

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-08-29

宏观策略

2025 年 08 月 29 日

宏观深度报告 20250828: 投资于人: 今年中央财政支持的重点

在中央本级一般公共预算支出方面, 2025 年中央财政预算向国防支出、科学技术支出倾斜, 同时国债存量规模持续走高导致付息支出同步增长。2025 年, 中央本级一般公共预算支出预期将同比增长 2825 亿元, 其中国防支出、债务付息支出、科学技术支出预期将分别同比增长 1195 亿元、772 亿元、362 亿元, 支出增长相对较为明显。在中央对地方一般公共预算转移支付方面, 年初至今, 中央多项增量政策向民生领域倾斜支持, 预计年内中央增量财政支出将超过 1100 亿元。

晨会编辑 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

固收金工

固收周报 20250825: 转债市场分歧正在累积

1) 在维持整体仓位稳健的基础上, 降低部分高价标的风险敞口, 增量及回笼资金可增配 ETF 以平衡踏空风险; 2) 关注前期回撤较大的银行及基建板块, 和涨幅较小的地产及公用、化工板块中低价标的; 3) 目前我们仍维持权益市场“慢牛”的基本判断, 供需错配叠加震荡市下, 转债高估值磨顶期拐点远近或依赖于权益市场破位上行势能强弱。

固收周报 20250824: 周观: “股债跷跷板”的极致演绎 (2025 年第 33 期)

本周(2025.8.18-2025.8.22), 10 年期国债活跃券收益率从上周五的 1.745% 上行 4bp 至 1.785%。

固收点评 20250823: 绿色债券周度数据跟踪 (20250818-20250822)

观点 一级市场发行情况: 本周(20250818-20250822)银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 16 只, 合计发行规模约 67.90 亿元, 较上周减少 63.41 亿元。二级市场成交情况: 本周(20250818-20250822)绿色债券周成交额合计 530 亿元, 较上周减少 48 亿元。

固收点评 20250823: 二级资本债周度数据跟踪 (20250818-20250822)

一级市场发行与存量情况: 本周(20250818-20250822)银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。二级市场成交情况: 本周(20250818-20250822)二级资本债周成交量合计约 2162 亿元, 较上周增加 545 亿元。

行业

推荐个股及其他点评

上海洗霸 (603200): 2025 年中报点评: Q2 业绩符合预期, 硫化锂龙头扩产在即

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 25-27 归母净利润 1.4/2.0/6.3 亿元的预期, 同比+229%/+43%/+210%, 预计 PE 分别为 88/61/20 倍。考虑到公司固态电池+硅碳负极爆发, 中长期成长空间广阔, 维持“买入”评级。风险提示: 新技术进展不及预期, 原材料价格波动风险, 产能释放不及预期, 下游需求不及预期。

博众精工 (688097): 2025 年中报点评: 业绩快速增长, 3C 设备&换电站业务齐发力

盈利预测与投资评级: 考虑到 3C 和换电业务齐发力, 我们上修 25-27 年归母净利润分别为 5.55 (原值 4.95) /7.33 (原值 6.60) /9.34 (原值 8.36) 亿元, 当前市值对应估值水平分别为 29/22/17 倍, 上调公司至“买入”评级。 风险提示: 技术迭代风险, 行业竞争加剧, 关税不确定性风险。

元力股份 (300174): 2025 年中报点评: 盈利能力持续恢复, 白炭黑+新品开启放量

盈利预测与投资评级: 我们维持 25-27 年归母净利润 2.9/3.6/4.6 亿元的预期, 同比+0.3%/+25.0%/+27.9%, 对应 PE 为 22/17/14x, 维持“买入”评级。 风险提示: 下游需求放缓、新产品不及预期。

福莱特 (601865): 2025 年中报点评: 25Q2 盈利有所回升, 资产减值影响拖累业绩

盈利预测与投资评级: 考虑窑炉冷修计提资产减值损失, 我们下调 2025 年盈利预测, 基本维持 2026 及 2027 年盈利预测, 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 6.2/11.6/14.9 亿元 (前值为 8.2/11.6/14.9 亿元), 同比-39%/+88%/+28%, 考虑 2026 年逐步恢复增长, 维持“买入”评级。 风险提示: 竞争加剧、需求不及预期。

承德露露 (000848): 2025 年中报点评: 营收仍承压, 新品初步贡献

: 基于半年度表现, 以及小年现实, 我们调整全年营收及盈利预测。2025 年推新坚决, 费用投放较高, 部分抵消成本下降红利。对 2026 年重回大年 (春节充分受益) 乐观。新品季度贡献刚起步, 将继续观察, 如若铺货动销好于预期, 则市场对公司中期成长看法改观。我们预计 2025/2026/2027 年公司营收为 29.21/32.36/35.34 亿元 (前值 33.07/38.16/41.37 亿元), 归母净利润 6.04/6.64/7.33 亿元 (前值为 6.80/8.27/9.03 亿元), 当前市值对应 PE 为 15.1/13.8/12.5X, 基于强回购支撑和年末大年的切换, 维持“买入”评级。

瀚蓝环境 (600323): 2025 年中报点评: 内生&并购成长超预期, 首次派发中期股息

盈利预测与投资评级: 公司凭借优秀整合能力实现跨越发展, 并购成长+协同增效促估值&ROE 双升。考虑到公司内生&并表增长均超预期, 我们将 2025-2027 年归母净利润预测从 18.60/21.17/22.14 亿元调增至 19.63/22.23/23.30 亿元, 对应 PE 为 11/10/9 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 应收回款不及预期, 资本开支超预期上行, 政策风险等。

周大生 (002867): 2025 年半年报点评: 25Q2 归母净利同比+31.3%, 盈利能力显著回升

盈利预测与投资评级: 周大生作为国内头部珠宝品牌, 注重品牌年轻化和产品创新, 多品牌矩阵持续发力, 持续通过 IP 联名、婚庆场景和日常饰品系列拓宽消费群体, 依托渠道布局提升渗透力。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 11.1/12.2/13.1 亿元, 同比分别+10.1%/+9.3%/+7.6%, 最新收盘价对应 2025-2027 年 PE 为 13/12/11 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 终端需求不及预期, 开店不及预期, 金价波动等。

康缘药业 (600557): 2025 半年报点评: 业绩有所承压, 创新管线稳步推进

创新管线稳步推进, 多款产品值得期待: ZX2021 三靶点 (GLP-1R/GIPR/GCGR) 长效减重 (降糖) 融合蛋白已处于二期临床试验阶段,

进度位居国内前列。ZX2010 双靶点 (GLP-1R/GIPR) 长效降糖 (减重) 融合蛋白、重组人神经生长因子滴眼液 (ZX1305E 滴眼液, 治疗神经营养性角膜炎) 已处于 II 期临床试验阶段; 重组人神经生长因子注射液 (ZX1305 注射液, 治疗青光眼导致的视神经损伤) 完成 IIa 期临床, 正在准备 IIb 期临床试验。此外, 化药 1 类创新药方面, 氟诺啉齐片 (DC20, 治疗阿尔茨海默病) 完成 II 期临床数据统计, 预计 2025 年内启动三期临床; 喹诺利辛片 (DC042, 治疗良性前列腺增生)、SIPI-2011 片 (治疗室性心律失常)、WXSH0493 片 (治疗高尿酸血症), 正在积极推进 II 期临床试验。公司深度布局神经、代谢/降糖、自免等领域, 积极推进重点品种的临床进度, 打开想象空间。 盈利预测与投资评级: 公司上半年业绩有所承压, 我们将公司 2025-2026 年归母净利润预测由 6.6/7.5 亿元下调为 3.6/4.2 亿元, 2027 年预计为 5.0 亿元, 当前市值对应 PE 为 27/23/20 倍。考虑到公司研发能力强, 在研管线具有较大的估值弹性, 维持“买入”评级。 风险提示: 行业政策发生重大变更风险, 产品销售推广不及预期风险等。

指南针 (300803): 2025 年半年报点评: 市场活跃, 拉升各项业务收入增长

盈利预测与投资评级: 基于公司 2025H1 的经营情况, 我们小幅下调对公司的盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.83/3.78/4.98 亿元 (前值为 3.06/4.14/5.39 亿元), 对应 PE 分别为 326/244/186 倍, 维持公司评级“买入”, 期待麦高证券的发展, 看好公司长期成长性。 风险提示: 业务发展不及预期, AI 技术及应用发展不及预期。

精锻科技 (300258): 2025 年半年度报告点评: 25H1 业绩短期承压, 人形机器人+出海打开增长空间

盈利预测与投资评级: 考虑到行业竞争激烈及公司 25H1 业绩及盈利能力有所下滑, 我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预期至 1.89/2.37/2.98 亿元 (原为 2.41/2.90/3.59 亿元)。当前市值对应 2025-2027 年 PE 为 43/34/27 倍, 但考虑到公司部分新项目即将步入批产阶段, 叠加泰国公司投产对公司业绩的加持和机器人减速器业务对公司的非车业务的赋能, 我们仍维持精锻科技“买入”评级。 风险提示: 新能源渗透率不及预期; 产能爬坡不及预期; 新业务拓展不及预期。

中国人保 (601319): 2025 年中报点评: 综合成本率创近十年最佳, NBV 延续高增长

盈利预测与投资评级: 我们看好公司作为财险行业龙头具有的品牌效应和费用管控优势, 在精细化管理下有望持续优化业务结构、推动降本增效。结合公司 2025 上半年经营情况, 我们维持此前盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润为 510/540/597 亿元, 当前市值对应 2025E PEV 0.9x、PB 1.3x。维持“买入”评级。 风险提示: 1) 行业保费增速低于预期; 2) 自然灾害等不确定因素。

纽威数控 (688697): 2025 年中报点评: 业绩短期承压, 研发投入持续加码

盈利预测与投资评级: 考虑到当前公司利润阶段性承压, 我们调整公司 2025-2027 年归母净利润预测为 3.26 (原值 3.60) /3.78 (原值 4.20) /4.44 (原值 4.92) 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 22/19/16 倍, 公司持续加码研发投入提升产品力, 投资建设五期产能打开成长空间, 维持公司“增持”评级。 风险提示: 制造业复苏不及预期, 机床行业需求不及预

期，产能建设进度不及预期。

英科再生 (688087): 2025H1 中报点评: 剔除汇兑损益后业绩同增 32%, 装饰建材业务增长强劲

盈利预测与投资评级: 再生塑料先行者, 全产业链&全球化布局, 深耕再生塑料高值化利用终端制品, 随着品类扩张&渠道拓展, 盈利能力逐季提升。我们维持 2025-2027 年归母净利润 3.86/4.58/5.41 亿元, 对应 15/12/10 倍 PE, 维持“买入”评级。 风险提示: 汇率波动、贸易政策变动和加征关税风险。

拓荆科技 (688072): 2025 年中报点评: 25Q2 业绩高速增长, 薄膜沉积 & 先进封装设备进入收获期

累计出货超 3000 个先进反应腔, 平台化产品加速放量: (1) PECVD: 已实现全系列 PECVD 介质薄膜材料的覆盖, 通用介质薄膜材料和先进介质薄膜材料均已实现产业化应用。截至 2025H1 基于新型设备平台 (PF-300T Plus 和 PF-300M) 和新型反应腔 (pX 和 Supra-D) 的 PECVD Stack (ONO 叠层)、ACHM、Lok-II 及 PECVD Bianca 等先进工艺设备陆续通过客户验收, 量产规模不断扩大; 用于先进存储领域的 PECVD OPN、SiB 等先进工艺设备持续获得订单, 已出货多台至客户端验证; 公司目前已实现对 PECVD ACHM、a-Si、SiB、高温 SiN 等多款硬掩模工艺的全面覆盖 (先进制程), 成为国内集成电路领域硬掩模工艺覆盖最全面的设备厂商。(2) ALD: 是国产 ALD 工艺覆盖度第一的厂商。截至 2025H1 公司基于具有业界领先坪效比和最低拥有成本 (COO) 的平台 VS-300T 开发的 PE-ALD 设备持续获得客户订单, PE-ALD SiO₂ 和 PE-ALD SiCO 多台通过客户验证, 不断扩大量产规模, 公司已实现 PE-ALD 介质薄膜材料的全面覆盖; TiN T-ALD 持续获得客户订单, 出货量不断扩大。公司 2025Q2 确收金额已超 2024 年全年。(3) 先进封装设备: 公司在国内键合领域设备装机量和键合相关工艺覆盖率均位居第一 (HBM 应用), 其中晶圆对晶圆键合产品 Dione 300 及芯片对晶圆混合键合前表面预处理产品 Propus 均实现产业化; 公司自主研发了键合套准精度量测产品, 其中 Crux 300 已获得客户订单。公司先进封装设备 2024 年实现营收 9567 万元, 同比+48.8%。 盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润分别为 10.0/15.5/22.1 亿元, 当前市值对应动态 PE 分别为 53/35/24 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 晶圆厂资本开支下滑、国产化率提升不及预期等

东威科技 (688700): 2025 年中报点评: Q2 业绩环比改善, 有望充分受益于高端 PCB 电镀设备需求增长

有望充分受益于 HDI 电镀设备量价齐升: 随着算力需求快速攀升, 封装技术加速向高端化、低成本化演进, CoWoP 工艺搭配 HDI (高密度互连) 成为关键驱动力, 对先进电镀设备需求持续提升。公司针对 HDI (高密度互连) 领域布局了高价值量的水平电镀设备和 MVCP 设备, 有望充分受益于 HDI 电镀设备需求的增长: ①水平镀三合一设备: 相比垂直电镀, 水平电镀在高纵横比通孔和微盲孔领域具有明显优势, 更适用于高阶 HDI。②MVCP (移栽式垂直连续电镀) 设备: 公司 MVCP 电镀线宽/线距最小可达 8 μm, 能够满足 MSAP 工艺的高精度要求, 有望加速完成国产替代。③脉冲电镀设备: 相比传统的直流电镀, 脉冲电镀具备更好的深孔电镀能力和表面均匀性, 充分满足高端 HDI 高纵横比微孔填充需求, 市场前景广阔。 盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年归

母净利润预测为 1.47/1.85/2.24 亿元，对应当前估值约 87/70/57 倍 PE。尽管短期盈利承压，但公司在 PCB 设备升级及新能源设备放量方面具备扎实基础，看好中长期成长逻辑，维持“增持”评级。风险提示：宏观环境波动导致下游投资不及预期，新能源电镀设备出货节奏不确定，新产品验证及客户导入进展不及预期等。

老虎证券 (TIGR): 2025 年半年报点评: 交易活跃驱动业绩高增

盈利预测与投资评级: 结合公司 2025 年上半年经营情况，叠加我们对公司全球业务稳健发展的预期，我们上调公司业绩预期，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.35/1.92/2.49 亿美元(前值为 0.96/1.16/1.37 亿美元)，对应 PE 估值分别为 16/11/9 倍 (PE 计算口径为收盘价/EPADS)。我们看好公司持续拓展海外市场，加速用户规模扩张，公司中长期成长空间可观，维持“买入”评级。风险提示：监管趋严抑制业务创新，行业竞争加剧，权益市场大幅波动

新莱应材 (300260): 2025 年中报点评: Q2 业绩环比改善，看好公司持续受益于半导体&液冷双增长极【勘误版】

液冷系统积极布局，迈向 AI 基础设施新应用场景。面对 AI 服务器与 AIDC 等新型基础设施对高热密度散热方案的迫切需求，公司依托在洁净工艺、系统密封性及流体集成能力上的长期积累，前瞻性切入液冷业务，

围绕核心零部件与系统交付同步推进。公司通过子公司蒙康普推进液冷

产品布局，聚焦 CDU、流体管路、快接头、Manifold 等关键组件，已具备成熟批量加工能力。当前液冷渗透率仍处于提升初期，细分供应格局尚不稳定，公司凭借成熟的验证体系与客户基础，有望加速切入国产替代核心环节，在 AI 基础设施浪潮中打开新一轮成长空间。盈利预测与投资

评级: 考虑到公司订单情况，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测为 2.55/3.14/4.15 (前值 3.13/4.24/5.81) 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 62/50/38 倍。基于公司在半导体零部件业务的长期高成长性，维持“增持”评级。风险提示：下游扩产不及预期，国际贸易摩擦等。

中国财险 (02328.HK): 2025 年中报点评: 综合成本率大幅改善，承保利润与投资收益均向好

盈利预测与投资评级: 结合公司 2025 年上半年经营情况，我们上调公司盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 449/467/503 亿元 (前值为 432/456/492 亿元)，当前市值对应 2025E PB 1.2x，维持“买入”评级。

风险提示：1) 行业保费增速低于预期；2) 自然灾害等不确定因素。

中国人寿 (601628): 2025 年中报点评: NBV 实现两位数增长，OCI 股票规模翻番

盈利预测与投资评级: 我们看好公司作为寿险行业龙头的竞争优势，预计伴随公司个险营销转型的深入推进，队伍质态和业绩表现将进一步提升。结合公司 2025 年上半年经营情况，我们维持此前盈利预测不变，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 1075/1120/1205 亿元，当前市值对应 2025E PEV 0.8x、PB 2.1x，维持“买入”评级。风险提示：长端利率趋势性下行；新单保费增长不达预期。

银轮股份 (002126): 2025 年半年报点评: 2025Q2 业绩符合预期，多轮驱动公司快速发展

盈利预测与投资评级: 考虑到公司新项目放量节奏及关税的暂时影响，我们将公司 2025-2027 年归母净利润的预测调整为 10.02 亿元、12.47 亿元、

15.31 亿元(前值为 10.70 亿元、13.09 亿元、15.67 亿元),对应 2025-2027 年 EPS 分别为 1.20 元、1.49 元、1.83 元,市盈率分别为 31.13 倍、25.01 倍、20.38 倍,维持“买入”评级。风险提示:新能源乘用车销量不及预期;新产品拓展不及预期;原材料价格波动影响盈利。

五粮液(000858): 2025 年中报点评: 迎难而上, 务实求变

事件: 公司披露 2025 年中报。2025 上半年营收、归母净利润分别为 527.7、194.9 亿元, 同比+4.2%、+2.3%; 对应 25Q2 营收、归母净利润分别为 158.3、46.3 亿元, 同比+0.1%、-7.6%。盈利预测与投资建议: 参考 2025 年中报情况, 考虑高端需求复苏进程相对缓和, 我们调整 2025~27 年归母净利润预测为 316、320、349 亿元(前值为 338、365、403 亿元), 当前市值对应 2025~27 年 PE 为 16、15、14X, 维持“买入”评级。风险提示: 宏观表现不及预期、高端竞争加剧而需求疲弱、渠道改革效果不及预期。

