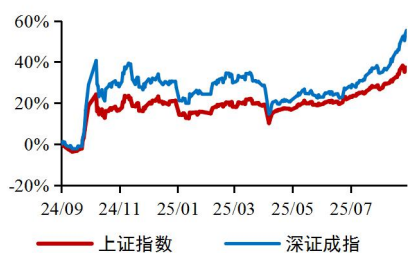


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 9 月 1 日 星期一

市场走势



资料来源：最闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,857.93	0.37
深证成指	12,696.15	0.99
沪深 300	4,496.76	0.74
中小板指	7,780.40	0.80
创业板指	2,890.13	2.23
科创 50	1,341.31	-1.71

资料来源：最闻

分析师：

彭皓辰

执业登记编码：S0760525060001

邮箱：penghaochen@sxzq.com

【今日要点】

【山证军工】国博电子(688375.SH) 2025 年中报点评-Q2 营收净利恢复增长，持续丰富产品应用领域

【公司评论】达梦数据(688692.SH)：达梦数据(688692.SH)：上半年净利率显著提升，党政及行业市场加速突破

【公司评论】英杰电气(300820.SZ)：英杰电气 2025 中报点评-Q2 业绩仍承压，关注核聚变等新领域拓展

【公司评论】兆威机电(003021.SZ)：兆威机电 2025 中报点评-Q2 净利高增，关注灵巧手商业化进程

【公司评论】恒立液压(601100.SH)：恒立液压 2025 中报点评-主业继续向上，线性驱动器业务进入兑现期

【山证机械】巨星科技(002444.SZ) -25Q2 盈利能力保持提升，电动工具、跨境电商增长亮眼

【公司评论】东吴证券(601555.SH)：东吴证券 2025 半年报点评：-财富管理稳步转型，权益投资提升规模

【山证军工】内蒙一机(600967.SH) 2025 年中报点评-营收逐季快速增长，积极开拓军贸市场

【山证军工】北方导航(600435.SH) 2025 年中报点评-营收净利润大幅改善，持续受益远火高景气度

【山证非银】国元证券 2025 半年报点评：-财富管理转型加速，投资业务大幅增长

【山证纺服】申洲国际 2025H1 中报点评-2025H1 营收实现中双位数增长，核心客户采购份额进一步提升

【行业评论】【山证电新】阿里 Capex 超预期，中恒电气为巴拿马电源

主供最为受益

【今日要点】

【山证军工】国博电子（688375.SH）2025 年中报点评-Q2 营收净利恢复增长，持续丰富产品应用领域

骆志伟 luozhiwei@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 国博电子公司发布 2025 年中报。2025 年上半年公司营业收入为 10.70 亿元，同比减少 17.82%；归母净利润为 2.01 亿元，同比减少 17.66%；扣非后归母净利润为 2.00 亿元，同比减少 16.04%；负债合计 14.72 亿元，同比减少 19.25%；货币资金 18.67 亿元，同比减少 32.99%；应收账款 32.28 亿元，同比增长 22.81%；存货 3.33 亿元，同比减少 13.19%。

➤ 事件点评

- Q2 营收净利恢复增长，上半年利润率持续提升。2025Q2 公司实现营收 7.2 亿元，同比增长 18.23%，实现归母净利润 1.44 亿元，同比增长 16.20%，营收净利恢复增长。2025 年上半年公司 T/R 组件和射频模块业务实现营收 9.44 亿元，同比减少 19.27%，射频芯片业务实现营收 0.91 亿元，同比增长 3.72%。2025 年上半年公司合同负债较年初增长 66.25%。公司持续推进资源优化、流程优化，提高管理效率和经营效率，2025 年上半年公司毛利率同比提升 3.97 个百分点达到 39.11%，净利率同比提升 0.04 个百分点达到 18.81%，盈利能力持续提升。
- 深度布局雷达通信核心领域，持续丰富公司产品应用领域。相控阵雷达作为现代雷达技术的主流，其核心部件 T/R 组件的需求量持续攀升，公司是目前国内能够批量提供有源相控阵 T/R 组件的领先企业。此外公司积极开展 T/R 组件应用领域拓展，在低轨卫星和商业航天领域均开展了技术研发和产品开发工作，多款产品已开始交付客户。在射频集成电路领域，公司射频集成电路及模块产品已经在国内 4G、5G 移动通信领域实现大批量供货，在 5G-A 移动通信崭露头角，未来随着 5G-A、6G 等新一代移动通信技术的不断演进，对高频段、高功率射频器件的需求将持续释放。
- 投资建议
- 我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.96\1.22\1.56，对应公司 8 月 28 日收盘价 64.72 元，2025-2027 年 PE 分别为 67.5\53.1\41.4，维持“增持-A”评级。
- 风险提示
- 新型装备列装不及预期；民品需求不及预期。

