

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-08-27

宏观策略

2025 年 08 月 27 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

隆基绿能（601012）：2025 中报点评：Q2 环比减亏，BC 量产逐步推进
投资评级：买入 风险提示：竞争加剧，政策变动超预期等。

珠海冠宇（688772）：2025 年中报点评：手机出货高增业绩符合预期，折

旧年限调整增厚后续利润

盈利预测与投资评级: 由于下游需求波动, 我们调整 25-27 年公司归母净利润 6.5/12.1/15.8 亿元(此前预期 8.6/13.3/16.1 亿元), 同增 51%/86%/31%, 对应 PE 为 33/18/14 倍, 考虑到公司全球消费锂电巨头地位, 启停电池打造第二增长曲线, 给予 26 年 25 倍 PE, 目标价 27 元, 维持“买入”评级。 风险提示: 下游需求放缓、新产品不及预期。

三全食品 (002216): 2025 年中报点评: 调整思路提升收入质量, 初见成效

考虑下游需求端仍相对疲软, 我们略下调 2025-2027 年盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 5.7/6.4/6.9 亿元(此前预测值分别为 6.0/6.8/7.4 亿元), 同比+6%/11%/8%, 对应 PE 为 18/16/15X。维持“增持”评级。

湖南裕能 (301358): 2025 半年报点评: Q2 盈利拐点已现, 龙头优势显著

考虑上半年碳酸锂跌价压力, 下修公司 25-27 年预期归母净利至 10.5/20.0/30.2 亿元(原预期 15.0/22.6/30.2 亿元), 对应 PE 为 25/13/9 倍, 考虑公司铁锂涨价落地及高端产品占比提升, 给予 26 年 20x PE, 对应目标价 52.8 元, 维持“买入”评级。

和铂医药-B (02142.HK): 全球稀缺抗体平台, In China for global 的 BD 领军者

盈利预测与投资评级: 公司营收主要受所签署授权协议影响。其公告披露了合作金额, 我们根据行业惯例对临床的推进节奏进行判断以对预测未来收入。我们预测 25-27 年归母净利润为 1.41/0.68/0.79 亿美元。由于公司收入和盈利存在明显后置, 故采用 FCFF 法进行估值, 目标价为 14.01 港元, 高于目前公司股价, 首次覆盖, 给予“买入”评级。 风险提示: 新药研发进展不及预期的风险; 药品审批和上市时间不及预期的风险; 合作方未能履行合约的风险; 市场格局竞争加剧的风险。

爱玛科技 (603529): 2025 年半年报点评: 业绩符合预期, 两轮车量价双升, 分红率同比提升

盈利预测与投资评级: 随新国标年内落地, 行业标准进一步趋严, 或对行业造成扰动。我们下调公司 2025/2026 年归属母公司净利润预测至 26.19/30.13 亿元(原 27.22/32.58 亿元), 给予公司 2027 年归母净利润预测 34.90 亿元, 2025~2027 年对应 PE 为 12.33/10.71/9.25 倍。公司在产品方面以“科技与时尚”作为品牌主张, 同时持续推进电机、控制器、电池和新材料应用等技术研发, 为产品品质升级提供坚实基础。渠道层面公司持续推进渠道拓展, 实施渠道下沉策略; 借助数智化系统提升门店运营效率加强精细化管理; 积极推动国际渠道建设, 推动北美、南美等国渠道拓展工作。目前公司估值处于低位, 龙头地位稳固, 维持公司“买入”评级。

恒立液压 (601100): 2025 半年报点评: Q2 归母净利润同比+18.3%, 看好第二成长曲线逐步兑现

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 28.7/34.1/41.4 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 41/34/28X, 维持“买入”评级。 风险提示: 国内行业需求回暖不及预期、行业竞争加剧、出海不及预期。

宇通客车 (600066): 2025 年中报点评: 出口带动业绩兑现, 期待 25H2 高景气度

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025~2027 年营业收入预测为 429/499/567 亿元，同比+15%/+16%/+14%，维持 2025~2027 年归母净利润为 46.3/55.2/66.8 亿元，同比+12%/+19%/+21%，对应 PE 为 13/11/9 倍，维持“买入”评级。风险提示：全球经济复苏不及预期，国内外客车需求低于预期。

民生健康 (301507)：2025 年中报点评：业绩符合预期，关注新品上市渠道基础好，传统维矿增长稳健，益生菌增量明确。公司蓄势帷幄多年，站在新一轮产品周期的起点，后续成长可期。

宇通重工 (600817)：2025 年中报点评：新能源环卫&矿用装备收入高增，剔除傲蓝得影响后业绩同增 27%

事件：2025H1，公司营收 16.60 亿元，同增 12.07%；归母净利润 1.19 亿元，同增 42.54%。扣非归母净利润 0.70 亿元，同增 5.30%。盈利预测与投资评级：政策驱动&经济性改善，环卫新能源有望加速放量，公司受益电动化弹性最大；公司新能源矿用装备逆势增长，积极拓展海外市场。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 2.62/3.30/4.13 亿元，对应 2025-2027 年 PE 为 25/20/16 倍，维持“买入”评级。风险提示：新能源渗透率不及预期，市场竞争加剧，应收账款延长。

钧达股份 (002865)：2025 中报点评：盈利短期承压，海外产能多元布局
盈利预测与投资评级：考虑行业竞争加剧，价格处于低位，盈利承压，我们下调公司盈利预测，我们预计公司 2025 年-2027 年归母净利润-3.9/7.6/13.1 亿元（前值为 5.15/10.36/14.24 亿元），同增 34.49%/295.93%/72.77%，基于公司光伏电池龙头地位，维持“买入”评级。风险提示：政策不及预期，竞争加剧等。

三七互娱 (002555)：2025 年半年报点评：业绩超预期，存量游戏利润释放，新游储备充沛

盈利预测与投资评级：考虑到存量游戏稳健，利润释放超预期，我们上修盈利预测，预计 2025-2027 年公司 EPS 分别为 1.29/1.39/1.44 元（前值为 1.25/1.28/1.32 元），对应当前股价 PE 分别为 15/14/14 倍。我们看好公司老游利润释放，新游储备丰富，同时高额分红回报股东，维持“买入”评级。风险提示：新游表现不及预期，买量竞争加剧，行业监管风险

理邦仪器 (300206)：2025 年中报点评：海外经营稳健，利润表现亮眼

投资要点 事件：公司近期发布 2025 年中报。2025 年上半年，公司实现收入 9.14 亿元（-0.91%，同比，下同），实现归母净利润 1.54 亿元（+23.47%），实现扣非归母净利润 1.45 亿元（+26.78%）。2025 单 Q2 季度，公司实现收入 4.93 亿元（+3.12%），实现归母净利润 0.89 亿元（+3.22%），实现扣非归母净利润 0.85 亿元（+4.68%），业绩符合我们预期。2025 年上半年公司主业业务稳健，毛利率平稳。2025H1 分产品看，病人监护收入 2.69 亿（+11.61%），体外诊断收入 1.91 亿（-2.95%），B 超整机收入 1.49 亿（+8.78%），妇幼保健产品及系统收入 1.40 亿（-14.68%），心电图机收入 1.39 亿（-10.40%），其他业务收入 0.22 亿（+40.08%）。各产品 2025 年上半年毛利率保持平稳，病人监护毛利率 55.77%，体外诊断毛利率 58.80%，B 超整机毛利率 53.59%，妇幼保健产品及系统毛利率 66.90%，心电图机毛利率 63.77%，其他业务毛利率 60.78%。2025 年单 Q2 公司国内外营收均实现环比改善：2025 年第二季度公司营收 4.93 亿元，环比单 Q1 增长 17.39%。其中国内市场营收 1.91 亿元，环比增长 14.89%；国际市场营收 3.03 亿元，环比增长 19.02%。从产品线来看，2025

年单 Q2，公司各产品线增长态势良好。其中，病人监护和心电诊断业务表现强劲，环比分别增长 29.41%和 27.98%；超声影像业务也取得了 19.85%的环比增长；体外诊断和妇幼健康业务则相对稳定，环比基本持平。盈利预测与投资评级：考虑到海外推广费用及国内招投标情况，我们维持公司 2025-2027 年归母净利润为 2.03/2.54/3.04 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 39/31/26 倍，考虑到公司海外发展顺利，维持“买入”评级。风险提示：地缘政治风险，新产品市场推广或不及预期的风险，医药行业政策风险等。

济川药业 (600566): 2025 半年报点评: 业绩阶段性承压, 创新管线逐步进入收获期

事件: 2025 年 H1, 公司实现营收 27.49 亿元 (-31.87%, 同比下滑 31.87%, 下同), 归母净利润 7.24 亿元 (-45.87%), 扣非归母净利润 6.21 亿元 (-47.43%); 单 Q2 季度, 公司实现营收 12.23 亿元 (-25.03%), 归母净利润 2.84 亿元 (-42.39%); 扣非归母净利润 2.28 亿元 (-49.7%)。业绩承压, 主要系终端需求变化, 蒲地蓝口服液及小儿翅鞘清热颗粒销售收入同比减少; 以及集采政策影响下雷贝拉唑肠溶胶囊收入有所下滑。逆境潜行, 未来可期: 根据中康开思数据, 2025Q2, 零售药店市场规模同比下滑 0.2%, 其中, 中成药同比下滑 4.4%, OTC 产品下滑 1.4%, 止咳祛痰平喘同比下滑更为明显。公司积极应对行业变化, 产品渠道库存及终端价格调控在良性水平。我们认为, 呼吸品类产品销售随着发病率的变化具有一定周期性, 随着渠道&社会库存的消化, 药店消费者购药回归常态化后, 有望逐步恢复正常的增长。展望 2025H2, 一方面雷贝拉唑集采的基数影响已经消化, 呼吸品类 Q4 也有望进入相对旺季, 我们认为 25H2 有望环比改善。均衡布局产品管线, 为中长期增长蓄能: 截至 2025H1, 公司完成 1.1 类中药创新药小儿便秘颗粒上市申报并且药品审评中心已受理, 目前临床尚无治疗小儿便秘的儿童专用中药创新药, 上市后有望成为指导原则《小儿便秘中药新药临床研究技术指导原则(试行)》(2024 年)发布后的首个用于小儿便秘的中药 1.1 类儿童专用药。此外, 公司与南京征祥医药合作开发的玛洛洛沙韦片成人适应症已收到国家药品监督管理局核准签发的《药品注册证书》, 该产品为 1 类新药, 公司享有其独家推广权益。作为一款用于治疗或预防流感的聚合酶酸性蛋白(PA)抑制剂, 有成长为流感治疗领域大单品的潜力。盈利预测与投资评级: 考虑到感冒呼吸类产品整体大环境的影响, 我们将公司 2025-2026 年归母净利润 29.8/33.1 亿元下调至 15.8/17.8 亿元, 2027 年归母净利润预计为 20.2 亿元, 对应估值为 15/14/12X。基于公司 1) 高基数压力逐步在消化; 3) 二线品种持续放量, 研发管线开始收获; 3) BD 和销售能力强, 有望形成大品种代销, 维持“买入”评级。风险提示: 集采风险, BD 品种存在不确定性, 产品销售不及预期, 研发不及预期等。

乖宝宠物 (301498): 2025 年中报点评: 业绩符合预期, 自有品牌再加速考虑到激励费用的影响, 我们略下调盈利预测, 预计 2025-2027 年归母净利润分别为 7.5/9.8/12.3 亿元 (此前预期为 8.2/10.2/12.4 亿元), 对应 PE 分别为 54/41/33X, 维持“买入”评级。

汇川技术 (300124): 2025 年半年报点评: 业绩符合市场预期, 工控逐步复苏, 电动车继续高增, 机器人业务快步推进

事件: 公司发布 25 年中报, 25H1 营收 205 亿元, 同比+27%, 归母净利润 29.7 亿元, 同比+40%, 扣非净利润 26.7 亿元, 同比+29%; 毛利率

30.2%，同比-1.5pct，归母净利率 14.5%，同比+1.4pct。其中：25Q2 营收 115 亿元，同比+19%，归母净利润 16.5 亿元，同比+26%，扣非净利润 14.4 亿元，同比+13%，毛利率 29.6%，同比-0.2pct，归母净利率 14.3%，同比+0.8pct。归母略超预期，主要系股权投资项目公允价值变动+欧元升值；扣非业绩整体符合市场预期。通用自动化：下游复苏趋势明确、多方案并施再现强劲 α 。公司 25H1/25Q2 通用自动化业务收入 88/47 亿元，同比+17%/+7%。1) 行业层面：根据 MIR，25Q2 OEM/项目型市场销售额同比+0.5%/-2.7% (25Q1 分别为+3.3%/+1.8%)。2) 公司层面：面对关税等外部不确定性，通过 1) 对 TOP 客户组织迭代，成立传动产品线；2) 成立 IFA 部门打造工厂级解决方案；3) 继续实施扎寨子计划布局下沉市场。分产品看，25Q2 低压变频/交流伺服/PLC&HMI 销售额分别同比-11%/+16%/+23%，25Q2 低压变频/交流伺服/小型 PLC 市占率 (MIR 口径) 分别为 23.7%/37.0%/7.2%，同比+2.3/+4.1/+0.6pct，强劲 α 再现。订单方面，6-7 月需求显著改善，订单增速逐月增长，我们预计 H2 订单有望同比+20~30%，25 年营收有望同比+20%以上。

赣锋锂业 (002460): 2025 半年报点评: 自有资源逐步放量, 下半年锂涨价贡献业绩弹性

盈利预测与投资评级：考虑 25 年锂价触底后反弹，但 26-27 年锂价仍处于底部区间，我们下调 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 4.3/15.5/23.5 亿元 (原预期 8.1/15.8/24.5 亿元)，同比+121%/+258%/+51%，对应 PE 为 182x/51x/34x，公司全球布局众多优质资源，矿端自供率持续提升，维持“买入”评级。风险提示：产能释放不及预期，需求不及预期。

粤海投资 (00270.HK): 2025 年中报点评: 水务主业稳定, 归母净利润同增 11.2%超预期

盈利预测与投资评级：水务板块业绩稳定，剥离粤海置地后负债端改善分红比例稳定 & 分红确定性强，维持 2025-2027 年归母净利润 42.74/43.57/44.53 亿港元，对应 PE 10.5/10.3/10.1 倍，维持“买入”评级。风险提示：供水量不急预期，水务调价低于预期，应收账款回款风险。

江淮汽车 (600418): 2025 年半年报点评: 业绩低于业绩预告指引, 尊界 S800 表现良好

盈利预测与投资评级：公司与华为在产品开发、生产制造、销售和服务等领域全面战略合作，着力打造豪华智能网联电动汽车尊界 S800，目前已正式上市；与大众战略合作进展顺利；与宁德时代、科大讯飞等科技型企业协同合作持续深化，加速生态融合；公司商用车业务经营稳定。由于行业竞争加剧，我们下调公司 2025/2026/2027 年归母净利润预期至 5.6/15.1/33.5 亿元 (原为 8.4/15.9/33.9 亿元)。对应 PE 为 204/76/34 倍，我们仍维持江淮汽车“买入”评级。风险提示：商用车行业景气度低于预期；对外合作进展低于预期；芯片/电池等关键零部件供应链不稳定风险等。

迎驾贡酒 (603198): 2025 年中报点评: 中低档酒加快出清, 洞藏相对保持平稳

事件：公司发布 2025 年中报，25H1 公司收入、归母净利分别同比-16.9%、-18.2%；对应 25Q2 收入、归母净利同比-24.1%、-35.2%。盈利预测与投资评级：看好安徽白酒 100~300 元价位带稳步扩容，2025 年迎驾中低档酒集中出清，后续有望轻装上阵，期待恢复较好增势。参考 25H1 财报

情况，我们调整公司 2025~27 年归母净利润为 21.7、23.5、27.1 亿元（前值 26.2、28.4、32.1 亿元），当前股价对应 PE 为 17/16/14X，维持“买入”评级。风险提示：省内消费升级不及预期、省外竞争加剧、食品安全问题。

德业股份（605117）：2025 中报点评：2025Q2 储能出货环比高增，工商储占比稳步提升

盈利预测与投资评级：考虑户储价格有所下行，组串及微逆出货增长放缓，我们下调 2025-2027 年盈利预测，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 36.0/43.1/51.7 亿元（前值为 38.5/46.5/54.9 亿元），同增 22%/20%/20%，对应 PE 为 16/13/11 倍，考虑公司户储出货持续增长，工商储逐步起量，给予 2026 年 20 倍 PE，对应目标价 95 元，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧、需求不及预期。

