

晨会纪要

数据日期: 2025-08-29	上证综指	深证成指	沪深300指数	中小板综指	创业板综指	科创50
收盘指数(点)	3857.92	12696.15	4496.75	13971.29	3734.53	1341.31
涨跌幅度(%)	0.37	0.99	0.73	0.26	0.94	-1.70
成交金额(亿元)	12216.91	15766.05	8311.94	5555.39	7637.79	1111.47

晨会主题

【常规内容】

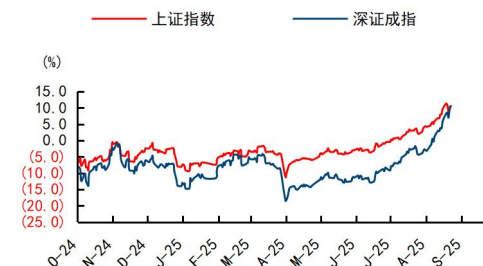
宏观与策略

宏观周报: 宏观经济宏观周报-高频指标走势有所放缓
固定收益投资策略: 2025年9月转债市场研判及“十强转债”组合
固定收益专题研究: 固定收益专题报告-转债强赎—事前判断及事后表现
固定收益快评: 可交换私募债跟踪-私募EB每周跟踪 (20250825-20250829)
固定收益周报: 超长债周报——资金面转松, 超长债继续放量
策略深度: 2025中报深度解析-企稳向上, 路在脚下
策略专题: ESG热点周聚焦(8月第5期)-碳市场建设再迎政策利好
策略快评: 策略解读-时隔半年, 再次看多黄金

行业与公司

商贸零售行业快评: 海外IP潮玩跟踪系列——乐高-产品组合创新推动需求增长双位数, 持续扩张全球产能
海外市场专题: 港股市场速览-市场稍有回撤, 消费者服务业绩显著下修
海外市场专题: 美股市场速览-市场窄幅震荡, 风格与行业差异收敛
港股9月投资策略: 关注2季报板块的业绩分化
2025年石化化工行业9月投资策略: 石化化工行业“反内卷”相关政策措施有望出台
兴业银行(601166.SH) 财报点评: 业绩增速由负转正
苏州银行(002966.SZ) 财报点评: 净息差企稳, 加大异地区域信贷投放
宁波银行(002142.SZ) 财报点评: 业绩增速回升, 资产质量改善
苏农银行(603323.SH) 财报点评: 中期分红落地, 投资收益表现亮眼
成都银行(601838.SH) 财报点评: 规模保持较快扩张, 盈利表现优异
农业银行(601288.SH) 财报点评: 收入利润维持正增长
招商银行(600036.SH) 财报点评: 业绩改善, 客户优势不断深化
邮储银行(601658.SH) 财报点评: 收入利润实现正增长
光大银行(601818.SH) 财报点评: 资产增速回升, 资产质量改善
工商银行(601398.SH) 财报点评: 收入增速转正, 息差降幅收窄
沪农商行(601825.SH) 财报点评: 营收降幅收窄, 利润小幅增长
长沙银行(601577.SH) 财报点评: 短期经营承压, 中长期价值潜力仍在
渝农商行(601077.SH) 财报点评: 规模维持较快扩张, 净息差稳定
浙商银行(601916.SH) 财报点评: 规模保持扩张, 净息差收窄
山东黄金(600547.SH) 财报点评: 二季度黄金量价齐增推升业绩, 增产扩能稳步推进

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数 09月01日

	收盘指数	涨跌幅%
道琼斯	33597.92	0
纳斯达克	10961.46	-0.48
S&P500	3801.78	-0.44
法国CAC40	6000.24	-0.72
德国DAX	14261.19	-0.57
日经225	27574.43	-0.4
恒生	25077.62	0.31

基金指数 09月01日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3265.74	-0.03
股票基金指数	12002.33	1.82
混合基金指数	11223.45	2.00

汇率 09月01日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.16	0.03
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.79	0.02
美元兑日元	147.05	0.07

非流通股解禁 09月01日

名称	解禁数量(万股)	流通股增加%	解禁日期
国信证券	47358.75	100.00	2025-08-14
西南证券	33000.00	100.00	2025-07-22
鹏欣资源	22026.56	100.00	2025-06-12
内蒙一机	412.50	82.58	2025-06-03
华电重工	408.34	100.00	2025-06-02
宁波银行	7581.90	95.06	2025-05-16
新点软件	15651.92	100.00	2025-05-16
华兰股份	3782.78	100.00	2025-04-30

天山铝业(002532.SZ) 财报点评:补链降本,盈利能力稳健

中金黄金(600489.SH) 财报点评:二季度业绩环比大幅提升,重点增量项目稳步推进

中信证券(600030.SH) 财报点评:投资收益高增,经纪资管同步扩张

新华保险(601336.SH) 财报点评:转型兑现,盈利提升

中国太保(601601.SH) 财报点评:保险投资稳健增长,新业务价值持续提升

招商证券(600999.SH) 财报点评:业务全面好转,私募服务生态完善

东方证券(600958.SH) 财报点评:自营与资管弹性凸显

华泰证券(601688.SH) 财报点评:业绩拐点,稳中求胜

中国石油(601857.SH) 财报点评:天然气量价齐升,盈利稳定凸显韧性

桐昆股份(601233.SH) 财报点评:上半年净利同比提升,产业链优势助长期发展

新凤鸣(603225.SH) 财报点评:二季度归母净利同环比提升,涤纶长丝供需改善

中国海外宏洋集团(00081.HK) 海外公司财报点评:销售平稳拿地积极,业绩短期仍然承压

中国海外发展(00688.HK) 海外公司财报点评:毛利率承压,拿地销售保持强度

我爱我家(000560.SZ) 财报点评:住房交易业务收入增加,上半年归母净利润同比+31%

英伟达(NVIDIA)(NVDA.O) 海外公司财报点评:GB系列产品出货、量产积极,网络连接收入显著加速

阿里巴巴-W(09988.HK) 海外公司财报点评:积极投入消费和AI+云两大战略,迈入创业新篇章

山西汾酒(600809.SH) 财报点评:2025H1收入同比+5.4%,2025Q2毛利率略有承压

第一太平(00142.HK) 海外公司财报点评:聚焦东南亚市场,Indofood等核心业务驱动增长

海天味业(603288.SH) 财报点评:上半年收入同比增长7.59%,龙头具备韧性

立高食品(300973.SZ) 财报点评:奶油、酱料产品表现较好,盈利能力改善

酒鬼酒(000799.SZ) 财报点评:2025H1经营延续压力,公司持续优化产品、渠道布局

珠江啤酒(002461.SZ) 财报点评:2025年上半年啤酒业务量价齐升,盈利能力延续改善

泸州老窖(000568.SZ) 财报点评:2025Q2降速释放需求压力,税金率影响净利率表现

古井贡酒(000596.SZ) 财报点评:2025Q2收入同比转降,费效比提升下净利率仍有提升

中烟香港(06055.HK) 财报点评:烟叶类基本盘业务稳健,上半年收入增长19%

大元泵业(603757.SH) 财报点评:主业收入修复,液冷等新业务持续成长

小熊电器(002959.SZ) 财报点评:经营表现加速向上,盈利大幅修复

鸿路钢构(002541.SZ) 财报点评:扣非业绩稳健,后续盈利有望修复

中材国际(600970.SH) 财报点评:经营稳健,境外订单增速较快

中国建筑(601668.SH) 财报点评:地产建筑龙头保持稳健增长,现金流明显改善

老凤祥(600612.SH) 财报点评:金价高位下业绩仍有承压,积极推进渠道

优化及产品转型

安克创新(300866.SZ) 财报点评:上半年业绩实现 30%以上增长,多品类逻辑持续验证

毛戈平(01318.HK) 财报点评:上半年净利润同比增长 36%,盈利提升支撑未来战略扩张

巨子生物(02367.HK) 财报点评:上半年业绩稳定增长 20%,持续推进多品类多渠道战略

焦点科技(002315.SZ) 财报点评:上半年归母净利润增长 26%,贸易服务及 AI 业务持续成长

电投能源(002128.SZ) 财报点评:成本上涨业绩承压,铝业务弹性及新能源成长仍可期

新集能源(601918.SH) 财报点评:煤、电价下行业绩承压,煤电一体成长可期

淮北矿业(600985.SH) 财报点评:煤价下行拖累业绩,煤炭产量增长可期

晋控煤业(601001.SH) 财报点评:二季度产销量修复,整体经营稳健

天娱数科(002354.SZ) 财报点评:2025 上半年收入增长 30%,AI 直播电商业务发展较快

爱尔眼科(300015.SZ) 财报点评:屈光视光引领增长,收入增速稳步回升

康诺亚-B(02162.HK) 财报点评:司普奇拜单抗销售快速增长,后续管线研发顺利推进

康方生物(09926.HK) 财报点评:核心产品销售快速放量,依沃西 3 期临床取得 OS 优效

振德医疗(603301.SH) 财报点评:25Q2 业绩环比改善,海外产能持续爬坡

比音勒芬(002832.SZ) 财报点评:上半年收入增长 9%,线上渠道增长领先

浙江自然(605080.SH) 财报点评:二季度关税扰动影响发货节奏,产品结构变化致毛利率下滑

金开新能(600821.SH) 财报点评:投资收益下降及资产减值影响利润,“绿电+”项目逐步落地

上海电力(600021.SH) 财报点评:燃料成本及财务费用同比下降,25H1 归母净利润同比+43.9%

中闽能源(600163.SH) 财报点评:电量下降及所得税增加影响业绩,海上风电项目建设稳步推进

上海实业控股(00363.HK) 财报点评:房地产板块拖累业绩,中期派息率提升 5.8pct

中国广核(003816.SZ) 财报点评:电价下行致业绩触底,拟注入惠州核电中广核矿业(01164.HK) 财报点评:存货成本记账方式导致上半年业绩承压,长协落地业绩增长可期

达梦数据(688692.SH) 财报点评:上半年收入增速超 48%,国产化需求持续释放

合合信息(688615.SH) 财报点评:C 端付费用户保持高增长,AI 能力不断丰富

北京人力(600861.SH) 财报点评:2025H1 扣非净利润增速转正,外包业务增长稳健

携程集团-S(09961.HK) 财报点评:经营利润增速环比提升,50 亿美元回购计划彰显积极姿态

曹操出行(02643.HK) 海外公司财报点评:城市版图扩大助力份额扩张,报表端减亏初显成效

中国巨石(600176.SH) 财报点评:量价齐增,结构优势持续凸显

康冠科技(001308.SZ) 财报点评:-2Q25 毛利率环比改善,创新类显示产品是公司新的增长引擎

金融工程

金融工程周报:热点追踪周报-由创新高个股看市场投资热点(第 209 期)

金融工程周报:港股投资周报-港股精选组合年内上涨 65.81%,相对恒指超额 40.80%

金融工程周报:主动量化策略周报-双创板块领涨,成长稳健组合年内满仓上涨 55.68%

金融工程周报:多因子选股周报-成长因子表现出色,沪深 300 增强组合年内超额 15.46%

金融工程日报:沪指缩量收涨,锂电池产业链全线爆发

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观周报:宏观经济宏观周报-高频指标走势有所放缓

主要结论：高频指标走势有所放缓。

经济增长方面，本周（8月29日所在周）国信高频宏观扩散指数A由正转负，指数B逆季节性回落。从分项来看，本周投资、消费领域景气有所回落，房地产领域景气基本保持不变。从季节性比较来看，本周指数B标准化后下降0.43，表现弱于历史平均水平，指向国内经济增长动能有所放缓。

基于国信高频宏观扩散指数对资产价格进行预测，显示当前国内利率偏低，上证综合指数偏高，从均值回归的角度看，预计下周（2025年9月5日所在周）十年期国债利率将上行，上证综合指数将下行。

周度价格高频跟踪方面：

（1）本周食品价格上涨，非食品价格下跌。预计8月CPI食品价格环比约为0.5%，非食品价格环比约为零，整体CPI环比约为0.1%，CPI同比回落至-0.3%。

（2）7月上旬国内流通领域生产资料价格定基指数小幅下跌，中旬有所上涨，下旬继续上涨；8月上旬小幅下跌，中旬再次上涨。预计8月PPI环比约为0.4%，PPI同比明显回升至-2.5%。

风险提示：海外市场动荡，存在不确定性。

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

◆ 固定收益投资策略:2025年9月转债市场研判及“十强转债”组合

加速上涨后震荡难免，资金流入下股市轻易不言顶，组合降波建议均衡配置科技+反内卷+红利。

本轮上涨从4月7日汇金坚定加仓宽基ETF护盘开始，到5-6月保险等绝对收益资金在欠配压力下坚定买入红利资产，再到赚钱效应建立后居民财富流入，可以合理推断当前投资者盈利比例高于亏损比例，与2024年10月8日各类资金解套后，多头所面临的极大抛盘力量不同，本轮“慢牛”行情之下筹码分布更加均匀，市场很难急转直下。此外，目前也很难判断边际资金会在哪个时间点或者价位选择停止买入，以及是否会有降温手段（如重启转融通）。目前市场较为关注下月初关键节点，参考历史类似时间节点后股市表现，事件后一周内市场涨跌均有发生过；若左侧降仓且权益继续上涨，那么后续会很难找到买点，徒增交易成本，故确认右侧后再降仓是合理的选择。

转债方面，8月以来大量资金涌入固收+产品，两只转债ETF合计规模扩张超200亿元，各平价区间溢价率达到历史高位，尤其140元以上高价偏股型转债溢价率迅速抬升；目前各平价区间溢价率均已超过95%历史分位数，转债资产赔率已显著下降；绝对收益的角度，从历史市场调整的经验来看，115元低价品种最抗跌；另外可从转股诉求强/正股逻辑强/持有体验好来挖掘震荡期投资者惜售品种，详见报告《转债投资者该如何应对后续市场波动？》；从相对收益的角度，考虑到当前市场轮动速度加快，从组合降波且跟上指数的目标出发，建议从三条思路挖掘机会：

“反内卷”尤其利好转债资产，关注落后产能出清：转债作为再融资工具，龙头公司集中融资扩产后，容易形成行业产能过剩；本轮“反内卷”行动下部分行业龙头联合限产缩减供给，短期内调动下游补库需求，转债公司受益于产品价格回升及出货量增加，中长期来看政策引导落后产能出清，行业竞争格局改善，龙头盈利性增强；相关行业包括炼化、农药、瓶片、烯烃、长丝、硅料、原料药、生猪养殖等；正股成长高波的偏股型转债：近期行情轮动加速，科技内部资金存在此消彼长，而转债收益不对称性的特征天然受益于波动率加大，优选偏股型正股低位品种，对正股的敏感度高且向上空间更大，关注业绩持续上调的算力（PCB、液冷、服务器、租赁等）、受益于大模型迭代的AI应用、招标改善的创新药及器械、选配率提升的智能驾驶汽车、芯片自主可控、人形机器人零部件、固态电池材料等方向；

经济“现实”改善前红利资产配置价值不减：7-8月牛市氛围下，以银行为首的红利资产经历显著调整，

工商银行股息率重回 4% 上方；牛市氛围主要交易经济及物价上行“预期”，然而在经济“现实”改善前，利率仍处于绝对低位，保险等绝对收益机构资产荒压力下，对稳定分红派息的红利资产需求依旧；关注银行、水务、燃气等；

证券分析师： 王艺熹（S0980522100006）、吴越（S0980525080001）、赵婧（S0980513080004）

◆ 固定收益专题研究：固定收益专题报告-转债强赎一事前判断及事后表现

在近日股市连续上涨行情的带动下，中证转债指数也屡创新高，转债市场中触发并公告强赎的个券激增。本文对公告强赎后转债的表现进行梳理，并分析哪些因素可能影响发行人的强赎意愿，为投资者提供借鉴。

转债强赎要经历哪些时间节点？2024Q4 以来触发强赎的个券明显增多，发行人选择提前赎回的比例也相较前期有所提升。在触发强赎条件后，若发行人行使权利，则应及时披露实施赎回公告，赎回条件触发日与赎回日的间隔期限应当不少于 15 个交易日且不超过 30 个交易日。

转债公告强赎后的规律：（1）公告强赎后转债及正股表现：公告强赎当日 T 日及次日，多数转债及正股出现下跌，且 T+1 日正股跌幅扩大；T+2 日以来强赎事件对转债及正股价格的影响趋于平缓。总体来看，公告赎回日至最后交易日内多数转债收跌，且相对指数表现较弱。（2）数据呈现的其他规律：a) 赎回公告 T 日至最后交易日，转债的表现主要取决于正股，而强赎对上涨驱动力强的发行人股价可能不会有明显负面影响，如祥源、高测转债；b) 现有数据暂不支持“转股稀释率越高，正股跌幅越大”的观点；c) 超预期赎回的转债在公告当日及次日往往出现剧烈调整，随着赎回登记日的临近，转债价格和平价会趋于收敛，如天铁、金博转债；d) 公告强赎后，转债及正股的成交通常会放量。e) 多数转债公告强赎后仍存在较好卖出机会，T 日后转债最高价平均超出 T 日收盘价约 15%。

哪些转债选择强赎的概率更高？

由于公告强赎后转债短期往往承压，对可能强赎的个券进行事前甄别可在一定程度减弱相关影响，我们罗列了一些角度以供参考：

（1）影响强赎决策的因素：a) 后续赎回机会的考虑：体现在市场环境和公司两方面，经历长期熊市后发行人赎回意愿提升，剩余期限长/股价超过赎回条件多/对后续业绩有信心公司更倾向不赎回；b) 短期股价诉求：有再融资计划/大股东质押比例高的，更倾向不赎回；此外为了减少正股压力，未转股比例高的转债赎回意愿低，多期转债倾向于赎回前一期、保留后一期，如明电转债/转 02，景 20/景 23；c) 是否在意转债对表观利润影响：转债以同评级同期限信用债利率计提财务费用，低评级公司倾向于尽早赎回，而部分高评级公司甚至选择到期前均不赎回，如福能、洪城、天路等；d) 是否想保留转债广告效应：部分公司发行转债后关注度提升（如润建、威唐、惠城、友发等），若发行人想要保留转债效应，可能会选择不赎回转债。

（2）哪些行为可能体现发行人的赎回意愿？发行人的一些过往经历也可作为判断强赎意愿提供参考，例如：a) 曾有过下修到底经历的转债强赎意愿通常较高，如博汇转债；b) 多次触发赎回的转债，不赎回间隔期缩短或为强赎意愿加强的体现，如合力转债；c) 对多期转债来说，前期转债的处理情况可以为后期提供参考，如东财转债/转 2/转 3，卡倍转债/转 02。

风险提示：数据统计不完全，可转债规则发生变化

证券分析师： 王艺熹（S0980522100006）、吴越（S0980525080001）、赵婧（S0980513080004）

◆ 固定收益快评：可交换私募债跟踪-私募 EB 每周跟踪（20250825-20250829）

我们定期梳理从公开渠道可获得的可交换私募债（私募 EB）项目情况，对私募可交换债项目做基本要素跟踪，私募发行条款发行过程可能有更改，请以最终募集说明书为准，发行进度请与相关主承销商咨询。

本周新增项目信息如下：（部分项目因合规原因未予列示）

1. 广东省能源集团有限公司 2025 年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券项目获交易所通过，拟

发行规模为 15 亿元，正股为粤电力 A/南网能源（000539.SZ/003035.SZ），主承销商为中信证券，交易所更新日期为 2025 年 8 月 27 日；

2. 山西省交通开发投资集团有限公司 2025 年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券项目获交易所受理，拟发行规模为 2 亿元，正股为华翔股份（603112.SH），主承销商为中德证券，交易所更新日期为 2025 年 8 月 29 日；

3. 盈峰集团有限公司 2025 年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券项目获交易所受理，拟发行规模为 15 亿元，正股为盈峰环境/百纳千成（000967.SZ/300291.SZ），主承销商为申港证券，交易所更新日期为 2025 年 8 月 28 日；

风险提示

项目获批进度不及预期，经济增速下滑。

证券分析师： 王艺熹（S0980522100006）、吴越（S0980525080001）、赵婧（S0980513080004）

◆ 固定收益周报:超长债周报——资金面转松，超长债继续放量

超长债复盘：上周债市有所企稳。税期过后资金面好转，但是股市继续放量上涨，股债跷跷板效应依然占主导，超长债小幅反弹。成交方面，上周超长债交投活跃度小幅上升，交投相当活跃。利差方面，上周超长债期限利差缩窄，品种利差走阔。

超长债投资展望：

30 年国债：截至 8 月 29 日，30 年国债和 10 年国债利差为 26BP，处于历史偏低水平。从国内经济数据来看，7 月经济依然面临下行压力。我们测算的 7 月国内 GDP 同比增速约 4.3%，较今年上半年的增速大幅下滑。通胀方面，7 月 CPI 为 0.0%，PPI-3.6%，通缩风险依存。我们认为，短期债市会不断面临预期和现实的博弈，10 年期国债在【1.65%，1.8%】区间震荡。一方面，现实基本面依然偏弱，对债市形成支撑；另一方面，“反内卷”的确是当前政策的重要抓手，投资者通缩担忧有所消散，长期宏观叙事出现变化，预期和情绪对债市产生压制。当前 30 年国债期限利差依然偏低，期限利差保护度有限。

20 年国开债：截至 8 月 29 日，20 年国开债和 20 年国债利差为 4BP，处于历史极低位置。从国内经济数据来看，7 月经济依然面临下行压力。我们测算的 7 月国内 GDP 同比增速约 4.3%，较今年上半年的增速大幅下滑。通胀方面，7 月 CPI 为 0.0%，PPI-3.6%，通缩风险依存。我们认为，短期债市会不断面临预期和现实的博弈，10 年期国债在【1.65%，1.8%】区间震荡。一方面，现实基本面依然偏弱，对债市形成支撑；另一方面，“反内卷”的确是当前政策的重要抓手，投资者通缩担忧有所消散，长期宏观叙事出现变化，预期和情绪对债市产生压制。当前 20 年国开债品种利差依然偏低，品种利差保护度有限。

一级发行：上周超长债发行量大幅下降。和上上周相比，超长债总发行量大幅下降。

成交量：上周超长债交投相当活跃。和上上周相比，上周超长债交投活跃度小幅上升。

收益率：上周债市有所企稳。税期过后资金面好转，但是股市继续放量上涨，股债跷跷板效应依然占主导，超长债小幅反弹。

利差分析：上周超长债期限利差缩窄，绝对水平偏低。上周超长债品种利差走阔，绝对水平偏低。

风险提示：海外市场动荡，全球不确定性上升。

证券分析师： 赵婧（S0980513080004）、季家辉（S0980522010002）

◆ 策略深度:2025 中报深度解析- 企稳向上，路在脚下

整体概览：中报全 A 收入波动不大，利润端仍有韧性。1) “量”端：整体法口径下，中报全 A、全 A 非金融、全 A 两非营收累计同比增速分别为 0.0%、-0.5%、0.5%，金融企业对收入端形成贡献，石油石化(三桶油)扰动明显；2) “价”端，中报全 A、全 A 非金融、全 A 两非业绩同比增速分别为 2.4%、1.0%、2.4%，中位数口径下全 A、全 A 非金融业绩同比增速高于整体法口径；3) 科创板回暖明显，但“增收不增利”现象依旧存在，“权重回暖”对量维度的韧性起到支撑。

风格比较：科创牛背后，也有基本面修复的验证。1) 收入端验证，科创板整体法、中位数口径下的收

入增速边际变化均在 1pct+，且收入正增率高于其他上市板口径及核心宽基当期截面统计口径；2）利润端方面，科创板整体法净利润增速尽管仍为负，但较 1Q25 降速幅度快速收敛，中位数口径下是除中证 500 外唯一增速边际改善的上市板或核心宽基。

一级行业业绩综述：部分行业正增率长尾效应明显，收入端边际改善行业数量小于 Q1，利润端中游景气修复趋势有回摆。1）非银、家电、电子、有色、汽车收入正增率更高，非银较 1Q25 更进一步，数量、市值权重下业绩正增率占比从 70%+ 进一步提升至 80%+；2）营收方面，中位数口径下收入增速在 10%+ 的行业包括有色金属（11.5%）、电子（14.5%）、非银（14.9%），整体法口径下收入增速超过 10% 的行业仅有军工、电子、计算机；3）利润方面，中位数口径下业绩增速超过 20% 的行业仅有非银金融（38.9%），钢铁、农业双位数增长；从边际变化的情况看，中位数口径下改善幅度居前的行业包括美容护理（+10.4pct）、交通运输（+9.3pct）、国防军工（+5.1pct），整体上看，1Q25 中游除汽车外全面改善的趋势在中报季暂缓。

细分赛道业绩综述：上游贵金属景气延续领先，中游汽车各细分行业量端边际改善趋势明显，下游整体分歧较大，TMT 业绩边际改善行业数量大幅下降

1）上游板块：贵金属整体法、中位数口径下 1H25 营收增速均在 25% 以上，较 1Q25 有进一步加速趋势，综合整体法与中位数口径，贵金属、能源金属、非金属材料收入端 1H25 增速边际改善在 5pct+，较 1Q25 边际走弱较多的主要是化工领域的细分行业，如化学原料、农化制品等；业绩方面，19 个细分行业中，仅有 6 个在整体法、中位数口径下均实现了业绩的边际改善（Q1 为 12 个），其中贵金属在加速度视角下的业绩表现仍然亮眼，整体法、中位数较 1Q25 分别提升 13.9、16.7pct，全部二级行业中净利润增速中枢改善在 5pct 以上的还有能源金属和非金属材料。

2）中游材料&制造：风电设备整体法、中位数口径下收入增速均超过 40%，整体法口径边际改善 10pct+，汽车行业除了景气度趋势延续的摩托车外，其余细分行业 1H25 边际改善信号明显；业绩方面，整体法口径增速超过 40% 的行业除航海装备和摩托车以外均为基数效应所致，中位数口径下增速超过 70% 的仅有水泥，航海装备达到 66%+，玻璃、轨交设备在 30%+，承压最为明显、行业内个股业绩增速中枢仍低于 -25% 的包括航天装备、光伏设备和装修建材。

3）可选消费：1H25 可选消费整体呈现明显分化，其中整体法、中位数口径下的收入增速均在 15%+ 的仅有个护用品，整体法收入增速在 10%+ 的还有小家电、包装印刷；专业连锁、一般零售、造纸整体法口径下收入双位数负增长，白电量端收缩相对严重；利润方面，1H25 白电相较 Q1 景气走弱相对严重，厨电、照明设备延续弱势，上述三个行业利润增速中枢均走弱 10+pct；整体法、中位数口径交叉验证下改善达到 10pct 的细分行业仅有酒店餐饮，美容护理各细分行业均实现整体法、中位数口径下的边际改善。

4）必选消费：收入层面，养殖、动保外其余农业细分行业稳步修复，动保、休闲食品 1H25 整体法收入增速在 20%+。利润层面，动保 1H25 继续高双位数增长趋势，整体法、中位数口径下的利润增速分别达到 88.8% 和 38.4%，相较 1Q25 变价改善 55.1pct、19.8pct；综合整体法与中位数口径看，降速明显的行业主要集中在食品饮料和医药的细分赛道中，其中休闲食品 1H25 中位数口径下业绩降速近三成，食品加工、白酒、饮料乳品、医疗器械和医药商业双位数降速。

5）TMT：收入端，电子各细分行业增速相对较高，5 个整体法、中位数口径均有边际改善的二级行业较为均匀地分布在电子、通信、传媒中，其中仅有广告营销整体法、中位数口径下的边际改善幅度都在 4pct 以上；利润端，整体法口径下增速在 100% 以上的行业仅有 IT 服务，业绩增速在 30% 以上的行业还有半导体（32.3%）、元件（46.3%）、光学光电子（84.5%）、游戏（74.9%）和影视院线（77.9%）

6）金融地产：收入&业绩层面看，城农商行均好于国有大行和股份行，非银金融 2025 年中报中位数口径下的收入快速改善主要由证券和保险贡献；证券业全部成分股收入、利润端的增速中位数分别达到 21.6% 和 60.9%；房地产方面，房地产开发业绩端持续承压，万科 1H25 亏损超 119 亿，房地产开发项目结算规模显著下降、计提资产减值导致。

7）支持服务：收入方面中位数、整体法口径下均为单位数增长或降速；中报相对一季报均有边际改善的主要是航空机场，受益于民航出行需求持续改善，部分企业抓住支线旅游、淡季出行的机会，持续提升客座率，进而优化自身业绩。

盈利能力：ROE 仍处磨底过程，上游剔除金融地产口径回升。1）2025 年中报全 A、全 A 两非 ROE 分别为

7.5%、6.28%，较 1Q25 分别下滑 0.1pct、0.04pct，但全 A 剔除上游、金融地产后的 ROE 较 1Q25 上升 0.04pct 来到 6.89%，具体来看，反内卷语境下当前还未看到毛利率、净利率系统性上升，全 A 剔除上游&金融地产后的 ROE 回升主要由权益乘数贡献，利润率和资产周转率仍处于当前平台中枢运行；2) 31 个一级行业中，半数以上行业 ROE 改善，具体分布情况看，上游有色金属、钢铁；中游电力设备、军工、机械设备、建筑材料；下游家电、农业、食品、医药；TMT 电子、传媒、计算机、通信；支持性行业公用、交运。

证券分析师： 陈凯畅（S0980523090002）、王开（S0980521030001）

◆ 策略专题:ESG 热点周聚焦（8 月第 5 期）- 碳市场建设再迎政策利好

海外 ESG 热点事件：技术突破加速、资本转向审慎、政策务实调整。碳中和领域迎来核能、碳捕集与海洋移除技术的规模化突破，亚马逊部署 5GW 小型模块化核反应堆满足 AI 数据中心需求，挪威“北极光”项目实现全球首次工业级二氧化碳海底封存，Planetary 公司与谷歌、Stripe 等签署 3100 万美元海洋碱化碳移除协议；绿色金融领域显现战略性与防御性并存的布局，黑石 16 亿美元收购电气服务商 Shermco 强化能源基础设施，Aegon 推出投资级气候转型债券基金瞄准脱碳企业，但净零银行联盟因核心成员退出暂停活动，暴露全球气候金融治理的协同困境；信息披露规则出现务实调整：新加坡推迟中小企业气候披露要求至 2030 年，Perennial 推出 Verra 认证 AI 土壤碳量化工具降低监测成本。本周凸显 ESG 实践从理想化承诺迈向技术化、本地化与成本收益精细化的新阶段。

国内碳市场建设再迎制度性关键突破。政策层面实现从框架到细则的纵深推进，《全国碳市场建设意见》，不仅设定 2027 年工业全覆盖及 2030 年碳定价国际化目标，更首次确立配额有偿分配、区块链数据监管的操作框架；司法保障同步强化，最高检发布 10 大生态环境典型案例，为生态治理划定法治红线。技术突破多点开花：华能全球首个 5 兆瓦钙钛矿光伏实证基地与 26 兆瓦完全国产海上风电机组突破海外技术垄断；高碳行业脱碳路径成熟，特来电超阶零碳大楼提供可复制技改范式，中国资源循环集团更首创“退役光伏组件再造”技术。资本布局凸显前沿渗透与民生赋能：融通基金央企 ESG 联接基金募资 9.6 亿元创纪录，苏州工业园 5 亿元 ESG 绿色独角兽基金以可转债等工具培育硬科技；社会责任实践直击民生痛点，五粮液体育慈善赋能乡村青少年发展，体现企业价值与社会需求的深度契合。

学术前沿：2025 年 8 月发表于《金融经济研究》的《绿色金融与环境税政策协同对重污染企业绿色技术创新的影响》通过构建三重差分模型（DDD），以 2007-2022 年沪深 A 股上市公司为样本，将企业划分为“双政策覆盖区/非覆盖区”×“重污染/非重污染行业”×“政策实施前后”三组维度，实证检验政策协同对绿色专利申请占比的促进作用。同期发表于《Discover Sustainability》的《Balancing growth and green the impact of economic growth financial development technological innovation and economic complexity on carbon neutrality in P5 Plus 1 nations》，通过构建动态非参数时间变系数面板模型（LLDVE）与参数化增强均值群组模型（AMG）的双重检验框架，分析 1995-2021 年的面板数据，探究四类驱动因素的长期动态效应及其非线性特征。

风险提示：(1) 海外低碳经济发展过程中遇到波折；(2) 全球经济增长和低碳环保间权衡取舍对 ESG 投资节奏的短期扰动；(3) 文中个股或产品仅做统计汇总，不构成投资推荐依据。

证券分析师： 王开（S0980521030001）、陈凯畅（S0980523090002）

◆ 策略快评:策略解读-时隔半年，再次看多黄金

截至 8 月末，沪金收盘价为 791.28 元/克，伦敦金收盘价为 3446.805 美元/盎司。我们时隔半年再度战略看多黄金，主要逻辑来自“全球避险资产不足”到“美联储独立性存疑”的加码，导致美元信用二度折价。全球央行的持续配置作为黄金价格稳定必要条件依然成立，加密货币扩供给对金价冲击并非今年交易主线。

证券分析师： 王开（S0980521030001）

行业与公司

◆ 商贸零售行业快评:海外 IP 潮玩跟踪系列——乐高-产品组合创新推动需求增长双位数,持续扩张全球产能

乐高集团公布 2025 年上半年业绩情况:收入增长 12%达到 346 亿丹麦克朗(约 386 亿人民币),创历史新高,营业利润增长 10%达到 90 亿丹麦克朗(约 100 亿人民币),净利润增长 10%达到 65 亿丹麦克朗(约 73 亿人民币)

国信零售观点:乐高作为经营近百年的全球龙头玩具公司,业绩仍能实现双位数增长主要源于:1)不断产品推新,进一步拓展年龄群和女性群体。2025 上半年共上新 314 款新产品,创下历史纪录,其中与 F1 方程式赛车新合作的产品,把握了大奖赛的品牌宣传机遇和成年消费群体。发起一项名为“*She Built That*”的活动,鼓励女孩们发挥自己的创造力作为拼搭者。2)全球扩张,设立区域配送中心增强供应链灵活性。其中西欧、中东欧、中东及非洲市场尤为突出。3)头部 IP 联名合作,计划 2026 年将推出乐高®神奇宝贝带给消费者。

乐高近年来业绩的持续增长,实际上进一步佐证了产品创新、IP 势能对于潮玩企业发展的重要性。全球市场受益于情绪消费、悦己消费的崛起,潮玩行业仍有较大发展空间,其中兼具文化适配广度、产品创新能力和生态运营深度的企业更易成长壮大。建议关注 IP 潮玩核心龙头泡泡玛特、拼搭 IP 类玩具龙头布鲁可、零售供应链能力优异且 IP 运营属性持续提升的龙头名创优品等。

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

◆ 海外市场专题:港股市场速览-市场稍有回撤,消费者服务业绩显著下修

股价表现:市场稍有回撤,行业分化较大

本周,恒生指数-1.0%,恒生综指-1.2%。风格方面,小盘(恒生小型股+0.1%)>大盘(恒生大型股-1.2%)>中盘(恒生中型股-1.3%)。

概念指数中,表现较强的有:恒生汽车(+0.6%)、恒生互联网(-0.4%);表现较弱的有:恒生生物科技(-3.8%)、恒生高股息(-1.7%)。

国信海外选股策略中,表现较强的是自由现金流 30(-0.1%);表现较弱的是 ROE 策略进攻型(-2.3%)。

13 个行业上涨,17 个行业下跌。涨幅居前的行业有:有色金属(+8.5%)、家电(+4.3%)、计算机(+2.7%)、石油石化(+2.6%)、汽车(+2.2%);跌幅居前的行业有:国防军工(-10.4%)、综合(-4.4%)、轻工制造(-3.9%)、交通运输(-3.3%)、医药(-3.0%)。

