

晨会纪要

数据日期: 2025-08-27	上证综指	深证成指	沪深300指数	中小板综指	创业板综指	科创50
收盘指数(点)	3800.34	12295.06	4386.12	13734.11	3614.19	1272.55
涨跌幅度(%)	-1.75	-1.42	-1.49	-1.75	-1.78	0.13
成交额(亿元)	13268.48	18387.16	7850.98	6659.52	8783.07	1210.89

晨会主题

【常规内容】

行业与公司

汽车行业专题:汽车智能化月报系列(二十七)-尚界 H5 搭载 HUAWEI ADS 4 辅助驾驶系统,地平线 HSD 首搭奇瑞星途 E05

医药生物周报(25年第33周):2025年WCLC摘要公布,推荐关注国产创新药公司

洛阳钼业(603993.SH)财报点评:完成金矿收购,铜产品量价齐增

云铝股份(000807.SZ)财报点评:二季度业绩同比增长32%,中期分红比例超40%

紫金矿业(601899.SH)财报点评:金矿量价齐增推升业绩,黄金分拆上市有望带来估值重估

兴业银锡(000426.SZ)财报点评:锡产量受银漫停产影响较大,静待影响消退后盈利修复

珀莱雅(603605.SH)财报点评:二季度业绩稳健增长,多品牌矩阵协同发力

保利物业(06049.HK)海外公司财报点评:业绩稳增,布局优化

绿城中国(03900.HK)海外公司财报点评:结算和计提节奏导致盈利承压,销售拿地仍优于行业平均

保利发展(600048.SH)财报点评:业绩下滑,积极推进存量去化

绿城管理控股(09979.HK)海外公司财报点评:收入毛利率下降导致业绩承压

中材科技(002080.SZ)财报点评:收入利润双增长,高端突破优势领先

三棵树(603737.SH)财报点评:渠道精耕升级,经营改善持续兑现

海螺水泥(600585.SH)财报点评:业绩同比改善,拟首次中期分红

金发科技(600143.SH)财报点评:主要产品产销高速增长,营收与归母净利润同比高增

东岳集团(00189.HK)财报点评:制冷剂价格快速上涨,2025年上半年业绩大幅提升

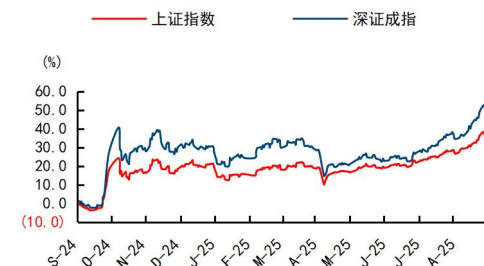
金宏气体(688106.SH)财报点评:现场制气盈利能力稳步提升,特种气体利润阶段性承压

三全食品(002216.SZ)财报点评:上半年收入同比减少2.7%,组织与渠道改革持续推进

颐海国际(01579.HK)海外公司财报点评:第三方销量表现稳健,海外渠道进展顺利

安井食品(603345.SH)财报点评:2025年第二季度利润承压,坚持产品创新驱动

市场走势



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数 08月28日

	收盘指数	涨跌幅%
道琼斯	33597.92	0
纳斯达克	10961.46	-0.48
S&P500	3801.78	-0.44
法国CAC40	6000.24	-0.72
德国DAX	14261.19	-0.57
日经225	27574.43	-0.4
恒生	25201.76	-1.26

基金指数 08月28日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3269.41	0.02
股票基金指数	11919.86	-0.35
混合基金指数	11151.06	-0.38

汇率 08月28日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.16	-0.03
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.78	-0.09
美元兑日元	147.41	-0.0

非流通股解禁 08月28日

名称	解禁数量(万股)	流通股增加%	解禁日期
国信证券	47358.75	100.00	2025-08-14
西南证券	33000.00	100.00	2025-07-22
鹏欣资源	22026.56	100.00	2025-06-12
内蒙一机	412.50	82.58	2025-06-03
华电重工	408.34	100.00	2025-06-02
宁波银行	7581.90	95.06	2025-05-16
新点软件	15651.92	100.00	2025-05-16
华兰股份	3782.78	100.00	2025-04-30

迎驾贡酒(603198.SH) 财报点评:2025Q2 收入及净利润降幅扩大,持续释放需求压力

涪陵榨菜(002507.SZ) 财报点评:榨菜品类表现企稳,盈利能力承压

曹操出行(02643.HK) 海外公司深度报告:从定制车到 Robotaxi,主机厂网约车龙头启航

古茗(01364.HK) 海外公司财报点评:2025H1 经调净利润同增 42%,门店扩张环比大幅提速

森马服饰(002563.SZ) 财报点评:上半年收入增长 3%,费用率增加致利润承压

新澳股份(603889.SH) 财报点评:上半年业绩保持平稳,羊绒纱线业务表现亮眼

吉比特(603444.SH) 财报点评:《杖剑传说》表现亮眼,2025 上半年收入增长 29%

中国平安(601318.SH) 财报点评:寿险价值率提升,核心指标增长稳健

中国财险(02328.HK) 财报点评:承保盈利提升,龙头优势夯实

汇川技术(300124.SZ) 财报点评:2025 年上半年净利润增长 40%,人形机器人业务进展顺利

龙溪股份(600592.SH) 财报点评:上半年收入利润承压,持续加强人形等新兴领域投入

猫眼娱乐(01896.HK) 财报点评:电影大盘回暖,部分内容承压,持续投入演出业务

宇通客车(600066.SH) 财报点评:盈利能力稳中有增,二季度净利润同比增长 16%

骆驼股份(601311.SH) 财报点评:出口放量叠加锂电盈利修复,净利润持续增长

思摩尔国际(06969.HK) 财报点评:雾化主业如期修复,HNB 与雾化医疗蓄力长期增长

海信视像(600060.SH) 财报点评:二季度业绩增长提速,盈利能力稳步改善

中国软件国际(00354.HK) 公司快评:当选西安鸿蒙生态建设城市合伙人,全场景 AI 业务成为业绩增长新引擎

超威半导体(AMD)(AMD.O) 海外公司财报点评全球高性能计算龙头,AI 需求赋能业绩增长

伟仕佳杰(00856.HK) 财报点评:业绩高增长,持续开拓东南亚市场

大金重工(002487.SZ) 财报点评:出口海工交付订单双景气,持续深化海外业务布局

聚光科技(300203.SZ) 财报点评:业绩符合预期,回购/PPP 新规夯实信心

立讯精密(002475.SZ) 财报点评:汽车和通信业务高增,前期收并购项目已完成

兆易创新(603986.SH) 财报点评:2Q25 归母净利润环比增长 45%,产品多元化布局打开增长空间

德明利(001309.SZ) 财报点评:2Q25 收入同环比增超 100%,嵌入式与固态硬盘加速放量

卓胜微(300782.SZ) 财报点评:短期盈利能力承压,L-PAMiD 产品进入量产交付阶段

天德钰(688252.SH) 财报点评:二季度收入创季度新高,积极拓展工控与零售市场

金融工程

金融工程日报:A 股冲高回落，两市成交额再度放大至 3.2 万亿

【常规内容】

行业与公司

◆ 汽车行业专题:汽车智能化月报系列（二十七）-尚界 H5 搭载 HUAWEI ADS 4 辅助驾驶系统，地平线 HSD 首搭奇瑞星途 E05

行业新闻：1) Waymo 获美国纽约市首个自动驾驶汽车测试许可；2) 尚界 H5 上市即搭载 HUAWEI ADS4 辅助驾驶系统；3) 地平线 HSD 迎来升级，首搭车型锁定奇瑞星途 E05；4) 小马智行正式启动上海浦东自动驾驶出行服务；5) 文远知行发布一段式端到端辅助驾驶解决方案，预计 2025 年内量产上车；6) 禾赛获得丰田汽车旗下品牌激光雷达定点，2026 年开启量产；7) 新一代智己 LS6 搭载速腾聚创 520 线超级激光雷达。

高频核心数据更新：1) 800 万像素摄像头占比持续提升。2025 年 6 月，乘用车前视摄像头渗透率 67.6%，其中 800 万像素占比 39.7%，同比+22pct，环比+0.5pct；2) 英伟达驾驶芯片占比提升。2025 年 6 月，乘用车驾驶域控渗透率 31%，其中地平线、英伟达、特斯拉 FSD、华为芯片占比分别为 10.4%、53.5%、9.4%、11.6%，同比分别-2.4、+25.4、-10.3、-4.5pct，环比分别-2.7、-3.5、+2.2、+0.2pct。3) 激光雷达市占率持续提升。2025 年 6 月，乘用车激光雷达渗透率 10%，同比+2pct，环比+0pct。参考 NE 时代数据，6 月激光雷达供应商市占率华为（47%）、禾赛科技（29%）、速腾聚创（20%）、图达通（4.7%）。

智能驾驶：标配 L2 级以上功能的乘用车渗透率 6 月同比+13pct。2025 年 6 月，乘用车行业 L2 级以上渗透率为 29.7%，同比+13pct，高速 NOA、城区 NOA 渗透率分别为 29.9%、12.5%，同比分别+15、+2pct，环比分别+1、+0pct。1) 传感器：渗透率角度，前视摄像头、前向毫米波雷达、激光雷达 6 月的渗透率分别为 67.6%、57.4%、9.7%，同比分别+4、+5、+2pct，环比分别+1、+0、+0pct。2) 域控制器：2025 年 6 月，乘用车自动驾驶域控制器渗透率为 30.9%，同比+13.1 pct，环比+1.4pct。

智能座舱：大屏化产品、HUD、座舱域控制器等单品渗透率持续提升。10 寸以上中控屏、10 寸以上液晶仪表、HUD、智能座舱域控制器 6 月渗透率 85.2%、50%、19.4%、40.8%，同比+1、-5、+3、+9pct，环比+1、+0、+0、-1pct。

智能网联：OTA、T-BOX 6 月渗透率分别 76.8%、69.0%，同比分别变动+2、-7pct。

投资建议：整车推荐小鹏汽车、零跑汽车、吉利汽车。L4 推荐小马智行、文远知行。零部件推荐：数据获取，推荐速腾聚创、禾赛科技；数据传输，推荐沪光股份；数据处理，推荐地平线机器人-W、黑芝麻智能、科博达、华阳集团、均胜电子；数据应用推荐星宇股份、华阳集团、伯特利。

风险提示：汽车智能驾驶渗透速度不及预期风险，销量不及预期风险。

证券分析师： 唐旭霞（S0980519080002）、杨钊（S0980523110001）

◆ 医药生物周报（25 年第 33 周）：2025 年 WCLC 摘要公布，推荐关注国产创新药公司

本周医药板块表现弱于整体市场，中药板块领涨。本周全部 A 股上涨 3.58%（总市值加权平均），沪深 300 上涨 4.18%，中小板指上涨 4.64%，创业板指上涨 5.85%，生物医药板块整体上涨 1.05%，生物医药板块表现弱于整体市场。分子板块来看，化学制药上涨 0.29%，生物制品上涨 2.22%，医疗服务下跌 1.58%，医疗器械上涨 2.37%，医药商业上涨 1.93%，中药上涨 2.86%。医药板块当前市盈率（TTM）为 40.45x，处于近 5 年历史估值的 83.46%分位数。

2025 年 WCLC 摘要公布，国产创新产品读出数据。世界肺癌大会（WCLC）将于 2025 年 9 月 6 日-9 日在西班牙巴塞罗那举办，中国药企将在会议上展示一系列创新的研究成果。康方生物在会议读出 AK112 的 HARMONi-2 临床研究不同分组的数据，AK104 联合 pulocimab 治疗晚期一线免疫 SOC 治疗后进展的 NSCLC 的数据读出。恒瑞医药的 SHR-4849（DLL3 ADC）以口头报告的形式读出临床 1 期数据。和黄医药的赛沃替尼、传奇生物的 DLL3 CAR-T、映恩生物的 DB-1311 等均在会议上公布临床研究数据。

投资建议：关注 ESMO 和 WCLC 的数据读出。2025 年的世界肺癌大会（WCLC）和欧洲肿瘤学年会（ESMO）

将分别在 9 月和 10 月举行，一系列国产创新药的研究成果即将在会议中进行展示，包括康方生物的 AK112、映恩生物的 DB-1311 等。随着国产创新药的临床数据和临床进度在全球范围内的竞争力越来越强，创新药出海的趋势不断加强。

风险提示：研发失败风险；商业化不及预期风险；地缘政治风险；政策超预期风险。

证券分析师： 陈曦炳（S0980521120001）、彭思宇（S0980521060003）、肖婧舒（S0980525070001）

◆ 洛阳钼业(603993.SH) 财报点评:完成金矿收购，铜产品量价齐增

2025H1 公司归母净利润同比增长 60%。2025H1 公司实现归母净利润 86.7 亿元（+60.%），扣非归母净利润 87.2 亿元（+55.1%），经营性净现金流 120.1 亿元。2025Q2 公司归母净利润 47.3 亿元（同比+41.2%，环比+19.7%），扣非归母净利润 48.0 亿元（同比+35.7%，环比+22.1%）。公司盈利增长主因铜钴价格上涨，叠加铜钴产量增加。

所有产品完成“时间过半，任务超半”：Q2 铜产量 18.3 万吨（同比+10%，环比+7.3%），Q2 铜销量 19.9 万吨（同比+6.7%，环比+60.5%），销量环比大增主因非洲物流时滞，销售了部分一季度库存；Q2 钴产量 3.07 万吨（同比+6.4%，环比+0.8%），Q2 钴销量 2.2 万吨（同比-17.5%，环比-9.2%），钴销售下滑主因刚果金自 2 月 21 日对钴出口禁令，销售的是一季度库存。成本端，二季度铜产销差比较小，可以用营业成本/销量计算铜生产成本 3.2 万元/吨，在刚果金的铜矿中等偏高，后续仍有降本空间。

公司正在为迈向百万吨级铜产量目标积极布局。勘探业务方面，继续 TFM 和 KFM 深边部补充勘探。配套电力，建设刚果（金）Heshima 水电站及新能源电力项目顺利推进，为未来产能提供长期稳定的能源保障。

风险提示：铜价下跌风险、扩产项目进度延后风险。

投资建议：维持“优于大市”评级

自 2023 年开始公司进入产量释放年，是全球大型铜矿企中少有的保持铜高增长的企业，随着 KFM 二期及 TFM 三期在 2027 年后陆续投产，2028 年后公司铜产量有望达到 80-100 万吨，并且厄瓜多尔黄金项目投产。假设 2025-2027 年铜现货结算价均为 78500 元/吨（原值 78000 元/吨），钴金属价格维持 24 万元/吨（原值 21 万元/吨），氢氧化钴折价系数 70%，刚果金出口配额 70%。预计 2025-2027 年归母净利润 163.15/177.52/189.24 亿元（原预测值 152.2/172.5/199.5 亿元），同比增速 20.6/8.8/6.6%；摊薄 EPS 分别为 0.76/0.83/0.88，当前股价对应 PE 分别为 15.9/14.6/13.7X。公司拥有全球顶级铜钴矿山，两大世界级项目扩产将使公司铜产量迈向百万吨，对铜价和钴价具备高业绩弹性，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、焦方冉（S0980522080003）

◆ 云铝股份(000807.SZ) 财报点评:二季度业绩同比增长 32%，中期分红比例超 40%

2025H1 公司归母净利润同比增长 10%。2025H1 归母净利润 27.7 亿元，同比+9.9%，扣非归母净利润 27.6 亿元，同比+15.4%，经营性净现金流 37.2 亿元，同比+35.5%。2025Q2 归母净利润 17.9 亿元（同比+32.3%，环比+84.1%），主因上半年氧化铝价格大幅下跌，公司铝冶炼成本下降。公司公布 2025 年中期分红预案，每 10 股派发现金红利 3.2 元，合计派发 11.1 亿元，占上半年归母净利润 40%。

原铝产量连续 4 个季度满产。公司电解铝产能 308 万吨，公司半年报没有公布原铝产量，由于去年 3/4 季度单季度产量都在 79 万吨左右，考虑到不同季度天数不同，预计今年上半年公司原铝产量在 157 万吨左右。2025H1 公司的氧化铝、炭素等产品产量均符合年度计划。

财务负担显著减轻，现金流强劲。截至 2025 年 6 月末，公司短期借款为零，长期借款不到 5 亿元。云铝股份借助近几年电解铝行业高景气周期，持续降低财务杠杆率，截至 2025 年 6 月末，公司资产负债率进一步降至 21.9%，2025H1 财务费用为-0.08 亿元，较 2020 年之前动辄每年 8-10 亿元的财务费用下降，显著增强了公司盈利能力。2025H1 公司经营性净现金流达到 37.2 亿元，折旧摊销 9 亿元左右，资本开支仅 4 亿元左右，现金流强劲。

风险提示：铝价下跌风险，氧化铝价格上涨风险，电费上涨风险。

投资建议：维持“优于大市”评级

假设 2025-2027 年铝现货价格分别为 20500 元/吨，氧化铝价格为 3300 元/吨，预焙阳极价格为 5000 元/吨，公司用电含税价格为 0.44 元/度，预计 2025-2027 年归母净利润 68.89/71.65/71.69 亿元，同比增速 56.2%/4.0%/0.1%；摊薄 EPS 分别为 1.99/2.07/2.07 元，当前股价对应 PE 分别为 9.5/9.1/9.1x。公司是国内绿色水电铝龙头企业，受益于铝冶炼格局改善，产能满产后现金流强劲，暂无大额资本开支，分红比例稳中有升，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、焦方冉（S0980522080003）

◆ 紫金矿业(601899.SH) 财报点评:金矿量价齐增推升业绩，黄金分拆上市有望带来估值重估

公司发布半年报：上半年实现营收 1677.11 亿元，同比+11.50%；实现归母净利润 232.92 亿元，同比+54.41%；实现扣非净利润 216.24 亿元，同比+40.12%。公司于 25Q2 实现营收 887.83 亿元，同比+17.38%，环比+12.49%；实现归母净利润 131.25 亿元，同比+48.75%，环比+29.10%；实现扣非净利润 117.43 亿元，同比+27.51%，环比+18.84%。

核心矿产品产量：今年上半年，公司矿产金产量为 41.19 吨，同比+16.3%，完成全年产量计划 48.46%；矿产铜产量为 56.69 万吨，同比+9.3%，完成全年产量计划 49.30%。公司今年矿产金产量实现高速增长，这主要是得益于公司前几年有非常多的金矿项目的并购，因此在金价不断创历史新高的背景下，Q2 金矿量价齐增，是推动业绩环比大幅提升的核心因素。

核心矿产品成本：今年上半年，公司矿产金单位营业成本为 261.97 元/克，同比+15.41%；矿产铜单位营业成本为 24256 元/吨，同比+8.21%；矿产锌单位营业成本为 10113 元/吨，同比+12.76%；矿产银单位营业成本为 1.99 元/克，同比+6.42%。综合来看公司上半年成本压力有所提升。公司将严格管控成本，继续发挥公司在成本端的优势，提升精细化管理的水平。

分红方面：公司计划实施中期分红，拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.2 元(含税)，总计派发现金红利约 58.47 亿元，约占今年上半年归母净利润的 25.10%。

