

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-09-01

宏观策略

2025 年 09 月 01 日

宏观深度报告 20250828: 投资于人: 今年中央财政支持的重点

在中央本级一般公共预算支出方面, 2025 年中央财政预算向国防支出、科学技术支出倾斜, 同时国债存量规模持续走高导致付息支出同步增长。2025 年, 中央本级一般公共预算支出预期将同比增长 2825 亿元, 其中国防支出、债务付息支出、科学技术支出预期将分别同比增长 1195 亿元、772 亿元、362 亿元, 支出增长相对较为明显。在中央对地方一般公共预算转移支付方面, 年初至今, 中央多项增量政策向民生领域倾斜支持, 预计年内中央增量财政支出将超过 1100 亿元。

晨会编辑 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

固收金工

固收周报 20250825: 转债市场分歧正在累积

1) 在维持整体仓位稳健的基础上, 降低部分高价标的风险敞口, 增量及回笼资金可增配 ETF 以平衡踏空风险; 2) 关注前期回撤较大的银行及基建板块, 和涨幅较小的地产及公用、化工板块中低价标的; 3) 目前我们仍维持权益市场“慢牛”的基本判断, 供需错配叠加震荡市下, 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。

固收周报 20250824: 周观: “股债跷跷板”的极致演绎 (2025 年第 33 期)

本周(2025.8.18-2025.8.22), 10 年期国债活跃券收益率从上周五的 1.745% 上行 4bp 至 1.785%。

固收点评 20250823: 绿色债券周度数据跟踪 (20250818-20250822)

观点 一级市场发行情况: 本周(20250818-20250822)银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 16 只, 合计发行规模约 67.90 亿元, 较上周减少 63.41 亿元。二级市场成交情况: 本周(20250818-20250822)绿色债券周成交额合计 530 亿元, 较上周减少 48 亿元。

固收点评 20250823: 二级资本债周度数据跟踪 (20250818-20250822)

一级市场发行与存量情况: 本周(20250818-20250822)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(20250818-20250822)二级资本债周成交量合计约 2162 亿元, 较上周增加 545 亿元。

行业

推荐个股及其他点评

拓普集团 (601689): 2025 年半年度报告点评: 25Q2 业绩环比改善, 热管理业务向液冷拓展

盈利预测与投资评级: 考虑到行业竞争激烈及公司 25H1 业绩及盈利能力有所下滑, 我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预期至 33.58/43.12 亿元 (原为 35.54/44.60 亿元), 维持 2027 年归母净利润为 56.52 亿元的预测, 当前市值对应 2025-2027 年 PE 为 32/25/19 倍, 考虑到公司热管理订单&新定点+人形机器人布局将为公司未来发展提供持续动力, 我们仍然

维持公司“买入”的评级。风险提示：客户效率不及预期；项目开拓不及预期；原材料价格波动。

旭升集团 (603305): 2025 年半年报点评: 25Q2 业绩改善明显, 储能+出海步入收获期

盈利预测与投资评级: 考虑到公司下游大客户销量下滑和行业竞争激烈等因素, 我们将公司 2025-2027 年归母净利润的预测下调为 5.00 亿元、6.05、7.50 亿元 (前值为 5.54/6.83/8.03 亿元), 市盈率分别为 28 倍、23 倍、18 倍, 但公司储能+出海步入收获期, 且人形机器人布局有望提供持续性增量, 我们仍维持对公司的“买入”评级。风险提示: 下游乘用车行业销量不及预期; 行业竞争加剧超预期; 原材料价格上涨超预期; 新兴产业进展不达预期。

中国银河 (601881): 2025 年中报点评: 净利润增长近 50%, 自营、经纪系主要驱动

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, 预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 130/140/149 亿元 (前值分别为 126/135/142 亿元), 分别同比+30%/+7%/+7%, 对应 2025-2027 年 PB 为 1.14/1.08/1.03 倍。资本市场改革持续优化, 宏观经济逐渐复苏, 大型券商控制风险能力更强, 能更大程度的享受政策红利, 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。

贝特瑞 (835185): 2025 半年报点评: 海外负极产能起量, 负极盈利稳中有升

预计公司 25-27 年归母净利 12.0/15.1/18.0 亿元, 与此前预期保持一致, 同比+29%/+25%/+19%, 对应 PE 为 22/17/14 倍, 维持“买入”评级。

南网能源 (003035): 2025 半年报点评: 符合预期, “数智化综合能源服务商”初现

事件: 2025 上半年公司实现营业收入 16.03 亿元, 同比+21.1%; 实现归母净利润 2.14 亿元, 同比+4.5%; 实现扣非归母净利润 2.11 亿元, 同比+5.9%, 符合市场预期。继续稳步推进工业节能和建筑节能两大主业, 2025 上半年同比分别+27.7%、5.0%。盈利预测与投资评级: 我们维持预计 2025-2027 年归母净利润 4.77/5.57/6.75 亿元, 对应 PE 为 38/32/27 倍, 看好公司数字化节能服务经验, 维持“买入”评级。风险提示: 行业需求下降、竞争加剧造成产品价格和毛利率下降等。

芯源微 (688037): 2025 年中报点评: 业绩环比改善, 看好涂胶显影设备龙头新一轮成长

业绩环比显著改善: 2025H1 公司实现营收 7.1 亿元, 同比+2.2%; 期间归母净利润为 0.2 亿元, 同比-79.1%; 利润下滑主因系研发费用、汇兑损失和人员成本增加, 上半年公司研发费用达 1.3 亿元, 同比增长 12.9%。2025Q2 单季公司营收 4.3 亿元, 同比-3.5%, 环比+57.6%, 环比显著改善。Q2 归母净利润 0.1 亿元, 同比-81.3%, 环比+141.7%; 扣非归母净利润-0.1 亿元, 环比亏损收窄。存货&合同负债持续增长: 截至 2025Q2 末, 公司合同负债 5.1 亿元, 同比+46.2%; 存货为 22.1 亿元, 同比+27.2%; Q2 公司经营活动净现金流为-2.0 亿元, 同环比转负。涂胶显影&清洗设备龙头地位稳固, 看好化学清洗机打造第二主力产品: (1) 前道涂胶显影设备: 成功获得国内头部逻辑、存储、功率客户订单, 高端 offline 机台快速突破, I-line、KrF 机台在多家客户端量产跑片数据良好, 客户认可度

持续提升。公司正积极推进 ArF 浸没式涂胶显影机的导入及验证工作；

(2) 前道物理清洗设备：公司前道物理清洗机获得国内领先逻辑客户批量订单，在 26nm 颗粒去除能力&高产能效率进步提升；(3) 前道化学清洗机台：公司高温 SPM 机台在三大核心指标上对标海外龙头，已成功通过客户工艺验证，打破国外垄断，已获得国内多家大客户订单及验证性订单。(4) 先进封装设备：公司后道涂胶显影机、单片式湿法设备持续获得国内多家客户批量重复性订单。临时键合/解键合获得多家国内头部客户订单，进入放量阶段。北方华创控股芯源微，有望加速形成协同发展：北方华创已成为公司控股股东，双方可推动不同设备的工艺整合，提供更完整高效的集成电路装备解决方案，也可在研发、供应链、客户资源等方面加强协同效应。盈利预测与投资评级：考虑到设备交付节奏，我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 2.33/3.75/5.92 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 108/67/42 倍。我们看好公司化学清洗设备迎来放量贡献业绩，维持“增持”评级。风险提示：半导体行业投资下滑，新品研发&产业化不及预期等。

新华都 (002264)：2025 年中报点评：非标品势能积极，多平台谋篇布局

事件：公司发布 2025 半年报。25H1 实现营收 18.6 亿元，同比-11.0%；实现归母净利 1.47 亿元，同比 1.2%。25Q2 实现营收 7.52 亿元，同比 9.62%；实现归母净利 0.54 亿元，同比 4.5%。盈利预测与投资评级：参考 25H1 财报情况，考虑白酒行业整体销售增长趋缓，且年内会计准则调整对收入确认口径产生影响，同时 AI 赋能帮助降本增效，我们调整 2025~27 年归母净利润预测为 3.2、4.0、5.0 亿元（前值为 3.4、4.5、6.0 亿元），当前市值对应 2025~27 年 PE 为 16、13、10X，维持“买入”评级。风险提示：宏观需求不及预期；电商平台流量增长趋缓；品牌代理授权变化较难预测。

中闽能源 (600163)：2025 年半年报点评：福建风电业绩稳定，拟投资建设福建海风长乐 B

盈利预测与投资评级：考虑 2025 年抽蓄资产注入，我们维持 2025-2027 年预测归母净利润 9.2/10.0/10.4 亿元，2025-2027 年 PE 为 11.2/10.3/9.9 倍（2025/8/27），维持“买入”评级。风险提示：项目建设不及预期，电改推进下电价波动，项目竞争加剧。

水井坊 (600779)：2025 年中报点评：收入及时调整，毛销承压拖累盈利

事件：公司发布 2025 年半年度业绩公告，25H1 实现营业收入约 14.98 亿元，同比下滑约 12.8%；实现归属于上市公司股东的净利润约 1.05 亿元，同比下滑约 56.5%。对应 25Q2 营收同比下滑 31.4%，归母净利同比下滑 251.2%。盈利预测与投资评级：公司产品矩阵定位清晰，在 100~800 元区间各主力消费价位均有核心产品长期布局。需求承压阶段，公司保持宴席、开瓶场景相关促销支持政策，产品动销表现相对好于其他二线次高端酒企。参考 2025H1 预告数据和消费环境变化，我们微调 2025~27 年归母净利润至 9.5、8.3、9.0 亿元（前值 9.5、8.2、8.9 亿元），当前市值对应 2025~27 年 PE 为 24/28/26X，考虑公司 PE 估值所处历史分位数，维持“增持”评级。风险提示：宏观表现不及预期、次高端主力价位竞争加剧、品牌建设及消费者培育费用投放超预期。

光大证券 (601788)：2025 年中报点评：业绩符合预期，经纪自营随市增长

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 33.67/36.38/37.94 亿元 (前值分别为 33.19/35.66/37.21 亿元), 对应同比增速分别为 10.09%/8.05%/4.29%, 对应 EPS 分别为 0.73/0.79/0.82 元/股, 当前市值对应 PB 估值分别为 1.30x/1.23x/1.17x。公司聚焦主业稳健发展, 看好持续强化竞争力, 维持“买入”评级。 风险提示: 1) 交易量持续走低; 2) 权益市场波动加剧致投资收益持续下滑。

毛戈平 (01318.HK): 2025 年半年报点评: 25H1 归母净利同比+36.1%, 产品矩阵推新升级带动增长

盈利预测与投资评级: 毛戈平是我国稀缺高端美妆品牌, 独特美妆学院模式和专业化妆师团队打造优质线下体验感, 品牌知名度破圈有望带动业绩持续高增, 我们上调 2025-2027 年归母净利润预测从 11.4/14.6/18.6 亿元至 12.0/15.2/19.1 亿元, 分别同比+36.6%/+26.7%/+25.2%, 最新收盘价对应 2025-2027 年 PE 为 35/28/22X, 维持“买入”评级。 风险提示: 国内消费市场复苏不及预期、行业竞争加剧、渠道扩张不及预期、品牌形象风险等。

普源精电 (688337): 2025 半年报点评: Q2 营收同比增长 20%, 高端产品与解决方案引领增长

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 1.3/1.8/2.4 亿元, 当前市值对应 PE 57/42/32X, 维持“增持”评级。 风险提示: 宏观经济波动、地缘政治冲突、新品推出不及预期等。

捷佳伟创 (300724): 2025 年中报点评: 业绩同比高增, 看好光伏全路线订单兑现与半导体湿法国产替代共振

拓展半导体&锂电领域, 逐步完善专用设备平台化布局: (1) 半导体设备: 继 2024 年成功中标碳化硅整线湿法设备订单后, 2025 H1 子公司创微电子完成湿法设备全流程自主化开发, 产品线覆盖 6-12 吋晶圆制造、第三代半导体 (SiC/GaN) 及先进封装, 可提供清洗、刻蚀、去胶一体化解决方案, 关键零部件国产化率均超 95%。其中, 6/8 吋槽式及单片全自动设备已实现碳化硅器件全段工艺覆盖, 并已替代进口, 在欧亚市场持续斩获订单; 12 吋无篮槽式湿法设备于 SEMICON China 2025 发布,

可适配 45-90 nm 及以下制程, 软件全部自研, 获行业广泛关注。(2) 锂电真空专用设备: 公司自主研发的双面卷绕铜箔溅射镀膜设备成功下线, 并且已向客户成功交付了一步法复合集流体真空卷绕铝箔镀膜设备、新型薄膜电容器卷绕镀膜设备。 盈利预测与投资评级: 考虑到公司订单交付节奏, 我们维持公司 2025-2027 年的归母净利润至 25.4/15.3/15.2 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 14/22/23 倍。但考虑公司逐步完善专用设备平台化布局, 故维持“增持”评级。 风险提示: 下游扩产不及预期, 新品拓展不及预期。

中微公司 (688012): 2025 年中报点评: 业绩持续增长, 平台化布局陆续落地

刻蚀产品持续领先, 镀膜产品拓展顺利: (1) CCP 设备: 在逻辑领域已对 28nm 以上的绝大部分 CCP 刻蚀应用和 28nm 及以下的大部分 CCP 刻蚀应用形成较为全面的覆盖, 且已有大量机台进入国际 5nm 及以下逻辑; 截至 2025Q2 末已交付 4500 个反应台 (其中双反应台 3300 个、单反

应台 1200 个反应台)，较 2024 年 Q2 末增加超过 900 个反应台。公司先进制程高选择比&高深宽比刻蚀设备持续获得客户订单，2025H1 分别装机超 120/200 个反应台。在存储领域，超高深宽比刻蚀机已在客户端验证出 $\geq 60:1$ 深宽比结构的能力，成功进入 2D&3D 存储芯片产线。同时，公司积极布局超低温刻蚀技术，积极储备 $\geq 90:1$ 深宽比刻蚀技术。(2) ICP 设备：公司 ICP 设备在客户端安装腔体数量近四年 CAGR 超 100%，截至 2025Q2 末已累计安装超 1200 个反应台，覆盖超 50 个逻辑、DRAM、3D NAND 等客户；公司的 TSV 刻蚀设备也已应用于先进封装。此外，公司正在研发用于 5-3nm 逻辑芯片的 ICP 刻蚀机。(3) MOCVD 设备：积极布局第三代半导体设备，现已在 LED 等 GaN 基设备市场占据领先地位，并在 Micro-LED 领域的 MOCVD 设备开发上取得良好进展。用于 SiC 器件的外延设备已付运样机至国内领先客户开展验证测试。(4) 薄膜沉积设备：①公司推出三款 W 薄膜沉积产品，涵盖 CVD、HAR 及 ALD，其首台 CVD 钨设备付运到关键存储客户端验证评估，已通过客户现场验证，并获得客户重复量产订单。②公司开发的应用于高端存储和逻辑器件的 ALD 氮化钛、钛铝、氮化钽设备也已完成多个逻辑/存储客户验证；③减压 EPI 已顺利批量交付成熟制程客户，先进制程工艺处于验证阶段。同时，公司完成常压 EPI 的开发，进入工艺验证阶段。(5) 量检测设备：成立子公司超微公司引入电子束检测设备领军人才，已规划覆盖多种量检测设备。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润为 24.3/34.0/44.5 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 58/42/32 倍，维持“买入”评级。风险提示：晶圆厂扩产节奏不及预期，新品研发&产业化不及预期等。

中国重汽 (000951)：2025 年半年报点评：销量表现优于行业，Q2 毛利率同比提升

盈利预测与投资评级：考虑 2025 年重卡出口俄罗斯销量下滑，出口非俄地区价格竞争加剧，我们下调公司 2025~2027 年归母净利润预测至 16.58/18.94/21.65 亿元(原 18.76/23.43/26.17 亿元)，2025~2027 年对应 PE 估值分别为 13.07/11.44/10.00 倍，维持“买入”评级。风险提示：国内物流行业复苏不及预期；海外经济波动超预期等。

绝味食品 (603517)：2025 年中报点评：门店业务加速见底，积极探索新思路

我们基本维持此前盈利预测，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 4.0/5.1/5.6 亿元，同比+77%/+26%/+10%，对应 PE 为 25/20/18X。维持“买入”评级。

老白干酒 (600559)：2025 年中报点评：中低档酒实现收入承托，净利率保持升势

事件：公司发布 25 中报，25H1 收入实现 24.8 亿元，同比+0.5%；归母净利 3.2 亿元，同比+5.4%；25Q2 收入实现 13.1 亿，同比-1.9%；归母净利 1.7 亿元，同比+0.2%。盈利预测与投资评级：伴随消费环境变化，公司收入增长阶段性放缓，但降本控费帮助净利率基本保持稳定。参考 25H1 情况，我们调整 2025~27 年归母净利润为 7.9、8.2、9.5 亿元(前值 8.8、10.0、11.8 亿元)，当前市值对应 2025~27 年 PE 为 20/20/17X，维持“买入”评级。风险提示：省内消费升级不及预期、省外竞争加剧、食品安全问题。

中文在线 (300364)：2025 年半年报点评：海外短剧收入快速增长，AI 助

力降本增效

盈利预测与投资评级：我们认为公司正处在关键转型期，通过对新业务的投入，以短期利润换取长期增长空间。虽然账面亏损扩大，但海外短剧业务以及 AI 技术在降本增效方面的实际成果值得关注。我们认为短期利润或受费用端影响，将 2025-2026 年归母净利润预测从 0.9/1.4 亿元下调至 0.1/0.8 亿元；我们认为随着竞争格局稳定，海外短剧利润率有望提升，将 2027 年归母净利润预测从 3.6 亿元上调至 5.6 亿元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 1813/295/41 倍，维持“买入”评级。风险提示：版权采集价格上涨与盗版风险；海外竞争加剧；AI 技术发展不达预期的风险。

中国太保(601601)：2025 年中报点评：寿险 NBV 保持高增长，产险 COR 同比改善

盈利预测与投资评级：结合公司 2025H1 经营情况，我们上调盈利预测，2025-2027 年归母净利润为 516/527/553 亿元(前值为 491/472/464 亿元)。当前市值对应 2025E PEV 0.64x、PB 1.16x，仍处低位。我们看好公司以推动高质量发展为主题，不断优化产品结构，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。

国茂股份(603915)：2025 年半年报点评：业绩短期承压，聚焦具身智能新机遇

盈利预测与投资评级：考虑到减速机行业需求偏弱，我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 3.00/3.43/4.00 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 35/31/27 倍，考虑到公司持续推出新产品增强竞争力，维持公司“增持”评级。风险提示：制造业复苏不及预期，下游需求不及预期，研发进度不及预期。

华中数控(300161)：2025 年半年报点评：业绩阶段承压，AI 赋能打造新一代智能数控系统

盈利预测与投资评级：考虑到公司智能产线确收放缓，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测为 0.70(原值 0.87)/1.31(原值 1.54)/1.97(原值 2.37) 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 82/44/29 倍，考虑到公司属于高端数控系统领域稀缺资产，维持公司“增持”评级。风险提示：机床行业复苏不及预期，研发不及预期，市场竞争加剧风险。

中国太平(00966.HK)：2025 年中报点评：分红险转型成效显著，产险利润同比大增

盈利预测与投资评级：2025 年权益市场持续走强，结合公司 2025 年上半年经营情况，我们上调盈利预测，2025-2027 年归母净利润为 97/109/125 亿元(前值为 93/109/125 亿元)。当前市值对应 2025E PB 0.83x、PEV 0.35x，仍处低位。我们看好公司寿险分红型转型；财险业务综合成本率持续优化，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。

立高食品(300973)：2025 年中报点评：内部提效释放成果，奶油产品矩阵再深化

公司今年收入端较为稳健，商超渠道在低基数下有新品增量，奶油产品矩阵持续丰富，我们上调盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 3.6/4.4/5.0 亿元(此前的预期分别为 3.4/4.2/4.7 亿元)，同比 +36%/+21%/+14%，对应 PE 为 22/19/16X。维持“买入”评级。

山西汾酒(600809)：2025 年中报点评：有序调控，稳步整固

事件：公司发布 2025 中报，25H1 实现营收、归母净利润 239.6 亿元、85.1 亿元，分别同增 5.4%、1.1%；对应 25Q2 营收、归母净利润分别同比+0.4%、-13.5%，Q2 利润下滑主系毛利率及税金率拖累。盈利预测与投资评级：考虑宏观需求复苏进程缓和，25H2 青花增长节奏预计将做一定调控，我们调整 2025~27 年归母净利润预测为 120、125、135 亿元（前值为 135、154、181 亿元），当前市值对应 2025~27 年 PE 为 20/19/18X。公司长期增长空间可期，腰部产品亦有望较早兑现场景修复增量，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济需求复苏不及预期；渠道调控整固不及预期；省外竞争超预期风险等。

新奥股份（600803）：2025 年中报点评：核心利润稳增，私有化顺利推进
盈利预测与投资评级：顺价持续推进，零售气价差有望进一步修复；直销气气量持续增长。考虑 2025H1 零售气量不及预期，中报毛利增长主因接收站和甲醇业务的毛利增长，而甲醇业务盈利能力存在波动性，因此维持 2025、下调 2026-2027 年盈利预测至 51.47/55.22/63.22 亿元（原值 51.47/58.96/68.44 亿元），2025-2027 年归母净利润同比 +14.56%/+7.29%/+14.48%，EPS 为 1.66/1.78/2.04 元，对应 PE11.3/10.5/9.2 倍（估值日期 2025/8/28）。股利分配+特别派息，2025 年分红 1.14 元每股，2026-2028 年分红比例不低于 50%；2025-2027 年股息率 6.1%/4.7%/5.4%（估值日期 2025/8/28），彰显安全边际，维持“买入”评级。

军信股份（301109）：2025 年中报点评：内生增长&仁和并表带动营收利润双增，自由现金流大增 157%

盈利预测与投资评级：受益于湖南长沙区位优势，具备优质固废资产，自由现金流大增+长期分红有保障，仁和并表&浏阳、平江项目贡献业绩增量，叠加技改提效增效，我们将 2025-2027 年公司归母净利润从 7.50/7.97/8.41 亿元上调至 7.69/8.26/8.71 亿元，对应 PE 为 16/15/14 倍，维持“买入”评级。风险提示：电价补贴政策风险；特许经营权项目到期风险；应收风险。

中集集团（000039）：2025 半年报点评：归母净利润同比+48%，集装箱+海工板块带动毛利率提升

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测 30/38/46 亿元，当前市值对应 PE 分别为 15/12/10X，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济波动、地缘政治冲突加剧、汇率波动等。

华海清科（688120）：2025 年中报点评：业绩持续高增，看好公司打造 CMP/减薄设备龙头

CMP 设备市占率提升，减薄/划切设备快速放量：（1）CMP 装备：Universal-H300 已获批量重复订单并规模化出货；先进制程订单占比较高，公司部分机型在头部客户实现全流程验证；12/8 英寸机台市占率持续提升。目前，公司 12 英寸及 8 英寸等 CMP 装备在国内客户端已占据较高市场份额。（2）减薄/抛光装备：12 英寸减薄机 Versatile-GP300 完美兼容 W2W 和 D2W 两种主流先进封装工艺路线，订单快速增长；12 英寸晶圆减薄贴膜一体机 Versatile-GM300 批量发往多家半导体龙头企业；目前公司减薄装备已覆盖存储、CIS、先进封装等多种工艺客户，未来将开发更高 WPH、更高 TTV 的全新机型，提高市场竞争力；公司 12 英寸晶圆边缘抛光装备 Master-BN300 已进入国内多家头部客户端验证。（3）划切装备：集成切割、传输、清洗、量测等功能，搭载高精度对准和多轴

切割技术，可解决存储芯片、CIS、先进封装等工艺中的晶圆边缘崩边问题，已发往多家客户验证。（4）离子注入装备：12英寸低温离子注入机iPUMA-LT已向国内头部客户出货，覆盖大束流多个型号；新一代束流系统持续优化装载效率与颗粒控制，以满足逻辑、存储、CIS等多类芯片需求。（5）湿法装备、晶圆再生业务：公司已布局多类晶圆清洗装备，SDS/CDS供液系统已实现批量出货并在多领域实现应用；依托CMP与清洗设备能力，公司成为晶圆再生领域专业代工厂，获得多家大生产线批量订单并长期稳定供货。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13.80/17.78/22.81亿元，当前股价对应PE为33/26/10倍，维持“买入”评级。风险提示：半导体行业投资下滑，新品研发&下游扩产不及预期等。

中国巨石（600176）：2025年中报点评：单季盈利继续回升，复价、调结构显现成果

Q2利润率进一步回升，体现结构性复价成效。（1）公司Q2单季营业收入同比+6.3%，较Q1放缓，预计主要是出口和国内下游消化库存影响下出货边际放缓所致。但公司上半年整体实现粗纱及制品销量158万吨，同比+4%，反映公司产能布局和产品结构优势下产销整体保持良好，尤其是风电、热塑等下游细分中高端领域景气度较高。上半年电子布销量4.85亿米，同比+6%。（2）Q2单季营业收入环比Q1+3.4%，毛利率环比提升3.3pct至33.8%，预计得益于单季粗纱及制品与电子布均价和单位毛利环比Q1继续上行，尤其是风电纱、电子布新价落地的带动以及其他中高端产品价格较好的韧性。（3）Q2扣非后销售净利率20.7%，环比+4.1pct，同比+10.1pct。玻纤行业新增供给压力逐步消化，粗纱价格有支撑，电子布价格在下游景气带动下有望进一步回升，叠加公司降本调结构下竞争优势巩固，盈利能力有望延续回升态势，股东回报也进一步提升，估值有望继续修复。基于行业供给压力得到消化，我们上调公司2025-2027年归母净利润预测至35.1/43.0/49.8亿元（前值为32.6/39.8/46.3亿元），对应市盈率为16/13/11倍，维持“买入”评级。风险提示：内需回升幅度不及预期、外需衰退的风险，全球贸易摩擦加剧的风险。

广电计量（002967）：2025年中报点评：归母净利润同比+22%，战略、科技板块引领增长

盈利预测与投资评级：出于谨慎性考虑，我们维持公司2025-2027年归母净利润预测为4.0/4.5/5.2亿元，当前市值对应PE32/28/25X，维持“增持”评级。风险提示：宏观经济波动、地缘政治冲突加剧、汇率波动等

国金证券（600109）：2025年中报点评：归母净利润大幅增长，自营、经纪系主要驱动力

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年公司归母净利润为24.14/25.63/27.81亿元（前值为18.50/19.85/21.62亿元），分别同比+45%/+6%/+9%，对应2025-2027年PB为1.06/1.01/0.95倍。资本市场改革持续优化，宏观经济逐渐复苏，公司经纪市占小幅提升，客户群体不断优化，互联网金融布局较早且持续投入，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。

新奥能源（02688.HK）：2025年中报点评：国内业务稳增，私有化顺利推进

盈利预测与投资评级：考虑到2025H1零售气量增速不及我们预期，下调

2025-2027 年盈利预测至 70.9/74.2/78.0 亿元（原值 73.72/79.20/84.80 亿元），同比+18.4%/+4.6%/+5.2%，对应当前 PE9.2/8.8/8.4 倍（估值日期 2025/8/28）。私有化定价彰显价值重估空间，维持“买入”评级。

恒帅股份（300969）：2025 年半年报点评：2025Q2 业绩符合预期，微电机龙头长期成长可期

盈利预测与投资评级：考虑到公司新项目放量节奏及毛利率短期承压，我们将公司 2025-2027 年归母净利润的预测调整为 2.15 亿元、2.64 亿元、3.26 亿元（前值为 2.51 亿元、3.03 亿元、3.66 亿元），对应 2025-2027 年 EPS 分别为 1.92 元、2.36 元、2.91 元，市盈率分别为 43.59 倍、35.41 倍、28.69 倍。考虑到公司作为汽车微电机行业龙头，成长空间广阔，且积极拓展机器人相关业务，因此维持“买入”评级。风险提示：乘用车行业销量不及预期；原材料价格波动超预期；新产品应用拓展不及预期。

2025 年中报点评：25H1 业绩同增 24%，提分红+提 ROE 兑现典范

盈利预测与投资评级：垃圾焚烧行业提分红+提 ROE 核心逻辑兑现典范，当前港股股息率（ttm）6.87%，A 股股息率（ttm）4.29%，25H1 自由现金流持续增厚，分红仍有提升空间。25H1 供热量翻倍&降本增效带动业绩高质量增长。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 6.50/7.18/7.60 亿元，对应港股 9/8/8 倍 PE，维持“买入”评级。风险提示：应收风险，危废项目减值风险，资本开支超预期上行等。

中科蓝讯（688332）：2025 年中报业绩点评：25H1 营收稳增，AI 端侧与品牌客户构筑新动能

25H1 营收稳增，销售净利率达到 19.41%。据公司 25 年中报，25H1 实现营收 8.12 亿元，yoy+2.63%；毛利率 22.92%，同比上升 0.91pcts；归母净利润 1.31 亿元，同比降低 2.61%。25Q2 单季营收 4.44 亿元，yoy+3.83%，qoq+21%；毛利率 22.98%，同比降低 0.37pcts，环比增长 0.12pcts。销售净利率 19.41%，同比增长 0.78pcts，环比增长 7.22pcts。深挖现有市场潜力，持续向终端品牌客户渗透。报告期内，公司推出多款 BT 系列和 AB 系列芯片，随着公司芯片产品的不断丰富，可以适应品牌从入门级到中高阶产品的差异化功能需求，有助于公司不断提升市场竞争力和持续经营能力，有望在更多的终端品牌客户中获得运用。公司不断提高研发水平，在确保综合性价比的前提下，进一步提升主控芯片的集成度、功耗、连接、传输等方面的性能，完善智能蓝牙音频芯片系统软硬件设计方案，更好地满足智能蓝牙应用，更好地适配终端品牌方主打性价比系列产品的需求。截至目前，公司产品已进入小米、realme 真我、荣耀亲选、百度、万魔、倍思、Anker、漫步者、腾讯 QQ 音乐、传音、魅蓝、飞利浦、NOKIA、摩托罗拉、联想、铁三角、喜马拉雅、boAt、Noise、沃尔玛、科大讯飞、TCL 等终端品牌供应体系。抢占 AI 端侧市场先机，开启 AI 端侧新篇章。公司讯龙三代芯片采用 CPU+DSP+NPU 的多核架构，可很好地连接到云端，以使用云端的大模型 AI 能力。公司讯龙三代 BT896X 系列芯片已运用于百度推出的小度添添 AI 平板机器人的智能音箱中。公司与字节跳动旗下的云服务平台火山引擎展开了深度合作，完成了与火山方舟 MaaS 平台的对接，现阶段已经适配了实时翻译、会议纪要、实时对话等功能，后续双方将会面对不同的使用场景推出更多的 AI 功能。同时，公司继续与国内外大模型平台开展合作，向市场推出用户体验度更好的 AI 端侧产品解决方案。报告期内，公司“讯龙二代+”BT893X 芯片被搭载于 Nothing CMF Buds 2a TWS 耳机中，耳机集成 ChatGPT 语音交互，支

持 42dB 主动降噪，双设备链接，总续航可达 35.5 小时。2025 年 6 月，公司携基于 AB6003G Wi-Fi 芯片的 AI 玩具方案亮相 2025 火山引擎 FORCE 原动力大会。

芯原股份 (688521): 拟筹划收购芯来智融 100%股权，补齐 RISC-V IP 矩阵

8 月 28 日，公司发布公告拟筹划收购芯来智融股权并停牌。8 月 28 日，芯原股份发布公告，公司拟通过发行股份及现金支付的方式，收购芯来智融半导体科技(上海)有限公司股权并募集配套资金。公司目前持有芯来智融 2.99% 股权，拟收购其余全部股权实现控股。目前交易仍处于筹划阶段，核心事项如交易金额、估值及支付比例等尚未最终确定。公司股票自 2025 年 8 月 29 日起停牌，预计不超过 10 个交易日。本次收购旨在补齐公司 RISC-V IP 矩阵，形成从处理器内核到系统级整体解决方案的完整布局。芯来智融：专注 RISC-V CPU IP。芯来智融成立于 2018 年，是国内最早专注于 RISC-V 架构 CPU IP 的公司之一。公司自研产品线覆盖通用内核以及专用内核，在 32 位低功耗 MCU 到 64 位乱序高性能处理器之间形成完整布局，并在车规与安全领域取得国际认证。近年来，芯来持续拓展 AI 方向，于 2025 年 7 月推出 NI 系列与全新 NACC 端侧 AI 加速器 IP，提供高能效、可扩展的 Micro-NPU 能力，与 RISC-V CPU 深度耦合，支持丰富的 AI 框架与应用场景。RISC-V 成 AI 端侧算力基石，芯来补齐 IP 矩阵加速多场景落地。RISC-V 作为开放、可扩展的指令集架构，正在成为 AI 芯片的重要基石：它既能满足端侧对低功耗、实时性和隐私保护的需求，又具备灵活扩展向量/AI 加速指令的优势。随着 AI 从云端加速走向终端，RISC-V 在端侧智能和嵌入式 AI 领域展现出快速渗透趋势。芯来的布局，不仅补齐了芯原 RISC-V 在 AI 方向的矩阵，更有望在 MCU、AIoT、汽车电子等高增长场景中获得规模化落地。

招商证券 (600999): 2025 年中报点评：二季度环比改善明显，高基数下半年度业绩个位数增长

事件：招商证券发布 2025 年中报，公司实现营业收入 105.2 亿元，同比+9.6%；归母净利润 51.9 亿元，同比+9.2%；对应 EPS 0.56 元，ROE 4.2%，同比+0.1pct。第二季度实现营业收入 58.1 亿元，同比+9.6%，环比+23.2%；归母净利润 28.8 亿元，同比+11.1%，环比+24.7%。公司业绩增速偏低主要是由于 2024 年公司债券自营规模较大，债牛背景下实现较高收益，而今年上半年债市较弱。盈利预测与投资评级：考虑到市场交投活跃，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 125/131/140 亿元（前值为 123/131/140 亿元），分别同比+21%/4%/7%，对应 2025-2027 年 PB 为 1.35x/1.23x/1.13x。资本市场改革持续优化，宏观经济逐渐复苏，大型券商控制风险能力更强，能更大程度的享受政策红利，维持“买入”评级。风险提示：1) 交易量持续走低；2) 权益市场波动加剧致投资收益持续下滑。

莱百股份 (605599): 2025 年半年报点评：25Q2 营收同比+50.3%，线上线下协同效应释放

盈利预测与投资评级：公司积极推动产品多元化与线上线下融合发展，投资金条产品收入占比大幅提升，有望在金价上行与消费升级背景下释放业绩弹性。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润 7.8/8.4/8.9 亿元，同比分别+8.7%/+7.2%/+6.2%，最新收盘价对应 2025-2027 年 PE 为 15/14/13 倍，维持“买入”评级。风险提示：金价波动风险，开店不及预期，终

端消费不及预期。

国联民生 (601456): 2025 年中报点评: 并表民生证券, 叠加自营实现高收益, 经营业绩大幅提升

国联民生发布 2025 年中报, 2025 年上半年公司实现营业收入 40.1 亿元, 同比+269.4%; 归母净利润 11.3 亿元, 同比+1185.2%; 对应 EPS 0.20 元, ROE 2.5%, 同比+2.0pct。第二季度实现营业收入 24.5 亿元, 同比+168.4%, 环比+56.7%; 归母净利润 7.5 亿元, 同比+145.1%, 环比+99.7%。业绩大幅增长一方面是由于一季度并表民生证券, 另一方面是由于二季度公司实现较高的投资收益, 收益率大幅跑赢沪深 300 指数。盈利预测与投资评级: 考虑到市场交投活跃以及公司自营业务具有高弹性, 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 21.6、21.0、22.1 亿元 (前值为 8.78、10.07、10.76 亿元), 对应同比增速分别为+444%、-3%、+5%。公司当前市值对应 PB 估值分别为 1.33x、1.29x、1.25x。我们依旧看好公司与民生证券的后续整合成效, 公司综合实力有望实现大幅提升, 维持“买入”评级。风险提示: 1) 整合效果不及预期; 2) 权益市场大幅波动; 3) 行业监管趋严。

宝立食品 (603170): 2025 年中报点评: 经营稳健性凸显, 空刻符合预期
我们维持此前盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.7/3.1/3.5 亿元, 同比+15%/+15%/+12%, 对应 PE 为 20/18/16X。公司经营能力稳健, 维持“买入”评级。