估值水平:整体水平略降,科技升、消费降

本周,恒生指数估值(动态预期 12 个月正数市盈率,后同)-0.1%至 11.7x;恒生综指估值-0.8%至 11.9x。

概念指数中,估值上升幅度较大的是恒生科技(+2.3%至 17.3x);估值下降幅度较大的是恒生消费(-3.9%至 16.0x)。

国信海外选股策略中,估值上升幅度较大的是 ROE 策略全天候型(+1.2%至 11.5x);估值下降的是红利贵族 50(-1.8%至 13.8x)。

11 个行业估值上升,18 个行业估值下降。估值上升幅度较大的有:消费者服务(+11.8%)、有色金属(+9.0%)、建材(+4.2%)、家电(+3.5%)、石油石化(+3.1%);估值下降幅度较大的有:钢铁(-42.5%)、建筑(-19.1%)、国防军工(-12.8%)、轻工制造(-8.7%)、食品饮料(-6.0%)。

业绩预期:整体略有下修,消费者服务下修幅度较大

恒生指数 EPS(动态预期 12 个月正数 EPS,后同)-0.6%;恒生综指 EPS +0.1%。

概念指数中,EPS 上修幅度较大的是恒生消费(+3.0%);EPS 下修幅度较大的是恒生互联网(-2.8%)。

国信海外选股策略中,EPS 上修幅度较大的是红利贵族 50(+1.2%);下修幅度较大的是 ROE 策略全天

候型（-1.8%）。

18 个行业 EPS 上修，11 个行业 EPS 下修。上修幅度较大的有：钢铁（+74.2%）、建筑（+21.4%）、食品饮料（+7.3%）、轻工制造（+5.2%）、非银行金融（+3.2%）；下修幅度较大的有：消费者服务（-11.4%）、建材（-2.7%）、医药（-2.3%）、综合金融（-1.9%）、商贸零售（-1.7%）。

风险提示：经济基本面的不确定性，国际政治局势的不确定性，美国财政政策的不确定性，美联储货币政策的不确定性。

证券分析师： 王学恒（S0980514030002）、张熙（S0980522040001）

◆ 海外市场专题：美股市场速览-市场窄幅震荡，风格与行业差异收敛

价格走势：市场窄幅震荡，风格与行业差异收敛

本周，美股持续震荡。标普 500 跌 0.1%，纳斯达克跌 0.2%。

风格方面：小盘价值（罗素 2000 价值+0.3%）>小盘成长（罗素 2000 成长+0.1%）>大盘成长（罗素 1000 成长基本持平）>大盘价值（罗素 1000 价值-0.1%）。

9 个行业上涨，14 个行业下跌，1 个基本持平。涨幅较大的行业有：能源（+2.5%）、银行（+2.2%）、技术硬件与设备（+1.7%）、媒体与娱乐（+0.8%）、电信业务（+0.6%）；下跌幅度较大的行业有：运输（-2.2%）、食品饮料与烟草（-2.2%）、公用事业（-2.1%）、家庭与个人用品（-1.5%）、汽车与汽车零部件（-1.5%）。

资金流向：资金转向传统行业，整体中等幅度流出

本周，标普 500 成分股估算资金流（涨跌额 × 成交量）为-27.1（亿美元，下同），上周为+1.7，近 4 周为+67.0，近 13 周为+111.9。

9 个行业资金流入，15 个行业资金流出。资金流入的行业有：能源（+2.1）、银行（+2.1）、软件与服务（+1.7）、媒体与娱乐（+1.6）、制药生物科技和生命科学（+0.7）；资金流出的行业主要有：半导体产品与设备（-14.7）、食品饮料与烟草（-5.5）、汽车与汽车零部件（-4.0）、零售业（-2.3）、运输（-2.3）。

盈利预测：全行业业绩平稳上行

本周，标普 500 成分股动态未来 12 个月 EPS 预期上调 0.5%，上周上调 0.3%。

23 个行业盈利预期上升，1 个基本持平。上修幅度领先的行业有：半导体产品与设备（+3.1%）、食品与主要用品零售（+0.4%）、运输（+0.4%）、软件与服务（+0.4%）、材料（+0.3%）。

风险提示：经济基本面的不确定性，国际政治局势的不确定性，美国财政政策的不确定性，美联储货币政策的不确定性。

证券分析师： 王学恒（S0980514030002）、张熙（S0980522040001）

◆ 港股 9 月投资策略：关注 2 季报板块的业绩分化

美国：后续降息节奏是关键。鲍威尔在杰克逊霍尔的发言被市场解读成鸽派信号，深究其言论背后，主张的是长期劳动力与通胀的平衡，这比四年前的 FAIT 框架更加关注适应当下情形。9 月将披露 8 月的通胀数据，这是企业在关税基本落地后开始向消费者传递通胀的首月，数据的质量决定了后续降息的节奏。

美联储库克事件还在发酵，虽然后续反诉也需要时间，但这无疑会不断增加市场对美联储的独立性的担忧。鉴于后续的不确定性，我们建议跟踪加密货币的走势，一旦加密货币迟迟不创新高，要考虑流动性对美股影响恶化的可能。

A 股：加速上行中，成交量是关键。A 股加速上行，成交量是关键。我们复盘了过去四次牛市的顶部区域，2.9% 的单日换手率是关键位置。在加速上行的过程中，换手率的不断放大是必要的。当前换手率达到了 2.8%，且温和放大，代表目前市场健康，后续应关注该换手率上行的持续性。

此外，从基钦周期上，我们测算 11-12 月，明年 4 月是两个比较重要的时间窗口。在空间的测算上，我们取过去 10 余年上证指数的+1 倍 PE 标准差作为景气区域的参照。

港股：关注业绩的分化。

由于风险溢价接近历史最低水平，加之恒生指数业绩的下修，港股 8 月份没有延续继续大涨的行情，板块业绩也出现了明显的分化。外卖大战是个不得不考虑的扰动，此外 2 季报后金融、高股息、本地股的业绩下修也值得重视。板块方面，我们推荐：

1、AI 方向：AI 还是未来几年的主旋律，互联网中的 AI 公司，从广告、增值业务、人力成本等多个角度开始看到其积极的变化，以及围绕国产算力产业链的上游同样受益；

2、创新药：我们认为创新药值得继续持有。虽然其上涨空间较大，但创新药依然是业绩上修幅度最大的板块；

3、原材料：“反内卷”依然是贯穿下半年的主线，较多的公司业绩亮眼。且我们判断海外通胀会在 3、4 季度不断上行，该板块依然会持续受益；

4、消费板块中由于业绩开始分化，因此需要甄别。烟草、潮玩、养殖、包装水等细分行业景气度较高。风险提示：地缘政治的不确定性，美国关税政策的不确定性，海外降息幅度的不确定性，部分行业竞争格局的不确定性。

证券分析师：王学恒（S0980514030002）

◆ 2025 年石化化工行业 9 月投资策略：石化化工行业“反内卷”相关政策措施有望出台

石化化工行业 2025 年 9 月投资观点：

现阶段石化化工行业“内卷式”竞争问题突出，低质量、同质化的无序竞争导致企业普遍面临增产不增利困境，全行业营业收入利润率从 2021 年的 8.03%持续降至 2024 年的 4.85%，2025 年上半年仍处低位。这一现象源于企业过度投资、重复建设导致的产品同质化，地方政府盲目招商加剧的产能过剩，以及国际国内经济环境变化引发的竞争加剧等。对此，中央层面已明确提出综合整治要求，行业推进反内卷或将通过加强自律，发挥协会作用，龙头企业带头规范经营；强化创新，突破核心技术实现产品高端化差异化；依据能效、环保等标准淘汰不达标产能等路径等，助力行业摆脱低效竞争，迈向高质量可持续发展。

今年以来，化工行业反内卷政策从制度构建向专项整治逐步深化：1 月，《全国统一大市场建设指引（试行）》出台，通过破除地方保护、统一监管标准等措施，从基础制度层面遏制重复建设和市场分割，为反内卷筑牢框架；6 月，五部委联合发布老旧装置摸底评估通知，针对投产超 20 年的炼油、化肥等领域装置，从安全、环保、能效维度开展评估，推动低效产能退出，直击供给端过剩痛点；7 月政策密集发力，中央财经委员会明确提出依法治理低价无序竞争，引导落后产能有序退出；同期发改委、市场监管总局发布《价格法修正草案（征求意见稿）》，细化低价倾销等不正当价格行为认定标准，为整治恶性竞争提供法律支撑；工信部则在稳增长工作方案中，将淘汰落后产能与产业升级结合，推动石化行业结构调整与供给优化。

原油价格 8 月国际原油期货价格呈震荡态势，布伦特原油结算价从月初 69.7 美元/桶下降至月末 68.1 美元/桶，WTI 原油从 67.3 美元/桶降至 64.2 美元/桶。供应端 OPEC+增产节奏与美国页岩油钻机数下降形成博弈，需求端全球经济复苏疲软压制长期预期，但夏季燃油消费旺季及美国原油库存阶段性下降提供短期支撑。月末美国降息预期升温，提升了对原油需求的预期，原油价格开始反弹。在供需宽松与地缘风险溢价背景下短期油价仍存震荡弹性，考虑到 OPEC+较高的财政平衡油价成本，以及美国页岩油较高的新井成本，我们预计 2025 年布伦特油价中枢在 65-70 美元/桶，WTI 油价中枢在 60-65 美元/桶，需关注地缘局势与 OPEC+政策动向。

宏观及化工产品价格，7 月份制造业 PMI 为 49.3%，比上月下降 0.4 个百分点，生产指数和新订单指数分别为 50.5%和 49.4%，比上月下降 0.5 和 0.8 个百分点，制造业生产活动总体保持扩张，但市场需求有所放缓。2025 年 8 月 29 日，中国化工产品价格指数 CCPI 报 4009 点，较年初 1 月 2 日的 4333 点下降 7.48%，主要化工品出厂价格略有下滑。截至 8 月 29 日，在百川盈孚统计的 281 种石化化工品中，实现

价格同比上涨的品种有 53 种，较 2025 年初实现上涨的有 54 种。

随着化工行业反内卷工作推进，国有企业主动进行产能控制，监管部门对新增落后产能审批控制，行业低效产能有望加速出清，供需结构逐步优化，化工行业或将实现盈利修复。展望 2025 年 9 月，部分化工产品海外需求复苏，内需也有望进一步发力，我们重点推荐中长期供需格局改善以及具有稀缺资源属性的化工品投资方向，重点推荐炼油炼化、乙烯、钾肥、含氟制冷剂及氟化液等领域投资方向。

炼油炼化：据中国化工报，目前全国炼油产能已突破 10 亿吨/年，为全球第一，但产能利用率却已跌至 70%左右，结构性过剩逾 3 亿吨。2025 年 3 月份的调度情况显示，中国独立炼油厂产能利用率降至 58.51%，地方炼厂产能利用率下滑至 59.5%，主营炼厂产能利用率降至 77.4%，我国炼油厂的整体产能利用率降低至 70.3%。从行业效益表现来看，今年上半年中国石化的净利润为 214.83 亿元，同比下降 39.8%，为近十年利润表现的最低位。除炼油能力过剩外，国内曾经长期短缺的大宗石化产品如烯烃和芳烃也已经迎来供给饱和与过剩，2024 年底国内聚烯烃年产能 7800 万吨，产量 6225 万吨，过剩 1000 万吨以上；2024 年底我国 PTA 产能达 8601.5 万吨，产量为 7180 万吨，同样过剩近 1000 万吨。我们认为，产能整体过剩的行业背景，叠加“反内卷”政策信号明确有力的推动，预计炼油炼化行业供给侧将得到有力优化。我们重点推荐【中国石油】。

乙烯：当前全球乙烯行业供给端迎来结构性调整，欧洲受能源成本高企与盈利压力影响持续退出产能，韩国头部石化企业启动产业重组削减石脑油裂解产能，海外产能集中出清推动全球供给收缩预期升温。据卓创资讯，2024 年底我国乙烯产能 5374 万吨/年，产量 3247 万吨，名义产能利用率仅 60.4%，高能耗、高污染、高成本的落后产能未能有效出清，2024 年我国乙烯净进口量达 214.5 万吨，国内乙烯需求缺口持续存在，行业高成本产能开工承压，具备乙烷裂解、煤制烯烃等低成本工艺的龙头企业竞争优势凸显，重点推荐煤制烯烃领军企业【宝丰能源】与乙烷裂解龙头【卫星化学】。

钾肥：重点推荐【亚钾国际】，公司目前拥有老挝甘蒙省 263.3 平方公里钾盐矿权，折纯氯化钾资源总储量约 10 亿吨，2024 年前三季度氯化钾产量 132 万吨、销量 124 万吨。公司 179#矿第二、第三个百万吨正在建设，有望于 2025 年投产，预计公司 2025、2026 年氯化钾产量分别为 280 万吨、400 万吨，前三个百万吨完全满产有望达到 500 万吨产量。

氟化工：制冷剂方面，2024 年起中国三代制冷剂实行配额制，中国的三代制冷剂拥有全球 80%以上的配额，形成了“全球供给侧结构性改革结果（过剩产能一次性去化，供给受配额限制）+全球特许经营权（配额许可）+配额集中度高（全球配额集中在中国、中国配额集中在行业头部企业）”特定商业模式。制冷剂价格脱离周期品定价，呈现超长景气周期价格上涨态势。氟化液方面，随着 AI 技术发展，服务器功率密度大幅提升，传统风冷散热方式已达瓶颈，液冷技术可有效降低数据中心 PUE，其中浸没式及双相冷板式液冷成为未来趋势，带动上游氟化液及制冷剂需求快速增长，建议关注单相/双相&浸没式/冷板式冷却液——氟化液（全氟聚醚、氢氟醚、六氟丙烯低聚体、全氟胺）在液冷领域的应用进展。我们看好看好制冷剂 R32、R134a、R22 品种涨价，也看好氟化液在液冷领域的渗透率提升，重点推荐氟化工行业上市公司【巨化股份】、【东岳集团】、【三美股份】。

本月投资组合：

【亚钾国际】国内稀有钾肥生产企业，产能持续扩张凸显规模优势。

【中国石油】国内综合性能源龙头，天然气产业链优势地位巩固。

【宝丰能源】煤制烯烃龙头，产能不断扩张

【巨化股份】氟化工龙头企业，看好制冷剂景气度和氟化液市场前景。

【新和成】技术与产业协同效用显著的综合性精细化工龙头。

【卫星化学】轻烃一体化龙头，产能持续扩张。

风险提示：原材料价格波动，产品价格波动，下游需求不及预期等。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、薛聪（S0980520120001）、余双雨（S0980523120001）、张歆钰（S0980524080004）、董丙旭（S0980524090002）、王新航（S0980525080002）

◆ 兴业银行(601166.SH) 财报点评:业绩增速由负转正

业绩增速由负转正。2025 年上半年实现营收 1104.6 亿元，同比下降 2.3%，降幅较一季度收窄 1.3 个百

分点；实现归母净利润 431.4 亿元，同比增长 0.2%，增速由负转正，一季度同比下降了 2.2%。

净息差同比降幅略有扩大，拖累净利息收入增速转负。上半年利息净收入同比下降 1.5%，一季度同比增长 1.3%，主要是净息差同比降幅略有扩大。上半年净息差 1.75%，一季度净息差 1.80%，同比分别收窄 11bps 和 7bps，二季度降幅虽略有扩大但在对标同业中表现依然尚可。其中，上半年负债付息率同比下降 40bps，存款付息率同比下降 30bps。

规模小幅扩张，积极优化结构。期末资产总额 10.61 万亿元，较年初增长 1.0%，贷款总额 5.90 万亿元，较年初增长 2.9%，期末贷款净额占总资产比重为 54.4%，较年初提升 1.1 个百分点。

三张名片保持特色。期末绿色贷款余额 1.08 万亿元，较年初增长 15.61%；大投行 FPA 余额 4.68 万亿元，较年初增长 3.31%；科技金融贷款余额 1.11 万亿元，较年初增长 14.73%。公司获批筹建 AIC，进一步强化科技金融优势。

手续费净收入实现正增长，二季度其他非息收入实现了较好增长。上半年手续费净收入同比增长 2.6%，公司大资管大财富取得不错成效，其中，零售财富中收同比增长 13.45%，托管业务中收同比增长 9.98%；期末零售 AUM 达到 5.52 万亿元，较年初增长 8%。上半年其他非息净收入同比下降 7.00%，其中二季度单季同比增长 11.7%，彰显了公司优异的投资交易能力。

资产质量保持稳定。期末不良率 1.08%，与 3 月末持平，较年初提升 1bp；关注率 1.66%，较年初下降 5bps；逾期率 1.53%，较年初下降 6bps，资产质量整体稳定。其中，对公房地产、信用卡新发生不良均同比回落，地方政府融资平台资产质量保持稳定。

拨备计提上，营收负增长情况下公司资产减值损失同比下降了 12.3%。不过贷款信用减值计提同比增长了 10.8%，主要是非信贷资产信用减值损失同比大幅下降。期末拨备覆盖率 229%，较年初下降 9 个百分点。

投资建议：公司基本面稳健，维持 2025-2027 年归母净利润 776/803/846 亿元的预测，对应同比增速为 0.5%/3.5%/5.4%。当前股价对应 2025-2027 年 PE 值为 6.6x/6.3x/6.0x，PB 值为 0.59x/0.55x/0.52x，维持“中性”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期会拖累公司净息差和资产质量。

证券分析师：田维韦（S0980520030002）、王剑（S0980518070002）

◆ 苏州银行(002966.SZ) 财报点评:净息差企稳，加大异地区域信贷投放

营收增速环比提升，归母净利润增速稳健。2025 年上半年实现营业收入 65.04 亿元，同比增长 1.8%，较一季度增速提升 1.0 个百分点；实现归母净利润 31.34 亿元，同比增长 6.2%，较一季度增速下降 0.6 个百分点。

净利息收入增速由负转正，其他非息收入降幅收窄。2025 年上半年净利息收入同比 2.7%，一季度同比下降 0.6%，受益于总资产同比增速提升以及净息差降幅收窄。上半年非息收入同比增长 0.1%，较一季度增速下降了 3.2 个百分点；其中，手续费净收入同比增长 9.0%；其他非息收入同比下降 4%，降幅较一季度增速收窄了 4 个百分点。由于交易金融资产公允价值变动在高基数下出现亏损，公司或兑现了部分 OCI 和 AC 账户浮盈，投资收益实现不错增长，其他综合收益则下降了 27.6%。

积极拓展苏州市以外区域信贷投放，净息差有企稳迹象。期末资产总额 7550 亿元，贷款总额 3508 亿元，较年初分别增长 8.8%和 9.5%。贷款行业分布上，对公贷款和个人贷款较年初分别增长 18.7%和 0.6%，期末对公贷款份额达 75.4%，较年初提升了 2.9 个百分点；区域分布上，上半年新增信贷 301 亿元，其中 82%投向了苏州市以外的区域，期末苏州市以外区域信贷份额达 44.1%，较年初提升了 3.4 个百分点。上半年净息差 1.33%，同比下降 15bps，较一季度仅下降 1bp。其中，上半年贷款收益率 3.57%，存款收益率 1.80%，同比分别下降 41bps 和 31bps。

不良率稳定，拨备覆盖率有所下降。期末不良率 0.83%，较年初持平；上半年公司核销 9.5 亿元，去年同期 4.1 亿元，加回核销后的不良生成率同比提升 25bps 至 0.72%，依然处在低位。期末关注率 0.75%，逾期率 0.99%，较年初分别下降了 12bps 和 5bps，公司资产质量优中向好。

拨备方面，贷款信用减值计提同比下降 23.6%，不过由于非信贷资产拨备还原规模有所下降，因此信用资产减值损失整体同比提升了 14.4%。期末公司拨备覆盖率 438%，较 3 月末下降 9 个百分点，较年初下

降了 46 个百分点。

投资建议：公司区位优势明显，资产质量较为优质，净息差有企稳态势。维持 2025-2027 年归母净利润 54/60/66 亿预测不变，对应同比增速 6.9%/10.0%/10.7%，当前股价对应 PB 为 0.78x/0.72x/0.66x，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济形势走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

证券分析师：田维韦（S0980520030002）、王剑（S0980518070002）

◆ 宁波银行(002142.SZ) 财报点评:业绩增速回升，资产质量改善

营收、利润等业绩增速回升。公司此前已披露快报，数据调整不大。公司 2025 年上半年实现营业收入 372 亿元，同比增长 7.9%，增速较一季度回升 2.3 个百分点；实现归母净利润 148 亿元，同比增长 8.2%，增速较一季度回升 2.4 个百分点。上半年加权平均净资产收益率 13.8%，同比下降 0.9 个百分点。

资产规模稳定增长。2025 年二季度末总资产 3.47 万亿元，同比增长 14.4%，较年初增长 11.0%。其中二季度末贷款总额 1.67 万亿元，较年初增长 13.4%；存款总额 2.08 万亿元，较年初增长 13.1%。上半年新增贷款主要来自对公，零售贷款略有减少；上半年新增存款也主要来自对公，其中对公活期存款较年初增长 30.8%。二季度末核心一级资本充足率 9.65%，资本充足。

净息差下降。公司披露的上半年日均净息差 1.76%，同比降低 11bps，其中受市场利率下行、零售贷款占比下降等因素影响，生息资产收益率同比下降 47bps；负债端受益于存款重定价以及期限结构优化，负债成本降低 33bps。其中二季度单季净息差 1.72%，环比一季度下降 8bps。

手续费净收入和其他非息收入均小幅增长。上半年手续费净收入同比增长 4.0%，主要是得益于代销以及资产管理业务收入增长。AUM 保持稳定增长，二季度末 AUM 达 12550 亿元，较年初增长 11.2%。上半年其他非息收入同比增长 0.5%，受多种波动性因素叠加影响，其中公允价值变动收益减少，FVOCI 处置收益则增长较多。

资产质量改善，拨备计提力度加强。公司二季度末不良率 0.76%，较年初持平；关注率 1.02%，较年初降低 0.01 个百分点，环比一季度末上升 0.02 个百分点，整体平稳；逾期率 0.89%，较年初下降 0.06 个百分点。公司上半年不良生成率 1.00%，同比下降 0.28 个百分点，延续一季度的改善趋势。得益于不良生成回落和拨备计提增加，上半年“贷款损失准备计提/不良生成”回升至 116%。二季度末拨备覆盖率 374%，较年初下降 15 个百分点。整体来看，公司资产质量稳中向好，拨备充足，预计未来业绩增长保持稳定。

投资建议：我们根据中报数据小幅调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润 292/317/341 亿元（上次预测值 292/316/341 亿元），同比增速 7.6%/8.4%/7.7%；摊薄 EPS 为 4.27/4.64/5.01 元；当前股价对应的 PE 为 6.6/6.1/5.6x，PB 为 0.81/0.73/0.66x，公司 2025 年动态股息率估计为 3.4%，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济形势走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

证券分析师：陈俊良（S0980519010001）、王剑（S0980518070002）

◆ 苏农银行(603323.SH) 财报点评:中期分红落地，投资收益表现亮眼

营收保持正增，业绩增速超 5%。公司 2025 年上半年分别实现营收、归母净利润 22.80 亿元、11.78 亿元，分别同比增长 0.21%、5.22%，增速较一季度分别下滑 3.08pct、0.97pct。公司 2025 年上半年年化加权平均 ROE 为 12.64%，同比下降 1.06pct。从业绩增长归因来看，主要是净息差拖累营收增长，不过公司资产增速稳健，非息收入贡献回暖，另拨备反哺利润趋势有所增强。

规模保持扩张，中期分红落地。公司上半年总资产同比增长 2.64%至 2232.49 亿元，规模保持扩张。资产端，上半年贷款（不含应计利息）同比增长 4.17%至 1363.31 亿元。上半年累计新增信贷投放 69.97 亿元，分项来看，对公/个人/票据贷款分别投 48.70/2.19/19.07 亿元，其中对公贷款相比去年同期少增 54.64 亿元，票据则多增 39.30 亿元，个人贷款增量变化及占比均不大。6 月末，公司贷款、存款（均

不含应计利息)分别较年初增长 5.41%、4.70%。6 月末,公司核心一级资本充足率 10.87%,较一季度回升 0.1pct。公司 2025 年中期利润分配方案落地,拟每股分红 0.09 元,对应中期分红率为 15.42%。

净息差持续收窄,负债端有所改善。公司上半年披露的净息差 1.47%,较去年全年下降 18bps,主要受资产收益率下行影响。资产端,上半年贷款收益率同比下降 46bps 至 3.51%。负债端,上半年存款成本率同比下降 23bps 至 1.73%,公司负债成本边际改善。整体来看,净息差持续收窄仍使公司营收有一定承压,上半年利息净收入同比下滑 2.91%至 13.90 亿元。

非利息净收入同比增长,投资收益表现亮眼。公司上半年非利息净收入同比增长 5.52%至 8.90 亿元,其中手续费及佣金净收入同比增长 69.44%至 0.46 亿元,投资收益同比增长 18.21%至 8.32 亿元,表现亮眼。

资产质量保持稳健。公司 6 月末不良贷款率 0.90%,较 3 月末保持稳定;拨备覆盖率 386.88%,较 3 月末下降 33.15pct,但仍保持在较高水平。6 月末关注率 1.29%,较 3 月末提升 0.09pct,略有波动。整体来看,公司资产质量保持稳定。

投资建议:公司基本面整体表现较为稳定,处于优势明显的长三角核心区位,我们维持盈利预测不变,预计公司 2025-2027 年归母净利润为 21.14/22.98/24.92 亿元,对应同比增速为 8.7%/8.7%/8.5%;摊薄 EPS 为 1.15/1.25/1.36 元;当前股价对应的 PE 为 5.1/4.7/4.3x, PB 为 0.54/0.49/0.45x,维持“中性”评级。

风险提示:宏观经济形势走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

证券分析师: 王剑(S0980518070002)、刘睿玲(S0980525040002)

◆ 成都银行(601838.SH) 财报点评:规模保持较快扩张,盈利表现优异

营收增长稳定,盈利表现优异。公司 2025 年上半年分别实现营收、归母净利润 122.70 亿元、66.17 亿元,分别同比增长 5.91%、7.29%,增速较一季度分别提升 2.74pct、1.65pct。公司 2025 年上半年年化加权 ROE15.88%,同比下降 2.16pct,仍居同业前列。从业绩增长归因来看,主要是净息差略微拖累营收增长,不过公司维持了明显高于行业平均水平的资产增速,另拨备反哺利润的趋势减弱。

规模保持较快扩张。公司 2025 年上半年总资产同比增长 14.32%,2025 年 6 月末总资产超过 1.37 万亿元,增速较为稳健。资产端,上半年贷款(不含应计利息)同比增长 17.96%至 8334 亿元,显示当地信贷需求旺盛。上半年累计新增信贷投放 921 亿元,分项来看,对公/个人/票据贷款分别投放 664/206/51 亿元,其中对公贷款相比去年同期少增 102 亿元,个人贷款多增 10 亿元,而票据增量较为显著,相比去年同期多增 192 亿元。6 月末,公司贷款、存款(均不含应计利息)分别较年初增长 12.42%、11.22%。6 月末,公司核心一级资本充足率 8.61%,较年初下滑 0.45pct。

净息差相对稳定,净利息收入增长较好。公司上半年披露的净息差 1.62%,同比下滑 4bps,较 2024 年全年下滑 4bps,略有收窄但边际变化相对稳定。虽然有净息差收窄等因素拖累,在较快的规模扩张速度下,公司上半年净利息收入同比增长 7.59%至 97.66 亿元。此外,非息净收入同比微降 0.16%至 25.04 亿元。其中,手续费及佣金净收入 2.48 亿元,同比下降 45.13%;投资净收益 22.66 亿元,同比增长 13.07%。

资产质量优异,拨备维持高位。公司 6 月末不良贷款率 0.66%,环比保持稳定,仍在较低水平;拨备覆盖率 452.65%,较 3 月末下降 3.35pct,仍保持较高水平。6 月末关注率 0.44%,较 3 月末下降 0.03pct。我们测算的 2025 年上半年不良生成率同比上升 0.04pct 至 0.35%,仍处于较低水平。整体来看,公司资产质量保持优异。

投资建议:公司基本面整体表现较为稳定,处于优势明显的川渝核心区位,我们保持盈利预测不变,预计公司 2025-2027 年归母净利润 140/151/162 亿元,对比同比增速 8.8%/7.6%/7.7%;摊薄 EPS 为 3.29/3.54/3.82 元;当前股价对应的 PE 为 5.6/5.2/4.8x, PB 为 0.85/0.76/0.68,维持“中性”评级。

风险提示:宏观经济形势走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

证券分析师: 王剑(S0980518070002)、刘睿玲(S0980525040002)

◆ 农业银行(601288.SH) 财报点评:收入利润维持正增长

收入利润维持正增长。2025 上半年实现营业收入 3699 亿元，同比增长 0.8%，增速较一季度回升 0.4 个百分点；上半年实现归母净利润 1395 亿元，同比增长 2.7%，增速较一季报回升 0.5 个百分点。上半年年化加权平均 ROE10.2%，同比下降 0.6 个百分点。

资产增速仍然较快。公司二季末总资产同比增长 11.6%至 46.86 万亿元，较年初增长 8.4%。二季度末存款本金较年初增长 5.3%至 31.90 万亿元，贷款总额较年初增长 7.3%至 26.73 万亿元。其中公司类贷款较年初增长 9.2%，个人贷款较年初增长 5.6%。二季度末核心一级资本充足率 11.11%，较年初下降 0.31 个百分点。

净息差持续下降。上半年日均净息差 1.32%，同比降低 13bps，降幅较一季度略有扩大，上半年利息净收入同比下降 2.9%。环比来看，二季度日均净息差 1.30%，较一季度下降 4bps。从细项来看，上半年贷款收益率同比下降 57bps 至 2.97%，生息资产收益率同比下降 42bps 至 2.80%；上半年存款付息率同比下降 28bps 至 1.42%，整体负债成本同比下降 32bps 至 1.60%。

手续费收入止跌回升，债权投资收益增加。上半年手续费净收入同比增长 10.1%，主要是理财和代销基金收入增加。其他非息收入同比增长 23.2%，主要是债权投资带来的投资收益增加。

资产质量压力有所增加，但仍然较为优异。测算的上半年不良生成率 0.55%，同比上升 0.03 个百分点。二季度末不良率 1.28%，较年初下降 0.02 个百分点；关注率 1.39%，较年初下降 0.01 个百分点；逾期率 1.22%，较年初上升 0.04 个百分点。公司二季度末拨备覆盖率 295%，较年初降低 5 个百分点。整体来看，公司资产质量压力有所增加，但仍较为优异。

投资建议：我们根据中报数据小幅调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润 2924/3019/3133 亿元（上次预测值 2952/3074/3241 亿元），同比增速 3.7%/3.2%/3.8%；摊薄 EPS 为 0.78/0.81/0.84 元；当前股价对应的 PE 为 9.0/8.7/8.4x，PB 为 0.88/0.83/0.77x，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济形势走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

证券分析师：王剑（S0980518070002）、陈俊良（S0980519010001）

◆ 招商银行(600036.SH) 财报点评:业绩改善，客户优势不断深化

营收增速降幅收窄，净利润增速由负转正。2025 年上半年实现营收 1700 亿元，同比下降 1.7%，较一季度降幅收窄 1.4 个百分点。归母净利润 749 亿元，同比增长 0.3%，一季度同比下降 2.1%，业绩增速由负转正。年化后 ROAA 和 ROAE 分别为 1.21%和 13.85%，同比分别下降 0.11 个和 1.59 个百分点。

净利息收入小幅正增长，手续费净收入和其他非息收入降幅都有所收窄。上半年净利息收入同比增长 1.6%；手续费净收入和其他非息收入同比分别下降 1.9%和 13%，较一季度降幅分别收窄 0.6 个和 9.3 个百分点。

净息差依然承压，公司积极加强资产负债组合精细化管控。上半年净息差 1.88%，同比下降 12bps，第二季度净息差 1.86%，较一季度下降 5bps。资产端，受上年存量房贷利率下调、LPR 下降、有效信贷需求不足以及市场竞争加剧等影响，上半年生息资产平均收益率 3.14%，同比下降 46bps，公司不断加强低收益资产的流转速度。负债端，受益于存款挂牌利率下降，上半年计息负债成本率 1.35%，同比下降 37bps。不过企业和居民资金活化依然不足，期末活期存款占比为 51.0%，较年初下降 1.2 个百分点，依然给负债管理带来了一定压力，公司持续推动低成本核心存款增长保持负债成本优势。

规模扩张稳健，客群优势依然是公司最重要护城河。期末资产总额 12.66 万亿元，贷款总额 7.12 万亿元，存款总额 9.42 万亿元，较年初分别增长了 4.2%、3.3%和 3.6%。对公贷款和零售贷款分别增长了 7.9%和 0.9%，零售信贷需求依然疲软，同时也与公司积极主动降低风险偏好有关，信用卡余额较年初下降 2.5%。期末贷款余额较 3 月末微降 89 亿元，主要是票据余额压降了 685 亿元，对公贷款和零售贷款均实现了扩张。

期末管理零售 AUM 达 16.03 万亿元，较年初增长 7.4%，零售客户 2.16 亿户，其中金葵花及以上客户 563.2 万户，私人银行客户 18.27 万户，较年初分别增长 2.86%、7.57%和 8.07%，客群结构持续优化。上半年

零售财富管理手续费及佣金收入同比增长 6.00%。

资产质量稳健，拨备覆盖率稳定在高位。期末不良率 0.93%，较 3 月末下降 1bp，较年初下降 2bps，加回核销处置后的不良生成率同比下降 3bps 至 0.78%；其中，对公不良率较年初下降 13bps 至 0.93%，零售贷款不良率较年初提升 7bps 至 1.03%，主要是小微和消费贷不良仍在暴露，信用卡由于处置较早不良率已企稳，按揭不良率较年初下降了 2bps。

受益于不良率下降，拨备计提压力下降。上半年信用减值损失同比下降了 8.56%，其中年化贷款信用成本同比下降 10bps 至 0.68%；期末拨备覆盖率 411%，较 3 月末提升了 0.9 个百分点。

投资建议：维持 2025-2027 年净利润 1508/1581/1691 亿元的预测，对应同比增速为 1.6%/4.9%/7.0%。当前股价对应 2025-2027PB 值为 0.95x/0.87x/0.80x。公司经营稳健，业绩改善，其治理机制、文化体系以及优质客群是其重要的护城河。伴随经济稳步复苏，大零售业务溢价也将逐步显现，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期会拖累公司净息差和资产质量。

证券分析师：田维韦（S0980520030002）、王剑（S0980518070002）

◆ 邮储银行(601658.SH) 财报点评:收入利润实现正增长

收入利润实现正增长。2025 上半年实现营业收入 1794 亿元，同比增长 1.5%，增速较一季度回升 1.6 个百分点；上半年实现归母净利润 492 亿元，同比增长 0.8%，增速较一季报回升 3.4 个百分点。公司收入和净利润扭转了一季度的下降态势。上半年年化加权平均 ROE10.9%，同比下降 0.5 个百分点。

资产规模较快增长。公司二季末总资产同比增长 10.8%至 18.19 万亿元，较年初增长 6.5%。二季度末客户存款较年初增长 5.4%至 16.11 万亿元，贷款总额较年初增长 7.0%至 9.54 万亿元。其中公司贷款较年初增长 14.8%，个人贷款较年初增长 1.8%。二季度完成资本补充，期末核心一级资本充足率 10.52%，较年初提升 0.96 个百分点。

净息差同比下降。上半年日均净息差 1.70%，同比降低 21bps，降幅与一季度持平，上半年利息净收入同比下降 2.7%。环比来看，二季度单季净息差 1.69%，较一季度下降 2bps。从细项来看，上半年贷款收益率同比下降 59bps 至 3.30%，生息资产收益率同比下降 45bps 至 2.95%；上半年存款付息率同比下降 25bps 至 1.23%，整体负债成本同比下降 25bps 至 1.26%。

非息收入增长亮眼。上半年手续费净收入同比增长 11.6%，主要是投资银行和理财业务收入增加。其他非息收入同比增长 25.2%，主要得益于债券投资收益增加。

资产质量压力有所增加。测算的上半年不良生成率 0.55%，同比上升 0.18 个百分点；公司披露的不良生成率 0.93%，同比上升 0.09 个百分点。二季度末不良率 0.92%，较年初上升 0.02 个百分点；关注率 1.21%，较年初上升 0.26 个百分点；逾期率 1.23%，较年初上升 0.04 个百分点。公司二季度末拨备覆盖率 260%，较年初降低 26 个百分点。整体来看，公司资产质量压力有所增加，但不良生成率仍处于较低水平。

