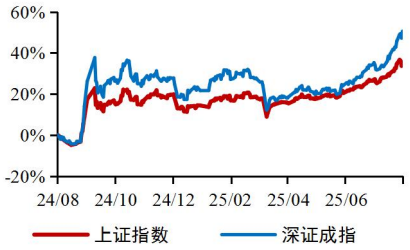
研究早观点

2025 年 8 月 29 日　星期五

市场走势



资料来源：最闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,843.60	1.14
深证成指	12,571.37	2.25
沪深 300	4,463.78	1.77
中小板指	7,718.66	1.80
创业板指	2,827.17	3.82
科创 50	1,364.60	7.23

资料来源：最闻

分析师：

李明阳

执业登记编码：S0760525050002

邮箱：limingyang@sxzq.com

【今日要点】

- 【行业评论】非银行金融：行业周报（20250818-20250824）:-券商分类评价优化，行业并购重组再迎新进展
- 【行业评论】通信：山西证券通信行业周跟踪：英伟达 scale-across 新品加速 DCI 建设，DeepSeek 有望加大国产芯片适配
- 【公司评论】永泰能源(600157.SH)：上半年煤电一体对冲波动，海则滩项目持续推进
- 【公司评论】中化化肥(00297.HK)：中化化肥-营收与盈利双升，差异化产品结构优化
- 【公司评论】广联达(002410.SZ)：广联达（002410.SZ）：业务结构优化推动利润率改善，AI 布局初显成效
- 【公司评论】联瑞新材(688300.SH)：联瑞新材-持续聚焦高端粉体，可转债项目助力成长
- 【公司评论】聚胶股份(301283.SZ)：聚胶股份-卫材热熔胶 25Q2 淡季不淡，超强格局下持续成长
- 【公司评论】赛轮轮胎(601058.SH)：赛轮轮胎-Q2 业绩受关税和税率影响短期承压，预计 Q3 成本明显改善
- 【山证军工】中航西飞（000768.SZ）2025 年中报点评-盈利能力持续提升，进一步拓展民机市场
- 【山证新材料】麦加芯彩 2025 中报点评-新能源涂料景气向上，海洋涂料取得突破

【今日要点】

【行业评论】非银行金融：行业周报（20250818-20250824）:-券商分类评价优化，行业并购重组再迎新进展

李明阳 limingyang@sxzq.com

【投资要点】

- **券商分类评价优化。**8 月 22 日，证监会发布《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》，将制度名称修改为《证券公司分类评价规定》。新规定将“引导证券公司更好发挥功能作用，提升专业能力”写入总则，更加突出加强券商发挥功能性作用导向。鼓励证券公司提升经营质量，在引入中长期资金、财富管理等领域更好发挥专业服务能力。新规减少总量加分指标，提高 ROE 加分力度，扩大经纪/投行/资管等加分覆盖面，鼓励中小机构根据自身禀赋探索差异化、特色化、专业化的发展道路。同时，强化重大违法违规等扣分项，提高“资格罚”扣分分值，突出“打大打恶”导向，加强中小投资者权益保护。新规更加体现“扶优限劣”，推动行业从规模扩张到质效提升，为中小券商差异化发展充分提供空间，合规经营稳健、综合实力较强的大型券商及具有特色化、差异化竞争优势的中小券商将充分受益。
- **行业并购重组再迎新进展。**继西部证券受让国融证券股份后，行业并购重组再迎阶段性进展。上周，国信证券发布公告，证监会核准公司成为万和证券主要股东，核准深圳投资成为万和证券实际控制人，对国信证券通过换股依法取得万和证券 21.84 亿股股份（占比 96.0792%）无异议。本次并购重组是深圳国资体系下最大的券商整合。通过控股万和证券，国信证券可以利用海南自贸港的地域禀赋，将万和证券打造为跨境业务领域的区域特色券商，同时整合其他业务条线，增强国信证券的综合竞争力。
- **上周主要指数均有不同程度上涨，上证综指上涨 3.49%，沪深 300 上涨 4.18%，创业板指数上涨 5.85%。**上周 A 股成交金额 12.94 万亿元，日均成交额 2.59 万亿元，环比增长 23.10%。两融余额 2.16 万亿元，环比提升 4.48%。中债-总全价(总值)指数较年初下跌 1.65%;中债国债 10 年期到期收益率为 1.78%,较年初上行 17.41bp。
- **风险提示**
- 宏观经济数据不及预期；资本市场改革不及预期；一二级市场活跃度不及预期；金融市场大幅波动；市场炒作并购风险。

