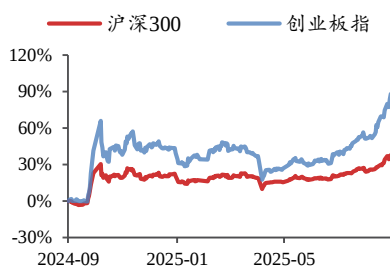


2025 年 09 月 01 日

开源晨会 0901

——晨会纪要

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
综合	3.862
电力设备	3.123
有色金属	2.438
食品饮料	2.417
医药生物	1.417

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
家用电器	-1.821
交通运输	-1.691
计算机	-1.475
通信	-0.804
银行	-0.757

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

观点精粹

总量视角

【策略】寻找当下相对便宜的指数和风格——投资策略周报-20250830

【固定收益】高估值与产业利好并存，转债波动率上升——固收专题-20250831

【固定收益】三大指数均有回升，景气水平总体扩张——2025 年 8 月 PMI 数据点评-20250831

【金融工程】资产配置月报（2025年9月）——金融工程定期-20250831

【金融工程】港股量化：8 月组合超额 0.7%，9 月增配非银——金融工程定期-20250831

行业公司

【地产建筑】首单外资消费 REITs 正式获批，保障房 REIT 单周表现优异——行业周报-20250831

【社服】2025H1 龙头公司业绩亮眼,关注职教、美护、社交——行业周报-20250831

【商贸零售】二季度零售企业经营回暖，关注高景气赛道公司——行业周报
-20250831

【化工】制冷剂企业 2025H1 利润继续断层式上涨，萤石景气有所复苏，制冷剂价格或将继续上调，行情远未结束——氟化工行业周报-20250831

【煤炭开采】非电煤接棒将利多煤价，煤炭布局稳扎稳打——行业周报-20250831

【地产建筑】新房成交面积环比增加，上海购房政策放松——行业周报-20250831

【建材】建材工业景气指数回升，积极布局建材投资——行业周报-20250831

【农林牧渔】养殖链盈利修复驱动 2025H1 农业板块利润同比高增——行业周报
-20250831

【化工】本周化工企业半年报集中披露，制冷剂、涤纶长丝业绩优异——行业周报-20250831

【电子】电池：钢壳、掺硅、叠片三大趋势，打造高能量密度的 AI 终端“心脏”——行业点评报告-20250831

【食品饮料】中报承压下微光渐显，业绩分化中孕育新机——行业周报-20250831

【计算机】AI算力景气度持续加速——行业周报-20250831

【通信】英伟达 Rubin 开启生产，阿里财报亮眼，重视国产算力、液冷、光通信投资机会——行业周报-20250831

【电力设备与新能源】固态电池行业周报（第十二期）：华域汽车拟收购上汽清陶49%股权，正式入局固态电池领域——行业周报-20250831

【电力设备与新能源】低空经济行业周报（第三十一期）：沃兰特航空与农银租赁签署 30 亿 eVTOL 订单，纵横股份四川省级国资战略入股——行业周报-20250831

【公用事业】Helion 预计年内验证发电，英伟达首度布局聚变领域——可控核聚变行业周报-20250830

研报摘要

总量研究

【策略】寻找当下相对便宜的指数和风格——投资策略周报-20250830

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002

坚定本轮“慢牛”的信心：证券化率指标

从盈利周期、资金面、产业逻辑视角来看本轮牛市行情有长期支撑要素在：①盈利和经济周期即将触底：PPI 或将迎来反转、盈利底或在 2-3 个季度之内到达；②资金面支撑：中央汇金构建了市场底气、中长期耐心资本已建立；③自下而上产业逻辑主导突破：科技品种出现相对盈利优势、产业层面的积极信号频繁。但短期上涨斜率过高容易带来市场波动的放大，因此在交易层面不应急躁，应该坚守自我、慢牛心态，结构更重要，“慢慢来，更快”。对于本轮慢牛的空间，我们在 8.22《证券化率看牛市估值》中提出可将证券化率指标（股市总市值与 GDP 之比）作为识别估值高点的有效参考工具。其突破 1 倍的位置应作为估值的重要关注点。展望后市，指数中枢有望进一步上移，两市总市值增长态势有望延续。

从相对估值看当前主要指数和风格比价

相对估值（相对 PE 和相对 PB）是更为有效的指数之间比价的指标，它能够更好的分辨在已经出现一定程度的上涨牛市当中，哪些指数和风格相对“滞涨”，而哪些指数和风格相对“领涨”。

（1）宽基指数：创业板指、中证 800、沪深 300 相对便宜且有望补涨。创业板指是典型的成长风格，在“增量市”背景下的本轮“慢牛”行情当中更容易受益于风险偏好的上行，后续预计创业板的估值掣肘得到释放，其估值有望获得较强的向上弹性。另一方面，当下 ETF 成为居民资金入市的主要方式后，市场主要 ETF 的权重股估值接下来有望获得明显的上行驱动，叠加当下距离 A 股内生性盈利底并不遥远，沪深 300 和中证 800 后续有望相对万得全 A 有进一步的估值修复。

（2）风格指数：价值和消费风格相对估值相对较低。相对估值显著较高的风格：成长风格。有两个有趣的现象：①成长类型风格相对估值均较高，但超预期的是周期风格相对 PB 也较高；②除成长风格指数外，其余风格指数的相对 PE 分位数均在 50% 以下。

投资思路——双轮驱动，坚守自我

行业配置“4+1”建议：

（1）科技成长+自主可控+军工：AI 硬件、半导体、机器人、游戏、AI 应用、军工（导弹、无人机、卫星、深海科技），此外关注与指数共振度较高的金融科技与券商板块。（2）受益于“PPI 边际改善预期+部分低位补涨”的顺周期品种扩散：钢铁、化工、有色金属、建材有望受益，保险、白酒、地产或存估值修复机会。（3）具备反内卷弹性、更“广谱”方向：本轮反内卷的范围已超越传统周期品，光伏、锂电、工程机械、医疗、港股恒生互联网等部分制造与成长方向同样具备中期潜力。（4）出海结构性机会：中欧贸易关系缓和（对欧洲出口占比高品种：汽车、风电等）及小品类出海（如零食等）；（5）底仓配置：稳定型红利、黄金、优化的高股息。

风险提示：宏观政策超预期；全球流动性及地缘政治风险；历史不代表未来。

【固定收益】高估值与产业利好并存，转债波动率上升——固收专题-20250831

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 刘伟（分析师）证书编号：S0790524070008

市场回顾

大类资产方面：2025 年 8 月 25-29 日上证综指、万得全 A 分别上涨 0.84%、1.90%，全市场日均成交额 2.98

万亿。

行业上，通信、有色金属、电子等表现良好。通信、电子等行业领涨，或主要与政策出台人工智能+行动，以及英伟达、寒武纪等二季度业绩超预期有关。

标普 500 下跌 0.10%、纳斯达克下跌 0.19%，美股延续震荡行情。

转债市场方面：中证转债下跌 2.58%，截至 2025 年 8 月 29 日，转债价格、转股和纯债溢价率中位数分别为 131 元、24%、24%。

赎回条款，华宏、西子、正海、交建、金现、海亮等转债提前赎回，神通、博 23、水羊、金轮等转债不提前赎回。

下修条款，嘉元等转债下修，天能、天赐、恒逸转 2、盛虹、侨银、裕兴、汇通等转债不下修。

市场动态

(1) 2025 年 8 月 29 日，英伟达 2026 财年第二季度业绩报告，第二季度，英伟达营收 467.43 亿美元，环比增长 6%，同比增长 56%，略超此前分析师预期 462.3 亿美元；净利润（GAAP）264.22 亿美元，同比增长 57%。英伟达财报略超预期，全球 AI 硬件产业链需求良好。

(2) 2025 年 8 月 26 日，国务院发布《国务院关于深入实施“人工智能+”行动的意见》提出，到 2027 年，率先实现人工智能与 6 大重点领域广泛深度融合，新一代智能终端、智能体等应用普及率超 70%。政策给出人工智能目标指引。

(3) 2025 年 8 月 29 日，阿里巴巴发布 2025 年第二季度的财报，第二季度营收为 2476.52 亿元，同比增长 2%，第二季度净利润 423.82 亿元，同比增长 76%。阿里业绩整体表现良好。

(4) 2025 年 8 月 31 日，国家统计局公布，8 月中国制造业采购经理人指数（PMI）较上月回升 0.1 个百分点至 49.4%。国内经济整体保持平稳。

转债观点

本周市场重点事件包括：国务院人工智能+行动、8 月 PMI、英伟达财报等。

转债市场有所调整，或主要与资金行为有关。AI 产业继续保持良好趋势，无论是国内政策继续出台、还是代表性企业财报超预期，以及国内人工智能硬件和软件的进程，均继续利好产业趋势。但由于债券市场的持续调整，资金或由于流动性卖出转债资产，对短期转债形成冲击。

展望后市，我们认为，转债行情或在“估值和逻辑”之间寻求新的平衡。一方面，当前转债价格中位数已经达到 131 元的历史高位，已经处于估值明显偏贵的状态，另一方面，宏观预期平稳、流动性充裕和产业趋势发展良好，继续利好当前转债市场行情。整体上，预计后市转债波动率有望上升，或呈现出结构性行情。

