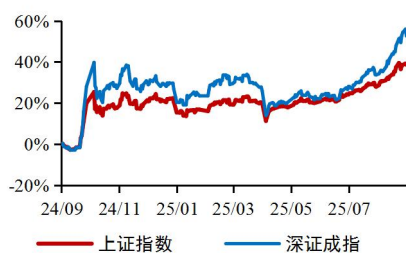


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 9 月 3 日 星期三

市场走势



资料来源：最闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,858.13	-0.45
深证成指	12,553.84	-2.14
沪深 300	4,490.45	-0.74
中小板指	7,637.11	-1.90
创业板指	2,872.22	-2.85
科创 50	1,328.28	-2.13

资料来源：最闻

分析师：

彭皓辰

执业登记编码：S0760525060001

邮箱：penghaochen@sxzq.com

【今日要点】

【山证农业】农业行业周报（2025.08.25-2025.08.31）-建议关注饲料的回升周期和养殖的边际改善

【行业评论】计算机：“人工智能+”意见正式发布，助推山西 AI 产业发展再次提速

【公司评论】美的集团(000333.SZ)：美的集团 2025 年中报点评-大超预期，持续变革创新

【山证通信】沃尔核材（002130.SZ）：高速线收入大幅增长，新能源和电力电子稳中有进

【山证军工】航宇科技（688239.SH）2025 年中报点评-在手订单持续增长，加速突破新兴领域

【山证军工】中直股份（600038.SZ）2025 年中报点评-营收高增费用明显优化，聚焦低空经济发展战略

【公司评论】海利得(002206.SZ)：海利得 2025 年中报点评-越南基地业绩同比增长 196%，迈向平台型新材料企业发展之路

【山证非银】华安证券 2025 年半年报点评-投行业务突破，自营投资驱动增长

【山证纺织】安踏体育 2025H1 中报点评-户外品牌增长靓丽，精细化运营管理效果显现

【公司评论】海尔智家(600690.SH)：海尔智家 2025 年中报点评-业绩靓丽，全球化卓有成效

【山证非银】国金证券 2025 半年报点评-经纪业务市占提升，投资业务贡献增长

【今日要点】

【山证农业】农业行业周报（2025.08.25-2025.08.31）-建议关注饲料的回升周期和养殖的边际改善

陈振志 chenzhenzhi@sxzq.com

【投资要点】

- 本周（8月25日-8月31日）沪深300指数涨跌幅为+2.71%，农林牧渔板块涨跌幅为+2.02%，板块排名第8，子行业中生猪养殖、其他农产品加工、粮油加工、食品及饲料添加剂以及畜禽饲料表现位居前五。
- 本周（8月25日-8月31日）猪价下跌为主。根据跟踪的重点省市猪价来看，截至8月29日，四川/广东/河南外三元生猪均价分别为13.25/14.84/13.73元/公斤，环比上周分别-2.21%/-3.57%/+0.00%；平均猪肉价格为19.94元/公斤，环比上周下跌0.80%；仔猪平均批发价格26.00元/公斤，环比上周持平；二元母猪平均价格为32.51元/公斤，环比上周下跌0.03%；自繁自养利润为32.24元/头，外购仔猪养殖利润为-148.41元/头。截至8月29日，白羽肉鸡周度价格为7.33元/公斤，环比上周持平；肉鸡苗价格为3.61元/羽，环比上涨0.84%；养殖利润为1.37元/羽。鸡蛋价格为7.24元/公斤，环比下跌0.82%。
- 随着上游原料价格下行筑底和下游养殖端趋于改善，饲料行业景气度有望见底回升，海大集团经营基本面有望迎来上行期；此外，公司海外饲料业务有望成为业绩的又一个潜在增长点，看好海大集团的投资机会。
- “猪周期”表面上是价格周期，本质上是产能周期。由于生猪行业生物资产的特殊性，从母猪补栏到育肥猪出栏需要一定的时间周期。从历史实证看，产能回升不必然影响盈利周期的展开演绎，关键看产能回升的速度。2019年以来这轮周期下行底部末端的整体财务状况是2006年以来压力最大的。由于受到资金和负债的较大约束，因此弥补亏损和降低负债反而是当前行业进入盈利周期后的主基调，而不是快速加产能。虽然生猪养殖行业从2024Q2开始进入盈利周期，但是从负债率的平均下降速度来看，行业整体降负债仍有较长的一段路程要走。当前市场对于生猪产能回升对盈利周期影响的预期或过度悲观，同时可能忽略原料成本下行筑底和2025年宏观需求的潜在回升对行业的正面影响。生猪养殖行业本轮盈利时间的持续性或超出市场的悲观预期。在基本面驱动下，后续或有望迎来预期修正和估值修复，推荐温氏股份、神农集团、巨星农牧、唐人神、新希望等生猪养殖股。
- 在上游大宗原料震荡筑底和宏观政策发力的情景之下，在原料成本维持低位的同时，2025年肉鸡行业业绩的驱动因素或新增需求回升这一潜在变量。圣农发展当前正处于业绩周期和PB估值周期的底部区域，具备较好的配置价值。
- 2025年或将是宠物主粮品牌决胜的关键一年。在竞争格局开始稳固的大背景下，需要开始重点关注品牌利润端的情况。我们认为当下应重点关注把握行业趋势、引领品类浪潮，且利润端有所好转乃至不

