

## 东吴证券晨会纪要

### 东吴证券晨会纪要 2025-09-02

#### 宏观策略

2025 年 09 月 02 日

#### 宏观深度报告 20250901：补贴与竞争：哪些地区和行业内卷更严重？——统一大市场系列研究之一

土地补贴和财税补贴是地方政府间横向竞争的工具。我们尝试量化产业政策中土地和财税补贴的规模，并识别哪些地区和行业的税负率更低。土地补贴方面，按照价差计算，2017-2024 年 70 城工业部门获得的土地补贴年均 1.45 万亿，占全国 GDP 的 1.3% 左右；财税补贴方面，按照与法定税率的差距来算，2023 年制造业的企业所得税税收优惠约 7300 亿，占 GDP 的 0.56%。结合地区和行业来看，可以识别内卷程度，汽车制造业、电气机械、电子设备等行业大多是中西部省份内卷更严重，存在利润率和税负率双低的情况，具体见 2.2.4。近年来，面临房地产市场下行、“反内卷”规范地方政府补贴、消费税改革等三大变革，传统的横向竞争模式正在迎来转变，地方政府将从“逐底竞争”转向“逐顶竞争”。风险提示：

（1）房地产和土地市场变化，对地方政府行为影响较大，如果未来房地产市场出现趋势性变化，地方政府行为可能也会发生变化；（2）本文涉及多个税负率，分母包含增加值、营业收入、利润总额等指标，但经济口径指标和税务口径指标不完全相同，税务率的计算存在一定误差；（3）政策变动具有不确定性，如消费税改革落地情况、反内卷执行力度，对地方政府行为的影响都比较大。

#### 宏观量化经济指数周报 20250831：去年 9 月“以旧换新”密集落地，后续商品零售增速或将承压

预计公开市场操作或仍以买断式逆回购和 MLF 加量投放为主、平抑 9 月资金缺口的影响，呵护实体经济流动性

#### 海外周报 20250831：联邦巡回法院裁定特朗普征收 IEEPA 对等关税违法

核心观点：本周特朗普罢免美联储理事与温和 PCE 数据令降息预期进一步升温，美股上行美债利率下行，10 年期美债利率降 2.53bps 至 4.228%；但科技股抛售令美股由涨转跌，标普 500、纳斯达克指数分别收跌 0.10%、0.19%。本周公布的美国 Q2 GDP 修正值在商业投资的拉动下上修幅度超预期，同时海外分析师上修对 Q3 美国经济增长预期。海外政治方面，本周一特朗普以涉嫌在抵押贷款申请中存在欺诈行为为由罢免美联储理事库克，成为 1913 年美联储成立以来首次，引发市场对美联储独立性的担忧。预计库克将一路上诉至最高法院，而美联储则采取中立态度，称将“遵守法院发布的任何命令”。同时本周美国联邦巡回上诉法院正式裁定特朗普援引《国际紧急经济权利法》（IEEPA）征收对等关税的行为违法，但允许等关税征收至 10 月 14 日。预计后续特朗普上诉期间最高法院将允许特朗普继续征收关税直至判决结果出炉，对等关税对通胀和经济增长的压力料将持续存在。风险提示：特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

#### 宏观点评 20250830：人民币汇率是否会升破 7.0？

中间价仍是重要的观测变量，在 8 月份外汇市场对美联储 9 月降息预期

晨会编辑 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

升温、美元指数继续保持结构性弱势的支撑下，即期汇率短期升值或加速，预计即期汇率与中间价或在 7.10 点位实现“三价并轨”。

### 宏观点评 20250829：中欧关系：历史、当下与未来发展

中欧关系或仍将在“意识形态对立”和“经济现实协同”的矛盾中继续运行

## 固收金工

### 固收周报 20250831：周观：“股债跷跷板”的不对称性（2025 年第 34 期）

东吴证券\_固收周报\_周观：“股债跷跷板”的不对称性（2025 年第 34 期）--固收周报 20250831\_李勇

#### 固收周报 20250831：写在转债分歧显性化后

本周（0825-0829）转债市场出现显著调整，且调整主要来自于“主动”杀估值，正如上周观点中提及“转债高估值磨顶期拐点远近或依赖于权益市场破位上行势能强弱”，本周权益市场—尤其泛科技板块—较强的上冲势能导致止盈盘涌现及一级债基往二级债基、二级债基内部转债往权益优化等结构性调整，我们思考这均对转债高估值形成一定压迫。

#### 固收点评 20250830：二级资本债周度数据跟踪（20250825-20250829）

一级市场发行与存量情况：本周（20250825-20250829）银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。二级市场成交情况：本周（20250825-20250829）二级资本债周成交量合计约 1582 亿元，较上周减少 580 亿元。

#### 固收点评 20250830：绿色债券周度数据跟踪（20250825-20250829）

一级市场发行情况：本周（20250825-20250829）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 13 只，合计发行规模约 71.16 亿元，较上周增加 3.26 亿元。二级市场成交情况：本周（20250825-20250829）绿色债券周成交额合计 522 亿元，较上周减少 8 亿元。

## 行业

### 推荐个股及其他点评

#### 首程控股（00697.HK）：2025 中报点评：营收稳健增长，机器人产业布局加速

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测分别为 5.9/7.7/9.3 亿港元，当前市值对应 PE 分别为 24/18/15 倍，考虑到公司主业稳健，叠加在人形机器人上的深入布局，维持公司“买入”评级。风险提示：宏观经济波动，REITs 市场回暖不及预期，机器人业务落地不及预期。

#### 迪威尔（688377）：2025 年中报点评：Q2 归母净利润同比+12%，盈利能力持续修复

盈利预测与投资评级：考虑到深海订单交付周期较长，出于谨慎性考虑，我们调整公司 2025-2027 年归母净利润预测为 1.38（原值 1.40）/2.03（原值 2.05）/2.61（原值 2.63）亿元，当前市值对应 PE 分别为 47/32/25x，维持“增持”评级。风险提示：市场竞争加剧风险，主要原材料价格波动风险，汇率变动风险，宏观环境风险等。

#### 华域汽车（600741）：2025 年中报点评：业绩稳健增长，切入固态电池赛道

**盈利预测与投资评级：**我们维持公司 2025-2027 年营收预测为 1731/1826/1871 亿元，同比分别+2.5%/+5.5%/+2.5%；基本维持 2025-2027 年归母净利润预测为 71/77/80 亿元，同比分别+6.5%/+7.9%/+4.4%，对应 PE 分别为 9/8/8 倍，维持“买入”评级。 风险提示：海外市场拓展不及预期；下游乘用车需求复苏低于预期，乘用车价格战超过预期。

**华润燃气 (01193.HK)：2025 年中期业绩公告点评：经营数据不及预期，DPS 同增 20%**

**盈利预测与投资评级：**考虑到 2025H1 经营数据不及预期，我们下调 2025-2027 年公司归母净利润至 37.28/39.73/42.88 亿港元（原值 44.64/49.05/53.76 亿港元），同比 -8.8%/+6.6%/+7.9%，对应 PE 12.35/11.59/10.74 倍（估值日期 2025/9/1）；2025 年分红金额不下滑对应股息率 4.8%，回购股份进一步增加股东回报，维持“买入”评级。

**罗莱生活 (002293)：2025 年中报点评：家纺业务恢复较好，家具业务仍待改善**

**盈利预测与投资评级：**公司为国内家纺龙头，25H1 家纺主业经营周期向上趋势明确，线上渠道及大单品策略成效显著，库存水平健康。美国家具业务仍受外部环境影响承压，但亏损可控。考虑家具业务仍待复苏，我们将 25-26 年归母净利润从 5.43/6.16 亿元下调至 4.95/5.54 亿元，增加 2027 年预测值 6.09 亿元，对应 25-27 年 PE 14/13/12X，公司高分红属性突出，维持“买入”评级。 风险提示：宏观经济及消费疲软、美国家居业务复苏不及预期、市场竞争加剧等。

**万华化学 (600309)：全球聚氨酯龙头再启航**

**盈利预测与投资评级：**根据公司各板块项目进展及行业景气度情况，我们预计公司 2025-2027 年的营业收入分别为 1856、1939、2027 亿元，同比增速分别为+2%、+4%、+5%；归母净利润分别为 135、165、190 亿元，同比增速分别为+4%、+22%、+16%；按 2025 年 8 月 29 日收盘价，公司 PE 分别为 16、13、11 倍。考虑到公司在聚氨酯行业的领先地位，以及石化、新材料项目落地带来的业绩增量，我们看好公司发展前景，首次覆盖给予“买入”评级。 风险提示：原材料价格大幅波动；宏观需求恢复不及预期；项目投产进度延后；新材料推广不及预期。

**上海电影 (601595)：2025 年半年报点评：影院份额提升，《浪浪山小妖怪》商业化进展顺利**

**盈利预测与投资评级：**一方面，电影票房大盘压力仍然存在，对影院和院线业务或带来一定压力；另一方面，《浪浪山小妖怪》在 25H2 将带来票房贡献，因此我们将 2025 年归母净利润从 2.5 亿元上调至 2.6 亿元，并维持 2026-2027 年归母净利润为 3.7/4.4 亿元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 55/38/32 倍。我们看好“上影元”代表的 IP 资产和“AI+”战略代表的未来可能性，维持“买入”评级。 风险提示：市场竞争加剧，电影票房大盘恢复不及预期，IP 热度下滑。

**迈瑞医疗 (300760)：2025 年中报点评：海外拓展顺利，期待下半年迎来业绩拐点**

**投资要点** 事件：公司近期发布 2025 年中报。2025 年上半年，公司实现收入 167.43 亿元（-18.45%，同比，下同），实现归母净利润 50.69 亿元（-32.96%），实现扣非归母净利润 49.49 亿元（-32.94%）。2025 单 Q2 季度，公司实现收入 85.06 亿元（-23.77%），实现归母净利润 24.40 亿元（-44.55%），实现扣非归母净利润 24.19 亿元（-44.31%），业绩略低于我们

预期。 2025 年上半年公司主业受国内招采影响承压，毛利率平稳。2025H1 分产品看，体外诊断收入 64.24 亿（-16.11%），生命信息与支持收入 54.79 亿（-31.59%），医学影像类收入 33.12 亿（-22.51%），电生理与血管介入收入 12.14 亿（+224.70%）。各产品 2025 年上半年毛利率保持平稳，体外诊断毛利率 59.50%，生命信息与支持毛利率 60.56%，医学影像类毛利率 65.07%，电生理与血管介入毛利率 71.91%。 2025 年上半年公司海外市场拓展顺利，期待下半年国际业务环比加速：2025 年上半年，公司国际业务收入达 83.32 亿（+5.39%），国际业务收入占公司总收入 49.77%。分业务来看，公司国际体外诊断业务收入同比实现双位数增长，国际化学发光业务收入增长超过 20%，2025H1，公司 MT 8000 全实验室智能化流水线销售 13 套，对应累计销售已达 15 套。 盈利预测与投资评级：考虑到海外推广费用及国内招投标情况，我们将公司 2025-2027 年归母净利润由 119.60/131.31/152.80 亿元调整为 113.60/123.90/144.11 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 26/24/21 倍，考虑到公司海外发展顺利，维持“买入”评级。 风险提示：地缘政治风险，新产品市场推广或不及预期的风险等，并购整合不及预期风险等。

#### **中国通号（688009）：2025 半年报点评：业绩平稳，加速聚焦主业**

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 39.05/43.05/47.17 亿元。当前市值对应 PE 分别为 15/13/12 倍，考虑公司海外业务进展顺利，维持公司“买入”评级。 风险提示：信号系统改造需求不及预期，海外市场拓展不及预期，宏观经济风险。

#### **金龙汽车（600686）：2025 年中报点评：25Q2 毛利率同环比提升，业绩如期兑现**

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年营业收入为 250/268/285 亿元，同比+9%/+7%/+7%，基本维持 2025-2027 年归母净利润为 4.4/6.4/8.3 亿元，同比+182%/+45%/+28%，对应 PE 为 20/14/11 倍。维持公司“买入”评级。 风险提示：全球经济复苏不及预期，国内外客车需求低于预期。

#### **长江电力（600900）：2025 年中报点评：发电量稳增&费用优化，股东增持彰显发展信心**

盈利预测与投资评级：我们维持 2025-2027 年对公司归母净利润的预测 350.28/367.15/370.87 亿元，同比增长 7.8%/4.8%/1.0%；对应当前 PE 19.4/18.5/18.3 倍（估值日 2025/9/1）；按照 2025 年分红比例 70%计算，对应股息率 3.6%（估值日 2025/9/1），公司未来五年（2026-2030 年）将维持分红比例不低于 70%的分红规划；维持“买入”评级。

#### **优必选（09880.HK）：2025 年中报点评：营收稳健增长，人形机器人正式迈向商业化应用**

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年营业收入预测分别为 20.16/28.23/37.05 亿元，当前市值对应 PS 分别为 23/16/12 倍，考虑到优必选人形机器人龙头地位，技术壁垒深厚，商业化落地进程行业领先，维持公司“买入”评级。 风险提示：人形机器人商业化落地不及预期，行业竞争加剧。

#### **埃斯顿（002747）：2025 年中报点评：业绩同比改善，25Q2 国内市占率升至第一**

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 0.54/1.17/1.70 亿元，当前股价对应 PE 分别为 388/181/124 倍，考虑到公

司在工业机器人领域龙头地位，维持公司“增持”评级。 风险提示：制造业复苏不及预期，工业机器人需求不及预期，市场价格竞争加剧。

**携程集团-S (09961.HK): 2025Q2 业绩点评: 利润及回购好于预期，国际业务继续高增**

公司业绩好于预期，但考虑海外仍在投入期，我们将 2025-2027 年公司经调整净利润预测从 176/197/220 亿元调整至 183/200/220 亿元，对应经调整口径 PE 为 20/19/17 倍，我们继续看好公司海外业务成长，维持“买入”评级。

**海澜之家 (600398): 2025 年中报点评: 整体经营稳健，新业务增厚业绩**  
盈利预测与投资评级: 考虑国内消费环境偏低迷，我们将 25-26 年归母净利润预测值从 31.27/34.59 亿元下调至 24.34/27.44 亿元，增加 27 年预测值 30.44 亿元，对应 25-27 年 PE 为 14/12/11X。长期看，主品牌作为男装龙头有望维持稳健运营，斯搏兹及京东奥莱新业态有望打开第二增长曲线，维持“买入”评级。 风险提示：国内消费疲软、新业务发展不及预期、存货管理及跌价风险。

**伯特利 (603596): 2025 年中报点评: Q2 毛利率环比提升但仍有压力，电子/海外业务增速亮眼**

盈利预测与投资评级: 考虑到下游客户竞争趋于激烈，我们维持公司 2025-2027 年营收为 129.2/155.0/183.8 亿元，同比分别+30%/+20%/+19%；下调 2025-2027 年归母净利润为 14.4/17.4/20.8 亿元（原为 15.5/18.8/22.9 亿元），同比分别+19%/+21%/+20%，对应 PE 分别为 20/17/14 倍，维持“买入”评级。 风险提示：乘用车需求不及预期，海外工厂建设不及预期。

**保隆科技 (603197): 2025 年中报点评: 毛利率/所得税压制 Q2 业绩，看好 Q3 业绩拐点出现**

盈利预测与投资评级: 由于公司传统业务增速放缓，且新产品放量对整体毛利率有所影响，我们下调 2025-2027 年营收预测为 87/103/125 亿元（原为 91/111/135 亿元），同比分别+24%/+18%/+22%；下调 2025-2027 年归母净利润为 4.1/5.7/7.5 亿元（原为 5.1/7.2/9.2 亿元），同比分别+35%/+41%/+31%，对应 PE 分别为 20/14/11 倍，维持“买入”评级。 风险提示：新产品落地不及预期，乘用车价格战超出预期。

**中联重科 (000157): 2025 年中报点评: Q2 扣非归母净利润同比+50%超预期，新兴业务板块开拓卓有成效**

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 50.4/61.0/73.8 亿元，对应当前市值 PE 分别为 13/10/9x，维持“买入”评级。 风险提示：国内行业需求回暖不及预期，行业竞争加剧，出海不及预期

**宏华数科 (688789): 2025 年中报点评: Q2 归母净利润同比+25%，持续受益于数码印花渗透率提升**

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润为 5.4/6.9/8.7 亿元，当前市值对应 PE 分别为 25/20/16 倍，维持“买入”评级。 风险提示：数码印花行业渗透不及预期，核心零部件对外依赖风险，行业竞争加剧，宏观经济风险

**爱尔眼科 (300015): 2025 年中报点评: 屈光客单提升，关注新术式推广、组织变革、海外发展**

事件：公司发布 2025 年半年报，2025H1 公司实现营收 115.07 亿元

(+9.12%，同比，下同)，归母净利润 20.51 亿元 (+0.05%)，扣非归母净利润 20.40 亿元 (+14.3%)。25Q2 公司实现营收 54.81 亿元 (+2.47%)，归母净利润 10.01 亿元 (-12.97%)，扣非归母净利润 9.80 亿元 (+4.03%)。

**中国船舶 (600150): 2025 年中报点评: Q2 归母净利润+80%符合预期，南北船合并已步入收官阶段**

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 74/99/124 亿元（暂不考虑吸收合并中国重工），当前市值对应 PE 分别为 23/17/13x，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济波动、地缘政治风险、原油价格波动等。

**中信博 (688408): 2025 年中报点评: Q2 出货环比提升、毛利率因结构变化略有下降，在手订单充足**

投资建议：由于上半年光伏行业竞争依然激烈，公司盈利承压，我们下调 25-27 年盈利预测，预计 25-27 年归母净利润 7.18/9.13/11.25 亿元（原预期 25-27 年 8.33/10.59/12.82 亿元），同增 14%/27%/23%，给予 26 年 16xPE，对应目标价 67 元，基于公司行业地位，维持“买入”评级。

**晶科能源 (688223): 2025 半年报点评: 组件出货保持龙一，TOPCon 持续升级**

盈利预测与投资评级：考虑到公司虽短期价格承压，但随反内卷推进，组件价格企稳回升，我们预计公司 25-27 年归母净利润-42.3/17.5/40.5 亿元（25-26 年前值为 40.8/60.6 亿元，27 年新增预期 40.5 亿元），同比-4372%/+141%/+131%，基于公司组件出货稳居龙头，储能快速放量，N 型技术保持领先且持续突破，同时费用管控趋严、资本开支压降，有望在行业反内卷趋势下率先修复盈利，维持“买入”评级。风险提示：原材料上涨超预期、需求增长不及预期、竞争加剧、政策不及预期等

**海螺创业 (00586.HK): 2025 年中报点评: 固废稳健增长&水泥业绩反转，自由现金流转正**

盈利预测与投资评级：公司垃圾焚烧运营主导业绩增长，自由现金流转正，具备分红提升潜力；海螺水泥盈利回升&分红增加，股权价值有望重估。垃圾焚烧主业稳健增长，间接持股的海螺水泥盈利大幅改善，我们将 2025-2027 年归母净利润预测从 21.82/23.04/24.38 亿元调整至 23.61/26.20/28.74 亿元，对应估值 7.2/6.5/5.9 倍 PE，维持“买入”评级。（估值日期：2025/8/31）风险提示：海螺水泥业绩不及预期，资本开支、分红不及预期等。

**华电国际 (600027): 2025 半年报点评: 符合预期，关注 2026 年容量电价提高对冲发电量下滑影响**

事件：公司发布 2025 年半年报，2025 年上半年公司实现营业收入 599.53 亿元，同比-9.0%，略低于市场预期；实现归母净利润 39.04 亿元，同比+13.2%，符合市场预期。2025 年上半年煤电板块实现利润总额 27.48 亿元，同比+25.9%。2025 年上半年煤电、气电、水电三大板块均全面盈利。其中，煤电实现利润总额 27.48 亿元，同比+25.9%；燃机实现利润总额 3.18 亿元，剔除 2024 年上半年浙江半山一次性资产处置收益 13.86 亿元，利润增加 2.45 亿元；水电实现利润总额 1.09 亿元，同比+119.5%。发电量、上网电价及煤耗：2025H1 完成发电量 1206.21 亿千瓦时，同比-6.4%；实现上网电价 516.80 元/兆瓦时，同比-1.4%。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 64.5/68.1/77.4 亿元，对应 PE 为 10/9/8 倍，维持“买入”评级。风险提示：并购进度不及预期的风险，

电力需求超预期下降的风险，减值风险等

**南网储能（600995）：2025 年半年报点评：梅蓄一期进入现货市场结算，抽蓄盈利能力提升**

事件：公司发布 2025 年半年报，2025 上半年公司实现营业收入 33.01 亿元，同比+13.4%；实现归母净利润 8.32 亿元，同比+32.9%；实现扣非后归母净利润 8.38 亿元，同比+32.2%；符合市场预期。2025H1 受益于调峰水电来水偏丰+梅蓄一期进入现货市场收入增加+云南丘北储能电站投产，实现归母净利润同比+32.9%。报告期内营业收入同比增加 13.4%，归属于母公司股东的净利润同比增加 32.9%，主要是以下原因：一是调峰水电厂来水同比增加，发电量同比增加；二是梅蓄一期现货市场收入增加，抽蓄收入同比增加；三是云南丘北储能电站投产，新型储能收入同比增加。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润为 12.35 亿元、13.94 亿元、15.17 亿元，对应 2025-2027 年 PE 为 27 倍、24 倍、22 倍，维持“买入”评级。风险提示：公司调峰电站来水不确定的风险、新型储能电站商业模式不确定的风险等

**经纬恒润-W（688326）：2025 年中报点评：25Q2 净利润扭亏为盈，业务多元发展**

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年营收预测为 71.5/80.4/92.9 亿元，同比分别+29%/+13%/+16%；维持 2025-2027 年归母净利润预测为 0.23/1.74/2.66 亿元，对应 PE 分别为 618/81/53 倍，鉴于公司电子业务新品放量在即，我们维持“买入”评级。风险提示：智能电动汽车行业发展不及预期，法律法规限制自动驾驶发展，下游车企价格战超预期。

**潍柴动力（000338）：2025 年半年报点评：四大战略方向成果亮眼，中期分红率同比提升**

盈利预测与投资评级：2025 年重卡行业迎来复苏，公司作为发动机龙头强者恒强，我们基本维持 2025~2027 年归母净利润预测 129/152/161 亿元，2025~2027 年对应 EPS 分别为 1.48 /1.75/1.85 元，对应 PE 分别为 10.26/8.66/8.20 倍，考虑公司当前估值较低且龙头地位稳固，维持“买入”评级。风险提示：经济复苏不及预期，地缘政治风险等。

**申能股份（600642）：2025 中报点评：煤价下行煤电利润提升，新能源持续扩张**

盈利预测与投资评级：我们维持 2025-2027 年预测公司归母净利润 40.5/41.4/43.0 亿元，2025-2027 年 PE 为 9.8/9.5/9.2 倍（2025/8/29），火电红利标杆，维持“买入”评级。风险提示：区域用电需求波动，煤炭价格天然气价格波动，电改趋势下电价的波动。

**兴业证券（601377）：2025 年中报点评：经纪、自营业务带动公司归母净利润增长超过 40%**

事件：兴业证券公告 2025 年中报。公司上半年实现营业收入 54.0 亿元，同比+28.8%；归母净利润 13.3 亿元，同比+41.2%；对应 EPS 0.15 元，ROE 2.3%，同比+0.7pct。第二季度实现归母净利润 8.1 亿元，同比+32.6%，环比+57.6%。业绩大幅改善主要来自于经纪业务及自营业务。盈利预测与投资评级：考虑到市场交投活跃，我们上调公司的盈利预测，预计公司 2025-2027 年的归母净利润为 32.82/35.21/38.39 亿元（前值为 25.99/29.90/33.62 亿元），分别同比+52%/+7%/+9%，对应 2025-2027 年 PB 为 0.97/0.92/0.88 倍。公司自营弹性较大，财富管理及大资管业务均有亮

点，维持“买入”评级。 风险提示：交易量持续走低，权益市场波动加剧致投资收益持续下滑。

### 中国广核（003816）：2025 中报点评：电价影响业绩释放，拟收购惠州核电增厚 EPS

盈利预测与投资评级：考虑市场化结算电价及所得税影响，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润从 104.8/111.2/126.9 亿元至 98.5/100.3/115.0 亿元，对应 PE 为 20/19/17 倍（2025/8/29），维持“买入”评级。 风险提示：电力价格波动，装机进度不及预期，核电机组运行风险。

### 寒武纪-U（688256）：2025 年中报业绩点评：25H1 营收同比增长 4348%，Q2 净利率环比快速提升

25H1 营收同比增长 4348%，销售净利率达到 38.57%。据公司 25 年中报，25H1 实现营收 28.81 亿元，yoy+4347.82%；毛利率 55.93%；归母净利润 10.38 亿元，同比增长 295.82%。25Q2 单季营收 17.69 亿元，yoy+4425.01%，qoq+59.19%；毛利率 55.88%；销售净利率 38.57%，环比增加 6.61pcts。截至 Q2，公司存货达到 26.9 亿元，yoy+1042.66%，qoq-2.36%；合同负债达到 5.43 亿元，yoy+86748.17%，qoq+54200%。 7nm 先进工艺加持，产品性能领先且具备跨场景适配能力。公司已掌握 7nm 先进工艺下的物理设计技术，并成功应用于思元 100、思元 220、思元 270、思元 290、思元 370 等多款核心芯片，显著提升了产品性能。产品不仅在大模型训练与推理、智能视觉、语音处理、推荐系统等典型 AI 场景中表现优异，还实现了在运营商、金融、互联网等多个重点行业的规模化部署，展现了强大的市场适应能力和行业渗透力。构建云边端协同生态体系，拓展垂类应用市场。公司依托自研智能芯片和统一的基础系统软件平台，构建了云边端一体化的智能计算生态体系，具备高能效、高计算密度、低延时等核心优势。在生态方面，训练软件平台持续跟进并支持了 PyTorch 最新版本，支持图融合和算子自动生成能力，取得了显著的性能加速效果，得到了客户的认可。在大模型方面，训练软件平台进一步扩展了对 DeepSeek 系列、Qwen 系列、Hunyuan 系列模型的支持，重点优化了通信计算并行方面的性能，提高了混合专家模型训练的整体吞吐。在强化学习领域，新增了对主流强化学习框架和 Qwen 模型的支持，其验证精度和整体性能均已达到主流竞品同等水平。在国内市场，公司通过智能计算集群系统业务，为人工智能应用部署能力较弱的客户提供一站式解决方案，并在智慧矿山、智能工厂等场景形成标杆案例。

### 中国核电（601985）：2025 年中报点评：核电业务归母同增 9.5%，电量稳定释放

盈利预测与投资评级：我们维持 2025-2027 年预测公司归母净利润 100/104/116 亿元，2025-2027 年 PE 为 18/18/16 倍（2025/8/29）。公司 2025 至 2027 年计划投运 2 台/2 台/5 台核电机组，进入加速投产阶段，维持“买入”评级。 风险提示：电力价格波动，装机进度不及预期，核电机组运行风险。

### 东方证券（600958）：2025 年中报点评：净利润增幅超 60%，投行业务修复显著

盈利预测与投资评级：结合公司 2025H1 经营情况，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 73.39/77.84/82.46 亿元（前值分别为 36.93/39.83/43.00 亿元），对应增速分别为 119.06%/6.07%/5.93%，当前市值对应 2025-2027 年 PB 估值分别为 1.26x/1.20x/1.14x。看好交投活跃度

回升背景下公司在财富管理转型及基金管理方面的增量，维持“买入”评级。 风险提示：交易量持续走低，权益市场波动加剧致投资收益持续下滑。

### 康方生物 (09926.HK): 2025 年中期业绩公告点评: 商业化营收增长显著, HARMONI-A 获 OS 显著结果

盈利预测与投资评级: 公司正处于商业化快速放量的初期。我们认为 AK104 仍然具有较强 BD 潜力, AK112 合作伙伴 Summit 或可能寻求 MNC 合作, 若达成将显著提升海外销售预期。根据 25H1 的费用使用情况, 我们下调了此前费用预测, 并预计未来归母净利润水平将有较明显改善, 上调 25-27 年预测至 -1.58/6.95/16.17 亿元 (原值 -10.28/-10.59/6.64 亿元)。我们维持 25-27 年的营收预测分别为 36.72/53.42/72.40 亿元, 康方生物未来销售收入及利润将快速增长, 维持“买入”评级。 风险提示: 研发进展不及预期的风险; 市场竞争加剧的风险。

### 中创新航 (03931.HK): 动储发力出货高增, 盈利改善拐点明确

盈利预测与投资评级: 公司深耕行业十余年, 动力电池装机量稳居全球前四、国内前三, 客户结构持续优化, 绑定小鹏、零跑、蔚来等主流车企, 市占率快速提升。储能业务延续高成长趋势, 海外项目加速落地, 叠加大电芯放量、产能释放, 中长期成长空间广阔。我们预计公司 2025-2027 归母净利润分别为 13.01/21.33/30.91 亿元, 同比+119.99%/64.00%/44.94%, 价对应 PE 分别为 25/15/10 倍, 给予公司 2026 年 25 倍 PE, 对应股价约 30 元/股, 首次覆盖, 给予“买入”评级。 风险提示: 市场竞争加剧、原材料价格波动、产能投放不及预期等。

### 伊力特 (600197): 2025 年中报点评: 聚焦大单品, 筑牢基本盘

事件: 公司发布财报, 25H1 营收、归母净利分别为 10.70、1.63 亿元, 同比-19.5%、-17.8%; 25Q2 营收, 归母净利分别为 2.75、0.18 亿元, 同比-44.9%、-52.7%。 盈利预测与投资评级: 考虑 2025 年需求复苏进程较慢, 公司开发产品渠道及份额稳定性相对较弱, 我们调整 2025~27 年归母净利润预测为 2.6、2.9、3.5 亿元 (前值 3.3、4.0、5.0 亿元), 对应 2025~27PE 为 29、26、22x, 参考历史 PE 估值分布, 维持“买入”评级。 风险提示: 疆内市场白酒竞争加剧; 疆外市场扩张不及预期; 产品结构升级不及预期。

### 富临精工 (300432): 2025 年半年报点评: 高端铁锂优势领先, 机器人关节全面布局

盈利预测与投资评级: 考虑碳酸锂价格波动及一次性补税影响, 下修 25-27 年归母净利润预期至 6.3/12.3/16.3 亿元 (原值为 9.6/15.4/20.4 亿元), 同增 60%/94%/33%, 对应 PE 为 44/22/17 倍, 考虑机器人业务进展顺利, 维持“买入”评级。 风险提示: 电动车销量不及预期, 行业竞争加剧。

### 广汽集团 (601238): 2025 半年报点评: 业绩表现略低预期, 静待一体化改革效果显现

盈利预测与投资评级: 由于行业竞争加剧背景下公司上半年整体业绩低于我们预期, 同时考虑华望仍处投入期, 我们下调公司 2025/2026/2027 年归母净利润预期至 -3.6/13/46 亿元 (原为 35/47/56 亿元), 对应 2026/2027 年 PE 为 59/17 倍。考虑公司合资逐步触底, 集团改革加速, 与华为合作车型计划在 2026 年发布, 有望为公司带来销量增量。因此我们仍维持“买入”评级。 风险提示: 行业竞争加剧风险; 对外合作进展低预期等。

**百合股份 (603102): 2025 年中报点评: 内生短期承压, 外延整合向好**  
子公司整合顺利, 内外协同向好。

**水星家纺 (603365): 2025 年中报点评: Q2 营收增长提速, 下半年利润率有望回升**

盈利预测与投资评级: 考虑当前处于单品投放初期利润率短期承压, 我们将 25-27 年归母净利润从 3.99/4.48/4.97 亿元小幅下调至 3.82/4.44/4.97 亿元, 对应 PE 分别为 12/10/9X, 继续看好市场份额提升释放业绩弹性, 维持“买入”评级。 风险提示: 国内消费信心低迷, 费用转化效果不及预期。

**恺英网络 (002517): 2025 年半年报点评: 新游储备充沛, 传奇盒子收入增速亮眼**

盈利预测与投资评级: 我们维持盈利预测, 预计 2025-2027 年公司 EPS 分别为 1.01/1.10/1.17 元, 对应当前股价 PE 分别为 23/21/20 倍, 看好公司夯实强势品类优势, 探索新品类增量, 维持“买入”评级。 风险提示: 老游流水超预期下滑, 新游流水不及预期, 行业监管风险。

**华泰证券 (601688): 2025 年中报点评: 归母净利润增幅超 40%, 投行业务韧性凸显**

盈利预测与投资评级: 基于公司 2025H1 经营情况, 我们上调此前盈利预测, 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 158.82/175.50/186.60 亿元 (前值分别为 140.16/151.26/160.75 亿元), 对应同比增速分别为+3.46%/+10.50%/+6.32%。公司当前市值对应 2025-2027 年 PB 估值分别为 0.96/0.91/0.85 倍。看好交投情绪恢复后公司不断巩固头部券商竞争壁垒, 同时依托科技核心竞争力延续增长趋势, 维持“买入”评级。 风险提示: 1) 市场成交活跃度下降; 2) 股市波动冲击自营投资收益。

**四方股份 (601126): 2025 年中报点评: 业绩略低于市场预期, 出海&AIDC 有望成为新增长点**

事件: 公司 25H1 营收 40.2 亿元, 同比+15.6%, 归母净利润 4.8 亿元, 同比+12.4%, 毛利率 30.5%, 同比-2.9pct, 归母净利率 11.8%, 同比-0.3pct; 其中 25Q2 营收 21.9 亿元, 同比+13.4%, 归母净利润 2.3 亿元, 同比-3.2%, 毛利率 29.4%, 同比-3.7pct, 归母净利率 10.7%, 同比-1.8pct。盈利受收入结构影响, 业绩略低于市场预期。 25H1 网外收入占比提升, 网内平稳增长。 25H1 公司电网自动化/电厂及工业自动化实现营收 17.26/20.03 亿元, 同比+29%/+31%, 毛利率分别为 40.83%/23.82%, 同比-2.80/-2.67pct。其中电厂及工业自动化收入占比约 50%, 首次超过电网自动化业务, 我们预计主要系 25H1 新能源抢装所致。公司网外市场基本盘稳固, 增量市场如海上风电进展顺利, 中标了山东华能半岛北 L 厂址、河北建设山海关 500MW、福建三峡集团平海湾 DE 等标杆海上风电项目, 同时在分布式调相机二次及系统集成方面中标了多个项目。网内业务 25H1 实现平稳增长, 毛利率有所下滑我们预计主要系确收了部分降价保护订单。截至 25 前四批, 国网保护/监控招标需求分别同比+60%/+36%, 更新需求旺盛, 展望 25H2, 我们预计公司网内业务有望加速, 网外新市场持续突破延续稳健增长。 国际市场稳扎稳打, 技术&产品优势向数据中心延伸。 25H1 公司海外业务收入 1.02 亿元, 同比-13%, 毛利率 44.09%, 同比+9.00pct。公司持续拓展国际市场, 二次设备&SVG&储能等电力电子设备在非洲、印度、老挝等国家和地区均有中标和项目落地, 形成电力二次&电力电子一次产品的出海组合拳。凭借在能源管理和电力电子技术

的优势，25H1 公司中标张家口察北阿里巴巴数据中心、中国移动（宁夏中卫）数据中心、新疆克拉玛依市碳和水冷数据中心等多个项目，同时，紧密跟踪绿电直连以及直流配电在数据中心建设中的应用，公司在 SST、HVDC 等电力电子设备领域有深厚的技术积累和产品储备，未来有望在 AIDC 领域崭露头角。盈利预测与投资评级：我们下修公司 25-27 年归母净利润分别为 8.17（-0.68）/9.56（-0.99）/10.90（-1.48）亿元，同比+14%/17%/14%，现价对应 PE 分别为 18x、16x、14x，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧等。

### 美团-W (03690.HK): 2025Q2 业绩点评: 业绩低于预期, 建议关注外卖竞争动态变化

考虑到外卖竞争对公司利润的影响，我们将公司 2025-2027 年经调整利润由 434/541/684 亿元下调至 33/222/474 亿元，对应 2025-2027 年经调整 PE 为 172/26/12 倍，我们看好公司核心业务长期竞争优势和海外长期空间，维持“买入”评级。

### 儒竞科技 (301525): 2025 年半年报点评: 主业已进入底部区间, AIDC&机器人控制器增量可期

事件：公司发布 25 年中报，25Q2 营收 3.49 亿、同比-4%，归母净利润 0.51 亿、同比+1%，扣非净利润 0.43 亿、同比-1%。Q2 毛利率 27.5%，同比+5.9pct，海外热泵收入占比提升调整带动利润率回升、同时电动车规模效应继续体现；归母净利率+0.7pct。研发费用率从 22 年 4.8%提至 25H1 的 9.0%，中长期新品类的投入维持高位、后续放量值得期待。Q2 公司受搬厂影响基本在可控范围内，业绩符合市场预期。主业 25Q2 基本见底：Q3 起暖通及电动车热泵均有望进入环比提速阶段。1) 暖通空调：25H1 收入 4.2 亿，同比-4%。分应用看，业务大头欧洲家用热泵去库周期进入尾声+欧洲各国政府发布补贴等利好政策，公司热泵收入（主要在海外）大幅增长；商用空调主要受地产下行周期影响、同比下滑，但数据中心等商用领域我们预计 H2 会起到正贡献；家用空调竞争激烈、利润率薄，延续战略性收缩。2) 电动车：H1 收入 2.6 亿、同比+37%；Q3 起电动车业务从单一热泵控制器品类出发，覆盖电动车热管理全场景、电机控制多领域，H2 起新品类有望带动 ASP 从 500 元提至 1000 元+，我们预计全年收入有望实现同比 40-50%增长。

### 广发证券 (000776): 2025 年中报点评: 费类业务整体表现良好, 自营投资收益同比高增

盈利预测与投资评级：资本市场改革持续优化，宏观经济逐渐复苏，带动市场投资热情回升；长期来看，证券行业未来发展的政策环境良好，公司抓住机遇有望进一步突破。结合公司 2025H1 经营情况，我们上调此前盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 132/154/178 亿元（前值分别为 121/145/170 亿元），对应增速分别为 37%/17%/16%。当前市值对应 PB 分别为 1.30/1.19/1.09 倍，维持“买入”评级。风险提示：监管趋严抑制行业创新，行业竞争加剧，经营管理风险。

### 安克创新 (300866): 2025 半年报点评: H1 归母净利同比+33.8%，欧洲市场、储能扫地机等收入高增

业绩简评：2025H1，公司实现收入 128.7 亿元，同比+33.36%；归母净利润 11.67 亿元，同比+33.8%；扣除公允价值变动、理财收益等项目后，扣非净利润 9.6 亿元，同比+25.6%。2025Q2，公司实现营收 68.7 亿元，同比+30.4%；归母净利润 6.7 亿元，同比+19.5%；扣非净利润 5.2 亿元，同

比+15.9%。公司计划每 10 股派发现金红利 7 元（含税），现金分红总额占 2025 H1 归母净利润的 32.16%。

**新澳股份（603889）：2025 年中报点评：毛价温和上涨，业绩表现稳健**

**盈利预测与投资评级：**公司为国内毛精纺纱生产龙头，25H1 在外部环境复杂多变的情况下，收入保持平稳，盈利能力在羊毛价格温和上涨及汇兑收益带动下有所提升。25H1 新澳越南“5 万吨高档精纺生态纱纺织染整项目”稳步推进，一期 2 万吨产能已实现逐步投产；新澳银川“2 万吨高品质精纺羊毛（绒）纱建设项目”已完成安装调试，预计下半年陆续释放产能。考虑当前国内外需求偏低迷，我们将 25-26 年归母净利润从 4.78/5.32 亿元下调至 4.49/4.94 亿元，增加 27 年预测值 5.50 亿元，对应 25-27 年 PE 为 10/9/8X，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济波动风险、原材料价格大幅波动风险、汇率波动风险、海外投资及产能扩张不及预期风险。

**安踏体育（02020.HK）：2025 年中期业绩公告点评：户外贡献持续提升，继续推进多品牌战略**

**盈利预测与投资评级：**考虑到公司多品牌矩阵协同效应显现，尤其是户外品牌组合增长强劲，以及 Amer Sports 的盈利贡献，我们将 25-27 年归母净利润预测值从 132.3/147.6/164.3 亿元上调至 135.5/153.1/171.7 亿元，对应 PE 为 18/16/14X，维持“买入”评级。风险提示：终端消费复苏不及预期；新收购品牌整合效果不及预期。

**湘财股份（600095）：2025 年中报点评：证券业务增势显著，实业板块主动收缩**

**盈利预测与投资评级：**结合公司 2025H1 经营情况，我们下调此前盈利预测，预计湘财股份 2025-2027 年归母净利润分别为 3.27/3.53/3.79 亿元（前值分别为 3.35/3.91/4.29 亿元），对应同比增速分别为 199.52%/7.83%/7.41%。公司当前市值对应 2025-2027 年 PE 估值分别为 112.28x/104.12x/96.94x。我们看好公司在财富管理、金融科技方向的展业潜力，维持“增持”评级。风险提示：1）收购事项推进不及预期；2）权益市场大幅震荡。

**方正证券（601901）：2025 年中报点评：自营、经纪双轮驱动带领公司净利润大幅增长**

**盈利预测与投资评级：**结合公司 2025H1 经营情况以及二季度以来资本市场显著好转，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润分别为 41.11/40.36/42.81 亿元（前值为 23.80/25.22/26.63 亿元），对应同比增速分别为+86.22%/-1.82%/+6.07%，对应 EPS 分别为 0.50/0.49/0.52 元/股，当前市值对应 PB 估值分别为 1.33x/1.21x/1.10x。看好公司在市场活跃度提升的环境中逐步兑现财富管理业务优势，同时在平安集团深度赋能下进一步提升竞争力，维持“买入”评级。风险提示：1）市场成交活跃度下降；2）股市波动冲击自营投资收益。

**三花智控（002050）：2025 年半年报点评：传统制冷需求高景气，人形方案定型&量产在即**

25Q2 业绩亮眼、符合预期：25H1 营收 162.6 亿元，同比+19%，归母净利润 21.1 亿元，同比+39%，扣非净利润 20.1 亿元，同比+32%，其中 25Q2 营收 85.9 亿元，同比+19%，归母净利润 12.1 亿元，同比+39%，扣非净利润 11.6 亿元，同比+35.2%，Q2 利润略高预告中值，符合预期。25H1 公司海外收入 72 亿，同比+23%，占比提升 1.6pct 至 44%，海外毛利率

29.8%，同比+1.1pct，较国内市场高 3.1pct，结构性优化，增厚盈利。传统制冷超预期、新兴领域布局空间广。25H1 家电业务营收 103.9 亿元，同比+25.5%，归母净利润 12.9 亿元，同比+59%，毛利率 28.2%，同比+0.7pct。其中，25Q2 营收 54.2 亿元，同环比+23%/+9%，归母净利润 7.5 亿元，同环比+63%/+41%，净利率环比提升 3pct 至 14%。增速超预期，原因：1) 以旧换新政策持续刺激，国内整体旺季持续；2) 海外去库周期结束后需求恢复，公司紧抓机遇提份额；3) 新兴市场（数据中心液冷、冷链物流等）需求旺盛且对零部件要求更高，公司具备强大研发能力和品牌优势。全年收入有望实现 20%增长，贡献 20 亿+利润，同比增 30-40%，26 年收入预计仍可维持 5-10%增长。

**理想汽车-W (02015.HK): 2025 年中期业绩公告点评: 业绩符合预期，纯电+VLA 有望实现共振**

盈利预测与投资评级：由于公司车型结构性调整，我们下调公司 2025~2027 年营业收入预期分别为 1216/1527/1912 亿元（原值为 1436/2233/2362 亿元），同比分别-16%/+26%/+25%；由于公司 AI 投入持续加大，下调 2025~2027 年归母净利润预期为 40/70/115 亿元（原值为 82/137/154 亿元），分别同比-50%/+73%/66%；对应 2025~2027 年 EPS 为 1.9/3.3/5.4 元，对应 PE 为 43/25/15 倍，考虑到公司智能辅助驾驶持续领跑，产品矩阵不断完善，维持公司“买入”评级。风险提示：行业价格战持续演绎；高阶智能辅助驾驶发展节奏低于预期。

**泸州老窖 (000568): 2025 年中报点评: 强基固本，蓄势攻坚**

事件：公司发布 2025 年半年报。25H1 实现营收 164.5 亿元，同比-2.7%；实现归母净利 76.6 亿元，同比-4.5%。对应 25Q2 实现营收 71.0 亿元，同比-8.0%；实现归母净利 30.7 亿元，同比-11.1%。盈利预测与投资评级：公司对行业周期具有前瞻预判，已提前做数字营销、终端下沉等应对，库存及价盘管控保持稳健，本轮穿越周期能力显著强于 2013~14 年。参考 25H1 财报情况，考虑高端酒需求短期承压，我们调整 2025~27 年归母净利润预测为 122、127、141 亿元（前值 124、129、141 亿元），同比-9%、+4%、+10%，当前市值对应 PE 为 17、16、14x，股息率突出，维持“买入”评级。风险提示：经济向好不确定性，白酒商务场景重构及修复不及预期。

**帝科股份 (300842): 2025 半年报点评: 高铜浆逐步导入，收购索特强化经营**

盈利预测与投资评级：考虑到公司并购协同效应及高铜浆量产推进，我们预计公司 25-27 年归母净利润 2.1/4.4/6.1 亿（25-27 年前值为 3.9/5.2/6.7 亿元），同比-41%/+109%/+38%；基于公司主营业务盈利稳定且光伏浆料领域市占率稳定，维持“买入”评级。风险提示：原材料上涨超预期、需求增长不及预期、竞争加剧等

**重庆百货 (600729): 2025 半年报点评: Q2 归母净利润同比+8%符合业绩快报，零售主业利润增速好转**

盈利预测与投资评级：重庆百货是低估值、高分红、区位优势明显的区域龙头，未来通过门店调改、新能源车、便利店等新业态有望实现业绩成长。我们维持公司 2025-27 年归母净利润预期为 14.1/15.0/15.8 亿元，同比+7.0%/6.6%/5.5%，对应 8 月 29 日 P/E 为 9/9/8 倍，维持“买入”评级。

**绿联科技 (301606): 2025 半年报点评: 营收同比+40.6%，存储类 NAS**

### 产品增速达 125%

盈利预测与投资评级：绿联科技是我国消费电子出海的龙头，未来随着 NAS 等新品扩张、线下渠道开拓，收入有望持续高增。考虑公司收入高增及短期费用率提升，2025 年我们上调收入预期、下调归母净利润预期，2026~27 年我们上调收入及归母净利润预期。我们将 2025-27 年归母净利润为从 6.4/ 8.4/ 10.4 亿元，调整至 6.2/ 8.5/ 10.9 元，同比+34%/ +37%/ +29%，对应 8 月 29 日收盘价为 45/ 33/ 26 倍 P/E，维持“买入”评级。

### 长城汽车（601633）：2025 年半年报点评：业绩符合预期，新品周期强势

盈利预测与投资评级：考虑公司新品周期强势，同时出口方面非俄市场也实现了快速增长。我们上调公司 2025/ 2026/ 2027 年归母净利润预期至 140/190/226 亿元（原为 123/ 139/ 144 亿元），对应 PE 为 16/12/10 倍。我们维持“买入”评级。风险提示：海外市场需求低于预期；国内乘用车价格战演绎超预期。

### 财通证券（601108）：2025 年中报点评：Q2 投资收益大幅改善，经纪业务收入增长超 40%

盈利预测与投资评级：结合公司 2025H1 经营情况，我们上调此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 24.94/26.59/27.91 亿元（前值分别为 24.85/26.31/27.61 亿元），对应同比增速分别为 6.61%/6.58%/4.98%。公司当前市值对应 2025-2027 年 PB 估值分别为 1.06x/1.01x/0.97x。公司财富管理转型成效显著，资产管理业务特点鲜明，维持“买入”评级。风险提示：1）证券市场系统性风险；2）行业竞争加剧。

### 中金公司（03908.HK）：2025 年中报点评：受益于境内境外市场活跃，净利润增速超 90%

事件：中金公司公告 2025 年中报，实现营业收入 128.3 亿元，同比+44.0%；归母净利润 43.3 亿元，同比+94.4%；对应 EPS 0.81 元，ROE 4.2%，同比+2.0pct。第二季度实现营业收入 71.1 亿元，同比+41.1%，环比+24.2%；归母净利润 22.9 亿元，同比+131.3%，环比+12.1%。公司业绩大幅增长一方面是由于公司海外业务占比较高，上半年港股市场活跃、IPO 发行显著回暖，带来海外业务收入高增长；另一方面公司衍生品业务实现较高收益。盈利预测与投资评级：考虑到市场活跃，我们上调此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 101/90/95 亿元（前值为 66/71/74 亿元），对应增速分别为+77%/-10%/+5%。当前市值对应 2025-2027 年 PB（H）估值分别为 0.91/0.86/0.82 倍（港股汇率使用 1 港币=0.912 元）。看好公司长期在投行及财富管理业务方面的竞争壁垒，维持“买入”评级。风险提示：交易量持续走低，权益市场波动加剧致投资收益持续下滑。

### 申洲国际（02313.HK）：2025 年中期业绩公告点评：订单坚挺，海外一体化产能优势凸显

盈利预测与投资评级：公司越南第二面料工厂建设进展顺利，预计于 2025 年底前逐步投产，规划产能 200 吨/天，将为东南亚成衣工厂提供面料，强化垂直一体化布局。同时，柬埔寨新成衣工厂已于 25 年 3 月投产，持续招工扩产。考虑美国对东南亚国家增加关税影响，我们将公司 25-27 年归母净利润预测值从 66.2/73.8/81.6 亿元小幅下调至 65.8/73.0/80.9 亿元，对应 PE 分别为 13/12/10X，维持“买入”评级。风险提示：订单波动，关税政策变化，原材料价格波动影响毛利率。

### 聚和材料（688503）：2025 半年报点评：市占率稳中有升，新技术全面布

局

盈利预测与投资评级：考虑到企业加工费下行，行业竞争加剧，我们下调 25-27 年归母净利润预测至 4.2/5.9/7.9 亿元（25-27 年前值为 4.96/6.23/8.12 亿元），同比增长 0.6%/40%/35%，基于公司技术领先且市占稳固，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧，政策不及预期等

**新泉股份（603179）：2025 年半年报点评：2025Q2 业绩低于预期，盈利能力短期承压**

盈利预测与投资评级：考虑到公司新项目的量产节奏和汽车行业竞争加剧，我们将公司 2025-2027 年归母净利润的预测调整为 10.88 亿元、13.50 亿元、16.63 亿元（前值为 13.37 亿元、17.25 亿元、21.02 亿元），对应 2025-2027 年 EPS 分别为 2.23 元、2.77 元、3.41 元，市盈率分别为 22.37 倍、18.03 倍、14.63 倍。考虑到公司作为自主内饰件龙头企业，当前正加速全球化发展，因此维持“买入”评级。风险提示：乘用车行业销量不及预期；新客户开拓不及预期；原材料价格波动影响。

**中国重汽（03808.HK）：2025 半年报点评：龙头韧性彰显，出海行稳致远**

盈利预测与投资评级：我们基本维持盈利预测，2025~2027 年归母净利润分别 67.7/80.9/88.6 亿元，25~27 年对应 EPS 为 2.45/2.93/3.21 元，对应 PE 为 8.97/7.51/6.86 倍，由于公司龙头地位稳固且估值处于低位，分红率较高，维持“买入”评级。风险提示：海内外宏观经济波动幅度超预期；上游原材料涨价超预期。

**一拖股份（601038）：2025 半年报点评：Q2 归母净利润同比下滑 22%，智能化产品、海外多区域扩张有望成为新增长点**

盈利预测与投资评级：考虑到上半年国内景气度较弱，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测为 9.2/9.5/10.6（前值 10.2/11.2/12.5）亿元，当前市值对应 PE 分别为 16/16/14 倍。考虑公司海外收入占比仍有较大提升空间，维持“买入”评级。风险提示：国内行业需求不及预期，政策不及预期，出海不及预期。

**均胜电子（600699）：2025 年中报点评：海外盈利提升，智驾/机器人业务进展亮眼**

盈利预测与投资评级：我们维持 2025-2027 年营收预测为 674/728/782 亿元，同比+21%/+8%/+7%；维持 2025-2027 年归母净利润为 16.1/19.5/23.2 亿元，同比分别+68%/+21%/+19%，对应 PE 分别为 18/15/13 倍，由于公司主营业务盈利处于改善周期，新业务亟待放量，我们看好公司长期投资价值，维持“买入”评级。风险提示：下游乘用车需求复苏不及预期，汽车安全业务修复不及预期。

**古井贡酒（000596）：2025 年中报点评：务实降速，立足长远**

二季度主动降速纾压，彰显务实稳健风格，考虑到公司强大的品牌、渠道协同能力，随着白酒产业触底企稳，古井有望率先恢复向上势能，进一步强化行业龙头地位。参考 25Q2 报表节奏，我们更新 2025-2027 年归母净利润预测为 56.01、63.30、70.17 亿元（前值为 61.99、70.13、78.26 亿元），对应当前 PE 分别为 16.2、14.3、12.9X，维持“买入”评级。

**莲花控股（600186）：2025 年中报点评：符合预期，行稳致远**

新品周期与线上渠道开拓共振，第二曲线拓展在途。

**兴蓉环境（000598）：2025 年中报点评：水务运营稳健增长，资本开支下行**

**盈利预测与投资评级:** 公司掌握成都优质水务固废资产, 污水定价机制稳定, 随着污水处理费提价+在建产能逐步投运, 享确定性成长, 长期自由现金流增厚空间大。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 21.74/23.64/25.72 亿元, 对应 PE 为 9/9/8 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 项目建设进展不及预期, 应收账款期延长, 资本开支上行等。

**岱美股份 (603730): 2025 年半年报点评: 2025Q2 偶发因素拖累业绩, 顶棚新品类打开成长空间**

**盈利预测与投资评级:** 考虑到公司下游配套客户的销量情况, 我们将公司 2025-2027 年归母净利润的预测调整为 9.01 亿元、10.53 亿元、12.33 亿元 (前值为 9.27 亿元、10.91 亿元、12.80 亿元), 对应 EPS 分别为 0.42 元、0.49 元、0.57 元, 市盈率分别为 14.24 倍、12.18 倍、10.40 倍。考虑到公司品类扩张, 顶棚新产品打开成长空间, 维持“买入”评级。风险提示: 全球乘用车行业销量不及预期; 公司新产品拓展不及预期。

