

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-09-04

宏观策略

2025 年 09 月 04 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 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@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

推荐个股及其他点评

富创精密（688409）：2025 年中报点评：业绩短期承压，看好零部件龙头平台化布局下的长期成长性

盈利预测与投资评级：考虑公司仍处于平台型扩张关键期，我们基本维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 3.2/4.8/6.5 亿元（前值 3.2/4.7/6.5 亿元），对应当前市值动态 PE 为 66/45/33 倍，维持“增持”评级。 风

风险提示：行业周期波动风险、原材料价格波动、地缘政治冲突等

利柏特 (605167): 2025 年中报点评: 营收承压, 关注新行业开拓进展
公司上半年营收承压, 利润率逆势改善: (1) 上半年工业模块设计和制造、工程服务收入分别实现收入 3.19 亿元/11.19 亿元, 同比分别-8.4%/-22.5%, 预计主要是前期重大合同执行接近尾声所致。(2) 公司上半年综合毛利率为 18.1%, 同比+1.7pct, 得益于高毛利的工业模块收入占比的提升, 其中工业模块设计和制造业务、工程服务业务分别实现毛利率 35.7%/12.9%, 同比分别+9.3pct/-0.8pct。公司是国内少数具备大型工业模块设计建造能力的企业, 积极开拓海洋油气、核电等下游新应用领域, 有望形成第二增长曲线。基于 2025 年上半年营收承压, 我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测至 2.32/2.64 亿元 (前值为 3.03/3.76 亿元), 新增 2027 年预测为 3.21 亿元, 考虑公司积极开拓新行业新客户并取得突破, 维持“增持”评级。风险提示: 在手订单推进不及预期; 海外化工龙头来华投资不及预期; 模块化生产方式渗透率提升不及预期。

坚朗五金 (002791): 2025 年中报点评: 盈利承压明显, 海外市场开拓效果明显

盈利预测与投资评级: 公司坚持围绕建筑构配件集成供应商的战略定位, 整合拓展新品类并不断提升产品力, 积极开拓新场景和新市场, 在行业景气下行期公司升级服务能力并迭代销售和产品模式, 阶段业绩承压但我们认为公司竞争优势依然明显, 期待经营调整效果显现。考虑到市场需求恢复缓慢和刚性费用, 我们调整公司 2025-2027 年归母净利润预测为 1.75/2.72/3.28 亿元 (前值为 2.60/3.45/4.04 亿元), 对应 PE 分别为 45X/29X/24X, 考虑到公司未来业绩恢复弹性及人效提升空间, 维持“买入”评级。风险提示: 下游需求不及预期的风险; 原材料价格大幅波动的风险; 并购整合风险; 新品类发展不及预期的风险。

华峰测控 (688200): 2025 年中报点评: 业绩超预期, 看好高端测试机 8600 受益于算力 SoC 需求

盈利预测与投资评级: 考虑到封测行业景气度+公司新品节奏, 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润为 4.6/5.4/6.0 亿元, 当前市值对应动态分别为 51/44/39X, 维持“增持”评级。风险提示: 下游扩产不及预期, 研发进展不及预期。

阜博集团 (03738.HK): 2025 年半年报点评: 收入稳健增长, 净利润同比大增

盈利预测与投资评级: 我们认为, 阜博集团作为全球领先的数字内容保护和交易服务商, 正处在 AI 驱动内容产业变革的核心赛道。前瞻性布局的 Vobile MAX 和 Dream Maker 平台, 有望在 AI 时代抓住中小创作者规模化增长的机遇, 从 SaaS 服务商向平台运营商升级, 打开新的增长空间。我们维持 2025-2027 年经调整净利润预测为 2.3/3.1/3.9 亿港元, 当前股价对应 PE (经调整口径) 分别为 62/47/37 倍, 我们看好公司的长期发展潜力, 维持“买入”评级。风险提示: 技术不及预期风险; 对主要客户的依赖风险。

易鑫集团 (02858.HK): 深耕互联网汽车金融, 科技能力催生新动能

盈利预测与投资评级: 预计公司 2025-2027 年分别实现归母净利润 11.26/13.98/17.01 亿元, 同比增速分别为 39.03%/24.12%/21.72%。预计 2025-2027 年公司 EPS 分别为 0.17/0.21/0.26 元/股, 对应 PE 估值分别为 16.09/12.96/10.65 倍。当前公司估值低于可比公司平均水平。我们看好公

司在汽车金融领域持续构筑竞争壁垒，并依托金融科技业务打开自身发展空间，首次覆盖给予“买入”评级。 风险提示：1）宏观经济波动；2）监管环境收紧；3）行业竞争加剧。

中芯国际（688981）：中国晶圆代工领军者，国产芯片核心支柱

中芯国际，先进制程龙头供应商

科顺股份（300737）：2025 年中报点评：收入端仍然承压，毛利率和经营质量有所改善

盈利预测与投资评级：公司作为防水头部企业，在行业下行压力下积极调整优化渠道和客户结构，同时降本增效和风险管控，提升经营质量和盈利能力，公司年中进行了部分渠道和产品的提价，预计有望对下半年的盈利修复产生积极影响；另外公司积极探索第二增长曲线，公告与专业投资机构设立产业并购基金，主要投资于新材料、新科技等领域，推动公司转型升级。考虑到信用减值损失的影响，我们调整公司 2025-2026 年并新增 2027 年归母净利润预测为 1.68/2.73/3.26 亿元（2025-2026 年前值为 3.18/4.86 亿元），对应 PE 分别为 34X/21X/18X。考虑到地产需求降幅有望收窄及公司主动调价和调整渠道结构，公司盈利能力和经营质量有望改善，维持公司评级为“增持”评级。 风险提示：下游房地产行业波动的风险；原材料价格剧烈波动的风险；行业竞争加剧风险；计提大额信用减值损失的风险。

东鹏控股（003012）：2025 年中报点评：瓷砖零售渠道逆势增长，经营质量稳步提升

盈利预测与投资评级：公司是国内瓷砖卫浴领军企业，在行业需求承压、竞争压力加大之下，通过渠道深耕、精益运营和降本增效，增强体系化运营能力，上半年渠道优化效果已经显现，期待盈利能力进一步修复和改善。考虑到行业需求较弱且竞争压力，我们调整公司 2025-2026 年并新增 2027 年归母净利润预测为 4.39/5.38/5.96 亿元（2025-2026 年前值为 6.40/7.22 亿元），对应 PE 分别为 19X/15X/14X，考虑到公司在零售渠道优化、店销提升等方面的调整效果已经显现，预计公司盈利能力有望持续改善，维持“增持”评级。 风险提示：市场竞争加剧风险、原材料及能源价格大幅波动风险、下游需求波动风险。

