

晨会纪要

数据日期: 2025-08-28	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)	3843.59	12571.37	4463.78	13934.50	3699.72	1364.60
涨跌幅度(%)	1.13	2.24	1.77	1.45	2.36	7.23
成交金额(亿元)	12651.85	17056.17	7394.23	5980.93	8301.14	1355.15

晨会主题

【重点推荐】

行业与公司

新和成(002001.SZ) 财报点评: 营养品量价齐升, 上半年业绩大幅增长

【常规内容】

宏观与策略

宏观专题: “新秩序”的萌芽——2025年秋季宏观经济展望

宏观周报: 政府债周报-特殊新增专项债发行近万亿

宏观周报: 高技术制造业宏观周报-国信周频高技术制造业扩散指数显著回升

固定收益专题研究: 海外债市系列之四-多维度中美债券基金对比研究

策略快评: 策略解读-科创牛: 规律和展望

策略快评: 2025年9月各行业金股推荐汇总

行业与公司

房地产行业 2025年9月投资策略: 京沪政策边际放松, 关注地产板块博弈机会

非银行业专题: 内外共振, 走向曙色——下半年市场资金结构分析暨非银金融行业投资机会

贝壳-W(02423.HK) 海外公司财报点评: 二季度营收同比增长11%, 利润同比下滑但环比改善

越秀地产(00123.HK) 海外公司财报点评业绩承压, 销售逆势增长

周大生(002867.SZ) 财报点评: 单二季度归母净利润增长31%, “悦己”趋势带动饰品增长

莱百股份(605599.SH) 财报点评: 业绩稳健双位数增长, 营销网络加密拓展

亚朵(ATAT.O) 海外公司财报点评: 双主业延续高势能增长, 上调全年收入指引

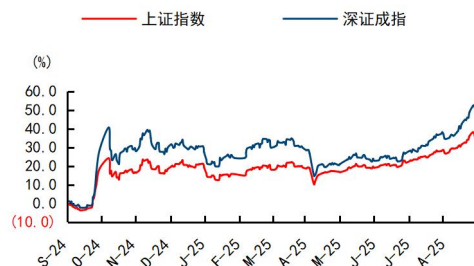
蜜雪集团(02097.HK) 海外公司财报点评: 蜜雪冰城下沉能力再验证, 咖啡副牌进入放量期

中国东方教育(00667.HK) 海外公司财报点评: 收入增速拐点如期而至, 提效控费利润快速释放

巨化股份(600160.SH) 财报点评: 制冷剂价格持续提升, 液冷业务打开成长空间

亚钾国际(000893.SZ) 财报点评: 受益于钾肥行业景气向上, 2025年上

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 08月29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	24998.82	-0.8

基金指数 08月29日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3266.81	-0.07
股票基金指数	11786.90	-1.11
混合基金指数	11002.41	-1.33

汇率 08月29日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.16	0.37
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.79	0.1
美元兑日元	146.94	-0.31

非流通股解禁 08月29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

半年公司钾肥量价齐升

中国海油(600938.SH) 财报点评:2025 年第二季度归母净利润 330 亿元, 盈利能力韧性凸显

云图控股(002539.SZ) 财报点评:磷复肥业务收入占比提升, 磷矿项目进展顺利

中国人寿(601628.SH) 财报点评:业务转型显效, 价值稳健增长

浦发银行(600000.SH) 财报点评:资产质量改善

中国信达(01359.HK) 财报点评:归母净利润增加

杭州银行(600926.SH) 财报点评:营收增速提升, 资产质量稳中向好

宝立食品(603170.SH) 财报点评:空刻持续创新拓展, 首次中期分红回馈股东

农夫山泉(09633.HK) 海外公司财报点评:茶饮延续高增, 经营质量优异

青岛啤酒(600600.SH) 财报点评:2025 年上半年啤酒业务量增价稳, 成本红利延续

百润股份(002568.SZ) 财报点评:2025 年上半年预调酒业务继续调整, 烈酒业务正式启航

五粮液(000858.SZ) 财报点评:2025Q2 收入同比正增, 产品及渠道端展现韧性

千味央厨(001215.SZ) 财报点评:零售新势力贡献增量, 餐饮基本盘有待修复

天味食品(603317.SH) 财报点评:去库存后逐步恢复, 并购协同效应显现
安踏体育(02020.HK) 海外公司财报点评:牌矩阵拉动, 2025 上半年收入与核心利润均双位数增长

申洲国际(02313.HK) 海外公司财报点评:2025 上半年收入增长 15%, 积极海外推动一体化产能建设

海澜之家(600398.SH) 财报点评:季度收入增长提速, 主品牌企稳新业态持续布局

德尔玛(301332.SZ) 财报点评:营收利润表现平稳, 水健康类新品带动增长

伊之密(300415.SZ) 财报点评:2025 年上半年净利润同比增长 15%, 海外布局持续推进

蓝思科技(300433.SZ) 财报点评:2Q25 营收利润同比增长, 毛利率环比提升

唯捷创芯(688153.SH) 财报点评:二季度环比扭亏为盈, WiFi 模组在 AI 端侧批量出货

南芯科技(688484.SH) 财报点评:二季度收入创季度新高, 继续加大研发投入

斯达半导(603290.SH) 财报点评:2Q25 归母净利润同环比均增超 50%, 新兴应用加速布局

金融工程

金融工程周报:股指分红点位监控周报-IH 及 IF 主力合约升水, IC 及 IM 合约贴水收窄

金融工程日报:沪指深 V 反弹, 科技龙头强势领涨

【重点推荐】

行业与公司

◆ 新和成(002001.SZ) 财报点评:营养品量价齐升,上半年业绩大幅增长

毛利率提升叠加费用率下降,上半年公司归母净利润实现高速增长。上半年,公司实现营业收入 111.01 亿元,同比增长 12.76%;实现归母净利润 36.03 亿元,同比增长 63.46%;销售毛利率 45.89%,同比提升 8.78 pcts,销售净利率 32.62%,同比提升 10.10 pcts,销售期间费用率 6.69%,同比下降 2.68%。公司第二季度实现营业收入 56.61 亿元,同比提升 5.89%,环比提升 4.07%,实现归母净利润 17.23 亿元,同比提升 29.12%,环比下降 8.32%,延续增长态势。分业务看,营养品业务实现营业收入 72.00 亿元,同比增长 7.78%,营收占比 64.86%,毛利率 47.79%,同比提升 11.93 pcts;香精香料业务实现营业收入 21.05 亿元,同比增长 9.35%,营收占比 18.96%,毛利率 54.01%,同比提升 4.32 pcts;新材料业务实现营业收入 10.38 亿元,同比增长 43.75%,营收占比 9.35%,毛利率 31.48%,较 2024 年全年水平提升 9.59 pcts。

蛋氨酸量价齐升,公司生产规模不断扩大。据博亚和讯,截止 2025 年 8 月 27 日,蛋氨酸市场价格 2.22 万元/吨,年内已上涨 2550 元/吨,涨幅 12.98%。据公司公告,公司与中石化镇海炼化合资合作的 18 万吨/年液体蛋氨酸(折纯)项目投入试生产运营,另有 7 万吨/年固体蛋氨酸技改项目在推进,以上两个蛋氨酸项目投产后,公司蛋氨酸的权益产能将达到 46 万吨/年,产能将跃居全球第三。2025 年上半年,子公司山东氨基酸实现营收 37.58 亿元,同比增长 17.24%,净利润 14.38 亿元,同比增长 21.78%,净利率 38.27%,同比提升 1.43 pcts。

VA、VE 价格下行,公司盈利相对稳健。巴斯夫的 VA、VE 装置分别于 2025 年 4 月、5 月复产,截至 2025 年 8 月 27 日,VA、VE 市场价格分别为 64、65.5 元/千克,均已回落至 2024 年 7 月巴斯夫事故前水平。上半年精化公司实现营收 20.85 亿元,净利润 12.09 亿元,净利率 58.00%。整体来看,2025 年上半年 VA、VE 的市场均价较 2024 年同期提升,近期价格回落,我们预计后续继续下跌空间有限,公司维生素业务预计将保持稳健的盈利水平。

风险提示:行业竞争加剧、产品价格下降、新项目投产进度低于预期等。

投资建议:维持“优于大市”评级。公司各项目间产业协同和技术协同效应显著,多项业务经营稳健,考虑到公司各业务板块均有充分挖掘自身技术优势而规划的新项目,我们看好公司长期专注研发而内生的成长潜力。我们上调公司的盈利预测,预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 67.92/72.48/77.37 亿元(前值为 62.96/66.12/71.35 亿元),当前股价对应 PE 分别为 11.1/10.4/9.7 倍,维持“优于大市”评级。

证券分析师: 杨林(S0980520120002)、王新航(S0980525080002)

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观专题:“新秩序”的萌芽——2025 年秋季宏观经济展望

9 月 4 日上海上市公司交流会/策略会发言材料。

证券分析师: 田地(S0980524090003)、李智能(S0980516060001)、邵兴宇(S0980523070001)、赵婧(S0980513080004)、董德志(S0980513100001)

联系人: 王奕群

◆ 宏观周报:政府债周报-特殊新增专项债发行近万亿

政府债净融资第 34 周 (8/18-8/24) 5614 亿, 第 35 周 (8/25-8/31) 64 亿。截至第 34 周 (8/18-8/24) 累计 10.3 万亿, 超出去年同期 4.8 万亿。

国债净融资+新增地方债发行第 34 周 (8/18-8/24) 6014 亿, 第 35 周 (8/25-8/31) -138 亿。截至第 34 周 (8/18-8/24) 广义赤字累计 8.6 万亿, 进度 72.3%。

国债第 34 周 (8/18-8/24) 净融资 3526 亿, 第 35 周 (8/25-8/31) -2371 亿。截至第 34 周 (8/18-8/24) 累计 4.9 万亿, 进度 73.7%。

地方债净融资第 34 周 (8/18-8/24) 2088 亿, 第 35 周 (8/25-8/31) 2435 亿。截至第 34 周 (8/18-8/24) 累计 5.5 万亿, 超出去年同期 3 万亿。

新增一般债第 34 周 (8/18-8/24) 95 亿, 第 35 周 (8/25-8/31) 353 亿。截至第 34 周 (8/18-8/24) 累计 5855 亿, 进度 73.2%。

新增专项债第 34 周 (8/18-8/24) 2393 亿, 第 35 周 (8/25-8/31) 1880 亿。截至第 34 周 (8/18-8/24) 累计 3.1 万亿, 进度 69.9%。特殊新增专项债已发行 9680 亿。土地储备专项债已发行 3031 亿。根据企业预警通统计, 截至 8 月 24 日公示的土地储备项目覆盖 4949 块宗地, 总资金规模达 5476 亿。

特殊再融资债第 34 周 (8/18-8/24) 245 亿, 第 35 周 (8/25-8/31) 291 亿。截至第 34 周 (8/18-8/24) 累计 1.9 万亿, 发行进度 95%。

城投债第 34 周 (8/18-8/24) 净融资-6 亿, 第 35 周 (8/25-8/31) 预计-402 亿。截至本周城投债余额 10.2 万亿。

风险提示: 数据统计误差, 实际发行与计划差异较大。

证券分析师: 田地 (S0980524090003)

联系人: 王奕群

◆ 宏观周报:高技术制造业宏观周报-国信周频高技术制造业扩散指数显著回升

国信周频高技术制造业扩散指数显著回升。截至 2025 年 8 月 23 日当周, 国信周频高技术制造业扩散指数 A 录得 0.6; 国信周频高技术制造业扩散指数 B 为 52.0, 较上周显著回升。从分项看, 六氟磷酸锂、动态随机存储器、6-氨基青霉烷酸价格上升, 新能源、半导体、医药行业景气度上升; 丙烯腈、中关村电子产品价格指数不变, 航空航天、计算机行业景气度不变。

高技术产业跟踪方面:

高技术制造业高频数据跟踪上, 6-氨基青霉烷酸价格 190 元/千克, 较上周上升 10 元/千克; 丙烯腈价格 8250 元/吨, 与上周持平; 动态随机存储器 (DRAM) 价格 1.8870 美元, 较上周上升 0.073 美元; 晶圆 (Wafer) 价格最新一期报 2.80 美元/片, 较上周下降 0.01 美元/片; 六氟磷酸锂价格 5.58 万元/吨, 较上周上升 0.08 万元/吨; 中关村电子产品价格指数:液晶显示器最新一期报 91.04, 与上周持平。

高技术制造业政策动向上, 8 月 26 日, 国务院发布深入实施“人工智能+”行动意见。意见明确, 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%, 智能经济核心产业规模快速增长; 到 2030 年, 我国人工智能全面赋能高质量发展, 新一代智能终端、智能体等应用普及率超 90%, 智能经济成为我国经济发展的重要增长极。

高技术制造业前沿动态上, 8 月 26 日晚间, 寒武纪 (688256) 发布 2025 年半年报。公司上半年实现营业收入 28.81 亿元, 同比增长 4347.82%; 归母净利润为 10.38 亿元, 扣非净利润为 9.13 亿元, 均实现了扭亏为盈, 标志着公司进入规模化盈利新阶段。

风险提示: 高技术制造业发展和结构调整带来指标失灵; 经济政策和产业政策干预; 经济增速下滑。

证券分析师: 邵兴宇 (S0980523070001)、田地 (S0980524090003)

◆ 固定收益专题研究:海外债市系列之四-多维度中美债券基金对比研究

全球基金市场概况：近年来全球开放式基金市场不断增长，2024 年末总规模达到 73.8 万亿美元。地域分布来看，开放式基金主要集中在美洲和欧洲，合计规模超过八成，亚太地区占比约 1 成；其中，美国开放式基金在美洲占比超过 9 成，中国开放式基金占比虽然快速增长，但目前仅占亚太地区 36.7%，美国开放式基金规模远高于中国。

中美债券基金分类：美国债券基金分类体系呈现显著的精细化特征，甚至针对特定期限（如短期市政债）或地域（如单一国家债券）设计产品，满足投资者对流动性、税收优化或地域分散的需求。而中国债券基金分类仍集中于利率/信用、短期/中长期的基础维度。

中美债券基金监管框架演进：美国是底层框架法案的基础上，针对不同时期的市场问题修订法案，形成了一套动态调节机制，并通过制度创新引导长期、低成本资金流入债券基金；中国则基于自身市场阶段不断完善风险防控机制、引导债基规范发展。二者共同揭示了债基监管需平衡风险防控与市场发展的核心逻辑。

中美债券基金发展特征及规模变化：美国债基历经近百年演进，其发展轨迹深刻反映了监管框架、利率环境与经济周期对债券基金发展的作用；中国债基虽起步较晚，但在政策规范、货币政策与市场风险偏好的共同推动下，实现了从缓慢萌芽到快速扩张的跨越。中美债券基金市场的发展虽起步时间与阶段特征各异，但均呈现出监管政策、货币政策周期与宏观经济波动三大核心因子协同驱动的特征。