投资建议：我们根据中报数据小幅调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润 866/872/883 亿元（上次预测值 836/851/869 亿元），同比增速 0.2%/0.7%/1.2%；摊薄 EPS 为 0.67/0.67/0.68 元；当前股价对应的 PE 为 9.0/9.0/8.9x，PB 为 0.73/0.69/0.66x，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济形势走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

证券分析师：王剑（S0980518070002）、陈俊良（S0980519010001）

◆ 光大银行(601818.SH) 财报点评:资产增速回升，资产质量改善

营收同比下降，净利润小幅正增长。公司 2025 年上半年实现营业收入 659 亿元，同比下降 5.6%；上半年实现归母净利润 246 亿元，同比增长 0.6%。上半年加权平均净资产收益率 9.1%，同比下降 0.4 个百分点。从业绩归因来看，主要是净息差拖累净利润增长，信用减值损失支撑净利润增速。

资产增速有所回升。2025 年二季度末总资产同比增长 6.5%至 7.24 万亿元，资产增速有所回升。与年初相比，总资产较年初增长 4.0%，其中贷款总额较年初增长 3.8%，存款较年初增长 5.4%。公司二季度末

核心一级资本充足率 9.49%，较年初下降 0.33 个百分点。

净息差同比下降。公司披露的上半年日均净息差 1.40%，同比降低 14bps。从细项来看，贷款收益率同比下降 67bps 至 3.69%，生息资产收益率同比下降 52bps 至 3.31%，主要受 LPR 下降以及存量房贷利率下调等因素影响；负债成本有所改善但降幅低于资产端，其中存款付息率同比下降 34bps 至 1.92%，整体负债成本下降 37bps 至 2.00%。

手续费净收入底部企稳，其他非息收入同比下降。公司上半年实现手续费净收入 104 亿元，同比下降 0.9%，与此前两位数降幅相比基本在底部企稳，其中银行卡服务手续费减少，理财和结算清算手续费收入增加。上半年实现其他非息收入 100 亿元，同比下降 10.0%，主要是公允价值变动收益减少。

资产质量改善。公司二季度末不良率 1.25%，较年初持平；关注率 1.80%，较年初下降 0.04 个百分点；逾期率 1.95%，较年初下降 0.07 个百分点。测算的上半年不良生成率 1.18%，同比下降 0.29 个百分点。二季度末拨备覆盖率 172%，较年初降低 9 个百分点。整体来看，公司不良生成率继续下降，资产质量改善。

投资建议：我们根据中报数据小幅调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润 419/422/426 亿元（上次预测值 421/425/427 亿元），同比增速 0.6/0.5/1.0%；摊薄 EPS 为 0.63/0.63/0.64 元；当前股价对应 PE 为 5.8/5.8/5.7x，PB 为 0.42/0.40/0.38x，维持“中性”评级。

风险提示：宏观经济形势走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

证券分析师：王剑（S0980518070002）、陈俊良（S0980519010001）

◆ 工商银行(601398.SH) 财报点评:收入增速转正，息差降幅收窄

收入增速转正，利润降幅收窄。2025 上半年实现营业收入 4271 亿元，同比增长 1.6%，扭转下滑趋势，主要受益于净息差降幅收窄以及债券投资收益增加；上半年实现归母净利润 1681 亿元，同比下降 1.4%，降幅较一季报收窄 2.6 个百分点。上半年年化加权平均 ROE8.8%，同比下降 0.7 个百分点。

资产规模保持较快增长。公司二季末总资产同比增长 11.0%至 52.32 万亿元，较年初增长 7.2%，继续大力支持实体经济。二季度末存款本金较年初增长 5.9%至 39.90 万亿元，贷款总额较年初增长 6.4%至 30.19 万亿元。其中贷款增长主要来自对公业务，对公一般贷款较年初增长 7.7%，零售贷款较年初增长 2.3%。二季度末核心一级资本充足率 13.89%，较年初下降 0.21 个百分点。

净息差持续下降但降幅收窄。上半年日均净息差 1.30%，同比降低 13bps，降幅较一季度收窄 2bps。受益于净息差降幅收窄，上半年利息净收入同比仅下降 0.1%，降幅较一季度收窄 2.8 个百分点。环比来看，二季度日均净息差 1.27%，较一季度下降 6bps。净息差下降主要是因为资产端利率下行幅度相对较小，从细项来看，上半年贷款收益率同比下降 60bps，目前贷款整体收益率仅有 2.92%，生息资产收益率为 2.79%，同比下降 49bps；上半年存款付息率为 1.45%，同比下降 39bps，整体负债成本为 1.63%，同比下降 41bps。

手续费收入企稳，债券投资收益支撑收入增长。上半年手续费净收入同比下降 0.6%，各类手续费收入互有增减，抵消后整体企稳，其中对公理财业务收入增长较多，支付交易业务收入下降较多。其他非息收入同比下降 19.3%，主要是处置 AC 类资产带来的投资收益较多，对上半年收入增长贡献较大。

资产质量压力有所增加，但仍然较为优异。测算的上半年不良生成率 0.51%，同比上升 0.05 个百分点。二季度末不良率 1.33%，较年初下降 0.01 个百分点；关注率 1.91%，较年初下降 0.11 个百分点；逾期率 1.52%，较年初上升 0.09 个百分点。公司二季度末拨备覆盖率 218%，较年初上升 3 个百分点。整体来看，公司资产质量压力有所增加，但仍较为优异，拨备也充足。

投资建议：我们根据中报数据小幅调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润 3608/3658/3841 亿元（上次预测值 3559/3672/3813 亿元），同比增速-1.4%/1.5%/5.0%；摊薄 EPS 为 0.97/0.98/1.04 元；当前股价对应的 PE 为 7.6/7.5/7.1x，PB 为 0.68/0.64/0.60x，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济形势走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

证券分析师：王剑（S0980518070002）、陈俊良（S0980519010001）

◆ 沪农商行(601825.SH) 财报点评:营收降幅收窄, 利润小幅增长

营收降幅收窄, 净利润小幅增长。公司 2025 年上半年实现营业收入 134 亿元, 同比下降 3.4%, 降幅较一季度收窄 4.0 个百分点; 上半年实现归母净利润 70 亿元, 同比增长 0.6%, 增速较一季度略微回升 0.3 个百分点。上半年加权平均净资产收益率 11.1%, 同比下降 0.8 个百分点。从业绩归因来看, 主要是净息差拖累净利润增长。

资产稳定增长。2025 年二季度末总资产同比增长 6.5% 至 1.55 万亿元, 资产增速保持平稳。与年初相比, 总资产较年初增长 4.1%, 其中贷款总额较年初增长 2.5%, 存款本金较年初增长 3.4%。公司二季度末核心一级资本充足率 14.52%, 资本非常充裕。

净息差同比下降。公司披露的上半年日均净息差 1.39%, 同比降低 17bps, 上半年利息净收入同比下降 5.5%。从细项来看, 贷款收益率同比下降 61bps 至 3.32%, 生息资产收益率同比下降 44bps 至 3.04%, 主要受实体有效融资需求偏弱、同业竞争激烈、LPR 下降以及存量房贷利率下调等因素影响; 负债方面, 存款付息率同比下降 26bps 至 1.57%, 整体负债成本下降 29bps 至 1.69%。

手续费净收入降幅收窄, 其他非息收入小幅增长。公司上半年实现手续费净收入 12 亿元, 同比下降 4.1%, 降幅收窄。上半年实现其他非息收入 26 亿元, 同比增长 5.3%, 主要是公司通过动态调整资产配置节奏与结构, 捕捉市场投资交易机会, 投资收益增加。

资产质量稳定, 拨备覆盖率仍处于较高水平。公司二季度末不良率 0.97%, 较年初持平; 关注率 1.77%, 较年初上升 0.49 个百分点; 逾期率 1.42%, 较年初下降 0.03 个百分点。测算的上半年不良生成率 0.51%, 同比下降 0.23 个百分点。二季度末拨备覆盖率 337%, 较年初降低 15 个百分点。整体来看, 公司资产质量比较稳定, 不良生成率处于较低水平, 拨备覆盖率则处于较高水平。

投资建议: 我们根据中报数据小幅调整盈利预测, 预计公司 2025-2027 年归母净利润 124/127/132 亿元 (上次预测值 124/128/132 亿元), 同比增速 0.6/2.7/4.1%; 摊薄 EPS 为 1.28/1.32/1.37 元; 当前股价对应 PE 为 6.8/6.6/6.4x, PB 为 0.64/0.60/0.56x, 维持“中性”评级。

风险提示: 宏观经济形势走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

证券分析师: 王剑(S0980518070002)、陈俊良(S0980519010001)

◆ 长沙银行(601577.SH) 财报点评:短期经营承压, 中长期价值潜力仍在

净利润增速提升, 宣告首次中期分红。2025 年上半年实现营收 132.5 亿元, 同比增长 1.6%, 较一季度增速回落 2.2 个百分点; 实现归母净利润 43.3 亿元, 同比增长 5.1%, 较一季度增速提升 1.2 个百分点。公司中期分红率 18.6%。

净息差降幅较大, 但绝对值依然处在同业较好水平。2025 年上半年净利息收入同比下降 1.7%, 较一季度增速下降 3.5 个百分点。上半年公司净息差 1.87%, 同比下降 25bps。其中, 贷款收益率 4.56%, 同比下降 75bps, 公司存量贷款收益率处在高位, 因此存量到期重投放利率降幅较大; 同时, 高收益零售贷款占比下降也带来冲击。存款收益率 1.61%, 同比下降 27bps, 得益于存款挂牌利率下降以及公司主动调优存款结构。

对公贷款实现高增, 零售端加大消费贷投放。2025 年 6 月末, 资产总额 1.25 万亿元, 贷款总额 0.60 万亿元, 较年初分别增长了 8.8% 和 10.6%。信贷行业上, 半年新增信贷 576 亿元, 其中对公、零售和票据分别新增 585 亿元、25 亿元和 -34 亿元。消费贷新增 57 亿元, 较年初增长 7.5%, 占零售贷款比重为 42%, 较年初提升了 2 个百分点; 按揭和个人经营贷余额微降, 信用卡贷款余额在主动降风险偏好下压降 23 亿元, 较年初下降 12.5%。信贷区域上, 期末长沙市外湖南省区域信贷份额达到 55.0%, 较年初提升了 4.2 个百分点。

县域布局深厚, 县域金融成长空间广阔。2025 年 6 月末, 县域贷款余额达 2292 亿元, 占贷款总额的 38.0%, 上半年新增信贷中 48.3% 投向了县域; 期末县域存款余额 2485 亿元, 占存款总额的比重为 32.7%。

资产质量承压, 积极应对加大处置力度; 拨备覆盖率稳定在约 310%。2025 年 6 月末不良率 1.17%, 与年初持平, 较 3 月末下降 1bp。其中, 个人贷款不良率 2.20%, 较年初提升 33bps; 期末关注率 0.69%, 逾

期率 2.22%，较年初分别提升了 69bps 和 43bps。零售信贷质量承压，公司积极应对，上半年核销处置规模达到 32.6 亿元，同比多增 10.5 亿元。零售信贷不良依然处在持续暴露中但整体可控且在预期中。期末拨备覆盖率 310%，拨备计提充足。

投资建议：考虑到今年 LPR 下降影响，小幅下调 2025-2027 年净利润至 808/851/932 亿元（原预测 811/870/948 亿元）预测，同比增速分别为 3.2%/5.3%/9.6%，对应 2025-2027 年 PB 值为 0.53x/0.48x/0.44x。公司短期经营承压，但中长期将充分受益于稳增长政策发力后的经济复苏；考虑到当前估值处在低位，具备中长期配置价值，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期会拖累公司净息差和资产质量。

证券分析师：田维韦（S0980520030002）、王剑（S0980518070002）

◆ 渝农商行(601077.SH) 财报点评:规模维持较快扩张,净息差稳定

营收利润增长稳健。公司上半年分别实现营收、归母净利润 147.41 亿元、76.99 亿元，分别同比增长 0.46%/4.63%，增速较一季度分别下滑 0.89pct、1.62pct。公司 2025 年上半年年化加权平均 ROE 为 11.94%，同比小幅下降 0.24pct。从业绩增长归因来看，主要是公司资产规模扩张及拨备反哺对业绩贡献较大，另在去年同期高基数上，其他非息收入对营收有一定拖累。

规模维持较快扩张，对公及个人贷款放量明显。公司上半年总资产同比增长 7.96%至 16301.31 亿元，规模维持较快扩张。资产端，上半年贷款（不含应计利息）同比增长 8.26%至 7652.45 亿元。上半年累计新增信贷投放 509.72 亿元，分项来看，对公/个人/票据贷款分别投 582.12/79.18/-151.58 亿元，其中对公及个人贷款放量明显，分别较去年同期多增 333.92 亿元、64.11 亿元，票据规模则大幅回落。结合公司 2023 年上半年、2024 年上半年分别新增信贷投放 410.59 亿元、301.54 亿元，今年上半年新增信贷投放回暖。6 月末，公司贷款、存款（均不含应计利息）分别较年初增长 7.14%、8.84%。6 月末，公司核心一级资本充足率 13.30%，较 3 月末回升 0.14pct。

净息差保持稳定。公司上半年披露的净息差 1.60%，较去年全年微降 1bp，保持稳定。资产端，上半年生息资产平均收益率同比下滑 35bps 至 3.14%，其中贷款收益率同比下降 37bps 至 3.70%。负债端，上半年计息负债平均成本率同比下降 31bps 至 1.64%，其中存款成本率同比下降 27bps 至 1.52%。受益于净息差企稳等因素，公司上半年净利息收入 117.44 亿元，同比增长 5.98%，增速较一季度提升 0.68pct，较去年全年提升 10.23pct。

非息收入边际下滑。公司上半年非利息净收入同比下降 16.56%至 29.97 亿元，其中手续费及佣金净收入同比下降 13.22%至 7.80 亿元，投资收益同比下降 10.22%至 25.01 亿元，在去年同期高基数下保持平稳增长。

资产质量保持稳健。公司 6 月末不良贷款率 1.17%，较 3 月末保持稳定；拨备覆盖率 355.58%，较 3 月末下降 7.79pct。6 月末关注率 1.48%，较去年末提升 0.02pct。6 月末逾期率 1.41%，较去年末提升 0.09pct，略有波动。

投资建议：公司基本面整体表现较为稳定，我们维持盈利预测不变，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 122/130/140 亿元，对应同比增速为 6.1%/6.7%/7.2%；摊薄 EPS 为 1.06/1.13/1.21 元；当前股价对应的 PE 为 5.7/5.4/5.0x，PB 为 0.51/0.48/0.45x，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济形势走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

证券分析师：王剑（S0980518070002）、刘睿玲（S0980525040002）

◆ 浙商银行(601916.SH) 财报点评:规模保持扩张,净息差收窄

营收增速环比回升。公司上半年分别实现营收、归母净利润 332.48 亿元、76.67 亿元，分别同比下降 5.76%/4.15%，增速较一季度分别回升 1.31pct、下滑 4.76pct。公司上半年年化加权平均 ROE 为 8.68%，同比下降 0.97pct。从业绩增长归因来看，主要是净息差拖累营收增长，不过公司资产增速稳健，另拨备反哺利润趋势有所增强。

规模保持扩张，信贷主要由对公驱动。公司上半年总资产同比增长 3.08%至 3.35 万亿元，资产增速较一季度回落 5.82pct。资产端，上半年贷款（不含应计利息）同比增长 4.20%至 1.88 万亿元。上半年累计新增信贷投放 304.06 亿元，分项来看，对公/个人/票据贷款分别投 436.17/-125.90/6.03 亿元，结构上主要由对公拉动。结合公司 2023 年上半年、2024 年上半年分别新增信贷投放 1269.41 亿元、954.19 亿元，今年上半年新增信贷投放规模有所回落。6 月末，公司贷款、存款（均不含应计利息）分别较年初增长 1.68%、7.46%。6 月末，公司核心一级资本充足率 8.39%，较一季度回升 0.01pct。

净息差收窄。公司上半年披露的净息差 1.69%，较一季度下降 7bps，较去年全年微降 2bps。资产端，上半年生息资产平均收益率同比下滑 47bps 至 3.47%，其中贷款收益率同比下降 60bps 至 4.02%。负债端，上半年计息负债平均成本率同比下降 38bps 至 1.95%，其中存款成本率同比下降 31bps 至 1.88%。受制于净息差收窄等因素，公司上半年利息净收入 230.46 亿元，同比下滑 2.52%，增速较一季度下滑 3.90pct。

非息收入同比下降。公司上半年非利息净收入同比下降 12.33%至 102.02 亿元。其中，手续费及佣金净收入同比下降 17.64%至 22.93 亿元；投资收益同比增长 16.51%至 65.13 亿元，呈现回稳趋势。

资产质量稳定。公司 6 月末不良贷款率 1.36%，较 3 月末下滑 0.02pct；拨备覆盖率 169.78%，较 3 月末下降 1.43pct。6 月末关注率 2.50%，较去年末提升 0.10pct；逾期率 2.12%，较去年末提升 0.31pct，前瞻性指标有所波动。

投资建议：公司整体基本面表现稳定，由于规模增速下滑及息差边际收窄等因素，我们略微下调公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 155/160/170 亿元，对应同比增速为 2.3%/3.3%/6.4%；摊薄 EPS 为 0.55/0.57/0.61 元；当前股价对应的 PE 为 5.6/5.4/5.1x，PB 为 0.46/0.43/0.40x，维持“中性”评级。

风险提示：宏观经济形势走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

证券分析师：王剑（S0980518070002）、刘睿玲（S0980525040002）

◆ 山东黄金(600547.SH) 财报点评:二季度黄金量价齐增推升业绩，增产扩能稳步推进

公司发布半年报：上半年实现营收 567.66 亿元，同比+24.01%；实现归母净利润 28.08 亿元，同比+102.98%。公司于 25Q2 实现营收 308.30 亿元，同比+14.97%，环比+18.87%；实现归母净利润 17.82 亿元，同比+160.68%，环比+73.64%。公司 25Q2 业绩环比明显提升，主要得益于沪金价格的持续上行，沪金 25Q1/Q2 均值分别为 672/773 元/克，Q2 环增约 15%。

矿产金产量稳中有升：今年上半年，公司矿产金产量为 24.71 吨，同比+0.77%，25Q1/Q2 产量分别为 11.87/12.84 吨，Q2 环比+8.17%；矿产金销量为 23.60 吨，25Q1/Q2 销量分别为 10.99/12.61 吨，Q2 环比+14.74%。今年上半年，公司采掘总量同比+29.36%、选矿处理量同比+23.36%。公司 2025 年的生产经营计划是：黄金产量不低于 50 吨。

黄金产量远期有望持续提升：公司黄金资源储量丰富，有众多项目同步扩产。今年上半年，三山岛金矿副井工程施工至-1900 米标高、刷新国内深井记录；焦家金矿资源整合项目设计的 5 条主控性竖井工程中，已有 4 条顺利掘砌到底，正在有序推进配套装卸、排水配电、运输平巷等工程的施工，全力保障施工进度；新城金矿资源整合项目 4 条主要竖井工程均已掘砌到底，正在进行井下排水配电系统、粉矿回收系统建设，同步推进回风石门巷道、主要运输巷道掘砌施工。公司将加快世界级黄金资源产业基地的建设，未来随着扩能改造项目投产达产，公司黄金产量有望持续提升。

利润分配方面：拟每 10 股派发现金红利累计人民币 1.80 元(含税)，总计约 8.05 亿元，约占 2025 年半年度合并报表扣除永续债利息后归属于上市公司普通股股东净利润 31.45%，分红比例相对较高。

风险提示：项目建设进度不及预期；黄金价格大幅回调；安全和环保风险。

投资建议：维持“优于大市”评级。

上调公司的盈利预测。预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 1094/1158/1219(原预测 891/931/983)亿元，同比增速 32.5%/5.9%/5.2%；归母净利润分别为 69.59/82.08/92.85(原预测 57.44/66.45/78.41)亿元，同比增速 135.8%/17.9%/13.1%；摊薄 EPS 分别为 1.56/1.83/2.08 元，当前股价对应 PE 分别为 21/18/16X。公司是行业龙头企业，聚焦黄金主业，多项扩能改造工程有序推进，未来几年黄金产量有

望大幅提升，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、杨耀洪（S0980520040005）

◆ 天山铝业(002532.SZ) 财报点评:补链降本，盈利能力稳健

2025H1 归母净利润同比增长 0.5%。2025H1 归母净利润 20.8 亿元，同比增长 0.5%；经营性净现金流 32.8 亿元，同比增 47.1%；2025Q2 归母净利润 10.26 亿元（同比-24.2%，环比-3.0%）。上半年受高价铝土矿库存影响，公司氧化铝成本抬升，影响了二季度业绩，随着高价铝土矿库存大部分已消化，公司氧化铝成本有望下降。

截至 2025 年 6 月末，公司带息债务 142 亿元，比年初下降 10 亿元；资产负债率从 52.7%降至 49.5%。2025H1 财务费用 2.5 亿元，同比减少了 1.2 亿元，未来有望进一步下降。

主要产品产量：2025H1 电解铝产量 58.54 万吨，氧化铝产量 120 吨，均处于正常生产状态。公司在新疆新建 24 万吨电解铝，已启动建设，工期 10 个月，预计今年年底到明年年初投产，达产后公司电解铝产量将达到 140 万吨。

用电成本下降：今年上半年煤炭价格下跌，疆煤价格也有所回落。公司用电结构当中 90%来自燃煤自备电厂自发电，发电成本下降；另有 10%外购网电，由于签署了新的供电协议，外购电价格也下降。参考同花顺数据，今年上半年乌鲁木齐某热值长焰煤价格 370 元/吨，比去年下降 50 元/吨，以此测算自发电成本下降 0.02-0.03 元/度。

资源端继续发力。公司已获得广西孟麻街-南坡铝土矿采矿权证，即将进入开采阶段。该矿累计查明（保有）铝土矿净矿石资源量 965.28 万吨，年开采规模 100 万吨，有望年内投产。国外资源方面，收购的几内亚铝土矿公司年产 500-600 万吨，已进入全链条运营阶段，铝土矿陆续发运回国。随着自有铝土矿放量，公司氧化铝成本将进一步下降。

风险提示：铝价下跌风险，海外项目进度不及预期风险。

投资建议：维持“优于大市”评级

假设 2025-2027 年铝现货价格为 20500 元/吨，氧化铝价格为 3300 元/吨，预焙阳极价格 5000 元/吨，预计 2025-2027 年归母净利润 48.11/60.06/64.44 亿元，同比增速 8.0/24.8/7.3%；摊薄 EPS 分别为 1.03/1.29/1.39 元，当前股价对应 PE 分别为 9.8/7.8/7.3x。公司全产业链一体化配套，抵御原材料价格波动风险，将受益于行业高景气周期，同时启动闲置电解铝产能指标建设，并进一步加强铝土矿资源保障能力，维持“优于大市”评级。

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

◆ 中金黄金(600489.SH) 财报点评:二季度业绩环比大幅提升，重点增量项目稳步推进

公司发布半年报：上半年实现营收 350.67 亿元，同比+22.90%；实现归母净利润 26.95 亿元，同比+54.64%。公司 25Q2 实现营收 202.08 亿元，同比+31.49%，环比+36.00%；实现归母净利润 16.56 亿元，同比+72.57%，环比+59.50%。Q2 业绩环比明显提升，主要得益于沪金价格的持续上行，沪金 25Q1/Q2 均值分别为 672/773 元/克，Q2 环增约 15%。

核心产品产销量数据：1) 矿产金 25H1 生产 9.13 吨，同比+2.35%，完成全年产量指引的 50.25%，Q1/Q2 分别生产 4.51/4.62 吨，Q2 环比+2.44%；25H1 销售 8.87 吨，同比+5.97%，Q1/Q2 分别销售 4.25/4.62 吨，Q2 环比+8.71%。2) 矿山铜 25H1 生产 3.81 万吨，同比-8.63%，完成全年产量指引的 47.98%，Q1/Q2 分别生产 1.89/1.92 万吨，Q2 环比+1.59%；25H1 销售 4 万吨，同比-7.62%，Q1/Q2 分别销售 2.01/1.99 万吨，Q2 环比-1%。

重点增量项目稳步推进：1) 纱岭金矿建设项目有序推进，增长潜力大。纱岭金矿处于胶东地区主要成矿带焦家断裂带，金资源储量丰富。纱岭金矿建设项目作为集团公司“十四五”重点项目之一，项目设计年产能 10 吨，项目建成后公司黄金产量将大幅提升。预计纱岭金矿项目有望于 2026 年上半年建成投产。2) 集团资产拟进一步注入，将有效提升公司矿产金产量。公司于今年 5 月公告，拟收购集团公司持有的

内蒙古金陶 49.33625%股权、河北大白阳 80%股权、辽宁天利 70%股权和辽宁金凤 70%股权。内蒙古金陶、河北大白阳和辽宁金凤于 2024 年产金约 1.9 吨。预计集团四家企业的注入或有望于今年年内完成。

风险提示：项目建设进度不及预期；金、铜、钼价格大幅下跌；安全和环保风险。

投资建议：维持“优于大市”评级。

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 765/837/847(原预测 778/792/807)亿元，同比增速 16.7%/9.4%/1.1%；归母净利润分别为 48.14/62.96/66.02(原预测 45.95/50.35/55.11)亿元，同比增速 42.2%/30.8%/4.9%；摊薄 EPS 分别为 0.99/1.30/1.36 元，当前股价对应 PE 为 16.1/12.3/11.7X。考虑到公司经营稳健，通过收购集团资产形成金、铜、钼以及冶炼多元发展的业务格局。未来随着优质资产注入及现有资源挖潜，公司矿产金产量有望稳步提升，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、杨耀洪（S0980520040005）

◆ 中信证券(600030.SH) 财报点评:投资收益高增，经纪资管同步扩张

公司发布 2025 年中报。上半年实现营收 330.39 亿元，同比+20.44%；归母净利润 137.19 亿元，同比+29.80%；加权平均 ROE 4.91%，同比+0.95pct。分条线看，H1 营收同比增速：经纪+31.2%、投行+20.9%、资管+10.8%、利息-80.1%、投资+62.4%，H1 营收占比：经纪 19.4%、投行 6.4%、资管 16.5%、利息 0.7%、投资 58.9%。投资收益高增，以及市场活跃度提升下经纪业务扩张是推动业绩增长的主要原因。此外，投行业务复苏亦对业绩增长亦有助力。

自营投资：金融资产投资同比增长，投资收益率提升。截至 2025H1 末，公司金融投资资产规模 8,826 亿元，同比+14.1%。其中 FVTPL 资产 7,405 亿元，同比+16.2%；FVOCI 权益工具投资 852.3 亿元，同比+27.2%；FVOCI 债权工具投资 569.2 亿元，同比-18.3%。H1 年化投资收益率 4.22%，同比+0.95pct。期末杠杆率 4.74x，同比有所提升。除金融投资资产以外，融出资金、买入返售金融资产等资产科目也同比小幅增长。公司自 2024 年以来持续加大权益投资，股票市场向好背景下投资收益率提升，使投资收益成为增长主力。

投行业务：关注股承市场改善趋势和境外业务拓展。2025 年以来，A 股 IPO 承销规模未再出现大幅下降，已有企稳趋势，再融资承销规模大幅增长。其中 IPO 承销 67 家，承销金额 656.1 亿元，基本持平于 2024 年全年。再融资承销 130 家，承销金额 7,864 亿元，接近 2024 年全年的 3 倍。2024 年初至今，中信证券 IPO 承销 173.0 亿元、居行业第 2，再融资承销 1,956.2 亿元、居行业第 1。港股 IPO 方面，今年以来港交所 IPO 融资额重回全球第一，中信等中资券商斩获多个投行项目。境内 IPO 及再融资市场改善和境外股承发力，公司投行业务经营压力或将有所减轻。

财富管理及资产管理：市场复苏叠加战略推进，财富管理及资产管理规模扩张。2024 年 Q4 以来，A 股市场交投情绪显著恢复，同时公司加强精细化运营，2025H1 末财富管理客户超 1,650 万户，托管客户 AUM 突破 12 万亿元。资产管理方面，截至 2025H1 末，中信资管 AUM15,562 亿元，同比小幅增长；截至 2025H1 末，华夏基金管理非货币 AUM 合计 13,251 亿元、居行业第 2，华夏基金 2025H1 净利润 11.23 亿元，同比+5.7%。

风险提示：政策风险，资本市场波动，汇率波动，经济增速不及预期等。

投资建议：基于公司中报数据及资本市场的表现，我们上调了公司经纪业务增速、投资收益率等关键假设，并基于此将 2025-27 年归母净利润上调 13.6%、18.3%、18.6%。公司作为龙头券商，资本实力强劲、业务条线全面、综合实力强劲、ROE 水平行业持续领先，我们对公司维持“优于大市”评级。

证券分析师： 孔祥（S0980523060004）、王德坤（S0980524070008）

◆ 新华保险(601336.SH) 财报点评:转型兑现，盈利提升

业务价值及投资收益双升，公司利润大幅增长。公司 2025 年上半年实现原保险保费收入 1,212.62 亿元，同比增长 22.7%；实现新业务价值 61.82 亿元，同比增长 58.4%。截至年中，公司实现归母净利润 147.99 亿元，同比增长 33.53%。渠道转型成果持续释放，叠加投资管理能力的持续优化，带动公司上半年盈利

能力的进一步增强。

个险与银保渠道双轮驱动，新单保费实现大幅增长。公司个险与银保渠道表现亮眼，保费收入同比增速分别为 5.5% 及 65.1%。上半年，个险渠道新单保费贡献显著，长期险首年保费达 145.06 亿元，同比增长 70.8%，其中期交保费 142.48 亿元，同比增长 72.5%。此外，队伍结构优化，人均产能持续提升。公司月均合格人力 2.5 万人，合格率 18.6%；月均绩优人力 1.79 万人，绩优率 13.3%；月均人均综合产能达 1.67 万元，同比增长 74%。银保渠道新单保费增长快速，上半年实现长期险首年保费 249.39 亿元，同比增长 150.3%，其中期交保费 111.04 亿元，同比增长 55.4%。银保渠道不断深化重点银行合作、优化网点运营及强化销售能力，实现举绩网点数量与网均产能双升。

产品端推进长期化及结构化转型，NBV 同比提升 58.4%。2025 年上半年，公司持续提升长期险占比，期缴产品成为主力，其中长期险首年期交保费 255.28 亿元，同比增长 64.9%。此外，公司进一步加大浮动收益型分红险产品占比，分红型保险保费收入 182.69 亿元，同比增长 24.9%。同时，公司进一步加大健康险及年金险产品创新，提升价值型产品占比。截至 6 月末，公司健康险业务保持稳定，健康险保费收入 282.46 亿元，占总保费 23.3%，其中短期险保费 2,335 亿元，同比增长 12.1%。

投资收益与利息收入双轮驱动，年化总投资收益率达 5.9%。公司坚持动态调整各类资产配置及交易机会，在市场低位时把握股票、债券等结构性机遇，上半年公司投资收益达 18,763 百万元，同比增长 33.7%；利息收入 16,213 百万元，同比增长 5.3%。截至年中，公司高股息 OCI 类权益工具投资由年初的 306.40 亿元增长至 374.66 亿元，增长 68.26 亿元。

投资建议：公司持续推进负债端产品及渠道转型，转型成果持续兑现。此外，公司相对较高的权益配置规模铸就更好的资产收益弹性。我们维持公司 2025 年至 2027 年盈利预测，预计公司 EPS 为 8.28/8.93/9.02 元/股，当前股价对应 P/EV 为 0.71/0.65/0.60x，维持“优于大市”评级。

风险提示：保费增速不及预期；长端利率下行；资产收益下行等。

证券分析师： 孔祥（S0980523060004）、王京灵（S0980525070007）

◆ 中国太保(601601.SH) 财报点评: 保险投资稳健增长，新业务价值持续提升

2025 年上半年，公司归母净利润同比增长 10.95%。受益于渠道质态的持续提升及投资收益的改善，公司上半年实现总营业收入 2,004.96 亿元，同比增长 3.01%；利润总额达到 322.59 亿元，同比增长 9.74%；实现归母净利润 278.85 亿元，同比增长 10.95%。公司着力构建“保险+康养”融合生态，叠加智能化服务提升运营效率与风控能力。

太保寿险新业务价值大幅增长，代理人渠道质效双升。2025 年上半年，太保寿险新业务价值达 9,544 亿元，同比增长 32.3%，新业务价值率提升至 15.0%。新保期缴规模保费同比增长 1380.7%，主要得益于分红险产品的热销。同时，太保寿险月均保险营销员达 18.3 万人，同比增长 19.8%，核心人力月人均首年规模保费为 72,870 元，同比增长 12.7%，展现出强大的渠道拓展能力。银保渠道方面，公司持续加强与国有行合作，推进网点深耕。上半年，银保渠道实现规模保费 416.60 亿元，同比高增 82.6%。其中，新保期交规模保费为 88.40 亿元，同比增长 58.6%。

财险保费增速稳健，COR 同比优化。2025 年上半年，太保产险保持稳健增速，承保利润及业务质态持续优化。截至 6 月末，太保产险实现保险服务收入 968.31 亿元，同比增长 4.0%。其中，机动车辆险收入 539.31 亿元，同比增长 3.0%；家庭自用车业务占比同比提升 1.4pt，业务质态持续改善。公司非机动车辆险收入 429.00 亿元，同比增长 5.4%。其中，企财险、农业险同比增长 11.9% 及 4.7%。公司上半年实现承保综合成本率 96.3%，同比优化 0.8 个百分点；赔付率与费用率双降，承保利润达 35.5 亿元，同比增长 30.9%。

加大债券及股票直投规模，上半年实现总投资收益率 2.3%。2025 年上半年，权益及债券市场出现一定波动，公司灵活调整配置策略，加大长久期固收类资产配置，同时强化权益类资产主动管理，把握高股息等资产配置机会。公司股票及债券配置占比分别为 9.7% 及 62.5%，同比提升 0.4pt 及 2.4pt。截至 6 月末，公司总投资收益率及综合投资收益率分别为 2.3% 及 2.4%，同比下降 0.4pt，0.6pt，主要受当期以公允价值计量且其变动计入损益的固收资产公允价值变动影响。

投资建议：2025 年，公司转型战略稳步推进，经营成果稳健。我们维持公司 2025 年至 2027 年盈利预测，预计 2025 至 2027 年公司 EPS 为 4.77/4.90/ 5.08 元/股，当前股价对应 P/EV 为 0.59/0.51/0.45x，维持“优于大市”评级。

风险提示：保费不及预期；自然灾害导致 COR 上升；资产收益下行等。

证券分析师： 孔祥（S0980523060004）、王京灵（S0980525070007）

◆ 招商证券(600999.SH) 财报点评:业务全面好转，私募服务生态完善

招商证券发布 2025 年半年报。2025 年上半年公司实现营业收入 105.2 亿元，同比提升 9.64%；实现归母净利润 51.86 亿元，同比提升 9.23%；ROE 为 4.18%，同比增加 0.1pct；EPS 为 0.56 元/股，同比提升 9.8%。公司业绩上涨主要因政策落地提振市场信心，市场行情上行，交投活跃度持续增强，融资利息收入增加等因素影响，经纪、投行与信用业务收入成为业绩增长的关键因素。

资本市场活跃度增强，经纪业务表现亮眼。2025 年上半年，公司实现经纪业务手续费净收入 37.33 亿元，同比提升 44.86%，主要因市场股基交易活跃度增强，公司代理买卖证券业务手续费净收入同比增长。公司期末货币资金 1,296.11 亿元，同比增长 39.47%，客户资金持续增加。财富管理方面，2025 年上半年，托管客户资产 4.56 万亿元，较 2024 年末增长 6.79%；“e 招投”基金投顾保有规模 47.19 亿元。机构业务方面，托管外包规模达 3.52 万亿元，较 2024 年末下降 6.81%；私募基金产品托管数量市场份额达 21.52%，连续十二年排名第一。