【公司评论】达梦数据(688692.SH)：达梦数据（688692.SH）：上半年净利率显著提升，党政及行业市场加

速突破

方闻千 fangwenqian@szxq.com

【投资要点】**➤ 事件描述**

- 8月27日,公司发布2025年半年报,其中,2025上半年公司实现收入5.23亿元,同比增长48.65%;上半年实现归母净利润2.05亿元,同比高增98.36%,实现扣非净利润1.89亿元,同比高增98.14%。2025年二季度公司实现收入2.65亿元,同比增42.44%;二季度实现归母净利润1.07亿元,同比高增124.08%,实现扣非净利润0.93亿元,同比增长109.87%。

➤ 事件点评

- 下游需求旺盛推动收入端持续高增,产品上量叠加市场布局优化下净利率大幅改善。受益于重点领域客户信息化建设加速推进及相关采购需求增长,叠加公司持续提升数据库产品竞争力并加强市场拓展,今年上半年公司在党政、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。上半年公司毛利率为96.22%,较上年同期降低0.93个百分点,主要是由毛利率相对较低的数据及行业解决方案、数据库一体机、运维服务收入占比提升所致。在利润端,2025上半年公司销售、管理、研发费用率分别较上年同期降低6.17、3.63、4.76个百分点,我们认为主要是因为一方面随着公司产品起量规模效应逐步凸显,另一方面公司通过优化市场渠道布局、巩固传统市场、拓展关键行业资源等方式提升营销能力和销售效率。得益于此,上半年公司净利率达38.69%,较上年同期提高10.08个百分点。
- 数据库产品持续迭代,党政及行业信创替代加速突破。今年以来公司紧密结合场景应用,推动数据库产品持续迭代升级,其中,公司深入研究多模融合数据库技术,目前已分别基于达梦关系数据库和图数据库实现多模态处理能力;今年6月公司将SQLark升级至V3.5版本,发布集成不同模型的小百灵AI应用,8月再次更新至3.6版本,新增数据筛选器功能并优化索引迁移策略等。基于持续完善的产品矩阵,公司在金融、能源、通信等行业加快产品渗透。2025上半年,公司成功中标国家电网2025年第十六批采购(数字化项目第一次设备招标采购)调度类软件关系数据库标包,且中标比例超98%,而在金融领域,在达梦分布式数据库的支撑下,中国金谷国际信托有限责任公司数据平台建设项目正式上线运行,标志着国产分布式数据库在金融关键业务场景中实现了从“可用”到“好用”的跨越式突破。此外,公司数据库一体机在金融、烟草、能源行业全面拓展,其中A系列已在交通、制造等多个行业的项目中陆续交付使用。
- 投资建议
- 公司作为国产数据库龙头,有望充分受益于党政及行业信创的持续推进,调整盈利预测,预计公司2025-2027年EPS分别为4.27\5.59\7.23,对应公司8月28日收盘价259.04元,2025-2027年PE分

别为 60.71\46.37\35.85，维持“买入-A”评级。

➤ 风险提示

- 技术研发风险，渠道销售的风险，市场竞争加剧风险。

【公司评论】英杰电气(300820.SZ)：英杰电气 2025 中报点评-Q2 业绩仍承压，关注核聚变等新领域拓展

姚健 yaojian@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 公司披露 2025 年中报。上半年，公司实现营业收入 7.2 亿元，同比-9.4%；归母净利润 1.2 亿元，同比-32.7%。其中，25Q2 实现营业收入 4.0 亿元，同比-6.0%，环比+22.4%；实现归母净利润 0.7 亿元，同比-29.3%，环比+36.6%。