具体到规模来看，中国债券基金绝对规模虽然仍然较为落后，但是发展、扩张速度快于美国。2015 年初中国债券基金仅相当于同期美国债基规模的 1/204。截止 2025 年二季度末，美国开放式债券基金总规模达 7.20 万亿美元；同期对应类型的中国开放式债券基金，折合美元约 12,733 亿，相当于同期美国债基规模的 1/6。

中美债券基金投向：2025 年二季度末，美国投向投资级债券的共同基金占据主导地位，其次为市政债；ETFs 大多跟踪政府债、企业债。同期，中国纯债基金配置主要集中在利率债、金融债以及企业债中；债券型指数基金（不含 ETFs）则主要配置于利率债中；债券 ETFs 主要跟踪利率债和企业债。

中美债券基金投资者结构：从投资者结构来看，美国投资公司协会（ICI）对共同基金“机构账户”的界定，核心是“穿透至账户持有人”，在这一口径下，美国债券基金的机构账户比例不足一成。而中国仅区分直接账户开立主体是否为机构，在这种口径下中国债券基金的投资者以机构为主导。中美统计口径存在实质性差异，投资者结构数据并不具有可比性。

中美债券基金费率：中美债券基金市场整体均呈现费率下行特征。美国债券基金费率持续下降，且其中主动性债券基金的费率始终高于被动型债券基金。中国市场上，普通债券基金的平均费率大多也呈现出下降趋势，不过与美国同类产品相比，我国债券 ETFs 的平均费率相对更高。

风险提示：监管政策发生变化。

证券分析师： 陈笑楠（S0980524080001）、赵婧（S0980513080004）、董德志（S0980513100001）

◆ 策略快评:策略解读-科创牛：规律和展望

科创板自设立以来，作为中国资本市场服务科技创新和实体经济发展的平台，吸引了众多高新技术企业和战略性新兴产业公司上市。其独特的市场定位和注册制改革，为中国科技创新企业提供了新的融资渠道，也为投资者带来了新的机遇。在科创板的发展历程中，曾经历了两轮显著的牛市行情，这两轮行情不仅深刻影响了科创板自身的市场格局，也对 A 股市场产生了积极的示范效应。截至 8 月 28 日收盘，科创 50 指数年内从 988.93 点上涨至 1364.60 点，累计上涨 37.99%，同期全 A 指数从 5021.86 点上涨至 6152.99 点，涨幅 22.52%，整体看科创板呈现震荡走强、超额凸显的特征。本报告旨在对科创板在 2020 年 3-7 月和 2021 年 3-7 月期间的两轮牛市行情进行深入复盘，通过量价分析、市场结构、热门主题以及市值与估值分层等多个维度，剖析其内在驱动因素、市场表现特征，并展望科创板未来的发展潜力。

证券分析师： 王开（S0980521030001）

◆ 策略快评:2025 年 9 月各行业金股推荐汇总

9 月各行业金股推荐汇总

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

行业与公司

◆ 房地产行业 2025 年 9 月投资策略：京沪政策边际放松，关注地产板块博弈机会

行业：京沪政策边际放松，基本面延续磨底。从统计局数据看，2025 年 1-7 月，全国商品房销售额同比-6.5%，降幅较 1-6 月扩大了 1.0 个百分点；商品房销售面积同比-4.0%，降幅较 1-6 月扩大了 0.5 个百分点。观察相对历史同期的销售规模，2025 年 7 月，商品房的销售额和销售面积分别相当于 2019 年同期的 43%和 44%，均创下 2022 年以来历史同期新低。

新建商品房销售均价 9613 元/㎡，同比-2.6%，降幅较 1-6 月扩大了 0.5 个百分点。从城市维度看，新房端，2025 年 7 月，70 城新建商品住宅销售价格同比-3.4%，降幅较 6 月收窄了 0.3 个百分点，自 2024 年 11 月以来已连续 9 个月收窄；70 城新房销售价格环比-0.3%，降幅与 6 月持平，其中一线城市环比跌幅小幅收窄，二线城市环比跌幅扩大，三线城市环比跌幅持平。二手房端，2025 年 7 月，70 城二手住宅销售价格同比-5.9%，降幅较 6 月收窄了 0.2 个百分点，已经连续 10 个月收窄，但一线城市同比跌幅连续 2 个月扩大；70 城二手房价环比-0.5%，降幅较 6 月收窄了 0.1 个百分点，但一线城市环比跌幅-1.0%继续扩大，并已连续 3 个月超过二三线城市环比跌幅。

8 月 8 日，北京放松限购政策，核心变化是：符合条件的家庭五环外不限购，且成年单身人士视为家庭。8 月 25 日，上海放松限购政策，与北京相似，符合条件的家庭外环外不限购，且成年单身人士视为家庭，同时，上海对商贷利率进行调整，首套房房贷取消利率下限，且不再区分首套房与二套房。我们认为，一线城市后续仍有需求端放松空间。

板块：本月跑赢沪深 300 指数 0.3 个百分点。自上期策略报告发布至今，房地产板块上涨 11.3%，跑赢沪深 300 指数 0.3 个百分点，在 31 个行业中排 16 名。根据 Wind 一致预期，剔除亏损企业后，按最新收盘日计，板块 2025 年动态 PE 为 19.8 倍。

投资策略：当前楼市景气度未有显著回暖，地产基本面仍在磨底，8 月京沪先后出台需求端边际放松政策，我们认为在宏观经济承压和美元降息预期之下，政策加码空间打开，建议关注地产板块博弈机会。9 月推荐中国金茂、华润置地、招商蛇口、滨江集团、绿城中国。

风险提示：政策落地效果不及预期、行业基本面超预期下行、房企信用风险事件超预期冲击。

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

◆ 非银行业专题：内外共振，走向曙色——下半年市场资金结构分析暨非银金融行业投资机会

存款搬家如同财富的“活水”，有利于增量资金涌入风险资产。存款利率中枢持续下降，代表性全社会无风险利率下行，促进风险资产尤其是高股息资产估值企稳，实现包括银行理财、保险资管和公募基金在内资管机构规模扩张，最终带来股票市场估值回归。近年来，居民存款扩张到 160 万亿元，其中定期存款占比接近 75%。随着存款利率持续下降，客户不再满足于低息存款收益，而主动寻求更高回报和多元配置，这促使银行理财子公司、公募基金、保险资管等机构积极开发符合不同风险收益需求的理财产品；机构间的竞争刚开始，这推动了产品创新与策略多元化，尤其从传统泾渭分明的权益、固收拓展至跨境、量化、另类投资等领域。

存款搬家持续，非银金融板块凭业绩弹性体现显著投资机会，维持行业“优于大市”评级。资本市场一轮牛市分为三个阶段，其中第一阶段即估值修复阶段：市场从悲观低点启动，优质资产因基本面企稳或政策转向率先反弹，低估值板块引领股指温和回升，2024 年 924 行情是典型的“估值修复”阶段；第二阶段即热点轮动阶段：随着流动性宽松与风险偏好升温，资金扩散至成长赛道和主题概念，居民风险偏好提升并持续增配风险资产，行业轮动加快，赚钱效应吸引增量资金入场，成交量持续放大，随着市场

交易放大，当下是典型的市场第二阶段特征；第三即估值大幅拔高阶段：低质个股补涨，部分热门板块常用估值指标大幅超过历史均值，杠杆资金助推下市场呈现全面上涨。

风险提示：政策不及预期、监管趋严、保险保费收入不及预期、投资收益承压、资本市场景气度下降等。

证券分析师： 孔祥（S0980523060004）、王德坤（S0980524070008）、王京灵（S0980525070007）

◆ 贝壳-W(02423.HK) 海外公司财报点评:二季度营收同比增长 11%，利润同比下滑但环比改善

Q2 营收同比增长 11%，主要受益于二赛道业务增长。2025 年 Q2，公司实现 GTV 交易总额 8787 亿元，同比+5%，环比+4%；营业收入 260 亿元，同比+11%，环比+11%。其中，存量房业务、新房业务、家装家居业务、房屋租赁服务、新兴业务及其他收入占比分别为 26%、33%、18%、22%、2%，同比分别变动-6、-1、+0.3、+8、-2pct，二赛道业务持续助力公司收入增长。

利润同比下滑但环比改善。2025 年 Q2，公司实现经调整归母净利润 18.2 亿元，同比-32%，环比+30%；经调整归母净利率为 7.0%，同比下降 4.5pct，环比提升 1.0pct；毛利率为 21.9%，同比下降 6.0pct，环比提升 1.2pct；贡献利润率为 27.1%，同比下降 5.9pct，环比提升 1.0pct。同比增收不增利，一方面因为收入同比增速较快的房屋租赁服务业务贡献利润率较低，另一方面 2024 年 Q2 房地产利好政策密集发布，一赛道业务收入基数较高。

存量房业务贡献利润率边际修复。2025 年 Q2，公司存量房交易总额为 5835 亿元，同比+2%，环比+1%；货币化率 1.15%，存量房业务收入 67 亿元，同比-8%，环比-2%，其中平台加盟费收入占比提升至 21%，链家交易额占比进一步降低至 37%；贡献利润率 39.9%，环比提升 1.8pct，边际修复。截至 2025 年 Q2 末，公司门店数 6.1 万家，经纪人数量 55.8 万人，其中活跃比例分别为 97%和 88%。公司活跃门店数同比+32%，活跃经纪人同比+19%；而非链家活跃门店数同比+37%，非链家活跃经纪人同比+24%，增速均高于链家。

新房业务表现优于市场。2025 年 Q2，公司新房业务交易总额为 2554 亿元，同比+9%，环比+10%；新房市占率 12.5%，同比提升 2.2pct；新房业务收入为 86 亿元，同比+9%，环比+7%；货币化率 3.37%，同比持平；贡献利润率 24.4%，同比微降，环比提升 1.0pct；链家交易额占比 18%，同比基本持平。

新赛道业务保持良好增速且结构进一步优化。2025 年 Q2，公司家装家居业务收入 46 亿元，同比+13%，贡献利润率 32.1%；房屋租赁服务收入 57 亿元，同比+78%，贡献利润率 8.4%；新兴业务及其他收入 4.3 亿元，同比-51%。

投资建议：综合考虑房产交易市场量价下行趋势对公司主赛道业务的影响，我们略下调此前的盈利预测，预计公司 2025-2026 年经调整归母净利润分别为 63/71 亿元（原值为 82/89 亿元），每股收益分别为 1.77/2.00 元，对应当前股价的 PE 分别为 23.9/21.2 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：经济增速放缓、地产政策收紧、楼市热度下降、存量房交易佣金费率下行、新房市占率提升不及预期、新赛道业务盈利改善不及预期等。

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

◆ 越秀地产(00123.HK) 海外公司财报点评:业绩承压，销售逆势增长

归母净利润-25%。2025 上半年公司实现营业收入 476 亿元，同比增长 34.6%；归母净利润 14 亿元，同比下降 25.2%；核心净利润 15 亿元，同比下降 12.7%。公司增收不增利的是由于结算毛利率约为 10.6%，同比下降 3.1pct。

销售逆势取得正增长。2025 上半年公司实现销售面积 146 万平方米，同比下降 22%；实现销售金额 615 亿元，同比增长 11%，完成全年销售目标的 51%，其中一线城市销售占比贡献 80.5%。上半年公司新增 13 幅土地，总建筑面积约 148 万平方米，其中 68%位于一线城市。截至 2025 上半年末，公司总土储 2403 万平方米，其中大湾区占比 39%，一二线占比 94%，土储结构保持优质。

财务稳健，债务结构合理。公司财务水平始终保持“绿档”，截至 2025 上半年末，公司剔除预收账款

后的资产负债率为 64.6%，净负债率为 53.2%，现金短债比为 1.7。公司融资成本继续下降，上半年平均借贷成本为 3.16%，同比下降 41bp。债务结构方面，公司一年内到期债务占比 24%，债务结构合理。

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：我们维持此前的盈利预测，预计公司 25、26 年的收入分别为 891/914 亿元，归母净利润分别为 10/10 亿元，EPS 分别为 0.25/0.24 元，对应当前股价 PE 分别为 15.7/15.9 倍，维持“优于大市”评级。

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

◆ 周大生(002867.SZ) 财报点评:单二季度归母净利润增长 31%，“悦己”趋势带动饰品增长

收入承压，利润表现相对稳定。公司 2025 上半年实现营收 45.97 亿元，同比-43.29%，归母净利润 5.94 亿元，同比-1.27%。单二季度看，收入同比-38.47%至 19.24 亿元，归母净利润同比+31.32%至 3.42 亿元，较一季度显著改善，受益毛利率增加及广告营销相关费用优化。整体上，公司收入在金价高企、终端需求观望承压而影响加盟商拿货，以及净关店下出现下滑，但利润受益产品结构优化、金价利好毛利及营销费用优化下表现相对稳定。

此外，公司拟每 10 股派发现金股 2.5 元（含税），合计派发现金股利 2.71 亿元，占当期归母净利润的 46%。

饰品类目需求增长，电商业务整体经营保持平稳。分业务模式看，自营线下实现收入 8.9 亿元，同比-7.56%；电商 11.68 亿元，同比-1.94%。加盟业务实现收入 24.25 亿元，同比-59.12%，受制于加盟客户在高金价环境下普遍降低补货频次影响。分产品类型看，素金产品受金价上涨冲击最为直接，收入下滑 50.94%至 34.15 亿元，镶嵌类收入下滑 23.08%至 2.86 亿元。时尚银饰等品类则增长 11.11%至 3.2 亿元，受益“悦己”及“轻珠宝”消费趋势。门店方面，上半年净关店 290 家，期末门店总数 4718 家。毛利率增加 11.96pct，广告营销费用优化。公司上半年毛利率 30.34%，同比+11.96pct，受益于产品结构优化及金价上行带来的定价红利。销售费用总额同比-6.19%至 4.96 亿元，受益于广告宣传费用及电商渠道费用同比下降，销售费用率 10.8%。管理费用率 1.1%，同比+0.46pct，财务费用率 0.06%，同比-0.16pct。存货周转天数增加 143 天至 248.14，受金价上涨存货较期初有所增长及销售承压影响。实现经营性现金流净额 4.03 亿元，同比-68.83%。

风险提示：金价大幅波动；加盟商管理不善；终端景气度不及预期

投资建议：展望后续看，公司收入端受益金价缓和带来的积压需求释放，以及优质产品创新，有望实现逐步恢复。利润端随着高毛利定价首饰占比增加带来产品结构优化，以及广告营销费用优化等有望继续实现韧性增长。我们维持公司 2025-2027 年归母净利预测为 11.2/12.8/13.95 亿元，对应 PE 分别为 12.8/11.2/10.3 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）

◆ 菜百股份(605599.SH) 财报点评:业绩稳健双位数增长，营销网络加密拓展

上半年业绩稳健双位数增长。公司 2025 上半年实现营业收入 152.48 亿元，同比+38.75%，归母净利润 4.59 亿元，同比+14.75%，扣非归母净利润 3.96 亿元，同比+2.57%。非经收益主要系银行理财、权益工具产品等变动损益及其他处置损益 0.75 亿元。单二季度看，收入同比+50.34%至 70.26 亿元，较一季度加速 20.16pct。归母净利润同比+9.24%至 1.39 亿元，扣非归母净利润同比-11.37%。公司整体收入在贵金属投资产品业务快速增长及金饰业务修复下表现优异，利润在上述产品结构变化影响毛利率等因素下增长平稳。

