

晨会纪要

数据日期: 2025-09-01	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)	3875.53	12828.95	4523.71	14022.21	3791.53	1357.14
涨跌幅度(%)	0.45	1.04	0.59	0.36	1.52	1.18
成交金额(亿元)	12083.47	15416.12	7703.78	5387.83	7270.01	958.41

晨会主题

【常规内容】

宏观与策略

宏观专题: 宏观专题: 反内卷不仅仅是去产能

行业与公司

海外市场专题: 美元债双周报(25年第35周)-通胀韧性与就业转弱并存, 美联储政策转向窗口开启

汽车行业周报(25年第31周): 8月1-24日乘用车批发销量同比增长12%, 华为上汽合作尚界H5开启预订

传媒互联网周报: OpenAI发布GPT-Realtime语音模型, 暑期档票房收官同比向上

公用环保 2025年9月投资策略: 全国碳市场建设持续推进, 推动城市绿色低碳转型发展

化工行业月报: 氟化工行业: 2025年8月月度观察-主流制冷剂价格持续上涨, 液冷板块开启增长空间

伊利股份(600887.SH) 财报点评: 2025Q2收入同比+5.9%, 盈利能力改善延续

华电国际(600027.SH) 财报点评: 煤价下降使得利润增长, 经营性净现金流大幅提升

山高环能(000803.SZ) 财报点评: 业绩大幅扭亏、现金流改善, 定增申请获深交所受理

中国核电(601985.SH) 财报点评: 新能源持股比例下降及业绩承压, 拟首次进行中期分红

三峡能源(600905.SH) 财报点评: 利用小时数、电价下降影响利润, 新能源项目建设稳步推进

富安娜(002327.SZ) 财报点评: 第二季度收入降幅收窄, 利润压力延续

开润股份(300577.SZ) 财报点评: 上半年收入增长33%, 盈利能力持续改善

天虹国际集团(02678.HK) 海外公司财报点评: 上半年收入微降2%, 盈利持续改善

华熙生物(688363.SH) 财报点评: 二季度利润端重回增长, 积极变革调整效果初现

金帝股份(603270.SH) 财报点评: 2025年上半年利润同比增长33%, 积极拓展低空人形新产品

广电计量(002967.SZ) 财报点评: 上半年归母净利润同比增长22%, 新质生产力业务加速驱动

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数 09月02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	25617.42	2.15

基金指数 09月02日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3266.34	0.01
股票基金指数	12095.99	0.78
混合基金指数	11303.01	0.70

汇率 09月02日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.17	0.22
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.79	0.01
美元兑日元	147.17	0.07

非流通股解禁 09月02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

豪迈科技(002595.SZ) 财报点评:上半年收入同比增长 27%,铸件及机床业务实现较好增长

科博达(603786.SH) 财报点评:单二季度净利润同比增长 61%,在手订单充沛

星宇股份(601799.SH) 财报点评:单二季度净利润同比增长 9%,新订单、新产能、新产品持续突破

爱玛科技(603529.SH) 财报点评:2025 年上半年利润同比提升,产品及渠道拓展促进增长

珠海冠宇(688772.SH) 财报点评:业绩释放加速,新技术周期消费领军企业再起航

陕西煤业(601225.SH) 财报点评:煤价下行拖累业绩,煤电一体化稳步推进

中国神华(601088.SH) 财报点评:降本提效成本明显改善,中期分红率 79%

中油工程(600339.SH) 财报点评:公司营收同比增长 12.18%,现金流情况大幅改善

新宝股份(002705.SZ) 财报点评:受关税扰动短暂承压,经营质量稳步提升

江西铜业(600362.SH) 财报点评:国内铜矿盈利稳健,国外资源多点开花

恺英网络(002517.SZ) 财报点评:业绩增长稳健,新品周期及 AI 应用值得期待

昆仑万维(300418.SZ) 财报点评:亏损幅度环比缩窄,海外业务及 AI 商业化表现良好

芒果超媒(300413.SZ) 财报点评:核心业务保持稳健,内容投入压制短期利润

分众传媒(002027.SZ) 财报点评:增长稳健,竞争格局改善与科技赋能助力经营向上

澳华内镜(688212.SH) 财报点评:业绩阶段性承压,新旗舰产品 AQ-400 推出

国联民生(601456.SH) 财报点评:整合初见成效

蓝特光学(688127.SH) 财报点评:上半年净利润增长 110%,玻璃非球面与晶圆业务持续成长

永新光学(603297.SH) 财报点评:上半年净利润增长 8.8%,多元业务持续驱动业绩增长

华勤技术(603296.SH) 财报点评:上半年收入增长 113%,数据产品业务实现倍数增长

水晶光电(002273.SZ) 财报点评:上半年净利润增长 17%,AR 光学快速发展打开成长空间

翱捷科技-U(688220.SH) 财报点评:ASIC 业务在手订单充足,4G 八核 8662 首发 G9 智能机

乐鑫科技(688018.SH) 财报点评:收入利润齐创新高,WiFi 6E 计划下半年量产

北方华创(002371.SZ) 财报点评:立式炉与 PVD 出货量破千台,新产品布局完善平台化战略

金融工程

金融工程月报:券商金股 2025 年 9 月投资月报

金融工程日报:大盘强势震荡上行,黄金股大爆发

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观专题：宏观专题：反内卷不仅仅是去产能

本文从宏观经济会计恒等式出发，系统分析了投资与消费之间的内在张力及其对经济增长的影响。资本收入集中于少数高收入群体，边际消费倾向低，是投资的主要来源；而非资本收入人群消费倾向高，构成消费需求主力。两者比例的失衡导致中国资本产出比（K/GDP）持续上升、资本回报率（r）不断下降，逼近“效率悬崖”，投资驱动型增长已难以为继。

实证数据表明，中国投资效率下降主要源于消费未能同步跟上供给扩张，尤其是服务消费需求偏弱与服务投资过剩的结构性错配。一次分配中资本收入占比偏高，挤压居民消费能力；二次分配中政府支出偏重投资而非民生，进一步加剧供需失衡。债务扩张虽可短期缓解需求缺口，但已接近居民偿付能力边界，可持续性低。

短期可通过淘汰低效产能提升资本回报率，但长期必须通过改善收入分配（如加强劳工权益、增加福利支出）才能真正实现可持续增长。美国历史经验表明，二次收入分配改革往往先于一次收入分配（资本收入占比下降），并对经济增长、失业率、通胀和资本市场产生深远影响。当前中国的“反内卷”政策应超越 2016-2017 年的去产能经验，更注重收入分配改革。

证券分析师： 李智能（S0980516060001）、田地（S0980524090003）、董德志（S0980513100001）

行业与公司

◆ 海外市场专题：美元债双周报（25 年第 35 周）-通胀韧性与就业转弱并存，美联储政策转向窗口开启

美国 7 月核心 PCE 通胀回升至 2.9%，但 9 月降息预期维持高位。美国 7 月核心 PCE 物价指数同比升至 2.9%，符合市场预期，为年内新高，主要受服务成本上涨推动，PCE 总体物价指数同比 2.6%，符合预期和前值；环比 0.2%持平预期，较前值 0.3%有所回落。消费者支出创四个月最大增幅，反映需求韧性。尽管商品价格下降，但投资组合管理费及娱乐服务成本上升推高服务业通胀。收入方面，工资增长加快，实际可支配收入增加，储蓄率稳定。美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔讲话中为降息打开窗口，但强调需关注通胀与就业数据。市场仍普遍预计美联储将在 9 月开启降息，焦点将转向接下来更完整的 8 月通胀与非农就业数据。

鲍威尔在杰克逊霍尔年会释放偏鸽信号，强调就业市场疲软风险，暗示降息可能。8 月 22 日，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔年会上的讲话释放出明显鸽派信号，重点关注就业市场疲软带来的风险，并暗示美联储可能于 9 月开启降息。他指出，当前劳动力市场呈现“供需双向显著放缓”的异常平衡状态，7 月非农新增就业仅 7.3 万人，且前值大幅下修，就业下行风险已成为比通胀更紧迫的关切。鲍威尔同时弱化了通胀持续性担忧，认为近期价格压力多属“一次性冲击”。这一立场推动市场对降息的预期大幅升温，利率期货显示 9 月降息概率升至近 90%。尽管鸽派转向提振了市场情绪，但部分华尔街机构也警示政治压力与经济中存在的“滞胀”隐忧可能制约后续政策空间。

特朗普对等关税被判违法，但在官司未完结前仍有效。8 月 29 日，美国联邦上诉法院裁定，特朗普政府依据《国际紧急经济权力法》实施的大部分全球关税政策违法，认为该法未明确赋予总统加征关税的权力，特朗普此举超越职权。但为便于政府向最高法院上诉，法院允许相关关税措施暂维持至 10 月 14 日，期间仍具效力。裁决不影响基于其他法律实施的钢铝关税等。特朗普抨击判决“错误”，白宫强调关税仍有效。该案可能进一步上诉至最高法院，最终结果将影响数万亿美元贸易及特朗普贸易议程的合法性。

投资建议：在“关税扰动+美联储转鸽”背景下，美债利率高位震荡与下行弹性并存。美国经济动能边际放缓，就业虽修正但未显硬着陆风险，鲍威尔在杰克逊霍尔偏鸽表态强化了 9 月降息预期，年内仍存

进一步宽松空间。建议投资者维持中短久期（2-5年）美债作为核心配置，锁定票息并降低利率波动冲击；风险承受度较高投资者可适度延长至5年，博取利率下行的资本利得。信用债方面，投资级债仍是首选，关注现金流稳健、受贸易摩擦影响较小的科技与消费必需品龙头；高收益债则以短久期优质标的为宜。中资美元债在信用边际改善与利差优势下具备配置价值，重点布局央企与优质地产主体。整体策略以“优质+短久期”为主，兼顾票息锁定与潜在估值修复机会。

重要事件与数据方面，未来两周建议重点关注8月美国CPI和非农就业数据。

风险提示：美国经济和货币、财政、贸易政策的不确定性。

证券分析师：王学恒（S0980514030002）、徐祯霆（S0980522060001）

◆ 汽车行业周报（25年第31周）：8月1-24日乘用车批发销量同比增长12%，华为上汽合作尚界H5开启预订

月度产销：根据中汽协数据，2025年7月，汽车产销分别完成259.1万辆和259.3万辆，环比分别下降7.3%和10.7%，同比分别增长13.3%和14.7%。

周度数据：根据乘联会数据统计，8月1-24日，全国乘用车市场零售128.5万辆，同比去年8月同期增长3%，较上月同期增长3%，全国乘用车厂商批发134.1万辆，同比去年8月同期增长12%，较上月同期增长5%。根据交强险数据，8.18-8.24国内乘用车上牌47.67万辆，同比+4.3%，环比+9.3%；其中新能源乘用车上牌26.63万辆，同比+10.6%，环比+8.0%。

本周行情：本周（20250825-20250831）CS汽车上涨0.28%，CS乘用车上涨0.71%，CS商用车下跌2%，CS汽车零部件上涨0.7%，CS汽车销售与服务下跌3.53%，CS摩托车及其他下跌1.93%，电动车上涨5.59%，智能车上涨0.96%，同期的沪深300指数上涨2.71%，上证综合指数上涨0.84%，CS汽车弱于沪深300指数2.44pct，弱于上证综合指数0.56pct。

成本跟踪和库存：截至2025年8月30日，浮法平板玻璃、铝锭类、锌锭类价格分别同比去年同期-7.3%/+4.6%/-6.5%，分别环比上月同期+0.4%/-0.9%/-1.7%。7月汽车经销商库存预警指数为57.2%，同比下降2.2个百分点，环比上升0.6个百分点。

市场关注：1) 智驾：地平线HSD升级，首搭奇瑞星途星纪元E05；小鹏P7/G7即将上线全场景VLA功能；2) 机器人：英伟达发售新一代人形机器人计算平台Jetson Thor；3) 车型&整车：华为上汽合作首款SUV尚界H5预售价16.98万元起，上市即搭载HUAWEI ADS 4辅助驾驶系统；东风集团股份正式复牌，子公司岚图汽车将登陆港股。4) 政策方面：国务院：大力发展智能网联汽车等新一代智能终端；5) 持续关注板块中报业绩行情。

核心观点：中长期维度，关注自主崛起和电动智能趋势下增量零部件机遇。一年期维度，看好强新品周期的华为汽车及车型元年的小米汽车产业链。

投资建议：地缘政治背景下汽车作为内需消费品，刺激政策有望加码，看好乘用车和国产替代零部件，1) 整车推荐：新品周期强劲的零跑汽车、江淮汽车、吉利汽车；2) 智能化推荐：科博达、华阳集团、均胜电子、伯特利、保隆科技；3) 机器人推荐：拓普集团、三花智控、双环传动；4) 国产替代推荐：星宇股份、福耀玻璃、继峰股份、新泉股份、地平线机器人-W等。

风险提示：汽车供应链紧张、经济复苏不及预期、销量不及预期风险。

证券分析师：唐旭霞（S0980519080002）、杨钊（S0980523110001）、唐英韬（S0980524080002）、孙树林（S0980524070005）、贾济恺（S0980524090004）、余珊（S0980525070004）

◆ 传媒互联网周报：OpenAI 发布 GPT-Realtime 语音模型，暑期档票房收官同比向上

传媒板块本周表现：行业上涨2.99%，跑输沪深300，跑输创业板指。本周（8.25-8.29）传媒行业上涨2.99%，跑赢沪深300（4.87%），跑输创业板指（11.35%）。其中涨幅靠前的分别为三维通信、顺网科技、智度股份、文投控股等，跌幅靠前的分别为ST华扬、富春股份、力盛体育、读客文化、荣信文化等。横向比较来看，本周传媒板块在所有板块中涨跌幅排名第8位。

重点关注：OpenAI 发布 GPT-Realtime 语音模型，暑期档票房突破118亿元。1) OpenAI 的 GPT-Realtime

语音模型上线，推理能力强、支持图像输入，并在语音交互上实现突破，提供了更智能的语音 Agent 解决方案；2) xAI 公司发布 Grok Code Fast1，Grok Code Fast1 采用了前沿的混合专家架构，搭载 3140 亿参数和高达 256,000token 的超大上下文窗口，每秒有 92token 的处理能力，并开放了免费体验；3) Meta 为其虚拟世界平台《地平线世界》推出 AI 驱动 NPC；4) 截至 8 月 31 日 13 时，暑期档票房突破 118 亿元，超越去年暑期档总票房。

本周重要数据跟踪：点点互动表现亮眼，暑期档票房回暖。1) 本周（8 月 25 日-8 月 31 日）电影票房 8.83 亿元。票房前三名分别为《捕风追影》（2.87 亿元，票房占比 24.2%）、《浪浪山小妖怪》（1.76 亿元，票房占比 19.9%）、《南京照相馆》（1.35 亿元，票房占比 15.3%）；2) 综艺节目方面，《地球超新鲜》、《脱口秀和 Ta 的朋友们第二季》、《心动的信号第八季》、《花儿与少年同心季》和《一饭封神》排名居前；3) 游戏方面，2025 年 7 月中国手游收入前三名分别为点点互动《Whiteout Survival》、点点互动《Kingshot》和柠檬微趣《Gossip Harbor: Merge&Story》。

投资建议：业绩周期向上，中长期持续看好 AI 应用及 IP 潮玩。1) 基本面底部改善，关注游戏、广告媒体、影视等板块，把握个股 α 。游戏板块自下而上把握产品周期及业绩表现，推荐恺英网络、巨人网络、姚记科技、心动公司等标的；媒体端关注经济底部向上带来的广告投放增长（分众传媒、哔哩哔哩等）；影视内容关注供给端底部改善可能，渠道（万达电影等）以及内容（华策影视等）；高分红、低估值以及市值管理提升角度关注国有出版板块；2) 行业 β 持续看好高景气的 IP 潮玩以及从 0 到 1 阶段的 AI 应用。IP 潮玩推荐泡泡玛特、浙数文化、姚记科技等；AI 应用重点把握应用场景机会，关注游戏、玩具、广告、教育、电商、社交、等方向；2B/2G 关注营销、教育等领域落地可能；2C 关注 AI 游戏、AI 玩具等领域。

风险提示：监管政策风险；业绩风险；商誉及资产减值风险等。

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

◆ 公用环保 2025 年 9 月投资策略：全国碳市场建设持续推进，推动城市绿色低碳转型发展

市场回顾：8 月沪深 300 指数上涨 10.33%，公用事业指数上涨 2.53%，环保指数上涨 5.28%，月相对收益率分别为-7.81%和-5.06%。申万 31 个一级行业分类板块中，公用事业及环保涨幅处于第 25 和第 21 名。分板块看，环保板块上涨 5.28%；电力板块子板块中，火电上涨 4.69%；水电下跌 1.17%，新能源发电上涨 2.26%；水务板块下跌 0.24%；燃气板块上涨 4.50%。

