

晨会纪要

数据日期: 2025-09-02	上证综指	深证成指	沪深 300 指数	中小板综指	创业板综指	科创 50
收盘指数 (点)	3858.13	12553.83	4490.45	13746.32	3686.27	1328.27
涨跌幅度 (%)	-0.44	-2.14	-0.73	-1.96	-2.77	-2.12
成交金额 (亿元)	12227.77	16522.13	7779.99	5805.29	7973.41	900.61

晨会主题

【常规内容】

宏观与策略

宏观快评: 宏观经济数据前瞻-2025 年 8 月宏观经济指标预期一览
策略快评: 策略解读-交易资金眼中的牛市

行业与公司

纺织行业专题: 纺织服装新消费研究: 户外行业专题-专业驱动增长, 品牌分层竞逐, 国产加速崛起
 化工行业月报: 油气行业 2025 年 8 月月报-8 月油价震荡下跌, 美国降息预期升温有望推升油价
 均胜电子(600699.SH) 财报点评: 单二季度毛利率同环比双升, 汽车电子及机器人关键零部件加速发展
 科顺股份(300737.SZ) 财报点评: 毛利率同比修复, “反内卷”提价有望进一步改善盈利
 滨江集团(002244.SZ) 财报点评: 深耕杭州拿地积极, 上半年归母净利润同比+59%
 建设银行(601939.SH) 财报点评: 规模稳步扩张, 营收利润增速均回升
 瑞丰银行(601528.SH) 财报点评: 净息差环比持平, 拨备覆盖率提升
 安踏体育(02020.HK) 海外公司深度报告: 运营能力铸就增长势能, 全球化打开长期空间
 新媒股份(300770.SZ) 财报点评: 第二季度收入增长 11%, “广电 21 条”提升行业景气度
 佰维存储(688525.SH) 财报点评: 2025 毛利率环比提升 11.7pct, AI 端侧应用多点开花
 索菲亚(002572.SZ) 财报点评: 二季度经营短期承压, 直营与海外业务增长亮眼
 学大教育(000526.SZ) 财报点评: 2025H1 个性化教育主业稳步扩张, 归母净利率再创新高
 绿竹生物-B(02480.HK) 海外公司财报点评: 重组带状疱疹疫苗 LZ901 与 Shingrix 头对头临床研究读出
 赞宇科技(002637.SZ) 财报点评: 上半年收入同比增长, 静待杜库达扩建项目逐步达产

金融工程

金融工程专题报告: 金融工程专题研究-哪类 ETF 的机构投资者占比在提升? 一穿透算法下的 ETF 机构持仓行为分析



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数			09 月 03 日
	收盘指数	涨跌幅%	
道琼斯	33597.92	0	
纳斯达克	10961.46	-0.48	
S&P500	3801.78	-0.44	
法国 CAC40	6000.24	-0.72	
德国 DAX	14261.19	-0.57	
日经 225	27574.43	-0.4	
恒生	25496.55	-0.47	

基金指数			09 月 03 日
	收盘指数	涨跌幅%	
债券基金指数	3267.20	0.02	
股票基金指数	12257.36	1.33	
混合基金指数	11432.54	1.14	

汇率			09 月 03 日
	收盘指数/价	涨跌幅%	
欧元兑美元	1.16	-0.58	
美元兑人民币	7.22	-0.13	
美元兑港币	7.8	0.12	
美元兑日元	148.32	0.78	

非流通股解禁				09 月 03 日
名称	解禁数量 (万股)	流通股增加%	解禁日期	
国信证券	47358.75	100.00	2025-08-14	
西南证券	33000.00	100.00	2025-07-22	
鹏欣资源	22026.56	100.00	2025-06-12	
内蒙一机	412.50	82.58	2025-06-03	
华电重工	408.34	100.00	2025-06-02	
宁波银行	7581.90	95.06	2025-05-16	
新点软件	15651.92	100.00	2025-05-16	
华兰股份	3782.78	100.00	2025-04-30	

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观快评:宏观经济数据前瞻-2025 年 8 月宏观经济指标预期一览

2025 年 8 月国内宏观经济数据将在 2025 年 9 月陆续公布,国信证券经济研究所提前给出 2025 年 8 月主要经济数据的预测值。

结论:8 月国内经济增长动能延续稳健态势。预计 8 月国内 CPI 环比约为 0.1%,CPI 同比回落至-0.3%;7 月 PPI 环比或约为 0.4%,PPI 同比明显回升至-2.5%;预计 8 月工业增加值同比小幅反弹至 6.0%;国内社会消费品零售总额同比回升至 4.5%;固定资产投资累计同比继续回落至 1.3%;国内美元计价的出口同比或回落至 6.0%左右。

证券分析师: 李智能(S0980516060001)、田地(S0980524090003)

◆ 策略快评:策略解读-交易资金眼中的牛市

本文着重分析 A 股走牛期间的资金驱动机制,通过复盘历次牛市区间的资金流向特征,并基于当前市场数据,给出本次牛市中三类资金(踏空追涨资金、右侧止盈资金、盈亏平衡资金)主导交易时的相应市场情景。回顾 2005 年来的 5 轮典型中期牛市期间历程,研究核心聚焦在分析交易资金的“踏空追涨”现象,将价格走势的突破性特征、成交金额的边际放量以及估值水平(PE 相对分位)多因素结合分析,作为识别牛市前/中/后期,由踏空追涨资金主导的市场阶段布局,基于此给出不同情境下的未来行情推演。

证券分析师: 王开(S0980521030001)

行业与公司

◆ 纺织行业专题:纺织服装新消费研究:户外行业专题-专业驱动增长,品牌分层竞逐,国产加速崛起

行业概览:从专业到破圈,从高端到下沉,高景气增长持续。中国户外鞋服市场千亿级规模,近年来保持双位数增长,高于全球整体户外市场增速;快速增长的动力一方面基于户外运动人群渗透率的提升,另一方面基于始祖鸟等高端品牌破圈后,高价品牌具备社交属性,同时引领时尚潮流带动平价品牌成为平替穿搭。户外行业近年来集中度持续提升,2024 年我国前十大户外鞋服品牌市占率合计约 29%,电商渠道 TOP10 份额达 40%。其中国际户外龙头份额快速提升,且在高价格段具备话语权;国内传统品牌的市场份额在经历阶段性下滑后逐步回升,新锐品牌在此期间实现了显著的市场扩张。展望未来我们预计,我国户外鞋服行业经历了 2021 年以来的野蛮增长后,未来增长将有所分化,专业产品更具增长潜力。

品牌竞争力梳理:品牌分层竞逐,龙头品牌各具优势。1)产品力:高端品牌、专业品牌在科技、材质、工艺具备优势,支撑品牌高溢价;大众品牌性价比优势显著,设计时尚成大牌平替;同时不同品牌产品根据选用材料的不同,自身产品矩阵也形成一定梯度的覆盖。2)渠道力:高端品牌线下渠道力强店效高,国产大众品牌线上占优。3)品牌力:专业户外品牌营销通过运动绑定和赛事宣传,萨洛蒙、HOKA、凯乐石深度绑定越野跑运动,是国内越野跑赛事主要赞助商;部分头部运动品牌入局越野跑赛事,例如阿迪达斯、耐克、安踏冠军,赛事营销为品牌提供较大的曝光度;休闲户外品牌则通过明星宣传扩大影响力。从小红书粉丝画像来看,始祖鸟、骆驼小红书粉丝量最高,凯乐石拥有最高比例男性消费者;伯希和和可隆有较多女性粉丝和消费者。

品牌大单品梳理:高端品牌产品矩阵完善,电商品牌爆品策略明显。1)高端专业品牌:主打技术壁垒与产品矩阵,依靠专业性能支撑高溢价,产品矩阵清晰完善。2)大众休闲品牌:以三合一冲锋衣为核

