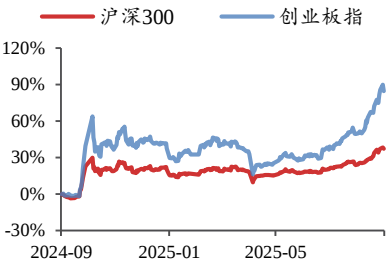


2025 年 09 月 03 日

开源晨会 0903

——晨会纪要

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
银行	1.954
公用事业	0.987
家用电器	0.914
汽车	0.381
石油石化	0.372

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
通信	-5.725
计算机	-4.062
电子	-3.852
国防军工	-2.600
建筑材料	-2.341

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号：S0790521070001

观点精粹

总量视角

- 【策略】机构关注度环比回升：机械、医药、汽车——机构调研周跟踪-20250902
- 【固定收益】托管量环比多增，债市杠杆率回落——2025 年 7 月债市托管数据点评-20250902
- 【金融工程】基金投顾产品 8 月调仓一览——基金投顾产品月报系列（21）-20250902

行业公司

- 【医药】减重赛道全球前沿进展跟踪（二）： Orforglipron 领跑全球小分子 GLP-1RA 赛道，国内管线价值逐渐凸显——行业深度报告-20250902
- 【机械】大阅兵即将举行，无人智能倍受关注——行业点评报告-20250901
- 【商贸零售：老凤祥(600612.SH)】2025Q2 经营端回暖，关注后续改革成效逐步释放——公司信息更新报告-20250902
- 【医药：联邦制药(03933.HK)】2025 上半年公司业绩较快增长，在研项目进展顺利——港股公司信息更新报告-20250902
- 【农林牧渔：巨星农牧(603477.SH)】生猪出栏高增业绩释放，皮革毛利改善经营向好——公司信息更新报告-20250902
- 【煤炭开采：中国神华(601088.SH)】一体化运营韧性强，资产注入和中期分红彰显价值——公司信息更新报告-20250902
- 【传媒：汇量科技(01860.HK)】收入大增且净利率大升，AI 赋能飞轮效应继续释放——港股公司信息更新报告-20250902
- 【海外：黑芝麻智能(02533.HK)】2025H1 亏损收窄，出海&机器人领域带来高成长性——港股公司信息更新报告-20250902
- 【传媒：恺英网络(002517.SZ)】2025H1 净利率大增，储备新游及 AI 布局共驱成长——公司信息更新报告-20250902
- 【医药：汇宇制药(688553.SH)】扣非净利润稳健增长，创新+出海持续推进——公司信息更新报告-20250902
- 【煤炭开采：兖矿能源(600188.SH)】煤价下跌煤炭业绩承压，但煤化工和电力盈利扩张——公司信息更新报告-20250902
- 【社服：科思股份(300856.SZ)】周期底部业绩承压，期待新品爬坡和盈利能力修复——公司信息更新报告-20250902
- 【家电：兆驰股份(002429.SZ)】2025Q2 收入触底，LED 与光通信双成长曲线发展可期——公司信息更新报告-20250902
- 【地产建筑：建发股份(600153.SH)】营收利润同比收缩，回款比例保持高位——公司信息更新报告-20250902
- 【社服：复星国际(00656.HK)】资产提质增效，全球化运营持续深化——港股公司信息更新报告-20250902

研报摘要

总量研究

【策略】机构关注度环比回升：机械、医药、汽车——机构调研周跟踪-20250902

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002 | 简宇涵（分析师）证书编号：S0790525050005

“机构调研信息”是投资者决策过程当中，重要的信息补充

机构调研是资本市场信息传递和价值挖掘的重要环节。对于专业机构而言，是深度研究、投资决策的关键步骤。相较财务信息，机构调研具备披露及时、信息多维且深入等优势。往往在调研结束后 1-2 天内，公司以公告方式对外披露，主要内容包含参会人员信息、会议问答等，投资者与公司管理层之间的问答往往涉及行业最新动态及公司运营细节。

机构调研信息是对基本面信息的重要补充，但信息量大且杂乱。为了清晰梳理出调研中有效、增量信息，我们推出机构调研周跟踪系列，汇总最近一周、一个月公开的机构调研信息，涵盖行业、个股两维度，包含调研热度（环比、同比数据）、调研获得的行业及个股信息增量。

行业视角看机构调研情况:机械设备、医药生物、汽车等关注度环比增加

周度：上周，全 A 的被调研总次数持续回升，但仍低于 2024 年同期，显示调研热度环比回暖。一级行业中，按机构被调研总次数从高到低排序，医药生物、机械设备、电子、电力设备和基础化工的关注度较高。

边际变化上，机械设备、医药生物、汽车、计算机和电子等行业的关注度环比上周有所增加。

月度：8 月，全 A 的被调研总次数环比小幅回暖，但低于 2024 年同期。最新一个月，一级行业中，按机构被调研总次数从高到低排序，医药生物、电子、机械设备、电力设备和基础化工的关注度较高。

边际变化上，钢铁、非银金融、商贸零售、综合的关注度同比增加。

个股视角看机构调研情况：云南铜业、爱迪特、美盈森等受市场关注较多

周度：上周，云南铜业、爱迪特、美盈森、冰轮环境、银轮股份、水晶光电、深南电路、东方钽业、美亚光电等受到较多市场关注，被调研总次数相对较高。

月度：最近一个月，华明装备、云南铜业、上海沿浦、冰轮环境、大豪科技、美盈森、瑞丰银行、汇嘉时代、立达信、新强联等受到较多市场关注，被调研总次数相对较高。

以下是重点公司调研细节梳理：

爱迪特：出海围绕大客户战略，公司对海外未来预期保持积极。公司近期被机构频繁调研，上周调研次数达 3 次，受到市场相对较多的关注。

东方钽业：中报业绩稳步增长体现钽铌行业需求发生变化，公司拟扩大产能满足市场需求。公司近期被机构频繁调研，上周调研次数达 2 次，受到市场相对较多的关注。

风险提示：公司经营风险、行业政策风险、投资者关系活动记录表错误解读风险。

【固定收益】托管量环比多增，债市杠杆率回落——2025 年 7 月债市托管数据点评-20250902

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 王帅中（联系人）证书编号：S0790125070016

7 月末，上清所债券托管量 48.66 万亿元（前值为 48.32 万亿元，下同），月净增 3347.18 亿元（-2465.49 亿元）；中债登债券托管量 124.37 万亿元（122.96 万亿元），月净增 14101.74 亿元（15433.97 亿元）。上清所、中债登合计请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

债券托管量 173.03 万亿元（171.29 万亿元），月净增 17448.92 亿元（12968.48 亿元）。

整体：上清所、中债登合计债券托管量环比多增

上清所、中债登合计债券托管量 173.03 万亿元（171.29 万亿元），月净增 17448.92 亿元（12968.48 亿元），环比增量上升。上清所债券托管量 48.66 万亿元（48.32 万亿元），月净增 3347.18 亿元（-2465.49 亿元），环比增量止跌回升；中债登债券托管量 124.37 万亿元（122.96 万亿元），月净增 14101.74 亿元（15433.97 亿元），环比增量下降。

券种：利率债贡献当月主要增量

上清所，金融债券（除政金债）贡献当月主要增量，月净增 3994.00 亿元；公司信用类债券月净增 2044.31 亿元；利率债月净增 760.00 亿元；同业存单月净增-3742.61 亿元。