**中鼎股份 (000887): 2025 年半年度报告点评: Q2 盈利能力增强, 拟设立合资公司进军机器人本体制造**

**盈利预测与投资评级:** 考虑到公司 Q2 盈利能力同环比均实现改善, 且热管理业务在手订单充裕, 叠加公司在人形机器人领域的进一步布局, 我们将公司 2025-2026 年的归母净利润预测上调至 16.50/18.37 亿元 (2025-2026 年前值为 15.89/18.07 亿元), 维持对 2027 年归母净利润为 20.80 亿元的预测, 当前市值对应 PE 分别为 19 倍、17 倍、15 倍, 维持对公司的“买入”评级。风险提示: 下游乘用车行业销量不及预期, 空气悬挂推广进度不及预期, 新兴产业拓展不及预期

**达势股份 (01405.HK): 2025 年中期业绩公告点评: 拓店顺利, 成本优化**

拓店顺利, 门店及集团层面经济效益改善。

**星宇股份 (601799): 2025 年半年报点评: 2025Q2 业绩符合预期, 自主车灯龙头持续增长**

**盈利预测与投资评级:** 考虑到公司新项目的量产节奏, 我们将公司 2025-2027 年归母净利润的预测调整为 16.86 亿元、21.26 亿元、26.32 亿元 (前值为 17.59 亿元、21.99 亿元、26.98 亿元), 对应 2025-2027 年 EPS 分别为 5.90 元、7.44 元、9.21 元, 市盈率分别为 20.52 倍、16.27 倍、13.14 倍。公司作为自主车灯龙头企业, 将持续受益于产品升级和客户拓展, 维持“买入”评级。风险提示: 乘用车行业销量不及预期; 车灯产品升级速度不及预期; 新客户开拓不及预期。

**青木科技 (301110): 2025 年半年报点评: 25H1 营收同比+22.8%, 自有品牌近翻倍增长**

**盈利预测与投资评级:** 青木科技布局多元电商服务业态, 代运营纵向守住大服饰品牌头部地位、加深优质品牌合作, 横向布局潮玩行业, 挖掘代运营品类盈利新增量。同时品牌孵化业务卡位大健康及宠物食品小而美赛道, 高增可期。考虑到公司品牌孵化与管理等业务放量初期销售费用投放等加大, 我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测从 1.2/1.7 亿元至 1.1/1.5 亿元, 新增 2027 年归母净利润预测 2.2 亿元, 2025-2027 年归母净利润同比分别+16%/+43%/+47%, 对应最新收盘价 PE 为 60/42/28X, 维持“增持”评级。风险提示: 品牌商合作风险、宏观经济环境波动风险、行业竞争加剧等。

**苏州银行 (002966): 2025 年中报点评: 盈利能力保持韧性, 资产质量持**

**续优异**

盈利预测与投资评级：结合公司 2025 年中期经营情况，我们维持 2025-2027 年归母净利润预测为 54.4/53.2/59.1 亿元。当前市值对应 2025E PB 0.71x，仍处低位。我们看好公司实现五项能力全面提升：基于集团综合金融服务的一体化经营能力、以客为尊的获客活客能力、线上线下并重的数字化协同能力、以人为本干事创业的队伍建设能力、基于全面风险管理的价值创造能力。维持“买入”评级。风险提示：1) 经济承压，贷款规模增长受阻；2) 息差下行超出预期；3) 尾部不良风险暴露。

**信捷电气 (603416)：2025 年半年报点评：业绩符合市场预期，加速布局人形机器人**

事件：公司发布 25 年半年报，实现营业收入 8.77 亿元，同比+10.01%，归母净利润 1.27 亿元，同比+0.39%，扣非净利润 1.17 亿元，同比+3.92%，其中 25Q2 实现营收 4.89 亿元，同比+6.86%，归母净利润 0.81 亿元，同比-1.27%，扣非净利润 0.76 亿元，同比+1.81%，业绩符合市场预期。产品结构变化导致利润率小幅波动、战略投入带动研发费用率上行。25H1/25Q2 毛利率为 38.28%/38.42%，同比-0.21/+0.28pct，销售净利率分别为 14.49%/16.59%，同比-1.38/-1.36pct，主要系产品结构变化导致，低毛利的驱动系统收入增速较快。25H1/25Q2 期间费用率为 24.05%/20.98%，同比+0.17/-1.63pct，其中 25Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.46%/3.91%/10.02%/-0.41%，同比-1.94/-0.50/+1.08/-0.27pct，主要系公司持续加大主业产品线&下游应用扩展，同时积极投入人形机器人等战略业务。PLC&伺服系统市占率持续稳步提升、逐步进入收获期。分产品看，1) PLC：根据 MIR，公司 25Q2 小型 PLC 市占率 7.8%，同比+0.7pct，25H1 PLC 产品营收 3.14 亿元，同比+0.54%，公司进一步丰富产品系列，已形成 25 个子系列，400+型号产品，完成了对印刷包装、数控机床、玻璃、木工、纺织、光伏、锂电等下游的覆盖。2) 驱动系统：根据 MIR，公司 25Q2 交流伺服市占率 5.5%，同比+1.1pct，25H1 驱动类产品营收 4.33 亿元，同比+18.78%，新一代高性能伺服驱动系统 DL6 系列已推广上市，继续深化“PLC+伺服+HMI 变频”解决方案深耕细分行业及大客户，市占率快速提升。3) HMI：根据 MIR，公司 25Q2 HMI 市占率 3.4%，同比-0.9pct，25H1 板块营收 0.97 亿元，同比+3.59%。4) 智能装置（机器人）：25H1 实现营收 0.28 亿元，同比+31.87%，产品涵盖机器视觉平台、工业机器人、人形机器人核心零部件、具身智能机器人等。

**天合光能 (688599)：2025 年中报点评：组件出货环增，储能实现盈利，未来增长可期**

盈利预测与投资评级：由于上半年光伏行业竞争依然激烈，公司盈利承压，我们下调 25-26 年盈利预测，预计 25-26 年归母净利润分别为-36.7/6.1 亿元（原预期 25/26 年为 21.6/36.5 亿元），新增预期 27 年归母净利润 24.6 亿元，同比-7%/+117%/301%，考虑公司布局钙钛矿技术，储能、支架、数能服务等业务有望提供业绩支撑，维持“买入”评级。

**雷赛智能 (002979)：25 年半年报点评：业绩符合市场预期，加大布局机器人第二曲线**

事件：公司发布 25 年半年报，25H1 实现营收 8.91 亿元，同比+8.28%，归母净利润 1.19 亿元，同比+2.22%，扣非净利润 1.16 亿元，同比+1.61%，其中 25Q2 营收 5.01 亿元，同比+13.4%，归母净利润 0.63 亿元，同比+2.19%，扣非净利润 0.63 亿元，同比+2.16%，主要系公司战略投入扩

充经销团队导致。整体看，业绩符合市场预期。深耕优势行业提份额、拓展新兴行业抓机会、智能制造主航道稳健增长。分产品看，1) 伺服系统：25H1 营收 4.27 亿元，同比+19.29%，毛利率 27.63%，同比+0.23pct，公司持续通过“深挖老行业，开拓新行业”，以“步进+伺服+PLC”解决方案把握进口替代机遇，市占率稳步提升，根据 MIR，公司 25Q2 伺服市占率 4.3%，同比+0.9pct。2) 步进系统：25H1 营收 3.11 亿元，同比-4.07%，毛利率 42.66%，同比+4.12%，尽管行业竞争日益加剧，公司通过研发中高端产品拓展新行业新应用，夯实市场领导地位并实现毛利率提升。3) 控制技术类：25H1 收入 1.44 亿元，同比+11.29%，其中 PLC 收入同比+44.09%，在外资厂商针对中国市场推出定制化产品的情况下，公司持续加大研发投入，实现较好的市场突破，根据 MIR，公司 25Q2 小型 PLC 市占率 1.4%，同比+0.6pct，份额持续提升。

**上美股份 (02145.HK): 2025 年半年报点评: 25H1 净利润同比+34.7%，多品牌矩阵贡献增量**

盈利预测与投资评级：公司依托“2+2+2+N”战略，聚焦护肤、母婴、洗护三大赛道构建多品牌矩阵，差异化定位各细分市场，运营能力出众，品牌势能强劲。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测 11.1/14.1/17.6 亿元，同比分别+42.3%/+26.5%/+24.8%，最新收盘价对应 PE 分别为 30/24/19X，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧，多品牌运营管理风险，渠道扩张不及预期等。

**老凤祥 (600612): 2025 年半年报点评: 25Q2 营收同比+10.5%拐点已至，期待下半年高增**

盈利预测与投资评级：老凤祥品牌作为强现金流、高壁垒品牌，25Q2 迎来业绩拐点，25H2 低基数下有望实现高增，当前估值处于有吸引力的阶段。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测 16.4/18.3/19.6 亿元，分别同比-16%/+12%/+7%，最新收盘价对应 PE 分别为 15/14/13X，维持“买入”评级。风险提示：金价波动风险，开店不及预期，终端需求不及预期等。

**浙江鼎力 (603338): 2025 年中报点评: Q2 归母净利润+19%符合预期，海外市场引领增长**

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测值为 21/24/28 亿元，对应当前市值 PE 分别为 13/11/10x，维持“买入”评级。风险提示：竞争格局恶化、地缘政治冲突等

**固德威 (688390): 2025 中报点评: 2025Q2 储能环增明显，2025Q3 储能出货继续改善**

盈利预测与投资评级：考虑费用仍刚性增长，我们下调 2025 年盈利预测，基本维持 2026 及 2027 年盈利预测，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 2.7/5.0/7.0 亿元 (前值为 3.5/5.0/7.0 亿元)，同比+529%/+89%/+40%，考虑公司 2026 年逐步恢复增长，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧、需求不及预期。

**国泰海通 (601211): 2025 年中报点评: 并表后首份半年报，扣非净利润同比增长 60%**

事件：国泰海通发布 2025 年中报业绩，实现营业收入 238.7 亿元，同比+39.9%；归母净利润 157.4 亿元，同比+213.7%；对应 EPS 1.11 元，ROE 6.3%，同比+3.1pct。扣非归母净利润 72.79 亿元，同比+59.8%，对应 ROE 2.84%，同比+4bps。第二季度实现营业收入 121.0 亿元，同比+33.2%，环

比+2.8%；归母净利润 35.0 亿元，同比+38.3%，环比-71.4%。盈利预测与投资评级：考虑到 2025 年市场活跃，我们上调了 2025 年盈利预测，同时由于公司目前整合仍存在不确定性，国际业务与租赁业务存在减值压力，因此下调 2026-27 年盈利预测。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 303/277/299 亿元（前值为：269/280/326 亿元），对应 PB 为 1.20/1.12/1.06 倍，维持“买入”评级。风险提示：行业市场竞争加剧风险，证券市场恢复不及预期。

#### 赛力斯（601127）：2025 年半年报点评：业绩符合预期，高端智能品牌持续突破

盈利预测与投资评级：由于 M8 产能爬坡较快，同时公司毛利率表现较佳，我们上调公司 2025/2026/2027 年归母净利润预期至 101/147/195 亿元（原为 96/142/185 亿元），对应 PE 为 22/15/11x。问界品牌锚定高端，品牌势能继续向上。我们维持公司“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧，新平台车型推进不及预期等。

#### 万辰集团（300972）：2025 年中报点评：利润率持续超预期，进入效率上升通道

量贩业务净利率环比大幅改善，我们认为得益于竞争趋缓、规模效应提升，再次验证行业本身具备净利率上升通道；同时考虑到公司拟收回部分少数股东权益，我们上调此前盈利预测。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 12.1/18.0/21.7 亿元（此前盈利预测分别为 9.4/12.6/16.1 亿元），同比+312%/+49%/+20%，对应 PE 为 27/18/15X。维持“买入”评级。

#### 比亚迪（002594）：高端化战略：科技安全并举，重塑新能源豪华格局

盈利预测与投资评级：我们维持公司 25-27 年盈利预测，预计 25-27 年归母净利 523/629/756 亿元，同增 30%/20%/20%，对应 PE 20/17/14x，公司作为国内市占率第一的龙头，给予 25 年 26x，目标价 149 元，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格波动超市场预期，终端需求不及预期，行业竞争加剧。

#### 德方纳米（300769）：2025 年半年报点评：25Q2 盈利继续磨底，静待拐点

考虑碳酸锂跌价影响，下调公司 25-27 年预期归母净利至-4.1/2.7/5.2 亿元（此前预测-1.5/2.7/6.1 亿元），同比+69%/+165%/+92%，对应 26-27 年 PE 为 37x/19x，考虑 26-27 年铁锂行业供需好转，维持“增持”评级。

#### 捷昌驱动（603583）：2025 年中报点评：符合市场预期，机器人业务进展顺利

公司 25H1 营收 20.1 亿元，同比+27.3%，归母净利润 2.7 亿元，同比+43.3%，毛利率 30.2%，同比-0.1pct，归母净利率 13.5%，同比+1.5pct；其中 25Q2 营收 10.5 亿元，同比+20.5%，归母净利润 1.6 亿元，同比+32.3%，毛利率 32.3%，同比+1.9pct，归母净利率 15.2%，同比+1.4pct。业绩符合市场预期。全球核心产能布局进一步完善，线性驱动业务保持稳健增长。25H1 公司线性驱动业务实现营收 20 亿元，同比+27%，毛利率 30.26 亿元，同比-0.03pct，收入稳健增长，毛利率保持稳定。其中公司聚集海外市场，25H1 海外营收 13.92 亿元，占比 69%，毛利率 31.98%，相较去年全年仍有提升。北美、欧洲是公司海外最主要的市场，25H1 美国子公司营收 5.22 亿元，同比+34%，需求旺盛；欧洲物流及生产基地一期基本建设完毕，该基地将与捷昌德国子公司及奥地利 LOGICDATA 形

成深度协同,进一步提升公司在欧洲地区技术研发、生产交付及供应链管理的能力。对关税问题,公司依托全球化的产能布局,有望在较大程度上减少影响。展望 25H2,我们预计公司线性驱动业务有望保持同比 20-30% 的稳健增长。机器人零部件进展顺利,有望成为第二增长曲线。25H1 公司机器人执行器事业中心已完成空心杯电机的量产落地,旋转模组通过了可靠性验证并进入下游整机厂测试,反向式行星滚柱丝杠持续推进工艺与材料创新,推动线性执行器的完善落地。公司十分重视机器人业务的发展,新增对浙江灵巧智能 1000 万投资,持股比例 1.67%,通过股权+合资公司的形式,有望加速公司空心杯电机在灵巧手中的应用和量产,成为公司重要的第二增长曲线。费用管控效果显著,存货&合同负债显著增长。公司 25H1 期间费用 3 亿元,同-0.5%,费用率 15.1%,同-4.2pct,费用管控效果显著;25H1 经营性现金流净流入 3.6 亿元,同比+50.7%;25H1 末存货 9.2 亿元,同比+24%,合同负债 0.44 亿元,同比+30%,均保持显著增长,后期增长确定性强。盈利预测与投资评级:我们基本维持公司 25-27 年归母净利润分别为 3.92/4.97/6.40 亿元,同比+39%/27%/29%,现价对应 PE 分别为 38x、30x、23x,维持“买入”评级。风险提示:海外需求不及预期,人形机器人业务不及预期等。

#### **汉钟精机 (002158): 2025 年中报点评: 业绩受光伏周期影响承压, 看好半导体真空泵&数据中心需求驱动成长**

存货&合同负债同比下滑,现金流同比小幅增长。截至 2025H1, 公司合同负债 1.36 亿元, 同比-43.6%; 存货为 7.64 亿元, 同比-29.0%。2025H1 经营性净现金流为 4.07 亿元, 同比+5.3%。 半导体真空泵国产替代加速, 业务进入批量交付阶段。全球半导体真空泵市场长期由 Edwards 等欧美日龙头主导, 国产化率不足 15%。公司作为国内领先厂商, 已完成 PMF 系列、PDM 系列、iPH 系列三大系列产品的开发, 并取得 SEMI 安全基准认证, 覆盖从 Load Lock、刻蚀到薄膜沉积等关键制程需求。目前, 公司产品已通过部分国内芯片制造商的认可, 并已开始批量供货。随着下游晶圆厂扩产、新工艺验证持续推进, 公司产品导入有望加速放量, 成长空间广阔。 数据中心建设高景气, 公司制冷压缩机产品线全面覆盖。随着 AI 技术的快速发展, 对算力与存储能力的需求急剧上升, 带动了数据中心的建设热潮。同时, 随着能效标准和环境政策的不断提高, 为公司制冷压缩机业务带来了新的发展机遇。针对数据中心领域, 公司有永磁变频的螺杆式、磁悬浮离心式、气悬浮离心式制冷压缩机, 精准契合其高效制冷需求, 为公司未来在变频、高效能技术研发领域奠定坚实的实践基础, 进一步巩固在高端应用场景中的领先优势。 盈利预测与投资评级: 考虑到光伏行业周期影响, 我们下调 2025-2027 年公司归母净利润分别为 6.3/7.1/8.4 亿元, 当前股价对应 PE 为 21.4/18.8/15.9 倍, 维持“增持”评级。 风险提示: 下游扩产不及预期, 客户拓展不及预期, 原材料价格波动等。

#### **新华保险 (601336): 2025 年中报点评: NBV、净利润均表现亮眼, 总投资收益率领先同业**

盈利预测与投资评级: 结合公司 2025 年中期经营情况, 我们上调 2025-2027 年归母净利润预测至 313/325/337 亿元 (前值为 292/302/314 亿元)。当前市值对应 2025E PEV 0.71x、PB 2.32x, 仍处低位。我们看好公司将以深化供给侧改革为主线, 深刻把握新时代广大居民健康、养老、财富管理等发展机遇, 维持“买入”评级。 风险提示: 长端利率趋势性下行,

权益市场波动，新单保费承压。

### 华达科技（603358）：2025 年半年度报告点评：25Q2 业绩高增，新能源转型加速

盈利预测与投资评级：我们维持对公司 2025-2027 年归母净利润为 4.70/5.84/7.33 亿元的预测，当前市值对应 2025-2027 年 PE 为 43/35/28 倍，维持对公司“买入”的评级。风险提示：新能源渗透率不及预期；产能爬坡不及预期；新业务拓展不及预期。

### 先导智能（300450）：2025 年中报点评：业绩持续高增，固态电池设备获国内外头部玩家批量订单

业绩高增，高毛利海外订单加速释放：2025H1 公司实现营收 66.1 亿元，同比+14.9%，其中锂电设备营收 45.5 亿元，同比+16.4%；光伏设备营收 5.3 亿元，同比+32.0%；高毛利海外业务营收 11.5 亿元，同比+5.4%。期间公司归母净利润为 7.4 亿元，同比+61.2%；扣非净利润为 7.3 亿元，同比+63.5%；期间公司冲回 2.3 亿元信用减值。25Q2 单季营收为 35.1 亿元，同比+43.9%，环比+13.4%；归母净利润为 3.8 亿元，同比+456.3%，环比+2.7%。H1 净利率持续改善，海外业务贡献高毛利率：2025H1 毛利率为 33.8%，同比-2.6pct，其中锂电设备为 35.1%，同比-6.8pct，我们认为主要系行业下行期订单确认收入；海外毛利率为 40.3%，显著高于国内约 5pct。覆盖固态电池整线设备，多工段获欧、美、日、韩及国内头部电池玩家重复订单：①前道制程：包括湿法和干法两条路线，公司已推出高效制浆、混料涂布、混料分散及高剪切等核心设备，并延伸至真空镀锂、固态复合转印等共用环节。②中道制程：以固态电池高效叠片机和 600mPa 大容量卧式等静压机为核心，覆盖成型及致密化全流程。③后道制程：包含干法粉体综合测试仪及固态电池一体柜卧式高温夹具方案，实现高压化成分容与装配。公司各工段固态电池设备陆续交付欧、美、日、韩及国内头部电池玩家并获得批量订单。宁德时代港股 IPO 募集 353 亿港元，主要投向匈牙利产能建设，先导有望充分受益：约 90%募集资金（276 亿港元）将用于匈牙利德布勒森工厂建设，该超级工厂规划总产能 72GWh，分两期建设。一期项目已投入 7 亿欧元，规划产能为 34GWH，预计将于 2025 年投入生产；二期项目规划产能 38GWH，预计将于 2025 年开工建设，2027 年投入生产。达产后将配套宝马、奔驰等欧洲车企，服务欧洲市场。盈利预测与投资评级：考虑到行业回暖，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润至 15.3（原值 10.6）/20.4（原值 17.0）/24.8（原值 22.3）亿元，对应股价 PE 为 30/23/19 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游扩产不及预期风险，新产品研发及验证不及预期风险。

### 阿特斯（688472）：2025 年中报点评：高质量光伏战略+储能强势突破，25H1 业绩超市场预期

盈利预测与投资评级：由于上半年光伏行业竞争依然激烈，公司盈利承压，我们下调 25-26 年盈利预测，预计 25-26 年归母净利润分别为 22.8/31.6 亿元（原预期 25/26 年为 37.3/45.9 亿元），新增预期 27 年归母净利润 38.8 亿元，同比+1.5%/+38.7%/+22.7%，对应 PE 分别为 16/11/9x。考虑储能业务成为第二增长曲线，公司组件业务高价市场支撑，我们给予 26 年 16xPE，目标价 13.8 元，维持“买入”评级。

### 杭可科技（688006）：2025 年中报点评：业绩逐季修复，海内外客户共振

合同负债增长，经营性现金流大幅改善：截至 2025H1 末，公司合同负债 22.24 亿元，同比+6.1%；存货为 24.22 亿元，同比-9.1%，25H1 公

司经营性现金流为 5.41 亿元，同比+383%，环比+220.12，主要系本期销售收款同比增加所致。

国内外市场双轮驱动，海外整车厂突破加速成长：（1）全球客户与业务优势：公司深耕锂电后段系统整体解决方案，具备化成分容、测试、物流等核心环节技术，能够覆盖方形、固态、小钢壳、软包等多类型电池，客户已涵盖宁德时代、比亚迪、三星、LG、SK、丰田等国内外头部电池厂及整车厂。（2）国内市场回暖：2025H1，公司持续深化与比亚迪、亿纬锂能、欣旺达、国轩高科、珠海冠宇等头部厂商合作，中标新增及改造产线订单，并积极支持客户海外工厂建设，稳固基本盘。（3）国际客户突破：在稳固与 LG、三星、SK 等韩系客户合作的基础上，公司成功突破进入特斯拉供应链，进入丰田量产线体系并深化合作，同时稳步推进大众 PowerCo 西班牙及加拿大项目交付与协同，海外订单释放节奏加快。（4）锂电后段检测环节进入智能化加速期，AI 与数字孪生广泛应用，检测精度与全生命周期追溯能力提升，能量回收与节能环保技术升级。公司作为头部后段系统供应商，将率先受益于设备单价提升与跨场景适配需求。

盈利预测与投资评级：考虑到设备验收进度，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润预测为 5.8/7.4/8.8 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 22/18/15 倍。看好公司海外订单拓展进度，维持“买入”评级。

风险提示：下游扩产不及预期，新品拓展不及预期。

#### 微导纳米（688147）：2025 年中报点评：业绩超预期，半导体设备加速放量

半导体设备持续突破，订单快速放量：公司作为国内 ALD/CVD 设备龙头，已实现 High-K 金属氧化物、硬掩膜、金属化合物等多种关键工艺的量产交付，客户涵盖逻辑、存储、先进封装、新型显示等多个领域。公司于 2025 年 8 月成功发行总额 11+亿元的可转债、其中拟投入 6+亿元用于半导体薄膜沉积设备智能化工厂建设，2.27 亿元用于研发实验室扩建。我们预计，该项目将有效提升公司半导体设备产能与技术成果转化能力，满足日益增长的订单需求，强化公司在 ALD/CVD 设备领域的交付能力与竞争优势。

光伏设备保持领先，XBC/钙钛矿布局完善：光伏业务继续推进 TOPCon、XBC、钙钛矿技术路线。截至 25H1，公司应用于 TOPCon 电池段 JW 系列边缘钝化设备获得重要客户订单；XBC 整线解决方案实现突破；应用于钙钛矿电池的 HY 系列板式 ALD 设备、SuiR EVA 系列卧式蒸镀系统进入产业化应用阶段，公司在光伏整线设备、钙钛矿产业化方面均处于领先地位。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 2.8/3.7/4.8 亿元，对应当前 PE 为 74/55/42 倍，维持“增持”评级。

风险提示：下游扩产不及预期，新品拓展不及预期

#### 国光电气（688776）：2025 年中报点评：继续深耕微波器件和核工业设备领域，持续加大研发投入

盈利预测与投资评级：公司业绩相对承压，我们基本维持先前的预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.23/1.56/2.09 亿元，对应 PE 分别为 75/59/44 倍，维持“买入”评级。

风险提示：1）外部环境变化带来的宏观经济的风险；2）国家政策的风险；3）用户议价采购的风险；4）产品交付的风险。

#### 国博电子（688375）：2025 年中报点评：有源相控阵雷达领域保持稳定增长，积极拓展商业航天新兴市场

盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，考虑到订单的不确定性，

出于谨慎原则，我们略微下调先前的预测，预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 5.33/5.97 亿元，前值 5.56/7.03 亿元，新增 2027 年预测 8.11 亿元，对应 PE 分别为 72/65/48 倍，维持“买入”评级。 风险提示：1) 新产品研发的风险；2) 核心技术失密的风险；3) 核心技术人员流失的风险；4) 市场竞争加剧的风险。

**睿创微纳 (688002): 2025 年中报点评: 持续优化 6 $\mu$ m 产品，完成了 8 $\mu$ m 系列产品量产**

盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，出于审慎考虑，我们下调先前的预测，预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 6.70/8.74 亿元，前值 8.29/9.88 亿元，新增 2027 年预测 10.55 亿元，对应 PE 分别为 53/41/34 倍，维持“买入”评级。 风险提示：1) 战略风险；2) 宏观经济波动风险；3) 行业竞争风险；4) 采购与供应链管理风险。

**奥迪威 (832491): 2025 年中报点评: 业绩稳中有升，液冷赛道新品值得期待**

盈利预测与投资评级：公司业绩基本符合我们此前预期，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润预测至 1.02/1.24/1.50 亿元（前值 1.01/1.15/1.37 亿元），对应 PE 分别 43.73/35.89/29.61 倍。考虑到公司发展稳健新布局产品赛道前景广阔，我们依然看好公司成长，维持“买入”评级。

**迈信林 (688685): 2025 年中报点评: 向算力服务领域战略拓展，航空航天业务持续驱动**

盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，我们基本维持先前的预期，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.35/1.94/2.35 亿元，对应 PE 分别为 71/49/41 倍，维持“买入”评级。 风险提示：1) 受航空航天装备领域发展影响较大的风险；2) 设备进口比例较高的风险；3) 暂定价格与审定价格差异导致业绩波动的风险；4) 与主要客户合作关系变化的风险。

**中国海防 (600764): 2025 年中报点评: 水声电子防务增速最高，多个方面取得了重要进展**

盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，我们维持先前的预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.95/3.67/4.63 亿元，对应 PE 分别为 87/70/55 倍，维持“增持”评级。 风险提示：1) 新产品拓展不及预期；2) 原材料价格波动；3) 技术创新风险；4) 宏观政策风险。

## 宏观策略

### 宏观深度报告 20250901：补贴与竞争：哪些地区和行业内卷更严重？

#### ——统一大市场系列研究之一

核心观点：土地补贴和财税补贴是地方政府间横向竞争的工具。我们尝试量化产业政策中土地和财税补贴的规模，并识别哪些地区和行业的税负率更低。土地补贴方面，按照价差计算，2017-2024 年 70 城工业部门获得的土地补贴年均 1.45 万亿，占全国 GDP 的 1.3% 左右；财税补贴方面，按照与法定税率的差距来算，2023 年制造业的企业所得税税收优惠约 7300 亿，占 GDP 的 0.56%。结合地区和行业来看，汽车制造业、电气机械、电子设备等行业在中西部省份存在利润率和税负率双低的情况，具体见 2.2.4。近年来，面临房地产市场承压、“反内卷”规范地方政府补贴、消费税改革等三大变革，传统的横向竞争模式正在迎来转变，地方政府将从“逐底竞争”转向“逐顶竞争”。

(1) 土地补贴：2017-2024 年 70 城工业部门获得的土地补贴年均 1.45 万亿，约占 GDP 的 1.3%。按照工业地价和各类土地均价的差额来计算工业部门获得的土地交叉补贴。2017-2024 年，70 个重点城市年均出让 4.3 万平的工业仓储用地，用工业地价计算年均地价款约为 1884 亿；如果按照各类用地均价计算，年均地价款应为 1.64 万亿，二者间 1.45 万亿的差额即为 70 城工业部门获得的土地交叉补贴，占这段时间全国 GDP 的 1.3% 左右。

(2) 以企业所得税为例看财税补贴规模：参考 IMF 的做法，以企业所得税的实际税率与法定税率的差异，作为税收优惠的政策支持力度。按照这种算法，2023 年制造业的企业所得税税收优惠约 7300 亿，占 GDP 的 0.56%。

(3) 分产业来看税负率：金融地产、工业、批发零售等行业税负高，工业里面烟酒和重化工业税负高，中高端制造业和大部分服务业税负低。

(4) 分省来看，不同省份税负率差别很大，2023 年税负率最低的广西、福建、湖南，分别只有 8.5%、8.6%、8.7%，而税负率最高的北京、上海分别达到 34.5%、33.4%。分地区来看，2023 年税负率：东部（16.4%）> 东北（12.7%）> 西部（12.4%）> 中部（10.7%）。

(5) 哪些地区和行业 2023 年存在利润率和税负率双低的情况？筛选标准：选择汽车制造业、电气机械和器材制造业、计算机通信和其他电子设备制造业三个重点制造行业，仅考虑当年营收超过 1000 亿的省份，税负率和利润率都明显低于全国平均水平。以下地区在特定行业存在利润率和税负率双低的情况：

(1) 汽车制造业：河北（利润率 1.9%，税负率 2.7%，营收 3105 亿）、江西（利润率 3.9%，税负率 2.5%，营收 1367 亿）、广西（利润率 -1.0%，税负率 2.5%，营收 1367 亿）。

(2) 电气机械制造业：陕西（利润率 2.3%，税负率 1.8%，营收 2454 亿）、江西（利润率 5.0%，税负率 0.9%，营收 5165 亿）。

(3) 电子设备制造业：安徽（利润率 -0.6%，税负率 1.1%，营收 4216 亿）、河南（利润率 2.8%，税负率 1.0%，营收 6795 亿）、湖北（利润率 -3.3%，税负率 0.7%，营收 3868 亿）、广西（利润率 1.4%，税负率 0.6%，营收 1230 亿）。

(6) 从逐底到逐顶：地方政府行为面临三大变革。近年来，地方政府行为正在逐步从“逐底竞争”转向“逐顶竞争”。“逐底竞争”是通过降低要素成本和放宽标准来吸引流动性资本，以最快速度做大经济总量。“逐顶竞争”是通过优化营商环境、构建创新生态和提供优质公共服务来吸引和培育优质资本与人才。引发这一转变的因素可以总结为三方面变革：一是房地产市场承压，地方财政压力加大，原来的“以地促进工业化”模式面临转型；二是产业与竞争政策变化，

“反内卷”要求减少招商引资中的违规补贴、规范地方政府行为；三是财税改革，推动消费税征收环节后移并下划地方，地方有更大激励优化消费环境。风险提示：（1）房地产和土地市场变化，对地方政府行为影响较大，如果未来房地产市场出现趋势性变化，地方政府行为可能也会发生变化；（2）本文涉及多个税负率，分母包含增加值、营业收入、利润总额等指标，但经济口径指标和税务口径指标不完全相同，税务率的计算存在一定误差；（3）政策变动具有不确定性，如消费税改革落地情况、反内卷执行力度，对地方政府行为的影响都比较大。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：占烁）

### 宏观量化经济指数周报 20250831：去年9月“以旧换新”密集落地，后续商品零售增速或将承压

**观点** 周度 ECI 指数：从周度数据来看，截至 2025 年 8 月 31 日，本周 ECI 供给指数为 50.05%，较上周回落 0.04 个百分点；ECI 需求指数为 49.90%，较上周回升 0.01 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.90%，较上周回落 0.01 个百分点；ECI 消费指数为 49.73%，较上周回升 0.03 个百分点；ECI 出口指数为 50.20%，较上周环比持平。月度 ECI 指数：从 8 月整月的高频数据来看，ECI 供给指数为 50.07%，较 7 月回落 0.04 个百分点；ECI 需求指数为 49.89%，较 7 月回落 0.03 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.91%，较 7 月回落 0.04 个百分点；ECI 消费指数为 49.70%，较 7 月回落 0.01 个百分点；ECI 出口指数为 50.20%，较 7 月回落 0.03 个百分点。从 ECI 指数来看，8 月份供需两端景气度均有所回落，工业生产量价主要受到“反内卷”的扰动，中下游行业开工率多数放缓，而需求端则延续分化态势，消费和投资修复动能相对较弱，出口保持较强韧性。综合来看，出口或仍将是三季度经济增长的重要支撑，叠加后续新型政策性金融工具的加快落地，经济增长下行的风险相对较小。消费方面，8 月份商品消费呈现前低后高的走势，补贴资金的逐步到位使得汽车、家电等以旧换新品类零售增速在下旬有所回暖。往后看，随着以旧换新透支效应的逐步显现以及去年 9 月开始基数的走高，商品消费同比增速或承压。出口方面，截至 8 月 24 日，我国 8 月监测港口累计完成货物吞吐量同比增速录得 6.3%，较 7 月的 8.6% 小幅收窄，保持了较强韧性，且环比来看 8 月出口量并未因新对等关税的落地而走弱，或指向对等关税对出口的扰动已明显减弱，出口或是三季度经济增长的重要支撑。

**ELI 指数**：截至 2025 年 8 月 31 日，本周 ELI 指数为 -0.70%，较上周环比持平。关注 9 月货币政策对冲操作和跨境资金变动。每年 9 月份均是资金面可能出现较大波动的季节，2022 年至 2023 年由于人民币汇率市场出现较大波动，资金面出现被动性收紧，2024 年 9 月份则呈现“总量稳定、结构分化”的特点，尽管有 2024 年 8 月因国际外汇市场套息交易平仓引发的结汇潮，以及月末央行降准降息操作，但由于同期政府债券发行融资进入高峰，并且股市在 2024 年 9 月末异常活跃，流动性体感仍然较 2024 年 8 月偏紧，DR007 等关键期限利率全月均值也环比上升。从 2025 年 9 月流动性环境来看：（1）9 月将有 1.3 万亿买断式逆回购操作和 3000 亿元 1 年期 MLF 到期，相比今年 8 月份，公开市场操作到期量扩张 4000 亿元；（2）政府债融资再度进入高峰期，亟需货币政策配合以稳定融资供需；（3）9 月份是季节性的贷款投放月，银行体系从资产端施压负债端的存款和同业存单融资压力。在以上资金需求的另一面，由于今年二季度以来人民币汇率渐升值，9 月份或再度出现出口企业的结汇高峰，与 2024 年 9 月不同之处是去年 9 月份汇率市场大幅波动一定程度上引发结汇资金“恐慌”，

今年由于人民币升值预期较强，并且汇率风险敞口下降，9月至12月结汇或有序释放，带动流动性稳中扩张，但是9月流动性更加关键的还是在于货币政策对资金面的态度，过去6个月货币政策均加量投放流动性，呵护资金面的态度较为明确，鉴于本月资金面波动风险可能加大，预计公开市场操作或仍以买断式逆回购和MLF加量投放为主，平抑9月资金缺口的影响，呵护实体经济流动性。风险提示：美国关税政策仍有不确定性；政策出台力度低于市场预期；房地产改善的持续性待观察。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：李昌萌 证券分析师：王洋）

### 海外周报 20250831：联邦巡回法院裁定特朗普征收 IEEPA 对等关税违法

核心观点：本周特朗普罢免美联储理事与温和 PCE 数据令降息预期进一步升温，美股上行美债利率下行，10 年期美债利率降 2.53bps 至 4.228%；但科技股抛售令美股由涨转跌，标普 500、纳斯达克指数分别收跌 0.10%、0.19%。本周公布的美国 Q2 GDP 修正值在商业投资的拉动下上修幅度超预期，同时海外分析师上修对 Q3 美国经济增长预期。海外政治方面，本周一特朗普以涉嫌在抵押贷款申请中存在欺诈行为为由罢免美联储理事库克，成为 1913 年美联储成立以来首次，引发市场对美联储独立性的担忧。预计库克将一路上诉至最高法院，而美联储则采取中立态度，称将“遵守法院发布的任何命令”。同时本周美国联邦巡回上诉法院正式裁定特朗普援引《国际紧急经济权利法》（IEEPA）征收对等关税的行为违法，但允许等关税征收至 10 月 14 日。预计后续特朗普上诉期间最高法院将允许特朗普继续征收关税直至判决结果出炉，对等关税对通胀和经济增长的压力料将持续存在。大类资产：特朗普罢免美联储理事与温和 PCE 数据令降息预期进一步升温，美股上行美债利率下行；但科技股抛售令美股由涨转跌。本周特朗普宣布罢免美联储理事库克引发市场对美联储独立性的担忧，随后公布的 7 月美国 PCE 数据符合预期令降息预期进一步升温，美股上行，美债利率下行；但英伟达财报业绩指引不及预期带动科技股抛售潮令美股转跌。整体来看，全周（8 月 25 日至 8 月 29 日）10 年期美债利率降 2.53bps 至 4.228%，2 年期美债利率降 7.96bps 至 3.617%，美元指数降 0.06% 至 97.77；标普 500、纳斯达克指数分别收跌 0.10%、0.19%；现货黄金价格收涨 2.26% 至 3447 美元/盎司。海外经济：商业投资推动 Q2 GDP 修正值超预期，海外分析师上修 Q3 美国增长预期。美国 25Q2 GDP 季环比年率修正值为+3.3%，预期+3.1%，前值 3%；其中固定资产投资拉动率由+0.08%上修至+0.59%，消费拉动率由+0.98%上修至+1.07%。美国 7 月 PCE 物价指数同比+2.6%，预期+2.6%，前值+2.6%，环比+0.2%，预期 0.2%，前值+0.3%；核心同比+2.9%，预期+2.9%，前值+2.8%，环比+0.3%，预期 0.3%，前值+0.3%。此外增长方面，分析师小幅上修 Q3 美国增长预期。①模型：截至 8 月 29 日，亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q3 美国 GDP 最新预测值为+3.5%；截至 8 月 29 日，纽约联储 Nowcast 模型对 25Q3 美国 GDP 预测值为+2.22%。②分析师：根据彭博在 8 月 22-27 日对 79 名分析师的调查问卷，当前分析师一致预期 25Q3-25Q4 美国 GDP 季环比年率增速分别为 1.1→1.1→1.5→1.8→1.9→2.0%，对 Q3 GDP 增速较上月的+0.9%小幅上修；预期未来 1 年美国陷入衰退概率 32%，较前值 35%小幅下修。通胀方面，分析师小幅下修未来几个季度通胀预期。①分析师：最新分析师一致预期 25Q3-26Q2 美国 CPI 同比增速分别为 2.9→3.1→2.9→3.0%，25Q3-26Q2 美国 PCE 同比增速

分别为 2.8→3.0→2.8→2.8%，其中对 25Q3-26Q2 的 CPI 预测值小幅下修。货币政策方面，分析师维持首次降息在 2025Q3 的预测。①分析师：最新分析师一致预期 25Q3-26Q4 美联储政策利率上限分别为 4.25→4.0→3.75→3.5→3.5→3.25%，即预期下一次降息在 25Q3，2025 全年降息 2 次，2026 全年降息 3 次。②交易员：最新联邦基金期货模型显示，交易员预期 2025 年 9 月降息概率为 87.9%，到 12 月累计降息 2.24 次/55.9bps。海外政治：美联储理事库克起诉特朗普非法解雇，联邦巡回法院裁定 IEEPA 关税违法。本周一特朗普以涉嫌在抵押贷款申请中存在欺诈行为为由罢免美联储理事库克，成为 1913 年美联储成立以来首次，引发市场对美联储独立性的担忧（详见报告《特朗普宣布罢免理事库克，美联储独立性遭挑战》）。随后库克向提起诉讼，本周五该案听证会在华盛顿地方法院举行，主审法官并未当庭宣布判决。但无论判决结果如何，预计该案都将一路上诉至最高法院，而美联储则采取中立态度，称将“遵守法院发布的任何命令”。此外，本周五美国联邦巡回上诉法院（CAFC）正式裁定特朗普援引《国际紧急经济权利法》（IEEPA）征收对等关税的行为违法。CAFC 认为 IEEPA 虽授权总统“管制出口”（Regulate Importation），但并未明确赋予其加征关税的权力。但 CAFC 判决中允许对等关税征收至 10 月 14 日，为特朗普上诉最高法院预留缓冲时间。向前看，由于最高法院审理该案期间有极大概率延续对 CAFC 判决结果的暂缓执行，即允许特朗普继续征收对等关税直至判决结果出炉，因此本次 CAFC 的判决结果预计对特朗普对等关税计划的影响较为有限。此外，若最终最高法院也裁定 IEEPA 关税违法，则特朗普政府仍可能引用其他现有贸易法案（如 122 和 338 条款）加征对等关税（详见报告《关税“迷雾”的背后：特朗普关税工具如何落地？》）。风险提示：特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 证券分析师：韦祎 研究助理：王茁）

### 宏观点评 20250830：人民币汇率是否会升破 7.0？

**事件** 8 月 28 日晚间，在中间价持续偏强的升值指引下，在岸与离岸人民币对美元即期汇价连续升破 7.15、7.14 和 7.13 等几个整数关口，USDCNH 一度跌破 7.12，即期汇率向中间价快速收敛。在岸、离岸汇价与中间价或将再度并轨，人民币汇率市场接下来需要关注“套息交易”逆转、“恐慌结汇”是否重现、中间价“底线思维”等几个方面。

**观点** 人民币即期汇价升值动因：强中间价的持续升值引导。我们在 7 月底专题报告《汇率：中间价释放升值信号、资金押注补涨》中认为，由于 7 月份以来中间价保持渐进升值，释放的强势引导信号也被即期汇率市场吸收，人民币渐进升值的趋势短期有加快的迹象，预计 8 月份美元兑人民币即期报价或下移至 7.10-7.15 区间，而 8 月 28 日当晚在岸与离岸人民币即期汇价的迅猛破位显示 7 月份以来中间价的信号指引逐渐被市场吸纳，在 8 月份外汇市场对美联储 9 月降息预期升温、美元指数继续保持结构性弱势的支撑下，即期汇率以较快幅度升值。8 月 29 日，美元兑人民币中间价报 7.1030，相比上一交易日调升 33 个基点，仍然比 Bloomberg 预测中间价低 251 个基点，继续释放引导升值的信号，预计在 USDCNY 与 USDCNH 跌破 7.15 关口之后，即期汇率或加速向中间价收敛，跨境资金回流人民币或推动境内流动性宽松。人民币“套息交易”或逆转：波动率回升。2025 年 5 月份以来，由于人民币汇率始终处于“低波”状态，并且中美之间横亘着约 260bps 的利差倒挂，再度吸引基于人民币的“套

息交易”，然而依赖“岁月静好”的套息交易或被波动率回升的势头打破，以8月28日晚间为契机，人民币汇率或开启波动率回升阶段，5月份以来“套息交易”逆转平仓或进一步推动即期汇率升值。待结汇盘“恐慌式结汇”是否重现？2024年8月至10月由“套息交易”平仓引发出口企业“恐慌式结汇”，一度推动USDCNH跌破7.0，根据我们的测算，截至2025年7月末，过去3年累积的4211亿美元待结汇盘，平均持仓成本为7.05左右，当人民币汇率快速跌破7.10关口后，部分待结汇盘资金或抢跑，但是2025年与2024年不同之处在于出口企业加强了汇率套保，预计结汇潮或以相比2024年更加缓和的方式展开。在美元指数维持结构性弱势、人民币短期升值预期升温的背景下，预计2025年四季度结汇资金或迎来集中释放。人民币汇率展望：仍需关注中间价指引。外汇市场过去一个季度押注人民币“补涨”，当前进入预期兑现阶段，汇率政策管理仍然遵循“底线思维”，既要防范一致性贬值预期，又要防范一致性升值预期，如果结汇资金形成“羊群效应”，汇率管理政策或也将适时进行逆周期调节，展望未来的汇率走势，中间价仍是重要的观测变量，预计即期汇率与中间价或在7.10点位实现“三价并轨”。风险提示：（1）美联储“降息”路径不明确，美债收益率和美元流动性尚有不确定性；（2）中国的宽松政策效应迟滞，人民币资产预期回报率低于市场预期；（3）欧元和日元等非美经济体货币汇率异动风险。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：王洋）

#### 宏观点评 20250829：中欧关系：历史、当下与未来发展

核心观点：在未来一段时间内，中欧关系或仍将在“意识形态分歧”和“经济现实协同”的矛盾中继续运行。一方面，为了与美国保持步调一致，欧盟在政策框架上仍会将我国视为“竞争者”，并采取较为强硬的态度。而另一方面，出于经济增长的现实诉求，欧盟主要成员国与我国的贸易、企业方面合作或会日益密切。回顾历史：中欧建交50周年历程复盘

中欧建交初期，双方合作主要基于货物贸易领域。1978年4月，中欧第一份贸易协定《中华人民共和国与欧洲经济共同体贸易协定》正式签订，同年中欧经济贸易混合委员会宣告成立，打开了中欧双边贸易的窗口，1985年进一步签订的《贸易与经济合作协定》则为早期中欧经贸往来赋予了制度基础和法律保障，而这一双边法律框架一直沿用至今。

随着中欧关系的不断深入，双方由最初的经贸关系逐步升级为全面战略伙伴关系。1995年，欧盟发布首份对华政策文件《对中欧关系的长期政策》，将加强与中国的对话合作作为其对华政策的长期目标。2003年，我国出台首份对欧政策文件《中国对欧盟政策文件》，同年双方确定全面战略伙伴关系。

在此后的一段时间里，中欧关系实现了全方位的突破发展。在经贸领域、人文领域以及气候领域形成了一系列长期战略合作。直到2016年，我国加入世贸组织期满十五年，欧盟对华定位开始发生了一定转变。2016年5月，欧洲议会通过一项非立法性决议，反对承认中国市场经济地位，2017年9月，欧盟委员会发布《对中国经济市场扭曲情况报告》

（Report on state-induced distortions in China's economy），指向欧盟进一步从战略安全的角度考量中欧经贸关系。2019年欧盟对华政策文件首次明确对我国的“三重定位”，即气候变化、可持续发展等目标一致领域的“合作伙伴”、经贸领域的“竞争者”以及体制和治理模式层面的“系统性对手”，自此以来，欧盟对我国政策呈现出明显的“双重性特征”。

聚焦当下：中欧峰会反映的共识与分歧 本次中欧峰会是继2023年以来双方再次开启高级别战略对话，且在气候、稀土等问题上达成了一定共识，展现了中欧关系积极的一面。但同时也要看到，

我国与欧盟在贸易平衡、市场准入以及地缘政治等领域仍存在一定分歧。

在气候方面，中欧联合发布了《中欧领导人关于应对气候变化的联合声明》，着重强调了绿色伙伴关系是中欧伙伴关系的重要组成部分。且在部分主要经济体退出《巴黎协定》的背景下，中欧在气候变化领域合作的重要性进一步凸显。

在稀土问题方面，此前欧盟企业高度关注我国稀土出口管制问题，欧盟经济发展高度依赖我国稀土等战略资源的供应，本次峰会上双方同意建立“升级版”出口管制对话机制，以提高稀土等关键原材料向欧洲企业的交付效率。

在贸易平衡的问题上，中欧仍然存在较大分歧。欧盟方面认为我国在汽车等行业的产能过剩和国家补贴政策对欧洲企业的竞争力造成了负面影响，并于去年10月对我国电动汽车征收高达45%的关税，又在今年6月份禁止我国医疗器械制造商在未来五年参与500万欧元以上的欧盟公共采购项目。

在地缘政治问题上，欧盟在乌克兰问题上与美国立场较为接近，对俄罗斯采取了多轮制裁措施，并在一定程度上对我国在该问题上的立场存在误解和无端指责。7月18日，欧盟在第18轮对俄制裁中将两家中国企业和金融机构列入清单，严重损害了我国企业的合法权益。

虽然本次峰会双方在一些核心议题上仍存分歧，但在复杂的国际环境和挑战下，中欧高层经贸对话机制依旧畅通，仍在多个领域内寻求合作与对话的可能性，未来中欧关系依然存在进一步改善的空间。

展望未来：欧美摩擦下中欧关系何去何从  
可以看到，欧盟在表象上仍维持对美弱势和对华强硬的态度。在美欧关税问题上，欧盟最终取消了针对美国对等关税的反制措施，且与美国签订了不利于欧盟经贸发展的框架协议。而在对华问题方面，欧盟仍旧保持强硬态度，如6月20日欧盟宣布禁止中国医疗器械制造商在未来五年参与500万欧元以上的欧盟公共采购项目，而7月18日欧盟又在第18轮对俄制裁中将两家中国企业和金融机构列入清单等。

但如果抛开表象看本质，我们会看到今年以来中欧在贸易、投资以及企业等领域的合作反而出现了加速推进。在贸易方面，截至今年上半年，我国占欧盟进口商品的比重也由去年同期的18.7%提升到了今年的20.3%，欧盟对我国产品的进口依赖度不降反升。从投资和企业合作方面，1月31日，欧委会批准法国政府向远景动力位于法国的电池超级工厂一期项目提供4800万欧元的补贴，而这一申请始于2021年。4月24日，中欧双方正式签署《绿色科技合作备忘录》，未来三年将共同投资150亿欧元，聚焦氢能、储能、碳捕集等六大领域，打造全球最大的跨国绿色技术研发联盟。5月15日，比亚迪在匈牙利布达佩斯举行欧洲总部官宣仪式，项目总投资约为20.1亿元，其中匈牙利政府提供约4亿的资金支持。

由此可以看出，在对待中欧关系方面，欧盟略显“表里不一”。即在表面上，欧盟仍以对华强硬的态度作为筹码，以换取美国的信任，加强与美国的政治联系，亦为欧美关税谈判争取空间。而在实际利益面前，欧盟成员国出于对我国稀土资源、动力电池等核心资源与技术的诉求，又加速推动中欧贸易和投资方面的合作，甚至在关键领域为我国企业落地欧洲提供经济支持。

出现这种现象的根本原因在于欧盟成员国之间对华态度的分歧。自拜登政府上台以后，欧盟便开始实施对华“去风险”战略，彼时欧盟内部就在对华态度方面存在分歧，如法国支持欧盟坚持战略自主，减少对华依赖，立陶宛、捷克等东欧国家则对华采取强硬态度，而德国、西班牙等国家则表达了对于中欧关系恶化的担忧。特朗普政府第二任期以来，欧盟内部对华态度分歧进一步加剧。一方面，特朗普二进宫以来对欧盟施加了高额关税，严重打击了欧盟对美贸易，挤压了欧盟企业的利润；另一方面，与特朗普首轮任期相

比，我国在新能源汽车、芯片制造以及人工智能等领域都取得了重大突破，部分尖端技术在全球处于领先地位。特别是在新能源汽车领域，欧洲车企高度依赖我国动力电池供应。 风险提示：（1）美国关税政策仍具有较高不确定性，需进一步跟踪中美、欧美贸易谈判的进程；

（2）欧盟从我国进口超预期，但对我国出口同比回落；（3）今年地缘政治冲突事件有所增多，需警惕国际形势变化。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：李昌萌）

## 固收金工

### 固收周报 20250831：周观：“股债跷跷板”的不对称性（2025 年第 34 期）

**观点** 股市涨幅放缓，但债市修复程度并不明显，如何理解“股债跷跷板”的不对称性？本周（2025.8.25-2025.8.29），10 年期国债活跃券收益率从上周五的 1.785%下行 0.5bp 至 1.78%。周度复盘：周一（8.25），美联储主席鲍威尔透露出降息信号，债市担心股市因此大涨，延续“股债跷跷板”逻辑，利率略有上行。但从全天来看，股市和债市均受益于流动性宽松预期，走出“股债双牛”行情。午后上海地产政策放松，但对债市压制有限，全天 10 年期国债活跃券收益率下行 2.15bp。周二（8.26），股债跷跷板延续，上证指数与 10 年期国债活跃券收益率同时走出“倒 V 型”。午后除股市回调外，《中国外汇》援引专家观点，称我国央行继续增持国债具有良好的操作空间，也推动了债市情绪，全天 10 年期国债活跃券收益率下行 0.25bp。周三（8.27），股市迎来较大幅度回调，上证指数午后加速下跌，全天下跌 1.76%。但债市表现则相对犹豫，并没有出现因为股市下跌而上涨的跷跷板，反而有一定止盈情绪出现，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 0.4bp。周四（8.28），上午股市延续昨日态势回调，利率小幅下行。下午股市明显拉升，股债跷跷板叠加债市止盈情绪旺盛，令利率迅速上行，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 2.5bp。周五（8.29），央行延续大额投放呵护资金面，债市情绪略有修复，全天 10 年期国债活跃券收益率下行 1bp。周度思考：股市本周涨幅出现放缓，但从债市表现来看，并未出现显著修复，呈现出偏移的“股债跷跷板”，即股市上涨债市下跌，但股市下跌债市不一定上涨的局面。“股债跷跷板”效应从今年 6 月下旬开始显现，出现的主要原因在于对经济预期的扭转，具体政策包括供给侧的“反内卷”和需求侧的雅江水电站建设，令投资者将当前市场与 2016-2017 年的供给侧改革进行对比，走出价格上行、企业利润回升、基本面企稳的传导逻辑。在这样的逻辑推动下，10 年期和 30 年期国债活跃券收益率迅速上行，分别接近 1.8%和突破 2%。债市近期波动走弱除了因为股市大涨带来的风险偏好回升外，最重要的是此前债市交易过于拥挤，去年债市大牛透支了收益空间，特别是长债，导致收益无法覆盖资金成本，配置盘对债券所带来的资本利得失去信心，另外低利率的环境又导致票息收入有限，债券已成为当前阶段不受青睐的资产，使得市场对利空因素非常敏感，而对利好因素反应较弱，因此股市下跌并未令利率显著下行，反而止盈盘的出现令利率出现上行可能性。债市短期的博弈逻辑是多资产比较，目前债券收益率的绝对点位过低，此前风险资产表现不佳令市场出现“结构型资产荒”，大量资金涌入债市，而一旦风险偏好回升，债券目前的性价比相比而言较低，难出现此前三年的牛市行情，而是处于低波动的稳态。但债券的长期“锚”依然是基本面，中国经济依然处于新旧动能转换期，无风险收益率中枢处于下行趋势中，长期的逻辑不变。 美国 2025