心品类，三合一占比基本在 40%以上，强调多功能+性价比，覆盖日常通勤与轻户外场景，线上渠道增长迅猛。3) 运动龙头：耐克 ACG、阿迪达斯 TERREX、安踏冠军纷纷入局户外赛道，三者均发力户外鞋并表现出不错增速，耐克户外服有较高销量。

产业链梳理：国际龙头供应商垄断高端市场，国内制造商受益于行业景气增长。冲锋衣核心功能体现主要在于面料系统，目前市面上国际龙头供应商垄断高端功能面料市场，；例如 GORE-TEX Pro 授权仅限头部品牌，掌握防水透气先进技术，可以达到最佳指标。常见用于户外鞋服的高端材料还有，保暖面料 Polartec（用于抓绒衣）、Primaloft（用于棉服）、Vibram（用于越野跑鞋鞋底）。国内制造商（如台华新材、伟星股份）则受益行业高景气，通过高质价比和创新切入中高端市场，驱动份额提升。总之，产业链上游呈现“国际技术垄断、国产替代加速”格局，下游品牌增长也直接带动了国内上游制造商订单增长。

风险提示：宏观经济疲软；消费复苏不及预期；国际政治经济风险；汇率与原材料价格大幅波动。

投资建议：关注户外行业高景气带来的产业链机遇。2021 年以来我国户外鞋服行业迅猛增长，专业户外渗透率的提升带动专业需求、扩圈品牌引领时尚风潮带动休闲穿搭需求；未来预计专业性能产品更具增长潜力，时尚品类一定程度受时尚周期影响，但同时也承接了大量的入门级、轻户外、下沉市场需求。

行业竞争格局良好，户外鞋服行业集中度持续提升。不同品牌从专业性功能性体现、外观设计、定位定价上实现了差异化布局，国际和国产龙头品牌在细分赛道各自具备差异化的领先优势：国际龙头凭借高端的材料工艺、技术壁垒、简约引领风潮的设计、运动赛事的赞助绑定、品牌心智的打造成功塑造高端专业形象，享受高溢价；国产品牌具备性价比，既有定价较高、专业度不输国际品牌但价格低于国际品牌的凯乐石，又有价格带进一步下沉、功能性与时尚性兼备的伯希和、拓路者等品牌。

产业链角度，虽然国际龙头供应商垄断高端市场，但国内制造商也显著受益于行业景气增长。

品牌端，建议重点关注安踏体育、滔搏、波司登、伯希和（待上市）；制造端，建议重点关注台华新材、伟星股份、浙江自然、新澳股份。

证券分析师： 丁诗洁（S0980520040004）、刘佳琪（S0980523070003）

◆ 化工行业月报:油气行业 2025 年 8 月月报-8 月油价震荡下跌，美国降息预期升温有望推升油价

8 月油价回顾：

2025 年 8 月布伦特原油期货均价为 67.3 美元/桶，环比下跌 2.1 美元/桶，月末收于 68.1 美元/桶；WTI 原油期货均价 64.0 美元/桶，环比下跌 3.1 美元/桶，月末收于 64.6 美元/桶。7 月底油价大幅上行后，8 月上旬随局势缓和，油价趋势下跌；8 月中旬美国总统特朗普推动俄美乌三国会谈，但美俄会谈并未达成任何协议，市场开始担忧国际局势，油价得到支撑；8 月下旬，美联储主席鲍威尔在全球央行年会上的鸽派发言使市场对美国 9 月份降息预期升温，从而提振了原油的需求前景，油价得到了一定程度修复。

油价观点判断：

供给端 OPEC+宣布 9 月份加速 99 增产 54.7 万桶/天：2024 年 12 月第 38 届 OPEC+召开部长级会议，决定将 200 万桶/日集体减产、166 万桶/日自愿减产目标延长至 2026 年底；将 220 万桶/日自愿减产计划延长至 2025 年 3 月底，3 月初，OPEC+发布声明，确定该部分自愿减产将和阿联酋增加的 30 万桶/日产量从 2025 年 4 月至 2026 年 9 月底内逐步恢复。但 OPEC+在 5 月、6 月、7 月分别增产 41.1 万桶/日，为原定增产计划额的 3 倍；7 月 5 日 OPEC+宣布 8 月加速增产 54.8 万桶/日，为原定增产计划额的 4 倍。8 月 3 日 OPEC+宣布继续大幅上调 9 月石油产量目标 54.7 万桶/日，至此 OPEC+提前一年完成增产目标。

需求端：国际主要能源机构预计 2025 年原油需求增长 68-129 万桶/天，预计 2026 年原油需求增长 70-138 万桶/天：根据 OPEC、IEA、EIA 最新 8 月月报显示，2025 年原油需求分别为 105.14、103.66、103.72 百万桶/天，分别较 2024 年增加 129、68、98 万桶/天，2026 年原油需求分别为 106.52、104.38、104.91 百万桶/天，分别较 2025 年增加 138、70、119 万桶/天。

我国炼油行业老旧装置产能庞大，老旧装置以主营炼厂居多，石化行业启动产能摸底评估工作，独立炼

厂装置或受影响较重，产能整体过剩的行业背景，叠加“反内卷”政策信号明确有力的推动，预计炼油炼化行业供给侧将得到有力优化。此外，全球外部环境急剧变化，同时俄乌、美伊以及美国“对等关税”政策均存在较大不确定性，但考虑到 OPEC+ 较高的财政平衡油价成本，以及美国页岩油较高的新井成本，预计 2025 年布伦特油价中枢在 65-75 美元/桶，2025 年 WTI 油价中枢在 60-70 美元/桶。

相关标的：

重点推荐【中国海油】、【中国石油】、【卫星化学】、【海油发展】。

风险提示：

原材料价格波动；产品价格波动；下游需求不及预期等。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、薛聪（S0980520120001）、董丙旭（S0980524090002）

◆ 均胜电子(600699.SH) 财报点评:单二季度毛利率同环比双升，汽车电子及机器人关键零部件加速发展

2025Q2 均胜电子实现净利润 3.7 亿元，同比+11%。公司 2025Q2 实现营收 157.71 亿元，同比+14.27%，环比+8.20%，归母净利润 3.67 亿元，同比+11.18%，环比+7.85%。分业务来看，2025H1，公司汽车安全系统收入 189.77 亿元，同比+1.13%，毛利率 15.93%，同比+1.99pct，汽车电子系统收入 83.56 亿元，同比+2.73%，毛利率 21.54%，同比+2.17pct。

2025Q2 毛利率同比提升 2.7pct，四费率环比下降。2025Q2 公司毛利率 18.4%，同比+2.7pct，环比+0.5pct，净利率 3.2%，同比-0.1pct，环比+0.4pct。2025Q2 公司四费率为 13.55%，同比+2.9pct，环比-0.2pct。

公司在手订单充沛，持续优化订单结构。均胜电子全球新获订单生命周期总金额达 393 亿元（含 7 月汽车安全业务订单），上半年新能源汽车相关新订单占比超 66%。2025H1，公司新获定点项目的全生命周期金额约 312 亿元，其中汽车安全业务约 174 亿元，汽车电子业务约 138 亿元。头部自主品牌及造车新势力正成为公司订单增长的核心驱动力，订单占比持续提升。

汽车电子业务加速开拓。智能驾驶方面，2025H1，公司首次突破某知名自主品牌的智能辅助驾驶域控项目定点，订单金额超 10 亿元，将为其多款车型提供高阶智能辅助驾驶域控制器解决方案，预计于 2026 年开始量产；智能座舱方面，2025H1，公司现有国内外订单持续放量，并成功为某头部自主品牌车企量产智能座舱域控制器；车路云方面，2025H1，公司为全新国产宝马 5 系提供的 V2X 解决方案开始量产。

均胜电子定位为“汽车+机器人 Tier1”，积极布局具身智能机器人产业链，打造第二增长曲线。2025H1，公司已开始全面布局人形机器人领域，并于 2025 年 4 月正式成立全资子公司宁波均胜具身智能机器人有限责任公司，快速搭建人才队伍，积极推进相关产品的研发和商业化落地，为国内外客户提供包括大小脑控制器、能源管理模块、高性能机身机甲材料等关键零部件以及机器人头部、胸腔总成等软硬件一体化解决方案。