【行业评论】通信：山西证券通信行业周跟踪：英伟达 scale-across 新品加速 DCI 建设，DeepSeek 有望加大国产芯片适配

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- 行业动向：
- **1）英伟达将推出 Spectrum-XGS 以太网 DCI 产品，并重新定义“scale across”。**英伟达将在 hotchip2025 正式推出基于以太网的 DCI 产品 Spectrum-XGS，这一产品用来连接不同地理位置上的数据中心以打造十亿瓦级 AI 超级工厂（若假设单 GPU 功率 1.5kw，这意味着 66 万卡以上超大集群）。英伟达认为，Scaleup、Scaleout 由于单机柜功率上限和数据中心物理空间限制已无法满足千兆级 AI 需求，SpectrumXGS 通过核心算法（动态适配长距离网络特性）、硬件协同（依托 ConnectX8 网卡、Spectrum-X 交换机、Blackwell 架构芯片）、软件全栈优化（Dynamo、Speculative Decoding）解决了跨地域 GPU 集群的通信延迟、拥塞与同步难题。该产品的首批用户将包括 CoreWeave，也有望支撑 Oracle、软银等推进的 Stargate 项目。我们认为，英伟达入局有望加速算力网络互联（DCI）建设，其中长距离光模块（包括相干、轻相干以及 ZR）、L3 层交换机以及 DCI 转换器（Transponder）将是主要受益环节，新型光纤如空芯光纤、G654E 在新建 DCI 项目中也有望崭露头角。此外，中国移动牵头的国产以太网 AI 网络标准 GSE 也有“逻辑长容器”技术设计可有效解决跨区域数据中心间带宽波动问题，建议关注网卡、交换芯片/交换机、光模块等 GSE 参与公司。
- **2）DeepSeek V3.1 发布，智能体能力升级并原生为下一代国产芯片 FP8 优化设计。**8 月 21 日，DeepSeek V3.1 正式发布，本次升级主要带来混合推理架构、思考效率更高以及在工具使用和智能体任务的更佳表现。根据评测，DeepSeek V3.1 在编程智能体、搜索智能体重较之前的 DeepSeekR1-0528 有明显提升。我们看到，DeepSeek V3.1 的亮点之一是基于 V3 的基座模型后训练实现的表现明显提升，证明 RL 后训练仍然是可以继续扩展的有效方式；二是使用了 UE8M0 FP8 Scale 参数精度，DeepSeek 强调这是针对即将发布的下一代国产芯片特别优化设计。我们看到市场对 DeepSeek 下一代模型的发布寄予厚望，主流趋势应是 chiplet 架构下芯片性能的大幅提升、超节点架构下 MoE 性能的大幅提升以及软硬协同的进一步增强（譬如对 FP8 的原生支持），国产芯片或逐渐从“能用”变为“好用”，我们认为昇腾 910 下一代芯片性能或更逼近主流国际水平、二线 GPU 厂商市场空间显著打开、超节点相关弹性较大（如 cable tray 铜连接、国产交换芯片、全光方案下的光模块、OIO 等）。
- 近期市场继续沿着 AI 算力的主线板块间加速轮动，有望续创新高，短期建议重逻辑看空间重视个股边际变化，同时以业绩设置安全边际把握回调加仓时机。
- **建议关注：DCI：德科立、光库科技、中际旭创、新易盛、长飞光纤、亨通光电；OCS：光库科技、凌云光、腾景科技、赛微电子、天孚通信、长芯博创；国产超节点：盛科通信、立讯精密、汇聚科技、华丰科技、沃尔核材、瑞可达、中兴通讯；商业航天：信科移动、上海瀚讯、通宇通信、臻镭科技、天银机电、上海港湾**
- **市场整体：**本周（2025.08.18-2025.08.22）市场涨跌不一，科创板指数涨 13.31%，申万通信指数涨 10.84%，创业板指数涨 5.85%，深圳成指涨 4.57%，沪深 300 涨 4.18%，上证综指涨 3.49%。细分板块中，周涨