冀东水泥（000401）：2025 年中报点评：上半年大幅减亏，核心市场战略布局进一步强化

核心市场稳价复价成效良好，Q2 盈利大幅改善。（1）公司上半年实现水泥及熟料综合销量 3738 万吨，同比-2%，降幅较 2024 年明显收窄；测算吨均价/吨毛利分别为 246 元/51 元，分别同比+4 元/+26 元，主要得益于行业供给自律强化，错峰成效优化，华北、东北等核心市场在 2024 年下半年价格回升的基础上实现了稳价提价，吨成本下降主要因煤价的下降以及公司成本管控加强。（2）骨料、危废固废处置业务受行业产能释放、需求不足影响承压，上半年分别实现营收 7.54 亿元/3.65 亿元，同比分别+3%/-19%，实现毛利率分别为 41.3%/27.6%，同比分别-9.3pct/+0.3pct。

（3）公司 Q2 实现毛利率 26.4%，同比+5.8pct，且高于 2024Q3 的 24.8%，反映核心市场价格维护良好，盈利进一步修复。 盈利预测与投资评级：公司作为北方区域水泥龙头，内部强化降本增效，外部推动行业生态优化，推动重点市场战略整合、矿山增储、“水泥+”产业布局以及海外产能布局，叠加行业自律持续强化，公司业绩有望持续改善，公司也实施了限制性股票激励计划，健全了长期激励机制。基于公司核心区域行业自律保

持较好,但行业需求仍然承压,我们下调 2025-2026 年归母净利润预测至 2.7/5.9 亿元(2025-2026 前值为 3.6/6.9 亿元),新增 2027 年预测值为 8.8 亿元,维持“增持”评级。风险提示:水泥需求超预期下行、北方市场格局改善不及预期的风险。

黑芝麻智能(02533.HK): 2025 年中期业绩公告点评: 智驾逐渐量产兑现,新场景持续突破

投资要点 事件:公司发布 2025 年半年报。2025H1 公司实现收入 2.5 亿元,同比+40.4%;毛利率同比-25.2pct 至 24.8%;经调整净利润-5.5 亿元,同比减亏 8.9%。公司业绩符合预期。自动驾驶业务推进,多款芯片快速进展。2025H1 辅助驾驶产品及解决方案收入同比+41.6%至 2.37 亿元,增长主要来自量产车型增多、商用车渗透率提升及获客能力增强。基于 A1000 系列的方案在吉利银河 E8、星耀 8、东风奕派 007/008 等车型持续量产出货;自研功能实现车位到车位(P2P)跨高速/城际/城区的连续导航辅助。C1200 系列即将在多家新能源头部客户项目量产部署。A2000 系列正进行方案开发验证,包含基于 Transformer 的大模型算法,覆盖 VLA 与端到端驾驶,目标在年内与头部车企达成定点及量产合作。公司多款高端芯片进展迅速,有望带动收入增长与毛利结构改善。深化头部车企合作,加速海外定点与交付。公司持续深化与吉利、比亚迪、东风、一汽等头部客户合作,上半年新增多款国内与海外车型定点,海外定点车型及数量创历史新高。公司预计基于自家芯片的多款车型自 2025 年下半年起在海外销售,并预期获取更多头部车企的新车型定点与量产。随着海外定点车型陆续进入销售周期、国内新增定点持续落地,预计公司订单与交付节奏将加快。应用场景持续丰富,机器人与低速 L4 等非乘用车场景推进。机器人领域,公司正开发基于 C1200 的“运动小脑”和基于 A2000 的“具身大脑”,已与头部足式机器人企业达成战略合作,并通过参投共同开发多模态感知算力模组。无人物流小车方面,基于自研芯片与激光视觉一体传感器的多模态端到端大模型 L4 系统已在港口/园区等封闭场景持续出货。机器人与低速 L4 等非乘用车场景规模化落地叠加智能影像在新形态终端的商业化扩张,有望形成第二增长曲线并增强业务韧性。盈利预测与投资评级:我们维持公司 2025/2026/2027 年收入 8.8/14.3/19.2 亿元的预期,2025 年 9 月 2 日收盘价对应 2025/2026/2027 年 PS 分别为 12.4/7.7/5.7 倍,维持“买入”评级。风险提示:行业竞争加剧,研发投入与回报的不确定性,供应链风险。

天齐锂业(002466): 2025 半年报点评: 矿端持续扩张,下半年盈利将进一步改善

盈利预测与投资评级:考虑上半年锂价深跌,且当前锂价仍位于底部区间,我们下调 2025-2027 年归母净利润至 4.5/8.6/14.4 亿元(原预期 16.2/18.6/24.0 亿元),同比+106%/+93%/+67%,对应 114x/59x/35x PE,考虑公司资源禀赋优异,成本优势显著,锂盐盈利将进一步改善,维持“买入”评级。风险提示:产能释放不及预期,需求不及预期。

焦点科技(002315): 2025 年半年报业绩点评: 主业现金回款增速持续加速,未来财报业绩增速有望保持上行态势

盈利预测与投资评级:由于公司业绩持续上行,但发布股权激励将产生股权激励费用,2025-2027 年股权激励费用分别为 0.60/1.14/0.56 亿元,因此我们将公司 2025-2027 年的归母净利润盈利预测由 5.57/6.79/7.85 亿元调整为 5.33/6.40/7.93 亿元,2025-2027 年现价对应 PE 为 31.32/26.09/21.06

倍。我们认为公司是被低估的数字经济平台龙头，有望受益于“科技赋能+SaaS 模式+政策利好”三大优势，迎来加速增长，维持“买入”评级。

风险提示：市场需求波动和国际贸易环境变化；跨境经营和交易监管风险；行业竞争加剧

赤子城科技 (09911.HK): 2025 年上半年财报点评：社交业务强劲，毛利率显著提升

盈利预测与投资评级：我们认为，继续深化社交产品组合的多元化策略，有助于公司巩固在中东北非等优势市场的领先地位。同时，精品游戏和社交电商等创新业务是值得期待的第二增长曲线。我们认为，公司“社交+创新”双轮驱动的业务模式清晰，全球化和本地化运营能力是其核心壁垒。AI 技术的深度应用有望持续优化公司运营效率和用户体验，带来长期价值。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测为 9.5/12.5/15.3 亿元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 分比为 16/12/10 倍；维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧的风险，海外市场扩张的不确定性，监管风险。

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氛围，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重从 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

