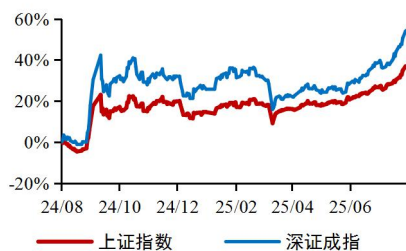


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 8 月 27 日 星期三

市场走势



资料来源：最闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,868.38	-0.39
深证成指	12,473.17	0.26
沪深 300	4,452.59	-0.37
中小板指	7,698.90	1.56
创业板指	2,742.13	-0.76
科创 50	1,270.87	-1.31

资料来源：最闻

分析师：

李明阳

执业登记编码：S0760525050002

邮箱：limingyang@sxzq.com

【今日要点】

➤ 【行业评论】电力设备及新能源：行业周报（20250818-20250824）- 优必选牵头两项人形机器人国家技术标准，光伏反内卷会议再召开

【行业评论】煤炭：煤炭进口数据拆解：25 年 7 月进口煤量收缩趋势放缓，未来增量有待观察

【山证家电】开能健康 2025 年中报点评-业绩稳健，大健康业务潜力巨大

【山证军工】航天电器（002025.SZ）2025 年中报点评-加快培育新赛道，持续提升经营质量

【山证机械】晋西车轴（600495.SH）-25H1 净利润扭亏为盈，铁路车辆贡献高增长

【公司评论】杭叉集团(603298.SH)：杭叉集团 2025 中报点评-海外布局加速推进，多元化业务不断兑现

【山证军工】中航沈飞（600760.SH）2025 年中报点评-合同负债较年初大增，内装外贸双轮驱动

【公司评论】威尔药业(603351.SH)：威尔药业-合成润滑基础油与药辅双轮驱动，布局战略性新兴行业

【公司评论】海信视像(600060.SH)：海信视像 2025 年中报点评-产品结构优化升级，利润高增

【公司评论】瑞丰新材(300910.SZ)：瑞丰新材（300910.SZ）2025 半年报点评-盈利稳定增长，添加剂需求向好

【公司评论】鲁西化工(000830.SZ)：鲁西化工-营收稳健增长，盈利水平有望触底回升

【公司评论】扬农化工(600486.SH)：扬农化工-原药市场触底回升，辽宁优创释放增量

【今日要点】

【行业评论】电力设备及新能源：行业周报（20250818-20250824）-优必选牵头两项人形机器人国家技术标准，光伏反内卷会议再召开

肖索 xiaosuo@sxzq.com

【投资要点】

- **优必选再牵头主导两项人形机器人国家技术标准：**近日，优必选第一牵头的《人形机器人技术要求 第6部分：定位导航》、联合北京机械工业自动化研究所有限公司牵头的《人形机器人技术要求 第7部分：人机交互》两项国家标准正式获批立项。今年4月份，优必选还牵头了首批人形机器人技术要求国家标准，负责制定作业操作技术要求。
- **NVIDIA 与富士康合作制造的首款人形机器人预计将于11月亮相：**据台湾《经济日报》报道，富士康正在准备生产人形机器人，并可能在几个月内推出。富士康是 NVIDIA AI 供应链中不可或缺的一部分，负责量产 Blackwell 和 Blackwell Ultra 等尖端 AI 服务器。作为 NVIDIA 团队的一员，富士康也参与其中。据称，在定于11月举行的富士康科技日上，NVIDIA 将展示其人形机器人解决方案，这些解决方案现已经过改进，配备了法学硕士（LLM）和机器人大脑。
- **CPIA：关于进一步加强行业自律，共同维护公平竞争、优胜劣汰的光伏市场秩序的倡议：**8月22日，中国光伏行业协会提出如下倡议：一、企业严格遵守法律法规，坚决抵制以低于成本的价格开展恶性竞争。二、企业坚守质量安全底线。三、企业根据市场供需实际情况合理排产，加强产销衔接，坚决抵制违反市场经济规律和法律法规盲目扩产增产、加剧恶化市场生态环境的行为。四、企业严格遵守知识产权保护相关法律法规，不侵犯他人知识产权。五、坚持创新驱动，从同质化低效能竞争转向高质量高水平竞争。六、企业秉持依法合规、互利共赢理念。
- **六部门召开光伏座谈会：**遏制低价无序竞争，推动落后产能有序退出：8月19日，工业和信息化部等部门联合召开光伏产业座谈会。会议要求，光伏产业各方要深刻认识规范竞争秩序对光伏产业高质量发展的重要意义，共同推动产业健康可持续发展。一是加强产业调控，强化光伏产业项目投资管理，以市场化法治化方式推动落后产能有序退。二是遏制低价无序竞争。三是规范产品质量。四是支持行业自律。
- **价格追踪**
- **多晶硅价格：**根据 Infolink 数据，本周致密料均价为 44.0 元/kg，较上周持平；颗粒硅均价为 44.0 元/kg，较上周持平。根据硅业分会，本周多晶硅签单企业数量有 6 家，市场价格稳中有升。多晶硅企业协同限产限销，各家多晶硅企业都有不同程度的减产计划，前两家头部企业的减产力度最大。若限产落实到位，预计 9 月产出环比 8 月持平。开工率下调将提升硅料综合成本，依据“不得低于综合成本销售”