重要事件：中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于推进绿色低碳转型加强全国碳市场建设的意见》提出，到 2027 年，全国碳排放权交易市场基本覆盖工业领域主要排放行业，全国温室气体自愿减排交易市场实现重点领域全覆盖。中共中央、国务院发布《关于推动城市高质量发展的意见》提出推动城市发展绿色低碳转型，具体包括推进生产领域节能降碳、践行绿色低碳生活方式以及加强城市生态环境治理三方面政策举措。

专题研究：2025 年是“十四五”规划收官之年，也是“十五五”规划编制的关键一年。目前，“十五五”规划正处于起草的关键时期，通过近期各部委工作动态以及中央决策层参与的重要活动，可进一步研判国家在能源、电力等关键领域在“十五五”期间的政策走向。通过国家发改委研究课题关注的方向进行梳理，预计“十五五”期间能源电力行业的重点关注内容包括：节能降碳、新能源消纳机制、跨区域电力平衡、能源安全保供和电力市场建设等。

投资策略：公用事业：1. 煤价电价同步下行，火电盈利有望维持合理水平，推荐全国大型火电企业华电国际以及区域电价较为坚挺的上海电力；2. 国家持续出台政策支持新能源发展，新能源发电盈利有望逐步趋于稳健，推荐全国性新能源发电龙头企业龙源电力、三峡能源，区域优质海上风电企业广西能源、福能股份、中闽能源，以及开展新能源与智算中心一体化深化算电协同标的金开新能；3. 装机和发电量增长对冲电价下行压力，预计核电公司盈利仍将维持稳定，推荐核电运营标的中国核电、中国广核；国家电投整合核电资产，打造 A 股第三家核电运营商，推荐重组标的电投产融；4. 全球降息背景下高分红的水电股防御属性凸显，推荐业绩稳健性和成长性兼具的水电龙头长江电力；5. 燃气推荐具有区位优势，量价张力较强的城市燃气龙头华润燃气，以及具有海气贸易能力，特气业务锚定商业航天的九丰能源；

环保：1. 水务&垃圾焚烧行业进入成熟期，自由现金流改善明显，再叠加无风险收益率的持续走低，投资者的预期回报率和风险偏好均有所下降，建议关注环保板块中的“类公用事业投资机会”，推荐光大环境，中山公用；2. 中国科学仪器市场份额超过 90 亿美元，国产替代空间广阔，推荐聚光科技；3. 欧盟 SAF 强制掺混政策生效在即，对原材料需求增加，国内废弃油脂资源化行业有望充分受益，推荐山高环能；4. 煤价下行背景下，秸秆价格同步下降，农林生物质发电行业成本端改善明显，推荐长青集团。

风险提示：环保政策不及预期；用电量增速下滑；电价下调；竞争加剧。

证券分析师：黄秀杰（S0980521060002）、郑汉林（S0980522090003）、刘汉轩（S0980524120001）、崔佳诚（S0980525070002）

◆ 化工行业月报：氟化工行业：2025 年 8 月月度观察-主流制冷剂价格持续上涨，液冷板块开启增长空间

8 月氟化工行情回顾：截至 8 月末（8 月 29 日），上证综指报 3857.93 点，较 7 月末（7 月 31 日）上涨 7.97%；沪深 300 指数报 4496.76 点，较 7 月末上涨 10.33%；申万化工指数报 4064.30，较 7 月末上涨 8.98%；氟化工指数报 1681.54 点，较 7 月末上涨 16.75%。8 月氟化工行业指数跑赢申万化工指数 7.77pct，跑赢沪深 300 指数 6.42pct，跑赢上证综指 8.78pct。

主流制冷剂产品未来价格稳定增长。R32 方面，随着年度配额的持续消化，各家年度内可售货源有限，存明显的挺价惜售心态，供应端对价格利好支撑较强，新单价格或仍有进一步上涨的可能。预计 9-11 月均价分别在 6.2 万元/吨、6.3 万元/吨、6.4 万元/吨。R134a 方面，随着年度配额的持续消化，卖方挺价心态或持续增强，四季度出口需求的逐步增量同时气雾罐等长协订单陆续进入商谈阶段，基本面利好支撑仍偏强，市场或仍有进一步冲高预期。卓创资讯预计未来三个月，国内制冷剂 R134a 市场价格或延续稳中上行，预计 9-11 月均价或在 5.2 万元/吨、5.3 万元/吨、5.4 万元/吨。

出口价格方面，截至 2025 年 7 月出口均价，R22、R32、R134a 等产品外贸价格受海关出关、船运周期等因素影响，与内贸月度价格仍然倒挂，但企业端内外贸报价已协同一致。具体来看，2025 年 7 月 R32 出口均价为 46576 元/吨，R22 出口均价为 26480 元/吨，R134a 出口均价为 44598 元/吨，R125/R143 系列出口均价为 31665 元/吨。

去年空调生产基数较高，2025 年 9 月空调总排产同比下滑。2025 年上半年空调内销排产数据持续上涨，其中 1-2 月让步出口被动减量，3 月逐步起量，除季节性备货因素影响，两新政策推动也有较大促进，5-6 月随着 618 大促节点临近叠加需求旺季，排产表现强势增长。进入夏季东北、山东、河南等多地高温天气带动空调终端市场销量提升，行业库存进一步消化。进入三季度，9 月家用空调内销排产呈现下滑趋势，一方面受到去年国补基数较高影响；另一方面受上半年需求进一步透支，企业对生产预期有所保留。

出口方面，根据海关数据显示，1-7 月我国空调累计出口 4492 万台，同比+4.2%，出口市场自 5 月起开始出现下滑趋势，6 月除大洋洲因小基数保持增长外，其他区域均不同程度下滑。7 月出口受高库存压力影响，整体处于下行周期，除欧洲受高温天气利好表现增长、大洋洲因基数较低实现一定增长外，亚洲拉美由于转口贸易受限表现下滑。

排产方面，据产业在线家用空调内销排产报告显示，2025 年 9 月排产 572 万台，同比-6.3%；10 月内销排产同比下滑 23.4%，11 月排产同比下滑 17.6%。出口排产方面，2025 年 9 月出口排产 502.5 万台，同比-16.6%；10 月、11 月出口排产下滑比例逐步改善。

液冷带动上游氟化液与制冷剂需求提升。随着 AI 技术发展，服务器功率密度大幅提升，传统风冷散热方式已达瓶颈，液冷技术可有效降低数据中心 PUE，其中浸没式及双相冷板式液冷成为未来趋势，带动上游氟化液及制冷剂需求快速增长，全氟聚醚、氢氟醚、全氟胺、六氟丙烯低聚体均各具优势，建议关注巨化股份、三美股份、东岳集团、永和股份等。此外，R134a 可用于双相冷板式冷却液，巨化股份拥有 R134a 配额 7.65 万吨，占比 37%；昊华科技拥有 5.42 万吨配额，占比 26%；三美股份拥有 4.99 万吨配额，占比 24%。

本月氟化工要闻：巨化股份、东岳集团、三美股份、永和股份等发布 2025 年中报，业绩大幅增长；欧洲化学品管理局发布 PFAS 限制措施更新提案；生态环境部发布《关于禁止生产以氢氟碳化物（HFCs）为制冷剂的家用电冰箱和冷柜产品的公告（征求意见稿）》；甘肃詹鼎新材料二期项目成功封顶；华谊

三爱富已成功建成全氟聚醚规模化生产装置。

投资建议：2025 年二代制冷剂履约加速削减，三代制冷剂配额制度延续，R22、R32 等品种行业集中度高；需求端受国补政策刺激、东南亚等新兴区域需求增长等因素影响，海内外空调生产、排产大幅提升。二代制冷剂 R22 等品种在供给快速收缩、空调维修市场的支撑下，预计 2025 年将出现供需缺口；三代制冷剂 R32 供给虽同比小幅提升，但 2024 年库存消耗殆尽，需求端也呈现快速增长，预计 2025 年将保持供需紧平衡。我们认为，制冷剂配额约束收紧为长期趋势方向，在此背景下，我们看好 R22、R32 等二代、三代制冷剂景气度将延续，价格长期仍有较大上行空间；对应二代、三代制冷剂配额龙头企业有望保持长期高盈利水平。此外看好液冷产业对氟化液与制冷剂需求的提升。建议关注产业链完整、基础设施配套齐全、制冷剂配额领先以及工艺技术先进的氟化工龙头企业及上游资源龙头。相关标的：巨化股份、东岳集团、三美股份等公司。

风险提示：氟化工产品需求不及预期；政策风险（氟制冷剂环保政策趋严、升级换代进程加快、配额发放政策变更等）；全球贸易摩擦及出口受阻；地产周期景气度低迷；各公司项目投产进度不及预期；原材料价格上涨；化工安全生产风险等。

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

◆ 伊利股份(600887.SH) 财报点评:2025Q2 收入同比+5.9%，盈利能力改善延续

公司 2025H1 实现收入同比+3.5%。2025H1 公司实现营业总收入 617.8 亿元，同比+3.5%，归母净利润 72.0 亿元，同比-4.4%，扣非归母净利润 70.2 亿元/同比+31.8%。2025Q2 营业总收入 289.2 亿元，同比+5.9%，归母净利润 23.3 亿元，同比+44.6%，扣非归母净利润 23.9 亿元，同比+49.5%。

液奶改善，奶粉延续双位数增长，冷饮低基数下高增，多品类位居行业第一。2025H1 液奶/奶粉/冷饮/其他收入分别同比-2.1%/+14.3%/+12.4%/-5.1%至 361.3/165.8/82.3/3.9 亿元；单 Q2 液奶/奶粉/冷饮/其他收入分别同比-0.8%/+9.7%/+38.0%/-3.1%至 164.9/77.7/41.2/2.0 亿元。根据公司业绩会，液奶 Q2 环比改善，常温持平略降，低温逆势增长；奶粉中婴配粉、成人粉份额均列行业第一（婴配粉份额提升 1.3pcts 至 18.1%，成人粉份额 26.1%）；冷饮去年渠道调整完成，今年夏天炎热实现较好增长。此外，2025H1 液奶/奶粉/冷饮/其他毛利率分别同比+0.4/0.9/2.0/3.0pcts 至 31.7%/44.1%/39.2%/26.5%，各品类毛利率均有改善。

成本红利延续，叠加减值损失同比降低，2025Q2 净利率+2.0pcts 至 7.9%。2025Q2 公司毛利率为 34.2%，同比提升 0.6pcts，主要受益于原奶价格下行带来的成本红利及产品结构改善。期内公司不断提升费用使用效率，大日期产品买赠促销减少，25Q2 销售费用率同比降低 0.7pcts 至 19.9%，同时与原奶过剩相关的损失如大包粉减值、保理风险准备和小额贷款损失准备计提减少，带动信用减值损失/资产减值损失占收入的比重分别同比-1.14/-0.78pcts，合计增厚盈利 1.92pcts。虽然营业外支出中对外捐赠增加，但最终净利率达 7.94%，同比+2pcts。

风险提示：需求复苏不及预期、行业竞争加剧、原奶价格持续下行等。

投资建议：考虑到液态奶需求较为平淡，我们延续原收入假设；而去年减值准备计提较为彻底，今年减值压力收窄背景下 Q2 盈利提升 2pcts，我们小幅上修盈利预期。我们预计 2025/2026/2027 年公司实现营业总收入 1193.38/1224.98/1254.38 亿元，同比+3.1%/2.6%/2.4%；2025/2026/2027 年公司实现归母净利润 115.03/123.89/131.43 亿元，同比+36.1%/7.7%/6.1%；实现 EPS1.81/1.95/2.06 元；当前股价对应 PE 分别为 15.4/14.3/13.5 倍。公司在行业承压背景下竞争力凸显，全年经营目标有望达成，同时承诺 70%分红率作为底线，努力实现分红额逐年提升，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）、柴苏苏（S0980524080003）

◆ 华电国际(600027.SH) 财报点评:煤价下降使得利润增长，经营性净现金流大幅提升

电价、电量下降使得营业收入同比下降，归母净利润实现增长。2025 年上半年，公司实现营收 599.53 亿元（-8.98%），归母净利润 39.04 亿元（+13.15%），扣非归母净利润 37.54 亿元（+13.37%）。2025 年第二季度，公司营业收入 333.76 亿元（-4.42%），归母净利润 19.73 亿元（+24.27%），扣非归母净

利润 18.58 亿元（+9.9%）。公司营业收入同比下降主要原因是发电量减少、电价下降及煤炭贸易业务模式优化等影响，2025 年上半年，公司发电量 1206.21 亿千瓦时，追溯调整后同比下降 6.41%；上网电价 516.80 元/兆瓦时，追溯调整后同比下降 1.44%。公司归母净利润同比增长主要系燃料成本下降影响，2025 年上半年，公司入炉标煤单价为 850.74 元/吨，追溯调整后同比下降 12.98%；同期内，公司燃料成本约 379.52 亿元（-13.28%）。2025 年上半年，公司经营性净现金流为 154.62 亿元（+87.09%），主要系燃料采购支出减少的影响。

资产注入工作完成，装机规模明显增长。公司通过发行普通股及支付现金的方式购买华电集团持有的江苏公司 80%股权，华电福瑞持有的上海公司 51%股权、闵行公司 100%股权、大学城公司 55%股权、广州公司 55%股权、江门公司 70%股权、清远能源 100%股权，以及华电北京持有的贵港公司 100%股权等，并募集配套资金。该项目相关资产于 2025 年 6 月 1 日完成过户，公司新增机组包括：江苏公司 1275.86 万千瓦、上海公司 2.64 万千瓦、闵行公司 18.74 万千瓦、大学城公司 18.53 万千瓦、广州公司 133.86 万千瓦、江门公司 23 万千瓦、清远能源 7.5 万千瓦、贵港公司 126 万千瓦。

核准及在建项目规模较大，未来装机有望进一步增长。截至 2025 年 6 月，公司核准及在建机组装机容量 1196.6 万千瓦，其中煤电 468 万千瓦，气电 158.8 万千瓦，抽水蓄能 569.8 万千瓦。公司持续推进火电、抽水蓄能电源项目建设，未来公司在建项目逐步投运，装机容量实现进一步增长，有望驱动公司业绩稳步增长。

风险提示：电量下降；电价下滑；煤价上涨；项目投运不及预期。

投资建议：由于煤价下降影响，上调盈利预测。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 70.1/72.0/74.7 亿元（原预测值为 63.9/66.1/69.4 亿元），分别同比增长 22.9%/2.7%/3.8%；EPS 分别为 0.60/0.62/0.64 元，当前股价对应 PE 为 8.8/8.6/8.2X。维持“优于大市”评级。

证券分析师：黄秀杰（S0980521060002）、郑汉林（S0980522090003）、刘汉轩（S0980524120001）、崔佳诚（S0980525070002）

◆ 山高环能(000803.SZ) 财报点评:业绩大幅扭亏、现金流改善，定增申请获深交所受理

业绩大幅扭亏，现金流改善明显。2025H1 公司实现收入 7.17 亿元，同比-9.3%，主要系油脂销售结构改善所致；实现归母净利 4057 万元，大幅扭亏，主要原因有以下三点：1）公司持续推进降本增效专项工作，餐厨垃圾收运处置量及油脂产量提升，付现成本下降；2）受欧盟 SAF 强制添加政策等因素影响，本期工业级混合油市场价格较上期有所上涨；3）上年同期发生的北京联优诉讼案件计提大额预计负债，本期无大额预计负债计提。2025H1 公司经营性现金流为 6065.93 万元，同比去年增加 7246 万元，大幅改善。

毛利率提升明显，费用率保持稳定。2025H1 公司综合毛利率 24.04%，同比提升 5.04pct。其中工业级混合油业务毛利率提升 6.15pct 至 25.41%，主要系毛利率较高的自产油脂业务占比上升所致；环保无害化处理业务毛利率提升 5.68pct 至 18.73%；供暖业务毛利率提升 2.69pct 至 25.83%。2025H1 公司的销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.05/8.12/0.12/8.80%，同比去年变化-0.25/+0.23/+0.94/-0.06pct。

工业级混合油（UCO）价格持续高位运行。受益于国内 SAF 工厂陆续投产开工及航运旺季到来欧盟需求增加，工业级混合油（UCO）价格呈现上涨态势。2025 年 7 月中国出口工业级混合油（UCO）的均价为 1054.22 美元/吨，达到近两年以来的价格高点，同比 2024 年 7 月增长 16.75%，环比 2025 年 6 月增长 1 美元/吨，价格分位数达到历史 42%。

定增申请获深交所受理。2025 年 7 月 16 日，山高环能披露《2025 年度向特定对象发行 A 股股票预案》，本次发行对象为公司实际控制人山东省国资委实际控制的企业山东高速产业投资有限公司，发行价格为 5.13 元/股，募集资金总额不超过 71,762.98 万元。8 月 28 日，该申请已正式获得深圳证券交易所受理。

