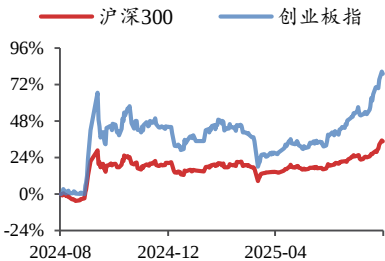


2025 年 08 月 27 日

开源晨会 0827

——晨会纪要

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
农林牧渔	2.615
美容护理	2.043
基础化工	1.257
传媒	1.232
综合	1.090

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
医药生物	-1.092
非银金融	-1.057
钢铁	-0.981
国防军工	-0.934
通信	-0.794

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号：S0790521070001

观点精粹

行业公司

【公用事业】可控核聚变技术百花齐放，终极能源梦想照进现实——行业投资策略-20250826

【医药：可孚医疗(301087.SZ)】2025H1 业绩符合预期，海外业务蓄势待发——公司信息更新报告-20250826

【食品饮料：舍得酒业(600702.SH)】二季度如期好转，下半年改善趋势持续——公司信息更新报告-20250826

【海外：拼多多(PDD.NASDAQ)】2025Q2 利润好于预期，持续投入长期生态建设——美股公司信息更新报告-20250826

【地产建筑：保利物业(06049.HK)】业绩稳健增长，增值业务布局持续优化——港股公司信息更新报告-20250826

【商贸零售：永辉超市(601933.SH)】门店调改进入阵痛期，静待经营业绩拐点——公司信息更新报告-20250826

【地产建筑：建发物业(02156.HK)】收入及利润水平稳健增长，基础物管规模稳中有进——港股公司信息更新报告-20250826

【地产建筑：保利发展(600048.SH)】结转规模下降，销售稳健，投资质量不断提高——公司信息更新报告-20250826

【农林牧渔：隆平高科(000998.SZ)】国内玉米种子销售承压，巴西业务大幅减亏——公司信息更新报告-20250826

【化工：华鲁恒升(600426.SH)】Q2 归母净利润环比增长，投建技改项目或提高效益——公司信息更新报告-20250826

【有色钢铁：锡业股份(000960.SZ)】锡业龙头，不断提升资源综合价值——公司信息更新报告-20250826

【汽车：华阳集团(002906.SZ)】业务表现优异，营收利润稳健双增——公司信息更新报告-20250826

【电子：鼎龙股份(300054.SZ)】CMP 材料渗透加深，多元化业务稳步推进——公司信息更新报告-20250826

【海外：建滔积层板(01888.HK)】2025H2 或受益于提价，2026 年 AI 期权或逐步兑现——港股公司信息更新报告-20250826

【电子：长电科技(600584.SH)】下游需求回暖，高端先进封装进入量产阶段——公司信息更新报告-20250826

【化工：兴发集团(600141.SH)】业绩符合预期，拟收购桥沟矿业增强磷矿资源保障——公司信息更新报告-20250826

【电力设备与新能源：威迈斯(688612.SH)】Q2 毛利率创历史新高，业绩超预期——公司信息更新报告-20250826

研报摘要

行业公司

【公用事业】可控核聚变技术百花齐放，终极能源梦想照进现实——行业投资策略-20250826

周磊（分析师）证书编号：S0790524090002 | 黄懿轩（联系人）证书编号：S0790125070014

可控核聚变技术路线多元化发展，公共资金和私营资本踊跃入局

核聚变反应指轻核碰撞融合形成重核并释放大量能量的过程。可控核聚变技术路线百花齐放，磁约束、Z 箍缩、FRC 等技术路线均迎来重要变化。当前全球在运/在建的核聚变项目主要由公共资金主导，多采用磁约束技术路线；规划中的核聚变项目主要由私营资本主导，技术路线趋于多元化；全球聚变竞赛已拉开帷幕，各国聚变公司融资活动频繁，美国科技巨头谷歌、亚马逊、微软等踊跃入局核聚变公司投资。参考当前国内裂变堆每年 10GW 级的核准建设节奏，若核聚变电站顺利实现商业化，未来批量建设情景下年投资额或将达数千亿元。

托卡马克装置有望受益于高温超导带材量产率先突破，2030s 实现并网发电

托卡马克装置聚变功率与环形磁场强度的四次方成正比；即理论上，每当环形磁场强度提升 1.8 倍，装置聚变功率就能够提升一个数量级。低温超导材料 NbTi 和 Nb₃Sn 分别在 10T 和 20T 磁场强度下载流能力大幅下降；而二代高温超导材料 REBCO 在 40T 磁场强度下仍保持较强的载流能力。近年来，随着高温超导材料实现工业化量产，采用高温超导方案的装置理论上限大幅提升，新一代聚变公司涌现，CFS、TokamakEnergy、星环聚能、能量奇点等均采取高温超导方案。

国内 Z 箍缩混合堆有望加速落地，FRC 装置获私营资本青睐

2008 年，彭先觉院士提出 Z 箍缩驱动聚变-裂变混合堆（Z-FFR）；2025 年 3 月，先觉聚能成立，国内 Z 箍缩混合堆建设有望提速。2008-2020 年，Helion 团队累计获奖金/融资约 0.74 亿美元，完成场反位形（FRC）装置原型机的六次迭代，并成功实现 1 亿度等离子体温度。FRC 装置有望成为聚变领域的黑马，私营资本加速布局。2021-2025H1，Helion 累计完成 9.6 亿美元融资，国内瀚海聚能、星能玄光、诺瓦聚变相继成立；2025 年 8 月，诺瓦聚变完成 5 亿元天使轮融资。

可控核聚变行业进入快速孵化阶段，有望逐渐迈向商业化阶段

技术进步和资金投入共同推动行业进入快速孵化阶段，建议关注聚变项目资本开支加速带来的上游装备、材料等环节投资机会。受益标的：（1）磁体：西部超导（低温超导线材）、永鼎股份（高温超导带材）、上海超导（高温超导带材）、联创光电（高温超导磁体服务）等；（2）真空室和堆内构件：合锻智能（真空室、第一壁、包层和偏滤器）、国光电气（第一壁、包层和偏滤器）、安泰科技（第一壁、包层和偏滤器）等；（3）电源总成：英杰电气（磁体电源和 PSM 电源）、爱科赛博（磁体电源和 PSM 电源）、四创电子（PSM 电源）、新风光（磁体电源）、赛晶科技 H（脉冲电源）等；（4）微波和电源器件：旭光电子（真空脉冲功率器件等）、国力股份（氢闸流管、回旋管、速调管）、宏微科技（IGBT）、王子新材（电容）等；（5）燃料增殖和循环：国光电气（氚工厂）等；（6）检测设备：皖仪科技（氦检漏、真空检漏）等。