贵金属投资品业务增长较好，营销网络加密拓展。分业务看，黄金珠宝零售业务二季度同比增长 50.71%至 69.92 亿元，较一季度 30.53%的增长进一步加速。其中预计受益金价上涨带来的投资需求增长，公司贵金属投资类产品增速较优。门店方面，公司上半年净开 3 家门店，其中开设祥云小镇旗舰店作为总店

外规模最大的连锁门店，以及开设以“菜百传世”子品牌为主题的店铺，打造差异化门店形象。

产品结构变化影响毛利率，经营性现金流增长 38%。公司上半年毛利率 7.15%，同比-1.92pct，主要系低毛利贵金属投资产品占比提升影响。销售费用率/管理费用率分别为 2.04%/0.34%，分别同比-0.32pct/-0.11pct，费用率实现优化。存货周转加速，周转天数缩短 8.9 天至 47.11。实现经营性现金流净额 13.02 亿元，同比+38.44%，现金流状况良好。

风险提示：金价大幅波动；门店拓展不及预期；电商销售不及预期。

投资建议：公司作为贵金属投资品+黄金饰品双业务驱动头部企业，一方面受益金价中长期上行预期下的投资需求增长，另外黄金饰品业务方面持续产品创新、IP 联名开发等方式带动需求增长。此外，渠道端稳步推进异地扩张和线上拓展也将推动收入的持续增长。且未来黄金饰品业务的持续复苏表现也有望支撑毛利率相对稳定，带来利润弹性空间。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 7.91/8.82/9.89 亿元，对应 PE 分别为 14.9/13.4/11.9 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）

◆ 亚朵(ATAT.O) 海外公司财报点评:双主业延续高势能增长，上调全年收入指引

2025Q2 公司收入与利润同比增长均超 30%。2025Q2 公司收入 24.69 亿元/+37.4%，归母净利润 4.25 亿元/+39.8%，调整后净利润 4.27 亿元/+30.2%，调整后 EBITDA 6.1 亿元/+37.7%。总体上，公司在行业逆风环境下凭借持续升级的产品力与会员运营，酒店扩张与零售双轮驱动，展现出领先行业表现。

酒店：收入保持双位数增长，毛利率改善。2025Q2 酒店收入 14.49 亿元/+20.0%，其中加盟收入 12.99 亿元/+26.5%（酒店数量同比增长 30%），自营酒店收入 1.50 亿元/-17.0%（同比净减少 6 家）。加盟毛利率提升叠加结构性占比增加推动酒店毛利率从 2024Q2 的 35.7%升至 38.3%。

开店和管道酒店表现强劲，多品牌系列协同发展。2025Q2 新开 118 家/关闭 21 家/净开 97 家；季末在营酒店达 1824 家，同比增长 29%；储备店 816 家，环比增加 61 家，为年底 2000 店保驾护航。分品牌看，亚朵 3.6 版本首批酒店陆续开业目前签约势头向好；亚朵 4.0 首店于 2024 年 6 月开业截止 Q2 末已开业超 30 家、储备店超 60 个；萨和 2025 年 5 月深圳首店开业、首月 RevPAR 超 800 元；轻居定位年轻客群，RevPAR 同比恢复度领先公司整体。

RevPAR 降幅环比改善，中央预订维持良好。2025Q2 酒店 RevPAR 343 元/-4.3%（OCC 76%/-2.0pct，ADR 433 元/-1.8%），成熟门店同店 RevPAR 351 元/-5.6%（OCC 77.2%/-2.8pct，ADR 437 元/-2.2%），环比 Q1 均有所改善（同店与整体均为-7.2%）；Q2 CRS 系统占比 61.5%，私域会员依然发挥良好基本盘作用；管理层预计 Q3 降幅环比进一步收窄，继续聚焦 OCC 与 ADR 均衡策略。

零售：新品叠加大促表现强劲，带动全年收入再度上修。2025Q2 公司零售业务 GMV11.44 亿元/+84.6%，收入 9.65 亿元/+79.8%，占总收入 39%。新品带动毛利率从 2024Q2 的 50.6%扩大至 53.3%；618 期间 GMV5.78 亿元/+86%，创大促新高，首次主流第三方平台实现床上用品品类第一。公司将全年零售收入指引从 50%上调至 60%，总收入从 25-30%上调至 30%；尽管零售占比提升，公司预计全年税前利润率依然有望稳定，出境资金税率影响净利率水平。

风险提示：宏观系统性风险，行业竞争加剧，品牌扩张或零售成长不及预期。

投资建议：我们维持 2025-2027 年经调整净利润为 16.8/20.9/25.4 亿元，对应 PE 为 22/18/15。公司定位中高端用户持续提升差异化产品力，酒店与零售均处于品牌高势能成长阶段，二者协同发展有望持续驱动业绩领先行业表现。此外三年分红率不低于 50%+4 亿美元回购上限的组合策略增强额外吸引力，系出行链中成长与红利属性兼备的稀缺标的，维持“优于大市”评级。

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

◆ 蜜雪集团(02097.HK) 海外公司财报点评:蜜雪冰城下沉能力再验证，咖啡副牌进入放量期

2025H1 归母净利润同增 43%。公司实现收入 148.7 亿元/+39.3%；实现归母净利润 26.9 亿元/+42.9%。

分业务看,商品销售收入 138.4 亿元/+39.5%,收入占比 93.1%/+0.1pct;设备销售收入 6.5 亿元/+42.3%,收入占比为 4.4%/+0.1pct;加盟服务收入 3.8 亿元/+29.8%,收入占比为 2.6%/-0.2pct。

东南亚聚焦经营质量提升,国内门店持续下沉。2025 年中期末门店数达 53014 家,加盟/直营店分别为 52996/18 家。2025H1,公司加盟店新增 7721 家、关店 1187 家、净增 6534 家;直营店净关店 3 家。分品牌看,参考幸运咖官网数据,期内预计蜜雪/幸运咖分别净增约 5000 家/1500 家。

分地理区域看,内地/内地以外门店数分别为 48281/4733 家,较年初分别净增 6697 家/净关 162 家,占比分别 91.1%/8.9%,印尼/越南门店数减少,主因公司聚焦该区域经营质量的提升而非规模增长;马来西亚、泰国门店数量保持稳步增长。此外,公司也在积极探索进入中亚及美洲市场。

内地门店分城市等级看,一线/新一线/二线/三线及以下城市门店数分别为 2356/8878/9243/27804 家,不同城市占国内门店比例分别为 4.9%/18.4%/19.1%/57.6%,分别同比+0.2/-1.5/+0.9/+0.4pct,各等级城市门店数整体均保持增长,其中下沉市场门店占比提升更快。

预计单店 GMV 实现双位数增长。参考公司开店节奏,假设新开店 GMV 与存量门店平均 GMV 大致相仿,期内门店增长估算贡献收入增长约 23.2%,预计加盟单店 GMV 同比增长约 16%,外卖与堂食综合助力带动收入增长。

控费效果良好,所得税率降低改善盈利。2025H1,毛利率 31.6%/-0.2pct,其中商品&设备销售、加盟服务毛利率分别同比-0.2/+1.0pct;销售/管理/研发费率分别同比+0.0/+0.3/-0.1pct,期间费率控制效果整体良好。期内所得税率同比-3.0pct 带动盈利改善,期内归母净利润率 18.1%/+0.5pct。

副品牌幸运咖进入放量增长期。参考幸运咖官网,截至 8 月 22 日门店已突破 7800 家,年初至今门店净增约 3300 家。品牌上半年累计推新 32 款,其中椰椰拿铁年初至今销售额已突破 2 亿元,供应链协同下进入放量成长期。

风险提示:股东减持、食品卫生安全、加盟商流失、宏观下行风险等。

投资建议:考虑门店扩张节奏优于我们预期,我们上调 2025-2027 年经调整归母净利润至 60.3/74.5/92.2 亿元(调整幅度为+9%/+12%/+18%),对应最新 PE 估值为 26.5/21.4/17.3x。展望未来,同店虽可能面临一定基数压力,但我们分析蜜雪品牌持续验证的下沉能力与咖啡副牌的放量成长仍可支撑成长,故维持公司“优于大市”评级,继续重点推荐。

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

联系人: 周瑛皓

◆ 中国东方教育(00667.HK) 海外公司财报点评:收入增速拐点如期而至,提效控费利润快速释放

2025 年上半年度公司收入增长明显提速,经调净利润维持较快增长。2025H1 公司实现收入 21.86 亿元/+10.2%,创上市以来新高,收入增速环比提速明显(2024H1 为 1.6%);实现净利润 4.03 亿元/+48.4%,接近此前预告上限(增长不超过 50%);经调净利润 4.16 亿元/+49.6%。收入增长提速,利润维持较快增长。分专业看,2025H1 烹饪技术/西点西餐/信息技术/汽车服务/时尚美业分别实现收入 10.2/1.8/3.7/4.9/0.7 亿元,同比+11%/+14%/-3%/+10%/+90%。信息技术长训学生占比高(25H195%),此前年度招生下滑持续影响,伴随 25H1 招生同比回正,后续收入望恢复增长。

2025 年上半年长期课程招生表现良好。从新培训人次看,公司 2025H1 招生 8.4 万人次/+7%,各专业来看,时尚美业>汽车服务>信息技术>烹饪技术>西点西餐,时尚美业在低基数上维持较快增速;各训期来看,受益于就业环境变化,主要面向四校生的 1-2 年课程继续维持高增,2-3 年及 3 年新招生人数同比亦转正。从平均培训人次看,公司 2025H1 平均培训 15.3 万人次/+6%,各专业来看,时尚美业>西点西餐>烹饪技术>汽车服务>信息技术,西点西餐平均训期较短,此前年度招生下滑的负面影响得以快速消化。

受益于招生及课程结构优化,客户年平均学费提升。2025H1 公司客户平均学费为 2.8 万元,同比+4.3%。提价幅度环比 2024 年进一步扩大(3.6%)。

控费提效,利润快速释放。2025H1 公司经调净利率 19.0%/+5.0pct,毛利率为 57.3%/+4.3pct,考虑到

公司旗下学生人数持续增长，且新开校区仍较谨慎，后续毛利率仍有较大优化空间。研发、销售、管理费率分别为 0.2%/23%/11%，分别-0.1pct/-0.9pct/-2.1pct，内部费用预算控制成效显著。

校区调整预计接近尾声，期间公司新增一所高级技工学校升格为技师学院。2025H1 公司旗下学校 234 家，较 2024 年末新增 1 家。期内公司全资拥有的贵阳新东方烹饪高级技工学校获升格技师学院，公司共计已有 3 所技师学院。

风险提示：学生就读中职意愿下滑；市场竞争加剧；就业质量不及预期。

投资建议：当前就业环境下，随高中及以上学历劳动力数量扩张，技能人才愈发重要，公司提供的蓝领技能培训需求旺盛，带动期内长训学生人数恢复增长、平均学费稳步提升。考虑到新生结构对未来收入具有持续影响，25-27 年收入增长有望提速。叠加上半年公司通过有效成本费用管控，运营效率进一步提升，我们上调公司 2025-27 年归母净利润 8.6/10.9/13.4 亿元（较前次上修+37%/+49%/+58%），对应 PE 为 19/15/12x。维持“优于大市”评级。

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

联系人： 周瑛皓

◆ 巨化股份(600160.SH) 财报点评:制冷剂价格持续提升，液冷业务打开成长空间

公司 2025 年上半年归母净利润 20.51 亿元，同比提升 146.97%。2025 年 8 月 27 日，公司发布《2025 年半年度报告》。根据公司公告，2025 年上半年公司实现营业收入 133.31 亿元，同比增长 10.36%；实现归母净利润 20.51 亿元，同比增长 146.97%；扣非后归母净利润为 20.26 亿元，同比增长 155.23%。其中二季度实现营收 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+137.07%，环比+53.56%。公司业绩大幅增长的核心驱动力源于制冷剂业务的强劲表现。在第三代制冷剂（HFCs）配额制度下，行业供给格局发生根本性变革，从过剩竞争转向供给受限，公司凭借全球领先的生产配额优势，充分享受行业景气上行红利。2025 年上半年，公司制冷剂产品均价同比大幅上涨 61.88%至 3.94 万元/吨，推动制冷剂板块营业收入同比增长 55.09%。根据公司增减利因素分析，主要产品价格上涨增利 21.97 亿元，其中氟制冷剂产品贡献了 21.29 亿元，是利润增长最主要的来源。

制冷剂为刚需消费，供给端为全球“特许经营”生产销售模式，产品价格持续稳步上涨。制冷剂作为空调、热泵的刚需品种，逐步与传统化工原料区别开来，显现出生活改善必需，新兴工、商、农部门“温控”必需，且在下流成本占比低、便利交付和囤储、渠道多元、价格弹性大、价值较高等产品特征。近年来，制冷剂行业的供需与市场格局持续优化、行业集中度不断提升、新业态认知逐步形成、维护行业健康发展和履约意识进一步增强。目前，中国三代制冷剂已根据《蒙特利尔条约》基加利修正案于 2024 年起实行配额制。基于该全球协议的配额制，中国的三代制冷剂拥有全球 80%以上的配额，并形成了“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。制冷剂产品价格逐渐脱离周期品定价，呈现超长景气周期的价格上涨态势。

非制冷剂业务总体竞争激烈，含氟聚合物均价环比回升。含氟聚合物四大主要品种 PTFE、PVDF、FEP、FKM，近两年供给端通用化产能持续性增加，需求增速不及供给增量，而出现失衡状态。而产业发展趋势将由通用化向专用化、特种化、高端化、高质化、高值化升级。2025 年上半年公司实现含氟高分子销售 2.29 万吨，其中 2025 年二季度销售均价为 38446 元/吨，环比+0.41%，同比+0.33%，产品价格逐渐止跌回升。

数据中心散热需求快速增长，液冷业务打开成长空间。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，浸没式液冷成为未来趋势，带动上游氟化液（冷却液）需求快速增长。公司前瞻性布局了氟化液产品，2021 年 9 月 23 日公司控股子公司创氟公司向衢州市生态环境局报批了《浙江创氟高科新材料有限公司 5000t/a 巨芯冷却液项目》，项目主要生产全氟聚醚冷却液，分两期建设，一期建设 1000t/a 巨芯冷却液，二期建设 4000t/a 巨芯冷却液。该项目一期目前已建成投产。此外，2024 年底，公司与重庆市潼南区签订战略合作协议，双方将聚焦人工智能产业发展、创新技术应用及传统产业转型升级展开合作。同时，巨化集团下属巨冷科技与潼南高新区签署了人工智能绿色产业园项目投资协议，共建国内最大规模浸没式液冷智算中心。