风险提示：产能扩张不及预期风险；UCO 出口价格波动风险；欧盟 SAF 政策调整风险；汇率波动风险。

投资建议：维持“优于大市”评级。近期 UCO 供需偏紧且价格高位运行，但考虑订单执行有一定延后性，我们维持 2025 年盈利预测不变，上调 26-27 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 0.88/1.54/2.00 亿元（26-27 年原值为 1.25/1.45 亿元），同比增速 576.1%/75.2%/29.3%，当前股价对应 PE=37/21/17x，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 黄秀杰（S0980521060002）、刘汉轩（S0980524120001）、郑汉林（S0980522090003）、崔佳诚（S0980525070002）

◆ 中国核电(601985.SH) 财报点评:新能源持股比例下降及业绩承压,拟首次进行中期分红

发电量持续增长,新能源业务业绩有所承压。2025 年上半年公司营业收入 409.73 亿元,同比增长 9.43%;实现归母净利润 56.66 亿元,同比减少 3.66%。第二季度营业收入 207.00 亿元,同比增长 6.41%,环比增长 2.11%;实现归母净利润 25.29 亿元,同比减少 10.40%,环比减少 19.37%,主要系公司对中核汇能持股比例由 70%下降至 62.7074%及中核汇能归母净利润同比下降 31.71%所致。2025 年上半年累计发电量 1217.76 亿 kWh,同比增长 15.65%;累计上网电量 1151.04 亿 kWh,同比增长 15.92%。

机组有序建设,装机规模稳健增长。截止 6 月 30 日,公司核电控股在运装机 26 台,装机容量 2500 万 kW,其中秦山二核 2#机组由 67 万千瓦扩容至 70.8 万 kW;控股在建及核准待建机组 19 台,装机容量 2185.90 万 kW。8 月 10 日,金七门 1 号机组 FCD,预计 2030 年商运,公司在建装机达 1513.8 万 kW,2025-2027 年分别将投产 1/2/4 台机组。公司新能源控股在运装机容量 3322.49 万千瓦,包括风电 1034.18 万千瓦、光伏 2288.31 万千瓦,另控股独立储能电站 165.10 万千瓦;控股在建装机容量 1044.75 万千瓦,包括风电 184.97 万千瓦,光伏 859.78 万千瓦。上半年新能源控股在运装机容量增加 362.87 万千瓦,其中风电增加 76.29 万千瓦,光伏增加 286.58 万千瓦。

首次进行半年度利润分配。公司首次进行半年度利润分配,拟每股派发现金股利 0.02 元,股利支付率 7.27%。

核能利用三步齐走,布局先进核电技术。三代核电方面,公司推动核能综合利用,田湾核能供汽项目“和气一号”累计供汽超 300 万吨;“和福一号”同位素品牌首批商用堆产同位素产品投放市场。控股股东中核集团在拥有“华龙一号”、“玲龙一号”、CAP1000、VVER、高温气冷堆等技术路线的基础上,完成了我国首台百万千瓦商用钠冷快堆 CFR1000 初步设计,具备上报审批条件;中国聚变能源有限公司同日挂牌成立,中国核电上市公司投资 100 亿元持股 6.65%,集团持股 50.35%。

风险提示:电价下调,用电量增速不及预期,政策不及预期,核安全风险。

投资建议:下调盈利预测,维持“优于大市”评级。考虑到公司新能源业务盈利下降,参股中核汇能比例降低,预计 2025-2027 年归母净利润 95.9/100.0/111.5 亿元(原为 103.8/113.6/127.1 亿元),同比增速 9%/4%/11%,对应当前股价 PE 为 19/19/17X,维持“优于大市”评级。

证券分析师: 黄秀杰(S0980521060002)、郑汉林(S0980522090003)、刘汉轩(S0980524120001)、崔佳诚(S0980525070002)

◆ 三峡能源(600905.SH) 财报点评:利用小时数、电价下降影响利润,新能源项目建设稳步推进

2025Q2 营业收入小幅下降,扣非归母净利润降幅较大。2025 年上半年,公司实现营业收入 147.36 亿元(-2.19%),归母净利润 38.15 亿元(-5.48%),扣非归母净利润 32.00 亿元(-20.74%)。2025 年第二季度,公司实现营业收入 71.07 亿元(-0.79%),归母净利润 13.68 亿元(-15.41%),扣非归母净利润 11.16 亿元(-31.02%)。公司营业收入和归母净利润下降的原因:(1)受电源分布和各地区消纳情况综合影响,发电平均利用小时数同比下降;(2)上网电量结构变化和市场化交易电量比重上升,综合平均电价同比有所下降;(3)随着并网项目陆续投产,折旧及运营成本随在建工程转固同比增加。公司扣非归母净利润下降幅度较大的原因:2025 年上半年,公司处置参控股水电公司股权及相关债权,投资收益较同比增加 4.66 亿元,导致非经常性收益较高。

新能源项目建设推进,装机容量持续增长。公司围绕“沙戈荒大基地”和“海上风电大基地”两大战略重点,统筹推进陆上风电、光伏发电业务,深入推动抽水蓄能、新型储能、光热、氢能等新兴业务发展,积极应对新能源全面入市,坚持做优增量项目,着力挖潜存量效益,加快新能源规模化开发。2025 年上半年,公司新增并网装机 218.07 万千瓦,其中风电新增并网 53.81 万千瓦,太阳能发电新增并网 164.26 万千瓦。新增获取核准/备案项目容量 400.56 万千瓦,在建项目计划装机容量合计 1381.78 万千瓦。截至 2025 年 6 月,公司累计投运装机容量 4993.66 万千瓦,其中风电 2297.02 万千瓦、光伏 2590.55 万

千瓦;公司待建新能源项目计划装机容量 2696.49 万千瓦,其中风电 1143.13 万千瓦,太阳能发电 1543.36 万千瓦,储能 10 万千瓦。

风险提示:电量下降;电价下滑;新能源项目投运不及预期;行业政策变化风险。

投资建议:维持盈利预测,预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 67.4/72.3/77.4 亿元,分别同比增长 10.2%/7.4%/7.1%;EPS 分别为 0.24/0.25/0.27 元,当前股价对应 PE 为 18.1/16.8/15.7X。维持“优于大市”评级。

证券分析师: 黄秀杰(S0980521060002)、郑汉林(S0980522090003)、刘汉轩(S0980524120001)、崔佳诚(S0980525070002)

◆ 富安娜(002327.SZ) 财报点评:第二季度收入降幅收窄,利润压力延续

上半年收入下滑 16.6%,利润承压明显。2025 年上半年,在消费环境整体疲软背景下,公司收入同比下降 16.6%至 10.91 亿元,负向经营杠杆下利润承压,归母净利润同比下滑 51.3%至 1.06 亿元。毛利率同比减少 1.4 个百分点至 53.6%,主要受库存清理影响;销售费用率同比上升 7.3 个百分点至 36.1%,主要受平台扣点费用增加,促销活动模式调整及营销活动影响;研发费用率同比-1.0 百分点,其他费用率相对稳定;信用减值损益占收入比例较去年同期改善 1.2 百分点,主要因应收账款坏账损失的转回。主要受销售费用率提升影响,归母净利率同比下滑 6.9 个百分点至 9.7%。营运效率方面,存货/应收周转天数分别同比增加 39/24 天,存货周转延长预计主要因积极帮助加盟商退换货,促进提货;经营活动现金流净额同比大幅改善 210.8%至 2.9 亿元,预计主因原材料备货充足、采购商品现金支出减少。

第二季度收入降幅收窄,利润压力延续。第二季度公司收入同比下降 15.3%至 5.55 亿元(Q1: -17.8%),归母净利润降幅收窄至 47.7%(Q1: -54.1%)。单季毛利率同比下降 3.1 个百分点至 52.8%,销售费用率同比上升 4.9 个百分点至 35.7%,归母净利率同比下滑 5.6 个百分点至 9.0%。

线上渠道韧性凸显,加盟收入大幅收缩。1)分渠道看:线上渠道收入同比降幅最小(-5.0%),毛利率优化 2.9 个百分点至 49.4%。加盟渠道压力最大,收入同比下滑 43.3%,毛利率下降 3.9 个百分点至 49.3%,主要系经销商在去年四季度末集中备货后,终端动销不佳导致库存积压;直营渠道收入下降 9.1%,毛利率微降 1.8 个百分点至 66.3%。线下门店相较去年年末,直营门店净增 1 家,加盟门店净减少 59 家。2)分品类看:上半年核心品类均出现下滑。套件、被芯、枕芯收入分别同比下降 21.6%、13.3%、14.7%。从毛利率来看,核心品类套件和被芯毛利率也分别下降 3.3 和 2.1 百分点。3)展望下半年:公司将动态调整库存结构,平衡库存清理及毛利率的调整;费用管控方面,加强线上精准投放与线下渠道协同,严格控制低效费用支出,提升整体运营效率。

风险提示:市场竞争加剧;存货大幅减值;渠道拓展不及预期。

投资建议:看好库存改善后明年业绩企稳,长期保持高分红水平。2025 上半年公司收入下滑、盈利承压,加盟商存在库存压力,导致公司加盟收入下滑明显,同时由于帮助加盟商回收和清理库存影响了公司整体毛利率和存货周转;此外销售费用受平台扣点费用增加、以及负向经营杠杆影响,费用率显著提升。我们预计公司在库存动态管理和销售费用精准投放的策略下,明年伴随库存改善,加盟商进货恢复正常,公司有望重回业绩增长正轨。长期来看,公司历史业绩证明了经营韧性,且公司重视股东回报,近三年分红率在 90%以上。

主要基于上半年加盟商库存压力和销售费用增幅超出此前预期,以及后续宏观环境仍存在不确定性,我们下调盈利预测,预计 2025~2027 年净利润分别为 3.9/4.1/4.3 亿元(前值为 5.5/5.9/6.2 亿元),同比-28.5%/+5.2%/+5.1%。维持“优于大市”评级。

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

◆ 开润股份(300577.SZ) 财报点评:上半年收入增长 33%,盈利能力持续改善

上半收入增长 33%,经营性净利润稳健提升。公司主营业务包括箱包服装代工和品牌业务。上半年受益于主业稳健增长叠加嘉乐并表贡献,收入同比+32.5%至 24.3 亿元;归母净利润同比-24.8%至 1.9 亿元,主要系公司去年同期收购嘉乐产生了一次性投资收益 0.96 亿元,剔除此影响经营性净利润同比增长约 23%。毛利率同比+0.7%至 24.7%,主要因箱包代工产品和客户结构优化、服装代工生产效率持续提升。

销售费用率同比-1.6 个百分点至 3.8%，主要因业务结构变化、代工业务收入占比提升。财务费用率同比+1.1 个百分点至 1.8%，主要系上海嘉乐并表导致的本期汇兑损失增加所致；管理、研发费用率基本保持稳定。所得税率因印尼利润占比提升有所上升；主因财务费用和所得税率提升，剔除去年一次性收益后的净利率小幅下降 0.7 个百分点至 7.7%。上半年每 10 股派发现金股利 1.57 元，分红率约 20%。

第二季度收入增速小幅放缓，盈利能力持续改善。第二季度收入同比+29.5%至 11.9 亿元，增速较一季度小幅放缓，主要系公司为平衡接单和生产制造能力，对客户订单进行筛选所致。剔除去年同期收购嘉乐带来的一次性收益，经营性净利润同比+25%至 1.0 亿元。毛利率同比+0.9 个百分点至 24.6%；销售/管理/财务费用率分别同比-2.2/-1.5/+0.6 个百分点。净利率环比持续提升、体现嘉乐生产经营效率持续改善。

服装代工并表贡献增量，箱包代工与品牌业务稳健增长。1) 代工业务：上半年箱包代工收入同比+13.0%至 14.2 亿元；服装代工受益于嘉乐并表贡献，收入同比+148%至 6.8 亿元。代工业务毛利率同比+1.0 个百分点至 24.7%，主要得益于箱包代工产品和客户结构优化、嘉乐服装代工生产效率持续提升，其中嘉乐毛利率提升幅度大于代工业务整体。2) 品牌业务：上半年品牌业务营收同比+8.9%至 3.1 亿元，收入增长主要靠小米品牌驱动。毛利率同比-1.1 个百分点至 24.1%，主要因毛利率相对较低的小米品牌占比提升。

风险提示：服装产能爬坡不及预期；国际贸易政策风险；品牌消费需求不及预期。

投资建议：看好服装代工开拓第二增长曲线，以及盈利改善空间。上半年公司箱包代工业务和品牌业务收入稳健增长，受益于嘉乐并表贡献增量，服装代工业务收入快速增长、同时产效与盈利持续提升。我们维持盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 3.6/3.9/4.2 亿元，剔除 2024 年 0.96 亿元一次性收益贡献后，净利润分别同比+24.9%/10.2%/7.8%，维持 22.8-23.8 元目标价，对应 2025 年 15-16x PE，维持“优于大市”评级。

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

◆ 天虹国际集团(02678.HK) 海外公司财报点评:上半年收入微降 2%，盈利持续改善

2025 上半年收入微降 2%，盈利能力持续改善，债务结构持续优化。公司是全球棉纱龙头生产商。2025 上半年公司收入同比-1.9%至 110.3 亿元，主要受纱线等产品单价降低拖累；归母净利润同比+55.2%至 4.2 亿元，盈利能力提升明显。毛利率同比+1.0 个百分点至 14.2%，主要得益于营运效率和产能利用率的持续提升，以及灵活的原材料采购策略；销售/管理费用率基本保持平稳，分别同比变动 0/+0.2 个百分点至 2.8%/5.5%；财务费用率同比-1.0 个百分点至 1.3%，主要受益于汇兑收益以及贷款的减少；归母净利率同比+1.4 个百分点至 3.8%。资产负债率同比-2.6 个百分点至 51.4%，债务结构由于银行借贷的减少持续优化。存货金额同比+5.9%至 53.69 亿元，主要因 6 月份的关税不确定性导致滞销，存货周转天数同比-2 天至 99 天。资本支出同比+17.2%至 3.4 亿元，主要与海内外工厂设备更新改造与越南厂房建设有关。

上半年纱线主业表现稳定，梭织面料业务增长明显。1) 主业纱线销量同比提高 3.6%至 38.5 万吨，主要由于公司把握功能性运动服饰需求，研发符合市场需求的产品。受单价下滑影响，纱线收入-2.2%至 86.2 亿元。纱线订单量及产能利用率的提升，叠加灵活的原材料采购策略，带动纱线毛利率同比改善 1.4 个百分点至 13.9%。2) 中下游业务主要为面向海外市场销售的梭织面料，受美国四月份关税政策及 90 天谈判缓冲期影响，客户加快库存补充带动二季度销量上涨，上半年销量同比上涨 17.0%至 5100 万米。在梭织面料订单周期较长及第二季度棉纱成本下降的背景下，通过积极提高产能利用率并控制能耗成本，毛利率同比+4.7 个百分点至 23.5%。3) 针织面料目前主要聚焦于国内市场，受对美出口减少影响，国内市场竞争加剧，上半年销量同比-33.5%至 3840 吨，收入同比-37.8%至 1.86 亿元。受订单不足导致的产能利用率下降以及计提固定资产减值影响，毛利率同比-15.6 百分比至-4.2%。

公司展望 2025 下半年：管理层在公开业绩会表示，计划销售 40 万吨纱线、5000 万米梭织面料、3000 吨针织面料。

风险提示：原材料价格波动；全球经济疲软；贸易风险；系统性风险。

投资建议：看好公司盈利能力改善与中长期稳健经营能力。2025 上半年公司产品销量稳健增长，单价主要受原材料成本下行影响有所下降，毛利率持续修复，债务优化，经营势头稳步向好。基于上半年毛利

率修复好于预期，我们上调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 7.2/7.7/9.7 亿元（前值为 5.9/7.5/9.7 亿元），同比+30.3%/6.9%/25.5%。基于盈利预测上调，上调目标价至 5.1-5.9 港元（前值为 4.1-4.8 港元），对应 2025 年 PE 6-7x，维持“优于大市”评级。

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

◆ 华熙生物(688363.SH) 财报点评:二季度利润端重回增长，积极变革调整效果初现

单二季度营收降幅收窄，利润实现增长。公司 2025 上半年实现营收 22.61 亿元，同比-19.57%，归母净利润 2.21 亿元，同比-35.38%，实现扣非归母净利润 1.74 亿元，同比-45%。非经常性损益主要政府补助 4786.8 万元等。单二季度看，营收同比-18.44%至 11.83 亿元，降幅较一季度收窄 2.33pct，归母净利润同比+20.89%至 1.19 亿元，扣非归母净利润同比+8.75%至 0.92 亿元，较一季度下滑 65%的数据实现显著好转。公司收入端在核心功能护肤业务调整期仍有所承压，但二季度利润实现正增长，反映组织管理调整及业务提效优化等措施已逐步见效。

业务优化调整持续推进，重点新品有效贡献增量。分业务看，上半年皮肤科学创新转化业务收入 9.12 亿元，同比-33.97%，收入端仍有所承压。不过整体战略从流量驱动向品牌逻辑转变，相关综合费用实现优化，经营质量提升。医疗终端业务收入 6.73 亿元，同比-9.44%，受医美行业层面需求增速放缓及短期竞争加剧等影响。公司持续产品创新，发布了合规水光产品及渠道侧构建“直销精耕头部+经销覆盖长尾”的渠道体系等。原料业务收入 6.26 亿元，同比基本稳定。营养科学创新转化业务收入 0.38 亿元，同比+32.4%。