策略上，当前转债处于 2024 年四季度至今的新一轮上涨周期之中，上涨周期接近 1 年，转债处于“转债价格高、转股溢价率适中”组合之中，建议交易性思路参与 120 元及以上的股性转债，重点关注转债正股上涨的收益。

受益标的上，稳健标的，包括上银、常银、华安、牧原等转债；弹性标的，包括欧通、道通、集智、银轮、甬矽、鼎龙、利民、中宠转 2、水羊等转债。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

【固定收益】三大指数均有回升，景气水平总体扩张——2025 年 8 月 PMI 数据点评-20250831

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 王帅中（联系人）证书编号：S0790125070016

8月31日国家统计局公布2025年8月采购经理指数运行情况，制造业PMI为49.4%（前值为49.3%，下同），环比提升0.1pct；非制造业PMI为50.3%（50.1%），环比提升0.2pct；综合PMI为50.5%（50.2%），环比提升0.3pct。

制造业：景气水平有所改善，重点行业保持扩张

8月制造业PMI为49.4%（49.3%），环比提升0.1pct，同比提升0.3pct，制造业景气水平有所改善。

分行业看，高技术制造业PMI为51.9%（50.6%），装备制造业PMI为50.5%（50.3%），消费品行业PMI为49.2%（49.5%），基础原材料行业PMI为48.2%（48.0%），除消费品行业外均环比提升，高技术制造业支撑引领作用持续增强，随国补、育儿补贴、个人消费贷款财政贴息等刺激消费政策落地实施，消费品行业PMI有望企稳回升。

从构成指数看，生产指数为50.8%（50.5%），新订单指数为49.5%（49.4%），原材料库存指数为48.0%（47.7%），从业人员指数为47.9%（48.0%），供应商配送时间指数为50.5%（50.3%），生产指数环比提升0.3pct，连续4个月位于扩张区间，制造业生产扩张加快。其他相关指标中，生产经营活动预期指数为53.7%（52.6%），环比提升1.1pct，连续两个月回升，市场预期向好。

从企业规模看，大型企业PMI为50.8%（50.3%），中型企业PMI为48.9%（49.5%），小型企业PMI为46.6%（46.4%），大型、小型企业景气水平环比提升，大型企业PMI连续4个月处于扩张区间。

非制造业：景气水平仍处扩张区间

8月非制造业PMI为50.3%（50.1%），环比提升0.2pct，同比持平，非制造业仍处扩张区间。

分行业看，建筑业PMI为49.1%（50.6%），环比下降1.5pct，受极端天气频发等不利因素影响，建筑生产施工放缓，回落至收缩区间；服务业PMI为50.5%（50.0%），环比提升0.5pct，服务业PMI升至年内高点，景气水平明显回升。

从主要分类指数看，新订单指数为46.6%（45.7%），投入品价格指数为50.3%（50.3%），销售价格指数为48.6%（47.9%），从业人员指数为45.6%（45.6%），业务活动预期指数为56.2%（55.8%）。新订单指数环比提升0.9pct，业务活动预期指数环比提升0.4pct，服务业企业对近期市场发展前景较为乐观。

综合：景气水平持续扩张，连续32个月保持在扩张区间

8月综合PMI为50.5%，环比提升0.3pct，同比提升0.4pct，连续32个月保持在扩张区间，企业生产经营活动总体扩张有所加快。

市场：债市交易仍对经济数据脱敏

本周10Y国债活跃券于1.75%-1.80%区间波动，10Y国开活跃券于1.83%-1.89%区间波动，债市交易仍对经济数据脱敏，整体情绪较为脆弱，对利空事件反应敏感度强于利多事件。

债市观点：经济预期修正下，债券收益率有望趋势性上行

对于股、债配置，我们维持观点：

- （1）2025年下半年，经济增速或不会明显下行（已经进入第二次L型的一横）；
- （2）物价等结构性问题，趋势性好转；
- （3）股债配置继续切换：债券收益率、股市有望持续上行。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

【金融工程】资产配置月报（2025年9月）——金融工程定期-20250831

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 张翔（分析师）证书编号：S0790520110001 | 何申昊（分析师）证书编号：S0790524070009

多资产配置观点：看多短债、平衡低估转债、黄金资产

高频宏观因子：高频经济增长同比较前值下行，市场交易经济下行预期；高频消费通胀同比较前值下行，市场交易消费通胀下行预期；高频生产通胀同比较前值下行，市场交易生产通胀下行预期。

债券久期择时：模型预测未来三个月水平因子上升，斜率因子陡峭化，曲率因子增凸，推荐持有 1 年期短久期债券。

转债配置：截至 2025 年 8 月 29 日，“百元转股溢价率”为 35.19%，转债相对正股配置价值偏低；“修正 YTM-信用债 YTM”指标中位数为-1.87%，偏债转债相对信用债配置性价比偏低；转债风格轮动未来两周推荐配置平衡低估转债。

黄金配置：模型测算未来一年黄金的预期收益率为 21.1%，基于 TIPS 收益率的择时模型持续看多黄金资产。

股债配置观点：权益风险预算不变，股票仓位小幅下降

开源金工将风险平价模型与主动信号结合构建主动风险预算模型，每月从股债横向比价、股票纵向估值水平、市场流动性三个维度构建主动风险预算指标。

回顾 8 月股债配置，股权风险溢价 ERP、流动性信号为中性，历史估值分位数信号看空，股票仓位为 7.44%，债券仓位为 92.56%，8 月组合收益 0.84%。

展望 9 月股债配置，股权风险溢价 ERP、流动性信号为中性，历史估值分位数信号看空，股票仓位为 7.22%，债券仓位为 92.78%。

行业轮动观点：看多电子、非银、通信、汽车等

开源金工从交易行为、景气度、资金面、筹码结构、宏观驱动、技术分析六个维度出发，分别构建行业轮动子模型并对模型动态合成双周频优选行业。

风格板块判断：成长组得分高于价值组，推荐配置成长风格；板块上看多大科技、大金融板块。

行业配置推荐：电子、商贸零售、非银金融、通信、汽车、食品饮料。

ETF 轮动组合：科创 AETF、证券 ETF 龙头、创业板人工智能 ETF 华宝、汽车零部件 ETF、创业板软件 ETF 华夏。

“配置+选基” FOF 组合：8 月组合收益 9.73%，相对偏股基金超额-2.18%

2025 年 8 月，开源“配置+选基” FOF 组合收益率为 9.73%，偏股型基金指数收益率为 11.91%，组合超额收益为-2.18%。

2025 年 9 月，我们看多高成长、高质量因子、看空低估值因子，相应高配高成长、高质量大盘风格基金，低配低估值、小盘黑马风格基金。

风险提示：本报告模型及结果通过历史数据统计、建模和测算完成，在市场波动不确定性下可能存在失效风险；历史数据不代表未来业绩。基金投资策略分类基于对公开的历史数据的定量测算与统计，对基金产品和基金管理人的研究分析结论不能保证未来的可持续性，不构成对该产品的推荐投资建议。

【金融工程】港股量化：8 月组合超额 0.7%，9 月增配非银——金融工程定期-20250831

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 傅开波（分析师）证书编号：S0790520090003

港股市场 8 月概览：港股市场表现不及 A 股，有色、电子表现亮眼

2025 年 8 月港股市场依然呈现“弱指数、强结构”的震荡月，恒生指数在 17800-18600 点区间震荡，月涨 1.23%。恒生科技指数跑赢大盘，月涨 4.1%。但整体表现不及 A 股市场，2025 年 8 月创业板指月涨 24.1%。2025 年 8 月港股市场成交活跃度延续 7 月以来的温和修复态势。具体表现如下：8 月港股通日均成交额 2048.5 亿港元，较 2025 年 7 月上升了 1.8%，港股日均成交 2224.6 亿港元，较 2025 年 7 月上升了 3.9%。

从港股一级行业来看，2025 年 8 月行业分化加剧，其中有色金属、电子、传媒领涨。

港股通成分股资金流分析：南下资金累计达 2024 年全年的 121%

2025 年 8 月南下资金继续维持千亿净流入，单月净流入额达 1122 亿港元。截至 2025 年 8 月 29 日，南下资金累计净流入额为 9790 亿港元，是 2024 年全年的 121%，持续创历史新高。

截至 8 月 27 日，南下资金、外资、中资、港资及其他这四类的持仓市值占比分别为 20.88%、59.32%、12.87%、6.93%，较 2025 年 7 月的变化分别为+0.23pct、-0.14pct、-0.14pct、+0.06pct。

南下资金：净流入靠前的行业为计算机、家电、非银行金融、煤炭、消费者服务。

外资：净流入靠前的行业为有色金属、汽车、综合、医药、建材。

中资：净流入靠前的行业为消费者服务、通信、传媒、电力及公用事业、石油石化。

港资及其他：净流入靠前的行业为国防军工、电子、银行、钢铁、通信。

港股优选 20 组合的绩效表现：8 月组合超额收益 0.7%

在前期报告《公募港股投资变化及港股通优选组合构建》中，我们详细介绍了在港股通样本股中适用的各个因子，四大类因子在港股通成分股中分组表现优异。为了跟踪多头组合的月度表现，我们在每月底对分数最高的前 20 只个股按照等权的方式构建港股优选 20 组合，基准选取港股综合指数(HKD)(930930.CSI)。

