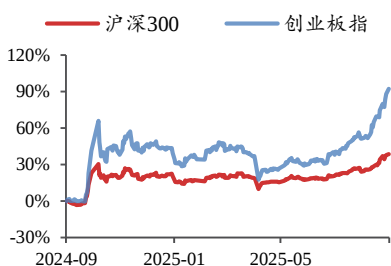


2025 年 09 月 02 日

开源晨会 0902

——晨会纪要

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
通信	5.222
综合	4.266
有色金属	3.462
医药生物	2.787
电子	1.420

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
非银金融	-1.284
银行	-1.031
家用电器	-0.540
交通运输	-0.509
汽车	-0.451

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

观点精粹

总量视角

【宏观经济】地产成交有所回暖——宏观经济专题-20250901

【宏观经济】制造业 PMI 略弱于季节性，关注服务消费增量政策——兼评 8 月 PMI 数据-20250831

【策略】2025年中报：结构重于全局、科技为先——投资策略专题-20250901

【固定收益】PMI 弱修复叠加资金收敛，债市收益率先下后上——固收专题-20250831

【金融工程】券商金股解析月报（2025 年 9 月）——金融工程定期-20250901

行业公司

【中小盘】关注“鲁班工坊”引领的职业教育出海——中小盘主题-20250901

【中小盘】关注 eSIM 封装和蚀刻引线框架领域——中小盘周报-20250831

【传媒】中报继续验证 AI 赋能，密切关注 AI 应用及 IP 新品——行业周报
-20250831

【非银金融】券商和保险中报向好，非银视角看居民资金动向——非金融行业
2025 年中报要点评述-20250831

【煤炭开采：永泰能源(600157.SH)】Q2 业绩环比提升，海则滩贡献成长和回购提振信心——公司信息更新报告-20250901

【海外：比亚迪电子(00285.HK)】AI 进展有望驱动重估，跟踪后续潜在增量兑现
——港股公司信息更新报告-20250901

【医药：三生制药(01530.HK)】创新成果价值兑现，长期增长动力强劲——港股公司信息更新报告-20250901

【可选消费：海尔智家(600690.SH)】历史首次中期分红，2025Q2 内外销快速增长——公司信息更新报告-20250901

【商贸零售：上美股份(02145.HK)】2025H1 业绩亮眼，多品牌协同打开成长空间
——港股公司信息更新报告-20250901

【商贸零售：朗姿股份(002612.SZ)】2025H1 业绩有所承压，期待医美业务内生外延推进——公司信息更新报告-20250901

【化工：苏博特(603916.SH)】Q2 利润同环比高增，看好公司后续业绩持续改善——公司信息更新报告-20250901

【非银金融：国泰海通(601211.SH)】合并后行业领先地位稳固，看好 ROE 中枢回升——国泰海通 2025 中报点评-20250901

**【家电：德昌股份(605555.SH)】2025Q2 业绩阶段性受关税扰动，海外产能爬坡
下看好短期业绩修复及长期代工份额提升——公司信息更新报告-20250901**

【医药：热景生物(688068.SH)】SGC001 完成 Ib 期临床，差异化创新助力公司崛起——公司信息更新报告-20250901

研报摘要

总量研究

【宏观经济】地产成交有所回暖——宏观经济专题-20250901

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 郭晓彬（分析师）证书编号：S0790525070004

供需：建筑与工业开工率边际下行，需求整体偏弱

1.建筑开工：开工率仍处季节性低位，基建水泥发运量再度下行。最近两周（8月17日至8月30日），石油沥青装置开工率、水泥发运率季节性位置仍位于历史中低位。基建项目水泥出库量再度下行，资金方面，建筑工地资金到位率同比低于2024年同期。

2.工业生产端，整体景气度仍处于历史中高位，但较上两周边际回落。最近两周，工业开工整体景气度仍处于历史中高位，但较上两周边际回落。化工链中PX开工率回升至历史中高位，PTA开工率回落至历史中低位，汽车半钢胎开工率低于2024年同期，焦化企业开工率回落至历史低位。

3.需求端，建筑需求同比再度转负，汽车销量同比有所回落。最近两周，建筑需求同比再度转负，螺纹钢、线材、建材表观需求均回落至历史低位，但较2024年同期差距相对较小。汽车销售同比有所回落，中国轻纺城成交量仍处历史低位，主要家电线上销售表现偏强，线下销售表现偏弱。

商品价格：需求侧支撑有限，国内工业品价格震荡偏弱运行

1.国际大宗商品：原油、铜铝价格震荡运行，黄金价格震荡偏强运行。随着未来美联储降息次数与幅度预期提高以及特朗普政府与美联储博弈加剧，黄金价格或迎来新一轮上行周期。

2.国内工业品：需求侧支撑有限，价格整体震荡偏弱运行。需求侧支撑有限而反内卷交易暂缓，国内定价工业品整体震荡偏弱运行，南华综合指数震荡回落。细分品种下，黑色中铁矿石价格震荡偏弱运行，螺纹钢价格表现偏强；煤炭价格延续回升；化工链产品震荡运行；建材中沥青、玻璃价格回升，水泥价格回落。

地产：政策进一步放宽，短期或将提振交易市场

1.新建房：成交同比降幅收窄。最近两周（8月18日至8月31日），全国30大中城市商品房成交面积平均值较上两周环比回升33%，从季节性上看弱于历史同期，较2023、2024年同期分别变动-32%、-5%，同比降幅有所收窄。一线城市成交面积成交降幅收窄，较2023、2024年分别变动-17%、-15%。2024年9月地产政策放宽以来，部分需求得以一次性释放，新建房成交历史位置在2024年末上升至历史高位，2025年一季度以来回落至历史较低位置，近期一线城市地产政策进一步放松，短期或将提振地产交易市场。

2.二手房：成交量边际转暖。价格方面，截至8月18日，二手房出售挂牌价指数环比延续回落；成交量方面，最近两周（8月18日至8月31日），北京、上海、深圳二手房成交边际转暖，较2024年同期分别同比-3%、+17%、+19%。

出口：8月出口同比或在+5%~+7%

回归模型下，8月出口同比+5.5%左右，不考虑模型的上海装载集装箱船数量同比指向出口同比在+7%左右。8月下旬港口高频数据较8月中上旬明显回落但仍指向出口正增，合理解释或为：美国关税落地执行后，对中国与其他地区仍存在关税差，且转口关税执行难度较大，仍存在部分转口需求。

风险提示：大宗商品价格波动超预期，政策力度超预期。

【宏观经济】制造业PMI略弱于季节性，关注服务消费增量政策——兼评8月PMI数据-20250831

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 陈策（分析师）证书编号：S0790524020002

制造业：供需边际下滑，“反内卷”继续提振价格

1、制造业景气度小幅回升但弱于季节性，供需边际改善。PMI 生产上行了 0.3 个百分点至 50.8%，PMI 新订单、PMI 新出口订单、PMI 进口分别改善了 0.1、0.1、0.2 个百分点；分行业来看，医药、计算机通信电子设备等行业供需指数居于高位，纺织服装服饰、木材加工及家具、化学原料及化学制品等相对较弱。

2、“反内卷”提振大宗商品价格，预计 8 月 PPI 降幅收窄。8 月 PMI 出厂价格与 PMI 原材料购进价格分别回升了 0.8、1.8 个百分点，但剪刀差下行了 1.0 个百分点至 -4.2%、不利于中下游企业的利润修复，指向反内卷仍需配合扩需求政策。我们根据高频指标预计，8 月 PPI 环比可能在 -0.1% 左右，同比在 -2.8% 左右，均较前值回升。

3、分类型来看，大型企业景气度回升、中小型企业相对偏弱。8 月大型、中型、小型企业 PMI 分别为 50.8%、48.9%、46.6%，表征民企景气度的 BCI 指数下滑了 0.8 个百分点至 46.9%，销售前瞻、利润前瞻、消费品价格前瞻等分项拖累较大。

非制造业：基建投资或延续放缓，权益市场走强提振服务业景气度

1、建筑业：高温多雨和专项债放缓共同拖累建筑施工。往后看，8000 亿元“两重”项目已完成全部资金部署，1.2 万亿雅下水利工程正式动工，近期发改委加快设立 5000 亿政策性金融工具，我们测算预计拉动 Q4 总投资约 4000 亿元、提振全年 GDP 约 0.3 个百分点，因此基建增速短期仍承压但后续有望筑底回升。