科锐国际(300662): 2025 年中报点评: 营收盈利高增, AI 拓宽想象空间

投资要点 25Q2 收入与盈利高增速: 25H1 营收 70.75 亿元, yoy+27.7%, 归母净利润 1.27 亿元, yoy+47.0%。25Q2 营收 37.7 亿元, yoy+30.0%。归母净利润 0.7 亿元, yoy+51.3%。扣非归母净利润 0.5 亿元, yoy+21.0%。主要由于收到政府补贴加大, Q2 营业外收入 0.36 亿元, 占利润总额 19.4%。毛利率 5.5%, yoy-1.52pct, 净利率 1.9%, yoy+0.34pct, 归母净利率 1.8%, yoy+0.26pct。核心业务灵活用工拉动营收, 中高端人才寻访高盈利: 营收按板块拆分, 公司灵活用工 25H1 收入 67.36 亿元, yoy+29.3%, 中高端人才访寻收入 1.96 亿元, yoy-1.2%, 毛利率 29.1%, 招聘流程外包收入 0.45 亿元, yoy+26.8%, 毛利率 38.7%。核心业务灵活用工高增速, 拉动公司营收高速扩张。AI 技术驱动业务指标跃升, 技术研发岗为核心增长业务: 25Q2 公司灵活用工累计派出 29.2 万人次, 截至 2025 年 6 月末在册灵活用工业务的岗位外包员工 4.9 万余人, 其中技术研发类岗位占比达 70.8%, 同比提升 5.4pct, 成为公司核心增长业务。公司加速 AI 技术的应用与发展, 产业互联平台禾蛙生态深化 AI 应用, 截至 25Q2 末累计交付岗位 1.8 万个, 同比增长 120.4%。盈利预测与投资评级: 产业升级趋势推动国内招聘市场迎结构性复苏, 带动科锐国际营收提速, AI 技术战略布局拓宽公司业务想象空间。维持盈利预测, 预计科锐国际 2025/26/27 年归母净利润 2.7/3.2/3.6 亿元, 对应 PE 分别为 24/20/18 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 行业需求较弱, 下游客户订单增长不及预期风险等。

第一创业(002797): 2025 年中报点评: 加大“固收+”投资品种布局, 高基数下业绩仍实现增长

事件: 第一创业公告 2025 年中报, 公司上半年实现营业收入 18.3 亿元, 同比+20.2%; 归母净利润 4.9 亿元, 同比+21.4%; 对应 EPS 0.12 元, ROE 2.9%, 同比+0.3pct。第二季度实现营业收入 11.7 亿元, 同比+37.7%, 环比+77.2%; 归母净利润 3.7 亿元, 同比+43.2%, 环比+211.5%。打造投顾平台, 稳步推进财富管理转型。2025 上半年实现经纪业务收入 2.3 亿元, 同比+47.4%, 占营业收入(扣除其他业务收入)比重 19.0%。全市场日均股基交易额 15703 亿元, 同比+63.3%。公司新增客户 12 万户, 新增客户资产规模 64 亿元。公司两融余额 77 亿元, 较年初+21%, 市场份额 0.4%, 较年初基本持平。依托 AI 及大数据技术, “一创智富通”持续丰

富策略工具、金融产品及投顾服务功能,通过精准匹配客户差异化需求提升财富管理效能。权益投行非公司优势,受政策影响较小;2025年上半年债券市场整体转弱背景下,公司表现仍较好。2025年上半年实现投行业务收入1.4亿元,同比+37.6%。公司股权投行并非优势业务,上半年发行遇冷背景下无股权项目。公司固定收益业务具有优势,上半年在债市整体转弱的背景下,债券主承销规模226亿元,同比+289.6%,排名第38;其中公司债、ABS承销规模分别为219亿元、7亿元。资管收入小幅增长。2025年上半年实现资管业务收入4.4亿元,同比-5.9%。截至2025H1资产管理规模663亿元,较2024年末增长23.7%。子公司创金合信管理规模5962亿元,较2024年末下滑5.7%,其中公募基金1647亿元,较2024年末增长13.0%。自营与债市关系度高。2025年上半年实现投资收益(含公允价值)6.9亿元,同比+22.1%;调整后投资净收益(含公允价值、汇兑损益、其他综合收益)11.7亿元,同比+34.0%。盈利预测与投资评级:考虑到市场交投活跃,我们上调公司2025-2027年的归母净利润至9.60/10.37/11.52亿元(前值分别为7.55/8.57/9.56亿元),分别同比+6%/+8%/+11%,对应2025-2027年PB为1.98/1.87/1.76倍。公司固收业务在行业内具有独特优势,具有一定稀缺性,维持“买入”评级。风险提示:交易量持续走低,权益及债券市场波动加剧致投资收

百润股份(002568): 2025年中报点评: 预调酒主业延续调整, 期待威士忌打开成长空间

短期来看预调酒新品、威士忌逐步贡献增量,中期关注威士忌第二曲线动销拐点。参考25Q2报表节奏,我们更新2025~2027年归母净利润预测为7.86、9.02、10.48亿元(前值为8.07、9.71、11.79亿元),对应当前PE分别为37、33、28X,维持“买入”评级。

永兴股份(601033): 2025年中报点评: 产能爬坡垃圾处理量提升, 支撑归母净利润同增超9%

盈利预测与投资评级:公司掌握广州优质垃圾焚烧项目,资本开支结束,随产能爬坡,现金流预计持续向好,具备长期分红能力。我们维持2025-2027年归母净利润为9.17/10.17/10.87亿元,同增11.7%/11.0%/6.9%,对应PE 15.4/13.9/13.0倍。维持“买入”评级。(估值日期:2025/8/26) 风险提示:补贴政策风险,垃圾量不及预期,收入区域集中度高的风险。

龙净环保(600388): 2025年半年报点评: 矿山风光加速贡献, 战略布局机器人领域

盈利预测与投资评级:我们维持25-27年归母净利润预测12.3/15.3/17.5亿元,25-27年PE 13/11/9x(2025/8/27),维持“买入”评级。风险提示:紫金矿业矿山扩产进度不及预期,市场竞争加剧等

洪城环境(600461): 2025年中报点评: 降本控费业绩稳健, 资本开支持续下降

事件:2025H1公司实现营业收入36.87亿元,同减6.54%,归母净利润6.09亿元,同增0.68%,扣非归母净利润6.05亿元,同增0.31%。盈利预测与投资评级:高分红兼具稳健增长,水务运营资产量价刚性,直饮水+厂网一体化打开增量空间,随着行业水价市场化改革&污水顺价推进,板块有望迎价值重估。我们维持2025-2027年归母净利润预测12.51/13.07/13.63亿元,同比+5.1%/4.5%/4.3%,对应PE为9.4/9.0/8.6倍,公司承诺2024-2026年分红比例不低于50%,按50%分红比例测算,对应2025年股息率5.35%,维持“买入”评级。(估值日期:2025/8/27) 风

风险提示：资本开支超预期上行，应收风险，市场化改革不及预期等。

双环传动 (002472)：2025 年半年报点评：2025Q2 业绩符合预期，电驱齿轮龙头强者恒强

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润为 12.69 亿元、15.57 亿元、18.74 亿元的预测，对应的 EPS 分别为 1.49 元、1.83 元、2.21 元，2025-2027 年市盈率分别为 24.43 倍、19.91 倍、16.55 倍，维持“买入”评级。风险提示：新能源乘用车销量不及预期；原材料价格波动影响；新业务开拓不及预期；并购整合不及预期。

三峰环境 (601827)：2025 年中报点评：固废运营稳健，设备 EPC 出海持续推进

事件：2025H1 公司实现营收 28.47 亿元（同比-9.11%，下同），归母净利润 6.78 亿元（+1.76%），扣非归母净利润 6.58 亿元（-0.53%）。25H1 公司转让子公司三峰城服控股权，剔除三峰城服上年同期数据后，25H1 营业收入同口径下降 5.69%，利润总额同口径增长 4.27%，归母净利润同口径增长 2.48%，扣非归母净利润同口径增长 0.19%。盈利预测与投资评级：公司固废“运营+设备”一体化布局，运营稳健增长，期待设备及 EPC 业务出海加速；现金流支撑分红提升潜力大。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 12.64/13.50/14.23 亿元，对应 11/11/10 倍 PE，维持“买入”评级。风险提示：设备订单不及预期，资本开支上行，应收账款风险等。

昆仑万维 (300418)：2025 年中报点评：收入增长亮眼亏损显著收窄，AI 全产业链布局持续取得进展

2025H1 公司实现营收 37.33 亿元，同比增长 49.23%。公司通过提升运营效率，优化资源配置，强化投资管理，Q2 环比亏损额显著减少，亏损幅度显著收窄，公司业绩符合预期。

海思科 (002653)：2025 年中报点评：麻醉产品销售符合预期，创新管线进入商业化兑现期

盈利预测与投资评级：考虑公司 H1 收入增速我们预计全年收入增速约 23%。各管线推进较快费用端投入增加，因此归母净利润预测方面我们下调 25 年至 5.22 亿元（原为 5.74 亿元），上调 26 年至 7.83 亿元（原为 7.81 亿元），维持 27 年 9.11 亿元。环泊酚未来有望海外上市，多个管线已经纳入医保，将成为业绩新增长点，后续创新管线催化剂充足，维持“买入”评级。风险提示：创新药放量不及预期，药品降价风险，研发失败风险，竞争格局恶化等。

千味央厨 (001215)：2025 年中报点评：H1 盈利水平承压，新零售渠道稳步推进

考虑到产品结构对盈利水平的影响，我们略下调 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 0.9/1.1/1.3 亿元，（此前预期为 1.0/1.2/1.3 亿元），同比+6%/+27%/+15%，对应 PE 为 33/26/22X，维持“买入”评级。

蜜雪集团 (02097.HK)：2025 年中期业绩点评：营收利润增速超预期，全球达 5.3 万店

盈利预测与投资评级：蜜雪集团作为平价现制饮品龙头，自建端对端全流程供应链体系打造核心壁垒，IP 化品牌营销塑造品牌心智。公司以加盟模式深耕下沉市场，推进品牌出海，持续巩固行业地位。基于开店和经营超预期，上调公司盈利预期，2025-2027 年归母净利润分别为 58.5/65.2/73.0 亿元（前值为 53.7/60.9/68.8 亿元），对应 PE 为 27/24/22 倍，

维持“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧，消费需求增长不足，海外门店扩张不及预期，品牌价值和形象受损。

航天电子（600879）：2025 年中报点评：航天业务收缩、无人系统扩张
盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，考虑到订单的不确定性，我们下调先前的预期，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 5.82/7.89/8.98 亿元，前值 7.35/9.58/12.33 亿元，对应 PE 分别为 65/48/42 倍，但考虑到公司在航天体系内的优势卡位，维持“买入”评级。风险提示：1）战略风险；2）宏观经济波动风险；3）行业竞争风险；4）采购与供应链管理风险。

宏观策略

宏观深度报告 20250828：投资于人：今年中央财政支持的重点

未来国内财政扩张或需重点关注中央财政。2025 年，普通国债、特别国债分别计划发行 48600 亿元、18000 亿元，同比分别提高 15200 亿元、8000 亿元，进而带动中央财政支出预期将实现 17.1 万亿元，同比增长预期将超过 1.4 万亿元。 国债增量重点支持哪些领域？（1）政府性基金预算：特别国债加码支持国有大行补充资本 2025 年，特别国债计划发行规模同比增长 8000 亿元，其中支持国有大行补充资本、支持消费品以旧换新、支持“两重”项目建设、支持设备更新预计将分别获得 5000 亿元、1500 亿元、1000 亿元、500 亿元增量支持。此外，2025 年 4 月，中央政治局会议提出，创设新的结构性货币政策工具，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。从政策性金融工具拟支持的 8 大领域看，今年四季度，预期落地规模可达 5000 亿元的政策性金融工具也能为“两重”项目建设提供有力支持。（2）一般公共预算：民生领域获得中央财政增量支出较多倾斜 在中央本级一般公共预算支出方面，2025 年中央财政预算向国防支出、科学技术支出倾斜，同时国债存量规模持续走高导致付息支出同步增长。2025 年，中央本级一般公共预算支出预期将同比增长 2825 亿元，其中国防支出、债务付息支出、科学技术支出预期将分别同比增长 1195 亿元、772 亿元、362 亿元，支出增长相对较为明显。在中央对地方一般公共预算转移支付方面，年初至今，中央多项增量政策向民生领域倾斜支持，预计年内中央增量财政支出将超过 1100 亿元。相关政策主要包括：①提高城乡居民基础养老金和城乡居民基本医疗保险财政补助标准，适当提高退休人员基本养老金；②中央对地方公共图书馆、美术馆、文化馆（站）免费开放补助资金；③对 2025 年及以前年度毕业的贷款学生 2025 年内应偿还的国家助学贷款利息予以免除；④对符合条件的吸纳 16-24 岁登记失业青年就业的企业发放一次性扩岗补助；⑤对符合条件的失能老年人发放养老服务消费补贴；⑥对符合法律法规规定生育的 3 周岁以下婴幼儿发放补贴；⑦免除公办幼儿园学前一年在园儿童保育教育费；⑧对符合条件的个人消费贷款提供财政贴息；⑨对符合条件的服务业经营主体贷款提供财政贴息等。 风险提示：（1）对今年地方债支持项目建设的规模测算可能不够准确；（2）对近期中央增量政策的财政配套规模测算可能不够准确；（3）2025 年中央财政预算后续可能发生一定调整。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：刘子博）

固收金工

固收周报 20250825：转债市场分歧正在累积

上周（0818—0822）鲍威尔于杰克逊霍尔央行年会释放“短鸽长鹰”预期，并试图让市场相信，其正身处前期末完成工作—指引美国经济“软着陆”一的延长线上。正如我们上周所述，美股受次提振，一改前期承压局面，美债呈现牛陡，短端下降幅度大于长端，黄金周五单日上漲 1%，美元承压回落。我们认为美国经济“软着陆”预期强化下，曲线边际趋陡概率仍较大，短端胜率大于长端。 国内风险类资产周五迎来双重利好，一方面联储 9 月降息预期上升，一方面 DeepseekV3.1 发布，国内 AI 算力板块迎来主力资金追捧，科创 50 当

日涨幅超 8%。转债继续跟随权益上涨，等权优于加权，风格上高价显著占优，中价、低价基本持平。我们提示目前市场分歧正在累积，根据我们统计：1) 上周日均成交量接近千亿，高于 8 月前两周单周均值，呈现逐周上升趋势；2) 上周转债价格中位数升至 133—135 元，百元平价溢价率处于历史较高分位数水平（90 分位数以上）；3) 高价标的（130 元及以上）占比升至 60% 以上，市场整体潜在双向波动边际放大。我们建议：1) 在维持整体仓位稳健的基础上，降低部分高价标的的风险敞口，增量及回笼资金可增配 ETF 以平衡踏空风险；2) 关注前期回撤较大的银行及基建板块，和涨幅较小的地产及公用、化工板块中低价标的；3) 目前我们仍维持权益市场“慢牛”的基本判断，供需错配叠加震荡市下，转债高估值磨顶期拐点远近或依赖于权益市场破位上行势能强弱。下周转债平价溢价率修复潜力最大的高评级、中低价前十名分别为：浦发转债、金能转债、利群转债、希望转债、柳药转债、青农转债、鲁泰转债、紫银转债、东南转债、万青转债。风险提示：(1) 正股退市和信用违约风险；(2) 流动性环境收紧风险；(3) 权益市场超跌风险；(4) 地缘政治危机影响；(5) 行业政策调控超预期。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭)

固收周报 20250824：周观：“股债跷跷板”的极致演绎（2025 年第 33 期）

观点 股市表现强劲，上证指数突破 3800 点，后续债券市场在此环境下将如何表现？本周（2025.8.18-2025.8.22），10 年期国债活跃券收益率从上周五的 1.745% 上行 4bp 至 1.785%。周度复盘：周一（8.18），早盘受货币政策报告中对于宽松的偏谨慎态度影响，利率出现上行。随后上证指数迅速上行刷新 10 年新高，对债市压制明显，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 2.5bp。周二（8.19），早盘债市情绪仍然相对低迷，利率普遍上行，但下午股市下跌，令债券得到喘息机会，全天 10 年期国债活跃券收益率下行 0.4bp。周三（8.20），央行公开市场大额净投放，支撑债市情绪，午后对于石油化工行业出台解决产能过剩问题的政策发酵，股市反转上涨，利率随即上行，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 1.4bp。周四（8.21），“看股做债”的格局延续，上午债市小幅波动，午后股市高位下挫，叠加监管干预做空国债期货的预期令利率下行，全天 10 年期国债活跃券收益率下行 1.9bp。周五（8.22），征收增值税后的首批国债发行，利率小超预期，加之股市强势突破 3800 点，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 2.4bp。周度思考：随着上证指数连续创新高，加之基本面数据进入“空窗期”，“股债跷跷板”成为主导本周债市走向的决定性因素。在此我们回顾 2006 年以来的股市繁荣时期，分别是 2006 年 8 月-2007 年 10 月、2008 年 11 月-2009 年 12 月和 2014 年 7 月-2015 年 6 月。其中前两段时期，股市快速攀升的同时利率上行态势明显。第一段时期我国经济发展持续向好，第二段时期我国经济在金融危机后回暖，总结而言，股市牛市是由经济基本面的转好驱动而非流动性的投放。2014 年 7 月-2015 年 6 月与前两次情况不同，该时段利率显著下行。为应对经济压力，央行货币政策转向宽松，在该时间段内实行了 2 次降准和 4 次降息。但从实际效果而言，释放的资金进入实体经济领域有限，多余的流动性涌入了金融市场，带动“股债双牛”。2025 年以来，债市出现过两次较大级别的调整，面临的宏观环境组合恰恰相反。第一次调整出现在 1-3 月，背景是“紧资金+强数据”，以短端利率上行主导；第二次调整是 7 月以来，背景是“宽资金+弱数据”，以长端利率上行主导。如果从传统的影响因素出发，1-3 月的债市调整更具基础，而 7 月以

来的流动性宽松和基本面回落都应当成为债市利好，但我们观察到的现象反而是“股强债弱”。这是由于债市当前存在的两大利空因素比利好更占据主导，一是由于“反内卷”政策带来的物价上行和企业利润回升预期，二是去年的债券牛市将今年的行情提前透支，宽松的货币环境只能保证债市不熊，而无法驱动利率进一步下行，不能简单复制上文所述的第三段股市繁荣时期的流动性债券牛市。短期来看，债券进入“逆风”阶段，鉴于流动性环境依然保持宽松，但长端利率受股市影响较大的特征，建议及时缩短久期，以应对可能出现的波动。长期来看，更需要关注第一点利空因素的叙事逻辑是否能够得到实际数据的验证。

