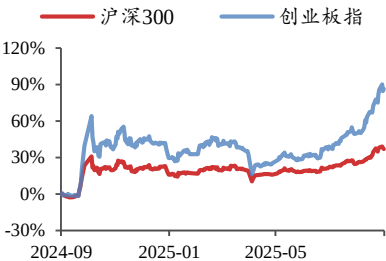


2025 年 09 月 04 日

开源晨会 0904

——晨会纪要

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
综合	1.642
通信	1.606
电力设备	1.436
医药生物	-0.051
传媒	-0.154

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
国防军工	-5.83
非银金融	-3.054
计算机	-2.714
商贸零售	-2.483
美容护理	-2.245

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号：S0790521070001

观点精粹

总量视角

【宏观经济】人民币汇率或将迎震荡升值——宏观经济点评-20250903

【策略】居民参与股市的生态变化：ETF——投资策略专题-20250903

行业公司

【电力设备与新能源】光伏反内卷深度：反内卷持续深化，关注贝塔修复——行业深度报告-20250903

【化工】2025H1 化工板块增收减利，固定资产投资完成额同比下降——行业点评报告-20250903

【医药：阳光诺和(688621.SH)】2025Q2 业绩迎来拐点，创新管线即将步入收获期——公司信息更新报告-20250903

【医药：昊帆生物(301393.SZ)】下游需求强劲，新产能陆续释放突破供给瓶颈——公司信息更新报告-20250903

【医药：奥锐特(605116.SH)】2025 上半年业绩较快增长，多肽原料药快速放量——公司信息更新报告-20250903

【食品饮料：山西汾酒(600809.SH)】整体稳健，结构下移——公司信息更新报告-20250903

【食品饮料：五粮液(000858.SZ)】增长承压，又到量价平衡关键节点——公司信息更新报告-20250903

【医药：博瑞医药(688166.SH)】2025 上半年业绩有所波动，减重降糖新药进展顺利——公司信息更新报告-20250903

【非银金融：国联民生(601456.SH)】并表民生证券，收入跨越式提升——国联民生 2025 中报点评-20250903

【煤炭开采：山煤国际(600546.SH)】Q2 业绩环比大幅改善，关注高分红价值——公司信息更新报告-20250903

【非银金融：兴业证券(601377.SH)】业绩改善，经纪与自营投资收益同比高增——兴业证券 2025 中报点评-20250903

【煤炭开采：广汇能源(600256.SH)】煤价下滑致业绩承压，关注煤矿和煤化工成长——公司信息更新报告-20250903

【煤炭开采：平煤股份(601666.SH)】煤价下跌致业绩承压，新疆布局和回购提振信心——公司信息更新报告-20250903

【商贸零售：迪阿股份(301177.SZ)】2025H1 经营端企稳恢复，渠道优化初见成效——公司信息更新报告-20250902

【非银金融：财通证券(601108.SH)】中报零售经纪收入同比高增，Q2 自营投资改善明显——财通证券 2025 中报点评-20250902

【地产建筑：大悦城(000031.SZ)】新开南昌、深圳两座商场，购物中心销售额高增——公司信息更新报告-20250902

研报摘要

总量研究

【宏观经济】人民币汇率或将迎震荡升值——宏观经济点评-20250903

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 潘伟桢（分析师）证书编号：S0790524040006

事件：8月以来人民币兑美元汇率出现较为明显的升值，随着A股市场的升温，汇率波动逐渐引发关注，后续汇率的走势可能对市场带来一定程度的影响。

人民币汇率近期升值或属于“补涨”

1.美元指数偏弱运行下，人民币汇率近期升值或属于“补涨”。在特朗普就职后，随着其一系列政策的快速推出，特别是对等关税对全球市场信心造成了显著冲击，美元指数在2025年前8个月贬值约10%，而人民币兑美元汇率同期升值幅度仅约2.3%。从更加综合的CFETS人民币汇率指数看，该指数在2025年1-6月下跌约6%，但6月后已触底回升至96.57，升值幅度超过同期人民币兑美元汇率。与此同时，人民币兑美元中间价也逐渐下调，有利于在岸人民币汇率向升值方向波动。总的看，人民币汇率近期升值在偏弱美元环境下或属于“补涨”。

2.国内权益市场升温，叠加美联储偏鸽派表态，或是当前人民币汇率上涨的关键触发因素。如前所述，虽然人民币汇率近期“补涨”，但结合8月制造业PMI仍弱于季节性来看，国内经济基本面的边际回暖或不是人民币近期“补涨”的驱动因素。其关键或在于两点：一是8月以来国内权益市场逐渐升温，主要指数均录得较大涨幅，客观上会吸引部分海外资金及出口企业结汇资金进入，带动外汇市场上人民币供需发生变化；二是在8月JacksonHole会议上，美联储主席鲍威尔表态偏鸽派，显示美联储大概率在9月会降息25bp，对美元指数产生了一定的抑制作用，人民币汇率的外部环境相对稳定。此外夏季一般是港股分红的最后高峰，且近期中美利差略有收窄，或共同触发了近期人民币汇率的上行。

人民币或有望震荡升值，但波动或也将放大

1.美元指数偏弱态势或将延续。虽然当前美国经济整体尚有韧性，但从7月非农就业数据来看，其下行压力已有显现，叠加通胀上行斜率尚不确定，美联储9月若降息，更多的或是为美国经济托底。相较之下，8月欧元区制造业录得50.7%，较7月上升0.9个百分点，德国制造业PMI也持续上行，欧元区经济表现相对较好。此外，近期特朗普频繁施压美联储，甚至开除美联储理事，动摇美联储独立性，削弱了市场对美元的信心，因此后续美元或保持相对偏弱态势。

2.人民币汇率后续或仍偏升值，但短期或有震荡。如前所述，偏弱美元下人民币汇率的外部环境或相对有利。此外，2025年1-7月我国出口韧性较足，累积了近7000亿美元的贸易顺差，但平均结汇率仅为52.75%，低于2018年来均值。参考2024年9月国内股市上涨带动结汇率快速提升至62.23%，若国内权益市场持续有所表现，叠加季节性因素，有望促使部分企业选择结汇，提升结汇率，对人民币需求形成支撑，因此人民币汇率后续或仍偏升值。但短期来看，由于海外主要国家的经济及政策不确定性较大，特别是日本政局在参议院选举后较为动荡，可能会对美元指数形成一定支撑，人民币汇率短期或面临一定程度的震荡。

3.人民币汇率长期取决于国内经济的表现，不宜高估短期内升值的斜率与幅度，且波动也有可能放大。中长期来看，后续人民币汇率的反弹高度及持久性仍取决于国内经济的修复情况。但若短期内出口企业的预期集体转向，引发集中换汇，导致人民币短期快速升值，我们认为央行或将进行一定程度的引导。一则中美之间的关税税率仍高，人民币汇率的快速升值并不利于我国企业的后续出口；二则对央行而言，其汇率政策目标之一是维持人民币汇率的弹性，防范汇率的超调风险，汇率的快速升贬值均不可取，因此不宜高估短期人民币升值的斜率与幅度。且在此过程中，人民币汇率的波动可能会进一步放大。