➤ 事件点评

- 光伏与半导体业务下滑，公司盈利能力承压。25H1 公司毛利率 36.6%，同比-5.7pct；净利率 16.9%，同比-6.5pct。分行业来看，25H1 公司光伏行业收入 3.0 亿元/yoy-25.2%，占总收入的 41.2%，毛利率为 23.3%/yoy-8.0pct，主要受国内光伏行业下行调整影响；半导体及电子材料行业收入 1.6 亿元/yoy-13.5%，占总收入的 22.2%，毛利率 40.7%/yoy-18.2pct；其他行业领域收入 2.6 亿元/yoy+23.9%，毛利率 49.10%/yoy+0.6pct。
- 继续加大在半导体行业的布局力度。公司在成都高新区投资建设集成电路装备领域关键零部件全国总部及生产基地。目前，半导体先进制程设备配套电源的量产型号进一步增多，订单与量产均保持稳定状态，覆盖的核心客户设备型号持续增加，相关客户数量不断攀升，与此同时，半导体材料端的电源订单实现大幅增长。公司半导体业务有望迎来更快发展。
- 充电桩业务领域加强与国内头部企业的合作。为其研发的新型产品已进入验证阶段，验证通过后有望获得大额订单；同时，该公司拟与国内头部企业合资成立新公司，进军电池片制造行业。
- 积极拓展可控核聚变等新兴领域电源业务。公司为可控核聚变相关科研项目提供了关键电源设备支撑，上半年，公司积极对接国内多个在建核聚变工程项目。在定制化服务方面，公司为中科院高能物理研究所定制的直线加速器聚焦电源，不仅满足了设备对电源精度、稳定性及抗干扰能力的严苛指标要求，更通过全周期技术保障，为科研实验的顺利推进筑牢了硬件基础。
- 投资建议
- 公司持续加大研发投入，已成功构建起涵盖从小功率到超大功率、从低电压至超高压等不同功率等级的工业电源及特种电源技术共享平台，此平台可实现跨行业技术迁移与复用，在半导体、可控核聚变

等新领域持续拓展。

- 受到光伏行业调整的影响，下调公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.27/1.56/1.97，对应公司 2025 年 8 月 28 日收盘价 50.98 元，2025-2027 年 PE 分别为 40.0/32.7/25.9。考虑到公司对半导体、可控核聚变领域的布局，仍具备较大的成长空间，维持“增持-A”评级。
- 风险提示
- 行业波动风险，订单履行风险，产品毛利率下降风险，客户集中度较高的风险，核心技术人员流失及核心技术失密风险。

【公司评论】兆威机电(003021.SZ)：兆威机电 2025 中报点评-Q2 净利高增，关注灵巧手商业化进程

姚健 yaojian@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 公司披露 2025 中报。上半年，公司实现营业收入 7.9 亿元，同比+21.9%；归母净利润 1.1 亿元，同比+20.7%。其中，25Q2 实现营业收入 4.2 亿元，同比+25.9%，环比+14.0%；实现归母净利润 0.6 亿元，同比+52.3%，环比+7.0%。
- 事件点评
- 主要产品收入均有增长，盈利能力同比提升。上半年，微型传动系统收入 5.0 亿元，同比+20.5%，收入贡献 63.3%；毛利率 27.6%，同比-2.1pct。精密零件收入 2.4 亿元，同比+16.3%，收入贡献 30.4%；毛利率 43.8%，同比+5.8pct。精密模具及其他收入 0.5 亿元，同比+88.5%，收入贡献 6.3%；毛利率 18.6%，同比+15.7pct。
- 25Q2 公司毛利率/净利率分别为 32.2%/14%，同比分别+2.5pct/2.4pct。费用率方面，25Q2 公司管理/销售/研发/财务费用率分别为 5.9%/4.4%/10.0%/-2.3%，同比分别-0.1pct/-0.2pct/-3.8pct/+0.1pct；期间费用率合计 18.0%，同比-4.0pct。
- 持续推进机器人灵巧手及核心部件研发。7 月，发布新一代灵巧手产品，DM17&LM06，采用了差异化技术路线即全直驱方案、连杆方案，分别用于复杂精细化操作及高强度作业场景。零部件方面，4mm 无刷空心杯电机已完成技术攻关，实现小批量产；无刷直流电机向小直径产品突破，定子采用拼块工艺，提升电机转矩密度；目前已实现四级空心杯电机及小直径拼块式铁芯电机的开发工作，正在进行小批量生产。
- 全球化进展顺利，启动泰国产能建设。6 月，递表港交所，启动 H 股上市计划；8 月，启动海外产能建设，使用不超过 10000 万美元在泰国建厂。目前已经具备 2 个研发中心，4 个制造基地，3 个全球服务

中心（德国、美国、中国香港）。

➤ 投资建议

- 公司是全球领先的微型传动及驱动系统解决方案提供商，主要产品具备高精度、小体积、低噪音等性能，长期受益于智能汽车、消费及医疗科技、先进工业及智造、机器人等领域的微型化、自动化与智能化趋势。
- 预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.12/1.43/1.81，对应公司 8 月 28 日收盘价 121.79 元，2025-2027 年 PE 分别为 108.8/85.4/67.3，维持“增持-A”评级。

