

晨会纪要

数据日期: 2025-08-26	上证综指	深证成指	沪深300指数	中小板综指	创业板综指	科创50
收盘指数(点)	3868.38	12473.17	4452.59	13978.92	3679.79	1270.87
涨跌幅度(%)	-0.39	0.25	-0.37	0.98	-0.47	-1.30
成交金额(亿元)	11141.87	15648.31	6279.50	5556.17	7414.35	820.91

晨会主题

【常规内容】

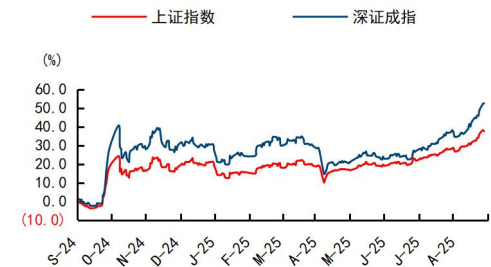
宏观与策略

固定收益快评: 转债投资者该如何应对后续市场波动? - 转债市场点评
策略专题: 底仓再审视(二) - 如何做到攻守兼备配底仓

行业与公司

登康口腔(001328.SZ) 财报点评: 电商渠道持续放量, 产品升级迭代驱动毛利率上行
丸美生物(603983.SH) 财报点评: 二季度收入同比增长 34%, 投放加大为新品增长蓄力
海底捞(06862.HK) 海外公司财报点评: “红石榴”创新效果显现, 维持高比例现金分红
绿茶集团(06831.HK) 海外公司财报点评: 2025H1 经调净利润同增 40%, 看好下半年同店收入改善
海思科(002653.SZ) 财报点评: 麻醉产品营收同比增长 54%, 多款创新药产品进入商业化阶段
福瑞股份(300049.SZ) 财报点评: 25Q2 营收同比增长 20%, MASH 无创检测迎来关键催化
开立医疗(300633.SZ) 财报点评: 25Q2 业绩环比改善, 高端新品密集推出
鱼跃医疗(002223.SZ) 财报点评: 呼吸治疗业务企稳回升, 血糖管理业务表现亮眼
惠泰医疗(688617.SH) 财报点评: PFA 产品商业化逐步开展, 海外市场自主品牌维持高增速
兴发集团(600141.SH) 财报点评: 磷矿石、草甘膦盈利提升, 多项目培育新利润增长点
硅宝科技(300019.SZ) 财报点评: 公司营收及归母利润同比高增, 龙头地位稳固
稳健医疗(300888.SZ) 财报点评: 上半年收入同比增长 31%, 医疗与消费协同发展
伟星股份(002003.SZ) 财报点评: 二季度费用率增长致利润承压, 毛利率延续提升趋势
华测检测(300012.SZ) 财报点评: 二季度归母净利润同比增长 8.89%, 加速推进海外战略并购
今世缘(603369.SH) 财报点评: 2025Q2 报表释放需求压力, 主动降速为渠道纾压

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数 08月27日

	收盘指数	涨跌幅%
道琼斯	33597.92	0
纳斯达克	10961.46	-0.48
S&P500	3801.78	-0.44
法国 CAC40	6000.24	-0.72
德国 DAX	14261.19	-0.57
日经 225	27574.43	-0.4
恒生	25524.92	-1.18

基金指数 08月27日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3268.46	0.08
股票基金指数	11962.80	1.91
混合基金指数	11194.19	2.08

汇率 08月27日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.16	0.17
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.79	-0.23
美元兑日元	147.42	-0.2

非流通股解禁 08月27日

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

金诚信(603979.SH) 财报点评:二季度业绩表现亮眼,铜矿项目持续取得突破

同花顺(300033.SZ) 深度报告:金融市场活跃带来多项利好, AI 产品布局提升发展空间

杰华特(688141.SH) 财报点评:二季度收入创季度新高,围绕新兴领域多元化布局产品

思瑞浦(688536.SH) 财报点评:收入连续五个季度同环比增长,新增产品200多款

长电科技(600584.SH) 财报点评:上半年收入同比增长20%,运算电子成为第二大下游

沪电股份(002463.SZ) 财报点评:需求爆发推动业绩兑现,资本开支继续加速

拼多多(PDD.O) 海外公司财报点评:利润表现亮眼,继续坚持投资电商生态

金融工程

金融工程专题报告:金融工程专题研究-广发中证港股通非银行金融主题ETF投资价值分析——险资举牌与交投回暖共振下的港股非银布局

【常规内容】

宏观与策略

◆ 固定收益快评:转债投资者该如何应对后续市场波动?—转债市场点评

目前权益市场仍处于上涨加速阶段,不妨开始思考如何调整仓位,以应对阶段性见顶后的震荡期,在保住“绝对”的前提下,如何最大程度不错失“相对”。我们从怎么调整仓位,怎么切换结构两个维度进行讨论。

资金流入难言顶,右侧降仓更合理。本轮“慢牛”行情之下筹码分布更加均匀,市场很难急转直下。此外,目前也很难判断边际资金会在哪个时间点或者价位选择停止买入,以及是否会有降温手段(如重启转融通)。若左侧降仓且权益继续上涨,那么后续会很难找到买点,徒增交易成本,故右侧降仓是合理的选择。目前市场较为关注下月初关键节点,参考历史类似时间节点后股市表现,事件后一周内市场涨跌均有发生过,若本轮积累浮盈不多,也可考虑提前降仓以保收益。

若市场阶段性调整,什么转债抗跌?历史来看 110-115 元低价品种最抗跌,但需警惕债市压力传导。投资者会惜售的品种,可能是转股诉求强/正股逻辑强/持有体验好。此外亦可在大类资产上做分散,比如快速增加纯债仓位,适当增加组合久期。

证券分析师: 王艺熹(S0980522100006)、吴越(S0980525080001)、赵婧(S0980513080004)

◆ 策略专题:底仓再审视(二)—如何做到攻守兼备配底仓

布局底仓与灵活进攻一样重要。过去 15 年的历史轮动告诉我们:无论极端左侧抄底还是右侧追涨,长期收益都低且回撤极深,关键在于择时误判和换仓冲击。而一篮子“高分红×低波动”的红利资产,却能在收益与回撤之间保持明显优势,为组合提供天然的“减震垫”。用稳定现金流和低 β 先把波动压住,再用剩余仓位去捕捉景气错配,组合才能穿越牛熊而不被极端行情击穿。

在红利池里放大收益:高息 $\neq$ 高收益,双筛才靠谱。底仓确定后,问题变成:如何在泛红利资产里放大收益。实践证明,单凭“高股息”表观指标筛选往往买到外表光鲜、内里不确定性的公司——收益提升有限,波动却更大。只有再叠加低波、盈利质量或机构持仓等第二道过滤,才能真正剔除伪高息、重仓漂移和高杠杆等隐患,继续放大泛红利资产的收益。

红利底仓之上,把握产业周期从左侧到右侧带来的系统性超额机遇。在此底仓之上,超额主要来自产业反内卷的错位行情:先是主题催化带来估值脉冲,随后回撤消化,最终由盈利修复驱动主升。选赛道时,优先关注“利润受压但现金流仍稳”的企业——利润只是面子,现金流才是里子。目前水泥、有机硅、磷化工已经落入这一优选区间;相对地,光伏链条仍处“利润、现金流双亏”,需等待需求回暖。结合供需两端,再筛出焦炭、工程机械、风电、白电及零部件、医药商业、大众品,外加半导体、燃气等“供给收缩+需求向上”等赛道。整体配置思路,初期先建观察仓,盈利拐点前瞻指标确认后加仓,并以盈利再度走弱或毛利倒挂作退出信号,形成“左手防守、右手进攻”的动态平衡。

风险提示:宏观不确定性;盈利波动风险;产业政策变动风险;数据与模型局限性

证券分析师: 王开(S0980521030001)、陈凯畅(S0980523090002)

行业与公司

◆ 登康口腔(001328.SZ)财报点评:电商渠道持续放量,产品升级迭代驱动毛利率上行

二季度业绩稳定增长。公司 2025H1 实现营收 8.42 亿/yoy+19.72%;归母净利润 0.85 亿/yoy+17.59%。单 Q2 营业收入 4.11 亿/yoy+20.11%;归母净利润 0.42 亿元/yoy+19.66%,扣非归母净利润同比增长 24.02%。公司持续发力电商渠道,并成功打造高毛利大单品,驱动整体业绩量价齐升。

分品类看，成人牙膏作为核心品类，实现营收 6.77 亿/yoy+23.00%，是增长的主要驱动力，收入占比提升至 80.43%。成人牙刷业务保持稳健，实现营收 0.83 亿/yoy+4.16%。新兴品类表现亮眼，电动牙刷实现营收 0.07 亿/yoy+37.33%；口腔医疗与美容护理实现营收 0.21 亿/yoy+54.85%，展现出强劲的增长潜力。儿童口腔护理业务中，儿童牙膏营收同比微增 1.15%，儿童牙刷营收同比下滑 4.59%。分渠道看，2025H1 电商及其他渠道实现营收 3.25 亿元，同比大幅增长 81.13%，成为增长核心引擎，收入占比从去年同期的 25.53%提升至 38.62%。公司积极把握抖音等兴趣电商红利，通过打造“医研”系列等高价值爆品，成功实现线上渠道的快速放量。线下渠道（东、南、西、北四大地区合计）实现营收 5.16 亿/yoy-1.28%，基本盘保持稳固。

毛利率和销售费用率均有所提升。2025Q2 实现毛利率 49.57%/10.21%，分别同比+4.22/-0.04pct，以“医研”系列为代表的高毛利产品占比提升带动毛利率上行。费用率方面，销售/管理/研发费用率分别为 34.35%/3.30%/3.48%，分别同比+5.85/-1.09/-0.04pct，线上占比提升带动销售费用率上行。营运能力方面，公司 2025H1 存货周转天数 98 天，同比减少 6 天，应收账款周转天数 7 天，同比减少 2 天，营运能力较稳定。现金流方面，公司 2025Q2 经营性现金流净额为 0.0 亿，去年同期为 0.05 亿，基本持平。

风险提示：宏观环境风险，研发及新产品开发风险，行业竞争加剧。

投资建议：公司二季度业绩持续保持稳定增长，电商渠道快速扩张成为主要驱动力，同时产品结构不断向高毛利、高价值方向升级，盈利能力稳步提升。公司在渠道拓展和品牌打造方面成效显著，展现出良好的成长性和市场竞争力，长期成长空间值得期待。我们维持 2025-2027 年归母净利润为 2.24/2.86/3.44 亿，对应 PE 为 34/27/22x，维持“优于大市”评级。