中债登，地方政府债贡献当月主要增量，月净增 8322.88 亿元；利率债月净增 14374.14 亿元；信用债月净增-272.40 亿元。

整体来看，利率债贡献当月主要增量。利率债托管量 117.32 万亿元（115.81 万亿元），月净增 15134.14 亿元；信用债托管量 33.37 万亿元（32.80 万亿元），月净增 5780.68 亿元；同业存单托管量 20.74 万亿元（21.11 万亿元），月净增-3742.61 亿元。

机构：商业银行为增持债券主力

上清所，广义基金为主要增量，月净增 2700.52 亿元；证券、境外机构托管量月净增为负，分别为-492.35 亿元和-1745.24 亿元。

中债登，商业银行为主要增量，月净增 15873.18 亿元；证券、广义基金、境外机构托管量月净增为负，分别为-1532.37 亿元、-2246.45 亿元、-1292.55 亿元。

整体来看，商业银行为增持债券主力。商业银行托管量 91.81 万亿元（90.08 万亿元），月净增 17317.67 亿元；证券托管量 3.19 万亿元（3.40 万亿元），月净增-2024.72 亿元；广义基金托管量 48.14 万亿元（48.09 万亿元），月净增 454.07 亿元；境外机构托管量 3.93 万亿元（4.23 万亿元），月净增-3037.78 亿元。

杠杆：债市杠杆率回落

7 月债市整体杠杆率为 106.81%（107.64%），环比下降 0.83pct，债市杠杆率回落。分机构看，商业银行杠杆率为 104.55%（105.42%），环比下降 0.87pct；非银机构杠杆率为 109.51%（110.24%），环比下降 0.73pct，其中券商杠杆率为 138.24%（141.10%），环比下降 2.86pct。

债市观点：经济预期修正下，债券收益率有望趋势性上行

对于股、债配置，我们维持观点：

- （1）2025 年下半年，经济增速或不会明显下行（已经进入第二次 L 型的一横）；
- （2）物价等结构性问题，有望趋势性好转；
- （3）股债配置继续切换：债券收益率、股市有望持续上行。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

【金融工程】基金投顾产品 8 月调仓一览——基金投顾产品月报系列（21）-20250902

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 傅开波（分析师）证书编号：S0790520090003 | 蒋韬（分析师）证书编号：S0790525070001

业绩统计：2025 年 8 月行业轮动型投顾产品业绩较好

在前期报告《基金投顾的全方位解析及 FOF 策略构建》中，我们对天天基金及且慢上 564 个基金投顾产品，按照业绩基准中权益部分的指数权重分为纯债型投顾(0%)、固收+型投顾(0%~20%)、股债混合型投顾(20%~70%)和股票型投顾(70%~100%)。

统计各类型基金投顾产品业绩，8 月股票型投顾产品平均收益低于沪深 300，纯债型投顾产品平均收益高于纯债债基。8 月份纯债型、固收+型、股债混合型、股票型投顾产品绝对收益均值分别为 0.14%、1.34%、4.48%和 8.80%。

8 月基金投顾产品调仓行为解析

2025 年 8 月投顾产品调仓数量稍多，共有 106 个基金投顾产品进行调仓。

债券资产调仓动向：

基金投资类型比例变化：纯债型投顾组合纯债型投顾组合增加固收+基金、美元债基金和被动指数型债券基金，降低信用债票息策略的持仓比例。固收+型投顾增加固收+基金和美元债基金，减少债券类基金。

久期变化：从久期来看，8 月调仓纯债型投顾产品和固收+型投顾产品久期变化不大。其中纯债型投顾产品整体久期增加 0.03 年，固收+型投顾产品整体久期减少 0.09 年。

底层债券比例变化：8 月调仓纯债型投顾和固收+型投顾策略有所区别，纯债型投顾产品整体减少货币、增加利率债，固收+型投顾产品减少利率债和信用债比例。

权益资产调仓动向：

各投资类型基金占比：股债混合型投顾产品增加固收+基金，减少债券型基金。股票型投顾产品为权益基金内部迁移。

投顾产品行业配置：8 月投顾产品整体减少银行，增加电子、有色金属等行业。增配比例最高的行业为电子(+0.42%)和有色金属(+0.38%)，减配比例最高的行业为银行(-0.76%)。

风格配置：8 月投顾产品持仓中红利基金比例下降，底层资产中微盘类股票比例略微上升。

热门板块配置：8 月，投顾产品小幅增加科创板和创业板股票配置比例，减少港股配置比例。

统计 QDII 型和宏观驱动型投顾调仓，这类产品具有全天候和全球选基的特征。2025 年 8 月该类基金投顾产品增配标的主要包括全球权益(+1.2%)基金，减配标的主要包括美股类(-1.4%)基金。

风险提示：本报告不构成对基金投顾产品的投资建议，基金投顾产品的历史业绩不代表未来收益。

行业公司

【医药】减重赛道全球前沿进展跟踪（二）： Orforglipron 领跑全球小分子 GLP-1RA 赛道，国内管线价值逐渐凸显——行业深度报告-20250902

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 余克清（分析师）证书编号：S0790525010002 | 汪晋（分析师）证书编号：S0790525060003

小分子 GLP-1RA 发展前景广阔，近年来重磅 BD 交易频发

小分子 GLP-1RA 具有成本低、使用场景不受限、无需冷链运输等诸多优势，发展前景广阔。针对小分子 GLP-1RA 赛道，礼来的 Orforglipron 已完成降糖与肥胖的全球 III 期，保持全球领先的地位；AZ 的 AZD5004、罗氏的 CT-996、礼来的 NAPERIGLIPRON 与 Terns 的 TERN-601 已进入 II 期，整体进度较快；国内企业中，恒瑞医药、华东医药、歌礼制药等多家企业重点布局小分子 GLP-1RA 管线，该赛道近年来已发生多起重磅 BD 交易，景

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

气度正持续提升。

Orforglipron 领跑全球小分子 GLP-1RA 赛道，国内研发硕果累累

礼来的 Orforglipron 是全球进度最快的小分子 GLP-1RA 产品，目前针对多个代谢适应症已开展全球 III 期临床。Orforglipron 已有 3 个 III 期临床达到主要终点，充分验证其安全性，而减肥疗效不及市场预期。国产小分子 GLP-1RA 通过结构优化与技术改进，疗效有望实现超越，临床开发潜力与商业化价值正持续凸显。相较于注射剂赛道，礼来在口服领域统治地位尚未形成，Orforglipron 在管线疗效与管线进度方面并未领先太多，我们预计第二梯队 MNC（以辉瑞、艾伯维、罗氏、AZ 等为代表）会加速布局小分子 GLP-1RA 赛道，利好国内优质产品未来出海。

国内多条小分子 GLP-1RA 管线已进入后期临床阶段，早研临床结果优异，具备较高的临床开发与商业化潜力。恒瑞医药的 HRS-7535、华东医药的 HDM1002 片与箕星药业/闻泰医药的 VCT220 均已进入国内的 III 期临床；歌礼制药的 ASC30、箕星药业/闻泰医药的 VCT220 与硕迪生物的 Aleniglipron 已在美国开启针对肥胖的 II 期临床，预计在 2025 年底至 2026 年初达到主要临床终点。