2、服务业小幅改善：权益市场走强对应资本市场服务 PMI 连续两个月高于 70.0%，暑期假日效应提振居民出行和相关消费（铁路运输、航空运输），但零售、房地产等行业景气度偏弱。

Q4 政策有望适时加码，关注扩大服务消费增量政策

1、8 月 PMI 数据显示，制造业供需分项自低位小幅回升，反内卷继续支撑价格，实体部门预期修复，权益资产走强提振服务业；但中小企业承压、建筑业持续收缩，结合后续抢出口效应可能趋弱，我们预计 Q4 政策有望适时加码扩大需求，服务消费券或接力提振居民消费、以应对消费品以旧换新的透支效应。

2、全国服务消费券规模或在 300-500 亿元。2024 年 9 至 12 月上海统筹安排超过 40 亿元消费品以旧换新、占全国 1500 亿元的 2.7%，2025 全年上海预计投放 10 亿元服务消费券，按相同比例测算全国服务消费券的规模可能在 $10/2.7\% = 375$ 亿元，大约在 300-500 亿元区间。

风险提示：政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

【策略】2025 年中报：结构重于全局、科技为先——投资策略专题-20250901

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002 | 曹晋（联系人）证书编号：S0790124080011

2025 年中报速览：全 A 营收增速转正、盈利增速放缓

相较 Q1 财报表现，A 股 2025 年上半年的营收同比增速由负转正，净利润同比增速下滑，全 A（非金融）的净利润增速较 Q1 大幅下滑。

需求端：2025 年 H1 全 A 的营收同比增速为 0.04%，较 Q1 的 -0.15% 小幅改善；全 A（非金融）H1 营收同比增速为 -0.45%，Q1 为 -0.2%。

利润端：2025 年 H1 全 A 的净利润同比增速为 2.40%，较 Q1 的 4.02% 回落；全 A（非金融）H1 净利润同比增速为 0.96%，Q1 为 5.21%。

对于 A 股 2025 年中报业绩的整体相对平淡与 A 股 6 月中旬以来量价齐升的表面背离，我们认为，并不意味着市场表现与基本面的脱钩，近期在多篇报告一直明确，当前市场的结构是“双轮驱动”：其一为全球科技共舞下

的成长品类提供强劲的弹性，其二为“反内卷”牵头下周期与顺周期交易 PPI 修复的扩散行情。

后续来看，我们认为：与其等待全面的经济复苏，更要重视用增长的视角期待结构性的产业成长期。

结构视角：重视扩张型和反转型盈利高增长行业，关注业绩改善行业

(1) 哪些行业的盈利增速水平较高？其中，处于盈利扩张期和盈利改善期的行业分别是哪些？大类板块来看，盈利高增长的行业多集中在科技制造业，消费和周期表现分化，地产建筑处于盈利周期的筑底阶段。

扩张型的盈利高增长行业：科技制造（电子、机械设备）、消费（家用电器）、周期（有色金属）、大金融（非银金融）；

反转型的盈利高增长行业：计算机、农林牧渔、钢铁。

(2) 在 Q1 盈利负增长的行业中，中报显著改善的有哪些？Q1 净利润负增长的行业中，在中报显著改善的包括：电力设备、国防军工、医药生物。

竞争格局：全 A 盈利分配向头部集中，关注 α 和 β 的强弱关系

A 股的盈利增速结构：2025 年中报，全 A 的盈利增速与市值呈显著的正相关。市值高于 200 亿（815 家）、100-200 亿（836 家）、50-100 亿（1381 家）和 50 亿以下（2388 家）公司的净利润增速中位数为 9.2%、5.5%、1.7% 和 -3.4%，呈梯次分明的递减特征。

行业特征上，我们最重视的依旧是景气度——盈利高增速，同时关注行业内的贡献结构。

哪些行业处于盈利高增长、且增速相对均衡的行业？非银金融、基础化工和钢铁。我们认为上述行业当前在经营层面的利益协同性较高，此时行业的 β 强于 α 。

哪些行业处于盈利高增长、但增速分化较为显著？电子、农林牧渔、机械设备。上述特征或指向行业的头部企业对利润的虹吸效应更强，企业壁垒在加厚，挖掘行业的 α 强于 β 。

风险提示：财报对公司经营反映存在一定滞后性；宏观经济超预期变动。

【固定收益】PMI 弱修复叠加资金收敛，债市收益率先下后上——固收专题-20250831

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 刘瑞（分析师）证书编号：S0790525010001

政策动态

8 月 PMI 环比止跌回稳，服务业改善更为显著

8 月制造业 PMI 升至 49.4%，环比上行 0.1pct，非制造业 PMI 升至 50.3%，环比上行 0.2pct，延续扩张态势，非制造业中服务业 PMI 升至 50.5%，环比上行 0.5pct，为 2025 年以来新高，服务业改善情况相较于制造业更为显著。

资金面均衡收敛，发行量略收紧，债市收益率先下后上，整体偏震荡

一级供给：8 月 25 日-8 月 29 日（以下简称“本周”），利率债累计发行量 5026 亿元，环比下降 4232 亿元，日均发行量处于中位水平以下。国债、地方债、金融债发行规模分别为 0、3516 亿元和 1510 亿元，分别环比下降 3927 亿元、176 亿元和 130 亿元。

资金面：均衡收敛。本周 DR007 较 8 月 22 日上涨 4.89BP 至 1.52%，资金面均衡收敛。1Y-3M 存单期限利差走阔 1.1BP 至 13.3BP，6M-3M 存单期限利差走阔 1.0BP 至 7.8BP。本周有 2.98 万亿逆回购（含 9000 亿买断式逆回购）到期；周一至周五，央行分别开展了 2884 亿元、4058 亿元、3799 亿元、4161 亿元和 7829 亿元逆回购投放操作；逆回购累计净回笼 7039 亿元，叠加 MLF 到期净投放 3000 亿元，央行本周合计净回笼 4039 亿元。

二级市场：本周债市收益率先下后上，整体偏震荡。截至8月29日，1Y、10Y和30Y国债收益率分别下行0.09BP、上行5.61BP和上行6BP，收于1.37%、1.84%和2.14%。十年国债活跃券250011中债估值收益率运行在1.758-1.7865%区间。具体而言，周一，或受海外降息预期升温打开国内宽松空间带动，当天股市成交冲破3万亿、30Y国债下破2.0%、商品全线飘红、汇率升至7.15，股债商汇呈现四牛格局，250011下行1.75bp到1.7625%。

周二，当天股市低开后拉升翻红，利率小幅上行，午后股市走弱，叠加资金偏松，利率小幅下行，250011下行0.45bp到1.758%。

周三，早盘债市情绪平稳，10Y国债利率基本平在1.759%后窄幅震荡。上午股市小幅上涨，利率小幅上至1.7675%附近。午后股市跳水，利率最低下至1.754%。资金较周二略有收敛，尾盘止盈推动利率小幅上行。250011上行0.8bp到1.766%。

周四，当日上午股债均震荡，午后股市强势反弹，利率震荡上行，250011上行2.05bp到1.7865%。

周五，当天早盘债市情绪平稳，10Y国债利率平开在1.79%后微幅下行。央行大额净投放呵护月末资金平稳，股市小幅上涨，利率跟随股市窄幅震荡。尾盘或有资金博弈周末PMI数据偏弱，利率小幅下行。250011下行0.65bp到1.78%。

期限利差：收益率曲线继续熊陡走势。本周10Y-1Y、30Y-10Y期限利差环比提升5.7BP、0.39BP至46.81BP、29.96BP，10Y和30Y国债收益率上行，期限利差走阔，收益率曲线继续熊陡。

债市策略：

下周临近重大活动股市或高位震荡，债市短期受市场风险偏好和股市表现影响，中长期而言，债市终将回归经济基本面，8月底PMI数据回暖，或强化“股强债弱”格局，收益率上行。下周关注以下因素：(1)8月美国PMI；(2)8月美国就业数据，若数据超预期，美联储降息预期降温，利空债市；若数据疲软，强化美债降息预期，利好债市。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

