

晨会纪要

数据日期: 2025-08-25	上证综指	深证成指	沪深300指数	中小板综指	创业板综指	科创50
收盘指数(点)	3883.56	12441.06	4469.22	13842.44	3697.44	1287.73
涨跌幅度(%)	1.51	2.26	2.08	1.37	2.37	3.19
成交金额(亿元)	13609.03	17802.33	8236.81	5936.20	8661.62	1345.40

晨会主题

【常规内容】

宏观与策略

宏观快评: 杰克逊霍尔会议快评-鲍威尔转鸽, 9月降息在即

固定收益周报: 超长债周报——股债跷跷板

固定收益周报: 公募REITs周报(第31期)-指数继续调整, 各板块普跌

策略专题: 价格全方位多维跟踪体系(2025.08)-反内卷语境看价格结构性修复

行业与公司

社会服务行业双周报(第113期): 中报业绩密集披露, 豆神、粉笔、有道等迭代AI教育新品

传媒互联网周报: 《黑神话》第二部作品发布预告片, “广电21条”发布

互联网行业专题: 人工智能行业专题(11): 探究模型能力与应用的进展和边界

互联网行业周报: 人工智能周报(25年第34周)-英伟达或暂停生产H20芯片, DeepSeek-V3.1正式发布

电子行业周报: 重视“三重周期”共振下半导体的估值扩张弹性

家电行业周报(25年第34周): 7月空调出货外冷内热, 家电出口降幅环比收窄

盛达资源(000603.SZ) 财报点评: 缴纳权益金等原因导致利润同比下滑, 静待相关矿山投产

锡业股份(000960.SZ) 财报点评: 二季度扣非利润表现亮眼, 致力提升现有矿山价值

许继电气(000400.SZ) 财报点评: 直流输电系统集中交付, 海外业务持续突破

平高电气(600312.SH) 财报点评: 在手订单充沛, 特高压招标交付放量可期

金风科技(002202.SZ) 财报点评: 上半年业绩同比增长7%, 风机制造板块毛利率显著改善

三星医疗(601567.SH) 财报点评: 海外配电高歌猛进, 提质增效静待盈利修复

华利集团(300979.SZ) 财报点评: 新客户与欧洲市场驱动收入增长, 盈利短期承压

东方甄选(01797.HK) 海外公司财报点评: 下半年财年净利润扭亏为盈, 期待战略转型效果显现

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数 08月26日

	收盘指数	涨跌幅%
道琼斯	33597.92	0
纳斯达克	10961.46	-0.48
S&P500	3801.78	-0.44
法国CAC40	6000.24	-0.72
德国DAX	14261.19	-0.57
日经225	27574.43	-0.4
恒生	25829.91	1.93

基金指数 08月26日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3265.53	0.02
股票基金指数	11738.57	1.84
混合基金指数	10965.47	2.24

汇率 08月26日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.16	-0.86
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.81	-0.02
美元兑日元	147.73	0.54

非流通股解禁 08月26日

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

南微医学(688029.SH) 财报点评:25Q2 归母净利润增长 21%,海外增速亮眼

药康生物(688046.SH) 财报点评:营收稳健增长,美国新设施启用

奥浦迈(688293.SH) 财报点评:产品业务收入同比增长 26%,CDMO 服务回暖

美好医疗(301363.SZ) 财报点评:基石业务短期波动,新业务成长可期

亚信安全(688225.SH) 财报点评:打造爆款新品 AI XDR,生态布局值得期待

海容冷链(603187.SH) 财报点评:经营质量提升,营收业绩加速增长

柏楚电子(688188.SH) 财报点评:2025 年上半年利润同比增长 30%,智能焊接领域持续突破

歌尔股份(002241.SZ) 财报点评:2Q25 盈利能力显著改善,收、并购押注 AR 赛道

金融工程

金融工程日报:A 股强势上涨,成交额再破 3 万亿创 9·24 行情以来历史次高

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观快评:杰克逊霍尔会议快评-鲍威尔转鸽, 9月降息在即

美东时间8月22日上午10点,美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔年会上发表讲话,讨论当前经济与货币政策短期展望,并公布修订版《长期目标和货币政策战略声明》。

证券分析师: 田地(S0980524090003)、邵兴宇(S0980523070001)、董德志(S0980513100001)

◆ 固定收益周报:超长债周报——股债跷跷板

超长债复盘:上周债市继续大跌。上周税期资金面收紧,公布8月MLF超额续作3000亿,A股放量大涨,上证指数创10年新高,股债跷跷板效应明显,超长债继续暴跌。成交方面,上周超长债交投活跃度小幅下降,交投相当活跃。利差方面,上周超长债期限利差走阔,品种利差走阔。

超长债投资展望:

30年国债:截至8月22日,30年国债和10年国债利差为31BP,处于历史偏低水平。从国内经济数据来看,7月经济依然面临下行压力。我们测算的7月国内GDP同比增速约4.3%,较今年上半年的增速大幅下滑。通胀方面,7月CPI为0.0%,PPI-3.6%,通缩风险依存。我们认为,短期债市会不断面临预期和现实的博弈,10年期国债在【1.65%,1.8%】区间震荡。一方面,现实基本面依然偏弱,对债市形成支撑;另一方面,“反内卷”的确是当前政策的重要抓手,投资者通缩担忧有所消散,长期宏观叙事出现变化,预期和情绪对债市产生压制。当前30年国债期限利差依然偏低,期限利差保护度有限。

20年国开债:截至8月22日,20年国开债和20年国债利差为3BP,处于历史极低位置。从国内经济数据来看,7月经济依然面临下行压力。我们测算的7月国内GDP同比增速约4.3%,较今年上半年的增速大幅下滑。通胀方面,7月CPI为0.0%,PPI-3.6%,通缩风险依存。我们认为,短期债市会不断面临预期和现实的博弈,10年期国债在【1.65%,1.8%】区间震荡。一方面,现实基本面依然偏弱,对债市形成支撑;另一方面,“反内卷”的确是当前政策的重要抓手,投资者通缩担忧有所消散,长期宏观叙事出现变化,预期和情绪对债市产生压制。当前20年国开债品种利差依然偏低,品种利差保护度有限。

一级发行:上周超长债发行量大幅上升。和上上周相比,超长债总发行量大幅上升。

成交量:上周超长债交投相当活跃。和上上周相比,上周超长债交投活跃度小幅下降。

收益率:上周债市继续大跌。上周税期资金面收紧,公布8月MLF超额续作3000亿,A股放量大涨,上证指数创10年新高,股债跷跷板效应明显,超长债继续暴跌。

利差分析:上周超长债期限利差走阔,绝对水平偏低。上周超长债品种利差走阔,绝对水平偏低。

风险提示:海外市场动荡,全球不确定性上升。

证券分析师: 赵婧(S0980513080004)、季家辉(S0980522010002)

◆ 固定收益周报:公募REITs周报(第31期)-指数继续调整,各板块普跌

主要结论:本周中证REITs指数继续调整,下跌1.62%,在年初较快上涨以后,估值逐渐回归理性。产权类REITs和特许经营权类REITs平均周涨跌幅为-1.93%、-1.10%,从主要指数周涨跌幅对比来看:深300>中证转债>中证全债>中证REITs。各个类型REITs均收跌,保障房、水利设施、市政设施REITs跌幅最大。截至8月22日,公募REITs年化现金分派率均值为6.4%,产权REITs股息率比中证红利股息率均值高34BP,经营权类REITs内部收益率均值与十年期国债收益率利差为209BP。