风险提示：汽车销量不及预期、原材料价格波动。

投资建议：维持盈利预测，维持优于大市评级。我们维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年营收为 642.43/680.98/718.43 亿元，归母净利润为 15.82/19.20/21.53 亿元，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 唐旭霞（S0980519080002）、杨钊（S0980523110001）

◆ 科顺股份(300737.SZ) 财报点评:毛利率同比修复，“反内卷”提价有望进一步改善盈利

收入同比承压，减值计提影响利润。2025H1 公司实现营收 32.2 亿元，同比-7.2%，其中防水卷材/防水涂料/防水工程施工分别实现收入 16.5/8.7/5.6 亿元，同比-9.8%/-9.2%/+2.4%，实现归母净利润 0.47 亿元，同比-50.0%，扣非归母净利润-0.14 亿元，同比-132.9%，EPS 为 0.04 元/股，并拟 10 派 0.5 元（含税），其中非经常性损益 0.61 亿元，同比增加 0.09 亿元，主因应收减值计提冲回。Q2 单季度实现营收 18.3 亿元，同比-8.1%，归母净利润 0.06 亿元，同比-84.3%，扣非归母净利润-0.36 亿元，同比-300.0%，受下游需求下滑以及公司主动调整业务结构、收紧信用体系影响，收入同比下滑，同时减值

计提同比仍有一定增加，业绩同步承压。

毛利率延续改善，费用摊薄有所减弱。2025H1 实现综合毛利率 24.7%，同比+1.2pp，其中 Q1、Q2 单季度毛利率分别为 24.4%/24.9%，同比+0.6pp/+1.7pp，受公司持续优化产品结构，毛利率较高的海外业务和零售业务快速增长，同时降本增效贡献，毛利率延续改善趋势；分产品看，防水卷材/防水涂料/防水工程施工毛利率分别为 22.9%/38.2%/7.7%，同比+1.9/+4.2/-6.1pp。2025H1 期间费用率 18.1%，同比+0.74pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别+0.3/+0.61/-0.69/+0.53pp，受收入同比下滑影响，费用摊薄效应减弱，同时受利息支出减少，财务费用同比-49.6%。

现金流净流出同比大幅减少，应收规模同比降低。2025H1 公司实现经营活动净现金流-5.6 亿元，较上年同期净流出减少 8.7 亿元，收现比/付现比分别为 0.97/1.25，上年同期为 0.92/1.46，公司持续加强货款回收，同时优化供应商付款方式，减少采购现金支出，现金流净流出同比大幅减少。截至 2025H1 应收票据+应收账款+应收款项融资+其他应收款+合同资产合计 50.6 亿元，较上年同期减少 4.3 亿元，较年初增加 0.96 亿元，公司持续优化收入结构和回款质量，努力降低应收款项，应收规模同比延续降低。

风险提示：地产复苏不及预期；原材料价格大幅上涨；应收账款回收风险

投资建议：反内卷提价改善盈利，中期受益格局持续改善，维持“优于大市”

公司持续优化收入结构和降本控费，盈利能力呈改善趋势，反内卷带动头部企业积极提价，后续仍有提升空间，考虑供给格局持续优化，公司作为头部企业未来有望进一步受益，同时公司已启动海外设厂计划，并于报告期内完成马来西亚生产基地建设，海外市场有望逐步贡献增量。考虑国内整体需求持续疲软，下调盈利预测，预计 25-27 年 EPS 为 0.13/0.24/0.34 元/股（0.18/0.30/0.42 元/股），对应 PE 为 38.2/21.5/15.2x，预计随着增长逐步回归正轨，盈利有望进一步修复，维持“优于大市”评级。

证券分析师：任鹤（S0980520040006）、陈颖（S0980518090002）

◆ 滨江集团(002244.SZ) 财报点评:深耕杭州拿地积极，上半年归母净利润同比+59%

上半年归母净利润同比+59%，主要受益于交付规模增长。2025H1，公司实现营业收入 454 亿元，同比+88%；归母净利润 18.5 亿元，同比+59%；归母净利率 4.1%，同比下降 0.7pct；毛利率 12.2%，同比提升 2.7pct；归母净利润占净利润整体的比重为 69%，同比下降 26pct；销售管理财务费率合计 2.1%，同比降低 1.6pct；资产和信用减值损失与收入的比值合计 1.3%，同比增加 1.9pct。

上半年拿地积极，持续深耕杭州。2025H1，公司签约销售金额 528 亿元，同比-9%，行业排名第 10。2025H1，公司新增土储项目 16 个，其中杭州 14 个，占比 88%，继续巩固杭州市场份额；新增土储计容建面 101 万 m²，同比+15%；拿地总价 333 亿元，同比+49%，其中权益地价占比 55%；以拿地金额/销售金额计算的投资强度为 63%，同比提升 25pct。截至 2025H1 末，公司总土储中有 73%位于杭州市内，同比提升 3pct；其余 17%位于浙江省内（除杭州），10%位于浙江省外。截至 2025H1 末，公司预收账款为 1015 亿元，可结转资源相对充沛，为未来两三年的收入利润规模提供保障。

财务状况良好，融资成本下降。截至 2025H1 末，公司货币资金为 295 亿元，同比+12%；三道红线财务指标仍保持“绿档”，剔除预收账款的资产负债率为 58%；净负债率为 7%；现金短债比为 3.1 倍；平均融资成本为 3.1%，同比下降 0.6pct。

投资建议：综合考虑公司待结转资源和利润率水平，我们略上调盈利预测，预计公司 2025-2026 年的归母净利润分别为 29.0/31.2 亿元（原值为 26.6/29.7 亿元），对应每股收益分别为 0.93/1.00 元，对应当前股价的 PE 分别为 11.5/10.7 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：公司开发物业签约销售规模、结转进度、盈利水平不及预期。

证券分析师：任鹤（S0980520040006）、王粤雷（S0980520030001）、王静（S0980522100002）

◆ 建设银行(601939.SH) 财报点评:规模稳步扩张，营收利润增速均回升

营收利润增速均回升。公司上半年分别实现营收、归母净利润 3942.73 亿元、1620.76 亿元，分别同比

增长 2.15%、下降 1.37%，增速较一季度分别回升 7.56pct、2.62pct。公司上半年年化加权平均 ROE 为 10.08%，同比下降 0.74pct。从业绩增长归因来看，主要是公司资产规模扩张及其他非息收入对业绩贡献较大，不过净息差拖累营收增长，另拨备反哺利润趋势有所减弱。

规模稳步扩张，个贷贡献提升。公司上半年总资产同比增长 10.27%至 44.43 万亿元，规模扩张速度回升。资产端，上半年贷款（不含应计利息）同比增长 7.89%至 27.39 万亿元。上半年累计新增信贷投放 1.60 万亿元，分项来看，对公/个人/票据贷款分别投 12668.80/1075.10/2265.28 亿元，其中票据及个人贷款分别较去年同期多增 896.65 亿元、1396.65 亿元，对公贷款则少增约 2000 亿元。6 月末，公司贷款、存款（均不含应计利息）分别较年初增长 6.21%、6.28%。6 月末，公司核心一级资本充足率 14.34%，较 3 月末回升 0.36pct。

净息差持续收窄，净利息收入同比下降。公司上半年披露的净息差 1.40%，较去年全年下降 11bps，主要是资产端收益率下行压力较大。资产端，上半年生息资产平均收益率同比下滑 45bps 至 2.82%，其中贷款收益率同比下降 59bps 至 2.96%。负债端，上半年计息负债平均成本率同比下降 34bps 至 1.58%，其中存款成本率同比下降 32bps 至 1.40%。受息差收窄拖累等因素影响，公司上半年净利息收入 2867.09 亿元，同比下降 3.16%，增速较一季度提升 2.05pct，较去年全年提升 1.27pct。