断增长的优秀国产品牌，推荐全渠道销售表现保持领先地位的国产宠物食品龙头品牌乖宝宠物，推荐旗下领先品牌持续高增，自主品牌业务上的中宠股份。

- 风险提示：养殖疫情风险；自然灾害风险；饲料原料价格波动风险；食品安全风险；汇率波动风险。

【行业评论】计算机：“人工智能+”意见正式发布，助推山西 AI 产业发展再次提速

方闻千 fangwenqian@szxq.com

【投资要点】

- 事件描述：
 - 8月26日，国务院印发《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》，明确提出三阶段总体目标：到2027年，实现AI与6大重点领域深度融合，新一代智能终端、智能体等应用普及率超70%；到2030年，新一代智能终端、智能体等应用普及率超90%，智能经济成为重要增长极；到2035年，我国全面步入智能经济和智能社会发展新阶段。
- 事件点评：
 - 《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》重点强调了AI应用场景化落地，同时兼顾模型、数据、算力等环节，为全国各省市人工智能产业的快速发展奠定了坚实的政策基础。具体而言，《意见》提出加快实施6大重点行动，涉及“人工智能+”科学技术、“人工智能+”产业发展、“人工智能+”消费提质等，为AI在多个场景落地提供政策引导。其中，在“人工智能+”产业发展领域，《意见》专门针对工业和农业场景的智能化转型和升级提供政策指导，包括发展智能制造装备、推进工业供应链智能协同、发展智能农机等智能装备、强化农机农具智能化管理等；在“人工智能+”民生福祉领域，《意见》聚焦AI在教育全过程、辅助诊疗、健康管理、医保服务等场景的应用。与此同时，《意见》明确提出强化8项基础支撑能力，包括模型基础能力、数据供给能力、智能算力统筹、开源生态等。
 - 山西省人工智能产业目前已经形成了以算力为主导，应用场景多点开花的产业格局。目前山西算力资源全国领先，综合算力指数位居全国第八，截至今年6月底，山西智算规模达32 EFLOPS，已建成51.4万标准机架，算力中心平均电能利用效率（PUE）低至1.2，能效水平居全国前列。山西算力产业形成了以大同为核心的算力集群，并已吸引抖音、百度等企业入驻，构建“通算+智算+超算”多元协同体系，成为京津冀算力外溢的重要承载地。同时，山西的AI应用落地已经开始与省内优势产业深度结合，比如在煤矿领域，山西已建成10座国家级智能化示范煤矿、289座智能煤矿，晋能控股塔山煤矿通过AI视频反“三违”系统实现井下安全主动预警；在制造业方面，晋钢集团打造全流程智能工厂，生产率提升5%，吨钢能耗降低10kg标准煤，获评“国家级智能制造示范工厂”。
 - 作为AI发展的顶层框架，《意见》的出台将驱动山西省AI产业发展提速。此前山西已经出台多项产业政策对AI产业发展提供大力支持，其中，山西省2024年印发的《山西省促进先进算力与人工智能融

合发展的若干措施》核心内容包括：1）算力基建支持：对智算中心（FP16 算力规模 ≥ 100 PFlops）按投资额 15%补贴（最高 5000 万元），对绿色数据中心（首次实测 PUE ≤ 1.18 ）按照每个物理机架最高 1000 元，给予每户企业最高 500 万元的一次性补贴。2）应用创新激励：每年评选 10 个优秀算力应用示范场景，奖励最高 100 万元；每年发放总额不超过 5000 万元的“算力券”补贴企业用算成本；3）大模型研发扶持：千亿参数且典型应用场景不少于 5 个的大模型研发补贴最高 1000 万元，商用解决方案奖励 100 万元。而此次《意见》的发布，一方面是在顶层设计上明确 AI 产业整体发展目标，另一方面，未来有望推出配套政策及财政补贴方案，带动 AI 应用在政务、金融、能源、工业制造等行业加速渗透，并大幅提升政企 AI 相关预算。这也将有助于推动山西省人工智能产业发展再次提速，并在全国人工智能发展格局中占据独特而重要的位置。