风险提示：商业化进度不及预期、资金投入不及预期、技术路线变化风险。

【医药：可孚医疗(301087.SZ)】2025H1 业绩符合预期，海外业务蓄势待发——公司信息更新报告-20250826

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 石启正（联系人）证书编号：S0790125020004

2025H1 业绩符合预期，海外业务蓄势待发，维持“买入”评级

公司 2025H1 实现营收 14.96 亿元（-4.03%，同比，下同），归母净利润 1.67 亿元（-9.51%）。单 Q2 实现营收

7.58 亿元 (+0.87%)，归母净利润 0.76 亿元 (-9.30%)。2025H1 公司销售费用率 32.11% (+2.17pct)，管理费用率 5.37% (+1.45pct)，费用率上升主要系公司收入基数下滑、子公司合并咨询费用等，研发费用率 2.68% (-0.26pct)。销售毛利率 52.49% (+1.82pct)，主要系公司优化低效品类产品、自研产品比例提升，盈利能力提高，净利率 11.14% (-0.71pct)。分地区，2025H1 公司境内 13.99 亿元 (-8.40%)，境外收入 0.97 亿元 (+208.97%)，公司于 2025H1 先后收购了华舟、喜曼拿，获得成熟的海外渠道及客户资源，并筹划在 H 股上市，进一步提升海外业务拓展能力。考虑到国内宏观消费不确定性、海外渠道及市场拓展的前期投入，我们下调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 3.76/4.77/6.06 亿元（原值 4.50/5.61），EPS 分别为 1.80/2.28/2.90 元，当前股价对应 P/E 分别为 22.9/18.1/14.2 倍，但公司核心品类有望放量，海外业务或进入高速发展期，因此维持“买入”评级。

全渠道协同布局，深耕战略品类，自研创新提升盈利能力

公司构建了以数据为驱动、全渠道协同的运营体系，线上渠道 2025H1 实现收入 9.74 亿元 (-8.90%)，深耕传统电商，强化核心品类竞争优势，并且重点布局兴趣电商，推动无创呼吸机、血糖尿酸一体机、电子体温计等品类快速增长；线下渠道实现收入 4.74 亿元 (+12.59%)，深化与头部连锁药房战略协同，优化核心品类终端布局 and 市场份额。公司自主研发的呼吸机自 2025Q2 起销售放量，增速显著提升；血糖尿酸一体机、体温计、居家检测试纸等核心产品发展趋势良好。

公司尽享家用医疗器械政策免疫赛道和老龄化红利，高分红回馈投资者

高分红：2025 年中拟分红 1.22 亿，公司将实施积极的分红政策，在符合利润分配条件下正在增加现金分红频次；主逻辑：公司深处家用医疗器械 β 增速赛道，公司持续搭建产品中高端梯度，自产比例不断提升，深耕品牌和渠道，增强市占和规模效应，理智稳健支出，毛利净利有望双提升；健耳听力连锁化商业模式逐步验证：助听器产品为老龄化强需求，国内助听验配渗透率仍在提升中，该业务 2025H1 收入同比增长超 20%，并通过加速推进数字化战略，改善存量门店的经营效益，盈亏平衡点可期。2025H1 骨导助听器获证，丰富自研助听器产品矩阵，并且有望通过线上渠道助力业绩释放。

风险提示：产品研发推进不及预期；宏观消费不及预期；海外市场拓展不及预期。

【食品饮料：舍得酒业(600702.SH)】二季度如期好转，下半年改善趋势持续——公司信息更新报告-20250826

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 逢晓娟（分析师）证书编号：S0790521060002 | 张恒玮（分析师）证书编号：S0790524010001

二季度业绩好转，期待下半年持续改善，维持“增持”评级

舍得酒业 2025H1 营业收入 27.0 亿，同比-17.4%；归母净利润 4.4 亿，同比-25.0%。2025Q2 公司实现收入 11.3 亿元，同比-3.4%；实现归母净利润 0.97 亿元，同比+139.5%。考虑公司主动释放渠道库存压力，我们下调 2025-2027 年盈利预测，预计 2025 年-2027 年归母净利润分别为 6.9 (-0.4) 亿元、8.4 (-0.6) 亿元、10.9 (-0.6) 亿元，同比分别+100.3%、+21.0%、+29.7%，EPS 分别为 2.08 (-0.11) 元、2.51 (-0.20) 元、3.26 (-0.18) 元，当前股价对应 PE 分别为 32.2、26.6、20.5 倍，公司自 2024 年开展去库存挺价，聚焦核心市场、核心产品，目前效果凸显，下半年改善趋势有望持续，维持“增持”评级。

Q2 收入降幅收窄，中低档酒高速增长，省外增速好于省内

2025Q2 中高档酒收入 7.39 亿元，同比-15.7%，其中高端千元藏品增长约 100%，品味舍得自 2024Q2 开始去库存，低基数下降幅收窄，且 7、8 月份逐步转正，舍之道增长 25%；低档酒收入 2.37 亿元，同比+62.3%，主要是沱牌 T68 有较高增长。分区域看，2025Q2 省内收入 2.89 亿元，同比-21.2%，省外收入 6.86 亿，同比+4.8%。四川省内管控较为严格，且产品结构较高，受影响较大，省外低库存下已经同比恢复增长。

现金流表现不佳

2025Q2 销售收现 11.52 亿元，同比-24.2%，截至 2025Q2 末合同负债 1.57 亿元/环比-0.49 亿元。

毛利率平稳，费用率持续优化，净利率提升

2025Q2 毛利率同比-0.33pcts，虽然低档酒增长较快，但低档酒内部结构改善对毛利率有提振作用。Q2 税金/销售/管理费用率同比-0.6/-3.3/-1.2pcts，公司 2025 年着力推进控费优化，费用投放更加精准，下半年费用率降低趋势仍有望持续，Q2 整体净利率同比+5.2pcts。