【金融工程】券商金股解析月报（2025年9月）——金融工程定期-20250901

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 高鹏（分析师）证书编号：S0790520090002

9月份券商金股特征解析

9月份中兴通讯、恺英网络、中航沈飞、东方财富、泸州老窖、舍得酒业、天孚通信等金股推荐次数靠前。9月份券商金股已经陆续发布，我们统计了全市场39家券商发布的金股，去重后金股数量合计为263只。我们按照相对上月是否新进，将全体金股分为新进金股和重复金股两类。在重复金股中，9月份推荐次数靠前的金股为：中兴通讯（5次）、恺英网络（5次）、中航沈飞（5次）、东方财富（5次）、牧原股份（5次）等；在新进金股中，9月份推荐次数靠前的金股为：泸州老窖（4次）、舍得酒业（4次）、天孚通信（3次）、晶晨股份（3次）、奕瑞科技（2次）等。

9月份电子、计算机、机械设备、通信等行业金股数量占比靠前。9月份金股权重靠前的行业分别为：电子（15.6%）、计算机（7.4%）、机械设备（6.5%）、通信（6.2%）。相比于上月，本月权重增加最多的行业为：电子（+3.5%）、通信（+2.6%）、电力设备（+1.7%）；权重减少最多的行业为：基础化工（-2.8%）、医药生物（-2.5%）、社会服务（-1.4%）。

9月份券商金股的市值水平上升，估值水平上升。我们按月统计了金股行业内加权市值分位和估值分位水平。可以发现，9月份券商金股的市值水平上升，估值水平上升，或表明9月份券商金股转向成长风格。

8月份券商金股绩效回顾

8 月份券商金股组合整体收益率为 13.6%，2025 年以来收益率为 33.5%。全历史区间来看，全部金股组合年化收益率为 13.7%，收益表现显著优于沪深 300 指数和中证 500 指数。其中，新进金股组合收益表现优于重复金股组合。全部金股、新进金股、重复金股组合 8 月份收益率分别为 13.6%、11.8%、15.6%，2025 年以来收益率分别为 33.5%、37.9%、30.2%。

8 月份华胜天成、寒武纪-U、新易盛、强瑞技术、中际旭创等金股收益率排名靠前。我们统计了月度收益排名前十的金股明细，其中：华胜天成、寒武纪-U、新易盛、强瑞技术、中际旭创等金股月度收益靠前，8 月份收益率分别为 122.9%、111.4%、89.0%、79.7%、65.6%。

开源金工优选金股组合

开源金工优选金股组合 8 月份收益率为 19.6%，2025 年相对中证 500 超额+14.6%。全历史区间内，优选金股组合年化收益率为 22.3%，收益表现优于全部金股组合。优选金股组合 8 月份收益率为 19.6%；2025 年以来收益率为 37.6%，2025 年相对中证 500 超额+14.6%。

9 月份开源金工优选金股组合持仓明细：春风动力、华勤技术、生益电子、步步高、伟测科技、鼎泰高科等个股业绩超预期排名靠前。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

行业公司

【中小盘】关注“鲁班工坊”引领的职业教育出海——中小盘主题-20250901

周佳（分析师）证书编号：S0790523070004 | 张越（分析师）证书编号：S0790524090003 | 赵晨旭（联系人）证书编号：S0790124120019

“鲁班工坊”：从天津走向世界，打造职业教育出海“国家名片”

“鲁班工坊”是天津率先主导推动实施的职业教育国际知名品牌，是以鲁班的“大国工匠”形象为依托，以“国家现代职业教育改革创新示范区”建设成果为总体支撑，在境外创建的实施学历教育和技术培训的合作机构。2016 年 3 月 8 日，天津渤海职业技术学院与泰国大城技术学院共同创办全球首家鲁班工坊，率先将机电一体化、机械制造及自动化、新能源汽车、物联网应用等专业标准纳入泰国国民教育体系。从 2018 年中非合作论坛北京峰会首次对鲁班工坊建设作出重要指示至今，国家主席习近平先后 40 余次在重大外交场合就鲁班工坊作出重要指示。2025 年 9 月 1 日，在上海合作组织成员国元首理事会第二十五次会议上，国家主席习近平发表重要讲话，明确未来 5 年将在上合成员国建设 10 所“鲁班工坊”，提供 1 万个人力资源研修培训名额。截至目前，中国已在亚、非、欧 30 个国家建成了 36 个鲁班工坊，累计开展学历教育 3.38 万人，实施技能培训 12 万余人次，鲁班工坊正在成为新时代中国职业教育走向世界的“国家名片”。

“鲁班工坊”：探索多元化出海合作模式，创新中国职教教学模式

从合作模式看，通过多年实践，鲁班工坊陆续摸索实践出了不少“出海”模式。政府间战略合作模式如柬埔寨鲁班工坊，依托澜湄合作机制落地；院校与教育管理部门合作模式如巴基斯坦项目，实现学分互认与学历体系对接；校企深度融合模式则由中国职业院校携手承揽海外大型工程或者在境外办厂的中企，在目标国遴选优质职业院校合作，创办鲁班工坊。不同创建模式设立的鲁班工坊，正以“技术技能培训+学历教育”建立起中职、高职、本科各学段全覆盖的海外职业教育输出体系。从教学模式看，鲁班工坊创建中国本土化的工程实践创新项目(EPIP)教学模式，以实际工程为背景和基础，以工程实践为导向，将理论教学与实践教学融为一体，让学生从“被动听讲”变为“主动创造”，培养学生解决复杂问题的综合能力。以埃塞俄比亚鲁班工坊为例，2021 年天津职业技术师范大学与埃塞俄比亚技术大学合作在埃塞俄比亚设立了非洲第一个 EPIP 应用与推广机构。

受益标的

(1) 捷安高科：公司曾参与建设（泰国）高铁鲁班学院及老挝鲁班工坊铁道信号实训基地项目。自 2013 年起，公司联合交通龙头企业、院校积极开展国际交流合作活动，并借助世界技能大赛、金砖国家职业技能大赛等平台推广中国职业教育成果。(2) 中国武夷：2025 年 5 月，公司埃塞俄比亚分公司与当地鲁班工坊签署《共建“一带一路”人才合作协议》，双方拟共建产业学院及“双导师制”实习基地，并承诺未来三年双方将联合培养不少于 500 名新能源、智能建造等领域的技术人才。(3) 学大教育：2024 年 4 月，学大教育集团获京津冀大工匠学院(天津)培训实践基地授牌，而京津冀大工匠学院将依托鲁班工坊，进一步推动中国职业教育出海，为“一带一路”建设和国际产能合作提供人力资源支撑。

风险提示：职业教育政策变化、项目建设不及预期等。

【中小盘】关注 eSIM 封装和蚀刻引线框架领域——中小盘周报-20250831

周佳（分析师）证书编号：S0790523070004 | 张越（分析师）证书编号：S0790524090003 | 赵晨旭（联系人）证书编号：S0790124120019

本周观点：蚀刻引线框架国产替代空间广阔，eSIM 应用提速或将贡献新增量

蚀刻引线框架适用于特定封装形式，未来国产化替代空间广阔。对比冲压引线框架，蚀刻引线框架加工精度更高，更能满足高密度封装要求，是目前主流大规模集成电路 QFN/DFN 封装的必备原材料，下游应用范围较广，市场空间大。然而，虽然国内蚀刻引线框架处于供不应求的状态，但主要从日韩等国进口，自给率较低。以康强电子、新恒汇及天水华洋等为代表的国内企业积极开展蚀刻引线框架的研发和生产，未来国产替代空间广阔。其中，新恒汇依托激光直写曝光等核心技术，基本解决了蚀刻引线框架生产初期良率低下的问题，实现了产品良率的显著提升，2023 年良率基本稳定在 85%左右，已经具备年产约 2,104 万条蚀刻引线框架生产能力，该业务已初具规模。按全球半导体引线框架市场规模测算，2023 年新恒汇在该领域市占率 0.45%，预计未来一段时间受到整个行业上升及国产替代趋势推动，市场发展空间较大。