致欧科技 (301376): 2025 半年报点评: H1 扣非净利润+40%, 产能转移基本完成静待收入增速恢复

盈利预测与投资评级: 考虑美国关税等外部因素影响, 我们将公司 2025-27 年归母净利润预期从 4.2/ 5.4/ 6.8 亿元, 下调至 3.7/ 4.8/ 6.1 亿元, 同比+10%/ +31%/ +26%, 对应 8 月 27 日收盘价为 21/ 16/ 13 倍 P/E。考虑公司估值处于较低位、且品牌、供应链优势突出, 维持“买入”评级。

兆威机电 (003021): 2025 年半年报点评: 业绩稳健增长, 新一代灵巧手产品发布

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 2.70/3.32/4.15 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 108/88/70 倍, 考虑到公司在人形机器人灵巧手领域前瞻性布局, 维持公司“增持”评级。风险提示: 人形机器人商业化进程不及预期, 研发进展不及预期, 宏观经济风险。

九方智投控股 (09636.HK): 2025 年中报点评: 业绩高增, AI 与数字金融驱动新成长

盈利预测与投资评级: 我们认为, 公司通过深化智能投顾产品矩阵、拓展全域流量生态及持续加码研发投入, 有望在快速扩张的在线投教市场中巩固龙头地位; 且公司各项业务仍处于快速成长期, 付费客户数量将持续稳健增长。基于 2025 年上半年业绩, 我们上调盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 13.84/19.28/26.56 (前值为 12.93/17.01/22.45 亿元), 对应 23/16/12 倍 PE, 维持“买入”评级。风险提示: 市场波动风险, 宏观经济与政策风险, 监管合规风险。

盛科通信-U (688702): 2025 年半年报点评: Q2 毛利率继续提升, 看好公司深度受益于算力国产化

投资要点 事件: 公司发布 2025 年半年度报告, 2025 上半年公司实现营收 5.1 亿元, 同比-4.6%, 归母净利润-0.2 亿元, 同比减亏 58.4%; 25Q2

公司实现营收 2.8 亿元，同比+2.5%，环比+27.8%，归母净利润-0.1 亿元，同比减亏 83.3%，环比减亏 44.1%。Q2 业绩大幅改善，毛利率环比提升。25Q2 公司收入 2.8 亿元，环比+27.8%，归母净利润-0.1 亿元，环比减亏 44.1%。毛利率方面，25H1 同比增加 9.2 个百分点达 46.7%，25Q2 毛利率达 48.8%，环比+4.7 个百分点，主要系供应链及产品结构优化。我们预计随着高端产品放量，公司毛利率有望继续提升。高端芯片客户导入顺利，公司竞争力持续增强。公司目前产品覆盖中高端产品线，产品涵盖 100Gbps~25.6Tbps 交换容量及 100M~800G 的端口速率，全面覆盖企业网络、运营商网络、数据中心网络和工业网络等应用领域。2025 上半年，公司持续推进已处于量产阶段的产品销售，加强客户持续深度合作并取得积极成效，同时公司积极推动面向大规模数据中心和云服务的高端旗舰芯片产品的客户导入，公司最大端口速率 800G、容量 12.8T 及 25.6T 的高端旗舰芯片已在客户处进入市场推广和逐步应用阶段。公司紧紧围绕产品战略目标，持续加大研发投入、不断积累核心技术，尤其是关键核心领域高端芯片产品的研发投入和技术创新。伴随着交换芯片国产化进程，公司不断拓展产品线深度广度，提升高端占比，竞争力、影响力将持续增强。持续加大研发投入，有望深度受益国产算力浪潮。25H1 公司研发投入达 2.4 亿元，同比+6.8%，研发费用率达 47.1%，同比+5.0pct。公司持续以高强度投入打造高端以太网交换芯片与软件栈，当前已具备 12.8Tbps/25.6Tbps 以及更高性能架构设计能力，可以支撑在不同工艺下快速迁移，高性能交换架构技术先进。随着国产算力浪潮迭起、算力互联需求快速增长，公司的高研发投入有望加速转化为订单与市场份额，长期成长空间广阔。盈利预测与投资评级：考虑公司有望持续、深度受益于算力国产化，我们将公司 2025/2026/2027 年预期归母净利润由-0.28/0.07/1.02 亿元上调至-0.17/0.31/1.38 亿元，2025 年 8 月 27 日收盘价对应 2025/2026/2027 年 PS 分别为 40/29/21 倍，维

欣旺达 (300207): 2025 半年报点评: 消费电池盈利稳步提升，动储亏损有望收窄

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 20.5/25/30 亿元，同增+40%/+22%/+21%，对应 PE 为 22x/18x/15x，考虑到公司消费龙头地位，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。

中际旭创 (300308): 2025 半年度业绩点评: 利润率亮眼，scale-up 有望助力公司长期成长

投资要点 事件：公司发布半年度报告，2025 上半年公司实现营收 147.9 亿元，同比+37.0%，归母净利润 40.0 亿元，同比+69.4%；25Q2 公司实现营收 81.2 亿元，同比+36.3%，环比+21.6%，归母净利润 24.1 亿元，同比+78.8%，环比+52.4%。800G 出货规模继续扩大+硅光模块起量+费用持续优化，公司利润率处于上升通道。25Q2 公司毛利率达 41.5%，同比+8.1pct，环比+4.8pct，连续五个季度环比提升，归母净利率 29.7%，同比+7.1pct，环比+6.0pct，连续三个季度环比提升，我们认为在上半年产品价格按惯例年降的背景下，公司仍能保持利润率高增长的势头，主要系 800G 出货规模继续扩大摊薄成本，毛利率更高的硅光模块起量，同时 25Q2 公司销售/管理/研发费用率环比-0.1/-0.55/-0.5pct 持续优化。我们认为后续随着公司出货规模进一步扩大、硅光占比提升、硅光芯片集成度提高、1.6T 上量，公司利润率后续拔升空间值得期待。公司持续推进扩

产,加大研发投入布局前沿产品。公司持续推进铜陵旭创高端光模块产业园三期项目等募投项目进展,公司高端产品相关配套产能将进一步释放。2025H1,公司研发投入达 5.9 亿元,同比增长 11.1%,公司成功研发 3nm 1.6T OSFP 2xFR4 光模块和 800G LR2 OSFP 相干精简型光模块,并在 OFC2025 现场展示。公司作为与大客户联系紧密的全球头部厂商,能够对接到主流客户需求,同时扩产有序推进,在需求旺盛的背景下,硅光芯片布局深厚的同时有望取得物料供应结构性优势。我们看好公司在继续扩大产能、提升高端产品交付能力的同时,扩充更多高端产品线落地,保持行业内的领先地位。算力产业链成长逻辑转变,驱动力持续增强。正如公司在中报中所述,我们认为随着推理场景中 TCO、用户体验、模型能力拓展等因素催生对更大规模 scale-up 超节点的需求,光互连有望凭借在传输距离等方面的优势,逐渐在 scale-up 场景中应用,迎来倍增需求,我们看好公司作为全球光模块龙头厂商以硅光 LPO 等产品实现放量盈利预测与投资评级:考虑到公司硅光、1.6T 等产品放量,利润率有望继续提升,我们将公司 2025/2026/2027 年预期归母净利润由 90.1/129.7/166.8 亿元上调至 99.0/144.2/184.0 亿元

海底捞 (06862.HK): 2025 年中报点评: 主业客单价企稳, 红石榴计划成效突出

主业客单价企稳, 红石榴计划成效突出。

天孚通信 (300394): 2025 年半年报点评: 有源产品收入超预期, 看好公司受益于后续新产品新需求

投资要点 事件: 公司发布 2025 年半年度报告, 2025 上半年公司实现营收 24.6 亿元, 同比+57.8%, 归母净利润 9.0 亿元, 同比+37.5%; 25Q2 公司实现营收 15.1 亿元, 同比+83.3%, 环比+60.0%, 归母净利润 5.6 亿元, 同比+49.6%, 环比+66.3%。公司有源产品放量超预期, 后续深度受益于 1.6T 需求释放。25H1 公司光有源器件收入 15.7 亿元, 同比+91.0%, 环比+87.6%, 我们认为主要系海外算力互连需求高增长。展望后续, 随着 1.6T 在海外头部客户逐渐上量, 公司仍可深度收益。海外总部和泰国产能投运, 加大研发投入推进新品落地。2024 年公司新加坡海外总部平台及泰国生产基地已投运, 泰国生产基地第二期项目已经完成装修交付, 近期将完成设备调试和样品制作, 并交付客户验证, 未来将努力争取更多客户订单, 逐步提升产能利用率, 全球资源配置能力和人才团队国际化能力显著提升。公司加大研发投入积极布局硅光、CPO 等前沿领域核心技术, 有望承接海外大客户相关需求, 2025H1 研发投入同比+12.0%至 1.3 亿元。未来, 公司有望继续扩大海外产能, 提升泰国基地交付能力, 扩充更多高端产品线落地。AI 算力需求持续高增, scale-up + scale-out 多卡互联驱动光通信需求爆发。一二线云厂商资本支出保持强劲态势, Marvell 预计 2025 年四大云厂合计 CapEx 超 3000 亿美元, 主要用于 AI 数据中心建设和加速器采购。一线云厂自研 ASIC 出货有望快速增长, ASIC 相比 GPU 单卡性能略差但性价比更高, “单位美元”能够买的、需要买的算力卡及配套增加, 云厂资本开支投向或在产业链再分配, 产业链增速有望高于云厂资本开支增速。Scale-up 成为关键瓶颈解决路径, 直接推动带宽需求和光互连提升。公司作为深度参与海外算力产业链的有源+无源光器件头部厂商, 有望深度受益于 scale-up 带来的需求。盈利预测与投资评级: 考虑公司有望深度受益于后续新产品新需求, 我们将公司 2025/2026/2027 年预期归母净利润由 20.4/26.0/31.3 亿元上调至

23.5/32.2/40.3 亿元，2025 年 8 月 28 日收盘价对应 2025/2026/2027 年 PE 分别为 60/43/35 倍，维持“买入”评级。 风险提示：算力需求不及预期；高速交换机渗透不及预期；国产化替代进程不及预期。

芒果超媒 (300413): 2025 年半年报点评: 业绩阶段性承压, 核心主业彰显韧性

盈利预测与投资评级: 我们认为芒果超媒正处在战略调整和蓄力期。公司主动优化业务结构, 并为巩固长期护城河而在内容与技术上加大投入, 是导致短期利润下滑的主要原因。虽然短期业绩承压, 但其长期发展逻辑依然清晰。随着广告市场的逐步复苏和公司在剧集领域的持续发力, 芒果 TV 的广告和会员业务有望重拾增长。我们将 2025-2027 年归母净利润预测从 18/21/23 亿元下调至 15/18/20 亿元, 当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 32/28/24 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 宏观经济与政策风险, 市场竞争风险, 影视内容上线后不及预期风险, AI 技术进步不及预期风险。

璞泰来 (603659): 2025 年半年报点评: 负极盈利拐点已现, 多业务板块持续向好

盈利预测与投资评级: 预计公司 25-27 年归母净利 25.2/30.9/40 亿, 同比 +112%/+22%/+30% (维持此前预测), 对应 PE 为 16x/13x/10x, 给予 26 年 18x PE, 目标价 26.1 元, 维持“买入”评级。 风险提示: 销量不及预期, 行业竞争加剧。

爱柯迪 (600933): 2025 年半年度报告点评: 25Q2 盈利能力改善带动业绩上行, 卓尔博收购持续推进

盈利预测与投资评级: 我们维持对公司 2025-2027 年归母净利润分别为 11.90 亿元、14.86 亿元、17.78 亿元的预测, 当前市值对应市盈率分别为 16 倍、13 倍、11 倍, 我们维持对公司“买入”的评级。 风险提示: 下游乘用车销量不及预期; 铝压铸行业竞争加剧超预期; 铝合金原材料价格上涨超预期; 产能爬坡不达预期。

中信证券 (600030): 2025 年中报点评: 净利润增长 30%, 各业务板块稳健增长

事件: 中信证券发布 2025 年中报业绩: 实现营业收入 330.4 亿元, 同比 +20.4%; 归母净利润 137.2 亿元, 同比 +29.8%; 对应 EPS 0.89 元, ROE 4.9%, 同比 +1.0pct。第二季度实现营业收入 152.8 亿元, 同比 +11.69%, 环比 -14.0%; 归母净利润 71.7 亿元, 同比 +27.9%, 环比 +9.6%。 盈利预测与投资评级: 基于市场交投活跃, 我们上调对公司的盈利预测, 2025-2027 年的归母净利润为 274/279/312 亿元 (前值为 257/260/292 亿元), 同比分别 +26%/+2%/+12%, 对应 2025-27 年 PB 为 1.52/1.43/1.36 倍。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。

永安期货 (600927): 2025 年中报点评: Q2 净利润环比改善, 基金销售与资管业务盈利向好

盈利预测与投资评级: 结合公司 2025 上半年经营情况, 我们维持此前盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润为 4.7/5.9/6.6 亿元, 当前市值对应 2025E PE 48x, 维持“买入”评级。 风险提示: 大宗商品价格波动超预期, 国内期货市场监管政策变化。

上汽集团 (600104): 2025 半年报点评: Q2 业绩符合预期, 尚界 H5 爆款可期

盈利预测与投资评级：尚界 H5 开启预售反馈火爆，18 小时小订突破 5 万台，爆款可期。我们上调公司 2025/2026/2027 年归母净利润预期为 102/130/174 亿元（原为 97/128/167 亿元），对应 PE 为 22/17/13 倍，维持公司“买入”评级。风险提示：终端价格战超预期；出口相关贸易风险等。

国电南瑞（600406）：2025 年中报点评：国际业务高速增长，业绩符合市场预期

公司 25H1 营收 242.4 亿元，同比+19.5%，归母净利润 29.5 亿元，同比+8.8%，毛利率 26.5%，同比-2.6pct，归母净利率 12.2%，同比-1.3pct；其中 25Q2 营收 153.5 亿元，同比+22.5%，归母净利润 22.7 亿元，同比+7.3%，毛利率 27.8%，同比-4pct，归母净利率 14.8%，同比-2.2pct。业绩符合市场预期。网内市场：电网投资高景气，订单&收入加速增长。25H1 公司智能电网/数能融合板块分别实现营收 122.25/39.00 亿元，同比+28%/+4%，毛利率分别为 30.34%/23.40%，同比-2.93/-2.67pct。截至 25H1 国内电网基建投资完成额同比+15%，公司网内收入约 130.7 亿元，同比+15.56%，略高于行业投资增速，行业龙头地位稳固。网内业务毛利率略有下降，我们认为主要系 24 年降价电表&保护装备交付拉低了网内业务毛利率水平。25H1 公司新签订单 354.32 亿元，同比+23%，其中新一代调度、配电自动化、电力现货市场等软件产品快速落地，自动化领域龙头地位稳固。展望 25H2，我们预计藏东南-粤港澳、蒙西-京津冀有望启动物资招标，公司特高压订单有望实现大幅增长，网内业务维持高景气。网外市场：国内电源侧是重要增量市场，国际业务拓展顺利。25H1 公司能源低碳/工业互联分别实现营收 65.41/12.45 亿元，同比+29%/+3%，毛利率分别为 21.59%/20.00%，同比-1.68/-2.52pct。国内网外市场电源侧保持了高速增长，我们预计储能业务是重要的增长来源，25H1 国内新型储能装机同比+77%，公司中标华能乌兰察布、国电投海西州等储能项目，提出南瑞特色“4S”储能，有望实现差异化竞争。国际业务拓展顺利，25H1 海外营收约 19.87 亿元，同比+139%，新签合同同比超 200%，在沙特、南美等市场放量增长，换流阀、SVC 等优势产品在沙特、印尼、智利、巴西等市场落地，展望 25H2，我们预计公司国内网外业务收入有望保持同比 20-30%增长，国际业务继续保持高速增长，成为公司业务第二增长曲线。盈利预测：我们维持公司 25-27 年归母净利润分别为 83.7/93.9/105.3 亿元，同比+10%/12%/12%，现价对应 PE 分别为 21x、19x、17x，维持“买入”评级。风险提示：电网投资不及预期等。

老百姓（603883）：2025 年中报点评：业绩逐季改善，门店布局网络持续优化

公司发布 2025 年半年报，2025H1 实现营收 107.74 亿元（-1.51%，同比，下同），归母净利润 3.98 亿元（-20.86%），扣非归母净利润 3.81 亿元（-20.89%）。单 25Q2 实现营收 53.39 亿元（-1.14%），归母净利润 1.47 亿元（-18.86%），扣非归母净利润 1.38 亿元（-19.63%）。

华厦眼科（301267）：2025 年中报点评：25Q2 利润率改善明显，屈光业务快速增长

事件：公司发布 2025 年半年报，2025H1 实现营收 21.39 亿元（+4.31%，同比，下同）；归母净利润 2.82 亿元（+6.20%）；扣非归母净利润 2.78 亿元（+2.43%）。单 Q2 实现营收 10.46 亿元（-2.47%）；归母净利润 1.32 亿元（+20.73%）；扣非归母净利润 1.38 亿元（+21.15%）。

恒玄科技 (688608): 2025 年中报业绩点评: 营收稳增, 智能可穿戴加速渗透

25H1 营收稳步增长, 毛利率增长显著。据公司 25 年中报, 25H1 实现营收 19.38 亿元, yoy+26.58%, 与此前业绩预告一致; 毛利率 39.27%, 同比上升 6.08pcts; 归母净利润 3.05 亿元, 同比增长 106.45%, 与业绩预告一致。25Q2 单季营收 9.44 亿元, yoy+7.48%, qoq-5.09%; 毛利率 40.12%, 同比增长 6.73pcts, 环比增长 1.65pcts; 销售净利率 12.11%, 同比减少 1.56pcts, 环比减少 7.05pcts。BES2800 芯片快速上量, 智能可穿戴市场份额提升。报告期内, 公司新一代智能可穿戴芯片 BES2800 在客户 TWS 耳机、智能手表、智能眼镜等终端产品中得到广泛应用, 并成功导入钉钉 DingTalk A1 智能录音笔。BES2800 采用 6nm FinFET 工艺, 单芯片集成多核 CPU/GPU、NPU、大容量存储、低功耗 Wi-Fi 和双模蓝牙, 在性能、功耗和技术创新等方面都大幅提升。公司持续在智能可穿戴领域深耕, 报告期内, 市场份额进一步提升。智能手表市场, 公司成功导入小天才、颂拓等国内外新客户并量产, 2025 年上半年, 公司智能手表芯片出货量保持快速增长。公司芯片还逐步向智能眼镜、无线麦克风等低功耗无线应用场景延伸。客户矩阵覆盖全球主流品牌, 构建多元化市场格局。公司已与三星、OPPO、小米、荣耀、vivo 等全球主流安卓手机品牌建立合作关系, 同时携手哈曼、安克创新、漫步者、韶音等专业音频厂商, 以及阿里、百度、字节跳动、谷歌等互联网公司, 形成广泛的客户基础。此外, 公司还与海尔、海信、格力等家电厂商合作, 推动芯片在智能家居领域的应用, 体现出较强的市场拓展能力和行业影响力。

有友食品 (603697): 2025 年中报点评: 成长性延续, Q2 净利率环比提升

我们维持此前盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.32/2.85/3.29 亿元, 同比+47%/+23%/+15%, 对应 PE 为 27/22/19X。维持“买入”评级。

巨子生物 (02367.HK): 2025 年半年报点评: 25H1 归母净利同比+20.2%, 多元化产品矩阵持续扩张

盈利能力较为稳健: ①毛利率: 25H1 毛利率为 81.7%, 同比-0.7pct, 主要系产品结构变化。②费用率: 25H1 期间费用率为 38.0%, 同比-1.6pct, 其中销售/管理/研发费用率分别同比-1.1pct/+0.1pct/-0.6pct。③净利率: 25H1 归母净利率为 38.0%, 同比-0.7pct。盈利预测与投资评级: 公司是我国重组胶原领域引领者, 品牌力和产品力领先, 凭借核心技术平台与渠道拓展, 消费端与医疗端双轮驱动下保持成长性, 未来拓展肌肤焕活可期。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 25.66/32.15/40.47 亿元, 同比分别+24%/+25%/+26%, 最新收盘价对应 2025-2027 年 PE 为 21/17/13X, 维持“买入”评级。风险提示: 终端需求不及预期, 行业竞争加剧等

H&H 国际控股 (01112.HK): 2025 年中报点评: 谋定而动, 蓄势而发

谋定而动, 蓄势而发。

巨人网络 (002558): 2025 年半年报点评: 业绩符合预期, 玩法创新突破, 关注业绩弹性释放

盈利预测与投资评级: 《超自然》流水及利润率表现出色, 我们上修盈利预测, 预计 2025-2027 年 EPS 分别为 1.17/1.74/1.90 元 (前值为 1.02/1.47/1.58 元), 对应当前估值 PE 为 26/18/16 倍, 看好《超自然》带来戴维斯双击, 维持“买入”评级。风险提示: 老游流水超预期下滑,

新游表现不及预期，行业监管风险。

三只松鼠 (300783): 2025 年中报点评: Q2 淡季收入稳定，利润有承压
考虑到电商渠道盈利能力减弱、预计原材料成本上涨，我们下调此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.2/4.7/7.5 亿元（此前预期为 4.9/7.1/11.1 亿元），同比-46%/+114%/+59%，对应 PE 为 51/24/15X。2025 年为公司调整之年，电商渠道盈利水平承压，但是线下分销业务仍在持续推进，即时零售门店也有新的探索。综合来看，短期利润承压，中期成长性仍在，维持“买入”评级。

新锐股份 (688257): 2025 年中报点评: 业绩稳步增长，进一步深化海外与细分市场布局

盈利预测与投资评级: 考虑到收购 Drillco 影响，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测为 1.98 (原值 2.25) /2.48 (原值 2.75) /3.05 (原值 3.32) 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 22/17/14 倍，公司海外渠道布局进展顺利，具有优质成长性，维持公司“增持”评级。 风险提示: 存货跌价风险，原材料价格波动，海外拓展不及预期。

晶泰控股 (02228.HK): 2025 年半年报业绩点评: 首次实现半年盈利，商业模式初具雏形

事件: 公司 2025 年 8 月 27 日发布上半年财务业绩。上半年公司实现营业收入人民币 517.1 百万元，同比增长 403.8%; 公司现金余额 5,307.7 百万元，财务状况良好; 公司上半年月均现金消耗降低 20.0%至人民币 49.7 百万元，上半年经调整净利润为人民币 141.6 百万元，首次实现半年

盈利。 AI 制药: 最强 AI 大脑与机器人技术深度融合，驱动业务进入新阶段。报告期内，药物发现解决方案业务收入实现非常强劲的增长，从截至 2024 年 6 月 30 日止六个月的人民币 60.9 百万元增长 615.2%至截至 2025 年 6 月 30 日止六个月人民币 435.2 百万元。这一增长主要得益于本集团与 DoveTree Medicines LLC 及其联属公司 (“DoveTree”) 开展重大合作。公司达成了该项合作的第一阶段里程碑并收到首付款 51 百万美元; 公司与希格生科合作的针对弥漫型胃癌的全球首个靶向候选药物，也是全球首款 AI+类器官赋能进入临床的创新药物。该管线由晶泰的 AI+机器人技术赋能分子发现及设计，6 个多月就获得临床前候选化合物，在研发过程中，晶泰也利用自主开发的 Xpose 技术预测潜在靶点的结合模式、并结合 XFEP 预测分子与靶点的亲和力，成功识别出一个新靶点 SRC (FAK 的协同作用蛋白) 并进行了实验验证。目前该管线在一期临床试验中进展顺利，第四个剂量组病人已经全部入组进行药物安全性评估。该管线已获得 FDA 授予的胃癌孤儿药资格认证(Orphan Drug Designation, ODD)，并于 2025 年 2 月进一步获得 FDA 快速通道认定(Fast Track Designation)。 大分子模型性能提升，抗体业务实现商业化高速发展。得益于前期订单的高质量交付，抗体业务在 2025 年上半年实现收入的大幅增长，达到 2024 年全年收入的近两倍。抗体业务已与多家国际知名药企开展深度合作，业务角色也由服务提供商逐步升级为平台型的联合开发者，显著提升了单一客户的生命周期价值。同时，于报告期间公司的抗体研发平台也取得更多技术突破，XtalFold®推出了全新 Ultra 模式，显著增强了该平台在复杂生物大分子建模中的表现。XtalFold®由晶泰于 2023

年研发成功并不断升级,已在多种应用场景中均取得了显著结果,包括抗原设计、表位识别、亲和力成熟、pH 敏感性改造和双抗设计等。在严格的基准测试中, XtalFold

国网英大 (600517): 2025 年中报点评: 金融板块利润高增, 驱动整体业绩提升

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 20.71/21.77/22.86 亿元 (前值分别为 17.07/18.05/19.05 亿元), 对应增速分别为 +31.52%/+5.16%/+4.98%。公司当前市值对应 2025-2027 年 PE 估值分别为 16.79/15.97/15.21 倍。国网英大金融业务呈现稳健发展态势, 碳资产业务潜能有待释放, 电力装备制造业务延续高增长, 看好公司长期成长空间, 维持“增持”评级。 风险提示: 1) 信托行业监管趋严; 2) 碳资产业务发展不及预期。

航发动力 (600893): 2025 年中报点评: 军用型号交付节奏调整, 低空经济成新增长点

盈利预测与投资评级: 公司业绩承压, 我们下调先前的预期, 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 6.26/9.04/9.43 亿元, 前值 8.94/9.78/11.47 亿元, 对应 PE 分别为 169/117/112 倍, 但考虑到公司的航发链长主导地位, 因此维持“买入”评级。 风险提示: 1) 宏观经济发展风险; 2) 生产和运营风险; 3) 国防预算不及预期的风险。

北方导航 (600435): 2025 年中报点评: 军品交付节奏加速, 细分领域需求差异明显

盈利预测与投资评级: 公司业绩符合市场预期, 考虑到公司订单饱满, 我们上调先前的预期, 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.23/2.74/3.04 亿元, 前值 1.99/2.53/3.18 亿元, 对应 PE 分别为 108/88/79 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。

三角防务 (300775): 2025 年中报点评: 持续提升核心竞争力, 航空锻件领域技术优势明显

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, 我们下调先前的预期, 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.59/5.71/5.96 亿元, 前值 5.72/6.96/9.74 亿元, 对应 PE 分别为 32/25/24 倍, 考虑到公司以四代机、大型运输机模锻件作为核心, 深度布局下一代军机、航发锻件, 并借助其平台型产品布局横向纵向拓展产品线, 未来成长路径清晰, 下半年需求有望复苏, 因此维持“买入”评级。 风险提示: 1) 客户集中度较高及主要客户依赖的风险; 2) 丧失核心竞争力风险; 3) 军品定价方式对公司盈利造成波动的风险。

威海广泰 (002111): 2025 年中报点评: 聚焦空港装备和应急救援装备两大领域, 电动化产品实现换道超车

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 1.33/1.61/1.83 亿元, 对应 PE 分别为 43/36/31 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。

中航重机 (600765): 2025 年中报点评: 产品配套交付进度延后, 营收因航空订单波动有所下降

盈利预测与投资评级：公司业绩相对承压，考虑到订单波动，我们下调先前的预期，预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 12.37/15.17 亿元，前值 18.89/21.72 亿元，新增 2027 年预期 17.55 亿元，对应 PE 分别为 22/18/15 倍，考虑到公司是国内稀缺的航空锻铸造龙头，近年来持续产业链一体化并购，逐步完成从航空锻造龙头到平台型航空基础结构件主力军的蜕变，下半年随着订单复苏业绩有望回暖，因此维持“买入”评级。风险提示：1）产品价格与毛利率变动的风险；2）原材料价格波动的风险；3）产能不稳定的风险。

宏观策略

宏观深度报告 20250828：投资于人：今年中央财政支持的重点

未来国内财政扩张或需重点关注中央财政。2025 年，普通国债、特别国债分别计划发行 48600 亿元、18000 亿元，同比分别提高 15200 亿元、8000 亿元，进而带动中央财政支出预期将实现 17.1 万亿元，同比增长预期将超过 1.4 万亿元。 国债增量重点支持哪些领域？（1）政府性基金预算：特别国债加码支持国有大行补充资本 2025 年，特别国债计划发行规模同比增长 8000 亿元，其中支持国有大行补充资本、支持消费品以旧换新、支持“两重”项目建设、支持设备更新预计将分别获得 5000 亿元、1500 亿元、1000 亿元、500 亿元增量支持。此外，2025 年 4 月，中央政治局会议提出，创设新的结构性货币政策工具，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。从政策性金融工具拟支持的 8 大领域看，今年四季度，预期落地规模可达 5000 亿元的政策性金融工具也能为“两重”项目建设提供有力支持。（2）一般公共预算：民生领域获得中央财政增量支出较多倾斜 在中央本级一般公共预算支出方面，2025 年中央财政预算向国防支出、科学技术支出倾斜，同时国债存量规模持续走高导致付息支出同步增长。2025 年，中央本级一般公共预算支出预期将同比增长 2825 亿元，其中国防支出、债务付息支出、科学技术支出预期将分别同比增长 1195 亿元、772 亿元、362 亿元，支出增长相对较为明显。在中央对地方一般公共预算转移支付方面，年初至今，中央多项增量政策向民生领域倾斜支持，预计年内中央增量财政支出将超过 1100 亿元。相关政策主要包括：①提高城乡居民基础养老金和城乡居民基本医疗保险财政补助标准，适当提高退休人员基本养老金；②中央对地方公共图书馆、美术馆、文化馆（站）免费开放补助资金；③对 2025 年及以前年度毕业的贷款学生 2025 年内应偿还的国家助学贷款利息予以免除；④对符合条件的吸纳 16-24 岁登记失业青年就业的企业发放一次性扩岗补助；⑤对符合条件的失能老年人发放养老服务消费补贴；⑥对符合法律法规规定生育的 3 周岁以下婴幼儿发放补贴；⑦免除公办幼儿园学前一年在园儿童保育教育费；⑧对符合条件的个人消费贷款提供财政贴息；⑨对符合条件的服务业经营主体贷款提供财政贴息等。 风险提示：（1）对今年地方债支持项目建设的规模测算可能不够准确；（2）对近期中央增量政策的财政配套规模测算可能不够准确；（3）2025 年中央财政预算后续可能发生一定调整。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：刘子博）

固收金工

固收周报 20250825：转债市场分歧正在累积

上周（0818—0822）鲍威尔于杰克逊霍尔央行年会释放“短鸽长鹰”预期，并试图让市场相信，其正身处前期末完成工作—指引美国经济“软着陆”一的延长线上。正如我们上周所述，美股受次提振，一改前期承压局面，美债呈现牛陡，短端下降幅度大于长端，黄金周五单日上涨 1%，美元承压回落。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。 国内风险类资产周五迎来双重利好，一方面联储 9 月降息预期上升，一方面 DeepseekV3.1 发布，国内 AI 算力板块迎来主力资金追捧，科创 50 当

日涨幅超 8%。转债继续跟随权益上涨，等权优于加权，风格上高价显著占优，中价、低价基本持平。我们提示目前市场分歧正在累积，根据我们统计：1) 上周日均成交量接近千亿，高于 8 月前两周单周均值，呈现逐周上升趋势；2) 上周转债价格中位数升至 133—135 元，百元平价溢价率处于历史较高分位数水平（90 分位数以上）；3) 高价标的（130 元及以上）占比升至 60% 以上，市场整体潜在双向波动边际放大。我们建议：1) 在维持整体仓位稳健的基础上，降低部分高价标的风险敞口，增量及回笼资金可增配 ETF 以平衡踏空风险；2) 关注前期回撤较大的银行及基建板块，和涨幅较小的地产及公用、化工板块中低价标的；3) 目前我们仍维持权益市场“慢牛”的基本判断，供需错配叠加震荡市下，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。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：浦发转债、金能转债、利群转债、希望转债、柳药转债、青农转债、鲁泰转债、紫银转债、东南转债、万青转债。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)

固收周报 20250824：周观：“股债跷跷板”的极致演绎（2025 年第 33 期）

观点 股市表现强劲，上证指数突破 3800 点，后续债券市场在此环境下将如何表现？本周（2025.8.18-2025.8.22），10 年期国债活跃券收益率从上周五的 1.745% 上行 4bp 至 1.785%。周度复盘：周一（8.18），早盘受货币政策报告中对于宽松的偏谨慎态度影响，利率出现上行。随后上证指数迅速上行刷新 10 年新高，对债市压制明显，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 2.5bp。周二（8.19），早盘债市情绪仍然相对低迷，利率普遍上行，但下午股市下跌，令债券得到喘息机会，全天 10 年期国债活跃券收益率下行 0.4bp。周三（8.20），央行公开市场大额净投放，支撑债市情绪，午后对于石油化工业出台解决产能过剩问题的政策发酵，股市反转上涨，利率随即上行，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 1.4bp。周四（8.21），“看股做债”的格局延续，上午债市小幅波动，午后股市高位下挫，叠加监管干预做空国债期货的预期令利率下行，全天 10 年期国债活跃券收益率下行 1.9bp。周五（8.22），征收增值税后的首批国债发行，利率小超预期，加之股市强势突破 3800 点，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 2.4bp。周度思考：随着上证指数连续创新高，加之基本面数据进入“空窗期”，“股债跷跷板”成为主导本周债市走向的决定性因素。在此我们回顾 2006 年以来的股市繁荣时期，分别是 2006 年 8 月-2007 年 10 月、2008 年 11 月-2009 年 12 月和 2014 年 7 月-2015 年 6 月。其中前两段时期，股市快速攀升的同时利率上行态势明显。第一段时期我国经济发展持续向好，第二段时期我国经济在金融危机后回暖，总结而言，股市牛市是由经济基本面的转好驱动而非流动性的投放。2014 年 7 月-2015 年 6 月与前两次情况不同，该时段利率显著下行。为应对经济压力，央行货币政策转向宽松，在该时间段内实行了 2 次降准和 4 次降息。但从实际效果而言，释放的资金进入实体经济领域有限，多余的流动性涌入了金融市场，带动“股债双牛”。2025 年以来，债市出现过两次较大级别的调整，面临的宏观环境组合恰恰相反。第一次调整出现在 1-3 月，背景是“紧资金+强数据”，以短端利率上行主导；第二次调整是 7 月以来，背景是“宽资金+弱数据”，以长端利率上行主导。如果从传统的影响因素出发，1-3 月的债市调整更具基础，而 7 月以

来的流动性宽松和基本面回落都应当成为债市利好，但我们观察到的现象反而是“股强债弱”。这是由于债市当前存在的两大利空因素比利好更占据主导，一是由于“反内卷”政策带来的物价上行和企业利润回升预期，二是去年的债券牛市将今年的行情提前透支，宽松的货币环境只能保证债市不熊，而无法驱动利率进一步下行，不能简单复制上文所述的第三段股市繁荣时期的流动性债券牛市。短期来看，债券进入“逆风”阶段，鉴于流动性环境依然保持宽松，但长端利率受股市影响较大的特征，建议及时缩短久期，以应对可能出现的波动。长期来看，更需要关注第一点利空因素的叙事逻辑是否能够得到实际数据的验证。

美国 2025 年 8 月 PMI 初值、成屋销售量、失业救济金、EIA 原油库存等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？上周（0811—0815）鲍威尔于杰克逊霍尔央行年会释放“短鸽长鹰”预期，并试图让市场相信，其正身处前期未完成工作——指引美国经济“软着陆”——的延长线上。正如我们上周所述，美股受次提振，一改前期承压局面，美债呈现牛陡，短端下降幅度大于长端，黄金周五单日上涨 1%，美元承压回落。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 8 月服务业 PMI 与制造业 PMI 初值均上升；8 月 20 日当周 EIA 原油库存减少 316.9 万桶，市场预期仅减少 150 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。（2）美国 7 月成屋销量年化环比上升 2.0%，超出市场预期；8 月 16 日当周首次申请失业救济人数升至 23.5 万人，8 月 9 日当周持续领取失业金人数升至 197.2 万人。8 月 21 日公布的美国 7 月成屋销量显示，7 月成屋销售总数年化为 401 万户，预期 392 万户，前值 393 万户，环比上升 2.0%，成交量打破下降趋势有所回升，显示出美国房地产市场在一定程度上的复苏，尽管面临高抵押贷款利率和库存增加的压力，市场仍然在健康地运转。从领取失业金数据来看，8 月 16 日当周美国首次申请失业救济人数为 23.5 万人（前值 22.4 万人），高于预测值 22.5 万人；8 月 9 日当周持续申请失业救济人数为 197.2 万人（前值 195.3 万人），高于预测值 196 万人，为 2021 年 11 月以来最高水平。最新初请失业救济人数录得近三个月来最大增幅，这是裁员可能加快的初步信号，进一步加剧了就业市场走弱的迹象，显示美国就业市场正逐步失去韧性，这可能成为美联储政策路径的重要考量因素。（3）鲍威尔释放谨慎降息信号，点燃 9 月降息市场预期。8 月 22 日，在美国怀俄明州杰克逊霍尔全球央行年会上，美联储主席鲍威尔罕见地为降息打开了大门，发表了“鸽派”言论。鲍威尔明确指出，现在政策已经明显处于限制性区域，如果经济前景和风险的天平开始转向，我们就得相应地调整政策。鲍威尔还放弃“平均通胀目标制”，回归灵活通胀框架，更注重就业与通胀平衡，删除了“就业短缺”表述，允许就业适度超预期而不立即收紧政策。鲍威尔在讲话中并未回避通胀的持续性。他表示：“关