幅最高的前三板块为物联网（+17.5%）、光模块（+16.3%）、云计算（+14.0%）。从个股情况看，中兴通讯、高澜股份、剑桥科技、和而泰、新易盛涨幅领先，涨幅分别为+32.21%、+24.75%、+23.65%、+20.55%、+17.41%。瑞可达、振邦智能、永贵电器、源杰科技、中天科技居后，涨跌幅分别为-6.95%、-1.71%、-0.94%、-0.65%、+0.13%。

- **风险提示：**
- 海外算力需求不及预期，国内运营商和互联网投资不及预期，市场竞争激烈导致价格下降超出预期，外部制裁升级。

【公司评论】永泰能源(600157.SH)：上半年煤电一体对冲波动，海则滩项目持续推进

胡博 hubo1@sxzq.com

【投资要点】

- **投资要点**
- **事件：**2025 年 8 月 26 日，公司发布半年报。上半年公司实现营业收入 106.76 亿元，同比减少 26.44%；实现归母净利 1.26 亿元，同比减少 89.41%。二季度单季公司实现营业收入 50.35 亿元，同比减少 29.98%，环比减少 10.74%；实现归母净利 0.75 亿元，同比减少 89.63%，环比增长 47.06%。
- **点评**
- **煤炭产销稳定，二季度盈利随价格变化有所承压，但预计三季度或将受益价格反弹。**公司 2025 年上半年实现吨煤收入 367.87 元/吨，同比降 54.45%，二季度吨煤收入 345.19 元/吨，同比降 52.96%；上半年实现吨煤毛利 85.88 元/吨，同比降 80.39%，二季度吨煤毛利 65.01 元/吨，同比降 83.08%。考虑三季度反内卷相关政策转向带动煤价上涨，预计三季度公司煤炭业务将有所改善。
- **成本改善推动电力板块毛利率提升，煤电一体优势显现。**2025 年上半年，受益于动力煤价格下行，公司电力业务经营效益持续提升，实现营业毛利 16.40 亿元，同比增加 20.51%；毛利率 20.96%，同比增加 5.50 个百分点。煤电一体化对业绩的稳定作用现。
- **海则滩煤矿稳步推进，预计投产后将明显改善公司业绩。**根据公司 2025 年半年报，海则滩煤矿项目矿建工程于 2024 年 6 月进入井下二期工程施工，截至 2025 年 6 月底工程成巷 11,000 余米，完成井下二期总工程量的 65%，土建工程及安装工程根据矿建工程进展同步推进。
- **投资建议**
- **考虑到公司明确海则滩煤进展，且电力业务毛利率提升，预计公司 2025-2027 年归母净利分别为 3.68/6.75/15.06 亿元。**公司坚持“煤电为基、储能为翼”的发展战略，内生与外延成长同步推进，且公司重视股东合理回报，维持“增持-A”投资评级。

- **风险提示**
- 宏观经济增速不及预期风险；煤炭价格超预期下行风险；行业政策变动导致资源扩增以及海则滩煤矿投产不及预期的风险；安全生产风险；电力价格风险；国际原油价格波动导致的石化贸易风险等。

【公司评论】中化化肥(00297.HK)：中化化肥-营收与盈利双升，差异化产品结构优化

李旋坤 lixuankun@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- 8 月 25 日，公司发布《2025 半年度报告》，2025H1 实现营收 147.15 亿元，同比+7.56%，归母净利 11.04 亿元，同比+5.04%。
- **事件点评**
- **营收与盈利双升，基础业务贡献较大增长。**分业务板块来看，公司基础业务分部贡献收入 101.07 亿元，同比+29.9%，贡献利润 7.19 亿元，同比+53.3%，主要受益于战略集采体系优化、采购渠道多元化及生物磷肥和钾肥的推广，有效降低综合用肥成本。成长业务分部贡献收入 77.53 亿元，同比+4.4%，贡献利润 4.20 亿元，同比+5.4%，得益于差异化复合肥销量增长，特别是“生物+”高端产品销量同比+51%，带动整体量利规模提升。生产业务分部贡献收入 32.02 亿元，同比+8.4%，贡献利润 3.01 亿元，同比下降 15.6%，主要由于原材料价格上行及尿素市场价格下滑。
- **差异化产品结构优化，生物+战略驱动业务增长。**公司坚持优质差异化精品战略，2025H1，公司实现销量 474 万吨，同比+1.72%，其中各类差异化产品销量合计 150 万吨，同比+13.64%。在“生物+”研发能力建设方面，新建立 1 套生物技术研究模型，在技术研究攻关方面，生物解磷、靶向增效等 3 项核心生物技术达到应用阶段，在产品开发转化方面，集成生物技术，发布并上市生物肥「智养」、「焕丰」，开发水溶「美麟美」及「蓝麟」升级产品并试产试销，科研成果转化量达到 101 万吨，其中高端类产品转化量同比增长 59%。
- **投资建议**
- **预计公司 2025-2027 年净利润分别为 13.5\ 14.8\ 16.0 亿元，对应 PE 分别为 6.6\ 6.1\ 5.6 倍。**考虑公司是高股息分红央企，内部产品结构改善提升盈利水平，“生物+”战略加速落地，磷矿储备资源丰富，未来增量可期，维持“买入-A”评级。
- **风险提示**
- 汇率变动、下游需求不及预期、在建项目不及预期等风险。