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

◆ 丸美生物(603983.SH) 财报点评:二季度收入同比增长 34%，投放加大为新品增长蓄力

短期投放提高致利润阶段性承压。公司 2025 年上半年实现营收 17.69 亿/yoy+30.83%；归母净利润 1.86 亿/yoy+5.21%；扣非归母净利润 1.77 亿/yoy+6.64%。单 Q2 实现营收 9.22 亿/yoy+33.6%；归母净利润 0.51 亿/yoy-22.7%；扣非归母净利润 0.43 亿/yoy-30.6%。公司主品牌丸美与第二品牌恋火协同发力，驱动营收端保持稳健较快增长，但二季度为应对 618 大促及新品推广，对单季度利润造成阶段性压力。

分品牌看，上半年主品牌丸美实现收入 12.50 亿/yoy+34.36%，占比提升至 70.66%。品牌持续深化大单品策略，4 月发布新品小金针超级面膜，该新品上市后迅速霸榜天猫涂抹面膜新品榜 TOP15。恋火实现收入 5.16 亿/yoy+23.87%，恋火持续强化底妆心智，618 期间线上 GMV 突破 3.5 亿。分渠道看，上半年线上渠道实现收入 15.71 亿/yoy+37.85%，占比提升至 88.87%。其中，天猫渠道聚焦大单品，丸美天猫旗舰店 TOP5 核心单品销售占比达 73%；抖音通过优质内容与达人合作强化品效合一，并不断提升自播占比提高投放效率。线下渠道实现收入 1.97 亿/yoy-7.07%，公司通过推出线下专供新品，以及举办超 13000 场护肤沙龙会等方式推动线下业务。

销售投放加大导致盈利水平下降。盈利能力方面，2025Q2 公司毛利率/净利率分别为 73.28%/5.51%，同比-1.47/-4.10pct，由于品类结构调整以及公司参加天猫直降活动导致毛利率略有下降。费用率方面，2025Q2 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 60.47%/2.81%/2.68%，同比分别+4.76/-0.90/-0.15pct。销售费用率主要由于公司加大线上投放所致。营运能力方面，公司 2025H1 存货周转天数为 93 天，同比增加 1 天；应收账款周转天数为 7 天，同比减少 1 天。现金流方面，公司 2025Q2 经营性现金流净额为 1.43 亿/yoy+109.1%，主要由于去年同期加大投放导致低基数影响。

风险提示：宏观环境风险，销售不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：依托主品牌丸美和第二品牌恋火的协同驱动，在持续深化大单品策略并强化产品创新下，上半年公司收入展现出稳健增长态势，但短期费用投放加大导致利润有所承压，随着后续大单品产品势能释放，有望推动公司整体业绩健康发展。考虑到公司目前正处于大单品的系列化推新阶段，费用投放预计将进一步加大，同时行业线上投流费用预计持续高企，我们下调 2025-2027 归母净利润至 4.47/5.47/6.65（原值为 4.76/6.37/8.22）亿，对应 PE 分别为 38/31/25x，维持“优于大市”评级。

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

◆ 海底捞(06862.HK) 海外公司财报点评：“红石榴”创新效果显现，维持高比例现金分红

2025H1 核心经营利润同降 14%。2025H1，公司营收 207.0 亿元/-3.7%；核心经营利润 24.1 亿元/-14.0%；归母净利润 17.6 亿元/-13.7%。分业务看，火锅主业收入 185.8 亿元/-9.0%，收入占比 89.7%；外卖业务收入 9.3 亿元/+59.6%，成为第二大收入来源、收入占比达 4.5%，其中海底捞下饭菜增长明显、外卖收入占比超 55%；其他餐厅业务收入 6.0 亿元/+227.0%，收入占比 2.9%；调味品及食材销售收入 4.6 亿元/+55.0%，系向加盟商销售食材贡献，收入占比 2.2%；加盟业务实现收入 9085 万元，同比+227.0%。

同店面临翻台基数压力，客单价触底回暖。1) 同店收入方面，2025H1，同店收入同比-9.9%，同店翻台为 3.8 次/-9.5%。2) 客单价方面，2025H1 公司整体客单价为 97.9 元/+0.5%，其中一线/二线/三线及以下/港澳台城市客单价分别为 105.2/96.9/91.6/205.8 元，分别同比+1.1%/+0.1%/+0.2%/+4.1%，各线城市同比均有回暖；3) 翻台率方面，2025H1，整体翻台率为 3.8 次/天，同比-0.4 次/天，其中一、二、三线及以下、港澳台城市翻台率分别为 3.8/3.8/3.9/4. 次/天，分别同比-0.2/-0.5/-0.2/+0.1 次/天。

门店扩张依旧审慎，烤肉品牌净增 46 家。截止 2025 年 6 月底，海底捞火锅门店总数为 1363 家，较年初净减 5 家，火锅主业扩张节奏仍审慎，其中直营/加盟门店数分别为 1322/41 家，较年初同比-33 家/+28 家，系内部直营门店转为加盟门店。副品牌拓张更为积极，期末合计运营 14 个餐饮品牌共计 126 个餐厅，其中烤肉品牌门店数已达 70 家，净增 46 家。

盈利能力同比略有下行。2025H1，毛利率同比-0.8pct，为保证就餐体验增加菜品分量；员工薪酬占比同比+0.5pct，收入规模下行而成本相对刚性；其他支出占比同比+1.1pct，主因外卖费用增长；期内税率由 29.6%提升至 33.2%，系递延税项增加所致。折旧摊销占比下行、转让加盟门店净收益部分对冲成本上行压力。净利润率 8.5%/-1.0pct。

维持 95%高现金分红比例。2025H1 公司宣布每股分配红利 0.309 元，对应分红比例为 95%，与 2024 年分红比例（95%）持平。

风险提示：翻台率恢复不及预期、客单价下滑、新品牌孵化失败，食品安全

投资建议：考虑到火锅主业翻台以及经营效能的高基数影响，下调 2025-2027 年归母净利润至 42.2/47.5/54.2 亿元（调整方向-22%/-22%/-22%），对应 PE 为 17.9/15.9/13.9x。展望后续，伴随火锅主业翻台基数回归正常、客单价稳步抬升后，主业收入有望重拾增长，此外红石榴计划以及外卖持续赋能也为收入贡献额外新看点，维持“优于大市”评级，持续跟踪翻台率表现。

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

◆ 绿茶集团(06831.HK) 海外公司财报点评:2025H1 经调净利润同增 40%，看好下半年同店收入改善

2025H1 经调净利润同比增长 40%。2025H1，公司实现营收 22.9 亿元，同比增长 23.1%；实现归母净利润 2.34 亿元，同比增长 34.0%，经调整净利润 2.51 亿元，同比增长 40.4%，收入及经调净利润接近此前盈喜预告上限。

分业务看，2025H1，餐厅经营/外卖业务分别实现收入 17.6/5.2 亿元，同增 13.2%/74.2%，业务收入占比分别为 76.8%/22.9%，其中餐厅业务占比同比下滑 6.8%，外卖业务占比同比提升 6.7%，外卖业务在低基数上迎来较快发展，且参考同业我们认为后续外卖占比仍有一定提升空间。

门店维持快速增长，重点发力高线城市。截至 2025 年 6 月 30 日末，绿茶集团旗下共有餐厅 502 家，同比净增 112 家。其中华东、广东、华北、其他地区各布局 176/87/63/176 家，分别同比净增 47/15/10/40 家。从城市线级来看，一线及新一线城市、二线城市、三线及三线以下城市分别布局 259/120/123 家门店，分别同比净增 63/30/19 家门店，不同于其余部分餐饮品牌发力下沉市场，公司短期门店仍以高线城市扩张为主。

同店下滑幅度环比收窄。2025H1，公司餐厅日均销售额（不包含外卖收入）下滑 13.4%，其中华东/广东/华北/其他分别下滑 12.9%/14.1%/15.9%/10.6%。翻台率有所提升，整体堂食翻台由 3.05 次提升至 3.10

次,华东/广东/华北/其他地区分别由 2.80/3.01/3.53/3.09 次调整至 2.99/3.11/3.47/3.05 次堂食/日;翻台率上升但单店日均销售额下滑分析主要系门店小型化、桌数下滑。此外包含堂食及外卖业务的人均消费金额数同比下滑 4.5%,其中华东/广东/华北/其他地区分别下滑 5.0%/9.2%/3.8%/1.2%。2025H1,公司同店销售额下滑 1.7%,环比 2024 年下滑 10.3%表现大幅收窄,华东/华北/其他地区同比下滑 1.9%/1.5%/3.4%,广东省增长 1.1%。

效能提升带动归母净利率提升。2025H1,原材料成本/折旧摊销与租金/外卖业务开支占比分别同比-1.4/-1.1/+1.2pct,其中毛利率改善主要系受采购议价能力提升;折旧摊销成本下滑系单店门店初期造价成本降低,而外卖业务开支占比提升主要系发力外卖业务布局影响。2025H1,公司归母净利率 10.2%,同比+0.8pct,效能改善带动利润率上行。

风险提示:食品安全、行业竞争加剧、同店收入下滑、门店扩张不及预期。

投资建议:维持公司 2025-2027 年归母净利润分别为 5.14/6.08/7.11 亿元,分别同比+46.8%/+18.2%/+17.0%,伴随外卖业务深化布局以及下半年低基数来临,同店收入增速有望持续改善,其随着门店扩张计划稳步落实,公司估值水平有望稳步上行,维持公司“优于大市”评级。

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

联系人: 周瑛皓

◆ 海思科(002653.SZ) 财报点评:麻醉产品营收同比增长 54%,多款创新药产品进入商业化阶段

麻醉产品营收同比增长 54%。2025 上半年公司实现营收 20.01 亿元(+18.6%),归母净利润 1.29 亿元(-21.8%)。

分季度看,2025Q1/Q2 分别实现营收 8.92/11.09 亿元(分别同比+18.6%/+18.7%,Q2 环比+24.3%)、归母净利润 0.47/0.82 亿元(分别同比-49.3%/+13.0%,Q2 环比+76.4%)。