风险提示：美国经济衰退超预期，美国关税政策超预期升级。

【策略】居民参与股市的生态变化：ETF——投资策略专题-20250903

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002

6月以来，非宽基ETF规模快速扩张

6月以来，非宽基型ETF的规模快速扩张，6-8月净流入达到2279亿元。本轮牛市行情的重要拐点发生在6月，我们统计自6月以来的ETF数据发现：

（1）居民青睐的三类ETF：主题型ETF、行业型ETF、策略型ETF得到了显著的净流入，且逐月加速，3个月总计净流入2279亿元。

（2）宽基型ETF连续3个月净赎回，净流出规模较大，达到1978亿元。

（3）宽基型ETF的特殊，导致直接看ETF净流入规模并不大，让部分投资者误以为居民资金并没有通过ETF渠道显著流入市场，但居民资金青睐的非宽基型ETF的大幅净流入从侧面印证居民资金已经在“跑步入场”。

这次居民资金入市的不同：ETF vs 主动管理 vs 自主开户

（1）本轮“牛市行情”主动管理新发规模上行乏力。历史上来看，居民资金入市的重要观测指标是主动管理基金的新发规模。过去3次居民资金大级别的入市，均具备的2大显著条件与特征：（1）银行理财、国债、货基、地产在过去6个月的收益率趋势总体下行。（2）居民需要观察到A股持续的明显赚钱效应，至少在居民资金大举入市前的4个月，上证综指和全A大幅上涨。对于中级别入市，以上条件则至少满足1条。但本轮A股这样的规律却显著的失效了：在2大居民资金大级别入市的条件均具备的当下，主动管理新发规模却上行乏力。我们认为其核心原因就是居民资金入市的方式由主动基金变成了ETF。背后有4大原因：ETF产品丰富度高、弹性高；渠道便利性高；费用低；决策成本低。

（2）部分投资者引用开户数数据来印证本轮居民资金尚未开启大举入市，我们认为这个观点忽略了居民资金入市方式的变化。部分投资者通过新开户数据测算：当前居民资金入市的幅度仅为2024年10月的38.7%（265万/685万）。我们认为居民资金入市的方式已经发生了质的变化，由于ETF具备上述4大优势，居民资金除了直接开户入市外，ETF或已成为居民资金入市的重要选择。

投资建议：（1）ETF权重股或强于微盘股；（2）选行业或将比选股更重要

（1）ETF的流入强化“龙头”风格，尤其是ETF权重股重要性提升。ETF天然偏向权重股和龙头股，微盘股则缺乏ETF产品承接，在当下的市场环境下或存在虹吸效应。因此，在本轮居民资金入市的方式发生改变后，市场风格可能更向“龙头化”趋势演变，而成长风格的β从微盘、小盘成长扩散到中大盘成长，微盘股则行情更多呈现“主题性、短期性、波动性”。

（2）行业之间的涨幅差异扩大，未来“选行业”可能比“选股”更重要。以往的“指数牛”中，主动基金会主动寻找估值洼地去填补，行业间涨幅差异有限，但本轮“指数牛”行业之间的涨幅差异显著扩大。这背后的原因也非常易于理解：①居民的投资方式改变成为ETF；②主题和行业ETF更为集中。如果ETF仍然持续作为增量资金的重要入口，行业间的分化或将会远大于历史经验值，本轮指数牛赚钱效应或更为集中化，未来“选行业”可能比“选股”更重要。

风险提示：政策超预期变动；全球流动性及地缘政治风险；定价模型失效。

行业公司**【电力设备与新能源】光伏反内卷深度：反内卷持续深化，关注贝塔修复——行业深度报告-20250903**

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001 | 周航（联系人）证书编号：S0790125050020

行业底部长期震荡

自 2020 年全球碳中和推进及光伏实现平价上网以来，在地方政策激励下产业链大幅扩产，目前硅料至组件各环节名义产能均超 1200GW，远超全球装机需求，产能严重过剩。随之价格剧烈波动，硅料从 2022 年 30 万元/吨持续下跌，至 2025 年 6 月底跌至 3.5 万元/吨，硅片、电池及组件价格也同步深跌并普遍击穿成本。2025 年二季度主产业链上市公司合计扣非净亏损仍超百亿，整体已连续 7 个季度处于亏损状态，辅材企业虽优于主链，但盈利能力仍然薄弱，全行业资产负债率攀升，财务压力显著，反内卷势在必行。

高层指导破除内卷

本轮光伏行业反内卷在自上而下引导和行业自律中持续推进。自 7 月以来相关会议密集召开，8 月 19 日由工信部等六部门联合召开光伏产业座谈会，明确规范行业竞争秩序，强化反内卷决心。当前市场方面已出现积极信号，在多晶硅环节，硅料收储方案与行业自律同步推进，7 月以来成交价持续回暖，9 月 1 日多晶硅报价进一步上调，棒状硅升至 55 元/千克，颗粒硅报价 49 元/千克。8 月 25 日华润 3GW 组件集采项目中标候选人投标价均突破 0.7 元/瓦，高于当前主流水平。

企业经营依然承压

2025 年二季度，主产业链各环节仍普遍亏损，专业化企业整体业绩优于一体化企业。电池组件部分企业经营环比改善，但整体仍未摆脱亏损。硅料、硅片环节持续深度亏损，各家企业净利率均超-10%。辅材环节盈利表现优于主链，多数企业实现不亏或微利。各细分领域市占率领先的头部企业，具备更强议价能力和盈利能力。光伏反内卷高层支持、方向明晰，已取得阶段性进展，随着需求侧价格传导机制逐步畅通，以及供给侧硅料收储计划稳步推进，行业供需结构有望迎来实质性改善。

投资建议

建议关注硅料收储进展及涨价持续性，受益标的通威股份、协鑫科技、大全能源、新特能源；建议关注具备低成本硅料优势的一体化企业，受益标的弘元绿能；建议关注超额收益兑现的 BC 技术，受益标的爱旭股份、隆基绿能；建议关注贱金属替代进展，受益标的博迁新材、帝科股份、聚和材料；建议关注具备第二增长曲线的企业，受益标的高测股份、奥特维、正泰电器、永臻股份、海优新材；建议关注格局相对较好的辅材环节优质龙头企业，受益标的福斯特、福莱特、信义光能、美畅股份。

风险提示：行业产能出清进展不及预期，政策力度不及预期，新技术导入进度不及预期。

【化工】2025H1 化工板块增收减利，固定资产投资完成额同比下降——行业点评报告-20250903

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 蒋跨越（分析师）证书编号：S0790523120001 | 徐正凤（分析师）证书编号：S0790524070005

