

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-09-03

宏观策略

2025 年 09 月 03 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

新产业（300832）：2025 年中报点评：海外推进顺利，期待逐季改善

投资要点 事件：公司近期发布 2025 年中报。2025 年上半年，公司实现收入 21.85 亿元（-1.18%，同比，下同），实现归母净利润 7.71 亿元（-14.62%），实现扣非归母净利润 7.26 亿元（-16.33%）。2025 单 Q2 季度，公司实现收入 10.60 亿元（-10.88%），实现归母净利润 3.34 亿元（-

30.06%)，实现扣非归母净利润 3.09 亿元 (-34.00%)，业绩低于我们预期。上半年海外市场推进顺利：2025H1，公司海外实现收入 9.54 亿元 (+19.62%)。2025 年上半年，公司面向全球销售 239 项化学发光免疫诊断试剂，其中已取得欧盟准入的化学发光免疫诊断 200 项。在仪器方面，公司面向全球销售 12 款全自动化学发光免疫分析仪器。2025H1，公司通过持续优化代理体系与聚焦大中型客户开发，海外市场共计销售化学发光免疫分析仪 1,971 台，中大型高端机型占比提升至 77.02%，客户结构持续向高质量方向发展。国内市场覆盖度逐步提升：2025H1，国内实现收入 12.29 亿元 (-12.81%)，其中，国内试剂类业务收入同比下降 18.96%，国内仪器类收入同比增长 18.18%；公司延续大客户营销策略，通过高速化学发光免疫分析仪 MAGLUMI X8、MAGLUMI X6 及流水线产品 SATLARST8 的推广，持续拓展国内大型医疗终端。2025H1，国内市场完成化学发光免疫分析仪装机 774 台，大型机装机占比达到 74.81%。截止 2025H1，公司产品服务的三级医院数量达到 1,835 家，三级医院覆盖率为 47.60%，其中三甲医院的覆盖率达 63.51%（依据 2024 年 8 月国家卫健委发布的《2023 年我国卫生健康事业发展统计公报》数据计算）。盈利预测与投资评级：考虑到上半年短期承压，公司业绩有望逐步复苏，我们将公司 2025-2027 年归母净利润由 20.91/24.82/28.96 亿元下调为 18.49/22.52/27.57 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 22/18/15 倍，考虑到公司海外发展顺利，维持“买入”评级。风险提示：地缘政治风险，新产品市场推广或不及预期的风险，医药行业政策风险等。

比亚迪电子 (00285.HK)：2025 年半年报点评：增长稳定，汽车与新型智能培育新动能

投资要点 事件：公司发布 2025 年半年度报告，2025 上半年公司实现营收 806.1 亿元，同比+2.6%，归母净利润 17.3 亿元，同比+14.0%；25Q2 公司实现营收 437.3 亿元，同比+3.9%，环比+18.6%，归母净利润 11.1 亿元，同比+22.0%，环比+77.0%。消费电子业务稳中有升，结构与效率优化巩固盈利能力。2025H1 消费电子业务实现收入 609.47 亿元，同比-3.7%，其中零部件 137.52 亿元，同比-9.8%，组装业务 471.95 亿元，同比-1.8%。公司持续深耕高附加值产品（钛合金机身、折叠屏等），在海外大客户处组装市占率持续提升；已收购的精密零部件业务通过引入自动化优化运营效率，从而增强盈利能力。我们认为在边缘 AI 渗透与大客户新品发布共振下，公司有望继续做强高附加值产品与海外大客户组装份额。AIDC 产品进展迅速，机器人内部大规模应用。2025H1 新型智能产品业务实现收入 72.09 亿元，公司 AI 数据中心业务“跃升式”发展，AI 服务器出货大幅增长，液冷与电源产品获行业龙头认证；IDC 预计嵌入式 GPU 服务器市场规模 2025 年同比增长 46.7%，价值占全球服务器近半，AI 数据中心市场规模 2025 年同比增长 40.9%达 2364 亿美元。液冷因能效与低能耗优势加速替代风冷，成为绿色数据中心主流方案。公司自研智能物流机器人已在内部制造场景规模化部署，提升仓储与配送效率。公司有望把握“算力+绿色”趋势，持续加速 AI 数据中心与机器人等新业务规模化。新能源汽车业务延续高增，产品线持续扩张。受智能座舱、智驾与热管理等产品出货持续上行带动，2025H1 新能源车业务收入 124.50 亿元，同比+60.50%，收入占比 15.45%；智能悬架已在主流车型实现规模化量产供货。在政策驱动与汽车智能化进程加速背景下，公司有望持续扩大在比亚迪等客户处单车价值量，新能源汽车业务有望持续

增长。盈利预测与投资评级：考虑到公司各项业务均可稳健增长或实现突破，我们将公司 2025/2026/2027 年预期归母净利润由 52.6/63.2/73.0 亿元上调至 53.0/63.3/73.8 亿元，2025 年 9 月 1 日收盘价对应 2025/2026/2027 年 PE 分别为 17.6/14.7/12.6 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期；客户集中度较高；供应链风险。

拼多多（PDD）：2025Q2 业绩点评：利润高于预期，持续高质量发展

盈利预测与投资评级：考虑短期公司利润释放超预期，但电商行业竞争加剧公司加码生态建设投入，因此我们将 2025-2027 年的 Non-GAAP 净利润从 98,547.0/130,321.5/153,980.1 百万元调整至 100,404.9/126,455.7/152,411.1 百万元，2025-2027 年对应 PE 分别为 12.1/9.6/7.9 倍（美元/人民币=7.13，2025/8/28 当日汇率，每 ADR=4 股股票），我们维持公司“买入”评级。风险提示：竞争加剧，宏观经济波动，关税政策的不确定性。

北方华创（002371）：2025 年中报点评：业绩实现稳步增长，平台化布局加速推进

本土半导体设备平台型公司，将长期受益国产替代浪潮：北方华创平台化布局持续加速，2025 年 SEMICON 展会上公司推出了首款离子注入机 Sirius MC 313 和首款电镀（ECP）设备 Ausip T830。此外，公司通过收购获取芯源微的控制权，进一步拓展其在涂胶显影、清洗及多款后道封装设备等优质资产的布局。公司产品线已涵盖薄膜沉积、干法刻蚀/去胶、涂胶显影、离子注入、清洗、电镀、热处理的氧化/RTP 等多种设备。

盈利预测与投资评级：考虑到后续订单预计正常交付，我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 73.4/93.0/112.7 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 37/29/24 倍，考虑到公司平台化布局持续推进，维持“买入”评级。

万业企业（600641）：2025 年中报点评：H1 扭亏为盈，铋材料&半导体设备业务加速放量

铋材料业务快速放量，构建全产业链协同优势：2025 年公司依托全资子公司安徽万导快速切入铋材料及深加工业务，包括但不限于铋金属制品、铋的氧化物、铋的化合物。受益于国内精铋价格上行及半导体、新能源等下游需求拉动，业务实现量价齐升。作为全球稀散金属龙头先导科技集团旗下唯一铋金属深加工及化合物平台，万业企业充分发挥资源协同优势，逐步形成“材料—设备”双轮驱动格局，平台化发展路径日益清晰。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.0/3.3/5.1 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 74/45/28 倍，维持“增持”评级。风险提示：半导体行业投资下滑，新品研发&产业化不及预期等。

地平线机器人-W（09660.HK）：2025 年中报点评：智驾平权最大受益方，芯片出货高增驱动业绩超预期

投资要点 公司公告 25 年上半年业绩，收入超预期。2025 年上半年，公司实现收入 15.7 亿元，同比增长 68%，显著超出市场预期。产品解决方案收入同比增长 250%，授权及服务收入同比增长 7%。2025 年上半年公司经调整净利润-13.3 亿元。产品结构优化，中高阶芯片定点持续突破。25H1 芯片整体出货量达到 198 万颗，同比翻倍，其中中高阶芯片出货量达 98 万颗，同比增长六倍。25H1 芯片平均单价为 393 元/片，同比+106%，主要受益于产品结构优化中高阶产品占比大幅提升所致。25H1 J6B 芯片

获得海外车企国际车型定点，预计全生命周期出货超 750 万辆，持续提升全球市场份额。J6P 芯片预计下半年发布，并已获得十余款车型定点。公司宣布基于成熟的 HSD 算法布局 Robotaxi 业务，有望成为成长新一极。主要客户收入贡献显著，市场地位稳固。公司已与国内外 27 家 OEM（42 个品牌）达成合作，累计定点车型超 310 款，智能驾驶解决方案覆盖广泛，市场占有率持续提升。25H1 公司在中国 OEMADAS/AD 市场占有率分别为 45.8%/32.4%，均位列行业第一。高研发投入强化技术优势，规模效应摊薄费用。2025 上半年公司研发费用达 23 亿元，同比增长 62%，主要为公司持续提高核心竞争力，进一步夯实公司技术壁垒，较多资金投入云端算力租赁中。尽管研发投入大幅增长，公司经调整净利润-13 亿元（去年同期-8 亿元），但随着规模效应和高附加值产品放量，未来盈利能力有望持续改善。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年预期收入预测 36.6/53.7/80.5 亿元，2025 年 8 月 29 日收盘价对应 2025/2026/2027 年对应 PS 分别为 36.4/24.8/16.6 倍，维持“买入”评级。风险提示：高阶智驾方案落地不及预期，市场竞争加剧，智驾渗透不及预期。

百济神州-U (688235): 2025 年中报点评: 业绩超预期, 上调全年业绩指引

盈利预测与投资评级：考虑到核心产品销售持续增长，实体瘤管线逐步进入收获期。我们预计公司整体营收未来三年保持稳健增长，三费费用控制合理，近几年有望快速释放利润。我们将 2025-2026 年的归母净利润 4.03 亿元和 35.9 亿元分别上调至 8.13 亿元和 41.68 亿元。预计 2027 年归母净利润为 95.43 亿元，对应 2025-2027 年 PE 估值为 489/95/42X。公司作为国内创新药龙头，临床开发效率卓越，全球商业化能力突出，成长确定性较高，维持“买入”评级。风险提示：新药研发及审批进展不及预期，药品销售不及预期，产品竞争格局加剧，政策的不确定性，全球业务相关风险等。

九州通 (600998): 2025 年中报点评: 现金流改善, “三新两化”战略持续推进

公司 2025 年上半年实现收入 811.06 亿元 (+5.10%，同比，下同)，归母净利润 14.46 亿元 (+19.70%)，扣非归母净利润 9.52 亿元 (-19.34%)。单 Q2 季度，公司实现收入 390.90 亿元 (+6.52%)，归母净利润 4.76 亿元 (-29%)，扣非归母净利润 4.45 亿元 (-32.47%)。业绩符合预期。

分众传媒 (002027): 2025 半年报点评: 公司业绩稳健增长, “碰一碰”有望带来新增量

盈利预测及投资评级：由于公司业绩保持稳健增长，因此我们维持 2025-2027 年的 EPS 预测 0.39/0.49/0.54 元。2025-2027 年对应当前 PE 分别为 22.25/17.84/16.17 倍，维持“买入”评级。风险提示：经济增速不及预期，行业竞争超预期

高测股份 (688556): 2025 年中报点评: Q2 业绩环比改善, 主业业绩修复&机器人业务打开第二成长曲线

切入机器人蓝海，核心技术打开新空间：公司依托在磨削设备及钨丝材料领域的核心技术积累，积极布局人形机器人蓝海市场，有望开辟第二成长曲线。(1) 从磨削技术到丝杠磨床：行星滚柱丝杠是人形机器人线性执行器的核心部件，而磨床是其生产制造的关键设备。随着 2025 年特斯拉 Optimus 进入小批量量产，人形机器人商业化进程加速，上游设备

需求有望先行释放。公司依托深厚的磨削技术基础，场景迁移至行星滚柱丝杠磨削设备研发，有望在产业链爆发初期抢占先机。(2) 从金刚线钨丝到灵巧手腕绳：手腕绳驱动是实现机器人灵巧手精细操作的主流技术方案之一。公司利用其在钨丝金刚线领域的母线技术优势，创新性研发出钨丝灵巧手腕绳。该产品相比传统聚乙烯材料，具有更强的承载力和优异的抗蠕变性能，能赋予灵巧手更稳定、灵巧的操作能力。目前，公司已完成产品研发，并正积极向下游客户进行送样与验证。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测分别为 0.53/1.27/2.41 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 161/67/35 倍，维持“买入”评级。

风险提示：光伏行业需求不及预期，新技术研发不及预期，新业务产业化不及预期。

天奈科技 (688116)：2025 半年报点评：Q2 产品升级提升单吨盈利，单壁碳管放量在即

盈利预测与投资评级：考虑单壁管放量节奏有所放缓，我们下调公司 25-27 年归母净利润预期至 3.5/5.6/7.6 亿元（原预期 4.5/6.5/9.1 亿元），同比增 40%/61%/34%，对应 PE 为 54x/33x/25x，考虑单壁放量弹性大，维持“买入”评级。风险提示：需求不及预期，产能建设不及预期，行业竞争加剧。

海亮股份 (002203)：2025 年中报点评：业绩同比显著改善，看好后续美国市场发展潜力

盈利预测与投资评级：由于公司全球化布局持续推进，产品结构不断调整，我们维持公司 2025-2027 年公司归母净利分别为 16.6、31.5、39.4 亿元，对应 PE 分别为 15.6/8.2/6.6 倍，维持“买入”评级。风险提示：关税政策变化；市场竞争格局加剧，吨毛利下行；下游需求不及预期；地缘政治风险。

三诺生物 (300298)：2025 年中报点评：欧洲市场推进顺利，CGM 持续突破

投资要点 事件：公司近期发布 2025 年中报。2025 年上半年，公司实现收入 22.64 亿元（+6.12%，同比，下同），实现归母净利润 1.81 亿元（-8.52%），实现扣非归母净利润 1.58 亿元（-11.31%）。2025 单 Q2 季度，公司实现收入 12.22 亿元（+9.17%），实现归母净利润 1.09 亿元（-6.87%），实现扣非归母净利润 0.91 亿元（-9.36%），业绩符合我们预期。上半年国内收入稳定增长：2025H1，分产品看，1)公司血糖测试仪实现收入 16.59 亿元（+6.88%）；2)糖尿病营养、护理等辅助产品业务实现收入 1.49 亿元（+11.47%）；3)糖化血红蛋白检测系统实现收入 1.14 亿元（-4.93%）；4)血脂检测系统实现收入 0.94 亿元（-23.29%）；5)血压计实现收入 0.93 亿元（+50.73%）；6)iPOCT 实现收入 0.89 亿元（+1.27%）。上半年海外市场表现亮眼，CGM 持续突破：2025H1，公司国内收入 12.66 亿元（+5.40%），海外收入 7.44 亿元（+7.06%）。2025H1，公司 CGM 产品注册范围进一步扩大，新增巴西、伊朗、尼泊尔、白俄罗斯、乌拉圭、越南等多个国家获批注册证；公司持续葡萄糖监测系统二代产品获得欧盟 MDR 认证，并进一步扩大了公司两代 CGM 产品的适用场景：1)在所有适用年龄（2 岁及以上）人群佩戴部位为腹部的基础上，将 13 岁及以上人群的佩戴部位扩展为上臂或腹部，以满足不同用户的佩戴习惯；2)除 iCan CGM App 外，用户可选择 iCan View Glucose Data Reader 作为第二个主要的显示设备，该功能可以更好的满足欧洲医保对 CGM 产品的需

求；3）公司开发的适配两代产品的加固贴均已获批，用户可选择是否使用加固贴，以满足不同场景的需求。上述获批和扩展，对公司在海外市场特别是认可欧盟 MDR 认证国家的医保市场业务拓展起到积极促进作用，进一步增强了公司持续葡萄糖监测类产品的综合竞争力和海外市场拓展能力。盈利预测与投资评级：考虑到公司欧洲市场推广顺利，我们基本维持公司 2025-2027 年归母净利润为 4.27/5.32/6.61 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 28/22/18 倍，考虑到公司海外发展顺利，维持“买入”评级。风险提示：地缘政治风险，新产品市场推广或不及预期的风险，市场竞争加剧风险。