风险提示：氟化工需求疲弱；项目投产进度不及预期；产品价格大幅下滑等。

投资建议：公司作为氟化工龙头，产业链布局完善、成本与配套优势显著，且财务结构健康。氟制冷剂方面，公司制冷剂配额居国内第一，将直接受益制冷剂长期景气度提升。氟精细化学品及氟材料方面，随着我国人们生活水平不断改善和战略性新兴产业迅猛发展，氟化工产品以其独特的性能，应用领域和市场空间不断拓展，年需求稳步增长。从公司自身内生效益来看，多年来，公司持续加大氟氯先进化工材料发展，高端化延伸产业链，多化工子行业集约协同能力增强，产业结构、产品结构持续优化，核心竞争能力、竞争地位不断增强。2024年以来，公司制冷剂产品价格、毛利率逐季持续上涨，带动公司利润增长，考虑到2025年制冷剂价格持续上涨，我们维持公司盈利预测：预计2025-2027年归母净利润为41.14/48.23/51.70亿元，对应EPS为1.52/1.79/1.92元，对应当前股价对应PE为23.5/20.1/18.7X。维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、张歆钰（S0980524080004）

◆ 亚钾国际(000893.SZ) 财报点评:受益于钾肥行业景气向上,2025年上半年公司钾肥量价齐升

2025年上半年公司钾肥量价齐升,归母净利润同比增长217%。2025年上半年公司实现营收25.2亿元(同比+48.5%),归母净利润8.5亿元(同比+216.6%),扣非归母净利润8.6亿元(同比+219.5%)。2025年上半年公司实现氯化钾产量101.41万吨(同比+20.0%),销量104.54万吨(同比+21.4%),平均不含税售价为2353元/吨(同比+22.1%),生产成本约1025元/吨(同比+2.1%),毛利率为57.5%(同比+8.4pcts),单吨利润约910元/吨(同比+160.8%),净利率为33.8%(同比+18.8pcts)。

2025年第二季度公司归母净利润环比增长22.4%。受益于年初至今,海外钾肥供给减少、叠加全球需求旺盛,钾肥价格大幅上涨,第二季度港口老挝白粉钾含税均价3025元/吨(环比+8.9%)。2025年第二季度公司实现营收13.1亿元(同比+23.0%,环比+8.0%),归母净利润4.7亿元(同比+149.2%,环比+22.4%)。2025年第二季度公司实现氯化钾产量50.79万吨(同比+22.4%,环比+0.3%),销量51.71万吨(同比-8.1%,环比-2.1%),平均不含税售价为2451元/吨(同比+32.0%,环比+8.6%),单吨利润约910元/吨(同比+171.0%,环比+25.0%)。第三季度至今港口老挝白粉钾含税均价3200元/吨,环比增长5.8%,我们预计公司第三季度盈利能力有望环比持续提升。

公司继续推进钾肥产能扩建,力争尽快实现投产。目前公司拥有老挝甘蒙省263.3平方公里钾盐矿权,折纯氯化钾资源总储量约10亿吨;拥有300万吨/年氯化钾选厂产能装置,公司正在加快推进第二个、第三个100万吨/年钾肥项目的矿建工作。目前公司拥有300万吨/年氯化钾选厂产能装置,公司第二个、第三个100万吨/年钾肥项目均已进入矿建工程后期阶段,其中,第二个100万吨/年钾肥项目的3#主斜井矿建工程(掘进、衬砌等)正在有序推进中,在3#主斜井矿建工程完成后将会开始安装皮带运输系统并进行全设备系统调试;第三个100万吨/年钾肥项目的井下工程在斜坡道、主斜井以及两条风井贯通的基础上,目前已完成采矿生产辅助硐室等配套硐室的开拓工作,进入机电安装环节,同步进一步推进巷道加固工程及采矿盘区的准备工作,力争尽快实现投产。

风险提示：氯化钾价格大幅波动的风险；自然灾害频发的风险；新项目投产不及预期的风险；地缘政治风险；政策风险等。

投资建议：我们维持公司2025-2027年归母净利润至18.6/27.3/32.9亿元，对应EPS分别为2.01/2.94/3.54元，对应PE分别为16.8/11.5/9.5x，维持“优于大市”评级。

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

◆ 中国海油(600938.SH) 财报点评:2025年第二季度归母净利润330亿元,盈利能力韧性凸显

公司2025年第二季度实现归母净利润330亿元,盈利能力韧性凸显,业绩超预期。公司2025年上半年实现营业收入2076.1亿元(同比-8.5%),归母净利润695.3亿元(同比-12.8%);其中第二季度实现营业收入1007.5亿元(同比-12.6%,环比-5.7%),归母净利润329.7亿元(同比-17.6%,环比-9.8%),

在上半年布伦特油价同比下降 15.1% 的背景下，业绩超预期。我们认为一方面公司持续增储上产，且第二季度实现油价达到 65.8 美元/桶，超过我们预期，另一方面公司第二季度受益于汇兑收益，也部分抵销了油价下跌的影响。

公司油气净产量再创新高，成本管控成效显著。公司 2025 年上半年油气销售收入为 1717.5 亿元（同比-7.2%），油气净产量达到 384.6 百万桶油当量（同比+6.1%），其中国内净产量 266.5 百万桶油当量（同比+7.6%），占比 69.3%，主要得益于“深海一号”二期等油气田贡献，海外净产量 118.1 百万桶油当量（同比+2.8%），主要得益于巴西和圭亚那项目带来的产量增长。从产品结构看，原油、天然气占比分别为 77.0% 和 23.0%。公司 2025 年上半年石油液体平均实现价格 69.2 美元/桶（同比-13.9%），与布伦特原油均价贴水 3.3 美元/桶，平均实现气价为 7.90 美元/千立方英尺（同比+1.4%）。公司 2025 年上半年桶油主要成本为 26.94 美元/桶油当量，同比下降 0.81 美元/桶油当量（同比-2.9%）。

全年资本开支保持稳定，天然气生产势头强劲，中期股息为 0.73 港元/股。公司 2025 年上半年完成资本开支 576.0 亿元，同比减少 55 亿元（同比-8.8%），2025 全年预计资本开支为 1250-1350 亿元。勘探方面，2025 年上半年公司获得 5 个新发现，成功评价 18 个含油气构造。在中国海域获得锦州 27-6、曹妃甸 22-3、涠洲 10-5 南等新发现，成功评价秦皇岛 29-6、陵水 25-1 等含油气构造。在海外圭亚那深水立体勘探持续增储，首次签署哈萨克斯坦勘探新区块石油合同。开发生产方面，渤中 26-6 油田开发项目（一期）、文昌 9-7 油田开发项目以及巴西 Buzios7、Mero4 等 10 个油气田顺利投产，公司上半年天然气产量同比大幅增长 12.0% “深海一号”大气田高峰年产气量有望超过 45 亿立方米，成为中国最大海上气田。公司 2025 年中期股息为 0.73 港元/股（含税），与股东分享发展成果。

风险提示：原油价格大幅波动；自然灾害频发的风险；地缘政治风险等。

投资建议：维持盈利预测，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润预测为 1263/1297/1350 亿元，对应 EPS 分别为 2.66/2.73/2.84 元，对应 PE 分别为 9.6/9.3/9.0x，维持“优于大市”评级。

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

◆ 云图控股(002539.SZ) 财报点评:磷复肥业务收入占比提升，磷矿项目进展顺利

公司主营业务收入占比大幅提升，毛利率改善明显。公司 2025 年中报显示，2025 年上半年公司营业收入 114.00 亿元，同比增长 3.59%，归母净利润 5.11 亿元，同比增长 12.60%。毛利率为 11.99%，较去年同期提高 1.45 pct，净利率为 4.48%，较去年同期提高 0.35 pct。其中公司第二季度营业收入 56.89 亿元，同比降低 5.99%，归母净利润为 2.57 亿元，同比增长 6.94%。2025 年上半年公司磷复肥业务营收占比为 63.35%，较去年同期提升 9.36%，主业地位进一步巩固。公司合成氨及磷矿项目稳步推进，产业链日趋完善。

公司深耕复合肥主业，产能+产品双轮驱动。2025 年上半年，公司磷复肥业务实现营收 72.22 亿元，同比增长 21.55%，销量保持稳定增长。公司布局了广西贵港和新疆阿克苏两大战略基地，填补区域产能空白。2025 年上半年，公司高毛利的水溶肥和新型肥料销售量稳步提升。公司销售渠道不断完善，海外市场稳定增长，公司复合肥市场份额稳步提升。

纯碱行业持续低迷，价格低位震荡。2025 年上半年，公司纯碱实现销售收入 3.23 亿元，毛利率 12.32%。2025 上半年轻质纯碱均价 1362 元/吨，去年同期均价 2086 元/吨，同比下降 34.71%。今年上半年商品房销售面积同比负增长，地产需求较为疲软，光伏玻璃行业也面临产能过剩压力，纯碱整体需求增长乏力。由于天然碱开采成本低，且产能投放预期较强，氨碱法和联碱企业可能出现亏损，落后产能或持续退出。

黄磷随下游需求好转，毛利同比提升。2025 年上半年，公司黄磷实现销售收入 6.20 亿元，毛利率为 19.87%。据卓创咨询数据，2025 年上半年主流市场黄磷均价为 23649 元/吨，去年同期均价 22888 元/吨，同比上涨 3.32%。2025 年上半年我国黄磷产量为 28.36 万吨，同比增产了 12.53%。全年来看，黄磷行业供需矛盾仍存，库存压力持续存在，价格很难大幅上行。

公司持续向上游资源布局，产业链不断完善。公司 70 万吨合成氨项目稳步推进，进展顺利。阿居洛呷磷矿 290 万吨采选工程正式进入矿山建设期，牛牛寨东段磷矿 400 万吨采矿工程已初步形成优化方案。

公司产业链持续完善。

风险提示：原材料价格波动；下游需求不及预期；项目进度不及预期等。

投资建议：公司构建了从上游磷矿资源到下游除尿素外的氮肥完整产业链，并在积极建设合成氨项目及上游磷矿，产业链持续完善。目前复合肥产销量有望持续增长，产品结构不断优化。我们上调公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 10.01/12.07/13.63 亿元，（此前 8.53/9.72/11.19 亿元），对应 EPS 分别为 0.83/1.00/1.13 元，（此前为 0.71/0.80/0.93 元），对应当前股价 PE 为 13.4/11.1/9.8。维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、董丙旭（S0980524090002）

◆ 中国人寿(601628.SH) 财报点评:业务转型显效，价值稳健增长

2025 年上半年，公司归母净利润同比增长 6.9%。2025 年，公司不断深化转型举措，叠加精准的市场策略定位，上半年实现总保费收入 5250.88 亿元，同比增长 7.3%，创历史同期最好水平。公司归属于母公司股东的净利润达 409.31 亿元，同比增长 6.9%。其中，受益于渠道及产品结构的不断优化，公司新业务价值大幅提升至 285.46 亿元，按可比口径计算同比增长 20.3%，保持行业领先地位。

浮动收益型产品占比提升，价值率显著改善。2025 年以来，行业受制于保险需求透支、预定利率调降、缺乏爆款产品等因素影响，保费收入增速疲软。在此背景下公司加大多元产品供给，人寿保险、年金保险和健康保险的新单保费比重分别为 30.32%、32.01%和 33.42%，形成相对均衡的产品结构。业务品质方面，14 个月保单持续率达到 92.10%，同比提升 0.6 个百分点，业务基础更加稳固。公司浮动收益型业务实现强劲增长，在首年期交保费中的占比较上年同期提升超过 45 个百分点，业务结构转型取得突破性进展。此外，公司持续加大产品长期化转型，首年期交保费保费规模达 812.49 亿元，位居行业首位；十年期及以上首年期交保费占比提升至 37.30%。

渠道转型成效显著，银保渠道增速亮眼。2025 年上半年，公司个险渠道实现总保费 4004.48 亿元，同比增长 2.6%。其中，十年期及以上首年期交保费占比超过 45%，业务可持续发展能力稳固。分红险在个险渠道首年期交保费中占比超过 50%，成为新单保费的重要支撑。银保渠道上半年实现总保费 724.44 亿元，同比大幅增长 45.7%，其中首年期交保费 170.32 亿元，同比增长 34.4%。银保渠道客户经理人均产能同比大幅提升 51.8%，网均产能提升效果显著。

投资端增配权益资产，总投资收益同比提升 4.20%。上半年，公司实现净投资收益 960.67 亿元，净投资收益率为 2.78%；实现总投资收益 1275.06 亿元，总投资收益率为 3.29%。公司稳步推进中长期资金入市，公开市场权益规模较年初增加超过 1500 亿元，私募证券投资基金累计出资 350 亿元。截至年中，公司股票和基金（不包含货币市场基金）配置比例较年初进一步提升至 13.6%。此外，公司积极参与黄金等创新品种投资，拓宽保险资金投资渠道，增强投资组合多样性。

投资建议：作为我国人身险行业龙头，中国人寿不断推进负债端一系列转型措施，叠加资产端配置结构优化，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 3.83/3.88/3.94 元/股，当前股价对应 P/EV 为 0.81/0.75/0.68x，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）

◆ 浦发银行(600000.SH) 财报点评:资产质量改善

收入利润继续回升。2025 年上半年实现营业收入 906 亿元，同比增长 2.6%，增幅较一季报扩大 1.3 个百分点；上半年实现归母净利润 297 亿元，同比增长 10.2%，增幅较一季报扩大 9.2 个百分点。上半年年化加权平均 ROE8.6%，同比回升 0.3 个百分点。

资产规模稳步增长，资产负债结构优化。2025 年二季末总资产同比增长 4.2%至 9.65 万亿元，较年初增长 1.9%。二季度末存款本金较年初增长 8.7%至 5.67 万亿元，贷款总额较年初增长 4.5%至 5.63 万亿元，资产负债结构优化。其中贷款增量主要来自对公贷款，较年初增长 10.4%，个人贷款规模较年初小幅增

长 1.3%，票据贴现规模压降。二季度末核心一级资本充足率 8.91%，较年初基本持平。

净息差同比小幅收窄。上半年日均净息差 1.41%，同比降低 7bps，主要受市场利率下行等因素影响。其中贷款收益率同比下降 56bps 至 3.47%，主要是零售贷款利率降幅较大以及收益率较低的对公贷款占比提升导致。存款成本同比下降 39bps 至 1.67%，主要得益于定期存款成本下降。与去年全年相比，今年上半年净息差与去年全年基本持平。

非息收入同比增加。上半年非息收入同比增长 6.8%。其中，上半年手续费净收入同比下降 1.0%，各类细项收入互有涨跌。其他非息收入同比增长 12.1%，主要是处置债券带来的投资收益增加以及汇兑损益等因素影响。

资产质量改善。测算的上半年不良生成率 0.99%，同比下降 0.12 个百分点，资产质量压力持续减轻。公司二季度末拨备覆盖率 189%，较年初回升 2 个百分点。二季度末不良率 1.31%，较年初下降 0.05 个百分点；关注率 2.15%，较年初下降 0.20 个百分点。整体来看，公司资产质量趋于改善。

投资建议：公司资产质量改善幅度超出预期，我们上调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润 495/543/600 亿元（上次预测值为 471/476/479 亿元），同比增速 9.5%/9.7%/10.4%；摊薄 EPS 为 1.46/1.62/1.81 元；当前股价对应的 PE 为 9.6/8.7/7.8x，PB 为 0.61/0.58/0.55x，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）