股债承销规模增长，提升投行业务收入。2025 年上半年，市场债券融资规模较去年同期增长，股权融资总规模同比明显提升。公司投行业务收入 4.02 亿元，同比提升 41.35%，主因公司 IPO 及债券承销业务规模与收入同比均增长。股权融资方面，公司股权承销金额 244.37 亿元，同比提升 3.7 倍，行业排名第 7；IPO 储备项目 12 单，排名行业第五；债券融资规模约为 1917.47 亿元，同比提升 5.66%。

资管、信用业绩持续回暖。2025 年上半年，因子公司招商资管资产管理业务发展良好，公司资管业务手续费净收入 4.40 亿元，同比提升 29.27%。2025 年上半年，公司利息净收入 6.3 亿元，同比提升 34.9%，主要因公司融资利息支出减少。

固收类投资收益下滑，拖累自营业务收入。2025 年上半年，公司实现投资收益（含公允价值变动收益）41.24 亿元，同比下滑 13.25%，主要因固定收益类投资收益同比下降；公司金融资产规模 3618 亿元，同比小幅下降 2.09%。

投资建议：根据公司上半年数据及市场表现，我们对公司 2025-2027 年的盈利预测分别上调 6.4%、6.4%、13.3%，预测 2025 年-2027 年公司归母净利润分别为 115.12 亿元、123.81 亿元、136.39 亿元，同比增长 10.8%/7.6%/10.2%，当前股价对应的 PE 为 14.9/13.7/12.4x，PB 为 1.4/1.3/1.2x。在市场活跃度持续提升的情况下，公司核心业务优势继续保持，展现出良好的发展韧性，维持“优于大市”评级。

风险提示：市场波动对券商业绩与估值修复带来不确定性，政策风险等。

证券分析师： 孔祥（S0980523060004）、林珊珊（S0980518070001）、王德坤（S0980524070008）

◆ 东方证券(600958.SH) 财报点评:自营与资管弹性凸显

公司发布 2025 年半年报。2025H1，公司实现营业收入 80.01 亿元，同比+38.87%；实现归母净利润 34.63 亿元，同比增长 64.02%；EPS 为 0.40 元，同比增长 66.67%；ROE 为 4.27%，同比+1.61pct。自营业绩高增、经纪和投行业务提升是营收增长主力，“大财富、大投行、大机构”战略布局有望持续发力。

自营成为业绩增长引擎。2025H1，公司实现投资业务收入 40.20 亿元，同比增长 77.38%。金融投资资金增加 170 亿元，同比+1.14%，其中，TPL 账户增加 261 亿元，同比+6.93%；OCI 权益账户增加 70 亿元，期末持仓 266 亿元，同比+26.20%，Q1/Q2 分别增加 51/19 亿元，持仓节奏持续增加。

经纪业务：产品销售规模持续提升。2025H1，受益于市场交投活跃影响，公司实现经纪业务收入 13.71 亿元，同比+31.13%。上半年，公司客户资金账户总数为 313.9 万户，较年初增长 7.52%；托管资产总额 9,593 亿元，较年初+9.21%；代销金融产品 906.74 亿元，同比+55.1%；非货产品销售金额 117.28

亿元，同比+24.54%；期末非货产品保有金额 565.83 亿元，较年初+1.36%。

投行业务：再融资规模高增，债券融资规模提升。2025H1，公司实现投行业务收入 7.20 亿元，同比+31.62%。公司完成股权融资项目 10 单，发行数量位列行业第 6，合计募集资金 95.59 亿元，市场份额 1.32%，较同期提升 0.80pct，其中；再融资项目 9 单，融资金额 88.27 亿元，同比+1141.8%，市场份额 1.29%，较同期提升 0.61pct。公司债券承销业务承销总规模为 2,779.48 亿元，同比+28.00%，市场排名第 9。

资管及信用业务承压。2025H1，东证资管受托资产管理规模 2,337.81 亿元，同比+7.9%，但公司实现资管业务收入 6.01 亿元，同比-15.13%。同期，公司实现信用业务收入 4.62 亿元，同比-33.40%，主因系利息收入大幅减少。

风险提示：政策风险，资本市场波动，汇率波动，经济增速不及预期等。

投资建议：基于公司上半年数据及市场表现，我们对公司的盈利预测分别上调 31.81%/32.52%/33.10%，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 47.4/50.0/52.2 亿元，同比增长 41.6%/5.3%/4.5%，当前股价对应的 PE 为 20.6/19.6/18.7x，PB 为 1.3/1.2/1.2x。公司综合实力强劲、持续推进业务转型，对公司维持“优于大市”评级。

证券分析师： 孔祥（S0980523060004）、王德坤（S0980524070008）、陈莉（S0980522080004）

◆ 华泰证券(601688.SH) 财报点评:业绩拐点，稳中求胜

华泰证券公布 2025 年半年报。2025 年上半年，公司实现营业收入 162.19 亿元，同比增长 31.01%；实现归母净利润 75.49 亿元，同比提升 42.16%；扣除非经常性损益后的净利润为 74.56 亿元，同比提升 41.79%，对应 EPS0.8 元，同比增长 45.45%；ROE 为 4.3%，同比增加 1.12pct。业绩上涨主要因资本市场活跃度增强，公司财富管理、机构业务、投资管理及信用业务等主要业务线均同比显著增长。

自营、利息业绩为主要驱动力。2025 年上半年，因资本市场交投活跃度显著提升，投资收益率增长驱动投资收入大幅提升，当期实现投资业务收入（含公允价值变动）66.3 亿元，同比提升 57.31%；公司金融资产规模 4412.74 亿元，同比小幅下滑 0.14%。上半年，公司利息净收入 20.37 亿元，同比大幅提升 1.87 倍，主要系有息负债利息支出下降所致。

权益、股权市场活跃度增强，经纪、投行业务业绩提升。2025 年上半年，受市场活跃度持续增强影响，经纪业务收入 37.54 亿元，同比提升 37.85%。公司期末货币资金 1,889.56 亿元、同比增长 23.16%，主因客户资金增加。公司持续着力提升交易服务和资产配置服务的核心能力，构建完善分类分层的一体化客户服务体系，提升客户粘性。2025 年上半年，市场股债融资规模较去年同期增长，投行业务业绩回暖。同期公司实现投行业务收入 11.68 亿元，同比提升 25.44%。2025 年上半年，公司股权承销金额 490.07 亿元，同比提升 1.5 倍，IPO 主承销规模行业排名第二；债券承销金额 6,666 亿元，同比提升 21.75%。当前公司 IPO 储备项目为 12 单，排名行业第五，后续并购业务有拓展潜力。

资管业绩持续承压。上半年，公司资管业务实现净收入 8.93 亿元，同比下降 66.84%；AUM 约达 6,270.32 亿元，同比提升 23.92%。其中，华泰资管公司企业 ABS 发行数量 77 单，排名行业第一；发行规模 589.46 亿元，排名行业第四。截至 6 月末，华泰柏瑞 AUM 达 7,307 亿元（同比+45%），其旗下宽基指数基金沪深 300ETF 规模为 3,747 亿元，位居沪深两市非货币 ETF 规模市场第一；南方基金 AUM 达 2.59 万亿元（同比+19%）。

风险提示：盈利预测偏差较大的风险；市场大幅波动风险；境外监管风险。

投资建议：基于公司上半年数据及市场表现，我们对公司 2025-2027 年的盈利预测分别上调 13.1%/12.0%和 13.3%，预测 2025-2027 年公司归母净利润分别为 181.12 元、196.62 亿元、214.62 亿元，同比增长 18.0%/8.6%/9.2%，当前股价对应的 PE 为 13.8/12.5/11.3x，PB 为 0.9/0.9/0.8x。作为行业转型范例，对公司维持“优于大市”评级。

证券分析师： 孔祥（S0980523060004）、林珊珊（S0980518070001）、王德坤（S0980524070008）

◆ 中国石油(601857.SH) 财报点评:天然气量价齐升，盈利稳定凸显韧性

2025 年上半年归母净利润同比下降 5.4%，业绩符合预期。2025 年上半年公司实现营收 1.45 万亿元（同比-6.7%），主要由于原油、成品油价格下降及油气产品销量变化综合影响，2025 年上半年；实现归母净利润 839.9 亿元（同比-5.4%），实现扣非归母净利润 841.2 亿元（同比-8.4%）。2025 年第二季度公司实现营收 6969.9 亿元（同比-6.1%，环比-7.5%），实现归母净利润 371.9 亿元（同比-13.6%，环比-20.6%），实现扣非归母净利润 375.5 亿元（同比-18.0%，环比-19.4%）。

原油产量稳定增长，天然气量价齐升，加快新能源业务发展。2025 年上半年公司油气与新能源板块实现经营利润 856.9 亿元（同比-6.8%），主要由于原油销售价格下降，实现油气当量产量 923.6 百万桶油当量（同比+2.0%），其中原油产量 476.4 百万桶（同比+0.3%），原油平均实现价格 66.2 美元/桶（同比-14.5%），油气单位操作成本 10.14 美元/桶（同比-8.1%）；可销售天然气产量 2683.6 十亿立方英尺（同比+3.8%），天然气平均实现价格 2.334 元/立方米（同比+5.2%）；风光发电量 36.9 亿千瓦时（同比+70.0%）。

炼化、成品油销售板块需求承压，新材料业务加速推进。2025 年上半年公司炼油、成品油销售板块分别实现经营利润 96.6 亿元（同比-8.0%）、75.6 亿元（同比-25.2%），主要由于随着原油、成品油价格下降，炼油业务毛利收窄、国际贸易业务毛利减少。公司原油加工量 694.3 百万桶（同比+0.1%），生产成品油 5957.2 万吨（同比-0.9%），成品油销售 7783.1 万吨（同比-1.5%）；化工板块实现经营利润 13.9 亿元，同比减少 17.3 亿元，主要由于大部分化工产品随着原油价格下降，公司加大化工新产品、新材料开发力度，化工产品商品量 1997.1 万吨（同比+4.9%），新材料产量 166.5 万吨（同比+54.9%）。

天然气销售量效齐增，拟收购集团公司三家储气库公司，推动天然气产业链高质量发展。2025 年上半年公司天然气销售板块实现经营利润 186.3 亿元（同比+10.8%），公司持续优化资源池结构和客户结构，国内销售天然气 1197.7 亿立方米（同比+4.2%），市场份额提高 2.1pcts。公司拟出资 99.95 亿元、170.66 亿元及 129.55 亿元，分别收购集团公司下属全资子公司新疆油田储气库公司、相国寺储气库公司及辽河油田储气库公司 100%股权，三家公司 2024 年合计实现净利润 18.6 亿元，此次收购有助于促进公司实现优质资产及业务的优化整合，推动天然气产业链平稳运行和高质量发展。2025 年中期股息 0.22 元/股，派息额 402.6 亿元，保持历史同期高位。

风险提示：油价大幅波动风险；需求复苏不达预期；国内气价上涨不达预期。

投资建议：维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 1674/1709/1740 亿元，摊薄 EPS 为 0.91/0.93/0.95 元，对于当前 A 股 PE 为 9.4/9.3/9.1x，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、薛聪（S0980520120001）

◆ 桐昆股份(601233.SH) 财报点评:上半年净利同比提升，产业链优势助长期发展

上半年盈利同比提升，二季度环比有所下滑。2025 年上半年公司实现营收 441.58 亿元（同比-8.4%），归母净利润 10.97 亿元（同比+2.9%）；其中，二季度营收 247.4 亿元（同比-8.7%，环比+27.4%），受益于二季度下游需求边际改善及生产恢复，营收环比回升；归母净利润 4.9 亿元（同比持平，环比-20.5%），环比回落主要系二季度原油价格先抑后扬带动聚酯产业链成本剧烈波动，盈利空间受挤压。

二季度公司主营产品涤纶长丝销量环比提升。公司涤纶长丝产能 1350 万吨，国内份额超 28%。2025 年上半年公司涤纶长丝 POY/FDY/DTY 营收 269.8/66.6/41.8 亿元，毛利 21.9/2.4/3.0 亿元，毛利率 8%/4%/7%（同比+2/-4/-3 pct）。2025 年二季度公司涤纶长丝 POY/FDY/DTY 销量 257.35/58.04/29.94 万吨（同比+4%/+8%/+9%，环比+42%/+29%/+23%），二季度随着节后复工复产推进，行业生产节奏恢复，下游织造、服装企业补库需求释放，传统旺季效应显现。

涤纶长丝成本同比下滑缓解盈利压力。2025 年上半年公司 POY/FDY/DTY 不含税售价为 6,160/6,465/7,688 元/吨（同比-10%/-16%/-9%），主要原材料 PX/PTA/MEG 不含税采购价为 6,041/4,285/4,017 元/吨（同比-19%/-18%/+1%），成本下滑缓解盈利压力。2025 年上半年行业供需格局相对稳健，新增长丝产能仅 65 万吨，有效产能达 5338 万吨，增速显著放缓；需求端，1-6 月全国纺织服装累计出口 10348.2 亿元（同比+2%），其中化纤制针织/梭织服装出口量分别同比+10%/+6.5%，带动涤纶出口 211.44 万吨（同比+11%），为行业需求提供支撑。

PTA 原材料 100%自给，景气度有待回暖。公司 PTA 产能 1020 万吨，目前已实现 PTA 原材料 100%自给。

2025 年上半年公司 PTA 营收 35.2 亿元，毛利 0.2 亿元，毛利率 0.6%。未来 PTA 上游 PX 产能提升，PTA 落后产能出清，格局优化，低成本 PTA 龙头企业盈利有望回升。

投资收益同比增加，项目稳步推进。公司持有浙石化 20% 股份，二季度浙石化投资收益为 1.74 亿元（同比+12%，环比-30%）。公司推进新疆煤气头项目（计划 2026 年底至 2027 年一季度投产，打通油头/煤头/气头全链条）、印尼项目等战略布局，同时协同行业反对过度与恶性竞争，营造健康生态。

风险提示：项目投产不及预期；原材料价格上涨；下游需求不及预期等。

投资建议：随着下游纺织需求逐步回暖、行业供需格局改善及新项目落地，公司长期竞争力有望进一步提升。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 18.52/22.47/22.88 亿元，对应 EPS 为 0.77/0.93/0.95 元，当前股价对应 PE 为 18.8/15.5/15.2 X，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、余双雨（S0980523120001）

◆ 新凤鸣(603225.SH) 财报点评:二季度归母净利同环比提升，涤纶长丝供需改善

公司二季度归母净利润同环比提升。2025 年上半年营收 334.9 亿元（同比+7.1%），归母净利润 7.1 亿元（同比+17.3%）；其中二季度单季营收 189.3 亿元（同比+12.6%，环比+30.1%），归母净利润 4.0 亿元（同比+22.2%，环比+31.4%），扣非归母净利润 4.0 亿元（同比+29.4%，环比+53.6%），业绩环比显著修复，部分受益于新增产能释放及下游需求增长。

二季度公司涤纶长丝销量同环比提升。2025 年上半年公司 POY/FDY/DTY 不含税平均售价 6194/6484/8094 元/吨（同比-10%/-17%/-8%）；毛利率 7.2%/6.5%/7.6%（同比+2.2/-5.2/+0.3 pct）。成本端，主要原材料 PX/PTA/MEG 不含税采购价为 6,077/4,267/3,995 元/吨（同比-19%/-18%/+1%）。涤纶长丝行业供给增速放缓，下游服装、家纺和产业用纺织品需求稳步增长。内需方面，2025 年上半年服装、鞋帽、针纺织品类零售同比增长 3.1%，带动涤纶长丝表观需求量提升 5.4%；外需方面，上半年涤纶长丝出口量为 176.5 万吨，同比增长 14.2%。二季度公司涤纶长丝 POY/FDY/DTY 销量分别为 144.43/44.57/25.46 万吨（同比+16%/+20%/+32%，环比+49%/+65%/+38%），需求回暖带动销量显著回升。目前公司拥有涤纶长丝产能 845 万吨，国内市占率超 15%，稳居行业第二，规模优势进一步巩固。

PTA 产能持续增长，上半年毛利率略提升。公司 PTA 产能 770 万吨，大部分作为原料自供。二季度 PTA 销量 59.5 万吨（同比+414%，环比+21%）。2025 年上半年毛利率为 1.3%（同比+0.3 pct），不含税平均售价为 4277 元/吨（同比-18%）。未来 PTA 上游 PX 产能提升，PTA 落后产能出清，格局优化，低成本 PTA 龙头企业盈利有望回升。公司稳步推进 PTA 建设项目，确保原材料稳定供应，预计到 2025 年年底 PTA 总产能将突破 1000 万吨。

公司涤纶短纤毛利率同比提升。公司涤纶短纤产能为 120 万吨，国内首位。2025 年上半年毛利率为 6.7%（同比+5.8 pct），不含税平均售价 6132 元/吨（同比-6%）。二季度短纤销量 34.4 万吨（同比+3%，环比+17%），实现同环比增长，短纤业务通过开拓市场、释放产能、改进工艺，效益实现稳步提升。

风险提示：项目投产不及预期；原材料价格上涨；下游需求不及预期等。

投资建议：公司涤纶长丝规模稳步增长，具备较强的市场竞争力和成本控制能力，我们维持公司 2025-2027 年公司归母净利润预测为 13.55/13.72/14.26 亿元，对应 EPS 为 0.89/0.90/0.93 元，当前股价对应 PE 为 16.9/16.7/16.1 X，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、余双雨（S0980523120001）

◆ 中国海外宏洋集团(00081.HK) 海外公司财报点评:销售平稳拿地积极，业绩短期仍然承压

业绩短期仍然承压。2025H1，公司实现营业收入 145 亿元，同比-33%，主要因为 2022 年以来房地产市场下行、公司签约销售额下降对结算规模的影响持续体现。2025H1，公司实现归母净利润 2.8 亿元，同比-68%；归母净利率 2.0%，同比下降 2.1pct。一方面因为毛利率同比下降 0.4pct 至 9.3%，销售费率同比增加 1.2pct 至 3.9%，主要因为 2021 年及以前获取项目毛利低、难去化，但 2022 年至 2025H1 新拿地项目毛利更高（预期实现 19%）、去化更好，随着这些项目在结算规模中的占比逐步提升，公司业绩有

望企稳回升。另一方面，2025H1 公司归母净利润占净利润整体的比重为 74%，同比下降 28pct，少数股东分得更多表内项目收益，而应占合联营项目业绩亏损。

销售同比下滑但规模相对平稳，上半年拿地较积极。2025H1，公司实现签约销售 166 亿元，同比-13%；其中合联营销售额 10 亿元，占比 6%持续下降；权益销售额 142 亿元，同比-9%，权益销售占比提升至 86%；销售面积 147 万 m²，同比-11%。公司持续深耕下沉市场，凭借运营实力、品牌美誉和经营优势，2025H1 在 19 个城市的销售额位列当地 Top3，占已布局 33 个城市的 58%。2025H1，公司新增土储建面 133 万 m²，超过 2024 年全年；拿地总价为 62 亿元，权益地价占比为 90%，以拿地金额/销售额计算的投资强度为 37%；新增货值 166 亿元，相对上半年销售额计算货值补充率为 100%。截至 2025H1 末，公司总土储建面为 1354 万 m²，同比-15%。

公司财务状况保持健康，融资成本持续降低。2025H1，公司实现销售回款 169 亿元，回款率为 102%；经营活动净现金流为 12 亿元，保持为正。截至 2025H1 末，公司净资产为 384 亿元，同比+1%；货币资金为 285 亿元，同比+13%；现金短债比为 1.5，剔除预收的资产负债率 61.5%，净负债率 33.5%；加权平均融资成本为 3.5%，较 2024 年末下降 0.6pct，其中境内加权平均融资成本降至 3.2%，境外加权平均融资成本降至 3.8%。

投资建议：由于市场下行导致公司物业开发主业的结算规模下降，我们下调公司 2025-2026 年的营业收入为 313/315 亿元（原值为 353/317 亿元），并对公司毛利率水平进行审慎估计，预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 3.6/4.7 亿元（原值为 10.8/12.4 亿元），对应每股收益分别为 0.10/0.13 元，对应当前股价 PE 分别为 20.0/15.3 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：政策放松效果和延续性不及预期；新房销售规模不及预期、房价下跌幅度超预期；公司销售回款节奏、毛利率水平、存货价值不及预期。

证券分析师： 任鹤（S0980520040006）、王粤雷（S0980520030001）、王静（S0980522100002）

◆ 中国海外发展(00688.HK) 海外公司财报点评:毛利率承压，拿地销售保持强度

归母净利润下降 17%。2025 上半年公司实现营业收入 832 亿元，同比下降 4.5%；归母净利润 87 亿元，同比下降 16.6%。公司归母净利润下滑的原因主要为结转规模下降及毛利率下降，上半年公司毛利率同比下降 4.7pct 至 17.4%。公司宣布派发中期股息每股港币 25 港仙。

销售规模维持行业前列。2025 上半年公司实现销售金额 1202 亿元，同比下降 19%，规模仍然维持行业前列；实现销售面积 512 万平方米，同比下降 6%。公司整体市场占有率保持前列，在 31 个城市市占率位居当地前三，其中 14 个城市位居当地市场第一，公司重点城市销售强劲，共 6 个城市合约销售金额超 50 亿元，其中北京超 300 亿元。2025 上半年新增土地投资 17 宗，权益购地金额 401 亿元，其中一线和强二线城市占比 86%。公司土储结构优质，持续发展动能充足，截至 2025 上半年末土地储备总建筑面积 2693 万平米，权益面积 2366 万平米。

商业运营业务稳步发展。2025 上半年，公司商业运营收入 35 亿元；购物中心、写字楼双核收入贡献占比 81%，资产结构持续优化。其中，公司一线城市项目收入占比提升至 47%，资产质量进一步提升。购物中心方面，公司购物中心成熟期项目出租率 96.2%，经营利润率 56.8%；写字楼方面，公司写字楼新签约面积 51 万平方米，续租率 77%，成熟期项目出租率 78.3%，经营利润率 59.7%；酒店方面，公司酒店整体平均入住率 68.2%，长租公寓开业 6 个月以上项目出租率 94%。

评级行业领先，在手现金充足。公司行业评级领先，是唯一双 A-国际信用评级的内房企。截至 2025 上半年末，公司剔除预收账款后的资产负债率为 45.7%，净负债率为 28.4%，现金短债比 4.9 倍，各项指标均处于行业最优区间。

风险提示：市场下行超预期、行业政策不及预期、公司销售及结算进度不及预期、毛利率不及预期。

投资建议：我们维持公司的盈利预测，预计公司 25、26 年的收入和归母净利润分别为 1818/1847 亿元、155/156 亿元，EPS 分别为 1.41/1.43 元，对应当前股价 PE 分别为 8.0/7.9 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 任鹤（S0980520040006）、王粤雷（S0980520030001）、王静（S0980522100002）

◆ 我爱我家(000560.SZ) 财报点评:住房交易业务收入增加,上半年归母净利润同比+31%

公司经营稳健,归母净利润同比+31%。2025H1,公司实现住房交易总额 1375 亿元,同比+10%;实现营业收入 57 亿元,同比-3%。分业务结构看,2025H1,公司经纪业务、新房业务和资产管理业务的 GTV 占比分别为 81%、13%和 6%,收入占比分别为 36%、8%和 48%,占比差异较大,主要因为货币化率分别为 1.8%、2.6%、31%。2025H1,公司实现归母净利润 3840 万元,同比+31%;归母净利率为 0.7%,同比提升 0.2pct;毛利率 9.9%,同比提升 1.2pct;销售费率 5.4%,同比增加 0.7pct;管理费 8.0%,同比降低 1.6%。

住房交易业务作为公司业绩基石,收入增加且盈利水平改善。2025H1,公司经纪业务、新房业务交易总额分别为 1108 亿元、183 亿元,同比分别为+10%、+33%;营业收入分别为 20 亿元、5 亿元,同比分别为+14%、+24%;毛利率分别为 23%、13%,均同比小幅改善;住房交易业务合计贡献公司收入的 44%、毛利润的 94%。截至 2025H1 末,公司运营门店 2626 家,其中直营店占比 81%,经纪人数 3.1 万。公司聚焦核心城市,布局规模趋于稳定,后续经营将持续改善,上海地区市占率实现连续三年提升,在北京和杭州等地区市占率继续在头部保持稳定。

资产管理业务稳步发展,运营效率保持良好。2025H1,公司资产管理业务收入 27 亿元,同比-17%,主要因为公司推出的新产品“相寓优选”采用净额法确认收入;毛利率为负,主要是自 2021 年度开始执行新的租赁准则,公司将部分房源的租金收益确认至“资产处置收益”科目,若调整回该部分收益,资产管理业务 2025H1 的实际毛利率为 14.1%,同比提升 2.2pct。截至 2025H1 末,相寓在管房源 31.9 万套,同比+9%,持续稳定增长。2025H1,公司平均出房天数为 8.8 天,同比缩短 0.7 天,出租率为 95.2%,继续保持在行业较高水平。

投资建议:综合考虑地产行业基本面转弱对公司主营业务的影响,我们下调此前的盈利预测,预计公司 2025-2026 年的收入分别为 132/138 亿元(原值 137/146 亿元),归母净利润分别为 2.3/2.7 亿元(原值 3.0/3.8 亿元),对应每股收益分别为 0.10/0.11 元,对应当前股价 PE 分别为 32/27 倍,维持“优于大市”评级。

风险提示:经济增速放缓、房地产市场量价持续下行;公司住房交易的佣金费率下降、市占率提升不及预期;公司资产管理业务运营效率下降等。

证券分析师: 任鹤(S0980520040006)、王粤雷(S0980520030001)、王静(S0980522100002)

◆ 英伟达(NVIDIA)(NVDA.O) 海外公司财报点评:GB 系列产品出货、量产积极,网络连接收入显著加速

财务表现:需求保持高景气度, FY26Q2 财务表现及指引强劲。①整体:英伟达二季度(均指财季,下同)收入 467.43 亿美元(同比+56%,环比+6%),高于公司此前 450(±2%)亿美元指引。GAAP 毛利率 72.4%(同比-2.7pcts,环比+11.9pcts)。营业利润同比+53%至 284 亿美元,GAAP 净利润同比+59%至 264 亿美元。②分业务:数据中心营收 411 亿美元(同比+56%,环比+5%),游戏营收 43 亿美元(同比+49%,环比+14%),专业可视化业务营收 6.01 亿美元(同比+32%,环比+18%),汽车营收 5.86 亿美元(同比+69%,环比+3%)。③财务指引:对于 FY26Q3,公司营收指引为 540 亿美元(±2%),环比增长超 70 亿美元,不含中国 H20 出货。GAAP 和 Non-GAAP 毛利率指引分别为 73.3%和 73.5%(±0.5%),目标年底毛利率回升至 75%左右。GAAP 和 Non-GAAP 营运费用分别指引 59 亿与 42 亿美元。

财报重点:①B 系产品创收十亿美元、GB300 二季度启动量产,网络连接收入显著加速。GB300 当前周产能 1000 个机架、推理性能 10 倍于 H100。Rubin 平台(下一代产品)芯片已进入制造阶段,计划 2026 年量产。二季度网络业务收入同比+98%、环比+46%。其中以太网业务实现两位数的季度环比与年度同比增长,年化收入超 100 亿。InfiniBand 收入环比翻倍。②2025 年全球数据中心基础设施投入预计 6000 亿美元(两年内翻倍),2030 年前有望达到 3-4 万亿美元。增长驱动来自于推理型 AI (agentic AI) 需求激增、全球主权 AI 与企业 AI 建设、物理 AI (机器人/自动驾驶) 兴起, NVIDIA 2025 年主权 AI 收入目标 200 亿美元(较 2024 年翻倍)。③H20 芯片出口政策影响近期收入与 500 亿美金中国市场:二季度 H20 营收环比下滑 40 亿美元。美国政府或要求获取 H20 销售 15%收入,若地缘政治问题解决, Q3 或实现 20-50 亿美元 H20 收入。

投资建议：考虑到 GB 系列产品与网络连接出货积极以及 H20 中国区域销售政策变化，我们小幅上调收入预期，预计 2026-2028 财年公司收入为 2056/2713/3066 亿美元（前值 1993/2437/2715 亿美元）。预计 2026-2028 财年公司净利润为 1027/1469/1683 亿美元（前值 1003/1311/1467 亿美元），维持“优于大市”评级。

风险提示：下游 AI 应用发展与 ROI 低于预期；Blackwell 供应链风险；AI 芯片竞争加剧；宏观与地缘风险。

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）、刘子谭（S0980525060001）

◆ 阿里巴巴-W(09988.HK) 海外公司财报点评:积极投入消费和 AI+云两大战略,迈入创业新篇章

整体表现：核心主业表现稳健，闪购投入致利润率承压。FY26Q1 阿里巴巴收入 2477 亿元，yoy+2%，中国电商集团/国际数字商业集团/云智能集团/所有其他分别实现同比增速为 10%/19%/26%/-28%。所有其他收入下滑主要由于高鑫零售和银泰的出表。经调 EBITA 为 388 亿元，同比-14%，主要受即时零售业务的投入影响，non-GAAP 净利润 335 亿元，yoy-18%。本季度回购 8.15 亿美元共 5600 万普通股，继续坚持股东回报。

中国电商集团：即时零售协同效应显现，打造购物与生活服务融合的大消费平台。1) 收入端 FY26Q1 电商 CMR 收入同比+10%。继续受益于技术服务费和全站推渗透率提升。即时零售收入 148 亿元，同比+12%。假设日均 3400 万单情况下，对应单均收入约 4.8 元。日均订单峰值达到 1.2 亿，闪购月度交易用户达到 3 亿。在我们此前发布的报告《即时零售系列报告（一）：竞争格局、平台博弈与巨头利润影响》中曾分析，即时零售未来市场有望超过 3 万亿，占据电商市场的 16%，因此阿里需要积极布局，最终实现其覆盖消费者全场景购物需求的目标。目前已能够看到即时零售业务与电商的协同效应，流量提升对广告收入产生了正向贡献，也节省了原本电商用户拉新召回的支出，证明公司选择了正确的战略方向。依靠出色的组织效率优势、流量优势和资金优势，短期投入虽然带来利润承压，但长期竞争力有望持续提升。2) 利润端 FY26Q1 中国电商集团经调整 EBITA 率 30.6%，同比下滑 12pct，主要是即时零售业务的投入导致。我们测算本季度即时零售业务亏损超过 100 亿元，假设日均 3400 万单，则单均亏损约 3.56 元。考虑到 7-8 月公司的单量快速增加，且单均补贴力度提升，我们测算 FY26Q2 较 FY26Q1 将产生翻倍的亏损。展望后续，淘宝闪购仍然需要面对美团在精细化运营、供给侧、履约效率等方面的竞争压力，公司当前 UE 有较大改善空间，当前已具备一定的单量规模，建议持续关注其从用户结构、订单结构、履约效率角度出发所实现的盈利能力提升情况。

云计算：收入与 CAPEX 加速增长，利润率保持稳定。FY26Q1 云智能集团收入 334 亿元，同比+26%，整体收入（不计来自阿里巴巴并表业务的收入）也同比增长 26%，AI 相关产品收入继续保持三位数增长。参考海外市场，云供不应求将持续 25 年全年，虽然国内企业在过去上云节奏落后于海外，但在 AI 时代，由于大模型天然参数大堆推理效率要求高，上云是必然选择，阿里作为具备全方位技术产品组合的厂商，同时拥有全球领先的开源模型，在 AI 时代也将更加受到开发者青睐，市占率有望持续提升。在强劲需求的背景下，我们预计公司将实现云收入的继续加速。利润端本季度也表现稳健，经调整 EBITA 率为 8.8%，环比+0.8pct，收入的快速增长与 CAPEX 带来的折旧摊销增加相抵消。FY26Q1 CAPEX 为 387 亿，同比+224%，公司继续延续三年投资 3800 亿的中期目标。

投资建议：公司坚持投入 AI+云为核心的科技平台和购物与生活服务融合的大消费平台两大历史性战略机遇。我们调整公司 FY2026-FY2028 收入预测至 10639/11844/12972 亿元，调整幅度为 0%/+3%/+7%，主要反映即时零售业务对电商的协同效应及对未来单量的判断好于此前预期；调整经调净利润预测至 1345/1660/1916，调整幅度为-3%/-3%/-2%，主要反映即时零售业务投入略高于我们此前预期。目前公司对应 FY2026 年 PE 为 15 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：政策监管带来经营业务调整；电商行业竞争格局恶化的风险等。

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）、张昊晨（S0980525010001）

◆ 山西汾酒(600809.SH) 财报点评:2025H1 收入同比+5.4%，2025Q2 毛利率略有承压

2025H1 收入稳健增长，2025Q2 利润端受到毛利率影响较大。2025H1 公司实现营业总收入 239.6 亿元/同比+5.4%，归母净利润 85.1 亿元/同比+1.1%；其中 2025Q2 营业总收入 74.5 亿元/同比+0.4%，归母净利润 18.6 亿元/同比-13.5%。

公司根据市场需求灵活调整产品结构，预计 2025H1 两头产品表现较好。分产品看：（1）汾酒产品 2025H1 收入 233.9 亿元/同比+5.8%，预计玻汾及青花系列表现好于整体，其中青花 20/25 占比提升，青花 26 增量多体现在第一季度；2025Q2 收入 71.8 亿元/同比+0.6%，第二季度受到环境影响，政商务、大众宴席等各消费场景缩量较多，我们预计公司为应对需求下降阶段性加快玻汾发货节奏，同时针对大单品青花 20 等通过经销商帮扶、促进消费者开瓶等举措维护渠道秩序；25Q1 具有较好增势的腰部产品老白汾、巴拿马在 25Q2 下滑幅度较大。（2）其他酒 2025H1 收入 4.8 亿元/同比-10.5%，25Q2 收入 2.2 亿元/同比-3.5%。

2025Q2 山西省内市场下滑，省外市场持续优化经销商结构。分区域看，2025Q2 省内收入 26.5 亿元/同比-5.3%，省外收入 47.5 亿元/同比+4.0%；山西省内市场受到场景收缩影响较大，省外市场通过渠道结构优化熨平需求下降影响。25Q2 省内经销商净-54 个，其中杏花村等其他酒净-47 个；省外经销商净-413 个，其中汾酒经销商净-250 个，公司优化渠道结构，引入优质大商，导入各价位带产品，稳定产品结构，同时优化配合度较低的小商。分渠道看，2025Q2 代理渠道收入 69.0 亿元/同比+0.3%，团购电商直销收入 5.0 亿元/同比+3.0%。

2025Q2 净利率同比-4.0pcts 至 25%，现金流反映需求压力。2025Q2 公司毛利率同比-3.21pcts，主因 1）低价位玻汾增速快于整体，影响产品结构；2）适当加大消费者红包、促销活动、经销商返利等投入力度，计入成本端。2025Q2 税金及附加率同比+2.56pcts，主因销售减弱但生产端维持正常节奏；销售费用/管理费用同比-0.02/+0.08pcts，基本持平，我们预计广宣等费用在第一季度投入较多，25Q2 费用更精准聚焦动销端。2025Q2 销售收现 69.4 亿元/同比-6.1%，经营性现金流净额-10.5 亿元/同比-218%，主因收现减少但市场投入费用增多、职工薪酬等刚性支出影响。截至 25Q2 末合同负债 59.8 亿元/环比+1.65 亿元/同比+4.4%，回款端保持稳健，公司适当减缓发货节奏；期末应收款项融资（银行承兑汇票）增加 3 亿元，需求压力下公司积极为经销商纾压。

投资建议：考虑到下半年行业需求复苏仍具有不确定性，公司经营理性务实，根据市场环境变化调整产品结构和区域扩张速度，保证渠道良性秩序；同时保持积极的费用投入水平维护厂商关系，略下调此前收入及净利润预测，预计 2025-2027 年公司收入 370.3/390.1/430.1 亿元，同比+2.8%/+5.3%/+10.3%（前值同比+11.1%/+9.4%/+8.4%）；预计归母净利润 122.1/130.6/149.2 亿元，同比-0.2%/+6.9%/+14.3%，（前值同比+11.4%/+12.4%/+11.8%），当前股价对应 25/26 年 19.7/18.5 倍 P/E，维持“优于大市”评级。