境外黄金板块分拆上市是公司重大战略举措：公司将八座境外黄金矿山资产重组至紫金黄金国际，并于 2025 年 6 月 30 日向联交所正式递交上市申请。紫金黄金国际的分拆上市将带来：1) 打造境外黄金上市公司平台，将有利于公司海外黄金业务快速拓展；2) 估值重估，公司目前的业务结构当中，铜矿业务利润贡献度高于金矿，整体估值水平并不高，而境外黄金板块单独分拆，预计将在资本市场获得较高的估值溢价，进而提升整体的估值空间。

风险提示：项目建设进度不达预期，矿产品销售价格不达预期。

投资建议：维持“优于大市”评级。

基于上半年的业绩表现，上调公司盈利预测。预计公司 2025-2027 年营收为 3651/3817/4005(原预测 3699/3864/4042) 亿元，同比增速 20.2%/4.5%/4.9%；归母净利润为 460.63/526.55/584.84(原预测 397.58/455.30/506.74) 亿元，同比增速 43.7%/14.3%/11.1%；摊薄 EPS 为 1.73/1.98/2.20 元，当前股价对应 PE 为 12.9/11.3/10.2X。公司是国内有色上市公司核心标的，矿产资源储量丰富，国际化进程不断加快，战略延伸积极布局新能源新材料产业助力能源转型，核心矿种实现多元化布局，中长期成长路径明确，未来有望跻身全球超一流国际矿业企业，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、杨耀洪（S0980520040005）

◆ 兴业银锡(000426.SZ) 财报点评:锡产量受银漫停产影响较大，静待影响消退后盈利修复

公司 25H1 实现归母净利润 8.0 亿元，同比-9.9%。公司 2025 年上半年实现营收 24.73 亿元，同比+12.50%；实现归母净利润 7.96 亿元，同比-9.93%；实现扣非归母净利润 8.01 亿元，同比-10.42%。25Q2，公司

实现营收 13.24 亿元,同比-7.68%,环比+15.19%;实现归母净利润 4.21 亿元,同比-35.58%,环比+12.54%;实现扣非归母净利润 4.27 亿元,同比-35.93%,环比+14.04%。上半年业绩同比有所下滑主要由于:1)主力矿山所属子公司银漫矿业因事故于 2025 年 3 月 9 日至 2025 年 4 月 16 日之间停产,停产期间选厂只能加工地表存矿;2)宇邦矿业因年初并表后重点推进采矿工程二期重大设计变更安全设施竣工验收工作,选厂主要加工地表存矿,使得产能未充分释放,且加工原矿品位偏低。

25H1 公司销售利润率有所下滑。2025H1,公司销售毛利率为 56.90%,同比-7.73pct;销售净利率为 31.67%,同比-7.90pct;期间费用率为 12.55%,同比+1.50pct。2025Q2,公司销售毛利率为 58.05%,同比-11.23pct,环比+2.49pct;销售净利率为 31.50%,同比-13.48%,环比-0.36%。截至 2025 年 6 月 30 日,公司的资产负债率为 40.88%,较 2024 年末提升 6.49pct。

25H1 白银产量同比+4.6%,锡产量同比-20.6%。2025 年上半年,公司矿产银产量为 131.32 吨,同比+4.57%;矿产锡产量为 3589.82 吨,同比-20.64%;矿产铅产量 9246.55 吨,同比-1.09%;矿产锌产量 29986.14 吨,同比+6.42%;矿产锑产量 968.69 吨,同比+4.72%;矿产铜产量 960.74 吨,同比-44.22%;矿产铁产量 143010.99 吨,同比-14.34%;矿产铋产量 82.02 吨,同比+100.64%;矿产金产量 28 千克,同比+55.56%。公司核心矿种之一锡精粉的产量同比下滑幅度较大,主要由于公司所有锡产品目前均产自银漫矿业,因此受银漫停产影响较大。主要子公司中,上半年银漫矿业实现净利润 6.71 亿元,同比-5.45%;乾金达矿业实现净利润 1.24 亿元,同比-12.18%;宇邦矿业亏损 0.12 亿元;博盛矿业亏损 0.28 亿元,同比减亏 0.11 亿元。

风险提示:公司资源开发进展不达预期的风险;金属价格大幅波动的风险。

投资建议:维持盈利预测,维持“优于大市”评级。我们预计公司 2025-2027 年营收 54.72/60.32/71.36 亿元,同比增速 28.14%/10.23%/18.30%;归母净利润 20.99/24.09/29.52 亿元,同比增速 37.21%/14.74%/22.54%;EPS 为 1.18/1.36/1.66;当前股价对应 PE 分别为 17.8/15.5/12.6x。考虑到公司依托内蒙古地区资源富集的区位优势,兼顾内生发展的同时积极通过外延并购储备优质的矿产资源,维持“优于大市”评级。

证券分析师: 刘孟峦(S0980520040001)、马可远(S0980524070004)

◆ 珀莱雅(603605.SH) 财报点评:二季度业绩稳健增长,多品牌矩阵协同发力

二季度业绩稳健增长。公司 2025H1 实现营收 53.62 亿/yoy+7.21%,归母净利润 7.99 亿/yoy+13.80%;单 Q2 实现营收 30.03 亿/yoy+6.49%,归母净利润 4.08 亿/yoy+2.36%。同时公司拟每 10 股派发现金红利 8.00 元(含税),分红率接近 40%,是公司历史上最高水平。同时公司同步发布筹划发行 H 股提示性公告,主要加快海外业务发展,提升公司品牌国际知名度。

分品牌看,2025H1 主品牌珀莱雅实现营收 39.79 亿/yoy-0.08%,天猫/抖音 ROI 分别为 3.2/2.5,抖音自播/达播/其他分别占比 5.5/3.5/1,品牌持续推新夯实大单品策略,稳固龙头地位。彩棠品牌实现收入 7.05 亿/yoy+21.11%,延续高增态势,天猫/抖音 ROI 分别为 2/1.8,抖音自播/达播/其他分别占比 2/6.5/1.5,有望于明年进行全方位升级。Off&Relax、原色波塔等新兴品牌表现亮眼,分别实现收入 2.79 亿/yoy+102.52%、0.97 亿/yoy+80.18%,收入占比分别提升至 5.22%/1.81%。目前彩棠、OR 均盈利,悦芙媿略亏。分渠道看,2025H1 线上渠道实现营收 51.09 亿/yoy+9.17%,收入占比提升至 95.39%。线下渠道实现营收 2.47 亿/yoy-21.49%,占比持续下降至 4.61%。单 Q2 线上收入 28.8 亿/yoy+6.61%,线下 1.19 亿/yoy+4.15%,均保持稳健增长。

毛利率和销售费用率均有所提升。2025Q2 毛利率/净利率分别为 73.85%/14.01%,分别同比+4.25/-0.50pct,毛利率提高主要由于:1)运费费率下降;2)赠品由小样转为中样,生产环节减少灌装次数,节约包材;3)公司原料、包材采购议价能力提升。费用率方面,销售/管理/研发费用率分别同比+5.97/-0.23/0.04pct,线上投入持续加大带动销售费用率上行。营运能力方面,2025H1 存货周转天数为 82 天,同比减少 14 天;公司持续优化库存管理带动存货周转天数减少。现金流方面,2025Q2 经营性现金流净额为 6.18 亿/yoy+167.2%。公司应收增多应付减少导致经营性现金流下滑。

风险提示:宏观环境风险,新产品推出不及预期,行业竞争加剧。

投资建议:公司二季度保持稳健增长,主品牌珀莱雅保持平稳发展,通过持续推出新品巩固市场地位和

线上渠道领先优势，彩棠品牌持续深耕底妆市场，成为公司第二增长曲线，新兴品牌如 Off&Relax 和原色波塔亦实现高增速并贡献显著增量，推动公司向多品牌美妆集团持续进军。考虑到公司加大主品牌产品推新力度，以及未来新品牌持续孵化下，相关营销投放预计有所提升，我们略下调 2025-2027 年归母净利至 17.66/19.33/20.65（原值为 18.69/21.44/23.88）亿，对应 PE 为 21/19/18x，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 张峻豪（S0980517070001）、孙乔容若（S0980523090004）、柳旭（S0980522120001）

◆ 保利物业(06049.HK) 海外公司财报点评:业绩稳增，布局优化

归母净利同增 7%。2025 上半年公司实现营业收入 84 亿元，同比增长 8%；实现归母净利润 9 亿元，同比增长 5%。分业务板块看，公司物业管理服务、社区增值服务、非业主增值服务收入占比分别为 75.4%、14.3%、10.3%。2025 上半年公司毛利率为 19.4%，同比下降 1.1pct；净利率为 10.8%。

物业管理业务底盘扎实。2025 上半年公司物业管理业务收入 63 亿元，同比增长 13.1%，其中住宅、商办、公服收入分别为 36 亿、11 亿、16 亿元，在公司物业管理收入中，第三方物业管理收入 2.8 亿元，收入占比 43.9%，同比提升 2.5pct。公司上半年物业管理业务毛利率为 16.6%，较去年同期下降 0.2pct。截至 2025 上半年末，公司共进驻 191 个城市，在管项目数量 2912 个，在管面积 8.3 亿平方米，合同项目数量 3269 个，合同面积 10.0 亿平方米。公司在管面积中，来自母公司和第三方的占比分别为 34.1% 和 65.9%，公服、住宅、商办面积分别占比 56.1%、38.5%、5.4%。合同面积中，来自母公司和第三方的占比分别为 36.2% 和 63.8%，公服、住宅、商办面积分别占比 51.8%、42.1%、6.1%。

社区增值服务布局优化。2025 上半年公司社区增值服务收入 12 亿元，同比微降，毛利率为 39.9%，同比上升 1.1pct。分业务板块看，公司社区生活服务收入占比 77%，社区资产经营服务收入占比 23%。

第三方市拓质量提升。2025 上半年公司聚焦优质城市，核心 50 城新拓展单年合同金额占比 84.6%，同比增长 5.1pct。公司聚焦核心业态，核心非居业态新拓展单年合同金额占比 79.3%，同比增长 3.4pct。公司公共服务聚焦规模型客户，新拓展项目能级提升，上半年两千万级以上项目拓展占比增长 14.9pct 至 44.7%。

投资建议：我们维持公司的盈利预测，预计公司 25、26 年的归母净利分别为 16/17 亿元，对应 EPS 为 2.85/3.05 元，对应最新股价的 PE 为 10.9/10.2X，维持“优于大市”评级。

风险提示：在管面积增长、增值服务拓展不及预期；毛利率下行超预期。

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

◆ 绿城中国(03900.HK) 海外公司财报点评:结算和计提节奏导致盈利承压，销售拿地仍优于行业平均

归母净利润同减近九成。2025 上半年公司实现营业收入 533.7 亿元，同比下降 23.5%；归母净利润 2.1 亿元，同比下降 89.7%。公司收入下降的原因主要是上下半年结转节奏分布不均匀，公司归母净利润下降的主要原因是计提资产减值及公允价值约 20 亿元（2024 年共 49 亿元）。

销售拿地优于行业平均。2025 上半年公司实现总销售面积 535 万平方米，同比下降 10%；实现总销售金额 1222 亿元，同比下降 3%，位居全行业 TOP2，公司销售增速显著优于行业平均水平。在公司的操盘销售中，自投销售 803 亿元，归属公司权益金额为 539 亿元。上半年，公司首开高效，溢价凸显，其中上海潮鸣东方整盘溢价预计 6.5 亿元，利润率较交地水平提升 7.6pct。公司聚焦高能级城市，一、二线销售额占比高达 86%，回款率达 94%，继续维持高位。分区域看，公司长三角区域占销售总额的 69%。

2025 上半年公司新增项目 35 个，新增建面 355 万平方米，对应新增货值 907 亿元，位居行业 TOP3。公司新增土储中，杭州占比 47%，一二线城市占比 87%，在深耕核心城市的同时，适度扩展投资面。截至 2025 上半年末，公司土储总货值 4518 亿元，总建筑面积 2724 万平方米，其中可售权益建筑面积 1181 万平方米，按区域看，公司土储一二线城市占比 80%。

现金储备充裕，财务稳健。截至 2025 上半年末，公司货币资金 668 亿元，除去预售监管及受限资金仍有 395 亿元，现金短债比为 2.9 倍，现金流保持稳健。公司债务结构合理，一年内到期债务 232 亿元，

银行借款占比 82%，平均融资成本 3.4%，创下新低。

风险提示：市场下行超预期、行业政策不及预期、公司销售及结算进度不及预期、毛利率不及预期。

投资建议：根据公司结算节奏，我们小幅下调公司 25、26 年的收入预测为 1403/1287 亿元（原值 1421/1464 亿元），并对公司计提减值幅度和毛利率表现进行审慎估计，预计公司 25、26 年归母净利润分别为 10/11 亿元（原值 17/18 亿元），EPS 分别为 0.40/0.45 元，对应当前股价 PE 分别为 20.8/18.8 倍，维持“优于大市”评级。

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

◆ 保利发展(600048.SH) 财报点评:业绩下滑，积极推进存量去化

归母净利下降 64%。2025 上半年公司实现营业收入 1169 亿元，同比下降 16.1%；实现归母净利润 27 亿元，同比下降 63.5%。因房地产项目结转规模下降，公司营业总收入同比下降；受行业和市场波动影响，结转项目盈利能力下降，相关利润指标相应同比下降。

销售保持领先，推进存量去化。2025 上半年公司实现销售面积 714 万平方米，同比下降 25.2%；实现销售金额 1452 亿元，同比下降 16.3%，站稳行业龙头位置。上半年公司实现销售回笼 1448 亿元，综合回笼率 100%，同比提高 15 个百分点；当期销售回笼率 65.3%，同比提升 9 个百分点。上半年，公司 2021 年及以前获取的存量项目签约销售 394 万平方米，销售金额 514 亿元，占比达 35%；存量未开发资源则严格落实“以销定产”，新完成“调转换退”51 万平方米。

2025 上半年，公司新增项目 26 个，位于北京、上海、杭州、西安、石家庄等核心城市，项目总地价 509 亿元，总计容面积 228 万平方米，环比 2024 年下半年分别下降 8.6%、增长 7.0%；拓展金额权益比为 87%，稳定在近年较高水平。其中，8 个项目已首开销售，签约超 40 亿元；8 个项目挂钩存量土地置换或资金回收，加速存量问题化解。截至 2025 上半年末，公司待售项目计容面积为 5855 万平方米，较年初下降 403 万平方米。其中，增量项目待售计容面积约 894 万平方米，较年初下降 84 万平方米。

可用现金较为充裕，财务稳健。截至 2025 上半年末，公司货币资金余额 13856 亿元，占总资产比例保持在 10%以上，另有 593 亿元已售待回笼资金，未来可动用资金充裕。公司三年以上到期的有息负债占比 42.8%，较年初提升 3.2 个百分点；一年内到期有息负债占比 21.4%，较年初下降 2.9 个百分点。公司资产负债率 73.5%，扣除预收款的资产负债率为 63.3%、净负债率为 59.6%，期末综合成本 2.89%，融资成本进一步下降。

投资建议：我们维持公司的盈利预测，预计公司 25、26 年的营业收入为 2842/2723 亿元，归母净利润分别为 52/53 亿元，对应 EPS 分别为 0.43/0.44 元，对应最新股价 PE 分别为 19.1/18.5X，维持“优于大市”评级。

风险提示：房价下跌幅度超预期，公司毛利率不及预期，政策放松实际效果不及预期，销售复苏进度不及预期，公司财务风险超预期。

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

◆ 绿城管理控股(09979.HK) 海外公司财报点评:收入毛利率下降导致业绩承压

归母净利-49%，毛利率显著下降。2025 上半年公司实现营业收入 13.7 亿元，同比下降 18%；实现归母净利润 2.6 亿元，同比下降 49%。公司收入下降的原因为近年来代建行业竞争加剧，房地产市场整体下行影响存在滞后效应导致项目整体收入下降；公司利润下降的原因是代建业务毛利率下降 11.5pct 至 40.0%。

新拓规模增长，业务布局优化。2025 上半年公司新拓代建面积约 1989 万平方米，同比增长 13.9%，新拓代建费约人民币 50 亿元，同比增长 19.1%。公司商业代建占比持续上扬，民营委托方活跃度提升，一二线城市布局占 58%，其中杭州、南京、石家庄、苏州等城市占比较高，实现规模与质量双提升，业务布局更趋优化。公司拓展能力逆市提升，投标中标率、重复委托率连续三年显著提升，彰显强劲的市场拓展能力与稳固的客户基础，进一步提升战略客户粘性，创新业务模式，提升核心能力，扩展发展空间。2025 年上半年如期交付 45 个项目、建筑面积 465 万平方米，交付面积占代建 TOP10 交付总量的 60%，

交付满意度保持 92% 的高位，下半年预计仍有近 1000 万平方米交付建筑面积。

财务状况稳健，首次中期分红。公司首次派发中期股息每股 0.076 元，派息率约 60%。公司在手现金充裕，代建费收款向好，经营性净现金流进一步改善，截至 2025 上半年末，公司在手现金 16.4 亿元，同比+8%；经营性净现金流 1.1 亿元，同比 45%；净合同资产 11.9 亿元。

风险提示：公司品牌力表现不及预期的风险、行业竞争超预期加剧的风险、房地产行业景气度不及预期的风险、供应商或承包商的不确定性风险。

投资建议：由于房地产市场整体下行影响存在滞后效应导致项目整体收入下降，及代建行业竞争加剧导致公司毛利率显著承压，我们预计公司 25、26 年营收为 36/37 亿元，根据当前公司毛利率水平，下调公司 25、26 年的归母净利润预测至 6.5/6.3 亿元（原值 8/8 亿元），对应 EPS 为 0.32/0.31 元，对应 PE 为 9.0/9.3X，维持“优于大市”评级。

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

◆ 中材科技(002080.SZ) 财报点评:收入利润双增长，高端突破优势领先

收入利润双增长，Q2 增速进一步提升。2025H1 实现营收 133.3 亿元，同比+26.5%，归母净利 10.0 亿元，同比+114.9%，扣非归母净利润 8.1 亿元，同比+245.1%，高于此前业绩预告中枢，EPS 为 0.595 元/股，其中玻纤及制品/叶片/锂膜收入 43.5/52.0/9.3 亿元，同比+12.9%/+83.7%/+21.8%，贡献归母净利 5.6/3.7/3.8 亿元。Q2 单季度营收 78.3 亿元，同比+28.1%，归母净利 6.4 亿元，同比+156.2%，扣非归母净利 5.6 亿元，同比+341.8%。

玻纤高端化优势显著，特种布全品类布局，盈利能力大幅提升。2025H1 销售玻纤及制品 67.3 万吨，同比-1.2%，实现收入 43.5 亿元，同比+12.9%，毛利率 26%，同比+10.7pp，归母净利润 5.6 亿元，同比+262%。玻纤景气度回升带动产品价格修复，2025H1 产品均价同比+14%，同时高端产品助推结构优化，盈利能力大幅提升，其中风电类产品销售同比+44%，并实现低介电一代、二代、低膨胀及超低损耗低介电全品类覆盖，特种纤维布销售 895 万米，打破国外垄断局面，完成国内外头部客户认证并批量供货。

风电叶片销量高增，盈利能力同步修复。2025H1 销售风电叶片 15.3GW，同比+103%，实现收入 52 亿元，同比+83.7%，毛利率 16.4%，同比+0.8pp，归母净利润 3.7 亿元，同比+258%，受益风电装机提振以及风机中标价格止跌回稳，叶片销售同比大幅增长，盈利能力同步修复企稳回升，同时持续加快海外产能布局，巴西基地 4 条产线全部投产，中亚乌兹项目正式落地，随着海外订单交付上量，有望进一步带来利润增量。