非息收入双位数高增，投资收益表现亮眼。公司上半年非利息净收入同比增长 19.64%至 1075.64 亿元。其中，手续费及佣金净收入同比增长 4.02%至 652.18 亿元；投资收益同比增长 117.29%至 279.12 亿元，表现亮眼。

资产质量稳健。公司 6 月末不良贷款率 1.33%，较 3 月末持平；拨备覆盖率 239.40%，较 3 月末提升 2.59pct。6 月末关注率 1.81%，较去年末下降 0.08pct；逾期率 1.33%，较去年末提升 0.05pct。总体来看，公司资产质量稳健。

投资建议：公司基本面整体表现较为稳定，我们维持公司盈利预测不变，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 3433/3534/3688 亿元，对应同比增速为 2.3%/2.9%/4.4%；摊薄 EPS 为 1.36/1.40/1.46 元；当前股价对应的 PE 为 6.9/6.7/6.5x，PB 为 0.69/0.65/0.60x，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济形势走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

证券分析师：王剑（S0980518070002）、刘睿玲（S0980525040002）

◆ 瑞丰银行(601528.SH) 财报点评:净息差环比持平，拨备覆盖率提升

盈利增速略有放缓。2025 年上半年实现营收 22.59 亿元，同比增长 3.9%，较一季度增速回落 1.2 个百分点；实现归母净利润 8.90 亿元，同比增长 5.6%，较一季度增速回落 1.1 个百分点。

营收增速回落主要是其他非息收入下降，利息净收入增速提升。2025 年上半年净利息收入同比增长 3.4%，较一季度增速提升 0.8 个百分点，主要受益于净息差企稳。上半年非息收入同比增长 5.0%，较一季度增速回落 6.4 个百分点，主要是上半年其他非息收入同比下降了 1%。其中，投资收益在加大浮盈资产处置下实现同比增长 14.9%，但债市波动下公允价值变动出现净亏损，拖累其他非息收入有所下降。

净息差企稳，规模扩张略有降速。2025 年 6 月末，资产总额 2301 亿元，贷款总额 1342 亿元，同比分别增长 9.4%和 10.3%，较一季度增速分别回落了 1.7 个和 1.4 个百分点。净息差同比降幅收窄是净利息收入增速提升的核心因素，公司披露的上半年净息差 1.46%，较一季度持平，同比下降 8bps，明显低于一季度 14bps 同比降幅。上半年贷款收益率 3.79%，存款付息率 1.94%，同比分别收窄 55bps 和 30bps，资产端依然承压，负债端改善明显缓解压力。

信贷行业分布上，半年新增信贷 32 亿元，其中企业、零售和票据分别新增 63 亿元、5 亿元和-36 亿元，企业贷款实现较快扩张。零售信贷需求依然疲软，主要是按揭和信用卡贷款较年初分别压降了 7 亿元和 10 亿元，个人经营贷款新增近 15 亿元。信贷区域上，上半年新增信贷 23.6%投向柯桥区域，49.2%投向越城区，21.4%投向义乌地区，异地扩张加速，成长空间广阔。

资产质量稳健，拨备覆盖率逆势提升。2025 年 6 月末不良率 0.98%，较 3 月末提升 1bp；加回核销处置后的年化不良生成率 0.53%，同比收窄 7bps，且处在同业低位。期末关注率 1.61%，逾期率 1.94%，较年初分别提升了 16bps 和 25bps，绝对值均处在较好水平，资产质量稳健。上半年年化信贷成本 1.06%，

期末拨备覆盖率 340%，较 3 月末提升 14.2 个百分点。

投资建议：考虑到 2024 年底存量房贷利率下降以及今年 LPR 下降影响，小幅下调 2025-2027 年净利润至 20.3/22.0/24.4 亿元(2025-2026 年原预测 21.9/25.1 亿元)预测,同比增速分别为 5.8%/8.1%/11.2%，对应 2025-2027 年 PB 值为 0.54x/0.49x/0.45x。考虑到当前估值处在低位，具备中长期配置价值，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期会拖累公司净息差和资产质量。

证券分析师： 田维韦（S0980520030002）、王剑（S0980518070002）

◆ 安踏体育 (02020.HK) 海外公司深度报告:运营能力铸就增长势能，全球化打开长期空间

行业趋势：中国运动市场走向多元化，欧美日韩发展路径各具特色。中国运动鞋服市场规模达 4000 亿元，疫情前复合增速达 17%，渗透率从 2010 年的 7.3%提升至 2024 年的 15.3%。行业经历三轮增长周期：2008-2010 年专业运动与运动休闲共同崛起；2014-2019 年高端运动时尚风潮兴起；2021 年至今专业与户外运动主导多元化发展。欧美日韩运动行业渗透率普遍更高但发展路径分化：欧美以大众运动及硬核户外为主，品牌格局上，综合运动品牌在起源地占优，比如耐克、阿迪在本土市场份额领先，同时借助体育文化竞技资源向海外市场成功输出；日韩侧重时尚运动，户外品牌在日韩市占率高并向潮流风格演化。目前中国市场品牌集中度仍高，多元化发展趋势有望延续。

公司概况：品牌矩阵布局完善，品牌梯队顺应行业趋势逐步成长。安踏体育作为多品牌运动龙头，2024 年收入 708 亿元，毛利率高达 62%。旗下三大品牌群，专业、户外、时尚协同发展：安踏主品牌定位大众专业运动，通过 DTC 改革店效提升；FILA 以全直营模式运营，成为高质量增长曲线；迪桑特与可隆高速增长。同时，公司通过收购 MAIA ACTIVE、狼爪扩充矩阵，并与亚玛芬体育（始祖鸟、萨洛蒙等品牌）形成全球化双轮驱动。股权结构集中，管理层经验丰富，多品牌采用合资控股模式，财务表现稳健。

竞争力：把握运动向休闲与社交破圈融合趋势，旗下品牌各具优势。集团以三类定位匹配需求升级：1) 休闲需求专业化：安踏主品牌以科技赋能大众商品，依托高效零售体系和性价比优势，店效坪效突出；2) 专业需求细分化：深耕场景化创新，安踏跑鞋/篮球鞋矩阵覆盖竞速至大众需求；迪桑特聚焦滑雪/高尔夫专业装备；始祖鸟、萨洛蒙以硬核科技满足户外极限需求；3) 社交需求运动化：高端品牌通过设计破圈与圈层运营抢占市场。FILA 借联名和明星代言强化时尚调性，高端渠道店效领先；迪桑特以会员分层运营绑定高端客群；始祖鸟采用奢侈品策略，萨洛蒙借联名跨界打造潮流爆款。

成长空间：品牌运营可激发增量需求，全球化经营有望带来戴维斯双击。品牌矩阵化是中期提升市场份额的主要抓手，并且成长规模不局限于细分领域，因出色的品牌运营能够催生消费新需求。例如近年始祖鸟、萨洛蒙品牌火爆，带动国内冲锋衣、户外鞋等品类市场翻倍增长。集团旗下品牌社媒互动量 2025 年同比增 80%-200%，抖音搜索指数持续攀升。另外，全球化布局是长期关键增量，海外运动市场规模为中国 6 倍，发达地区人均消费力更强，始祖鸟/萨洛蒙/威尔胜等品牌全球搜索指数年增显著，媲美近年增长快速的新锐跑鞋品牌。集团出海成功也有望复制破圈增长的国际品牌的估值溢价。

风险提示：宏观经济下行等因素导致消费需求疲软，行业估值波动和盈利预测不及预期的风险；激烈竞争导致产品价格下降、毛利下滑、库存积压、品牌并购整合不利以及时尚性需求大幅波动等风险；原材料价格和汇率大幅波动；海外业务受不利政治环境、国际政策影响；市场的系统性风险。