美国 2025 年 8 月 PMI 初值、成屋销售量、失业救济金、EIA 原油库存等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？上周（0811—0815）鲍威尔于杰克逊霍尔央行年会释放“短鸽长鹰”预期，并试图让市场相信，其正身处前期未完成工作——指引美国经济“软着陆”——的延长线上。正如我们上周所述，美股受次提振，一改前期承压局面，美债呈现牛陡，短端下降幅度大于长端，黄金周五单日上涨 1%，美元承压回落。我们认为美国经济“软着陆”预期强化下，曲线边际趋陡概率仍较大，短端胜率大于长端。我们在延续上周观点的基础上，结合增量数据，思考如下：（1）美国 8 月服务业 PMI 与制造业 PMI 初值均上升；8 月 20 日当周 EIA 原油库存减少 316.9 万桶，市场预期仅减少 150 万桶。8 月 21 日公布的 Markit PMI 初值数据显示，美国 2025 年 8 月 Markit 制造业 PMI 初值 53.3%，预期 49.7%，前值 49.8%，远超出市场预期；服务业相较于 7 月有所回落，Markit 服务业 PMI 初值 55.4%，预期 54.2%，前值 55.7%；8 月 Markit 综合 PMI 初值 55.4%，预期 53.5%，前值 55.1%，创去年 12 月以来新高，连续六个月扩张。PMI 初值显示，美国经济在第三季度初大幅增长，与 2.3% 的年化增长率相符。由于制造业经营状况有所恢复，经济增长过度依赖服务业的不平衡状况有所缓解。从 EIA 原油库存原油库存变动来看，美国 8 月 15 日当周 EIA 原油库存减少 601.4 万桶，远高于预期的减少 85 万桶，前值增加 303.6 万桶。库存的显著减少反映了美国国内原油需求的强劲以及供应端的潜在压力。（2）美国 7 月成屋销量年化环比上升 2.0%，超出市场预期；8 月 16 日当周首次申请失业救济人数升至 23.5 万人，8 月 9 日当周持续领取失业金人数升至 197.2 万人。8 月 21 日公布的美国 7 月成屋销量显示，7 月成屋销售总数年化为 401 万户，预期 392 万户，前值 393 万户，环比上升 2.0%，成交量打破下降趋势有所回升，显示出美国房地产市场在一定程度上的复苏，尽管面临高抵押贷款利率和库存增加的压力，市场仍然在健康地运转。从领取失业金数据来看，8 月 16 日当周美国首次申请失业救济人数为 23.5 万人（前值 22.4 万人），高于预测值 22.5 万人；8 月 9 日当周持续申请失业救济人数为 197.2 万人（前值 195.3 万人），高于预测值 196 万人，为 2021 年 11 月以来最高水平。最新初请失业救济人数录得近三个月来最大增幅，这是裁员可能加快的初步信号，进一步加剧了就业市场走弱的迹象，显示美国就业市场正逐步失去韧性，这可能成为美联储政策路径的重要考量因素。（3）鲍威尔释放谨慎降息信号，点燃 9 月降息市场预期。8 月 22 日，在美国怀俄明州杰克逊霍尔全球央行年会上，美联储主席鲍威尔罕见地为降息打开了大门，发表了“鸽派”言论。鲍威尔明确指出，现在政策已经明显处于限制性区域，如果经济前景和风险的天平开始转向，我们就得相应地调整政策。鲍威尔还放弃“平均通胀目标制”，回归灵活通胀框架，更注重就业与通胀平衡，删除了“就业短缺”表述，允许就业适度超预期而不立即收紧政策。鲍威尔在讲话中并未回避通胀的持续性。他表示：“关

税对消费者价格的影响现在已清晰可见，但预计这些影响将相对短暂是合理的。然而，关税对价格的上涨压力也可能引发更持久的通胀动态，这是需要评估和管理的风险。”他强调，当美联储在“通胀与就业目标”之间面临拉扯时，“我们的政策框架要求我们在双重使命的两方面之间寻求平衡”。截至8月24日，Fedwatch 预期2025年9月降息25bp的概率为75%，上周92.1%；10月份降息的可能性降至35.3%，上周为55.2%；12月份在10月份降息的基础上再次降息的可能性为25.4%，上周为41.8%。风险提示：大宗商品价格波动风险；宏观政策变动风险；历史经验不代表将来；经济基本面变化超预期。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭 证券分析师：徐沐阳
 证券分析师：徐津晶）

固收点评 20250823：绿色债券周度数据跟踪（20250818-20250822）

观点 一级市场发行情况：本周（20250818-20250822）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券16只，合计发行规模约67.90亿元，较上周减少63.41亿元。发行年限多为3年；发行人性质为地方国有企业、大型民企、央企子公司；主体评级多为AAA、AA+级；发行人地域为北京市、广东省、广西壮族自治区、贵州省、河北省、河南省、江苏省、山东省、四川省、天津市、云南省、重庆市；发行债券种类为超短期融资券、定向工具（PPN）、交易商协会ABN、企业ABS、中期票据、私募公司债、一般公司债。二级市场成交情况：本周（20250818-20250822）绿色债券周成交额合计530亿元，较上周减少48亿元。分债券种类来看，成交量前三为非金公司信用债、金融机构债和利率债，分别为252亿元、196亿元和41亿元；分发行期限来看，3Y以下绿色债券成交量最高，占比约82.16%，市场热度持续；分发行主体行业来看，成交量前三的行业为金融、公用事业、交运设备，分别为223亿元、105亿元和29亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市、湖北省，分别为177亿元、43亿元和43亿元。估值偏离度前三十位个券情况：本周（20250818-20250822）绿色债券周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交幅度小于溢价成交，折价成交比例小于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为22大足国资绿色债（-0.6793%）、22富源绿色债02（-0.4774%）、25水能G1（-0.4666%），其余折价率均在-0.45%以内。主体行业以金融、建筑、交运设备为主，中债隐含评级以AAA-、AA+、AA-评级为主，地域分布以北京市、上海市、江西省居多。溢价个券方面，溢价率前四的个券为粤环GK01（1.1082%）、GK蒙电02（1.0819%）、20河南39（1.0473%）、25康富租赁MTN001（碳中和债）（0.7551%），其余溢价率均在0.61%以内。主体行业以金融、能源、交运设备为主，中债隐含评级以AA+、AA（2）、AA评级为主，地域分布以上海市、广东省、山东省、北京市居多。风险提示：Choice信息更新延迟；数据披露不全。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶）

固收点评 20250823：二级资本债周度数据跟踪（20250818-20250822）

观点 一级市场发行与存量情况：本周（20250818-20250822）银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。截至2025年8月22日，二级资本债存量余额达46,753.85亿元，较上周末（20250815）减少30.0亿元。二级市场成交情况：本周（20250818-20250822）二级资本债周成交量合计约2162亿元，较上周增加545亿元，成交量前三个券分别为25工行二级资本债02BC（116.98亿元）、25工行二级资本债01BC（110.37亿元）和25中行二级资本债01BC（100.12亿元）。分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和广东省，

分别约为 1733 亿元、153 亿元和 67 亿元。从到期收益率角度来看，截至 8 月 22 日，5Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：6.73BP、7.65BP、6.65BP；7Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：7.07BP、8.14BP、5.14BP；10Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：6.69BP、5.13BP、2.13BP。估值偏离%前三十位个券情况：本周（20250818-20250822）二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交的比例小于溢价成交，折价成交的幅度大于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为 21 长春发展农商二级（-21.5075%）、21 九台农商二级（-21.4869%）、22 长城华西二级资本债 01（-0.4696%），其余折价率均在 -0.30% 以内。中债隐含评级以 AA+、AA-、AA 评级为主，地域分布以北京市、广东省、上海市居多。溢价个券方面，溢价率前四的个券为 24 浦发银行二级资本债 02B（0.4943%）、23 汉口银行二级资本债 02（0.4546%）、23 邮储银行二级资本债 01（0.4059%）、21 建设银行二级 02（0.3893%），其余溢价率均在 0.38% 以内。中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA 评级为主，地域分布以北京市、上海市、天津市居多。风险提示：Choice、Wind 信息更新延迟；数据披露不全。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶）

行业

推荐个股及其他点评

上海洗霸（603200）：2025 年中报点评：Q2 业绩符合预期，硫化锂龙头扩产在即

投资要点 中报业绩符合市场预期。公司 25 年 H1 营收 2.2 亿元，同降 16%，归母净利润 1.1 亿元，同增 157%，扣非净利润 0.2 亿元，同降 51%；其中 25Q2 营收 1.2 亿元，同环比-14%/+19%，归母净利润 1.0 亿元，同环比+351%/+893%，毛利率 32.8%，同环比-5.4/-0.9pct，归母净利率 80.1%，同环比+64.8/+70.5pct。水处理经营较为稳健，非经常损益大幅增加。半年报方面，公司非经常性损益大幅增加，主要系两项事项合计贡献 8897 万元，其中①转让控股子公司上海炭元部分股权产生的股权转让收益及对剩余股权重新计量收益合计 1.25 亿元；②因退回上海市嘉定区嘉定新城 F01C-01 地块土地使用权产生营业外支出 3608 万元。此外，公司 25 年 H1 扣非净利润同比下滑，主要系去年同期承接海上风力发电场及配套低碳产业园项目工程技术咨询服务业务，该业务的收入额及毛利较高，导致上年同期基数较大，整体看，水处理主业经营情况持续稳健。固态领域布局全面，硫化锂龙头扩产在即。公司在新能源领域打造第二增长曲线，全面布局固态电解质粉体（氧化物+卤化物+硫化物）、近零膨胀硅碳负极材料（ATL 进行战略合作）、硫化锂等前驱体等固态材料。25 年 7 月，公司成功竞得有研稀土硫化锂相关资产，并拟与其合资设立公司控股子公司，跃升国内硫化锂龙头厂商，已具备快速扩产放量的能力，25 年我们预计实现百吨级扩产，26 年我们预计实现千吨级扩产，后续有望贡献较大利润弹性。期间费用维持较低水平，经营性现金流大幅改善。公司 25 年 Q2 期间费用 0.3 亿元，同环比-7.8%/-0.7%，费用率 25.6%，同环比+1.8/-5.0pct；经营性现金流 0.2 亿元，同比扭亏，环比+211.6%；25 年 H1 末存货 1.3 亿元，较年初增加 22.5%。盈

利预测与投资评级：我们维持公司 25-27 归母净利润 1.4/2.0/6.3 亿元的预期，同比+229%/+43%/+210%，预计 PE 分别为 88/61/20 倍。考虑到公司固态电池+硅碳负极爆发，中长期成长空间广阔，维持“买入”评级。风险提示：新技术进展不及预期，原材料价格波动风险，产能释放不及预期，下游需求不及预期。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：袁理 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：朱家佟)

博众精工 (688097): 2025 年中报点评: 业绩快速增长, 3C 设备&换电站业务齐发力

投资要点 2024 年业绩稳中有进，海外业务表现可观 25H1 公司实现营收 18.76 亿元，同比+2.34%；实现归母净利润 1.63 亿元，同比+69.69%；实现扣非归母净利润 0.77 亿元，同比+1.52%。2025H1 公司营收与利润增长较快主要系公司与新能源、3C 等优质客户合作的深化，订单快速增长，公司业绩同步受益。分业务来看：3C 业务实现营收 11.78 亿元，占总营收比例 62.75%；新能源业务实现营收 5.70 亿元，占总营收比例 30.35%；半导体业务实现营收 0.36 亿元，同比+314.4%。单 Q2 公司实现营收 11.39 亿元，同比+4.48%；归母净利润 1.94 亿元，同比+65.31%，扣非归母净利润 1.13 亿元，同比-7.79%。销售毛利率略有提升，研发投入持续加码 25H1 公司销售毛利率为 32.6%，同比-3.6pct；销售净利率为 8.2%，同比+2.8pct。其中销售毛利率下降，主要系毛利率相对较低的新能源板块收入占比提升，销售净利率提升主要系期间费用率下降及投资收益增加。25H1 公司期间费用率为 29.2%，同比-0.5pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 9.1%/5.9%/1.6%/12.6%，同比-0.4pct/-0.3pct/+0.4pct/-0.3pct，其中财务费用率下降主要系汇兑收益下降所致。存货&合同负债同比增加，经营活动净现金流明显改善 25H1 公司合同负债 7.73 亿元，同比+483.3%，表明公司在手订单量大幅增加；存货 41.50 亿元，同比+22.2%，主要系备货以满足订单需求。截至 25H1 公司经营活动净现金流净额为 2.98 亿元，同比大幅改善。3C 设备&换电业务齐发力，助力公司业绩快速增长 1) 3C 业务：绑定北美大客户，聚焦柔性模块化生产线、MR 等重点项目。北美大客户 26-27 年将持续推出折叠屏、Vision Pro 二代等新品，设备端有望迎来更新迭代，公司充分受益。2) 新能源业务：根据宁德时代官方公众号数据，宁德时代规划 25 年完成 1000 座换电站的战略布局；中后期将携手生态伙伴，与全社会共建，完成从 1 万站到 3 万站的跨越，公司作为换电整站集成商及换电站核心设备供应商有望充分受益。截至中报，公司实现智能充换电站订单规模快速增长，累计接单充换电站 500 多座，完成 300 多座换电站交付。3) 机器人业务：公司积极布局人形机器人赛道，已给国际知名机器人公司独家提供部分用于机器人组装的工作台、工作桌、导轨及治具等生产辅助设备。盈利预测与投资评级：考虑到明年苹果新产品带来的 3C 需求放量，叠加公司换电业务的加速发力，我们上修 25-27 年归母净利润分别为 5.55(原值 4.95)/7.33(原值 6.60)/9.34(原值 8.36) 亿元，当前市值对应估值水平分别为 29/22/17 倍，上调公司至“买入”评级。风险提示：技术迭代风险，行业竞争加剧，关税不确定性风险。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天 研究助理：陶泽)

元力股份 (300174): 2025 年中报点评: 盈利能力持续恢复, 白炭黑+新品开启放量

投资要点 中报业绩符合预期。公司 25 年 H1 营收 9.4 亿元，同

降 4.5%，归母净利润 1.2 亿元，同降 20%，扣非净利润 1.2 亿元，同增 1%；其中 25 年 Q2 营收 5.1 亿元，同环比-2%/+17%，归母净利润 0.7 亿元，同环比+2%/+53%，毛利率 26.1%，同环比+2.1/+2.7pct，归母净利率 14.1%，同环比+0.5/+3.3pct。活性炭 Q2 出货近 4 万吨，环增 5-10%。活性炭方面，公司 25 年 H1 收入 7.4 亿元，同增 8%，对应出货 7-7.5 万吨，同增 5-10%，其中我们预计 Q2 收入约 4 亿元，对应出货近 4 万吨，环增 5-10%，我们预计全年出货 15-16 万吨，同增 10%。硅材料方面，公司 25 年 H1 收入 2.0 亿元，同降 34%，①硅酸钠 H1 收入 1.3 亿元，同降 45%，我们预计 Q2 收入 7 千万元，环增 15%，原材料价格同比大幅下降影响，公司向下延伸白炭黑产品，我们预计 25 年开始贡献收入；②硅胶 H1 收入 6-7 千万元，同比基本持平，我们预计 Q2 收入 4 千万元，环增 100%，后续我们预计保持稳定。活性炭盈利水平亮眼，新品放量带动盈利提升。活性炭方面，公司 25 年 H1 毛利率 28.4%，同增 3.4pct，随着持续降本增效，叠加高端的颗粒炭放量，25 年毛利率预计稳定；硅材料方面，①硅酸钠 25 年 H1 毛利率 15.4%，同增 0.2pct，系新能源车销量带动，25 年我们预计维持 15%，此外白炭黑 25 年开始贡献利润，毛利率我们预计超 20%；②硅胶 25H1 毛利率 4.3%，同比大幅下滑，系行业竞争加剧，25 年预计维持微利水平。此外，25 年硅碳产品开启放量，壁垒更高，我们预计盈利水平优于主业。期间费率维持稳定，资本开支同比提升。公司 25 年 Q2 期间费用 0.6 亿元，同环比+6%/+11%，费用率 12%，同环比+0.9/-0.6pct，经营性现金流 0.9 亿元，同比+2%，环比转正，资本开支 0.8 亿元，同环比+193%/+33%，25 年 H1 末存货 2.6 亿元，较年初增加 1%。盈利预测与投资评级：我们维持 25-27 年归母净利润 2.9/3.6/4.6 亿元的预期，同比+0.3%/+25.0%/+27.9%，对应 PE 为 22/17/14x，维持“买入”评级。风险提示：下游需求放缓、新产品不及预期。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
证券分析师：陈淑娴 证券分析师：朱家佟)

福莱特 (601865)：2025 中报点评：25Q2 盈利有所回升，资产减值影响拖累业绩

投资要点 事件：公司发布 2025 年半年报，实现营收 77.4 亿元，同比-28%，实现归母净利润 2.6 亿元，同比-83%；扣非归母净利润 2.3 亿元，同比-85%。其中 2025Q2 实现营收 36.6 亿元，同环比-26%/-10%，实现归母净利润 1.55 亿元，同环比-79%/+46%，实现扣非归母净利润 1.25 亿元，同环比-83%/+23%，主要系产成品叠加窑炉冷修导致资产减值损失约 2.4 亿元。2025Q2 出货环比略降，涨价推动盈利回升。我们估计公司 2025Q2 光伏玻璃销量约 2.8 亿平，环比略降，毛利率环比提升约 5pct 至 16.7%左右，主要系 2025 年 4 月玻璃价格受抢装影响价格较高，我们测算 2025Q2 单平净利约 1.1-1.2 元/平（考虑剔除减值损失），环比提升 0.7-0.8 元/平。展望 2025Q3，公司 3 座窑炉 7 月冷修，供给端减少 3000 吨，但同时玻璃价格 8 月下旬开始回升，部分组件厂或提前囤货消化玻璃库存，截至 2025 年 8 月底公司库存降至约 15-20 天，2025Q3 整体出货量情况仍需看最终库存消耗水平。冷修带动产能进一步降低、印尼产能投产规划有所延后。截止 2025 年 8 月底公司累计在产总产能为 16400 吨/日（越南 2000 吨/日），安徽项目（2*1200）和南通项目（4*1200）将根据市场情况陆续点火运营。同时印度尼西亚 2*1600 吨窑炉规划略有延后，预计 2027 年年底点火投产，以满足不同国家和地区对光伏玻璃的需求。当前公司与信义市占率合计超过 50%，盈利能力较二三线企业拉开差距，有望持续保持

领先优势。费用率环比略降、存货有所上升。公司 25Q2 经营现金流入 12.3 亿，同增 0.9 亿；25Q2 期间费用 2.75 亿元，同环比-20%/-15%，费用率 7.5%，同环比+0.6/-0.4pct。25Q2 末存货 19.6 亿，环增约 34%。

盈利预测与投资评级：考虑窑炉冷修计提资产减值损失，我们下调 2025 年盈利预测，基本维持 2026 及 2027 年盈利预测，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 6.2/11.6/14.9 亿元（前值为 8.2/11.6/14.9 亿元），同比-39%/+88%/+28%，考虑 2026 年逐步恢复增长，维持“买入”评级。

风险提示：竞争加剧、需求不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男
证券分析师：余慧勇）

承德露露（000848）：2025 年中报点评：营收仍承压，新品初步贡献

事件：公司披露 2025 年中报，1-6 月实现营收 13.84 亿元，同比下降 15.30%；实现归属上市公司股东净利润 2.58 亿元，同比下滑 11.97%；2025Q2 实现营收 3.82 亿元，同比下滑 6.10%，Q2 归属上市公司股东净利润 0.43 亿元，同比下降 9.00%。

25 年“小年”叠加整体消费疲弱态势，上半年营收持续承压，水系列新品初步贡献。2025 年春节较早而 2026 年春节较晚，全年“小年”判断。上半年受春节提前和整体宏观消费较弱影响，主品杏仁露营收 13.04 亿元，下滑 17.67%，果仁核桃营收 0.38 亿元，同比下降 4.37%；植物奶营收 761 万元，同比下滑 21.97%。Q2 总营收下滑幅度收窄至 6.10%，主因水系列新品二季度招商铺市，剔除水系列收入 0.33 亿元，Q2 营收下滑 14.16%。公司对将水系列打造成第二成长曲线寄予希望，Q2 初有贡献。植物奶系列下滑，我们判断主因公司 Q2 市场投入更加聚焦水系列。

费用投入加强，成本利好突出，净利润率仍有提升。上半年销售费用 2.81 亿元，同比增长 2.93%，其中广告宣传费 1.69 亿元（占比 60.10%），同比增长 2.8%，主要系 Q2 推新品广告和渠道费用增长所致，Q2 销售费用同比增幅达到 29.31%，单季销售费用率 25.97%（同比+7.11pct.）。上半年综合净利润率仍提升了 0.71pct 至 18.67%，主要得益于毛销差提升，Q1 和 Q2 毛利率同比分别提升 4.38pct 和 4.45pct，而同期销售费用率分别提升 2.14pct 和 7.11pct。成本利好持续兑现，核心原料苦杏仁当前市价仍处低位，公司前期采购储备充足，预计低成本杏仁可持续至 2025Q3，主要包材马口铁价格亦低位。