伟创电气（688698）：2025 年半年报点评：业绩符合市场预期，“内生+开放合作”布局机器人业务

25H1 营收同比+16%、归母净利润同比+5%、业绩符合市场预期。公司发布 2025 年半年报，实现营收 8.97 亿元，同比+16.39%，归母净利润 1.41 亿元，同比+4.87%，扣非净利润 1.38 亿元，同比+4.36%，其中 25Q2 实现营收 5.10 亿元，同比+15.08%，归母净利润 0.84 亿元，同比+4.39%，扣非净利润 0.83 亿元，同比+4.38%，业绩符合市场预期。海外增速放缓&价格战导致毛利率有所下降、战略业务持续投入。公司 25H1 毛利率为 38.20%，同比-1.27pct，其中 25Q2 为 38.56%，同比-0.45pct，主要系 1）高毛利的海外市场增速边际放缓；2）价格竞争加剧。2025H1 期间费用率 20.74%，同比-1.01pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 7.04%、3.95%、11.18%、-1.43%，分别同比-0.38pct、-0.66pct、-0.45pct、+0.49pct，主要系公司海外销售渠道体系已基本搭建完成，同时战略业务持续投入下，研发费用率维持高位。展望全年，价格竞争缓解，产品价格趋于稳健。核心产品下游行业持续拓展、智慧能源战略布局。分产品看：1）25H1 公司变频器收入 5.59 亿元，同比+13.94%，毛利率 42.38%，同比-0.83pct。公司产品已形成涵盖高中低压、单传、多传的完整产品矩阵，广泛应用于冶金、钢铁、电力、起重、船舶、矿山、港口等众多下游，并且未来将重点布局项目型市场。2）25H1 伺服系统及运动控制器收入 2.90 亿元，同比+13.99%，毛利率 31.16%，同比-1.77pct，公司已完成伺服产品功率范围全覆盖，支持多种总线协议，具备单机、多传等多种配置方案，控制系统产品持续渗透小型 PLC 市场，加速向中高端市场拓展，同时积极推进中大型 PLC 研发，打造各产品线深度协同；3）25H1 数字能源收入 0.21 亿元，同比+451.62%，毛利率 23.95%，公司围绕电源技术开发逆变器、制氢电源等产品，深耕运营商通信基站/机房场景下的智慧能源综合解决方案。

阳光电源（300274）：2025 年中报点评：全球光储龙头增长强劲，布局 AIDC 开拓第三增长曲线

事件：公司 25H1 营收 435.3 亿元，同比+40.3%，归母净利润 77.3 亿元，同比+56%，毛利率 34.4%，同比+1.9pct，归母净利率 17.8%，同比+1.8pct。单 Q2 来看，25Q2 营收 245 亿元，同环比+33.1%/+28.7%，归母净利润 39.1 亿元，同环比+36.5%/+2.1%，毛利率 33.8%，同环比+4.3/-1.4pct，归母净利率 16%，同环比+0.4/-4.1pct。公司注重股东回报，25H1 拟向全体股东派发现金股利 19.5 亿元，占总利润的 25%。

新宙邦 (300037): 2025 半年报点评: 业绩符合市场预期, 氟化工稳中有升

考虑 Q2 电解液行业盈利压力较大, 调整公司 25-27 年预期归母净利润至 11.9/16.3/20.3 亿元(原预期 13.1/16.2/20.0 亿元), 同比+27%/+37%/+24%, 对应 PE 为 30x/22x/17x, 考虑公司氟化工及含氟冷却液增长可期, 给予 26 年 30xPE, 目标价 65.4 元, 维持“买入”评级。

安井食品 (603345): 2025 年中报点评: Q2 盈利端压力集中释放, 关注旺季产品渠道增量

考虑到成本和行业竞争的影响, 我们下调 2025-2027 年盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润为 14.3/16.2/19.1 亿元(此前预测值分别为 16.2/18.3/19.6 亿元), 同比-4%/+14%/+18%, 对应 PE 为 18/16/13X。公司估值相对低位, 且维持较高的分红比例, 维持“买入”评级。

西麦食品 (002956): 2025 年中报点评: 收入端略超预期, 成长势能向好
公司股权激励目标为 2025-2027 年营收复合增速为 15%, 营收增速确定性较高, 2025 年成本红利释放, 利润弹性可期。我们基本维持此前盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 1.8/2.3/2.8 亿元, 同比+35%/+27%/+21%, 对应 PE 为 30/24/20X, 维持“买入”评级。

今世缘 (603369): 2025 年中报点评: 主动降速纾压, 筑牢发展基础

参考 25Q2 报表节奏, 我们更新 2025-2027 年归母净利润预测为 29.83、32.14、35.69 亿元(前值为 36.79、41.01、45.37 亿元), 对应当前 PE 分别为 18.5、17.2、15.5X。基于两点判断, 一是报表逐步出清、后续有望轻装上阵, 二是竞争势能向上、江苏省内份额逆势提升, 维持“买入”评级。

金徽酒 (603919): 2025 年中报点评: 升级韧性延续, 回款节奏稳健

二季度升级韧性延续, 回款节奏稳健, 中长期持续推进大西北根据地市场一体化建设。参考 25Q2 报表节奏, 我们更新 2025-2027 年归母净利润预测为 3.77、4.17、4.65 亿元(前值为 4.08、4.65、5.35 亿元), 对应当前 PE 分别为 28.1、25.4、22.8X, 维持“买入”评级。

安徽合力 (600761): 2025 半年报点评: Q2 归母净利润同比+10%, 海外市场+战略新兴板块拓展顺利

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 14/15/16 亿元, 当前市值对应 PE 12/11/10X, 维持“买入”评级。风险提示: 地缘政治冲突加剧、竞争格局恶化、原材料价格波动等

能科科技 (603859): 2025 年中报点评: AI 业绩超预期, 合同负债高增

盈利预测与投资评级: 公司前瞻布局 AI agent 业务, 打造第二成长曲线, 2025 年 H1 AI 业务继续保持高速增长, 我们维持公司 2025 年-2027 年营业收入为 18.23 亿元、21.92 亿元、25.72 亿元, 对应增速 21%、20%、17%; 2025 年-2027 年归母净利润为 2.54 亿元、3.16 亿元、3.94 亿元, 对应增速分别为 32%、25%、24%, 对应 PE 分别为 42/34/27 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 相关政策不及预期、企业产品落地不及预期、市场竞争加剧。

炬芯科技 (688049): 2025 年中报业绩点评: 智能音频业务高速增长, 存内计算加速落地

25H1 营收稳步增长, 销售净利率增长显著。据公司 25 年中报, 25H1 实现营收 4.49 亿元, yoy+60.12%; 毛利率 50.67%, 同比上升 4.21pcts; 归母净利润 0.91 亿元, 同比增长 123.19%。25Q2 单季营收 2.57 亿元,

yoy+58.72%，qoq+33.98%；毛利率 51.31%，同比增长 4.09pcts，环比增长 1.49pcts；销售净利率 19.41%，同比降低 0.59pcts，环比降低 2.18pcts。SoC 芯片业务实现高速增长，AIoT 与无线音频市场渗透率显著提升。2025 年作为端侧 AI 元年，AI 与硬件的融合创新呈现井喷态势。在此趋势下，公司全力推进产品 AI 化战略转型，提供兼具低功耗与大算力优势的 AI 芯片解决方案。目前，公司已成功推出 ATS323X、ATS362X、ATS286X 三款端侧 AI 音频芯片，已快速导入品牌客户无线麦克风产品中上市发售，并快速上量。公司持续加大与国内外一线品牌的合作深度，在蓝牙音箱芯片市场，公司在哈曼、索尼、Bose 等为代表的品牌客户不断提升市场份额，成为业内品牌的第一梯队供应商；在低延迟高音质蓝海市场，公司与大疆、RODE、猛玛等无线麦克风品牌客户保持密切的合作关系，保持领先的技术优势和市占率，与 TCL、VIZIO 等知名厂商合作，发力 Soundbar 市场，共同挖掘无线化传输全景声带来的巨大市场机遇；公司在端侧 AI 处理器芯片市场持续拓展，以 Party 音箱品类为切入点，不断提升此品类的市场份额、同时不断发掘专业音频领域新的增长机遇。存内计算技术商业化加速，AI 芯片性能与生态持续优化。公司正推进存内计算（CIM）技术的商业化落地，第二代存内计算 IP 研发按计划进行，目标实现单核 NPU 算力倍数提升、能效比优化，并全面支持 Transformer 模型。同时，通过 ANDT 开发工具的版本升级，强化了端侧 AI 开发生态，便于客户模型部署，进一步巩固其在 AIoT 领域的技术领先地位。

龙迅股份（688486）：2025 年中报业绩点评：业绩稳健增长，高速传输与车规级芯片拓展加速

25H1 营收稳步增长，销售净利率增长显著。据公司 25 年中报，25H1 实现营收 2.47 亿元，yoy+11.35%；毛利率 54.88%，同比上升 0.22pcts；归母净利润 0.72 亿元，同比增长 15.16%。25Q2 单季营收 1.38 亿元，yoy+17.42%，qoq+26.56%；毛利率 55.22%，同比增长 0.08pcts，环比增长 0.79pcts；销售净利率 31.18%，同比增长 4.72pcts，环比增长 5.03pcts。持续研发创新，完善高清视频桥接及处理芯片产品线。2025 年上半年，公司继续加大研发投入，报告期内研发投入 yoy+22.87%，占营收比重 23.1%。报告期内，公司成功研发出主要应用于商显和安防领域的支持多输入混合信号切换的芯片，该芯片支持高刷新率和可变刷新率，最高单通道速率可达 12Gbps，能够单芯片解决四个输入接口的混合信号切换的点屏与环出问题，大幅降低了终端产品的设计复杂度和生产成本，为该领域客户的产品升级提供了有力支撑。公司还升级了应用于端侧 AI 领域的低功耗、低延迟视频桥接芯片，相较于上一代产品，新品通过优化设计结构和更新工艺，在性能上实现跃升，功耗进一步降低，兼容性也得到显著提升，更加有利于为 AI 模型的训练提供实时要素。公司预计几款产品于下半年陆续投放市场并实现批量出货。积极拓展高速数据传输与车规级芯片市场，推动产品高端化转型。报告期内，公司在 DP2.1、USB、PCIe、SATA 等协议的研究开发上持续发力，并取得了阶段性进展，部分项目已进入流片阶段。产品具有高速率、高可靠性、低延迟和低误码率等特征，参与 AI 训练、推理运算的数据传输和储存，是提升 AI 系统性能的关键器件，在超算、AI 智能、数据中心、消费电子等领域有着非常广阔的市场空间。汽车电子方面，针对汽车市场对于视频长距离传输和超高清视频显示需求开发的车载 SerDes 芯片组目前处于全面市场推广阶段，已将 SerDes 芯片组拓展进入 eBike、摄像云台、无人机等新业务领域。公司积

极推进汽车体系建设和产品认证,报告期内,新增一个产品通过汽车软件过程改进与能力评定 ASPICE level2 评估认证,新增 2 个产品通过 AEC-Q100 Grade2 认证测试。截至报告期末,公司共有 11 颗桥接类的芯片通过了 AEC-Q100 测试认证,其中 5 颗产品通过 Grade 2 认证。

BOSS 直聘 (BZ): 2025Q2 业绩点评: 业绩好于预期, 看好盈利释放潜力

公司 Q2 业绩好于我们预期,我们将公司 2025-2027 年 Non-GAAP 净利润预测从 33/41/48 亿元上调至 35/42/51 亿元,对应 PE 为 23/19/15x,我们看好公司长期发展,维持“买入”评级。

中航高科 (600862): 2025 年中报点评: 持续推进产能建设, 营收利润稳健增长

盈利预测与投资评级: 公司业绩符合市场预期,我们基本维持先前对公司 2025-2027 年归母净利润预测,分别为 13.71/16.24/17.94 亿元,对应 PE 分别为 26/22/20 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。

鸿远电子 (603267): 2025 年中报点评: 产品结构向高附加值领域倾斜, 规模效应和成本管控成果明显

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 3.26/4.80/5.71 亿元,对应 PE 分别 41/28/23 倍,维持“买入”评级。 风险提示: 1) 应收账款余额较大的风险; 2) 自产军用产品降价的风险; 3) 下游需求及订单波动。

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。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”的理事就职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

隆基绿能 (601012)：2025 中报点评：Q2 环比减亏，BC 量产逐步推进

投资要点 事件：公司 25H1 营收 328.1 亿元，同-14.8%，归母净利润-25.7 亿元，同 50.9%，毛利率-0.8%，同-8.5pct，归母净利率-7.8%，同 5.8pct；其中 25Q2 营收 191.6 亿元，同环比-8.1%/40.3%，归母净利润-11.3 亿元，同环比-60.7%/-21.1%，毛利率 1.6%，同环比-5/5.8pct，归母净利率-5.9%，同环比 8/4.6pct。Q2 出货环比提升、BC 量产

稳步推进：公司 25H1 硅片出 52.08GW（外销 24.72GW），电池组件出货 41.85GW（其中组件出货量 39.57GW）；测算 Q2 硅片出货约 28.62GW（外销 13.46GW），单瓦亏损环比略有收窄；Q2 电池组件出货约 24.92GW，其中 BC 组件出货持平 Q1 约 4GW，受益于 Q2 抢装价格提升、组件单瓦亏损大幅收窄。公司二代 BC 量产持续推进，截止 Q2 末公司 BC2.0 自有产能达 24GW；组件量产效率达 24.8%，签单量快速增长，上半年出货约 4GW，我们预计 25 年末通过技术升级，公司 HPBC2.0 电池产能占比超过 60%。

财务指标健康、在手现金充沛：25H1 末公司资产负债率 60.72%，有息负债率 21.45%，财务健康行业领先。公司 25H1 期间费用 25.2 亿元，同-30.8%，费用率 7.7%，同-1.8pct，其中 Q2 期间费用 11.9 亿元，同环比-33.5%/-10.3%，费用率 6.2%，同环比-2.4/-3.5pct；25H1 经营性净现金流-4.8 亿元，同-92.4%，其中 Q2 经营性现金流 12.6 亿元，同环比-182.9%/-172.3%；25H1 资本开支 42.1 亿元，同 24.4%，其中 Q2 资本开支 7.7 亿元，同环比-70.3%/-77.7%；25H1 末存货 144.6 亿元，较年初 8.1%。

盈利预测与投资评级：考虑行业竞争加剧，光伏组件价格下行，我们下调公司 25-27 年归母净利润为-44.8/31.2/72.7 亿元（25-26 年前值为 33/49 亿元），同增 48%/170%/133%，考虑公司 BC 量产稳步推进，财务健康程度行业领先，维持“买入”评级。

风险提示：政策不及预期，竞争加剧，行业供需失衡等

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男

证券分析师：徐钺嵘）

珠海冠宇（688772）：2025 年中报点评：手机出货高增业绩符合预期，折旧年限调整增厚后续利润

投资要点 半年报业绩符合预期。公司 25 年 H1 营收 61 亿元，同增 14%，归母净利润 1.2 亿元，同增 15%，扣非净利润 0.5 亿元，同增 74%；其中 25 年 Q2 营收 36 亿元，同环比+29%/+44%，归母净利润 1.4 亿元，同比+53%，环比扭亏，毛利率 24.7%，同环比+0.5/+3.3pct，归母净利率 3.9%，同环比+0.6/+4.9pct。

手机电芯出货高增，并拟投资扩建钢壳产能。我们预计 25 年 H1 公司消费电子电芯出货 2 亿支，同比增 19%，其中笔电电芯增 7%、手机增 43%、其他消费电子电芯增 80%，同时 Pack 自供比例提升至 44%，同比+4pct。收入端，25 年 H1 消费类电芯收入 51 亿，同比+4%。其中 Q2 消费收入 31 亿元，同环比+18%/+50%，我们预计电芯出货 1.2 亿支，同环比增 33%/50%，贡献利润 1.7 亿元，单颗利润 1.4 元，环比略降，主要系安卓客户比例提升、A 客户钢壳线爬坡以及原材料价格波动影响。我们预计 25 年消费电子电芯出货 4.7 亿支，同比增 25%，收入 120 亿元，贡献利润 8 亿元+，公司计划投资 20 亿建设钢壳产能，我们预计 26-27 年消费出货维持 20%+增长。

动力 Q2 进一步减亏，低压锂电客户定点密集落地。子公司浙江冠宇 25 年 H1 收入 9.7 亿，同比+140%，净利润-1.3 亿，权益亏损 0.8 亿，大幅减亏。其中 25 年 Q2 收入 5 亿元，同环比+160%/+15%，出货 40 万台，同环比+150%/+33%，权益亏损 0.3 亿元。我们预计 25 年权益亏损 1.5 亿元，26 年我们预计进一步减亏。此外，公司 25 年 H1 无人机收入同增 200%，持续保持与大疆等客户的深度合作，聚焦高倍率场景，销量稳步提升。