蚀刻引线框架是 eSIM 芯片封装的关键材料，有望受益于国内 eSIM 应用提速。物联网 eSIM 芯片封装需将安全芯片与蚀刻引线框架上的电路一一对应贴合在一起，蚀刻引线框架在其中扮演重要角色。随着消费电子轻薄化、可穿戴设备以及物联网终端漫游需求增加，eSIM 的应用有望在 2025 年加速。据 JupiterResearch 测算，到 2026 年，全球使用 eSIM 技术的物联网连接数量将从 2023 年的 2200 万增长至 1.95 亿。而作为 eSIM 芯片封装的关键材料，eSIM 市场的快速发展将推动蚀刻引线框架的需求增长。目前，新恒汇等蚀刻引线框架供应商也在积极布局 eSIM 芯片封测业务，部分产品（如消费智能穿戴类）已进入客户验证阶段。凭借在智能卡封测、蚀刻引线框架等领域积累的客户和技术优势，公司有望成为 eSIM 封装生产领域行业领军企业。

本周市场表现及重大事项

市场表现：本周除中证 500 外，中证 1000/国证 2000/万得微盘股指数等中小盘指数表现不及上证 50/沪深 300 等大盘指数。奥来德、奥普特、晶晨股份本周涨幅居前。

本周重大事项：(1) 新股方面，巴兰仕 1 家公司登陆 A 股，佳鑫国际资源、双登股份 2 家公司登陆港交所。1 家公司 IPO 获受理、3 家公司获交易所审核通过，1 家公司注册生效；(2) 定增方面，新增竞价预案公告 5 例，发行竞价项目平均折价率 12.9%，平均收益率 11.4%；(3) 并购方面，4 家公司首披重大资产重组，3 家公司涉及实控人变更；(4) 股权激励和回购方面，25 家公司披露股权激励预案，74 家公司推出回购预案。

重点推荐主题及个股

智能汽车主题（沪光股份、瑞鹄模具、新泉股份、芯动联科、晶晨股份）；高端制造主题（凌云光、奥普特、矩子科技、青鸟消防、莱特光电、奥来德、日联科技）；户外用品主题（三夫户外）。

风险提示：宏观环境变化、IPO 政策变动、再融资政策变动、并购政策变动。

【传媒】中报继续验证 AI 赋能，密切关注 AI 应用及 IP 新品——行业周报-20250831

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004

游戏、营销等公司财报继续验证 AI 赋能，关注华为、苹果新品端侧 AI 进展

从近期 A 股及港股上市公司密集披露的中报中我们发现，AI 对于游戏、音乐、广告营销、电商等各应用领域公司的业务带来明显赋能，如心动公司表示，通过升级广告系统基础模型提升了平台上广告的效果，致 Taptap 在 2025H1 收入同比大增 37.6%，并推动更多游戏接入 TapSDK 与生态服务，引入 AI 游戏推荐助手，持续优化开发者、玩家体验；巨人网络表示，《太空杀》打造行业首个“多用户与 AI 智能体混合对抗”机制，累计参与玩家达数百万，对局量数千万，系列 AI 玩法显著提升用户活跃度和在线时长；创梦天地表示，代码助手提升研发效率 30% 以上，自研平台“风声”助力产品 Steam 好评率提升 24%，提升 KOC 建联效率超 30%；网易云音乐表示平台已上线 AI 音乐人身份赋能音乐创作，丰富平台内容；汇量科技 2025H1 实现营收/归母净利润分别同比+46%/291%，毛利率/净利率分别同比+0.88/2pcts，主要系 AI 驱动智能出价体系持续迭代，公司飞轮效应强化，公司以 LLM/AIGC 重构服务为核心，助力客户制作广告内容、创建广告活动，AI 赋能广告投放精细化运营，2025H1 推出新一代 Autopilot 系统 MaxAgent，有效解决复杂场景问题，4 月上线 HybridROAS 竞价策略优化模型，7 月 IAPROAS 优化策略正式上线，赋能 IAP 应用出海质效双升；值得买表示，618 期间，旗下 Gen2 基于 AIUC 的用户标签识别量同比扩大 15 倍，首页人均 GMV 同比+15%，AI 管家“张大妈”达成的订单转化率同比+163%，5 月发布的“海纳” MCPServer 在 6 月实现内容输出环比+82%。近期 GPT-5、DeepSeekV3.1 及后续更多多模态、推理能力更强及性价比更高的模型推出，及 9 月初华为、苹果将相继发布手机等新品，端侧 AI 或再迎突破，有望继续推动游戏/音乐/影视等内容创作及社交、广告、电商、教育、金融等领域 AI 深入渗透并赋能公司业务，打开商业化空间，建议继续布局 AI 应用，重点推荐心动公司、汇量科技、盛天网络、快手、网易云音乐、值得买、芒果超媒、引力传媒等，受益标的包括美图公司、易点天下、蓝色光标、世纪天鸿、豆神教育、水滴公司等。

关注国庆档游戏、电影内容上新，继续布局 IP 新消费

(1) 游戏：由恺英网络发行的《热血江湖》正版续作《热血江湖：归来》于 8 月 27 日正式公测，由心动公司自研自发的二次元异能英雄养成 RPG 游戏《伊瑟》国服/日韩/东南亚服将于 9 月 25 日正式公测，暑期之后，新游供给继续释放，基于上线前充足的测试时间、合理的上线买量规划及国庆、中秋等假期运营活动，9 月及 Q4 新游表现仍然值得期待。(2) 电影：新片《731》(9.18, 猫眼想看人数 424 万+) 及国漫动画电影《三国的星空（第一部）》(10.1) 上映临近，或对票房大盘及相关 IP 衍生品销售带来持续拉动。我们建议继续布局高景气的文娱 IP 新消费赛道，游戏重点推荐心动公司、恺英网络、神州泰岳、顺网科技、巨人网络、吉比特、完美世界、腾讯控股、创梦天地等，电影重点推荐上海电影，受益标的包括果麦文化、光线传媒、猫眼娱乐，潮玩/卡牌重点推荐阅文集团、布鲁可、奥飞娱乐、姚记科技，受益标的包括泡泡玛特、华立科技、量子之歌、京基智农、汉仪股份等。

风险提示：游戏流水、电影票房、潮玩销量、AI 应用收入等低于预期。

【非银金融】券商和保险中报向好，非银视角看居民资金动向——非银金融行业 2025 年中报要点评述-20250831

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 卢崑（分析师）证书编号：S0790524040002 | 张恩琦（联系人）证书编号：S0790125080012

概览：券商和保险中报向好，非银视角看居民资金动向

从上市券商代买证券款余额环比趋势看，2 季度环比+0.46 万亿，比 1 季度的+0.17 万亿提升明显，或印证 2 季度资金入市提速。从上市险企中报看，险资明显增配权益类资产，OCI 股票比例提升显著，低利率+分红险占比提升支持趋势延续。

券商中报：零售佣金较好，2 季度入金改善，头部券商海外业务优势突出

(1) 2025H1 139 家上市券商实现归母净利润 1021 亿，同比+63.1%，扣除国泰海通负商誉影响后同比+50.4%，符合我们预期。调整后营收同比+29.8%，经纪和大投资收益同比+39%/+52%是主要驱动，营收占比达 26%/48%，投行/资管/利息净收入分别同比+11%/-5%/+17%，投行同比增速由负转正。上半年股强债弱，券商直投跟投、衍生品和股票自营业务增长明显，负债成本快速回落支撑利息净收入增长。(2) 中证协披露 2025H1 证券公司经营数据，净利润同比+40.4%(专项合并口径)，低于上市券商业绩增速，海外、直投和跟投等子公司或是差异主因。中信证券、中金公司和华泰证券(扣除 AssetMark 影响)2025H1 海外营收分别同比+14%/+93%/+76%。(3) 行业数据口径，2025H1 券商代买(含席位)净收入同比+48.2%，行业公募席位佣金同比-34%拖累佣金率；扣除席位佣金后，上半年代买净收入同比+62%，与股基成交额同比+66%接近，小单交易和投顾提佣支撑下，零售佣金率好于市场预期。(4) 观点：3 季度股市活跃度提升+低基数，券商 3 季报业绩增速或进一步扩张，投行、衍生品和公募基金业务有望接续改善，板块估值仍在低位，看好零售、机构和财富管理三条主线，关注金融 IT 主线弹性。