➤ 风险提示

- 宏观经济波动风险，研发进展不及预期，人形机器人商业化进程缓慢

【公司评论】恒立液压(601100.SH)：恒立液压 2025 中报点评-主业继续向上，线性驱动器业务进入兑现期

姚健 yaojian@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 公司披露 2025 年中报。上半年，公司实现营业收入 51.7 亿元，同比+7.0%；归母净利润 14.3 亿元，同比+11.0%。其中，25Q2 实现营业收入 27.5 亿元，同比+11.2%，环比+13.5%；实现归母净利润 8.1 亿元，同比+18.3%，环比+31.4%。

➤ 事件点评

- 25Q2 创单季净利新高、营收次高，净利率同比+1.8pct。25Q2 公司毛利率 44%，同比+0.9pct；净利率 29.6%，同比+1.8pct。费用率方面，公司管理/销售/研发/财务费用率分别为 5.8%/1.7%/7.6%/-2.5%，同比分别+1.5pct/-0.4pct/-1.7pct/-0.6pct；期间费用率合计 12.5%，同比-1.2pct。管理费用增加，主要系在职员工数量增加，职工薪酬增加；财务费用减少，主要系汇兑收益增加。
- 下游复苏，液压主业增长具备持续性。（1）挖机行业：上半年，我国共销售挖掘机 12.05 万台，同比增长 16.8%。公司共销售挖掘机用油缸 30.83 万只，同比增长超 15%；挖掘机用液压泵阀，在中大型挖掘机上份额持续提升。（2）非挖行业：液压泵阀产品销量同比增长超 30%，其中，紧凑液压阀、径向柱塞马达等产品累计销售额接近去年全年水平。持续加码研发，自主研发的数字伺服工业阀，成功打破国外技术垄断；手柄阀全自动智能生产线成功投产，实现了全电控手柄产能的跨越式提升。
- 线性驱动器实现量产，看好长期增长潜力。上半年，累计开发超过 50 款新产品，所有新品均已顺利完成量产转化并正式投放市场；公司客户拓展成效显著，新增建档客户近 300 家。
- 墨西哥工厂正式投运，外资客户有望加速突破。上半年，墨西哥工厂已正式投产运营，是公司海外最

大的生产基地，报告期内小幅亏损 13.48 万元。遍布全球的 30 多个国家和地区的销售、服务网络，为公司长期发展提供动能。

➤ **投资建议**

- 公司是液压行业关键零部件龙头公司，广泛应用于挖机、盾构机、高机、海洋工程装备、新能源装备等领域。短期内，公司将受益于挖机景气度回升，挖机相关油缸、泵阀有望明显增长；中长期内，公司的电动化业务（如线性执行器）、全球化布局（如墨西哥工厂等）将逐步贡献业绩。
- 预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 2.11/2.42/2.90，对应公司 8 月 27 日收盘价 84.09 元，2025-2027 年 PE 分别为 39.8/34.7/29.0，维持“买入-A”评级。
- 风险提示政策波动风险，市场拓展风险，汇率波动风险，原材料价格波动的风险，新业务拓展不及预期的风险。

【山证机械】巨星科技（002444.SZ）-25Q2 盈利能力保持提升，电动工具、跨境电商增长亮眼

姚健 yaojian@sxzq.com

【投资要点】

➤ **事件描述**

- **公司披露 2025 年半年度报告：**报告期内，公司实现营收 70.27 亿元，同比增加 4.87%；归母净利润 12.73 亿元，同比增加 6.63%；扣非后归母净利润 12.54 亿元，同比增长 3.94%。2025Q2，公司实现营收 33.71 亿元，同比下滑 0.69%；归母净利润为 8.12 亿元，同比增长 4.08%；扣非后归母净利润 7.92 亿元，同比增长 2.14%。业绩基本符合预期。