推荐个股及其他点评

富创精密（688409）：2025 年中报点评：业绩短期承压，看好零部件龙头平台化布局下的长期成长性

投资要点 2025H1 业绩承压，Q2 业绩环比修复：2025H1 公司实现营收 17.24 亿元，同比+14.4%；归母净利润为 1228 万元，同比-89.9%；扣非归母净利润为-162 万元，同比-101.5%，业绩承压主要受产能前置布局、人才储备先行等前期投入影响，新基地折旧费用增加、人工成本上升。Q2 单季营收为 9.62 亿元，同比+19.5%、环比+26.2%，实现快速修复；归母净利润为 3443 万元，同比-43.9%、环比扭亏为盈（25Q1 为-2216 万元）；扣非归母净利润为 2681 万元，同比-54.0%，环比扭亏为盈。 Q2 毛利率/净利率环比改善：2025H1 公司销售毛利率为 26.5%，同比+0.2pct，销售净利率为 0.2%，同比-6.7pct；期间费用率为 23.2%，同比+2.8pct，其中销售/管理/研发/财务费用率为 2.2%/12.7%/7.0%/1.2%，分别同比+0.4pct/+1.8pct/+0.2pct/+0.3pct，管理费用提升主要系业务规模扩大，管理需求增加，人工成本增加，非流动资产折旧摊销增加，及咨询费增加所致。Q2 单季销售毛利率为 28.4%，环比+4.3pct；销售净利率为 3.9%，同比-2.7pct，环比+8.3pct。合同负债与现金流显著改善，订单兑现能力增强：截至 2025H1 末，公司合同负债为 0.07 亿元，同比+207.4%；存货为 9.90 亿元，同比+20.2%。2025H1 公司经营活动净现金流为 1.49 亿元，同比大幅改善（24H1 为-1.00 亿元），主要系公司持续优化经营性现金流管理，客户回款情况较好。 大客户渗透持续加深，核心部件量产加速落地：公司坚持“大客户战略+平台化布局”，2025H1 前五大客户营收占比超过 75%，核心客户渗透效果持续提升。期间公司精密零部件业务持续取得量产突破：匀气盘方面，螺纹斜孔匀气盘实现规模化量产，成功应用于 PEALD 机台；加热匀气盘完成研发并加快客户验证进程，适配 CVD、ETCH 等核心机台；交叉孔焊接匀气盘实现量产突破，主要配套 ALD、PVD 设备。金属加热盘方面，公司已实现多型号产品自主研发并成功量产，打破海外技术壁垒，成为国内主流客户的主要供应商。 海外基地建设协同推进，Compart 并购增强全球竞争力：公司持续深化属地化服务体系，已在北京、南通、沈阳、新加坡等地形成布局，其中北京工厂已成为头部客户指定重点配套基地，新加坡工厂于 2024 年完成认证并实现交付，属地交付能力不断提升。2025 年上半年，公司联合战略投资方收购国际品牌 Compart，补强气体传输领域核心环节，完善从原材料、零部件到系统交付的全产业链整合能力。25H1 公司气体传输系统业务订单同比+53%，营收同比+21%，协同成效持续释放。 盈利预测与投资评级：考虑公司仍处于平台型扩张关键期，我们基本维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 3.2/4.8/6.5 亿元（前值 3.2/4.7/6.5 亿元），对应当前市值动态 PE 为 66/45/33 倍，维持“增持”评级。 风险提示：行业周期波动风险、原材料价格波动、地缘政治冲突等

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

利柏特（605167）：2025 年中报点评：营收承压，关注新行业拓展

投资要点 事件：公司披露 2025 年中报，实现营业收入 14.40 亿

元，同比-19.8%，归母净利润 1.22 亿元，同比-6.5%；其中 Q2 单季实现营收 7.72 亿元，同比-32.2%，归母净利润 8571 万元，同比-5.9%。公司上半年营收承压，利润率逆势改善：（1）上半年工业模块设计和制造、工程服务收入分别实现收入 3.19 亿元/11.19 亿元，同比分别-8.4%/-22.5%，预计主要是前期重大合同执行接近尾声所致。（2）公司上半年综合毛利率为 18.1%，同比+1.7pct，得益于高毛利的工业模块收入占比的提升，其中工业模块设计和制造业务、工程服务业务分别实现毛利率 35.7%/12.9%，同比分别+9.3pct/-0.8pct。费用端整体平稳，现金流有所承压：（1）上半年公司期间费用率为 7.4%，同比+0.6pct，主要是收入下降所致，其中财务费用同比减少 448 万元，主要受外币汇率波动影响。上半年公司销售净利率 8.4%，同比+1.2pct，主要得益于毛利率的提升；（2）上半年公司经营活动现金流净流出 9257 万元，同比-247%，主要是本期销售商品、提供劳务收到的现金减少，且经营性应付项目减少所致；收、付现比分别为 86.1%/86.3%，同比分别+8.6pct/+20.7pct。积极开拓新行业新客户，有望形成第二增长曲线。公司积极开拓海洋油气、核电工程、矿业及水处理等新领域，2025 年 2 月公司中标了由中广核工程有限公司发包的宁德二期 5BDA、7BUG 模块建造安装工程及临时泊位工程项目，合同金额 2.67 亿元，标志着公司在核电工程领域取得新突破。随着南通新基地的建设，有利于解决原有生产基地的场地限制，进一步提升公司模块设计、制造和总装能力，助推新领域拓展。盈利预测与投资评级：公司是国内少数具备大型工业模块设计建造能力的企业，积极开拓海洋油气、核电等下游新应用领域，有望形成第二增长曲线。基于 2025 年上半年营收承压，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测至 2.32/2.64 亿元（前值为 3.03/3.76 亿元），新增 2027 年预测为 3.21 亿元，考虑公司积极开拓新行业新客户并取得突破，维持“增持”评级。风险提示：在手订单推进不及预期；海外化工龙头来华投资不及预期；模块化生产方式渗透率提升不及预期。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：石峰源）

坚朗五金（002791）：2025 年中报点评：盈利承压明显，海外市场开拓效果明显

投资要点 事件：公司发布 2025 年中报。2025 年上半年公司实现营收 27.55 亿元，同比-14.18%；归母净利-0.30 亿元，上年同期为+0.05 亿元。其中，Q2 公司实现营收 15.49 亿元，同比-16.02%；归母净利 0.10 亿元，同比-79.94%。国内市场收入承压依然明显，海外市场收入保持增长。2025Q2 公司收入同比下滑 16%，环比来看下滑压力依然较大，我们认为地产竣工端需求压力的增加和公司主动控制风险是主要原因。分品类看，门窗五金、家居类及其他建筑五金等与地产强相关品类收入同比下滑幅度高于整体收入降幅，基建和工商建等工程相关的点支撑幕墙构配件、不锈钢护栏业务收入保持较好增长。公司海外市场扩张保持较好增长态势，公司 25 年上半年海外收入 4.77 亿元，同比增长 30.75%，收入占比较上年同期进一步提升，海外销售网点不断扩张和云采平台海外应用，助力公司海外市场快速开拓和效率提升。毛利率略有下降，收入压力下费用管控良好。2025 年上半年公司毛利率 30.37%，同比变动-0.9pct，25Q2 毛利率 30.24%，同比下降了 1.67pct，预计受到行业竞争加剧和产品结构变化的影响，门窗五金作为公司优势品类毛利率保持相对平稳，家居类产品和门窗配套件毛利率同比降幅明显；期间费用率方面，在收入压力下公司加强各项费用管控，整体期间费用率保持平稳，25 年上半年公司销售费用率略降，管理费用率略有提高，财务费用率有所下降，公司近两年

进行了人员优化和调整，今年上半年费用端压力有所缓解。另外公司2025年上半年计提信用减值损失0.77亿元（上年同期为0.83亿元）。经营性现金流保持平稳，资产负债率有所下降。2025年上半年公司经营活动产生的现金流量净额-2.04亿元，上年同期为-1.90亿元，收现比同比有所提升，公司继续加强回款并通过多种结算方式加快清理应收账款，付现比亦同比有明显提升是经营性现金流略有下降的原因，公司对上游供应商支付货款同比有所增加；期末公司资产负债率38.74%，较年初保持了下降趋势。