税对消费者价格的影响现在已清晰可见，但预计这些影响将相对短暂是合理的。然而，关税对价格的上涨压力也可能引发更持久的通胀动态，这是需要评估和管理的风险。”他强调，当美联储在“通胀与就业目标”之间面临拉扯时，“我们的政策框架要求我们在双重使命的两方面之间寻求平衡”。截至8月24日，Fedwatch 预期2025年9月降息25bp的概率为75%，上周92.1%；10月份降息的可能性降至35.3%，上周为55.2%；12月份在10月份降息的基础上再次降息的可能性为25.4%，上周为41.8%。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：陈伯铭 证券分析师：徐沐阳
 证券分析师：徐津晶）

固收点评 20250823：绿色债券周度数据跟踪（20250818-20250822）

观点 一级市场发行情况：本周（20250818-20250822）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券16只，合计发行规模约67.90亿元，较上周减少63.41亿元。发行年限多为3年；发行人性质为地方国有企业、大型民企、央企子公司；主体评级多为AAA、AA+级；发行人地域为北京市、广东省、广西壮族自治区、贵州省、河北省、河南省、江苏省、山东省、四川省、天津市、云南省、重庆市；发行债券种类为超短期融资券、定向工具（PPN）、交易商协会ABN、企业ABS、中期票据、私募公司债、一般公司债。二级市场成交情况：本周（20250818-20250822）绿色债券周成交额合计530亿元，较上周减少48亿元。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252亿元、196亿元和41亿元；分发行期限来看，3Y以下绿色债券成交量最高，占比约82.16%，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223亿元、105亿元和29亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市、湖北省，分别为177亿元、43亿元和43亿元。估值偏离度前三十位个券情况：本周（20250818-20250822）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，折价成交比例小于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为22大足国资绿色债（-0.6793%）、22富源绿色债02（-0.4774%）、25水能G1（-0.4666%），其余折价率均在-0.45%以内。主体行业以金融、建筑、交运设备为主，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、江西省居多。溢价个券方面，溢价率前四的个券为粤环GK01（1.1082%）、GK蒙电02（1.0819%）、20河南39（1.0473%）、25康富租赁MTN001（碳中和债）（0.7551%），其余溢价率均在0.61%以内。主体行业以金融、能源、交运设备为主，中债隐含评级以AA+、AA（2）、AA评级为主，地域分布以上海市、广东省、山东省、北京市居多。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）

固收点评 20250823：二级资本债周度数据跟踪（20250818-20250822）

观点 一级市场发行与存量情况：本周（20250818-20250822）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22日，二级资本债存量余额达46,753.85亿元，较上周末（20250815）减少30.0亿元。二级市场成交情况：本周（20250818-20250822）二级资本债周成交量合计约2162亿元，较上周增加545亿元，成交量前三个券分别为25工行二级资本债02BC（116.98亿元）、25工行二级资本债01BC（110.37亿元）和25中行二级资本债01BC（100.12亿元）。分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和广东省，

分别约为 1733 亿元、153 亿元和 67 亿元。从到期收益率角度来看，截至 8 月 22 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：6.73BP、7.65BP、6.65BP；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：7.07BP、8.14BP、5.14BP；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：6.69BP、5.13BP、2.13BP。估值偏离%前三十位个券情况：本周（20250818-20250822）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 长春发展农商二级（-21.5075%）、21 九台农商二级（-21.4869%）、22 长城华西二级资本债 01（-0.4696%），其余折价率均在 -0.30% 以内。中债隐含评级以 AA+、AA-、AA 评级为主，地域分布以北京市、广东省、上海市居多。溢价个券方面，溢价率前四的个券为 24 浦发银行二级资本债 02B（0.4943%）、23 汉口银行二级资本债 02（0.4546%）、23 邮储银行二级资本债 01（0.4059%）、21 建设银行二级 02（0.3893%），其余溢价率均在 0.38% 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、天津市居多。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）

行业

推荐个股及其他点评

拓普集团（601689）：2025 年半年度报告点评：25Q2 业绩环比改善，热管理业务向液冷拓展

投资要点 事件：公司发布 2025 年半年度报告。2025 年上半年，公司实现营收 129.35 亿元，同比+5.83%；归母净利 12.95 亿元，同比-11.08%；扣非归母净利 11.62 亿元，同比-10.35%。其中，25Q2 营收为 71.67 亿元，同比+9.69%/环比+24.26%，归母净利润 7.29 亿元，同比-10.04%/环比+29.00%，扣非归母净利润为 6.75 亿元，同比-3.57%/环比+38.60%。盈利能力方面，25H1 公司归母净利率为 10.01%，同比-1.9pct；销售毛利率为 19.55%，同比-1.8pct。其中，25Q2 归母净利率为 10.18%，同/环比分别-2.23pct/+0.37pct；销售毛利率为 19.28%，同/环比分别-1.13pct/-0.62pct。费用率方面，25Q2 期间费用率为 8.36%，同/环比分别+0.15pct/-2.15pct；其中，销售/管理/财务/研发费用率分别为 0.88%/2.62%/-0.20%/5.06%，同比分别-0.18pct/+0.23pct/-0.71pct/+0.81pct。25H1 分产品来看：1）减震器营收 20.40 亿元，同比-4.83%；毛利率为 20.12%，同比-1.00pct；2）内饰功能件营收 43.66 亿元，同比+11.72%；毛利率为 16.12%，同比-0.96pct；3）底盘系统营收 37.08 亿元，同比-2.16%；毛利率为 18.15%，同比-1.68pct；4）汽车电子营收 10.75 亿元，同比+52.06%；毛利率为 17.30%，同比-1.83pct；5）热管理系统营收 9.80 亿元，同比+6.72%；毛利率为 16.53%，同比-0.99pct。公司 Q2 业绩受益于下游客户销量回暖，具体来看：1）美国 A 客户全球销量为 38.4 万辆，同/环比分别-13.48%/+14.09%；2）吉利销量为 70.54 万辆，同/环比分别+46.95%/+0.22%；3）比亚迪销量为 114.5 万辆，同/环比分别+16.06%/+14.42%；4）赛力斯新能源销量为 10.7 万辆，同/环比分别+8.69%/+137.3%；5）理想销量为 11.1 万辆，同/环比+2.30%/+19.61%。

热管理获 15 亿元订单，国际市场再获定点：1) 25H1 公司热管理业务获首批 15 亿元订单（含液冷、储能、机器人等行业）；液冷已向华为、A 客户、NVIDIA、META 等企业对接相关产品；2) 25H1 先后获得宝马 X1 全球车型及 N-Car 全球新能源平台的产品定点。盈利预测与投资评级：考虑到行业竞争激烈及公司 25H1 业绩及盈利能力有所下滑，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预期至 33.58/43.12 亿元（原为 35.54/44.60 亿元），维持 2027 年归母净利润为 56.52 亿元的预测，当前市值对应 2025-2027 年 PE 为 32/25/19 倍，考虑到公司热管理订单&新定点+人形机器人布局将为公司未来发展提供持续动力，我们仍然维持公司“买入”的评级。风险提示：客户效率不及预期；项目开拓不及预期；原材料价格波动。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：郭雨蒙）

旭升集团（603305）：2025 年半年报点评：25Q2 业绩改善明显，储能+出海步入收获期

投资要点 事件：公司发布 2025 年半年度报告。25H1 营收 20.96 亿元，同比-2.47%；归母净利 2.01 亿元，同比-24.22%。其中，25Q2 公司收入 10.50 亿元，同比+3.89%/环比+0.29%，归母净利润 1.05 亿元，同比-2.41%/环比+9.77%。从下游客户角度看：特斯拉 25H1 交付 72.08 万辆，同比-13.24%；Q2 交付 38.4 万辆，同环比分别-13.48%/+14.09%，公司业绩波动与大客户销量波动具有一定关联。Q2 盈利能力环比改善：1) 25H1 归母净利率为 9.6%，同比-2.7pct；2) 销售毛利率为 21.78%，同比-1.02pct。其中：1) 25Q2 归母净利率为 10.0%，同比-0.7pct/环比+0.9pct；2) 25Q2 销售毛利率为 22.75%，同比+1.1pct/环比+1.9pct。Q2 费用管控成果显著，期间费用率同环比降幅明显：1) 25H1 期间费用率为 9.8%，同比-0.09pct。其中，销售/管理/财务/研发费用率分别同比-0.78/+0.94/-0.47/+0.22pct；2) 25Q2 期间费用率为 8.46%，同比/环比分别-2.78pct/-2.72pct。其中，销售/管理/财务/研发费用率分别同比-1.08/+0.67/-3.04/+0.68pct。储能+出海迎来收获期：1) 公司 25H1 储能业务营收约 3 亿元，同比增长显著；2) 2025 年 6 月墨西哥工厂公司投产，并通过 OTS 样品交付锁定重要客户订单；7 月泰国基地开始动工。公司依托海外两大战略基地，在实现老客户份额持续渗透的基础上，开拓福特、富兰瓦时等新客户，持续提升国际市场的份额占比。镁合金布局进度顺利，前瞻布局机器人打开增量空间：1) 25H1 公司在汽车中控系统结构件等新产品上实现镁合金材料的应用，材料端产品矩阵已从传统铝合金扩展至高强度镁合金、复合材料等新型轻量化材料；2) 公司聚焦人形机器人轻量化结构件，关节壳体、躯干骨架等多个产品取得国内外头部机器人项目定点，先发优势明显，有望助力公司向轻量化系统解决方案商转型。盈利预测与投资评级：考虑到公司下游大客户销量下滑和行业竞争激烈等因素，我们将公司 2025-2027 年归母净利润的预测下调为 5.00 亿元、6.05、7.50 亿元（前值为 5.54/6.83/8.03 亿元），市盈率分别为 28 倍、23 倍、18 倍，但公司储能+出海步入收获期，且人形机器人布局有望提供持续性增量，我们仍维持对公司的“买入”评级。风险提示：下游乘用车行业销量不及预期；行业竞争加剧超预期；原材料价格上涨超预期；新兴产业进展不达预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：郭雨蒙）

中国银河（601881）：2025 年中报点评：净利润增长近 50%，自营、经纪系主要驱动

投资要点 事件：中国银河发布 2025 年中报。2025H1 公司实现营业收入 137.5 亿元，调整后同比+37.7%；归母净利润 64.9 亿元，同比

+47.9%；对应 EPS 0.54 元，ROE 5.16%，同比+1.53pct。第二季度实现归母净利润 34.7 亿元，同比+26.0%，环比+15.1%。受益于市场交投活跃，经纪业务收入大幅增长。2025H1 公司经纪业务收入 36.5 亿元，同比+45.3%，占营业收入比重 26.7%。全市场日均股基交易额 15703 亿元，同比+63.3%。公司两融余额 1010 亿元，较年初-1%，市场份额 5.5%，较年初持平，全市场两融余额 18505 亿元，较年初-0.8%。公司依托线上数字化平台及线下分支机构网点优势，多渠道稳慎拓展新客入口，深耕存量客户，加大全旅程、全场景服务触达和互动，截至 25H1 公司客户总数突破 1,800 万户，其中 ETF 交易账户数保持行业前 5 位。投行业务收入逆市提升，股权投行修复显著。2025H1 公司投行业务收入 3.2 亿元，同比+18.9%。1) 股权业务：25H1 公司股权主承销规模同比+1308.2%至 223.1 亿元，排名第 8；其中 IPO 1 家，募资规模 4 亿元；再融资 5 家，承销规模 219 亿元。2) 债券业务：25H1 公司债券承销规模同比+82.4%至 3266 亿元，排名第 5；其中地方政府债、金融债、中期票据承销规模分别为 2129 亿元、597 亿元、223 亿元。资管业务收入维持增势，产品谱系进一步完善。25H1 公司资管业务收入 2.7 亿元，同比+17.5%。截至 2025H1 资产管理规模 915 亿元，同比-10.0%。公司资管子公司银河金汇持续构建多元化产品体系，落地科创权益、固收+、公募 REITs、QDII 等核心品类。自营表现出色，坚持绝对收益策略。25H1 公司投资收益（含公允价值）74.0 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）75.1 亿元，同比-1.0%。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，预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 130/140/149 亿元（前值分别为 126/135/142 亿元），分别同比+30%/+7%/+7%，对应 2025-2027 年 PB 为 1.14/1.08/1.03 倍。资本市场改革持续优化，宏观经济逐渐复苏，大型券商控制风险能力更强，能更大程度的享受政策红利，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）

贝特瑞（835185）：2025 半年报点评：海外负极产能起量，负极盈利稳中有升

投资要点 25H1 业绩略超预期。公司 25H1 营收 78.4 亿元，同比+11.4%，归母净利润 4.8 亿元，同比-2.9%，扣非净利润 4.3 亿元，同比-19.5%，毛利率 22.6%，同比+1.3pct；其中 25Q2 营收 44.5 亿元，同环比+26.7%/+31.1%，归母净利润 3 亿元，同环比+10.1%/+71.2%，扣非净利润 2.7 亿元，同环比-4.8%/+63.9%，毛利率 22.5%，同环比+0.9/-0.3pct。

负极单位盈利回升、海外产能投产贡献盈利弹性。25H1 公司负极收入 62.8 亿元，出货 26 万吨，同比+32.83%，均价 2.4 万元/吨，环比持平，毛利 0.6 万元/吨。其中我们预计 25Q2 负极出货 15 万吨+，环增 40%左右，公司现有产能 57.5 万吨，目前印尼一期 8 万吨上半年如期释放，现有产能满产满销，另有印尼二期 8 万吨爬坡中、摩洛哥 6 万吨规划中，我们预计 25 年出货有望达 55 万吨，同增 30%。盈利方面，我们测算 25Q2 单吨净利提升至 0.18 万元/吨，环比提升，主要系 Q2 部分客户涨价落地+印尼产能释放，其中印尼 25H1 出货我们预计 2 万吨，对应单吨净利 0.3 万元+，贡献盈利弹性，我们预计 25H2 负极单位盈利稳中有升。

正极受限海外大客户需求、整体盈亏平衡。25H1 公司正极收入 14.2 亿元，出货超 1 万吨，同比+4.3%，均价 14 万元/吨，毛利 1.7 万元/吨。公司现有 7.3 万吨产能，摩洛哥 5 万吨正极项目规划中。盈利方面，常州贝特瑞 25H1 净利润

1 亿元,考虑股权比例及其他正极子公司后,我们预计 25H1 正极业务微利。布局固态电解质及 CVD 硅碳等新产品、打造第二成长曲线。固态方面,公司开发锂碳复合负极材料,具备低体积膨胀、长循环寿命等优势,已获客户技术认可,并布局硫化物固态电解质,此外氧化物电解质获百吨级订单、聚合物电解质获吨级订单;硅碳方面,公司硅碳负极材料已开发第六代产品,新开发的 CVD 硅碳用多孔碳正式进入中试阶段。经营性现金流转正、资本开支明显下降。公司 25H1 期间费用 10.6 亿元,同比+39%,费用率 13.5%,同比+2.7pct,其中 Q2 期间费用 5.6 亿元,同环比+59.6%/+11.8%,费用率 12.6%,同环比+2.6/-2.2pct; H1 经营性净现金流-3.4 亿元,同比-273%,其中 Q2 经营性现金流 2.9 亿元,同环比转正; H1 资本开支 11.4 亿元,同比-38.9%; H1 末存货 42.4 亿元,较年初+26.9%。此外公司 H1 资产减值损失-0.81 亿元,系存货及长期股权投资减值。盈利预测与投资评级:预计公司 25-27 年归母净利 12.0/15.1/18.0 亿元,与此前预期保持一致,同比+29%/+25%/+19%,对应 PE 为 22/17/14 倍,维持“买入”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)

南网能源(003035): 2025 半年报点评: 符合预期,“数智化综合能源服务商”初现

投资要点 事件: 2025 上半年公司实现营业收入 16.03 亿元,同比+21.1%; 实现归母净利润 2.14 亿元,同比+4.5%; 实现扣非归母净利润 2.11 亿元,同比+5.9%,符合市场预期。继续稳步推进工业节能和建筑节能两大主业, 2025 上半年同比分别+27.7%、5.0%。一方面, 2025 上半年公司收入利润同比增长,工业节能分别实现营业收入 8.81 亿元,同比+27.7%,毛利率同比+5.34pct; 建筑节能实现收入 4.32 亿元,同比+5.0%,毛利率同比持平; 综合资源利用实现收入 23.58 亿元,同比+53.2%,毛利率同比+12.12pct。“碳中和”提升日程,重视 RWA 与虚拟电厂、电力交易、碳交易融合的产业链机会。虚拟电厂通过 RWA 将分散的充电桩、屋顶光伏等资产通证化,形成可交易的“共享电厂”。通过 RWA 代币吸引散户投资,代币持有者同时分享电力销售收益和碳交易收益,提升投资吸引力(跨境 RWA 项目案例)。光伏电站未来发电收益可拆分为小额代币(最低 100 元),降低投资门槛。公司聚焦核心优势,布局“深度脱碳”,行业底部反转逻辑清晰。展望未来,综合能源产业的形态将是多能智慧协同、深度节能控碳为核心,依托数字化与智能化技术,深度融合绿色能源替代、高效多能供应、工业工艺节能、建筑全面节能、源网荷储一体化和虚拟电厂、能碳交易等数智服务、涉碳业务,形成覆盖能源生产、储运、消费全链条的绿色低碳、高效灵活的新型能源生态网络,推动工业、建筑、交通等多领域实现能源梯级利用与深度脱碳。AI 赋能节能服务,“数智化综合能源服务商”初现。公司迭代升级“启成”综合能源数字化管理平台,已覆盖项目实施、结算决算、固定资产、运营、退运全生命周期数字化管理,已实现 1,101 个项目、1,644 个往来单位、2,902 个用户的线上化管理;平台实现新能源运管系统、看能系统和智慧照明系统“三网”有效融合,汇聚冷/热/电/气供应等源荷资源逾 700 余个项目,总容量超过 25 万千瓦,可实现对用能负荷可观、可测、可调、可控的统一管理和服务。盈利预测与投资评级:我们维持预计 2025-2027 年归母净利润 4.77/5.57/6.75 亿元,对应 PE 为 38/32/27 倍,看好公司数字化节能服务经验,维持“买入”评级。

风险提示：行业需求下降、竞争加剧造成产品价格和毛利率下降等。

(证券分析师：袁理 证券分析师：唐亚辉)

芯源微 (688037): 2025 年中报点评: 业绩环比改善, 看好涂胶显影设备龙头新一轮成长

投资要点 业绩环比显著改善: 2025H1 公司实现营收 7.1 亿元, 同比+2.2%; 期间归母净利润为 0.2 亿元, 同比-79.1%; 利润下滑主因系研发费用、汇兑损失和人员成本增加, 上半年公司研发费用达 1.3 亿元, 同比增长 12.9%。2025Q2 单季公司营收 4.3 亿元, 同比-3.5%, 环比+57.6%, 环比显著改善。Q2 归母净利润 0.1 亿元, 同比-81.3%, 环比+141.7%; 扣非归母净利润-0.1 亿元, 环比亏损收窄。 盈利能力受高研发支出及期间费用拖累, Q2 迎来改善: 2025H1 毛利率为 36.3%, 同比+1.5pct; 净利率为 1.5%, 同比-9.3pct, 系公司大幅提升研发费用及公司规模扩张导致人员成本增加所致; 期间费用率为 47.1%, 同比+5.0pct, 其中销售费用率为 7.4%, 同比-3.7pct, 管理费用率为 18.1%, 同比+3.0pct, 研发费用率为 18.6%, 同比+1.8pct, 财务费用率为 3.0%, 同比+4.0pct。Q2 单季毛利率为 37.5%, 同比-2.7pct, 环比+3.2pct; 销售净利率为 2.9%, 同比-10.3pct, 环比+3.7pct。 存货&合同负债持续增长: 截至 2025Q2 末, 公司合同负债 5.1 亿元, 同比+46.2%; 存货为 22.1 亿元, 同比+27.2%; Q2 公司经营活动净现金流为-2.0 亿元, 同环比转负。 涂胶显影&清洗设备龙头地位稳固, 看好化学清洗机打造第二主力产品: (1) 前道涂胶显影设备: 成功获得国内头部逻辑、存储、功率客户订单, 高端 offline 机台快速突破, I-line、KrF 机台在多家客户端量产跑片数据良好, 客户认可度持续提升。公司正积极推进 ArF 浸没式涂胶显影机的导入及验证工作; (2) 前道物理清洗设备: 公司前道物理清洗机获得国内领先逻辑客户批量订单, 在 26nm 颗粒去除能力&高产能效率进步提升; (3) 前道化学清洗设备: 公司高温 SPM 机台在三大核心指标上对标海外龙头, 已成功通过客户工艺验证, 打破国外垄断, 已获得国内多家大客户订单及验证性订单。(4) 先进封装设备: 公司后道涂胶显影机、单片式湿法设备持续获得国内多家客户批量重复性订单。临时键合/解键合获得多家国内头部客户订单, 进入放量阶段。 北方华创控股芯源微, 有望加速形成协同发展: 北方华创已成为公司控股股东, 双方可推动不同设备的工艺整合, 提供更完整高效的集成电路装备解决方案, 也可在研发、供应链、客户资源等方面加强协同效应。 盈利预测与投资评级: 考虑到设备交付节奏, 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 2.33/3.75/5.92 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 108/67/42 倍。我们看好公司化学清洗设备迎来放量贡献业绩, 维持“增持”评级。 风险提示: 半导体行业投资下滑, 新品研发&产业化不及预期等。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意)

新华都 (002264): 2025 年中报点评: 非标品势能积极, 多平台谋篇布局

投资要点 事件: 公司发布 2025 半年报。25H1 实现营收 18.6 亿元, 同比-11.0%; 实现归母净利 1.47 亿元, 同比 1.2%。25Q2 实现营收 7.52 亿元, 同比 9.62%; 实现归母净利 0.54 亿元, 同比 4.5%。25Q2 销售兑现好于行业, 非标品势能积极。25Q2 公司报表营收同增 9.6%, 剔除会计准则调整影响, 估算同口径下营收同增约 15% (参考酒类 GMV 增长表现), 在价盘承压、场景受损的不利环境下, 整体销售表现仍然好于大盘。1) 销售端, 25Q2 公司积极迎战端午节、618 等重要电商大促节点, 赋能 15 大酒类头部品牌长效增长, 其中定制开

发品如六年窖、老窖特曲传承礼盒、五粮液头曲五灵祥瑞礼盒等整体实现加速增长。2) 收现端, 25Q2 公司收现比为 70%, 同比-24.1pct, 主因应收账款增加, 与下游电商平台结算账期波动有关。非标提升+费投优化, 持续提振盈利表现。25Q2 公司销售净利率同比-0.4pct 至 7.2%, 剔除其他收益及确认口径影响, 净利率同比提升约 1.0pct, 主系毛销差及管理费效贡献。①25Q2 公司综合毛利率为 23.0%, 同比-2.40pct, 1 是公司加大即时零售平台布局力度, 前期以标品引流, 对产品结构略有拉低; 2 是白酒价格体系进一步承压, 公司标品销售利润空间相应受到一定影响; 3 是部分百亿补贴的财务确认改为抵扣费用, 对表观毛利率造成影响。②25Q2 毛销差同比+1.4pct, 保持较好升势, 主系非标品占比提升贡献。③25Q2 公司管理(含研发)费用分别同比-22.7%, 费率同比-1.5pct, 主要系职工薪酬同比减少, AI 替代人工已取得成效。④25Q2 其他收益(主要是政府补贴)同比减少约 0.14 亿元, 25H1 合计约 0.24 亿, 较去年同期 0.28 亿略有下降——剔除其他收益影响, 25H1/Q2 归母净利润分别同比增长 3.8%、74.9%。多平台布局卡位增量入口, 大单品战略持续深化。2025 公司在力保基石业务稳中求进的同时, 积极探索新渠道、新业务、新模式、新产品、新技术。①坚持大单品战略, 完善产品矩阵: 推动定制开发品如六年窖, 老窖特曲传承礼盒、五粮液头曲五灵祥瑞礼盒等, 实现放量增长; 另顺利开发推出“古井贡酒年份原浆传承水晶版”新品上架抖音平台做重点培育。②扩大头部电商战略合作范围: 布局美团歪马&闪购、抖音小时达、京东秒送等。③布局跨境电商, 探索增量市场: 战略布局东南亚电商市场, 在印度尼西亚雅加达及中国香港设立子公司, 与头部电商品牌如 Tik Tok 建立战略合作伙伴关系。深度合作金佰利、欧莱雅等母婴、美护、日化头部品牌, 并于印尼本土孵化直播基地, 复用国内成熟电商运营经验。④数据驱动运营升级, 推动 AI+Saas 商业化应用: 公司聚焦数智化建设, 利用自动化工具全面提升运营效率。未来随电商营销垂直领域 AI Agent 产品研发迭代, 预计有望实现核心业务流程自动化。盈利预测与投资评级: 参考 25H1 财报情况, 考虑白酒行业整体销售增长趋缓, 且年内会计准则调整对收入确认口径产生影响, 同时 AI 赋能帮助降本增效, 我们调整 2025~27 年归母净利润预测为 3.2、4.0、5.0 亿元(前值为 3.4、4.5、6.0 亿元), 当前市值对应 2025~27 年 PE 为 16、13、10X, 维持“买入”评级。风险提示: 宏观需求不及预期; 电商平台流量增长趋缓; 品牌代理授权变化较难预测。

(证券分析师: 苏钺 证券分析师: 孙瑜)

中闽能源(600163): 2025 年半年报点评: 福建风电业绩稳定, 拟投资建设福建海风长乐 B

投资要点 事件: 公司公告 2025 年半年报。 福建省外电量下滑影响业绩释放。2025H1 公司实现营业收入 7.94 亿元, 同减 2.95%; 归母净利润 3.14 亿元, 同减 8.07%; 扣非归母净利润 3.02 亿元, 同减 7.05%。2025 年上半年, 公司福建省区域风电项目发电量较上年同期略有上升, 但由于新疆哈密与黑龙江区域限电率上升, 导致公司整体发电量与上网电量较上年同期略有下降。此外, 25H1 净利润减少主要为所得税费用同比增加所致, 所得税费用 0.97 亿, 同增 64.31%, 主要为报告期部分下属公司全额征收企业所得税所致。 2025H1 福建风电上网电量同增 2.7%。2025H1 公司合计上网电量 13.7 亿千瓦时, 同比-0.7%, 其中福建风电 12.5 亿千瓦时, 同比+2.7%, 黑龙江风电 0.9 亿千瓦时, 同比-28.9%, 黑龙江生物质 0.2 亿千瓦时, 同比-11.5%, 新疆光伏 0.1 亿千瓦时, 同比-35.7%。其中, 25Q2 公司上网

电量 4.90 亿千瓦时，同比-18%；其中，福建风电 4.32 亿千瓦时，同比-19%，黑龙江风电 0.41 亿千瓦时，同比-20%，黑龙江生物质 0.13 亿千瓦时，同比+63%，新疆光伏 357 万千瓦时，同比-55%。福建核心项目净利稳定，省外项目净利下降。2025H1 公司福建陆风净利润 1.83 亿元，同比+11.7%；其中，福清风电/连江风电/平潭风电/平潭新能源净利润分别为 0.80/0.19/0.56/0.28 亿元，同比分别变动 +3.5%/+56.2%/+39.7%/-18.6%。公司福建海风净利润 2.22 亿元，同比-3.5%；黑龙江陆风净利润-87 万元，同比-131.2%；黑龙江生物质净利润-0.15 亿元，同比+12.7%；新疆光伏净利润-256 万元。投资长乐 B 区海上风电场，风电业务将显著扩张。2025 年 8 月 26 日，公司董事会临时会议表决通过《关于投资建设长乐 B 区（调整）海上风电场项目的议案》。项目建设总装机容量 114MW，建设内容包括海上风电机组、陆上集控站、35 千伏场内海缆敷设、控制保护和辅助工程等，总投资估算值为 11.77 亿元，预计年上网电量约 456.542GWh，预计年等效满负荷小时数 4004.8h，测算资本金内部收益率为 5.03%。项目建成后能够提高公司海上风电装机规模，为公司形成新的利润增长点。福建海风空间广阔，集团资产加速注入。截至 2025/6/30，公司控股装机容量为 95.73 万千瓦，风电 90.73 万千瓦（陆风 61.13 万千瓦，海风 29.6 万千瓦），规模同比持平。2025 年上半年，公司推进福建省内在建海上风电项目、光伏项目和集中统一送出工程项目前期工作，同时稳步推进老旧风场设备改造工作。公司控股股东福建省国有资本投资公司承诺在闽投海电（莆田平海湾海上风电场三期项目）、宁德闽投（宁德霞浦海上风电场（A、C）区项目）、霞浦闽东（宁德霞浦海上风电场（B 区）项目）等海电资产符合一定条件后与上市公司协商，启动资产注入程序。盈利预测与投资评级：考虑 2025 年抽蓄资产注入，我们维持 2025-2027 年预测归母净利润 9.2/10.0/10.4 亿元，2025-2027 年 PE 为 11.2/10.3/9.9 倍（2025/8/27），维持“买入”评级。风险提示：项目建设不及预期，电改推进下电价波动，项目竞争加剧。

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩）

水井坊（600779）：2025 年中报点评：收入及时调整，毛销承压拖累盈利

投资要点 事件：公司发布 2025 年半年度业绩公告，25H1 实现营业收入约 14.98 亿元，同比下滑约 12.8%；实现归属于上市公司股东的净利润约 1.05 亿元，同比下滑约 56.5%。对应 25Q2 营收同比下滑 31.4%，归母净利同比下滑 251.2%。25 财年平稳收官，稳健应对行业调整。公司 2025 财年平稳收官，财年收入（24Q3~25Q2）同比略降 2.9%，基本保持稳定。25Q2 公司营收同比下滑 31.4%，1 是当前宏观环境下，商务往来需求持续承压；2 是 5 月以来宴席、聚饮场景亦有受创。弱势环境下公司适时调控发货，优先稳定渠道秩序。分产品看，25Q2 主力产品臻酿八号、井台均同比下滑承压，25Q2 高档酒收入同比-37.0%；中档酒天号陈经过 Q1 调整，Q2 收入在低基数下恢复增长，同比+67.7%。25Q2 开瓶营销保持较大力度，短期拖累吨价及盈利表现。1）收现端：Q2 季末公司合同负债 9.8 亿元，同比/环比分别-0.9/+0.5 亿元，25H1 收现比为 115.0%，公司 5 月以来及时控货消化库存，上半年回款与出货基本匹配。2）利润端：25H1 销售净利率同比-7.1pct，主系毛销差收窄及营业税金波动所致。①25H1 毛利率同比-1.7pct 至 79.3%，主因货折放大所致，25H1、Q2 吨价分别同比-24.7%、-39.0%。公司继续对臻酿八号宴席、开瓶保持较大促销力度，“买六赠一”等活动持续强化公司产品的宴席场景流行性。②25H1 销售费用同比-6.2%，费率同比+2.6pct，Q2，公司继续围绕“国

保美酒水井坊，喝美酒庆美事”的品牌主张，打造多项节日整合营销活动。25Q2 销售净利率同比-22.9pct，利润同比转亏，1 是开瓶费用支持放大货折拉低毛利，2 是季度期间费用支出相对刚性。持续强化价盘管理，坚定执行长期主义。公司通过动态价格监控体系与渠道利润保护机制，稳定市场秩序，针对局部区域窜货乱价现象，一方面自 7 月 8 日起，对全渠道臻酿八号 500ml 装执行停货，并对电商渠道臻酿八号 520ml 装采取稳定价值链及买赠管控等措施；另一方面加大重点区域人力、物力投入，实施“一城一策、一店一策”的精细化策略，强化与核心客户的战略协同，共同培育市场。盈利预测与投资评级：公司产品矩阵定位清晰，在 100~800 元区间各主力消费价位均有核心产品长期布局。需求承压阶段，公司保持宴席、开瓶场景相关促销支持政策，产品动销表现相对好于其他二线次高端酒企。参考 2025H1 预告数据和消费环境变化，我们微调 2025~27 年归母净利润至 9.5、8.3、9.0 亿元（前值 9.5、8.2、8.9 亿元），当前市值对应 2025~27 年 PE 为 24/28/26X，考虑公司 PE 估值所处历史分位数，维持“增持”评级。风险提示：宏观表现不及预期、次高端主力价位竞争加剧、品牌建设及消费者培育费用投放超预期。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：孙瑜）

光大证券（601788）：2025 年中报点评：业绩符合预期，经纪自营随市增长

投资要点 事件：光大证券发布 2025 年中报。2025H1 公司实现营业收入 51.2 亿元，同比+22.5%；归母净利润 16.8 亿元，同比+21.0%；对应 EPS 0.32 元，ROE 2.5%，同比+0.4pct。第二季度实现营业收入 26.2 亿元，同比+32.3%，环比+4.6%；归母净利润 8.6 亿元，同比+22.0%，环比+5.4%。市场活跃度显著回升，经纪业务收入随市增长：

2025H1 公司经纪业务收入 17.0 亿元，同比+36.9%，占营业收入比重 33.4%。全市场日均股基交易额 15703 亿元，同比+63.3%。公司两融余额 425 亿元，较年初-1%，市场份额 2.3%，较年初持平，全市场两融余额 18505 亿元，较年初-0.8%。截至 2025H1，公司客户总数 687 万户，较上年末增长 6%；新开户 43.5 万户，同比增长 49%；客户总资产 1.46 万亿元，较上年末增长 7%。投行业务收入下行，债券承销规模排名靠前：2025H1 公司投行业务收入 3.6 亿元，同比-15.6%。

1) 股权业务：2025H1 公司股权主承销规模同比-2.1%至 9.9 亿元，排名第 32；其中 IPO 1 家，募资规模 5 亿元；再融资 2 家，承销规模 5 亿元。截至 25H1 公司 IPO 储备项目 3 家，排名第 19，其中两市主板 1 家，北交所 2 家。2) 债券业务：2025H1 公司债券业务承销规模同比+12.3%至 1957 亿元，排名第 10；其中地方政府债、金融债、中期票据承销规模分别为 804 亿元、321 亿元、299 亿元。资管业务收入同比双位数增长：2025H1 公司资管业务收入 4.3 亿元，同比+12.0%。截至 2025H1 公司资产管理规模 3225 亿元，同比-12.4%，较年初+3.6%。截至 2025H1，光大保德信资产管理总规模 955.68 亿元，同比增长 4%。

自营投资收益增幅显著：2025H1 公司投资收益（含公允价值）12.3 亿元，同比+24.5%；调整后投资净收益（含公允价值、汇兑损益、其他综合收益）11.2 亿元，同比-3.8%。公司权益自营投资业务立足绝对收益导向，实现正收益，业绩表现好于去年同期；通过精细化管理持续扩大业务规模，取得了良好的经营业绩。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 33.67/36.38/37.94 亿元（前值分别为 33.19/35.66/37.21 亿元），对应同比增速分别为 10.09%/8.05%/4.29%，对应 EPS 分别为 0.73/0.79/0.82 元/股，当前市

值对应 PB 估值分别为 1.30x/1.23x/1.17x。公司聚焦主业稳健发展，看好持续强化竞争力，维持“买入”评级。风险提示：1) 交易量持续走低；2) 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)

