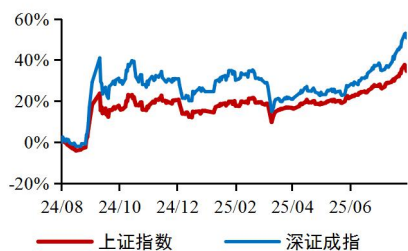


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 8 月 28 日 星期四

市场走势



资料来源：最闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,800.35	-1.76
深证成指	12,295.07	-1.43
沪深 300	4,386.13	-1.49
中小板指	7,581.82	-1.52
创业板指	2,723.20	-0.69
科创 50	1,272.56	0.13

资料来源：最闻

分析师：

李明阳

执业登记编码：S0760525050002

邮箱：limingyang@sxzq.com

【今日要点】

➤ 【行业评论】计算机：“人工智能+”意见正式发布，AI 产业发展再次提速

【行业评论】化学原料：新材料周报（250818-0822）-算力需求驱动 AI 服务器加速发展，关注高频高速覆铜板材料机遇

【公司评论】立方制药(003020.SZ)：立方制药（003020）中报点评-哌甲酯三层芯片即将上市，研发投入大增

【公司评论】润丰股份(301035.SZ)：润丰股份-经营业绩大幅提升，全球化运营驱动增长

【山证新材料】时代新材 2025 中报点评-多产品突破新材料成重要增长极，海内外双驱动风电业绩稳步提高

【山证军工】光启技术（002625.SZ）2025 年中报点评-超材料业务持续快速增长，生产基地建设稳步推进

【山证机械】常润股份（603201.SH）-25Q2 利润率显著提升，拓品类、强海外贡献增长动能

【公司评论】长城证券(002939.SZ)：长城证券 2025 半年报点评：-业绩全面改善，投资业务释放动能

【公司评论】宝丰能源(600989.SH)：宝丰能源-内蒙烯烃项目贡献增量，在建和储备项目积极推进

【山证通信】华工科技（000988.SZ）：光模块增速靓丽，盈利能力或进一步改善

【今日要点】

【行业评论】计算机：“人工智能+”意见正式发布，AI 产业发展再次提速

方闻千 fangwenqian@szxq.com

【投资要点】

➤ 事件描述：

- 8月26日，国务院印发《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》，明确提出三阶段总体目标：到2027年，实现AI与6大重点领域深度融合，新一代智能终端、智能体等应用普及率超70%；到2030年，新一代智能终端、智能体等应用普及率超90%，智能经济成为重要增长极；到2035年，我国全面步入智能经济和智能社会发展新阶段。

➤ 事件点评：

- 《意见》在强调AI应用场景化落地的同时兼顾模型、数据、算力等环节。具体而言，《意见》提出加快实施6大重点行动，涉及“人工智能+”科学技术、“人工智能+”产业发展、“人工智能+”消费提质等，为AI在多个场景落地提供政策引导，其中，在“人工智能+”产业发展领域，《意见》专门针对工业和农业场景的智能化转型和升级提供政策指导，包括发展智能制造装备、推进工业供应链智能协同、发展智能农机等智能装备、强化农机农具智能化管理等；在“人工智能+”民生福祉领域，《意见》聚焦AI在教育全过程、辅助诊疗、健康管理、医保服务等场景的应用。与此同时，《意见》明确提出强化8项基础支撑能力，包括模型基础能力、数据供给能力、智能算力统筹、开源生态等。
- 作为AI发展的顶层框架，《意见》将驱动国内AI产业发展提速。此次《意见》的发布，是我国在人工智能领域的重大战略布局，在顶层设计上明确AI产业整体发展目标。《意见》落地后，未来有望推出配套政策及财政补贴方案，并明确要求政府和国企发挥示范作用，通过开放场景等支持技术落地，带动AI应用在政务、金融、能源、工业制造等行业加速渗透，进而大幅提升政企AI相关预算。当前国内AI产业正迎来快速发展，Kimi K2、GLM-4.5，Deepseek-V3.1等国产大模型性能持续提升，整体性能已逼近全球第一梯队，同时国产高端算力正实现突破，有望进一步推动应用侧繁荣。
- 投资建议：“人工智能+”行动意见从顶层定调推动AI应用落地，并首次提出量化目标，同时兼顾模型、算力等环节，将推动国内AI产业加速发展。重点关注：1) AI应用：金山办公、金蝶国际、新致软件、科大讯飞、中望软件、索辰科技、鼎捷数智、汉得信息、能科科技、托普云农、润达医疗、卫宁健康、万兴科技、美图等；2) AI算力：海光信息、寒武纪、浪潮信息、深信服、协创数据、华勤技术等；3) 数据标注：海天瑞声、深桑达A等。
- 风险提示：政策落地不及预期，配套政策跟进缓慢的风险，AI技术发展不及预期，市场竞争加剧风险。