锂膜盈利延续承压，结构优化+降本持续巩固竞争力。2025H1 销售锂电隔膜 13 亿平，同比+60%，实现收入 9.3 亿元，同比+21.8%，毛利率 1.3%，同比-10.0p，净利润 0.1 亿元，同比-94%，行业持续降价背景下，盈利能力同步承压，但公司通过巩固开拓国内外客户并持续优化产品结构，销量同比大幅提升，其中涂覆销量同比增长 130%，占比同比提升 15pp，5 μ m 超薄基膜实现规模化量产并成功投放市场，预计下半年出货量将继续提升，并通过全链条降本增效，设备综合效率提升 7pp，竞争力进一步增强。

风险提示：玻纤产能投放超预期；风电装机不及预期；原燃料价格大幅上涨

投资建议：锚定高端突破，行业地位领先，维持“优于大市”评级

公司持续围绕新材料、新能源方向，锚定高端领域突破，多元化业务持续深化、行业地位领先。目前玻纤景气回升带动业绩改善，同时特种布打破国外垄断，有望持续贡献增量，叶片销量大幅增长、盈利亦有望修复，预计 25-27 年 EPS 分别为 1.18/1.55/1.84 元/股，对应 PE 为 31.4/23.9/20.1x，维持“优于大市”评级。

证券分析师：任鹤（S0980520040006）、陈颖（S0980518090002）

◆ 三棵树(603737.SH) 财报点评:渠道精耕升级，经营改善持续兑现

收入同比有韧性，利润高增持续兑现。2025H1 公司实现营收 58.2 亿元，同比+0.97%，归母净利润 4.4 亿元，同比+107.5%，扣非归母净利润 2.9 亿元，同比+268.5%，高于此前业绩预告中枢（归母净利润

3.8-4.6 亿元，扣非归母净利润 2.3-3.1 亿元）EPS 为 0.59 元/股；其中 Q2 单季度营收 36.9 亿元，同比-0.2%，归母净利润 3.3 亿元，同比+103%，扣非归母净利润 3.1 亿元，同比+96%，单季收入同比微降有韧性，同时受益毛利率提升、费用及减值减少，利润同比高增持续兑现，2025H1 计提信用减值损失 0.87 亿元，其中 Q2 单季 0.94 亿元，同比减少 0.7 和 0.89 亿元。

零售端转型不断发力，家装漆量价双增。分产品看，2025H1 家装墙面漆/工程墙面漆收入 15.7/17.9 亿元，同比+8.4%/-2.3%，销量同比+5.4%/+6.7%，产品均价 5.92/3.35 元/kg，同比+2.8%/-8.4%，零售端持续发力，马上住、艺术漆等下游双包模式快速复制，并持续构建高端产品矩阵，同时随着提价陆续落地，家装漆业务量价双增；基材辅材/防水卷材/装饰施工收入 17.3/4.6/1.2 亿元，同比+10.4%/-28.6%/-23.2%，零售端完善产品配套体系，渠道协同效应继续发挥，基材辅材同步增长，同时施工业务持续压缩。

毛利率延续改善趋势，费用率同比持续优化。2025H1 综合毛利率 32.4%，同比+3.7pp，其中 Q2 毛利率 33.1%，同比+4.3pp/环比+2.1pp，C 端占比提升以及提价落地带动毛利率同环比改善。2025H1 期间费用率 23.7%，同比-1.57pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别-0.86/-0.1/-0.38/-0.22pp，销售费用和财务费用分别受销售人员薪酬、差旅及广宣费等减少和本期借款减少、利率降低所致。

经营现金流同比转正并大幅提升，资债结构持续改善。2025H1 公司实现经营性净现金流 3.5 亿元，同比转正并大幅增长，收现比 1.07/付现比 1.10，上年同期为 0.99/0.96，其中 Q2 单季 2.4 亿元，同比+8.6%，收现比 0.92/付现比 0.94，上年同期为 0.79/0.64。截至 2025H1，应收账款票据+其他应收款+合同资产 38.7 亿元，同比减少 7.4 亿元，资产负债率 76.5%，同比-4.45pp，资债结构持续改善。

风险提示：地产需求下行超预期；渠道拓展不及预期；原材料上涨超预期

投资建议：渠道精耕转型升级，看好新成长阶段，维持“优于大市”评级

公司精耕渠道转型升级，零售新业态模式成熟并快速复制，工程端聚焦并深入布局厂房、酒店等重点赛道，看好渠道潜力持续释放。预计 25-27 年 EPS 分别为 1.63/2.08/2.74 元/股（1.46/1.78/2.16 元/股），对应 PE 为 31.2/24.5/18.6x，维持“优于大市”评级。

证券分析师：任鹤（S0980520040006）、陈颖（S0980518090002）

◆ 海螺水泥(600585.SH) 财报点评:业绩同比改善，拟首次中期分红

业绩同比改善，并拟首次中期分红。2025H1 公司实现营收 412.9 亿元，同比-9.4%，其中主营业务收入 348.4 亿元，同比+2.31%，归母净利润 43.7 亿元，同比+31.3%，扣非归母净利润 42.0 亿元，同比+31.8%，EPS 为 0.83 元/股，并拟中期分红 10 派 2.4 元（含税）；其中 Q2 单季度实现营收 222.4 亿元，同比-8.2%，归母净利润 25.6 亿元，同比+40.3%，扣非归母净利润 25.4 亿元，同比+39.6%，尽管市场需求不足，但受益水泥价格提升及煤炭成本下降和持续降本控费，业绩同比改善。

水泥盈利改善，国内份额持续巩固，并加大海外拓展。2025H1 公司水泥熟料自产品销量 1.26 亿吨，同比-0.35%，销量降幅显著好于行业（全国水泥产量同比-4.3%），测算吨价格/吨成本/吨毛利分别为 244.2/174.2/70.0 元/吨，分别同比+4.4/-13.4/+17.8 元/吨；骨料和商混业务分别实现收入 21.1/15.2 亿元，同比-3.6%/+29.0%，毛利率分别为 43.9%/11.4%，同比-4.0pp/+3.0pp，骨料业务收入盈利仍有承压，商混业务毛利率小幅回升。同时随着海外项目持续推进，收入稳步增长，实现海外收入 24.6 亿元，同比+7.1%，毛利率 45.2%，同比+5.2pp，盈利能力高于国内水平。

现金持续充裕，稳步推进项目并购建设。2025H1 综合毛利率为 25.2%，同比+6.3pp，Q2 单季度 27.2%，同比+7.2pp/环比+4.3pct，期间费用率 10.7%，同比+1.16pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别+0.5/+1.25/-0.23/-0.39pp，主因收入下滑导致费用摊薄减弱。2025H1 经营活动现金流净额 82.9 亿，同比+20.6%，货币资金和交易性金融资产合计 638.4 亿元，同比-8.2%，在手现金依旧充裕，完成资本性支出 62.1 亿元，同比-19%，国内业务加快整合，新疆尧柏项目收购进一步完善区域布局，并稳步推进海外拓展，其中并购西巴布亚海螺有效提升印尼市场竞争力，柬埔寨金边 5000 吨生产线建成运营，新增海外熟料产能 180 万吨

风险提示：需求恢复不及预期；原材料价格上涨超预期；错峰协同不及预期；

投资建议：“反内卷”深化推进，龙头优势有望持续领先，维持“优于大市”

随着重大战略工程项目稳步推进，有望带动基建投资改善并形成更多实物量，同时“反内卷”持续深化，将进一步推动供需格局改善和盈利水平修复，公司作为国内水泥龙头优势领先，有望持续受益。预计2025-2027年EPS为1.85/1.08/2.25元/股，对应PE为8.4/7.6/7.1X，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 任鹤（S0980520040006）、陈颖（S0980518090002）

◆ 金发科技(600143.SH) 财报点评:主要产品产销高速增长，营收与归母净利润同比高增

2025年上半年公司营收同比增长35.50%，归母净利润同比增长54.12%。金发科技2025年半年报显示2025年上半年，公司实现营业收入316.36亿元，同比增长35.50%，实现归母净利润5.85亿元，同比增长54.12%。2025年上半年公司毛利率为12.29%；其中第二季度公司营业收入159.70亿元，同比增长24.41%，归母净利润为3.21亿元，同比增长19.40%，毛利率为12.49%。

改性塑料业务稳定增长，龙头地位稳固，全球化产能布局提速。2025年上半年公司改性塑料产品销量为130.88万吨，同比增长19.74%，营收为164.73亿元，同比增长18.62%。公司通过深化与全球各行业头部企业合作，实现在汽车、新能源、电子电工等领域销量的稳定增长。上半年公司加速推进海外本土化供应，实现海外成品销量16.10万吨，同比增长33.17%，进一步提升了公司产品的全球竞争力，扩大了市场影响力。

绿色石化板块加速合成改性一体化建设，优化产品结构，降低生产成本。2025年上半年宁波金发主要产成品营收37.61亿元，同比增长43.17%，聚丙烯产品销量41.93万吨，同比增长14.00%；辽宁金发主要产成品营收37.22亿元，同比增长46.48%，ABS产品销量24.36万吨，同比增长40.65%。公司持续推进绿色石化与改性塑料板块上下游一体化建设，提高产品附加值与竞争力。公司全面提升装置产能利用率，降低生产成本。

新材料新增产能不断投产，不断应用于新场景。2025年上半年，公司新材料板块产成品销量12.85万吨，同比增长31.39%。公司实现了5万吨生物基丁二酸稳定生产，年产1万吨生物基BD0成功投产，5000吨/年LCP即将投产。公司持续拓展了产品在3D打印、AI服务器连接器、机器人等领域的应用。

医疗健康板块公司积极开拓市场，经营较为稳健。2025年上半年，公司医疗健康板块销售收入4.68亿元，同比增长185.37%，其中主要产品丁腈手套销量40.76亿元，同比增长199.71%。公司还成功开发了硝化纤维素微孔膜、超临界静电喷射(SEJ)非织造布等新产品。

风险提示：原材料成本上涨、新产品放量及市场推广的风险、技术被赶超或替代的风险、新项目建设及产业化进度不及预期、汇兑风险等风险。

投资建议：我们认为，公司行业龙头地位稳固，改性塑料及新材料板块稳定增长，新应用、新产品不断出现。绿色石化及医疗健康板块经营持续转好。我们维持2025-2027年盈利预测，分别为12.22/16.27/19.44亿元，摊薄EPS为0.46/0.62/0.74元。维持“优于大市”评级。

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

◆ 东岳集团(00189.HK) 财报点评:制冷剂价格快速上涨，2025年上半年业绩大幅提升

2025年上半年实现归母净利润7.79亿元，同比增长153%。2025年8月26日，公司发布2025年半年报，根据公司公告，2025年上半年公司实现营收74.63亿元，同比增长2.79%；实现归母净利润7.79亿元，同比增长153.28%；实现销售毛利率29.11%，同比提升9.28pct；实现销售净利率14.16%，同比提升8.72pct。2025年上半年，有机硅、含氟高分子市场需求较弱，竞争压力较大，产品价格及盈利水平较低；但制冷剂受配额制影响，价格及利润率快速上涨，公司制冷剂板块业绩大幅增长。

制冷剂价格持续提升，公司制冷剂板块业绩快速增长。东岳集团为我国R22与R32生产能力与配额量的龙头企业，公司拥有约22万吨R22产能，约6万吨R32产能。配额方面，根据生态环境部，2025年公司拥有4.39万吨R22配额，约占总配额的29.46%，为国内最大配额；拥有5.63万吨R32配额，约占总配额的20.09%，仅次于巨化股份配额占比；公司合计拥有12.99万吨二代、三代制冷剂生产配额，总配额量位于国内前列。随着制冷剂售价在供需紧平衡状态下的不断上升，公司制冷剂产品的毛利润与净利

润持续增厚。2025 年上半年，公司制冷剂板块实现营收 22.92 亿元，同比提升 47.69%，实现盈利 10.30 亿元，同比提升 209.77%。

公司含氟高分子产业链完善，成本优势突出。公司拥有 5.5 万吨 PTFE 产能、2.5 万吨 PVDF 产能，分别居国内第一、第二；公司具备完善的含氟高分子产业链，具备 R22、R142b 及上游原料产能。随着含氟高分子扩产周期步入尾声，公司产品报价底部企稳，且公司具备规模、产业链优势，行业利润率水平领先。预计随着 AI 服务器等新兴高端需求的发展，公司作为国内含氟高分子领先企业有望率先实现高端化突破。2025 年上半年，含氟高分子需求较弱而供给相对过剩，市场竞争加剧，而公司凭借优秀的产品质量以及上游配套成本优势，仍保证了一定的盈利水平。2025 年上半年，公司实现含氟高分子营业收入 19.40 亿元，同比减少 4.58%，收入占比为 25.99%，同比减少 2.01pct；实现盈利 2.59 亿元，同比减少 14.57%。

有机硅阶段性承压，营收及利润同比下滑。公司有机硅业务板块为控股公司东岳有机硅主营业务，东岳有机硅于 2020 年拆分上市，其募投项目“30 万吨有机硅单体和 20 万吨下游深加工品项目”于 2022 年投产，当前公司拥有 60 万吨单体产能，以及 20 万吨下游深加工品产能，产品覆盖 DMC、107 硅橡胶、110 生胶、混炼胶、以及其他副产品及高端下游产品，如气象白炭黑、各类硅油等。2025 年上半年受新增产能集中释放、下游需求乏力、国际贸易环境变化等多重因素影响，产品价格有所下滑。2025 年上半年，公司实现有机硅板块收入 23.19 亿元，同比减少 15.95%，收入占比为 31.07%，同比下滑 6.93pct，实现盈利 875 万元，同比下滑 83.70%。

风险提示：氟化工需求疲弱；有机硅竞争加剧；产品价格大幅下滑等。

投资建议：小幅下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

制冷剂处于长期景气周期，公司作为氟硅行业龙头有望充分受益，考虑到有机硅及含氟高分子板块对公司业绩的影响，我们小幅下调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 21.23/25.63/28.06 亿元（前值为 21.77/29.53/30.23 亿元），对应 2025-2027 年 EPS 分别为 1.23/1.48/1.62 元。维持“优于大市”评级。

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

◆ 金宏气体(688106.SH) 财报点评:现场制气盈利能力稳步提升，特种气体利润阶段性承压

2025 年上半年营收稳健增长，利润阶段性承压。2025 年 8 月 22 日，公司发布 2025 年半年度报告，报告期内公司实现营业收入 13.14 亿元，同比增长 6.65%；实现归母净利润 8220.13 万元，同比下降 48.65%；实现扣非后归母净利润 6723.40 万元，同比下降 45.10%。收入结构方面，大宗气体占 41.5%、特种气体占 31.6%、现场制气及租金占 13.0%、燃气占 9.3%。受光伏等部分行业周期性调整影响，公司部分特气产品市场竞争加剧，售价及毛利率同比下降，公司特气板块利润同比下滑；但公司坚定发展“纵横战略”，大宗气体、现场制气收入及毛利润同比提升。

电子气体产品矩阵持续深化，综合服务能力持续增强。公司聚焦半导体材料国产化，在电子特气领域，超纯氨、高纯氧化亚氮、电子级正硅酸乙酯、高纯二氧化碳等产品已实现进口替代，2025 年上半年新增导入 18 家半导体客户，涵盖基材、制造、封装等环节。在电子大宗载气领域，公司服务能力持续提升，2025 年上半年新获得 6 个电子大宗载气项目，包括芯成汉奇半导体、浙江莱宝显示、汕尾项目、芯业时代、高芯科技、武汉敏声等，其中汕尾项目实现存量替换第二单，标志着公司在电子大宗气体存量市场的替代能力得到进一步验证。公司通过在电子特气、电子大宗载气和 TGCM 等全面布局，进一步彰显了为半导体客户提供综合性气体解决方案的能力。

积极布局多元氮源、氮气储运、氮气提纯，充分保障各类客户需求。公司重视氮气资源，积极拓展布局多元化氮气进口源；2023 年 5 月公司与中集安瑞科举行了战略合作签约暨新一代国产液氮罐箱产品仪式，将打破液氮罐箱海外垄断，保障氮气储运安全稳定；2025 年 3 月，公司与高速飞车山西省实验室、北京京能普华环保科技有限公司签署战略合作协议，整合资源、协同创新，推动氮能源技术突破与产业发展，提升产业核心竞争力；2025 年 6 月，公司与阿拉尔市京藤能源有限公司签署投资合作协议，在新疆阿拉尔市合资设立新公司，专注建设涵盖气氨与液氨的先进氨气提取纯化装置。

大宗气体业务推进一体化战略，现场制气与外延并购成果显著。公司坚定推进横向布局战略，大宗零售业务方面，湖南等新区域整合效果显现，报告期内湖南区域被并购公司营收同比增长 11.14%，净利润同比增长 646.89%；2025 年 3 月完成对 CHEM-GAS 的收购，加速拓展东南亚市场。现场制气业务方面，公司在中大型项目上成果丰硕，陆续获得营口建发、山东睿霖高分子、中集绿能等多个项目，并完成了对金宏皆盟（原汉兴气体）的收购，为公司现场制气业务注入新动力，提升了业务规模与市场覆盖范围。

风险提示：主营产品价格下降的风险；电子大宗载气项目投产进度不及预期的风险；电子特气新产品投产进度不及预期的风险。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。受光伏行业周期性调整影响，公司超纯氨等特气产品竞争加剧，销售价格、毛利率水平受到影响，但随着行业竞争加剧，行业内亏损的中小企业将逐步退出；公司持续拓展大宗气体、现场制气业务，产品销量、项目订单不断增长，一定程度上对冲了特气对利润下滑的影响。我们谨慎下调公司 2025-2027 年盈利预测：预计 2025-2027 年公司将实现收入 28.77/32.01/35.21 亿元（前值为 36.41/43.00 亿元），实现归母净利润 2.20/2.85/3.49 亿元（前值为 4.97/6.14 亿元），当前股价对应 PE 分别为 42/33/26X，维持“优于大市”评级。

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

◆ 三全食品(002216.SZ) 财报点评:上半年收入同比减少 2.7%，组织与渠道改革持续推进

三全食品 2025 年上半年实现营业总收入 35.68 亿元，同比减少 2.66%；实现归母净利润 3.13 亿元，同比减少 5.98%；实现扣非归母净利润 2.24 亿元，同比减少 16.61%；2025Q2 实现营业总收入 13.50 亿元，同比减少 4.39%；实现归母净利润 1.05 亿元，同比增长 1.23%；实现扣非归母净利润 0.60 亿元，同比减少 15.89%。

B、C 端销售承压，渠道仍然偏弱。2025 年上半年公司 C 端/B 端市场收入 29/6 亿元，同比-1.5%/-8.8%，公司传统米面/创新米面/速冻调制食品/冷藏及短保产品收入同比+0.2%/-4.7%/-15.0%/+44.5%，经销/直营/直营电商收入同比-3.2%/-5.4%/+14.1%。从渠道和产品表现来看，速冻食品行业终端需求整体依然处于偏弱状态，且传统渠道面临一定压力。公司聚焦品质、健康与个性化需求，升级差异化产品矩阵，拓展全渠道，推出烤肠、丸滑类产品推动肉制品等业务增长。