学大教育（000526）：2025 年中报点评：营收符合预期，教育培训业务稳步增长

盈利预测与投资评级：学大是我国头部的 1V1 个性化教培机构，教培行业政策趋稳，竞争格局改善明显，需求刚性。维持公司盈利预测，2025-2027 年归母净利润分别为 2.6/3.3/4.0 亿，对应 PE 估值为 23/18/14 倍，维持“买入”评级。风险提示：政策风险，网点开拓不及预期，行业竞争加剧等。

蓝天燃气（605368）：2025 年中报业绩点评：气量偏弱&接驳下滑致业绩承压，分红比例 140%保证股东回报

盈利预测与投资评级：河南省天然气顺价逐步推进，下游居民价差有望修复；公司承诺 2023-2025 年分红比例不低于 70%，2023/2024/2025H1 实际分红比例达 97.1%/126.9%/139.7%，高分红彰显安全边际。考虑到公司 2025H1 利润不及预期，我们下调 2025-2027 年公司归母净利润预测至 3.98/4.06/4.10 亿元（原值 5.10/5.28/5.33 亿元），同比-20%/+2%/+1%，对应 P/E 17.8/17.5/17.3X（估值日 2025/9/1）。假设 2025 年分红比例取 2023-2024 年均值 112%，对应股息率 6.3%（估值日 2025/9/1），维持“买入”评级。

海天精工（601882）：2025 年中报点评：业绩短期承压，产能与渠道建设稳步推进

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 6.41/7.60/8.96 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 17/14/12 倍，公司产能正在爬坡进程中，国际化布局稳步推进，维持公司“增持”评级。风险提示：制造业复苏不及预期，机床行业需求不及预期，产能建设进度不及预期。

固生堂（02273.HK）：2025 年中期业绩点评：内生业务稳健，AI 赋能+海外拓展打开想象空间

AI 赋能+海外拓展打开想象空间。2025 年 6 月，公司发布首个国医 AI 分身，至 8 月公司合计发布 10 大“国医 AI 分身”，基于国医大师施杞等名中医的临床经验，覆盖肿瘤科、皮肤科、消化内科、耳鼻喉科、男科、心理睡眠科、经典方科、骨伤 8 大中医核心专科领域。“国医 AI 分身”首先布局线上复诊，将有利于提升顶尖专家的诊疗效率、缓解名医资源稀缺问题、及缩短青年医生成长周期。除了 AI 分身，患者端公司上线了 AI 健康助理，进一步提升患者端的诊疗体验。此外，公司积极推进实现产品化和标准化，2025H1 公司新增 2 款院内制剂，累计完成备案的院内制剂达 14 款，院内制剂中心已完成工程建设、设备验收和试生产。海外拓展方面，公司于 2024 年 3 月收购新加坡宝中堂布局海外业务，门店经营效率大幅提升，2025 年 H1 实现收入 214 万元，7 月新加坡门店收入同比增长

119%，海外业务有望保持快速增长。 盈利预测与投资评级：考虑到公司毛利率的提升，我们将公司 2025-2026 年的经调整净利润 4.9/6.0 上调至 5.2/6.3 亿元，2027 年预计为 7.6 亿元，对应当前市值的 PE 估值为 14/11/10 倍。基于公司门店扩张与 AI 布局快速推进，维持“买入”评级。风险提示：政策风险，市场竞争加剧风险，上游中药材成本上涨风险，并购不及预期风险等。

首旅酒店 (600258): 2025 半年报点评: 酒店业务业绩释放, 开店结构优化

盈利预测与投资评级：首旅酒店作为中国第三大酒店连锁集团，背靠首旅集团协同整合资源，25 年公司继续优化开发经营，开店提速叠加结构升级。维持盈利预测，2025-2027 归母净利润分别为 9.1/9.9/10.6 亿元，对应 PE 估值为 19/17/16 倍，维持“买入”评级。 风险提示：门店扩张不及预期、市场竞争加剧带来的单房均价下滑等。

长华集团 (605018): 2025 年中报点评: 盈利持续修复, 新业务布局加速开辟第二生长曲线

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年营收为 26.2/30.1/34.7 亿元，同比分别+19%/+15%/+15%，维持 2025-2027 年归母净利润为 1.5/1.8/2.5 亿元，同比分别+30%/+25%/+33%，对应 PE 为 38/31/23 倍。我们认为公司尚处产能爬坡初期，看好公司未来新产品和新客户带来的业务增量，维持“买入”评级。 风险提示：核心客户销量不及预期，新产品量产爬坡不及预期。

顺丰同城 (09699.HK): 2025 年半年报点评: 业绩超预期, 看好即时配送业务加速增长

我们看好公司业务进入加速增长期，同时长期利润释放空间可观，我们将公司 2025-2027 年归母净利润预测从 2.47/3.62/4.91 亿元上调至 2.54/3.73/4.97 亿元，维持“买入”评级。

2025 年半年报点评: 油气产量快速增长, 降本增效成果显著

盈利预测与投资评级：根据公司增储上产&新项目推进情况&油价情况，我们调整盈利预测，2025-2027 年公司归母净利润分别为 1412、1447、1497 亿元（前值为 1384、1418、1467 亿元），按 2025 年 9 月 1 日收盘价，对应 A 股 PE 分别 8.7、8.5、8.2 倍，对应 H 股 PE 分别 6.2、6.1、5.9 倍。公司盈利能力显著，成本管控优异，维持“买入”评级。 风险提示：宏观经济波动；油价波动；公司增储上产速度不及预期。

阿里巴巴-W (09988.HK): FY2026Q1 季报点评: 云业务超预期, AI 持续投入

盈利预测与投资评级：考虑到闪购业务仍然需要大幅的投入，但在长期将会为阿里主业贡献业绩，因此我们将 FY2026/FY2027/FY2028 的 Non-GAAP 净利润预测由 171,156/188,575/210,307 百万元调整为 120,958/173,838/222,288 百万元，FY2026/FY2027/FY2028 对应 PE(Non-GAAP) 为 17/12/9 倍（港币/人民币=0.92，2025 年 9 月 1 日）。考虑公司 GMV 增长情况及货币化进程的加快，以及公司持续回购分红，维持“买入”评级。 风险提示：电商行业竞争加剧，用户留存率不及预期，市场监管风险，核心管理层变动风险。

鼎胜新材 (603876): 2025 半年报点评: 涂碳箔出货高增, 电池箔盈利水平提升可期

盈利预测与投资评级：考虑 25 年欧洲工厂仍有亏损影响，我们下调 2025

年盈利预测，基本维持 2026-2027 年盈利预测，我们预计 2025-2027 年归母净利润 4.5/6/7.5 亿元（原预期为 5/6/7.5 亿元），同比增 49%/34%/25%，对应 PE 为 21x/15x/12x，考虑公司为电池箔龙头，给予 26 年 22x 估值，对应目标价 14 元，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格持续上涨，电池箔扩产不及预期，竞争加剧。

比亚迪 (002594): 2025 年半年报点评: 国内竞争加剧影响盈利, 坚定出海+高端化

盈利预测与投资评级: 由于行业竞争加剧、智驾成本增加, 我们预计公司 25-27 年归母净利润 450/589/710 亿元（此前预测值为 523/629/756 亿元），同增 12%/31%/21%，对应 PE 23/18/15x，给予 26 年 25x，目标价 161 元，考虑公司持续推动智能化与出海，维持“买入”评级。风险提示：销量不及预期，行业竞争加剧。

欧科亿 (688308): 2025 中报点评: 营收稳健增长, 产能利用率影响利润水平

盈利预测与投资评级: 考虑到数控刀具下游行业需求平淡, 我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测分别为 0.45（原值 1.05）/0.91（原值 1.48）/1.64（原值 1.88）亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 75/37/20 倍，考虑到公司持续拓展产品矩阵，维持公司“增持”评级。风险提示：下游行业需求不及预期，原材料价格波动风险，快速扩张而产能利用率低导致的业绩下滑风险，宏观经济风险。

迈威生物-U (688062): IL-11 单抗全球领先, 战略布局抗衰老及病理性瘢痕等

盈利预测与投资评级: 我们维持 2025-2027 年的营收预测，分别为 11.08/12.37/20.92 亿元。上述预测不含未落地 BD 付款，维持“买入”评级。风险提示：研发进度不及预期的风险；药品审批和上市时间不及预期的风险；竞争格局加剧的风险。

联影医疗 (688271): 2025 年中报点评: 业绩稳健增长, 下半年有望加速

投资要点 事件: 公司近期发布 2025 年中报。2025 年上半年，公司实现收入 60.16 亿元（+12.79%，同比，下同），实现归母净利润 9.98 亿元（+5.03%），实现扣非归母净利润 9.66 亿元（+21.01%）。2025 单 Q2 季度，公司实现收入 35.38 亿元（+18.60%），实现归母净利润 6.28 亿元（+6.99%），实现扣非归母净利润 5.87 亿元（+17.96%），业绩符合我们预期。上半年国内收入稳定增长: 2025H1，分产品看，1）公司 CT 业务实现收入 15.15 亿元，国产首款光子计数能谱 CT uCT Ultima 获批上市，率先实现国产光子计数能谱 CT 的全身多部位超高分辨成像与精准能谱成像；2）MR 业务实现收入 19.68 亿元，同比增长 16.81%，其中 5.0T uMR Jupiter 装机超 40 台；3）MI 业务实现收入 8.41 亿元，同比增长 13.15%，PET/CT 连续 10 年国内第一，全球装机超 600 台，美国市场超 150 台；4）XR 实现收入 3.24 亿元，同比增长 26.36%，其中 DSA 同比增长迅猛，uAngio AVIVA 获 NMPA、CE、FDA 三重认证，进入全球主流市场；5）RT: 市占率同比提升近 18 个百分点，中国市场排名升至第二，构建全流程产品矩阵，已覆盖全国 150 余家核心医疗机构，并在多国市场实现订单落地。上半年海外市场表现亮眼: 2025H1，公司国内收入 48.73 亿元（+10.74%），海外收入 11.42 亿元（+22.49%）。MR、MI 深耕欧美高端市场与亚太新兴市场，五大产品线协同释放动能。硬件+服务闭环逐步形成，验证规模化与长效增长潜力。盈利预测与投资评级:

考虑到行业稳步复苏,公司上半年表现亮眼,我们将公司 2025-2027 年归母净利润由 15.87/21.39/26.54 亿元上调为 17.85/22.27/27.38 亿元,对应当前市值的 PE 分别为 70/56/46 倍,考虑到公司海外发展顺利,维持“买入”评级。风险提示:地缘政治风险,新产品市场推广或不及预期的风险,医药行业政策风险等。

威高骨科 (688161): 2025 年中报点评: 业务迎来拐点, 海外拓展顺利

投资要点 事件: 公司近期发布 2025 年中报。2025 年上半年, 公司实现收入 7.41 亿元 (-1.28%, 同比, 下同), 实现归母净利润 1.42 亿元 (+52.43%), 实现扣非归母净利润 1.36 亿元 (+51.98%)。2025 单 Q2 季度, 公司实现收入 4.51 亿元 (+11.95%), 实现归母净利润 0.90 亿元 (+54.86%), 实现扣非归母净利润 0.87 亿元 (+58.31%), 业绩符合我们预期。 2025 年上半年公司业务迎来拐点: 2025H1 分产品看, 脊柱业务收入 2.51 亿 (+13%), 其中销量同比增长 14%, 25Q2 环比 25Q1 收入增长 21%; 创伤业务收入 1.3 亿, 25Q2 环比 25Q1 收入增长 12%; 关节业务收入 1.81 亿, 受销售模式调整影响收入同比下降 21%, 运动医学业务收入 1.43 亿 (+13.26%)。 2025 年上半年公司海外市场拓展顺利: 2025 年上半年, 公司海外收入 4321 万元 (+19%)。公司构建海外“三级市场”开发策略, 集中优势资源开发战略市场 (印尼, 巴西, 俄罗斯, 泰国等), 建立标杆销售渠道, 提升销售业绩; 深化本地化运营, 深耕巩固已开发的商贸市场 (中亚、非洲等); 快速进入空白市场 (墨西哥、沙特、欧洲等), 通过绑定属地内具备优质客户资源的渠道商, 实现品牌的快速覆盖。公司通过海外贸易、工业产能海外建设和并购的有机结合, 逐步实现海外市场的突破。 盈利预测与投资评级: 考虑到下半年业务有望加速, 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润为 3.14/3.64/4.20 亿元, 对应当前市值的 PE 分别为 41/35/31 倍, 考虑到公司海外发展顺利, 维持“买入”评级。 风险提示: 地缘政治风险, 新产品市场推广或不及预期的风险等, 市场竞争加剧风险等。

爱博医疗 (688050): 2025 年中报点评: 业绩符合预期, 期待下半年恢复高增长

投资要点 事件: 公司近期发布 2025 年中报。2025 年上半年, 公司实现收入 7.87 亿元 (+14.72%, 同比, 下同), 实现归母净利润 2.13 亿元 (+2.53%), 实现扣非归母净利润 2.04 亿元 (+2.63%)。2025 单 Q2 季度, 公司实现收入 4.30 亿元 (+14.44%), 实现归母净利润 1.21 亿元 (+14.85%), 实现扣非归母净利润 1.18 亿元 (+17.90%), 业绩符合我们预期。 2025 年上半年公司主业业务稳健, 毛利率保持稳定。2025H1 分产品看, 人工晶体收入 3.45 亿 (+8.23%), 隐形眼镜收入 2.36 亿 (+28.89%), 视光类收入 1.19 亿 (+5.63%), 其他近视防控收入 0.47 亿 (+15.58%)。各产品 2025 年上半年毛利率保持平稳, 人工晶体毛利率 86.42%, 隐形眼镜毛利率 27.76%, 视光类毛利率 84.76%, 其他近视防控毛利率 69.65%, 其他视力保健毛利率 18.88%。 加大研发投入, 在研管线推进顺利: 公司研发费用 0.49 亿元, 同比增长 3.41%, 2025 年 1 月, 公司有晶体眼人工晶状体 (PR) 国内获批上市, 硅水凝胶软性接触镜 (型号: S2DRT) 已于近期获批上市。2025 年上半年, 公司非球面扩展景深 (EDoF) 人工晶状体已进入产品注册阶段, 非球面三焦散光矫正人工晶状体等临床项目进展良好。此外, 2025 年上半年, 散光矫正型有晶体眼人工晶状体 (PRT)、硅水凝胶隐形眼镜彩片 (iBright NT Color) 已进入临床试验。 盈利预测

与投资评级：考虑到新产品销售推广费用可能增加，我们将公司 2025-2027 年归母净利润由 4.66/5.84/7.17 亿元为 4.44/5.54/6.82 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 35/28/23 倍，考虑到公司新产品推广顺利，维持“买入”评级。 风险提示：市场竞争加剧风险，新产品市场推广或不及预期的风险，医药行业政策风险等。

甘化科工（000576）：2025 年中报点评：电源和特种合金均保持领先地位，积极推进新产品研发

盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，我们维持先前的预期，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.05/1.59/2.35 亿元，对应 PE 分别为 48/32/21 倍，维持“买入”评级。 风险提示：1）商誉减值风险；2）原材料价格上涨风险；3）业绩承诺无法完成风险；4）行业政策调整风险。

中直股份（600038）：2025 年中报点评：持续聚焦航空产业发展战略机遇，在复杂市场环境中仍保持稳健

盈利预测与投资评级：公司业绩相对承压，我们下调先前的预期，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 6.22/6.97/7.66 亿元，前值 7.26/8.15/9.90 亿元，对应 PE 分别为 53/48/43 倍，考虑到公司作为国内直升机领军企业，产品谱系齐全，同时也是低空经济发展中的核心骨干企业，因此维持“买入”评级。 风险提示：1）产品质量与安全生产风险；2）原材料短缺及价格波动风险；3）订单及产品结构性调整风险。

铂力特（688333）：2025 年中报点评：紧密围绕金属增材制造产业链，业绩稳步上台阶

盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，考虑到公司下游客户资金结算的特点，我们下调先前的预期，预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 2.38/3.55 亿元，前值 4.61/5.72 亿元，新增 2027 年预期 4.41 亿元，对应 PE 分别为 91/61/49 倍，基于下游应用领域的广阔前景，并考虑到公司在金属增材领域的领先地位，因此维持“买入”评级。 风险提示：1）下游客户领域较为集中的风险；2）增材制造装备关键核心器件依赖进口的风险；3）核心竞争力风险。