风险提示：宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等。

【海外：拼多多(PDD.NASDAQ)】2025Q2 利润好于预期，持续投入长期生态建设——美股公司信息更新报告-20250826

张可（分析师）证书编号：S0790523070001 | 荀月（分析师）证书编号：S0790524110001

国内佣金基数效应消退，海外关税不确定性有望改善，维持“买入”评级

考虑到公司投入商家服务、用户体验及产业升级，追求长期可持续发展，我们下调公司 2025-2027 年 non-GAAP 净利润预测至 990/1383/1700 亿元（前值 1395/1694/2005 亿元），对应同比增速-19.1%/39.7%/22.9%，对应摊薄后 EPS16.7/23.3/28.7 元，当前股价对应 2025-2027 年 13.2/9.4/7.7 倍 PE。国内电商份额有望持续提升，海外 TEMU 积极扩张，2025H2 国内佣金政策调整基数效应及国补边际影响减弱、海外关税不确定性有望改善，维持“买入”评级。

2025Q2 收入符合预期，利润好于预期，源于销售费用及投资收益好于预期

2025Q2 公司收入 1040 亿元，同比增长 7%，基本符合彭博一致预期；non-GAAP 净利润 327 亿元，同比下滑 5%，高于彭博一致预期（224 亿），源于销售费用低于预期及投资收益高于预期。收入端，（1）在线营销：2025Q2 收入 557 亿元，同比增长 13%，国内电商行业竞争仍激烈背景下，货币化率提升进程或有放缓；（2）交易收入：2025Q2 收入 483 亿元，同比增长 0.7%，同比增速放缓主要源于国内短期降低服务费及减免物流费用等方式为商家降本增效、TEMU 半托管模式 GMV 占比或提升导致变现率环比下滑。利润端，2025Q2 毛利率 55.9%，同比下滑 9.4pct，或源于 TEMU 受关税不确定性影响商业模式调整；营销费用率 26.2%，同比降低 0.6pct，环比降低 8.7pct，或源于国内国补影响边际减弱及海外 TEMU 投放收缩。

持续投入长期生态建设，关注国内行业竞争及海外关税影响

持续推进高质量发展战略，强化生态体系、推动价值链升级，短期盈利能力或存在波动，后续跟踪国内行业竞争及海外关税政策落地后对 TEMU 执行层影响。中长期国内用户心智及低价货盘具备一定壁垒，份额仍有望增长；海外需求稳健，用户心智初步建立，未来 TEMU 半托管规模扩张仍有望实现大幅减亏。

风险提示：海外扩张不及预期、竞争加剧、监管政策变动。

【地产建筑：保利物业(06049.HK)】业绩稳健增长，增值业务布局持续优化——港股公司信息更新报告-20250826

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001 | 杜致远（联系人）证书编号：S0790124070064

业绩稳健增长，增值业务布局持续优化，维持“买入”评级

保利物业发布 2025 年中期业绩，公司上半年营收利润保持增长，毛利率有所下降，物管收入双位数增长，新拓项目质素提升，增值业务结构优化，盈利修复可期。我们维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 15.8、17.2、18.8 亿元，对应 EPS 为 2.86、3.11、3.40 元，当前股价对应 PE 为 11.9、11.0、10.0 倍，公司关联方发展稳健，在管规模持续扩张，维持“买入”评级。

营收利润平稳增长，毛利率有所下滑

公司 2025H1 实现营收 83.92 亿元，同比+6.6%；实现归母净利润 8.91 亿元，同比+5.3%；毛利率和净利率分别为 19.4%和 10.8%，同比分别-1.1pct 和-0.1pct；管理费同比下降 9.2%，收入占比同比-0.9pct 至 5.3%。截至上半年末，公司现金及银行余额 116.2 亿元，同比+9.6%；贸易应收款为 39.3 亿元，同比+9.7%；资产负债率同比-0.9pct 至 42.9%。

物管收入稳健增长，加大高能级城市存量住宅拓展

公司 2025 上半年在管规模扩大，实现物管收入 63.25 亿元，同比+13.1%，收入占比同比+4.4pct 至 75.4%，毛利率同比-0.2pct 至 16.6%。截至上半年末，公司合同面积 9.96 亿平，第三方占比 63.8%；在管面积 8.34 亿平，第三方占比 65.9%，住宅业态占比 38.5%。公司上半年新拓第三方项目 14.06 亿元，同比+17.2%，其中核心 50 城占比同比+5.1pct 至 84.6%，其中北京、广州、天津期内拓展金额超亿元。公司在高能级城市加大存量住宅拓展，上半年新拓 19 个存量住宅项目，单年合同额达 0.93 亿元，同比+47.9%。公司优化新项目区位布局，同时部分项目提价，住宅平均物管费单价提升 0.14 元至 2.47 元/平/月。

增值业务规模收缩，业务调整盈利修复可期

公司 2025H1 非业主增值服务收入 8.63 亿元，同比-16.1%，受案场协销服务项目数量下降及写字楼租赁收入下降影响，毛利率同比-6.8pct 至 11.2%，其中案场协销和写字楼租赁分别同比下降 9.4%和 19.4%。公司推动增值业务优化调整，业主增值服务收入 12.04 亿元，同比-3.7%，毛利率同比+1.1pct 至 39.9%。

风险提示：第三方项目拓展放缓、关联公司经营不及预期、房地产销售下行。

【商贸零售：永辉超市(601933.SH)】门店调改进入阵痛期，静待经营业绩拐点——公司信息更新报告-20250826

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 姚慕宇（联系人）证书编号：S0790125040021

存量门店进入调改深水区，公司经营业绩短期承压

公司发布中报：2025H1 实现营收 299.48 亿元（同比-20.7%，下同）、归母净利润-2.41 亿元（2024 年同期为 2.75 亿元）；单 2025Q2 实现营收 124.69 亿元（-22.6%），归母净利润-3.88 亿元（2024 年同期为-4.61 亿元）。我们维持盈利预测不变，预计 2025-2027 年归母净利润为-7.38/4.10/11.95 亿元，对应 EPS 为-0.08/0.05/0.13 元，当前股价对应 2026-2027 年 PE 为 115.2/39.6 倍。我们认为，公司向品质零售转型进展顺利，目前存量门店进入系统化、规模化调改阶段，短期有所承压，但长期经营拐点可期，估值合理，维持“买入”评级。