2025 年 8 月，港股优选 20 组合的收益率为 3.4%，基准指数的收益率为 2.7%，组合超额收益率 0.7%。组合中月收益贡献较高的个股为名创优品(+28.8%)、比亚迪电子(25.2%)和小鹏汽车-W(17.2%)。

从全区间来看(2015.1~2025.8)，港股优选 20 组合的超额年化收益率 13.8%，超额收益波动比为 1.0。

港股优选 20 组合的 9 月持仓：增配非银板块

2025 年 9 月的港股优选 20 组合见表 3 所示，整体持仓较 8 月提高了在非银板块上的比例。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

行业公司

【地产建筑】首单外资消费 REITs 正式获批，保障房 REIT 单周表现优异——行业周报-20250831

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001 | 杜致远（联系人）证书编号：S0790124070064

首单外资消费 REITs 正式获批，保障房 REIT 单周表现优异

2025 年第 35 周，中证 REITs（收盘）指数为 846.89，同比上涨 6.54%，环比上涨 1.06%；中证 REITs 全收益指数 1073.33，同比上涨 12.47%，环比上涨 1.06%。本周保障房、环保、高速公路、产业园区、仓储物流、能源、消费类 REITs 一周涨跌幅分别为+1.84%、+0.23%、+1.07%、+1.13%、+1.14%、+0.69%、+2.49%；一月涨跌幅分别为-6.03%、-2.01%、-2.10%、-3.80%、-0.35%、-2.18%、-3.07%。本周 REITs 市场交易规模成交量达 7.14 亿份，

同比增长 95.08%；成交额达 31.86 亿元，同比增长 113.11%；区间换手率 3.16%，同比增长 22.96%。我们认为，债券市场利率中枢下行压力下，“资产荒”逻辑有望继续演绎，REITs 作为高分红、中低风险的资产，在政策力度加强以及社保金和养老金入市预期下，有望持续提升配置性价比，板块具备较好的投资机会，维持行业“看好”评级。

首单外资消费 REITs 正式获批，临港创新产业园 REIT 扩募正式上市交易

国泰君安临港创新智造产业园封闭式基础设施证券投资基金发布 2024 年第一次扩募之扩募份额上市交易公告书。扩募募集期间为 2025 年 8 月 1 日至 2025 年 8 月 14 日，本次扩募基金份额净值为 4.433 元/份，募集资金总额达到 17.23 亿元。首单外资消费 REITs 正式获批。华夏凯德商业 REIT 于近日获得上交所无异议函，并于 8 月 27 日取得了证监会准予注册的批复，准予募集的基金总份额为 4 亿份。该项目的受理日期为 2025 年 4 月 18 日，基金主要原始权益人及运营管理机构凯德投资。

一周行情：保障房 REITs 单周上涨 1.84%，单月累计上涨 6.03%

2025 年第 35 周，中证 REITs（收盘）指数为 846.89，同比上涨 6.54%，环比上涨 1.06%，2024 年年初至今累计上涨 11.96%，同期沪深 300 指数累计上涨 31.06%，累计超额收益-19.1%；中证 REITs 全收益指数 1073.33，同比上涨 12.47%，环比上涨 1.06%，2024 年年初至今累计上涨 24.55%，同期沪深 300 指数累计上涨 31.06%，累计超额收益-6.51%。本周保障房、环保、高速公路、产业园区、仓储物流、能源、消费类 REITs 一周涨跌幅分别为 +1.84%、+0.23%、+1.07%、+1.13%、+1.14%、+0.69%、+2.49%；一月涨跌幅分别为 -6.03%、-2.01%、-2.10%、-3.80%、-0.35%、-2.18%、-3.07%。

一级跟踪：12 只 REITs 基金等待上市，发行市场保持活跃

2025 年第 35 周，共有 12 只 REITs 基金等待上市，本周华夏凯德商业资产封闭式基础设施证券投资基金首发申请已通过，发行市场保持活跃。

风险提示：（1）公募 REITs 价格变动及运营风险；（2）调控政策超预期变化，行业波动加剧；（3）各类别资金入市进度不及预期；（4）项目长期分派率不及预期。

【社服】2025H1 龙头公司业绩亮眼，关注职教、美护、社交——行业周报-20250831

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 李睿娴（分析师）证书编号：S0790525020004 | 程婧雅（分析师）证书编号：S0790525070010

旅游/IP 潮玩：携程 2025Q2 国际业务保持高增，乐高 2025H1 业绩稳步增长

携程：2025Q2 携程国内业务持续跑赢大盘，全球化战略下海外业务保持高速增长实现收入 148.4 亿元/同比 +16.2%，实现 NON-GAAP 经调整净利润 50.1 亿元/yoy+0.5%；规模效应下毛利率/研发及管理费用率处于合理稳定区间，带动利润表现超彭博一致预期。乐高：2025H1 集团层面收入达 346 亿丹麦克朗/同比+12%（约合 385.5 亿人民币）；归母净利润达 65 亿丹麦克朗/同比+10%，全球供应链布局深化减轻关税风险，期内新品数量创新高，泛人群产品矩阵愈发成熟。巨星传奇：2025H1 实现营收 3.55 亿元/同比+33%，扣非净利润 2762 万元/同比+8.5%，创新产品带动新零售业务高增，预计 2025H2 将深化 IP 运营和自营衍生品开发和销售网络拓展。

茶饮/教育/社交：蜜雪、古茗 2025H1 业绩领跑，关注中国东方教育、赤子城

茶饮：2025 年上半年，新式茶饮行业多家头部企业营收与净利润表现亮眼，其中蜜雪集团和古茗尤为突出凭借“规模+效益”的双重发力，展现出强劲的发展韧性。中国东方教育：2025H1 收入 21.86 亿元，同比+10.23%；毛利 12.53 亿元，同比+19.2%；净利润 4.03 亿元，同比+48.4%。高学费班&规模优势下利润率大幅提升，职业教育迎历史性发展机遇。赤子城科技：2025H1 收入 31.81 亿元，同比增长 40.0%；毛利达 17.75 亿元，同比增长 55.6%；归母净利润 4.89 亿元，同比大幅增长 117.8%。2025H1 SUGO、Toptop 营收占比超 50% 其他产品如短剧 Dramabite、

AI 社区 Aippy 占收比持续扩大，中东北非收入增速超 60%。

美丽：2025H1 美护龙头公司业绩表现分化，精细化运营为主线

2025H1 美护行业呈现收入增长放缓，利润表现分化的特点，毛戈平、丸美生物、巨子生物、上美股份收入增速 31.3%/30.8%/22.5%/17.3%，美护龙头企业通过产品升级和结构优化，毛利率整体呈现上升趋势。2025 年以来线上流量成本依旧高企，部分企业加大种草和投放力度，销售费用率增长较快，一定程度影响净利润表现。从抖音运营看，2025H1 尤其是大促，国货企业均控制达播投放，持续强化自播体系建设。费用控制良好且实现稳健体量增长的企业利润端表现良好，如毛戈平/上美股份净利率 13.5%/25.9%，yoy+1.9pct/+0.9pct。受益标的：毛戈平、上美股份。

本周 A 股社服板块跑输大盘，港股消费者服务板块跑输大盘

本周（8.25-8.29）社会服务指数-0.22%，跑输沪深 300 指数 2.94pct，在 31 个一级行业中排名第 17，旅游类领涨；本周（8.25-8.29）港股消费者服务指数-5.48%，跑输恒生指数 4.44pct，在 30 个一级行业中排名第 28，博彩类领涨。

推荐标的：（1）旅游：长白山；（2）教育：好未来、科德教育；（3）餐饮/会展：特海国际、米奥会展；（4）美护：科思股份、水羊股份、康冠科技、倍加洁。

受益标的：（1）餐饮：蜜雪集团、古茗、小菜园、绿茶集团；（2）IP：泡泡玛特、布鲁可、华立科技、青木科技；（3）美护：毛戈平、上美股份、若羽臣、巨子生物、爱美客、四环医药；（4）新消费：美图、赤子城科技；（5）运动：力盛体育；（6）即时零售：美团-W、顺丰同城；（7）眼镜：博士眼镜、佳禾智能、亿道信息；（8）旅游：西域旅游、九华旅游、同程旅行、携程集团-S；（9）教育：中国东方教育。

风险提示：项目落地不及预期，出行不及预期，行业竞争加剧等。

【商贸零售】二季度零售企业经营回暖，关注高景气赛道公司——行业周报-20250831

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 姚慕宇（联系人）证书编号：S0790125040021

中报披露完毕，零售企业二季度经营业绩有所回暖

本周 A 股上市公司半年报已全部披露完毕，我们选取 49 家代表性上市公司作为样本，对零售行业整体业绩进行梳理分析。2025Q2 零售行业整体营收同比+2.8%、扣非归母净利润同比-18.6%，收入端表现较稳健，业绩降幅边际收窄。具体看，（1）黄金珠宝：2025Q2 营收同比+15.0%、扣非归母净利润同比-2.8%。4-6 月黄金价格维持高位震荡，传统黄金品牌终端动销有所回暖，同时受益金价上涨带来的库存收益，叠加一口价时尚黄金和精品克重黄金热销，行业整体经营趋势呈现边际好转。（2）美容护理：2025Q2 营收同比+4.4%、扣非归母净利润同比-15.6%。行业竞争趋于激烈，化妆品板块整体增长放缓，龙头企业强者恒强逻辑则持续演绎；部分品牌因竞争激烈、内部战略定位调整等原因经历短期阶段性降速，具备高情感溢价的品牌更具长期成长韧性。（3）跨境电商：2025Q2 营收同比+25.2%、扣非归母净利润同比+17.2%；我国出海企业背靠制造端优质资源，在产品力与性价比方面已树立良好口碑，有望在新品类、新渠道继续贡献增量；关税的系列影响已逐渐明朗，后续有望跟随降息通道进入需求改善阶段。