【行业评论】化学原料：新材料周报（250818-0822）-算力需求驱动 AI 服务器加速发展，关注高频高速覆铜板材料机遇

冀泳洁 0351-8686985 jiyongjie@sxzq.com

【投资要点】

➤ 二级市场表现

➤ **市场与板块表现：**本周新材料板块上涨。新材料指数涨幅为 3.69%，跑输创业板指 2.17%。近五个交易日，合成生物指数上涨 3.77%，半导体材料上涨 8.99%，电子化学品上涨 8.84%，可降解塑料上涨 5.95%，工业气体上涨 4.48%，电池化学品上涨 5.15%。

➤ 产业链周度价格跟踪（括号为周环比变化）

➤ **氨基酸：**缬氨酸(13100 元/吨，-2.60%)、精氨酸(23200 元/吨，-0.22%)、色氨酸(42500 元/吨，-2.30%)、蛋氨酸(22250 元/吨，-0.22%)

➤ **可降解材料：**PLA(FY201 注塑级)(17800 元/吨，不变)、PLA(REVODE 201 吹膜级)(17200 元/吨，不变)、PBS(17800 元/吨，不变)、PBAT(9850 元/吨，不变)

➤ **维生素：**维生素 A(64000 元/吨，不变)、维生素 E(67500 元/吨，不变)、维生素 D3(225000 元/吨，不变)、泛酸钙(40500 元/吨，不变)、肌醇(26000 元/吨，不变)

➤ **工业气体及湿电子化学品：**UPSSS 级氢氟酸(11000 元/吨，不变)、EL 级氢氟酸(5300 元/吨，不变)

➤ **塑料及纤维：**碳纤维(83750 元/吨，不变)、涤纶工业丝(8500 元/吨，-1.73%)、涤纶帘子布 7 月出口均价为(16353 元/吨，-0.61%)、芳纶(10.27 万元/吨，17.62%)、氨纶(27000 元/吨，不变)、PA66(15500 元/吨，不变)、癸二酸 7 月出口均价为 28797 元/吨，较上月上涨 1.78%。

➤ 投资建议

➤ **算力需求驱动 AI 服务器加速发展，关注高频高速覆铜板领域材料机遇。**随着人工智能及大模型技术快速普及应用，算力需求急剧上升，AI 服务器市场呈现出快速增长的态势。根据 IDC 数据显示，2024 年全球人工智能服务器市场规模为 1251 亿美元，2025 年将增至 1587 亿美元，2028 年有望达到 2227 亿美元。其中，2024 年中国人工智能算力市场规模达到 190 亿美元，同比增 86.9%，预计 2025 年将达到 259 亿美元，同比增 36.2%。相比于传统服务器，AI 服务器在信号传输速率、数据传输损耗、布线密度等方面要求不断提高，需要具备更低的介电常数和介质损失因子，推动覆铜板向高频高速方向持续升级迭代，PPO 树脂、碳氢树脂、low-dk 电子布等高频高速覆铜板核心原材料需求有望快速提升。建议关注【圣泉集团】、【东材科技】、【中材科技】。

➤ 风险提示

- 原材料价格大幅波动的风险；政策风险；技术发展不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

【公司评论】立方制药(003020.SZ)：立方制药（003020）中报点评-哌甲酯三层芯片即将上市，研发投入大增

魏贇 weiyun@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 公司 2025H1 实现营业收入 7.32 亿元，同比下降 4.80%。其中医药工业收入 66751.89 万元，同比下降 4.74%，医药零售 5644.77 万元，同比基本持平。本期公司实现归母净利润 9022.71 万元，同比增长 16.53%，扣非归母净利润 6622.09 万元，同比下降 9.68%，实现每股收益 0.47 元。公司转让迈诺威公司 2.2184%的股权，上半年总共获得投资收益 2612.36 万元。公司上半年研发投入 5875.26 万元，同比增长 49.22%。

➤ 事件点评

- 上半年公司主要工业产品销量稳步增长，硝苯地平控释片、葛酮通络胶囊等增长明显。2024 年盐酸羟考酮缓释片上市首个完整年度即实现销售额超 1 亿元，今年上半年仍然维持较好的纯销增长。硝苯地平控释片在标内市场稳定供应的基础上，持续拓展标外市场，上半年增长明显。新品种帕利哌酮缓释片获批，眼科品种盐酸丙美卡因滴眼液、马来酸噻吗洛尔滴眼液获批上市。盐酸哌甲酯缓释片作为国内首仿获批，近期有望开始发货。目前我国儿童和青少年 ADHD 患病率约 6.4%，对应人群数量约 2000 万，就诊率约 10%。目前同类三层芯控释片制剂国内仅原研专注达上市，但供应不稳定。专注达日均费用约 20 元，据此计算，市场空间巨大。从运营质量上看，公司上半年经营情况良好。非洛地平缓释片在 2023 年第八批集采未能中标后，去年上半年 OTC 渠道仍有一定销售，去年下半年开始，该品种的影响进一步出清。
- 以渗透泵控释技术为核心，公司产业化优势明显，是国内为数不多的第一类精神药品和麻醉药品定点生产企业。公司以渗透泵控释技术为代表的缓控释制剂技术为核心，建立了由配方技术、制剂评价技术、制剂工程化技术与关键设备技术四大部分组成的渗透泵控释技术平台，并不断提升渗透泵制剂产品开发与产业化能力，形成公司在缓控释制剂技术产业化方面的特色优势。已经上市缓控释制剂产品包括盐酸羟考酮缓释片（10mg、40mg）、盐酸哌甲酯缓释片、硝苯地平控释片、甲磺酸多沙唑嗪缓释片、帕利哌酮缓释片、非洛地平缓释片、盐酸曲美他嗪缓释片、盐酸文拉法辛缓释片等。同时，公司拥有益气 and 胃胶囊、葛酮通络胶囊、虎地肠溶胶囊、坤宁颗粒、丹皮酚软膏、克座隐酮凝胶、金珍滴眼液等中药特色品种。公司是国内为数不多的第一类精神药品和麻醉药品定点生产企业，另有部分麻醉药品立项获批，并开展前期研究工作。通过并购诺瑞特，充分运用其长效注射纳米晶技术的研发积累，公司也在积极培育创新药。

