

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-09-08

宏观策略

2025 年 09 月 08 日

宏观点评 20250902：每周宏观经济和资产配置研判—20250902

关注反内卷和四中全会带来的国内经济政策变化。

晨会编辑 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

固收金工

固收深度报告 20250902：银行“缩表”的深度发掘：国内商业银行为什么不缩表？

原因一：经济增速下滑期间，缩表将加剧经济下行；原因二：2023 年以来央行货币政策取向偏宽松，流动性充裕，降低缩表的必要性；原因三：商业银行以国有资本为主，缩表可能违背政府关于金融服务实体经济的呼吁；原因四：监管助力商业银行关键指标持续处于合格线以上，故信用风险短暂上升仍留有安全垫；国内外局势遭遇逆风，部分中小银行存在缩表可能，但全行业缩表概率较低。风险提示：国内外经济局势调整超预期；主体违约概率抬升超预期；央行货币政策转向或监管要求变化超预期。

固收深度报告 20250901：利率周期与财富转型：美国居民资产配置的重构—低利率时代系列（九）

20 世纪 70 年代末以来，美国货币政策与居民财富配置的互动，构成了理解美国经济金融变迁的关键线索。本研究以联邦基金利率的转折性变化为分界点，追溯 1979 年至今美国居民财富配置的演进轨迹，解析不同利率环境下资产配置选择的变迁。回顾 50 年变迁，美国利率政策呈现出大开大合的特点，美国居民资产配置呈现出“利率主导、风险轮动”的鲜明轨迹。整体而言非金融资产占比下行，房产独大格局弱化；金融资产内部呈现“权益类崛起，现金类潮汐”特征。在加息周期，居民资产配置呈现高利率主导配置逻辑，资产呈现防御性调整与结构性分化。在降息周期，低利率驱动收益再平衡，风险资产成配置核心。不同利率环境下，美国居民财富配置经验对我国有何启示？通过分析美国居民在不同利率环境下的财富配置选择，能够获得对我国有益的启示。其一，房地产分化加剧，需警惕系统性风险。其二，金融资产配置潜力巨大，但需防范波动风险。其三，提升社会保障水平，增强居民对未来财富积累的信心。风险提示：经济基本面变化超预期，货币政策工具创新，历史及海外经验不代表将来。

行业

运营稳健增长&现金流改善，环卫无人化迎发展机遇：东吴证券环保行业 2025 中报总结

垃圾焚烧：25H1 提质增效提 ROE+现金流改善提分红持续兑现！ü 运营提质增效主导业绩增长&财务费用下降。25H1 板块收入同比+1%，归母净利润+8%，毛利率+2.9pct，财务费用率-0.6pct，净利率+1.4pct。固废纯运营企业绿动（同比+0.8pct，下同）、军信（+0.1pct）、永兴（+0.1pct）ROE（加权）显著提升。ü 自由现金流持续增厚，中期派息稳中有升。

25H1 板块经营现金流净额 69 亿元 (+9%)，资本开支 38 亿元 (-19%)，自由现金流 32 亿元 (24H1 为 17 亿元)。25H1 瀚蓝首次中期分红，光大中期每股派息同比+0.01 港元，绿动、海螺、旺能中期派息同比持平。

ü 关注经营提效+B 端拓展+C 端顺价，增厚盈利&改善现金流！

•【吨发提升】25H1，7 家垃圾焚烧公司平均吨发（还原供热后）同比+1.8%，吨上网同比+1.2%。

•【供热加速】25H1 供热增速前 5：海创+170%、绿动+115%、伟明+67%、天楹+60%、瀚蓝+42%；发电供热比增量前 5：天楹+6.4pct、绿动+2.4pct、旺能+1.6pct、海创+1.4pct、中科+0.9pct。

•【IDC 合作】旺能（获市级、省级备案）、军信（与长沙数字集团签署合作协议）、瀚蓝（与中国联通广东省分、深城交签署合作协议）、伟明（与温州龙湾区政府、中国移动温州分公司签署合作协议）。

•【C 端顺价】佛山拟于 25 年 9 月下旬召开生活垃圾处理费定价听证会，C 端顺价推进。

ü 重点推荐：1) 瀚蓝环境：内生+并购成长超预期，首次中期派息彰显积极分红意愿；2) 绿色动力 A+H：25H1 归母同增 24%，提分红+提 ROE 兑现典范；3) 海螺创业：25H1 自由现金流首次转正，固废业绩稳健增长+水泥业绩回升，周期+自由现金流拐点弹性叠加；4) 永兴股份：垃圾量提升带动 25H1 产能利用率提至 85%（较 24 年+5pct），带来持续现金成长。

风险提示：应收风险，资本开支超预期上行，价格改革不及预期，竞争加剧等

食品饮料行业深度报告：啤酒 2025 年中报总结：量价节奏相对平稳，关注场景修复节奏

短期维度来看，关注消费 β 后续恢复节奏，消费政策若能边际向好，预计将带动餐饮、流通场景逐步底部向上修复，啤酒板块有望迎来 β 配置机会。中期维度来看，优选延续高增的燕京啤酒(U8 高增仍将延续)，攻守兼备的青岛啤酒(量价节奏转好、股息率 3%+)，高端表现突出的华润啤酒(喜力、老雪增势延续)，同时关注珠江啤酒、重庆啤酒。

食品饮料行业深度报告：保健品及港股餐饮 2025 中报总结：砥砺前行，积极向善

关注保健品行业估值重构，关注有空间的优质个股。港股餐饮砥砺前行，静待风至。

推荐个股及其他点评

英科再生（688087）：2025H1 中报点评：装饰建材业务增长强劲，经营韧性提升【勘误版】

盈利预测与投资评级：再生塑料先行者，全产业链&全球化布局，深耕再生塑料高值化利用终端制品，随着品类扩张&渠道拓展，盈利能力逐季提升。公司发布 2025 年股权激励计划，彰显发展信心。根据股权激励目标，我们将 2025-2027 年归母净利润预测从 3.86/4.58/5.41 亿元下调至 3.30/4.06/4.70 亿元，对应 16/13/11 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：汇率波动、贸易政策变动和加征关税风险。

麦格米特（002851）：2025 年中报点评：短期业绩承压，加大投入决战 AI 公司 25H1 营收 46.7 亿元，同比+16.5%，归母净利润 1.7 亿元，同比-44.8%，毛利率 22.1%，同比-3.8pct，归母净利率 3.7%，同比-4.1pct；其中 25Q2 营收 23.6 亿元，同比+8.1%，归母净利润 0.7 亿元，同比-62.3%，毛利率 21.2%，同比-4.6pct，归母净利率 2.8%，同比-5.3pct。家电主业下游需求疲弱+加大战略投入，业绩不及市场预期。25H1 公司电源产品收

入 11.57 亿元，同比+5%，毛利率 22.20%，同比-2.57pct，收入增速较慢主要系 25H1 交付的电源产品均为非 AI 服务器定制电源，且国内传统服务器电源价格竞争较为激烈，因此毛利率有所下滑。公司 AI 服务器电源及相关产品布局全面，目前已推出 PSU、BBU、PCS（超级电容盘）、800V/570kW Side Rack 等产品，其中 5.5kW 服务器电源已经获得客户小批量订单，全面对接国内外 CSP、OEM 等客户，目前大多数客户需求及项目仍处在研发及调试阶段，承接批量订单可期。公司将 AI 行业视为未来十年发展最重要的布局方向，人才+产能超前储备，我们认为，公司 AI 电源业务短期盈利和收入略承压，但远期成长空间广阔。25H1 公司智能家电产品收入 21.46 亿元，同比+7%，毛利率 22.57%，同比-3.47pct。其中变频家电业务海外受印度和东南亚天气影响需求大幅下降，国内受 25H1 国补需求向头部厂家倾斜，但公司客户以二线厂家为主导致份额有所下降，但公司依托智能卫浴市场的稳固地位，实现板块业务的正增长，未来随着需求的修复+拓展头部客户，智能家电板块收入&盈利有望逐步修复。其他业务板块，新能源车多产品横向发展，25H1 收入 5.08 亿元，同比+151%，产品从 PEU 拓展到车载压缩机、热管理、液压悬架系统等，单车 ASP 价格有望提升至万元，在手定点项目超 80 余个，在手订单充足。工业自动化/智能装备/精密链接营收同比+28%/23%/13%，均实现稳健增长，在细分行业和产品赛道公司有望持续保持领先定位，静待需求的放量。盈利预测：我们下修公司 25-26 年归母净利润分别为 3.93（-4.15）/9.38（-0.84）亿元，预计 27 年归母净利润为 16.44 亿元，同比-10%/+139%/+75%，现价对应 PE 分别为 102x、43x、24x，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧等