行业关键词：快乐猴、珀莱雅、浣熊食堂、邻几便利店、超盒算 NB 等

【快乐猴】美团硬折扣超市快乐猴首店开业。

【珀莱雅】珀莱雅拟赴港上市。

【浣熊食堂】美团浣熊食堂开放加盟。

【邻几便利店】邻几便利店南京首批十店同开。

【超盒算 NB】盒马 NB 升级为“超盒算 NB”。

板块行情回顾

本周（8月25日-8月29日），商贸零售指数报收2390.65点，上涨2.70%，跑赢上证综指（本周上涨0.84%）1.86个百分点，板块表现在31个一级行业中位居第6位。零售各细分板块中，本周超市板块涨幅最大，2025年初至今商业物业经营板块领跑。个股方面，本周国光连锁（+34.3%）、友阿股份（+27.5%）、步步高（+23.5%）涨幅靠前。

投资建议：关注情绪消费主题下的高景气赛道优质公司

投资主线一（黄金珠宝）：关注具备差异化产品力和消费者深度洞察力的黄金珠宝品牌，重点推荐老铺黄金、潮宏基等，受益标的六福集团、周生生；

投资主线二（线下零售）：关注顺应趋势积极变革探索的零售企业（超市、百货、连锁），重点推荐永辉超市、爱婴室等，受益标的重庆百货等；

投资主线三（化妆品）：关注具备差异化且能力持续迭代的优质国货美妆品牌，重点推荐毛戈平、珀莱雅、上美股份、润本股份等，受益标的若羽臣等；

投资主线四（医美）：关注具备差异化管线的医美产品厂商，重点推荐爱美客、科笛-B等，受益标的锦波生物等。

风险提示：消费恢复不及预期、行业竞争加剧、政策风险等。

【化工】制冷剂企业 2025H1 利润继续断层式上涨，萤石景气有所复苏，制冷剂价格或将继续上调，行情远未结束——氟化工行业周报-20250831

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 毕挥（分析师）证书编号：S0790523080001 | 龚道琳（分析师）证书编号：S0790522010001

本周（8月25日-8月29日）行情回顾

本周氟化工指数上涨5.68%，跑赢上证综指4.84%。本周（8月25日-8月29日）氟化工指数收于5080.52点，上涨5.68%，跑赢上证综指4.84%，跑赢沪深300指数2.97%，跑赢基础化工指数4.98%，跑赢新材料指数1.96%。

氟化工周行情：萤石行情复苏，制冷剂继续向上

萤石：据百川盈孚数据，截至8月29日，萤石97湿粉市场均价3,296元/吨，较上周同期上涨1.67%；8月均价（截至8月29日）3,208元/吨，同比下跌9.60%；2025年（截至8月29日）均价3,513元/吨，较2024年均价下跌0.91%。

又据氟务在线跟踪，近期萤石市场在成本推动、供应收紧及预期拉动下表现强劲，场内惜售情绪增强，低价货源难寻，预计萤石价格维持易涨难跌态势。

制冷剂：截至08月29日，（1）R32价格、价差分别为60,000、47,773元/吨，较上周分别+2.56%、+2.57%；（2）R125价格、价差分别为45,500、30,217元/吨，较上周分别持平、-1.24%；（3）R134a价格、价差分别为51,500、33,382元/吨，较上周分别+0.98%、-0.40%；（4）R410a价格为51,000元/吨，较上周+0.99%；（5）R22价格、价差分别为35,500、26,853元/吨，较上周分别持平、-0.80%。其中外贸市场，（1）R32外贸参考价格为59,000元/吨，较上周+3.51%；（2）R125外贸参考价格为44,000元/吨，较上周持平；（3）R134a外贸参考价格为50,000元/吨，较上周持平；（4）R410a外贸参考价格为50,000元/吨，较上周+1.01%；（5）R22外贸参考价格为31,000元/吨，较上周持平。

又据氟务在线跟踪，临近9月，制冷剂内贸企业报盘有待调整，相较于8月报盘调整预期温和上调，当前海

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

外出口环比持续转暖，助推国内市场惜售心态。四季度长协订单有望站稳当前流通市场价格。作为反内卷最先突围的 HFCs 制冷剂产品依旧维持趋势性向上节奏。

要闻&公告：巨化股份、三美股份、昊华科技、金石资源等发布 2025 中报

【巨化股份】2025H1 实现营收 133.31 亿元，同比+10.36%；实现归母净利润 20.51 亿元，同比+146.97%。【三美股份】2025H1 实现营收 28.28 亿元，同比+38.58%；实现归母净利润 9.95 亿元，同比+159.22%。【昊华科技】2025H1 实现营收 77.60 亿元，同比+19.45%；实现归母净利润 6.45 亿元，同比+20.85%。【金石资源】2025H1 实现营收 17.26 亿元，同比+54.24%；实现归母净利润 1.26 亿元，同比-24.74%。【东岳集团】公司 2025H1 实现营收 74.63 亿元，同比+2.45%；净利润 7.79 亿元，同比+153.28%。

受益标的

推荐标的：金石资源、巨化股份、三美股份、昊华科技等。其他受益标的：东阳光、永和股份、东岳集团、新宙邦等。

风险提示：下游需求不及预期，价格波动，行业政策变化超预期等。

【煤炭开采】非电煤接棒将利多煤价，煤炭布局稳扎稳打——行业周报-20250831

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

本周要闻回顾：电煤和非电煤换挡，煤价仍将上行

动力煤方面：动力煤价格稍有回落，截至 8 月 29 日，秦港 Q5500 动力煤平仓价为 690 元/吨，环比下跌 14 元/吨，跌幅 1.99%；当前报价是本轮煤价反弹到 700 元之上之后，第一次再回落至 700 元以下。当前正处于夏季和秋季换挡期，虽然电厂日耗有所回落，但后续金九银十的非电煤需求有望成为亮点。从当前来看，煤炭基本面仍有利多因素支持煤价再次反弹：一是开工率处于低水平位且在收缩，截至 8 月 24 日，晋陕蒙三省 442 家煤矿开工率 79.9%，环比下跌 1.8 个百分点；二是港口库存仍在回落，截至 8 月 29 日，环渤海库存 2300 万吨，环比下降 1.18%，且长江口和广州港库存环比下滑超过 8%和 7%；三是需求端的非电煤有望接棒，尤其是煤化工耗煤，截至当前甲醇开工率 82.31%，环比上涨 1.66%，近年来煤化工耗煤一直是非电煤的中流砥柱。炼焦煤方面：截至 8 月 29 日，京唐港主焦煤报价 1610 元/吨，从七月初的 1230 元的底部反弹；焦煤期货反弹更为明显，从 6 月初的 719 元反弹至当前的 1151 元，累计涨幅达到 60.1%。当前焦煤基本面反映出“强预期但弱现实”的特征。供给端，7 月中旬，国家能源局综合司发布《关于组织开展煤矿生产情况核查促进煤炭供应平稳有序的通知》，查处超产的煤矿的措施致使煤炭供给存在收紧预期；需求端，雅江水电站有望带动黑色产业链整体需求，有望接棒上半年钢铁抢出口的需求项。

投资逻辑：动力煤和炼焦煤价格已到拐点右侧，煤炭布局稳扎稳打

动力煤属于政策煤种，我们判断价格仍将反弹修复至长协价格，当前已修复到第二目标价之上，即地方国企长协实际成交价（700 元左右）之上。现货价格修复年度长协价，实际是大宗商品双轨制运行机制下的必选结果，长协本身作为优惠品种而与现货形成倒挂，会促使下游用户优先购买现货而暂缓购买长协，从而驱动现货的价格修复。未来我们仍旧看好动力煤现货价修复第三目标价之上，即达到“煤和火电企业”盈利均分位置（测算 2025 年是 750 元左右）。对于煤价本轮上涨是否有顶部极值，则预测是电厂报表盈亏平衡线 860 元左右，可视为第四目标价。炼焦煤属于市场化煤种，我们判断价格更多由供需基本面决定，对于其目标价格可通过“炼焦煤与动力煤价格的比值”作为参考，京唐港主焦煤现货与秦港动力煤的现货比值为 2.4 倍，则与动力煤第一、第二、第三、第四目标对应的炼焦煤目标价分别为 1608 元、1680 元、1800 元、2064 元。焦煤期货将修复与京唐港主焦煤现货的贴水。

投资建议：周期与红利双逻辑，四主线布局

我们认为在资本市场在全球政经高度不确定以及国内稳经济的预期下，投资行为存在情绪上的脉冲，煤炭板

块具备周期与红利的双重属性，当前煤炭持仓低位，基本面已到拐点右侧，已到布局时点。四主线精选煤炭个股将受益：主线一，周期逻辑：动力煤的【晋控煤业、兖矿能源】，冶金煤的【平煤股份、淮北矿业、潞安环能】；主线二，红利逻辑：【中国神华、中煤能源（分红潜力）、陕西煤业】；主线三，多元化铝弹性：【神火股份、电投能源】；主线四，成长逻辑：【新集能源、广汇能源】。