中航光电（002179）：2025 年中报点评：成功布局新兴领域，推出多款高性能连接产品

盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，我们维持先前的预期，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 37.04/42.61/46.36 亿元，对应 PE 分别为 24/21/19 倍，维持“买入”评级。 风险提示：1）市场风险；2）营运资金周转风险；3）利润下降风险；4）产品研发风险。

中航机载（600372）：2025 年中报点评：持续增强技术优势，推动先进科技向新质生产力转化

盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，考虑到订单的不确定性，我们下调先前的预期，预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 11.52/13.39 亿元，前值 23.72/26.72 亿元，新增 2027 年预期 15.82 亿元，对应 PE 分别为 54/46/39 倍，同时考虑到公司是我国航空机载系统龙头，受益于航空装备需求增长，以及大飞机等新质生产力领域的不断发展，公司未来或有望保持较好发展态势，因此维持“买入”评级。 风险提示：1）市场竞争风险；2）科技创新风险；3）改革与业务转型风险；4）现金流风险。

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

新产业 (300832): 2025 年中报点评: 海外推进顺利, 期待逐季改善投资要点 事件: 公司近期发布 2025 年中报。2025 年上半年, 公司实现收入 21.85 亿元 (-1.18%, 同比, 下同), 实现归母净利润 7.71 亿元 (-14.62%), 实现扣非归母净利润 7.26 亿元 (-16.33%)。2025 单 Q2 季度, 公司实现收入 10.60 亿元 (-10.88%), 实现归母净利润 3.34 亿元 (-30.06%), 实现扣非归母净利润 3.09 亿元 (-34.00%), 业绩低于我们预期。

上半年海外市场推进顺利: 2025H1, 公司海外实现收入 9.54 亿元 (+19.62%)。2025 年上半年, 公司面向全球销售 239 项化学发光免疫诊断试剂, 其中已取得欧盟准入的化学发光免疫诊断 200 项。在仪器方面, 公司面向全球销售 12 款全自动化学发光免疫分析仪器。2025H1, 公司通过持续优化代理体系与聚焦大中型客户开发, 海外市场共计销售化学发光免疫分析仪 1,971 台, 中大型高端机型占比提升至 77.02%, 客户结构持续向高质量方向发展。

国内市场覆盖度逐步提升: 2025H1, 国内实现收入 12.29 亿元 (-12.81%), 其中, 国内试剂类业务收入同比下降 18.96%, 国内仪器类收入同比增长 18.18%; 公司延续大客户营销策略, 通过高速化学发光免疫分析仪 MAGLUMI X8、MAGLUMI X6 及流水线产品 SATLARS T8 的推广, 持续拓展国内大型医疗终端。2025H1, 国内市场完成化学发光免疫分析仪装机 774 台, 大型机装机占比达到 74.81%。截止 2025H1, 公司产品服务的三级医院数量达到 1,835 家, 三级医院覆盖率为 47.60%, 其中三甲医院的覆盖率达 63.51% (依据 2024 年 8 月国家卫健委发布的《2023 年我国卫生健康事业发展统计公报》数据计算)。

盈利预测与投资评级: 考虑到上半年短期承压, 公司业绩有望逐步复苏, 我们将公司 2025-2027 年归母净利润由 20.91/24.82/28.96 亿元下调为 18.49/22.52/27.57 亿元, 对应当前市值的 PE 分别为 22/18/15 倍, 考虑到公司海外发展顺利, 维持“买入”评级。

风险提示: 地缘政治风险, 新产品市场推广或不及预期的风险, 医药行业政策风险等。

(证券分析师: 朱国广)

比亚迪电子 (00285.HK): 2025 年半年报点评: 增长稳定, 汽车与新型智能培育新动能

投资要点 事件: 公司发布 2025 年半年度报告, 2025 上半年公司实现营收 806.1 亿元, 同比+2.6%, 归母净利润 17.3 亿元, 同比+14.0%; 25Q2 公司实现营收 437.3 亿元, 同比+3.9%, 环比+18.6%, 归母净利润 11.1 亿元, 同比+22.0%, 环比+77.0%。

消费电子业务稳中有升, 结构与效率优化巩固盈利能力。2025H1 消费电子业务实现收入 609.47 亿元, 同比-3.7%, 其中零部件 137.52 亿元, 同比-9.8%, 组装业务 471.95 亿元, 同比-1.8%。公司持续深耕高附加值产品 (钛合金机身、折叠屏等), 在海外大客户处组装市占率持续提升; 已收购的精密零部件业务通过引入自动化优化运营效率, 从而增强盈利能力。我们认为在边缘 AI 渗透与大客户新品发布共振下, 公司有望继续做强高附加值产品与海外大客户组装份额。

AIDC 产品进展迅速, 机器人内部大规模应用。2025H1 新型智能产品业务实现收入 72.09 亿元, 公司 AI 数据中心业务“跃升式”发展, AI 服务器出货大幅增长, 液冷与电源产品获行业龙头认证; IDC 预计嵌入式 GPU 服务器市场

规模 2025 年同比增长 46.7%，价值占全球服务器近半，AI 数据中心市场规模 2025 年同比增长 40.9% 达 2364 亿美元。液冷因能效与低能耗优势加速替代风冷，成为绿色数据中心主流方案。公司自研智能物流机器人已在内部制造场景规模化部署，提升仓储与配送效率。公司有望把握“算力+绿色”趋势，持续加速 AI 数据中心与机器人等新业务规模化。新能源汽车业务延续高增，产品线持续扩张。受智能座舱、智驾与热管理等产品出货持续上行带动，2025H1 新能源车业务收入 124.50 亿元，同比+60.50%，收入占比 15.45%；智能悬架已在主流车型实现规模化量产供货。在政策驱动与汽车智能化进程加速背景下，公司有望持续扩大在比亚迪等客户处单车价值量，新能源汽车业务有望持续增长。盈利预测与投资评级：考虑到公司各项业务均可稳健增长或实现突破，我们将公司 2025/2026/2027 年预期归母净利润由 52.6/63.2/73.0 亿元上调至 53.0/63.3/73.8 亿元，2025 年 9 月 1 日收盘价对应 2025/2026/2027 年 PE 分别为 17.6/14.7/12.6 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期；客户集中度较高；供应链风险。

(证券分析师：张良卫 证券分析师：李博韦)

拼多多 (PDD): 2025Q2 业绩点评：利润高于预期，持续高质量发展
投资要点 事件：2025Q2 拼多多实现营收 1039.9 亿元

(+7.1%yoy)，符合彭博一致预期的 1039.8 亿元；Non-GAAP 归母净利润为人民币 327.1 亿元 (-5.0%yoy)，高于市场预期的 223.9 亿元。广告收入同比增长，佣金收入不及预期。广告收入 557.0 亿元，同比+13.4%，高于市场预期的 549.4 亿元；佣金收入 482.8 亿元，同比+0.7%，低于市场预期的 489.1 亿元。公司延续高质量发展战略，持续推进平台生态建设。公司将“减免、扶持、治理”等措施贯穿于平台运营、商家经营、产业转型和物流升级等各个环节，推动平台及产业生态的可持续发展。同时利用平台数字化优势，扩大“新质供给”规模，持续普惠广大消费者，构建用户、商家及平台的共赢生态。销售管理费用率下降，研发投入显著增加。公司 2025Q2 销售费用率为 26.2%，同比-0.7pct；管理费用率为 1.5%，同比-0.4pct；研发费用率为 3.5%，同比+0.5pct。

归母净利润高于预期。2025Q2 公司 Non-GAAP 归母净利润为 327.1 亿元 (-5.0%yoy)，高于市场预期的 223.9 亿元；净利润率为 31.5%，同比-4.0pct。毛利率持续下滑。2025Q2 整体毛利率为 55.9%，同比-9.4pct，环比-1.3pct。

盈利预测与投资评级：考虑短期公司利润释放超预期，但电商行业竞争加剧公司加码生态建设投入，因此我们将 2025-2027 年的 Non-GAAP 净利润从 98,547.0/130,321.5/153,980.1 百万元调整至 100,404.9/126,455.7/152,411.1 百万元，2025-2027 年对应 PE 分别为 12.1/9.6/7.9 倍 (美元/人民币=7.13，2025/8/28 当日汇率，每 ADR=4 股股票)，我们维持公司“买入”评级。风险提示：竞争加剧，宏观经济波动，关税政策的不确定性。

(证券分析师：张良卫 证券分析师：张家琦)

北方华创 (002371): 2025 年中报点评：业绩实现稳步增长，平台化布局加速推进

投资要点 半导体设备业务快速放量，25H1 营收端延续快速增长：2025H1 公司实现营收 161.42 亿元，同比+29.51%；归母净利润 32.08 亿元，同比+14.97%；扣非归母净利润为 31.81 亿元，同比+20.17%。分产品看：(1) 电子工艺装备实现收入 152.58 亿元，同比+33.89%，其中刻蚀设备、薄膜沉积设备、热处理设备、湿法设备收入分别超 50、65、10、5 亿元，合计收入超 130 亿元，占营收比重超过 85%，占比

持续提升,是公司营收增长主要驱动力;(2)电子元器件实现收入 8.66 亿元,同比-17.47%。Q2 单季营收 79.36 亿元,同比+21.82%,环比-3.3%,归母净利润为 16.27 亿元,同比-1.47%,环比+3.0%;扣非归母净利润为 16.11 亿元,同比+2.77%,环比+2.6%,主要系订单交付节奏影响。

受毛利率波动&研发费用资本化比例下降影响,净利率同比略有下滑: 2025H1 的综合毛利率为 42.17%,同比-3.33pct,其中电子工艺装备、电子元器件毛利率分别同比-2.93pct、-6.93pct,IC 设备毛利率波动我们判断与新品确认及客户结构变化有关,电子元器件毛利率下降受行业景气度下滑影响;销售净利率、扣非净利率分别为 19.83%、19.71%,同比-2.71pct、-1.69pct;期间费用率为 22.82%,同比+0.58pct,其中上半年研发投入 29.15 亿元,研发费用资本化比例 28.74%,同比-10.61pct,研发费用率有所提升。

存货同比持续增长,在手订单充足:截至 2025Q2 末公司存货为 311 亿元,同比+47%,表明公司在手订单充足。2025H1 经营活动净现金流为-31.91 亿元,主要系购买商品、接受劳务支付的现金增加较多。

本土半导体设备平台型公司,将长期受益国产替代浪潮:北方华创平台化布局持续加速,2025 年 SEMICON 展会上公司推出了首款离子注入机 Sirius MC 313 和首款电镀(ECP)设备 Ausip T830。此外,公司通过收购获取芯源微的控制权,进一步拓展其在涂胶显影、清洗及多款后道封装设备等优质资产的布局。公司产品线已涵盖薄膜沉积、干法刻蚀/去胶、涂胶显影、离子注入、清洗、电镀、热处理的氧化/RTP 等多种设备。

盈利预测与投资评级:考虑到后续订单预计正常交付,我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 73.4/93.0/112.7 亿元,当前市值对应动态 PE 分别为 37/29/24 倍,考虑到公司平台化布局持续推进,维持“买入”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)

万业企业(600641): 2025 年中报点评: H1 扭亏为盈, 钛材料&半导体设备业务加速放量

投资要点 Q2 业绩同环比扭亏为盈, 钛材料&半导体设备加速放量: 2025H1 公司实现营收 6.99 亿元, 同比大幅增长+247.8%; 其中钛材料及深加工业务营收 5.25 亿元, 占比 75.1%, 成为业绩增长的核心驱动力; 房地产营收 1.02 亿元, 同比+14.6%, 占比 14.6%; 专用设备制造营收 0.71 亿元, 同比+126%, 占比 10.2%; 归母净利润为 0.41 亿元, 同比扭亏为盈; 扣非净利润为-0.01 亿元, 同比亏损收窄。25Q2 单季营收为 5.07 亿元, 同比+397.3%, 环比+163.3%; 归母净利润为 0.61 亿元, 扣非净利润为 0.03 亿元, 同环比均扭亏为盈。

毛利率阶段承压, 净利率改善明显: 2025H1 公司综合毛利率为 27.5%, 同比-32.3pct, 主要系新增钛材料毛利率较低(25.2%)及房地产同比下滑所致(同比-29.29pct)。期间销售净利率为-2.6%, 同比+57.1pct, 期间费用率为 35.7%, 同比-54.6pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.4%/20.7%/11.3%/2.1%, 同比-4.2/-35.6/-26.5/+11.6pct。Q2 单季度毛利率为 24.2%, 同比-18.6pct, 环比-12.1pct; 销售净利率为 4.7%, 同比+87.4pct, 环比+26.6pct。

新业务原料采购拉高存货, 现金流短期承压: 截至 2025H1 末, 公司合同负债为 1.75 亿元, 同比-3.8%; 存货为 34.27 亿元, 同比+191.9%, 主要系本期子公司安徽万导开展钛相关业务采购原材料增加所致。2025H1 公司经营性现金流为-32.94 亿元, 25Q2 单季为-17.41 亿元。

离子注入设备持续放量, 平台化布局加速推进: 公司在稳固离子注入设备国产龙头地位的同时, 持续拓展薄膜沉积、刻蚀等市场规模更大的设备环节, 进一步深化公司

半导体产业链平台化布局。1) 离子注入机: 凯世通稳居国产离子注入机龙头地位, 大束流系列凭借高可靠性与低成本优势持续放量, 截至 Q2 末 12 英寸晶圆过货量已突破 500 万片。自 2020 年以来, 公司已累计交付 40 余台设备 (2025 年上半年新增交付 8 台), 广泛服务于先进逻辑、先进存储、功率器件及 CIS 图像传感器等应用领域。公司客户基础持续扩大, 目前低能大束流离子注入机客户数已突破 12 家, 超低温离子注入机客户 7 家, 高能离子注入机客户 3 家; 公司自研的低能大束流离子注入机已成功交付 CIS 掺杂场景, 实现国产 CIS 离子注入设备的正式验收。2) 横向: 公司旗下子公司嘉芯半导体, 业务覆盖刻蚀、薄膜沉积、快速热处理等多类主制程设备以及尾气处理等支撑制程设备, 为汽车芯片、功率芯片、逻辑芯片等集成电路晶圆制造厂提供成套的前道设备解决方案。 铋材料业务快速放量, 构建全产业链协同优势: 2025 年公司依托全资子公司安徽万导快速切入铋材料及深加工业务, 包括但不限于铋金属制品、铋的氧化物、铋的化合物。受益于国内精铋价格上行及半导体、新能源等下游需求拉动, 业务实现量价齐升。作为全球稀散金属龙头先导科技集团旗下唯一铋金属深加工及化合物平台, 万业企业充分发挥资源协同优势, 逐步形成“材料—设备”双轮驱动格局, 平台化发展路径日益清晰。 盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.0/3.3/5.1 亿元, 当前市值对应动态 PE 分别为 74/45/28 倍, 维持“增持”评级。 风险提示: 半导体行业投资下滑, 新品研发&产业化不及预期等。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 李文意)