威尔高（301251）：电源 PCB 技术与产能双轮驱动，打开新一轮成长空间

威尔高深耕电源 PCB 领域，核心一次电源产品批量供货台达等全球头部客户，当前随泰国工厂产能持续爬坡（预计 2025 年底达 10 万平/月），2026 年有望迎来进一步放量。公司在厚铜、MiniLED 等高端工艺具备领先优势，并积极拓展二次、三次电源及光模块等高附加值产品，推动产品结构优化与单板价值提升。受益于 AI 服务器推动电源技术升级与市场规模增长，公司业绩拐点显现，成长空间明确，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 16.89/23.19/29.89 亿元，归母净利润分别为 1.8/2.5/3.4 亿元，对应当前 P/E 倍数为 42/30/22。首次覆盖，给予“买入”评级。

大参林（603233）：2025 年中报点评：25Q2 盈利超预期，精细化管理成效显著

公司 2025H1 实现营收 135.23 亿元（+1.33%，同比，下同），归母净利润 7.98 亿元（+21.38%），扣非归母净利润 7.89 亿元（+19.73%）。2025Q2 实现营收 65.67 亿元（-0.41%），归母净利润 3.38 亿元（+30.49%），扣非归母净利润 3.34 亿元（+27.15%），公司 25Q2 利润超预期。

大族数控（301200）：PCB 设备龙头，本轮算力需求的核心受益者

盈利预测与投资评级：公司作为全球 PCB 设备龙头，覆盖机械钻孔、激光钻孔、LDI、压合、检测等环节，在高多层板、HDI 板及 IC 载板市场占据领先地位，尤其在 AI 服务器需求驱动的高多层 PCB 设备领域，技术契合度高且订单快速增长。我们预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 7.0/11.4/17.3 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 50/30/20x，首次覆盖，给予公司“买入”评级。风险提示：宏观经济波动风险；PCB

工艺进展不及预期风险；算力服务器需求不及预期风险。

曹操出行 (02643.HK): 科技重塑共享出行, 打造服务口碑最好品牌

盈利预测与投资评级: 公司围绕定制车打造了可预期的出行体验, 在一二线城市的品牌力与高线城市市占率有望提升。可比公司 2025-2027 年平均 PS 分别为 22.4/15.0/7.1 倍 (截至 2025 年 9 月 4 日)。我们预计曹操出行 2025-2027 年营业收入分别为 206.7/262.4/323.7 亿元, 对应 PS 分别为 1.9/1.5/1.2 倍 (截至 2025 年 9 月 4 日), 基于网约车业务稳步发展、Robotaxi 业务空间广阔, 首次覆盖给予“买入”评级。风险提示: 扭亏不及预期, 竞争加剧, 政策监管趋严, 宏观需求不及预期。

英伟达 (NVDA): FY2026Q2 业绩点评: Blackwell 产能爬坡超预期, 看好公司继续成长

投资要点 事件: 公司发布 FY26Q2 业绩, FY26Q2 收入 467.4 亿美元, 同比+55.6%, 环比+6.1%, 高于一致预期的 462.3 亿美元; Non-GAAP 毛利率 72.7%, 同比-3.0pct, 环比+1.4pct, 高于一致预期的 72.1%; Non-GAAP 净利润 257.8 亿美元, 同比+52.1%, 环比+9.1%, 高于一致预期的 249.2 亿美元。Blackwell 产能爬坡, 代理式 AI 提供长期增长动能。FY26Q2 公司数据中心业务收入 411.0 亿美元, 同比+56.4%, 在本季度 H20 产品营收下滑 40 亿美元的情况下, 实现了 5% 的环比增长, 其中 Blackwell 平台收入环比增长 17%, 主要得益于顺利的产能爬坡和旺盛的市场需求。我们认为 Blackwell 平台已验证的强大性能叠加代理式 AI 带来的指数级算力需求增长, 为公司业绩增长提供强劲增长动能。网络业务高速增长, 战略重要性显著提升。公司 Q2 网络业务营收 72.5 亿美元, 同比+97.7%, 环比+46.3%。随着 AI 集群规模的持续扩大, 高效、低延迟的网络已成为数据中心集群性能的关键瓶颈。公司发布全新的 Spectrum-XGS 技术, 目前通过 NVLink、InfiniBand/Spectrum 及 Spectrum-XGS 构建了完整的三层网络架构, 提供高度整合的计算与网络解决方案, 增强客户粘性, 网络第二成长曲线逐渐加强。FY26Q3 指引超预期, Rubin 进展顺利。公司预计 FY26Q3 营收将达到 540 ± 10.8 亿美元, 中值对应同比 +53.9%, 环比+15.5%, 高于彭博一致预期的 534.6 亿美元, 环比增长超过 70 亿美元, 且展望中未将对中国 H20 产品销售纳入预期。Rubin 将成为第三代 NVLink 机柜级 AI 超算, Blackwell 和 Rubin 平台有望共同推动全球 AI 基础设施规模在 30 年左右达到 3-4 万亿美元。盈利预测与投资评级: 考虑到 B 系列爬产、后续新品出货有望带来更多增量, 我们将公司 FY2026/2027/2028 年预期归母净利润由 1048/1364/1548 亿美元上调至 1062/1509/1687 亿美元, 2025 年 9 月 1 日收盘价对应 FY2026/2027/2028 年 PE 分别为 40/28/25 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 算力需求不及预期; 产品研发落地不及预期; 行业竞争加剧; 原材料供应紧缺; 产业技术迭代。

益丰药房 (603939): 2025 年中报点评: 盈利增长稳健, 多渠道运营赋能长期发展

公司 2025H1 实现营收 117.22 亿元 (-0.34%, 同比, 下同), 归母净利润 8.80 亿元 (+10.32%), 扣非归母净利润 8.57 亿元 (+9.08%)。2025Q2 实现 57.13 亿元 (-1.36%), 归母净利润 4.31 亿元 (+10.13%), 扣非归母净利润 4.19 亿元 (+8.49%), 业绩符合预期。

宏观策略

宏观点评 20250902：每周宏观经济和资产配置研判—20250902

国内宏观观点：6-7 月内需连续走弱，预计下半年经济小幅承压的趋势不会改变，但全年 5% 目标仍能顺利实现。

国内经济关注 4 方面风险的演变：一是出口何时转负，目前看 8 月高频数据显示出口仍然强韧，新对等关税落地并未对我国出口造成明显扰动；二是消费同比增速承压，9-12 月以旧换新高基数下，消费同比增速压力可能比 6-7 月更大；三是房地产投资累计同比增速逐月小幅扩大降幅的趋势没有改变，下半年对经济的影响会大于上半年；四是基建和制造业投资增速放缓风险。

但在 4 方面风险下，经济仍有一定支撑：一是 5000 亿政策性金融工具待出台，二是生育补贴和消费贷贴息等政策将在下半年集中生效，三是餐饮同比增速预计逐月回升。整体来看，上半年 5.3% 的高增长给下半年留出了充足空间，全年 5% 目标无虞，稳增长政策在年内或难加码，关注反内卷和四中全会带来的国内经济政策变化。

海外宏观观点：9 月 5 日到 16 日美国将有密集的经济数据公布。不同于往年，今年 9 月公布美国经济数据的两个鲜明特征：①密度更大，除了非农与 CPI，以往不太受关注的美国 PPI、非农年度初值校准在本次也需格外关注；②由于数据质量不断下降，我们预期 9 月数据大幅偏离预期的概率将增大。参考过去 30 年季节性，9 月是美国回报率最差的月份，同时伴随着非常高的波动率。

策略上，我们建议：①做多 VIX；②美国经济仍有韧性，美股回调即加仓机会；③美股波动可能外溢至 AH 股，关注潜在风险。

权益市场观点：大势：市场本周经历 4 月 7 日以来较大幅度的调整，前期调整较少，短期资金存在止盈需求，调整相对较为健康。在进一步看到增量资金到来之前，市场已经形成了结构性牛市的气氛，突破整数关口附近可能会有波折，但调整的时间预计不会太久，场外资金承接力度较强，仍然看好结构性慢牛趋势。产业层面利好持续释放，汇率下行吸引资金持续流入市场，海外降息概率提升，流动性驱动的市场上行趋势有望持续，但斜率可能适当放缓。

资金：交易型外资在汇率持续下行过程中加速布局，长期配置型外资关注度提升。ETF 配置资金和两融余额持续增长，保险资金举牌加速，但散户、基金申购和存款向股市搬家现象暂不明显，成交额持续维持在 2.5 万亿附近，市场仍然以结构化牛市的趋势演进。

风格：7 月中旬银行板块见顶后，8 月微盘在市场快速涨势下的空头保护作用失效，微盘涨势告一段落，市场风格从“哑铃”向大盘切换。

行业风格：TMT+金融形成新的主线。市场情绪仍然偏强，在市场情绪持续向好、增量资金持续入场和科技产业创新持续突破的背景下，市场风格大概率沿着长线资金偏好的科技板块内部轮动（硬软轮换、国产海外轮换）和金融板块预期业绩提升的方向（券商、金融科技）布局，低位板块消费、地产、周期跟随指数补涨反弹为副线和主题的趋势。

债券市场观点：曲线形态或分“三步走”。随着资金对股票市场回调的分歧加大，以及 8 月份利率期限利差因“股债跷跷板”显著走扩，近期利率来到修复性做多的窗口期，并由短端利率下行带动曲线形态陡峭化，我们认为未来利率曲线形态或呈“三步走”：