盈利预测与投资评级：公司坚持围绕建筑构配件集成供应商的战略定位，整合拓展新品类并不断提升产品力，积极开拓新场景和新市场，在行业景气下行期公司升级服务能力并迭代销售和产品模式，阶段业绩承压但我们认为公司竞争优势依然明显，期待经营调整效果显现。考虑到市场需求恢复缓慢和刚性费用，我们调整公司2025-2027年归母净利润预测为1.75/2.72/3.28亿元（前值为2.60/3.45/4.04亿元），对应PE分别为45X/29X/24X，考虑到公司未来业绩恢复弹性及人效提升空间，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期的风险；原材料价格大幅波动的风险；并购整合风险；新品类发展不及预期的风险。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊）

华峰测控（688200）：2025年中报点评：业绩超预期，看好高端测试机8600受益于算力SoC需求

投资要点 业绩稳健增长，海外业务开始放量：2025H1公司实现营收5.3亿元，同比+41.0%；其中海外收入0.58亿元，同比+141.7%；归母净利润2.0亿元，同比+74%，扣非归母净利润1.8亿元，同比+37.7%；Q2单季实现营收3.4亿元，同比+39.0%，环比+70.4%；归母净利润1.3亿元，同比+50.3%，环比+116.1%，扣非归母净利润1.2亿元，同比+30.3%，环比+143.9%。

盈利能力稳定，持续维持高研发投入：2025H1毛利率74.7%，同比-1.2pct，净利率36.6%，同比+7.0pct，扣非净利率为32.7%，同比-0.8pct，期间费用率为37.3%，同比-0.5pct，其中销售费用率为14.8%，同比-2.0pct，管理费用率为5.5%，同比-2.0pct，研发费用率为20.7%，同比+0.4pct，财务费用率为-3.8%，同比+3.1pct。期间公司研发投入1.1亿元，同比+44.0%。Q2单季毛利率为74.3%，同比-1.9pct，环比-1.0pct，净利率为39.7%，同比+3.0pct，环比+8.4pct。

合同负债/存货高增，在手订单充足：截至2025H1末公司合同负债为0.7亿元，同比+35.1%，存货为2.4亿元，同比+53.8%。Q2经营活动净现金流为0.5亿元，同比+105%。

8600客户端验证中，充分受益国产算力SoC需求：8600机型对标爱德万的93K，是公司的下一代平台，23年SEMICON推出，2025年有望加速在客户端进入小批量试量产并充分受益于算力SoC芯片测试需求

发行可转债自研ASIC芯片突破高端测试机瓶颈：公布可转债发行预案拟募资7.5亿元，重点投向自研ASIC芯片。目前800Mbps及以下主频的板卡，完全可以通过市场上的通用芯片来实现，1.6Gbps及更高主频的板卡资源则需要依赖自研的高端芯片。自研芯片是公司迈向高端化的关键一步，于2021年开始与国内芯片设计企业展开合作，已经完成了前期低主频芯片的技术积累。

盈利预测与投资评级：考虑到封测行业景气度+公司新品节奏，我们维持公司2025-2027年归母净利润为4.6/5.4/6.0亿元，当前市值对应动态分别为51/44/39X，维持“增持”评级

风险提示：下游扩产不及预期，研发进展不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

阜博集团（03738.HK）：2025年半年报点评：收入稳健增长，净利润

同比大增

投资要点 事件：阜博集团 2025 中期业绩报告。25H1 公司总收入同比增长 23.4%至 14.6 亿港元，毛利同比增长 27.5%至 6.4 亿港元，毛利率同比提升 1.4pct 至 44.1%。期内利润同比大增 118.6%至 1.0 亿港元。经调整净利润同比增长 88.1%至 1.2 亿港元。 增值服务为主要增长引擎，订阅服务稳健发展：1) 25H1 增值服务收入同比增长 33.3%至 8.5 亿港元，占总收入 58.1%。增长主要受益于与大型内容方合约升级、内容库扩容，以及 AI 二次创作内容带来的新增活跃资产与收入。期内，集团新增管理国际大型影业集团的 13 个新媒体频道，贡献了显著的观看量增长。2) 25H1 订阅服务收入同比增长 11.8%至 6.1 亿港元，占总收入 41.9%。公司持续深化“品类拓展+大客户服务深化”策略，在微短剧、音乐、动漫等领域取得实质性进展。上半年完成对音频识别技术公司 PEX 的收购，将强化在声音内容识别领域的优势。3) 中美两大市场均衡发展：分区域来看，公司在中国和北美两大核心市场均实现强劲增长。25H1 北美地区收入同比增长 26.8%至 7.3 亿港元，中国地区收入同比增长 20.1%至 7.3 亿港元。 AI 与平台化战略明确，Vobile MAX 与 Dream Maker 构筑核心基础：1) 战略升级：面对 AI 生成内容爆发的产业趋势，公司明确了平台化发展战略，旨在服务更广泛的创作者群体。公司已开发两大平台作为基础：数字内容资产贸易平台 Vobile MAX 和集成音视频创作平台 Dream Maker。2) 平台功能：Vobile MAX 集成了确权、分润与交易功能，确保权利清晰、价值可证；Dream Maker 作为创作者入口，将多模态 AI 创作能力与 Vobile MAX 无缝对接，形成创作与变现的共生业态。3) 公司持续进行技术投入，上半年研发开支达 1.63 亿港元，同比增长 14.4%。研发聚焦于升级核心算法、构建“出生即确权”的技术服务体系，并深化与英伟达、佛罗里达大学等顶尖企业及高校的技术生态合作。 盈利预测与投资评级：我们认为，阜博集团作为全球领先的数字内容保护和交易服务商，正处在 AI 驱动内容产业变革的核心赛道。前瞻性布局的 Vobile MAX 和 Dream Maker 平台，有望在 AI 时代抓住中小创作者规模化增长的机遇，从 SaaS 服务商向平台运营商升级，打开新的增长空间。我们维持 2025-2027 年经调整净利润预测为 2.3/3.1/3.9 亿港元，当前股价对应 PE（经调整口径）分别为 62/47/37 倍，我们看好公司的长期发展潜力，维持“买入”评级。 风险提示：技术不及预期风险；对主要客户的依赖风险。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖

证券分析师：张文雨）

易鑫集团（02858.HK）：深耕互联网汽车金融，科技能力催生新动能

投资要点 公司简介：专业汽车金融平台，业绩高速增长。1) 腾讯控股的汽车金融平台，专注汽车交易及融资服务。易鑫集团发轫于易车网，2015-2017 年连续完成三轮融资，并于 2017 年 11 月正式登陆港交所，目前已成长为汽车金融领域的领跑者。公司股权结构相对集中，截至 2024 年末腾讯通过旗下全资子公司合计持有易鑫集团 56.3753.88%[F1]的股份，系公司控股股东。公司核心管理团队行业经验丰富，为公司长期发展提供了坚实基础。2025 年 3 月，公司发布了面向部分高管的股权激励计划，充分反映了公司对于后续发展的信心。2) 近年盈利高速增长，发展潜力持续兑现。易鑫集团业绩自 2020 年触底后持续高增，2025H1 公司业绩高增，营收同比+22%至 54.52 亿元，归母净利润同比+34%至 5.49 亿元，2021-2024 年利润复合增速达到 204%。收入结构方面，公司呈现从自营融资向交易平台业务加速转型的特征，金融科技业务崛起速度较快。此外，公司经营费用率呈