药代动力学特征或成为影响小分子 GLP-1RA 疗效重要一环

药代动力学特征可能是影响小分子 GLP-1RA 疗效的重要一环。为提升小分子 GLP-1RA 溶解度，改善其药代动力学特征，多家企业正积极探索新剂型。礼来已启动 Orforglipron 片剂针对肥胖（-T2DM/+T2DM）的 2 个全球 III 期临床，硕迪生物的 Aleniglipron II 期试验也同时包括胶囊与片剂试验组。歌礼制药的 ASC30 在药物暴露量与受体结合效力上均高于 Orforglipron，有望实现更佳的临床疗效。

投资建议

小分子 GLP-1RA 有望为减重降糖市场提供新的增量空间。海外第二梯队 MNC 正加速布局该赛道，利好国内优质产品未来出海。国内小分子 GLP-1RA 赛道硕果累累，部分管线具备较强出海潜力，相关标的有望受益。

推荐标的：信达生物、华东医药、一品红、众生药业、海思科等；受益标的：歌礼制药-B、恒瑞医药、石药集团、翰森制药、信立泰、中国生物制药等。

风险提示：创新药研发热度下滑、药物临床研发失败、药物安全性风险等。

【机械】大阅兵即将举行，无人智能倍受关注——行业点评报告-20250901

孟鹏飞（分析师）证书编号：S0790522060001 | 欧阳蕤（分析师）证书编号：S0790525060002

新型四代装备、无人智能装备领衔大阅兵，充分体现我军适应科技发展、打赢未来战争的强大能力

阅兵仪式即将举行，据国务院发布会上信息，这次参阅的武器装备，都是从国产现役主战装备中遴选，首次亮相的新型装备占比很大。部分陆海空基战略重器、高超精打、无人和反无人装备，是首次对外展示。这次阅兵是全面推进中国式现代化进入新征程的首次阅兵，是人民军队奋进建军百年的崭新亮相。无人化和智能化展示我军新域新质战力，备受关注。去年珠海航展上，四足机器狗亮相地面装备动态演示区，并演示了城市作战机动能力。此前在 2024 年 6 月的中东“金龙 2024”联演现场，国产机器狗就已一展风采。我们认为机器狗有望受到重视，并加快发展。

应用场景丰富且更刚需，机器狗有望先于人形机器人放量

机器狗（四足机器人）是一种仿生腿足式机器人，设计思路是模仿动物四肢结构和行走方式，通过高度复杂的机械结构和精密的控制算法，同时配备多类型的传感器、驱动器、控制系统等，使其具备极强的环境适应能力，能够在多种复杂地形中稳定行走和执行任务。下游应用场景看，机器狗能适应从 B 端到 C 端的多种工作，涵盖如巡逻、导览、电力巡检、军用、家庭陪伴、应急救援、矿产勘探等多种用途。目前，消费级和工业级机器狗产品开始逐步放量，加速应用场景适配，军用/警用级产品也频频亮相有望加速落地。从产业发展趋势来看，机器狗有

望先于人形机器人放量。

国产机器狗全球领先，竞争格局优异

我国四足机器狗全球领先。根据 GGII 数据，2024 年我国民用机器狗市场规模约 7.55 亿元，预计 2030 年将突破 50 亿元。此前美国波士顿动力是机器狗先行者，其明星产品 SPOT 引领了行业方向，但近年来，我国已实现了产品性能和品牌、供应链的全面反超，并有望在实际落地层面领先全球实现反向技术和产品输出。而且机器狗竞争格局更优，是刚起步且飞速发展的蓝海市场，以云深处、宇树、七腾等为代表的国产机器狗厂商加快产品革新，引领技术变革和场景拓展。

受益标的：机器狗本体公司和核心零部件公司

(1) 通过多种形式合作布局机器狗本体的公司：浙海德曼、建设工业、申昊科技、景业智能等。

(2) 核心零部件厂商：震裕科技、五洲新春、众辰科技、昊志机电、中大力德、国茂股份等。

风险提示：宏观经济波动风险；机器人量产不及预期；供应链发展不及预期。

【商贸零售：老凤祥(600612.SH)】2025Q2 经营端回暖，关注后续改革成效逐步释放——公司信息更新报告-20250902

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

公司 2025Q2 营业收入同比+10.5%、扣非净利润同比-34.5%

公司发布中报：2025H1 实现营收 333.56 亿元（同比-16.5%，下同）、归母净利润 12.20 亿元（-13.1%）；单 2025Q2 实现营收 158.35 亿元（+10.5%）、归母净利润 6.07 亿元（+0.9%）、扣非归母净利润 4.09 亿元（-34.5%），归母净利润同比回正主因一次性政府补贴；此外公司拟每股派息 0.33 元。我们认为，公司品牌积淀深厚，通过持续深化产品和渠道改革，成长势能有望恢复。我们维持盈利预测不变，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 17.63/19.11/20.61 亿元，对应 EPS 为 3.37/3.65/3.94 元，当前股价对应 PE 为 14.2/13.1/12.2 倍，维持“买入”评级。

珠宝首饰主业经营趋势显著好转，盈利能力略有承压

按合同产生的收入口径，分业务看，2025H1 公司珠宝首饰/黄金交易/笔类业务分别实现收入 282.02/49.49/0.83 亿元，分别同比-17.5%/-9.7%/-22.4%，其中珠宝首饰 2025Q1/2025Q2 分别实现营收 144.58 亿元（-35.4%）和 137.44 亿元（+16.2%），珠宝主业经营趋势显著好转。盈利能力方面，2025H1 销售毛利率为 8.7%，同比-0.5pct，略有承压；费用方面，2025H1 公司销售/管理/财务费用率分别为 1.3%/0.6%/0.3%，同比分别-0.1pct/-0.1pct/+0.1pct，费用率整体有所优化。

继续深化改革，品牌焕新、产品升级、渠道优化共同助力成长势能向上

(1) 品牌：公司继续深化“藏宝金”、“凤祥喜事”主题店的运营，同时积极开展老凤祥品牌推广、文化传播，多款时尚新品和非遗精品亮相国内外珠宝展会。(2) 产品：继续产品设计开发的高端化、时尚化、年轻化，一方面公司推出“盛

唐风华”“凤舞九天”“八宝罗盘”等非遗高工艺产品，主打调性提升；另一方面

报告期内合作《圣斗士星矢》IP，进一步吸引年轻消费群体，助力品牌年轻化。(3) 渠道：截至 2025 年 6 月底，公司共计拥有 5550 家门店（含境外银楼 18 家），其中 2025Q2 相较 2025Q1 净增 9 家。此外公司开始发力电商，开设运营老凤祥天猫旗舰店，推进线上线下融合发展。

风险提示：市场竞争加剧、改革效果不及预期、黄金价格波动等。

【医药：联邦制药(03933.HK)】2025 上半年公司业绩较快增长，在研项目进展顺利——港股公司信息更新报

告-20250902

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

2025 上半年公司业绩较快增长，在研项目进展顺利

2025 上半年公司实现收入 75.19 亿元（同比+4.61%，以下均为同比口径），净利润 18.94 亿元（+27.02%），扣非后归属母公司股东的净利润为 18.94（+37.37%），毛利率 52.19%（+5.58pct），净利率 25.18%（+4.44pct）。我们看好公司的长期发展，维持公司的盈利预测，预计 2025-2027 年净利润为 28.39/24.52/27.05 亿元，当前股价对应 PE 为 8.98/10.4/9.43 倍，维持“买入”评级。