分产品领域看,麻醉/肠外营养/肿瘤止吐/其他适应症产品分别实现收入 7.96/2.06/1.63/3.40 亿元,分别同比+54.0%/-19.4%/+19.9%/+20.8%,毛利率分别为 91.9%/56.1%/88.1%/64.3%,分别+2.2pp/-3.5pp/+3.3pp/+1.5pp。

毛利率稳中有升,研发端加大投入。2025H1,公司毛利率为 71.5%(同比+1.0pp)、净利率 10.6%(同比-3.3pp);销售费用率 36.4%(同比+1.3pp)、管理费用率 9.8%(同比-1.4pp)、研发费用率 17.1%(同比+4.4pp)、财务费用率 0.2%(同比-0.1pp),期间费用率整体为 63.5%(同比+4.2pp)。

多款创新药产品获批上市,临床管线进入收获期。公司神经病理性疼痛药物苯磺酸克利加巴林胶囊(商品名:思美宁)和 2 型糖尿病治疗药物考格列汀片(商品名:倍长平)于 2024 上半年获批上市并于当年底纳入国家医保目录;2025H1 两款产品市场表现强劲,每个产品准入二级以上医院超过 600 家,远超国谈慢性病产品平均水平 350 家。镇痛药物安瑞克芬注射液(商品名:思舒静)于 2025 年 5 月获批上市,上市 1 个月实现 15 个省份挂网,50 家医院准入,并于 7 月纳入《腹部手术围手术期疼痛管理指南(2025 版)》。

呼吸系统药物 HSK31858“非囊性纤维化支气管扩张症”适应症国内已启动 Ph3 临床研究,新增“支气管哮喘”和“慢性气道炎症性疾病”两项适应症均已启动 Ph2 临床研究;HSK39004(PDE3/4 抑制剂)也将加速推进两种不同剂型的 Ph2 临床研究。

投资建议:公司创新药转型进入收获期,环泊酚国内静脉麻醉市场份额快速提升,美国上市申请已获得 FDA 受理;思美宁、倍长平及思舒静国内市场进入商业化阶段;布局 PDE3/4、DPP1、THR β 等靶点,PROTAC 等技术平台,管线储备丰富。我们维持此前的盈利预测,预计 2025-2027 年归母净利润分别为 5.46/6.92/8.66 亿元,对应 PE 为 122/96/77x,维持“优于大市”评级。

风险提示:估值的风险、盈利预测的风险、在研产品研发失败的风险、产品商业化不达预期的风险等。

证券分析师: 马千里(S0980521070001)、陈曦炳(S0980521120001)、彭思宇(S0980521060003)

◆ 福瑞股份(300049.SZ) 财报点评:25Q2 营收同比增长 20%,MASH 无创检测迎来关键催化

营收稳健,剔除股份支付和汇兑影响后归母净利润同比增长超 20%。2025 年上半年公司实现营收 7.13 亿元(+11.02%),归母净利润 0.52 亿元(-31.09%),扣非归母净利润 0.53 亿元(-28.39%)。其中 25Q2 单季营收 3.83 亿元(+19.76%),归母净利润 0.23 亿元(-28.63%),扣非归母净利润 0.24 亿元(-28.80%)。2025 年上半年利润端有所承压,主要受汇兑损失(2855 万元)及股权激励费用(1244 万元)影响,剔除两者影响后归母净利润为 9136.02 万元,同比增长约 20.99%。

药品及医疗服务业务收入微增,器械业务增长良好。分业务看,药品和医疗服务业务实现收入为 2.31 亿元(+5.62%),对归母净利润影响为 0.36 亿元。器械业务增长良好,实现收入 4.8 亿元(+13.80%),其中设备销售实现收入 2.53 亿元,占比 52.5%,按次收费、租赁及其他收入 2.29 亿元,占比 47.5%,Echosens 公司实现净利润约 0.74 亿元(+1.76%),对归母净利润影响为 0.37 亿元,采取按次收费模式的产品 FibroScan Go、Box、Handy 已在全球累计实现安装 977 台。

毛利率略降,费用率提升。2025 年上半年公司毛利率 75.26%(-1.03pp),毛利率下降主要系受业务结构的影响。销售费用率 26.17%(-0.61pp),管理费用率 20.65%(+2.66pp),研发费用率 7.00%(-0.81pp),财务费用率 2.82%(+4.45pp),四费率 56.65%(+5.69pp),受股权激励和汇兑的影响,管理费用率、财务费用率提升明显上升。

MASH 新药获批有望带动无创检测需求释放。司美格鲁肽 MASH 适应症近期获 FDA 批准,肝病无创检测市场迎来关键催化。随着更多 MASH 新药的获批和推广,有望进一步带动 MASH 无创检测需求的释放。公司凭借 FibroScan 系列产品在全球 100 多个国家和地区拓展市场,该系列产品获得 FDA、CE、NMPA 等权威认证,且被 WHO、EASL、AASLD 等机构推荐,具备较强的技术壁垒和国际竞争力,有望成为 MASH 无创检测金标准。

投资建议:维持盈利预测,预计 2025-2027 年营收 16.3/19.2/22.7 亿元,同比增速 21%/18%/18%,归母净利润 2.1/2.8/3.6 亿元,同比增速 83%/35%/29%,当前股价对应 PE=82/61/47x,维持“优于大市”评级。

风险提示:设备销售不及预期;药品院外拓展不及预期;竞争风险;汇率风险。

证券分析师: 陈曦炳(S0980521120001)、彭思宇(S0980521060003)、凌珑(S0980525070003)

◆ 开立医疗(300633.SZ) 财报点评:25Q2 业绩环比改善,高端新品密集推出

营收略有下滑,利润端承压,25Q2 业绩环比改善。2025 年上半年公司实现营收 9.64 亿元(-4.78%),归母净利润 0.47 亿元(-72.43%),扣非归母净利润 0.40 亿元(-74.26%)。2025 上半年终端招投标市场回暖显著,但由于渠道尚在消化前期库存,业绩仍承压,净利润下滑幅度超过收入,主要与新产品线投入较大有关。25Q2 单季营收 5.34 亿元(+0.17%),归母净利润 0.39 亿元(-44.65%),扣非归母净利润 0.34 亿元(-46.00%),25Q2 收入环比下滑幅度缩窄,利润端显著改善。

国内业务有所下滑,海外业务基本持平。分业务看,2025 年上半年超声业务实现收入 5.5 亿元,同比下滑 9.87%;内窥镜及镜下治疗器具实现收入 3.88 亿元,同比基本持平。分地区看,2025 年上半年国内业务实现收入 4.95 亿元,同比下滑 9.17%;国外业务实现收入 4.69 亿元,同比基本持平。

毛利率下降,费用率提升。2025 年上半年公司毛利率 62.08%(-5.34pp),主要受集采、新业务初期规模效应不足等因素影响。销售费用率 31.63%(+3.26pp),管理费用率 7.11%(+0.91pp),研发费用率 25.31%(+4.36pp),财务费用率-3.64%(-0.77pp),四费率 60.42%(+7.76pp),其中销售、研发费用率提升明显,主要系公司持续保持高强度投入,引进各类研发、销售人才,进一步加强公司市场竞争力建设。大力研发创新,多领域产品推陈出新。2025 年是公司的“产品大年”,高端新品密集推出。全新 iEndo 系列 4K 智慧内镜平台 HD-650 已上市,临床反馈积极。高端超声 S80/P80 平台、4K 三维荧光腔镜 SV-M4K200 等产品将持续优化产品结构,为未来业绩增长奠定坚实基础。

投资建议:维持盈利预测,预计 2025-2027 年营收 23.4/26.9/30.9 亿元,同比增速 16%/15%/15%,归母净利润 3.1/4.0/4.8 亿元,同比增速 120%/27%/22%,当前股价对应 PE=47/37/31x,维持“优于大市”

评级。

风险提示：研发失败风险；汇率波动风险；新品放量不及预期风险；竞争加剧风险。

证券分析师： 陈曦炳（S0980521120001）、彭思宇（S0980521060003）、凌珑（S0980525070003）

◆ 鱼跃医疗(002223.SZ) 财报点评:呼吸治疗业务企稳回升，血糖管理业务表现亮眼

公司 2025H1 收入及利润重回增长轨道。2025H1 公司实现营业收入 46.59 亿元，同比增长 8.2%；归母净利润 12.03 亿元，同比增长 7.4%。25Q2 单季度公司实现营收 22.23 亿元，同比增长 7.1%；归母净利润 5.78 亿元，同比增长 25.4%。受益于公司 CGM、家用呼吸机等产品的快速放量，公司营收与利润端重回稳健增长状态。

销售费用率维持较高水平，利润端保持同比稳定。2025H1 公司销售费用率 17.4%（+3.1pp），主要因 CGM 等新品市场费用投入较多，导致销售人员费用、电商平台费以及业务宣传费有较大提升；管理费用率 4.7%（-0.1pp）；财务费用率-2.2%（+0.2pp）；研发费用率 6.3%，同比基本持平；公司目前正处于市场投入扩张及产品迭代的加速期，预计销售费用与研发费用规模将持续提升。公司 2025H1 毛利率 50.4%（+0.3pp），净利率 25.7%（-0.4pp），后续随着高毛利产品的放量，公司利润端仍有进一步改善的空间。

呼吸治疗业务恢复增长，血糖管理及急救业务增速亮眼。2025H1 公司呼吸治疗解决方案收入 16.74 亿元（+1.9%），其中家用呼吸机同比增速超 40%，制氧机业务恢复增长；血糖管理及 POCT 解决方案收入 6.74 亿元（+20.0%），CGM 新产品 Anytime 4 系列和 Anytime 5 系列陆续推向市场，带动板块收入实现高速增长；家用健康检测解决方案收入 10.14 亿元（+15.2%），其中电子血压计实现双位数增长；临床器械及康复解决方案收入 11.34 亿元（+3.3%）；急救解决方案及其他收入 1.36 亿元（+30.5%），多款产品获得欧盟 MDR 认证，全球销售渠道稳步拓展。各版块 2025H1 毛利率同比基本维持稳定，其中呼吸治疗解决方案毛利率 53.7%（+1.7pp），主要受益于新款家用呼吸机及制氧机产品的放量。

投资建议：公司为国产家用医疗器械龙头，核心业务重点聚焦，积极孵育高潜力业务，CGM 等热门新产品短期放量空间较大，中长期看海内外成长空间广阔。维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年营业收入 86.31/97.72/110.55 亿元，同比增速 14.1%/13.2%/13.1%；预计公司 2025-2027 年归母净利润 20.13/23.72/27.75 亿元，同比增速 11.5%/17.9%/17.0%，当前股价对应 PE=18.8/15.9/13.6 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：产品销售不及预期风险、集采政策风险、研发风险、市场竞争加剧风险。