阶段性促销投入增加，盈利水平承压。2025 年上半年公司毛利率 22.7%，同比-2.2pct，主因阶段性促销力度加大以及产品结构变化。2025 年第二季度公司销售费用率/管理费用率 12.7%/4.9%，同比-0.3/+1.1pct，源于建筑物维修费增长。由此 2025Q2 扣非归母净利率同比下滑 0.6pct 至 4.4%。

组织与渠道改革持续推进，聚焦核心业务与新兴增量。公司组建肉制品事业部，明确其为第二增长曲线；同时成立新部门专门负责经销商管理与服务，更好地抓住渠道变革机遇。渠道管控方面，公司 2025 年上半年经销商数量环比 2024 年末净减少 740 家至 3455 家，持续优化经销商结构，提升渠道质量。另外，公司积极与大润发、永辉等头部 KA 系统合作开发定制品，与鸣鸣很忙集团、零食有鸣等零食连锁品牌深化合作，并拓展会员超市、硬折扣连锁等新兴渠道。

风险提示：行业竞争加剧，原材料成本大幅上涨，下游需求恢复不及预期等。

投资建议：由于速冻食品渠道表现疲弱，我们下调此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 66.8/70.7/73.9 亿元（前预测值为 68.3/72.5/75.9 亿元），同比 0.8%/5.8%/4.6%；2025-2027 年公司实现归母净利润 5.3/5.6/5.6 亿元（前预测值为 5.6/6.0/6.2 亿元），同比-2.1%/5.7%/-0.4%；实现 EPS0.60/0.64/0.64 元；当前股价对应 PE 分别为 19.5/18.4/18.5 倍。维持中性评级。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）

联系人： 王新雨

◆ 颐海国际(01579.HK) 海外公司财报点评:第三方销量表现稳健，海外渠道进展顺利

颐海国际公布半年报业绩，2025 年上半年公司实现营业总收入 29.27 亿元，同比-0.25%；实现归母净利润 3.09 亿元，同比增长 0.39%。

关联方收入减少，第三方销量表现稳健。2025 年上半年关联方/第三方收入 8.6/20.6 亿元，同比

-12.7%/+6.5%。关联方火锅调味料/中式复调/方便速食收入 7.6/0.4/0.8 亿元，同比 -14.6%/+69.7%/-17.0%，销量同比-11.2%/+108.6%/-18.8%，单价同比-3.7%/-18.6%/2.2%，调味料受制于关联方经营下滑。第三方火锅调味料/中式复调/方便速食收入 9.3/4.5/6.5 亿元，同比 +7.5%/+4.8%/+3.5%，销量同比+13.3%/+10.6%/+15.1%，单价同比-5.1%/-5.3%-10.1%，低价产品占比提高，其中牛油底料/蘸料/鱼调料/24 道菜分别实现收入 2.3/1.9/0.6/0.3 亿元，同比增长 20.5%/12.6%/15.1%/17.5%；第三方 B 端在组织变革赋能下获得高增，2025 年上半年收入为 1.6 亿元，同比增长 131.7%。受到关联方业务扰动，其他收益补充盈利。2025 年上半年公司毛利率同比-0.5pct 达 29.5%，主要受到关联方业务毛利率进一步下行的拖累；销售费用率/管理费用率同比+0.6/0.6pct 至 12.6%/11.6%，主因拓展客户以及团队建设带来的人员费用和运输费用增加。2025H1 公司归母净利率 10.6%，同比基本持平，主因政府补助及汇兑损益增加。

延续中期派息回馈股东，海外产能逐渐爬坡。公司继续实施中期派息，拟每股派息 0.3107HKD，合计分红 2.93 亿元，对应分红率 95%。目前海外占比不足 10%，公司计划因地制宜开发产品，开拓直营终端海外客户，另外东南亚供应中心的建设亦有望提供产能支撑。

风险提示：新品推广不及预期，食品安全问题，原材料成本价格大幅提高。

投资建议：由于消费环境仍然较弱，我们下调此前盈利预测，2025-2027 年公司实现营业总收入 68.7/74.1/78.9 亿元（前预测值为 71.3/77.1/82.6 亿元），同比 5.0%/7.9%/6.5%；2025-2027 年公司实现归母净利润 7.7/8.6/9.3 亿元（前预测值为 8.2/9.1/10.0 亿元），同比 4.6%/11.1%/8.8%；实现 EPS0.75/0.83/0.90 元；当前股价对应 PE 分别为 18.5/16.6/15.3 倍。维持“优于大市”评级。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）

联系人： 王新雨

◆ 安井食品(603345.SH) 财报点评:2025 年第二季度利润承压，坚持产品创新驱动

安井食品 2025 年上半年实现营业总收入 76.04 亿元，同比增长 0.80%；实现归母净利润 6.76 亿元，同比减少 15.79%；实现扣非归母净利润 6.03 亿元，同比减少 21.85%；2025 年第二季度实现营业总收入 40.05 亿元，同比增长 5.69%；实现归母净利润 2.81 亿元，同比减少 22.74%；实现扣非归母净利润 2.60 亿元，同比减少 26.11%。

拥抱商超 B 定制化，特通、新零售及电商渠道表现较好。分产品看，2025 年第二季度米面制品/调制食品/菜肴制品收入分别同比-10.8%/-1.4%/+26.1%，锁鲜装产品保持韧性增长，公司 C 端“肉多多烤肠系列”实现品类升级和产品结构优化。分渠道看，2025 年第二季度经销商/商超/特通/新零售及电商渠道收入同比+1.6%/+8%/+19.4%/+35.1%，特通、新零售及电商渠道表现较好，主因公司全面拥抱大 B（特通）客户和新零售客户策略进展顺利，已与沃尔玛、麦德龙、大润发等多家传统商超及盒马鲜生等新零售渠道在定制化产品开发等方面展开深度合作。

原材料价格上涨，盈利能力短期承压。2025 年第二季度公司毛利率 18.0%，同比降低 3.3pct，主要源于原料小龙虾、鱼糜价格上涨、制造费用增加以及各品类促销力度加大。2025 年第二季度公司销售/管理费用率 5.0%/2.7%，同比+0.1/-0.6pct，管理费用率变化主因股份支付减少。在此基础上，2025 年第二季度公司扣非归母净利润率同比/环比-2.8/-3.1pct 至 6.5%。另外，公司拟中期分红 4.7 亿元，分红率约 70%，积极回馈股东。

内生产品创新驱动，外延整合有序推进。今年公司以产品创新驱动为基调，团队压力与激励并存，关注新品类、新渠道、新区域拓展，定制化产品方向发力已经有初步成果。另外，公司 2025 年 7 月与鼎味泰进行深度对接，财务上已实现并表，业务层面成立冷冻烘焙事业部介入管理，双方将共享渠道，保留核心团队具有比较强的研发能力、产品创新能力及技术经验。

风险提示：行业竞争加剧，原材料成本大幅上涨，新品推广不及预期等。

投资建议：由于速冻食品下游需求较为疲软，我们下调此前的盈利预测，预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 158.2/172.3/184.8 亿元（前预测值为 163.3/177.8/190.8 亿元），同比 4.6%/8.9%/7.3%；2025-2027 年公司实现归母净利润 14.0/15.6/16.7 亿元（前预测值为 15.9/17.1/18.4 亿元），同比

-5.4%/10.9%/7.4%；实现 EPS4.21/4.67/5.02 元；当前股价对应 PE 分别为 18.3/16.5/15.4 倍。维持优于大市评级。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）

联系人： 王新雨

◆ 迎驾贡酒(603198.SH) 财报点评:2025Q2 收入及净利润降幅扩大，持续释放需求压力

2025Q2 收入、净利润降幅环比扩大，进一步释放需求压力。2025H1 公司实现营业总收入 31.60 亿元/同比-16.9%，归母净利润 11.30 亿元/同比-18.2%；其中 25Q2 营业总收入 11.13 亿元/同比-24.1%，归母净利润 3.02 亿元/同比-35.2%。

2025Q2 安徽省内需求压力增加，预计洞藏系列销售表现好于整体。分产品看，2025Q2 中高档白酒（洞藏、金银星）收入 8.17 亿元/同比-23.6%，普通白酒（百年迎驾贡等）收入 2.10 亿元/同比-32.9%。第二季度受政策影响各消费场景需求均下滑较多，公司主销品价位偏低，洞 6/洞 9 在 100-200 元价位仍有低速走量，预计下滑幅度小于整体；洞 16 及以上预计销售承压。金银星、百年迎驾贡（省外为主）在需求普降背景下延续 2025Q1 下滑趋势。分区域看，2025Q2 省内收入 7.30 亿元/同比-20.3%，省外收入 2.96 亿元/同比-36.4%；洞藏系列在省内消费者和渠道基础相对扎实，下滑幅度较小。分渠道看，2025Q2 批发代理收入 9.44 亿元/同比-27.4%，直销（含团购）收入 0.82 亿元/同比+1.5%；公司渠道结构以中小商和终端烟酒店为主，坚持渠道低库存运作，经销渠道下滑幅度较大反映省内白酒需求压力增加。

需求压力下公司以促进动销、纾压渠道为主，2025Q2 利润率及现金流略有承压。公司对上年同期报表追溯调整，2025Q2 毛利率同比-2.62pcts，预计各价位内部产品结构略有下降，买赠促销、消费者开瓶红包等市场费用投入力度也有加大，销售费用率同比+3.43pcts，毛销差同比-6.1pcts。2025Q2 税金/管理费用率同比+0.2/+2.0pcts。2025Q2 销售收现 12.78 亿元/同比-18.1%，下滑幅度小于收入端；经营性现金流-1.79 亿元/同比多减 1.44 亿元；截至第二季度末合同负债 4.40 亿元/环比-0.16 亿元/同比-4.7%，公司积极为渠道纾压，主动放缓经营节奏以维护渠道良性。

投资建议：展望下半年，需求复苏仍具有不确定性，各消费场景销售表现有待中秋国庆旺季验证节奏；我们预计大众价位复苏或先于政商务场景，洞藏系列大单品价位相对偏低、品牌自点率提升、渠道低库存运作，叠加第三季度步入同比低基数期，2025H2 收入及净利润下滑幅度环比预计收窄；但全年经营仍有较大压力，下调此前收入及净利润预测：预计 2025-2027 年公司收入 62.3/65.7/72.0 亿元，同比-15.1%/+5.4%/+9.7%（前值同比+0.8%/+6.2%/+7.5%）；归母净利润 21.4/23.0/25.8 亿元，同比-17.4%/+7.4%/+12.4%（前值同比+1.3%/+7.8%/+9.8%），当前股价对应 25/26 年 17.6/16.4 倍 P/E。考虑到洞藏系列仍处于势能释放期，产品端均衡布局和渠道端精耕拓展仍有空间，中长期伴随省内消费升级也有产品结构提升趋势，公司收入及利润增长仍有动能，维持“优于大市”评级。

风险提示：白酒需求复苏不及预期；食品安全问题；低档酒表现不及预期等。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）、张未艾（S0980525070005）

◆ 涪陵榨菜(002507.SZ) 财报点评:榨菜品类表现企稳，盈利能力承压

涪陵榨菜 2025 年上半年实现营业总收入 13.13 亿元，同比增长 0.51%；实现归母净利润 4.41 亿元，同比减少 1.66%；实现扣非归母净利润 4.15 亿元，同比减少 2.33%；2025 年第二季度实现营业总收入 6.00 亿元，同比增长 7.59%；实现归母净利润 1.68 亿元，同比减少 4.59%；实现扣非归母净利润 1.58 亿元，同比减少 5.00%。

上半年业绩平稳，改革与新品成效初显。2025 年上半年榨菜/萝卜/泡菜收入分别为 11.23/0.33/1.19 亿元，同比+0.45%/+38.35%/-8.37%，榨菜销量稳健，“以价换量”趋势导致单价略有下行；新品风干萝卜干推动萝卜品类高速增长。2025H1 华南/华东/华中/华北/中原/西北/西南/东北销售大区收入同比-0.2%/+5.6%/+7.8%/-8.4%/-4.8%/-0.5%/-0.9%/+1.0%，截至 2025 年 6 月底，公司经销商净减少 186 家至 2446 家，主因公司持续优化清退布局不合理、渠道冲突的经销商，渠道改革继续深化。

市场推广费用增加，盈利能力承压。2025 年第二季度公司毛利率 52%，同比/环比+2.9/-4pct，其中 2025

年上半年榨菜毛利率为 58.1%，同比+3.9pct，受益于青菜头等重点原材料采购价处于低位，预计产品结构变化亦对短期盈利产生扰动。2025 年第二季度销售/管理费用率 17.2%/3.9%，同比+5.1/-0.1pct，主要源于公司开展促销、推广活动等，2025 年上半年市场推广费率同比+2.6pct。综合来看，公司归母净利润率 28.1%，同比下滑 3.6pct。

品类规划矩阵发展，味滋美股权收购积极推进。公司围绕“稳住榨菜，夯基拓新，寻求增长”的战略，2025 年重点推广榨菜、下饭菜、榨菜酱等家庭品类，以及调味菜、泡菜、豆瓣酱等餐饮品类。坚持以“榨菜+”和豆瓣酱复合化两大方向为核心，持续提升产品动销，并通过并购拓展业务，推进收购味滋美 51% 股权，强化复合调味料布局。

风险提示：原材料成本价格大幅提升，行业竞争加剧，新品推广状况不佳等。

盈利预测与投资建议：考虑到行业环境偏弱，我们下调此前收入预测，但是公司原材料成本处于红利期，故小幅上调毛利率预测。综合来看，我们预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 24.9/26.5/28.1 亿元（前预测值为 25.8/27.6/29.4 亿元），同比 4.5%/6.3%/6.0%；2025-2027 年公司实现归母净利润 8.2/8.8/9.4 亿元（前预测值为 8.7/9.3/10.0 亿元），同比 3.2%/6.8%/6.7%；实现 EPS0.71/0.76/0.81 元；当前股价对应 PE 分别为 19.4/18.2/17.0 倍。维持“优于大市”评级。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）

联系人： 王新雨

◆ 曹操出行(02643.HK) 海外公司深度报告：从定制车到 Robotaxi，主机厂网约车龙头启航

公司概况：民营主机厂背景网约车头部平台，战略主线逐步清晰迈向新阶段。曹操出行是吉利集团孵化的出行服务平台，实控人吉利董事长持股约 77%。2024 年平台总交易额 170 亿元，市占率 5.4%，居行业第二。2015-2020 年背靠主机厂优势以 B2C 模式从 0 到 1 搭建运力；2021-2023 年推进战略转型，高管团队从原车企背景主导变为网约车职业经理人，运力端以定制车为差异化破局路径，先后发布枫叶 80V 与曹操 60；流量端战略性削减 APP 拉新，拥抱聚合平台。2025 年 6 月港交所正式挂牌上市，基石投资人引入产业链龙头。

行业发展：网约车稳定渗透增长，聚合平台为中小玩家提供流量入口，运力端差异化竞争。2024 年出租汽车客运量（巡游+网约）日均 0.98 亿人次、同增 7.1%，占城市客运总量约 33.6%。2024 年我国网约车日均单量 3150 万单，渗透率从 2015 年的 10%提升至 2022 年 41%。考虑本身服务工具属性强、产品标准化程度高，考验极致规模效率，行业利润率偏低，如国内市占率超 7 成龙头滴滴 2024/2025Q1 中国出行业务经调整 EBITA/GTV 分别 3.0%/4.0%。行业核心把控两张网（运力与流量），伴随聚合平台占比逐步提升至超 3 成，为中小网约车平台提供流量入口，而玩家在运力侧差异化发展成为破局点。

核心看点：以定制车破局主业有望步入盈利拐点，卡位吉利生态 Robotaxi 赋能中线成长。短期公司通过新城市拓展与既有城市加密，车队折旧摊薄与司乘补贴优化下平台 UE 有望逐步跨越盈利拐点，估算 2025-2027 年日均单量分别实现 229/297/372 万单，含车辆租赁在内的网约车服务相关业务单均 EBIT 有望-0.3/0.2/0.5 元，对应利润率（EBIT/AOV）分别为-1.1%/0.8%/1.9%定制车降低司机车辆持有成本，通过标准化出行体验带动长距离单量提升，2024 年曹操司机时薪 36 元（VS 行业 27 元），UE 模型具备更高 AOV 与更低的司机端补贴。中线看 Robotaxi 赋能成长，8 月初吉利集团将智能驾驶业务团队全面整合，并引入前华为智能汽车解决方案部门总裁。而曹操出行是吉利集团唯一出行服务平台，有望扮演集团制造-技术-运营闭环中关键窗口，拟于 2026 年底推出专 L4 级 Robotaxi 定制车型，并于 2027 年规模化运营。

投资建议：我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 209/275/346 亿元，同比增长 43%/32%/26%，经调整后净利润-4.9/1.0/5.1 亿元。公司定制车稳扎稳打逐步步入盈利拐点，Robotaxi 打开盈利空间，参考可比公司给予 2026 年 PS1.8-2.0x，对应未来 1 年合理股价 98-108 港币（1 港币=0.932 人民币），较现价 25%-39%，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：竞争加剧，流动性风险，监管政策变化风险，股东解禁风险等。

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

◆ 古茗(01364.HK) 海外公司财报点评:2025H1 经调净利润同增 42%，门店扩张环比大幅提速

2025H1 公司经调整利润同增 42.4%。2025H1，古茗实现收入 56.6 亿元/+41.2%；实现归母净利润为 16.3 亿元/+121.5%；实现经调整利润 10.9 亿元/+42.4%，二者差异主要系金融负债的公允价值变动产生 5.56 亿收益。2025H1，公司实现 GMV 为 141 亿元/+34.4%，门店扩张+店效提升综合带动。

分业务看，2025H1，销售商品及设备收入 45.0 亿元/+41.8%，收入占比达 79.4%/+0.3pct；加盟管理服务收入 11.6 亿元/+39.2%，收入占比为 20.5%/-0.3pct；直营门店销售收入 784 万元，收入占比为 0.1%。

2025H1 门店净增 1265 家环比大幅提速，下沉扩张持续验证。2025H1，公司门店新增 1570 家、关店 305 家，净增 1265 家，扩张节奏环比大幅提速（2024 年门店净增 913 家），期末门店数达 11179 家，我们将全年门店净增目标由 2100 家调升至 2500 家。分城市等级看，一线/新一线/二线城市及以下门店数分别为 318/1812/9049 家，其中二线及以下门店占比为 80.9%/+1.6pct，乡镇门店占比提升至 43%，下沉能力持续验证。

单店经营呈现量价齐增趋势。2025H1，店均 GMV 为 137.1 万元/+20.6%，考虑 2025Q1 同店收入约高单位数同比增长，推算 Q2 店均 GMV 同比增幅超 30%，高增背后系产品矩阵创新如布局咖啡+外卖收入爆发综合助力，截至 2025 年 6 月底，公司超 8000 家门店已配备咖啡机，且上半年累计上新 16 款咖啡饮品。分量价看，单店售出杯数为 7.94 万杯，同比+16.6%，估算杯均单价约同增 4%，单店经营呈现量价稳步抬升的经营趋势。

规模效应释放，盈利能力持续提升。2025H1，毛利率为 31.5%/-0.1pct，管理费率 3.3%/-0.4pct，研发费率为 2.0%/-0.6pct，收入增长带动规模效应释放。营业利润率提升 1.6pct 至 23.7%，经调整净利率提升 0.2pct 至 19.2%，经调整净利率提升幅度低于营业利润率主因所得税费占比有所提升。