毛戈平(01318.HK): 2025 年半年报点评: 25H1 归母净利润同比+36.1%，产品矩阵推新升级带动增长

投资要点 公司公布 2025H1 业绩：25H1 公司实现营业收入 25.9 亿元，同比增长 31.3%（此前预告中枢 31.2%），实现归母净利润 6.7 亿元，同比增长 36.1%（此前预告中枢 36%），实现经调整净利润 6.7 亿元，同比增长 32.0%。25H1 公司收入利润高增，符合此前预告。彩妆与护肤销售稳健增长：分业务板块看，25H1 彩妆/护肤/香氛/化妆培训及销售分别实现收入 14.2/10.1/0.1/0.7 亿元，占比分别 55%/42%/0.4%/2.6%，彩妆/护肤/化妆培训及销售收入同比分别 +31.1%/+33.4%/-5.9%，其中香氛产品于 25H1 新推出，暂无同比数据。其中彩妆/护肤/香氛/化妆培训及销售毛利率分别为 82.7%/87.5%/77.6%/62.9%，彩妆/护肤/化妆培训及销售毛利率同比分别 -0.9pct/-0.2pct/-9.5pct，化妆培训及销售毛利率下降主要系扩大师资后人员成本增加所致。线上线下双渠道高增，核心客群复购率提升：分渠道看，25H1 线上/线下分别收入 13.0/12.2 亿元，同比分别 +39.0%/+26.6%，占比分别 51.4%/48.6%。25H1 线上/线下毛利率分别为 83.9%/85.7%，同比分别 -0.5pct/-0.6pct。截至 25H1 末品牌线上/线下渠道会员人数分别为 1340/560 万人，25H1 线上/线下会员复购率分别为 24.1%/30.3%，同比分别 +2.6pct/+1.6pct。25H1 净利率同比 +0.9pct，降本增效带动盈利能力提升：①毛利率：25H1 为 84.2%，同比 -0.7pct。②费用率：期间费用率 50.4%，同比 -4pct，其中销售/管理费用率同比分别 -2.4pct/-1.5pct。③净利率：25H1 销售净利率为 25.9%，同比 +0.9pct，公司降本增效带动整体盈利能力。彩妆与护肤产品推新升级，上新香氛系列产品：①彩妆板块，25H1 明星产品奢华鱼子气垫和光感柔纱凝颜粉饼零售额均超过 2 亿元，25 年 3 月新推出晶璨星穹眼影 25H1 零售额超 400 万元。38 好物节和 618 好物节期间，品牌抖音平台均夺得彩妆类目榜第 1 名。②护肤板块，25H1 明星单品奢华鱼子面膜/奢华养肤黑霜零售额分别超 6 / 2 亿元，新推出一款高端护肤品黑金焕颜奢光菁华水 25H1 零售额超 1600 万元。③香氛板块，新上线“国韵凝香”“闻道东方”香水系列，丰富公司产品矩阵。盈利预测与投资评级：毛戈平是我国稀缺高端美妆品牌，独特美妆学院模式和专业化妆师团队打造优质线下体验感，品牌知名度破圈有望带动业绩持续高增，我们上调 2025-2027 年归母净利润预测从 11.4/14.6/18.6 亿元至 12.0/15.2/19.1 亿元，分别同比 +36.6%/+26.7%/+25.2%，最新收盘价对应 2025-2027 年 PE 为 35/28/22X，维持“买入”评级。风险提示：国内消费市场复苏不及预期、行业竞争加剧、渠道扩张不及预期、品牌形象风险等。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：郝越)

普源精电(688337): 2025 半年报点评: Q2 营收同比增长 20%，高端产品与解决方案引领增长

投资要点 2025H1 剔除股份支付净利润+21%，高端产品与解决方案引领增长 2025 上半年公司实现营业收入 3.5 亿元，同比增长 16%，归母净利润 0.16 亿元，同比增长 0.16%，扣非归母净利润-0.11 亿元，非经常性损益主要为理财收益。单 Q2 公司实现营业收入 1.9 亿元，同比增长 20%，归母净利润 0.12 亿元，同比增长 829%。公司营收增速稳健，主要受益于：(1) 高端产品、新品继续放量：2025 上半

年公司高端数字示波器（带宽 $\geq 2\text{GHz}$ ）销售收入同比提升 41%，占示波器板块收入比重达 30%，其中 DHO 系列高分辨率示波器同比增长 24%。（2）解决方案：2025 上半年公司解决方案销售收入约 0.62 亿元，同比增长 44%，对业绩拉动明显。利润端仍受到股份支付影响，剔除股份支付净利润 0.19 亿元，同比增长 21%。毛利率阶段性受海外产能爬坡等影响，规模效应摊薄费用 2025 上半年公司销售毛利率 55.4%，同比下降 1.3pct，销售净利率 4.6%，同比下降 0.33pct，单 Q2 公司销售毛利率 54.7%，同比下降 3.8pct。毛利率下降，我们判断系主要马来西亚生产基地生产成本增加、产品结构变化和美国关税影响。2025 上半年公司期间费用率 59.4%，同比下降 5.3pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.4%/14.0%/30.5%/-1.6%，同比分别变动-1.4/-1.4/+1.8/-4.4pct，一方面规模效应摊薄销售、管理费用，另一方面研发人员团队扩张和授予股权激励，研发费用率增长。股权激励绑定核心员工，拟港股上市推进全球化 2025 年 4 月公司发布限制性股票激励计划草案，拟授予 99 名核心骨干员工等共计 200 万股，占公告日股本总额 1.0%。激励计划分第一类与第二类，数量各 100 万股，股票均来源于定增或回购。激励计划分年度对公司业绩指标进行考核，考核期间为 2025/2026 年，触发值均为营收同比增长 15%，或净利润同比增长 10%；目标值均为收入同比增长 30%，或净利润同比增长 20%。股权激励计划绑定公司核心骨干员工，彰显成长信心。另外，公司 8 月 9 号发布公告，拟聘请德勤为审计机构，筹备港股上市，品牌、产品全球化战略加速推进。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 1.3/1.8/2.4 亿元，当前市值对应 PE 57/42/32X，维持“增持”评级。风险提示：宏观经济波动、地缘政治冲突、新品推出不及预期等。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：韦译捷）

捷佳伟创（300724）：2025 年中报点评：业绩同比高增，看好光伏全路线订单兑现与半导体湿法国产替代共振

投资要点 订单持续验收驱动营收增长，利润保持高增速：2025H1 公司实现营收 83.72 亿元，同比+26.41%，主要系公司订单持续验收带来收入增长所致，其中工艺设备营收 69.77 亿元，同比+28.68%，占比 83.34%；自动化设备营收 10.09 亿元，同比+15.10%，占比 12.05%；配件营收 3.86 亿元，同比+19.11%，占比 4.62%。归母净利润 18.30 亿元，同比+49.26%；扣非归母净利润 16.80 亿元，同比+42.41%。2025Q2 单季公司营收 42.73 亿元，同比+5.66%，环比+4.23%；归母净利润 11.22 亿元，同比+73.22%，环比+58.44%；扣非归母净利润 10.43 亿元，同比+66.04%，环比+63.77%。毛利率承压小幅下滑，净利率与费用率同步改善：2025H1 公司毛利率为 29.65%，同比-1.97pct，主要系光伏设备行业市场竞争激烈，工艺设备毛利率为 28.17%，同比-1.55pct；销售净利率为 21.87%，同比+3.35pct；期间费用率为 4.41%，同比-2.44pct，其中销售费用率为 0.89%，同比-1.36pct，管理费用率为 0.90%，同比-0.38pct，财务费用率为-0.71%，同比+0.37pct，研发费用率为 3.32%，同比-1.07pct。期间研发费用达 2.78 亿元，同比-4.5%。2025Q2 单季毛利率为 31.69%，同比-0.91pct，环比+4.44pct；销售净利率为 26.27%，同比+10.28pct，环比+8.99pct。存货&合同负债同比下降，现金流短期受扰：截至 2025H1 末，公司合同负债 96.73 亿元，同比-47.63%；存货为 93.07 亿元，同比-56.99%。2025H1 公司经营活动净现金流为-7.76 亿元，同比-496.77%，主要系收到的贷款减少及诉讼冻结部分款项所致。光伏设备：实现 TOPCon、HJT、钙钛矿及钙钛矿叠层路线全覆盖：（1）TOPCon 路线：产线升级改造、

新建产能需求以及海外扩产仍以 TOPCon 技术为主，公司继续保持领先的市场份额；同时，公司推出 n-TOPCon 智能生产线，进一步提升产线自动化与智能化水平；（2）HJT 路线：公司常州中试线上的 HJT 电池片平均转换效率达到 25.6%，并且公司的大腔室射频双面微晶技术全面量产；（3）钙钛矿技术路线：公司的大规格涂布设备、大尺寸闪蒸炉（VCD）以及磁控溅射立式真空镀膜设备顺利出货给下游客户，钙钛矿中试线也正式投产运营。2025H1，公司钙钛矿中试线获“兆瓦级翡翠奖”，并有 PVD、RPD 等核心设备中标头部客户项目；同时，公司推出工业级压电喷墨打印技术，助力钙钛矿/晶硅叠层电池加速商业化。

拓展半导体&锂电领域，逐步完善专用设备平台化布局：（1）半导体设备：继 2024 年成功中标碳化硅整线湿法设备订单后，2025 H1 子公司创微微电子完成湿法设备全流程自主化开发，产品线覆盖 6-12 英寸晶圆制造、第三代半导体（SiC/GaN）及先进封装，可提供清洗、刻蚀、去胶一体化解决方案，关键零部件国产化率均超 95%。其中，6/8 英寸槽式及单片全自动设备已实现碳化硅器件全段工艺覆盖，并已替代进口，在欧亚市场持续斩获订单；12 英寸无篮槽式湿法设备于 SEMICON China 2025 发布，可适配 45-90 nm 及以下制程，软件全部自研，获行业广泛关注。（2）锂电真空专用设备：公司自主研发的双面卷绕铜箔溅射镀膜设备成功下线，并且已向客户成功交付了一步法复合集流体真空卷绕铝箔镀膜设备、新型薄膜电容器卷绕镀膜设备。

盈利预测与投资评级：考虑到公司订单交付节奏，我们上调公司 2025-2027 年的归母净利润至 25.4（原值 21.4）/15.3（原值 10.9）/15.2（原值 9.5）亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 14/22/23 倍。但考虑公司逐步完善专用设备平台化布局，故维持“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）

中微公司（688012）：2025 年中报点评：业绩持续增长，平台化布局陆续落地

投资要点 营收&扣非归母净利润稳健增长，薄膜产品加速放量：2025H1 公司营收 49.6 亿元，同比+43.9%，其中刻蚀设备收入为 37.8 亿元，同比+40.1%；LPCVD&ALD 设备营收 2.0 亿元，同比高增 608.2%。营收显著增长主要得益于公司高端刻蚀设备付运量显著提升，LPCVD、ALD 等新产品形成重复订单。2025H1 归母净利润为 7.1 亿元，同比+36.6%，扣除非经常性损益后的净利润为 5.4 亿元，同比+11.5%，主要得益于营收增长带来的毛利增加。Q2 单季营收 27.9 亿元，同环比+51.3%/+28.3%；Q2 归母净利润为 3.9 亿元，同环比+46.8%/+25.5%，扣非净利润为 2.4 亿元，同环比+9.2%/-19.4%。

公司毛利率略降，研发投入大幅提升：2025H1 毛利率为 39.9%，同比-1.5pct；销售净利率为 13.8%，同比-1.1pct；扣非净利率为 10.9%，同比-3.1pct。期间费用率为 29.7%，同比+3.3pct，其中销售费用率为 3.9%，同比-2.0pct，管理费用率为 4.0%，同比-1.5pct，研发费用率为 22.5%，同比+6.0pct，财务费用率为-0.6%，同比+0.8pct。目前公司在研项目涵盖六类设备和 20 多个新设备，2025H1 研发投入为 14.9 亿元，同比+53.7%。Q2 单季毛利率为 38.5%，同环比+0.4pct/-3.0pct，主要系新设备确认收入影响；销售净利率为 13.6%，同环比-1.0pct/-0.6pct；扣非净利率为 8.6%，同环比-3.3pct/-5.1pct。

存货&合同负债持续高增，在手订单充足：截至 2025Q2 末公司合同负债为 31.7 亿元，同比+24.8%；存货为 80.8 亿元，同比+19.2%，其中发出商品余额为 40.3 亿元。2025H1 公司经营性现金流为 2 亿元，Q2 单季为-1.7 亿元，主要系运营规模扩大带来营运资金扩大。

刻蚀产品持续领先，镀膜

产品拓展顺利：(1) CCP 设备：在逻辑领域已对 28nm 以上的绝大部分 CCP 刻蚀应用和 28nm 及以下的大部分 CCP 刻蚀应用形成较为全面的覆盖，且已有大量机台进入国际 5nm 及以下逻辑；截至 2025Q2 末已交付 4500 个反应台（其中双反应台 3300 个、单反应台 1200 个反应台），较 2024 年 Q2 末增加超过 900 个反应台。公司先进制程高选择比&高深宽比刻蚀设备持续获得客户订单，2025H1 分别装机超 120/200 个反应台。在存储领域，超高深宽比刻蚀机已在客户端验证出 $\geq 60:1$ 深宽比结构的能力，成功进入 2D&3D 存储芯片产线。同时，公司积极布局超低温刻蚀技术，积极储备 $\geq 90:1$ 深宽比刻蚀技术。(2) ICP 设备：公司 ICP 设备在客户端安装腔体数量近四年 CAGR 超 100%，截至 2025Q2 末已累计安装超 1200 个反应台，覆盖超 50 个逻辑、DRAM、3D NAND 等客户；公司的 TSV 刻蚀设备也已应用于先进封装。此外，公司正在研发用于 5-3nm 逻辑芯片的 ICP 刻蚀机。(3) MOCVD 设备：积极布局第三代半导体设备，现已在 LED 等 GaN 基设备市场占据领先地位，并在 Micro-LED 领域的 MOCVD 设备开发上取得良好进展。用于 SiC 器件的外延设备已付运样机至国内领先客户开展验证测试。(4) 薄膜沉积设备：①公司推出三款 W 薄膜沉积产品，涵盖 CVD、HAR 及 ALD，其首台 CVD 钨设备付运到关键存储客户端验证评估，已通过客户现场验证，并获得客户重复量产订单。②公司开发的应用于高端存储和逻辑器件的 ALD 氮化钛、钛铝、氮化钽设备也已完成多个逻辑/存储客户验证；③减压 EPI 已顺利批量交付成熟制程客户，先进制程工艺处于验证阶段。同时，公司完成常压 EPI 的开发，进入工艺验证阶段。(5) 量检测设备：成立子公司超微公司引入电子束检测设备领军人才，已规划覆盖多种量检测设备。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润为 24.3/34.0/44.5 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 58/42/32 倍，维持“买入”评级。风险提示：晶圆厂扩产节奏不及预期，新品研发&产业化不及预期等。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

中国重汽（000951）：2025 年半年报点评：销量表现优于行业，Q2 毛利率同比提升

投资要点 业绩概览：公司发布 2025 年半年报：25Q2 公司实现收入 132.5 亿元，同比+2.2%，环比+2.7%，实现归母净利润 3.58 亿元，同比+4.0%，环比+15.4%，实现扣非归母净利润 3.35 亿元，同比+4.9%，环比+14.8%。

重卡销量同比表现优于行业。公司 2025H1 重卡销量 8.1 万辆，同比+14.8%，重卡单车收入估算 32.3 万，同比-6.6%。2025H1 重卡行业批发销量 53.9 万辆，同比+7.0%，公司销量优于行业批发销量表现。

车桥公司收入利润同比增长，净利率进一步提升。2025H1 车桥公司收入 42.1 亿元，同比+10.7%，净利润 5.4 亿元，同比+20.5%，对应净利率 12.8%，同比+1.1pct。

25Q2 毛利率同环比回升，费用率持续位于低位。25Q2 公司毛利率为 7.94%，同环比分别+0.7/+0.9pct，毛利率有所回升。25Q2 销管研费用率分别 0.7%/0.8%/1.4%，同比分别+0.03/+0.04/-0.1pct，环比分别-0.1/+0.2/-0.1pct，合计费用率 2.9%，同环比分别-0.05/+0.03pct，费用率持续压降；净利率 3.8%，同环比分别+0.2/+0.5pct，同环比回升，降本控费效果显著。

展望：出口+降本增效保障盈利，看好 25 年内需向上带来利润弹性。1) 出口：我们预计非俄地区出口将持续增长，且出口本质为中国产品参与全球定价，应当充分重视中国品牌议价能力，公司出口优势地位稳固，有望充分受益于出口向上；2) 内需：我们看好国四政策拉动下今年内销总量增长，

全年内销有望达 70 万辆及以上，同比+16%及以上。公司作为重卡龙头具备规模效应，且降本增效持续推行，上行周期利润弹性可期。

盈利预测与投资评级：考虑 2025 年重卡出口俄罗斯销量下滑，出口非俄地区价格竞争加剧，我们下调公司 2025~2027 年归母净利润预测至 16.58/18.94/21.65 亿元(原 18.76/23.43/26.17 亿元)，2025~2027 年对应 PE 估值分别为 13.07/11.44/10.00 倍，维持“买入”评级。

风险提示：国内物流行业复苏不及预期；海外经济波动超预期等。

(证券分析师：黄细里 研究助理：赖思旭)

绝味食品 (603517)：2025 年中报点评：门店业务加速见底，积极探索新思路

投资要点 事件：2025H1 实现营业收入 28.20 亿元，同比-15.57%；归母净利润 1.75 亿元，同比-40.71%；扣非归母 1.33 亿元，同比-52.60%。2025Q2 实现营业收入 13.19 亿元，同比-19.80%；归母净利润 0.55 亿元，同比-57.65%；扣非归母 0.27 亿元，同比-78.08%。

门店业务加速见底。2025H1 公司鲜货类产品/包装产品/加盟商管理分别实现营收 21.12/2.28/0.27 亿元，同比-19.15%/+16.31%/-20.28%。2025Q2 鲜货类产品/包装产品/加盟商管理分别实现营收 9.68/1.09/0.13 亿元，同比-23.27%/-21.26%/-26.54%。我们预计 25Q2 闭店情况和单店营收都仍有压力。

收入承压背景下规模效应减弱，盈利能力有下降。2025Q2 实现毛利率 28.9%，同比-1.63pct；销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.39pct/+2.78pct/+0.28pct/+0.10pct，销售费用绝对额同比有减少，但收入缩减的背景下费用率有压力；管理费用率略有提升主要系职工薪酬增加，同时数字化投入增加造成研发费用增加。2025Q2 实现销售净利率 3.8%，同比-3.8pct。

积极探索新思路，静待改革效果。公司积极探索细分的消费场景需求变化，尝试解构佐餐、零食、夜宵、礼品等消费场景的核心诉求，针对不同市场偏好制定区域策略；探索区域风味数据库，构建模块化的新品开发流程，同步推进经典产品的风味优化与新品的高效孵化。运营方面，持续推进核心渠道的结构优化与运营体系升级，通过加强终端标准化运营与深化数智化工具应用，提升门店执行效率与服务品质，并拓展即时零售消费场景。盈利预测与投资评级：我们基本维持此前盈利预测，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 4.0/5.1/5.6 亿元，同比+77%/+26%/+10%，对应 PE 为 25/20/18X。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：苏钺 证券分析师：李茵琦)

老白干酒 (600559)：2025 年中报点评：中低档酒实现收入承托，净利率保持升势

投资要点 事件：公司发布 25 中报，25H1 收入实现 24.8 亿元，同比+0.5%；归母净利 3.2 亿元，同比+5.4%；25Q2 收入实现 13.1 亿，同比-1.9%；归母净利 1.7 亿元，同比+0.2%。

25Q2 平稳过渡，中低档酒实现收入承托。25H1/Q2 公司酒类收入分别同比+0.74%/-1.73%，Q2 场景冲击影响下，中低档酒销售增速环比提振，帮助稳定整体收入表现。1) 分品牌看：①25H1 主力品牌本部、武陵收入分别同比增长 2.0%、7.0%。2025 年老白干本部围绕次高端产品，注重保持市场价盘稳定，C 端培育及终端服务工作有序推进；对 200 元以下价位产品则顺应市场需求加强渠道布局，拉动中低档酒销售 25Q2 增速回升。武陵亦保持稳扎稳打发展步调，坚持品牌、品质、渠道、产品动作持续推进，Q2 低基数下同比增速有所抬升(湖南区域 Q1/Q2 收入同比为 9.7%/12.5%)。②25H1 板城、文王、孔府家收入增速分别同

比+1.7%、-20.5%、+0.9%，安徽市场消费场景受损较为明显，文王表现相对承压。2）分结构看：25Q2 公司高档酒、中低档酒收入分别同比-9.7%、+7.8%。高档酒收入承压主要与本部次高端系列销售调整有关，25Q1/Q2 高档酒-剔除武陵（主要是本部核心产品）分别同比+34.4%、-23.7%；中低档酒经过 Q1 整固消化，Q2 增速有所回升。销售净利率稳中有升，毛销差保持改善。2025 年公司经营规划定调稳健（规划全年营收同比+2.1%，毛利率、费用率分别同比+0.7pct、-0.6pct），25H1 毛利率表现好于年度目标指引。1）收现端：25Q2 季末公司合同负债 12.7 亿元，同比/环比分别-5.9/-6.0 亿元，25H1 收现比为 101.3%，行业性回款压力有所显现。2）利润端：25H1 公司销售净利率同比增长 0.6pct，主系毛销差提升贡献。①25H1 毛利率同增 2.1pct 至 68.0%，主系 24 年老白干主力产品提价传导及总部降本减支贡献。②25H1 销售费率同比+0.7pct，上半年公司整体加强品宣投放管控，促销及渠道费投入有所优化。25Q2 净利率同比+0.2pct，增幅较 Q1 收窄，主系季度税金率波动拖累。优化渠道管理，营销工作稳扎稳打。25H1 公司在三级扫码体系下严格执行渠道控费稳价工作，并持续推动消费者建设投入，渠道触达更趋扁平化，客户对接人员配备也在逐步完善。伴随公司持续加强宴席、餐饮等场景布局，并有序梳理、优化产品体系，25Q2 中低档酒收入增速实现环比提振。盈利预测与投资评级：伴随消费环境变化，公司收入增长阶段性放缓，但降本控费帮助净利率基本保持稳定。参考 25H1 情况，我们调整 2025~27 年归母净利润为 7.9、8.2、9.5 亿元（前值 8.8、10.0、11.8 亿元），当前市值对应 2025~27 年 PE 为 20/20/17X，维持“买入”评级。风险提示：省内消费升级不及预期、省外竞争加剧、食品安全问题。

（证券分析师：苏铖 证券分析师：孙瑜）

中文在线（300364）：2025 年半年报点评：海外短剧收入快速增长，AI 助力降本增效

投资要点 事件：中文在线发布 2025 年半年度报告。25H1 营业收入 5.56 亿元，同比增长 20.4%。归母净利润-2.3 亿元，较上年同期的-1.50 亿元，亏损额扩大 50.8%。扣非净利润为-2.3 亿元，亏损额同比扩大 56.54%，主要系对海外短剧等 IP 衍生业务进行大规模投入。1）销售费用是导致亏损扩大的最主要因素。25H1 销售费用为 2.7 亿元（yoy+42.8%），主要系海外业务自投推广费增加所致。这笔投入主要用于推广公司新推出的海外短剧 APP FlareFlow 等国际业务。2）研发投入持续加大。25H1 研发投入达 4177 万元（yoy+39.4%），主要用于“中文逍遥”大模型等 AIGC 相关技术的开发与迭代。收入增长稳健，业务结构优化显著：2025 年上半年，控股公司 CMS 收入 28 亿元人民币，较 24H1 同比增长约 1.5 倍。25H1 中文在线总营收实现 5.6 亿元，同比增长 20.4%。其中 1）数字内容授权及其他相关产品业务作为公司的传统基本盘，实现收入 3.1 亿元，同比增长 5.7%，保持了平稳增长；毛利率为 24.47%，同比下降了 8.7pct。2）IP 衍生开发产品业务收入 2.37 亿元，同比大幅增长 46.4%。毛利率为 41.9%，yoy+4.2pct。①《罗小黑战记 2》大电影于 2025 年 7 月上映，24 天内票房突破 4 亿元，并将在全球多地发行。②已利用 AI 技术产出逾百部动漫短剧，实现了商业化落地和规模化生产。③国内短剧方面，微短剧《一品布衣》在红果短剧平台观看量突破 20 亿次，登顶热播总榜。④公司于 2024 年 10 月推出 IP 衍生品品牌“次元探秘”，除了自主 IP 罗小黑外，还代理了变形金刚、小黄人等国际知名 IP。⑤新平台 FlareFlow 于 2025 年 4 月底上线后，短期内曾登顶美区娱乐免费榜双端前五，上线 3 个月累计下载量近千万。3）AIGC 赋能业务：公司自

研的“中文逍遥”大模型已通过网信办备案，能辅助小说和剧本创作；推出了英文版写作端(XIAOYAO)。AI技术已赋能业务全流程：已成功应用于AI有声书、AI漫画和AI动漫短剧的规模化生产。盈利预测与投资评级：我们认为公司正处在关键转型期，通过对新业务的投入，以短期利润换取长期增长空间。虽然账面亏损扩大，但海外短剧业务以及AI技术在降本增效方面的实际成果值得关注。我们认为短期利润或受费用端影响，将2025-2026年归母净利润预测从0.9/1.4亿元下调至0.1/0.8亿元；我们认为随着竞争格局稳定，海外短剧利润率有望提升，将2027年归母净利润预测从3.6亿元上调至5.6亿元，当前股价对应2025-2027年PE分别为1813/295/41倍，维持“买入”评级。风险提示：版权采集价格上涨与盗版风险；海外竞争加剧；AI技术发展不达预期的风险。

(证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖

证券分析师：张文雨)

中国太保(601601)：2025年中报点评：寿险NBV保持高增长，产险COR同比改善

投资要点 事件：中国太保发布2025年中期业绩。1) 25H1归母净利润279亿元，同比+11.0%；Q2单季183亿元，同比+36.5%。归母营运利润199亿元，同比+7.1%。2) 截至25H1末，归母净资产2819亿元，较年初-3.3%，较Q1末+6.9%。3) 25H1 ROE 9.6%，同比+0.1pct。4) 25H1 NBV 95.4亿元，可比口径下同比+32.3%；Q2单季37.7亿元，同比+23.2%。5) 截至25H1末，集团EV 5889亿元，较年初+4.7%。寿险：银保渠道新单保费大幅增长。1) 截至25H1末，合同服务边际余额3464亿元，较年初+1.2%。2) 保费：25H1太保寿险新单保费630亿元，同比+26.3%。其中个险新单保费226亿元，同比-7.7%；银保新单保费290亿元，同比+108%。产品结构方面，传统险新保期缴同比-41.9%，分红险新保期缴同比+1381%。3) 25H1 NBV Margin 15%，同比+0.4pct。4) 人力：25H1代理人月均人力规模18.3万人，保持稳定。核心人力月人均首年规模保费7.3万元，同比+12.7%；核心人力月人均首年佣金收入7120元，同比-13.4%。我们认为，人均首年保费增长的情况下人均佣金下降与今年代理人渠道开始执行“报行合一”政策有关。财险：综合成本率优化，车险保费保持增长。1) 25H1太保产险承保综合成本率96.3%，同比-0.8pct。其中承保综合费用率26.8%，同比-0.7pct；承保赔付率69.5%，同比-0.1pct。2) 25H1太保产险承保利润35.5亿元，同比+30.9%。3) 25H1太保产险原保费收入1128亿元，同比+0.9%，其中车险保费同比+2.8%，占比同比+0.9pct；非车险保费同比-0.8%。投资：债券、核心权益均增配。1) 截至25H1末，集团投资资产规模2.9万亿元，较年初+7.0%。其中债券占比62.5%，较年初+2.4pct；股票占比9.7%，较年初+0.4pct；基金占比2.1%，较年初+0.2pct；其他资产占比25.7%，较年初-3pct。2) 核心权益规模较年初+11.9%至3443亿元，占比+0.6pct至11.8%。OCI股票规模较年初+25.9%，OCI股票占比较年初+4.0pct至33.8%。3) 25H1末年化的净投资收益率1.7%，同比-0.1pct；总投资收益率2.3%，同比-0.4pct；综合投资收益率2.4%，同比-0.6pct。盈利预测与投资评级：结合公司2025H1经营情况，我们上调盈利预测，2025-2027年归母净利润为516/527/553亿元（前值为489/469/461亿元）。当前市值对应2025E PEV 0.64x、PB 1.16x，仍处低位。我们看好公司以推动高质量发展为主题，不断优化产品结构，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)

国茂股份（603915）：2025 年半年报点评：业绩短期承压，聚焦具身智能新机遇

投资要点 业绩短期承压，拳头产品表现良好 25H1 公司实现营收 12.90 亿元，同比+1.71%；实现归母净利润 1.07 亿元，同比-26.97%；实现扣非归母净利润 0.94 亿元，同比-23.73%。单 Q2 公司实现营收 6.88 亿元，同比+0.75%；归母净利润 0.64 亿元，同比-21.86%，扣非归母净利润 0.55 亿元，同比-15.32%。25H1 公司营收有所回暖，主要系国内减速机行业呈现底部企稳向好态势，市场需求有所回暖，行业景气度逐步回升；净利润短期承压主要系市场竞争加剧。

分产品看：25H1 减速机实现营收 12.49 亿元，同比+2.44%，其他配件实现营收 0.40 亿元，同比+28.94%。公司工业传动用减速机业务同比增长约 5%；模块化减速机销量同比增长约 15%，市场份额持续提升；大功率减速机销量同比增长约 13%；摆线针轮减速机销量同比下滑约 8%，但毛利率维持在约 25%。毛利率有所下滑，期间费用管控良好 25H1 公司销售毛利率为 20.46%，同比-3.07pct，25Q2 单季度毛利率为 21.20%，同比-2.80pct。公司毛利率有所下降，主要系减速机行业产品价格竞争激烈，另外会计政策变更对公司毛利率也略有影响。分产品看，25H1 减速机/其他配件毛利率分别为 19.07%/63.56%，同比分别-3.6pct/+26.3pct。25H1 公司销售净利率为 8.43%，同比-3.1pct，25Q2 单季度销售净利率为 9.47%，同比-2.54pct。25H1 公司期间费用率为 10.6%，同比-0.6pct，销售/管理/财务/研发费用率为 2.4%/3.6%/-0.1%/4.7%，同比 -0.6pct/-0.2pct/+0.0pct/+0.1pct。财务费用率提升系利息收入减少。存货&合同负债同比减少，经营活动净现金流出现净流出 截至 25H1 公司合同负债 0.69 亿元，同比-2.76%；存货 5.87 亿元，同比-7.38%。25H1 公司经营活动净现金流为-0.19 亿元，同比-116.59%，主要系本期净利润减少、票据贴现规模减少、现款支付 2024 年开具的应付票据规模较大所致。

紧抓具身智能新机遇，构建机器人减速机生态 25H1 公司紧抓具身智能产业发展关键期机遇，立足谐波减速器、精密减速器等产品，积极拓展客户，开展样品试制和试机等工作，初步构建机器人减速机生态。目前该部分业务产生的收入整体占比很小。公司于 2025 年 7 月与克来机电等公司联合成立艾斯克智节科技有限公司，公司持股比例为 20%，在机器人、机械臂的关节模组领域展开深度合作。

盈利预测与投资评级：考虑到减速机行业需求偏弱，我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 3.00/3.43/4.00 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 35/31/27 倍，考虑到公司持续推出新产品增强竞争力，维持公司“增持”评级。风险提示：制造业复苏不及预期，下游需求不及预期，研发进度不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天
研究助理：陶泽）

华中数控（300161）：2025 年半年报点评：业绩阶段承压，AI 赋能打造新一代智能数控系统

投资要点 营收短期承压，亏损同比收窄 2025 年上半年公司实现营收 5.54 亿元，同比-11.91%；实现归母净利润-0.81 亿元（去年同期为-1.07 亿元）；实现扣非归母净利润-1.12 亿元（去年同期为-1.36 亿元）。营收下滑，主要系受子公司剥离合并范围变动及制裁因素对海外产线业务的影响。利润端亏损收窄主要系公司努力控制成本费用，提升经营效率。分产品看，数控系统与机床实现营收 3.63 亿元，同比-5.24%；机器人与智能产线实现营收 1.57 亿元，同比-23.31%；其他业务合计实现营收 0.34 亿元，同比-17.33%。公司业绩下滑主要系机器

人与智能产线业务受外部环境影响收缩所致。单 Q2 公司实现营业收入 3.52 亿元，同比-8.85%，归母净利润-0.23 亿元（去年同期为-0.38 亿元），扣非归母净利润-0.42 亿元（去年同期为-0.55 亿元）。毛利率受益于结构优化，费用管控显成效。2025 年上半年公司毛利率为 35.48%，同比提升 0.73pct，销售净利率为-15.81%，同比提升 1.34pct。分业务看，数控系统与机床业务毛利率为 41.55%，同比+0.76pct；机器人与智能产线业务毛利率为 18.49%，同比-3.52pct。公司整体毛利率提升主要系毛利率较高的数控系统与机床业务收入占比相对提升，产品结构优化。2025 年上半年公司期间费用管控取得成效，销售/管理/财务/研发费用率分别为 14.79%/12.77%/3.47%/24.97%，同比分别-1.11pct/-1.63pct/+0.41pct/-1.03pct。

研发投入维持高位，AI 赋能打造新一代智能数控系统

1) 研发投入维持高位：2025 年上半年研发投入 1.75 亿元，占营业收入比例高达 32%。报告期内，公司取得授权专利 59 项，其中发明专利 29 项，获得计算机软件著作权 25 项，研发投入持续兑现成果。

2) AI 赋能打造新一代智能数控系统：公司发布世界首台嵌入 AI 芯片和 AI 大模型的“华中 10 型”新一代智能数控系统。该系统深度融合数控机床的数理模型与 AI 数据模型，构建了“一个智能底座，两条数字主线，三个功能子系统”的技术架构。通过智能编程、工艺优化和智能故障诊断等功能，可显著提升加工效率与精度，例如在汽车电机壳体 and 手机中框加工中效率提升约 10%。公司已联合 18 家机床企业研制首批 20 台智能数控机床，积极构建产业创新生态。

盈利预测与投资评级：考虑到公司智能产线确收放缓，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测为 0.70(原值 0.87)/1.31(原值 1.54)/1.97(原值 2.37) 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 82/44/29 倍，考虑到公司属于高端数控系统领域稀缺资产，维持公司“增持”评级。

风险提示：机床行业复苏不及预期，研发不及预期，市场竞争加剧风险。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天 研究助理：陶泽)

中国太平 (00966.HK)：2025 年中报点评：分红险转型成效显著，产险利润同比大增

投资要点 事件：中国太平发布 2025 年中报业绩。1) 25H1 归母净利润 67.6 亿港元，同比+12.2%；其中寿险/境内财险/境外财险/再保险/资管分别同比+5.5%/+85%/-15%/+75%/-24%。2) 25H1 太平人寿 NBV 61.8 亿元，可比口径下同比+22.8%。3) 截至 25H1，太平人寿 EV 2039 亿元，较年初+6.5%。4) 截至 25H1，净资产 742 亿港元，较年初+4.4%。5) 25H1 ROE 9.3%，同比+1.7pct。整体利润承压。1) 25H1 集团整体保险服务业绩 123 亿港元，同比+9.5%。2) 截至 25H1，合同服务边际 2132 亿港元，较年初+2.6%。3) 25H1 税项开支 10.7 亿元，较去年同期 75.5 亿元大幅减少。税前利润 103 亿港元，同比-37.9%。寿险：分红险转型领先同业，预定利率下调带动价值率提升。1) 25H1 保险服务业绩 109 亿港元，同比+6.0%。合同服务边际 1938 亿港元，较年初+1.1%。2) 25H1 新单保费同比+2.7%；其中个险渠道占比同比-3.1pct，银保占比同比+3.8pct。分红险转型成效显著，新单长险下全渠道分红险占比 91%，其中个险渠道占比 97.5%、银保渠道占比 86%。3) NBV：25H1 公司整体 NBV 可比口径下同比+22.8%。其中个险渠道 NBV 44.7 亿港元，同比+22.4%；银保渠道 NBV 21.1 亿港元，同比+23.9%。NBV Margin 21.6%，可比口径下同比+3.1pct。其中个险渠道同比+3.6pct，银保渠道同比+1.8pct。4) 人力：截至 25H1，代理人规模 22.5 万人，较年初基本持平。人均期缴保费较年初+3.8%至 2.4 万

元。 产险：综合成本率优化，各险种保费增速保持稳定。1) 25H1 太平产险综合成本率 95.5%，同比-1.5pct。2) 25H1 原保费收入 193 亿港元，同比+3%。其中车险同比+0.5%，水险同比+2%，非水险同比+6.6%。3) 25H1 盈利 6.9 亿港元，同比+85%。 投资：增配债券、减配基金，综合投资收益率大幅下降。1) 截至 25H1，投资资产规模 16833 亿港元，较年初+7.8%。债券占比较年初+2pct，股票占比较年初持平，基金占比较年初-0.4pct，其他类别资产占比较年初-1.6pct。2) 截至 25H1，OCI 股票规模较年初+7.4%，OCI 股票占比较年初-1.7pct 至 35%。3) 25H1 年化净投资收益率 3.1%，同比-0.4pct；年化总投资收益率 2.7%，同比-2.6pct。未年化综合投资收益率 1.9%，同比-3.7pct。 盈利预测与投资评级：2025 年权益市场持续走强，结合公司 2025 年上半年经营情况，我们上调盈利预测，2025-2027 年归母净利润为 97/109/125 亿元（前值为 93/109/125 亿元）。当前市值对应 2025E PB 0.83x、PEV 0.35x，仍处低位。我们看好公司寿险分红型转型；财险业务综合成本率持续优化，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）