➤ **事件点评**

- **Q2 关税影响下营收同比微降。**Q2 公司营收同比下滑 0.69%，主要系美国“对等关税”导致 Q2 中国产能受到了较大负面影响，同时东南亚整体对美出口关税的提高也影响了公司在当地的正常生产和出货。
- **电动工具、跨境电商业务逐步成为公司重要增长点。**报告期内，公司手工具、电动工具、工业工具业务收入同比分别增长 1.64%、56.03%、0.12%。（1）手工具：公司全球制造优势积极满足客户多地交付需求，跨境电商业务保持 30%以上的增速；公司继续拓展全球经销商网络，助力非美地区尤其是“一带一路”地区自有品牌的发展。（2）电动工具：公司实现中国和越南双地交付，助力公司取得电动工具业务的重要突破，公司后续将持续开展产品创新，力争电动工具在未来几年都能实现高速增长。（3）工业工具：由于开发周期较长，同时欧洲经济复苏缓慢，导致工业工具整体业务出现下滑。
- **Q2 盈利能力保持提升，电动工具毛利率同比增加 2.18pct。**2025Q2，公司毛利率、净利率同比分别增加 1.03pct、1.11pct 至 33.73%、24.64%，2025H1，公司毛利率同比下滑 0.10pct 至 31.95%，净利率同比增加 0.38pct 至 18.69%，其中，电动工具、工业工具毛利率分别提升 2.18pct、0.14pct 至 28.99%、34.78%，

手工具毛利率同比微降 0.54pct 至 31.46%。

- 自有品牌销售收入同比快速增长，毛利率大幅提升至 34.66%。报告期内，公司大力发展自有品牌，自有品牌特别是电商品牌持续增长，WORKPRO、DURATECH、Pony & Jorgensen 等品牌的销售收入同比快速增长，自有品牌销售收入同比增长 10.37%，毛利率同比提升 2.44pct 至 34.66%。
- 投资建议
- 公司大力推进新品类扩张和全球化布局，持续获得新客户订单，随着公司东南亚产能逐步释放，产能瓶颈得以突破；电动工具和跨境电商业务继续保持快速增长，非美地区渠道拓展和自有品牌发展取得进展，盈利能力有望继续提升。综上，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 26.1/31.8/38.5 亿元，同比增长 13.5%/21.5%/21.3%，EPS 为 2.2/2.7/3.2 元，对应 8 月 28 日收盘价 31.18 元，PE 为 14/12/10 倍，维持“买入-A”评级。
- 风险提示
- 贸易摩擦风险；汇率波动风险；原材料价格上升风险等。

【公司评论】东吴证券(601555.SH)：东吴证券 2025 半年报点评：-财富管理稳步转型，权益投资提升规模

李明阳 limingyang@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 公司发布 2025 年中报，2025 年上半年实现营业收入 44.28 亿元，较 2024 年调整后收入（仓单贸易以合约买卖价差记为投资收益）增长 33.63%，归母净利润 19.32 亿元，同比增长 65.76%，加权平均 ROE 为 4.53%，较上年同期提升 1.65pct。
- 事件点评
- 财富投资大幅增长，利息收入有所下滑。2025 年上半年，公司财富管理及投资业务表现较好，实现收入 10.04 亿元和 21.58 亿元，同比分别提升 33.72%、65.90%；资管业务同比改善，实现收入 0.99 亿元，同比增长 11.01%，投行业务有所回暖，实现收入 4.19 亿元，同比提升 15.10%，利息净收入受债券投资规模减少影响，下滑 11.31%至 5.76 亿元。
- 强化客群体系建设，推进财富管理转型。通过完善客户分层分类体系，强化客群经营，客户数量及 AUM 均提升。截至 6 月末，财富管理总客户数达 316.67 万户，较上年末提升 10.21%，新增客户数 30.91 万户，同比增长 147.88%，客户资产规模较上年末增长 5.21%至 6958.47 亿元，代理买卖证券业务净收入增长 63.24%达 6.92 亿元。公司深入金融科技赋能，丰富产品谱系，代销金融产品保有规模增长 3.89%至 257.04 亿元，公募基金保有规模增长 23.77%至 132.04 亿元。

- **巩固北证竞争优势，深耕省内债券业务。**股权融资方面，公司巩固北交所竞争优势，把握 IPO 回暖及北交所扩容机会，上半年完成 IPO 申报受理 7 单，完成“并购六条”后首单北交所重大资产重组。债券融资方面，立足根据地战略，获批非金融企业债务融资工具独立主承销业务资格，积极服务“五篇大文章”，上半年共发行 14 单科技创新公司债，2 单碳中和债，3 单乡村振兴债，公司债承销规模居市场前列。
- **加大权益资产配置，优化固收持仓结构。**公司积极调整自营结构，投资净收益同比增长 67.77%。其中，权益投资秉持绝对收益理念，主动提升权益投资规模，加强高股息资产配置，实现稳健收益，截至 6 月末，公司自营权益及衍生品占净资本比例达 31.61%，较上年末增长 1.63pct，权益 OCI 较年初增长 103.33%至 130.05 亿元。固收投资优化持仓结构，调整投资品种，截至 6 月末，交易性金融资产中债券投资规模较年初增长 16.67%至 208.76 亿元，债券 OCI 规模下滑 34.21%至 328.55 亿元。公司自营非权益及衍生品占净资本比例达 230.72%，较上年末减少 53.25pct。
- **投资建议**
- **公司扎根苏州、深耕长三角，区位优势显著。**预计公司 2025 年-2027 年分别实现营业收入 93.33 亿元、101.29 亿元、109.98 亿元。实现归母净利润 37.78 亿元、40.47 亿元和 43.53 亿元，同比增长 59.66%、7.12%和 7.56%；PB 分别为 1.11 /1.03/0.98，维持“增持-A”评级。
- **风险提示**
- 金融市场大幅波动风险；业务推进不及预期风险；公司出现较大风险事件。