地平线机器人-W (09660.HK): 2025 年中报点评: 智驾平权最大受益方, 芯片出货高增驱动业绩超预期

投资要点 公司公告 25 年上半年业绩, 收入超预期。2025 年上半年, 公司实现收入 15.7 亿元, 同比增长 68%, 显著超出市场预期。产品解决方案收入同比增长 250%, 授权及服务收入同比增长 7%。2025 年上半年公司经调整净利润-13.3 亿元。 产品结构优化, 中高阶芯片定点持续突破。25H1 芯片整体出货量达到 198 万颗, 同比翻倍, 其中中高阶芯片出货量达 98 万颗, 同比增长六倍。25H1 芯片平均单价为 393 元/片, 同比+106%, 主要受益于产品结构优化中高阶产品占比大幅提升所致。25H1 J6B 芯片获得海外车企国际车型定点, 预计全生命周期出货超 750 万颗, 持续提升全球市场份额。J6P 芯片预计下半年发布, 并已获得十余款车型定点。公司宣布基于成熟的 HSD 算法布局 Robotaxi 业务, 有望成为成长新一极。 主要客户收入贡献显著, 市场地位稳固。公司已与国内外 27 家 OEM (42 个品牌) 达成合作, 累计定点车型超 310 款, 智能驾驶解决方案覆盖广泛, 市场占有率持续提升。25H1 公司在中国 OEM ADAS/AD 市场市占率分别为 45.8%/32.4%, 均位列行业第一。 高研发投入强化技术优势, 规模效应摊薄费用。2025 上半年公司研发费用达 23 亿元, 同比增长 62%, 主要为公司持续提高核心竞争力, 进一步夯实公司技术壁垒, 较多资金投入到了云端算力租赁中。尽管研发投入大幅增长, 公司经调整净利润-13 亿元 (去年同期-8 亿元), 但随着规模效应和高附加值产品放量, 未来盈利能力有望持续改善。 盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年预期收入预测 36.6/53.7/80.5 亿元, 2025 年 8 月 29 日收盘价对应 2025/2026/2027 年对应 PS 分别为 36.4/24.8/16.6 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 高阶智驾方案落地不及预期, 市场竞争加剧, 智驾渗透不及预期。

(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

百济神州-U (688235): 2025 年中报点评: 业绩超预期, 上调全年业绩指引

投资要点 事件: 2025H1 公司营收 24.3 亿美金 (25Q1=11.2 亿, 25Q2=13.2 亿), 同比+42%, 产品收入 24.1 亿美金 (25Q1=11.1 亿, 25Q2=13.0 亿), 同比+43.8%。主要得益于泽布替尼在美国的领先地位和在欧洲等地销售持续增长。25Q2 泽布替尼收入 9.7 亿美金, 同比+53% (环比+23%), GAAP 口径毛利率 87.4% (+2.4pct), 研发费用率 39.8% (-9pct), 销售及管理费用率 41% (-16pct), GAAP 口径持续盈利 0.94 亿美金, 经调整净利润 2.53 亿美金。上调 2025 年收入指引 50-53 亿美金 (前值 49-53 亿美金)。重要催化剂: Sonrotoclax (BCL2 抑制剂): 2025H2 针对 r/r MCL 的数据读出并报产; 16673 (BTK CDAC): 全球首创, 解决 BTKi 耐药问题。获美国 FDA 快速通道认定, R/R CLL 的注册 2 期持续入组, 26 年读出数据。2025H2 启动头对头礼来的匹妥布替尼针对 R/R CLL 的 3 期临床。针对 R/R WM 注册 2 期临床首例患者完成入组; 实体瘤: CDK4i: 潜在同类最佳, 针对 HR+/HER2- BC 的一线 and 二线注册 3 期临床预计 2026 年启动; PRMT5i+MATA2i: 25H2 联合用药首例患者入组。炎症和免疫: IRAK4 CDAC: 2025H2 完成特应性皮炎和结节性痒疹的 2 期入组中, 读出 poc 数据。盈利预测与投资评级: 考虑到核心产品销售持续增长, 实体瘤管线逐步进入收获期。我们预计公司整体营收未来三年保持稳健增长, 三费费用控制合理, 近几年有望快速释放利润。我们将 2025-2026 年的归母净利润 4.03 亿元和 35.9 亿元分别上调至 8.13 亿元和 41.68 亿元。预计 2027 年归母净利润为 95.43 亿元, 对应 2025-2027 年 PE 估值为 489/95/42X。公司作为国内创新药龙头, 临床开发效率卓越, 全球商业化能力突出, 成长确定性较高, 维持“买入”评级。风险提示: 新药研发及审批进展不及预期, 药品销售不及预期, 产品竞争格局加剧, 政策的不确定性, 全球业务相关风险等。

(证券分析师: 朱国广 证券分析师: 张翀翀)

九州通 (600998): 2025 年中报点评: 现金流改善, “三新两化”战略持续推进

投资要点 事件: 公司 2025 年上半年实现收入 811.06 亿元 (+5.10%, 同比, 下同), 归母净利润 14.46 亿元 (+19.70%), 扣非归母净利润 9.52 亿元 (-19.34%)。单 Q2 季度, 公司实现收入 390.90 亿元 (+6.52%), 归母净利润 4.76 亿元 (-29%), 扣非归母净利润 4.45 亿元 (-32.47%)。业绩符合预期。25H1 归母净利润大幅增长, 应收账款改善明显。公司 25H1 归母净利润实现较高增长, 主要得益于医药工业、数字物流等新兴业务, 同时公司成功发行医药仓储物流公募 REITs, 贡献净利润 4.38 亿元。扣非归母净利润同比下滑, 主要系防疫物资应收账款及医院客户账期延长导致减值准备计提增加, 若剔除该因素影响, 公司 25H1 归母净利润为 15.87 亿元, 同比增长 31.44%; 扣非归母净利润为 10.94 亿元, 同比下降 7.33%。此外, 公司通过加强应收账款管理, 经营活动现金流量净额较上年同期增加 3.8 亿元, 预计全年经营性现金流将保持与业绩相匹配的正向水平。

“三新两化”战略布局深化, 新兴业务与数字化协同发力。1) 新产品: CSO 业务持续打造利润增长第二曲线, 25H1 实现收入 95.91 亿元, 其中药品总代销售收入 57.59 亿元 (+6.26%), 器械总代销售收入 38.31 亿元; 期内新增引进药品及器械新品 61 个, 包括 7 个千万级单品, 并与利奥中国达成战略合作, 获得卡泊三醇系列等零售渠道代理权。2) 新零售: 截至 25H1, 好药师自营及加盟药店达 31535 家, 覆盖全国 31

个省市、1621 个区县，全年预计超 33500 家；B2C 电商总代总销业务销售收入 5.65 亿元（+13.96%），在抖音、快手等兴趣电商渠道同比增长 95%。3）新医疗：“九医诊所”会员店超 2400 家，三年目标实现万家联盟；AI 辅助诊断平台覆盖近 3000 种疾病，月均使用 5.1 万次。4）数字化：25H1 研发投入 1.46 亿元，实施中数字化项目 35 个，AI 技术广泛应用于物流、诊疗、办公等场景，“三码合一”平台大幅提升运营效率。5）不动产证券化：公募 REITs “九州通 R”于 25 年 2 月成功上市，募集资金 11.58 亿元，公众认购倍数达 1192 倍；首期 Pre-REITs 完成备案募集 16.45 亿元。盈利预测与投资评级：考虑公司 REITs 项目每两年实施一次扩募，投资收益稳定，我们将公司 2025-2027 年归母净利润由 28.09/31.58/35.29 亿元调整至 26.94/28.18/31.08 亿元，对应当前市值的 PE 为 10/9/8 倍。考虑公司为院外分销龙头，现金流持续改善，维持“买入”评级。风险提示：经营模式风险、政策风险、市场竞争风险、应收账款发生坏账风险。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：冉胜男
证券分析师：苏丰）

分众传媒 (002027): 2025 二季报点评: 公司业绩稳健增长, “碰一碰”有望带来新增量

投资要点 营收利润稳健增长，维持实行高分红策略。分众传媒 2025Q2 营业收入为 32.55 亿元，同比增长 0.52%；归母净利润为 15.3 亿元，同比增长 5.25%。公司维持高分红策略，向全体股东每 10 股派发现金 1.0 元，共计派发红利 14.44 亿元。公司点位略有下滑，降本能力持续提升。截至 2025 年 7 月，电梯电视媒体点位达到 128.7 万个，相比 2024 年 12 月增长 5.5%；海报点位为 168.5 万个，相比 2024 年 12 月下滑 9.7%；总点位数量为 297.2 万个，相比 2024 年 12 月下滑 3.7%。公司持续成本优化，2025Q2 营业成本仅为 9.3 亿元，同比下滑 10.14%；2025H1 销售费用率为 19.0%，同比增长 0.5pct；管理费用率为 4.34%，同比增长 0.56pct；研发费用率为 0.45%，同比下滑 0.03pct。楼宇媒体业绩稳步增长，互联网客户占比大幅上升。2025H1 营业收入结构分产品来看，楼宇媒体收入为 56.32 亿元，同比增长 2.3%；影院媒体收入为 4.69 亿元，同比增长 3.12%。将楼宇媒体收入按分行业来拆分，日用消费品收入同比下滑但其占比仍稳居第一，2025H1 日用消费品客户在楼宇媒体所投放的金额占公司总收入比例为 51.59%，收入为 31.54 亿元，同比下滑 10.46%；受即时零售市场强劲增长的影响，互联网行业的广告投放增加，2025H1 互联网收入达 9.62 亿元，同比增长 88.82%，占比由去年同期的 8.53%大幅提升至 15.73%。依托“碰一碰”构建新生态，有望为公司带来新增量。公司与支付宝合作，借助“碰一下”这一新型交互方式，构建“技术创新+场景渗透”的新生态，为品牌数字化经营提供了新范式，推动梯媒实现“品牌+效果”双轨模式的转型。“碰一碰”加强了用户的交互体验，缩短了广告的转化链路，有效解决了品牌广告归因困难的问题；“碰一碰”将 CPS 模式引入梯媒领域，使广告付费与用户转化直接挂钩，降低了广告投放的准入门槛，激活了中小企业的广告投放需求，有望为梯媒市场带来客户增量。盈利预测及投资评级：由于公司业绩保持稳健增长，因此我们维持 2025-2027 年的 EPS 预测 0.39/0.49/0.54 元。2025-2027 年对应当前 PE 分别为 22.25/17.84/16.17 倍，维持“买入”评级。风险提示：经济增速不及预期，行业竞争超预期

（证券分析师：张良卫 证券分析师：张家琦）

高测股份 (688556): 2025 年中报点评: Q2 业绩环比改善, 主业业绩

修复&机器人业务打开第二成长曲线

投资要点 Q2 亏损大幅收窄，光伏业务拐点或至：2025H1 公司实现营收 14.51 亿元，同比-45.16%，主要系受光伏行业产业链整体下行影响，其中光伏切割设备收入 1.08 亿元，同比-91.99%，占比 7.45%，切片代工收入 7.11 亿元，同比-5.19%，占比 48.98%，金刚线收入 3.40 亿元，同比+1.90%，占比 23.42%，创新与其他业务收入 2.93 亿元，同比+41.41%，占比 20.15%；期间归母净利润为-0.89 亿元，同比-132.47%；扣非归母净利润为-1.22 亿元，同比-151.26%。2025Q2 单季营收 7.66 亿元，同比-37.57%，环比 11.63%；归母净利润为-0.14 亿元，同比-123.61%，环比亏损收窄；扣非归母净利润为-0.42 亿元，同比 181.98%，环比亏损收窄。Q2 盈利能力触底反弹，H2 有望恢复盈利：2025H1 毛利率为 11.75%，同比-14.44pct，其中光伏切割设备的毛利率为 7.00%，同比-17.03pct；切片代工的毛利率为-6.63%，同比-26.66pct；金刚线的毛利率为 1.55%，同比-22.57pct；创新与其他业务的毛利率为 70.41%，同比+5.80pct；销售净利率为-6.10%，同比-16.4pct；期间费用率为 21.19%，同比+4.98pct，其中销售费用率为 2.50%，同比+0.54pct，管理费用率为 9.72%，同比+1.59pct，研发费用率为 6.16%，同比+0.70pct，财务费用率为 2.81%，同比+2.16pct。2025Q2 单季毛利率为 16.11%，同比-2.89pct，环比+9.22pct，销售净利率为-1.88%，同比-6.86pct，环比+8.93pct。合同负债/存货同比下滑，现金流出环比收窄：截至 2025H1 末公司合同负债为 1.87 亿元，同比-47.58%，存货为 7.65 亿元，同比-30.48%。2025H1 经营活动净现金流为-3.30 亿元，环比+73.83%，主要系公司强化回款管理，购买原材料、支付职工薪酬流出减少。行业格局优化，切片龙头优势强化：光伏制造端“反内卷”趋势确立，随着政策端强化对无序竞争的治理，光伏硅片价格已开启回升通道。在此背景下，公司核心业务竞争力凸显：（1）切片代工业务占比近 50%，深度受益于行业复苏。随着硅片环节进入买方市场，产业专业化分工趋势明确，公司有望凭借在单一环节的深度研发与规模效应建立低成本壁垒，在行业出清中持续受益。（2）“设备+耗材+代工”闭环强化核心优势。公司在切片设备与金刚线耗材环节保持行业领先，产品紧扣自动化与智能化趋势，三大业务环节形成的产业闭环持续沉淀工艺 know-how、增强客户粘性，构筑了难以复制的综合竞争力。切入机器人蓝海，核心技术打开新空间：公司依托在磨削设备及钨丝材料领域的核心技术积累，积极布局人形机器人蓝海市场，有望开辟第二成长曲线。（1）从磨削技术到丝杠磨床：行星滚柱丝杠是人形机器人线性执行器的核心部件，而磨床是其生产制造的关键设备。随着 2025 年特斯拉 Optimus 进入小批量量产，人形机器人商业化进程加速，上游设备需求有望先行释放。公司依托深厚的磨削技术基础，场景迁移至行星滚柱丝杠磨削设备研发，有望在产业链爆发初期抢占先机。（2）从金刚线钨丝到灵巧手腕绳：腱绳驱动是实现机器人灵巧手精细操作的主流技术方案之一。公司利用其在钨丝金刚线领域的母线技术优势，创新性研发出钨丝灵巧手腕绳。该产品相比传统聚乙烯材料，具有更强的承载力和优异的抗蠕变性能，能赋予灵巧手更稳定、灵巧的操作能力。目前，公司已完成产品研发，并正积极向下游客户进行送样与验证。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测分别为 0.53/1.27/2.41 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 161/67/35 倍，维持“买入”评级。风险提示：光伏行业需求不及预期，新技术研发不及预期，新业务产业化不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

天奈科技（688116）：2025 半年报点评：Q2 产品升级提升单吨盈利，单壁碳管放量在即

投资要点 Q2 业绩符合预期。公司 25H1 营收 6.5 亿元，同+1.1%，归母净利润 1.2 亿元，同+1.1%，毛利率 35%，同-1.7pct；其中 25Q2 营收 3.2 亿元，同环比-6.1%/-4.7%，归母净利润 0.6 亿元，同环比-5.1%/+0.8%，毛利率 37%，同环比-1.8/+3.8pct。Q2 减少一代低价产品出货，单壁放量可期。25H1 碳管浆料出货约 3.7 万吨，同比略增，其中 Q2 出货 1.8 万吨，环减 5%+，主要由于产品升级，减少一代产品订单出货。产品结构看，25H1 一代、二代、三代产品出货占比各 30%、30%、40%，一代产品出货占比较 24Q4 下降近 20pct。我们预计全年一二三代出货量预计 8-9 万吨，同比持平。单壁方面，25H1 单壁浆料出货约 1000 吨，其中 Q2 出货约 800 吨；公司 25 年产能 40 吨粉体（对应 1 万吨浆料），年底将扩产至 100 吨粉体，Q3 单壁浆料有望达到 1500-2000 吨，我们预计全年单壁浆料达 7000 吨，26 年将翻倍以上增长至近 2 万吨。Q2 单吨盈利提升，25H2 单壁贡献利润弹性。25Q2 高价产品占比提升，我们测算公司产品均价 2 万/吨，环比提升 3%，单吨扣非利润近 0.3 万，环比提升 10%+。下半年一二三代产品盈利有望维持 0.3 万/吨左右，而单壁和四代产品国内仅公司可实现大批量出货，我们预计单吨利润可达 1 万元/吨。单壁碳管将应用于固态、钠电、机器人、电子器件等新领域。固态电池方面，正极单壁碳管添加量是液态电池的 3-5 倍，且硅碳负极、锂金属负极均需添加单壁碳管，使用量大幅提升。钠电方面，钠电单壁碳管添加量比液态电池多 8-10 倍，钠电爆发将拉动单壁需求。机器人方面，单壁碳管可用于电子皮肤、腱绳、柔性传感器，公司与高校院所建立合作。电子器件方面，碳基电子器件具备低功耗、高速度、高集成度等优势，公司相关单壁碳管产品处于小试阶段，我们预计 5 年内可以商业化，未来市场规模可达百亿美元。Q2 经营性现金流转正。公司 25H1 期间费用率 16.8%，同+0.2pct，其中 Q2 费用率 18.2%，同环比+1/+2.9pct。25H1 经营性净现金流 0.3 亿元，同+46.8%，其中 Q2 经营性现金流 0.8 亿元，同环比+741%/+261%；25H1 资本开支 1.4 亿元，同-48.2%，其中 Q2 资本开支 0.8 亿元，同环比-24.7%/+28.4%；25H1 末存货 2.2 亿元，较年初+8.5%。盈利预测与投资评级：考虑单壁管放量节奏有所放缓，我们下调公司 25-27 年归母净利润预期至 3.5/5.6/7.6 亿元（原预期 4.5/6.5/9.1 亿元），同比增 40%/61%/34%，对应 PE 为 54x/33x/25x，考虑单壁放量弹性大，维持“买入”评级。风险提示：需求不及预期，产能建设不及预期，行业竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
研究助理：胡锦芸）