➤ 投资建议

- 预计公司 2025~2027 年公司营收分别为 17.96 亿元、22.39 亿元、27.66 亿元，归母净利润分别为 1.98 亿元、2.57 亿元、3.41 亿元，EPS 分别为 1.04、1.35、1.79 元，对应 PE 分别为 34.5、26.6、20.0 倍。公司羟考酮和哌甲酯竞争格局好，政策壁垒和技术壁垒高，新产品已经开始立项研发，心脑血管仿制药品种保持稳健增长，我们看好公司未来的发展，维持评级“买入-B”。

➤ 风险提示

- 包括但不限于：药品降价的风险；研发失败的风险；销售不及预期的风险；行业政策变化的风险等。

【公司评论】润丰股份(301035.SZ)：润丰股份-经营业绩大幅提升，全球化运营驱动增长

李旋坤 lixuankun@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 事件：8 月 22 日，公司发布《2025 半年度业绩报告》，2025H1，实现营业收入 65.3 亿元，同比+14.9%，实现归母净利润 5.6 亿元，同比+205.6%，扣非归母净利润 5.5 亿元，同比+211.8%。其中，2025Q2 实现营业收入 38.4 亿元，同环比分别+28.6%/+43.1%，实现归母净利润 3.0 亿元，同环比分别+932.3%/+16.4%，扣非归母净利润为 2.9 亿元，同环比分别+1094.4%/+14.9%。

➤ 事件点评

- 营收规模双位数增长，盈利水平提升。2025H1，公司除草剂、杀虫剂、杀菌剂三大产品收入分别 47.1/10.6/6.8 亿元，同比分别增长 10.8%/34.1%/16.4%，毛利率分别为 19.3%/28.2%/24.6%，同比分别提升 0.9/1.1/2.4pct。盈利能力更强的杀虫剂、杀菌剂产品收入增速更快，占比由 2024H1 的 24.2%提升至 26.6%。整体毛利率和净利率分别为 21.4%/9.6%，同比分别提升 1.2/5.8pct，主要系市场需求将持续回暖，终端市场价格逐步恢复正常理性，公司高毛利业务如 TO C 业务、杀虫杀菌剂收入占比提升，以及公司经营战略成效。
- 四个增长方向均顺利推进，无惧行业景气底部。全球作物保护品行业整体上依旧是供大于需，市场竞争激烈，根据 2025 年 6 月 29 日中农立华原药价格指数 75.18 点，同比 2024 年下跌 1.27%。海外市场库存水平持续低位，全球市场对于作物保护品的需求恢复正常且偏旺。公司战略规划明确的四个增长方向均推进顺利，经营质量持续改善：1) TO C 业务营收占比由 2024 年上半年的 37.52% 上升到 40.14%，毛利率由 2024 年上半年的 29.21% 上升到 30.21%；2) 欧盟、北美业务营收占比由 2024 年上半年的 11.42% 上升到 14.08%；3) 杀虫杀菌剂业务营收占比由 2024 年上半年的 24.15% 上升到 26.59%；4) 新增在非洲、亚洲、美洲区域等更多国家的 Rainbow Bio 业务，生物制剂板块的业务进一步拓展。
- 全球化运营驱动增长，构建登记能力核心壁垒。全球不同区域作物保护品市场发展不均衡，新兴市场

成长快速，尤其是拉美区域非洲区域。公司以九大流程为基础，结合 SAP、CRM、BI 等 IT 系统，计划在 2029 年前实现全球覆盖，提升运营效率和响应速度，构建全球化运营管理体系。另外，全球不同国家对于作物保护品的管理法规和政策调整频繁且日趋严格。公司前瞻性的产品规划和持续加码投资全球登记为公司未来的发展奠定了良好的基础。上半年新增登记 600 余项，累计登记超过 8400 项。