（1）关注货币政策在 9 月至 10 月的信号引导，若货币政策层面有确切性的利好，短端利率下行的态势被确认，较陡的曲线将为长端利率提供做多的安全边际，关注 9 月至 10 月降息预期或重启国债买卖预期发展；

（2）若市场的宽松预期落空，短端利率或重新面临抬升压力，并

依次传导到长端利率，10 年期利率或再度开始挑战 1.80%以上、30 年期利率或拉高至 2.10%上方；（3）若宽松预期得以兑现，短端利率稳定或将推动“牛陡”向“牛平”演化，基于当前 >40bp 的期限利差将吸引资金做多长端利率，10 年期利率重回 1.70%左右。从股市与利率的联动性来看，尽管当前资金预期股市回调而做多利率债进行对冲，但是股市回调后恢复上涨或继续施压债券。当前 10 年期利率应重点关注 8 月 18 日跳空缺口，预计短期 1.80%仍有较强的阻力，而下破 1.75%还需要更多利多信号确认。风险提示：（1）经济政策出台节奏不及预期；（2）美联储货币政策变动超预期；（3）大类资产价格出现较大波动。

（证券分析师：芦哲）

固收金工

固收深度报告 20250902：银行“缩表”的深度发掘：国内商业银行为什么不缩表？

观点 原因之一：经济增速下滑期间，缩表将加剧经济下行：1）商业银行的“缩表”行为本质上是规避经济下行时期日益上升的信用风险的有效措施，但是从实体经济（企业）乃至整个宏观经济的视角来看，由金融系统的主体——银行流向实体经济的资金量下滑，即社会融资规模的下降，可能导致社会经济运行中出现流动性紧缩。而这将进一步导致本就因社会消费能力下降、经济悲观预期放大而在现金流上捉襟见肘的实体企业再度因无法足时足量从银行体系获得信贷支持而陷入经营危机。2）考虑到我国当前经济发展以稳为主并正处于由高速增长转向高质量增长的“转型期”，商业银行作为实体经济修复过程中输送资金“弹药”的关键环节，唯有不采取“缩表”操作方为助力企业部门投资和居民部门消费的正确之举。原因之二：2023 年以来央行货币政策取向偏宽松，流动性充裕，降低缩表的必要性：当央行释放流动性，如果不经商业行向实体经济发放投资、消费类的信贷，则货币政策难以完成向实体经济的传导，并可能会发生与美国类似的过多流动性堆积在大型银行和大型财团手中，进而导致银行间市场资金泛滥、利率走廊倒挂，但是居民群体和中小型企业仍然面临资金缺口的情况。为避免此类资金空转的情形，我国商业银行选择“缩表”的可能性天然降低，换言之，如果商业银行在取得央行提供的低利率资金后选择不发放贷款来进行扩表操作，则央行释放的资金体量将堆积在存款准备金等账户之中，不仅无法发挥刺激实体经济修复的作用，也明显违背了央行采取宽松型货币政策的意图。原因之三：商业银行以国有资本为主，缩表可能违背政府关于金融服务实体经济的呼吁：我国商业银行的国有资本性质决定其在运营过程中不仅要考虑自身的经营效益，更要考虑在金融环境中形成的社会效益。从发展的结构性角度来看，在当前中国经济转型升级和供给侧结构性改革的关键时点，绿色金融、普惠金融、科技创新等是国家未来计划大力发展的重点领域。而此类领域总体仍处于发展的初级阶段，且对于创造社会效益的注重程度高于创造经济效益，故而导致相关领域的个体或难以在股票、债券等市场上获得资本的青睐。此时，银行业作为金融体系的核心，因其承担着服务国家战略、支持实体经济的重要使命，故需要响应国家号召，进行扩表操作来为这些行业提供充足的资金支持，通过扮演领头羊的角色来拉动此类领域的快速发展，缩表操作将可能反向制约发展进程，不利于我国结构性调整的持续深化。原因之四：监管助力商业银行关键指标持续处于合格线以上，故信用

风险短暂上升仍留有安全垫：更为严格和全面的监管要求助力商业银行在经营上留存一定的损失吸收空间，例如我国商业银行资本充足率指标、不良贷款率指标及拨备覆盖率指标均显著高于我国以及国际监管标准，意味着即使经济下行压力加大，经济出现增长缓慢甚至衰退迹象，充足的资本缓冲和流动性储备亦能够助力银行业保持自身资产负债结构的稳定，从而有效应对潜在的信用风险和流动性风险，缩表的必要性故而不高。国内外局势遭遇逆风，部分中小银行存在缩表可能，但全行业缩表概率较低：1) 全球局势的不确定增加叠加我国经济正处于结构转型的过渡期，中长期内银行体系的运营或仍将以基于定向扶持特定行业的结构型政策为主。当前的监管政策主张因势利导的监管方案，即针对具有规模经济效应、盈利能力更强的大中型银行提出更高的准备金和资本金要求，而对小型银行适当放松要求，在把控风险的前提下助力区域实体经济的增长。例如，大中型银行或更多负责绿色金融、科技金融等领域，着力于向大型公司及全产业链输送流动性以支持其发展；而小型银行则主要负责县域中小企业的普惠金融业务，助力中小型民营企业的成长。因此，在鼓励不同规模的银行从事不同业务的结构型政策导向下，未来大中小银行均将具备继续扩表的动力，全行业缩表概率较低。2) 但需注意的是，大型银行凭借其雄厚的资本基础、多元化的业务布局和较强的风险管理能力，能够更好地应对宏观经济的不确定性，在扩大信贷投放、优化资产负债结构等方面能动性更强；而与之相比，中小银行因客户群体主要集中在中小企业以及自身业务平台升级效率相对滞后，或面临更大的竞争压力和经营挑战，因此，中小银行个体缩表的可能性仍存，而大型银行的缩表概率不高。风险提示：国内外经济局势调整超预期；主体违约概率抬升超预期；央行货币政策转向或监管要求变化超预期。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

固收深度报告 20250901：利率周期与财富转型：美国居民资产配置的重构—低利率时代系列（九）

观点 20 世纪 70 年代末以来，美国货币政策与居民财富配置的互动，构成了理解美国经济金融变迁的关键线索。本研究以联邦基金利率的转折性变化为分界点，追溯 1979 年至今美国居民财富配置的演进轨迹，解析不同利率环境下资产配置选择的变迁。美国居民财富配置变迁 沃尔克抗通胀期(1979-1987)：现金与固收类占比飙升，房地产先抑后扬 这一阶段的典型特征是“高通胀与高利率并存”，联邦基金利率一度攀升至 20% 以上，即便 1981 年后利率逐步回落，其绝对水平仍显著高于战后其他时期，形成了持续的高利率环境。在高通胀、高利率、经济衰退与复苏交替的背景下，美国居民的财富配置呈现出明显的结构性变化，主要体现在现金与固收类占比飙升，房地产先抑后扬。在现金类资产方面，美国居民资产配置呈现出偏好该类资产的特征。存款占比从 1979 年第一季度的 13.6% 上升到 1987 年第四季度 14.6%，在 1984 年第四季度甚至达到了 15.6%。同时，美国居民持有的货币市场基金规模迅速扩张。在该时期，房地产配置呈现先降后升的趋势。1979-1982 年这一阶段，房贷利率的飙升通过“成本约束—需求收缩—价格调整”的传导链，对居民房地产配置形成显著抑制。1983 年后房地产在总资产中的占比止跌回升。美联储于 1982 年启动降息周期，购房成本的边际改善释放了积压的需求。与此同时，1983 年美国从衰退中复苏，购买力的恢复为房地产需求回暖提供了基本面支撑。从居民的债券配置来看，债券在金融资产中的占比从 1979 年的 4% 上升至 1987 年的 9%。1982 年之前债券配置增长的核心驱动力是“锁定高票息收益”，占比提升相对平缓；1982 年美联