研发投入力度持续，H1 末存货增长明显，延长部分设备折旧年限，明显增厚后续利润。公司 25 年 Q2 期间费用 8.2 亿元，同环比+28%/+25%，费用率 22.9%，同环比-0.2/-3.5pct，经营性现金流 3.5 亿元，同环比+58%/-32%，资本开支 10.6 亿元，同环比+54%/+26%，25 年 H1 末存货 27.3 亿元，较年初增加 44%。公司会计准则自 4 月 1 日变更，对房屋折旧年限由

3-20 年变更为 3-40 年，部分设备折旧年限由 5 年变更为 8 年，公司固定资产余额约 80 亿元，24 年折旧近 18 亿，变更后我们预计 26 年有望明显增厚利润。盈利预测与投资评级：由于下游需求波动，我们调整 25-27 年公司归母净利润 6.5/12.1/15.8 亿元（此前预期 8.6/13.3/16.1 亿元），同增 51%/86%/31%，对应 PE 为 33/18/14 倍，考虑到公司全球消费锂电巨头地位，启停电池打造第二增长曲线，给予 26 年 25 倍 PE，目标价 27 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：阮巧燕

证券分析师：朱家佟）

三全食品（002216）：2025 年中报点评：调整思路提升收入质量，初见成效

投资要点 事件：2025H1 公司实现营收 35.68 亿元，同比-2.66%；实现归母净利润 3.13 亿元，同比-5.98%；扣非归母净利润 2.24 亿元，同比-16.61%。2025Q2 实现营收 13.49 亿元，同比-4.39%；实现归母净利润 1.05 亿元，同比+1.23%；实现扣非归母净利润 0.60 亿元，同比-15.89%。大 B 端客户保持韧性，传统米面制品营收增速回正。2025H1 零售及创新市场/餐饮市场分别实现营收 29.1/6.2 亿元，同比-1.46%/-8.79%，细分来看，我们预计小 B 营收同比双位数下降，大 B 营收实现同比个位数增长。分产品看，2025H1 速冻面米制品实现营收 30.94 亿元，同比-1.50%，其中汤圆、水饺、粽子 20.64 亿元，同比+0.16%；创新类面米制品 10.30 亿元，同比-4.66%。2025H1 速冻调制食品实现营收 3.94 亿元，同比-15.0%；冷藏及短保类实现营收 0.44 亿元，同比+44.49%。行业竞争影响毛利率，销售费用控制较好。2025Q2 实现毛利率 22.7%，同比-2.2pct；毛利率承压主要是存在行业竞争。2025Q2 销售/管理费用率分别同比-0.3/+1.1pct，销售费用控制较好，管理费用率提升主要系建筑物维修费增长所致。2025Q2 实现销售净利率 7.8%，同比+0.4pct；实现扣非归母净利率 4.4%，同比-0.6pct。公司销售净利率实现同比正增，今年上半年政府补助相比同期有增加。传统老品依托创新提高收入质量，定制化渠道有望贡献增量。公司在水饺/汤圆/馄饨/粽子等传统老品上通过推出创新性新品优化产品结构，提升产品盈利水平，逐步走出同质化竞争的僵局。与 KA 商超、零食量贩等渠道积极推进定制化产品，可实现更高的盈利水平。我们认为公司在产品、渠道上积极调整思路，采取更高效、盈利质量更好的打法，效果已经在逐步显现。盈利预测与投资评级：考虑下游需求端仍相对疲软，我们略下调 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 5.7/6.4/6.9 亿元（此前预测值分别为 6.0/6.8/7.4 亿元），同比+6%/11%/8%，对应 PE 为 18/16/15X。维持“增持”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）

湖南裕能（301358）：2025 半年报点评：Q2 盈利拐点已现，龙头优势显著

投资要点 25H1 收入高增，Q2 盈利大幅改善。公司 25H1 收入 143.6 亿元，同比+33%，归母净利润 3.1 亿元，同比-22%，扣非净利润 3.1 亿元，同比-18%，毛利率 7.4%，同比-0.8pct。其中 25Q2 收入 76.0 亿元，同环比+21%/+12%，归母净利润 2.1 亿元，同环比-8.5%/+124%，扣非净利润 2.3 亿元，同环比-1%/+165%，毛利率 9.0%，同环比+0.4/+3.5pct。25H1 出货同增 55%，高端产品占比持续提升。公司 25H1 铁锂出货 48.08 万吨，同增 55%，其中 25Q2 出货 25.8

万吨，同环增 49/16%，其中 Q2 高端产品出货 11 万吨，占比提升至 43%，YN-13 产品逐步起量，储能产品销量 10 万吨，占比 39%。国内动力和海外大储需求旺盛，叠加高压密产品起量，公司份额持续提升，25H1 公司超产，产能利用率 116%，我们预计 Q3 起公司产能持续满产满销，25 年出货达 100 万吨，同比维持 40% 增长，高端产品占比我们预计提升至 50%。公司西班牙 5 万吨+马来 9 万吨产能稳步推进，我们预计 26 年贡献增量。Q2 涨价落地拐点已现，25H2 单吨净利预计进一步提升。公司 25H1 铁锂售价 3.3 万元/吨（宁德时代部分以净额法计算），我们测算 Q2 铁锂单价 3.3 万元/吨，单吨毛利 0.27 万元，环比大幅提升 0.1 万元/吨，若加回 Q2 补交增值税影响，单吨盈利 0.11 万元，拐点已现。25Q2 起头部客户涨价落地，盈利拐点明确，25H2 将进一步受益于碳酸锂价格上行，且随着预计公司高端产品占比提升至 45%+，我们预计下半年单吨利润有望进一步提升；磷矿 25 年底投产 26 年起量，将进一步贡献利润增长。费用控制稳健，经营性现金流改善。公司 25Q2 期间费用率 3.6%，同环比-0.3/+0pct，费用控制稳定；Q2 信用减值损失-0.4 亿元，主要系应收账款计提坏账，其他收益-0.4 亿，主要系补交增值税 0.55 亿元。Q2 经营性净现金流-0.8 亿元，环比减少流出 4.5 亿元；Q2 资本开支 4.6 亿元，同环比+191%/0%。Q2 末存货 33.6 亿元，较 Q1 末+4.1%。盈利预测与投资评级：考虑上半年碳酸锂跌价压力，下修公司 25-27 年预期归母净利润至 10.5/20.0/30.2 亿元（原预期 15.0/22.6/30.2 亿元），对应 PE 为 25/13/9 倍，考虑公司铁锂涨价落地及高端产品占比提升，给予 26 年 20x PE，对应目标价 52.8 元，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧，电动车销量不及预期，原材料价格波动。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
证券分析师：岳斯瑶）

和铂医药-B (02142.HK)：全球稀缺抗体平台，In China for global 的 BD 领军者

投资要点 公司拥有全球价值稀缺的人源化仅重链抗体平台，打造核心竞争壁垒。和铂医药全资子公司诺纳生物拥有全球知识产权保护的、技术领先的全人源抗体平台 Harbour Mice。该平台能够产生经典的双重链双轻链(H2L2)形式及仅重链(HCAb)形式的全人源单克隆抗体，并以 HCAb 为基础开发了 HBICE 和 HBICA 两大平台，可加速研发各类双抗、多抗产品，并拓展 XDC、细胞治疗、药物递送等领域应用。公司的 HCAb 平台是全球为数不多可对外授权的抗体开发平台，极具稀缺性，平台价值构筑 BD 潜力，研发实力备受认可，已与阿斯利康等 MNC 开展稳定合作。公司研发经验丰富，创始人王劲松博士拥有 20 余年研发经验。依托仅重链抗体技术衍生的全人源化小鼠平台，公司已与多家药企开展合作，包括阿斯利康、辉瑞等知名 MNC。2025 年 3 月，公司宣布与阿斯利康达成全球战略合作，涵盖 Harbour Mice 在治疗领域的多项目授权许可协议，以及阿斯利康对公司的 1.05 亿美元股权投资，持股占比达 9.15%，为第二大股东。受益于 AZ 全球合作及多项 BD 落地，公司 2025H1 预计盈利在 6800 万至 7400 万美元，同比提升超 47 倍。我们认为公司与多家药企持续紧密合作，方式逐步由“简单授权”到“深度绑定”，凸显平台价值。自免领域产品线颇具竞争力，在研项目多点开花值得期待。公司巴托利单抗与石药集团进行商业化权益合作，该产品为针对重症肌无力的 FcRn 拮抗剂，当前国内仅罗泽利昔单抗和艾加莫德 α 获批上市，竞争格局良好。我们预计巴托利单抗年内上市，其疗效和安全性与竞品相当，配合石药集团的商业化能力，未来有望快速放量。此外另一款

重磅免疫管线 HBM9378 是具有 BIC 潜力的长效 TSLP 单抗，目前用于哮喘和 COPD 的适应症已经推进至 II 期临床，属于竞争第一梯队，该管线已完成 NewCo 出海，预计未来海外也将贡献收入。盈利预测与投资评级：考虑公司每年通过 BD 稳定获得现金流，固采用 FCFF 法进行估值。我们预测 25-27 年收入为 1.54/1.10/1.44 亿美元，归母净利润为 0.82/0.47/0.63 亿美元，目标价为 18.80 港元。公司抗体平台具备稀缺性，未来 BD 交易确定性高，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：新药研发进展不及预期的风险；药品审批和上市时间不及预期的风险；合作方未能履行合约的风险；市场格局竞争加剧的风险。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：苏丰 研究助理：邹行健）

爱玛科技（603529）：2025 年半年报点评：业绩符合预期，两轮车量价双升，分红率同比提升

投资要点 公告要点：公司发布半年度报告，25H1 实现营业收入 130.3 亿元，同比+23%，归母净利润 12.1 亿，同比+27.6%，毛利率 19.2%，同比+1.4pct。25Q2 实现营业收入 68.0 亿元，同比+20.6%，环比+9.1%，归母净利润 6.1 亿，同比+30.1%，环比基本持平。25H1 量价双升，充分收益行业 β。25H1 电动两轮车销量 605 万，同比+19.7%，ASP 1924 元，同比+95 元，电动三轮车销量 20 万，ASP 3550 元，同比基本持平；单车净利 194 元，同比+5.4%。其中 25Q2 电动两轮车销量 319 万，同比+19.3%，ASP 1967 元，电动三轮车销量 11.3 万，同比-14%，ASP 3458 元。毛利率同比改善，费用控制优秀。25Q2 公司毛利率 18.9%，同环比分别+1.26/-0.72pct，销售/管理/研发费用率分别 4.15%/2.4%/2.5%，同比分别 -0.04/-0.47/-0.53pct，环比分别+0.63/-0.26/-0.46pct，期间费用率合计 8.4%，同比-0.35pct，环比+0.11pct。现金流大幅增长，资本开支有望下降，25H1 分红率同比提升。25H1 公司经营活动现金流量净额 25.9 亿元，同比+123%，资本开支 11.8 亿，同比-16%。公司海外印尼、越南工厂已投产，随浙江丽水、江苏徐州、甘肃兰州新建生产基地稳步推进，我们预计后续公司资本开支有望持续下行。25H1 公司中期现金分红约 5.5 亿元，对应分红率 45%，同比+15pct，后续随现金流向好+资本开支下行，公司分红率有望稳中有升。盈利预测与投资评级：随新国标年内落地，行业标准进一步趋严，或对行业造成扰动。我们下调公司 2025/2026 年归属母公司净利润预测至 26.19/30.13 亿元（原 27.22/32.58 亿元），给予公司 2027 年归母净利润预测 34.90 亿元，2025~2027 年对应 PE 为 12.33/10.71/9.25 倍。公司在产品方面以“科技与时尚”作为品牌主张，同时持续推进电机、控制器、电池和新材料应用等技术研发，为产品品质升级提供坚实基础。渠道层面公司持续推进渠道拓展，实施渠道下沉策略；借助数智化系统提升门店运营效率加强精细化管理；积极推动国际渠道建设，推动北美、南美等国渠道拓展工作。目前公司估值处于低位，龙头地位稳固，维持公司“买入”评级。风险提示：行业总量增长不及预期；行业价格战情况超出预期

（证券分析师：黄细里 研究助理：赖思旭）

恒立液压（601100）：2025 半年报点评：Q2 归母净利润同比+18.3%，看好第二成长曲线逐步兑现

投资要点 Q2 归母净利润同比+18.3%，Q3 业绩有望进一步加速 2025H1 公司实现营业总收入 51.7 亿元，同比+7%，归母净利润 14.3 亿元，同比+11%；扣非归母净利润 14.5 亿元，同比+16.9%。单 Q2 公

司实现营业总收入 27.5 亿元，同比+11.2%，归母净利润 8.1 亿元，同比+18.3%，扣非归母净利润 7.7 亿元，同比+17.3%。Q2 业绩环比同比均向好，我们判断主要系：①挖机板块：受益于国内挖机底部复苏、外资客户去库结束，2025H1 公司挖机油缸销量同比+15%；其次，上半年中大挖泵阀市场份额持续提升，贡献增量收入。②非挖板块：油缸受到高景气度影响有所波动，但非挖泵阀谱系持续扩充，销量同比+30%，其中紧凑液压阀、径向柱塞马达等产品累计销售额接近 2024 年全年水平；③线性驱动器：上半年开发 50+新品并实现量产转化投放市场，新增建档客户近 300 家，有望逐步贡献业绩增量。展望 Q3，国内挖机、非挖继续保持向好态势，外资客户订单落实到业绩，叠加低基数效应，我们判断 Q3 业绩有望进一步加速。2025Q2 毛利率同环比分别提升 0.9/4.6pct，盈利能力持续提升。2025H1 公司销售毛利率 41.8%，同比+0.2pct，销售净利率 27.7%，同比+1.0pct。单 Q2 销售毛利率 44%，同比+0.9pct，环比+4.6pct；销售净利率 29.6%，同比+1.8pct，环比+4.1pct，盈利能力明显提升主要受益于 Q2 产能利用率提升带来的规模效应及汇兑收益。费用端来看，公司费控能力保持稳健，2025H1 公司销售/管理/财务/研发费用率分别为 2.0%/5.7%/-5.2%/6.9%，同比分别-0.1/+1.1/-3.1/+0.0pct，管理费用率提升主要系新业务扩张，相应的员工数量增加所致，财务费用变动主要系 2025H1 汇兑收益影响。展望未来，随着丝杠&墨西哥工厂收入规模扩张、泵阀厂折旧结束，公司盈利能力有望继续提升。海外工厂落地+丝杠项目多点开花打造第二成长曲线。公司多元化、国际化战略推进，业绩有望持续增长：（1）墨西哥项目：公司在墨西哥建立液压件生产基地，已正式投产运营，有助于公司顺利切入北美挖机、高机、农机高端客户供应链，成长空间广阔。（2）线性驱动器项目：公司已设立三个事业部，分别为电动缸事业部、丝杠事业部和导轨事业部，滚珠丝杠、滚柱丝杠、导轨等部分样品在试制中，目前已实现高端丝杠产品覆盖。公司将继续以技术创新和高品质为核心，深化客户与经销商合作，推动精密丝杠、直线导轨、电动缸等产品在更多场景落地，巩固电传动和液压传动领域领先地位。此外，公司积极布局工程机械电动化零部件，目前电动缸已于高机产品中率先铺开，得到市场充分验证，未来将有机会在更多工程机械产品中得到验证。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 28.7/34.1/41.4 亿元，当前股价对应 PE 分别为 41/34/28X，维持“买入”评级。风险提示：国内行业需求回暖不及预期、行业竞争加剧、出海不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：黄瑞）

宇通客车(600066): 2025 年中报点评: 出口带动业绩兑现, 期待 25H2 高景气度

投资要点 公司公告: 公司发布 2025 年中报, 业绩符合我们预期。2025 年二季度公司实现营业收入 97.1 亿元, 同环比-0.1%/+51.3%; 归母净利润 11.8 亿元, 同环比+16.1%/+56.4%; 扣非归母净利润 9.1 亿元, 同环比+5.4%/-41.4%。销量结构优化, 出口/新能源出口均实现高增长。25H1 公司总销量 2.1 万辆, 同比+3.7%, 大中客行业销量同比+2.1%, 公司销量跑赢行业。25Q2 公司总销量 1.2 万辆, 同环比-4.0%/+36.6%。根据中客网数据, 25Q2 国内销量 0.8 万辆, 同比下降, 出口销量 0.4 万辆, 同比提升, 新能源出口销量 0.08 万辆, 同比提升, 出口明显好于国内。由于出口客车量价明显好于内销, 销量结构优化带动公司量利齐升。我们预计公司全年出口销量增速有望呈现前低后高的趋势, 我们看好 25H2 公司出口在海外客车需求提升的带动下继