➤ **投资建议**

➤ **预计公司 2025-2027 年净利润分别为 12.8/ 15.1/ 18.9 亿元，对应 PE 分别为 16/ 14/ 11 倍。**公司全球化运营驱动增长，构建登记能力核心壁垒，首次覆盖，给予“买入-B”评级。

➤ **风险提示**

- **主要农药进口国政策变化风险：**公司产品主要面向国际市场进行销售，全球主要农药进口国对于农药产品的进口和使用可能会采取越来越严格的管制措施，包括提高产品登记标准、限制进口高毒、高残留农药品种等。
- **汇率变动风险：**公司产品外销收入占相应期间主营业务收入的较大比例，产品外销货款大都以美元进行计价和结算，因此汇率的变动将会通过改变公司产品价格而对公司盈利造成一定影响。
- **原材料价格波动风险：**公司产品包括农药原药及制剂，以制剂为主，主营业务成本中原材料占比较高，可能存在原材料供应不足或价格发生较大波动的风险，对于公司的订单交付、经营业绩带来不利影响。
- **环境保护及安全生产相关风险：**公司属于化学农药制造行业，生产经营过程中会产生废水、废气及废渣，环保要求较高。随着国家可持续发展战略的推进，环保政策日益严格，公司面临环境保护风险。公司部分原材料、半成品和产成品为易燃、易爆、腐蚀性或有毒物质，生产过程中涉及高温、高压等工艺，对设备安全性及人工操作适当性要求较高，存在因设备及工艺不完善、物品保管及操作不当等原因造成意外安全事故的风险。

【山证新材料】时代新材 2025 中报点评-多产品突破新材料成重要增长极，海内外双驱动风电业绩稳步提高

冀泳洁 0351-8686985 jiyongjie@sxzq.com

【投资要点】

➤ **事件描述**

➤ **公司发布 2025 年半年报。**2025 年上半年营业收入 92.56 亿元，同比增长 6.87%；实现归母净利润 3.03 亿元，同比增长 36.66%。第二季度公司实现营收 50.98 亿元，同比增长 14.41%，环比增长 22.59%；实现归母净利润 1.52 亿元，同比增长 48.86%，环比增长 0.10%。

➤ **事件点评**

- **新材料成为重要增长极，多产品完成从 0 到 1 的突破。**2025 年上半年公司新材料及其他板块实现收入 2.50 亿元，同比增长 116.71%，新签订单 6.40 亿元，同比增长 51.30%，新材料已成为公司重点增长领域。新能源电池 PACK 封装相关制品深耕头部客户，加快市场突破。HP-RTM 电池上盖已稳定供应行业头部企业，并成功应用一模双出技术，生产效率大幅提升。先进有机硅材料制品进入储能领域头部企业供应体系。高端聚氨酯汽车减振制品与博戈实现产业链协同，外部客户群体大幅扩充；高端聚氨酯风电叶片防护制品初步形成品牌效应，基本覆盖国内各大主机厂。低空经济领域，公司凭借技术优势，已与国内多家行业知名企业形成紧密合作，承接客户新型动力装置减振器研制、整机复合材料设计及桨叶优化研制等关键任务。芳纶及电容隔膜以高端国产替代为核心突破点，市场份额持续提升，销售规模显著增长，子公司时代华先成功实现扭亏为盈。
- **海内外双轮驱动，风电业绩稳步提高。**2025 年上半年公司风电叶片板块实现收入 39.11 亿元，同比增长 39.38%，稳居国内前二的行业地位。根据风能专业委员会预测，2025 年国内风电新增装机约为 105GW-115GW，维持高景气，或将驱动公司叶片业绩显著增长。公司市场拓展顺利，与金风科技合作进入规模化配套阶段；与海外客户 Nordex 合作进一步深入，海外收入同比增长 300%；屡获叶片维修、更换及备件供应业务新订单，打开售后运维市场增长空间。海内外产能布局持续完善。国内方面，公司成功将成熟工厂快速孵化新工厂的“1+1”模式运用在新增的邢台和铁岭工厂，实现两大新增工厂的产能快速爬坡；海外方面，越南子公司已注册成立，预计 2026 年上半年实现投产。
- **新材德国(博戈)持续盈利，顺利切入大众新能源商业车核心领域。**2025 年上半年公司，汽车零部件板块实现销售收入 33.93 亿元，同比降低 7.01%。市场拓展方面，公司获得大众电动平台 NVH 领域订单，切入新能源商业车核心赛道，新增多条 NVH 产品线，拓展产品矩阵，支撑未来增长；博戈与采埃孚恢复合作，获得自公司并购博戈以来，首个 NKW 橡胶-金属件提名。产能布局方面，公司新设立的东北辽源分公司，将承接东北、华北市场订单，并重点突破一汽市场。
- **轨交&工业与工程领域稳步发展，基地升级有望提振产品盈利能力。**2025 年上半年公司轨道交通板块实现销售收入 9.59 亿元，受创新中心建设及搬迁影响收入略有下降，但新签订单超 12.60 亿元再创新高，其中新签海外订单超 5 亿元，同比增长 23%。工业与工程板块完成销售收入 7.43 亿元，新签订单 11.60 亿元，同比增长 11.54%。下半年，公司预计将完成创新中心智能制造基地建设及搬迁工作，实现产业全面升级，人均劳效可提升 30%，综合成本可下降 30%，交付周期可缩短 50%，公司产品盈利能力有望进一步提升。
- **投资建议**
- 我们预测 2025 年至 2027 年，公司分别实现营收 224.81/246.80/267.52 亿元，同比增长 12.1%/9.8%/8.4%；实现归母净利润 7.08/8.96/10.94 亿元，同比增长 59.0%/26.7%/22.1%，对应 EPS 分别为 0.76/0.96/1.17 元，PE 为 19.5/15.4/12.6 倍，维持“买入-A”评级。
- **风险提示**