化学原料及化学制品制造业增收减利，固定资产投资完成额同比下降

据国家统计局数据，2025 年 H1 中国化学原料及化学制品制造业营业收入 44635.9 亿元，累计同比+1.4%；利润总额 1814.6 亿元，累计同比-9%；固定资产投资完成额累计同比-1.1%。截至 2025 年 06 月 30 日，上证综指收于 3444.4 点，较期初（2025 年 01 月 01 日）的 3351.8 点上涨 2.76%；沪深 300 指数报 3936.1 点，较期初上涨 0.03%；基础化工行业指数报 3522.6 点，较期初上涨 7.38%；石油石化行业指数报 2204.6 点，较期初下跌 4.79%；CCPI（中国化工产品价格指数）报 4141 点，较期初下跌 3.85%。我们选取万华化学、华鲁恒升、巨化股份、恒力石化等化工龙头上市公司进行分析，2025H1 巨化股份、新和成、圣泉集团等归母净利润增速靠前；同时 2025H1，恒力石化、合盛硅业等龙头公司的资本性支出同比增速大幅下降。

基础化工：2025H1 增收同比增收增利，氟化工、农药等子行业盈利可观

经营情况方面，2025 年 H1，基础化工行业实现营收 11707 亿元，同比+3.5%；实现归母净利润 731.7 亿元，

同比+2.7%。2025Q2，实现营收 6108 亿元，同比+1.5%、环比+9.1%；实现归母净利润 369.4 亿元，同比-4.5%、环比+2%。盈利能力方面，2025 年 H1，基础化工行业销售毛利率 17.2%，同比+0.47pcts；归母净利率 6.3%，同比+1.25pcts。2025Q2，销售毛利率 17.2%，同比-0.11pcts、环比+0.03pcts；归母净利率 6.0%，同比-0.38pcts、环比-0.42pcts。

石油石化：2025H1 年剔除两桶油后，板块营收、利润同比下降

剔除中国石油、中国石化之后，具体情况如下：经营情况方面，2025 年 H1，石油石化行业实现营收 8893.7 亿元，同比-7.3%；实现归母净利润 818.1 亿元，同比-13.5%。2025Q2，实现营收 4444.5 亿元，同比-9.1%、环比-0.1%；实现归母净利润 376.4 亿元，同比-20.6%、环比-14.8%。盈利能力方面，2025 年 H1，石油石化行业销售毛利率 21.3%，同比+1.52pcts；归母净利率 9.2%，同比+0.96pcts。2025Q2，销售毛利率 20.6%，同比-0.58pcts、环比-1.39pcts；归母净利率 8.5%，同比-1.22pcts、环比-1.46pcts。

推荐标的及受益标的

我们看好化工行业供需格局逐步迎来改善，相关标的有望充分受益。【推荐标的】万华化学、华鲁恒升、巨化股份、恒力石化、荣盛石化、新凤鸣、桐昆股份、华峰化学、合盛硅业、龙佰集团、新和成、扬农化工、盐湖股份、博源化工、圣泉集团、蓝晓科技、卫星化学等。【受益标的】梅花生物、东方盛虹、云天化、君正集团等。

风险提示：油价大幅波动；下游需求疲软；其他风险详见倒数第二页标注 1。

【医药：阳光诺和(688621.SH)】2025Q2 业绩迎来拐点，创新管线即将步入收获期——公司信息更新报告-20250903

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 汪晋（分析师）证书编号：S0790525060003

营收稳健增长，2025Q2 业绩迎来确定性拐点

2025H1，公司实现营收 5.90 亿元，同比增长 4.87%；归母净利润 1.30 亿元，同比下滑 12.61%；扣非归母净利润 1.20 亿元，同比下滑 16.29%。单看 2025Q2，公司实现营收 3.59 亿元，同比增长 15.73%，环比增长 55.72%；归母净利润 1.00 亿元，同比增长 32.23%，环比增长 238.91%；扣非归母净利润 0.99 亿元，同比增长 30.28%，环比增长 392.32%；毛利率 54.87%，同比提升 1.8pct，环比提升 8.3pct。公司收入端稳健增长，二季度业绩迎来确定性拐点。鉴于公司将收购朗研生命，持续增厚公司业绩，我们上调 2025-2027 年盈利预测，预计归母净利润为 2.34/3.88/4.99 亿元（原预计 2.00/2.48/3.15 亿元），EPS 为 2.09/3.47/4.45 元，当前股价对应 PE 为 36.7/22.1/17.2 倍，维持“买入”评级。

“自主创新+技术转化”双轮驱动，创新药管线即将步入收获期

公司持续深化布局自研新药，在多肽、长效微球制剂、细胞治疗、小核酸以及核酸偶联药物等前沿领域均有管线布局。截至 2025 年 6 月底，公司已拥有 20 余个具有自主知识产权的 1 类新药在研管线。在研创新药项目 STC007 针对中重度瘙痒处于 II 期临床，针对镇痛的 II 期临床试验已达成预期目标并开启 III 期临床；STC008 针对肿瘤恶液质适应症处于 I 期临床，目前已完成所有患者入组；与艺妙神州合作研发的 ZM001（CD19CAR-T）针对中重度 SLE 处于 I 期临床。

临床业务快速发展，已服务多个创新药项目

2025H1，公司临床试验与生物分析服务实现营收 2.79 亿元，同比增长 29.05%。公司已搭建临床试验研发平台、数统分析平台、SMO 平台、第三方稽查平台 4 大专业平台，全国设立 19 个常驻点，已与 300 余家医院建立长期临床合作。公司通过多年的积累，已形成了丰富的创新药物及改良型新药的临床研究经验，服务范围广泛覆盖内分泌、镇痛、呼吸、肿瘤、心脑血管、泌尿系统等多个领域。

风险提示：药物生产外包服务市场需求下降，核心成员流失等。

【医药：昊帆生物(301393.SZ)】下游需求强劲，新产能陆续释放突破供给瓶颈——公司信息更新报告-20250903

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 汪晋（分析师）证书编号：S0790525060003

多肽药物下游需求持续释放，业绩增速稳健

2025H1，公司实现营收 2.70 亿元，同比增长 20.10%；归母净利润 7588 万元，同比增长 15.31%；扣非归母净利润 6200 万元，同比增长 4.58%。2025Q2，公司实现营收 1.35 亿元，同比增长 0.94%，环比下滑 0.09；归母净利润 4109 万元，同比增长 14.19%，环比增长 18.07%；扣非归母净利润 3398 万元，同比增长 1.41%，环比增长 21.31%。随着下游以司美格鲁肽、替尔泊肽为代表的 GLP-1 药物销售快速放量，需求快速释放。我们维持原盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 1.66/2.08/2.68 亿元，EPS 为 1.54/1.93/2.48 元，当前股价对应 PE 为 35.2/28.1/21.8 倍，鉴于多肽药物领域快速发展以及公司处于行业龙头地位，维持“买入”评级。

公司已覆盖海内外多家医药研发与生产企业，并积极拓展欧洲市场

公司已覆盖国内外超过 1900 家医药研发与生产企业、CRO、CDMO 公司，已与 BachemAG、LonzaAG、PolyPeptide 以及国内 CXO 龙头药明康德、凯莱英、康龙化成等企业建立长期稳定的合作关系，具有较强的品牌粘性。2025 年 1 月，公司在德国注册成立了全资子公司 HighfineBiotechGmbH，持续加大欧洲客户的联系和服务力度。