【公司评论】广联达(002410.SZ)：广联达（002410.SZ）：业务结构优化推动利润率改善，AI 布局初显成效

方闻千 fangwenqian@szxq.com

【投资要点】

- **事件描述**

- **8 月 25 日，公司发布 2025 年半年报，其中，2025 上半年公司实现收入 28.00 亿元，同比减少 5.37%；上半年实现归母净利润 2.37 亿元，同比增 23.65%，实现扣非净利润 2.14 亿元，同比增 22.67%。**2025 年二季度公司实现收入 15.72 亿元，同比减 5.24%；二季度实现归母净利润 2.07 亿元，同比增长 11.63%，实现扣非净利润 1.95 亿元，同比增长 10.88%。

- **事件点评**

- **业务结构优化推动公司盈利能力进一步改善。**受下游房地产新开工面积持续下滑影响，今年上半年公司收入增长依旧承压，但随着公司拓展基建业务、布局海外市场以及积极拥抱 AI，未来收入端将呈现一定增长韧性。2025 上半年公司毛利率为 87.79%，较上年同期提高 1.11 个百分点，主要是因为公司主动优化业务结构，减少非核心、低毛利产品的销售。在费用端，由于公司加强产品推广，相关广告及业务宣传费用增加，上半年销售费用同比增长 3.78%，而随着公司形成业务聚焦及加强费用管控，上半年研发投入同比减少 7.73%，同时受益于一次性补偿金等人力成本减少，管理费用同比减少 13.11%。得益于业务结构优化及费用管控，2025 上半年公司净利率达 9.20%，较上年同期提高 2.25 个百分点。此外，随着公司持续加强回款管理，上半年公司销售商品、提供劳务收到的现金同比去年增加 1.62 亿元，经营活动产生的现金净流出同比减少 19%。

- **数字成本云合同降幅收窄，数字施工毛利率大幅提升。**分业务看，1）2025 上半年数字成本业务实现收入 22.86 亿元，同比减少 7.06%，主要是由前期签订云合同分期结转的收入减少所致，而 Q2 新签云合同降幅已明显收窄，其中，传统造价业务续费率同比提升 1.3 个百分点，新产品中清标产品收入持续增长，指标网、成本测算收入增速超 30%；2）上半年数字施工业务实现收入 3.12 亿元，同比增长 8.21%，扭转收入下滑趋势，并且，公司大力推广项目级标准化产品，减少低毛利率产品占比，推动施工业务毛利率提升至 52.01%，较上年同期提高 26.03 个百分点；3）上半年数字设计业务实现收入 0.31 亿元，同比减 13.11%，其中数维房建和数维基建产品能力均在持续快速升级；4）上半年海外业务实现收入 1.16 亿元，同比增 9.62%，其中 Q2 增速达 21.62%，同时 Q2 公司亚洲区域客户续费率环比提升超 10 个百分点，并且新品 MCINNOVA MEP 已进入样板客户阶段。

- **公司的 AI 布局已初显成效，并开始逐步贡献增量收入。**一方面，公司持续打磨行业 AI 平台，今年上半年平台 AI 服务调用量超 4000 万次，行业 AI 平台模型服务消费达 143 亿 Tokens，同时，行业 AI 平台支撑 AI 应用快速开发，目前已赋能 80 多个 AI 产品开发，并支撑 17 个 AI 应用发布；另一方面，公司围绕设计一体化、成本精细化、施工精细化等高价值场景持续打造 AI 产品，其中，AI 原生产