盈利预测：品牌矩阵打开成长空间和盈利驱动力。未来三年，我们预计安踏主品牌通过拉宽价格带和多元化渠道模型有望驱动中高单位数复合增速和稳定的利润率；FILA 品牌聚焦优雅运动有望实现稳健增长；迪桑特/可隆等其他细分品牌势头迅猛，预计维持 30%以上的复合增速；亚玛芬为公司贡献净利润有望从今年 10 亿元以上快速增长到第三年超 20 亿元。

投资建议：看好集团多品牌全球化运营能力，共享长期成长红利。今年以来在消费市场整体承压环境下，安踏集团整体仍保持双位数的流水增长，持续证明了其多品牌运营能力在当今市场中的竞争优势。展望中长期，中国运动市场仍有望多元化发展，而全球运动市场空间更为广阔，看好安踏集团凭借具有竞争优势的品牌矩阵和跨国运营战略，持续推动公司长期引领行业增长。我们维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 134.8/154.6/173.6 亿元，可比口径的利润增长分别为

13.0%/14.6%/12.3% (2024 年剔除 Amer 上市和配售权益摊薄所得的可比口径利润为 119.3 亿元)。我们看好公司在多品牌与全球化战略下的长期广阔前景，有望媲美破圈增长的国际运动品牌收获估值溢价，综合可比公司估值，维持合理估值区间 119-124 港元，对应 2025PE23-24X，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 丁诗洁 (S0980520040004)、刘佳琪 (S0980523070003)

◆ 新媒股份(300770.SZ) 财报点评:第二季度收入增长 11%，“广电 21 条”提升行业景气度

业务稳健，第二季度收入增长 11%。1) 2025 年上半年，公司 8.2 亿元，同比增长 5.9%，主要是由于互联网视听和内容版权业务的推动；扣非后归母净利润 3.5 亿元，同比增长 25.2%，剔除上年同期 0.4 亿元的所得税影响后同比增长 8.1%。2) 单二季度来看，公司收入 4.1 亿元，同比增长 10.7%；扣非后归母净利润 1.9 亿元，同比增长 43.9%。

IPTV 和互联网电视优势继续保持。分业务看：1) IPTV 基础业务方面，2025 上半年收入 4.1 亿元，同比下降 1.08%，毛利率同比提升 0.6 个百分点至 52.4%；2025 年 6 月末，公司 IPTV 基础业务有效用户达到 2080 万户，同比增长 2.51%。2) 互联网视听业务收入 3.4 亿元，同比提升 12.8%，其中广东 IPTV 增值/互联网电视业务收入分别为 2.4/1.0 亿元，同比+23.7%/ -5.9%，互联网电视的终端数同比增长 15%；毛利率同比下滑 1.6 个百分点至 52.2%。3) 内容版权业务收入同比提升 24.1%至 0.84 亿元。

微短剧已逐步上线，“广电 21 条”出台有望增加行业优质内容供给。1) 技术端，公司增资下属企业南方融创，联手头部电商公司提供分发与聚合运营服务。2) 内容端，公司有较多新内容上线，微短剧崭露头角。4 月公司联合出品的网络剧《盲点》首播位居热搜榜前列；参投的动画片《呼噜噜幻影队》及《曲小奇爆笑语文课》(第一季)已全网上线，覆盖 IPTV、OTT 及主流视频平台；微短剧方面，第三季《欢喜一家人·爱在一起》、第四季《欢喜一家人·人生小事》亦已上线。3) 从行业层面来看，“广电 21 条”放宽内容题材限制、广告插播限制、优化审查流程，有望增加行业优质内容供给，公司的 IPTV、互联网视听和内容版权业务均有望受益。

风险提示：内容版权业务收入增长不及预期；IPTV 增长见顶；用户拓展不及预期。

投资建议：公司主业稳健，持续开拓新赛道，维持“优于大市”评级。公司上半年运营稳健、长期来看有望受益“广电 21 条”，我们维持盈利预测，预计 25-27 年归母净利润分别为 7.1/7.5/7.8 亿，同比增速 8%/5%/4%；摊薄 EPS=3.11/3.27/3.39 元，当前股价对应同期 PE=15/14/14x，公司核心主业稳中有进、持续布局微短剧和 AI 前沿技术，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 张衡 (S0980517060002)、陈瑶蓉 (S0980523100001)

◆ 佰维存储(688525.SH) 财报点评:2Q25 毛利率环比提升 11.7pct, AI 端侧应用多点开花

公司 2Q25 营收与毛利率环比改善。公司以存储颗粒为原材料进行存储模组开发，产品包括嵌入式存储、固态硬盘、移动存储及内存条等。，2025 年上半年存储市场呈现前低后高走势，一季度价格触底后，二季度行业景气度逐步回暖。在此背景下，公司 2Q25 营收 23.69 亿元 (YoY+38.2%，QoQ+53.5%)，扣非归母净利润-0.16 亿元 (YoY-113.36%，QoQ+92.61%)，毛利率 13.68% (YoY-12.69pct，QoQ+11.70pct)。预计下半年随存储价格持续回暖，叠加公司客户数量增加，环比改善趋势有望延续。

AI 端侧应用多点开花，手机、可穿戴及 PC 业务加速拓宽。公司嵌入式存储 1H25 实现营收 22.86 亿元；AI 眼镜方面，Meta 是公司出货量最大的 AI 眼镜客户，此外公司 ePOP 等产品已进入 Google、小米、Rokid 等国内外头部厂商供应链；手机方面，公司 LPDDR5/5X、UFS、uMCP 等产品已进入 OPPO、vivo 等一线品牌供应链，并向高端 AI 手机批量供应 12GB、16GB 等大容量产品。此外，公司 PC 存储 1H25 实现营收 13.84 亿元，预装市场成功进入联想、小米、Acer、HP、同方等知名 PC 厂商供应链，消费级市场通过掠夺者等品牌在 618 等大促中表现优异。

企业级、工车规存储持续推进，晶圆级先进封装有望推动中长期增长。公司企业级产品已获得 AI 服务器厂商、头部互联网厂商以及国内头部 OEM 厂商的核心供应商资质，并实现预量产出货。工车规存储 1H25 营收 0.54 亿元，产品已在国内头部车企及 Tier1 客户量产。此外，公司 1H25 先进封装实现收入

0.83 亿元，晶圆级先进封测制造项目预计 3Q25 完成全部设备安装与调试并将于下半年投产，未来将服务客户对存算合封等先进封测业务的需求。

投资建议：基于 1H25 经营情况，考虑后续 AI 端侧、先进封测等高附加值业务占比提升，上调公司 26-27 年收入与毛利率，预计 25-27 年归母净利润有望达 1.76/2.94/5.67 亿元（前值 25-27 年 1.78/2.00/3.8 亿元），对应 25-27 年 PE 分别为 186/112/58 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：消费电子需求不及预期，产品产能提升不及预期。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、叶子（S0980522100003）、张大为（S0980524100002）、詹浏洋（S0980524060001）、李书颖（S0980524090005）、连欣然（S0980525080004）

◆ 索菲亚(002572.SZ) 财报点评:二季度经营短期承压，直营与海外业务增长亮眼

二季度收入利润下滑，经营短期承压。2025H1 实现营收 45.5 亿元/-7.7%，归母净利润 3.2 亿元/-43.4%，扣非归母净利润 4.3 亿元/-19.3%；其中 2025Q2 营收 25.1 亿元/-10.8%，归母净利润 3.1 亿元/-23.0%，扣非归母净利润 2.8 亿元/-26.0%。上半年家居行业仍面临地产下行、竞争加剧、消费理性化与渠道转型等挑战，公司收入与利润延续下滑，经营短期承压。公司持续推进多品牌、全品类与全渠道战略，积极布局存量房与海外市场，未来有望成为新的增长点。

索菲亚品牌小幅下滑，米兰纳品牌客单价提升明显。2025H1 索菲亚品牌收入 41.3 亿元/-7.1%，工厂端平均客单价同比-5.7%至 2.23 万元/单，经销商与门店数量较年初基本平稳；米兰纳品牌收入 1.76 亿元/-26.5%，工厂端平均客单价同比+21.0%至 1.73 万元/单，门店数量较年初净增长 13 家、经销商数量净增长 14 位；华鹤品牌收入 0.56 亿元，继续招优质经销商，强化终端赋能，推进装企、拎包与电商等新渠道建设；司米品牌接近企稳，正逐步向整家门店转型，整家策略有望促进客单价提升。