自建产能+收并购新产能，有望突破供给端瓶颈

公司自有生产基地安徽昊帆一期 350 吨项目已于 2022 年 8 月正式投产，二期 1002 吨多肽试剂及医药中间体建设项目于 2025 年 1 月取得生产许可证，目前正处于正常运行中；淮安昊帆生产基地建设项目正在进行建筑工程施工，预计 2026 年上半年可以安装生产设备。2025 年 7 月，公司预计以 1.60 亿元人民币购买杭州福斯特 100% 股份，解决产能紧张问题。随着安徽昊帆、淮安昊帆自产产能的建成及投产，以及杭州福斯特新产能投放，公司将突破供给端瓶颈，逐步实现自主生产。

风险提示：国内政策变动，核心人才流失，行业需求下降等。

【医药：奥锐特(605116.SH)】2025 上半年业绩较快增长，多肽原料药快速放量——公司信息更新报告-20250903

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 阮帅（分析师）证书编号：S0790524040007

2025 上半年较快增长，多肽原料药维持快速放量

2025 上半年公司实现收入 8.22 亿元（同比+12.50%，下文都是同比口径），归母净利润 2.35 亿元（+24.55%），扣非归母净利润 2.26 亿元（+20.94%），毛利率 60.11%（+5.42pct），净利率 28.58%（+10.73pct）。2025Q2 公司实现收入 4.20 亿元（同比+6.31%），归母净利润 1.15 亿元（+8.53%），扣非归母净利润 1.13 亿元（+7.97%），毛利率 59.51%（-0.58pct），净利率 27.50%（+2.08pct）。考虑公司多肽原料药及制剂快速放量，我们维持公司的盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 4.86/5.91/6.83 亿元，当前股价对应 PE 为 19.2/15.8/13.6 倍，考虑公司制剂业务快速放量，新制剂品种未来几年有望陆续获批，司美格鲁肽 API 有望贡献业绩增量，维持“买入”评级。

原料药板块维持较好增长，地屈孕酮片维持较快进院节奏

2025 年上半年原料药及中间体板块营业收入 6.99 亿元（+24.67%）。制剂板块核心产品为地屈孕酮片，其新增进院 1,754 家(含社区门诊),实现销售收入 0.97 亿元（+3.47%）。进出口贸易实现营业收入 0.23 亿元（-69.60%），原料药和中间体出口的国家或地区分布较广，欧洲、北美洲、南美洲和亚洲等均有涉及。

研发投入持续增长，多肽原料药及地屈孕酮复方制剂有望贡献业绩增量

2025 年上半年公司研发费用 0.72 亿元 (+9.72%)。2025 年 3 月与华东师范大学成立 AI 小核酸药物发现联合实验室，聚焦肥胖、衰老、老年痴呆等领域，开启小核酸创新药早期研究，布局长期增长赛道。扬州奥锐特，300 公斤司美格鲁肽原料药生产线已通过竣工验收，投入生产；雌二醇/雌二醇地屈孕酮复合包装片生产线项目已完成工艺验证批次生产。

风险提示：产品价格恢复及产能爬坡不及预期风险、行业政策变化风险、汇率波动风险、原材料价格波动风险等。

【食品饮料：山西汾酒(600809.SH)】整体稳健，结构下移——公司信息更新报告-20250903

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 逢晓娟（分析师）证书编号：S0790521060002 | 张恒玮（分析师）证书编号：S0790524010001

收入保持稳健发展，产品结构影响利润增速，维持“买入”评级

2025H1 实现收入 239.6 亿元，同比+5.4%；归母净利润 85.2 亿元，同比+1.1%。2025Q2 实现收入 74.4 亿元，同比+0.4%；归母净利润 18.6 亿元，同比-13.5%。考虑消费需求承压，我们下调 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年净利润分别为 122.8 (-11.7) 亿元、131.3 (-15.5) 亿元、144.2 (-14.9) 亿元，同比分别+0.3%、+6.9%、+9.8%，EPS 分别为 10.07、10.76、11.82 元，当前股价对应 PE 分别为 19.9、18.6、17.0 倍，在行业需求年轻化、追求醒酒快负担轻的趋势下，公司香型具有明显竞争优势，结合公司的产品结构、全国化市场优势，以及经销商良好的利润水平，预计未来仍有超额表现，维持“买入”评级。

汾酒系列实现正增长，省内省外稳步推进

受需求环境影响，二季度环比降速，但仍然实现了正增长，体现了公司丰富的产品结构和扎实的全国化布局带来的优势。2025H1 汾酒实现收入 233.9 亿，同比+5.8%。其他酒类 4.8 亿，同比下降 10.6%。主要是竹叶青下滑较多。省内实现收入 87.3 亿，同比+4.04%，省外实现收入 151.4 亿，同比+6.2%。

预收款和现金流表现良好，与利润表匹配度高

2025Q2 末公司合同负债 59.8 亿元，环比增加 1.6 亿元，同比增加 2.6 亿元。经销商利润水平仍然位于行业前列，回款秩序良好。2025Q2 销售收现 69.4 亿元，同比下降 6.1%，主要是给应收账款略有增加。

毛利率下降，费用率保持稳定，净利率有压力

2025Q2 公司次高端产品动销受环境影响，导致产品结构有明显下移，毛利率下降 3.2pct 至 71.9%。销售/管理/财务费用率分别-0.01/+0.08/+0.01pct，相对稳定。净利率下降 4.0pct 至 25.1%。公司过去几年净利率大幅提升，未来面对需求下降，净利率预计提升幅度放缓或者有小幅度下降。

风险提示：宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等。

【食品饮料：五粮液(000858.SZ)】增长承压，又到量价平衡关键节点——公司信息更新报告-20250903

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 逢晓娟（分析师）证书编号：S0790521060002

收入增长承压，下半年继续控量挺价，维持“买入”评级

公司 2025H1 实现收入 527.7 亿元，同比+4.2%，归母净利润 195.0 亿元，同比+2.28%。Q2 营业总收入 158.3 亿元，同比+0.1%，归母净利润 46.3 亿元，同比-7.6%。收入业绩符合预期。我们维持 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年净利润分别为 320.3、328.6、343.8 亿元，同比分别+0.5%、+2.6%、+4.6%，EPS 分别为 8.25、8.47、8.86 元，当前股价对应 PE 分别为 15.6、15.2、14.5 倍，公司年初对普五控量挺价，力争改善经销商利润，但 5 月份政策影响下效果一般，下半年公司普五继续控量，但会明显加大 1618 和低度五粮液的投入力度，积极抢占竞品份额，预计能对全年收入有明显拉动作用。此外，公司承诺 2024-2026 年度公司每年度现金分红总额占当年归母

净利润的比例不低于 70%，且分红总额不低于 200 亿元，股息率达 4%，具有较高配置价值，维持“买入”评级。

五粮液产品和系列酒产品均有压力，以价换量明显

2025H1 五粮液产品 410 亿元，同比+4.6%，其中销量/吨价同比分别+12.8%/-7.3%，上半年经典五粮液严格控量，较低价位五粮液产品增长较快，影响整体结构。其他酒产品收入 81.2 亿元，同比+2.7%，其中销量/吨价同比+58.8%/-35.3%。

销售收现与收入吻合，合同负债维持较高水平

2025Q2 末合同负债余额 100.8 亿元，同比增长 19.2 亿元，环比减少 0.9 亿；Q2 收现 312.33 亿元、同增 12.03%，主要系 2025 年初对现金回款给予激励，导致经销商年初现金回款比例较高。