现下行趋势，信用减值损失增长与规模扩张并存。汽车金融行业概况：发展空间依旧广阔，竞争或持续加剧。1) 行业规模：汽车消费变革催生增长新机遇，渗透率仍待提升。当前我国汽车消费市场持续扩张，潜力逐步释放，汽车金融行业凭借自身独特定位充分受益，预计行业规模至 2029 年将达到 6.8 万亿元。但是与成熟汽车消费市场相比，我国汽车金融渗透率仍处于低位，具备较大提升空间。同时，二手车市场金融运用广度亦存在拓展的空间。2) 行业格局：竞争主体多元化，互联网平台前景广阔。我国汽车金融行业目前已形成汽车金融公司、商业银行、汽车融资租赁公司、互联网汽车金融平台等多元主体并存的局面，各类参与者各存优劣。互联网平台凭借“场景+技术”的双轮驱动，长期看有望在差异化竞争中持续释放潜力，助力行业向更普惠、更智能的方向发展。公司发展亮点：SaaS 业务成为新引擎，科技能力赋能远期成长。1) 交易平台业务：公司发展战略重心，金融科技服务构成增长新驱动。2025H1 公司交易平台业务实现收入 43.46 亿元，同比增长 23.8%，其中金融科技业务重要性持续提升，2025H1 公司金融科技业务实现收入 18.73 亿元，同比增长 124%，在交易平台业务中的收入占比由 2022 年的 3% 提升至 43%。2) 自营融资业务：展业规模收缩，资产质量保持稳定。受自身战略调整及低息环境延续影响，公司自营融资业务收入较 2018 年高点大幅收缩。当前公司自营融资资产质量保持稳定，风险管理相对充分。3) 核心竞争优势：AI 赋能业务全流程，创新应用成果迭出。自 2018 年起易鑫集团就开始持续推进 AI 技术在风控与业务中的应用，先后构建起决策流平台、模型平台与多代机器人平台，并于 2023 年全面布局大模型与多模态技术，推动智能化产品与业务的深度融合。目前易鑫开发的人工智能应用已广泛应用于各种场景及整个业务价值链。盈利预测与投资评级：预计公司 2025-2027 年分别实现归母净利润 11.26/13.98/17.01 亿元，同比增速分别为 39.03%/24.12%/21.72%。预计 2025-2027 年公司 EPS 分别为 0.17/0.21/0.26 元/股，对应 PE 估值分别为 16.09/12.96/10.65 倍。当前公司估值低于可比公司平均水平。我们看好公司在汽车金融领域持续构筑竞争壁垒，并依托金融科技业务打开自身发展空间，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：1) 宏观经济波动；2) 监管环境收紧；3) 行业竞争加剧。

(证券分析师：孙婷 研究助理：罗宇康)

中芯国际 (688981)：中国晶圆代工领军者，国产芯片核心支柱

投资要点 中国晶圆代工领军者，国产芯片核心支柱。中芯国际是中国大陆领先的集成电路晶圆代工企业，具备 8/12 英寸晶圆制造能力和技术迭代优势，公司晶圆制程涵盖 0.35 微米至 14nm 及以下，2024 年全年公司在上海、北京、天津和深圳的多个 8 英寸和 12 英寸的生产基地合计产能达到 800 多万片晶圆（折合 8 英寸）。2024 年中芯国际在全球的市场份额上升至 6%，全球排名第三，国内排名第一。2024 年公司营收为 577.96 亿元，同比增长 27.72%，下游需求旺盛，12 英寸先进制程产能供不应求。25H1 公司销售收入 319.01 亿元，同比增长 21.44%，归母净利润 22.94 亿元，同比增长 39.37%。行业呈寡头垄断格局，国产替代空间广阔。2024 年全球半导体行业呈复苏态势，AI、国补换机潮等驱动需求回暖，2025M5 全球半导体销售额为 589.8 亿美元，同比增长 27%，中国半导体销售额为 170.8 亿美元，同比增长 21%，晶圆代工行业与半导体行业的景气程度紧密相关，有望受益本轮 AI 资本开支增加带来的新周期。24Q4 全球晶圆代工行业呈高度集中态势，CR5 超过 90%，形成寡头垄断格局，24Q4 台积电市占率达 67%，头部厂商优势稳固，景气度较高的先进制程产能仍主要

掌握在中国台湾地区。近年来，中芯国际等中国大陆晶圆厂加速技术突破与产能扩张，资本开支持续加大，自主可控空间有望进一步打开。公司持续高投入扩产，2025 年资本开支约 543.47 亿元。中芯国际制程技术持续迭代，具备国际竞争力，已实现从 90nm 到 14nm 的量产，N+1 工艺接近 7nm 水平，广泛应用于 AI、物联网等领域。公司专注成熟制程研发，推进 28nm、55nm 等平台量产，满足多元场景需求。公司拥有 3 条 8 英寸与 7 条 12 英寸产线，2024 年产能利用率达 85.6%，公司将持续保持每年 5 万片 12 英寸产能扩张节奏。资本开支方面，2024 年达 543.47 亿元，预计 2025 年同比持平，扩产集中于高附加值 12 英寸产线，强化一站式集成电路解决方案能力。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 671.96/780.62/896.06 亿元，归母净利润分别为 51.8/61.58/72.07 亿元，当前股价对应 P/B 为 6.0/5.7/5.5。可比公司 2025-2027 年平均 P/B 估值达 2.9/2.7/2.6。考虑到公司作为国内第一大晶圆代工厂，且率先实现 28nm 以下制程节点量产，并加大扩产 14nm 以下先进制程产能，公司在 7nm 及以下先进制程处于领先地位，具备稀缺性。随着 AI 对算力需求不断增大，高端芯片需求持续提升，公司在先进制程方面产能规模及工艺研发等具有优势，未来行业头部效应将愈加明显。首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：研发与技术升级迭代风险，技术人才短缺或流失风险，供应链风险