直营与海外表现亮眼，经销商与大宗渠道略有承压。2025H1 经销商渠道收入 35.4 亿元/-9.6%，大宗渠道收入 6.5 亿元/-12.0%，直营渠道收入 2.0 亿元/+27.6%，海外业务收入 0.34 亿元/+39.5%。上半年直营渠道增速亮眼预计主要系受国补政策驱动；公司持续推进品牌出海战略，目前已有 26 家海外经销商，覆盖加拿大、澳大利亚、新加坡、越南与泰国等 23 个国家或地区，同时与海外优质开发商和承包商合作，工程项目约 219 个；2025H1 公司整装渠道实现收入 8.5 亿元/-13.2%，集成整装已合作 270 个装企、上样门店 711 家，零售整装合作装企 2425 个、上样门店 2272 家。

毛利率略有下滑，核心品类毛利率逆势提升。25H1 毛利率 34.4%/-1.4pct，

其中衣柜及配套品毛利率同比+0.9pct，预计与内部降本增效与板材利用率提升有关。2025Q2 毛利率 35.8%/-2.3pct，净利率 12.2%/-1.9pct，销售费率 8.9%/-1.0pct，管理费率 8.9%/+2.7pct，研发费率 2.5%/-1.2pct，财务费率 0.2%/+0.3pct，管理费用率提升主要系折旧费用与股权激励费用增加所致，财务费用增长与国补产生的手续费增加有关。

风险提示：地产销售竣工不及预期；行业竞争格局恶化；原材料价格波动。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

多品牌全渠道全品类布局深化，看好大家居战略下的业绩韧性。考虑到地产调整与投资项目公允波动，下调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 11.4/12.9/13.9 亿（前值 13.1/14.5/16.1 亿），同比-17%/+12%/+8%，摊薄 EPS=1.2/1.3/1.4 元，对应 PE=12/10/10x，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 陈伟奇（S0980520110004）、王兆康（S0980520120004）、邹会阳（S0980523020001）、李晶（S0980525080003）

◆ 学大教育(000526.SZ) 财报点评:2025H1 个性化教育主业稳步扩张，归母净利率再创新高

2025 年上半年公司实现归母净利润 2.3 亿元，同比增长 42%。2025H1，公司实现收入 19.2 亿元/+18%；实现归母净利润 2.3 亿元/+42%；扣非后归母净利润为 2.1 亿元/+39%，差值主要系 1487 万元非流动性资产处置损益。其中 2025Q2 单季实现收入 10.52 亿元/+15%，归母净利润 1.56 亿元/+40%，延续第一季度的强劲增长态势。旺季产能加速爬坡，公司利润增速显著高于收入增速，体现良好经营杠杆效应。

聚焦个性化教育主业，销售收款稳健增长。截至 2025H1 期末，公司旗下个性化学习中心超 300 所，专职教师超 5200 人，全日制培训基地超 30 所，业务规模稳步扩张，此外公司旗下全日制双语学校在校生人数已超 7500 人。2025 年上半年公司销售商品、提供劳务收到现金为 16.29 亿元/+9.9%。期末合同负债余额为 5.97 亿元/+3.7%，二季度为课程消耗高峰，集中确认收入。

规模效应释放，归母净利率创新高。2025H1 公司归母净利率为 12.0%，/+2.02pct。毛利率为 36.3%/+0.26pct，高基数上毛利率依然保持稳健。期间费用率为 22.0%/-1.12pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.1%/13.7%/0.8%/1.4%，分别同比+0.4pct/-1.1pct/-0.2pct/-0.2pct。销售费用率因市场投入增加略有上升，而管理费用率和财务费用率均得到有效控制，财务费用率下滑主要得益于公司已全额偿还对紫光卓远的借款本金。

此外，公司于 2025 年 1 月启动股份回购计划，拟以不超过 66.8 元/股回购 1.1-1.5 亿元股份。截至 2025 年 3 月 26 日，公司已完成用于注销的 6000 万元股份回购，并已完成注销手续，彰显管理层对公司未来发展的信心。随着公司盈利能力的持续增强，期末未分配利润已回正至 2051 万元，为后续制定分红方案提供了基础。

风险提示：股东破产处置、政策变动、人才流失、课程技术研发不及预期。

投资建议：公司核心个性化教育业务受益于高中阶段的刚性需求和行业供给侧出清，维持高景气度。公司 2024 年下半年以来加速的网点扩张和师资储备，在 2025 年上半年开始贡献业绩，带动收入和利润快速增长，规模效应下盈利能力也再度优化。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测，分别为 2.51/3.01/3.63 亿元，对应 EPS 为 2.04/2.44/2.95 元，对应 PE 为 23.6x/19.7x/16.3x，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 曾光（S0980511040003）、张鲁（S0980521120002）

联系人： 周瑛皓

◆ 绿竹生物-B(02480.HK) 海外公司财报点评:重组带状疱疹疫苗 LZ901 与 Shingrix 头对头临床研究读出

2025 上半年亏损收窄，在研管线有序推进。2025 上半年公司经调整亏损 0.78 亿元，上年同期为亏损 1.10 亿元。2025H1 研发开支为 0.80 亿元（同比-37.5%），主要由于 LZ901 国内 Ph3 临床试验产生的开支减少；行政开支为 0.45 亿元（同比-42.6%），主要为股份支付的摊销减少。

LZ901：公司于 2023 年 11 月开展 LZ901 与重组糖蛋白 E 亚单位疫苗 HZ/su 疫苗（Shingrix）的头对头临床试验，已于 2025H1 成功完成，研究结果显示，与 HZ/su 疫苗相比，LZ901 在 50 岁或以上成人中诱导出更优的细胞免疫原性和表现出更佳的安全性。

K3：重组人抗肿瘤坏死因子（TNF）-α 单克隆抗体注射剂在研产品，也是公司核心管线之一，是 Humira（阿达木单抗）的生物类似药，主要用于治疗各种自身免疫性疾病，如类风湿性关节炎、强直性脊柱炎和斑块状银屑病。公司计划根据市场情况及公司可动用资源，进一步评估在中国启动 K3 的 Ph3 临床试验的适当时机，目前预计 Ph3 临床最早将于 2026H2 启动。

K193：用于治疗 B 细胞白血病和淋巴瘤的双特异性抗体注射液（CD19xCD3）在研产品，是全球首款具有不对称结构的 CD19/CD3 双特异性抗体。K193 于 2019 年 12 月启动国内 Ph1 临床，预计 2026 年完成 Ph1 临床试验。

其他临床前阶段的在研管线：截至 2025 年 6 月 30 日，公司共有 6 个临床前阶段的在研产品，分别为重组水痘疫苗、重组 RSV 疫苗、重组 HSV-1 疫苗、重组 HSV-2 疫苗、用于治疗髓系白血病的 K333 双特异性抗体和用于治疗淋巴瘤的 K1932 双特异性抗体。

投资建议：我们维持此前的盈利预测，预计 2025~2027 年风险调整后营收为 0.22/4.39/9.71 亿元；归母净利润分别为-1.46/-1.27/1.16 亿元。维持“优于大市”评级。

风险提示：在研管线失败、关键技术人才流失、市场竞争加剧等风险。

证券分析师： 马千里（S0980521070001）、陈曦炳（S0980521120001）、彭思宇（S0980521060003）

◆ 赞宇科技(002637.SZ) 财报点评:上半年收入同比增长,静待杜库达扩建项目逐步达产

公司是国内表面活性剂、油脂化工领先企业, OEM/ODM 项目稳步推进。目前公司表面活性剂年产能突破 120 万吨, 油脂化学品年产能突破 100 万吨, 洗护用品 OEM/ODM 加工服务能力达到 110 万吨。公司在江苏镇江、河南鹤壁、四川眉山等地建立了大型综合日化园区, 其中河南鹤壁与四川眉山合计 100 万吨的洗护用品 OEM/ODM 项目已陆续投产。公司依托表活技术优势、规模布局优势、物流包装配套优势, 开展 OEM/ODM 加工业务, 为客户提供“配方定制、包装设计和生产加工”的一站式供应链服务, 在有效降低成本的同时, 进一步提升公司表面活性剂的市场份额。