中证REITs指数周涨跌幅为-1.9%,年初至今涨跌幅为6.7%。截至2025年8月22日,中证REITs(收盘)指数收盘价为838.00点,整周(2025/8/18-2025/8/22)涨跌幅为-1.9%,表现弱于沪深300指数

(+4.2%)、中证转债指数(+2.8%)以及中证全债指数(-0.4%)。年初至今,各类主要指数涨跌幅排序为:中证转债(+17.9%)>沪深300(+11.3%)>中证REITs(+6.7%)>中证全债(+0.4%)。近一年中证REITs指数回报率为4.4%,波动率为7.3%,回报率低于沪深300指数、中证转债指数,高于中证全债指数;波动率低于沪深300指数和中证转债指数,高于中证全债指数。REITs总市值在8月22日下降至2159亿元,较上周减少19亿元;全周日均换手率为0.77%,较前一周上升0.13个百分点。保障房、水利设施、市政设施REITs跌幅最大。截至2025年8月22日,从不同项目属性REITs来看,产权类REITs和特许经营权类REITs平均周涨跌幅为-1.93%、-1.10%。从不同项目类型REITs来看,各个类型REITs均收跌,保障房、水利设施、市政设施REITs跌幅最大。分具体标的来看,周度涨幅排名前三的三只REITs分别为中金重庆两江REIT(+2.33%)、工银河北高速REIT(+2.18%)、中信建投明阳智能新能源REIT(+1.38%)。

新型基础设施REITs交易活跃度最高。从不同项目类型来看,新型基础设施REITs区间日换手率最高,区间日均换手率为2.5%;产业园REITs本周成交额占比也最高,成交额占REITs总成交额21.4%。从本周不同REITs产品资金流向来看,主力净流入额前三名分别为南方润泽科技数据中心REIT(905万元)、南方万国数据中心REIT(852万元)、中金中国绿发商业REIT(774万元)。

中金唯品会奥莱REIT宣布公众发售基金份额提前结束募集。该基金原定募集期为2025年8月20日至2025年8月21日,但由于公众投资者认购踊跃,总量已超过公众发售总量,将公众发售基金份额认购及缴款截止日提前至2025年8月20日。此次募集采用场外认购和场内认购两种方式,由于认购火爆,基金管理人采取全程比例配售原则,对于未确认部分的认购款项,将在募集期结束后退还给投资者。战略投资者和网下投资者的募集期限保持不变,即从2025年8月20日起至2025年8月21日。从近期消费领域新发REITs的认购信息来看,网下投资者对于消费REITs的认购依然保持较高热情。

风险提示:公开资料数据滞后,二级市场价格波动风险,基础设施项目运营风险,税收等政策调整风险,流动性风险等。

证券分析师: 戴丹苗(S0980520040003)、赵婧(S0980513080004)

◆ 策略专题:价格全方位多维跟踪体系(2025.08) - 反内卷语境看价格结构性修复

流通领域重要生产资料价格跟踪

从绝对水平来看:截至2025年8月上旬,49种主要产品中共有19种价格上涨、28种下降、2种持平。上涨品种主要集中在上游煤炭(如无烟煤、焦炭等)、中游农林(豆粕、天然橡胶、瓦楞纸等)以及下游化工(硫酸、甲醇、涤纶长丝等),表现出供需趋紧与季节性需求带动的特征;下降品种则以黑色金属(中板、角钢、热卷)、有色金属(铜、铝、锌等)、建材(水泥、玻璃)、部分化工(PVC、顺丁橡胶、尿素)和能源(液化气、天然气、油品)为主。下游需求不足及供应压力较大,整体价格承压。总体来看,价格分化明显,上游能源与部分化工品景气回升,而黑色金属和建材链继续承压。

从同比数据来看:工业品同比整体仍在下行通道,但降幅逐步磨底持平。钢铁、部分化工品率先修复转正;有色金属、部分化工龙头品种表现亮眼,硫酸同比涨幅收窄至49%;而煤炭、焦炭、传统建材、部分石化产品则仍深处低位,市场进入“结构性修复+行业间分化”阶段。

上/中/下游不同产业链节点代表产品价格变化

近一月数据显示,上游行业整体仍偏弱。煤炭价格增速持续在-6%至-7%区间;原油(WTI、布油)保持两位数下跌;天然气虽同比高位(28%),但涨幅较前几个月大幅收窄。中游行业出现修复迹象,大宗综合指数、航运指数回升,RJ/CRB维持8.4%的正增长;LME铜、铝现货回到正区间(5%);建材类(水泥-8.4%、混凝土-18.5%、PVC-10.2%)仍下跌,反映地产需求仍承压。下游行业对疲弱,食品类稳中有升,地产和中药材仍显著下行。农产品零售端大米、小麦、菜籽油等仍维持小幅下跌;牛奶、白砂糖基本企稳。食品类总体稳定。二手房挂牌价指数仍维持-6%的同比区间下行。医药生物、中药材价格整体下行。机械设备中,船价综合指数、油轮/散货船价依旧疲弱;机电产品价格指数同比转正至3%。

各行业价格景气数据跟踪

我们透过产业链上、下游价差来剥离掉数量维度的因素,审视各行业价格变动细节。从价格角度,上游

资源品整体偏弱但分化（铜、铝、黄金/白银受益，原油链、煤炭承压），中游综合大宗指数回升；螺纹钢跌幅收窄至接近持平；建材链（水泥、混凝土、PVC）仍显著为负；BDI 转正、航运改善。下游食品零售稳中略降；纺织链条（涤纶/粘胶）持续偏弱；地产链（二手房挂牌、土地溢价率）低位徘徊。从利润角度，多数制造业出现原料价上行大于产出价的格局，影响部分利润；服务业多为产出价大于投入价，利润相对改善。因此，短期利润改善主要集中在服务业与个别上游（贵金属、部分有色）；利润受压集中在建材链、化工链、黑色金属深加工与纺织等产业。

风险提示：海外地缘冲突加剧；海外央行货币政策的不确定性

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

行业与公司

◆ 社会服务行业双周报（第 113 期）：中报业绩密集披露，豆神、粉笔、有道等迭代 AI 教育新品

板块复盘：消费者服务板块报告期内上涨 5.18%，跑输大盘 1.47pct。报告期内（2025 年 8 月 11 日-2025 年 8 月 24 日），国信社服板块涨幅居前的股票为科德教育（39.74%）、东方甄选（22.88%）、华住集团-S（12.91%）、华天酒店、全聚德、君亭酒店、豆神教育、奈雪的茶、BOSS 直聘、长白山。国信社服板块跌幅居前的股票为科锐国际（-7.52%）、新濠国际发展（-5.84%）、天立国际控股（-4.38%）、中国东方教育（-4.01%）、学大教育（-3.88%）、美高梅中国、九毛九、银河娱乐、澳博控股、北京人力。