毛利率有所下滑，渠道及推广等费用优化。公司上半年毛利率 70.99%，同比-3.52pct，受行业竞争加剧及护肤品业务调整影响。销售费用率 35.74%，同比-6.19pct，其中二季度销售费用率-12.46pct，实现显著改善，受益于“内容种草-品牌建设-销售转化”的营销闭环建设，优化了投放效率。管理费用率 12.17%，同比+3.4pct，因组织架构升级带来约 2900 万管理费用影响。研发费用率 10.22%，同比+3.09pct，预计未来随着研发项目聚焦，研发费用与效率有望进一步优化。现金流方面，上半年实现经营性现金流净额 2.18 亿元，同比-17.49%，受收入端下滑等因素影响。

风险提示：皮肤科学创新转化业务调整不及预期；竞争环境恶化；医美产品推广不及预期等。

投资建议：自年初公司总经理重回业务一线以来，公司持续对业务方向、经营理念及人才组织模式进行系统性调整。包括聚焦效益优先导向、构建高效品牌营销体系及产品创新等，二季度利润端已有所成效，未来有望进一步延续改革成效。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 4.52/5.45/6.37 亿元，对应 PE 分别为 60.9/50.5/43.2 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 张峻豪（S0980517070001）、柳旭（S0980522120001）、孙乔容若（S0980523090004）

◆ 金帝股份(603270.SH) 财报点评:2025 年上半年利润同比增长 33%，积极拓展低空人形新产品

2025 年上半年营业收入同比增长 40.57%，归母净利润同比增长 32.86%。公司 2025 年上半年实现营收 8.35 亿元，同比增长 40.57%；归母净利润 0.76 亿元，同比增长 32.86%。单季度看，2025 年第二季度公司实现营收 4.53 亿元，同比增长 41.22%；归母净利润 0.37 亿元，同比增长 31.04%。盈利能力方面，2025 年上半年公司毛利率/净利率为 28.84%/9.10%，同比变动-1.72/-0.60pct。期间费用方面，2025 年上半年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.67%/8.25%/7.88%/0.16%，同比变动-0.23/-0.88/-0.67/-0.30pct，整体费用率持续优化。

产品结构持续优化，新能源及风电领域表现亮眼。公司精密零部件业务实现收入 3.40 亿元，同比增长 41.67%，毛利率 19.52%，同比下滑 4.68pct，其中新能源电驱动定转子系列产品收入 1.33 亿元，同比增长 330.98%，已应用于 19 个新能源汽车品牌。轴承保持架及配件产品收入 4.27 亿元，同比增长 43.86%，毛利率 40.58%，同比下滑 0.19pct，风电领域系列产品收入 2.14 亿元，同比增长 118.65%。截至 2025 年 7 月末，公司电驱动系统定转子系列产品已有 102 个项目，其中 45 个已量产，新产品持续放量推动收入增长。

积极拓展低空、人形新产品，包括电机定转子、谐波减速器柔轮等。1) 定转子产品：逐步拓展至新兴行业领域，如：低空飞行电动垂直起降飞行器电机、无人清扫车扫盘电机定转子产品、人形机器人电机定子产品等，目前处于前期样品验证阶段。2) 谐波减速器柔轮：公司创新采用精密冲压替代锻造工艺，开发特种材料，成功实现进口替代。已有部分客户的疲劳寿命验证测试时间达到一个月以上均未出现异常问题，目前尚在持续测试验证中。

投资建议：公司立足精密冲压技术，是轴承保持架制造业单项冠军，主业稳健增长；人形机器人领域布局谐波柔轮初坯产品，低空经济领域自研的 eVTOL 电机总成已通过客户测试，有望受益人形机器人量产趋势和低空经济发展。我们维持盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 1.61/2.36/3.02 亿元，对应 PE 值 37/25/20x，维持“优于大市”评级。

风险提示：新产品进展不及预期；下游需求不及预期；市场竞争加剧。

证券分析师： 吴双 (S0980519120001)、杜松阳 (S0980524120002)

◆ 广电计量(002967.SZ) 财报点评:上半年归母净利润同比增长 22%，新质生产力业务加速驱动

2024 年收入同比增长 10.01%，归母净利润同比增长 22.11%。公司 2025 年上半年实现收入 14.78 亿元，同比增长 10.01%，归母净利润 0.97 亿元，同比增长 22.11%，扣非归母净利润 0.83 亿元，同比增长 26.35%，其中二季度收入 8.60 亿元，同比增长 13.79%，归母净利润 0.92 亿元，同比增长 17.83%，扣非归母净利润 0.85 亿元，同比增长 17.95%，受益新质生产力业务实现较好增长，利润增速快于收入增速。另上半年毛利率/净利率 43.36%/6.25%，同比提升 1.47/0.70 个百分点，结构优化、降本增效明显。

新质生产力业务加速驱动。上半年分业务看，1) 可靠性与环境试验收入 3.74 亿元，同比增长 17.68%，聚焦大客户业务开发，继续保持特殊行业优势，中标航空、汽车行业多个大额项目；2) 集成电路测试与分析收入 1.30 亿元，同比增长 17.64%，拓展第三代半导体及芯片可靠性测试等业务，成功开拓硅光芯片可靠性验证新业务，保持高增速；3) 电磁兼容检测收入 1.66 亿元，同比增长 11.73%，新增认证资质，为拓展汽车、无人机等优势行业领域形成有力支撑，同时完成与土耳其 IFC 等合作协议签署，为国际认证业务开展奠定基础；4) 数据科学分析与评价收入 0.65 亿元，同比增长 47.07%，人工智能测评等业务显著放量，成为增长最快板块。另计量服务收入 3.48 亿元，同比增长 1.14%，主要依托汽车、轨交、石化管网等行业大客户支撑，整体保持稳定。

定增加速聚焦国家战略产业，中期分红注重股东回报。公司 2025 年 7 月公司发布定增预案，拟通过发行不超过 13 亿元定向增发，布局新兴领域，具体投向航空装备（含低空）测试平台项目 3 亿、新一代人工智能芯片测试平台项目 2.5 亿等，加速打造科技研发检测龙头。同时公司保持较高研发投入，上半年投入 1.80 亿元，占收入比重约 12%，新建人工智能测评、备案等能力，抢占大模型测试等新兴业务。另公司拟中期分红 0.84 亿元，占利润分配总额的比例约 100%，注重股东回报。

投资建议：公司作为第三方计量检测龙头，以服务科技创新和新质生产力进行产业布局，上半年营收实现两位数增长，利润增速更快，新质生产力业务已成为公司新增增长引擎，同时上半年新兴行业订单占比 80%，业务结构持续优化。公司维持高强度研发投入，加速聚焦国家战略产业，长期受益新质生产力需求驱动，成长确定性较强，维持盈利预测，预计 2025 年-2027 年归属母公司净利润分别为 4.00/4.59/5.35 亿元，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济下行；公信力受不利事件影响；利润改善不及预期。

证券分析师： 吴双 (S0980519120001)、王鼎 (S0980520110003)

◆ 豪迈科技(002595.SZ) 财报点评:上半年收入同比增长 27%，铸件及机床业务实现较好增长

上半年业绩实现较好增长。2025 年上半年实现收入 52.65 亿元，同比增长 27.25%；归母净利润 11.97 亿元，同比增长 24.65%；扣非归母净利润 11.61 亿元，同比增长 27.82%。单二季度收入 29.86 亿元，同比增长 25.90%；归母净利润 6.77 亿元，同比增长 20.87%；扣非归母净利润 6.60 亿元，同比增长 23.70%。

上半年毛利率/净利率 34.48%/22.73%，同比-0.74/-0.51 个百分点，毛利率下滑主要系模具毛利率下滑，受人工与产品结构影响。

模具业务增长稳健，大型铸件、机床业务实现较好增长。上半年分业务看，1) 轮胎模具收入 26.28 亿元，同比增长 18.56%，外销增速快于内销，毛利率 40.21%，同比下滑 1 个百分点，主要系产品结构变化和人工增加。2) 大型零部件收入 19.47 亿元，同比增长 32.94%，受益风电竞标高景气、燃机 AI 能源需求拉动，订单饱满、产线满负荷，毛利率 24.30%，同比提升 0.22 个百分点，主要受益产品结构优化、原材料价格降低等因素。3) 机床收入 5.06 亿元，同比增长 145.08%，受益公司系列化直驱转台、立式五轴加工中心、精密加工中心等推广，客户涵盖汽车、电子及半导体等行业。

处于产能扩张期，支撑中期成长。2025 年上半年期末在建工程余额 3.95 亿元，相比 2024 年末 0.79 亿元，增加近 3.2 亿元，主要用于机床产业园、泰国及墨西哥项目等，其中机床产业园 D 区、机床第五工业园、泰国房屋建筑物及墨西哥房屋建筑物等账面余额分别增加近 0.38/0.51/0.25/0.37 亿元，体现公司正处于产能扩张期，支撑中期业绩释放。目前机床业务受益高端设备国产替代需求以及汽车等下游需求高景气，叠加高强度研发投入，上半年研发费用 2.85 亿元，同比增长 43.7%，主要系在机床等新技术上加大投入，有望支撑产能兑现，带动销量持续增长。

盈利预测与估值：公司是全球轮胎模具生产龙头，已形成模具稳健、铸件高增、机床放量多元业务格局，上半年业绩实现较好增长，产能扩张持续兑现。中短期受益于新铸造产能、机床产业园等落地，叠加国内风电行业景气度向好、汽车/半导体对高端机床需求释放，公司业绩有望持续实现较好增长，维持盈利预测，预计 2025 年-2027 年归属母公司净利润分别为 23.58/27.57/31.79 亿元，对应 PE 20/17/15 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济波动；原材料价格波动；机床业务拓展不及预期。

证券分析师： 吴双 (S0980519120001)、王鼎 (S0980520110003)

◆ 科博达(603786.SH) 财报点评:单二季度净利润同比增长 61%，在手订单充沛

得益于新产品、新客户项目量产，科博达营收同比高增长。公司 2025H1 实现营收 30.47 亿元，同比增长 11.1%，实现归母净利润 4.51 亿元，同比增长 21.3%。拆单季度看，公司 2025Q2 实现营收 16.73 亿元，同比增长 26.2%，环比增长 21.7%，归母净利润 2.45 亿元，同比增长 60.7%，环比增长 19.0%。分产品看，2025Q2 照明控制系统营收 8.9 亿元，同比增长 38%，环比增长 38%，电机控制系统营收 2.5 亿元，同比增长 20%，环比增长 1%，车载电器与电子营收 2.3 亿元，同比增长 14%，环比增长 4%，能源管理系统营收 2.2 亿元，同比增长 31%，环比增长 39%。

费用率下降，公司 2025Q2 毛利率环比提升。2025Q2 公司毛利率 27.2%，同比+1.1pct，环比+0.2pct，净利率 15.1%，同比+2.8pct，环比-0.8pct。2025Q2 公司四费率 10.0%，同比-4.8pct，环比-0.3pct。在当前车市的内卷现状和年降压力下，公司通过降本增效（四费率下降）维持净利率的同比提升。

聚焦高价值量产品，单车价值量持续提升，持续打造域控制器平台化企业。2024 年，公司将进一步优化产品结构，向域控制器、efuse、区域控制器、中央网关等更高价值产品发展或聚焦。考虑参股公司科博达智能科技智能驾驶域控制器业务，预计最高单车价值量可达 1 万元以上。

加快全球化布局，在手订单充沛。2025 年上半年，科博达新获定点项目预计生命周期销售额超过 70 亿元。特别是，获得某国际知名整车厂新世代架构下超级大脑之一中央域控产品定点；本次定点是全球平台 LED 前大灯、尾灯控制器项目之后，科博达在该整车厂全球平台取得的又一重大突破。中央域控产品是该国际知名整车厂首创的车辆控制超级大脑，负责基础功能和车况管理，涵盖车辆进入、空调与舒适系统、内外照明、数据流处理及远程软件升级等诸多功能。2025H1，公司通过全资子公司德国科博达以自有资金收购位于捷克的 IMI 公司 100%股权，此次收购及后续投资将使科博达在欧洲核心区域建立标准的汽车电子生产基地，确保为欧洲及全球客户提供更加可靠和高效的配套服务。

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，预期 2025/2026/2027 年营收 72.0/92.7/114.1 亿，利润 10.1/12.8/15.4 亿，维持“优于大市”评级。

风险提示：汽车销量不及预期，原材料上涨的风险等。

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

◆ 星宇股份(601799.SH) 财报点评:单二季度净利润同比增长 9%，新订单、新产能、新产品持续突破

2025Q2 公司归母净利润 3.8 亿元，同比增长 9%。公司 2025Q2 实现营收 36.63 亿，同比增加 10.85%，环比增加 18.36%，归母净利润 3.84 亿，同比增加 9.35%，环比增加 19.31%。2025Q2，伴随存量客户持续增长叠加下游新车型项目放量（问界/享界/智界/极氪等），公司营收超越汽车行业 0.20pct（乘用车产量同比+10.64%）。总结来说，星宇经历了 2021-2023 年的客户转型阵痛，2024 年已实现了客户结构的全面调整（从德系日系等合资客户为主-自主品牌及新能源客户为主），已进入全新成长周期。

2025Q2，公司净利率环比提升。2025Q2，公司毛利率 19.64%，同比+0.27pct，环比+0.81pct，净利率为 10.49%，同比-0.15pct，环比+0.08pct。2025Q2，公司四费率为 8.62%，同比+1.38pct，环比-0.11pct。

前大灯从 LED-ADB-DLP 持续升级，车灯产品均价提升。车灯作为汽车核心视觉件具备产品升级空间，行业均价逐年提升。2024 年前照灯、后组合灯、小灯、三角警示牌、控制器销量分别 903/1770/3458/36/51 万只，同比分别变动+18.4%/+22.8%/-7.0%/-70.3%/+374.3%，公司车灯产品 24 年均价 203 元（23 年 162 元），同比+25%，预计公司前灯 2024 年在国内市占率 16%。

全球化布局推进，新订单、新产能、新产品持续突破。订单方面，2025H1，公司承接多家客户共 52 个车型的新品研发项目，实现 37 个车型的项目批产。产能方面，公司塞尔维亚星宇产能逐步释放，注册成立墨西哥星宇和美国星宇，进一步完善海外布局。2025 年 8 月 20 日，星宇股份智能汽车电子及视觉系统产业中心暨奔牛基地项目正式启动，项目全面达产后将实现年产约 1000 万只智能车灯总成的配套生产能力。产品方面，公司持续迭代基于 DLP、MicroLED 及相关感知融合技术的智能前照灯及系统、基于 MiniLED、OLED 及相关控制技术的像素显示化交互灯、基于创新材料和表面处理工艺的智能数字格栅、车灯驱动器和控制器 HCM/RCM/LCU/LDM 及感知融合车灯自闭环系统、车灯造型和移动美学与智能交互融合。2025 年 4 月 23 日，星宇股份、欧冶半导体与晶能光电正式签署战略合作协议，共同开发 iVISION 智眸大灯。

风险提示：原材料价格波动风险、芯片紧缺导致下游排产风险。

投资建议：下调盈利预测，维持优于大市评级。考虑下游客户排产波动，下调盈利预测，预计 25/26/27 年营收 160.0/194.0/236.7 亿元（原预计 25/26/27 年 163/203/255 亿），预计 25/26/27 年归母净利润 16.9/21.1/26.4 亿元（原预计 25/26/27 年 17.0/22.2/29.8 亿），维持优于大市评级。

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

◆ 爱玛科技(603529.SH) 财报点评:2025 年上半年利润同比提升，产品及渠道拓展促进增长

2025H1 收入及利润同比较快增长。爱玛科技 2025H1 实现营收 130.3 亿元，同比增长 23.0%，归母净利润 12.1 亿元，同比增长 27.6%；2025Q2 实现营收 68.0 亿元，同比增长 20.6%，环比增长 9.1%，归母净利润 6.1 亿元，同比增长 30.1%，环比增长 0.5%。2025 年上半年电动两轮车以旧换新等政策刺激需求提升，带动销量及盈利改善，促进收入及利润同比较快提升。

2025H1 价格战缓解叠加以旧换新政策刺激，促进盈利提升。2025H1 公司毛利率 19.2%，同比+1.4pct，净利率 9.5%，同比+0.4pct，2025Q2 公司毛利率 18.9%，同比+1.3pct，环比-0.7pct，净利率 9.2%，同比+0.7pct，环比-0.7pct。2025H1 毛利率及净利率同比提升，主要由于以旧换新带动、价格战缓解，盈利改善；2025Q2 部分地区以旧换新政策暂停，整体力度相较于 2025Q1 减弱，盈利性环比小幅下降。2025H1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.9%/2.5%/2.7%/-0.7%，销售/管理/研发/财务费用率同比分别为-0.04/-0.25/-0.08/+0.81pct，销售、管理及研发费用率同比下降。