主要产品产销量及价格增长, 带动公司收入同比提升。2025 年 8 月, 公司发布 2025 年半年度报告。根据公司公告, 2025 年上半年, 公司实现营业收入 65.53 亿元, 同比增长 41.71%; 实现归母净利润 0.97 亿元, 同比增长 6.35%; 实现扣非后归母净利润 0.83 亿元, 同比增长 25.79%。收入的快速增长主要为上半年销量增长、单价受原料价格上涨而增长。分业务看, 日用化工(含表面活性剂、洗护用品)实现收入 29.87 亿元, 同比增长 56.14%, 毛利率为 5.31%, 同比提升 0.46pct; 油脂化学品实现收入 34.21 亿元, 同比增长 30.36%, 毛利率为 7.15%, 同比下降 0.70pct。

印尼杜库达新增产能有序释放, 棕榈油价格中枢同比提升, OEM/ODM 业务减亏, 共同带动公司盈利向上。公司盈利核心在印尼子公司杜库达, 其受益于印尼棕榈油出口关税政策, 具备显著的成本优势。2025 年上半年, 杜库达实现净利润 1.02 亿元, 同比增加 48%, 主要由于棕榈油价格同比上涨带动税金增长, 以及杜库达产品销量同比增长。杜库达改扩建项目正顺利推进, 2025 年下半年起逐步释放, 推动公司盈利能力和规模再上新台阶。同时, 公司 OEM/ODM 业务正处在产能爬坡和减亏的关键阶段, 随着河南赞宇与眉山赞宇开工率提升, OEM/ODM 业务有望从利润拖累项转为增长点。

公司回购方案稳步推进, 彰显公司长期发展信心。2024 年 11 月 19 日, 公司召开第六届董事会第十八次会议, 审议通过了《关于回购股份的方案》, 拟使用自有资金或银行专项贷款以集中竞价交易方式回购公司股份, 用于后期实施股权激励或员工持股计划。本次回购股份的资金总额在 1 亿至 2 亿人民币之间。截至 2025 年 8 月 31 日, 公司累计回购股份数量为 358.25 万股, 占公司股份总数的 0.76%, 成交总金额为人民币 3475.36 万元(不含交易费用)。公司持续推出回购方案一方面反映了管理层对公司内在价值的肯定和对未来可持续发展的坚定信心, 另一方面本次回购股份用于股权激励或员工持股计划, 有利于进一步完善公司的长效激励机制, 有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起, 促进公司高质量可持续发展。

风险提示: 政策风险, 棕榈油价格大幅波动风险, 汇率大幅波动风险, 新产能爬坡低于预期风险等。

投资建议: 下调盈利预测, 维持“优于大市”评级。

公司为国内油脂化工、表面活性剂、洗护加工领先企业, 油脂化学品产能超过 100 万吨/年、表面活性剂超 120 万吨/年产能、OEM/ODM 达 110 万吨/年。考虑到公司上半年所得税费用较高, 且公司存在武汉新天达美资产减值预期, 我们谨慎下调盈利预测, 预计公司 2025-2027 年收入 149/173/188 亿元(前值为 152/173/189 亿元), 同比增速 39%/16%/8%, 归母净利润为 3.0/4.1/5.1 亿元(前值为 3.9/5.0/5.9 亿元), 同比增速 119%/37%/24%; 摊薄 EPS 为 0.63/0.87/1.08 元, 当前股价对应 PE 为 19.1/13.9/11.2X, 维持“优于大市”评级。

证券分析师: 杨林(S0980520120002)、张歆钰(S0980524080004)

金融工程

◆ 金融工程专题报告:金融工程专题研究-哪类 ETF 的机构投资者占比在提升?—穿透算法下的 ETF 机构持仓行为分析

ETF 机构持仓穿透算法

目前 ETF 基金在半年报、年报中公布的机构投资者持有份额占比一般是将 ETF 联接基金和其他机构都视为机构求得的, 但实际上, ETF 联接基金中也有个人投资者, 按照现有方法计算会高估机构投资者的比

例。本文基于 ETF 和联接基金披露的数据，采用“ETF 机构持仓穿透算法”计算 ETF 基金中机构投资者实际持仓的规模和占比。

按资产类别分类

相比 2024 年 12 月 31 日（以下使用‘H2’代指‘12 月 31 日’），2025H1 以下使用‘H1’代指‘6 月 30 日’）机构投资者对股票型 ETF 的持有比例上升至 64.64%；对债券型、商品型、货币型 ETF、跨境型 ETF 的持有比例分别上升至 91.43%、19.06%、70.74%、46.77%。

按板块分类

统计股票型 ETF 中周期、大金融、科技、消费四个板块 ETF 的规模和机构持仓变动情况。从板块上看，机构投资者对周期、大金融、科技和消费板块的持有规模均有所上升。机构投资者持有规模增加最多的是科技板块，由 2024H2 的 360 亿元上升至 2025H1 的 621 亿元。个人投资者持有规模增加最多的是周期板块，由 2024H2 的 597 亿元上升至 2025H1 的 744 亿元。

按热点主题分类

统计股票型 ETF 中 5G、芯片、军工、医药、红利、证券、新能车等主题 ETF 的规模和机构持仓变动情况。相比 2024H2，2025H1 机构投资者对军工、证券、芯片 ETF 的持有比例分别为 56.40%、23.57%、23.73%，分别提升 23.54%、10.23%、8.78%；对红利 ETF 的持有比例为 42.08%，下降 13.24%。

按宽基分类

统计上证 50、沪深 300、中证 500、A500、创业板类和科创板 ETF 等主要宽基 ETF 的规模和机构持仓变动情况。相比 2024H2，2025H1 机构投资者对 A500、创业板类、科创板和中证 500 的持有比例分别为 63.41%、43.19%、34.87%和 77.98%，分别提升 9.34%、6.25%、5.84%、5.45%。

风险提示：市场环境变动风险，本报告基于客观数据，不构成投资建议。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、陈梦琪（S0980524070009）

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	805.40	1.07	ICE 布伦特原油	68.15	0.04
白银	9825.00	2.06	铜	79840.00	0.11
铝	20730.00	0.26	铅	16820.00	0.14
豆一	4122.00	0.73	锌	22235.00	0.36
豆粕	3013.00	0.00	镍	122760.00	0.24
玉米	2265.00	1.11	锡	273850.00	0.18
螺纹钢	2975.00	-0.10	SR509	5614.00	0.05

本月国内重要信息披露

公布日期	项目	本期数据	上期数据	上年同期数据	发布主体
2024/11/30	11月PPI (%)	-2.9	-3.3	-3.4	PPI
2024/11/30	11月CPI (%)	99.4	99.9	100.2	国家统计局
2024/11/30	11月狭义货币(M1)同比 (%)	-0.0	-0.02	0.01	中国人民银行
2024/11/30	11月狭义货币(M2)同比 (%)	0.07	0.07	0.1	中国人民银行
2024/11/30	11月新增人民币贷款(亿元)	5216.0	2965.0	11120.0	中国人民银行
2024/11/30	11月贸易顺差总额(亿美元)	97443.13	95715.17	69334.24	国家商务部
2024/11/30	11月固定资产投资累计同比 (%)	0.03	0.01	0.02	国家统计局
2024/11/30	11月工业增加值 (%)	0.05	0.05	0.06	国家信息中心
2024/11/30	11月社会消费品零售总额_同比 (%)	0.03	0.03	0.02	国家统计局