储启动降息周期后，债券配置逻辑转向“捕获资本利得与长期收益”，宏观环境的转变为债券配置打开空间，利率中枢逐步下行，通胀预期稳定，推动债券总配置规模增长。

利率下行大缓和期（1987-2007）：金融资产与房地产占比提升，现金存款收缩 1987-2007 年，美国经历了长达 20 年的利率下行大缓和期。美联储主席格林斯潘采取渐进式降息策略，以应对经济下行压力。在此期间，联邦基金利率整体呈现下降趋势。在利率下行期间，居民金融资产占总资产的比重显著上升。由于利率下行推升了金融资产估值的吸引力，在 1987 年至 2000 年，居民财富配置中金融资产在总资产中占比从 1987 年第一季度的 61.7%，上升至 2000 年第一季度的 68.9%。其次，美国居民金融资产中股票与共同基金的配置比例整体也呈现上升趋势。从 1987 年的 11.5% 提升至 2007 年的 26%，表明居民更倾向于通过资本市场实现财富增值。在大缓和时期，房地产市场在美国居民的财富配置中扮演了越来越重要的角色。房地产配置在 1987 年到 2000 年呈现下降趋势，这一阶段房地产占比下降并非源于房地产自身规模收缩，而是金融资产（尤其是权益资产）的爆发式增长对其形成“挤压”。2000-2007 年股市泡沫破裂与信贷宽松共振，房地产占比快速抬升。2000 年互联网泡沫破裂后，资产逻辑发生根本性切换，房地产成为居民财富配置的“新锚点”，居民房地产占比从 2000 年第一季度的 22.6% 上升至 2007 年第四季度的 27.5%。在低利率环境下，现金和存款的吸引力下降，居民更倾向于将资金投入更高收益的金融产品。居民存款占总资产的比重持续下降，现金与存款占总资产比例从 1987 年的 14%，逐步下降至 2007 年的 7%。这一趋势表明，居民对传统低风险、低收益的储蓄方式的兴趣持续减弱，转而寻求更具增长潜力的投资工具，更多资金被配置到股票、房地产等高收益资产中。

零利率+QE 时代（2008-2015）：风险资产与替代收益资产占比上升，现金及固收类资产收缩 2008 年全球金融危机的爆发，标志着美国乃至全球经济进入了一个前所未有的低利率与量化宽松（QE）时代。为应对危机，美联储迅速采取行动，将联邦基金利率降至 0-0.25% 的历史低位，并通过三轮量化宽松累计释放了 4.5 万亿美元的流动性。在零利率与 QE 政策的推动下，美国居民的财富配置结构发生了显著变化，风险资产的占比大幅提升。股票及权益类资产成为居民财富增值的核心渠道。从居民持有的股票与共同基金份额占总资产比例可知，从 2008 年的 11% 上升至 2015 年的 20%。与此同时，房地产资产的配置也经历了从“去杠杆”到“温和回升”的转变。2008 年金融危机中，房地产市场首当其冲，这一阶段，房地产市场陷入下行循环，房地产在居民总资产中的占比随市值缩水同步下降，从 29% 降至 23%。但随着量化宽松（QE）政策持续发力，美联储通过大规模购买抵押贷款支持证券（MBS）向市场注入流动性，直接压低长期融资成本。2012 年起，伴随经济复苏与市场信心修复，实际房价指数触底回升，房地产资产市值稳步扩张，其在居民总资产中的占比也逐步修复，2015 年末回升至 24%。在零利率环境下，现金及活期存款的收益率几乎为零，居民逐渐减少这类资产的配置比例。现金及存款（包括定期及储蓄存款）在家庭金融资产中的占比从 2008 年的 13.9% 降至 2015 年的 12.6%。与此同时，高收益债券（垃圾债）和 REITs（房地产投资信托）的需求显著上升。在 2008 年，高收益债的市场规模约为 0.6 万亿美元，而到 2015 年，这一规模已扩大至 1.4 万亿美元，年均增速达 13%。REITs 的市值也在这一时期增长了 1.5 倍，反映出居民对收益替代资产的强烈需求。

低利率新常态（2016-2021）：权益资产与另类资产占比攀升，退休账户权益配置扩容 2016 年至 2021 年，美国延续了后金融

危机时代的低利率环境，联邦基金利率在 2015-2018 年缓慢加息至 2.5% 后，因经济疲软于 2019 年重启降息，2020 年新冠疫情爆发后再度回落至 0-0.25% 区间。这一阶段的核心矛盾在于：名义利率的温和抬升未能抵消长期实际利率的压制，10 年期 TIPS 收益率持续低于 1%，形成“低利率新常态”。由于低利率环境降低了储蓄的吸引力，居民资金逐步转向风险资产，尤其是股票和房地产。在低利率环境下，居民财富配置中权益资产占比持续攀升。数据显示，居民持有的股票及共同基金份额占金融资产比例从 2016 年的 29% 升至 2021 年的 38%，年均增幅约为 5.5%。房地产在低利率时期成为居民资产配置的重要方向。美国实际房价指数从 2016 年 3 月的 103.01 点上升至 2021 年 12 月的 145.39 点，美国居民房地产资产占非金融资产的比例从 83% 上升至 85%，这一增长主要得益于低利率带来的融资成本下降，以及疫情后远程办公需求的增加。激进加息周期（2022-2024）：激进加息周期，权益资产配置增加，债券短久期化，房地产配置分化。2022 年起，美联储为抑制通胀启动激进加息，联邦基金利率从 0% 飙升至 5.5% 左右，同步实施 9500 亿美元量化紧缩（QT）。10 年期美债收益率突破 4.5%，30 年期房贷利率跃升，引发资产价格剧烈重估。在这一阶段，居民的财富配置呈现出明显的适应性调整，以应对利率快速上升带来的市场波动。在激进加息周期中，现金及存款的实际收益率虽然有所提高，但由于利率上行速度较快，居民更倾向于将资金投入收益更高的资产类别。现金及存款在家庭总金融资产中的占比从 2022 年的 13.5% 降至 2024 年第三季度的 11.0%。这一趋势表明，居民正在积极调整资产配置，以应对利率上行带来的机会成本上升。尽管美联储在 2022-2024 年间持续加息，但美国经济展现出超预期韧性，股市估值压力被基本面改善与结构性成长动能抵消，最终推动股票及基金配置比例显著增加。截至 2024 年，美国居民持有的股票及投资基金份额已达到 48.50 万亿美元，较 2022 年底的 34.49 万亿美元有显著增长。从美国居民房地产配置上看，房地产在非金融资产中的占比缓慢上升，总体维持在 85% 左右。从资产价格波动看，2022-2024 年美国房地产市场呈现“先承压回调、后企稳回升”的阶段性特征，2022 年至 2023 年中，高利率直接抑制购房需求；但 2023 年下半年起，市场开始适应高利率环境，支撑房价回升的结构性因素逐步显现。从美国实际房价指数来看，2022-2024 年间，房价经历了先跌后涨的过程。截至 2024 年 12 月 31 日，住房增加值总额价格指数达到 156.41（以 2015 年为基期 100），较 2022 年 3 月的 148.93 有明显回升，显示房地产市场在加息后期逐渐企稳。总结：回顾 50 年变迁，美国利率政策呈现出大开大合的特点，美国居民资产配置呈现出“利率主导、风险轮动”的鲜明轨迹。整体而言非金融资产占比下行，房产独大格局弱化；金融资产内部呈现“权益类崛起，现金类潮汐”特征。在加息周期，居民资产配置呈现高利率主导配置逻辑，资产呈现防御性调整与结构性分化。在降息周期，低利率驱动收益再平衡，风险资产成配置核心。不同利率环境下，美国居民财富配置经验对我国有何启示？通过分析美国居民在不同利率环境下的财富配置选择，能够获得对我国有益的启示。其一，房地产分化加剧，需警惕系统性风险。其二，金融资产配置潜力巨大，但需防范波动风险。其三，提升社会保障水平，增强居民对未来财富积累的信心。风险提示：经济基本面变化超预期，货币政策工具创新，历史及海外经验不代表将来。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐沐阳）