毛利率下降，费用率提升，盈利能力受影响

2025Q2 毛利率为 74.69%，同比-0.32pct，主要是产品均价下降明显。Q2 销售费用率同比+1.54pct，主要是市场竞争加大，促销费用明显增加。Q2 归母净利率为 29.26%，同比-2.43pct。

风险提示：宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等。

【医药：博瑞医药(688166.SH)】2025 上半年业绩有所波动，减重降糖新药进展顺利——公司信息更新报告-20250903

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 阮帅（分析师）证书编号：S0790524040007

2025 上半年业绩有所波动，减重降糖新药进展顺利

2025 上半年公司实现收入 5.37 亿元（同比-18.28%，下文都是同比口径），归母净利润 1,717 万元（-83.85%），扣非归母净利润 1,436 万元（-86.35%）。2025Q2 公司实现收入 2.88 亿元（同比-9.16%），归母净利润 0.04 亿元（-90.04%），扣非归母净利润 0.06 亿元（-84.56%），毛利率 52.82%（-0.47pct），净利率 2.19%（-4.24pct）。考虑公司 BGM0504 处于临床三期，研发投入较大，我们下调 2025-2026 年盈利预测（原预测归母净利润为 2.27/2.5 亿元），新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 0.65/1.3/2.07 亿元，当前股价对应 PE 估值为 594.8/296.7/186.2 倍，考虑公司减重管线布局全面、进度较快，维持“买入”评级。

原料药及制剂业务有所下降

2025 上半年公司实现产品销售收入 4.83 亿元（-21.31%），原料药产品收入 4.07 亿元（-19.3%），其中，抗病毒类产品收入较去年同期减少 66.18%；免疫抑制类产品，受商业化需求拉动，收入较去年同期有所增长。2025 上半年公司制剂产品收入 0.76 亿元（-30.57%），主要系奥司他韦制剂需求及价格下滑所致。权益分成收入较上年同期增长 15.96%。

研发投入增加，在研项目进展较快

2025 上半年公司研发投入为 3.48 亿元（+144.07%），研发投入占营业收入的 64.83%。（1）BGM0504 注射液 2 型糖尿病和减重两项适应症国内 III 期临床试验目前已完成全部入组，处于给药和随访阶段，均正在按计划顺利推进中。（2）BGM0504 注射液减重适应症在美国开展的 USbridging 临床研究已完成，公司将根据 FDA 的建议完善 III 期临床方案并提交。（3）BGM0504 注射液降糖适应症由合作伙伴向印尼官方递交的 IND 申请已获批，三期临床研究工作已正式启动。（4）口服 BGM0504 片剂减重适应症已在中国递交 IND 申请，美国递交的 IND 申请已经获批。（5）创新药 BGM1812 注射液减重适应症已在中国和美国递交 IND 申请，口服 BGM1812 片处于临床前研究阶段。

风险提示：研发失败的风险、业绩不及预期的风险、汇率波动风险等。

【非银金融：国联民生(601456.SH)】并表民生证券，收入跨越式提升——国联民生 2025 中报点评-20250903

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 卢崑（分析师）证书编号：S0790524040002

并表民生证券，收入跨越式提升，看好协同效应

2025H1 公司营业收入/归母净利润 40.1/11.3 亿元，同比 269%/+1185%，单 Q2 归母净利润 7.5 亿元，环比+100%。年化加权平均 ROE5.0%，同比+4pct，期末杠杆率（扣客户保证金）2.93 倍，环比+0.12 倍。公司发行股份收购民生证券于 2025 年 1 月 3 日完成过户，公司收入实现跨越式增长，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 21.9/22.9/27.3 亿元，同比+451%/+5%/+19%，当前股价对应 PB1.3/1.2/1.2 倍，看好公司整合民生证券后的协同效应，维持“买入”评级。

经纪和投行收入同比高增，并表民生证券实现跨越式提升

(1) 上半年经纪业务净收入 9.05 亿，同比+224%，受益于市场交易活跃以及并表后客户增加。上半年公司新增客户数 11.76 万户，累计总客户数达 345.59 万户；金融产品销售规模（不含现金管理产品）870.20 亿元，期末金融产品保有量 314.36 亿元。基金投顾业务继续保持行业领先，业务规模持续增长，基金投顾保有规模 97.08 亿元。(2) 上半年投行净收入 5.3 亿元，同比+214%，并表民生证券带来投行能力跨越式提升，IPO 项目 3 单，承销规模 15 亿（2024H1 为 1 单，规模 0.17 亿），再融资项目 3 单，承销规模 11 亿（2024H1 为 1 单，规模 2.78 亿），债券承销发行数量 245 单，规模 740 亿（2024H1 为 81 单，规模 209 亿）。(3) 资管净收入 3.6 亿，同比+14%，公司证券资产管理业务受托资金 1984.17 亿元，同比+59%，集合资管 AUM980 亿，同比+183%。

投资收益大幅提升，权益自营跑赢沪深 300 指数

(1) 上半年投资收益（含公允价值变动损益）21 亿，同比+456%，自营投资收益率 2.5%（2024H1 为 0.8%）。权益投资围绕杠铃策略，以红利价值股配置为盾，精选成长股为矛，充分抓住第二季度以来市场的上升行情，重点配置有色、医药、军工等行业，实现了较高的投资收益，收益率大幅跑赢沪深 300 指数，预计股权衍生品低基数+市场回暖原因实现同比高增，固收整体稳健。(2) 利息净收入 0.27 亿元，利息收入/利息支出为 9.3/9.1 亿，公司两融规模 172 亿，市占率 0.93%。

风险提示：市场波动影响投资收益；整合效果具有不确定性。

【煤炭开采：山煤国际(600546.SH)】Q2 业绩环比大幅改善，关注高分红价值——公司信息更新报告-20250903

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

Q2 业绩环比大幅改善，关注高分红价值。维持“买入”评级

公司发布 2025 年中报，2025H1 公司实现营业收入 96.6 亿元，同比-31.28%；实现归母净利润 6.5 亿元，同比-49.25%；实现扣非后归母净利润 6.8 亿元，同比-50.56%。Q2 公司实现营业收入 51.6 亿元，环比+14.56%；实现归母净利润 4 亿元，环比+56.9%，实现扣非后归母净利润 4.1 亿元，环比+53.53%。考虑到公司上半年煤炭产销量，判断煤价运行趋势，我们上调 2025-2027 年公司盈利预测，预计 2025-2027 年公司实现归母净利润为 15.4/17.9/20.1 亿元（前值为 14.8/16.9/19.3 亿元），同比-32.3%/+16.3%/+12.4%；EPS 分别为 0.77/0.90/1.01 元；对应当前股价 PE 为 12.7/10.9/9.7 倍。考虑到公司产能释放进展顺利，叠加分红比例有望维持高水平，公司长期投资价值凸显。维持“买入”评级。