公司主动进行商品汰换和供应商优化，短期影响利润率

分行业看，2025H1 公司零售业/服务业分别实现营收 285.09/14.40 亿元，同比分别-19.4%/-40.4%；分产品看，生鲜及加工/食品用品（含服装）分别实现营收 115.05/170.04 亿元，同比分别-15.4%/-21.9%。盈利能力方面，2025H1 公司综合毛利率为 20.8%（-0.8pct），盈利能力下滑主要系公司主动进行供应链改革，完成大量供应商及商品的升级汰换造成毛利损失，同时大量闭店过程中产生一定租赁及人员赔偿等成本费用。2025H1 公司综合毛利率为 20.8%（-0.8pct），销售/管理/财务费用率分别为 19.2%（+2.0pct）/2.9%（+0.6pct）/1.3%（-0.4pct），费用率整体有所抬升，毛利率短期承压。

供应链改革持续深化，自有品牌稳步发展，门店调改迈入系统化阶段

（1）供应链：加速推进裸采模式，期间完成 2860 家标品供应商的裸采合同签订，精简供应商数量约 50%，生鲜板块源头采购比例提升至 60%以上，熟食加工板块自营销售额占比从 40.2%上涨至 78.1%；（2）自有品牌：公司通过严格溯源和品质管理打造产品力，截至报告期已陆续上架 2 支自有品牌单品，初步呈现差异化竞争力；（3）门店调改：截至 2025 年 6 月底公司共调改 124 家门店，在供应链改革和自有品牌发展同步进行下，调改进

入系统化、规模化阶段。

风险提示：市场竞争激烈；调改情况不及预期；同店增长放缓等。

【地产建筑：建发物业(02156.HK)】收入及利润水平稳健增长，基础物管规模稳中有进——港股公司信息更新报告-20250826

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001 | 杜致远（联系人）证书编号：S0790124070064

收入及利润水平稳健增长，基础物管规模稳中有进，维持“买入”评级

建发物业发布 2025 年中期业绩公告。公司营业收入及利润同比双位数增长，业绩表现重回增长轨道，公司基础物管规模稳健扩张，经营性现金流水平进一步优化，毛利率水平维持稳定，我们维持盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 3.8、4.4、5.1 亿元，对应 EPS 为 0.27、0.31、0.36 元，当前股价对应 PE 为 10.6、9.1、7.8 倍。公司物管规模扩张迅速，增值业务布局优化，看好业绩持续修复，维持“买入”评级。

营收利润双位数增长，毛利率水平维持稳定

公司 2025 年上半年实现营业收入 18.23 亿元，同比增长 13.35%；实现归母净利润 2.16 亿元，同比增长 13.23%；实现扣非归母净利润 2.16 亿元，同比增长 13.23%。相较 2024 年末，公司硬装业务影响逐步减小，营业收入及归母净利润重回高增长轨道。2025 年上半年，公司实现毛利率、净利率分别为 25.16%、12.14%，同比分别持平、+0.04pct。截至 2025 年上半年末，公司资产负债率 54.64%，权益乘数 2.20，流动比率 1.78，速动比率 1.75，公司贸易应收款 8.09 亿元，同比增长 54.2%。2025 年上半年，公司经营活动产生的现金流入净额为 0.90 亿元，同比增长 2.59 亿元，同比由负转正。

基础物管规模稳中有进，业主增值服务收入高速增长

分业务结构看，2025 年上半年，公司物业管理服务收入 10.58 亿元，同比增长 23.1%；社区增值及协同服务收入 4.46 亿元，同比增长 23.5%；非业主增值服务收 2.78 亿元，同比减少 19.4%。截至 2025 年上半年末，公司合约建筑面积为 1.13 亿平方米，合约项目数量 730 个，分别较 2024 年末增长约 3.4%、3.8%；截至 2025 年上半年，在管建筑面积达 0.83 亿平方米，在管项目数量 558 个，分别较 2024 年末增长 10.2%、5.9%。

风险提示：房地产行业恢复不及预期、未来收购或扩张风险。

【地产建筑：保利发展(600048.SH)】结转规模下降，销售稳健，投资质量不断提高——公司信息更新报告-20250826

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001 | 杜致远（联系人）证书编号：S0790124070064

经营管理能力优秀的龙头央企，维持“买入”评级

保利发展发布 2025 年中期报告。公司收入利润均下滑，结转毛利率承压，但销售排名稳居首位，土储结构不断优化，负债结构优化，资金成本优势明显。我们维持盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 56.8、65.6、75.1 亿元，EPS 分别为 0.47、0.55、0.63 元，当前股价对应 PE 估值分别为 17.5、15.1、13.2 倍，我们看好公司低价项目结转完成后业绩持续修复，维持“买入”评级。

营收下降利润承压，投资净收益显著下滑

公司 2025H1 实现营业收入 1168.6 亿元，同比-16.1%；实现归母净利润 27.1 亿元，同比下降 63.5%；实现经营性净现金流 160.2 亿元，同比实现由负转正；毛利率和净利率分别为 14.6%和 5.6%，分别同比-1.4pct、-2.1pct。公司业绩下滑主要由于（1）结转规模和毛利率同比下降；（2）受房地产销售市场景气度影响，销售费率同比提升

0.4pct至2.6%；(3) 投资净收益同比-46.0%，其中对合联营企业投资收益同比-47.2%。

销售稳居第一，拿地强度提升

2025H1 公司实现签约金额 1451.7 亿元，同比-16.3%；实现签约面积 713.5 万方，签约均价提升至 2.03 万元/平；38 城销售占比同比+3pct 至 92%，在上海、广州、成都、西安等 9 个核心城市排名市场第一；2022 年及之后获取的增量项目签约金额约 937 亿元，占比较 2024 全年+5pct 至 65%；实现销售回笼 1448 亿元，综合回笼率 100%，同比提高 15pct。公司拿地聚焦核心 38 城，上半年新增项目 26 个，拿地总土地款 509 亿元，同比+304%，拿地权益比 87%，拿地强度达 35.1%。截至上半年末公司土储建面 5855 万方，较年初下降 403 万方。