- 原材料价格波动风险；国际化经营及管理风险；新产业、新领域开发推广风险；市场需求波动风险。

【山证军工】光启技术（002625.SZ）2025 年中报点评-超材料业务持续增长，生产基地建设稳步推进

骆志伟 luozhiwei@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- 光启技术公司发布了 2025 年中报。2025 年上半年，公司营业收入为 9.43 亿元，同比增长 10.70%；归母净利润为 3.86 亿元，同比增长 6.75%；扣非后归母净利润为 3.76 亿元，同比增长 5.42%；负债合计 14.27 亿元，同比增长 68.40%；货币资金 44.99 亿元，同比减少 21.59%；应收账款 24.65 亿元，同比增长 45.13%；存货 3.53 亿元，同比增长 53.31%。
- **事件点评**
- **超材料业务持续快速增长。**2025 年上半年公司超材料产品实现营收 9.36 亿元，同比增长 47.35%，超材料研发业务实现营收 239.11 万元，同比减少 98.89%。2025 年上半年公司超材料行业整体实现营收 9.38 亿元，同比增长 10.34%。
- **生产基地建设稳步推进，进一步突破产能瓶颈。**我国新型装备的研制批产与现役装备升级换代对超材料技术应用呈现数量、质量双需求增长。公司作为国内首家也是唯一一家实现超材料全产业链大规模量产的企业，产品竞争优势凸显，市场需求不断增加，随着公司 709 基地二期建成投产，以及 905 基地一期和 906 基地一期的建设及投产，公司产品交付能力和生产效率将极大提升，公司将进一步突破产能瓶颈，实现业绩长期快速增长。
- **投资建议**
- 我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.34\0.44\0.55，对应公司 8 月 26 日收盘价 52.99 元，2025-2027 年 PE 分别为 153.6\119.8\95.6，维持 “增持-A” 评级。
- **风险提示**
- 下游需求不及预期；超材料研制进度不及预期；募投项目进度不及预期；产能不足影响交付。

【山证机械】常润股份（603201.SH）-25Q2 利润率显著提升，拓品类、强海外贡献增长动能

姚健 yaojian@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- 公司披露 2025 年半年度报告：报告期内，公司实现营收 14.00 亿元，同比下滑 3.40%；归母净利润 1.07

亿元，同比增长 23.98%；扣非后归母净利润 1.03 亿元，同比增长 23.57%。2025Q2，公司实现营收 7.57 亿元，同比下滑 7.47%；归母净利润为 0.55 亿元，同比增长 40.48%；扣非后归母净利润 0.52 亿元，同比增长 44.59%。

➤ **事件点评**

➤ **Q2 关税扰动下营收承压下滑，但盈利能力实现显著提升，主要受益于产品结构优化、市场深度拓展等。**2025H1，公司毛利率同比增加 2.17pct 至 21.89%，净利率同比增加 1.65pct 至 7.93%；其中，Q2 毛利率、净利率同比分别增加 3.77pct、2.39pct 至 22.31%、7.57%。Q2 利润增速远高于收入增速，主要系关税扰动下发货延迟，导致 Q2 收入出现小幅下滑所致。

➤ **前装 OEM 市场借助多品类产品提升单车价值量。**在前装市场，公司完成了踏板生产线、充气泵与补胎液罐装生产线建设，与汽车配套千斤顶、手刹、备胎升降器、拉索、拖车钩等共同构成更为丰富的汽车零部件品类矩阵，实现更均衡发展。报告期内，公司积极开展前装市场新项目定点与投产工作，包括成为宝马汽车拖车工具定点供应商，以及落实日产汽车、上汽等踏板项目的投产准备工作；为拓展充气泵、补胎液套装供应链能力，公司完成收购柯钧新材料科技有限公司 60% 股权。

➤ **汽车维修设备和工具后装市场广阔，公司品牌和渠道优势突出，举升平台车等大单品扩张值得期待。**公司围绕轻量化设计、功能优化、工业外观设计等推进产品更新迭代，以市场为导向打造多系列新产品，优化产品结构，助推市场开拓。报告期内，多功能工具箱与墙柜、新能源电池举升平台车、专为越野爱好者打造的 OFF-ROAD 系列高性能千斤顶等产品不断推陈出新，获得了市场与客户的积极反馈，为业绩的持续增长提供了强劲动力。