现金流保持高质量，红利股成色足。公司 Q2 销售商品收到现金 4.32 亿元，同比增长 14.38%，收现比为 1.13；6 月末账面货币资金余额 32.39 亿元，较上年同期高 5.46 亿元。上半年公司支出 2024 年度分红 3.15 亿元，2025 年内现金分红与回购（拟）合计比例高。公司账面现金充裕，分红保障高，持续分红意愿强，红利股成色足。

回购进入关键期。公司 2024 年 11 月召开股东大会审议通过大额回购注销计划，拟回购不低于 3000 万股，至 7 月 31 日累计回购 300 万股，仅为回购计划下限的 10%。我们认为 9-11 月进入回购关键期。

盈利预测与投资评级：基于半年度表现，以及小年现实，我们调整全年营收及盈利预测。2025 年推新坚决，费用投放较高，部分抵消成本下降红利。对 2026 年重回大年（春节充分受益）乐观。新品季度贡献刚起步，将继续观察，如若铺货动销好于预期，则市场对公司中期成长看法改观。我们预计 2025/2026/2027 年公司营收为 29.21/32.36/35.34 亿元（前值 33.07/38.16/41.37 亿元），归母净利润 6.04/6.64/7.33 亿元（前值为 6.80/8.27/9.03 亿元），当前市值对应 PE 为 15.1/13.8/12.5X，基于强回购支撑和年末大年的切换，维持“买入”评级。

风险提示：宏观承压消费提振不及预期，新品推广不及预期，折旧摊销风险，食品

安全风险等。

(证券分析师: 苏轶)

瀚蓝环境(600323): 2025 年中报点评: 内生&并购成长超预期, 首次派发中期股息

投资要点 剔除上年同期一次性收益后, 25H1 归母净利润同增 28%。1) 收入端: 25H1 公司实现营收 57.63 亿元(同比-1%, 下同), 收入下滑主要系: ①PPP 工程收入同比-1.8 亿元, ②为优化业务结构, 南海环卫业务收入同比-2.3 亿元, ③24H1 含一次性收入 1.3 亿。剔除以上影响, 25H1 营收同比+4.8 亿元(其中粤丰 6 月并表贡献收入 3.69 亿)。2) 利润端: 25H1 归母净利润 9.67 亿元(+9%), 剔除 24H1 一次性收益后, 25H1 归母净利同增 2.10 亿元, 同比增幅 28%, 主要系: ①粤丰 6 月净利润 1.17 亿元, 并表贡献归母 0.6 亿(持股 52.44%), ②内生供热增收 0.4 亿元, ③确认子公司江西瀚蓝业绩赔偿收入 0.45 亿, ④信用减值收窄: 25H1 信用减值计提 0.76 亿元(24H1 为 1.15 亿元, 同比-0.39 亿元), ⑤增值税退税提升: 25H1 增值税即征即退及处置费销项税减免为 0.56 亿元(24H1 为 0.18 亿元, 同比+0.38 亿元)。固废运营主导增长, 燃气及供排水业务稳健。分业务来看, 1) 固废: 25H1 固废业务营收 29.49 亿元, 其中瀚蓝内生 25.88 亿元(-15%), 粤丰 3.61 亿元; 25H1 固废净利润 7.24 亿元(同比+1.43 亿), 其中瀚蓝内生 6.14 亿元(+6%), 粤丰并表 1.1 亿元。①固废工程: 收入 1.28 亿元(同比-1.3 亿元), 其中瀚蓝内生 0.97 亿元(-62%), 粤丰 0.31 亿元, ②固废运营: 收入 28.21 亿元(同比+0.27 亿元), 其中瀚蓝内生 24.91 亿元(-16%), 粤丰 3.30 亿元。2) 能源: 25H1 营收 18.65 亿元(+0.7%), 保持正常盈利水平下售气量同比+0.06%。3) 供水: 25H1 营收 4.58 亿元(+2.2%), 产销率 7.68%(-0.76pct), 售水量 2.18 万吨(+1%)。4) 排水: 25H1 营收 3.34 亿元(+0.2%), 污水处理量 1.36 亿吨(+2.9%), 轻资产运营业务占比提升。垃圾焚烧内生&并购增长超预期, 吨发及供热增量显著, 并购协同效应初现。并购粤丰后公司在手产能增至国内第三 A 股第一, 截至 25 年 8 月底, 垃圾焚烧在手产能 97590 吨/日, 控股在手产能 79240 吨/日, 其中已投产 66190 吨/日, 在建 2250 吨/日(南海 750 吨/日+百色 700 吨/日)。25H1 公司垃圾焚烧运营收入 21.26 亿元(同比+3.19 亿元), 净利润 6.27 亿元, 其中①瀚蓝内生 25H1 收入 18.25 亿元(+1%), 净利润 5.12 亿元(同比-8%, 剔除上年一次性电费影响后同比+18%), ②粤丰 25 年 6 月实现收入 3.01 亿元, 净利润 1.15 亿元。内生&并购增长双超预期, 主要系 1) 发电效率提升: 25H1 公司产能利用率维持 115%, 垃圾焚烧量 759 万吨(+18%), 吨发 386 度(+2.6%), 吨上网 337 度(+3.5%), 厂用电率 12.64%(-0.77pct), 其中①瀚蓝内生垃圾焚烧量 639 万吨(-1%), 吨发 390 度(+4%), 吨上网 342 度(+5%), ②粤丰 6 月垃圾焚烧量 120 万吨, 吨发 365 度, 吨上网 315 度。2) 供热增量显著: 25H1 供热量 94.35 万吨(+42%, 同比+27.72 万吨), 供热收入 1.40 亿元(+47%, 同比+0.44 亿元), 其中①瀚蓝内生 25H1 供热量 91.20 万吨(+40%), 供热收入 1.34 亿元(+40%), ②粤丰 25 年 6 月供热量 3.15 万吨, 供热收入 600 万元。根据上半年新签合同, 预计下半年供热将延续增长趋势。3) 粤丰财务协同初见成效: 并购完成后, 公司加强对粤丰资金统筹调拨、贷款置换和降息。截至 25/8/26, 粤丰总贷款降低约 13 亿元, 融资利率从并购前的 2.75%-4.75%降低至 2.50%-4.00%。自由现金流持续增厚, 首次派发中期股息。1) 经营性现金流净额: 25H1 为 12.21 亿元(其中粤丰并表增加 2 亿), 同比+2.80 亿元, 25H1 存量应收回款超 11.5 亿元(不含粤丰), 25M1-8 国补回收约 1 亿元, 同比

有较大改善，佛山拟于 25 年 9 月召开污水处理费收费标准调整听证会和生活垃圾处理费定价听证会，商业模式有望 C 端理顺。2) 资本开支：25H1 为 8.93 亿元（其中粤丰并表增加 0.54 亿元），同比-2.25 亿元，全年将保持下降趋势。3) 自由现金流：25H1 自由现金流 3.38 亿元（其中粤丰并表增加 1.47 亿元），同比+4.95 亿元。4) 首次中期分红：25 年中期每股派息 0.25 元（含税），合计拟派发 2.04 亿元（含税），占 25H1 归母净利润的 21.08%。盈利预测与投资评级：公司凭借优秀整合能力实现跨越发展，并购成长+协同增效促估值&ROE 双升。考虑到公司内生&并表增长均超预期，我们将 2025-2027 年归母净利润预测从 18.60/21.17/22.14 亿元调增至 19.63/22.23/23.30 亿元，对应 PE 为 11/10/9 倍，维持“买入”评级。风险提示：应收回款不及预期，资本开支超预期上行，政策风险等。

（证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文）

周大生（002867）：2025 年半年报点评：25Q2 归母净利润同比+31.3%，盈利能力显著回升

投资要点 公司发布 2025H1 业绩，25H1 分红率达 46%：2025H1，公司实现营收 46.0 亿元，同比下降 43.9%，实现归母净利润 5.9 亿元，同比下降 1.3%，扣非后归母净利 5.8 亿元，同比下降 0.7%。2025Q2 公司实现营收 19.2 亿元，同比下降 38.5%，实现归母净利润 3.4 亿元，同比增加 31.3%，扣非后归母净利 3.4 亿元，同比增加 36.1%。25H1 公司分红 2.5 元/10 股，分红率达 46%，加上 25 年期初分红 6.5 元/10 股，2025 全年累计分红 9 元/10 股。素金和镶嵌首饰产品毛利率提升，线上收入较为稳健：分品类看，25H1 素金/镶嵌/其他首饰分别实现收入 34.2/2.9/3.2 亿元，分别同比-50.9%/-23.1%/+11.1%，收入分别占比 74.3%/6.2%/7.0%，素金/镶嵌/其他首饰 25H1 毛利率分别为 16.8%/30.4%/52.9%，同比分别+7.0pct/+4.4pct/-4.2pct。分渠道看，25H1 自营/加盟/电商渠道分别实现收入 8.9/24.3/11.7 亿元，同比分别-7.6%/-59.1%/-1.9%，收入分别占比 19.4%/52.8%/25.4%。盈利能力持续大幅提升：①毛利率：25H1 为 30.3%，同比+12.0pct；25Q2 毛利率为 36.1%，同比+13.1pct，主要系金价上涨与产品结构改善带动。②期间费用率：25H1 为 12.1%，同比+4.7pct，主要系销售费用率同比+4.3pct；25Q2 期间费用率为 14.1%，同比+4.0pct，主要系销售费用率同比+3.7pct。③归母净利率：25H1 为 12.9%，同比+5.6pct；25Q2 归母净利率 17.8%，同比+9.4pct。门店结构持续优化：截至 25H1 末，周大生品牌终端门店数量 4718 家，其中自营/加盟店分别 407/4311 家，25H1 期内净关闭门店 290 家，其中自营/加盟店分别净+54/-344 家；25Q2 期内净关闭门店 113 家，其中自营/加盟店分别净+11/-124 家。公司品牌矩阵战略全面发力：①“周大生×国家宝藏”全面升级，与国家级工艺美术大师合作，陆续研发并推出涵盖装扮、婚恋、收藏、祝福礼赠等不同细分场景的产品系列。②“周大生经典”定位非遗时尚，传承“非遗造办”理念，再图发展。③“转珠阁”定位国风文创珠串品牌，大胆突破黄金产品边界，强力破局。多品牌矩阵通过精准的市场细分和差异化定位，助力公司持续提升品牌渗透力。盈利预测与投资评级：周大生作为国内头部珠宝品牌，注重品牌年轻化和产品创新，多品牌矩阵持续发力，持续通过 IP 联名、婚庆场景和日常饰品系列拓宽消费群体，依托渠道布局提升渗透力。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 11.1/12.2/13.1 亿元，同比分别+10.1%/+9.3%/+7.6%，最新收盘价对应 2025-2027 年 PE 为 13/12/11 倍，维持“买入”评级。风险提示：终端需求不及预期，开店不及预期，金价波动等。

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 郝越)

康缘药业 (600557): 2025 半年报点评: 业绩有所承压, 创新管线稳步推进

投资要点 事件: 2025 年 H1, 公司实现营业收入 16.42 亿元 (-27.29%, 较去年同期下滑 27.29%, 下同), 归母净利润 1.42 亿元 (-40.12%), 扣非归母净利润为 1.2 亿元 (-45.63%); 单 Q2 季度来看, 公司实现营收 7.64 亿元 (-15.09%), 归母净利润 0.59 亿元 (-42.43%), 扣非归母净利润 0.38 亿元 (-53.12%)。业绩有所承压。片丸剂、贴剂表现相对较好, 毛利率有所承压。分产品来看, 2025H1, 注射剂收入 5.1 亿元 (-39.73%), 口服液收入 2.8 亿元 (-48.78%), 胶囊 3.8 亿元 (-4.78%), 片丸剂 1.9 亿元 (+12.26%), 颗粒剂、冲剂 1.3 亿元 (-17.61%), 贴剂 1.1 亿元 (+4.78%), 凝胶剂收入 0.24 亿元 (+10.14%)。注射液、口服液销售承压, 主要系热毒宁注射液、金振口服液销售同比下降所致。公司毛利率有所下滑, 2025H1, 公司销售毛利率 70.88% (-3.67pct, 较去年同期下降 3.67 个百分点, 下同), 销售净利率 9.06% (-2.95pct), 整体费用率有所降低。创新管线稳步推进, 多款产品值得期待: ZX2021 三靶点 (GLP-1R/GIPR/GCGR) 长效减重 (降糖) 融合蛋白已处于二期临床试验阶段, 进度位居国内前列。ZX2010 双靶点 (GLP-1R/GIPR) 长效降糖 (减重) 融合蛋白、重组人神经生长因子滴眼液 (ZX1305E 滴眼液, 治疗神经营养性角膜炎) 已处于 II 期临床试验阶段; 重组人神经生长因子注射液 (ZX1305 注射液, 治疗青光眼导致的视神经损伤) 完成 II a 期临床, 正在准备 II b 期临床试验。此外, 化药 1 类创新药方面, 氟诺哌齐片 (DC20, 治疗阿尔茨海默病) 完成 II 期临床数据统计, 预计 2025 年内启动三期临床; 喹诺利辛片 (DC042, 治疗良性前列腺增生)、SIPI-2011 片 (治疗室性心律失常)、WXSH0493 片 (治疗高尿酸血症), 正在积极推进 II 期临床试验。公司深度布局神经、代谢/降糖、自免等领域, 积极推进重点品种的临床进度, 打开想象空间。盈利预测与投资评级: 公司上半年业绩有所承压, 我们将公司 2025-2026 年归母净利润预测由 6.6/7.5 亿元下调为 3.6/4.2 亿元, 2027 年预计为 5.0 亿元, 当前市值对应 PE 为 27/23/20 倍。考虑到公司研发能力强, 在研管线具有较大的估值弹性, 维持“买入”评级。风险提示: 行业政策发生重大变更风险, 产品销售推广不及预期风险等。

(证券分析师: 朱国广 证券分析师: 李倩)

指南针 (300803): 2025 年半年报点评: 市场活跃, 拉升各项业务收入增长

事件: 2025 年上半年, 公司实现总营收同比+72%至 9.35 亿元, 归母净利润同比+391%至 1.43 亿元; 归母净资产 26 亿元, 较 2024 年年末+17%。**投资要点** 软件端: 资本市场活跃+集中营销高端及中端产品, 业绩增长显著。受益于国内资本市场持续回暖, 2025H1 日均 A 股成交额同比 2024H1+61%至 1.39 万亿元, 环比 2024H2+11%。公司持续扩大品牌推广及客户拓展力度, 广告宣传及网络推广费用同比呈较大幅度增长, 新增注册及付费用户数量同比亦有较大幅度增长。2025H1, 公司金融信息服务收入同比+60%至 6.79 亿元, 公司销售商品、提供劳务收到的现金 7.18 亿元, 同比+47%, 主要系公司 25Q1 集中营销高端产品私享家版软件, 25Q2 集中营销中端系列产品。券商端: 经纪及自营业务仍在快速发展。2025 年上半年, ①手续费及佣金净收入 (经纪业务为主) 同比+134%至 1.93 亿元, 麦高证券客户规模稳定增长, 公司代理买卖证券款较 2024 年上半年末+122%至 81 亿元。②利息净收入同比+57%至 0.43 亿元。③自营业务投资收益同

比+73%至 0.88 亿元，投资收益同比+196%至 1.54 亿元，报告期末交易性金融资产较 2025 年初+89%至 18 亿元；除证券自营业务形成的投资收益外，本期因先锋基金公允价值重估计入 6,554 万元投资收益。成本端：各项费用均有增长，费用率下降。2025 年上半年，①营业成本同比+15%至 0.80 亿元。②销售费用同比+55%至 4.86 亿元，销售费用率同比-5pct 至 52%，主要系公司广告宣传投入增加，销售部门职工薪酬增加。③管理费用同比+52%至 2.85 亿元，管理费用率同比-4pct 至 30%，管理费用包括麦高证券的业务及管理费，本期增加主要系麦高证券为经营发展持续增加投入。④研发投入同比+13%至 0.85 亿元，研发费用率同比-5pct 至 9%。 增资与收购齐头并进，资本运作深化版图。①增资决策果断与成效显著并存。2025 年 7 月 4 日，指南针董事会议审议通过了对全资子公司麦高证券有限责任公司增资 2 亿元的议案，其注册资本由 12 亿元变更为 14 亿元。②资本运作战略定力与灵活性并存。2025 年 3 月，公司完成麦高证券、先锋基金股权收购，形成“金融信息+证券+基金”全牌照布局；2025 年 5 月，指南针召开临时股东大会，审议通过 2022 年度定增决议延期议案（延 12 个月），为 29 亿元募资保战略灵活，资金拟用于提升麦高证券资本实力、改善资本结构，巩固麦高各条业务线发展。 盈利预测与投资评级：基于公司 2025H1 的经营情况，我们小幅下调对公司的盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.83/3.78/4.98 亿元（前值为 3.06/4.14/5.39 亿元），对应 PE 分别为 326/244/186 倍，维持公司“买入”评级，期待麦高证券的发展，看好公司长期成长性。 风险提示：业务发展不及预期，AI 技术及应用发展不及预期。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：武欣姝）

精锻科技（300258）：2025 年半年度报告点评：25H1 业绩短期承压，人形机器人+出海打开增长空间

投资要点 事件：公司发布 2025 年半年度报告。2025 年上半年，公司实现营收 9.87 亿元，同比-2.0%；归母净利润为 0.61 亿元，同比-35.2%；扣非归母净利为 0.45 亿元，同比-40.63%。其中，25Q2 营收为 4.74 亿元，同/环比分别-5.75%/-7.42%；归母净利润为 0.20 亿元，同/环比分别-56.22%/-49.20%；扣非归母净利为 0.09 亿元，同/环比分别-72.50%/-75.53%。 盈利能力方面，25H1 公司归母净利率为 6.1%，同比-3.2pct；销售毛利率为 24.52%，同比+0.1pct。其中，25Q2 归母净利率为 4.30%，同/环比分别-4.96pct/-3.54pct；销售毛利率为 24.78%，同/环比分别+0.50pct/+0.95pct。 费用率方面，25H1 期间费用率为 17.1%，同比+0.62pct；其中，销售/管理/财务/研发费用率分别为 0.5%/7.9%/2.3%/6.3%，同比分别-0.21pct/+0.69pct/+0.18pct/-0.04pct。 25H1 分产品来看：1）齿轴类营收 7.25 亿元，同比-1.26%；毛利率为 22.67%，同比-1.13pct；2）总成类营收 2.23 亿元，同比-3.84%；毛利率为 24.49%，同比-0.34pct。 泰国工厂投产在即，全球化布局再进一步：1）泰国工厂一期首批样件已经交付，已完成部分海外客户审核，预计 Q3 开始初步爬坡；2）25H1，公司在法国里昂设立太平洋精锻法国分公司，加大对法国市场的开拓。 前瞻布局机器人减速器，当前进展顺利：1）公司布局行星减速器赛道，2023H2 开始推进研发工作，截至 2024 年 11 月已开发出相关样品；2）2025 年 3 月公司与工业机器人知名品牌天津爱码信成立合资子公司太平洋关节；3）2025 年 6 月 3 日以 5000 万元获得格蓝若智能机器人 10%的股份，加快布局机器人关节、精密减速器、控制电驱动、丝杠等领域。 半年度分红：公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.35 元（含税），合计共派发现金 2015 万元，占 25H1 归属于上市公司