行业与公司动态：豆神教育 AI 超练系列更新超练作文与阅读新单元，通过 AI 互动指导提升学习体验。粉笔发布事业单位考试 AI 刷题班与智能音响，打造“AI+硬件”备考解决方案。网易有道推出多款 AI 教育新品，包括升级版答疑笔和全面屏听力宝，进一步构建 AI 教育生态。深度求索发布 DeepSeek-V3.1 模型，实现推理效率提升和 API 升级。最高法明确 9 月 1 日起“不缴社保”约定无效，劳动者可要求经济补偿。东方甄选刺梨原汁年销售额近亿元，近期开展溯源直播推广产品。锅圈计划推出机器人现炒门店“锅圈小炒”。美团外卖启动“堂食提振”计划，发放消费券鼓励到店消费。海底捞全国首家创新概念店开业，融合夜宵、甜品站等多场景体验。携程开设沉浸式餐厅“TASTE OF CHINA 味”，结合餐饮与文旅体验。广州首家市内免税店 8 月 26 日开业，涵盖美妆、酒水等商品。

港股通持股比例：海底捞、天立国际控股、茶百道、蜜雪集团、古茗获增持。报告期内（2025 年 8 月 11 日-2025 年 8 月 24 日），海底捞持股比例增 0.84pct 至 21.54%，九毛九持股比例减 0.10pct 至 40.57%，海伦司持股比例减 0.17pct 至 25.87%，奈雪的茶持股比例减 0.19pct 至 24.01%，天立国际控股持股比例增 3.43pct 至 56.95%，茶百道持股比例增 0.36pct 至 28.55%，蜜雪集团持股比例增 1.47pct 至 10.42%，古茗持股比例增 0.83pct 至 11.21%。

风险提示：政策变动、行业竞争加剧、消费环境修复不及预期等。

投资建议：维持“优于大市”评级。伴随国家不断出台扩大内需的利好政策，报告期内社服板块估值有望持续修复。目前经济环境和市场风格下建议配置亚朵、携程集团-S、小菜园、BOSS 直聘、科锐国际、北京人力、长白山等。中线优选中国中免、美团-W、蜜雪集团、古茗、亚朵、华住集团-S、学大教育、携程集团-S、海底捞、天立国际控股、中国东方教育、同程旅行、北京人力、BOSS 直聘、科锐国际、锦江酒店、同庆楼、行动教育、宋城演艺、百胜中国、九毛九、海南机场、君亭酒店、峨眉山 A、天目湖、三特索道、黄山旅游、广州酒家、首旅酒店、东方甄选等。

证券分析师：曾光（S0980511040003）、张鲁（S0980521120002）、杨玉莹（S0980524070006）

联系人：周瑛皓

◆ 传媒互联网周报：《黑神话》第二部作品发布预告片，“广电 21 条”发布

传媒板块本周表现：行业上涨 6.47%，跑赢沪深 300，跑输创业板指。本周（8.18-8.22）传媒行业上涨

6.47%，跑赢沪深300（4.90%），跑输创业板指（8.62%）。其中涨幅靠前的分别为顺网科技、果麦文化、昆仑万维、智度股份等，跌幅靠前的分别为上海电影、冰川网络、长江传媒、神州泰岳等。横向比较来看，本周传媒板块在所有板块中涨跌幅排名第5位。

重点关注：《黑神话》第二部作品发布预告片，“广电21条”发布。1）深度求索发布 DeepSeek-V3.1-Base，在 HuggingFace 的热门模型榜上上升至第四位，巩固了其在长文本处理领域的领先地位；2）智谱发布 AutoGLM 2.0 升级版本，新版本可以在任何设备任何场景下运行，可以支持操作数十个高频应用；3）“广电21条”发布，提出21条改革措施，有望增加优质内容供给、释放创作活力；4）游戏科学发布黑神话系列第二部作品《黑神话：钟馗》预告片。

本周重要数据跟踪：点点互动表现亮眼，暑期档票房景气。1）本周（8月17日-8月24日）电影票房9.74亿元。票房前三名分别为《浪浪山小妖怪》（2.90亿元，票房占比30.9%）、《南京照相馆》（2.30亿元，票房占比24.5%）、《捕风追影》（1.67亿元，票房占比17.8%）；2）综艺节目方面，《花儿与少年同心季》、《披荆斩棘2025》、《喜剧之王单口季第2季》、《地球超新鲜》和《新说唱2025》排名居前；3）游戏方面，2025年7月中国手游收入前三名分别为点点互动《Whiteout Survival》、点点互动《Kingshot》和柠檬微趣《Gossip Harbor: Merge&Story》。

投资建议：业绩周期向上，中长期持续看好AI应用及IP潮玩。1）基本面底部改善，关注游戏、广告媒体、影视等板块，把握个股 α 。游戏板块自下而上把握产品周期及业绩表现，推荐恺英网络、巨人网络、姚记科技、心动公司等标的；媒体端关注经济底部向上带来的广告投放增长（分众传媒、哔哩哔哩等）；影视内容关注供给端底部改善可能，渠道（万达电影等）以及内容（光线传媒、华策影视等）；高分红、低估值以及市值管理提升角度关注国有出版板块；2）行业 β 持续看好高景气的IP潮玩以及从0到1阶段的AI应用。IP潮玩推荐泡泡玛特、浙数文化、姚记科技等；AI应用重点把握应用场景机会，关注游戏、玩具、广告、教育、电商、社交、等方向；2B/2G关注营销、教育等领域落地可能；2C关注AI游戏、AI玩具等领域。

风险提示：监管政策风险；业绩风险；商誉及资产减值风险等。

证券分析师： 张衡（S0980517060002）、陈瑶蓉（S0980523100001）

◆ 互联网行业专题：人工智能行业专题（11）：探究模型能力与应用的进展和边界

本篇报告主要针对海内外模型发展、探究模型能力与应用的进展和边界。我们认为当前海外模型呈现差异化发展，企业调用考虑性价比。当前 OpenAI 在技术路径上相对领先，聚焦强化推理与专业领域能力，而谷歌在端到端原生多模态领先，Anthropic 则强调实用性、编程场景领先。从模型 API 份额统计分析，谷歌与 Anthropic 系列模型份额优势较高，主要由于比较相似上下文输入的模型调用价格，二者相比 OpenAI 有明显优势。国内模型方向，我们认为当前各家模型尚未拉开明显技术差距，需要观察模型在特定场景的差异化能力。

伴随模型能力不断提升，我们发现兴趣推荐成为 AI 赋能最明显的场景，主要应用包括广告和游戏行业。兴趣推荐核心通过大模型，增加对于推荐对象的理解，比如 AI 对广告的推荐作用主要体现在通过多模态提升对内容的理解，进而提升用户点击率、观看广告时长，拉动广告价格和广告位增长。本文详细分析 Meta、Reddit、腾讯和快手广告当前在 AI 技术应用上的进展。此外，游戏也是兴趣推荐重要的场景。海外 AIGC 游戏平台 Roblox，通过 AI 升级推荐算法，让更多新游戏获得曝光，25Q1 平台 Top100 游戏中有 24 款是过去一年内推出的，与 24Q1 相比 TOP15 游戏推出更多内容更新；由于更多新游戏获得曝光和竞争推荐，平台 11-50 名的游戏流水同比增长超过 1 倍，占总流水增量的 40%。

