.68	ICE 布伦特原油	65.50	-2.22
白银	9778.00	0.18	铜	79710.00	-0.33
铝	20690.00	0.07	铅	16835.00	0.11
豆一	4067.00	0.27	锌	22185.00	0.52
豆粕	3031.00	0.09	镍	121240.00	0.44
玉米	2285.00	-0.52	锡	270130.00	-0.59
螺纹钢	2949.00	-0.60	SR509	5540.00	-0.07

本月国内重要信息披露

公布日期	项目	本期数据	上期数据	上年同期数据	发布主体
2024/11/30	11月PPI (%)	-2.9	-3.3	-3.4	PPI
2024/11/30	11月CPI (%)	99.4	99.9	100.2	国家统计局
2024/11/30	11月狭义货币(M1)同比 (%)	-0.0	-0.02	0.01	中国人民银行
2024/11/30	11月狭义货币(M2)同比 (%)	0.07	0.07	0.1	中国人民银行
2024/11/30	11月新增人民币贷款(亿元)	5216.0	2965.0	11120.0	中国人民银行
2024/11/30	11月贸易顺差总额(亿美元)	97443.13	95715.17	69334.24	国家商务部
2024/11/30	11月固定资产投资累计同比 (%)	0.03	0.01	0.02	国家统计局
2024/11/30	11月工业增加值 (%)	0.05	0.05	0.06	国家信息中心
2024/11/30	11月社会消费品零售总额_同比 (%)	0.03	0.03	0.02	国家统计局

近期非流通股解禁明细

代码	简称	本次解禁数量(万股)	流通股股本(万股)	流通股增加%	上市日期
002736.SZ	国信证券	47358.75	961242.93	100.00	2025-08-14
600369.SH	西南证券	33000.00	664510.91	100.00	2025-07-22
600490.SH	鹏欣资源	22026.56	221288.70	100.00	2025-06-12
600967.SH	内蒙一机	412.50	170338.18	82.58	2025-06-03
601226.SH	华电重工	408.34	116701.00	100.00	2025-06-02
002142.SZ	宁波银行	7581.90	659965.10	95.06	2025-05-16
688232.SH	新点软件	15651.92	33000.00	100.00	2025-05-16
301093.SZ	华兰股份	3782.78	13466.66	100.00	2025-04-30
688257.SH	新锐股份	2460.70	9280.00	100.00	2025-04-28
688553.SH	汇宇制药-W	11406.67	42360.00	100.00	2025-04-28
301088.SZ	戎美股份	16800.00	22800.00	100.00	2025-04-28
301091.SZ	深城交	8400.00	16000.00	100.00	2025-04-28
688211.SH	中科微至	6660.00	13160.86	100.00	2025-04-28
688739.SH	成大生物	22766.37	41645.00	100.00	2025-04-28
688255.SH	凯尔达	2837.71	7841.46	100.00	2025-04-25
600926.SH	杭州银行	50408.30	586039.74	87.83	2025-04-24
301087.SZ	可孚医疗	8676.57	16000.00	100.00	2025-04-24

601009.SH	南京银行	113110.82	1000701.69	100.00	2025-04-23
688737.SH	中自科技	3197.51	8603.49	100.00	2025-04-22
301086.SZ	鸿富瀚	3833.55	6000.00	100.00	2025-04-21
001218.SZ	丽臣实业	3072.00	8999.55	100.00	2025-04-14
301077.SZ	星华反光	3856.49	6000.00	100.00	2025-03-31
301061.SZ	匠心家居	6000.00	8000.00	100.00	2025-03-13
000625.SZ	长安汽车	2590.64	632214.29	45.92	2025-03-05
300844.SZ	山水比德	2525.00	4040.00	100.00	2025-02-13
301024.SZ	霍普股份	2880.00	4239.00	100.00	2025-01-28
601921.SH	浙版传媒	180000.02	222222.22	100.00	2025-01-23
001209.SZ	洪兴股份	6497.49	9394.48	100.00	2025-01-22
002059.SZ	云南旅游	6857.37	101243.48	100.00	2025-01-16
002187.SZ	广百股份	18692.79	61761.91	100.00	2025-01-06
605287.SH	德才股份	2865.13	10000.00	100.00	2025-01-06
600679.SH	上海凤凰	550.77	34369.42	100.00	2024-12-23
688032.SH	不适用	1985.72	4000.00	100.00	2024-12-20
301096.SZ	不适用	3960.00	10816.66	100.00	2024-12-20
000546.SZ	金圆股份	6613.75	78048.26	99.54	2024-12-20
600859.SH	王府井	4147.65	113273.80	99.75	2024-12-17
301100.SZ	不适用	15000.00	20000.00	100.00	2024-12-17
000737.SZ	南风化工	104599.31	169128.73	100.00	2024-12-16
301177.SZ	不适用	36000.00	40001.00	100.00	2024-12-16
000401.SZ	冀东水泥	106598.80	247935.72	99.97	2024-12-16