保险中报：符合预期，财险和投资拉动业绩，NBV 和新单增速边际改善

(1) 业绩：中报 5 家 A 股险企合计归母净利润+3.7%，比 1 季度的+1.4%边际改善，多数险企业绩增速有所改善。业绩增速排序：新华+34%，中国人保+17%，中国太保+11%，中国人寿+7%，中国平安-9%。财险 COR 改善显著提升财险业绩(成本率和赔付率双改善)、投资规模增长以及部分险企权益收益提升是业绩拉动主因。固收资产票息下降、债市涨幅同比收窄对总投资收益带来拖累，净和总投资收益率多数回落，新华保险和中国人保总投资收益率同比提升，中国平安综合投资收益率同比微增。CSM 和保险服务业绩保持稳健增长。(2) 价值：NBV 增速符合预期，分化明显。回溯口径下 NBV 保持较快增长，主要由预定利率调降驱动，同时产品结构优化和报行合一也对价值率带来一定正向贡献。不回溯口径下(更能反应投资收益率和预定利率同步调降影响)，新华保险和中国人保分别+58%/+27%，受益于银保新单高增，中国平安/中国太保/中国人寿分别+0.1%/+6%/-12%，个险新单承压有所拖累。银保渠道和分红险占比提升，对价值率带来一定负面影响(新单增速：中国平安-5%/中国太保+26%/中国人寿+1%)。头部险企 2 季度新单增速优于 1 季度，个险边际改善，分红险转型较好。回溯口径下，上市险企寿险 EV 较年初增长 5%至 8%。(3) 净资产：扣除分红和净利润影响后，新华保险和中国太保净资产较年初分别-22%/-9%，预计主要受负债评估利率下降带来负向拖累，长端利率全年展望稳定，全年维度看净资产降幅有望收窄。(4) 观点：长端利率企稳和权益市场慢牛预期利于险企利差稳定，关注中期维度新单增速，继续推荐低估值、负债端高质量增长的中国太保和中国平安。

推荐及受益标的组合

推荐标的组合：国信证券，中金公司 H，中国太保，中国平安，江苏金租，香港交易所，东方证券；东方财富，国泰海通，财通证券，指南针。

受益标的组合：同花顺，九方智投控股，新华保险。

风险提示：资本市场波动对投资收益带来波动风险；保险负债端不及预期。

【煤炭开采：永泰能源(600157.SH)】Q2 业绩环比提升，海则滩贡献成长和回购提振信心——公司信息更新报告-20250901

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

煤价低谷拖累 H1 业绩，海则滩+储能双轮驱动蓄势，维持“增持”评级

公司发布 2025 年中报，2025H1 实现营业收入 106.8 亿元，同比-26.4%，实现归母净利润 1.3 亿元，同比-89.4%，实现扣非后归母净利润 9967.6 万元，同比-91.0%。单 Q2 来看，公司实现营业收入 50.4 亿元，环比-10.7%，实现归母净利润 7485.3 万元，环比+46.6%，实现扣非后归母净利润 5730.1 万元，环比+35.2%。考虑到煤价运行趋势，我们适当调整 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年前值为 4.1/9.0/14.6 亿元（前值 4.1/9.0/14.8 亿元），同比-73.8%/+118.9%/+63.5%；EPS 为 0.02/0.04/0.07 元，对应当前股价 PE 为 78.4/35.8/21.9 倍，预期下半年煤价或有反弹，公司煤矿建设加速推进，储能转型发展值得期待，维持“增持”评级。

煤炭以量补价对冲价格回落影响，成本下降致电力盈利提升

煤炭业务：产销方面，2025H1 实现原煤产量/销量分别为 691.3/689.0 万吨，同比+15.6%/+16.3%，其中对外/内部销售分别为 440.5/248.5 万吨，同比+38.8%/-9.6%；实现洗精煤产量/销量分别为 115.3/108.9 万吨，同比-21.9%/-24.3%。单 Q2 来看，实现原煤产销量分别为 400.2/398.6 万吨，环比+37.5%/+37.2%；实现洗精煤产销量分别为 66.6/64.3 万吨，环比+36.8%/+44.4%。价格方面，2025H1 原煤吨价 368.3 元/吨，同比-13.3%；Q2 原煤吨价为 345.2 元/吨，环比-13.5%。毛利方面，2025H1 吨煤毛利为 86 元/吨，同比-80.2%；Q2 吨煤毛利为 65 元/吨，环比-43.2%。电力业务：2025H1 实现发电量 178.9 亿度，同比-7.6%，实现售电量 169.6 亿度，同比-7.6%，实现度电价格 0.461 元/千瓦时，同比-3.8%，实现度电毛利 0.097 元/千瓦时，同比+30.4%。

海则滩煤矿投产有望打开成长空间，多措并举提升内在价值

海则滩煤矿进入“收获倒计时”：二期井巷已完成 65%，为 2026 年如期试产打下了坚实基础。该矿资源储量 11.45 亿吨，平均发热量 $\geq$ 6500 大卡，投产后有望直接驱动公司煤炭板块规模与效益倍增，是未来最确定的业绩增长引擎。煤下铝资源：公司在兴庆等三矿的煤下铝勘查顺利结束并发现中型矿床，开拓出了全新的战略资源接续领域，若后续成功获取采矿权，或将形成“煤铝共采”的产业新格局，打造出又一个具有潜力的利润中心。股份回购：2025 年 7 月 2 日公司完成回购股份全部注销工作。本次回购股份总金额 5.01 亿元，回购并注销股份 4 亿股、占注销前公司总股本的 1.80%，体现管理层对长期价值的强烈信心。储能赛道“从 0 到 1”落地：首座 MW 级南山光储一体化电站已闭环运行，电堆能量效率 82.09%，通过中国电科院认证，23 项专利实现全钒液流电池核心环节全覆盖。该业务与现有煤电场景天然协同，可提升调峰收益、降低弃电风险，为公司打开第二成长曲线。

风险提示：煤价下跌超预期；煤炭产量不及预期；储能转型不及预期。

【海外：比亚迪电子(00285.HK)】AI 进展有望驱动重估，跟踪后续潜在增量兑现——港股公司信息更新报告-20250901

张可（分析师）证书编号：S0790523070001 | 陈沅（联系人）证书编号：S0790124070037

2025H2AI 进展有望驱动价值重估，2026 年起潜在增量丰富、兑现仍需跟踪

基于现有业务预期下修、AI 潜在新品丰富，我们将 2025-2026 年净利润预测由 50/61 亿元下调至 46/59 亿元、2027 年预测由 71 亿元上调至 80 亿元，同比增长 8%/29%/35%，当前市值对应 2025-2027 年 19.7/15.3/11.3 倍 PE。2025H2 服务器进展有望驱动价值重估、提供择机交易机会，全年业绩能否超预期或依赖液冷、电源量产进度；2026 年起大客户新品、服务器零部件、机器人进展、汽车电子皆是潜在增量，而业绩兑现需持续跟踪，维持“买入”评级。

2025Q2 业绩符合预期，收入、毛利率增长受益汽车业务

公司 2025Q2 收入 551.8 亿元，同比增长 4%，或由汽车电子、服务器业务驱动。2025Q2 净利润 11.1 亿元，同比增长 22%符合我们预期，其中 2025Q2 毛利率同比提升 0.6pct 至 7.4%，分析由于汽车电子业务占比提升、成都工厂经营优化。

2026 年大客户新品、服务器零部件、机器人进展、汽车电子皆是潜在增量

(1) 消费电子：大客户组装收入受益份额增长，结构件 2025 年内收入或下滑，重点在工厂提效；2026 年大客户重磅新品贡献增量，成都工厂持续经营优化。(2) 汽车业务：2025 全年收入增速预期下修至 35%-40% (vs 此前指引 50%以上)，毛利率仍维持双位数（零部件占比提升，但低端组装业务利润承压）；2026 年受益渗透率及份额提升同步驱动，毛利率端或受益 mix 改善、主动降本能力；2027 年或向海外出货。(3) 服务器：2025H1 组装收入超 10 亿元，目标 2027-2028 年实现百亿以上收入体量；(i) 液冷、电源产品已通过验证，2025 年有望量产出货（其中液冷已有高确定性客户）、2026 年进一步放量；(ii) 光模块&CPO：800G 具备量产能力、年内产能 5 万片/月，1.6TEVT 样品已出、有望 2026 量产，CPO 有望 2026H2-2027 量产；(iii) HVDC：有望 2026H2-2027