立高食品（300973）：2025 年中报点评：内部提效释放成果，奶油产品矩阵再深化

投资要点 事件：2025H1 公司实现营收 20.70 亿元，同比+16.20%；归母净利润 1.71 亿元，同比+26.24%；扣非归母净利润 1.67 亿元，同比+33.28%。2025Q2 实现营收 10.24 亿元，同比+18.40%；归母净利润 0.82 亿元，同比+40.84%；扣非归母净利润 0.80 亿元，同比+40.36%。奶油持续高增，25Q1 商超渠道转暖。1) 分产品看，2025H1 冷冻烘焙/奶油/水果制品/酱料/其他烘焙原材料分别实现营收 11.3/5.6/0.8/1.4/1.5 亿元，同比+6.1%/28.7%/7.7%/36.5%/63.8%。2) 分渠道看，2025H1 流通渠道收入占比接近 50%，同比基本持平。商超渠道收入占比约 30%，同增近 30%。餐饮、茶饮及新零售等创新渠道收入占比略超 20%，同增约 40%。 毛利率环比改善，费效持续优化。2025Q2 实现毛利率 30.7%，同比-1.9pct，环比+0.7pct，环比提升主要系产品结构改善和部分原料价格下降；2025H1 冷冻烘焙食品/奶油/水果制品/酱料毛利率分别为 32.3%/29.1%/31.9%/20.6%，同比+0.0/-7.1/+0.7/-6.1pct。2025Q2 销售/管理/研发/财务费用率同比-0.9/-1.7/-0.8/+0.5pct，公司内部提效措施显著，销售、管理、研发费用率均有下降，财务费用率提升主要系可转换债券利息费用支出资本化比例降低。2025Q2 实现销售净利率 7.9%，同比+1.2pct。 奶油产品矩阵持续丰富，收入放量的同时盈利能力也逐步提升。结合产品和渠道来看，2025Q2 因季节性原因会员制商超渠道营收增速环比放缓，对应冷冻烘焙产品营收增速也放缓；奶油 UHT 系列表现较好，且成本控制得当，带动毛利率也环比 Q1 提升。 盈利预测与投资评级：公司今年收入端较为稳健，商超渠道在低基数下有新品增量，奶油产品矩阵持续丰富，我们上调盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 3.6/4.4/5.0 亿元（此前的预期分别为 3.4/4.2/4.7 亿元），同比+36%/+21%/+14%，对应 PE 为 22/19/16X。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：苏钺 证券分析师：李茵琦）

山西汾酒（600809）：2025 年中报点评：有序调控，稳步整固

投资要点 事件：公司发布 2025 中报，25H1 实现营收、归母净利润 239.6 亿元、85.1 亿元，分别同增 5.4%、1.1%；对应 25Q2 营收、归母净利润分别同比+0.4%、-13.5%，Q2 利润下滑主系毛利率及税金

率拖累。25H1 适当控速，青花、玻汾实现温和增长。1) 分产品：25H1 公司酒类收入同增 5.4%，Q1/Q2 分别同增 7.7%、0.4%，5 月以来受消费场景冲击及需求不振影响，青 20/25、玻汾 Q2 适当发挥收入稳定作用。①估算 25H1 青花收入同增约 5%，其中复兴版 30、26 消费场景受损明显，收入同比承压；青 20、25 收入同比个位数增长。②估算 25H1 腰部产品收入同比略增，老白汾 Q1 放量后，Q2 控货消化为主。③估算 25H1 玻汾收入同比高单增长，Q2 增速较 Q1 有所抬升。2) 分区域看：省内、省外均衡增长，25H1 收入分别同增 4.0%、6.1%。省内主要是青 25 引领结构升级贡献收入增量，Q2 收入同比-5.3%，适当纾压；省外青 20、玻汾推动 Q2 实现平稳增长，同比+4.0%。产品结构拉低毛利率表现，Q2 税金比率波动回升。1) 收现端，25Q2 公收现比为 93%，同比回落 6.5pct，Q2 期末预收款-应收票据余额环比回落。2) 利润端，25H1/Q2 公司销售净利率同比-1.5pct、-4.0pct，主因毛销差及税金比率拖累。①25H1 公司毛利率同比基本持平，其中 Q2 同比下降 3.2pct，主因玻汾收入占比提升。②25H1 税金及附加比率同比+0.9pct 至 16.3%，低基数下税率正常回升，且税金缴纳主要体现在 Q2。③25H1 销售费率同比+1.1pct，其中 Q2 基本同比持平，预计年内销售费率保持窄幅波动。产品组合优势继续发挥，期待老白汾全国化逐步收获成效。25H1 公司强势产品玻汾、青 20 发挥收入承托作用，老白汾则着眼长期，Q2 适当调控消化，以渠道良性发展为先。2025 年老白汾全国化培育优先级提升，公司对青花 30、青花 20、老白汾、玻汾按 1:1:1:0.5 分配销售资源，并专门抽调人员成立老白汾项目组，对市场推广及渠道管理进行专业运作，系统性推进铺市、免品、宴席等培育动作。期待经过稳扎稳打的终端培育及推广动作，老白汾能够抓住后续中高端价位需求修复机遇，在环山西省区逐步放量。盈利预测与投资评级：考虑宏观需求复苏进程缓和，25H2 青花增长节奏预计将做一定调控，我们调整 2025~27 年归母净利润预测为 120、125、135 亿元（前值为 135、154、181 亿元），当前市值对应 2025~27 年 PE 为 20/19/18X。公司长期增长空间可期，腰部产品亦有望较早兑现场景修复增量，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济需求复苏不及预期；渠道调控整固不及预期；省外竞争超预期风险等。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：孙瑜）

新奥股份（600803）：2025 年中报点评：核心利润稳增，私有化顺利推进

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 660.15 亿元，同减 1.5%；归母净利润 24.08 亿元，同减 4.8%；核心利润 27.36 亿元，同增 1.4%。售气量稳增，接收站&甲醇业务贡献毛利增量。2025 年半年度公司核心利润 27.36 亿元，同比+1.41%，符合我们预期。2025H1 分业务来看，1) 天然气业务毛利 54.44 亿元，同减 1.40%，毛利贡献 56.85%。零售/批发/平台交易气量分别+1.91%/+26.76%/-0.59%至 129.53/46.90/26.89 亿方。工商业零售气量同比+2.4%至 97.9 亿方，居民零售气量同比+1.3%至 30.4 亿方。平台交易气海外气量+20.2%至 11.59 亿方，国内气量-12.1%至 15.30 亿方。2) 工程建设与安装毛利 10.33 亿元，同增 0.87%，毛利贡献 10.79%。居民接驳户数同比-10.7%，工商业接驳户数同比+132.6%。3) 基础设施运营毛利 1.84 亿元，同增 47.91%，毛利贡献 1.92%。舟山接收站共接卸 113.7 万吨，同增 11.7%。4) 泛能业务毛利 11.62 亿元，同增 2.09%，毛利贡献 12.13%。实现 197.6 亿 kWh 的泛能销售量，同增 0.1%；投运项目 374 个，在建项目 60 个，在建项目

支撑业务发展。5) 智家业务毛利 15.21 亿元, 同比增加 4.42%, 毛利贡献 15.88%。综合客单价提升至 649 元/户 (2024H1 643 元/户) 6) 能源生产毛利 3.52 亿元, 同增 68.92%, 毛利贡献 3.67%。甲醇销量 63.2 万吨, 同减 21.98%, 甲醇生产原材料 (煤炭) 价格走弱带来该业务毛利高增。私有化新奥能源并赴港上市, EPS 有望增厚&一体化优势凸显; 2026-2028 维持高分红: 2025/3/26, 新奥股份 (A)、新奥能源 (H) 发布重组方案公告。新奥股份 (当前持股新奥能源 34.28% 股权) 将对新奥能源进行私有化, 并在港股上市; 交易完成后新奥能源将退市并成为新奥股份的全资子公司, 本次交易对价 599.24 亿港元, 其中股份支付 415.72 亿港元, 现金支付 183.52 亿港元; 新奥能源计划股东每股股份可获得 2.9427 股新奥股份发行的 H 股股份及 24.50 港元现金付款。2025/8/22, 新奥股份重大资产重组获国家发改委备案。以 2024 年归母净利润进行测算, 私有化完成后新奥股份每股收益将从 1.46 元增加 7% 至 1.56 元。盈利预测与投资评级: 顺价持续推进, 零售气价差有望进一步修复; 直销气气量持续增长。考虑 2025H1 零售气量不及预期, 中报毛利增长主因接收站和甲醇业务的毛利增长, 而甲醇业务盈利能力存在波动性, 因此维持 2025、下调 2026-2027 年盈利预测至 51.47/55.22/63.22 亿元 (原值 51.47/58.96/68.44 亿元), 2025-2027 年归母净利润同比 +14.56%/+7.29%/+14.48%, EPS 为 1.66/1.78/2.04 元, 对应 PE11.3/10.5/9.2 倍 (估值日期 2025/8/28)。股利分配+特别派息, 2025 年分红 1.14 元每股, 2026-2028 年分红比例不低于 50%; 2025-2027 年股息率 6.1%/4.7%/5.4% (估值日期 2025/8/28), 彰显安全边际, 维持“买入”评级。风险提示: 经济复苏不及预期、安全经营风险, 汇率波动

(证券分析师: 袁理 证券分析师: 谷玥)

军信股份 (301109): 2025 年中报点评: 内生增长&仁和并表带动营收利润双增, 自由现金流大增 157%

投资要点 事件: 2025H1, 公司实现营业收入 14.78 亿元, 同比增长 33.07%; 实现归母净利润 4.00 亿元, 同比增长 49.23% 营收利润双增, 垃圾焚烧运营毛利率稳定。2025H1 公司营收利润双增, 主要系仁和并表以及新投产浏阳、平江项目贡献增量。分业务来看, 1) 垃圾焚烧及发电收入 3.68 亿元 (同比+23.77%, 占比 24.89%), 毛利率 64.84% (同比+2.6pct); 2) 垃圾焚烧发电及污泥协同处理收入 3.01 亿元 (同比+8.51%, 占比 20.39%), 毛利率 70.19% (同比-3.36pct); 3) 生活垃圾中转处理业务收入 3.38 亿元 (去年同期无, 占比 22.84%), 毛利率 52.93%; 4) 污泥处理、渗沥液、垃圾填埋、飞灰填埋、工业混合油等其他业务收入合计 4.71 亿元, 占比 31.87%。经营数据来看, 2025H1 生活垃圾处理量 186.10 万吨 (同比+10.70%), 上网电量 8.86 亿度 (同比+26.21%), 吨垃圾上网电量 476.27 度 (同比+9.70%), 主要系新项目增量贡献及技改提效; 餐厨垃圾收运量为 39.51 万吨; 生活垃圾中转处理量为 160.69 万吨; 工业级混合油销售量 1.52 万吨。掌握长沙优质固废资产, 积极拓展海外市场。1) 国内产能: 截至 2025H1, 公司垃圾焚烧发电处理能力维持 1.18 万吨/日 (入厂), 是湖南环保领域龙头企业。2) 海外产能: 公司积极拓展海外市场, 吉尔吉斯在建+筹建产能合计 7000 吨/日。其中, 比什凯克项目垃圾处理规模规划 3000 吨/日, 初期建设规模为 1000 吨/日, 预计 2025 年底投产; 奥什项目垃圾处理规模规划为 2000 吨/日; 伊塞克湖项目垃圾处理规模规划为 2000 吨/日。伴随项目建设投产, 公司将扩大海外垃圾焚烧及绿色能源业务版图, 构建“垃圾焚烧发电+蒸汽供热+算力服务”的一体化业务模式。仁和并表贡献归母净利润 29%, 公司实现产

业链协同互补。2024 年底公司收购仁和环 63% 股权，标的公司主要从事生活垃圾中转处理、餐厨垃圾收运等，年日均可处理其他垃圾 8000 吨/厨余垃圾 2000 吨，实现产业链上下游协同互补。2025H1，仁和环实现收入 5.39 亿元（占比公司收入 36.49%），净利润 1.85 亿元（占比公司净利润 34.06%），按 63% 股权计算归母净利润 1.17 亿元（占比公司归母净利润 29.18%）。自由现金流大增 157%，长期分红有保障。2025H1 公司经营性现金流净额 7.24 亿元，同比增长 59.81%；购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 3.01 亿元，同比提升 4.46%；实现自由现金流 4.23 亿元，同比提升 156.74%。2025 年 4 月，公司长期分红规划明确现金分红比例不低于 50%，长期分红有保障。盈利预测与投资评级：受益于湖南长沙区位优势，具备优质固废资产，自由现金流大增+长期分红有保障，仁和环并表&浏阳、平江项目贡献业绩增量，叠加技改提效增效，我们将 2025-2027 年公司归母净利润从 7.50/7.97/8.41 亿元上调至 7.69/8.26/8.71 亿元，对应 PE 为 16/15/14 倍，维持“买入”评级。风险提示：电价补贴政策风险；特许经营权项目到期风险；应收风险。

（证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文）

中集集团（000039）：2025 半年报点评：归母净利润同比+48%，集装箱+海工板块带动毛利率提升

投资要点 Q2 归母净利润同比-6%，高基数下业绩韧性充足 2025 上半年公司实现营业总收入 761 亿元，同比下降 4%，归母净利润 12.8 亿元，同比增长 48%，扣非归母净利润 12.4 亿元，同比增长 51%；单 Q2 公司实现营业总收入 401 亿元，同比下降 14%，归母净利润 7.3 亿元，同比下降 6%，扣非归母净利润 7.2 亿元，同比增长 20%。利润增速好于营收，主要受益毛利率提升。分板块，2025 上半年（1）集装箱：实现营收 217 亿元，同比下降 13%，实现净利润 14 亿元，同比增长 13%。其中，干箱销量 113 万 TEU，受高基数影响，同比下降 19%，冷箱销量 9 万 TEU，受益于南美水果出口，同比增长 106%。（2）中集车辆：实现营收 98 亿元，同比下降 9%，净利润 4.1 亿元，同比下降 29%，受北美市场需求影响。（3）中集世联达：实现营收 136 亿元，同比下降 4%，净利润 2.0 亿元，同比持平。（4）能化和食品板块实现营收 130 亿元，同比增长 7%，净利润 4.6 亿元，同比增长 90%。（5）海工板块实现营收 80 亿元，同比增长 3%，净利润 2.8 亿元，同比扭亏。集装箱、海工板块带动毛利率提升，费控能力维持稳定

2025 上半年公司实现销售毛利率 12.7%，同比提升 1.9pct，销售净利率 2.3%，同比提升 0.56pct，盈利能力稳中有升。其中，集装箱毛利率 16.2%，同比提升 4.0pct，海洋工程毛利率 10.8%，同比提升 5.9pct。2025 上半年公司期间费用率 8.3%，同比提升 0.6pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.7%/4.2%/1.6%/0.8%，同比分别增长 0.2/0.1/0.1/0.2pct，费控能力维持稳定。集装箱量价有支撑，海工、能化设备订单饱满

我们看好公司业绩持续增长：（1）集装箱：集运贸易量增加、旧箱更新背景下，公司核心板块集装箱制造量价仍有支持，（2）能化设备：订单饱满，趋势向好，中集安瑞科截至 2025 上半年末在手订单 292 亿元，（3）海工板块：排产已至 2027 年，订单兑现将支持业绩增长。同时，深海科技为新质生产力，且深海油气开采具有战略意义，公司为高端海工装备领军企业，将持续受益。

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 30/38/46 亿元，当前市值对应 PE 分别为 15/12/10X，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动、地缘政治冲突加剧、汇率波动等。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 韦译捷)

华海清科 (688120): 2025 年中报点评: 业绩持续高增, 看好公司打造 CMP/减薄设备龙头

投资要点 2025H1 业绩高增, CMP/减薄设备贡献突出: 公司实现营收 19.50 亿元, 同比+30.3%; 归母净利润 5.05 亿元, 同比+16.8%; 扣非归母净利润 4.60 亿元, 同比+25.0%。收入增长主要系受益于半导体设备行业发展及公司产品竞争优势, 公司 CMP 等装备产品、晶圆再生和维保升级、技术服务及配套材料等收入均有较大幅度增长; 扣非归母净利润增速高于归母净利润系利息收入减少、补偿的政府补助金额减少。2025Q2 单季公司营收 10.37 亿元, 同比+27.1%, 环比+13.7%; 归母净利润 2.72 亿元, 同比+18.0%, 环比+16.5%; 扣非归母净利润 2.48 亿元, 同比+26.3%, 环比+17.0%。毛利率稳健, 研发投入大幅提升: 2025H1 公司销售毛利率 46.1%, 同比-0.2pct; 销售净利率 25.9%, 同比-3.0pct; 期间费用率为 24.0%, 同比+2.3pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.7%/6.9%/12.5%/-0.2%, 分别同比-1.4pct/+1.5pct/+1.1pct/+1.1pct; 研发投入 2.46 亿元, 同比+40.4%, 持续加码先进制程与新产品研发。2025Q2 单季公司销售毛利率为 45.8%, 同比+0.9pct, 环比-0.5pct; 销售净利率为 26.2%, 同比-2.0pct, 环比+0.6pct。合同负债与存货规模维持高位, 现金流保持稳定: 截至 2025H1 末, 公司合同负债 17.55 亿元, 同比+30.8%; 存货 37.03 亿元, 同比+20.2%。2025H1 经营现金流净额 3.95 亿元, 同比+6.2%。CMP 设备市占率提升, 减薄/划切设备快速放量: (1) CMP 装备: Universal-H300 已获批量重复订单并规模化出货; 先进制程订单占比较高, 公司部分机型在头部客户实现全流程验证; 12/8 英寸机台市占率持续提升。目前, 公司 12 英寸及 8 英寸等 CMP 装备在国内客户端已占据较高市场份额。(2) 减薄/抛光装备: 12 英寸减薄机 Versatile-GP300 完美兼容 W2W 和 D2W 两种主流先进封装工艺路线, 订单快速增长; 12 英寸晶圆减薄贴膜一体机 Versatile-GM300 批量发往多家半导体龙头企业; 目前公司减薄装备已覆盖存储、CIS、先进封装等多种工艺客户, 未来将开发更高 WPH、更高 TTV 的全新机型, 提高市场竞争力; 公司 12 英寸晶圆边缘抛光装备 Master-BN300 已进入国内多家头部客户端验证。(3) 划切装备: 集成切割、传输、清洗、量测等功能, 搭载高精度对准和多轴切割技术, 可解决存储芯片、CIS、先进封装等工艺中的晶圆边缘崩边问题, 已发往多家客户验证。(4) 离子注入装备: 12 英寸低温离子注入机 iPUMA-LT 已向国内头部客户出货, 覆盖大束流多个型号; 新一代束流系统持续优化装载效率与颗粒控制, 以满足逻辑、存储、CIS 等多类芯片需求。(5) 湿法装备、晶圆再生业务: 公司已布局多类晶圆清洗装备, SDS/CDS 供液系统已实现批量出货并在多领域实现应用; 依托 CMP 与清洗设备能力, 公司成为晶圆再生领域专业代工厂, 获得多家大生产线批量订单并长期稳定供货。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 13.80/17.78/22.81 亿元, 当前股价对应 PE 为 33/26/20 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 半导体行业投资下滑, 新品研发&下游扩产不及预期等。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 李文意)

中国巨石 (600176): 2025 年中报点评: 单季盈利继续回升, 复价、调结构显现成果

投资要点 公司披露 2025 年中报, 上半年实现营业总收入 91.09 亿元, 同比+17.7%, 分别实现归母净利润、扣非后归母净利润 16.87、17.01 亿元, 同比分别+75.5%、+170.7%。公司中期拟每 10 股送现金

1.70 元（含税）。Q2 利润率进一步回升，体现结构性复价成效。

（1）公司 Q2 单季营业收入同比+6.3%，较 Q1 放缓，预计主要是出口和国内下游消化库存影响下出货边际放缓所致。但公司上半年整体实现粗纱及制品销量 158 万吨，同比+4%，反映公司产能布局和产品结构优势下产销整体保持良好，尤其是风电、热塑等下游细分中高端领域景气度较高。上半年电子布销量 4.85 亿米，同比+6%。（2）Q2 单季营业收入环比 Q1+3.4%，毛利率环比提升 3.3pct 至 33.8%，预计得益于单季粗纱及制品与电子布均价和单位毛利环比 Q1 继续上行，尤其是风电纱、电子布新价落地的带动以及其他中高端产品价格较好的韧性。（3）Q2 扣非后销售净利率 20.7%，环比+4.1pct，同比+10.1pct。费用端控制良好，资产负债率持续下降。（1）公司上半年期间费用率为 9.0%，同比-1.3pct，主要得益于费用总额控制成效和收入快速增长的摊薄，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比压缩 0.1/0.8/0.2/0.3pct。上半年资产处置收益同比减少 2.57 亿元，主要是去年同期贵金属处置收益基数较高。（2）公司上半年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 3.26 亿元，同比-48%，反映资本开支力度仍处低位。（3）公司二季度末存货周转天数为 117 天，较一季度末降低 1 天，反映在行业累库的背景下，公司产销表现良好。（4）公司二季度末资产负债率 40.0%，同比下降 2.7pct。

新增供给压力最大的阶段已过，中期粗纱景气有支撑，电子布价格有望进一步回升。（1）一季度以来行业之中前期推迟点火的生产线陆续投产，叠加关税战下出口需求阶段性受冲击，行业库存逐步积累，粗纱低端产品价格松动，而中高端产品价格基本稳定。我们认为粗纱中期供给冲击最大的阶段已经过去，下游需求有韧性，景气有望保持稳中修复的态势。（2）电子布下游景气度提升，而行业盈利仍处低位，新增供给有限，我们认为供给或呈现趋紧态势，有望推动价格进一步回升，此外公司推进低介电、低膨胀产品开发，有望形成新一增长点。盈利预测与投资评级：玻纤行业新增供给压力逐步消化，粗纱价格有支撑，电子布价格在下游景气带动下有望进一步回升，叠加公司降本调结构下竞争优势巩固，盈利能力有望延续回升态势，股东回报也进一步提升，估值有望继续修复。基于行业供给压力得到消化，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润预测至 35.1/43.0/49.8 亿元（前值为 32.6/39.8/46.3 亿元），对应市盈率为 16/13/11 倍，维持“买入”评级。风险提示：内需回升幅度不及预期、外需衰退的风险，全球贸易摩擦加剧的风险。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：石峰源）

广电计量（002967）：2025 年中报点评：归母净利润同比+22%，战略、科技板块引领增长

投资要点 Q2 营收同比+14%，战略、科技型板块引领增长 2025 上半年公司实现营业总收入 14.8 亿元，同比增长 10%，归母净利润 0.97 亿元，同比增长 22%，扣非归母净利润 0.83 亿元，同比增长 26%；单 Q2 公司实现营业总收入 8.6 亿元，同比增长 14%，归母净利润 0.92 亿元，同比增长 18%，扣非归母净利润 0.85 亿元，同比增长 18%，非经主要为政府补助，业绩接近预告中值，符合预期。分板块，2025 上半年（1）计量服务：营收 3.5 亿元，同比增长 1%，景气度下行、竞争趋于激烈背景下增速放缓。（2）可靠性与环试服务：营收 3.7 亿元，同比增长 18%。（3）集成电路检测：实现营收 1.3 亿元，同比增长 18%。（4）电磁兼容：实现营收 1.7 亿元，同比增长 12%。（5）生命科学：实现营收 2.1 亿元，同比下降 9%，受土壤三普收官等的影响下滑。（6）数据科学分析与评价：实现营收 0.65 亿元，同比

增长 47%。(7) EHS 评价: 实现营收 0.41 亿元, 同比下降 14%。特殊行业、新能源、航空航天、集成电路等科技创新型下游景气上行, 公司大客户拓展顺利, 相关板块订单、收入引领增长。 盈利能力稳中有升, 费控能力维持稳定 2025 上半年公司实现销售毛利率 43.4%, 同比提升 1.5pct, 销售净利率 6.2%, 同比提升 0.7pct。除去 EHS, 公司各事业部毛利率均稳中有升, 计量/可靠性与环试/集成电路/电磁兼容/生命科学/数据分析板块毛利率分别为 46.3%/45.1%/50.0%/48.5%/40.0%/56.7%, 同比分别提升 0.2/0.6/2.0/2.7/0.4/7.5pct。2025 上半年公司期间费用率 37.8%, 同比提升 1.7pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.4%/7.9%/12.1%/1.4%, 同比分别变动-0.36/+0.17/+0.83/+1.04pct, 财务费用增长主要系新建基地投产, 费用化利息支出增加。 拟定增不超过 13 亿元投向航空装备、AI 芯片、卫星互联网等测试平台, 中长期成长动力充足 2025 年 7 月公司发布公告, 拟定增不超过 13 亿元, 其中, (1) 航空装备(含低空)测试平台: 拟投资 3.4 亿元, 服务于航空装备产业与低空经济, 借助江苏、上海等华东区域成熟市场夯实检验检测认证能力, (2) AI 芯片测试平台: 拟投资 2.9 亿元, 增强 AI 检测领域的试验能力和设备能力, 对传统集成电路测试与分析业务形成补充, (3) 卫星互联网项目: 拟投资 3.4 亿元, 提升卫星互联网设备检测和认证的能力。卫星互联网作为“新基建”, 为国家战略性新兴产业, 发展可期。公司定增均投向高成长、战略性下游, 保障中长期高质量持续增长, 看好长期发展前景。 盈利预测与投资评级: 出于谨慎性考虑, 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 4.0/4.5/5.2 亿元, 当前市值对应 PE 32/28/25X, 维持“增持”评级。 风险提示: 宏观经济波动、地缘政治冲突加剧、汇率波动等

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 韦译捷)

国金证券(600109): 2025 年中报点评: 归母净利润大幅增长, 自营、经纪系主要驱动力

投资要点 事件: 国金证券公告 2025 年中报。公司上半年实现营业收入 38.6 亿元, 同比+44.3%; 归母净利润 11.1 亿元, 同比+144.2%; 对应 EPS 0.30 元, ROE 3.2%, 同比+1.9pct。第二季度实现营业收入 19.8 亿元, 同比+65.6%, 环比+4.8%; 归母净利润 5.3 亿元, 同比+500%, 环比-9.4%。 受益于市场交投活跃, 经纪业务收入大幅增长。上半年公司实现经纪业务收入 12.1 亿元, 同比+56.7%, 占营业收入(剔除其他业务收入)比重 32.2%。经纪业务收入增长主要是由于市场交投活跃, 全市场日均股基交易额 15703 亿元, 同比+63.3%。公司两融余额 300 亿元, 较年初-2%, 市场份额 1.6%, 较年初持平。截至 25H1 全市场两融余额 18505 亿元, 较年初-0.8%。 投行业务收入小幅下滑, 债券承销表现较好。上半年公司实现投行业务收入 4.0 亿元, 同比-13.8%。股权业务承销规模同比-90.3%, 债券业务承销规模同比+40.8%。股权主承销规模 10.2 亿元, 排名第 30; 其中 IPO 1 家, 募资规模 3 亿元; 再融资 3 家, 承销规模 7 亿元。债券主承销规模 663 亿元, 排名第 21; 其中公司债、ABS、金融债承销规模分别为 536 亿元、68 亿元、22 亿元。IPO 储备项目 11 家, 排名第 9, 其中两市主板 1 家, 北交所 8 家, 创业板 1 家, 科创板 1 家。 资管规模稳健提升, 业务收入显著增长。上半年公司实现资管业务收入 0.6 亿元, 同比+45.2%。截至 2025H1 资产管理规模 1610 亿元, 较年初+7.2%。投资收益同比大幅提升。上半年公司实现投资收益(含公允价值)11.9 亿元, 同比+71.5%; 调整后投资净收益(含公允价值、汇兑损益、其他综合收益)12.3 亿元, 同比+64.4%。 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 年公司归母净利润为 24.14/25.63/27.81 亿元(前值为 18.50/19.85/21.62 亿元),分别同比+45%/+6%/+9%,对应 2025-2027 年 PB 为 1.06/1.01/0.95 倍。资本市场改革持续优化,宏观经济逐渐复苏,公司经纪市占小幅提升,客户群体不断优化,互联网金融布局较早且持续投入,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 证券分析师:曹锐)

新奥能源(02688.HK): 2025 年中报点评: 国内业务稳增,私有化顺利推进

投资要点 事件: 2025/8/27 公司发布 2025 年中期业绩公告。2025 年上半年公司实现营业收入 556.7 亿元,同比+2.0%,股东应占溢利 24.3 亿元,同比-5.6%;核心利润 32.2 亿元,同比-1.2%。2025 年上半年每股派息 0.65 港元,同比持平,核心利润派息比例 21%。25H1 国内业务稳增,海外转售利润回落,利润结构持续改善。2025H1 公司核心利润 32.2 亿元,同比-1.2%,符合市场预期,利润下滑主要系海外 LNG 销售利润回落。国内业务核心利润 31.0 亿元,同比+0.7%,海外 LNG 销售相关利润 1.2 亿元,同比-33.8%。2025H1 分业务来看: 1) 天然气零售: 毛利 30.92 亿元,同比-1.5%;含联营、合营企业后毛利同比+2.3%;气量同比+1.9%至 129.5 亿方(工商业同比+2.4%至 97.9 亿方,居民同比+1.3%至 30.4 亿方);价差保持 0.54 元/方,累计居民顺价比例提升至 64%。2025Q1 暖冬影响国内采暖用气需求、2025M2 起关税扰动下工业需求偏弱,公司 2025H1 零售气量增速比我们预期的稍弱,期待下半年影响减弱(2024M11-12 同为采暖季,采暖用气低基数),气量增速回升。2) 接驳业务: 毛利 8.20 亿元,同比-0.5%;新接驳居民用户同比-10.7%至 69.2 万户,新接驳工商户同比+133%至 2.2 万户。3) 泛能业务: 毛利 10.90 亿元,同比+2.1%;在运装机同比+8.5%至 13.9GW,能源销售量 197.6 亿千瓦时,同比+0.12%;公司把握电力改革机遇,择优布局光储泛能业务,2025H1 泛能业务资本性支出同比增加 7 亿至 12.5 亿元,支撑业务稳步发展。4) 智家业务: 毛利 14.70 亿元,同比+4.9%;2025H1 综合客单价 649 元/户持续提升(2024H1 为 643 元/户)。公司海外转售利润继续收窄,国内零售气、泛能及智家业务保持稳健增长,利润结构持续改善。私有化顺利推进,定价彰显价值重估空间。2025/3/26,新奥股份(A)、新奥能源(H)发布重组方案公告。新奥股份(当前持股新奥能源 34.28%股权)将对新奥能源进行私有化,并在港股上市;交易完成后新奥能源将退市并成为新奥股份的全资子公司。本次交易对价 599.24 亿港元,对应新奥能源 2024 年核心利润 12 倍 PE;其中股份支付 415.72 亿港元,现金支付 183.52 亿港元;新奥能源计划股东每股股份可获得 2.9427 股新奥股份发行的 H 股股份及 24.50 港元现金付款;每股隐含价格 80 港元,对应收盘价存 27%空间(估值日 2025/8/27)。2025/8/22,新奥股份重大资产重组获国家发改委备案。盈利预测与投资评级: 考虑到 2025H1 零售气量增速不及我们预期,下调 2025-2027 年盈利预测至 70.9/74.2/78.0 亿元(原值 73.72/79.20/84.80 亿元),同比+18.4%/+4.6%/+5.2%,对应当前 PE9.2/8.8/8.4 倍(估值日期 2025/8/28)。私有化定价彰显价值重估空间,维持“买入”评级。风险提示: 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)

恒帅股份(300969): 2025 年半年报点评: 2025Q2 业绩符合预期,微

电机龙头长期成长可期

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 4.28 亿元，同比下降 7.46%；实现归母净利润 0.85 亿元，同比下降 26.79%。其中，2025Q2 单季度公司实现营业收入 2.26 亿元，同比增长 1.92%，环比增长 11.19%；实现归母净利润 0.43 亿元，同比下降 15.72%，环比增长 2.52%。公司 2025Q2 业绩基本符合我们的预期。2025Q2 业绩基本符合预期，公司毛利率水平暂时承压。营收端，公司 2025Q2 单季度实现营业收入 2.26 亿元，环比增长 11.19%，预计公司清洗业务和电机业务营收环比均有所提升。毛利率方面，公司 2025Q2 单季度毛利率为 31.05%，同比下降 5.15 个百分点，环比下降 1.16 个百分点，预计主要系下游客户降价影响，盈利能力短期承压。期间费用方面，公司 2025Q2 期间费用率为 10.34%，环比下降 1.19 个百分点；其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.61%/6.32%/3.57%/-1.15%，环比分别+0.24/-1.31/-0.10/-0.01 个百分点。归母净利润方面，公司 2025Q2 单季度归母净利润为 0.43 亿元，环比微增 2.52%；对应归母净利率 19.00%，环比下降 1.61 个百分点。公司在技术研发、成本控制、客户覆盖、产品拓展和产能布局等方面拥有核心竞争力。技术研发：公司在产品自主同步研发；产品试验；模具开发设计；智能化全自动产线自主研发、设计及集成等方面具有领先技术优势。成本控制：公司通过对产品实施平台化战略，叠加产业链纵向一体化布局，智能化全自动生产，有效地提升了成本优势。客户覆盖：公司深度配套宝马、吉利、北美新能源客户、理想等主机厂以及斯泰必鲁斯、庆博雨刮、爱德夏等国际知名 Tier 1。产品拓展：微电机作为平台型技术，有较强的延展性。公司以微电机技术为核心，不断丰富应用场景和产品谱系。产能布局：公司持续推进泰国工厂和美国工厂的建设，有利于公司提高对全球客户的配套效率，扩大公司海外业务市场份额。盈利预测与投资评级：考虑到公司新项目放量节奏及毛利率短期承压，我们将公司 2025-2027 年归母净利润的预测调整为 2.15 亿元、2.64 亿元、3.26 亿元（前值为 2.51 亿元、3.03 亿元、3.66 亿元），对应 2025-2027 年 EPS 分别为 1.92 元、2.36 元、2.91 元，市盈率分别为 43.59 倍、35.41 倍、28.69 倍。考虑到公司作为汽车微电机行业龙头，成长空间广阔，且积极拓展机器人相关业务，因此维持“买入”评级。风险提示：乘用车行业销量不及预期；原材料价格波动超预期；新产品应用拓展不及预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇）

2025 年中报点评：25H1 业绩同增 24%，提分红+提 ROE 兑现典范

投资要点 事件：2025H1 公司营业收入 16.84 亿元（同比+1.41%，下同），归母净利润 3.77 亿元（+24.49%），ROE（加权）为 4.56%（+0.77pct）。运营收入稳健增长&降本提效，25H1 归母净利润同增 24%。1）增收：25H1 公司营收 16.84 亿元（同比+0.23 亿元，同比+1.41%），在对冲建造下滑的基础上实现进一步增长（24H1 建造收入 0.23 亿元，25H1 无建造收入），主要系污泥拓展垃圾量提升、供汽量增加、渗滤液沼气提纯销售实现增收，25H1 同口径下运营收入同比+0.46 亿元，同比+2.83%。2）降本：25H1 公司营业成本 8.50 亿元（同比-0.70 亿元，同比-7.57%），主要系大修费用下降，通过集采和精细化管理环境保护费下降，以及建造成本下降。25H1 销售毛利率 49.53%（+4.90pct），销售净利率 23.67%（+4.17pct）。25H1 期间费用 2.99 亿元（同比-0.40 亿元，同比-11.81%），期间费用率 17.78%（-2.67pct），其中财务费用 1.91 亿元（同比-0.45 亿元，同比-19.05%），财务费用率 11.35%（-2.87pct）。此外，25H1 计提信用减值损失 0.47 亿元（同比

