

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-08-28

宏观策略

2025 年 08 月 28 日

#海外政治：特朗普宣布罢免理事库克，美联储独立性遭挑战

核心观点：特朗普以涉嫌在抵押贷款申请中存在欺诈行为为由罢免美联储理事库克，成为 1913 年美联储成立以来首次。当前美联储理事会中沃勒和鲍曼 2 位理事均由特朗普提名，未来若特朗普提名的新理事米兰能够获得参议院批准，且在成功罢免库克后再提名另一位新理事，则理事会中将有 4 人与特朗普立场一致，超过半数。罢免消息公布后，市场对未来更多“特朗普派”的理事就职预期令明年的降息预期升温，而对美联储独立性和美元信用的担忧则令长端美债利率和黄金价格上行，美元指数下行。向前看，由于罢免风波前景未明，对美联储独立性的担忧料将持续发酵，预计黄金价格将阶段性维持高位、美债期限溢价走阔。风险提示：特朗普政策落地节奏与预期相差较大；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机；通胀下行速率不及预期。

晨会编辑 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

固收金工

固收周报 20250825：转债市场分歧正在累积

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

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

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

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

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

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

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

行业

推荐个股及其他点评

新莱应材（300260）：2025 一季报点评：Q2 业绩环比改善，看好公司持续受益于半导体&液冷双增长极

国产替代稳步推进，客户结构持续优化。公司在泛半导体领域深耕多

年，围绕高洁净与高纯流体系统，系统布局制程与厂务两大环节，产品涵盖真空阀门、洁净管道、高纯输送组件等，广泛应用于晶圆制造、显示面板、新能源等高端制造工艺场景。2025H1，公司半导体业务整体保持平稳，持续推进头部客户认证与导入，产品通过美国排名前二的半导体应用设备厂商特殊工艺认证并成为其一级供应商，客户结构持续优化。公司不断加大核心产品的研发投入，已开发控压蝶阀、控压钟摆阀、大型传输阀、高性能 ALD 阀、高效率离心泵、用于高洁净工艺的 PVD/CVD 腔体及核心零部件，以及服务超洁净特气系统的管阀件等新产品，覆盖制程高门槛环节，国产替代能力持续增强，产品附加值稳步提升。液冷系统积极布局，迈向 AI 基础设施新应用场景。面对 AI 服务器与 AIDC 等新型基础设施对高热密度散热方案的迫切需求，公司依托在洁净工艺、系统密封性及流体集成能力上的长期积累，前瞻性切入液冷业务，围绕核心零

部件与系统交付同步推进。公司通过子公司蒙康普推进液冷产品布局，聚焦 CDU、流体管路、快接头、Manifold 等关键组件，已具备成熟批量加工能力。当前液冷渗透率仍处于提升初期，细分供应格局尚不稳定，公司凭借成熟的验证体系与客户基础，有望加速切入国产替代核心环节，在 AI 基础设施浪潮中打开新一轮成长空间。盈利预测与投资评级：考虑到公司订单情况，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测为 2.55/3.14/4.15（前值 3.13/4.24/5.81）亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 62/50/38 倍。基于公司在半导体零部件业务的长期高成长性，维持“增持”评级。风险提示：下游扩产不及预期，国际贸易摩擦等。

利元亨（688499）：2025 年中报点评：实现扭亏为盈，固态电池设备布局完善

合同负债持续高增，经营现金流大幅改善：截至 2025H1，公司合同负债 21 亿元，同比增长 55.7%；存货 28 亿元，同比小幅增长 3.5%。报告期内，公司实现经营活动现金流净额 2.24 亿元，现金流情况显著改善。固态电池整线布局全面，已交付头部客户：公司已成功掌握全固态电池整线装备的制造工艺，主要产品包括电极干法涂布设备、电极辊压、电解质热复合一体机、胶框印刷、叠片一体机和高压化成分容等核心设备，并与产业链伙伴合作研发下一代等静压技术。公司向头部车企供应的全固态电池整线项目已开始陆续交付，预计 2025Q3 完成首条整线交付。针对硫化物体系，公司具备三级防护设计能力，能有效解决毒性与防爆难题；同时通过模块化单机设备支持多技术路线柔性配置，协同材料—工艺—设备一体化研发路径，构建起差异化竞争优势。光伏装备订单聚焦前道环节，钙钛矿设备布局前瞻：公司光伏设备业务聚焦丝网印刷机、硅棒加工、切片自动线等前道环节，已实现多项目交付与验收。同时积极推进钙钛矿激光类设备研发，抢占下一代技术切换窗口，长期有望受益于高效电池渗透及海外产能转移趋势。盈利预测与投资评级：考虑到 25H1 公司扭亏为盈，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润至 0.7（原值 0.6）/1.4（原值 1.3）/1.8（原值 1.6）亿元，对应股价 PE 为 142/72/57 倍，维持“增持”评级。风险提示：下游扩产不及预期风险，新产品研发及验证不及预期风险，技术迭代及竞争加剧风险，宏观经济环境风险。

劲仔食品（003000）：2025 年中报点评：Q2 进入调整期，内部扩张战略与外部弱势环境错配

我们下调此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为

2.4/3.5/3.9 亿元（此前盈利预测为 3.2/3.8/4.1 亿元），同比-19%/+47%/+13%，对应 PE 为 25/17/15X。经营基本面在 2025Q2 基本触底，目前公司估值水位合理，维持“买入”评级。

安培龙 (301413): 2025 年中报点评: 业绩稳健增长, 积极开拓机器人产业新兴赛道

盈利预测与投资评级 温度/压力传感器业务基本盘稳健，但考虑到短期人形机器人投入较大，我们调整公司 2025-2026 年归母净利润分别为 1.09（原值 1.37）/1.52（原值 1.71），新增 2027 年归母净利润预测为 1.95 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 110/79/61 倍。考虑到基本盘相对稳定，叠加机器人业务进展迅速，维持“增持”评级。 风险提示：下游市场需求波动，国内竞争加剧风险，宏观经济风险。

信德新材 (301349): 2025 半年报点评: 快充催化出货实现高增长, 单位毛利逐步修复

考虑 Q2 副产品价格下跌影响，下修公司 25-27 年预期归母净利润至 0.4/0.9/1.1 亿元（此前预期 0.6/0.9/1.1 亿元），同比+223%/119%/24%，对应 PE 为 102x/46x/38x，考虑公司中高端产品占比提升及副产品价格回暖，维持“买入”评级。

布鲁可 (00325.HK): 2025 年半年报点评: 利润短期承压, 关注新产品和出海进展

盈利预测与投资评级: 考虑到新品上线可能产生一定的模具成本和研发投入，我们将 2025-2027 年 Non-GAAP 归母净利润预测从 10.8/16.5/20.9 亿元下调至 7.3/10.1/12.4 亿元，当前股价对应 2025-2027 年 PE（Non-GAAP 口径）分别为 35/25/20 倍。我们认为，后续海外市场的增速，以及公司能否成功推出更多中高价位的爆款产品，将共同决定整体收入的增长斜率；利润层面，毛利率的走势将取决于产品结构的变化和规模效应能否对冲模具折旧等成本的上升。未来若高毛利产品占比提升，或供应链成本得到有效控制，毛利率有回升空间；若研发费用率随着收入规模扩大而摊薄，将正面影响净利率水平，维持“买入”评级。 风险提示：对主要 IP 的依赖风险，市场竞争风险，海外扩张的不确定性，存货管理风险。

伊之密 (300415): 2025 年半年报点评: 三大业务齐头并进, 关注镁合金压铸的新场景

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 7.05/8.33/9.79 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 17/14/12 倍，考虑到公司在注塑机/压铸机领域龙头地位，维持公司“增持”评级。 风险提示：制造业复苏不及预期，原材料价格波动，海外拓展不及预期。

大金重工 (002487): 2025 年中报点评: Q2 业绩超预告中值, 新增首个风电运输船设计建造合同贡献增量业绩

事件: 公司 25H1 营收 28.4 亿元，同比+109.5%，归母净利润 5.5 亿元，同比+214.3%，毛利率 28.2%，同比-0.4pct，归母净利率 19.2%，同比+6.4pct；其中 25Q2 营收 17 亿元，同环比+90.4%/+49.1%，归母净利润 3.2 亿元，同环比+161%/+36.6%，毛利率 26.3%，同环比-0.7/-4.7pct，归母净利率 18.6%，同环比+5/-1.7pct。

海螺水泥 (600585): 2025 年中报点评: 盈利如期改善, 期待产业政策进一步发力

水泥量平价升，外延布局持续推进，龙头地位巩固。（1）上半年公司水泥及熟料自产品销量 1.26 亿吨，同比-0.4%，降幅小于同期全国水泥产量，

彰显稳固的龙头地位。我们测算单吨均价/毛利分别为 244 元/70 元，同比 +4 元/+18 元，主要得益于行业供给自律强化以及 Q1 行业需求表现超预期，水泥价格在上半年旺季实现较大幅度推涨，而煤价下跌以及替代燃料应用比例的提升等因素推动单吨成本同比-13 元至 174 元，其中单吨燃料及动力成本 96 元，同比-15 元，因而吨毛利显著改善。(2) 骨料、商混分别实现营业收入 21.11、15.19 亿元，分别同比-4%、+29%，两者毛利贡献分别为 9.26 亿元、1.73 亿元，合计占公司毛利总额的 10.6%。(3) 公司 Q2 毛利率为 27.2%，环比+4.3pct，同比+7.2pct，预计 Q2 自产品吨毛利较 Q1 明显提升，同比大幅改善。(4) 公司持续做强主业，深度延伸产业链，签约新疆尧柏项目，新疆市场布局大为强化，并购西巴布亚海螺，提升了公司在印尼的市场竞争力，此外公司上半年新建、扩建 4 个骨料（机制砂）项目，通过租赁、委托加工新增 8 个商品混凝土项目，建成 3 个干混砂浆、瓷砖胶项目，并网多个光伏项目。盈利预测与投资评级：公司在下行期彰显成本领先等综合优势，外延稳步拓展提供新的增长动能。当前水泥板块市净率估值处于底部，随着反内卷导向下产业政策逐步发力推动供给侧优化，行业盈利底部夯实，景气有望延续改善趋势，估值有望修复。基于 Q2 水泥需求表现低于预期，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测至 94.6/111.8/126.2 亿元（前值为 108.6/121.8/126.4 亿元），维持“增持”评级。风险提示：水泥需求下降超预期；产业链上下游扩张不及预期；市场竞争加剧的风险。

皖能电力 (000543): 2025 年中报点评: 成本下降对冲收入下降幅度，发电业务毛利率+4.92pct 至 18.63%

事件: 公司公告 2025 年中报, 2025 年上半年公司实现营业收入 131.85 亿元，同比-5.8%；实现归母净利润 10.82 亿元，同比+1.1%。单 Q2 看，公司实现营业收入 67.66 亿元，同比-3.6%；实现归母净利润 6.38 亿元，同比+3.3%。业绩符合市场预期。受益于 25H1 煤价下行对冲电量和电价下跌，25H1 发电业务毛利率+4.92pct 至 18.63%。盈利预测与投资评级：考虑机组投运节奏与 2025 年电价形势，我们调整公司 2025-2027 年归母净利润预计为 23.73 亿元、24.68 亿元、26.19 亿元，同比+15.0%、+4.0%、+6.1%，对应 2025-2027 年 PE 为 7、7、6，考虑到安徽省的经济区位优势，维持“买入”评级。风险提示：用电量增速放缓、煤价波动、项目投产进度不及预期等。

晶澳科技 (002459): 2025 年中报点评: 25Q2 组件大幅减亏，现金流显著改善，股权激励彰显信心

盈利预测与投资评级：由于上半年光伏行业竞争依然激烈，公司盈利承压，我们下调 25-26 年盈利预测，预计 25-27 年归母净利润分别为-31.2/10.6 亿元（原预期 25/26 年为 21.6/36.5 亿元），新增预期 27 年归母净利润 30.3 亿元，同比+33%/+134%/188%，考虑到行业供给侧改革，公司作为光伏一体化组件领先企业有望充分受益，维持“买入”评级。

中国中车 (601766): 2025 年中报点评: 25H1 业绩实现高增，铁路设备和新产业业务齐头并进

盈利预测与投资评级：考虑到铁路固定资产投资复苏向好，我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 138.08/148.00/159.04 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 16/15/14 倍，维持公司“买入”评级。风险提示：铁路固定资产投资不及预期，动车组招标不及预期，宏观经济风险。

古茗 (01364.HK): 2025 年中期业绩点评: 业绩超预期，门店扩张与单

店经营提升

盈利预测与投资评级：古茗作为国内大众现制茶饮领军者之一，区域加密扩张+产品上新+自建供应链形成差异化竞争壁垒，随着公司门店网络持续扩张、同店经营表现持续改善，公司有望加快抢占市场份额。考虑到门店网络扩张提速与单店经营改善，我们上调公司盈利预测，公司 2025-2027 年归母净利润分别为 26.85/24.95/28.81 亿元（前值为 20.0/23.6/27.2 亿元），对应 PE 为 19/20/18 倍，维持“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧，消费需求增长不足，门店扩张不及预期，品牌价值和形象受损。

中国汽研（601965）：2025 中报点评：传统检测业务收入略降，业绩略低预期

盈利预测与投资评级：考虑到 L2 国标落地会为公司带来较多业绩增量，我们维持公司 2025-2027 年的营收预测为 54.7/70.0/83.9 亿元，同比增速 +17%/+28%/+20%；维持 2025-2027 年归母净利润为 11.1/13.9/17.2 亿元，同比增速 +23%/+25%/+23%，对应 PE 分别为 17/14/11 倍，维持“买入”评级。风险提示：智能电动汽车行业发展不及预期，法律法规限制自动驾驶发展，下游车企价格战超预期。

豪迈科技（002595）：2025 半年报点评：业绩稳健增长，大型零部件/数控机床业务进展顺利

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测分别为 25.13/30.48/36.34 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 20/16/14 倍，维持“买入”评级。风险提示：轮胎模具需求不及预期、研发进度不及预期、宏观经济风险。

奥特维（688516）：2025 年中报点评：业绩受行业周期影响短期承压，看好平台化布局&海外市场拓展

出的性价比较高的低氧单晶炉，获得天合光能、晶科能源、阿特斯等光伏知名客户的认可，并实现该等客户对低氧单晶炉的复购，市场份额上升较快；公司硅片分选机不断创新，满足客户的各种需求，卓越的产品性能得到全球客户的认可。目前全球主要硅片生产商隆基绿能、高景太阳能、弘元绿能等均是公司硅片分选机客户。b.电池片：子公司旭睿科技负责丝印整线设备，收购普乐新能源负责 LPCVD 镀膜设备，推出激光 LEM 设备；c.组件：公司串焊机的市场地位较高，为全球超过 600 个生产基地提供了串焊机，客户覆盖全球前十大光伏组件供应商，市场占有率超过 60%。（2）半导体：公司铝线键合机、AOI 设备持续获得气派科技、仁懋电子、应用光电（AAOI）、环球广电等批量订单，2025 H1 新签订单量接近 2024 年全年新签订单量，呈现高速增长态势。半导体划片机和装片机已在客户端进行验证；CMP 设备处于内部调试阶段。（3）锂电：生产的应用于电化学储能的锂电模组/PACK 智能产线、集装箱装配线，已取得阿特斯、天合储能、晶科储能、中车株洲所、阳光储能等客户的订单。

盈利预测与投资评级：考虑到订单交付情况，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润至 7.3/6.1/6.4 亿元，对应当前股价 PE 约 18/21/20 倍，考虑到公司平台化及全球布局有序推进，维持“买入”评级。风险提示：下游扩产不及预期，研发进展不及预期。

柳工（000528）：2025 年中报点评：归母净利润同比+25%符合预期，目标 2030 年实现营业收入 600 亿元

盈利预测与投资评级：考虑到海外特殊地区需求承压，对公司业绩形成拖

累，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测为 18.5/27.6/35.5 亿元(原值分别为 20.7/28.9/37.9 亿元)，当前市值对应 PE 分别为 12/8/6x，维持“买入”评级。风险提示：国内行业需求不及预期，政策不及预期，出海不及预期等

中集车辆 (301039): 2025 年中报点评: Q2 业绩符合预期，北美有望迎来弱复苏

考虑到北美半挂车市场尚未企稳回升，我们下调公司 2025/2026 年盈利预测至 10.91/15.03 亿元(原 16.8/19.7)，给与 2027 年盈利预测 18.78 亿元，2025~2027 年对应 EPS 分别 0.58/0.80/1.00 元，对应 PE 为 15.59/11.31/9.05 倍，考虑到公司龙头地位显著，25 年有望维持高分红，当前估值处于低位，25H2 及 26 年有望企稳回升，维持“买入”评级。风险提示：全球地缘政治风险超预期；国内物流行业复苏低于预期。

仙乐健康 (300791): 2025 年中报点评: 拥抱新消费，经营韧性强符合预期，趋势向好。

厦门象屿 (600057): 2025 年半年报点评: 归母净利润同比+32.5%经营拐点确立，关注“反内卷”催化

盈利预测与投资评级：厦门象屿是我国大宗供应链龙头，近期受益于定增落地、股权激励计划、业绩出现拐点 Q2 增速加速，中长期受益于“反内卷”环境下行业龙头集中度提升趋势。我们将公司 2025-27 年归母净利润预期从 17.7/ 21.2/ 24.6 亿元，上调至 18.5/ 22.5/ 25.9 亿元，同比+31%/21%/ 15%，对应 8 月 26 日收盘价为 11/ 9/ 8 倍 P/E，维持“买入”评级。

当升科技 (300073): 2025 半年报点评: Q2 三元盈利大幅提升，铁锂亏损持续收窄

盈利预测与投资评级：考虑公司盈利能力显著提升，我们上调 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润 7.0/8.4/11.4 亿元(原预期 6.0/7.3/10.2 亿元)，同比+ 48%/+20%/+36%，对应 PE 为 34x/28x/21x，维持“买入”评级。风险提示：产能释放不及预期，需求不及预期。

精测电子 (300567): 2025 年中报点评: 显示业务逐步修复，半导体先进制程设备加速放量

先进制程设备批量交付，半导体量检测设备加速贡献：(1) 半导体设备：公司膜厚系列产品、OCD 设备、电子束设备已取得国内先进制程重复性订单；先进制程明场缺陷检测设备已正式交付客户，28nm 制程设备已在客户端完成验收；有图形暗场缺陷检测设备等其余储备产品目前正处于研发、认证等过程中。(2) 平板显示检测设备：2025 年平板显示行业正逐渐走出周期性底部，LCD 大尺寸、超大尺寸预计仍存在扩线投资需求，后续随着消费领域头部客户产品逐步使用 OLED 屏幕叠加端侧 AI 设备放量，以及国内龙头企业京东方 G8.6 OLED 项目的投建，看好显示面板业务持续向好。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 2.20/3.57/5.60 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 86/53/34 倍。出于对公司半导体业务快速发展及显示业务恢复的乐观预期，维持“增持”评级。风险提示：下游扩产不及预期，新品拓展不及预期。

岭南控股 (000524): 2025 年半年报点评: 收入利润双增长，旅行社与酒店业务扩张

盈利预测与投资评级：岭南控股作为国内出境游旅行社龙头，旅行社&酒店业务深耕华南市场并进行全国化扩张，广州国资平台赋能成长。疫情期

间旅行社行业供给出清，龙头公司有望率先受益于出境游恢复，盈利能力持续修复。考虑酒店行业整体承压，我们调整岭南控股盈利预测，2025-2027 年归母净利润分别为 1.4/1.8/2.2 亿元（原值为 1.5/2.1/-亿元），对应 PE 估值 63/49/41 倍，维持“增持”评级。风险提示：宏观经济波动、行业竞争加剧、汇率上涨、酒店管理规模增长不及预期等风险。

中国中免（601888）：2025 年中报点评：营收降幅收窄客流企稳，关注市内店开业增量

25Q2 营收降幅收窄，盈利显著承压：25Q2 营收 114.05 亿元，yoy-8.5%；归母净利润 6.62 亿元，yoy-32.2%；扣非归母 6.60 亿元，yoy-29.7%。毛利率为 32.4%，yoy-1.4pct，销售费用 20.6 亿元，yoy-7.1%；运营利润率 10.4%，yoy-2.6pct；归母净利率 5.8%，yoy-2.0pct。离岛免税客流企稳，客单价环比承压显著：根据海口海关，25Q2 海南离岛免税销售额 54.5 亿元，yoy-4.1%；其中 4 月 20.2 亿元，yoy-6.8%，5 月 19.6 亿元，yoy-0.9%，6 月 14.7 亿元，yoy-4.7%。Q2 免税购物 94 万人次，yoy-23.3%，降幅环比收窄；客单价 5790 元，yoy+25%；离岛人次 729.3 万，yoy+6.1%；渗透率 13%，yoy-4pct；连带率 5.4，同比去年略有增加。海南机场+港口游客吞吐量 1459 万人次，yoy+6.1%。海南地区为核心，市内免税协同发力：营收按板块拆分，H1 免税商品收入 203.4 亿元，毛利率 38.9%；含税商品收入 71.9 亿元，毛利率 13.2%；其他收入 4.9 亿元，毛利率 49.0%。海南区域收入 150.3 亿元，毛利率 20.4%；日上上海收入 68.7 亿元，毛利率 24.8%；其他地区共计 61 亿元，毛利率 71.2%。中免中标多家口岸免税店经营权，青岛、厦门等市内店已开业并布局离境退税，6 家新增市内免税店（近期广深两店同开）陆续开业，市内免税业务有望带来销售增量。盈利预测与投资评级：中免集团作为旅游零售龙头市场地位稳固，海南自贸港 2025 年 12 月 18 日封关政策利好、市内免税店陆续落地，有望带来长期销售增量。考虑到当前免税消费需求承压，下调公司盈利预期，预计 25/26/27 年归母净利润分别为 43.3/50.0/55.2 亿元（前值为 46.8/53.5/59.8 亿元），对应 PE 34/30/27 倍，维持“买入”评级。风险提示：政策推进不及预期、居民消费意愿恢复不及预期等。

云铝股份（000807）：2025 年半年报点评：氧化铝价格下行推升公司毛利率，中期分红比例持续提升

公司披露 2025 年半年报，业绩同比增长。2025 年 H1 公司实现营收 290.78 亿元，同比+17.98%；归母净利润 27.68 亿元，同比+9.88%；公司 2025 年 Q2 实现营收 146.67 亿元，同比+10.36%，归母净利润 17.93 亿元，同比+32.33%，环比+84.05%。公司主营业务板块量价齐升，铝产品板块全年产量有望高增：1）量：由于 2025 年 H1 云南省内整体电力供应情况良好，且公司 2024 年 Q4 枯水期电解铝并未减产，预计 2025 年整体产量增长。2025 年上半年，公司氧化铝产量 66.97 万吨（yoy-7.37%），炭素制品产量 40.64 万吨（yoy+2.23%），铝产品产量 161.32 万吨（yoy+15.59%）；2）价：受益于耐用品及新能源用铝需求持续增长，2025 年上半年中国电解铝表观消费量同比增长 2.2%至 2288 万吨，上半年电解铝长江有色均价录得 20317 元/吨（yoy+2.6%）。氧化铝价格下行带动公司毛利率提升，预计后续仍有进一步增长空间：氧化铝价格自 2025Q1 见顶并快速回落，2025Q2 中国氧化铝现货均价录得 3128 元/吨，环比下跌 25.8%，公司 2025Q2 毛利率为 18.10%，环比+8.15pct，我们预计随着几内亚铝土矿的持续增产，以及我国及印尼氧化铝产能的不断扩

张，氧化铝价格有望进一步下行，公司毛利率仍有提升空间。 公司大幅提升分红比例，注重股东回报：2025 年公司拟实施中期分红，分红金额约为人民币 11.09 亿元，占公司 2025 年半年度合并报表归属于上市公司股东的净利润的比例约为 40.10%，随着公司大型资本开支阶段接近尾声，公司股东回报有望持续向好。 盈利预测与投资评级：我们继续看好公司从上游铝土矿、氧化铝、电解铝，到下游铝加工产品的绿色铝全产业链布局，由于 2025H1 几内亚频繁对铝土矿施加限制措施，氧化铝价格下行幅度低于预期，我们小幅下调公司 2025 年归母净利润为 69.00 亿元（前值为 75.58 亿元），基于我们对降息预期铝价的乐观判断，我们小幅上调公司 2026-27 年归母净利润为 88.13/97.26 亿元（前值为 86.84/93.28 亿元），对应 2025-27 年的 PE 分别为 9.47/7.41/6.72 倍，维持“买入”评级。 风险提示：下游需求不及预期导致铝价下跌风险；美元持续走强风险。

神州泰岳（300002）：2025 年半年报点评：业绩符合预期，关注新游周期及 AI 应用落地

盈利预测与投资评级：考虑新游推广，我们下修 2025 年、上调 2026-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年 EPS 为 0.56/0.68/0.73 元（此前为 0.59/0.64/0.69 元），对应当前股价 PE 26/21/20 倍。我们看好公司存量 SLG 游戏延续稳健表现，新游有望突破带来弹性，维持“买入”评级。 风险提示：老游长线运营不及预期风险，新游流水不及预期风险，计算机业务进展不及预期风险，行业监管风险

青岛啤酒（600600）：2025 年中报点评：全渠道协同发力，持续高质量增长

短期关注外在 β 变化和青啤自身基本面 α 节奏，中期维度青啤属于攻守兼备的优质标的，升级韧性、股息率提升是抓手。参考 25Q2 报表节奏，我们更新 2025~2027 年归母净利润预测为 47.41、52.92、58.23 亿元（前值为 48.45、53.50、57.36 亿元），对应当前 PE 分别为 20、18、16X，维持“买入”评级。

隆鑫通用（603766）：2025 年中报点评：无极品牌持续向上，三轮车+割草机带来新增量

盈利预测与投资评级：公司 25Q2 业绩表现亮眼，无极品牌势能向上，出口持续高增长，三轮车+通机业务表现亮眼，贡献新增量。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测 18.7/22.8/25.4 亿元，2025-2027 年对应 PE 为 14.3/11.7/10.5 倍。鉴于摩托车出海产业趋势确定，公司龙头地位稳固，未来成长空间巨大，同时三轮车、园林机械、全地形均实现高增长，我们仍然维持“买入”评级。 风险提示：全球贸易环境恶化风险；新车型上量不及预期风险；运价/汇率等波动风险等。

上峰水泥（000672）：2025 年中报点评：主业盈利反弹，两翼业务持续推进

行业自律强化下水泥主业盈利反弹，外延业务稳步拓展，新经济股权投资持续推进。（1）公司 2025 年上半年水泥及熟料合计销量 891 万吨，同比+4%，对应吨毛利 67 元，同比+15 元。一方面得益于水泥行业供给自律进一步优化，叠加 Q1 需求表现较超预期，上半年旺季价格大幅反弹，另一方面吨成本得益于煤价下降进一步压缩，以及公司持续推进降本增效，主产品可控成本继续保持下降。（2）产业链延伸业务稳步拓展，上半年公司骨料销量同比+37%至 519 万吨，且维持 64.3%的高毛利率水平，新能

源业务上半年发电 1416 万度，同比增长 92%，储能放电 128 万度，同比增长 182%。（3）新经济股权投资业务新增了对新锐光掩模、方晶科技、壹能科技等项目股权投资，昂瑞微、上海超硅申报科创板上市获受理，中润光能申报港股上市获受理，上半年公司取得投资收益 402 万元。（4）公司 2025Q2 毛利率 35.0%，环比+7.6pct，预计主要得益于水泥单位盈利改善。盈利预测与投资评级：行业景气低位震荡但公司水泥主业盈利表现优于同行，同时积极提升股东回报，五年规划谋划新增长极。随着水泥行业自律改善，景气筑底反弹，公司估值有望迎来修复。考虑出让境外合资公司对盈利的影响以及行业需求承压，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测至 7.1/8.3/9.5 亿元（前值为 7.6/9.0/10.0 亿元），对应市盈率 13/11/10 倍，维持“增持”评级。风险提示：水泥行业竞合态势恶化；两翼业务开拓不及预期的风险。

中国平安 (601318): 2025 年中报点评: 银保扩张推动 NBV 快速增长, 显著增配股票投资

盈利预测与投资评级：结合公司 2025 上半年经营情况，我们略下调 2025-2027 年归母净利润至 1297/1427/1638 亿元（前值为 1352/1544/1770 亿元）。当前市值对应 2025E PEV 0.73x、PB 1.13x，维持“买入”评级。风险提示：长端利率趋势性下行；新单保费增长不达预期。

中大力德 (002896): 2025 年半年报点评: 业绩稳健增长, 看好机器人精密减速机业务成长性

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 0.81/0.99/1.29 亿元。当前市值对应 PE 分别为 239/196/151 倍，考虑公司同时拥有行星减速器、谐波减速器、RV 减速器等人形机器人核心零部件，具有较强稀缺性，维持公司“增持”评级。风险提示：丝杠产品研发不及预期，人形机器人量产进度不及预期，宏观经济风险。

泽璟制药-U (688266): 2025 年中报点评: 商业化稳步推进, 看好 ZG006 及 ZG005 全球竞争力

公司 2025H1 实现营收 3.76 亿元（+56.07%，同比，下同），主要系重组人凝血酶进医保后增长明显；归母净利润-0.73 亿元（去年同期-0.67 亿元），系销售及研发费用增加；经营现金流净额-1702 万，系凝血酶市场推广授权款分期收款差异；研发投入 1.97 亿（+8.47%）。

联赢激光 (688518): 2025 年中报点评: 业绩受营收结构影响承压, 静待高毛利新兴业务贡献利润

盈利预测与投资评级：考虑到公司未来全固态电池装配线以及高毛利 IT 消费电子业务有望逐渐放量，我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测值为 2.9/4.5/6.1 亿元，2025-2027 年对应 PE 分别为 26/17/12 倍。维持“增持”评级。风险提示：下游扩产不及预期，新产品研发及验证不及预期。

晶盛机电 (300316): 2025 中报点评: 设备验收放缓等影响短期业绩, 看好半导体设备&材料布局

盈利预测与投资评级：考虑到公司订单确收节奏，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测为 10（原值 20）/12（原值 22）/15（原值 27）亿元，但考虑到公司多业务仍具备成长性，维持“买入”评级。风险提示：晶圆厂扩产节奏不及预期，新品研发&产业化不及预期等。

通威股份 (600438): 2025 年中报点评: 硅料技术持续优化、电池组件出

货高增，反内卷下有望优化

投资评级：买入 风险提示：政策不及预期，竞争加剧等

珀莱雅(603605)：2025年半年报点评：稳中有进，大单品持续推新升级，筹划港交所主板上市

盈利预测与投资评级：公司是国内组织灵活、效率领先的化妆品龙头，拟在港交所主板挂牌上市，推进国际化战略及增强境外融资能力，未来国货美妆龙头有望晋升为全球化妆品龙头。盈利能力方面公司不断优化，降本增效成效显现。考虑到公司大单品推新及新品牌破圈初期费用投放较大，我们将公司 2025-2027 年归母净利润预测由 18.6/21.6/24.8 亿元下调至 18.0/20.5/23.2 亿元，分别同比+15.7%/+14.2%/+13.3%，2025-2027 年 PE 对应最新收盘价分别为 20/18/16X，维持“买入”评级 风险提示：行业竞争加剧、新品推广不及预期等

佩蒂股份(300673)：2025年中报点评：压力期已过，H2有望边际向上
公司在压力阶段表现稳定，2025H2有望实现边际改善，我们上调 2025 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 1.9/2.5/3.0 亿元（此前的预测值为 1.5/2.5/3.1 亿元），同比+7%/+26%/+23%，对应 PE 为 18/14/12X。维持“买入”评级。

威迈斯(688612)：2025年中报点评：盈利水平大幅提升，业绩亮眼

盈利预测与投资评级：由于下游需求好于预期，我们调整 25-27 年归母净利润至 6.0/7.5/9.0 亿元（此前预测 5.1/6.6/8.5 亿元），同比+51%/+25%/+20%，对应 PE 为 26x/21x/17x，考虑公司后续海外客户放量弹性大，我们给予 26 年 30x PE，对应目标价 54 元，维持“买入”评级。风险提示：下游需求放缓、新产品不及预期。

连连数字(02598.HK)：2025年半年报点评：净利润大幅改善，加码Web3.0与稳定币构筑新壁垒

盈利预测与投资评级：基于目前跨境支付市场活跃度持续向好，利好公司各项业务收入增长，我们维持此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 17/22/26 亿元，分别同比+30%/+26%/+22%，对应 PS 分别为 7.23/5.73/4.70 倍，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧风险，政策合规风险，短期盈利风险。

国睿科技(600562)：2025年中报点评：雷达装备强势表现，核心竞争力持续强化

盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，考虑到订单的不确定性，出于谨慎原则，我们下调先前过高的预测，预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 7.52/8.56 亿元，前值 8.65/10.03 亿元，新增 2027 年预测 9.71 亿元，对应 PE 分别为 47/42/37 倍，维持“增持”评级。风险提示：1) 新产品拓展不及预期；2) 原材料价格波动；3) 技术创新风险；4) 宏观政策风险。

菲利华(300395)：2025年中报点评：半导体领域需求复苏带动高毛利产品增长，航空航天订单回暖

盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，我们基本维持先前的预期，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 5.10/6.83/7.87 亿元，对应 PE 分别为 96/72/62 倍，维持“买入”评级。风险提示：1) 战略风险；2) 宏观经济波动风险；3) 行业竞争风险；4) 采购与供应链管理风险。

钢研高纳(300034)：2025年中报点评：新增产能释放加剧市场竞争，加速新型合金商业化进程

盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，我们基本维持先前的预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.65/3.29/3.76 亿元，对应 PE 分别为 56/45/39 倍，维持“买入”评级。风险提示：1) 新产品拓展不及预期；2) 原材料价格波动；3) 技术创新风险；4) 宏观政策风险。

火炬电子 (603678)：2025 年中报点评：行业景气度改善及市场需求回升，电子元器件订单快速恢复

盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，我们基本维持先前的预期，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.88/5.89/7.80 亿元，对应 PE 分别为 39/33/25 倍，维持“买入”评级。风险提示：1) 战略风险；2) 宏观经济波动风险；3) 行业竞争风险；4) 采购与供应链管理风险。

中航沈飞 (600760)：2025 年中报点评：军品交付进度调整，民品收入占比提升

盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，我们基本维持先前的预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 35.39/44.28/50.56 亿元，对应 PE 分别为 51/41/36 倍，维持“买入”评级。风险提示：1) 下游需求波动风险；2) 市场审价导致毛利率下降风险；3) 产能释放进度不及预期风险。

纳睿雷达 (688522)：2025 年中报点评：增量水利测雨雷达合同金额增长，存量天气雷达订单落地

盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，我们基本维持先前的预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.12/3.55/4.81 亿元，对应 PE 分别为 69/41/30 倍，上调至“买入”评级。风险提示：1) 核心竞争力风险；2) 经营风险；3) 宏观环境风险。

海兰信 (300065)：2025 年中报点评：“海上风电+海底数据中心”融合模式实现里程碑突破

盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，我们基本维持先前的预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.99/1.24/1.34 亿元，对应 PE 分别为 160/128/119 倍，维持“买入”评级。风险提示：1) 新业务转型风险；2) 募投项目风险；3) 应收账款风险。

中航西飞 (000768)：2025 年中报点评：成本控制优化促净利润增长，部分机型交付节奏仍有影响

盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，我们基本维持先前的预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 11.39/13.39/16.04 亿元，对应 PE 分别为 71/61/51 倍，维持“买入”评级。风险提示：1) 下游需求波动风险；2) 市场审价导致毛利率下降风险；3) 产能释放进度不及预期风险。

宏观策略

#海外政治：特朗普宣布罢免理事库克，美联储独立性遭挑战

核心观点：特朗普以涉嫌在抵押贷款申请中存在欺诈行为为由罢免美联储理事库克，成为 1913 年美联储成立以来首次。当前美联储理事会中沃勒和鲍曼 2 位理事均由特朗普提名，未来若特朗普提名的新理事米兰能够获得参议院批准，且在成功罢免库克后再提名另一位新理事，则理事会中将有 4 人与特朗普立场一致，超过半数。罢免消息公布后，市场对未来更多“特朗普派”的理事就任预期令明年的降息预期升温，而对美联储独立性和美元信用的担忧则令长端美债利率和黄金价格上行，美元指数下行。向前看，由于罢免风波前景未明，对美联储独立性的担忧料将持续发酵，预计黄金价格将阶段性维持高位、美债期限溢价走阔。特朗普宣布罢免美联储理事库克，为历史首次。美东时间 2025 年 8 月 25 日，特朗普签署文件，以涉嫌在抵押贷款申请中存在欺诈行为，依据《联邦储备法》正式罢免美联储理事库克 (Lisa Cook)。本次行动为 1913 年美联储成立以来首次由总统直接罢免理事的案例，也是特朗普就任总统以来对美联储独立性的最强力的一次直接干预。法律进展：罢免理由仍存在争议，后续库克或上诉至最高法院。《联邦储备法》第 10 条规定，总统仅可以“正当理由 (for cause)”罢免美联储理事。而特朗普在签署的文件中认为，库克在 2021 年申请抵押贷款时，将个人名下两处房产均填写为其“主要居所”以获得更低的贷款利率。这种在金融事务中“涉嫌欺诈的行为”将削弱其作为金融监管者的可信度，因此不宜继续担任美联储理事。但需要注意的是，“正当理由”通常是指在职期间的严重违法、失职或职务相关不当行为，而非个人财务事务。此外库克于 2022 年 5 月 23 日首次就任美联储理事，而申请抵押贷款发生在其就任之前，这使得该理由的“正当性”受到进一步削弱。同时库克本人自己也表示将继续履行美联储理事职责，未来或通过上诉最高法院等法律手段对抗特朗普的“非法”解雇行为。理事会成员结构：7 名理事中未来或有 4 名理事与特朗普立场一致。目前美联储理事会 (Board of Governor) 的 7 名理事中，仅沃勒 (Chris Waller) 和鲍曼 (Michelle Bowman) 由特朗普提名，且在近期对降息的鸽派表态中也与特朗普立场一致。若此前特朗普提名的米兰 (Stephen Miran) 能够获得参议院批准 (接替提前辞职的理事库格勒)，且在成功罢免库克后再提名一位新理事，则美联储理事会中未来将有 4 人与特朗普立场一致，超过半数，特朗普对美联储货币政策决议的干预能力将进一步加强。不过需要注意的是，最终参与货币政策决议投票的除了 7 位美联储理事外，还有 1 位纽约联储主席和其他 4 位轮换的地区联储主席，共计 12 人，特朗普对美联储货币政策的干预程度依然有限。市场影响与策略启示：美联储明年降息预期升温，而对美联储独立性的担忧预计令黄金价格阶段性维持高位、美债期限溢价走阔。特朗普解雇库克的消息公布后，2 年美债利率骤降，表明市场预期随着 2026 年 5 月美联储轮换新主席，更多“特朗普派”的理事就任将令美联储明年的降息预期升温。与此同时，对美联储独立性和美元信用的担忧也令 10 年期美债收益率上涨，美元一度由 98.5 下跌至 98.1、黄金价格由 3351 美元/盎司上涨至 3377 美元/盎司。资产价格的这一表现与今年 7 月 16-17 日特朗普威胁解雇鲍威尔风波时一致。当时，在 17 日特朗普否认计划解雇鲍威尔、鲍威尔回应美联储相关工程符合规范后，市场迅速企稳。就此次而言，美元指数已在下跌后迅速回稳，而黄金价格仍在高位，显示随着事件发酵而前景未明，

市场对美联储独立性的担忧仍未消除，预计后续法律层面的进展仍将对资产价格产生扰动。风险提示：特朗普政策落地节奏与预期相差较大；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机；通胀下行速率不及预期。

(证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 证券分析师：韦祎 研究助理：王茁)

固收金工

固收周报 20250825：转债市场分歧正在累积

上周(0818-0822)鲍威尔于杰克逊霍尔央行年会释放“短鸽长鹰”预期，并试图让市场相信，其正身处前期未完成工作—指引美国经济“软着陆”一的延长线上。正如我们上周所述，美股受次提振，一改前期承压局面，美债呈现牛陡，短端下降幅度大于长端，黄金周五单日上涨1%，美元承压回落。我们认为美国经济“软着陆”预期强化下，曲线边际趋陡概率仍较大，短端胜率大于长端。国内风险类资产周五迎来双重利好，一方面联储9月降息预期上升，一方面DeepseekV3.1发布，国内AI算力板块迎来主力资金追捧，科创50当日涨幅超8%。转债继续跟随权益上涨，等权优于加权，风格上高价显著占优，中价、低价基本持平。我们提示目前市场分歧正在累积，根据我们统计：1)上周日均成交量接近千亿，高于8月前两周单周均值，呈现逐周上升趋势；2)上周转债价格中位数升至133-135元，百元平价溢价率处于历史较高分位数水平(90分位数以上)；3)高价标的(130元及以上)占比升至60%以上，市场整体潜在双向波动边际放大。我们建议：1)在维持整体仓位稳健的基础上，降低部分高价标的风险敞口，增量及回笼资金可增配ETF以平衡踏空风险；2)关注前期回撤较大的银行及基建板块，和涨幅较小的地产及公用、化工板块中低价标的；3)目前我们仍维持权益市场“慢牛”的基本判断，供需错配叠加震荡市下，转债高估值磨顶期拐点远近或依赖于权益市场破位上行势能强弱。下周转债平价溢价率修复潜力最大的高评级、中低价前十名分别为：浦发转债、金能转债、利群转债、希望转债、柳药转债、青农转债、鲁泰转债、紫银转债、东南转债、万青转债。风险提示：(1)正股退市和信用违约风险；(2)流动性环境收紧风险；(3)权益市场超跌风险；(4)地缘政治危机影响；(5)行业政策调控超预期。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭)

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

观点 股市表现强劲，上证指数突破3800点，后续债券市场在此环境下将如何表现？本周(2025.8.18-2025.8.22)，10年期国债活跃券收益率从上周五的1.745%上行4bp至1.785%。周度复盘：周一(8.18)，早盘受货币政策报告中对于宽松的偏谨慎态度影响，利率出现上行。随后上证指数迅速上行刷新10年新高，对债市压制明显，全天10年期国债活跃券收益率上行2.5bp。周二(8.19)，早盘债市情绪仍然相对低迷，利率普遍上行，但下午股市下跌，令债券得到喘息机会，全天10年期国债活跃券收益率下行0.4bp。周三(8.20)，央行公开市场大额净投放，支撑债市情绪，午后对于石油化工业出台解决产能过剩问题的政策发酵，股市反转上涨，利率随即上行，全天10年期国债活跃券收益率上行1.4bp。周四(8.21)，“看股做债”的格局延续，上午债市小幅波动，午后股市高位下挫，叠加监管干预做空国债期货的

预期令利率下行，全天 10 年期国债活跃券收益率下行 1.9bp。周五（8.22），征收增值税后的首批国债发行，利率小超预期，加之股市强势突破 3800 点，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 2.4bp。周度思考：随着上证指数连续创新高，加之基本面数据进入“空窗期”，“股债跷跷板”成为主导本周债市走向的决定性因素。在此我们回顾 2006 年以来的股市繁荣时期，分别是 2006 年 8 月-2007 年 10 月、2008 年 11 月-2009 年 12 月和 2014 年 7 月-2015 年 6 月。其中前两段时期，股市快速攀升的同时利率上行态势明显。第一段时期我国经济发展持续向好，第二段时期我国在金融危机后回暖，总结而言，股市牛市是由经济基本面的转好驱动而非流动性的投放。2014 年 7 月-2015 年 6 月与前两次情况不同，该时段利率显著下行。为应对经济压力，央行货币政策转向宽松，在该时间段内实行了 2 次降准和 4 次降息。但从实际效果而言，释放的资金进入实体经济领域有限，多余的流动性涌入了金融市场，带动“股债双牛”。2025 年以来，债市出现过两次较大级别的调整，面临的宏观环境组合恰恰相反。第一次调整出现在 1-3 月，背景是“紧资金+强数据”，以短端利率上行主导；第二次调整是 7 月以来，背景是“宽资金+弱数据”，以长端利率上行主导。如果从传统的影响因素出发，1-3 月的债市调整更具基础，而 7 月以来的流动性宽松和基本面回落都应当成为债市利好，但我们观察到的现象反而是“股强债弱”。这是由于债市当前存在的两大利空因素比利好更占据主导，一是由于“反内卷”政策带来的物价上行和企业利润回升预期，二是去年的债券牛市将今年的行情提前透支，宽松的货币环境只能保证债市不熊，而无法驱动利率进一步下行，不能简单复制上文所述的第三段股市繁荣时期的流动性债券牛市。短期来看，债券进入“逆风”阶段，鉴于流动性环境依然保持宽松，但长端利率受股市影响较大的特征，建议及时缩短久期，以应对可能出现的波动。长期来看，更需要关注第一点利空因素的叙事逻辑是否能够得到实际数据的验证。美国 2025 年 8 月 PMI 初值、成屋销售量、失业救济金、EIA 原油库存等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？上周（0811—0815）鲍威尔于杰克逊霍尔央行年会释放“短鸽长鹰”预期，并试图让市场相信，其正身处前期未完成工作——指引美国经济“软着陆”——的延长线上。正如我们上周所述，美股受次提振，一改前期承压局面，美债呈现牛陡，短端下降幅度大于长端，黄金周五单日上涨 1%，美元承压回落。我们认为美国经济“软着陆”预期强化下，曲线边际趋陡概率仍较大，短端胜率大于长端。我们在延续上周观点的基础上，结合增量数据，思考如下：（1）美国 8 月服务业 PMI 与制造业 PMI 初值均上升；8 月 20 日当周 EIA 原油库存减少 316.9 万桶，市场预期仅减少 150 万桶。8 月 21 日公布的 Markit PMI 初值数据显示，美国 2025 年 8 月 Markit 制造业 PMI 初值 53.3%，预期 49.7%，前值 49.8%，远超出市场预期；服务业相较于 7 月有所回落，Markit 服务业 PMI 初值 55.4%，预期 54.2%，前值 55.7%；8 月 Markit 综合 PMI 初值 55.4%，预期 53.5%，前值 55.1%，创去年 12 月以来新高，连续六个月扩张。PMI 初值显示，美国经济在第三季度初大幅增长，与 2.3% 的年化增长率相符。由于制造业经营状况有所恢复，经济增长过度依赖服务业的不平衡状况有所缓解。从 EIA 原油库存原油库存变动来看，美国 8 月 15 日当周 EIA 原油库存减少 601.4 万桶，远高于预期的减少 85 万桶，前值增加 303.6 万桶。库存的显著减少反映了美国国内原油需求的强劲以及供应端的潜在压力。（2）美国 7 月成屋销量年化环比上升 2.0%，超出市场预期；8 月 16 日当周首次申请失业救济人数升至 23.5 万人，8 月 9 日当周持续领取失业金人数升至 197.2 万

人。8月21日公布的美国7月成屋销量显示，7月成屋销售总数年化401万户，预期392万户，前值393万户，环比上升2.0%，成交量打破下降趋势有所回升，显示出美国房地产市场在一定程度上的复苏，尽管面临高抵押贷款利率和库存增加的压力，市场仍然在健康地运转。从领取失业金数据来看，8月16日当周美国首次申请失业救济人数为23.5万人（前值22.4万人），高于预测值22.5万人；8月9日当周持续申请失业救济人数为197.2万人（前值195.3万人），高于预测值196万人，为2021年11月以来最高水平。最新初请失业救济人数录得近三个月来最大增幅，这是裁员可能加快的初步信号，进一步加剧了就业市场走弱的迹象，显示美国就业市场正逐步失去韧性，这可能成为美联储政策路径的重要考量因素。（3）鲍威尔释放谨慎降息信号，点燃9月降息市场预期。8月22日，在美国怀俄明州杰克逊霍尔全球央行年会上，美联储主席鲍威尔罕见地为降息打开了大门，发表了“鸽派”言论。鲍威尔明确指出，现在政策已经明显处于限制性区域，如果经济前景和风险的天平开始转向，我们就得相应地调整政策。鲍威尔还放弃“平均通胀目标制”，回归灵活通胀框架，更注重就业与通胀平衡，删除了“就业短缺”表述，允许就业适度超预期而不立即收紧政策。鲍威尔在讲话中并未回避通胀的持续性。他表示：“关税对消费者价格的影响现在已清晰可见，但预计这些影响将相对短暂是合理的。然而，关税对价格的上涨压力也可能引发更持久的通胀动态，这是需要评估和管理的风险。”他强调，当美联储在“通胀与就业目标”之间面临拉扯时，“我们的政策框架要求我们在双重使命的两方面之间寻求平衡”。截至8月24日，Fedwatch预期2025年9月降息25bp的概率为75%，上周92.1%；10月份降息的可能性降至35.3%，上周为55.2%；12月份在10月份降息的基础上再次降息的可能性为25.4%，上周为41.8%。风险提示：大宗商品价格波动风险；宏观政策变动风险；历史经验不代表将来；经济基本面变化超预期。

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

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

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

融、建筑、交运设备为主，中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA- 评级为主，地域分布以北京市、上海市、江西省居多。溢价个券方面，溢价率前四的个券为粤环 GK01 (1.1082%)、GK 蒙电 02 (1.0819%)、20 河南 39 (1.0473%)、25 康富租赁 MTN001(碳中和债) (0.7551%)，其余溢价率均在 0.61% 以内。主体行业以金融、能源、交运设备为主，中债隐含评级以 AA+、AA (2)、AA 评级为主，地域分布以上海市、广东省、山东省、北京市居多。风险提示：Choice 信息更新延迟；数据披露不全。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

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

观点 一级市场发行与存量情况：本周 (20250818-20250822) 银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。截至 2025 年 8 月 22 日，二级资本债存量余额达 46,753.85 亿元，较上周末 (20250815) 减少 30.0 亿元。二级市场成交情况：本周 (20250818-20250822) 二级资本债周成交量合计约 2162 亿元，较上周增加 545 亿元，成交量前三个券分别为 25 工行二级资本债 02BC (116.98 亿元)、25 工行二级资本债 01BC (110.37 亿元) 和 25 中行二级资本债 01BC (100.12 亿元)。分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和广东省，分别约为 1733 亿元、153 亿元和 67 亿元。从到期收益率角度来看，截至 8 月 22 日，5Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：6.73BP、7.65BP、6.65BP；7Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：7.07BP、8.14BP、5.14BP；10Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：6.69BP、5.13BP、2.13BP。估值偏离%前三十位个券情况：本周 (20250818-20250822) 二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交的比例小于溢价成交，折价成交的幅度大于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为 21 长春发展农商二级 (-21.5075%)、21 九台农商二级 (-21.4869%)、22 长城华西二级资本债 01 (-0.4696%)，其余折价率均在 -0.30% 以内。中债隐含评级以 AA+、AA-、AA 评级为主，地域分布以北京市、广东省、上海市居多。溢价个券方面，溢价率前四的个券为 24 浦发银行二级资本债 02B (0.4943%)、23 汉口银行二级资本债 02 (0.4546%)、23 邮储银行二级资本债 01 (0.4059%)、21 建设银行二级 02 (0.3893%)，其余溢价率均在 0.38% 以内。中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA 评级为主，地域分布以北京市、上海市、天津市居多。风险提示：Choice、Wind 信息更新延迟；数据披露不全。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

行业

推荐个股及其他点评

新莱应材 (300260)：2025 一季报点评：Q2 业绩环比改善，看好公司持续受益于半导体&液冷双增长极

投资要点 2025H1 业绩小幅下降，食品业务稳托底增长。2025H1 公司营收 14.09 亿元，同比-0.6%。食品类业务实现收入 8.46 亿元，同比+5.4%，受益于国内乳制品和饮料行业需求增长及公司“设备+包材”一体化模式带来的客户黏性增强，成为托底主力。医药类业务实现收入 1.22 亿元，同比-27.5%。泛半导体业务实现收入 4.41 亿元，

同比-1.3%。期间归母净利润为 1.08 亿元，同比-23.1%。扣非归母净利润 1.06 亿元，同比-19.6%。Q2 单季营收 7.37 亿元，同比+1%，环比+9.5%。归母净利润为 0.57 亿元，同比-20.7%，环比+12%，扣非归母净利润为 0.55 亿元，同比-23.7%，环比+8.6%。盈利能力承压，费用率小幅改善。2025H1 公司毛利率为 24.5%，同比-1.1pct；销售净利率为 7.6%，同比-2.3pct。公司期间费用率为 15.7%，同比-0.9pct；其中销售费用率为 5.7%，同比-0.1pct；管理费用率为 4.9%，同比+0.9pct；研发费用率为 4%，同比+0.5pct；财务费用率为 1%，同比-0.4pct。Q2 单季毛利率为 25%，同环比-0.8pct/+1.2pct；销售净利率为 7.7%，同环比-2.2pct/+0.1pct。存货同比减少，经营现金流显著改善。截至 2025H1，公司合同负债 1.23 亿元，同比持平；存货 15.08 亿元，同比-5.1%。2025 上半年，公司实现经营活动现金流净额 1.3 亿元，同比+41.8%，现金流情况显著改善。国产替代稳步推进，客户结构持续优化。公司在泛半导体领域深耕多年，围绕高洁净与高纯流体系统，系统布局制程与厂务两大环节，产品涵盖真空阀门、洁净管道、高纯输送组件等，广泛应用于晶圆制造、显示面板、新能源等高端制造工艺场景。2025H1，公司半导体业务整体保持平稳，持续推进头部客户认证与导入，产品通过美国排名前二的半导体应用设备厂商特殊工艺认证并成为其一级供应商，客户结构持续优化。公司不断加大核心产品的研发投入，已开发控压蝶阀、控压钟摆阀、大型传输阀、高性能 ALD 阀、高效率离心泵、用于高洁净工艺的 PVD/CVD 腔体及核心零部件，以及服务超洁净特气系统的管阀件等新产品，覆盖制程高门槛环节，国产替代能力持续增强，产品附加值稳步提升。液冷系统积极布局，迈向 AI 基础设施新应用场景。面对 AI 服务器与 AIDC 等新型基础设施对高热密度散热方案的迫切需求，公司依托在洁净工艺、系统密封性及流体集成能力上的长期积累，前瞻性切入液冷业务，围绕核心零部件与系统交付同步推进。公司通过子公司蒙康普推进液冷产品布局，聚焦 CDU、流体管路、快接头、Manifold 等关键组件，已具备成熟批量加工能力。当前液冷渗透率仍处于提升初期，细分供应格局尚不稳定，公司凭借成熟的验证体系与客户基础，有望加速切入国产替代核心环节，在 AI 基础设施浪潮中打开新一轮成长空间。

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

(证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意)

利元亨 (688499)：2025 年中报点评：实现扭亏为盈，固态电池设备布局完善

投资要点 25H1 扭亏为盈，结构调整初见成效：2025H1 公司营收 15.29 亿元，同比-17.5%，主要系 2024 年来公司结合行业发展情况，主动收缩客户群体，减少承接低毛利率订单，业务订单规模下降。期间归母净利润为 0.33 亿元，扣非归母净利润为 0.28 亿元，实现由亏转盈，盈利能力明显修复。Q2 单季营收 8.14 亿元，同比-25.5%，但环比+13.9%，业务节奏有所加快，主要得益于订单验收效率提升与业务流转持续优化。归母净利润为 0.21 亿元，同比+36.8%，环比+60.6%，扣非归母净利润为 0.18 亿元，同比-27.2%，环比+74.2%。盈利能力持续改善，控本降费措施成效显著：2025H1 公司毛利率为 29.2%，同比+2.6pct；销售净利率为 2.2%，同比+11.6pct，盈利能力显著改善。公司期间费用率为 24.7%，同比-6.7pct，其中销售费用率为

4.1%，同比-0.2pct，管理费用率为 8.8%，同比-4.5pct，主要系公司优化组织架构和岗位，运营效率提升带来的降本；研发费用率为 10.2%，同比-0.6pct，财务费用率为 1.6%，同比-1.4pct。Q2 单季毛利率为 24.3%，同环比-8.7pct/-10.6pct；销售净利率为 2.5%，同环比+1.2pct/+0.7pct。合同负债持续高增，经营现金流大幅改善：截至 2025H1，公司合同负债 21 亿元，同比增长 55.7%；存货 28 亿元，同比小幅增长 3.5%。报告期内，公司实现经营活动现金流净额 2.24 亿元，现金流情况显著改善。

固态电池整线布局全面，已交付头部客户：公司已成功掌握全固态电池整线装备的制造工艺，主要产品包括电极干法涂布设备、电极辊压、电解质热复合一体机、胶框印刷、叠片一体机和高压化成分容等核心设备，并与产业链伙伴合作研发下一代等静压技术。公司向头部车企供应的全固态电池整线项目已开始陆续交付，预计 2025Q3 完成首条整线交付。针对硫化物体系，公司具备三级防护设计能力，能有效解决毒性与防爆难题；同时通过模块化单机设备支持多技术路线柔性配置，协同材料—工艺—设备一体化研发路径，构建起差异化竞争优势。

光伏装备订单聚焦前道环节，钙钛矿设备布局前瞻：公司光伏设备业务聚焦丝网印刷机、硅棒加工、切片自动线等前道环节，已实现多项目交付与验收。同时积极推进钙钛矿激光类设备研发，抢占下一代技术切换窗口，长期有望受益于高效电池渗透及海外产能转移趋势。

盈利预测与投资评级：考虑到 25H1 公司扭亏为盈，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润至 0.7（原值 0.6）/1.4（原值 1.3）/1.8（原值 1.6）亿元，对应股价 PE 为 132/67/53 倍，维持“增持”评级。

风险提示：下游扩产不及预期风险，新产品研发及验证不及预期风险，技术迭代及竞争加剧风险，宏观经济环境风险。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

劲仔食品（003000）：2025 年中报点评：Q2 进入调整期，内部扩张战略与外部弱势环境错配

投资要点 事件：公司 2025H1 实现营收 11.24 亿元，同比下降 0.50%；实现归母净利 1.12 亿元，同比下降 21.86%。2025Q2 实现营收 5.28 亿元，同比下降 10.37%；实现归母净利 0.44 亿元，同比下降 36.27%。

Q2 收入承压，主要系外部需求疲弱。2025Q2 外部需求疲软，传统商超渠道人流下滑明显，导致公司收入端承压。分产品看，2025H1 鱼制品/豆制品/禽肉制品/蔬菜制品分别实现营收 7.6/1.1/2.0/0.3 亿元，同比+7.6%/+3.6%/-24.0%/-10.7%。公司核心大单品鱼干营收增速靠前，禽肉制品下滑主要系鹤鹑蛋品类增速放缓。分渠道来看，2025H1 线上渠道实现营收 1.9 亿元，同比-6.8%；线下渠道实现营收 9.4 亿元，同比+0.9%。

收入承压下费效比减弱，致使利润率下降。2025Q2 实现毛利率 28.9%，同比-1.8pct，鱼干成本同比有一定压力，其次是规模效应减弱。2025Q2 销售/管理/研发费用率分别同比+2.2/+1.2/+0.6pct；各项费用率均有增加，原因包括收入承压下费效比减弱、24 年底扩充人员、营销费用投放有增加。最终 25Q2 实现净利率 8.4%，同比-3.5pct。

中长期扩张战略与外部弱势环境短期错配，后续看内部调整和新品推广。今年上半年是公司的调整阶段，公司在 24 年底扩充员工，并增设子公司，品牌推广上也更加积极，本意是为公司再上台阶的发展储备。但今年上半年的消费需求的确较弱，尤其 Q2 更加明显。因此出现了收入承压、利润下滑更明显的情况。总结来说，公司内部的中长期扩张战略与外部弱势环境短期错配。往后展望，我们认为首先关注公司内部调整节奏，其次是新产品的推广情况（魔芋素毛肚等）。

盈利预测与投资评级：我们下调此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为

2.4/3.5/3.9 亿元（此前盈利预测为 3.2/3.8/4.1 亿元），同比 -19%/+47%/+13%，对应 PE 为 25/17/15X。经营基本面在 2025Q2 基本触底，目前公司估值水位合理，维持“买入”评级。风险提示：食品安全风险，原材料价格波动，行业竞争加剧。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：李茵琦）

安培龙（301413）：2025 年中报点评：业绩稳健增长，积极开拓机器人产业新兴赛道

投资要点 公司营收稳步增长，压力传感器业务表现出色 25H1 公司实现营收 5.54 亿元，同比+34.44%；归母净利润 0.42 亿元，同比+19.60%，扣非归母净利润 0.38 亿元，同比+24.76%，其主要系国内新能源汽车产业的深化发展，以及单车传感器搭载价值量的提高，使得 25H1 公司在汽车应用领域的营收同比增长 52.97%，带动整体营收和净利润的提高。单 Q2 公司实现营收 2.93 亿元，同比+28.22%；归母净利润 0.22 亿元，同比-3.09%，扣非归母净利润 0.20 亿元，同比+1.87%。1）分业务看，25H1 压力传感器实现营收 2.92 亿元，同比+61.88%，主要系受下游客户需求增加所致，热敏电阻及温度传感器实现营收 2.51 亿元，同比+12.99%。2）分海内外看，25H1 国内收入 4.86 亿元，同比+38.03%，海外收入 0.86 亿元，同比+17.68%。公司净利润率水平略有下滑，期间费用率保持稳定 25H1 公司销售毛利率 27.79%，同比-3.04pct。分业务来看，热敏电阻及温度传感器业务毛利率 28.91%，同比-2.9pct；压力传感器业务毛利率 27.37%，同比-2.18%，毛利率同比下滑我们判断主要系价格压力&会计处理调整，将部分原计入销售费用和管理费用的质量保证费用重新分类至主营业务成本。25H1 销售净利率 7.6%，同比-0.9pct，期间费用率为 19.4%，同比-1.3pct；其中销售/管理/财务/研发费用率为 2.4%/9.1%/0.9%/6.9%，同比分别-0.1/-0.9/-0.8/+0.5pct。期间费用率基本保持稳定，研发费用投入持续增加。传统领域营收稳定增长，加速布局机器人领域 1）汽车领域：2024 年公司压力传感器、热敏电阻及温度传感器相关产品的营收皆增长迅速，公司已向麦格纳、特斯拉等新增客户供应压力传感器和温度传感器等产品，同时对现有客户如上汽、法雷奥、理想、蔚来、小鹏、零跑等稳定供货。2）机器人领域：公司聚焦于力传感器的研发与生产，正积极布局机器人等新兴领域，已取得一定进展。公司所开发面向四足机器狗等足底场景的力传感器，目前已进入客户送样阶段，正有序地推进性能验证，公司研发的力矩传感器可实现 50-1500Nm 量程的精确测量，可广泛适配机器人相关场景，而金属应变式六维力传感器也已完成开发流程。公司立足传统优势领域，通过力传感器产品的核心技术突破，不断挖掘新兴产业增长空间。盈利预测与投资评级 温度/压力传感器业务基本盘稳健，但考虑到短期人形机器人投入较大，我们调整公司 2025-2026 年归母净利润分别为 1.09（原值 1.37）/1.52（原值 1.71），新增 2027 年归母净利润预测为 1.95 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 110/79/61 倍。考虑到基本盘相对稳定，叠加机器人业务进展迅速，维持“增持”评级。风险提示：下游市场需求波动，国内竞争加剧风险，宏观经济风险。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天
研究助理：陶泽）

信德新材（301349）：2025 半年报点评：快充催化出货实现高增长，单位毛利逐步修复

投资要点 25Q2 业绩符合市场预期。25H1 公司营收 5.1 亿元，同比增长 41%；归母净利润 0.1 亿元，同比+169%；扣非净利润-0.04

亿元，同比+87%；25 年 H1 毛利率为 11%。其中 Q2 营收 2.7 亿元，同环比+18%/10%；归母净利 0.03 亿元，同环比+210%/-65%，扣非归母净利润-0.05 亿元，25Q2 毛利率 11%，同比+12.3pct，环比-0.6pct，业绩符合市场预期。25H1 出货 4 万吨、公司满产满销。我们预计公司 25H1 年包覆材料出货 4 万吨，同增 35%+，其中我们预计 25Q2 出货 2 万吨左右，环比持平，公司当前 7 万吨产能满产满销，上半年产能利用率 105%，考虑下半年满产+库存进一步消化，我们预计全年出货 8 万吨，同增 33%。25Q2 盈利受副产品减值影响、单吨毛利逐步修复。公司 25H1 包覆材料收入 2.2 亿元，对应单价 0.62 万元/吨（含税），较 24 年持平，25Q2 单吨毛利 0.15 万元/吨，环比微增，单吨净利基本盈亏平衡，主要系副产品跌价造成 0.05 亿元资产减值损失。当前看产品价格已见底，且中高端包覆材料产品占比逐步提升至 30%+，我们预计副产品价格 Q3 回暖，单吨净利将逐步恢复。此外昱泰 25H1 盈利 0.22 亿元，对应单吨净利 1-2 千元左右，25 年我们预计 3 万吨产能满产满销，单吨净利可维持，贡献主要利润增量。费用控制良好、经营性现金流承压。公司 25 年 H1 期间费用 0.5 亿元，同比+25.6%，费用率 9.2%，同比-1.1pct，其中 Q2 期间费用 0.3 亿元，同环比 141.1%/23.9%，费用率 9.7%；25 年 H1 经营性净现金流-1.7 亿元，其中 Q2 经营性现金流-0.7 亿元，同比转负；25 年 H1 资本开支 0.1 亿元，同-35.8%，25 年 H1 末存货 3 亿元，较年初+39.5%。盈利预测与投资评级：考虑 Q2 副产品价格下跌影响，下修公司 25-27 年预期归母净利润至 0.4/0.9/1.1 亿元（此前预期 0.6/0.9/1.1 亿元），同比+223%/119%/24%，对应 PE 为 102x/46x/38x，考虑公司中高端产品占比提升及副产品价格回暖，维持“买入”评级。风险提示：销量不及预期，盈利水平不及预期

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
证券分析师：岳斯瑶）

布鲁可（00325.HK）：2025 年半年报点评：利润短期承压，关注新产品和出海进展

投资要点 事件：布鲁可发布 2025H1 财报。25H1 总收入 13.38 亿元（人民币，下同），yoy+27.9%。经调整净利润为 3.20 亿元，yoy+9.6%。业绩变动主要受到拼搭角色类玩具业务的销量增长、产品结构的调整以及海外市场收入贡献增加的共同影响。拓展新 IP、16+ 产品和海外市场：1）IP 商业化运作：IP 是公司产品的核心。截至期末，公司已商业化 19 个 IP，在售 SKU 总数达到 925 种。期内，公司新推出了 273 个 SKU，这些新品贡献了总收入的 53.1%。同时，公司还新签署了 13 个 IP 以扩充其 IP 组合矩阵。2）渠道与区域市场：线下渠道稳固，积极拓展海外市场。线下渠道依然是销售主力，收入同比增长 26.6%至 12.3 亿元，占总收入的 91.9%，其中经销销售收入为 12.1 亿元。线上渠道收入同比增长 44.6%至 1.08 亿元，增速较快但目前体量相对较小，占总收入的 8.1%。分地区来看：中国内地市场贡献收入 12.27 亿元，同比增长 18.5%，是公司的基本盘。海外销售额从去年同期的 1120 万元增至 1.1 亿元。按地区细分，亚洲（不包括中国）和北美是主要的海外市场，分别贡献收入 5713 万元和 4282 万元。未来的发展重点包括：1）研发与产品：公司计划继续提升研发能力，丰富 IP 产品组合。这与报告期内研发费用大幅增长的趋势相符。持续的研发投入是维持产品竞争力的必要条件，关注其转化为市场成功产品的效率。2）销售与市场：公司计划进一步投资于中国和海外市场的销售和营销，包括招聘相关人才。3）资金用途：公司在财报中披露了 IPO 募集资金的使用计划及进度。截至 6 月 30 日，约 1.88 亿港元已

被使用，主要投向了研发能力增强、核心生产资源投资（模具）、IP 矩阵丰富以及销售营销活动等方面。毛利率有所下降，经调整净利率同步调整：25H1 公司的毛利同比增长 16.9%至 6.5 亿元，毛利率同比下降 4.5pct 至 48.4%，主要原因有两点：1）产品结构调整的影响：公司期内推广了零售价为 9.9 元的平价价格带产品。该系列产品销量达到 4860 万盒，贡献收入 2.2 亿元，是驱动整体销量增长的重要组成部分。通常情况下，引流型产品的定价会更具竞争力，其毛利率水平可能低于公司平均值，因此该产品线销量占比的提升对整体毛利率构成了压力。2）模具成本增加：25H1 销售成本同比增长 40.2%，成本上升除了因销量增加导致的商品成本同比例增加外，一个重要原因是模具折旧的大幅增加。为了配合大量新款 SKU 的上市，公司在模具上的资本开支增加，这部分折旧在本期计入了销售成本，直接影响了毛利率。与毛利率趋势相似，公司的经调整净利率也从去年同期的 27.9%下降至 23.9%。

研发与销售投入加大：25H1 销售及经销开支为 1.77 亿元，同比增长 46.4%，费用率从 11.5%上升至 13.2%。增长主要源于两方面：一是为推广新产品而增加的 1430 万元营销和推广开支；二是因销售及经销人员增加导致的 1800 万元雇员福利开支。25H1 研发开支为 1.29 亿元，同比大幅增长 69.5%，研发费用率从 7.3%提升至 9.6%。研发投入的增加主要用于扩充研发团队，导致相关的工资、薪酬及福利增加了 3790 万元。截至期末，公司研发团队已达 599 人，占员工总数的 67.1%。25H1 行政开支为 4722 万元，相较于去年同期的 4.04 亿元，同比大幅下降 88.3%，费用率也从 38.6%降至 3.5%。行政开支的剧减主要是由于去年同期存在大额的一次性股份支付费用及上市开支。剔除该等项目影响后，公司的常规行政管理费用控制在较为合理的范围内。

盈利预测与投资评级：考虑到新品上线可能产生一定的模具成本和研发投入，我们将 2025-2027 年 Non-GAAP 归母净利润预测从 10.8/16.5/20.9 亿元下调至 7.3/10.1/12.4 亿元，当前股价对应 2025-2027 年 PE（Non-GAAP 口径）分别为 35/25/20 倍。我们认为，后续海外市场的增速，以及公司能否成功推出更多中高价位的爆款产品，将共同决定整体收入的增长斜率；利润层面，毛利率的走势将取决于产品结构的变化和规模效应能否对冲模具折旧等成本的上升。未来若高毛利产品占比提升，或供应链成本得到有效控制，毛利率有回升空间；若研发费用率随着收入规模扩大而摊薄，将正面影响净利率水平，维持“买入”评级。

风险提示：对主要 IP 的依赖风险，市场竞争风险，海外扩张的不确定性，存货管理风险。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖
证券分析师：张文雨）

伊之密（300415）：2025 年半年报点评：三大业务齐头并进，关注镁合金压铸的新场景

投资要点 业绩稳步增长，单季度业绩创历史新高 2025H1 公司实现营收 27.46 亿元，同比+15.89%；归母净利润 3.45 亿元，同比+15.15%，扣非归母净利润 3.37 亿元，同比+15.89%。其中 Q2 单季度实现营收 15.59 亿元，同比+10.20%；归母净利润 2.12 亿元，同比+15.70%，扣非归母净利润 2.12 亿元，同比+17.32%。公司注塑机、压铸机、橡胶机三项业务齐头并进，助推公司业绩稳步增长。

分产品看：注塑机、压铸机和橡胶机均实现快速增长：注塑机实现营收 19.32 亿元，同比+13.09%，主要系行业景气度回暖需求回升；压铸机实现营收 5.56 亿元，同比+33.29%，主要系公司推出压铸机新产品，在家电、3C 等市场渗透进展顺利；橡胶机实现营收 1.19 亿元，同比+23.85%，目前公司橡胶机在手订单饱满，海外市场拓展顺利。

分海内外收

入看：2025H1 国内收入 19.94 亿元，同比+12.04%，海外收入 7.49 亿元，同比+27.01%，公司海内外业务同步拓展，海外业务进展更快，早期海外渠道布局逐步兑现业绩。

毛利率受会计准则变更影响小幅下滑，汇兑损益影响财务费用。2025H1 公司销售毛利率为 31.08%，同比-2.53pct，其中 Q2 单季度销售毛利率为 31.42%，同比-1.38pct，环比+0.78pct。分业务看，注塑机/压铸机/橡胶注射机毛利率分别为 30.52%/31.50%/38.43%，同比分别-0.40pct/-2.12pct/-2.28pct。公司综合毛利率有所下滑，主要系原本毛利率位于高位的压铸机、橡胶机毛利率有所下滑。2025H1 公司销售净利率为 12.90%，同比-0.01pct。2025H1 公司期间费用率为 17.23%，同比-2.74pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.53%/4.98%/4.86%/-0.14%，同比-2.0/+0.1/-0.35/-0.5pct，销售费用率降低系会计政策变更，财务费用率减少主要系汇兑收益增加。公司持续保持较高研发投入，2025H1 研发支出达 1.33 亿元，同比+8.00%。

存货&合同负债同比增加，经营活动净现金流保持稳定。截至 2025H1 公司合同负债 5.39 亿元，同比+10.45%，表明公司在手订单较多；存货 20.90 亿元，同比+21.78%，主要系库存商品增加。2025H1 公司经营活动净现金流为 1.64 亿元，同比-5.81%，现金流周转保持稳定。

注塑机产品力不断迭代提升，镁合金压铸有望构筑新增长极。

1) 注塑机：2024 年行业景气度回暖，日用品、3C、家电等领域需求旺盛，注塑机市场需求回升，带动公司业绩提升。2024 年公司推出全新 A6 系列高端智能注塑机，产品竞争力再上台阶。

2) 压铸机：公司在半固态镁合金压铸领域早有布局，已有 HM-M 热室镁合金压铸机和 HPM 半固态镁合金注射成型机两类产品。公司镁合金压铸技术已经渗透新能源汽车行业，未来有望复用至机器人轻量化领域。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 7.05/8.33/9.79 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 17/14/12 倍，考虑到公司在注塑机/压铸机领域龙头地位，维持公司“增持”评级。

风险提示：制造业复苏不及预期，原材料价格波动，海外拓展不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天

研究助理：陶泽）

大金重工（002487）：2025 年中报点评：Q2 业绩超预告中值，新增首个风电运输船设计建造合同贡献增量业绩

投资要点 事件：公司 25H1 营收 28.4 亿元，同比+109.5%，归母净利润 5.5 亿元，同比+214.3%，毛利率 28.2%，同比-0.4pct，归母净利率 19.2%，同比+6.4pct；其中 25Q2 营收 17 亿元，同环比+90.4%/+49.1%，归母净利润 3.2 亿元，同环比+161%/+36.6%，毛利率 26.3%，同环比-0.7/-4.7pct，归母净利率 18.6%，同环比+5/-1.7pct。

Q2 出海环比增长，单吨净利维持高位，汇兑收益贡献增量业绩：①25H1 国内收入 6.0 亿元，同比持平，毛利率 18.7%，同比-11.1pct；②25H1 海外收入 22.4 亿元，同比+195.8%，毛利率 30.7%，同比+3.1pct。公司业绩增长主要得益于全球化战略布局的深入推进，海外业务实现突破性增长，成为驱动公司整体业绩增长的核心引擎。本年度海外项目交付量较上年同期大幅增加，同时，公司出口桩基产品交付模式转变为附加值更高的 DAP 模式，带动公司整体盈利显著提升。其次，公司海外项目以外币结算为主，因汇率波动，对公司汇兑损益产生了一定积极影响。

欧元升值带来汇兑收益，经营现金流保持稳健。公司 25H1 期间费用 1.3 亿元，同比-27.4%，费用率 4.6%，同比-8.6pct，其中 Q2 期间费用 1 亿元，同环比-0.8%/+171.9%，费用率 5.6%，同环比-5.1/+2.5pct；Q1/2 财务费用分别为-7851/-7518 万元，主要是欧元汇兑

收益及利息收入。25H1 经营性净现金流 2.4 亿元，同比-3.8%，其中 Q2 经营性现金流 5.2 亿元，同环比+50.3%/-285.6%；25H1 资本开支 8 亿元，同比+364.3%，其中 Q2 资本开支 3.9 亿元，同环比+232.3%/-6.2%，资本开支主要是唐山曹妃甸工厂、盘锦造船及风场项目开发投资；25 年 H1 末存货 23.7 亿元，较年初+13.8%。新增首个海外重型甲板运输船建造合同，贡献增量业绩。公司全资子公司盘锦大金海洋工程优先公司与韩国某航运公司签署了《重型货物船舶建造合同》，盘锦大金将为其设计建造一艘重型风电甲板运输船，总金额 3 亿元，该船舶将于 27 年交付。公司计划 25 年下水 2 条自有船只，26 年 4 条、27 年 6 条，布局自有运输船的同时，对外寻求风电运输船、运维船、安装船的设计建设机会，贡献增量业绩。盈利预测与投资评级：我们维持盈利预测，预计 25~27 年归母净利润为 11.0/15.1/19.9 亿元，同增 133%/37%/32%，对应 PE 为 20.1/14.7/11.1 倍，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧，政策不及预期，出口订单落地不及预期等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男

证券分析师：胡隽颖）

海螺水泥（600585）：2025 年中报点评：盈利如期改善，期待产业政策进一步发力

投资要点 公司披露 2025 年中报，拟实施中期分红。（1）上半年实现营业收入 412.92 亿元，同比-9.4%，归母净利润 43.68 亿元，同比+31.3%。其中 Q2 实现营业收入 222.40 亿元，同比-8.2%，归母净利润 25.57 亿元，同比+40.3%。（2）公司中期拟每股派发现金红利人民币 0.24 元（含税），占 2025 年上半年归属于上市公司股东净利润的 29%。

水泥量平价升，外延布局持续推进，龙头地位巩固。（1）上半年公司水泥及熟料自产品销量 1.26 亿吨，同比-0.4%，降幅小于同期全国水泥产量，彰显稳固的龙头地位。我们测算单吨均价/毛利分别为 244 元/70 元，同比+4 元/+18 元，主要得益于行业供给自律强化以及 Q1 行业需求表现超预期，水泥价格在上半年旺季实现较大幅度推涨，而煤价下跌以及替代燃料应用比例的提升等因素推动单吨成本同比-13 元至 174 元，其中单吨燃料及动力成本 96 元，同比-15 元，因而吨毛利显著改善。（2）骨料、商混分别实现营业收入 21.11、15.19 亿元，分别同比-4%、+29%，两者毛利贡献分别为 9.26 亿元、1.73 亿元，合计占公司毛利总额的 10.6%。（3）公司 Q2 毛利率为 27.2%，环比+4.3pct，同比+7.2pct，预计 Q2 自产品吨毛利较 Q1 明显提升，同比大幅改善。（4）公司持续做强主业，深度延伸产业链，签约新疆尧柏项目，新疆市场布局大为强化，并购西巴布亚海螺，提升了公司在印尼的市场竞争力，此外公司上半年新建、扩建 4 个骨料（机制砂）项目，通过租赁、委托加工新增 8 个商品混凝土项目，建成 3 个干混砂浆、瓷砖胶项目，并网多个光伏项目。

费用端整体平稳，吨净利延续回升态势。（1）公司上半年单吨自产品对应期间费用为 35.2 元，同比+0.7 元，其中研发费用同比下降 41%，主要由于前期节能、提效相关技术研究与开发项目陆续完成进入收尾阶段，投入支出同比减少所致；（2）公司上半年水泥及熟料自产品吨综合净利为 35 元，同比+8 元，较 2024H2 继续提升 5 元；Q2 单季销售净利率 11.8%，环比 Q1 提升 2.5pct，为 2023Q2 以来最好单季净利率表现，我们测算 Q2 单季吨综合净利环比 Q1 明显提升。

经营性现金流同比增加，资本开支力度继续收缩。（1）2025H1 实现经营活动净现金流 82.87 亿元，同比增加 14.16 亿元，主要得益于盈利改善以及采购原燃材料成本支出同比减少所致。公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的

现金为 40.63 亿元, 同比-28.9%, 资本性支出约 62.10 亿元, 同比-19%, 主要用于项目建设及对外投资支出, 反映公司资本开支进一步压缩;

(2) 上半年末公司资产负债率 20.5%, 环比一季度末+0.1pct, 同比+1.0pct。

反内卷政策导向下产业政策有望进一步发力, 水泥行业景气有望延续改善趋势。(1) 2024Q4 以来行业盈利显著反弹, 反映行业自律强化的效果, 但需求的波动和下行压力仍然制约价格反弹的幅度和稳定性。我们认为随着反内卷政策自上而下推进, 产能规范、价格行为等相关的产业政策力度有望强化, 有利于行业供给侧的加速出清和竞争格局优化, 有望推动行业逐步回归合理利润, 公司盈利有望延续改善趋势。(2) 短期来看, 经历 Q2 需求波动、价格回落后行业错峰力度进一步强化, 沿江等核心市场涨价时点早于去年, 下半年旺季弹性仍然值得期待。

盈利预测与投资评级: 公司在下行期彰显成本领先等综合优势, 外延稳步拓展提供新的增长动能。当前水泥板块市净率估值处于底部, 随着反内卷导向下产业政策逐步发力推动供给侧优化, 行业盈利底部夯实, 景气有望延续改善趋势, 估值有望修复。基于 Q2 水泥需求表现低于预期, 我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测至 94.6/111.8/126.2 亿元 (前值为 108.6/121.8/126.4 亿元), 维持“增持”评级。

风险提示: 水泥需求下降超预期; 产业链上下游扩张不及预期; 市场竞争加剧的风险。

(证券分析师: 黄诗涛 证券分析师: 石峰源)

皖能电力 (000543): 2025 年中报点评: 成本下降对冲收入下降幅度, 发电业务毛利率+4.92pct 至 18.63%

投资要点 事件: 公司公告 2025 年中报, 2025 年上半年公司实现营业收入 131.85 亿元, 同比-5.8%; 实现归母净利润 10.82 亿元, 同比+1.1%。单 Q2 看, 公司实现营业收入 67.66 亿元, 同比-3.6%; 实现归母净利润 6.38 亿元, 同比+3.3%。业绩符合市场预期。

受益于 25H1 煤价下行对冲电量和电价下跌, 25H1 发电业务毛利率同比+4.92pct 至 18.63%。2025 年上半年公司发电业务实现收入 104.53 亿元, 同比-6.2%, 占比总营收 79%; 实现毛利率 18.63%, 同比+4.92pct。公司煤炭业务实现营业收入 23.70 亿元, 同比-4.8%, 占比总营收 18.0%; 实现毛利率 0.71%, 同比-0.06pct。煤价: 截至 2025H1, 秦皇岛港 5500 大卡动力煤价格为 620 元/吨, 同比-26.9%。电价: 2025 年安徽年度长协电价下降 0.023 元/kwh。火电发电量: 25H1 安徽省实现火电发电量 1383.5 亿千瓦时, 同比-7.9%。

公司依托安徽省新能源产业用电优势, “疆电入皖”战略布局新疆。2024 年底, 安徽省省调火电装机容量为 4399.6 万千瓦, 公司控股在运省调火电机组装机容量占比 23.7%, 位居省内第一。2024 年 4 月公司长丰燃气电厂 2 台 45 万千瓦机组实现“双投”; 12 月新疆英格玛电厂两台 66 万千瓦煤电机组建成投产; 进一步扩大公司规模优势, 增强能源供应保障能力。

安徽电力需求旺盛, 优质区域电量电价有支撑。依托于长三角一体化战略红利、多重国家战略叠加优势, 2024 年安徽省创新动能持续释放, 经济运行稳中有进、进中提质, 规上工业增加值增长 9%, 创 2019 年以来新高, 用电量同比增长 11.9%。2024 年, 全国 GDP 同比增长 5.0%, 安徽省地区 GDP 同比增长 5.8%, 高于全国平均值。安徽省经济体的稳步提升, 高技术制造业、大数据、新能源汽车、机器人等新兴产业高速发展, 为安徽省未来用电量增长提供强劲动力。电力需求充裕, 优质区域电力运营商电量、电价有支撑。

盈利预测与投资评级: 考虑机组投运节奏与 2025 年电价形势, 我们调整公司 2025-2027 年归母净利润预计为 23.73 亿元、24.66 亿元、26.16 亿元, 同比+15.0%、+3.9%、+6.1%, 对应 2025-2027 年 PE 为 7、7、6, 考虑到安徽省的经

济区位优势，维持“买入”评级。风险提示：用电量增速放缓、煤价波动、项目投产进度不及预期等。

(证券分析师：袁理 证券分析师：唐亚辉)

晶澳科技(002459): 2025年中报点评: 25Q2 组件大幅减亏, 现金流显著改善, 股权激励彰显信心

投资要点 公司发布 2025 年中报, 25H1 营收 239 亿元, 同-36%, 归母净利润-25.8 亿元, 同-195.1%, 毛利率-3.5%, 同-7.4pct, 归母净利率-10.8%, 同-8.5pct; 其中 25Q2 营收 132.3 亿元, 同环比-38.1%/+24%, 归母净利润-9.4 亿元, 同环比+140.6%/+42.5%, 毛利率-1%, 同环比-4/+5.8pct, 归母净利率-7.1%, 同环比-5.3/+8.2pct。单瓦盈利转好, Q2 大幅减亏: 25H1 公司电池组件出货量 33.79GW (含自用 119MW), 其中组件海外出货量占比约 45.93%。25Q2 出货 18GW 左右, 环增 15%, 我们测算 Q2 单瓦亏损约 3 分, 环比减亏 7 分左右, 环比明显改善, 原因: ①国内 136 号文抢装涨价, ②我们测算美国出货由 130MW 提升至 590MW, ③人民币贬值。Q3 看需求好于预期, 出货将继续环增, 我们预计公司 25 年出货 75-80GW。公司发布股权激励、员工持股、回购计划, 彰显走出低谷的决心。公司拟回购 2-4 亿元, 用于员工持股计划或股权激励, 拟对董事、高管、核心技术人员及骨干人员等 57 人实行员工持股, 拟授予 1975 名核心人员 (含董事、高管及骨干) 1.62 亿股 (占股本 4.89%) 为激励, 考核 25 年净利润减亏不低于 5% (以 2024 年为基数), 2026 年净利润转正。Q2 继续降费、现金流大幅改善。公司 25H1 期间费用 15.3 亿元, 同-35.3%, 费用率 6.4%, 同 0.1pct, 其中 Q2 期间费用 6.9 亿元, 同环比-32.3%/-17.3%, 费用率 5.2%, 同环比 0.4/-2.6pct; 25H1 经营性净现金流 45.1 亿元, 同+342.4%, 其中 Q2 经营性现金流 37.2 亿元, 同环比 120.9%/372.7%; 25H1 资本开支 20.3 亿元, 同-75.5%, 其中 Q2 资本开支 3.4 亿元, 同环比-91.4%/-79.5%; 25H1 末存货 99.8 亿元, 较年初-5.6%。盈利预测与投资评级: 由于上半年光伏行业竞争依然激烈, 公司盈利承压, 我们下调 25-26 年盈利预测, 预计 25-27 年归母净利润分别为-31.2/10.6 亿元 (原预期 25/26 年为 21.6/36.5 亿元), 新增预期 27 年归母净利润 30.3 亿元, 同比+33%/+134%/188%, 考虑到行业供给侧改革, 公司作为光伏一体化组件领先企业有望充分受益, 维持“买入”评级。风险提示: 行业装机不及预期、行业自律不及预期、政策不及预期。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 郭亚男)

中国中车(601766): 2025年中报点评: 25H1 业绩实现高增, 铁路设备和新产业业务齐头并进

投资要点 25H1 业绩高增, 铁路设备和新产业业务齐头并进 25H1 公司实现营收 1197.58 亿元, 同比+32.99%; 实现归母净利润 72.46 亿元, 同比+72.48%; 实现扣非归母净利润 66.61 亿元, 同比+98.25%。单 Q2 公司实现营收 710.87 亿元, 同比+22.85%; 归母净利润 41.93 亿元, 同比+31.32%, 扣非归母净利润 38.55 亿元, 同比+43.18%。分业务看: 25H1 铁路装备实现营收 597.06 亿元, 同比+42.21% (主要系动车组、货车收入增加, 其中动车组收入 373.95 亿元, 同比+40.97%; 25H1 货车收入 81.06 亿元, 同比+73.13%; 机车收入 97.58 亿元, 客车收入 43.93 亿元); 25H1 城轨与城市基础设施实现营收 174.02 亿元, 同比+6.27% (主要系城轨地铁车辆收入增加); 25H1 新产业实现营收 407.33 亿元, 同比+35.59% (主要系清洁能源装备收入增加); 25H1 现代服务实现营收 19.17 亿元, 同比+16.39%。铁路装备、新产业业务实现高增是公司 25H1 业绩增长的核心驱动力, 主要系铁路动

车组跨年订单上半年交付量大,风电等新产业实现较快增长。毛利率略有增长,经营活动产生的现金流量出现净流出 25H1 公司销售毛利率为 21.81%,同比+0.4pct, Q2 单季度销售毛利率为 20.71%,同比+1.26pct, 环比-2.71pct。其中 25H1 铁路装备业务毛利率为 25.17%, 同比+2.46pct; 城规与城市基础设施业务毛利率为 18.86%, 同比+0.81pct; 新产业业务毛利率为 17.74%, 同比-3.01pct, 主要系毛利率较低的风电整机和储能业务收入占比提升。25H1 公司销售净利率为 7.45%, 同比+1.3pct, Q2 单季度销售净利率为 7.41%, 同比+0.51pct, 环比-0.09pct。25H1 净利率增幅高于毛利率增幅主要系期间费用管理得当, 25H1 期间费用率为 12.87%, 同比-2.4pct, 其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 2.0%/5.4%/-0.2%/5.7%, 同比分别-0.4pct/-1.0pct/-0.2pct/-0.8pct。其中财务费用主要系汇率波动影响, 本期为汇兑收益。2025H1 公司经营活动产生的现金流量净流出 89.98 亿元, 同比-587.64%, 主要系招标量大, 持续进行生产准备, 采购支出大。2025 年第二批动车组招标 210 组, 看好轨交装备需求持续向好 (1) 动车组招标回暖: 2025 年度国铁集团已累计公开招标 350km/h 动车组 278 组 (首次 68 组, 第二次 210 组), 已超过 2024 年年度招标数量。 (2) 铁路固定资产投资持续复苏, 中长期规划托底动车组采购延续性: 2025 年 1-6 月铁路固定资产投资完成额为 3559 亿元, 同比+5.5%, 证实了铁路固定资产投资正在复苏。“十四五”规划指出, 2021-2025 年预计铁路固定资产投资共计 4 万亿元, 为完成目标 2025 年需完成铁路固定资产投资 9153 亿元。铁路固定资产投资将保障 2025 年轨交装备采购与维修的招标落地。盈利预测与投资评级: 考虑到铁路固定资产投资复苏向好, 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 138.08/148.00/159.04 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 16/15/14 倍, 维持公司“买入”评级。风险提示: 铁路固定资产投资不及预期, 动车组招标不及预期, 宏观经济风险。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 钱尧天
研究助理: 陶泽)

古茗 (01364.HK): 2025 年中期业绩点评: 业绩超预期, 门店扩张与单店经营提升

投资要点 经营端业绩超预期: 2025 H1 营收达 56.63 亿元, yoy+41.2%; 归母净利润达 16.26 亿元, yoy+121.5%。剔除优先股转普通股的公允价值变动、上市开支影响后, 经调整净利润 10.86 亿元, yoy+42.4%; 进一步加回预扣税, 经调整核心利润 11.36 亿元, yoy+49%。经营端业绩超预期。业务全线增长: 分业务来看, 商品销售和设备收入 44.96 亿元, yoy+42%, 占比 79%; 加盟管理服务收入 11.59 亿元, yoy+39%, 占比 20%; 直营门店销售 0.08 亿元, yoy+14%。门店扩张提速: 截至 2025H1 末, 古茗共有 11179 家门店, yoy+17.5%; 其中, 内地门店结构一线/新一线/二线/三线/四线及以下分别占比 3%/16%/29%/27%/25%。H1 开业门店数 1570 家, 关闭门店数 305 家, 门店网络稳步扩张。公司积极布局二线及以下的下沉市场, 成长空间较大。单店经营改善, 注重品牌效应: 2025H1 公司总 GMV 为 140.94 亿元, yoy+34%; 单店日均 GMV 为 7600 元, yoy+21%; 单店日均出杯量 439 杯, yoy+17%; 杯单价 17.25 元, yoy+3%。单店经营指标全面提升, 主要得益于有效的产品及营销策略。公司持续优化拓展品牌矩阵, 抢占消费者心智: 截止 2025H1 末, 公司会员注册人数达 1.78 亿人, 季度活跃会员达 5000 万人。盈利预测与投资评级: 古茗作为国内大众现制茶饮领军者之一, 区域加密

扩张+产品上新+自建供应链形成差异化竞争壁垒，随着公司门店网络持续扩张、同店经营表现持续改善，公司有望加快抢占市场份额。考虑到门店网络扩张提速与单店经营改善，我们上调公司盈利预测，公司 2025-2027 年归母净利润分别为 26.85/24.95/28.81 亿元（前值为 20.0/23.6/27.2 亿元），对应 PE 为 19/20/18 倍，维持“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧，消费需求增长不足，门店扩张不及预期，品牌价值 and 形象受损。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：石旻瑄

证券分析师：王琳婧）

中国汽研（601965）：2025 中报点评：传统检测业务收入略降，业绩略低预期

投资要点 公告要点：公司公布 2025 年半年报，业绩略低于我们的预期。公司 2025 年 H1 实现营收 19.11 亿元，同比-6.36%；归母净利润 4.09 亿元，同比+1.77%；扣非归母净利润 3.90 亿元，同比+3.31%。2025Q2 单季实现营收 10.2 亿元，同环比-10.15%/+15.35%；归母净利润 2.3 亿元，同环比-2.85%/+29.43%；扣非归母净利润 2.3 亿元，同环比-0.28%/+34.94%。技术能力持续提升叠加补足试验场资源，新能源与智能网联布局持续深化。公司通过 2025 年 5 月收购中认车联网作为公司智能网联检测能力的重要补充。2024 年底公告控股南方试验场 35.15%股权，并于 2025 年 6 月正式并表，填补华南地区大型综合试验场空白，2025 上半年贡献营收 3159.94 万元、贡献净利润 272.11 万元。2024 年收购的天平公司于 2025 年上半年贡献净利润 1342.92 万元，协同效应逐步释放，进一步夯实利润基础。聚焦高毛利检测业务，收入结构持续优化。2025H1 新能源及智能网联检测业务收入 3.1 亿元，同比+23%，增速显著跑赢传统检测业务，成为新的业绩增长极。2025Q2 检测业务占比环比提升，公司检测业务收入 9.22 亿元，同环比-1.28%/+16.12%，占公司总营收比重 90.08%，同环比+7.00pct/+0.60pct，公司通过前瞻性技术储备和服务能力提升，在新能源领域持续拓展业务边界，实现订单规模稳步增长。盈利稳健释放，研发投入强化技术壁垒。公司盈利中枢稳中有升，2025Q2 毛利率达 45.19%，同环比+3.87%/-0.39%，主要受益于检测业务占比提升。2025Q2 公司研发费用 0.60 亿元，同环比+9.32%/+4.20%，彰显公司坚持创新驱动战略，积极跟进汽车行业技术进步。尽管 2025Q2 期间费用率 16.78%，同环比+2.63pct/+0.24pct，主要受收入规模下降影响，但归母净利率仍达 22.5%，同环比+1.69%/+2.45%。盈利预测与评级：考虑到 L2 国标落地会为公司带来较多业绩增量，我们维持公司 2025-2027 年的营收预测为 54.7/70.0/83.9 亿元，同比增速+17%/+28%/+20%；维持 2025-2027 年归母净利润为 11.1/13.9/17.2 亿元，同比增速+23%/+25%/+23%，对应 PE 分别为 17/14/11 倍，维持“买入”评级。风险提示：智能电动汽车行业发展不及预期，法律法规限制自动驾驶发展，下游车企价格战超预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：孙仁昊）

豪迈科技（002595）：2025 半年报点评：业绩稳健增长，大型零部件/数控机床业务进展顺利

投资要点 主业稳健增长，机床业务快速扩张 2025H1 公司实现营收 52.65 亿元，同比+27.25%，实现归母净利润 11.97 亿元，同比+24.65%，实现扣非归母净利润 11.61 亿元，同比+27.82%。公司各核心业务稳步发展，取得良好表现。分业务看，2025H1 公司轮胎模具业务实现营收 26.28 亿元，同比+18.56%，其中外销增速快于内销；大型零部件机械产品实现营收 19.47 亿元，同比+32.94%，目前公司订单

饱满，生产产线满负荷运转；数控机床业务实现营收 5.06 亿元，同比+145.08%，主要受益于公司持续的品牌运营和市场拓展，相关产品客户群稳步提升。

单季度来看，公司 Q2 实现营收 29.86 亿元，同比+25.90%，实现归母净利润 6.77 亿元，同比+20.87%，实现扣非归母净利润 6.60 亿元，同比+23.70%。

盈利能力维持稳定，期间费用率小幅下滑

2025H1 公司毛利率为 34.48%，同比-0.73pct。2025H1 公司销售净利率为 22.73%，同比+0.51pct。分业务看，25H1 轮胎模具业务毛利率为 40.21%，同比-1.00pct，主要系产品结构变化、人员数量增加等因素的叠加影响；大型零部件机械产品毛利率为 24.30%，同比+0.22pct，主要受益于产品结构优化、原材料价格降低、汇率变动及效率提升等因素。Q2 单季度公司毛利率为 35.00%，同比+1.19pct，销售净利率为 22.68%，同比-0.12pct。

期间费用方面，2025H1 公司期间费用率为 7.39%，同比-1.37pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 0.82%/2.55%/-1.39%/5.41%，同比 -0.50pct/-0.08pct/-1.41pct/+0.62pct，其中财务费用同比变化主要系汇率变动带来的汇兑受益增多。

轮胎模具海外市场稳步拓展，数控机床业务开辟第三成长曲线

1) 轮胎模具业务：公司继续推动国际产能建设，泰国工厂于 2023 年 10 月扩建完毕投入使用；墨西哥工厂于 2024 年 4 月正式开业并投入生产运营，公司全球生产服务体系建设日趋完善，有利于更便捷的实现近距离服务客户。

2) 大型零部件机械产品：受益于全球燃气轮机市场的持续增长和全球及中国风电行业的快速增长，公司燃气轮机业务订单饱满，风电业务订单也有所恢复，有望持续兑现业绩。

3) 数控机床业务：公司于 2024 年投资建设机床实验室，该实验室将开展技术攻关、新产品测试等工作，公司预计将于 2025 年下半年投入使用。另外公司于 25 年 4 月在中国国际机床展上推出五轴超快激光微加工机床、精密立式五轴车铣复合、卧式五轴车铣复合加工中心、立式铣车复合等产品，具有高速、高精、高效、智能化、绿色化的特点。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测分别为 25.13/30.48/36.34 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 20/16/14 倍，维持“买入”评级。

风险提示：轮胎模具需求不及预期、研发进度不及预期、宏观经济风险。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天

研究助理：陶泽)

奥特维(688516)：2025 年中报点评：业绩受行业周期影响短期承压，看好平台化布局&海外市场拓展

投资要点 Q2 业绩环比改善，非光伏业务加速放量：2025H1 公司营业收入 33.79 亿元，同比-23.6%，其中光伏设备营收 26.65 亿元，同比-31.6%，占比 78.9%；锂电设备营收 1.76 亿元，同比+33.8%，占比 5.20%；半导体设备营收 0.72 亿元，同比+726.6%，占比 2.13%；改造及其他营收 4.60 亿元，同比+23.2%，占比 13.6%；归母净利润 3.08 亿元，同比-59.5%；扣非归母净利润 2.89 亿元，同比-62.2%。2025Q2 单季营业收入 18.45 亿元，同比-24.9%，环比+20.3%；归母净利润 1.66 亿元，同比-61.1%，环比+17.7%；扣非归母净利润 1.65 亿元，同比-62.1%，环比+32.8%。

Q2 毛利率环比改善：公司 2025H1 毛利率为 27.7%，同比-6.1pct，其中光伏设备毛利率为 25.1%，同比-8.2pct；锂电设备为 21.4%，同比-12.7pct；半导体设备为 16.1%，同比-31.8pct；改造及其他为 46.3%，同比+8.2pct。净利率为 8.5%，同比-9.7pct；期间费用率为 13.8%，同比+4.1pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.1%/5.0%/6.0%/0.7%，同比+0.4/+1.5/+1.9/+0.4pct。2025Q2 单季毛利率为 28.3%，同比-4.9pct，环比+1.4pct；销售净利率

为 8.1%，同比-10.0pct，环比-0.9pct。2025H1 新签订单海外占比超 40%，半导体设备订单超 9000 万元：截至 2025Q2 末公司合同负债为 27.6 亿元，同比-15.4%，存货为 48.5 亿元，同比-34.0%。截至 2025Q2 末，公司在手订单 105.69 亿元（含税），同比-26.32%。公司 2025 年上半年新签订单总额有所下降，主要是光伏行业的订单下滑所致；储能/锂电、半导体设备订单均保持增长，其中半导体设备订单超 9000 万元；新签订单中海外订单占比近 40%。公司出海步伐加速，马来西亚工厂于 2025H1 投产运营：2025H1 年公司海外营收达 7.9 亿元，同比增长 10.1%，占总营收比重为 23.4%。海外设备市场为高毛利优质市场，公司 2025H1 海外业务毛利率较国内平均高出 11.1pct。2025 年 5 月，公司马来西亚基地已正式建成投产，随着海外工厂生产放量，公司高质量海外收入有望加速放量，为公司长期增长提供有力支撑。

成长为横跨光伏&锂电&半导体的自动化平台公司：（1）光伏：a.硅片：公司推出的性价比较高的低氧单晶炉，获得天合光能、晶科能源、阿特斯等光伏知名客户的认可，并实现该等客户对低氧单晶炉的复购，市场份额上升较快；公司硅片分选机不断创新，满足客户的各种需求，卓越的产品性能得到全球客户的认可。目前全球主要硅片生产商隆基绿能、高景太阳能、弘元绿能等均是公司硅片分选机客户。b.电池片：子公司旭睿科技负责丝印整线设备，收购普乐新能源负责 LPCVD 镀膜设备，推出激光 LEM 设备；c.组件：公司串焊机的市场地位较高，为全球超过 600 个生产基地提供了串焊机，客户覆盖全球前十大光伏组件供应商，市场占有率超过 60%。（2）半导体：公司铝线键合机、AOI 设备持续获得气派科技、仁懋电子、应用光电（AAOI）、环球广电等批量订单，2025 H1 新签订单量接近 2024 年全年新签订单量，呈现高速增长态势。半导体划片机和装片机已在客户端进行验证；CMP 设备处于内部调试阶段。（3）锂电：生产的应用于电化学储能的锂电模组/PACK 智能产线、集装箱装配线，已取得阿特斯、天合储能、晶科储能、中车株洲所、阳光储能等客户的订单。

盈利预测与投资评级：考虑到订单交付情况，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润至 7.3/6.1/6.4（9.3/8.0/10.2）亿元，对应当前股价 PE 约 18/21/20 倍，考虑到公司半导体&锂电业务持续放量，维持“买入”评级。

风险提示：下游扩产不及预期，研发进展不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

柳工（000528）：2025 年中报点评：归母净利润同比+25%符合预期，目标 2030 年实现营业收入 600 亿元

投资要点 事件：2025 年 8 月 26 日，公司发布 2025 年半年度报告。2025H1 归母净利润同比+25%，业绩与预告一致符合市场预期。2025 上半年公司营业总收入 181.8 亿元，同比+13.2%；归母净利润 12.3 亿元，同比+25.0%。单 Q2 公司营业总收入 90.3 亿元，同比+11.2%；归母净利润 5.7 亿元，同比+17.9%。业绩与预告一致，符合预期。分国内外看，2025H1 国内收入 96.6 亿元，同比+15.7%；海外收入 85.2 亿元，同比+10.5%。分产品来看，（1）装载机：2025H1 国内外收入均同比+20%，其中电动装载机全球销量同比+193%；（2）挖机：2025H1 销售收入同比+25%，其中国内终端销量同比+31%，占有率提高 1.6pct，海外终端销量同比+22%，占有率提高 0.5pct，净利润大幅增长 90%。海外毛利率同比+1.5pct，出口贡献主要业绩增量。2025 上半年公司销售毛利率 22.3%，同比上升 0.2pct，销售净利率 6.3%，同比持平，其中 Q2 毛利率 22.6%，同比+0.4pct，Q2 销售净利率 5.73%，同比-0.4pct。分国内外，2025 上半年公司国内毛利率 15.8%，同比-0.7pct，我们判断主要系电装国内竞争格局恶化形

成拖累；海外毛利率 29.7%，同比+1.5pct，我们判断一方面主要得益于 2025H1 挖机出口中，中大挖增速高于小挖，结构改善带来的毛利率提升；另一方面得益于其他土方、汽车吊、叉车、高机等小产品线海外拓展顺利，毛利率继续提升。费用端，2025H1 公司期间费用率 12.5%，同比-0.3pct，销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.1/-0.0/+0.3/-0.7pct，费用管控能力保持优异。通过“十五五”战略规划，目标 2030 年实现营业收入 600 亿元。2025 年 8 月 25 日，公司第十届董事会第三次会议审议通过了《关于公司十五五战略规划的议案》。该战略规划目标 2030 年实现营业收入 600 亿元，其中国际收入占比超 60%，净利率不低于 8%。以 24 年基数计算，2024-2030 年收入/归母净利润年复合增速分别为 12%/24%。三大核心增长引擎分别为：①土方机械核心业务；②矿山机械、工业车辆和预应力等成长业务；③农机、新技术和产业金融等新兴业务。公司将通过深化全球区域能力建设、产品力及海外运营能力提升、开发行业大客户等业务举措，以及组织流程变革、过程质量控制、资产质量优化等管理举措，推进“全面解决方案、全面智能化、全面国际化”的三全战略升级。会议还审议通过了《关于公司投资建设印尼制造工厂的议案》，同意公司全资子公司柳工机械印尼制造有限公司投资 5 亿元人民币在印尼投资建设制造工厂，有利于加强公司海外本地化制造能力，进一步完善全球供应链体系。盈利预测与投资评级：考虑到海外特殊地区需求承压，对公司业绩形成拖累，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测为 18.5/27.6/35.5 亿元（原值分别为 20.7/28.9/37.9 亿元），当前市值对应 PE 分别为 12/8/6x，维持“买入”评级。风险提示：国内行业需求不及预期，政策不及预期，出海不及预期等

（证券分析师：周尔双 证券分析师：黄瑞）

中集车辆（301039）：2025 年中报点评：Q2 业绩符合预期，北美有望迎来弱复苏

投资要点 公告要点：公司发布半年报，25Q2 公司实现营业收入 51.6 亿元，同环比分别-6.9%/+12.4%，归母净利润 2.24 亿元，同环比分别-24.8%/+25.4%，扣非后归母净利润 2.14 亿元，同环比分别-25.9%/+25.2%。

25Q2 毛利率同环比改善。公司 25Q2 实现毛利率 15.7%，同环比分别+1.1/+1.4pct；销管研费用率分别 2.6%/4.2%/2.5%，同比分别+0.2/+0.3/+0.6pct，环比分别-0.2/-0.4/+0.8pct；销售净利率 4.4%，同环比分别-1.05/+0.54pct。

25H1 北美半挂车承压，中国/南方市场/欧洲增长亮眼。25H1 公司半挂车营收 69.2 亿元，分区域来看，1) 中国：25H1 半挂车+液罐车销量 3.16 万台，同比+10%，收入同比+11%，毛利率同比+2.4pct，星链半挂车经营利润同比+74pct；2) 南方市场：25H1 销量 0.98 万台，同比+13%，毛利率同比+4.6pct；3) 欧洲：25H1 SDC 半挂车+LAG 液罐车销量 0.33 万台，SDC 营收同比+8.7%；4) 北美：25H1 半挂车销量 0.79 万台，同比-14%，毛利率同比-5.1pct，25H1 北美半挂车销量继续走弱，受中美关税+双反调查双重扰动，25H2 随扰动因素落地，市场有望迎来弱复苏。

EVDTB 销量高增，新能源产品位居前列。25H1 公司 EVDTB 业务营收 8.7 亿元，销量 1.2 万台，其中渣土车 0.74 万台，同比+142.5%，搅拌车 0.28 万台，同比+86.3%，冷藏车 0.22 万台，同比+69.8%，其中新能源产品 0.48 万台，占销量的 38%，新能源市占率位居前列。

考虑到北美半挂车市场尚未企稳回升，我们下调公司 2025/2026 年盈利预测至 10.91/15.03 亿元（原 16.8/19.7 亿元），给予 2027 年盈利预测 18.78 亿

元，2025~2027 年对应 EPS 分别 0.58/0.80/1.00 元，对应 PE 为 15.59/11.31/ 9.05 倍，考虑到公司龙头地位显著，25 年有望维持高分红，当前估值处于低位，25H2 及 26 年销量及利润有望企稳回升，维持“买入”评级。风险提示：全球地缘政治风险超预期；国内物流行业复苏低于预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：赖思旭）

仙乐健康（300791）：2025 年中报点评：拥抱新消费，经营韧性强

投资要点 事件：仙乐健康发布半年报，25H1 公司收入/归母净利润 20.42/1.61 亿元，同比 2.57%/4.30%，其中 25Q2 收入/归母净利润 10.87/0.92 亿元，同比 4.66%/1.13%。（1）分产品，25H1 软胶囊/软糖/片剂/饮品/粉剂/硬胶囊/其他/其他业务分别实现收入 9.47/5.17/1.89/1.11/0.90/1.08/0.66/0.13 亿元，同比分别 +6.47%/+6.35%/+33.37%/-20.84%/-36.02%/+11.00%/-17.91%/-4.92%；（2）分地区看，25H1 中国/美洲/欧洲/其他地区分别实现收入 8.18/7.60/3.59/1.05 亿元，同比分别-1.63%/+4.26%/+21.96%/-22.91%，其他地区（亚太及新兴市场）下滑或主要受到基数扰动。①国内市场降速主要受订单跨期的影响、实际订单增速高于收入增速（25H1 订单超过 10%增长，或延迟至 Q3 确认）。积极拥抱新消费，私域/跨境业务收入增速超 200%/100%，新消费客户收入占比由 30%提升至 50%，未来可能继续扩大。25H1 大单品落地 10 个，25 个产品储备中。且从盈利端来看、结合 H1 情况（25H1 中国区毛利率+1.09pct 至 35.75%，净利率同样提升），预计新消费业务不会拉低整体盈利水平。②美洲出口及 BF：关税暂停措施加速推动了订单履行速度，且与多家客户启动了新软糖项目，为 Q3 提供了较为乐观的预测。BF 产品交付与跨境人员管理方面仍有压力。8 月 25 日公告，拟为控股子公司 Best Formulations PC 寻求投资、剥离、出售或其他机会。③欧洲销售额超额完成：成功斩获欧洲市场战略客户最大单笔软糖订单；且得益于 RTG（提供成熟配方清单给客户参考）概念提出，机会转化率明显提高。25Q2 公司毛利率 33.27%，同比-0.08pct，销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别+0.11/+0.96/-0.47/-0.33pct 至 8.08%/11.13%/3.04%/1.83%，25Q2 净利率同比-0.56pct 至 7.34%。25H2 国内市场趋势向好：①国内市场：自研品+新零售开拓在途（东方甄选、养能健等成功案例）；叠加 25H2 国内市场进入低基数+大客户补库周期，数据端或有明确支撑；②海外市场：随着 BFPC 剥离出表、BF 核心保健品业务趋势转好，公司对海外的掌控性愈强，海外市场有望成为新的增长引擎。盈利预测与投资评级：考虑到美洲 BF 个护业务仍有影响，我们调整 2025-2027 年公司归母净利润预测至 3.67/4.59/5.27 亿元（2025-2027 年原值 3.92/4.97/5.86 亿元），同比增长 12.86%/25.13%/14.82%，对应当前 PE22x、17x、15x，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格波动风险、食品安全风险、行业竞争加剧的风险。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：邓洁）

厦门象屿（600057）：2025 年半年报点评：归母净利润同比+32.5%经营拐点确立，关注“反内卷”催化

投资要点 业绩简评：2025H1，公司实现收入 2039 亿元，同比 +0.2%；实现归母净利润 10.32 亿元，同比+32.5%。扣除套保收益、政府补助等非经常项目后，公司扣非净利润为 3.3 亿元，同+30%。由于这些套保收益、政府补助与正常经营业务密切相关，因此归母净利润更有参考性。2025Q2 公司净利润增长加速：2025Q2 公司实现收入 1068 亿元，同比+8%；实现归母净利润 5.23 亿元，同比+41%。Q2 归母净

利润同比增速较 Q1 的 25% 显著加速。定增落地后资本结构改善，公司财务费用率减少，费用率下降：2025Q2，公司毛利率/销售净利率为 1.70%/ 0.58%，同比-0.61pct/ -0.03pct。销售/ 管理/ 财务费用率为 0.53%/ 0.35%/ 0.24%，同比-0.06/ +0.05/ -0.30pct。财务费用率的下降部分受益于 3 月公司完成 32 亿元定增融资，借款规模下降。上半年金属矿产承压；能化、农产品利润大幅改善：2025H1，大宗商品收入 1934 亿元，同比+0.14%，其中经营货量同比+19%，但平均单价有所下滑。分板块看，①金属矿产收入/ 期现毛利同比-11%/ -26% 有所承压；②能源化工收入/ 期现毛利同比+21%/ +52%，主要受益于公司石油原油商品国际化业务取得突破，成为新的增长引擎；③农产品收入/ 期现毛利同比+15%/ +255%，受益于经营模式优化；④新能源收入/ 期现毛利同比+12%/ -25%，期现毛利下滑主要是产业结构性调整影响。2025H1 物流、造船业务均实现增长：①大宗商品物流实现收入 50 亿元，同比+17.4%；毛利率为 8.54%，同比+0.22pct，实现稳健成长。②生产制造板块实现收入 52.8 亿元，同比-6.7%，毛利率为 11%，同比-1.7pct，其中造船业务实现收入 31.9 亿元，同比-5.0%；毛利率为 14.7%，同比-3.45pct。造船业务营业收入同比下降主要由于部分订单转移至启东新船厂（上半年仍处于投产准备阶段），导致整体完工量低于去年同期。随着启东新船厂全面投产，下半年象屿海装的产能和盈利能力将得到全面提升；毛利率下滑主要受到美元外汇波动影响，公司利用金融工具对冲后套保后的毛利率同比提升。上半年新签订单 15 艘，在手订单 91 艘，首获国际知名船东 21 万吨级大型散货船订单。重视“反内卷”大趋势下，头部大宗供应链企业的机会：下游客户在反内卷趋势下，将从粗放式经营转向精益生产，将更看重大宗服务商的综合服务能力。厦门象屿作为行业内经营规范的、具备物流能力、效率领先的龙头公司，有望从中受益。盈利预测与投资评级：厦门象屿是我国大宗供应链龙头，近期受益于定增落地、股权激励计划、业绩出现拐点 Q2 增速加速，中长期受益于“反内卷”环境下行业龙头集中度提升趋势。我们将公司 2025-27 年归母净利润预期从 17.7/21.2/24.6 亿元，上调至 18.5/22.5/25.9 亿元，同比+31%/21%/ 15%，对应 8 月 26 日收盘价为 11/9/8 倍 P/E，维持“买入”评级。风险提示：大宗品价格波动，下游需求不佳，地缘风险等

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖）

当升科技（300073）：2025 半年报点评：Q2 三元盈利大幅提升，铁锂亏损持续收窄

投资要点 Q2 业绩超市场预期。公司 25H1 营收 44.3 亿元，同+25.2%，归母净利润 3.1 亿元，同+8.5%，毛利率 13.3%，同-0.8pct，归母净利率 7%，同-1.1pct；其中 25Q2 营收 25.2 亿元，同环比+24.7%/+32.3%，归母净利润 2 亿元，同环比+13.6%/+81.3%，毛利率 15%，同环比+1.5/+4.1pct，归母净利率 7.9%，同环比-0.8/+2.1pct。三元：Q2 国际客户占比提升，盈利环比大幅增长。出货端，25H1 正极材料出货约 7 万吨，同比翻倍，其中 Q2 正极出货 3.5 万吨，同增 70%。三元正极 25H1 出货 2.5 万吨+，同增约 25%，其中 Q2 出货约 1.4 万吨，同增约 30%。公司与 LGES、SK On 签订长期供货协议，将在 2025 年至 2027 年分别向 LGES、SK On 出货 11、1.7 万吨正极材料；我们预计 25 年公司三元正极出货近 6 万吨，同增 40-50%。盈利端，我们测算 Q2 三元正极单吨扣非利润 1 万元+，环增 60%+，主要由于国际客户占比由 Q1 的 50% 提升至 Q2 的 60%，且原材料涨价带来正向影响，随着下半年 LGES 放量，国际客户占比保持增长态势，我们预计盈利水平稳步提升。铁锂：25H1 铁锂出货高增，亏损收窄，下

半年盈利将进一步好转。出货端，25H1 铁锂正极出货 4 万吨+，同增超两倍，其中 Q2 出货 2 万吨+，同比翻倍以上增长。公司现有 4 万吨自有产能+7-8 万吨代工厂产能，25H2 攀枝花首期二阶段 8 万吨将投产，25 全年有效产能预计达 15 万吨（自有+代工厂），我们预计 25 年铁锂出货 12 万吨+，同比翻倍。盈利端，25H1 攀枝花子公司净利润-0.2 亿元，主要由于研发费用较高，若扣除研发费用，铁锂单吨净利约 500 元；下半年随着锂价反弹且自有产能投产，我们预计铁锂盈利趋势向好。全固态电池专用正极材料率先出货，固态电解质进展领先。公司固态锂电材料持续放量，其中硫化物全固态电池专用正极材料率先实现吨级出货，双相复合正极材料已导入清陶、卫蓝、辉能等多家客户。固态电解质方面，公司已完成氧化物电解质年产百吨级中试线建设，并布局硫化物电解质百吨级产线，预计今年底有望建成。Q2 资本开支大幅提升，经营性现金流承压。公司 25H1 期间费用率 6.7%，同-0.2pct，其中 Q2 费用率 6.3%，同环比-0.5/-0.9pct；25H1 经营性净现金流 3.9 亿元，同-15.2%，其中 Q2 经营性现金流 0.3 亿元，同环比-95%/-92%；25H1 资本开支 6.1 亿元，同+39.7%，其中 Q2 资本开支 5 亿元，同环比+467%/+369%；25H1 末存货 15.1 亿元，较年初+42.2%。盈利预测与投资评级：考虑公司盈利能力显著提升，我们上调 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润 7.0/8.4/11.4 亿元（原预期 6.0/7.3/10.2 亿元），同比+48%/+20%/+36%，对应 PE 为 34x/28x/21x，维持“买入”评级。风险提示：产能释放不及预期，需求不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
研究助理：胡锦芸）

精测电子（300567）：2025 年中报点评：显示业务逐步修复，半导体先进制程设备加速放量

投资要点 25H1 营收增长，半导体量检测业务同比+146%：2025H1 公司实现营收 13.81 亿元，同比+23.2%，其中显示检测业务营收 6.71 亿元，同比-13.54%；半导体量检测业务营收 5.63 亿元，同比+146.4%；新能源检测业务营收 1.2 亿元，同比+27.32%。期间归母净利润为 0.28 亿元，同比-44.5%；扣非归母净利润为 0.25 亿元，同比-742.5%。2025Q2 单季公司营收 6.92 亿元，同比-1.6%；归母净利润-0.10 亿元，同比-115.1%；扣非归母净利润-0.37 亿元，同比-279.5%。Q2 毛利率/净利率环比略有增长：2025H1 毛利率为 44.1%，同比-1.0pct；净利率为 7.4%，同比+3.5pct；期间费用率为 43.5%，同比-7.0pct，其中销售费用率为 6.6%，同比-2.2pct，管理费用率为 11.0%，同比-1.5pct，研发费用率为 23.2%，同比-3.1pct，财务费用率为 2.8%，同比-0.1pct。2025Q2 单季毛利率为 46.4%，同比 5.6pct，环比+4.6pct；销售净利率为 10.5%，同比-1.5pct，环比+6.1pct。截至 25Q2，半导体设备在手订单 18 亿元，显示设备订单同比+39%；截至 2025Q2 末，公司合同负债 2.34 亿元，同比-47.5%；存货为 20.40 亿元，同比+15.8%。截止 2025Q2 末，公司在手订单 36.09 亿元，其中半导体领域约 18.23 亿元，同比+3.2%；显示领域约 14.40 亿元，同比+38.7%，环比+88.48%；新能源领域约 3.46 亿元。2025H1 公司经营活动净现金流为-4.60 亿元。先进制程设备批量交付，半导体量检测设备加速贡献：（1）半导体设备：公司膜厚系列产品、OCD 设备、电子束设备已取得国内先进制程重复性订单；先进制程明场缺陷检测设备已正式交付客户，28nm 制程设备已在客户端完成验收；有图形暗场缺陷检测设备等其余储备产品目前正处于研发、认证等过程中。（2）平板显示检测设备：2025 年平板显示行业正逐渐走出周期性底部，LCD 大尺寸、超大尺寸

预计仍存在扩线投资需求，后续随着消费领域头部客户产品逐步使用 OLED 屏幕叠加端侧 AI 设备放量，以及国内龙头企业京东方 G8.6 OLED 项目的投建，看好显示面板业务持续向好。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 2.20/3.57/5.60 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 86/53/34 倍。出于对公司半导体业务快速发展及显示业务恢复的乐观预期，维持“增持”评级。

风险提示：下游扩产不及预期，新品拓展不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

岭南控股（000524）：2025 年半年报点评：收入利润双增长，旅行社与酒店业务扩张

投资要点 事件：2025 年 8 月 26 日，岭南控股发布 2025 年半年度报告，2025H1 公司营收为 20.9 亿元，同比+8.52%；归母净利润为 0.5 亿元，同比+24.39%；扣非归母净利润为 0.48 亿元，同比+24.77%。公司 Q2 收入利润实现双增长：岭南控股 2025Q2 营收 11.67 亿元，同比+15.06%；归母净利润 Q2 为 0.23 亿元，同比+48.98%；扣非归母净利润 Q2 为 0.22 亿元，同比+53.42%。收入与利润双增长，公司发展呈现稳中有进的良好态势。

广之旅业务良好，酒店业务稳步增长：分行业来看，公司 25H1 旅行社/酒店经营/酒店管理/汽车服务营收分别为 15.35/4.42/1.05/0.08 亿元，分别同比+11.76%/+0.22%/+1.48%/-1.76%。控股子公司广之旅/岭南国际酒店/花园酒店/中国大酒店/东方汽车营收分别为 15.35/1.19/2.20/1.34/0.08 亿元，同比分别为+11.78%/+1.60%/+0.10%/+2.44%/-1.31%；净利润 0.23/0.10/0.24/0.08/0.0004 亿元，同比分别为+34.91%/+23.26%/+53.62%/+1.27%/+105.88%。旅行社业务方面，广之旅 25H1 出境游新增 28 条航线，出境游/国内游营收 8.49/4.98 亿元，新增 12 家省内门店，全国开设总计约 200 家。酒店业务方面，酒店业务新增项目/客房分别 69 个/4000 间，营收规模稳健增长，相比 2019 年同期增加 18.49%。

市内免税店与公司业务实现联动：广州市内店开业，多业务联动发展。8 月 26 日，广州首家市内免税店于天河 CBD 核心区的广州友谊国金店开业，岭南控股持有广州市内店公司 19.50% 股份。市内店引入“免税+有税”“进口+国产”“线下+线上”购物模式，构建了多元化的商品矩阵。商品涵盖美妆护肤、腕表首饰、箱包服饰、高端酒水等品类，并以国潮精品与科技电子为亮点。店内增设离境退税服务，拉动出境旅客消费。公司旗下旅行社和酒店业务为免税店精准导流，未来实现场景联动。

盈利预测与投资评级：岭南控股作为国内出境游旅行社龙头，旅行社&酒店业务深耕华南市场并进行全国化扩张，广州国资平台赋能成长。疫情期间旅行社行业供给出清，龙头公司有望率先受益于出境游恢复，盈利能力持续修复。考虑酒店行业整体承压，我们调整岭南控股盈利预测，2025-2027 年归母净利润分别为 1.4/1.8/2.2 亿元（原值为 1.5/2.1/-亿元），对应 PE 估值 63/49/41 倍，维持“增持”评级。

风险提示：宏观经济波动、行业竞争加剧、汇率上涨、酒店管理规模增长不及预期等风险。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：石漪瑄

证券分析师：王琳婧）

中国中免（601888）：2025 年中报点评：营收降幅收窄客流企稳，关注市内店开业增量

投资要点 25Q2 营收降幅收窄，盈利显著承压：25Q2 营收 114.05 亿元，yoy-8.5%；归母净利润 6.62 亿元，yoy-32.2%；扣非归母 6.60 亿元，yoy-29.7%。毛利率为 32.4%，yoy-1.4pct，销售费用 20.6 亿元，yoy-7.1%；运营利润率 10.4%，yoy-2.6pct；归母净利率 5.8%，yoy-

2.0pct。离岛免税客流企稳，客单价环比承压显著：根据海口海关，25Q2 海南离岛免税销售额 54.5 亿元，yoy-4.1%；其中 4 月 20.2 亿元，yoy-6.8%，5 月 19.6 亿元，yoy-0.9%，6 月 14.7 亿元，yoy-4.7%。Q2 免税购物 94 万人次，yoy-23.3%，降幅环比收窄；客单价 5790 元，yoy+25%；离岛人次 729.3 万，yoy+6.1%；渗透率 13%，yoy-4pct；连带率 5.4，同比去年略有增加。海南机场+港口游客吞吐量 1459 万人次，yoy+6.1%。海南地区为核心，市内免税协同发力：营收按板块拆分，H1 免税商品收入 203.4 亿元，毛利率 38.9%；含税商品收入 71.9 亿元，毛利率 13.2%；其他收入 4.9 亿元，毛利率 49.0%。海南区域收入 150.3 亿元，毛利率 20.4%；日上上海收入 68.7 亿元，毛利率 24.8%；其他地区共计 61 亿元，毛利率 71.2%。中免中标多家口岸免税店经营权，青岛、厦门等市内店已开业并布局离境退税，6 家新增市内免税店（近期广深两店同开）陆续开业，市内免税业务有望带来销售增量。盈利预测与投资评级：中免集团作为旅游零售龙头市场地位稳固，海南自贸港 2025 年 12 月 18 日封关政策利好、市内免税店陆续落地，有望带来长期销售增量。考虑到当前免税消费需求承压，下调公司盈利预期，预计 25/26/27 年归母净利润分别为 43.3/50.0/55.2 亿元（前值为 46.8/53.5/59.8 亿元），对应 PE 34/30/27 倍，维持“买入”评级。风险提示：政策推进不及预期、居民消费意愿恢复不及预期等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：石旻瑄

证券分析师：王琳婧）

云铝股份（000807）：2025 年半年报点评：氧化铝价格下行推升公司毛利率，中期分红比例持续提升

投资要点 事件：公司披露 2025 年半年报，业绩同比增长。2025 年 H1 公司实现营收 290.78 亿元，同比+17.98%；归母净利润 27.68 亿元，同比+9.88%；公司 2025 年 Q2 实现营收 146.67 亿元，同比+10.36%，归母净利润 17.93 亿元，同比+32.33%，环比+84.05%。公司主营业务板块量价齐升，铝产品板块全年产量有望高增：1）量：由于 2025 年 H1 云南省内整体电力供应情况良好，且公司 2024 年 Q4 枯水期电解铝并未减产，预计 2025 年整体产量增长。2025 年上半年，公司氧化铝产量 66.97 万吨（yoy-7.37%），炭素制品产量 40.64 万吨（yoy+2.23%），铝产品产量 161.32 万吨（yoy+15.59%）；2）价：受益于耐用品及新能源用铝需求持续增长，2025 年上半年中国电解铝表观消费量同比增长 2.2%至 2288 万吨，上半年电解铝长江有色均价录得 20317 元/吨（yoy+2.6%）。氧化铝价格下行带动公司毛利率提升，预计后续仍有进一步增长空间：2024 年受到全球铝土矿供应维持紧缺、以及国内氧化铝产能错配影响，海内外氧化铝价格全线攀升，公司由于自身氧化铝产量无法满足自身原铝生产需求，外购高价氧化铝对公司 2024 全年及 2025Q1 原铝板块毛利率产生不利影响。氧化铝价格自 2025Q1 见顶并快速回落，2025Q2 中国氧化铝现货均价录得 3128 元/吨，环比下跌 25.8%，公司 2025Q2 毛利率为 18.10%，环比+8.15pct，我们预计随着几内亚铝土矿的持续增产，以及我国及印尼氧化铝产能的不断扩张，氧化铝价格有望进一步下行，公司毛利率仍有提升空间。公司大幅提升分红比例，注重股东回报：2025 年公司拟实施中期分红，分红金额约为人民币 11.09 亿元，占公司 2025 年半年度合并报表归属于上市公司股东的净利润的比例约为 40.10%，随着公司大型资本开支阶段接近尾声，公司股东回报有望持续向好。盈利预测与投资评级：我们继续看好公司从上游铝土矿、氧化铝、电解铝，到下游铝加工产品的绿色铝全产业链布局，由于 2025H1 几内亚频繁对铝土

矿施加限制措施，氧化铝价格下行幅度低于预期，我们小幅下调公司 2025 年归母净利润为 69.00 亿元（前值为 75.58 亿元），基于我们对降息预期铝价的乐观判断，我们小幅上调公司 2026-27 年归母净利润为 88.13/97.26 亿元（前值为 86.84/93.28 亿元），对应 2025-27 年的 PE 分别为 9.47/7.41/6.72 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期导致铝价下跌风险；美元持续走强风险。

（证券分析师：孟祥文 证券分析师：徐毅达）

神州泰岳（300002）：2025 年半年报点评：业绩符合预期，关注新游周期及 AI 应用落地

投资要点 事件：2025H1 公司实现营业收入 26.85 亿元，yoy-12.05%，归母净利润 5.09 亿元，yoy-19.26%，扣非归母净利润 4.88 亿元，yoy-21.02%。其中，2025Q2 实现营业收入 13.61 亿元，yoy-12.99%，qoq+2.85%，归母净利润 2.71 亿元，yoy-19.40%，qoq+13.45%，扣非归母净利润 2.62 亿元，yoy-20.95%，qoq+15.61%，业绩符合我们及市场预期。 游戏业务：存量游戏稳健，关注新游上线进展。2025H1 公司游戏业务收入 20.28 亿元，yoy-16.41%，毛利率 73.48%，yoy+0.62pct，净利润 6.68 亿元，yoy-18.80%，净利率 32.93%，yoy-0.96pct，收入及净利润同比回落主要系《Age of Origins》《War and Order》生命周期内流水自然回落，2025H1 流水分别为 15.22、4.66 亿元，yoy-17.33%、-16.85%。展望后续，存量游戏《AAO》《WAO》有望延续长线运营，流水及利润贡献趋稳，新游《Stellar Sanctuary》《Next Agers》已于 2025 年初前后上线海外地区，当前处于测试调优阶段，有望自 2025Q3 末起先后开启推广，且两款新游已获国产游戏版号，积极关注海外推广节奏及国服上线进展，此外公司还储备有多款 SLG 新游，有望于 2026H1 先后上线测试。我们认为当前出海 SLG 赛道正处于泛用户扩容阶段，公司深耕出海 SLG 赛道，有望凭借多年积累的经验，快速迭代并推出新游，实现新品突破，持续关注公司新游测试表现及正式推广节奏。 计算机业务：推进产品化和国际化，关注 avavox 落地情况。2025H1 公司计算机及其他业务实现收入 6.57 亿元，yoy+4.82%，主要系物联网/通讯、创新服务业务增长良好。公司持续推进产品化和国际化，推进 AI 技术在各业务领域的商业化应用和落地，2025H1 公司推出“泰岳灯塔”AI 大模型应用能力体系，包括面向企业的大模型语音机器人 avavox、面向 ICT 运营管理的“岳擎”数智化新 IT 运营大模型体系等。其中 avavox 结合鼎富智能的智能语音交互实践积累，内置 200 多个行业模板，覆盖运营商满意度回访、电商唤醒、餐饮通知、智能电销等多种行业场景，帮助企业客服、销售、HR、财务、IT 等各个岗位高效处理简单、重复、海量的日常沟通工作。Avavox 采用订阅付费的商业模式，服务高度产品化，经营杠杆有望随收入增长不断体现，因此持续关注 avavox 的客户数量增长、付费情况以及出海节奏，看好公司产品化、国际化战略持续推进，计算机业务盈利能力有望持续改善。 盈利预测与投资评级：考虑新游推广，我们下修 2025 年、上调 2026-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年 EPS 为 0.56/0.68/0.73 元（此前为 0.59/0.64/0.69 元），对应当前股价 PE 26/21/20 倍。我们看好公司存量 SLG 游戏延续稳健表现，新游有望突破带来弹性，维持“买入”评级。 风险提示：老游长线运营不及预期风险，新游流水不及预期风险，计算机业务进展不及预期风险，行业监管风险

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖
证券分析师：陈欣）

青岛啤酒（600600）：2025 年中报点评：全渠道协同发力，持续高质

量增长

投资要点 事件：公司公告 2025 年中报，25H1 营收 204.91 亿元，同比+2.11%，归母净利润 39.04 亿元，同比+7.21%，其中 25Q2 营收 100.46 亿元，同比+1.28%，归母净利润 21.94 亿元，同比+7.32%。升级韧性兑现，白啤、经典维持较好增势。25H1 总销量/主品牌/中高端以上销量分别同比+2.3%/+3.9%/+5.1%(白啤双位数增长、经典稳健增长、纯生主动调整)，其中 25Q1 销量分别同比+3.5%/+4.0%/+5.3%、25Q2 销量分别同比+1.0%/+3.9%/+4.8%。一季度销量恢复到历年较好水平，二季度餐饮受冲击下仍实现小幅增长。需要关注的是青啤新兴渠道保持领先，即时零售业务强化闪电仓、酒专营等新业态开发，连续 5 年高速增长，这个应该对中高檔品类有带动，升级韧性兑现。25H1 吨酒营收为 4330 元/吨，同比-0.09%，其中 25Q1 吨酒营收同比-0.59%、25Q2 吨酒营收同比+0.26%，二季度价格转正实属不易。成本弹性延续、费用率相对平稳，净利率持续抬升。25Q2 销售净利率同比+1.11pct 至 22.26%。其中销售毛利率同比+3.05pct 至 45.84%(吨酒营收同比+0.26%、吨酒成本同比-5.08%)，销售费用率为 8.74%相对平稳，管理费用率同比+0.23pct 至 3.48%，非经项目主要受其他收益、公允价值变动、资产处置收益波动影响，其中 25Q2 其他收益同比减少 0.83 亿元(政府补助减少)、公允价值变动净收益同比减少 0.33 亿元(持有债券收益减少)、而资产处理收益同比增加 0.80 亿元(处置土地获得收益)。啤酒是攻守兼备的优质主线，重点关注青啤 α 兑现度。短期来看，关注外在 β 变化和自身基本面 α 节奏，外在政策冲击下餐饮链相关受影响明显，当前餐饮端对啤酒销量贡献已至历史低位，关注政策端边际变化带来的 β 修复机会。而青啤新董事长上任以来对部分弱势省区进行主动变革、对纯生进行新的规划，关注后续弱势省区的量价节奏、纯生能否重回增长轨道等。中期来看，借鉴海外啤酒巨头的发展路径，我们认为中国啤酒赛道是攻守兼备的优质主线，进攻层面来自升级的韧性及持续性，需求多元化的大众价位是中档放量核心支撑；防御层面来自啤酒产业处于资本开支相对稳健、现金流表现优秀的阶段，未来股息率的明显提升值得期待。盈利预测与投资评级：短期关注外在 β 变化和青啤自身基本面 α 节奏，中期维度青啤属于攻守兼备的优质标的，升级韧性、股息率提升是抓手。参考 25Q2 报表节奏，我们更新 2025~2027 年归母净利润预测为 47.41、52.92、58.23 亿元（前值为 48.45、53.50、57.36 亿元），对应当前 PE 分别为 20、18、16X，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济不及预期；升级不及预期；非基地市场竞争加剧。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：郭晓东）

隆鑫通用（603766）：2025 年中报点评：无极品牌持续向上，三轮车+割草机带来新增量

投资要点 公告要点：公司发布 2025 年半年度报告，25Q2 实现收入 51.1 亿元，同比+16.8%，环比+10%，归母净利润 5.67 亿元，同比+71%，环比+12%，处于业绩预告中值偏上水平，符合我们预期。摩托车业务：无极品牌持续向上，三轮车出口亮眼。25H1 摩托车业务收入 72.7 亿元，同比+23.1%，毛利率 19.8%，同比+1.1pct。分业务来看，1) 无极：25H1 收入 19.8 亿元，同比+30.3%，其中国内 7.9 亿元，同比-9.3%，出口 11.9 亿元，同比+83.3%；25H1 总销量 10.8 万辆，ASP 1.83 万元，同比+0.2 万元，主因大排量产品占比提升，结构持续优化；2) 通路车：25H1 收入 25.1 亿元，同比+15.7%，拉美低端车订单下滑对收入影响有限；3) 三轮车：25H1 收入 8.8 亿元，同比+38.7%，其中出口 4.9 亿元，同比+87.6%，出口主要针对非

洲等区域，增长具备持续性；4）全地形车：25H1 收入 2.7 亿元，同比+44.8%，ASP 2 万元，同比+0.2 万元，主因 500cc+大排量产品销量占比提升。

通机业务：收入高速增长，割草机表现亮眼。25H1 通机收入 21.9 亿，同比+52.8%，毛利率 15.6%，同比-2pct；其中骑乘式割草机收入 2.4 亿元，同比+94.2%，割草机器人产品已发布，预计年内完成量产准备工作，未来成长空间巨大。

毛利率&费用率：公司 25Q2 销售毛利率 19.7%，同比+0.3pct，环比+1.6pct。公司 25Q2 销售/管理/研发费用率分别 1.1%/2.4%/1.9%，同比分别-0.9/-1.1/-1.3pct，环比分别+0.1/-0.1/-0.1pct，费用率进一步下行，销售净利率 11.1%，同比+3.67pct，环比+0.27pct。

盈利预测与投资评级：公司 25Q2 业绩表现亮眼，无极品牌势能向上，出口持续高增长，三轮车+通机业务表现亮眼，贡献新增量。我们基本维持公司 2025-2027 年归母净利润预测 18.7/22.8/25.4 亿元，2025-2027 年对应 PE 为 14.3/11.8/10.5 倍。鉴于摩托车出海产业趋势确定，公司龙头地位稳固，未来成长空间巨大，同时三轮车、园林机械、全地形均实现高增长，我们仍然维持“买入”评级。

风险提示：全球贸易环境恶化风险；新车型上量不及预期风险；运价/汇率等波动风险等。

（证券分析师：黄细里 研究助理：赖思旭）

上峰水泥（000672）：2025 年中报点评：主业盈利反弹，两翼业务持续推进

投资要点 公司披露 2025 年中报，公司 2025 年上半年实现营业总收入 22.72 亿元，同比-5.0%，实现归母净利润 2.47 亿元，同比+44.5%，实现扣非后归母净利润 2.82 亿元，同比+33.5%。其中 Q2 单季分别实现营业总收入、归母净利润、扣非后归母净利润 13.21 亿元、1.67 亿元、2.22 亿元，同比分别-10.9%、+6.9%、+16.1%。

行业自律强化下水泥主业盈利反弹，外延业务稳步拓展，新经济股权投资持续推进。（1）公司 2025 年上半年水泥及熟料合计销量 891 万吨，同比-4%，对应吨毛利 67 元，同比+15 元。一方面得益于水泥行业供给自律进一步优化，叠加 Q1 需求表现较超预期，上半年旺季价格大幅反弹，另一方面吨成本得益于煤价下降进一步压缩，以及公司持续推进降本增效，主产品可控成本继续保持下降。（2）产业链延伸业务稳步拓展，上半年公司骨料销量同比+37%至 519 万吨，且维持 64.3%的高毛利率水平，新能源业务上半年发电 1416 万度，同比增长 92%，储能放电 128 万度，同比增长 182%。（3）新经济股权投资业务新增了对新锐光掩模、方晶科技、壹能科技等项目股权投资，昂瑞微、上海超硅申报科创板上市获受理，中润光能申报港股上市获受理，上半年公司取得投资收益 402 万元。（4）公司 2025Q2 毛利率 35.0%，环比+7.6pct，预计主要得益于水泥单位盈利改善。

费用控制良好，境外合资公司处置影响盈利。（1）公司 2025 年上半年期间费用率 17.1%，同比-1.5pct，对应水泥单吨费用 43.7 元，同比-4.2 元，费用控制成效显著，其中管理费用同比压减 0.57 亿元，一方面因上半年可控管理费用同比下降 887 万元，另一方面是产能指标无形资产按实际受益年限的费用摊销额同比下降所致。（2）2025Q2 期间费用率 15.0%，同比-0.1pct，预计因本期存量资金购买理财产品的比例上升，相关收益计入投资收益，导致财务费用率上升，抵消了管理费用率的降幅。

（3）2025 年上半年确认投资收益 8673 万元，同比+31%，除了股票分红、理财产品及新经济投资收益贡献外，也得益于出让境外合资公司债权及资产权益，其中资产权益部分形成账面收益 3417 万元，但考虑出让形成投资收益与信用减值损失，抵减所得税、转回其他综合收益后，导致公司净利润减少 3651 万元。（4）此外公司上半年出售

2500t/d 熟料线产能指标,取得资产处置收益 6014 万元。 审慎控制资本开支,资产负债率同比下降。(1)公司 2025 年上半年实现经营活动净现金流 4.76 亿元,同比+24%;(2)2025 年上半年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 0.71 亿元,同比-61%,持续审慎控制资本开支;(3)2025 年上半年末资产负债率为 45.1%,同比-2.3pct。 盈利预测与投资评级:行业景气低位震荡但公司水泥主业盈利表现优于同行,同时积极提升股东回报,五年规划谋划新增长极。随着水泥行业自律改善,景气筑底反弹,公司估值有望迎来修复。考虑出让境外合资公司对盈利的影响以及行业需求承压,我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测至 7.1/8.3/9.5 亿元(前值为 7.6/9.0/10.0 亿元),对应市盈率 13/11/10 倍,维持“增持”评级。 风险提示:水泥行业竞合态势恶化;两翼业务开拓不及预期的风险。

(证券分析师:黄诗涛 证券分析师:石峰源)

中国平安(601318): 2025 年中报点评:银保扩张推动 NBV 快速增长,显著增配股票投资

投资要点 【事件】中国平安披露 2025 年中报: 1) 归母净利润 680 亿元,同比-8.8%, Q1/Q2 分别同比-26.4%、+8.2%。2) 归母营运利润 777 亿元,同比+3.7%, Q1/Q2 分别同比+2.4%、+4.9%。3) 归母净资产 9440 亿元,较年初+1.7%,较 Q1 末+0.4%。4) NBV 同口径下同比+39.8%。集团 EV 较年初+5.5%,寿险 EV 较年初+8.2%。5) 中期每股股息 0.95 元/股,同比+2.2%。 核心板块盈利稳定,寿险合同服务边际较年初正增长。1) 若剔除平安好医生并表与可转债转股价值重估损益的影响(约 55.7 亿元),上半年归母净利润同比仅-1.3%。2) 分业务来看,寿险、产险、银行、资产管理、科技板块归母净利润分别同比-5%、+1%、-4%、+110%、由盈转亏,寿险及科技板块归母营运利润分别同比+2%、+179%。2) 寿险业务保险服务业绩 448 亿元,同比-4.7%,投资服务业绩 129 亿元,同比+24.3%,合同服务边际 7332 亿元,较上年末+0.3%。 寿险: NBV 同比增长 40%,银保渠道贡献显著。1) 上半年用于计算 NBV 的首年保费同比-7.2%,个险和银保新单期缴规模保费分别同比-21%、+149%。2) NBV 可比口径下同比+39.8%, Q1/Q2 分别同比+34.9%、+47.0%;其中个险、银保、其他渠道分别同比+17%、+169%、+43%。首年保费口径 NBV margin 为 26.1%,可比口径下同比+8.8pct。个险、银保渠道 NBV margin 分别为 35.9%、28.6%,同比+13.5pct、+9.7pct。3) 代理人规模达 34 万人,较年初-6.3%,较 Q1 末+0.6%。代理人活动率 49.9%,同比-6pct,人均月收入 and 人均 NBV 分别同比-17.3%、+21.6%。 产险: 保费增速快于行业,综合成本率显著改善。1) 上半年产险原保费收入同比+7.1%(行业增速为 5.1%),其中车险、非车险分别同比+3.6%、+13.8%。2) 承保利润 80 亿元,同比+126%。综合成本率 95.2%,同比-2.6pct,费用率同比-1.2pct 至 26.0%,赔付率同比-1.4pct 至 69.2%。承保盈利提升主要得益于车险费用优化与保证保险扭亏为盈。车险综合成本率 95.5%,同比-2.6pct,主要由于深化报行合一与费用精细化管理。 投资: 减配债券、基金,增配股票;综合投资收益率同比提升。1) 总投资规模达 6.2 万亿,较年初+8.2%。其中,债券投资、股票投资占比分别-0.9pct、+2.8pct 至 60.8%、10.5%,基金则-0.8pct 至 3.4%。股票中 OCI 占比 65.3%,较年初+5.2pct。不动产投资占比 3.3%,较年初-0.2pct。2) 非年化净投资收益率 1.8%,同比-0.2pct,主要受存量资产到期和新增固收资产收益率下降影响。综合投资收益率 3.1%,同比+0.3pct,主要因均衡资产配置和提前布局高股息权益资产。 盈利预测与投资评级: 结合公司 2025 上半年经营情况,我们略下调 2025-

2027 年归母净利润至 1297/1427/1638 亿元(前值为 1352/1544/1770 亿元)。当前市值对应 2025E PEV 0.73x、PB 1.13x，维持“买入”评级。风险提示：长端利率趋势性下行；新单保费增长不达预期。

(证券分析师：孙婷 证券分析师：曹锟)

中大力德(002896): 2025 年半年报点评: 业绩稳健增长, 看好机器人精密减速机业务成长性

投资要点 业绩稳健增长, 海外业务加速扩展 2025 年上半年公司实现营收 5.16 亿元, 同比+2.08%; 实现归母净利润 0.46 亿元, 同比+6.50%; 实现扣非归母净利润 0.38 亿元, 同比+5.35%。公司经营状况呈现稳健发展态势。分业务看, 2025 年上半年减速电机业务实现营收 1.91 亿元, 同比+15.89%, 表现强劲; 精密减速器和智能执行单元业务分别实现营收 1.16 亿元和 1.99 亿元, 同比分别-8.55%和-3.63%。分地区看, 2025 年上半年国内收入 4.63 亿元, 同比-3.10%; 海外收入 0.53 亿元, 同比大幅增长+92.34%, 主要得益于传统交直流减速电机产品得到进一步稳固拓展, 同时高精度减速机、机器人产品在海外市场也得到明显拓展, 另外公司加大海外专业性展会参展频率, 提升公司品牌知名度。单 Q2 看, 公司实现营业收入 2.86 亿元, 同比+0.99%; 归母净利润 0.29 亿元, 同比+6.66%, 扣非归母净利润 0.26 亿元, 同比+11.30%。

综合毛利率显著提升, 期间费用有所增加 2025 年上半年公司销售毛利率为 27.74%, 同比+3.20pct。综合毛利率提升主要系高毛利率的海外业务(25H1 毛利率 48.40%)收入占比提升及各产品线毛利率均有改善。分产品看, 2025 年上半年减速电机毛利率为 32.01%, 同比+5.35pct; 精密减速器毛利率为 23.60%, 同比+2.22pct; 智能执行单元毛利率为 27.04%, 同比+1.69pct。2025 年上半年公司销售净利率为 8.96%, 同比+0.36pct。

2025 年上半年公司期间费用率为 17.26%, 同比+2.12pct。销售/管理/财务/研发费用率分别为 4.14%/6.80%/0.48%/5.85%, 同比分别+0.56pct/+1.46pct/+0.13pct/-0.02pct。其中 25H1 财务费用同比增长 40.63%主要系本期汇兑损失增加所致。

迈向机电一体化, 拓展人形零部件业务 1) 迈向机电一体化: 公司专注于减速器、减速电机等核心零部件的生产研发, 数十年来凭借行业领先的研发设计能力、制造工艺和质量管控, 形成了减速器、电机、驱动器一体化业务平台, 能够为客户提供丰富的动力传动与控制应用解决方案。

2) 立足减速器, 拓展人形零部件业务: 公司深耕精密减速器行业, 同时具备行星减速器、谐波减速器和 RV 减速器生产能力, 具有深厚的生产研发经验。2023 年 4 月, 公司召开董事会审议变更募集资金用途事项, 新增“智能执行单元及大型 RV 减速器生产线项目”, 合计投入资金 1.75 亿元。产能规划有序推进, 积极推进人形机器人零部件布局。

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 0.81/0.99/1.29 亿元。当前市值对应 PE 分别为 239/196/151 倍, 考虑公司同时拥有行星减速器、谐波减速器、RV 减速器等人形机器人核心零部件, 具有较强稀缺性, 维持公司“增持”评级。

风险提示: 丝杠产品研发不及预期, 人形机器人量产进度不及预期, 宏观经济风险。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天)

研究助理：陶泽)

泽璟制药-U(688266): 2025 年中报点评: 商业化稳步推进, 看好 ZG006 及 ZG005 全球竞争力

投资要点 事件: 公司 2025H1 实现营收 3.76 亿元(同比+56.07%), 主要系重组人凝血酶进医保后增长明显; 归母净利润-0.73 亿元(去年

同期-0.67 亿元)，系销售及研发费用增加；经营现金流净额-1702 万，系凝血酶市场推广授权款分期收款差异；研发投入 1.97 亿（同比+8.47%）。抗体平台具备竞争力，核心管线进展顺利。1）ZG006（CD3/DLL3/DLL3）治疗晚期 SCLC 获得了 CDE 突破性治疗认定，预计下半年注册Ⅲ期临床，并于学术会议上公布关键数据。2）ZG005（PD1/TIGIT）开发进度全球前列，且具备泛瘤种拓展及联用潜力，包括联合 ZG006、化疗、ZGGS18 或贝伐、吉卡昔替尼、PD-1/PD-L1 单抗等。3）ZGGS 三抗（MUC17/CD3/CD28）已向 CDE 和 FDA 提交 IND 申请，适应症拟晚期实体瘤，并已获 FDA 批准。商业化持续拓展，构建多元产品矩阵。1）泽普生（多纳非尼）晚期肝癌、RAIR-DTC 适应症均纳入医保，截至 2025H1 已进院 1200+家，覆盖 2200+家，覆盖药房 1000+家。2）泽普凝（重组人凝血酶）截至 2025H1 累计入院 590 余家，纳入医保目录后销量增长明显。3）泽普平（吉卡昔替尼）2025 年 5 月获批上市（适应症为 PMF、PPV-MF、PET-MF），重症斑秃适应症已获 NDA 受理，AD 及 AS 位于Ⅲ期临床。4）rhTSH：甲状腺癌诊断用药适应症目前在技术审评阶段，有望成为首个获批该适应症的国产新药。盈利预测与投资评级：公司上半年核心产品商业化顺利，在研管线 ZG005 及 ZG006 数据表现优异，且 ZG006 海外授权持续推进，我们维持公司 2025-2027 年收入 8.18/17.14/28.46 亿元，对应当前市值的 PS 为 36/17/10 倍，维持“买入”评级。风险提示：新药研发进展不及预期风险、药品销售不及预期风险、海外交易不及预期风险。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：张翀霁

证券分析师：苏丰）

联赢激光（688518）：2025 年中报点评：业绩受营收结构影响承压，静待高毛利新兴业务贡献利润

投资要点 25H1 营收持续增长，Q2 因确收结构影响短期承压：2025H1 公司营收 15.3 亿元，同比+5.3%；归母净利润为 0.58 亿元，同比+13%。Q2 单季营收 6.6 亿元，同比-8.9%，环比-23.8%；我们认为主要系设备行业确收周期波动较大，部分订单将在 2025H2 确认收入。Q2 归母净利润为 0.11 亿元，同比-51.7%，环比-76.6%。盈利能力受确收结构影响，2025H2 有望快速修复：2025H1 公司毛利率为 27.3%，同比-3.3pct；主要系期间确收订单约 80%来自锂电行业，2025H2 随着公司营收结构调整毛利率将稳步修复；期间销售净利率为 3.5%，同比+0.2pct。公司期间费用率为 24.7%，同比-3.3pct，其中销售费用率为 2.4%，同比-2.3pct，管理费用率为 14.3%，同比-1.0pct，财务费用率为 0.2%，同比持平，研发费用率为 7.8%，同比持平。公司持续高研发投入，前瞻性布局新产品&新技术，期间研发投入 1.2 亿元，同比+5.3%。Q2 单季毛利率为 29.0%，同环比-3.0pct/+3.0pct；销售净利率为 1.4%，同环比-1.6pct/-3.8pct。合同负债略降，现金流 24Q3 以来持续为正：截至 2025H1，公司合同负债 14.3 亿元，同比-8.8%；存货 23.5 亿元，同比小幅增长 2.0%。Q2 公司实现经营活动现金流净额 0.27 亿元，2024Q3 以来持续为正。全固态电池装配线成功交付头部客户，有望充分受益于固态电池激光用量提升：公司针对全固态电池生产，推出激光焊接设备及激光清洗机和涂胶机，现已交付行业头部客户，目前正在配合客户进行验证。全固态电池激光设备需求量较液态显著提升：①固态电池通过辊压、等静压等工艺对电极、电新进行塑性处理，具备一定膨胀性，因此需要刚性更高的钢壳封装。钢壳相较于传统铝壳软包无法一体冲压成型，只能通过折叠工艺完成，使得传统顶盖焊接外多出侧缝与底盖焊接。②全固态电池采

用叠片、等静压等工艺来集成正负极片，但在这些工艺过程中，极片容易发生偏移或倾斜，进而引发短路问题。为解决极片变形导致短路，印胶设备成为刚需，公司激光清洗&涂胶机有望加速放量。加速平台化布局，高毛利非锂电订单将持续改善公司业绩：2021 年以来公司积极布局高毛利新兴业务，涵盖 3C 电池、高低压继电器、氢燃料电池等，2024 年公司 IT 消费电子业务毛利率高达 48%，显著高于传统锂电业务的 25%，叠加非锂电业务占比持续提升（2024 年非锂电业务新签订单达 11.4 亿元，占比 38%，占比同比提升 13pct），订单后续确收有望显著改善公司业绩&盈利能力。盈利预测与投资评级：考虑到公司未来全固态电池装配线以及高毛利 IT 消费电子业务有望逐渐放量，我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测值为 2.9/4.5/6.1 亿元，2025-2027 年对应 PE 分别为 26/17/12 倍。维持“增持”评级。风险提示：下游扩产不及预期，新产品研发及验证不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

晶盛机电（300316）：2025 中报点评：设备验收放缓等影响短期业绩，看好半导体设备&材料布局

投资要点 光伏行业周期影响业绩。2025H1 营收 58.0 亿元，同比-42.9%；其中设备及其服务营收 40.8 亿元，同比-44.6%，占比 69.2%；材料营收 12.3 亿元，同比-48.2%，占比 20.8%。归母净利润 6.4 亿元，同比-69.5%。Q2 单季营收 26.6 亿元，同比-52.8%，环比-15.2%，主要系下游行业周期波动、设备验收有所放缓，归母净利润 0.7 亿元，同比-93.6%，主要系收入放缓&费用刚性支出、政府补助环比减少 1 亿叠加减值计提 1 亿影响。受行业周期影响，设备&材料盈利能力承压。2025H1 毛利率为 24.4%，同比-12.6pct，设备及服务毛利率为 32.9%，同比-4.5pct，材料毛利率为 6.22%，同比-33.9pct；销售净利率为 10.7%，同比-12.8pct；期间费用率为 13.0%，同比+4.2pct，其中销售费用率为 0.7%，同比+0.2pct；管理费用率为 4.0%，同比+1.6pct；研发费用率为 8.0%，同比+2.0pct。Q2 单季毛利率 20.6%，同比-11.2pct，环比-6.9pct，销售净利率为 2.3%，同比-16.2pct，环比-15.5pct。存货&合同负债同比下滑，现金流同比增加。截至 2025Q2 末合同负债为 31.7 亿元，同比-62.1%，存货为 89.5 亿元，同比-35.0%；公司未完成集成电路及化合物半导体装备合同超 37 亿元。公司现金流回款情况较好：2025H1 公司经营活动净现金流 4.5 亿元，同比+55.8%。

晶盛半导体设备定位大硅片、先进封装、先进制程、碳化硅。（1）大硅片：提供长晶、切片、研磨、抛光整体解决方案。（2）先进封装：除减薄机外还推出了超快紫外激光开槽设备。（3）先进制程：12 英寸硅减压外延生长设备顺利实现销售出货。（4）碳化硅设备：开发了 6-8 英寸碳化硅长晶设备、切片设备、减薄设备、抛光设备及外延设备等；离子注入样机调试阶段；碳化硅氧化炉/激活炉、光学量检测设备已实现批量出货。碳化硅衬底已规划产能合计 90 万片，导电型&光学级产业化加速。（1）导电型：有拉晶产能 30 万片，新建的 60 万片 8 寸产能落地后，公司合计产能将达 90 万片；此外马来也规划了 24 万片切磨抛年产能。（2）光学级：牵手浙大系 AR 眼镜企业龙旗、XREAL、鲲游光电，布局碳化硅 AR 眼镜衬底。子公司晶鸿精密主营零部件，高加工精度&高端产品定位。晶鸿精密具备特种焊接、组装测试、半导体级表面处理等能力，拓展真空腔体、精密传动主轴、游星片、陶瓷盘以及其他高精度零部件等，并批量出货国内头部半导体设备客户。盈利预测与投资评级：考虑到公司订单确收节奏，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测为 10（原值 20）/12（原值

22)/15(原值 27)亿元,但考虑到公司多业务仍具备成长性,维持“买入”评级。风险提示:晶圆厂扩产节奏不及预期,新品研发&产业化不及预期等。

(证券分析师:周尔双 证券分析师:李文意)

通威股份(600438): 2025 年中报点评: 硅料技术持续优化、电池组件出货高增,反内卷下有望优化

投资要点 事件: 公司 25H1 营收 405.1 亿元,同-7.5%,归母净利润-49.6 亿元,同-58.3%,毛利率 0.1%,同-7pct,归母净利率-12.2%,同-5.1pct; 其中 25Q2 营收 245.8 亿元,同环比 1.4%/54.2%,归母净利润-23.6 亿元,同环比 0.8%/-8.9%,毛利率 2%,同环比-3.4/4.9pct,归母净利率-9.6%,同环比 0.1/6.7pct。硅料出货位居龙头、技术指标优秀: 25H1 公司硅料销售约 16.13 万吨,全球市占率约 30%,位居行业第一。我们测算 Q2 公司销售约 8-9 万吨(权益约 6-7 万吨),Q2 市场价格环比 Q1 下滑、我们测算硅料单吨亏损扩大。Q3 起行业反内卷初显成效,硅料报价自 7 月初 3 万+提升至约 5 万/吨,整体价格有所修复。公司技术指标持续提升,公司 N 型出货比例达 90%+,硅耗降至 1.04 kg/kg-Si 以内,蒸汽基本实现零消耗; N 型料体金属降至 0.1ppbw 内,表金属降至 0.2ppbw 内,显著领先行业。电池组件出货高增、海内外市场渠道不断突破: 25H1 公司电池销 49.89GW,继续保持全球第一;我们测算 Q2 电池出货约 30GW+,开工率提升+4-5 月抢装涨价单瓦亏损有所收窄。25H1 公司组件销售 24.52GW,我们测算 Q2 销售约 14-15GW,单瓦亏损收窄;国内分布式出货保持第一,集中式延续央企良好合作,海外市场销 5.08GW、爆发式增长;在波兰、罗马尼亚、匈牙利等市场取得领先优势。在手现金充足、经营现金流出: 公司 25H1 期间费用 42.2 亿元,同-10.9%,费用率 10.4%,同-0.4pct,其中 Q2 期间费用 20.8 亿元,同环比-18.2%/-2.9%,费用率 8.5%,同环比-2/-5pct; 25H1 经营性净现金流-19.5 亿元,同-302.9%,其中 Q2 经营性现金流-4.9 亿元,同环比-121%/-66.1%; 25H1 资本开支 44.8 亿元,同-69.4%,其中 Q2 资本开支 20.3 亿元,同环比-72.1%/-16.7%; 25H1 末存货 137 亿元,较年初 8.5%。截止 Q2 末,公司货币资金与交易性金融资产余额总计约 332.29 亿,能有效满足公司资金周转需求。盈利预测与投资评级: 由于光伏行业竞争加剧,硅料价格承压,我们下调公司 25-27 年归母净利为-76/20/51 亿元(25-26 年前值为 35.9/63.2 亿元,27 年新增预期 51 亿),同增-8%/127%/151%,考虑公司硅料、电池和组件出货行业领先,且海外市场不断突破,维持“买入”评级。风险提示: 政策不及预期,竞争加剧等

(证券分析师:曾朵红 证券分析师:郭亚男
证券分析师:徐毓嵘)

珀莱雅(603605): 2025 年半年报点评: 稳中有进,大单品持续推新升级,筹划港交所主板上市

投资要点 公司公布 2025H1 业绩: 25H1 公司实现营收 53.6 亿元,同比增长 7.2%,实现归母净利 8.0 亿元,同比增长 13.8%,实现扣非后归母净利 7.7 亿元,同比增长 13.5%。25Q2 实现营收 30.0 亿元,同比增长 6.5%,实现归母净利润 4.1 亿元,同比增长 2.4%,实现扣非后归母净利 3.9 亿元,同比增长 1.2%,高基数下 25Q2 增速有所放缓。主品牌较为稳健,OR 品牌实现高增: 分品牌看,25H1 珀莱雅/彩棠/OR/悦芙媞分别实现营收 39.8/7.1/2.8/1.7 亿元,同比分别-0.1%/+21.1%/+102.5%/+3.3%,占比分别为 74.3%/13.2%/5.2%/3.1%。分渠道看,25H1 公司线上/线下分别实现营收 51.1/2.5 亿元,同比分

别+9.2%/-21.5%，占比分别为 95.4%/4.6%。25H1 毛利率同比+3.6pct，降本增效成效显著：①毛利率：25H1 为 73.4%，同比+3.6pct，25Q2 毛利率为 73.8%，同比+4.3pct；②期间费用率：25H1 为 54.2%，同比+2.5pct，主要系形象宣传推广费增加导致销售费用率同比+2.8pct，25Q2 期间费用率为 56.6%，同比+5.9pct，主要系销售费用率同比+6.0pct。③归母净利率：25H1 为 14.9%，同比+0.9pct，25Q2 归母净利率为 13.6%，同比-0.5pct。品牌产品矩阵推新升级：①珀莱雅主品牌“科学护肤”定位下大单品系列持续升级，25 年 4 月上新美白特证版双抗系列，25H1 主推“超膜银管”沁柔防晒产品；②彩棠品牌持续夯实“专业化妆师”定位，上新“小圆管粉底液”油皮版、“双生气垫”等产品；③OR 品牌上新产品系列持续深化“亚洲头皮健康养护专家”形象，并推出香氛洗护系列等差异化产品；④悦芙媿品牌定位“年轻肌功效专研”，产品线设计由基础清洁向修红修护的功效进阶，推出“修红精华 2.0”、“修红面膜”等新品。2025 年 618 期间排名领先，OR 品牌表现亮眼：2025 年 618 大促期间，珀莱雅天猫旗舰店 GMV 获天猫美妆排名第 1、品牌抖音 GMV 获抖音美妆排名第 2；彩棠天猫旗舰店 GMV 获天猫彩妆排名第 2；OR 天猫双店 GMV 获天猫美护发行业排名第 6、国货排名第 1，GMV 同比增长 110%+，品牌声量显著提升。盈利预测与投资评级：公司是国内组织灵活、效率领先的化妆品龙头，拟在港交所主板挂牌上市，推进国际化战略及增强境外融资能力，未来国货美妆龙头有望晋升为全球化化妆品龙头。盈利能力方面公司不断优化，降本增效成效显著。考虑到公司大单品推新及新品牌破圈初期费用投放较大，我们将公司 2025-2027 年归母净利润预测由 18.6/21.6/24.8 亿元下调至 18.0/20.5/23.2 亿元，分别同比+15.7%/+14.2%/+13.3%，2025-2027 年 PE 对应最新收盘价分别为 20/18/16X，维持“买入”评级 风险提示：行业竞争加剧、新品推广不及预期等

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：郝越）

佩蒂股份（300673）：2025 年中报点评：压力期已过，H2 有望边际向上

投资要点 事件：2025H1 实现营业收入为 7.28 亿元，同比下降 13.94%；实现归母净利 0.79 亿元，同比下降 19.23%。2025Q2 实现营业收入 3.99 亿元，同比下降 13.56%；实现归母净利 0.57 亿元，同比增长 1.15%。2025H1 收入端压力释放，爵宴保持高增。2025H1 收入承压主要由于海外市场订单调整及国内市场代理业务收缩，我们预计国内自主品牌体量和去年相当，国外代工业务有一定下滑。2025H1 公司 畜皮咬胶/植物咬胶/营养肉质零食/主粮和湿粮分别实现营收 2.3/2.2/2.2/0.5 亿元，同比-11.9%/-25.7%/+14.4%/-44.7%，高端品牌爵宴在上半年实现接近 50%的营收增长。毛利率显著优化，带动净利率提振。2025Q2 实现毛利率 34.8%，同比+6.7pct，受益于成本下降以及产品结构调整。2025H1 畜皮咬胶/植物咬胶/营养肉质零食/主粮和湿粮的毛利率分别同比+5.3/3.1/6.8/11.0pct，主粮和湿粮的毛利率有明显提升。2025Q2 销售/管理/财务费用率同比-0.2/+2.4/+1.2pct，管理费用主要系折旧摊销增加，财务费用率提升主要系利息收入减少。2025Q2 实现净利率 14.2%，同比+2.0pct。压力期已过，自主品牌持续上新，新西兰工厂静待落地。海外代工业务的压力期已过，我们认为 H2 有望边际好转；国内自主品牌持续推新，爵宴品牌在零食板块推出多款针对小型犬的冻干新品，在主食湿粮方面推出牛骨汤主食罐系列，在主食干粮方面推出爵宴原生风干粮薄脆产品；好适嘉品牌上半年持续推出冻干零食等多品类新品，填补爵宴在中端价格带

的市场空白，形成双品牌协同效应。此外新西兰工厂有望在 H2 落地，可以较好提振公司的利润水平。盈利预测与投资评级：公司在压力阶段表现稳定，2025H2 有望实现边际改善，我们上调 2025 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 1.9/2.5/3.0 亿元（此前的预测值为 1.5/2.5/3.1 亿元），同比+7%/+26%/+23%，对应 PE 为 18/14/12X。维持“买入”评级。风险提示：食品安全风险，原材料价格波动，行业竞争加剧。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：李茵琦）

威迈斯（688612）：2025 年中报点评：盈利水平大幅提升，业绩亮眼
 投资要点

25 年 Q2 利润同环比大幅提升，略超市场预期。公司 25 年 H1 营收 29.6 亿元，同增 6.8%，归母净利润 2.7 亿元，同增 26.2%，毛利率 20.7%，同增 0.1pct，归母净利率 9.2%，同增 1.4pct；其中 25 年 Q2 营收 16.1 亿元，同环比+14.5%/+18.7%，归母净利润 1.7 亿元，同环比+68.8%/+69.9%，毛利率 23%，同环比+1.1/+5.1pct，归母净利率 10.7%，同环比+3.4/+3.2pct。

产品结构升级+降本增效，盈利大幅提升。25 年 H1 公司车载电源收入 25.8 亿，同增 11%，占收入比重 89%；电驱系统收入 3.2 亿，同增 13%。我们预计 25 年 Q2 公司车载电源发货 60-70 万台+，同增 20%，25 年 H1 合计为 125 万台，全年出货量约 300 万台，同增 25%。25 年 H1 国内客户贡献主要增量，公司国内前五大客户中，奇瑞、吉利销量翻番以上增长，理想、长安销量增长稳健。公司 Q2 盈利大幅提升主要受益于产能利用率提升、价格相对稳定、原材料降价、高功率产品出货占比提升。公司产能超 400 万套，我们预计 26 年出货量仍可维持 20%+增长。

海外定点开启放量，后续预计持续增长。25 年 H1 海外收入 1.4 亿元，同降 47%，主要系海外客户结算方式变化，选择国内公司进行报关，我们预计按原口径海外收入约 5 亿元，与去年全年海外收入持平。展望 25 年 H2 及 26 年，Stellantis 将密集发布新车型，公司为新品主供，预计出货量将持续增长。同时，公司已经开始供货雷诺，并获得阿斯顿马丁、法拉利等境外车企的定点，有望受益于欧洲电动化加速。

费用率小幅下降，现金流亮眼。公司 25 年 H1 期间费用 3.2 亿元，同降 3.4%，费用率 10.9%，同降 1.2pct，其中 Q2 期间费用 1.6 亿元，同环比-9.9%/+0.5%，费用率 10.1%，同环比-2.7/-1.8pct；25 年 H1 经营性净现金流 4.8 亿元，同增 3369.2%，其中 Q2 经营性现金流 3.5 亿元，同环比+141.4%/+167%；25 年 H1 资本开支 2.1 亿元，同增 40.8%，其中 Q2 资本开支 1.2 亿元，同环比+203.8%/+27.4%；25 年 H1 末存货 9.2 亿元，较年初增加 3.8%。

盈利预测与投资评级：由于下游需求好于预期，我们调整 25-27 年归母净利润至 6.0/7.5/9.0 亿元（此前预测 5.1/6.6/8.5 亿元），同比+51%/+25%/+20%，对应 PE 为 26x/21x/17x，考虑公司后续海外客户放量弹性大，我们给予 26 年 30x PE，对应目标价 54 元，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求放缓、新产品不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：黄细里

证券分析师：阮巧燕 证券分析师：朱家佟）

连连数字（02598.HK）：2025 年半年报点评：净利润大幅改善，加码 Web3.0 与稳定币构筑新壁垒

事件：公司发布 2025 年半年报，实现营业总收入同比+26.8%至 7.83 亿元，归母净利润改善至 15.11 亿元，归母净资产较年初+112.6%至 26.11 亿元。