年 7 月耐用品订单、第二季度实际 GDP 年化季率修正值、7 月核心 PCE 物价指数、EIA 商业原油/车用汽油/馏分燃料油库存、申请失业救济人数等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？本周（0825—0829）美联储主席大热人选沃勒支持 9 月降息 25 基点，并预计未来三到六个月还会进一步降息。美国第二季度实际 GDP 年化季率修正值为 3.3%，显著高于预期。美国 7 月核心 PCE 物价指数同比上涨 2.9%，符合预期。美股 3 大指数同步升跌，周一跌，随后周二至周四连升三日，推动标准普尔 500 指数盘中连续创下历史新高并收盘高点，最后一个交易日周五回调下跌。美债收益率呈现牛陡走势，同时在国债标售上短端表现明显优于长端。黄金回升至震荡区间上沿。我们认为美国经济“软着陆”预期强化下，曲线边际趋陡概率仍较大，短端胜率大于长端。我们在延续上周观点的基础上，结合增量数据，思考如下：（1）美国 7 月耐用品订单环比初值下降 2.8%，美国 7 月扣除运输的耐用品订单环比初值增长 1.1%，均好于预期；美国 8 月 22 日当周 EIA 商业原油库存减少 239.2 万桶，8 月 22 日当周 EIA 车用汽油库存减少 123.6 万桶，8 月 22 日当周 EIA 馏分燃料油库存减少 178.6 万桶。8 月 21 日公布的 Markit PMI 初值数据显示，美国 2025 年 8 月 Markit 制造业 PMI 初值 53.3，预期 49.7，前值 49.8，远超出市场预期；服务业相较于 7 月有所回落，Markit 服务业 PMI 初值 55.4，预期 54.2，前值 55.7；8 月 Markit 综合 PMI 初值 55.4，预期 53.5，前值 55.1，创去年 12 月以来新高，连续六个月扩张。PMI 初值显示，美国经济在第三季度初大幅增长，与 2.3% 的年化增长率相符。由于制造业经营状况有所恢复，经济增长过度依赖服务业的不平衡状况有所缓解。从 EIA 原油库存原油库存变动来看，美国 8 月 15 日当周 EIA 原油库存减少 601.4 万桶，远高于预期的减少 85 万桶，前值增加 303.6 万桶。库存的显著减少反映了美国国内原油需求的强劲以及供应端的潜在压力。8 月 26 日公布的耐用品新增订单数据显示，美国 7 月耐用品订单环比初值下降 2.8%，预期降 3.8%，前值降 9.4%。美国 7 月扣除运输的耐用品订单环比初值增长 1.1%，超预期值 0.2%，前值由降 0.8% 修正为降 0.6%。美国 7 月耐用品订单数据好于预期，这表明随着贸易和税收政策不确定性减少，企业正推进投资计划。美国能源信息署（EIA）8 月 27 日公布的数据显示，8 月 22 日当周美国商业原油库存减少 239.2 万桶至 4.183 亿桶，比同期的五年平均水平低 6%，市场预期为减少 190 万桶；美国车用汽油库存减少 123.6 万桶至 2.223 亿桶，市场预期为减少 220 万桶；包括柴油和取暖油在内的馏分燃料油库存减少 178.6 万桶至 1.142 亿桶，市场预期为增加 88.5 万桶。库存下降印证了劳工节假日前的强劲需求——这个传统假期标志着美国夏季出行高峰的终结。随着季节性消费旺季接近尾声，九月及后续月份的需求或将逐步降温。此外经济方面，特朗普政府宣布以印度“使用直接或间接方式进口俄罗斯石油”为由，对印度输美产品征收额外关税，自 8 月 27 日起对印度商品加征的关税提高一倍至 50%，但另一方面，印度驻俄罗斯大使维奈·库马尔表示，印度企业将继续从任何能获得“最划算交易”的地方购买石油，并坚称印度政府会继续采取措施维护本国国家利益。（2）美国第二季度实际 GDP 年化季率修正值为 3.3%，显著高于预期，其中净出口为 GDP 增长贡献了 4.95 个百分点，创下历史最高纪录；美国 7 月 PCE 物价指数同比上涨 2.6%，美国 7 月核心 PCE 物价指数同比上涨 2.9%，均符合预期；美国 8 月 23 日当周首次申请失业救济人数降至 22.9 万人，8 月 16 日当周持续领取失业金人数降至 195.4 万人，均好于预期。8 月 28 日美国经济分析局公布的数据显示，美国第二季度实际 GDP 年化季率修正值达

3.3%，显著高于预期的 3.1% 和初值 3%。这一增长主要由商业投资回暖（增速从初报的 1.9% 上修为 5.7%，软件和运输设备投资增强）和净出口创纪录贡献（对 GDP 拉动 4.95 个百分点）驱动。8 月 29 日美国经济分析局公布的数据显示，美国 7 月 PCE 物价指数同比上涨 2.6%，符合预期值 2.6%，前值为 2.6%。美国 7 月核心 PCE 物价指数同比上涨 2.9%，为今年 2 月以来最高水平，符合预期值 2.9%，前值为 2.8%。8 月 28 日美国劳工部公布的数据显示，8 月 23 日当周美国首次申请失业救济人数为 22.9 万人，低于预测值 23 万人，前值由 23.5 万人下修至 23.4 万人；8 月 16 日当周持续申请失业救济人数为 195.4 万人，低于预测值 196.6 万人，前值 197.2 万人。特朗普政府收紧移民政策导致劳动力市场供给减少，这在一定程度上缓解了招聘乏力对失业率的冲击。牛津经济研究院首席美国经济学家 Nancy Vanden Houten 表示：“失业率之所以能保持相对稳定，核心原因在于裁员规模较低。展望未来，劳动力增长放缓也将抑制失业率的上升幅度，从而掩盖劳动力市场中一些潜在的裂痕。”（3）美联储主席大热人选沃勒支持 9 月降息 25 基点，并预计未来三到六个月还会进一步降息，降息的节奏将取决于后续的数据情况。8 月 28 日，沃勒在为迈阿密经济俱乐部准备的讲话中明确表示，基于当前经济数据和市场趋势，他支持在 9 月 16 日至 17 日召开的美国联邦公开市场委员会（FOMC）会议上降低利率 25 个基点，并预计未来三到六个月内还会进一步降息，而降息的节奏将取决于后续的数据情况。沃勒指出，由于潜在通胀率接近 2%，基于市场的长期通胀预期指标已得到有效稳定，而劳动力市场出现不利疲软的可能性也在增加，因此采取适当的风险管理措施意味着联邦公开市场委员会现在就应该降低政策利率。沃勒强调：“根据现有数据，我认为 9 月不需要降息超过 0.25 个百分点，但如果下周五劳工部发布的 8 月非农报告显示经济显著疲软，且通胀继续保持稳定，我会重新评估。”截至 8 月 29 日，Fedwatch 预期 2025 年 9 月降息 25bp 的概率为 85.2%，上周为 75%；10 月降息的可能性升至 43.7%，上周为 35.3%；12 月在 10 月降息的基础上再次降息的可能性升至 36.4%，上周为 25.4%。风险提示：大宗商品价格波动风险；宏观政策变动风险；历史经验不代表将来；经济基本面变化超预期。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐沐阳 证券分析师：徐津晶  
证券分析师：陈伯铭）

### 固收周报 20250831：写在转债分歧显性化后

本周（0825—0829）转债市场出现显著调整，且调整主要来自于“主动”杀估值，正如上周观点中提及“转债高估值磨预期拐点远近或依赖于权益市场破位上行势能强弱”，本周权益市场——尤其泛科技板块——较强的上冲势能导致止盈盘涌现及一级债基往二级债基、二级债基内部转债往权益优化等结构性调整，我们思考这均对转债高估值形成一定压迫。关于后市我们有如下几点思考：1) 权益方面科技题材领涨预示市场对中国下一阶段内生增长潜力释放的信心，而转债存量市场所谓内生增长含量却相对滞后，传统部门、成熟部门、周期部门居多，这导致在本轮“慢牛”抬头的当前阶段，泛科技板块的虹吸效应对转债更为明显；2) 我们认为科技题材发酵并扩散后，周期的大行情将让转债市场呈现普涨并加速新陈代谢，一方面存量标的加速退出，一方面泛科创企业增加 CAPEX，部分（比如估值被低估）会转向发行转债再融资，因此当前转债市场供给端在“量”和“质”上的阵痛均将是阶段性的；3) 但转债供给端的周期性同时还受政策引导及在企业再融资手段谱系中生态位如何定位等因素影响，我们预计转债未来同泛科创企业融资需求适配度仍有较大上升空间，包括但不限于发行

门槛、条款设计、增信手段等方面。综上所述，我们认为短期转债供需错配格局将继续支撑转债高估值，平价普涨甚至平价、估值双击需要静待周期大行情隐现，这期间的估值回调、平价震荡均构成建仓、补仓窗口；中长期需动态思考转债供给端潜在变化，如何凸现“接力棒”式融资特征或为关键。下周转债平价溢价率修复潜力最大的高评级、中低价前十名分别为：烽火转债、浦发转债、希望转债、金能转债、利群转债、金田转债、恩捷转债、和邦转债、首华转债、闻泰转债。风险提示：(1) 正股退市和信用违约风险；(2) 流动性环境收紧风险；(3) 权益市场超跌风险；(4) 地缘政治危机影响；(5) 行业政策调控超预期。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭)

#### 固收点评 20250830：二级资本债周度数据跟踪 (20250825-20250829)

**观点** 一级市场发行与存量情况： 本周(20250825-20250829)银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。截至2025年8月29日，二级资本债存量余额达46,733.85亿元，较上周末(20250822)减少20.0亿元。二级市场成交情况： 本周(20250825-20250829)二级资本债周成交量合计约1582亿元，较上周减少580亿元，成交量前三个券分别为25工行二级资本债02BC(65.76亿元)、21建设银行二级01(56.92亿元)和25中行二级资本债01BC(56.71亿元)。分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和福建省，分别约为1212亿元、119亿元和80亿元。从到期收益率角度来看，截至8月29日，5Y二级资本债中评级AAA-、AA+、AA级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-2.64BP、-0.52BP、-0.52BP；7Y二级资本债中评级AAA-、AA+、AA级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-2.50BP、-1.38BP、-1.38BP；10Y二级资本债中评级AAA-、AA+、AA级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-2.02BP、-0.18BP、-0.18BP。估值偏离%前三十位个券情况： 本周(20250825-20250829)二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交的比例小于溢价成交，折价成交的幅度大于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为21九台农商二级(-21.4862%)、21长春发展农商二级(-21.4740%)、23药都农商行二级资本债01(-0.6919%)，其余折价率均在-0.50%以内。中债隐含评级以AAA-、AA+、AA-评级为主，地域分布以北京市、浙江省、上海市居多。溢价个券方面，溢价率前四的个券为22长城华西二级资本债01(0.8038%)、21兴业银行二级03(0.2844%)、25泰隆商行二级资本债01(0.2533%)、25瓯海农商行二级资本债01(0.2455%)，其余溢价率均在0.22%以内。中债隐含评级以AAA-、AA+、AA评级为主，地域分布以北京市、上海市、广东省居多。风险提示：Choice、Wind信息更新延迟；数据披露不全。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

#### 固收点评 20250830：绿色债券周度数据跟踪 (20250825-20250829)

**观点** 一级市场发行情况： 本周(20250825-20250829)银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券13只，合计发行规模约71.16亿元，较上周增加3.26亿元。发行年限多为3年；发行人性质为地方国有企业、中央国有企业、央企子公司；主体评级多为AAA、AA+级；发行人地域为北京市、安徽省、广东省、广西壮族自治区、吉林省、江苏省、内蒙古自治区、上海市、天津市、浙江省；发行债券种类为超短期融资券、可交换私募债、交易商协会ABN、其他金融机构债、信贷ABS、中期票据、私募公司债。二级市场成交情况： 本周(20250825-20250829)绿色债券周成交额合计522亿元，较上周减少8亿元。分债券种类来看，成交量前三为非金公司信用债、金融机构债和利率债，

分别为 263 亿元、196 亿元和 52 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 83.88%，市场热度持续；分发行主体行业来看，成交量前三的行业为金融、公用事业、交运设备，分别为 225 亿元、116 亿元和 23 亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、广东省、湖北省，分别为 161 亿元、68 亿元和 46 亿元。估值偏离度前三十位个券情况：本周（20250825-20250829）绿色债券周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交幅度小于溢价成交，折价成交比例大于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为 20 常鼎绿色债 02（-1.4922%）、24 江苏银行绿色债 01（-0.5561%）、20 宜春创投绿色债（-0.4735%），其余折价率均在 -0.40% 以内。主体行业以金融、钢铁、建筑为主，中债隐含评级以 AAA-、AA、AA+ 评级为主，地域分布以北京市、上海市、江苏省居多。溢价个券方面，溢价率前四的个券为 G22 大足 1（1.9770%）、25 水能 G1（1.0131%）、20 湖南债 108（0.3497%）、25 南电 GN009（乡村振兴）（0.3140%），其余溢价率均在 0.30% 以内。主体行业以金融、建筑、交通运输为主，中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA 评级为主，地域分布以北京市、天津市、安徽省、湖北省居多。风险提示：Choice 信息更新延迟；数据披露不全。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶）

## 行业

### 推荐个股及其他点评

#### 首程控股（00697.HK）：2025 中报点评：营收稳健增长，机器人产业布局加速

**投资要点** 2025H1 营收稳健增长，资产运营业务贡献度持续提升 2025H1 公司实现营收 6.67 亿元，同比+36.45%；毛利润 2.69 亿元，同比+26.21%。主要得益于西安咸阳国际机场 T5 航站楼停车场项目等新增项目的高效运营，及北京首都国际机场项目等存量项目的运营提效。2025H1 公司扣非归母净利润为 3.09 亿元，同比+30.12%。公司整体盈利质量改善明显，资产运营业务贡献度持续提升，为中长期业绩上行打下坚实基础。分业务看，2025H1 公司资产营运收入约为 4.66 亿元，同比+25.86%；资产融通收入约为 2.01 亿元，同比+69.23%。毛利率整体企稳，费用率整体下行 盈利能力方面，2025H1 公司实现毛利率和净利率 40.30%和 46.71%，同比分别-3.27pct 和+1.30pct；公司通过持续优化内部运营管理体系，毛利率维持在较高水平。费用率方面，2025H1 公司经营管理提质增效，管理费用率为 20.06%，同比-2.72pct，同比呈下降趋势；财务费用率 8.29%，同比+9.57pct。2025H1 公司继续保持健康的资产结构，资金储备充裕，维持稳健的财务杠杆率，负债资本比率保持在 12.4%。资产运营与资产融通协同发力，加速人形机器人产业布局 在资产运营端，公司已有停车场运营+产业空间管理和租赁住房两大业务布局，其中停车场运营业务形成“长期租赁+停车综合体+产权购置+充换电+城市智慧停车+停车产业基金”六大运营模式，深度绑定机场、高铁、市政等高频场景资源。在资产融通端，公司为国内公募 REITs 市场重要产业投资方之一，已设立三支百亿级基础设施基金与平准基金，具备全流程 REITs 证券化能力。机器人领域方面：1）从产业投资维度看，2025 年以来公司管理的多支产业基金已完成对多家核心企业的投资，目前投

资版图已覆盖宇树科技、银河通用、星海图、松延动力等机器人产业链核心企业。2) 在产业服务维度, 公司通过北京首程机器人科技产业有限公司, 围绕“销售代理+租赁业务+二次开发”建立盈利模式, 推动优质机器人企业和产品的应用落地。在 2025 年 6 月举行的机器人产业生态峰会上, 公司与 50 余家来自医疗、教育陪伴、服务作业、检测巡检及水面作业、具身智能及飞行器等细分领域的机器人企业集中签约, 围绕真实应用场景推进项目合作。盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测分别为 5.9/7.7/9.3 亿港元, 当前市值对应 PE 分别为 24/18/15 倍, 考虑到公司主业稳健, 叠加在人形机器人上的深入布局, 维持公司“买入”评级。风险提示: 宏观经济波动, REITs 市场回暖不及预期, 机器人业务落地不及预期。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 钱尧天  
研究助理: 陶泽)

### 迪威尔 (688377): 2025 年中报点评: Q2 归母净利润同比+12%, 盈利能力持续修复

**投资要点** 2025Q2 业绩增速同环比修复, 井口订单影响兑现 2025 上半年公司实现营业总收入 5.6 亿元, 同比基本持平, 归母净利润 0.52 亿元, 同比下降 7%, 扣非归母净利润 0.50 亿元, 同比增长 0.2%, 非经主要为政府补助。根据公司年报, 上半年效益下降主要系井口市场竞争加剧, 订单量价齐降, 深海订单增长显著但生产周期长, 确收滞后未能兑现。单 Q2 公司实现营业总收入 2.9 亿元, 同比增长 5.5%, 归母净利润 0.30 亿元, 同比增长 12%, 扣非归母净利润 0.30 亿元, 同比增长 22%, 增速同环比修复。Q2 毛利率同环比改善, 费用率有所提升 2025 上半年公司实现销售毛利率 20.2%, 同比提升 0.2pct, 销售净利率 9.2%, 同比下降 0.7pct。单 Q2 公司实现销售毛利率 21.4%, 同比提升 0.8pct, 销售净利率 10.5%, 同比提升 0.6pct, 公司增强对成本的管控, Q2 盈利能力同环比改善。2025 上半年公司期间费用 11.0%, 同比增长 3.0pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.7%/5.6%/3.4%/0.3%, 同比分别变动+0.01/+1.71/-0.10/+1.4pct。受管理人员薪酬增加、新加坡子公司落地, 管理费用率有所提升。静待深海订单兑现、多向模锻落地放量 公司深耕油气设备专用件行业, 与德希尼布、斯伦贝谢、贝克休斯等全球油服公司长期合作。展望未来, 公司业绩增速有望持续修复: (1) 上半年公司深海订单延续增长趋势, 由于深海项目交期较长, 尚未充分兑现。未来国内深海科技战略推进和全球海上油气资本开支增加为大趋势, 公司订单增速可持续, 且随高毛利率深海订单兑现, 利润增速有望修复, (2) 公司募投项目“油气装备关键零部件精密制造项目”已完成标准件试制, 获核心客户新产线认证及试样初审通过, 并获少量订单。350MN 多向模锻液压机可于量产领域为客户降本、提高产品性能, 增强公司在油气装备锻件领域竞争力, 同时还可帮助公司向汽车、特殊行业等下游拓展, 打开远期成长空间。盈利预测与投资评级: 考虑到深海订单交付周期较长, 出于谨慎性考虑, 我们调整公司 2025-2027 年归母净利润预测为 1.38 (原值 1.40) /2.03 (原值 2.05) /2.61 (原值 2.63) 亿元, 当前市值对应 PE 分别为 47/32/25x, 维持“增持”评级。风险提示: 市场竞争加剧风险, 主要原材料价格波动风险, 汇率变动风险, 宏观环境风险等。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 韦译捷)

### 华域汽车 (600741): 2025 年中报点评: 业绩稳健增长, 切入固态电池赛道

**投资要点** 公司公告: 公司发布 2025 年上半年财报。2025 年上半

年实现营业收入 846.76 亿元，同比增长 9.55%；归母净利润 28.83 亿元，同比增长 0.72%；扣非归母净利润 26.81 亿元，同比增长 2.73%。其中，2025 年二季度营业收入 443.0 亿元，同环比+10.0%/+9.7%；归母净利润 16.1 亿元，同环比+0.85%/+27.0%；扣非归母净利润 15.2 亿元，同环比-0.01%/+31.86%。公司业绩符合我们预期。客户结构持续优化，新能源与自主品牌贡献提升。公司持续推进客户结构多元化战略，积极拓展上汽集团以外的主机厂客户。2025 年二季度，核心客户上汽大众/上汽通用/上汽乘用车/比亚迪产量环比分别为 +3%/+61%/+22%/+4%，体现出新能源及自主品牌的强劲增长。上汽系客户产销表现趋于平稳，公司通过提升单车配套价值和拓展新客户，实现主营业务收入的 64%来自于上汽集团以外客户。2025 年上半年新获取业务生命周期订单中，国内自主品牌配套金额占比提升至 60%，新能源相关车型业务配套金额占比达到 80%，紧抓行业自主崛起与电动化升级趋势。毛利率稳中有升，投资收益贡献增量。2025Q2 公司毛利率为 11.9%，同环比+0.2pct/+1.1pct，毛利呈修复态势，主要系公司业务规模提升，规模效应显现。2025Q2 公司期间费用率为 8.5%，同环比分别+0.1pct/-0.4pct，费用率基本稳定。展望未来，随着公司客户结构多元化以及费用端管控精细化，公司盈利中枢有望保持稳定。2025Q2 公司投资收益 7.6 亿元，同环比+13.3%/+14.4%，贡献较多利润增量。2025 年 H1 经营性现金流净额达到 68.3 亿元，同比增长 34.5%；二季度末货币资金为 406 亿元，公司保持充裕的资金储备，为未来业务拓展和产业升级提供坚实保障。智能化电动化业务持续突破，切入固态电池赛道。2025 公司拟以 2 亿元收购上汽清陶 49%股权，切入固态电池赛道，强化电驱动、热管理、底盘等业务协同，助力未来新能源产业链布局。围绕“智能化、电动化”行业发展趋势，公司三大智能平台进一步聚焦整车头部客户和重点车型项目。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年营收预测为 1731/1826/1871 亿元，同比分别+2.5%/+5.5%/+2.5%；基本维持 2025-2027 年归母净利润预测为 71/77/80 亿元，同比分别+6.5%/+7.9%/+4.4%，对应 PE 分别为 9/8/8 倍，维持“买入”评级。风险提示：海外市场拓展不及预期；下游乘用车需求复苏低于预期，乘用车价格战超过预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：孙仁昊）

#### 华润燃气 (01193.HK)：2025 年中期业绩公告点评：经营数据不及预期，DPS 同增 20%

**投资要点** 事件：2025 年 8 月 28 日，公司发布 2025 年中期业绩。2025H1 实现营收 497.9 亿港元，同比-4.4%；归母净利润 24.0 亿港元，同比-30.5%；拟派中期股息 30 港仙/股，同比+20%，派息率 29%。2025H1 经营数据不及预期，业绩承压：2025 年上半年公司实现归母净利润 24.0 亿港元，同比-30.5%，不及我们预期；业绩承压系零售气量下滑、综合服务&接驳收入下滑所致。分业务来看：1）零售气：收入同比-3.5%至 443 亿港元，分类业绩同比-13.6%至 40.2 亿港元，分部溢利占比 72.3%。零售气量 207.6 亿方，同比-0.69%；其中居民/工业/商业/加气站气量分别为 60.0/94.5/48.8/4.3 亿方，同比+4.1%/-2.1%/-2.7%/-7.9%。毛差 0.55 元/方，同比+0.01 元/方。公司展望 2025 年全年零售气量低单位数增长，毛差同比提升 0.01 元/方。2）接驳业务：收入同比-6.8%至 28.1 亿港元，分类业绩同比-24.9%至 8.44 亿港元，分部溢利占比 15.2%。新增居民用户 83.1 万户，同比-19%；旧改用户占比 19.7%（同比+5.2pct）。公司展望 2025 年新增居民接驳 210-220 万户。3）综合服务业务：收入同比-18.1%至 14.5 亿港元，分类业绩

同比-22.6%至 5.9 亿港元，分部溢利占比 10.6%。受地产周期及消费环境影响，厨电燃热、保险等业务短期承压。公司展望 2025 年综合服务收入中低单位数增长。4) 综合能源业务：收入同比+12.8%至 9.33 亿港元，毛利额同比+0.6%至 1.59 亿港元；能源销售量 24.7 亿千瓦时，同比+8.8%。累计签约装机规模：分布式能源 3.3GW、分布式光伏 342MW、交通充能 582MW。公司展望 2025 年综合能源收入双位数增长。管控资本开支，回报股东力度增强。2025 年上半年公司经营性现金流为 30.1 亿港元；资本开支 24.5 亿港元，分红金额 6.9 亿港元，保持稳健。公司展望 2025 年全年经常性资本开支 40-45 亿港元（2024 年 42 亿港元），外延项目并购开支 3 亿港元（2024 年 2.2 亿港元）。2025 年中期派息 30 港仙/股，同比提升 20%，同时公司承诺 2025 年派息额不低于 2024 年（21.98 亿港元）；并计划回购股份，持续提升股东回报。盈利预测与投资评级：考虑到 2025H1 经营数据不及预期，我们下调 2025-2027 年公司归母净利润至 37.28/39.73/42.88 亿港元（原值 44.64/49.05/53.76 亿港元），同比-8.8%/+6.6%/+7.9%，对应 PE 12.35/11.59/10.74 倍（估值日期 2025/9/1）；2025 年分红金额不下滑对应股息率 4.8%，回购股份进一步增加股东回报，维持“买入”评级。风险提示：地产周期，经济增速不及预期，极端天气&国际局势变化，安全经营风险

（证券分析师：袁理 证券分析师：谷玥）

### 罗莱生活（002293）：2025 年中报点评：家纺业务恢复较好，家具业务仍待改善

**投资要点** 公司公布 2025 年中报：25H1 营收 21.81 亿元/yoy+3.6%、归母净利 1.85 亿元/yoy+17.0%。分业务看，25H1 家纺业务营收 17.89 亿元/yoy+6.49%，归母净利润 2.12 亿元/yoy+18.35%；美国家具营收 3.92 亿元/yoy-7.81%，归母净利润-2875 万元；国内家纺主业实现较好增长，美国家具业务仍承压。分季度看，25Q1/Q2 营收分别同比+0.6%/+6.8%，归母净利润分别同比+26.3%/+4.9%。中期分红 0.2 元/股，分红比例 90%。家纺线上渠道增长亮眼，加盟渠道仍承压，美国家具业务延续下滑。25H1 家纺线上/直营/加盟/其他渠道/美国收入分别同比+18.3%/+5.1%/-8.7%/+20.0%/-7.8%，收入分别占比 34%/9%/28%/12%/18%。线上渠道受益于国补政策及大单品策略，增长亮眼；加盟关闭低效店铺，同时公司主动控制库存，营收小幅下降；直营保持净开店，营收小幅增长。截至 25H1 末直营/加盟门店分别 381/2142 家，较 24H1 末分别+20/-187 家。美国家具收入延续下滑，主因美国贷款利率高企，地产需求疲软，25H1 亏损 2875 万元。毛利率稳中有升，费用率因一次性因素提升，减值减少增厚利润。1) 毛利率：25H1 同比+1.08pct 至 47.82%，其中家纺线上/直营/加盟毛利率分别同比+1.35/+1.50/-2.42pct 至 54.75%/67.77%/45.09%，线上及直营毛利率提升受益于产品结构优化及“零压深睡枕”等高毛利大单品热销。2) 期间费用率：25H1 销售及研发费用率管控良好，但管理费用率因诉讼计提约 3700 万元一次性费用而明显提升，带动整体期间费用率同比提升+1.51pct 至 36.53%。3) 归母净利率：受益于存货结构优化，资产减值损失同比大幅减少 2653 万元，对冲了费用率上升的负面影响，25H1 归母净利率同比+0.97pct 至 8.50%。库存去化成效显著，经营性现金流强劲。截至 25H1 存货 10.52 亿元，同比下降 17.9%，存货周转天数同比缩短 42 天至 169 天，库存水平已恢复至健康状态。25H1 经营活动现金流净额 3.77 亿元/yoy+28.93%，表现强劲，主因公司加强存货及回款管理。截至 25H1 货币资金 3.80 亿元。盈利预测与投资评级：公司为国内家纺龙头，25H1 家纺主业经营周期

向上趋势明确，线上渠道及大单品策略成效显著，库存水平健康。美国家具业务仍受外部环境影响承压，但亏损可控。考虑家具业务仍待复苏，我们将 25-26 年归母净利润从 5.43/6.16 亿元下调至 4.95/5.54 亿元，增加 2027 年预测值 6.09 亿元，对应 25-27 年 PE 14/13/12X，公司高分红属性突出，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济及消费疲软、美国家居业务复苏不及预期、市场竞争加剧等。

（证券分析师：汤军 证券分析师：赵艺原）

### 万华化学（600309）：全球聚氨酯龙头再启航

**投资要点** 全球领先的化工龙头公司，业务结构逐渐丰富：万华化学是全球化工领军企业，以 MDI、TDI 为核心，布局石化、精细化学品与新材料，打造具有极强竞争力的一体化产业链。聚氨酯业务：MDI 供需改善景气向上，TDI 因海外装置扰动价格回升。1) 全球 MDI 业务寡头垄断，公司主导 MDI 扩产节奏，行业后续新增产能较少。2020-2024 年，公司 MDI 市占率由 22% 逐步提升至 32%，规模优势进一步加强。截至 2025H1，公司共计拥有 MDI 产能 380 万吨/年，后续万华福建将扩建 MDI 产能 70 万吨/年，预计将在 2026 年投产，公司的行业地位将得到进一步巩固。下游需求方面，我国家电需求较为旺盛，且能够从聚合 MDI 出口数据看出，海外地产需求表现较好，对 MDI 的需求起到很好的支撑作用。2) 全球 TDI 业务同样由寡头垄断，受海外不可抗力影响，短期来看，价格明显上升。长期来看，海外部分产能退出，行业后续新增产能同样有限，TDI 行业景气修复。2025 年 7 月，科思创爆炸影响 TDI 供给，引发 TDI 价格快速上升。公司为全球 TDI 产能领先企业，截至 2025 年 8 月，公司已完成福建 TDI 二期项目，共计拥有 TDI 产能 144 万吨/年，将显著受益于产品价格上涨。下游需求方面，我国家具销售状况优异，有力支撑 TDI 的需求。石化业务：行业盈利磨底，反内卷推进下行业盈利水平有望回升，且公司规模扩大+乙烯一期将调整为低成本乙烷进料，竞争优势进一步凸现。截至 2025H1，公司四大石化项目已经全部投产，乙烯一期项目进行乙烷进料改造中，公司形成“规模+轻烃+高端化”护城河。公司计划将乙烯一期原料调整为乙烷，参考当前不同路线制烯烃的盈利情况，我们预计后续公司石化板块的盈利能力将有边际改善。精细化学品及新材料业务：公司持续加大研发，聚焦高附加值产品，产品矩阵逐渐丰富。公司精细化学品及新材料业务陆续迎来收获期，2024 年，公司柠檬醛-香精香料业务、20 万吨/年 POE 业务投产；2025 年，公司打通 1 万吨/年维生素 A 全产业链装置，5 万吨/年高端光学级 MS 树脂装置一次开车成功。公司将继续拓展细分市场，助力新业务成长。盈利预测与投资评级：根据公司各板块项目进展及行业景气度情况，我们预计公司 2025-2027 年的营业收入分别为 1856、1939、2027 亿元，同比增速分别为+2%、+4%、+5%；归母净利润分别为 135、165、190 亿元，同比增速分别为+4%、+22%、+16%；按 2025 年 8 月 29 日收盘价，公司 PE 分别为 16、13、11 倍。考虑到公司在聚氨酯行业的领先地位，以及石化、新材料项目落地带来的业绩增量，我们看好公司发展前景，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：原材料价格大幅波动；宏观需求恢复不及预期；项目投产进度延后；新材料推广不及预期。

（证券分析师：陈淑娴 证券分析师：周少玟）

### 上海电影（601595）：2025 年半年报点评：影院份额提升，《浪浪山小妖怪》商业化进展顺利

**投资要点** 事件：公司在上半年实现了营业收入 3.62 亿元，yoy-4.96%。归母净利润为 5375.84 万元，yoy-22.18%。扣非后归母净利润

3,440.63 万元人民币, yoy-20.13%。尽管核心财务数据有所下滑, 但报告期内公司在主营业务市场份额提升、IP 运营多点开花及“AI+”产业布局方面取得了显著进展。经营活动产生的现金流量净额为 9259 万元人民币, 去年同期为-931 万元, 现金流状况显著改善。

院线与影院经营: 市场份额逆势提升。1) 院线经营: 截至 2025 年 6 月, 旗下联和院线加盟影院达 839 家, 银幕 5352 块。累计实现票房 22.12 亿元(含服务费), 同比增长 26.10%, 市场份额提升至 7.57%。2) 影院经营: 截至 2025 年 6 月, 公司拥有直营影院 51 家, 银幕 372 块, 累计实现票房 2.73 亿元(含服务费), 全国影投公司排名上升 2 位至第 11 名。其中, 上海影城 SHO 票房位列上海第一、全国第三。公司还推出了全国首家动漫主题影院, 融合 LED 与 XR 技术, 打造沉浸式消费体验。

IP 运营与电影发行: 全产业链开发成果显著。1) IP 运营: 公司在 IP 全链商业开发方面多点开花。重点拓展的《浪浪山小妖怪》商业授权已与 40 余家企业合作, 衍生品 SKU 超 800 个。同时, 成功落地了“大闹天宫空中剧场”无人机秀、IP 主题邮轮航季以及沉浸式儿童乐园等创新项目, 有效推动了 IP 全产业链的商业开发。成功打造了多个文旅创新融合的范例, 包括: 在吴淞口举办的“大闹天宫空中剧场”无人机秀。在爱达魔都号邮轮上推出的“哪吒闹海”主题邮轮航季。全国首家上美影经典 IP 沉浸式儿童乐园“泡泡米益智乐园”于六一儿童节亮相。2) 电影发行: 25H1 公司重点推进了《浪浪山小妖怪》的电影宣发工作, 影片相关话题在多个社交平台登上热搜。注重股东回报: 为回报投资者, 公司董事会决议通过了 2025 年中期分红方案。方案提出, 以 2025 年 6 月 30 日的总股本为基数, 向全体股东每 10 股派发现金红利 0.48 元(含税)。预计派发现金红利总额为 2151.4 万元, 占上半年归母净利润的 40.0%。

盈利预测与投资评级: 一方面, 电影票房大盘压力仍然存在, 对影院和院线业务或带来一定压力; 另一方面, 《浪浪山小妖怪》在 25H2 将带来票房贡献, 因此我们将 2025 年归母净利润从 2.5 亿元上调至 2.6 亿元, 并维持 2026-2027 年归母净利润为 3.7/4.4 亿元, 当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 55/38/32 倍。我们看好“上影元”代表的 IP 资产和“AI+”战略代表的未来可能性, 维持“买入”评级。风险提示: 市场竞争加剧, 电影票房大盘恢复不及预期, IP 热度下滑。

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 周良玖  
证券分析师: 张文雨)

### 迈瑞医疗(300760): 2025 年中报点评: 海外拓展顺利, 期待下半年迎来业绩拐点

投资要点 事件: 公司近期发布 2025 年中报。2025 年上半年, 公司实现收入 167.43 亿元(-18.45%, 同比, 下同), 实现归母净利润 50.69 亿元(-32.96%), 实现扣非归母净利润 49.49 亿元(-32.94%)。2025 年 Q2 季度, 公司实现收入 85.06 亿元(-23.77%), 实现归母净利润 24.40 亿元(-44.55%), 实现扣非归母净利润 24.19 亿元(-44.31%), 业绩略低于我们预期。

2025 年上半年公司主业受国内招采影响承压, 毛利率平稳。2025H1 分产品看, 体外诊断收入 64.24 亿(-16.11%), 生命信息与支持收入 54.79 亿(-31.59%), 医学影像类收入 33.12 亿(-22.51%), 电生理与血管介入收入 12.14 亿(+224.70%)。各产品 2025 年上半年毛利率保持平稳, 体外诊断毛利率 59.50%, 生命信息与支持毛利率 60.56%, 医学影像类毛利率 65.07%, 电生理与血管介入毛利率 71.91%。

2025 年上半年公司海外市场拓展顺利, 期待下半年国际业务环比加速: 2025 年上半年, 公司国际业务收入达 83.32 亿(+5.39%), 国际业务收入占公司总收入 49.77%。分业务来看, 公

司国际体外诊断业务收入同比实现双位数增长，国际化学发光业务收入增长超过 20%，2025H1，公司 MT 8000 全实验室智能化流水线销售 13 套，对应累计销售已达 15 套。盈利预测与投资评级：考虑到海外推广费用及国内招投标情况，我们将公司 2025-2027 年归母净利润由 119.60/131.31/152.80 亿元调整为 113.60/123.90/144.11 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 26/24/21 倍，考虑到公司海外发展顺利，维持“买入”评级。风险提示：地缘政治风险，新产品市场推广或不及预期的风险等，并购整合不及预期风险等。

（证券分析师：朱国广）

### 中国通号（688009）：2025 半年报点评：业绩平稳，加速聚焦主业

**投资要点** 2025H1 业绩平稳，城轨与海外业务快速增长 2025 年上半年公司实现营收 146.65 亿元，同比+2.91%；实现归母净利润 16.21 亿元，同比+1.34%；实现扣非归母净利润 15.59 亿元，同比-0.11%。单 Q2 实现收入 79.96 亿元，同比+2.71%；实现归母净利润 10.59 亿元，同比+6.46%；实现扣非归母净利润 10.02 亿元，同比+3.69%。分业务看：2025 年上半年，铁路领域实现营收 83.24 亿元，同比-7.87%，主要受项目结构化的施工进度差异影响；城轨领域实现营收 39.16 亿元，同比+12.85%；海外业务实现营收 9.44 亿元，同比+55.92%；工程总承包及其他领域实现营收 14.80 亿元，同比+29.93%，主要系前期承接项目在本期履约进度增加所致。分海内外收入看：海外区域实现营收 9.44 亿元，同比+55.92%，成为营收重要增长点。国内实现营收 137.20 亿元，同比+0.55%。毛净利率基本稳定，研发投入持续加大

2025 年上半年公司整体毛利率为 28.76%，同比-0.60pct。分业务看，铁路领域毛利率为 31.32%，同比+1.27pct；城轨领域毛利率为 31.95%，同比-1.09pct；海外业务毛利率为 21.24%，同比-12.36pct，主要系上年同期高毛利项目占比较高所致；工程总承包业务毛利率为 6.05%，同比-1.21pct。2025 年上半年公司销售净利率为 12.70%，同比-0.35pct。2025 年上半年公司期间费用率为 14.10%，同比+0.15pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 2.26%/6.53%/-0.19%/5.45%，同比分别-0.26pct/-0.14pct/+0.37pct/+0.21pct。

核心业务新签订单增长强劲，调整后经营现金流稳中向好 2025 年上半年公司累计新签合同总额 175.68 亿元，同比-16.44%，主要系海外及工程总承包业务新签额下降。但核心主业增长强劲，铁路领域新签 111.4 亿元，同比+12.64%；城轨领域新签 37.74 亿元，同比+26.51%。公司加速退出市政房建业务，该业务新签合同额压降至 2.12 亿元。截至报告期末，公司在手订单 1175.63 亿元，订单储备充沛。2025 年上半年公司经营活动净现金流为-44.05 亿元，去年同期为 29.73 亿元，主要系客户存款和同业存放款项净增加额变动所致。剔除财务公司客户存款影响后，公司核心业务经营活动产生的现金流为净流出 19.02 亿元，净流出额同比收窄 2.46%，经营现金流情况稳中向好。

加速退出工程业务聚焦主业，海外业务打造新增长曲线 （1）加速退出工程总承包业务：2025 年上半年，工程总承包及其他领域新签合同额同比大幅下降 83.74%。其中，市政房建新签合同额压降至 2.12 亿元，仅占新签合同总额的 1.21%。公司加速退出低毛利的工程承包业务，有望进一步聚焦主业，轻装上阵。

（2）低空经济业务有望打造第二增长曲线：2025 年上半年低空经济已新签合同额 0.3 亿元。公司自主研发低空空域智能管控系统（ID-Space），并与紫金山实验室合作成立通号紫金通信科技（南京）有限公司。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 39.05/43.05/47.17 亿元。当前市值对应 PE 分别为 15/13/12 倍，考虑公

司海外业务进展顺利，维持公司“买入”评级。 风险提示：信号系统改造需求不及预期，海外市场拓展不及预期，宏观经济风险。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天

研究助理：陶泽)

### 金龙汽车 (600686): 2025 年中报点评: 25Q2 毛利率同环比提升，业绩如期兑现

**投资要点** 公司公告: 公司发布 2025 年中报，业绩符合预期。25Q2 实现营收 54.05 亿元，同比下降 6.5%，环比增长 9.8%，实现归属于母公司股东的净利润 0.69 亿元，同比增长 42.5%，环比增长 48.6%，实现扣非归母净利润 0.22 亿元，去年同期为-0.64 亿元，公司实现五年来首次单季度扣非归母净利润扭亏。 出口拉动 25Q2 销量环比提升。

2025 年 Q1/Q2 公司销量分别为 1.10/1.15 万辆，同比+11.19%/-12.20%，25Q2 单车净利润为 0.60 万元，同环比+62%/+43%。分车型长度来看，25Q2 大中客占总销量比重分别为 57%，同比-2.0pct/+5.0pct。分区域来看，根据中客网数据，2025 年 H1 公司出口销量 1.4 万辆，同比+52.4%，新能源出口销量 2028 辆；25Q2 出口 0.7 万辆，同环比+24.2%/+3.1%，新能源出口 1078 辆，同环比+0.3%/+13%。我们认为，本轮客车周期向上的核心催化来自于出口客车的销量高增与新能源占比增加，公司作为国内客车龙头之一把握本轮贝塔上行趋势。

毛利提升+降本控费，打开盈利成长通道。25Q2 公司实现毛利率 11.8%，同环比+2.7pct/+0.5pct，盈利提升主要源自内部成本优化。25Q2 实现期间费用率 9.3%，同环比-0.8pct/-0.1pct，费用率下降主要来自于公司内部降本增效所致。25Q2 公司实现归母净利率 1.3%，同环比+0.4pct/+0.3pct，盈利能力又上一台阶。

三龙整合+管理层换届，公司有望进入发展新阶段。2024 年 12 月公司与金龙旅行车公司少数股东嘉隆集团就拟收购其持有的金龙旅行车公司 40%股权事项签署了《股权转让框架协议》，目前股权交割已经完成，三龙整合完毕。2025 年 4 月公司公告原董事长谢董卸任金龙汽车董事长，2025 年 8 月公司公告更换副总裁和财务总监，新任管理层上任预计将内部提效放到更重要的位置，公司利润释放节奏有望进一步加快。

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年营业收入为 250/268/285 亿元，同比+9%/+7%/+7%，基本维持 2025-2027 年归母净利润为 4.4/6.4/8.3 亿元，同比+182%/+45%/+28%，对应 PE 为 20/14/11 倍。维持公司“买入”评级。 风险提示：全球经济复苏不及预期，国内外客车需求低于预期。

(证券分析师：黄细里 研究助理：孙仁昊)

### 长江电力 (600900): 2025 年中报点评: 发电量稳增&费用优化，股东增持彰显发展信心

**投资要点** 事件: 2025/8/29，公司发布 2025 年半年度报告。2025 年上半年公司实现营业收入 366.98 亿元，同比增长 5.34%；归母净利润 130.56 亿元，同比增长 14.86%；扣非归母净利润 131.9 亿元，同比增长 16%；加权平均 ROE 同比提高 0.53pct，至 6.09%。

发电量稳增带动 2025H1 业绩提升，财务费用持续优化。2025H1 公司实现归属于上市公司股东的净利润 130.56 亿元，同比增长 14.86%，符合我们预期；业绩增长主要系六座梯级电站发电量同比增加所致。2025H1 发电量稳增，乌东德来水偏丰、三峡来水偏枯；2025 年上半年，乌东德水库来水总量约 399.64 亿立方米，较上年同期偏丰 9.01%；三峡水库来水总量约 1355.32 亿立方米，较上年同期偏枯 8.39%。2025 年上半年，公司境内所属六座梯级电站总发电量约 1266.56 亿千瓦时，较上年同期增加 5.01%；其中乌东德电站同比+8.25%至 149.58 亿千瓦

时、白鹤滩电站同比+16.66%至 256.90 亿千瓦时、溪洛渡电站同比+9.15%至 279.65 亿千瓦时、向家坝电站同比+8.55%至 155.90 亿千瓦时、三峡电站同比-5.43%至 342.44 亿千瓦时、葛洲坝电站同比-4.38%至 82.08 亿千瓦时。2025H1 公司财务费用 48.63 亿元，同比减少 7.86 亿元；短期借款同比压降 71.3%至 170.88 亿元，长期借款同比压降 1.9%至 1664.3 亿元，应付债券同比增加 53.6%至 301.2 亿元；公司通过压降有息债务，优化财务费用。 股东计划增持，彰显未来发展信心。2025/8/22，公司发布公告，控股股东中国三峡集团（持股 42.81%），在公告后 12 个月内将通过二级市场集中竞价或大宗交易增持公司股份；本次增持不设固定价格区间，增持金额不低于 40 亿元、不高于 80 亿元，资金来源为自有及自筹资金。 盈利预测与投资评级：我们维持 2025-2027 年对公司归母净利润的预测 350.28/367.15/370.87 亿元，同比增长 7.8%/4.8%/1.0%；对应当前 PE 19.4/18.5/18.3 倍（估值日 2025/9/1）；按照 2025 年分红比例 70%计算，对应股息率 3.6%（估值日 2025/9/1），公司未来五年（2026-2030 年）将维持分红比例不低于 70%的分红规划；维持“买入”评级。 风险提示：来水量不及预期，电价波动风险，政策风险，新能源电力市场竞争加剧风险

（证券分析师：袁理 证券分析师：谷玥）

### 优必选（09880.HK）：2025 年中报点评：营收稳健增长，人形机器人正式迈向商业化应用

**投资要点** 2025 上半年营收稳健增长，归母净利润亏幅收窄 2025H1 公司实现营收 6.21 亿元，同比+27.5%；毛利润 2.17 亿元，同比+17.3%。主要系消费级新产品推出以及已签约项目的交付。2025H1 公司净利润为-4.14 亿元，亏损同比收窄。 分业务看，2025H1 公司教育智能机器人及智能机器人解决方案实现营收 2.40 亿元，同比+48.8%，主要系已签约项目的交付。物流智能机器人及智能机器人解决方案实现营收 0.56 亿元，同比-5.7%，其他行业定制智能机器人及智能机器人解决方案实现营收 0.64 亿元，同比-29.8%，主要系 2025H1 公司聚焦新的应用场景产品开发，新应用场景新品将在 2025H2 发布，收入将在 2025H2 确认。消费级机器人及其他硬件设备 2.60 亿元，同比+48.9%，主要系公司持续推出新产品带动收入增长。其他收入 0.02 亿元，同比+75.5%。 毛利率有所下降，期间费用率降幅可观 2025H1 公司整体毛利率为 35.0%，同比-3.0pct，主要系教育智能机器人及智能机器人解决方案毛利率降低引起。 2025H1 公司经营管理提质增效，销售费用率为 36.0%，同比-11.9pct，主要系销售费用维持稳定的同时收入增加；管理费用率为 29.8%，同比-14.3pct，主要系股份支付减少人民币 380 万元（其中部分被职工薪酬费用增加人民币 98 万元所抵消）；研发费用率为 35.1%，同比-11.6pct，主要系股份支付减少人民币 353 万元，职工薪酬增加人民币 199 万元，以及耗用材料和软件工具增加人民币 72 万元。公司经营管理提质增效，三大费用率都呈下降趋势，带动公司亏损幅度收窄。 全球首例多场景群体协同实训，人形机器人正式迈向商业化应用 1）全球首例多场景群体协同实训：公司持续致力于推动发展「仿人大脑」、「仿人小脑」、「高性能肢体」等关键技术集群，涵盖高性能伺服驱动器技术、大模型技术、语义 VSLAM 技术、学习型运动控制技术、视觉感知技术、多模态交互技术等人工智能核心技术。通过将群脑网络 2.0 与 Co-Agent 技术相结合，构建工业级具身智能人形机器人 AI 双循环系统，实现具身智能人形机器人单机自主与群体协同的螺旋式进化。2025 年上半年，公司打造了面向多任务场景的具身智能人形机器人应用范

式，开展了全球首例多台、多场景、多任务的群体智能协同实训。

2) 持续聚焦工业场景，人形机器人正式迈向商业化应用：公司持续聚焦工业场景规模化落地，Walker S 系列实训迈入2.0 阶段，通过多机协同执行产线级任务，串联起料箱搬运、SPS 分拣、零件安装、过程材料操作、质量检查等一系列工业级任务。2025 年上半年，公司与客户签订全球首份工业具身智能人形机器人小批量采购合同，具身智能人形机器人从实训阶段正式迈向商业化应用。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年营业收入预测分别为 20.16/28.23/37.05 亿元，当前市值对应 PS 分别为 23/16/12 倍，考虑到优必选人形机器人龙头地位，技术壁垒深厚，商业化落地进程行业领先，维持公司“买入”评级。

风险提示：人形机器人商业化落地不及预期，行业竞争加剧。

( 证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天

研究助理：陶泽)

### 埃斯顿 (002747): 2025 年中报点评: 业绩同比改善, 25Q2 国内市占率升至第一

**投资要点** 业绩持续增长, 利润亏损水平已显著收窄 25H1 公司实现营收 25.49 亿元, 同比+17.50%; 分产品看: 工业机器人及智能制造系统业务收入 20.92 亿元, 同比增长 26.54%; 自动化核心部件业务收入 4.56 亿元, 同比下降 11.50%。分海内外看: 国内业务收入 18.00 亿元, 同比增长 25.31%; 海外业务收入 7.49 亿元, 同比增长 2.18%。实现归母净利润 0.07 亿元, 同比扭亏; 实现扣非归母净利润-0.18 亿元, 同比亏幅大幅收窄。归母净利润接近业绩预告中值, 扣非归母净利润贴近业绩预告上限。自动化核心部件业务收入下降主要系行业波动、市场竞争等因素影响; 公司扣非归母净利润仍为亏损主要系出海业务投入、品牌及产品宣传展览等费用增加, 以及外币汇兑损失等财务费用增加等因素, 但亏损已显著收窄。

单 Q2 公司实现营业收入 13.04 亿元, 同比+11.87%; 归母净利润-0.06 亿元, 同比+92.56%, 扣非归母净利润-0.22 亿元, 同比+74.10%。毛利率小幅下滑, 持续维持高研发投入 25H1 公司毛利率为 27.64%, 同比-1.7pct, 25Q2 单季度毛利率为 27.04%, 同比+0.5pct, 环比-1.2pct。公司毛利率有所下降, 主要系市场竞争加剧, 工业机器人售价有所降低, 另外折旧摊销等固定成本增加。分业务看, 工业机器人及智能制造系统/自动化核心部件及运动控制系统毛利率分别为 27.00%/30.58%, 同比分别-1.1pct/-2.6pct。25H1 公司销售净利率 0.50%, 同比+3.7pct, 2025Q2 单季度销售净利率为-0.07%, 同比+6.6pct。25H1 公司期间费用率为 28.1%, 同比 -4.8pct, 销售/管理/财务/研发费用率为 8.4%/8.1%/3.3%/8.4%, 同比-2.0pct/-2.5pct/+0.8pct/-1.2pct。公司期间费用率较上年同期有所下降, 主要系全面预算管理, 不断强化执行与考核机制, 提高人均能效; 公司研发端维持高投入, 聚焦高端应用领域, 提高产品实力。

存货相比 24 年末有所下降, 经营活动净现金流实现增长 截至 25H1 末, 公司存货 15.78 亿元, 相比 24 年末 17.21 亿元有所下降, 主要系库存商品有较大幅度下降, 我们判断公司库存商品清理顺利逐步兑现收入。25H1 公司经营性现金流量净额为-11,948.03 万元, 同比净流出额已大幅减少, 整体经营质量与现金流情况有所改善。

工业机器人市场回暖, 25Q2 公司工业机器人国内市占率升至第一 根据 MIR 睿工业数据, 25Q2 国内工业机器人出货 8.6 万台, 同比增长 19.9%, 主要系汽车产业链与半导体产业链需求拉动。25Q2 埃斯顿工业机器人出货量首次超越外资品牌, 成为首家登顶中国工业机器人市场的国产机器人品牌, 市占率达 10%。公司的

高研发投入和积极的市场布局正逐步兑现市场影响力，市占率持续提升。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 0.54/1.17/ 1.70 亿元，当前股价对应 PE 分别为 388/181/124 倍，考虑到公司在工业机器人领域龙头地位，维持公司“增持”评级。风险提示：制造业复苏不及预期，工业机器人需求不及预期，市场价格竞争加剧。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天  
研究助理：陶泽）

### 携程集团-S (09961.HK): 2025Q2 业绩点评：利润及回购好于预期，国际业务继续高增

**投资要点** 事件：25Q2，携程实现净营业收入 148 亿元，同比增长 16%，符合彭博一致预期；经调整净利润为 50 亿元，同比持平，好于彭博一致预期。截至美国东部时间 2025/8/27，公司已根据 2025 年 2 月获授权的股票回购计划共回购约 700 万股美国存托凭证，总价约 4 亿美元，且公司董事会于 2025 年 8 月批准一项新的股份回购计划，获授权回购总值不超过 50 亿美元之已发行普通股及/或美国存托凭证。