GPT3.5 发布以来近两年，伴随模型能力不断提升，模型开始出现与应用在场景上的竞争。本文通过分析五个典型案例，探讨不同场景下模型与应用企业的竞合关系：

情景一：大模型直击原有产品痛点，新增 AI 原生竞争对手

情景二：大模型加速原有产品功能开发，同时创新 AI 原生产品

情景三：AI 产品与传统业务收入存在此消彼长相互替代关系

情景四：AI 或颠覆原有需求流量入口

情景五：AI 在编程、客服等场景降本显著，企业人均产出持续提升

投资建议：模型能力不断提升，加速应用场景业绩释放，推荐腾讯控股（0700.HK）、快手（1024.HK）、阿里巴巴（9988.HK）和美图公司（1357.HK）。

风险提示：宏观经济波动风险、广告增长不及预期风险、行业竞争加剧风险、AI 技术进展不及预期风险等。

证券分析师：张伦可（S0980521120004）、陈淑媛（S0980524030003）、刘子谭（S0980525060001）、张昊晨（S0980525010001）

◆ 互联网行业周报：人工智能周报（25 年第 34 周）-英伟达或暂停生产 H20 芯片，DeepSeek-V3.1 正式发布

人工智能动态：1）公司动态：①Meta 将其 AI 团队重组为四大子部门。②OpenAI 计划进入印度并落地本地化团队；③Google 推出 AI 模式全球扩展，同时新增“Agentic 功能”助力搜索任务落地；④阿里巴巴拟分拆斑马智行赴港独立上市，推进智能汽车与 AI 布局；⑤腾讯发布最新 AI 艺术创作工具“VISVISE”；⑥8 月 22 日 IT 之家消息，英伟达要求部分零部件供应商暂停生产 H20 芯片，同时引入 Blackwell 架构 GPU。

2）底层技术：①DeepSeek-V3.1 正式发布；②字节跳动发布新版开源 AI 模型：Seed-OSS-36B 模型；③阿里通义联合钉钉推出新一代端到端语音识别大模型 Fun-ASR。

3）行业政策：①上海市经济和信息化委员会、市发展和改革委员会、市国有资产监督管理委员会联合发布《上海市加快推动“AI+制造”发展的实施方案》；②工业和信息化部组织开展 2025 年度人工智能赋能中小企业典型应用场景征集工作。

投资建议：电商行业竞争依旧激烈，各平台在外卖即时零售领域加大投入寻找新增量。AI 是当前投资主线，巨头的业务场景，如云计算、广告等持续受益，北美巨头二季度相关收入持续加速，全年 CAPEX 也进一步上调，此外 AIGC 在产品、技术和商业化等层面也进展迅速。当前，我们认为恒生科技指数处于震荡期，推荐业务受益 AI 的巨头腾讯控股、阿里巴巴，在 AIGC 优势明显的美图公司、快手，以及与宏观经济相关性较低的网易云音乐、腾讯音乐。

风险提示：政策风险，短视频行业竞争格局恶化的风险，宏观经济下行风险，游戏公司新产品不能如期上线或表现不及预期风险等。

证券分析师：张伦可（S0980521120004）、陈淑媛（S0980524030003）、王颖婕（S0980525020001）、刘子谭（S0980525060001）、张昊晨（S0980525010001）

◆ 电子行业周报：重视“三重周期”共振下半导体的估值扩张弹性

重视“三重周期”共振下半导体的估值扩张弹性。过去一周上证上涨 3.49%，电子上涨 8.95%，子行业中半导体上涨 12.26%，元件上涨 1.68%。同期恒生科技、费城半导体上涨 1.89%、0.03%，台湾资讯科技下跌 3.35%。近期在北美算力强势上涨的带动下，相关映射链条成为主要情绪拉动点，尤其是受益于 ASIC 趋势下网络架构的变化而带来显著增量的交换机及服务器产业链。一方面，供应链近期陆续上修 2026 年英伟达 GB 系列产品出货预期，继 PCB 之后服务器整机环节的利润弹性将逐步彰显；另一方面，台积电预计 AI 需求持续强劲，非 AI 需求温和复苏，将年收入增速预期由 25%左右上调到 30%左右；与此同时，中芯、华虹 2Q25 稼动率趋近饱和，订单需求展望乐观，佐证半导体高景气延续。当下时点仍坚定看好 25 年电子板块在“宏观政策周期、产业库存周期、AI 创新周期”共振下的“估值扩张”行情，坚定推荐中芯国际、华虹半导体、工业富联、赛微电子、杰华特、翱捷科技、澜起科技、晶晨股份、德明利、蓝特光学、思瑞浦、圣邦股份。

DeepSeek 更新发布 V3.1 版本，建议关注国产算力产业链。8 月 21 日，DeepSeek 正式上线 V3.1，其 Base 模型在 V3 的基础上增加训练了 840B tokens。V3.1-Think 在输出 token 数减少 20%-50%的情况下，各项任务的平均表现与 R1-0528 持平；相比于 V3-0324 在非思考模式下，能够在输出长度明显减少时保持相同的模型性能。此外，DeepSeek 官方评论，UE8M0 FP8 是针对即将发布的下一代国产芯片设计，UE8M0 中 U 代表无符号优化，E 代表指数位数，M 代表尾数位数。我们认为伴随国产大模型逐步接受和适配国产算力芯片，国产算力芯片的更新迭代有望迈入正循环，建议关注：寒武纪、翱捷科技、芯原股份、灿

芯股份、澜起科技、龙芯中科等。

Meta 首款消费级 AR 眼镜发布在即，关注 AR 眼镜催化及发展机遇。综合彭博社等外媒报道，Meta 首款配备显示屏的智能眼镜“Celeste”（内部代号 Hypernova）将于 9 月 17 日 Meta Connect 大会正式发布，10 月开放预订。预计该产品采用“LCoS+阵列光波导”的光学组合，单目显示方案，眼镜内部应用截图分辨率为 600×600，且为全彩画面。预计该产品的基础售价下调至 800 美元，标志着消费级 AR 设备首次突破高端定价壁垒。我们认为 Meta 发布消费级新品有望引领 AR 眼镜市场，建议持续关注相关公司：舜宇光学科技、蓝特光学、水晶光电、豪威集团、歌尔股份、立讯精密等。

算力推动服务器电源需求提升，功率器件迎增长机遇。AI 算力爆发推动数据中心用电激增，数据中心耗电量占全球电力消耗有望从 22 年的 2% 提升至 7%。芯片功耗的增大迫使机架处理功率越来越高，英飞凌预测单个 GPU 的功耗将呈指数级增长，从 2020 年 500W 增加到 2030 年约 2000W 以上。功率器件作为电能转换的核心器件随数据中心功耗大幅提升迎来需求增长；其中电源架构向高压低功耗方向演进推动碳化硅、氮化镓加速渗透。目前国内 CSP 厂商资本开支持续增加，国内功率厂商有望受益，建议关注斯达半导、宏微科技、东微半导、新洁能、扬杰科技、华润微、芯联集成及士兰微等。

ADI 3QFY25 收入超指引上限，工业领域加速复苏。ADI 公布截至 8 月 2 日的 3QFY25 业绩，实现营收 28.80 亿美元（YoY +25%，QoQ +9%），超指引上限；所有下游均实现 20% 以上的同比增长，工业、通信、消费电子环比增速超 10%，汽车环比减少 1%。ADI 预计 4QFY25 营收 29-30 亿美元（YoY +18.7% 至 +26.9%，QoQ +0.7% 至 +7.6%），其表示在第三季度结束时继续保持着订单量的增长和良好的预订趋势，工业表现尤为突出，预计是 4QFY25 环比增速最快的领域。我们看好国内模拟芯片企业在周期复苏阶段的新料号导入机会，继续推荐圣邦股份、杰华特、思瑞浦、纳芯微、南芯科技、艾为电子、芯朋微等。