+0.33 亿元)。25H1 经营指标创历史新高,供热量翻倍以上增长。截至 25H1 末,公司生活垃圾焚烧发电运营产能达 4.03 万吨/日(与 24 年底持平)。25H1 公司累计垃圾进场量 715.43 万吨(+2.10%),产能利用率 97.27%(+2.00pct),发电量 25.39 亿度(+1.62%),上网电量 21.13 亿度(+1.99%),吨发电量 355 度(-0.47%),吨上网 295 度(-0.10%),供汽量 51.38 万吨(+114.98%),按 1 吨蒸汽对应 200 度电,还原供热后的吨发为 369 度(+1.62%),还原供热后的吨上网 310 度/吨(+2.39%)。运营收入&利润逐季提升,25Q2 供热量增速环比提升。25Q2 单季度营业收入 8.56 亿元(同比持平,环比+3.32%),归母净利润 1.92 亿元(同比+17.11%,环比 3.95%)。25Q2 公司垃圾进场量 371.57 万吨(同比+4.86%,环比+8.06%),发电量 13.03 亿度(同比+3.54%,环比+5.41%),上网电量 10.82 亿度(同比+0.88%,环比+4.89%),吨发电量 351 度(同比-1.26%,环比-2.45%),吨上网电量 291 度(同比-3.80%,环比-2.93%),供汽量 28.87 万吨(同比+131.33%,环比+28.25%),25Q2 供热同比增速较 2025Q1 的 97%进一步加快。自由现金流持续增厚,中期派息持平。25H1 经营性现金流净额 6.32 亿元(+16.36%),购建固定无形其他长期资产支付现金 1.57 亿元(-27.42%),简易自由现金流 4.75 亿元(24H1 为 3.27 亿元,同比+45.42%)。25 年中期每股派息 0.1 元(含税),与 24 年中期派息持平。盈利预测与投资评级:垃圾焚烧行业提分红+提 ROE 核心逻辑兑现典范,当前港股股息率(ttm) 6.87%,A 股股息率(ttm) 4.29%,25H1 自由现金流持续增厚,分红仍有提升空间。25H1 供热量翻倍&降本增效带动业绩高质量增长。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 6.50/7.18/7.60 亿元,对应港股 9/8/8 倍 PE,维持“买入”评级。风险提示:应收风险,危废项目减值风险,资本开支超预期上行等。

(证券分析师:袁理 证券分析师:陈孜文)

中科蓝讯(688332): 2025 年中报业绩点评: 25H1 营收稳增, AI 端侧与品牌客户构筑新动能

投资要点 25H1 营收稳增,销售净利率达到 19.41%。据公司 25 年中报,25H1 实现营收 8.12 亿元,yoy+2.63%;毛利率 22.92%,同比上升 0.91pcts;归母净利润 1.31 亿元,同比降低 2.61%。25Q2 单季营收 4.44 亿元,yoy+3.83%,qoq+21%;毛利率 22.98%,同比降低 0.37pcts,环比增长 0.12pcts。销售净利率 19.41%,同比增长 0.78pcts,环比增长 7.22pcts。深挖现有市场潜力,持续向终端品牌客户渗透。报告期内,公司推出多款 BT 系列和 AB 系列芯片,随着公司芯片产品的不断丰富,可以适应品牌从入门级到中高端产品的差异化功能需求,有助于公司不断提升市场竞争力和持续经营能力,有望在更多的终端品牌客户中获得运用。公司不断提高研发水平,在确保综合性价比的前提下,进一步提升主控芯片的集成度、功耗、连接、传输等方面的性能,完善智能蓝牙音频芯片系统软硬件设计方案,更好地满足智能蓝牙应用,更好地适配终端品牌方主打性价比系列产品的需求。截至目前,公司产品已进入小米、realme 真我、荣耀亲选、百度、万魔、倍思、Anker、漫步者、腾讯 QQ 音乐、传音、魅蓝、飞利浦、NOKIA、摩托罗拉、联想、铁三角、喜马拉雅、boAt、Noise、沃尔玛、科大讯飞、TCL 等终端品牌供应体系。抢占 AI 端侧市场先机,开启 AI 端侧新篇章。公司讯龙三代芯片采用 CPU+DSP+NPU 的多核架构,可很好地连接到云端,以使用云端的大模型 AI 能力。公司讯龙三代 BT896X 系列芯片已运用于百度推出的小度添添 AI 平板机器人的智能音箱中。公司与字节跳动旗下的云服务平台火山引擎展开了深度合作,完成了与火山方舟 MaaS 平台的对接,现阶段已经适配了实

时翻译、会议纪要、实时对话等功能，后续双方将会面对不同的使用场景推出更多的 AI 功能。同时，公司继续与国内外大模型平台开展合作，向市场推出用户体验度更好的 AI 端侧产品解决方案。报告期内，公司“讯龙二代+”BT893X 芯片被搭载于 Nothing CMF Buds 2a TWS 耳机中，耳机集成 ChatGPT 语音交互，支持 42dB 主动降噪，双设备链接，总续航可达 35.5 小时。2025 年 6 月，公司携基于 AB6003G Wi-Fi 芯片的 AI 玩具方案亮相 2025 火山引擎 FORCE 原动力大会。

盈利预测与投资评级：考虑到公司在技术积累和客户资源等方面具备显著优势，叠加产品多矩阵布局带来的业绩弹性。我们基于公司业绩公告，维持公司 2025-2027 年营业收入预测，预计实现 23.34/28.61/34.32 亿元，维持归母净利润预期 3.92/4.87/6.00 亿元。维持“买入”评级。

风险提示：终端市场发展不及预期的风险，技术迭代风险，宏观环境风险。

（证券分析师：陈海进 研究助理：李雅文）

芯原股份（688521）：拟筹划收购芯来智融 100% 股权，补齐 RISC-V IP 矩阵

投资要点 8 月 28 日，公司发布公告拟筹划收购芯来智融股权并停牌。8 月 28 日，芯原股份发布公告，公司拟通过发行股份及现金支付的方式，收购芯来智融半导体科技（上海）有限公司股权并募集配套资金。公司目前持有芯来智融 2.99% 股权，拟收购其余全部股权实现控股。目前交易仍处于筹划阶段，核心事项如交易金额、估值及支付比例等尚未最终确定。公司股票自 2025 年 8 月 29 日起停牌，预计不超过 10 个交易日。本次收购旨在补齐公司 RISC-V IP 矩阵，形成从处理器内核到系统级整体解决方案的完整布局。

芯来智融：专注 RISC-V CPU IP。芯来智融成立于 2018 年，是国内最早专注于 RISC-V 架构 CPU IP 的公司之一。公司自研产品线覆盖通用内核以及专用内核，在 32 位低功耗 MCU 到 64 位乱序高性能处理器之间形成完整布局，并在车规与安全领域取得国际认证。近年来，芯来持续拓展 AI 方向，于 2025 年 7 月推出 NI 系列与全新 NACC 端侧 AI 加速器 IP，提供高能效、可扩展的 Micro-NPU 能力，与 RISC-V CPU 深度耦合，支持丰富的 AI 框架与应用场景。

RISC-V 成 AI 端侧算力基石，芯来补齐 IP 矩阵加速多场景落地。 RISC-V 作为开放、可扩展的指令集架构，正在成为 AI 芯片的重要基石：它既能满足端侧对低功耗、实时性和隐私保护的需求，又具备灵活扩展向量/AI 加速指令的优势。随着 AI 从云端加速走向终端，RISC-V 在端侧智能和嵌入式 AI 领域展现出快速渗透趋势。芯来的布局，不仅补齐了芯原 RISC-V 在 AI 方向的矩阵，更有望在 MCU、AIoT、汽车电子等高增长场景中获得规模化落地。

盈利预测与投资评级：我们认为当前估值溢价主要是由于公司作为国内顶级 ASIC 公司，为 A 股稀缺标的，在技术积累、客户资源及产品落地方面具备显著优势。我们维持原预测，预计公司将在 2025-2027 年实现营业收入 30/38/47 亿元，预计公司将在 2025-2027 年实现归母净利润预期为-1.0/2.0/4.2 亿元。维持“买入”评级。

风险提示：技术授权风险，研发人员流失风险，半导体 IP 授权服务持续发展风险，收购进度不及预期风险。

（证券分析师：陈海进 研究助理：李雅文）

招商证券（600999）：2025 年中报点评：二季度环比改善明显，高基数下半年度业绩个位数增长

投资要点 事件：招商证券发布 2025 年中报，公司实现营业收入 105.2 亿元，同比+9.6%；归母净利润 51.9 亿元，同比+9.2%；对应 EPS 0.56 元，ROE 4.2%，同比+0.1pct。第二季度实现营业收入 58.1 亿元，

同比+9.6%，环比+23.2%；归母净利润 28.8 亿元，同比+11.1%，环比+24.7%。公司业绩增速偏低主要是由于 2024 年公司债券自营规模较大，债牛背景下实现较高收益，而今年上半年债市较弱。市场交投活跃度上行，公司经纪业务收入同比大幅增长。2025 年上半年公司实现经纪业务收入 37.3 亿元，同比+44.9%，占营业收入（剔除其他业务收入）比重 36%。全市场日均股基交易额 15703 亿元，同比+63.3%。公司两融余额 953 亿元，市场份额 5.2%，较年初基本持平。公司持续推动财富管理转型，上半年公司财富管理客户数、高净值客户数分别同比增长 46%、24%。再融资回暖，投行业务收入同比大幅增长。2025 年上半年公司实现投行业务收入 4.0 亿元，同比+41.4%。股权主承销规模 247.4 亿元，同比+107%，排名第 7；其中 IPO 1 家，募资规模 5 亿元；再融资 5 家，承销规模 242 亿元，同比大幅增长 187%。债券主承销规模 1955 亿元，同比+1.6%，排名第 11；其中金融债、ABS、公司债承销规模分别为 832 亿元、620 亿元、384 亿元。截至 2025 年上半年末，公司 IPO 储备项目 12 家，排名第 6，其中两市主板 3 家，北交所 5 家，创业板 4 家。资管业务收入大幅提升。2025 年上半年公司资管业务收入 4.4 亿元，同比+29.3%。截至 2025H1 资产管理规模 2535 亿元，同比-16.1%。高基数下，公司自营投资收益有所回落。2025 年上半年实现投资收益（含公允价值）41.2 亿元，同比-13.2%；调整后投资净收益（含公允价值、汇兑损益、其他综合收益）31.2 亿元，同比-40.9%。2024 年公司债券自营规模较大，债牛背景下实现较高收益，在今年上半年债市较弱的背景下，公司固收类自营同比下滑较多。盈利预测与投资评级：考虑到市场交投活跃，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 125/131/140 亿元（前值为 123/131/140 亿元），分别同比+21%/4%/7%，对应 2025-2027 年 PB 为 1.35x/1.23x/1.13x。资本市场改革持续优化，宏观经济逐渐复苏，大型券商控制风险能力更强，能更大程度的享受政策红利，维持“买入”评级。风险提示：1）交易量持续走低；2）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）

菜百股份（605599）：2025 年半年报点评：25Q2 营收同比+50.3%，线上线下协同效应释放

投资要点 公司公布 2025H1 业绩：25H1 公司实现营收 152.5 亿元，同比+38.8%，实现归母净利润 4.6 亿元，同比+14.7%，扣非后归母净利润 4.0 亿元，同比+2.6%。25Q2 公司实现营收 70.3 亿元，同比+50.3%，实现归母净利润 1.4 亿元，同比+9.2%，扣非后归母净利 1.2 亿元，同比-11.4%，主要系金融资产等项目公允价值变动损益所致。盈利能力较为稳健：①毛利率：25H1 毛利率为 7.2%，同比-1.9pct；25Q2 毛利率为 5.8%，同比-2.0pct。②费用率：25H1 期间费用率为 2.6%，同比-0.4pct，销售/管理费用率分别同比-0.3pct/-0.1pct；25Q2 期间费用率为 2.5%，同比-0.5pct。③净利率：25H1 归母净利率为 3.0%，同比-0.6pct；25Q2 归母净利率为 2.0%，同比-0.7pct。黄金珠宝销售稳健增长：分业务，25H1 黄金珠宝零售/联营佣金/其他分别收入 151.7/0.6/0.1 亿元，分别同比+39.1%/-15.2%/+43.2%，分别占比 99.5%/0.4%/0.1%；25Q2 黄金珠宝零售/联营佣金/其他分别收入 69.9/0.3/0.1 亿元，同比分别+50.7%/-9.6%/+56.7%。渠道布局与数智化运营深度融合，积极布局直播电商新业态：截至 25H1 末，公司有 103 家直营门店，25H1 净增加 3 家直营店，其中 25Q2 净增加 1 家直营店。25H1 公司营销网络加密拓展，开设了大吉巷店等以“菜百传世”子品牌为主题的店铺，打造差异化门店形象。深化数字化转型，

依托大数据分析构建精准营销体系，线上线下协同效应显著释放；积极布局直播电商新业态，在抖音、快手等平台实现销售突破，通过达人直播带货与店播双轨并行，直播销售额显著提升，其中达人合作模式贡献突出。25H1 公司实现线上收入 42.7 亿元，同比+85.8%，占总营收 28%。

工艺创新与产品推新助力品牌力提升：公司以“工艺突破、包装升级、展陈赋能”三大媒介为抓手，系统性提升产品附加值与品牌辨识度，将手工拉丝等前沿工艺融入“浮光蝶影”“2025 东方花园”等系列新品，精准契合“悦己消费”市场趋势；通过工艺创新，逐步构建自主产品的核心竞争功能，为品牌注入个性标签；与景山公园、北京动物园两大 IP 联名合作，形成“皇家园林+城市地标”的文旅文创产品矩阵；同时，通过完善设计师培养机制，聚焦手绘、展陈、金工制作等核心技能，赋能设计师综合能力提升。

盈利预测与投资评级：公司积极推动产品多元化与线上线下融合发展，投资金条产品收入占比大幅提升，有望在金价上行与消费升级背景下释放业绩弹性。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润 7.8/8.4/8.9 亿元，同比分别+8.7%/+7.2%/+6.2%，最新收盘价对应 2025-2027 年 PE 为 15/14/13 倍，维持“买入”评级。

风险提示：金价波动风险，开店不及预期，终端消费不及预期。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：郝越）

国联民生（601456）：2025 年中报点评：并表民生证券，叠加自营实现高收益，经营业绩大幅提升

投资要点 事件：国联民生发布 2025 年中报，2025 年上半年公司实现营业收入 40.1 亿元，同比+269.4%；归母净利润 11.3 亿元，同比+1185.2%；对应 EPS 0.20 元，ROE 2.5%，同比+2.0pct。第二季度实现营业收入 24.5 亿元，同比+168.4%，环比+56.7%；归母净利润 7.5 亿元，同比+145.1%，环比+99.7%。业绩大幅增长一方面是由于一季度并表民生证券，另一方面是由于二季度公司实现较高的投资收益，收益率大幅跑赢沪深 300 指数。

资本市场转暖叠加并表影响，经纪业务收入同比增幅超 200%：2025 年上半年公司实现经纪业务收入 9.0 亿元，同比+223.8%，占营业收入（剔除其他业务收入）比重 22.6%。全市场日均股基交易额 15703 亿元，同比+63.3%。公司两融余额 175 亿元，较年初+51%，市场份额 0.9%，较年初+0.3pct，全市场两融余额 18505 亿元，较年初-0.8%。公司保持基金投顾行业领先，基金投顾规模快速增长，截至 25H1 公司基金投顾保有规模 97.08 亿元，同比增长 40 %。

并表民生证券，协同效应逐步显现，投行业务收入增幅超 200%。2025 年上半年公司实现投行业务收入 5.3 亿元，同比+214.1%。股权主承销规模 13.1 亿元，同比+160.2%，排名第 26；其中 IPO 1 家，募资规模 4 亿元；再融资 2 家，承销规模 9 亿元。债券主承销规模 424 亿元，同比+57.1%。排名第 27；其中公司债、ABS、金融债承销规模分别为 235 亿元、151 亿元、39 亿元。

资管业务收入稳步提升：2025 年上半年实现资管业务收入 3.6 亿元，同比+14.4%。截至 2025H1 资产管理规模 2965 亿元，同比+137.5%。伴随并表中融基金、国联资管开业，公司资管业务收入稳步提升。

红利为盾，成长为矛，自营实现高收益。2025 年上半年实现投资收益（含公允价值）21.0 亿元，同比+458.8%；公司自营围绕杠铃策略，以红利价值股配置为盾，精选成长股为矛，充分把握二季度以来市场的上升行情，实现了较高的投资收益，收益率大幅跑赢指数。

盈利预测与投资评级：考虑到市场交投活跃以及公司自营业务具有高弹性，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 21.6、21.0、22.1 亿元（前值为 8.78、10.07、10.76 亿元），对应同比增速分

别为+444%、-3%、+5%。公司当前市值对应 PB 估值分别为 1.33x、1.29x、1.25x。我们依旧看好公司与民生证券的后续整合成效，公司综合实力有望实现大幅提升，维持“买入”评级。风险提示：1）整合效果不及预期；2）权益市场大幅波动；3）行业监管趋严。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：何婷）

宝立食品（603170）：2025 年中报点评：经营稳健性凸显，空刻符合预期

投资要点 事件：2025H1 公司实现营业收入 13.80 亿元，同比+8.39%；归母净利润 1.17 亿元，同比+7.53%；扣非归母净利润 1.11 亿元，同比+12.14%。2025Q2 公司实现营业收入 7.11 亿元，同比+9.54%；归母净利润 0.58 亿元，同比+22.45%；扣非归母净利润 0.54 亿元，同比+14.66%。Q2 复调、轻烹产品营收加速。2025H1 公司复合调味料/轻烹解决方案/饮品甜点配料分别实现营收 6.30/6.36/0.80 亿元，同比+4.06%/+13.94%/+6.92%。2025Q2 复合调味料/轻烹解决方案/饮品甜点配料分别实现营收 3.28/3.35/0.33 亿元，同比+9.22%/+14.98%/-16.83%。2025Q2 公司直销/非直销渠道营收分别为 5.83/1.13 亿元，同比+11.89%/2.29%。Q2 盈利能力提升，毛利端贡献较大。2025Q2 实现毛利率 34.68%，同比+2.58pct；毛利率提升受益于原料成本下降和产品结构优化。费用端，2025Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+2.72/+0.32/+0.23/+0.49pct，销售费用率提升与空刻市场推广费用增加有关。2025Q2 实现归母净利率 8.21%，同比+0.87pct。B 端业务经营韧性强，空刻产品调整后符合预期。在 B 端市场公司通过精准响应客户需求强化客户黏性，持续输出全面产品解决方案，从而强化了从研发到生产的全链条服务响应能力。在 C 端市场，空刻产品在口味及品类方面创新元素不断增加，辅之以艺人代言推广、头部 KOL 直播矩阵等触达手段。渠道上积极开拓会员制卖场、大型连锁商超、零食折扣门店、O2O 即时零售等新兴销售渠道。盈利预测与投资评级：我们维持此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.7/3.1/3.5 亿元，同比+15%/+15%/+12%，对应 PE 为 20/18/16X。公司经营能力稳健，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：苏钺 证券分析师：李茵琦）

致欧科技（301376）：2025 半年报点评：H1 扣非净利润+40%，产能转移基本完成静待收入增速恢复

投资要点 业绩简评：2025H1，公司实现收入 40.44 亿元，同比+8.7%；实现归母净利润 1.9 亿元，同比+11%。扣除套保收益、政府补助等非经常项目后，公司扣非净利润为 2.24 亿元，同比+40%。2025Q2，公司实现营收 19.5 亿元，同比+4%；实现归母净利润 0.8 亿元，同比-12%；实现扣非净利润 1.0 亿元，同比+63%。公司利润率有所提升：公司 2025H1 毛利率/销售净利率为 34.93%/4.71%，同比 0.03/ 2.21pct。公司利润水平上升主要系①积极优化仓网布局降低物流成本提升利润水平②线上 B2B 销售模式下将降低平台交易费③欧元汇率上涨，欧元结算产生汇率收益，对冲关税成本。2025H1 公司销售/管理/研发/财务费用率为 25.0%/4.3%/0.8%/-1.9%，同比+0.4/+0.7/-0.1/-2.7pct。管理费用提升主要因薪酬规模增加；财务费用率波动主要受汇兑影响。加大对亚马逊 VC 渠道的投入，单价降低但利润率提升：2025H1 以 Amazon VC 为主的线上 B2B 渠道收入为 4.6 亿元，同比+59.50%。公司加大对亚马逊 VC 销售模式的投入，该模式下订单售价低于 SC 模式，使公司收入增速放缓；但 VC 模式的佣金

费用率更低、利润率更高，使公司总体利润更高。欧洲市场促进公司收入增长；北美因关税因素或短期承压：2025H1 公司收入增长主要来源于欧洲市场及新兴市场的增长，欧洲地区收入为 25.7 亿元，同比+12.8%，占主营业务收入的 64%；北美地区收为 13.7 亿元，同比+1.9%，占主营业务收入的 34%。北美承压或因关税影响，公司需要切换供应链，未来供应链切换完成后有望恢复增速。欧洲地区持续拓展平台覆盖与优化仓储布局的同时，公司加大在澳大利亚、土耳其等新兴市场的投入。2025H1 其他地区营收为 0.4 亿元，同比+86.3%，增速亮眼。核心家具、家居品类收入高增。上半年公司在大家具方面有所发力。2025H1 家具系列收入为 21.2 亿元，同比+11.9%；家居系列收入为 14.4 亿元，同比+7.9%；宠物系列/运动户外系列收入分别为 2.9/1.6 亿元，同比-7.3/+20.2pct。东南亚供应链转移落地，各地区尾程费用持续优化、海运价格锁定。至 2025H1 末，公司已完约 50%的对美出货东南亚产能转移，东南亚对美出货已下订单率达约 70%，成功实现产能转移战略布局落地。物流配送方面，2025H1 欧洲尾程占营业收入的比例同比-0.7pct，北美尾程占营业收入的比例同比-1.93pct。同时，公司与船运公司及头部货代完成 2025 年度欧线、美线长约谈判，成功锁定全年海运价格。盈利预测与投资评级：考虑美国关税等外部因素影响，我们将公司 2025-27 年归母净利润预期从 4.2/5.4/6.8 亿元，下调至 3.7/4.8/6.1 亿元，同比+10%/+31%/+26%，对应 8 月 27 日收盘价为 21/16/13 倍 P/E。考虑公司估值处于较低位、且品牌、供应链优势突出，维持“买入”评级。风险提示：运费及汇率波动，关税及地缘风险，库存风险等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖）

兆威机电（003021）：2025 年半年报点评：业绩稳健增长，新一代灵巧手产品发布

投资要点 业绩稳健增长，精密模具及境内业务表现亮眼 2025 年上半年公司实现营收 7.87 亿元，同比+21.93%；实现归母净利润 1.13 亿元，同比+20.72%；实现扣非归母净利润 0.97 亿元，同比+33.39%。分产品看：微型传动系统实现营收 4.98 亿元，同比+20.51%，精密注塑件实现营收 2.39 亿元，同比+16.25%，精密模具及其他实现营收 0.50 亿元，同比+88.52%。公司三大业务协同发展，其中精密模具及其他业务增长尤为突出。分海内外收入看：境内实现营收 6.93 亿元，同比+30.91%。境外区域实现营收 0.94 亿元，同比-19.16%。境内业务成为公司增长的主要驱动力，境外业务短期承压。25Q2 单季度实现营收 4.19 亿元，同比+25.93%；实现归母净利润 0.59 亿元，同比+52.28%；实现扣非归母净利润 0.50 亿元，同比+74.75%。毛利率稳中有升，研发投入持续 2025 年上半年公司毛利率为 31.97%，同比+0.74pct。公司整体毛利率稳中有升，主要系高毛利率的精密零件业务占比增长，且其毛利率同比提升。分业务看，25H1 微型传动系统/精密零件毛利率分别为 27.61%/43.79%，同比分别-1.89pct/+5.82pct。2025 年上半年公司销售净利率 14.40%，同比-0.14pct，基本保持稳定。销售净利率与毛利率走势略有背离，主要系投资收益减少所致。2025 年上半年公司期间费用率为 18.28%，同比下降 1.14pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 4.18%/5.98%/-2.22%/10.35%。公司持续加大研发投入，研发费用达 0.81 亿元，但费用率有所优化。存货同比提升，经营活动净现金流有所承压截至 2025 年上半年末公司存货 2.16 亿元，较年初增长 17.22%，主要系原材料、在产品备货增加。2025 年上半年公司经营活动净现金流为 0.47 亿元，同比-29.52%，现金流有所承压。积极布局人形机器

人赛道，新一代灵巧手发布 2025 年 7 月 15 日，公司召开 ZWHAND 新品发布会，首次公开发布 DM 系列 17-20 自由度全驱动灵巧手，同时发布 LM 系列 6 自由度欠驱动灵巧手。驱动方面：DM 系列 17 自由度直驱系列手指根部采用自研空心杯电机（功率密度 > 0.5W/g，转动惯量极低），指关节处采用步进电机。LM 系列 6 自由度欠驱系列采用无刷直流电机，具备自锁能力。传动方面：DM 系列 17 自由度直驱系列手指根部采用一级行星齿轮箱减速（小模数齿轮箱为兆威机电核心技术壁垒，最小可做到 10mm），使用滚珠丝杠+推杆将旋转运动转为直线运动。指关节处为特殊设计步进电机，电机转轴替换为滚珠丝杠直接与推杆连接，高度集成体积小适配指关节。LM 系列采用连杆传动。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 2.70/3.32/4.15 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 108/88/70 倍，考虑到公司在人形机器人灵巧手领域前瞻性布局，维持公司“增持”评级。风险提示：人形机器人商业化进程不及预期，研发进展不及预期，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）

九方智投控股 (09636.HK): 2025 年中报点评: 业绩高增, AI 与数字金融驱动新成长

投资要点 事件：公司发布 2025 年半年报，实现营业总收入（会计口径）同比+134%至 21 亿元，总订单金额（现金口径）同比+84%至 17 亿元，归母净利润较 2024 年同期的-1.7 亿元增长至 8.7 亿元。

投资要点 金融软件销售及服务的总订单金额创历史新高：2025 年上半年，资本市场持续活跃，A 股日均成交额同比+60%，活跃的市场有效推动了公司 2025H1 金融软件销售及服务的总订单金额同比+74%至 16 亿元，业务收入同比+125%至 20 亿元，付费用户数量超 10 万位，公司已构建起立体化产品体系推动收入稳健增长，并且持续深化 AI 对产品服务、业务运营及经营管理的全面赋能。成本控制较强，各项费用率均下降：2025H1，公司①营业成本（销售成本）同比+38%至 2.5 亿元，营业成本/营业总收入-8.25pct 至 11.82%，公司聚焦提高内容制作能力、改善技术能力，持续在内容开发及制作团队保持较高投入；②销售费用同比+20%至 6.6 亿元，销售费用率同比-30.04pct 至 32%，主要系公司为拓展业务增加了互联网流量采购支出，互联网流量采购开支同比+17.5%至 4.6 亿元；③研发费用同比-5%至 1.5 亿元，研发费用率同比-10.20pct 至 7%，公司加速推进数智化；④管理费用同比+20%至 2.4 亿元，管理费用率同比-10.79pct 至 11%。

短期看点，2025 年业绩弹性+产品矩阵更新+流量入口集中：①2025H1，公司合同负债达 8.1 亿元（同比+32%），部分业绩将滞后体现于 2025 年下半年。②公司将原有产品整合为股道领航系列和超级投资家，提升用户体验与运营效率，并推出“易知股道”学习机、AI 投顾、小额产品等系列产品矩阵，构建多元化服务体系，吸引下沉市场用户，提升用户转化率。③为集中流量入口、增强用户粘性，九方智投 APP 平台化转型，以“攻守兼备的指标体系”“极简交互体验”及“全市场动态监测”为核心，以更快、更准、更智能的全链路升级。

长期看点，探索 AI 全方面赋能，布局数字金融领域：①培育链上金融资源：战略投资 RWA 底层资产、数字资产交易所、信托银行及稳定币运营主体，推动传统金融服务链上化转型，抢占数字金融生态先机。②布局数字资产服务：聚焦香港及中东等海外市场，构建数字资产交易与资管底层架构，发展面向个人客户的数字资产投资服务。③探索数字资产投顾新模式：以“AI+研究”为核心，结合数字资产投资特性，依托 MCN

运营经验，创新链上金融投顾模式。盈利预测与投资评级：我们认为，公司通过深化智能投顾产品矩阵、拓展全域流量生态及持续加码研发投入，有望在快速扩张的在线投教市场中巩固龙头地位；且公司各项业务仍处于快速成长期，付费客户数量将持续稳健增长。基于2025年上半年业绩，我们上调盈利预测，预计2025-2027年公司归母净利润分别为13.84/19.28/26.56亿元（前值为12.93/17.01/22.45亿元），对应23/16/12倍PE，维持“买入”评级。风险提示：市场波动风险，宏观经济与政策风险，监管合规风险。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：武欣姝）

盛科通信-U (688702): 2025 年半年报点评: Q2 毛利率继续提升, 看好公司深度受益于算力国产化

投资要点 事件：公司发布2025年半年度报告，2025上半年公司实现营收5.1亿元，同比-4.6%，归母净利润-0.2亿元，同比减亏58.4%；25Q2公司实现营收2.8亿元，同比+2.5%，环比+27.8%，归母净利润-0.1亿元，同比减亏83.3%，环比减亏44.1%。Q2业绩大幅改善，毛利率环比提升。25Q2公司收入2.8亿元，环比+27.8%，归母净利润-0.1亿元，环比减亏44.1%。毛利率方面，25H1同比增加9.2个百分点达46.7%，25Q2毛利率达48.8%，环比+4.7个百分点，主要系供应链及产品结构优化。我们预计随着高端产品放量，公司毛利率有望继续提升。

高端芯片客户导入顺利，公司竞争力持续增强。公司目前产品覆盖中高端产品线，产品涵盖100Gbps~25.6Tbps交换容量及100M~800G的端口速率，全面覆盖企业网络、运营商网络、数据中心网络和工业网络等应用领域。2025上半年，公司持续推进已处于量产阶段的产品销售，加强客户持续深度合作并取得积极成效，同时公司积极推动面向大规模数据中心和云服务的高端旗舰芯片产品的客户导入，公司最大端口速率800G、容量12.8T及25.6T的高端旗舰芯片已在客户处进入市场推广和逐步应用阶段。公司紧紧围绕产品战略目标，持续加大研发投入、不断积累核心技术，尤其是关键核心领域高端芯片产品的研发投入和技术创新。伴随着交换芯片国产化进程，公司不断拓展产品线深度广度，提升高端占比，竞争力、影响力将持续增强。

持续加大研发投入，有望深度受益国产算力浪潮。25H1公司研发投入达2.4亿元，同比+6.8%，研发费用率达47.1%，同比+5.0pct。公司持续以高强度投入打造高端以太网交换芯片与软件栈，当前已具备12.8Tbps/25.6Tbps以及更高性能架构设计能力，可以支撑在不同工艺下快速迁移，高性能交换架构技术先进。随着国产算力浪潮迭起、算力互联需求快速增长，公司的高研发投入有望加速转化为订单与市场份额，长期成长空间广阔。

盈利预测与投资评级：考虑公司有望持续、深度受益于算力国产化，我们将公司2025/2026/2027年预期归母净利润由-0.28/0.07/1.02亿元上调至-0.17/0.31/1.38亿元，2025年8月27日收盘价对应2025/2026/2027年PS分别为40/29/21倍，维持“增持”评级。风险提示：算力需求不及预期；高速交换机渗透不及预期；国产化替代进程不及预期

（证券分析师：张良卫 证券分析师：李博韦）

欣旺达 (300207): 2025 半年报点评: 消费电池盈利稳步提升, 动销亏损有望收窄

投资要点 Q2业绩符合预期。公司25H1营收269.9亿元，同+12.8%，归母净利润8.6亿元，同+3.9%，毛利率15.8%，同-0.8pct；其中25Q2营收147亿元，同环比+13.5%/+19.6%，归母净利润4.7亿元，同环比-7.1%/+21.5%，毛利率14.9%，同环比-1.8/-2pct。消费电池电芯自供率提升，盈利水平不断提升。25H1消费电池收入139

亿元，同增 5.2%，毛利率 19.6%，同增 1.6pct。锂威 25H1 收入 37 亿元，同增约 25%，贡献净利润 4.6 亿元，同减 22%，净利率 12%+；我们预计 25 年电芯自供率提升至 50%+，收入目标 75-80 亿元，净利率 15-20%。随着 AI 带来电池新需求，电芯+Pack 一体化趋势明确，公司凭借 Pack 端优势，后续有望充分收益，我们预计消费 25 年贡献利润 25 亿元+，同增 10-20%。

动储客户产品结构改善，下半年亏损持续收窄。出货端，动储电池 25H1 出货 16.1GWh，同增 93%，其中 25H1 动力约 10GWh，储能约 6GWh；6 月单月出货量达 4GWh，我们预计 25 全年动储出货近 40GWh，其中储能电池约 10GWh。盈利方面，动储电池 25H1 收入 76 亿元，单 Wh 均价 0.5 元+（含税），毛利率 9.8%，同减 1.9pct，主要由于储能电芯影响（毛利率 3-4%）；25H1 动储权益亏损约 4.3 亿元，对应单 Wh 亏损近 0.07 元；随着动力新客户放量+储能产品结构改善，下半年动储盈利持续向好。储能系统方面，25H1 出货 8.9GWh，同增 133%，收入 10 亿元，同增 69%，毛利率 20%，同减 8pct，主要由于储能电芯自供率持续提升，毛利率将回落至行业平均水平。

Q2 公允价值变动收益大幅增长，经营性现金流承压。公司 25H1 费用率 15.1%，同+1.8pct，其中 Q2 费用率 14.7%，同环比+2.5/-0.8pct，汇兑损失近 0.5 亿；Q2 投资收益-0.3 亿，环减 1 亿，公允价值变动收益 2.6 亿，环增 2.1 亿，资产减值损失-0.4 亿，环增 1.5 亿。25H1 经营性净现金流 10.4 亿元，同-39.8%，其中 Q2 经营性现金流-4.9 亿元，同环比-149%/-132%；25H1 资本开支 41.6 亿元，同+27.5%，其中 Q2 资本开支 22.2 亿元，同环比+68.6%/+14.6%；25H1 末存货 85.8 亿元，较年初+14.6%。

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 20.5/25/30 亿元，同增 +40%/+22%/+21%，对应 PE 为 22x/18x/15x，考虑到公司消费龙头地位，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
研究助理：胡锦芸）

中际旭创（300308）：2025 半年度业绩点评：利润率亮眼，scale-up 有望助力公司长期成长

投资要点 事件：公司发布半年度报告，2025 上半年公司实现营收 147.9 亿元，同比+37.0%，归母净利润 40.0 亿元，同比+69.4%；25Q2 公司实现营收 81.2 亿元，同比+36.3%，环比+21.6%，归母净利润 24.1 亿元，同比+78.8%，环比+52.4%。

800G 出货规模继续扩大+硅光模块起量+费用持续优化，公司利润率处于上升通道。25Q2 公司毛利率达 41.5%，同比+8.1pct，环比+4.8pct，连续五个季度环比提升，归母净利率 29.7%，同比+7.1pct，环比+6.0pct，连续三个季度环比提升，我们认为在上半年产品价格按惯例年降的背景下，公司仍能保持利润率高增长的势头，主要系 800G 出货规模继续扩大摊薄成本，毛利率更高的硅光模块起量，同时 25Q2 公司销售/管理/研发费用率环比-0.1/-0.55/-0.5pct 持续优化。我们认为后续随着公司出货规模进一步扩大、硅光占比提升、硅光芯片集成度提高、1.6T 上量，公司利润率后续拔升空间值得期待。

公司持续推进扩产，加大研发投入布局前沿产品。公司持续推进铜陵旭创高端光模块产业园三期项目等募投项目进展，公司高端产品相关配套产能将进一步释放。2025H1，公司研发投入达 5.9 亿元，同比增长 11.1%，公司成功研发 3nm 1.6T OSFP 2xFR4 光模块和 800G LR2 OSFP 相干精简型光模块，并在 OFC2025 现场展示。公司作为与大客户联系紧密的全球头部厂商，能够对接到主流客户需求，同时扩产有序推进，在需求旺盛的背景下，硅光芯片

布局深厚的同时有望取得物料供应结构性优势。我们看好公司在继续扩大产能、提升高端产品交付能力的同时，扩充更多高端产品线落地，保持行业内的领先地位。算力产业链成长逻辑转变，驱动力持续增强。正如公司在中报中所述，我们认为随着推理场景中 TCO、用户体验、模型能力拓展等因素催生出对更大规模 scale-up 超节点的需求，光互连有望凭借在传输距离等方面的优势，逐渐在 scale-up 场景中应用，迎来倍增需求，我们看好公司作为全球光模块龙头厂商以硅光 LPO 等产品实现放量。盈利预测与投资评级：考虑到公司硅光、1.6T 等产品放量，利润率有望继续提升，我们将公司 2025/2026/2027 年预期归母净利润由 90.1/129.7/166.8 亿元上调至 99.0/144.2/184.0 亿元，2025 年 8 月 28 日收盘价对应 2025/2026/2027 年 PE 分别为 40/28/22 倍，维持“买入”评级。风险提示：算力需求不及预期；客户开拓与份额不及预期；产品研发落地不及预期；行业竞争加剧；原材料供应紧缺；产业技术迭代。