- 风险提示：政策落地不及预期，配套政策跟进缓慢的风险，AI 技术发展不及预期，市场竞争加剧风险。

【公司评论】美的集团(000333.SZ)：美的集团 2025 年中报点评-大超预期，持续变革创新

陈玉卢 chenylulu@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 公司发布了 2025 年中报业绩，2025H1 实现营业收入 2523.31 亿元，yoy+15.68%，实现归母净利润为 260.14 亿元，yoy+25.04%。2025Q2 实现营业收入 1239.03 亿元，yoy+10.99%，实现归母净利润为 135.91 亿元，yoy+15.14%。
- 事件点评
- 分板块：新能源与工业技术板块增速最快。2025H1 智能家居收入 1672 亿元，yoy+13.31%，占收入比重为 66.58%，新能源与工业技术收入 219.59 亿元，yoy+28.61%，占收入比重 8.74%，智能建筑科技收入为 195.11 亿元，yoy+24.18%，占收入比重为 7.77%，机器人与自动化收入 150.73 亿元，yoy+8.33%，占收入比重为 6%。展望后续，公司下半年的重点工作方向：着力降低结构性成本、以简化促增长、坚定 DTC 模式变革。
- 分地区：海外实现了 17.7%高速增长。国内：2025H1 实现收入 1439.31 亿元，yoy+14.05%，占收入比重为 57.31%，海外实现收入 1071.93 亿元，yoy+17.7%，占收入比重为 42.69%，虽然二季度海外关税政策有所波动，公司的海外依旧实现了高速增长，展望后续，内销虽然存在国家补贴，但是需求较为乏力，外销面临一些不确定性，公司会持续创新、变革。
- 成本压降，净利率提升。公司制造业毛利率为 27.1%，yoy-0.99pct，智能家居毛利率为 28.52%，yoy-0.84pct，新能源与工业技术毛利率为 16.93%，yoy-1.15pct，智能建筑科技毛利率为 29.33%，yoy+0.23pct，机器人与自动化毛利率为 22.76%，yoy-1.09pct。内销毛利率为 24.73%，yoy-0.83pct，海

外毛利率为 26.81%，yoy-0.78pct。公司 2025H1 净利率为 10.61%，同比+0.88%，主要是费用控制贡献，销售、研发、管理、财务费用率分别为 9.14%、3.47%、2.88%、-2.37%，同比分别-0.7pct、-0.04pct、-0.19pct、-2.09pct。

➤ **投资建议**

- 预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 6.09 元、6.86 元、7.73 元，对应公司 9 月 2 日收盘价 76.16 元，2025-2027 年 PE 分别为 12.5 倍、11.1 倍、9.9 倍，公司的业绩增长韧性很强，估值较低，首次覆盖，给与“买入-A”评级。
- **风险提示原材料价格波动风险。**公司主要原材料为各种等级的铜材、钢材、塑料和铝材等，原材料价格波动，会对公司的经营业绩产生一定影响。
- **汇率风险。**公司海外收入占比较大，若汇率大幅波动，可能对公司产品的海外业务带来不利影响并影响汇兑收益。
- **贸易摩擦和关税壁垒带来市场风险。**由于“逆全球化”思潮再次兴起和贸易保护主义日趋严重，可能会影响公司业务的稳定性。

【山证通信】沃尔核材（002130.SZ）：高速线收入大幅增长，新能源和电力电子稳中有进

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- **公司发布 2025 年半年报。**2025H1 公司实现营收 39.45 亿元，同比+27.46%；归母净利润 5.58 亿元，同比+33.06%；扣非后归母净利润 5.38 亿元，同比+36.95%。公司 25Q2 单季度实现营收 21.86 亿元，同比+28.15%，环比+24.28%；归母净利润 3.08 亿元，同比+30.86%，环比+22.88%。
- **事件点评：**
- **公司通信线缆业务表现靓丽，高速通信线产品快速起量。**2025H1 公司通信线缆产品实现营收 12.46 亿元，同比+62.46%，主要子公司惠州乐庭智联实现营收 12.62 亿元、净利润 1.28 亿元，占公司整体营收 31.98%。公司作为国内高速通信线缆龙头，公司受益于下游英伟达 AI 产品带来的铜互连需求，子公司乐庭所产高速线供给安费诺、豪利士、莫仕、泰科等国际客户及立讯、英飞联等国内多家连接器厂商。2025 上半年，公司单通道 224G 高速通信线产品持续稳定交付，25H1 公司高速通信线营业收入 4.66 亿元，同比增长 397.80%。同时公司重点聚焦高速产品生产效率和产品良率，后续随着更多设备交付投产，高速线产品产能将大幅提升。随着超节点技术渗透率的提升，除 AWS 自研 Trainium2/3 芯片、谷歌自研 TPU 外，AMD、MTIA（META 自研 ASIC）下一代芯片也有望采用铜连接线背板设计，国内昇腾 910C 更是标配高速线模组，铜连接有望看到更大的市场空间且头部优势增强。展望 2026 年，英伟达在 GTC2025 上展示的 Vera Rubin NVL144（实际为 72 个 GPU 封装）显示，NVLINK 升级为 6 代，