风险提示：经济增速下行风险，进口煤大增风险，可再生能源加速替代风险

【地产建筑】新房成交面积环比增加，上海购房政策放松——行业周报-20250831

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001 | 杜致远（联系人）证书编号：S0790124070064

核心观点：新房成交面积环比增加，上海购房政策放松

本周我们跟踪的 68 城新房成交同比下降，环比增加，20 城二手房成交面积同环比增加。土地成交面积同比下降，溢价率环比下降。国内信用债发行规模同环比减少。本周上海发布新政，调减住房限购、优化住房公积金、优化个人住房信贷以及完善个人住房房产税等政策。成都迎来 3 宗涉宅用地出让，总土地出让面积 59950.12m²，总规划建筑面积 133047.32m²，总起始价 7.42 亿元。最终 2 宗地块溢价成交、1 宗地块底价成交，共收金 7.62 亿元。我们认为，在各项促进房地产市场止跌回稳政策作用下，今年以来我国房地产市场整体朝着止跌回稳的方向迈进，在止跌回稳的过程中，房价仍可能存在小幅度震荡，期待后续在政策作用下，房地产市场进一步稳定。在更加积极的财政政策、适度宽松的货币政策下，存量收储及城中村改造工作有望加速推进，改善现有住房供求关系，加快止跌回稳进程，维持行业“看好”评级。

上海购房政策放松，多地公积金政策优化

中央层面：住房城乡建设部、中国人民银行：印发《房地产从业机构反洗钱工作管理办法》。要求房地产从业机构发现或者有合理理由怀疑客户拟进行的房屋交易与洗钱等犯罪活动相关的，应当及时向中国反洗钱监测分析中心提交可疑交易报告。

地方层面：上海：市住房城乡建设管理委、市房屋管理局、市财政局、市税务局、人民银行上海市分行、市公积金管理中心等六部门联合印发《关于优化调整本市房地产政策措施的通知》（以下简称《通知》），包括调减住房限购、优化住房公积金、优化个人住房信贷以及完善个人住房房产税等政策。《通知》自 2025 年 8 月 26 日起施行。

市场端：土地成交面积同比下降，成都土拍市场火热

销售端：根据房管局数据，2025 年第 35 周，全国 68 城商品住宅成交面积 227 万平米，同比下降 21%，环比增加 14%；从累计数值看，年初至今 68 城成交面积达 8060 万平米，累计同比下降 10%。全国 68 城商品住宅成交面积 227 万平米，同比下降 21%，环比增加 14%；从累计数值看，年初至今 68 城成交面积达 8060 万平米，累计同比下降 10%。

投资端：2025 年第 35 周，全国 100 大中城市推出土地规划建筑面积 2791 万平方米，成交土地规划建筑面积 1568 万平方米，同比下降 32%，成交溢价率为 1.6%。一线城市成交土地规划建筑面积 74 万平方米，同比下降 46%；二线城市成交土地规划建筑面积 563 万平方米，同比下降 32%；三线城市成交土地规划建筑面积 931 万平方米，同比下降 30%。

融资端：国内信用债发行规模同环比减少

2025 年第 35 周，信用债发行 19 亿元，同比减少 76%，环比减少 85%，平均加权利率 2.79%，环比增加 15BP。信用债累计发行规模 2749.3 亿元，同比减少 5%。

风险提示：市场信心恢复不及预期，政策影响不及预期。

【建材】建材工业景气指数回升，积极布局建材投资——行业周报-20250831

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

建材工业景气指数回升，积极布局建材投资

新华社 8 月 25 日电，中国建筑材料联合会当日发布数据显示，8 月全国建筑材料工业景气指数 101.2，较 7 月回升 6.4 点，结束连续三月收缩，重上景气区间。分项看，供给侧生产指数重返扩张，但价格指数仍处收缩，显示产量恢复、售价承压；需求侧投资需求指数、工业消费指数双双回到临界点以上，反映基建资金和地产政策效果显现，而国际贸易指数继续低于临界，外需依旧疲软。综合政策托底、旺季临近及库存去化加速，短期景气拐点叠加政策催化，板块向上动能充足，未来持续看好。消费建材板块推荐：三棵树（渠道下沉，零售扩张）、东方雨虹（防水龙头，经营结构优化）、伟星新材（经营优质，零售业务占比高）、坚朗五金；受益标的：北新建材（石膏板龙头，多元化扩张涂料、防水板块业务）等。国家发展改革委等部门印发《水泥行业节能降碳专项行动计划》要求到 2025 年底，水泥熟料产能控制在 18 亿吨左右，能效标杆水平以上产能占比达到 30%，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰，水泥熟料单位产品综合能耗比 2020 年降低 3.7%，预计会加快节能降碳与能设备的迭代更新。水泥板块受益标的：海螺水泥、华新水泥、上峰水泥等。“对等关税”有望利好在海外有生产基地的玻纤龙头择时提价，进而巩固玻纤盈利优势。玻纤板块推荐：中国巨石；受益标的：中材科技、长海股份、国际复材等。“一致性评价+集采”政策促进中硼硅药用渗透率加速提升，药用玻璃板块推荐：力诺药包、山东药玻。

本周（2025 年 8 月 25 日至 8 月 29 日）建筑材料指数上涨 0.14%，沪深 300 指数上涨 2.71%，建筑材料指数跑输沪深 300 指数 2.57pct。近三个月来，沪深 300 指数上涨 16.33%，建筑材料指数上涨 20.59%，建材板块跑赢沪深 300 指数 4.26pct。近一年来，沪深 300 指数上涨 35.39%，建筑材料指数上涨 42.76%，建材板块跑赢沪深 300 指数 7.38pct。

板块数据跟踪

水泥：截至 8 月 29 日，全国 P.O42.5 散装水泥平均价为 275.40 元/吨，环比下跌 1.81%；水泥-煤炭价差为 183.10 元/吨，环比下跌 2.02%；全国熟料库容比 64.73%，环比上升 0.11pct。

玻璃：截至 8 月 29 日，全国浮法玻璃现货均价为 1190.94 元/吨，环比上涨 3.06 元/吨，涨幅为 0.26%；光伏玻璃均价为 116.41 元/重量箱，环比持平。浮法玻璃-纯碱-石油焦价差为 12.97 元/重量箱，环比上涨 3.28%；浮法玻璃-纯碱-重油价差为 8.69 元/重量箱，环比上涨 2.66%；浮法玻璃-纯碱-天然气价差为 9.84 元/重量箱，环比上涨 14.03%；光伏玻璃-纯碱-天然气价差为 64.46 元/重量箱，环比上涨 1.38%。

玻璃纤维：截至 2025 年 8 月 29 日，无碱 2400tex 直接纱报 3300-4000 元/吨（个别厂报价较高），无碱 2400tex SMC 纱报 4400-5000 元/吨，无碱 2400tex 喷射纱报 5400-6500 元/吨，无碱 2400tex 毡用合股纱报 4400-5300 元/吨，无碱 2400tex 板材纱报 4200-5300 元/吨，无碱 2000tex 热塑直接纱（普通级）报 4100-4400 元/吨。不同区域价格或有差异，实际成交存灵活空间。

消费建材：截至 2025 年 8 月 29 日，原油价格为 68.08 美元/桶，周环比上涨 0.86%，较 2025 年年初下跌 11.27%，同比下跌 16.25%；沥青价格为 4570 元/吨，周环比持平，较 2025 年年初上涨 2.93%，同比上涨 4.58%；丙烯酸价格为 6500 元/吨，周环比下跌 1.14%，较 2025 年年初下跌 16.67%，同比上涨 0.78%；钛白粉价格为 13000 元/吨，周环比下跌 0.38%，较 2025 年年初下跌 9.09%，同比下跌 14.19%。

风险提示：经济增速下行风险；原材料价格上涨风险；房地产销售回暖进展不及预期风险；国内保交楼进展不及预期；房企流动性风险蔓延压力；基建落地进展不及预期风险。

【农林牧渔】养殖链盈利修复驱动 2025H1 农业板块利润同比高增——行业周报-20250831

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 王高展（分析师）证书编号：S0790525070003

周观察：养殖链盈利修复驱动 2025H1 农业板块利润同比高增

2025H1 养殖链盈利修复驱动农业板块利润同比高增。2025H1 年农业板块实现营业收入 5699.09 亿元，同比增长 9.28%，归母净利润 257.94 亿元，同比上升 193.46%。2025H1 全国生猪均价 14.81 元/公斤，同比-4.00%，2025H1 生猪销售均价虽同比下降，但受益于生猪养殖成本快速下移及龙头上市猪企生猪出栏量同比高增驱动，生猪板块盈利扩大带动养殖链全链条盈利修复，并驱动农业板块归母净利润实现同比高增。

降本增效驱动板块盈利水平改善。(1) 盈利能力：2025H1 年板块销售毛利率 12.49%，同比上升 5.52pct；销售净利率 4.00%，同比上升 5.24pct；净资产收益率 6.47%，同比上升 8.56pct。2025Q2 板块销售毛利率 11.91%，同比上升 0.37pct；销售净利率 4.48%，同比上升 0.37pct；净资产收益率 2.43%，同比上升 0.19pct。(2) 期间费用率：2025H1 年板块期间费用率 6.84%，同比-0.73pct。2025Q2 板块期间费用率 6.55%，同比-0.78pct。具体看，2025Q2 板块销售、管理及财务费用率均同比下降。