的法规限制，预计多晶硅价格有望稳中有升。

- **硅片价格：**根据 InfoLink 数据，本周 130um 的 182-183.75mm N 型硅片均价 1.20 元/片，较上周持平；130um 的 182*210mm 型硅片均价 1.35 元/片，较上周持平。硅片整体库存处于合理水位，本周整体成交量有限，厂家普遍控制发货节奏。硅料价格高位持稳为硅片价格提供了成本支撑，预计短期硅片价格持平。
- **电池片价格：**根据 InfoLink 数据，本周 182-183.75mm N 型电池片均价为 0.290 元/W（转换效率 25.0%+），较上周持平；182*210mm N 型电池片价格为 0.285 元/W（转换效率 25.0%+），较上周持平。8 月电池市场处于紧平衡状态，库存对价格未构成明显下行压力。当前国内订单执行平稳，预计短期整体价格持稳。
- **组件价格：**根据 InfoLink 数据，本周 182*182-210mm TOPCon 双玻组件价格 0.685 元/W，较上周持平；210mm N 型 HJT 组件价格为 0.830 元/W，较上周持平；182*182-210mm 集中式 BC 组件价格为 0.76 元/W，较上周持平，较 TOPCon 溢价 13.4%；分布式 BC 组件价格为 0.76 元/W，较上周持平；较 TOPCon 溢价 10.1%。根据 SMM 统计，本周国内企业中标光伏组件项目共 25 项，已披露的光伏组件的中标价格分布区间集中 0.72~0.80 元/W，单周加权均价为 0.72 元/W，相比上周增加 0.016 元/W；中标总采购容量为 1772.00MW，相比上周增加 1682.26MW。随着反内卷政策有序推进，价格向终端传导有望落地，预计短期组件价格稳中有升。
- **玻璃价格：**根据百川盈孚数据，本周 3.2mm 镀膜光伏玻璃价格为 18.5 元/m²，较上周持平；2.0mm 镀膜光伏玻璃价格为 11.0 元/m²，较上周持平。
- **投资建议**
- **重点推荐：**BC 新技术方向：爱旭股份、隆基绿能；供给侧改善方向：大全能源、福莱特；海外布局方向：横店东磁、阳光电源、阿特斯、德业股份；电力市场化方向：朗新集团；国产替代方向：石英股份。建议积极关注：信义光能、协鑫科技、通威股份、TCL 中环、新特能源、帝尔激光、福斯特、海优新材、晶澳科技、天合光能、晶科能源、中信博、迈为股份、晶盛机电、上海艾录、广信材料。人形机器人相关标的建议关注：优必选、中大力德、亿嘉和、麦迪科技、大业股份、德昌股份、禾川科技、均胜电子、速腾聚创、凯盛新材等。
- **风险提示**
- 光伏新增装机量不及预期；产业链价格波动风险；海外地区政策风险；机器人进展不及预期等。

【行业评论】煤炭：煤炭进口数据拆解：25 年 7 月进口煤量收缩趋势放缓，未来增量有待观察

胡博 hubo1@sxzq.com

【投资要点】



➤ **数据拆解:**

- **进口煤量收缩趋势放缓，进口价下降。**进口量方面，1-7 月累计增速实现-13%，累计进口煤量仍然呈现收缩趋势；尽管 7 月当月同比连续 5 个月保持负增速，但同比负增速出现边际放缓走势、环比呈现正增长，其中 7 月进口煤同比降 22.94%、环比增 7.78%。分煤种来看，所有煤种同比仍然呈现负增长，但环比方面仅无烟煤呈现负增长。炼焦煤增量主要来自外蒙古和俄国；动力煤增量主要来自澳大利亚；褐煤增量主要来自印度尼西亚。价格方面，全煤种进口价格实现 67 美元/吨，维持同比回落趋势，7 月当月环比降低-6.23 美元/吨。分煤种看，全煤种进口价格较去年同期均有较大幅度下降，7 月当月全煤种价格环比均呈现下降走势。