近期非流通股解禁明细

代码	简称	本次解禁数量(万股)	流通股股本(万股)	流通股增加%	上市日期
002736.SZ	国信证券	47358.75	961242.93	100.00	2025-08-14
600369.SH	西南证券	33000.00	664510.91	100.00	2025-07-22
600490.SH	鹏欣资源	22026.56	221288.70	100.00	2025-06-12
600967.SH	内蒙一机	412.50	170338.18	82.58	2025-06-03
601226.SH	华电重工	408.34	116701.00	100.00	2025-06-02
002142.SZ	宁波银行	7581.90	659965.10	95.06	2025-05-16
688232.SH	新点软件	15651.92	33000.00	100.00	2025-05-16
301093.SZ	华兰股份	3782.78	13466.66	100.00	2025-04-30
688257.SH	新锐股份	2460.70	9280.00	100.00	2025-04-28
688553.SH	汇宇制药-W	11406.67	42360.00	100.00	2025-04-28
301088.SZ	戎美股份	16800.00	22800.00	100.00	2025-04-28
301091.SZ	深城交	8400.00	16000.00	100.00	2025-04-28
688211.SH	中科微至	6660.00	13160.86	100.00	2025-04-28
688739.SH	成大生物	22766.37	41645.00	100.00	2025-04-28
688255.SH	凯尔达	2837.71	7841.46	100.00	2025-04-25
600926.SH	杭州银行	50408.30	586039.74	87.83	2025-04-24
301087.SZ	可孚医疗	8676.57	16000.00	100.00	2025-04-24

601009.SH	南京银行	113110.82	1000701.69	100.00	2025-04-23
688737.SH	中自科技	3197.51	8603.49	100.00	2025-04-22
301086.SZ	鸿富瀚	3833.55	6000.00	100.00	2025-04-21
001218.SZ	丽臣实业	3072.00	8999.55	100.00	2025-04-14
301077.SZ	星华反光	3856.49	6000.00	100.00	2025-03-31
301061.SZ	匠心家居	6000.00	8000.00	100.00	2025-03-13
000625.SZ	长安汽车	2590.64	632214.29	45.92	2025-03-05
300844.SZ	山水比德	2525.00	4040.00	100.00	2025-02-13
301024.SZ	霍普股份	2880.00	4239.00	100.00	2025-01-28
601921.SH	浙版传媒	180000.02	222222.22	100.00	2025-01-23
001209.SZ	洪兴股份	6497.49	9394.48	100.00	2025-01-22
002059.SZ	云南旅游	6857.37	101243.48	100.00	2025-01-16
002187.SZ	广百股份	18692.79	61761.91	100.00	2025-01-06
605287.SH	德才股份	2865.13	10000.00	100.00	2025-01-06
600679.SH	上海凤凰	550.77	34369.42	100.00	2024-12-23
688032.SH	不适用	1985.72	4000.00	100.00	2024-12-20
301096.SZ	不适用	3960.00	10816.66	100.00	2024-12-20
000546.SZ	金圆股份	6613.75	78048.26	99.54	2024-12-20
600859.SH	王府井	4147.65	113273.80	99.75	2024-12-17
301100.SZ	不适用	15000.00	20000.00	100.00	2024-12-17
000737.SZ	南风化工	104599.31	169128.73	100.00	2024-12-16
301177.SZ	不适用	36000.00	40001.00	100.00	2024-12-16
000401.SZ	冀东水泥	106598.80	247935.72	99.97	2024-12-16

全球证券市场统计

股票市场指数

简称	最新收盘价	1日 涨跌幅(%)	1周 涨跌幅(%)	1个月 涨跌幅(%)	3个月 涨跌幅(%)	12个月 涨跌幅(%)	30天 波动率(%)
道琼斯工业平均指数	45295.81	-0.546871	60.00	60.00	60.00	60.00	40.87
德国 DAX 指数	23487.33	-2.288108	84.40	0.26	-1.85	24.06	55.31
法 CAC40 指数	7654.25	-0.696039	-0.72	1.43	-1.07	0.10	47.95
恒生指数	25496.55	-0.471827	-0.11	4.03	10.09	44.11	64.31
沪深 300 指数	4490.45	-0.735200	0.85	10.74	16.93	37.53	58.98
美国 SP500 指数	6415.54	-0.692232	-0.77	2.84	8.07	13.58	48.62
纳斯达克综合指数	21279.63	-0.819928	-1.22	3.04	10.58	20.13	51.52
日经 225 指数	42310.49	0.288465	-0.19	3.70	12.91	9.32	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流入资金 (RMB, 万元)	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流出资金 (RMB, 万元)
1	601899.SH	紫金矿业	24.4100	0.1231	无数据	601899.SH	紫金矿业	24.4100	0.1231	无数据
2	002371.SZ	北方华创	378.5100	0.1773	无数据	002371.SZ	北方华创	378.5100	0.1773	无数据
3	603259.SH	药明康德	112.0000	0.3764	无数据	603259.SH	药明康德	112.0000	0.3764	无数据
4	300750.SZ	宁德时代	302.8700	-0.3717	无数据	300750.SZ	宁德时代	302.8700	-0.3717	无数据
5	300394.SZ	天孚通信	199.1800	-10.3439	无数据	300394.SZ	天孚通信	199.1800	-10.3439	无数据
6	603986.SH	兆易创新	176.0000	0.6404	无数据	603986.SH	兆易创新	176.0000	0.6404	无数据
7	688256.SH	寒武纪-U	1480.0000	2.1824	无数据	600276.SH	恒瑞医药	68.8700	0.7608	无数据

8	688041. SH	海光信息	201.8900	-3.3834	无数据	688256. SH	寒武纪-U	1480.0000	2.1824	无数据
9	300476. SZ	胜宏科技	270.5000	0.0481	无数据	300476. SZ	胜宏科技	270.5000	0.0481	无数据
10	002594. SZ	比亚迪	110.0200	0.2917	无数据	002594. SZ	比亚迪	110.0200	0.2917	无数据

港股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格 (HKD)	涨跌幅 (%)	流入资金 (HKD, 万元)	代码	简称	价格 (HKD)	涨跌幅 (%)	流出资金 (HKD, 万元)
1	9660. HK	中油苏皇八一零 C	9.5600	0.01271186	92506.38	0981. HK	中芯国际	60.7000	-0.04634721	590379.90
2	9660. HK	地平线机器人-W	9.5600	0.01271186	92506.38	1810. HK	小米集团-W	55.8500	0.03425926	494284.84
3	6869. HK	长飞光纤光缆	44.9800	-0.12148438	119269.83	9988. HK	阿里巴巴-W	134.7000	-0.01750547	487771.62
4	9880. HK	平安法兴八一零 A	105.5000	0.05184447	153355.25	1347. HK	华虹半导体	49.2200	-0.05527831	257718.79
5	9880. HK	优必选	105.5000	0.05184447	153355.25	0700. HK	腾讯控股	600.5000	-0.00743802	191912.89
6	1347. HK	华虹半导体	49.2200	-0.05527831	156239.58	3690. HK	美团-W	101.1000	-0.01844660	167592.19
7	3690. HK	美团-W	101.1000	-0.01844660	160358.12	9880. HK	平安法兴八一零 A	105.5000	0.05184447	157831.06
8	0700. HK	腾讯控股	600.5000	-0.00743802	241177.97	9880. HK	优必选	105.5000	0.05184447	157831.06
9	2800. HK	盈富基金	无数据	无数据	253527.47	6869. HK	长飞光纤光缆	44.9800	-0.12148438	83543.62
10	1810. HK	小米集团-W	55.8500	0.03425926	453248.22	9660. HK	中油苏皇八一零 C	9.5600	0.01271186	63526.15
11	0981. HK	中芯国际	60.7000	-0.04634721	486720.31	9660. HK	地平线机器人-W	9.5600	0.01271186	63526.15
12	9988. HK	阿里巴巴-W	134.7000	-0.01750547	832102.98	0763. HK	中兴通讯	33.4000	-0.07785754	53569.31

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032