品 Concetto 的 AI 渲染鸟瞰图生成效果行业领先，并首创三维模型合成；AI+成本产品能够将智能预算拆分效率提升 10 倍，将 AI 标前成本编制效率提升 7 倍；融入 AI 能力的项目决策系统 PMSmart 在数据采集、连接、分析决策方面较人工提效 30 倍。今年上半年，由 AI 直接带来的合同已超过 4000 万，同时 AI 持续赋能产品升级，提升产品竞争力，间接推动业务增长。

- **投资建议**
- 公司作为建筑 IT 龙头厂商，未来在建筑业数字化转型持续推进下将充分受益，调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.29\0.34\0.38，对应公司 8 月 28 日收盘价 15.38 元，2025-2027 年 PE 分别为 53.24\45.51\40.31，维持“增持-A”评级。
- **风险提示**
- 下游客户需求不及预期，业务拓展不及预期，汇率波动风险，市场竞争加剧风险。

【公司评论】联瑞新材(688300.SH)：联瑞新材-持续聚焦高端粉体，可转债项目助力成长

李旋坤 lixuankun@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **高端需求持续拉动，25Q2 业绩符合预期。**2025 年上半年，公司实现营收 5.19 亿元，同比+17.12%；归母净利 1.39 亿元，同比+18.01%:扣除非经常性损益后的净利为 1.28 亿元，同比+20.69%。其中 25Q2 实现营收 2.81 亿元，同环比分别+16.38%/ 17.55%，归母净利 0.76 亿元，同环比分别+14.89%/ 19.94%。在先进封装加速渗透、高性能电子电路基板市场需求快速提高、导热材料持续升级的行业发展趋势下，公司紧抓行业发展机遇，持续聚焦功能性先进粉体材料，收入同比保持增长，市场份额稳步提升。
- **事件点评**
- **高性能高速基板需求推动产品认证速度加快。**公司聚焦 AI/5G/HPC 芯片封装、Chiplet/HBM 异构集成、M8/M9 覆铜板、新能源汽车高导热材料及毫米波雷达等领域。深化纳米级球形二氧化硅、球形二氧化钛、氮化物粉体等材料研发，攻克氮化物球化、氮化铝防水解难题。推出 Low α 微米/亚微米球形二氧化硅，低钠/Low α 球形氧化铝，覆铜板用低损耗球形二氧化硅及新能源高导热球形氧化铝等产品。高阶产品营收占比提升，技术壁垒不断夯实。
- **可转债项目助力公司成长。**公司发行 7.2 亿元可转债项目：1）4.23 亿元投资高性能高速基板用超纯球形粉体材料项目(建设期 3 年)，瞄准 AI 算力、5G 通信等领域对高频高速基板材料的需求，项目达产后将新增 3600 吨产能，产品具有低介质损耗(Low Df)、高纯度等特性，适配新一代服务器、交换机等设备的关键材料需求，项目达产预计实现销售收入 6.59 亿元，利润总额为 1.80 亿元；2）3.88 亿元投资高导热高纯球形粉体材料项目(建设期 18 个月)，聚焦新能源汽车、消费电子等领域的散热痛点，新

增 1.6 万吨高导热球形氧化铝产能，满足热界面材料(如导热硅脂、凝胶)对填料的高导热率要求，项目达产预计实现销售收入 3.10 亿元，利润总额 0.63 亿元。

- **高性能高速基板市场迅速增长，推动超纯球形二氧化硅需求。**据 Goldman Sachs Global Investment Research 预计，全球 CCL 市场 2024-2026 年复合增长率为 9%，而高阶 CCL(HDI&高速高频)市场 2024-2026 年复合增长率高达 26%。高性能高速基板对上游关键功能性填料提出了更高的性能要求，需要选择具有较低介电损耗的材料以保证在使用过程减少信号传输时的衰减、时延，以提高信号完整性，对于功能性填料的粒径、介电损耗等性能指标要求更为严格。超纯球形二氧化硅作为高性能高速基板的关键功能性填料，能显著降低电子电路基板材料的介电损耗，提高信号传输速率和完整性，高端填料需求将迎来快速增长期。