【山证军工】内蒙一机（600967.SH）2025 年中报点评-营收逐季快速增长，积极开拓军贸市场

骆志伟 luozhiwei@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **内蒙一机公司发布 2025 年中报。**2025 年上半年公司营业收入为 57.27 亿元，同比增长 19.62%；归母净利润为 2.90 亿元，同比增长 9.99%；扣非后归母净利润为 2.88 亿元，同比增长 10.13%；负债合计 87.19 亿元，同比减少 5.75%；货币资金 23.72 亿元，同比减少 44.20%；应收账款 19.83 亿元，同比增长 29.01%；存货 20.78 亿元，同比减少 28.56%。
- **事件点评**
- **营收逐季快速增长。**2025 年 Q2 公司实现营收 29.96 亿元，同比增长 19.64%，营收保持快速增长。2025 年 Q2 公司实现归母净利润 1.04 亿元，同比增长 8.17%，连续两个季度保持稳健增长。2025 年上半年国外销售收入达到 10.64 亿元，同比增长 280.96%。
- **夯实内装基本盘，积极开拓军贸市场。**公司作为中国军工地面突击装备的总装企业，基于未来高科技

体系战争需求，增加新域新质作战力量，加快无人智能作战力量发展，在无人装备、维修保障装备、模拟训练器等领域斩获新订单，进一步巩固和提升了公司在地面武器核心装备领域的重要地位。军贸方面，地缘政治的冲突升级催化了市场需求，公司军贸产品已从中低端产品市场步入高端产品市场，重点产品的新市场开拓取得了显著成绩，军贸业务发展持续向好，未来公司将继续深挖外贸市场，加大向目标用户国家推介力度，把握军贸市场发展的战略机遇期。

➤ 投资建议

➤ 我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.41\0.49\0.56，对应公司 8 月 27 日收盘价 24.09 元，2025-2027 年 PE 分别为 58.1\49.5\43.1，维持“增持-A”评级。

➤ 风险提示

➤ 外贸交付不及预期；内需订单不及预期。

【山证军工】北方导航（600435.SH）2025 年中报点评-营收净利润大幅改善，持续受益远火高景气度

骆志伟 luozhiwei@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

➤ 北方导航公司发布 2025 年中报。2025 年上半年公司营业收入为 17.03 亿元，同比增长 481.19%；归母净利润为 1.16 亿元，同比增长 256.59%；扣非后归母净利润为 1.11 亿元，同比增长 229.47%；负债合计 43.84 亿元，同比增长 54.25%；货币资金 6.36 亿元，同比减少 24.24%；应收账款 54.42 亿元，同比增长 77.77%；存货 6.15 亿元，同比减少 4.13%。

➤ 事件点评

➤ 营收净利润大幅改善，研发投入强度大幅提升。25 年上半年由于公司本部交付主要产品大幅增长，导致公司营收同比增长 481.19%，归母净利润同比增长 256.59%。公司大力加强基础研究和关键核心技术攻关，研发投入强度大幅提升，研发投入 1.40 亿元，研发经费投入强度 8.22%。

➤ 持续受益远火高景气度。远程火箭弹相较于战术导弹效费比更高，已被视作战场上主要的火力输出工具，是我国陆海空三军联合作战中陆军的主力装备，需求确定性高。兵器工业集团承担研制所有现役和在研制导火箭装备的研制和生产任务，在国际军贸市场上也推出了 AR 及 SR 系列火箭炮。北方导航紧跟兵器工业集团研制步伐，大力发展制导火箭武器系统，负责研发和生产精确制导武器的核心分系统制导舱，处于远火产业链中游核心环节，有望持续受益于远火高景气度。