➤ **点评与投资建议:**

- **国内缺口带动进口需求。**7 月反内卷带动内贸煤价企稳反弹，国内原煤产量同比和环比均出现收缩走势，国内缺口在一定程度上提振了进口煤需求。结构上看，炼焦煤已经在 6 月出现变化，7 月随着旺季到来动力煤和褐煤跟随炼焦煤走势，但无烟煤仍然呈加速收缩趋势。
- **未来进口增量有待观察。**尽管进口量有所增加，但进口价格并没有随着增量所带动。“量增价减”特征或在一定程度上释放了海外供需结构并没有显著改善的信号。考虑近期国内“反内卷”号召和煤炭下游诸多行业的稳增长预期，后续煤炭需求端预期仍有不确定性。内贸煤和进口煤价差的背离是否将继续带动进口量回暖有待观察。
- **建议关注:**随着煤价不断超预期上涨，煤炭股业绩修复可期。重点关注【华阳股份】、【晋控煤业】、【山煤国际】、【潞安环能】、【山西焦煤】、【平煤股份】、【淮北矿业】等弹性标的；【陕西煤业】、【中煤能源】、【中国神华】等龙头煤企配置价值仍高。
- **风险提示:**国内需求不及预期，国内供给显著增加，国际煤价大幅下跌

【山证家电】开能健康 2025 年中报点评-业绩稳健，大健康业务潜力巨大

陈玉卢 chenylulu@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **公司发布了 2025 年中报业绩，2025H1 实现营业总收入为 8.89 亿元，yoy+7.23%，实现归母净利润 0.70 亿元，yoy+22.99%。2025Q2 实现归母净利润为 4.84 亿元，yoy+8.02%，实现归母净利润为 0.45 亿元，yoy+30.50%。**
- **事件点评**
- **终端业务及服务板块为高毛利业务，增速最快。**2025H1 公司终端业务及服务收入为 5.45 亿，yoy+9.9%，占收入比重为 61.3%，毛利率为 45.93%，同比-1.29pct；智能制造及核心部件收入为 3.31 亿元，yoy+3.32%，

占收入比重为 37.2%，毛利率为 33.71%，yoy+3.65pct，终端业务及服务增速快于其他板块，对公司业绩贡献较大。

- **原能集团以第三方细胞存储业务为核心，布局大健康相关核心业务。**公司持有原能集团 43.6956%股权，原能集团 2025H1 总资产为 15.78 亿元，净资产为 7.17 亿元，营业收入为 7490.8 万元，净利润为-2008.8 万元，依旧处于投入期。公司持有原能生物 11.8229%股权，原能集团持有原能生物 22.2843%股权，原能生物专注于新兴的细胞制品及生物医药产业，产品可应用于国内三甲医院、疾控中心、科研院所等多种场景，对原能集团及其他公司的布局为公司带来新的业务方向，潜力巨大。
- **规模效应带动，盈利能力改善。**公司 2025H1 毛利率为 41.12%，yoy+0.62pct，销售净利率为 9.85%，yoy+1.02pct；公司产能增加，成本摊薄，盈利能力提升。期间费用方面，公司财务、管理、研发、销售费用率分别为 1.17%、12.09%、3.38%、10.40%，同比分别+1.45pct、-1.56pct、-0.42pct、+0.12pct，财务费用提升主要和汇兑收益同比减少 1330 万元有关。投资建议
- 预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 18.26 亿元、19.76 亿元、21.4 亿元，同比增长分别为 8.2%、8.2%、8.3%，预计公司 2025-2027 年净利润分别为 1.2 亿元、1.4 亿元、1.69 亿元，同比增长分别为 43.1%、16.7%、20.7%，2025-2027 年 EPS 分别为 0.2 元、0.24 元、0.28 元，对应公司 2025 年 8 月 26 日收盘价 7.01 元，2025-2027 年 PE 分别为 34.8 倍、29.8 倍、24.7 倍，看好公司大健康方向的布局，首次覆盖，给与“增持-A”评级。
- **风险提示**
- **汇率波动风险。**公司海外业务主要以美元计价，少量以欧元计价，外汇汇率的变化，有可能对公司产品在国际市场的价格产生影响以及产生汇兑损失风险。
- **原能集团等投资企业之经营情况或公允价值的变动可能影响公司业绩的风险。**若原能集团及其子公司因处于研发阶段投入较大导致亏损，细分行业发展或融资波动导致公允价值变化，进而对公司的长期股权投资及经营业绩带来不利影响。
- **激烈的市场竞争风险。**中国的人居水处理设备行业发展前景广阔，但随着国外同行、国内大型企业的纷纷介入，在共同促进市场规模不断扩大的同时，市场竞争也将愈演愈烈，然而无序的竞争格局，必然会加大市场竞争的风险。

【山证军工】航天电器（002025.SZ）2025 年中报点评-加快培育新赛道，持续提升经营质量

骆志伟 luozhiwei@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **航天电器公司发布 2025 年中报。**2025 年上半年公司营业收入为 29.35 亿元，同比增长 0.47%；归母净

利润为 0.87 亿元，同比减少 77.49%；扣非归母净利润 0.73 亿元，同比减少 79.69%；负债合计 47.07 亿元，同比增长 17.60%；货币资金 22.73 亿元，同比减少 8.27%；应收账款 47.96 亿元，同比增长 3.07%；存货 21.71 亿元，同比增长 48.96%。