国内旅游市场稳健，入境游持续贡献增量。Q2 公司整体住宿预订营业收入同比增长 21%、环比增长 12%，主要得益于强劲的旅游需求，尤其是节假日期间表现突出。国内消费者旅游需求依然旺盛，暑期酒店客房供应量同比中高个位数增长，酒店价格逐步企稳，暑期价格同比降幅收窄至中低个位数区间，每间可售房收入相关压力有所缓解。入境游方面，在政策推动下，H1 全国入境游客数量同比增长约 30%，携程平台上入境游预订量同比增长超过 100%，在韩国、东南亚两大核心客源市场需求驱动下，入境游增长凸显市场增长潜力。我们期待随着签证政策持续放宽、中国市场对全球游客吸引力的提升及服务体系完善，入境游为公司国内业务贡献更多增量。国际业务继续保持较快增长，获客效率好于预期。（1）出境游：Q2 跨境航班运力恢复到疫情前水平的 84%，携程的出境酒店和机票预订量超过 2019 年同期水平的 120%，继续好于市场表现，比市场高出 30-40 个百分点。暑期以来，受航班运力持续恢复影响，机票价格同比继续走低，但仍高于疫情前水平；而酒店价格保持相对稳定，我们预计 Q3 出境游业务收入继续保持较快的同比增长。（2）国际业务：Q2 Trip.com 总预订量同比增长超过 60%，其中亚太地区仍是运营重点，中东等新市场也展现出亮眼增长。公司国际业务获客效率好于我们预期，Q2 公司 nongap 销售费用率为 22%，同比基本持平。我们继续看好公司国际业务份额提升。盈利预测与投资评级：公司业绩好于预期，但考虑海外仍在投入期，我们将 2025-2027 年公司经调整净利润预测从 176/197/220 亿元调整至 183/200/220 亿元，对应经调整口径 PE 为 20/19/17 倍，我们继续看好公司海外业务成长，维持“买入”评级。风险提示：短期投入增加影响盈利能力，旅游需求不及预期

（证券分析师：张良卫 证券分析师：郭若娜）

### 海澜之家 (600398): 2025 年中报点评：整体经营稳健，新业务增厚业绩

**投资要点** 公司公布 2025 年中报：25H1 营收 115.66 亿元/yoy+1.73%，归母净利 15.80 亿元/yoy-3.42%，扣非归母净利润 15.66 亿元/yoy+3.83%，营收稳健增长，归母净利润下滑主要系去年同期存在收购斯搏兹股权产生一次性投资收益导致基数较高，扣非净利润稳健增长。分季度看，25Q1/Q2 营收分别同比+0.16%/+3.59%，归母净利润分别同比+5.46%/-13.92%，Q2 营收增速环比改善，归母净利润承压

主要来自存货减值损失及去年同期斯搏兹贡献收益影响。Q2 电商渠道承压，新业务及团购高增。1) 分品牌看，①25H1 海澜之家系列收入 83.95 亿元/yoy-5.86%/占比 74.7%，其中 Q1/Q2 分别同比-9.5%/-0.9%，Q2 降幅收窄。②25H1 团购业务收入 13.43 亿元/yoy+23.70%/占比 11.9%，其中 Q1/Q2 分别同比+17.6%/+30%。③其他品牌收入 15.00 亿元/yoy+65.57%/占比 13.3%，其中 Q1/Q2 分别同比+100.2%/+41.5%，受益于阿迪达斯 FCC 及京东奥莱新业态的快速拓展高速增长。2) 分渠道看，25H1 线上/线下收入分别同比+4.36%/+2.67%、分别占比 21%/79%，其中线上 Q1/Q2 分别同比+19.8%/-5.2%，线下 Q1/Q2 分别同比-3.6%/+12%，Q2 线上收入有所下滑主因公司调整电商战略，从追求规模转为重视利润。线下新增门店贡献增长，截至 25H1 末门店总数 7,209 家（较 24H1 末+252 家），其中京东奥莱 23 家，阿迪达斯 FCC 门店 529 家，新业态稳步推进中，均已实现盈利。此外，海外市场表现亮眼，门店数达 111 家，实现主营业务收入 2.06 亿元/yoy+27.42%。3) 分模式看，25H1 直营/加盟及其他收入分别同比+17.15%/-4.81%，截至 25H1 末，直营/加盟门店分别为 2,099/5,110 家，较 24H1+326/-74 家。毛利率稳中有升，费用率略增，经营现金流强劲。1) 毛利率：25H1 同比+1.15pct 至 46.35%，其中主品牌/团购/其他品牌毛利率分别同比+2.20/-3.25/-9.58pct 至 48.32%/40.36%/49.07%，主品牌毛利率提升主因渠道结构变动，其他品牌毛利率下滑主因斯搏兹及京东奥莱并表影响。2) 期间费用率：25H1 同比+0.71pct 至 26.13%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.37/+0.07/-0.06/+0.33pct 至 21.37%/4.25%/0.92%/-0.41%，销售及管理费用率小幅提升主因斯搏兹及京东奥莱相关员工薪酬支出并表。3) 净利率：结合 24H1 投资收益推高基数，25H1 归母净利率同比-0.73pct 至 13.66%。4) 存货：25H1 末存货 102.6 亿元/yoy+7.4%。5) 现金流：25H1 经营活动现金流净额 27.2 亿元/yoy+36.1%，经营质量健康。截至 25H1 末货币资金 78.9 亿元、现金充沛。盈利预测与投资评级：考虑国内消费环境偏低迷，我们将 25-26 年归母净利预测值从 31.27/34.59 亿元下调至 24.34/27.44 亿元，增加 27 年预测值 30.44 亿元，对应 25-27 年 PE 为 14/12/11X。长期看，主品牌作为男装龙头有望维持稳健运营，斯搏兹及京东奥莱新业态有望打开第二增长曲线，维持“买入”评级。风险提示：国内消费疲软、新业务发展不及预期、存货管理及跌价风险。（证券分析师：汤军 证券分析师：赵艺原）

### 伯特利(603596): 2025 年中报点评: Q2 毛利率环比提升但仍有压力, 电子/海外业务增速亮眼

**投资要点** 公告要点: 公司公布 2025 年中报, 业绩低于我们预期。2025 年上半年公司营业收入 51.6 亿元, 同比+30.0%, 归母净利润 5.22 亿元, 同比+14.2%, 扣非归母净利润 5.09 亿元, 同比+20.7%。其中 2025Q2 公司实现营收 25.3 亿元, 同环比+19.7%/-4.3%; 实现归母净利润 2.5 亿元, 同环比+1.8%/-6.8%; 实现扣非归母净利润 2.4 亿元, 同环比+5.8%/-8.4%。核心客户产销提升, 线控制动及轻量化产品增速较快。2025Q2 公司营收同比增长且跑赢核心客户产销, 25Q2 公司核心客户奇瑞/吉利产量环比-0.3%/+6.0%。分子公司看, 25H1 伯特利电子(线控制动业务)收入+52%; 威海伯特利(轻量化国内产能)收入+7%; 墨西哥工厂(轻量化海外产能)收入 3.3 亿(去年 H1 零收入); 万达(转向业务)收入同比-9%, 国内轻量化业务及转向业务拖累公司收入, 而市场核心关注的制动和海外轻量化业务仍保持较好势头。25Q2 毛利率环比修复, 线控制动及机械转向业务盈利能力大幅提升。25Q2 毛利率 19.19%, 同环比-1.6pct/+1.2pct, 25Q1 公司

受年降影响毛利率基数较低，Q2 毛利率显著修复但仍同比承压，原因：1) 高毛利的轻量化业务收入增速较慢（同比+7.37%），且墨西哥工厂产能爬坡期毛利率不及平均；2) 下游车企年降仍有影响。25Q2 期间费用率为 8.9%，同环比-0.2pct/+1.5pct，研发费用同环比+19%/+22%增长明显，主要系公司不断拓展新产品所致，期间费用率稳中有进。2025Q2 公司归母净利率为 9.98%，同环比-1.8pct/-0.3pct，同比下滑较多主要为毛利率同比承压所致。产能布局与技术研发同步推进，筑牢长期发展基础。2025H1，公司新增 38 万套 / 年卡钳机加产能、30 万套 / 年电动助力转向 (DP-EPS) 产能及 174 万件 / 年轻量化铸造产能，有效提升核心产品供给能力。技术转化方面，WCBS1.5、WCBS2.0 线控制动系统在多个项目上实现批量供货；年产 60 万套电子机械制动 (EMB) 产线正有序建设，前瞻布局下一代技术产品，为线控制动国产替代加速提供支撑。盈利预测与投资评级：考虑到下游客户竞争趋于激烈，我们维持公司 2025-2027 年营收为 129.2/155.0/183.8 亿元，同比分别+30%/+20%/+19%；下调 2025-2027 年归母净利润为 14.4/17.4/20.8 亿元（原为 15.5/18.8/22.9 亿元），同比分别+19%/+21%/+20%，对应 PE 分别为 20/17/14 倍，维持“买入”评级。风险提示：乘用车需求不及预期，海外工厂建设不及预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：孙仁昊）

#### 保隆科技 (603197): 2025 年中报点评: 毛利率/所得税压制 Q2 业绩, 看好 Q3 业绩拐点出现

**投资要点** 公告要点: 公司发布 2025 年中报, 业绩低于我们预期。2025 年上半年公司实现营业收入 39.50 亿元, 同比+24.1%, 归母净利润 1.3.5 亿元, 同比-9.2%, 扣非归母净利润 0.98 亿元, 同比-17.0%。2025Q2 营业收入为 20.5 亿元, 同环比+20.23%/+7.34%, 归母净利润为 0.40 亿元, 同环比分别-50.8%/-58.5%, 扣非归母净利润为 0.17 亿元, 同环比分别-68.9%/-79.8%。基盘业务稳定增长, 新业务增长势头强劲。2025 年上半年公司新业务传感器/空气悬架业务收入分别为 3.7/6.4 亿元, 增速分别为+18.7%/+50.2%, 公司受益于中国汽车产业的电动化与智能化趋势持续向前, 但同时整车厂激烈的价格竞争或影响行业盈利水平。成熟业务中 TPMS 业务收入增速为+22.69%, 延续公司在该细分领域的领先地位, 汽车金属管件/气门嘴业务公司市场份额较高, 格局较为稳定, 2025 年上半年收入增速分别为-0.94%/+5.92%。毛利率同环比下降, 新业务放量利润短期承压。2025H1 毛利率为 21.8%, 同比-5.37pct, 主要受主机厂年降压力、海运费提升等外部因素扰动, 同时公司智能悬架等新业务高增长 (智能悬架业务营收 25H1 同比+50.22%), 但该类业务尚处于产能爬坡期, 或拉低整体毛利水平。费用端, 2025 年上半年期间费用为 6.4 亿元, 同比-2.3%, 管理费用同比-0.14 亿, 主要系公司管理效率优化, 财务费用同比-0.29 亿元, 受益于汇兑收益增加, 其中 2025Q2 研发费用为 1.59 亿元, 同环比+14.0%/+20.0%, 匹配公司构建长期竞争力战略, 筑高行业壁垒。2025Q2 公司归母净利率为 1.93%, 同环比-2.8pct/-3.1pct, 利润短期承压。海内外产能持续拓展, 协同效应形成或改善盈利。公司合肥园区二期、上海临港和上海松江新厂区的新建厂房已经陆续投产, 为空气悬架系统产品、传感器、TPMS 提供产能补充。海外方面, 匈牙利生产园区将加速产能新建, 进一步扩大公司传感器和空气悬架业务的产能规模和全球布局。盈利预测与投资评级: 由于公司传统业务增速放缓, 且新产品放量对整体毛利率有所影响, 我们下调 2025-2027 年营收预测为 87/103/125 亿元（原为 91/111/135 亿

元)，同比分别+24%/+18%/+22%；下调 2025-2027 年归母净利润为 4.1/5.7/7.5 亿元（原为 5.1/7.2/9.2 亿元），同比分别+35%/+41%/+31%，对应 PE 分别为 20/14/11 倍，维持“买入”评级。风险提示：新产品落地不及预期，乘用车价格战超出预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：孙仁昊）

### 中联重科(000157): 2025 年中报点评: Q2 扣非归母净利润同比+50%超预期, 新兴业务板块开拓卓有成效

**投资要点** Q2 扣非归母净利润同比+50%超预期, 看好下半年公司收入增速加快 2025H1 收入 248.5 亿元, 同比+1.3%, 归母净利润 27.6 亿元, 同比+20.8%, 扣非归母净利润 19.3 亿元, 同比+30.1%。单 Q2 公司收入 127.4 亿元, 同比-0.2%, 归母净利润 13.5 亿元, 同比-1.3%, 扣非归母净利润 10.5 亿元, 同比+49.6%, 超市场预期。分国内外来看, 2025H1 国内收入 110.4 亿元, 同比-11.6%, 出口收入 138.1 亿元, 同比+14.7%, 出口收入占比提升 6.5pct 至 55.6%。分产品来看, 土方机械/混凝土机械/起重机收入分别为 42.9/48.7/83.7 亿元, 同比分别+22.1%/+15.7%/+1.2%, 贡献主要业绩增量; 高空机械/农业机械收入分别为 25.9/19.9 亿元, 同比分别-34.5%/-15.2%, 主要系高机&农机国内景气度下行影响短期承压。展望下半年, 我们认为国内外土方产品景气度有望维持, 非挖产品加速回暖, 公司收入增速有望加快。盈利能力保持稳健, 盈利质量明显提升 2025H1 公司销售毛利率 28.1%, 同比+0.2pct, 销售净利率 11.7%, 同比+1.3pct; 单 Q2 销售毛利率 27.6%, 同比+0.1pct, 销售净利率 10.9%, 同比-1.0pct, 扣非归母净利率 8.3%, 同比+2.7pct。费用端, 2025H1 公司期间费用率 16.7%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.4%/4.1%/5.7%/-1.5%, 同比分别+1.0/-0.6/+0.4/-2.1pct, 财务费用率下降主要系汇兑收益。现金流来看, 公司 25H1 经营活动净现金流 17.5 亿元, 同比+112.5%, 盈利质量明显提升。

主业迎来国内外共振, 新兴业务板块开拓卓有成效 7 月国内汽车起重机/履带起重机/随车起重机/塔式起重机销量同比分别+6.8%/+72%/+9.3%/-42%, 非挖出现明显拐点。新兴板块来看, ①土方机械: 完善微小挖型谱、提升中大挖性能、引领超大吨位矿山技术, 具备全场景产品矩阵, 2025H1 出口土方收入同比+33%; ②高空作业机械: 公司匈牙利工厂正式开工, 规划产能 20-30 亿元, 推出多款叉装车、桅柱产品、车载等新品。③农业机械: 推出 300 马力大型拖拉机, 200 马力段中高端拖拉机市占率进入行业前三。④人形机器人: 公司已全新开发了 3 款人形机器人, 包括 1 款轮式人形机器人与 2 款双足人形机器人, 已有数十台进入工厂作业, 在机械加工、物流、装配、质检等环节开展试点, 加速产业化落地。盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 50.4/61.0/73.8 亿元, 对应当前市值 PE 分别为 13/10/9x, 维持“买入”评级。风险提示: 国内行业需求回暖不及预期, 行业竞争加剧, 出海不及预期

（证券分析师：周尔双 证券分析师：黄瑞）

**宏华数科(688789): 2025 年中报点评: Q2 归母净利润同比+25%, 持续受益于数码印花渗透率提升**

**投资要点** 事件: 2025 年 8 月 29 日, 公司发布 2025 年半年度报告。Q2 归母净利润同比+25%符合预期, 持续受益于传统印染设备向数码喷印设备转型 2025H1 公司营业总收入 10.4 亿元, 同比+27.2%; 归母净利润 2.5 亿元, 同比+25.2%, 扣非归母净利润 2.3 亿元, 同比+18.7%。单 Q2 公司营业总收入 5.6 亿元, 同比+25.0%; 归母净利润 1.4 亿元, 同比+25.1%; 扣非归母净利润 1.3 亿元, 同比

+17.2%。业绩与预告一致，符合预期。2025 年上半年，分业务看，(1) 数码喷印设备：销售收入 6.7 亿元，同比+42.8%，主要受益于传统印染设备加速向数码喷印设备转型，公司订单量增长较快，业务规模持续扩张，其中高速机 singlepass 机型销售占比提升显著；(2) 墨水：销售收入 2.7 亿元，同比+14.8%，随着公司数码喷印设备市场保有量和销量的稳步提升，墨水销售规模持续增长。展望未来，随着低端外贸订单向非洲、南美转移，国内传统印染产能出清，数码印花替代加速、墨水产能释放，公司收入端有望维持较快增长。盈利能力和费用管控力优异

2025H1 公司销售毛利率 43.8%，同比-2.1pct，销售净利率 25.5%，同比+0.03pct；其中 Q2 毛利率 44.6%，同比-1.4pct，销售净利率 27.1%，同比+0.8pct。分国内外，2025 上半年公司国内毛利率 42.6%，同比-4.5pct，我们判断主要受行业内价格竞争影响，公司采取“保份额、降利润”策略，主动降低设备与耗材价格，避免因短期利润损失丢失市场份额；海外毛利率 45.2%，同比+0.6pct。费用端，2025H1 公司期间费用率 15.4%，同比-1.2pct，销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.2/-0.3/-0.1/-1.0pct，费用管控能力优异。2025H1 公司经营性现金流净额为 0.8 亿元，同比增长 79.5%，盈利质量大幅提升。

募投项目逐渐达产，关键耗材自主可控 (1) 数码印花设备：公司首次公开发行募投项目“年产 2,000 套智能化工厂”已投产，2025 年上半年效益 9000 万元；“年产 3,520 套智能化生产线”计划 2025 年三季度投产。(2) 墨水：公司控股子公司天津宏华数码新材料有限公司承建的“喷印产业一体化基地项目”(年产 4.7 万吨数码喷印墨水及 200 台工业数码喷印机) 目前厂房基建工作已基本完成，正处于设备选型、安装与调试阶段。该项目投产后，有望进一步贯通公司在数码喷印领域的全产业链协同体系，实现关键耗材领域的自主可控。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润为 5.4/6.9/8.7 亿元，当前市值对应 PE 分别为 25/20/16 倍，维持“买入”评级。

风险提示：数码印花行业渗透不及预期，核心零部件对外依赖风险，行业竞争加剧，宏观经济风险

(证券分析师：周尔双 证券分析师：黄瑞)

### 爱尔眼科 (300015)：2025 年中报点评：屈光客单提升，关注新术式推广、组织变革、海外发展

投资要点 事件：公司发布 2025 年半年报，2025H1 公司实现营收 115.07 亿元 (+9.12%，同比，下同)，归母净利润 20.51 亿元 (+0.05%)，扣非归母净利润 20.40 亿元 (+14.3%)。25Q2 公司实现营收 54.81 亿元 (+2.47%)，归母净利润 10.01 亿元 (-12.97%)，扣非归母净利润 9.80 亿元 (+4.03%)。

25H1 经营数据：诊疗量快速增长，控费成效明显。2025H1，公司经营活动现金流净额 34 亿元 (+20%)。销售毛利率下降 0.88pct、销售费用率同比下降 1.47pct、管理费用率持平，毛利率下降原因系 24Q3 收购医院毛利率较低、新建医院及屈光等设备升级带来折旧摊销增加、医保政策变化导致白内障等价格降低。2025H1 门诊量 924.8 万人次 (+16.47%)，手术量 87.9 万例 (+7.63%)。屈光/视光 / 白内障 / 眼前段 / 眼后段项目收入同比 +11.14%/14.73%/2.64%/13.06%/9.02%，毛利率分别下降 1.07/1.74/1.16/0.96/0.59pct。

核心业务：屈光客单价回升，白内障集采影响消化。1) 屈光业务：引进蔡司新一代设备 VISUMAX800 及微创手术 SmilePro，客单价同比上升，扭转价格战倾向。2) 老花手术布局：成已在多地开设老视门诊并将成立老视学组，借鉴欧洲和美国经验，可能是未来潜在革命性增长点。3) 白内障业务：25H1 靠手术量拉动增长。受医保 DRG/DIP 结算政策影响，25H1 手术单价同比下

降 7.57%。另一方面晶体集采影响消化，预计下半年价格同比基本持平。4) 全面加快 AI+眼科应用布局，已整合 28 个高质量眼科专病数据集。组织架构调整，提高整体经营效率。2025 年 1 月公司成立组织变革领导小组，推动专业化、年轻化团队建设，整合资源、提升效率。1) 调整架构，优势省份带动发展；2) 优化同城多院“各自为政”模式，转为以省区/城市为单位管理；3) CEO、业务院长等职位，培养任用年轻干部。盈利预测与投资评级：我们维持预计公司 2025-2027 年归母净利润为 40.98/46.80/53.50 亿元，对应当前市值的 PE 为 30/26/23 倍。我们预计随着消费需求进一步释放，眼科医疗行业依然具备良好的发展空间，维持“买入”评级。风险提示：医院扩张或整合不及预期的风险，行业政策变化不确定性风险。

(证券分析师：朱国广 证券分析师：冉胜男  
证券分析师：苏丰)

### 中国船舶（600150）：2025 年中报点评：Q2 归母净利润+80%符合预期，南北船合并已步入收官阶段

**投资要点** 2025Q2 归母净利润+80%，在手订单饱满 2025 上半年公司实现营业总收入 403 亿元，同比增长 12%，归母净利润 29 亿元，同比增长 109%，核心主业船舶造修与海工实现营收 386 亿元，同比增长 13%。单 Q2 公司实现营业总收入 245 亿元，同比增长 18%，归母净利润 18 亿元，同比增长 80%，业绩位于预告中值，符合市场预期。公司在手订单饱满，截至 2025 年 6 月末，累计手持民船订单 2649 万载重吨/2335 亿元，同比增长 12%/17%，后续随高毛利率订单交付继续确认，业绩增长可持续。毛利率同比大幅改善，费控能力稳步提升 2025 上半年公司实现销售毛利率 12.2%，同比增长 4.0pct，销售净利率 8.3%，同比增长 4.3pct，核心主业船舶造修与海工毛利率 11.7%，同比提升 4.1pct。受益于高毛利率民船订单确认、公司精益管理推进，盈利能力同比大幅改善。2025 上半年公司期间费用率 5.0%，同比下降 0.3pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.06%/3.10%/3.21%/-1.35%，同比分别变动 0.0/-0.3/-1.0/+1.0pct，费控能力稳步提升。存量更新+供给刚性支持造船业景气度，南北船合并收官中船实力进一步增强 根据克拉克森数据，截至 2025 年 8 月底，较 2024 年同期，新造船价格指数为 186.2，同比-1.5%，维持高位，全球船厂在手订单量 3.9 亿载重吨，同比+11%，较 2025 年初下降 1%。受 2024 年基数较高、美国 301 和船舶法案影响，2025 年 1-7 月船舶全球新签订单 5779 万 DWT，同比下滑 54%，其中中国船厂新签订单 3531 万 DWT，占比约 61%，龙头地位稳固。分船型，集装箱船/散货船/油轮新签订单 2781/1320/1206 万载重吨，同比分别变动 +23%/-66%/-73%。展望后续，需求端，环保政策趋严、船龄增长约束下，存量更新需求中长期存在，供给端，产能刚性支撑船价，造船业周期高点已过但远未结束。8 月 13 日中国船舶、中国重工发布公告，向中国重工异议股东实施其所持异议股份的现金选择权，中国重工股票自 8 月 13 日起连续停牌不再复牌，标志南北船合并步入收官。中国船舶作为存续公司，中船系下船舶总装核心上市平台，将整合双方资源、消除同业竞争并充分发挥协同效应，全球竞争力将进一步增强。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 74/99/124 亿元（暂不考虑吸收合并中国重工），当前市值对应 PE 分别为 23/17/13x，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济波动、地缘政治风险、原油价格波动等。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：韦译捷)

### 中信博（688408）：2025 年中报点评：Q2 出货环比提升、毛利率因结

### 构变化略有下降，在手订单充足

**投资要点** 事件：公司 25 年 H1 营收 40.4 亿元，同 19.6%，归母净利润 1.6 亿元，同-31.8%，毛利率 17.1%，同-2.3pct，归母净利率 3.9%，同-2.9pct；其中 25Q2 营收 24.8 亿元，同环比+58.6%/+59%，归母净利润 0.5 亿元，同环比-38.4%/-56.8%，毛利率 15.9%，同环比-1.8/-3pct，归母净利率 1.9%，同环比-3/-5.1pct，业绩略低于预期。Q2 出货环比提升、固定比例提升使得毛利率下降。光伏支架业务收入 38.74 亿元（不含柔性支架），其中跟踪支架收入 28.76 亿元，销售量 6.75gw，固定支架收入 9.98 亿元，销售量 5.97gw，我们测算 Q2 跟踪出货约 4gw，固定约 3.8gw，环比大幅提升。但跟踪支架占比 74%，同比下降 12.8pct，使得毛利率略有下降；公司 25Q2 资产减值 0.29 亿，信用减值 0.66 亿，影响利润。在手订单充足、费用同比略有上升。截至 25Q2 末，公司在手订单约 72.9 亿元，其中跟踪约 58.9 亿元（我们测算对应约 13-14gw），固定约 12.1 亿元，柔性约 1.6 亿元，其他 0.3 亿元。公司 25 年 H1 期间费用 4.2 亿元，同+32.9%，费用率 10.4%，同+1pct，其中 Q2 期间费用 2.3 亿元，同环比+60.1%/+18.8%，费用率 9.2%，同环比+0.1/-3.1pct；25 年 H1 经营性净现金流-13 亿元，同+6.4%；25 年 H1 资本开支 1.8 亿元，同+99.2%；25 年 H1 末存货 14.5 亿元，较年初+2.4%。投资建议：由于上半年光伏行业竞争依然激烈，公司盈利承压，我们下调 25-27 年盈利预测，预计 25-27 年归母净利润 7.18/9.13/11.25 亿元（原预期 25-27 年 8.33/10.59/12.82 亿元），同增 14%/27%/23%，给予 26 年 16xPE，对应目标价 67 元，基于公司行业地位，维持“买入”评级。风险提示：订单交付不及预期，竞争加剧等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男）

### 晶科能源(688223)：2025 半年报点评：组件出货保持龙一，TOPCon 持续升级

**投资要点** 业绩：公司 25H1 营收 318.3 亿元，同减 32.6%，归母净利润-29.1 亿元，同减 342.4%，毛利率为-2%，同减 10.6pct，归母净利率-9.1%，同减 11.7pct；其中 25Q2 营收 179.9 亿元，同环比-25.6%/+29.9%，归母净利润-15.2 亿元，同环比-6336.8%/-9.3%，毛利率-1%，同环比-8.6/+2.3pct，归母净利率-8.4%，同环比-8.5/+1.6pct。组件出货稳居龙一、储能出货提升：公司 25H1 组件出货 41.84GW，保持行业出货第一；对应公司 Q2 出货约 24GW，测算单瓦亏损约 6 分，环比改善约 1-2 分，主要由 Q2 抢装带动组件涨价所致。展望 Q3，公司预计组件出货约 20-23GW，反内卷下行业价格有所回升、等待后续产业盈利有望改善；25 年我们预计公司出货 90-100GW。公司光储协同优势见效明显，储能签单与出货的增速超预期，25H1 储能发货 1.5GWh、超 2024 全年发货量，我们预计全年出货目标约 6GWH。N 型技术保持领先、产能改造持续推进：25H1 公司 182N 电池效率达 27.02%，创造大面积 N 型单晶钝化接触（TOPCon）电池转换效率新纪录。截至 25H1 公司已具备高功率产能超 20GW，我们预计 2025 年底将有 40%-50%的现有产能实现主流版型功率 640W 以上技术升级，2026 年部分主流版型功率达到 650-670W 水平。费用率环比收缩、资本开支压降：公司 25H1 期间费用 27.7 亿元，同比下降 5.1%，费用率 8.7%，同比上升 2.5pct，其中 Q2 期间费用 12.9 亿元，同环比+19.7%/-12.2%，费用率 7.2%，同环比+2.7/-3.5pct；25H1 经营性净现金流-38.1 亿元，同比上升 135.4%，其中 Q2 经营性现金流-11.9 亿元，同环比下降 57.3%/54.5%；25H1 资本开支 12.2 亿元，同比下降 72.3%，其中 Q2 资本开支 7.2 亿元，同环比-43.2%/+42.3%；25H1 末存货 128.9

亿元，较年初增加 3%。盈利预测与投资评级：考虑到公司虽短期价格承压，但随反内卷推进，组件价格企稳回升，我们预计公司 25-27 年归母净利润-42.3/17.5/40.5 亿元（25-26 年前值为 40.8/60.6 亿元，27 年新增预期 40.5 亿元），同比-4372%/+141%/+131%，基于公司组件出货稳居龙头，储能快速放量，N 型技术保持领先且持续突破，同时费用管控趋严、资本开支压降，有望在行业反内卷趋势下率先修复盈利，维持“买入”评级。风险提示：原材料上涨超预期、需求增长不及预期、竞争加剧、政策不及预期等

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男

证券分析师：徐铨嵘）

### 海螺创业（00586.HK）：2025 年中报点评：固废稳健增长&水泥业绩反转，自由现金流转正

**投资要点** 事件：2025H1 公司实现收入 30.86 亿元，同比下降 1.55%，归母净利润 12.86 亿元，同比增长 9.33%。25H1 垃圾焚烧运营稳健增长，主业归母净利润同减 6.02%至 4.46 亿元。25H1 实现营收 30.86 亿元（同比-1.55%，下同），主要系固废建设收入减少；主业毛利 11.84 亿元（+2.91%），毛利率 38.38%（+1.67pct），主业归母净利 4.46 亿元（-6.02%，较去年同期减少 0.29 亿元），主要系行政开支较去年同期增加 0.47 亿元。分业务来看，1）垃圾处置：运营、建造收入分别为 21.07 亿元（+7.61%）、2.74 亿元（-54.53%），板块毛利 10.41 亿元（+5.86%），毛利率提升 5.32pct 至 47.71%；2）节能装备：25H1 收入 2.59 亿元（-22.26%），毛利 0.84 亿元（-15.98%）；3）港口物流：25H1 收入 0.90 亿元（+1.87%），毛利 0.53 亿元（-1.94%）；4）新能源业务：25H1 收入 3.10 亿元（+191.65 %），主要系本期公司积极拓展市场，毛利 0.02 亿元（-78.52%）；5）新型建材业务：25H1 收入 0.46 亿元（-1.53%），毛利 0.05 亿元（-57.33%）。25H1 应占联营公司损益同增 20%，海螺水泥业绩改善且首次中期派息。25H1 应占联营公司损益 8.39 亿元（+19.72%），主要系通过海螺集团间接持股的海螺水泥业绩改善，海螺水泥 25H1 实现归母净利 43.68 亿元（+31.34%）。海螺水泥首次派发中期派息 12.66 亿元，且明确 25-27 年分红比例不低于 50%，随着水泥经营向好，派息有望提升。资金成本持续下降，供热&吨发电提升，经营提质增效显著。1）资金成本：25H1 财务费用 3.34 亿元（同比-5.51%），主要系综合融资成本降低，资产负债率 40.05%，较年初下降 0.22pct。2）经营提效：①处理量：25H1 垃圾入厂量 932.5 万吨（+3.0%），垃圾处置量 802.1 万吨（+3.0%），完成 2 个项目垃圾处理费调价；②发电效率：25H1 上网电量 26.9 亿度（+6.4%），入炉吨发 397 度（同比+10 度），入炉吨上网 336 度（同比+10 度）；③B 端拓展：25H1 供热量 31.3 万吨（+170%）；绿证销售 40.2 万张。自由现金流首次转正，分红潜力提升。25H1 公司经营性现金流 9.15 亿元（-2.54%），垃圾发电板块回款 19.2 亿元（+3.3%），随着在建项目减少，资本开支持续下降，25H1 自由现金流 0.4 亿元（24H1 为-8.6 亿元）。随着自由现金流将持续增厚，叠加来自海螺集团股息，公司分红潜力有望进一步提升。盈利预测与投资评级：公司垃圾焚烧运营主导业绩增长，自由现金流转正，具备分红提升潜力；海螺水泥盈利回升&分红增加，股权价值有望重估。垃圾焚烧主业稳健增长，间接持股的海螺水泥盈利大幅改善，我们将 2025-2027 年归母净利润预测从 21.82/23.04/24.38 亿元调整至 23.61/26.20/28.74 亿元，对应估值 7.2/6.5/5.9 倍 PE，维持“买入”评级。（估值日期：2025/8/31）风险提示：海螺水泥业绩不及预期，资本开支、分红不及预期等。

(证券分析师: 袁理 证券分析师: 陈致文)

### 华电国际 (600027): 2025 半年报点评: 符合预期, 关注 2026 年容量电价提高对冲发电量下滑影响

**投资要点** 事件: 公司发布 2025 年半年报, 2025 年上半年公司实现营业收入 599.53 亿元, 同比-9.0%, 略低于市场预期; 实现归母净利润 39.04 亿元, 同比+13.2%, 符合市场预期。2025 年上半年煤电板块实现利润总额 27.48 亿元, 同比+25.9%。2025 年上半年煤电、气电、水电三大板块均全面盈利。其中, 煤电实现利润总额 27.48 亿元, 同比+25.9%; 燃机实现利润总额 3.18 亿元, 剔除 2024 年上半年浙江半山一次性资产处置收益 13.86 亿元, 利润增加 2.45 亿元; 水电实现利润总额 1.09 亿元, 同比+119.5%。发电量、上网电价及煤耗: 2025H1 完成发电量 1206.21 亿千瓦时, 同比-6.4%; 实现上网电价 516.80 元/兆瓦时, 同比-1.4%; 发电量: 2025H1 发电量完成 1206.21 亿千瓦时, 同比-6.4%。其中, 煤电发电量 979.77 亿千瓦时, 同比-9.0%; 燃机发电量 187.29 亿千瓦时, 同比+4.0%; 水电发电量 39.16 亿千瓦时, 同比+17.5%。上网电价: 实现综合上网电价 516.80 元/兆瓦时, 同比-1.4%。其中, 煤电上网电价为 466.29 元/兆瓦时, 同比-3.8%; 燃气机组上网电价为 821.95 元/兆瓦时, 同比+3.5%。煤耗: 2025H1 供电煤耗完成 280.04 克/千瓦时, 同比-1.8%; 入炉煤折标煤单价完成 850.74 元/吨, 同比-13.0%。容量电价对冲发电量下滑因素, 公用事业属性提升: 受益于山东省容量电价较高因素, 总计约 0.0991 元/千瓦时, 叠加成本入炉煤单价同比-13.0%, 虽发电量同比-20%, 利润同比大幅提升。2025 年全年资本性支出计划约 178 亿元, 其中基建及前期项目约 98.80 亿元, 技改支出约 79.25 亿元。资本开支增加主要因新并入资产带来约 50 多亿资本开支 (原有资产计划约 120 亿)。技改投入主要集中在节能、安全、灵活性改造三大方向, 包括未完成的灵活性改造、降低机组能耗以及设备安全检修等。盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 64.5/68.1/77.4 亿元, 对应 PE 为 10/9/8 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 并购进度不及预期的风险, 电力需求超预期下降的风险, 减值风险等

(证券分析师: 袁理 证券分析师: 唐亚辉)

### 南网储能 (600995): 2025 年半年报点评: 梅蓄一期进入现货市场结算, 抽蓄盈利能力提升

**投资要点** 事件: 公司发布 2025 年半年报, 2025 年上半年公司实现营业收入 33.01 亿元, 同比+13.4%; 实现归母净利润 8.32 亿元, 同比+32.9%; 实现扣非后归母净利润 8.38 亿元, 同比+32.2%; 符合市场预期。2025H1 受益于调峰水电来水偏丰+梅蓄一期进入现货市场收入增加+云南丘北储能电站投产, 实现归母净利润同比+32.9%。报告期内营业收入同比增加 13.4%, 归属于母公司股东的净利润同比增加 32.9%, 主要是以下原因: 一是调峰水电厂来水同比增加, 发电量同比增加; 二是梅蓄一期现货市场收入增加, 抽蓄收入同比增加; 三是云南丘北储能电站投产, 新型储能收入同比增加。截至 2025H1 公司在运抽水蓄能 1028 万千瓦, 在建 1200 万千瓦。截至 2025H1, 公司在运总装机达 1296.42 万千瓦, 其中抽水蓄能 1028 万千瓦、新型储能 65.42 万千瓦、调峰水电 203 万千瓦。抽水蓄能: 截至 2025H1, 公司抽水蓄能投产装机总规模 1028 万千瓦。在建抽水蓄能电站 10 座, 总装机容量 1200 万千瓦, 包括广东的肇庆浪江抽水蓄能电站 (120 万千瓦)、惠州中洞抽水蓄能电站 (120 万千瓦)、梅州抽水蓄能电站二期工程 (120 万千瓦)、电白抽水蓄能电站 (120 万千瓦), 广西的南宁抽水蓄能电站 (120 万千瓦)、灌阳抽水蓄能电站 (120 万千瓦)、钦州

抽水蓄能电站(120万千瓦)、贵港抽水蓄能电站(120万千瓦)、玉林抽水蓄能电站(120万千瓦)、云南的西畴抽水蓄能电站(120万千瓦)。新型储能: 2025H1 公司新型储能电站累计建成装机规模 65.42 万千瓦/129.83 万千瓦时。调峰水电: 截至 2024 年底, 公司在运调峰水电机组装机总规模 203 万千瓦。梅蓄正式进入现货市场交易, 抽水蓄电站盈利有望得到改善。2025 年 4 月 16 日, 国家发展改革委、国家能源局印发《关于全面加快电力现货市场建设工作的通知》(简称“394 号文”), 明确 2025 年底前基本实现电力现货市场全覆盖, 并提出了 20 个省份的电力现货市场运行时间表。394 号文的出台, 拓宽了储能发展空间, 将推动储能从“计划调度”走向“市场竞价”, 储能具有同时参与电能量市场、辅助服务市场及容量市场的机会。盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润为 12.35 亿元、13.94 亿元、15.17 亿元, 对应 2025-2027 年 PE 为 27 倍、24 倍、22 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 公司调峰电站来水不确定的风险、新型储能电站商业模式不确定的风险等

(证券分析师: 袁理 证券分析师: 唐亚辉)

### 经纬恒润-W (688326): 2025 年中报点评: 25Q2 净利润扭亏为盈, 业务多元发展

**投资要点** 公告要点: 公司发布 2025 年半年度报告, 业绩符合预期。2025H1 实现营收 29.08 亿元, 同比+43.46%, 归母净利润-0.87 亿元, 扣非归母净利润-1.15 亿元。其中 25Q2 实现营收 15.80 亿元, 同环比+38.90%/+18.98%, 归母净利润 0.33 亿元, 环比实现盈利, 扣非归母净利润 0.19 亿元, 环比实现盈利。新业务新客户不断突破, 多项汽车电子产品放量在即。分业务看, 2025 年 H1 电子产品业务收入为 25.46 亿元, 同比+51.56%, 研发服务及解决方案业务收入为 3.55 亿元, 同比+4.30%, 高级别智能驾驶整体解决方案业务收入为 0.003 亿元, 同比-96.25%。1) 新产品, 2025H1 公司形成“分布式电控单品—域控产品—L4 集成平台”短中长期结合的产品模式, 并实现量产落地。2) 自研软件, 主要软件系列产品有 INTEWORK、ModelBase、OrienLink, 涵盖红旗、比亚迪、蔚来、长安、重汽、零跑、极氪、广汽等客户。3) 国际化, 公司拥有天津、南通、南昌和马来西亚四座现代化工厂, 持续 Stellantis、Scania、Navistar、舍弗勒、BorgWarner、Magna 及 HI-LEX 等多个国际 OEM/Tier1 的定点。探寻多元合作, 构建技术壁垒。2025 年 8 月 29 日, 公司与紫荆半导体正式签署战略合作协议。围绕基础软件与基于 RISC-V 架构的车规级芯片领域展开深度合作; 2025 年 7 月, 与白犀牛围绕车规级智能硬件研发、高可靠性无人车产品开发展开深度合作; 2025 年 5 月, 与富维海拉达成战略合作推动创新灯光解决方案在智能汽车领域的应用。研发费用环比收窄, 业绩拐点已至。我们认为公司目前处于业绩释放的关键期, 多个高投入项目逐步贡献收入。2025Q2 公司研发费用率为 12.11%, 同环比-9.59pct/-6.57pct, 研发费用环比大幅收窄。25Q2 期间费用率为 22.06%, 同环比-14.10pct/-11.12pct, 其中销售费用率/管理费用率受益于规模效应环比下降, 研发费用率同环比显著下降。盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年营收预测为 71.5/80.4/92.9 亿元, 同比分别+29%/+13%/+16%; 维持 2025-2027 年归母净利润预测为 0.23/1.74/2.66 亿元, 对应 PE 分别为 618/81/53 倍, 鉴于公司电子业务新品放量在即, 我们维持“买入”评级。风险提示: 智能电动汽车行业发展不及预期, 法律法规限制自动驾驶发展, 下游车企价格战超预期。

(证券分析师: 黄细里 研究助理: 孙仁昊)

### 潍柴动力 (000338): 2025 年半年报点评: 四大战略方向成果亮眼, 中期分红率同比提升

**投资要点** 公告要点: 公司公布 2025 年半年报, 25Q2 公司实现营收 556.9 亿元, 同环比分别-0.8%/-3.1%, 实现归母净利润 29.3 亿元, 同环比分别-11.2%/+8.2%, 扣非后归母净利润 26.6 亿元, 同环比分别-15.0%/+7.2%。25H1 中期分红率 57%, 同比+2pct。

发动机业务盈利性同比提升, 大纲径+新能源+出口+后市场四大战略方向成果亮眼。25H1 发动机销量 36.2 万台, 同比-9.5%, 其中重卡发动机 12.5 万台, 同比-22.4%, 母公司收入 193.4 亿元, 同比-13.2%, 毛利率 32.5%, 同比+3.4pct, 发动机业务板块盈利性同比提升。1) 大纲径: 25H1 大纲径发动机销量 0.51 万台, 同比+41%, 其中数据中心柴发近 600 台, 同比+491%, 大纲径收入 25.2 亿元, 同比+73%。2) 新能源: 25H1 收入 12.1 亿元, 同比+37%。3) 出口: 25H1 发动机直接出口 3.7 万台, 同比+14%。4) 发动机后市场: 25H1 收入 40 亿元, 同比+13%。

陕重汽+雷沃净利润同比增长。1) 陕重汽: 25H1 重卡销量 7.3 万辆, 份额 13.5%, 达 21 年以来新高, 净利润 3.6 亿元, 同比+13.4%, 净利率同比持平。2) 法士特: 25H1 净利润 1.6 亿元, 同比-63.3%, 净利率 2.4%, 同比-3.9pct。3) 凯傲: 25H1 净利润 2.9 亿元, 同比-80%, 主因 Q1 一次性裁员费用影响; Q2 净利润 0.94 亿欧元, 同比+38.6%, 净利率 3.5%, 同比+1.1pct, Q2 新增订单创历史新高。4) 雷沃: 25H1 净利润 5.7 亿元, 同比+2.4%, 净利率 5.8%, 同比+0.1pct, 拖拉机市占率位居第一。

供应链降本持续释放利润, 费用管控得当。25Q2 毛利率 22.1%, 同比+0.7pct, 环比基本持平, 供应链降本效果持续体现。25Q2 公司销管研合计费用率 14.7%, 同比+1.2pct, 环比-1.6pct, 同比增长主因销售费用率同比+1pct。25Q2 公司财务费用-2.6 亿元, 主因欧元升值带来汇兑收益, 财务费用-0.5%, 同比-0.3pct。

盈利预测与投资评级: 2025 年重卡行业迎来复苏, 公司作为发动机龙头强者恒强, 我们基本维持 2025~2027 年归母净利润预测 129/152/161 亿元, 2025~2027 年对应 EPS 分别为 1.48/1.75/1.85 元, 对应 PE 分别为 10.26/8.66/8.20 倍, 考虑公司当前估值较低且龙头地位稳固, 维持“买入”评级。风险提示: 经济复苏不及预期, 地缘政治风险等。

(证券分析师: 黄细里 研究助理: 赖思旭)

### 中能股份 (600642): 2025 中报点评: 煤价下行煤电利润提升, 新能源持续扩张

**投资要点** 事件: 公司公布 2025 年中报。2025H1 归母同减 5.23%, 扣非归母增长。2025H1 公司实现营业收入 129.58 亿元, 同比下降 5.28%; 归母净利润 20.77 亿元, 同比下降 5.23%; 扣非归母净利润 18.84 亿元, 同比增长 2.20%。

2025H1 发电量同减 1.7%, 新能源持续成长。2025H1 公司控股发电量完成 259.51 亿千瓦时, 较去年同期减少 1.7%。其中: 1) 煤电: 完成发电量 178.7 亿千瓦时, 同减 6.8%, 主要是受发电结构影响; 2) 气电: 完成 31.32 亿千瓦时, 同增 3.5%, 主要是用电需求增长及发电用天然气安排影响; 3) 新能源: 风电完成 33.01 亿千瓦时, 同增 19.9%; 光伏及分布式完成 16.48 亿千瓦时, 同增 13.4%, 主要是新能源项目装机规模同比增长; 2025H1 新能源共发电 676.83 万千瓦, 占比 36.4%, 较去年同期继续提升。截至 2025 年 6 月底, 公司控股装机容量 1859.39 万千瓦, 同比增长 8.71%, 其中煤电 840 万千瓦 (同比持平), 气电 343 万千瓦 (同比持平), 风电 343 万千瓦 (同增 101 万千瓦), 光伏 244 万千瓦 (同比持平)。燃料成本下降, 优质地区电价有支撑。2025H1 公司实现毛利润 29.21 亿

元(同比+9.7%,同增 2.58 亿元),其中煤电实现毛利润 11.94 亿元(同比+31.99%,同增 2.9 亿元),气电毛利润 3.2 亿元(同比-8.8%,同减 0.3 亿元),风电毛利润 8.36 亿元(同比+8.19%,同增 0.6 亿元),光伏毛利润 2.2 亿元(同比+3.73%,同增 0.08 亿元)。火电板块贡献了 2025H1 利润的主要增长。除利用小时数提升外,燃料成本持续下降,控股电厂平均供电煤耗 282.5 克/千瓦时,平均耗用标煤价 841 元/吨,同比下降 143 元/吨。上海区位优势电价有支撑,火电板块盈利有望持续提升。

现金流稳健,财务费用下降,资产负债率 54.6%。2025H1 公司经营活动产生的现金流净额 42.06 亿元,同比小幅下降 5.58%,仍维持在高位。财务费用 4.77 亿元同比下降 21.32%。资产负债率维持在 54.6%,结构稳健,为绿色转型提供有力支撑。绿色能源持续扩张,储能与新能源产业链布局加速落地。2025H1 公司新能源控股装机容量较去年持续提升,海南 CZ2 一期 60 万千瓦已全容量并网,新疆风光基地、临港海光等重点项目正加快推进,未来新能源投产节奏有望提速。星火储能示范基地一期项目推进尽快并网,公司同步开展绿色氢氨醇、生物质燃料等新型能源产业链探索,打造长周期成长空间。

盈利预测与投资评级:我们维持 2025-2027 年预测公司归母净利润 40.5/41.4/43.0 亿元,2025-2027 年 PE 为 9.8/9.5/9.2 倍(2025/8/29),火电红利标杆,维持“买入”评级。风险提示:区域用电需求波动,煤炭价格天然气价格波动,电改趋势下电价的波动。

(证券分析师:袁理 证券分析师:任逸轩)

#### 兴业证券(601377): 2025 年中报点评: 经纪、自营业务带动公司归母净利润增长超过 40%

投资要点 事件:兴业证券公告 2025 年中报。公司上半年实现营业收入 54.0 亿元,同比+28.8%;归母净利润 13.3 亿元,同比+41.2%;对应 EPS 0.15 元,ROE 2.3%,同比+0.7pct。第二季度实现归母净利润 8.1 亿元,同比+32.6%,环比+57.6%。业绩大幅改善主要来自于经纪业务及自营业务。

经纪市占小幅提升、佣金率小幅下滑,公司有效户客群规模再创历史新高。2025 年上半年实现经纪业务收入 12.4 亿元,同比+34.2%,占营业收入比重 23.0%。全市场日均股基交易额 15703 亿元,同比+63.3%。公司经纪市占 1.32%,小幅提升 1bps,佣金率由 0.026%下滑至 0.022%。公司两融余额 328 亿元,较年初-3%,市场份额 1.77%,较年初下滑 3bps。公司有效户客群规模再创历史新高,投顾业务延续增长态势,累计签约客户数及签约资产规模显著提升。

受政策影响,股权投行业务延续下滑趋势。2025 年上半年公司实现投行业务收入 2.2 亿元,同比-16.6%。股权主承销规模 4.8 亿元,同比-67.3%,排名第 42;上半年无 IPO 项目,完成 2 单均为再融资项目。债券主承销规模 843 亿元,同比+12.6%,排名第 18;其中公司债、金融债、ABS 承销规模分别为 298 亿元、242 亿元、198 亿元。截至 2025 年上半年末公司 IPO 储备项目 3 家,排名第 19,其中北交所 2 家,科创板 1 家。

资管业务规模创近五年新高。2025 年上半年公司实现资管业务收入 0.7 亿元,同比-1.7%。截至 2025H1 资产管理规模 1135 亿元,较年初+12.4%。基金管理业务收入 9.46 亿元,同比-1.2%。2025H1 控股子公司兴证全球管理规模较年初+8%至 7034 亿元。

自营同比显著增长。2025 年上半年实现投资收益(含公允价值)17.6 亿元,同比+50.2%;调整后投资净收益(含公允价值、汇兑损益、其他综合收益)17.5 亿元,同比+21.6%。

盈利预测与投资评级:考虑到市场交投活跃,我们上调公司的盈利预测,预计公司 2025-2027 年的归母净利润为 32.82/35.21/38.39 亿元(前值为

25.99/29.90/33.62 亿元), 分别同比+52%/+7%/+9%, 对应 2025-2027 年 PB 为 0.97/0.92/0.88 倍。公司自营弹性较大, 财富管理及大资管业务均有亮点, 维持“买入”评级。风险提示: 交易量持续走低, 权益市场波动加剧致投资收益持续下滑。

(证券分析师: 孙婷 证券分析师: 何婷)

### 中国广核 (003816): 2025 中报点评: 电价影响业绩释放, 拟收购惠州核电增厚 EPS

**投资要点** 事件: 公司公告 2025 年中报, 公司实现营业收入 391.67 亿元, 同减 0.53%; 归母净利润 59.52 亿元, 同减 16.3%; 扣非归母净利润 56.09 亿元, 同减 19.42%; 加权平均 ROE 同降 1.19pct, 至 4.88%。工程板块毛利较大提升, 核电毛利下滑。2025H1 公司实现营收 391.67 亿元, 同减 0.53%, 实现毛利润 137.02 亿元, 同减 9.77%, 毛利率 34.99%, 同比下降 3.58pct。分业务来看, 2025H1, 1) 核电板块: 实现营业收入 306.58 亿元, 同比+0.93%, 毛利润 132.70 亿元, 同比-10.35%, 毛利率 43.29%, 同比-5.45pct; 2) 建筑安装和设计服务: 实现营业收入 76.12 亿元, 同比-4.83%, 毛利润 1.60 亿元, 同比+113.63%, 毛利率 2.11%, 同比+1.17pct。提供劳务、贸易及其他板块占比小、变动不大。2025H1 公司毛利有所下滑, 工程有成长/核电下滑。2025H1 上网电量+8.84%, 防城港+大亚湾贡献明显。2025H1 子公司/子公司及联营上网电量约为 893/1134 亿千瓦时, 同比+8.84%/+6.93%。子公司及联营来看, 2025H1, 大亚湾/岭澳/岭东/阳江/台山/防城港/宁德/红沿河 8 个核电站上网电量同比变动分别为 +39.78%/ -4.66%/+11.8%/+0.65%/+2.97%/+33.85%/+1.13%/+0.41%。2025H1 电价下降, 度电毛利略有下行。2025H1 综合上网电价(不含税) 0.343 元/千瓦时(同比-7%, 同减 2.7 分), 度电成本 0.195 元/千瓦时(同比+2.5%, 同增 0.49 分), 度电毛利 0.148 元/千瓦时(同比-17%, 同减 3.2 分)。度电盈利略有下行, 电量提升驱动成长。拟收购惠州核电股权。公司拟收购惠州核电 82%、惠州二核 100%、惠州三核 100% 及湛江核电 100% 股权, 交易对价合计 93.75 亿元, 其中惠州核电/惠州二核交易价格约为 80.23/13.53 亿元。截至评估基准日, 惠州核电/二核评估净资产为 97.84/13.53 亿元, 对应增值率 17.91%/10.27%, PB 约 1.18/1.10。交易完成后, 公司将新增多个在建及储备核电项目, 盈利增长确定性增强。25H1 财务费用下降, 截至 2025/06/30 资产负债率 60.23%。2025H1 公司期间费用同比减少 5.94%至 34.51 亿元, 其中财务费用(同比-8.78%至 22.81 亿元)和销售费用(同比-23.35%至 0.13 亿元)下降较为明显。在手项目充沛, 即将进入加速投运阶段。截至 2025/6/30, 公司管理 28 台在运机组(包含联营企业 6 台机组), 子公司及联营企业合计装机容量 31.8GW, 在建机组 20 台/24.2GW。投产节奏来看 25 至 30 年分别投产 1/2/2/1/1/1, 考虑 25 年新 FCD 和核准, 2030 年前投产规模有望更多。截至 2024/12/31, 惠州核电、苍南核电仍在集团体内, 随着 2025 年惠州 1 号投运, 2026 年惠州 2 号和苍南 1 号投运, 集团资产加速注入。盈利预测与投资评级: 考虑市场化结算电价及所得税影响, 我们下调公司 2025-2027 年归母净利润从 104.8/111.2/126.9 亿元至 98.5/100.3/115.0 亿元, 对应 PE 为 20/19/17 倍(2025/8/29), 维持“买入”评级。风险提示: 电力价格波动, 装机进度不及预期, 核电机组运行风险。

(证券分析师: 袁理 证券分析师: 任逸轩)