（证券分析师：陈海进）

科顺股份（300737）：2025 年中报点评：收入端仍然承压，毛利率和经营质量有所改善

投资要点 事件：公司发布 2025 年半年报。2025H1 公司实现营收 32.2 亿元，同比-7.23%；归母净利 0.47 亿元，同比-49.98%。其中，Q2 公司实现营收 18.25 亿元，同比-8.1%；归母净利 645 万元，同比-84.32%。需求承压、竞争加剧，控制风险致公司收入下滑。分产品看，2025H1 公司防水卷材/防水涂料/防水工程施工分别实现收入 16.46/8.73/5.57 亿元，同比分别-9.79%/-9.15%/+2.36%，防水卷材和防水涂料业务收入依然承压，主要受到地产景气下行压力下项目需求减少，同时公司主动调整业务结构和加强客户风险前置管理的影响。毛利率同比改善，期间费用率有所提高，信用减值影响利润表现。2025H1 公司销售毛利率 24.68%，同比变动+1.23pct，主要系公司持续优化收入及产品结构，开发高端市场和优质项目，同时加大降本增效力度。分产品看，2025H1 公司防水卷材/防水涂料/防水工程施工毛利率分别为 22.89%/38.15%/7.67%，同比分别变动+1.87/+4.22/-6.11pct。期间费用率方面，2025H1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比变动+0.3/+0.61/+0.53/-0.69pct，受到收入下降、费用摊薄效应较弱影响，期间费用率有所提高。2025H1 公司信用减值损失-1.38 亿元，上年同期为-1.27 亿元，受到地产风险客户应收款账龄拉长导致按账龄组合计提增加所致。经营活动现金流同比改善。2025H1 公司经营活动产生的现金流量净额为-5.61 亿元，上年同期为-14.3 亿元，经营性现金流有所改善，主要系公司收现比有所提升，同时公司优化供应商付款方式、减少采购支出所致。公司中期拟每 10 股派发现金股利 0.5 元（含税），分红率 118%。盈利预测与投资评级：公司作为防水头部企业，在行业下行压力下积极调整优化渠道和客户结构，同时降本增效和风险管控，提升经营质量和盈利能力，公司年中进行了部分渠道和产品的提价，预计有望对下半年的盈利修复产生积极影响；另外公司积极探索第二增长曲线，公告与专业投资机构设立产业并购基金，主要投资于新材料、新科技等领域，推动公司转型升级。考虑到

信用减值损失的影响,我们调整公司 2025-2026 年并新增 2027 年归母净利润预测为 1.68/2.73/3.26 亿元 (2025-2026 年前值为 3.18/4.86 亿元),对应 PE 分别为 34X/21X/18X。考虑到地产需求降幅有望收窄及公司主动调价和调整渠道结构,公司盈利能力和经营质量有望改善,维持公司评级为“增持”评级。风险提示:下游房地产行业波动的风险;原材料价格剧烈波动的风险;行业竞争加剧风险;计提大额信用减值损失的风险。

(证券分析师:黄诗涛 证券分析师:房大磊)

东鹏控股 (003012): 2025 年中报点评: 瓷砖零售渠道逆势增长, 经营质量稳步提升

投资要点 事件: 公司发布 2025 年半年报。2025H1 公司实现营收 29.34 亿元, 同比-5.18%; 归母净利 2.19 亿元, 同比+3.85%。其中, Q2 公司实现营收 19.39 亿元, 同比-6.86%; 归母净利 2.49 亿元, 同比+12.18%。行业需求承压, 零售渠道收入逆势增长。面对行业需求承压、竞争有所加剧的情况, 25H1 公司持续优化渠道结构, 深耕零售、整装等渠道, 在整体收入有所下滑之下, 瓷砖大零售渠道收入同比增长 5.94%, 整装渠道也在体系化运营下有所突破。分产品看, 2025H1 公司有釉砖/无釉砖/卫生陶瓷/卫浴产品分别实现营收 24.57/0.28/2.0/1.72 亿元, 同比分别-1.97%/-61.32%/-15.87%/-13.69%, 上半年市场需求压力较大, 各品类业务收入同比均有所下降。分区域看, 公司华南地区收入同比增长 10.66%, 其他区域均有不同程度下降, 进一步巩固在优势地区的市场份额。毛利率保持平稳, 期间费用率有所压减。2025H1 公司实现毛利率 30.33%, 较上年同期下降了 0.25pct, 分业务来看瓷砖业务实现毛利率 31.48%, 同比变动-0.48pct; 洁具业务毛利率 22.41%, 同比变动+0.75pct。期间费用率方面, 2025H1 公司继续加强费用管控, 在收入同比下降情况下, 销售与管理费用率同比下降 1.60 个 pct, 期间费用有所压缩。经营性现金流同比改善, 经营质量稳步提升。2025H1 公司经营活动产生的现金流量净额 4.37 亿元, 同比+92.99%, 主要系本期费用减少和贷款支付减少所致。2025H1 公司应收账款周转率同比有所提升, 存货周转保持平稳; 期末公司资产负债率 34.11%, 较上年末降低 2.18pct。盈利预测与投资评级: 公司是国内瓷砖卫浴领军企业, 在行业需求承压、竞争压力加大之下, 通过渠道深耕、精益运营和降本增效, 增强体系化运营能力, 上半年渠道优化效果已经显现, 期待盈利能力进一步修复和改善。考虑到行业需求较弱且竞争压力, 我们调整公司 2025-2026 年并新增 2027 年归母净利润预测为 4.39/5.38/5.96 亿元 (2025-2026 年前值为 6.40/7.22 亿元), 对应 PE 分别为 19X/15X/14X, 考虑到公司在零售渠道优化、店销提升等方面的调整效果已经显现, 预计公司盈利能力有望持续改善, 维持“增持”评级。风险提示: 市场竞争加剧风险、原材料及能源价格大幅波动风险、下游需求波动风险。

(证券分析师:黄诗涛 证券分析师:房大磊)

冀东水泥 (000401): 2025 年中报点评: 上半年大幅减亏, 核心市场战略布局进一步强化

投资要点 事件: 公司披露 2025 年中报, 上半年实现营业总收入 117.61 亿元, 同比+4.8%, 实现归母净利润-1.54 亿元, 同比减亏 80.9%; 其中 Q2 单季实现营业总收入 78.58 亿元, 同比-0.3%, 实现归母净利润 7.19 亿元, 同比+153.3%。核心市场稳价复价成效良好, Q2 盈利大幅改善。(1) 公司上半年实现水泥及熟料综合销量 3738 万吨, 同比-2%, 降幅较 2024 年明显收窄; 测算吨均价/吨毛利分别为 246 元/51 元, 分别同比+4 元/+26 元, 主要得益于行业供给自律强化, 错峰