续实现销量高增长。销量结构变化毛利率提升，资产处置收益增厚业绩。追溯会计准则调整影响（2024 年公司将质保金费用从销售费用调整到营业成本），2025Q2 公司毛利率为 22.9%，同环比 +1.2pct/+4.1pct，主要受益于销量结构优化。25Q2 期间费用率为 9.8%，同环比 -0.7pct/-1.0pct，主要受益于规模效应，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别同比 -1.0/+0.1/+0.3/-0.0pct。减值层面，24Q2/25Q1/25Q2 资产+信用减值 2.3/-2.8/1.7 亿元，减值对公司业绩的影响逐渐消退；其他收益，24Q2/25Q1/25Q2 分别为 2.0/0.8/1.1 亿元，24Q2 基数较高主要为增值税加计扣除较多导致；资产处置收益，25Q2 为 1.76 亿，主要为处固定资产处置利得。25Q2 公司单车利润为 7.8 万元，同环比 +9.8%/+3.5%，受益于销量结构优化明显提升。应付账款减少短期冲击现金流，中期分红回馈股东。25Q2 经营性现金流净额为 3.0 亿元（同比下降主要为支付较多应付账款），公司在手现金依旧充裕。上半年公司每股分红 0.5 元，体现红利资产价值。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025~2027 年营业收入预测为 429/499/567 亿元，同比 +15%/+16%/+14%，维持 2025~2027 年归母净利润为 46.3/55.2/66.8 亿元，同比 +12%/+19%/+21%，对应 PE 为 13/11/9 倍，维持“买入”评级。风险提示：全球经济复苏不及预期，国内外客车需求低于预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：孙仁昊）

民生健康（301507）：2025 年中报点评：业绩符合预期，关注新品上市

投资要点 事件：民生健康发布半年报，25H1 民生健康实现收入/归母净利润 4.62/0.83 亿元，同比 +16.37%/6.65%；25Q2 收入/归母净利润分别为 1.91/0.20 亿元，同比 +17.32%/7.08%，业绩符合市场预期。核心品类稳健增长：25H1 核心品类维生素与矿物质补充剂实现收入 4.26 亿元，收入占比 92.15%，同比增长 9.84%，增速稳健。毛利率略有承压，主要系产品结构变化影响：25H1 维矿系列毛利率同比 -6.91pct 至 54.78%，毛利率略有承压主要系产品结构的变动所致：2025 年以来维矿类保健食品及功能性食品销售情况较好，占比有所提升。25Q2 公司整体毛利率同比 -5.09pct 至 51.92%，销售费用率/管理费用率/研发费用率分别 -3.61/+2.37/+0.42pct 至 31.65%/7.43%/4.02%，净利率同比 -0.88pct 至 10.42%。OTC 维矿批文稀缺，公司凭借其研发优势成功卡位、市占率高，夯实长期护城河。为更好地适应不同市场与不同消费人群的需求，公司进一步延展维矿类产品矩阵，维持稳健增长。Q3 新品密集上市，打开远期成长空间：公司凭借药房渠道的经营基础，积极开辟治疗型用药新领域。据公告，酒石酸伐尼克兰片（适用于成人戒烟）、米诺地尔搽剂（治疗脱发，规格：5%&2%）均已顺利获批、如期进入商业化阶段、预计 Q3 面世，预计对 H2 的拉动更为明显。叠加 25Q1 收购并表中科嘉亿，随着与中科嘉亿的合作开展，公司益生菌实现原料自供，同时蓝帽子产品（普瑞宝已于 25M4 上市）、功能性食品“纤宝”等陆续上市，我们预计全年收入增量明显。盈利预测与投资评级：渠道基础好，传统维矿增长稳健，益生菌增量明确。公司蓄势帷幄多年，站在新一轮产品周期的起点，后续成长可期。考虑到维矿类保健品及功能性食品表现较好，占比进一步提升，产品结构的变化或对盈利端造成短期影响，我们调整 2025-2027 年公司归母净利润预测至 1.07/1.29/1.49 亿元（2025-2027 年原值 1.11/1.34/1.61 亿元），同比增长 16.25%/20.62%/15.96%，对应当前 PE51x、42x、37x，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: 苏铖 证券分析师: 邓洁)

宇通重工 (600817): 2025 年中报点评: 新能源环卫&矿用装备收入高增, 剔除傲蓝得影响后业绩同增 27%

投资要点 事件: 2025H1, 公司营收 16.60 亿元, 同增 12.07%; 归母净利润 1.19 亿元, 同增 42.54%。扣非归母净利润 0.70 亿元, 同增 5.30%。环卫设备及矿用装备收入高增, 剔除傲蓝得影响后归母净利润同增 27%。2025H1 公司收入增长主要系环卫及矿用装备贡献, 分业务来看, 1) 环卫设备: 2025H1 营收 7.98 亿元 (同比+34%), 2) 矿用装备: 2025H1 子公司矿用装备 (持股 70%) 营收 6.41 亿元 (同比+111%), 净利润-0.05 亿元 (同比-0.14 亿元)。3) 基础工程机械: 25H1 子公司宇通重装 (持股 70%) 营收 1.30 亿元 (同比+5%), 净利润 0.08 亿元 (同比+0.04 亿元)。2025H1 公司业绩增长主要系整车经营质量向好、减值收窄及转让傲蓝得影响。2025H1 信用及资产减值损失计提 0.26 亿元 (同比-0.22 亿元)。2025H1 转让傲蓝得股权对利润影响额约 0.36 亿元, 转让后公司持有傲蓝得 12.75% 股权, 不再纳入合并报表范围。剔除傲蓝得 (环卫服务) 经营及出售股权产生的损益影响, 公司 2025H1 实现营业收入 14.93 亿元, 同增 29.69%, 归母净利润约 0.76 亿元, 同增 27.16%。2025H1 行业环卫新能源销量同增 92%, 公司环卫新能源销量同增 18%。根据中汽数据终端零售数据统计, 2025H1 我国环卫车辆上险 39,218 台 (同比+5.9%), 其中, 新能源环卫车辆上险 6,250 台 (同比+91.6%), 新能源渗透率 15.9% (同比+6.1pct), 上半年采购新能源车辆城市已高达 171 个, 较 2024 年同期增长 42 个, 需求城市由一线、新一线城市向二、三、四线城市扩散。2025H1 公司环卫装备销量 1,287 台 (同比-8.0%), 其中, 新能源环卫装备销量 1,030 台 (同比+18.3%), 目前已在全国 119 个城市实现销售, 新能源市占率 16.5% (同比-10.8pct), 公司新能源销量自身占比 80%, 受益电动化放量弹性大, 期待市占率回升。2025H1 公司新能源矿车销量同增 84%, 在煤炭市场形成突破。2025H1 在矿用卡车市场整体需求量微降的背景下, 公司矿用装备销量同增 74.9%, 其中新能源销量同增 84.4%, 保持行业领先。政策引导以及技术创新下, 矿用装备行业逐步向绿色化、智能化、大型化发展。公司于 2018 年在行业内率先开发并推广新能源矿用车, 2025H1 通过传统产品竞争力提升、差异化产品组合优势、直服及营销指挥能力提升, 在煤炭市场形成突破。先发布局无人场景, 打造环卫、矿山无人驾驶运营方案。1) 环卫场景: 公司 2021 年发布行业内首款 6t 自动驾驶洗扫车, 迈出环卫自动化作业的一大步, 目前 6t 系列产品已在郑州、东莞、广州、深圳等地运营。2) 矿山场景: 基于纯电矿卡扩展线控底盘设计方案, 开放合作, 目前已在山东邹城、广西百色、河北唐山、新疆黑山等地实现常态化无人运营。加快应付周转, 重视股东回报。2025H1 经营性现金流净额-0.16 亿元, 同减-112.88%, 主要由于公司响应政府号召, 加快压缩供应商账期, 减少应付账款周转天数, 本期支付货款较上年同期增加。2024 年公司实施两次分红, 每股股利 0.38 元 (同比持平), 分红比例 89.04%。2025H1 公司每股股利 0.10 元 (与 2024 年三季度派息额持平), 分红比例 44.88%。盈利预测与投资评级: 政策驱动&经济性改善, 环卫新能源有望加速放量, 公司受益电动化弹性最大; 公司新能源矿用装备逆势增长, 积极拓展海外市场。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 2.62/3.30/4.13 亿元, 对应 2025-2027 年 PE 为 25/20/16 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 新能源渗透率不及预期, 市场竞争加剧, 应收账款期延长。

(证券分析师: 袁理 证券分析师: 陈孜文)

钧达股份（002865）：2025 中报点评：盈利短期承压，海外产能多元布局

投资要点 事件：公司发布 25H1 报，公司 25H1 营收 36.6 亿元，同-42.5%，归母净利润-2.6 亿元，同-58.5%，毛利率 2%，同 0.9pct，归母净利率-7.2%，同-4.6pct；其中 25Q2 营收 17.9 亿元，同环比-32.8%/-4.6%，归母净利润-1.6 亿元，同环比 15.2%/49%，毛利率-2.1%，同环比 3.4/-8pct，归母净利率-8.8%，同环比-1.8/-3.2pct。处于预告中值略下。

电池短期盈利承压、技术研发驱动降本提效：公司 25H1 出货约 14GW TOPCon，同比-14%；测算 Q2 公司出货约 7GW，同比-11%/环比基本持平。测算 25Q2 单瓦亏损约 2 分/w，环比持平略增。随光伏反内卷持续推进，预计 25H2 盈利或有望改善。公司 25H1 通过工艺突破，推动电池平均量产效率提升 0.2%以上，非硅成本同比下降 20%。公司持续投入新工艺研发，致力于打造高性价比电池解决方案。全球化布局提速、海外产能与市场双向突破：2025H1 公司海外销售占比大幅提升至 51.87%，较 2024 年实现翻倍增长。受国际贸易形势及关税政策影响，原计划阿曼年产 5GW 项目将审慎推进。公司与土耳其客户共建高效电池项目、预计 25 年底 26 年初有望出货，填补区域产能缺口，强化全球供应链协同。

经营现金流转正、存货水平显著下降：公司 25H1 期间费用 3.4 亿元，同 6.5%，费用率 9.2%，同 4.2pct，其中 Q2 期间费用 1.5 亿元，同环比 18.1%/-21.3%，费用率 8.3%，同环比 3.6/-1.8pct；25H1 经营性净现金流 1.6 亿元，同-70.8%，其中 Q2 经营性现金流 4.7 亿元，同环比 9.5%/转正；25H1 资本开支 2.3 亿元，同-10.8%，其中 Q2 资本开支 1.6 亿元，同环比 249.6%/141.4%；25H1 末存货 4.5 亿元，较年初-19.4%。

盈利预测与投资评级：考虑行业竞争加剧，价格处于低位，盈利承压，我们下调公司盈利预测，我们预计公司 2025 年-2027 年归母净利润-3.9/7.6/13.1 亿元（前值为 5.15/10.36/14.24 亿元），同增 34.49%/295.93%/72.77%，基于公司光伏电池龙头地位，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）

三七互娱（002555）：2025 年半年报点评：业绩超预期，存量游戏利润释放，新游储备充沛

投资要点 事件：2025H1 公司实现营业收入 84.86 亿元，yoy+8.08%，归母净利润 14.00 亿元，yoy+10.72%，扣非归母净利润 13.87 亿元，yoy+8.83%。其中 2025Q2 实现营业收入 42.43 亿元，yoy+5.33%，qoq+0.01%，归母净利润 8.51 亿元，yoy+31.24%，qoq+54.97%，扣非归母净利润 8.51 亿元，yoy+29.16%，qoq+58.58%，业绩超过市场及我们预期。公司延续季度分红，2025Q2 每 10 股派发现金红利 2.10 元（含税），加上一季度分红，上半年合计分红 9.27 亿元，股利支付率 66.17%，25H1 股息率 2.43%。

存量游戏表现稳健，利润释放超预期。2025Q2 公司营收同环比-5.33%、-0.01%，归母净利润同环比+31.24%、+54.97%，归母净利润趋势异于营收，我们认为主要系产品利润随生命周期逐步释放，其中同比主要系《寻道大千》等存量游戏延续长线运营，生命周期步入成熟阶段对应买量费用有所缩减，部分被《英雄没有闪》等新游买量增加所抵消，环比主要系《英雄没有闪》《时光大爆炸》于 2025 年初上线，步入 2025Q2 总体宣发规模有所回落，对应 2025Q2 公司销售费用 19.92 亿元，yoy-19.33%，qoq-17.63%，销售费用率 46.95%，yoy-8.14pct，qoq-10.04pct。2025Q2 公司毛利率为 76.15%，yoy-1.26pct，qoq-1.11pct，归母净利率为 20.06%，

yoy+5.59pct, qoq+7.12pct。 斗罗新游表现出色, 关注多元新品储备上线节奏。公司自研斗罗 IP 3D 写实大世界 MMORPG《斗罗大陆: 猎魂世界》已于 2025 年 7 月公测, 上线后迅速登顶 iOS 免费榜, 产品表现出色。此外, 公司还储备有超 20 款新游, 覆盖 MMO、SLG、卡牌、模拟经营等品类, 涵盖西方魔幻、东方玄幻、三国等多元题材, 积极关注产品测试、版本号、上线定档进度, 看好新游陆续上线贡献业绩增量。

AI 全链路赋能, 期待玩法创新突破。公司已构建以 AI 能力底座为核心、涵盖智能化产品层与业务应用层的 AI 架构, 全面提升公司游戏研运工业化水平, 2025H1 公司发行环节使用 AI 技术辅助生成的 2D 美术资产占比超 80%, 角色、道具模型等 AI-3D 辅助资产生成占比超 30%, AI 深度参与生成的游戏广告素材视频占比超 70%, AI 辅助生成代码提效 30%, AI 帮助广告投放工作提效 70% 等。玩法侧, 公司积极探索“AI+游戏”技术, 尝试打造“千人千面”游戏体验。

盈利预测与投资评级: 考虑到存量游戏稳健, 利润释放超预期, 我们上修盈利预测, 预计 2025-2027 年公司 EPS 分别为 1.29/1.39/1.44 元 (前值为 1.25/1.28/1.32 元), 对应当前股价 PE 分别为 15/14/14 倍。我们看好公司老游利润释放, 新游储备丰富, 同时高额分红回报股东, 维持“买入”评级。 风险提示: 新游表现不及预期, 买量竞争加剧, 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)

理邦仪器 (300206): 2025 年中报点评: 海外经营稳健, 利润表现亮眼

投资要点 事件: 公司近期发布 2025 年中报。2025 年上半年, 公司实现收入 9.14 亿元 (-0.91%, 同比, 下同), 实现归母净利润 1.54 亿元 (+23.47%), 实现扣非归母净利润 1.45 亿元 (+26.78%)。2025 单 Q2 季度, 公司实现收入 4.93 亿元 (+3.12%), 实现归母净利润 0.89 亿元 (+3.22%), 实现扣非归母净利润 0.85 亿元 (+4.68%), 业绩符合我们预期。

2025 年上半年公司主业业务稳健, 毛利率平稳。2025H1 分产品看, 病人监护收入 2.69 亿 (+11.61%), 体外诊断收入 1.91 亿 (-2.95%), B 超整机收入 1.49 亿 (+8.78%), 妇幼保健产品及系统收入 1.40 亿 (-14.68%), 心电图机收入 1.39 亿 (-10.40%), 其他业务收入 0.22 亿 (+40.08%)。各产品 2025 年上半年毛利率保持平稳, 病人监护毛利率 55.77%, 体外诊断毛利率 58.80%, B 超整机毛利率 53.59%, 妇幼保健产品及系统毛利率 66.90%, 心电图机毛利率 63.77%, 其他业务毛利率 60.78%。

2025 年单 Q2 公司国内外营收均实现环比改善: 2025 年第二季度公司营收 4.93 亿元, 环比单 Q1 增长 17.39%。其中国内市场营收 1.91 亿元, 环比增长 14.89%; 国际市场营收 3.03 亿元, 环比增长 19.02%。从产品线来看, 2025 年单 Q2, 公司各产品线增长态势良好。其中, 病人监护和心电诊断业务表现强劲, 环比分别增长 29.41% 和 27.98%; 超声影像业务也取得了 19.85% 的环比增长; 体外诊断和妇幼健康业务则相对稳定, 环比基本持平。

盈利预测与投资评级: 考虑到海外推广费用及国内招投标情况, 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润为 2.03/2.54/3.04 亿元, 对应当前市值的 PE 分别为 39/31/26 倍, 考虑到公司海外发展顺利, 维持“买入”评级。风险提示: 地缘政治风险, 新产品市场推广或不及预期的风险, 医药行业政策风险等。

(证券分析师: 朱国广)