融资成本继续压降，负债指标持续优化

截至 2025H1，公司有息负债 3488 亿元，新增有息负债平均成本降低 21BP 至 2.71%，期末综合成本 2.89%，融资成本进一步下降；资产负债率 73.5%，扣除预收款的资产负债率为 63.3%、净负债率为 59.6%，较期初分别-0.8pct、-1.4pct、-3.0pct；一年内到期有息负债占比 21.4%，较年初-2.9pct。

风险提示：行业恢复不及预期、政策放松不及预期、公司销售恢复不及预期。

【农林牧渔：隆平高科(000998.SZ)】国内玉米种子销售承压，巴西业务大幅减亏——公司信息更新报告-20250826

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 王高展（分析师）证书编号：S0790525070003

国内玉米种子销售承压，巴西业务大幅减亏，维持“买入”评级

公司发布 2025 年半年度报告，2025H1 公司营收 21.66 亿元，同比-16.11%，归母净利润-1.64 亿元，同比转亏，其中 2025Q2 营收 7.57 亿元，同比+48.62%，归母净利润-1.62 亿元，同比转亏。由于汇率波动，2025H1 公司汇兑收益 1.48 亿元。我们维持盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 3.48/4.04/5.02 亿元，EPS 为 0.24/0.28/0.34 元，当前股价对应 PE 为 43.4/37.4/30.1 倍，维持“买入”评级。

水稻种子优势稳固，巴西业务大幅改善

(1) 水稻种子：2025H1 营收 7.79 亿元，同比-6.98%，毛利率 42.20%，同比+2.65pct。公司把握低镉绿色品种运作战略机遇，持续稳固行业领先优势，依托优势新品系，强化产品竞争系统布局，收入保持平稳。(2) 玉米种子：2025H1 营收 9.07 亿元，同比-26.14%，毛利率 25.51%，同比+7.38pct，营收下滑主要系境内玉米市场供过于求、去库存压力增大、市场竞争加剧，且 2024-2025 年度发货节奏提前，2025H1 公司玉米种子计提存货减值损失 1.01 亿元。巴西玉米业务通过优化组织结构、持续提升产业运营能力，2025H1 实现营收 8.68 亿元，同比+2.11%，净利润同比大幅减亏。(3) 退货数据：2025H1 水稻退货金额中排名前十品种销售退回总额 0.56 亿元，占水稻种子营收比例 7.24%；玉米退货金额中排名前十品种销售退回总额 0.47 亿元，占玉米种子营收比例 5.18%。

研发投入持续推进，新品种权积累彰显龙头实力

2025H1 公司研发投入 2.80 亿元，建立了高效、低成本的玉米生物育种研发体系，进一步提升市场竞争力，推动公司业绩持续稳定增长。2025H1 公司获得授权植物新品种权 107 件，其中水稻 68 件，玉米 37 件，辣椒 2 件。截至 2025H1 末，公司累计获得授权植物新品种权 1075 件，种业龙头优势突出。2025 年，公司 9 个品种入选农业农村部办公厅发布的农业主导品种。在海外，隆平巴西新开发登记 11 个玉米新品种、5 个高粱新品种，不断丰富作物品类。

风险提示：商品粮价格变动影响制种情绪、制种成本上升等。

【化工：华鲁恒升(600426.SH)】Q2 归母净利润环比增长，投建技改项目或提高效益——公司信息更新报告-20250826

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 张晓锋（分析师）证书编号：S0790522080003 | 宋梓荣（分析师）证书编号：S0790525070002

Q2 归母净利润环比增长，投建技改项目或提高效益，维持“买入”评级

2025 年 H1 公司实现营收 157.64 亿元，同比-7.14%；实现归母净利 15.69 亿元，同比-29.47%。Q2 单季度，公司实现归母净利润 8.62 亿元，同比-25.62%，环比+21.95%。Q2 动力煤价格环比下跌，公司成本压力缓解，业绩环比增长。考虑公司 Q3 有检修项目，7 月以来煤价环比有所反弹，我们下调公司 2025-2027 年盈利预测，预计公司归母净利分别为 34.70（-8.05）、45.55（-4.48）、56.79（-0.81）亿元，EPS 分别为 1.63（-0.38）、2.15（-0.21）、2.67（-0.04）元/股，当前股价对应 PE 分别为 16.3、12.4、10.0 倍。公司拟投建技改项目提高效益，同时半年报拟分红与股东分享发展红利，维持公司“买入”评级。

2025 年 Q2 煤价环比下行，产品价差环比修复，公司业绩环比增长

据 Wind 数据及我们测算，2025 年 Q2，动力煤均价 643 元/吨，环比下降 12.70%，同比下降 24.98%。公司成本压力有所缓解。产品方面，主营产品尿素、醋酸、己二酸、草酸、DMC、合成氨、辛醇、CPL 等产品平均价格分别为 1,857、2,674、7,188、2,991、3,544、2,653、7,465、9,349 元/吨，环比分别+7.51%、-7.84%、-10.86%、-7.74%、+5.83%、-3.02%、-2.73%、-12.07%；平均价差分别为 895、1,446、1,620、1,695、2,609、1,525、2,145、1,933 元/吨，环比分别+42.35%、-3.58%、+13.59%、-5.09%、+14.39%、+5.36%、+8.30%、+9.48%。包括尿素在内的多数主营产品 Q2 价差环比上涨，公司归母净利润环比增长。

半年度拟分红，同时拟投建煤气化平台改造项目，增加公司规模效益

公司拟以 2025 年半年度权益分派实施时股权登记日的总股本扣减公司回购专用证券账户中股份为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 2.50 元（含税），不送红股，不进行公积金转增股本，与股东共享发展成果。目前公司德州本部部分气化炉的气化技术服务时间较长，总体能效水平与荆州子公司的综合能耗相比存在一定差距，减弱了产品的市场竞争力。公司拟投资建设气化平台升级改造项目，通过技术升级提高规模效益，项目预计总投资为 30.39 亿元。