产品线丰富，积极开拓渠道，有望实现销量及份额提升。2025 年 2 月爱玛召开 2025 年度经销商峰会，指明 2025 年发展方向及战略目标。产品方面推出女性产品线、科技产品线、商用车产品线、三四轮产品线、精品及服务产品线，全面覆盖用户需求，女性产品线的元宇宙、爱玛 Q5 等外观亮眼；科技产品

线的 A7Plus 主打高性能、长续航等特点，公司根据不同的应用场景推出多款差异化产品，匹配用户需求；渠道方面，2023 年公司终端门店数量 3 万家，以旧换新促进行业需求，公司将积极提升门店数及单店店效，有望促进销量及市占率提升。

电动三轮车业务有望成为新增长点。爱玛产品涵盖休闲三轮、篷车三轮、货运三轮等多种品类，2024 年电动三轮车销售 55 万辆，同比增长 28.9%，销量快速提升，2025 年公司推出高端三轮乐享 CA500 至臻版，电动三轮产品逐步完善，加强新品导入终端门店，电动三轮业务将打开成长空间。

盈利预测与估值：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到国内以旧换新补贴带动行业需求提升，公司积极拓展门店，销量及盈利有望改善，预期 25/26/27 年归母净利润为 26.23/31.37/37.26 亿元，每股收益分别为 3.02/3.61/4.29 元，对应 PE 分别为 12/10/9 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：政策推进节奏不及预期，行业价格战，消费能力疲软，新车发布及销售不及预期，库存水平过高。

证券分析师： 唐旭霞（S0980519080002）、唐英韬（S0980524080002）

◆ 珠海冠宇 (688772.SH) 财报点评:业绩释放加速，新技术周期消费领军企业再起航

公司 2025H1 实现归母净利润 1.17 亿元，同比+15%。公司 2025H1 实现营收 60.98 亿，同比+14%；实现归母净利润 1.17 亿元，同比+15%。公司 2025Q2 实现营收 35.99 亿元，同比+29%、环比+44%；实现归母净利润 1.41 亿元，同比+53%、环比扭亏为盈。公司 2025Q2 毛利率为 24.65%，环比+3.27pct；净利率为 3.47%、环比+5.73pct。

公司消费电池销量稳步增长，行业领先地位稳固。我们估计 2025H1 公司消费电池销量约 2 亿只，同比增长超 17%；其中笔电类电池/手机类电池/其他消费类电池销量同比分别增长 7%/43%/80%。公司 2025H1 消费类电芯 PACK 自供比例达到 44.43%，同比+3.68pct。笔记本电脑领域，公司深化与头部品牌合作，市场占有率稳居行业前列。手机领域，公司与苹果、小米等客户密切合作、客户供应份额持续提升。其他消费类电池领域，公司在消费级无人机、智能清洁电器、MR/AR、可穿戴设备等方面，加速开拓客户，实现快速增长。

新技术放量在即，全球消费电池领先企业再起航。公司 2025H2 将携手全球头部手机品牌量产钢壳电池产品。钢壳电池较传统软包叠片电池价格有望翻倍，公司钢壳电池出货量快速提升、有望助推收入和利润实现持续增长。硅负极方面，2025 年公司在客户折叠机型中量产国内最高掺硅比例电池 25%硅含量电池。此外，公司具备全惰性气体保护环境的全固态锂电池实验线已正式建成；为后续技术突破提供核心平台支撑。

公司动储电池聚焦高倍率场景，收入实现快速提升。2025H1 公司主营动储类子公司浙江冠宇实现收入 9.73 亿元，同比+140%；实现净利润-1.33 亿元，同比减亏超 1.6 亿元。公司动储类电池业务持续聚焦无人机电池与汽车低压电池等高倍率场景，管理效率持续提升，相关业务盈利能力稳中向好。

折旧政策适当调整，合理体现公司盈利能力。8 月 25 日，公司公告拟调整存量主要建筑及部分新增机器设备的折旧年限，将房屋及建筑物的折旧年限由 3-20 年变更为 3-40 年，将部分机器设备的折旧年限由 5 年变更为 8 年。公司此前执行折旧政策相对激进，实际生产中固定资产使用寿命较此前估计有所差异，故而进行调整。折旧政策的适时调整，将合理体现公司实际盈利能力，助力公司平稳向好发展。

风险提示：需求不及预期；新客户开拓不及预期；原材料价格剧烈波动。

投资建议：调整盈利预测，维持优于大市评级。基于钴酸锂价格短期波动对 2025 年业绩产生消极影响、以及折旧政策调整对 2026-2027 年利润的积极影响，我们调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 6.10/14.01/18.08 亿元（原预测为 8.46/12.86/17.02 亿元），同比+42%/+130%/+29%，EPS 分别为 0.54/1.24/1.60 元，动态 PE 为 42/18/14 倍。

证券分析师： 王蔚祺（S0980520080003）、李全（S0980524070002）

◆ 陕西煤业 (601225.SH) 财报点评:煤价下行拖累业绩，煤电一体化稳步推进

公司发布 2025 年半年报：2025H1 公司实现营收 779.8 亿元，同比-14.2%，归母净利润 76.4 亿元，同比-31.2%。其中 2025Q2 公司实现营收 378.2 亿元，同比-20.5%，环比-5.8%，归母净利润 28.3 亿元，同比-54.6%、环比-41.0%。二季度陕煤朱雀新材料产业 2 期单一资产管理清算退出，冲回递延所得税费用对利润产生一定影响。

煤炭业务：自产煤产销量、成本保持相对稳定，煤价下行致毛利下滑；积极推进资源接续工作，期待产能增长。2025H1 公司煤炭产/销量为 8740/12599 万吨，同比+1%/+1%；其中自产煤销量 8087 万吨，同比+1.4%。2025Q2 煤炭产量为 4346 万吨，同环比-3%/-1%，自产煤销量 4132 万吨，同环比-2%/+4%。2025H1 自产煤售价 420 元/吨，同比-118 元/吨；原选煤单位完全成本 280 元/吨，同比-1.39 元/吨，其中材料费增加 3.68 元/吨，维护及修理费增加 4.31 元/吨，薪酬减少 2.17 元/吨，相关税费减少 8.08 元/吨，其他支出减少 2.87 元/吨等。上半年自产煤业务实现营收/毛利 435/191 亿元，同比-14%/-32%。公司积极推动煤矿生产能力核增，紧跟榆神三期、四期矿区规划审批进展，加快推进小壕兔一号和西部勘探区相关井田批复进度，超前谋划陕北优质煤炭资源前期工作；上半年袁大滩煤矿产能核增 200 万吨至 1000 万吨。

电力业务：二季度随着下游需求回暖，发售电量改善；售电价、发电成本相对稳定。2025H1 公司总发/售电量 178/166 亿千瓦时，同比-12%/-11%；其中发/售电量 90/85 亿千瓦时，同比+2%/+3%，环比+3%/+4%。2025H1 电力售价 408 元/兆瓦时，同比增加 0.79 元/兆瓦时；发电完全成本 343 元/兆瓦时，同比基本持平。项目进展方面，益阳电厂三期提前 2 个月建成投运，较概算节约投资近 10 亿元。

派发中期分红，积极回报投资者。公司 2025 年中期拟派发现金红利 0.039 元/股，分红率为 5%。

投资建议：考虑 2025 年煤价中枢下行幅度超过此前预期，下调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 158/162/167 亿元（前值为 187/190/194 亿元）。考虑公司煤矿资源优质、产能仍有增长空间，同时积极推进煤炭一体化，业绩稳健有望加强，且股息回报丰厚，维持“优于大市”评级。

风险提示：经济放缓导致煤炭需求下降、新能源快速发展替代煤电需求、安全生产事故影响、公司核增产能释放不及预期。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、胡瑞阳（S0980523060002）

◆ 中国神华(601088.SH) 财报点评：降本提效成本明显改善，中期分红率 79%

公司发布 2025 年半年报：2025H1 公司实现营收 1381.1 亿元，同比-18.3%，归母净利润 246.4 亿元，同比-12.0%。其中 2025Q2 公司实现营收 685.2 亿元，同比-15.4%，环比-1.5%，归母净利润 126.9 亿元，同比-5.6%、环比+6.2%。

煤炭业务：二季度产销回升，降本提效、成本显著下降。2025Q2 公司商品煤产量 83 百万吨，同比-2%，环比+0.5%；煤炭销量 106 百万吨，同比-6.3%，其中自产商品煤销量 83 百万吨，同比-2.1%，环比+6.2%。2025Q2 自产煤、外购煤销售均价分别为 472 元/吨、511 元/吨，分别同比-34/-206 元/吨，环比-12/-76 元/吨。2025Q2 年度长协/月度长协/现货/坑口直销占比分别为 47.5%/45.3%/3.4%/3.8%，其中年度长协同比-11pct，环比-19pct。2025H1 自产煤单位成本为 177.7 元/吨，同比-14.9 元/吨，其中原材料、燃料及动力/人工成本/修理费/其他成本同比-2.9/-2.9/-1.2/-9.1 元/吨，其他成本降幅较大主要系安全生产费、维简费等减少；2025Q2 自产煤单位成本为 161 元/吨，环比大幅下降 35 元/吨。

电力业务：下游需求疲软，发/售电量下降；售电价维持平稳、成本下降，毛利率改善。2025Q2 公司发/售电量为 484/454 亿千瓦时，分别同比-3.6%/-3.5%，环比-4.1%/-4.3%；毛利率 16.9%，同比+2.3pct，环比+1.5pct。截至 2025 年 6 月末公司控制并运营的发电机组装机容量 47632 兆瓦，相比一季度末增加 127MW。

运输业务：铁路、港口业务修理费用下降致成本降低，盈利改善。2025H1 铁路/港口/航运分部营收分别为 214/35/16 亿元，分别同比-4.5%/+0.6%/-34%，毛利率分别同比+2.8pct/+3.0pct/+0.9pct；实现利润总额为 70/13/1 亿元，分别同比+1.6%/+9.7%/-49%。

中期分红率 79%，积极回报投资者。公司 2025 年中期拟派发现金红利 0.98 元/股，占 2025H1 中国企业会计准则下归属于本公司股东的净利润的 79.0%。

开启大规模资产收购，产业协同进一步加强。公司公告拟购买国家能源集团持有的国源电力 100%股权、新疆能源 100%股权、化工公司 100%股权、乌海能源 100%股权、平庄煤业 100%股权、神延煤炭 41%股权、晋神能源 49%股权、包头矿业 100%股权、航运公司 100%股权、煤炭运销公司 100%股权、电子商务公司 100%股权、港口公司 100%股权，并以支付现金的方式购买西部能源持有的内蒙建投 100%股权。截至 2024 年底，标的资产合计的总资产为 2583.62 亿元，合计的归母净资产为 938.88 亿元；2024 年度，标的资产合计实现营业收入为 1259.96 亿元，合计的扣非归母净利润为 80.05 亿元，合计的剔除长期资产减值损失影响后的扣非归母净利润为 98.11 亿元。本次收购将大幅提升公司资源储量，增强产业链上下游协同效应。

投资建议：维持“优于大市”评级。考虑 2025 年煤价中枢下行幅度超过此前预期，下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 512/519/527 亿元（前值为 536/544/553 亿元）。公司是全球领先的以煤为基的综合能源企业，产运销七板块业务协同，业绩稳定性强，分红率较高，内增外延下仍有成长空间，维持“优于大市”评级。

风险提示：经济放缓导致煤炭需求下降、新能源快速发展替代煤电需求、安全生产事故影响、公司分红率不及预期。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、胡瑞阳（S0980523060002）

◆ 中油工程(600339.SH) 财报点评:公司营收同比增长 12.18%，现金流情况大幅改善

公司半年度营收同比增长 12.18%，现金流情况大幅改善。2025 年上半年，公司实现营业收入 362.87 亿元，同比增长 12.18%；销售毛利率为 8.01%，同比及环比均小幅下降；销售及管理费用同比减少 0.33 亿元，成本费用管控成效显著；实现归母净利润 4.70 亿元，同比减少 10.87%。得益于结算清收加快及项目预收款和收款增加，公司经营活动现金流净额经营活动现金流从去年同期-70.52 亿元大幅改善至 -15.33 亿元，带动公司现金流情况转暖；公司均订每 10 股派 0.13 元（含税）现金股息，合计 7258 万元，占 2025 年上半年归母净利润的 15.44%。

油气田地面工程、油气储运工程、炼油与化工工程是公司核心业务板块，环境工程及其他业务快速拓展。油气地面工程以陆上石油天然气工程为主，积极拓展海洋工程和天然气液化工程；管道与储运工程主要发展陆上及海洋油气管道、化工石油储库等工程建设业务；炼油与化工工程重点发展炼油化工、煤化工、纺织化纤及合成材料等工程业务并引领国内行业发展；环境工程业务积极发展油气田和化工行业的工业废水治理回用、工业尾气处理及 VOCs 管控治理业务；2024 年，油气田地面工程、油气储运工程、炼油化工工程所占公司营业收入比例分别为 36.59%、25.69%、30.27%。

2025 年上半年，新签合同额维持高位，结构不断优化。2025 年上半年，公司签约项目最大单体规模超百亿元，累计实现新签合同额 734.01 亿元、同比减少 3.10%，目前在手合同额约 1700 亿元，为公司持续稳健发展提供了有力的项目资源保障；国内市场实现新签合同额 502.19 亿元，占公司整体新签合同额的 68.42%，国际市场实现新签合同额 231.82 亿元，占公司整体新签合同额的 31.58%，同比增长 9.86%；公司新兴业务和未来市场业务实现新签合同额 205.96 亿元，占公司整体新签合同额的 28.06%，同比增长 16.56%。

公司不断深化改革，从严风险管控。公司不断健全党委发挥领导作用以及股东会、董事会等公司治理主体依法行权的有机融合机制，深化改革攻坚；公司不断强化工程质量风险、安全环保风险和社会安全风险的管控。

风险提示：能源价格下降导致的资本支出下降、地缘政治风险、安全生产风险、国际贸易摩擦风险等。

投资建议：我们预测公司 2025-2027 年营业收入为 899.92/944.92/982.97 亿元，归母净利润为 7.33/8.23/8.50 亿元，EPS 为 0.13/0.15/0.15 元/股，对应当前股价 PE 为 26.81/23.89/23.13X，我们看好公司业务结构提升带来的发展潜力，给与“优于大市”评级。

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

◆ 新宝股份(002705.SZ) 财报点评:受关税扰动短暂承压，经营质量稳步提升

收入受关税扰动,经营质量有所优化。公司 2025H1 实现营收 78.0 亿/+1.0%,归母净利润 5.4 亿/+22.8%,扣非归母净利润 5.3 亿/+8.3%。其中 Q2 收入 39.7 亿/-6.6%,归母净利润 3.0 亿/+9.8%,扣非归母净利润 2.9 亿/+2.8%。公司拟每 10 股中期分红 1.5 元,对应现金分红率为 22.3%。Q2 受关税影响,公司收入增速转负,但公司积极降本增效、优化产品结构,盈利能力持续提升。

Q2 外销有所承压,公司积极布局海外产能。2025H1 公司外销收入同比增长 2.5%至 60.7 亿,其中 Q1/Q2 分别同比增长 15.8%/下降 7.7%。Q2 美国对中国进口产品加征多轮关税,公司国内工厂向美国发货一度受阻,导致外销收入出现下降;5 月 12 日中美达成暂缓关税的协议,预计公司对美出货快速恢复,整体依然受小幅影响。公司在印尼稳步推进产能建设,已建设两个制造基地,随着海外产能的稳步爬坡、关税政策的逐步明朗及公司产品的持续扩容和升级,预计公司海外收入有望回归常态化增长。

内销收入小幅下滑,公司稳步推进多品牌布局。H1 公司内销收入同比下降 3.8%至 17.3 亿。在当前的消费趋势下,预计公司偏可选及高端的品牌定位相对承压。公司成立国内品牌事业部,强化多品牌布局,东菱、百胜图、鸣盏、歌岚等定位不同品类及客群,迎来加速发展。借助自身产品技术服务平台的优势,公司内销多品牌通过产品、渠道、营销方式等创新,有望持续扩大份额,成为公司新的增长动力。

家居电器持续扩展。公司 H1 厨房电器收入同比下降 1.3%至 52.8 亿,家居电器同比增长 12.7%至 14.7 亿,其他产品收入下降 6.5%至 9.0 亿。公司 2024 年设立电器研究院,持续丰富产品品类,向商用机、个人护理、宠物电器、智能园林工具等产品品类拓展,有望为公司持续带来增量。