◆ 中国信达(01359.HK) 财报点评:归母净利润增加

上半年收入减少，净利润增加。中国信达 2025 年上半年实现营业收入（含联营及合营公司业绩）354 亿元，同比下降 5.4%；实现归母净利润 23 亿元，同比增长 5.8%；实现归属于母公司普通股股东净利润 18 亿元，同比增长 7.6%。上半年年化 ROE 为 2.2%。

资产规模小幅增长。公司 2025 年二季度末资产总额 1.68 万亿元，较年初增长 2.6%，同比增长 6.2%。从分部报告来看，2024 年不良资产经营分部总资产较年初增长 2.5%，金融分部总资产较年初增长 1.2%。其中，上半年收购经营类不良债权资产略有增长，收购重组类不良债权资产、债转股资产规模收缩，此外对浦发银行投资也带来不良资产经营分部的规模增长。金融服务子公司中，信达证券总资产增长显著，其他子公司规模微降。

不同业务板块收入表现分化。从分部报告来看，上半年不良资产经营分部收入同比增长 0.3%，主要得益于对浦发银行投资确认的约 72 亿元投资收益，金融服务分部收入同比下降 5.2%。不良资产分部中，收购经营类业务、收购重组类业务和债转股业务收入同比均下降。金融服务分部中，信达证券、金谷信托收入同比增长，南商银行和信达金租收入减少。

信用成本同比上升。使用“资产减值损失/贷款和以摊余成本计量的金融资产期初额”测算的上半年信用成本率为 4.9%，同比上升 3.0 个百分点。从资产减值损失细项来看，信用成本上升主要是因为子公司 AC 类资产质量承压，以及子公司信达地产计提存货跌价准备增加、处置联营公司导致的减值等。

投资建议：我们根据最新数据小幅调整盈利预测，预计 2025-2027 年普通股股东净利润 30/32/36 亿元（此前预测值为 33/34/34 亿元），同比增长 99%/8%/12%，EPS 分别为 0.08/0.08/0.09 元，对应 PE 为 18/17/15 倍，PB 为 0.33/0.33/0.32 倍，维持“中性”评级。

风险提示：宏观经济形势走弱可能对公司资产质量产生不利影响。

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

◆ 杭州银行(600926.SH) 财报点评:营收增速提升，资产质量稳中向好

营收增速环比提升，归母净利润维持高增。公司此前已披露业绩快报，2025 年上半年实现营收 200.93 亿元，归母净利润 116.62 亿元，同比分别增长 3.9%和 16.7%；其中，二季度单季营收和归母净利润同比分别增长 5.6%和 16.0%。

对公贷款延续高增，净息差同比收窄 7bps。2025 年上半年净利息收入同比增长 9.4%，主要受益于规模

扩张。期末资产总额 2.24 万亿元，贷款总额 10.09 万亿元，存款总额 13.38 万亿元，较年初分别增长 5.8%、7.7% 和 5.2%。主要来自于对公贷款较年初增长 12.4%，零售贷款较年初下降了 2.1%，其中，按揭贷款增长 4.1%，个人经营性贷款及消费类贷款分别下降了 4.5% 和 7.1%。

公司披露的上半年净息差 1.35%，同比收窄 7bps，较 2024 年下降 6bps。资产端收益率降幅较大，上半年贷款收益率 3.77%，同比下降 58bps，主要受 LPR 下降、存量贷款到期重定价以及政府债务置换等因素冲击；负债端，受益于存款挂牌利率调降，上半年存款利率同比下降 28bps 至 1.80%。

其他非息收入延续下降态势拖累营收，但降幅收窄。上半年非息收入同比收窄 5.0%，占营收比重为 34.9%。其中，手续费净收入同比增长 10.8%，其他非息收入同比下降 11.3%，主要是由于交易性金融资产公允价值变动亏损，不过二季度单季其他非息收入降幅已收窄至 5.2%。

资产质量优质，拨备覆盖率下降但依然处在同业前列。期末不良率 0.76%，较 3 月持平。其中，对公不良率 0.65%，较年初下降 10bps；个人贷款不良率 1.02%，较年初提升 25bps，零售信贷资产质量依然承压。公司加大处置力度，上半年公司核销处置 25.3 亿元，同比提升了 42.9%，加回核销处置后的不良贷款生成率 0.66%，同比提升 4bps，依然在低位。期末关注率 0.51%，较 3 月末下降了 3bps，逾期率 0.61%，较 3 月末下降 8bps，不良前瞻指标均处在低位且稳中向好。

拨备计提上，上半年资产减值损失同比下降 43.9%，其中，贷款信用减值损失计提同比下降 27.6%，非信贷资产拨备还原 16.3 亿元。期末拨备覆盖率 521%，较 3 月末下降 9 个百分点，依然处在同业前列。

投资建议：考虑到 2024 年 5 月 LPR 调降影响净息差，小幅下调 2025-2027 年归母净利润至 198/233/273 亿元（原预测 204/244/286 亿元），对应同比增速为 16.6%/17.5%/17.4%。当前股价对应 2025-2027 年 PB 值 0.93x/0.81x/0.71x，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）

◆ 宝立食品(603170.SH) 财报点评:空刻持续创新拓展，首次中期分红回馈股东

公司 2025 年上半年实现营业总收入 13.80 亿元，同比增长 8.39%；实现扣非归母净利润 1.12 亿元，同比增长 12.14%。2025 年第二季度实现营业总收入 7.11 亿元，同比增长 9.54%；实现归母净利润 0.59 亿元，同比增长 22.31%。

C 端空刻品类创新，积极开拓新兴渠道。分产品看，2025 年第二季度复合调味品/轻烹解决方案/饮品甜点配料收入分别同比+9.2%/+15.0%/-16.8%，空刻上半年实现营收 5.05 亿元，同比增长 11.21%，推出免煮系列冲泡意面、冻品烤肠以及沙拉汁等通过品类创新拓展消费人群与场景。分渠道看，2025 年第二季度直销/非直销渠道收入分别同比+11.9%/+2.3%，公司积极开拓会员制卖场、大型连锁商超、零食折扣门店、O2O 即时零售等新兴销售渠道。

盈利能力略有改善，拟首次进行中期分红。2025 年第二季度公司毛利率 24.7%，同比+2.6pct，主因产品结构变化。叠加 2025 年第二季度销售费用率/管理费用率同比提升 1.4/0.1pct 至 16.5%/2.6%，源于业务推广活动增加以及仓储费增加。因此，公司 2025 年第二季度扣非归母净利率同比提高 0.34pct 至 7.5%。此外，公司重视投资者回报，拟进行 2025 半年度分红，合计派发现金红利 5600 万元（含税），分红率约 48%。

产能布局持续完善，为长期发展奠定基础。公司供应链布局进展顺利，为业务增长提供有力支撑。山东宝萃食品调味料全产业链基地于 2025 年上半年正式投产，显著提升了公司在半固态调味料领域的产能。广西宝硕香辛料加工项目自 2024 年下半年投产以来运行平稳，当前产能扩大计划已在推进中。此外，公司还在上海金山受让地块，计划建设智能化生产基地，从而进一步完善全国化产能布局，更好地匹配下游市场需求。

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：由于下游餐饮较为疲软，我们小幅下调此前收入预测，2025-2027 年公司实现营业总收入 29.0/32.5/35.8 亿元（前预测值为 29.4/32.9/36.3 亿元），同比 9.5%/11.9%/10.1%；2025-2027 年公司实现归母净利润 2.7/3.1/3.4 亿元（前预测值为 2.7/3.1/3.4 亿元），同比 14.8%/15.2%/10.8%；实

现 EPS0.67/0.77/0.85 元；当前股价对应 PE 分别为 20.3/17.7/15.9 倍。维持“优于大市”评级。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）

联系人： 王新雨

◆ 农夫山泉(09633.HK) 海外公司财报点评:茶饮延续高增，经营质量优异

2025 年 H1 公司收入同比增长 15.6%。农夫山泉公布半年报业绩，2025 年上半年公司实现营业总收入 256.2 亿元，同比增长 15.6%；实现归母净利润 76.2 亿元，同比增长 22.2%。公司 2025H1 归母净利率 29.7%，同比提升 1.6pcts。

包装水恢复性增长，茶饮延续高增，功能饮料/果汁亦景气增长。2025 年上半年，2025H1 水/茶饮/功能饮料/果汁/其他饮料收入分别同比+10.7%/19.7%/13.6%/21.3%/14.8%至 94.4/100.9/29.0/25.6/6.3 亿元，水在去年舆情影响下实现恢复性增长，茶饮仍延续 20%高增（预计东方树叶在大瓶装、一元乐享、陈皮白茶等新口味带动下同比增长 25-30%），功能饮料/果汁同样增长提速。此外，水/茶饮/功能饮料/果汁/其他饮料分部业绩率分别同比+3.2/4.3/6.2/7.7/7.5pcts 至 35.4%/48.4%/47.4%/31.3%/36.4%，全品类分部业绩率均有提升。

成本红利、产能利用率提升，叠加费用端规模效应释放，净利率仍提升 1.6pcts 至 29.7%。公司毛利率为 60.3%、同增 1.5PCTs，主要因原材料价格下降、水产能利用率提升。25H1 公司销售费用率同降 2.8PCTs，主要因广告及促销开支同比下降、物流费用率受产品品项结构影响有所下降，饮料占比提升显著节约物流费率。25H1 公司管理费用率同比持平。此外，公司其他收益占收入比例下降 1.5PCT，主要因利率下降带来存款利息收入减少；其他支出占收入比例同增 0.5PCT，主要因捐赠支出和汇兑损失增加。综合导致 25H1 公司归母净利率同增 1.6PCTs 至 29.7%。

风险提示：需求持续疲软、行业竞争加剧导致企业盈利能力受损、食品安全事故导致消费品企业品牌形象受损、原材料成本压力。

投资建议：考虑到公司即饮茶及其他饮料延续景气增长，规模效应释放，25H2 成本红利延续，我们上调此前盈利预测增速，预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 505.33/572.75/637.00 亿元（前预测值为 501.32/568.29/631.95 亿元），同比 17.2%/13.3%/11.2%；2025-2027 年公司实现归母净利润 151.57/174.45/195.98 亿元（前预测值 147.9/169.68/189.94 亿元），同比 25.0%/15.1%/12.3%；实现 EPS1.35/1.55/1.74 元；当前股价对应 PE 分别为 35/30/27 倍。公司依然是稀缺的饮料平台型龙头，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）、柴苏苏（S0980524080003）

◆ 青岛啤酒(600600.SH) 财报点评:2025 年上半年啤酒业务量增价稳，成本红利延续

青岛啤酒公布 2025 年半年度业绩：1H25 实现营业总收入 204.9 亿元，同比+2.1%；实现归母净利润 39.0 亿元，同比+7.2%；实现扣非归母净利润 36.3 亿元，同比+6.0%。

收入端：啤酒业务量增价稳，产品结构有所提升。1H25 啤酒业务收入同比+1.9%，其中销量同比+2.2%，吨价同比-0.3%。销量同比增长主要得益于春节旺季需求较好、年初低库存水平，销量表现优于行业（啤酒行业 1-6 月产量同比-0.3%），吨价小幅度下滑预计主要系货折力度略有增大所致，整体表现平稳。销量结构有所改善，青岛主品牌销量同比+3.9%，销量占比同比+1.0pt 至 57.3%，其中中高档产品销量同比+5.1%，销量占比同比+1.1pt 至 42.1%。2Q25 销量同比+1.0%，千升酒收入同比+0.3%，青岛主品牌销量占比同比+1.5pt 至 54.1%，其中中高端销量占比同比+1.4pt 至 39.7%。2Q25 销量增速放缓与需求环比走弱有关，尤其是在 6 月旺季，餐饮需求疲弱。

利润端：成本红利显现，费用控制良好。1H25 毛利率 43.7%，同比+2.1pt，主要得益于原料成本下行，1H25 啤酒吨成本同比-3.8%。销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.1/+0.0/+0.1/+0.4pt，财务费用同比增加 0.83 亿元，主因利率下降使得利息收入同比减少。1H25 资产处置收益同比增加 1.1 亿元，主要来自个别子公司确认处置土地使用权。2Q25 毛利率 45.8%，同比+3.0pt，销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.0/+0.2/+0.1/+0.5pt。1H25/2Q25 归母净利率 19.1%/21.8%，同比+0.9/+1.2pt，

盈利能力稳步改善。

盈利预测与投资建议：考虑到酒水市场需求恢复速度持续偏慢，我们小幅下调 2025-2027 年收入预测，因公司受益于成本红利且预计后续产品结构持续优化，我们小幅上调 2025-2027 年利润率预测。预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 328.5/336.1/344.2 亿元（前预测值 332.5/341.8/350.3 亿元），同比+2.2%/+2.3%/+2.4%；实现归母净利润 47.5/51.3/54.4 亿元（前预测值 47.6/51.2/53.6 亿元），同比+9.3%/+7.9%/+6.1%；EPS 分别为 3.48/3.76/3.99 元；当前股价对应 PE 分别为 20/18/17 倍。考虑到公司基地市场竞争优势稳固，产品覆盖全面且品牌力处于行业领先地位，目前系统性创新帮助公司把握市场变化，且公司分红率走升强化股东回报，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；中高端啤酒需求增长速度显著放缓；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）

◆ 百润股份(002568.SZ) 财报点评:2025 年上半年预调酒业务继续调整,烈酒业务正式启航

百润股份公布 2025 年半年度业绩：1H25 实现营业总收入 14.9 亿元，同比-8.6%；实现归母净利润 3.9 亿元，同比-3.3%；实现扣非归母净利润 3.6 亿元，同比-9.0%。

预调酒业务持续承压，烈酒业务进入成长初期。1H25 酒类产品收入同比-9.3%，收入占比 87.1%，其中烈酒产品在上半年正式推出、贡献少部分收入增量，预调鸡尾酒业务收入延续下滑，主要系公司加强渠道库存管理，主动放慢发货节奏。香精香料业务收入同比-3.9%，收入占比 11.3%，主要系公司停止了烟草香精业务，食品香精业务保持持续增长。

毛利率稳定，销售费用率高基数下有所回落。1H25 毛利率 70.3%，同比+0.3pt，其中酒类产品毛利率 70.5%，同比持平；销售费用率同比-4.2pt，主要系 1Q24 营销广告费用基数高所致；管理费用率同比+1.6pt，主要系折旧费用增多、烈酒业务团队扩张致职工薪酬支出增多所致；所得税率 26.9%，同比+5.5pt，主要系公司香精业务经营主体调整，高新技术企业资格重新认证，所得税税率阶段性变化所致。所得税率提升部分抵消费用率下降的积极影响，1H25 归母净利率 26.1%，同比+1.4pt。

经营性现金流大幅改善，报表质量提升。1H25 经营性净现金流同比+67.1%，主因公司主动加强应收账款管理，应收账款自 2024 年末 2.6 亿降至 2025 年 6 月末约 9300 万。1H25 销售收现同比+32.7%。1H25 投资性净现金流同比少流出约 4 亿元，主要系资本开支减少。净现金流量同比由负转正，1H25 为净流入 1.5 亿元。