年开始量产。(4) 机器人: AMR 部署近 2000 台, 2025 年内计划部分制造场景试用 AI 机器人; 二代人型机器人迭代中、灵巧手可实现 22 个自由度, 处于硬件及算法优化阶段。

风险提示: 电动车渗透放缓、行业竞争加剧、客户拓展低于预期。

【医药: 三生制药(01530.HK)】创新成果价值兑现, 长期增长动力强劲——港股公司信息更新报告-20250901

余汝意(分析师) 证书编号: S0790523070002 | 余克清(分析师) 证书编号: S0790525010002 | 刘艺(联系人) 证书编号: S0790124070022

创新成果价值兑现, 长期增长动力强劲

2025H1 公司净利润 13.58 亿元(同比+24.61%, 以下均为同比); 收入 43.55 亿元(-0.77%)。2025H1 毛利率 85.31%(-1.20pct); 净利率 31.88%(+6.65pct)。2025H1 研发支出 5.48 亿元(+15%); 经营性现金流净额 9.70 亿元, 在手现金近 80 亿元。我们看好公司创新价值兑现能力, 不考虑交易付款, 维持盈利预测, 预计 2025-2027 年净利润为 23.28、26.12、29.38 亿元, EPS 为 0.96、1.07、1.21 元/股, 当前股价对应 PE 为 27.8、24.8、22.0 倍, 维持“买入”评级。

双抗 SSGJ-707 重磅交易落地, 持续打造高价值品种

2025 年 5-7 月公司宣布与辉瑞达成重磅合作, 授予辉瑞 SSGJ-707 全球权益。? 辉瑞将尽快在美国和全球多地开展 SSGJ-707 治疗 NSCLC 及多个瘤种的全球 III 期临床试验; 同时三生制药保留临床和商业化产品的全球供货权利, 将成为 SSGJ-707 在中国内地的首选药品生产商。SSGJ-707 的 II 期临床阶段性数据显示, SSGJ-707 在 NSCLC 患者的治疗上获得了优异的 ORR 和 DCR, 具有 BIC 的潜力。

深耕四大领域, 在研优势品种储备丰富

公司拥有 30 项管线, 肿瘤方面, PD-1/HER2 双抗获批开展 II 期临床; PD-1/PD-L1 双抗获批两项 II 期临床; 全球首个靶向 MUC17/CD3/CD28 的三抗进入 I 期临床。自免管线, IL-17A 单抗及 IL-1 β 单抗已提交 NDA 申请并受理; IL-4R α 单抗 SSGJ-611 治疗成人特应性皮炎的 III 期临床试验已达到主要终点; 抗 IL-5 单抗 SSGJ-610 用于治疗重度嗜酸性粒细胞哮喘的临床试验已进入 III 期。肾科领域, 长效促红素 SSS06 已提交 NDA 并获受理。公司与海和药物合作的紫杉醇口服溶液已进入 2025 年国家医保目录初审名单; 与翰宇药业合作的司美格鲁肽减重适应症 III 期临床已完成患者入组。我们看好公司在“下一代 IO+ADC”的优势身位, 存量稳健的基础上, SSGJ-707 的试验速度、入组效率等真实性、有效性、安全性持续得到验证, 叠加后续管线价值逐步显现, 公司估值有望进一步提升。

风险提示: 行业政策变化风险、新药研发风险、价格波动风险等。

【家电: 海尔智家(600690.SH)】历史首次中期分红, 2025Q2 内外销快速增长——公司信息更新报告-20250901

吕明(分析师) 证书编号: S0790520030002 | 蒋奕峰(联系人) 证书编号: S0790124070039

历史首次中期分红, 2025Q2 内外销快速增长, 维持“买入”评级

公司发布 2025 年半年度报告, 2025H1 公司实现营业收入 1564.9 亿(同比+10.2%, 下同), 归母净利润 120.3 亿(+15.6%), 扣非归母净利润 117.0 亿(+15.2%), 公司推出首次中期分红超 25 亿元, 拟向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 2.69 元, 充分回馈股东。公司业绩内外销保持稳健增长, 2025H1 业绩略超预期, 我们上调 2025-2027 年盈利预测, 预计 2025-2027 年归母净利润为 213.5/238.3/261.2 亿元(原值为 210.9/236.8/259.5 亿元), 对应 EPS 分别为 2.28/2.54/2.78 元, 当前股价对应 PE 为 10.9/9.8/8.9 倍, 公司外销实现较快增长, 公司数字化深化赋能收入业绩增长, 提质增效趋势向好, 维持“买入”评级。

国内数字库存、数字营销变革深化, 海外持续拓展新兴市场高增

分地区来看，(1) 国内：2025H1 国内收入同比+8.8%，其中卡萨帝品牌增幅超 20%，Leader 品牌收入增长超 15%；(2) 海外：2025H1 公司海外收入同比+11.7%，其中美国、欧洲白电与暖通业务持续跑赢行业；新兴市场高速增长：南亚增长 33%；东南亚增长 18%；中东非增长 65%。分品类来看，(1) 制冷产业：2025H1 实现收入 428.5 亿元 (+4.2%)，其中卡萨帝致境系列冰箱实现销量 32 万台，同比增涨 100%，带动卡萨帝冰箱在线下市场 2 万以上价位段份额占比超 70%，同时线上市场高端快速布局，市场份额提升 1.7 个百分点；(2) 厨电产业：2025H1 实现收入 206.7 亿元 (+2.0)，其中卡萨帝厨电收入同比增长 40% 以上，继续保持万元以上市场的领先地位。(3) 洗护产业：2025H1 实现收入 320.1 亿元 (7.6%)，国内线下市场零售额份额 46.4% (+1.5pct)；线上渠道零售额份额 38.8% (+0.9pct)，海外方面，澳大利亚、新西兰、意大利、西班牙、巴基斯坦、越南等国家实现份额第一。(4) 空气能解决方案：2025H1 实现收入 329.8 亿元 (+12.8%)，其中家用空调产业收入增长超 10%，中央空调国内市场份额 10.5% (+0.4pct)，出口市场份额 16.2% (+0.7pct)。

费率优化下盈利能力持续提升，业绩蓄水情况良好

公司 2025H1 毛利率 26.9% (-3.7pct)，毛利率下滑主系会计准则改变，部分销售费用直接于毛利中扣除，期间费用率 17.3% (-4.1pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.1%/3.8%/3.7%/-0.2%，同比分别 -3.7/-0.1/-0.1/-0.1pct，销售费率优化主系内销数字库存、数字营销变革拉动效率提升，综合影响下 2025H1 公司归母净利率为 8.0% (+0.2pct)，扣非净利率为 7.5% (持平)。截至 2025 年 6 月 30 日，公司存货周转天数为 70.0 天 (-6.0 天)，2025Q1 经营性现金流净额为 111.4 亿元 (42.5%)，业绩蓄水情况良好。

风险提示：降费提效不达预期；高端市场需求不达预期；海外行业竞争加剧。

【商贸零售：上美股份(02145.HK)】2025H1 业绩亮眼，多品牌协同打开成长空间——港股公司信息更新报告-20250901

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001

2025H1 归母净利润+30.7%，公司多品牌全面开花

公司发布业绩公告：2025H1 实现营收 41.08 亿元 (同比+16.0%)、归母净利润 5.24 亿元 (+30.7%)，符合市场预期。公司主品牌韩束持续领跑，多品牌协同发力，有望带动公司长期增长。我们维持盈利预测不变，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 10.06/12.58/15.32 亿元，对应 EPS 为 2.53/3.16/3.85 元，当前股价对应 PE 为 33.1/26.5/21.8 倍，维持“买入”评级。