### 寒武纪-U (688256): 2025 年中报业绩点评: 25H1 营收同比增长 4348%, Q2 净利率环比快速提升

**投资要点** 25H1 营收同比增长 4348%, 销售净利率达到 38.57%。

据公司 25 年中报，25H1 实现营收 28.81 亿元，yoy+4347.82%；毛利率 55.93%；归母净利润 10.38 亿元，同比增长 295.82%。25Q2 单季营收 17.69 亿元，yoy+4425.01%，qoq+59.19%；毛利率 55.88%；销售净利率 38.57%，环比增加 6.61pcts。截至 Q2，公司存货达到 26.9 亿元，yoy+1042.66%，qoq-2.36%；合同负债达到 5.43 亿元，yoy+86748.17%。7nm 先进工艺加持，产品性能领先且具备跨场景适配能力。公司已掌握 7nm 先进工艺下的物理设计技术，并成功应用于思元 100、思元 220、思元 270、思元 290、思元 370 等多款核心芯片，显著提升了产品性能。产品不仅在大模型训练与推理、智能视觉、语音处理、推荐系统等典型 AI 场景中表现优异，还实现了在运营商、金融、互联网等多个重点行业的规模化部署，展现了强大的市场适应能力和行业渗透力。

构建云边端协同生态体系，拓展垂类应用市场。公司依托自研智能芯片和统一的基础系统软件平台，构建了云边端一体化的智能计算生态体系，具备高能效、高计算密度、低延时等核心优势。在生态方面，训练软件平台持续跟进并支持了 PyTorch 最新版本，支持图融合和算子自动生成能力，取得了显著的性能加速效果，得到了客户的认可。在大模型方面，训练软件平台进一步扩展了对 DeepSeek 系列、Qwen 系列、Hunyuan 系列模型的支持，重点优化了通信计算并行方面的性能，提高了混合专家模型训练的整体吞吐。在强化学习领域，新增了对主流强化学习框架和 Qwen 模型的支持，其验证精度和整体性能均已达到主流竞品同等水平。在国内市场，公司通过智能计算集群系统业务，为人工智能应用部署能力较弱的客户提供一站式解决方案，并在智慧矿山、智能工厂等场景形成标杆案例。

盈利预测与投资评级：公司为国内 AI 芯片领军者，随着 AI 芯片市场规模的快速增长，公司有望依托不断扩展的产品布局和生态建设逐步抢占市场。我们基于公司业绩公告，基于公司目前业绩快速增长的趋势，上调公司 2025-2027 年营业收入预测，预计实现 58.38/116.69/174.99 亿元（前值：52.55/81.41/109.87 亿元），上调归母净利润至 17.03/40.26/61.74 亿元（前值：13.13/22.13/30.56 亿元）。维持“买入”评级。

风险提示：AI 需求不及预期风险，公司持续稳定经营风险，客户集中度较高风险，股价与估值较高风险，供应链稳定相关风险。

（证券分析师：陈海进 研究助理：李雅文）

### 中国核电（601985）：2025 年中报点评：核电业务归母同增 9.5%，电量稳定释放

**投资要点** 事件：公司公告 2025 半年报。25H1 核电业务实现归母净利润同增 9.5%。2025H1 公司实现营业收入 409.73 亿元，同增 9.43%；归母净利润 56.66 亿元，同减 3.66%；扣非归母净利润 56.31 亿元，同减 3.27%。主要系在运机组及发电量增加。其中，核电业务实现归母净利润 53.22 亿元，同比增长 9.48%。

核心聚焦核电，拓展风光新能源。2025H1 公司实现营业收入 409.73 亿元，同增 9.43%，实现毛利润 185.58 亿元，同增 4.33%，分业务来看，2025H1 1）核电：实现营业收入 327.83 亿元，同比 6.74%，实现毛利 150.25 亿元，同比 6.46%；2）光伏：实现营业收入 44.78 亿元，同比 29.44%，实现毛利 20.04 亿元，同比-5.09%；3）风电：实现营业收入 28.00 亿元，同比 12.08%，实现毛利 12.98 亿元，同比-5.63%。

2025H1 电价和成本均略有下降。2025H1 公司核电综合上网电价（不含税）为 0.350 元/千瓦时（同比-4.8%，同减 0.018 元/千瓦时），核电度电成本为 0.190 元/千瓦时（同比-4.6%，同减 0.009 元/千瓦时），度电毛利为 0.161 元/千瓦时（同比-5.1%，同减 0.09 元/千瓦时）。2025H1 光伏电价略有下降，成本有所上升；风电成本保持稳定，电价有所下降。2025H1

光伏综合上网电价（不含税）为 0.387 元/千瓦时（同比-5.7%，同减 0.023 元/千瓦时），度电成本为 0.214 元/千瓦时（同比+33.7%，同增 0.054 元/千瓦时），度电毛利为 0.173 元/千瓦时（同比-30.8%，同减 0.077 元/千瓦时）；2025H1 风电综合上网电价（不含税）为 0.280 元/千瓦时（同比-16.5%，同减 0.055 元/千瓦时），度电成本为 0.150 元/千瓦时（同比-0.3%，同减 0.0005 元/千瓦时），度电毛利为 0.130 元/千瓦时（同比-29.7%，同减 0.055 元/千瓦时）。漳州 1 号投产+机组大修损失减少，25 年核电电量释放。2025H1 公司核电上网电量同比 12.13%，其中秦山一核/二核/三核/三门核电/江苏核电/海南核电/福清核电分别 2.19%/-1.86%/1.53%/-3.65%/0.21%/0.33%/26.86%。除大修天数安排导致机组电量在年度间波动外，2025 上半年电量主要受到福清核电大修（小修）损失较去年同期减少。此外漳州 1 号机组于 2025 年 1 月 1 日商运，发电量增加。现公司基荷电源稳定性和成长性，期待 25 年电量释放。非核清洁能源稳步推进。截至 2025 年 6 月 30 日，公司新能源控股在运装机容量较 2024 年末增加 362.87 万千瓦，增幅 12.26%，其中风电增加 76.29 万千瓦，增幅 7.96%，光伏增加 286.58 万千瓦，增幅 14.32%；控股在建装机容量 1,044.75 万千瓦，包括风电 184.97 万千瓦，光伏 859.78 万千瓦，均按进度计划稳步推进。盈利预测与投资评级：我们维持 2025-2027 年预测公司归母净利润 100/104/116 亿元，2025-2027 年 PE 为 18/18/16 倍（2025/8/29）。公司 2025 至 2027 年计划投运 2 台/2 台/5 台核电机组，进入加速投产阶段，维持“买入”评级。风险提示：电力价格波动，装机进度不及预期，核电机组运行风险。

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩）

### 东方证券（600958）：2025 年中报点评：净利润增幅超 60%，投行业务修复显著

**投资要点** 事件：2025H1 公司实现营业收入 80.0 亿元，调整后同比+38.9%；归母净利润 34.6 亿元，同比+64.0%；对应 EPS 0.40 元，ROE 4.3%，同比+1.6pct。第二季度实现归母净利润 20.3 亿元，同比+65.5%，环比+41.2%。交投活跃度回升背景下，公司经纪业务收入同比高增：2025H1 公司经纪业务收入 13.7 亿元，同比+31.1%，占营业收入比重 17.2%。25H1 全市场日均股基交易额 15703 亿元，同比+63.3%。公司新增客户数 22.8 万户，新开户引入资产人民币 245 亿元，分别同比提升 90%、45%；分支机构股基交易市占率 1.35%，同比提升 0.44 个百分点。公司两融余额 278 亿元，较年初-1%，市场份额 1.5%，较年初基本持平，全市场两融余额 18505 亿元，较年初-0.8%。投行业务收入逆市增长，股权及债券承销规模均大幅提升：2025H1 公司投行业务收入 7.2 亿元，同比+31.6%。1）股权业务：2025H1 公司股权主承销规模 93.2 亿元（上年同期未有股权项目发行），排名第 14；其中 IPO 1 家，募资规模 7 亿元；再融资 10 家，承销规模 86 亿元。公司 IPO 储备项目 10 家，排名第 10，其中两市主板 2 家，北交所 7 家，科创板 1 家。2）债券业务：2025H1 公司债券主承销规模 2602 亿元，同比+107.6%，排名第 8；其中地方政府债、金融债、公司债承销规模分别为 1234 亿元、543 亿元、517 亿元。资管业务收入同比下滑，东证资管及汇添富 AUM 仍稳健增长：2025H1 资管业务收入 6.0 亿元，同比-15.1%。截至 2025H1，东证资管受托资管规模同比+7.9%至 2338 亿元，其中公募规模同比+7.8%至 1791 亿元；汇添富基金资产管理总规模同比+8.7%至 1.26 万亿元，其中非货公募基金规模超 5500 亿元，较年初增长约 11%。自营业务表现亮眼：投资收益（含公允价值）40.2 亿元，同比+77.4%；调整后投资净收益（含公允

价值、汇兑损益、其他综合收益) 53.3 亿元, 同比+58.8%。 盈利预测与投资评级: 结合公司 2025H1 经营情况, 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 73.39/77.84/82.46 亿元 (前值分别为 36.93/39.83/43.00 亿元), 对应增速分别为 119.06%/6.07%/5.93%, 当前市值对应 2025-2027 年 PB 估值分别为 1.26x/1.20x/1.14x。看好交投活跃度回升背景下公司在财富管理转型及基金管理方面的增量, 维持“买入”评级。 风险提示: 交易量持续走低, 权益市场波动加剧致投资收益持续下滑。

(证券分析师: 孙婷 研究助理: 罗宇康)

### 康方生物 (09926.HK): 2025 年中期业绩公告点评: 商业化营收增长显著, HARMONI-A 获 OS 显著结果

**投资要点** 事件: 8 月 26 日康方生物发布 2025 年中期业绩公告, 25H1 营收 14.12 亿元, 同比增长 37.75%, 其中商业销售收入为 14.02 亿元, 同比增长 49.2%。上半年公司毛利 11.21 亿元, 同比增长 18.82%。同时在管线推进方面, 公司宣布依沃西在 EGFR 突变的 NSCLC 的临床最终 OS 分析显示达到终点, 未来将在国际会议上发表公布。核心产品销售快速增长, 多个管线商业化兑现: 公司 25H1 收入增长明显, 同比增长 37.75%, 其中商业销售收入贡献显著, 同比增长 49.2%。AK104 和 AK112 两款产品在纳入医保后带来销售快速增长, 新获批一线适应症带来销售贡献。公司多款新获批产品如伊努西 PCSK9 单抗和依若奇 IL-12/IL-23 单抗也已顺利启动商业化, 未来将贡献新增量。康方商业化团队持续加强建设, 已扩张至 1,200 余人。 依沃西 HARMONI-A 临床研究给出积极 OS 结果: 公司在 25 年中报中公布 AK112 此前备受关注的 nsq-NSCLC 适应症中国注册临床研究已达到 OS 的临床终点 (HARMONI-A), 且具有显著统计学和临床意义的 OS 获益, 更详细的数据将在未来国际学术会议上披露。此前的康方海外合作伙伴 Summit 曾披露同适应症的海外多中心 HARMONI 的研究早期结果, 此前所披露数据成熟度较低, 我们预计此次宣布的 HARMONI-A 的具有统计学差异的终点数据将大大提升未来海外临床成功上市的预期。 多项注册临床同步推进, 覆盖肿瘤多线治疗: 两大核心管线 AK112 和 AK104 都在布局海内外注册临床。AK104 目前约有 10 项注册临床推进中, 包括多项肺癌和胃癌适应症, 疗法中包括与 AK109 的联用方案, 将极大促进公司各管线商业化的协同性。除此之外 AK104 布局了肝癌的联合疗法注册临床 COMPASSION-36, 未来将进一步释放 AK104 商业潜力。AK112 目前已经实现肺癌核心适应症全覆盖, 并在此基础上拓展冷肿瘤市场。5 项一线方案适应症注册临床推进中, 包括结直肠癌、胰腺癌、晚期胆道癌、头颈部鳞癌和三阴乳腺癌等, 若成功上市未来有望进一步提升 AK112 销售预期。同时 AK112 与 AK104 在今年上半年获批上市的适应症有望参与今年医保目录谈判。 盈利预测与投资评级: 公司正处于商业化快速放量的初期。我们认为 AK104 仍然具有较强 BD 潜力, AK112 合作伙伴 Summit 或可能寻求 MNC 合作, 若达成将显著提升海外销售预期。根据 25H1 的费用使用情况, 我们下调了此前费用预测, 并预计未来归母净利润水平将有较明显改善, 上调 25-27 年预测至 -1.58/6.95/16.17 亿元 (原值 -10.28/-10.59/6.64 亿元)。我们维持 25-27 年的营收预测分别为 36.72/53.42/72.40 亿元, 康方生物未来销售收入及利润将快速增长, 维持“买入”评级。 风险提示: 研发进展不及预期的风险; 市场竞争加剧的风险。

(证券分析师: 朱国广)

### 中创新航 (03931.HK): 动储发力出货高增, 盈利改善拐点明确

**投资要点** 深耕动力电池及储能系统，业绩持续高增。中创新航是国内动力电池及储能系统企业，深耕行业十余年，动力电池装机量稳居全球前四、国内前三。公司 20-24 年营收 CAGR 达 77%，净利润 CAGR 约 227%，24 年储能业务收入同比大增 72%，成为核心增长引擎。技术层面，公司布局全产业链专利，覆盖 5C 超充、高锰铁锂、半固态电池等前沿领域，客户涵盖小鹏、广汽、吉利等头部车企。产能方面，国内布局合肥、武汉、成都、江门、眉山等重点基地建设，海外布局葡萄牙、泰国基地，25 年拟斥资 12 亿元控股传感器企业苏奥传感，强化产业链协同。

动力+储能双轮驱动，公司成长动能强劲。公司 25H1 销量超过 45gwh，全年销量有望超过 110gwh，同比增 60%+。其中，动力 65GWh，同比+44%，储能出货量 45-50GWh，同比+80%-100%，展望 2026 年公司销量有望维持 20-30% 增长。动力电池方面，25 年 1-6 月公司国内装机 19.5GWh，稳居第三，全球装机量达 21.8GWh，位列第四，乘用车客户结构持续优化，已绑定小鹏、零跑、蔚来等主流车企，并切入现代、大众、丰田等海外头部品牌，配套份额不断扩大；商用车领域亦深度绑定吉麦、奇瑞等核心客户，市占率快速提升。储能业务延续高成长趋势，产品结构持续升级，海外项目加速落地，已服务南非、智利等大型项目并绑定阳光电源等龙头客户，叠加大电芯放量、产能释放，中长期成长空间广阔。

盈利改善趋势明确，技术领先构筑护城河。锂电池价格已触底，25H1 部分储能产品价格已略微提升，我们预计公司 25 年动力产品均价 0.4-0.45 元/wh、储能产品均价 0.3-0.35 元/wh，基本稳定。盈利端看，公司产能利用率逐步提升，规模效应显现，毛利率逐季改善，25Q1 已提升至 16%，单 wh 归母净利率提升至近 0.01 元/wh，未来随着高容量产品放量、海外订单交付加快，公司盈利弹性有望释放，未来有望提升至 0.02 元/wh+。

盈利预测与投资评级：公司深耕行业十余年，动力电池装机量稳居全球前四、国内前三，客户结构持续优化，绑定小鹏、零跑、蔚来等主流车企，市占率快速提升。储能业务延续高成长趋势，海外项目加速落地，叠加大电芯放量、产能释放，中长期成长空间广阔。我们预计公司 2025-2027 归母净利润分别为 13.01/21.33/30.91 亿元，同比+119.99%/64.00%/44.94%，价对应 PE 分别为 25/15/10 倍，给予公司 2026 年 25 倍 PE，对应股价约 30 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧、原材料价格波动、产能投放不及预期等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕）

#### 伊力特（600197）：2025 年中报点评：聚焦大单品，筑牢基本盘

**投资要点** 事件：公司发布财报，25H1 营收、归母净利分别为 10.70、1.63 亿元，同比-19.5%、-17.8%；25Q2 营收、归母净利分别为 2.75、0.18 亿元，同比-44.9%、-52.7%。

25H1 主品回款保持稳健，开发品承压明显。25H1 公司实现白酒收入 10.6 亿元，同比-19.1%；其中 Q1、Q2 分别同比-4.0%、-44.2%，Q2 受需求不振、场景萎缩影响，公司中小经销商及部分开发品回款进度完成较差。1）分产品看：①25H1 高档酒收入为 8.0 亿元，H1/Q2 同比-8.0%、-39.8%。其中，25H1 伊力王、小老窖等产品收入基本实现“时间过半、任务过半”。25Q2 除伊力王低基数下保持增长外，其他高档酒产品回款均有放缓。②25H1 公司中/低档酒收入分别同比-42.3%、-36.0%，Q1、Q2 降幅差异不大，当前外部环境下，大众客群自饮、聚饮需求趋弱。2）分区域看：25H1 公司疆内、疆外收入分别同比-10.0%/-47.9%，竞争加剧背景下，疆外市场开拓难度上升，公司改用“一商一策、一地一策”方案，从原有招商模式转为员工“阵地战”，帮扶经销商共同运营。

25Q2

毛利率同比回升，销售费用显著收缩。1) 收现端：25H1 公司销售收现同比-24.3%，Q1、Q2 收现同比表现差异不大。2) 利润端：25Q2 公司归母净利率同比-1.1pct 至 6.7%，主系税费拖累。①25Q2 毛利率同比+2.6pct 至 50.84%，主因伊力王占比提升贡献。②25Q2 销售费用同比-59.6%，费率同比-4.8pct，上半年公司广告宣传及促销费用同比均有减少，主因市场投放更趋精准，下半年预计费用投入环比保持平稳，投向更侧重于终端建设。③25Q2 管理费用(含研发)同比-31.4%，费率同比+1.3pct，主系研发材料投入同比减少。④25Q2 公司税金及附加比率、所得税率分别同比+4.2pct、+26.5pct，主系税金缴纳节奏波动。稳市场、拓增量，多维度筑牢市场基本盘。在区域规划方面，公司疆内销售以稳为主，持续强化终端掌控与自营团队建设，成立伊力王酒、馆藏销售供应链等平台公司，加速市场渗透。疆外以聚焦核心单品+创新营销模式谋求突破，深化四川酒类销售公司改革，重新确定西安、兰州等为重点开发市场，另推出“直营+合伙人+推荐官”等新模式。在产品布局方面，公司产品矩阵“以伊力王为核心”，持续聚焦资源做重点培育，同时努力遏制老窖等腰部核心产品下滑，另推出伊力金标（南疆专销）等新品做收入补充。

盈利预测与投资评级：考虑 2025 年需求复苏进程较慢，公司开发产品渠道及份额稳定性相对较弱，我们调整 2025~27 年归母净利预测为 2.6、2.9、3.5 亿元（前值 3.3、4.0、5.0 亿元），对应 2025~27PE 为 29、26、22x，参考历史 PE 估值分布，维持“买入”评级。

风险提示：疆内市场白酒竞争加剧；疆外市场扩张不及预期；产品结构升级不及预期。

（证券分析师：苏铖 证券分析师：孙瑜）

#### 富临精工（300432）：2025 年半年报点评：高端铁锂优势领先，机器人关节全面布局

投资要点 补税影响，Q2 业绩低于预期。公司 25H1 营收 58.1 亿元，同增 61.7%，归母净利润 1.7 亿元，同 32.4%，毛利率 10.7%，同 -1.7pct，归母净利率 3%，同 -0.7pct；其中 25Q2 营收 31.2 亿元，同环比 48.5%/15.6%，归母净利润 0.5 亿元，同环比-44.9%/-59%，毛利率 11.2%，同环比-0.7/1.1pct，归母净利率 1.6%，同环比-2.8/-3pct，主要由于 Q2 补缴 0.9 亿所得税。

铁锂出货高增，高端产品迭代加速。25H1 铁锂正极收入 38 亿，同比+97%，出货 10.5 万吨，同比+120%，Q2 出货量 6 万吨，同环比+97%/+28%，30 万吨产能打满，预计全年出货 26 万吨，同比翻番，我们预计全年销量达 45-50 万吨。盈利端，H1 均价 4.1 万元/吨，毛利 0.19 万/吨，扣除补税影响，H1 子公司江西升华利润约 0.9 亿，单位利润 900 元/吨。H1 出货均为 4 代及以上产品，Q2 5 代占比升至 20%，加工费高 1k/吨，产能供不应求，有涨价空间，我们预计 26 年出货中 5 代占比将升至 70%+，利润达 0.15-0.2 万/吨。

汽零业务基本稳健，机器人卡位头部客户。25H1 汽零收入 18 亿，同比增 13%，毛利率 22.7%，同比-2pct。25H1 汽零利润 1.6-1.7 亿，同比微降，Q2 利润预计为 0.8-0.9 亿，我们预计全年汽零利润 4-5 亿。机器人方面，公司自制减速器、编码器等部件，一体化生产关节模组，与智元成立合资公司，与多家车企维持合作关系，有望导入机器人供应链。

所得税提高，库存有所增加。25H1 期间费用 3.4 亿元，同 17.2%，费用率 5.9%，同-2.2pct，Q2 期间费用 1.8 亿元，同环比 15.7%/5.2%，费用率 5.6%，同环比-1.6/-0.6pct；Q2 所得税 0.97 亿，环比提升 2 倍。25H1 经营净现金流-0.6 亿元，同 -124.3%，Q2 经营现金流 0.9 亿元，同环比-26.5%/-161.5%；25H1 资本开支 4.5 亿元，同 20.8%，Q2 资本开支 1.5 亿元，同环比-31.7%/-51.1%；25 年 H1 末存货 11.6 亿元，较年初 33.9%。

盈利

预测与投资评级：考虑碳酸锂价格波动及一次性补税影响，下修 25-27 年归母净利预期至 6.3/12.3/16.3 亿元（原值为 9.6/15.4/20.4 亿元），同增 60%/94%/33%，对应 PE 为 44/22/17 倍，考虑机器人业务进展顺利，维持“买入”评级。风险提示：电动车销量不及预期，行业竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕  
证券分析师：岳斯瑶）

### 广汽集团（601238）：2025 半年报点评：业绩表现略低预期，静待一体化改革效果显现

投资要点 公司公告：广汽集团发布 2025 年半年报业绩，2025Q2 公司营收为 227.3 亿元，同环比分别-8%/+14%，归母净利润为-18.1 亿元（2024Q2 为 3.0 亿元，2025Q1 为-7.3 亿元），扣非后归母净利润为-20.5 亿元（2024Q2 为-10.3 亿元，2025Q1 为-8.9 亿元）。业绩表现略低预期。

1) 营收层面：公司 Q2 营收环比改善。广汽乘用车/广汽埃安 Q2 批发销量分别为 7.7/6.2 万辆，同比分别-25%/-21%，环比分别+11%/+31%，埃安 S/埃安 Y 销量环增较多；广汽自主 Q2 ASP 为 16.4 万元，同环比分别+20%/-4%。2) 毛利率：公司 Q2 销售毛利率为-3.4%，同环比为-10/-3.6pct。毛利率转负主要原因为报告期内推出的几款重点新能源车型，销量仍处于爬坡期，未达计划目标，同时集团降本工作仍处推进中。3) 投资收益：广丰表现相对较好，广本销量/利润仍承压。广汽本田/广汽丰田 Q2 销量分别为 6.2/18.3 万辆，同比分别-32%/+2%，环比分别-33%/+13%。广本/广丰 25H1 利润分别为-4.1/33.1 亿元，单车盈利分别为-0.3/1.0 万元。公司 Q2 投资收益总额为 12.3 亿元，同环比分别-13%/+5%。4) 最终公司 Q2 实现归母净利润为-18.1 亿元（2024Q2 为+3.0 亿元，2025Q1 为-7.3 亿元）。

盈利预测与投资评级：由于行业竞争加剧背景下公司上半年整体业绩低于我们预期，同时考虑华望仍处投入期，我们下调公司 2025/2026/2027 年归母净利润预期至-3.6/13/46 亿元（原为 35/47/56 亿元），对应 2026/2027 年 PE 为 59/17 倍。考虑公司合资逐步触底，集团改革加速，与华为合作车型计划在 2026 年发布，有望为公司带来销量增量。因此我们仍维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧风险；对外合作进展低预期等。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：孟璐）

### 百合股份（603102）：2025 年中报点评：内生短期承压，外延整合向好

投资要点 事件：百合股份发布 25 年半年报，25H1 公司实现收入 4.20 亿元，同比增长 2.06%；实现归母净利润 0.72 亿元，同比-13.37%。其中 25Q2 实现收入 2.13 亿元，同比-4.44%；归母净利润 0.37 亿元，同比-23.79%。

分拆收入：（1）分产品，25H1 软胶囊/功能饮品/片剂/粉剂/硬胶囊/组合及其他分别实现收入 1.51/1.20/0.46/0.58/0.22/0.20 亿元，同比分别-6.03%/+18.41%/-20.11%/+35.99%/-33.94%/+61.92%。其中，功能饮品、粉剂及组合及其他表现更佳，我们认为功能饮品、软糖或系大客户订单修复、新增合作品项拉动；传统剂型或受竞争格局影响；（2）分业务，25H1 合同生产/自主品牌分别实现收入 3.66/0.52 亿元，同比分别+10.71%/-33.61%；合同生产整体表现稳健、自主品牌下滑主要受渠道影响，25H1 药房渠道保健品品类销售额仍呈下滑态势（降幅收窄）；（3）分市场，25H1 境内/境外分别实现收入 3.79/0.39 亿元，同比分别-1.73%/+66.43%。25Q2 公司毛利率 36.24%，同比-2.70pct，毛利率退坡或主要系低毛利剂型的收入占比略有提升、产品结构短期有所调整。展望未来，Ora 并

表或带来盈利结构优化修复。25Q2 销售费用率/管理费用率/研发费用率同比分别+0.50pct/0.96pct/+0.40pct 至 9.21%/5.30%/3.66%，25Q2 净利率同比-4.36pct 至 17.19%。子公司整合顺利，内外协同向好。新西兰子公司奥拉交割完成、且整合顺利。盈利角度考虑，跨境品牌的消费者心智强、盈利空间偏大，且百合或在原料、管理方面对奥拉进行指导赋能，后续奥拉净利率提升仍有空间。内生方面，2025 年 4 月公司举办“千人大会”、业内反响较好，预计订单逐步向好。盈利预测与投资评级：考虑到部分传统剂型略有承压、以及产品结构短期调整，我们调整 2025-2027 年公司归母净利润预测至 1.57/2.04/2.32 亿元（前值 1.74/1.98/2.25 亿元），同比增长 12.58%/29.92%/13.85%，对应当前 PE17.44x/13.42x/11.79x，考虑到随着子公司并表，盈利结构有望迎来优化，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格波动风险、食品安全风险、行业竞争加剧的风险。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：邓洁）

### 水星家纺（603365）：2025 年中报点评：Q2 营收增长提速，下半年利润率有望回升

**投资要点** 公司发布 2025 年中报：25H1 营收 19.21 亿元/yoy+6.40%，归母净利润 1.41 亿元/yoy-3.38%（剔除股份支付费用后的归母净利润 yoy+0.27%），扣非归母净利润 1.03 亿元/yoy-21.52%，主要受上半年加大营销费用投放影响（同比+约 8000 万元），归母净利润降幅较小主要来自政府补助贡献（同比+约 2400 万元）。分季度看，25Q1/Q2 营收分别同比+1.2%/+11.7%，归母净利润分别同比-3.8%/-2.7%，扣非归母净利润分别同比-9.8%/-42.5%，Q2 营收增长提速，扣非归母净利润降幅扩大主因增加广告宣传支出。我们判断 25H1 营收增长主要来自线上渠道贡献。25H1 线上/线下营收分别同比+18%/-5%，线上实现较快增长，线下由于加盟商提货信心偏弱短期承压。25H1 公司聚焦大单品策略，打造核心爆款产品人体工学枕和雪糕被，我们估计 25H1 人体工学枕/雪糕被销售额分别约 5000/8000 万元，全年销售额均有望分别达到 1 亿元，人体工学枕推出首年销售表现良好；与此同时相关营销投放发挥杠杆作用，有效带动品类增长，25H1 凉感被、枕芯品类销售额同比增速达到 50%-60%。毛利率稳步提升，销售费用投入导致净利率短期承压。1) 毛利率：25H1 同比+2.01pct 至 43.88%，其中线上/线下分别同比+2.59/+1pct，在产品结构优化及大单品带动下毛利率延续提升趋势。2) 期间费用率：25H1 销售费用率同比+3.84pct 至 29.45%，主要系公司为打造“人体工学枕”、“雪糕被”等大单品，加大了广告宣传及推广费用投入，其他费用率相对平稳。随着费用投放效果的累积显现，我们预计下半年对利润的压力将逐步减轻。3) 归母净利率：25H1 同比-0.74pct 至 7.35%。4) 存货：截至 25H1 末存货 11.3 亿元/yoy+4.6%，存货周转天数同比+4 天至 179 天。5) 现金流：25H1 经营活动净现金流-6681 万元，主因公司增加备货，预计下半年现金流将改善。截至 25H1 货币资金 6.74 亿元。盈利预测与投资评级：考虑当前处于单品投放初期利润率短期承压，我们将 25-27 年归母净利润从 3.99/4.48 /4.97 亿元小幅下调至 3.82/4.44/4.97 亿元，对应 PE 分别为 12/10/9X，继续看好市场份额提升释放业绩弹性，维持“买入”评级。风险提示：国内消费信心低迷，费用转化效果不及预期。

（证券分析师：汤军 证券分析师：赵艺原）

### 恺英网络（002517）：2025 年半年报点评：新游储备充沛，传奇盒子收入增速亮眼

**投资要点** 事件：2025H1 公司实现营业收入 25.78 亿元，

yoy+0.89%，归母净利润 9.50 亿元，yoy+17.41%，扣非归母净利润 9.39 亿元，yoy+17.18%。其中，2025Q2 公司实现营业收入 12.25 亿元，yoy-1.80%，qoq-9.43%，归母净利润 4.32 亿元，yoy+12.79%，qoq-16.64%，扣非归母净利润 4.23 亿元，yoy+12.14%，qoq-18.04%，业绩符合我们预期。此外，公司公告回购股份方案，计划回购 1-2 亿元，回购股价价格不超过 29.33 元/股。

传奇盒子增速亮眼，期待业绩持续强劲释放。2025H1 公司营收同比增长 0.89%，分业务：1）移动游戏业务收入 18.83 亿元，yoy-10.14%，毛利率 79.67%，yoy-1.06pct；2）信息服务业务收入 6.57 亿元，yoy+65.33%，毛利率 90.74%，yoy+1.84pct；3）网页游戏收入 0.39 亿元，yoy-38.41%，毛利率 72.28%，yoy-9.12pct；分地区：1）境内实现收入 23.76 亿元，yoy-2.16%，毛利率 83.91%，yoy+0.30pct；2）境外实现收入 2.02 亿元，yoy+59.57%，毛利率 64.31%，yoy+13.00pct。其中，信息服务业务主要为运营的游戏盒子产品，集游戏、直播、电竞、小说、短剧、资讯、语聊为一体的游戏社区平台，2025 年 7 月公司已获得传奇、传世游戏的盒子产品独家授权许可，并于 2025 年 8 月先后与中旭未来（贪玩）、掌玩科技达成合作，贪玩、掌玩科技将分别向恺英子公司闲趣互娱支付 2、1.5 亿元在传奇盒子内开设专区品牌服，用于展示、推广游戏等。我们看好公司全面升级传奇 IP 生态运营，打造高活跃度的垂直社区，社区价值潜力有望逐步释放。

探索创新品类扩增量，新游戏储备充沛。公司储备有多款新游，其中《盗墓笔记：启程》《古龙群侠传》《笑傲江湖：群侠传》《三国：天下归心》《彩虹岛：冒险》《仙境传说之约定好的冒险》《境界：魂之激斗》《斗罗大陆：诛邪传说》《斗罗大陆：魂师大作战》《大富翁：头号赢家》等已获版号，《代号：奥特曼》《代号：拳皇》等产品蓄势待发，新游品类覆盖 MMO、SLG、ARPG 等，期待多元新游陆续上线，贡献业绩增量。

积极布局 AI，期待多元 AI 应用落地。公司投资企业自然选择储备有 3DAI 智能陪伴应用《EVE》，依托多模态大模型技术，实现与用户生活同步的陪伴行为，产品已于 2025 年 6 月底开启内测，关注后续定档及上线表现。此外，公司还推出 AI 潮玩品牌《暖星谷梦游记》，以“智能玩偶+虚拟游戏”模式，主打 12-35 岁人群的情感陪伴需求，形成“硬件交互+软件养成”生态闭环，关注智能玩偶等产品发售情况。

盈利预测与投资评级：我们维持盈利预测，预计 2025-2027 年公司 EPS 分别为 1.01/1.10/1.17 元，对应当前股价 PE 分别为 23/21/20 倍，看好公司夯实强势品类优势，探索新品类增量，维持“买入”评级。

风险提示：老游流水超预期下滑，新游流水不及预期，行业监管风险。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖

证券分析师：陈欣）

### 华泰证券（601688）：2025 年中报点评：归母净利润增幅超 40%，投行业务韧性凸显

投资要点 事件：华泰证券发布 2025 年中报。2025H1 公司实现营业收入 162.2 亿元，调整后同比+31.01%；归母净利润 75.5 亿元，同比+42.2%；对应 EPS 0.80 元，ROE 4.30%，同比+1.12pct。第二季度实现归母净利润 39.1 亿元，同比+29.4%，环比+7.3%。

经纪业务同比增长，财富管理头部优势仍突出：2025H1 公司实现经纪业务收入 37.5 亿元，同比+37.8%，占营业收入比重 23.7%。全市场日均股基交易额 15703 亿元，同比+63.3%。公司两融余额 1310 亿元，较年初-1%，市场份额 7.1%，较年初基本持平，全市场两融余额 18505 亿元，较年初-0.8%。公司持续加强数字化平台能力建设，积极探索 AI 大模型赋能买方投顾应用场景，迭代升级资产配置工具，提升业务整体效能和

策略支持能力。 投行业务显著修复，股权承销规模大幅提升：2025H1 公司投行业务收入 11.7 亿元，同比+25.4%。1) 股权业务：2025H1 公司股权主承销规模同比+289.0%至 804.3 亿元，排名第 4；其中 IPO 5 家，募资规模 39 亿元；再融资 13 家，承销规模 765 亿元。IPO 储备项目 13 家，排名第 5，其中两市主板 5 家，北交所 2 家，创业板 2 家，科创板 4 家。2) 债券业务：2025H1 公司债券业务承销规模同比+24.2%至 6478 亿元，排名第 3；其中地方政府债、公司债、金融债承销规模分别为 3455 亿元、1090 亿元、978 亿元。 资管业务收入有所回落，资管规模仍稳健增长：2025H1 公司资管业务收入 8.9 亿元，同比-59.8%。截至 2025H1 资产管理规模 6270 亿元，同比+23.9%。旗下南方基金 25H1 资产管理规模达到 2.59 万亿元，同比+19%，其中公募规模 1.38 万亿元，同比+12%。华泰柏瑞 25H1 资产管理规模达到 7307 亿元，同比+45%，其中公募规模 7074 亿元，同比+46%。 自营业务投资净收益大幅提升：2025H1 公司投资收益(含公允价值) 66.3 亿元，同比+57.3%；调整后投资净收益(含公允价值、汇兑损益、其他综合收益) 62.6 亿元，同比+30.6%。 盈利预测与投资评级：基于公司 2025H1 经营情况，我们上调此前盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 158.82/175.50/186.60 亿元(前值分别为 140.16/151.26/160.75 亿元)，对应同比增速分别为+3.46%/+10.50%/+6.32%。公司当前市值对应 2025-2027 年 PB 估值分别为 0.96 /0.91 /0.85 倍。看好交投情绪恢复后公司不断巩固头部券商竞争壁垒，同时依托科技核心竞争力延续增长趋势，维持“买入”评级。 风险提示：1) 市场成交活跃度下降；2) 股市波动冲击自营投资收益。

(证券分析师：孙婷 研究助理：罗宇康)

#### 四方股份 (601126)：2025 年中报点评：业绩略低于市场预期，出海 & AIDC 有望成为新增长点

投资要点 事件：公司 25H1 营收 40.2 亿元，同比+15.6%，归母净利润 4.8 亿元，同比+12.4%，毛利率 30.5%，同比-2.9pct，归母净利率 11.8%，同比-0.3pct；其中 25Q2 营收 21.9 亿元，同比+13.4%，归母净利润 2.3 亿元，同比-3.2%，毛利率 29.4%，同比-3.7pct，归母净利率 10.7%，同比-1.8pct。盈利受收入结构影响，业绩略低于市场预期。 25H1 网外收入占比提升，网内平稳增长。25H1 公司电网自动化/电厂及工业自动化实现营收 17.26/20.03 亿元，同比+2%/+31%，毛利率分别为 40.83%/23.82%，同比-2.80/-2.67pct。其中电厂及工业自动化收入占比约 50%，首次超过电网自动化业务，我们预计主要系 25H1 新能源抢装所致。公司网外市场基本盘稳固，增量市场如海上风电进展顺利，中标了山东华能半岛北 L 厂址、河北建设山海关 500MW、福建三峡集团平海湾 DE 等标杆海上风电项目，同时在分布式调相机二次及系统集成方面中标了多个项目。网内业务 25H1 实现平稳增长，毛利率有所下滑我们预计主要系确收了部分降价保护订单。截至 25 前四批，国网保护/监控招标需求分别同比+60%/+36%，更新需求旺盛，展望 25H2，我们预计公司网内业务有望加速，网外新市场持续突破延续稳健增长。 国际市场稳扎稳打，技术&产品优势向数据中心延伸。25H1 公司海外业务收入 1.02 亿元，同比-13%，毛利率 44.09%，同比+9.00pct。公司持续拓展国际市场，二次设备&SVG&储能等电力电子设备在非洲、印度、老挝等国家和地区均有中标和项目落地，形成电力二次&电力电子一次产品的出海组合拳。凭借在能源管理和电力电子技术的优势，25H1 公司中标张家口察北阿里巴巴数据中心、中国移动(宁夏中卫)数据中心、新疆克拉玛依市碳和水冷数据中心等多个项目，同时，紧密跟踪绿电直连以及直流配电在数据中心建设中

的应用，公司在 SST、HVDC 等电力电子设备领域有深厚的技术积累和产品储备，未来有望在 AIDC 领域崭露头角。规模效应带来费用率下降，存货&合同负债稳增。公司 25H1 期间费用 7.1 亿元，同比+6.5%，费用率 17.6%，同比-1.5pct，我们认为主要系公司多下游增长带来的规模效应所致；25H1 经营性净现金流 0 亿元，同-100.8%，我们认为主要系储能业务起量所致；25H1 末存货 19.2 亿元，同比+11%，合同负债 12.92 亿元，同比+26%，均实现稳健增长。盈利预测与投资评级：考虑到后期网外收入占比提高、光伏装机降速等因素，我们下修公司 25-27 年归母净利润（括号内为下修幅度）分别为 8.17（-0.68）/9.56（-0.99）/10.90（-1.48）亿元，同比+14%/17%/14%，现价对应 PE 分别为 18x、16x、14x，维持“买入”评级。风险提示：AIDC 市场拓展不及预期，电网投资不及预期，竞争加剧等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：谢哲栋

证券分析师：司鑫尧）

### 美团-W (03690.HK): 2025Q2 业绩点评：业绩低于预期，建议关注外卖竞争动态变化

投资要点 业绩低预期：美团 25Q2 实现营业收入 918 亿元，同比增长 12%，经调整净利润 14.93 亿元，同比下滑 89%。公司业绩低于彭博一致预期。核心本地商业利润受竞争冲击，新业务减亏趋势延续。核心本地商业 Q2 收入 653 亿（yoy+7.7%）；运营利润为 37 亿，同比下降 75.6%，经营利润率同比下降 19.4pct 至 5.7%，低于预期，主要受到外卖竞争加剧的影响。新业务 Q2 收入 265 亿（yoy+22.8%）；运营亏损同比扩大至 19 亿，运营亏损率环比收窄 3.1pct 至 7.1%，好于预期。核心本地商业：受外卖竞争加剧影响，短期利润明显下滑，但美团效率优势依然保持。1）4 月以来受到京东等加大外卖补贴影响，公司即时配送业务利润同比明显下滑，但凭借履约、供给和运营效率优势，一方面和竞对的 UE 差距进一步扩大，另一方面加深核心用户的黏性、增加交易频次。Q2 美团平台 MAU 突破 6 亿，用户年度交易频次创下新高，“618”期间闪购多个品类 GTV 同比翻倍。2）在到店业务受到外卖竞争负面影响的基础上，到店酒旅业务 Q2 仍保持强劲增长，到店订单量同比增长超 40%，年度交易用户数增长超 20%。“美团会员”Q2 新增了到店权益，提升了用户忠诚度、交易频次和交叉销售效率；升级酒旅板块会员权益，高等级会员参与度有所提升，且在平台尝试了更多品类。3）Q3 美团与淘宝闪购补贴竞争加剧，我们预计单量同比增长加速（7 月即时配送订单量单日峰值达 1.5 亿单）的同时出现较大规模亏损；核心本地商业 Q3 也出现较大规模亏损。新业务：社区团购业务将逐渐缩减，小象超市和 Keeta 持续投入。Q2 社区团购继续优化效率减少亏损，新业务整体亏损环比收窄至 19 亿元。小象超市保持强劲增长，公司计划覆盖所有一二线城市，公司预计未来几年将保持高于行业整体水平的增长。Keeta Q2 订单量和交易金额均实现强劲增长，在沙特阿拉伯，截至 7 月底已扩展至 20 个城市，并在 8 月进入新市场卡塔尔。我们预计社区团购后续亏损将逐渐缩减，而 Keeta 和小象超市业务投入将受到新市场拓展的节奏影响。盈利预测与投资评级：考虑到外卖竞争对公司利润的影响，我们将公司 2025-2027 年经调整利润由 434/541/684 亿元下调至 33/222/474 亿元，对应 2025-2027 年经调整 PE 为 172/26/12 倍，我们看好公司核心业务长期竞争优势和海外长期空间，维持“买入”评级。风险提示：竞对投入力度及持续性超预期，消费不及预期，出海不及预期

（证券分析师：张良卫 证券分析师：郭若娜）

### 儒竞科技 (301525): 2025 年半年报点评: 主业已进入底部区间, AIDC&机器人控制器增量可期

**投资要点** 事件: 公司发布 25 年中报, 25Q2 营收 3.49 亿、同比-4%, 归母净利润 0.51 亿、同比+1%, 扣非净利润 0.43 亿、同比-1%。Q2 毛利率 27.5%, 同比+5.9pct, 海外热泵收入占比提升调整带动利润率回升、同时电动车规模效应继续体现; 归母净利率+0.7pct。研发费用率从 22 年 4.8%提至 25H1 的 9.0%, 中长期新品类的投入维持高位、后续放量值得期待。Q2 公司受搬厂影响基本在可控范围内, 业绩符合市场预期。

**主业 25Q2 基本见底: Q3 起暖通及电动车热泵均有望进入环比提速阶段。**1) 暖通空调: 25H1 收入 4.2 亿, 同比-4%。分应用看, 业务大头欧洲家用热泵去库周期进入尾声+欧洲各国政府发布补贴等利好政策, 公司热泵收入 (主要在海外) 大幅增长; 商用空调主要受地产下行周期影响、同比下滑, 但数据中心等商用领域我们预计 H2 会起到正贡献; 家用空调竞争激烈、利润率薄, 延续战略性收缩。2) 电动车: H1 收入 2.6 亿、同比+37%; Q3 起电动车业务从单一热泵控制器品类出发, 覆盖电动车热管理全场景、电机控制多领域, H2 起新品类有望带动 ASP 从 500 元提至 1000 元+, 我们预计全年收入有望实现同比 40-50%增长。

数据中心热管理能效升级机遇已至、儒竞绑定艾默生切入北美。公司与艾默生合作渊源深, 2014 年即和艾默生合资, 分别提供产品技术和美欧渠道 (艾默生擅长压缩机, 儒竞提供控制器 ODM)。北美热泵能效标准提升带动 IDC 空调部件升级, 变频技术渗透率提升 (尤其是配套采用 HVDC 架构的直流数据机房)。当前谷轮 (原艾默生) 等对公司审厂工作进展顺利, 随后续泰国工厂全面启动, 26 年起公司有望借助艾默生对北美 AIDC 实现变频器批量出货。

机器人电机控制器静待放量, 持续跟进海外大客户。公司在机器人领域主要产品为关节&灵巧手执行器的电机控制器 (与变频技术同源), 我们预计 ASP 在 7-8000 元级别。目前尚处于投入期, 我们预计量产供应在 27 年及以后。

**盈利预测与投资评级:** 我们基本维持 25-27 年归母净利润预测为 2.3/3.2/4.1 亿元, 同比+35%/+39%/+31%, 对应现价 PE 分别为 39x/28x/21x, 公司暖通边际恢复, 新能源车高增, 机器人业务新品迭代中, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 海外热泵需求不及预期, 机器人业务不及预期等。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 周尔双  
证券分析师: 谢哲栋 研究助理: 许钧赫)

### 广发证券 (000776): 2025 年中报点评: 费类业务整体表现良好, 自营投资收益同比高增

**投资要点** 事件: 广发证券发布 2025 年中报。2025H1 公司实现营业收入 154.0 亿元, 调整后同比+34.38%; 归母净利润 64.7 亿元, 同比+48.3%; 对应 EPS 0.79 元, ROE 4.83%, 同比+1.44pct。第二季度实现归母净利润 37.1 亿元, 同比+31.5%, 环比+34.6%。

**经纪业务收入同比高增:** 2025H1 公司经纪业务收入 39.2 亿元, 同比+42.0%, 占营业收入比重 25.5%。25H1 全市场日均股基交易额 15703 亿元, 同比+63.3%; 公司沪深股票基金成交金额 15.14 万亿元 (双边统计), 同比增长 62.12%。截至 25H1, 公司两融余额 1087 亿元, 较年初基本持平, 市场份额 5.9%, 较年初基本持平, 全市场两融余额 18505 亿元, 较年初-0.8%。截至 2025H1, 公司代销金融产品保有规模超过 3000 亿元, 较上年末增长约 14.13%。

投行业务相对稳健, 股权及债券承销规模均同比提升: 25H1 公司投行业务收入 3.2 亿元, 同比-4.8%。1) 股权业务: 2025H1 公司股权主承销规模同比+111.6% 至 189.3 亿元, 排名第 9; 其中 IPO 2 家, 募资规模 5 亿元; 再融资 4 家, 承销

规模 184 亿元。IPO 储备项目 8 家，排名第 13，其中两市主板 1 家，北交所 5 家，科创板 2 家。2) 债券业务：2025H1 公司债券业务承销规模同比+2.1%至 1669 亿元，排名第 13；其中金融债、公司债、ABS 承销规模分别为 669 亿元、567 亿元、200 亿元。资管业务收入同比小幅增长，广发及易方达规模稳健增长：2025H1 公司资管业务收入 36.7 亿元，同比+8.4%。截至 2025H1 资产管理规模 2506 亿元，同比+4.1%。截至 25H1，公司控股的广发基金管理的公募基金规模合计 1.51 万亿元，较上年末+2.9%；公司参股的易方达基金管理的公募基金规模合计 2.16 万亿元，较上年末+5.40%。自营业务表现亮眼：2025H1 公司投资收益（含公允价值）54.5 亿元，同比+49.1%；调整后投资净收益（含公允价值、汇兑损益、其他综合收益）56.0 亿元，同比+8.1%。盈利预测与投资评级：资本市场改革持续优化，宏观经济逐渐复苏，带动市场投资热情回升；长期来看，证券行业未来发展的政策环境良好，公司抓住机遇有望进一步突破。结合公司 2025H1 经营情况，我们上调此前盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 132/154/178 亿元（前值分别为 121/145/170 亿元），对应增速分别为 37%/17%/16%。当前市值对应 PB 分别为 1.30/1.19/1.09 倍，维持“买入”评级。风险提示：监管趋严抑制行业创新，行业竞争加剧，经营管理风险。

（证券分析师：孙婷 研究助理：罗宇康）

### 安克创新（300866）：2025 半年报点评：H1 归母净利同比+33.8%，欧洲市场、储能扫地机等产品收入高增

**投资要点** 业绩简评：2025H1，公司实现收入 128.7 亿元，同比+33.36%；归母净利润 11.67 亿元，同比+33.8%；扣除公允价值变动、理财收益等项目后，扣非净利润 9.6 亿元，同比+25.6%。2025Q2，公司实现营收 68.7 亿元，同比+30.4%；归母净利润 6.7 亿元，同比+19.5%；扣非净利润 5.2 亿元，同比+15.9%。公司计划每 10 股派发现金红利 7 元（含税），现金分红总额占 2025 H1 归母净利润的 32.16%。充电宝召回或短暂影响公司毛利：2025H1 公司销售毛利率/销售净利率为 44.73%/9.06%，同比-0.45/-0.32pct。我们认为毛利率下降主要因充电宝召回事件，根据权责发生制，我们认为大部分相关开支的计提体现在 Q2。2025H1 公司销售/管理/研发费用率分别为 21.97%/3.62%/9.28%，同比+0.05/-0.52/+0.99pct。研发费用增加主要系研发项目及研发人员工资薪酬增加。安克创新作为消费电子中高端品牌出海龙头企业，一直以来持续投入研发、夯实产品竞争力，并不断探索新品的可能性。分品类：储能、扫地机等产品线实现高增，推出消费级 UV 纹理打印机：2025H1：①充电储能类实现收入 68.16 亿元，同比+37.00%，其中数码充电产品、消费级储能产品均贡献重要增长。充电类毛利率为 40.61%，同比-2.37pct，毛利率下降或因召回影响。②智能创新类收入 32.51 亿元，同比+37.77%，主要受益于公司扫地机品类高增。智能创新类毛利率为 49.63%，同比+1.33pct。4 月推出全球首款消费级 3D 纹理 UV 打印机，总众筹金额达 4,676 万美元。③智能影音类收入为 27.98 亿元，同比+21.20%；毛利率为 49.06%，同比+2.44pct。分地区&分渠道：欧洲市场增速亮眼，线下占比提升：2025H1 北美市场收入 57 亿元，同比+23.2%；欧洲市场收入 34.27 亿元，同比+66.96%；中国及其他市场收入 37.4 亿元，同比+25.96%。渠道方面，2025H1 线上渠道实现收入 86.8 亿元，同比+28.9%。其中独立站实现收入 13.2 亿元，同比+42.6%；线下渠道实现收入 41.9 亿元，同比+43.6%。公司已入驻北美地区沃尔玛、百思买、塔吉特、开市客等全球知名连锁商超，以及日本零售巨头 7-11 便利店集团等，盈利预测与投资评级：

我们看好公司作为领先的出海品牌的价值和成长潜力。考虑公司上半年新产品高增和欧洲市场高增，我们将公司 2025~27 年归母净利润预测从 24.6/33.5/42.2 亿元，上调至 25.8/33.7/42.3 亿元，2025~27 年同比+22%/+31%/+25%，对应 8 月 29 日 P/E 估值为 29/22/18 倍，维持“买入”评级。风险提示：关税和地缘风险，新品不及预期，行业竞争加剧，海运费及汇率波动等

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖)

### 新澳股份 (603889): 2025 年中报点评: 毛价温和上涨, 业绩表现稳健

**投资要点** 公司公布 2025 年中报: 25H1 营收 25.54 亿元/yoy-0.08%, 归母净利 2.71 亿元/yoy+1.67%, 扣非归母净利 2.68 亿元/yoy+3.16%。分季度看, 25Q1/Q2 营收分别同比+0.29%/-0.35%, 归母净利润分别同比+5.37%/-0.41%。毛价温和上涨驱动毛精纺纱线

均价及毛利率有所上升, 羊绒新增客户订单延续较快增长。1) 分产品看, 25H1 毛精纺纱线/羊绒/羊毛毛条收入分别为 14.33/7.86/3.03 亿元, 分别同比-3.1%/+16%/-16%, 分别占比 56%/31%/12%。其中: ①毛精纺纱线: 销量 8800+吨 (yoy-4.9%), 由于羊毛温和涨价 (25H1 澳大利亚羊毛价格指数均值 770 美分/公斤, yoy+1%), 均价 16.2 万元/吨 (yoy+2%), 毛利率 28.2% (yoy+1.7pct)。②羊绒: 销量约 1370 吨 (yoy+16.6%), 均价 57.2 万元/吨 (估算 yoy-0.5%), 毛利率 13.5% (yoy-0.7pct), 受益于新产能释放及与重要客户合作深化, 羊绒业务保持快速发展势头。2) 分地区看, 25H1 内销/外销收入分别为 16.50/9.04 亿元, 分别同比-1.3%/+2.2%, 分别占比 65%/35%, 国内需求相对偏弱。毛利率及净利率小幅提升。1) 毛利率: 25H1 同比+0.75pct 至 21.6%, 主要受益于主要羊毛价格温和上涨, 公司有效控制成本费用, 以及高端纱线订单占比提升。2) 期间费用率: 25H1 同比-0.25pct 至 7.42%。其中销售/管理/财务费用率分别同比+0.25/+0.39/-0.83pct, 销售和管理费用率提升主要系职工薪酬增加等因素影响, 财务费用率下降主因汇兑损益由去年同期的亏损 933 万元转为本期盈利 1632 万元。3) 归母净利率: 综合影响下, 25H1 归母净利率同比+0.19pct 至 10.60%。

**盈利预测与投资评级:** 公司为国内毛精纺纱生产龙头, 25H1 在外部环境复杂多变的情况下, 收入保持平稳, 盈利能力在羊毛价格温和上涨及汇兑收益带动下有所提升。25H1 新澳越南“5 万锭高档精纺生态纱纺织染整项目”稳步推进, 一期 2 万锭产能已实现逐步投产; 新澳银川“2 万锭高品质精纺羊毛(线)纱建设项目”已完成安装调试, 预计下半年陆续释放产能。考虑当前国内外需求偏低迷, 我们将 25-26 年归母净利润从 4.78/5.32 亿元下调至 4.49/4.94 亿元, 增加 27 年预测值 5.50 亿元, 对应 25-27 年 PE 为 10/9/8X, 维持“买入”评级。风险提示: 宏观经济波动风险、原材料价格大幅波动风险、汇率波动风险、海外投资及产能扩张不及预期风险。

(证券分析师：汤军 证券分析师：赵艺原)