降本增效成果体现,盈利能力提升。公司 H1 毛利率同比+0.3pct 至 22.1%,其中外销毛利率同比+0.7pct 至 21.1%,内销毛利率-0.6pct 至 25.5%;Q2 毛利率+0.1pct 至 21.7%,预计受益于公司技术创新、生产效率提升等降本举措。公司 Q2 销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.4/-0.8/-0.1/+0.6pct 至 3.9%/4.6%/3.5%/0.1%,财务费用率提升主要受利息收入及汇兑收益减少影响。公司 H1 外汇合约及公允价值变动损失同比减少 0.71 亿,汇兑损益同比减少 0.34 亿,合计同比对利润正贡献 0.37 亿。综合影响下, H1 公司归母净利率同比+1.2pct 至 7.0%,其中 Q2 归母净利率同比+1.1pct 至 7.5%。

风险提示:贸易政策风险;行业竞争加剧;汇率及原材料大幅波动。

投资建议:下调盈利预测,维持“优于大市”评级

考虑到关税政策的扰动及公司海外收入占比较高,下调盈利预测,预计公司 2025-2027 年归母净利润 11.9/13.3/14.6 亿(前值为 12.4/13.6/14.8 亿),增速为 13%/12%/10%,PE=11/10/9x,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)

◆ 江西铜业(600362.SH) 财报点评:国内铜矿盈利稳健,国外资源多点开花

2025H1 归母净利润同比增长 15%。2025H1 公司营业收入 2570 亿元,同比下降 5.9%,公司主动压降贸易业务所致;2025H1 归母净利润 41.7 亿元,同比增长 15.4%;2025Q2 归母净利润 22.2 亿元(同比+16.8%,环比+13.8%);2025H1 经营性净现金流 44.2 亿元,同比增长 9.8%。2025H1 盈利增长,除了铜价上涨原因外,主要受益于贵金属金银价格上涨,以及冶炼副产品硫酸价格上涨。2025H1 金银业务毛利同比增加 8 亿元,硫酸业务毛利同比增加 9 亿元。

公司主导的哈萨克斯坦巴库塔钨矿顺利投产。巴库塔钨矿是全球资源量最大的露天钨矿,三氧化钨资源量 23.3 万吨,储量 14.5 万吨。于 2024 年 11 月投产并于 2025 年二季度实现商业化运营。2025 年采选量预计 330 万吨,生产含三氧化钨 65%的精矿 9313 吨;2027 年之后采选量将达到 495 万吨,年生产精矿达到 14171 吨。当前运营成本为 7.74 万元/吨精矿,2027 年后有望降至 4.9 万元/吨精矿。

参股第一量子,盈利潜力大。公司是第一量子最大股东,第一量子是一家以铜为主业的矿业公司,拥有探明及控制的铜资源量 3550 万吨,在全球运营 6 座铜矿。当前普遍预测巴拿马铜矿于 2026 年下半年复产,巴拿马铜矿停产前年化产能已达到 50 万吨,盈利能力强,2021-2023 年巴拿马铜矿营业利润分别为 14.3/10.5/8.3 亿美元。自 2024 年开始,江西铜业将持有的第一量子投资由金融工具投资转换为长期股权投资权益法核算。如果巴拿马铜矿复产,将显著增厚公司利润。

风险提示:铜价下跌,铜精矿加工费下跌,硫酸价格下跌,参股公司复产不及预期风险。

投资建议：给予“优于大市”评级

假设 2025-2027 年铜价为 78000/79000/79000 元/吨，铜精矿加工费为 25/0/0 美元/吨，预计营业收入分别为 3269/3315/3315 亿元，归母净利润分别为 81.1/89.4/96.2 亿元，每股收益分别为 2.3/2.6/2.8 元，当前股价对应 PE 分别为 11.9/10.8/10.0x。公司国内大型露天铜矿成本低、盈利稳健，主导的全球最大露天钨矿投产放量，参股第一量子即将走出低谷期，盈利潜力大，我们认为公司的合理估值区间为 35.1-37.4 元，相对当前股价有 26%-34% 上涨空间。首次覆盖给予“优于大市”评级。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、焦方冉（S0980522080003）

◆ 恺英网络(002517.SZ) 财报点评:业绩增长稳健，新品周期及 AI 应用值得期待

业绩增长稳健。1) 公司 25 年上半年实现营业收入 25.78 亿元，同比增长 0.89%；实现归母净利润 9.50 亿元，同比增长 17.41%，对应全面摊薄 EPS 0.44 元；实现扣非归母净利润 9.39 亿元，同比增长 17.18%；2) 25 年 Q2 单季度营业收入 12.25 亿元，同比下降 1.8%；归母净利润 4.32 亿元，同比增长 12.8%，对应摊薄 EPS 0.20 元。

产品矩阵持续丰富，出海增速显著。1) 公司产品现主要由复古情怀品类和创新精品构成。复古情怀品类包括《原始传奇》《天使之战》《龙之谷世界》等产品；创新品类包括新国战 SLG 游戏《三国：天下归心》、《斗罗大陆：诛邪传说》、《盗墓笔记：启程》等产品；从复古情怀到创新精品，公司产品矩阵日趋丰富。2) 海外业务方面，《仙剑奇侠传：新的开始》成功登上澳门 iOS 免费榜第一，还斩获了台湾 Google Play 免费榜第一、香港 Google Play 免费榜第二以及香港 iOS 免费榜第七的佳绩，荣获独立出海联合体发起的“2024 中国游戏出海；优质产品带动之下，上半年公司海外营业收入 2.02 亿元，同比增长 59.6%、显著高于整体收入增速。

AI 应用持续推进，传奇盒子等新业务布局新增长曲线。1) AI 方面，公司自研“织梦”大模型，发布专为游戏行业打造的 AI 全流程开发平台“AI 工业化管线”《SOON》，实现从美术资产生成到代码部署全流程的自动化操作；2) 打造基于传奇游戏及游戏要素独家开发、运营、推广游戏社区的“传奇盒子”，以汇聚各类游戏为特色的，集游戏、直播、电竞、小说、短剧等为一体的游戏社区平台，丰富内容生态并有望构筑新增长点。此外旗下数字资产平台拾元立方以“拾遗、元宇、立异、方等”为理念，整合区块链、Web3.0 与 AI 技术，构建数字艺术品营销生态，并通过“数字资产+实体经济”模式激活文旅消费。

风险提示：新游戏不及预期；政策监管风险等。

投资建议：我们维持 2025/26/27 年盈利预测为 22.68/24.32/26.61 亿元，对应摊薄 EPS=1.05/1.13/1.24 元，当前股价对应 PE=22/21/19x。我们持续看好公司游戏新品拓展所带来的第二成长曲线潜力以及 AIGC 前瞻布局潜力，继续维持“优于大市”评级。

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

◆ 昆仑万维(300418.SZ) 财报点评:亏损幅度环比缩窄，海外业务及 AI 商业化表现良好

营收持续增长，亏损幅度环比大幅缩窄。1) 上半年年公司实现营业收入 37.33 亿元、同比增长 49.23%；归母净利润亏损 8.56 亿元、同比下滑 119.86%，对应摊薄 EPS -0.68 元；2) Q2 公司实现营收 19.69 亿元、同比增长 52.17%；归母净利润亏损 0.87 亿元，同比下滑 57.1%，对应摊薄 EPS -0.07 元，亏损规模相比 Q1 大幅缩窄（Q1 为-7.69 亿元）；3) 营收大幅增长主要受益于 AI 商业化落地、音乐/短剧等贡献显著营收增量；净利润亏损主要在于 AI 研发投入以及投资收益亏损。

AI 商业化初现成效。1) 大模型方面，公司先后发布并开源多款行业领先模型，涵盖强化学习、多模态、软件工程及代码、空间智能等众多技术领域；2) 智能助手方面，发布天工超级智能体（Skywork Super Agents），具备一站式生成文档、PPT、表格、网页、播客及多媒体内容的能力，正式开启“AI Office 智能体”时代；3) 应用方面，推出 AI 视频、音乐、社交、短剧、游戏（自研 AI 游戏《猫森学园》）等持续推进；3) 商业化方面，旗下短剧平台 DramaWave 持续保持强劲增长势头。得益于“付费+免费”相结合的多元分发模式，DramaWave 有效覆盖不同消费层级的全球用户群体，截至报告期末，平台年化流水收入 ARR 突破 2.4 亿美元（单月流水收入突破 2,000 万美元），展示出强大的商业化潜力。

海外收入保持高增速。上半年公司海外业务收入规模至 34.41 亿元，同比增长 56.02%，占总收入比重达 93.0%；其中 Opera 实现营业收入 2.86 亿美元，同比增长 35%；实现经调整后 EBITDA 0.64 亿美元，同比增长 25%。截至 2025 年第二季度，Opera 全球月活跃用户达到 2.89 亿，年化 ARPU 上升至 1.97 美元，同比增长 35%。

风险提示：应用落地不及预期；技术进步低于预期；投资业务不及预期等。

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 25/26/27 年归母净利润分别为 -4.39/0.37/3.98 亿元，摊薄 EPS=-0.36/0.03/0.32 元；从大模型、算力芯片到 AI 应用，公司全面布局，有望成为 AIGC 时代的平台型公司；商业化持续落地之下经营业绩有望逐步改善，继续维持“优于大市”评级。

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

◆ 芒果超媒(300413.SZ) 财报点评:核心业务保持稳健，内容投入压制短期利润

营收及利润下滑。1)上半年公司实现营业收入 59.64 亿元、归母净利润 7.63 亿元，同比分别下滑 14.31%、28.31%，对应全面摊薄 EPS 0.41 元；实现扣非归母净利润 6.10 亿元，同比下滑 33.15%；2) 25 年 Q2 公司实现营收 30.63 亿元、归母净利润 3.85 亿元，同比分别下滑 15.74%、35.09%；3) 营业同比下降主要是传统电视购物业务板块收缩；归母净利润同比下降主要是由于公司加大头部影视剧内容、生态布局及技术应用等方面的投入。

核心平台业务表现稳健，运营业务恢复增长。1)上半年芒果 TV 互联网视频业务实现营收 48.82 亿元、同比下滑 1.5%，整体保持稳健；芒果 TV 用户月活均值同比增长 14.24%、人均单日使用时长稳居行业前列；会员业务收入达到 24.96 亿元，继续保持增长；广告业务实现营业收入 15.87 亿元环比一季度明显回暖但仍面临较大压力；2)运营业务收入为 8 亿元，同比增长 7%，在 24 年受行业治理等因素影响大幅下滑后重新恢复增长。

内容生态持续完善，综艺与剧集持续表现亮眼。1)综艺节目继续保持行业领先优势。云合数据显示，上半年芒果 TV 综艺有效播放量稳居行业第一。《歌手 2025》创新横竖屏融合观看模式，以 4K 超高清、用户互动打造极致体验，直播互动总次数累计破 9000 万次；《乘风 2025》突破摄影棚录制的传统模式，首次将舞台设置在户外，Q1 月播放量峰值较上一季提升超 30%；2)剧集方面，上半年芒果 TV 影视剧有效播放量同比增长 69%，保持快速上升势头。《国色芳华》创下芒果剧集在云合集均播放量首破 4000 万的佳绩、《五福临门》11 次登顶云合热播榜。公司储备有《水龙吟》《咸鱼飞升》《野狗骨头》等影视剧近百部，芒果 TV、湖南卫视两大播出平台具备横跨网端和台端的融合影响力，叠加行业主管部门对于广电视听行业内容供给的最新政策支持，将催生更多的优质爆款剧集；3)微短剧战略布局加速推进，上半年芒果 TV 大芒计划上线微短剧 1179 部，较去年同期增长近 7 倍。自制横屏精品短剧《姜颂》登顶猫眼 5 月短剧有效播放排行榜；《乘风》首个 IP 衍生微短剧《乘风 2025 之三十而励》即将上线；《还珠》系列以及《橘祥如意》《新龙门客栈》等一系列长尾效应显著的现象级 IP 将改编为短剧。

风险提示：会员增长不及预期；技术发展低于预期；新业务拓展低于预期等。

投资建议：维持盈利预测，预计 25/26/27 年归母净利润为 18.62/23.53 亿元/28.39 亿元，对应 EPS 为 1.00/1.26/1.52 元，同期 PE=26/21/17x，持续看好公司内容与平台运营优势，维持“优于大市”评级。

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

◆ 分众传媒(002027.SZ) 财报点评:增长稳健，竞争格局改善与科技赋能助力经营向上

营收及利润增长稳健。1)上半年公司实现营业收入 61.12 亿元、归母净利润 26.65 亿元，同比分别增长 2.43%、6.87%；对应摊薄 EPS 0.18 元；实现扣非归母净利润 24.64 亿元、同比增长 12.17%；2) 25 年 Q2 单季度公司实现营收 32.55 亿元、归母净利润 15.3 亿元，同比分别增长 0.52%、5.25%，对应摊薄 EPS 0.11 元；营收与归母净利润增速相对行业整体表现稳健。

毛利率及净利率稳定向上、表现亮眼。上半年年公司毛利率达到 68.3%、相比去年同期提升 3.15 个百分点；净利率则达到 43.4%，同比提升 2.3 个百分点，处于近年来的较高水平；25 年 Q2 毛利率和净利率

分别达到 71.4%、46.7%，同比分别提升 3.4/2.2 个 pct；毛利率及净利率持续改善充分展现展现出公司良好的产业链议价能力；宏观周期若向上修复，公司业绩有望基于较高的经营杠杆展现更快的增长势能。

资源点位优势稳固、收购新潮优化竞争格局，与支付宝合作电梯场景全新生态。1) 截至 7 月 31 日公司的生活圈媒体网络覆盖国内 339 个城市以及韩国、泰国、新加坡、印度尼西亚、马来西亚、越南、印度和日本等国。其中电视媒体自营设备 128.7 万台（包括境外子公司的媒体设备约 15.4 万台）、电梯海报媒体自营设备约 168.5 万台，影院媒体合作影院 1853 家，约 1.3 万个影厅，媒体资源点位领先优势显著；2) 公司公告计划收购新潮传媒，若能顺利落地，有望进一步优化行业竞争格局，扩展媒体及客户资源，充分发挥规模优势；3) 公司联合支付宝打依托支付宝“碰一下”的创新交互方式，打造“技术创新+场景渗透”的全新生态，充分提升企业“线上线下品效协同”经营能力，重塑了线下场景的商业价值。AI 应用方面，公司营销垂类大模型已进入测试阶段，未来通过基于 AI 驱动的全新行业解决方案，公司有望重塑广告创意生成、广告策略制定、广告投放优化和广告数据分析的全产业链上下游价值模型。

风险提示：宏观经济波动；竞争加剧；技术进步导致媒体环境变化等。

投资建议：我们维持盈利预测，预计 25/26/27 年归母净利润分别为 57.15/62.13/64.42 亿元，当前股价对应同期摊薄 EPS=0.40/0.43/0.45 元，当前股价对应 PE=21/19/19x。公司为国内最大的生活圈媒体平台，点位优势显著，收购新潮进一步优化行业竞争格局；宏观预期若能改善有望带动增速向上、AI 技术有望推动公司运营效率提升；与支付宝合作“碰一下”有望打造全新成长曲线，业绩与估值均具备向上空间，继续维持“优于大市”评级。

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

◆ 澳华内镜(688212.SH) 财报点评:业绩阶段性承压，新旗舰产品 AQ-400 推出

2025 年上半年，公司业绩短期承压。2025 上半年公司实现营收 2.60 亿元（-26.36%），归母净利润-0.41 亿元（-820.03%），扣非归母净利润-0.52 亿元（-3745.56%）。其中 25Q2 单季营收 1.37 亿元（-25.84%），归母净利润-0.12 亿元（-512.59%），扣非归母净利润-0.21 亿元（-1786.25%）。收入端下滑主要由于国内业务的阶段性调整，终端招投标虽有所回暖，但渠道仍处于消化库存阶段；利润端下滑主要受收入减少影响，同时公司为保障核心技术创新，战略性地保持了高强度的费用投入。

毛利率下滑，费用率上升。2025 上半年公司毛利率 62.39%（-9.07pp），预计系毛利率较低的海外业务占比提升所致。销售费用率 38.51%（+3.82pp），管理费用率 19.35%（+2.75pp），研发费用率 28.35%（+3.65pp），财务费用率-0.31%（-0.20pp），四费率 85.90%（+10.02pp），费用率明显提升，主要系收入规模收缩，以及公司加强了新技术、新产品研发投入和海内外市场营销体系及品牌影响力的建设。

新旗舰产品 AQ-400 获批，产品矩阵持续完善。公司持续加大自主创新科技投入，推动产品迭代，2025 上半年新一代旗舰机型 AQ-400 主机和肠胃镜已获证，同时积极推动内窥镜系统及其相关耗材、软性内窥镜机器人等相关联产业的研发。

投资建议：考虑渠道去库存的影响，下调盈利预测，2025-2027 年营收 7.1/8.2/9.2 亿元（原为 8.6/9.9/11.1 亿元），同比增速-5%/15%/13%，归母净利润 0.3/0.7/1.0 亿元（原为 0.5/1.0/1.2 亿元），同比增速 61%/101%/51%。当前股价对应 PS=9/8/7x，维持“优于大市”评级。