主品牌韩束领跑，新兴品牌一页增势较强，线上自营能力提升

分品牌看，主品牌韩束实现营收 33.44 亿元 (+14.3%)，抖音平台月度 GMV 持续稳居美妆品牌第一；新兴品牌 Newpage 一页实现营收 3.97 亿元 (+146.5%)，618 位居天猫婴童护肤榜单 TOP2，洗护榜单 TOP3；红色小象/一叶子分别实现收入 1.59 亿元 (-8.7%) / 0.89 亿元 (-29.0%)。分渠道看，线上/线下渠道收入分别为 38.09 亿元 (+20.1%) / 2.69 亿元 (-10.6%)，线上自营能力提升。盈利能力方面，2025H1 公司毛利率 75.5% (-1.0pct)，毛利率维持稳定；销售/管理/研发费用率分别为 56.9%/3.6%/2.5%，同比分别 -0.7pct/+0.5pct/+0.3pct。

韩束 6 大 BU 协同发展，Newpage 一页完成全年龄段布局，新品牌密集落地

韩束：为品牌核心增长引擎，“聚焦+裂变”打法逐渐成型，6 大 BU 协同发展；线上自营能力提升，爆品蛮腰套盒势能延续，X 肽系列销售额超 2 亿元，男士护肤、彩妆、洗护和身体护理多品类布局，新品洁面膏、洗发水、身体精华等起量迅速，大单品与新品类贡献二级增长。Newpage 一页：聚焦大单品策略，已完成 0-18 岁全年龄段品类布局，大单品安心霜天猫婴童榜单多次位列第一，618 销量超 33 万瓶，夏季应季单品舒缓喷雾、爽身露 618 销量亮眼，低基数下空间较大。其他品牌：青蒿油敏感肌品牌安敏优起量较快，新品牌 ATISER 聚光白水光面膜直播迅速放量，与化妆师春楠共同设立的彩妆品牌 NANbeauty 已上市；此外，公司计划推出婴童护理品牌面包超人、定位高端抗衰的 TAZU 等。

风险提示：市场竞争加剧、新品拓展不及预期、渠道扩张不及预期等。

【商贸零售：朗姿股份(002612.SZ)】2025H1 业绩有所承压，期待医美业务内生外延推进——公司信息更新报告-20250901

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001

2025H1 营收同比下滑 4.3%，归母净利润受非经常性收益影响大幅提高

公司发布半年报：2025H1 实现营收 27.88 亿元（同比-4.3%，下同）、归母净利润 2.74 亿元（+64.1%）、扣非归母净利润 1.36 亿元（-2.7%）；单 2025Q2 实现营收 13.89 亿元（-0.5%）、归母净利润 1.79 亿元（+134.0%）、扣非归母净利润 0.63 亿元（+2.7%）。考虑到非经常性损益对归母净利润影响较大，我们上调 2025 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 4.04/3.20/3.64 亿元（原值为 2.84/3.20/3.64 亿元），对应 EPS 为 0.91/0.72/0.82 元，当前股价对应 PE 为 19.9/25.2/22.1 倍，维持“买入”评级。

全业务营收承压，女装线上业务占比提升

2025H1（1）医美：实现营收 13.33 亿元（-6.1%）、毛利率 54.5%（+0.3pct）；分类型看，手术/非手术类项目分别实现营收 1.73 亿元（-18.9%）/11.60 亿元（-3.8%）；分品牌看，米兰柏羽/晶肤/韩辰/五洲/雅美分别实现营收 6.58/2.40/1.99/0.88/0.77 亿元，同比-6.6%/+6.0%/+9.5%/-19.2%/-28.4%。（2）女装：营收 9.88 亿元（-2.4%）、毛利率 65.2%（+0.9pct），公司持续发力电商，线上占比进一步提升至 46.3%（+8.3pct）。（3）婴童：营收 4.35 亿元（-3.4%）、毛利率 62.4%（-1.1pct），其中童装品牌“阿卡邦”销售占 51.4%。盈利方面，综合毛利率为 59.7%（-0.1pct），其中线上业务毛利率为 65.2%（+6.3pct），线上业务盈利能力提升。费用方面，销售/管理/研发费用率分别为 40.3%（持平）/8.3%（+0.3pct）/1.5%（-0.5pct）。

“外延+内生”扩张医美版图，女装电商方向持续布局，婴童板块发力新零售

医美：截至 2025H1 公司已拥有 42 家医疗美容机构，公司通过内生和外延持续推进全国化布局；此外晶肤医美已在成都布局五家“晶肤美瑟”生美机构，拓展“双美”业务模式。女装：大力发展线上渠道，在主流电商平台表现突出，2025H1 全渠道累计支付金额同比+30%，后续有望持续增长。婴童：持续优化运营效率，ETTOI 提高自做货比例，爱多娃品牌入驻北京 SKP、杭州大厦等高端购物中心发展“新零售”销售渠道。

风险提示：消费意愿下行、新品不及预期、过度依赖营销、市场竞争加剧。

【化工：苏博特(603916.SH)】Q2 利润同环比高增，看好公司后续业绩持续改善——公司信息更新报告-20250901

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 龚道琳（分析师）证书编号：S0790522010001 | 李思佳（分析师）证书编号：S0790525070006

2025Q2 利润同环比高增，看好公司后续业绩改善，维持“买入”评级

2025H1，公司实现营收 16.73 亿元，同比增长 7.03%，实现归母净利润 0.63 亿元，同比增长 18.68%，业绩显著改善。其中，2025Q2 公司实现营收 9.91 亿元，同比增长 0.70%，环比增长 45.45%；实现归母净利润 0.39 亿元，同比增长 20.86%，环比增长 59.97%。公司业绩符合预期，我们维持公司 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 1.53、2.04、2.44 亿元，EPS 分别为 0.36、0.48、0.57 元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 为 30.8、23.0、19.3 倍。我们看好公司作为减水剂龙头，未来随下游需求回暖，业绩有望率先迎来修复，维持“买入”评级。

Q2 高性能减水剂出货量同环比增长，功能性材料营收同比增速超 25%

2025Q2，公司高性能减水剂、高效减水剂、功能性材料板块销量分别为 30.60、0.45、10.79 万吨，同比+2.44%、-8.16%、+30.95%，环比+51.11%、+32.35%、+67.29%；营业收入分别为 5.19、0.11、2.10 亿元，同比-2.40%、-25.45%、

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

+25.24%，环比+49.39%、+20.18%、+52.46%。其中，功能性材料板块营收同比增速超 25%，抗裂材料、速凝剂、风电灌浆料等功能性产品增速明显，充分体现了公司功能性产品的市场潜力。

国内基建工程市场持续开拓，海外业务发展迅速

国内方面，公司加大了西部地区等重大工程的开拓力度，在水电、核电、铁路等领域取得了显著成果，参与了川藏铁路、海太长江隧道、三澳核电、旭龙水电等诸多项目，相关工程类订单获得增长的同时，业务利润水平也有所提升。海外方面，公司新增菲律宾、新加坡、泰国等海外子公司并陆续开展业务，持续扩大了海外业务版图。同时公司对海外销售的产品种类进行了扩充，并针对海外客户需求开发特种配方，不断提升海外市场竞争力。我们看好公司多板块协同发展，有望随经济复苏迎来修复行情。

风险提示：产能投放不及预期、下游需求大幅下滑、宏观经济下行。

【非银金融：国泰海通(601211.SH)】合并后行业领先地位稳固，看好 ROE 中枢回升——国泰海通 2025 中报点评-20250901

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 卢崑（分析师）证书编号：S0790524040002

合并后行业领先地位稳固，看好 ROE 中枢回升

2025H1 公司营收/归母净利润 239/157 亿元，同比+78%/+214%，扣非归母净利润 73 亿，同比+60%，年化加权 ROE12.5%，扣非年化加权 ROE5.7%，杠杆率 4.11 倍。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 247/218/259 亿元，同比+89/-12%/+19%（预计 2025 年扣非归母净利润 167 亿），当前股价对应 PE 为 15.0/17.0/14.3 倍。公司 3 月 14 日吸收合并海通证券，合并后公司将拥有更强大、稳固的客户基础，构建更专业、综合的服务能力，实现更集约、高效的运营管理。资本集约、扶优限劣的监管导向下，证券行业头部集中化趋势明确，公司行业领先地位稳固，看好远期 ROE 中枢提升，维持“买入”评级。