海亮股份（002203）：2025 年中报点评：业绩同比显著改善，看好后续美国市场发展潜力

投资要点 事件：2025 年 8 月 30 日，公司发布 2025 年半年报，2025 年 H1 公司实现营收 445 亿元，yoy+1.1%；实现归母净利润 7.1 亿元，yoy+15%。单季度来看，2025Q2 公司实现营收 240 亿元，yoy+8.2%，环比+16.9%，2025Q2 归母净利为 3.67 亿元，yoy+20.8%，环比+6.27%，业绩符合预期。公司积极拓展海外布局，成效显著：营收角度，公司 2025H1 营收 445 亿元，其中铜加工营收 341 亿元，yoy+13.6%，而境外铜加工营收 140 亿元，yoy+25.35%，增速显著高于国内。销量角度，公司 2025H1 铜及铜合金加工品销售量 52.6 万吨，yoy+3.79%，其中境外销量 yoy+6.3%，显著高于总体销量增速。毛利率角度，公司 2025H1 铜加工行业毛利率 4.7%，yoy-0.36pct，其

中国内毛利率 2.65%，yoy-1.53pct，境外毛利率 7.63%，yoy+1.07pct，境外贡献较多业绩。美国产能迅速扩张，业绩兑现在即：2025 年基于美国对铜产成品加关税影响，对拥有美国制造基地或可快速落地扩产的企业更有优势，公司自 2024 年底开始，积极推动美国基地建设，截至 2025 年 8 月，得州海亮产能增加至 5 万吨，预计 2025 年底，得州工厂有望实现可用产能 9 万吨，对比 2024 年年报披露 3 万吨产能扩张迅速。2025H1 公司已实现美国市场主营业务收入 24.7 亿元，yoy+50.8%，销量 yoy+24.91%，美国实现量价齐升态势，未来公司预计美国市场 2025 年全年销量增长不低于 30%，业绩兑现可期。新产品多点开花，铜箔业务明年有望盈亏平衡：1) 铜箔角度，2025H1 公司铜箔销量 2.44 万吨，yoy+72.33%；其中甘肃海亮销量 yoy+45.42%，差异化产品销量逐月提升。印尼海亮目前已与全球 top10 动力电池客户中 5 家及 3C 数码 TOP3 客户中 2 家签订《定点供货协议》。我们预计 2026 年铜箔业务有望达到盈亏平衡。2) 公司核心铜基材料（无氧铜材、热管素材管等）已应用于全球多款顶级 GPU 散热方案。公司散热用铜基材料需求 2025H1 接单量同比增长超 100%。3) 公司新型耐蚁穴腐蚀铜管较传统产品实现关键技术突破，通过 P 元素的微合金化，提高了 Cu₂O 膜的致密性，显著提升铜管耐腐蚀性能。盈利预测与投资评级：由于公司全球化布局持续推进，产品结构不断调整，我们维持公司 2025-2027 年公司归母净利润分别为 16.6、31.5、39.4 亿元，对应 PE 分别为 15.6/8.2/6.6 倍，维持“买入”评级。风险提示：关税政策变化；市场竞争格局加剧，吨毛利下行；下游需求不及预期；地缘政治风险。

（证券分析师：孟祥文 证券分析师：米宇）

三诺生物 (300298)：2025 年中报点评：欧洲市场推进顺利，CGM 持续突破

投资要点 事件：公司近期发布 2025 年中报。2025 年上半年，公司实现收入 22.64 亿元（+6.12%，同比，下同），实现归母净利润 1.81 亿元（-8.52%），实现扣非归母净利润 1.58 亿元（-11.31%）。2025 单 Q2 季度，公司实现收入 12.22 亿元（+9.17%），实现归母净利润 1.09 亿元（-6.87%），实现扣非归母净利润 0.91 亿元（-9.36%），业绩符合我们预期。上半年国内收入稳定增长：2025H1，分产品看，1) 公司血糖测试仪实现收入 16.59 亿元（+6.88%）；2) 糖尿病营养、护理等辅助产品业务实现收入 1.49 亿元（+11.47%）；3) 糖化血红蛋白检测系统实现收入 1.14 亿元（-4.93%）；4) 血脂检测系统实现收入 0.94 亿元（-23.29%）；5) 血压计实现收入 0.93 亿元（+50.73%）；6) iPOCT 实现收入 0.89 亿元（+1.27%）。上半年海外市场表现亮眼，CGM 持续突破：2025H1，公司国内收入 12.66 亿元（+5.40%），海外收入 7.44 亿元（+7.06%）。2025H1，公司 CGM 产品注册范围进一步扩大，新增巴西、伊朗、尼泊尔、白俄罗斯、乌拉圭、越南等多个国家获批注册证；公司持续葡萄糖监测系统二代产品获得欧盟 MDR 认证，并进一步扩大了公司两代 CGM 产品的适用场景：1) 在所有适用年龄（2 岁及以上）人群佩戴部位为腹部的基础上，将 13 岁及以上人群的佩戴部位扩展为上臂或腹部，以满足不同用户的佩戴习惯；2) 除 iCan CGM App 外，用户可选择 iCan View Glucose Data Reader 作为第二个主要的显示设备，该功能可以更好的满足欧洲医保对 CGM 产品的需求；3) 公司开发的适配两代产品的加固贴均已获批，用户可选择是否使用加固贴，以满足不同场景的需求。上述获批和扩展，对公司在海外市场特别是认可欧盟 MDR 认证国家的医保市场业务拓展起到积极促进作用，进一步增强了公司持续葡萄糖监测类产品的综合竞争力和海外

市场拓展能力。盈利预测与投资评级：考虑到公司欧洲市场推广顺利，我们基本维持公司 2025-2027 年归母净利润为 4.27/5.32/6.61 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 28/22/18 倍，考虑到公司海外发展顺利，维持“买入”评级。风险提示：地缘政治风险，新产品市场推广或不及预期的风险，市场竞争加剧风险等。

（证券分析师：朱国广）

学大教育（000526）：2025 年中报点评：营收符合预期，教育培训业务稳步增长

投资要点 业绩整体落在指引区间下沿：2025H1 营收 19.16 亿，yoy+18.27%；归母净利润 2.3 亿，yoy+42.18%；扣非归母净利润 2.11 亿，yoy+39.05%。公司 H1 毛利率 36.30%，同比+0.26pct；归母净利率 11.99%，同比+2.02pct。核心业务保持稳健增长：分业务来看，教育培训服务费收入 18.48 亿元，yoy+18.42%，占比 96.47%；设备租赁收入 200 万元，与去年同期持平，占比 0.1%；其他收入 0.66 亿，yoy+15.91%，占比 3.42%。分地区来看，东部/中部/西部地区收入分别为 11.41/1.95/5.8 亿元，yoy+20.87%/24.42%/11.68%。股权激励费用有望下降：公司上半年股权激励费用 2643 万元，符合业绩预期。股权激励费用对利润影响高峰已过，后续有望逐季下降。盈利预测与投资评级：学大是我国头部的 1V1 个性化教培机构，教培行业政策趋稳，竞争格局改善明显，需求刚性。维持公司盈利预测，2025-2027 年归母净利润分别为 2.6/3.3/4.0 亿，对应 PE 估值为 23/18/14 倍，维持“买入”评级。风险提示：政策风险，网点开拓不及预期，行业竞争加剧等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：石琦瑄

证券分析师：王琳婧）

蓝天燃气（605368）：2025 年中报业绩点评：气量偏弱&接驳下滑致业绩承压，分红比例 140%保证股东回报

投资要点 事件：公司发布 2025 年半年度报告，2025 年上半年公司实现营业收入 22.54 亿元，同比减少 13.98%；归母净利润 2.05 亿元，同比减少 40.08%；扣非归母净利润 2 亿元，同比减少 39.51%。2025 中期拟向全体股东每股派发现金股利 0.40 元（含税），共分红 2.86 亿元，分红比例达 139.7%。气量偏弱&接驳下滑致 2025H1 业绩承压。2025 年上半年公司归母净利润 2.05 亿元，同比减少 40.08%，不及我们预期，主要系：1）2025H1 天然气需求偏弱，全国天然气表观消费量同比-0.9%；2）接驳业务受地产周期影响而下滑。2025H1 分业务来看：1）管道天然气销售实现营收 10.47 亿元，同比减少 11.45%；毛利率 9.09%，同减 1.09pct，毛利贡献 23.98%；我们判断 2025H1 公司所在区域天然气资源供给宽松&需求偏弱，管道天然气气量&价差回落。2）城市天然气销售实现营收 9.15 亿元，同比减少 8.67%；毛利率 9.78%，同减 4.79pct，毛利贡献 22.53%；我们判断天然气需求偏弱导致气量下降，叠加居民顺价迟缓，城市天然气业务毛利率下降。3）代输天然气实现营收 0.15 亿元，同比增加 17.7%；毛利率 67.01%，同减 0.89pct，毛利贡献 2.51%。4）燃气安装工程实现营收 2.22 亿元，同比减少 39.87%；毛利率 73.35%，同增 6.29pct，毛利贡献 40.94%。收入减少主要系地产周期下行影响，叠加 2023 年公司可转债项目完工开始进行批量接驳、2024H1 接驳业务高基数所致。5）其他主营业务实现营收 0.54 亿元，同比增加 4.65%；毛利率 70.82%，同增 2.59pct，毛利贡献 9.67%；收入增加主要系公司持续推进燃气增值业务所致。各地天然气顺价政策逐步推进，公司有望受益居民价差回升。据我们统计，2022~2025M8，全国共有 65%的地级及以上城市进行了居民的

顺价，提价幅度为 0.21 元每方，我们认为顺价将继续推进，城燃公司价差回升。2024 年 10 月 21 日起，郑州市区居民管道天然气价格进行了调整。第一/第二阶梯涨价幅度 0.36/0.47 元每方。在省会的带动下，河南顺价政策继续推进，期待公司特许经营权所在的城市落地顺价政策，居民价差回升。盈利预测与投资评级：河南省天然气顺价逐步推进，下游居民价差有望修复；公司承诺 2023-2025 年分红比例不低于 70%，2023/2024/2025H1 实际分红比例达 97.1%/126.9%/139.7%，高分红彰显安全边际。考虑到公司 2025H1 利润不及预期，我们下调 2025-2027 年公司归母净利润预测至 3.98/4.06/4.10 亿元（原值 5.10/5.28/5.33 亿元），同比-20%/+2%/+1%，对应 P/E 17.8/17.5/17.3X（估值日 2025/9/1）。假设 2025 年分红比例取 2023-2024 年均值 112%，对应股息率 6.3%（估值日 2025/9/1），维持“买入”评级。风险提示：上游气源价格波动，天然气政策变化。

（证券分析师：袁理 证券分析师：谷玥）

海天精工（601882）：2025 年中报点评：业绩短期承压，产能与渠道建设稳步推进

投资要点 营收基本稳定，利润短期承压 2025H1 公司实现营收 16.63 亿元，同比-0.92%；实现归母净利润 2.37 亿元，同比-19.27%；实现扣非归母净利润 2.12 亿元，同比-17.57%。公司营收下降主要系制造业景气度表现一般，机床下游需求偏弱；利润降幅大于收入降幅，主要系行业景气度偏低背景下价格战竞争加剧，压缩公司毛利率空间。分产品看：机床销售实现营收 16.35 亿元，同比-0.47%，配件及其他实现营收 0.24 亿元，同比-22.52%。单 Q2 看，公司实现营收 9.23 亿元，同比+0.10%；归母净利润 1.38 亿元，同比-15.34%，扣非归母净利润 1.27 亿元，同比-15.60%。毛利率持续下滑，研发投入持续加码 2025H1 公司毛利率为 26.14%，同比-2.23pct，单 Q2 毛利率为 26.30%，同比-1.98pct，毛利率仍处下滑趋势，主要系：①会计准则变更，原本计入销售费用的质量保证相关成本现计入营业成本；②下游需求偏弱机床行业价格竞争加剧，售价降低压缩毛利率空间。分产品看，机床销售/配件及其他毛利率分别为 25.80%/34.67%，同比分别-2.11pct/-5.25pct。2025H1 公司销售净利率为 14.3%，同比-3.2pct，单 2025Q2 公司销售净利率为 14.99%，同比-2.69pct。2025H1 公司期间费用率为 10.1%，同比-0.2pct，基本保持稳定。其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.4%/1.6%/4.7%/-0.6%，同比分别-0.3pct/+0.5pct/-0.2pct/-0.3pct。产能建设稳步推进，海内外渠道加速布局 产能布局方面：公司稳步提升华南生产制造基地产能规模，推进宁波高端数控机床智能化生产基地项目建设，高端数控机床智能化生产基地项目 1 号厂房已于 2024Q4 投入使用，并积极布局海外区域产能。海内外渠道建设方面：公司加强国内外市场的开拓和管理能力，国内着力发掘重点客户的需求，拓展业务团队，优化人员布局，加强薄弱地区的市场开发，规范市场管理；海外市场持续增加独立性功能的建设，完善客户服务体系，加快全球市场营销布局。目前公司已完成德国和塞尔维亚子公司的筹建，未来全球营销布局加速有望提高海天品牌全球影响力。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 6.41/7.60/8.96 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 17/14/12 倍，公司产能正在爬坡进程中，国际化布局稳步推进，维持公司“增持”评级。风险提示：制造业复苏不及预期，机床行业需求不及预期，产能建设进度不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天）

研究助理：陶泽）

固生堂（02273.HK）：2025 年中期业绩点评：内生业务稳健，AI 赋能+海外拓展打开想象空间

投资要点 事件：2025 年 H1，公司实现营收 14.95 亿元（+9.38%，同比增长 9.38%，下同），净利润 1.52 亿元（+41.90%），公司利润端表现亮眼。多渠道获客，线下门店客流量保持较快增长。2025H1，公司约 94%的新客户由公司专属医疗机构、药店及线上医疗平台获得，约 6%的客户由公司合作的第三方线上平台引流，公司多渠道获客，且获客成本相对较低。2025H1，公司新增客户 45 万人次，客户就诊人次 274.7 万（+15.7%），客户回头率 69.3%，线下客流保持稳健。客单价方面，2025 年上半年人次均消费 544 元，较 2024H1 的 573 元有所下滑，主要原因系中药饮片采购成本下降，公司为提高客户体验主动下调价格。虽然平均客单价有所下滑，但毛利率保持提升趋势，2025H1 毛利率提升至 30.6%（+1.2pct，较去年同期 1.2 个百分点）。会员拓展方面，2025H1，会员就诊人次 108 万人（+15.1%），会员回头率保持在 85%，会员忠诚度及消费意愿较高。AI 赋能+海外拓展打开想象空间。2025 年 6 月，公司发布首个国医 AI 分身，至 8 月公司合计发布 10 大“国医 AI 分身”，基于国医大师施杞等名中医的临床经验，覆盖肿瘤科、皮肤科、消化内科、耳鼻喉科、男科、心理睡眠科、经典方科、骨伤 8 大中医核心专科领域。“国医 AI 分身”首先布局线上复诊，将有利于提升顶尖专家的诊疗效率、缓解名医资源稀缺问题、及缩短青年医生成长周期。除了 AI 分身，患者端公司上线了 AI 健康助理，进一步提升患者端的诊疗体验。此外，公司积极推进实现产品化和标准化，2025H1 公司新增 2 款院内制剂，累计完成备案的院内制剂达 14 款，院内制剂中心已完成工程建设、设备验收和试生产。海外拓展方面，公司于 2024 年 3 月收购新加坡宝中堂布局海外业务，门店经营效率大幅提升，2025 年 H1 实现收入 214 万元，7 月新加坡门店收入同比增长 119%，海外业务有望保持快速增长。盈利预测与投资评级：考虑到公司毛利率的提升，我们将公司 2025-2026 年的经调整净利润 4.9/6.0 上调至 5.2/6.3 亿元，2027 年预计为 7.6 亿元，对应当前市值的 PE 估值为 14/11/10 倍。基于公司门店扩张与 AI 布局快速推进，维持“买入”评级。风险提示：政策风险，市场竞争加剧风险，上游中药材成本上涨风险，并购不及预期风险等。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：冉胜男