风险提示：白酒需求复苏不及预期；食品安全问题；库存影响批价上挺等。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）、张未艾（S0980525070005）

◆ 第一太平(00142.HK) 海外公司财报点评:聚焦东南亚市场，Indofood 等核心业务驱动增长

业务重心聚焦在亚洲市场，核心业务驱动增长，盈利能力保持强韧。公司采取多元化的投资组合策略，主要经营消费性食品、电信、基建及自然资源四大业务板块。公司目前主要投资集中在印尼、新加坡、菲律宾等亚太地区。2021-2023 年公司营收持续增长，2024 年受到汇率波动影响，主要收入来源为印尼的消费性食品业务（Indofood）和菲律宾的基建（MPIC）业务。公司 2025H1 收入 50.3 亿美元，同比增长 0.6%；实现归属归母净利润 3.9 亿美元，同比增长 40.8%。2025H1 公司归母净利率 7.8%，同比提高 2.2pct，核心资产强韧的创利能力得以验证。

东南亚宏观经济增长迅速，Indofood 为市场龙头。东南亚主要国家，包括印度尼西亚、菲律宾等国家在内，宏观经济的发展带动了东南亚包装食品市场规模持续扩张，食品加工市场规模 2024 年达到 3640 亿美元。旗下消费性食品 Indofood 构建了四大业务板块，覆盖方便面、乳制品、休闲食品、食品调味料

等多个高频消费品类。Indofood 旗舰品牌 Indomie 占据了印尼方便面市场超过 70% 的份额。旗下 Bogasari 在印尼面粉市场的占有率超过 50%，农业方面，Indofood 有着印度尼西亚占地面积最大的种植园。

深入参与控股公司运营，主动治理而非被动投资。股权与治理结构层面，截至 2025 年 3 月 28 日，公司持有 Indofood 50.1% 股权、MPIC 44.6% 股权、PLDT 25.6% 股权。公司通过向控股公司驻派董事以及实现关键高管的交叉任职，获取控股公司治理权。运营与管理层面，公司参与管理控股公司的战略制定、财务政策等，帮助控股公司提升盈利、现金流及股息的潜力，确保其运营与公司战略协同。公司投资多元化，成熟型及成长型投资的权重均衡，附属公司与联营公司持续贡献股息收入，成为公司现金流的主要来源。

投资建议：第一太平覆盖食品、电信、基础设施等，东南亚地区的人口红利、快速城市化及消费升级浪潮有望驱动其投资组合公司的收入与利润增长，看好其优质资产组合的长期价值重估机会。我们预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 105.1/112.2/118.8 亿美元，同比增长 4.5%/6.8%/5.8%；毛利率分别为 36.7%/36.9%/37.1%；2025-2027 年公司实现归母净利润 7.9/9.3/10.5 亿美元，同比增长 31.2%/17.7%/13.5%，实现 EPS 0.18/0.22/0.25 美元，当前股价对应 PE 分别为 4.5/3.8/3.4 倍。给予 2025 年 4.8-5.2 倍 PE，对应公司合理估值区间 8.13-8.81HKD，市值 347-375 亿港元，相比当前有 25%-35% 溢价。首次覆盖，给予优于大市评级。

风险提示：区域拓展不及预期；Indofood 原材料成本提升；行业竞争加剧。

证券分析师：张向伟（S0980523090001）

联系人：王新雨

◆ 海天味业(603288.SH) 财报点评:上半年收入同比增长 7.59%，龙头具备韧性

海天味业 2025 年上半年实现营业总收入 152.30 亿元，同比增长 7.59%；实现归母净利润 39.14 亿元，同比增长 13.35%；实现扣非归母净利润 38.17 亿元，同比增长 14.77%；2025 年第二季度实现营业总收入 69.15 亿元，同比增长 7.00%；实现归母净利润 17.12 亿元，同比增长 11.57%；实现扣非归母净利润 16.69 亿元，同比增长 13.93%。

酱油、蚝油环比提速，线下渠道表现稳健。2025 年第二季度酱油/蚝油/调味酱/其他分别实现营收 35.08/11.43/7.13/12.17 亿元，同比增长 10.3%/9.8%/8.6%/12.7%，核心品类酱油、蚝油均相比一季度略有提速。2025 年第二季度线下/线上渠道分别实现营收 61.55/4.25 亿元，同比增长 9.2%/35.0%，线上渠道运营水平提升，赋能线下销售转型升级的同时，渠道延续高增长态势。

盈利水平同比改善趋势延续。由于毛利率较高的酱油占比提高，叠加公司通过自动化、精细运营降本增效，2025 年第二季度毛利率 40.2%，同比/环比增长 3.9/0.2pct，延续毛利率改善趋势，主要受益于原材料成本价格优势以及公司降本措施产生效益。2025 年第二季度销售/管理费用率 7.0%/2.3%，同比增加 0.4/0.2pct，费投因人工支出增多而小幅增长。因此，2025 年第二季度扣非归母净利率 24.1%，同比提升 1.4pct。

发布 2025 员工持股计划，首次中期分红回馈股东。公司 2025 年员工持股计划参加总人数不超过 800 人，董监高占比不超过 15%；来源为回购的 A 股股票，总金额 5.64 亿元，业绩考核目标为 2025 年净利润增长不低于 10.8%（剔除并购重组影响）。另外，公司拟中期分红，拟每 10 股派发现金股利 2.60 元（含税），总金额 15.2 亿元，对应分红率 39%。

风险提示：行业竞争加剧，原材料成本大幅上涨，餐饮需求恢复不及预期等。

投资建议：由于餐饮环境较弱，我们下调收入预测，公司毛利率改善明显，因此小幅上调利润预测，预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 289.2/309.4/328.9 亿元（前预测值为 296.8/324.4/351.5 亿元），同比 7.5%/7.0%/6.3%；2025-2027 年公司实现归母净利润 72.2/78.9/86.2 亿元（前预测值为 71.4/77.9/84.6 亿元），同比 13.8%/9.3%/9.2%；实现 EPS 1.23/1.35/1.47 元；当前股价对应 PE 分别为 32.5/29.7/27.2 倍。维持优于大市评级。

证券分析师：张向伟（S0980523090001）

联系人：王新雨

◆ 立高食品(300973.SZ) 财报点评:奶油、酱料产品表现较好, 盈利能力改善

立高食品 2025 年上半年实现营业总收入 20.70 亿元, 同比增长 16.20%; 实现归母净利润 1.71 亿元, 同比增长 26.24%; 实现扣非归母净利润 1.67 亿元, 同比增长 33.28%; 2025 年第二季度实现营业总收入 10.24 亿元, 同比增长 18.40%; 实现归母净利润 0.82 亿元, 同比增长 40.84%; 实现扣非归母净利润 0.80 亿元, 同比增长 40.36%。

烘焙原料延续高增速, 商超新品导入顺利。分产品看, 2025 年上半年冷冻烘焙食品/烘焙食品原料收入占比约 55%/45%, 同比分别增长 6%/32%, 原料业务高增主要由奶油和酱料驱动, 得益于公司稀奶油产品市场反馈良好, 渠道深度和客户广度进一步提升。分渠道看, 2025 年上半年流通/商超/餐饮茶饮及新零售渠道收入占比分别接近 50%/30%/20%, 同比增速分别为基本持平/近 30%/约 40%, 公司在核心商超客户上新的多款新品取得良好销售表现。

产品结构影响毛利, 盈利能力改善。2025 年上半年毛利率为 30.4%, 同比下降 2.2pct。毛利率承压主要源于产品结构变化, 以及奶油、酱料等品类毛利率下滑拖累, 奶油/酱料毛利率分别同比下降 7.11/6.12pct。费用率稳步下降, 2025 年上半年销售/管理费用率分别为 10.6%/5.6%, 同比下降约 1.4/1.4pct。综合来看, 盈利能力改善, 2025 年上半年归母净利率同比提升 0.7pct 至 8.2%。

把握渠道变革趋势, 积极配合客户调整产品。公司将继续紧握流通大单品及顶尖客户定制两条主线, 坚定推动大单品战略。公司根据市场需求和趋势, 提升核心烘焙产品在商超、餐饮的销售占比, 同事结合商超调改调整机遇, 依托积累的大客户合作经验, 建立适配不同渠道需求的产品供应体系。公司已与国内多家连锁商超调改客户展开合作, 供应茶饮、面团、冰淇淋麻薯等产品, 积极把握新渠道发展趋势。

风险提示: 行业竞争加剧, 原材料成本大幅上涨, 渠道拓展不及预期等。

投资建议: 由于奶油、酱料产品表现较好, 且商超、新零售渠道客户开拓积极, 我们上调此前盈利预测, 预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 44.1/49.0/53.5 亿元(前预测值为 43.7/48.2/51.7 亿元), 同比 15.1%/11.0%/9.3%; 2025-2027 年公司实现归母净利润 3.4/4.0/4.5 亿元(前预测值为 3.2/3.7/3.9 亿元), 同比 25.4%/19.5%/11.9%; 实现 EPS1.98/2.37/2.65 元; 当前股价对应 PE 分别为 24.3/20.4/18.2 倍。维持优于大市评级。

证券分析师: 张向伟 (S0980523090001)

联系人: 王新雨

◆ 酒鬼酒(000799.SZ) 财报点评:2025H1 经营延续压力, 公司持续优化产品、渠道布局

2025 上半年经营延续压力, 第二季度净利润同比转亏。2025H1 公司实现营业总收入 5.61 亿元/同比-43.5%, 归母净利润 895 万元/同比-92.6%; 其中 2025Q2 收入 2.17 亿元/同比-56.6%, 亏损 0.23 亿元/同比-147.8%。中报业绩落入此前预告中下区间。

坚持聚焦主营大单品, 精简酒鬼系列 SKU。分产品看, 2025H1 内参系列收入 1.11 亿元/同比-35.8%, 酒鬼收入 2.90 亿元/同比-51.0%, 湘泉收入 0.32 亿元/同比-35.9%, 其他收入 1.26 亿元/同比-28.8%。分量价看, 2025H1 销售量同比-34.2%/吨价同比-14.3%; 其中内参系列量-45.6%/价+18%, 持续控货挺价有所收效, 毛利率同比+0.87pcts 至 88.9%; 酒鬼系列量-47.8%/价-6.1%, 毛利率同比-2.61pcts 至 73.2%。量价降幅扩大系 1) 坚持聚焦大单品, 酒鬼系列精简 SKU 超过 50%; 2) 第二季度受政策影响下大众场景需求下降, 公司聚焦消费者投入以挖掘增量宴席、促进开瓶。分区域看, 华中地区(湖南省内为主)收入 3.12 亿元/同比-42.5%/占比 55.6%, 华北/华东/华南其他地区收入同比-39.6%/-45.7%/-41.2%/-67.5%; 上半年公司在湖南及省外重点市场进行精细化渠道梳理, 在需求下行阶段做实基础工作。

2025Q2 毛销差同比-15.2pcts, 净利润表现进一步承压。2025H1/2025Q2 毛利率同比分别-4.8/-10.4pcts, 预计系 1) 产品结构进一步沉降; 2) 渠道买赠奖励抵减收入; 3) 湘泉及其他系列毛利率下降较多拖累整体。2025Q2 税金/销售/管理费用率同比-1.0/+4.8/+9.3pcts, 1) 渠道方面通过签约奖励、开瓶反向激励、买赠等保证经销商利润; 2) 品牌端强化 C 端消费者内容渗透和用户心智种草; 3) 日常生产经营中人员薪酬等刚性支出。

第二季度现金流压力增加，公司仍以梳理渠道为工作重心。2025Q2 销售收现 2.22 亿元/同比-57.1%，现金流净额-1.07 亿元/同比-290.4%；截至第二季度末合同负债 1.35 亿元/环比-0.44 亿元/同比-47%。需求压力下公司以纾困渠道、去化库存为主，减缓经销商回款压力，同时强化直营、团购等渠道建设，培育核心终端。

盈利预测与投资建议：2025H1 行业需求进一步下降，公司坚持产品优化、渠道精耕、去化库存、C 端培育，布局中长期发展；今年 7 月公司与胖东来合作产品“自由爱”铺货，预计在 25H2 贡献小部分收入增量，由于上市时间较短，对收入的拉动作用有待后续销售表现验证。展望下半年，商务、宴席等需求复苏仍具有不确定性，公司各价位带大单品动销预计延续较大压力，下调此前收入预测，预计 2025-2027 年公司营业收入 11.1/13.1/14.2 亿元，同比-21.9%/+17.8%/+8.2%。考虑到 2024 年费用率较高，今年在精准化投入下有望边际下降，预计 2025-2027 年公司归母净利润 0.4/1.3/3.0 亿元，同比+223.1%/+223.8%/+130.3%，当前股价对应 25/26 年 534/166xP/E。考虑到短期公司经营延续承压趋势，维持“中性”评级。

风险提示：行业需求恢复不及预期，增投费用下利润率承压，食品安全问题等。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）、张未艾（S0980525070005）

◆ 珠江啤酒(002461.SZ) 财报点评:2025 年上半年啤酒业务量价齐升，盈利能力延续改善

珠江啤酒公布 2025 年半年度业绩：1H25 实现营业总收入 32.0 亿元，同比+7.1%；实现归母净利润 6.1 亿元，同比+22.5%；实现扣非归母净利润 5.9 亿元，同比+23.3%。

啤酒业务量价齐升，97 纯生带动高档酒收入较快增长。1H25 啤酒业务收入同比+7.8%，其中销量同比+5.1%，吨价同比+2.6%，主要得益于高端产品 97 纯生放量。分档次看，高档/中档/大众化产品收入分别同比+15.9%/-17.5%/+7.5%，收入占比分别为 73.9%/16.7%/6.3%，高档酒收入占比进一步提升，高档产品销量同比+14.16%，增量主要由 97 纯生大单品贡献。分区域看，华南/其他地区收入同比+8.4%/-11.4%，广东省外市场尚待发力，广东省内市场渠道拓展进程显著。2Q25 销量同比+1.1%，千升酒收入+3.8%，Q2 销量增速放缓主要受到需求疲软的拖累。非啤酒业务收入同比-11.6%，主要受到租赁餐饮服务收入下降拖累。

产品结构升级叠加成本节省、利息收入增加，盈利能力延续提升。1H25 啤酒业务毛利率同比+3.3pt，主要来自于产品结构升级与成本节约的双重作用。受益于高档酒收入、销量占比提升，吨价同比+2.6%；受益于原料成本下行及公司内部提升生产效率，吨成本同比-3.8%，其中单吨酒原材料/折旧/能源成本同比-3.0%/-7.1%/-24.5%。费用方面，销售/管理/研发费用率同比-0.1/+0.3/-0.1pt，变化不大，其中广告宣传费用率同比提升约 0.9pt。财务费用率同比-0.5pt，主要系利息收入同比增加近 2000 万元。1H25 归母净利率同比+2.4pt，盈利能力延续提升。

盈利预测与投资建议：考虑到高档产品持续表现强势，对吨价及盈利能力的提升效果较好，我们小幅上调 2025-2027 年盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 61.3/66.2/70.7 亿元（前预测值 61.3/65.1/68.8 亿元），同比+7.0%/+7.9%/+6.9%；实现归母净利润 9.9/11.5/12.8 亿元（前预测值 9.7/10.9/12.1 亿元），同比+22.1%/+16.6%/+10.9%；EPS 分别为 0.45/0.52/0.58 元；当前股价对应 PE 分别为 24/20/18 倍。目前 97 纯生大单品延续增势，已在广东市场 8-10 元细分价格带形成品牌影响力，且公司积极完善产品矩阵，推出 97 纯生 970ml 大瓶装、珠江啤酒 1985、珠江 P9 等产品，为进一步的渠道扩张加持。同时公司主要竞争对手在广东市场处于调整阶段，珠江啤酒有望持续扩大竞争优势，维持优于大市评级。

风险提示：宏观经济增长受到外部环境的负面影响；中高端啤酒需求增速显著放缓；公司核心产品的渠道渗透受到竞品阻击；原料、辅料成本大幅上涨。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）、杨苑（S0980523090003）

◆ 泸州老窖(000568.SZ) 财报点评:2025Q2 降速释放需求压力，税金率影响净利率表现

2025Q2 收入、净利润同比转负，反映需求压力。2025H1 公司实现营业总收入 164.5 亿元/同比-2.7%，

归母净利润 76.6 亿元/同比-4.5%。其中 2025Q2 营业总收入 71.0 亿元/同比-8.0%，归母净利润 30.7 亿元/同比-11.1%。

2025H1 中高档酒表现好于整体，新兴渠道增速较快。分产品看，2025H1 中高档酒收入 150.5 亿元/同比-1.1%（量+13.3%/价-12.7%），我们预计中档酒（60 版、老字号）受益于价位带偏低、表现好于整体，国窖及其他品相增速承压；产品结构略有下探致吨价下降。2025H1 其他酒类收入 13.5 亿元/同比-17.0%（量-6.9%/价-10.8%），我们预计头曲受益于战略聚焦和低基数、表现好于整体，但第二季度以来伴随需求普降销售亦有压力。分渠道看，2025H1 传统销售渠道收入 154.7 亿元/同比-4.0%，新兴渠道收入 9.3 亿元/同比+27.6%，公司自建电商平台、深化即时零售合作等，低基数下实现快速增长。单 2025Q2 看，毛利率同比-0.95pcts，预计产品结构延续承压，其中国窖受到政商务场景缩量影响，全国范围内动销承压，下滑幅度预计大于整体；特曲 60 版/老字号等加大费投、刺激开瓶、抢抓动销，延续稳健表现。

2025Q2 税金率影响净利率表现，数智化营销下费效比有所提升。2025Q2 税金及附加率同比+3.72pcts，系生产和销售错期扰动，其中 2025H1 消费税同比+9.7%、多集中在第二季度。2025Q2 销售/管理费用率同比-1.20/-0.27pcts，费效比提升系数字化系统赋能费用精准化投入、组织内部降本增效驱动。

现金流有所承压，预收款环比增加。2025Q2 销售收现 80.8 亿元/同比-15.1%，经营性现金流净额 27.6 亿元/同比-28.7%。截至 2025Q2 末合同负债 35.3 亿元/环比+4.64 亿元，我们预计主因 1）公司积极为渠道纾压，增加经销商过程考核指标、费用兑现方式等，配称提价举措，回款节奏平稳；2）给予适当资金政策，截至 Q2 末应收款项融资（银行汇票）环比 Q1 末增加 2 亿元；3）（收入+Δ预收）同比+0.6%，体现公司按节奏发货，减少渠道库存压力。

投资建议：展望下半年，消费需求仍处于弱复苏阶段，大众场景恢复节奏略好于政商务，我们预计 1）公司以国窖稳价为先，但同时注重中秋国庆的营销活动抢抓旺季市场份额；2）通过数智化营销加强渠道服务，费用方案进一步完善和精准化；3）针对终端和消费者加强营销投入，开展科技、AI 等领域企业拜访。考虑到需求压力、产品结构表现和费用投入延续积极，略下调此前收入及净利润预测，预计 2025-2027 年公司收入 295.4/303.6/334.2 亿元，同比 -5.3%/+2.8%/+10.1%（前值同比 -2.0%/+0.8%/+8.1%）；预计归母净利润 123.7/130.1/146.5 亿元，同比-8.2%/+5.2%/+12.6%（前值同比-3.3%/+1.2%/+10.1%），当前股价对应 25/26 年 16.3/15.5 倍 P/E。中长期看，公司战略复利将逐步体现，1）38 度国窖在低度酒赛道产品、渠道先发优势突出，预计持续获得全国化市场份额；2）数智化赋能营销全链路，费效比兑现管理效率提升。作为以管理驱动的优质顺周期标的，维持“优于大市”评级。

风险提示：白酒需求复苏不及预期；食品安全问题；库存影响批价上挺等。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）、张未艾（S0980525070005）

◆ 古井贡酒(000596.SZ) 财报点评:2025Q2 收入同比转降,费效比提升下净利率仍有提升

2025H1 需求压力下收入同比正增,净利率录得提升。2025H1 公司实现营业总收入 138.8 亿元/同比+0.5%，归母净利润 36.6 亿元/同比+2.5%。其中 2025Q2 营业总收入 47.3 亿元/同比-14.2%，归母净利润 13.3 亿元/同比-11.6%。

2025H1 各品牌量增价减,华中优势市场稳健增长。分产品看,2025H1 年份原浆收入 109.6 亿元/同比+1.6%（量+10.8%/价-8.3%），古井贡酒收入 11.8 亿元/同比-4.4%（量+9.3%/价-12.5%），黄鹤楼及其他收入 15.0 亿元/同比+6.7%（量+12.1%/价-4.8%）。预计各品牌内部产品结构均有下降致吨价承压，第二季度收入同比转降：1）年份原浆在 2025Q1 维持较快增势，预计古 16/古 8 表现较好，25Q2 以来在场景收缩压力下预计整体同比下滑；2）2025 年推出老玻贡、老瓷贡等低价位产品补充增量。分区域看，2025H1 华北收入 8.1 亿元/同比-27.0%，华南收入 7.7 亿元/同比-5.8%，华中收入 123.0 亿元/同比+3.6%。需求普降环境下公司聚焦省内及华中优势市场，深化经销商合作，推动渠道精耕，保持稳健增长。分渠道看，2025H1 线上收入 5.7 亿元/同比+40.2%，线下收入 133.1 亿元/同比-0.7%。

2025Q2 费效比延续提升趋势，净利率同比+0.8pcts。2025Q2 毛利率同比-0.26pcts，预计主因产品结构有所下降；税金/管理费用率同比-0.25/+0.78pcts；销售费用率同比-1.86pcts，费效比延续提升趋势，

预计主因 1) 弱需求环境中公司注重渠道健康和价盘稳定, 费用投入较为克制, 优化市场投放策略, 2025H1 综合促销费同比-8.3%; 2) 渠道三通工程及数字化系统赋能各层级渠道的费用精益化管理。

现金流表现较好, 预收款体现省内需求压力。2025Q2 销售收现 69.8 亿元/同比+18.7%, 经营性现金流 23.1 亿元/同比+48.4%, 现金流表现较强预计系经销商年初票据到期回笼, 截至 25Q2 末应收款项融资较年初下降 22.3 亿元。截至 25Q2 末公司合同负债 14.3 亿元/环比-22.5 亿元/同比-36%, (收入+Δ 预收) 同比-20.3%, 预计公司主动降速, 为经销商纾压、减少渠道库存压力。

投资建议: 展望下半年, 中秋国庆旺季临近, 安徽省内宴席、自饮等大众场景环比略有改善, 古井受益于精细化的渠道管理和省内品牌势能, 预计对需求变化更为敏感; 2025H1 销售人员公司并未出现大幅下降, 组织仍具有较强激励支撑市场销售。第二季度经营压力拖累下, 略下调此前收入及净利润预测, 预计 2025-2027 年公司收入 230.1/241.6/265.7 亿元, 同比 -2.4%/+5.0%/+10.0% (前值同比 +8.3%/+8.2%/+6.6%); 预计归母净利润 54.2/57.6/65.0 亿元, 同比 -1.7%/+6.2%/+12.8% (前值同比 +10.0%/+10.2%/+7.9%), 当前股价对应 25/26 年 16.7/15.7 倍 P/E。公司省内龙头份额稳固, 中长期仍有省内结构升级定价权和泛全国化空间, 维持“优于大市”评级。

风险提示: 白酒需求复苏不及预期; 食品安全问题; 库存影响批价上挺等。

证券分析师: 张向伟 (S0980523090001)、张未艾 (S0980525070005)

◆ 中烟香港 (06055.HK) 财报点评: 烟叶类基本盘业务稳健, 上半年收入增长 19%

2025H1 收入实现高增, 盈利稳健, 加大派息回报股东。公司发布 2025 年中期业绩, 上半年实现营收 103.2 亿港元/+18.5%, 净利润 7.06 亿港元/+9.8%, 毛利率 9.2%/-1.9pct。收入增长主要受烟叶类产品进口、烟叶类产品出口与卷烟出口业务驱动; 净利润增长主要系卷烟出口与烟叶类产品出口盈利提升、融资成本同比-28%。公司拟派发中期股息每股 0.19 港元/+27%。

烟叶类进口: 价格驱动增长, 自 CBT 采购烟叶短期拖累毛利。2025H1 烟叶类进口业务收入 84.0 亿港元/+23.5%, 其中烟叶进口量 9.79 万吨/+2.5%、进口均价单吨 8.58 万港元/+20.5%, 毛利率 8.2%/-2.8pct。收入增长主要系销售单价提高, 毛利下降主要系供需关系影响, 自 CBT 采购的烟叶成本增幅大于销售价格增幅, 短期影响业务毛利率。

烟叶类出口: 量价齐升, 定价优化提升盈利。2025H1 烟叶类出口业务收入 11.6 亿港元/+25.9%, 其中烟叶出口量 3.85 万吨/+12.7%、出口均价单吨 3.00 万港元/+11.7%, 毛利率 5.5%/+2.4pct。公司加强供需两端对接、积极拓新市场新客户, 持续优化定价策略, 销售单价与销量均实现大幅增长。

卷烟出口: 受发运节奏扰动出口量下降, 自营渠道持续拓展。2025H1 卷烟出口业务收入 5.5 亿港元/+0.8%, 其中卷烟出口量 10.19 亿支/-7.9%、出口均价每支 0.54 港元/+9.4%, 毛利率 25.7%/+3.5pct。上半年销量下降主要系发运节奏影响, 公司持续加大自营渠道拓展力度与引入迎合市场需求的新产品, 自营业务规模持续扩大, 有效提升盈利能力。

新烟出口: 地缘局势与监管政策变化导致短期承压。2025H1 新型烟草出口收入 0.15 亿港元/-66.5%, 其中新烟出口量 0.81 亿支/-65.4%、出口均价单支 0.18 港元/-3.0%, 毛利率 5.5%/+0.7pct。上半年出口量下降主要系地缘政治冲突影响主要市场出库量, 此外目标市场监管政策变化, 供应商生产制造装备未能及时满足产品准入要求导致市场效率降低。

巴西经营业务: 受极端天气与产品结构影响量价均下滑。2025H1 巴西经营业务收入 1.95 亿港元/-50.3%, 其中出口量 0.79 万吨/-34.8%、出口均价单吨 2.46 万港元/-23.8%, 毛利率 27.4%/+10.2pct。收入下降主要系受极端天气与产品结构变化影响, 上半年高毛利低单价的烟叶副产品占比有较大提升。

风险提示: 国家烟草专卖制度变化; 行业政策与监管风险; 极端气候风险。

投资建议: 上调盈利预测, 维持“优于大市”评级

公司是中烟体系唯一上市公司, 独家经营壁垒深厚, 内生外延扩张。考虑到烟价周期高位, 上调盈利预测, 预计 2025-2027 年归母净利润 9.4/10.4/11.8 亿港元 (前值 9.0/9.8/10.6 亿港元), 同比 +9.6%/+11.4%/+12.9%; 摊薄 EPS=1.35/1.51/1.70 元, 对应 PE=27/25/22 倍, 维持“优于大市”评级。

证券分析师： 陈伟奇（S0980520110004）、张向伟（S0980523090001）、王兆康（S0980520120004）、邹会阳（S0980523020001）、李晶（S0980525080003）

◆ 大元泵业(603757.SH) 财报点评:主业收入修复,液冷等新业务持续成长

营收平稳增长,盈利有所承压。公司 2025H1 实现营收 9.6 亿/+14.6%,归母净利润 1.0 亿/-28.0%,扣非归母净利润 0.9 亿/-10.7%。其中 Q2 收入 5.8 亿/+3.5%,归母净利润 0.6 亿/-37.9%,扣非归母净利润 0.6 亿/-12.3%。Q2 公司营收在高基数下增长平稳,受去年 Q2 厂房处置收益导致的基数压力影响,叠加新厂房首年转固产生的折旧费用增加,公司 Q2 利润降幅有所扩大。

家用屏蔽泵收入恢复,热泵配套及节能泵迎反弹。H1 公司家用屏蔽泵收入同比增长 5.8%至 3.6 亿,其中内销略下滑,外销在去库后需求迎来修复。外销结构持续改善,外销为主的节能泵产品收入同比增长超 20%至约 1.5 亿;热泵配套产品收入同比增长 55%至约 0.43 亿。随着海外热泵去库存进入尾声,预计公司屏蔽泵外销有望实现持续较快增长,并改善公司的盈利能力。

农泵需求复苏,商泵、工业泵延续较快增长。H1 公司积极发力,农泵收入止跌回升,同比增长 17.6%至 3.4 亿。工业泵扩展海外及后服务市场,收入同比增长超 20%至 1.8 亿。商泵持续起量, H1 同比增长超 80%。

液冷泵持续开拓新场景,头部客户合作更进一步。H1 公司液冷温控领域收入 0.7 亿,同比增长 105%。其中,受益于零跑汽车的放量及屏蔽式产品方案得到更多主流温控企业的认可,公司新能源汽车、储能、风电等传统液冷业务持续高增长, H1 收入同比增长 58.6%至约 0.33 亿。数据中心方面,公司持续配合客户做好各类型屏蔽液冷泵产品的测试、送样、认证工作,与英维克、维谛技术、同飞股份、曙光数创、中兴通讯、中航光电等下游客户共同推进屏蔽式液冷方案的迭代与创新;并完成 7.5kw 电子屏蔽泵产品的批量供货。

新业务投入影响盈利,静待净利率修复。同口径下,公司 H1 毛利率同比-3.5pct 至 27.0%, Q2 毛利率同比-0.9pct 至 27.0%,毛利率环比保持稳定。Q2 公司销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.5/+0.1/+0.5/+1.1pct 至 5.6%/4.6%/4.5%/0.2%,费用除受到新工厂折旧费用增加影响外,预计还受液冷等新业务开拓影响;可转债导致利息支出增加。Q2 公司扣非归母净利率同比-1.8pct 至 9.8%,随着新业务放量及家用泵回暖,公司盈利有望回升。

风险提示:海外需求增长不及预期;行业竞争加剧;新客户拓展不及预期。

投资建议:调整盈利预测,维持“优于大市”评级。

公司系我国屏蔽泵龙头,考虑到新工厂折旧费用增加、液冷等新业务投入加大,调整盈利预测,预计 2025-2027 年归母净利润为 2.6/3.2/3.8 亿(前值为 2.7/3.2/3.7 亿),同比增长 1%/23%/19%,对应 PE=33/27/23x,维持“优于大市”评级。

证券分析师： 陈伟奇（S0980520110004）、王兆康（S0980520120004）、邹会阳（S0980523020001）、李晶（S0980525080003）

◆ 小熊电器(002959.SZ) 财报点评:经营表现加速向上,盈利大幅修复

营收增长加速,盈利同比大幅修复。公司 2025H1 实现营收 25.3 亿/+18.9%,归母净利润 2.0 亿/+27.3%,扣非归母净利润 1.9 亿/+52.5%。其中 Q2 收入 12.1 亿/+29.6%,归母净利润 0.8 亿/+641.5%,扣非归母净利润 0.6 亿/+657.0%。受益于国补政策,厨房小家电价格端迎来久违的修复,公司通过积极的策略调整和产品扩张, Q2 收入实现加速增长,盈利明显改善。

厨小电企稳向上,公司策略调整成效显著。在国补的拉动下,我国厨电小家电价额齐涨,中高端小家电需求显著改善。奥维云网数据显示, 2025H1 国内厨房小家电零售额同比增长 9.3%至 319 亿,其中零售均价预计上涨超 10%。公司积极调整经营策略,成立厨房事业部,提升组织运营效率;优化厨房小电品类布局,实现客单价提升; H1 厨房小电收入增长 5.0%至 16.7 亿。

母婴个护等新兴品类快速成长,罗曼延续较好盈利表现。H1 公司母婴小家电收入同比增长 40.5%至 1.5 亿,个护小家电受并表罗曼智能影响同比增长 416.0%至 3.2 亿,生活小家电收入下降 13.2%至 2.1 亿,其他小家电收入增长 20.5%至 1.4 亿。H1 罗曼智能实现营收 2.9 亿,净利率达到 11.9%。排除并表罗曼

的增量后，公司 H1 营收增长 5.5%，预计 Q2 营收增长超 10%。

内销明显回暖，海外受益于罗曼贡献。公司 H1 内销收入同比增长 8.4%至 21.2 亿，在 2024 年小幅下降后迎来回暖复苏；海外收入增长 138.8%至 4.1 亿，预计系罗曼并表贡献。公司多渠道拓展海外业务，后续有望持续贡献增量。

毛利率及盈利能力明显提升。公司 H1 毛利率同比+0.5pct 至 37.2%，其中 Q2 毛利率+3.2pct 至 37.6%，大促季公司营销投放效率全面优化、高客单产品占比提升，带动毛利率同/环比改善。Q2 公司销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.9/-1.7/-1.3/-0.8pct 至 18.8%/4.5%/4.6%/-0.5%，提质增效成效全面释放。Q2 公司归母净利率同比提升 5.1pct 至 6.2%，盈利能力显著改善。后续随着公司新兴品类规模扩张、内部运营提效及营销效率提升，在相对不高的基数下，公司盈利有望保持积极改善的趋势。

风险提示：行业竞争加剧；行业需求复苏不及预期；原材料价格大幅上涨。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级

国补以来，我国小家电需求积极改善，公司从长尾小家电领域逐步向多品类扩展，个护、母婴等新兴品类快速成长，海外、线下渠道持续发力。考虑到国补以来小家电价格上涨明显、线上竞争格局明显改善，上调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 4.5/5.2/5.8 亿（前值为 3.7/4.2/4.8 亿），同比增长 56%/15%/13%，对应 PE=19/17/15x，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 陈伟奇（S0980520110004）、王兆康（S0980520120004）、邹会阳（S0980523020001）、李晶（S0980525080003）

◆ 鸿路钢构(002541.SZ) 财报点评:扣非业绩稳健，后续盈利有望修复

收入逆势小幅增长，扣非业绩稳健。2025 年上半年公司实现营业收入 105.5 亿元，同比+2.2%，实现归母净利润 2.88 亿元，同比-32.7%。上半年，非经常性政府补助收入 0.67 亿元，同比减少 71%，导致归母净利润下滑较多。若不考虑补助影响，公司上半年经营稳健，在行业景气承压的背景下，实现扣非归母净利润 2.38 亿元，同比+0.9%。

产量双位数增长，受钢价影响单吨盈利承压。2025 年上半年公司新签合同 143.8 亿元，同比+0.2%，实现钢结构产量 236.3 万吨，同比+12.2%，产出方面仍能实现稳健增长。上半年毛利率为 10.0%，较上年同期下滑 0.7 个百分点，受钢价持续下行影响，单吨盈利承压，2025 年上半年公司钢结构单吨产量收入为 4466 元，同比-8.9%，单吨产量毛利 465 元，同比-15.0%。

期间费用率小幅下降，管理效率持续提升。2025 年上半年公司期间费用率为 6.61%，较上年同期小幅下降 0.06 个百分点，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.60%/1.43%/2.95%/1.64%，同比+0.05%/+0.00%/-0.26%/+0.16%。公司逐步迈过研发投入高峰期，单吨销售、管理费用持续压降，经营效率持续提升。

智能焊接机器人加速投入应用，先发优势与规模优势有望逐步显现。公司十大生产基地已规模化投入使用近 2500 台轻巧焊接机器人和地轨式机器人焊接工作站。公司持续发力智能焊接技术工艺研发，长期看有望降低生产成本，重塑竞争优势。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。受钢价下行影响，公司上半年盈利能力承压，但新签订单与产量仍然保持稳健。随着“反内卷”相关政策落地，钢铁价格有望迎来筑底回升，公司钢结构产品盈利能力有望修复。公司钢结构龙头优势稳固，规模优势明显，持续加大智能化投入，通过智能焊接成功实现降本，市场份额的提升空间仍然广阔。由于上半年钢价下行幅度超出预期，政府补助收入低于预期，下调盈利预测。预测 2025-2027 年归母净利润 6.7/7.2/8.2 亿元（前值 9.3/10.2/11.4 亿元），对应 PE 为 17.7X/16.4X/14.6X。