➤ 事件点评

➤ 受部分客户产品验收周期延长等因素影响，公司营收与订单未能实现同步增长。由于受部分产品价格下降、客户产品验收周期延长导致公司防务产业收入确认未达预期，2025 年上半年公司实现营收 29.35 亿元，同比增长 0.47%。由于主要产品生产所需贵金属材料供货价格上涨带来制造成本上升，以及 2021 年度定向增发募投项目转固后折旧费用增长等因素影响，2025 年上半年公司实现利润总额 1.08 亿元，同比下降 77.59%，实现归母净利润 0.87 亿元，同比下降 77.49%。

➤ 加快培育新赛道，持续提升经营质量。公司集中资源加快布局拓展新域新质装备、商业航天、超算、数据中心、集成电路、海洋工程等战新产业和未来产业，上半年在防务领域、新能源、数据通信等领域订单实现加快增长。公司持续深化全面预算管理，严控各项费用支出，管理费用同比下降 12.18%，销售费用同比下降 26.04%。

➤ 防务业务修复叠加战略新兴产业拓展，下半年业绩有望恢复。随着延迟订单的重新释放，防务业务需求持续好转。商业航天、低空经济、新能源、人工智能等新质新域领域将迎来新一轮的增长高潮，公司持续大力拓展战略新兴产业市场，随着市场份额正持续的不不断提升，配套能力不断增强，未来业绩有望恢复持续高增长。

➤ 投资建议

➤ 我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.05\1.46\2.03，对应公司 8 月 25 日收盘价 52.70 元，2025-2027 年 PE 分别为 50.2\36.2\25.9，维持“增持-A”评级。

➤ 风险提示

➤ 下游需求增长不及预期；募投项目进展不及预期。

【山证机械】晋西车轴（600495.SH）-25H1 净利润扭亏为盈，铁路车辆贡献高增长

姚健 yaojian@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

➤ 公司披露 2025 年半年度报告：报告期内，公司实现营收 6.08 亿元，同比增长 41.73%；归母净利润 1,390.09 万元，同比扭亏为盈，上年同期净亏 1983.55 万元；扣非归母净利润-80.80 万元，同比减亏 5003.95 万元。2025Q2，公司实现营收 2.35 亿元，同比增长 27.26%；归母净利润为 608.20 万元，同比增长 60.91%；

扣非后归母净利润-152.19 万元，同比大幅减亏。业绩超出此前预期。

➤ 事件点评

- **轨道交通装备主业稳健发展，铁路车辆营收同比显著增长。**报告期内，公司铁路车辆产品实现营收 4.16 亿元，同比增长 69.92%，产销量均实现同比提升；铁路车轴产品实现营收 2.41 亿元，同比增长 11.07%，在国铁集团 2024 年第三批货车车轴联合采购项目中标份额占比 30.64%，时速 350 公里高速动车组车轴实现批量供货。
- **重点项目中标情况持续突破，在手订单充足。**2025 年 4 月，公司中标的中车物流有限公司 2025 年度“K6 摇枕侧架-框架协议”项目，为公司摇枕侧架产品在国内市场取得的新突破，为公司的市场开拓与订单交付工作注入强大动力。根据 5 月 9 日国铁集团 2025 年首批铁路货车采购项目中标公示公告，公司合计中标 450 辆铁路货车，达到此前预期的上限值。
- **坚定拓展动车组车轴市场，科研项目有序推进。**受益于高铁车轴国产化进程和节奏加快，公司高速动车组车轴等高端产品有望迎来放量。报告期内，公司多项重点科研项目通过中期验收及立项公示，CHR2 “和谐号”系列动车组产品完成试制和供货，复兴型六轴机车轴完成试制进入型式试验阶段，时速 200 公里动集机车轴等新产品正在积极推进试制工作。
- **加快多元化布局和产业结构调整，聚焦多产业协同发展，公司防务装备、智慧消防等新业务板块持续拓展。**报告期内，公司防务装备业务通过积极承接总体单位协作配套任务，实现快速增长；智慧消防业务坚持应用场景牵引，新开发多种特定场景灭火装置，产品谱系进一步丰富。
- **公司盈利能力大幅提升，主要受益于铁路车辆产品销量增加带来的规模效应，以及公司深化提质增效所致。**2025H1，公司毛利率同比增加 7.25pct 至 11.88%，净利率同比增加 6.91pct 至 2.29%；期间费用率同比下降 4.22pct 至 10.95%，其中，销售费用率 1.90%（yoy-0.80pct）、管理费用率 5.49%（yoy-2.19pct）、财务费用率-1.07%（yoy+0.63pct）、研发费用率 4.64%（yoy-1.85pct）。
- **投资建议**
- **公司坚持做精做细铁路装备产业，在稳定现有产销量份额的基础上，重点拓展国内高速动车组车轴等细分领域、国际新兴市场区域和“一带一路”沿线国家的市场，筑牢轨交装备业务基本盘。**同时，公司依托自身优势拓展防务装备等新业务，全力打造第二增长曲线，未来成长空间广阔。
- 考虑到公司今年以来重点项目中标情况持续向好，我们小幅上调盈利预测，预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 0.29/0.33/0.37 亿元，同比增长 27.3%/12.0%/13.8%，EPS 为 0.02/0.03/0.03 元，对应 8 月 26 日收盘价 5.69 元，PE 为 234/209/184 倍，维持“增持-A”评级。
- **风险提示**
- 宏观环境风险；核心竞争力下降风险；成本管控风险；汇率变动及国际结算风险等。