H1 煤炭产量同比改善，吨煤售价承压致毛利下滑

H1 煤炭产量同比改善：2025H1 公司原煤产量 1782.1 万吨，同比+15.86%，商品煤销量 1788.4 万吨，同比-14.15%，其中自产煤销量 1034.6 万吨，同比-13.19%，贸易煤销量 753.8 万吨，同比-15.43%。单季度来看，2025Q2 原煤产量 873.5 万吨，环比-3.87%，其中商品煤销量 1025.5 万吨，环比+34.44%，自产煤销量 593 万吨，环比+34.3%，贸易煤销量 432.5 万吨，环比+34.62%。吨煤售价承压：2025H1 公司吨煤售价为 519.9 元/吨，同比-21.26%，其中

自产煤吨煤价格为 556.3 元/吨，同比-18.89%，贸易煤吨煤价格为 470 元/吨，同比-24.93%；单季度来看，2025Q2 公司吨煤售价为 487.7 元/吨，环比-13.42%，其中自产煤吨煤价格为 528 元/吨，环比-11.17%，贸易煤吨煤价格为 432.4 元/吨，环比-16.93%。H1 自产煤毛利下滑：受价格下降影响，2025H1 公司吨煤毛利为 166.3 元/吨，同比-26%，其中自产煤吨煤毛利为 281.3 元/吨，同比-25.76%，贸易煤吨煤毛利为 8.4 元/吨，同比-54.62%。单季度来看，2025Q2 公司吨煤毛利为 147 元/吨，环比-23.52%，其中自产煤吨煤毛利为 250.2 元/吨，环比-22.55%，贸易煤吨煤毛利为 5.4 元/吨，环比-55.97%。

强化项目环保建设，分红比例有望维持高水平

强化项目建设环保升级：河曲露天等 5 座煤矿通过了国家一级安全生产标准化矿井初验；顺利完成所属矿井长春兴煤业矸石生态回填等环保项目，同时积极开展绿色矿山创建，2025H1 共有经坊煤业等 5 座煤矿完成现场验收，公司生态环保主要指标持续向好。高分红长期投资价值凸显：2024 年公司每股派发现金红利 0.69 元/股（含税），分红比例为 60.3%，同比+30.05pct，分红比例望维持高水平，按 2025 年 9 月 2 日收盘价计算，当前公司股息率为 7%。

风险提示：经济增速低于预期；煤炭价格下跌风险；煤炭产销量不及预期。

【非银金融：兴业证券(601377.SH)】业绩改善，经纪与自营投资收益同比高增——兴业证券 2025 中报点评-20250903

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 卢崑（分析师）证书编号：S0790524040002

业绩改善，经纪与自营投资收益同比高增

2025H1 公司营业总收入/归母净利润为 54.0/13.3 亿元，同比+29%/+41%，单二季度净利润 8 亿元，环比+58%，年化加权平均 ROE4.6%，同比+1.3pct，Q2 末权益乘数（扣客户保证金）3.66 倍，同比-0.06 倍。公司经纪与自营投资同比高增，投行、资管业务承压。考虑市场交易活跃，我们上修 2025-2027 年归母净利润至 30/40/49 亿元（调前 25/29/34），同比+39%/+33%/+23%，当前股价对应 PB 分别为 1.0/0.9/0.9 倍，公司持续深化财富管理与机构服务双轮联动发展战略，全面提升分公司区域平台综合价值，降本增效落地或逐步反映至业绩，ROE 有望回升，维持“买入”评级。

经纪业务市占率提升，投行、资管业务同比下降

（1）2025H1 经纪业务净收入 12.4 亿元，同比+34%，其中证券经纪/席位/代销分别同比+56%/-6%/+8%，主要受益于市场活跃度提升，2025H1 市场日均股票成交额 1.4 万亿，同比+61%，新开户数 1260 万，同比+33%。上半年我们测算公司股基市占率 1.29%，同比+0.02pct。公司投顾签约客户数与签约资产规模显著增长，投顾队伍转型工作持续深化。（2）投行净收入 2.2 亿元，同比-17%。上半年完成再融资项目 2 单，另有 2 单 IPO 项目已通过注册或启动发行。公司债券承销业务稳健发展，债权融资项目承销只数同比增长 20%。（3）资管业务净收入 0.8 亿元，同比-2%，期末兴证资管 AUM1135 亿元，较年初+12%。基金管理业务净收入 9.5 亿元，同比-1%，兴证全球基金营业收入/净利润 18/7 亿元，同比+19%/+18%，期末兴证全球基金非货/偏股 AUM2894/1335 亿元，较年初+7%/-1%。

利息净收入同比高增，Q2 自营收益环比高增

（1）利息净收入 8.2 亿元，同比+38%，利息收入/利息支出同比+8%/-2%，主要系其他债权投资利息收入增加及应付债券利息支出减少。期末公司融资融券期末余额 310 亿，较年初-2%。（2）投资收益（含公允价值损益）17.7 亿元，同比+49%，单二季度 11.5 亿元，环比+89%。2025H1 年化自营投资收益率 4.0%（2024H1 为 2.7%，2025Q1 为 2.7%），期末自营投资金融资产 887 亿元，与年初基本持平。

风险提示：市场波动风险；政策风险；机构业务增长不及预期。

【煤炭开采：广汇能源(600256.SH)】煤价下滑致业绩承压，关注煤矿和煤化工成长——公司信息更新报告

-20250903

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

煤价下滑致业绩承压，关注煤矿和煤化工成长，维持“买入”评级

公司发布 2025 年中报，2025H1 公司实现营业收入 157.5 亿元，同比-8.7%；实现归母净利润 8.5 亿元，同比-40.7%；实现扣非后归母净利润 8.3 亿元，同比-43.6%。单 Q2 来看，实现营业收入 68.5 亿元，环比-23.1%；实现归母净利润 1.6 亿元，环比-77%，实现扣非后归母净利润 1.3 亿元，环比-81%。综合考虑到煤炭价格下滑，我们下调 2025-2027 年公司盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 19.3/32.1/35.4 亿元（前值为 35.8/43.6/45.4 亿元），同比分别-34.8%/+65.9%/+10.5%，EPS 分别为 0.30/0.50/0.55 元，对应当前股价 PE 分别为 16.9/10.2/9.2 倍。考虑到公司煤炭&油气&煤化工新建项目有序推进，未来成长性突出，叠加高分红凸显价值，维持“买入”评级。

H1 煤炭产销量同比大增，天然气产销量下滑

煤炭板块：产销量方面，2025H1 原煤产销量 2686.9/2474.1 万吨，同比+175.1%/+84.9%，提质煤产销量 195.0/290.3 万吨，同比+11.9%/+24.7%；2025Q2 原煤产销量 1280.3/1138.3 万吨，环比-9.0%/-14.8%，提质煤产销量 97.6/157.1 万吨，环比+0.2%/+17.8%。价格方面，参照 2025H1 哈密 Q6000 动力煤坑口价平均为 498.1 元/吨，同比-17.5%，2025Q2 平均为 467.7 元/吨，环比-11.7%，煤价下滑拖累业绩。天然气板块：产销量方面，2025H1 天然气产销量为 34460/152233 万方，同比-6.0%/-30.1%，2025Q2 产销量为 17893/65698 万方，环比+8.0%/-24.1%。价格方面，2025H1 中国液化天然气市场均价为 4377 元/吨，同比+0.3%，2025Q2 为 4376 元/吨，环比-0.04%。煤化工板块：甲醇方面，2025H1 产销量为 56.4/55.2 万吨，同比-2.5%/-1.8%，2025Q2 产销量为 28.6/28.1 万吨，环比+2.9%/+3.6%；乙二醇方面，2025H1 产销量为 4.1/6.2 万吨，同比-13.6%/+77.2%；煤基油品方面，2025H1 产销量为 31.6/31.8 万吨，同比+7.8%/+4.2%，2025Q2 产销量为 15.4/15.5 万吨，环比-5.0%/-5.1%。