带宽较 NVL72 翻倍达到 260TB/s，因此铜连接使用量有望翻倍。

- **公司新能源业务增速较快，电子材料产品稳中有增。**1) 新能源汽车业务：公司新能源产品 25H1 实现营收 7.12 亿元，同比+26.26%，公司持续巩固国标直流充电枪的市场领先地位，完善液冷、风冷等大电流充电枪产品序列，加大欧标、美标充电枪产品的市场布局。2) 电子材料：公司电子材料产品 25H1 实现营收 13.33 亿元，同比+12.99%，公司深挖现有行业市场配套机会开拓核电、汽车、轨交、医疗等高端领域市场。3) 电力产品：公司电力材料产品 25H1 实现营收 4.87 亿元，同比+15.52%，营收增长一方面受益于电网投资和新能源发电需求的增长，另一方面，公司一站式电气解决方案提高竞争优势，持续深化电缆附件产品在输配电、轨道交通、核电、新能源发电等重点领域的应用布局以及海外市场延伸，扩大市场覆盖面。
- **盈利预测和投资建议：**我们认为随着 GB200/300 机柜出货量环比快速爬升，公司高速通信线收入、毛利将大幅增长，更多的超节点客户和 H 股发行（或带来流动资金用于扩产）显示出铜连接供需两旺的产业趋势。我们预计公司 2025-2027 归母净利润分别为 12.9/19.4/26.3 亿元，暂不考虑 H 股新股发行，对应 EPS 分别为 1.02/1.54/2.09，维持“买入-A”评级。
- **风险提示：**无实控人公司治理稳定性风险以及部分股东减持风险；英伟达 GB200 机柜发货量不及预期导致高速通信线订单下滑风险；Rubin Kyber 机柜 Scaleup 技术路线改变铜连接需求下降风险；高速通信线竞争格局恶化毛利率下降风险；新能源充电桩基建空间逐渐饱和需求下降风险；电网电力行业投资额下行风险。

【山证军工】航宇科技（688239.SH）2025 年中报点评-在手订单持续增长，加速突破新兴领域

骆志伟 luozhiwei@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **航宇科技公司发布 2025 年中报。**2025 年上半年公司营业收入为 9.14 亿元，同比减少 8.71%；归母净利润为 0.90 亿元，同比减少 12.76%；扣非后归母净利润为 0.73 亿元，同比减少 21.93%；负债合计 25.22 亿元，同比增长 45.30%；货币资金 5.39 亿元，同比增长 66.56%；应收账款 11.39 亿元，同比增长 4.78%；存货 10.37 亿元，同比增长 38.50%。
- **事件点评**
- **营收略有下滑，在手订单储备充足。**2025 年上半年由于部分航空下游客户订单交付节奏的调整，公司营业收入略有下滑，其中航空锻件实现营收 6.89 亿元，同比减少 8.93%，航天锻件实现营收 0.72 亿元，同比增长 29.84%，燃气轮机锻件实现营收 0.59 亿元，同比减少 37.23%。2025 年上半年公司签订多份长期供货协议，在手订单持续增长。截至报告期末，以客户的订单统计公司在手订单总额 29.38 亿元，

同比增长 8.13%。再加上长协期间的预估订单，公司合计在手订单约为 59.68 亿。

- **加速突破新兴领域，构建多元驱动。**公司持续深耕航空航天领域，同时加速新兴领域布局，重点攻克燃气轮机、核电、海洋工程装备等高端装备领域锻件，2025 年上半年公司已成功承接首批半导体前道设备关键零部件的精密加工研发订单并启动交付，公司在新兴领域的拓展已初见成效，未来将实现多元化驱动增长。
- **投资建议**
- 我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.23\1.50\1.82，对应公司 8 月 29 日收盘价 37.91 元，2025-2027 年 PE 分别为 30.9\25.3\20.9，维持“增持-A”评级。
- **风险提示**
- 下游需求不及预期；在研航发无法顺利定型批产；原材料价格波动。