投资要点 跨境电商出口市场活跃，数字支付业务受益明显：分业务看，2025H1，①数字支付服务业务收入同比+26.2%至 6.84 亿元，其中境内支付业务收入同比+24.6%至 2.11 亿元，全球

支付业务收入同比+27.0%至 4.73 亿元，增速高于境内支付业务；上半年全球支付 TPV（交易总金额，反映业务规模）为 1985 亿元，同比+94.0%，服务费率较 2024 年-0.05pct 变动至 0.24%，境内支付 TPV 为 18700 亿元，同比+27.2%，服务费率与 2024 年基本持平，作为公司业务主线，数字支付服务业务稳步发展助力稳定币业务扩张和布局。②增值服务业务收入同比+34.2%至 0.90 亿元，受益于虚拟银行卡业务的强劲表现。公司仍处于业务扩张期，成本端费用增长、费率改善：①销售费用同比+18.3%至 1.29 亿元，主要系公司各个平台为扩展获客及行业覆盖而导致推广活动开支增加，销售费用率同比-1.19pct 至 16.45%；②管理费用同比+3.3%至 3.00 亿元，主要由于公司基于区块链的战略性布局投入的增加，管理费用率同比-8.70pct 至 38.31%；③研发费用同比+26.8%至 1.87 亿元，主要用于拓展区块链及 AI 等领域的应用场景，研发费用率同比维持 23.89%。

前沿布局 Web3.0 领域，赋能全球贸易数字化转型：①全球支付网络与牌照优势：公司已累计获得 65 张全球支付牌照与资质，覆盖中国、美国、欧盟等七大核心市场，构建了强大的合规壁垒和本地化服务能力，支持“本地收款、全球结算”的一站式跨境资金流转。②产品不断创新：推出虚拟银行卡，支持电商平台费用支付、海外营销、物流等场景，实现专卡专用、多卡额度共享。同时提供数字营销、运营支持等技术服务，推动业务多元化发展。③Web3.0 与稳定币前瞻布局：旗下 DFX 公司获香港 VATP 牌照，可运营虚拟资产交易的平台；与圆币科技合作探索稳定币在跨境支付中的应用，旨在通过区块链技术提升交易效率、降低中转成本，布局下一代支付基础设施，从传统的支付服务商向数字金融基础设施提供者转型。

盈利预测与投资评级：基于目前跨境支付市场活跃度持续向好，利好公司各项业务收入增长，我们维持此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 17/22/26 亿元，分别同比+30%/+26%/+22%，对应 PS 分别为 7.23/5.73/4.70 倍，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧风险，政策合规风险，短期盈利风险。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：武欣姝）

国睿科技（600562）：2025 年中报点评：雷达装备强势表现，核心竞争力持续强化

事件：公司发布 2025 年中报。公司 2025 年上半年实现营业收入 17.21 亿元，同比去年+10.41%；归母净利润 3.50 亿元，同比去年+1.15%。

投资要点 国睿科技 2025 年上半年实现营业收入 17.21 亿元，同比增长 10.41%；归属于上市公司股东的净利润 3.50 亿元，同比增长 1.15%；业绩增长主要得益于军贸项目交付较好，带动整体收入稳步提升。分业务板块看，雷达装备及相关系统业务收入占比最大，其中国际市场拓展成效显著，国内中标山东省气象雷达国债项目、空管雷达及低空监视领域项目，巩固了主业优势；工业软件及智能制造板块抓住国产化替代机遇，中标车企 PDM 系统重构项目，自主工业软件 REACH 睿知套件性能持续优化；智慧轨交板块在省外市场取得突破，成功保障哈尔滨地铁亚冬会运营服务。各业务营收结构保持稳定，雷达装备仍是核心支柱，工业软件和轨交业务因技术升级和市场拓展贡献增量，但增速差异受军贸项目周期性交付及民用领域订单节奏影响。

2025 年上半年，公司毛利率为 41.28%，较去年同期下降约 0.8 个百分点，主要受产品结构变化影响；2025 年上半年销售费用率 1.68%，管理费用率 3.08%，均有所下降，反映费用控制成效。截至 2025 年上半年经营活动现金流净额为-0.32 亿元，较上年同期-3.61 亿元大幅改善，主要因销售回款增加 1.81 亿元且采购付款减少 1.80 亿元；

合同负债 4.78 亿元，较年初略增，显示在手订单饱满；存货 18.01 亿元，较年初增加 0.21 亿元，处于合理水平。2025 年上半年财务费用 0.19 亿元，同比由负转正，主要受美元汇率波动影响产生汇兑损失。整体来看，公司盈利能力保持稳定，现金流改善明显，资产质量健康。2025 年上半年，公司持续强化核心竞争力：在雷达领域推出低空智能感知系统整体解决方案，完成 X 波段相控阵测雨雷达研制，并中标山东省气象雷达国债项目；在工业软件方面，发布全新 Foundation 平台，形成高性能 CAx 集成产品，助力汽车、航空等行业客户数字化转型。盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，考虑到订单的不确定性，出于谨慎原则，我们下调先前过高的预测，预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 7.52/8.56 亿元，前值 8.65/10.03 亿元，新增 2027 年预测 9.71 亿元，对应 PE 分别为 47/42/37 倍，维持“增持”评级。风险提示：1) 新产品拓展不及预期；2) 原材料价格波动；3) 技术创新风险；4) 宏观政策风险。

(证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 证券分析师：高正泰)

菲利华 (300395)：2025 年中报点评：半导体领域需求复苏带动高毛利产品增长，航空航天订单回暖

事件：公司发布 2025 年中报。公司 2025 年上半年实现营业收入 9.08 亿元，同比去年-0.77%；归母净利润 2.22 亿元，同比去年+28.72%。

投资要点 2025 年上半年，菲利华实现营收 9.08 亿元，同比微降 0.77%；归属于母公司净利润 2.22 亿元，同比增长 28.72%；业绩提升主要得益于全球半导体行业复苏，公司半导体板块持续稳步增长；同时航空航天领域需求回暖，订单持续恢复。主营构成方面，2025 年上半年石英玻璃材料实现营收 6.43 亿元，同比增长 21.35%，占比显著提升；而石英玻璃制品营收为 2.62 亿元，同比下降 30.93%，主要由于光伏行业阶段性供需错配、竞争加剧导致光伏板块营收大幅下滑，从而影响了石英玻璃制品的销售表现。整体来看，公司在半导体及航空航天领域的增长有效抵消了光伏板块的下滑。公司 2025 年上半年毛利率为 49.21%，较上年同期提升 5.82 个百分点，主要受益于原材料成本下降及产品结构优化；期间费用率方面，2025 年上半年销售费用率 1.29%，同比下降 0.24 个百分点；管理费用率 7.83%，同比下降 0.63 个百分点，费用控制成效显著。现金流方面，截至 2025 年上半年经营活动现金流净额 1.91 亿元，同比大增 3161.41%，主要由于回款增加及采购支出减少。截至 2025 年上半年合同负债为 0.23 亿元，与期初基本持平；存货为 7.63 亿元，较期初增加 0.20 亿元，增幅 2.64%，主要系原材料储备增加所致。整体来看，公司盈利质量及现金流状况均有明显改善。

2025 年上半年，菲利华在核心竞争力方面持续强化：半导体用气熔石英玻璃材料已通过东京电子、泛林研发等国际巨头认证，进一步巩固行业地位。新产品方面，超薄石英电子布处于客户端小批量测试阶段，已实现营收 0.13 亿元，未来有望打开高频高速覆铜板市场。资本运作方面，公司向控股子公司江苏中益新材料增资 0.48 亿元，持股比例提升至 55.84%，同时设立全资子公司湖北鼎益新材料有限公司，注册资本 1 亿元，进一步完善产业链布局。

盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，我们基本维持先前的预期，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 5.10/6.83/7.87 亿元，对应 PE 分别为 96/72/62 倍，维持“买入”评级。风险提示：1) 战略风险；2) 宏观经济波动风险；3) 行业竞争风险；4) 采购与供应链管理风险。

(证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 证

券分析师：高正泰）

钢研高纳（300034）：2025 年中报点评：新增产能释放加剧市场竞争，加速新型合金商业化进程

事件：公司发布 2025 年中报。公司 2025 年上半年实现营业收入 18.17 亿元，同比去年 5.07%；归母净利润 6380.54 万元，同比去年-64.52%。

投资要点 净利润下滑主要受原材料价格波动及部分产品进入批产阶段后阶梯降价影响：2025 年上半年，钢研高纳实现营业收入 18.17 亿元，同比增长 5.07%，但归属于母公司净利润仅 0.64 亿元，同比大幅下降 64.52%。2025 年上半年业绩下滑的主因是原材料镍、铬、钴价格剧烈波动，叠加部分批产产品阶梯降价，导致营业成本同比增 17.19%，压缩利润空间。分产品看，2025 年上半年铸造合金制品收入 12.60 亿元，同比微增 1.44%，占营收比重七成，毛利率 31.62%，下降 2.88 个百分点，系原材料涨价及价格让利所致；变形合金制品收入 4.49 亿元，同比大增 36.07%，但毛利率 15.38%，下降 8.53 个百分点，因德阳新基地投产后产能爬坡成本较高；新型合金制品收入 1.01 亿元，同比下滑 32.47%，毛利率-29.50%，主因粉末高温合金、ODS 合金等项目尚处验证期，费用前置而收益滞后。毛利率下滑主要系原材料成本占比提升及产品降价所致：2025 年上半年，公司综合毛利率由去年同期的 31.90%降至 24.05%；期间费用率相由去年同期有所下降，其中销售费用率由 1.92%降至 1.40%，管理费用率由 6.72%升至 7.48%，研发费用率由 5.21%降至 4.76%，财务费用率由 0.65%降至 -0.11%，汇兑收益贡献显著。截至 2025 年上半年，经营现金流净流出 2.67 亿元，同比收窄 39.43%，系销售回款增加所致；投资现金流净流出 0.44 亿元，同比收窄 77.23%，因购建资产支出减少；筹资现金流净流入 2.73 亿元，同比大增 217.82%，主要由向控股股东定向增发 2.74 亿元资金驱动。2025 年上半年，公司围绕高温合金核心能力展开多项战略动作：一是完成向控股股东中国钢研定向增发 2182.39 万股，募资 2.74 亿元全部用于补充流动资金，资产负债率由 47.62%降至 44.06%；二是以 1.40 亿元现金对四川高纳增资，德阳锻造基地一期实现 100%投产，新增 5000 吨航空航天用高温合金母合金及 1 万件盘环锻件产能，变形合金生产链条得以贯通。

盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，我们基本维持先前的预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.65/3.29/3.76 亿元，对应 PE 分别为 56/45/39 倍，维持“买入”评级。

风险提示：1）新产品拓展不及预期；2）原材料价格波动；3）技术创新风险；4）宏观政策风险。

（证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 证券分析师：高正泰）

火炬电子（603678）：2025 年中报点评：行业景气度改善及市场需求回升，电子元器件订单快速恢复

事件：公司发布 2025 年中报。公司 2025 年上半年实现营业收入 17.72 亿元，同比去年 24.20%；归母净利润 2.61 亿元，同比去年 59.04%。

投资要点 火炬电子 2025 年上半年实现营业收入 17.72 亿元，同比增长 24.20%；实现归母净利润 2.61 亿元，同比增速达 59.04%，业绩增长显著：这一增长主要得益于电子元器件行业景气度改善及市场需求回升，公司订单量快速增长，同时新材料板块盈利能力大幅提升。从业务结构看，2025 年上半年自产元器件业务收入 6.92 亿元，国际贸易板块收入 9.41 亿元，合计占营收的 92.03%；2025 年上半年新材料板块收入 1.33 亿元，同比增长 101.88%，占比提升至 7.51%。2025 年上半年自产元器件业务同比增长 27.62%，显示核心产品竞争力持续增强；国际贸易板块同比增长 15.86%，保持稳定扩张；新材料板块因

CASAS-300 特种陶瓷材料实现规模化生产及多型号验证,成为业绩增长新引擎。

2025 年上半年,公司综合毛利率同比提升,主要受益于高毛利率的新材料业务占比扩大及电子元器件产品优化:期间费用方面,销售费用 0.76 亿元(+5.63%),管理费用 1.51 亿元(+10.41%),财务费用 0.09 亿元(-20.33%),费用率变化源于员工薪酬增长、样品费用增加及汇兑损益减少。经营性现金流净额-0.67 亿元,同比下降 113.71%,主要因存货周转增加及合同负债减少。期末合同负债 0.68 亿元,存货 15.77 亿元,存货增长部分受外币报表折算差异影响,同时反映业务扩张带来的备货需求。整体财务表现显示,公司在收入增长与成本控制间取得平衡,但需关注现金流压力。

2025 年上半年,火炬电子在三大领域实现突破:1)技术升级,CASAS-300 特种陶瓷材料耐温性达 1,450℃,通过多型号验证考核,并拓展至核反应堆包壳材料等新领域;2)资本运作,5 月完成对融科热控 51%股权收购(交易金额 1,291.32 万元),布局热管理设备市场,与储能、新能源汽车形成协同;3)产能扩张,对全资子公司南安紫华增资至 3,000 万元,强化特种陶瓷材料先驱体研发能力。公司通过技术自主可控(如微波芯片电容器、薄膜电路等)巩固电子元器件优势,同时以新材料板块的高增长(体量及盈利双升)推动战略转型,形成“传统业务升级+新兴业务突破”的双轮驱动格局。

盈利预测与投资评级:公司业绩符合市场预期,我们基本维持先前的预期,预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.88/5.89/7.80 亿元,对应 PE 分别为 39/33/25 倍,维持“买入”评级。

风险提示:1)战略风险;2)宏观经济波动风险;3)行业竞争风险;4)采购与供应链管理风险。

(证券分析师:苏立赞 证券分析师:许牧 证券分析师:高正泰)

中航沈飞(600760):2025 年中报点评:军品交付进度调整,民品收入占比提升

事件:公司发布 2025 年中报。公司 2025 年上半年实现营业收入 146.28 亿元,同比去年-32.35%;归母净利润 11.36 亿元,同比去年-29.78%。

投资要点 上半年部分型号配套交付延后,叠加产品谱系向新一代战机倾斜,导致收入确认时点延后:中航沈飞 2025 年上半年实现营业收入 146.28 亿元,同比下降 32.35%;实现归母净利润 11.36 亿元,同比下降 29.78%。业绩下滑主要受两方面因素影响:其一,航空防务装备产品配套交付进度阶段性放缓,叠加产品结构调整导致营收规模收缩;其二,营业收入减少直接压缩利润空间,尽管公司通过成本控制部分抵消了影响,但净利润增速仍承压。从主营构成看,航空防务装备作为核心业务板块,其营收变化直接主导整体业绩波动,但报告未单独披露该产品具体数值。民用航空产品方面,尽管未明确分项数据,但作为公司战略延伸领域,其市场拓展或受行业需求波动影响,推测营收贡献度同比有所回落。

公司加快去库存、优化供应链节奏:2025 年上半年公司毛利率为 12.25%,同比微降 0.21 个百分点,营业成本降幅与收入基本匹配。2025 年上半年费用端呈现分化:管理费用同比增长 20.43%至 3.92 亿元(修理费及物料消耗增加),但研发费用同比大幅减少 67.88%至 1.82 亿元,主因项目研制任务周期影响。2025 年上半年现金流显著改善,经营活动现金流净额由上年同期的-58.95 亿元转为 30.87 亿元,系销售商品回款增加所致。截至 2025 年上半年合同负债达 75.32 亿元,同比增长 113.47%,反映预收款订单充沛;存货余额 115.15 亿元,较年初下降,但存货周转率仍受配套交付延迟制约。

2025 年上半年公司加速新质生产力布局:新一代隐身战斗机歼-35A 亮相巴黎航展,复材及钛合金生产线能力建设项目

持续推进，高商载无人机货运项目落地。资本运作方面，完成向特定对象发行股票募资 40 亿元，用于沈飞公司局部搬迁及新材料产能建设，并回购注销限制性股票 60.48 万股。核心竞争力方面，公司强化数字化智能制造体系，在复材应用、试飞技术等领域取得突破。盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，我们基本维持先前的预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 35.39/44.28/50.96 亿元，对应 PE 分别为 51/41/36 倍，维持“买入”评级。风险提示：1) 下游需求波动风险；2) 市场审价导致毛利率下降风险；3) 产能释放进度不及预期风险。

(证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 证券分析师：高正泰)

纳睿雷达 (688522)：2025 年中报点评：增量水利测雨雷达合同金额增长，存量天气雷达订单落地

事件：公司发布 2025 年中报。公司 2025 年上半年实现营业收入 1.55 亿元，同比去年+112.84%；归母净利润 5694.66 万元，同比去年+866.97%。

投资要点 气象探测和水利测雨领域仍是核心，水利测雨雷达因防汛需求提升成为增长主力：2025 年上半年，纳睿雷达实现营业收入 1.55 亿元，同比增长 112.84%；归属于母公司净利润 0.57 亿元，同比增长 866.97%。业绩大幅改善主要源于两大因素：一是公司新签相控阵水利测雨雷达合同金额显著增加，存量天气雷达订单加速确认，带动雷达及配套服务收入由 2024 年同期的 0.73 亿元增至 2025 年上半年的 1.54 亿元；二是政府及事业单位客户回款提速，坏账准备计提减少。产品结构方面，2025 年上半年雷达整机仍是收入核心，占营收比重保持在 99.7%以上，配套软件与算法服务收入占比微升至 0.3%，显示公司在硬件交付的同时，软件订阅与数据服务开始放量，形成新的增长极。

受产品结构优化及规模效应影响，盈利能力同比提升：2025 年上半年，公司综合毛利率由去年同期的 78.1%下降至 72.3%，主要因收入规模扩大后硬件成本占比提升；销售、管理、研发费用率分别为 9.5%、8.5%、28.9%，其中研发费用率同比下降 21.5 个百分点，体现规模效应。截至 2025 年上半年经营活动现金流净流出 0.16 亿元，较上年同期-0.08 亿元有所扩大，主要系所得税集中缴纳；合同负债 1.48 亿元，较年初增长 40.3%，预示在手订单充足；存货 2.69 亿元，较年初增加 12.0%，其中发出商品占比提升，显示交付节奏加快。整体来看，公司盈利质量与订单储备同步改善，现金流短期承压但无碍长期成长。

2025 年上半年，公司在技术、市场、资本三个维度均有突破：技术端，新获专利 12 项，AI+微小型雷达完成系统集成。市场端，粤港澳大湾区超高分辨率观测网持续加密，全国累计部署多部雷达，首次实现民航、海事、低空经济等多场景批量应用。资本运作方面，公司拟通过发行股份及现金方式收购天津希格玛 100%股权，切入相控阵雷达 ASIC 芯片设计，强化“芯片-雷达-应用”全产业链布局；同时启动 3 亿元闲置募集资金临时补流，提升资金使用效率。上述举措有望进一步巩固公司在民用相控阵雷达领域的领先优势。

盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，我们基本维持先前的预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.12/3.55/4.81 亿元，对应 PE 分别为 69/41/30 倍，考虑到公司有望成为低空经济细分领域头部供应商，因此上调至“买入”评级。风险提示：1) 核心竞争力风险；2) 经营风险；3) 宏观环境风险。

(证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 证券分析师：高正泰)

海兰信 (300065)：2025 年中报点评：“海上风电+海底数据中心”融

合模式实现里程碑突破

事件：公司发布 2025 年中报。公司 2025 年上半年实现营业收入 4.87 亿元，同比去年+208.66%；归母净利润 3414.28 万元，同比去年+172.44%。

投资要点 增速均创近年新高：海兰信 2025 年上半年实现营收 4.87 亿元，同比增长 208.66%；归母净利润 0.34 亿元，同比增长 172.44%。2025 年上半年业绩大幅增长主要源于"海南省海洋灾害综合防治能力建设项目（EPC+O）"的验收完成，该项目贡献营收 3.28 亿元，占总额的 67.32%，带动整体收入规模跃升。分业务看，2025 年上半年海洋观探测装备与系统收入 3.28 亿元（同比增 978.87%），智能船舶与智能航行系统收入 1.47 亿元（同比增 26.45%）。海洋业务爆发式增长源于大型 EPC 项目交付，而智能船舶业务保持稳健增长，得益于固态雷达国际化订单突破及内河智能导航系统推广。毛利率下滑主要受低毛利的海南项目集中确认影响：2025 年上半年公司毛利率为 25.03%，同比下滑 9.81 个百分点，主要受低毛利 EPC 项目收入占比提升影响。费用端，2025 年上半年销售费用率 5.66%（上年同期 15.38%）、管理费用率 7.61%（上年同期 17.78%）显著优化，体现规模效应和管理提效。截至 2025 年上半年经营活动现金流净额 0.29 亿元，同比改善 2.03 亿元，主要因项目回款及政府补助到位。截至 2025 年上半年合同负债余额 1.01 亿元，较年初下降，反映 EPC 项目验收后预收款结转；存货余额 0.85 亿元，较年初下降，系项目存货集中结转成本所致。

2025 年上半年海兰信核心突破在于海底数据中心（UDC）商业化落地：上海临港 24MW 海底数据中心项目签约，首期 2.3MW（总投资 16 亿元）入选国家绿色低碳技术示范清单，创新"海上风电+UDC"模式，PUE 低至 1.15，预计三季度投产。技术上，公司完成 4500 米级水下数据仓研制并获订单，海洋观探测领域中标国家海洋试验场威海项目。智能航海板块，固态雷达获欧盟 EC 认证并实现上亿元海外订单，船舶导航系统通过 DNV 认证。资本运作方面，子公司海兰云引入申能、上海电信等战略伙伴共建算力生态，同时公司终止"海洋基础工程技术服务能力建设项目"并将 2.16 亿元募集资金永久补流。这些进展强化了公司在海洋科技与绿色算力领域的先发优势。

盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，我们基本维持先前的预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.99/1.24/1.34 亿元，对应 PE 分别为 160/128/119 倍，维持“买入”评级。

风险提示：1）新业务转型风险；2）募投项目风险；3）应收账款风险。

（证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 证券分析师：高正泰）

中航西飞（000768）：2025 年中报点评：成本控制优化促净利润增长，部分机型交付节奏仍有影响

事件：公司发布 2025 年中报。公司 2025 年上半年实现营业收入 194.16 亿元，同比去年-4.49%；归母净利润 6.89 亿元，同比去年+4.83%。

投资要点 业绩“量缩利增”主要源于成本控制：中航西飞 2025 年上半年实现营业收入 194.16 亿元，同比下降 4.49%；实现归母净利润 6.89 亿元，同比增长 4.83%。业绩波动主要受产品结构调整及市场环境的影响，公司紧抓国内民机产业高速发展机遇，持续扩大 C909、C919 等民机部件订单储备，并积极争取更多工作包份额。主营业务构成方面，2025 年上半年航空制造业仍是核心支柱，实现营收 192.59 亿元，占总收入 99.19%，其中航空产品贡献全部航空制造业收入；其他业务实现营收 1.57 亿元，占比 0.81%。业绩变化原因在于公司优化资源配置，突出价值创造，通过拓市增收、降本节支等措施夯实经营基

基础，提升发展质量效益。2025年上半年公司综合毛利率7.27%，较上年同期提高：得益于原材料成本下降及规模效应释放；期间费用率同比下降，其中销售、管理、研发费用率分别不同程度下降。截至2025年上半年合同负债58.46亿元，较年初减少19.59亿元，显示前期预收款随项目交付逐步结转；存货212.11亿元，同比下降1.78%，库存商品和发出商品同步减少，反映生产节奏与交付匹配度提升。整体看，公司盈利改善但现金仍承压，后续需关注回款与订单接续。2025年上半年，中航西飞核心竞争力持续强化，在航空产品研发、制造技术及民用航空服务领域保持行业领先地位：公司积极参与国产C929大飞机研制，成为后机身前段、缝翼等部件初选供应商，并争取外翼盒段工作包，技术布局向“有人无人化、无人智能化”延伸，拓展无人运输、特种飞机等新领域。资本运作方面，控股股东中航工业通过协议受让中航投资所持5.76%股份，持股比例增至43.77%，股权结构进一步集中，为战略协同与资源整合奠定基础。盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，我们基本维持先前的预测，预计公司2025-2027年归母净利润分别为11.39/13.39/16.04亿元，对应PE分别为71/61/51倍，维持“买入”评级。风险提示：1）下游需求波动风险；2）市场审价导致毛利率下降风险；3）产能释放进度不及预期风险。

（证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 证券分析师：高正泰）

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>