风险提示：股东减持、食品卫生安全、加盟商流失、宏观下行风险。

投资建议：综合考虑门店扩张与同店复苏节奏，我们上调 2025-2027 年经调整归母净利润至 22.2/27.4/33.1 亿元（调整幅度为+10%/+9%/+7%），对应最新 PE 估值为 23.0/18.6/15.4x。一方面公司积极创新产品矩阵、借力外卖带动同店增长；另一方面，公司大本营卡位华东区域持续加密下沉，报告期内乡镇门店占比持续提升，后续新区域扩张效果若能持续得到验证，公司有望持续享受高势能扩张期的估值溢价，维持公司“优于大市”评级，继续重点推荐。

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

联系人： 周瑛皓

◆ 森马服饰(002563.SZ) 财报点评:上半年收入增长 3%，费用率增加致利润承压

上半年收入增长 3%，费用率增加致利润承压。森马服饰 2025 年上半年实现营业收入 61.49 亿元，同比+3.3%，归母净利润 3.25 亿元，同比-41.2%，扣非净利润 2.96 亿元，同比-45.2%。毛利率同比提高 0.6pct 至 46.7%；销售/财务费用率分别同比+3.6/2.0pct，销售费用增加主要系线下新开门店增加以及线上投流费用增加所致，财务费用增加主要系本期定期存款利息收入减少所致；受费用率增加影响，净利率同比-4.1pct 至 5.2%。存货同比+10.1%，存货周转天数同比+30 天至 187 天，主要由于销售未达预期。拟每 10 股派发 1.5 元中期现金红利，总额 4.04 亿元。

第二季度收入增长环比转正，毛利率提升。第二季度实现收入 30.70 亿元，同比+9.0%，增速环比一季度由负转正；归母净利润 1.11 亿元，同比-46.3%，扣非归母净利润 1.03 亿元，同比-49.4%。毛利率同比+0.9pct 至 46.4%；期间费用率提高 5.2pct，主要受销售/财务费用率+3.0/2.7pct 影响；净利率同比-3.8pct 至 3.5%。

童装业务保持增长，直营渠道表现亮眼。1）分品类：上半年儿童服饰收入 43.13 亿元（同比+6.0%），占比提升至 70.1%，毛利率同比-1.3pct 至 48.2%，主要由于老品处理比例提高；休闲服饰收入 17.23 亿元（同比-5.0%），毛利率同比+4.7pct 至 43.2%，主要由于线上折扣力度减弱。2）分渠道：线上渠

道收入 26.92 亿元（同比-0.1%），毛利率同比-0.1pct 至 47.3%；直营渠道收入 9.48 亿元（同比+34.8%），毛利率同比+0.4pct 至 67.6%；加盟渠道收入 23.34 亿元（同比-2.8%），毛利率同比-0.8pct 至 37.3%。2025 年上半年线下门店新开 540 家，净减少 89 家至 8236 家，其中直营和加盟分别净+19/-66 家，门店结构优化。

风险提示：品牌形象受损；存货大幅减值；市场竞争加剧。

投资建议：看好中长期实现稳健增长。2025 上半年收入实现稳健增长，尤其儿童服饰、直营渠道收入增长领先；净利润下滑，主要受费用率增长影响，伴随新开直营店增加及直营占比提升，销售费用率提升，下半年预计公司将加大控费力度，净利润降幅有望收窄。中长期看好公司作为大众休闲服饰及儿童服饰龙头，业绩实现稳健增长。基于上半年费用率上升幅度大于我们此前预期，下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年净利润分别为 8.9/11.5/13.2 亿元（前值为 12.1/13.0/13.8 亿元），同比-21.6%/+28.7%/+14.8%。基于盈利预测下调，下调公司合理估值区间至 6.0-6.4 元（前值为 7.2-7.7 元），对应 2026 年 14-15x PE，维持“优于大市”评级。

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

◆ 新澳股份(603889.SH) 财报点评:上半年业绩保持平稳，羊绒纱线业务表现亮眼

上半年收入基本持平，毛利率及汇兑收益提升。公司是羊毛和羊绒纺纱龙头制造商。2025 上半年收入同比-0.1%至 25.5 亿元，归母净利润同比+1.7%至 2.7 亿元；扣非归母净利润同比+3.2%至 2.7 亿元。分业务看，羊绒纱线收入上涨，毛精纺纱和毛条收入下滑。毛利率同比提升 0.8 个百分点至 21.6%，主要受益于毛精纺业务和羊毛毛条业务毛利率提升；受职工薪酬同比增加、子公司新澳越南及新澳银川逐步投产前期管理成本增加等影响，销售/管理费用率分别同比+0.2/0.4 个百分点；财务费用率同比-0.8 个百分点，主要受汇兑损益影响，去年同期汇兑亏损 0.09 亿，今年收益 0.16 亿元。归母净利率同比+0.2 个百分点至 10.6%。

羊绒纱线业务表现亮眼。上半年毛精纺纱/羊绒纱/毛条/改性处理及染整收入分别-3.1%/+16.0%/-16.0%/-11.4%至 14.3/7.9/3.0/0.2 亿元。其中：1）毛精纺纱：上半年营收 14.3 亿元，销量约 8800 吨，同比-4.9%；均价 16.2 万元/吨，同比+2%。盈利能力稳定提升，毛利率同比+1.7 个百分点至 28.8%。2）羊绒纱线：快速增长主要受益于日本公司订单，上半年营收 7.9 亿元，销量约 1370 吨，同比+16.6%，均价 57.2 万元/吨，毛利率同比-0.7 个百分点至 13.5%。未来有望通过产销量增加摊薄成本，提升效益。3）毛条：上半年营收 3.0 亿元，销量约 3450 吨左右，同比-15%，均价 8.8 万元/吨，毛利率同比+0.8 个百分点至 6.2%。

平稳推进产能规划，优化海内外产能布局。1）子公司新澳越南“5 万锭高档精纺生态纱纺织染整项目”是公司加深全球化产业布局的重要举措，其中一期 2 万锭实现逐步投产。2）子公司新澳银川“2 万锭高品质精纺羊毛（绒）纱建设项目”，已完成安装调试工作，预计下半年陆续释放产能。3）子公司英国邓肯实现引进外部投资者，增厚自身资金实力，加速升级高端羊绒纺纱产线，为可持续发展注入新动能。

风险提示：海外需求疲软、新客户开拓不及预期、系统性风险。

投资建议：看好公司中长期市场份额提升潜力。2025 上半年公司收入和净利润稳健增长，其中羊绒业务系收入增长的主要驱动力，毛精纺纱业务上半年受客户下单谨慎影响、销量下滑，下半年预计相对平稳，受益于羊毛价格上涨及高端产品占比提升，毛利率有望维持提升趋势。我们维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.4/4.9/5.6 亿元，同比增长 3.6%/11.0%/14.3%；看好公司持续拓展品类与产能带动的中长期份额提升的机会，维持目标价 7.9-8.6 元，对应 2025 年 PE 13-14x，维持“优于大市”评级。

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

◆ 吉比特(603444.SH) 财报点评:《杖剑传说》表现亮眼，2025 上半年收入增长 29%

2025 上半年公司收入增长 29%，第二季度新游戏上线收入增长加速。1）2025 上半年，公司收入 25.2

亿元，同比增长 28.5%，其中老游戏《问道手游》流水同比下滑 7.3%至 10.7 亿、新游戏《问剑长生（大陆版）》《杖剑传说（大陆版）》流水分别为 5.7 亿和 4.2 亿；归母净利润 6.5 亿元，同比提升 24.5%，主要由于《一念逍遥（大陆版）》。2）单看第二季度，公司的营业收入为 13.8 亿元，同比增长 33.9%；归母净利润 3.6 亿元，同比增长 36.6%。

毛利率同比增长 4.1 个百分点，费用率整体略增 1.3 个百分点。2025 上半年，公司的毛利率 92.3%，同比增长 4.1 个百分点；费用率整体上升 1.3 个百分点至 54.4%，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 33.2%/8.2%/-1.2%/14.2%，分别同比+5.8%/-1.0%/+2.3%/-5.8 个百分点，主要由于新品上线买量费用上升。

《杖剑传说》表现优异。1）境内游戏方面，《问道手游》流水同比下滑 7.3%至 10.7 亿，其中第二季度流水同比基本持平；2024 年 10 月上线的《封神幻想世界》和 2025 上半年上线的《问剑长生（大陆版）》《杖剑传说（大陆版）》贡献增量收入和利润。2）境外方面，公司的境外游戏收入下滑 21.0%至 2.0 亿元，主要由于《飞吧龙骑士（港澳台韩版）》《一念逍遥（欧美版）》本期流水有所减少。3）储备产品方面，公司将持续推进自研产品《杖剑传说》《问剑长生》的全球化发行，此外公司将代理运营三国题材 SLG 游戏《九牧之野》。4）IP 孵化业务方面，公司取得《明克街 13 号》《术师手册》等多部网文 IP 的游戏改编权，积极探索 IP 运营以拓宽用户基础。

风险提示：新品上线进度或流水不及预期；产品竞争激烈；监管风险。

投资建议：公司新产品表现亮眼、自研产品海外发行及代理产品有望贡献增量，维持“优于大市”评级。由于公司的《杖剑传说》表现优异，我们上调盈利预测，预计 2025-2027 年净利润分别为 14.5/15.4/16.3 亿（原预测为 10.1/11.4/12.3 亿），EPS 分别为 20.15/21.33/22.64 元，对应 PE 为 22x/21x/19x；公司产品研发实力较强、长线运营能力优秀，下半年自研产品海外发行、代理产品都将贡献增量，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 张衡（S0980517060002）、陈瑶蓉（S0980523100001）

◆ 中国平安(601318.SH) 财报点评:寿险价值率提升，核心指标增长稳健

2025 年上半年，公司归属于母公司股东的营运利润同比增长 3.7%。公司持续深化“综合金融+医疗养老”战略，整体业绩表现稳健。集团基本每股营运收益 4.42 元，同比增长 4.5%。公司归母净利润受资本市场波动及平安好医生并表影响，同比下降 8.8%至 223.35 亿元。受此前平安好医生出表估值较高等因素影响，一季度并表产生减值影响，但剔除短期因素后的营运利润增长仍反映出公司主营业务表现稳健。

寿险新业务价值大幅增长 39.8%，新业务价值率显著提升 9.0 个百分点。2025 年，公司各渠道综合实力持续夯实，其产品结构优化和渠道转型成效显著。（1）个险：构建客户服务场景、拓展“产品+服务”等举措持续提升代理人人均产能。截至年中，公司代理人渠道人均新业务价值同比增长 21.6%。（2）银保：公司加大银保多元化布局，通过“加强与国有行、头部股份行及城商行的增量机会。截至 6 月末，公司银保渠道 NBV 实现 168.6%的高速增长。（3）社区金融：公司已在全国 198 个城市铺设 301 个网点，组建近 3 万人销售团队，上半年渠道价值率大幅增长。

财险 COR 同比显著优化，意健险及农险增速领先。截至 2025 年中期，公司实现财险原保险保费收入 1718.57 亿元，同比增长 7.1%。其中，意外伤害险、健康险、农险分别实现保费增速 25.6%/22.5%/15.7%。上半年，受益于车险费用优化及保证保险扭亏影响，平安财险实现综合成本率 95.2%，同比优化 2.6pt。截至年中，公司财险业务实现净利润 100.56 亿元，同比增长 1.0%。

公司不断加大股票直投规模，上半年实现非年化综合投资收益率 3.1%，同比增长 0.3pt。今年上半年，债券市场波动，导致公司固定收益类资产投资收益承压。截至 6 月末，公司非年化净投资收益率为 1.8%，同比下降 0.2pt。资产配置结构方面，公司持续加大港股优质高分红股票直投规模，把握 FVOCI 资产布局机会。上半年，公司股票投资规模达 6492.94 亿元，占总投资资产比例达 10.5%，占比同比提升 2.9pt。公司不动产投资余额 206.07 亿元，占总投资资产的 3.3%，其中物权投资占比为 81.8%，采用成本法计量，匹配负债端久期及现金流需求。

投资建议：公司践行“综合金融+医疗养老”战略，叠加 AI 科技赋能，巩固中长期发展壁垒。资产端方面，公告持续加大优质中长期资产投资力度，匹配负债端资金需求。因此，我们维持公司 2025 年至 2027 年盈利预测，预计 2025 年至 2027 年公司 EPS 为 7.72/8.57/9.26 元/股，当前股价对应 P/EV 为

0.71/0.65/0.59x，维持“优于大市”评级。

风险提示：保费不及预期；自然灾害导致 COR 上升；资产收益下行等。

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

◆ 中国财险(02328.HK) 财报点评:承保盈利提升，龙头优势夯实

2025 年上半年，公司净利润同比大幅增长 32.3%。受益于承保利润提升及投资收益同比改善等因素，中国财险上半年实现净利润 244.55 亿元，同比增长 32.3%，反映出公司在承保盈利和投资收益双轮驱动下的强劲动能。其中，公司实现原保险保费收入 3,232.82 亿元，同比增长 3.6%，市场份额稳居行业首位，达 33.5%。此外，公司把握固收类资产及资本市场大波段配置能力并适当提升杠杆率，上半年实现较好收益。

承保利润显著提升，非车险保费增速亮眼。上半年，受益于车险、意健险、企财险等业务规模的持续扩张，公司实现承保利润 130.15 亿元，同比增长 44.6%。其中，车险业务实现原保险保费收入 1440.65 亿元，同比增长 3.4%。公司持续加大新兴家自车领域的业务拓展，家自车业务占比提升至 73.4%。非车险方面，公司不断加大政策型健康险业务规模，巩固政策型险种行业引领地位。2025 年，公司密切衔接国家医保改革，叠加文旅、互联网等领域的业务拓展，持续推动个人非车险业务规模增长。此外，公司次序加大服务实体经济，推进小微企业保险覆盖率。截至年中，公司意健险及企财险保险服务收入增速领先，分别为 25.1%及 4.3%。

COR 同比优化 1.4pt，承保盈利能力提升。截至 2025 年中期，受益于风险减量服务水平的不断提升，公司实现综合成本率 94.8%，同比进一步优化；其中综合赔付率及综合费用率分别为 71.8%及 23.0%，分别下降 1.7pt 及 3.1pt。车险业务 COR 下降 2.2pt 至 94.2%，费用率同比大幅优化 4.1pt。非车险方面，意健险受业务结构变化影响，COR 同比上升 1.9pt 至 101.8%；农险和责任险保持稳健发展，COR 均有所优化。

投资业务方面，公司总投资收益达到 172.60 亿元，同比增长 26.6%。（1）债券：今年上半年利率呈震荡走势，对公司债券公允价值收入有一定影响。公司一方面将一部分信用债调整为利率债，拉长久期；另一方面，公司积极把握利率高点，加大债券配置力度，赚取价差收入。（2）权益资产：上半年公司权益资产占比提升至 26.1%，投资收益贡献大幅增长。截至 6 月末，公司实现总投资收益率（未年化）为 2.6%，同比提升 0.2 个百分点。

投资建议：2025 年，公司不断深化在科技金融、绿色保险、普惠金融等领域的布局，同时推进数字化转型和人工智能技术应用，优化风控模型和运营效率，进一步巩固行业龙头地位并提升长期盈利能力。我们维持公司 2025 年至 2027 年盈利预测，预计 2025 至 2027 年公司 EPS 为 1.55/1.67/1.77 元/股，当前股价对应 P/B 为 1.33/1.28/1.23x，维持“优于大市”评级。

风险提示：保费增速不及预期；自然灾害导致 COR 上升；资产收益下行等。

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

◆ 汇川技术(300124.SZ) 财报点评:2025 年上半年净利润增长 40%，人形机器人业务进展顺利

2025 年上半年营业收入同比增长 26.73%，归母净利润同比增长 40.15%。公司 2025 年上半年实现营收 205.09 亿元，同比增长 26.73%；归母净利润 29.68 亿元，同比增长 40.15%。单季度看，2025 年第二季度公司实现营收 115.31 亿元，同比增长约 18.99%；归母净利润 16.46 亿元，同比增长 25.91%。营收与利润增长主要受益于新能源汽车业务放量及通用自动化稳健增长。盈利能力方面，上半年毛利率/净利率为 30.23%/14.65%，同比变动-1.54/+1.38pct，费用管控驱动净利率提升。费用方面，上半年销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.28%/4.05%/9.58%/-0.25%，同比变动-1.33/-0.14/+0.48/-0.22pct。

业务结构持续升级，多领域市场份额持续提升。分业务看，2025 年上半年通用自动化业务收入 88.07 亿元，同比增长 17%，其中通用伺服系统在国内份额约 32%，同比增长 4.4pct，低压变频器产品（含电梯专用变频器）在国内份额约 22%，同比增长 2.4pct；新能源汽车业务收入 92.66 亿元，同比增长 50%，

其中新能源乘用车电机控制器在国内份额约 10.1%，同比下滑 0.9pct，电驱总成在国内份额为 7.1%，同比增长 1.2pct；智慧电梯收入 23.06 亿元，同比下滑 1%，下滑主要系地产低迷拖累所致。海外收入 13.2 亿元，同比增长 39%，占营收 6.4%，韩国、越南市场行业线出海成果突出，欧洲高端客户合作深化。

人形机器人进展顺利，持续推进关节模组、丝杠、场景应用。1) 低压高功率驱动器、无框力矩电机及关节模组：从样机研究进入到开发阶段，不断提升功率、扭矩密度和线性响应度等，解决业界普遍反馈的发热保护和出力不足的痛点。2) 行星滚柱丝杠：通过持续优化磨削和硬车工艺，大大缩短加工时间，为大客户定制高性能直线模组，目前已完成送样工作。3) 具身智能机器人场景化解决方案：围绕上肢部件场景，响应客户和集成商的需求，依托工业及协作臂的技术积累，启动了上肢部件的开发工作。

投资建议：公司是国内工控龙头，主业通用自动化份额持续提升、新能源汽车持续高增带动主业业绩改善；人形机器人业务 24 年正式布局，零部件研发、客户沟通良好，有较大概率成为人形机器人领先企业。我们维持 2025 年-2027 年归母净利润预测为 53.17/64.47/76.44 亿元，对应 PE 34/28/24 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：国产替代进展不及预期；产品突破不及预期；行业竞争加剧。

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

◆ 龙溪股份(600592.SH) 财报点评:上半年收入利润承压，持续加强人形等新兴领域投入

2025 年上半年营业收入同比下滑 18.57%，归母净利润同比增长 0.61%。公司发布 2025 年中报，上半年实现营收 7.45 亿元，同比下滑 18.57%；归母净利润 0.65 亿元，同比增长 0.61%。单季度看，2025 年第二季度公司实现营收 3.36 亿元，同比下滑 23.73%，归母净利润 0.35 亿元，同比增长 19.97%，扣非归母净利润 0.53 亿元，同比下滑 39.56%。盈利能力方面，上半年毛利率/净利率为 26.99%/8.72%，同比下滑 0.33/1.76pct。费用方面，销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.82%/5.92%/7.54%/-0.02%，同比变动+0.36/+1.69/+1.20/-0.28pct，管理费用增长系人员薪酬调整，财务费用因汇兑收益改善显著。