公司净利润的比例为 33.25%。盈利预测与投资评级：考虑到行业竞争激烈及公司 25H1 业绩及盈利能力有所下滑，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预期至 1.89/2.37/2.98 亿元（原为 2.41/2.90/3.59 亿元）。当前市值对应 2025-2027 年 PE 为 43/34/27 倍，但考虑到公司部分新项目即将步入批产阶段，叠加泰国公司投产对公司业绩的加持和机器人减速器业务对公司的非车业务的赋能，我们仍维持精锻科技“买入”评级。风险提示：新能源渗透率不及预期；产能爬坡不及预期；新业务拓展不及预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：郭雨蒙）

中国人保（601319）：2025 年中报点评：综合成本率创近十年最佳，NBV 延续高增长

投资要点 【事件】中国人保发布 2025 年中期业绩：1）归母净利润 265 亿元，同比+16.9%，Q2 单季 137 亿元，同比-0.3%。2）归母净资产较年初+6.1%，较 Q1 末+2.1%。3）中期每股股息 0.075 元，同比+19%。

产险：保费稳定增长，综合成本率显著改善。1）上半年净利润 235 亿元，同比+34.4%。承保利润 117 亿元，同比+53.5%。2）上半年产险保费同比+3.6%，市占率达 33.5%，较年初+1.7pct。车险/意健险/农险保费分别同比+3.4%、+7.9%、-3.9%，其中家自车保费占比同比提升 1.0pct 至 73.4%。3）上半年综合成本率为 95.3%，同比-1.5pct，创近 10 年同期最好水平；赔付率为 72.3%，同比+1.6pct；费用率为 23.0%，同比-3.1pct。除意健险外，其他主要险种综合成本率均同比改善。车险/农险/企财险/责任险综合成本率分别同比下降 2.2/0.9/9.5/0.5pct 至 94.2%/93.9%/90.1%/103.6%，而意健险则同比+1.9pct 至 101.8%。其中，车险综合赔付率同比+1.9pct，主要由于新能源车占比提升和人伤赔付增加所致，而严格费用管控推动费用率同比-4.1pct。

人身险：NBV 与 EV 均实现高增长。1）人保寿险：①上半年净利润 69 亿元，同比-31%。②上半年总保费同比+14.5%，其中传统险保费占比同比+18.1pct 升至 70.2%；长险首年期交保费同比+25.6%。③上半年 NBV 可比口径下同比+72%，其中银保渠道同比+108%。NBV margin 同比+4.0pct。截至年中 EV 较年初+9%。④截至年中营销员规模人力 7.9 万人，较年初-4.3%。上半年月均有效人力 2.1 万，同比-9.8%。2）人保健康：①上半年净利润 51 亿元，同比+50%。②上半年总保费同比+12%，其中长险首年期交保费同比+52%。③上半年 NBV 可比口径下同比+51%，NBV margin 同比+3.9pct，截至年中 EV 较年初+18%。

投资：显著增配股票，总投资收益率同比提升。1）截至年中，总投资资产规模较年初+7.2%至 1.76 万亿元。固收投资占比较年初-1.3pct 降至 66.6%，权益投资则较年初+2.2pct 升至 20.4%。其中债券占比较年初+0.7pct，基金则持平，股票投资规模较年初大增 57%，占比则较年初+1.7pct 提升显著。2）上半年年化总投资收益率 5.1%，同比+1.0pct；年化净投资收益率 3.7%，同比-0.1pct。3）截至年中，OCI 股票投资规模较年初+60.7%，占比较年初+1.1pct 至 46.4%，上半年 OCI 股票综合投资收益率高于沪深 300 红利指数 7.8pct。盈利预测与投资评级：我们看好公司作为财险行业龙头具有的品牌效应和费用管控优势，在精细化管理下有望持续优化业务结构、推动降本增效。结合公司 2025 上半年经营情况，我们维持此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 510/540/597 亿元，当前市值对应 2025E PEV 0.9x、PB 1.3x。维持“买入”评级。风险提示：1）行业保费增速低于预期；2）自然灾害等不确定因素。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：曹锟）

纽威数控（688697）：2025 年中报点评：业绩短期承压，研发投入持

续加码

投资要点 营收增长稳健，归母净利润短期承压 2025H1 公司实现营收 12.78 亿元，同比+9.99%；实现归母净利润 1.30 亿元，同比-10.17%；实现扣非归母净利润 1.11 亿元，同比-12.12%。公司营收增长主要系公司积极开拓国内外市场，订单承接增长所致。分产品看：大型加工中心实现收入 5.28 亿元，同比-0.49%，立式数控机床实现收入 4.27 亿元，同比+16.73%，卧式数控机床实现收入 2.90 亿元，同比+14.40%。立式数控机床和卧式数控机床收入增长显著，主要系公司在高端数控机床的持续研发与技术升级。单 Q2 看，公司实现营业收入 7.09 亿元，同比+15.53%；归母净利润 0.69 亿元，同比-8.67%，扣非归母净利润 0.62 亿元，同比-6.46%。毛利率有所下降，费用率小幅下降 2025H1 公司毛利率为 20.26%，同比-5.06pct，单 Q2 毛利率为 19.58%，同比-5.17pct，盈利能力短期承压。公司 25H1 毛利率下降主要系四期投产、市场竞争加剧和会计准则变更所致。分产品看，大型加工中心/立式数控机床/卧式数控机床毛利率分别为 19.50%/18.17%/23.92%，同比分别-5.68pct/-4.52pct/-4.79pct。2025H1 和 Q2 公司销售净利率分别为 10.17%和 9.68%，同比-2.28pct 和-2.57pct。2025H1 公司期间费用率为 10.9%，同比-2.3pct，小幅下降，主要系销售费用率下降。其中销售/管理/研发费用率分别为 4.1%/1.5%/5.0%，同比分别-2.4pct/-0.1pct/+0.1pct；财务费用率为 0.3%，基本稳定。持续加码研发提升产品竞争力，五期项目投资建设打开成长空间：1) 公司研发投入持续加码：25H1 公司研发费用 0.65 亿元，同比+12.55%，公司持续加研发投入。截至 2025 年 6 月 30 日，公司累计获得发明专利 30 件，实用新型专利 211 件，外观设计专利 28 件，软件著作权 43 件。公司保持高强度研发投入，提升产品竞争力，推动核心零部件国产化。2) 投资建设五期高端智能数控装备项目：根据公司 2025 年 4 月公告，公司计划自筹投资 8.5 亿元建设纽威数控五期高端智能数控装备项目。项目计划建设约 4.75 万平方米生产厂房及配套设施，用于数控立车、数控磨床、专机等高端智能数控装备生产，预计 2027 年 6 月建成投产。公司持续投资建设产能，打开长期成长空间。盈利预测与投资评级：考虑到当前公司利润阶段性承压，我们调整公司 2025-2027 年归母净利润预测为 3.26（原值 3.60）/3.78（原值 4.20）/4.44（原值 4.92）亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 22/19/16 倍，公司持续加码研发投入提升产品力，投资建设五期产能打开成长空间，维持公司“增持”评级。风险提示：制造业复苏不及预期，机床行业需求不及预期，产能建设进度不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天
研究助理：陶泽）

英科再生（688087）：2025H1 中报点评：剔除汇兑损益后业绩同增 32%，装饰建材业务增长强劲

投资要点 事件：2025H1，公司实现营业收入 16.66 亿元（同比+16.13%）；归母净利润 1.46 亿元（同比-6.01%）。成品框和装饰建材收入占比超 75%，2025H1 装饰建材收入同增 38%。2025H1 公司营收 16.66 亿元，同比增长 16.13%；2025H1 归母净利润 1.46 亿元，同比减少 6.01%，主要系汇兑损失 3860.99 万元，若剔除汇兑损益影响，可比口径下，2025H1 公司归母净利润 1.84 亿元，同比增长 31.59%。2025H1 销售毛利率 25.27%，同比+1.90pct。2025H1 分产品来看，1) 成品框：收入 6.80 亿元（同比+11.01%，占比 40.80%），毛利率 28.23%（同比-2.79pct），2) 装饰建材：收入 6.21 亿元（同比+38.27%，占比 37.27%），毛利率 31.44%（同比-1.26pct），3) 再生塑料：收入 3.46 亿

元（同比+0.33%，占比 20.77%），毛利率 6.77%（同比-0.18pct），4）环保设备：收入 0.11 亿元（同比-32.90%，占比 0.64%），毛利率 59.07%（同比-0.53pct）。其中，成品框、装饰建材等高附加值家居消费品借助渠道优势，面向全球市场营销，营收占比超 75%。2025H1 分区域来看，境外收入 14.79 亿元（同比+27.84%，占比 88.80%），境内收入 1.87 亿元（同比-32.71%，占比 11.20%）。2025H1 经营性现金流净额同增 17.50%。2025H1 公司经营活动现金流净额 2.45 亿元，同增 17.50%；投资活动现金流净额-6.79 亿元，2024H1 为-4.20 亿元；筹资活动现金流净额-1.40 亿元，2024H1 为 3.18 亿元。东南亚制造产能逐步释放，加大新兴市场拓展，增强经营韧性。1）营销渠道：2025H1 外销收入占比提升至 89%，产品覆盖全球超 130 个国家。与全球 300-400 家大型连锁零售商建立直接合作关系，2025H1 成品框业务与零售商合作贡献的收入占该品类总销售收入的 75%以上。2）海外产能：2024 年越南清化基地一期实现满产满销后，越南基地二期于 2025 年二季度正式投产，产能得到进一步释放，推动越南基地营收同比增长 48.89%。3）市场拓展：公司风险对冲能力提升，在尽力稳住欧美市场的同时，进一步加大新兴市场的开拓力度，2025H1 欧美区域（含北美洲、中南美洲、欧洲）占比超 70%，非美市场收入同比增长 31.15%。首次中期分红，提升股东回报。公司拟向全体股东派发 0.1 元/股，合计派发现金股利 0.19 亿元，分红比例 13.3%，彰显对股东回报的重视。盈利预测与投资评级：再生塑料先行者，全产业链&全球化布局，深耕再生塑料高值化利用终端制品，随着品类扩张&渠道拓展，盈利能力逐季提升。我们维持 2025-2027 年归母净利润 3.86/4.58/5.41 亿元，对应 15/12/10 倍 PE，维持“买入”评级。风险提示：汇率波动、贸易政策变动和加征关税风险。

（证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文）

拓荆科技（688072）：2025 年中报点评：25Q2 业绩高速增长，薄膜沉积&先进封装设备进入收获期

投资要点 Q2 收入&归母净利润同环比均高速增长，新产品加速批量交付：2025H1 公司营业收入为 19.54 亿元，同比+54.2%，主要系公司先进制程的验证机台已顺利通过客户认证，逐步进入规模化量产阶段；归母净利润为 0.94 亿元，同比-27.0%，主要系第一季度确认收入的新产品、新工艺的设备在客户验证过程成本较高，毛利率较低；扣非归母净利润为 0.38 亿元，同比+91.3%，主要系本期计入非经常性损益的政府补助同比减少。Q2 单季营业收入 12.45 亿元，同比+56.6%，环比+75.7%，符合业绩预告中值，呈加速增长态势；归母净利润 2.41 亿元，同比+103.4%，环比扭亏为盈，主要系公司新产品已完成验证并批量交付；扣非归母净利润 2.18 亿元，同比+240.4%，环比扭亏为盈，符合业绩预告。

随新产品规模化量产，Q2 公司盈利能力环比改善：2025H1 年公司毛利率为 31.9%，同比-15.1pct；销售净利率为 4.2%，同比-5.4pct；期间费用率为 31.9%，同比-13.0pct，其中销售费用率为 8.7%，同比-3.9pct，管理费用率为 5.3%，同比+0.1pct，研发费用率 15.4%，同比-9.4pct，财务费用率为 2.4%，同比+0.3pct。Q2 单季度毛利率为 38.8%，同比-8.0pct，环比+18.9pct；销售净利率 18.8%，同比+4.4pct，环比+40.2pct。

存货&合同负债持续高增，现金流持续优化：截至 2025H1 末，公司合同负债为 45.4 亿元，同比+122.6%，主要系公司持续优化客户结构，在巩固国内龙头晶圆厂合作的同时，成功导入新客户，在手订单增加；存货为 83.2 亿元，同比+28.9%。2025 H1，公司经营活动净现金流为 15.7 亿元，同比由负转正，其中 2025Q2 经营活动净现金流为 15.5 亿元，主要系 2025H1 预收货款及

销售回款达到 43.7 亿元，创历史新高，为公司持续研发投入和产能扩张提供了有力保障。 累计出货超 3000 个先进反应腔，平台化产品加速放量：(1) PECVD：已实现全系列 PECVD 介质薄膜材料的覆盖，通用介质薄膜材料和先进介质薄膜材料均已实现产业化应用。截至 2025H1 基于新型设备平台（PF-300T Plus 和 PF-300M）和新型反应腔（pX 和 Supra-D）的 PECVD Stack（ONO 叠层）、ACHM、Lok-II 及 PECVD Bianca 等先进工艺设备陆续通过客户验收，量产规模不断扩大；用于先进存储领域的 PECVD OPN、SiB 等先进工艺设备持续获得订单，已出货多台至客户端验证；公司目前已实现对 PECVD ACHM、a-Si、SiB、高温 SiN 等多款硬掩模工艺的全面覆盖（先进制程），成为国内集成电路领域硬掩模工艺覆盖最全面的设备厂商。(2) ALD：是国产 ALD 工艺覆盖度第一的厂商。截至 2025H1 公司基于具有业界领先坪效比和最低拥有成本（COO）的平台 VS-300T 开发的 PE-ALD 设备持续获得客户订单，PE-ALD SiO₂ 和 PE-ALD SiCO 多台通过客户验证，不断扩大量产规模，公司已实现 PE-ALD 介质薄膜材料的全面覆盖；TiN-T-ALD 持续获得客户订单，出货量不断扩大。公司 ALD 产品 2025Q2 确收金额已超 2024 年全年。(3) 先进封装设备：公司晶圆对晶圆键合产品 Dione 300 及芯片对晶圆混合键合前表面预处理产品 Propus 均实现产业化；公司自主研发了键合套准精度量测产品，其中 Crux 300 已获得客户订单。公司先进封装设备 2024 年实现营收 9567 万元，同比+48.8%。 盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润分别为 10.0/15.5/22.1 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 53/35/24 倍，维持“买入”评级。 风险提示：晶圆厂资本开支下滑、国产化率提升不及预期等

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

东威科技（688700）：2025 年中报点评：Q2 业绩环比改善，有望充分受益于高端 PCB 电镀设备需求增长

投资要点 25H1 PCB 电镀业务拉动营收回升：2025H1 公司实现营收 4.43 亿元，同比+13.1%，主要系高端 PCB 需求大幅增长带动相关设备需求；归母净利润 0.43 亿元，同比-23.7%；扣非归母净利润 0.41 亿元，同比-16.7%。净利润下滑主要系报告期内未有高毛利新能源设备产品确认收入，及原材料（铜、不锈钢等）价格上升、成本费用提升等因素拖累。2025Q2 单季公司营收 2.32 亿元，同比+19.1%，环比+9.7%；归母净利润 0.25 亿元，同比+3.2%，环比提升 49.9%；扣非归母净利润 0.25 亿元，同比+21.0%，环比+50.4%。 原材料成本上升叠加高毛利产品未确收拖累 25H1 毛利率，Q2 盈利能力环比改善：25H1 销售毛利率为 32.5%，同比-6.1pct；销售净利率为 9.6%，同比-4.6pct；期间费用率为 21.3%，同比-3.5pct，其中销售费用率 4.4%，同比-3.2pct，管理费用率 7.7%，同比+0.6pct，研发费用率 8.5%，同比-2.1pct，财务费用率为 0.7%，同比+1.2pct。2025Q2 单季销售毛利率 35.0%，同比-3.0pct，环比+5.2pct；销售净利率 11.0%，同比-1.7pct，环比+3.0pct，盈利能力环比改善。 25H1 经营性现金流改善，合同负债与存货同比提升：截至 2025H1 末，公司合同负债 5.37 亿元，同比+177.4%；存货规模 8.63 亿元，同比+95.0%，其中发出商品增加显著。应收账款为 6.99 亿元，同比+9.4%。25H1 公司经营性现金流净额为 0.30 亿元，同比转正，主要系订单增长带动客户回款增加。 PCB 电镀及新能源电镀设备产品加速突破，持续提升技术实力：(1) PCB 电镀设备：推出水平 TGV 电镀线，可应用于半导体封装领域，为高端 SiP 和高算力芯片封装提供支持；水平镀三合一设备获得客户

高度认可并获得海外订单；PVD、TGV、RDL 设备均已交付客户，目前试产顺利推进中。（2）新能源电镀设备：公司是目前全球唯一实现新能源锂电镀膜设备（“水电镀”）规模量产的企业；成功研发大宽幅双边传动卷式水平无接触镀膜线；光伏镀铜设备（铜代银）目前在客户处已进入小批量生产阶段，运行良好，所生产的产品已亮相于 2024SNEC 大会；复合铝真空蒸镀设备已送至客户处验证。有望充分受益于 HDI 电镀设备量价齐升：随着算力需求快速攀升，封装技术加速向高端化、低成本化演进，CoWoP 工艺搭配 HDI（高密度互连）成为关键驱动力，对先进电镀设备需求持续提升。公司针对 HDI（高密度互连）领域布局了高价值量的水平电镀设备和 MVCP 设备，有望充分受益于 HDI 电镀设备需求的增长：①水平镀三合一设备：相比垂直电镀，水平电镀在高纵横比通孔和微盲孔领域具有明显优势，更适用于高阶 HDI。②MVCP（移载式垂直连续电镀）设备：公司 MVCP 电镀线宽/线距最小可达 8 μ m，能够满足 MSAP 工艺的高精度要求，有望加速完成国产替代。③脉冲电镀设备：相比传统的直流电镀，脉冲电镀具备更好的深孔电镀能力和表面均匀性，充分满足高端 HDI 高纵横比微孔填充需求，市场前景广阔。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 1.47/1.85/2.24 亿元，对应当前估值约 87/70/57 倍 PE。尽管短期盈利承压，但公司在 PCB 设备升级及新能源设备放量方面具备扎实基础，看好中长期成长逻辑，维持“增持”评级。风险提示：宏观环境波动导致下游投资不及预期，新能源电镀设备出货节奏不确定，新产品验证及客户导入进展不及预期等。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