行业

运营稳健增长&现金流改善，环卫无人化迎发展机遇：东吴证券环保行业 2025 中报总结

垃圾焚烧：25H1 提质增效提 ROE+现金流改善提分红持续兑现！ü 运营提质增效主导业绩增长&财务费用下降。25H1 板块收入同比+1%，归母净利润+8%，毛利率+2.9pct，财务费用率-0.6pct，净利率+1.4pct。固废纯运营企业绿动（同比+0.8pct，下同）、军信（+0.1pct）、永兴（+0.1pct）ROE（加权）显著提升。ü 自由现金流持续增厚，中期派息稳中有升。25H1 板块经营现金流净额 69 亿元（+9%），资本开支 38 亿元（-19%），自由现金流 32 亿元（24H1 为 17 亿元）。25H1 瀚蓝首次中期分红，光大中期每股派息同比+0.01 港元，绿动、海螺、旺能中期派息同比持平。ü 关注经营提效+B 端拓展+C 端顺价，增厚盈利&改善现金流！【吨发提升】25H1，7 家垃圾焚烧公司平均吨发（还原供热后）同比+1.8%，吨上网同比+1.2%。【供热加速】25H1 供热增速前 5：海创+170%、绿动+115%、伟明+67%、天楹+60%、瀚蓝+42%；发电供热比增量前 5：天楹+6.4pct、绿动+2.4pct、旺能+1.6pct、海创+1.4pct、中科+0.9pct。【IDC 合作】旺能（获市级、省级备案）、军信（与长沙数字集团签署合作协议）、瀚蓝（与中国联通广东省分、深城交签署合作协议）、伟明（与温州龙湾区政府、中国移动温州分公司签署合作协议）。【C 端顺价】佛山拟于 25 年 9 月下旬召开生活垃圾处理费定价听证会，C 端顺价推进。ü 重点推荐：1）瀚蓝环境：内生+并购成长超预期，首次中期派息彰显积极分红意愿；2）绿色动力 A+H：25H1 归母同增 24%，提分红+提 ROE 兑现典范；3）海螺创业：25H1 自由现金流首次转正，固废业绩稳健增长+水泥业绩回升，周期+自由现金流拐点弹性叠加；4）永兴股份：垃圾量提升带动 25H1 产能利用率提至 85%（较 24 年+5pct），带来持续现金成长。水务运营：业绩稳健，资本开支下行，自来水提价加速 ü 业绩稳健，资本开支下行。25H1 板块收入同比-2%，归母净利润+6%，毛利率和净利率同步向上。其中中山公用业绩增幅最为突出，主要系持有广发证券投资收益高增。25H1 板块经营性现金流净额 35 亿元（+18%），资本开支 76 亿元（-21%），自由现金流-41 亿元（2024H1 为-66 亿元）。ü 核心城市调价落地，有望带动新一轮水价改革！25 年以来广州、深圳自来水提价落实，东莞、中山跟进，佛山拟调整污水处理费收费标准。水的重点在于水价制度对合理投入回报的保障，从而在成熟期获得类似全球范式的持续业绩&股息增长。ü 重点推荐：【粤海投资】稀缺对港供水资产可市场化提价，25H1 归母净利同增 11.2%超预期；【兴蓉环境】污水提价带动持续增长，25H1 资本开支下行；【洪城环境】25H1 降本控费业绩稳健，资本开支持续下降。建议关注【首创环保】【北控水务集团】等。环卫：环卫电动化渗透率加速，新能源装备销量高增，无人化迎发展机遇 ü 环卫电动化加速中。根据银保监会交强险数据，2025M1-7，环卫车合计销量 43967 辆（+3.3%）。其中，新能源环卫车销售 7095 辆，（+77.6%），新能源渗透率 16.14%（+6.75pct），盈峰环境/宇通重工/福龙马新能源市占率分别为 30.09%（+3.44pct）、15.15%（-5.67pct）、7.71%（-1.17pct）。ü 环卫无人化兴起。25 年 H1 国内自动驾驶领域公开超 290 个新项目中中标结果，同比增长 67%；总金额超 69 亿元，同比增长 64%。其中，无人清洁环卫是绝对主导领域，项目数量超 90 个（占比约 31%），总金额超 55 亿元（占比约 81%），已超 24 全年金额。ü 重点推荐：【宇通重工】，

建议关注【劲旅环境】【盈峰环境】【福龙马】【玉禾田】【侨银股份】等。风险提示：应收风险，资本开支超预期上行，价格改革不及预期，竞争加剧等

(证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文)

食品饮料行业深度报告：啤酒 2025 年中报总结：量价节奏相对平稳，关注场景修复节奏

投资要点 25H1 收入表现稳健，利润双位数增长。2025 年上半年啤酒行业收入延续稳健增长，同时升级韧性、成本红利兑现带动利润双位数增长。剔除基数影响来看，一季度虽吨价仍表现偏弱，但销量呈现恢复性增长，二季度受政策阶段性冲击，销量表现环比走弱。具体来看，25H1 啤酒板块营收 415.34 亿元，同比+2.75%，归母净利润 65.12 亿元，同比+11.81%。分季度来看，25Q1/25Q2 啤酒板块营收分别为 200.43/214.91 亿元，同比+3.68%/+1.90%，归母净利润分别为 25.19/39.93 亿元，同比+10.62%/+12.57%。

量价有所分化、成本弹性延续，毛利率仍有抬升。2025 年以来啤酒龙头的销量、吨价表现仍然偏弱，一方面来自于消费力恢复节奏偏慢，另一方面阶段性政策对现饮消费场景亦有影响。但在啤酒 β 偏弱的背景下，成长期的燕啤、珠啤量价表现突出。同时成本弹性持续兑现、吨成本持续下降，整体毛利率水平维持抬升态势。毛利率稳步抬升、费用投放相对平稳，整体毛销差持续改善，盈利能力仍在提升。下半年预计保持稳健经营态势，关注场景修复节奏。

1) 大众需求韧性、产品保持优化，量价具备较强支撑。一是宏观层面，中等收入人群可支配收入增速明显更快，核心省区社零及餐饮表现明显好于上海、北京等高线地区，均表明大众消费力具备较强韧性，对卡位主流大众价位的啤酒需求形成更好支撑。二是产业层面，一方面 2025 年以来啤酒产量整体呈现恢复性增长，下半年销量预计将保持稳健节奏；另一方面 2025 年以来啤酒龙头中高端相比整体增速更快，如青岛白啤、青岛经典、喜力、U8、97 纯生等大单品仍延续较好表现。2) 防御层面而言，当前中国啤酒龙头的自由现金流有望维持高质高位水平，分红率、股息率稳步提升值得期待。2018 年以来的本轮啤酒产业升级，华润、青啤等龙头净利率得到了实质性大幅提升，这是自由现金流大幅改善的最核心原因；同时聚焦中高端啤酒品类而投建的智能化大厂建设支出已从阶段性高位逐步回落，后续资本开支有望回落到稳态水平，这是自由现金流持续稳健的逻辑支撑。

投资建议：基本面来看当前餐饮表现偏弱、流通相对稳健，整体啤酒量价有所承压、但韧性仍在；资金面来看，二季度末以来主动权益基金持仓处于相对低位。在重视 α 更为突出的区域龙头外，关注消费 β 后续恢复节奏。短期维度来看，关注消费 β 后续恢复节奏，消费政策若能边际向好，预计将带动餐饮、流通场景逐步底部向上修复，啤酒板块有望迎来 β 配置机会。中期维度来看，优选延续高增的燕京啤酒(U8 高增仍将延续)，攻守兼备的青岛啤酒(量价节奏转好、股息率 3%+)，高端表现突出的华润啤酒(喜力、老雪增势延续)，同时关注珠江啤酒、重庆啤酒。

风险提示：宏观经济不及预期；食品安全问题；中高档啤酒竞争加剧。

(证券分析师：苏钺 证券分析师：郭晓东)

食品饮料行业深度报告：保健品及港股餐饮 2025 中报总结：砥砺前行，积极向善

投资要点 保健品行业渠道转型，表现分化。老龄化筑底、新消费驱动，2010 年-2023 年我国 VDS 市场规模由 701.35 亿元增至 2240.41 亿元，CAGR=9.35%。近几年行业边际变化为线上转型：2010-2024 年线上电商零售额占比由 3.1%提升至 58%，线上电商已超越传统药房、

直销成为我国保健品销售的主要渠道。企业端表现分化：（1）汤臣倍健：25Q2 收入降幅收窄，费用显著优化，带来利润超预期。展望 H2，亮点或主要来自 LSG 及主品牌，全年销售费用率亦有望小幅优化。

（2）H&H 国际控股：符合预期，经营向善。成人保健业务分拆来看，抗衰、美容等品类表现突出（NAD+及麦角硫因等）；25H1 跨境电商/新零售渠道（山姆等）增速同样亮眼，分别同增 18.1%/28.2%。集团层面，净杠杆比率由 24H1 的 3.99 倍下滑至 25H1 的 3.89 倍，减债+置换效果逐步显现。（3）仙乐健康：中国底盘稳扎稳打，25Q2 国内市场同比降速主要受订单跨期的影响，实际订单增速高于收入增速；关税暂停措施反而加速推动了对美出口订单履行速度，且与多家客户启动了新软糖项目，为 Q3 提供了较为乐观的预测。（4）25H1 百合股份的合同生产整体表现稳健、自主品牌下滑主要受渠道影响；分拆代工业务，功能饮品、粉剂表现更佳。关注保健品行业估值重构，关注有空间的优质个股。渠道切换带来了新的消费客群、催生新的品类，建议关注适配渠道转型、迎合新圈层、发力新品类的优质龙头公司：

（1）H&H 国际控股：奶粉边际向好、成人保健改革向善，考虑到全年业绩节奏，25H2 收入利润同比或均呈加速状态。（2）仙乐健康：自研品+新零售开拓在途，25H2 主要逻辑是国内市场，预计数据端有明显支撑。（3）百合股份：内生业务逐步向好，叠加 8 月末新西兰子公司奥拉交割完成、且整合顺利，内外协同贡献增量。港股餐饮砥