### 安踏体育 (02020.HK): 2025 年中期业绩公告点评: 户外贡献持续提升, 继续推进多品牌战略

**投资要点** 公司公布 25H1 业绩及成立合资公司: 25H1 收入 385.4 亿元/yoy+14.3%, 归母净利 70.3 亿元/yoy-8.9%, 剔除上年同期 Amer Sports 上市事项收益的归母净利润 yoy+14.5%。中期派息 137 港分/股, 派息比率 50.2%。同时, 公司公布与 MUSINSA (韩国最大时尚平台公司) 成立合资公司, 共同在大中华区运营韩国时装业务, 安踏持股 40%。安踏品牌: 多层级渠道与专业产品驱动稳健增长。25H1 收入 169.5 亿元/yoy+5.4%, 其中 DTC/电商/传统批发收入分别同比

+5.3%/+10.1%/-10.6% (分别占安踏品牌的 55.5%/36.2%/8.3%)。“大众定位、专业突破、品牌向上”战略成效显著,以“安踏冠军店”、“超级安踏”、“安踏作品集”为代表的新业态表现良好,有效提升渠道效率和品牌形象。专业产品如 PG7 跑鞋和 C202 马拉松跑鞋系列销量突出,带动品牌稳步增长。截至 25H1 末安踏成人/儿童门店分别 7187/2722 家,分别较 24H1 末+114/-109 家。公司预计安踏主品牌全年收入同比增长中单位数。

FILA: 推动品牌重塑,增长略超预期。25H1 收入 141.8 亿元/yoy+8.6%。品牌在网球、高尔夫等菁英运动领域表现突出,同时策略性加大对产品功能与品质的投入,从“快速上新”转向“深度经营”,成功打造 POLO、老爹鞋等英雄产品。渠道方面,FILA 针对不同类型及等级的门店重新规划零售准则及标准,推进渠道升级。截至 25H1 门店 2054 家,较 24H1+73 家。公司维持 FILA 全年收入同比增长中单位数的指引。

其他品牌: 户外赛道持续高景气,可隆为集团增速最快品牌。25H1 其他品牌收入 74.1 亿元/yoy+61.1%,其中可隆为集团增长最快品牌,线下增长超过 80%、线上增长接近 80%。2025 年 5 月集团完成对德国户外品牌 JACK WOLFSKIN(狼爪)的收购,进一步完善了从高端到大众的户外品牌矩阵,并已启动为期三至五年的品牌复兴计划。公司将其他品牌全年收入增长指引从 30%+上调至 40%+。

Amer Sports: 趋势向好,贡献收益增厚。25H1 安踏体育分占联营公司溢利 4.34 亿元(24H1 为亏损 190 万元)。根据 Amer Sports 已披露业绩,25H1 收入 193.9 亿元/yoy+23.46%,净利润 10.9 亿元/yoy+10814%,经营基本面持续向好。毛利率小幅下降,经营利润率小幅提升。25H1 公司毛利率 63.4%/yoy-0.7pct,经营利润率 26.3%/yoy+0.6pct。分品牌看,安踏/FILA/其他品牌毛利率分别同比-1.7/-2.2/+1.2pct 至 54.9%/68%/73.9%,经营利润率分别同比+1.5/-0.9/+3.3pct 至 23.3%/27.7%/33.2%。安踏品牌毛利率下降主因增加专业产品成本投入及电商占比提升,经营利润率提升主要得益于精细化运营;FILA 毛利率下降主因产品结构变化,但运营效率提升部分抵消成本上升影响;其他品牌利润率提升显著,来自规模效应显现。

盈利预测与投资评级: 考虑到公司多品牌矩阵协同效应显现,尤其是户外品牌组合增长强劲,以及 Amer Sports 的盈利贡献,我们将 25-27 年归母净利润预测值从 132.3/147.6/164.3 亿元上调至 135.5/153.1/171.7 亿元,对应 PE 为 18/16/14X,维持“买入”评级。风险提示: 终端消费复苏不及预期;新收购品牌整合效果不及预期。

(证券分析师: 汤军 证券分析师: 赵艺原)

**湘财股份 (600095): 2025 年中报点评: 证券业务增势显著,实业板块主动收缩**

**投资要点** 事件: 湘财股份发布 2025 年中报。2025H1 公司实现营业总收入 11.44 亿元,同比+4.6%;归母净利润 1.4 亿元,同比+93.1%;对应 EPS 为 0.05 元,ROE 1.19%,同比+0.58pct。第二季度实现营业总收入 5.2 亿元,同比+3.7%,环比-15.8%;归母净利润 0.92 亿元,同比扭亏为盈,环比+88.0%。

**证券板块:** 经纪业务表现突出。1) 经纪业务: 2025H1 全市场日均股基交易额 15703 亿元,同比+63.3%。公司全资子公司湘财证券经纪业务实现收入 4.45 亿元、同比增长 45.18%;营业利润 1.00 亿元、同比增长 359.15%。截至 2025H1,湘财证券融资融券业务规模 72.09 亿元,同比增长 26.21%,日均融资余额 72.45 亿元,市占率稳步提升。2) 自营业务: 2025H1 湘财证券自营业务继续保持稳健的投资风格,灵活运作策略,积极培育和提升投研能力。2025H1 湘财证券投资收益(含公允价值)为 1.46 亿元,同比-13.5%。3) 投行业务: 2025H1 湘财证券投行业务手续费净收入同

比-29.6%至 0.23 亿元。2025H1 湘财证券债券融资规模 31.68 亿元，同比-21.1%，排名行业第 74 位。4) 资管业务：2025H1 湘财证券资管业务手续费净收入同比+41.6%至 0.16 亿元。资管投研体系和产品体系已具备雏形，产品新发持续突破，实现了集合产品新发数量的跨越式增长。

实业板块：主动收缩规模。2025H1 公司营业收入（以实业板块收入为主）为 2.07 亿元，同比下降 34.2%。公司实业板块经营主体规模较小，截至 25H1 总资产在公司占比不到 2%。公司专注于降本增效等策略盘活资产，提升存量资产的竞争力。公司主动收缩贸易规模，25H1 贸易业务收入 1.95 亿元，同比下降 36.19%。

盈利预测与投资评级：结合公司 2025H1 经营情况，我们下调此前盈利预测，预计湘财股份 2025-2027 年归母净利润分别为 3.27/3.53/3.79 亿元（前值分别为 3.35/3.91/4.29 亿元），对应同比增速分别为 199.52%/7.83%/7.41%。公司当前市值对应 2025-2027 年 PE 估值分别为 112.28x/104.12x/96.94x。我们看好公司在财富管理、金融科技方向的展业潜力，维持“增持”评级。风险提示：1) 收购事项推进不及预期；2) 权益市场大幅震荡。

（证券分析师：孙婷 研究助理：罗宇康）

### 方正证券（601901）：2025 年中报点评：自营、经纪双轮驱动带领公司净利润大幅增长

投资要点 事件：方正证券发布 2025 年中报业绩。2025H1 公司实现营业收入 56.6 亿元，同比+52.1%；归母净利润 23.8 亿元，同比+76.4%；对应 EPS 0.29 元，ROE 4.8%，同比+1.9pct。第二季度实现营业收入 27.0 亿元，同比+55.3%，环比-9.0%；归母净利润 11.9 亿元，同比+109.7%，环比-0.5%。公司利润大增主要得益于 Q2 公司自营业务实现了较高的投资收益。

市场活跃度回升背景下，经纪业务收入提振显著：25H1 公司经纪业务收入 23.3 亿元，同比+46.3%，占营业收入比重 41.4%。全市场日均股基交易额 15703 亿元，同比+63.3%。2) 公司两融余额 414 亿元，较年初基本持平，市场份额 2.2%，较年初持平，全市场两融余额 18505 亿元，较年初-0.8%。

投行业务收入同比上升，股、债承销规模均有所提升：25H1 公司投行业务收入 1.0 亿元，同比+26.3%。2) 股权业务承销规模同比增加 10 亿元，债券业务承销规模同比+67.4%。3) 股权主承销规模 10.2 亿元，排名第 31；其中 IPO 1 家，募资规模 8 亿元；再融资 1 家，承销规模 2 亿元。4) 债券主承销规模 101 亿元，排名第 53；其中公司债、ABS 规模分别为 80 亿元、20 亿元。

资管业务收入高增，基金管理规模稳定增长：2025H1 年公司资管业务收入 1.3 亿元，同比+4.6%。截至 2025H1 资产管理规模 500 亿元，同比-4.6%。截至 25H1 末，方正富邦基金管理公募基金资产规模 828.05 亿元，较年初增加 19.44 亿元，增幅 2.40%。自营业务收入显著增加：25H1 公司投资收益（含公允价值）20.0 亿元，同比+66.6%；Q2 单季投资收益 9.22 亿元，同比+100.9%。调整后投资净收益（含公允价值、汇兑损益、其他综合收益）18.5 亿元，同比+16.4%。

盈利预测与投资评级：结合公司 2025H1 经营情况以及二季度以来资本市场显著好转，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润分别为 41.11/40.36/42.81 亿元（前值为 23.80/25.22/26.63 亿元），对应同比增速分别为+86.22%/-1.82%/+6.07%，对应 EPS 分别为 0.50/0.49/0.52 元/股，当前市值对应 PB 估值分别为 1.33x/1.21x/1.10x。看好公司在市场活跃度提升的环境中逐步兑现财富管理业务优势，同时在平安集团深度赋能下进一步提升竞争力，维持“买入”评级。

风险提示：1) 市场成交活跃度下降；2) 股市波动冲击自营投资收益。

（证券分析师：孙婷）

### 三花智控 (002050): 2025 年半年报点评: 传统制冷需求高景气, 人形方案定型&量产在即

**投资要点** 25Q2 业绩亮眼、符合预期: 25H1 营收 162.6 亿元, 同比+19%, 归母净利润 21.1 亿元, 同比+39%, 扣非净利润 20.1 亿元, 同比+32%, 其中 25Q2 营收 85.9 亿元, 同比+19%, 归母净利润 12.1 亿元, 同比+39%, 扣非净利润 11.6 亿元, 同比+35.2%, Q2 利润略高预告中值, 符合预期。25H1 公司海外收入 72 亿, 同比+23%, 占比提升 1.6pct 至 44%, 海外毛利率 29.8%, 同比+1.1pct, 较国内市场高 3.1pct, 结构性优化, 增厚盈利。传统制冷超预期、新兴领域布局空间广。25H1 家电业务营收 103.9 亿元, 同比+25.5%, 归母净利润 12.9 亿元, 同比+59%, 毛利率 28.2%, 同比+0.7pct。其中, 25Q2 营收 54.2 亿元, 同环比+23%/+9%, 归母净利润 7.5 亿元, 同环比+63%/+41%, 净利率环比提升 3pct 至 14%。增速超预期, 原因: 1) 以旧换新政策持续刺激, 国内整体旺季持续; 2) 海外去库周期结束后需求恢复, 公司紧抓机遇提份额; 3) 新兴市场 (数据中心液冷、冷链物流等) 需求旺盛且对零部件要求更高, 公司具备强大研发能力和品牌优势。全年收入有望实现 20% 增长, 贡献 20 亿+利润, 同比增 30-40%, 26 年收入预计仍可维持 5-10% 增长。 汽零业务稳健增长、客户结构持续优化。25H1 汽车零部件业务实现营收 58.7 亿元, 同比+9%, 归母净利润 8.2 亿元, 同比+17%, 毛利率 28%, 同比+0.7pct。其中 25Q2 营收 31.7 亿元, 同环比+12%/+18%, 归母净利润 4.5 亿元, 同比+12%/22%, 净利率维持 14%。1) 1H25 特斯拉全球销量下降 16%, 预计占公司的收入比重降至 30% 以内; 2) 国内标杆车企贡献核心增量, 其中 25H1 比亚迪/吉利/小米销售量同比+33%/+48%/+477%; 2) 欧洲区域销量恢复至 25% 增长, 有效对冲特斯拉下滑, 客户结构持续优化。25 年汽零收入有望实现 15%~20% 增长, 贡献 18 亿利润, 同比增 20%。 人形机器人 26 年量产在即、方案更新不改 Tier1 地位、利润空间显著。海外巨头第三代产品定型在即, 方案设计完全不同, 更适合大批量产, 据此前计划, 5 年内实现年产 100 万台目标。公司长期积极配合全系产品开发, 主供地位明确。维持按照 100 万台出货测算, 执行器总成 5 万元, 净利率 10%, 公司份额 70%, 可贡献 35 亿元利润, 弹性巨大。 盈利预测与投资评级: 考虑到制冷市场需求高景气, 上修 25-27 年归母净利润至 41.6/49.0/65.9 亿元 (原值为 38.1/46.2/64.7 亿元), 同比+34%/+18%/+34%, 对应 PE 分别为 32x/27x/20x, 给予 26 年 40x PE, 对应目标价 46.8 元, 维持“买入”评级。 风险提示: 人形机器人量产不及预期, 新能源车销量不及预期等。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 阮巧燕

证券分析师: 谢哲栋 研究助理: 许钧赫)

### 理想汽车-W (02015.HK): 2025 年中期业绩公告点评: 业绩符合预期, 纯电+VLA 有望实现共振

**投资要点** 公告要点: 理想汽车 2025Q2 实现营收 302.5 亿元, 同环比分别-4.5%/+16.7%, 其中车辆销售收入 288.9 亿元, 同环比分别-4.7%/+17.0%, 归母净利润 10.9 亿元, 同环比分别-0.9%/+68.0%, Non-Gaap 净利润 14.7 亿, 同环比分别-2.3%/+44.7%。 公司毛利率维持较好水平, 期间费用管控得当。盈利能力方面, 公司 2025Q2 总体毛利率实现 20.1%, 同环比分别+0.6/-0.5pct, 其中汽车销售毛利率为 19.4%, 同环比分别+0.7/-0.3pct。费用控制方面, 公司 Q2 研发费用 28.1 亿元, 同环比-7.2%/+11.8%, 研发费用率 9.3%, 同环比分别-0.3/-0.4pct, 自研芯片正在进行车载测试, 预计明年将部署于旗舰车型

并交付；销售、一般及管理费用 27.2 亿元，同环比-3.5%/+7.4%，销售、一般及管理费用率为 9.0%，同环比+0.1/-0.8pct，理想 8 月优化销售体系，预计后期销售体系效率将提升。公司 2025 年二季度实现批发销量 11.1 万辆，对应单车收入 26.0 万元（25Q1 约 26.6 万元，L8/L9 交付占比下降），单车毛利 5.1 万元。

公司 2025H2 将迎来纯电产品周期与 VLA 高阶智能辅助驾驶上车的共振。新车维度，理想 i8 正处于产能爬坡阶段，目标 9 月底累计交付 8000~1 万台；公司将于 9 月发布纯电 SUV 新车型 i6，进一步扩大纯电产品矩阵；截至 7 月 31 日，理想超充站建成 3028 座，配备充电桩 16671 个。智能化维度，VLA 司机大模型 Preview 版本与 i8 同步于 8 月 20 号上车，9 月 10 日 VLA 所有 ADMax 全量推送，明年理想预期 MPI 平均单次接管里程数（含高速）到达 1000km。

盈利预测与投资评级：由于公司车型结构性调整，我们下调公司 2025~2027 年营业收入预期分别为 1216/1527/1912 亿元（原值为 1436/2233/2362 亿元），同比分别-16%/+26%/+25%；由于公司 AI 投入持续加大，下调 2025~2027 年归母净利润预期为 40/70/115 亿元（原值为 82/137/154 亿元），分别同比-50%/+73%/66%；对应 2025~2027 年 EPS 为 1.9/3.3/5.4 元，对应 PE 为 43/25/15 倍，考虑到公司智能辅助驾驶持续领跑，产品矩阵不断完善，维持公司“买入”评级。

风险提示：行业价格战持续演绎；高阶智能辅助驾驶发展节奏低于预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：童明祺）

#### 泸州老窖（000568）：2025 年中报点评：强基固本，蓄势攻坚

投资要点 事件：公司发布 2025 年半年报。25H1 实现营收 164.5 亿元，同比-2.7%；实现归母净利 76.6 亿元，同比-4.5%。对应 25Q2 实现营收 71.0 亿元，同比-8.0%；实现归母净利 30.7 亿元，同比-11.1%。25Q2 国窖降速，中档酒收入表现平稳。2025 年公司围绕“蓄势攻坚，精耕细作稳增长；顺势而为，改革创新谋发展”的发展主题，深入实施“百城计划”“华东战略 2.0”及“终端大基建”等专项行动。分产品看，①25H1 中高档酒收入同比-1.1%，量/价分别同比+13.3%、-12.7%。估算国窖同比中单下滑，主系 5 月以来消费场景受到较大冲击。泸系中档酒整体保持个位数增长，其中特曲 60、老字号特曲同比增长，窖龄同比下滑（河北市场短期偏饱和）。②25H1 其他酒收入同比-17.0%，量/价分别同比-6.9%、-10.8%，其中头曲光瓶同比基本持平，二曲仍在做产品更新调整，其他产品销售承压。25Q2 公司营收同比-8.0%，其中国窖单季收入降幅与动销反馈基本一致；中档酒同比正增，主系回款进度同比偏快。

25Q2 毛销差同比略增，税金比率拖累盈利。1）收现端：25H1 期末公司合同负债 35.3 亿元，同比增加 11.9 亿元，25H1 营收+Δ预收同比下降 3.4%，期间收现比为 109%，基本保持良性。2）利润端：25H1 公司销售净利率同降 0.9pct 至 46.7%，主系毛销差及税金比率拖累。25Q2 销售净利率同降 1.7pct，伴随基数回落，Q2 毛销差同比趋于平稳；但消费税等集中于 Q2 缴纳，导致税金比率同比显著提升。①25H1 综合毛利率同比-1.5pct 至 87.1%，其中中高档酒、其他酒毛利率分别同降 1.2、10.5pct，中高档酒毛利率主要受货折及产品结构影响，其他酒主系智能化包装中心投产转固导致吨成本上升。②25H1 公司销售、管理（含研发）费用分别同比下降 6.9%、11.7%，费率分别同比-0.4pct、-0.3pct。数字化推行背景下，公司销售随量费用管控趋严，C 端费用落地也更加精准。③25H1 税金及附加比率同比+1.2pct 至 13.3%，低基数下同比回升。

强基固本，蓄势攻坚。公司积极应对市场调整，实施一系列市场组合拳：①加强市场深耕精耕，把握县域及部分村镇消费者需求增加机遇，2025 年公司春

耕计划重点扩张核心终端，未来 5 年规划将终端数量从 50 万拓展至 400 万家。②推动产品创新，顺应低度化、健康化、利口化、多元化需求，开发储备 28、16、6 度等产品，低度产品将提供更丰富的风味口感。③夯实核心基本盘。陆续将资源向特曲 60 版、特曲、头曲等中高端产品倾斜，并焕新推出光瓶酒二曲。④推动渠道转型，全面落地数字营销，优化费用投放及库存价盘管理，并实现线上线下全渠道融合，2025 年泸州老窖持续推进“经销商和终端战略共赢计划”，并将注重平衡各渠道盈利分配。盈利预测与投资评级：公司对行业周期具有前瞻预判，已提前做数字营销、终端下沉等应对，库存及价盘管控保持稳健，本轮穿越周期能力显著强于 2013~14 年。参考 25H1 财报情况，考虑高端酒需求短期承压，我们调整 2025~27 年归母净利润预测为 122、127、141 亿元（前值 124、129、141 亿元），同比-9%、+4%、+10%，当前市值对应 PE 为 17、16、14x，股息率突出，维持“买入”评级。风险提示：经济向好不确定性，白酒商务场景重构及修复不及预期。

（证券分析师：苏铖 证券分析师：孙瑜）

#### 帝科股份（300842）：2025 半年报点评：高铜浆逐步导入，收购索特强化经营

**投资要点** 事件：公司 25H1 营收 83.4 亿元，同比增长 9.9%，归母净利润 0.7 亿元，同比下降 70%，毛利率 7.9%，同比下降 3pct，归母净利率 0.8%，同比下降 2.2pct；其中 25Q2 营收 42.8 亿元，同环比增长 8.7%/5.6%，归母净利润 0.4 亿元，同环比-38.5%/+1.6%，毛利率 8.7%，同环比-2.3/+1.8pct，归母净利率 0.8%，同环比-0.6/0pct。市占率保持稳定、股权激励费用+减值影响短期业绩：25H1 公司光伏浆料销售 879.86 吨，同比下降 22.28%；其中 N 型 TOPCon 浆料销售 834.74 吨，占 94.87%；测算公司 Q2 出货约 455 吨，TOPCon 浆料出货约 437 吨，占比约 96%。25Q2 毛利率约 8.7%，环比增长约 1.8pct，主要受银价升高影响，实际 Q2 加工费持平略降。由于公司 25 年股权激励费用支付较多以及 Q2 计提约 0.35 亿减值，测算实际单吨净利保持平稳。由于 26 年股权费用下降以及高铜浆量产推广，出货及盈利或具备业绩弹性。收购索特强化经营、高铜浆量产导入：公司拟以现金 6.96 亿元收购浙江索特 60% 股权，我们预计 Q3 末 Q4 初索特有望并表；并购完成后有望提升公司市占率、带动盈利能力改善，完善专利布局。公司高铜浆已在头部厂商完成单线工艺，已启动车间级量产验证，我们预计 25H2 逐步扩大量产规模，成为 TPC 实质降本增效技术方向，拉动公司净利提升。费用有所提升、经营现金有所承压：公司 25H1 期间费用 5 亿，同比增长 18.8%，费用率 5.9%，同比增长 0.4pct，其中 Q2 期间费用 2.6 亿元，同环比增加 10.5%/8.2%，费用率 6%，同环比增加 0.1/0.1pct；25H1 经营性净现金流-3.3 亿元，同比降低 151.8%，其中 Q2 经营性现金流-6.4 亿元，同环比降低 353.3%/307.5%；25H1 资本开支 0.5 亿元，同比下降 4.2%，其中 Q2 资本开支 0.2 亿元，同环比下降 38.4%/46.6%；25H1 末存货 3.7 亿元，较年初下降 15.8%。盈利预测与投资评级：考虑到公司并购协同效应及高铜浆量产推进，我们预计公司 25-27 年归母净利润 2.1/4.4/6.1 亿（25-27 年前值为 3.9/5.2/6.7 亿元），同比-41%/+109%/+38%；基于公司主营业务盈利稳定且光伏浆料领域市占率稳定，维持“买入”评级。风险提示：原材料上涨超预期、需求增长不及预期、竞争加剧等

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男  
证券分析师：徐铖嵘）

### 重庆百货 (600729): 2025 半年报点评: Q2 归母净利润同比+8%符合业绩快报, 零售主业利润增速好转

**投资要点** 业绩简评: 2025H1, 公司实现营收为 80.42 亿元, 同比-10.45%; 实现归母净利润 7.74 亿元, 同比+8.74%。扣非净利润为 7.21 亿元, 同比+2.28%。公司上半年业绩符合业绩快报。2025Q2, 公司实现营收 37.66 亿元, 同比-8.71%; 实现归母净利润 2.99 亿元, 同比+7.96%; 实现扣非净利润为 2.76 亿元, 同比+6.48%。 公司收入

下降但利润率提升, 主要因汽贸业务发展新能源车, 代销占比提升: 2025H1, 公司毛利率/销售净利率为 28.4%/9.7%, 同比+1.8/+2.8pct; 公司汽贸业务向新能源销售转型, 新能源车通常采用代销模式, 较传统燃油车的经销模式毛利更高。销售/管理/财务费用率分别为 14.96%/4.88%/0.23%, 同比+1.01/+0.18/-0.09pct。 分板块看: 马消稳健

成长, 零售主业 Q2 好转: 公司利润主要来自零售主业和持股 31%的马上消费金融所产生的投资收益。2025Q2, ①公司投资收益 (主要来自马消) 为 1.8 亿元, 同比+6.8%; ②零售主业 (扣非扣投资收益后) 的归母净利润为 0.97 亿元, 同比+6.2%, 较 2025Q1 的同比下滑改善明显。 分主营业务看: 场店调改效果明显, 同时关注品牌力提升

百货业务收入有所下滑: 2025H1 营收 12.01 亿元, 同比-9.5%; 毛利率为 72.3%, 同比-0.15pct。上半年引进新品牌 45 个、自营黄金品牌“宝元通”四店实现销售超 1,780 万元。同期推动城市奥莱店型-巴南汇等店调改, 重百大楼、世纪新都等大店调改稳步推进。 超市业

务门店调改不断推进, 直采占比提升, 利润水平增长: 2025H1 营收 35.4 亿元, 同比-3.56%; 毛利率为 25.7%, 同比+0.58pct。施行“去中间化”策略, 基地直采占比 40.3%, 累计打造“重百村”7 个。统筹调改 3R 门店 24 家, 销售同比增长近 40%。生鲜大单品 80 支 500 万元单品销售近 5.5 亿元, 同比增长 19%。上半年共计完成 27 家门店调改, 调改后实现客流增量 52.8 万人次。 电器业务: 盈利稳健,

“世纪通”深入下沉市场。2025H1 实现收入 15.46 亿元, 同比-6.7%; 毛利率为 20.6%, 同比+1.43pct。战略品牌未税销售近 7.5 亿元, 联合主推 20 场, 销售增长 23%。“世纪通”持续深耕下沉市场, 上半年新开门店 39 家。5 家重装门店开业档期销售 8,275 万元, 增长 119%。

汽贸行业: 向新能源车结构转型初见成效, 利润改善较快。2025H1 实现收入 16.63 亿元, 同比-25.3%, 毛利率为 8.4%, 同比+2.0pct。新能源汽车销售 3621 台, 同比增长 59.5%。2025H1 累计调整门店 9 家。

盈利预测与投资评级: 重庆百货是低估值、高分红、区位优势明显的区域龙头, 未来通过门店调改、新能源车、便利店等新业态有望实现业绩成长。我们维持公司 2025-27 年归母净利润预期为 14.1/15.0/15.8 亿元, 同比+7.0%/6.6%/5.5%, 对应 8 月 29 日 P/E 为 9/9/8 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 行业竞争加剧, 终端消费需求波动等

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 阳靖)

### 绿联科技 (301606): 2025 半年报点评: 营收同比+40.6%, 存储类 NAS 产品增速达 125%

**投资要点** 业绩简评: 2025H1, 公司实现营收为 38.57 亿元, 同比+40.6%; 实现归母净利润 2.75 亿元, 同比+32.74%。扣除公允价值损益等项目后, 扣非净利润为 2.59 亿元, 同比+28.89%。2025Q2, 公司实现营收 20.33 亿元, 同比+39.3%; 实现归母净利润 1.25 亿元, 同比+19.0%; 实现扣非净利润为 1.16 亿元, 同比+13.7%。 由于明星

代言和新品投放等影响, 销售费用率短期偏高, 影响短期利润率: 2025Q2, 公司毛利率/净利率为 36.1%/6.15%, 同比-1.3pct/-1.1pct。公司毛利率下降主要因: ①产品结构变化, 毛利率较低的充电宝、NAS

产品占比提升；②渠道结构变化，毛利率较低的线下渠道占比提升。公司净利率下降主要因销售费用率短期提升：Q2 公司销售/ 管理/ 研发费用率分别为 21.05%/ 3.73%/ 4.58%，同比+1.2/ -0.5/ -0.5pct。销售费用率提升主要因推广费和平台服务费增长，我们认为这与公司短期内的明星代言投放、新品上市投流等开支相关，后续有望会回归稳态。分产品种类来看：充电类和传输类是收入支柱，NAS 产品正在成为新增长点。2025H1，①充电类实现营收 14.3 亿元，同比 44.39%。新推出了能量湃 Pro 系列快充移动电源等中高端产品，实现产品升级。②传输类实现营收 10.3 亿元，同比+29%。③音视频类实现营收 6.3 亿元，同比+28.22%。传输类、音视频类增速均较去年全年有所加快。存储类实现营收 4.1 亿元，同比+125.13%，主要受益于绿联 NAS 高增。5 月，公司发布全新四盘位 NAS 私有云 DH4300Plus 完善入门价位；融合 AI 特性提升产品力；海外 NAS 布局持续推进，上半年成功在日本完成众筹。线下渠道扩张增速较快：2025H1，（1）线上渠道实现营收 28.5 亿元，同比+36.8%；其中亚马逊渠道销售收入为 13.3 亿元，同比+42.24%；京东和天猫的销售收入分别为 5.1/4.2 亿元，同比+20.2%/+21.9%。公司已完成对速卖通、Shopee、Lazada、Noon、TikTok 等平台的覆盖。（2）线下渠道实现营收 10.1 亿元，同比+52.9%。已成功进驻美国 Walmart、Costco、Bestbuy、B & H、Micro Center，欧洲 Media Markt，日本 Bic Camera、Yodobashi Camera 等知名零售巨头渠道体系。盈利预测与投资评级：绿联科技是我国消费电子出海的龙头，未来随着 NAS 等新品扩张、线下渠道开拓，收入有望持续高增。考虑公司收入高增及短期费用率提升，2025 年我们上调收入预期、下调归母净利润预期，2026~27 年我们上调收入及归母净利润预期。我们将 2025-27 年归母净利润从 6.4/ 8.4/ 10.4 亿元，调整至 6.2/ 8.5/ 10.9 元，同比+34%/ +37%/ +29%，对应 8 月 29 日收盘价为 45/33/ 26 倍 P/E，维持“买入”评级。风险提示：新品销量及盈利能力不及预期、海外经营不确定性、产品质量风险、消费需求波动等

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖）

### 长城汽车（601633）：2025 年半年报点评：业绩符合预期，新品周期强势

投资要点 公告要点：2025Q2 公司实现营收 523 亿元，同环比+7.7%/+30.7%；实现归母净利润 45.9 亿元，同环比+19.1%/+161.9%；实现扣非后归母净利润 21.1 亿元，同环比分别-41.8%/+43.8%。业绩符合预期。1）营收层面：坦克/魏牌销量占比环比提升，销量/ASP 环比均改善。公司 Q2 批发销量合计 31.3 万辆，同环比分别+10%/+22%，ASP 为 16.7 万元，同环比分别-2%/+7%。销量结构上，Q2 哈弗/魏牌/坦克/欧拉/皮卡销量分别为 18/2/6/1/5 万辆，同比+24.7%/+106.3%/-7.8%/-57.9%/-4.5%。出口方面，公司 Q2 共出口 11 万辆，同环比分别-2%/+17%。Q2 凭借“高山+蓝山”双旗舰产品矩阵的强势发力，魏牌/坦克销量占比环比分别+2/+3pct，高端品牌销量占比提升背景下公司 Q2 ASP 环比改善 7%至 16.7 万元。2）毛利率：Q2 公司毛利率为 18.8%，同环比分别-3/+1pct。3）费用率：Q2 公司销管研费用率分别为 5.2%/1.8%/4.5%，同比分别+0.9/-0.2/-0.1pct，环比分别-0.5/-0.5/-0.3pct。4）俄罗斯报废税返还 Q2 确认较多，最终公司实现单车利润 1.5 万元（扣非前），同环比分别+8%/+115%。公司新车周期强势，技术底座储备完善。智能座舱方面，公司依托 Coffee OS 3 智能座舱系统构建全场景智能出行生态，目前已搭载至蓝山、高山、二代哈弗枭龙 MAX、全新坦克 500、2025 款欧拉好猫等多款战略车型。辅助驾驶方面，Coffee Pilot Ultra 车位到车位功能 8 月正式

OTA 上车，并在坦克 500 改款等新车上搭载；CP Plus 也首搭二代枭龙 MAX 正式上车，让更多用户感受辅助驾驶带来的舒适性、便捷性。电动化方面，2025 年 5 月正式发布了为旗舰豪华而生的下一代全新全动力智能超级平台，兼容插电、混动、纯电、氢能混动和燃油五大动力形式的超级平台，将应用于公司旗下不同品牌的车型中。盈利预测与投资评级：考虑公司新品周期强势，同时出口方面非俄市场也实现了快速增长。我们上调公司 2025/2026/2027 年归母净利润预期至 140/190/226 亿元（原为 123/139/144 亿元），对应 PE 为 16/12/10 倍。我们维持“买入”评级。风险提示：海外市场需求低于预期；国内乘用车价格战演绎超预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：孟璐）

### 财通证券（601108）：2025 年中报点评：Q2 投资收益大幅改善，经纪业务收入增长超 40%

**投资要点** 事件：财通证券发布 2025 年中报。2025H1 公司实现营业收入 29.6 亿元，同比-2.2%；归母净利润 10.8 亿元，同比+16.8%；对应 EPS 0.23 元，ROE 2.94%，同比+0.3pct。第二季度实现营业收入 18.9 亿元，同比+17.0%，环比+76.7%；归母净利润 7.9 亿元，同比+68.6%，环比+174.0%。经纪业务收入随市增长：2025H1 公司经纪业务收入 8.1 亿元，同比+42.0%，占营业收入比重 27.4%。全市场日均股基交易额 15703 亿元，同比+63.3%。公司两融余额 203 亿元，较年初-4%，市场份额 1.1%，较年初基本持平，全市场两融余额 18505 亿元，较年初-0.8%。2025H1 公司财富管理业务客户数同比增长 11%，客户资产规模同比提升 28%，个人户和法人户资产同比增幅均超 30%。受政策影响，股权投行业务延续下滑趋势：2025H1 公司投行业务收入 2.2 亿元，同比-21.8%。1）股权业务：2025H1 财通证券股权业务承销规模同比-71.2%至 7.0 亿元，排名第 37；其中再融资 1 家，承销规模 7 亿元。IPO 储备项目 2 家，排名第 22，其中两市主板 1 家，北交所 1 家。2）债券业务：2025H1 财通证券债券业务承销规模同比-18.9%至 493 亿元，排名第 24；其中公司债、ABS、金融债承销规模分别为 359 亿元、94 亿元、25 亿元。资产管理规模稳步增长，财通资管、财通基金 25H1 利润同比提升：2025H1 公司资管业务收入 6.1 亿元，同比-26.4%。截至 2025H1 财通证券资管管理规模 2965 亿元，同比+3.6%。2025H1 财通资管累计实现营业收入 6.7 亿元，同比下降 21%，实现净利润 2.4 亿元，同比增长 6%；财通基金累计实现营业收入 3.0 亿元，同比下降 2%，实现净利润 0.9 亿元，同比增长 80%。自营投资净收益同比下滑，Q2 单季度修复显著：2025H1 公司投资收益（含公允价值）7.4 亿元，同比-8.1%；调整后投资净收益（含公允价值、汇兑损益、其他综合收益）7.0 亿元，同比-29.9%。其中 2025Q2 公司投资收益（含公允价值）7.2 亿元，同比+90.4%。

盈利预测与投资评级：结合公司 2025H1 经营情况，我们上调此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 24.94/26.59/27.91 亿元（前值分别为 24.85/26.31/27.61 亿元），对应同比增速分别为 6.61%/6.58%/4.98%。公司当前市值对应 2025-2027 年 PB 估值分别为 1.06x/1.01x/0.97x。公司财富管理转型成效显著，资产管理业务特点鲜明，维持“买入”评级。风险提示：1）证券市场系统性风险；2）行业竞争加剧。

（证券分析师：孙婷 研究助理：罗宇康）

**中金公司（03908.HK）：2025 年中报点评：受益于境内境外市场活跃，净利润增速超 90%**

**投资要点** 事件：中金公司公告 2025 年中报，实现营业收入 128.3

亿元，同比+44.0%；归母净利润 43.3 亿元，同比+94.4%；对应 EPS 0.81 元，ROE 4.2%，同比+2.0pct。第二季度实现营业收入 71.1 亿元，同比+41.1%，环比+24.2%；归母净利润 22.9 亿元，同比+131.3%，环比+12.1%。公司业绩大幅增长一方面是由于公司海外业务占比较高，上半年港股市场活跃、IPO 发行显著回暖，带来海外业务收入高增长；另一方面公司衍生品业务实现较高收益。市场活跃背景下，经纪收入同比大幅增长，预计佣金率继续下滑。公司 2025 年上半年实现经纪业务收入 26.5 亿元，同比+49.9%，占营业收入比重 20.7%。全市场日均股基交易额 15703 亿元，同比+63.3%。公司两融余额 453 亿元，较年初+4%，市场份额 2.4%，较年初+0.1pct，全市场两融余额 18505 亿元，较年初-0.8%。政策引导下 A 股股权承销业务延续下滑趋势，但公司龙头地位仍稳固；上半年港股 IPO 市场显著回暖，公司各维度排名第一。公司 2025 年上半年实现投行业务收入 16.7 亿元，同比+30.2%。A 股股权主承销规模 639.7 亿元，同比+289.4%，排名第 2；其中 IPO 2 家，募资规模 14 亿元；再融资 9 家，承销规模 626 亿元。债券主承销规模 6583 亿元，同比+33.0%，排名第 4；其中地方政府债、金融债、公司债承销规模分别为 2516 亿元、1779 亿元、1076 亿元。截至 25H1 IPO 储备项目 18 家，排名第 4，其中两市主板 7 家，北交所 4 家，创业板 3 家，科创板 4 家。上半年港股发行市场火热，公司港股 IPO 作为保荐人主承销 13 家，承销规模 29 亿美元，排名第一；作为全球协调人、账簿管理人 IPO 承销均排名第一；再融资 10 家，承销规模 26 亿美元，排中资券商第一。大资管业务行业领先，规模稳步扩大。2025 年上半年实现资管业务收入 6.8 亿元，同比+22.3%。截至 2025H1 资产管理规模 5867 亿元，同比+7.5%。子公司中金基金管理公募规模 2202 亿元，较年初+6.2%。权益市场呈结构性行情，公司自营及衍生品业务高增。2025 年上半年实现投资收益（含公允价值）72.5 亿元，同比+70.7%；调整后投资净收益（含公允价值、汇兑损益、其他综合收益）72.8 亿元，同比+39.1%。盈利预测与投资评级：考虑到市场活跃，我们上调此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 101/90/95 亿元（前值为 66/71/74 亿元），对应增速分别为+77%/-10%/+5%。当前市值对应 2025-2027 年 PB(H)估值分别为 0.91/0.86/0.82 倍（港股汇率使用 1 港币=0.912 元）。看好公司长期在投行及财富管理业务方面的竞争壁垒，维持“买入”评级。风险提示：交易量持续走低，权益市场波动加剧致投资收益持续下滑。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：何婷）

**申洲国际（02313.HK）：2025 年中期业绩公告点评：订单坚挺，海外一体化产能优势凸显**

**投资要点** 公司发布 25H1 业绩：25H1 营收 149.66 亿元/yoy+15.3%，归母净利润 31.77 亿元/yoy+8.4%，在主要客户订单带动下业绩稳健增长。中期股息每股 1.38 港元，同比上升 10.4%，派息比例约 59.6%。休闲服高增驱动增长，美国市场增长强劲。1)分产品：25H1 运动/休闲/内衣收入分别同比+9.9%/+37.4%/+4.1%，收入占比分别为 67.7%/25.3%/6.3%。休闲服为增长最快品类，主要受益于日本、欧洲等市场的需求上升；运动服增速稳健，主要来自欧美市场需求驱动。2)分客户：25H1 来自四大客户 Uniqlo/Adidas/Nike/Puma 的收入分别为 43.3/34.4/29.9/ 15.3 亿元，分别同比+27.4%/+6.0%/+28.2%/+14.7%。阿迪达斯与优衣库订单增长强劲，耐克订单增速相对平稳。3)分地区：25H1 美国/欧洲/日本/中国大陆收入分别同比+35.8%/+19.9%/+18.1%/-2.1%，收入占比分别为

17.1%/20.2%/16.7%/ 24.4%。 人工成本上升致毛利率承压，费用管控良好。1) 毛利率：25H1 毛利率为 27.1%，同比下降 1.9pct。毛利率下滑主因 24 年下半年公司为一线员工涨薪导致人工成本上升。2) 费用率：25H1 销售/管理费用率分别为 0.73%/7.23%，同比分别+0.07/-0.04pct；财务费用同比减少约 1550 万元，主因平均融资成本降低及利率下降。3) 其他损益项目：期内政府补助同比增加约 1.79 亿元至 2.74 亿元，所得税费用因越南税收政策调整影响同比增加约 1.37 亿元至 4.55 亿元，公司预计下半年越南税率有望恢复平稳。4) 归母净利率：25H1 归母净利率为 21.2%，同比下降 1.4pct。 盈利预测与投资评级：公司越南第二面料工厂建设进展顺利，预计于 2025 年底前逐步投产，规划产能 200 吨/天，将为东南亚成衣工厂提供面料，强化垂直一体化布局。同时，柬埔寨新成衣工厂已于 25 年 3 月投产，持续招工扩产。考虑美国对东南亚国家增加关税影响，我们将公司 25-27 年归母净利润预测值从 66.2/73.8/81.6 亿元小幅下调至 65.8/73.0/80.9 亿元，对应 PE 分别为 13/12/10X，维持“买入”评级。 风险提示：订单波动，关税政策变化，原材料价格波动影响毛利率。

(证券分析师：汤军 证券分析师：赵艺原)

### 聚和材料 (688503)：2025 半年报点评：市占率稳中有升，新技术全面布局

**投资要点** 事件：公司 25H1 营收 64.4 亿元，同比下降 4.9%，归母净利润 1.8 亿元，同比下降 39.6%，毛利率 6.9%，同比下降 4pct，归母净利率 2.8%，同比下降 1.6pct；其中 25Q2 营收 34.4 亿元，同环比-9.7%/+14.9%，归母净利润 0.9 亿元，同环比-59.2%/+1.5%，毛利率 7.4%，同环比-5.6/+1pct，归母净利率 2.6%，同环比-3.2/-0.4pct。 出货环比提升、盈利保持坚挺：公司 25H1 出货约 930 吨，同比下降约 20%，N 型占比 96%；25Q2 银浆出货约 490 吨，同比下降 20%/环比增加 11%，N 型占比达 97%。Q2 受益于电池排产提升及公司份额稳中有升，出货量环比增长。测算 Q2 单 kg 毛利约 518 元/kg (毛利率 7.38%)，环比增加约 88 元/kg，测算单吨净利约 15-20 万/吨，整体保持稳定；同时 Q2 计提资产减值+信用减值约 0.4 亿，冲回后盈利更佳。25H2 随光伏反内卷推进，盈利或有望修复。我们预计全年出货 2000 吨+，份额保持稳定。 新技术持续突破、贱金属化布局全面：公司 BC 浆料出货实现突破，P 区浆料在下游客户市占率超 50%、N 区实现突破。公司铜浆已在多个头部客户内部进行测试并实现小规模出货，25H2 将推出二代设备或有望提升出货。HJT 银包铜浆料 20%及以下银含低成本浆料实现大批量量产；新技术整体全面布局。 费用有所提升、经营现金流出：公司 25H1 期间费用 2.4 亿元，同比下降 17.9%，费用率 3.7%，同比下降 0.6pct，其中 Q2 期间费用 1.3 亿元，同环比-25.2%/+12.3%，费用率 3.7%，同环比-0.8/-0.1pct；25H1 经营性净现金流-11 亿元，同比下降 108.6%，其中 Q2 经营性现金流-9.8 亿元，同环比-229.6%/-724.9%；25H1 资本开支 1.4 亿元，同比上升 64.4%，其中 Q2 资本开支 0.5 亿元，同环比-9%/-42.5%；25H1 末存货 9.7 亿元，较年初增加 4.6%。 盈利预测与投资评级：考虑到企业加工费下行，行业竞争加剧，我们下调 25-27 年归母净利润预测至 4.2/5.9/7.9 亿元 (25-27 年前值为 4.96/6.23/8.12 亿元)，同比增长 0.6%/40%/35%，基于公司技术领先且市占稳固，维持“买入”评级。 风险提示：竞争加剧，政策不及预期等

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男  
证券分析师：徐毓嵘)

### 新泉股份 (603179)：2025 年半年报点评：2025Q2 业绩低于预期，盈

### 利能力短期承压

**投资要点** 事件：公司发布 2025 年半年度报告。2025 年上半年公司实现营业收入 74.59 亿元，同比增长 21.01%；实现归母净利润 4.22 亿元，同比增长 2.80%。其中，2025Q2 单季度公司实现营业收入 39.40 亿元，同比增长 26.41%，环比增长 11.97%；实现归母净利润 2.09 亿元，同比增长 1.19%，环比下降 2.02%。公司 2025Q2 业绩低于我们的预期。

2025Q2 业绩低于预期，毛利率水平短期承压。营收端，2025Q2 单季度公司实现营业收入 39.40 亿元，环比增长 11.97%。从主要下游客户 2025Q2 表现来看：特斯拉全球交付 38.41 万辆，环比增长 14.32%；吉利汽车批发 70.39 万辆，环比基本持平；奇瑞汽车批发 61.38 万辆，环比微增 2.28%；理想汽车批发 11.11 万辆，环比增长 19.59%。毛利率方面，公司 2025Q2 单季度毛利率 16.84%，环比下降 2.66 个百分点，预计主要系下游客户降价所致。期间费用方面，公司 2025Q2 单季度期间费用率 9.98%，环比下降 2.67 个百分点；其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.62%/5.10%/4.33%/-0.07%，环比分别-0.02/-1.58/-0.42/-0.66 个百分点。归母净利润方面，公司 2025Q2 实现归母净利润 2.09 亿元，同比增长 1.19%，环比下降 2.02%；对应归母净利率 5.30%，同比下降 1.32 个百分点，环比下降 0.76 个百分点。

新产品拓展可期，全球化战略加速。公司仪表板、门板等产品在成本控制、服务响应等方面具有明显竞争优势，深度绑定吉利、奇瑞、国际知名电动车企和理想等优质客户，产品市场份额持续提升。同时，基于已有核心工艺能力，公司不断布局新工艺，拓展产品新品类，向外饰件及座椅等新产品领域持续延伸，单车配套价值量有望持续提升。国际化方面，公司出海布局步伐领先，持续坚定推进全球化战略，在墨西哥、斯洛伐克、德国和美国等地陆续布局，有望成为全球化的汽车饰件龙头。

**盈利预测与投资评级：**考虑到公司新项目的量产节奏和汽车行业竞争加剧，我们将公司 2025-2027 年归母净利润的预测调整为 10.88 亿元、13.50 亿元、16.63 亿元（前值为 13.37 亿元、17.25 亿元、21.02 亿元），对应 2025-2027 年 EPS 分别为 2.23 元、2.77 元、3.41 元，市盈率分别为 22.37 倍、18.03 倍、14.63 倍。考虑到公司作为自主内饰件龙头企业，当前正加速全球化发展，因此维持“买入”评级。

**风险提示：**乘用车行业销量不及预期；新客户开拓不及预期；原材料价格波动影响。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇）

### 中国重汽（03808.HK）：2025 半年报点评：龙头韧性彰显，出海行稳致远

**投资要点** 业绩概要：公司发布 2025 年半年报，2025H1 公司实现营业收入 508.8 亿，同比+4.2%，归母净利润 34.3 亿，同比+4.0%。2025H1 公司业绩符合我们预期。

重卡业务稳健增长，韧性彰显。收入维度：2025H1 重卡收入（不含内部抵消）438.1 亿元，同比+4.2%；量价维度：2025H1 重卡销量 13.7 万辆，同比+9.2%，其中国内 6.8 万辆，同比+19.3%，出口 6.9 万辆，同比+0.8%，重卡 ASP 32.4 万元，同比-4.7%，其中国内重卡 ASP 35.8 万元，同比-6.4%，出口重卡 ASP 29.1 万，同比-4.7%，公司出口销量在俄罗斯下滑影响下仍实现同比微增，国内销量跟随行业同比高增长，价格同比下滑主因去年开始国内价格竞争激烈，以及 2025H1 出口区域结构变化；利润维度：2025H1 重卡经营利润率 6.0%，同比持平，单车经营利润 1.93 万元，同比-5.1%，公司在出口承压下经营利润率仍同比持平，经营韧性充分彰显。

轻卡业务收入增长，利润同比下降。收入维度：2025H1 轻卡收入（不含内部抵消）61.6 亿，同比+6.2%；量价维

度：2025H1 轻卡销量 6.3 万，同比+10.4%，轻卡 ASP 11.5 万，同比-3.0%；利润维度：2025H1 轻卡经营利润率-2.4%，同比-0.5pct，单车盈利-0.28 万元。毛利率同比增长，净利率同比持平。

2025H1 公司毛利率 15.1%，同比+0.4pct，销售/管理费用率分别 3.4%/4.7%，同比分别+0.3/-0.2pct，归母净利率 6.7%，同比持平。

盈利预测与投资评级：我们基本维持盈利预测，2025~2027 年归母净利润分别 67.7/80.9/88.6 亿元，25~27 年对应 EPS 为 2.45/2.93/3.21 元，对应 PE 为 8.97/7.51/6.86 倍，由于公司龙头地位稳固且估值处于低位，分红率较高，维持“买入”评级。

风险提示：海内外宏观经济波动幅度超预期；上游原材料涨价超预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：赖思旭）

### 一拖股份(601038): 2025 半年报点评: Q2 归母净利润同比下滑 22%，智能化产品、海外多区域扩张有望成为新增长点

投资要点 Q2 归母净利润同比下滑 22%，行业需求有望筑底 2025 年上半年公司实现营业总收入 69.28 亿元，同比下降 11.26%，归母净利润 7.69 亿元，同比下降 15.06%，扣非归母净利润 6.92 亿元，同比下降 21.22%；单 Q2 公司实现营业总收入 23.71 亿元，同比下降 24.74%，归母净利润 2.4 亿元，同比下降 21.71%，扣非归母净利润 1.65 亿元，同比下降 41.55%。分产品看：①农业机械：2025 年 H1 拖拉机产品销售 4.28 万台，其中国内外分别销售 3.74/0.54 万台，同比分别-20%/+29%；实现收入 62.77 亿元，同比-11.50%，海外多区域开拓有效弥补国内市场下滑。②动力机械：2025 年上半年实现动力机械产品销量 7.62 万台，实现收入 6.50 亿元，同比-8.96%。分国内外来看，2025H1 国内外收入分别为 62.70/6.57 亿元，同比分别-13.4%/+16.5%。展望下半年，随着国内粮食价格筑底回升、渠道去库结束，行业需求有望筑底。费用控制表现优异，看好智能化、高端化带来的盈利能力提升空间

2025 上半年公司销售毛利率 16.03%，同比-0.98pct，其中国内毛利率同比-1.0pct，主要系行业下行竞争格局恶化拖累，销售净利率 12.02%，同比+0.24pct；单 Q2 来看，销售毛利率 16.26%，同比下滑 0.3pct，销售净利率 12.53%，同比+2.6pct。费用端来看，2025 上半年公司期间费用率 6.25%，同比+1.09pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.02%/2.18%/3.07%/-0.02%，同比分别+0.08/+0.22/+0.44/+0.25pct，整体费用率略增主要系收入下滑而费用相对刚性。随着国内景气度复苏&智能化、高端化产品放量销售，公司盈利能力有望明显提升。

农业机械行业增速放缓，智能化产品成新增长点

（1）国内周期有望筑底回升：2025 年上半年，大中型轮式拖拉机产量分别为 6.44 万台和 13.76 万台，同比分别下降 4.1%和 6.9%。但随着粮食价格底部回暖、渠道去库结束，行业需求有望筑底；（2）智能化、高端化产品进展：在政策引导下，“优机优补”推动动力换向等智能农机产品需求上升，公司持续推进大马力无级变速（CVT）、动力换挡等技术开发，行业格局有望进一步向龙头集中；（3）海外市场扩展顺利：2025H1 海外拖拉机销量 5445 台，同比+29%。其中非洲、中东欧市场表现亮眼，销量同比增长超过 50%。海外农机市场广阔，公司 2025H1 海外收入仅占总营业收入的 9.5%，对比工程机械平均 50%的海外收入占比仍有较大提升空间。

盈利预测与投资评级：考虑到上半年国内景气度较弱，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测为 9.2/9.5/10.6（前值 10.2/11.2/12.5）亿元，当前市值对应 PE 分别为 16/16/14 倍。考虑公司海外收入占比仍有较大提升空间，维持“买入”评级。

风险提示：国内行业需求不及预期，政策不及预期，出海不及预期。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 黄瑞)

### 均胜电子 (600699): 2025 年中报点评: 海外盈利提升, 智驾/机器人业务进展亮眼

**投资要点** 公告要点: 公司发布 2025 年中报, 业绩符合我们预期。2025H1 实现营收 303.47 亿元, 同比+12.07%, 归母净利润 7.08 亿元, 同比+11.13%, 扣非归母净利润 7.05 亿元, 同比+10.53%。其中 25Q2 实现营收 157.71 亿元, 同环比+14.27%/+8.20%, 归母净利润 3.67 亿元, 同环比+11.2%/7.9%, 扣非归母净利润 3.86 亿元, 同环比+17.9%/20.5%。

海内外盈利优化, 海外毛利率同比增长明显。公司 25H1 实现毛利率 18.20%, 同比+2.6pct, 主要得益于公司各项降本举措逐渐生效, 且全球原材料降本影响明显。分区域看, 2025H1 国内主营业务毛利率为 19.3%, 同比+1.0pct, 海外地区营业收入 225.41 亿元, 毛利率为 17.8%, 同比+3.0pct, 主要因公司引进中国供应商、优化原有供应商采购价格推动原材料成本持续下降。分业务看, 2025H1 汽车安全业务实现营收 189.77 亿元, 毛利率 15.93%, 同比+2.0pct, 受益于原材料降本及运营效率提升, 全球四大业务区域毛利率同比均提升; 25H1 汽车电子业务实现营收 83.56 亿元, 毛利率 21.54%, 同比+2.2pct, 主要受益于人机交互产品业绩兑现。费用端, 2025Q2 期间费用率 13.6%, 同环比+3.0pct/-0.2pct, 同比提升明显主要系公司加大研发投入及并表香山影响, 2025Q2 研发费用率 5.69%, 同环比+1.89pct/+0.22pct。

坚持技术驱动, 海外业务持续优化, 积极布局新型业务。公司与 Momenta 战略合作, 首次联合突破某知名自主品牌智能辅助驾驶域控项目定点。公司智能电动化与全球化战略齐头并进, 助力中国车企出海, 25H1 在新能源汽车相关订单占比超 66%, 且已获得宝马等国际品牌的量产订单, 目前正加速 1000V 及以上电源管理系统研发; 在全球化方面, 公司通过关闭低效工厂、扩建浙江湖州、菲律宾等地本土化生产基地, 强化产能协同与成本控制, 同时为中国主机厂出海提供“研产销”全流程解决方案, 获得多个海外本土化业务订单, 抢占供应链先发优势。此外, 公司人形机器人战略全面推进中, 高研发投入夯实技术壁垒: 成立全资子公司宁波均胜具身智能机器人有限责任公司, 聚焦大小脑控制器、能源管理模块、高性能机身材料等核心部件的研发, 并推出适用于双足及轮式人形机器人的胸腔及底盘总成方案, 率先卡位人形机器人领域。