贸易收入下滑和地缘政治影响整体收入，海外收入占比提升。分结构来看，1) 轴承产品收入 4.63 亿元，同比下滑 6.15%，毛利率 41.18%，同比下滑 5.64pct，轴承收入下滑主要系国内竞争加剧、地缘政治影响所致；2) 金属材料贸易业务收入 2.41 亿元，同比下滑 37.41%，毛利率 1.09%，同比下滑 0.91pct；3) 上半年公司国内/海外收入分别为 5.99/1.46 亿元，同比-20.88%/-7.47%，国内收入下滑主要系金属材料贸易收入大幅下滑所致，海外收入下滑主要系地缘政治影响，其中海外收入占比 19.58%，同比增加 2.35pct。

持续加强关节轴承在人形机器人等新兴领域的投入。公司是卡位稀缺的关节轴承龙头，战略上高度重视人形并积极布局相关业务，持续加大研发投入，强化航空航天、人形机器人、低空经济、轨道交通等领域产品技术研发：25H1 公司研发费用率 7.54%，同比增长 1.20pct。持续的大量投入将助力公司在人形机器人等新兴市场保持领先优势，抢占较大市场份额。

投资建议：公司是关节轴承市占率 75%的行业冠军，而人形机器人应用关节轴承是产业趋势，公司有望深度受益人形机器人发展机遇。综合参考公司 2024 年经营情况和下游需求波动，我们维持盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 1.80/2.23/2.74 亿元，对应 PE 值 50/40/33x，维持“优于大市”评级。

风险提示：市场竞争加剧的风险、原材料价格波动的风险、新业务发展不及预期的风险、国际贸易摩擦的风险。

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

◆ 猫眼娱乐(01896.HK) 财报点评:电影大盘回暖，部分内容承压，持续投入演出业务

电影大盘带动票务收入增长，演出业务多点开花。25H1 猫眼娱乐实现收入 24.7 亿，同比+14%，其中在线娱乐票务业务收入 11.8 亿，同比+13%，上半年电影市场受益于春节档头部影片带动，实现票房 292 亿元，同比+23%，观影人次 6.41 亿，同比+17%。演出票务方面，公司继续为张学友、周杰伦、陈奕迅、林俊杰等头部艺人演唱会和大型赛事提供票务服务，下半年还有五月天、张艺兴等艺人演唱会筹备中，公司在本地演出也不断提升覆盖度，地方曲艺、休闲展览和脱口秀 GMV 增速超 80%，此外，公司积极布

局香港、澳门、新加坡等地区，境外演出 GMV 同比+300%。演出业务已成为公司首要战略，后续公司将持续投入，完善自身竞争力。

发行地位稳固，待映影片丰富。25H1 猫眼娱乐娱乐内容服务收入 12.1 亿，同比+18%，公司主控宣发/发行影片 24 部，自主开发影片 4 部，数量均创历史新高，并且保持连续 5 年春节档取得票房前二成绩。公司主控待映影片丰富：国庆档主控《刺杀小说家 2》《熊猫计划 2》，跨年档主控《匿杀》《浪浪人生》，此外待定档影片还包括《飞驰人生 3》《得闲谨制》《志愿军 3》等。此外，公司围绕电影内容也在积极探索 IP 业务布局，目前已打造熊猫计划、时间之子等 IP，并与外部 IP 罗小黑战记等进行合作。

演出业务投入及部分影片不及预期致利润端承压。25H1 公司实现净利润 1.78 亿，同比-37%，符合此前预告，non-GAAP 净利润 2.35 亿，同比-33%，主要受到毛利率下滑影响。25H1 公司毛利率为 38%，同比-15pct，主要由于 1) 演出业务拓展期相关的投入增加；2) 部分电影项目票房表现不及预期。此外，自主开发内容增加（总额法确认收入成本）带来内容制作成本同比+79%。费用端，片方票补收缩带来销售费用率同比-6pct，在积极推进降本增效下，管理费用率同比-3pct。

投资建议：我们预测公司 2025-2027 年实现收入 46.01/53.30/58.37 亿元，调整幅度为-4%/-2%/-2%，主要基于当前电影市场大盘表现小幅下修对全年大盘预测至 480 亿元（此前为 500 亿元），实现归母净利润 3.59/5.61/6.68 亿元，调整幅度为-37%/-20%/-21%，主要考虑到 1) 公司对演出业务的持续投入以及部分内容表现不及预期导致毛利率下滑明显，2) 自主开发内容增加（总额法确认）。对应当前估值 25x/16x/13x，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济下行、电影大盘不及预期、参与投资发行重点影片不及预期、行业竞争加剧、盈利预测和估值高估风险。

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）、张衡（S0980517060002）、张昊晨（S0980525010001）

◆ 宇通客车(600066.SH) 财报点评:盈利能力稳中有增，二季度净利润同比增长 16%

出口业务持续放量，二季度净利润同比增长 16%。2025 年上半年宇通客车实现销量 21321 辆，同比+3.7%，营业收入 161.3 亿元，基本持平，归母净利润 19.4 亿元，同比+15.6%；单季度看，宇通客车 25Q2 营收 97 亿元，同比持平，环比+51%，归母 11.8 亿元，同比+16%，环比+56%，扣非 9.1 亿元，同比+5%，环比+41%，整体来看，得益于国内企稳、出口业务放量、费用管控持续等因素，宇通客车业绩持续释放。

盈利能力稳健，销量结构逐步优化。宇通客车 25Q2 毛利率 22.9%，盈利能力稳定，同比波动主要系会计准则调整所致，25Q2 净利率 12.2%，同比+1.7pct，预计主要系新能源出口放量带来边际贡献（25H1 宇通新能源客车出口销量 1078 辆，市场份额 14.1%，较 5 月+2.7pct）；现金流层面，25H1 宇通经营性现金流净额 17.2 亿元，二季度现金流有所波动，预计主要系压缩对供应商付款周期；宇通客车 25Q2 资产减值 1.1 亿元，信用减值 0.6 亿元，资产处置收益 1.76 亿元。综上，得益于扎实的成本控制能力、规模效应的持续释放及中高端战略演进，公司业绩稳定释放。展望 2025 年全年，一方面叠加出口销量增长（包括新能源占比提升）及国内持续修复（以旧换新政策对公交的催化）、以及场景开拓（城间车、座位客车新能源渗透率提升），公司有望持续获得高质量的增量订单。同时公司轻客新品已发布，25Q2 销量 2118 台，同比+46%，有望贡献增量。

展望中长期，周期与成长共振依旧，宇通业绩有望持续释放。行业端：①国内复苏：国内客车需求有望持续修复（以旧换新政策）；②出口放量：当下海外大中客年销量约 28 万辆，新能源渗透率不足 10%，对比国内具较高提升空间，且海外多国指定政策促进新能源客车替换；宇通端：①出口市场宇通打造“技术+服务出口”创新模式，抓住海外新能源发展窗口期持续突破，从“制造+销售产品”→“制造服务型+解决方案”定位升级，竞争力持续攀升，海外布局逐步从亚洲、拉美、非洲等地区，向欧洲等客车工业发达地区拓展，推动产业价值链迈向中高端，有望充分受益于海外新能源扩张；②国内市场宇通在风险管控+优选市场改善毛利，预计公司国内盈利有望回暖。

风险提示：行业复苏不达预期、海外竞争加剧、宏观经济波动。

投资建议：兼具成长和红利的全球大中客龙头，维持“优于大市”评级。看好公司成长性，维持盈利预测，预计 25/26/27 年净利润 46.6/53.4/60.1 亿元，EPS 为 2.10/2.41/2.72 元，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 唐旭霞（S0980519080002）、孙树林（S0980524070005）

◆ 骆驼股份(601311.SH) 财报点评: 出口放量叠加锂电盈利修复, 净利润持续增长

海外与国内业务持续推进, 公司业绩稳定增长。骆驼股份 25Q2 营收 38.6 亿元, 同比-5%, 环比-7%, 归母净利润 2.95 亿元, 同比+87%, 环比+25%, 扣非 1.99 亿元, 同比+13.9%, 环比-3%。25Q2 毛利率 15.0%, 同比+0.5pct, 环比-0.8pct; 整体来看, 公司汽车低压铅酸电池产销量较上年上半年累计销售 1917 万 KVAH, 同比+0.8%; 汽车低压锂电池累计销售 22.9 万 KWH, 同比+274%; 另外公司持续布局海外产能、加大渠道建设, 整体出口业务同样贡献增量。

费用管控稳定, 锂电毛利率持续修复。费用层面, 25Q2 骆驼股份销售/管理/研发费用率分别为 4.3%/2.5%/1.9%, 同比分别-0.1/-0.2/+0.1pct, 环比分别-0.1/+0.1/+0.2pct。盈利能力层面, 25Q2 公司销售毛利率 15.0%, 同比+0.5pct, 环比-0.8pct, 公司盈利能力依旧稳健扎实。25H1 公司低压锂电毛利率持续提升, 25H1 为 15.0% (24 年全年为 12.3%); 锂电方面, 公司汽车低压锂电池实现 15 个定点项目的量产供货; 25H1 公司新获得汽车低压锂电池项目定点 23 个, 其中 12V 锂电项目 16 个, 包括小鹏汽车、赛力斯、岚图汽车、吉利汽车等主机厂的多款车型。新业务拓展方面: 公司上半年完成海外 36V 洗地机、12V 割草机的 BMS 开发; 建立完整的电池模块分析体系, 完成低空飞行器等新兴领域的技术储备。

渠道扩张、客户认证、产能布局并进, 出口业务提速。1) 渠道扩张: 截至 25H1, 公司依托“优能达”数字化管理系统, 与覆盖全国主要地市的 2000 多家经销商、遍布全国的超 12 万家终端门店和维修点达成合作关系; 2) 出口推进: 上半年共开发新客户 19 个, 其中包含 9 个新国家, 并成功获取南美多个客户商机; 25H1 公司海外市场销量同比+21.3%; 分区制定海外营销策略与产品清单, 开展精准营销; 3) 产能建设: 截至 25H1 年, 公司国内铅酸电池产能约 3500 万 KVAH/年、国外铅酸电池产能约 500 万 KVAH/年, 废旧铅酸电池回收处理能力 86 万吨/年, 并持续优化产能布局, 提升领先优势。

低估值细分赛道龙头, 渠道升级、业务开拓打开成长空间。骆驼股份未来的成长空间主要在于: 1) 渠道升级, 铅酸蓄电池的后装市场、海外市场的规模远大于国内前装市场; 2) 业务开拓, 公司积极开拓锂电池业务, 储能电池研发持续推进, 同时完成动力锂电池回收全流程研发标准化建设工作。

风险提示: 原材料价格波动, 国际及经济环境变化, 汽车行业需求承压。

投资建议: 看好公司业务稳定增长, 维持“优于大市”评级。看好骆驼股份出海+业务开拓+渠道拓展打开成长空间, 上修公司盈利预测, 预计公司 25/26/27 年归母净利润 9.3/11.3/13.3 亿元 (原预测 8.6/10.7/12.6 亿元), 对应 EPS 为 0.80/0.96/1.14 元 (原预测 0.73/0.91/1.07 元), 维持“优于大市”评级。

证券分析师: 唐旭霞 (S0980519080002)、孙树林 (S0980524070005)

◆ 思摩尔国际(06969.HK) 财报点评: 雾化主业如期修复, HNB 与雾化医疗蓄力长期增长

2025H1 收入双位数增长, 经调整盈利微降。公司发布 2025 年中期业绩, 2025H1 公司实现收入 60.13 亿元, 同比+18.3%; 期内溢利 4.92 亿元, 同比-28.0%; 经调整后期内溢利 7.37 亿元, 同比-2.1%; 经调整后净利润率 12.3%, 同比-2.5pct。受益于全球合规化监管趋势, 公司雾化业务如期修复; 利润增速不及收入主要系公司股权激励费用、自主品牌营销投入及合规服务费用增加, 剔除以股份为基础的付款开支 2.45 亿经调整后的期内利润微降, 盈利能力稳健。公司拟派发中期股息每股 20 港仙。

雾化代工欧洲市场高增长, 美国微增, 合规优势显现。全球电子雾化监管格局日益明确与执法措施更加严格, 为合规参与者带来结构性机遇, 2025H1 公司 To B 业务收入同比+19.5%至 47.4 亿元。其中: 1) 欧洲收入 27.3 亿, 同比+38.0%。公司基于 FEELM 推出可调味系统、大口数透明油仓和 2+10 平台多个创新合规产品解决方案, 承接了欧洲一次性禁令带来的合规换弹式产品增长机会; 2) 美国收入 18.9 亿, 同比+1.5%。上半年美国针对非合规市场的执法力度加强, 但短期在非法市场主导下合规换弹式销售依然受到影响, 后续若监管执法力度延续预计有望进一步改善, 此外美国特殊用途雾化业务显现复苏迹象; 3) 国内收入同比-6.1%至 1.2 亿。

自主品牌延续双位数增长势头。2025H1 公司自有品牌业务收入 12.7 亿，同比+14.1%。其中 1) 欧洲收入 10.7 亿，同比+15.1%，主要得益于 Vapresso 出色表现，升级款 XROS 5 和 XROS 5 Mini 成为市场热销产品；2) 美国收入 1.7 亿，同比-6.7%，全部来自电子雾化产品；3) 国内收入 0.31 亿，同比+2595.2%，面向零售客户的岚至家用美容仪用户数量破一万人，专业设备已获得二类医疗器械认证且已有 100 家私营机构采购。

HNB 成功商业化落地，雾化医疗稳步推进，蓄力长期增长。2025 年 6 月公司为战略客户代工的高端 HNB 产品在日本仙台推出，产品在还原烟草口味和缩短预热时间方面表现出色，9 月将在日本全国推出，并在 2025H2 扩展至更多关键市场；雾化医疗传思生物在美国建立吸入产品研发中心，与 CDMO 合作推进制造能力，稳步推进治疗呼吸系统疾病的药械结合产品开发。

风险提示：行业政策与监管风险；新业务拓展不及预期；技术被追赶风险。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级

公司是全球雾化龙头，雾化基本盘业务企稳回升，HNB 商业化落地有望带来二次增长。考虑到公司股份激励费用支出与自主品牌处于全球投入期，下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润 12.4/18.2/25.6 亿元（前值为 15.2/20.0/25.2 亿元），同比分别为-4.9%/+47.0%/+40.8%；摊薄 EPS=0.20/0.29/0.41 元，对应 PE=98/67/48 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 陈伟奇（S0980520110004）、王兆康（S0980520120004）、邹会阳（S0980523020001）、李晶（S0980525080003）

◆ 海信视像(600060.SH) 财报点评:二季度业绩增长提速，盈利能力稳步改善

Q2 经营业绩加速增长，盈利能力提升。公司 2025H1 实现营收 272.3 亿/+7.0%，归母净利润 10.6 亿/+26.6%，扣非归母净利润 8.1 亿/+26.6%。其中 Q2 收入 138.6 亿/+8.6%，归母净利润 5.0 亿/+36.8%，扣非归母净利润 3.6 亿/+36.7%。虽然面临美国关税的扰动，但公司通过大屏及 Mini LED 等高端产品的结构拉动，Q2 营收业绩实现加速增长，盈利能力实现稳步好转。

电视行业销量稳定，结构升级趋势明显。2025H1 全球电视出货量 9457 万台/+0.1%，其中国内出货 1710 万台/+2.4%（Omdia 数据）；国内电视零售额同比增长 7.5%至 561 亿（奥维云网数据）。电视大屏、Mini LED 等升级趋势持续演绎，奥维数据显示，2025H1 全球电视出货平均尺寸为 53.7 英寸/+1 英寸；中国电视平均出货尺寸 65.1 英寸/+1.8 英寸，各区域大尺寸电视的增长明显好于整体；全球/中国 Mini LED 电视的出货量分别增长 150%/超 200%。

预计公司内销量价齐增，各区域结构持续优化。2025H1 公司全球市占率进一步提升，海信系全球出货量市占率 14.4%/+0.6pct；国内零售额/零售量市占率 30.0%/25.7%，位居国内首位。在国补的带动下，预计公司内销收入表现好于大盘，量价齐涨；海外受北美关税影响，预计小幅承压。公司产品结构不断优化，75 英寸以上收入占比 37.5%/+5.7pct，Mini LED 收入占比 23.1%/+10.9pct。公司各地区的 Mini LED 占比均有明显提升，在国内，公司 Mini LED 零售额市占率 35.0%/+6.1pct；北美 Mini LED 出货占比 5.9%/+2.1pct，欧洲 Mini LED 占比 9.5%/+1.6pct，日本占比 7.9%/+1.8pct。

新显示业务增长良好。H1 公司新显示新业务收入 34.3 亿/+7.4%，其中激光显示发布亮度 1000nits 的激光电视，持续开拓商用、车载场景；商用显示发力海外和高价值客户，海外收入增长 43%；云服务受政策影响或有所承压，子公司聚好看收入下降 8.4%；公司在 AI/AR 眼镜及显示芯片领域加大投入和布局，自研 RGB 光色同控 AI 画质芯片 H7、高性能 RGB-Mini LED 背光芯片等。

Q2 毛利率改善，盈利能力持续向好。同口径下，公司 H1 毛利率同比+1.0pct 至 16.4%；其中 Q2 毛利率同比+1.4pct 至 16.8%，预计主要受产品结构带动。公司 Q2 销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.9%/+0.1%/+0.1%/-0.1pct 至 7.0%/1.9%/4.7%/0.0%，公司赞助世俱杯、加大品牌营销投入力度，加速扩张全球渠道。Q2 公司归母净利率同比+0.7pct 至 3.6%。

风险提示：行业竞争加剧；原材料价格波动；行业需求复苏不及预期。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级

海信视像系全球电视龙头，在产品升级、全球渠道扩张、面板价格趋稳回落下，发展持续向好。维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 25.9/29.1/32.0 亿，增速为 15%/12%/10%，对应

PE=11/10/9x, 维持“优于大市”评级。

证券分析师： 陈伟奇（S0980520110004）、王兆康（S0980520120004）、邹会阳（S0980523020001）、李晶（S0980525080003）

◆ 中国软件国际(00354.HK) 公司快评:当选西安鸿蒙生态建设城市合伙人,全场景 AI 业务成为业绩增长新引擎

事件：8月27日，中软国际发布公告，公司当选西安智慧交通领域开源鸿蒙创新应用及鸿蒙生态建设城市合伙人，将携手产业链伙伴共同助力西安共同打造全国领先的智慧交通鸿蒙技术生态创新试点。

国信计算机观点：1）当选西安鸿蒙生态建设城市合伙人：中国软件国际成功当选揭榜牵头单位，联合多家生态链合作伙伴，以生态组队模式围绕四大核心任务，在智慧交通领域，完成咨询、规划、设计、产品、方案、产业的全链条落地。2）全场景 AI 业务同比高增，成为业绩增长新引擎：25年上半年公司全场景 AI 业务实现收入 6.56 亿元，同比+130%；公司构建 4E 全场景 AI 体系，加速行业 AI 解决方案沉淀，贡献增量业绩。3）盈利预测：维持公司盈利预测，预计公司 25-27 年营业收入分别为 188.81/210.71/234.67 亿元，增速分别为 11.4%/11.6%/11.4%；归母净利润为 6.93/9.14/10.45 亿元，对应当前 PE 为 24/18/16 倍，维持“优于大市”评级。4）风险提示：鸿蒙生态扩张不及预期、下游需求不及预期、硬件技术落地进程不及预期、宏观经济波动等。