老虎证券（TIGR）：2025 年半年报点评：交易活跃驱动业绩高增

事件：公司发布 2025 年第二季度及半年度业绩，2025 年上半年公司实现总营收同比+57%至 2.61 亿美元，归母净利润同比+381%至 0.72 亿美元；其中 2025Q2 单季度总营收同比+59%至 1.39 亿美元，归母净利润为同比+1496%至 0.41 亿美元。投资要点 收入端：市场活跃推动佣金与利息收入大幅增长。①2025 年上半年，公司佣金收入同比+99%至 1.23 亿美元，美港股交易额大幅上升（港股及纳斯达克全股日均交易额分别同比+121%/+24%），带动老虎证券平台入金客户数高增至 119 万人（同比+21%），总账户余额同比+36%至 521 亿美元（创历史新高）；利息收入同比+28%至 1.13 亿美元，主要系综合账户客户的两融活动增加，公司融资融券余额同比+63%至 57 亿美元；其他收入同比+90%至 20 百万美元，主要系财富管理服务费收入、交易所收入和 IPO 分销收入增加。②2025Q2 单季度来看，公司佣金收入同比+90%至 65 百万美元，客户资产流入强劲，2025Q2 单季度流入 30 亿美元（主要为散户）；利息收入同比+33%至 59 百万美元，其他收入同比+100%至 13 百万美元（增长原因同上）。成本端：交易量增加+业务扩张拉升成本费用开支。2025 年上半年，公司总运营成本和费用同比+15%至 1.38 亿美元，其中①结算及执行费用同比+113%至 1,073 万美元，主要系交易量增加；②薪酬及福利费用同比+23%至 0.70 亿美元，主要系公司业务全球扩张，全球员工数量增长；③佣金和市场数据费用同比+16%至 2,017 万美元，主要系 IT 相关服务费增加；④销售、市场、品牌及其他费用：2025 年上半年同比+92%至 2,074 万美元，主要系营销支出增加；⑤管理费、一般及行政费用同比-54%至 1,188 万美元，主要系坏账费用减少。新业务持续上线。①拓展业务与投资场景：2025 年 5 月，老虎证券上线加密货币提存服务（支持 BTC、ETH 等存提交易），新西兰子公司同步上线当地股票交易，

用户单账户可通过 Tiger Trade APP 投资。②继续推出新功能以扩大用户基础：2025 年 7 月，公司在新加坡推出了中央公积金（“CPF”）账户交易和补充退休计划（“SRS”）账户交易功能。盈利预测与投资评级：结合公司 2025 年上半年经营情况，叠加我们对公司全球业务稳健发展的预期，我们上调公司业绩预期，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.35/1.92/2.49 亿美元（前值为 0.96/1.16/1.37 亿美元），对应 PE 估值分别为 16/11/9 倍（PE 计算口径为收盘价/EPADS）。我们看好公司持续拓展海外市场，加速用户规模扩张，公司中长期成长空间可观，维持“买入”评级。风险提示：监管趋严抑制业务创新，行业竞争加剧，权益市场大幅波动。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：武欣姝）

新莱应材（300260）：2025 年中报点评：Q2 业绩环比改善，看好公司持续受益于半导体&液冷双增长极【勘误版】

投资要点 2025H1 业绩小幅下降，食品业务稳托底增长。2025H1 公司营收 14.09 亿元，同比-0.6%。食品类业务实现收入 8.46 亿元，同比+5.4%，受益于国内乳制品和饮料行业需求增长及公司“设备+包材”一体化模式带来的客户黏性增强，成为托底主力。医药类业务实现收入 1.22 亿元，同比-27.5%。泛半导体业务实现收入 4.41 亿元，同比-1.3%。期间归母净利润为 1.08 亿元，同比-23.1%。扣非归母净利润 1.06 亿元，同比-19.6%。Q2 单季营收 7.37 亿元，同比+1%，环比+9.5%。归母净利润为 0.57 亿元，同比-20.7%，环比+12%，扣非归母净利润为 0.55 亿元，同比-23.7%，环比+8.6%。盈利能力承压，费用率小幅改善。2025H1 公司毛利率为 24.5%，同比-1.1pct；销售净利率为 7.6%，同比-2.3pct。公司期间费用率为 15.7%，同比-0.9pct；其中销售费用率为 5.7%，同比-0.1pct；管理费用率为 4.9%，同比+0.9pct；研发费用率为 4%，同比+0.5pct；财务费用率为 1%，同比-0.4pct。Q2 单季毛利率为 25%，同环比-0.8pct/+1.2pct；销售净利率为 7.7%，同环比-2.2pct/+0.1pct。存货同比减少，经营现金流显著改善。截至 2025H1，公司合同负债 1.23 亿元，同比持平；存货 15.08 亿元，同比-5.1%。2025 上半年，公司实现经营活动现金流净额 1.3 亿元，同比+41.8%，现金流情况显著改善。

国产替代稳步推进，客户结构持续优化。公司在泛半导体领域深耕多年，围绕高洁净与高纯流体系统，系统布局制程与厂务两大环节，产品涵盖真空阀门、洁净管道、高纯输送组件等，广泛应用于晶圆制造、显示面板、新能源等高端制造工艺场景。2025H1，公司半导体业务整体保持平稳，持续推进头部客户认证与导入，产品通过美国排名前二的半导体应用设备厂商特殊工艺认证并成为其一级供应商，客户结构持续优化。公司不断加大核心产品的研发投入，已开发控压蝶阀、控压钟摆阀、大型传输阀、高性能 ALD 阀、高效率离心泵、用于高洁净工艺的 PVD/CVD 腔体及核心零部件，以及服务超洁净特气系统的管阀件等新产品，覆盖制程高门槛环节，国产替代能力持续增强，产品附加值稳步提升。液冷系统积极布局，迈向 AI 基础设施新应用场景。面对 AI 服务器与 AIDC 等新型基础设施对高热密度散热方案的迫切需求，公司依托在洁净工艺、系统密封性及流体集成能力上的长期积累，前瞻性切入液冷业务，围绕核心零部件与系统交付同步推进。公司通过子公司蒙康普推进液冷产品布局，聚焦 CDU、流体管路、快接头、Manifold 等关键组件，已具备成熟批量加工能力。当前液冷渗透率仍处于提升初期，细分供应格局尚不稳定，公司凭借成熟的验证体系与客户基础，有望加速切入国产替代核心环节，在 AI 基础设施浪潮中打开新一轮成长空间。盈利预测与投资评级：考虑到公司订单情况，我们下调公

司 2025-2027 年归母净利润预测为 2.55/3.14/4.15(前值 3.13/4.24/5.81) 亿元,当前股价对应动态 PE 分别为 62/50/38 倍。基于公司在半导体零部件业务的长期高成长性,维持“增持”评级。风险提示:下游扩产不及预期,国际贸易摩擦等。

(证券分析师:周尔双 证券分析师:李文意)

中国财险 (02328.HK): 2025 年中报点评: 综合成本率大幅改善, 承保利润与投资收益均向好

投资要点 【事件】中国财险发布 2025 年中期业绩: 1) 上半年净利润 245 亿元, 同比+32.3%, Q2 单季 131 亿元, 同比+4.1%。2) 上半年承保利润 130 亿元, 同比增长 44.6%。3) 归母净资产 2783 亿元, 较年初+7.9%。4) ROE (未年化) 为 9.0%, 同比提升 1.3pct。

保费: 上半年保费稳健增长, 车险业务结构持续优化。1) 上半年原保费收入同比+3.6%, 公司市占率为 33.5%, 较年初提升 1.7pct。2) 上半年车险保费同比+3.4%, 业务结构持续优化, 家自车保费占比同比提升 1.0pct 至 73.4%, 家自车新车承保数量同比+10.4%, 市场份额同比提升 0.3pct 至 39.2%; 新能源汽车承保数量同比+36.8%, 保费同比+38.4%, 其中家自车占比提升 5.3pct 至 70.6%。3) 上半年非车险保费同比+3.8%, 占总保费比重保持在 55%左右。其中意健险、农险保费分别同比+7.9%、-3.9%。上半年个人非车业务保费同比增长 16.6%, 法人业务同比+4.3%。

盈利: 综合成本率同比显著改善。1) 上半年综合成本率为 94.8%, 同比-1.4pct。上半年车险综合成本率同比-2.2pct 至 94.2%, 新能源家自车实现承保盈利。非车险综合成本率同比-0.1pct 至 95.7%, 其中企财险同比大幅下降 9.5pct 至 90.1%, 而意健险同比+1.9pct 升至 101.8%。2) 上半年赔付率同比+1.7pct 升至 71.8%。①受新能源车占比上升、人伤赔付增加等因素影响, 车险赔付率同比+1.9pct。②受业务结构变化影响, 意健险赔付率同比+6.3pct。③由于大灾较同期减少, 企财险赔付率同比-7.3pct。3) 上半年费用率同比-3.1pct 降至 23.0%。①受益于行业自律与公司严格费用管控, 车险费用率分别同比-4.1pct。②意健险、责任险和企财险费用率分别同比-4.4pct、2.0pct、-2.2pct。

投资: 增配债券与股票资产, OCI 股票占比有所下降。1) 截至 2025 年中, 总投资资产规模达 7115 亿元, 较年初+5.2%。2) 上半年总投资收益达 173 亿元, 同比+26.6%。上半年总投资收益率 (未年化) 2.6%, 同比+0.2pct。3) 截至年中, 固收类投资占总投资资产比重较年初-0.4pct 降至 59.8%, 而权益类则较年初+1.0pct 提升至 26.1%。其中定期存款/债券占比分别较年初-2.0pct、+2.7pct 至 9.4%和 41.1%, 主要增配国债及政府债。而股票和基金占比分别较年初+2.0pct、-0.1pct 至 9.2%、5.3%, 股票投资规模较年初+34%。4) 截至年中, OCI 股票规模较年初+23.8%, 占比较年初-6.1pct 降至 74.4%。

盈利预测与投资评级: 结合公司 2025 上半年经营情况, 我们上调公司盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润为 449/467/503 亿元(前值为 432/456/492 亿元), 当前市值对应 2025E PB 1.2x, 维持“买入”评级。风险提示: 1) 行业保费增速低于预期; 2) 自然灾害等不确定因素。

(证券分析师:孙婷 证券分析师:曹锟)

中国人寿 (601628): 2025 年中报点评: NBV 实现两位数增长, OCI 股票规模翻番

投资要点 【事件】中国人寿发布 2025 年中期业绩: 1) 归母净利润 409 亿元, 同比+6.9%; Q2 单季 121 亿元, 同比-31.2%, 预计主要是利率下行导致部分 VFA 业务转亏损导致的短期波动。ROE 为 7.83%, 同比基本持平。2) 归母净资产 5236 亿元, 较年初+2.7%, 较

Q1末-1.7%。3)EV 1.48 万亿元,较年初+5.5%。4)中期分红每股 0.238 元,同比+19%。

保费: 银保新单高速增长,分红险转型已现成效。1)上半年新单保费同比+0.6%,首年期交同比-16.5%;十年期及以上期交同比-28.9%,期交比重 37.3%,同比-6.5pct。2)个险、银保上半年新单保费分别同比-21.6%、+111%,首年期交分别同比-24.3%、+34.4%。个险渠道十年期及以上期交保费占比超 45%,银保渠道合作银行数量突破百家,银保客户经理人均产能同比+52%。3)分红险转型卓有成效,占个险渠道首年期交保费比重超 50%,银保渠道浮动收益产品保费占比亦有提升。

NBV: 价值率同比提高,银保渠道 NBV 贡献明显提升。1)上半年 NBV 285 亿元,可比口径下同比+20.3%。其中个险渠道 NBV 同比+9.5%,银保及其他渠道同比+179%,占比同比+8.4pct 至 14.7%。2)个险渠道 NBV margin 为 32.4%,同比+9.2pct,预计主要受预定利率下调等因素推动,报行合一亦有助于提升银保业务价值率表现。

人力: 规模基本稳定,队伍质态改善。1)个险人力规模基本稳定,2024 末、2025Q1、2025H1 分别 61.5 万、59.6 万、59.2 万人,较年初-3.7%,较 Q1 末-0.7%。其中,营销、收展团队分别为 37.6 万、21.6 万人。2)队伍结构不断优化,优增人力同比+27.6%,13 个月留存率同比+3.8pct,5 年资及以上人群占比同比+1.5pct。

投资: 大幅增配 OCI 股票;净、总投资收益率同比略降。1)投资资产达 7.1 万亿元,较年初+7.8%。债券/股票/基金分别占比 59.0%/8.7%/4.9%,较年初持平、+1.1pct、+0.3pct。公开市场权益规模较年初增加超 1500 亿元。股票中 OCI 规模达 1403 亿元,较年初+133%,占比 22.6%,较年初+10.6pct。2)年化净投资收益率 2.78%,同比-0.25pct;总投资收益率 3.29%,同比-0.3pct。

盈利预测与投资评级: 我们看好公司作为寿险行业龙头的竞争优势,预计伴随公司个险营销转型的深入推进,队伍质态和业绩表现将进一步提升。结合公司 2025 上半年经营情况,我们维持此前盈利预测不变,预计 2025-2027 年公司归母净利润为 1075/1120/1205 亿元,当前市值对应 2025E PEV 0.8x、PB 2.1x,维持“买入”评级。

风险提示: 长端利率趋势性下行;新单保费增长不达预期。

(证券分析师:孙婷 证券分析师:曹锟)

银轮股份(002126): 2025 年半年报点评: 2025Q2 业绩符合预期, 多轮驱动公司快速发展

投资要点 事件: 公司发布 2025 年半年度报告。2025 年上半年公司实现营业收入 71.68 亿元,同比增长 16.52%;实现归母净利润 4.41 亿元,同比增长 9.53%。其中,2025Q2 单季度公司实现营业收入 37.51 亿元,同比增长 17.89%,环比增长 9.81%;实现归母净利润 2.29 亿元,同比增长 8.30%,环比增长 7.79%。公司 2025Q2 业绩基本符合我们的预期。

2025Q2 业绩符合预期,毛利率环比稍有下滑。营收端,公司 2025Q2 单季度实现营业收入 37.51 亿元,环比增长 9.81%。从主要下游 2025Q2 表现来看:国内重卡销量 26.84 万辆,环比微增 1.28%;狭义新能源乘用车批发 359.89 万辆,环比增长 25.01%;乘用车行业批发 700.18 万辆,环比增长 10.99%。毛利率方面,公司 2025Q2 单季度毛利率 18.75%,环比下降 1.03 个百分点,稍有承压。期间费用方面,公司 2025Q2 期间费用率为 10.42%,环比下降 0.33 个百分点;其中,主要系管理费用率和研发费用率环比下降 0.36 和 0.27 个百分点。归母净利润方面,公司 2025Q2 单季度实现归母净利润 2.29 亿元,环比增长 7.79%;对应归母净利率 6.10%,环比微降 0.11 个百分点。

新能源汽车热管理持续成长,数字能源与具身智能协同发展。研发上,公司不断加大力度,集中优势资源打造全球化的研发体

系，聚焦于新能源汽车热管理方向。产品上，公司在新能源热管理领域拥有“1+4+N”的全面产品布局。布局上，公司秉承着国际化的发展战略，在海外各市场持续推动生产及技术服务平台，更好地为全球客户进行属地化的服务。客户上，公司新能源热管理业务覆盖了北美知名电动车企业、CATL、吉利、蔚来、小鹏等优质客户，充分享受客户发展红利。此外，公司还持续布局数字能源和具身智能领域，有望打造公司的第三及第四成长曲线。

盈利预测与投资评级：考虑到公司新项目放量节奏及关税的暂时影响，我们将公司 2025-2027 年归母净利润的预测调整为 10.02 亿元、12.47 亿元、15.31 亿元（前值为 10.70 亿元、13.09 亿元、15.67 亿元），对应 2025-2027 年 EPS 分别为 1.20 元、1.49 元、1.83 元，市盈率分别为 31.13 倍、25.01 倍、20.38 倍，维持“买入”评级。

风险提示：新能源乘用车销量不及预期；新产品拓展不及预期；原材料价格波动影响盈利。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇）

五粮液（000858）：2025 年中报点评：迎难而上，务实求变

投资要点 事件：公司披露 2025 年中报。2025 上半年营收、归母净利润分别为 527.7、194.9 亿元，同比+4.2%、+2.3%；对应 25Q2 营收、归母净利润分别为 158.3、46.3 亿元，同比+0.1%、-7.6%。

25H1 需求承压，渠道变革持续推进。2025 年公司紧扣“营销执行提升年”总定位，持续深化“抓动销、稳价格、提费效、转作风”营销方针，上半年顺利完成“双过半”目标。1）分产品看：25H1 公司实现酒类收入 491.2 亿元，同增 4.3%。①五粮液 25H1 收入同增 4.6%，量、价同比+12.7%、-7.2%。25H1 公司按统一规则调减普五传统渠道配额，相应由专营公司及直销渠道承担增量开拓任务；同时继续加强 1618、低度渠道支持及开瓶培育，拉动二者开瓶量和宴席场次稳定增长。②其他酒 25H1 收入同增 2.7%，量、价同比+58.8%、-35.3%。行业深度调整期，五粮浓香中低价酒销量增长相对较快。25H1 五粮浓香公司坚持“守正创新、开疆拓土、多作贡献”战略导向，围绕产品动销、价值回归、市场分类分级建设、品牌文化传播、市场基础建设等重点工作，各项工作稳中有进、稳中有新。2）分区域看：25H1 公司东部、南部、北部大区营收分别同增 7.9%、1.9%、1.8%，东部大区增幅相对较好，预计与 1618 动销基础较好有关。25H1 公司前五大经销商销售收入贡献达 57.0%，远高于 24H1 的 21.1%，与经销渠道统一新设销售专营公司有关。

25H1 净利率同比下降，主系毛利率及税金拖累。25H1 公司销售净利率同比回落 1.0pct，Q2 单季同比下降 2.7pct，降幅扩大主要与销售费用季度投放节奏波动有关。①25H1 公司综合毛利率同比-0.5pct，其中酒类毛利率同比-0.4pct 至 82.2%，五粮液、其他酒毛利率分别同比-0.2pct、-1.5pct，二者吨价、吨成本均同比回落。②25H1 销售费用同比基本持平，费率同比-0.4pct，其中广告费同比小幅减少 1.2%，促销费同增 3.5%。③25H1 管理费用(含研发)同比微增 1.2%，费率同比-0.1pct，其中职工薪酬等综合费用同比收缩。

25 年砥砺前行，着力完善渠道布局。在现有大商制基础上，五粮液已迈出重塑渠道生态的关键一步，专营公司带来的渠道变革，结合实干派营销高管的专业管理，将是公司强化营销管控的有益尝试。当前面临外部环境带来的需求压力，期待公司着眼长期，充分发挥专营公司体制优势，探索与企业团购客户合作共赢的跨界营销新模式，聚焦资源开发新需求、新场景。25H1 公司继续推进“三店一家”建设，合计新增 242 家，填补 18 个空白区县；成功开发企业型客户 60 家，并在 20 个核心城市实行终端直配，终端订单稳步增长。

盈利预测与投资建议：参考 2025 年中报情况，考虑高端需求复苏进程相对缓和，我们

调整 2025~27 年归母净利润预测为 316、320、349 亿元（前值为 338、365、403 亿元），当前市值对应 2025~27 年 PE 为 16、15、14X，维持“买入”评级。风险提示：宏观表现不及预期、高端竞争加剧而需求疲弱、渠道改革效果不及预期。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：孙瑜）