制剂板块领跑增长，中间体、原料药及动保板块收入承压

制剂产品板块 2025 年上半年收入（含对外授权）同比增长 65.9%至 39.79 亿元，占集团对外销售总额的 52.9%，其中，胰岛素系列表现突出，收入同比增长 74.5%，销量同比+90.4%，海外出口创中国同类产品纪录；对外授权收入达 14.34 亿元，主要来自与诺和诺德达成的 UBT251 许可协议；抗生素制剂整体收入下降，但部分产品仍有增长表现。

中间体板块同比下降 23.1%至 10.11 亿元，占集团对外销售总额的 13.5%。原料药销售同比下降 27.0%至 25.30 亿元，占比 33.6%。产品覆盖 6-APA、青霉素 G 钾工业盐等品类，销售市场遍及中国、欧洲、印度等多个地区。动保板块 2025 年上半年业务收入 5.65 亿元，同比下降 15.9%。大健康板块处于业务拓展初期，2024 年成立事业部，2025 年上半年收入 1,120 万元。

在研项目进展顺利，动保多维度布局提速

制剂产品板块多款产品取得关键进展，包括利拉鲁肽注射液获批上市、聚乙烯醇滴眼液通过审批、司美格鲁肽注射液上市申请获受理，以及注射用头孢曲松钠通过仿制药一致性评价。与诺和诺德达成 UBT251 许可协议，进一步完善创新药合作布局。

动保板块市场拓展方面，已取得越南、澳大利亚共 6 项动保产品注册批文，同时启动 19 项海外注册；产能建设上，内蒙古联邦动保新厂区、珠海联邦动保、河南联牧兽药等基地建设有序推进，建成达产后预计新增年产值超 50 亿元；研发端拥有 61 项在研项目，涵盖宠物、畜类、禽类及水产领域，涉及多种疾病治疗药物研发。

风险提示：政策变动的风险、市场竞争加剧的风险、一级市场并购估值过高的风险。

【农林牧渔：巨星农牧(603477.SH)】生猪出栏高增业绩释放，皮革毛利改善经营向好——公司信息更新报告-20250902

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 王高展（分析师）证书编号：S0790525070003

生猪出栏高增业绩释放，皮革毛利改善经营向好，维持“买入”评级

公司发布 2025 年半年报，2025H1 公司营收 37.17 亿元(yoy+66.49%)，归母净利润 1.81 亿元(yoy+504.12%)。单 Q2 营收 20.72 亿元(yoy+61.34%)，归母净利润 0.52 亿元(yoy+44.66%)。受猪价运行及公司降本节奏影响，我们下调公司 2025-2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.90/8.98/17.43（2025-2026 年原预测分别为 9.18/14.11/23.83）亿元，对应 EPS 分别为 0.77/1.76/3.42 元，当前股价对应 PE 为 27.7/12.1/6.2 倍。公司生猪出栏高增业绩释放，皮革业务毛利改善经营向好，维持“买入”评级。

公司生猪出栏快速增长，持续推进成本下降

2025H1 公司生猪养殖营收 34.32 亿元（yoy+68.34%），生猪出栏 190.95 万头（yoy+74.47%），生猪板块实现归母净利润 2.3 亿元。成本方面，2025H1 受外购仔猪成本偏高影响，公司生猪完全成本为 13.44 元/公斤，公司预计 2025H2 完全成本降至 12.8 元/公斤以内，成本仍有较大下降空间。截至 2025 年 6 月末，公司能繁存栏达 18 万

头以上，公司能繁栏位及后备母猪储备充足对远期出栏增量形成支撑。

皮革业务毛利率同比大幅改善，公司资金充裕经营稳健

皮革业务方面，公司积极调整销售策略拓展客户，2025H1 皮革业务营收 1.01 亿元（yoy+176.78%），毛利率 4.76%（yoy+35.23pct），皮革业务虽仍未实现净利润扭亏，但毛利率已同比大幅改善，经营稳中向好。财务方面，截至 2025 年 6 月末，公司资产负债率 64.57%（yoy+2.32pct），账面货币资金 6.70 亿元（yoy+78.83%），公司资金充裕经营稳健持续成长。

风险提示：猪价大幅波动、动物疫病风险、公司成本下降不及预期。

【煤炭开采：中国神华(601088.SH)】一体化运营韧性强，资产注入和中期分红彰显价值——公司信息更新报告-20250902

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

一体化运营韧性强，资产注入和中期分红彰显价值。维持“买入”评级

公司发布 2025 年中报，2025H1 公司实现营业收入 1381.1 亿元，同比-18.3%；实现归母净利润 246.4 亿元，同比-12.0%，实现扣非归母净利润 243.1 亿元，同比-17.5%；单 Q2 看，实现营业收入 685.2 亿元，环比-1.5%，实现归母净利润 126.9 亿元，环比+6.2%，实现扣非归母净利润 126.1 亿元，环比+7.7%。判断煤价运行趋势和公司一体化（煤炭和火电）盈利对冲韧性，我们适当上调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 519.9/545.5/560.2 亿元（前值 513.1/530.8/535.4 亿元），同比-11.4%/+4.9%/+2.7%；EPS 为 2.62/2.75/2.82 元，对应当前股价 PE 为 14.6/13.9/13.5 倍。维持“买入”评级。

H1 市场煤价下行拖累业绩，装机容量持续增长

煤炭业务量价齐跌：2025H1，商品煤产量 1.7 亿吨，同比-1.7%，煤炭销售量 2.0 亿吨，同比-10.9%，其中自产煤销量 1.6 亿吨，同比-3.4%；综合均价 493 元/吨，同比-12.9%，自产煤售价 478 元/吨，同比-9.3%，主因市场煤价下滑；自产煤吨煤生产成本为 177.7 元/吨，同比-7.7%，自产煤吨煤销售成本 286.5 元/吨，同比-7.3%；自产煤吨煤毛利 191.5 元/吨，同比-12.1%，毛利率 40.1%，同比-1.3pct。Q2 商品煤产量 82.9 百万吨，环比+0.48%，煤炭销售量 105.6 百万吨，环比+6.3%，自产煤销量 83.4 百万吨，环比+6.2%；煤炭自产煤售价 472.5 元/吨，环比-2.5%；自产煤吨煤销售成本 280.3 元/吨，环比-4.4%；自产煤吨煤毛利 192.2 元/吨，环比+0.5%，毛利率 40.7%，环比+1.2pct。运输业务量 H1 承压 Q2 改善：2025H1 公司自有铁路运输周转量 1528 亿吨公里，同比-5.3%；黄骅港/天津煤码头装船量 107.6/21.8 百万吨，同比-2.2%/-0.5%；航运货运量 49.9 百万吨，同比-23.8%，航运周转量 525 亿吨海里，同比-30%。Q2 公司自有铁路运输周转量 803 亿吨公里，环比+10.8%；黄骅港/天津煤码头装船量 57.9/12.0 百万吨，环比+16.5%/+22.5%；航运货运量 28.1 百万吨，环比+28.9%，航运周转量 287 亿吨海里，环比+20.6%。H1 电力业务量价承压：2025H1 期末公司发电装机容量 47632 兆瓦，提升 168 兆瓦，同比+3.5%，2025H1 发/售电量 987.8/929.1 亿千瓦时，同比-7.4%/-7.3%，电力板块毛利 65.3 亿元，同比-8.0%，毛利率 16.1%，同比+0.4pct；Q2 发/售电量 483.6/454.4 亿千瓦时，环比-4.1%/-4.3%，电力板块毛利 33.2 亿元，环比+3.4%，毛利率 16.9%，同比+1.47pct。