风险提示：原材料钢材价格波动风险、用工风险、技术开发不及预期风险、融资成本上行风险等。

证券分析师： 任鹤（S0980520040006）、朱家琪（S0980524010001）

◆ 中材国际(600970.SH) 财报点评:经营稳健，境外订单增速较快

收入与利润小幅增长。2025 年上半年公司实现营业收入 216.8 亿元，同比+3.7%，实现归母净利润 14.2

亿元，同比+1.6%，实现扣非归母净利润 12.39 亿元，同比-11.6%。上半年非经常损益 1.8 亿元，其中处置非流动资产收益 1.33 亿元，同比增加约 1.2 亿元。

境外新签订单增速较快，龙头地位稳固。2025 上半年公司新签合同额 411.6 亿元，同比+11%，其中境外新签合同额 278.4 亿元，同比+19%，境内新签合同额 133.3 亿元，同比-2%。截至半年末在手订单 620.4 亿元，同比+3.7%。截至上半年末，公司累计在海外 91 个国家和地区承接了 364 条生产线，水泥工程服务市场份额连续 17 年稳居世界第一。

汇率波动产生正向贡献，毛利率下滑但净利率同比持平。2025 上半年公司毛利率为 16.7%，较上年同期下降 2.7pct，净利率为 7.1%，较上年基本持平。期间费用率为 8.5%，较上年下降 2.0 个百分点，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.0%/4.6%/3.5%/-0.5%，分别较上年同期-0.2/-0.2/+0.0/-1.5pct。财务费用率明显下降主因欧元升值产生汇兑收益约 1.37 亿元，而上年同期主要由于小币种贬值产生约 2.17 亿元汇兑损失。

加快付款导致半年度经营性现金流转负，高分红确定性强。2025 上半年公司经营活动产生的现金流净额为-6.1 亿元，同比由正转负，上半年收现比为 83.3%，同比上升 0.7pct，付现比 84.4%，同比显著上升 7.2 个百分点。公司现金收款状况略有提升，而向分包分供付款增加导致经营性现金流转负。根据公司《2024 年度“提质增效重回报”行动方案》，2025-2026 年现金分红不低于当年可供分配利润的 48.40%、53.24%，对应估算 2025、2026 年股利分配率不低于 43.56%、47.92%，估算公司最新股价对应 2025、2026 年股息率将分别达到 5.6%、6.5%。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。公司业绩保持稳健增长，在手订单充足，大力发展高端装备，加快运维服务商转型，盈利能力显著提升，协同集团资源加速出海，提高分红增厚回报。预测公司未来三年归母净利润为 31.1/33.2/35.9 亿元，每股收益 1.18/1.26/1.36 元，对应当前股价 PE 为 7.8/7.3/6.8X，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济波动风险；全球水泥行业下行风险；国际投资经营风险；汇率风险；盈利预测与估值风险等。

证券分析师： 任鹤（S0980520040006）、朱家琪（S0980524010001）

◆ 中国建筑(601668.SH) 财报点评:地产建筑龙头保持稳健增长，现金流明显改善

收入与利润保持稳健增长。2025 上半年公司实现营业收入 11083 亿元，同比-3.2%，实现归母净利润 304.0 亿元，同比+3.2%，扣非归母净利润 275.0 亿元，同比+2.0%。上半年建筑业务新签合同额 23265 亿元，同比+1.7%，其中房建/基建/设计分别新签 14964/8237/64 亿元，同比-2.3%/+10.0%/-11.1%。按地区分，境内新签 22117 亿元，同比+2.2%，境外新签 1148 亿元，同比-6.7%。

毛利率同比持平，减值损失同比减少。2025 上半年公司毛利率为 9.43%，同比基本持平，净利率为 3.63%，较上年同期上升 0.12pct。期间费用率为 4.26%，较上年同期微升 0.05pct。2025 上半年公司确认资产减值损失 16.2 亿元，确认信用减值损失 59.9 亿元，合计确认减值损失 76.1 亿元，较上年同期少 14.7 亿元，减值损失/营业收入为 0.69%，较上年同期下降 0.10pct。

地产业务聚焦核心城市，积极补充土地储备。2025 上半年公司地产业务实现合约销售额 1745 亿元，同比-8.9%，实现合约销售面积 633 万平方米，同比-3.3%，地产业务营业收入 1319 亿元，同比+13.3%，新购置土地储备 520 万平方米，同比+52.6%，期末土地储备 7488 万平方米，同比-10.4%。公司地产业务聚焦核心城市核心区域，上半年地产项目新开工面积 445 万平方米，同比-16.2%，竣工 666 万平方米，同比+74.3%，随着地产项目陆续完工交付，公司积极补充土地储备，新增土储按购地金额口径，上半年北京/上海/杭州/深圳四市购地金额占比达到 75%，其中北京占比达到 46.8%。

现金流明显改善，股息率有吸引力。2025 上半年，公司经营活动现金净流出 828 亿元，较上年同期少流出 160 亿元，收现比为 93.7%，较上年同期上升 6.1pct，付现比为 102.7%，较上年同期上升 5.4pct；投资活动现金净流出 11 亿元，较上年同期少流出 79 亿元。公司主业现金回款较上年有所改善，同时加快对分包分供付款；同时公司加快在手投资类资产处置，缩减新增投资规模，投资性现金流显著改善。公司重点推进市值管理举措落实落地，保持长期稳定的分红政策，2024 年分红比率上升至 24.3%，分红

比率进一步提升至 25%，估算 2025 年股息率将达到 5.4%。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。公司新签订单保持稳健增长，现金管理成效显著，持续加大分红力度，彰显行业龙头投资价值。预测未来三年归母净利润 493/507/520 亿元，每股收益 1.19/1.22/1.25 元，对应当前 PE 为 4.7/4.6/4.4X，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济下行风险，地产和基建相关政策变化的风险，房地产行业持续下行的风险，国际经营风险，应收账款和合同资产减值风险。

证券分析师：任鹤（S0980520040006）、朱家琪（S0980524010001）

◆ 老凤祥(600612.SH) 财报点评:金价高位下业绩仍有承压，积极推进渠道优化及产品转型

二季度收入增长稳健，归母净利润实现正增。公司 2025 上半年实现营业收入 333.56 亿元，同比-16.52%，归母净利润 12.2 亿元，同比-13.07%，扣非归母净利润 10.53 亿元，同比-27.86%。单二季度看，营收同比+10.51%至 158.35 亿元，归母净利润同比+0.88%至 6.07 亿元，扣非归母净利润同比-34.5%至 4.09 亿元。非经收益主要系二季度文化、品牌建设发展扶持资金带来得政府补助增加 3.4 亿元。

公司上半年在金价高位抑制终端需求等因素下，整体收入有所承压，但二季度开始门店调整重回开店后已有所好转，同时利润端 Q2 虽有政府补助收益，但在产品结构影响毛利率下扣非业绩仍有承压。

门店扩张二季度净开 9 家，产品创新升级。分业务看，上半年珠宝首饰业务营收 278.5 亿元，同比-18.56%，预计主要受金价相对高位抑制终端需求及加盟商拿货意愿减少影响。黄金交易业务营收 49.49 亿元，同比-9.27%。渠道方面，期末门店总数 5550 家，较年初减少 288 家，不过二季度实现净开 9 家门店的表现，扭转下滑趋势。产品端，工美板块以非遗技艺和特色延伸产品为依托，创新开发了 80 余款新品。

整体费用率相对稳定，经营性现金流净额略下滑 8%。公司上半年毛利率 8.68%，同比-0.53pct，受相对高毛利的珠宝首饰业务占比下降影响。销售费用率 1.26%，同比-0.08pct，管理费用率 0.64%，同比-0.05pct，整体费用端相对稳定。现金流方面，上半年经营性现金流净额 47.05 亿元，同比-8%。

风险提示：门店拓展不及预期；金价大幅波动；体制机制优化不及预期。

投资建议：行业层面看，未来随着金价波动相对缓和以及供给端金饰品设计和美感的提升，黄金品类整体需求仍在稳步提升。公司作为老牌黄金珠宝品牌，产品端正积极研发非遗工艺饰品及 IP 跨界联名带动销售，以把握“悦己”化的产品趋势。同时渠道端持续推进门店优化，夯实市场份额。考虑公司加盟模式占比较高，在短期终端表现因金价高位、产品转型等因素影响相对承压下，预计加盟商拿货意愿偏低趋势仍有延续，进而影响公司收入表现，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测至 17.58/19.3/20.59 亿元（前值分别维 20.9/22.2/23.36 亿元），对应 PE 分别为 14.2/12.9/12.1 倍，维持“优于大市”评级。

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

◆ 安克创新(300866.SZ) 财报点评:上半年业绩实现 30%以上增长，多品类逻辑持续验证

上半年收入利润均实现 30%+的增长。公司 2025 上半年营收 128.67 亿元，同比+33.36%，归母净利润 11.67 亿元，同比+33.8%，扣非归母净利润 9.61 亿元，同比+25.55%。单二季度收入同比+30.41%至 68.73 亿元，延续一季度 30%+的增长表现。归母净利润同比+19.54%至 6.71 亿元，扣非归母净利润同比+15.88%至 5.22 亿元。公司在多品类、产品持续创新，以及全球化发展下，整体业绩表现较为优异。

主要产品类目均实现较好增长，全球化进一步加速。分产品看，上半年充电储能类营收增长 37%至 68.16 亿元，占总营收比重为 52.97%，预计其中消费级储能增长更优。智能创新类营收增长 37.77%至 32.51 亿元，占总营收比重为 25.27%。智能影音类营收增长 21.2%至 27.98 亿元，占总营收比重为 21.75%。分区域看，北美市场稳健增长 23.2%至 57 亿元；欧洲市场加速增长 66.96%至 34.27 亿元，中国及其他市场增长 25.96%至 37.4 亿元。此外，渠道方面，核心亚马逊渠道依旧稳健增长 27.51%，独立站快速增长 42.64%，占比达到 10.26%。线下渠道表现优异，收入增长 43.64%。

整体费用率基本稳定，主动提前备货及支付给员工的现金增加影响短期现金流。公司上半年毛利率 44.73%，同比-0.45pct，主要系产品结构变化影响。销售费用率 21.97%，同比基本稳定。管理费用率 3.62%，同比-0.52pct，研发费用率 9.28%，同比+0.99pct，反映持续强化研发投入。存货周转天数增加 14.6 天至 108 天，系上半年关税影响下公司主动增加备货所致。经营性现金净流出 11.32 亿元，系主动备货增加及为职工支付的现金等增加影响。

风险提示：品类拓展不及预期；全球贸易环境恶化；海外消费不及预期。

投资建议：行业层面看，竞争格局随着贸易环境多变而将持续优化，公司作为龙头分享集中度提升机遇。公司自身依托产品创新升级而不断成长壮大，为消费者提供高效灵活的产品解决方案。同时坚定全球化拓展，把握不同市场的增长机遇。考虑公司新品 UV 打印机、割草机及消费级储能产品的销售情况预计较好，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润预测至 25.98/32.17/39.21 亿元，（前值分别为 24.27/29.21/34.11 亿元），对应 PE 分别为 28.5/23/18.9 倍，维持“优于大市”评级。

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

◆ 毛戈平(01318.HK) 财报点评:上半年净利润同比增长 36%，盈利提升支撑未来战略扩张

公司业绩持续快速增长。公司 2025H1 实现营业收入 25.88 亿/yoy+31.3%，期间净利润 6.70 亿/yoy+36.1%，处于此前盈利预告中值，同时经调整净利润为 6.72 亿/yoy+32.0%，经调净利润率 26.0%/yoy+0.2pct。

分品类看，彩妆实现营收 14.22 亿/yoy+31.1%，其中奢华鱼子气垫和光感柔纱凝颜粉饼销售额均超 2 亿，新品晶璨星穹眼影超 400 万；护肤实现营收 10.87 亿/yoy+33.4%，其中大单品鱼子酱面膜和黑霜分别实现 6/2 亿销售额，新品黑金菁华水超 1600 万元；新拓展的香氛品类实现收入 0.11 亿；化妆艺术培训业务收入为 0.67 亿/yoy-5.9%，主要由于公司主动减少招生人数。

分渠道看，线上渠道实现收入 12.97 亿/yoy+39.0%，其中线上直销收入 10.24 亿/yoy+39.0%。线下渠道实现收入 12.24 亿/yoy+26.6%，其中线下直销收入 10.94 亿/yoy+25.0%，截至 2025H1 公司共有 437 家专柜，新增 28 家，可比专柜平均收入提升至 290 万/yoy+21%。同时线上、线下会员复购率分别为 24.1%/yoy+2.6pct，以及 30.3%/+1.6pct，均持续提升。

盈利水平进一步优化。盈利能力方面，公司 2025H1 毛利率和净利率分别为 84.2%/25.9%，分别同比-0.7pct/+0.9pct，其中彩妆/护肤毛利率分别同比-0.9/-0.2pct 至 82.7%/87.5%，毛利率下降主要由于：1) 彩妆业务由于产品迭代升级，产品成本增加，影响约 0.49pct；2) 培训业务为提高质量增加师资导致教学成本上升，影响 0.25pct。销售及营销费用率/行政开支费用/研发费用率分别为 45.2%/5.3%/0.6%，分别同比-2.3pct/-1.5pct/-0.2pct，销售费用率下降主要由于：1) 公司持续强化品牌建设，带动销售转化效率进一步提升，线上和线下费用率均有所下降；2) 同时公司坚持多渠道多平台发展，高费率平台占比有所下降。

风险提示：宏观环境风险，新品推出不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：依托东方美学基因与专业彩妆师背书形成的强品牌力，并通过产品推陈出新及线上线下的渠道扩张，公司中期业绩表现强劲，收入和利润均实现较快增长，盈利能力持续提升。品类上，彩妆和护肤品协同发展，同时发力香氛新品拓展品类边界；渠道上，线上渠道收入首次超过线下，投放结构进一步优化。我们维持公司 2025-2027 年归母净利至 11.84/15.19/18.57 亿元，对应 PE 为 36/28/23 倍，维持“优于大市”评级。

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

◆ 巨子生物(02367.HK) 财报点评:上半年业绩稳定增长 20%，持续推进多品类多渠道战略

公司业绩维持稳定增长。公司 2025H1 实现营业收入 31.13 亿/yoy+22.5%，归母净利润 11.82 亿/yoy+20.2%，经调整净利润为 12.05 亿/yoy+17.4%，经调净利润率 38.7%/yoy-1.7pct。同时公司维持全年指引预期，即全年预计实现收入增速 25%-28%，归母净利润在 25 亿-25.5 亿元/yoy+21%-24%。

分品牌看，可复美实现营收 25.42 亿/yoy+22.7%，收入占比 81.7%，其中预计计抛品类仍占比三成，敷料占比 25%，焦点面霜上半年收入已超 2 亿。可丽金实现营收 5.03 亿/yoy+26.9%，线下受到经销商影响

略有下滑。

分品类看，功效性护肤品实现收入 24.10 亿/yoy+24.2%，医用敷料实现收入 6.93 亿/yoy+17.0%。其中功效性护肤品收入得益于公司全渠道持续推进精细化运营、品牌影响力的提升，以及明星单品焦点面霜的持续放量和大膜王迭代升级后的成功上市；医用敷料收入增加主要得益于产品矩阵的持续丰富。

分渠道看，直销渠道实现收入 23.25 亿元/yoy+26.5%，其中面向电商平台的在线直销表现最为突出，收入达 3.91 亿元/yoy+133.6%，主要由于京东自营渠道通过深耕美妆人群精细化运营，驱动美妆类目快速扩张；线下直销亦实现高速增长，收入 1.18 亿元/yoy+74.3%，主要受益于品牌专卖店的加速布局；DTC 店铺在线直销收入 18.16 亿元/yoy+13.3%，增速相对平稳。经销渠道收入 7.87 亿元/yoy+12.1%。

受产品结构调整影响盈利能力。公司 2025H1 毛利率和净利率分别为 81.7%/38.0%，分别同比 -0.7pct/-0.6pct。毛利率降低主要由于低毛利功效性护肤品占比提高。销售/管理/研发费用率分别为 34.0%/2.7%/1.3%，分别同比 -1.1pct/+0.1pct/-0.6pct。销售费用率下降由于：1) 公司运营精细化管理；2) 由于前期胶原蛋白舆情事件影响导致达播比例降低，同时达人中超头比例进一步减少；3) 渠道结构性变化，低费用率渠道如京东等占比提升。

风险提示：宏观环境风险，舆情事件恢复不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：公司中报呈现稳健增长态势，虽然舆情事件存在短期扰动影响，但公司核心品牌可复美与可丽金仍凭借大单品的持续放量和迭代升级贡献显著增长，同时密修系列等新品的推出进一步拓宽消费者覆盖面和市场空间。而渠道端，线上通过多平台布局精准触达目标客群，线下则加速品牌店在重点城市的布局并扩大零售终端覆盖，线上线下协同发力。因此我们维持公司 2025-2027 年归母净利润 25.49/30.92/36.73 亿元，对应 PE 为 20/17/14 倍，维持“优于大市”评级。

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

◆ 焦点科技(002315.SZ) 财报点评:上半年归母净利润增长 26%，贸易服务及 AI 业务持续成长

业绩稳健，归母净利润实现 26% 增长。公司 2025 上半年实现营业收入 9.15 亿元，同比+15.91%，归母净利润 2.95 亿元，同比+26.12%，扣非归母净利润 2.86 亿元，同比+24.17%。单二季度看，营收同比+16.32% 至 4.76 亿元，归母净利润同比+16.44% 至 1.83 亿元，扣非归母净利润 12.49% 至 1.77 亿元。整体业绩在中国制造网主业会员服务体系完善及价值提升，以及 AI+贸易等新兴业务快速增长下表现较优。

中国制造网拓展多元买家群体，AI 业务加速贡献增量。分业务看，中国制造网主业收入 7.6 亿元，同比+17.14%，收费会员数达到 28699 位，同比增长 11.53%。买家端流量持续增长，整站流量同比增长 35%，中东、南美及欧洲 denghi 长增长更优。AI 业务收入 2174 万元，同比增长 92.4%，购买 AI 麦可的会员累计超过 13000 位。此外，公司下半年拟推出全新升级的 Sourcing AI，以精准响应海外买家需求，实现中国制造网买家端流量的持续丰富。

费用率优化，经营性现金流增长较好。公司上半年综合毛利率 80.05%，同比略下滑 0.11pct。销售费用率 34.16%，同比-1.11pct，管理费用率 7.49%，同比-1.98pct，研发费用率 9.39%，同比-0.73pct，受益费用优化及收入增长的规模效益。现金流方面，上半年实现经营性现金流净额 2.39 亿元，同比+57.33%，受益付费会员数量及价值增长带来的现金回款增加等。

风险提示：付费会员数量增长不及预期；AI 发展不及预期；贸易环境恶化

投资建议：展望后续看：行业层面，在中国产业优势进一步凸显及海外新兴市场需求增长下，企业出海仍是长期发展趋势，为中国制造网等 B2B 贸易平台提供了较好的客户增长资源。而公司不断提升中国制造网的综合贸易服务能力，以及丰富买家端的流量资源，有望进一步承接出海红利，提升市场份额。此外，AI 工具的领先布局进一步强化公司的差异化优势，提供业绩增量。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 5.53/6.4/7.37 亿元，对应 PE 分别为 29.3/25.3/22 倍，维持“优于大市”评级。

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

◆ 电投能源(002128.SZ) 财报点评:成本上涨业绩承压,铝业务弹性及新能源成长仍可期

公司发布 2025 年半年报:2025H1 公司实现营收 144.6 亿元,同比+2.4%,归母净利润 27.9 亿元,同比-5.4%。其中 2025Q2 公司实现营收 69.3 亿元,同比+2.1%,环比-8.1%,归母净利润 12.3 亿元,同比+22.8%、环比-21.3%。

煤炭业务:吨煤售价小幅下降,吨煤成本有所增加。2025H1 公司原煤产/销量为 2263.1/2177.5 万吨,同比-0.2%/-2.0%。吨煤售价 201 元/吨,同比-1.4 元/吨,吨煤成本 93 元/吨,同比+8 元/吨。煤炭业务实现营收/毛利为 45/24 亿元,分别同比-2.6%/-9.6%。

铝业务:产销量保持稳定,成本增加高于铝价上涨,毛利下滑。2025H1 公司电解铝产/销量为 45.2/45 万吨,同比+1.0%/+0.6%;吨铝售价/成本分别为 17711/13691 元/吨,分别同比增加 409/648 元/吨,铝业务板块实现营收/毛利 81/18 亿元,同比+3%/-5%。受益于铝价上涨,控股公司内蒙古霍煤鸿骏铝电上半年实现净利润 10 亿元,同比+6%。扎铝二期 35 万吨绿电铝项目正在向年底投产目标推进。

电力业务:需求疲软,火电承压;随着装机量的快速增长,新能源发电量大幅增长,且成本降低,释放业绩弹性。2025H1 公司火电发/售电量为 24/22 亿千瓦时,同比-2.6%/-2.5%,火电业务实现营收/毛利为 8/2 亿元,分别同比-6%/-20%。2025H1 光伏风电合计发/售电量为 42/42 亿千瓦时,同比+37%/+38%;新能源度电售价/成本分别为 0.262/0.109 元/千瓦时,分别同比下降 0.01/0.04 元/千瓦时;风电实现营收/毛利为 9/6 亿元,分别同比+44%/+53%;太阳能发电实现营收/毛利为 1.5/1 亿元,分别同比-14.5%/+41%。

投资建议:维持“优于大市”评级。

维持盈利预测,预计 2025-2027 年公司归母净利润为 56/58/60 亿元。考虑公司新能源发电、铝业务均具备较好的成长性;长协煤占比较高,煤炭下行对煤炭业务影响相对有限;中长期集团资产有望注入,维持“优于大市”评级。

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

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

◆ 新集能源(601918.SH) 财报点评:煤、电价下行业绩承压,煤电一体成长可期

公司发布 2025 年半年报:2025H1 公司实现营收 58.1 亿元,同比-2.9%,归母净利润 9.2 亿元,同比-21.7%。其中 2025Q2 公司实现营收 29.0 亿元,同比-0.9%,归母净利润 3.9 亿元,同比-32.8%、环比-26.9%。业绩下滑主要系煤价、电价齐降,但三季度随着用电旺季到来,这一情况已有明显改善。

煤炭业务:煤炭产/销量增长;煤价下行业绩承压。2025H1 公司商品煤产量 994 万吨,同比+6.2%,商品煤销售量 943 万吨,同比+3.6%。其中 2025Q2 公司商品煤产量 566 万吨,同比+5.5%,商品煤销售量 495 万吨,同比+6.1%。2025H1 公司吨煤售价 529 元/吨,同比-36 元/吨,吨煤成本 327 元/吨,同比-12 元/吨,吨煤毛利 201 元/吨,同比-24 元/吨;其中 2025Q2 吨煤售价 498 元/吨,同比-55 元/吨,吨煤成本 330 元/吨,同比-2 元/吨,吨煤毛利 168 元/吨,同比-54 元/吨。公司煤炭储量丰富,煤质优良,截至 2025 年 6 月末矿权内资源储量 61.85 亿吨,现有矿权向深部延伸资源储量 26.51 亿吨,共计 88.36 亿吨;拥有 5 对生产矿井,合计产能 2350 万吨,可采年限 78 年;远期规划总产能 3590 万吨/年,矿井 12 座。

电力业务:受益于辛利二期投产,发电量大幅增长,电价下行拖累业绩。2025H1 公司发/上网电量分别为 67/63 亿千瓦时,同比+45%/+44%,主要系 2024 年下半年板集电厂投运所致;平均上网电价 0.372 元/千瓦时,同比-9.7%。2025Q2 发/上网电量分别为 30/29 亿千瓦时,同比+42%/+41%,环比-16%/-17%,主要系二季度用电需求不佳;平均上网电价 0.368 元/千瓦时,同比-11.5%,环比-2%。产能方面,公司控股利辛电厂一期(2*1000MW)和利辛电厂二期(2*660MW);参股宣城电厂;拥有新集一矿、二矿两个低热值煤电厂;上饶电厂(2*1000MW)、滁州电厂(2*660MW)、六安电厂(2*660MW)在建,有望于 2025 年底至 2026 年中期投运,投运后公司自用煤比例有望提高至 90%左右,届时煤电一体化协同优势将充分发挥。此外,公司地处安徽省中部,紧邻经济发达但能源缺乏的长江三角洲地区,利于产品售卖。投资建议与盈利预测:公司电力业务增长可期,煤电一体业绩稳定性较强,分红率有提升潜力。预计

2025-2027 年归母净利润 19.6/24.8/26.3 亿元，对应 PE 为 8.4/6.7/6.3。我们认为公司股价估值区间在 6.8-7.6 元之间，相对于 8 月 27 日收盘价有 7%-19% 溢价空间，首次覆盖给予“优于大市”评级。

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

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

◆ 淮北矿业(600985.SH) 财报点评:煤价下行拖累业绩，煤炭产量增长可期

公司发布 2025 年半年报：2025H1 公司实现营收 206.8 亿元，同比-44.6%，归母净利润 10.3 亿元，同比-64.9%。其中 2025Q2 公司实现营收 100.8 亿元，同比-49.5%，环比-4.9%，归母净利润 3.4 亿元，同比-74.7%、环比-50.8%。

煤炭业务：2025Q2 产销量环比改善，但价格继续下跌，业绩承压。2025Q2 公司商品煤产量 460 万吨，同比-9.6%，环比+6.8%，商品煤销售量 350 万吨，同比-12.5%，环比+17.9%；吨煤售价/成本/毛利分别为 748/426/322 元/吨，分别同比-364/-111/-253 元/吨，环比-190/-94/-96 元/吨。2025Q2 煤炭业务实现销售收入/毛利分别为 26/11 亿元，同比-41%/-51%，环比-6%/-9%。炼焦煤价格在 7 月中上旬开始反弹，煤炭业务下半年有望改善。陶忽图煤矿有望于 2026 年上半年建成，公司煤炭产量增长可期。

煤化工业务：产销量增加，售价下跌，相关子公司减亏。2025Q2 焦炭、甲醇、乙醇产量分别为 97/19/13 万吨，同比+17%/+168%/+76%，环比+30%/+58%/+39%，销量分别为 98/7/13 万吨，同比+17%/+98%/+103%，环比+40%/+68%/+41%，平均售价（不含税）1361/2070/4979 元/吨，同比-30%/-6%/-8%，环比-9%/-7%/+4%。成本方面，2025Q2 洗精煤采购单价（不含税）1006 元/吨，同比-37%，环比-16%。从子公司的盈利情况看，上半年，临涣焦化减亏约 2.8 亿元，碳鑫科技减亏 1 亿元。

项目进展：聚能发电 2×660MW 超超临界燃煤发电项目#2 冷却塔外筒到顶，铁路专用线和电力送出线路开工建设；陶忽图矿副井与中央风井、副井与主井提前贯通，中央风井已经具备提升条件，地销系统按期开工建设；雷鸣科化河南南召青山矿项目开工建设，取得云南华坪干箐矿采矿权；收储 2,347 万吨湖北矿深部资源。

投资建议：维持“优于大市”评级。由于 2025 年煤价下跌幅度超过此前预期，下调盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 21/31/39 亿元（前值为 32.6/45.1/47.5 亿元）。考虑公司作为我国焦煤龙头之一，煤炭产量有较大增长空间，煤化工、非煤矿山等业务均具备一定成长性，维持“优于大市”评级。

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

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

◆ 晋控煤业(601001.SH) 财报点评:二季度产销量修复，整体经营稳健

公司发布 2025 年半年报：2025H1 公司实现营收 59.7 亿元，同比-19.2%，归母净利润 8.8 亿元，同比-39.0%。其中 2025Q2 公司实现营收 35.4 亿元，同比-4.8%，环比+46.1%，归母净利润 3.6 亿元，同比-44.6%、环比-29.0%。

上半年整体生产维稳，销量受需求疲软影响有所下滑；二季度产销量环比明显修复。2025H1 年公司煤炭产量 1722 万吨，同比+1.7%，其中塔山/色连煤矿煤炭产量为 1297/425 万吨，分别同比-1.4%/+12.6%；商品煤销量 1329 万吨，同比-8%，其中塔山/色连煤矿商品煤销量为 943/386 万吨，分别同比-13%/+7%。2025Q2 公司煤炭产量 936 万吨，同比+10.4%，其中塔山/色连煤矿煤炭产量为 717/219 万吨，分别同比+12.2%/+4.6%，环比+24%/+6%；商品煤销量 803 万吨，同比+7%，其中塔山/色连煤矿商品煤销量为 603/200 万吨，分别同比+9%/+3%，环比+77%/+8%。

煤价中枢下行，业绩承压。2025H1 吨煤售价/吨煤成本分别为 422/261 元/吨，同比下降 73/8 元/吨，2025Q2 吨煤售价为 419 元/吨，同比下降 63 元/吨，环比下降 7 元/吨。2025H1 塔山/色连/同忻煤矿权益净利润为 8.2/-0.2/0.04 亿元，分别同比-4.8/-0.7/-2.6 亿元，其中色连煤矿净利润转负，同忻煤矿净利润下

滑还受到地质条件影响。公司市场煤占比较高，随着下半年煤价回升，业绩有望修复。

控费提效、费用降低，财务结构优化。公司严格落实经营管理措施，实施全面预算管理，加强考核，上半年管理费用同比削减 26%，财务费用同比压降 161%。资产负债率同比下降 7pct 至 26%。

启动煤炭资产收购，产能增长可期。2025 年 1 月公司发布启动收购间接控股股东部分资产工作的公告。标的资产为晋能控股集团持有的潘家窑矿探矿权及相关资产，设计生产能力 1000 万吨/年，公司未来产能增长可期。

投资建议：维持“优于大市”评级。

考虑 2025 年煤价中枢下行幅度超过此前预期，下调 2025 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 20/23/24 亿元（前值为 21/22/23 亿元）。公司煤炭资源优质，经营稳健；背靠中国第二大煤炭生产集团，未来资产注入空间较大，维持“优于大市”评级。

风险提示：煤炭需求不及预期、安全生产事故影响、公司市场煤销售不及预期、公司分红率不及预期、资产注入不及预期等。

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

◆ 天娱数科(002354.SZ) 财报点评:2025 上半年收入增长 30%, AI 直播电商业务发展较快

数据流量业务带动上半年收入增长 30%。1) 公司 2025 上半年收入 9.9 亿元，同比增长 29.6%，主要由于数据流量业务收入增长；归母净利润 0.2 亿元，同比增长 453.7%。2) 单看第二季度，公司收入 5.0 亿元，同比增长 28.2%；归母净利润 0.2 亿元，同比增长 192.0%。

第二季度毛利率提升 8 个百分点，费用率持平。1) 2025 上半年，公司毛利率为 22.7%，同比下滑 1.1 个百分点，主要由于毛利率较低的数据流量业务占比提升；公司销售/管理/财务/研发费用率分别为 7.6%/4.9%/0.2%/1.1%，分别同比-0.03/-0.8/+0.04/-0.5 个百分点。2) 2025 年第二季度，公司的毛利率增长 8.3 个百分点至 27.1%；销售/管理/财务/研发费用率分别为 9.6%/9.6%/0.3%/2.2%，分别同比+1.6/-1.4/+0.1/-1.0 个百分点。

移动应用分发业务用户数持续提升，平台优势稳固。截至 6 月末，国内移动应用分发平台爱思助手总注册用户达 3.49 亿，覆盖了社交、电商、游戏、学习强国等众多领域。海外移动应用分发平台 3u tools 截至 6 月末的累计注册用户超 5398 万，月均活跃用户超 244 万。

AIGC 巩固营销平台效率并成功孵化电商业务。1) AI 营销 SaaS 平台依托自研智慧广告大模型，为众多品牌客户、中小商家提供涵盖数据分析、用户洞察、投放优化、创意提效、品牌运营的全链路 AI 营销服务。截至报告期末，平台累计生产脚本数量 3.58 万条，其中 AI 生成有效脚本占比 23.27%；平台生产的短视频 208.5 万支，由 AI 生成视频占比 5.4%。2) 公司的空间智能 MaaS+3D 数据+云端算力协同，打造通用具身智能平台。目前拥有超 150 万条 3D 数据、65 万条多模态数据。3) AI 直播电商方面，结合垂类模型的 RAG（检索增强生成）能力，提供 AI 评论、AI 客服、AI 智播策略等提高销售转化率，增强复购。报告期内，直播电商互动总量 279.5 万条，其中 AI 互动超 237.1 万条，占比 84.8%，AI 互动转化率持续攀升。

风险提示：应用商业化不及预期；参股公司亏损或减值；宏观经济风险等。

投资建议：看好 AIGC 对公司业务的多维度赋能和具身智能平台变现的可能，维持“优于大市”评级。公司的 AIGC 赋能营销和直播电商业务、业务稳健，我们维持盈利预测，预计 25-27 年归母净利润分别为 0.52/0.72/0.9 亿，同比增速 144%/39%/25%；摊薄 EPS=0.03/0.04/0.05 元，当前股价对应同期 PE=260/187/150x。公司的 AI 赋能营销业务、具身智能平台布局前瞻，随着 AI/具身智能等创新业务进一步变现，维持“优于大市”评级。

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

◆ 爱尔眼科(300015.SZ) 财报点评:屈光视光引领增长，收入增速稳步回升

2025H1 公司营收增速稳步回升，利润同比基本持平。2025H1 公司实现营业收入 115.07 亿元，同比增长

9.1%；归母净利润 20.51 亿元，同比增长 0.1%。随着居民眼健康意识的逐渐提升以及对高端眼科医疗服务需求的增长，公司经营规模和品牌影响力优势持续显现。公司 2025H1 受益于屈光业务中全光塑、全飞秒 4.0、全飞秒 Pro 等新术式带来的单价提升以及海内外医疗网络的进一步完善，营业收入增速稳步回升；利润端受到新建医院折旧摊销增加以及屈光设备升级等影响，同比基本持平。预计随着公司屈光新术式的放量、白内障行业价格波动趋缓以及公司海内外业务布局的不断扩张，公司营收增速提升的趋势有望延续。

25H1 门诊量及手术量齐升，屈光及视光业务引领增长。2025H1 实现门诊量 924.83 万人次，同比增长 16.47%；手术量 87.9 万例，同比增长 7.63%。分业务来看，屈光项目收入 46.18 亿元（+11.1%），白内障项目收入 17.81 亿元（+2.6%），眼前段项目收入 10.31 亿元（+13.1%），眼后段项目收入 7.85 亿元（+9.0%），视光服务项目收入 27.20 亿元（+14.7%）。公司“1+8+N”战略持续取得进展，分级诊疗网络逐渐建设完善，规模效应不断显现，截至 2025 年 6 月末，公司拥有境内医院 355 家，门诊部 240 家，以及香港亚洲医疗、美国 MING WANG 眼科中心等多家海外机构。

费用率控制良好，利润率水平同比略有下降。2025H1 公司销售费用率 9.1%（-1.5pp）；管理费用率 13.6%（+0.0pp）；财务费用率 0.4%（-0.6pp）；研发费用率 1.4%（-0.1pp）。公司持续采取优化措施提高效率，费用控制水平较强。2025H1 公司毛利率 48.6%（-0.9pp），归母净利率 19.3%（-1.7pp），利润率略有下降主要因部分新并购医院毛利率仍在提升区间、新建医院摊销以及屈光设备升级导致折旧提升。

投资建议：考虑公司白内障板块业务收入增速受到集采等因素影响，我们略下调公司营业收入预测；同时由于屈光新设备折旧及新医院的费用摊销，略下调全年归母净利润预测。预计 2025-2027 年营业收入 237.34/268.16/302.22 亿元（原为 241.70/277.66/317.71 亿元），同比增速 13.1%/13.0%/12.7%；预计 2025-2027 年归母净利润 40.59/48.30/56.57 亿元（2025-2026 原为 41.35/48.77/57.59 亿元），同比增速 14.1%/19.0%/17.1%。维持“优于大市”评级。