风险提示：市场推广不及预期风险；竞争加剧风险；汇率波动风险。

证券分析师： 陈曦炳（S0980521120001）、彭思宇（S0980521060003）、凌珑（S0980525070003）

◆ 国联民生(601456.SH) 财报点评:整合初见成效

公司发布 2025 年半年报。2025 上半年，公司实现营业收入 40.11 亿元，同比+47.4%（本数基于 2024 年上半年国联与民生证券的合计值，后续同比均采用此口径）；实现归母净利润 11.27 亿元，同比+166.9%；对应 EPS 为 0.20 元，ROE 为 2.52%，同比+2.04pct。公司投资收益增加，经纪业务受益于市场活跃度提升，同时公司整合民生证券，在区域转型过程中发挥竞争力。

自营规模持续扩张，权益分账户构建。上半年，公司自营实现营业收入 20.97 亿元，同比+94.3%；公司

金融投资资金为 926.72 亿元，较年初增加 131 亿元，增长 16.51%。其中，TPL 账户为 749.28 亿元，较年初增加 103 亿元，增长 15.94%；OCI 权益账户为 112 亿元，较年初增加 38 亿元，增长 40.51%。

经纪业务地域互补明显，基金投顾业务持续增长。上半年，公司经纪业务实现收入 9.05 亿元，同比+22.6%。截至上半年，公司货币资金 315.33 亿元，较同期增加 24.69 亿元，同比+8.5%；基金投顾保有规模 97.08 亿元，业务规模持续增长。整合后，国联民生的分支机构覆盖长三角及豫鲁地区，形成全国性的布局，整体竞争力提升。

股权融资规模有所降低。上半年，公司投行业务实现收入 5.31 亿元，同比-9.6%。上半年，公司股权融资完成 IPO 项目及再融资项目（含并购重组配套融资）共 6 单，合计承销金额 26.20 亿元，同比（民生证券 2024 年上半年募集资金 45.69 亿元）有所降低；股权承销家数和承销收入分别位列行业第 8 位和第 5 位。整合后，民生证券的投行业务优势还有持续提升空间。

资管及信用稳中有增。上半年，公司实现信用业务收入 0.27 亿元，同比+120.3%；其中，利息收入 9.34 亿元；利息支出 9.08 亿元。同期实现资管业务收入 3.57 亿元，同比增长 0.6%。

风险提示：政策风险，资本市场波动，汇率波动，经济增速不及预期等。

投资建议：基于公司整合民生证券后业务协同初见成效，同时市场交投活跃，我们对公司的 2025-2027 年的盈利预测分别上调 85.8%/81.8%/71.1%，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 18.1/20.0/21.4 亿元，同比增长 89.7%/10.9%/6.8%，当前股价对应的 PE 为 38.5/34.7/32.5x，PB 为 2.1/2.0/1.9x。公司当前已经成功整合民生证券，后续协同效应或将逐步显现，民生证券经纪网络、投行实力及资本基础将逐步为公司贡献业绩。我们对公司维持“优于大市”评级。

证券分析师： 孔祥（S0980523060004）、陈莉（S0980522080004）

◆ 蓝特光学(688127.SH) 财报点评:上半年净利润增长 110%，玻璃非球面与晶圆业务持续增长

上半年营业收入同比增长 52.5%，归母净利润同比增长 110.3%。公司发布 2025 年半年度报告，上半年实现营业收入 5.77 亿元 (YoY 52.54%)，主要由于公司对下游消费电子、汽车智能驾驶、光通讯等领域的需求保持积极发掘，主要产品光学棱镜、玻璃晶圆、玻璃非球面透镜业务规模均有提升；归母净利润 1.03 亿元 (YoY 110.27%)，扣非归母净利润 0.98 亿元 (YoY 108.60%)，毛利率 35.98% (YoY 4.38pct)。

第二季度营业收入同比增长 52.2%，归母净利润同比增长 191.0%。公司 2Q25 实现营业收入 3.21 亿元 (YoY 52.23%，QoQ 25.63%)，归母净利润 0.58 亿元 (YoY 191.00%，QoQ 26.91%)，扣非归母净利润 0.57 亿元 (YoY 177.78%，QoQ 39.78%)，毛利率 36.96% (YoY 7.82pct，QoQ 2.21pct)。

光学棱镜业务持续扩张，与多方大客户合作关系逐步深化。上半年由于应用于智能手机潜望式摄像头模组的微棱镜产品终端需求进一步扩张，形成了业绩增量。公司继续跟进客户新机型的升级需求，叠加 2024 年已推出机型持续销售，预计今年市场总需求仍将保持增长。2024 年以来，公司在棱镜-平面加工工艺领域追加投入，相关三角棱镜产品的手机应用已形成初步产出。

玻璃非球面透镜业务稳步增长，产能潜力有望逐步释放。上半年受益于下游车载电子、光通讯、智能手机、手持影像创作设备多品类应用市场空间的扩张，公司玻璃非球面透镜业务所面向的光通讯、VLOG 相机、手机摄影等领域的需求均迎来了显著增长，销售规模获得提升。在产能扩张上，公司结合下游需求稳步推进，同时优先保障核心设备的战略性储备；伴随着新设备、新员工的逐步导入，公司的产能潜力将会得到有序释放。

玻璃晶圆业务稳健发展，与多家 AR 光波导厂商广泛合作。伴随着下游需求随着前沿技术应用持续扩张，玻璃晶圆业务实现了稳健发展。在开发多种材质的晶圆产品过程中，公司与全球领先的半导体供应商、光学材料供应商在 AR 应用上实现了深度的战略协作，与国内外多家光波导厂商达成了广泛的合作关系，目前已推出可导入衍射光波导全彩量产方案的玻璃晶圆产品。

投资建议：维持“优于大市”评级。我们看好公司在光学行业的竞争优势，看好玻璃非球面透镜持续增长及 AR 眼镜快速发展对玻璃晶圆需求扩张，预计 2025-2027 年营业收入 14.90/19.02/24.23 亿元 (前值 14.56/18.06/22.50 亿元)，归母净利润 3.56/4.70/5.75 亿元 (前值 3.45/4.49/5.68 亿元)，当前股价对

应 PE 分别为 39.1/29.7/24.2，维持“优于大市”评级。

风险提示：下游需求不及预期；新品进展不及预期；市场竞争的风险等。

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）

◆ 永新光学(603297.SH) 财报点评:上半年净利润增长 8.8%，多元业务持续驱动业绩增长

上半年营业收入同比增长 2.95%，归母净利润同比增长 8.75%。公司发布 2025 年半年度报告，上半年实现营业收入 4.41 亿元 (YoY 2.95%)，归母净利润 1.08 亿元 (YoY 8.75%)，扣非归母净利润 0.88 亿元 (YoY 3.05%)，毛利率 40.33% (YoY 1.40pct)。

第二季度营业收入同比增长 4.2%，归母净利润同比略有下降。公司 2Q25 实现营业收入 2.21 亿元 (YoY 4.16%，QoQ 0.70%)，归母净利润 0.53 亿元 (YoY -2.55%，QoQ -5.40%)，扣非归母净利润 0.43 亿元 (YoY -4.53%，QoQ -2.43%)，毛利率 40.48% (YoY 0.31pct，QoQ 0.31pct)。

光学显微镜高端突破与市场拓展显著，迈入国产替代新阶段。上半年光学显微镜业务实现收入 1.65 亿元 (YoY 0.94%)。公司高端显微镜高速发展，占显微镜销售比例提升至 40% 以上，已实现超过 5% 的国产化替代，市场份额不断提升。公司再次牵头国家重大仪器专项“多模态纳米分辨率显微镜”，攻关亚 2nm 超分辨成像技术及产业化。随着设备更新资金的逐步落地，已提前确定的意向订单将快速转化，预计下半年显微镜业务将恢复性增长。

条码扫描复杂模组推进顺利，激光雷达光学元器件出货加速。上半年光学元器件业务实现收入 2.65 亿元 (YoY 4.40%)。公司条码机器视觉业务向“模组方案解决商”转型，和 Zebra、Honeywell 等客户的复杂模组业务推进顺利，实现了从 Tier2 到 Tier1 的身份转变。激光雷达光学元器件业务规模化量产，上半年出货近百万套，预计下半年将持续加速。公司深耕车载激光雷达领域近 10 年，已成为禾赛、图达通、法雷奥等全球头部企业的重要合作伙伴。

医疗光学应用场景加速渗透，半导体光学量检测设备获多家订单。公司医疗光学业务国产替代加速，专业级医疗影像相关元器件海外需求激增，同时复杂模组产品批量出货，应用于手术显微镜的关键核心光学部件与数家头部企业达成合作。半导体光学业务依托技术优势获得头部企业半导体核心制造装备所需的多个项目，包含光学元器件及模组，下半年开始将逐步转化。

投资建议：调整盈利预测，维持“优于大市”评级。我们看好公司显微镜需求逐步恢复及条码扫描、激光雷达、医疗光学等光学元器件业务带来的增长，根据上半年业绩情况及业务恢复节奏调整盈利预测，预计 2025-2027 年营业收入 10.57/13.04/16.32 亿元 (前值 11.43/14.29/17.62 亿元)，归母净利润 2.84/3.59/4.56 亿元 (前值 3.04/3.91/4.91 亿元)，当前股价对应 PE 分别为 41.3/32.7/25.7 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：需求不及预期，原材料价格风险，汇率波动风险，市场竞争加剧。

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）

◆ 华勤技术(603296.SH) 财报点评:上半年收入增长 113%，数据产品业务实现倍数增长

上半年营业收入同比增长 113%，归母净利润同比增长 46%。公司发布 2025 年半年度报告，上半年营业收入 839.39 亿元 (YoY 113.06%)，归母净利润 18.89 亿元 (YoY 46.30%)，扣非归母净利润 15.09 亿元 (YoY 47.95%)，毛利率 7.67% (YoY -4.07pct)。

第二季度营业收入同比增长 111%，归母净利润同比增长 52%。公司 2Q25 营业收入 489.42 亿元 (YoY 111.24%，QoQ 39.84%)，归母净利润 10.47 亿元 (YoY 51.70%，QoQ 24.35%)，扣非归母净利润 7.49 亿元 (YoY 52.70%，QoQ -1.59%)，毛利率 7.13% (YoY -3.15pct，QoQ -1.29pct)。

智能终端业务持续扩张，智能手机及穿戴出货量不断提高。智能手机领域，公司成为多家国内外知名终端厂商的重要供应商，是智能手机 ODM 领域的全球龙头企业。智能穿戴领域，公司已在智能手表、智能

手环、无线耳机等领域进入多家知名品牌厂商的供应商队列，智能穿戴产品发货量高速增长。

PC 与平板电脑稳健增长，AIoT 领域实现 XR 产品量产交付。个人电脑领域，公司已与国内外知名品牌客户建立了良好的合作关系，上半年笔记本电脑发货量保持高速增长。平板电脑领域，公司已进入国际一线品牌供应链，是平板电脑 ODM 领域的全球龙头企业。AIoT 领域，上半年已实现 XR 产品的全球主流客户主流项目的研发及量产交付。

数据产品业务倍数增长，成为国内头部云厂核心供应商。公司在服务器 ODM 领域形成了较强的研发能力和生产制造水平，上半年数据产品业务收入实现倍数增长。公司能够提供通用/存储/AI 服务器、交换机的全栈式产品组合，已与多个国内知名的云厂商建立了密切的合作关系并成为核心供应商。

汽车电子及工业产品实现突破，多品类产品成功交付。汽车电子领域，公司在智能座舱、显示屏、智驾三大业务模块均已实现突破，实现了首个座舱产品全栈研发成功交付，在传统品牌主机厂之外完成新势力车企客户的突破。工业产品领域，上半年 POS 机及工业设备产品实现海外行业客户的产品交付。

投资建议：维持“优于大市”评级。我们看好公司作为全球 ODM 龙头，人工智能时代对 AI 服务器/手机/PC/AIoT 等带来的增长机会，预计 2025-2027 年营业收入 1546.18/1899.47/2273.48 亿元（前值 1394.46/1690.14/1951.29 亿元），归母净利润 40.08/49.16/60.46 亿元（前值 36.91/44.00/53.20 亿元），当前股价对应 PE 分别为 24.9/20.3/16.5 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：下游需求不及预期；新品进展不及预期；市场竞争的风险等。

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）

◆ 水晶光电(002273.SZ) 财报点评:上半年净利润增长 17%，AR 光学快速发展打开成长空间

上半年营业收入同比增长 13.8%，归母净利润同比增长 17.3%。公司发布 2025 年半年度报告，上半年营业收入 30.20 亿元 (YoY 13.77%)，归母净利润 5.01 亿元 (YoY 17.35%)，扣非归母净利润 4.46 亿元 (YoY 14.10%)，毛利率 29.46% (YoY 1.86pct)。

第二季度营业收入同比增长 17.4%，归母净利润同比增长 12.8%。公司 2Q25 营业收入 15.38 亿元 (YoY 17.45%，QoQ 3.75%)，归母净利润 2.80 亿元 (YoY 12.80%，QoQ 26.70%)，扣非归母净利润 2.39 亿元 (YoY 7.92%，QoQ 15.34%)，毛利率 30.91% (YoY -0.39pct，QoQ 2.96pct)。

消费电子业务稳健增长，光学元器件与薄膜光学面板业务持续拓展。上半年消费电子业务收入 25.43 亿元 (YoY 12.80%)，毛利率 29.52% (YoY 1.69pct)。公司光学元器件业务持续加大新品研发投入，稳步推进与北美、韩系大客户的业务合作。北美大客户涂布滤光片项目攻克多项技术难关，成功实现量产。微棱镜产品持续巩固核心供应商地位。薄膜光学面板业务不断深化与北美大客户战略合作，稳步提升手机终端市场份额，并完成消费电子终端品类全覆盖。

汽车电子业务快速增长，盈利水平稳步提升。上半年汽车电子 (AR+) 业务收入 2.41 亿元 (YoY 79.07%)，毛利率 25.24% (YoY 16.79pct)。公司车载光学业务以 HUD 及激光雷达视窗片产品为核心，AR-HUD 产品在国内新能源旗舰车型的市场渗透率显著提升，新产品的核心技术指标取得突破性进展。上半年公司与国内战略大客户深度协同，成功拿下 LCOS 技术路线 AR-HUD 项目定点，并斩获国内一流主机厂及知名合资品牌多个新项目订单。

AR/VR 业务实现多项突破，与国内外头部企业深度合作。公司已形成显示系统 (波导片)、3D 模组、核心光学元器件、衍射晶圆及反射方片等产品布局，与国内外头部企业展开战略协同，在反射光波导、衍射光波导及光机技术领域实现多项关键突破。战略项目反射光波导技术通过核心工艺攻关与 NPI 产线建设，成功打通量产路径并与头部企业达成深度合作。衍射光波导领域深化与 Digilens 的技术协同，升级体全息产线并实现小批量商业级应用落地。

投资建议：维持“优于大市”评级。我们看好公司与头部大客户的广阔合作空间，看好公司在消费电子、车载光学、AR/VR 领域所构建的持续增长动能，预计 2025-2027 年营业收入 73.89/86.14/99.90 亿元 (无变化)，归母净利润 12.59/15.16/18.19 亿元 (无变化)，当前股价对应 PE 分别为 30.7/25.5/21.3 倍，

维持“优于大市”评级。

风险提示：下游需求不及预期；新品进展不及预期；市场竞争的风险等。

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）

◆ 翱捷科技-U(688220.SH) 财报点评:ASIC 业务在手订单充足, 4G 八核 8662 首发 G9 智能机

2025 上半年营收同比增长 14.67%，归母净利润同比减亏。公司发布 2025 年半年度报告，1H25 实现营收 18.98 亿元 (YoY +14.67%)，实现归母净利润-2.45 亿元 (YoY +7.29%)，同比减亏约 0.2 亿元，若扣除股份支付影响，归母净利润为-1.61 亿元。单二季度营收为 9.88 亿元 (YoY +19.76%，QoQ +8.59%)，归母净利润-1.23 亿元 (YoY +11.66%，QoQ -0.76%)，其中，芯片产品销售 7.97 亿，半导体 IP 授权 0.9 亿，芯片定制业务 0.64 亿，其他业务 0.38 亿。

4G 蜂窝物联网同比增长超 30%，智能 SoC 全年出货量有望成倍增长。公司上半年蜂窝基带占比超过 85%，销量同比增长超 50%，收入增长超 30%（一季度同比增长超 20%），毛利增长超 60%。根据 TSR 统计，公司 2024 年在 Cat.1 bis 领域市占率接近 50%，1H25 公司 4G Cat.1 出货量同比增长超过 50%，且二季度环比增长超过 40%。4G Cat.4 出货量同比增长约 35%，三季度搭载公司 Cat.4 模组的车型将量产并出口至欧洲。Cat.7 产品已导入中兴、TCL、TPLINK 等，并推出 CPE 等终端产品。智能 SoC 在手订单充足，全年出货量较 2024 年预计成倍增长。全球首款 RedCap+Android 平台 ASR8603，目前处于客户 design in 阶段，预计终端产品将于今年第四季度上市。近期，搭载 4G 八核 ASR8662 的首发智能手机 G-Tab G9 正式发布，G-Tab 产品在中东、北非等市场广受欢迎。