➤ **泰国工厂产能爬坡有望实现对美业务逐步覆盖，进一步降低关税风险。**报告期内，公司着力推进泰国生产基地投产上量，各类千斤顶、汽保维修设备工具等上百个 SKU 已实现批量投产。在中美贸易摩擦加征关税背景下，泰国生产基地有利于公司应对美国关税政策挑战，保障稳健发展。公司将持续打造泰国生产基地的多品类、全产业链的产品线，增强海外供应链能力。

➤ **海外仓布局与运营持续完善，跨境电商业务实现快速发展。**公司在美国洛杉矶设有近 10 万平方英尺的海外仓，与分布于美国西雅图、休斯顿、夏洛特等多地的海外仓，共同构成服务全美的物流仓储布局，与各大跨境电商平台对接，为跨境电商业务发展提供更好的支撑。报告期内，公司在完善海外仓、增强运营团队等基础上，结合平台、品牌等优势，拓展跨境电商 SKU，实现了跨境电商业务增长。

➤ **投资建议**

➤ 从 β 端来看，随着全球汽车保有量、车龄的增长，全球汽车后市场未来规模可达万亿欧元级别，为公司主业成长提供广阔空间。

➤ 从 α 端来看，公司在内生外延补充产品线，叠加中长期海外产能释放的优势下，市占率提升可期。在跨境电商放量、产品结构优化、自有品牌销售占比提升及供应链管理加强等多方面推进下，公司利润

率有望进一步提升。

- 综上,预计公司 2025-2027 年归母净利润 3.1/4.0/4.6 亿元,同比增长 26.3%/27.9%/16.7%,EPS 为 1.6/2.1/2.4 元,对应 8 月 26 日收盘价 17.65 元,PE 为 11/9/7 倍,首次覆盖给予“买入-A”评级。
- **风险提示**
- **中美贸易摩擦加剧的风险:** 公司出口美国的销售收入占主营业务收入比例近年来超过 40%。美国加征关税的政策以及后续变化,可能对公司经营业绩造成不利影响与不确定性。
- **全球汽车保有量增速放缓风险:** 如果全球经济长期低迷,可能导致全球汽车保有量增速放缓甚至呈现负增长,可能会对公司经营产生负面影响。
- **全球汽车产销量增速放缓风险:** 如果全球经济持续低迷、汽车行业持续不景气,汽车产销量可能下滑,将对汽车零部件行业造成较大不利影响。
- **人民币升值产生的汇兑损失风险:** 人民币汇率波动将直接影响公司产品出口价格的竞争力及汇兑损益金额。
- **原材料价格波动的风险:** 若未来钢材等大宗金属材料价格持续上涨,公司未能成功将涨价部分转移给客户,公司经营业绩将受到不利影响。

【公司评论】长城证券(002939.SZ): 长城证券 2025 半年报点评: -业绩全面改善,投资业务释放动能

李明阳 limingyang@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- 公司发布 2025 年中报,2025 年上半年实现营业收入 28.59 亿元,同比增长 44.24%,归母净利润 13.85 亿元,同比增长 91.92%,加权平均 ROE 为 4.50%,较上年同期提升 2.02pct。
- **事件点评**
- **财富投资顺势提升,投行业务有所改善。**随着市场情绪回暖及交投活跃度改善,2025 年上半年公司各项业务均实现正增长。其中,投资业务贡献最大,实现收入 17.35 亿元,同比增长 49.18%。大财富管理顺势改善,资产管理业务实现收入 0.25 亿元,同比提升 79.27%;财富管理实现收入 4.81 亿元,同比增长 28.15%。投行业务有所改善,实现营业收入 1.40 亿元,同比提升 17.07%,利息净收入扭亏,实现收入 0.95 亿元。
- **构造全方位财富生态体系,推动业务转型升级。**公司推动全渠道获客战略,上半年客户规模突破性增长 93%,实现代理买卖证券业务净收入 3.54 亿元,同比提升 48.12%。构建长城代销“安全”招牌,以 ETF 代销、券结产品为战略突破,重点打造“财富长城·私募 50”系列产品池,上半年实现代销金融