➤ 投资建议

➤ 我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.18\0.24\0.32，对应公司 8 月 27 日收盘价 15.88 元，2025-2027

年 PE 分别为 89.9\65.4\49.8，维持“买入-A”评级。

➤ 风险提示

- 精确制导武器列装不及预期；生产交付不及预期；技术研发不及预期。

【山证非银】国元证券 2025 半年报点评：-财富管理转型加速，投资业务大幅增长

彭皓辰 penghaochen@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 2025 年上半年公司实现营业收入 33.97 亿元，同比增长 41.60%，实现归母净利润 14.05 亿元，同比增长 40.44%。加权平均净资产收益率 3.73%，提升 0.89pct。

➤ 事件点评

- 经纪、投行全面改善，投资业务拉动业绩。公司上半年经纪业务、投行业务、投资业务均实现同比较大程度改善，其中，投资业务收入 17.41 亿元，同比增长 63.86%；代理买卖证券业务净收入 6.45 亿元，同比增长 46.38%；投行业务实现收入 1.09 亿元，同比增长 74.05%。资管业务收入 0.37 亿元，下滑 47.48%，收入贡献较小。
- 财富管理转型加速，交易量同比增长。公司经纪业务通过布局买方头投顾，优化网点布局，推动机构经纪等方式多措并举加速财富管理转型，较好把握市场机遇，上半年股基交易量同比增长 72%，机构客户佣金同比增长 56%，两融市占率创新高，达到 1.09%，融出资金利息收入增长 15.42%。
- 投资业务收入大幅增长。投资类资产规模小幅增长 2.54%至 1015.38 亿元，其中，债权类 OCI 资产规模较年初下降 8.63%至 539.48 亿元；权益 OCI 投资规模较年初增长 113.14%达到 55.29 亿元；交易性金融资产较年初增长 15.03%至 390.16 亿元。权益投资优化低波红利配置，探索 ETF 量化策略，固收投资业务把握债市波动机遇，动态优化久期与杠杆结构，做市业务不断拓展品类，启动北交所、科创板做市交易，做市评价居行业前列。另类投资子公司国元创新围绕高端装备、新一代信息技术等重点赛道挖掘优质项目，实现业绩扭亏为盈，上半年实现净利润 1.22 亿元，同比增加 1.77 亿元。
- 投行业务聚焦并购交易，加快产业投行转型。公司投资银行业务突出功能性定位，加快向科创产业投行、并购投行、综合金融服务投行转型，积极参与安徽省并购联合会，成立并购中心搭建交易撮合平台。2025 年以来，公司累计完成 1 单 IPO，2 单再融资，4 单新三板，3 单并购重组，合计募集资金 30.82 亿元；累计承销债券 33 只，规模 140.62 亿元。
- 投资建议
- 公司受益资本市场回暖，投资与投行业务收入增长，财富管理转型加速推进，业务竞争力提升。预计

公司 2025-2027 年归母净利润分别为 29.24 亿元、32.79 亿元、36.72 亿元，同比增长 30.28%/12.16%/11.98%，PB 分别为 1.01/0.93/0.86，维持“增持-A”评级。

➤ 风险提示

- 金融市场大幅波动，资本市场改革政策推进不及预期，公司出现较大风险事件，业务推进不及预期。

【山证纺织】申洲国际 2025H1 中报点评-2025H1 营收实现中双位数增长，核心客户采购份额进一步提升

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 8 月 27 日，公司披露 2025 年半年报，2025H1，公司实现收入 149.66 亿元，同比增长 15.3%，实现归母净利润 31.77 亿元，同比增长 8.4%，基本每股收益 2.11 元/股，同比增长 8.2%。公司董事会建议派发中期股息每股 1.38 港元，中期派息率 60%。