盈利预测与投资建议：考虑到 1H25 公司加强预调酒业务库存管理、优化产品结构，同时烈酒业务渠道拓展进度受到高度酒需求疲弱的拖累，公司整体收入修复速度慢于我们此前的预期，故下调 2025-2026 年盈利预测，并新增 2027 年盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 31.9/34.9/38.0 亿元（2025-2026 年前预测值 35.8/39.4 亿元），同比+4.8%/+9.3%/+8.9%；实现归母净利润 7.9/9.0/10.3 亿元（2025-2026 年前预测值 8.6/9.6 亿元），同比+10.1%/+13.6%/+14.7%；EPS 分别为 0.75/0.86/0.98 元；当前股价对应 PE 分别为 37/33/28 倍。考虑到上半年预调酒业务完成库存调整，并加快产品推新，目前微醺果冻酒线上试销反馈良好，即将在线下全面铺货，下半年开始预调酒业务预计将恢复增长趋势；烈酒业务上半年正式发布新品，威士忌产品矩阵初具规模（已有 10 余个 sku），目前消费者触达、渠道铺货工作稳步推进，后续成长空间广阔，维持“优于大市”评级。

风险提示：酒水行业需求受宏观经济及政策因素影响而持续走弱；烈酒业务成长初期费用投入大幅增加导致盈利能力受损；行业竞争加剧等。

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

◆ 五粮液(000858.SZ) 财报点评:2025Q2 收入同比正增，产品及渠道端展现韧性

2025H1 收入、净利润稳健增长，2025Q2 净利率略有承压。2025H1 公司实现营业总收入 527.7 亿元/同比+4.2%，归母净利润 194.9 亿元/同比+2.3%。其中 2025Q2 营业总收入 158.3 亿元/同比+0.1%，归母净利

润 46.3 亿元/同比-7.6%。

2025H1 五粮液产品收入增速快于平均，整体吨价略有下降。2025H1 公司酒类营收 491.20 亿元/同比+4.26%（销量+44.59%/吨价-27.89%），其中：（1）五粮液产品 2025H1 收入 410.0 亿元/同比+4.6%（销量+12.7%/吨价-7.3%），毛利率同比-0.24pcts；吨价承压判断系 1618 及 39 度五粮液收入占比提升影响产品结构。（2）其他酒产品 2025H1 收入 81.2 亿元/同比+2.7%（销量+58.5%/吨价-35.3%），毛利率同比-1.49pcts，预计主因 1）公司增加第一代五粮春铺货，其价格低于五粮春整体水平；2）公司加大扫码红包等促销力度抵减收入，抢抓元春、端午等旺季销售份额，开瓶扫码量保持较快增长。截至 2025H2 末五粮液/系列酒经销商环比 24 年底-142/+18 个。

2025H1 直销模式增速快于整体，公司持续完善渠道布局。分渠道看：（1）经销渠道 2025H1 收入 279.2 亿元/同比+1.2%，前五大经销商合计贡献收入 300.6 亿元/同比+181%/占比 57%，其中部分收入计入团购等直销渠道；上半年公司推动营销体制改革，以专营公司绑定经销商利益，拓展团购渠道、加强 C 端管控、维持价盘稳定。（2）直销渠道收入 211.9 亿元/同比+8.6%，公司上半年成功开发企业型客户 60 家、贡献团购收入，线上渠道预计也录得较快增幅。分区域看：2025H1 东部片区收入 201.1 亿元/同比+7.9%，南部片区收入 218.9 亿元/同比+1.9%，北部片区收入 71.2 亿元/同比+1.8%。

2025Q2 毛销差同比-1.86pcts 影响净利率表现，销售收现稳健增长。2025Q2 毛利率同比-0.32pcts，预计主因产品结构影响；2025Q2 税金/销售/管理费用率同比+0.84/+1.54/-0.04pcts，市场需求压力下公司适当加大促销费等拉动消费者开瓶，2025H1 促销费 35.6 亿元/同比+3.5%。2025Q2 销售收现 312.3 亿元/同比+12.0%，经营性现金流净额 152.9 亿元/同比+18.4%，截至第二季度末合同负债 100.8 亿元/环比-0.9 亿元/同比+23.5%。

投资建议：展望下半年，1）高端白酒消费场景及需求复苏仍需要时间，预计五粮液 1618、39 度及低价位系列酒销售表现好于整体，2）29 度五粮液等新品贡献少量收入；3）公司适当加大费投力度维持渠道利润等，利润率或仍有压力。下调此前收入及净利润预测，预计 2025-2027 年公司收入 910.7/957.0/1012.8 亿元，同比+2.1%/+5.1%/+5.8%（前值为同比+5.2%/+5.7%/+5.8%）；预计归母净利润 311.3/320.6/343.5 亿元，同比-2.3%/+3.0%/+7.2%（前值为同比+5.0%/+6.3%/+6.1%），当前股价对应 25/26 年 15.8/15.3 倍 P/E，70%分红率对应 4.4%股息率，维持“优于大市”评级。中长期看，公司营销转型以消费者为中心，品牌力为基石，持续优化组织、产品、渠道、场景建设，伴随消费需求复苏仍将获得份额的提升。

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）

◆ 千味央厨(001215.SZ) 财报点评:零售新势力贡献增量，餐饮基本盘有待修复

千味央厨发布 2025 年半年度报告，2025 年上半年实现营业总收入 8.86 亿元，同比减少 0.72%；实现归母净利润 0.36 亿元，同比减少 39.67%。其中，2025 年第二季度实现营业总收入 4.16 亿元，同比减少约 3.1%；实现归母净利润 0.14 亿元，同比减少约 41.9%。

零售新势力渠道贡献增量，经销渠道餐饮竞争延续。2025 年上半年公司直营/经销渠道收入分别同比+5.3%/-6.4%。直营客户中百胜中国同比微增；增长主要由新零售渠道客户驱动，新开发盒马客户烘焙类增速较快。经销客户主要受市场竞争激烈影响，公司会努力维持市场份额。目前公司新零售渠道进展顺利，与包括沃尔玛、永辉、胖东来、奥乐齐、盒马等签订全国合同。

产品结构变化拉低毛利率，下半年效率有望提升。2025 年第二季度公司毛利率同比下降 2.3pct 至 22.7%，毛利率波动源于毛利率相对较低的烘焙甜品类和冷冻调理类产品销售额占比提升，经销渠道毛利下滑亦对整体有所拖累。2025 年第二季度公司销售费用率/管理费用率同比增加 0.4/+0.3pct 至 5.6%/10.8%，行业竞争环境较为激烈，公司加大市场费用投放力度以及配套人员储备增加，下半年人效有望提高。综合来看，2025 年第二季度公司扣非归母净利率 3.2%，同比下降 2.7pct。

稳固餐饮基本盘，发力新零售。公司将继续稳定与百胜等核心餐饮客户的合作，并通过新品导入争取增量。同时，公司将利用自身强大的产品定制化和研发优势，将拓展会员店、调改商超等新零售渠道作为战略重点，与盒马、沃尔玛等客户深化合作。经销渠道对激烈的市场竞争，公司主动调整策略，通过产

品结构升级和赋能经销商开拓终端渠道提升渠道质量和盈利能力。

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：由于餐饮基本盘有待恢复，我们小幅下调此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 18.8/19.7/21.0 亿元（前预测值为 19.5/21.0/22.4 亿元），同比 0.5%/4.9%/6.6%；2025-2027 年公司实现归母净利润 0.8/0.9/0.9 亿元（前预测值为 1.0/1.2/1.2 亿元），同比-5.6%/11.8%/7.5%；实现 EPS0.80/0.89/0.96 元；当前股价对应 PE 分别为 37.3/33.3/31.0 倍。维持优于大市评级。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）

联系人： 王新雨

◆ 天味食品(603317.SH) 财报点评:去库存后逐步恢复，并购协同效应显现

2025 年上半年实现营业总收入 13.91 亿元，同比减少 5.24%；实现归母净利润 1.90 亿元，同比减少 23.01%；实现扣非归母净利润 1.63 亿元，同比减少 22.58%；2025 年第二季度实现营业总收入 7.49 亿元，同比增长 21.93%；实现归母净利润 1.15 亿元，同比增长 62.72%；实现扣非归母净利润 1.12 亿元，同比增长 77.20%。

外延驱动线上高增，核心品类二季度回暖。2025 年第二季度公司线下/线上渠道收入分别为 5.4 亿元/2.0 亿元，同比增加 9.5%/66.7%，线下恢复稳定增长，线上延续高增，主要受益于食萃与加点滋味的并表贡献及协同发展（上半年食萃收入 1.4 亿元，加点滋味收入 1.3 亿元）。2025 年第二季度火锅调料/菜谱调料收入分别同比增加 29.0%/17.8%，公司第一季度渠道主动去库，随着库存回归良性叠加并购，核心品类动销逐步恢复。

渠道、产品结构优化，盈利能力改善。2025 年第二季度公司毛利率为 37.0%，同比提升 3.7pct，除原材料价格压力不大外，主因 C 端渠道及小龙虾调料等高毛利产品占比增加。2025 年第二季度销售/管理费用率分别为 10.0%/6.0%，同比降低 0.7/0.9pct，竞争激烈环境下公司提升费效比。综合来看，2025 年第二季度归母净利润提升较多，扣非归母净利率同比增加 4.7/7.0pct，实现较好改善。

食萃、加点滋味延伸公司能力，新零售渠道积极拓展。新增控股子公司加点滋味辣子鸡、避风塘等调料在 C 端销售状况良好，有望增强天味在线上 C 端的产品创新与渠道能力。此外，新渠道方面，5 月推出的麻辣香锅煲在山姆销售反馈较佳，渠道深度定制方面有望继续与京东、盒马、沃尔玛等渠道构建大牌共生生态。

风险提示：原材料成本价格大幅提升，行业竞争加剧，需求恢复不及预期等。

投资建议：由于外部环境仍然较弱，叠加公司下半年基数较高，我们下调此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 36.5/39.6/42.7 亿元（前预测值为 38.5/42.2/45.5 亿元），同比 5.1%/8.4%/7.8%；2025-2027 年公司实现归母净利润 6.8/7.4/8.0 亿元（前预测值为 7.1/7.7/8.4 亿元），同比 8.8%/8.7%/7.7%；实现 EPS0.64/0.69/0.75 元；当前股价对应 PE 分别为 19.4/17.9/16.6 倍。维持优于大市评级。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）

联系人： 王新雨

◆ 安踏体育(02020.HK) 海外公司财报点评:品牌矩阵拉动，2025 上半年收入与核心利润均双位数增长

2025 上半年公司收入与核心利润均双位数增长，维持出色的股东回报。2025 年上半年，公司收入同比增长 14.3%至 385.4 亿元，不包括由 Amer Sports 上市事项利得，归母净利润同比增长 14.5%至 70.3 亿元。因毛利率相对较低的电商业务及鞋类产品贡献增加，整体毛利率同比下降 0.7 个百分点至 63.4%；但凭借有效的费用管控和政府补贴的增加，整体经营溢利率同比提升 0.6 个百分点至 26.3%。营运资金方面，受收购 JACK WOLFSKIN 业务等影响，平均存货周转日数增加 22 天至 136 天，但应收及应付贸易账款周转天数保持稳定。期内经营活动现金流入净额达 109.3 亿元，净现金为 315.4 亿元，财务状况稳健。公司宣派中期股息每股港币 137 分，派息率达 50.2%。去年下半年股份回购计划公布以来，截止 2025

年6月底已回购注销近20亿港元股份。

安踏主品牌增长稳健，FILA表现坚韧，其他品牌高速增长。2025年上半年，安踏/FILA/所有其他品牌收入分别为169.5亿元/141.8亿元/74.1亿元，同比增长5.4%/8.6%/61.1%；经营溢利率分别同比+1.5/-0.9/+3.3个百分点至23.3%/27.7%/33.2%。分品牌看：1）安踏品牌通过精细化运营提升了盈利能力，并积极推进全球化战略；2）FILA品牌在专业运动领域表现突出，网球、高尔夫等品类增长强劲，利润率下降主要源于对产品功能与质量的战略性投入；3）DESCENTE和KOLON SPORT等其他品牌表现亮眼，成为集团重要增长引擎；4）集团于2025年5月完成对德国专业户外品牌JACK WOLFSKIN的收购，进一步完善了户外品牌矩阵；5）与韩国时尚集团MUSINSA共同成立投资合资公司，探索运动与时尚、新零售的融合，学习运营经验。

管理层公司的发展保持信心。管理层在业绩会更新2025年指引，安踏品牌流水增长中单位数、FILA品牌增长中单位数、其他品牌增长超过40%，另外Amer Sports联营公司的利润贡献也有望继续快速增长。

风险提示：宏观经济疲软；品牌恶性事件；行业竞争加剧；系统性风险。

投资建议：看好集团整体持续好于行业的成长潜力。2025年以来消费行业仍存压力，安踏集团凭借出色的运营能力进行品牌矩阵和全球化布局，有望持续增强竞争力。基于收购品牌的并入与未来发展的前景，我们维持2025-2026年盈利预测，小幅上调2027盈利预测，预计2025-2027年归母净利润分别为134.8/154.6/173.6亿元（原为134.8/154.6/170.0亿元），可比口径的利润增长分别为13.0%/14.6%/12.3%。我们上调合理估值至119-124港元（原为113-118港元），对应2025PE23-24X，维持“优于大市”评级。

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

◆ 申洲国际(02313.HK) 海外公司财报点评:2025上半年收入增长15%，积极海外推动一体化产能建设

2025上半年收入增长15.3%，维持高派息。2025上半年，公司营业收入149.7亿元，同比增长15.3%；归母净利润31.8亿元，同比增长8.4%。收入增长强劲，利润增速低于收入因毛利率下降及税费增加。利润方面，毛利率同比下降1.9个百分点至27.1%，主要受2024年下半年为一线员工涨薪，导致期内人工成本同比明显上升所影响。此外，因确认越南子公司税负变化影响，所得税开支同比增加约43%至4.55亿元。公司财务状况稳健，截至期末，存款类金融资产扣除计息银行借贷后的净额约为133.7亿元，与2024年末基本持平。公司宣派中期股息每股1.38港元，同比增长10.4%，派息率约59.6%（去年同期58.4%）。

休闲服表现好于运动，四大客户收入均增长。1）分品类，休闲类/运动类/内衣类产品销售额分别同比增长37.4%/9.9%/4.1%。休闲服的强劲增长带动其收入占比提升至25.3%。2）分客户，四大核心客户均实现正增长，其中客户甲/乙/丙/丁分别同比增长27.4%/6.0%/28.2%/14.7%。3）分地区，国际市场需求旺盛，美国/欧洲/日本市场销售额分别同比大幅增长35.8%/19.9%/18.1%。相比之下，国内市场销售额同比下降2.1%，主要因运动品牌在中国大陆市场的订单需求下降所致。