科锐国际（300662）：2025 年中报点评：营收盈利高增，AI 拓宽想象空间

投资要点 25Q2 收入与盈利高增速：25H1 营收 70.75 亿元，yoy+27.7%，归母净利润 1.27 亿元，yoy+47.0%。25Q2 营收 37.7 亿元，yoy+30.0%。归母净利润 0.7 亿元，yoy+51.3%。扣非归母净利润 0.5 亿元，yoy+21.0%。主要由于收到政府补贴加大，Q2 营业外收入 0.36 亿元，占利润总额 19.4%。毛利率 5.5%，yoy-1.52pct，净利率 1.9%，yoy+0.34pct，归母净利率 1.8%，yoy+0.26pct。核心业务灵活用工拉动营收，中高端人才寻访高盈利：营收按板块拆分，公司灵活用工 25H1 收入 67.36 亿元，yoy+29.3%，中高端人才访寻收入 1.96 亿元，yoy-1.2%，毛利率 29.1%，招聘流程外包收入 0.45 亿元，yoy+26.8%，毛利率 38.7%。核心业务灵活用工高增速，拉动公司营收高速扩张。AI 技术驱动业务指标跃升，技术研发岗为核心增长业务：25Q2 公司灵活用工累计派出 29.2 万人次，截至 2025 年 6 月末在册灵活用工业务的岗位外包员工 4.9 万余人，其中技术研发类岗位占比达 70.8%，同比提升 5.4pct，成为公司核心增长业务。公司加速 AI 技术的应用与发展，产业互联平台禾蛙生态深化 AI 应用，截至 25Q2 末累计交付岗位 1.8 万个，同比增长 120.4%。盈利预测与投资评级：产业升级趋势推动国内招聘市场迎结构性复苏，带动科锐国际营收提速，AI 技术战略布局拓宽公司业务想象空间。维持盈利预测，预计科锐国际 2025/26/27 年归母净利润 2.7/3.2/3.6 亿元，对应 PE 分别为 24/20/18 倍，维持“买入”评级。风险提示：行业需求较弱，下游客户订单增长不及预期风险等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：石旻瑄

证券分析师：王琳婧）

第一创业（002797）：2025 年中报点评：加大“固收+”投资品种布局，高基数下业绩仍实现增长

投资要点 事件：第一创业公告 2025 年中报，公司上半年实现营业收入 18.3 亿元，同比+20.2%；归母净利润 4.9 亿元，同比+21.4%；对应 EPS 0.12 元，ROE 2.9%，同比+0.3pct。第二季度实现营业收入 11.7 亿元，同比+37.7%，环比+77.2%；归母净利润 3.7 亿元，同比+43.2%，环比+211.5%。打造投顾平台，稳步推进财富管理转型。2025 上半年实现经纪业务收入 2.3 亿元，同比+47.4%，占营业收入（扣除其他业务收入）比重 19.0%。全市场日均股基交易额 15703 亿元，同比+63.3%。公司新增客户 12 万户，新增客户资产规模 64 亿元。公司两融余额 77 亿元，较年初+21%，市场份额 0.4%，较年初基本持平。依托 AI 及大数据技术，“一创智富通”持续丰富策略工具、金融产品 & 投顾服务功能，通过精准匹配客户差异化需求提升财富管理效能。权益投行非公司优势，受政策影响较小；2025 年上半年债券市场整体转弱背景下，公司表现仍较好。2025 年上半年实现投行业务收入 1.4 亿元，同比+37.6%。公司股权投资并非优势业务，上半年发行遇冷背景下无股权项目。公司固定收益业务具有优势，上半年在债市整体转弱的背景下，债券主承销规模 226 亿元，同比+289.6%，排名第 38；其中公司债、ABS 承销规模分别为 219 亿元、7 亿元。资管收入小幅增长。2025 年上半年实现资管业务收入 4.4 亿元，同比-5.9%。截

至 2025H1 资产管理规模 663 亿元, 较 2024 年末增长 23.7%。子公司创金合信管理规模 5962 亿元, 较 2024 年末下滑 5.7%, 其中公募基金 1647 亿元, 较 2024 年末增长 13.0%。 自营与债市关系度高。2025 年上半年实现投资收益(含公允价值) 6.9 亿元, 同比+22.1%; 调整后投资净收益(含公允价值、汇兑损益、其他综合收益) 11.7 亿元, 同比+34.0%。 盈利预测与投资评级: 考虑到市场交投活跃, 我们上调公司 2025-2027 年的归母净利润至 9.60/10.37/11.52 亿元(前值分别为 7.55/8.57/9.56 亿元), 分别同比+6%/+8%/+11%, 对应 2025-2027 年 PB 为 1.98/1.87/1.76 倍。公司固收业务在行业内具有独特优势, 具有一定稀缺性, 维持“买入”评级。 风险提示: 交易量持续走低, 权益及债券市场波动加剧致投资收益持续下滑。

(证券分析师: 孙婷 证券分析师: 何婷)

百润股份(002568): 2025 年中报点评: 预调酒主业延续调整, 期待威士忌打开成长空间

投资要点 事件: 百润股份 25H1 营收 14.89 亿元, 同比-8.56%, 归母净利润 3.89 亿元, 同比-3.32%, 扣非后归母净利润 3.56 亿元, 同比-9.04%; 其中 25Q2 营收 7.52 亿元, 同比-8.98%, 归母净利润 2.08 亿元, 同比-10.85%, 扣非后归母净利润 1.78 亿元, 同比-22.61%。预调酒延续调整节奏, 威士忌逐步贡献增量。分产品来看, 25H1 酒类、食用香精营收分别为 12.97 亿元、1.69 亿元, 分别同比-9.35%、-3.91%, 预调酒方面, 预计微醺受新品带动表现较好, 清爽、强爽阶段性承压; 威士忌方面, 3 月推出“百利得”单一调和威士忌, 6 月推出“崂州”单一麦芽威士忌, 逐步贡献增量; 分渠道来看, 25H1 线下渠道、数字零售渠道营收分别为 13.11 亿元、1.55 亿元, 分别同比-9.63%、-0.57%; 分区域来看, 25H1 华东、华南、华北、华西地区营收分别为 5.34 亿元、4.82 亿元、2.31 亿元、2.19 亿元, 分别同比-4.73%、+3.09%、-21.43%、-23.05%, 华东、华南成熟市场更为稳健。 毛利率下降、期间费用率抬升, 盈利阶段性承压。25Q2 扣非后净利率同比-4.18pct 至 23.71%, 主要系毛利率阶段性下滑、期间费用率上升、所得税率上升影响。其中销售毛利率同比-0.79pct 至 71.00%, 预计受规模效应减弱、产品结构变化影响; 税金及附加率同比+1.20pct 至 6.86%, 销售费用率同比-0.35pct 至 19.17%, 管理费用率同比+1.59pct 至 8.05%; 此外, 25Q2 其他收益 0.36 亿元(24Q2 仅为 0.02 亿元), 主要系政府补助增加所致, 25Q2 所得税率为 28%(24Q2 同期为 23%), 主要系高新技术企业资格重新认证影响。 预调酒主业仍有承压, 期待威士忌打开成长空间。短期来看, 弱动销下公司主动去库存, 当前预调酒库存水平保持良性, 同时果冻酒 6 月上市、8 月逐步进行线下铺货, 轻享系列 7 月上市, 关注后续预调酒新品动销反馈。同时百利得、崂州威士忌进入铺货阶段, 关注中秋旺季集中备货反馈。中期来看, 预调酒业务品类创新能力强、产品营销经验足、全国化产能加持, 随着 358 产品矩阵持续完善, 未来有望持续受益于渗透率提升。此外威士忌业务先发优势明显, 需持续营销投入等待动销拐点, 未来威士忌第二曲线有望打开成长空间。 盈利预测与投资评级: 短期来看预调酒新品、威士忌逐步贡献增量, 中期关注威士忌第二曲线动销拐点。参考 25Q2 报表节奏, 我们更新 2025~2027 年归母净利润预测为 7.86、9.02、10.48 亿元(前值为 8.07、9.71、11.79 亿元), 对应当前 PE 分别为 37、33、28X, 维持“买入”评级。 风险提示: 宏观经济不及预期; 食品安全问题; 预调酒销售不及预期、新品威士忌铺货不及预期。

(证券分析师: 苏钺 证券分析师: 郭晓东)

永兴股份(601033): 2025 年中报点评: 产能爬坡垃圾处理量提升,

支撑归母净利润同增超 9%

投资要点 事件: 2025H1, 公司实现营业收入 20.65 亿元, 同比增长 12.60%, 归属于上市公司股东的净利润 4.61 亿元, 同比增长 9.32%。产能爬坡垃圾处理量提升, 上网电量同增 9.4% 支撑业绩增长。2025H1 公司垃圾焚烧发电业务实现营业收入 20.42 亿元, 同比增长 12.6%; 毛利率实现 43.3%, 同比增长 0.54pct, 保持较高水平。截至 2025H1, 公司共控股运营 16 个垃圾焚烧发电项目, 产能合计 34,690 吨/日, 均已投运; 公司全资运营 5 个生物质处理项目, 产能合计 2,890 吨/日。2025H1, 公司垃圾焚烧发电项目的垃圾进厂总量合计 535.83 万吨, 垃圾量稳健提升推动产能爬坡, 产能利用率提至 84.6%; 生物质处理项目的垃圾进厂总量 31.80 万吨。2025H1 公司垃圾焚烧发电量 25.67 亿度 (同增 8.7%), 吨发电量 481 度/吨; 上网电量 22.05 亿度 (同增 9.4%), 吨上网电量 412 度/吨; 厂用电量同增 0.16 亿度至 3.71 亿度, 厂用电率同比下降 0.58pct 至 14.4%。 掺烧提高产能利用率, 供热规模持续提升。公司通过积极拓展存量垃圾、工业固废、市政污泥等多源垃圾处理服务, 加大垃圾焚烧发电项目的协同处置力度, 显著提升垃圾焚烧发电项目的产能利用率, 其中累计掺烧存量垃圾超 80 万吨 (24 全年超 70 万吨)。公司积极推动热电联产, 供热规模持续提升。2025H1 公司垃圾焚烧发电项目为周边工业企业提供蒸汽合计 8.83 万吨, 供热业务规模持续提升。移动储能供热项目在公司多个下属项目投入运营, 同时推进供热管网向周边工业片区延伸覆盖, 为供热业务的进阶跃升打下了坚实基础。 积极提升业务规模, 对外拓展扩大业务区域。公司积极把握行业发展机遇, 通过对外项目拓展、收并购等方式扩大业务区域布局, 提升业务规模。2025 年 5 月, 公司实现对洁晋公司的控股股权收购并纳入合并报表范围, 对洁晋公司持股比例由 49.0% 提升至 90.0%。收购完成后, 公司将能够更充分发挥自身运营管理和资源整合优势, 深化与洁晋公司的协同效应, 提高洁晋公司运营能力和盈利能力。 自由现金流同增 34.0%, 资产负债率降至 57.9%。2025H1 公司经营性现金流净额 9.26 亿元, 同比增长 2.0%; 处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额 2.56 亿元, 同比下降 37.3%; 自由现金流 6.7 亿元, 同比增长 34.0%, 现金流状况良好。截至 2025H1, 公司资产负债率 57.9%, 较去年同期降低 0.9pct。费用管控良好, 财务费用下降明显。2025H1, 公司期间费用率 17.2%, 同比减少 4.3pct, 主要系财务费用下降所致。2025H1 财务费用率同比下降 3.0pct 至 6.7%, 主要系偿还银行贷款及 LPR 下降导致利息支出减少所致; 管理费用率同比下降 0.7pct 至 7.2%; 研发费用率同比下降 0.6pct 至 3.3% 盈利预测与投资评级: 公司掌握广州优质垃圾焚烧项目, 资本开支结束, 随产能爬坡, 现金流预计持续向好, 具备长期分红能力。我们维持 2025-2027 年归母净利润为 9.17/10.17/10.87 亿元, 同增 11.7%/11.0%/6.9%, 对应 PE 16/15/14 倍。维持“买入”评级。(估值日期: 2025/8/27) 风险提示: 补贴政策风险, 垃圾量不及预期, 收入区域集中度高的风险。

(证券分析师: 袁理 证券分析师: 陈孜文)

龙净环保 (600388): 2025 年半年报点评: 矿山风光加速贡献, 战略布局机器人领域

投资要点 事件: 公司公告 2025 年半年报, 25 年上半年公司实现营收 46.83 亿元, 同增 0.24%; 归母净利润 4.45 亿元, 同增 3.27%; 扣非归母净利润 4.16 亿元, 同比增长 6.63%; 加权平均 ROE 同比降低 1.12pct, 至 4.33%。 营收、利润同比提升, 新签订单增长/在手订单提升。2025 年上半年公司实现营业收入 46.83 亿元, 同比增长

0.2%；归母净利润 4.45 亿元，同比增长 3.27%；扣非归母净利润 4.16 亿元，同比增长 6.63%。2025 年上半年，公司新增环保设备工程合同共计 53.70 亿元（2024 年全年新增 101.27 亿元，同比 23 年略降），截至 2025/6/30，公司在手环保工程合同 199.71 亿元（2024 年底在手环保工程合同为 187.39 亿元）。新签订单增长，在手订单规模提升。费用管理良好，期间费用、费用率同比下降。2025 年上半年公司期间费用同比减少 1.24%至 6.34 亿元，期间费用率下降 0.2pct 至 13.6%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别减少 2.2%、增加 9.37%、增加 4.7%、减少 56.18%至 1.15 亿元、2.71 亿元、2.19 亿元、0.30 亿元。经营活动净现金流同比下降，受到订单交付节奏影响。2025 上半年公司，1）经营活动现金流净额 0.10 亿元，较 2024 年同期 5.32 亿元下降 98%；2）投资活动现金流净额 -6.03 亿元，2024 年同期为 -18.14 亿元；3）筹资活动现金流净额 2.94 亿元，2024 年同期为 6.19 亿元。新能源业务大幅扩张，环保板块营收下降。2025 上半年公司新能源分部营收 11.95 亿元（2024H1 为 0.43 亿元），营业成本 9.86 亿元（2024H1 为 0.33 亿元），营业利润 2.08 亿元（2024H1 为 0.10 亿元），新能源业务大幅扩张。2025 上半年公司环保分部营收 34.96 亿元（2024H1 为 46.37 亿元），营业成本 25.61 亿元（2024H1 为 35.51 亿元），营业利润 9.35 亿元（2024H1 为 10.86 亿元），环保板块有所下降。矿山风光加速贡献，战略布局机器人领域。公司风光绿电加速建设投运，在全球范围多线并行作战，多点开花，逐步形成规模性贡献。西藏拉果错一期上半年稳定运行，在满负荷状态下连续运行供电，形成有力利润支撑；全面开展圭亚那二期、苏里南、科特迪瓦、刚果（金）穆索诺伊等海外项目建设，项目按期有序快速推进。战略布局特种机器人领域，公司通过取得浙江吉泰智能科技有限公司 20% 股份的方式，快速切入能源领域特种机器人赛道。矿山装备逐步突破，2024 年，公司新能源矿卡业务实现首批车辆交付，在新疆建成国内最大的矿卡全自动换电站，开辟全新业务模式，公司旗下龙净联晖受让湖南创远高新 15.87% 股份，进军矿山机械设备制造领域。盈利预测与投资评级：我们维持 25-27 年归母净利润预测 12.3/15.3/17.5 亿元，25-27 年 PE 13/11/9x（2025/8/27），维持“买入”评级。风险提示：紫金矿业矿山扩产进度不及预期，市场竞争加剧等

（证券分析师：袁理 证券分析师：曾朵红 证券分析师：任逸轩）

洪城环境（600461）：2025 年中报点评：降本控费业绩稳健，资本开支持续下降

投资要点 事件：2025H1 公司实现营业收入 36.87 亿元，同减 6.54%，归母净利润 6.09 亿元，同增 0.68%，扣非归母净利润 6.05 亿元，同增 0.31%。水务业务稳健，25H1 污水收入同增 12.32%至 13.90 亿元。2025H1 公司整体经营稳健，销售毛利率 33.37%，同增 1.18pct，销售净利率 17.85%，同增 0.63pct。分部来看，1）供水：2025H1 营收 4.36 亿元，同减 4.08%，毛利率同增 2.48pct 至 49.40%。2）污水：2025H1 营收 13.90 亿元，同增 12.32%，毛利率同降 0.14pct 至 42.31%。3）燃气：2025H1 营收 13.28 亿元，同降 6.97%，毛利率同降 3.22pct 至 9.04%，子公司南昌市燃气集团（持股 51%）实现净利润 0.37 亿元，同降 53.07%。4）固废：2025H1 营收 3.82 亿元，同降 2.80%，毛利率同降 1.49pct 至 37.93%，毛利 2.37 亿元，同减 0.99%，子公司鼎元生态净利润 0.75 亿元，同降 7.60%。5）水务工程：2025H1 营收 4.32 亿元，同降 41.16%，毛利率同增 3.22pct 至 20.06%，主要系厂网一体化项目投入减少所致。降本控费成果显著，25H1 期间

费用率同降 0.22pct 至 10.18%。2025 年上半年公司期间费用同比减少 8.54% 至 3.75 亿元，期间费用率下降 0.22pct 至 10.18%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别减少 0.68%、减少 13.13%、上升 6.42%、减少 17.61% 至 1.03 亿元、1.32 亿元、0.57 亿元、0.84 亿元；销售、管理、研发、财务费用率分别上升 0.16pct、下降 0.27pct、上升 0.19pct、下降 0.31pct 至 2.78%、3.57%、1.56%、2.27%。资产负债率下降，有息负债减少，融资成本同降 0.44pct 至 2.11%。2025H1 资产负债率为 57.27%，同比下降 2.96pct；25H1 有息负债总额 78.59 亿元，同减 1.77%，综合融资成本同比下降 0.44pct 至 2.11%。资本开支同减 62.88% 至 4.35 亿元，自由现金流向好。1) 25H1 公司经营活动现金流净额 3.45 亿元，同减 43.39%，25H1 末应收账款 29.90 亿元，较期初增加 4.56 亿元，应收账款周转天数 134.82 天，同比延长 43.52 天，部分项目回款承压；2) 资本开支（购建固定无形其他资产支付现金）4.35 亿元，上年同期为 11.12 亿元，同比减少 62.88%，主要系污水建设类项目投资放缓；3) 简易自由现金流为 -0.90 亿元（24H1 为 -5.03 亿元），趋于转正。供水管网延长折旧年限，预计带来利润增量。公司自 2012 年以来更新管网，大量采用球墨铸铁管，截至 2025 年 8 月球墨铸铁管网长度占公司可更替管网长度的 83%，其使用寿命超 50 年。自 2025 年 7 月 1 日起，供水管网折旧年限从 15 年延长至 35 年，预计带来 2025 年下半年折旧减少 3864 万元。盈利预测与投资评级：高分红兼具稳健增长，水务运营资产量价刚性，直饮水+厂网一体化打开增量空间，随着行业水价市场化改革&污水顺价推进，板块有望迎价值重估。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 12.51/13.07/13.63 亿元，同比+5.1%/4.5%/4.3%，对应 PE 为 9.4/9.0/8.6 倍，公司承诺 2024-2026 年分红比例不低于 50%，按 50% 分红比例测算，对应 2025 年股息率 5.35%，维持“买入”评级。（估值日期：2025/8/27）风险提示：资本开支超预期上行，应收风险，市场化改革不及预期等。