砺而行，静待风至。“节日化”消费特征明显，旺季更旺、淡季平淡；且限额以上大 B 表现优于限额以下小 B，2025 年 4-6 月餐饮收入较 2019 年同期的复合增速为：3.53%/3.33%/3.20%，其中限额以上增速 4.70%/4.89%/4.60%，限额以下增速 3.22%/2.92%/2.83%。大 B 餐饮表现同样分化：（1）海底捞：25H1 海底捞餐厅经营/外卖业务/调味品及食材销售/其他餐厅经营（红石榴计划）/加盟业务/其他分别实现营收 185.80/9.28/4.64/5.97/0.91/0.44 亿元，同比分别 -8.98%/+59.60%/+54.98%/+227.00%/+4706.83%/+215.23%，外卖业务、其他餐厅经营增长较快，红石榴计划孵育成功。截至 25H1，餐厅总数量 1322 家、H1 期内净减少 33 家，加盟海底捞门店数达到 41 家、H1 期内净增 28 家。除海底捞火锅外，公司运营 14 个餐饮品牌/126 家餐厅，其中焰请烤肉铺子期内净增 46 家、达到 70 家。（2）达势股份：截至 2025H1，公司进驻城市共 48 个，较 2024 年底净新增 9 个；门店数量 1198 家（均为直营），较 2024 年底净新增 190 家。全年开店目标保持 300 家，截至 2025 年 8 月 15 日，已净开/在建/已签约 233 家/27 家/35 家、预计顺利完成目标。此外，规模效应兑现，成本摊薄明显。（3）九毛九：边际向好，调改可期。预计 3-5 月筑底，后续回暖可期：①策略一：战略性关闭经营不佳门店、且执行果断，25H1 公司主动关闭 88 家门店；②策略二：调改门店、新店型表现较好；③策略三：25H1 广州南沙供应链中心已进入试运行阶段，或助力省外市场开拓及支持快手菜发展。投资建议：（1）保健品：关注具备新消费基因的品牌及代工厂，H&H 国际控股、仙乐健康、百合股份，以及新品可期的民生健康；（2）港股餐饮：建议关注客单价企稳、成本优化的海底捞；拓店成长期的达势股份。风险提示：消费修复不及预期风险、竞争格局恶化风险、食品安全风险、成本端上涨风险。

（证券分析师：苏铖 证券分析师：邓洁）

推荐个股及其他点评

英科再生（688087）：2025H1 中报点评：装饰建材业务增长强劲，经

营韧性提升【勘误版】

投资要点 事件：2025H1，公司实现营业收入 16.66 亿元（同比+16.13%）；归母净利润 1.46 亿元（同比-6.01%）。成品框和装饰建材收入占比超 75%，2025H1 装饰建材收入同增 38%。2025H1 公司营收 16.66 亿元，同比增长 16.13%；2025H1 归母净利润 1.46 亿元，同比减少 6.01%，主要系 25H1 人民币兑美元汇率整体呈升值趋势，汇率波动产生的汇兑损益对财务费用形成影响所致，剔除该因素影响后，公司经营性盈利能力、收入与净利润均保持同向增长。2025H1 销售毛利率 25.27%，同比+1.90pct。2025H1 分产品来看，1）成品框：收入 6.80 亿元（同比+11.01%，占比 40.80%），毛利率 28.23%（同比-2.79pct），2）装饰建材：收入 6.21 亿元（同比+38.27%，占比 37.27%），毛利率 31.44%（同比-1.26pct），3）再生塑料：收入 3.46 亿元（同比+0.33%，占比 20.77%），毛利率 6.77%（同比-0.18pct），4）环保设备：收入 0.11 亿元（同比-32.90%，占比 0.64%），毛利率 59.07%（同比-0.53pct）。其中，成品框、装饰建材等高附加值家居消费品借助渠道优势，面向全球市场营销，营收占比超 75%。2025H1 分区域来看，境外收入 14.79 亿元（同比+27.84%，占比 88.80%），境内收入 1.87 亿元（同比-32.71%，占比 11.20%）。2025H1 经营性现金流净额同增 17.50%。2025H1 公司经营活动现金流净额 2.45 亿元，同增 17.50%；投资活动现金流净额-6.79 亿元，2024H1 为-4.20 亿元；筹资活动现金流净额-1.40 亿元，2024H1 为 3.18 亿元。

东南亚制造产能逐步释放，加大新兴市场拓展，增强经营韧性。1）营销渠道：2025H1 外销收入占比提升至 89%，产品覆盖全球超 130 个国家。与全球 300-400 家大型连锁零售商建立直接合作关系，2025H1 成品框业务与零售商合作贡献的收入占该品类总销售收入的 75%以上。2）海外产能：2024 年越南清化基地一期实现满产满销后，越南基地二期于 2025 年二季度正式投产，产能得到进一步释放，推动越南基地营收同比增长 48.89%。3）市场拓展：公司风险对冲能力提升，在尽力稳住欧美市场的同时，进一步加大新兴市场的开拓力度，2025H1 欧美区域（含北美洲、中南美洲、欧洲）占比超 70%，非美市场收入同比增长 31.15%。首次中期分红，提升股东回报。公司拟向全体股东派发 0.1 元/股，合计派发现金股利 0.19 亿元，分红比例 13.3%，彰显对股东回报的重视。

盈利预测与投资评级：再生塑料先行者，全产业链&全球化布局，深耕再生塑料高值化利用终端制品，随着品类扩张&渠道拓展，盈利能力逐季提升。公司发布 2025 年股权激励计划，彰显发展信心。根据股权激励目标，我们将 2025-2027 年归母净利润预测从 3.86/4.58/5.41 亿元下调至 3.30/4.06/4.70 亿元，对应 16/13/11 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：汇率波动、贸易政策变动和加征关税风险。

（证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文）

麦格米特（002851）：2025 年中报点评：短期业绩承压，加大投入决战 AI

投资要点 事件：公司 25H1 营收 46.7 亿元，同比+16.5%，归母净利润 1.7 亿元，同比-44.8%，毛利率 22.1%，同比-3.8pct，归母净利率 3.7%，同比-4.1pct；其中 25Q2 营收 23.6 亿元，同比+8.1%，归母净利润 0.7 亿元，同比-62.3%，毛利率 21.2%，同比-4.6pct，归母净利率 2.8%，同比-5.3pct。家电主业下游需求疲弱+加大战略投入，业绩不及市场预期。AI 服务器市场空间大，持续投入抢占市场先机。25H1 公司电源产品收入 11.57 亿元，同比+5%，毛利率 22.20%，同比-2.57pct，收入增速较慢主要系 25H1 交付的电源产品均为非 AI 服务器定制电源，且国内传统服务器电源价格竞争较为激烈，因此毛利率

有所下滑。公司 AI 服务器电源及相关产品布局全面,目前已推出 PSU、BBU、PCS(超级电容盘)、800V/570kW Side Rack 等产品,其中 5.5kW 服务器电源已经获得客户小批量订单,全面对接国内外 CSP、OEM 等客户,目前大多数客户需求及项目仍处在研发及调试阶段,承接批量订单可期。公司将 AI 行业视为未来十年发展最重要的布局方向,人才+产能超前储备,持续投入迎接 AI 时代基础设施需求的爆发,我们认为,公司 AI 电源业务短期盈利和收入略承压,但远期成长空间广阔。

智能家电受需求影响承压,新能源车、智能装备等业务多点开花。25H1 公司智能家电产品收入 21.46 亿元,同比+7%,毛利率 22.57%,同比-3.47pct。其中变频家电业务海外受印度和东南亚天气影响需求大幅下降,国内受 25H1 国补需求向头部厂家倾斜,但公司客户以二线厂家为主导致份额有所下降,但公司依托智能卫浴市场的稳固地位,实现板块业务的正增长,未来随着需求的修复+拓展头部客户,智能家电板块收入&盈利有望逐步修复。其他业务板块,新能源车多产品横向发展,25H1 收入 5.08 亿元,同比+151%,产品从 PEU 拓展到车载压缩机、热管理、液压悬架系统等,单车 ASP 价格有望提升至万元,在手定点项目超 80 余个,在手订单充足。工业自动化/智能装备/精密链接营收同比+28%/23%/13%,均实现稳健增长,在细分行业和产品赛道公司有望持续保持领先定位,静待需求的放量。保持高强度研发投入,产能投产折旧有所增加。公司 25H1 期间费用 8.3 亿元,同比+11.9%,费用率 17.7%,同比-0.7pct,研发费用 5.14 亿元,同比+15%,其中产品认证费同比+38%,保持了高强度的研发投入;25H1 末存货 25.4 亿元,同比+33%;固定资产 19.03 亿元,同比+39%,主要系新建产能陆续转固,我们预计未来折旧增加或对利润有一定影响。

盈利预测与投资评级:考虑到公司将持续在 AI 领域加大投入,短期利润可能存在真空阶段,我们下修公司 25-26 年归母净利润(括号内为下修幅度)分别为 3.93(-4.15)/9.38(-0.84)亿元,预计 27 年归母净利润为 16.44 亿元,同比-10%/+139%/+75%,现价对应 PE 分别为 102x、43x、24x,维持“买入”评级。风险提示: AIDC 建设不及预期,市场份额不及预期,竞争加剧等。

(证券分析师:曾朵红 证券分析师:谢哲栋
证券分析师:司鑫尧)