申洲增长表现好于品牌自身销售与同行，积极推动一体化扩建。申洲收入增长表现好于主要客户自身增长，份额进一步提升，若耐克明年恢复增长势头申洲有望进一步受益。对比同行，申洲份额最大且仍在提升，展现竞争优势。产能布局方面，柬埔寨新成衣工厂已于2025年3月投产，目前已招工4000人。越南第二面料工厂预计年底前逐步投产，规划产能200吨/天，将为东南亚成衣基地提供面料，强化垂直一体化优势，提升供应链响应速度与效率；同时国内基地产能继续升级改造；上半年资本开支约15.3亿元，同比大幅增长。管理层在财报中强调，尽管面临全球需求疲弱和成本上升的挑战，但将通过市场拓展、产能优化和技术创新巩固领先优势。

风险提示：宏观经济与主要客户表现不及预期；原材料价格大幅波动；汇率大幅波动；贸易政策风险；系统性风险。

投资建议：看好核心供应商保持份额领先与中期盈利能力回升。公司2025订单增长均好于品牌客户自身表现，在份额领先的地位下继续实现高于同业的增长，体现了公司的出色竞争力，明后年伴随大客户经营周期改善和新品推出也有望进一步恢复盈利能力。我们维持盈利预测，预计2025-2027年净利润为

65.8/74.6/84.0 亿元，同比增长 5.4%/13.4%/12.6%。，维持目标价 75-82 港元，对应 2025 年 16-17.5x PE，维持“优于大市”评级。

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

◆ 海澜之家(600398.SH) 财报点评:二季度收入增长提速，主品牌企稳新业态持续布局

2025 上半年收入增长 1.7%，扣非归母净利润增长 3.8%。2025 上半年公司收入同比+1.7%至 115.7 亿元，归母净利润同比-3.4%至 15.8 亿元，归母净利润下滑主要受去年同期斯搏兹并表贡献一次性投资收益影响，投资收益占收入比率同比-1.1 百分点；扣非归母净利润同比+3.8%至 15.7 亿元。毛利率同比+1.1 百分点至 46.4%；销售费用率同比+0.4 百分点至 21.4%；财务费用率同比+0.3 百分点至-0.4%，主要受利率下降导致利息收入减少影响；其他费用率基本稳定；归母净利率同比-0.7 百分点至 13.7%，扣非归母净利率同比+0.3 百分点至 13.5%。存货金额同比+7.3%至 102.6 亿元，存货周转天数同比+50 天至 323 天，存货上升主要受斯搏兹并表后备货增加影响。

第二季度收入增长环比提速，毛利率提升，净利率受投资收益及存货减值影响下滑。2025 第二季度公司收入同比+3.6%至 53.8 亿元，归母净利润同比-13.9%至 6.5 亿元，扣非归母净利润同比+1.4%至 6.4 亿元。毛利率同比+2.6 百分点至 46.0%；销售/管理费用率分别同比-0.8/+0.7 百分点。非经项目中，受存货跌价准备计提影响，资产减值损失占收入比例同比-2.0 百分点；叠加去年同期斯搏兹并表，投资收益占比同比-2.2 百分点；归母净利率同比-2.4 百分点至 12.1%，扣非归母净利率同比-0.3 百分点至 11.9%。

主品牌直营表现稳健，新业态持续布局。1) 海澜之家主品牌：上半年收入 83.9 亿元，同比-5.9%，其中线下直营门店拓张驱动直营收入增长，且二季度增长提速；加盟收入小幅下滑；线上收入上半年保持增长，二季度增速放缓，主要因公司电商渠道以利润增长为主要目标，战略性放缓规模增长；毛利率+2.2 百分点达 48.3%。直营门店净增 64 家至 1532 家，加盟店净减 174 家至 4365 家。2) 团购业务：上半年收入 13.4 亿元（+23.7%），毛利率 40.4%（-3.2 百分点），客户规模扩张带动收入增长。3) 其他品牌：合计收入 15.0 亿元（+65.6%），毛利率 49.1%（-9.6 百分点），预计 OVV、英氏平稳增长，阿迪达斯 FCC/京东奥莱加速布局，两者门店数量分别到 529/23 家。

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：主业企稳，新业态增长可期。公司二季度收入增速环比提升，扣非净利润保持增长，主品牌增长企稳，尤其线下直营在门店扩张驱动下保持收入增长；新业态京东奥莱和阿迪 FCC 业务，保持快速扩张趋势，预计未来 3-5 年都有新店快速开出。基于宏观消费环境的不确定性，我们小幅下调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 23.1/26.2/29.2 亿元（前值为 24.6/27.6/30.1），同比增速分别为+6.9%/13.4%/11.6%；给予 7.7-8.6 元目标价，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）

◆ 德尔玛(301332.SZ) 财报点评:营收利润表现平稳，水健康类新品带动增长

收入利润稳健增长。公司 2025H1 实现营收 16.9 亿/+4.0%，归母净利润 0.7 亿/+1.1%，扣非归母净利润 0.6 亿/-1.1%。其中 Q2 收入 9.1 亿/+0.3%，归母净利润 0.5 亿/+1.0%，扣非归母净利润 0.4 亿/-0.7%。

水健康类电器增长较好，个护健康类有所承压。2025H1 在新需求与以旧换新政策拉动下，我国水家电（净水器、净饮机、饮水机等）行业规模增长良好。奥维云网数据显示，H1 水家电零售额同比增长 21.3%至 156.5 亿，其中净水器销额增长 22.0%，净饮机销额增长 41.4%，饮水机销额增长 8.9%。公司 H1 飞利浦水健康类收入同比增长 13.7%至 6.6 亿，在新品的带动下实现较快增长。清洁电器等家居环境类电器需求有所复苏，H1 收入同比增长 3.3%至 6.8 亿。个护健康类受行业需求分化及高基数影响，收入下降 9.2%至 3.4 亿。

境内收入增长良好，海外收入规模有所回落。H1 公司境内收入同比增长 6.3%至 14.0 亿，境外收入下降 6.0%至 2.8 亿。公司 2024 年海外收入增长超 20%，H1 预计受高基数及库存影响，规模有所回落。后续随着公司持续拓展境外销售渠道，加快飞利浦水健康及个护健康类产品出海，海外发展有望持续贡献增长动能。

毛利率受渠道结构影响,盈利保持稳定。公司H1毛利率同比-0.4pct至31.7%,其中Q2毛利率同比-0.2pct至32.9%。分产品,H1公司家居环境类毛利率受渠道结构变动影响,同比-5.5pct至22.0%;水健康类毛利率在新品的带动下快速提升,同比+5.6pct至39.6%;个护健康类毛利率同比-1.0pct至36.5%。分渠道,公司内销受洗地机等家居环境类拖累,毛利率同比-1.2pct至30.9%;外销毛利率同比+3.8pct至35.7%。公司费用率有所优化,Q2销售/管理/研发/财务费用率同比分别-1.3/+0.1/-0.2/+0.2pct至18.4%/4.0%/5.1%/-0.5%。Q2公司公允价值变动损失和资产及信用减值损失同比有所增加;Q2归母净利率为5.0%,同比基本持平。

风险提示:行业竞争加剧;海外扩张不及预期;国内外需求增长不及预期。

投资建议:下调盈利预测,维持“优于大市”评级

公司具备较强的渠道运营及产品打造能力,通过聚焦优势品类、加速海外扩展,借助“飞利浦”及“德尔玛”双品牌矩阵,公司有望实现长期稳健增长。考虑到公司海外收入有所下降、洗地机竞争加剧,下调盈利预测,预计公司2025-2027年归母净利润为1.5/1.8/2.0亿(前值为1.8/2.0/-亿),同比+7%/+16%/+11%,对应PE为34/29/26倍,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)

◆ 伊之密(300415.SZ) 财报点评:2025年上半年净利润同比增长15%,海外布局持续推进

2025年上半年营业收入同比增长15.89%,归母净利润同比增长15.15%。公司发布2025年中报,2025年上半年实现营收27.46亿元,同比增长15.89%;归母净利润3.45亿元,同比增长15.15%。单季度看,2025年第二季度公司实现营收15.59亿元,同比增长约10.20%;归母净利润2.12亿元,同比增长17.32%。下游新能源汽车、家电等行业需求回暖带动收入增长,叠加全球化战略推进,未来增长动能充足。盈利能力方面,2025年上半年公司毛利率/净利率为31.08%/12.90%,同比下滑1.53/0.01pct。期间费用方面,2025年上半年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为7.53%/4.98%/4.86%/-0.14%,同比变动-1.98/+0.13/-0.35/-0.54pct。

高端产品研发与海外市场拓展成效显著。注塑机业务营收19.32亿元,占比70.3%,同比增长13.09%,五沙新厂智能化产能释放支撑交付效率提升;压铸机业务营收5.56亿元,占比20.2%,同比增加33.29%,超大型设备如LEAP 7000T压铸机交付长安汽车,奠定新能源车领域优势;橡胶注射机及创新产品(如半固态镁合金注射机)加速产业化,全球创新中心推动新材料工艺落地。海外业务覆盖90余国,印度工厂及北美基地贡献增量,全球化直销网络强化服务响应能力。

注塑机景气度持续向好,全球产能持续扩张。根据海关数据,2025年1-7月注塑机出口金额99.23亿元,同比增长29.48%,其中7月出口金额14.07亿元,同比增长24.50%。2025年上半年,公司在印度等重要市场实施本土化投资及经营,加大产品的直销力度及售后服务能力,提升国际市场竞争力,全面打造伊之密品牌国际化形象。目前,公司的海外业务覆盖90多个国家和地区,海外收入7.49亿元,占比27.28%,同比增长27.01%。

投资建议:公司是国内领先的模压成型设备供应商,注塑机有望持续受益国内份额提升及出口拉动,压铸机受益中高端LEAP系列带来竞争力强化,镁合金注射产品处于国内龙头地位,有望受益人形机器人、新能源汽车等结构件的轻量化趋势。我们维持盈利预测,预计2025-2027年归母净利润7.06/7.98/8.95亿元,对应PE值16/14/13x,维持“优于大市”评级。

风险提示:新产品进展不及预期;下游需求不及预期;市场竞争加剧。

证券分析师: 吴双(S0980519120001)、杜松阳(S0980524120002)

◆ 蓝思科技(300433.SZ) 财报点评:2025营收利润同比增长,毛利率环比提升

2025营收、归母净利润同比增长,毛利率环比提升。公司发布2025年半年报,1H25营收329.60亿元(YoY+14.18%),归母净利润11.43亿元(YoY+32.68%),2Q25公司营收158.97亿元(YoY+18.91%,QoQ-6.83%),归母净利润7.14亿元(YoY+29.30%,QoQ+66.43%),毛利率15.75%,环比提升。分业务看,1H25智能手机与电脑/智能汽车与座舱/智能头显与智能穿戴/其他智能终端业务分别营收

272/32/16/3.6 亿元，分别同比增长 13%/16%/15%/128%。

折叠屏及材料升级将带动公司营收增长。2025 上半年公司完成了多款年度旗舰手机的研发和量产准备，配合头部客户量产多款新品高端机型金属中框，市场份额与盈利较上年快速增长；个人计算机业务受益于市场需求回暖，上半年产销与盈利同步提升。折叠屏方面，公司是超薄柔性玻璃全球核心供应商，目前占据 UTG 和相关结构件领先市场地位，新品开发验证顺利，开始根据客户需求进行产能规划和产线建设为新机大规模量产做准备。新型 3D 玻璃需求快速放量，加工难度高带动单片价值量大幅提升。

智能汽车与座舱类业务产品矩阵进一步拓展。在智能汽车与座舱业务中，公司持续深化智能座舱产品矩阵的技术纵深与市场渗透，中控模组、智能 B/C 柱、充电桩、座舱装饰件及无线充电模组等核心产品线协同放量，通讯模组与域控制器同步突破，已实现批量交付。超薄夹胶车窗玻璃成功导入国内头部车企新车型量产体系，同步深化与全球科技品牌及欧美传统车企合作，即将进入批量生产阶段，公司已根据客户需求启动车窗玻璃产能建设。

港股上市，完善全球化产能布局。2025 上半年公司港股上市，募集资金 30%用于智能终端折叠屏功能件及相关配件的技术储备及产能建设，8%用于智能汽车外观结构件及配套产品，5%用于智能机器人产能配套，28%用于扩大海外业务布局，提升海外产能，形成中国总部+海外基地的产能网络。公司已经实现从原材料及功能结构件生产、到功能模组贴合、整机组装的全产业链垂直整合，是智能终端全产业链一站式精密制造解决方案提供商。

投资建议：看好公司全产业链垂直整合，完善全球化布局，“消费电子+智能汽车+新兴智能终端”多轮驱动带来的业绩增长，维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 51.46/64.34/73.46 亿元，同比增速分别为 42.0%/25.0%/14.2%，对应 PE 为 29.9/23.9/20.9 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：需求不及预期；汇率波动风险；客户集中的风险。

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）

◆ 唯捷创芯(688153.SH) 财报点评:二季度环比扭亏为盈，WiFi 模组在 AI 端侧批量出货

二季度扭亏为盈，毛利率同环比提高。公司 2025 上半年实现收入 9.87 亿元（YoY -7.93%），实现归母净利润-943 万元，扣非归母净利润-2043 万元；毛利率同比下降 1.2pct 至 24.54%，研发费用同比下降 8.75%至 2.03 亿元，研发费率同比下降 0.2pct 至 20.55%。其中 2Q25 营收 4.78 亿元（YoY -21.66%，QoQ -5.99%），归母净利润 869 万元（YoY -48%，QoQ +148%），扣非归母净利润 229 万元（YoY -67%，QoQ +110%），环比扭亏为盈；毛利率为 28.02%（YoY +4.0pct，QoQ +6.8pct）。

上半年两大产品线收入均同比减少，接收端模组毛利率同比提高。分产品线看，2025 上半年公司射频功率放大器模组收入 7.89 亿元（YoY -7.61%），占比 80%，毛利率同比下降 2.2pct 至 23.98%，其中 5G 射频功率放大器模组收入 3.88 亿元，占射频功率放大器模组收入的 49.17%；接收端模组收入 1.95 亿元（YoY -10.39%），占比 20%，毛利率同比提高 2.4pct 至 26.59%。

持续推出 L-PAMiD 模组和 L-PAMiF 模组新产品，客户导入顺利。L-PAMiD 模组方面，公司基于第一代产品的量产经验，推出第二代产品 Phase 7LE Plus 模组，目标市场锁定 2025 年秋季的品牌手机旗舰机型，搭载该产品的智能手机将在 2025 年下半年面世；同步推进的 Phase 8L 模组专注于中高端手机市场，已成功导入多家品牌客户并实现批量出货。L-PAMiF 模组方面，低压版本 L-PAMiF 模组已导入客户，预计 2025 年下半年搭载该模组的手机将上市；公司开发的更新一代产品已实现全国产供应链配套；目前推进的第五代产品，则重点满足海外客户的应用需求。

大功率新一代 Wi-Fi 7 模组产品已在 AI 端侧领域实现批量出货。公司基于第三代 Wi-Fi 6/6E 产品的降本方案已经通过了客户端项目的验证，并完成了多个平台的适配性验证；第二代非线性 Wi-Fi 7 模组产品也已进入量产阶段。同时，公司开发的适用于 AI 端侧产品的大功率新一代 Wi-Fi 7 模组产品已在 AI 端侧领域实现批量出货。