苹果加速 AI 硬件与机器人布局，产业链有望深度受益。外媒报道，苹果正研发代号“皮克斯台灯”的 AI 伴侣机器人，计划 2027 年发布。该设备配备 7 英寸触控屏和可旋转机械臂，并搭载重构的 Siri，具备记忆与自然对话能力。其特色是“视觉个性”设计，以动画呈现情绪变化。功能方面支持 FaceTime，内置自动追踪与摇杆控制，提升视频体验。与此同时，苹果还开发面向工业和零售的轮式机械臂机器人，用于搬运、巡检等任务，显示其家庭与企业双线布局战略。苹果在 AI 硬件的推进将驱动相关产业链需求释放，建议关注：立讯精密、鹏鼎控股、比亚迪电子、歌尔股份、蓝思科技、福立旺、世华科技、水晶光电、蓝特光学等。

8 月下旬各尺寸 LCD 电视面板价格企稳。据 WitsView，8 月下旬 32/43/55/65 寸 LCD 电视面板价格分别为 35/64/124/173 美金，32 /43 寸 LCD 电视面板价格环比 8 月上旬持平，55/65 寸 LCD 电视面板环比 8 月上旬分别上涨 0.8%/0.6%。据 TrendForce，大部分电视品牌希望年末促销能带动达成全年目标，电视面板拉货动能环比二季度明显增强，尤其是小尺寸电视面板由于预期供给较少且价格处于较低位置，需求增强最显著，8 月下旬各尺寸 LCD 电视面板价格企稳。我们认为，在经历了长时间陆资厂商大规模扩张、全球产业重心的几度变迁之后，LCD 的高世代演进趋势停滞、竞争格局洗牌充分，推荐京东方 A 等。与此同时，LCD 产业的崛起增强了国产电视品牌及 ODM 的出海竞争力，推荐兆驰股份、康冠科技、传音控股等。

重点投资组合

消费电子：工业富联、蓝思科技、小米集团、舜宇光学科技、沪电股份、立讯精密、鹏鼎控股、水晶光电、东山精密、福立旺、电连技术、海康威视、传音控股、康冠科技、世华科技、视源股份、世运电路、京东方 A、景旺电子、永新光学

半导体：华虹半导体、中芯国际、翱捷科技、杰华特、赛微电子、恒玄科技、德明利、澜起科技、乐鑫科技、长电科技、圣邦股份、伟测科技、豪威集团、通富微电、新洁能、晶晨股份、龙芯中科、艾为电子、晶丰明源、江波龙、扬杰科技、斯达半导、北京君正、芯朋微、思瑞浦、时代电气、卓胜微、帝奥微、东微半导、士兰微、华润微、天岳先进、纳芯微

设备及材料：北方华创、中微公司、鼎龙股份、芯碁微装、拓荆科技、立昂微、沪硅产业

被动元件：顺络电子、风华高科、三环集团、洁美科技、江海股份

风险提示：下游需求不及预期；产业发展不及预期；行业竞争加剧。

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

◆ 家电行业周报（25 年第 34 周）：7 月空调出货外冷内热，家电出口降幅环比收窄

本周研究跟踪与投资思考：7 月空调内销量在高温天气的带动下同比增长 14%，外销则有所下降。海关数据显示，7 月我国出口额降幅环比收窄至-3%，主要家电品类表现有所好转。预计后续家电内外销有望逐步回归平稳增长。

7 月空调出货外冷内热，9 月淡季排产承压。产业在线数据显示，7 月我国空调总销量 1643.7 万台，同比增长 1.6%。其中内销规模 1058.3 万台，同比增长 14.3%；出口规模 585.4 万台，同比下降 15.5%。内销在 7 月高温天气的带动下增长依然良好，但外销受海外高基数、库存及美国关税的影响，自 5 月以来出货持续承压。随着空调淡季的临近，8-9 月我国空调排产有所承压。奥维云网数据显示，9 月空调排产量同比下降 11.9%，其中内销排产 508.2 万台，同比下滑 9.1%；出口排产 478.5 万台，同比下降 14.6%。后续随着大促季的到来、海外关税预期明朗，我国空调内外销有望回归较为平稳的增长。

7 月家电出口额降幅收窄，主要品类表现有所好转。据海关总署发布的数据，7 月我国家电出口额（人民币口径，下同）同比下降 3.0%，降幅环比 5-6 月接近 8% 的下降有所收窄。分品类看，洗衣机、吸尘器 7 月增长超 10%，延续良好增长；冰箱出口额止跌回升，同比增长 1.5%；空调出口额同比下降 16.3%，电视出口额同比下降 0.5%，降幅环比改善。关税进入豁免期后，我国家电出口表现小幅改善，但在我国家电企业加速海外产能布局 and 转移下，整体出口依然小幅下降。后续随着我国家电企业逐步开拓海外多区域的销售渠道及品牌影响力的日益扩大，我国家电出海仍有较大的增长潜力。

7 月美国家电零售额下降 2%，库存环比进一步提升。根据美国商务部普查局数据，美国电子和家电店零售额 7 月同比下降 1.7%，今年以来累计同比下降 1.6%。虽然受到关税、通胀等不利影响，美国家电消费大盘表现依然稳健。不过在对关税的担忧下，美国家电门店库存规模近期环比持续上涨，库销比底部回升。6 月美国电子家电店的零售库存同比增长 1.8%，环比增长 0.2%，已连续 4 个月库存环比增加。6 月美国电子家电店库销比为 1.56，自 2024 年 12 月库销比触底（1.50）以来，美国家电库销比已底部回升，但依然低于 2019 年同期水平（1.57），当前库存水位依然处于偏低水平。为应对关税，美国家电电子终端渠道已出现主动加库存迹象，在美国家电库存依然偏低的情况下，我国家电出口企业有望受益于此轮加库存。

重点数据跟踪：市场表现：本周家电相对收益-2.01%。原材料：LME3 个月铜、铝价格周度环比分别-0.1%/-0.6%至 9725/2586.5 美元/吨；冷轧价格周环比-1.8%至 3830 元/吨。集运指数：美西/美东/欧洲线周环比-2.93%/-3.07%/-1.83%。地产数据：7 月住宅竣工/销售面积累计同比-17.3%/-4.1%。

核心投资组合建议：白电推荐美的集团、格力电器、海尔智家、TCL 智家、海信家电；厨电推荐老板电器；小家电推荐小熊电器、石头科技、科沃斯。

风险提示：市场竞争加剧；需求不及预期；原材料价格大幅上涨。

证券分析师： 陈伟奇（S0980520110004）、王兆康（S0980520120004）、邹会阳（S0980523020001）、李晶（S0980525080003）