养殖链盈利修复，种植链短期承压，宠物板块景气延续。受益于生猪养殖盈利带动，养殖链盈利同比均实现高增，宠物板块净利润延续景气增长，种植链受粮价下行影响利润同比下滑。畜养殖、饲料、禽养殖、动保归母净利润同比增速居前，分别+668.38%、+159.19%、+66.50%、+64.69%。2025H1 畜养殖、禽养殖、农产品加工及林业、饲料、动保板块净利率和 ROE 同比均有所提升。

周观点：生猪投资逻辑边际改善，宠物板块国货崛起逻辑持续强化

基本面政策面双轮驱动 2025H2 猪价环比上行，生猪投资逻辑边际改善。推荐：牧原股份、温氏股份、巨星农牧、华统股份、天康生物等。

饲料板块国内市场受益禽畜后周期，海外强劲需求支撑价格。推荐：海大集团、新希望等。

消费升级叠加关税壁垒，宠物板块国货崛起逻辑持续强化。推荐：乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份。

本周市场表现 (8.25-8.29)：农业跑赢大盘 1.18 个百分点

本周上证指数上涨 0.84%，农业指数上涨 2.02%，跑赢大盘 1.18 个百分点。子板块来看，畜养殖板块领涨。个股来看，傲农生物 (+22.67%)、源飞宠物 (+15.71%)、晓鸣股份 (+10.86%) 领涨。

本周价格跟踪 (8.25-8.29)：本周牛肉等农产品价格环比上涨

8 月 29 日全国外三元生猪均价为 13.66 元/kg，较上周下跌 0.07 元/kg；仔猪均价为 27.14 元/kg，较上周下跌 0.64 元/kg；白条肉均价 17.98 元/kg，较上周+0.04 元/kg。8 月 29 日猪料比价为 4.09:1。

风险提示：宏观经济下行，消费持续低迷，动物疫病不确定性等。

【化工】本周化工企业半年报集中披露，制冷剂、涤纶长丝业绩优异——行业周报-20250831

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 蒋跨越（分析师）证书编号：S0790523120001 | 龚道琳（分析师）证书编号：S0790522010001

本周行业观点：本周化工企业半年报集中披露，制冷剂、涤纶长丝业绩优异

本周化工企业半年报集中披露，制冷剂、涤纶长丝业绩优异。制冷剂方面：(1) 巨化股份：2025H1 公司实现营收 133.31 亿元，同比+10.36%；实现归母净利润 20.51 亿元，同比+146.97%。其中，公司 Q2 单季实现营收 75.31 亿元，同比+13.93%，环比+29.84%；实现归母净利润 12.42 亿元，同比+138.82%，环比+53.57%。(2) 三美股份：2025H1 年公司实现营收 28.28 亿元，同比+38.58%；实现归母净利润 9.95 亿元，同比+159.22%。其中公司 Q2 单季度实现营收 16.16 亿元，同比+49.36%，环比+33.32%；实现归母净利润 5.94 亿元，同比+158.98%，环比+48.33%。我们认为，制冷剂行业景气度在 2024 年有所修复后，2025 年保持良好态势，趋势未止，主升正在进行中。涤纶长丝方面：(1) 新凤鸣：2025H1 公司实现营收 334.91 亿元，同比+7.10%，实现归母净利润 7.09 亿元，同比+17.28%，

其中 2025Q2 公司实现归母净利润 4.03 亿元，同比+22.24%，环比+31.44%。(2) 桐昆股份：2025H1 公司实现营收 441.58 亿元，同比-8.41%，实现归母净利润 10.97 亿元，同比+2.93%。其中 2025Q2 公司实现归母净利润 4.86 亿元（包含对联营企业和合营企业的投资收益 1.70 亿元），同比+0.04%，环比-20.54%。据 CCF 数据，截至 8 月 29 日，涤纶长丝 POY、FDY、DTY 库存天数分别为 17.8、20.6、26.2 天，当前长丝行业库存整体处于较低水平。后续伴随金九银十需求旺季的来临，长丝产品盈利弹性有望得到充分体现。中长期来看，涤纶长丝行业投产高峰已过，未来产能增速有望逐步放缓。同时，长丝行业集中度较高，反内卷背景下，龙头企业定价权与协同效应有望凸显，我们看好供给格局优化带来涤纶长丝行业的长期盈利修复。

推荐及受益标的

推荐标的：【化工龙头白马】万华化学、华鲁恒升、恒力石化、荣盛石化、赛轮轮胎、扬农化工、新和成、龙佰集团、盐湖股份等；【氟化工】金石资源、巨化股份、三美股份、昊华科技等；【铬盐】振华股份；【化纤行业】新凤鸣、桐昆股份、华峰化学等；【农化&磷化工】兴发集团、利民股份、云图控股、亚钾国际、和邦生物等；【硅】合盛硅业、硅宝科技；【纯碱&氯碱】博源化工、三友化工等；【其他】黑猫股份、苏博特、江苏索普等。【新材料】OLED：瑞联新材、莱特光电、奥来德、万润股份、濮阳惠成；胶膜：洁美科技、东材科技、长阳科技；其他：阿科力、松井股份、利安隆、安利股份等。受益标的：【化工龙头白马】卫星化学等；【化纤行业】聚合顺、恒逸石化等；【氟化工】东岳集团等；【农化&磷化工】云天化、川恒股份、苏利股份、湖北宜化等；【硅】新安股份；【氯碱行业】中泰化学、新疆天业等；【新材料】国瓷材料、圣泉集团、蓝晓科技等。【其他】卓越新能、万凯新材、华谊集团、中触媒、光华科技等。

风险提示：油价大幅波动；下游需求疲软；宏观经济下行；其他风险详见倒数第二页标注 1。

【电子】电池：钢壳、掺硅、叠片三大趋势，打造高能量密度的 AI 终端“心脏”——行业点评报告-20250831

陈蓉芳（分析师）证书编号：S0790524120002 | 张威震（分析师）证书编号：S0790525020002 | 仇方君（分析师）证书编号：S0790525050004

电池：AI 终端高功率需求+小空间场景，驱动电池能量密度升级

在智能手机与 PC 领域，终端厂商正积极将“AI Agent/AI 载体/AI 应用”纳入产品规划，寄望于本轮 AI 浪潮开启新一轮需求释放与换机周期。据 Canalys，预计 2025 年全球智能手机将出货 1.22 亿部，其中 AI 大模型手机占比将达到 34%，到 2029 年渗透率或达到 57%。据高工锂电，2025 年全球笔记本出货量有望达到 2.15 亿台，其中 AIPC 渗透率预计超 40%。随 AI 终端渗透加速，电池性能提升成为必选项：其一，AI 芯片要求电池在单位时间内输出更高功率，其二，AI 终端高度集成使得设备内部空间更加紧张，对电池的能量密度提出更高要求。在手机市场，续航能力已经成为竞争核心之一，根据 Sandalwood 中国电商监测数据显示，自 2024 年至 2025 年 7 月，在鸿蒙与安卓手机市场中，6000mAh+机型的市场份额从 8%持续加速扩张至 58%，6000mAh+容量正在成为主流门槛。

电池的三大趋势：钢壳、掺硅、从卷绕走向叠片

钢壳电池因安全性、散热性、形态设计灵活及可拆卸等优势有望成为旗舰主流。相较于传统软包电池，钢壳电池采用钢质外壳，结构强度高，抗冲击、抗振动能力强，不易鼓包变形，安全性能显著提升。钢壳导热效率更优，在高功耗场景下可更高效散热。钢壳电池在形态设计上具有更高的灵活性，能够更好地适应和优化设备内空间，同时降低电池拆卸难度，更符合欧盟“可拆卸电池”法规趋势。凭借耐用性和适配性，钢壳电池尤其契合大容量、高功率消费电子终端。当前，iPhone 16 Pro 已率先搭载 L 型钢壳电池，三星正推进“SUSCAN”不锈钢壳体方案，或将应用于其旗舰手机。钢壳电池有望在未来旗舰机型中成为主流。

掺硅负极成为电池容量扩张的核心技术路径。高能量密度、轻薄化与安全性三重需求下，传统锂电池能量密度提升陷入瓶颈，而硅材料理论比容量高达 4200mAh/g，为石墨的 10 倍，10%左右的硅含量就可以让电池容量显著提高。2024 年以来硅基负极已在高端手机机型实现规模化量产，并正由旗舰向中端市场渗透，在现有量产产品

中，硅碳负极电池已广泛应用于一加、iQOO、VIVO、小米、Redmi、荣耀和 Realme 等多品牌机型，预计 2025 年消费电子掺硅比例将提升至 10% 以上，以支撑容量向 7000-8000mAh 扩展。

叠片工艺有望随产业化发展提升渗透率。卷绕/叠片工序将极片加工为裸电芯，同属电池制造中段的核心工艺。随电芯容量提升，卷绕工艺逐渐难以兼容，相比而言，叠片工艺电池内阻更小，充电效率更高；在充放电循环中产生热量相对较小、较均匀，电池安全性更高；同时电池内部空间也能利用更充分，电池能量密度相对更大。未来叠片工艺有望在 500Ah+ 电芯领域加速渗透。