证券分析师：李倩）

首旅酒店（600258）：2025 半年报点评：酒店业务业绩释放，开店结构优化

投资要点 事件：2025 年 8 月 28 日，首旅酒店公布 2025 年半年报，2025H1 营收 36.61 亿元，同比-1.93%；归母净利润 3.97 亿元，同比+11.08%；扣非归母净利润 3.36 亿元，同比+3.81%。Q2 归母扣非同增 14.7%：公司 25Q2 营收为 18.96 亿元，yoy+0.4%；归母净利润为 2.54 亿元，yoy+7.4%；扣非归母净利润为 2.26 亿元，yoy+14.7%。Q2 毛利率 41.1%，yoy+2.6pct；销售费用 1.56 亿元，yoy+37.1%；净利率 13.4%，yoy+0.9pct。上半年酒店业务业绩释放：分业务来看，25H1 公司酒店业务/景区运营业务营收 33.65/2.96 亿元，yoy-2.09%/-0.09%；利润分别为 3.95/1.53 亿元，yoy+20.53%/+0.16%。截止 H1 末，公司酒店数/客房间数为 7268 家/531964 间，yoy+12.25%/+8.12%，中高端酒店数/客房间数分别占比 29.3%/42.1%，已签约未开业与正在签约店 1750 家。公司开店结构持续优化，单 Q2 公司新开 364 家店，经济型/中高端/轻管理分别 87/99/178 家，去年同

期新开 362 家。 Q2 RevPar 降幅环比收窄：25Q2 全部酒店平均 RevPar 为 143 元，yoy-5.7%；ADR 为 255 元，yoy-2.8%；OCC 63.9%，yoy-2.0pct。不含轻管理全部酒店 RevPar 同比-4.1%；ADR yoy-2.0%；出租率 yoy-1.5pct。成熟店同店 RevPar 为 145 元，yoy-8.2%；ADR 225 元，yoy-4.1%；OCC 64.5%，yoy-2.9pct。 盈利预测与投资评级：首旅酒店作为中国第三大酒店连锁集团，背靠首旅集团协同整合资源，25 年公司继续优化开发经营，开店提速叠加结构升级。维持盈利预测，2025-2027 归母净利润分别为 9.1/9.9/10.6 亿元，对应 PE 估值为 19/17/16 倍，维持“买入”评级。 风险提示：门店扩张不及预期、市场竞争加剧带来的单房均价下滑等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：石琦瑄

证券分析师：王琳婧）

长华集团（605018）：2025 年中报点评：盈利持续修复，新业务布局加速开辟第二生长曲线

投资要点 公告要点：公司公布 2025 年半年报，业绩符合预期。2025 年上半年实现营业收入 9.50 亿元，同比-17.77%；归母净利润 0.33 亿元，同比-46.14%；扣非归母净利润 0.25 亿元，同比-54.63%。其中 2025Q2 营业收入 5.27 亿元，同环比-7.43%/+24.61%；归母净利润 0.27 亿元，同环比+55.95%/+291.19%；扣非归母净利润 0.21 亿元，同环比+54.43%/+531.71%。 新能源业务持续增长，客户结构持续优化。25H1 公司新能源汽车零部件销售收入超 2 亿元，燃油车与新能源车共用产品销售收入超 3 亿元。公司持续深化与头部新能源车企合作，多次获得客户定点通知，合作范围不断扩大。同时积极拓展宁德时代、宁波拓普、金博股份等二配客户，增强客户多元化与业务稳定性。毛利率承压，费用管控面临挑战。25Q2 毛利率 14.63%，同环比+4.60pct/2.56pct。受日系客户需求疲软影响，冲焊件销售下滑，武汉长源净利润同比减少约 1931 万元，拖累整体毛利率。25Q2 期间费用率 9.53%，同环比+0.77pct/-2.90pct，费用管控良好。25Q2 归母净利率为 5.04%，同环比+2.05pct/+3.44pct，整体盈利能力明显提升。 新业务布局加速，打造第二增长曲线。公司积极拓展人形机器人、低空经济，碳陶刹车等新领域，行星滚柱丝杠已送样检测，机器人紧固件同步推进。在低空经济领域获飞行汽车超 2 亿元订单及碳陶刹车系统超 1 亿元合同，并与金博股份战略合作推进量产，增强配套能力与盈利前景。 研发与产能双轮驱动，夯实长期发展基础。公司坚持高强度研发投入，已获专利 276 项，发明专利 39 项（截至 2025H1），持续攻坚高附加值、国产替代及模块化产品。同时，随着 IPO 及非公开发行募投项目陆续投产，广东、武汉、宁波等生产基地产能逐步释放，产业布局持续优化，规模效应开始显现，有效增强了近地化配套与整体交付能力，为承接新订单、提升产能利用率奠定坚实基础。 盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年营收为 26.2/30.1/34.7 亿元，同比分别+19%/+15%/+15%，维持 2025-2027 年归母净利润为 1.5/1.8/2.5 亿元，同比分别+30%/+25%/+33%，对应 PE 为 38/31/23 倍。我们认为公司尚处产能爬坡初期，看好公司未来新产品和新客户带来的业务增量，维持“买入”评级。 风险提示：核心客户销量不及预期，新产品量产爬坡不及预期。

（证券分析师：黄细里）

顺丰同城（09699.HK）：2025 年半年报点评：业绩超预期，看好即时配送业务加速增长

投资要点 2025 年上半年，公司收入实现 102.36 亿元，同比增长 48.8%；净利润为 1.37 亿元，同比增长 120.4%，净利率同比提升

0.4pct 至 1.3%；经调整净利润为 1.60 亿元，同比增长 139.0%，经调整净利率同比提升 0.6pct 至 1.6%。受益于外卖行业加速增长以及优质配送能力，公司 2025H1 同城配业务增长提速。公司 2025H1 同城配送服务收入实现 57.79 亿元，同比大幅增长 43.1%；订单量同比增长超 50%。其中面向商家和面向消费者的业务收入分别实现同比增长 55.4%/12.7%。业务增长提速主要受益于：1) 商户营销活动推动餐饮外卖需求快速提升，餐饮即配收入同比快速增长，2025H1 茶饮配送收入同比增长 105%；2) 非餐场景稳健增长，2025H1 收入同比增长 28.6%至 21.42 亿元；其中面向商家的收入同比增长 35.3%，商超便利、医药、母婴等品类实现高速增长；3) 年度活跃商户和消费者规模扩大，截止 2025/6/30 的过去 12 个月内活跃商家达 85 万，同比增长 55%；4) 下沉市场多场景业务持续拓展；5) 公司采用积极的定价策略增强产品竞争力等。考虑到即时零售行业正在加速渗透，以及公司优质的即时配送能力，我们继续看好公司同城配送业务快速增长。即时配送服务的价值在物流领域进一步凸显，最后一公里业务 2025 上半年收入高增。2025 年上半年公司最后一公里配送服务收入为 44.57 亿元，同比增长 56.9%，主要得益于在顺丰集团快递单量中的渗透率提升。2025H1 公司整体来自顺丰控股之附属公司的收入同比增长 63%。公司交付履约能力持续提升，与公司客户加深末端网络融通和业务协同，各项合作业务均实现快速发展。此外，在派件揽件环节，公司为派件环节提供支持的服务规模及占比稳步提升，进一步提升公司客户末端运营效率和成本投入效益，承接的电商派件规模快速增长，揽件环节亦实现高速增长，2025H1 揽收环节支持服务订单量同比增长超 150%。公司亦在积极拓展「半日达」等同城转运和接驳服务及多场景同城物流服务。我们看好公司最后一公里业务继续保持快速增长趋势。规模效应进一步释放，盈利能力处在向上通道。2025H1 公司毛利率同比保持平稳，销售费用率/研发费用率/管理费用率分别同比下降 0.4/0.1/0.4pct，推动净利率同比提升 0.4pct 至 1.3%。收入增长进一步释放规模效应、弹性运力网络持续加强、数智化科技能力及精益管理驱动运营提质增效驱动公司盈利提升，且我们认为长期仍有较大提升潜力。盈利预测与投资评级：我们看好公司业务进入高速增长期，同时长期利润释放空间可观，我们将公司 2025-2027 年归母净利润预测从 2.47/3.62/4.91 亿元上调至 2.54/3.73/4.97 亿元，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济波动风险、即时配送行业发展不及预期、竞争风险。

(证券分析师：张良卫 证券分析师：郭若娜)

2025 年半年报点评：油气产量快速增长，降本增效成果显著

投资要点 事件：公司发布 2025 年半年度报告。2025H1，公司实现营收 2076 亿元（同比-8.45%），实现归母净利润 695 亿元（同比-12.79%），实现扣非后归母净利润 694 亿元（同比-12.00%）。其中 2025Q2，公司实现营业收入 1008 亿元（同比-12.62%，环比-5.71%），实现归母净利润 330 亿元（同比-17.60%，环比-9.83%），实现扣非后归母净利润 323 亿元（同比-18.62%，环比-12.70%）。原油实现价格同比下滑，天然气实现价格同比上升：2025H1，国际布伦特 70.8 美元/桶（同比-15%），公司原油实现价格 69.15 美元/桶（同比-14%），与布油折价 1.7 美元/桶，折价逐渐收窄。2025H1，公司天然气实现价格 7.9 美元/千立方英尺（同比+1.4%）。项目顺利投产，油气产量继续增长：2025H1，公司实际油气净产量 385 百万桶油当量（同比+6%）。其中，石油净产量 296 百万桶（同比+4%），天然气净产量 146 亿立方米（同比+12%）。天然气产量的大幅增长主要得益于深海一号

二期天然气开发项目等的贡献。公司预计 2025-2027 年产量目标分别 760-780、780-800、810-830 百万桶油当量。资本支出同比减少：2025H1，公司资本开支 576 亿元（同比-9%），资本支出完成情况良好。2025 年，公司预计资本支出预算 1250-1350 亿元。其中，勘探、开发、生产资本化支出预计分别占 16%、61%、20%；中国、海外预计分别占 68%、32%。桶油成本控制优异：2025H1，公司桶油主要成本 26.94 美元/桶（同比-2.9%）。2024 年，公司桶油主要成本 28.52 美元/桶，同比-0.31 美元/桶（同比-1.1%）。公司注重股东回报：2025H1，公司计划每股派发股息 0.73 港元，股息支付率达 45.5%，同比基本持平，达历史同期第二。根据我们最新预测，公司 2025 年归母净利润 1412 亿元，按照 2025 年全年分红比例 45%，合计派息约 635 亿元，按 2025 年 9 月 1 日收盘价，中海油 A 股股息率为 5.2%；中海油 H 股税前股息率为 7.3%，按 10%扣税，税后股息率为 6.6%，按 28%扣税，税后股息率为 5.3%。盈利预测与投资评级：根据公司增储上产&新项目推进情况&油价情况，我们调整盈利预测，2025-2027 年公司归母净利润分别为 1412、1447、1497 亿元（前值为 1384、1418、1467 亿元），按 2025 年 9 月 1 日收盘价，对应 A 股 PE 分别 8.7、8.5、8.2 倍，对应 H 股 PE 分别 6.2、6.1、5.9 倍。公司盈利能力显著，成本管控优异，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济波动；油价波动；公司增储上产速度不及预期。

（证券分析师：陈淑娴 证券分析师：周少玟）

阿里巴巴-W (09988.HK): FY2026Q1 季报点评: 云业务超预期, AI 持续投入

投资要点 营收表现稳健，利润略超预期：FY2026Q1 公司收入达 2476.5 亿元，同比增长 1.8%，环比增长 4.7%，低于一致预期 2531.7 亿，若不考虑高鑫零售和银泰的已处置业务的收入，同口径收入同比增长 10%；调整后净利润 335.1 亿，同比-17.6%，环比+12.3%，低于一致预期 384.4 亿。中国电商集团收入持续增加，即时零售发展迅速：FY2026Q1 中国电商集团收入同比增长 10%至人民币 1400.7 亿元。其中客户管理收入达到 892.52 亿元，同比增长 11.4%。88VIP 核心用户群体持续增加，会员规模超 5,300 万，数量持续同比双位数增长。经调整 EBITA Margin 为 27%，同比下降 21%。即时零售业务得益于“淘宝闪购”的推出以及业务供应链、用户及会员权益的整合，订单量增长呈现良好态势。阿里云业务收入超预期增长，AI 需求发展强劲：FY2026Q1 季度阿里云智能集团收入为人民币 333.98 亿元，同比增长 26%。主要由更快的公共云业务收入增长所带动，其中包括 AI 相关产品采用量的提升。EBITA 为人民币 2,954 百万元，同比增长 26%。盈利预测与投资评级：考虑到闪购业务仍然需要大幅的投入，但在长期将会为阿里主业贡献业绩，因此我们将 FY2026/FY2027/FY2028 的 Non-GAAP 净利润预测由 171,156/188,575/210,307 百万元调整为 120,958/173,838/222,288 百万元，FY2026/FY2027/FY2028 对应 PE (Non-GAAP) 为 17/12/9 倍（港币/人民币=0.92，2025 年 9 月 1 日）。考虑公司 GMV 增长情况及货币化进程的加快，以及公司持续回购分红，维持“买入”评级。风险提示：电商行业竞争加剧，用户留存率不及预期，市场监管风险，核心管理层变动风险。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：张家琦）

鼎胜新材 (603876): 2025 半年报点评: 涂碳箔出货高增, 电池箔盈利水平提升可期

投资要点 Q2 业绩符合预期。公司 25H1 营收 133.1 亿元，同

+15.9%，归母净利润 1.9 亿元，同+2.3%，毛利率 8.8%，同-1.1pct，归母净利率 1.4%，同-0.2pct；其中 25Q2 营收 68.6 亿元，同环比+7.8%/+6.2%，归母净利润 1 亿元，同环比-33%/+20.3%，毛利率 8%，同环比-2/-1.7pct，归母净利率 1.5%，同环比-0.9/+0.2pct。25H1 电池箔及涂碳箔出货同比大幅增长，涂碳箔供不应求已实现涨价。公司 25H1 铝产品销量合计 52 万吨，同增 5 万吨，其中电池箔出货约 9 万吨（含涂碳箔），同增 46%，由于储能需求旺盛，涂碳箔出货同增近 50%；我们预计 25Q2 电池箔出货近 5 万吨，环增 20%+。公司规划光箔以每年 5-10%速度扩产，涂碳箔以每年 20-30%速度扩产，我们预计 25 年电池箔出货 19-20 万吨，同增约 40%，涂碳箔出货 2.5 万吨，26 年电池箔出货 25-26 万吨，涂碳箔出货达 5-6 万吨。盈利方面，我们测算电池箔 25Q2 单吨扣非利润近 0.15 万元，环比略增，由于涂碳箔供不应求，当前已涨价 5-10%，单吨盈利相比光箔高 4-5%，我们预计 25-26 年盈利水平逐步提升。25H1 包装箔盈利稳定，欧洲工厂亏损有望收窄。公司 25H1 包装箔出货约 15 万吨，同比略降，其中我们预计 Q2 出货 7 万吨+，环比持平，由于部分产线转产电池箔，我们预计全年出货同减 10%左右。盈利方面，25H1 单吨盈利维持 100-200 元，欧洲工厂 25H1 亏损 0.5 亿元，随着后续对美出口订单量提升，加工费持续提升，明年欧洲工厂有望扭亏。25H1 空调箔出货约 20 万吨，同增 15%，其中我们预计 Q2 出货 10 万吨，环比持平，单吨盈利维持 100 元左右。25H1 资本开支放缓，经营性现金流改善。公司 25H1 期间费用率 6.5%，同-0.1pct，其中 Q2 费用率 6.2%，同环比+0.1/-0.6pct；25H1 经营性净现金流 2.8 亿元，同+49.4%，其中 Q2 经营性现金流 6.1 亿元，同环比-16.4%/+282.5%；25H1 资本开支 1.5 亿元，同-39.6%，其中 Q2 资本开支 0.9 亿元，同环比-53%/+54.8%；25H1 末存货 43.2 亿元，较年初-3.6%。盈利预测与投资评级：考虑 25 年欧洲工厂仍有亏损影响，我们下调 2025 年盈利预测，基本维持 2026-2027 年盈利预测，我们预计 2025-2027 年归母净利润 4.5/6/7.5 亿元（原预期为 5/6/7.5 亿元），同比增 49%/34%/25%，对应 PE 为 21x/15x/12x，考虑公司为电池箔龙头，给予 26 年 22x 估值，对应目标价 14 元，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格持续上涨，电池箔扩产不及预期，竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
研究助理：胡锦芸）