**盈利预测与投资评级:** 我们维持 2025-2027 年营收预测为 674/728/782 亿元, 同比+21%/+8%/+7%; 维持 2025-2027 年归母净利润为 16.1/19.5/23.2 亿元, 同比分别+68%/+21%/+19%, 对应 PE 分别为 18/15/13 倍, 由于公司主营业务盈利处于改善周期, 新业务亟待放量, 我们看好公司长期投资价值, 维持“买入”评级。风险提示: 下游乘用车需求复苏不及预期, 汽车安全业务修复不及预期。

(证券分析师: 黄细里 研究助理: 孙仁昊)

### 古井贡酒 (000596): 2025 年中报点评: 务实降速, 立足长远

**投资要点** 事件: 古井贡酒 25H1 营收 138.80 亿元, 同比+0.54%, 归母净利润 36.62 亿元, 同比+2.49%; 其中 25Q2 营收 47.34 亿元, 同比-14.23%, 归母净利润 13.32 亿元, 同比-11.63%。大众价位韧性增长, 省内份额逆势提升。上半年白酒行业呈现“量缩价跌、库存高压、消费分化”特征, 100-300 元成为动销主力, 商务宴请需求疲软, 宴席等场景支撑相对稳定。1) 分品牌来看, 25H1 年份原浆、古井贡酒、黄鹤楼及其他营收分别同比+1.59%、-4.39%、+6.68%, 年份原浆系列占比 80.34%相对平稳, 预计古 5、古 7/古 8 上半年维持韧性增长, 古 16 一季度延续强势、二季度环比有所降速, 古 20 坚持长期

主义、以控量为主。2) 分区域来看, 25H1 华中、华北、华南营收分别同比+3.60%、-27.04%、-5.84%。考虑到华中区域的黄鹤楼营收同比约下滑 7%、推测古井在安徽省内仍维持较好增速(对比迎驾/口子窖安徽省内增速分别为-12%/-19%), 省内竞争份额仍在逆势提升。省外山东、河南、江苏省区相对稳健, 河北省区二季度暂定订单以消化库存为主。

费用投放精准有力, 盈利能力保持稳健。25Q2 销售净利率同比+1.19pct 至 29.33%, 毛销差维持改善带动盈利能力保持稳健。其中 25Q2 销售毛利率同比-0.26pct 至 80.24%, 预计与产品结构小幅下移相关; 销售费用率同比-1.86pct 至 22.78%, 主要系综合促销费投放精准有力; 管理费用率同比+0.78pct 至 5.75%, 主要系折旧摊销加大所致; 此外非经科目变动不大。25Q2 销售回款 69.79 亿元, 同比+18.71%, 25Q2 末合同负债 14.28 亿元, 环减 22.46 亿元/同减 7.90 亿元, 当前适度降低回款要求、“抓动销、去库存、拓渠道、稳价格”。积极创新引领行业变革, 中长期坚定“全国化、次高端”。短期来看, 8 月 19 日轻度古 20 正式发布, 以“悦己、轻度、混饮”为特征, 抢占年轻化白酒赛道, 同时推出高性价比口粮酒老瓷贡、老玻贡, 补全大众价位产品矩阵。中长期来看, 继续锚定“全国化、次高端”战略, 坚持“插旗、打井、育户、上量”实施路径, 再推“三通工程”, 稳住存量市场, 开拓增量市场, 持续加大渠道建设力度, 筑牢长远发展基础。

盈利预测与投资评级: 二季度主动降速纾压, 彰显务实稳健风格, 考虑到公司强大的品牌、渠道协同能力, 随着白酒产业触底企稳, 古井有望率先恢复向上势能, 进一步强化行业龙头地位。参考 25Q2 报表节奏, 我们更新 2025-2027 年归母净利润预测为 56.01、63.30、70.17 亿元(前值为 61.99、70.13、78.26 亿元), 对应当前 PE 分别为 16.2、14.3、12.9X, 维持“买入”评级。风险提示: 宏观经济不及预期; 食品安全风险; 次高端升级不及预期

(证券分析师: 苏钺 证券分析师: 郭晓东)

### 莲花控股 (600186): 2025 年中报点评: 符合预期, 行稳致远

投资要点 事件: 莲花控股发布 25 年半年报, 25H1 公司实现收入 16.21 亿元, 同比增长 32.68%; 实现归母净利润 1.61 亿元, 同比增长 60.01%; 扣非归母净利润 1.61 亿元, 同比增长 58.54%。其中 25Q2 实现收入 8.27 亿元, 同比增长 28.13%, 归母净利润 0.60 亿元, 同比增长 16.92%, 扣非归母净利润 0.61 亿元, 同比增长 15.18%。

分拆收入: (1) 分产品, 25Q2 味精等氨基酸调味品/鸡精等复合调味品/算力服务/面粉和面制品/有机肥和水溶肥/水业公司产品/酱油等液态调味品/其他分别实现收入 5.34/1.10/0.26/0.25/0.11/0.14/0.44/0.58 亿元, 同比分别 +9.81%/+46.54%/+88.30%/-14.08%/+9.96%/+8.77%/+2269.90%/+269.58%。(2) 分渠道, 25Q2 线上/线下渠道分别实现收入 1.09/7.12 亿元, 同比分别 +204.03%/+16.99%。(3) 分市场, 25Q2 华北区域/华东区域/华南区域/华西区域/华中区域/国外区域分别实现收入 0.84/1.08/0.98/0.99/2.86/1.45 亿元, 同比分别 +38.19%/+7.67%/-1.19%/+5.07%/+39.51%/+72.84%。(4) 截至 2025Q2 末, 公司华北区域/华东区域/华南区域/华西区域/华中区域/国外区域经销商数量分别为 433/553/484/471/850/244 家, 较 2025Q1 末分别净增加 4/31/12/16/28/5 家。

25Q2 公司毛利率 25.81%, 同比+3.56pct, 销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别+4.33/-0.48/-0.10/+0.30pct 至 9.21%/3.31%/1.20%/0.60%。25Q2 净利率同比-1.27pct 至 6.76%。盈利预测与投资评级: 考虑到新品周期与线上渠道开拓共振, 第二曲线拓展在途, 我们调整 2025-2027 年公司归母净利润预测至

2.65/3.40/4.22 亿元（前值 2.64/3.33/4.02 亿元），同比增长 30.67%/28.29%/24.31%，对应当前 PE43.51x、33.92x、27.28x，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格波动风险、食品安全风险、行业竞争加剧的风险。

（证券分析师：苏铖 证券分析师：邓洁 证券分析师：王紫敬 证券分析师：戴晨）

### 兴蓉环境（000598）：2025 年中报点评：水务运营稳健增长，资本开支下行

**投资要点** 2025H1 经营稳健，污水提价带动持续增长。25H1 营收 41.92 亿元（同比+4.59%，下同），归母净利润 9.75 亿元（+5.03%），扣非归母 9.56 亿元（+4.93%），25Q2 单季度营收 21.69 亿元（同比+0.31%，环比+7.19%），归母净利润 4.67 亿元（同比-0.94%，环比-8.08%）。25H1 分业务来看，1）供水：收入 12.68 亿元（+3.79%），毛利率 51.35%（+6.21pct），主要系水资源税的会计科目从“营业成本”调整至“税金及附加”所致；2）污水：收入 18.71 亿元（+9.82%），毛利率 43.13%（+0.87pct），成都市中心城区 25 年污水处理服务费价格为 2.74 元/吨（24 年为 2.44 元/吨，同比+12%）；3）垃圾发电：收入 3.67 亿元（-2.60%），毛利率 46.16%（-2.33pct）；4）供排水管网工程：收入 1.77 亿元（-26.13%），主要系自来水安装业务下滑及项目建设需求下降所致；5）污泥处置：收入 1.97 亿元（+11.30%）；6）垃圾渗滤液：收入 1.52 亿元（-3.47%）。7）中水及其他：收入 1.60 亿元（+21.32%）。25H1 管理、财务费用率下降，销售、研发费用提升。

25H1 公司销售、管理、研发、财务费用分别为 0.83、2.17、0.12、1.84 亿元，同比+20.63%、-2.73%、+20.41%、+3.40%，销售、管理、研发、财务费用率为 1.98%、5.18%、0.28%、4.38%，同比+0.26pct、-0.39pct、+0.04pct、-0.05pct。应收风险可控，资本开支下行。截至 25Q2 末应收账款账面价值 35.84 亿元（较 24 年底+3.04 亿元，较 25Q1 末+0.57 亿元），25H1 信用减值损失计提 1.06 亿元（+0.10 亿元）。25H1 公司经营性现金流净额为 9.34 亿元（-4.39%），购建固定无形其他长期资产支付的现金 21.14 亿元（-17.22%），简易自由现金流为-11.80 亿元（24H1 为-15.77 亿），根据项目建设节奏，预计 25 年资本开支将保持下行趋势，26 年有望显著下降。

**掌握成都优质水务固废资产，产能扩张+污水提价贡献增量，长期现金流增厚及分红提升空间大。**1）盈利：①产能：截至 25 年 6 月底，公司运营及在建的供水、污水、中水项目规模分别为 430、480、130 万吨/日，其中成都自来水七厂三期剩余 40 万吨/日进入试运行阶段，洗瓦堰再生水厂（20 万吨/日）于 25Q2 正式投运，25 年下半年将贡献增量；公司运营及在建的垃圾焚烧发电、渗滤液处理、污泥产能为 12,000、8,430、3,116 吨/日，垃圾发电在建万兴三期项目将于 2026 年投入商运；②提价：成都中心城区第五期（2024-2026）污水处理服务费暂定均价 2.63 元/吨，2024 年为 2.44 元/吨，2025 年提至 2.74 元/吨，城区中心城区污水定价机制稳定，保障项目合理回报，新产能投运可带来确定性成长。2）现金流：26 年资本开支有望显著下降，自由现金流增厚空间大。盈利预测与投资评级：公司掌握成都优质水务固废资产，污水定价机制稳定，随着污水处理费提价+在建产能逐步投运，享确定性成长，长期自由现金流增厚空间大。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 21.74/23.64/25.72 亿元，对应 PE 为 9/9/8 倍，维持“买入”评级。

风险提示：项目建设进展不及预期，应收账款期延长，资本开支上行等。

（证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文）

### 岱美股份（603730）：2025 年半年报点评：2025Q2 偶发因素拖累业绩，

### 顶棚新品类打开成长空间

**投资要点** 事件：公司发布 2025 年半年度报告。2025 年上半年公司实现营业收入 31.75 亿元，同比下降 3.35%；实现归母净利润 2.41 亿元，同比下降 42.56%；实现扣非后归母净利润 4.02 亿元，同比下降 4.87%。其中，2025Q2 单季度公司实现营业收入 15.82 亿元，同比下降 6.71%，环比下降 0.68%；实现归母净利润 0.32 亿元，同比下降 85.63%，环比下降 84.53%；实现扣非后归母净利润 1.96 亿元，同比下降 9.96%，环比下降 4.88%。公司 2025Q2 归母净利润由于偶发因素影响低于我们的预期，扣非后归母净利润符合我们的预期。2025Q2 偶发因素拖累归母净利润，毛利率环比实现提升。营收端，2025Q2 单季度公司实现营业收入 15.82 亿元，环比下降 0.68%，预计公司收入环比下降主要受北美新能源客户销量环比下滑影响。毛利率方面，公司 2025Q2 单季度毛利率为 28.56%，环比提升 0.88 个百分点。期间费用方面，公司 2025Q2 期间费用率为 12.36%，环比提升 0.86 个百分点，主要系管理/研发/财务费用率环比分别+0.41/+0.25/+0.22 个百分点。营业外支出方面，公司子公司岱美墨西哥一处厂房屋于 2025 年 5 月发生意外火灾事故，导致厂房、部分设备及存货受损，产生营业外支出 2.42 亿元，此偶发性因素对公司 2025Q2 单季度业绩产生较大拖累（此次意外火灾损失在保险理赔范围内，后续理赔金额将覆盖实际损失金额）。归母净利润方面，公司 2025Q2 归母净利润为 0.32 亿元，环比下降 84.53%；对应归母净利率 2.04%，环比下降 11.08 个百分点；扣非归母净利润为 1.96 亿元，环比微降 4.88%；对应扣非后归母净利率 12.39%，环比微降 0.55 个百分点。沿着核心工艺扩展产品品类，打开公司长期成长空间。公司遮阳板业务已经发展为全球龙头，2022 年在全球市场的份额超过 40%。在遮阳板业务的基础上，公司进一步开拓头枕和顶棚业务。目前公司头枕业务主要客户为通用，后续有望进一步提升对克莱斯勒和福特的配套比例，头枕业务收入规模有望继续提升。顶棚产品的价值量则更高，市场空间更大，且与遮阳板同属于车顶系统零部件，在核心工艺上同样存在相通性。公司正积极拓展顶棚业务，目前公司顶棚产品已经成功进入到北美造车新势力等客户的供应体系中，随着后续顶棚业务持续获得定点，将为公司贡献收入增量，顶棚产品有望成为公司未来成长的重要方向。

**盈利预测与投资评级：**考虑到公司下游配套客户的销量情况，我们将公司 2025-2027 年归母净利润的预测调整为 9.01 亿元、10.53 亿元、12.33 亿元（前值为 9.27 亿元、10.91 亿元、12.80 亿元），对应 EPS 分别为 0.42 元、0.49 元、0.57 元，市盈率分别为 14.24 倍、12.18 倍、10.40 倍。考虑到公司品类扩张，顶棚新产品打开成长空间，维持“买入”评级。

**风险提示：**全球乘用车行业销量不及预期；公司新产品拓展不及预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇）

### 中鼎股份（000887）：2025 年半年度报告点评：Q2 盈利能力增强，拟设立合资公司进军机器人本体制造

**投资要点** 事件：公司发布 2025 年半年度报告。25H1 营收为 98.46 亿元，同比+1.83%；归母净利润为 8.17 亿元，同比+14.11%；扣非归母净利润为 7.80 亿元，同比+21.53%。其中，25Q2 公司营收为 49.92 亿元，同比+0.31%/环比+2.84%；归母净利润为 4.15 亿元，同比+16.74%/环比+3.04%；扣非归母净利润为 4.14 亿元，同比+21.61%/环比+12.78%。从盈利能力看，25H1 归母净利率为 8.3%，同比+0.9pct；销售毛利率为 23.58%，同比+1.35pct。其中，25Q2 归母净利率为 8.31%，同比+1.17pct/环比+0.02pct；25Q2 销售毛利率为 23.83%，

同比+1.78pct/环比+0.51pct。从费用率角度看，25Q2 期间费用率为 12.63%，同比-1.56pct/环比-1.21pct。其中，销售/管理/财务/研发费用率分别为 2.33%/5.71%/-0.33%/4.91%，同比分别 -0.33/-0.05/-1.43/+0.25pct。

25H1 从产品角度看，1) 冷却系统营收 26.06 亿元，同比+2.77%；毛利率为 17.37%，同比+2.06pct；2) 橡胶业务营收 20.43 亿元，同比+5.88%；毛利率为 17.89%，同比-2.56pct；3) 密封系统营收 19.42 亿元，同比+0.27%；毛利率为 29.24%，同比+1.89pct；4) 底盘轻量化营收 15.46 亿元，同比+8.08%；毛利率为 18.27%，同比+5.91pct；5) 空悬系统收入 5.68 亿元，同比-0.66%；毛利率为 15.20%，同比-5.28pct。25H1 公司热管理系统业务累计获得订单 71 亿元。机器人业务稳步推进，进军本体制造：1) 8 月 28 日，公司发布公告宣布与合肥市包河区政府签署战略合作协议，拟在合肥建设机器人上下游产业链；2) 8 月 26 日，公司在投资者平台宣布与逐际动力签订项目意向合作协议，拟设立由公司控股的合资公司进行机器人本体制造；3) 公司通过安徽睿思博公司、星汇传感等子公司在关节总成、谐波减速器、行星减速器、力觉传感器等产品上完成产业布局，目前公司的橡胶产品已经完成配套，轻量化骨骼已经向客户送样。

盈利预测与投资评级：考虑到公司 Q2 盈利能力同环比均实现改善，且热管理业务在手订单充裕，叠加公司在人形机器人领域的进一步布局，我们将公司 2025-2026 年的归母净利润预测上调至 16.50/18.37 亿元（2025-2026 年前值为 15.89/18.07 亿元），维持对 2027 年归母净利润为 20.80 亿元的预测，当前市值对应 PE 分别为 19 倍、17 倍、15 倍，维持对公司的“买入”评级。

风险提示：下游乘用车行业销量不及预期，空气悬挂推广进度不及预期，新兴产业拓展不及预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：郭雨蒙  
研究助理：孙仁昊）

### 达势股份 (01405.HK)：2025 年中期业绩公告点评：拓店顺利，成本优化

投资要点 事件：达势股份发布半年报，25H1 公司收入 25.93 亿元，同比+27%，持有人应占期间利润 0.66 亿元，同比+504%；门店层面经营利润 3.79 亿元，同比+28%，门店经营利润率 14.6%，同比+0.1pct。经调整 ebitda/经调整净利润分别 3.22/0.91 亿元，分别+38%/+80%。

进驻城市/门店数量/同店销售/单店日均销售额/会员：截至 2025H1，公司进驻城市共 48 个，较 2024 年底净新增 9 个；门店数量 1198 家（均为直营），较 2024 年底净新增 190 家。全年开店目标保持 300 家、截至 2025 年 8 月 15 日、已净开/在建/已签约 233 家/27 家/35 家、预计顺利完成目标。同店销售增长 SSSG-1%，其中 25H1 一线城市实现正同店销售增长，且 2022 年 12 月前的市场在 2025H1 整体实现正同店销售增长。25H1 单店日均销售额 1.29 万元，同比-4.4%，主要系 2022 年 12 月后开设的高业绩门店的门店销售额趋于稳定。截至 2025H1，会员人数 30.1 百万人，H1 净新增 5.6 百万人，会员收入占比同比+2.4pct 至 66%。截至 25H1，一线城市（重新分类）门店数量 515 家（占比 43%），收入 10.85 亿元，占比 41.8%，同比+7.2%分拆来看：（1）北上市场总收入为 8.44 亿元，同比+6%，主要由于：①较 24H1 新增 8 家门店；②25H1 一线城市的正同店销售增长。（2）广深收入增幅亦类似，正同店增长/同比新增 9 家门店。此外，一线城市外送销售额占比 73.7%，同比+3.3pct。

截至 25H1，新增长市场实现收入 15.09 亿元，同比增长 46.6%，收入占比 58.2%，同比+7.8%，主要系：①截至 25H1 门店数量为 683 家，25H1 期内净开店 184 家；②新进驻市场的新开门店表现强劲。成本项

优化：25H1 原材料及耗材/员工薪酬/租金/厂房及设备折旧/无形资产摊销/水电费/广告及推广/门店经营及维护开支占总收入比重同比分别-0.07/-1.04(其中门店员工/公司员工/以股份为基础的薪酬+0.33/-0.39/-0.98pct)/+0.11/-0.05/-0.21/-0.91/-0.06/-0.17pct，拓店顺利、规模效应兑现，成本摊薄明显（门店层面员工占比增加主要系门店平均雇员人数因拓店增加所致）。盈利预测与投资评级：考虑到拓店顺利，且门店及集团层面经济效益改善，我们调整 2025-2027 年公司归母净利润预测至 1.51/2.50/3.11 亿元（前值 1.29/1.96/2.56 亿元），同比增长 173%/66%/24%，对应当前 PE66.07/39.88/32.09x，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格波动风险、食品安全风险、行业竞争加剧的风险。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：邓洁）

### 星宇股份（601799）：2025 年半年报点评：2025Q2 业绩符合预期，自主车灯龙头持续成长

**投资要点** 事件：公司发布 2025 年半年度报告。2025 年上半年公司实现营业收入 67.57 亿元，同比增长 18.20%；实现归母净利润 7.06 亿元，同比增长 18.88%。其中，2025Q2 单季度公司实现营业收入 36.63 亿元，同比增长 10.85%，环比增长 18.36%；实现归母净利润 3.84 亿元，同比增长 9.35%，环比增长 19.31%。公司 2025Q2 业绩符合我们的预期。

2025Q2 业绩符合预期，毛利率水平环比改善。营收端，2025Q2 单季度公司实现营业收入 36.63 亿元，环比增长 18.36%。从主要下游 2025Q2 表现来看：一汽大众批发 36.57 万辆，环比下降 3.97%；一汽红旗批发 11.57 万辆，环比微增 5.28%；一汽丰田批发 21.58 万辆，环比增长 36.58%；东风日产批发 13.18 万辆，环比增长 8.93%；奇瑞汽车批发 61.38 万辆，环比微增 2.28%；蔚来汽车批发 7.21 万辆，环比增长 71.67%；理想汽车批发 11.11 万辆，环比增长 19.59%；赛力斯批发 11.07 万辆，环比增长 122.74%。毛利率方面，公司 2025Q2 单季度毛利率 19.64%，环比提升 0.81 个百分点，预计主要系收入增长带来的规模效应+公司持续推进降本增效工作。期间费用方面，公司 2025Q2 单季度期间费用率为 8.62%，环比下降 0.11 个百分点，主要系财务费用率环比下降 0.44 个百分点所致。归母净利润方面，公司 2025Q2 单季度实现归母净利润 3.84 亿元，环比增长 19.31%；对应归母净利率 10.49%，环比提升 0.08 个百分点。

“产品升级+客户拓展”双轮驱动，看好公司长期成长。产品方面，LED 前照灯继续向 ADB/DLP/HD 的升级进一步提升前照灯的单车配套价值量，目前公司 ADB 前照灯已经实现了对客户的配套和量产，DLP 大灯也已获项目，长期看好公司产品结构向上升级。客户方面，公司在巩固原有一汽大众、一汽丰田和奇瑞汽车等客户的基础上，还在大力开拓豪华品牌以及造车新势力等新能源客户，新能源客户有望成为后续的主要增量。此外，公司塞尔维亚工厂产能逐步释放，并注册成立了墨西哥星宇和美国星宇，公司将持续推进全球化布局，拓展海外市场。盈利预测与投资评级：考虑到公司新项目的量产节奏，我们将公司 2025-2027 年归母净利润的预测调整为 16.86 亿元、21.26 亿元、26.32 亿元（前值为 17.59 亿元、21.99 亿元、26.98 亿元），对应 2025-2027 年 EPS 分别为 5.90 元、7.44 元、9.21 元，市盈率分别为 20.52 倍、16.27 倍、13.14 倍。公司作为自主车灯龙头企业，将持续受益于产品升级和客户拓展，维持“买入”评级。风险提示：乘用车行业销量不及预期；车灯产品升级速度不及预期；新客户开拓不及预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇）

### 青木科技（301110）：2025 年半年报点评：25H1 营收同比+22.8%，自

### 有品牌近翻倍增长

**投资要点** 公司发布 2025 年中报：25H1 公司实现营收 6.7 亿元，同比+22.8%，实现归母净利润 0.52 亿元，同比-23.0%，扣非后归母净利 0.49 亿元，同比-19.8%。25Q2 公司实现营收 3.9 亿元，同比+23.8%，实现归母净利润 0.42 亿元，同比-2.9%，扣非后归母净利 0.4 亿元，同比-1.1%。

**品牌孵化与管理业务增长强劲：**分业务看，25H1 电商代运营/品牌孵化与管理/经销代理分别收入 3.0/2.3/0.9 亿元，同比分别+7.2%/+86.5%/+11.9%，占比分别 44.9%/34.8%/14.2%，毛利率分别 47.0%/79.6%/37.4%，毛利率同比分别-1.2pct/+0.6pct/+12.5pct。其中经销代理业务由宠物食品品牌 Hills 及其他新增合作项目贡献收入；品牌孵化管理业务主要由西班牙女性私护健康品牌 Cumlaude Lab 珂蔓朵和意大利自然膳食营养品牌 Zuccari 意卡莉带动增长。25H1 珂蔓朵收入同比增长 70+%，在天猫与抖音平台私处保养类目中高端品牌线中排名第一，线下入驻胖东来、调色师等进行销售；25H1 意卡莉收入同比增长 95+%。

**25H1 抖音渠道收入高增：**分渠道看，25H1 天猫/抖音分别收入 1.9/0.95 亿元，同比分别+8.3%/+144.6%，占比分别 28.6%/14.2%，抖音渠道实现高增。25 年 618 大促期间，公司提供抖音直播服务的全资子公司“旺兔柏”实现总 GMV 同比增长 80%，其中抖音商城 GMV 同比增长 100%，截至 25H1 末，公司直播间数量超 75 个，拥有超 450 人的全职直播业务团队。公司已经搭建了完整的电商生态服务体系，合作覆盖天猫、京东、抖音、小红书、唯品会等电商平台。

**25H1 毛利率同比+5.4pct，期间费用率上升：**①毛利率：25H1 毛利率 57.0%，同比+5.4pct；25Q2 毛利率 60.4%，同比+6.8pct，主要系业务结构优化。②费用率：25H1 期间费用率 47.7%，同比+7.4pct，主要系销售费用率同比+8.1pct；25Q2 期间费用率 47.5%，同比+9.3pct，主要系销售费用率同比+9.7pct，主要由于品牌孵化与管理业务市场推广与平台费投放加大所致。③净利率：25H1 归母净利率 7.7%，同比-4.6pct；25Q2 归母净利率 10.6%，同比-2.9pct。

**盈利预测与投资评级：**青木科技布局多元电商服务业态，代运营纵向守住大服饰品牌头部地位、加深优质品牌合作，横向布局潮玩行业，挖掘代运营品类盈利新增量。同时品牌孵化业务卡位大健康及宠物食品小而美赛道，高增可期。考虑到公司品牌孵化与管理等业务放量初期销售费用投放等加大，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测从 1.2/1.7 亿元至 1.1/1.5 亿元，新增 2027 年归母净利润预测 2.2 亿元，2025-2027 年归母净利润同比分别+16%/+43%/+47%，对应最新收盘价 PE 为 60/42/28X，维持“增持”评级。

**风险提示：**品牌商合作风险、宏观经济环境波动风险、行业竞争加剧等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：郝越）

### 苏州银行（002966）：2025 年中报点评：盈利能力保持韧性，资产质量持续优异

**投资要点** 事件：苏州银行公布 2025 年中期业绩。1）25H1 营业收入 65 亿元，同比+1.8%；其中 Q2 单季同比+2.9%。2）归母净利润 31.3 亿元，同比+6.2%；其中 Q2 单季同比+5.5%。3）25H1 末归母净资产 586 亿元，较年初+10.7%，较 Q1 末+1.5%。4）25H1 加权 ROE 为 6.2%，同比-0.5pct。

**利息净收入开始回暖，成本管控拉动利润增长。**1）25H1 利息净收入同比+2.7%，25Q2 利息净收入同比+6.2%。我们认为，主要得益于贷款规模的持续扩张及存款利率下降，一定程度上缓解了净息差下行带来的利息净收入压力。2）25H1 非息收入同比持平，25Q2 同比-3%。我们认为，25H1 非息收入承压主要是受到交易性金融资产公允价值下滑的影响。3）成本管控有所成效，25H1

营业支出同比-3.7%。贷款规模稳步扩张，净息差降幅收窄。1) 25H1 年末贷款较年初+9%，贷款规模占总资产比例环比-1.8pct 至 48.1%。2) 贷款结构上，25H1 末公司贷款占比继续提升，占比同比+3pct 至 75.4%；其中制造业、租赁和商务服务业是主要投向。25H1 末个人贷款中住房贷、经营贷占贷款比例均下滑明显，消费贷占比同比持平。3) 存款余额 4,637 亿元，同比增长 11%。4) 25H1 净息差 1.33%，同比下降 15bps，环比下降 1bp，降幅收窄。5) 资产负债两端来看，25H1 生息资产收益率 3.2%，同比下降 50bps。25H1 计息负债付息率 1.9%，同比下降 30bps。不良率、拨备覆盖率稳定，资产质量优异。1) 25H1 不良率环比持平于 0.83%。不良生成率有所提高，经测算，25H1 加回核销不良生成率同比增加 12bps。2) 25H1 拨备覆盖率环比下降 9pct 至 438%，但仍保持同业领先水平。3) 核心一级资本充足率 9.87%，资本充足率 14.57%，均显著高于监管要求。4) 前瞻指标方面，25 H1 关注贷款率同比-13bps 至 0.75%。25H1 逾期率同比+6bps 至 0.99%。盈利预测与投资评级：结合公司 2025 年中期经营情况，我们维持 2025-2027 年归母净利润预测为 54.4/53.2/59.1 亿元。当前市值对应 2025E PB 0.70x，仍处低位。我们看好公司实现五项能力全面提升：基于集团综合金融服务的一体化经营能力、以客为尊的获客活客能力、线上线下并重的数字化协同能力、以人为本干事创业的队伍建设能力、基于全面风险管理的价值创造能力。维持“买入”评级。风险提示：1) 经济承压，贷款规模增长受阻；2) 息差下行超出预期；3) 尾部不良风险暴露。

(证券分析师：孙婷)

### 信捷电气 (603416)：2025 年半年报点评：业绩符合市场预期，加速布局人形机器人

**投资要点** 事件：公司发布 25 年半年报，实现营业收入 8.77 亿元，同比+10.01%，归母净利润 1.27 亿元，同比+0.39%，扣非净利润 1.17 亿元，同比+3.92%，其中 25Q2 实现营收 4.89 亿元，同比+6.86%，归母净利润 0.81 亿元，同比-1.27%，扣非净利润 0.76 亿元，同比+1.81%，业绩符合市场预期。产品结构变化导致利润率小幅波动、战略投入带动研发费用率上行。25H1/25Q2 毛利率为 38.28%/38.42%，同比 -0.21/+0.28pct，销售净利率分别为 14.49%/16.59%，同比-1.38/-1.36pct，主要系产品结构变化导致，低毛利的驱动系统收入增速较快。25H1/25Q2 期间费用率为 24.05%/20.98%，同比+0.17/-1.63pct，其中 25Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.46%/3.91%/10.02%/-0.41%，同比-1.94/-0.50/+1.08/-0.27pct，主要系公司持续加大主业产品线&下游应用扩展，同时积极投入人形机器人等战略业务。PLC&伺服系统市占率持续稳步提升、逐步进入收获期。分产品看，1) PLC：根据 MIR，公司 25Q2 小型 PLC 市占率 7.8%，同比+0.7pct，25H1 PLC 产品营收 3.14 亿元，同比+0.54%，公司进一步丰富产品系列，已形成 25 个子系列，400+ 型号产品，完成了对印刷包装、数控机械、玻璃、木工、纺织、光伏、锂电等下游的覆盖。2) 驱动系统：根据 MIR，公司 25Q2 交流伺服市占率 5.5%，同比+1.1pct，25H1 驱动类产品营收 4.33 亿元，同比+18.78%，新一代高性能伺服驱动系统 DL6 系列已推广上市，继续深化“PLC+伺服+HMI 变频”解决方案深耕细分行业及大客户，市占率快速提升。3) HMI：根据 MIR，公司 25Q2 HMI 市占率 3.4%，同比-0.9pct，25H1 板块营收 0.97 亿元，同比+3.59%。4) 智能装置（机器人）：25H1 实现营收 0.28 亿元，同比+31.87%，产品涵盖机器视觉平台、工业机器人、人形机器人核心零部件、具身智能机器人等。聚

焦关键核心零部件、加速布局人形机器人。公司聚焦关键核心零部件，产品涵盖无框力矩电机、空心杯电机、驱动器及编码器等核心零部件，同时积极储备轴向磁通电机等新技术。25H1 公司参股公司长春荣德已销售超万套编码器，覆盖本体机器人核心模组供应商、灵巧手和本体企业近 30 家。此外，公司为无锡具身智能领域的核心联创伙伴，于华为云城市峰会完成联创项目签约，将以“场景驱动+技术协同”破解行业痛点，打造公司第二增长极。盈利预测与投资评级：我们维持公司 25-27 年归母净利润 2.99/3.63/4.39 亿元，同比 +31%/+21%/+21%，对应现价 PE 为 30x、25x、21x，考虑到机器人赛道空间广阔，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济下行，竞争加剧等。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：谢哲栋  
研究助理：许钧赫)

### 天合光能 (688599): 2025 年中报点评: 组件出货环增, 储能实现盈利, 未来增长可期

**投资要点** 公司发布 2025 年中报, 25H1 营收 310.6 亿元, 同-27.7%, 归母净利润-29.2 亿元, 同-654.5%, 毛利率 5.5%, 同-8.4pct, 归母净利率-9.4%, 同-10.6pct; 其中 25Q2 营收 167.2 亿元, 同环比-32.3%/+16.6%, 归母净利润-16 亿元, 同环比-15371%/21.1%, 毛利率 4.5%, 同环比-8.7/-2.2pct, 归母净利率-9.6%, 同环比-9.6/-0.4pct。业务分拆来看: 1) 组件 25H1 出货量超 32GW, 其中 Q2 约 17GW, 环比提升 13%, 测算单瓦亏损约 8 分, 公司预计全年出货 70-75GW, 同比微增; 2) 分布式系统我们测算 25H1 销量约 1.5GW, 单瓦盈利约为 0.2 元, 公司预计全年出货 4GW+, 同比持平; 3) 储能我们测算 25H1 出货 1.7GWh, 其中 Q2 出货 1.4GWh, 90%为海外订单 (欧洲 20%, 中东非 30-35%, 北美 30%、亚太 12-15%, 中国近 10%), 已实现微利, 全年计划出货 8GWh, 同增 86%; 4) 支架 25H1 出货 3.5GW, 其中 Q2 为 2GW, 跟踪支架约 1.5GW, 盈亏平衡; 5) 数字能源服务贡献利润 3 亿左右, 主要为售电电费收入和分布式运维收入。Q2 费用及资本开支明显收缩。公司 25H1 期间费用 38.4 亿元, 同-16.7%, 费用率 12.4%, 同+1.6pct, 其中 Q2 期间费用 17.8 亿元, 同环比-28.5%/-13.9%, 费用率 10.6%, 同环比+0.6/-3.8pct; 25H1 经营性净现金流 18.4 亿元, 同+1276.9%, 其中 Q2 经营性现金流 26.8 亿元, 同环比-36.7%/-420.5%; 25H1 资本开支 33.4 亿元, 同-59.3%, 其中 Q2 资本开支 11.2 亿元, 同环比-69.7%/-49.5%; 25H1 末存货 265.3 亿元, 较年初+18.8%。盈利预测与投资评级: 由于上半年光伏行业竞争依然激烈, 公司盈利承压, 我们下调 25-26 年盈利预测, 预计 25-26 年归母净利润分别为-36.7/6.1 亿元 (原预期 25/26 年为 21.6/36.5 亿元), 新增预期 27 年归母净利润 24.6 亿元, 同比-7%/+117%/301%, 考虑公司布局钙钛矿技术, 储能、支架、数能服务等业务有望提供业绩支撑, 维持“买入”评级。风险提示: 行业装机不及预期、行业自律不及预期、政策不及预期。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男)

### 雷赛智能 (002979): 25 年半年报点评: 业绩符合市场预期, 加大布局机器人第二曲线

**投资要点** 事件: 公司发布 25 年半年报, 25H1 实现营收 8.91 亿元, 同比+8.28%, 归母净利润 1.19 亿元, 同比+2.22%, 扣非净利润 1.16 亿元, 同比+1.61%, 其中 25Q2 营收 5.01 亿元, 同比+13.4%, 归母净利润 0.63 亿元, 同比+2.19%, 扣非净利润 0.63 亿元, 同比+2.16%, , 主要系公司战略投入扩充经销团队导致。整体看, 业绩符合市场预期。

深耕优势行业提份额、拓展新兴行业抓机会、智能制造主航道稳健增长。分产品看，1) 伺服系统：25H1 营收 4.27 亿元，同比+19.29%，毛利率 27.63%，同比+0.23pct，公司持续通过“深挖老行业，开拓新行业”，以“步进+伺服+PLC”解决方案把握进口替代机遇，市占率稳步提升，根据 MIR，公司 25Q2 伺服市占率 4.3%，同比+0.9pct。2) 步进系统：25H1 营收 3.11 亿元，同比-4.07%，毛利率 42.66%，同比+4.12%，尽管行业竞争日益加剧，公司通过研发中高端产品拓展新行业新应用，夯实市场领导地位并实现毛利率提升。3) 控制技术类：25H1 收入 1.44 亿元，同比+11.29%，其中 PLC 收入同比+44.09%，在外资厂商针对中国市场推出定制化产品的情况下，公司持续加大研发投入，实现较好的市场突破，根据 MIR，公司 25Q2 小型 PLC 市占率 1.4%，同比+0.6pct，份额持续提升。

加大布局机器人第二曲线、新品陆续发布。公司从 2018 年起持续耕耘机器人行业，先后成立上海雷赛机器人、深圳灵巧驱控分别专注于“超高密度”无框电机&关节模组、空心杯电机及灵巧手解决方案。同时基于运动控制积累，已推动通用机器人运动控制系统的研发，主要聚焦于灵巧手控制。25 年 6 月，公司正式发布 DH2015 高自由度灵巧手解决方案（20 个自由度，其中 15 个主动自由度），并计划于 25Q3 启动试产试销和小批量生产，并逐步扩大产能。同时无框电机领域，公司聚焦机器人在结构紧凑性与性能一致性上的核心需求，推出 FM3 系列产品，实现欧美龙头超低齿槽转矩的同时，转矩密度还提升 20%。公司凭借出色的技术产品实力，已有数百家机器人公司以及模组厂家测试和试用公司产品，并在绝大部分大客户取得进展，获得广泛认可，未来有望逐步贡献业绩增量。

盈利预测与投资评级：我们维持 25-27 年归母净利润 2.8/3.7/4.8 亿元，同比+40%/+31%/+31%，对应现价 PE 53x、40x、31x，考虑到机器人行业空间广阔，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济下行，竞争加剧等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：谢哲栋  
研究助理：许钧赫）

### 上美股份(02145.HK): 2025 年半年报点评: 25H1 净利润同比+34.7%，多品牌矩阵贡献增量

**投资要点** 公司披露 2025H1 业绩: 25H1 公司实现营收 41.1 亿元，同比+17.3%（此前预告同比上限+17.3%），实现净利润 5.6 亿元，同比+34.7%（此前预告同比中枢+33.4%），业绩落于预告上半区。

多品牌矩阵持续增长，25H1 线上收入同比+20.1%：①分品牌，25H1 韩束/Newpage 一页/红色小象/一叶子/其他品牌分别实现收入 33.4/4.0/1.6/0.9/1.2 亿元，同比分别 +14.3%/+146.5%/-8.7%/-29.0%/+2.9%，占比分别为 81.4%/9.6%/3.9%/2.2%/2.9%。②分渠道，25H1 线上/线下渠道分别实现收入 38.1/2.7 亿元，同比分别+20.1%/-10.6%，占比分别为 92.7%/6.5%。③分板块，25H1 护肤/母婴护理/其他品类分别实现收入 34.2/5.6/1.3 亿元，同比分别 +10.2%/+65.0%/+124.3%，占比分别为 83.3%/13.6%/3.1%。

25H1 净利率同比增加 1.7pct：①毛利率：25H1 毛利率为 75.5%，同比-1pct。②费用率：25H1 期间费用率为 63.2%，同比+0.03pct，其中销售/管理/研发费用率同比分别-0.7pct/+0.5pct/+0.3pct。③净利率：25H1 净利率为 13.5%，同比+1.7pct。

主品牌韩束稳健增长，Newpage 一页品牌迅速放量：主品牌韩束：25H1 期内品牌抖音平台月度 GMV 保持美妆品牌第一，25H1 抖音/天猫平台品牌 GMV 分别同比+15.5%/+26.1%，明星产品红蛮腰全渠道销售超 1500 万套，X 肽系列全渠道销售额超 2 亿；Newpage 一页品牌：品牌精细化布局 0-18 岁全年龄段护肤产品，

推出 newpage612/1218 新产品系列。25 年 618，明星单品婴童安心霜销售超 33 万瓶，抖音/天猫平台 GMV 分别同比+190%/+106%，品牌位于天猫婴童面霜热销榜/回购榜、抖音婴童面霜 618 好物榜/人气榜等榜单 Top1。多赛道品牌储备充足：①护肤：公司与昆药集团合作，推出以青蒿油 AN+为核心成分的敏感肌护肤品牌安敏优；推出定位光白抗衰的中高端护肤品牌聚光白；正筹备推出与科学家山田耕作合作研发的高端抗衰护肤品牌 TAZU。②母婴：公司正筹备推出 IP 联名品牌面包超人及奥特曼。③洗护：公司推出防脱洗护品牌极方；④彩妆：推出与彩妆造型大师共同创立的彩妆品牌 NAN beauty，并筹备推出与知名化妆造型师共同创立的彩妆品牌单彩。品牌矩阵覆盖多赛道，未来增量可期。盈利预测与投资评级：公司依托“2+2+2+N”战略，聚焦护肤、母婴、洗护三大赛道构建多品牌矩阵，差异化定位各细分市场，运营能力出众，品牌势能强劲。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测 11.1/14.1/17.6 亿元，同比分别 +42.3%/+26.5%/+24.8%，最新收盘价对应 PE 分别为 30/24/19X，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧，多品牌运营管理风险，渠道扩张不及预期等。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：郝越)

**老凤祥 (600612)：2025 年半年报点评：25Q2 营收同比+10.5%拐点已至，期待下半年高增**

**投资要点** 公司公布 2025H1 业绩：25H1 公司实现营收 333.6 亿元，同比-16.5%，实现归母净利润 12.2 亿元，同比-13.1%，扣非后归母净利润 10.5 亿元，同比-27.9%，主要系政府补助与金融资产公允价值变动。25Q2 公司实现营收 158.3 亿元，同比+10.5%，实现归母净利润 6.1 亿元，同比+0.9%，扣非后归母净利 4.1 亿元，同比-34.5%，主要系 25Q2 单季度净增政府补助 3.5 亿元。

**费用率稳定下降：**①毛利率：25H1 毛利率为 8.7%，同比-0.5pct；25Q2 毛利率为 8.3%，同比-2.4pct。②费用率：25H1 期间费用率为 2.2%，同比-0.1pct；25Q2 期间费用率为 2.2%，同比-0.6pct，其中销售/管理费用率同比分别-0.2pct/-0.4pct。③净利率：25H1 归母净利率为 3.7%，同比+0.1pct；25Q2 归母净利率为 3.8%，同比-0.4pct。

**核心品类承压，境外销售增长：**分业务看，25H1 珠宝首饰/黄金交易/笔类/工艺品销售收入分别为 282.0/49.5/0.8/0.2 亿元，同比分别-17.5%/-9.7%/-22.4%/+38.3%，占比分别为 84.8%/14.9%/0.3%/0.1%。珠宝首饰与黄金交易核心业务承压，主要系金价持续上涨导致黄金消费受到抑制。分地区看，25H1 境内/境外收入分别为 328.7/3.9 亿元，同比分别-16.8%/+39.6%，占比分别为 98.8%/1.2%。

**着重布局发展主题门店：**截至 25H1 末，老凤祥共有 5550 家品牌网点(含境外银楼 18 家)，其中直营/加盟各 188/5362 家，25Q2 期内直营/加盟店分别净变动 0/+9 家，25H2 拟新开 194 家门店，着重布局“藏宝金”“凤祥喜事”主题店发展，升级传统门店，适应市场新消费潮流。

**产品系列不断推新：**25 年老凤祥品牌推出“盛唐风华”“凤舞九天”“八宝罗盘”等主题新品，推出与圣斗士星矢、阿童木等 IP 联名产品，进一步吸引年轻消费群体，助力公司品牌年轻化转型。公司积极开展老凤祥品牌推广、文化传播，25H1 内携国家级非遗精品、大师原创作品以及高端翠钻珠宝、多品类时尚新品亮相第 41 届香港国际珠宝展。老凤祥通过密集亮相各大展会，以非遗技艺与创新设计双轮驱动，进一步提升品牌国际影响力与市场竞争力。

**盈利预测与投资评级：**老凤祥品牌作为强现金流、高壁垒品牌，25Q2 迎来业绩拐点，25H2 低基数下有望实现高增，当前估值处于有吸引力的阶段。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测

16.4/18.3/19.6 亿元, 分别同比-16%/+12%/+7%, 最新收盘价对应 PE 分别为 15/14/13X, 维持“买入”评级。风险提示: 金价波动风险, 开店不及预期, 终端需求不及预期等。

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 郝越)

### 浙江鼎力 (603338): 2025 年中报点评: Q2 归母净利润+19%符合预期, 海外市场引领增长

投资要点 事件: 2025 年 8 月 27 日, 公司发布 2025 年半年度报告。

Q2 归母净利润+19%, 汇兑贡献主要增量 2025 上半年公司实现营业总收入 43 亿元, 同比增长 12%, 归母净利润 10.5 亿元, 同比增长 27%, 扣非归母净利润 10.5 亿元, 同比增长 22%。分区域, 公司海外主营业务收入 34 亿元, 同比增长 21%, 占总营收比重 79%。

单 Q2 公司实现营业总收入 24 亿元, 同比增长 1%, 归母净利润 6.2 亿元, 同比增长 19%, 扣非归母净利润 6.2 亿元, 同比增长 28%。Q2 公司收入端基本持平, 我们判断受国内大客户资本开支放缓, 欧盟被征税后当地客户观望情绪加剧等影响。利润增速快于营收, 主要受益于: (1) 欧元、英镑等外币汇率升值, 公司上半年确认汇兑收益约 2.2 亿元, 剔除后归母净利润约下降 3%, (2) 2024 年 5 月 CMEC 并表、北美渠道拓展带来的一次性费用计提增加影响消退, (3) 宏信建发带来的投资收益损失减少。

Q2 毛利率同比基本持平, 销售、管理费用率有所增长

2025 上半年浙江鼎力实现销售毛利率 35.0%, 同比提升 0.4pct, 销售净利率 24.3%, 同比提升 2.9pct。单 Q2 公司实现销售毛利率 32.0%, 同比提升 0.2pct, 销售净利率 25.6%, 同比提升 3.9pct。公司 Q2 销售毛利率下降, 我们判断主要系美国关税影响。公司 2025 年 5 月后于美被征收关税幅度约 79%, 较此前提升 11pct, 且桅柱式产品受冲击更大。2025 上半年公司期间费用 4.1%, 同比下降 2.6pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.0%/3.5%/3.3%/-6.7%, 同比分别变动+1.9/+1.2/+0.3/-6.0pct。销售、管理费用增长主要系并表 CMEC 后海外备库、渠道拓展力度增强。

展望 2025 下半年, 公司业绩有望延续稳健增长

(1) 国内基数偏低, 且需求有望企稳, (2) 欧洲双反、对等关税等带来的观望情绪有望逐步消解, 且鼎力来自欧盟的双反税率最低 (星邦、JLG、Jenie、鼎力四家企业反倾销税率分别为 49%/23%/23%/21%, 配合调查的其余企业税率约 30%), 有望受益于行业价格普涨和后续份额提升。(3) 美国备库充分, 订单持续增长, 随客户提货业绩将逐步释放。根据我们此前测算, 鼎力国内产能对美关税 (24%双反+25%301 关税+X 对等+20%芬太尼) 总承受能力约 100%, 当前关税为 79% (24%双反+25%301 关税+10%对等+20%芬太尼), 较 2023-2024 年的 68% (43%双反+25%301 关税) 仅增长 10pct, 公司在美国仍能保持良好盈利能力, 远期看, 鼎力差异化产品、臂式在美仍待放量, 根据我们的产业链调研, 公司对美关税带来的不确定性也已有方案, 无需过度担忧关税影响。(4) 新兴市场、船坞除锈机器人等非高机板块拓展将继续贡献业绩。

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测值为 21/24/28 亿元, 对应当前市值 PE 分别为 13/11/10x, 维持“买入”评级。

风险提示: 竞争格局恶化、地缘政治冲突等

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 韦译捷)

### 固德威 (688390): 2025 中报点评: 2025Q2 储能环增明显, 2025Q3 储能出货继续改善

投资要点 事件: 公司 2025H1 实现营收 40.9 亿元, 同比+30%, 归母净利润-0.17 亿元, 同比+30%, 其中 2025Q2 实现营收 22 亿元, 同环比+9%/+17%, 归母净利润 0.11 亿元, 同环比+129%/+141%。

2025Q2 并网出货环比略降、海外占比有所提升。2025H1 并网出货约 40 万台，其中 2025Q2 出货约 19 万台，环比略降，其中国内出货约 10.5 万台，占比 55%，国内占比环比有所下降，毛利率环比基本持平。2025Q3 需求较为稳健，平均单月排产 8-9 万台，我们预计 2025Q3 出货环比略有增长，全年我们预计出货 80-90 万台，同增 50%+。储能 2025Q2 环比高增改善、2025Q3 继续大幅改善。公司 2025H1 储能出货约 3.3 万台，其中 2025Q2 出货约 2.5 万台，环比约翻两倍以上，毛利率略有下降。2025Q3 澳洲市场户储需求旺盛，公司出货逐月提升，2025Q3 出货我们预计环比翻倍以上增长，2025 年全年我们预计出货约 15-20 万台，同比增长 200%+。2025H1 储能电池出货约 214MWh，其中 2025Q2 出货约 150MWh，毛利率维持在 35%左右，全年看电池有望翻倍增长至 0.5gwh+。2025 年户用系统稳健增长。公司 2025H1 户用系统实现销量约 0.65GW，同增 50%+，全年我们预计出货 1gw+，同比略增。2025H1 年期间费率略有增长，2025Q1 存货略有下滑，合同负债有所增长。公司 2025Q2 期间费用 4.0 亿元，同增 11%，环增 11%，期间费率 18.0%，同比+0.4pct，环比-1.1pct。2025Q2 末公司存货为 21.8 亿元，环比 2025Q1 末基本持平，2025Q2 末公司合同负债为 3.8 亿元，较 2025Q1 末下滑 14%。2025Q2 经营性净现金为 2.1 亿元，同比去年同期增加 4 亿元。盈利预测与投资评级：考虑费用仍刚性增长，我们下调 2025 年盈利预测，基本维持 2026 及 2027 年盈利预测，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 2.7/5.0/7.0 亿元(前值为 3.5/5.0/7.0 亿元)，同比+529%/+89%/+40%，考虑公司 2026 年逐步恢复增长，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧、需求不及预期。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男  
证券分析师：余慧勇)

#### 国泰海通 (601211): 2025 年中报点评：并表后首份半年报，扣非净利润同比增长 60%

**投资要点** 事件：国泰海通发布 2025 年中报业绩，实现营业收入 238.7 亿元，同比+39.9%；归母净利润 157.4 亿元，同比+213.7%；对应 EPS 1.11 元，ROE 6.3%，同比+3.1pct。扣非归母净利润 72.79 亿元，同比+59.8%，对应 ROE 2.84%，同比+4bps。第二季度实现营业收入 121.0 亿元，同比+33.2%，环比+2.8%；归母净利润 35.0 亿元，同比+38.3%，环比-71.4%。财富管理深化分客群经营模式，并表后市占率显著提升。2025 年上半年实现经纪业务收入 57.3 亿元，同比+86.3%，占营业收入比重 24.6%。公司合并海通证券后，经纪市占由 5%提升至 8.31%，位居行业前列。公司两融余额 1875 亿元，较年初+76%，市场份额 10.1%，较年初+4.4pct。截至 25H1 境内个人资金账户数 3845 万户，较年初+4.2%，其中，富裕及高净值客户数较年初+6.8%。君弘 APP 及通财 APP 平均月活 1558 万户，较年初+9.6%。金融产品月均保有规模 4530 亿元，较年初+13.4%。整合后投行团队进一步扩容，业务能力有望进一步提升。2025 年上半年实现投行业务收入 13.9 亿元，同比+19.4%。股权主承销规模 1210 亿元，同比+1243%，排名第 2；其中 IPO 3 家，募资规模 15 亿元；再融资 9 家，承销规模 1195 亿元。债券主承销规模 6135 亿元，同比+22%，排名第 4；其中公司债、地方政府债、金融债承销规模分别为 2273 亿元、1111 亿元、1057 亿元。截至 25H1 IPO 储备项目 41 家，排名第 1，其中两市主板 10 家，北交所 20 家，创业板 5 家，科创板 6 家。双方整合后投行团队进一步扩容，业务能力有望进一步提升。一参两控一牌，大资管实力显著提升。2025 年上半年实现资管业务收入 25.8 亿

元,同比+34.2%。截至 2025H1 资产管理规模 7052 亿元,较年初+1.4%。控股子公司华安基金管理规模 8225 亿元,较年初+6.5%,其中公募 7488 亿元;海富通基金管理规模 4977 亿元,较年初+10.0%,其中公募 2161 亿元,较年初+25.5%,债券 ETF 规模 931 亿元,较年初+83.3%,排名行业第 1 位。参股子公司富国基金管理规模 1.79 万亿元,其中公募 1.19 万亿元,较年初+9.8%。 自营风格稳健,并表后投资资产规模显著增长。2025 年上半年实现投资收益(含公允价值)93.5 亿元,同比+89.6%;调整后投资净收益(含公允价值、汇兑损益、其他综合收益)113.8 亿元,同比+114.0%。 盈利预测与投资评级:考虑到 2025 年市场活跃,我们上调了 2025 年盈利预测,同时由于公司目前整合仍存在不确定性,国际业务与租赁业务存在减值压力,因此下调 2026-27 年盈利预测。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 303/277/299 亿元(前值为:269/280/326 亿元),对应 PB 为 1.20/1.12/1.06 倍,维持“买入”评级。 风险提示:行业市场竞争加剧风险,证券市场恢复不及预期。

(证券分析师:孙婷 证券分析师:何婷)

### 赛力斯(601127): 2025 年半年报点评: 业绩符合预期, 高端智能品牌持续突破

**投资要点** 公司公告:公司 2025Q2 单季度实现营收为 432.5 亿元,同环比分别+12.4%/+125.9%;实现归母净利润 21.9 亿元,同环比分别+56.1%/+193.3%;实现扣非后归母净利润 20.8 亿元,同环比分别+57.3%/+428.3%。