【公司评论】杭叉集团(603298.SH): 杭叉集团 2025 中报点评-海外布局加速推进, 多元化业务不断兑现

姚健 yaojian@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 公司披露 2025 年中报。上半年, 公司实现营业收入 93.0 亿元, 同比+8.7%; 归母净利润 11.2 亿元, 同比+11.4%。其中, 25Q2 实现营业收入 48.0 亿元, 同比+9.4%, 环比+6.4%; 实现归母净利润 6.8 亿元, 同比+9.1%, 环比+57.0%。

➤ 事件点评

- 公司 25Q2 收入和净利均创单季历史最佳, 盈利能力稳中有进。上半年叉车行业总销售量 739,334 台, 同比+11.66%; 其中, 国内销量 476,382 台, 同比+9.79%; 出口 262,952 台, 同比+15.21%; 电动叉车占比高达 75.55%。25Q2 公司毛利率/净利率分别为 23.3%/15.0%, 同比分别+1.1/-0.3pct。费用率方面, 公司管理/销售/研发/财务费用率分别为 2.4%/4.2%/4.6%/-0.7%, 同比分别+0pct/+0.7pct/-0.3pct/-0.3pct; 期间费用率合计 10.5%, 同比+0.2pct。
- 保持行业领先优势, 研发和营销并举。研发端, 20 多款项目产品陆续或即将推向市场, 推出全球首款量产型 309V 柴电混合动力叉车等产品填补市场空白; 同时, 公司开展以物料搬运为核心功能的智能物流人形机器人研发, 并制定了产业发展规划。营销端, 公司在国内外市场布局了 80 余家直属销售公司及 600 余家授权经销商和特许经销店; 采取主抓销售渠道的执行力, 通过以租代售、租售并举双轮驱动, 协力推动市场销量增长, 杭叉租赁公司上半年营收同比增幅 80%以上。
- 持续优化海外布局, 上半年出口大幅增长。上半年, 公司实现海外市场产品销售近 6 万台的历史新高, 同比增幅超 25%。公司加速推进“生产本地化+市场全球化+服务属地化”战略落地, 泰国生产基地正装配厂房钢结构首吊顺利完成, 预计四季度建成; 欧洲租赁公司、越南公司、马来西亚公司、印尼公司、美国智能物流公司等业务型公司相继开张运营, 新成立杭叉中亚有限公司、法国阿勒斯锂电池有限公司, 目前公司海外子公司达 20 余家, 形成了营销、研发、制造、租赁等方面的布局。
- 打造多元产业结构, 智能物流、锂电池等快速发展。公司智能物流业务爆发式增长, 智能板块营收及新增订单同比均有大幅度提升, 累计落地 7000 余台 AGV, 覆盖光伏、锂电等 20 余个行业。新能源锂电池业务再次取得突破, 锂电池总营收超亿元, 同比增长超 100%。
- 投资建议
- 当前叉车行业高端化、数智化、绿色化、国际化速度日益加快, 公司作为行业头部企业有望凭借品牌效应、规模经济、技术研发、品质与服务等获得更大的竞争优势, 实现集中度提升。预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.74/1.93/2.13, 对应公司 8 月 25 日收盘价 22.60 元, 2025-2027 年 PE 分别为 13.0/11.7/10.6,

维持“增持-A”评级。

➤ 风险提示

- 宏观经济增长不及预期的风险，海外增长不及预期的风险，行业竞争加剧的风险，成本波动风险。

【山证军工】中航沈飞（600760.SH）2025 年中报点评-合同负债较年初大增，内装外贸双轮驱动

骆志伟 luozhiwei@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 中航沈飞公司发布 2025 年中报。2025 年上半年公司营业收入为 146.28 亿元，同比减少 32.35%；归母净利润为 11.36 亿元，同比减少 29.78%；扣非后归母净利润为 10.74 亿元，同比减少 32.38%；负债合计 445.60 亿元，同比增长 44.60%；货币资金 153.53 亿元，同比增长 84.72%；应收账款 186.07 亿元，同比增长 31.99%；存货 115.15 亿元，同比增长 59.46%。