济川药业 (600566): 2025 半年报点评: 业绩阶段性承压, 创新管线逐步进入收获期

投资要点 事件: 2025 年 H1, 公司实现营收 27.49 亿元 (-31.87%, 同比下滑 31.87%, 下同), 归母净利润 7.24 亿元 (-45.87%), 扣非归母净利润 6.21 亿元 (-47.43%); 单 Q2 季度, 公司实现营收 12.23 亿元 (-25.03%), 归母净利润 2.84 亿元 (-42.39%); 扣非归母净利润 2.28 亿元 (-49.7%)。业绩承压, 主要系终端需求变化, 蒲地蓝口服液及小儿翘鞘清热颗粒销售收入同比减少; 以及集采政策影响下雷贝拉唑肠溶胶囊收入有所下滑。 逆境潜行, 未来可期: 根据中康开思数据, 2025Q2, 零售药店市场规模同比下滑 0.2%, 其中, 中成药同比下滑 4.4%, OTC 产品下滑 1.4%, 止咳祛痰平喘同比下滑更为明显。公司积极应对行业变化, 产品渠道库存及终端价格调控在良性水平。我们认为, 呼吸品类产品销售随着发病率的变化具有一定周期性, 随着渠道&社会库存的消化, 药店消费者购药回归常态化后, 有望逐步恢复正常的增长。展望 2025H2, 一方面雷贝拉唑集采的基数影响已经消化, 呼吸品类 Q4 也有望进入相对旺季, 我们认为 25H2 有望环比改善。 均衡布局产品管线, 为中长期增长蓄能: 截至 2025H1, 公司完成 1.1 类中药创新药小儿便秘颗粒上市申报并且药品审评中心已受理, 目前临床尚无治疗小儿便秘的儿童专用中药创新药, 上市后有望成为指导原则《小儿便秘中药新药临床研究技术指导原则(试行)》(2024 年)发布后的首个用于小儿便秘的中药 1.1 类儿童专用药。此外, 公司与南京征祥医药合作开发的玛硒洛沙韦片成人适应症已收到国家药品监督管理局核准签发的《药品注册证书》, 该产品为 1 类新药, 公司享有其独家推广权益。作为一款用于治疗或预防流感的聚合酶酸性蛋白(PA)抑制剂, 有成长为流感治疗领域大单品的潜力。 盈利预测与投资评级: 考虑到感冒呼吸类产品整体大环境的影响, 我们将公司 2025-2026 年归母净利润 29.8/33.1 亿元下调至 15.8/17.8 亿元, 2027 年归母净利润预计为 20.2 亿元, 对应估值为 15/14/12X。基于公司 1) 高基数压力逐步在消化; 3) 二线品种持续放量, 研发管线开始收获; 3) BD 和销售能力强, 有望形成大品种代销, 维持“买入”评级。 风险提示: 集采风险, BD 品种存在不确定性, 产品销售不及预期, 研发不及预期等。

(证券分析师: 朱国广 证券分析师: 李倩)

乖宝宠物(301498): 2025 年中报点评: 业绩符合预期, 自有品牌再加速

投资要点 事件: 2025H1 公司实现营收 32.21 亿元, 同比+32.72%; 实现归母净利润 3.78 亿元, 同比+22.55%。2025Q2 实现营收 17.41 亿元, 同比+30.99%; 实现归母净利润 1.74 亿元, 同比+8.54%。 自有品牌&线上主力渠道保持高增势头。2025H1 主粮/零食分别实现营收 18.8/12.9 亿元, 同比+57%/+8%。我们预计 2025H1 自有品牌业务营收实现 40%以上增长; 代工业务营收实现双位数增长。2025H1 公司电商直销收入达 12.1 亿元, 同比增长 39.72%, 占主营业务收入比重 37.7%; 其中阿里系/抖音平台直销收入 8.8 亿元, 同比增长 45.9%。自主品牌带动毛利率同环比均提升。2025Q2 实现毛利率 43.8%, 同比+1.0pct, 环比+2.3pct, 主要得益于自主品牌尤其是中高端品牌占比持续提升, 2025H1 主粮/零食毛利率分别为 46.2%/37.5%, 同比+1.5/-1.7pct。2025Q2 销售/管理/财务费用率分别同比+3.5/-0.4/+0.5pct, 销售费用主要是与品牌推广有关, 2025H1 销售费用增速基本和自主品牌营收增速同步; 另外 2025H1 计提股份支付费用 800 多万元。2025Q2 实现净利率 10.0%, 同比-2.1pct。 不断推新领跑行业, 股权激励落地护航成长。公司高端品牌战略继续深化, 弗列加特完成 2.0 升级, 创新推出分阶精准养护的 0 压乳鲜乳源猫粮系列。2025 年麦富迪及弗列加

特品牌荣登“全球品牌中国线上 500 强榜单”，品牌认可度再上台阶。此外公司今年发布二期股权激励计划，激励机制的完善有助于提升团队积极性，推动公司长期发展。盈利预测与投资评级：考虑到激励费用的影响，我们略下调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 7.5/9.8/12.3 亿元（此前预期为 8.2/10.2/12.4 亿元），对应 PE 分别为 54/41/33X，维持“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧，贸易摩擦，汇率波动，原材料价格波动等。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：吴劲草 证

券分析师：李茵琦 证券分析师：张家璇 证券分析师：郝越）

汇川技术（300124）：2025 年半年报点评：业绩符合市场预期，工控逐步复苏，电动车继续高增，机器人业务快步推进

投资要点 事件：公司发布 25 年中报，25H1 营收 205 亿元，同比+27%，归母净利润 29.7 亿元，同比+40%，扣非净利润 26.7 亿元，同比+29%；毛利率 30.2%，同比-1.5pct，归母净利率 14.5%，同比+1.4pct。其中：25Q2 营收 115 亿元，同比+19%，归母净利润 16.5 亿元，同比+26%，扣非净利润 14.4 亿元，同比+13%，毛利率 29.6%，同比-0.2pct，归母净利率 14.3%，同比+0.8pct。归母略超预期，主要系股权投资项目公允价值变动+欧元升值；扣非业绩整体符合市场预期。通用

自动化：下游复苏趋势明确、多方案并施再现强劲 α 。公司 25H1/25Q2 通用自动化业务收入 88/47 亿元，同比+17%/+7%。1）行业层面：根据 MIR，25Q2 OEM/项目型市场销售额同比+0.5%/-2.7%（25Q1 分别为+3.3%/+1.8%）。2）公司层面：面对关税等外部不确定性，通过 1）对 TOP 客户组织迭代，成立传动产品线；2）成立 IFA 部门打造工厂级解决方案；3）继续实施扎寨子计划布局下沉市场。分产品看，25Q2 低压变频/交流伺服/PLC&HMI 销售额分别同比-11%/+16%/+23%，25Q2 低压变频/交流伺服/小型 PLC 市占率（MIR 口径）分别为 23.7%/37.0%/7.2%，同比+2.3/+4.1/+0.6pct，强劲 α 再现。订单方面，6-7 月需求显著改善，订单增速逐月增长，我们预计 H2 订单有望同比+20~30%，25 年营收有望同比+20%以上。

新能源汽车：定点持续放量带动收入高增、规模效应&费率缩减打开利润率空间。公司 25H1/25Q2 新能源车收入 90/52 亿元，同比+66%/49%。根据 GGII，25H1 联合动力电控市占率为 11.8%（24H1/24H2 为 10.0%/11.9%），稳居第三方供应商第一名。TOP 客户理想/广汽埃安/奇瑞/小米/吉利/小鹏 25H1 销量同比+2%/-21%/+6%/+200%/+54%/+242%，定点车型持续放量，新增定点支撑未来增长，1）内资新势力、内资传统车企、海外车企订单均快速增长，客户多样化发展；2）电驱总成保持快速增长，电机&电源加速放量，多合一总成超额完成目标；3）产能扩充顺利，苏州工厂二期和三期顺利推进，匈牙利工厂完成首个客户项目样件下线。利润端，25H1 子公司联合动力实现净利润 5.5 亿元，同比+45%，净利率为 6.0%；预计 25 年电动车收入有望达 225-240 亿元，同比+40-50%，利润有望达 12~15 亿元，依靠规模效应&费率缩减，净利率有望进一步提升。

电梯：积极寻找国内旧梯换新及海外市场机会点。公司 25H1 电梯收入为 23 亿元，同比-1%，而 25H1 房屋竣工面积累计同比-14.8%。公司通过大配套业务提升配件业务产值并紧抓海外市场需求，我们预计 25 年电梯板块收入有望达 49-52 亿元，同比+0-5%。

战略业务：机器人业务迅速推进，国际化&数字化&能源管理&AI 全面布局。1）机器人零部件中，无框电机及驱动器、关节模组已经从样机研究进入开发阶段，行星滚柱优化车+磨的工艺，结合电机能力为大客户定制线性模组、已完成送样；场景化解决方案层面，启动上肢机械臂开发工作。2）国际化：海外 H1 收入 13 亿（占 6%），

同比+39%，分区域越南、中东、泰国增速快，分客户业锂电、手机及国际大客户配套相关增长较快。3) 数字化：空压机、纺织、食品包装等行业实现批量订单。4) 能源管理：发电侧储能 PCS 及一体机出货增长较快，海外能源业务及用户侧打造项目样板点，西安储能新厂投产、年交付能力 50GW。5) AI：完成 iFG 汇川工业智脑平台架构，形成覆盖数据、开发、训练、应用全链路的工业 AI 软件体系。期间费用管控得当、经营现金流大幅改善。公司 25Q2 期间费用为 18.2 亿元，同环比+21%/+13%，期间费用率 15.7%，同环比+0.3/-2.1pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-1.53/-0.03/+2.25/-0.42pct；25H1 经营性净现金流+30.20 亿元，同比+65.2%，其中 Q2 为 27.58 亿元，同比+53.2%；25H1 末存货 81.9 亿元同比+20.0%。盈利预测与投资评级：考虑到公司新能源车业务持续高增，我们上修公司 25-27 年归母净利润至 58.0/71.3/86.4 亿元（原值为 56.3/70.8/86.9 亿元），同比+35%/+23%/+21%，对应现价 PE 分别为 33x、27x、22x，公司主业拐点已至，机器人星辰大海，给予 26 年 36x PE，目标价 95.0 元，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济下行，竞争加剧等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：谢哲栋
研究助理：许钧赫）

赣锋锂业（002460）：2025 半年报点评：自有资源逐步放量，下半年锂涨价贡献业绩弹性

投资要点 Q2 业绩符合预期。公司 25H1 营收 83.8 亿元，同-12.6%，归母净利润-5.3 亿元，同+30.1%，毛利率 11.1%，同+0.3pct；其中 25Q2 营收 46 亿元，同环比+1.6%/+22.1%，毛利率 9.6%，同环比-6.3/-3.3pct，归母净利润-1.8 亿元，同环比+45.4%/+50.7%，扣非归母净利-6.7 亿元，同环比-815%/-177%，非经常性损益主要为处置部分储能电站和联营企业产生的收益。此前预告 25H1 归母净利-5.5~-3 亿元，业绩符合预期。

Q2 锂价下行锂盐盈利承压，下半年价格弹性可观。我们预计 25H1 公司锂盐销量 7 万吨+，其中 Q2 销量预计 3.5 万吨+，环比基本持平。产能方面，四川赣锋 5 万吨项目在上半年完成调试，产能逐步释放，青海赣锋一期 1000 吨金属锂预计年底达产；我们预计 25 年锂盐销量有望达 16-18 万吨，同增 30%左右。盈利端，25H1 锂盐含税均价约 7.5 万元，毛利率 8.4%，同降 3.4pct，其中 Q2 锂价处于单边下行，锂盐盈利承压，我们预计 25H2 锂价 8 万元/吨左右震荡，有望贡献业绩弹性。

Goulamina 下半年将贡献增量，Mariana 逐步爬坡，25 年矿端自供率进一步提升。我们预计 25 年自有矿权益产量将达 10 万吨，自供比例 60%左右。增量项目：1) 非洲马里 Goulamina 锂辉石项目已于 24 年 12 月投产，25 年 6 月下旬装船发出，我们预计 25 年产量超 30 万吨，折 4 万吨 LCE。2) 阿根廷 Cauchari-Olaroz 项目 25 年产量目标 3-3.5 万吨，长期运营成本约 6543 美元/吨。3) 阿根廷 Mariana 项目一期 2 万吨氯化锂，已于 25 年 2 月正式投产爬坡。25H1 锂电池贡献利润增量，储能电站交付投资收益亮眼。我们预计 25H1 公司锂电池出货 10-15gwh，受存货减值影响，贡献利润近 1 亿元，全年出货预期 33GWh，同比三倍以上增长，有望贡献 3 亿左右利润。储能电站方面，25H1 子公司深圳易储交付 2GWh 项目产生投资收益 2.2 亿元，全年预期交付近 10GWh，下半年投资收益将进一步提升。

Q2 投资收益大幅增长，资产减值影响利润。公司 25H1 期间费用率 21.7%，同+4.1pct，其中 Q2 费用率 21.9%，同环比+1.8/+0.6pct；Q2 投资收益 3.2 亿元，环比转正，计提资产减值损失 1.3 亿元，环增 94%。25H1 经营性净现金流 3 亿元，同-92.4%，其中 Q2 经营性现金流 18.7 亿元，同环比-51%/-219%；25H1 资本开支 43.7 亿

元，同-4.2%，其中 Q2 资本开支 30.1 亿元，同环比-16.4%/+121%；25H1 末存货 103.5 亿元，较年初+20.1%。盈利预测与投资评级：考虑 25 年锂价触底后反弹，但 26-27 年锂价仍处于底部区间，我们下调 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 4.3/15.5/23.5 亿元（原预期 8.1/15.8/24.5 亿元），同比+121%/+258%/+51%，对应 PE 为 182x/51x/34x，公司全球布局众多优质资源，矿端自供率持续提升，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）

粤海投资（00270.HK）：2025 年中报点评：水务主业稳定，归母净利润同增 11.2%超预期

投资要点 事件：2025H1 公司实现主营业务收入 94.28 亿港元，同比-0.6%，归母净利润 26.82 亿港元，同比+11.2%。水资源业务及酒店业务营收增长，归母净利润同比增长 11.2%。25H1 公司主营业务收入同比减少-0.6%，主要系百货营运、道路及桥梁业务和发电业务的收入下滑；25H1 持续经营业务综合税前利润增加 6.7%至 41.05 亿港元，归母净利润 26.82 亿港元，同比+11.2%，主要系财务费用节省以及人民币升值带来的汇兑收益。分业务来看，1）水资源分部：25H1 水资源分部合计贡献收入 71.84 亿港元（同比+0.6%，下同），其中，中国内地供水收入 22.84 亿港元（+3.7%），香港供水收入 28.69 亿港元（+2.4%），污水处理收入 4.71 亿港元（-7.1%），管道接驳收入 7.37 亿港元（+9.7%）；水资源分部业绩 34.02 亿港元（-0.6%）。2）物业投资：25H1 贡献收入 1.24 亿港元（+10.6%）；分部业绩 4.80 亿港元（+12.7%）。3）百货运营分部：25H1 贡献收入 2.02 亿港元（-45.5%），主要系天河城百货店收入下滑 49.4%至 1.57 亿港元；分部业绩 0.24 亿港元（+354.5%，扭亏为盈）。4）酒店分部：25H1 贡献收入 3.20 亿港元（+7.4%）；分部业绩 0.51 亿港元（-14.6%）。5）道路及桥梁分部：25H1 贡献收入 3.01 亿港元（-6.9%）；分部业绩 2.21 亿港元（-1.8%）。6）发电分部：25H1 贡献收入 6.11 亿港元（-2.9%）；分部业绩 0.85 亿港元（+9.4%）。水资源业务收入稳定增长，东深供水项目贡献税前利润 68.95%。1）东深供水项目：25H1 实现收入 35.06 亿港元（+0.6%），其中对香港供水收入 28.69 亿港元（+2.4%），对深圳及东莞供水收入 6.37 亿港元（-6.7%）。贡献税前利润 23.96 亿港元（+3.1%），总供水量 11.47 亿吨（-1.0%）。东深供水项目在供水量小幅下滑的情况下实现收入利润双增长，体现其市场化调价机制顺畅，盈利能力良好；2）其他水资源项目：25H1 实现收入 36.80 亿港元（+2.3%），其中运营收入 34.93 亿港元（0.9%）；贡献税前利润 10.79 亿港元（-6.2%）。截至 2025 年 6 月 30 日，该板块拥有已投运的供水产能 1083.68 万吨/日（+0.9%），在建供水产能 118.7 万吨/日（-8.0%），拥有已投运的污水处理产能 229.79 万吨/日（+12.09%）。分红比例维持 65%，中期派息每股 26.66 港仙同增 11.22%。25H1 公司经营性现金流净额 33.39 亿港元（-31.52%），资本开支 5.66 亿港元（+27.19%），自由现金流 27.73 亿港元（-37.42%）；剔除粤海置地后经营性现金流净额为 30.71 亿港元（-14.31%），自由现金流 25.05 亿港元（-20.20%）。25H1 每股股息 26.66 港仙（+11.22%），分红比例维持 65%。剥离粤海置地后资本负债率降至 24.70%，财务费用较同期减少 2.01 亿港元。公司于 2025 年 1 月 21 日，向股东分派 12.62 亿股粤海置地股份，实现粤海置地的剥离。截至 2025 年年中公司资本负债率（净财务负债/资产净值）24.70%（-6.2pct），财务借贷降至 211.77 亿港元（-11.25%，经