公司整体业绩表现符合我们预期,毛利率表现超我们预期。1) 营收层面: Q2 单季度问界品牌共交付 10.7 万辆,同环比分别+8.2%/+135.8%,得益于 4 月 16 日上市的 M8 亮眼表现,公司单季度销量实现环比极大改善。分车型来看, Q2 M9 交付 3.92 万台,同环比分别-18.6%/+68.6%, M8 交付 4.14 万台。 Q2 单季度 ASP 为 40.5 万元(分母为 AITO 销量),同环比分别+3.9%/-4.2%。品牌持续锚定高端,单车成交价稳定在 40 万元以上。2) 毛利率: Q2 毛利率 29.5%,同环比分别+2.0/+1.9pct,表现超我们预期。赛力斯超级工厂凭借自动化智能化柔性化的生产能力实现问界 M8 与问界 M9 两款旗舰车型的共线生产与高质量稳定交付,同时魔方技术平台覆盖多级别、多品类、多动力形式的车型开发需求,支持核心技术、模块化组件的跨车型复用,也为盈利空间拓展提供关键支撑。3) 费用率: 公司 Q2 销管研费用率分别为 14.5%/2.0%/4.3%,同比分别-0.9/+0.1/-0.5pct,环比分别+0.6/-1.4/-1.1pct,其中销售费用率环比提升主要原因为 Q2 M8 上市相关营销费用增加,同时公司在用户服务等方面持续投入; 25H1 研发开支资本化率为 43.6%(24H1 为 26.7%),主要原因为新车储备投入较多, Q2 公司研发费用绝对值同比基本持平。4) 净利润: 合并报表口径单车盈利 1.7 万元,同环比分别+45.8%/+54.0%。问界凭借产品力与高端化战略,位居中国高端汽车市场第一梯队,盈利能力持续改善。

盈利预测与投资评级: 由于 M8 产能爬坡较快,同时公司毛利率表现较佳,我们上调公司 2025/2026/2027 年归母净利润预期至 101/147/195 亿元(原为 96/142/185 亿元),对应 PE 为 22/15/11x。问界品牌锚定高端,品牌势能继续向上。我们维持公司“买入”评级。

风险提示: 行业竞争加剧,新平台车型推进不及预期等。

(证券分析师:黄细里 证券分析师:孟璐)

### 万辰集团(300972): 2025 年中报点评: 利润率持续超预期, 进入效率上升通道

**投资要点** 事件: 2025H1 公司实现营收 225.8 亿元,同比+106.9%;

实现归母净利润 4.7 亿元，同比+50358.8%；实现扣非归母净利润 4.5 亿元，同比扭亏为盈。2025Q2 实现营收 117.6 亿元，同比+93.3%；实现归母净利润 2.6 亿元，同比扭亏为盈；实现扣非归母净利润 2.4 亿元，同比扭亏为盈。

零食量贩业务营收保持翻倍增长。2025H1 零食量贩业务实现营收 223.45 亿元，同比+109.33%；2025Q2 零食量贩业务实现营收 116.57 亿元，同比+94.97%。2025H1 期末门店数量达到 15365 家，2024 年末门店数量为 14196 家，今年上半年净开门店 1169 家。

规模效应释放，Q2 净利率环比提升。2025H1 零食量贩业务加回计提的股份支付费用后实现净利润 9.56 亿元，对应还原股权激励的净利率为 4.28%，Q1、Q2 分别为 3.85%、4.67%，Q2 净利率环比继续提升。2025Q2 公司实现毛利率 11.8%，同比+0.7pct、环比+0.7pct，销售/管理费用率同比-2.0/-0.4pct；均体现出规模效应的释放。实现销售净利率 4.1%，同比+2.9pct、环比+0.5pct。归母净利润占净利润的比例在 25Q1、25Q2 分别为 55%、53%，保持稳定。

发布少数股东权益拟收回公告，增厚归母净利。公司于 8 月 12 日发布公告拟以支付现金方式收购南京万优商业管理有限公司（来优品的运营主体）49.00%股权，若此部分股权收回，公司测算 2025 年 1-5 月的归母净利润占净利润的比例可从 53.7%提升到 63.4%，少数股东权益的收回可增厚归母净利润。

盈利预测与投资评级：量贩业务净利率环比大幅改善，我们认为得益于竞争趋缓、规模效应提升，再次验证行业本身具备净利率上升通道；同时考虑到公司拟收回部分少数股东权益，我们上调此前盈利预测。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 12.1/18.0/21.7 亿元（此前盈利预测分别为 9.4/12.6/16.1 亿元），同比+312%/+49%/+20%，对应 PE 为 27/18/15X。维持“买入”评级。

风险提示：食品安全风险，原材料价格波动，行业竞争加剧。

（证券分析师：苏铖 证券分析师：李茵琦）

**比亚迪（002594）：高端化战略：科技安全并举，重塑新能源豪华格局**  
投资要点

三个高端品牌分工明确，腾势承担规模支撑，方程豹释放增量潜力，仰望树立技术标杆。腾势作为高端化“压舱石”，依托奔驰品牌底蕴与比亚迪技术，聚焦 30-50 万元中高端市场，2022 年推出旗舰 MPV D9，后续逐步完善产品矩阵推出 Z9GT/Z9 豪华轿车，并落地 N7、N8、N9 等 SUV；方程豹以“越野+科技+潮流”开辟 15-45 万元细分蓝海，首款车型豹 5 销量亮眼，24Q4 推出硬派旗舰豹 8，25 年推出钛 3 面向年轻群体，打造“硬派越野豹系列+潮流科技钛系列”双产品线；仰望锚定 100 万元以上超高端市场，U8、U9、U7 搭载顶级技术，核心目标是树立技术标杆、提升整体品牌溢价。从销量看，三大品牌 2025H1 达 14 万辆，同增 70%，占总销量比重从 2022 年 0.5%升至 2025H1 的 6.6%；结构上，2023 年依赖腾势单一核心，2024 年方程豹开始释放增量弹性，2025H1 腾势、方程豹分别占 56%、43%。比亚迪高端品牌的核心竞争力在于“科技+安全”，形成从技术突破到场景落地的完整链路。1）智驾系统：“天神之眼”A 版（三激光+双芯片）用于仰望，实现全域 NOA 与复杂泊车；B 版（单激光雷达）搭载腾势，兼顾性能与成本；C 版（纯视觉）用于方程豹低配，推动“全民智驾”，且率先实现媲美 L4 级智能泊车并承诺安全兜底。2）动力系统：自主研发易四方/易三方，以及 DMO 越野混动平台，显著提升驾控性、灵活性和安全性；3）智能底盘：自研云辇悬架，通过算法对悬架进行主动调整，拓宽操控性能边界。4）智能座舱：以 DiLink 平台为统一底层，共享语音交互、多屏联动、OTA 升级等能力，同时差异化定制。

高端车销量增长潜力大，盈利维持高水平。我们预计 25/26 年比亚迪高端车销量有望达 36/55 万辆，同增 90%/53%。1）腾

势：25/26 年销量 19/29 万辆，N9 于 3 月上市后销量亮眼，N8L 将于 26 年 Q2 上市，D9 持续拓展海外，出口销量维持高增。2) 方程豹：25/26 年销量 17/26 万辆，钛 3 于 25 年 4 月开始销售，上半年销量已达 2.1 万辆，钛 7 将于 25 年 10 月上市。3) 仰望：超豪华车型 25 年销量受消费税影响，25H1 销量同减 82%，未来仍有增长潜力。盈利方面，高端品牌降价可能性较小，我们预计平均单车利润维持约 4 万元（普通车型 0.2-0.3 万元），25/26 年有望贡献约 142/217 亿利润。盈利预测与投资评级：我们维持公司 25-27 年盈利预测，预计 25-27 年归母净利 523/629/756 亿元，同增 30%/20%/20%，对应 PE 20/17/14x，公司作为国内市占率第一的龙头，给予 25 年 26x，目标价 149 元，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格波动超市场预期，终端需求不及预期，行业竞争加剧。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：黄细里  
证券分析师：阮巧燕 研究助理：胡锦芸)

### 德方纳米 (300769)：2025 年半年报点评：25Q2 盈利继续磨底，静待拐点

**投资要点** 25Q2 亏损小幅扩大，业绩基本符合预期。公司 25 年 H1 营收 38.8 亿元，同比-10.6%，归母净利润-3.9 亿元，同比+24.2%，毛利率-2.1%，同比-0.1pct，归母净利率-10.1%，同比+1.8pct；其中 25Q2 营收 18.8 亿元，同环比-23.3%/-6.3%，归母净利润-2.2 亿元，环比亏损扩大，毛利率-4.7%，同环比-1.2/-5pct，归母净利率-11.9%，同环比+1.6/-3.6pct。25Q2 出货稳定，碳酸锂跌价影响盈利。公司 25H1 出货量 12.2 万吨，同比+16%，其中 Q2 出货量预计 6 万吨+，同环比持平。我们测算目前公司产能 45 万吨，其中有效产能为 26 万吨铁锂+11 万吨锰铁锂，锰铁锂下游放量仍需时间，因此我们预计 25 年出货 28 万吨左右，同比增 20%+。盈利端，Q2 公司单吨毛利-0.14 万元，环比转亏，单吨亏损 0.5 万元，亏损幅度扩大，主要由于碳酸锂跌价影响，我们预计 25H2 随着高端产品价格改善、结构优化，有望明显减亏，做到单季扭亏。Q2 现金流好转，费用管控加强。公司 25 年 H1 期间费用 3.3 亿元，同比-23.5%，费用率 8.5%，同比-1.4pct，其中 Q2 期间费用 1.6 亿元，同环比-12.9%/-2.2%，费用率 8.7%，同环比+1/+0.4pct；25 年 H1 经营性净现金流-7.6 亿元，其中 Q2 经营性现金流 1.6 亿元，同环比转正；25 年 H1 资本开支 2.6 亿元，同比-36.8%，其中 Q2 资本开支 1.4 亿元，同环比-34.2%/+6.7%；25 年 H1 末存货 8.9 亿元，较年初-9.2%。

盈利预测与投资评级：考虑碳酸锂跌价影响，下调公司 25-27 年预期归母净利至-4.1/2.7/5.2 亿元（此前预测-1.5/2.7/6.1 亿元），同比+69%/+165%/+92%，对应 26-27 年 PE 为 37x/19x，考虑 26-27 年铁锂行业供需好转，维持“增持”评级。风险提示：行业竞争加剧，下游需求不及预期，原材料价格波动。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕  
证券分析师：岳斯瑶)

### 捷昌驱动 (603583)：2025 年中报点评：符合市场预期，机器人业务进展顺利

**投资要点** 事件：公司 25H1 营收 20.1 亿元，同比+27.3%，归母净利润 2.7 亿元，同比+43.3%，毛利率 30.2%，同比-0.1pct，归母净利率 13.5%，同比+1.5pct；其中 25Q2 营收 10.5 亿元，同比+20.5%，归母净利润 1.6 亿元，同比+32.3%，毛利率 32.3%，同比+1.9pct，归母净利率 15.2%，同比+1.4pct。业绩符合市场预期。全球核心产能布局进一步完善，线性驱动业务保持稳健增长。25H1 公司线性驱动业务实现营收 20 亿元，同比+27%，毛利率 30.26 亿元，同比-0.03pct，

收入稳健增长，毛利率保持稳定。其中公司聚集海外市场，25H1 海外营收 13.92 亿元，占比 69%，毛利率 31.98%，相较去年全年仍有提升。北美、欧洲是公司海外最主要的市场，25H1 美国子公司营收 5.22 亿元，同比+34%，需求旺盛；欧洲物流及生产基地一期基本建设完毕，该基地将与捷昌德国子公司及奥地利 LOGICDATA 形成深度协同，进一步提升公司在欧洲地区技术研发、生产交付及供应链管理能力。对关税问题，公司依托全球化的产能布局，有望在较大程度上减少影响。展望 25H2，我们预计公司线性驱动业务有望保持同比 20-30% 的稳健增长。机器人零部件进展顺利，有望成为第二增长曲线。25H1 公司机器人执行器事业中心已完成空心杯电机的量产落地，旋转模组通过了可靠性验证并进入下游整机厂测试，反向式行星滚柱丝杠持续推进工艺与材料创新，推动线性执行器的完善落地。公司十分重视机器人业务的发展，新增对浙江灵巧智能 1000 万投资，持股比例 1.67%，通过股权+合资公司的形式，有望加速公司空心杯电机在灵巧手中的应用和量产，成为公司重要的第二增长曲线。费用管控效果显著，存货&合同负债显著增长。公司 25H1 期间费用 3 亿元，同-0.5%，费用率 15.1%，同-4.2pct，费用管控效果显著；25H1 经营性现金流净流入 3.6 亿元，同比+50.7%；25H1 末存货 9.2 亿元，同比+24%，合同负债 0.44 亿元，同比+30%，均保持显著增长，后期增长确定性强。盈利预测与投资评级：我们基本维持公司 25-27 年归母净利润分别为 3.92/4.97/6.40 亿元，同比+39%/27%/29%，现价对应 PE 分别为 38x、30x、23x，维持“买入”评级。风险提示：海外需求不及预期，人形机器人业务不及预期等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：谢哲栋

证券分析师：司鑫尧）

### 汉钟精机（002158）：2025 年中报点评：业绩受光伏周期影响承压，看好半导体真空泵&数据中心需求驱动成长

**投资要点** 业绩受光伏行业需求影响承压，压缩机业务因 AI 制冷需求增长。2025H1 公司实现营收 14.89 亿元，同比-18.9%，其中压缩机营收 10.77 亿元，同比+12.2%，占比 72.4%；真空产品营收 2.76 亿元，同比-60.1%，占比 18.6%；零配件及维修营收 1.17 亿元，同比-27.0%，占比 7.9%。归母净利润 2.57 亿元，同比-42.9%；扣非归母净利润 2.48 亿元，同比-41.7%。2025Q2 单季公司营收 8.82 亿元，同比-18.7%，环比+45.5%；归母净利润 1.4 亿元，同比-54.1%，环比+18.7%；扣非归母净利润 1.37 亿元，同比-52.5%，环比+23.7%。盈利能力有所下滑，维持高研发投入。2025H1 公司毛利率为 35.0%，同比-5.4pct，压缩机毛利率为 34.8%，同比+0.9pct，真空产品毛利率 36.4%，同比-9.8pct，零配件及维修毛利率 37.0%，同比-9.7pct；销售净利率为 17.4%，同比-7.3pct；期间费用率为 17.4%，同比+5.2pct，其中销售费用率为 4.5%，同比-0.4pct；管理费用率为 4.9%，同比+0.9pct；财务费用率为 1.7%，同比+3.1pct，主要系汇兑损失较去年同期上升所致；研发费用率为 6.3%，同比+1.6pct。2025H1 研发费用为 0.94 亿元，同比+9.3%。2025Q2 单季毛利率为 34.6%，同比-8.2pct，环比-1.1pct；销售净利率为 15.9%，同比-12.2pct，环比-3.7pct。存货&合同负债同比下滑，现金流同比小幅增长。截至 2025H1，公司合同负债 1.36 亿元，同比-43.6%；存货为 7.64 亿元，同比-29.0%。2025H1 经营性净现金流为 4.07 亿元，同比+5.3%。半导体真空泵国产替代加速，业务进入批量交付阶段。全球半导体真空泵市场长期由 Edwards 等欧美日龙头主导，国产化率不足 15%。公司作为国内领先厂商，已完成 PMF 系列、PDM 系列、iPH 系列三大系列产品的开发，并取得 SEMI 安全

基准认证，覆盖从 Load Lock、刻蚀到薄膜沉积等关键制程需求。目前，公司产品已通过部分国内芯片制造商的认可，并已开始批量供货。随着下游晶圆厂扩产、新工艺验证持续推进，公司产品导入有望加速放量，成长空间广阔。数据中心建设高景气，公司制冷压缩机产品线全面覆盖。随着 AI 技术的快速发展，对算力与存储能力的需求急剧上升，带动了数据中心的建设热潮。同时，随着能效标准和环境政策的不断提高，为公司制冷压缩机业务带来了新的发展机遇。针对数据中心领域，公司有永磁变频的螺杆式、磁悬浮离心式、气悬浮离心式制冷压缩机，精准契合其高效制冷需求，为公司未来在变频、高效能技术研发领域奠定坚实的实践基础，进一步巩固在高端应用场景中的领先优势。盈利预测与投资评级：考虑到光伏行业周期影响，我们下调 2025-2027 年公司归母净利润分别为 6.3/7.1/8.4 亿元（前值 8.7/9.2/10.4 亿元），当前股价对应 PE 为 21.4/18.8/15.9 倍，考虑到公司半导体真空泵业务长期成长空间较大，维持“增持”评级。风险提示：下游扩产不及预期，客户拓展不及预期，原材料价格波动等。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

### 新华保险（601336）：2025 年中报点评：NBV、净利润均表现亮眼，总投资收益率领先同业

**投资要点** 事件：新华保险发布 2025 年中报。1) 25H1 归母净利润 148 亿元，同比+33.5%；Q2 单季 89 亿元，同比+45.2%。2) 截至 25H1 末，归母净资产 834 亿元，较年初-13.3%。3) 25H1 ROE 15.9%，同比+4.7pct。4) 25H1 NBV 61.8 亿元，同比+58.4%。5) 截至 25H1 末，EV 2794 亿元，较年初+8.1%。6) 2025 年中期股息 0.67 元/股，同比+24.1%；中期分红占净利润 14.1%，同比-1.1pct。净资产环比修复。1) 截至 25Q1 末，净资产较年初-17.0%。2) 截至 25Q2 末，净资产较 Q1 +4.5%，主要归因于：①25Q2 公司分红 62 亿元，导致净资产环比-7.8%；②市场利率下行叠加新业务入账，导致负债准备金增加，使净资产环比-12.4%；③Q2 市场利率季度环比下行叠加权益市场走强，FVOCI 类债券、股票公允价值提升带动净资产环比+12.1%；④Q2 单季净利润增厚净资产 11.2%。

投资：核心权益占比维持高位，投资收益率领先同业。1) 投资规模 1.7 万亿元，较年初+5.1%。其中债券占比 50.6%，较年初-1.5pct；股票占比 11.6%，较年初+0.5pct；基金占比 7.0%，较年初-0.7pct。2) 核心权益规模较年初+4.0%至 3194 亿元，占比-0.1pct 至 18.7%，但仍显著高于同业。股票仍以 TPL 为主，OCI 股票规模较年初+22.3%，OCI 股票占比较年初+1.9%至 18.8%。3) 总、综合投资收益率领先同业。年化净投资收益率 3.0%，同比-0.2pct；年化总投资收益率 5.9%，同比+1.1pct；年化综合投资收益率 6.3%，同比-0.2pct。寿险：银保、个险渠道均显著增长，NBV Margin 有所下降。1) 保费：长险新单 396 亿元，同比+113%。其中中期交保费 255 亿元，同比+65%。2) 分红险占比提升。传统险、分红险、健康险长险新单保费分别同比+90%、+250%、+45.5%。3) NBV Margin 14.9%，同比-3.9pct。4) 个险长险新单 145 亿元，同比+71%；NBV 31.1 亿元，同比+11.7%。银保长险新单 250 亿元，同比+150%；NBV 32.7 亿元，同比+137%。

人力：人均产能同比大增。1) 25H1 个险规模人力 13.3 万，较年初基本持平。其中月均合格人力 2.5 万人；月均绩优人力 1.79 万人。累计新增人力 2 万人，同比+182%。2) 月均绩优率 13.3%，同比+0.8pct；月均人均综合产能 1.67 万元，同比+74%。3) 我们认为随着公司持续推进“XIN 一代”计划专项队伍建设项目，下半年人均产能预计维持高位。盈利预测与投资评级：结合公司 2025 年中期经营情况，我们上调 2025-2027 年归母净利润预

测至313/325/337亿元(前值为292/302/314亿元)。当前市值对应2025E PEV 0.71x、PB 2.32x, 仍处低位。我们看好公司将以深化供给侧改革为主线, 深刻把握新时代广大居民健康、养老、财富管理等发展机遇, 维持“买入”评级。风险提示: 长端利率趋势性下行, 权益市场波动, 新单保费承压。

(证券分析师: 孙婷)

### 华达科技(603358): 2025年半年度报告点评: 25Q2业绩高增, 新能源转型加速

**投资要点** 事件: 公司发布2025年半年度报告。营收28.68亿元, 同比+22.48%; 归母净利1.99亿元(预期为1.97-2.46亿元), 同比+21.17%; 扣非归母净利1.83亿元, 同比+15.42%。其中, 江苏恒义提供营收8.71亿元, 同比+9%; 净利润0.57亿元, 同比+58%。从25Q2来看, 营收为18.69亿元, 同比+94.85%/环比+87.04%; 归母净利润1.53亿元, 同比+3696%/环比+234%; 扣非归母净利为1.35亿元, 同比+795%/环比+186%。盈利能力方面, 25H1公司归母净利率为6.9%, 同比-0.1pct; 销售毛利率为15.15%, 同比-2.58pct。其中, 25Q2归母净利率为8.19%, 同比+7.77pct/环比+3.61pct; 25Q2销售毛利率为16.04%, 同比-0.70pct/环比+2.56pct; 25Q2费用管控成果斐然, 费用率同环比降幅显著。25Q2期间费用率为5.44%, 同/环比分别-4.24pct/-4.76pct; 其中, 销售/管理/财务/研发费用率分别为0.81%/2.08%/0.13%/2.43%, 同比分别-0.08pct/-1.89pct/-0.16pct/-2.11pct, 环比分别-0.67pct/-2.07pct/-0.34pct/-1.68pct。新能源转型见效, 客户结构持续优化: 25H1公司新能源汽车零部件收入7.8亿元, 同比+8.2%, 占主营收入的比例为28.6%。当前, 公司直接/间接客户结构涵盖宁德时代等国内主要新能源汽车生产企业和下游理想汽车、小米汽车、华为鸿蒙智行、零跑等主流新能源车企。获35亿元新能源定点, 25H2整装再出发。8月25日, 公司发布公告宣布获35亿元新能源零部件项目定点: 1) 车身零部件获7家客户16个项目, 生命周期销售26亿元(新能源占比100%), 25Q4量产; 2) 子公司获电池箱托盘3家客户5个项目, 生命周期销售6亿元, 25Q3量产; 3) 子公司获铝压铸件7家客户8个项目, 生命周期销售3亿元(含5家新客户), 25Q3量产。积极把握低空经济和机器人产业, 拓宽成长空间: 公司立足汽车, 走出汽车, 围绕飞行汽车、人形机器人等“新质生产力”领域收购与兼并: 1) 低空经济板块, 公司控股子公司收到亚洲头部eVTOL公司的飞行器项目定点开发通知书, 单机价值量为几万元, ASP显著高于汽车; 2) 人形机器人板块, 公司与埃夫特签订战略合作协议, 此外公司已经开始小批量供货国际知名人形机器人公司, 第三增长曲线兑现在即。盈利预测与投资评级: 我们维持对公司2025-2027年归母净利润为4.70/5.84/7.33亿元的预测, 当前市值对应2025-2027年PE为43/35/28倍, 维持对公司“买入”的评级。风险提示: 新能源渗透率不及预期; 产能爬坡不及预期; 新业务拓展不及预期。

(证券分析师: 黄细里 证券分析师: 郭雨蒙)

### 先导智能(300450): 2025年中报点评: 业绩持续高增, 固态电池设备获国内外头部玩家批量订单

**投资要点** 业绩高增, 高毛利海外订单加速释放: 2025H1公司实现营收66.1亿元, 同比+14.9%, 其中锂电设备营收45.5亿元, 同比+16.4%; 光伏设备营收5.3亿元, 同比+32.0%; 高毛利海外业务营收11.5亿元, 同比+5.4%。期间公司归母净利润为7.4亿元, 同比+61.2%; 扣非净利润为7.3亿元, 同比+63.5%; 期间公司冲回2.3亿元信用减

值。25Q2 单季营收为 35.1 亿元，同比+43.9%，环比+13.4%；归母净利润为 3.8 亿元，同比+456.3%，环比+2.7%。H1 净利率持续改善，海外业务贡献高毛利率：2025H1 毛利率为 33.8%，同比-2.6pct，其中锂电设备为 35.1%，同比-6.8pct，我们认为主要系行业下行期订单确认收入；海外毛利率为 40.3%，显著高于国内约 5pct。现金流持续改善，公司在手订单充足：截至 Q2 末公司存货为 148.4 亿元，同比+13.1%；合同负债为 130.6 亿元，同比+14.3%，在手订单充足。2025Q2 公司经营活动净现金流为 14.9 亿元，现金流持续改善，验收节奏加快。覆盖固态电池整线设备，多工段获欧、美、日、韩及国内头部电池玩家重复订单：①前道制程：包括湿法和干法两条路线，公司已推出高效制浆、混料涂布、混料分散及高剪切等核心设备，并延伸至真空镀膜、固态复合转印等共用环节。②中道制程：以固态电池高效叠片机和 600mPa 大容量卧式等静压机为核心，覆盖成型及致密化全流程。③后道制程：包含干法粉体综合测试仪及固态电池一体柜卧式高温夹具方案，实现高压化成分容与装配。公司各工段固态电池设备陆续交付欧、美、日、韩及国内头部电池玩家并获得批量订单。宁德时代港股 IPO 募集 353 亿港元，主要投向匈牙利产能建设，先导有望充分受益：约 90%募集资金(276 亿港元)将用于匈牙利德布勒森工厂建设，该超级工厂规划总产能 72GWh，分两期建设。一期项目已投入 7 亿欧元，规划产能为 34GWh，据宁德时代官方预计（下同）将于 2025 年投入生产；二期项目规划产能 38GWh，预计将于 2025 年开工建设。达产后将配套宝马、奔驰等欧洲车企，服务欧洲市场。海外锂电扩产加速，公司海外业务快速放量：（1）欧洲地区：纯海外客户包括大众、ACC、保时捷、宝马等整车厂，国内企业包括宁德的匈牙利项目。（2）北美地区：公司 24 年 3 月公布了 ABF 20GWh 的订单，随着美国关税加剧，本土宁德授权（LRS）产能有望加速落地。（3）东亚地区：地区车企龙头&光储一体能源巨头有望同步扩产动力&储能产能。盈利预测与投资评级：考虑到锂电行业回暖，25H1 大幅修复，25H2 业绩有望继续高增，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润至 15.3（原值 10.6）/20.4（原值 17.0）/24.8（原值 22.3）亿元，对应股价 PE 为 30/23/19 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游扩产不及预期风险，新产品研发及验证不及预期风险。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

#### 阿特斯(688472): 2025 年中报点评: 高质量光伏战略+储能强势突破, 25H1 业绩超预期

**投资要点** 公司发布 2025 年中报, 25H1 营收 210.5 亿, 同比-4.1%, 归母净利 7.3 亿, 同比-41.0%; 其中 Q2 营收 124.7 亿, 同环比 +0.9%/+45.2%, 归母净利 6.8 亿, 同环比+3.5%/+1346.8%, 业绩略超市场预期。组件高价市场支撑、盈利优于同行。25H1 公司组件出货 14.8GW, 其中 Q2 出货 7.9GW, 环增 14%。Q2 公司计提 5.5 亿的 PERC 及库存资产减值后, 组件基本盈亏平衡, 显著优于同行, 主要是美国本土组件工厂持续爬坡生产贡献利润, 据我们测算, Q2 美国出货占比预计 30%+。公司预计 25Q3 组件出货 5-5.3GW, 全年出货 25-27GW, 同比-16%左右。新技术上, 公司 HJT 电池转换效率达 27.1%, 良率 99%, 同时研发 BC 和钙钛矿叠层, 强化技术储备。储能增长势头强劲、在手订单充足。25H1 公司储能出货 3.1GWh, 同增 19%, 我们预计贡献 7-8 亿利润, 对应单 wh 利润预计 2.5 毛/wh, 其中 Q2 出货 2.2GWh, 环增 140%+。除美国市场外, 公司在加拿大、拉美、英国等市场持续开拓, 截至 Q2 末公司储能在手订单金额达 30 亿美元（含长期服务协议），为后续业绩增长提供坚实支撑。公司预计 25Q3

储能出货 2.1-2.3GWh, 全年出货 7-9GWh, 同增 20%+。费用率有所提升、现金流大幅增长。公司 H1 期间费用率 8.8%, 同比+1.3pct, 主要系储能板块管理人员增加, 同时组件板块辞退福利增加导致管理费用同比+37.4%。H1 期间经营活动现金流净额大幅增长至 37.82 亿元, 同比+157.95%, 主要受益于货款回笼加快及储能预收款增加, 同时公司持续优化库存, 采购支出较去年同期减少。盈利预测与投资评级: 由于上半年光伏行业竞争依然激烈, 公司盈利承压, 我们下调 25-26 年盈利预测, 预计 25-26 年归母净利润分别为 22.8/31.6 亿元 (原预期 25/26 年为 37.3/45.9 亿元), 新增预期 27 年归母净利润 38.8 亿元, 同比+1.5%/+38.7%/+22.7%, 对应 PE 分别为 16/11/9x。考虑储能业务成为第二增长曲线, 公司组件业务高价市场支撑, 我们给予 26 年 16xPE, 目标价 13.8 元, 维持“买入”评级。风险提示: 竞争加剧, 政策不及预期, 汇率变动等

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 郭亚男)

### 杭可科技 (688006): 2025 年中报点评: 业绩逐季修复, 海内外客户共振

**投资要点** Q2 业绩高增, 充分受益于行业回暖: 2025H1 公司实现营收 19.70 亿元, 同比+4.2%, 主要系设备验收有所加快, 相应销售收入同比有所上升, 其中充放电设备营收 13.82 亿元, 同比-4.99%, 占比 70.17%; 配件营收 0.16 亿元, 同比+27.28%, 占比 0.83%; 其他设备 (主要为自动化物流设备、单机测试设备等) 营收 5.62 亿元, 同比+37.51%, 占比 28.54%; 其他业务营收 0.09 亿元, 同比-35.28%, 占比 0.47%; 归母净利润 2.88 亿元, 同比+6.9%; 扣非归母净利润 2.73 亿元, 同比+8.21%。2025Q2 单季公司营收 12.90 亿元, 同比+28%, 环比+90%; 归母净利润 1.72 亿元, 同比+79%, 环比+49%; 扣非归母净利润 1.56 亿元, 同比+90%, 环比+34%。Q2 毛利率环比修复, 维持高研发投入: 2025H1 公司毛利率为 24.53%, 同比-5.39pct, 主要系公司收入确认周期约 1-1.5 年, 本期确认收入的订单多数在 2023-2024 年签订, 当时竞争较为激烈, 毛利率同比有所下降。其中充放电设备毛利率 19.34%, 同比-9.59pct; 配件毛利 70.55%, 同比+14.86pct; 其他设备毛利率为 34.86%, 同比+4.35pct; 其他业务毛利率为 92.67%, 同比+0.3pct。销售净利率为 14.6%, 同比+0.4pct; 期间费用率为 7.0%, 同比-3.9pct, 其中销售费用率为 1.8%, 同比-0.6pct, 管理费用率为 4.06%, 同比-0.28pct, 财务费用率为-5.3%, 同比+1.2pct, 主要系本期汇兑收益较同期增加所致, 研发费用率为 8.63%, 同比-3.5pct。期间公司研发投入稳定增长, 2025H1 投入研发费用 1.28 亿元, 较上年同期增加 13.15%。2025Q2 单季毛利率 26.36%, 同比-0.01pct, 环比+5.31pct; 销售净利率为 13.34%, 同比-3.78pct, 环比-3.68pct。合同负债增长, 经营性现金流大幅改善: 截至 2025H1 末, 公司合同负债 22.24 亿元, 同比+6.1%; 存货为 24.22 亿元, 同比-9.1%, 25H1 公司经营性现金流为 5.41 亿元, 同比+383%, 环比+220.12%, 主要系本期销售收款同比增加所致。国内外市场双轮驱动, 海外整车厂突破加速成长: (1) 全球客户与业务优势: 公司深耕锂电后段系统整体解决方案, 具备化成分容、测试、物流等核心环节技术, 能够覆盖方形、固态、小钢壳、软包等多类型电池, 客户已涵盖宁德时代、比亚迪、三星、LG、SK、丰田等国内外头部电池厂及整车厂。(2) 国内市场回暖: 2025H1, 公司持续深化与比亚迪、亿纬锂能、欣旺达、国轩高科、珠海冠宇等头部厂商合作, 中标新增及改造产线订单, 并积极支持客户海外工厂建设, 稳固基本盘。(3) 国际客户突破: 在稳固与 LG、三星、SK 等韩系客户合作的基础上, 公司成功突破进入特斯拉供应链,

进入丰田量产线体系并深化合作，同时稳步推进大众 PowerCo 西班牙及加拿大项目交付与协同，海外订单释放节奏加快。(4) 锂电后段检测环节进入智能化加速期，AI 与数字孪生广泛应用，检测精度与全生命周期追溯能力提升，能量回收与安全环保技术升级。公司作为头部后段系统供应商，将率先受益于设备单价提升与跨场景适配需求。盈利预测与投资评级：考虑到设备验收进度，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润预测至 5.8（原值 4.3）/7.4（原值 5.8）/8.8（原值 7.3）亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 22/18/15 倍。看好公司海外订单拓展进度，维持“买入”评级。风险提示：下游扩产不及预期，新品拓展不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

#### **微导纳米（688147）：2025 年中报点评：业绩超预期，半导体设备加速放量**

**投资要点** 利润端大幅增长，半导体收入占比提升：2025H1 公司营收 10.50 亿元，同比+33.4%，其中光伏设备收入 8.04 亿元，同比增长 31.5%，占比 76.5%；半导体设备收入 1.9 亿元，同比增长 27.2%，占比由 2023 年的 7+% 提升至 18+%，归母净利润 1.92 亿元，同比+348.9%；扣非归母净利润 1.36 亿元，同比+1,090.4%。主要系光伏与半导体设备工艺覆盖度提升，客户验收设备数量增长，在手订单逐步转化。2025Q2 单季营收为 5.40 亿元，同比-12.4%，环比+5.8%；归母净利润为 1.08 亿元，同比+175.7%，环比+28.7%；扣非归母净利润为 0.55 亿元，同比+80.0%，环比-32.3%。成本端稳健+费用下行，盈利能力持续优化：2025H1 公司销售毛利率 36.1%，同比-2.3pct，销售净利率 18.3%，同比+12.9pct；期间费用率为 22.9%，同比-11.6pct。Q2 单季销售毛利率为 36.0%，同比-1.2pct，环比-0.2pct；销售净利率为 20.1%，同比+13.7pct，环比+3.6pct。25H1 现金流改善明显，半导体设备在手订单同比+73.2%：截至 2025H1 末，合同负债 18.35 亿元，同比-25.4%；存货 36.83 亿元，同比-16.9%；2025H1 公司半导体业务增长强劲、新增半导体设备订单超去年全年水平、在手订单 23+ 亿元、同比+73+%，较年初增长 54.7%。2025H1 经营性净现金流-1.82 亿元，同比大幅收窄（上年同期-7.95 亿元），其中 Q2 经营性净现金流-0.26 亿元，环比改善趋势明显（25Q1 为-1.56 亿元）。半导体设备持续突破，订单快速放量：公司作为国内 ALD/CVD 设备龙头，已实现 High-K 金属氧化物、硬掩膜、金属化合物等多种关键工艺的量产交付，客户涵盖逻辑、存储、先进封装、新型显示等多个领域。公司于 2025 年 8 月成功发行总额 11+亿元的可转债、其中拟投入 6+ 亿元用于半导体薄膜沉积设备智能化工厂建设，2.27 亿元用于研发实验室扩建。我们预计，该项目将有效提升公司半导体设备产能与技术成果转化能力，满足日益增长的订单需求，强化公司在 ALD/CVD 设备领域的交付能力与竞争优势。光伏设备保持领先，XBC/钙钛矿布局完善：光伏业务继续推进 TOPCon、XBC、钙钛矿技术路线。截至 25H1，公司应用于 TOPCon 电池段 JW 系列边缘钝化设备获得重要客户订单；XBC 整线解决方案实现突破；应用于钙钛矿电池的 HY 系列板式 ALD 设备、SuiREVA 系列卧式蒸镀系统进入产业化应用阶段，公司在光伏整线设备、钙钛矿产业化方面均处于领先地位。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 2.8/3.7/4.8 亿元，对应当前 PE 为 74/55/42 倍，维持“增持”评级。风险提示：下游扩产不及预期，新品拓展不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

#### **国光电气（688776）：2025 年中报点评：继续深耕微波器件和核工业**

### 设备领域，持续加大研发投入

事件：公司发布 2025 年中报。公司 2025 年上半年实现营业收入 2.31 亿元，同比去年-34.21%；归母净利润-1225.47 万元，同比去年-124.06%。

投资要点 微波器件因市场需求波动和项目推进延迟，核工业设备则因 ITER 项目的技术更改和订单延迟，营收有所减少：2025 年上半年，国光电气实现营业收入 2.31 亿元，同比去年-34.21%；归母净利润-1225.47 万元，同比去年-124.06%。业绩明显下滑的核心原因在于核工业设备受 ITER 项目技术方案调整，国内总体单位尚处设计阶段，订单暂未释放；同时微波器件因下游总体单位项目节点延后，部分订单延迟下达，叠加部分产品价格下调，导致整体收入规模缩减。从主营构成来看，公司微波电真空器件、微波固态器件、核工业设备及部件、压力容器真空测控组件等业务板块均不同程度承压，其中核工业设备收入降幅最大，而微波器件价格下降亦进一步压缩了利润空间。

整体规模保持稳定，周转率有所下降：截至 2025 年 6 月末，公司资产总计 245.30 亿元，较上年末微增 0.20%；负债合计 61.25 亿元，资产负债率维持约 25%，整体财务结构稳健。利润表端，公司销售毛利率由去年同期约 34.60%降至 24.11%，主要因收入下滑导致单位固定成本上升及产品价格下调所致；期间费用率则由去年同期约 10.67%上升至 17.33%，其中研发费用率因收入基数下降而被动抬升。现金流量方面，经营活动现金流净流出 1.91 亿元，去年同期为净流入 6.46 亿元，主要系销售回款减少所致；合同负债期末余额 1.34 亿元，较年初减少 19.30%，反映订单预收款减少；存货期末余额 24.82 亿元，较年初增长 2.72%，库存积压压力有所上升。2025 年上半年，公司在技术研发与产业布局方面持续推进：核心竞争力方面，公司“宽带大功率行波管设计技术”等 13 项核心技术持续升级，并荣获 2024 年度四川省科学技术奖一等奖，彰显技术领先地位。研发层面，公司新申请知识产权 6 项，累计授权达 133 项，研发投入 1.16 亿元，占营收比重 5.04%。新产品方面，霍尔电推进器核心部件配套空间站天和核心舱并实现小批量销售，ITER 第一壁全尺寸原型件进入产业化阶段，核工业领域专用泵与阀门实现国产化突破。资本运作方面，公司与天府创新能源研究院等共同设立“先觉聚能科技（四川）有限公司”，布局聚变裂变混合能源产业链，强化未来战略协同。盈利预测与投资评级：公司业绩相对承压，我们基本维持先前的预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.23/1.56/2.09 亿元，对应 PE 分别为 75/59/44 倍，维持“买入”评级。风险提示：1) 外部环境变化带来的宏观经济的风险；2) 国家政策的风险；3) 用户议价采购的风险；4) 产品交付的风险。

（证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 证券分析师：高正泰）

### 国博电子（688375）：2025 年中报点评：有源相控阵雷达领域保持稳定增长，积极拓展商业航天新兴市场

事件：公司发布 2025 年中报。公司 2025 年上半年实现营业收入 10.70 亿元，同比去年-17.82%；归母净利润 2.01 亿元，同比去年-17.66%。

投资要点 T/R 组件产品凭借其在有源相控阵雷达领域的核心技术优势，继续保持稳定增长：公司 2025 年上半年实现营业收入 10.70 亿元，同比下降 17.82%；归属于母公司净利润 2.01 亿元，同比下降 17.66%。收入及利润双降主要系 T/R 组件和射频模块两大支柱产品订单减少所致，其中 T/R 组件及射频模块收入 9.44 亿元，占主营比重由上年同期的 93%降至 89%，射频芯片收入 0.91 亿元，占比略升至 9%，其他芯片收入 0.22 亿元。订单下滑一方面源于部分军品审价周期拉长

导致收入确认延后，另一方面系下游基站建设节奏放缓、客户提货节奏调整，叠加去年同期高基数效应。销售毛利率保持稳定，但费用率有所上升：资产负债表端，截至 2025 年上半年期末货币资金 18.67 亿元，较年初减少 20.74%，主要因结构性存款到期赎回减少及支付分红；应收账款 32.28 亿元，较年初增加 22.87%，与军品回款周期拉长有关；存货 3.33 亿元，较年初增加 29.82%，公司主动备货以应对下半年交付高峰。利润表端，2025 年上半年综合毛利率 39.05%，同比提升 3.80 个百分点，得益于高毛利军品占比提升及原材料价格回落；研发费用率 12.17%，下降 1.64 个百分点，因部分研发项目进入验收阶段投入减少。现金流量表端，截至 2025 年上半年经营活动现金流净额 0.70 亿元，同比下降 80.64%，核心原因是销售回款减少；合同负债 0.67 亿元，较年初增加 66.25%，反映新签订单预收款增加。2025 年上半年，公司继续巩固有源相控阵 T/R 组件和射频集成电路双主业优势，核心竞争力未现重大不利变化：技术层面，W 波段系统级封装天线异构集成、低剖面宽带毫米波数字阵列等关键技术取得突破，多款产品已在低轨卫星及商业航天领域小批量交付；GaN 射频模块完成新一代金属陶瓷封装及塑封 PAM 迭代，性能对标国际主流，为 6G 预研奠定基础。资本运作方面，射频芯片和组件产业化项目已结项，节余募集资金 2.38 亿元永久补流，二期产业化项目正按计划推进，预算 6.98 亿元、已投入 2.66 亿元，预计 2025 年末投产，将进一步夯实公司在高频高密度组件领域的领先地位。盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，考虑到订单的不确定性，出于谨慎原则，我们略微下调先前的预测，预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 5.33/5.97 亿元，前值 5.56/7.03 亿元，新增 2027 年预测 8.11 亿元，对应 PE 分别为 72/65/48 倍，维持“买入”评级。风险提示：1) 新产品研发的风险；2) 核心技术失密的风险；3) 核心技术人员流失的风险；4) 市场竞争加剧的风险。

(证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 证券分析师：高正泰)

#### 睿创微纳 (688002)：2025 年中报点评：持续优化 6 $\mu$ m 产品，完成了 8 $\mu$ m 系列产品量产

事件：公司发布 2025 年中报。公司 2025 年上半年实现营业收入 25.44 亿元，同比去年+25.82%；归母净利润 3.51 亿元，同比去年+56.47%。

投资要点 T/R 组件、相控阵子系统及雷达整机等营收贡献逐步增加，成为公司新的增长点：2025 年上半年，睿创微纳实现营业收入 25.44 亿元，同比增长 25.82%；归属于母公司净利润 3.51 亿元，同比增长 56.47%。业绩快速上扬的核心推力来自红外热成像及光电业务的放量，该板块依托探测器、机芯到整机的全链条优势，抓住特种装备升级与车载、户外等民用场景渗透率提升的窗口，收入规模与盈利水平同步抬升。产品结构方面，非制冷红外探测器、机芯模组仍是收入基石，车载、低空经济、卫星通信等新兴应用贡献增量；微波射频及激光测距业务虽体量尚小，但增速亮眼，成为第二增长曲线。公司持续优化产品组合，高附加值的大面阵、小像元产品占比提升，叠加规模效应显现，带动毛利率与净利率双升。公司财务状况稳健，符合公司业务发展的需要：资产负债表端，期末总资产 93.44 亿元，较年初增 6.11%；归母净资产 57.61 亿元，增 6.60%。重要科目中，应收账款 14.52 亿元，较年初升 10.22%，系业务扩张及大客户账期所致；存货 19.62 亿元，增 12.47%，主因提前备货应对交付高峰；合同负债 1.63 亿元，增 12.64%，显示在手订单充裕。利润表层面，销售毛利率 51.34%，保持稳健；研发费用率 19.96%，同比提升 1.62 个百分点，强化技术

壁垒；期间费用率整体受控。现金流量表显示，经营活动净流入 3.18 亿元，同比大增 328.46%，系销售回款改善；投资净流出 9.94 亿元，主要用于产线扩产与研发平台升级；筹资净流入 1.06 亿元，债务与股权融资并举，为后续扩张提供弹药。

公司核心竞争力再上台阶：8 $\mu$ m、6 $\mu$ m 非制冷红外探测器实现量产并通过车规认证，巩固全球技术领先地位；发布行业首款融合红外、可见光与 4D 毫米波雷达的智能感知方案，切入自动驾驶赛道。微波领域完成 Ku/Ka 波段有源相控阵终端卫星互联网验证，打通“芯片—组件—系统”全链路。资本运作方面，公司使用可转债募集资金 5.22 亿元，投向智能光电传感器平台及合肥英睿产线扩建，产能有序释放；同时以产业基金形式参股上下游项目，强化生态协同。此外，公司启动 2025 年限制性股票激励计划，深度绑定核心人才，为长期成长注入动能。

盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，出于审慎考虑，我们下调先前的预测，预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 6.70/8.74 亿元，前值 8.29/9.88 亿元，新增 2027 年预测 10.55 亿元，对应 PE 分别为 53/41/34 倍，维持“买入”评级。

风险提示：1) 战略风险；2) 宏观经济波动风险；3) 行业竞争风险；4) 采购与供应链管理风险。

(证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 证券分析师：高正泰)

#### 奥迪威 (832491)：2025 年中报点评：业绩稳中有升，液冷赛道新品值得期待

事件：公司发布 2025 年半年报，报告期内实现营收 3.30 亿元，较去年同期增长 16.26%，实现归母净利润 5046.86 万元，较去年同期增长 7.81%，扣非净利润 4666 万元，同比增长 12.20%。

投资要点：传感器业务持续增长，执行器业务有所下滑。2025 年上半年，公司实现营业收入 3.30 亿元，同比增长 16.26%，主要因为公司产品升级，取得了下游市场认可，订单需求增加。分业务来看，公司传感器业务实现营收 2.76 亿元，同比增长 28.77%，毛利率为 37.27%，公司进一步提升产品在智能汽车、智能仪表、工业控制等方面的应用；执行器业务实现营收 4376.44 万元，同比下降 33.16%，毛利率为 21.43%，主要是电声器件的销量减少，下游客户受到海外安防消费市场订单减少而波及上游的器件需求订单减少所致；技术服务费及其他实现营收为 731.36 万元，同比增长 276.84%，占比仍然不高。

传感技术受益智驾、AI 数据中心等众多科技浪潮。据赛迪顾问报告显示，2024 年全球传感器市场规模达 2,085.9 亿美元，同比增长 8.1%；2024 年中国传感器市场规模达 4,061.2 亿元，同比增长 11.4%，据预测，2027 年中国传感器市场规模有望达到 5,793.4 亿元，并将向智能化、微型化、低功耗和高效率方向发展。随着整车智能化的加速发展，泊车系统功能不断扩展，佐思汽研预计 2028 年行泊一体装配率将提高至 25% 左右。除此以外，随着智能算力提升，散热成为行业所面临的难题，液冷技术以散热能力可提升百倍以上优势应运而生，但液冷系统仍有动态流量匹配失衡、能耗效率瓶颈、多物理场耦合干扰等技术痛点。

开发液冷服务器场景下的传感器新品，AKII 车载超声波传感器实现批量应用。在液冷技术渗透率应用覆盖不断提升下，公司在智能流量监测解决方案上取得较大突破，以推动散热系统可实现“感知-决策-执行”的一体化功能。AI 服务器液冷散热专用系列流量传感器，采用超声波与涡街双技术架构，通过+3%的测量精度与毫秒级响应速度，构建从芯片级散热到机柜级热管理的全链路流量监测体系。公司自主研发的新一代 AKII 车载超声波传感器，正在逐步批量应用于国产品牌汽车主机厂，呈现加速渗透的趋势。

盈利预测与投资评级：公

司业绩基本符合我们此前预期，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润预测至 1.02/1.24/1.50 亿元（前值 1.01/1.15/1.37 亿元），对应 PE 分别 43.73/35.89/29.61 倍。考虑到公司发展稳健新布局产品赛道前景广阔，我们依然看好公司成长，维持“买入”评级。风险提示：1）质量控制的风险；2）海外市场产品进口关税及外汇政策变动的风险；3）存货跌价、毛利率波动的风险。

（证券分析师：朱洁羽 证券分析师：易申申

证券分析师：余慧勇 证券分析师：薛路熹 研究助理：武阿兰）

### **迈信林（688685）：2025 年中报点评：向算力服务领域战略拓展，航空航天业务持续驱动**

事件：公司发布 2025 年中报。公司 2025 年上半年实现营业收入 2.87 亿元，同比去年+54.51%；归母净利润 4108.07 万元，同比去年+42.76%。

投资要点 算力相关服务及销售业务的跨越式增长：迈信林公司 2025 年上半年实现营业收入 2.87 亿元，同比增长 54.51%；归属于上市公司股东的净利润 0.41 亿元，同比增长 42.76%。业绩增长主要得益于算力相关服务及销售业务的显著提升，该业务收入达 1.53 亿元，占营收总额的 53.36%，而上年同期仅为 0.16 亿元。航空航天零部件及工装业务收入占比有所下降，民用多行业精密零部件业务保持稳定增长，其中与西门子能源的合作取得突破，高复杂度零件加工获得客户认可。公司业务结构的变化反映了其向算力服务领域的战略拓展，同时航空航天板块通过优化客户结构降低了经营风险，民品业务则通过技术积淀提升了市场份额。 航空航天领域维持了较高的盈利水平，算力业务的高毛利特性进一步支撑了整体盈利质量：2025 年上半年，公司综合毛利率由去年提升至 56.98%，主要因高毛利的算力服务占比提升；销售、管理、研发费用率分别升至 2.67%、15.25%、7.10%，主要受股份支付费用增加及算力业务规模扩张所致。现金流显著改善，经营活动净流入 1.75 亿元，同比增 305.37%，得益于销售回款提速；合同负债 0.23 亿元，较年初增长 218.80%，显示算力订单预收款大幅增加；存货 0.71 亿元，较年初略降，周转有所加速。公司强调，资金回笼良好与订单结构优化共同强化了财务安全垫。 2025 年上半年，公司核心竞争力在“高精度、高效率、低损耗”制造体系上继续深化：蓝光扫描、数字孪生等 12 项核心技术全部进入批量应用，航空复杂结构件加工精度提升至 0.005 毫米。同时，新设立无人机事业部切入低空经济赛道，已完成多款民用无人机零部件试制。资本运作方面，新设全资子公司瑞航资产，布局资产管理业务，为后续产业投资打开空间。

盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，我们基本维持先前的预期，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.35/1.94/2.35 亿元，对应 PE 分别为 71/49/41 倍，维持“买入”评级。风险提示：1）受航空航天装备领域发展影响较大的风险；2）设备进口比例较高的风险；3）暂定价格与审定价格差异导致业绩波动的风险；4）与主要客户合作关系变化的风险。

（证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 证券分析师：高正泰）

### **中国海防（600764）：2025 年中报点评：水声电子防务增速最高，多个方面取得了重要进展**

事件：公司发布 2025 年中报。公司 2025 年上半年实现营业收入 13.85 亿元，同比去年+19.64%；归母净利润 9457.39 万元，同比去年+25.48%。

投资要点 各板块营收变化的原因主要在于市场需求的变化以及公司产品的市场竞争力提升：2025 年上半年，公司实现营业收入 13.85 亿元，同比增长 19.64%；归属于上市公司股东的净利润 0.95 亿元，

同比增长 25.48%。业绩提升主要得益于防务及电子信息产业双轮驱动。防务领域收入 6.25 亿元，同比增长 17.72%，其中水声电子防务产品贡献 4.20 亿元，增长 30.68%，系无人平台水声装备取得关键突破，合同签订与产品交付同步放量；特装电子产品收入 2.05 亿元，略降 2.12%，主因部分项目交付节奏调整。非防务领域实现收入 7.36 亿元，同比增长 22.07%，智慧城市与智能制造板块表现突出，轨道交通智能运维、新能源汽车铝锻产线等项目落地，带动电子信息产品收入达 7.12 亿元，同比增长 21.28%，成为拉动整体营收的核心动力。财务状况稳健，未来收入有保障：资产负债表端，截至 2025 年上半年，期末货币资金 21.93 亿元，较年初减少 10.27%，主要因经营活动净流出 1.60 亿元，投资活动净流出 0.70 亿元；应收账款 46.44 亿元、存货 17.46 亿元分别增加 1.86%、3.54%，反映订单增长但回款节奏放缓。利润表方面，2025 年上半年销售毛利率由 36.46%降至 35.32%，因防务产品成本上升及原材料价格波动；期间费用率由 18.63%降至 12.70%，其中销售费用 0.37 亿元下降 29.72%，系服务费与推广费压缩所致。现金流量表显示，截至 2025 年上半年，经营现金流净流出 1.60 亿元，上年同期为净流出 0.41 亿元，主因销售回款减少 3.09 亿元；合同负债 1.65 亿元增加 12.31%，预示在手订单充足；存货微增显示积极备货以匹配交付需求，整体运营稳健。公司核心竞争力持续强化：公司 2025 年上半年研发投入 1.51 亿元占营收 10.91%，水声通信、探测及救援技术体系化升级，部分成果将形成约 2 亿元产值；特装电子领域突破超小型编码器、高密度电源等关键技术，巩固高端模块电源龙头地位。非防务板块加速布局，轨道交通智能运维系统、港口智能装备、深海养殖智能系统先后中标千万级项目，海外首条汽车发动机零部件智能制造产线即将交付泰国客户。资本运作层面，公司完成 2024 年度权益分派 0.06 元/股，分红率超 40%。盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，我们维持先前的预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.95/3.67/4.63 亿元，对应 PE 分别为 87/70/55 倍，维持“增持”评级。风险提示：1) 新产品拓展不及预期；2) 原材料价格波动；3) 技术创新风险；4) 宏观政策风险。

(证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 证券分析师：高正泰)

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>