产品业务收入 0.38 亿元，同比增长 35.71%。升级投顾服务战略，重点布局“投顾+ETF”，打造多元化投顾产品服务体系，全面推动线上投顾服务升级。

- **调整资产配置结构，权益业务稳健布局。**公司积极把握市场机会，上半年实现投资净收益 16.59 亿元，同比增长 10.97%，公允价值变动净收益 4.06 亿元，同比增加 4.42 亿元。金融投资资产规模较年初增长 10.40%达 631.70 亿元，其中，固定收益业务积极调整持仓结构，借助量化系统丰富利率衍生品策略，交易性金融资产中债券类资产规模较年初增长 14.11%达 298.08 亿元。同时，加大 OCI 类资产布局力度，债权 OCI 较年初增长 32.31%达 47.14 亿元，权益业务以红利低波为权益投资压舱石，权益 OCI 较年初增长 53.16%至 50.75 亿元，较好把握上半年市场投资机遇推动业绩提升。
- **投行发力债权融资，资管公司正式展业。**公司坚持区域聚焦和行业聚焦，获批非金融企业债务融资工具独立主承销商资格，扩大债券业务规模，上半年债券承销规模排名 26 位，同比上升 2 位，银行间产品承销规模排名 14 位，同比提升 6 位。子公司长城资管正式展业，发行 17 只私募资管计划，聚焦产融结合，重点打造具有长城特色的电力能源领域优势资产证券化业务品牌，深度参与华能集团下属公司 REITS 项目，上半年发行 2 只资产证券化产品，发行规模 12.06 亿元。
- **投资建议**
- **公司背靠华能集团，产业资源禀赋凸显，持续加码权益布局，差异化优势显著，随着市场情绪及 IPO 回暖有望实现业务稳定增长。**预计公司 2025 年-2027 年分别实现营业收入 53.18 亿元、58.06 亿元、61.25 亿元。归母净利润 22.80 亿元、23.99 亿元和 24.69 亿元，增长 44.32%、增长 5.24%和 2.88%；PB 分别为 1.52 /1.46/1.44，首次覆盖给予“增持-A”评级。
- **风险提示**
- **金融市场大幅波动风险。**金融市场波动率加大可能导致自营投资收入及持仓资产的公允价值减少，从而降低业绩表现。
- **业务推进不及预期风险。**公司在财富管理转型、资产管理子公司展业过程中可能存在业务推进不达预期风险。
- **公司出现较大风险事件。**“国九条”下，防风险强监管促高质量发展成为资本市场主线，券商经营过程中的合规疏漏可能导致业务开展停滞，从而影响业绩表现。

【公司评论】宝丰能源(600989.SH)：宝丰能源-内蒙烯烃项目贡献增量，在建和储备项目积极推进

李旋坤 lixuankun@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- 8 月 21 日，公司发布《2025 半年度业绩报告》，2025H1，实现营业收入 228.2 亿元，同比+35.0%，实

现归母净利润 57.2 亿元，同比+73.0%，扣非归母净利润 55.8 亿元，同比+58.7%。其中，2025Q2 实现营业收入 120.5 亿元，同环比分别+39.0%/+11.9%，实现归母净利润 32.8 亿元，同环比分别+74.2%/+34.6%，扣非归母净利润为 29.8 亿元，同环比分别+46.6%/+14.8%。

➤ 事件点评

➤ 烯烃产销大幅增长，盈利水平提升。2025H1，公司烯烃、焦化、精细化工三大板块收入分别 178.0/ 35.9/ 13.8 亿元，同比分别+83.0%/ -32.1%/ -24.0%，毛利率分别为 39.1%/ 26.2%/ 33.0%，同比分别+3.5/ -1.0/ -8.6 pct。整体毛利率和净利率分别为 36.7%/ 25.1%，同比分别提升 3.1/ 5.5pct，主要系烯烃产能快速释放，带动营收与利润双增长，且原料成本下降幅度大于产品价格下降幅度。2025H1，公司聚烯烃（含 EVA）合计销量 238 万吨，同比增长 95.3%。

➤ 煤制烯烃龙头受益于煤油价差扩大，区域布局进一步强化竞争优势。受上游原油、煤炭等原材料价格下行影响，上半年聚烯烃产品价格总体呈震荡下行走势，但产品价格下降幅度小于原料成本下降幅度，行业整体盈利同比有所回暖。根据金联创统计，上半年油制聚乙烯平均利润 438 元/吨，同比增加 643 元/吨，油制聚丙烯平均利润-260 元/吨，同比增加 954 元/吨。相比于其他烯烃生产原料，由于煤炭价格回落更加显著，煤制烯烃相比其他原料路线的盈利优势进一步扩大。公司本部位于宁夏宁东能源化工基地，内蒙子公司位于鄂尔多斯，均属“能源化工金三角”，原料供给充足，运输成本低，进一步强化竞争优势。

➤ 新项目投产贡献显著，在建和储备项目积极推进。内蒙 260 万吨/年煤制烯烃及配套 40 万吨/年绿氢耦合制烯烃项目全面达产，上半年生产聚烯烃 116.35 万吨，占公司聚烯烃总产量的 48.39%，公司烯烃产能达到 520 万吨/年，产能规模跃居我国煤制烯烃行业第一位。另外，10 万吨/年醋酸乙烯项目实现一次性开车成功并顺利投产，OCC 装置实现一次性开车成功。宁东四期烯烃项目于 2025 年 4 月开工建设，计划于 2026 年底建成投产。新疆烯烃项目、内蒙二期烯烃项目前期工作正在积极推进。

➤ 投资建议

➤ 预计公司 2025-2027 年净利润分别为 122/ 132/ 144 亿元，对应公司 8 月 26 日收盘价 17.24 元，PE 分别为 10.4/ 9.6/ 8.8 倍。考虑公司是煤制烯烃龙头企业，成本优势显著，且内蒙项目投产将带来业绩增量，未来宁东基地和新疆基地规划项目有利于支撑公司长期成长性。首次覆盖，给予“买入-B”评级。