大规模资产注入&项目建设支撑一体化运营，维持高回报可持续分红

大规模资产注入&项目建设支撑一体化运营：公司向国家能源集团及西部能源，购买国家能源集团持有的煤炭、坑口煤电及煤化工等相关资产。加快推进煤矿项目建设，新街一井、二井项目完成开工前置手续办理。杭锦能源塔然高勒井田项目已完成北部风井场地、输电线路、变电站等工程建设，按计划开展巷道立井井筒等施工。子公司国能重庆万州电力有限责任公司二期 2×100 万千瓦扩建项目获得核准。高回报可持续分红凸显投资价值：公司坚持可持续高回报分红政策，规划 2025 至 2027 年最低现金分红比例不低于 65%，2025 年中期利润发放每股派发现金红利 0.98 元/股（含税），按 2025 年 9 月 1 日收盘价计算，股息率 2.59%。

风险提示：经济恢复不及预期；年度长协煤基准价下调；开采成本上升。

【传媒：汇量科技(01860.HK)】收入大增且净利率大升，AI 赋能飞轮效应继续释放——港股公司信息更新报告-20250902

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004

2025H1 收入大增且净利率大幅提升，维持“买入”评级

2025H1 公司营收 9.4 亿美元（同比+47%），归母净利润 0.32 亿美元（同比+340%），毛利率 21.44%（同比+0.88pct），净利率 3.44%（同比+2.29pct），其中 Q2 营收 4.98 亿美元（同比+48%），归母净利润 0.11 亿美元（同比+555%），销售/管理费用率 3.73%/13.03%（同比-0.74/-1.39pct），业绩显著增长主要得益于 AI 驱动智能出价体系持续迭代，公司飞轮效应强化，规模效应进一步显现。基于公司智能出价体系放量及非游戏垂类拓展，我们上调 2025-2026 并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年营收分别为 23.8/29.3/35.7（前值为 14.6/16.2）亿美元，归母净利润分别为 1.24/1.70/2.25（前值为 0.72/0.88）亿美元，当前股价对应 PE 分别为 26.3/19.1/14.5 倍，我们看好 Mintegral 持续贡献收入增量，维持“买入”评级

Mintegral 营收延续增长，开发者规模大幅攀升

上半年广告平台 Mintegral 营收 8.97 亿美元（同比+49%，环比+7%），其中游戏品类 6.62 亿美元（同比+52%，环比+10%），非游品类营收 2.36 亿美元（同比+41%），游戏品类基本盘持续增长，多垂类战略彰显成效。2022 至 2025H1，集成 MintegralAdsSDK 开发者数量于 2 万-增至 11 万+，开发者规模大幅攀升。截至 2025H1，Mintegral 已帮助 1 万余家广告主、10 万余款应用高效获客，日均广告请求超 3,000 亿次。Mintegral 平台飞轮效应持续释放，有望持续驱动公司成长。

AI 多领域深度布局，竞价策略模型持续迭代

营销技术产品领域，公司以 LLM/AIGC 重构服务为核心，助力客户广告内容制作、活动创建，引入 StableDiffusion 等图像生成及处理模型，自动化创意平台 Playturbo 支持 AI 配音/翻译/极速生图等功能；日常研发及运营方面，上半年公司推出新一代 Autopilot 系统 MaxAgent，突破 RAG 知识运用局限，有效解决复杂场景问题；广告技术方面，AI 赋能广告投放精细化运营，4 月 Mintegral 上线 HybridROAS 竞价策略优化模型，助力开发者锁定高价值人群，7 月 IAPROAS 优化策略正式上线，赋能 IAP 应用出海并提升质效。

风险提示：广告行业政策变化、行业竞争加剧、AI 应用进展不及预期等。

【海外：黑芝麻智能(02533.HK)】2025H1 亏损收窄，出海&机器人领域带来高成长性——港股公司信息更新报告-20250902

张可（分析师）证书编号：S0790523070001 | 周勃宇（联系人）证书编号：S0790124070036

辅助驾驶产品及解决方案销量增长，经调整亏损收窄

得益于乘用车领域吉利银河 E8、星耀 8 等多款车型量产出货、商用车领域市场渗透率提高、客户数量增多，公司辅助驾驶产品及解决方案销量增长，受收入确认进度影响，我们下调 2025 年收入并上调 2026-2027 年收入至 7.65/12.93/20.27 亿元（前值：7.92/12.53/19.42 亿元），考虑到公司为开拓下游应用场景加大硬件、人力投入，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润至-14.21/-11.55/-8.30 亿元（前值：-11.95/-8.62/-4.53 亿元），当前股价对应 2025-2027 年 PS 为 14.0/8.3/5.3 倍，公司拓展下游应用领域进展顺利，未来成长性高，维持“增持”评级。

2025H1 经调整净利润不及预期，出海&机器人领域带来充足增长动力

2025H1 公司实现收入 2.52 亿元，YoY+40.4%，低于彭博一致预期（4.20 亿元），辅助驾驶产品及解决方案实现收入 2.37 亿元，YoY+41.6%，主要系辅助驾驶芯片及解决方案销量随量产车型增多而提升、公司在商用车领域的辅助驾驶解决方案市场渗透率提高等；智能影像解决方案实现收入 1.61 亿元，YoY+25.1%，稳健增长。2025H1 公司各芯片条线在不同下游应用领域均有突破：（1）A1000 系列芯片：2025H1 公司在乘用车领域定点方面取得了

较大进展，除国内新增定点外，新增了面向海外市场的多家客户的多款定点车型，基于 A1000 方案的车型已经在海外销售；(2) C1200 系列芯片：公司在智能车领域正在开发基于 C1200 的海外车型，有望推进量产，公司在机器人领域正开发基于 C1200 系列芯片的机器人小脑方案，实现机器人的运动控制等功能，公司已与头部足式机器人领域企业达成战略合作；(3) A2000 系列芯片：公司在智能车领域，基于 A2000 的 VLA 方案有望推出，公司在机器人领域正开发基于 A2000 系列芯片的机器人大脑方案，实现机器人的感知、计算等功能。我们看好出海&机器人领域带来的增长动力，公司目前已有海外定点，且已有三款车型实现出海，有望于 2026 年实现放量；公司在机器人领域已部署了智能化割草机、轮式机器人、无人小车等下游应用，其中无人小车产品已实现部署和应用，提供未来充足增长力。