投资建议：新产品量产销售顺利，维持“优于大市”评级

考虑到价格竞争给毛利率带来的压力以及下游需求复苏较弱，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润至

2.00/3.11/4.24 亿元(前值为 2.85/3.71/4.72 亿元),对应 2025 年 8 月 26 日股价的 PE 分别为 77/49/36x, 维持“优于大市”评级。

风险提示:新产品研发不及预期;客户验证不及预期;需求不及预期。

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)

◆ 南芯科技(688484.SH) 财报点评:二季度收入创季度新高,继续加大研发投入

上半年收入同比增长 17.6%, 2Q25 收入续创季度新高。公司 2025 上半年实现收入 14.70 亿元(YoY +17.60%), 归母净利润 1.23 亿元(YoY -40.21%), 扣非归母净利润 0.97 亿元(YoY -52.70%), 毛利率下降 4.3pct 至 36.97%, 研发费用同比增长 54.6%至 2.82 亿元, 研发费率同比提高 4.6pct 至 19.21%。其中 2Q25 营收 7.85 亿元(YoY +21.08%, QoQ +14.54%), 连续十个季度环比增长, 续创季度新高, 归母净利润 5917 万元(YoY -43.44%, QoQ -6.81%), 扣非归母净利润 4116 万元(YoY -61.15%, QoQ -26.85%), 毛利率为 35.92%(YoY -4.2pct, QoQ -2.2pct)。截至 2025 年中, 公司研发人员 756 人, 相比 2024 年底增加 189 人。

推出多款新产品, 压电驱动芯片可应用于微泵液冷方案。在高端消费电子领域, 公司推出了压电驱动芯片、内置 MOS 升降压充电芯片、高集成度移动电源 SoC 等产品。其中, 压电驱动芯片驱动的微泵液冷方案可大幅提升移动智能终端散热性能, 除了液冷应用, 该芯片还可广泛适用于触觉反馈、固态按键等压电驱动应用, 在智能手机等设备中均能实现低功耗和高精度的控制, 未来亦有望拓展至汽车、工业领域。在汽车电子领域, 公司推出了车规级高速 CAN/CAN FD 收发器、全新车规级升降压转换器及高边开关等产品。此外, 公司推出的全新 GaN 合封 PFC, 也已逐步切入工业电源领域。

完成珠海昇生微电子的收购, 补充嵌入式处理器能力。公司已完成以现金方式收购珠海昇生微电子有限责任公司 100%的股权, 交易对价合计不超过人民币 1.6 亿元。本次收购促进公司高效整合标的 MCU 芯片设计和开发的技术能力, 有助于公司深化掌握嵌入式内核, 具备自主可控 IP 和工具, 进一步强化硬件、算法、软件等嵌入式领域的技术优势, 有利于公司的产品研发。同时通过本次收购, 公司将扩充在嵌入式领域的研发、技术与客户服务能力, 公司将拥有更为完备的模拟与嵌入式产品结构, 为客户提供处理器芯片+模拟芯片+系统软件的解决方案。

投资建议: 公司不断拓展产品线和应用领域, 维持“优于大市”评级

由于公司在加大研发投入, 我们下调公司 2025-2027 年归母净利润至 3.13/4.31/5.60 亿元(前值为 3.78/4.85/5.76 亿元), 对应 2025 年 8 月 27 日股价的 PE 分别为 66/48/37x, 维持“优于大市”评级。

风险提示: 新产品研发不及预期; 客户验证不及预期; 需求不及预期。

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)

◆ 斯达半导(603290.SH) 财报点评:2025 归母净利润同环比均增超 50%, 新兴应用加速布局

公司 2Q25 营收与归母净利润均实现同环比增长。公司主要产品为 IGBT、FRD、碳化硅为主的功率半导体芯片、单管和模块; 随新能源汽车、需求快速增长, 新能源发电持续回暖, 2Q25 公司单季度实现营收 10.16 亿元(YoY+39.55%, QoQ+10.57%), 归母净利润 1.72 亿元(YoY+53.15%, QoQ+65.61%), 扣非归母净利润 1.59 亿元(YoY+49.96%, QoQ+56.30%), 受折旧增加等因素影响毛利率 29.16%(YoY-2.06pct, QoQ-1.22pct)。

1H25 新能源业务同比增长 52.82%, 汽车与光伏均实现快速增长。1H25 公司新能源行业营业收入为 12.13 亿元(YoY+52.80%); 其中, 新能源汽车行业营收同比增长 25.80%, 保持快速增长; 搭载自主第七代微沟槽技术的车规级 IGBT 模块持续放量, 新增多个定点。新能源发电行业经历 2024 年去库存后需求强劲复苏, 营收同比增长 200%以上; 其中面向地面电站 320KW 和工商业 150KW 光伏逆变器的模块产品在头部客户稳定大批量交付。

1H25 工控下滑，海外同比增长 62.14%，白电及其他行业同比增长 63.31%。受宏观经济影响，1H25 公司工控及电源营收 5.06 亿元（YoY-16.52%）短期承压。海外非亚洲地区收入 1.41 亿元（YoY+62.14%），公司车规级 IGBT 模块在欧洲一线品牌 Tier1 持续大批量交付，通过国内外 Tier1 配套欧洲、印度、北美等 OEM 厂商，份额迅速增长。公司变频白色家电营收 2.15 亿元（YoY+63.31%），1H25 公司完成了对美垦半导体 80%股权的收购，有望加速家电 IPM 市场拓展。

碳化硅、氮化镓和 MCU 顺利推进，新兴应用打开成长空间。1H25 公司车规级 SiC 模块新增多个量产车型，自建 6 英寸 SiC 产线迅速爬坡，良率达国际领先，自研第二代 SiC MOSFET 芯片已批量出货，光伏碳化硅模块产品陆续推出。此外，公司车规级 GaN 驱动模块获得了主电机控制器平台定点，预计 26 年进入装车应用阶段。MCU 部分，公司预计 26 年底车规级 MCU 开始小批量供货，25 年下半年工业级 MCU 开始送样测试。在新型应用领域，公司产品在大批量应用于服务器电源及数据中心设备基础上将拓展至 AI 服务器电源；SiC 模块已获载人电动商用飞行器定点，预计 26 年开始批量销售。

投资建议：中长期维度我们看好公司海外市场拓展与多维产品线布局带来的增长空间，结合 1H25 情况，略下调费用率，预计 25-27 年公司归母净利润 6.20/7.43/8.99 亿元（前值 25-27 年 5.56/7.19/8.00 亿元），对应 25-27 年 PE 分别为 38/31/26 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：新能源需求不及预期，MCU 等产品客户进展不及预期等。

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：股指分红点位监控周报-IH 及 IF 主力合约升水，IC 及 IM 合约贴水收窄

成分股分红进度

截至 2025 年 8 月 27 日：

上证 50 指数中，有 12 家公司处于预案阶段，0 家公司处于决案阶段，2 家公司进入实施阶段，33 家公司已分红，3 家公司不分红；

沪深 300 指数中，有 56 家公司处于预案阶段，2 家公司处于决案阶段，3 家公司进入实施阶段，214 家公司已分红，25 家公司不分红；

中证 500 指数中，有 82 家公司处于预案阶段，2 家公司处于决案阶段，1 家公司进入实施阶段，342 家公司已分红，73 家公司不分红；

中证 1000 指数中，有 115 家公司处于预案阶段，6 家公司处于决案阶段，6 家公司进入实施阶段，668 家公司已分红，205 家公司不分红。

行业成分股股息率比较

我们对当前已披露分红预案的个股股息率进行了统计，其中，煤炭、银行和钢铁行业的股息率排名前三。

已实现及剩余股息率

截至 2025 年 8 月 27 日：

上证 50 指数已实现股息率为 2.13%，剩余股息率 0.34%；

沪深 300 指数已实现股息率为 1.70%，剩余股息率 0.28%；

中证 500 指数已实现股息率为 1.13%，剩余股息率 0.14%；

中证 1000 指数已实现股息率为 0.87%，剩余股息率 0.11%。

股指期货升贴水情况跟踪

截至 2025 年 8 月 27 日，IH 主力合约年化升水 2.56%，IF 主力合约年化升水 0.59%，IC 主力合约年化贴水 5.51%，IM 主力合约年化贴水 10.35%。

风险提示：市场环境变动风险，公司分红方案变动风险。

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

◆ 金融工程日报：沪指深V反弹，科技龙头强势领涨

市场表现：今日（20250828）市场全线上涨，规模指数中中证500指数表现较好，板块指数中科创50指数表现较好，风格指数中中证500成长指数表现较好。通信、电子、综合金融、计算机、国防军工行业表现较好，煤炭、农林牧渔、综合、食品饮料、商贸零售行业表现较差。光模块（CPO）、光芯片、光通信、覆铜板、基站等概念表现较好，黄酒、生物育种、PVC地板、血液制品、仿制药等概念表现较差。

市场情绪：今日收盘时有65只股票涨停，有10只股票跌停。昨日涨停股票今日高开高走，收盘收益为3.19%，昨日跌停股票今日收盘收益为-2.20%。今日封板率71%，较前日提升27%，连板率25%，较前日提升10%。

市场资金流向：截至20250827两融余额为22275亿元，其中融资余额22124亿元，融券余额151亿元。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11.4%。

折溢价：20250827当日ETF溢价较多的是国联中证500ETF，ETF折价较多的是黄金ETF。近半年以来大宗交易日均成交金额达到14亿元，20250827当日大宗交易成交金额为15亿元，近半年以来平均折价率5.91%，当日折价率为5.29%。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0.28%、2.19%、9.33%、11.49%，当日上证50股指期货主力合约年化贴水率为0.49%，处于近一年来47%分位点，当日沪深300股指期货主力合约年化贴水率为1.18%，处于近一年来59%分位点；当日中证500股指期货主力合约年化贴水率为9.84%，处于近一年来46%分位点；当日中证1000股指期货主力合约年化贴水率为17.61%，处于近一年来25%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银轮股份、鱼跃医疗、纳科诺尔、良信股份、润丰股份、联赢激光、深南电路、晶盛机电等，银轮股份被190家机构调研。20250828披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入前十的股票是英维克、国际复材、岩山科技、奕东电子、通合科技、影石创新、翔鹭钨业、思泰克、舜宇精工、东鹏控股等，机构专用席位净流出前十的股票是中芯国际、剑桥科技、天孚通信、领益智造、鼎通科技、美诺华、东芯股份、中国稀土、浩物股份、佳都科技等。陆股通净流入前十的股票是天孚通信、领益智造、东山精密、岩山科技、剑桥科技、华胜天成、国际复材、中国稀土、东芯股份、张江高科、鼎通科技等，陆股通净流出前十的股票是中芯国际、英维克、宏景科技、隆扬电子、佳都科技、南方精工、天融信、东鹏控股、平潭发展等。

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	781.74	0.16	ICE 布伦特原油	68.05	1.23
白银	9332.00	0.20	铜	78880.00	-0.57
铝	20730.00	-0.59	铅	16855.00	-0.20
豆一	4087.00	0.02	锌	22140.00	-0.87
豆粕	2992.00	-0.43	镍	120550.00	-0.82
玉米	2244.00	1.40	锡	271850.00	0.38
螺纹钢	3093.00	0.35	SR509	5621.00	-0.46

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	45636.90	0.157297	61.21	61.21	61.21	61.21	40.56
德国 DAX 指数	24039.92	-0.026158	88.74	0.29	0.00	27.99	54.04
法 CAC40 指数	7762.60	0.241092	-2.21	-0.49	-0.32	2.44	47.28
恒生指数	24998.82	-0.805261	-0.42	-2.20	7.48	41.29	65.59
沪深 300 指数	4463.78	1.770500	4.09	7.92	16.35	35.82	59.33
美国 SP500 指数	6501.86	0.315673	2.06	1.75	10.41	16.26	47.98
纳斯达克综合指数	21705.16	0.532743	2.86	2.48	13.63	23.63	50.51
日经 225 指数	42828.79	0.725583	0.51	4.46	13.53	11.61	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	002371.SZ	北方华创	396.9300	6.2731	无数据	002371.SZ	北方华创	396.9300	6.2731	无数据
2	603083.SH	剑桥科技	95.0800	7.8127	无数据	688008.SH	澜起科技	117.5000	8.5952	无数据
3	688008.SH	澜起科技	117.5000	8.5952	无数据	300059.SZ	东方财富	27.9600	2.7563	无数据
4	300059.SZ	东方财富	27.9600	2.7563	无数据	300394.SZ	天孚通信	180.0100	19.9987	无数据
5	000063.SZ	中兴通讯	47.4200	7.5283	无数据	000063.SZ	中兴通讯	47.4200	7.5283	无数据
6	600276.SH	恒瑞医药	63.0300	-0.0317	无数据	600276.SH	恒瑞医药	63.0300	-0.0317	无数据
7	688256.SH	寒武纪-U	1587.9100	15.7284	无数据	688256.SH	寒武纪-U	1587.9100	15.7284	无数据

8	002241.SZ	歌尔股份	34.9300	1.5702	无数据	002241.SZ	歌尔股份	34.9300	1.5702	无数据
9	300476.SZ	胜宏科技	259.0000	19.5918	无数据	300476.SZ	胜宏科技	259.0000	19.5918	无数据
10	002594.SZ	比亚迪	109.3200	-1.2288	无数据	002594.SZ	比亚迪	109.3200	-1.2288	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	0883.HK	中国海洋石油	19.4000	0.04077253	81689.40	2800.HK	盈富基金	无数据	无数据	1192746.25
2	9926.HK	康方生物	152.2000	-0.03057325	109643.31	0981.HK	中芯国际	62.3000	0.10755556	814533.82
3	6869.HK	长飞光纤光缆	55.9500	0.25336022	132513.75	3690.HK	美团-W	101.7000	-0.12553740	773495.79
4	9660.HK	中油苏皇八一零C	9.1100	0.14735516	135847.09	9988.HK	阿里巴巴-W	115.8000	-0.04691358	540613.65
5	9660.HK	地平线机器人-W	9.1100	0.14735516	135847.09	2828.HK	恒生中国企业	无数据	无数据	477801.56
6	2628.HK	中国人寿	23.9200	0.00167504	144061.49	0700.HK	腾讯控股	594.0000	-0.00834725	302965.43
7	0700.HK	腾讯控股	594.0000	-0.00834725	244602.73	1347.HK	华虹半导体	57.2000	0.08436019	236760.70
8	1347.HK	华虹半导体	57.2000	0.08436019	283141.95	6869.HK	长飞光纤光缆	55.9500	0.25336022	128817.62
9	9988.HK	阿里巴巴-W	115.8000	-0.04691358	573589.26	9660.HK	中油苏皇八一零C	9.1100	0.14735516	111738.71
10	3690.HK	美团-W	101.7000	-0.12553740	806832.50	9660.HK	地平线机器人-W	9.1100	0.14735516	111738.71
11	0981.HK	中芯国际	62.3000	0.10755556	903781.39	2628.HK	中国人寿	23.9200	0.00167504	105696.75

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