项目持续推进建设，有望提高分红水平

项目持续推进建设：伊吾广汇 1500 万吨/年煤炭分质分级利用示范项目已取得《备案证》等各项批复；环境影响评价和水资源论证报告具备报批条件；节能评估、安全预评价、水土保持方案正在完善报告；完成建设用地岩土工程勘察、项目场地平整施工（一标段）和监理合同签订；项目基础设计工作完成总工作量的 80%。马朗煤矿建设项目配套设施建设已基本完成；LNG2#泊位建设项目可研报告已编制完成；斋桑油气项目钻井工作加速推进，围绕 S-309H 井开展两口井的钻井及评价工作（即 S-311 和 S-312 井），达到落实储量，控层提产目标，2025 年 6 月 27 日，斋桑原油项目 S-312 井正 CCm 式启动钻井工作，目前已完成一开施工，二开阶段正有序推进，钻进深度 1660 米。有望提高分红水平：公司原则上按年进行利润分配，也可根据实际盈利情况进行中期利润分配。公司规划 2025-2027 年以现金方式累计分配的利润应当不少于该三年实现的年均可分配利润的 90%。

风险提示：经济增长不及预期；能源价格大幅下跌；新增产能进度落后等。

【煤炭开采：平煤股份(601666.SH)】煤价下跌致业绩承压，新疆布局和回购提振信心——公司信息更新报告-20250903

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

煤价下跌致业绩承压，新疆布局和回购提振信心，维持“买入”评级

公司发布 2025 年半年报，2025H1 公司实现营业收入 101.2 亿元，同比-38.0%；实现归母净利润 2.6 亿元，同比-81.5%；实现扣非归母净利润 2.8 亿元，同比-80.0%；单 Q2 看，公司实现营业收入 47.2 亿元，环比-12.6%，实现归母净利润 1.06 亿元，环比-30.1%，实现扣非归母净利润 1.06 亿元，环比-39.7%。考虑到煤价运行趋势，我们下调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 6.2/12.1/15.2 亿元（2025-2027 年前值为 13.7/18.3/26.7 亿元），同比-73.8%/+96.3%/+25.3%，EPS 为 0.25/0.49/0.61 元；当前股价对应 PE 为 31.3/16.0/12.7 倍。公司积极推进降本增效，随着新疆产能释放，公司未来成长可期，投资价值凸显，维持“买入”评级。

H1 商品煤量价齐跌，Q2 吨盈利环比改善

煤炭产销方面：2025H1 公司实现原煤产量 1453.0 万吨，同比+2.3%，实现商品煤销量 1173.7 万吨，同比-13.0%，其中自有商品煤销量 977.3 万吨，同比-15.4%。单 Q2 看，公司实现原煤产量 703.5 万吨，环比-6.1%，实现商品煤销量 542.0 万吨，环比-14.2%，其中自有商品煤销量 449.5 万吨，环比-14.8%。价格与成本方面：2025H1 平顶山主焦煤均价 1575.3 元/吨，同比-25.5%，秦港年度长协均价 682.2 元/吨，同比-3.1%。H1 公司商品煤吨煤售价为 767.3 元/吨，同比-29.4%，吨煤销售成本为 768.3 元/吨，同比-29.4%，吨煤毛利为 148.8 元/吨，同比-53.0%。单 Q2 来看，平顶山主焦煤均价 1450.8 元/吨，环比-14.9%，秦港年度长协均价 674.3 元/吨，环比-2.3%。Q2 公司商品煤综合售价为 773.0 元/吨，环比+1.4%，吨煤成本为 623.3 元/吨，环比+1.3%，吨煤毛利为 150.7 元/吨，环比+3.0%。

股份回购&新疆产能布局稳步推进，降本增效提高收益

优质资产收购：公司以 6.57 亿元现金收购乌苏四棵树煤炭 60%股权，交易已于 2025 年 1 月完成并纳入合并。乌苏四棵树煤矿是国家电投集团新疆公司的优质煤矿资产，公司通过布局新疆优质煤炭资源，以提升经营业绩。交易资金来自贷款与自有资金组合，未对现金流构成压力。汝丰炭材：汝丰炭材 120 万吨装备大型化升级改造项目预算 22 亿元，已累计投入 4.6 亿元，工程进度达 95%，预期 2025 年下半年正式投运。配套干熄焦、煤气综合利用等环保设施同步建设，符合国家超低排放要求，长期运营成本低。公司已将汝丰炭材并表核算，2025 年上半年已实现焦炭销量 48.32 万吨、收入 9.59 亿元，未来营收有望继续提升。费用端大幅压缩：公司上半年管理费用为 3.59 亿元，同比大幅下降 49.42%，主要得益于 2024 年同期十二矿停工费用集中入账及本年度人力成本优化，为净利润降幅收窄提供重要支撑。精细化管理措施已制度化，为后续煤价回升时利润弹性奠定坚实基础。股份回购：2025 年 7 月 2 日公司发布股份回购进展公告，公司通过集中竞价累计回购 1.03 亿股，占总股本 4.17%。大额回购不仅增厚每股净资产，也表明管理层对公司长期价值的信心。

风险提示：经济增速不及预期；煤价大幅下跌；资产注入进展不及预期。

【商贸零售：迪阿股份(301177.SZ)】2025H1 经营端企稳恢复，渠道优化初见成效——公司信息更新报告-20250902

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 姚慕宇（联系人）证书编号：S0790125040021

事件：公司 2025H1 营收同比+1.0%、归母净利润同比+131.6%

公司发布半年报：2025H1 实现营收 7.86 亿元（+1.0%，下同）、归母净利润 0.76 亿元（+131.6%）；单 2025Q2 实现营收 3.78 亿元（+7.5%），归母净利润 0.55 亿元（+1547.9%）。我们认为，公司持续巩固核心竞争力，坚定推动品牌全球化布局，未来业绩有望逐步修复。考虑钻石镶嵌类产品承压，我们下调 2025-2026 年盈利预测并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 1.30/2.03/2.86 亿元（2025-2026 原值为 2.68/4.00 亿元），对应 EPS 为 0.33/0.51/0.71 元，当前股价对应 PE 为 109.9/70.6/50.1 倍，维持“买入”评级。