风险提示：项目建设进度不及预期、产品价格大幅下跌、宏观经济下行等。

【有色钢铁：锡业股份(000960.SZ)】锡业龙头，不断提升资源综合价值——公司信息更新报告-20250826

孙二春（分析师）证书编号：S0790525060001 | 温佳贝（分析师）证书编号：S0790524040009

锡矿供应脆弱性驱动锡价中枢上行，公司业绩有望充分受益

2025H1，公司实现营收 210.93 亿元，同比+12.35%；归母净利润 10.62 亿元，同比+32.76%；扣非归母净利润 13.03 亿元，同比+30.55%。2025Q2，公司实现营收 113.65 亿元，同比+9.53%，环比+16.82%；归母净利润 5.62 亿元，同比+18.76%，环比+12.61%；扣非归母净利润 8.10 亿元，同比+16.60%，环比+64.04%；主要系上半年对低效固定资产进行处置，对 2025H1 合并报表利润总额影响-3.2 亿元，计入营业外支出，对归母净利润影响-2.7 亿元。考虑到缅甸、刚果（金）供应扰动犹存，锡价持续维持高位，我们上调业绩预测，预计 2025~2027 年公司实现归母净利润 23.81、26.24、29.05 亿元（此前预计 2025~2027 年分别为 20.62、23.78、26.70 亿元），同比分别变动+64.9%、+10.2%、+10.7%，EPS 分别为 1.45、1.59、1.77 元/股，对应 2025 年 8 月 26 日收盘价 PE 分别为 14.1、12.8、11.6 倍，公司作为锡行业龙头，有望受益锡价中枢抬升，维持“买入”评级。

2025 年上半年生产稳步推进，计划回购增强信心

2025 年上半年公司生产锡 4.81 万吨，同比+6.4%，锌 6.98 万吨，同比+1.5%，铜 6.25 万吨，同比-11.1%，分别完成 2025 年生产目标的 53%、53%、50%，各产品生产基本按照全年规划稳步推进；此外，公司计划回购公司股份 1-2 亿元，并于 2025 年 8 月 7 日实施了首次回购，进一步增强投资者信心。

加大尾矿资源综合利用水平，提升现有矿山价值创造能力

卡房分矿已获得云南省自然资源厅 2025 年度第一批钨矿（三氧化钨 65%）开采总量配额指标 688 吨，公司将聚焦打造全球最优锡铟产品供应商和全球最优锡铟行业解决方案提供商的战略目标，进一步加强对卡房矿区的资源勘查，提升公司的未来钨、锡相关资源的增储和开发利用水平，加大对尾矿资源的综合利用水平，不断提升现有矿山价值创造能力。

风险提示：缅甸复产进度超预期、半导体需求复苏不及预期、锡价大幅波动等。

【汽车：华阳集团(002906.SZ)】业务表现优异，营收利润稳健双增——公司信息更新报告-20250826

赵旭杨（分析师）证书编号：S0790523090002 | 王镇涛（联系人）证书编号：S0790124070021

公司发布 2025H1 报告，营收利润稳健双增长

华阳集团 2025H1 实现营业收入 53.11 亿元，同比+26.65%，归母净利润 3.41 亿元，同比+18.98%，扣非后归母净利润 3.23 亿元，同比+16.53%；其中 2025Q2，实现营业收入 28.22 亿元，环比+13.36%，实现归母净利润 1.86 亿元，环比+19.57%，扣非后归母净利润 1.73 亿元，环比+15.67%。公司主营业务为汽车电子和精密压铸，2025H1 两大业务经营良好。我们维持公司盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 9.17/12.04/15.19 亿元，对应 EPS 分别为 1.75/2.29/2.89 元/股，对应当前股价 PE 分别为 18.5/14.1/11.2 倍，维持“买入”评级。

两大业务收入显著高增长，费用管控初显成效

盈利端，公司 2025Q2 毛利率 19.50%，同比-2.44pct，环比+1.31pct；净利率 6.64%，同比基本持平，环比+0.35pct。分业务收入方面，公司 2025H1 汽车电子业务收入 37.88 亿元，同比+23.37%，精密压铸业务收入 12.92 亿元，同比+41.32%，显著高增长，或因客户订单开拓所致。费用端，2025Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.16%/2.06%/7.73%/0.25%，环比变动-0.01pct/-0.40pct/0.21pct/-0.19pct，受益于规模效应同时亦彰显优异管理能力。

产品技术新突破，订单需求上升助推全球化产能潜力释放

公司以华阳开放平台为基础，助推高通、芯驰、联发科等多平台座舱域控制器和主流大模型的落地；新产品 VPD 国内率先量产，座舱域控、HUD、电子后视镜、三电系统零部件等产品收入实现高增长，推进舱驾一体域控技术方案优化，产品已达可量产阶段。公司客户基盘进一步扩张，汽车电子业务获 Stellantis 集团、福特、大众、吉利、小米、小鹏、理想等客户新定点项目，精密压铸业务获得采埃孚、博世等重要项目。此前，公司于第四届 ATC 智能座舱及内饰技术周峰会中宣布，实现了虚拟全景显示（VPD）与斜投影 ARHUD 的融合。公司产能已在惠州、上海新建厂房，长兴华阳精机二期建设项目、江苏中翼产能扩建项目已开工，并在泰国、墨西哥设立子公司，有望加速海外业务拓展，前景广阔。

风险提示：产品研发不及预期、行业竞争激烈、下游需求不及预期。

【电子：鼎龙股份(300054.SZ)】CMP 材料渗透加深，多元化业务稳步推进——公司信息更新报告-20250826

陈蓉芳（分析师）证书编号：S0790524120002 | 陈瑜熙（分析师）证书编号：S0790525020003

营收稳步提升，盈利能力增强，维持“买入”评级

鼎龙股份发布 2025 年半年报，2025H1 公司共实现营业收入 17.32 亿元/yoy+14%；归母净利润 3.11 亿元/yoy+43%；扣非归母净利润 2.94 亿元/yoy+49%；其中 Q2 实现营业收入 9.08 亿元，同比+12%；归母净利润 1.70 亿元/yoy+25%；扣非归母净利润 1.59 亿元/yoy+21%。2025H1，公司销售毛利率 49.23%/yoy+4.05pct；销售净利率 21.05%/yoy+2.20pct。2025Q2 单季度，公司毛利率 49.61%，同比+3.62pct；销售净利率 21.60%，同比+0.38pct。考虑到公司 CMP 材料加速放量，新材料业务进展顺利，材料自主可控稳步推进，且公司盈利能力增强，我们上调 2025-2027 年归母净利润至 7.18/9.55/11.86 亿元（原值 7.15/8.34/10.04 亿元），当前股价对应 41.5/31.2/25.2 倍 PE，