➤ 事件点评

- 2025 年上半年公司营收实现中双位数增长，业绩端增速慢于营收。营收端，2025H1，公司实现收入 149.66 亿元，同比增长 15.3%，预计主要由销量增长带动。业绩端，2025H1，公司实现归母净利润 31.77 亿元，同比增长 8.4%。2025H1，公司业绩端增速慢于收入端，主因销售毛利率同比下降、有效税率同比上升。
- 运动服饰增速稳健，休闲服饰表现靓丽。分产品看，2025H1，运动服饰、休闲服饰、内衣服饰、其他针织品分别实现收入 101.29、37.92、9.40、1.05 亿元，同比增长 9.9%、37.4%、4.1%、6.0%，收入占比分别为 67.7%、25.3%、6.3%、0.7%。休闲服饰营收快速增长，主要由日本市场、欧洲市场及其它区域市场带动。
- 国内市场收入小幅下滑，海外市场整体快速增长。分市场看，2025H1，中国大陆、欧盟、美国、日本、其它区域分别实现收入 36.46、30.29、25.55、24.99、32.38 亿元，同比增长-2.1%、19.9%、35.8%、18.1%、18.7%，收入占比分别为 24.4%、20.2%、17.1%、16.7%、21.6%。
- 公司在四大核心客户采购份额进一步提升。分客户看，2025H1，公司四大核心客户收入占比为 82.1%，优衣库、耐克、阿迪达斯、彪马分别实现收入 43.33、34.36、29.92、15.32 亿元，同比增长 27.4%、6.0%、28.2%、14.7%，收入占比分别为 29.0%、23.0%、20.0%、10.2%。今年上半年，公司在四大核心客户中，采购份额持续提升，主因公司与客户合作品类更加多元化，以及海外产能扩充及国内工厂生产效率提升，为订单增长提供产能保障。
- 2025H1 员工成本增加导致毛利率下滑，存货周转有所加快。盈利能力方面，2025H1，公司毛利率同比下滑 1.9pct 至 27.1%，主因：自 2024 年下半年以来，公司为保证员工稳定性及业务长远发展，对员工工资进行上调。期间费用率方面，2025H1，公司销售费用率为 0.73%，同比提升 0.07pct；管理费用率

为 7.23%，同比下滑 0.05pct；财务费用占收入比重为 1.18%，同比下滑 0.30pct。期间费用率合计下滑 0.27pct 至 9.13%。叠加政府补助与汇兑收益增加、有效税率上升，综合影响下，2025H1，公司归母净利润率同比下滑 1.4pct 至 21.2%。存货方面，截至 2025H1 末，公司存货为 69.90 亿元，同比增长 4.4%，存货周转天数 115 天，同比下降 12 天。截至 2025H1 末，公司净现金余额 133.71 亿元。

➤ 投资建议

- 2025 年上半年，公司凭借品类多元化策略及客户服务能力，核心客户采购份额进一步提升，营收取得中双位数的快速增长。毛利率受到员工涨薪影响，阶段性承压，但预计公司整体人效有所提升，预计下半年，员工成本对毛利率负面影响减弱。中长期看，公司面料成衣纵向一体化核心竞争优势不改，越南面料产能持续扩充，柬埔寨新工厂招工顺利，产品多元化布局有望继续提升客户份额且丰富客户矩阵。预计公司 2025-2027 年每股收益分别为 4.40、4.92 和 5.45 元，8 月 27 日收盘价对应公司 2025-2027 年 PE 分别为 12.3、11.0、9.9 倍，维持“买入-A”评级。

➤ 风险提示

- 产能扩张不及预期；关税风险；汇率大幅波动；棉花价格大幅波动。

【行业评论】【山证电新】阿里 Capex 超预期，中恒电气为巴拿马电源主供最为受益

肖索 xiaosuo@sxzq.com

- 阿里巴巴二季度 Capex 超预期：2025Q2 阿里 Capex 为 386.76 亿元，同比+220%，环比增长 57%，考虑 H20 禁售影响，超越市场预期。此外，阿里巴巴重申 2025~2027 三年 Capex 将投入 3800 亿元用于建设云和 AI 基础设施。
- 中恒在国内 HVDC 市占率 50%+，预计巴拿马电源在阿里中份额超过 90%。阿里巴拿马电源下次公开招标前，中恒现有订单有望超额执行。阿里 Capex 高增公司为最受益的电源标的，此外建议关注：欧陆通（参股的安世博也在阿里巴拿马电源名单）。
- 风险提示：订单不及预期，竞争加剧风险等。

分析师承诺:

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师,本人承诺,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责,保证信息来源合法合规,研究方法专业审慎,分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明:

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数涨跌幅为基准。其中:A 股以沪深 300 指数为基准;新三板以三板成指或三板做市指数为基准;港股以恒生指数为基准;美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。无评级:因无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件,或者其他原因,致使无法给出明确的投资评级。(新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级)。

评级体系:

——公司评级

- 买入: 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上;
- 增持: 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间;
- 中性: 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间;
- 减持: 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间;
- 卖出: 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市: 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上;
- 同步大市: 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间;
- 落后大市: 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A: 预计波动率小于等于相对基准指数;
- B: 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或

转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽

泽平安金融中心 A 座 25 层