推荐标的：领益智造；受益标的：珠海冠宇、德赛电池、欣旺达、信维通信。

风险提示：技术迭代不及预期、产业化发展不及预期、下游需求不及预期。

【食品饮料】中报承压下微光渐显，业绩分化中孕育新机——行业周报-20250831

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 张思敏（分析师）证书编号：S0790525080001

核心观点：承压基调下的环比改善

8 月 25 日-8 月 29 日，食品饮料指数涨幅为 2.1%，一级子行业排名第 7，跑输沪深 300 约 0.6pct，子行业中零食（+10.2%）、乳品（+2.7%）、白酒（+2.1%）表现相对领先。个股方面，爱普股份、会稽山、立高食品涨幅领先；莫高股份、春雪食品、科拓生物跌幅居前。本周上市公司中报全部披露，整体来看 2025Q2 食品饮料板块营收同比增 5.6%，增速较 2025Q1（+4.6%）略有回暖；利润同比下滑 2.1%，增速较 2025Q1（+0.3%）有所回落。其中白酒二季度收入增速（-5.0%）较 2025Q1（+1.7%）有较大回调，主因在于禁酒令影响。大众品中零食板块增速较高。从中报业绩来看，白酒、啤酒、熟食等中报营收增速回落，一方面来自于禁酒令导致的酒类消费场景受限，另一方面卤制品企业在渠道结构调整过程中承担阶段性阵痛。除零食、保健品、饮料行业外，其他子行业 2025Q2 虽仍是低速增长，行业整体仍然承压，但增速已有回暖。此外中报还体现了两个特性：一是业绩分化进一步拉大，多数龙头企业业绩保持稳定，如贵州茅台、海天味业等业绩仍在市场预期内平稳增长，但部分二线品牌出现收入降速的情况，也体现出外部环境出现压力的背景下龙头市占率仍有提升趋势；二是新消费相关标的表现出较强的韧性，饮料类业绩表现突出、多数零食公司表现较好。我们判断 2025 年下半年多数行业应处于持续回暖过程，需求曲线可能缓慢上行，建议聚焦头部龙头公司进行布局。

推荐组合：贵州茅台、山西汾酒、西麦食品、万辰集团、百润股份

（1）贵州茅台：短期白酒需求下移，但公司将深化改革进程，以更加务实的姿态，强调未来可持续发展。公司分红率提升，此轮周期后茅台可看得更为长远。（2）山西汾酒：汾酒短期面临需求压力，但中期成长确定性较高。汾牌产品结构升级同时杏花村、竹叶青同时发力，全国化进程加快。（3）西麦食品：燕麦主业稳健增长，线下基本盘稳固，新渠道开拓快速推进。原材料成本迎来改善，预计盈利能力有望提升。（4）万辰集团：量贩零食业态持续渗透，门店数量持续扩张。同时拓展折扣超市新店型，选品新增冻品、潮玩、日用品等，聚焦年轻消费者目标人群，有望助力公司延续高成长。（5）百润股份：预调酒处于改善趋势当中，威士忌已实现较好铺货，建议关注后续公司鸡尾酒回款改善和新品催化逻辑。

风险提示：经济下行、食品安全、原料价格波动、消费需求复苏低于预期等。

【计算机】AI 算力景气度持续加速——行业周报-20250831

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 李海强（分析师）证书编号：S0790524070003

市场回顾：

本周（2025.8.25-2025.8.29），沪深 300 指数上涨 2.71%，计算机指数上涨 1.34%。

周观点：AI 算力景气度持续加速

英伟达收入增长超预期，AI 算力需求强劲

英伟达 2026 财年第二季度营业收入达到 467 亿美元，预计第三季度营业收入约 540 亿美元，均超市场预期。黄仁勋在电话会中提出，目前正处于人工智能基础设施建设的起步阶段。过去几年仅四大巨头（亚马逊、微软、谷歌和 Meta）的年资本支出就实现翻倍增长，目前总计已达近 6000 亿美元，未来 2030 年全球 AI 基础设施支出规模将达到 3 万亿至 4 万亿美元。伴随推理型智能体 AI、主权 AI 基础设施建设、企业对 AI 技术的广泛采用，物理 AI 与机器人技术的兴起，我们看好 AI 算力需求有望长期高景气。

阿里云收入增速和 CAPEX 持续新高，AI 商业化闭环加速兑现

阿里巴巴 2026 财年第一季度实现云收入 333.98 亿元，同比增长 26%，主要得益于 AI 相关产品采用量的提升，AI 相关产品收入连续八个季度实现三位数的同比增长；资本开支为 386 亿元，同比增长 220%。未来三年，阿里将投入超过 3800 亿元人民币，用于建设云和 AI 硬件基础设施。我们看好阿里云业务进入高投入高增长的正循环，AI 商业化闭环加速兑现。

投资建议

建议重视政策和技术共振催化的 AI 产业趋势，算力领域，推荐海光信息、中科曙光、淳中科技、浪潮信息等，受益标的包括寒武纪、博杰股份、紫光股份、工业富联、景嘉微、远东股份、云赛智联等；华为昇腾生态，推荐神州数码、软通动力、中国软件国际等，受益标的包括拓维信息、广电运通、烽火通信等。

AI 应用推荐金山办公、卓易信息、鼎捷数智、科大讯飞、税友股份、中科创达、合合信息、拓尔思、金蝶国际、焦点科技、博彦科技、迈富时、上海钢联、致远互联等，受益标的包括新开普、鸥玛软件、万兴科技、美图公司、快手-W、虹软科技、当虹科技、海天瑞声、石基信息、汉得信息、赛意信息、泛微网络、用友网络、汉邦高科、每日互动、汉王科技、汉仪股份、三六零、润达医疗、彩讯股份、福昕软件等。

风险提示：产业落地不及预期；市场竞争加剧风险；公司研发不及预期风险等。

【通信】英伟达 Rubin 开启生产，阿里财报亮眼，重视国产算力、液冷、光通信投资机会——行业周报-20250831

蒋颖（分析师）证书编号：S0790523120003 | 陈光毅（联系人）证书编号：S0790124020006 | 雷星宇（联系人）证书编号：S0790124040002

英伟达 GB300 加速放量，Rubin 已开始生产

据英伟达第二季度报告，公司实现营收 467 亿美元，同比增长 56%，环比增长 6%；其中数据中心业务实现营收 411 亿美元，同比增长 56%，环比增长 5%。关于 H20 收入，公司在第二季度未向中国客户销售 H20 产品，向中国以外的客户销售约 6.5 亿美金 H20。公司工厂已在 7 月底和 8 月初顺利转产 GB300，目前全面生产已启动，每周生产约 1000 机架。Rubin 平台芯片已在工厂生产，公司将推出 6 款 Rubin 芯片，客户从千卡 Hopper GPU 兆瓦级数据中心扩展到目前的 10 万卡 Blackwell GPU 100 兆瓦级数据中心，未来将建设百万卡 Rubin GPU 的吉瓦级数据中心。

阿里财报亮眼，国产 AI 链或迎基本面拐点

2025 年 8 月 29 日，阿里巴巴发布 2026 财年第一季度财报，阿里云 FY2026Q1 实现营收 333.98 亿元，同比增长 26%，远超 FY2025Q4 18% 的同比增速；资本开支方面，阿里 FY2026Q1 总资本开支为 386.76 亿元，同比增长 219.79%，其中购置物业和设备的资本开支为 386.29 亿元，同比增长 223.55%，环比增长 61%。未来三年，阿里将投入超过 3800 亿元，用于建设云和 AI 硬件基础设施。我们认为 AI 驱动阿里云进入正循环，同时阿里资本开支的高增长有望驱动国产 AI 算力链迎基本面拐点。

持续看好全球 AI 算力链共振

(一) AIDC 机房侧。推荐标的：英维克（液冷全链条自研龙头）、光环新网、奥飞数据、新意网集团、润泽科技、宝信软件等；

(二) 光模块&交换机。推荐标的：中际旭创、新易盛、天孚通信、中兴通讯、盛科通信、紫光股份等；

(三) AI 服务器。推荐标的：中兴通讯、紫光股份等；

(四) AI 应用。推荐标的：广和通等；

(五) 光纤光缆。推荐标的：中天科技、亨通光电等。

风险提示：5G 建设不及预期、AI 发展不及预期、中美贸易摩擦

【电力设备与新能源】固态电池行业周报（第十二期）：华域汽车拟收购上汽清陶 49% 股权，正式入局固态电池领域——行业周报-20250831

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

华域汽车拟收购上汽清陶 49% 股权，正式入局固态电池领域

(1) 下游车型：8 月 29 日，上汽名爵宣布新 MG4 正式上市，售价 6.88 万元起，其中半固态安芯版车型售价 10.28 万元，成为全球首个量产上车的半固态电池车型。(2) 材料：8 月 29 日，巴斯夫旗下巴斯夫杉杉向北京卫蓝新能源交付首批量产半固态电池正极活性材料 (CAM)。该材料为超高镍 NCM 体系，通过独特复合涂层技术解决了与固态电解质的界面稳定性问题，可提升电池容量及循环寿命。(3) 电池：8 月 27 日，国轩高科宣布建成 0.2GWh 全固态电池中试线，所产样品能量密度达 350Wh/kg，目前已启动装车路测。公司在固态电池领域持续加码，加速技术转化与产业化落地，巩固行业竞争优势。8 月 28 日，欣旺达透露固态电池研发进展：第一代半固态电池已完成开发，能量密度超 300Wh/kg；第二代半固态电池电芯样品进入中试阶段；第三代全固态电池通过 400Wh/kg 产品方案与工艺验证。(4) 股权收购：8 月 28 日，华域汽车发布公告称，拟从控股股东上汽集团处受让上汽清陶 49% 股权。上汽清陶主营半固态及全固态电池，客户包括上汽乘用车等整车企业。交易完成后，上汽清陶股权结构将变为清陶能源持股 51%、华域汽车持股 49%。我们认为当前固态电池正逐步从实验室阶段到量产验证阶段发展，预计 2025 年底小批量装车试验，2026-2027 年普遍装车试验，此外，低空、机器人、AI 等新兴应用场景打开固态电池市场空间，产业化落地有望提速。建议关注固态电池板块后续的行情表现，推荐标的宁德时代，受益标的：