（证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文）

双环传动（002472）：2025 年半年报点评：2025Q2 业绩符合预期，电驱齿轮龙头强者恒强

投资要点 事件：公司发布 2025 年半年度报告。2025 年上半年公司实现营业收入 42.29 亿元，同比下降 2.16%；实现归母净利润 5.77 亿元，同比增长 22.02%。其中，2025Q2 单季度公司实现营业收入 21.64 亿元，环比增长 4.82%；实现归母净利润 3.01 亿元，环比增长 9.11%。公司 2025Q2 业绩符合我们的预期。2025Q2 业绩符合预期，毛利率环比实现提升。营收端，公司 2025Q2 单季度实现营业收入 21.64 亿元，环比增长 4.82%。从主要下游 2025Q2 表现来看：1、国内狭义新能源乘用车批发 359.89 万辆，环比增长 25.01%；其中 A0 级及以上纯电动批发 178.31 万辆，环比增长 32.59%，插电混动批发 134.63 万辆，环比增长 16.13%。2、国内重卡批发 26.84 万辆，环比小幅增长 1.28%。毛利率方面，公司 2025Q2 单季度毛利率为 27.29%，环比提升 0.47 个百分点。期间费用方面，公司 2025Q2 单季度期间费用率为 11.04%，环比提升 0.40 个百分点；其中，2025Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.17%/3.87%/5.87%/0.12%，环比分别 +0.17/+0.11/+0.43/-0.32 个百分点。归母净利润方面，公司 2025Q2 单季度实现归母净利润 3.01 亿元，环比增长 9.11%；对应归母净利率 13.91%，环比提升 0.55 个百分点。电驱齿轮龙头强者恒强，机器人减速器+民生齿轮打开长期成长空间。随着乘用车电动化率的持续提升，汽车齿轮市场格局重塑，齿轮外包趋势愈发明确。双环作为

电驱齿轮龙头，在技术研发、设备产能和客户资源上均有着明显的竞争优势，后续将持续受益于行业电动化率的提升。减速器方面，减速器是工业机器人的核心部件，价值量占比大，双环深耕工业机器人精密减速器多年，已逐步实现 6-1000KG 工业机器人所需精密减速器的全覆盖，并已配套国内一线机器人客户，后续减速业务收入将持续增长。民生齿轮方面，公司成立环驱科技布局民生齿轮，并收购三多乐，助力民生齿轮业务发展，三多乐主要产品包括精密齿轮、塑胶齿轮减速器、汽车零配件和机能组装品，并覆盖下游广泛优质客户。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润为 12.69 亿元、15.57 亿元、18.74 亿元的预测，对应的 EPS 分别为 1.49 元、1.83 元、2.21 元，2025-2027 年市盈率分别为 24.43 倍、19.91 倍、16.55 倍，维持“买入”评级。

风险提示：新能源乘用车销量不及预期；原材料价格波动影响；新业务开拓不及预期；并购整合不及预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇）

三峰环境（601827）：2025 年中报点评：固废运营稳健，设备 EPC 出海持续推进

投资要点 事件：2025H1 公司实现营收 28.47 亿元（同比-9.11%，下同），归母净利润 6.78 亿元（+1.76%），扣非归母净利润 6.58 亿元（-0.53%）。固废运营收入稳健增长，工程建设毛利率提升显著。

25H1 公司转让子公司三峰城服控股权，剔除三峰城服上年同期数据后，25H1 营业收入同口径下降 5.69%，利润总额同口径增长 4.27%，归母净利润同口径增长 2.48%，扣非归母净利润同口径增长 0.19%。

25H1 公司销售毛利率 39.37%（+4.99pct），得益于工程建设板块毛利率提升，以及收入结构优化。分业务来看，1）固废运营：25H1 营收 20.14 亿元（+2.19%），毛利率 44.86%（-1.04pct），①全资及控股项目：垃圾处理量 773 万吨（+2.60%），发电量 30.7 亿度（+3.36%），上网电量 27.18 亿度（+3.76%），供汽量 52.56 万吨（+11.84%），新签订蒸汽销售合同 2 项，预计新增蒸汽供应量约 4 万吨/年。入厂吨发 419.85 度/吨（不含供热机组，去年同期 413.5 度/吨），平均厂用电率 11.47%，保持行业领先。②参股项目：垃圾处理量 268.33 万吨（-0.71%），发电量 8.77 亿度（-0.68%），上网电量 7.48 亿度（-0.93%），销售蒸汽 43.47 万吨（+15.98%）。③其他固废：2025H1 共处置餐厨垃圾 11.49 万吨（+16.44%），处置污泥 11.4 万吨（+99.35%）。2）工程建设：25H1 营收 7.84 亿元（-25.41%），毛利率 25.66%（+11.53pct）。3）垃圾收运：25H1 营收 0.43 亿元（-57.48%），毛利率 25.80%（+10.08pct），主要系转让子公司三峰城服控股权的影响。

2025H1 资本开支持续下降，维持正向自由现金流。25H1 公司经营性现金流净额 9.01 亿元（2024H1 为 11.29 亿元，同比-20.21%），主要系工程建设板块业务收入下降所致；资本开支（购建固定、无形和其他长期资产支付的现金）3.38 亿元（2024H1 为 3.70 亿元，同比-8.65%），以“经营性现金流净额-资本开支”衡量自由现金流，2025H1 自由现金流 5.63 亿元（2024H1 为 7.60 亿元）。

2025H1 资产负债率降至 52.12%，财务费用率同降 0.28pct 至 4.42%。截至 2025/6/30，资产负债率 52.12%，较 24 年底上升 1.91pct。25H1 销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.56%（+0.32pct）、4.88%（+0.48pct）、1.13%（+0.52pct）、4.42%（-0.28pct）。垃圾焚烧技术 Alpha，EPC&设备出海逻辑验证。1）技术优势带来运营优越性：25H1 全资控股项目吨发电量 397 度/吨、吨上网电量 352 度/吨，厂用电率 11.47%，经营效率位于行业前列，有效助力项目超额盈利。截至 25H1 末，公司垃圾焚烧在手规模 6.15 万吨/日（含参控股），其中已投运 5.96 万吨/日，在建 0.19 万吨/日。2）海外拓展持续

推进：2025H1 公司深化“国内+国际”双轮驱动战略，国内中标酉阳垃圾焚烧供热项目，新增生活垃圾处理能力 200 吨/日、餐厨垃圾 30 吨/日；国内外签订垃圾焚烧及污水处理成套设备项目 8 个，涉及处理规模约 3,000 吨/日，海外越南、泰国、马来西亚等项目有序推进，公司制造的多台套垃圾焚烧发电设备已顺利交付并获客户认可。盈利预测与投资评级：公司固废“运营+设备”一体化布局，运营稳健增长，期待设备及 EPC 业务出海加速；现金流支撑分红提升潜力大。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 12.64/13.50/14.23 亿元，对应 11 /11/10 倍 PE，维持“买入”评级。风险提示：设备订单不及预期，资本开支上行，应收账款风险等。

（证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文）

昆仑万维（300418）：2025 年中报点评：收入增长亮眼亏损显著收窄，AI 全产业链布局持续取得进展

投资要点 事件：2025H1 公司实现营收 37.33 亿元，同比增长 49.23%。公司通过提升运营效率，优化资源配置，强化投资管理，Q2 环比亏损额显著减少，亏损幅度显著收窄，公司业绩符合预期。短剧显著放量，广告增长迅猛。公司 Q2 实现营业收入 19.69 亿元，同比增长 52.17%。截至 2025H1 期末，DramaWave 年化流水收入 ARR 突破 2.4 亿美元(单月流水收入突破 2,000 万美元)，相比 2025Q1 翻倍。上半年 AI 软件技术收入 6,526.80 万元，2024H1 仅为 494.40 万元，广告业务收入 14.33 亿元，同比增长 61.05%，也驱动公司整体收入增长。毛利率层面，公司 Q2 实现销售毛利率 70.66%，环比小幅提升，同比下降 7pct，主要原因在于广告业务增长较快，毛利率低于整体毛利率，但公司整体毛利率仍处于较高水平。费用层面，Q2 销售费用 9.59 亿元，同比增长 98.82%，主要是市场及推广费用增长导致；Q2 管理费用 3.11 亿元，同比基本持平；Q2 研发费用 3.68 亿元，同比减少 9.97%，环比减少 14.49%，根据上半年研发费用明细，主要系折旧及摊销费用同比有减少。2025Q2 实现归母净利润-0.87 亿元，2025Q1 为-7.69 亿元，2024Q2 为-2.02 亿元，公司季度利润同比及环比都有显著减亏。AI 全产业链布局持续兑现。公司持续深化 AI 业务布局，全面推进“算力基础设施—大模型算法—AI 应用”全产业链发展。公司 AI 芯片研发稳步推进，关键模块设计与验证工作有序开展，为后续产品落地奠定了坚实基础。大模型方面，公司围绕多模态推理、空间智能等核心领域，开源多款行业领先的大模型；应用方面，天工超级智能体正式发布，重塑 AI 办公与内容创作方式。AI 视频、AI 音乐等业务快速发展，平台影响力与商业化能力显著提升。AI 游戏与 AI 社交产品持续优化，打造更强沉浸与互动体验。盈利预测与投资评级：考虑到公司短剧业务增长迅猛，我们上调 2025-2027 年营业收入分别为 84/104/122 亿元(前值为 72/80/89 亿元)，EPS 为-0.69/-0.34/0.08 元(前值为-0.72/-0.63/-0.51 元)，对应当前股价 PS 分别为 6/5/4 倍。我们看好公司 AI 商业化加速，盈利潜力有望逐步兑现，维持“买入”评级。风险提示：AI 进展不及预期，经营性业务不及预期，行业监管风险。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖）

海思科（002653）：2025 年中报点评：麻醉产品销售符合预期，创新管线进入商业化兑现期

投资要点 事件：公司 25 年上半年业绩报告发布，营业收入总计 20.01 亿元，同比增长 18.63%。实现归母净利润 1.29 亿元，同比下降 21.79%。整体毛利率 72.96%，相比 2024 年全年的 71.46%有所提升。费用端方面，25 年 H1 销售费用 7.27 亿元，费用率 36.35%，保持稳定水平。研发费用 3.42 亿元，同比增长 59.22%，研发投入支撑公司

创新药管线开发。麻醉产品引领销售放量，环泊酚海外上市顺利推进中；营收分板块看，麻醉 25 年 H1 收入 7.96 亿元，同比增长 54%。肠外营养收入 2.06 亿元，同比下降 19.39%。肿瘤止吐收入 1.63 亿元，同比增长 19.9%。核心麻醉产品环泊酚快速放量，带动公司向创新药销售转型。截至 25 年 H1，环泊酚已覆盖超 2500 家医院，据医药魔方数据，截至 25 年 Q1，环泊酚静脉麻醉市场份额达 22.3%，超过丙泊酚、咪达唑仑等同类产品，保持份额第一。25 年 7 月环泊酚美国 NDA 申请已获 FDA 受理，海外上市概率提升，预计 26-27 年有望美国上市，为公司贡献更多增量。各个领域创新管线齐发，多项注册临床推进中：1) 安瑞克芬注射液 (HSK21542)：一款外周高选择性 kappa 阿片受体激动剂，于 2025 年 5 月获 NMPA 批准国内上市，成为国内首款该机制药物。用于治疗腹部手术后的轻中度疼痛，而血透慢性肾病患者瘙痒的适应症已处于优先审评程序，有望今年获批。同时推进的还有包括“骨科手术术后镇痛”在内适应症的 III 期临床研究。2) 苯磺酸克利加巴林胶囊 (HSK16149)：国内上市的首个糖尿病性周围神经痛和带状疱疹后神经痛治疗药物。25 年 ADA 大会公布普瑞巴林耐药患者 II 期临床研究数据，为 DPNP 患者提供一种更便捷的用药选择。“中枢神经病理性疼痛”适应症 III 期临床研究正在稳步推进中。3) 考格列汀片 (HSK7653)：已于 24 年 6 月获批国内上市，是全球首个超长效双周口服降糖药。据医药魔方数据，截至 25Q1，其在口服降糖药市场份额同比增长 0.03%，排名同比提升 58 位。4) HSK39004：PDE3/4 抑制剂，已经完成 I 期临床，结果显示具有较好安全性，作为针对 COPD 的吸入剂未来有较强 BD 潜力。5) HSK47388：此管线为本次中报中披露的用于银屑病的药物，其国内临床即将启动，澳洲 I 期临床已于 5 月启动并顺利推进。盈利预测与投资评级：考虑公司 H1 收入增速我们预计全年收入增速约 23%。各管线推进较快费用端投入增加，因此归母净利润预测方面我们下调 25 年至 5.22 亿元（原为 5.74 亿元），上调 26 年至 7.83 亿元（原为 7.81 亿元），维持 27 年 9.11 亿元。环泊酚未来有望海外上市，多个管线已经纳入医保，将成为业绩新增长点，后续创新管线催化剂充足，维持“买入”评级。风险提示：创新药放量不及预期，药品降价风险，研发失败风险，竞争格局恶化等。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：张翀翥）

千味央厨 (001215)：2025 年中报点评：H1 盈利水平承压，新零售渠道稳步推进

投资要点 事件：2025H1 公司实现营收 8.9 亿元，同比-0.7%；实现归母净利润 3579 万元，同比-39.7%。2025Q2 公司实现营收 4.2 亿元，同比-3.1%；实现归母净利润 1435 万元，同比-42.0%。烘焙、调理制品增长较快，直营渠道优于经销渠道。1) 分产品：2025H1 主食类/小食类/烘焙甜品类/冷冻调理菜肴类及其他分别实现营收 4.1/2.0/2.1/0.7 亿元，同比-9.1%/-6.6%/+11.0%/+67.3%。2) 分渠道：2025H1 经销/直营渠道分别实现营收 4.5/4.3 亿元，同比-6.4%/+5.3%。直营客户中，第一/第二/第三/第四/第五大客户分别实现营收 1.9/0.5/0.4/0.3/0.2 亿元，前四大客户的营收增速分别为+0.3%/-27.8%/-15.2%/+349.7% 产品结构、人员扩充等略拖累盈利表现。2025Q2 实现毛利率 22.7%，同比-2.3pct；毛利率主要受产品结构变动的影响。2025H1 主食类/小食类/烘焙甜品类/冷冻调理菜肴类及其他的毛利率分别为 26.1%/21.4%/20.9%/17.7%，同比-2.9/+0.6/-1.6/+4.7pct，烘焙和调理类毛利率偏低，但增速更快。2025Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.4/+0.3/+0.2/+0.2pct，销售费用的增加主要系人员扩张和电

商渠道的推广费用，其他费用基本维稳，在收入承压背景下费用率有小幅提升。2025Q2 实现净利率 3.4%，同比-2.2pct。重视新零售渠道，拥抱消费趋势。公司新零售渠道（包含电商、调改商超、直营 KA 等）发展符合预期。2025H1 公司线上渠道实现营收 4470 万元，同比+45%；线下新零售渠道中，公司和沃尔玛、盒马等已经有良好的合作。经销渠道中，传统批发渠道承压，团餐、火锅、中式快餐等场景仍在增长，公司后续以品质为主，不主动参与价格竞争。盈利预测与投资评级：考虑到产品结构对盈利水平的影响，我们略下调 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 0.9/1.1/1.3 亿元，（此前预期为 1.0/1.2/1.3 亿元），同比 +6%/+27%/+15%，对应 PE 为 33/26/22X，维持“买入”评级。风险提示：食品安全风险，原材料价格波动，行业竞争加剧。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：李茵琦）

蜜雪集团 (02097.HK): 2025 年中期业绩点评: 营收利润增速超预期, 全球达 5.3 万店

投资要点 开店高增驱动营收利润超预期: 2025H1 营收 148.8 亿元, 同比+39.3%; 归母净利润 H1 为 26.9 亿元, 同比+42.9%。收入与利润增长超预期。平均单店销售额提升幅度较大: 25H1 商品和设备销售收入 145.0 亿元, yoy+39.3%, 占比 97.4%, 加盟和相关服务收入 3.8 亿元, yoy+29.8%, 占比 2.6%。商品和设备销售收入显著超出门店增速, 单店销售额显著提升。公司 25H1 毛利率 31.6%, yoy-0.23pct; 运营净利率 23.3%, yoy-0.14pct; 净利率 18.3%, yoy+0.6pct, 管理规模效应致净利率稳中有升。内地品牌势能强化致门店增速仍高, 超出预期: 截至 2025 年 6 月 30 日总门店 5.3 万家, yoy+23%。其中内地约 4.8 万家门店, yoy+25.0%; 海外门店 4733 家, yoy+2.8%。内地一线/新一线/二线/三线及以下分别占比 4.9%/18.4%/19.1%/57.6%, 二线及三线以下城市占比提升。H1 开业加盟门店数 7721 家, 闭店 1187 家, 净开 6534 家, 开店速度超出指引。盈利预测与投资评级: 蜜雪集团作为平价现制饮品龙头, 自建端对端全流程供应链体系打造核心壁垒, IP 化品牌营销塑造品牌心智。公司以加盟模式深耕下沉市场, 推进品牌出海, 持续巩固行业地位。基于开店和经营超预期, 上调公司盈利预期, 2025-2027 年归母净利润分别为 58.5/65.2/73.0 亿元（前值为 53.7/60.9/68.8 亿元），对应 PE 为 27/24/22 倍，维持“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧，消费需求增长不足，海外门店扩张不及预期，品牌价值和形象受损。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：苏钺 证券分析师：石旖璿 证券分析师：王琳婧）

航天电子 (600879): 2025 年中报点评: 航天业务收缩、无人系统扩张

事件: 公司发布 2025 年中报。公司 2025 年上半年实现营业收入 58.22 亿元, 同比去年-24.51%; 归母净利润 1.74 亿元, 同比去年-30.37%。
投资要点 主要受航天产品交付量减少影响, 其中航天产品收入同比减少导致整体营收收缩: 航天电子 2025 年上半年实现营业收入 58.22 亿元, 同比下降 24.51%; 实现归母净利润 1.74 亿元, 同比下降 30.37%。业绩承压主要受航天产品交付节奏放缓影响, 报告期内航天电子信息产品营收随交付量减少而下滑, 但公司通过优化无人系统装备海外布局实现部分对冲。该板块受益于多国采购项目洽谈及出口交付周期缩短, 无人机、精确制导系统等产品需求持续旺盛。主营结构呈现航天业务收缩、无人系统扩张特征, 航天产品收入占比从上年同期的较高水平降至约 55%, 无人系统装备收入占比提升至 30%以上,

成为第二增长极。毛利率同比微增，主要因原材料成本管控优化：2025年上半年公司销售毛利率 20.51%，较上年同期微幅波动，主要因营收规模下降但成本刚性支出占比提升。期间费用率 12.16%，同比上升 1.35 个百分点，其中管理费用率 9.33% 增加 1.77 个百分点，系研发投入加大及人才激励费用增加；财务费用率 0.98% 上升 0.10 个百分点，源于融资规模扩大。经营活动现金流净额-33.71 亿元，同比流出扩大 9.69%，反映回款周期延长及备货支出增加。合同负债 9.94 亿元，较年初增长 12.3%，显示订单储备充足；存货规模保持高位，占流动资产比例约 45%，公司通过精益生产管理降低存货周转天数至 180 天以内。2025 年上半年公司核心竞争力持续强化：圆满完成神舟二十号等 6 次重大发射保障任务，巩固航天配套龙头地位；无人系统领域中标多个新型号，延庆无人机产业基地二期（4.2 亿元投资）启动建设，打造产业链链长地位。技术突破方面，低边驱动器芯片通过车规认证，激光雷达首次获取高原气象数据，申请专利 128 项。盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，考虑到订单的不确定性，我们下调先前的预期，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 5.82/7.89/8.98 亿元，前值 7.35/9.58/12.33 亿元，对应 PE 分别为 65/48/42 倍，但考虑到公司在航天体系内的优势卡位，维持“买入”评级。风险提示：1）战略风险；2）宏观经济波动风险；3）行业竞争风险；4）采购与供应链管理风险。

（证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 证券分析师：高正泰）

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>