上半年公司经营趋势企稳，销售费用率优化显著

渠道方面，2025H1 公司线下直营/线上自营/线下联营分别实现营收 5.6/1.5/0.6 亿元，同比-9.5%/+61.7%/-0.4%；产品方面，求婚钻戒/结婚对戒分别实现营收 5.9/1.7 亿元，同比-2.6%/+11.3%，求婚钻戒同比降幅收窄，结婚对戒销售企稳，或受益国内婚恋趋势边际回暖，民政部数据显示，2025 年上半年全国结婚登记对数约 353.9 万对，较 2024 年同期增加 10.9 万对。盈利能力方面，2025H1 公司综合毛利率为 65.2%（-0.7pct），其中销售/管理/财务费用率分别为 46.6%/9.4%/3.3%，同比分别-9.6pct/-0.1pct/+2.2pct，销售费用率优化显著。

渠道优化初见成效，发力布局高端黄金品牌，后续成长潜能可期

公司“品牌+渠道”双轮驱动，经营基本面逐步企稳：（1）公司坚持“精简规模、提质增效”策略，2025H1 新开/净开店 8/-35 家，截至报告期末门店总数 338 家，其中直营和联营单店收入、坪效均实现较高增长，主要系关闭低效门店减少内部分流、客流向优质门店集中；（2）发力布局高端黄金品牌，中期报告披露投资高端黄金品

牌“宫廷（北京）珠宝”股权，后续进一步运营发展可期；（3）提升产品创新能力，当前消费逻辑由“社交驱动”转向“保值需求与多场景适用性驱动”，对此公司以创新设计和专利技术研发核心产品，继续夯实竞争优势。

风险提示：竞争加剧、渠道拓展不及预期、品牌力下滑等。

【非银金融：财通证券(601108.SH)】中报零售经纪收入同比高增，Q2 自营投资改善明显——财通证券 2025 中报点评-20250902

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 卢崑（分析师）证书编号：S0790524040002

中报零售经纪收入同比高增，Q2 自营投资改善明显

2025H1 公司营业总收入/归母净利润为 29.6/10.8 亿元，同比-2%/+17%，单 Q2 归母净利润 7.9 亿元，环比+174%，年化加权平均 ROE5.88%，同比+0.6pct，Q2 末权益乘数（扣客户保证金）2.99 倍，同比-0.49 倍。收入端经纪同比+42%起到支撑，投行、资管和自营投资同比-22%/-26%/-8%，成本端业务及管理费同比-11%对净利润起积极作用。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测为 24/32/36 亿元，同比+3%/+32%/+15%。公司区位优势突出，财富管理转型持续深化，当前股价对应 PB1.0/1.0/0.9 倍，具有安全边际，维持“买入”评级。

客户基础扩大+市场交易活跃驱动零售经纪同比高增，投行、资管业务承压

（1）上半年经纪净收入 8.1 亿元，同比+42%，其中代买/席位/代销分别同比+61%/-54%/+17%，零售经纪增速良好，席位收入受降佣影响。2025H1 公司客户数同比+11%，客户资产规模同比+28%。公司持续优化算法业务，上半年实现算法交易总量同比+53%，算法业务分支机构覆盖率提升至 78%。公司金融产品保有规模较期初+5%，财赢“富”系列 FOF 产品保有规模突破 12 亿。（2）投行业务净收入 2.2 亿元，同比-22%。公司抓住监管鼓励申报窗口期，实现深交所主板 IPO 申报 1 单，新三板持续督导业务稳居省内第一。（3）资管业务净收入 6.1 亿，同比-26%，财通资管净利润 2.4 亿，同比+6%，年化 ROE15%，同比-1.73pct，期末总 AUM2965 亿，较年初+3.5%，其中集合资管收入 5.1 亿，同比+43%，集合资管 AUM744 亿元，同比-1%，较年初+10%。公募非货/偏股 AUM 为 1009/118 亿元，同比-8%/+18%。2025 上半年财通证券资管正式获批 QDII 牌照。

（永安期货、浙商资产 ROE 下降，Q2 自营投资收益明显改善

（1）2025H1 公司参股的永安期货/浙商资产净利润为 1.7/5.7 亿元，同比-45%/-14%，利润贡献 5%/10%，年化 ROE2.7%/5.1%，同比-2.3/-3.3pct。（2）投资收益（含公允价值变动损益）9.4 亿元，同比-8%，年化自营投资收益率为 3.2%（2025Q1 为 0.2%，2024H1 为 3.11%），2025Q2 自营投资收益 7.2 亿（Q1 为 0.2 亿），环比明显改善主因 Q2 债市回暖。2025H1 末自营金融资产规模 443 亿元，同比-16%，较年初-9%。

（风险提示：市场波动风险；市场竞争加剧风险；自营投资收益不及预期

【地产建筑：大悦城(000031.SZ)】新开南昌、深圳两座商场，购物中心销售额高增——公司信息更新报告-20250902

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

新开南昌、深圳两座商场，购物中心销售额高增，维持“买入”评级

大悦城发布 2025 年中期报告，公司营业收入同比有所收缩，归母净利润同比扭亏为盈，公司整体物业开发及物业投资经营情况稳健，公司以二次元业态助力持有型物业致使品牌影响力持续提升，我们维持盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为-8.3、8.7、15.2 亿元，EPS 分别为-0.19、0.20、0.36 元，当前股价对应 2026-2027 年 PE 估值分别为 15.7、9.0 倍，伴随公司地产业务逐渐企稳，业绩有望持续释放，维持“买入”评级。

营收规模有所收缩，归母净利润由负转正

2025 年上半年，公司实现营业收入 152.31 亿元，同比减少 5.29%；实现归母净利润 1.09 亿元，同比由负转正；实现扣非归母净利润 0.93 亿元，同比由负转正；实现毛利率、净利率分别为 36.35%、4.91%，同比分别+13.76pct、+4.67pct；实现经营活动现金净流量 26.87 亿元，同比增长 38.15%。截至 2025 年上半年末，公司资产负债率 75.19%，权益乘数 4.03，流动比率 1.46，速动比率 0.60。公司归母净利润同比由负转正主要系开发业务结转毛利率上升夯实利润。

持有型物业稳健发展，品牌影响力持续提升

2025 年上半年，公司实现全口径签约 86.4 亿元，签约面积 47.9 万平方米；公司购物中心实现销售额约 220 亿元，同比增长 12.2%；客流量 2 亿人次，同比增长 19.6%；平均出租率 92%。截至 2025 年上半年末，公司在营商业项目 37 个，总商业面积 387 万平方米，其中包括 24 个大悦城购物中心，总商业面积约 321 万平方米，2 个大悦汇，总商业面积约 19 万平方米；公司在建、筹备的项目 7 个，总商业面积约 70 万平方米。截至 2025 年上半年末，公司在北京、三亚拥有 4 家酒店，建筑面积 27 万平方米；在北京、天津、深圳管理 11 个长租公寓项目，建筑面积 11 万平方米，出租率达 90%。物业管理方面，公司在管项目 158 个，已进驻 40 余个城市，合同管理面积 3137 万平方米，较上年末增长 4.1%，在管面积近 2730 万平方米，较上年末增长 7.3%。

风险提示：第三方项目拓展放缓、关联公司经营不及预期、房地产销售下行。

特别声明

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

分析师承诺

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

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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

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

法律声明

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

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

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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

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

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

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

深圳

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

北京

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

西安

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