◆ 盛达资源(000603.SZ) 财报点评:缴纳权益金等原因导致利润同比下滑，静待相关矿山投产

公司 2025 年上半年实现归母净利润 7,010 万元，同比下滑 15%。公司 2025 年上半年实现营收 9.06 亿元，同比+6.34%；实现归母净利润 0.70 亿元，同比-15.03%；实现扣非归母净利润 0.74 亿元，同比-4.75%。单二季度来看，公司实现营收 5.54 亿元，同比-5.99%，环比+57.01%；实现归母净利润 0.62 亿元，同比-32.28%，环比+646.15%；实现扣非归母净利润 0.67 亿元，同比-20.82%，环比+878.32%。

二季度公司毛利率同比提升 10pct。2025H1，公司毛利率为 44.02%，同比提升 8.73pct；净利率为 11.39%，同比下降 1.14pct。销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.07%/14.61%/0.47%/4.49%，期间费用率为 19.65%，同比上升 0.85pct。单二季度来看，公司毛利率为 53.64%，同比+9.66pct，环比+24.73pct；净利率为 16.63%，同比-4.89pct，环比+13.48pct。截至 2025 年二季度末，公司资产负债率为 47.46%，

较 2024 年末上升 1.45pct。

25H1 公司矿产银产量同比增加 13%。2025 年上半年，公司矿产银产量同比增加 13.06%，铅金属产量同比下降 1.08%，锌金属产量同比增加 4.63%。价格方面，2025 年上半年白银现货均价 8193 元/千克，同比+21%；黄金均价 722 元/克，同比+39%；铅均价 1.70 万元/吨，同比持平；锌均价 2.33 万元/吨，同比+6%。在银、锌等主要产品量价齐升的情况下，公司 25H1 毛利润为 3.99 亿元，较 2024H1 的 3.01 亿元同比提升 33%，但归母净利润却同比下滑，主要由于：1) 权益金及税费同比增加，2) 全资子公司金山矿业由于天气原因开工时间晚于往年，产品在三季度销售，3) 镍价下跌导致子公司金业环保亏损 3097 万元。

下半年公司将有序推进相关矿山建设。公司下属七家矿业子公司，截至 2024 年底具备矿产资源量：白银 7,156 吨、黄金 26.4 吨。子公司中，银都矿业正在推进外围拜仁达坝多金属矿的矿权整合工作，金山矿业在 25 年 1 月进行了增储，鸿林矿业已进行了选厂联动试车。下半年公司将控制矿山生产成本，并推进各个项目的建设投产。

风险提示：项目进度不及预期，金属价格大幅波动的风险。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。随着公司各项产能逐步投产，业绩有望得到释放。预计公司 2025-2027 年营收为 26.93/35.53/43.11 亿元，同比增速 33.79%/31.91%/21.32%；归母净利润为 5.35/8.76/11.68 亿元，同比增速 37.12%/63.70%/33.42%；EPS 为 0.8/1.3/1.7；当前股价对应 PE 分别为 21.3/13.0/9.7x，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、马可远（S0980524070004）

◆ 锡业股份(000960.SZ) 财报点评:二季度扣非利润表现亮眼，致力提升现有矿山价值

公司发布半年报:上半年实现营收 210.93 亿元,同比+12.35%;实现归母净利润 10.62 亿元,同比+32.76%;实现扣非净利润 13.03 亿元,同比+30.55%。公司于 25Q2 实现营收 113.65 亿元,同比+9.53%,环比+16.82%;实现归母净利润 5.62 亿元,同比+18.76%,环比+12.61%;实现扣非净利润 8.10 亿元,同比+16.60%,环比+64.04%。

核心产品产销量数据:今年上半年,公司生产有色金属总量约 18.13 万吨,其中:锡 4.81 万吨,锌 6.98 万吨,铜 6.25 万吨,铅 937 吨;同时生产稀贵金属:铟 71 吨,金 565 千克,银 59 吨。公司于年初发布 2025 年的主要工作目标是:产品锡 9 万吨,产品铜 12.5 万吨,产品锌 13.16 万吨,铟锭 102.3 吨;其中在上半年,锡完成全年目标的 53.44%,锌完成全年目标的 53.04%,铜完成全年目标的 50%,铟完成全年目标的 69.40%。公司上半年多措并举,确保经营质量稳中有升。

公司对锡这一国家战略性稀缺矿产资源具有较强的全球影响力:公司自 2005 年以来锡产销量位居全球第一,2024 年公司锡金属国内市占率为 47.98%,全球市占率为 25.03%。展望今年下半年,公司将持续夯实资源,持续加强选矿技术攻关和强化冶炼竞争优势;同时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:核心矿山资源品位下降的风险;有色金属价格波动的风险。

投资建议:维持“优于大市”评级。

预计公司 2025-2027 年营收为 437.34/440.88/444.42(原预测 425.77/432.85/439.93)亿元,同比增速 4.2%/0.8%/0.8%;归母净利润为 23.48/27.55/30.06(原预测 23.92/26.03/28.15)亿元,同比增速 62.5%/17.4%/9.1%;摊薄 EPS 为 1.43/1.67/1.83,当前股价对应 PE 为 14/12/11X。考虑到公司是全球最大精锡生产企业,未来将更加聚焦上游资源内增外拓,打造世界一流有色金属关键原料供应商,另外我们看好未来锡供给端增长受限以及锡需求在半导体和新能源领域的增长,锡价中枢有望稳步抬升,公司有望充分享受锡价上涨所带来的业绩弹性,维持“优于大市”评级。

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

◆ 许继电气(000400.SZ) 财报点评:直流输电系统集中交付,海外业务持续突破

上半年业绩稳健增长,盈利能力持续提升。2025年上半年公司实现营收 64.47 亿元,同比-5.68%;归母净利润 6.34 亿元,同比+0.96%。上半年公司毛利率 23.75%,同比+2.85pct.;净利率 11.01%,同比+0.43pct.。

二季度收入环比大增,业绩同比小幅增长。2025年第二季度实现营收 40.99 亿元,同比+1.81%,环比+74.56%;归母净利润 4.26 亿元,同比+9.12%,环比+105.38%。2025年第二季度毛利率 23.91%,同比+1.17pct.,环比+0.44pct.;净利率 11.55%,同比+0.14pct.,环比+1.48pct.。

直流输电收入高增,其他主要业务收入略有下降。上半年公司智能变配电系统实现营收 18.47 亿元,同比-13.01%,毛利率 26.93%,同比+3.81pct.;智能电表实现营收 15.28 亿元,同比-4.44%,毛利率 24.06%,同比-3.50pct.;直流输电系统实现营收 4.60 亿元,同比+211.71%,毛利率 40.76%,同比-10.74pct.。

换流阀相关产品集中交付,持续引领技术变革。上半年,公司完成陇东-山东特高压工程控保和哈密-重庆特高压工程换流阀、阀控及阀冷设备交付。公司 6.5 千伏/3 千安 IGBT 柔直换流阀在龙门换流站实现挂网,基于逆阻型 IGCT 的混合换相换流阀成功中标灵宝改造工程。

配用电份额市场领先,电表业务阶段性承压。公司国网集招电能表中标保持第一,国网省招市场占有率同比提升,区域联采一二次融合产品合计中标额、占有率排名均保持领先,南网市场订货同比增长显著。受国内电表价格下行和上半年招标量较少影响,公司电表业务收入和毛利率阶段性承压。