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

联系人： 贾瑞祥

◆ 惠泰医疗(688617.SH) 财报点评:PFA 产品商业化逐步开展，海外市场自主品牌维持高速增长

公司 2025H1 收入利润保持较高增速。2025H1 公司实现营业收入 12.14 亿元，同比增长 21.3%；归母净利润 4.25 亿元，同比增长 24.1%。25Q2 单季度公司实现营收 6.50 亿元，同比增长 19.0%；归母净利润 2.42 亿元，同比增长 19.6%，单季度营收及利润创历史新高。得益于公司覆盖医院数量的增长以及新产品获批和迭代，公司 2025H1 业绩表现亮眼。预计未来随着 PFA 等重点产品的商业化放量以及现有产品的入院渗透率进一步提升，公司有望维持较高的营收与利润增速。

费用率控制渐显成效，利润率水平稳定提升。2025H1 公司销售费用率 17.2%（-0.5pp）；管理费用率 4.7%（+0.1pp）；财务费用率-0.7%（-0.1pp）；研发费用率 13.0%（-0.4pp）；得益于营收快速增长及良好的费用控制能力，公司费用率整体维持逐步下降趋势。公司 2025H1 毛利率 73.5%（+0.8pp），净利率 34.5%（+0.7pp），主要受益于高毛利产品的放量以及公司经营效率的提升。

PFA 商业化起步，自主品牌在海外重点市场加速放量。2025H1 公司专注于核心产品 PFA 的准入与增长，累计完成 PFA 脉冲消融手术 800 余例，逐步加速 PFA 产品在国内国家头部中心的准入及常规开展。2025H1 公司传统三维非房颤手术完成近 8000 例，公司计划未来通过产品升级迭代的方式逐步实现压力感应导

管对传统磁定位冷盐水消融导管的替代。公司血管介入类产品覆盖率持续提升，截至 2025H1 末，公司冠脉产品和外周产品已进入的医院数量较去年同期分别增长超 18%、20%。此外，公司国际业务依然维持较高增速，上半年收入同比增长 34.56%，欧洲区、俄罗斯以及拉美地区表现亮眼。

投资建议：公司为国内血管介入及电生理赛道领军企业，管线布局完善，PFA 等热门产品商业化持续推进，海外业务加速布局。受益于国内电生理赛道和血管介入赛道的高景气度，公司有望在该领域国产替代浪潮下维持高速增长。维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年营业收入 26.63/34.23/44.01 亿元，同比增速 28.9%/28.5%/28.5%；预计公司 2025-2027 年归母净利润 8.76/11.34/14.73 亿元，同比增速 30.2%/29.4%/29.9%，当前股价对应 PE=45.2/34.9/26.9 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：产品销售不及预期风险、集采政策风险、研发风险、市场竞争加剧风险。

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

联系人： 贾瑞祥

◆ 兴发集团(600141.SH) 财报点评:磷矿石、草甘膦盈利提升，多项目培育新利润增长点

磷化工全产业链平稳运行，上半年利润保持稳健。2025 年上半年，公司实现营业收入 146.20 亿元，同比增长 9.07%；实现归母净利润 7.27 亿元，同比下降 9.72%；销售毛利率为 16.44%，同比下降 0.94 pcts。分业务来看，2024 年上半年，公司矿山采选业务实现营业收入 15.50 亿元，同比增长 19.64%，毛利率 78.27%，同比提升 6.55 pcts；特种化学品业务实现营业收入 26.15 亿元，同比增长 0.28%，毛利率 18.03%，同比下降 7.42 pcts；肥料业务实现营业收入 19.24 亿元，毛利率 6.60%；农药业务实现营业收入 25.68 亿元，毛利率 12.46%；有机硅业务实现营业收入 13.69 亿元，同比增长 16.62%，毛利率-2.22%，同比提升 2.22 pcts；商贸物流业务实现营业收入 25.14 亿元，同比增长 18.44%，毛利率 3.24%，同比提升 1.43 pcts。公司上半年利润表现较为稳健，主要系磷矿石、特种化学品等业务维持了稳健经营，以及草甘膦等农药、有机硅系列产品涨价带来的盈利水平改善。

磷矿石价格有望继续在高位区间运行，公司资源优势显著。据百川盈孚，截至 2025 年 8 月 25 日，湖北市场 30%品位磷矿石船板含税价 1040 元/吨，价格在 900 元/吨左右的高价区间运行时间已近 3 年，我们认为 2025 年磷矿石价格有望继续在高位运行。目前，兴发集团拥有采矿权的磷矿资源储量约 3.95 亿吨，磷矿石设计产能为 585 万吨/年，同时拥有处于探矿和探转采阶段的磷矿资源约 4.10 亿吨，目前公司有多处磷矿处于建设阶段，公司的磷矿资源丰富，为磷化工全产业链高效运行持续赋能。

草甘膦盈利水平有望迎来修复，二甲基亚砷延续高盈利水平。据百川盈孚，截至 2025 年 3 月 31 日，华东地区 95%草甘膦原粉市场价为 2.71 万元/吨，较 3 月上旬上涨 4000 元/吨，涨幅 17.32%。随着农药行业反内卷工作的推进以及海外拜耳面临的诉讼问题短期内难以解决等催化，我们看好下半年草甘膦价格继续在高位维持，草甘膦产品的长期盈利水平也有望实现改善。2025 年上半年，兴发集团拥有 5 万吨/年二甲基亚砷产能的子公司新疆兴发化工实现营业收入 3.23 亿元，净利润 1.06 亿元，净利润率 32.76%，公司亚砷产品的盈利能力保持了良好水平。

风险提示：产品价格大幅波动、下游需求不及预期；新项目进展不及预期等。

投资建议：维持“优于大市”评级。我们小幅上调公司 2025-2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 19.06/21.54/23.33 亿元（前值为 18.00/19.42/20.51 亿元），摊薄 EPS 为 1.73/1.95/2.11 元，当前股价对应 PE 为 15.6/13.8/12.8x，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、王新航（S0980525080002）

◆ 硅宝科技(300019.SZ) 财报点评:公司营收及归母利润同比高增，龙头地位稳固

2025 年上半年公司营收及归母利润同比高增。2025 年上半年公司营业收入为 17.07 亿元，同比增长 47.36%，归母净利润 1.54 亿元，同比增长 51.56%。其中第二季度，公司营收为 9.29 亿元，同比增长 35.78%，归母净利润为 0.83 亿元，同比增长 35.17%。公司建筑胶稳居龙头、工业胶高速增长、热熔胶稳步提升，整体经营业绩再创历史新高。

建筑类用胶市场份额持续提升，稳居行业龙头地位。2025 年上半年，公司建筑业用胶营业收入为 6.51

亿元，毛利率为 22.34%，较去年同期上升 0.32 个百分点。建筑业整体在政策的持续调控下，房屋新开工和竣工面积同比下降幅度收窄，并且“好房子”的建设理念持续推进，为高端建筑胶扩展了市场空间。公司在建筑胶行业拥有良好的知名度和覆盖全国的销售网络，市场竞争力极强。

公司工业类用胶在汽车、电子电器及动力电池等领域保持高速增长。2025 年上半年，工业用胶营业收入为 44.17 亿元，毛利率 32.20%，较去年同期上升 3.43 个百分点。在制造业高端化、智能化、绿色化浪潮下，汽车、电子及家电行业为胶黏行业带来新的需求和增长点。公司不断加深与行业头部企业合作，提升了在比亚迪、宁德时代、中兴通讯、隆基等大客户中的市场份额，保持高速增长。

公司热熔胶及硅碳负极维持高增状态。子公司江苏嘉好作为开展热熔胶业务的平台，2025 年上半年营业收入为 5.12 亿元，净利润 4069 万（2024 年全年净利润 4933 万元），毛利率为 15.67%，盈利能力明显提升。公司 3000 吨/年锂电池用硅碳负极产线顺利投产，硅碳负极材料销量快速增长。

有机硅中间体价格持续磨底，看好 DMC 价格修复带动公司业绩上升。有机硅中间体（DMC）自 2022 年下半年至今行业持续亏损，2025 年 8 月 25 日，DMC 全国均价为 10800 元/吨。随着海外产能的退出以及国内反内卷政策的相关出台，有机硅中间体的景气度及价格有望回升，带动公司产品价格上涨。

风险提示：原材料价格波动；下游需求不及预期；在建项目进展不及预期等。

投资建议：公司作为行业龙头市占率不断提高，公司建筑胶销量有望保持中速增长。在电动汽车、锂电池、光伏产品“新三样”的带动下，公司工业胶产销有望持续高速增长。江苏嘉好的并表及硅碳负极业务将打开公司成长空间。我们上调公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.24/3.35/3.97 亿元（前值为 2.92/3.66/4.35 亿元），EPS 分别为 0.83/0.85/1.01 元（前值为 0.74/0.93/1.11 元），对应当前股价 PE 为 26.7/25.9/21.8，维持“优于大市”评级。

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

◆ 稳健医疗(300888.SZ) 财报点评:上半年收入同比增长 31%，医疗与消费协同发展

上半年收入同比增长 31%，营业利润率提升。受消费和医疗业务、以及内生外延共同驱动下，2025 上半年公司营业收入同比+31.3%至 53.0 亿元，归母净利润同比上升 28.1%至 4.9 亿元。盈利能力方面，毛利率整体基本维持稳定；医疗业务受并表 GRI 影响，毛利率同比下降 0.7 个百分点至 37.4%；消费品业务则受益于棉花价格下行及产品结构优化，毛利率同比提升 1.7 个百分点至 58.6%。由于并购的 GRI 公司销售费用率较低，公司销售费用率同比-2.5 百分点；管理/财务费用率分别同比+0.6/0.7 百分点。主要受益于费用改善，整体经营利用率同比+0.7 百分点，医疗/消费品业务经营利润率分别+1.0/1.2 百分点。最终归母净利率小幅下滑 0.2 个百分点至 9.3%，主要受所得税提升影响，所得税率提升主要因全棉时代占比提升及子公司迁址。上半年每 10 股派发现金股利 4.5 元，共派发 2.62 亿元。