风险提示：消费复苏不及预期、竞争加剧、监管变动、新业务拓展不及预期。

【传媒：恺英网络(002517.SZ)】2025H1 净利率大增，储备新游及 AI 布局共驱成长——公司信息更新报告-20250902

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004

盈利能力显著提升，看好新游及 AI 持续驱动成长，维持“买入”评级

公司 2025H1 实现营收 25.78 亿元（同比+0.89%），归母净利润 9.50 亿元（同比+17.41%），扣非归母净利润 9.39 亿元（同比+17.18%）。单 Q2 营收 12.25 亿元（同比-1.80%），归母净利润 4.32 亿元（同比+12.79%），扣非归母净利润 4.23 亿元（同比+12.14%）。2025H1 毛利率为 82.4%（同比+0.4pct），净利率为 36.8%（同比+5.2pct），盈利能力提升或得益于费用投放效益增长，上半年期间费率同比-4.2pct（销售/管理费率分别同比-3.8/-0.6pct）。我们看好新游戏上线、传奇盒子及 AI、IP 等高潜力业务驱动成长，维持预计 2025-2027 年归母净利润 21.67/24.01/26.49 亿元，当前股价对应 PE 分别为 22.2/20.1/18.2 倍，维持“买入”评级。

储备产品丰富，传奇盒子收入高增，新游上线及平台打造注入增长动能

上半年移动网游收入 19 亿元，同比-10%。新游亮眼，《龙之谷世界》《数码宝贝：源码》iOS 游戏免费榜排名最高第 1/2，《热血江湖：归来》IP 登顶多国榜单，8 月 27 日国服上线或延续强劲表现。储备游戏丰富（14+款获版号、4+款在研），覆盖 RPG、SLG、休闲竞技等多类型，联动盗墓笔记等知名 IP，其中《三国：天下归心》全平台预约破 30 万，《斗罗大陆：诛邪传说》《盗墓笔记启程》已完成多轮测试，新游上线或驱动持续成长。上半年海外收入 2 亿元（同比+60%），《怪物联萌》等表现亮眼。上半年信息服务收入 6.6 亿元（同比+65%），毛利率为 91%（同比+2pct）。7 月，子公司获传奇盒子独家运营授权，卡位顶级 IP 传奇（累计流水超 3700 亿元），计划打造集游戏、直播、电竞、小说、短剧等为一体的社区平台。已与贪玩等三家厂商达成 4.5 亿元合作，平台势能有望稳步释放。

IP 矩阵日益丰富，持续探索 AI 技术及应用，多增长点蓄势待发

公司自创与引进 IP 并行，挖掘 IP 在潮玩等领域潜能，已推出潮玩品牌《暖星谷梦游记》；围绕 AI 双管齐下，研发侧 7 月推出《SOON》平台，实现从美术素材到脚本逻辑的全流程自动化生成，应用侧，投资企业自然选择的 3DAI 情感陪伴应用《EVE》开启内测，其“AI 送奶茶”体验受关注，AI 潮玩配合暖星谷虚拟世界软件实现生态闭环，奠定 IP 衍生基础。看好 AI 赋能 IP 衍生业务驱动成长。

风险提示：储备游戏上线时间或流水不及预期，传奇盒子收入不及预期等。

【医药：汇宇制药(688553.SH)】扣非净利润稳健增长，创新+出海持续推进——公司信息更新报告-20250902

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 刘艺（联系人）证书编号：S0790124070022

扣非净利润稳健增长，创新+出海持续推进，维持“买入”评级

2025H1 公司收入 4.53 亿元（同比-14.86%，以下为同比口径），其中境内收入 3.63 亿元，境外 0.90 亿元；归

母净利润-0.81 亿元 (-223.78%); 扣非归母净利润 0.48 亿元 (+11.56%)。2025H1 毛利率 79.40% (-2.88pct); 净利率-18.45% (-30.14pct)。2025H1 公司销售费用率 38.29% (-0.23pct); 管理费用率 9.18% (+2.17pct); 研发费用率 32.98% (+5.21pct)。2025Q2 公司实现收入 2.14 亿元 (-26.08%, 环比-10.45%); 归母净利润-0.55 亿元 (-393.40%, 环比-114.99%); 扣非归母净利润 0.14 亿元 (+144.94%, 环比-60.30%)。我们看好公司创新研发能力, 维持 2025-2027 年归母净利润为 0.86、2.08、2.94 亿元, EPS 为 0.20 元、0.49 元和 0.69 元, 当前股价对应 PE 为 121.4、50.4、35.7 倍, 维持“买入”评级。

产品管线多元布局复杂注射剂步入收获期

公司新增优质仿制药上市产品 5 个, 累计上市产品数量达到 43 个, 其中肿瘤治疗领域 24 个, 其他治疗领域 19 个。公司在复杂注射剂研发方面, 蔗糖铁、羧基麦芽糖铁、兰瑞肽、紫杉醇白蛋白已递交申报生产注册申请, 戈舍瑞林、两性霉素脂质体等多个复杂注射剂产品正有序研发中。预计未来 3 年, 每年至少有 1 个以上的复杂注射剂在国内与欧盟等海外国家获批上市, 海外市场持续突破。

持续加大研发投入, 大小分子创新药取得阶段性突破

2024 年公司研发投入约 1.64 亿元, 生物创新药 HY-0007 项目持续推进临床 I 期研究, HY-0007 (PD-1|TIGIT|IL-15) 具备协同潜力、增强肿瘤免疫治疗疗效及克服免疫耐药的特色; HY-0006 (SOS1) 临床 I 期用于治疗晚期实体瘤; HY-0001 (CDCP1) 已完成 I 期临床试验首例受试者给药。HY-0001 为公司自主研发的一种抗体偶联药物, 截至目前国内外尚无同靶点产品获批上市; HY-0005 (CD3|MSLN|PD-L1) 已完成 I 期临床试验首例受试者给药, 截至目前国内外尚无同靶点产品获批上市。公司大小分子创新药取得阶段性突破。

风险提示: 集采降价的风险; 药品研发失败的风险; 产品竞争加剧的风险等。

【煤炭开采: 兖矿能源(600188.SH)】煤价下跌煤炭业绩承压, 但煤化工和电力盈利扩张——公司信息更新报告-20250902

张绪成(分析师) 证书编号: S0790520020003

煤价下跌煤炭业绩承压, 但煤化工和电力盈利扩张。维持“买入”评级

公司发布 2025 年中报, 2025H1 公司实现营业收入 593.5 亿元, 同比-17.9%; 实现归母净利润 46.5 亿元, 同比-38.5%; 实现扣非归母净利润 44.3 亿元, 同比-39.3%; 单 Q2 看, 实现营业收入 290.4 亿元, 环比-4.2%, 实现归母净利润 19.4 亿元, 环比-28.3%, 实现扣非归母净利润 17.0 亿元, 环比-37.7%。考虑煤价运行趋势, 我们下调盈利预测, 预计 2025-2027 年归母净利润为 100.0/124.2/156.3 亿元 (原值 120.8/139.9/169.5 亿元), 同比-33.6%/+24.1%/+25.9%; 对应 EPS 分别为 1.00/1.24/1.56 元; 对应当前股价 PE 为 13.1/10.6/8.4 倍。公司作为国际化龙头煤企, 率先制定长期发展规划, 明确新能源新材料等转型方向, 看好未来成长潜力。维持“买入”评级。