ASIC 在手订单充足，已承接多项一线头部客户项目。上半年公司芯片定制及 IP 授权服务合计约 1.44 亿元，较 1H24 的 2.87 亿元同比减少 1.43 亿元，主要因 1) 前两年公司将 ASIC 资源倾向于自研芯片，2) ASIC 订单交付周期通常在 1.5 年左右。不过，自 2H24 开始，ASIC 定制市场空间显著扩大，公司快速响应需求，在智能穿戴/眼镜、端侧 AI 及 RISC-V 芯片等领域积极布局，目前在手订单充足。同时，针对海外算力限制新规，公司通过技术创新与新型架构设计，在合规基础上为系统厂商提供 ASIC 服务，并已承接多项头部客户订单。

投资建议：维持“优于大市”评级。我们看好公司在蜂窝基带芯片领域的稀缺性和竞争优势，智能终端芯片产品持续发布产品导入各类手机客户，ASIC 业务占据优势卡位顺应 AI 产业化趋势。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润-4.77/0.40/1.91 亿元（25-27 年前值-4.09/0.46/2.09 亿元），维持“优于大市”评级。

风险提示：激烈竞争导致产品价格下降风险；新产品开发滞后风险；地缘政治风险；先进制程产能受限风险；公司持续亏损风险等。

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）

◆ 乐鑫科技(688018.SH) 财报点评:收入利润齐创新高, WiFi6E 计划下半年量产

2025 上半年营收同比增长 35.35%，归母净利润同比增长 72.29%。公司发布 2025 年半年度报告，实现营业收入 12.46 亿元，同比增加 35.35%；实现归母净利润 2.61 亿元，同比增加 72.29%；扣非归母净利润 2.39 亿元，同比增加 64.22%。其中，2Q25 实现收入 6.88 亿元 (YoY +29.02%，QoQ +23.28%)，归母净利润 1.68 亿元 (YoY +71.45%，QoQ +78.82%)。

收入利润齐创新高，2Q 毛利率环比提升。二季度公司营业收入创下历史新高，并实现同环比稳步增长，收入增长的主要来源是下游各行各业数字化与智能化渗透率不断提升，以及近年的新增潜力客户逐步放量。收入结构上，上半年芯片收入占比为 38.9%，模组收入占比为 60.5%，相对较低毛利率的模组业务占比同比提升的同时，综合毛利率也从 43.2%提升至 45.2%，单二季度毛利率达到 46.7%。应用端方面，智能家居仍然是主要收入来源，但非智能家居领域增速更高，能源管理、工业控制等维持较高增速，AI

玩具、音乐教育、智慧农业等新兴领域开始萌芽。上半年研发费用同比增长 22.66%，在收入增速高于费用增速时，经营杠杆效应推动利润迅速提升。

Wi-Fi 6E 下半年有望正式量产，开发者社群持续扩大。公司在 Wi-Fi MCU 市场中出货量全球第一，在大 Wi-Fi 市场位居全球第五。公司逐步丰富产品矩阵，除手机以外的领域都将成为 Wi-Fi 产品线新的目标市场，市场容量扩大至现有的 2.5 倍。ESP32-C6 可提供 2.4GHz Wi-Fi 6，其低功耗表现出众，帮助拓展电池或储能设备驱动的应用。4 月公司宣布 ESP32-C5 全面进入量产，C5 作为行业首款 2.4&5GHz 双频 Wi-Fi 6 的 RISC-V SoC，是公司在自研高频 Wi-Fi 上的重大突破。6 月公司宣布首款支持 Wi-Fi 6E 的无线通信芯片已完成工程样片测试，计划于 2025 年下半年正式量产；同时，C61 也已全面进入量产，集成 2.4GHz Wi-Fi 6 与 BLE5 满足高速连接与低功耗的双重需求。开发者社群方面，上半年 GitHub 项目数量总计 15.13 万，reddit 小组会员 13.3 万，B 站最热视频播放量 132.1 万。M5Stack 保持快速创新节奏，每周上新一款硬件，产品组合中已有 300 多个 SKU。

投资建议：维持“优于大市”评级。我们看好公司在 WiFi MCU 与 SoC 领域的竞争力及领先优势，下半年 WiFi 6E 的量产发布将进一步完善公司产品矩阵。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 5.52/7.14/9.01 亿元（前值 4.82/6.16/7.99 亿元），当前股价对应 PE 分别为 68.4/52.1/41.0 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：行业竞争加剧风险；原材料采购价格上涨风险；产品研发进度不及预期风险；汇率波动风险等。

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）

◆ 北方华创(002371.SZ) 财报点评:立式炉与 PVD 出货量破千台，新产品布局完善平台化战略

上半年营收同比增长 29.51%，归母净利润同比增长 14.97%。公司发布 2025 年半年度报告，上半年实现营收 161.42 亿元 (YoY +29.51%)，归母净利润 32.08 亿元 (YoY +14.97%)，扣非后归母净利润为 31.81 亿元 (YoY +20.17%)。其中，单二季度实现营收 79.36 亿元 (YoY +21.84%，QoQ -3.30%)，归母净利润 16.27 亿元 (YoY -1.47%，QoQ +2.95%)。

电子装备业务稳健增长，盈利能力保持稳定。2025 上半年，公司业绩增长主要得益于电子工艺装备业务的强劲驱动，该业务板块实现营收 152.58 亿元，同比增长 33.89%，占总收入比重提升至 94.53%。电子元器件营收 8.58 亿元，同比下滑 17.47%，占总营收 5.37%，而其他业务占比 0.1%达到 0.16 亿元。盈利能力方面。上半年公司整体毛利率为 42.17%，同比有所下滑，主要因电子工艺装备与电子元器件两大业务毛利率均出现下降，其中核心的电子工艺装备业务毛利率为 41.70% (YoY -2.93pp)，电子元器件毛利率为 50.43% (YoY -6.96pp)，单二季度净利率为 20.59%。此外，公司存货达到 311.39 亿元，环比增长 23.51%，主要为满足未来订单交付需求，为后续收入确认提供有力支撑。公司合同负债余额约 50.05 亿元，环比减少 12.99%。

新产品相继补全平台化布局，三大主力设备出货量突破千台。上半年公司刻蚀设备收入超 50 亿元，薄膜沉积设备收入超 65 亿元，热处理设备收入超 10 亿元，湿法设备收入超 5 亿元。其中，立式炉和物理气相沉积 (PVD) 分别迎来第 1000 台整机交付里程碑，加上前期达成目标的刻蚀设备，三大主力装备均已突破 1000 台。同时，公司积极投入研发，上半年投入研发费用 29.15 亿元 (YoY +30.01%)，发布离子注入设备、电镀设备、先进低压化学气相沉积立式炉、金属有机物化学气相沉积设备等新产品。此外，上半年公司完成对沈阳芯源微的并购，丰富了在涂胶显影、前道清洗、键合和解键合等领域设备的布局。

投资建议：国产半导体设备平台化龙头，维持“优于大市”评级。公司作为国内半导体设备平台龙头，首次发布离子注入与电镀产品，与原有产品线形成协同。同时通过外延并购芯源微，进一步完善平台化布局。我们维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润 77.77/98.92/123.98 亿元，当前股价对应 PE 分别为 34.6/27.2/21.7 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：下游晶圆制造产能扩充不及预期风险，新产品开发不及预期风险，国际关系波动和地缘政治风险等。

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）

金融工程

◆ 金融工程月报:券商金股 2025 年 9 月投资月报

券商金股股票池上月回顾

2025 年 8 月，华胜天成、寒武纪-U、思泉新材等券商金股股票的月度上涨幅度靠前。

2025 年 8 月，开源证券、中航证券、招商证券收益排名前三，月度收益分别为 26.42%、25.08%、24.07%，同期偏股混合型基金指数收益 11.91%，沪深 300 指数收益 10.33%。

2025 年以来，东北证券、华鑫证券、东兴证券收益排名前三，年度收益分别为 97.69%、79.44%、65.29%，同期偏股混合型基金指数收益 28.29%，沪深 300 指数收益 14.28%。

券商金股股票池中选股因子表现

最近一个月，单季度净利润增速、单季度 ROE、单季度营收增速表现较好，BP、日内收益率、预期股息率表现较差；

今年以来，总市值、分析师净上调幅度、单季度营收增速表现较好，波动率、BP、预期股息率表现较差。

券商金股股票池本月特征

截至 2025 年 9 月 1 日，共有 39 家券商发布本月金股。在对券商金股股票池进行去重后，总共有 301 只 A 股。

从绝对占比来看，本期券商金股在电子(16.46%)、机械(9.23%)、基础化工(6.73%)、计算机(6.23%)、医药(5.99%)行业配置较高。

从相对变化来看，本期券商金股在电子(+3.67%)、通信(+2.23%)、机械(+1.55%)行业增配较多，在医药(-2.15%)、基础化工(-1.87%)、计算机(-1.67%)行业减配较多。

从风格暴露来看，本月券商金股股票池在风格上与上月基本保持一致。

在券商金股股票池中，如果前期市场的关注度相对较少，随着券商分析师将其推荐为金股，其获得的市场关注度将会明显提升。基于此，我们从买方关注度和卖方关注度两个视角，寻找出市场前期关注度相对较少的券商金股。

券商金股业绩增强组合

本月（20250801-20250829），券商金股业绩增强组合绝对收益 15.49%，相对偏股混合型基金指数超额收益 3.59%。

本年（20250102-20250829），券商金股业绩增强组合绝对收益 34.01%，相对偏股混合型基金指数超额收益 5.72%。今年以来，券商金股业绩增强组合在主动股基中排名 30.38%分位点（1504/3469）。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）

◆ 金融工程日报:大盘强势震荡上行，黄金股大爆发

市场表现：今日(20250901) 大部分指数处于上涨状态，规模指数中中证 2000 指数表现较好，板块指数中科创 100 指数表现较好，风格指数中沪深 300 成长指数表现较好。通信、有色金属、医药、电子、商贸零售行业表现较好，非银、银行、国防军工、交通运输、汽车行业表现较差。黄金精选、光模块(CPO)、黄金珠宝、PVC 地板、铅锌矿等概念表现较好，保险精选、降落伞、卫星互联网、卫星导航、玻璃纤维等概念表现较差。

市场情绪：今日市场情绪较为高涨，收盘时有 121 只股票涨停，有 7 只股票跌停。昨日涨停股票今日高

开高走，收盘收益为 3.22%，昨日跌停股票今日收盘收益为-0.04%。今日封板率 78%，较前日提升 2%，连板率 25%，较前日提升 7%。

市场资金流向：截至 20250829 两融余额为 22613 亿元，其中融资余额 22455 亿元，融券余额 159 亿元。两融余额占流通市值比重为 2.4%，两融交易占市场成交额比重为 11.4%。

折溢价：20250829 当日 ETF 溢价较多的是新能源车电池 ETF，ETF 折价较多的是科创指数增强 ETF。近半年以来大宗交易日均成交金额达到 14 亿元，20250829 当日大宗交易成交金额为 18 亿元，近半年以来平均折价率 5.89%，当日折价率为 6.43%。近一年以来上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 股指期货主力合约的年化贴水率中位数分别为 0.21%、2.22%、9.40%、11.53%，当日上证 50 股指期货主力合约年化贴水率为 0.96%，处于近一年来 43%分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率为 5.18%，处于近一年来 27%分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 23.98%，处于近一年来 6%分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 28.70%，处于近一年来 3%分位点。

机构关注与龙虎榜：近一周内调研机构较多的股票是迈瑞医疗、三花智控、银轮股份、巨人网络、深南电路、麦格米特、传音控股、芯源微等，迈瑞医疗被 397 家机构调研。20250901 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入前十的股票是创新医疗、东杰智能、源杰科技、腾景科技、晓程科技、迈威生物-U、隆扬电子、汇嘉时代、美晨科技、阿科力等，机构专用席位净流出前十的股票是岩山科技、腾龙股份、华工科技、华胜天成、中国卫星、豪悦护理、北方长龙、伟隆股份、高伟达、豪恩汽电等。陆股通净流入前十的股票是华胜天成、恒宝股份、国轩高科、利欧股份、旋极信息、长城军工、高伟达、吉视传媒、迈威生物-U、隆扬电子、源杰科技、岩山科技、豪恩汽电、文投控股、华工科技等，陆股通净流出前十的股票是浙大网新、豪悦护理、金财互联、腾景科技、中国卫星等。

风险提示：市场环境变动风险；本报告基于历史客观数据统计，不构成投资建议。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）

联系人： 李子靖

【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	796.82	1.73	ICE 布伦特原油	68.12	-0.72
白银	9626.00	2.68	铜	79750.00	0.69
铝	20675.00	-0.31	铅	16795.00	-0.08
豆一	4092.00	0.56	锌	22155.00	0.33
豆粕	3013.00	0.36	镍	122460.00	1.19
玉米	2240.00	0.31	锡	273340.00	-0.42
螺纹钢	2978.00	-2.58	SR509	5611.00	0.23

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	45544.88	-0.201632	60.88	60.88	60.88	60.88	40.64
德国 DAX 指数	24037.33	0.565303	88.72	2.60	0.16	27.13	54.05
法 CAC40 指数	7707.90	0.051922	-1.72	2.14	-0.56	1.00	47.61
恒生指数	25617.42	2.152517	-0.82	4.52	9.99	42.40	64.01
沪深 300 指数	4523.71	0.599400	1.21	11.56	17.79	36.19	58.54
美国 SP500 指数	6460.26	-0.639817	-0.10	1.40	9.27	15.52	48.29
纳斯达克综合指数	21455.55	-1.150003	-0.19	1.69	11.88	22.48	51.10
日经 225 指数	42188.79	-1.239932	-1.44	3.40	11.12	9.16	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	603259.SH	药明康德	111.5800	8.0155	无数据	603259.SH	药明康德	111.5800	8.0155	无数据
2	601138.SH	工业富联	55.6200	3.3253	无数据	601138.SH	工业富联	55.6200	3.3253	无数据
3	601899.SH	紫金矿业	24.3800	5.6326	无数据	300059.SZ	东方财富	28.6900	-0.7610	无数据
4	300394.SZ	天孚通信	222.1600	11.9025	无数据	601899.SH	紫金矿业	24.3800	5.6326	无数据
5	300502.SZ	新易盛	388.5000	9.0679	无数据	300502.SZ	新易盛	388.5000	9.0679	无数据
6	601127.SH	赛力斯	143.8900	5.0982	无数据	601127.SH	赛力斯	143.8900	5.0982	无数据
7	600276.SH	恒瑞医药	68.3500	3.2010	无数据	600276.SH	恒瑞医药	68.3500	3.2010	无数据

8	688256.SH	寒武纪-U	1448.3900	-2.9548	无数据	688256.SH	寒武纪-U	1448.3900	-2.9548	无数据
9	688041.SH	海光信息	208.9600	7.4234	无数据	688041.SH	海光信息	208.9600	7.4234	无数据
10	300308.SZ	中际旭创	406.1000	14.4202	无数据	300308.SZ	中际旭创	406.1000	14.4202	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	1211.HK	比亚迪股份	108.4000	-0.05244755	121958.69	9988.HK	阿里巴巴-W	137.1000	0.18496111	1169145.60
2	9992.HK	泡泡玛特	308.4000	-0.04342432	124017.57	0981.HK	中芯国际	63.6500	0.04859967	525350.67
3	2228.HK	中国节能海 东青	9.9900	-0.03103783	140912.19	3690.HK	美团-W	103.0000	0.00292113	324117.65
4	2228.HK	晶泰控股	9.9900	-0.03103783	140912.19	1810.HK	小米集团-W	54.0000	0.02175970	306789.47
5	1357.HK	美图公司	10.1800	-0.13874788	166283.97	1347.HK	华虹半导体	52.1000	-0.03159851	293517.74
6	1810.HK	小米集团-W	54.0000	0.02175970	203268.95	9992.HK	泡泡玛特	308.4000	-0.04342432	215236.97
7	3690.HK	美团-W	103.0000	0.00292113	278953.46	0700.HK	腾讯控股	605.0000	0.01424979	186474.99
8	1347.HK	华虹半导体	52.1000	-0.03159851	307224.38	1357.HK	美图公司	10.1800	-0.13874788	154398.15
9	0700.HK	腾讯控股	605.0000	0.01424979	309915.31	2228.HK	中国节能海 东青	9.9900	-0.03103783	149016.56
10	0981.HK	中芯国际	63.6500	0.04859967	535320.97	2228.HK	晶泰控股	9.9900	-0.03103783	149016.56
11	9988.HK	阿里巴巴-W	137.1000	0.18496111	1661220.21	1024.HK	快手-W	73.6000	-0.02322495	89047.68

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