➤ 风险提示

➤ 原料供应及价格波动风险：公司产品的主要原料为煤炭，如果煤炭等原材料价格发生大幅波动，可能会对公司产品的毛利率产生一定程度的影响。

➤ 市场竞争加剧风险：如未来行业产品需求增长持续放缓，市场供应进一步扩大，市场竞争将进一步加剧，公司业绩将受到一定程度的影响。

➤ 宏观经济变化风险：公司产品的需求受宏观经济及下游行业需求的影响较大。如宏观经济出现滞涨甚

至下滑，或者客户所在行业或其下游行业出现滞涨甚至下滑，则可能影响对公司产品的需求量，业绩将可能受到影响。

【山证通信】华工科技（000988.SZ）：光模块增速靓丽，盈利能力或进一步改善

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- 公司发布 2025 年半年报。2025H1 年公司实现营收 76.29 亿元，同比+44.66%；归母净利润 9.11 亿元，同比+44.87%；扣非后归母净利润 7.29 亿元，同比+43.01%。其中，25Q2 单季度实现营收 42.74 亿元，同比+39.19%，环比+27.36%；归母净利润 5.01 亿元，同比+48.30%，环比+22.28%；扣非后归母净利润 4.20 亿元，同比+49.23%，环比+35.80%。
- 事件点评：
- 分业务来看，公司智能制造业务/联接业务/感知业务 25H1 分别实现营收 16.76/37.44/21.54 亿元，同比分别-2.95%/+124%/+17%。1）智能制造业务：智能装备事业部聚焦新能源与智能制造，新能源汽车/船舶/商业航空/轨道交通/订单分别同比增长 43%/26%/220%/67%，精密系统事业部专精特新产品批量销售，海外业务同比+95%；2）联接业务：围绕“光联接+无线联系”，光模块业务实现高增长，公司在行业首推 3.2T CPO 解决方案，可支撑 51.2T 交换机；无线联接业务 800G ZR/ZR+ Pro 相干光模块量产，在关键客户完成测试导入。3）感知业务：传感器业务/激光全息防伪业务营收分别 19.42 /2.11 亿元，同比分别+18.12%/6.11%，传感器向汽车、光伏储能领域转型取得重大突破，取得一系列新项目定点及新项目量产，在行业头部企业销售规模大幅扩大。
- 光联接业务有望保持迅猛增势，传感器业务保持领先地位，智能制造板块 3D 打印技术成长性较高。光联接方面，公司 400G、800G 光模块批量交付，同时公司布局硅光技术多年，目前已在 400G 光模块全面覆盖硅光，800G/1.6T 已有应用，随国内数通光模块从 400G 向 800G 切换，硅光模块在 800G 及 1.6T 加速渗透，公司光模块在国内外市场份额及盈利能力有望继续提升。此外，泰国工厂产能预计年内将达到 15-20 万只/月，为公司提供充分保障。传感器业务方面，公司压力传感器取得突破性进展，销售规模超去年全年，未来将以陶瓷电容/玻璃微熔/MEMS 技术突破+车企供应链绑定+新兴场景卡位三轨并进，全面实现国产替代。智能制造方面，公司 3Dlaser 激光倒角智能装备突破首个批量订单，并布局 3DP 服务型制造业务，拓展增材制造在 3C 消费、汽车电子、医疗等领域的应用场景，有望为智能制造业务打开新增长路径。
- 公司费用管控收效显著，期间费用率明显下降。25H1 公司毛利率/净利率分别 20.24%/11.88%，相较于去年同期均有所下降，主要系公司相较去年营收结构变化所致；光联接业务毛利率提升 2.19%，未来有望拉动公司毛利率上行。此外公司净利率下降幅度小于毛利率，期间费用率管控已现成效：25H1 公司期间费用率整体 9.94%，相较于去年同期 13.16%同比下降 3.22 pct；其中，25H1 公司销售/管理/研发费用率

分别 3.21%/1.79%/5.28%，相较去年同期分别-1.7/-0.8/-1.4 pct。

- **盈利预测、估值分析和投资建议：**公司是国内数据中心建设光模块主力供应商，也是新能源汽车 PTC 和传感器龙头。我们预计公司 2025-2027 年净利润 18.7/24.1/29.6 亿元，同比增长 52.8%/29.2%/22.8%，对应 EPS 为 1.86/2.40/2.94 元，维持 “买入-A” 评级。
- **风险提示：**新能源、船舶、消费电子等行业支出不及预期影响公司激光装备收入；国产算力投资不及预期或组网技术路线变化导致光模块收入增长不及预期；新能源汽车市场发展不及预期；海外市场拓展不及预期。

分析师承诺：

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

投资评级的说明：

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

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

评级体系：

——公司评级

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

——行业评级

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

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

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

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

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

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

山西证券研究所：**上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