证券分析师： 熊莉（S0980519030002）、艾宪（S0980524090001）

◆ 超威半导体(AMD)(AMD.O) 海外公司财报点评:全球高性能计算龙头, AI 需求赋能业绩增长

收入、利润快速增长，消费级处理器放量。2025H1 公司实现营业收入 151.23 亿美元，同比增长 33.74%，实现净利润 15.81 亿美元，同比增长 307.47%，主要由 Ryzen 9000 系列需求旺盛，桌面渠道销量快速增长，带动出货量价齐升以及微软、Meta、甲骨文等云厂商订单增长推动。分季度来看，2025Q2 公司实现营业收入 76.85 亿美元，同比增长 31.71%，实现净利润 8.72 亿美元，同比增长 229.06%，主要由 EPYC CPU 收入增长以及在云服务和企业客户市场占有率提升、锐龙处理器在商用与消费级市场放量推动。

数据中心为最大收入来源，客户端业务高速增长。2025H1，公司客户端业务高速增长，实现收入 47.93 亿美元，同比增长 67.59%，主要得益于平均售价增长 42%，以及 AMD Ryzen 移动和桌面处理器出货量增长 17%；实现数据中心收入为 69.14 亿美元，同比增长 33.71%，主要由 AMD EPYC™ CPU 销售额的提升推动。

收入指引乐观，周期复苏逐步显现。公司在数据中心收入指引中明确剔除了潜在的中国出货（目前尚不确定美国商务部能多快批准大量积压的出口许可申请）。2025Q3 指引收入为 87 亿美元，环比增长 13%，高于市场一致预期的 83.7 亿美元，意味着数据中心收入环比大幅双位数增长，PC/客户端业务小幅增长，游戏业务大致持平，嵌入式业务环比回升，周期性复苏迹象逐步显现。在 PC/客户端业务方面，公司在桌面、移动及商用市场均展现出终端需求和份额提升。凭借差异化的 PC/客户端产品组合，公司在高端桌面 PC 与 Ryzen 移动处理器上实现了良好的平均售价提升。

风险提示：估值的风险、盈利预测的风险、AI 落地不及预期的风险等。

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级。考虑到公司为全球领先的高性能计算公司，已打造完备的产品矩阵，预计 2025/2026/2027 年公司实现营业收入分别为 336.84/421.22/512.31 亿美元，增速分别为 30.63%/25.05%/21.63%，实现归母净利润分别为 47.17/69.09/89.98 亿美元，对应当前 PE 为 56.2/38.37/29.46 倍，给予 2026 年 43-44 倍 PE，对应估值区间为 2970.87-3039.96 亿美元市值。

证券分析师： 熊莉（S0980519030002）

联系人： 侯睿

◆ 伟仕佳杰(00856.HK) 财报点评:业绩高增长,持续开拓东南亚市场

营收利润双增，盈利能力显著增强。根据公司半年报，2025 年上半年公司主营收入 455.74 亿元，同比

上升 13.6%；归母净利润 6.1 亿元，同比上升 34.67%。公司在收入和利润方面均表现出色，主要得益于公司高毛利的云服务管理、AI 算力服务等业务占比持续提升，以及公司在成本控制、运营效率提升等方面的努力。

云计算爆发引领增长，传统业务韧性凸显。伟仕佳杰业务布局以企业系统、消费电子及云计算三大板块为核心，为客户提供全方位的 ICT 解决方案。其中，消费电子业务与企业系统业务稳步增长，分别实现营业收入 171.91/257.04 亿元，同比增长 7.49%/14.09%。云计算业务成为最大亮点，实现营业收入 26.2 亿元，同比增长 67.88%，与阿里云、华为云、亚马逊云合作深化，亚马逊云业务增幅达 293%，阿里云业务增长 156%；子公司佳杰云星中标多个国家级智算中心项目。

东南亚成增长极，区域协同效应释放。东南亚市场表现尤为突出，营收同比增长 22.5%至 167 亿元，占集团总营收的 37%，成为核心增长引擎。泰国、菲律宾、马来西亚、印尼子公司分别实现 50%/45%/31%/30% 的同比增速，形成“多点开花”格局。苹果业务在东南亚实现 104% 的爆发式增长，华为业务增长 46%，其中印尼、菲律宾市场分别暴涨 194%、171%；同时，公司成为“星链”网络亚洲落地的重要合作伙伴，在马来西亚、印尼独家代理其 HPI TKDN 产品，进一步拓展业务边界。北亚地区营收占比 63%，云计算与企业系统业务在政务云、国企数字化转型中持续渗透，佳杰云星服务十多个省市的政务云客户。

AI 与云计算构筑第二曲线，国际化深化价值重估。技术布局上，持续加码 AI 与云计算，佳杰云星已管理国内 25 个新一代融合智算中心，计划推出更多 AI 算力调度与管理解决方案，并与华为云联合发布上下游协同联合解决方案，覆盖多云管理、智慧医疗等五大核心场景。生态协同上，与头部云厂商合作向纵深发展，尤其在 AI 大模型训练、边缘计算等领域探索商业化场景，同时依托 5 万家渠道伙伴网络，进一步释放渠道价值。

风险提示：宏观因素或地缘政治不确定性影响；分销行业资金周转风险；技术发展与业务推广不及预期；投资建议：维持盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 11.71/13.49/15.35 亿元，对应当前 PE 分别为 8.0/6.9/6.1 倍。考虑到公司东南亚市场加速扩张，维持“优于大市”评级。

证券分析师：熊莉（S0980519030002）

◆ 大金重工(002487.SZ) 财报点评:出口海工交付订单双景气，持续深化海外业务布局

上半年利润大增 214%，盈利能力大幅提升。2025 年上半年公司实现营收 28.41 亿元，同比+109.48%；归母净利润 5.47 亿元，同比+214.32%。上半年公司毛利率 28.17%，同比-0.40pct.；净利率 19.24%，同比+6.42pct.。上半年公司财务费用为-1.54 亿元，同比减少 1.74 亿元，其中汇兑收益贡献利润 1.3 亿元。

二季度收入利润大增，海工出口提振业绩。二季度公司实现营收 17.00 亿元，同比+90.36%，环比+49.07%；归母净利润 3.16 亿元，同比+161.04%，环比+36.63%。二季度公司毛利率 26.30%，同比-0.70pct.，环比-4.65pct.；净利率 18.56%，同比+5.02pct.，环比-1.69pct.。

海外收入占比高达 79%，海工出口发运量同比翻倍。分业务看，上半年公司风电装备产品实现营收 26.86 亿元，同比+119.52%，毛利率 25.53%，同比+2.88pct.。公司海外实现营收 22.43 亿元，同比+195.78%，收入占比 79%，毛利率 30.69%，同比+3.10pct.，公司出口海工产品发运量同比翻倍。

海工出口订单饱和，行业地位进一步提升。2025 年公司累计签署海外海工订单金额近 30 亿元，在手海外海工订单累计总金额超 100 亿元（主要集中在未来两年交付），长期锁产协议已规划至 2030 年，包含 40 万吨锁产计划。

推动制造-物流-港口一体化布局，打造全新增长曲线。公司自研特种重型运输船预计 2026 年上半年首航；签署首个海外重型甲板运输船建造合同，总金额约 3 亿元，预计 2027 年交付。公司海外业务范围由单纯海工制造向特种运输、船舶设计建造、境外风电母港运营等多个全新领域拓展。

24-25 年欧洲海风拍卖规模空前，公司有望进入订单丰收期。2024 年欧洲海风拍卖容量高达 23.2GW，2025 年有望达 48.2GW。2024-2025 年拍卖的项目将在 2026-2027 年陆续确定塔筒和管桩供应商，公司布局欧洲海风市场多年，已在西班牙成立全球浮式风电中心，有望在本轮招标窗口期充分受益。

风险提示：欧洲海风需求不及预期；原材料价格大幅上涨；行业竞争加剧。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到公司在手订单和业务拓展情况，我们上调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 10.05/14.08/18.41 亿元（原预测为 8.58/12.87/15.97 亿元），同比+112%/+40%/+31%，动态 PE 为 21.6/15.4/11.8 倍。

证券分析师：王蔚祺（S0980520080003）、王晓声（S0980523050002）

◆ 聚光科技(300203.SZ) 财报点评:业绩符合预期，回购/PPP 新规夯实信心

营收小幅下降，业绩由盈转亏。2025H1 公司实现收入 12.95 亿元，同比下滑 8.23%，其中谱育科技收入为 4.82 亿元，同比下滑 5.9%，占公司收入比重为 37%。报告期内公司收入下滑主要是新签合同转化速度慢于预期所致。公司实现归母净利为-5050 万元，同比下降 9600 万元，与业绩预告中位数基本一致，符合市场预期。归母净利下滑主要系销售毛利率下架 4.11pct 至 40.33%所致。谱育科技利润为-4311 万元，减亏 1228 万元。公司销售/研发/管理/财务费用率分别为 22.05%/10.33%/15.66%/4.69%，较去年同期变化+2.41/+0.7/+0.19/-1.08pct，对利润影响有限。PPP 项目投资收益由 24H1 的 4457 万元下降至 2748 万元。

分板块来看，仪器、相关软件及耗材业务实现收入 8.96 亿元，同比下滑 7.39%，毛利率 44.55%，同比下滑 3.77pct；运营服务、检测服务及咨询服务业务实现收入 2.13 亿元，同比下降 11.83%，毛利率 35.77%，同比下滑 4.03pct；环境设备及工程业务实现收入 1.35 亿元，同比下滑 2.3%，毛利率 18.96%，同比下滑 6.82pct。

财政部出台针对存量 PPP 项目新规，公司回款/减值情况均有望改善。2025 年 8 月 20 日，财政部《关于规范政府和社会资本合作存量项目建设和运营的指导意见》，要求地方政府对已运营项目要按合同依法履约，要按绩效结果及时付费，不得以拖延竣工验收时间、延迟绩效评价等方式拖欠付费。公司目前在手的 14 个 PPP 项目回款/减值包袱有望减轻。

回购股份提振股东信心。8 月 20 日，公司拟使用自有资金 1-1.5 亿以不超过 29.5 元/股的价格回购公司股份在未来适宜时机用于实施股权激励计划或员工持股计划，此举展现了管理层对公司前景的看好，亦有利于激发员工积极性。

风险提示：市场竞争加剧风险、国产替代支持政策不及预期风险；研发失败风险；继续计提 PPP 和商誉减值风险、长期应收款余额较高风险。

投资建议：小幅下调盈利预测，维持“优于大市”评级。我们预计 2025-2027

年归母净利润 2.67/3.44/4.15 亿元（前值为 3.15/4.19/1.45 亿元），同比增速 29.2%/28.8%/20.6%，当前股价对应 PE=36.4/28.3/23.4x。公司收入利润的季节性明显，H2 整体贡献超过 60%，H1 业绩下滑对全年业绩的影响相对有限，维持“优于大市”评级。

证券分析师：黄秀杰（S0980521060002）、刘汉轩（S0980524120001）、郑汉林（S0980522090003）、崔佳诚（S0980525070002）

◆ 立讯精密(002475.SZ) 财报点评:汽车和通信业务高增，前期收并购项目已完成

长期稳健成长，3Q25 业绩预告稳健成长。公司发布 1H25 业绩，实现营收 1245.03 亿（YoY +20.18%），归母净利润 66.44 亿（YoY +23.13%），毛利率 11.61%（YoY -0.1pct），净利率 5.86%（YoY +0.3pct）。对应 2Q25 营收 627.15 亿（YoY +22.51%，QoQ +1.50%），归母净利润 36.01 亿（YoY +23.09%，QoQ +18.30%），毛利率 12.04%（YoY -0.65pct，QoQ +0.86pct），净利率 6.25%（YoY +0.02pct，QoQ +0.78pct）。公司发布了 3Q25 业绩预告，预计实现归母净利润 42.46~46.99 亿元（YoY +15.41%~27.74%），增速中值为 22%。

完成闻泰科技 ODM 和 OEM 业务收购。7 月公司已完成对闻泰科技旗下产品集成业务相关 9 家标的公司和资产收购。1 月 26 日立讯通讯完成收购闻泰通讯持有的从事 ODM 业务的嘉兴永瑞、上海闻泰电子和上海闻泰信息 100%股权。闻泰在全球手机 ODM 业务中全球市占率超 20%，下游客户包括三星、小米等，此次收购能快速提升公司 ODM 业务的规模与竞争力。3 月 20 日，公司与闻泰科技订立闻泰 OEM 转让协议，以总对价约 43.89 亿元收购闻泰科技消费电子产品 OEM 业务，包括昆明闻讯及其他消费电子业务的全部股

权。

完成对莱尼相关资产收购。公司汽车业务覆盖四大类产品线：汽车线束、汽车连接器、智能控制、动力系统。客户已覆盖国内外多家头部车企。公司充分汲取在消费电子和通信及数据中心领域所积累的快速迭代能力、成本管控能力、全球化供应链优势及研发创新优势，迅速实现向汽车产业相关产品的跨界赋能。24年9月，公司启动对德国汽车线束厂商 Leoni 集团的收购行动。25年7月，公司已完成对 Leoni K 100%股权、Leoni AG 50.1%股权的收购，股权所有权变更或收到相应股份过户的证明文件均已完成。

通信、汽车业务高增。1H25 公司消费电子业务实现营收 978.0 亿元 (YoY +14.3%)，毛利率基本维稳。其中，立铠精密利润率改善，1H25 立铠实现净利润 8.1 亿，净利润率约为 2.3%，同比提升 1.3pct。1H25 公司通讯互联产品实现营收 111.0 亿元 (YoY +48.7%)，公司在数据中心技术积累深厚，提供“铜、光、电”一体化解决方案，多款高速率、高附加值产品批量交付。1H25 公司汽车互联产品实现营收 86.6 亿元 (YoY +82.1%)，2022 年以来，汽车业务保持 48%以上的高速成长，开启第二成长曲线。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。预计公司 25-27 年归母净利润为 160/194/235 亿元，同比增速 20/22/21%，当前股价对应 PE 21/17/14x，维持“优于大市”评级。

风险提示：大客户终端销量不及预期；公司份额提升不及预期。

证券分析师： 胡剑 (S0980521080001)、胡慧 (S0980521080002)、叶子 (S0980522100003)、张大为 (S0980524100002)、詹浏洋 (S0980524060001)、李书颖 (S0980524090005)、连欣然 (S0980525080004)

◆ 兆易创新 (603986.SH) 财报点评:2Q25 归母净利润环比增长 45%，产品多元化布局打开增长空间

2Q25 公司归母净利润环比增长 45%。公司主要产品包括存储器、微控制器和传感器；其中存储器分为 SPI NOR、SLC NAND 和 DRAM，微控制器包括 ARM 核和 RISC-V 开源内核 MCU，传感器包括触控和指纹识别芯片。受益于消费类国家补贴政策的实施，AI 持续拉动 PC、服务器、汽车电子等领域需求增长，公司 2Q25 单季度实现营收 22.41 亿元 (YoY+13.09%，QoQ+17.40%)，扣非归母净利润 3.21 亿元 (YoY+10.66%，QoQ+43.21%)，综合毛利率为 37.01% (YoY-1.14pct，QoQ-0.43pct)。

Nor Flash 率先实现 45nm 节点大规模量产，利基 DRAM DDR4 占比提升。1H25 公司存储芯片营收 28.45 亿元 (占 69%，YoY+9.2%)，其中在消费国补及第二季度消费旺季等因素叠加手机屏幕、AI PC 及服务器容量升级推动下 Flash 稳步增长；公司率先实现了 45nm 节点 SPI NOR Flash 大规模量产，目前 SPI NOR Flash 车规级产品 2Mb-2Gb 容量已铺齐。利基型 DRAM 随海外大厂退出，伴随下游需求提升，整体呈现量价齐升趋势，毛利率环比改善明显。其中 DDR4 占比增加，新产品 DDR4 8Gb 在 TV、工业等领域导入且收入贡献快速提升；控股子公司青稞科技定制化存储方案持续推进。

MCU 同比增长 19%，中高端产品持续布局。1H25 公司 MCU 营收 9.59 亿元 (占 23.1%，YoY+19.1%)；其中消费及工业为主要营收来源，网通营收同比大幅增长，消费和汽车领域同比较快增长，工业平稳。此外，公司围绕 AI 产品布局，光模块实现良好增长，机器人及服务器电源领域稳步推进，GD32A7 系列高性能汽车 MCU 加速渗透。目前公司已成功量产 64 个系列、超 700 款 MCU。

传感器保持平稳，模拟芯片快速拓展。1H25 公司传感器营收 1.93 亿元 (占 4.65%，YoY+0.53%) 保持平稳；指纹识别产品为多款旗舰、高、中阶智能手机商用前置/后置/侧边电容和光学方案的主流供应商之一，触控产品涵盖手机、平板及智能家居等人机交互领域。公司高精度气压传感器为手机、穿戴、IoT 等领域提供解决方案。此外，模拟产品 1H25 营收 1.52 亿元 (占 3.67%)，GD30 系列模拟芯片已超 700 款，模拟芯片与 GD32 MCU 配对已整合于多个解决方案平台，子公司苏州赛芯模拟芯片客户顺利拓展。

投资建议：我们看好公司构建的存储/MCU/传感器+模拟全面解决方案的多维增长空间，根据 1H25 情况略调整费用率，预计 25-27 公司归母净利润 15.25/20.05/25.08 亿元 (前值 25-27 年 15.73/20.49/24.6 亿元)，当前股价对应 PE 倍数为 69/53/42 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：下游需求不及预期；新产品开发不及预期；国际关系恶化等。

证券分析师： 胡剑 (S0980521080001)、胡慧 (S0980521080002)、叶子 (S0980522100003)、张大为 (S0980524100002)、詹浏洋 (S0980524060001)、李书颖 (S0980524090005)、连欣然

(S0980525080004)

◆ 德明利(001309.SZ) 财报点评:2Q25 收入同环比增超 100%，嵌入式与固态硬盘加速放量

公司 2Q25 收入同环比增长超 100%，客户与产品数量持续增长。公司以存储颗粒为原材料进行存储模组开发，产品包括嵌入式存储、固态硬盘、移动存储及内存条等。1H25 存储行业在原厂产能调控及需求复苏驱动下逐季上行，公司通过嵌入式、企业级客户拓展，1H25 实现营收 41.09 亿元 (YoY+88.83%)。其中 2Q25 随客户陆续放量，单季度实现营收 28.57 亿元 (YoY+109.27%，QoQ+128.19%)，盈利能力已现改善趋势，25Q2 归母净利润为-0.49 亿元，环比一季度减亏 29.28%；短期受成本影响 1H25 毛利率为 5.03% (YoY-23.98pct)，预计随终端存储产品价格修复，毛利率有望逐步改善。

1H25 嵌入式产品营收同比增长 290.1%，客户数量加速增长。1H25 嵌入式存储实现营收 17.00 亿元 (YoY+290.10%)，营收占比提升至 41.37%；公司已经布局车规、工规、商规应用，公司 eMMC 产品已通过主流 5G 平台认证，LPDDR4X 已实现批量出货，LPDDR5/5X 正加快验证；针对高速、大容量的应用包含端侧 AI 应用场景，公司推出了多款 LPDDR、UFS 产品，客户数量持续增加。