海外业务增长显著,多种类产品陆续出海。2025年上半年公司海外地区收入 2.55 亿元,同比+72.68%,毛利率 25.29%,同比+3.82pct.。公司持续推进海外业务拓展,移动变电站、直流测量、环网柜设备进入沙特、巴西、西班牙等市场,充电桩系列产品成功入围泰国、秘鲁等国家电力公司短名单。

风险提示:国内电网投资不及预期;原材料价格大幅上涨;行业竞争加剧。

投资建议:下调盈利预测,维持“优于大市”评级。

考虑到国内高压产品交付节奏和配网产品需求和价格变化情况,我们下调盈利预测,预计公司 2025-2027 年归母净利润为 13.95/17.62/20.31 亿元(原预测为 14.59/18.76/22.80 亿元),同比+25%/+26%/+15%,动态 PE 为 17.3/13.7/11.9 倍。

证券分析师: 王蔚祺(S0980520080003)、王晓声(S0980523050002)

◆ 平高电气(600312.SH) 财报点评:在手订单充沛,特高压招标交付放量可期

业绩保持稳健增长,盈利能力持续提升。2025年上半年公司实现营收 56.96 亿元,同比+12.96%;归母净利润 6.65 亿元,同比+24.59%;扣非净利润 6.61 亿元,同比+24.24%。上半年公司毛利率 24.72%,同比+1.20pct.;净利率 12.60%,同比+1.19pct.。

二季度业绩同比微增,交付节奏扰动盈利能力。2025年第二季度实现营收 31.85 亿元,同比+6.23%,环比+26.89%;归母净利润 3.06 亿元,同比+0.88%,环比-14.51%;扣非净利润 3.05 亿元,同比+0.33%,环比-14.11%。二季度毛利率 21.56%,同比-0.81pct.,环比-7.18pct.;净利率 10.40%,同比-0.17pct.,环比-4.99pct.。公司盈利能力下滑主要系交付节奏影响,二季度高毛利高压、特高压产品占比下降所致。

高压板块毛利率持续提升,国际业务加快转型。2025年上半年公司高压板块实现营收 32.64 亿元,同比+7.55%,毛利率 29.79%,同比+2.20pct.;中低压及配网板块实现营收 15.96 亿元,同比+14.61%,毛利率 15.32%,同比-0.53pct.;国际业务实现营收 1.67 亿元,同比+284.54%,毛利率 9.68%,同比+63.64pct.。上半年公司中标沙特 5 台 132kV 伏高压移动变,420kV GIS 产品首次打入墨西哥市场,国际业务拓展成效显著。

网内份额稳固,网外持续拓展增量。网内方面,公司电网集招及特高压中标金额同比大幅增长,市场占有率名列前茅,750kV GIS 实现平高电气、平芝公司“双主体”中标;网外方面,公司中标 3 家央企大客户框架,再次中标中广核项目,实现 1000kV GIL 网外市场首次应用,并签订中煤变电站智能巡视机器人集群系统项目,丰富运维检修解决方案应用场景。

产品实力持续提升，积极推动数智化转型。公司积极开发 800kV 交流 GIL、550kV 无电容灭弧室断路器、C4 混合气体 145kV 环保 GIS 等核心装备，并实现世界首台 550kV 旁路触发间隙装置、550kV C4 环保 GIL 成功投运。

风险提示：国内电网投资不及预期；原材料价格大幅上涨；行业竞争加剧。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到国内高压产品交付节奏和配网产品需求和价格变化情况，我们下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 12.93/15.92/18.25 亿元（原预测为 14.07/16.55/18.58 亿元），同比+26%/+23%/+15%，动态 PE 为 16.9/13.8/12.0 倍。

证券分析师：王蔚祺（S0980520080003）、王晓声（S0980523050002）

◆ 金风科技(002202.SZ) 财报点评:上半年业绩同比增长 7%，风机制造板块毛利率显著改善

2025 年上半年业绩 14.9 亿元，同比+7%。2025 年上半年，公司实现营业收入 285.4 亿元，同比+41%；归母净利润 14.9 亿元，同比+7%；扣非归母净利润 13.7 亿元，同比基本持平；综合毛利率 15.3%，同比-2.9pct；净利率 5.8%，同比-1.3pct。单季度来看，2025 年第二季度公司实现营业收入 190.6 亿元，同比+44%，环比+101%；归母净利润 9.2 亿元，同比-13%，环比+62%；扣非归母净利润 8.1 亿元，同比-22%，环比+46%；综合毛利率 12.2%，同比-1.9pct，环比-9.6pct；净利率 5.2%，同比-2.7pct，环比-1.8pct。

风机制造板块毛利率显著改善。2025 年第二季度，公司对外销售风机容量 8.1GW，同比+117%，环比+211%；上半年累计对外销售风机容量 10.6GW，同比+107%。风机大型化趋势不断加速，2025 年上半年 6MW 及以上机组销售容量同比+187%，在整体销售容量中的占比同比提升 22.8pct 至 81.5%。2025 年上半年，风机及零部件销售业务实现收入 218.5 亿元，同比+71%；毛利率 8.0%，同比+4.2pct。

新能源电力市场化交易导致风电场转让节奏放缓。2025 年前两个季度公司发电板块平均利用小时分别为 635/620 小时，其中 Q2 同比减少 16 小时，环比减少 15 小时。上半年公司新增权益并网装机 709MW，转让风电场容量 100MW；截至 2025 年第二季度末，公司国内外自营风电场权益装机容量 8.7GW，同比+6%，权益在建容量 3.7GW。2025 年上半年公司风电场开发业务收入 31.7 亿元，同比-28%；毛利率 57.5%，同比+1.0pct。

风电服务业务稳步推进。新能源发电项目全面参与电力市场交易，显著提升了行业对电力交易相关产品与服务的需求。公司积极响应市场变化，在资产管理服务、“无人化”场站建设、技术创新等方面取得显著进展。截至 2025 年第二季度末，公司国内外后服务业务在运项目容量接近 46.0GW，同比+37%。2025 年上半年风电服务业务实现销售收入 29.0 亿元，同比+22%；毛利率 22.5%，同比-2.3pct。

风险提示：原材料价格上涨；行业装机需求不及预期；公司风电开发板块业务发展不及预期；市场竞争加剧。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到风机制造板块毛利率显著修复，在手订单稳步增长，我们上调 2025-2027 年盈利预测至 27.0/36.7/45.0 亿元（原预测为 26.6/36.6/44.4 亿元），同比+45.0%/+36.1%/+22.4%。当前股价对应动态 PE 分别为 16.5/12.1/9.9 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师：王蔚祺（S0980520080003）、王晓声（S0980523050002）、袁阳（S0980524030002）

◆ 三星医疗(601567.SH) 财报点评:海外配电高歌猛进，提质增效静待盈利修复

上半年业绩稳健增长，毛利率阶段性下降。2025 年上半年公司实现营收 79.72 亿元，同比+13.93%；归母净利润 12.30 亿元，同比+6.93%；扣非净利润 11.36 亿元，同比+5.34%。上半年公司毛利率 28.97%，同比-5.64pct；净利率 15.24%，同比-1.25pct。我们估计，毛利率下滑主要受海外配电处于开拓期和国内配用电产品价格阶段性下滑引起。