➤ 事件点评

- 业绩短期波动，合同负债较年初大增。2025 年上半年受产品配套交付进度及产品结构调整影响，公司营收同比减少 32.35%。2025 年上半年合同负债较年初大增 113.47%。
- 发展“研、造、修”一体融合的新质生产力。公司局部搬迁建设项目预计年底实现产线贯通及试运行，从而推动公司航空防务装备科研生产制造能力的提升。随着复材、钛合金产业化发展持续推进，公司复材与钛合金生产能力得到扩充，产业布局持续优化。
- 内装外贸双轮驱动。公司三代半战斗机歼-16 系列是我国目前空军主力机型，新一代隐身战机歼-35 内装和外贸需求巨大，同时歼-15 系列作为具备多用途能力的三代机仍将长期作为舰载机主力，具备持续增量需求，公司将持续受益于下游高景气度。
- 投资建议
- 预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.44\1.65\1.84，对应公司 8 月 25 日收盘价 64.19 元，2025-2027 年 PE 分别为 44.5\38.9\34.8，维持“买入-A”评级。
- 风险提示
- 主力机型列装不及预期；生产交付不及预期。

【公司评论】威尔药业(603351.SH)：威尔药业-合成润滑基础油与药辅双轮驱动，布局战略性新兴行业

李旋坤 lixuankun@sxzq.com

【投资要点】**➤ 事件描述**

- 8月20日，公司发布《2025半年度报告》，2025H1实现营业总收入6.74亿元，同比下降2.1%；归母净利润0.73亿元，同比下降7.77%。其中，2025Q2实现营业总收入3.2亿元，同环比分别-9.6%/-7.4%；归母净利润为0.4亿元，同环比分别-18.3%/-1.1%。

➤ 事件点评

- **合成润滑基础油与药辅双轮驱动，整体经营稳健。**分板块来看，2025H1，公司合成润滑基础油、药用辅料、乳化剂、其他主要产品分别实现收入4.64、1.64、0.36、0.10亿元，同比分别-3.5%、-6.0%、+40.4%、+37.5%，毛利率分别为22.6%、45.3%、13.9%、51.8%，同比分别-0.2pct、-1.4pct、-7.7pct、+12.5pct。2025H1，公司整体销售毛利率和净利率分别为28.08%和10.58%，同比分别+2.1pct、-0.7pct。
- **深耕冷冻压缩机油，布局战略性新兴行业。**公司所生产的合成润滑基础油是API基础油分类里最高等级，可用于航空、航天、航海、风电、机器人等高科技领域用润滑油。围绕新能源、新材料、高端装备、数据中心等战略性新兴产业，公司研究院正在配合下游润滑油企业积极开发新型润滑油产品。在冷冻压缩机油领域，产品广泛应用于终端头部用户，受益于工商业制冷、新能源汽车的市场需求增长。2025H1，公司合成润滑基础油实现收入4.6亿元，同比-3.5%，销量3.1万吨，同比+3.2%，销售均价1.5万元/吨，同比-6.5%，主要系原材料成本下降产品顺价。其中机械类2.2万吨，同比+6.9%，非机械类0.9万吨，同比-4.3%。
- **聚焦优势药辅产品，持续培育高附加值新品。**公司持续聚焦优势产品，加快储备药辅的研发与上市申报进度，培育具有竞争力的高附加值新品，重点布局缓控释制剂、透皮给药、靶向递送等特殊制剂用药用辅料，加速开发疫苗佐剂、生物制品用辅料等高端辅料，实现多剂型覆盖。截至报告期末，公司在CDE原辅包登记平台已公示原辅料品种90个（新增登记备案9个），其中可用于注射给药途径的辅料品种34个、原料药3个。2025H1，公司药用辅料实现收入1.6亿元，同比-6.0%，销量0.6万吨，同比+8.4%，销售均价2.7万元/吨，同比-13.3%，主要系药辅品种销售结构变化，中药注射液相关辅料销量有所减少。
- **投资建议**
- 预计公司2025-2027年净利润分别为1.7/2.4/3.3亿元，对应公司8月26日收盘价30.13元，2025-2027年PE分别为24/17/13倍。考虑公司合成润滑基础油与药辅双轮驱动，在润滑基础油领域深耕冷冻压缩机油，受益于工商业制冷、新能源汽车的市场需求增长，布局战略性新兴产业，市场前景广阔；在药辅领域聚焦优势药辅产品，持续培育高附加值新品。首次覆盖，给予“买入-B”评级。
- **风险提示**
- 产能释放不及预期风险；原材料价格上涨风险；需求下滑风险；环保及安全生产相关风险。

【公司评论】海信视像(600060.SH): 海信视像 2025 年中报点评-产品结构优化升级, 利润高增

陈玉卢 chenyulu@sxzq.com

【投资要点】**➤ 事件描述**

- **事件:** 海信视像发布了 2025 年中报业绩, 2025H1 实现营业总收入为 272.31 亿元, yoy+6.95%, 实现归母净利润为 10.56 亿元, yoy+26.63%。2025Q2 实现营业总收入为 138.55 亿元, yoy+8.59%, 实现归母净利润为 5.02 亿元, yoy+36.82%。