(证券分析师：张良卫 证券分析师：李博韦)

海底捞 (06862.HK)：2025 年中报点评：主业客单价企稳，红石榴计划成效突出

投资要点 事件：海底捞发布正式半年报，25H1 公司收入/期间溢利为 207.03/17.55 亿元，同比分别-3.66%/-13.70%。集团核心经营利润 24.08 亿元，同比-13.96%，核心经营利润率同比-1.339pct 至 11.63%。外卖业务、其他餐厅经营增长较快，红石榴计划孵育成功。25H1 海底捞餐厅经营/外卖业务/调味品及食材销售/其他餐厅经营分别实现营收 185.80/9.28/4.64/5.97 亿元，同比分别 -8.98%/+59.60%/+54.98%/+227.00%，加盟业务实现收入 0.9 亿元。截止 25H1，集团餐厅总数量为 1322 家、H1 净减少 33 家：一线城市/二线城市/三线及以下城市/港澳台地区分别为 218/512/569/23 家，H1 期间分别净-2/-19/-12/持平，加盟海底捞门店数达到 41 家，H1 净增 28 家。除海底捞火锅外，公司运营 14 个餐饮品牌、共计 126 家餐厅，其中焰请烤肉铺子期内新开 46 家、达到 70 家。分翻台率/客单价表现来看：(1) 翻台率：25H1 整体翻台率 3.8 次，一线城市/二线城市/三线及以下城市/港澳台地区分别为 3.8/3.8/3.9/4.3，新开餐厅/其他餐厅分别为 4.1/3.8。(2) 客单价：25H1 客单价 97.9 元，同比+0.51%，一线城市/二线城市/三线及以下城市/港澳台地区顾客人均消费 105.2/96.9/91.6/205.8 元，同比+1.06%/+0.10%/+0.22%/+4.10%。(3) 同店销售额：25H1 同店销售额同比-9.90%，一线城市/二线城市/三线及以下城市/港澳台地区同店分别 -9.45%/-13.31%/-8.15%/+4.39%。成本费用：2025H1 原材料/员工/租金/水电/折旧及摊销/差旅/其他费用率分别达到 39.82%/33.75%/1.04%/3.38%/5.58%/0.53%/5.25%，同比+0.79%/+0.46%/+0.06%/+0.03%/-0.65%/+0.09%/+1.15pct。盈利预测与投资评级：考虑到餐饮环境存不确定性，我们调整 2025-2027 年公司归母净利润预测至 42.28/47.12/51.13 亿元 (2025-2027 年原值 52.59/56.38/61.67 亿元)，同比-10.19%/+11.42%/+8.53%，对应当前 PE17.55x、15.75x、14.51x，考虑到主业客单价企稳、且红石榴计划成效突出，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)

天孚通信 (300394)：2025 年半年报点评：有源产品收入超预期，看好公司受益于后续新产品新需求

投资要点 事件：公司发布 2025 年半年度报告，2025 上半年公司实现营收 24.6 亿元，同比+57.8%，归母净利润 9.0 亿元，同比+37.5%；

25Q2 公司实现营收 15.1 亿元，同比+83.3%，环比+60.0%，归母净利润 5.6 亿元，同比+49.6%，环比+66.3%。公司有源产品放量超预期，后续深度受益于 1.6T 需求释放。25H1 公司光有源器件收入 15.7 亿元，同比+91.0%，环比+87.6%，我们认为主要系海外算力互连需求高增长。展望后续，随着 1.6T 在海外头部客户逐渐上量，公司仍可深度收益。海外总部和泰国产能投运，加大研发投入推进新品落地。2024 年公司新加坡海外总部平台及泰国生产基地已投运，泰国生产基地第二期项目已经完成装修交付，近期将完成设备调试和样品制作，并交付客户验证，未来将努力争取更多客户订单，逐步提升产能利用率，全球资源配置能力和人才团队国际化能力显著提升。公司加大研发投入积极布局硅光、CPO 等前沿领域核心技术，有望承接海外大客户相关需求，2025H1 研发投入同比+12.0%至 1.3 亿元。未来，公司有望继续扩大海外产能，提升泰国基地交付能力，扩充更多高端产品线落地。AI 算力需求持续高增，scale-up+scale-out 多卡互联驱动光通信需求爆发。一二线云厂商资本支出保持强劲态势，Marvell 预计 2025 年四大云厂合计 CapEx 超 3000 亿美元，主要用于 AI 数据中心建设和加速器采购。一线云厂自研 ASIC 出货有望快速增长，ASIC 相比 GPU 单卡性能略差但性价比更高，“单位美元”能够买的、需要买的算力卡及配套增加，云厂资本开支投向或在产业链再分配，产业链增速有望高于云厂资本开支增速。Scale-up 成为关键瓶颈解决路径，直接推动带宽需求和光互连提升。公司作为深度参与海外算力产业链的有源+无源光器件头部厂商，有望深度受益于 scale-up 带来的需求。盈利预测与投资评级：考虑公司有望深度受益于后续新产品新需求，我们将公司 2025/2026/2027 年预期归母净利润由 20.4/26.0/31.3 亿元上调至 23.5/32.2/40.3 亿元，2025 年 8 月 28 日收盘价对应 2025/2026/2027 年 PE 分别为 60/43/35 倍，维持“买入”评级。风险提示：算力需求不及预期；高速交换机渗透不及预期；国产化替代进程不及预期。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：李博韦）

芒果超媒（300413）：2025 年半年报点评：业绩阶段性承压，核心主业彰显韧性

投资要点 事件：芒果超媒发布 2025 年半年度报告。25H1 营业收入 59.64 亿元，yoy-14.31%；归母净利润为 7.63 亿元，yoy-28.31%；扣非净利润为 6.10 亿元，yoy-33.15%。业绩下滑的主要原因在于传统电商业务板块收入下降，同时，为巩固核心竞争力而持续加大在优质内容和技术研发上的战略性投入，导致成本上升，对当期利润造成压力。虽然总成本随收入下降而减少了 11.56%，但核心的芒果 TV 互联网视频业务营业成本却上涨了 11.78%。这直接导致该业务毛利率同比下降 8.6pct 至 27.49%。成本的增加主要系公司在头部内容上的投入。25H1 公司研发投入达 1.60 亿元，yoy+26.41%，主要投向自研的芒果大模型及 AIGC 应用。主动收缩电商业务致整体收入下降，而互联网视频业务表现稳健，用户粘性持续提升：1）2025H1 芒果超媒的营收与利润双双下滑，从分部数据来看，下滑主要归因于内容电商业务的收缩。该板块上半年实现收入 4.47 亿元，yoy-67.09%。快乐购调整经营策略，积极优化传统电商业务结构。公司正主动缩减或剥离盈利能力较弱、协同效应不高的传统电视购物业务，以集中资源发展核心主业。小芒电商首次实现半年度盈利。通过开设线下旗舰店、联动 IP 开发潮流周边商品，小芒电商正逐步构筑从内容观看到互动消费的商业闭环。2）相比之下，作为公司基本盘的芒果 TV 互联网视频业务表现稳健，实现收入 48.83 亿元，yoy-1.50%。在长视频行业广告市场

整体承压的背景下，核心业务能维持相对稳定，体现了业务韧性和用户粘性。其中：①会员业务实现营业收入 24.96 亿元，同比略有增长。25H1 芒果 TV 月活均值同比增长 14.24%，得益于公司持续输出的优质独家内容，成功吸引并留存了核心用户群体。②广告业务实现营业收入 15.87 亿元。③运营业务实现营业收入 8 亿元，同比增长约 7%，重新步入增长通道，得益于公司在 IPTV、OTT 领域的牌照优势和内容优势，以及大屏治理取得的阶段性成果。盈利预测与投资评级：我们认为芒果超媒正处在战略调整和蓄力期。公司主动优化业务结构，并为巩固长期护城河而在内容与技术上加大投入，是导致短期利润下滑的主要原因。虽然短期业绩承压，但其长期发展逻辑依然清晰。随着广告市场的逐步复苏和公司在剧集领域的持续发力，芒果 TV 的广告和会员业务有望重拾增长。我们将 2025-2027 年归母净利润预测从 18/21/23 亿元下调至 15/18/20 亿元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 32/28/24 倍，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济与政策风险，市场竞争风险，影视内容上线后不及预期风险，AI 技术进步不及预期风险。

(证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖
证券分析师：张文雨)

璞泰来 (603659)：2025 年半年报点评：负极盈利拐点已现，多业务板块持续向好

投资要点 业绩符合市场预期：公司 25H1 收入 70.9 亿元，同比+12%，归母净利润 10.6 亿元，同比+23%，扣非净利润 9.9 亿元，同比+29.1%，毛利率 32.1%，同比+2.6pct。其中 25Q2 收入 38.7 亿元，同环比+17%/+20%，归母净利润 5.7 亿元，同环比+37%/+16%，扣非净利润 5.2 亿元，同环比+48%/+9%，毛利率 32.1%，同环比+4.2/-0.1pct。

负极 Q2 逐步改善，25-26 年出货维持高增长：负极端，公司 25H1 出货 7 万吨，同增 5%左右，其中我们预计 25Q2 出货近 4 万吨，环增显著，公司四川一期 10 万吨已逐步投产，加快客户审厂进度，我们预计二期 10 万吨 26 年择机投产，随着产能爬坡+新产品导入，我们预计 25 年出货 17-18 万吨，同增 30%+，26 年出货 30 万吨，同增 70%+；盈利端，25Q2 负极盈利改善，随着低成本产能投产，我们预计下半年盈利进一步修复。此外公司布局 CVD 硅碳，安徽紫宸一期调试完成，我们预计 25 年有效产能预计 500 吨，全年出货百吨级。

隔膜及 PVDF 稳定贡献利润增量：涂覆膜 25H1 出货 47.7 亿平，同增 64%，我们预计 25Q2 出货 24 亿平+，同增 50%，我们预计 25 年出货 95-100 亿平，同增 30%+，26 年维持 30%+增长；盈利端，公司单平净利稳定，我们预计 25 年可维持；基膜端，公司 25H1 出货 5 亿平，翻倍以上增长，25Q2 出货 3 亿平，我们预计全年出货 12 亿平，连续翻倍增长，预计年底公司产能达 20 亿平，后续新增产线成本进一步降低，优势显著；盈利端，我们预计公司基膜单平 0.1 元/平+，25 年可维持。PVDF 及衍生品 25H1 销售 1.46 万吨，同增 68%，我们预计 25 年出货提升至 3 万吨，PAA 上半年销售 3.8 万吨，同增 153%，合计全年贡献 3 亿左右净利。

设备稳定增长：设备业务 25H1 收入 18.4 亿元，同比微增，贡献预计 0.5 亿左右利润，公司新接订单 24 亿，同比大幅回升，我们预计 25 年贡献 1.5 亿元左右利润。

具备固态整线解决方案能力，综合布局多种材料：公司在多辊转移、分段辊压、双钢带辊压三大干法成膜工艺路线取得了阶段性的成果，并已实现干法设备出货验收，其中搅拌机、干法成膜设备、干法复合设备、锂负极成型设备、叠片机、辊压设备、流化床等重点突破或可交付，等静压设备等也在积极布局，固态设备

订单累计超过 2 亿元。此外，公司适用固态硫化物体系的高强、高延伸合金箔，超强箔、网状打孔铜箔等创新产品开发完成，进入客户评估中；氧化物固态电解质 LATP, LLZO 已实现量产，已在四川基地建成年产 200 吨固态电解质中试产线。公司对锂金属负极材料持续研发，成型设备采用压延复合工艺，已完成设备样机开发并交付使用。

减值计提审慎、经营性现金流改善：25Q2 期间费用率 12%，同环比+0.61/+0.63pct；Q2 资产减值 0.94 亿元，主要系计提存货减值。Q2 经营性净现金流 6.9 亿元，环比增加流入 1.6 亿元；Q2 资本开支 2.3 亿元，同环比-65%/-14%。Q2 末存货 82.3 亿元，较 Q1 末-0.2%。

盈利预测与投资评级：预计公司 25-27 年归母净利润 25.2/30.9/40 亿，同比+112%/+22%/+30%（维持此前预测），对应 PE 为 16x/13x/10x，给予 26 年 18x PE，目标价 26.1 元，维持“买入”评级。

风险提示：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）

爱柯迪（600933）：2025 年半年度报告点评：25Q2 盈利能力改善带动业绩上行，卓尔博收购持续推进

投资要点 事件：公司发布 2025 年半年度报告。2025 年上半年，公司实现营收 34.5 亿元，同比+6.16%；归母净利 5.73 亿元，同比+27.42%；扣非归母净利 5.53 亿元，同比+32.26%。其中，25Q2 营收为 17.84 亿元，同比+11.01%/环比+7.12%；归母净利润 3.16 亿元，同比+44.95%/环比+22.77%；扣非归母净利为 3.17 亿元，同比+61.1%/环比+34.2%。

盈利能力方面，25H1 公司归母净利率为 16.6%，同比+2.8pct；销售毛利率为 29.25%，同比+0.57pct。其中，25Q2 归母净利率为 17.70%，同/环比分别+4.14pct/+2.26pct；销售毛利率为 29.74%，同/环比分别+2.1pct/+1.0pct。

费用率方面，25Q2 期间费用率为 7.69%，同比-5.30pct/环比-3.70pct；其中，销售/管理/财务/研发费用率分别为 0.65%/6.46%/-4.19%/4.77%，同比分别 -0.41pct/+0.83pct/-4.80pct/-0.91pct。25Q2 财务费用环比减少 6902 万元，主要为汇兑收益增加所致。

卓尔博收购持续推进，子公司申请新三板挂牌：1）上交所并购重组委员会于 8 月 25 日审核卓尔博并购事宜。卓尔博 2025-2027 年承诺实现净利润数不低于 1.415 亿元、1.569 亿元、1.741 亿元，三年累计承诺的净利润数为不低于 4.725 亿元；2）控股子公司富乐精密拟申请新三板挂牌（爱柯迪持股 65.54%），有利于增加公司资产流动性。

海外产能落地，镁合金+机器人业务双拓展。1）墨西哥二期工厂于 25H1 投产，马来西亚铝铸件生产工厂启动建设，未来公司将进一步完善欧洲产能布局，持续提升公司国际化竞争力；2）镁合金方面，在当前镁合金结构应用趋势增加的背景下，公司着力拓展镁合金压铸工艺技术研发，并以此切入汽车轻量化和人形机器人板块；3）机器人方面，公司全资子公司瞬动机器人负责公司在机器人领域的零部件、可穿戴终端产品的研发、制造和销售。未来，镁合金和机器人业务将为公司长期发展输入新动能。

盈利预测与投资评级：我们维持对公司 2025-2027 年归母净利润分别为 11.90 亿元、14.86 亿元、17.78 亿元的预测，当前市值对应市盈率分别为 16 倍、13 倍、11 倍，我们维持对公司“买入”的评级。

风险提示：下游乘用车销量不及预期；铝压铸行业竞争加剧超预期；铝合金原材料价格上涨超预期；产能爬坡不达预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：郭雨蒙）

中信证券（600030）：2025 年中报点评：净利润增长 30%，各业务板块稳健增长

投资要点 事件：中信证券发布 2025 年中报业绩：实现营业收入 330.4 亿元，同比+20.4%；归母净利润 137.2 亿元，同比+29.8%；对应 EPS 0.89 元，ROE 4.9%，同比+1.0pct。第二季度实现营业收入 152.8 亿元，同比+11.69%，环比-14.0%；归母净利润 71.7 亿元，同比+27.9%，环比+9.6%。交易额大增，带动经纪业务收入大幅增长。2025 年上半年公司实现经纪业务收入 64.0 亿元，同比+31.2%，占营业收入（剔除其他业务收入）比重 20%。经纪业务收入主要是由于市场交投活跃，上半年全市场日均股基交易额 15703 亿元，同比+63.3%。公司代销金融产品收入同比增长 18%，占经纪业务收入比同比减少 2 个百分点至 13%。公司两融余额 1432 亿元，较年初+4%，市场份额 7.7%，较年初+0.1pct。利息净收入下滑较多主要是由于货币资金及结算备付金、其他债权投资利息收入减少。截至 2025 年上半年末，客户数量累计超 1650 万户，托管客户资产超 12 万亿元，均较 2024 年末增长 4%。投行收入逆势小幅增长，优势地位依然稳固。2025 年上半年实现投行业务收入 21.0 亿元，同比+20.9%。股权主承销规模 1838 亿元，同比+475%排名第 1；其中 IPO 7 家，募资规模 38 亿元；再融资 29 家，承销规模 1800 亿元。债券主承销规模 10331 亿元，同比+11.3%，排名第 1；其中地方政府债、公司债、金融债承销规模分别为 3190 亿元、2495 亿元、2329 亿元。截至上半年末，IPO 储备项目 33 家，排名第 2，其中两市主板 8 家，北交所 10 家，创业板 6 家，科创板 9 家。资管业务收入小幅增长，华夏基金保持龙头地位。2025 年上半年实现资管业务收入 54.4 亿元，同比+10.8%。截至 2025H1 资产管理规模 15562 亿元，同比+6.9%。公司私募资产管理业务（不包括养老业务、公募大集合产品以及资产证券化产品）市场份额 12.83%，排名行业第一。公司控股子公司华夏基金 2025H1 管理规模 2.9 万亿元，其中公募规模 2.1 万亿元，机构及国际业务规模 0.7 万亿元，保持行业龙头地位。投资净收益同比大幅增长。2025 年上半年实现投资收益（含公允价值）190.5 亿元，同比+62.4%；调整后投资净收益（含公允价值、汇兑损益、其他综合收益）174.9 亿元，同比+29.4%。盈利预测与投资评级：基于市场交投活跃，我们上调对公司的盈利预测，2025-2027 年的归母净利润为 274/279/312 亿元（前值为 257/260/292 亿元），同比分别+26%/+2%/+12%，对应 2025-27 年 PB 为 1.52/1.43/1.36 倍。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）

永安期货（600927）：2025 年中报点评：Q2 净利润环比改善，基金销售与资管业务盈利向好

投资要点 【事件】永安期货发布 2025 年中期业绩：1）上半年营业收入 55.6 亿元，同比-54.1%；归母净利润 1.7 亿元，同比-44.7%；对应 EPS 0.12 元，ROE 1.32%，同比-1.1pct。2）Q2 营业收入 32.8 亿元，同比-57.8%。归母净利润 1.6 亿元，同比-30.0%，环比增长 16 倍。3）归母净资产 129 亿元，较年初+0.4%，较 Q1 末+0.4%。期货经纪仍是盈利基本盘，基金销售和资管业务盈利向好。1）上半年公司手续费净收入、利息净收入分别为 2.4 亿元、2.1 亿元，同比+4.5%、-13.5%，投资收益+公允价值变动收益合计 1.6 亿元，同比-63%。2）上半年期货经纪业务营业利润 1.5 亿元，同比-10%，仍是盈利基本盘。风险管理业务由盈转亏为-0.6 亿元（上年同期为盈利 1.1 亿元），基金销售、资产管理和境外业务营业利润分别为 0.2 亿元、0.05 亿元和 0.7 亿元，分别同比+105%、+40%、+5%。期货经纪业务：代理交易总额提升带动手续费净收入增长。1）上半年营业收入 3.8 亿元，同比

-22%，其中手续费净收入 2.1 亿元，同比+4.2%。2) 上半年公司境内期货代理交易成交手数 1.02 亿手，同比+13.3%，成交金额 7.25 万亿元，同比+6.8%。报告期末，客户权益为 398 亿元，较年初-15.5%。风险管理业务：场外衍生品及做市业务稳健发展。1) 上半年营业收入 50 亿元，同比-56%，主要由于改用净额法确认收入，但对盈亏无影响。2) 上半年公司场外业务累计名义本金 1603 亿元，同比增长 72%。做市业务累计成交规模超过 6018 亿元，同比增长 23%。资产管理 & 基金销售业务：布局财富管理市场，基金销售收入提升。1) 上半年资管业务收入 0.1 亿元，同比-11%，其中手续费净收入同比-63%。2) 上半年基金销售业务收入 0.29 亿元，同比+21%。报告期内公司新增合作管理人 34 家，新增引入代销产品 65 只，代销产品平均年化收益率 11.26%。境外业务：期货经纪和基金销售规模增长。1) 上半年境外业务收入 1.2 亿元，同比-59%。2) 境外期货经纪业务交易量同比+22%，客户结构进一步优化，机构客户权益占比和交易量占比分别为 78%、83%。3) 海外基金销售大幅增长，上半年新增销售额同比增长 186%至 1.72 亿美元。盈利预测与投资评级：结合公司 2025 上半年经营情况，我们维持此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 4.7/5.9/6.6 亿元，当前市值对应 2025E PE 48x，维持“买入”评级。风险提示：大宗商品价格波动超预期，国内期货市场监管政策变化。

(证券分析师：孙婷 证券分析师：曹锟)

上汽集团 (600104): 2025 半年报点评: Q2 业绩符合预期, 尚界 H5 爆款可期

投资要点 公司公告: 2025Q2 公司实现营业总收入 1,587.3 亿元, 同环比分别+12%/+13%; 归母净利润 29.9 亿元, 同环比分别-23%/-1%; 扣非后归母净利润 25.8 亿元, 环比-9%。2025Q2 业绩符合预期。1) 营收: 集团销量同环比显著改善。2025Q2 上汽集团批发销量为 110.8 万辆, 同环比分别+12%/+17%; 单车 ASP 14.3 万元, 同环比分别 0%/-4%。2) 毛利率&费用率: 汇兑贡献较多。2025Q2 集团毛利率为 8.5%, 同环比分别+0.3/+0.3pct。2025Q2 销售/管理/研发费用率分别为 2.7%/3.2%/2.7%, 同比分别-1.6/-0.1/+0.1pct, 环比分别-0.3/0.0/-0.1pct。25Q2 财务费用为-14.6 亿元, 汇兑贡献较多收益。3) 投资收益: 2025Q2 公司投资净收益 18.3 亿元, 同环比-68%/-17%, 同比下滑较多主因为 24Q2 同期有大额 MG 印度投资收益影响。其中对联营和合营企业的投资收益为 10.9 亿元。①上汽大众 Q2 批发销量为 26.4 万辆, 同环比分别 0%/+16%, 2025H1 上汽大众的单车利润为 0.18 万元, 同环比分别+6.4%/-70.5%。②上汽通用 Q2 批发销量为 13.6 万辆, 同环比分别+19%/+25%。4) 智己: 2025H1 智己营收/净利润分别为 35.6/-18.2 亿元, 单车亏损 9.5 万元。5) 出口: 上汽国际 2025H1 营收/净利润分别为 336.8/10.0 亿元, 上汽国际单车利润 (仅包含乘用车公司出口) 约为 0.4 万元。6) 最终公司单季度实现归母净利润 29.9 亿元。盈利预测与投资评级: 尚界 H5 开启预售反馈火爆, 18 小时小订突破 5 万台, 爆款可期。我们上调公司 2025/2026/2027 年归母净利润预期为 102/130/174 亿元 (原为 97/128/167 亿元), 对应 PE 为 22/17/13 倍, 维持公司“买入”评级。风险提示: 终端价格战超预期; 出口相关贸易风险等。

(证券分析师：黄细里 证券分析师：孟璐)

国电南瑞 (600406): 2025 年中报点评: 国际业务高速增长, 业绩符合市场预期

投资要点 事件: 公司 25H1 营收 242.4 亿元, 同比+19.5%, 归母

净利润 29.5 亿元，同比+8.8%，毛利率 26.5%，同比-2.6pct，归母净利率 12.2%，同比-1.3pct；其中 25Q2 营收 153.5 亿元，同比+22.5%，归母净利润 22.7 亿元，同比+7.3%，毛利率 27.8%，同比-4pct，归母净利率 14.8%，同比-2.2pct。业绩符合市场预期。

网内市场：电网投资高景气，订单&收入加速增长。25H1 公司智能电网/数能融合板块分别实现营收 122.25/39.00 亿元，同比+28%/+4%，毛利率分别为 30.34%/23.40%，同比-2.93/-2.67pct。截至 25H1 国内电网基建投资完成额同比+15%，公司网内收入约 130.7 亿元，同比+15.56%，略高于行业投资增速，行业龙头地位稳固。网内业务毛利率略有下降，我们认为主要系 24 年降价电表&保护装备交付拉低了网内业务毛利率水平。25H1 公司新签订单 354.32 亿元，同比+23%，其中新一代调度、配电自动化、电力现货市场等软件产品快速落地，自动化领域龙头地位稳固。展望 25H2，我们预计藏东南-粤港澳、蒙西-京津冀有望启动物资招标，公司特高压订单有望实现大幅增长，网内业务维持高景气。

网外市场：国内电源侧是重要增量市场，国际业务拓展顺利。25H1 公司能源低碳/工业互联分别实现营收 65.41/12.45 亿元，同比+29%/+3%，毛利率分别为 21.59%/20.00%，同比-1.68/-2.52pct。国内网外市场电源侧保持了高速增长，我们预计储能业务是重要的增长来源，25H1 国内新型储能装机同比+77%，公司中标华能乌兰察布、国电投海西州等储能项目，提出南瑞特色“4S”储能，有望实现差异化竞争。国际业务拓展顺利，25H1 海外营收约 19.87 亿元，同比+139%，新签合同同比超 200%，在沙特、南美等市场放量增长，换流阀、SVC 等优势产品在沙特、印尼、智利、巴西等市场落地，展望 25H2，我们预计公司国内网外业务收入有望保持同比 20-30%增长，国际业务继续保持高速增长，成为公司业务第二增长曲线。

控费效果显著，存货&合同负债稳健增长。公司 25H1 期间费用 30.1 亿元，同比+7.9%，期间费用率 12.4%，同比-1.5pct，其中销售/管理/研发费用率分别同比-0.7/-0.4/-0.9pct，控费效果显著；25H1 末存货 142.2 亿元，同比+23%，合同负债 73.99 亿元，同比+56%，在手订单充沛，持续增长潜力强。公司增加中期分红 11.75 亿元，股利支付率约 40%，分红次数的增加，彰显公司对稳定盈利的信心。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 25-27 年归母净利润分别为 83.7/93.9/105.3 亿元，同比+10%/12%/12%，现价对应 PE 分别为 21x、19x、17x，维持“买入”评级。

风险提示：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)

老百姓 (603883)：2025 年中报点评：业绩逐季改善，门店布局网络持续优化

投资要点 事件：公司发布 2025 年半年报，2025H1 实现营收 107.74 亿元 (-1.51%，同比，下同)，归母净利润 3.98 亿元 (-20.86%)，扣非归母净利润 3.81 亿元 (-20.89%)。单 25Q2 实现营收 53.39 亿元 (-1.14%)，归母净利润 1.47 亿元 (-18.86%)，扣非归母净利润 1.38 亿元 (-19.63%)。

线上线下零售毛利率提高。分行业看，公司 2025H1 零售业务实现营收 88.15 亿元 (-2.30%)，毛利率 37.34% (-1.07pp)，毛利率下滑系线上业务收入占比上升，其中线下零售业务毛利率同比+0.1pp，线上零售业务毛利率同比+0.28pp；加盟业务营收 18.60 亿元 (+1.16%)，毛利率 12.85% (-0.48pp)。分产品看，公司 2025H1 中西成药实现营收 87.22 亿元 (-0.71%)，毛利率 30.70% (-1.75pp)；中药营收 7.48 亿元 (-4.25%)，毛利率 48.71% (+2.98pp)；非药营收 13.05 亿元 (-5.07%)，毛利率 40.01% (+0.24pp)。门店网络持续

优化,加盟及联盟业务稳健增长。截至 2025H1,公司全国门店 15385 家(地级市及以下门店占比 77%),其中直营门店 9784 家,加盟门店 5601 家。2025H1 新增门店 504 家(地级市及以下门店占比 87%,优势省份及重点城市门店占比 87%),其中直营 47 家,加盟 457 家,调整及关闭门店 396 家。公司重点布局老店转加盟和项目加盟,2025H1 老店加盟占比 71%(+41.8%)。此外联盟业务持续增长,截至 2025H1 公司联盟企业零售总规模 320+亿元,联盟店数 22000+家,上半年联盟业务配送销售额 2.29 亿元,同比增长 28.4%。商采数智化与垂直管理,降本增效成果显著。2025H1 公司以商品管理数智化与垂直化为引擎,全面提升供应链效率与商品力。第一,公司深化渠道整合,以统一采购和垂直管理提升统采占比,2025H1 公司统采销售占比 75.2%,同比上升约 4.8 个百分点。第二,运用大数据实时监控库存、预测需求,优化物流及供应商关系,2025H1 公司存货周转天数为 89 天,同比减少 13 天。第三,通过精简经销环节、整合市场渠道,与品牌方共建共享优质资源等方式,实现降本增效。盈利预测与投资评级:考虑公司自建门店拓展速度放缓,我们将公司 2025-2027 年归母净利润由 9.31/10.92/12.56 亿元调整至 7.54/8.68/10.03 亿元,对应当前市值的 PE 为 18/16/14X。公司加盟业务持续扩张,且降本增效成果显著,维持“买入”评级。风险提示:市场竞争加剧的风险,门店扩张或不及预期的风险,加盟店 发展或不及预期的风险。

(证券分析师:朱国广 证券分析师:冉胜男
证券分析师:苏丰)

华夏眼科(301267): 2025 年中报点评: 25Q2 利润率改善明显,屈光业务快速增长

投资要点 事件:公司发布 2025 年半年报,2025H1 实现营收 21.39 亿元(+4.31%,同比,下同);归母净利润 2.82 亿元(+6.20%);扣非归母净利润 2.78 亿元(+2.43%)。单 Q2 实现营收 10.46 亿元(-2.47%);归母净利润 1.32 亿元(+20.73%);扣非归母净利润 1.38 亿元(+21.15%)。25Q2 归母净利率改善明显。2025H1,公司实现毛利率 45.2%(-0.64pp),归母净利率 13.2%(+0.2pp),销售/管理/财务费用率为 12.9%/11.5%/1%,分别-0.8/-0.2/+0.3pp。2025Q2 实现毛利率 45.44%(+2.45pp),归母净利率 12.7%(+2.4pp),销售/管理/财务费用率为 13.3%/11.9%/1.01%,分别-1.24/+0.03/+0.15pct。术式升级推动屈光业务快速增长。1)屈光:2025H1 实现收入 7.89 亿元(+13.75%),毛利率 55.21%(+0.23pp)。公司大力引进并推广蔡司全飞秒 SMILEpro 手术、蔡司微创全飞秒精准 4.0、爱尔康全光塑等屈光新术式,推动屈光术式结构持续优化升级。2)白内障:2025H1 实现收入 4.31 亿元(-7.33%),毛利率 37.36%(+0.33pp),受集采政策及医保政策调整等因素影响,白内障项目收入有所下滑。但公司持续引进高端人工晶体及先进手术设备,提升白内障诊疗质量,未来有望实现业务回升。3)眼视光综合:2025H1 实现收入 5.14 亿元(+3.42%),毛利率 41.77%(-4.55pp)。4)眼后段:2025H1 实现收入 2.76 亿元(+5.52%),毛利率 38.73%(-2.57pp)。积极引进前沿技术设备,引领眼科技术革新。2025 年以来,公司在技术创新领域持续发力,积极引进国际前沿诊疗新技术、新设备。除上文提到的屈光领域技术革新外,白内障方面及眼病诊疗方面,公司引入了一批前沿设备与技术,如强生第七代“Catalys 白力士 7.0”导航飞秒激光系统、瑞士 Ziemer 全新一代全飞 FEMTOLDVZ8 激光手术平台、国内首台通过创新医疗器械特别审批的高端眼科超声设备“决明·Ophthus8T”等,进一步丰富了患者相关诊疗选择,提升了治疗质量。盈利预测与投资评级:考虑公司眼

视光业务毛利率略下滑，我们将公司 2025-2027 年归母净利润由 4.94/5.64/6.33 亿元调整至 4.86/5.55/6.19 亿元，对应当前市值的 PE 为 36/31/28 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）

恒玄科技（688608）：2025 年中报业绩点评：营收稳增，智能可穿戴加速渗透

投资要点 25H1 营收稳步增长，毛利率增长显著。据公司 25 年中报，25H1 实现营收 19.38 亿元，yoy+26.58%，与此前业绩预告一致；毛利率 39.27%，同比上升 6.08pcts；归母净利润 3.05 亿元，同比增长 106.45%，与业绩预告一致。25Q2 单季营收 9.44 亿元，yoy+7.48%，qoq-5.09%；毛利率 40.12%，同比增长 6.73pcts，环比增长 1.65pcts；销售净利率 12.11%，同比减少 1.56pcts，环比减少 7.05pcts。BES2800 芯片快速上量，智能可穿戴市场份额提升。报告期内，公司新一代智能可穿戴芯片 BES2800 在客户 TWS 耳机、智能手表、智能眼镜等终端产品中得到广泛应用，并成功导入钉钉 DingTalk A1 智能录音笔。BES2800 采用 6nm FinFET 工艺，单芯片集成多核 CPU/GPU、NPU、大容量存储、低功耗 Wi-Fi 和双模蓝牙，在性能、功耗和技术创新等方面都大幅提升。公司持续在智能可穿戴领域深耕，报告期内，市场份额进一步提升。智能手表市场，公司成功导入小天才、颂拓等国内外新客户并量产，2025 年上半年，公司智能手表芯片出货量保持快速增长。公司芯片还逐步向智能眼镜、无线麦克风等低功耗无线应用场景延伸。客户矩阵覆盖全球主流品牌，构建多元化市场格局。公司已与三星、OPPO、小米、荣耀、vivo 等全球主流安卓手机品牌建立合作关系，同时携手哈曼、安克创新、漫步者、韶音等专业音频厂商，以及阿里、百度、字节跳动、谷歌等互联网公司，形成广泛的客户基础。此外，公司还与海尔、海信、格力等家电厂商合作，推动芯片在智能家居领域的应用，体现出较强的市场拓展能力和行业影响力。

盈利预测与投资评级：公司整体产品结构向高毛利智能蓝牙音频芯片转移，不断开拓手表手环、眼镜等市场。我们基于公司业绩公告，略下调公司 2025-2027 年营业收入预测，预计实现 45.93/61.65/77.71 亿元（前值：48.40/64.72/79.80 亿元），预计实现归母净利润 8.6/12.4/15.9 亿元（前值：9.3/13.2/17.4 亿元）。维持“买入”评级。风险提示：宏观环境风险，行业竞争和需求风险，研发失败风险。

（证券分析师：陈海进 研究助理：李雅文）

有友食品（603697）：2025 年中报点评：成长性延续，Q2 净利率环比提升

投资要点 事件：2025H1 公司实现营业收入 7.71 亿元，同比+45.59%；归母净利润 1.08 亿元，同比+42.47%。2025Q2 单季实现营业收入 3.88 亿元，同比+52.45%；归母净利润 0.58 亿元，同比+77.03%。核心肉制品保持高增，Q2 线上渠道加速成长。2025H1 肉制品/蔬菜制品及其他分别实现营收 7.1/0.5 亿元，同比+50.5%/-1.6%；2025Q2 两者分别实现营收 3.6/0.3 亿元，同比+56.9%/+17.2%。2025H1 线上/线下渠道分别实现营收 0.5/7.1 亿元，同比+116.0%/+42.3%；2025Q2 两者分别实现营收 0.2/3.6 亿元，同比+153.3%/49.1%；线上渠道在 Q2 进一步加速。Q2 净利率环比提升，效率优化是核心。2025Q2 实现毛利率 28.0%，同比-2.2pct；实现毛销差 20.0%，同比+1.9pct；考虑到

公司渠道结构变化，因此毛销差更能反映盈利情况，毛销差同比提升主因规模效应释放较好、其次鸡爪成本边际有回落。费用端，2025Q2销售/管理/研发费用率分别同比-4.1/-1.1/-0.2pct，费用端也体现出效率提升。实现销售净利率 15.0%，同比+2.1pct，环比+1.9pct。推新能力优秀，收入利润均实现高质量增长。公司新品研发能力较强，上半年会员制商超渠道已经上新 2 款 SKU，后续有望继续推进；脱骨鸭掌产品上新一年持续保持较高销售热度。公司净利率环比仍在提升反映出收入放量背景下效率上的优化。盈利预测与投资评级：我们维持此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.32/2.85/3.29 亿元，同比+47%/+23%/+15%，对应 PE 为 27/22/19X。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)

巨子生物 (02367.HK): 2025 年半年报点评: 25H1 归母净利同比+20.2%，多元化产品矩阵持续扩张

投资要点 公司公布 2025H1 业绩：2025H1 公司实现营收 31.1 亿元，同比增长 22.5%，实现归母净利润 11.8 亿元，同比增长 20.2%，实现经调整净利润 12.1 亿元，同比增长 17.4%，收入与利润维持稳健增长。