风险提示：消费复苏不达预期、医疗事故风险、市场竞争加剧风险。

证券分析师： 陈曦炳（S0980521120001）、彭思宇（S0980521060003）、张超（S0980522080001）

联系人： 贾瑞祥

◆ 康诺亚-B(02162.HK) 财报点评:司普奇拜单抗销售快速增长，后续管线研发顺利推进

司普奇拜单抗销售快速增长。康诺亚 2025 年上半年营收 4.99 亿元（+812%），其中司普奇拜单抗销售 1.69 亿元，销售快速增长。公司亏损 0.79 亿元（上年同期亏损 3.37 亿元）。上半年研发费用 3.60 亿元（+9%），销售费用 1.38 亿元（+492%）。截至 25 年中，公司在手现金约 28 亿元。

差异化适应症助推司普奇拜单抗商业化销售。司普奇拜单抗于 2024 年 9 月获批上市，目前已经获批了特应性皮炎、慢性鼻窦炎伴鼻息肉和季节性过敏性鼻炎三项适应症；其中两项鼻科的适应症是在中国的独家适应症，差异化适应症有助于司普奇拜单抗的销售放量。结节性痒疹以及青少年、儿童特应性皮炎等适应症正在进行 3 期临床。预计司普奇拜单抗将通过今年的国谈进入医保。

ADC、双抗等后续管线顺利推进。公司的 CMG901（CLDN18.2 ADC）已经授权 AZ，目前正在进行全球注册性临床。CM512（TSLPxIL13 双抗）在特应性皮炎、慢性鼻窦炎伴鼻息肉、COPD、哮喘等适应症中正在进行 2 期临床，CM518D1（CDH17 ADC）正在进行 1 期临床的剂量递增阶段。CM313（CD38 单抗）、CM336（BCMAxCD3 双抗）、CM355（CD20xCD3 双抗）等创新分子的临床同样顺利推进。

投资建议：维持“优于大市”评级。

由于康诺亚在上半年完成了对外授权交易，我们上调盈利预测，预计 2025-27 年公司营收为 8.27/10.95/20.46 亿元（前值 6.05/10.95/20.46 亿元），归母净利润-4.90/-5.76/0.53 亿元（前值 -8.02/-5.82/0.47 亿元）。公司的核心产品司普奇拜单抗上市后快速放量，后续管线顺利推进临床，维持“优于大市”评级。

风险提示：核心产品降价幅度超预期，创新药研发进度不及预期。

证券分析师： 陈曦炳（S0980521120001）、彭思宇（S0980521060003）、陈益凌（S0980519010002）

◆ 康方生物(09926.HK) 财报点评:核心产品销售快速放量,依沃西 3 期临床取得 OS 优效

两大双抗进入医保后销售快速放量。康方生物 2025 年上半年营收 14.1 亿元（37.8%），其中商业销售收入为 14.0 亿元（+49.2%），依沃西和卡度尼利纳入医保目录后销售快速增长。亏损为 5.88 亿元（上年同期亏损 2.49 亿元），亏损扩大主要由于 Summit 股权投资损失计提、研发费用以及股权激励费用的增加。上半年研发费用为 7.31 亿元（+23.0%），销售费用 6.70 亿元（+29.8%），销售费用率 47.8%（-7.1pct）；管理费用 1.34 亿元（+34.4%）。截至 25 年中，公司在手现金约 71.4 亿元，现金储备充沛。

依沃西：HARMONi-A 取得显著的 OS 获益。依沃西已经开启 13 项 3 期临床，包括 6 项与 PD-(L)1 头对头的临床研究，并有 4 项 3 期临床已达到阳性结果，两项适应症已在中国获批。依沃西治疗 EGFR-TKI 进展的 EGFRm NSCLC 患者的适应症（HARMONi-A）达到 OS 临床终点，取得具有统计学显著和临床意义显著的 OS 获益。依沃西联合化疗头对头替雷利珠联合化疗治疗 sqNSCLC 1L 的 3 期临床（AK112-306）也已达到 PFS 主要终点，详细数据将在今年相关学术会议上公布。依沃西联合多西他赛治疗 PD-(L)1 经治的 NSCLC 的 3 期临床（AK112-305）正在入组中。另外，依沃西在结直肠癌、胰腺癌、胆道癌等”冷肿瘤”中也开启了 3 期临床。

后续管线：I02.0+ADC 战略升级。公司的创新管线储备丰富，AK137（CD73/LAG3 双抗）的 1 期临床正在入组，有望通过内部管线联用，为突破现有标准治疗提供新的可能。AK138D1（HER3 ADC）是公司首个进入临床阶段的 ADC，AK138D1 联合卡度尼利或依沃西的多项临床在筹备中。AK146D1（Trop2/Nectin4 ADC）是公司首个进入临床阶段的双抗 ADC，已获得 FDA、TGA 和 NMPA 批准开展临床试验。

投资建议：维持“优于大市”评级。

我们维持公司的盈利预测，预计 2025-2027 年公司营收 33.0/52.0/79.0 亿元，归母净利润 0.29/7.30/17.93 亿元。公司的核心产品顺利进入医保，依沃西全球 3 期临床顺利推进，维持“优于大市”评级。

风险提示：商业化进度不及预期，创新药研发进度不及预期。

证券分析师： 陈曦炳（S0980521120001）、彭思宇（S0980521060003）、陈益凌（S0980519010002）

◆ 振德医疗(603301.SH) 财报点评:振德医疗(603301.SH)-25Q2 业绩环比改善,海外产能持续爬坡

利润端承压，25Q2 业绩环比改善。2025 上半年公司实现营收 21.00 亿元（+2.83%），归母净利润 1.28 亿元（-20.70%），扣非归母净利润 1.18 亿元（-26.97%）。利润端下滑主要系：1）海外生产基地于 2024 年下半年投产，尚处产能与效率爬坡期，导致短期费用增加；2）公司加大对国际新兴市场的开拓，产品注册等费用增加；3）汇率波动导致汇兑收益及利息收入同比减少。25Q2 单季营收 11.09 亿元（+2.79%），归母净利润 0.77 亿元（-12.76%），扣非归母净利润 0.70 亿元（-18.91%），二季度业绩环比修复，收入环比增长 12%，归母净利润环比增长 49%。

国内市场：医院端持平，零售端承压。2025 上半年公司境内主营业务收入 7.96 亿元（-11.19%），其中国内医院线收入 5.33 亿元（+0.99%），线上和线下零售线业务收入 2.14 亿元（-37.07%）。

国际市场：稳步向好。2025 上半年公司境外主营业务收入 12.92 亿元（+13.34%）。一方面，公司积极推进产业链全球化布局，加快推进海外生产基地的建设，另一方面，加大投入拓展东南亚、中东、非洲等新兴市场，为国际市场贡献新增长点。

毛利率下降，费用率提升。2025 上半年公司毛利率 34.19%（-1.22pp），销售费用率 8.49%（-0.25pp），管理费用率 13.67%（+0.80pp），研发费用率 3.03%（-0.02pp），财务费用率 0.69%（+1.22pp），四费率 25.89%（+1.74pp），管理费用率、财务费用率提升，主要是由于海外生产基地产能爬坡管理费用阶段性增加以及汇兑收益减少。

投资建议：维持盈利预测，预计 2025-2027 年营收 47.7/53.3/59.2 亿元，同比增速 12%/12%/11%，归母净利润 3.9/5.0/5.7 亿元，同比增速 1%/27%/15%，当前股价对应 PE=16/13/11x，维持“优于大市”评

级。

风险提示：收购标的整合不及预期；原材料涨价风险；汇率波动风险。

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

◆ 比音勒芬(002832.SZ) 财报点评:上半年收入增长 9%，线上渠道增长领先

2025 上半年收入增长 9%，毛利率下滑及费用上升导致净利润承压。比音勒芬是主营高端运动生活的男装品牌。2025 上半年公司收入同比+8.6%至 21.0 亿元，归母净利润同比-13.6%至 4.1 亿元。毛利率同比-1.9 个百分点至 75.9%；管理、研发费用率基本稳定，分别同比+0.1/-0.1 百分点；主因主品牌和 K&C 新品牌营销投放增加，及渠道结构变化，销售费用率同比+2.5 个百分点至 41.4%；受定期存款利息收入减少影响，财务费用率同比+1.2 个百分点至 0.0%。进而归母净利率同比-5.1 个百分点至 19.7%。存货金额同比增长 36.1%至 10.39 亿元，存货周转天数同比+45 天至 354 天，主要为支持多品牌业务扩张和新品上市，公司主动增加库存储备。

第二季度收入增长提速，毛利率承压。2025 第二季度公司收入同比+22.3%至 8.2 亿元，归母净利润同比-29.3%至 0.8 亿元。毛利率同比-4.6 个百分点至 76.7%，预计主因行业销售压力影响折扣加深；整体费用率同比+2.2 百分点，主要受销售、财务费用率提升 1.6/1.4 百分点影响。进而归母净利率同比-7.4 百分点至 10.1%。

线上渠道增长领先，加盟渠道高基数上有所承压。分渠道看，上半年直营/加盟/线上收入分别同比+10.6%/-10.3%/+71.8%，主要由线上渠道带动增长，加盟渠道在去年高基数基础上出现下滑。上半年公司保持净开店，直营和加盟较去年年底新开门店 48/14 家，分别净增 28/6 家至 672/656 家。各渠道毛利率表现分化，直营/加盟/线上毛利率分别同比-3.5%/-2.4%/+0.3 个百分点至 77.9%/69.5%/77.9%。

风险提示：线下消费持续疲软、品牌形象受损、渠道拓展不及预期。

投资建议：短期利润承压，中长期卡位景气赛道成长可期。上半年公司收入保持稳健增长，二季度收入增长提速，毛利率在高基数基础上小幅下滑，费用投放增加叠加渠道结构变化、销售费用率提升，净利润承压。中长期看，比音勒芬精准定位高端运动时尚景气细分赛道，通过高质量营销和优秀产品力培育出高端品牌基因，随着品牌影响力提升，未来成长空间广阔。基于今年毛利率和销售费用率预计仍维持上半年趋势，我们下调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 7.3/8.0/8.7 亿元（2025-2026 年前值为 10.3/11.2 亿元），同比-5.9%/+9.6%/+8.3%；由于盈利预测下调，下调目标价至 18.0-19.3 元（前值为 22.6-24.2 元），对应 2025 年 14~15x PE，维持“优于大市”评级。

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

◆ 浙江自然(605080.SH) 财报点评:二季度关税扰动影响发货节奏，产品结构变化致毛利率下滑

上半年收入同比增长 14%，产品结构变化致毛利率下滑。浙江自然主要通过 ODM/OEM 的方式为客户提供 TPU 材质为主的各类户外运动用品。2025 上半年公司收入同比+14.2%至 6.9 亿元；归母净利润同比+44.5%至 1.46 亿元，扣非归母净利润同比+7.2%至 1.33 亿元。毛利率同比-2.1%至 35.1%，预计主要因产品结构变化、毛利率相对较低的新品类占比提升，以及海外产能占比提升；费用率基本保持稳定。营业利润率同比+4.3%至 24.5%；归母净利率同比+4.5%至 21.2%；扣非归母净利润率同比-1.3%至 19.4%；非经项主要为金融工具公允价值变动，从去年同期亏损 4414 万元转为本期收益 1319 万元，占收入比例同比+9.3 百分点。

预计主要受关税政策扰动影响订单延迟发货，第二季度收入增速放缓。公司第二季度收入同比+0.7%至 3.29 亿元，收入增速放缓预计主要因：1）关税政策扰动导致下游客户下单谨慎，部分订单延迟至三季度发货。2）海外产能爬坡阶段，生产效率较低影响出货节奏；收入增长预计下半年将逐步恢复。归母净利润同比下降 20.1%；产品结构变化及收入递延致毛利率下滑，毛利率同比-5.1%/环比-7.7 个百分点至 31.1%；销售、管理、财务和研发费用率分别同比+0.7/+2.2/+0.2/0.9 百分点；公允价值变动损益占比同比+5.3 百分点；归母净利率同比-3.9 个百分点至 15.1%。

三季度订单恢复正常发货，新客户与新产品驱动增长。三季度以来，公司订单已恢复正常发货，此前延迟订单已完成交付。随着下游品牌客户基本完成库存去化，充气床垫主业预计稳健增长。同时，公司积极寻求市场突破，在客户渠道与产品线两方面深入拓展：1) 客户渠道方面，深度合作新能源汽车市场带来的“汽车露营”生活方式，已与国内知名车企绑定合作，并开拓了特斯拉等客户的车载床垫业务。2) 产品品类方面，公司加强水上用品（如 SUP 桨板）和保温箱包的市场拓展，相关产品主要由越南和柬埔寨工厂生产，随着海外产能爬坡和新客户订单导入，有望成为公司未来核心增长点。

风险提示：原材料价格波动风险；工厂爬坡不及预期；国际贸易政策风险。

投资建议：看好主业稳健增长，新客户与新产品引领增长。随下游品牌库存问题解决，公司主业增长恢复；同时公司新品有望持续放量，随着产能爬坡、盈利水平也有望改善；二季度主要受关税扰动影响出现延迟发货，不改公司全年增长趋势。我们上调盈利预测，预计 2025~2027 年归母净利润分别为 2.5/3.1/3.8 亿元（2025-2026 年前值为 2.1/2.3 亿元），同比+34.2%/26.2%/22.1%。基于盈利预测上调，上调目标价至 28.1-31.6 元（前值为 21.8-24.2 元），对应 2025 年 16-18x PE，维持“优于大市”评级。

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

◆ 金开新能(600821.SH) 财报点评:投资收益下降及资产减值影响利润，“绿电+”项目逐步落地

营业收入实现增长，归母净利润同比下降。2025 年上半年，公司实现营业收入 19.22 亿元（+2.07%），归母净利润 4.39 亿元（-9.80%），扣非归母净利润 4.00 亿元（-10.03%）。2025 年第二季度，公司营业收入 10.69 亿元（+2.77%），归母净利润 3.19 亿元（+18.53%），扣非归母净利润 2.87 亿元（+6.88%）。公司营业收入同比增长主要系电站并网容量增加，售电量增加。公司归母净利润同比下降主要系投资收益下降、计提固定资产减值损失及所得税费用增加等因素综合影响。2025 年上半年，公司对合营联营企业投资收益减少 2893.42 万元，计提固定资产减值损失 1297.23 万元，以及部分电站项目企业所得税减免优惠期届满，公司所得税费用同比增加 566.62 万元。

新能源发电装机容量持续增长，资源储备较为充足。2025 年上半年，公司新增并网装机容量合计 359MW，其中风电 120MW、光伏 239MW；截至 2025 年 6 月，公司累计装机容量 5913MW，同比增长 23.98%，其中风电装机容量 1634MW，光伏 4151MW。截至 2025 年 6 月，公司核准装机容量 7.85GW，同比增长 12.85%。公司持续做强“清洁电力”业务，统筹量的稳步增长与质的有效保障，聚焦京津冀、长三角、珠三角等经济发达地区，定向布局新疆、西藏等战略性机遇地区，加力开发优质风电及消纳保障性强的光伏项目，未来装机容量将实现持续增长。

“电算协同”业务有序推进，“绿电+”产业融合发展。公司围绕“绿电+”产业融合，积极拓展低碳产品，提高绿电附加值，一方面积极与电解铝、铁合金等高载能用户合作，探索开展源网荷储一体化、绿电直供业务；另一方面，加速推进自主开展的新型绿色化工、绿色冶炼及高端合金制造一体化项目。“电算协同”业务方面，公司与无问芯穹的人工智能算力技术服务合同落地实施，目前已顺利完成高性能算力服务器集群的部署与性能测试，并于近期完成一期算力集群的整体交付工作，进入既定运行服务阶段。

风险提示：电量下降；电价下滑；新能源项目投运不及预期；限电率增加。

投资建议：维持盈利预测。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 8.9/9.7/10.6 亿元，同比增长 10.4%/9.9%/8.6%；EPS 分别为 0.44/0.49/0.53 元，当前股价对应 PE 为 12.6/11.5/10.6X。维持“优于大市”评级。

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

◆ 上海电力(600021.SH) 财报点评:上海电力(600021.SH)-燃料成本及财务费用同比下降，25H1 归母净利润同比+43.9%

营业收入小幅增长，归母净利润增幅较大。2025 年上半年，公司实现营业收入 204.75 亿元（+1.76%），归母净利润 19.09 亿元（+43.85%），扣非归母净利润 18.43 亿元（+40.08%）。2025 年第二季度，公司

实现营业收入 100.32 亿元（+5.45%），归母净利润 10.80 亿元（+55.80%），扣非归母净利润 10.36 亿元（+52.27%）。公司营业收入增长主要系主要系售电量、供热量较上年增长所致；公司归母净利润增长主要系燃料成本下降及财务费用下降影响，2025 年上半年，公司合并口径入厂标煤单价（含税）936.14 元/吨，同比下降 12.7%。

煤电项目建设有序推进，项目建设完成后将推动公司业绩进一步增长。公司百万千瓦优质火电建设进展顺利，漕泾综合能源中心二期 2×100 万千瓦项目 3 号、4 号锅炉高质量完成首根大板梁吊装，江苏滨海 2×100 万千瓦扩建项目（滨海三期）5 号、6 号锅炉开始受热面吊装，外高桥 2×100 万千瓦扩容替代项目有序推进。六台百万机组预计 2026 年后陆续投产，公司在建煤电项目均位于负荷需求高的长三角地区，未来电量有保障，项目投产将驱动公司业绩进一步增长。

新能源项目建设稳步推进，装机容量持续增长。2025 年上半年，公司新疆木垒 120 万千瓦风电项目完成首台风机吊装，甘肃宕昌风电项目、天祝风电项目等多个新能源项目均实现全容量投产，新增新能源装机容量 114.82 万千瓦，其中新增风电装机容量 38.50 万千瓦，光伏装机容量 76.32 万千瓦。截至 2025 年上半年，公司新能源装机容量为 1233.31 万千瓦，其中风电装机容量 523.56 万千瓦（含海上风电 220.24 万千瓦）、光伏装机容量 709.75 万千瓦。未来公司将持续推动新能源项目有序落地，装机容量有望进一步增长。

风险提示：电量下降；电价下滑；煤价上涨；项目投运不及预期；行业政策变化。

投资建议：由于财务费用下降及煤价下降影响，上调盈利预测。预计 2025–2027 年公司归母净利润分别为 30.7/34.2/35.4 亿元（2025–2027 年原预测值为 26.9/30.1/32.6 亿元），分别同比增长 49.9%/11.6%/3.3%；EPS 分别为 1.09、1.22、1.26 元，当前股价对应 PE 为 13.5/12.1/11.7X。维持“优于大市”评级。

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

◆ 中闽能源(600163.SH) 财报点评:电量下降及所得税增加影响业绩，海上风电项目建设稳步推进

营业收入、归母净利润均同比下降。2025 年上半年，公司实现营业收入 7.94 亿元（-2.95%），归母净利润 3.14 亿元（-8.07%），扣非归母净利润 3.02 亿元（-7.05%）。2025 年第二季度，公司实现营业收入 2.80 亿元（-20.58%），归母净利润 0.63 亿元（-51.62%），扣非归母净利润 0.57 亿元（-53.02%）。公司营业收入同比下降主要原因：一是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；二是个别项目电价补贴到期。公司归母净利润同比下降主要由于公司部分下属公司全额征收企业所得税，所得税费用同比有所增加，2025 年上半年公司所得税为 0.97 亿元，同比增长 64.41%。

2025Q2 发电量、上网电量降幅较大。2025 年第二季度，公司发电量 5.07 亿千瓦时（-18.08%），上网电量 4.90 亿千瓦时（-18.30%）。公司福建区域风电发电量 4.45 亿千瓦时（-18.75%），上网电量 4.32 亿千瓦时（-18.88%）；黑龙江区域发电量 0.42 亿千瓦时（-19.59%），上网电量 0.41 亿千瓦时（-19.63%）。

海上风电项目建设推进，装机容量有望实现增长。公司积极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。2025 年 8 月，公司长乐 B 区（调整）海上风电场项目开始建设，项目装机容量 114MW，未来项目投运后将使得公司装机容量进一步增长。未来公司将加快推进项目落地，进一步加大项目前期工作和工程建设实施推进力度；紧跟福建省海上风电资源分配发展方向，积极争取省内海上风电项目资源配置，在省外新能源资源丰富区域开拓市场，提升公司资产体量。

风险提示：电量下降；电价下滑；项目投运不及预期；行业政策变化风险。

投资建议：由于所得税同比增加，下调盈利预测。预计 2025–2027 年公司归母净利润分别为 6.85/7.40/8.15（原预测值为 7.0/7.6/8.4 亿元），同比增长 5.3%/8.0%/10.2%；EPS 分别为 0.36/0.39/0.43 元，当前股价对应 PE 为 15.0/13.9/12.6X。维持“优于大市”评级。

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

◆ 上海实业控股(00363.HK) 财报点评: 房地产板块拖累业绩, 中期派息率提升 5.8pct

房地产板块拖累收入利润双降。2025H1 公司实现收入 94.76 亿港元, 同比下滑 8.6%; 归母净利润 10.42 亿港元, 同比下滑 13.2%。公司收入利润双降主要由于房地产业务交楼结转销售较去年同期减少以及房地产存货跌价计提大额拨备和投资物业公允价值减少。报告期内公司毛利率为 26.51%, 同比下滑 5.39pct; 净利率为 8.32%, 同比下滑 5.04pct; 销售/管理/财务费用率分别为 4.41/9.96/9.23pct, 同比变化 +0.45/+0.40/-0.70pct。

基建环保: 公司该板块实现收入 44.33 亿港元, 同比-3%, 净利润 9.33 亿港元, 同比-11.6%, 主要系杭州湾大桥出表和出售粤丰亏损 5683 万港元影响所致, 核心业务板块经营均保持稳定。其中高速公路板块实现收入 10.19 亿港元, 同比+5.1%, 归母净利 5.48 亿港元, 同比+0.5%, 车流量 7732 万架次, 同比+2.1%; 上实环境实现收入人民币 31.77 亿元, 同比-4.8%, 归母净利人民币 3.44 亿元, 同比+7.1%。

房地产: 公司该板块实现收入 31.43 亿港元, 同比-23.2, 净利润-4.65 亿港元, 亏损扩大 3.31 亿港元, 主要系减值计提所致。其中上实发展亏损人民币 7.54 亿元, 上实城开亏损 4.92 亿港元。

消费&大健康: 公司消费板块实现收入 19 亿港元, 同比+11%, 净利润 4.33 亿港元, 同比+26%。其中南洋烟草实现收入 12.73 亿元, 同比+16.4%, 净利润 3.37 亿元, 同比+20%, 销量 74.6 万箱, 同比+31%, 海外市场开拓顺利。大健康板块实现净利润 1.41 亿港元, 同比+118.4%, 主要系上药股份确认了一次性收益所致。

资产负债率/财务费用显著下降。25H1 公司出售粤丰回笼港币现金后部分用于偿还银行贷款, 有息负债由年初的 594.92 亿港元下降至 585.13 亿港元, 资产负债率由 53.5%下降至 51.5%。25H1 公司财务费用为 8.75 亿港元, 同比-15%。

分红: 绝对值维持派息率提升。2025H1 公司每股派息 0.42 港元, 合计 4.57 亿港元, 与去年同期持平, 股利支付率由 38%提升至 43.8%。

风险提示: 分红提升不及预期; 高速公路特许经营权无法续期; 地产板块业绩持续下滑; 应收账款回收不及预期; 烟草业务海外拓展不及预期。

投资建议: 维持“优于大市”评级。考虑到近期上海外环已放开限购, 公司房地产板块有企稳向好趋势, 我们维持原有盈利预测不变, 预计 2025-2027 年归母净利润 29.34/30.84/31.97 亿港元, 同比增速 4.8%/4.8%/3.7%, 当前股价对应 PE=5.4/5.2/5.0x, 维持“优于大市”评级。

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

◆ 中国广核(003816.SZ) 财报点评: 电价下行致业绩触底, 拟注入惠州核电

发电量持续增长, 电价下降拖累业绩增长。2025 上半年公司实现营业收入 391.67 亿元, 同比减少 0.53%; 归母净利润 59.52 亿元, 同比减少 16.30%, 主要系电价下行影响所致。2025 上半年公司运营管理的核电机组总发电量 1203.11 亿 kWh, 同比增加 6.11%, 上网电量 1133.60 亿 kWh, 同比增加 6.93%, 电量增速较一季度有所放缓。

机组开发有序进行, 核电业务长期发展确定性高。截至 6 月 30 日, 公司管理 28 台在运机组, 装机容量 3179.6 万 kW, 在建机组 20 台, 装机容量 2422.2 万 kW, 占全国在运及在建核电总装机容量的 44.46%, 2025-2027 年预计投产机组数量为 1/2/2 台。在近年核电核准节奏及核电项目建设周期下, 公司在建规模接近达峰, 随着资本开支随项目建设推进达峰及新建机组投产, 公司现金流有望转好。

业绩因市场交易电价承压, 广东电价接近触底。2025 年上半年, 受电力市场(尤其是广东、广西市场)整体交易价格有所下降, 公司平均市场电价同比下降约 8.23%。广东 2025 年年度电力中长期交易成交均价为 0.39186 元/千瓦时, 1-8 月月度交易电价在 372-377 元/kWh 区间浮动。按照广东《关于 2025 年电力市场交易有关事项的通知》等规定, 2025 年年度交易按照基准价+上下浮动原则, 下限暂定为 0.372 元/千瓦时。目前广东电价接近触底, 2026 下降空间有限, 公司业绩有望触底反弹。

拟注入惠州核电。8 月 27 日, 公司与集团订立股权转让协议, 拟收购惠州核电 82%、惠州第二核电 100%、惠州第三核电 100%、湛江核电 100%股权, 包括惠州 1-6 号机组(其中惠州第三核电 5、6 号、湛江核电

尚未开展核电项目建设)。标的账面净资产价值总额约 80.3 亿元,交易作价 93.8 亿元,对应 PB 约 1.17 倍。

风险提示:电价下调,用电量增速不及预期,政策不及预期,核安全风险。

投资建议:下调盈利预测,维持“优于大市”评级。考虑到电价下行影响,预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 97.5/104.4/111.8 亿元(原为 104.7/112.3/120.4 亿元),同比增速-10%/7%/7%;每股收益 0.19/0.21/0.22 元,当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 19.8/18.5/17.3x,维持“优于大市”评级。

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

◆ 中广核矿业(01164.HK) 财报点评:存货成本记账方式导致上半年业绩承压,长协落地业绩增长可期

存货平均成本高于国际贸易销售价格导致贸易业务亏损扩大,投资收益因铀价下行有所减少。2025 年上半年公司实现营业收入 17.09 亿港元,同比减少 58.4%,主要系铀价下行、国际贸易交割量减少所致;实现公司所有人应占亏损 0.68 亿元,同比下降 159.7%。上半年天然铀现货价格较 2024 年整体下行趋势下,由于公司存货以加权平均成本记账,账面存货加权平均成本高于当期执行的销售合同售价,天然铀贸易业务分部亏损 2.62 亿港元,同比增亏 265.3%;谢、奥公司应占业绩合计 3.06 亿港元,同比减少 30.9%。

铀矿生产符合预期,国际贸易形成价格倒挂。上半年谢、奥公司总采铀量 1351tU,同比增加 1.2%,生产计划完成率 110.3%,平均生产成本为 26.69\$/磅 U308;公司完成包销量 526tU,平均销售价格 71.07\$/磅 U308,平均销售成本 72.85\$/磅 U308。由于公司库存按照加权平均成本记账和国际贸易中从供应商接收和向客户交付的交割时间可能不同,公司国际贸易业务形成价格倒挂,单位销售成本为 68-74\$/磅 U308,而所交付合同的单位销售价格为 58-61\$/磅 U308,总计交付 812tU。截至 6 月 30 日,国际销售公司持有天然铀 1569tU,加权平均成本 68.77\$/磅 U308,持有已签订尚未交付的天然铀销售量 4564tU,加权平均售价 80.52\$/磅 U308。

上半年天然铀价格下行,看好后续铀价走势。2025 年上半年,国际天然铀现货需求相对温和,价格回落,4 月后有所反弹,整体低于上年水平。供给端由于新矿山项目前期准备时间长,部分铀矿项目面临减产,天然铀供给存在压力;需求端全球核电持续复苏,天然铀需求持续增长。天然铀供需偏紧对铀价形成较强支撑,叠加美联储降息预期加强,铀价有望回归上升通道。

三年新长协落地,长期业绩增长可期。8 月 19 日,公司股东特别大会投票通过了新销售框架,确定定价方案为 30%固定价格+70%现货价格。其中,2026-2028 年固定价格分别为 94.22/98.08/102.10\$/lbU308。新长协定价方案下,固定价大幅提高保障了公司业绩增长,同时现货价格占比提高使公司更充分地受益于国际天然铀价格上涨。

风险提示:价格波动、汇率风险、项目进度不及预期、核安全风险。

投资建议:下调盈利预测,维持“优于大市”评级。考虑到上半年国际贸易业务毛利亏损的影响,预计公司 2025-2027 年归母净利润 4.8/9.5/10.9 亿港元(原为 6.3/9.5/11.0 亿港元),同比增速 39%/99%/14.4%,对应当前股价 PE 约为 42.7/21.4/18.7x,维持“优于大市”评级。

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

◆ 达梦数据(688692.SH) 财报点评:上半年收入增速超 48%,国产化需求持续释放

收入和利润保持快速增长。2025 年 H1 公司营业收入 5.23 亿元(+48.65%);归母净利润 2.05 亿元(+98.36%),扣非归母净利润 1.89 亿元(+98.14%)。单 Q2 来看,公司收入 2.65 亿元(+42.44%),归母净利润 1.07 亿元(+124.08%),扣非归母净利润 0.93 亿元(+109.87%)。收入增长较快主要是重点领域客户信息化采购需求快速增长,公司竞争力和影响力持续提升。

软件授权保持快速增长,各行业均有增长。软件授权收入 4.82 亿元(+44.31%),运维服务收入 0.25 亿元(+66.67%),大数据及行业解决方案收入 0.10 亿元,数据库一体机收入 0.04 亿元。公司在党政、

能源、金融、交通、信息技术、运营商、制造等领域收入均有所增长。

规模效应显现，费用率快速下降。公司 2025 年 H1 毛利率为 96.22%，比 24 年提升较多。公司费用增速显著低于收入增速，销售、管理、研发费用增速分别为 25.19%、6.43%、21.55%，因此净利率提升至 38.69%，相比 24H1 提升超 10 个百分点。

国产化持续推进，AI 数据库价值显现。公司在关系型数据库市场依然稳居行业领先地位，2024 年公司在金融行业以 13.48% 的份额位居集中式数据库第一；在传统部署模式中，达梦数据库市场份额同比增速第一。当前客户国产化产品采购比例提升，建设范围已从传统 OA 办公延伸至运营、生产等更多关键业务领域，持续推动公司数据库增长。当前 AI 的发展，对数据库等基础软件提出了新的应用需求。公司以自研向量数据库、图数据库、时序数据库等替代传统产品，通过 Schema-linking 优化与知识图谱编联，提升 LLM 推理的泛化能力与语义理解精度。公司已形成“启云数据库（AI 版）”与“达梦数据库一体机 PAI-A（AI 版）”两大交付形态，前者集成 AI 模块提升云平台运维智能化，后者基于内置 GPU 算力，为高端场景提供一站式智能服务。

风险提示：AI 产业发展不及预期；信创产业进展缓慢；下游 IT 开支收紧。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。由于公司 25H1 保持快速增长，上调盈利预测，预计 2025-2027 年公司收入 13.27/16.92/21.67 亿元，归母净利润为 4.84/6.09/7.85 亿元（原预测为 4.65/5.89/7.33 亿元），对应当前 PE 为 67/53/41 倍。维持“优于大市”评级。

证券分析师：熊莉（S0980519030002）、库宏焱（S0980520010001）

◆ 合合信息(688615.SH) 财报点评:C 端付费用户保持高增长，AI 能力不断丰富

Q2 收入加速增长。2025H1 公司收入 8.43 亿元（+22.51%），归母净利润 2.35 亿元（+6.63%），扣非归母净利润 2.12 亿元（+2.93%）。单 Q2 来看，公司收入 4.48 亿元（+23.93%），归母净利润 1.19 亿元（-2.62%），扣非归母净利润 1.07 亿元（+1.90%）。公司 Q2 收入保持加速态势，利润增长较慢，主要系公司加大品牌推广力度以提升公司及产品品牌影响力。

毛利率提升，营销投入增长较大。25H1 公司毛利率 86.29%，同比提升约 1.4 个百分点，持续验证公司半年度会员推广带动盈利能力提升，以及 B 端产品化进展顺利。25H1 公司销售、管理、研发费用同比增长为 41.94%、15.91%、27.54%，其中销售费用的广告宣传费用增长较多，为后续公司持续的用户覆盖和转化奠定基础。公司合同负债达到 5.19 亿元，比 Q1 增长 3.8%。

C 端付费用户高增长，不断丰富 AI 功能。C 端收入 7.18 亿元（+24.10%），扫描全能王、名片全能王、启信宝三大产品月活合计为 1.81 亿，同比增长 11.73%；累计付费用户数 852.55 万（+28.38%），付费率持续提升。扫描全能王仍是公司 C 端核心产品，功能持续升级，不断强化 AI 文档格式转换、AI 图片文字编辑、AI 文档翻译等功能，新增及迭代如 AI 书籍扫描等功能，持续增加用户付费创新点。另一方面，公司海外业务增长约 24%，扫描全能王针对海外市场，除深化 AI 功能外，新增更多本地化功能，如新增手写签名等。随着后期公司在港股上市，也进一步开拓海外市场。

B 端持续升级 AI 产品线，Agent 落地场景丰富。B 端收入 1.21 亿元（+13.73%），其中 TextIn 定位为智能文本处理企业级 AI 产品线，新增知识库系列开源组件，帮助医疗、制造、教育等行业开发者构建个性化的知识库；启信慧眼定位为商业数据驱动智能决策的企业级 AI 产品线，上线 AI 搜索，AI 企业画像，AI 风险扫描等应用。基于公司 B 端文字识别、大数据能力，其覆盖大量可进行 agent 改造场景，如公司推出启信宝 MCP 接口，赋能 AI 大模型快速获取启信开放平台所有 API 接口数据。

风险提示：AI 产业发展不及预期；付费率提升缓慢；下游 IT 开支收紧。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。预计 2025-2027 年收入 17.57/21.61/26.48 亿元，归母净利润 4.86/5.95/7.25 亿元，对应当前 PE 为 51/41/34 倍。结合公司 B、C 两端均保持较好发展，市场空间和创新机会广阔，维持“优于大市”评级。

证券分析师：熊莉（S0980519030002）、库宏焱（S0980520010001）

◆ 北京人力(600861.SH) 财报点评:2025H1 扣非净利润增速转正, 外包业务增长稳健

2025Q2 扣非归母净利润同增 67%。2025H1, 公司实现营收 226.9 亿元/+3.8%; 归母净利润 8.13 亿元/+87.4%; 扣非归母净利润 2.96 亿元/+6.9%, 处业绩预增区间内符合预期, 其中归母净利润同比高增主因 2025Q1 公司处置全资房产子公司 100%股权确认税前投资收益 3.6 亿元。2025Q2, 公司营收 118.5 亿元/+4.8%; 归母净利润 2.2 亿元/-0.4%; 扣非归母净利润 1.5 亿元/+66.5%, 季度扣非利润增速已转正。具体看核心业务全资子公司北京外企(FESCO), 2025H1, FESCO 实现营收 226.9 亿元/+3.8%; 归母净利润 5.6 亿元/+28.6%; 扣非净利润 3.1 亿元/+11.5%, 归母净利润/扣非净利润业绩承诺完成率分别为 85%/49%。

业务外包是增长压舱石, 薪酬&人事服务增速转正。分业务板块, 2025H1, 业务外包营收 190 亿元/+4.7%, 且毛利率为 2.9%/+0.1pct, 系公司增长压舱石; 招聘及灵活用工营收 23.1 亿元/-1.9%, 毛利率为 2.3%同比持平; 薪酬福利营收 5.7 亿元/+5.1%, 毛利率 14.7%/-2.5pct; 人事管理营收 4.9 亿元/+4.2%, 毛利率 75.6%/-3.6pct; 其他业务营收 3.5 亿元/-7.7%, 毛利率为 41.8%/-9.6%。

规模效应与管理效能体现, 盈利能力稳健。2025H1, 毛利率为 5.3%/-0.3pct, 预计主因低毛利率业务占比提升。期间费率为 2.8%/-0.4pct, 销售/管理/研发/财务费率分别为 1.1%/1.8%/0.1%/-0.2%, 同比 -0.2pct/-0.2pct/基本持平/基本持平, 规模效应带动下费率持续优化。公司归母净利率为 3.6%/+0.4pct, 盈利改善系资产处置贡献; 扣非归母净利率 1.3%, 基本持平。

社保新规实施在即, 看好合规人服龙头业务发展。最高人民法院于 8 月 1 日首次对社保缴纳义务的法律属性作出明确界定, 要求“用人单位未依法缴纳社会保险费的, 劳动者可解除劳动合同并要求经济补偿, 法院将依法支持”, 用工合规成本的上升背景下, 外包业务/灵活用工占比渗透率有望持续提升。

风险提示: 宏观经济承压、大客户流失、服务费率下降、政策趋严等。

投资建议: 2025 年上半年经营基本符合预期, 我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 11.6/10.1/11.2 亿元, 若剔除房产处置收益影响主业归母业绩为 9.0/10.1/11.2 亿元, CAGR 约 12%, 对应 PE 估值为 10.1/11.6/10.5x。公司“国企的资源获取优势与外企合资市场化机制”竞争力仍在, 业绩承诺指引下主观经营动能有望充分激发, 且重组上市以来始终维持 50%分红率、红利属性优, 维持公司“优于大市”评级。

证券分析师: 曾光(S0980511040003)、张鲁(S0980521120002)

联系人: 周瑛皓

◆ 携程集团-S(09961.HK) 财报点评:经营利润增速环比提升, 50 亿美元回购计划彰显积极姿态

2025Q2 收入增速环比稳定, 主业利润增速环比提升。2025Q2 公司收入 148.4 亿元/+16.2%, 环比 Q1 增速 16.2%稳定, 好于彭博预期的 14.7%; Non-GAAP 归母净利润 50.1 亿元/+0.6%, 对应利润率为 33.8%/-5.3pct。其中主业相关的经调整 EBITDA 为 48.8 亿元/+10.0%, 环比 Q1 增速 6.9%提升, 好于彭博预期的 1.5%, 对应利润率为 32.9%/-1.9pct。总体上, 今年以来海外投入及占比提升带来利润率同比回落, 但公司凭借优异执行力带来业绩超预期表现。

收入拆分: 国内酒店与出境游业务继续提升份额, Trip.com 快速扩张。2025Q2 公司住宿预订收入 62.3 亿元/+21.2%, 交通票务收入 54.0 亿元/+10.8%, 旅游度假收入 10.8 亿元/+5.3%, 商旅管理收入 6.9 亿元/+9.3%, 其他收入 14.7 亿元/+31.0%。分区域看: 1) 估算 Q2 国内收入同比增长超 10%, 环比 Q1 略有提速, 其中酒店间夜增速维持超 15%增长, 按酒店之家估算行业增速为 8%, 休闲旅游延续好于商旅, 叠加公司积极把握老友会银发群体、年轻人展演+酒店等趋势, 国内酒店份额继续提升; 价格受行业供给扩张影响同比预计下滑低个位数; 平台国内机票预订与行业大盘均比较平稳, 预计同比增长低个位数。2) 估算 Q2 出境收入增长超 10%, 其中机酒预定量恢复超 120%, 比行业运力快 30-40%, 伴随运力增加机票价格同比回落。3) 国际平台收入增长预计超 30%, 其中 Trip.com 平台机酒预定量增长超 60%, 入境游增长约 100%。此外, 其他收入增速良好, 预计主要系广告与金融服务收入增长向好有关。

盈利拆分: 国际平台处于投资周期利润仍待释放, 国内持续优化利润率水平。随着 Trip.com 扩大规模,

使得毛利率受结构性影响回落，同时相关人员成本和费用提升，Q2 公司毛利率同比-0.9pct，研发与管理费用同比增长 18.3%；年初公司预计全年增加投放至 23-24%，考虑针对海外用户出游节奏灵活调整营销力度且国内竞争格局稳定下费率优化，Q2 销售费率 22.1%/+0.3pct。

年初至今已回购 4 亿美元，新增不限期限的 50 亿美元回购计划。截止 8.27 公司已完成年初授权的 4 亿美元回购额度，共回购约 700 万股 ADS，占年初总股本约 1%。此外，公司于 2025 年 7 月出售 MakeMyTrip 部分股权，持股比例从 45%以上降至 16.9%，交易对价为 30 亿美元。基于该项交易及公司海外现金头寸，公司董事会新批准 50 亿美元不限定期限的回购计划，每年回购底线是至少对冲约 1.5 个点由股权激励带来的摊薄。

风险提示：消费复苏不及预期，行业价格压力增加，国际市场竞争加剧等

投资建议：考虑公司国内主站效率持续优化及海外投放 ROI 维持良好带来连续两个季度利润率超预期表现，我们略上调公司 2025-2027 年 Non-GAAP 净利润为 185/212/245 亿元（此前为 182/209/244 亿元），对应动态 PE 为 20/18/15x。公司凭借完善的产品供给与优质服务，国内主站基本盘稳健且护城河深厚，份额还在持续增加，利润率有望逐步优化。同时把握出海发展窗口期及入境政策红利，国际平台以规模为先战略下保持较快扩张，已经逐步在多个区域得到验证，带动总体收入维持 15%以上增速，需耐心等待分部利润释放。此外，公司大额回购计划与常规股息安排彰显股东回报端积极姿态，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 曾光（S0980511040003）、张鲁（S0980521120002）、杨玉莹（S0980524070006）

◆ 曹操出行(02643.HK) 海外公司财报点评:城市版图扩大助力份额扩张，报表端减亏初显成效

2025H1 公司收入增长强劲，减亏逐步推进，现金造血能力增强。2025H1 公司营业收入 94.56 亿元/+53.5%，毛利率 8.4%/+1.4pct，期内亏损 4.7 亿元/同比减亏 3.1 亿，经调整净亏损 3.3 亿元/同比减亏 1.7 亿元。2025H1 公司经营活动所得现金净额 3.25 亿元，同比大增 164.6%，自我造血能力增强。

运力侧轻资产+定制车拓城，流量侧深度拥抱聚合平台，出行服务高增长。2025H1 出行服务收入 86.0 亿元/+49.8%，车辆销售收入 7.4 亿元/+137.3%，车辆租赁收入 1.0 亿元/+25.7%，其他业务 0.08 亿元/-62.2%（去年有一次性贡献）。2025H1 出行服务 GTV109.5 亿元/+53.6%，主要得益于两方面：其一通过向运力合作方销售定制车，成功进入 27 个新城市，总运营城市达 163 个；上半年平均月活司机 55.4 万/+53.5%；定制车队规模自持超 3.7 万辆，贡献 GMV25 亿元/+34.7%，同时销售车辆 7993 辆/+182.8%。其二，绑定聚合平台，2025H1 销售费用中支付给聚合平台的佣金增长 70.0%至 7.4 亿元，有效带动订单量与活跃用户分别增长 49.0%和 57.4%。

UE 拆分：新城市拓展司乘补贴同比提升，规模效应下固定成本摊薄。2025H1 平台日均订单量 210.8 万/+50.6%，AOV 为 28.9 元/+3.2%；估算平台 Take Rate 为 78.5%/-2.0%，预计系新城市拓展用户端补贴增加；司机成本及补贴约 63.4%/+0.4pct，运力合作伙伴佣金 1.8%/同比持平；规模效应下车辆折旧及维修成本 6.2%/-3.7pct；聚合平台佣金/GTV 为 6.7%/+0.6pct，预计系聚合平台订单占比提升；估算出行服务与资产租赁 EBIT 比率为-2.4%/+2pct。

成功登陆港股市场，Robotaxi 布局持续推进。曹操出行于 2025 年 6 月港交所正式挂牌上市，募集 17 亿港元提供现金支持，并引入产业链龙头作为基石投资人。2025 年 2 月 28 日曹操智行平台上线，截止 2025 年 6 月末已在苏杭累计测试里程 1.5 万公里。曹操出行是吉利集团唯一出行服务平台，有望扮演集团制造-技术-运营闭环中关键窗口，拟于 2026 年底推出专 L4 级 Robotaxi 定制车型，并于 2027 年规模化运营。

风险提示：竞争加剧，流动性风险，监管政策变化风险，股东解禁风险等。

投资建议：维持公司 2025-2027 年收入分别为 209/275/346 亿元，同比增长 43%/32%/26%，经调整后净利润-4.9/1.0/5.1 亿元。公司背靠吉利系主机厂，立足自有定制车车队，通过轻资产开城模式与聚合平台战略，实现了规模与效率的双重提升，短期网约车主业份额提升与推进减亏初显成效，卡位吉利生态 Robotaxi 关键环节赋能中线成长，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 曾光（S0980511040003）、张鲁（S0980521120002）、杨玉莹（S0980524070006）

◆ 中国巨石(600176.SH) 财报点评:量价齐增,结构优势持续凸显

扣非净利同比高增,业绩接近预告上限。2025H1 公司实现营收 91.1 亿元,同比+17.7%,归母净利润 16.9 亿元,同比+75.5%,扣非归母净利润 17.0 亿元,同比+170.7%,EPS 为 0.24 元/股,接近此前业绩预告上限(归母净利润 16.5-17.0 亿元),其资产处置损失 616 万元,上年同期贡献收益 2.5 亿元,并拟 10 派 1.7 元(含税)。Q2 单季度实现营收 46.3 亿元,同比+6.3%,归母净利润 9.6 亿元,同比+56.6%,扣非归母净利润 9.6 亿元,同比+108%,受益下游风电、电子等需求复苏及复价落地,价格同比明显提升,同时需求增加带来销量同比增长,业绩同比大幅增长。

“增量复价”有序推进,持续提升高端占比。2025H1 实现粗纱及制品销量 158.2 万吨,同比+3.9%,电子布销量 4.85 亿米,同比+5.9%,玻纤及制品收入 88.7 亿元,同比+16.8%,销量持续稳步增长,并有序推动复价落地,紧抓风电、热塑市场需求增长,持续优化产品结构,提高高端占比;根据卓创资讯,上半年主流产品 2400tex 缠绕直接纱均价 3878 元/吨,同比+15.5%,G75 电子纱均价 8859 元/吨,同比+15.1%。分地区来看,2025H1 国内/港澳台及海外分别实现收入 58.0/31.7 亿元,同比+26.2%/+5.0%,占比 63.6%/34.7%,上年同期为 59.4%/38.9%。

盈利能力同环比改善,费用率同比优化。2025H1 实现综合毛利率 32.2%,同比+10.7pp,其中 Q1、Q2 单季度毛利率分别为 30.5%和 33.8%,同比+10.4/+11.3pp,实现净利率 19.3%,同比+6.5pp,其中 Q1、Q2 单季度净利率分别为 17.0%和 21.5%,同比+6.3/+7.2pp,盈利能力同环比提升。期间费用率 8.96%,同比-1.29pp,其中销售/管理/财务/研发费用率同比-0.05pp/-0.79pp/-0.25pp/-0.19pp,持续深挖降本增效,管理费用和财务费用同比下降。

风险提示:经济复苏不及预期;产能投放超预期;原燃料价格上涨超预期

投资建议:结构优势持续凸显龙头竞争优势,维持“优于大市”评级

公司作为玻纤龙头,持续优化结构并稳步推动复价增量,盈利能力领先行业,并积极推动项目建设,九江 20 万吨生产线提前分期投产,桐乡 12 改 20 万吨生产线提前完成冷修改造,有效承接需求释放,目前淮安 10 万吨电子纱生产线正积极推进,成都基地项目前期工作有序推进,同时积极筹划新的海外布局,全球布局联动优势有望持续凸显,持续看好公司作为玻纤龙头的竞争优势。预计 25-27 年 EPS 分别为 0.87/1.04/1.20 元/股(前值 0.84/1.01/1.17 元/股),对应 PE 为 15.4/12.9/11.3x,维持“优于大市”评级。

证券分析师： 任鹤（S0980520040006）、陈颖（S0980518090002）

◆ 康冠科技(001308.SZ) 财报点评:2025 毛利率环比改善,创新类显示产品是公司新的增长引擎

2025 毛利率环比改善,自有品牌投入带来销售费用增加。公司发布 2025 年半年报,1H25 营收 69.35 亿元(YoY +5.06%),归母净利润 3.84 亿元(YoY -6.03%),费用方面 1H25 公司研发费用 2.9 亿元,同比基本持平,销售费用 2.22 亿元,同比增长 35.94%,主要由于公司推广自有品牌及电商运营产生的广告宣传费、信息服务费增长。2Q25 营收 37.93 亿元(YoY +0.7%,QoQ +20.7%),归母净利润 1.70 亿元(YoY -24.1%,QoQ -21.1%),毛利率 14%(YoY -0.91pct, QoQ +0.64pct)。分产品看,1H25 公司智能交互显示产品、创新类显示产品销售收入分别同比增长 9.81%、39.16%,智能电视收入同比下滑 6.57%。

1H25 智能电视结构调整带动毛利率提升,智能交互显示产品出货量同比增长。1H25 公司智能电视收入 36.34 亿元,毛利率同比提升 2.61pct 至 11.88%,公司智能电视战略结构调整,重新聚焦一带一路高毛利客户,减少了规模化客户出货,因此上半年智能电视出货量及营收同比下滑,出货结构的优化带动毛利率同比改善。1H25 公司智能交互显示产品营收 19.95 亿元,同比增长 9.81%,出货量同比增长 9.26%。

“新消费+全球化”带领创新类显示产品成为公司新的增长引擎。1H25 创新类显示产品营收 8.98 亿元(YoY +39.2%),占公司总营收的 12.95%,毛利率同比增长 1.14pct 至 16.4%。公司持续推进 AI 赋能创新类显示产品,自有品牌 KTC 旗下随心屏、AI 交互眼镜全面接入豆包大模型,自有品牌皓丽布局 AI+会

议，自有品牌 FPD 通过 AI 算法赋能镜面显示技术。公司自有品牌持续推出创新类显示产品，扩充产品矩阵，同时公司自有品牌海外市场拓展顺利，“新消费+全球化”带领创新类显示产品成为公司新的增长引擎。

投资建议：公司智能电视战略结构调整，减少规模化客户出货，下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润同比变动 18.5%/23.7%/14.3%至 9.88/12.23/13.97 亿元，对应 2025-2027 年 PE 分别为 17.9/14.5/12.7 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：需求不及预期；市场竞争加剧；原材料价格波动。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、叶子（S0980522100003）、张大为（S0980524100002）、詹浏洋（S0980524060001）、李书颖（S0980524090005）、连欣然（S0980525080004）

金融工程

◆ 金融工程周报:热点追踪周报-由创新高个股看市场投资热点（第 209 期）

乘势而起：市场新高趋势追踪：截至 2025 年 8 月 29 日，上证指数、深证成指、沪深 300、中证 500、中证 1000、中证 2000、创业板指、科创 50 指数 250 日新高距离分别为 0.66%、0.00%、0.00%、0.00%、0.52%、1.95%、0.00%、1.71%。中信一级行业指数中有色金属、电力设备及新能源、通信、基础化工、计算机行业指数距离 250 日新高较近，煤炭、房地产、银行、交通运输、食品饮料行业指数距离 250 日新高较远。概念指数中，宁组合、黄金、航天军工、万得全 A、万得双创、卫星互联网、金属非金属等概念指数距离 250 日新高较近。

见微知著：利用创新高个股进行市场监测：截至 2025 年 8 月 29 日，共 1738 只股票在过去 20 个交易日间创出 250 日新高。其中创新高个股数量最多的是机械、电子、医药行业，创新高个股数量占比最高的是有色金属、国防军工、电子行业。按照板块分布来看，本周制造、科技板块创新高股票数量最多；按照指数分布来看，中证 2000、中证 1000、中证 500、沪深 300、创业板指、科创 50 指数中创新高个股数量占指数成份股个数比例分别为：32.50%、32.30%、29.40%、24.67%、26.00%、24.00%。

平稳创新高股票跟踪：我们根据分析师关注度、股价相对强弱、趋势延续性、股价路径平稳性、创新高持续性等角度，本周从全市场创新高股票中筛选出了包含新易盛、仕佳光子、胜宏科技等 50 只平稳创新高的股票。按照板块来看，创新高股票数量最多的是科技、制造板块，分别有 21、14 只入选。其中，科技板块中创新高最多的是电子行业；制造板块中创新高最多的是机械行业。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险，本报告基于历史客观数据统计，不构成任何投资建议，历史股价表现不代表未来股价表现。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、胡志超（S0980524070001）

◆ 金融工程周报:港股投资周报-港股精选组合年内上涨 65.81%，相对恒指超额 40.80%

港股精选组合绩效回顾

本周，港股精选组合绝对收益-0.07%，相对恒生指数超额收益 0.96%。

本年，港股精选组合绝对收益 65.81%，相对恒生指数超额收益 40.80%。

港股市场创新高热点板块跟踪

我们根据分析师关注度、股价相对强弱、股价路径平稳性、创新高连续性等角度在过去 20 个交易日创出过 250 日新高的股票池中筛选出平稳创新高股票。

近期，东风集团股份等股票平稳创出新高。

按照板块来看，创新高股票数量最多的是医药板块，其次为周期、科技、消费、大金融和制造板块，具体个股信息可参照正文。

港股市场一周回顾

宽基指数方面,本周恒生科技指数收益最高,累计收益 0.47%;港股通 50 指数收益最低,累计收益-1.61%。行业指数方面,本周原材料业行业收益最高,累计收益 9.17%;医疗保健业行业收益最低,累计收益-3.36%。

概念板块方面,本周汽车经销商概念板块收益最高,累计收益 9.94%;在线教育概念板块收益最低,累计收益-21.36%。

南向资金监控

南向资金整体方面,本周港股通累计净流入 222 亿港元,近一个月以来港股通累计净流入 1370 亿港元,今年以来港股通累计净流入 9790 亿港元,总体来看近期南向资金呈现出整体流入的走势。

本周港股通资金中,美团-W、阿里巴巴-W 和腾讯控股流入金额最多,泡泡玛特、中芯国际和小米集团-W 流出金额最多。

投资港股公募基金表现监控

本周,港股通股票收益中位数-1.68%,投资港股的主动基金收益中位数-0.52%。

本年,港股通股票收益中位数 26.44%,投资港股的主动基金收益中位数 32.41%。

风险提示:市场环境变动风险,模型失效风险。

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

◆ 金融工程周报:主动量化策略周报-双创板块领涨,成长稳健组合年内满仓上涨 55.68%

国信金工主动量化策略表现跟踪:

本周,优秀基金业绩增强组合绝对收益 3.51%,相对偏股混合型基金指数超额收益 0.65%。本年,优秀基金业绩增强组合绝对收益 26.40%,相对偏股混合型基金指数超额收益-1.88%。今年以来,优秀基金业绩增强组合在主动股基中排名 47.25%分位点(1639/3469)。

本周,超预期精选组合绝对收益 2.90%,相对偏股混合型基金指数超额收益 0.04%。本年,超预期精选组合绝对收益 43.79%,相对偏股混合型基金指数超额收益 15.51%。今年以来,超预期精选组合在主动股基中排名 16.14%分位点(560/3469)。

本周,券商金股业绩增强组合绝对收益 4.77%,相对偏股混合型基金指数超额收益 1.91%。本年,券商金股业绩增强组合绝对收益 34.01%,相对偏股混合型基金指数超额收益 5.72%。今年以来,券商金股业绩增强组合在主动股基中排名 30.38%分位点(1054/3469)。

本周,成长稳健组合绝对收益 2.47%,相对偏股混合型基金指数超额收益-0.39%。本年,成长稳健组合绝对收益 49.23%,相对偏股混合型基金指数超额收益 20.94%。今年以来,成长稳健组合在主动股基中排名 11.59%分位点(402/3469)。

本周,股票收益中位数-2.10%,32%的股票上涨,68%的股票下跌;主动股基中位数 2.29%,81%的基金上涨,19%的基金下跌。

本年,股票收益中位数 21.31%,85%的股票上涨,15%的股票下跌;主动股基中位数 25.53%,99%的基金上涨,1%的基金下跌。

优秀基金业绩增强组合:

在构建量化组合时,从传统地对标宽基指数,转变为对标主动股基。在借鉴优秀基金持仓的基础上,采用量化方法进行增强,达到优中选优的目的。

超预期精选组合:

以研报标题超预期与分析师全线上调净利润为条件筛选超预期事件股票池,接着对超预期股票池进行基本面和技术面两个维度的精选,挑选出同时具备基本面支撑和技术面共振的超预期股票,构建超预期精选股票组合。

券商金股业绩增强组合:

以券商金股股票池为选股空间和约束基准,采用组合优化的方式控制组合与券商金股股票池在个股、风

格上的偏离，构建券商金股业绩增强组合。

成长稳健组合：

采用“先时序、后截面”的方式，构建成长股二维评价体系。以研报标题超预期及业绩大增为条件筛选成长股股票池，根据距离正式财报预约披露日的间隔天数进行分档，优先选择距离财报预约披露日较近的股票，当样本数量较多时，采用多因子打分精选优质个股，构建 100 只股票等权组合。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险。

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

◆ 金融工程周报：多因子选股周报-成长因子表现出色，沪深 300 增强组合年内超额 15.46%

国信金工指数增强组合表现跟踪

- 沪深 300 指数增强组合本周超额收益 2.90%，本年超额收益 15.46%。
- 中证 500 指数增强组合本周超额收益-0.67%，本年超额收益 10.61%。
- 中证 1000 指数增强组合本周超额收益 0.18%，本年超额收益 15.26%。
- 中证 A500 指数增强组合本周超额收益-1.39%，本年超额收益 8.91%。

因子表现监控

以沪深 300 指数为选股空间。最近一周，单季 ROE、单季 ROA、DELTAROE 等因子表现较好，而三个月波动、一个月波动、预期 BP 等因子表现较差。

以中证 500 指数为选股空间。最近一周，DELTAROA、DELTAROE、单季净利同比增速等因子表现较好，而一个月波动、三个月反转、非流动性冲击等因子表现较差。

以中证 1000 指数为选股空间。最近一周，标准化预期外盈利、单季净利同比增速、DELTAROA 等因子表现较好，而预期 BP、一个月波动、股息率等因子表现较差。

以中证 A500 指数为选股空间。最近一周，DELTAROE、单季 ROE、DELTAROA 等因子表现较好，而三个月波动、一个月波动、三个月换手等因子表现较差。

以公募重仓指数为选股空间。最近一周，预期 PEG、单季 ROE、标准化预期外盈利等因子表现较好，而三个月波动、一个月波动、三个月换手等因子表现较差。

公募基金指数增强产品表现跟踪

目前，公募基金沪深 300 指数增强产品共有 70 只（A、C 类算作一只，下同），总规模合计 770 亿元。中证 500 指数增强产品共有 71 只，总规模合计 432 亿元。中证 1000 指数增强产品共有 46 只，总规模合计 150 亿元。中证 A500 指数增强产品共有 52 只，总规模合计 205 亿元。

沪深 300 指数增强产品最近一周：超额收益最高 2.81%，最低-2.40%，中位数-0.38%。最近一月：超额收益最高 3.73%，最低-4.81%，中位数-0.85%。

中证 500 指数增强产品最近一周：超额收益最高 1.26%，最低-2.79%，中位数-0.51%。最近一月：超额收益最高 2.05%，最低-6.24%，中位数-0.88%。

中证 1000 指数增强产品最近一周：超额收益最高 1.32%，最低-1.44%，中位数-0.06%。最近一月：超额收益最高 2.84%，最低-4.40%，中位数-0.29%。

中证 A500 指数增强产品最近一周：超额收益最高 1.32%，最低-1.44%，中位数-0.06%。最近一月：超额收益最高 0.88%，最低-4.20%，中位数-1.17%。

风险提示：市场环境变动风险，因子失效风险。

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

◆ 金融工程日报：沪指缩量收涨，锂电池产业链全线爆发

市场表现：20250829 规模指数中沪深 300 指数表现较好，板块指数中创业板指表现较好，风格指数中沪深 300 成长指数表现较好。电新、有色金属、食品饮料、医药、汽车行业表现较好，交通运输、家电、计算机、电子、银行行业表现较差。锂电负极、黄酒、稀土、动力电池、稀有金属精选等概念表现较好，快递、服务器、ASIC 芯片、IPV6、光芯片等概念表现较差。

市场情绪：20250829 收盘时有 79 只股票涨停，有 14 只股票跌停。昨日涨停股票今日收盘收益为 2.37%，昨日跌停股票今日收盘收益为-2.45%。今日封板率 76%，较前日提升 5%，连板率 18%，较前日下降 7%。

市场资金流向：截至 20250828 两融余额为 22439 亿元，其中融资余额 22284 亿元，融券余额 155 亿元。两融余额占流通市值比重为 2.4%，两融交易占市场成交额比重为 11.2%。

折溢价：20250828 当日 ETF 溢价较多的是科创芯片 ETF 博时，ETF 折价较多的是深证 100ETF 华安。近半年以来大宗交易日均成交金额达到 14 亿元，20250828 当日大宗交易成交金额为 23 亿元，近半年以来平均折价率 5.90%，当日折价率为 7.00%。近一年以来上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 股指期货主力合约的年化贴水率中位数分别为 0.21%、2.19%、9.38%、11.51%，当日上证 50 股指期货主力合约年化升水率为 1.97%，处于近一年来 78%分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化升水率为 3.50%，处于近一年来 92%分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 11.15%，处于近一年来 40%分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 16.15%，处于近一年来 28%分位点。

机构关注与龙虎榜：近一周内调研机构较多的股票是迈瑞医疗、银轮股份、巨人网络、深南电路、传音控股、晶盛机电、芯源微、温氏股份等，迈瑞医疗被 397 家机构调研。20250829 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入前十的股票是万辰集团、隆扬电子、先导智能、红宝丽、腾龙股份、北方长龙、星网宇达、巴兰仕、磁谷科技、杭可科技等，机构专用席位净流出前十的股票是中材科技、川润股份、航天宏图、翔鹭钨业、新城市、合力泰、三维通信、长江材料、舜宇精工、通达海等。陆股通净流入前十的股票是通富微电、江海股份、先导智能、航天宏图、中国稀土、隆扬电子、淳中科技、杭可科技、优优绿能、万辰集团、兴森科技等，陆股通净流出前十的股票是华胜天成、万通发展、中材科技、鸿博股份、三维通信、合力泰、豪恩汽电、亨通股份、启明信息等。

风险提示：市场环境变动风险；本报告基于历史客观数据统计，不构成投资建议。

证券分析师：张欣慰（S0980520060001）

联系人：李子靖

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	783.22	0.18	ICE 布伦特原油	68.12	-0.72
白银	9374.00	0.45	铜	79200.00	0.40
铝	20740.00	0.04	铅	16810.00	-0.26
豆一	4069.00	-0.44	锌	22080.00	-0.27
豆粕	3002.00	0.33	镍	121010.00	0.38
玉米	2233.00	-0.49	锡	274520.00	0.98
螺纹钢	3057.00	-1.16	SR509	5598.00	-0.40

本月国内重要信息披露

公布日期	项目	本期数据	上期数据	上年同期数据	发布主体
2024/11/30	11月PPI (%)	-2.9	-3.3	-3.4	PPI
2024/11/30	11月CPI (%)	99.4	99.9	100.2	国家统计局
2024/11/30	11月狭义货币(M1)同比 (%)	-0.0	-0.02	0.01	中国人民银行
2024/11/30	11月狭义货币(M2)同比 (%)	0.07	0.07	0.1	中国人民银行
2024/11/30	11月新增人民币贷款(亿元)	5216.0	2965.0	11120.0	中国人民银行
2024/11/30	11月贸易顺差总额(亿美元)	97443.13	95715.17	69334.24	国家商务部
2024/11/30	11月固定资产投资累计同比 (%)	0.03	0.01	0.02	国家统计局
2024/11/30	11月工业增加值 (%)	0.05	0.05	0.06	国家信息中心
2024/11/30	11月社会消费品零售总额_同比 (%)	0.03	0.03	0.02	国家统计局

近期非流通股解禁明细

代码	简称	本次解禁数量(万股)	流通股股本(万股)	流通股增加%	上市日期
002736.SZ	国信证券	47358.75	961242.93	100.00	2025-08-14
600369.SH	西南证券	33000.00	664510.91	100.00	2025-07-22
600490.SH	鹏欣资源	22026.56	221288.70	100.00	2025-06-12
600967.SH	内蒙一机	412.50	170338.18	82.58	2025-06-03
601226.SH	华电重工	408.34	116701.00	100.00	2025-06-02
002142.SZ	宁波银行	7581.90	659965.10	95.06	2025-05-16
688232.SH	新点软件	15651.92	33000.00	100.00	2025-05-16
301093.SZ	华兰股份	3782.78	13466.66	100.00	2025-04-30
688257.SH	新锐股份	2460.70	9280.00	100.00	2025-04-28
688553.SH	汇宇制药-W	11406.67	42360.00	100.00	2025-04-28
301088.SZ	戎美股份	16800.00	22800.00	100.00	2025-04-28
301091.SZ	深城交	8400.00	16000.00	100.00	2025-04-28
688211.SH	中科微至	6660.00	13160.86	100.00	2025-04-28
688739.SH	成大生物	22766.37	41645.00	100.00	2025-04-28
688255.SH	凯尔达	2837.71	7841.46	100.00	2025-04-25
600926.SH	杭州银行	50408.30	586039.74	87.83	2025-04-24
301087.SZ	可孚医疗	8676.57	16000.00	100.00	2025-04-24

601009.SH	南京银行	113110.82	1000701.69	100.00	2025-04-23
688737.SH	中自科技	3197.51	8603.49	100.00	2025-04-22
301086.SZ	鸿富瀚	3833.55	6000.00	100.00	2025-04-21
001218.SZ	丽臣实业	3072.00	8999.55	100.00	2025-04-14
301077.SZ	星华反光	3856.49	6000.00	100.00	2025-03-31
301061.SZ	匠心家居	6000.00	8000.00	100.00	2025-03-13
000625.SZ	长安汽车	2590.64	632214.29	45.92	2025-03-05
300844.SZ	山水比德	2525.00	4040.00	100.00	2025-02-13
301024.SZ	霍普股份	2880.00	4239.00	100.00	2025-01-28
601921.SH	浙版传媒	180000.02	222222.22	100.00	2025-01-23
001209.SZ	洪兴股份	6497.49	9394.48	100.00	2025-01-22
002059.SZ	云南旅游	6857.37	101243.48	100.00	2025-01-16
002187.SZ	广百股份	18692.79	61761.91	100.00	2025-01-06
605287.SH	德才股份	2865.13	10000.00	100.00	2025-01-06
600679.SH	上海凤凰	550.77	34369.42	100.00	2024-12-23
688032.SH	不适用	1985.72	4000.00	100.00	2024-12-20
301096.SZ	不适用	3960.00	10816.66	100.00	2024-12-20
000546.SZ	金圆股份	6613.75	78048.26	99.54	2024-12-20
600859.SH	王府井	4147.65	113273.80	99.75	2024-12-17
301100.SZ	不适用	15000.00	20000.00	100.00	2024-12-17
000737.SZ	南风化工	104599.31	169128.73	100.00	2024-12-16
301177.SZ	不适用	36000.00	40001.00	100.00	2024-12-16
000401.SZ	冀东水泥	106598.80	247935.72	99.97	2024-12-16

全球证券市场统计

股票市场指数

简称	最新收盘价	1日 涨跌幅(%)	1周 涨跌幅(%)	1个月 涨跌幅(%)	3个月 涨跌幅(%)	12个月 涨跌幅(%)	30天 波动率(%)
道琼斯工业平均指数	45544.88	-0.201632	60.88	60.88	60.88	60.88	40.64
德国 DAX 指数	23902.21	-0.572839	87.66	-1.30	-0.12	26.38	54.35
法 CAC40 指数	7703.90	-0.756190	-3.33	-1.95	-0.97	0.82	47.64
恒生指数	25077.62	0.315215	-1.03	-1.75	6.38	40.99	65.38
沪深 300 指数	4496.75	0.738800	2.71	8.30	16.53	37.19	58.89
美国 SP500 指数	6460.26	-0.639817	-0.10	1.40	9.27	15.52	48.29
纳斯达克综合指数	21455.55	-1.150003	-0.19	1.69	11.88	22.48	51.10
日经 225 指数	42718.47	-0.257584	0.19	5.02	11.15	11.35	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流入资金 (RMB, 万元)	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流出资金 (RMB, 万元)
1	300750.SZ	宁德时代	306.1800	10.3709	无数据	300750.SZ	宁德时代	306.1800	10.3709	无数据
2	601138.SH	工业富联	53.8300	9.9918	无数据	601138.SH	工业富联	53.8300	9.9918	无数据
3	601318.SH	中国平安	59.8800	1.7675	无数据	601318.SH	中国平安	59.8800	1.7675	无数据
4	600276.SH	恒瑞医药	66.2300	5.0769	无数据	002371.SZ	北方华创	372.5000	-6.1547	无数据
5	300502.SZ	新易盛	356.2000	0.3522	无数据	600276.SH	恒瑞医药	66.2300	5.0769	无数据
6	000651.SZ	格力电器	42.6000	-5.8772	无数据	300502.SZ	新易盛	356.2000	0.3522	无数据
7	688041.SH	海光信息	194.5200	-5.1122	无数据	000651.SZ	格力电器	42.6000	-5.8772	无数据

8	600519.SH	贵州茅台	1480.0000	2.3442	无数据	688041.SH	海光信息	194.5200	-5.1122	无数据
9	300476.SZ	胜宏科技	267.2900	3.2008	无数据	600519.SH	贵州茅台	1480.0000	2.3442	无数据
10	002594.SZ	比亚迪	114.0600	4.3359	无数据	300476.SZ	胜宏科技	267.2900	3.2008	无数据

港股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流入资金 (HKD, 万元)	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流出资金 (HKD, 万元)
1	1801.HK	信达生物	96.8500	0.06839493	106799.30	0981.HK	中芯国际	60.7000	-0.02568218	396003.54
2	2228.HK	中国节能海东青	10.3100	0.02485089	125790.24	1788.HK	国泰君安国际	5.9000	0.15686275	349500.09
3	2228.HK	晶泰控股	10.3100	0.02485089	125790.24	1810.HK	小米集团-W	52.8500	-0.00470810	279607.78
4	1810.HK	小米集团-W	52.8500	-0.00470810	193506.88	9988.HK	阿里巴巴-W	115.7000	-0.00086356	279573.99
5	1347.HK	华虹半导体	53.8000	-0.05944056	199511.18	3690.HK	美团-W	102.7000	0.00983284	222688.09
6	6869.HK	长飞光纤光缆	53.0000	-0.05272565	211581.46	6869.HK	长飞光纤光缆	53.0000	-0.05272565	209399.71
7	3690.HK	美团-W	102.7000	0.00983284	218308.71	1347.HK	华虹半导体	53.8000	-0.05944056	190732.33
8	0700.HK	腾讯控股	596.5000	0.00420875	310952.01	0700.HK	腾讯控股	596.5000	0.00420875	152586.36
9	1788.HK	国泰君安国际	5.9000	0.15686275	375617.54	1336.HK	新华保险	48.1400	0.01347368	128798.79
10	0981.HK	中芯国际	60.7000	-0.02568218	389855.91	2228.HK	中国节能海东青	10.3100	0.02485089	102633.96
11	9988.HK	阿里巴巴-W	115.7000	-0.00086356	394518.55	2228.HK	晶泰控股	10.3100	0.02485089	102633.96

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032