➤ 事件点评

- **内销市场:** miniled 产品和高端产品市场份额提升。根据奥维云网数据, 2025H1 公司全渠道 Miniled 产品, 零售量与零售额占有率分别达 33.95% (同比+8.41pct) 和 34.98% (同比+6.14pct); 高端电视市场, 海信系线下高端额占有率为 43.15% (同比+3.03pct), 海信系线上高端额占有率 34.88% (同比+7.19pct)。
- **海外市场不断纵深, 产品结构优化升级。**根据奥维睿沃数据, 全球市场海信系电视 98 英寸及以上产品出货量同比增长 85.29%, Mini LED 产品出货量同比增长 108.24%。在市场占有率方面, 75 英寸及以上大屏全球份额是 19.9%, 98 英寸及以上、100 英寸及以上产品市场份额分别是 28.9%和 47.7%。
- **结构升级助力毛利率改善, 销售费用投放积极。**2025H1 公司毛利率为 16.37%, yoy+0.56pct, 净利率为 3.88%, yoy+0.6pct。期间费用率方面, 其中销售、管理、研发、财务费用分别为 6.74%、1.92%、4.44%、0.01%, 同比+0.42pct、+0.20pct、+0.04pct、-0.15pct。

➤ 投资建议

- 预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 631.45 亿元、677.83 亿元、734 亿元, 同比增长分别为 7.9%、7.3%、8.3%, 2025-2027 年净利润分别为 25.92 亿元、28.43 亿元、31.41 亿元, 同比增长分别为 15.4%、9.7%、10.5%, 2025-2027 年 EPS 分别为 1.99 元、2.18 元、2.41 元, 对应公司 2025 年 8 月 25 日收盘价 21.71 元, 2025 年-2027 年 PE 分别为 10.9 倍、10 倍、9 倍, 公司估值较低, 看好公司的市场份额持续提升, 首次覆盖, 给与“买入-A”评级。

➤ 风险提示

- **汇率波动风险。**公司部分业务采用美元、日元等外币作为结算币种, 若相关汇率频繁或大幅度波动, 可能影响公司的竞争力。
- **全球关税政策和贸易环境不确定性风险。**公司海外业务收入占比较高, 覆盖北美、欧洲、亚太、中南美、中东非等全球主要市场, 部分国家的关税政策调整频繁, 可能影响收入。
- **市场竞争加剧风险。**全球电视市场集中度提升态势明显, 有可能引起竞争加剧。

【公司评论】瑞丰新材(300910.SZ)：瑞丰新材（300910.SZ）2025 半年报点评-盈利稳定增长，添加剂需求向好

李旋坤 lixuankun@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 公司发布 2025 年半年报，实现营业收入为 16.62 亿元，较上年同期上升 10.79%；实现归属于上市公司股东净利润 3.7 亿元，较上年同期增长 16.08%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 3.54 亿元，较上年同期增长 14.18%。

➤ 事件点评

- **原材料价格走弱，公司盈利有所增长。**在国际供应链体系面临重建、国内进口替代加速的阶段，下游客户对于产品安全供应需求日益提升，为公司带来较好的发展机遇和广阔的市场空间，面对国际国内行业环境变化的新趋势，公司提出以单剂为主向复合剂为主转变的战略规划，转型升级卓有成效。2025H1 原油 Brent 均价为 70.81 美元/桶，同比-15.11%；基础油为 7805.66 元/吨，同比-7.93%。H1 毛利率为 36.34%，同比+0.59pct，净利率为 22.34%，同比+1 pct。期间费用率 11.26%，同比+0.52pct。
- **复合剂产品认证持续突破。**公司目前已自主掌握 CF-4 级、CH-4 级、CI-4 级、CK-4 级柴油机油复合剂配方工艺，SL 级、SM 级、SN 级、SP 级汽油机油复合剂配方工艺以及天然气发动机油复合剂、摩托车油复合剂、船用系统油、船用汽缸油复合剂、抗磨液压油复合剂、齿轮油复合剂等配方工艺，其中 CI-4、CK-4、SN、SP 级别复合剂已通过国外权威的第三方台架测试，已取得多个产品的 OEM 认证。
- **上半年国内润滑油添加剂出口量稳定增长。**根据海关数据，润滑油添加剂 H1 国内出口 12.88 万吨，同比+7.51%；出口价 19954 元/吨，同比-2%；进口 10.81 万吨，同比-7.48%，进口均价 29295 元/吨，同比-2%。H1 河南省润滑油添加剂出口 5.39 万吨，同比+11.46%，出口价 19607 元/吨，同比-5%。
- **投资建议**
- 我们调整公司 2025-2027 年归母净利润分别为 8.83/10.11/11.60 亿元，对应公司 8 月 22 日市值 188 亿元，2025-2027 年 PE 分别为 21.3\18.6\16.2 倍，维持“买入-B”评级。
- **风险提示**
- 原材料涨价风险、海外市场政策风险、复合剂产品认证不能顺利通过的风险。