煤价下跌致煤炭板块盈利承压, 但煤化工和电力盈利扩张

煤炭业务: 2025H1, 商品煤产销量为 7360/6456 万吨, 同比+6.5%/-4.9%, 其中海外自产煤产销量为 2178/1929 万吨, 同比+10.7%/-1.6%, 国内自产煤产销量为 5182/4305 万吨, 同比+4.9%/-2.5%; 商品煤/国内自产煤/海外自产煤售价分别为 532/465/674 元/吨, 同比-23.8%/-23.1%/-16.8%; 商品煤/国内自产煤/海外自产煤吨煤毛利分别为 165/177/147 元/吨, 同比-39.1%/-42.8%/-36.3%。单 Q2 看, 公司商品煤产销量为 3680/3314 万吨, 环比持平/+5.5%, 其中海外自产煤产销量为 1097/967 万吨, 环比+1.4%/+0.5%, 国内自产煤产销量为 2583/2218 万吨, 环比-0.6%/+6.3%; 公司商品煤/国内自产煤吨煤/海外自产煤吨煤售价分别为 514/453/655 元/吨, 环比-6.8%/-5.1%/-5.5%; 商品煤/国内自产煤/海外自产煤吨煤毛利分别为 142/169/86 元/吨, 环比-24.8%/-9.0%/-58.4%。煤化工业务: 2025H1 产销量为 475/417 万吨, 同比+13.5%/+11.3%; 贡献毛利 30.6 亿元, 同比+29.2%。单 Q2 看, 产销量为 233/215 万吨, 环比-3.4%/+6.7%; 贡献毛利 16 亿元, 环比+9.5%。电力业务: 2025H1 发/售电量为 36/29 亿千瓦时, 同比-8.1%/-11.0%, 贡献毛利 1.6 亿元, 同比+20.6%; 单 Q2 看, 发/售电量为 18.0/14.7 亿千瓦时, 环比+0.6%/+2.8%,

贡献毛利 1.1 亿元，环比+109.8%。

煤炭产量仍有成长性，中期分红&回购增持凸显投资价值

煤炭产量仍有成长性：矿业集中力量加快在建优势重点项目推动，着力攻坚拟建重点项目关键手续办理。陕蒙区域油房壕矿、霍林河一号矿、刘三圪旦矿、杨家坪矿及嘎鲁图矿将在未来五年陆续竣工，新增产能 3500 万吨/年，区域产能达到 8000 万吨以上。年产 1650 万吨的曹四天钼矿计划 2026 年上半年开工建设，2028 年建成后成为集团新的利润增长点。新疆区域五彩湾四号露天矿二期核增手续 2026 年力争完成，区域产能达到 4300 万吨以上。甘肃区域马福川、毛家川两座煤矿建成后新增年产能 1500 万吨，区域产能达到 2200 万吨以上。中期分红&回购增持：公司增加分红频次，发布 2025 年中期分红，每股派发现金股利人民币 0.18 元(含税)；择机实施回购增持，计划出资 0.5-1 亿元回购 A 股股份，出资 1.5-4 亿元回购 H 股股份，回购的 A 股股份将作为库存股，用于公司股权激励，期限 3 年；回购的 H 股股份用于减少公司注册资本。

风险提示：经济恢复不及预期，煤炭价格下跌超预期，转型进展慢于预期。

【社服：科思股份(300856.SZ)】周期底部业绩承压，期待新品爬坡和盈利能力修复——公司信息更新报告-20250902

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 程靖雅（分析师）证书编号：S0790525070010

需求增长放缓+客户库存消化影响防晒剂出货，降价导致业绩承压

2025H1 公司实现收入 7.2 亿元/yoy-48.7%，归母净利 6529.7 万元/yoy-84.5%。扣非归母净利 5518.7 万元/yoy-86.2%。2025Q2 公司收入 3.2 亿元/yoy-53.2%，归母净利 1728.5 万元/yoy-91.4%，扣非归母净利 1121.7 万元/yoy-94.3%。收入同比下滑系防晒市场需求增长放缓，下游客户消化前期库存，防晒剂出货量有所下滑，同时市场竞争增加，防晒剂产品市场价格同比下降，利润端承压。考虑到公司阶段性量价承压，我们下调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利 2.4/3.5/4.7（前值为 4.1/5.3/6.4）亿元，yoy-57.2%/+47.1%/+32.3%，当前股价对应 PE 为 28.8/19.6/14.8 倍，公司新产品、新基地投产建设中，新品放量+需求端恢复有望带动业绩企稳恢复，维持“买入”评级。

2025H1 各业务均承压，安庆科思子公司受产能利用率不足影响拖累整体利润

分业务：2025H1 公司化妆品活性成分及其原料/合成香料/其他实现收入 5.4/1.6/0.12 亿元，yoy-54.8%/-14.3%/+24.5%，毛利率 35.3%/22.2%/20.3%，yoy-17.1pct/+0.04pct/+27.9pct，分区域：2025H1 公司境内/境外实现收入 1.4/5.8 亿元，yoy-12.3%/-53.4%，毛利率 31.9%/32.1%，yoy-0.22pct/-17.8pct。子公司方面，安庆科思以 P-S、氨基酸表活、卡波姆生产为主，年产 2600 吨高端个人护理品项目（P-S 为主）受产能利用率下降影响，2025H1 亏损 728.97 万元，且氨基酸表活产能仍在爬坡，整体安庆科思子公司亏损 5167.5 万元，对利润影响较大，预计随着订单修复，产能利用率提升，利润水平有望改善。

盈利能力有所下滑，新品爬坡&产品升级稳步推进

2025H1 公司毛利率/净利率 32.05%/8.75%，yoy-15.8pct/-21.24pct，销售/管理/研发/财务费用率 2.5%/14.4%/5.4%/0%，yoy+1pct/+7.38pct/+0.79pct/-0.07pct。2025Q2 公司毛利率/净利率 29.6%/4.7%，yoy-18.25pct/-24.4pct。年产 12800 吨氨基酸表活已建设完成，卡波姆进行技术和工艺升级，投产进度略有延后。马来西亚年产 1 万吨防晒系列产品项目建设进度已达 48.55%，期待后续顺利推进投产放量。

风险提示：新产能投放不及预期；客户集中度较高；行业竞争加剧等。

【家电：兆驰股份(002429.SZ)】2025Q2 收入触底，LED 与光通信双成长曲线发展可期——公司信息更新报告-20250902

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 马宇轩（联系人）证书编号：S0790125050029

2025Q2 收入触底，LED 与光通信双成长曲线发展可期，维持“买入”评级

2025Q2 公司实现营收 40.6 亿元（同比-12.1%，下同），归母净利润 3.3 亿元（-34.1%），扣非归母净利润 2.7 亿元（-40.6%），业绩短期触底主要系公司电视 ODM 业务主要面向美国市场，受关税影响较大。考虑到公司作为电视 ODM 全球龙头，越南产能大幅扩充承接转移订单，高端 LED 芯片、Mini/MicroLED 新型显示市场份额不断提升，产品矩阵不断完善，同时光通信产业也不断取得重大突破，看好公司电视 ODM 主业触底反弹，LED 与光通信等新成长曲线助力整体业绩增长，我们维持 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 14.5/18.4/21.7 亿元，对应 EPS 为 0.32/0.41/0.48 元，当前股价对应 PE 分别为 17.6/13.9/11.8 倍，维持“买入”评级。