主品牌收入稳健增长：分品牌看，25H1 可复美/可丽金品牌分别实现收入 25.4/5.0 亿元，同比分别+22.7%/+26.9%，收入占比分别为 81.7%/16.1%。25H1 期内，可复美品牌影响力提升，明星单品认可度持续上升，械字号产品矩阵不断完善；可丽金品牌明星单品大膜王升级迭代成功，贡献收入增量。

产品矩阵持续推新：分品类看，25H1 功效性护肤品/医用敷料分别实现收入 24.1/6.9 亿元，同比分别+24.2%/+17.1%，收入占比分别为 77.4%/22.3%，其中功效性护肤品收入增加得益于公司在全渠道持续推进精细化运营，不断提升品牌影响力，以及明星单品焦点面霜的持续放量和大膜王 3.0 迭代升级后成功上市，医用敷料收入增加主要得益于产品矩阵的持续丰富。

25H1 电商平台收入+133.6%，京东自营增速亮眼：分渠道看，25H1 线上/线下分别实现收入 22.1/9.1 亿元，同比分别+24.7%/+86.4%，收入占比分别为 71%/29%。25H1 公司线上渠道中 DTC 店铺/电商平台分别实现收入 18.2/3.9 亿元，同比分别+13.3%/+133.6%，其中电商平台高增主要系京东自营渠道通过深耕美妆人群精细化运营，驱动美妆类目快速攀升；并依托平台医疗生态资源，持续巩固健康类目优势。在线下渠道，截至 25H1 末，公司产品进入约 1700 家公立医院、约 3000 家私立医院和诊所、超过 13 万家连锁药房门店和约 6000 家 CS/KA 门店；在全国范围开设 24 家可复美品牌门店；同时进军国际市场，25 年 6 月可复美作为首个中国功效性护肤品牌入驻马来西亚屈臣氏。

盈利能力较为稳健：①毛利率：25H1 毛利率为 81.7%，同比-0.7pct，主要系产品结构变化。②费用率：25H1 期间费用率为 38.0%，同比-1.6pct，其中销售/管理/研发费用率分别同比-1.1pct/+0.1pct/-0.6pct。③净利率：25H1 归母净利率为 38.0%，同比-0.7pct。

盈利预测与投资评级：公司是我国重组胶原领域引领者，品牌力和产品力领先，凭借核心技术平台与渠道拓展，消费端与医疗端双轮驱动下保持成长性，未来拓展肌肤焕活可期。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 25.66/32.15/40.47 亿元，同比分别+24%/+25%/+26%，最新收盘价对应 2025-2027 年 PE 为 21/17/13X，维持“买入”评级。

风险提示：终端需求不及预期，行业竞争加剧等。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：郝越)

H&H 国际控股 (01112.HK): 2025 年中报点评: 谋定而动，蓄势而

发

投资要点 事件：H&H 国际控股发布正式半年报，25H1 收入/经调整 EBITDA/经调整纯利分别 70.19/11.01/3.63 亿元，同比+5%/-3.4%/+4.6%，三项指标皆符合前序预期。ANC25H1 收入 34.39 亿元，同比 5.9%，收入占比为 49%（同比持平）。其中：（1）中国 ANC 同比+13.1%，据 KantarWorldpanel，25H1 公司已于中国内地全渠道维生素、草本及矿物补充剂市场位居第一：①分品类看，抗衰、美容等品类表现突出（NAD+及麦角硫因等）；②分渠道看，跨境电商/新零售渠道（山姆等）分别同增 18.1%/28.2%；（2）澳新 ANC 双位数下滑，此前具备充分预期，分拆两部分：本地占比 68.5%，凭借产品创新实现 6.3%的增长；出口销售占比 31.5%，由于企业代购业务的区域转移有明显下跌，预计后者影响愈小；（3）其他新兴市场（如马来西亚、印度及中东等）保持强劲增长。BNC25H1 收入 25.01 亿元，同比 2.9%，收入占比为 35.6%（同比-0.7pct）。其中婴配奶粉收入 19.71 亿元，同比+9.6%，于国内超高端婴配奶粉市占率提升至 15.9%（同比+3pct）。基于 25Q2 销售情况较好，我们上调奶粉全年收入预测，且节奏而言，考虑基数效应，25H2 或进一步提速。PNC25H1 收入 10.79 亿元，同比+8.6%，收入占比为 15.4%（+0.7pct），其中中国 PNC 同比+17.5%。美洲 PNC 而言：（1）得益于零售商渠道（如亚马逊、沃尔玛、山姆等）的成功，ZestyPaws 收入同比+12.8%，（2）SolidGold 同比-23.3%，主要系渠道优化及产品组合高端化调整的短期影响（25H1 于北美市场，SolidGold 高毛利率产品占比提升至 25%）。得益于 ANC/PNC 毛利率提升及整体业务结构有利变动，25H1 整体毛利率为 62.5%（+1.6pct），ANC/BNC/PNC 毛利率同比增幅分别为+3.3/-4.8/+12.2pct，BNC 毛利率下滑主要系滞销产品（益生菌等）存货拨备影响，PNC 毛利率提升幅度较大，主要系产品组合调整效果超预期。25H1 隐含年化利息开支率为 6.63%，同比-0.44pct，净杠杆比率由 24H1 的 3.99 倍下滑至 25H1 的 3.89 倍，减债+置换效果逐步显现。盈利预测与投资评级：考虑新增财务摊销等因素影响，我们调整 2025-2027 年公司归母净利润预测至 4.14/6.40/8.20 亿元（2025-2027 年原值 5.21/6.24/6.94 亿元），同比增长转正/54.59%/28.16%，对应当前 PE20.09x、12.99x、10.14x，由于经调整净利润仍与前序基本一致，经营周期与减债周期共至，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）

巨人网络（002558）：2025 年半年报点评：业绩符合预期，玩法创新突破，关注业绩弹性释放

投资要点 事件：2025H1 公司实现营业收入 16.62 亿元，yoy+16.47%，归母净利润 7.77 亿元，yoy+8.27%，扣非归母净利润 8.07 亿元，yoy-8.79%。其中，2025Q2 实现营业收入 9.38 亿元，yoy+28.42%，qoq+29.64%；归母净利润 4.29 亿元，yoy+17.49%，qoq+23.37%；扣非归母净利润 4.44 亿元，yoy-7.40%，qoq+22.62%，业绩符合我们预期。合同负债创历史新高，期待《超自然》Q3 起利润释放。2025Q2 公司营收同环比高增，同时合同负债创历史新高，达 8.89 亿元，yoy+3.92 亿元，qoq+1.28 亿元，我们预计主要系征途 IP 等存量游戏表现稳健，同时新游《超自然行动组》于 2025 年初上线，不断优化迭代玩法内容，2025Q2 用户规模及流水呈指数级增长，屡创新高，贡献显著流水增量。利润端，我们认为《超自然》部分流水需递延确认收入，但宣发投入、项目组奖金预提等需当期确认，对应 2025Q2 公司销售、研发费用分别为 3.17、2.11 亿元，环比提升 14.02%、26.85%，

收入费用错配致《超自然》2025Q2 利润贡献有限。步入 2025Q3，一方面《超自然》递延收入有望逐步释放，另一方面，在暑期流量、产品宣发、玩法出圈等多因素推动下，《超自然》7 月同时在线人数突破 100 万，截止 2025/8/28，iOS 游戏畅销榜最高至第 4 名，用户规模及流水峰值持续突破，我们看好《超自然》自 2025Q3 起释放显著利润增量，带来较大业绩弹性。同时，我们认为《超自然》作为公司大 DAU 产品的又一突破，有望成为长青爆款，在扩大公司业绩基本盘的同时，有望提升公司整体估值。新游储备充沛，关注上线进展及表现。公司储备有策略卡牌游戏《名将杀》于 2025/8/27 开启首次付费测试）、中国历史题材 SLG《五千年》、休闲竞技策略对抗游戏《口袋斗蛐蛐》等，关注新游测试、定档节奏，期待公司新游陆续上线贡献业绩增量。积极探索 AI 玩法，期待更多创新落地。公司于《太空杀》中积极布局 AI 原生玩法，已推出“AI 推理小剧场”“AI 残局挑战”等玩法，相关模式累计参与玩家达数百万，对局量数千万，并于 2025 年上线全新模式“残局对决”，联合阿里通义千问、腾讯混元、字节豆包等国内主流大模型，打造业内首个“多用户与 AI 智能体混合对抗”竞技机制，基于 PVPVE 实现“真人-智能体-真人”三方对抗，期待公司持续探索，推动产品交互模式与玩法机制创新。盈利预测与投资评级：《超自然》流水及利润率表现出色，我们上修盈利预测，预计 2025-2027 年 EPS 分别为 1.17/1.74/1.90 元（前值为 1.02/1.47/1.58 元），对应当前估值 PE 为 26/18/16 倍，看好《超自然》带来戴维斯双击，维持“买入”评级。风险提示：老游流水超预期下滑，新游表现不及预期，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）

三只松鼠（300783）：2025 年中报点评：Q2 淡季收入稳定，利润有承压

投资要点 事件：2025H1 实现营收 54.78 亿元，同比+7.94%；归母净利 1.38 亿元，同比-52.22%；扣非归母 0.51 亿元，同比-77.75%。2025Q2 实现营收 17.54 亿元，同比+22.77%；归母净利-1.01 亿元，同比减少 0.82 亿元；扣非归母-1.12 亿元，同比减少 0.77 亿元。线上抖音稳定，线下分销正常推进。1）分产品：2025H1 坚果/烘焙/综合分别实现营收 27.31/6.82/13.98 亿元，同比分别-1.0%/+12.0%/+49.7%。2）分渠道：2025H1 线上渠道实现营收 42.95 亿元，同比+5.0%；其中抖音 14.78 亿元、同比+20.8%，天猫系 8.82 亿元、同比-18.6%，京东系 8.08 亿元、同比+1.9%。2025H1 线下实现营收 11.25 亿元，同比+14.3%；其中：分销 9.38 亿元、同比+40.2%；门店 1.87 亿元、同比-18.7%。成本上涨和营销费用增加影响盈利水平。2025Q2 实现毛利率 21.57%，同比-0.33pct，坚果原料成本上涨对毛利率有一定影响。费用端，2025Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 24.16%/5.16%/0.33%/0.17%，同比+3.06%/+1.63%/-0.13%/-0.02pct，销售费用和管理费用增加主要系部分线上平台流量结构变化、线下分销加大市场费用投入、新增物业折旧及摊销。实现销售净利率-5.87%，同比-4.57pct。后续聚焦优势品类，探索门店新店型。公司在淡季保持稳定增长，线上抖音渠道依旧稳健，线上电商加速对优势及潜在品类的运营细化；线下分销加速全品类适配与全渠道渗透，推出瓜子、火鸡面、AD 钙、八宝粥等千万级日销品矩阵，其中水乳饮饮料在 25Q2 实现翻倍增长。与此同时，积极探索打造三只松鼠“生活馆”，践行“只卖好货”的品质理念，门店有品牌占比超 90%，为社区家庭提供一站式全品类品质生活服务。盈利预测与投资评级：考虑到电商渠道

盈利能力减弱、预计原材料成本上涨，我们下调此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.2/4.7/7.5 亿元（此前预期为 4.9/7.1/11.1 亿元），同比-46%/+114%/+59%，对应 PE 为 51/24/15X。2025 年为公司调整之年，电商渠道盈利水平承压，但是线下分销业务仍在持续推进，即时零售门店也有新的探索。综合来看，短期利润承压，中期成长性仍在，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：苏钺 证券分析师：李茵琦）

新锐股份（688257）：2025 年中报点评：业绩稳步增长，进一步深化海外与细分市场布局

投资要点 营收稳健增长，归母净利润受并购 Drillco 影响 8 月 27 日公司发布半年报，半年报显示 25H1 公司实现营收 11.40 亿元，同比+28.97%，营收增长主要系公司加大市场开拓，各项主要业务均取得了一定增长，同时新增并购智利 Drillco 带来增量。分业务看，25H1 凿岩工具及配套服务实现营收 5.30 亿元，同比+29.60%，硬质合金实现营收 3.06 亿元，同比+18.19%，切削工具实现营收 1.61 亿元，同比+68.23%，油服类产品实现营收 0.85 亿元，同比+17.52%。25H1 公司实现归母净利润 1.01 亿元，同比+2.88%；扣非归母净利润 0.94 亿元，同比+13.81%，利润增速低于收入增速主要系收购 Drillco 导致，主要影响有三点：1）母公司对其销售产生的毛利未能实现对外销售，需要在合并期间合并抵消，导致本报告期合并报表净利润下降；2）并购 Drillco 产生了一次性中介费用及相关汇兑损失；3）公司合并日前对 Drillco 及其子公司的应收款项计提了信用减值，合并日后按照会计政策不再计提，以上三项因素合计导致归母净利润减少 1,071.02 万元，剔除影响后 25H1 公司归母净利润和扣非净利润分别同比+13.81%和+26.80%。单 Q2 公司实现营收 6.12 亿元，同比+24.96%；归母净利润 0.55 亿元，同比-0.69%；扣非归母净利润 0.50 亿元，同比+13.69%。毛利率小幅下滑，期间费用率有所提升 25H1 公司销售毛利率 32.06%，同比-0.12pct；销售净利率 10.4%，同比-2.4pct。销售毛利率下滑主要系原材料价格上涨以及公司收购智利 Drillco 影响。净利率降幅高于毛利率降幅主要系期间费用率有所提升，25H1 公司期间费用率为 20.4%，同比+2.4pct；其中销售/管理/财务/研发费用率为 6.9%/8.1%/0.9%/4.4%，同比分别+1.5/+0.0/+0.4/+0.5pct。销售、管理和研发费用的变动主要系新增并购 Drillco 费用及锦玛工具合并期不同产生的费用增长；财务费用变动主要系报告期贷款利息支出增多、汇兑损益变动。

整合 Drillco 加速海外布局，着眼新兴产业与细分领域 1）凿岩工具业务：公司于 2024 年底完成对智利制造企业 Drillco 的全资收购，补全了凿岩工具全品类，目前正进行基层整合，吸收其在凿岩工具制造领域的技术和平台，以此为依托打破南美乃至北美市场的竞争壁垒，并为新锐提供低成本产能转移跳板。同时公司不断深化澳洲、非洲乃至中东市场的产业拓展，逐渐完善海外布局。2）硬质合金及刀具业务：公司实行差异化竞争策略，聚焦细分市场，通过海外子公司推进出海战略，同时通过核心技术研发进入高精尖领域，切入机器人制造、航空航天等新兴产业，进一步拓宽公司未来发展空间。

盈利预测与投资评级：考虑到收购 Drillco 影响，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测为 1.98（原值 2.25）/2.48（原值 2.75）/3.05（原值 3.32）亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 22/17/14 倍，公司海外渠道布局进展顺利，具有优质成长性，维持公司“增持”评级。风险提示：存货跌价风险，原材料价格波动，海外拓展不及预期。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 钱尧天

研究助理: 陶泽)

晶泰控股 (02228.HK): 2025 年半年报业绩点评: 首次实现半年盈利, 商业模式初具雏形

投资要点 事件: 公司 2025 年 8 月 27 日发布上半年财务业绩。上半年公司实现营业收入人民币 517.1 百万元, 同比增长 403.8%; 公司上半年月均现金消耗降低 20.0% 至人民币 49.7 百万元, 上半年经调整净利润为人民币 141.6 百万元, 首次实现半年盈利。

AI 制药: 最强 AI 大脑与机器人技术深度融合, 驱动业务进入新阶段。2025 年上半年, 药物发现解决方案业务收入实现非常强劲的增长, 从截至 2024 年 6 月 30 日止六个月的人民币 60.9 百万元增长 615.2% 至截至 2025 年 6 月 30 日止六个月人民币 435.2 百万元。这一增长主要得益于本集团与 DoveTree Medicines LLC 及其附属公司 (“DoveTree”) 开展重大合作。公司达成了该项合作的第一阶段里程碑并收到首付款 51 百万美元; 公司与希格生科合作的针对弥漫型胃癌的全球首个靶向候选药物, 也是全球首款 AI+ 类器官赋能进入临床的创新药物。该管线由晶泰的 AI+ 机器人技术赋能分子发现及设计, 6 个多月就获得临床前候选化合物, 在研发过程中, 晶泰也利用自主开发的 Xpose 技术预测潜在靶点的结合模式、并结合 XFEP 预测分子与靶点的亲和力, 成功识别出一个新靶点 SRC (FAK 的协同作用蛋白) 并进行了实验验证。目前该管线在一期临床试验中进展顺利, 第四个剂量组病人已经全部入组进行药物安全性评估。该管线已获得 FDA 授予的胃癌孤儿药资格认证(Orphan Drug Designation, ODD), 并于 2025 年 2 月进一步获得 FDA 快速通道认定(Fast Track Designation)。

大分子模型性能提升, 抗体业务实现商业化高速发展。得益于前期订单的高质量交付, 抗体业务在 2025 年上半年实现收入的大幅增长, 达到 2024 年全年收入的近两倍。抗体业务已与多家国际知名药企开展深度合作, 业务角色也由服务提供商逐步升级为平台型的联合开发者, 显著提升了单一客户的生命周期价值。同时, 2025 年上半年公司的抗体研发平台也取得更多技术突破, XtalFold® 推出了全新 Ultra 模式, 显著增强了该平台在复杂生物大分子建模中的表现。XtalFold® 由晶泰于 2023 年研发成功并不断升级, 已在多种应用场景中均取得了显著结果, 包括抗原设计、表位识别、亲和力成熟、pH 敏感性改造和双抗设计等。在严格的基准测试中, XtalFold® 在整体成功率和难以建模区域 (如抗体-抗原界面) 的质量方面表现出行业领先的性能, 该平台已经成功授权给多家跨国药企使用。

AI 能力持续提升, 多个新型模式上线。2025 年 H1, 公司正式启动分子胶平台的研发工作, 围绕新药开发中的 DMTA (设计-合成-检测-分析) 闭环逻辑, 积极构建贯通各模块的数字化管理流程。目前, 公司的核心分子胶平台团队已组建完成, 并与多位产业界及学术界的关键领袖建立了初步的互动合作; 公司推出了全球领先的多肽蛋白研发平台 PepiX™, 深度融合了生成式 AI 分子设计、自动化合成、万亿级肽库构建与高通量筛选, 通过 “AI 驱动设计-合成验证” 迭代体系, 实现多肽与蛋白药物研发的高效率、高精度和高成功率。目前, PepiX™ 平台已赋能多肽药物早期研发、功能性肽类产品开发及化妆品新功效成分发现等多个领域, 成果显著; 公司在 AAAI (Association for the Advancement of Artificial Intelligence, 国际先进人工智能协会) 大会上展示突破性研究成果 mRNA2vec, 开创 mRNA 智能设计新范式。该技术通过 AI 模型革新 mRNA 疫苗与药物的研发效率, 优化 mRNA 序列设计, 显著提升 mRNA 序列表达水平

和稳定性,解决传统筛选成本高、耗时长等难题。公司基于 mRNA2vec 技术,仅需设计 15 条候选序列,即精准筛选出蛋白表达量大幅提升的高效 5' UTR 载体,将传统研发的试错成本与周期显著压缩。

AI+ 机器人重塑研发范式,构建垂直领域超级人工智能。公司通过 AI+ 机器人的技术,打造了行业独有的高通量实验-高质量数据-高智能模型飞轮体系。公司的机器人实验室平台实现了 7*24 小时不间断运行,持续开展实验,并快速积累海量的高质量数据。这些数据正用于训练各类 AI 模型,广泛应用于包括靶点解析、分子生成、虚拟筛选,合成策略推荐、合成反应结果预测、专利搜索与结构化知识管理等关键研发环节。这一体系正在深刻改变传统的研发方式,推动药物和材料研发范式变革。公司认为,以高质量数据驱动为核心的垂直 AI for Science 超级人工智能将成为一股颠覆性力量。目前,公司的 AI 模型和机器人实验室已在化学领域实现广泛应用,显著扩大了可探索的化学空间,突破了药物分子及新材料分子研发的关键瓶颈,并有效加快交付进程。

盈利预测与投资建议:由于此次商业合作金额超出市场预期,我们上调盈利预测,我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 8.11/12.61/19.64 亿元(前值为 5.52/9.24/15.03 亿元),归母净利润分别为-0.77/1.48/4.52 亿元(前值为-1.95/-1.58/0.63 亿元),当前股价对应 P/S 分别为 50.90/32.75/21.03 倍。公司为 AI for Science 稀缺标的,维持“买入”评级。

风险提示:公司承接订单不及预期,汇率波动风险,现金减少及融资风险,技术研发风险,新药研发进展不及预期风险。

(证券分析师:朱国广 证券分析师:赵骁翔)

国网英大(600517): 2025 年中报点评: 金融板块利润高增,驱动整体业绩提升

投资要点 事件:国网英大发布 2025 年中报。2025 年上半年公司实现营业收入 53.06 亿元,同比+6.4%;归母净利润 11.47 亿元,同比+25.2%;对应 EPS 0.201 元,ROE 5.21%,同比+0.73pct。其中 2025Q2 单季度实现归母净利润 5.43 亿元,同比+8.5%,ROE 为 2.44%,同比+0.03pct。

金融板块:信托及证券业务利润均实现高增。2025H1 国网英大利息收入/手续费及佣金收入分别同比-19.7%、-0.5%至 2.4、16.2 亿元。1)信托业务:2025H1 英大信托实现营业总收入 14.8 亿元,同比下降 3.6%;实现净利润 13.6 亿元,同比增长 24.4%。英大信托 2025H1 营业收入、净利润分别位列行业第 2 名、第 3 名,较 2024 年分别提升 1 名。公司信托总资产规模达到 1.17 万亿元,同比增长 28.3%。2)证券期货业务:2025H1 英大证券实现营业总收入 3.9 亿元,同比下降 3.7%;实现净利润 1.1 亿元,同比增长 36.8%,主要系业务管理费大幅下滑(25H1 英大证券业务及管理费同比-12%至 2.4 亿元)。

实业板块:电力装备业务稳中微增。2025H1 国网英大实现营业收入(主要为电力装备业务收入)34.4 亿元,同比+12.6%。置信电气全力推动科技创新与产业创新深度融合,核心竞争力稳健增强。2025H1 置信电气实现营业收入 34.3 亿元,同比增长 12.5%;净利润 0.65 亿元,同比增长 1.9%。

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 20.71/21.77/22.86 亿元(前值分别为 17.07/18.05/19.05 亿元),对应增速分别为+31.52%/+5.16%/+4.98%。公司当前市值对应 2025-2027 年 PE 估值分别为 16.79/15.97/15.21 倍。国网英大金融业务呈现稳健发展态势,碳资产业务潜能有待释放,电力装备制造业务延续高增长,看好公司长期成长空间,维持“增持”评级。

风险提示:1)信托行业监管趋严;2)碳资产业务发展不及预期。

(证券分析师: 孙婷 研究助理: 罗宇康)

航发动力 (600893): 2025 年中报点评: 军用型号交付节奏调整, 低空经济成新增长点

事件: 公司发布 2025 年中报。公司 2025 年上半年实现营业收入 140.98 亿元, 同比去年-23.99%; 归母净利润 9177.79 万元, 同比去年-84.57%。

投资要点 航空发动机及衍生产品交付不及预期: 2025 年上半年, 中国航发动力实现营业收入约 140.98 亿元, 同比下降 23.99%; 归属于母公司净利润仅 0.92 亿元, 同比大幅下滑 84.57%。业绩显著下滑, 主要系客户需求变化导致产品交付不及预期, 叠加财务费用同比大增所致。从主营构成看, 2025 年上半年航空发动机及衍生产品收入 128.88 亿元; 外贸出口收入 8.68 亿元; 非航空产品及其他收入 3.21 亿元, 占比维持 2% 左右, 整体结构未出现重大偏移, 但规模均随总收入同步收缩。公司解释, 军品订单节奏调整、民品市场爬坡及国际转包项目延迟交付, 共同造成收入端承压。 主要因收入规模缩减及财务费用增加, 盈利能力相对承压: 2025 年上半年, 公司销售毛利率下降至 10.96%, 期间费用率上升至 13.9%, 其中财务费用因带息负债增加而显著抬升, 侵蚀了毛利改善空间。经营活动现金流净流出 91.68 亿元, 仍保持大额负值, 主因存货增加 286.31 亿元、应收项目回收放缓所致。期末合同负债 62.54 亿元, 显示新签军品及民机订单预收款增加; 存货 407.58 亿元, 环比大增, 反映为后续交付而提前备货。2025 年上半年, 公司在技术与市场两端均有突破性进展, 核心竞争力持续增强: AES100 民用涡轴发动机获民航局生产许可证, 并签订首批 6 台销售合同; AEP100 发动机完成 2 台交付, 配套 W5000 大型货运无人机, 抢占低空物流先机。报告期内, 公司新增发明专利 271 件、授权 120 件, 技术护城河进一步加深。资本运作方面, 公司完成 2024 年度现金分红 2.59 亿元, 分红比例 30.06%, 并修订《市值管理规则》, 强化投资者关系管理; 同时通过国拨专项及自筹资金继续推进 XX 发动机研制保障、批产能力建设等重大项目, 在建工程余额增至 24.45 亿元, 为未来产能扩张奠定基础。 盈利预测与投资评级: 公司业绩承压, 我们下调先前的预期, 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 6.26/9.04/9.43 亿元, 前值 8.94/9.78/11.47 亿元, 对应 PE 分别为 169/117/112 倍, 但考虑到公司的航发链长主导地位, 因此维持“买入”评级。 风险提示: 1) 宏观经济发展风险; 2) 生产和运营风险; 3) 国防预算不及预期的风险。

(证券分析师: 苏立赞 证券分析师: 许牧 证券分析师: 高正泰)

北方导航 (600435): 2025 年中报点评: 军品交付节奏加速, 细分领域需求差异明显

事件: 公司发布 2025 年中报。公司 2025 年上半年实现营业收入 17.03 亿元, 同比去年 481.19%; 归母净利润 1.16 亿元, 同比去年 256.59%。

投资要点 制导系列产品因装备建设任务集中交付成为增长主力: 2025 年上半年, 北方导航实现营业收入 17.03 亿元, 同比增长 481.19%, 实现归母净利润 1.16 亿元, 较去年同期扭亏为盈。业绩大幅提升的核心原因是“十四五”末公司本部主要产品集中交付, 军品订单集中释放, 驱动收入规模快速放大。主营结构方面, 公司仍以军品为主, 军品收入 16.93 亿元, 占比超过 99%, 民品收入仅 978.68 万元, 占比较上年同期微升, 但整体比例仍极低。军品中制导控制、导航控制、探测控制、环控、通信及电连接器等系列产品均实现交付放量, 其中制导系列贡献最大增量, 带动营收大幅增长。 毛利率上升主要因规模效应摊薄固定成本: 公司 2025 上半年综合毛利率为

22.29%，较上年同期提升约 2.2 个百分点，主要得益于军品规模效应释放及成本控制见效。费用端，销售费用率由上年同期的 8.89% 降至 1.49%，研发费用率由 37.07% 降至 8.22%，管理费用率由 38.05% 降至 6.74%，整体费用率显著优化。现金流方面，经营活动净流出 6.76 亿元，同比收窄 38.86%，主要因销售回款增加及采购支出减少；合同负债由年初 1.90 亿元降至 1.09 亿元，表明前期预收款逐步确认为收入；存货由 5.38 亿元升至 6.15 亿元，增幅 14.26%，主因订单备货增加，整体库存周转处于合理区间。

2025 年上半年公司聚焦三大突破：一是科技创新，新增 66 个科研项目，25 项完成样机试制，荣获集团科技进步奖 3 项，并引进 8 名博士强化研发梯队；二是数智化转型，建成北京市智能工厂，推动导航云平台及沉浸式装配工艺系统落地；三是深化改革，完成董事会换届及股权激励第三期行权（行权 437 万股）。核心技术方面，“导航控制和弹药信息化技术”体系持续完善，制导控制、无人巡飞等领域保持国内领先。资本运作上，受托管理控股股东导航集团部分业务，年托管费 408.81 万元。

盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，考虑到公司订单饱满，我们上调先前的预期，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.23/2.74/3.04 亿元，前值 1.99/2.53/3.18 亿元，对应 PE 分别为 108/88/79 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）

三角防务（300775）：2025 年中报点评：持续提升核心竞争力，航空锻件领域技术优势明显

事件：公司发布 2025 年中报。公司 2025 年上半年实现营业收入 7.85 亿元，同比去年-24.80%；归母净利润 2.70 亿元，同比去年-17.47%。

投资要点 业绩下滑主要受行业周期性调整及客户需求波动影响，部分订单交付节奏延缓：三角防务 2025 年上半年实现营收 7.85 亿元，同比下降 24.80%；归母净利润 2.70 亿元，同比下滑 17.47%。业绩下滑主要受主营业务收入减少影响，报告未披露具体产品构成变化，但提及扣非净利润同比降幅（17.04%）与归母净利润趋势一致，表明核心业务盈利能力承压。公司未在摘要中列示分产品营收数据，但从整体营收收缩可推测其航空锻件等主营产品需求或阶段性调整，可能与下游客户订单周期或行业景气度波动有关。此外，经营活动现金流净额为-2.62 亿元，较上年同期略改善但仍为负值，反映回款周期延长或预付成本增加等运营压力。

库存去化顺利，财务保持稳健：2025 年上半年，公司销售毛利率由上年同期约 31% 升至 34.5%，主要因高附加值钛合金锻件占比提升及原材料钛锭价格回落带来的成本红利；期间费用率略升 0.8 个百分点至 7.2%，系研发投入加大及股权激励费用摊销所致。经营现金流净流出 2.62 亿元，较上年同期 2.83 亿元有小幅收窄，主因采购预付款减少；合同负债降至 1.10 亿元，较上年末 1.95 亿元下降 43%，预示客户预付款节奏放缓，但存货由 13.50 亿元降至 12.30 亿元，降幅 9%，反映库存去化顺利，未出现积压风险。资产负债率 31.15%，流动比率 3.73，均处安全区间，财务结构保持稳健。

2025 年上半年，公司核心竞争力继续围绕 400MN 液压机及难变形金属精密成形技术展开：但在研的超高强度钛合金整体框锻件已通过主机厂工艺评审，有望随 C919 批产放量成为新增长点；同时，公司完成 2,700,700 股限制性股票回购注销，总股本由 5.50 亿股缩至 5.48 亿股，优化资本结构并提升每股收益。期内无新增并购

或重大资本运作，可转债“三角转债”余额 9.00 亿元继续存续，管理层表示将视市场窗口择机推动转股，以降低财务费用。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，我们下调先前的预期，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.59/5.71/5.96 亿元，前值 5.72/6.96/9.74 亿元，对应 PE 分别为 32/25/24 倍，考虑到公司以四代机、大型运输机模锻件作为核心，深度布局下一代军机、航发锻件，并借助其平台型产品布局横向纵向拓展产品线，未来成长路径清晰，下半年需求有望复苏，因此维持“买入”评级。风险提示：1) 客户集中度较高及主要客户依赖的风险；2) 丧失核心竞争力风险；3) 军品定价方式对公司盈利造成波动的风险。

(证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 证券分析师：高正泰)

威海广泰 (002111): 2025 年中报点评: 聚焦空港装备和应急救援装备两大领域，电动化产品实现换道超车

事件：公司发布 2025 年中报。公司 2025 年上半年实现营业收入 14.25 亿元，同比去年 10.91%；归母净利润 8332.36 万元，同比去年-22.41%。

投资要点 威海广泰 2025 年上半年实现营业收入 14.25 亿元，同比增长 10.91%，但归母净利润同比下滑 22.41%至 0.83 亿元：业绩分化主要受两方面因素驱动：一方面，全球航空业复苏带动空港装备需求，公司全系列电动化产品实现“换道超车”，集装箱货物装载机、飞机牵引车等核心产品营收增长显著；另一方面，消防救援装备因传统消防车市场需求萎缩，通过石油石化项目及预防性维护服务稳定了部分订单。主营构成中，2025 年上半年空港装备以 63.60%的占比贡献主要收入，消防救援装备占比 34.68%，移动医疗装备、无人机等新兴业务占比 1.72%。空港装备增长源于电动化技术突破及国际航线恢复，而消防装备结构调整则体现公司从“单一设备供应商”向“系统解决方案服务商”转型的战略意图。2025 年上半年公司综合毛利率为 24.10%，同比下降 2.74 个百分点，主要因低毛利消防救援装备交付占比提升：费用方面，2025 年上半年销售费用率 3.88%，管理费用率 6.59%，财务费用因融资规模扩大及汇兑收益减少增至 0.21 亿元，费用率上升至 1.46%。截至 2025 年上半年经营活动现金流净流出 2.05 亿元，较上年同期净流出 3.34 亿元有所改善，主要因货款回收情况好转。截至 2025 年上半年合同负债余额 3.10 亿元，较上年末下降 16.30%，反映部分预收货款已确认收入；存货增至 21.24 亿元，同比增加 12.73%，系临港基地建设备货增加及生产规模扩大所致。2025 年上半年，威海广泰持续推进若干提升，聚焦空港装备和应急救援装备两大领域：技术层面，完成 12 项新产品研发，包括无人行李牵引车、电动双料加油设备等，其中 3.5 吨平台车已出口欧洲；建成首条平台车智能化生产线，并规划 10 条新智能产线提升产能。市场方面，与国际航空服务商 SATS 签署三年合作协议，海外新增东南亚及欧洲售后服务站。资本运作上，使用自有资金回购股份 380.30 万股，耗资 0.38 亿元；可转债项目累计投入 4.36 亿元，羊亭基地智能化改造进度达 52.70%。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 1.33/1.61/1.83 亿元，对应 PE 分别为 43/36/31 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)

中航重机 (600765): 2025 年中报点评: 产品配套交付进度延后，营

收因航空订单波动有所下降

事件：公司发布 2025 年中报。公司 2025 年上半年实现营业收入 57.51 亿元，同比去年-4.51%；归母净利润 4.92 亿元，同比去年-32.59%。

投资要点 业务结构优化仍在进行中，未来将通过技术创新和客户拓展稳定基本盘：2025 年上半年，中航重机实现营业收入 57.51 亿元，同比下降 4.51%；归母净利润 4.92 亿元，同比下降 32.59%。业绩下滑主要受产品配套交付节奏及结构调整影响，高毛利产品占比下降，收入规模缩减。分业务看，锻铸板块收入 47.74 亿元，同比降 3.6%，仍占主导；液压环控板块收入 9.82 亿元，同比降 5.9%，系下游需求波动所致；其他板块收入 0.34 亿元，基本持平。产品结构中，传统航空锻件订单放缓，而商用航天、舰船及海外客户新品开始放量，但尚未形成规模弥补缺口。

原材料成本上升及产能利用率不足：2025 年上半年，公司综合毛利率为 29.27%（较上年同期微降），销售费用率 0.86%、管理费用率 6.94%、财务费用率 0.53%，整体费用控制基本稳定。现金流方面，经营活动净流出 6.73 亿元（主要受订单回款周期延长影响），投资活动净流出 3.01 亿元（用于产能升级），筹资活动净流出 0.68 亿元（定向增发募集资金到位后支出增加），期末现金及现金等价物净减少 10.41 亿元。合同负债期末余额 3.28 亿元，同比下降 28.62%，系正常确认收入冲减预收账款所致；存货余额 54.54 亿元，较期初微降 0.42%，原材料及在产品随生产进度有序调整，整体库存压力可控。

2025 上半年，中航重机核心竞争力继续强化：250MN 等温锻压机、1500T 辗环机等旗舰设备满负荷运转，宏远公司钛合金整体框锻件通过装机评审，安大 4T 级高筒、6T 级厚壁超大锻件研制成功，填补国内空白。公司新开发产品 4002 项，同比增长 10%，新签及储备订单均增 9%以上，并首次获得意大利依维柯批量配套。资本运作方面，公司以 2 亿元回购 1194 万股，占总股本 0.76%，并启动挂牌转让卓越锻造 29.99%股权。此外，航空精密模锻、研究院建设等募投项目按计划推进，累计投入超 39 亿元，为后续高端产能释放奠定基础。

盈利预测与投资评级：公司业绩相对承压，考虑到订单波动，我们下调先前的预期，预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 12.37/15.17 亿元，前值 18.89/21.72 亿元，新增 2027 年预期 17.55 亿元，对应 PE 分别为 22/18/15 倍，考虑到公司是国内稀缺的航空锻造龙头，近年来持续产业链一体化并购，逐步完成从航空锻造龙头到平台型航空基础结构件主力军的蜕变，下半年随着订单复苏业绩有望回暖，因此维持“买入”评级。

风险提示：1）产品价格与毛利率变动的风险；2）原材料价格波动的风险；3）产能不稳定的风险。

（证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 证券分析师：高正泰）

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>