【公司评论】鲁西化工(000830.SZ)：鲁西化工-营收稳健增长，盈利水平有望触底回升

李旋坤 lixuankun@sxzq.com

【投资要点】**➤ 事件描述**

- **事件：**8月22日，公司发布《2025半年度业绩报告》，2025H1，实现营业收入147.4亿元，同比+5%，实现归母净利润7.6亿元，同比-34.8%，扣非归母净利润6.9亿元，同比-43.0%。其中，2025Q2实现营业收入74.5亿元，同环比分别+2.2%/+2.2%，实现归母净利润3.5亿元，同环比分别-41.9%/-15.1%，扣非归母净利润为3.0亿元，同环比分别-51.5%/-20.9%。

➤ 事件点评

- **营收稳健增长，盈利水平短期承压。**2025H1，公司化工新材料、基础化工、化肥产品三大业务板块收入分别97.4/29.6/17.8亿元，同比分别增长2.4%/5.1%/22.4%，毛利率分别为11.4%/22.1%/5.8%，同比分别-9.8/+8.8/-1.6pct。整体毛利率和净利率分别为12.9%/5.2%，同比分别-5.1/-3.2pct，主要系多个产品因供需关系而跌价。
- **三季度以来主营产品价格降幅收窄，建议关注“反内卷”政策。**近期，反内卷与供给侧优化成为社会关注的热点，我们认为供给侧优化与反内卷，将有效遏制企业低价无序竞争，推动落后产能有序退出，使企业盈利与创新投入形成良性循环。据百川盈孚数据统计，2025Q2正丁醇/己内酰胺/PC/尼龙6/烧碱32%液碱/正丙醇均价环比分别下降8.4%/12.8%/3.6%/11.6%/7.6%/11.2%，2025年7月1日至8月21日均价环比2025Q2分别下降4.8%/2.6%/3.3%/5.5%/2.6%/2.6%，降幅有所收窄。未来，在供给侧优化与反内卷的政策推动下，相关商品价格有望企稳回升，公司盈利水平有望触底回升。
- **投资建议**
- 预计公司2025-2027年净利润分别为18.5/27.8/36.3亿元，对应公司8月25日收盘价13.27元，PE分别为14/9/7倍，维持“买入-B”评级。
- **风险提示**
- 原材料价格波动风险，宏观经济修复不及预期风险，产品价格下降风险，安全环保风险。

【公司评论】扬农化工(600486.SH)：扬农化工-原药市场触底回升，辽宁优创释放增量

李旋坤 lixuankun@sxzq.com

【投资要点】**➤ 事件描述**

- 8月22日，公司发布《2025半年度公告》，2025H1，实现营收62.34亿元，同比+9.38%；归母净利润8.06亿元，同比+5.6%。其中25Q2营收29.93亿元，同环比分别+18.63%/-7.64%，归母净利润3.71亿元，同环比分别+11.06%/-14.72%。

➤ 事件点评

- **辽宁优创项目逐步投产，释放新增量。**公司 25Q2 原药实现销量为 28037 吨，销量增长主要系宁优创项目产能释放所致，销售均价为 6.59 万元/吨，同比+3.2%，环比+4.7%，原药市场在全球农药渠道库存去化的背景开始逐渐涨价，行业景气度逐渐修复。25Q2 制剂实现销量为 12715 吨，销售均价为 2.36 万元/吨，同比下滑，主要系二季度制剂行业景气下降所致。葫芦岛项目一阶段项目快速推进产能爬坡，已调试产品全部达设计产能。
- **生产与研发双管发力，东南亚市场快速开拓。**公司在产原药涉及杀虫剂、杀菌剂、除草剂、植物生长调节剂等约 70 个品种，总产能超 10 万吨。公司以菊酯为起点，不断创新，菊酯品类已增加至 50 多个，并有三种销售额超过亿元的创制药。公司为应对美国关税挑战，大力拓展区域市场，东南亚卫药市占率从 5%提升到 70%左右。
- **基孔肯雅热及登革热预防需求助推杀虫剂市场进一步修复。**为预防伊蚊对病毒的传播，拟除虫菊酯类因高效低毒成为主流选择，其中氯氟醚菊酯将广泛用于室内外环境。公司的四氟苯烯菊酯、氯氟醚菊酯主要用于蚊虫等卫生害虫防治，对卫生靶标具有快速击倒作用，适用于电热蚊香液、蚊香、气雾剂等多种剂型。
- **投资建议**
- 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 14.8/ 17.0/ 19.7 亿元，对应公司 8 月 25 日收盘价 71.25 元，PE 分别为 20/ 17/ 15 倍，维持“买入-B”评级。
- **风险提示**
- 农化市场需求不及预期风险、项目投产不及预期风险、原材料价格大幅波动等风险。

分析师承诺：

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

投资评级的说明：

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

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

评级体系：

——公司评级

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

——行业评级

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

——风险评级

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

免责声明：

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

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

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

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

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

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

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