- **投资建议**

- 预计公司 2025-2027 年归母净利分别为 2.9/3.4/3.9 亿元，对应 PE 分别为 50/42/37 倍，维持“买入-B”评级。

- **风险提示**

- 市场开拓不及预期；原材料价格大幅波动；产能建设进度不及预期；技术失密或核心技术人员流失等。

【公司评论】聚胶股份(301283.SZ)：聚胶股份-卫材热熔胶 25Q2 淡季不淡，超强格局下持续成长

李旋坤　lixuankun@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**

- **公司 25Q2 业绩创单季度历史新高。**公司发布半年报，实现营业收入 9.9 亿元，同比增长 5.5%；实现归母净利 0.8 亿元，同比大幅增长 41.4%；扣除非经常性损益后的净利润为 0.73 亿元，同比增长 37.2%。其中 25Q2 实现收入 4.9 亿元，同比+6.2%，环比-2.5%，收入环比下降主要系卫材热熔胶行业每年二季度属于景气低点所致，实现归母净利为 0.46 亿元，环比+28.4%，同比+74.6%，同环比大幅改善主要系公司提价及原材料降本所致。

- **事件点评**

- **卫材热熔胶竞争格局优异，行业拐点来临。**卫材热熔胶主要由公司、汉高、富乐、波士胶共同占据，进入门槛较高，全球前十大卫生用品厂商（如宝洁、日本大王、金佰利等）占据了绝大市场份额，对于卫材热熔胶技术要求严苛，一般企业很难进入该等知名厂商的供应链体系。公司凭借行业最具竞争力的优势，不断抢占三大家市场份额，陆续扩建了波兰（6.1 万吨）、广州新基地（12 万吨）及马来西亚新工厂（6 万吨），新增产能合计约 24 万吨，22-24 年产销量连续 3 年增速在 19%以上，实现了后来者居上。

- **注重研发及供应链配套，奠定行业王者。**公司通过持续增强研发和技术创新能力，不断进行配方优化和升级迭代，成功将国产原材料导入公司的配方体系，实现原材料替代，并同供应商一同开发进步，持续保持着产品性能和成本的领先优势。目前，公司的产品也已达到欧美发达国家的要求，并已进入欧美主流卫生用品品牌企业的供应体系。
- **育儿补贴政策或推动卫材行业进一步修复。**中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《育儿补贴制度实施方案》，从 2025 年 1 月 1 日起，对符合法律法规规定生育的 3 周岁以下婴幼儿发放补贴，每年发放补贴 3600 元，至其年满 3 周岁。2024 年我国新生儿为 954 万人，预计补贴方案的推出将逐步推动生育数量的稳步修复，利好国内卫材热熔胶行业。
- **投资建议**
- 卫材热熔胶竞争格局优异，行业拐点来临，育儿补贴政策或推动卫材行业进一步修复，我们上调公司 25-27 年归母净利分别为 2.2/2.8/3.2 亿元，对应 PE 分别为 16/13/11X，维持“买入-B”评级。
- **风险提示**
- 项目投产不及预期风险；原材料价格波动风险；海外市场拓展不及预期风险等。

【公司评论】赛轮轮胎(601058.SH)：赛轮轮胎-Q2 业绩受关税和税率影响短期承压，预计 Q3 成本明显改善

李旋坤　lixuankun@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **8 月 26 日，公司发布《2025 半年度报告》。**2025H1，实现营业总收入 175.9 亿元，同比+16.1%；归母净利润 18.3 亿元，同比-14.9%；扣非归母净利润 18.3 亿元，同比-11.1%。其中，2025Q2 公司实现营业总收入 91.8 亿元，同环比分别+16.8%/+9.1%；归母净利润 7.9 亿元，同环比分别-29.1%/-23.7%；扣非后归母净利润 8.2 亿元，同环比分别-21.2%/-18.8%。
- **事件点评**
- **公司轮胎销量增速远超行业，利润率下降主要系关税和税率政策影响。**据米其林数据，2025 年上半年全球半钢胎与全钢胎销量合计为 9.18 亿条，较去年同期略有增长。其中，半钢胎销量为 8.13 亿条，同比增长 2%；全钢胎销量为 1.06 亿条，同比增长 1%。2025H1，公司轮胎销量 3914.49 万条，同比增长 13%，其中，2025Q2 实现销量 1977.1 万条，同环比分别增长 10%/ 2%。盈利水平方面，2025Q2，公司销售毛利率净利率分别为 24.3%和 8.9%，同比分别-5.4/ -5.5pct，环比分别-0.4/ -3.7pct，主要系美国关税政策和香港全球最低税率政策影响。从海外基地业绩来看，2025H1 赛轮越南和 CART TIRE 营业收入分别增长 14.7%/ 70.4%，净利率分别为 17.0%/ 15.1%，同比分别下降 4.6/ 10.7pct。