(1) 设备：纳科诺尔、宏工科技、先导智能、德龙激光等；(2) 电池：国轩高科、珠海冠宇、普利特、冠盛股份、鹏辉能源等；(3) 正极及电解质：厦钨新能、容百科技、海辰药业等；(4) 导电剂：天奈科技；(5) 电解质复合膜：长阳科技、星源材质、恩捷股份等；(6) 硅碳负极：璞泰来、上海洗霸等；(7) 金属锂负极：道氏技术、赣锋锂业、天铁科技、英联股份、胜利精密。(8) 集流体：远航精密、诺德股份、德福科技、嘉元科技、中一科技等；(9) 铝塑膜：紫江企业、海顺新材、明冠新材、道明光学。

本周板块行情：固态电池指数同比+2.3%，电解质复合膜环节涨幅靠前

8 月 25 日-8 月 29 日，固态电池指数+2.3%，2025 年累计+35.9%，同期沪深 300 指数+14.3%。统计范围内的固态电池相关标的平均+4.0%，所有环节均出现上涨，其中电解质复合膜 (+9.2%)、设备 (+7.1%) 涨幅靠前。涨幅前五标的分别为珠海冠宇 (+24.1%)、长阳科技 (+22.8%)、先导智能 (+22.1%)、璞泰来 (+19.8%)、赢合科技 (+19.0%)；跌幅前五标的分别为科恒股份 (-18.3%)、天铁科技 (-8.3%)、德福科技 (-7.5%)、海顺新材 (-6.7%)、海科新源 (-6.7%)。

风险提示：技术研发不及预期，产业落地进展不及预期，下游需求不及预期。

【电力设备与新能源】低空经济行业周报（第三十一期）：沃兰特航空与农银租赁签署 30 亿 eVTOL 订单，纵横股份四川省级国资战略入股——行业周报-20250831

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

沃兰特航空与农银租赁签署 30 亿 eVTOL 订单，纵横股份四川省级国资战略入股

订单合作：8 月 26 日，沃兰特航空与农银金融租赁签署 30 亿元购机确认单，锁定 VE25-100eVTOL（电动垂直起降航空器）订单，推动 eVTOL 规模化应用。VE25-100 具备载重大、续航长特性，适用于城市空中交通、物流运输等场景。产业布局：8 月 27 日，纵横股份公告，股东拟通过协议转让方式，将 5.59% 股份转让给四川省属国资四川发展旗下纾困基金。8 月 29 日，追觅科技确认战略布局低空经济，正式进入无人机业务，专业研发团队组建中，核心架构初具雏形。依托清洁电器领域积累的三维空间感知、动态避障和高速数字马达技术，迁移至无人机飞控与导航系统，提升识别精度和避障成功率；成熟的智能制造体系与全球供应链支撑快速量产。行业动态：8 月 25 日，广州市在天河 CBD 珠江新城片区试点开放地标性低空飞行示范项目，载人级电动垂直起降航空器已完成近 500 架次试飞。该示范区面积 20 平方公里，建成 4 个智能化起降点、9 个商务楼宇楼顶停机坪及无人机巢，开通跨越高架、进入高校校园等特色航线。8 月 29 日，重庆低空经济共保体成立大会暨项目签约活动举行，这是全国首个专门为低空经济设立的共保体。19 家保险公司组成共保体，采用“风险共担、合作共赢”机制，发布首批专属产品“渝低空保”，覆盖无人机第三者责任、航空产品责任、科技研发成果转化、网络安全四大领域。现场与 16 家单位完成签约，风险保额达 6115 万元，解决低空经济企业风险敞口大、保险供需不匹配问题，为产业稳健发展提供风险保障。我们认为，低空经济已经迎来从宏观（国家层面产业规划）到中观（各地地方补贴）再到微观（基建主机招标、应用场景打造）的纵向落地，建议关注低空经济后续板块行情，推荐标的卧龙电驱、绿能慧充，受益标的：（1）低空制造：万丰奥威、宗申动力等；（2）低空基建：莱斯信息、深城交等；（3）低空运营：深圳机场、中信海直、祥源文旅、岭南控股、西域旅游等。

本周板块行情：同比+1.0%，A 股标的中珠海冠宇领涨

8 月 25 日-8 月 29 日低空经济 A 股相关标的平均涨跌幅为+1.0%，涨幅前五标的分别为珠海冠宇（+24.1%）、长源东谷（+19.3%）、国轩高科（+14.7%）、中科星图（+14.1%）、中复神鹰（+11.9%）；跌幅前五标的分别为朗进科技（-14.3%）、保隆科技（-10.7%）、莱斯信息（-8.3%）、山河智能（-7.5%）、星源卓镁（-6.6%）。美股方面，Vertical Aerospace（-1.2%）、Eve Holding（-1.7%）、Joby Aviation（-4.5%）、Archer Aviation（-4.9%）、亿航智能（-12.7%）。

风险提示：产业政策落地速度不及预期，低空应用场景在 C 端普及不及预期。

【公用事业】Helion 预计年内验证发电，英伟达首度布局聚变领域——可控核聚变行业周报-20250830

周磊（分析师）证书编号：S0790524090002 | 黄懿轩（联系人）证书编号：S0790125070014

板块回顾：磁体和金属材料呈现出较高一致性，涨幅居前

本周（8 月 25 日至 8 月 29 日）可控核聚变板块下，磁体、上游金属材料（不含焊接材料）、微波和电源器件细分环节的市场表现呈现出较高的一致性，金属锻件、电源总成、其他设备或部件细分环节的市场表现分化。具体来看，永鼎股份（+18.4%）、天沃科技（+17.7%）、爱科赛博（+16.9%）涨幅居前；皖仪科技（-8.8%）、弘讯科技（-5.9%）、赛晶科技（-5.6%）跌幅居前。细分环节来看，多数环节本周上涨，其中上游金属材料（+8.7%）、磁体（+8.1%）、微波和电源器件（+5.0%）涨幅居前。板块标的池内上市公司中报均已披露，2025H1 国力股份（+70.5%）、赛晶科技（+35.5%）、西部超导（+34.8%）营收同比增幅居前，永鼎股份（+917.7%）、广大特材（+332.7%）、赛晶科技（+178.1%）归母净利润同比增幅居前。

行业动态：英伟达首度布局聚变领域，Helion 预计年内验证发电

Helion 官宣其第七代原型机 Polaris 预计于 2025 年年内完成发电验证，磁化靶 FRC 技术路线工程可行性验证在即。可控核聚变领域资本运作持续活跃，美国核聚变商业公司巨头 CFS 官宣完成 8.63 亿美元的 B2 轮融资，累计融资金额接近 30 亿美元，约占全球商业聚变公司总融资规模的三分之一，英伟达风险投资部门 NVentures 参与；中科清能获亿元 A 轮融资，致力于深低温系统；FFC 获通用原子战略投资，目标加速氦燃料循环系统研发与落地；激光聚变初创公司 Inertia Enterprises 成立，获 LLNL 专利授权。国内 BEST 项目招标有序推进，星火一号、聚变新能等项目有望持续推进。

本周观点：英伟达首度布局聚变领域，有望带动板块情绪上行

技术进步和资金投入共同推动行业进入快速孵化阶段，建议关注聚变项目资本开支加速带来的上游装备、材料等环节投资机会。受益标的：（1）磁体环节：西部超导（低温超导线材）、永鼎股份（高温超导带材）、上海超导（高温超导带材）、联创光电（高温超导磁体服务）等；（2）真空室和堆内构件：合锻智能（真空室、第一壁、包层和偏滤器）、国光电气（第一壁、包层和偏滤器）、安泰科技（第一壁、包层和偏滤器）等；（3）电源总成：英杰电气（磁体电源和 PSM 电源）、爱科赛博（磁体电源和 PSM 电源）、四创电子（PSM 电源）、新风光（磁体电源）、赛晶科技 H（脉冲电源）等；（4）微波和电源器件：旭光电子（真空脉冲功率器件等）、国力股份（氢闸流管、回旋管、速调管）、宏微科技（IGBT）、王子新材（电容）等；（5）燃料增殖和循环：国光电气（氚工厂）等；（6）检测设备：皖仪科技（氦检漏、真空检漏）等。

风险提示：商业化进度不及预期、资金投入不及预期、技术路线变化风险。

特别声明

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

分析师承诺

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

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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

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

法律声明

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

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

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

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

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

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

开源证券研究所

上海

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

深圳

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

北京

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

西安

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