比亚迪（002594）：2025 年半年报点评：国内竞争加剧影响盈利，坚定出海+高端化

投资要点 业绩 Q2 业绩略低于预期：公司 H1 营收 3713 亿元，同增 23%，归母净利润 155 亿元，同增 14%，扣非净利润 136 亿元，同增 10%，毛利率 18%，同降 2.0pct；Q2 营收 2009 亿元，同环比+14%/+18%，归母净利润 64 亿元，同环比-30%/-31%，毛利率 16.3%，同环比-2.4/-3.8pct。

国内竞争加剧，智驾增加成本，Q2 单车利润环比下滑：H1 汽车相关产品收入 3025 亿，同比+32%，毛利率 20.35%，同比-3.59pct。我们测算 25H1 单车价格 15.3 万元(含税)，同降 2%，单车毛利 2.9 万元，单车净利 0.7 万元，同-15%，其中 Q2 单车价格 15.5 万元，环+3%，单车毛利 2.6 万元，单车净利 0.5 万元，环-44%。单车利润下滑主要原因：一是 Q2 起智驾车型占比提升至近 80%，平均单车成本增加约 0.5 万元；二是为应对国内竞争，给予一定优惠折扣；三是 H1 经销商返利 Q2 确认。展望 H2，我们预计 Q3 好转，Q4 有望恢复。

全年预计销量近 500 万辆，加速高端化和出海：公司 25 年 H1 销量 215 万辆，同增 33%，国内市占率 32%，

同-2pct, 出口 46 万辆, 同增 128%, 高端车 14 万辆, 同增 70%。25Q2 销量 115 万辆, 我们预计 Q3 小幅提升, Q4 年底抢装, 我们预计 25 年销量近 500 万辆, 同比增 15%-18%, 其中出口约 100 万辆。盈利端, 25Q2 为低点, 一方面国内价格企稳, 二是公司高端车和出海占比提升, 且随着规模化, 我们预计 Q3-4 单车利润恢复, 全年维持 0.7 万元/辆。

比亚迪电子 H1 利润同增 21%: 比亚迪电子 25 年 H1 收入 806 亿元, 同增 3%, 毛利率 6.9%, 同比微增, 权益利润 11 亿元, 同增 14%; 其中 Q2 收入 437 亿元, 同环比+4%/+19%, 毛利率 7.4%, 同环比+0.5/+1.1pct, 权益利润 7.3 亿元, 同环比+22%/+78%, 我们预计全年权益利润贡献近 50 亿, 同比增 15%+。

研发费用持续高增, 经营性现金流亮眼: 25Q2 费用率 12.8%, 同环比 1.1/-0.9pct, 其他收益 33 亿元, 同环比+10%/+1%, 经营性净现金流 233 亿元, 同环比+489%/+171%, 资本开支 422 亿元, 同环比+103%/+14%, 存货 1408 亿元, 较年初增长 21%。

盈利预测与投资评级: 由于行业竞争加剧、智驾成本增加, 我们预计公司 25-27 年归母净利 450/589/710 亿元(此前预测值为 523/629/756 亿元), 同增 12%/31%/21%, 对应 PE 23/18/15x, 给予 26 年 25x, 目标价 161 元, 考虑公司持续推动智能化与出海, 维持“买入”评级。

风险提示: 销量不及预期, 行业竞争加剧。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 黄细里

证券分析师: 阮巧燕)

欧科亿 (688308): 2025 中报点评: 营收稳健增长, 产能利用率影响利润水平

投资要点 营收稳步增长, 产能释放不足拖累归母净利润
2025H1 公司实现营收 6.03 亿元, 同比+4.17%; 实现归母净利润 0.01 亿元, 同比-98.71%; 扣非归母净利润-0.19 亿元, 同比-150.69%。营收增加主要系本期硬质合金制品收入有所增长所致; 而报告期内, 公司数控刀具产业园项目产能利用率较低, 同时原材料成本上升及固定资产折旧增加导致营业成本上升, 加之期间费用率同比上升, 导致归母净利润以及扣非归母净利润下降。分业务看, 25H1 公司数控刀具产品实现营业收入为 3.06 亿元, 同比下降 4.69%; 硬质合金制品实现营业收入 2.83 亿元, 同比增长 11.25%。

单 Q2 公司实现营业收入 3.02 亿元, 同比-4.32%; 归母净利润-0.07 亿元, 同比-122.77%; 扣非归母净利润-0.20 亿元, 同比-183.63%。

毛利率有所下滑, 期间费用率有所提升 2025H1 公司毛利率 15.38%, 同比-10.76pct; 净利率 -0.2%, 同比-10.6pct。毛利率与净利率下滑主要系产能利用率不足叠加固定资产折旧增加、材料成本上升。其中 Q2 单季度, 公司销售毛利率 12.47%, 同比-14.56pct; 销售净利率-2.55%, 同比-12.14pct。上半年公司期间费用率为 16.6%, 同比+1.5pct; 其中销售/管理/财务/研发费用率为 4.1%/5.0%/1.2%/6.4%, 同比分别+0.7/+1.4/-0.1/-0.5pct。销售费用增加主要系销售人员职工薪酬增加所致, 管理费用增加主要系报告期咨询服务费用增加所致。

库存有所提升, 经营活动净现金流恶化 截至报告期末, 公司存货为 6.56 亿元, 同比+14.9%, 系原材料与库存商品增加。2025H1 公司经营活动净现金流为-1.30 亿元, 同比-22%, 主要系报告期进项税留抵退税减少所致。

持续拓展加工新场景与销售渠道, 注入成长动能 公司积极拓展加工新场景:

(1) 推出的新型高性能铣刀在能源装备与航空航天领域表现出色;

(2) 整刀产品通过优化工艺提高产品性能, 解决航空航天领域难加工材料加工难题;

(3) 开发超硬刀具新产品, 已应用于新能源电池壳体加工。

公司积极开展渠道建设: (1) 新能源市场: 公司积极推动

燃油汽车和新能源汽车领域核心零部件的刀具整体解决方案，包括燃油车发动机缸体、缸盖、曲轴、连杆至汽车传动部件变速箱壳体、传动轴、差速器壳体、轮毂等零部件，新能源汽车电机壳、电机轴、副车架等零部件；（2）航空航天市场：公司攻坚高端领域终端客户，在航空航天、轨道交通、能源、军工等行业均有开发新的终端客户，航空机匣、叶片、轨道交通道岔、车轮、车轴、电机壳、电机轴等零件的加工方案得到认可。盈利预测与投资评级：考虑到数控刀具下游行业需求平淡，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测分别为 0.45（原值 1.05）/0.91（原值 1.48）/1.64（原值 1.88）亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 75/37/20 倍，考虑到公司持续拓展产品矩阵，维持公司“增持”评级。风险提示：下游行业需求不及预期，原材料价格波动风险，快速扩张而产能利用率低导致的业绩下滑风险，宏观经济风险。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天
研究助理：陶泽）

迈威生物-U (688062): IL-11 单抗全球领先，战略布局抗衰老及病理性瘢痕等

投资要点 9MW3811 为迈威生物自主研发的 IL-11 单抗，全球进展领先且获硅谷巨头布局：9MW3811 通过高亲和力结合 IL-11，阻断 IL-11/IL-11Ra 下游信号通路，干预相关病理进程，聚焦抗纤维化与抗衰老领域未满足需求。其临床进度国内第一、全球前二，已获中美澳三国临床准入，中国及澳洲 I 期临床已完成且安全性良好。2025 年 6 月，迈威将该产品除大中华区外全球开发及商业化权利独家许可 Calico Life Sciences（由 Alphabet 及谷歌母公司旗下的抗衰老子公司，和 Abbvie 深度合作），获 2500 万美元一次性不可退还首付款、最高 5.71 亿美元里程碑付款及阶梯式特许权使用费。9MW3811 抗衰老机制明确，后续有望拓展病理性瘢痕适应症：9MW3811（IL-11 单抗）的抗衰逻辑清晰且扎实，它通过精准靶向抑制 IL-11 信号，可直接阻断其下游 ERK-mTORC1、JAK-STAT3 等促衰老通路的异常激活，进而减少 p16/p21 等关键衰老标志物的表达，从分子层面改善代谢功能衰退、慢性炎症等核心衰老相关病理表现；在适应症拓展方面，9MW3811 同步瞄准临床需求迫切且市场空间广阔（美国 2030 年预计 186 亿美元，中国 59 亿美元）的病理性瘢痕领域，上海九院研究证实“CD39 + 成纤维细胞 - IL-11 轴”是病理性瘢痕形成核心通路，该产品已申报 II 期临床，有望年底前启动入组，临床周期短，可快速获取人体 POC 数据；针对 IL-11 介导的肺成纤维细胞活化、胶原异常沉积等核心病理环节，MW3811 也能从源头抑制肺纤维化进展，精准契合该领域未被满足的治疗需求。多款重磅管线厚积薄发：

1) 9MW1911: 国内进度最快、全球第二的 ST2 单抗 COPD 患者的 Ib/IIa 期 80 例患者已全部入组，预计 2025 年 H2 完成随访，力争年底前后读出有效性数据；2) 9MW2821: 全球进度领先、具 BIC 潜力的 Nectin-4 ADC，临床数据优异——1.25mg/kg 推荐剂量下，对尿路上皮癌、宫颈癌、食管癌、三阴性乳腺癌的疾病控制率分别达 91.9%、81.1%、67.4%、80%，多个肿瘤适应症 III 期临床推进中，最早 2026 年有望提交 BLA；3) 7MW4911 与 7MW3711: 基于 IDDC 平台的 ADC 药物，分别靶向 CDH17 与 B7-H3，采用毒素升级的新结构喜树碱衍生物，具备抗毒素耐药疗效，更好满足临床需求；4) TCE 平台管线：自主搭建 TCE 平台，2MW7061（CD3; LILRB4）为公司首款预计进入临床的 TCE 药物，适应症为 AML。盈利预测与投资评级：我们维持 2025-2027 年的营收预测，分别为

11.08/12.37/20.92 亿元。上述预测不含未落地 BD 付款，维持“买入”评级。风险提示：研发进度不及预期的风险；药品审批和上市时间不及预期的风险；竞争格局加剧的风险。

（证券分析师：朱国广）

联影医疗（688271）：2025 年中报点评：业绩稳健增长，下半年有望加速

投资要点 事件：公司近期发布 2025 年中报。2025 年上半年，公司实现收入 60.16 亿元（+12.79%，同比，下同），实现归母净利润 9.98 亿元（+5.03%），实现扣非归母净利润 9.66 亿元（+21.01%）。2025 单 Q2 季度，公司实现收入 35.38 亿元（+18.60%），实现归母净利润 6.28 亿元（+6.99%），实现扣非归母净利润 5.87 亿元（+17.96%），业绩符合我们预期。上半年国内收入稳定增长：2025H1，分产品看，1）公司 CT 业务实现收入 15.15 亿元，国产首款光子计数能谱 CT uCT Ultima 获批上市，率先实现国产光子计数能谱 CT 的全身多部位超高分辨成像与精准能谱成像；2）MR 业务实现收入 19.68 亿元，同比增长 16.81%，其中 5.0T uMR Jupiter 装机超 40 台；3）MI 业务实现收入 8.41 亿元，同比增长 13.15%，PET/CT 连续 10 年国内第一，全球装机超 600 台，美国市场超 150 台；4）XR 实现收入 3.24 亿元，同比增长 26.36%，其中 DSA 同比增长迅猛，uAngio AVIVA 获 NMPA、CE、FDA 三重认证，进入全球主流市场；5）RT：市占率同比提升近 18 个百分点，中国市场排名升至第二，构建全流程产品矩阵，已覆盖全国 150 余家核心医疗机构，并在多国市场实现订单落地。上半年海外市场表现亮眼：2025H1，公司国内收入 48.73 亿元（+10.74%），海外收入 11.42 亿元（+22.49%）。MR、MI 深耕欧美高端市场与亚太新兴市场，五大产品线协同释放动能。硬件+服务闭环逐步形成，验证规模化与长效增长潜力。盈利预测与投资评级：考虑到行业稳步复苏，公司上半年表现亮眼，我们将公司 2025-2027 年归母净利润由 15.87/21.39/26.54 亿元上调为 17.85/22.27/27.38 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 70/56/46 倍，考虑到公司海外发展顺利，维持“买入”评级。风险提示：地缘政治风险，新产品市场推广或不及预期的风险，医药行业政策风险等。

（证券分析师：朱国广）

威高骨科（688161）：2025 年中报点评：业务迎来拐点，海外拓展顺利

投资要点 事件：公司近期发布 2025 年中报。2025 年上半年，公司实现收入 7.41 亿元（-1.28%，同比，下同），实现归母净利润 1.42 亿元（+52.43%），实现扣非归母净利润 1.36 亿元（+51.98%）。2025 单 Q2 季度，公司实现收入 4.51 亿元（+11.95%），实现归母净利润 0.90 亿元（+54.86%），实现扣非归母净利润 0.87 亿元（+58.31%），业绩符合我们预期。2025 年上半年公司业务迎来拐点：2025H1 分产品看，脊柱业务收入 2.51 亿（+13%），其中销量同比增长 14%，25Q2 环比 25Q1 收入增长 21%；创伤业务收入 1.3 亿，25Q2 环比 25Q1 收入增长 12%；关节业务收入 1.81 亿，受销售模式调整影响收入同比下降 21%，运动医学业务收入 1.43 亿（+13.26%）。2025 年上半年公司海外市场拓展顺利：2025 年上半年，公司海外收入 4321 万元（+19%）。公司构建海外“三级市场”开发策略，集中优势资源开发战略市场（印尼，巴西，俄罗斯，泰国等），建立标杆销售渠道，提升销售业绩；深化本地化运营，深耕巩固已开发的商贸市场（中亚、非洲等）；快速进入空白市场（墨西哥、沙特、欧洲等），通过绑定属地内具备优质客户资源的渠道商，实现品牌的快速覆盖。公司通过海外

贸易、工业产能海外建设和并购的有机结合，逐步实现海外市场的突破。盈利预测与投资评级：考虑到下半年业务有望加速，我们维持公司 2025-2027 年归母净利润为 3.14/3.64/4.20 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 41/35/31 倍，考虑到公司海外发展顺利，维持“买入”评级。风险提示：地缘政治风险，新产品市场推广或不及预期的风险等，市场竞争加剧风险等。

(证券分析师：朱国广)