- **原材料成本大幅下降，预计 2025Q3 将形成正面影响。**原材料方面，据我们统计，截至 2024 年 8 月 24 日，原材料价格指数 113.3，较 2024 年平均值下降 9.9%，其中 2025Q1/ 2025Q2/ 2025 三季度以来，原材料价格指数平均值分别为 131.5/ 112.8/ 111.9，环比分别-2.8%/ -14.2%/ -0.8%。原材料价格变化对轮胎企业销售毛利率往往存在约一个季度的滞后，主要系轮胎生产企业备有原材料库存，2025Q2 原材料成本大幅下降，预计 2025Q3 原材料成本下降将给公司带来正面影响。
- **加码海外布局，全球供应链韧性升级。**2025 年上半年，国际贸易壁垒呈现全面升级态势，具备全球化产能布局、精准供应链管理能力、雄厚技术实力及市场多元化策略的轮胎企业将更具竞争优势。公司已在中国的青岛、东营、沈阳、潍坊及海外的越南、柬埔寨、墨西哥、印尼建有轮胎生产基地，埃及、沈阳新和平生产基地计划近期启动建设。公司在海外共规划年生产 975 万条全钢子午胎、4900 万条半钢子午胎和 13.7 万吨非公路轮胎的生产能力，是目前海外布局产能规模最大的中国轮胎企业。5 月，公司印尼与墨西哥生产基地相继实现首胎下线。8 月，公司拟在埃及投资建设年产 360 万条子午线轮胎项目，增强全球供应链的响应速度与灵活适配能力。
- **投资建议**
- 预计公司 2025-2027 年净利润分别为 41.0/ 48.7/ 55.4 亿元，对应 PE 分别为 12/ 10/ 9 倍，维持“买入-B”评级。
- **风险提示**
- 主要原材料价格波动、国际贸易摩擦、汇率波动等风险。

【山证军工】中航西飞（000768.SZ）2025 年中报点评-盈利能力持续提升，进一步拓展民机市场

骆志伟 luozhiwei@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **中航西飞公司发布了 2025 年中报。**2025 年上半年公司营业收入为 194.16 亿元，同比减少 4.49%；归母净利润为 6.89 亿元，同比上升 4.83%；扣非后归母净利润为 6.52 亿元，同比上升 4.88%；负债合计 517.55 亿元，同比减少 3.35%；货币资金 54.21 亿元，同比减少 8.95%；应收账款 238.88 亿元，同比增长 1.89%；存货 212.11 亿元，同比减少 10.99%。
- **事件点评**
- **盈利能力持续提升。**公司不断加大成本管控工作力度，持续降本增效，2025 年上半年毛利率同比提升 1.38 个百分点达到 7.27%，净利率同比提升 0.32 个百分点达到 3.55%，盈利能力持续提升。
- **紧抓国内民机产业高速发展机遇，持续做大做强国际转包业务。**公司研制的飞机零部件产品已涵盖所有国产民用大中型飞机主力型号，公司的 C919 部件已实现稳定交付，交付数量持续增加，公司在机身、

机翼等部件集成制造核心技术上具备显著优势，未来有望持续扩大 C909、C919 及其他新研型号的民机部件订单储备。公司积极参与国际合作与转包生产，承担了空客公司 A320/A321 系列飞机机翼、机身，波音公司 B737 系列飞机垂尾与内襟翼等产品的制造工作，空客公司项目交付速率稳步提升，未来随着与空客公司的合作不断深入，国际转包订单储备有望持续放大，公司在民用航空领域的经营业绩有望持续提升。

- **投资建议**
- 我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.42\0.48\0.57，对应公司 8 月 26 日收盘价 28.91 元，2025-2027 年 PE 分别为 69.9\60.8\51.6，维持“增持-A”评级。
- **风险提示**
- 新装备列装不及预期；民机需求不及预期；产品交付不及预期。