全球证券市场统计

股票市场指数

简称	最新收盘价	1日 涨跌幅(%)	1周 涨跌幅(%)	1个月 涨跌幅(%)	3个月 涨跌幅(%)	12个月 涨跌幅(%)	30天 波动率(%)
道琼斯工业平均指数	45514.94	0.251286	60.78	60.78	60.78	60.78	40.67
德国 DAX 指数	23824.10	0.962496	87.04	-1.40	-1.97	30.17	54.53
法 CAC40 指数	7734.84	0.782563	0.34	-0.10	-0.89	5.20	47.45
恒生指数	25633.91	0.849517	0.06	3.11	7.73	46.94	63.96
沪深 300 指数	4467.57	0.162500	-1.24	8.83	15.32	38.25	59.28
美国 SP500 指数	6495.15	0.210599	0.54	1.65	8.24	20.09	48.03
纳斯达克综合指数	21798.70	0.453033	1.59	1.62	11.61	30.60	51.54
日经 225 指数	43643.81	1.452994	3.44	4.35	15.63	19.92	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流入资金 (RMB, 万元)	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流出资金 (RMB, 万元)
1	601138.SH	工业富联	51.4000	-7.9348	无数据	601138.SH	工业富联	51.4000	-7.9348	无数据
2	601899.SH	紫金矿业	24.6400	-2.4931	无数据	601899.SH	紫金矿业	24.6400	-2.4931	无数据
3	603986.SH	兆易创新	163.8300	2.6761	无数据	603986.SH	兆易创新	163.8300	2.6761	无数据
4	300450.SZ	先导智能	57.3900	6.6729	无数据	300450.SZ	先导智能	57.3900	6.6729	无数据
5	300394.SZ	天孚通信	173.0500	-7.3608	无数据	300394.SZ	天孚通信	173.0500	-7.3608	无数据
6	600276.SH	恒瑞医药	72.3100	-0.2208	无数据	600276.SH	恒瑞医药	72.3100	-0.2208	无数据
7	600519.SH	贵州茅台	1501.2300	1.2293	无数据	600580.SH	卧龙电驱	40.9700	6.4156	无数据

8	300476.SZ	胜宏科技	273.4000	-7.5727	无数据	600519.SH	贵州茅台	1501.2300	1.2293	无数据
9	002594.SZ	比亚迪	106.2500	-0.9416	无数据	002594.SZ	比亚迪	106.2500	-0.9416	无数据
10	002475.SZ	立讯精密	49.7500	5.4025	无数据	002475.SZ	立讯精密	49.7500	5.4025	无数据

港股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流入资金 (HKD, 万元)	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流出资金 (HKD, 万元)
1	2269.HK	药明生物	38.9800	0.05522469	71129.70	9988.HK	阿里巴巴-W	137.3000	0.04172989	382582.47
2	9880.HK	平安法兴八一零A	109.8000	0.02616822	95193.29	0981.HK	中芯国际	58.1500	-0.00936968	271178.44
3	9880.HK	优必选	109.8000	0.02616822	95193.29	9992.HK	泡泡玛特	287.6000	-0.07105943	257891.04
4	1810.HK	小米集团-W	54.7500	0.02050326	161577.34	0700.HK	腾讯控股	617.5000	0.01981833	238161.53
5	9992.HK	泡泡玛特	287.6000	-0.07105943	194135.72	3690.HK	美团-W	102.0000	-0.00970874	225697.03
6	0981.HK	中芯国际	58.1500	-0.00936968	263217.31	9926.HK	康方生物	142.5000	-0.07886231	224999.85
7	3690.HK	美团-W	102.0000	-0.00970874	267245.25	1810.HK	小米集团-W	54.7500	0.02050326	198395.96
8	9926.HK	康方生物	142.5000	-0.07886231	274060.15	9660.HK	中油苏皇八一零C	10.5000	0.07033639	137418.93
9	9660.HK	中油苏皇八一零C	10.5000	0.07033639	274622.83	9660.HK	地平线机器人-W	10.5000	0.07033639	137418.93
10	9660.HK	地平线机器人-W	10.5000	0.07033639	274622.83	1024.HK	快手-W	70.4000	-0.03495545	119859.07
11	0700.HK	腾讯控股	617.5000	0.01981833	346406.95	9880.HK	平安法兴八一零A	109.8000	0.02616822	81744.06
12	9988.HK	阿里巴巴-W	137.3000	0.04172989	897205.18	9880.HK	优必选	109.8000	0.02616822	81744.06

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032