经纪、投行、资管同比增长，合并后客户体量庞大、业务实力增强

（1）上半年经纪业务净收入 57 亿，同比+86%，同比高增主因为吸收合并海通证券以及市场景气度回升，2025H1 市场日均股票成交额 1.4 万亿，同比+61%。2025H1 公司境内个人资金账户数 3845 万户，较上年末增长 4.2%，其中，富裕客户及高净值客户数较上年末增长 6.8%；私人订制服务资产规模较上年末增长 57.7%。报告期内，境内股基交易份额 8.31%；君弘 APP 及通财 APP 平均月活 1558 万户，同比+9.6%；金融产品月均保有规模 4530 亿元，同比+13.4%。（2）上半年投行净收入 14 亿，同比+19%，IPO 主承销家数 7 家，排名行业第 1 位，主承销额 48 亿元，排名行业第 2 位；债券主承销额 5829 亿元，市场份额 11.09%，排名行业第 2 位；香港 IPO 保荐项目 2 个，再融资项目 14 家，排名第一。（3）资管净收入 26 亿，同比+34%。集团资产管理规模 7052 亿元，较上年末增长 1.4%。境外客户资产管理规模稳步增长，报告期末，海通国际互认基金产品海通亚洲总收益债券基金规模突破 20 亿港元，较 2024 年末规模增长超 9 倍。旗下华安/海富通/富国基金总 AUM 分别为 8225/4977/17900 亿元。

自营投资保持稳健风格，两融市占率 10%

（1）2025H1 公司自营投资收益 91 亿，同比+80%，年化自营投资收益率 3.3%（2024 年为 3.6%，2025Q1 为 3.1%），2025Q2 末自营金融资产规模 6787 亿元，同比+84%，吸收合并海通证券后自营投资体量扩大，期末 TPL 股票/其他权益工具投资为 769/463 亿元，较年初+27%/+110%。（2）公司利息净收入 32 亿同比+205%，利息收入/利息支出 126/94 亿，同比+70%/+48%，合并后生息资产和付息债务体量增长，期末两融规模 1876 亿，市占率 10%。

风险提示：股市波动风险；市场竞争超预期；自营投资收益率不及预期。

【家电：德昌股份(605555.SH)】2025Q2 业绩阶段性受关税扰动，海外产能爬坡下看好短期业绩修复及长期代工份额提升——公司信息更新报告-20250901

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 林文隆（分析师）证书编号：S0790524070004

2025Q2 业绩阶段承压，海外产能充足看好业绩修复，维持“买入”评级

2025Q1/2025Q2 公司营收分别为 13.2/10.67 亿元（同比分别+21.3%/+2.8%），归母净利润分别为 0.81/0.30 亿元（同比分别-5.0%/-75.6%），扣非归母净利润分别为 0.72/0.0 亿元（同比分别-11.6%/-100%），单季度收入和利润受到关税政策扰动，我们下调 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 3.57/4.54/5.51 亿元（原值为 5.03/6.34/7.80 亿元），对应 EPS 为 0.96/1.22/1.48 元，当前股价对应 PE 为 18.3/14.4/11.9 倍，短期维度，随着海外产能快速爬坡，家电代工业务有望逐季度修复。长期维度，公司海外产能转移速度快于同行，继续看好围绕优质大客户持续拓品类从而带动家电业务增长；汽车电机持续放量下利润贡献有望扩大，同时关注机器人业务进展，维持“买入”评级。

2025Q2 家电代工业务受关税影响阶段承压，汽零业务延续较强势头

2025H1 家电代工/汽车零部件营收分别为 17.4/2.8 亿元，同比分别+6.0%/+90%，单季度汽车零部件延续高速增长态势，而家电代工业务阶段受关税影响。具体分产品看家电代工业务，2025H1 吸尘器/小家电分别实现营收 9.3/8.11 亿元，同比分别-3.6%/+19.8%。分客户看，预计 2025Q2TTI 和 HOT 客户订单受关税影响承（高关税下订单暂停或延迟），SharkNinja 产能转移较早因此预计仍保持增长态势。展望后续，公司海外产能转移速度快于同行，越南产能快速爬坡，泰国基地投产后有望覆盖对美收入且拓展增长边界，长期外销或围绕优质大客户持续拓品类。同时汽车电机伴随定点项目放量，看好收入维持高增以及利润贡献弹性。

2025Q2 毛利率受结构扰动有所下滑，收入增速放缓致费用摊薄效应减弱

2025Q1/2025Q2 毛利率分别 15.8%/12.3%（同比分别-1.6/-5.6pct），单季度毛利率下滑幅度扩大主系高毛利产品受关税影响占比下降、在建工程转固摊销增加等多重影响。费用端，2025Q1/2025Q2 期间费用率分别为 7.7%/8.6%，同比分别+1.2/+3.8pct，其中 2025Q2 销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.2/+1.2/+0.4/+2.0pct，管理/研发费用率提升主要系成本刚性下收入放缓致摊薄减少，财务费用率增加主要系利息收入及汇兑收益较同期减少所致。综合影响下 2025Q1/2025Q2 归母净利率分别为 8.1%/2.8%（同比分别-2.2/-9.0pct），扣非归母净利率分别 7.2%/0.0%（同比分别-2.7/-11.0pct）。

风险提示：海外需求快速回落；原材料成本上行；新业务拓展不及预期等。

【医药：热景生物(688068.SH)】SGC001 完成 Ib 期临床，差异化创新助力公司崛起——公司信息更新报告-20250901

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 刘艺（联系人）证书编号：S0790124070022 | 石启正（联系人）证书编号：S0790125020004

心梗药 SGC001 完成 Ib 期临床并揭盲，差异化创新助力公司崛起

2025H1 公司收入 2.04 亿元（同比-18.04%，以下均为同比口径）；归母净利润-0.84 亿元（-93.24%）；扣非归母净利润-0.90 亿元（-17.21%）。2025H1 公司毛利率 56.18%（+6.20pct）；净利率-41.67%（-23.32pct）。参股公司舜景生物于 8 月 27 日完成 SGC001 的锁库、揭盲工作。SGC001 在健康志愿者及前壁 ST 段抬高型心肌梗死患者人群中安全耐受性良好，Ib 期临床研究中低（300mg）中（600mg）高（900mg）剂量组均未发生 3 级及 3 级以上不良事件，未发生严重不良事件。初步分析显示在前壁 ST 段抬高型心肌梗死患者中，SGC001 不同剂量组的初步疗效与预期基本相符。公司创新能力突出，新获批的 AKK 菌和 IVD 业务有望持续增长，我们维持公司盈利预测，预计 2025-2027 年营收为 5.27/5.89/6.74 亿元，当前股价对应 P/S 为 30.5/27.3/23.9 倍，维持“买入”评级。

全方位布局创新药，小核酸药物平台潜在价值较大

舜景医药（有 46%股权的子公司）：公司 FIC 心梗单品 SGC001 注射液分别在健康志愿者中和在前壁 ST 段抬高型心肌梗死患者中开展了 2 个 I 期研究，在前壁 ST 段抬高型心肌梗死患者中开展的 Ib 期临床研究于 8 月 27 日

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

完成临床研究的揭盲。此外舜景医药双抗品种 SGC003 预计 25 年内 IND，同样具备有出海潜力。尧景基因（48% 股权的子公司）：公司布局心脏靶向小核酸药物平台（STT-Cardio 平台），目前公司抑制 MSTN 基因表达的 siRNA 专利及治疗心衰的小核酸药物专利均已获得授权，同时公司寻求海外合作伙伴发挥核酸药物平台的潜在价值。禹景药业（有 58% 股权的子公司）：聚焦活菌药物研发，创新品种 AKK 菌近期正式上线天猫国际，AKK 菌是科学界公认的“下一代益生菌”，此前其同源菌株 AKKYG2645 已于 2025 年 1 月 28 日通过美国 GRAS 安全认证。智源生物（22% 股权的参股公司）：针对 AD 的创新药 AA001 单抗，目前处于临床 I 期阶段。公司全方位布局创新药，差异化和多样化创新有望助力公司估值进一步提升。

风险提示：行业政策变化、创新药研发及竞争格局变动的风险等。

特别声明

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

分析师承诺

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

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

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

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

法律声明

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

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

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

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

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

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

开源证券研究所

上海

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

深圳

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

北京

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

西安

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