【山证新材料】麦加芯彩 2025 中报点评-新能源涂料景气向上，海洋涂料取得突破

冀泳洁 0351-8686985 jiyongjie@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **公司发布 2025 年中报，2025 年上半年实现营业收入 8.88 亿元，同比增长 17.09%；归母净利润 1.10 亿元，同比增长 48.83%。**公司综合毛利率为 23.50%，同比提升 3.9 个百分点。2025Q2 营业收入 4.63 亿元，环比 Q1 增长 9.25%，归母净利润为 0.6 亿元，环比增长 19.57%。公司实现产品销量 4.76 万吨，相较去年同期 4.42 万吨同比增加 7.80%。公司计划每股派发现金红利 0.68 元（含税）。
- **事件点评**
- **新能源涂料需求高景气，销量同比增长 84%。**2025 年上半年，公司新能源涂料业务实现收入 2.80 亿元，同比增长 71.66%，成为公司业绩增长的主要驱动力。根据国家能源局数据，2025 年 1-6 月，我国新增风电装机容量约 51.39 GW，较去年同期增长 25.55GW。新能源行业涂料占公司整体营收的比例提升至 31.55%，相较去年同期占比 21.52%增加了约 10 个百分点，新能源行业涂料在整体毛利额中的占比则接近 50%。风电领域的快速增长得益于公司自身竞争力的不断提升，以及来自海外终端客户的销售贡献。
- **海洋装备涂料销量稳中有升，船舶涂料取得突破。**2025 年上半年，公司集装箱涂料业务实现销量 3.8 万吨，收入 6.0 亿元，相比 2024 年上半年 5.82 亿收入，同比增长 3.8%。在面临 2025 年度集装箱需求相较 2024 年度需求可能大幅下降的情况下，公司海洋装备板块销量与去年同期基本持平，销售收入、毛利率、毛利额均实现增长，同时船舶涂料亦开始贡献销售。在船舶涂料方面，公司已于今年第一季度通过部分产品在挪威船级社的认证，中国和美国船级社认证顺利推进中。
- **形成“三老+三新+四小”业务格局，扩充产能预备市场需求。**公司不断丰富业务结构，目前已经初步

形成“三老+三新+四小”十个业务的格局：“三老”即原有三类业务，该类业务主要通过产品创新（如风电新产品）、增加客户覆盖范围（如 ONE、TIL）、开拓海外市场（如风电海外客户）、聚焦标志性业务（如桥梁钢结构的战略聚焦）继续实现增长；“三新”为船舶、海工、光伏涂料三类业务，该等业务自上市以来已取得明显进展；“四小”则为公司上市后新开展的业务，比如储能、数据中心、港口设备、电力工程及设施所用涂料（不含风电、光伏涂料）。公司产能扩张计划稳步推进，珠海基地 7 万吨/年涂料项目已于 2025 年 6 月末投入生产，南通基地 4 万吨/年扩产项目预计年底完成。新产能的释放将有助于公司应对市场需求增长，进一步巩固其在工业涂料领域的领先地位。

- **盈利预测、估值分析和投资建议：**
- 我们预测 2025 年至 2027 年，公司分别实现营收 17.97/20.45/23.78 亿元，同比增长-16.0%/13.8%/16.3%；实现归母净利润 2.4/3.03/3.71 亿元，同比增长 13.8%/26.2%/22.6%，对应 EPS 分别为 2.22/2.8/3.44 元，PE 为 23.5/18.6/15.2 倍，给予“买入-B”评级。
- **风险提示：**
- 下游行业波动风险：公司所处行业受下游行业（风电、集装箱等）景气度影响较大，宏观经济波动、风电行业发展不及预期等将面临涂料需求下降风险。
- 客户集中度高风险：公司下游客户所在的风电叶片制造行业、集装箱制造行业市场集中度较高，主要客户减少采购将影响盈利能力。
- 原材料价格波动风险：公司的直接材料成本约占主营业务成本的 90%，且树脂、助剂等原材料多属于成熟大宗化学品，其价格走势与原油价格走势具有一定相关性。

分析师承诺：

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

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

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

——行业评级

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

——风险评级

A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

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

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

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

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

山西证券研究所：

上海
上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼
太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn
深圳
广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层
北京
北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层