爱博医疗 (688050): 2025 年中报点评: 业绩符合预期, 期待下半年恢复高增长

投资要点 事件：公司近期发布 2025 年中报。2025 年上半年，公司实现收入 7.87 亿元 (+14.72%，同比，下同)，实现归母净利润 2.13 亿元 (+2.53%)，实现扣非归母净利润 2.04 亿元 (+2.63%)。2025 年 Q2 季度，公司实现收入 4.30 亿元 (+14.44%)，实现归母净利润 1.21 亿元 (+14.85%)，实现扣非归母净利润 1.18 亿元 (+17.90%)，业绩符合我们预期。2025 年上半年公司主业业务稳健，毛利率保持稳定。2025H1 分产品看，人工晶体收入 3.45 亿 (+8.23%)，隐形眼镜收入 2.36 亿 (+28.89%)，视光类收入 1.19 亿 (+5.63%)，其他近视防控收入 0.47 亿 (+15.58%)。各产品 2025 年上半年毛利率保持平稳，人工晶体毛利率 86.42%，隐形眼镜毛利率 27.76%，视光类毛利率 84.76%，其他近视防控毛利率 69.65%，其他视力保健毛利率 18.88%。加大研发投入，在研管线推进顺利：2025H1，公司研发费用 0.49 亿元，同比增长 3.41%，2025 年 1 月，公司有晶体眼人工晶状体 (PR) 国内获批上市，硅水凝胶软性接触镜 (型号：S2DRT) 已于近期获批上市。2025 年上半年，公司非球面扩景深 (EDoF) 人工晶状体已进入产品注册阶段，非球面三焦散光矫正人工晶状体等临床项目进展良好。此外，2025 年上半年，散光矫正型有晶体眼人工晶状体 (PRT)、硅水凝胶隐形眼镜彩片 (iBright NT Color) 已进入临床试验。盈利预测与投资评级：考虑到新产品销售推广费用可能增加，我们将公司 2025-2027 年归母净利润由 4.66/5.84/7.17 亿元下调为 4.44/5.54/6.82 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 35/28/23 倍，考虑到公司新产品推广顺利，维持“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧风险，新产品市场推广或不及预期的风险，医药行业政策风险等。

(证券分析师：朱国广)

甘化科工 (000576): 2025 年中报点评: 电源和特种合金均保持领先地位, 积极推进新产品研发

事件：公司发布 2025 年中报。公司 2025 年上半年实现营业收入 2.36 亿元，同比去年+18.64%；归母净利润 3379.75 万元，同比去年+28.26%。
投资要点 业绩增长的主要原因在于公司电源及相关产品业务与高性能特种合金材料制品业务的协同发展，以及市场开拓力度的加大：公司 2025 年上半年实现营业收入 2.36 亿元，同比增长 18.64%；归属于母公司净利润 0.34 亿元，同比增长 28.26%。业绩提升主要得益于高性能特种合金材料制品收入大幅增长 74.56%至 1.23 亿元，占比由 35.35%提升至 52.01%，成为营收主力；而电源及相关产品收入则下降 11.66%至 1.11 亿元，占比由 63.16%降至 47.03%。产品结构变化源于军工订单结构调整及原材料价格上涨导致部分电源产品毛利率承压，而特种合金制品因市场需求旺盛及产能释放实现量价齐升。合同负债略有增加，显示出公司未来订单的预期增长；存货水平也有所上升，主要是为满足市场需求而进行的合理备货；资产负债表显示期末货币资金 2.59 亿元，较年初增加 1.28 亿元，主要系理财赎回及销售回款增加；应收账款 3.00 亿元，较年初增长 33.24%，受军工客

户回款周期延长影响。利润表端,营业成本 1.34 亿元同比增长 53.46%,拖累整体毛利率下滑 12.92 个百分点至 43.07%,其中特种合金制品毛利率下降 12.18 个百分点至 23.98% (钨粉涨价所致)。现金流量表亮点在于经营活动现金流由 2024 上半年的-0.18 亿元转为 2025 上半年的净流入 0.32 亿元,得益于回款改善及政府补助增加;合同负债 0.11 亿元较年初增长 215.05%,反映订单储备充足;存货 2.14 亿元较年初增长 20.78%,主要为特种合金原材料战略储备。

报告期内公司核心竞争力持续强化: 升华电源实现军品电源 100%国产化,高压模块技术突破小型化难题;沈阳含能获评国家级“专精特新”企业,钨合金预制破片市占率稳居行业前列;沈阳非晶通过业绩补偿收回 29.21%股权,控股股东持股比例升至 56.67%。资本运作方面,公司以沈阳超能 2000 万元股权增资沈阳非晶完成实缴,并启动收购西安甘鑫科技 65%股权,标的专注于军工电子元器件,将补足公司在半导体领域的布局短板。

盈利预测与投资评级: 公司业绩符合市场预期,我们维持先前的预期,预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.05/1.59/2.35 亿元,对应 PE 分别为 48/32/21 倍,维持“买入”评级。

风险提示: 1) 商誉减值风险; 2) 原材料价格上涨风险; 3) 业绩承诺无法完成风险; 4) 行业政策调整风险。

(证券分析师: 苏立赞 证券分析师: 许牧 证券分析师: 高正泰)

中直股份 (600038): 2025 年中报点评: 持续聚焦航空产业发展战略机遇, 在复杂市场环境中仍保持稳健

事件: 公司发布 2025 年中报。公司 2025 年上半年实现营业收入 102.41 亿元, 同比去年 25.28%; 归母净利润 2.82 亿元, 同比去年-5.12%。

投资要点 持续聚焦航空产业发展战略机遇, 加大市场开拓力度: 2025 年上半年, 公司实现营业收入 102.41 亿元, 同比增长 25.28%; 归属于母公司净利润 2.82 亿元, 同比下降 5.12%。增收不增利的主要原因在于营业成本同比大幅上升 35.11%, 导致利润空间被压缩。公司主营业务以直升机整机、零部件及航空制造服务为主, 其中航空产品实现收入 101.80 亿元, 占总营收的 99.4%, 较上年同期提升约 0.3 个百分点。航空整机收入占比提升, 主要得益于交付量同比增加, 尤其是 AC 系列直升机和新型号交付节奏加快, 同时公司积极拓展低空经济、应急救援等新兴市场, 带动航空产品收入结构优化。

公司财务状况稳健, 具备持续发展的基础: 截至 2025 年上半年, 公司总资产 484.54 亿元, 较上年末下降 7.23%, 主要因货币资金减少 40.17%至 79.41 亿元, 用于支付采购款; 总负债 311.92 亿元, 下降 12.98%, 资产负债率由 68.62%降至 64.39%。销售毛利率由 2024 年上半年的 13.10%降至 2025 年上半年的 6.28%, 主因成本端原材料及人工上涨。期间费用率保持平稳, 销售费用率 0.51%, 管理费用率 4.55%, 研发费用率 1.52%。经营现金流净流出 74.13 亿元, 同比收窄 19.46%。合同负债 42.33 亿元, 较年初减少 46.14%, 系预收款陆续确认收入; 存货 148.03 亿元, 较年初增加 5.18%, 反映生产备货增加。

核心竞争力上持续发力, 聚焦直升机及有人与无人协同发展的产业格局: 2025 年上半年, 公司核心竞争力持续增强。AC313A 型 13 吨级直升机完成改进复飞, 为后续取证奠定基础; AC332 型直升机开展高原试飞, 技术成熟度提升; C919 大型客机复合材料自动制孔技术实现批产应用, 工艺能力再上台阶。市场拓展方面, 公司新签 3 架 AC311A 订单, 并完成 11 架采购选型论证, 低空经济布局初见成效。资本运作层面, 公司于 2024 年 7 月完成向特定对象发行股票募资 29.68 亿元, 资金主要用于直升机产能提升、新型号研制及无人机研发等项目, 为公

司中长期发展提供了资金保障。 盈利预测与投资评级：公司业绩相对承压，我们下调先前的预期，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 6.22/6.97/7.66 亿元，前值 7.26/8.15/9.90 亿元，对应 PE 分别为 53/48/43 倍，考虑到公司作为国内直升机领军企业，产品谱系齐全，同时也是低空经济发展中的核心骨干企业，因此维持“买入”评级。风险提示：1) 产品质量与安全生产风险；2) 原材料短缺及价格波动风险；3) 订单及产品结构性调整风险。

(证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 证券分析师：高正泰)

铂力特 (688333)：2025 年中报点评：紧密围绕金属增材制造产业链，业绩稳步上台阶

事件：公司发布 2025 年中报。公司 2025 年上半年实现营业收入 6.67 亿元，同比去年 17.22%；归母净利润 7631.43 万元，同比去年 9.98%。

投资要点 3D 打印定制化产品和 3D 打印原材料的营业收入均实现增长，成为推动公司业绩提升的主要动力：公司 2025 年上半年实现营业收入 6.67 亿元，同比增长 17.22%；归母净利润 0.76 亿元，同比增长 9.98%。业绩增长主要源于产能释放与市场开拓：一是 3D 打印定制化产品及技术服务收入 4.22 亿元，占比 63.33%，受益于航空航天、工业机械等领域需求增加；二是 3D 打印设备、配件及技术服务收入 1.86 亿元，占比 27.89%，得益于新机型 BLT-S1025 等批量交付；三是 3D 打印原材料收入 0.59 亿元，占比 8.78%，因钛合金粉末产能提升及新客户导入。三大板块收入均实现双位数增长，显示公司全产业链协同效应持续增强。

铂力特公司 2025 年上半年的毛利率、费用率、现金流等关键指标均有积极变化：毛利率方面，由于产品结构和成本控制的优化，2025 年上半年销售毛利率达到 42.18%，整体保持稳定。费用率方面，2025 年上半年，随着公司规模的扩大和研发投入的增加，研发费用率有所上升，但销售费用率 7.12%和管理费用率 7.95%得到有效控制。现金流方面，公司经营活动产生的现金流量净额为负值，主要是由于购买材料支付的现金以及支付职工薪酬增加较多所致。

加强了与国内外合作伙伴的战略合作，共同开拓市场：2025 年上半年公司核心竞争力显著提升：全球首发金属增材制造自动化产线 BLT-Lines，实现 8 台设备联动作业；推出成形尺寸 2500mm 的 BLT-S1025 机型，突破超大尺寸构件一体化制造技术；与空客签署 A320 新件号工作包，国际化进程加速。研发投入 1.25 亿元，占营收 18.79%，重点布局耐高温钛合金、高强铝合金等新材料的工艺开发，投资建设了新的金属增材制造原材料产线，提升了原材料的自给能力和市场竞争力。资本运作方面，2500 万元投资华力创科学布局多维力传感器，同时回购股份 3592 万股耗资。新增专利 39 项，累计有效专利 413 项，技术护城河持续加深。

盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，考虑到公司下游客户资金结算的特点，我们下调先前的预期，预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 2.38/3.55 亿元，前值 4.61/5.72 亿元，新增 2027 年预期 4.41 亿元，对应 PE 分别为 91/61/49 倍，基于下游应用领域的广阔前景，并考虑到公司在金属增材领域的领先地位，因此维持“买入”评级。风险提示：1) 下游客户领域较为集中的风险；2) 增材制造装备关键核心器件依赖进口的风险；3) 核心竞争力风险。

(证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 证券分析师：高正泰)

中航光电 (002179)：2025 年中报点评：成功布局新兴领域，推出多款高性能连接产品

事件:公司发布 2025 年中报。公司 2025 年上半年实现营业收入 111.83 亿元,同比去年+21.60%;归母净利润 14.37 亿元,同比去年-13.87%。

投资要点 在防务领域及新能源汽车、数据中心、工业装备等高端民用制造领域实现了快速增长:2025 年上半年,中航光电实现营业收入 111.83 亿元,同比增长 21.60%;归属于母公司的净利润 14.37 亿元,同比下降 13.87%。利润下滑主要因原材料价格上涨、产品降价及业务结构变化导致营业成本增长 34.77%,毛利率由去年同期的 36.97% 降至 30.31%。主营构成中,电连接器及集成互连组件收入 86.04 亿元,同比增长 20.86%,占比从 77.40%略降至 76.93%;光连接器及光器件收入 86.04 亿元,占比 76.93%保持稳定;液冷解决方案收入 9.56 亿元,占比提升至 8.55%。防务订单恢复、新能源汽车和数据中心业务的高速扩张是收入端增长的核心驱动力。

受原材料价格上涨及业务结构变化等因素影响,盈利水平有所下降:期末总资产 413.55 亿元,较年初增长 0.26%;资产负债率小幅升至 39.11%。受回款放缓影响,应收账款增至 154.37 亿元,导致经营活动现金流净额由 2024 上半年的 11.35 亿元骤降至 2025 上半年的 3.23 亿元。毛利率下降叠加费用相对刚性,销售费用率由 2024 上半年的 2.10%降至 2025 上半年的 1.91%,管理费用率由 5.92%降至 4.44%。合同负债 3.23 亿元,存货 51.73 亿元,均随订单增加而上升。整体看,公司仍保持稳健财务结构,但现金流和盈利质量短期承压。

公司多项布局取得突破:防务领域巩固首选供应商地位,全面切入无人、深水、星箭等新兴场景;新能源汽车业务稳步上台阶,跻身国内主流车企核心供应链;数据中心业务增长较快,液冷散热产品先发优势明显。研发投入 8.83 亿元,占营收 7.90%,在高功率传输、深水密封等关键技术实现突破,并加速工艺数字化。民机与工业产业园已投用,高端互连科技产业社区项目进度 61.73%,为未来产能释放奠定基础。同时,公司实施 1.5~3 亿元回购计划,已回购 0.72 亿元,用于后续股权激励,资本运作协同主业升级。

盈利预测与投资评级:公司业绩符合市场预期,我们维持先前的预期,预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 37.04/42.61/46.36 亿元,对应 PE 分别为 24/21/19 倍,维持“买入”评级。

风险提示:1) 市场风险;2) 营运资金周转风险;3) 利润下降风险;4) 产品研发风险。

(证券分析师:苏立赞 证券分析师:许牧 证券分析师:高正泰)

中航机载(600372):2025 年中报点评:持续增强技术优势,推动先进科技向新质生产力转化

事件:公司发布 2025 年中报。公司 2025 年上半年实现营业收入 111.80 亿元,同比去年-2.59%;归母净利润 6.42 亿元,同比去年-28.93%。

投资要点 业绩变化的主要原因包括行业周期调整、政策影响以及军品订货合同调整未达预期:2025 年上半年,中航机载实现营业收入 111.80 亿元,同比下降 2.59%;归母净利润 6.42 亿元,同比下降 28.93%。业绩下滑主要受行业周期调整及军品订货合同未达预期影响,导致防务产品收入占比虽高但增速放缓。分产品看,航空机载系统仍是核心收入来源,但民品及非航业务占比略有提升,反映公司在民用航空、低空经济等领域的拓展初见成效。产品结构变化源于公司主动调整订单结构,减少低毛利传统军品,增加高附加值民品及维修服务,以应对军品价格竞争加剧的挑战。

公司资产规模稳步增长,但盈利能力受行业环境和成本控制等因素影响有所波动:资产负债表显示,期末应收账款 266.82 亿元,较年初增加 13.68%,主要因军品回款周期延长;存货 169.75 亿元,增长 8.48%,反映订单备货增

加。利润表端，销售毛利率由 2024 上半年的 25.51%微升至 2025 上半年的 26.37%，但因研发费用率升至 8.79%（同比+1.25pct）及财务费用率因利息收入减少而升至 0.65%，净利率承压。现金流量表显示，经营现金流净流出 0.60 亿元，较上年同期的-11.61 亿元显著改善，得益于货款回收加快；合同负债 11.31 亿元，同比减少 23.84%，预示后续订单交付压力。整体看，公司财务稳健，但需关注应收账款周转效率。

公司核心竞争力持续强化：一是航空机载技术保持国内领先，多项新研项目通过认证，部分产品达国际先进水平；二是产业布局优化，军品、民机、先进制造三轮驱动，C919 等民机配套份额提升；三是资本运作方面，完成与机载公司重新签署《托管协议》，整合关联业务资源，同时推进股份回购计划（拟 3-5 亿元用于股权激励）。此外，公司在乡村振兴投入 0.19 亿元，彰显社会责任。技术研发上，电磁阀类、航空电力系统等募投项目进展顺利，达产后将形成新增长点。盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，考虑到订单的不确定性，我们下调先前的预期，预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 11.52/13.39 亿元，前值 23.72/26.72 亿元，新增 2027 年预期 15.82 亿元，对应 PE 分别为 54/46/39 倍，同时考虑到公司是我国航空机载系统龙头，受益于航空装备需求增长，以及大飞机等新质生产力领域的不断发展，公司未来或有望保持较好发展态势，因此维持“买入”评级。

风险提示：1）市场竞争风险；2）科技创新风险；3）改革与业务转型风险；4）现金流风险。

（证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 证券分析师：高正泰）

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>