第二季度医疗业务内生增速提升，消费品业务核心品类表现亮眼。2025 年第二季度，公司收入同比增长 27.0%至 26.9 亿元，延续强劲增长。医疗业务收入 12.6 亿元，同比增长 46.5%，剔除 GRI 并表影响后，内生业务增速从一季度的 11.1%提速至 15.5%，增长势头向好。消费品业务收入 14.1 亿元，同比增长 13.2%，增速较一季度（+28.8%）有所放缓，主要受 315 事件的阶段性扰动影响。核心品类中，卫生巾（奈丝公主）凭借产品品质优势，上半年实现收入 5.3 亿元，同比增长 67.6%；核心爆品干湿棉柔巾实现收入 8.1 亿元，同比增长 19.5%，保持稳健增长；成人服饰聚焦贴身品类，实现收入 5.2 亿元，同比增长 19.4%。单二季度归母净利润 2.42 亿元，同比增长 20.6%。

手术室耗材、卫生巾引领增长，其他业务稳健增长。分业务看，1）医疗板块：上半年收入同比+46.4%至 25.2 亿元，占总营收 48%，剔除新并购公司 GRI 的贡献，医疗板块上半年营业收入同比+13.2%至 19.5 亿，其中手术室耗材增长迅速，同比+193.5%至 7.4 亿元，高端敷料和健康个护产品保持稳定快速增长，分别同比+25.7%/26.9%至 4.8/2.3 亿元；渠道方面，国外销售渠道占比 57%，同比+81.3%，国内医院和日用消费 C 端分别同比+16.2%/33.2%至 4.1/4.5 亿元，电商平台累计粉丝数 1744 万。2）消费品板块：消费品业务增长稳健，上半年同比增长 20.3%至 27.5 亿元，核心产品卫生巾引领增长，同比+67.6%至 5.3 亿元，其他主要产品干湿棉柔巾/成人服饰/婴童服饰分别同比+19.5%/19.4%/3.6%；上半年环比 2024 年年末净开门店-3 家至 484 家，线上/线下营收分别+23.6%/2.8%至 17.1/7.2 亿元。

风险提示：海外需求疲软、新客户开拓不及预期、系统性风险。

投资建议：看好消费核心品类驱动增长，医疗业务整合扩大份额。公司上半年收入和净利润均实现 30% 左右的增长，主要是受益于消费业务的产品驱动和医疗业务内生外延增长，并且在股权激励较快增长的目标下集团具有较强的驱动力，我们看好公司持续表现出色的成长性，并且在充沛的现金流支撑下维持较好的分红水平。基于整体消费环境不确定性较大，公司消费品业务去年下半年基数较高，我们小幅下调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 10.1/11.7/13.5 亿元（前值为 10.6/12.2/14.1 亿元），同比增长 44.7%/16.1%/15.5%。下调目标价至 48-52 元（前值为 54-58 元），对应 2026 年 PE 24-26x，维持“优于大市”评级。

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

◆ 伟星股份(002003.SZ) 财报点评:二季度费用率增长致利润承压，毛利率延续提升趋势

上半年收入微增，毛利率提升，费用率增加。2025 年上半年收入同比+1.80%至 23.38 亿元；归母净利润同比-11.19%至 3.69 亿元；扣非归母净利润同比-9.71%至 3.62 亿元。受益于产品结构（金属产品表现较好）和客户结构（国际大牌表现较好）变化，毛利率同比提升 1.1 个百分点至 42.89%。销售费用率同比+0.8 个百分点至 8.78%（主因市场拓展投入增加），管理费用率同比+0.9 个百分点至 9.98%（受绩效奖金计提分摊影响）；财务费用率同比+1.75 个百分点至 1.16%（主要受汇兑损失较去年同期增加影响）。主要因费用率增加，经营利润率和归母净利率分别同比-2.6/-2.3 个百分点至 19.4%/15.8%。公司拟每 10 股派息 1 元，分红率约 31.64%。

二季度受关税和终端消费疲软影响接单承压，费用率提升致利润承压。第二季度收入同比-9.18%至 13.59 亿元，主要受关税和终端消费疲软影响、接单承压；归母净利润同比-20.40%至 2.69 亿元。毛利率同比提升 1.9 个百分点至 45.80%；销售/管理/财务费用率分别同比变动 1.1/2.0/2.5 个百分点至 8.28%/8.97%/1.80%；归母净利率同比下降 2.8 个百分点至 19.80%。

国际市场增长领先，国内市场承压，越南工厂产能爬坡顺利减亏明显。

1) 分区域：国际市场收入同比+13.72%至 8.64 亿元，占比提升至 36.97%，成为增长核心驱动力，毛利率同比提升 1.21 个百分点至 44.06%，全球化战略成效显著。国内市场受终端消费疲软影响，收入同比-4.09%至 14.74 亿元。2) 分品类：拉链收入同比+2.68%至 12.93 亿元，毛利率为 43.32%，同比提升 0.43 个百分点。钮扣收入同比微降 0.17%至 9.26 亿元，毛利率提升 1.39 个百分点至 43.48%。其他服饰辅料收入同比增长 11.20%。3) 产能与利用率：上半年钮扣和拉链总产能分别达到 63 亿粒和 4.85 亿米；产能利用率从去年同期 70.73%下降至 65.28%，主要拖累来自境外产能，其利用率仅 48.29%，低于境内 68.98%的水平；这与越南工厂处于产能爬坡阶段有关，但越南工厂上半年订单已显著增加、同时亏损显著收窄，上半年亏损 1640 万元，其中接近 1300 万元为汇兑损失。

风险提示：终端需求疲软、新客户开拓不及预期、国际贸易风险。

投资建议：看好公司保持行业领先增速以及中长期份额扩张潜力。2025 年受国内相对疲弱的消费环境和关税政策影响，尤其二季度接单和盈利承压，预计下半年将有所好转，但根据上半年表现，此前公司年报披露的 2025 年计划营收 50.0 亿元预计有压力，我们下调对公司盈利预测，预计 2025-2027 年净利润分别为 7.1/7.8/8.7 亿元（前值为 7.5/8.3/9.2 亿元），同比增长 1.6%/10.0%/10.6%；基于盈利预测下调，小幅下调目标价至 12.8-14.0 元（前值为 13.5-14.8 元），对应 2025 年 21-23x PE，维持“优于大市”评级。

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

◆ 华测检测(300012.SZ) 财报点评:二季度归母净利润同比增长 8.89%，加速推进海外战略并购

2025 年收入同比增长 6.05%，归母净利润同比增长 7.03%。公司 2025 年上半年实现收入 29.60 亿元，同比增长 6.05%，归母净利润 4.67 亿元，同比增长 7.03%，扣非归母利润 4.39 亿元，同比增长 9.08%，其中二季度收入 16.73 亿元，同比增长 4.62%，归母净利润 3.31 亿元，同比增长 8.89%，增长稳健。同期

经营活动现金流净额约 1.75 亿元，去年同期 0.22 亿元，增长显著，业务质量显著改善。

消费品测试、贸易保障收入实现双位数增长，其他业务增速或逐步回升。2025 年上半年生命科学/工业测试/消费品测试/贸易保障/医药及医学服务收入分别为 12.73/6.01/5.22/4.26/1.37 亿元，同比增速分别为 1.11%/7.47%/13.15%/13.48%/1.30%，毛利率分别为 51.16%/43.38%/41.47%/73.32%/19.40%，同比变动+1.74/-2.07/-1.76/+0.59/-4.91 个百分点。1) 消费品板块，汽车领域对易马公司进行优化调整，二季度实现快速增长，芯片领域对半导体检测及分析中心实验室完成全面升级，业务进阶取得积极成效，业务增长较好；2) 同期贸易保障收购常州麦可罗泰克后实现双位数增长，生命科学受三普高基数影响增速较低，下半年增速有望恢复，医药及医学服务逐渐恢复，聚焦高价值领域潜力较大。

加速推进海外战略并购，首次实施中期分红。1) 全资收购澳实分析检测，战略布局地球化学检测领域，向上游原材料分析领域扩展；2) 收购 Openview 深圳、香港公司，丰富社会责任审核领域的国际资质；3) 与凯雷达成协议，拟收购南非领先的测试、检验、认证与培训服务提供商 Safety SA，增强公司在非洲大陆的综合服务能力；4) 收购希腊 Emicert 公司，填补华测在欧盟境内产品碳足迹等温室气体领域合格评定服务的空白。另公司首次实施中期分红，合计派发现金红利约 0.84 亿元，每 10 股 0.5 元，注重股东回报。

投资建议：公司是第三方综合检测龙头，2025 年上半年收入/业绩实现稳健增长，现金流大幅改善，体现业务质量稳步提升、运营效率增强，同时积极推进战略并购，向全球高附加值应用场景延伸，海外并购加速落地，未来受益于新实验室产能释放/并购整合效益贡献/运营效率提升/政策红利等，有望实现持续高质量成长。维持盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 10.00/11.01/12.27 亿元，对应 PE 24/21/19 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济下行；公信力受不利事件影响；业务增速不及预期。

证券分析师： 吴双（S0980519120001）、王鼎（S0980520110003）

◆ 今世缘(603369.SH) 财报点评:2025Q2 报表释放需求压力，主动降速为渠道纾压

中报释放需求压力，2025Q2 收入同比下降 30%。2025H1 公司实现营业总收入 69.5 亿元/同比-4.8%，归母净利润 22.3 亿元/同比-9.5%。其中 25Q2 营业总收入 18.5 亿元/同比-29.7%，归母净利润 5.85 亿元/同比-37.1%。

2025Q2 特 A 类及以上产品收入占比 95.7%，同比提升 0.22pcts。分产品看，2025Q2 特 A+类收入 11.42 亿元/同比-32.1%，特 A 类收入 5.83 亿元/同比-28.1%，A 类及以下收入 0.77 亿元/同比-41%，国缘品牌表现好于其他。第二季度受政策影响，省内市场政商务场景受损较多，预计四开/对开（特 A+类）动销有所承压，公司以去库挺价为主；大众消费场景跟随减少，淡雅/单开（特 A 类）产品势能支撑下仍有少量动销，预计下滑幅度相对较少。分渠道看，2025Q2 直销（含团购）收入 0.11 亿元/去年同期-0.17 亿元，批发代理收入 17.91 亿元/同比-31.8%。

第二季度省内消费场景受损，苏中地区收入下降幅度小于整体。分区域看，2025Q2 省内收入 16.11 亿元/同比-32.2%。其中，苏中收入 4.0 亿元/同比-19.5%，淮安收入 3.1 亿元/同比-30.0%，南京收入 4.3 亿元/同比-33.7%；苏中下滑幅度较小预计系淡雅持续深耕渠道，验证国缘品牌份额向上；南京、淮安优势区域受政商务场景扰动更多。苏南/盐城/淮海大区收入同比-38.7%/-39.4%/-44.9%。省外收入 1.91 亿元/同比-17.8%/占比 10.6%，公司持续聚焦省外国缘品牌培育工作，产品布局和渠道增密减缓下滑趋势。单 25Q2 省内/省外净增经销商 10/22 家。

2025Q2 毛销差同比-7.0pcts，需求压力下公司为渠道纾压。第二季度毛利率同比-0.2pcts，基本保持平稳，预计需求下滑背景下公司减少买赠等政策以稳定价盘；但同时加大渠道和消费者端的帮扶力度，提升终端开瓶、去化渠道库存，稳定经销商盈利和周转，2025Q2 销售费用率同比+6.8pcts，2025H1 综合促销费同比+26.3%。2025Q2 税金/管理费用率同比+0.1/+1.7pcts。2025Q2 销售收现 20.23 亿元/同比-18.9%，下滑幅度小于收入端；经营性现金流净额-3.52 亿元/同比-244%，转负系收款下降但生产、销售端日常现金投入刚性。截至 2025Q2 末合同负债 19.13 亿元/环比+0.16 亿元/同比-4.4%，判断经销商回款节奏较为稳健，但动销下降环境中公司减缓发货速度，维持渠道库存良性。

投资建议：展望下半年，消费场景及需求复苏仍具有不确定性，公司基地市场江苏消费结构中商务交流

占比较高，国缘淡雅类产品表现预计好于四开等，整体销售和产品结构或仍有压力。略下调此前收入及净利润预测，预计 2025-2027 年公司收入 106.1/110.9/120.1 亿元，同比-8.1%/+4.5%/+8.3%（前值同比+8.5%/+8.0%/+7.7%）；归母净利润 30.1/31.4/34.5 亿元，同比-11.7%/+4.4%/+9.7%（前值同比+7.6%/+7.6%/+8.2%），当前股价对应 25/26 年 18.5/17.7 倍 P/E，维持“优于大市”评级。

风险提示：白酒需求复苏不及预期；食品安全问题；库存影响批价上挺等。

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

◆ 金诚信(603979.SH) 财报点评:二季度业绩表现亮眼，铜矿项目持续取得突破

公司发布半年报：上半年实现营收 63.16 亿元，同比+47.82%；实现归母净利 11.11 亿元，同比+81.29%。公司此前已发布预告，预计上半年实现归母净利 10.7-11.2 亿元，实际数据比较靠近上限的位置，业绩表现亮眼。公司 25Q2 实现营收 35.05 亿元，同比+52.39%，环比+24.70%；实现归母净利 6.89 亿元，同比+103.25%，环比+63.30%。

矿服业务：上半年实现营收 33.22 亿元，同比+0.57%，实现毛利 7.67 亿元，同比-17.26%，毛利率 23.10%，同比减少 4.98 个百分点。公司上半年矿服业务毛利同比下降，主要系因为：1) 公司于 2024 年 7 月完成对 Lubambe 铜矿的收购，Lubambe 由矿服业务转为内部管理单位；2) 公司于 2024 年 12 月完成对 Terra Mining 的收购，其主要为露天矿服业务且尚处于业务开展前期阶段，减少了矿服业务毛利；3) 受 25Q2 卡莫阿-卡库拉铜矿非承包矿段矿震影响，相关作业区域实施阶段性停工所致。

矿山资源业务：上半年实现营收 29.12 亿元，同比+238.03%，实现毛利 13.88 亿元，同比+276.83%，毛利率 47.68%，同比提升 4.91 个百分点。公司上半年实现铜当量产量约 3.94 万吨，实现铜当量销量约 4.39 万吨；其中，铜当量销量高于产量主要是因为 Lonshi 铜矿于 2024 年末有较多的库存（约 0.79 万吨）。另外分季度来看，25Q1/Q2 分别实现产量 1.75/2.19 万吨，Q2 环比+25.14%；25Q1/Q2 分别实现销量 1.89/2.50 万吨，Q2 环比+32.28%。

矿山资源项目持续取得突破：①Dikulushi 铜矿每年实际产量大幅超出额定的 1 万吨产能。②Lonshi 铜矿项目一期 4 万吨产能，实际产量预计也将较大幅度超出额定产能，同时项目二期前期准备工作也稳步推进。③Lubambe 铜矿预计今年全年有望实现盈亏平衡，同时技改工作稳步推进，预计将于 2027 年完成。④San Matias 铜金银矿项目目前在等待当地的环评批复。⑤两岔河磷矿项目一期处于满产的状态，项目二期建设工作稳步推进。

风险提示：公司资源开发进展不达预期；铜价下跌超预期；安全环保风险。

投资建议：维持“优于大市”评级。

预计公司 2025-2027 年营收 128.6/137.2/165.3（原预测 123.3/131.4/157.8）亿元，同比增速 29.3%/6.7%/20.5%；归母净利润 25.2/26.0/32.6（原预测 22.5/23.7/34.5）亿元，同比增速 58.8%/3.3%/25.5%；摊薄 EPS 为 4.03/4.16/5.23 元，当前股价对应 PE 为 14.3/13.9/11.1X。公司矿山服务业务优势明显，毛利率高且保持稳健增长，矿山资源业务已布局优质铜矿、磷矿项目，有增储前景，扩产扩能稳步推进，从中长期角度来说，公司仍是国内铜矿企业中成长性最快的企业之一，维持“优于大市”评级。

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

◆ 同花顺(300033.SZ) 深度报告:金融市场活跃带来多项利好, AI 产品布局提升发展空间

同花顺：国内互联网金融行业领军企业。公司成立于 2001 年，是国内第一家互联网金融信息服务业上市公司。作为国内领先的互联网金融信息服务提供商，公司在业内拥有完整的产业链，客户涵盖金融市场的各层次参与主体。公司业务及收入占比：截至 2024 年底，增值电信服务业务收入达 16.16 亿元，收入占比 38.59%；广告及互联网业务推广服务业务收入 20.25 亿元/占收入比重 48.36%；基金销售及其他交易手续费业务收入 1.90 亿元/占比占公 4.54%；软件销售及维护服务业务收入 3.56 亿元，占公司收入比重为 8.50%。

增值电信服务：业绩与金融市场活跃度高度相关。在 C 端业务方面，公司凭借 3000 万月活用户的庞大

流量基础，通过分层产品策略（如金融大师、短线宝等）实现用户价值挖掘，低客单价策略在牛市环境下推动付费率和 ARPU 值同步提升；B 端业务则以 iFinD 金融终端为核心，依托 AI 技术优化投研效率，价格仅为竞品万得的三分之一，目前已覆盖 37.6% 的机构客户，移动端 MAU 达 420 万，形成差异化竞争优势。

广告及基金代销业务：业绩弹性潜力巨大，成长空间未来可期。广告推广服务通过为合作券商导流开户获取收益，2024 年新开户数达 686 万户，同比增长 63%，弹性显著；基金销售通过重点布局 ETF 产品、优化 APP 入口及强化电销团队，2024 年下半年权益基金保有量环比增长 10.8% 至 492 亿元，未来计划打通从行情查看到底层交易的完整服务链条。

坚持 AI 技术驱动，前瞻布局出海业务。在战略布局上，公司持续加码 AI 技术与国际化拓展。自研的 HithinkGPT 大模型已应用于智能投顾、研报生成等场景，使投研效率提升，C 端智能助手 i 问财日均调用超 300 万次；出海业务以东南亚为突破口，通过期货通 App（MAU135 万）和 B 端机构合作（如华泰国际）逐步构建全球化服务体系。

盈利预测：公司业绩与市场交投活跃度高度相关。在市场交易活跃的大前提下，可获得业务规模、用户数、付费率及客单价等的全面提升。预计公司 25-27 年分别实现营业收入 53.06/62.42/71.35 亿元，同比增加 27%/18%/14%；归母净利润 23.43/27.35/31.27 亿元，同比增加 29%/17%/14%。当前建议“优于大市”。

风险提示：市场大幅波动的风险、金融行业监管的风险、行业竞争加剧的风险、业务进展不及预期的风险。

证券分析师：熊莉（S0980519030002）

联系人：蔺亚婴

◆ 杰华特(688141.SH) 财报点评:二季度收入创季度新高，围绕新兴领域多元化布局产品

二季度收入创季度新高，利润持续承压。2025 上半年公司实现收入 11.87 亿元 (YoY +58.20%)，归母净利润-2.95 亿元，扣非归母净利润-3.27 亿元，亏损幅度同比收窄，毛利率同比提高 0.4pct 至 28.16%，研发费用同比增长 31% 至 4.21 亿元，研发费率同比下降 7.3pct 至 35.45%。其中 2Q25 实现收入 6.59 亿元 (YoY +56.47%，QoQ +24.81%)，连续 6 个季度同环比增长，续创季度新高；实现归母净利润-1.82 亿元，扣非归母净利润-1.99 亿元，毛利率为 26.93% (YoY -0.9pct，QoQ -2.8pct)。

上半年 DC-DC 芯片收入增长 83%，除线性电源外各产品线毛利率同比提高。2025 上半年公司电源管理芯片收入 11.05 亿元 (YoY +49.80%)，占比 93%，毛利率提高 0.76pct 至 28.44%，其中 DC-DC 芯片收入 6.74 亿元 (YoY +82.92%)，占比 57%，毛利率提高 0.3pct 至 25.50%；AC-DC 芯片收入 2.43 亿元 (YoY +7.30%)，占比 20%，毛利率提高 3.8pct 至 28.28%；线性电源芯片收入 1.71 亿元 (YoY +42.20%)，占比 14%，毛利率下降 1.3pct 至 39.30%；电池管理芯片收入 1697 万元 (YoY -24.42%)，占比 1.4%，毛利率提高 7.6pct 至 38.25%。信号链芯片收入 5183 万元 (YoY +652%)，占比 4.4%，毛利率提高 13.3pct 至 33.92%。功率产品收入 2011 万元，占比 1.7%，毛利率为 6.54%。

在售产品型号超 3200 款，围绕计算、汽车等新兴领域推出多款新品。截至 2025 年中，公司在售产品型号超 3200 款。新能源领域，公司推出了基于自有工艺的超高压面向太阳能应用的 PMIC 芯片，已进入量产阶段。在网通和安防领域，公司推出了多款 PoE 以太网供电芯片，部分产品已开始批量供货。汽车电子领域，公司推出了多款汽车应用的高低边驱动芯片和车灯驱动芯片，已获得多个客户使用；推出了新一代车规 DrMOS 并实现量产，公司推出了多款 USB 车充和协议芯片，已经开始收获订单，获得了客户的认可。计算领域，公司推出了符合 intel.VR14 的 12 相控制器、intel.IMVP9.3 的 9 相控制器等多款多相控制器和 DrMOS 大电流产品。

投资建议：自有工艺平台助力高端模拟芯片的推出，维持“优于大市”评级

由于市场竞争激烈致毛利率承压和高研发投入，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润至 -1.30/+0.52/+1.46 亿元（前值-0.92/+0.71/1.68 亿元），对应 2025 年 8 月 25 日股价的 PS 分别为 6.4/4.8/3.8x。虽然短期利润承压，但公司新产品和新市场拓展顺利，维持“优于大市”评级。

风险提示：需求不及预期，客户导入不及预期，竞争加剧的风险。

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

◆ 思瑞浦(688536.SH) 财报点评:收入连续五个季度同环比增长，新增产品 200 多款

二季度收入环比增长 25%，连续 5 个季度同环比增长。公司 2025 上半年实现收入 9.49 亿元 (YoY +87.33%)，其中收购的创芯微收入 1.68 亿元；实现归母净利润 0.66 亿元 (YoY +200%)，扣非归母净利润 0.38 亿元 (YoY +133%)；毛利率同比下降 1.6pct 至 46.38%；研发费用同比增长 4%至 2.68 亿元，研发费率同比下降 22.7pct 至 28.29%。其中 2Q25 实现营收 5.27 亿元 (YoY +71.96%，QoQ +25.03%)，连续 5 个季度同环比增长，达到季度收入次高；实现归母净利润 5012 万元 (YoY +404%，QoQ +222%)，扣非归母净利润 3595 万元 (YoY +192%，QoQ +1961%)，毛利率 46.34% (YoY -1.9pct，QoQ -0.1pct)。

上半年信号链和电源管理芯片收入分别占比 68%和 32%，新增产品 200 多款。分产品线看，2025 上半年公司信号链芯片收入 6.43 亿元 (YoY +53.66%)，占比 68%，毛利率同比提高 0.8pct 至 50.37%；电源管理芯片收入 3.06 亿元 (YoY +246%)，占比 32%，毛利率同比下降 2.8pct 至 38.12%。产品方面，公司上半年新增产品 200 多款，累计可供销售产品超过 3000 款，其中新增车规级产品 90 多款。

布局四大市场，工业、汽车领域优势明显。公司已实现工业、汽车、通信、消费电子四大市场的全面布局，上半年四大市场销量和收入均实现增长。工业领域，公司可销售产品超 2000 款，工业客户数量超 6000 家，公司在新能源、电网基础设施、工业电源模块、测试测量、工业控制、电器等市场应用领域收入进一步增长，运放、ADC、接口、电源管理、隔离等产品在工业市场出货量持续增加。汽车领域，可供销售汽车产品近 300 款，形成规模收入的汽车客户数量超 20 家，多款 48V 架构的产品已在研发中。通信领域，光模块市场业务继续增长，其中 AFE 产品在光模块市场领域份额提升；在通用及 AI 服务器市场，公司 I3C、多路电流和功率采集等新产品开始陆续出货。

投资建议：新产品放量顺利，维持“优于大市”评级

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 1.67/3.16/4.74 亿元（前值为 1.65/3.10/4.30 亿元），对应 2025 年 8 月 25 日股价的 PE 分别为 124/65/44x，维持“优于大市”评级。

风险提示：新产品研发不及预期；需求不及预期；竞争加剧的风险。

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

◆ 长电科技(600584.SH) 财报点评:上半年收入同比增长 20%，运算电子成为第二大下游

上半年收入同比增长 20%，归母净利润同比减少 24%。公司 2025 上半年实现收入 186.05 亿元 (YoY +20.14%)，归母净利润 4.71 亿元 (YoY -23.98%)，扣非归母净利润 4.38 亿元 (YoY -24.75%)，毛利率同比提高 0.1pct 至 13.47%，研发费用同比增长 20.49%至 9.87 亿元，研发费率同比基本持平，为 5.30%。其中 2Q25 实现收入 92.70 亿元 (YoY +7.24%，QoQ -0.70%)，归母净利润 2.67 亿元 (YoY -44.75%，QoQ +31.50%)，扣非归母净利润 2.45 亿元 (YoY -48.39%，QoQ +26.63%)，毛利率为 14.31% (YoY +0.03pct，QoQ +1.7pct)。

消费电子以外的下游收入同比两位数增长，运算电子占比超过消费电子。从下游看，2025 上半年通讯电子占比 38.1%，运算电子占比 22.4%，超过消费电子成为第二大下游领域，消费电子占比 21.6%，汽车电子占比 9.3%，工业及医疗电子占比 8.6%。从同比增速来看，上半年除消费电子领域小幅下降外，各下游应用市场的收入均实现了同比两位数增长。汽车电子业务延续了高于市场的增长态势，同比增长 34.2%；工业及医疗领域复苏势头显著，同比增长 38.6%。

加大汽车领域研发投入，有效推进产能布局。公司加大在汽车功率模块、MCU、传感器等关键领域的研发投入，优化封装方案，提升产品性能与良率；持续深化与国内外头部客户的合作，成功赢得全球知名客户“在中国，为中国”战略项目，为未来业务增长奠定坚实基础。长电科技汽车电子（上海）有限公司作为公司车规芯片封装测试专门工厂，主体建设已完成并进入内部装修阶段，投产准备工作有序推进；

同时，江阴汽车中试线已完成多项自动化生产方案并稳步推进客户产品验证，整体项目按计划有序落地，有效推进产能布局以匹配客户快速增长的需求。

投资建议：全球领先的半导体封测厂商，维持“优于大市”评级。

由于贸易摩擦对下游需求带来不确定性，及继续加大先进封装研发投入，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润至 18.41/23.71/28.66 亿元（前值为 22.42/27.37/32.41 亿元），对应 2025 年 8 月 25 日股价的 PE 分别为 38/29/24x，维持“优于大市”评级。

风险提示：下游需求不及预期；新产品开发不及预期；国际关系变化等。

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

◆ 沪电股份(002463.SZ) 财报点评:需求爆发推动业绩兑现，资本开支继续加速

高端市场需求爆发，业绩持续兑现。1H25 公司实现营业收入 84.94 亿元 (YoY +56.59%)，归母净利润 16.83 亿元 (YoY +47.50%)；对应 2Q25 营收 44.56 亿元 (YoY +56.91%，QoQ +10.37%)，归母净利润 9.20 亿元 (YoY +47.01%，QoQ +20.70%)。盈利能力上 1H25 公司毛利率 35.14% (YoY -1.32pcts)，其中 2Q25 毛利率 37.31% (YoY -1.52pcts，QoQ +4.56pcts)。PCB 业务毛利率受股权激励费用同比增加、泰国厂亏损等因素影响，同比下降约 1.49pcts。

高速网络交换机产品成增速最快领域。1H25 公司企业通讯市场板实现营收 65.32 亿元 (YoY +70.63%)，其中 AI 服务器和 HPC 相关 PCB 产品同比增长 25.34%，占该板块营收的 23.13%，高速网络交换机及配套路由相关产品成增长最快的细分领域，同比增长 161.46%，环比增速进一步提升，占通讯板块的 53.00%。公司目前已与国内外多家头部公司合作开发基于 224Gbps 速率平台产品；在网络交换产品部分，1.6T 交换机已进入客户打样及认证阶段。

汽车类产品同比增长 24%，胜伟策争取年内扭亏。1H25 公司汽车板实现营收 14.22 亿元 (YoY +24.18%)，毛利率 25.19% (YoY +0.2pcts)。其中公司的新兴汽车板产品市场持续成长，同比增长约 81.86%，其占公司汽车板营业收入的比重从 2024 年的约 37.68% 增长至约 49.34%。1H25，公司对胜伟策的业务拓展和经营改善已显成效，其营收同比增长约 159.63%，其中 P2Pack 产品营收同比增长约 400.69%，胜伟策实现大幅减亏，争取在 2025 年实现扭亏。

AI 算力相关产品供不应求，资本开支加速。1H25 公司一方面通过生产线技改，升级瓶颈及关键制程，响应短期市场需求；另一方面总投资约 43 亿人民币的新建人工智能芯片配套高端 PCB 扩产项目已于 2025 年 6 月下旬开工建设，预期将在 2H26 试产。此外，沪士泰国生产基地于 2Q25 进入小规模量产，人工、折旧、动力等费用增加致使 1H25 阶段性亏损约 0.96 亿元。沪士泰国生产基地在 AI 服务器和交换机等应用领域，已取得 2 家客户的正式认可，另有 4 家客户预计将于 2025 年下半年陆续取得正式认可。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到公司资本开支加速，我们上调盈利预测，预计公司 2025-27 年实现归母净利润 38/55/68（前值为 35/47/56 亿元），同比增速 45/47/23%，当前股价对应 PE 为 29/20/16x，维持“优于大市”评级。

风险提示：大客户需求不及预期；扩产不及预期；汇率风险。

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

◆ 拼多多(PDD.O) 海外公司财报点评:利润表现亮眼，继续坚持投资电商生态

收入端：国内电商稳健增长，半托管转型拖累交易服务收入。25Q2 公司实现营业收入 1040 亿元，同比 +7%，其中在线营销服务收入 557 亿元，同比 +13%，预计公司广告货币化率已进入平稳期，广告收入的表现基本反映出公司国内电商 GMV 表现保持稳健增长。交易服务收入 483 亿元，同比 +1%，较 Q1 继续降速，分拆来看：1) 美团优选退出缓和社区团购竞争格局，预计能够为多多买菜带来一定增量；2) Q2 开始正式推行千亿扶持计划，结合其他商家扶持行为对主站佣金的影响仍然持续；3) Temu 受美国政策