成效优化，华北、东北等核心市场在 2024 年下半年价格回升的基础上实现了稳价提价，吨成本下降主要因煤价的下降以及公司成本管控加强。（2）骨料、危废固废处置业务受行业产能释放、需求不足影响承压，上半年分别实现营收 7.54 亿元/3.65 亿元，同比分别+3%/-19%，实现毛利率分别为 41.3%/27.6%，同比分别-9.3pct/+0.3pct。（3）公司 Q2 实现毛利率 26.4%，同比+5.8pct，且高于 2024Q3 的 24.8%，反映核心市场价格维护良好，盈利进一步修复。费用控制较好，现金流显著改善，负债率略有上升。（1）公司上半年单吨水泥及熟料销量对应期间费用 62.5 元，同比+1.3 元，主要是销量减少导致单位固定费用上升所致。公司期间费用总额基本稳定，其中财务费用同比-15%。我们测算上半年单吨水泥及熟料对应净利-5 元，同比少亏 19 元。（2）公司上半年经营活动产生的现金流量净额为 12.87 亿元，同比+55%，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 5.92 亿元，同比-3%，资本开支持续控制。（3）截至二季度末，公司资产负债率/带息债务余额分别为 50.96%/206.53 亿元，同比增加 0.70pct/减少 3.13 亿元。战略布局优化收获成果，泛东北市场实力进一步巩固。泛华北、东北市场长期属于国内盈利洼地，但去年以来盈利显著改善反映区域内部行业自律强化的持续性以及公司市场掌控力的增强，公司上半年完成辽宁恒威水泥及其关联企业股权的收购，进一步巩固其在泛东北市场的话语权和影响力，通过外部并购、界内增储等方式，新增矿山资源储量 2.93 亿吨。中长期来看，“反内卷”导向强化下行业自律有望进一步强化，而碳市场等政策也有望在中长期持续增强供给约束，以东北为代表的北方区域在过去经历持续亏损后有望迎来格局进一步优化整合，区域盈利中枢有望进一步提升。盈利预测与投资评级：公司作为北方区域水泥龙头，内部强化降本增效，外部推动行业生态优化，推动重点市场战略整合、矿山增储、“水泥+”产业布局以及海外产能布局，叠加行业自律持续强化，公司业绩有望持续改善，公司也实施了限制性股票激励计划，健全了长期激励机制。基于公司核心区域行业自律保持较好，但行业需求仍然承压，我们下调 2025-2026 年归母净利润预测至 2.7/5.9 亿元（2025-2026 前值为 3.6/6.9 亿元），新增 2027 年预测值为 8.8 亿元，维持“增持”评级。风险提示：水泥需求超预期下行、北方市场格局改善不及预期的风险。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：石峰源）

黑芝麻智能（02533.HK）：2025 年中期业绩公告点评：智驾逐渐量产兑现，新场景持续突破

投资要点 事件：公司发布 2025 年半年报。2025H1 公司实现收入 2.5 亿元，同比+40.4%；毛利率同比-25.2pct 至 24.8%；经调整净利润-5.5 亿元，同比减亏 8.9%。公司业绩符合预期。自动驾驶业务推进，多款芯片快速进展。2025H1 辅助驾驶产品及解决方案收入同比+41.6%至 2.37 亿元，增长主要来自量产车型增多、商用车渗透率提升及获客能力增强。芯片方面，基于 A1000 系列的方案在吉利银河 E8、星耀 8、东风奕派 007/008 等车型持续量产出货；自研功能实现车位到车位（P2P）跨高速/城际/城区的连续导航辅助。C1200 系列的高速领航、城区记忆领航与记忆泊车已在多城完成测试，即将在多家新能源头部客户项目量产部署，并推出“安全智能底座”架构以支持算力拓展与模块化升级。A2000 系列正进行方案开发验证，包含基于 Transformer 的大模型算法，覆盖 VLA 与端到端驾驶，目标在年内与头部车企达成定点及量产合作。公司多款高端芯片进展迅速，有望带动收入增长与毛利结构改善。深化头部车企合作，加速海外定点与交付。公司持续深化与吉利、比亚迪、东风、一汽等头部客户合作，

上半年新增多款国内与海外车型定点，海外定点车型及数量创历史新高。公司预计基于自家芯片的多款车型自 2025 年下半年起在海外销售，相关出货已陆续启动，并预期获取更多头部车企的新车型定点与量产。随着海外定点车型陆续进入销售周期、国内新增定点持续落地，预计公司订单与交付节奏将加快。应用场景持续丰富，机器人与低速 L4 等非乘用车场景推进。机器人领域，公司正开发基于 C1200 的“运动小脑”和基于 A2000 的“具身大脑”，已与头部足式机器人企业达成战略合作，并通过参投共同开发多模态感知算力模组。无人物流小车方面，基于自研芯片与激光视觉一体传感器的多模态端到端大模型 L4 系统已在港口/园区等封闭场景持续出货。智能影像解决方案将 AI Depth、Portrait Dynamic Fusion 等算法落地，并在 AI 眼镜等新形态产品实现商业化。机器人与低速 L4 等非乘用车场景规模化落地叠加智能影像在新形态终端的商业化扩张，有望形成第二增长曲线并增强业务韧性。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025/2026/2027 年收入 8.8/14.3/19.2 亿元的预期，2025 年 9 月 2 日收盘价对应 2025/2026/2027 年 PS 分别为 12.4/7.7/5.7 倍，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧，研发投入与回报的不确定性，供应链风险。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：黄细里

证券分析师：李博韦 研究助理：孙仁昊）

天齐锂业（002466）：2025 半年报点评：矿端持续扩张，下半年盈利将进一步改善

投资要点 25H1 业绩符合预期。公司 25H1 营收 48.3 亿元，同-24.7%，归母净利润 0.8 亿元，同+101.6%，毛利率 39.7%，同-12.1pct；其中 25Q2 营收 22.5 亿元，同环比-41.4%/-13%，归母净利润-0.2 亿元，同环比-98.5%/-119%，毛利率 34.5%，同环比-19.7/-9.9pct。

格林布什：25H1 矿价下跌，成本优势显著，化学级三号工厂将于年底完工。销量端，25H1 格林布什精矿销量 77.8 万吨，同增 9%，其中 Q2 销量 41.2 万吨，环增 13%，同减 22%。格林布什 26 财年产量指引 150-165 万吨，化学级三号工厂 52 万吨将于 25 年 12 月完工，总产能将达 214 万吨。盈利方面，文菲尔德 25H1 收入 42.6 亿元，净利润 17.4 亿元，对应精矿不含税均价 0.55 万元/吨（760 美元），单吨盈利 0.22 万元（310 美元），25H1 贡献归母净利润 5.8 亿元。

锂盐端 25 年销量预计同比持平，奎纳纳有望持续减亏。25H1 公司未采用代加工方式，锂盐产能合计 9.16 万吨/年，7 月底江苏张家港 3 万吨氢氧化锂项目竣工，进入联动试车阶段。我们预计 25 年公司锂盐出货 10 万吨左右，同比基本持平。盈利端，25H1 锂盐收入 24 亿元，同减 36%，毛利率 26%，同减 17pct，下半年锂价中枢上移，盈利有望大幅好转；其中奎纳纳上半年 EBITDA 亏损 4840 万澳元（2.2 亿元），25H1 已初步达到目标运行 50%以上，后续产能利用率持续提升有望实现扭亏。

上半年 SQM 贡献稳定投资收益，下半年销量增加投资收益有望显著提升。25H1 SQM 锂盐销量 10.8 万吨，同增 13%，其中智利锂盐 10.4 万吨，Holland 项目 4000 吨；Q2 锂盐销量 5.3 万吨，同增 2%，环减 3%。SQM 预计 25 年智利盐湖锂盐销量同增 10%，约 22 万吨，Holland 项目全年销售指引上调至 2 万吨 LCE，25 年锂盐总销量将达 24 万吨，同增近 20%。25H1 SQM 营收 149 亿元，净利润 16.2 亿元，确认投资收益 2.35 亿元，下半年销量将显著增加，我们预计投资收益进一步提升。

25H1 澳元走强导致汇兑收益大幅提升。公司 25H1 费用率 0.5%，同-8pct，其中 Q2 费用率-8.6%，同环比-12.7/-16.9pct，主要系 25 年以来澳元持续走强，导致 25H1 汇兑收益大幅提升至 4.9 亿元；