威尔高(301251):电源 PCB 技术与产能双轮驱动,打开新一轮成长空间

投资要点 公司主攻 AC-DC 电源板批量供货台达,业绩逐步释放迎来拐点。威尔高电子自 2004 年成立以来,专注于工业控制电源 PCB 领域,并通过技术创新和质量控制获得全球头部客户认证,如台达、三星和立讯精密等。公司主要产品涵盖厚铜板、MiniLED 光电板及平面变压器板等,广泛应用于工业控制、显示、数字通讯等多个领域。公司目前正进入高质量发展期,泰国工厂的投产为公司带来了更大的产能空间,进一步加强了全球市场的竞争力。公司在 AI 电源、显示领域具备核心技术优势,尤其在 AC-DC 高端电源模块和 Mini LED 产品已批量向大客户供货。2024 年公司持续加大在高阶 HDI、人工智能等产品的投入,推动产品技术和制程能力的不断升级。2024 年公司营收达到 10.2 亿元,同比增长 24%,归母净利润为 0.56 亿元,同比下降 38%,主要受泰国工厂产能爬坡的影响,25H1 公司营收为 7.2 亿元,同比+59%,归母净利润为 0.45 亿元,同比+18%。服务器电源技术升级带来 PCB 量价齐升,预计 26 年 AC-DC 电源板市场规模达 40 亿元。服务器电源可分为 AC-DC、DC-DC(48-12V)及 DC-DC(12-1V),在全球 PCB 市场稳健增长及 AI 服务器电源需求爆发的背景下,

高多层板与 HDI 板成为增长最快的细分领域。AI 服务器功率密度持续提升,推动电源 PCB 向厚铜、嵌入式模块、先进散热等高端技术升级,单板价值量显著提高。预计 2026 年全球 AI 服务器 AC-DC 电源 PCB 市场规模将达 40 亿元。拓展二次电源、三次电源产品线取得突破进展,三大厂区协同产能持续增长。公司凭借在电源 PCB 领域的深厚积累,与台达、三星、施耐德等国际头部客户形成稳固合作,其厚铜板、MiniLED 板等核心产品在工艺精度与可靠性方面处于行业领先水平。目前,公司正积极扩展产能,惠州、江西及泰国三大基地协同布局,其中泰国工厂聚焦 AI 与汽车电子领域,已逐步投产,预计年底产能 10 万平/月。在持续优化一次电源板的同时,公司加快推进二次、三次电源板及光模块、高速通讯板等高附加值产品的研发与量产,完善产品结构、提升单板价值,为公司打开全新成长空间。

盈利预测与投资评级: 我们预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 16.89/25.44/29.89 亿元,归母净利润分别为 1.8/2.8/3.4 亿元,对应当前 P/E 倍数为 38/25/20 倍。可比公司 2025-2027 年平均 P/E 估值达 48/35/29 倍。考虑到公司在技术积累、客户资源、产品落地及产业链整合等方面具备显著优势,叠加 AI 应用带来新品快速放量,公司有望迎来第二增长曲线。首次覆盖,给予“买入”评级。

风险提示: 原材料价格波动风险,存货管理风险,宏观经济及下游市场需求波动带来的风险,市场竞争加剧的风险。

(证券分析师:陈海进 研究助理:解承堯)

大参林 (603233): 2025 年中报点评: 25Q2 盈利超预期,精细化管理成效显著

投资要点 事件: 公司 2025H1 实现营收 135.23 亿元 (+1.33%, 同比,下同),归母净利润 7.98 亿元 (+21.38%),扣非归母净利润 7.89 亿元 (+19.73%)。2025Q2 实现营收 65.67 亿元 (-0.41%),归母净利润 3.38 亿元 (+30.49%),扣非归母净利润 3.34 亿元 (+27.15%),公司 25Q2 利润超预期。25H1 净利润增长,降本增效成果显著。

公司 2025H1 实现销售毛利率 34.86% (-0.03pp),销售净利率 6.34% (+1.09pp),毛利率下降原因系公司经营规模扩大,毛利率较低的加盟业务占比提升,导致营业成本增速快于营业收入。2025H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 21.52%/4.30%/0.22%/0.61%,同比变化-1.15/0/0/-0.16pp。其中销售费用率下降原因系数字化升级,运营效率提升。加盟业务稳健增长,非药毛利率提升显著。2025H1: ①分行业: 零售实现收入 110.04 亿元 (-0.54%),毛利率 37.58% (+0.36pp); 加盟及分销实现收入 21.36 亿元 (+8.26%),毛利率 9.34% (-2.42pp)。②分产品: 中西成药实现收入 104.03 亿元 (+4.45%),毛利率 30.17% (-0.47pp); 中参药材实现收入 13.19 亿元 (-12.96%),毛利率 42.46% (+0.18pp); 非药品实现收入 14.20 亿元 (-9.19%),毛利率 44.87% (+2.77pp)。

门店布局持续优化,积极承接处方外流。截至 2025H1,公司门店已覆盖全国 21 个省(自治区、直辖市),门店数量 16,833 家,其中直营门店 10,370 家,加盟门店 6,463 家。2025H1 公司净增门店 280 家,其中新开自建门店 152 家,并购门店 0 家,加盟门店 413 家,关闭门店 285 家。2025Q2 闭店数环比减少,下半年有望在自建、并购、加盟等方向继续发力。公司直营门店中拥有 DTP 专业药房 278 家,获得个人账户医保定点门店 10,157 家,各类统筹报销定点门店 2,982 家,其中门诊统筹定点门店 2,105 家,双通道定点门店 654 家,门慢门特定点门店 1,231 家(部分门店获得多项统筹报销定点资格)。

盈利预测与投资评级: 公司 2025Q2 利润超预期,降本增效成效显著,我们将公司 2025-2027 年归母净利润由 10.84/12.52/14.45

亿元上调至 11.11/13.31/15.35 亿元,对应当前市值的 PE 为 18/15/13X, 维持“买入”评级。风险提示:市场竞争加剧的风险,门店扩张或不及预期的风险。

(证券分析师:朱国广 证券分析师:冉胜男
证券分析师:苏丰)

大族数控 (301200): PCB 设备龙头,本轮算力需求的核心受益者

投资要点 深耕 PCB 专用设备 20 余年,产品覆盖面广实力强 公司成立于 2002 年,2022 年 2 月在深交所创业板分拆上市,成为大族激光旗下首家独立上市子公司。公司作为全球领先的 PCB 专用生产设备解决方案服务商,构建了覆盖 PCB 制造全流程的立体化产品矩阵,涵盖钻孔、曝光、压合、成型、检测、贴附六大核心工序,覆盖多层板、HDI 板、IC 封装基板、挠性板及刚挠结合板等不同细分 PCB 市场,提供从单台设备到整线解决方案的全方位服务。2025H1 公司实现营收 23.82 亿元,同比增长 52.26%;实现归母净利润 2.63 亿元,同比增长 83.82%。2025Q2 公司实现营业收入 14.22 亿元,同比增长 74.72%;归母净利润 1.46 亿元,同比增长 84.00%。

算力需求 向上传导,国内 PCB 玩家积极扩产 本轮算力需求自 PCB 行业起,逐步向上传导至 PCB 设备端。1) PCB 行业:受下游消费电子疲软及库存周期影响,全球 PCB 市场 2022 年-2023 年经历阶段性回调。随着 AI 服务器、高算力基础设施等新兴需求驱动,行业自 2024 年起逐步复苏,并呈现出显著的产品结构升级趋势。2) PCB 厂商:随着终端需求传导,国内主流 PCB 厂商积极扩产,资本开支加速上行,布局 HDI、多层板等高端方向。3) PCB 设备:PCB 生产工序多且复杂,其主要生产工艺涵盖曝光、压合、钻孔、电镀、成型及检测等环节。全产业链实力加持,公司全球市占率拔得头筹

1) 行业地位:公司的平台化布局支撑公司在 PCB 设备市场中保持较高的市占率。2024 年公司在中国市场以 10.1% 市占率位居五大 PCB 板专用生产设备制造商之首,在全球市场中亦以 6.5% 的市占率位列第一。2) 钻孔设备:公司在机械钻孔和激光钻孔领域都有设备布局,目前产品都处于行业前列,机械钻孔产品仅次于德国 Schmoll 位居全球第二,激光钻孔产品仅次于三菱,位居第二。3) 曝光设备:公司 INLINE LDI-Q30 产品虽在对位精度上与 Orbotech 的 Nuvogo™ 780 处于同一水平,但最小线宽略逊,距离龙头 Orbotech 存在一定差距。公司在 LDI 领域持续投入研发,未来有望逐步精进产品,实现国产替代。

盈利预测与投资评级: 公司作为全球 PCB 设备龙头,覆盖机械钻孔、激光钻孔、LDI、压合、检测等环节,在高多层板、HDI 板及 IC 载板市场占据领先地位,尤其在 AI 服务器需求驱动的高多层 PCB 设备领域,技术契合度高且订单快速增长。我们预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 7.0/11.4/17.3 亿元,当前股价对应动态 PE 分别为 50/30/20x,首次覆盖,给予公司“买入”评级。风险提示:宏观经济波动风险;PCB 工艺进展不及预期风险;算力服务器需求不及预期风险。

(证券分析师:周尔双 证券分析师:钱尧天
研究助理:陶泽)