影响，转型半托管对收入继续带来影响（从全额法转为净额法），但我们预计 temuQ2 海外整体 GMV 增速仍保持在 40% 左右，尽管在收缩了美国市场的投放后虽然出现用户下滑，全球来看用户依然保持稳健，公司积极拓展东南亚、欧洲等地区。

利润端：销售费用优化及利息收入表现亮眼，后续利润率表现仍需观察。1) 25Q2 拼多多毛利率为 56%，同比-9.4pct，环比-1.3pct，主要反映履约成本、支付处理费增加；2) 25Q2 销售费用率为 26.2%，同比-0.6pct，环比大幅改善，一方面，国内电商而言，反映出公司在千亿扶持计划的投放上相对可控，同时其他电商平台转向外卖补贴也带来了流量成本竞争的降低；另一方面，Temu 美国 4 月开始收缩投放带来了一次性的营销支出大幅减少（7 月起恢复），但也被其他区域投放增加有所冲抵。3) 利息收入表现亮眼，25Q2 拼多多利息收入 104 亿元，同比+115%，创历史新高。25Q2 公司 non-GAAP 营业利润 277 亿元，同比-21%，non-GAAP OPM 为 27%。non-GAAP 净利润 327 亿，同比-5%，non-GAAP 净利率为 31%，但公司管理层同时也在业绩会中表示，为帮助商家应对市场周期波动，将继续扩大投入规模，本季度业绩未必能代表未来的盈利水平。

投资建议：公司坚持长期投入巩固电商生态，我们预测 2025-2027 年收入为 4363/4990/5633 亿元，同比+11%/14%/13%，基本维持不变；non-GAAP 净利润 1064/1314/1464 亿元，调整幅度为+27%/+22%/+16%，主要考虑到公司利息收入的贡献以及销售费用的控制能力好于此预期，对应当前 PE 为 12x/10x/9x，维持“优于大市”评级。

风险提示：新进入者竞争加剧等市场风险，宏观经济系统性风险等。

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）、王颖婕（S0980525020001）、张昊晨（S0980525010001）

金融工程

◆ 金融工程专题报告：金融工程专题研究-广发中证港股通非银行金融主题 ETF 投资价值分析——险资举牌与交投回暖共振下的港股非银布局

险资举牌同业叠加市场交投回暖，非银金融行业景气抬升

险资持续加码，同业举牌再现。2024 年保险资金举牌个股数量创 2016 年以来新高；截至 2025 年 8 月 20 日，年内 14 家保险机构累计举牌 26 次，覆盖 21 只个股，其中 17 只为港股。中国平安人寿举牌同业，对中国太保 H 股、中国人寿 H 股持股超过 5%。

保险行业景气度向上，总资产、保费收入增速上涨。截至 2025 年 6 月，保险公司总资产为 39.22 万亿元，环比增长 2.08%。2010—2024 年，保费累计收入由 1.45 万亿元增至 5.70 万亿元，创历史新高，保费同比增速 11.15%。

交投回暖，成交活跃，两融余额抬升。市场活跃度抬升为非银业绩修复提供支撑。万得全 A 过去一年日均成交额达 1.50 万亿元，创近十年新高。两融余额破 2 万亿关口。成交与两融走高，推动券商经纪与两融利息增长、自营做市空间扩大，带动交易平台结算与手续费提升。

券商中报业绩改善态势明显。31 家上市券商披露业绩预告。其中包括两家扭亏为盈企业和 29 家业绩预增企业。预告净利润平均 19.62 亿元（取预告净利润上限和下限的均值，下同），预告净利润同比增长中位数 90%。

中证港股通非银行金融主题指数投资价值分析

中证港股通非银行金融主题指数(CNY) (931028.CSI) 发布于 2017 年 11 月 6 日，指数从港股通范围合资格股票中选取符合非银行金融主题的不超过 50 家港股作为样本股，采用自由流通市值加权，限制单样本权重不超过 15%，前五大样本权重合计不超过 60%。

指数行业分布较为集中，其中保险、证券和多元金融行业权重分别为 64.45%，15.23%和 14.44%，多元金融行业权重主要由香港交易所贡献；指数市值介于沪深 300 和中证 800 指数之间；当前指数估值处于发布以来低位且处于快速修复通道中；36 只成分股中包含 19 只 A/H 两地上市个股，A/H 溢价率高，港股端性价比凸显；自基日以来，指数年化收益以及夏普比要优于主要宽基指数，且在历次深跌后的反弹

行情中表现强势。

广发中证港股通非银行金融主题 ETF 介绍

广发中证港股通非银行金融主题 ETF（证券代码：513750，场内简称：港股通非银 ETF）是广发基金发行的一只以中证港股通非银行金融主题指数为基准的 ETF，也是市场上唯一一支跟踪港股通非银指数的 ETF，截至 2025 年 8 月 20 日，ETF 规模达 182.54 亿元。

广发基金管理有限公司成立于 2003 年 8 月 5 日，截至 2024 年底，公司管理资产规模超 1.88 万亿元。截至 2025 年 8 月 20 日，广发基金 ETF（不含联接基金及尚未成立基金）数量达到 64 只，总规模为 2273.01 亿元。

风险提示：本报告研究分析及结论完全基于公开数据进行测算和分析，相关模型构建与测算均基于国信金融工程团队客观研究。基金过往业绩及基金经理管理其他产品的历史业绩不代表未来表现，对基金产品和基金管理人的研究分析结论并不预示其未来表现，不能保证未来可持续性，亦不构成投资收益的保证或投资建议。本报告不涉及证券投资基金评价业务，不涉及对基金公司、基金经理、基金产品的推荐，亦不涉及对任何指数样本股的推荐。请仔细阅读报告风险提示及声明部分。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、胡志超（S0980524070001）

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	779.02	0.09	ICE 布伦特原油	68.80	1.57
白银	9333.00	0.02	铜	79450.00	0.23
铝	20750.00	-0.04	铅	16895.00	0.38
豆一	4096.00	-0.43	锌	22300.00	-0.29
豆粕	3046.00	-0.49	镍	120180.00	0.06
玉米	2206.00	-0.27	锡	269350.00	0.11
螺纹钢	3099.00	-0.64	SR509	5696.00	-0.57

本月国内重要信息披露

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

近期非流通股解禁明细

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

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

全球证券市场统计

股票市场指数

简称	最新收盘价	1日 涨跌幅(%)	1周 涨跌幅(%)	1个月 涨跌幅(%)	3个月 涨跌幅(%)	12个月 涨跌幅(%)	30天 波动率(%)
道琼斯工业平均指数	45418.07	0.299454	60.43	60.43	60.43	60.43	40.76
德国 DAX 指数	24152.87	-0.495404	89.62	-0.26	0.52	29.73	53.79
法 CAC40 指数	7709.81	-1.698704	-3.37	-1.59	-1.51	1.57	47.60
恒生指数	25524.92	-1.180763	1.60	0.53	9.63	43.40	64.24
沪深 300 指数	4452.59	-0.372100	5.42	7.88	15.34	33.94	59.48
美国 SP500 指数	6465.94	0.413398	0.85	1.20	11.42	15.11	48.23
纳斯达克综合指数	21544.27	0.442812	1.07	2.06	14.98	21.54	50.57
日经 225 指数	42394.40	-0.965758	-2.64	2.26	12.95	11.24	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流入资金 (RMB, 万元)	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流出资金 (RMB, 万元)
1	601899.SH	紫金矿业	22.3900	0.8104	无数据	601899.SH	紫金矿业	22.3900	0.8104	无数据
2	688008.SH	澜起科技	103.6000	1.5885	无数据	603259.SH	药明康德	96.8000	-3.1806	无数据
3	603259.SH	药明康德	96.8000	-3.1806	无数据	300059.SZ	东方财富	27.9300	-1.0627	无数据
4	300059.SZ	东方财富	27.9300	-1.0627	无数据	300502.SZ	新易盛	282.0400	-4.7548	无数据
5	300502.SZ	新易盛	282.0400	-4.7548	无数据	300274.SZ	阳光电源	97.0100	-5.4483	无数据
6	300274.SZ	阳光电源	97.0100	-5.4483	无数据	688256.SH	寒武纪-U	1329.0000	-4.0385	无数据
7	688256.SH	寒武纪-U	1329.0000	-4.0385	无数据	688041.SH	海光信息	197.2300	-6.1257	无数据

8	688041. SH	海光信息	197.2300	-6.1257	无数据	300476. SZ	胜宏科技	220.9000	-7.9200	无数据
9	300476. SZ	胜宏科技	220.9000	-7.9200	无数据	002402. SZ	和而泰	40.5100	1.9119	无数据
10	002402. SZ	和而泰	40.5100	1.9119	无数据	603228. SH	景旺电子	61.0100	2.3658	无数据

港股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格 (HKD)	涨跌幅 (%)	流入资金 (HKD, 万元)	代码	简称	价格 (HKD)	涨跌幅 (%)	流出资金 (HKD, 万元)
1	1357. HK	美图公司	11.4700	0.07902164	61222.31	0981. HK	中芯国际	56.2000	-0.02768166	339766.26
2	1347. HK	华虹半导体	53.2000	-0.02025783	61755.85	9988. HK	阿里巴巴-W	121.3000	-0.02570281	206409.94
3	1797. HK	东方甄选	28.0800	-0.11195446	147782.44	0700. HK	腾讯控股	609.5000	-0.00813670	191860.11
4	1810. HK	小米集团-W	53.5000	0E-8	155386.67	1797. HK	东方甄选	28.0800	-0.11195446	178055.02
5	3690. HK	美团-W	120.0000	-0.01880621	182447.60	1810. HK	小米集团-W	53.5000	0E-8	162926.84
6	2828. HK	恒生中国企业	无数据	无数据	182714.95	3690. HK	美团-W	120.0000	-0.01880621	141509.60
7	0981. HK	中芯国际	56.2000	-0.02768166	241480.26	9992. HK	泡泡玛特	335.4000	0.02694427	85130.99
8	0700. HK	腾讯控股	609.5000	-0.00813670	258874.98	1347. HK	华虹半导体	53.2000	-0.02025783	57916.19
9	9988. HK	阿里巴巴-W	121.3000	-0.02570281	340973.95	0763. HK	中兴通讯	34.9400	-0.05822102	50512.14
10	2800. HK	盈富基金	无数据	无数据	659467.12	1801. HK	信达生物	95.7500	-0.04202101	43513.39

免责声明

分析师声明

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

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

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

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

证券投资咨询业务的说明

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

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

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032