维持“买入”评级。

CMP 材料加速放量，新材料业务多点开花

2025H1 半导体业务营收占比已提升到 54.75%，达到 9.43 亿元。(1)CMP 抛光垫 H1 营收 4.75 亿元/yoy+59.58%，Q2 营收 2.56 亿元/yoy+56.64%，qoq+16.40%，再创历史新高，产品月销量从 Q2 开始稳定在 3 万片以上，市场渗透率持续加深，CMP 抛光垫国产龙头地位稳固。(2) CMP 抛光液及清洗液 H1 营收 1.19 亿元/yoy+55.22%，得到主流逻辑晶圆厂客户认可并取得“抛光液+清洗液”组合订单。(3) 半导体显示材料 H1 营收 2.71 亿元/yoy+61.90%，YPI 与 PSPI 产品市占率提升，TFE-INK 产品持续市场突破。(4) 高端晶圆光刻胶已布局近 30 款，浸没式 ArF 及 KrF 晶圆光刻胶业务持续推进，超过 15 款产品已送样给客户验证，其中超过 10 款进入加仑样测试阶段；(5) 半导体先进封装材料进入销售初步起量阶段，半导体封装 PI 已布局 7 款产品，目前 2 款产品取得 3 家客户订单；临时键合胶稳定规模出货。2025H1 打印复印通用耗材业务营收 7.79 亿元/yoy-10.12%，因公司以利润优先而非营收规模驱动，主动做了产品型号和客户调整，部分影响到耗材业务整体收入下滑，但对耗材业务经营效率的提升有利。

风险提示：下游客户导入不及预期，产品研发进展不及预期、客户需求不及预期、产能建设进展不及预期。

【海外：建滔积层板(01888.HK)】2025H2 或受益于提价，2026 年 AI 期权或逐步兑现——港股公司信息更新报告-20250826

张可（分析师）证书编号：S0790523070001 | 陈沅（联系人）证书编号：S0790124070037

2025H2 业绩有望受益于提价，2026 年高端产能提速、AI 期权有望逐步兑现

考虑到下游景气度有所回暖，公司率先提价驱动顺周期下业绩增长加速，我们将 2025-2027 年归母净利润预测由 19.8/22.1/30.3 亿港元提升至 24.5/27.2/35.6 亿港元，同比增长 81.7/12.2/30.8%，当前市值分别对应 2025-2027 年 15.6/14.1/10.8 倍 PE。2025H2 公司覆铜板价格已率先调涨，PCB 需求强劲或支撑价格刚性，下半年业绩表现有望受益；2026 年高端 CCL 及物料产能布局提速，AI 期权有望步入兑现期，驱动估值中枢上移，实际报表贡献或在 2027 年集中释放，维持“买入”评级。

2025H1 利润同比增长依赖投资盈利、融资成本缩减，抵消 CCL 成本拖累

公司 2025H1 收入 95.9 亿港元，同比增长 11%，其中覆铜板及上游物料业务收入 87.2 亿港元，对应月均出货量同比提升 5%至 900 万张。2025H1 归母净利润 9.3 亿港元，同比增长 28%，增长主要来自权益工具投资损益同比增长 1.3 亿港元、融资成本同比缩减 0.7 亿港元，抵消覆铜板部门经营利润率同比-0.8pct 至 12.3%的负面影响，分析 CCL 主业经营利润率下滑或因涨价幅度不及成本提升。

2025H2 成本顺价或可延续，2026 年传统景气度需跟踪、高端产能有望落地

8 月 15 日公司于业内率先发布涨价函，出于成本考虑将 CEM-1/22F/V0/HB/FR4 价格调涨 10 元/张，我们认为 PCB 需求向上、原料价格高企或支撑 2025H2 调价传导顺畅，从而改善 CCL 利润率、驱动下半年业绩释放。2026 年泰国 80 万张 CCL 产能有望逐步投产，玻纤布扩产缓解供应瓶颈、巩固成本优势，业绩前景仍有待观察铜价走势、PCB 需求持续性。高端产品方面，集团已成功研发 HVLP3 铜箔、IC 封装基板用超薄 VLP 铜箔，高端铜箔已认证进入多家全球头部 tier1、通信终端客户；lowdk 玻璃纱首个窑炉已于 2025H1 投产，2025H2 预计新增三个窑炉、具备生产二代玻璃纱的能力；2026 年预计另有 6 个高端窑炉投产，生产低介电低膨胀及石英玻璃纱。

风险提示：下游需求不及预期，研发进度不及预期，产能释放不及预期。

【电子：长电科技(600584.SH)】下游需求回暖，高端先进封装进入量产阶段——公司信息更新报告-20250826

陈蓉芳（分析师）证书编号：S0790524120002 | 陈瑜熙（分析师）证书编号：S0790525020003

2025H1 营收同比增长超过 20%，归母净利润受财务费用等侵蚀

长电科技发布 2025 年半年报，2025H1 公司实现营收 186.05 亿元/yoy+20.14%，归母净利润 4.71 亿元/yoy-23.98%，毛利率 13.47%/yoy+0.11pct，净利率 2.52%/yoy-1.46pct。2025Q2 公司营收 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%。2025Q2 营收增长主因终端回暖，市场不确定性也引起部分提前投料；归母净利润下滑主因加大研发投入，以及汇兑和收购晟碟半导体事宜引起的财务费用增加。随先进封装产能释放，我们看好公司的业绩稳健增长，但考虑到归母净利润或受财务费用、研发费用影响，我们下调 2025/2026/2027 年归母净利润 19.18/26.08/31.90 亿元（原值为 25.28/34.42/45.18 亿元），当前股价对应 36.4/26.8/21.9 倍 PE，考虑公司国产高端先进封装带来的成长机会，维持“买入”评级。