2025Q2 电视 ODM 业绩承压，LED 产业链高端化转型顺利，光通信批量出货

分业务来看，2025H1 公司多媒体视听产品及运营服务/LED 产业链业务营收分别为 56.8/28.1 亿元，同比分别-18.2%/+8.7%。（1）多媒体视听产品及运营服务：电视 ODM 业务受关税影响较大，北美发货有所延迟。随着越南产能从年初的 200 万台提升至目前 1100 万台，可充分承接海外订单，叠加下半年北美销售旺季备货，业绩有望迎来恢复性改善；（2）LED 产业链：2025H1 实现净利润 4.03 亿元，利润贡献占比超过 60%。公司持续推进 LED 产业链高端化转型，MiniRGB 芯片、Mini/MicroLED 显示模组等市占率均超 50%，看好公司继续巩固强化 COB 等新型显示技术的优势地位；（3）光通信产业链：2025H1 实现营收 3.1 亿元，有望在下半年扭亏。其中 BOSA 器件市占率达 40%；100G 及以下光模块在多家头部光通信设备商完成产品验证并批量出货；积极布局光芯片领域，看好公司依托 LED 芯片优势开拓光通信领域，充分发挥垂直一体化优势。分地区来看，2025H1 公司境内/境外营收分别为 40.1/44.8 亿元，同比分别-4.6%/-15.9%。

2025Q2 盈利能力有所下滑，管理和研发费用有所提升

2025Q2 公司毛利率为 15.7%（同比-1.9pct），2025H1 多媒体视听产品及运营服务/LED 产业链毛利率同比分别-1.0/-3.9pct。费用端，2025Q2 公司期间费用率为 9.9%，同比+3.7pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.2/+1.4/+1.8/+0.6pct，管理和研发投入提升主要系公司租赁费用提升，同时拓展光通信和高端 LED 等需更多研发投入。2025Q2 公司归母净利率为 6.9%，同比-2.3pct。

风险提示：光通信产业链拓展不及预期；关税政策风险加剧；行业竞争加剧等。

【地产建筑：建发股份(600153.SH)】营收利润同比收缩，回款比例保持高位——公司信息更新报告-20250902

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

营收利润同比收缩，回款比例保持高位，维持“买入”评级

建发股份发布 2025 年中期报告，公司营业收入规模同比收缩，归母净利润同比下滑，公司整体经营情况稳健，双主业运营协同共振。公司整体经营基本面保持稳健，看好公司长期发展，我们维持盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 40.1、45.1、50.5 亿元，EPS 分别为 1.4、1.6、1.7 元，当前股价对应 PE 估值分别为 7.8、6.9、6.2 倍，公司多元业务协同发展，经营业绩有望长期向好，维持“买入”评级。

营收规模有所收缩，计提减值拖累利润

2025 年上半年，公司实现总营业收入 3153.21 亿元，同比减少 29.87%；实现扣非归母净利润 6.75 亿元，同比下降 20.38%，实现毛利率、净利率分别为 4.21%、0.18%，同比分别-0.57pct、-0.34pct。截至 2025 年上半年末，公司资产负债率 74.32%，权益乘数 3.89，流动比率 1.35，速动比率 0.63。公司归母净利润同比下行主要系：（1）美凯龙商场租赁及运营业务由于商场的租金增长未达预期，导致投资性房地产公允价值下降超 20 亿元，同时根据谨慎性原则计提的资产减值准备和信用减值准备合计超 1 亿元，两项合计金额超 21 亿元，美凯龙实现归母净利润为-20 亿元。（2）子公司建发房产根据谨慎性原则计提 3.79 亿元存货跌价准备，子公司联发集团根据谨慎性原则计提 2.32 亿元存货跌价准备。

合同销售同比增长，回款比例保持高位

2025 年上半年，公司房地产业务分部合计实现合同销售金额 829.38 亿元，同比增长 11.67%；全口径销售回款 786.19 亿元，回款比例 95%，回款比例多年来保持高位。其中，子公司建发房产实现合同销售金额 708.30 亿元，同比增长 7.31%，权益销售金额 534.57 亿元，同比增长 5.07%；子公司联发集团实现合同销售金额 134.07 亿元，同比增长 29.19%，权益销售金额 89.60 亿元，同比增长 56.27%。

风险提示：大宗商品经营不及预期、房地产行业恢复不及预期。

【社服：复星国际(00656.HK)】资产提质增效，全球化运营持续深化——港股公司信息更新报告-20250902

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 程靖雅（分析师）证书编号：S0790525070010

融资渠道稳健&债务成本下降，集团信用评级稳定

2025H1 公司实现营收 873 亿元/yoy-10.8%，归母净利润 6.6 亿元/yoy-8.2%。产业运营利润达 31.5 亿元/yoy-9.3%，主要系快乐板块豫园股份收入利润下滑影响。2025H1 集团层面资产退出和子公司分红实现回流超 80 亿元，平均债务成本降至 5.3%，同比下降 50bps。融资渠道畅通，拓宽境内外银行融资，扩容 2028 年到期的美元债至 5 亿美金，并完成 2025 年 10 月到期境外美元债的要约和提前赎回。2025 年 5 月标普评级维持复星集团 BB- 的稳定评级。我们维持盈利预测不变，预计 2025-2027 年归母净利润为 12.3 / 16.3 / 19 亿元，yoy 扭亏/+32.4%/+17%，EPS 为 0.2/0.2/0.2 元，当前股价对应 PE 为 32.1/24.3/20.7 倍，公司继续瘦身健体，聚焦资源于潜力板块，全球化运营持续深化，维持“买入”评级。

豫园股份业绩承压影响快乐板块业绩，海外增速好于国内

分业务：2025H1 健康 / 快乐 / 富足 / 智造板块实现营收 225.7/337.2/278.3/40.2 亿元，yoy-3.0%/-21.9%/+3.3%/-24.6%，归母净利润为 7.6/-4.3/2.4/1.4 亿元，yoy+48.3%/-364.5%/+807.1%/+205.5%。子公司：2025H1 复星医药 / 豫园股份 / 复星旅文 / 复星葡萄牙保险收入 194.2/191.1/95.3/155.5 亿元，yoy-4.7%/-30.7%/+1.3%/+3%，四大核心子公司合计营收占比 73%。受黄金珠宝消费结构分化影响，豫园股份业绩承压。分地区：2025H1 境内/海外收入 406/467 亿元，yoy-21.9%/+1.7%，占比 47%/53%。

科技创新引领成长，轻资产运营赋能保险互惠共赢

科技创新赋能医药板块，2025H1 科创投入 36 亿元，复星医药创新药收入增长 14%，数字化和 AI 赋能文旅体验，2025H1 豫园商城核心区域（一期）GMV26 亿元、同比上升 55%，AI 大模型赋能保险理赔。生态协同效应稳步释放，复星健康“港澳药械通”新增落地 15 项药械，“康养+保险”模式持续深化，复星联合健康险与复星保德信人寿康养社区保单对应保费分别达 16.3 亿元和 39 亿元。集团旗下基金管理规模超 2500 亿元，覆盖 PE、不动产等多类别资产，为生态企业价值重估和退出提供通道。

风险提示：消费复苏不及预期、全球战略和投后整合风险、资本市场波动风险。

特别声明

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

分析师承诺

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

股票投资评级说明

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

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

分析、估值方法的局限性说明

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

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

法律声明

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

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

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

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

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

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

开源证券研究所

上海

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

深圳

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

北京

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

西安

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