曹操出行 (02643.HK): 科技重塑共享出行,打造服务口碑最好品牌

投资要点 网约车市场内延外扩,存量流量分散化叠加 Robotaxi 破局。中国网约车市场正经历从“野蛮生长”到“合规智能”的深刻转型,当前核心矛盾已从资本补贴转向自动驾驶规模化与人车关系的制度重构。向内看,网约车流量持续分散化,聚合平台模式崛起整合运力,占据约 25%-30% 订单份额,抽佣比例逐步政策化,为二线平台

带来结构性机会。预计到 2030 年，网约车市场规模将达近万亿元，聚合平台与多地“非一车一平台”政策为其他玩家创造空间。向外看，Robotaxi 凭借 L4 级自动驾驶技术突破，成为破局关键。多传感器融合、车路云协同提升安全性，Waymo 等领军企业事故率较人类驾驶员降低超 80%。硬件成本持续下探，BOM 从百万级降至 30 万元区间，单位经济模型转正可期。政策体系日益完善，技术商业化加速落地。双端规模持续增长，标准化体验塑造品牌力。公司积极把握行业机遇，深化与聚合平台合作，高效获取流量并扩大市场份额。2022 至 2024 年平台司机单位收入持续高于行业平均水平，驱动运力规模快速扩张。2025H1 月活司机进一步增至 54.4 万人，同比+53.5%；月活用户同比+57.4%至 0.38 亿人；订单量同比+49.0%至 3.8 亿单。公司通过轻资产模式加速下沉市场渗透，长期有望通过高线城市 GTV 占比提升改善毛利率。2025H1 公司定制车车队规模达 3.7 万辆位居行业首位。公司围绕定制车优化空间、增添智能功能提升了出行服务的舒适性，打造了标准化出行体验。随会员体系与 APP 应用逐步完善，有望降低获客成本、增强盈利能力和平台壁垒。整车技术运营一体化，Robotaxi 加速落地。2025 年 CES 展上，吉利与 Waymo 联合推出极氪 RT，并将于同年启动量产交付，凸显吉利高端整车智造实力。2025 年公司上线“曹操智行”，基于 SEA 浩瀚架构的领克 Z10 已在苏杭试点 Robotaxi 服务，并计划于 2026 年推出完全定制车型，实现成本与体验的平衡。吉利集团 2025 年 8 月战略性整合极氪、吉利研究院、迈驰智行及 smart 智驾团队，成立千里智驾，集团集中资源提升研发效率，有望加速 L4 级技术落地。公司依托吉利集团全产业链赋能，正向“整车制造+运营服务+技术研发”一体化的 Robotaxi 平台进化，有望复制网约车业务成功经验，打通自动驾驶商业化闭环。盈利预测与投资评级：公司围绕定制车打造了可预期的出行体验，在一二线城市的品牌力与高线城市市占率有望提升。可比公司 2025-2027 年平均 PS 分别为 22.4/15.0/7.1 倍（截至 2025 年 9 月 4 日）。我们预计曹操出行 2025-2027 年营业收入分别为 206.7/262.4/323.7 亿元，对应 PS 分别为 1.9/1.5/1.2 倍（截至 2025 年 9 月 4 日），基于网约车业务稳步发展、Robotaxi 业务空间广阔，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：扭亏不及预期，竞争加剧，政策监管趋严，宏观需求不及预期。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：黄细里
研究助理：童明祺）

英伟达 (NVDA): FY2026Q2 业绩点评: Blackwell 产能爬坡超预期, 看好公司继续成长

投资要点 事件：公司发布 FY26Q2 业绩，FY26Q2 收入 467.4 亿美元，同比+55.6%，环比+6.1%，高于一致预期的 462.3 亿美元；Non-GAAP 毛利率 72.7%，同比-3.0pct，环比+1.4pct，高于一致预期的 72.1%；Non-GAAP 净利润 257.8 亿美元，同比+52.1%，环比+9.1%，高于一致预期的 249.2 亿美元。Blackwell 产能爬坡，代理式 AI 提供长期增长动能。FY26Q2 公司数据中心业务收入 411.0 亿美元，同比+56.4%，在本季度 H20 产品营收下滑 40 亿美元的情况下，实现了 5% 的环比增长，其中 Blackwell 平台收入环比增长 17%，主要得益于顺利的产能爬坡和旺盛的市场需求。当前，行业正从传统问答式 AI 转向能够研究、规划和执行任务的“代理式 AI”，所需计算量可能将增长 100 至 1000 倍，为数据中心算力需求提供长期且持续的增长动力。展望未来，我们认为 Blackwell 平台已验证的强大性能叠加代理式 AI 带来的指数级算力需求增长，将共同推动公司在企业 AI 和物理形态 AI 等新领域持续扩张，为公司业绩增长提供强劲增长动能。网

络业务高速增长,战略重要性显著提升。公司 FYQ2 网络业务营收 72.5 亿美元,同比+97.7%,环比+46.3%。随着 AI 集群规模的持续扩大,高效、低延迟的网络已成为数据中心集群性能的关键瓶颈。公司发布全新的 Spectrum-XGS 技术,目前通过 NVLink、InfiniBand/Spectrum 及 Spectrum-XGS 构建了完整的三层网络架构,提供高度整合的计算与网络解决方案,增强客户粘性,网络第二成长曲线逐渐加强。FY26Q3 指引超预期,Rubin 进展顺利。公司预计 FY26Q3 营收将达到 540 ± 10.8 亿美元,中值对应同比+53.9%,环比+15.5%,高于彭博一致预期的 534.6 亿美元,环比增长超过 70 亿美元,且展望中未将对中国 H20 产品销售纳入预期,显示了核心业务的强劲内生动力。公司下一代 Rubin 平台已完成流片,台积电正在生产构成该平台的 6 款新型芯片。Rubin 将成为第三代 NVLink 机柜级 AI 超算,届时公司将建立更成熟完善的供应链体系。Blackwell 和 Rubin 平台有望共同推动全球 AI 基础设施规模在 30 年左右达到 3-4 万亿美元。盈利预测与投资评级:考虑到 B 系列爬产、后续新品出货有望带来更多增量,我们将公司 FY2026/2027/2028 年预期归母净利润由 1048/1364/1548 亿美元上调至 1062/1509/1687 亿美元,2025 年 9 月 1 日收盘价对应 FY2026/2027/2028 年 PE 分别为 40/28/25 倍,维持“买入”评级。风险提示:算力需求不及预期;产品研发落地不及预期;行业竞争加剧;原材料供应紧缺;产业技术迭代。

(证券分析师:张良卫 证券分析师:李博韦)

益丰药房(603939): 2025 年中报点评: 盈利增长稳健,多渠道运营赋能长期发展

投资要点 事件:公司 2025H1 实现营收 117.22 亿元(-0.34%,同比,下同),归母净利润 8.80 亿元(+10.32%),扣非归母净利润 8.57 亿元(+9.08%)。2025Q2 实现 57.13 亿元(-1.36%),归母净利润 4.31 亿元(+10.13%),扣非归母净利润 4.19 亿元(+8.49%),业绩符合预期。25H1 各业务及产品毛利率提升。分行业看,2025H1 公司零售实现收入 101.99 亿元(-1.91%),毛利率 41.99%(+1.04pp);加盟及分销收入 11.69 亿元(+17.20%),毛利率 10.97%(+1.41pp)。分产品看,2025H1 公司中西成药实现收入 88.99 亿元(+0.24%),毛利率 35.62%(+0.77pp);中药收入 11.49 亿元(-1.34%),毛利率 48.53%(-0.21pp),非药收入 13.20 亿元(-2.44%),毛利率 51.78%(+0.69pp)。门店网络持续优化。截至 2025H1,公司拥有门店 14701 家,其中加盟 4020 家,上半年自建门店 81 家、新增加盟 208 家(轻资产模式加速网络覆盖)、闭店 272 家(以低效门店为主,优化资源聚焦高潜力区域)。区域布局聚焦中南(7197 家)、华东(5350 家)、华北(2154 家)三大优势区域,核心市场密度持续提升,进一步强化供应链协同效率与区域竞争壁垒。线上线下协同发展,多渠道助力营收。2025H1,公司以 CRM 和大数据为核心完善医药新零售体系,互联网业务实现销售收入 13.55 亿元(含税)。其中 O2O 模式上线直营门店超 10000 家,覆盖线下所有主要城市,凭借供应链优势与精细化运营实现收入 9.44 亿元,占线上收入比重超 70%;B2C 模式聚焦慢病用药等长尾需求,贡献收入 4.11 亿元。累计建档会员达 1.1 亿人,会员销售占比 84.93%,通过慢病管理服务提升复购率,且 95.37%的直营门店取得医保定点资质,为营收提供核心保障。盈利预测与投资评级:考虑公司拓店放缓,我们将公司 2025-2027 年归母净利润由 17.69/20.36/23.39 调整为 17.68/19.82/22.28 亿元,对应当前市值的 PE 为 17/15/13X,维持“买入”评级。风险提示:市场竞争加剧的风险,门店扩张或不及预期的风险,加盟店发展或不及预期的风险。

(证券分析师:朱国广 证券分析师:冉胜男
证券分析师:苏丰)

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>