25H1 经营性净现金流 18.2 亿元，同-18.6%，其中 Q2 经营性现金流 8.7 亿元，同环比+196%/-8.7%；25H1 资本开支 18.1 亿元，同-25.5%，其中 Q2 资本开支 9.2 亿元，同环比-20.5%/+4.2%；25H1 末存货 25.5 亿元，较年初+11.2%。盈利预测与投资评级：考虑上半年锂价深跌，且当前锂价仍位于底部区间，我们下调 2025-2027 年归母净利润至 4.5/8.6/14.4 亿元（原预期 16.2/18.6/24.0 亿元），同比 +106%/+93%/+67%，对应 114x/59x/35x PE，考虑公司资源禀赋优异，成本优势显著，锂盐盈利将进一步改善，维持“买入”评级。风险提示：产能释放不及预期，需求不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
研究助理：胡锦芸）

焦点科技（002315）：2025 年半年报业绩点评：主业现金回款增速持续加速，未来财报业绩增速有望保持上行态势

投资要点 事件：2Q25 营收 4.76 亿，同比增长 16.32%；归母净利润 1.83 亿，同比增长 16.44%。向全体股东每 10 股派发现金红利 6 元。公司主业稳健增长，AI 业务收入保持高速增长：中国制造网上半年收入增速为 17.14%，AI 业务的收入达到了 0.22 亿元，收入增速达到了 92.4%；配套业务持续收缩减亏，其中新一站保险收入同比下滑 11.61%，跨境业务收入增速为 5.81%。公司毛利率同比下降 0.62PCT，主要由于买量增长所致。销售费用率、管理费用率和研发费用率同比分别降低 3.28PCT、4.35PCT 和 4.15PCT，整体净利率提升 0.26PCT。主业现金回款增速持续加速，未来财报收入利润增速有望保持上行态势：2Q25 中国制造网销售产品、提供服务的现金回款增速达到 26.26%，而 2024H1 和 2024H2 此指标的同比增长 6.43%和 17.76%，公司卖家现金回款持续加速，伴随着收入的逐渐确认，未来业绩有望因此保持加速态势。中国制造网收费会员数为 28699 位，相比 2024Q2 增加 2966 位，同比增长 11.53%；相比 2025Q1 增加 581 位，环比增长 2.07%。购买 AI 麦可的会员累计超过 13,000 位，相比 25Q1 增长 2000 位。买家流量大幅提升，未来有望带动卖家回款增速的增长：2025 年上半年，中国制造网积极开展一系列流量优化举措。通过网站性能升级、多语站点深度优化、网站图文质量分阶段提升以及流量策略优化等手段，成功实现整站流量同比增长 35%。重点新兴市场区域更是表现亮眼，中东上半年流量同比增幅达 45%，南美洲上半年流量同比增长 43%，欧洲上半年流量同比攀升 41%，南亚地区上半年流量同比增长 39%，非洲地区上半年流量同比增幅为 35%。除区域流量增长外，中国制造网针对不同行业的流量增速也进行了重点优化，机械制造、计算机产品、医药卫生、运动健身等行业在平台上的流量增长迅猛，提升了交易达成的可能性。买家流量的大幅提升将会传导至卖家付费的加强。盈利预测与投资评级：由于公司业绩持续上行，但发布股权激励将产生股权激励费用，2025-2027 年股权激励费用分别为 0.60/1.14/0.56 亿元，因此我们将公司 2025-2027 年的归母净利润盈利预测由 5.57/6.79/7.85 亿元调整为 5.33/6.40/7.93 亿元，2025-2027 年现价对应 PE 为 31.32/26.09/21.06 倍。我们认为公司是被低估的数字经济平台龙头，有望受益于“科技赋能+SaaS 模式+政策利好”三大优势，迎来加速增长，维持“买入”评级。风险提示：市场需求波动和国际贸易环境变化；跨境经营和交易监管风险；行业竞争加剧

（证券分析师：张良卫 证券分析师：张家琦
证券分析师：戴晨）

赤子城科技（09911.HK）：2025 年上半年财报点评：社交业务强劲，

毛利率显著提升

投资要点 事件：赤子城科技发布 2025 年上半年中期业绩报告。2025 年上半年，公司实现总收入同比增长 40.0%至 31.8 亿元（人民币，下同），期内利润同比增长 30.8%至 5.1 亿元，归母净利润同比大幅增长 117.8%至 4.9 亿元，经调整 EBITDA 同比增长 44.0%至 6.5 亿元。业绩的强劲增长主要得益于社交业务的稳固发展和创新业务的加速增长。社交业务强劲发展，创新业务增长提速，毛利率显著提升：1）社交业务作为公司基本盘，25H1 收入同比增长 37.0%至 28.3 亿元。公司持续推进“产品复制+国家复制”策略，25H1 核心产品在中东北非市场的收入同比增长超过 60%。旗下产品矩阵表现出色，其中 1V1 社交平台 SUGO 和游戏社交平台 TopTop 在 25H1 收入同比增长均超 100%，且 SUGO 利润同比提升超 150%，TopTop 利润同比提升超 100%。2）创新业务的第二增长曲线愈发清晰，25H1 收入达人民币 3.47 亿元，同比增 70.5%。增长主要来源于精品游戏业务进入长线运营和盈利回收期，以及社交电商业务（荷尔健康）的快速发展。3）2025H1 公司整体毛利率同比提升 5.6pct 至 55.8%。主要得益于组织架构升级带来的资源配置优化和经营效率提高。其中，25H1 社交业务毛利率同比提升 4pct 至 53.6%；25H1 创新业务毛利率大幅提升 18.4pct 至 73.7%，得益于流量变现业务、社交电商业务的稳步发展一级集团自研精品游戏带来的贡献。AI 技术深度赋能，研发与市场投入加大：1）AI 赋能业务：公司不断深化 AI 技术在业务中的应用。自研多模态算法模型 Boomiix 持续升级，在提升社交匹配效率、运营智能化方面效果显著。同时，公司内部广泛应用 AIGC 工具，大幅提升设计等环节的效率。2）费用开支：为推广社交业务及拓展新市场，25H1 销售及市场推广开支同比增加 108.0%至 10.0 亿元，费用率同比提升 10pct 至 32%。25H1 研发开支保持平稳，同比微增 2.3%至 1.7 亿元，费用率同比下降 1.9pct 至 5.3%。25H1 一般及行政开支同比增加 15.2%至 1.2 亿元，费用率同比下降 0.9pct 至 3.8%。盈利预测与投资评级：我们认为，继续深化社交产品组合的多元化策略，有助于公司巩固在中东北非等优势市场的领先地位。同时，精品游戏和社交电商等创新业务是值得期待的第二增长曲线。我们认为，公司“社交+创新”双轮驱动的业务模式清晰，全球化和本地化运营能力是其核心壁垒。AI 技术的深度应用有望持续优化公司运营效率和用户体验，带来长期价值。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测为 9.5/12.5/15.3 亿元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 分比为 16/12/10 倍；维持“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧的风险，海外市场扩张的不确定性，监管风险。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖
证券分析师：张文雨）

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>