重列), 25H1 持续经营业务净财务费用为 1.88 亿港元, 较去年同期 (重列后) 减少 2.01 亿港元。盈利预测与投资评级: 水务板块业绩稳定, 剥离粤海置地后负债端改善分红比例稳定&分红确定性强, 维持 2025-2027 年归母净利润 42.74/43.57/44.53 亿港元, 对应 PE 10.5/10.3/10.1 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 供水量不及预期, 水务调价低于预期, 应收账款回款风险。

(证券分析师: 袁理 证券分析师: 陈孜文)

江淮汽车 (600418): 2025 年半年报点评: 业绩低于业绩预告指引, 尊界 S800 表现良好

投资要点 公告要点: 公司 2025Q2 实现营业收入 95.79 亿元, 同环比分别-4.8%/-2.4%; 归母净利润为-5.5 亿元 (2024Q2 为 2.0 亿元, 2025Q1 为-2.2 亿元); 扣非后归母净利润-6.3 亿元 (2024Q2 为 1.0 亿元, 2025Q1 为-2.9 亿元)。实际业绩低于业绩预亏指引 (指引为 Q2 归母净利润-4.6 亿元)。公司整体业绩略低于业绩预亏指引。

1) 2025Q2 公司整体销量同环比下滑。公司 Q2 总销量为 9.09 万辆, 同环比分别-8.8%/-8.9%, 其中乘用车销售 3.30 万台, 同环比分别-17.1%/+0.2%, 商用车 Q2 销售 5.79 万台, 同环比分别-3.3%/-13.3%。公司 Q2 ASP 为 10.54 万元, 同环比分别+4.5%/+7.0%。Q2 单季度毛利率为 7.90%, 同环比分别-3.2/-2.1 pct。公司与华为合作打造的尊界 S800 于 5 月 30 日正式上市, 大定表现出色, 上市 67 天大定突破 10000 台, 为公司进军高端豪华乘用车市场奠定良好基础。但 S800 规模交付于 8 月下旬开始, 还未对 Q2 业绩造成明显拉动。2) 费用率: 公司 Q2 销售/管理/研发费用率分别为 4.2%/5.9%/3.7%, 同比分别-0.2/+2.2/-0.7pct, 环比分别+0.9/+0.2/+0.3pct。3) 投资收益: 公司 Q2 投资收益为-0.89 亿元, 亏损幅度环比缩小。4) 公司 25Q2 最终实现扣非归母净利润-6.3 亿元。同环比亏损扩大的原因为: 公司出口业务有所下滑; 公司高端智能新能源乘用车项目尚处于产能爬坡期, 尚未呈现规模效益。

盈利预测与投资评级: 公司与华为在产品开发、生产制造、销售和服务等领域全面战略合作, 着力打造豪华智能网联电动汽车尊界 S800, 目前已正式上市; 与大众战略合作进展顺利; 与宁德时代、科大讯飞等科技型企业的协同合作持续深化, 加速生态融合; 公司商用车业务经营稳定。由于行业竞争加剧, 我们下调公司 2025/2026/2027 年归母净利润预期至 5.6/15.1/33.5 亿元 (原为 8.4/15.9/33.9 亿元)。对应 PE 为 204/76/34 倍, 我们仍维持江淮汽车“买入”评级。

风险提示: 商用车行业景气度低于预期; 对外合作进展低于预期; 芯片/电池等关键零部件供应链不稳定风险等。

(证券分析师: 黄细里 证券分析师: 孟璐)

迎驾贡酒 (603198): 2025 年中报点评: 中低档酒加快出清, 洞藏相对保持平稳

投资要点 事件: 公司发布 2025 年中报, 25H1 公司收入、归母净利润分别同比-16.9%、-18.2%; 对应 25Q2 收入、归母净利同比-24.1%、-35.2%。洞藏势能稳健, 中低档酒加大去库力度。25H1 公司酒类收入同比-17.4%, Q1、Q2 同比分别为-12.3%、-25.7%, Q2 降幅扩大, 1 是金银星加大老品控货去库力度, 2 是场景受损影响。1) 分产品看: Q2 中高档酒、普酒收入分别同比-23.6%、-32.9%, 估算洞藏系列个位数下滑, 场景冲击相对可控; 中低档盒装酒整体深度调整, 其中金银星产品降幅环比扩大。伴随 100 元以下产品趋于老化, 公司规划后续进行产品更新升级, 现阶段老品以去库出清为主。2) 分区域看: Q2 省内、省外收入分别同比-20.3%、-36.4%, 省外市场以中低端产品

为主，控货出清影响体现更为明显；省内市场公司渠道秩序及回款节奏仍然保持稳健。收现保持健康，规模负效应拖累盈利。1) 收现端：25Q2 公司收现比达 115%，同比+8.3pct，预收环比小幅回落 0.2 亿元。2) 利润端：25Q2 公司净利率同比-4.7pct 至 27.1%，主因：① 25Q2 毛利率同比-2.6pct，参考 25H1 中高档酒、普酒毛利率分别同比+0.6、-1.7pct，25Q2 毛利率下降主系固定成本影响。② 25Q2 销售、管理(含研发)费用分别同比+2.0%、8.7%，费率分别同比+3.4、2.1pct，其中广宣费、折旧摊销费用是主要增量项。公司全年费用预算同比基本保持平稳，预计伴随下半年收入降幅收窄，费率波动有望边际趋缓。渠道深耕稳扎稳打，产品调整有序推进。2025 年面对复杂环境变化，公司在渠道拓展方面，继续推进“1233”工程强抓核心消费者、核心烟酒店培育工作，同时针对性调整大区架构、完善人员配置，实现组织与团队的深度下沉，强化网点下沉及核心终端管理工作。在产品布局方面，公司持续聚焦洞藏系列核心产品，同时有序优化并规范金銀星、普酒等产品序列，突出产品精准定位，严格规范价格体系管理。盈利预测与投资评级：看好安徽白酒 100~300 元价位带稳步扩容，2025 年迎驾中低档酒集中出清，后续有望轻装上阵，期待恢复较好增势。参考 25H1 财报情况，我们调整公司 2025~27 年归母净利润为 21.7、23.5、27.1 亿元（前值 26.2、28.4、32.1 亿元），当前股价对应 PE 为 17/16/14X，维持“买入”评级。风险提示：省内消费升级不及预期、省外竞争加剧、食品安全问题。

（证券分析师：苏铖 证券分析师：孙瑜）

德业股份（605117）：2025 中报点评：2025Q2 储能出货环比高增，工商储占比稳步提升

投资要点 事件：公司发布 2025 半年报，2025H1 实现营收 55.35 亿元，同增 16.6%，实现归母净利润 15.2 亿元，同增 23.2%，其中 2025Q2 实现营收 29.7 亿元，同增 3.7%，环增 15.7%，实现归母净利润 8.17 亿元，同增 1.7%，环增 15.7%。业绩符合预期。2025Q2 储能逆变器出货环增约 40%、工商储占比持续提升、电池包环比略增。公司 2025H1 实现储能逆变器出货约 31.6 万台（户储 27.3 万台+工商储 4.3 万台），同增约 48%，其中 2025Q2 出货约 18.4 万台（户储 15.7 万台+工商储 2.7 万台），同环比均增长约 40%，工商储由 2025Q1 出 1.6 万台提升至出 2.7 万台，工商储占比逐步提升；电池包 2025H1 实现营收 14.2 亿元，同增 80%+，其中 2025Q2 营收 7.4 亿元，同环比+56%/+9%。储能逆变器及电池包毛利率基本维持稳定。2025Q3 我们预计储能继续环比向好，全年我们预计储能逆变器出货 70 万台+，其中工商储达 10 万台，电池包我们预计实现营收 30-40 亿元，同增 50%+。2025Q2 组串及微逆出货环比略有下滑、除湿机营收环比略增、热交换器营收环比高增。2025H1 公司组串及微逆出货约 46 万台，同比略降，其中 2025Q2 合计出货约 22 万台，同降 30-40%，环比略降。2025H1 除湿机实现营收 4.08 亿元，同比-10%，2025Q2 营收约 2.13 亿元，环增 9%；热交换器实现营收 8.68 亿元，同比-18%，2025Q2 营收约 5.03 亿元，环增 38%。发布员工持股计划草案、增强核心员工凝聚力。2025 年 8 月 25 日公司同步发布员工持股计划草案，计划不超过 800 人认购不超过 190.72 万股，占总股本 0.21%，认购价为 30.19 元/股，2025/2026 年股份支付费用为 0.15/0.45 亿元。考核目标为 2025 年扣非归母净利润不低于 31 亿元，考核目标较易完成，有望激励核心员工，提升员工凝聚力。盈利预测与投资评级：考虑户储价格有所下行，组串及微逆出货增长放缓，我们下调 2025-2027 年盈利预测，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 36.0/43.1/51.7 亿元（前值为

38.5/46.5/54.9 亿元)，同增 22%/20%/20%，对应 PE 为 16/13/11 倍，考虑公司户储出货持续增长，工商储逐步起量，给予 2026 年 20 倍 PE，对应目标价 95 元，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧、需求不及预期。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男
证券分析师：余慧勇)

伟创电气 (688698): 2025 年半年报点评: 业绩符合市场预期, “内生+开放合作” 布局机器人业务

投资要点 25H1 营收同比+16%、归母净利润同比+5%、业绩符合市场预期。公司发布 2025 年半年报, 实现营收 8.97 亿元, 同比+16.39%, 归母净利润 1.41 亿元, 同比+4.87%, 扣非净利润 1.38 亿元, 同比+4.36%, 其中 25Q2 实现营收 5.10 亿元, 同比+15.08%, 归母净利润 0.84 亿元, 同比+4.39%, 扣非净利润 0.83 亿元, 同比+4.38%, 业绩符合市场预期。海外增速放缓&价格战导致毛利率有所下降、战略业务持续投入。公司 25H1 毛利率为 38.20%, 同比-1.27pct, 其中 25Q2 为 38.56%, 同比-0.45pct, 主要系 1) 高毛利的海外市场增速边际放缓; 2) 价格竞争加剧。2025H1 期间费用率 20.74%, 同比-1.01pct, 其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 7.04%、3.95%、11.18%、-1.43%, 分别同比-0.38pct、-0.66pct、-0.45pct、+0.49pct, 主要系公司海外销售渠道体系已基本搭建完成, 同时战略业务持续投入下, 研发费用率维持高位。展望全年, 价格竞争缓解, 产品价格趋于稳健。核心产品下游行业持续拓展、智慧能源战略布局。分产品看: 1) 25H1 公司变频器收入 5.59 亿元, 同比+13.94%, 毛利率 42.38%, 同比-0.83pct。公司产品已形成涵盖高中低压、单传、多传的完整产品矩阵, 广泛应用于冶金、钢铁、电力、起重、船舶、矿山、港口等众多下游, 并且未来将重点布局项目型市场。2) 25H1 伺服系统及运动控制器收入 2.90 亿元, 同比+13.99%, 毛利率 31.16%, 同比-1.77pct, 公司已完成伺服产品功率范围全覆盖, 支持多种总线协议, 具备单机、多传等多种配置方案, 控制系统产品持续渗透小型 PLC 市场, 加速向中高端市场拓展, 同时积极推进中大型 PLC 研发, 打造各产品线深度协同; 3) 25H1 数字能源收入 0.21 亿元, 同比+451.62%, 毛利率 23.95%, 公司围绕电源技术开发逆变器、制氢电源等产品, 深耕运营商通信基站/机房场景下的智慧能源综合解决方案。国内复苏趋势明确、海外加大推广力度。1) 25H1 国内营收 6.38 亿元, 同比+14.88%, 毛利率 34.19%, 同比-0.92pct。公司核心下游机床增势依旧, 高速电机、新能源等受益于下游需求复苏节奏较快表现优异, 纺织受终端出海关税影响而短期承压。展望全年, 传统下游复苏趋势明确, 公司围绕大客户战略, 拓宽下游机型, 预计市占率稳步提升, 25 年国内收入有望同比+10%~20%。2) 25H1 海外营收 2.42 亿元, 同比+22.34%, 毛利率 48.89%, 同比-3.64pct。公司加大国际市场推广力度, 欧洲区成立意大利子公司, 并在变频器、机器人、光伏扬水、氢能等领域与多家客户达成稳定合作, 南亚&东南亚&非洲地区持续推广光伏扬水产品并进一步完善本地化服务网络。综合看, 我们预计公司 25 年海外收入有望同比+20%~30%。“内生+开放合作”、打造关节模组&灵巧手解决方案。1) 公司提供全套执行器解决方案, 包括关节模组、空心杯电机、无框电机、灵巧手解决方案等; 2) 与科达利、上海盟立成立合资公司伟达立, 定位关节模组, 功率密度&轻量化等性能优异; 3) 灵巧手领域整体进展较快, 空心杯电机模组已获小批量订单, 并与科达利、银轮股份、开普勒机器人成立依智灵巧驱动, 聚焦灵巧手业务。盈利预测与投资评级: 考虑到 25H1 工控行业竞争激烈, 我们下修公

司 25-27 年归母净利润至 2.96/3.66/4.42 亿元(原值为 3.06/3.79/4.59 亿元), 同比+21%/+24%/+21%, 对应现价 PE 分别为 43x、35x、29x, 长期看, 工控行业国产替代空间大, 机器人带来大幅弹性, 维持“买入”评级。风险提示: 宏观经济下行, 竞争加剧等。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 谢哲栋
研究助理: 许钧赫)

阳光电源 (300274): 2025 年中报点评: 全球光储龙头增长强劲, 布局 AIDC 开拓第三增长曲线

投资要点 事件: 公司 25H1 营收 435.3 亿元, 同比+40.3%, 归母净利润 77.3 亿元, 同比+56%, 毛利率 34.4%, 同比+1.9pct, 归母净利率 17.8%, 同比+1.8pct。单 Q2 来看, 25Q2 营收 245 亿元, 同环比+33.1%/+28.7%, 归母净利润 39.1 亿元, 同环比+36.5%/+2.1%, 毛利率 33.8%, 同环比+4.3/-1.4pct, 归母净利率 16%, 同环比+0.4/-4.1pct。公司注重股东回报, 25H1 拟向全体股东派发现金股利 19.5 亿元, 占总利润的 25%。上半年光伏逆变器业务稳健、储能业务高增长:

①25H1 光伏逆变器收入 153 亿元, 同比+17.1%, 毛利率 35.7%, 同比-1.9pct。②25H1 储能系统收入 178 亿元, 同比+127.8%, 毛利率 39.9%, 同比-0.2pct。③25H1 新能源投资开发收入 84.0 亿元, 同比-6.2%, 毛利率 18.1%, 同比+1.2pct。销售及研发费用有所提升、谨慎计提

减值促稳健发展: 公司 25H1 期间费用 49 亿元, 同比+23.4%, 费用率 11.3%, 同比-1.5pct; 其中 Q2 期间费用 28.7 亿元, 同环比+55.3%/+41%, 费用率 11.7%, 同环比+1.7/+1pct, 其中销售/研发费用增长较多, 销售费用 13.3 亿元同比+103%, 研发费用 12.4 亿元同比+49%。25H1 经营性净现金流 34.3 亿元, 同比增加 60.4 亿元; 25H1 资本开支 14.6 亿元, 同比+25.1%; 25H1 末存货 297.1 亿元, 较年初+2.3%。此外, 公司计提资产减值损失 6.9 亿元、信用减值损失 2.6 亿元。布局

AIDC 打造第三增长曲线: 公司把握 AIDC 快速发展机遇, 依托电力电子技术优势, 设立相关事业部开展 AIDC 电源业务, 争取明年推出产品, 有望打造第三增长曲线。盈利预测与投资评级: 考虑美国

关税及相关政策缓和, 公司短期美国储能出货及关税有望恢复正常, 我们上调 25~27 年盈利预测, 预计 25~27 年归母净利润分别为 140/162/179 亿元(前值为 120/141/161 亿元), 同比增长 27.2%/15.4%/10.5%, 对应 PE 为 15.2/13.1/11.9x, 考虑公司逆变器、储能业务毛利率表现较好, 全球储能出货继续高增, 盈利能力维持高位, 给定 26 年 18 倍 PE, 对应目标价 140 元/股, 维持“买入”评级。

风险提示: 竞争加剧, 政策不及预期。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 郭亚男
证券分析师: 胡隽颖)