【山证军工】中直股份（600038.SZ）2025 年中报点评-营收高增费用明显优化，聚焦低空经济发展战略

骆志伟 luozhiwei@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **中直股份公司发布了 2025 年中报。**2025 年上半年公司营业收入为 102.41 亿元，同比增长 25.28%；归母净利润为 2.82 亿元，同比减少 5.12%；扣非后归母净利润为 2.06 亿元，同比上升 23.91%；负债合计 311.92 亿元，同比减少 7.58%；货币资金 79.41 亿元，同比增长 158.08%；应收账款 90.65 亿元，同比增长 27.08%；存货 148.03 亿元，同比减少 28.00%。
- **事件点评**
- **二季度营收大增，费用端明显优化。**受益于产品交付量增长，2025 年 Q2 公司实现营收 78.65 亿元，同比增长 63.80%。公司持续推进降本增效，费用端明显优化，2025 年上半年管理费用率同比减少 1 个百分点，达到 4.54%，销售费用率同比减少 0.66 个百分点，达到 0.51%，财务费用率同比减少 0.36 个百分点，达到-0.38%。
- **聚焦低空经济发展战略。**公司不断加大细分市场、低空经济产业政策和竞争机型的研究分析，持续丰富产品谱系。13 吨级直升机 AC313A 于 6 月份完成局部改进及复飞工作，持续改进优化，为后续型号取证奠定有力基础。AC332 目前正在建三江开展自驾系统调参试飞，泸沽湖机场开展高原补充试飞。未来公司将进一步塑造创新型应用场景，增强产品供给，紧抓低空经济机遇，在完成产品结构调整后，持续受益于新机型的放量。
- **投资建议**

- 我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.71\0.85\0.99，对应公司 9 月 1 日收盘价 39.85 元，2025-2027 年 PE 分别为 55.8\47.1\40.4，维持“增持-A”评级。
- 风险提示
- 新机型需求不及预期；军用直升机订单波动风险；产品交付不及预期。

【公司评论】海利得(002206.SZ)：海利得 2025 年中报点评-越南基地业绩同比增长 196%，迈向平台型新材料企业发展之路

冀泳洁 0351-8686985 jiyongjie@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 公司公布 2025 年中报业绩，净利润同比增长 56%。2025 年上半年，公司实现营业收入 29.21 亿元，同比增加 1.55%；实现归母净利润 2.96 亿元，同比增加 56.16%。2025Q2，公司实现营业收入 14.68 亿元，同比减少 1.85%，环比增长 1.06%；实现归母净利润 1.56 亿元，同比增长 36.14%，环比增长 12%。
- 事件点评
- 越南基地收益同比增长 196%，越南帘子布一期及工业丝二期项目有望进一步打开成长空间。报告期内，公司越南年产 11 万吨差别化涤纶工业长丝（一期）项目实现满产满销，基于自身产能国际布局的优势以及越南税收优惠政策，2025 年上半年美国市场销量较去年同期增幅超 30%。2025 年上半年越南基地实现收益 1.25 亿，同比增长 196%，环比增长 116%。公司产品差异化率进一步提升，同时，绿色可持续产品矩阵成型，物理法和化学法再生工业丝实现商业化批量供货。1.8 万吨高性能轮胎帘子布越南（一期）项目正在土建阶段将有序推进。根据公司《关于在越南实施纺丝二期及配套聚酯切片项目暨越南生产基地扩建的公告》，公司拟新建年产 10 万吨差别化涤纶工业丝、2 万吨差别化尼龙工业丝及 25 万吨聚酯切片，投产后有望实现营收 3.48 亿美元，利润总额 0.51 亿美元，公司成长空间进一步打开。
- 涤纶工业丝行业率先“反内卷”，普通丝毛利同比大幅改善，车用丝需求强劲。随着涤纶工业丝产能扩张期的结束，以及下游多元化应用需求的拉动，行业供需格局持续优化。截止 2025 年 8 月 22 日，根据百川盈孚，涤纶工业丝普通丝单吨毛利为 624 元，比去年同期增长 762 元。此外，随着新能源汽车市场的快速增长以及海外轮胎制造商的库存补充需求增加，涤纶车用丝需求增长强劲。
- 研究院突破 PPS、LCP、PEEK、PLA、RAYON 等纤维及膜材料技术，打造平台型新材料企业。展望未来，公司将升级为科技型高精尖专一体化解决方案提供商。报告期内，研究院在产品核心技术、产业化推进等方面均有所突破，其中包括 PPS 特种纤维实现批量供货、LCP 高性能纤维实现小批量出货、完成通讯电子材料 LCP 膜的后处理以及 FCCL 产线的产线搭建、PEEK、PLA、RAYON 等高性能纤维研发和市场按计划有序推进等。在人形机器人应用方向，公司会持续跟进行业需求，适时推进定制化

产品开发。

- 公司布局新材料潜在应用场景如下：PPS 特种纤维：主要用于工业过滤、纺织、航空航天等领域；LCP 纤维：应用于高速电路板基材、线缆绳索等；LCP 薄膜：应用于柔性电路板基材、耳机振膜、脑机接口等；PLA 纤维：得益于易加工及生物可降解性，PLA 纤维可用于 3D 打印，目前国内企业苏州艾普创已开发 PLA 纤维用于文创及潮玩产品创作。
- **投资建议**
- 我们预测 2025 年至 2027 年公司分别实现营收 59.07/61.19/64.14 亿元，同比增长 0.10%/3.60%/4.82%；实现归母净利润 5.95/6.5/7.06 亿元，同比增长 45.04%/9.13%/8.68%，对应 EPS 分别为 0.51/0.56/0.61 元，PE 为 12.33/11.30/10.40 倍，考虑到公司出海优势持续凸显以及新材料领域的积极进展，上调为“买入-B”评级。
- **风险提示**
- 越南基地建设进度不及预期；新材料商业化进展不及预期；涤纶工业丝及帘子布行业竞争加剧风险。

【山证非银】华安证券 2025 年半年报点评-投行业务突破，自营投资驱动增长

彭皓辰 penghaochen@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- 2025 年上半年公司实现营业收入 28.08 亿元，同比增长 43.09%，实现归母净利润 10.35 亿元，同比增长 44.94%。加权平均净资产收益率 4.52%，提升 1.19pct。
- **事件点评**
- **业绩全面改善，投资与投行业务大幅增长。**公司上半年经纪业务、投行业务、投资业务均实现较大幅度改善，其中，投资业务实现收入 10.83 亿元，同比增长 68.36%；实现代理买卖证券业务净收入 6.36 亿元，同比增长 45.59%；实现投行业务收入 1.15 亿元，同比增长 245.85%，资管业务收入 2.76 亿元，小幅下滑 2.61%。
- **财富管理转型深入推进，基金投顾贡献增长。**公司围绕产品与资产供应体系、投资顾问服务体系、科技赋能体系、客群发展体系、组织人才体系建设深入推进财富管理转型，基金投顾相关收入增长贡献显著。上半年公司代销金融产品业务收入 4325 万元，同比增长 52.65%；投资咨询业务收入 5187 万元，同比增长 129%。客户端 APP 月活人数 60.37 万，同比增长 24.69%。
- **自营增加权益配置，股权投资收入大幅增长。**公司自营业务以“绝对收益”为目标，以配置型策略和交易型策略获取收益。固定收益业务通过目标久期动态调节，优化政策与市场双轮驱动下的仓位管理。

上半年交易性金融资产较年初下降 22%至 286.42 亿元，其中债券下降 37.45%至 159.89 亿元，股票增长 94.28%至 16.30 亿元。其他债权投资规模较年初增长 60.10%至 224.85 亿元，其他权益投资规模较年初减少 18.37%至 21.75 亿元，投资净收益同比增长 133.67%达 11.58 亿元。股权投资方面，子公司华安嘉业实现利润总额 1.06 亿元，月均实缴规模排名第 10 位，较上年度同期提升 3 位。

- **IPO 项目实现突破，投行业务大幅增长。**上半年公司完成 1 单创业板 IPO 项目、1 单深交所上市公司重大资产出售项目、1 单新三板挂牌项目、2 单新三板定向发行项目，较上年同期大幅增长，带动投行业绩大幅改善。
- **投资建议**
- **公司受益资本市场回暖，投资与投行业务大幅改善，基金投顾发展迅速。**预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 19.33 亿元、22.27 亿元、25.52 亿元，同比增长 30.11%/15.23%/14.60%，PB 分别为 1.21/1.13/1.04，维持“增持-A”评级。
- **风险提示**
- 金融市场大幅波动，资本市场改革政策推进不及预期，公司出现较大风险事件，业务推进不及预期。

【山证纺织】安踏体育 2025H1 中报点评-户外品牌增长靓丽，精细化运营管理效果显现

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- 公司发布 2025 年半年报，2025 年上半年，公司实现营收 385.44 亿元，同比增长 14.3%，实现归母净利润 70.31 亿元，同比下降 8.9%。拟派中期股息 137 港分/股，派息率 50.2%。
- **事件点评**
- **剔除 Amer 上市一次性收益影响，2025H1 公司营收及业绩均实现良好增长。**2025H1，公司实现营收 385.44 亿元，同比增长 14.3%，其中公司电商渠道收入同比增长 17.6%，占集团收入比重上升 1.0pct 至 34.8%。2025H1，公司实现归母净利润 70.31 亿元，同比下降 8.9%，剔除 Amer 上市带来的一次性收益影响，归母净利润同比增长 14.5%。
- **安踏品牌：**电商渠道增速领先，精细化运营效果显现。2025H1，安踏品牌收入同比增长 5.4%至 169.5 亿元。分渠道看，DTC 模式、电子商务、传统批发及其他渠道收入分别为 94.13、61.31、14.06 亿元，同比增长 5.3%、10.1%、-10.6%，收入占比分别为 55.5%、36.2%、8.3%。盈利能力方面，安踏品牌毛利率同比下滑 1.7pct 至 54.9%，主因加大专业产品的成本投入、电商占比提升。经营利润率同比提升 1.5pct 至 23.3%，主因精细化运营及优化配置资源投入，提升运营效率。截至 2025H1 末，安踏、安踏

儿童门店分别为 7187、2722 家，较期初净增 52、-62 家。

- **FILA 品牌：**加大产品功能性投入，整体门店数量保持稳定。2025H1，FILA 品牌实现收入 141.8 亿元，同比增长 8.6%。2025H1，FILA 品牌销售毛利率同比下滑 2.2pct 至 68.0%，主因策略性增强和提升产品功能和质量以致成本提升、主动提升鞋类产品占比；经营利润率同比下滑 0.9pct 至 27.7%。截至 2025H1 末，FILA 品牌门店共 2054 家，较期初净减少 6 家，其中 FILA 大货、FILA KIDS、FILA FUSION 门店数量为 1266、590、198 家，较期初净增加 2 家、持平、净减少 8 家。
- **所有其它品牌：**营收实现快速增长，经营利润率延续提升。2025H1，迪桑特、可隆体育等其他品牌收入同比增长 61.1%至 74.1 亿元，毛利率同比提升 1.2pct 至 73.9%，经营利润率同比提升 3.3pct 至 33.2%。截至 2025H1 末，迪桑特、可隆、MAIA ACTIVE 品牌门店分别为 241、199、50 家，较期初净增加 15、8、3 家。
- **2025H1 公司销售毛利率整体有所下滑，但剔除 Amer 上市一次性收益影响，归母净利率同比持平。**盈利能力方面，2025H1，公司毛利率同比下滑 0.7pct 至 63.4%，主因毛利率相对较低的电商业务及鞋类产品贡献增加。费用率方面，2025H1，公司销售费用率为 34.4%，同比下滑 0.5pct，其中广告及市场推广费用率同比下滑 0.9pct 至 6.6%，公司管理费用率为 6.1%，同比提升 0.2pct，其中研发费用率同比下滑 0.1pct 至 2.6%。2025H1 公司归母净利润率同比下滑 4.7pct 至 18.2%，剔除 Amer 上市一次性影响，归母净利率同比持平。存货方面，2025H1，公司平均存货周转天数 136 天，同比增加 22 天。经营活动现金流方面，2025H1，公司经营活动现金流净额为 109.31 亿元。截至 2025H1 末，公司净现金余额为 315.39 亿元。
- **投资建议**
- **2025 年上半年，公司凭借多品牌矩阵，营收实现接近中双位数增长。**由于电商渠道占比提升及公司加大对产品功能性及质量通入，销售毛利率阶段性承压，但受益于公司精益运营管理，公司整体经营利润率有所提升。预计公司 2025-2027 年每股收益分别为 4.97、5.65 和 6.55 元，8 月 29 日收盘价对应公司 2025-2027 年 PE 为 17.6/15.5/13.4 倍，维持“买入-A”建议。
- **风险提示**
- 电商渠道增长放缓；行业竞争加剧；零售折扣稳定性不及预期。

【公司评论】海尔智家(600690.SH)：海尔智家 2025 年中报点评-业绩靓丽，全球化卓有成效

陈玉卢 chenylu@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- 公司发布 2025 年中报业绩，2025H1 营业总收入为 1564.94 亿元，yoy+10.22%，2025H1 归母净利润

为 120.33 亿元，yoy+15.59%。2025Q2 营业总收入为 773.76 亿元，yoy+10.39%，归母净利润为 65.46 亿元，yoy+16.02%。

➤ 事件点评

➤ 内销有韧性，外销新兴市场高速增长。内销：2025H1 收入 yoy+8.8%，其中卡萨帝收入增长超过 20%，Leader 品牌收入增长超过 15%。外销：2025H1 收入 yoy+11.7%，美国、欧洲白电与暖通业务持续跑赢行业，南亚增长 33%；东南亚增长 18%；中东非增长 65%。展望后续，预计国内市场会继续深化多品牌战略协同，巩固高端引领优势，海外市场将积极的强化本土化能力，积极打通各环节壁垒，实现降本增效。

➤ 各业务板块均实现正增长，水产业增速最快。2025H1，制冷产业收入 428.53 亿元，yoy+4.2%，厨电产业收入 206.72 亿元，yoy+2.0%，洗护产业收入 320.06 亿元，yoy+7.6%，空气能源解决方案业务收入 329.78 亿元，yoy+12.8%，水产业收入 97.93 亿元，yoy+20.8%。随着数字化布局，今年上半年 SKU 组合效率提升 13%，预计后续将会更加有效的协同发展。

➤ 全球化供应链协同，汇兑收益增加。2025H1 公司毛利率为 26.9%，同比提升 0.1pct，国内市场聚焦极致成本，毛利率同步提升，海外市场坚定高端品牌战略，强化全球化供应链协调，毛利率同比提升。2025H1 销售费用率为 10.1%，yoy+0.1pct，管理费用率为 3.8%，基本上持平，财务费用率为-0.2%，同比-0.2pct，主要是欧元等币种升值，汇兑收益增加。

➤ 投资建议

➤ 预计公司 2025-2027 年净利润分别为 215.18 亿元、237.85 亿元、264.27 亿元，同比增长分别为 14.8%、10.5%、11.1%，预计 2025-2027 年 EPS 分别为 2.29 元、2.53 元、2.82 元，对应公司 9 月 1 日收盘价 25.95 元，2025-2027 年 PE 分别为 11.3 倍、10.2 倍、9.2 倍，看好公司未来的全球化发展，估值处于较低位置，首次覆盖，给与“买入-A”评级。

➤ 风险提示

➤ 原材料价格波动风险。公司公司产品及核心零部件主要使用钢、铝、铜等金属原材料，以及塑料、发泡料等大宗原材料，如原材料供应价格持续上涨，将对公司的生产经营构成一定压力。海外业务运营风险。海外市场受当地政治经济局势、法律体系和监管制度等影响较多，如发生变化，将对公司产生风险。

➤ 汇率波动风险。随着公司全球布局的深入，公司产品进出口涉及美元、欧元、日元等外币的汇兑，如果相关币种汇率波动，将对公司财务状况产生一定影响。

【山证非银】国金证券 2025 半年报点评-经纪业务市占提升，投资业务贡献增长

孙田田 0351-8686900 suntiantian@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- 公司发布 2025 年中报，2025 年上半年实现营业收入 38.62 亿元，同比增长 44.28%，实现归母净利润 11.11 亿元，同比增长 144.19%，加权平均 ROE 为 3.24%，较上年同期提升 1.85pct。
- **事件点评**
- **财富资管同比改善，投资业务拉动业绩。**随着市场情绪回暖及交投活跃度明显提升，2025 年上半年公司业绩实现大幅增长，其中，投资业务贡献最大，实现收入 11.86 亿元，同比增长 71.49%。代理买卖证券业务净收入 12.08 亿元，同比增长 56.67%；资产管理业务实现收入 0.62 亿元，同比提升 45.16%；实现利息净收入 6.76 亿元，同比增长 16.27%。投行业务收入小幅下滑 13.79%至 3.98 亿元。
- **构造 AI 驱动的财富管理平台建设，提升差异化能力。**公司通过产品布局优化，投顾服务场景适配，深化个性化服务体系等措施，推进买方投顾模式转型。持续提升 AI 投顾，AI+服务模式，提升数字化转型力度。上半年股基债市场份额合计达到 1.45%，提升 0.13pct；两融余额同比增长 30.70%至 296.85 亿元，市占率由 1.53%提升至 1.60%。资管业务产品规模同比实现增长，集合类产品规模增长 20.17%，专项类产品规模增长 27.42%，合计规模增长 22.14%达到 1610.14 亿元，推动资管业务收入提升。
- **投资资产扩张，固收投资规模扩大。**公司积极把握市场机会，上半年实现投资净收益 10.75 亿元，同比增长 185.40%；公允价值变动净收益下降 64.70%至 1.02 亿元。金融投资资产规模较年初增长 60.62%达 480.36 亿元，其中，固定收益业务积极挖掘债券投资，加大低风险逃离等交易性业务投入，取得了较好的投资收益，交易性金融资产中债券类资产规模较年初增长 132.02%达 308.47 亿元。自营固定收益类资产/净资本比重由 104.60%提升至 174.98%
- **投行发力债权融资，排名提升。**公司深挖新质生产力相关企业，增加北交所储备数量。上半年完成股权承销规模 16.39 亿元，规模同比下滑。债券承销规模 606.41 亿元，同比提升 32.70%，其中公司债承销规模增长 17.24%至 514.94 亿元，市场排名提升 4 位至第 10 位。完成新三板挂牌 6 家，在审项目 12 个，排名第 1 位。上半年持续巩固北交所优势，申报项目 7 家，储备项目 10 家。
- **投资建议**
- 公司经纪业务市占率稳步提升，投资类业务弹性较强，投行业务股权下滑但债券承销排名提升，以金融科技投入赋能业务发展，预计业绩稳步增长。预计公司 2025 年-2027 年分别实现归母净利润 21.42 亿元、22.87 亿元和 24.98 亿元，增长 28.23%、6.80%和 9.22%；PB 分别为 1.08 /1.04/0.98，维持“增持-A”评级。
- **风险提示**
- 金融市场大幅波动，资本市场改革政策推进不及预期，公司出现较大风险事件，业务推进不及预期。

分析师承诺:

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师,本人承诺,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责,保证信息来源合法合规,研究方法专业审慎,分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明:

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中:A 股以沪深 300 指数为基准;新三板以三板成指或三板做市指数为基准;港股以恒生指数为基准;美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。无评级:因无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件,或者其他原因,致使无法给出明确的投资评级。(新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级)。

评级体系:

——公司评级

- 买入: 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上;
- 增持: 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间;
- 中性: 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间;
- 减持: 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间;
- 卖出: 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市: 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上;
- 同步大市: 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间;
- 落后大市: 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A: 预计波动率小于等于相对基准指数;
- B: 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或

转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽

泽平安金融中心 A 座 25 层