1H25 固态硬盘营收同比增长 64.6%，内存条开始起量。1H25 固态硬盘实现营收 15.34 亿元 (YoY+64.62%)，营收占比约 37%。公司已成功进入多家知名厂商供应链，部分客户已经实现批量出货，在工规级应用端构建了主流接口及多元形态的全场景布局，产品实现全容量段覆盖。企业级存储解决方案已推出，并进入头部云服务商供应链。内存条业务起量，1H25 实现营收 3.38 亿元，占 8.22%，企业级 RDIMM 目前已成功导入核心客户体系。

自研主控顺利推进，形成“主控芯片+固件算法+场景适配”定制能力。目前搭载公司自研采用 RISC-V 指令集的 SATA SSD 主控芯片已完成产品与客户导入工作，并实现批量销售；基于 40nm 工艺的新一代 SD6.0 存储卡主控芯片成功量产，进入送样验证阶段。此外，目前公司正在推进三颗主控芯片立项研发以满足客户的定制化需求。

投资建议：考虑公司上半年收入规模增长及费用投入高于预期，结合公司 1H25 情况，略调整公司收入及费用率，预计 25-27 年归母净利润为 3.61/5.10/10.17 亿元 (前值 25-26 年 3.61/4.93/7.32 亿元)，对应 25-27 年 PE 分别为 56/37/24 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：消费电子及服务器需求不及预期，产能提升不及预期。

证券分析师： 胡剑 (S0980521080001)、胡慧 (S0980521080002)、叶子 (S0980522100003)、张大为 (S0980524100002)、詹浏洋 (S0980524060001)、李书颖 (S0980524090005)、连欣然 (S0980525080004)

◆ 卓胜微(300782.SZ) 财报点评:短期盈利能力承压，L-PAMiD 产品进入量产交付阶段

2Q25 收入环比增长 25%，盈利能力承压。公司 2025 上半年实现收入 17.04 亿元 (YoY -25.42%)，归母净利润-1.47 亿元 (YoY -141.59%)，扣非归母净利润-1.51 亿元 (YoY -142.77%)，受芯卓固定资产转固及市场竞争影响，毛利率下降 13.4pct 至 28.75%，研发费用同比减少 17.5%至 4.07 亿元，研发费率同比提高 2.3pct 至 23.86%。其中 2Q25 营收 9.48 亿元 (YoY -13.43%，QoQ +25.43%)，归母净利润-1.01 亿元 (YoY -164%，QoQ -116%)，毛利率 26.95% (YoY -14.4pct，QoQ -4.1pct)。

两大产品线均收入同比减少，毛利率同比下降。分产品线来看，2025 上半年公司射频分立器件收入 8.99 亿元 (YoY -29.01%)，占比 53%，毛利率同比下降 15.0pct 至 28.25%；射频模组收入 7.56 亿元 (YoY -21.79%)，占比 44%，毛利率同比下降 12.0pct 至 28.74%。

降本拐点陆续出现，预计毛利率将企稳回升。2024 年下半年，芯卓产能爬坡初期产能利用率不足导致单片实际成本异常，该部分成本较高的晶圆经后道加工成产品在上半年销售给客户，对上半年毛利率和盈利能力影响较大。目前 12 英寸线已步入稳定生产阶段，目前产能规模基本达成 5000 片/月。随着芯卓产品持续上量，产线运转效率提升，降本拐点等迹象陆续出现，预计后期相关产品毛利将企稳回升。

L-PAMiD 产品进入量产交付阶段，WiFi7 模组产品规模化量产出货。公司 L-PAMiD 产品系列是目前业界首次实现全国产供应链的系列产品，集成公司 6 英寸滤波器晶圆生产线自产 MAX-SAW 滤波器，产品已成

功通过部分主流客户的产品验证，进入量产交付阶段。公司针对 L-PAMiD 产品的研发覆盖全频段，将逐步丰富产品型号，持续布局高价值化的产品矩阵，形成产品战略闭环。在 WiFi 无线连接领域，公司 WiFi7 模组产品已实现规模化量产并保持稳定出货态势。同时，公司积极打造基于短距通信感知一体的 SoC 芯片技术体系，在未来力争拓展到 IoT、智能家居、健康监测、汽车电子等应用场景。

投资建议：射频前端产品平台型企业，维持“优于大市”评级

由于下游需求复苏较弱，及产能爬坡初期产品成本较高拉低毛利率，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润至 4.44/7.49/9.55 亿元（前值为 7.09/10.48/12.76 亿元），对应 2025 年 8 月 26 日股价的 PE 分别为 102/60/47x。公司已形成射频前端产品平台，维持“优于大市”评级。

风险提示：需求不及预期，竞争加剧的风险，产能利用率不及预期。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、叶子（S0980522100003）、张大为（S0980524100002）、詹浏洋（S0980524060001）、李书颖（S0980524090005）、连欣然（S0980525080004）

◆ 天德钰(688252.SH) 财报点评:二季度收入创季度新高，积极拓展工控与零售市场

2025 上半年收入同比增长 43%，归母净利润同比增长 51%。公司 2025 上半年实现收入 12.08 亿元 (YoY +43.35%)，归母净利润 1.52 亿元 (YoY +50.89%)，扣非归母净利润 1.46 亿元 (YoY +73.56%)，毛利率同比提高 3.7pct 至 24.41%，研发费用同比增长 25.8%至 0.99 亿元，研发费率同比下降 1.1pct 至 8.20%。其中 2025 实现收入 6.54 亿元 (YoY +31.43%，QoQ +17.97%)，创季度新高，归母净利润 0.82 亿元 (YoY +19.50%，QoQ +15.93%)，扣非归母净利润 0.79 亿元 (YoY +32.03%，QoQ +19.37%)，毛利率为 24.36% (YoY +2.9pct，QoQ -0.1pct)。

泛消费电子领域带屏化，增加显示驱动产品应用场景。公司产品线包括显示驱动芯片、摄像头音圈马达驱动芯片、快充协议芯片和电子价签四大产品线，各产品线终端客户有着较高的一致性，公司通过各产品线协同发展，为客户提供整体的解决方案。显示驱动芯片方面，上半年穿戴和平板类产品对公司的营收增长贡献较大，同时工控类产品也在持续增长，泛消费电子领域呈现明显的“带屏化”，将为公司显示驱动产品开辟多元的应用场景。公司电子价签产品线整体布局较早，产品品类较多，新产品迭代速度较快，同时受市场需求旺盛以及客户提前拉货的影响，上半年电子价签营收增长也较快。

客户资源优质，积极拓展工控与零售应用市场。公司已累积丰富的国内外终端客户资源，产品广泛应用于三星、VIVO、OPPO、荣耀等手机品牌，亚马逊、谷歌、百度、小米等平板、智能音箱客户，360、Tik Tok 等智能穿戴客户。除消费性电子外，公司也积极拓展工控与零售应用市场。在工控领域，产品已导入三星家电、海信家电、GoPro、新大陆、联迪 POS 机、海康监控器及中控仪表台等设备。在智慧零售方面，公司 ESL（电子货架标签）芯片已被全球多家零售巨头采用，涵盖国际客户如家乐福、麦德龙、欧洲的 Auchan、Aldi、Ahold、美国 Lowe's、英国 Tesco、西班牙 BonPreu 等；国内则包括华润万家、多点集团、永辉超市、盒马、山姆会员店等。

投资建议：新产品放量，维持“优于大市”评级

由于公司新产品放量顺利，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润至 3.57/4.24/4.96 亿元（前值为 3.32/4.10/4.87 亿元），对应 2025 年 8 月 26 日股价的 PE 分别为 33/27/24x，维持“优于大市”评级。

风险提示：需求不及预期，产品研发不及预期，客户导入不及预期。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、叶子（S0980522100003）、张大为（S0980524100002）、詹浏洋（S0980524060001）、李书颖（S0980524090005）、连欣然（S0980525080004）

金融工程

◆ 金融工程日报:A 股冲高回落，两市成交额再度放大至 3.2 万亿

市场表现：今日(20250827) 大部分指数处于下跌状态，规模指数中中证 500 指数表现较好，板块指数中科创 50 指数表现较好，风格指数中中证 500 成长指数表现较好。通信、电子、有色金属、计算机、

农林牧渔行业表现较好，房地产、综合金融、纺织服装、综合、医药行业表现较差。光模块（CP0）、稀土、光通信、稀土永磁、ETC 等概念表现较好，毫米波、稳定币、猴痘、数字货币、多肽药等概念表现较差。

市场情绪：今日收盘时有 50 只股票涨停，有 16 只股票跌停。昨日涨停股票今日收盘收益为 0.03%，昨日跌停股票今日收盘收益为-2.30%。今日封板率 44%，较前日下降 29%，连板率 15%，较前日下降 9%，封板率创近一个月新低。

市场资金流向：截至 20250826 两融余额为 22076 亿元，其中融资余额 21922 亿元，融券余额 155 亿元。两融余额占流通市值比重为 2.3%，两融交易占市场成交额比重为 11.2%。

折溢价：20250826 当日 ETF 溢价较多的是深证 100ETF 大成，ETF 折价较多的是中证 2000 增强 ETF。近半年以来大宗交易日均成交金额达到 14 亿元，20250826 当日大宗交易成交金额为 54 亿元，创近半年来新高，近半年以来平均折价率 5.91%，当日折价率为 1.10%。近一年以来上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 股指期货主力合约的年化贴水率中位数分别为 0.28%、2.22%、9.24%、11.34%，当日上证 50 股指期货主力合约年化升水率为 0.92%，处于近一年来 66%分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率为 0.71%，处于近一年来 65%分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 5.31%，处于近一年来 71%分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 9.88%，处于近一年来 57%分位点。

机构关注与龙虎榜：近一周内调研机构较多的股票是德赛西威、银轮股份、鱼跃医疗、纳科诺尔、良信股份、联赢激光、润丰股份、晶盛机电等，德赛西威被 232 家机构调研。20250827 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入前十的股票是步步高、御银股份、天融信、东田微、南新制药、立方制药、利尔达、博纳影业、隆扬电子、*ST 聆达等，机构专用席位净流出前十的股票是万通发展、中电鑫龙、悦康药业、川润股份、日丰股份、挖金客、宏景科技、日上集团、豪尔赛、豪恩汽电等。陆股通净流入前十的股票是岩山科技、吉视传媒、宏景科技、科大智能、乐鑫科技、步步高、悦康药业、豪恩汽电、隆扬电子、翔港科技、傲农生物等，陆股通净流出前十的股票是华胜天成、麦格米特、博纳影业、三维股份、启明信息、天融信、万通发展、深深房 A、森特股份等。

风险提示：市场环境变动风险；本报告基于历史客观数据统计，不构成投资建议。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）

联系人： 李子靖

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	780.46	0.18	ICE 布伦特原油	67.22	-2.29
白银	9313.00	-0.21	铜	79340.00	-0.13
铝	20855.00	0.50	铅	16890.00	-0.02
豆一	4086.00	-0.24	锌	22335.00	0.15
豆粕	3005.00	-1.34	镍	121550.00	1.13
玉米	2213.00	0.31	锡	270810.00	0.54
螺纹钢	3082.00	-0.54	SR509	5647.00	-0.86

本月国内重要信息披露

公布日期	项目	本期数据	上期数据	上年同期数据	发布主体
2024/11/30	11月PPI (%)	-2.9	-3.3	-3.4	PPI
2024/11/30	11月CPI (%)	99.4	99.9	100.2	国家统计局
2024/11/30	11月狭义货币(M1)同比 (%)	-0.0	-0.02	0.01	中国人民银行
2024/11/30	11月狭义货币(M2)同比 (%)	0.07	0.07	0.1	中国人民银行
2024/11/30	11月新增人民币贷款(亿元)	5216.0	2965.0	11120.0	中国人民银行
2024/11/30	11月贸易顺差总额(亿美元)	97443.13	95715.17	69334.24	国家商务部
2024/11/30	11月固定资产投资累计同比 (%)	0.03	0.01	0.02	国家统计局
2024/11/30	11月工业增加值 (%)	0.05	0.05	0.06	国家信息中心
2024/11/30	11月社会消费品零售总额_同比 (%)	0.03	0.03	0.02	国家统计局

近期非流通股解禁明细

代码	简称	本次解禁数量(万股)	流通股股本(万股)	流通股增加%	上市日期
002736.SZ	国信证券	47358.75	961242.93	100.00	2025-08-14
600369.SH	西南证券	33000.00	664510.91	100.00	2025-07-22
600490.SH	鹏欣资源	22026.56	221288.70	100.00	2025-06-12
600967.SH	内蒙一机	412.50	170338.18	82.58	2025-06-03
601226.SH	华电重工	408.34	116701.00	100.00	2025-06-02
002142.SZ	宁波银行	7581.90	659965.10	95.06	2025-05-16
688232.SH	新点软件	15651.92	33000.00	100.00	2025-05-16
301093.SZ	华兰股份	3782.78	13466.66	100.00	2025-04-30
688257.SH	新锐股份	2460.70	9280.00	100.00	2025-04-28
688553.SH	汇宇制药-W	11406.67	42360.00	100.00	2025-04-28
301088.SZ	戎美股份	16800.00	22800.00	100.00	2025-04-28
301091.SZ	深城交	8400.00	16000.00	100.00	2025-04-28
688211.SH	中科微至	6660.00	13160.86	100.00	2025-04-28
688739.SH	成大生物	22766.37	41645.00	100.00	2025-04-28
688255.SH	凯尔达	2837.71	7841.46	100.00	2025-04-25
600926.SH	杭州银行	50408.30	586039.74	87.83	2025-04-24
301087.SZ	可孚医疗	8676.57	16000.00	100.00	2025-04-24

601009.SH	南京银行	113110.82	1000701.69	100.00	2025-04-23
688737.SH	中自科技	3197.51	8603.49	100.00	2025-04-22
301086.SZ	鸿富瀚	3833.55	6000.00	100.00	2025-04-21
001218.SZ	丽臣实业	3072.00	8999.55	100.00	2025-04-14
301077.SZ	星华反光	3856.49	6000.00	100.00	2025-03-31
301061.SZ	匠心家居	6000.00	8000.00	100.00	2025-03-13
000625.SZ	长安汽车	2590.64	632214.29	45.92	2025-03-05
300844.SZ	山水比德	2525.00	4040.00	100.00	2025-02-13
301024.SZ	霍普股份	2880.00	4239.00	100.00	2025-01-28
601921.SH	浙版传媒	180000.02	222222.22	100.00	2025-01-23
001209.SZ	洪兴股份	6497.49	9394.48	100.00	2025-01-22
002059.SZ	云南旅游	6857.37	101243.48	100.00	2025-01-16
002187.SZ	广百股份	18692.79	61761.91	100.00	2025-01-06
605287.SH	德才股份	2865.13	10000.00	100.00	2025-01-06
600679.SH	上海凤凰	550.77	34369.42	100.00	2024-12-23
688032.SH	不适用	1985.72	4000.00	100.00	2024-12-20
301096.SZ	不适用	3960.00	10816.66	100.00	2024-12-20
000546.SZ	金圆股份	6613.75	78048.26	99.54	2024-12-20
600859.SH	王府井	4147.65	113273.80	99.75	2024-12-17
301100.SZ	不适用	15000.00	20000.00	100.00	2024-12-17
000737.SZ	南风化工	104599.31	169128.73	100.00	2024-12-16
301177.SZ	不适用	36000.00	40001.00	100.00	2024-12-16
000401.SZ	冀东水泥	106598.80	247935.72	99.97	2024-12-16

全球证券市场统计

股票市场指数

简称	最新收盘价	1日涨跌幅(%)	1周涨跌幅(%)	1个月涨跌幅(%)	3个月涨跌幅(%)	12个月涨跌幅(%)	30天波动率(%)
道琼斯工业平均指数	45565.23	0.324004	60.95	60.95	60.95	60.95	40.62
德国 DAX 指数	24046.21	-0.441604	88.79	-0.70	-0.74	28.71	54.03
法 CAC40 指数	7743.93	0.442553	-2.87	-1.15	-1.05	2.35	47.39
恒生指数	25201.76	-1.266057	0.14	-0.73	7.78	40.99	65.06
沪深 300 指数	4386.12	-1.492700	2.68	6.27	14.23	32.69	60.38
美国 SP500 指数	6481.40	0.239099	1.33	1.45	9.45	15.20	48.13
纳斯达克综合指数	21590.14	0.212910	1.97	2.28	12.45	21.60	50.78
日经 225 指数	42520.27	0.296902	-0.85	2.56	12.71	11.05	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流入资金(RMB, 万元)	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流出资金(RMB, 万元)
1	601138.SH	工业富联	45.7200	0.5277	无数据	601138.SH	工业富联	45.7200	0.5277	无数据
2	603259.SH	药明康德	95.4000	-1.4463	无数据	603259.SH	药明康德	95.4000	-1.4463	无数据
3	300803.SZ	指南针	151.7800	-4.2881	无数据	002371.SZ	北方华创	373.5000	-2.4804	无数据
4	002371.SZ	北方华创	373.5000	-2.4804	无数据	601318.SH	中国平安	58.6900	-3.0238	无数据
5	601318.SH	中国平安	58.6900	-3.0238	无数据	601899.SH	紫金矿业	22.5300	0.6253	无数据
6	601899.SH	紫金矿业	22.5300	0.6253	无数据	603986.SH	兆易创新	158.6300	2.7396	无数据
7	603986.SH	兆易创新	158.6300	2.7396	无数据	300502.SZ	新易盛	308.3300	9.3214	无数据

8	300502.SZ	新易盛	308.3300	9.3214	无数据	600519.SH	贵州茅台	1448.0000	-2.2685	无数据
9	600519.SH	贵州茅台	1448.0000	-2.2685	无数据	300476.SZ	胜宏科技	216.5700	-1.9602	无数据
10	300476.SZ	胜宏科技	216.5700	-1.9602	无数据	300308.SZ	中际旭创	325.1000	3.5350	无数据

港股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流入资金 (HKD, 万元)	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流出资金 (HKD, 万元)
1	0020.HK	商汤-W	2.0800	0.08900524	153631.17	0981.HK	中芯国际	56.2500	0.00088968	640673.61
2	1347.HK	华虹半导体	52.7500	-0.00845865	194039.43	0700.HK	腾讯控股	599.0000	-0.01722724	311461.05
3	9926.HK	康方生物	157.0000	-0.07100592	238592.78	9988.HK	阿里巴巴-W	121.5000	0.00164880	282778.70
4	1810.HK	小米集团-W	53.2000	-0.00560748	240441.99	1810.HK	小米集团-W	53.2000	-0.00560748	270171.79
5	3690.HK	美团-W	116.3000	-0.03083333	308560.23	9926.HK	康方生物	157.0000	-0.07100592	181230.04
6	2828.HK	恒生中国企业	无数据	无数据	312476.00	0020.HK	商汤-W	2.0800	0.08900524	162214.11
7	0700.HK	腾讯控股	599.0000	-0.01722724	315518.72	1347.HK	华虹半导体	52.7500	-0.00845865	158174.60
8	9988.HK	阿里巴巴-W	121.5000	0.00164880	500528.93	3690.HK	美团-W	116.3000	-0.03083333	130251.37
9	2800.HK	盈富基金	无数据	无数据	560535.59	2828.HK	恒生中国企业	无数据	无数据	8153.80
10	0981.HK	中芯国际	56.2500	0.00088968	574807.85	2800.HK	盈富基金	无数据	无数据	5537.02

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032