新宙邦 (300037): 2025 半年报点评: 业绩符合市场预期, 氟化工稳中有升

投资要点 25Q2 业绩符合市场预期。公司 25H1 收入 42.5 亿元, 同比+19%, 归母净利润 4.8 亿元, 同比+16%, 扣非净利润 4.7 亿元, 同比+8%, 毛利率 25.1%, 同比-2.8pct。其中 25Q2 收入 22.5 亿元, 同环比+9%/+12%, 归母净利润 2.5 亿元, 同环比+1%/+10%, 扣非净利润 2.4 亿元, 同环比-1%/+10%, 毛利率 25.5%, 同环比-2.9/+0.9pct。电解液 25Q2 出货高增长、海外订单逐步起量。我们预计 25H1 电解液出货 12-13 万吨, 其中 Q2 出货 6.6-6.7 万吨, 同增 45%左右, 25 年我们预计出货维持 30%增长, 出货 28-30 万吨, 其中海外客户占比预计达 15-20%。盈利看, 我们预计 Q2 电解液板块国内盈利压力较大, 预计微亏, 后续随着海外客户放量及六氟自供比例提升, 有望逐步改善。

公司收购 42% 石磊股权，25H1 贡献投资收益 0.07 亿，对应石磊盈利近 0.2 亿，公司当前产能 1.5 万吨，我们预计 26 年 Q1 扩到 3.5 万吨，满足公司 50%+ 电解液需求。氟化工 Q2 利润环增 10%+、电容器和半导体稳健增长。氟化工 25H1 收入 7 亿元，同比-5%（系部分含氟冷却液归口到半导体业务），毛利率 62%，同比-10pct，海斯福上半年贡献净利 3.82 亿元，同增 2%，我们预计氟化工 Q2 利润 2 亿元左右，环增 10%+，且海德福 Q2 亏损缩窄至 0.15 亿元左右，全年看海德福预计亏损收窄至 0.6 亿元，氟化工预计增长 10% 贡献 8 亿元+ 利润，全球电子氟化液市场处于供应切换窗口，公司氟化液产品客户认证基本完成，市场需求增长，我们预计 26 年增速恢复。电容器化学品 25H1 收入 3.7 亿元，同增 20%，半导体化学品收入 1.8 亿元，同增 16%，其中 Q2 合计贡献利润 0.5 亿元+，环比微增，我们预计全年贡献 2 亿元左右利润。费用控制能力稳健、经营性现金流大幅改善。25Q2 期间费用率 12.7%，同环比-0.7/+1.2pct，费用控制稳定；Q2 资产减值损失-0.1 亿元，主要系计提存货减值。Q2 经营性净现金流 8.6 亿元，环比增加流入 11.4 亿元；Q2 资本开支 2.2 亿元，同环比-22%/-6%。Q2 末存货 10.4 亿元，较 Q1 末-7.5%。盈利预测与投资评级：考虑 Q2 电解液行业盈利压力较大，调整公司 25-27 年预期归母净利润至 11.9/16.3/20.3 亿元（原预期 13.1/16.2/20.0 亿元），同比+27%/+37%/+24%，对应 PE 为 30x/22x/17x，考虑公司氟化工及含氟冷却液增长可期，给予 26 年 30xPE，目标价 65.4 元，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧，下游需求不及预期，原材料价格波动。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕

证券分析师：岳斯瑶）

安井食品（603345）：2025 年中报点评：Q2 盈利端压力集中释放，关注旺季产品渠道增量

投资要点 事件：2025H1 公司实现营收 76.04 亿元，同比+0.8%；归母净利润 6.76 亿元，同比-15.8%；扣非归母净利润 6.03 亿元，同比-21.9%。2025Q2 公司实现营收 40.05 亿元，同比+5.7%；归母净利润 2.81 亿元，同比-22.7%；扣非净利润 2.60 亿元，同比-26.1%。此外公司 2025 年中期分红比例为 70%。Q2 小龙虾表现突出，米面制品仍有承压。2025H1 速冻调制食品实现收入 37.59 亿元，同比-1.9%；速冻面米制品实现收入 12.41 亿元，同比-3.9%；菜肴制品实现收入 24.16 亿元、同比+9.4%。2025H1 新宏业、新柳伍两家子公司分别实现营收 8.0/6.9 亿元，同比+17.7%/10.9%，净利率分别为 1.6%/-0.9%。多重因素下毛利率下降，费用端体现出降本增效。2025Q2 实现毛利率 18.0%，同比-3.3pct，主要系原材料上涨、产能折旧和促销增加。25Q2 销售/管理/财务费用率同比+0.1/-0.6/+0.8pct，在费用端公司实现了降本增效，财务费用主要系存款利息减少。2025Q2 实现销售净利率 7.3%，同比-2.9pct；当季度小龙虾占比提升但利润率较薄，对利润率有一定拖累，我们预计公司主业净利率好于整体。旺季看新品表现，新渠道亦有进展。产品方面 H2 开始发力肉多多烤肠，毛利率设计更高，目前渠道接受度良好，在旺季有望贡献收入且提高烤肠的利润率。渠道方面积极拥抱定制化大 B 渠道，在盒马、永辉、胖东来等有不错成绩，大客户还在持续开发中。盈利预测与投资评级：考虑到成本和行业竞争的影响，我们下调 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 14.3/16.2/19.1 亿元（此前预测值分别为 16.2/18.3/19.6 亿元），同比-4%/+14%/+18%，对应 PE 为 18/16/13X。公司估值相对低位，且维持较高的分红比例，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）

西麦食品（002956）：2025 年中报点评：收入端略超预期，成长势能向好

投资要点 事件：2025H1 实现总营业收入 11.49 亿元，同增 18.07%；归母净利润 0.81 亿元，同增 22.46%；扣非归母净利润 0.78 亿元，同增 24.24%。2025Q2 总营业收入 4.93 亿元，同增 21.04%；归母净利润 0.27 亿元，同增 25.16%；扣非净利润 0.24 亿元，同增 17.35%。Q2 营收增速提速，下游需求空间大。公司 2025Q2 收入增速环比 Q1 加速，我们认为主要是下游需求向好，公司成长空间较多。2025H1 纯燕麦/复合燕麦/冷食燕麦/其他业务/其他主营业务分别实现营收 4.2/5.6/0.9/0.5/0.4 亿元，同比+12.2%/+24.8%/+34.7%/-6.4%/-17.5%。高毛利的复合、冷食燕麦保持高速增长，传统纯燕麦也稳定有双位数以上增长。公司全渠道均衡发展，线下传统渠道预计保持双位数以上增长；在主流电商平台继续保持线上燕麦品类 TOP1；入驻了兴盛优选、美团优选等热门社区团购平台，与京东到家、美团、多点等 O2O 平台展开深入合作。成本改善下毛利率提升，季度间费用投放有一定波动。2025Q2 实现毛利率 43.5%，同比+2.6pct，环比略降 0.2pct，主要得益于燕麦粒成本下降。2025Q2 销售/管理/财务费用率同比+2.6/-1.0/+0.7pct，销售费用提升主要是推广费用增加，2025H1 合计来看销售费用率基本维稳（同比+0.5pct）。管理费用率在规模效应下略降，财务费用增加主要系利息收入减少。2025Q2 实现净利率 5.5%，同比+0.3pct，环比-2.7pct；扣非净利率 4.9%，同比-0.2pct。盈利预测：公司股权激励目标为 2025-2027 年营收复合增速为 15%，营收增速确定性较高，2025 年成本红利释放，利润弹性可期。我们基本维持此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 1.8/2.3/2.8 亿元，同比+35%/+27%/+21%，对应 PE 为 30/24/20X，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）

今世缘（603369）：2025 年中报点评：主动降速纾压，筑牢发展基础

投资要点 事件：今世缘 25H1 总营收 69.51 亿元，同比-4.84%，归母净利润 22.29 亿元，同比-9.46%；其中 25Q2 总营收 18.52 亿元，同比-29.69%，归母净利润 5.85 亿元，同比-37.06%。淡雅、单开韧性凸显，省内深耕、省外持续聚焦。5 月下旬以来受外在政策冲击，核心产品扫码率降幅较大，高端价位受影响更显著，省外影响比江苏省内稍好一些，6、7 月终端动销增速环比有所下滑。1）分产品来看，25H1 特 A+类、特 A 类营收分别同比-7.4%、+0.7%，其中 25Q1/25Q2 特 A+类营收分别同比+6.6%/-32.1%、特 A 类营收分别同比+17.4%/-28.1%，其中高端 V 系受影响最大，四开、对开亦受到一定程度影响，而淡雅、单开总体表现更好一些。2）分地区来看，25H1 省内、省外营收分别同比-6.1%、+4.8%，其中淮安、南京、苏南、苏中、盐城、淮海营收分别同比-4.3%、-7.9%、-11.0%、-0.2%、-6.4%、-7.3%，省内核心市场基础稳固，省外受政策影响比省内稍好，持续聚焦安徽、山东、上海、浙江等周边核心市场。费用投放刚性致盈利承压，合同负债节奏平稳。25Q2 销售净利率同比-3.70pct 至 31.58%，费用投放偏刚性，但收入规模阶段性下滑被动抬升费率水平，致盈利持续承压。其中 25Q2 销售毛利率同比-0.21pct 至 72.81%，税金及附加率同比+0.12pct 至 10.09%，销售费用率同比+6.79pct 至 19.03%，管理费用率同比+1.71pct 至 5.65%。此外 25Q2 公允价值变动净收益 0.51 亿元

(24Q2 为净亏损 0.35 亿元), 主要由持有江苏银行股票收益、私募基金收益等贡献。25Q2 销售回款 20.23 亿元, 同比-18.92%, 25Q2 末合同负债 6.00 亿元, 环增 0.62 亿元/同减 0.27 亿元, 合同负债节奏相对平稳。

短期市场份额仍在提升, 后百亿省内精耕省外突破。短期来看, 今世缘市场份额逆势提升, 一是竞争势能仍然向上, 二是灵活把握当前动销表现好的 100-300 元价格带。中长期来看, 今世缘坚持品牌向上总方向, 实施“多品牌、单聚焦、全国化”发展战略, 其中省内“高精尖”, 持续做强基本盘; 省外“三聚焦”, 为全国化打基础。

盈利预测与投资评级: 参考 25Q2 报表节奏, 我们更新 2025-2027 年归母净利润预测为 29.83、32.14、35.69 亿元(前值为 36.79、41.01、45.37 亿元), 对应当前 PE 分别为 18.5、17.2、15.5X。基于两点判断, 一是报表逐步出清、后续有望轻装上阵, 二是竞争势能向上、江苏省内份额逆势提升, 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观经济不及预期; 食品安全风险; 次高端升级不及预期

(证券分析师: 苏钺 证券分析师: 郭晓东)

金徽酒 (603919): 2025 年中报点评: 升级韧性延续, 回款节奏稳健
投资要点

事件: 金徽酒 25H1 营收 17.59 亿元, 同比+0.31%, 归母净利润 2.98 亿元, 同比+1.12%, 扣非后归母净利润 2.90 亿元, 同比-4.05%; 其中 25Q2 营收 6.51 亿元, 同比-4.02%, 归母净利润 0.64 亿元, 同比-12.78%, 扣非后归母净利润 0.58 亿元, 同比-27.25%。年份、柔和系列增势延续, 持续深耕大西北根据地。1) 分产品来看, 上半年 300 元以上、100-300 元、100 元以下产品营收分别同比+21.60%、+8.93%、-29.78%, 300 元以上产品占比提升 4.02pct 至 22.17%。其中年份系列延续较快增长、柔和系列稳健增长、省外能量系列经历调整后恢复增长、星级系列整体有所下滑; 2) 分地区来看, 上半年省内、省外营收分别同比-1.11%、+1.78%, 省内各个区域趋势不错, 省外陕西经过两年调整目前势能向好, 华东聚焦核心区域有所调整。

费用投放刚性致盈利阶段性承压, 合同负债节奏稳健。25Q2 销售净利率同比-1.53pct 至 9.21%, 费用投放偏刚性, 但收入规模下滑被动抬升费率水平, 致盈利阶段性承压。其中 25Q2 销售毛利率同比-1.01pct 至 63.67%, 税金及附加率同比-0.60pct 至 14.52%, 销售费用率同比+1.59pct 至 22.62%, 管理费用率同比+0.50pct 至 13.04%。此外 25Q2 所得税率提升至 30%(24Q2 所得税率为 24%), 主要系高新技术企业申请有难度所致。25Q2 销售回款 7.49 亿元, 同比+17.21%, 25Q2 末合同负债 5.98 亿元, 环增 0.15 亿元/同增 1.15 亿元, 合同负债节奏相对稳健, 经销商打款积极性较好。

短期销售节奏彰显韧性, 中长期推进大西北一体化建设。短期来看, 当前白酒产业虽进入深度调整, 但金徽品牌、渠道协同发力, 销售节奏彰显韧性。中长期来看, 金徽经营风格稳健同时不失进取, 坚持“布局全国、深耕西北、重点突破”战略路径, 稳步推进甘青新市场一体化和陕宁市场一体化建设, 进一步夯实大西北根据地市场, 着力培育华东市场、北方市场为增长新引擎。

盈利预测与投资评级: 二季度升级韧性延续, 回款节奏稳健, 中长期持续推进大西北根据地市场一体化建设。参考 25Q2 报表节奏, 我们更新 2025-2027 年归母净利润预测为 3.77、4.17、4.65 亿元(前值为 4.08、4.65、5.35 亿元), 对应当前 PE 分别为 28.1、25.4、22.8X, 维持“买入”评级。

风险提示: 食品安全风险; 宏观经济不及预期; 市场竞争加大风险。

(证券分析师: 苏钺 证券分析师: 郭晓东)

安徽合力 (600761): 2025 半年报点评: Q2 归母净利润同比+10%, 海外市场+战略新兴板块拓展顺利

投资要点 Q2 营收同比+10%/扣非归母净利润+18%，业绩增幅改善 2025 上半年公司实现营业总收入 94 亿元，同比增长 6%，归母净利润 8.0 亿元，同比下降 4.6%，扣非归母净利润 7.3 亿元，同比增长 0.3%。单 Q2 实现营业总收入 51 亿元，同比增长 10%，归母净利润 4.8 亿元，同比增长 9.8%，扣非归母净利润 4.5 亿元，同比提升 17.8%，非经主要为政府补助和理财产品公允价值变动损益。2025 上半年平衡重叉车行业销量同比增长 3%，公司营收阿尔法属性明显，主要受益：（1）全球化战略兑现，上半年海外营收同比增长 15%，占比达 43%，较 2024 年末提升 3pct，（2）零部件、后市场和智能物流等战略业务板块拓展提速，上半年营收分别同比增长 16%、15%、59%。展望下半年，海外叉车需求底部复苏，智能物流订单确收提速，公司业绩基数较低，增速同环比有望继续改善。 毛利率同、环比改善明显，销售费用率继续增长 2025 上半年公司销售毛利率 23.6%，同比提 2.0pct，销售净利率 9.6%，同比基本持平，单 Q2 销售毛利率 24.6%，同/环比提升 2.2/2.3pct，销售净利率 10.5%，同/环比 0.9/2.0pct。受益于海外、电动化产品占比提升，公司毛利率稳中有升。2025 上半年公司期间费用率 13.1%，同比增长 0.5pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.0%/2.8%/6.2%/-0.9%，同比分别变动+0.6/+0.1/+0.2/-0.5pct，智能物流板块研发投入增长、海外渠道拓展，费用率有所上行。关注叉车行业外需底部复苏，公司智能物流布局加速 疫情扰动下，海外叉车市场 2021-2022 年迎来历史高点，2023-2024 年均在消化渠道库存，其中核心市场欧美下滑尤为明显。2024 年 Q3 以来，海外龙头订单呈底部回升趋势，2025 年 Q2 丰田、凯傲新签订单分别增长 3%、10%，反映需求修复确定性增强，安徽合力海外布局趋于完善，有望充分受益。同时，公司于智能物流布局提速：（1）与华为共同揭牌成立“联合创新·天工实验室”，于智能车辆开展合作。（2）与顺丰、京东等签订战略合作协议。（3）8 月 25 日公告，拟与江淮前沿技术协同创新中心成立“联合创新·天枢实验室”，聚焦智能物流具身机器人及特种机器人等的研发和产业化。拟投入研发费用 1000 万元，且江淮中心承诺不再与其他第三方开展类似研究合作。当前仓储物流业迎全面智能化转型拐点，公司前瞻布局，有望充分受益。 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 14/15/16 亿元，当前市值对应 PE 12/11/10X，维持“买入”评级。 风险提示：地缘政治冲突加剧、竞争格局恶化、原材料价格波动等