运算、汽车电子、工业、通讯等需求回暖带动增长

2025H1，按应用领域划分公司营业收入占比：通讯电子 38.1%、运算电子 22.4%、消费电子 21.6%、汽车电子 9.3%、工业及医疗电子 8.6%；消费电子领域收入小幅下降，其他下游应用领域收入均实现同比两位数增长，其中汽车电子 yoy+34.2%，工业及医疗领域 yoy+38.6%。公司营收分工厂：星科金朋 8.51 亿美元，长电韩国 9.16 亿美元，江阴长电先进 10.14 亿元，晟碟半导体 16.24 亿元，长电微 0.43 亿元。长电微聚焦 2.5D/3D 等高性能封装技术，正持续提升产能。

持续加强产业布局，高端先进封装进入量产阶段

高性能先进封装领域，公司推出 XDFOI 芯粒高密度多维异构集成工艺，实现对 2.5D/3D 封装突破，已进入量产阶段。汽车电子领域，公司产品覆盖智能座驾、智能网联、ADAS、传感器与功率等多个领域，专注于车规级芯片封测的长电科技汽车电子（上海），主体建设已完成并进入内部装修阶段。智能终端射频领域，公司 APU 集成可应用于智能手机、AI 眼镜、蓝牙耳机、无人机和智能机器人等。功率及能源应用领域，公司持续提升第三代半导体功率器件及模块技术与产能。

风险提示：AI 发展不及预期、产能释放不及预期、宏观需求不确定性等。

【化工：兴发集团(600141.SH)】业绩符合预期，拟收购桥沟矿业增强磷矿资源保障——公司信息更新报告-20250826

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 徐正凤（分析师）证书编号：S0790524070005

Q2 业绩环比增长，拟收购桥沟矿业增强磷矿资源保障

公司发布 2025 年中报，实现营收 146.20 亿元，同比+9.1%；归母净利润 7.27 亿元，同比-9.7%；扣非净利润 6.65 亿元，同比-11.8%。其中 Q2 实现营收 73.91 亿元，同比+13.4%、环比+2.3%；归母净利润 4.16 亿元，同比-1.7%、环比+34%；扣非净利润 4.37 亿元，同比+10.1%、环比+91.1%，业绩符合预期。我们维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 20.62、23.27、26.82 亿元，EPS 分别 1.87、2.11、2.43 元/股，当前股价对应 PE 为 14.5、12.8、11.1 倍。公司同时公告拟收购桥沟矿业增强磷矿资源保障，我们看好公司持续完善产业链，新旧动能转换加速向世界一流精细化工企业迈进，维持“买入”评级。

特种化学品、农药、有机硅量升价跌，肥料价升量跌，Q2 盈利能力环比改善

（1）分业务看，2025H1，特种化学品、农药、肥料、有机硅系列营收 26.15、25.68、19.24、13.69 亿元，同比+0.3%、-3.8%、-3.9%、+16.6%，销量同比+7.9%、+4.3%、-9.0%、+36.3%，不含税售价同比-7.1%、-7.8%、+5.6%、-14.5%，特种化学品、农药、有机硅系列量升价跌，肥料价升量跌。（2）分子公司看，2025H1，草甘膦、有机硅、特种化学品、肥料净利润同比下降，湿电子化学品、磷矿石净利润同比增长。（3）盈利能力，公司 2025 年中报销售毛利率、净利率分别为 16.44%、5.39%，同比分别-0.94、-0.64pcts；2025Q2 销售毛利率、净利率分别为 19.87%、6.14%，环比分别+6.93、+1.51pcts。（4）公司同时公告全资子公司保康楚烽拟以现金方式收购湖北尧治河化工持有的桥沟矿业 50%股权，交易对价 85,457.14 万元，交易完成后桥沟矿业将成为公司的全资孙公司。桥沟矿业下属

桥沟磷矿保有磷矿资源储量 1.85 亿吨，现已取得采矿许可证，设计产能 200 万吨/年。本次收购完成后，公司拥有采矿权的磷矿资源储量将由 3.95 亿吨增至 5.80 亿吨，预计磷矿开采能力亦将显著提升，有助于提升公司磷化工产业综合竞争力。

风险提示：原材料及产品价格波动、项目进展不及预期、安全环保风险等。

【电力设备与新能源：威迈斯(688612.SH)】Q2 毛利率创历史新高，业绩超预期——公司信息更新报告-20250826

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001 | 王嘉懿（分析师）证书编号：S0790525060004

Q2 毛利率 23%创历史新高，业绩超预期

公司发布 2025 年中报。2025 年上半年公司实现营业收入 29.6 亿元，同比+6.8%；实现归母净利润 2.7 亿元，同比+26.2%。其中 Q2 实现营业收入 16.1 亿元，同比+14.5%，环比+18.7%；Q2 实现归母净利润 1.7 亿元，同比+68.8%，环比+69.9%。公司全球化战略逐步落地，高附加值产品出货量提升，且注重精益化生产管控，单 Q2 毛利率 23.0%，同比+1.1pcts，环比+5.1pcts，单季度毛利率创历史新高，Q2 业绩超预期。公司是国内车载电源龙头且海外进展领先，显著受益于欧洲新能源车市场放量，有望迎来量利齐升，我们上调原有盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 7.26、10.25、14.86 亿元（原为 5.98、7.80、9.92 亿元），当前股价对应 PE 分别为 20.2、14.3、9.9 倍，维持“买入”评级。

全球化战略稳步推进，与 Stellantis 集团密切合作形成“示范效应”

公司全球化战略稳步推进，泰国生产基地项目已取得土地使用许可证，项目建设正按规划持续推进。泰国生产基地的建设有望进一步完善公司全球布局，强化全球服务能力与供应链协同能力，为境内整车厂出海及境外客户拓展提供支撑。公司已连续多年向 Stellantis 集团量产发货，并取得雷诺、阿斯顿马丁、法拉利等境外车企的定点并量产发货。依托于 Stellantis 集团密切合作的“示范效应”及自身深厚的研发优势，公司正积极拓展更多境外客户，并已与多家海外知名整车厂密切交流。

报表扎实，货币资金余额 18.5 亿元，合同负债创新高

公司报表扎实，资金充裕，中报货币资金余额 18.5 亿元。中报合同负债 3.4 亿元，创历史新高。且公司应付长期高于应收，体现其产业链地位。

风险提示：新能源汽车销量增速放缓、市场竞争加剧、客户拓展不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

¹ 根据新凤鸣 2025 年一季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 4.78% 的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn