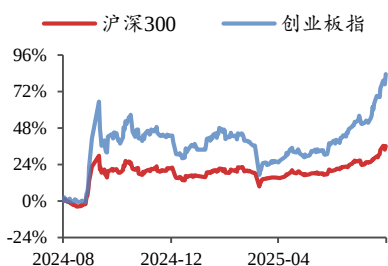


沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
通信	7.14
电子	5.531
国防军工	2.289
计算机	2.05
非银金融	1.486

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
煤炭	-0.813
农林牧渔	-0.734
纺织服饰	-0.472
食品饮料	-0.375
医药生物	-0.202

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

观点精粹

总量视角

【策略】华为产业链，或为下一个“高低切”——投资策略专题-20250828

【固定收益】工业企业盈利水平持续好转，去库存加速——2025 年 7 月工业企业利润点评-20250828

行业公司

【军工】军工行情或不止于阅兵——行业点评报告-20250828

【电子：江丰电子(300666.SZ)】超高纯靶材+精密零部件两轮驱动，成长动能释放——公司信息更新报告-20250828

【传媒：姚记科技(002605.SZ)】盈利能力显著提升，看好游戏等主业逐步修复——公司信息更新报告-20250828

【公用事业：中国核电(601985.SH)】整体经营业绩稳健，新增装机对冲电价压力——公司信息更新报告-20250828

【医药：老百姓(603883.SH)】2025H1 经营业绩承压，深化下沉市场优势赋能增长——公司信息更新报告-20250828

【食品饮料：百润股份(002568.SZ)】上半年主动调整，下半年有望改善——公司信息更新报告-20250828

【煤炭开采：中国巨石(600176.SH)】H1 业绩同比大增，关注玻纤价格反弹和项目成长性——公司信息更新报告-20250828

【化工：亚钾国际(000893.SZ)】钾肥量利齐升助力业绩高增，新建产能有序推进——公司信息更新报告-20250828

【医药：以岭药业(002603.SZ)】2025H1 利润增长亮眼，创新管线布局带来成长空间——公司信息更新报告-20250828

【化工：云图控股(002539.SZ)】磷复肥景气推动业绩增长，合成氨、磷矿石等新产能落地或助力公司成长——公司信息更新报告-20250828

【化工：中盐化工(600328.SH)】纯碱行业龙头央企，稀缺天然碱项目打开成长空间——公司首次覆盖报告-20250828

【医药：艾力斯(688578.SH)】伏美替尼销售增长持续强劲，公司产品矩阵初见成效——公司信息更新报告-20250828

【汽车：江淮汽车(600418.SH)】尊界开启科技豪华新时代，S800 大定表现迎开门红——公司首次覆盖报告-20250828

【计算机：致远互联(688369.SH)】Q2 收入增速改善，AI Agent 产品进展顺利——公司信息更新报告-20250828

【医药：通策医疗(600763.SH)】2025 上半年业绩稳健增长，正畸业务企稳回升——公司信息更新报告-20250828

【食品饮料：劲仔食品(003000.SZ)】短期利润有所承压，期待新品新渠道发力——公司信息更新报告-20250828

研报摘要

总量研究

【策略】华为产业链，或为下一个“高低切”——投资策略专题-20250828

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002 | 简宇涵（分析师）证书编号：S0790525050005

我们持续强调对市场积极，双轮驱动，“科技为先”

我们多篇报告一直明确：市场的结构是【双轮驱动】：其一为全球科技共舞下的成长品类提供强劲的弹性，其二为“反内卷”牵头下周期与顺周期交易 PPI 修复的扩散行情。我们于 7 月 29 日发布了《市场的双轮驱动系列一——交易 PPI》，于 8 月 8 日发布了《市场的双轮驱动系列二——全球科技共舞》。

在双轮驱动行情下，“坚守自我，科技为先”尤为重要。我们于 8 月 3 日发布的《坚守自我，科技为先》中提出：不应该在积极的市场中做“惊弓之鸟”，调整后的布局更为关键。

科技为先下，海外算力链和华为产业链是一枚硬币的两面

海外算力链与华为产业链看似对立，实则共同构成了全球算力生态的“一体两面”。海外算力链我们一直持续推荐，海外算力链条景气度高、业绩确定性强，是当下市场科技主线的核心，包括光模块、PCB 和液冷。华为产业链是科技自主的“排头兵”，是国产替代的先行者，是当下科技主线行情无法绕开的一环。

胜率和赔率视角，看华为产业链

在光模块、PCB 和液冷已大幅上涨的背景下，站在当前的时间点，华为产业链具备较高的性价比。华为产业链，作为国产替代的“排头兵”，具备“重要程度高、国产替代空间大、政策显著支持、技术进展不断、赔率高”的特征。胜率视角，华为产业链是中美科技竞争绕不开的环节，国内高端科技领域的替代空间较大，华为产业链深度融入国家战略，获得多维政策支持，技术上华为进展不断。赔率视角，在市场高低切后华为产业链的赔率优势较大。

海外算力链与华为产业链的关系：共存、互补、轮动

华为产业链是国产科技自主的“排头兵”，因此海外算力链和华为产业链是一枚硬币的两面。科技领域的竞争或将加速创新的步伐，促使华为产业链不断突破。策略视角，华为产业链与海外算力链的关系是共存、互补、轮动。

华为产业链：看好芯片、智能设备两大核心业务

华为产业链包括智能设备、智能汽车、芯片、云计算、基站设备、数字能源六大核心业务，策略视角，考虑重要性、紧迫程度等因素，华为产业链里看好芯片和智能设备业务。

芯片业务：战略定位高，通过架构创新、产业链协同及生态开放，打破科技进口管制；看好 AI 昇腾芯片产业链，充分受益于国内 AI 算力基础设施的建设浪潮。智能设备：华为核心支柱业务之一，进口管制后强势复苏，业绩增速处于较高水平；智能手机产业链里，看好操作系统和芯片、存储上游环节。智能汽车：通过“技术赋能+生态协同”战略，聚焦智能驾驶；看好智能驾驶环节。云计算：深度融合 AI 等前沿技术，助力 AI 模型的发展。基站设备：通过技术创新，坚持全球化战略。数字能源：依托国家政策，做能源数字化的引领者。

风险提示：国产替代政策不及预期；市场波动风险、行业技术变化风险。

【固定收益】工业企业盈利水平持续好转，去库存加速——2025 年 7 月工业企业利润点评-20250828

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

8月27日国家统计局公布2025年7月工业企业利润数据，1-7月规上工业利润同比下降1.7%（前值为-1.8%，下同），营收同比增长2.3%（2.5%），营收利润率为5.15%（5.15%）；7月规上工业利润同比下降1.5%（-4.3%）。

利润：企业盈利水平持续好转，工业企业利润累计、当月同比均收窄

工业企业利润累计、当月同比均收窄，1-7月规上工业利润同比下降1.7%，较1-6月上升0.1pct；7月规上工业利润同比下降1.5%，较6月上升2.8pct，降幅连续两个月收窄，企业盈利水平持续好转。

从量、价、利润率三个方面拆分工业企业利润，1-7月，规上工业增加值同比增长6.3%，PPI全部工业品同比下降2.9%，均较1-6月减少0.1pct，规上工业营收利润率同比下降4.63%，较1-6月回升0.18pct。量、价仍有下降，利润率回升带动工业利润降幅收窄。

结构：中小企业利润改善明显，制造业利润较快增长拉动规上工业利润恢复

分门类看，1-7月采矿业利润总额同比下降31.6%（-30.3%），制造业利润同比增长4.8%（4.5%），公用事业利润同比增长3.9%（3.3%）。采矿业利润降幅扩大系反内卷与夏季极端天气频发所导致，公用事业利润涨幅扩大系7月全国大范围高温天气影响，用水用电量影响。7月制造业利润同比增长6.8%，较6月提升5.4pct，拉动规上工业利润增速较6月份加快3.6pct，对规上工业利润恢复贡献较大；高技术制造业利润由6月份下降0.9%转为增长18.9%，拉动规上工业利润增速较6月份加快2.9pct，引领作用明显。

分企业性质看，1-7月国有企业利润同比下降7.5%（-7.6%），股份制企业利润同比下降2.8%（-3.1%），外商及港澳台投资企业同比增长1.8%（2.5%），私营企业同比增长1.8%（1.7%）。7月规模以上工业中型企业利润同比增长1.8%（-7.8%），小型企业利润同比增长0.5%（-9.7%），效益状况改善明显。私营企业当月利润同比增长2.6%，高出规上工业利润平均水平4.1pct。

分产业链位置看，1-7月上游原材料采选累计利润占规上工业企业利润比重为12.3%（12.5%），中游材料制造占比为15.4%（14.9%），下游装备制造占比为38.0%（38.2%），下游消费品制造占比为21.1%（21.6%），其他制造占比为0.6%（0.6%），公用事业占比为12.5%（12.1%）。

去库存加速，7月末名义、实际库存同比分别为2.4%（3.1%）、6.0%（6.7%），均进一步下降0.7pct；7月末工业企业整体资产负债率57.9%，资产负债率环比持平。

市场：债市交易仍对经济数据脱敏

工业企业利润数据于9:30公布，工业企业利润累计、当月同比降幅均收窄，但债市并未交易该数据，收益率窄幅震荡；午盘后A股冲高回落，放量下跌，股债跷跷板效应下债市收益率先上后下；尾盘或因赎回因素，基金由买转卖，叠加资金有所趋紧，收益率再次上行。

债市观点：经济预期修正下，债券收益率有望趋势性上行

对于股、债配置，我们维持观点：

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

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

行业公司

【军工】军工行情或不止于阅兵——行业点评报告-20250828

王加煨（分析师）证书编号：S0790525070009

9·3 阅兵有望展示大量新装备

根据国防部消息，2025 年阅兵展示的武器装备以新型四代装备为主体，如新型坦克、舰载机、歼击机等，按作战模块进行编组。此外，新质新域武器是重要展示部分，陆上、海上、空中系列无人智能和反无人装备，以及网电作战等新型力量受阅，如新型无人机、定向能武器、电子干扰系统等；集中亮相一批高超声速、防空反导、战略导弹等先进装备。我们认为，大量新型武器平台亮相表明我国当前装备建设进入新阶段，当前装备采购、交付、使用已恢复常态化，军工板块订单及营收有望迎来拐点。

我们预计 2025Q3-2026Q2 军工板块业绩持续改善

受 2024 年持续发力纵深推进反腐败影响，2024 年军工行业订单同比下滑，且由于收入确认延迟，军工上游元器件、下游总装企业 2024 年营收同步下滑，如中航沈飞（航空）、航天电器（航天）、北方导航（地面装备）2024 年营收分别下滑 7.4%、19.1%、22.9%。随着人事调整接近尾声，2025 年军工企业订单有望显著恢复，我们预计部分订单将在 2025Q2-2025Q4 逐步确收，军工板块业绩有望持续改善。此外，由于 2024Q3-2025Q2 业绩基数较低，未来四个季度军工板块业绩有望同比大幅增长，板块估值有望提升。

我们认为军工行情不止于阅兵，基本面改善是行情持续的重要支撑

阅兵是本轮军工行情的重要催化因素，市场给予新装备、新武器平台更高的期待，部分新装备有望成为未来 5 年的主要列装产品，且随着武器装备信息化、智能化提升，装备采购总额有望同步增长。市场对于阅兵后的行情存在分歧，我们认为，本轮军工板块的行情源自基本面触底回升，且 2025Q3-2025Q4 军工订单有望持续兑现落地，“十五五”装备发展方向亦有望定调，板块存在持续上涨的动能及催化。

智能化、无人化、低成本或是“十五五”军工装备发展重要方向

无人装备、火箭弹等装备凭借其出色的效费比在战场上屡建奇功，并受到国际军贸市场的关注。我们认为，受国际冲突、军贸订单等催化，军工板块中相关上游电子元器件、中游电子及动力分系统、下游弹药总装企业或最受益：

【无人装备】受益标的：晶品特装、航天彩虹、航天电子、内蒙一机等；

【低成本弹药-上游原材料及元器件】受益标的：芯动联科、国博电子、国科军工等；

【低成本弹药-中游分系统】受益标的：理工导航、睿创微纳、北方导航、长盈通等；

【低成本弹药-下游总装】受益标的：高德红外、广东宏大、洪都航空等；

【智能化】受益标的：七一二、盟升电子、海格通信等。

风险提示：国防预算不及预期；下游客户组织架构调整导致订单延迟；军品价格降幅超预期等。

【电子：江丰电子(300666.SZ)】超高纯靶材+精密零部件两轮驱动，成长动能释放——公司信息更新报告-20250828

陈蓉芳（分析师）证书编号：S0790524120002 | 陈瑜熙（分析师）证书编号：S0790525020003

溅射靶材全球龙头，精密零部件跻身国内领先，维持“买入”评级

江丰电子发布 2025 年半年报，2025H1 营收 20.95 亿元/yoy+28.71%，归母净利润 2.53 亿元/yoy+56.79%，毛利率 29.72%/yoy-1.27pct，净利率 11.12%/yoy+3.29pct。整体毛利率下滑主因精密零部件业务毛利率承压。公司作为全球溅射靶材龙头，半导体精密零部件业务已逐步跻身国内领先行列，我们上调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

测，预计 2025-2027 年归母净利润为 5.28/6.54/8.54 亿元（2025-2026 原值为 4.60/6.00 亿元），当前股价对应 41.4/33.4/25.6 倍 PE，维持“买入”评级。

定增加码靶材与零部件，强化国产替代与全球化布局

2025 年 7 月 10 日公司披露定增预案，拟募资不超过 19.48 亿元。其中(1)年产 5100 个集成电路设备用静电吸盘产业化项目（投资额约 11 亿元），切入半导体关键零部件环节，以缓解国内高端静电吸盘供给不足，推动产业链自主可控；(2)拟总投资 3.50 亿元在韩国建设年产 1.23 万个超大规模集成电路用超高纯金属溅射靶材生产基地，覆盖 SK 海力士、三星等国际客户，提升属地化服务能力，加快公司全球化战略落地。其余资金拟用于研发及技术服务中心项目并补充流动资金。

超高纯靶材+精密零部件双轮驱动，成长可期

分业务来看，2025H1 超高纯金属溅射靶材实现营收 13.25 亿元/yoy+23.91%，全球市场份额稳步提升。公司持续推进黄湖工厂建设，设备逐步入驻调试；先端存储芯片用高纯 300mm 硅靶稳定供货。半导体精密零部件实现营收 4.59 亿元/yoy+15.12%，新品静电吸盘加速布局。相较传统卡盘，静电吸盘在吸附力、片圆保护、工艺适配性等方面更具优势，使用寿命短、消耗性强，需求空间广阔，作为刻蚀机、光刻机等关键设备的核心零部件，QYResearch 预计其市场规模 2030 年将达 24.24 亿美元，当前国内国产化率不足 10%，公司有望率先实现量产突破。随着晶圆厂扩产与设备投资增加，公司在国产替代和进口受限的背景下，半导体精密零部件业务有望快速放量，打开成长新空间。

风险提示：工艺产业化不及预期、下游需求不及预期、客户导入不及预期。

【传媒：姚记科技(002605.SZ)】盈利能力显著提升，看好游戏等主业逐步修复——公司信息更新报告-20250828

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004

业务提质减量，看好主业逐步修复，维持“买入”评级

公司 2025H1 实现营收 14.38 亿元（同比-24.64%），归母净利润 2.56 亿元（同比-9.98%），扣非归母净利润 2.54 亿元（同比-5.43%）。单 Q2 看，公司实现营收 6.60 亿元（同比-28.84%），归母净利润 1.15 亿元（同比-13.70%），扣非归母净利润 1.14 亿元（同比-4.23%）。数字营销业务上半年营收同比下降、毛利率显著提升，这或反映公司持续推进提质减量；边际角度看，2025H1 数字营销业务营收环增 98%，我们认为这或受益于游戏等下游行业的广告需求回暖，业务修复趋势有望延续，因此我们维持盈利预测判断，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 6.51/7.20/7.68 亿元，当前股价对应 PE 分别为 18.3/16.6/15.5 倍，我们看好营销业务恢复及游戏随产品周期改善带动公司业绩回暖，维持“买入”评级。

游戏投放降低，盈利能力显著提升

2025H1 毛利率为 44.7%，同升 7.9pct，主要受益于低毛利的数字营销业务毛利率同比提升及其营收占比下降；销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.31%/8.65%/5.44%/1.15%，同比-0.3/+2.5/+0.7/+0.5pct，其中销售费用率下降主要系游戏板块投放降低所致；净利率为 18.7%，同升 3.2pct。

游戏品类扩张、扑克牌产能释放及广告需求回暖或驱动主业修复

2025H1 游戏收入 4.81 亿元（同比-6.33%），毛利率为 96.39%（同比+0.1pct），我们认为营收下滑主要系公司降低投放力度所致。旗下《指尖捕鱼》等捕鱼类产品市场地位领先，具备长周期运营能力，且公司已布局《天天爱撸蛋》等新品类，有望打造新的增长点。2025H1 扑克牌业务收入 4.29 亿元（同比-12.72%），毛利率为 29.93%（同比-0.5pct），随年产 6 亿副扑克牌生产基地项目逐步建设投产，扑克牌业务有望重回增长。公司通过战略投资布局的球星卡平台卡淘作为国内头部球星卡交易平台，受益于行业高景气度，增长潜力较大。2025H1 数字营销业务收入 5.2 亿元（同比-40.76%），毛利率为 8.16%（同比+3.2pct）。我们认为随广告市场需求回暖，业务有望逐步

复苏。

风险提示：游戏流水下滑，扑克牌销量下滑、数字营销业务回暖不及预期等。

【公用事业：中国核电(601985.SH)】整体经营业绩稳健，新增装机对冲电价压力——公司信息更新报告-20250828

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

公司发布 2025 中报，整体经营业绩稳健，归母净利润同比微降

2025H1 公司实现营业收入 409.73 亿元，yoy+9.4%；归母净利润 56.66 亿元，yoy-3.66%；销售毛利率/净利率 45.3%/27.1%，同比下降 2.2pct/1.9pct，主要系电价下降。由于电力供需宽松、多省市场化电价下行，我们下调公司 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 95.25/105.86/113.76 亿元（原值 108.24/117.10/126.95），EPS 为 0.46/0.51/0.55 元，对应当前股价 PE 为 19.5/17.5/16.3 倍。我们看好公司核电行业寡头地位以及较强的技术实力，维持“买入”评级。

新项目投产使得公司装机、发电量增加，2025H1 田湾、福清、风电电价承压

截至 2025 年 6 月末，公司控股核电/风电/光伏在运装机 25.00/10.34/22.88GW，yoy+5.3%/+36.8%/+54.5%。2025H1 公司控股核电/风电/光伏发电量 998.61/102.23/116.92 亿千瓦时，yoy+12.0%/+34.0%/37.3%；售电收入 327.83/28.01/44.78 亿元，yoy+6.7%/+12.1%/+29.5%；平均电价 0.396/0.317/0.438 元/千瓦时，较上年同期下降约 0.020/0.062/0.026 元/千瓦时；毛利率 45.83%/46.34%/44.75%，较上年同期下降约 0.12%/8.69%/16.28%。核电分部中，田湾核电/福清核电平均电价 0.391/0.416 元/千瓦时，较上年同期下降约 0.029/0.020 元/千瓦时，降幅较大。

三代堆供热改造有望增收增利，我国首台百万千瓦商用快堆完成初步设计

公司江苏田湾 3、4 号机组经过改造后每年可以给周边的石化园区提供 480 万吨工业蒸汽，核能供汽经济性优于化石燃料，三代堆供热改造有望实现增收增利。四代热堆堆芯出口温度更高，能够拓宽核能在工业领域的应用场景；四代快堆能够利用自然界丰度更高的 U-238，提高天然铀资源利用率。7 月 22 日，中核集团在福建福州召开先进核能产业发展座谈会，宣布我国首台第四代百万千瓦商用快堆 CFR1000 完成初步设计，我国“热堆-快堆-聚变堆”核能发展“三步走”战略取得重大进展。公司有望依托集团优势持续做强做优核电主业。

风险提示：核准进度不及预期；利用小时数下降风险；市场化电价波动风险；原材料价格波动风险；核电机组运行风险。

【医药：老百姓(603883.SH)】2025H1 经营业绩承压，深化下沉市场优势赋能增长——公司信息更新报告-20250828

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 巢舒然（联系人）证书编号：S0790123110015

经营业绩短期承压，看好长期稳健向好态势，维持“买入”评级

2025H1 实现营业收入 107.74 亿元（-1.51%，下文皆为同比口径）；归母净利润 3.98 亿元（-20.86%）；扣非归母净利润 3.81 亿元（-20.89%）。2025Q2 单季度公司实现营收 53.39 亿元（-1.14%）；归母净利润 1.47 亿元（-18.86%）；扣非归母净利润 1.38 亿元（-19.63%）。从盈利能力来看，2025H1 毛利率为 33.08%（-1.24pct），净利率为 4.42%（-0.96pct）。从费用端来看，2025H1 销售费用率为 21.88%（+0.07pct）；管理费用率为 4.62%（-0.29pct）；财务费用率为 0.66%（-0.17pct）。考虑到短期经营承压，我们下调 2025-2026 年，并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 7.14/8.06/9.18 亿元（原预计为 9.16/10.57 亿元），EPS 分别为 0.94/1.06/1.21 元/股，当前股价对应 PE 分别为 19.3/17.2/15.0 倍，我们看好公司经营业绩长期稳健增长趋势，维持“买入”评级。

医药零售营收小幅承压，中西成药保持核心支撑

分行业看，2025H1 公司医药零售实现营收 88.15 亿元（-2.30%），毛利率 37.34%（-1.07pct）；加盟、联盟及分销营收 18.60 亿元（+1.16%），毛利率 12.85%（-0.48pct）；其他营收约 1 亿元（+26.45%），毛利率 34.11%（-21.42pct）。分产品看，中西成药营收 87.22 亿元（-0.71%），毛利率 30.70%（-1.75pct）；中药营收 7.48 亿元（-4.25%），毛利率 48.71%（+2.98pct）；非药品营收 13.05 亿元（-5.07%），毛利率 40.01%（+0.24pct）。

门店扩张稳步推进，优势省份与下沉市场双驱动

截至 2025H1，公司拥有门店共 15,385 家（其中直营门店 9,784 家，加盟门店 5,601 家）。报告期内新增门店 504 家，其中直营门店 47 家，加盟门店 457 家，调整及关闭门店 396 家，门店网络布局持续优化。同时，公司持续加密全国市场覆盖，逐步形成核心城市深耕与下沉市场并举的格局，截至 2025H1 公司地级市及以下门店占比 77%；2025H1 新增门店中，地级市及以下门店占比 87%、优势省份及重点城市门店占 87%，体现出下沉市场扩张的强劲动力。

风险提示：市场竞争加剧，门店销售不及预期，区域拓展不及预期等。

【食品饮料：百润股份(002568.SZ)】上半年主动调整，下半年有望改善——公司信息更新报告-20250828

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 逢晓娟（分析师）证书编号：S0790521060002 | 张恒玮（分析师）证书编号：S0790524010001

上半年业绩承压，下半年有望改善，维持“增持”评级

百润股份 2025 年 H1 营收 14.9 亿元，同比-8.6%，归母净利润 3.9 亿元，同比-3.3%；2025Q2 营收 7.5 亿元，同比-9.0%，归母净利润 2.1 亿元，同比-10.9%，业绩符合预期。考虑上半年公司主动调整预调酒渠道发展策略，我们略下调 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 7.9（-0.4）亿元、9.0（-0.6）亿元、10.3（-0.6）亿元，同比分别+10.3%、+13.4%、+14.4%，EPS 分别为 0.76（-0.03）元、0.86（-0.06）元、0.98（-0.06）元，当前股价对应 PE 分别为 37.0、32.6、28.5 倍。上半年预调酒通过主动调整，渠道市场恢复健康发展，下半年在老品增长和新品增量贡献下，预调酒有望改善，同时威士忌仍将贡献较好增量，维持“增持”评级。

预调酒调整后进入健康稳定发展，威士忌持续推进营销和铺货

2025 年 H1 酒类产品收入 13.0 亿元，同比-9.4%。分品类看，预调酒波动是公司主动调整，通过渠道优化、收缩授信等举措放缓增长节奏，渠道库存明显降低，实现健康稳定发展。下半年随着 358 系列企稳增长，新品（果冻酒、轻享系列）全面铺开后，预调酒有望持续改善。威士忌上半年进展符合预期，百利得在便利店、零售店、O2O 等渠道实现较好铺货，下半年百利得和峡州双系列铺货下，并将增加更多差异化营销活动，铺货进度有望加速。

线上电商平稳，线下渠道承压，华北和华西区域下滑较大

2025 年 H1 数字零售渠道收入 1.5 亿元，同比-0.6%，线上电商渠道保持平稳。线下渠道收入 13.1 亿元，同比-9.6%，主要与公司主动调整有关。2025 年 H1 华东/华南/华北/华西收入分别为 5.3/4.8/2.3/2.2 亿元，同比分别-4.7%/+3.1%/-21.4%/-23.1%，华东、华南相对保持平稳，华北、华西区域对公司拖累较大。

Q2 毛利率小幅下降，管理费用率增加，净利率略有下滑

2025Q2 毛利率同比-0.79pct 至 71.00%，预计主要与产品结构调整和商业折扣有关；Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.35pct/+1.59pct/+0.23pct/-0.37pct，管理费用率增加较多，主要与薪酬和折旧费用增加有关。综合来看，Q2 净利率同比-0.42pct 至 27.63%。

风险提示：宏观经济下行风险、市场竞争加剧风险、成本上涨风险。

【煤炭开采：中国巨石(600176.SH)】H1 业绩同比大增，关注玻纤价格反弹和项目成长性——公司信息更新

报告-20250828

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

H1 业绩同比大增，关注玻纤价格反弹和项目成长性。维持“买入”评级

公司发布 2025 年中报，2025H1 公司实现营收 91.1 亿元，同比+17.7%；归母净利润 16.9 亿元，同比+75.51%；扣非归母净利润 17 亿元，同比+170.74%。2025Q2 单季度实现营收 46.3 亿元，环比+3.38%；归母净利润 9.57 亿元，环比+30.97%；扣非归母净利润 9.57 亿元，环比+28.58%。考虑到玻纤行业基本面有较大改善，我们上调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 37.0/43.4/50.4 亿元（前值为 34.3/39.7/45.6 亿元）；EPS 为 0.92/1.08/1.26 元，当前股价对应 PE 为 15.3/13.1/11.3 倍。我们看好公司玻纤和电子布的放量，维持“买入”评级。

玻纤产品量价齐增，电子布市场需求有望释放

2025H1，公司实现粗纱及制品销量 158.22 万吨，玻纤产品价格逐步提升，2025H1 国内 2400tex 缠绕直接纱出厂均价约 3765 元/吨，同比+10.95%；G75 电子纱均价约 8875 元/吨，同比+11.08%。公司坚持优化结构、拓展市场、加强产销协同，重点聚焦增量市场，如 TP 热塑短纤、小号数直接纱等，提升市场竞争力。淮安新能源发电业务运营稳定，2025H1 并网发电量 2.84 亿千瓦时；公司电子布总产能达 9.6 亿米，2025H1 电子布销量 4.85 亿米，电子布主要应用于电子电器领域，随着工业自动化、智能化需求持续提升，新兴人工智能领域的发展有望带动电子布的需求释放。

建设数智项目，持续释放产能

建设数智项目：公司继续推进淮安零碳智能制造基地的建设，淮安零碳智能制造基地一期工程全面投产，配套 233MW 风力发电项目全面并网；开展淮安 10 万吨电子级玻璃纤维零碳智能生产线及配套 500MW 风电建设项目；持续深化数字工厂、未来工厂建设，不断开拓数智提效降本新路径。产能持续释放：巨石九江制造基地年产 20 万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线提前完成分期投产；桐乡本部年产 12 万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线冷修改造完成后产能 18 万吨。

风险提示：下游需求不及预期；产能释放不及预期；客户导入不及预期。

【化工：亚钾国际(000893.SZ)】钾肥量利齐升助力业绩高增，新建产能有序推进——公司信息更新报告-20250828

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 徐正凤（分析师）证书编号：S0790524070005

钾肥量利齐升助力业绩高增，钾肥及非钾业务新建产能有序推进

公司发布 2025 年中报，实现营收 25.22 亿元，同比+48.5%；归母净利润 8.55 亿元，同比+216.6%。其中 Q2 实现营收 13.09 亿元，同比+23%、环比+8%；归母净利润 4.7 亿元，同比+149.2%、环比+22.4%，钾肥量利齐升助力业绩高增，业绩符合预期。我们维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 18.22、24.08、29.26 亿元，EPS 分别为 1.97、2.61、3.17 元/股，当前股价对应 PE 为 16.6、12.6、10.4 倍。我们看好公司持续低成本扩张钾肥产能，开拓非钾业务，朝“世界级钾肥供应商”的战略目标稳步迈进，维持“买入”评级。

盈利能力显著改善，顺利推进钾肥及非钾业务新建产能，成长动力充足

（1）钾肥产销：2025H1，公司氯化钾产量 101.41 万吨（同比+20.0%），销量 104.54 万吨（同比+21.4%），营收 24.60 亿元（同比+48.29%），毛利率 58.20%（同比+10.31pcts），我们测算均价 2,353 元/吨（同比+22.1%）。2025Q2 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%）。（2）盈利能力：公司 2025 年中报销售毛利率、净利率分别为 57.5%、33.82%，同比分别+8.44、+18.83pcts；2025Q2 销售毛利率、净利率分别为 60.63%、36.00%，环比分别+6.51、+4.52pcts。（3）项目建设：目前公司拥有 300 万吨/年氯化钾选厂产能装置，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。公司将全力推动上述项目的建设，力争尽快实现投产。此外，公司参股的亚洲溴业拥有 2.5 万吨/年的溴素产能，2025 年力争进一步扩建至 5 万吨/年。我们看好公司有序推进钾肥产能扩张和非钾业务，进一步带动成本优化，成长动力充足。

风险提示：经营环境、政策变化，项目建设及投产运营风险，管理层变化等。

【医药：以岭药业(002603.SZ)】2025H1 利润增长亮眼，创新管线布局带来成长空间——公司信息更新报告-20250828

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 巢舒然（联系人）证书编号：S0790123110015

利润端初现拐点，维持“买入”评级

公司 2025H1 实现营收 40.40 亿元（同比-12.26%，下文皆为同比口径）；归母净利润 6.69 亿元（+26.03%）；扣非归母净利润 6.41 亿元（+27.08%）。2025Q2 单季度实现营收 16.82 亿元（-19.21%）；归母净利润 3.43 亿元（+51.23%）；扣非归母净利润 3.16 亿元（+48.89%）。从盈利能力来看，2025H1 毛利率为 59.48%（+6.11pct），净利率为 16.47%（+5.03pct）。从费用端来看，2025H1 销售费用率为 22.60%（-0.81pct）；管理费用率为 6.78%（+0.88pct）；研发费用率为 8.87%（+0.33pct）；财务费用率为 -0.05%（-0.42pct）。考虑到业绩恢复周期，我们下调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 13.08/15.01/17.25 亿元（原为 15.63/17.30 亿元），EPS 为 0.78/0.90/1.03 元，当前股价对应 PE 为 20.6/18.0/15.6 倍，我们看好公司去库存调整尾声后伴随原材料成本下降等带来的利润改善及研发创新布局带来的成长空间，维持“买入”评级。

多治疗领域产品营收迈入企稳期，毛利率大幅改善

分产品来看，2025H1 公司心脑血管类实现营收 19.63 亿元（-15.14%），毛利率为 65.54%（+12.77pct）；呼吸系统类营收 9.21 亿元（-28.25%），毛利率为 70.90%（+5.22pct）；其他专利产品营收 2.46 亿元（+53.18%），毛利率为 64.33%（+12.82pct）；其他类营收 9.04 亿元（+7.18%），毛利率为 33.54%（-3.08pct）。

创新药研发持续推进，打开成长空间

中药方面，公司持续完善科技创新管理机制，加快科技创新成果转化。截至目前，芪防鼻通片新药上市注册申请获得正式批准、芪桂络痹通片新药注册申请获得正式受理、小儿连花清感颗粒新药注册上市申请获正式受理。化药方面，截至 2025H1，治疗术后疼痛的苯胺洛芬注射液申报 NDA 已获受理、治疗实体瘤/急性髓性白血病的 XY0206 片处于 III 期临床阶段、治疗缺血性脑卒中的 XY03-EA 片处于 IIb 期临床阶段、辅助生殖用药 G201 胶囊处于 II 期临床阶段。

风险提示：行业政策调整风险，产品销售不及预期，新品研发进展不及预期。

【化工：云图控股(002539.SZ)】磷复肥景气推动业绩增长，合成氨、磷矿石等新产能落地或助力公司成长——公司信息更新报告-20250828

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 宋梓荣（分析师）证书编号：S0790525070002 | 张晓锋（分析师）证书编号：S0790522080003

磷复肥景气推动业绩增长，新产能落地或助力公司成长，维持“买入”评级

据公司公告，公司 2025 年 H1 实现营业收入 114 亿元，同比+3.59%；归母净利润 5.11 亿元，同比+12.6%；Q2 实现营业收入 56.89 亿元，同比-5.99%、环比-0.4%；归母净利润 2.57 亿元，同比+6.94%、环比+1.32%。公司磷复肥业务景气提升、联碱业务在行业承压情况下保持经营韧性、黄磷业务挖潜增效、磷酸铁业务满产满销，公

司业绩向好。随着公司合成氨、磷矿石等项目逐步落地，氮、磷产业链一体化布局逐步完善，公司盈利能力有望持续提升。由于公司复合肥产品景气增长，我们对前期预测微调，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 10.40(+0.75)、13.85(+0.52)、16.43(-0.01)亿元，EPS 分别为 0.86(+0.06)、1.15(+0.05)、1.36 元，当前股价对应 PE 分别为 12.9、9.7、8.2 倍，维持公司“买入”评级。

公司磷复肥产品景气提升，后续秋肥及出口需求有望推动磷复肥景气向上

2025 年 H1 公司磷复肥业务景气持续增加，营收同比+21.55%；毛利率 14.98%，同比+0.83pcts。其中公司调整销售结构，高毛利的新型复合肥及磷肥营收同比+32.5%；毛利率 18.74%，同比+0.72pcts。展望下半年，终端小麦耕种临近，预计 9 月复合肥需求有望提升。据百川盈孚报道，8 月 21 日左右有关新一轮磷肥出口配额陆续公开化，55%颗粒一铵出口最低参考价 570 美元/吨(约 4,051 元/吨)，高于国内磷酸一铵价格。随着秋肥及出口需求拉动，公司磷复肥业务景气有望持续向上。

合成氨、磷矿石、广西贵港等项目持续推进，公司复合肥成本有望持续下降

合成氨方面，预计 2025 年 10 月，公司将投产 70 万吨/年合成氨产能，进而降低公司复合肥、纯碱等终端产品生产成本。磷矿石方面，阿居洛呷磷矿 290 万吨采选工程已于 2025 年 3 月动工，正式进入矿山建设期。远期公司还有两宗磷矿开采规划，以及广西贵港项目建设规划。未来随着公司上游原料产能布局逐步完善，公司复合肥产品成本有望持续下降，进而推动公司业绩稳步增长。

风险提示：下游需求恢复不及预期、行业竞争加剧、原材料价格大幅波动等。

【化工：中盐化工(600328.SH)】纯碱行业龙头央企，稀缺天然碱项目打开成长空间——公司首次覆盖报告-20250828

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 张晓锋（分析师）证书编号：S0790522080003 | 毕挥（分析师）证书编号：S0790523080001

公司为纯碱行业龙头，拟建天然碱项目，首次覆盖给予“买入”评级

公司实际控制人为中国盐业集团有限公司。经过了持续资产整合之后，公司建成了集“制盐、盐化工、精细化工、高分子材料、生物制药”为一体的循环经济产业链，建成以“两碱、两钠、两树脂”为龙头的盐化工产业集群，拥有 36 万吨/年烧碱、390 万吨/年纯碱、6.5 万吨/年金属钠等产能。2024 年以来，纯碱景气持续下行，拖累公司业绩。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.48、1.52、3.46 亿元，EPS 分别为 0.10、0.10、0.24 元，当前股价对应 PE 分别为 80.6、78.5、34.4 倍，但考虑公司预计 2027 年天然碱项目投产，天然碱工艺成本明显低于其他工艺，公司成长性凸显，首次覆盖给予公司“买入”评级。

纯碱行业新增产能压力较大，未来低成本的天然碱工艺或将脱颖而出

根据百川盈孚测算的各工艺成本，截至 2025 年 8 月 1 日，联碱法、氨碱法、天然碱法的工艺成本分别为 1,246、1,395、679 元/吨，按照该工艺成本测算，当前仅天然碱工艺盈利尚可。同时参考海外经验来看，天然碱工艺在全球纯碱竞争中占据主导地位。根据中国能源网报道，美国凭借丰富的天然碱矿资源以及先进的生产技术，长期在全球纯碱出口领域占据主导地位。美国拥有着全球 99%的天然碱资源，其贸易量在全球纯碱总贸易量中约占比 50%，在国际纯碱市场上具有较高的影响力和话语权。综上，我们认为，未来低成本的天然碱工艺或将脱颖而出。

公司取得大型天然碱矿采矿权，拟建 500 万吨纯碱，未来成长可期

6 月 16 日，公司控股子公司中盐碱业参与内蒙古自治区通辽市奈曼旗大沁他拉地区天然碱采矿权拍，2025 年 6 月 17 日，收到通辽市自然资源局《成交确认书》，中盐碱业以 68.0866 亿元竞得该采矿权。根据重组说明书和通达融媒公众号报道，项目自 2025 年 7 月起的 24 个月之内要完成投产，36 个月之内实现年产纯碱 500 万吨的生产能力。根据公司公告，单吨天然碱法纯碱的完全成本或为 822 元/吨，明显低于氨碱法、联碱法成本，未来成长可

期。

风险提示：宏观经济下行、碱矿储量不及预期、项目投资导致的纯碱市场风险。

【医药：艾力斯(688578.SH)】伏美替尼销售增长持续强劲，公司产品矩阵初见成效——公司信息更新报告-20250828

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 余克清（分析师）证书编号：S0790525010002 | 聂媛媛（联系人）证书编号：S0790124050002

公司 2025H1 营收利润持续维持高增速，降本增效成果显著

2025H1，公司实现营收 23.74 亿元，同比增长 50.57%；实现归母净利润 10.51 亿元，同比增长 60.22%；扣非归母净利润 9.05 亿元，同比增长 39.92%。单看 2025Q2，公司实现营收 12.75 亿元，同比增长 52.99%，环比增长 16.12%；归母净利润 6.41 亿元，同比增长 83.02%，环比增长 56.09%；扣非归母净利润 5.09 亿元，同比增长 47.30%，环比增长 28.66%。基于公司核心产品伏美替尼在国内销售收入的强劲增长，我们上调公司 2025-2027 年盈利预测，预计公司归母净利润为 18.73/21.88/25.81 亿元（原预计为 18.43/21.52/23.89 亿元），EPS 分别为 4.16/4.86/5.74 元，PE 分别为 26.7/22.9/19.4 倍，维持“买入”评级。

伏美替尼国内销售收入增长强劲，海外临床加速推进

公司核心产品伏美替尼销售持续放量，是上半年业绩高速增长的主要驱动力。2025H1，公司核心产品甲磺酸伏美替尼实现销售收入 23.60 亿元。伏美替尼国内有望持续获批多适应症，海外临床加速推进中。伏美替尼二线治疗 EGFR20 外显子插入突变晚期 NSCLC 的上市许可申请已于 2025 年 7 月获 CDE 受理并被纳入优先审评。国际化方面，公司与 ArriVent 共同推进的一线治疗 EGFR20 外显子插入突变 NSCLC 的全球 III 期临床研究已完成患者入组。此外，ArriVent 计划于 2025 年下半年启动针对 EGFRPACC 突变 NSCLC 的国际多中心 III 期注册临床研究。

戈来雷塞 2025H1 在我国获批上市，产品矩阵初见成效

戈来雷塞用于 KRASG12C 突变二线非小细胞肺癌的 NDA 已于 2025 年 5 月获国家药监局批准上市，用于治疗 KRASG12C 突变晚期非小细胞肺癌，并于 6 月在全国多地开出首方，正式开启商业化进程。随着普拉替尼地产化，有望 2026 年后为公司带来业绩增量。公司积极开发 AST2303 片，已于 2024 年 12 月开展针对 EGFR C797S 突变 NSCLC 的 I 期临床。

风险提示：药物研发失败、药物安全性风险、核心成员流失、竞争格局恶化等

【汽车：江淮汽车(600418.SH)】尊界开启科技豪华新时代，S800 大定表现迎开门红——公司首次覆盖报告-20250828

赵旭杨（分析师）证书编号：S0790523090002 | 徐剑峰（联系人）证书编号：S0790123070014

安徽省国资委旗下老牌车企，坚持跨界融合发展，携手华为打造尊界迎腾飞

公司始建于 1964 年，实控人为安徽省国资委，已累计向全球用户交付各类产品 1200 万辆。公司坚持“跨界融合共生生态聚势共赢”的发展理念，全面学习华为等伙伴的先进技术经验，并深耕自身在生产、供应链等方面的能力，与华为智选模式合作开启新篇章。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 515.6/669.5/879.5 亿元，当前股价对应的 PS 分别为 2.1/1.6/1.2 倍，鉴于公司尊界品牌有望持续放量，盈利能力及稳定性高，看好长期发展，首次覆盖，给予“买入”评级。

坚持“商乘并举”发展路线，出口成公司近年来传统车业务的主要增量

公司传统车业务近年来以商用车、境外板块为营收、毛利主要来源，但预计后续保持相对稳定：(1)商用车业

务：公司为国内轻卡行业头部企业，同时加强皮卡等多元化产品布局，此外境外业务持续贡献增量；（2）乘用车业务：2024 年，公司境外乘用车业务继续增长，但国内市场受竞争激烈影响下滑，且预计后续对传统车投入有限。同时，公司为蔚来提供多年的代工服务，高端车生产经验丰富，为打造尊界打下坚实基础。此外，大众安徽 2026 年起基于 CMP 和 MEB 平台的车都将搭载与小鹏联合开发的 CEA 架构，销量有望突破，减少对公司业绩拖累。

豪华车市场盈利能力强/国产替代空间广，尊界以科技旗舰成国产新豪华代表

据我们不完全统计，2024 年国内 60 万以上豪华轿车/SUV/MPV 销量分别超 7/25/2 万辆，但基本以产品迭代较慢的进口豪华燃油车为主。随着豪华车市场客群多元化，自主品牌豪华车有望以电动智能化技术优势、更高性价比等吸引较多增换购需求，打开新空间。并且，豪华车有着较高的品牌溢价，因此利润率及盈利稳定性相比一般车企更高，有望享受较高的估值溢价。公司尊界凭借华为智选模式赋能，定位百万级豪华品牌，有望成国内高盈利性/稳定性/稀缺性豪车代表。首款车型 S800 定位豪华轿车，上市 87 天大定突破 1.2 万辆，且后续有望推出 SUV、MPV 等更多车型，销量增长可期。能力建设方面，公司与华为组建超 5000 人的专属团队，目前投入超百亿元。公司全方位学习华为，系统开展 IPD、ISC、LTC 组织架构流程变革，高标准建设尊界超级工厂等，为尊界后续的上量提供支撑。

风险提示：新能源车销量/新产品需求/大众安徽转型不及预期；行业竞争加剧。

【计算机：致远互联(688369.SH)】Q2 收入增速改善，AI Agent 产品进展顺利——公司信息更新报告-20250828

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘道遥（分析师）证书编号：S0790520090001

坚持“平台+生态”发展战略，维持“买入”评级

协同管理作为 AIAgent 落地最重要的场景之一，我们看好公司的发展前景。维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 -0.97、-0.23 亿元、0.21 亿元，营业收入预测为 9.26、10.41、11.75 亿元，当前股价对应 2025-2027 年 PS 为 3.9、3.5、3.1 倍，维持“买入”评级。

Q2 收入增速改善，H1AI 关联合同额达 4669 万元

（1）2025 年上半年公司实现营业收入 3.38 亿元，同比下降 15.98%；实现归母净利润 -1.35 亿元，亏损同比增加 98.02%。其中，Q2 单季度实现营业收入 2.33 亿元，同比增长 5.98%，Q2 收入增速较 Q1 环比改善；实现归母净利润 -6851.00 万元，亏损同比增加 82.97%。由于直销项目交付内容同比增多且更为复杂导致交付周期变长和交付成本上升，经销业务同比有所回暖，导致公司收入有所下降，同时毛利率同比下降 12.52 个百分点，公司期间费用同比有所下降，但退税收入减少，综合影响下归母净利润亏损同比增加。

（2）公司加强对经营性现金流及收入质量的管理，合同负债与 2024Q2 末相比增长 37.00%，应收账款与 2024Q2 末相比下降 18.27%。

（3）上半年公司直销签约金额同比增长 20.18%，其中，签约合同金额达百万以上的订单金额同比增长 72.70%，信创产品订单金额同比增长 124.28%；签约的 AI 关联合同订单金额为 4,669.11 万元，公司在 AI 相关业务中取得明显进展，根据公司股权激励目标，全年 AI 关联合同订单有望达 1 亿元。

坚定 AllinAI 战略，发布新一代 CoMi 产品家族 2.0

公司坚定投入 Agent 开发平台和应用的研发，并于 8 月发布 CoMiAgent 平台 2.0，不仅包括 AI-Agent 开发平台 CoMiBuilder，同时发布了公文智能体、会议智能体、合同智能体、辅助决策智能体、问数智能体和流程智能体等 AIAgent 产品。

风险提示：市场竞争加剧；新产品推广不及预期。

【医药：通策医疗(600763.SH)】2025 上半年业绩稳健增长，正畸业务企稳回升——公司信息更新报告

-20250828

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 阮帅（分析师）证书编号：S0790524040007

2025 年上半年业绩稳健增长，盈利能力有所提升

2025 年上半年公司实现营收 14.48 亿元（同比+2.68%，下文都是同比口径），归母净利润 3.21 亿元（+3.67%），扣非归母净利润 3.17 亿元（+3.85%），毛利率 40.75%（-0.08pct），净利率 26.26%（+0.2pct），口腔医疗门诊量累计达 173.22 万人次（+1.21%）。2025Q2 公司实现营收 7.04 亿元（+0.24%），归母净利润 1.37 亿元（+0.44%），扣非归母净利润 1.35 亿元（-0.20%）。考虑公司新医院投入折旧影响，我们下调 2025-2026 年业绩预测（原预测为 6.17、6.86 亿元），新增 2027 年业绩预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 5.59/6.10/7.02 亿元，当前股价对应 PE 为 37.4/34.2/29.7 倍，考虑公司口腔品牌实力及新院开业带来的增量，维持“买入”评级。

正畸业务呈复苏趋势，牙椅数达 3100 余台

2025 上半年公司正畸业务实现营收 2.29 亿元（+7.75%），呈现复苏趋势，种植业务 2.55 亿元（+0.02%），儿科业务收入 2.36 亿元（-1.48%）。2025 年上半年公司修复业务实现收入 2.30 亿元（+3.59%），大综合业务实现收入 3.94 亿元（+2.44%）。截至 2025 年 6 月 30 日，公司旗下运营医疗机构 89 家，拥有专业医疗人员 4,452 名，医疗空间面积逾 26 万平方米，配置牙椅 3,100 余台。

构建“三三制”模式推动发展，三大总院业务有所下滑

公司通过构建高效的“总部-区域集团-医院”三级管理架构，持续优化资源配置与标准化运营流程，显著提升整体运营效率。通过“蒲公英计划”深化省内渗透，构建规模化复制的核心增长引擎。2025 上半年公司三大总院（杭口平海总院、杭口城西总院、宁口总院）实现收入 4.97 亿元（-8.67%），净利润 2.44 亿元（-11.92%）。2025 年上半年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 1.01%、9.60%、1.68%、1.46%，同比 +0.02pct、持平、+0.05pct、-0.15pct。

风险提示：医疗风险、竞争风险、声誉风险等。

【食品饮料：劲仔食品(003000.SZ)】短期利润有所承压，期待新品新渠道发力——公司信息更新报告 -20250828

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 陈钟山（分析师）证书编号：S0790524040001

费用投入营销，维持“增持”评级

公司发布 2025H1 中报，实现营收 11.2 亿元，同比下滑 0.5%；实现归母净利润 1.1 亿元，同比下滑 21.9%。公司短期费用投入较多，利润有所承压，我们下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年分别实现归母净利润 3.2（-0.2）、4.0（-0.2）、5.1（-0.2）亿元，同比分别增长 10.8%、24.8%、26.1%，当期股价对应 PE 分别为 17.9、14.3、11.4 倍，公司做为辣卤零食细分头部企业，费用投入营销，期待公司旺季发力，维持“增持”评级。

鱼制品增长稳健，完善全渠道覆盖

公司 2025 年二季度收入同比下滑 10.4%，受到外部竞争加剧有所影响。分产品看，2025H1 公司鱼制品、禽类制品、豆制品、蔬菜制品分别收入 7.6、2.0、1.1、0.3 亿元，同比分别变化+7.6%、-24.0%、+3.6%、-10.7%，其中鱼制品增长稳健，禽类制品压力较大。分区域看，公司 2025H1 华东、华中、西南、华南、华北、西北、东北、境外、线上分别收入 3.0、1.4、1.5、1.4、1.1、0.7、0.2、0.1、1.9 亿元，同比分别变化+4.0%、-4.9%、+6.0%、+8.4%、-9.9%、-8.3%、-6.4%、+40.1%、-6.8%，其中海外受到零售商认可，实现亮眼增长，叠加经销商出口，实际出海金额为 1.8 亿元。

毛利率小幅承压，费用发力推广

公司 2025H1 为 29.5%，同降 0.95pct，单 2025Q2 公司毛利率为 28.9%，同比下滑 1.8pct，其中鱼制品毛利率 2025H1 为 30.4%，同比下滑 1.9pct，对毛利率影响较大。公司 2025Q2 销售费用率为 14.3%，同比提升 2.2pct，主因投入新媒体推广；管理费用率为 4.6%，同比提升 1.2pct，主因职工薪酬提升。公司持续拓展产品矩阵，完善全渠道覆盖，期待公司后续在溏心鹌鹑蛋、短保豆干等新产品和零食量贩、山姆会员店等新兴渠道销售表现。

风险提示：原材料价格波动风险，行业竞争加剧风险，新产品推广销量不及预期风险。

特别声明

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

分析师承诺

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

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

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

¹ 根据新凤鸣 2025 年一季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 4.78% 的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工集团有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

法律声明

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

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

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

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

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

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

开源证券研究所

上海

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

深圳

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

北京

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

西安

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