（证券分析师：周尔双 证券分析师：韦译捷）

能科科技（603859）：2025 年中报点评：AI 业绩超预期，合同负债高增

事件：2025 年 8 月 25 日，公司发布 2025 年中报。2025H1 公司实现营收 7.38 亿元，同比+4.91%；归母净利润 1.11 亿元，同比+18.75%；扣非净利润 1.01 亿元，同比+16.16%。25Q2 营收 4.01 亿元，同比+33.99%；归母净利润 0.62 亿元，同比+64.64%；扣非净利润 0.59 亿元，同比+76.91%。业绩超出市场预期。

投资要点 AI 业绩超预期，合同负债高增：公司收入增长主要是 AI 产品与服务收入实现快速增长，AI 业务 25H1 实现营收 2.11 亿元，同比增长 145.60%。合同负债 4.05 亿元，同比增长 158.26%。毛利率方面，2025 年 H1 毛利率为 52.40%，同比+4.21pct；销售净利率为 21.48%，同比+4.13pct。费用率方面，2025 年 H1 销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 5.48%、5.98%、15.58%，同比分别-2.29pct、-0.37pct、+1.06pct。

加大 AI 产品的研发投入，丰富“灵系列”产品：2025 年上半年，公司加大 AI 产品研发投入。围绕 AI 产品的技术基础，强

化“灵擎”中台的模型开发、Agent 开发、数据加工和软硬件适配能力。围绕 AI 产品的市场应用，丰富“AI+具身产品智能化”、“AI+工业研制智能化”和“工业软件+AI 智能助手”产品系列。目前公司“灵系列”产品结构得到了进一步优化、产品系列得到了进一步丰富、产品能力得到进一步提升。加大 AI 产品的应用推广，加快市场落地：公司围绕工业领域核心应用场景，以可量化、高复用性、高价值场景为重点，加大市场的推广力度。重点挖掘行业头部客户需求，引导和推动 AI 产品和解决方案的落地，打造标杆案例，形成规模效应。目前公司部分 AI 产品在企业内、企业间、行业间得到了很好的复用，在工业领域的落地取得显著进展。盈利预测与投资评级：公司前瞻布局 AI agent 业务，打造第二成长曲线，2025 年 H1 AI 业务继续保持高速增长，我们维持公司 2025 年-2027 年营业收入为 18.23 亿元、21.92 亿元、25.72 亿元，对应增速 21%、20%、17%；2025 年-2027 年归母净利润为 2.54 亿元、3.16 亿元、3.94 亿元，对应增速分别为 32%、25%、24%，对应 PE 分别为 42/34/27 倍，维持“买入”评级。风险提示：相关政策不及预期、企业产品落地不及预期、市场竞争加剧。

（证券分析师：王紫敬 证券分析师：戴晨）

炬芯科技（688049）：2025 年中报业绩点评：智能音频业务高速增长，存内计算加速落地

投资要点 25H1 营收稳步增长，销售净利率增长显著。据公司 25 年中报，25H1 实现营收 4.49 亿元，yoy+60.12%；毛利率 50.67%，同比上升 4.21pcts；归母净利润 0.91 亿元，同比增长 123.19%。25Q2 单季营收 2.57 亿元，yoy+58.72%，qoq+33.98%；毛利率 51.31%，同比增长 4.09pcts，环比增长 1.49pcts；销售净利率 19.41%，同比降低 0.59pcts，环比降低 2.18pcts。SoC 芯片业务实现高速增长，AIoT 与无线音频市场渗透率显著提升。2025 年作为端侧 AI 元年，AI 与硬件的融合创新呈现井喷态势。在此趋势下，公司全力推进产品 AI 化战略转型，提供兼具低功耗与大算力优势的 AI 芯片解决方案。目前，公司已成功推出 ATS323X、ATS362X、ATS286X 三款端侧 AI 音频芯片，已快速导入品牌客户无线麦克风产品中上市发售，并快速上量。公司持续加大与国内外一线品牌的合作深度，在蓝牙音箱芯片市场，公司在哈曼、索尼、Bose 等为代表的品牌客户不断提升市场份额，成为业内品牌的第一梯队供应商；在低延迟高音质蓝海市场，公司与大疆、RODE、猛玛等无线麦克风品牌客户保持密切的合作关系，保持领先的技术优势和市占率，与 TCL、VIZIO 等知名厂商合作，发力 Soundbar 市场，共同挖掘无线化传输全景声带来的巨大市场机遇；公司在端侧 AI 处理器芯片市场持续拓展，以 Party 音箱品类为切入点，不断提升此品类的市场份额、同时不断发掘专业音频领域新的增长机遇。存内计算技术商业化加速，AI 芯片性能与生态持续优化。公司正推进存内计算（CIM）技术的商业化落地，第二代存内计算 IP 研发按计划进行，目标实现单核 NPU 算力倍数提升、能效比优化，并全面支持 Transformer 模型。同时，通过 ANDT 开发工具的版本升级，强化了端侧 AI 开发生态，便于客户模型部署，进一步巩固其在 AIoT 领域的技术领先地位。盈利预测与投资评级：考虑到公司在技术积累和客户资源等方面具备显著优势，叠加产品多矩阵布局带来的业绩弹性。我们基于公司业绩公告，略微上调公司 2025-2027 年营业收入预测，预计实现 10.00/11.87/14.85 亿元（前值：9.25/11.87/14.85 亿元），略调整归母净利润为 1.7/2.7/3.7 亿元（前值：1.9/2.7/3.7 亿元）。维持“买入”评级。风险提示：宏观环境风险，行业竞争和需求

风险，研发失败风险。

（证券分析师：陈海进 研究助理：李雅文）

龙迅股份（688486）：2025 年中报业绩点评：业绩稳健增长，高速传输与车规级芯片拓展加速

投资要点 25H1 营收稳步增长，销售净利率增长显著。据公司 25 年中报，25H1 实现营收 2.47 亿元，yoy+11.35%；毛利率 54.88%，同比上升 0.22pcts；归母净利润 0.72 亿元，同比增长 15.16%。25Q2 单季营收 1.38 亿元，yoy+17.42%，qoq+26.56%；毛利率 55.22%，同比增长 0.08pcts，环比增长 0.79pcts；销售净利率 31.18%，同比增长 4.72pcts，环比增长 5.03pcts。持续研发创新，完善高清视频桥接及处理芯片产品线。2025 年上半年，公司继续加大研发投入，报告期内研发投入 yoy+22.87%，占营收比重 23.1%。报告期内，公司成功研发出主要应用于商显和安防领域的支持多输入混合信号切换的芯片，该芯片支持高刷新率和可变刷新率，最高单通道速率可达 12Gbps，能够单芯片解决四个输入接口的混合信号切换的点屏与环出问题，大幅降低了终端产品的设计复杂度和生产成本，为该领域客户的产品升级提供了有力支撑。公司还升级了应用于端侧 AI 领域的低功耗、低延迟视频桥接芯片，相较于上一代产品，新品通过优化设计结构和更新新工艺，在性能上实现跃升，功耗进一步降低，兼容性也得到显著提升，更加有利于为 AI 模型的训练提供实时要素。公司预计几款产品于下半年陆续投放市场并实现批量出货。积极拓展高速数据传输与车规级芯片市场，推动产品高端化转型。报告期内，公司在 DP2.1、USB、PCIe、SATA 等协议的研究开发上持续发力，并取得了阶段性进展，部分项目已进入流片阶段。产品具有高速率、高可靠性、低延迟和低误码率等特征，参与 AI 训练、推理运算的数据传输和储存，是提升 AI 系统性能的关键器件，在超算、AI 智能、数据中心、消费电子等领域有着非常广阔的市场空间。汽车电子方面，针对汽车市场对于视频长距离传输和超高清视频显示需求开发的车载 SerDes 芯片组目前处于全面市场推广阶段，已将 SerDes 芯片组拓展进入 eBike、摄像云台、无人机等新业务领域。公司积极推进汽车体系建设和产品认证，报告期内，新增一个产品通过汽车软件过程改进与能力评定 ASPICE level2 评估认证，新增 2 个产品通过 AEC-Q100 Grade2 认证测试。截至报告期末，公司共有 11 颗桥接类的芯片通过了 AEC-Q100 测试认证，其中 5 颗产品通过 Grade 2 认证。盈利预测与投资评级：作为从事高速混合信号芯片研发和销售的公司，龙迅股份在 A 股市场具有稀缺性。我们认为，随着 AR/VR、汽车电子两大应用领域放量，公司业绩有望再上新台阶。我们基于公司业绩公告，维持公司 2025-2027 年营业收入预测，预计实现 6.94/9.91/13.78 亿元，预计归母净利润 2.1/3.0/4.4 亿元。维持“买入”评级。风险提示：研发失败风险，存货减值风险，政策变化波动风险。

（证券分析师：陈海进 研究助理：李雅文）

BOSS 直聘（BZ）：2025Q2 业绩点评：业绩好于预期，看好盈利释放潜力

投资要点 25Q2 公司实现营业收入 21.02 亿元，同比增长 9.7%，超出指引区间。经调整净利润 9.41 亿元，同比增长 30.9%。收入利润均好于市场一致预期。公司预计 25Q3 总收入将在 21.3-21.6 亿元之间，同比增长 11.4%-13.0%。公司计划未来每年派发股息，本财年将派发 8000 万美元；启动新一轮回购，计划从 8 月 29 日起的 12 个月内，回购最高 2.5 亿美元的股份。Q2 平台岗位供需关系显著改善，看好公司企业客户收入保持良好增长趋势。2025 年 1-

7 月公司累计新增认证用户超 3000 万人，Q2 APP 端平均认证 MAU 达 6356 万，同比增长 16.5%。Q2 招聘市场延续复苏趋势，7 月新增职位数同比增长约 20%，“求职者/职位”比率同比显著下降；其中应届毕业生新增求职需求有所放缓，6-7 月新增验证毕业生数量同比下降超 20%；而企业同期新增应届生岗位发布量同比增长超 18%。供需关系改善也推动了商业化指标向好。截至 2025/6/30 的 12 个月里，付费企业客户总数达 650 万，同比增长 10%，1-7 月平均新增发布职位数同比保持高增。结合行业修复趋势，我们预计 Q3 公司企业客户收入加速增长。

蓝领/下沉/中小企业客户市场持续渗透。从行业维度看，蓝领制造业经历 4 月因关税短暂放缓后，自 5 月起恢复增长且增速持续领先，在收入中的贡献保持高位，主要受蓝领用户增长驱动；下沉市场及中小企业营收贡献亦实现同比提升。我们继续看好公司在这些市场的用户增长驱动整体收入增长。经调整运营利润率创历史新高，看好公司盈利潜力。25Q2 公司毛利率同比提升 1.9pct 达 85.4%；销售费用率同比减少 8.5pct，主要由于广告营销费用以及员工相关费用减少，获客效率继续提高，凭借强大的双边网络效应，以低成本高效获取用户并维持行业最高留存率；管理费用率同比基本持平，研发费用率同比减少 3.4pct，主要由于云服务费用减少。整体经调整运营利润率同比提升 7.5pct 至 42%，创历史新高。我们继续看好公司通过提高获客效率及 AI 降本增效实现利润稳健释放。

盈利预测与投资评级：公司 Q2 业绩好于我们预期，我们将公司 2025-2027 年 Non-GAAP 净利润预测从 33/41/48 亿元上调至 35/42/51 亿元，对应 PE 为 23/19/15x，我们看好公司长期发展，维持“买入”评级。

风险提示：经济恢复不及预期，企业数增长或付费不及预期

（证券分析师：张良卫 证券分析师：郭若娜）

中航高科（600862）：2025 年中报点评：持续推进产能建设，营收利润稳健增长

事件：公司发布 2025 年中报。公司 2025 年上半年实现营业收入 27.47 亿元，同比去年+7.87%；归母净利润 6.05 亿元，同比去年+0.24%。

投资要点 业绩增长主要源于航空新材料业务收入的提升：公司 2025 年上半年实现营业收入 27.47 亿元，同比增长 7.87%；归属于上市公司股东的净利润 6.05 亿元，同比微增 0.24%。业绩增速放缓的主要原因是航空新材料业务增速略低于整体，2025 年上半年该板块实现收入 27.17 亿元，同比增长 7.89%，主要由预浸料交付量提升带动；2025 年上半年航空先进制造技术产业化业务则实现收入 0.29 亿元，同比大幅增长 83.37%，得益于冗余人员减少及成本控制。整体来看，2025 年上半年公司收入结构仍以航空新材料为主，占比 98.9%，先进制造板块占比虽低但恢复明显。

公司 2025 年上半年综合毛利率由上年同期的 37.25%微升至 39.28%：主要因高毛利的航空新材料收入占比提升。2025 年上半年期间费用率合计 6.27%，同比下降 1.18 个百分点，其中销售费用率降至 0.37%，研发费用率升至 3.50%。2025 年上半年经营性现金流净额 89.44 亿元，同比大增 160.85%，主因中航复材票据到期回款增加。截至 2025 年上半年合同负债 7.86 亿元，较年初减少 8.87 亿元，反映订单预收款阶段性下降；存货 127.86 亿元，与年初基本持平，其中原材料与在产品略有增加，库存商品小幅下降，整体库存管理稳健。

2025 年上半年，公司核心竞争力持续巩固：中航复材新增授权专利 8 项，累计有效专利达 330 项，巩固航空复合材料领域技术领先地位；优材百慕完成波音 747-400/400F 及国产 ARJ21-700 碳刹车盘副适航取证，并启动新型号取证工作。资本

运作方面，母公司以 1.20 亿元增资长盛科技，持股比例升至 20%，布局碳纤维产业链上游；同时启动 1 亿元至 2 亿元股份回购计划，用于股权激励。此外，顺义航空产业园先进航空预浸料产能提升项目累计投入 3.82 亿元，进入试运营阶段，我们预计下半年将进一步提升高附加值预浸料产能。

盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，我们基本维持先前对公司 2025-2027 年归母净利润预测，分别为 13.71/16.24/17.94 亿元，对应 PE 分别为 26/22/20 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)

鸿远电子 (603267): 2025 年中报点评: 产品结构向高附加值领域倾斜, 规模效应和成本管控成果明显

事件: 公司发布 2025 年中报。公司 2025 年上半年实现营业收入 10.18 亿元, 同比去年+22.27%; 归母净利润 1.84 亿元, 同比去年+52.96%。

投资要点 鸿远电子 2025 年上半年实现营业收入 10.18 亿元, 同比增长 22.27%; 归属于上市公司股东的净利润 1.84 亿元, 同比增长 52.96%。业绩增长主要受益于高可靠领域市场需求回暖, 2025 年上半年核心产品瓷介电容器销售收入达 5.36 亿元, 同比增长 45.93%, 占自产业务收入的 80.72%; 滤波器收入 0.27 亿元, 同比大幅增长 147.28%; 微控制器及配套集成电路收入 0.70 亿元, 同比增长 57.61%; 其他电子元器件收入 0.31 亿元, 其中微波组件与陶瓷管壳产品收入均突破千万元; 代理业务收入 3.50 亿元, 同比下降 12.24%, 系公司主动优化客户结构所致。2025 年上半年自产业务收入占比提升至 65.34%, 产品结构向高附加值领域倾斜, 叠加规模效应和成本管控, 推动净利润增速显著高于营收增速。

2025 年上半年公司毛利率同比提升 6.32 个百分点至 45.72%: 主要因高毛利自产业务占比提高及生产成本优化。2025 年上半年销售费用率 6.00% (同比+0.02pct), 管理费用率 6.15% (同比-0.44pct), 研发费用率 5.83% (同比+0.24pct), 财务费用因存款收益减少转为净支出 0.02 亿元。2025 年上半年经营活动现金流净额 1.30 亿元, 同比增长 28.33%, 系存货规模及付款周期管理改善。截至 2025 年上半年合同负债 0.59 亿元, 较期初增长 177%, 反映订单储备充足。截至 2025 年上半年存货账面价值 7.58 亿元, 较期初下降 4.82%, 其中库存商品减值准备增至 0.79 亿元, 存货周转效率有所提升; 应收账款 15.51 亿元, 同比增长 34.02%, 账期较长的自产业务收入增长是主因。

核心竞争力强化, 高可靠瓷介电容器市场地位巩固: 2025 年上半年, 公司完成 CT41A 系列 X8T 芯片电容器等新品研发, 硅基射频芯片、射频微系统陶瓷封装外壳实现小批量供货。子公司鸿立芯引入员工持股平台并增资至 0.34 亿元, 鸿远合肥、成都蓉微分别获增资 0.30 亿元和 0.25 亿元。参与制定《低温共烧陶瓷滤波器》团体标准, 电磁兼容实验室通过 CNAS 复审。核心竞争力方面, 持续强化高可靠产品质量优势, 鸿远苏州获评“江苏省智能制造示范车间”, 新增光伏储能、汽车电子等代理产品线。

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 3.26/4.80/5.71 亿元, 对应 PE 分别 41/28/23 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 1) 应收账款余额较大的风险; 2) 自产军用产品降价的风险; 3) 下游需求及订单波动。

(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>