二季度业绩小幅下滑，医疗业务暂时承压。二季度公司实现营收 43.41 亿元，同比+9.28%，环比+19.57%；归母净利润 7.40 亿元，同比-5.77%，环比+51.32%；扣非净利润 6.76 亿元，同比-3.89%，环比+46.82%。二季度公司毛利率 29.03%，同比-8.18pct.，环比+0.13pct.；净利率 16.92%，同比-2.96pct.，环比+3.69pct.。

配用电业务收入订单稳健增长，海外配电订单持续高增。上半年公司智能配用电收入 63.54 亿元，同比+19.53%，其中海外收入 14.95 亿元，同比+50.9%，占比达到 24%；医疗业务收入 15.27 亿元，同比-3.02%。2025 年二季度末公司智能配用电业务在手订单 176.32 亿元，同比+18.39%，其中海外配电在手订单 21.82 亿元，同比+123.96%。

配电出海持续实现首单突破，智能电表进入美国市场。公司海外配电重点突破欧洲、中东、拉美优势市场，继前期在沙特、墨西哥、希腊、巴西取得首单后，2025 年上半年又在匈牙利、罗马尼亚、吉尔吉斯斯坦取得首单突破；海外用电深耕高端、发力新兴，加强布局北美、非洲潜力市场。公司智能电表已取得北美 UL 认证，并于 7 月取得美国智能电表首单突破。

国内市场积极开拓头部客户，多行业实现突破。国内市场，公司积极开拓行业头部客户，聚焦新能源央企国企平台大客户，重点发力地方国企、省级公司需求。上半年，公司风电领域快速突破，取单 4.8 亿元，同比+52%；同时积极储备石油化工、数据中心等新场景客户，已陆续获千万级订单。

风险提示：海外市场开拓不及预期；原材料价格大幅上涨；行业竞争加剧。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到国内配用电产品价格变动情况和公司部分新建医院尚处于孵化期，我们下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 25.24/31.82/39.98 亿元（25-26 年原预测为 28.76/35.65 亿元），同比+12%/+26%/+2%，动态 PE 为 13.0/10.3/8.2 倍。

证券分析师：王蔚祺（S0980520080003）、王晓声（S0980523050002）

◆ 华利集团(300979.SZ) 财报点评:新客户与欧洲市场驱动收入增长，盈利短期承压

收入增长稳健，老客户订单波动叠加新产能爬坡致利润短期承压。2025 年上半年，公司实现营业收入 126.61 亿元，同比增长 10.36%，主要得益于新客户订单的快速增长，弥补部分老客户订单波动。归母净利润同比下滑 11.06%至 16.71 亿元；利润下滑主要由于毛利率受新工厂投产及老工厂产能调配影响，同比下降 6.38 个百分点至 21.83%。净利率下滑幅度小于毛利率，主要得益于管理费用（因绩效薪酬减少而同比下降 39.67%）和财务费用（因汇兑收益增加而同比减少 721.39%）的显著优化。公司拟进行半年度分红，分红率约为 70%。ROE 同比下降 1.08 个百分点至 22.49%；存货/应收/应付周转天数同比-8/+2/+2 天至 55/66/44 天。资本开支 13.78 亿元，同比增长约 74.8%，主要因新厂密集投产，公司在中国和印尼的新厂已于 2025 年 2 月开始投产，四季度预计仍有两家新工厂投产。

二季度公司增长放缓，利润率同环比下滑。2025Q2 公司收入同比增长 9.0%至 73.08 亿元，归母净利润同比下滑 16.7%至 9.09 亿元，毛利率同比、环比分别下降 7.1/1.8 个百分点至 21.08%，主要因老客户订单下滑、新客户订单大幅增长，新客户订单效率较低且存在老工厂产能调配损失，同时较多的新工厂处于产能爬坡阶段，导致毛利率承压。营业利润率同比、环比分别下降 4.9/0.9 个百分点至 16.7%，归母净利率同比、环比分别下降 3.8/1.8 个百分点至 12.43%，净利率下滑幅度小于毛利率主要由于费用率优化，特别是管理费用率下降有所抵消。其中，销售费用率同比持平于 0.3%，管理费用率同比下降 2.9 个百分点至 2.1%。

量价齐升带动收入增长，新客户与欧洲市场成增长新引擎。公司上半年销售运动鞋 1.15 亿双，同比增长 6.1%；均价约为 110.45 元，同比增长约 4.2%，收入增长由量价共同驱动。前五大客户收入占比由去年同期的 76.61%下降至 71.88%，其中 On 和 New Balance 新晋成为前五大客户。战略新客户 Adidas 的合作进展顺利，公司在越南、印尼及中国三大生产基地的工厂均已实现对其量产出货。分区域看，欧洲市场（客户总部所在地）表现亮眼，收入同比大幅增长 88.94%，其他区域客户收入同比+45.87%，而北美市场收入则同比微降 0.43%，显示出新客户开拓对冲了部分老客户的波动。

新工厂爬坡顺利，对毛利率影响逐步改善。上半年公司产能利用率维持在 95.78%的高位。公司积极推进

新工厂建设，上半年越南、印尼、中国新工厂分别出货 373 万双、199 万双和 67 万双，爬坡进度符合预期。由于较多新工厂处于爬坡阶段以及产能调配安排，公司整体毛利率较去年同期有所下滑。然而，随着新工厂运营成熟度提升，2025 年第二季度新工厂整体毛利率较第一季度已逐步改善。

风险提示：产能扩张不及预期、下游品牌销售疲软、国际政治经济风险。

投资建议：盈利短期承压，明年老客订单改善叠加新厂产能爬坡有望贡献较大业绩弹性。2025 上半年在 2024 年较高基数上，仍然有 10% 的收入增长，量价齐升，主要基于新客户订单的快速增长，老客户订单今年相对疲软，主要与部分老客户自身品牌周期有关。盈利承压，二季度利润率同环比下滑，主要受老厂新老客户订单产能调配、以及新厂产能爬坡影响，下半年预计前者仍对盈利造成压力，后者伴随去年密集投产的新厂产能爬坡、有望逐季改善。老客户订单问题有望在明年伴随品牌自身趋势向上、以及关税落地后下单从谨慎到逐渐乐观而改善；同时如若新工厂产能爬坡顺利，明年也将有明显的业绩贡献。

我们维持盈利预测，预计公司 2025~2027 年净利润分别为 35.7/41.7/47.3 亿元，同比 -7.0%/+16.7%/+13.6%。维持 60.7~64.3 元目标价，对应 2026 年 17-18x PE，维持“优于大市”评级。

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

◆ 东方甄选(01797.HK) 海外公司财报点评: 下半财年净利润扭亏为盈，期待战略转型效果显现

FY2025H2 可持续净利润同增 16%。FY2025（2024.6.1-2025.5.31），公司实现可持续性收入 43.9 亿元/-32.7%，主因 2024 年 7 月剥离全资子公司“与辉同行”影响；可持续性净利润 619 万元/-97.5%，若剔除出售“与辉同行”一次性开支及溢利，持续经营净利润为 1.35 亿元/+30.0%。FY2025H2，公司可持续性收入 22.1 亿元/-46.4%；可持续性净利润 1.03 亿元/+16.1%，受子公司剥离产生的收入基数影响，期内收入同比仍下滑、但利润环比扭亏为盈。

FY2025 财年，公司 GMV 为 87 亿元/-39.2%，同样系剥离“与辉同行”影响，若剔除“与辉同行”分部 GMV 并表影响（2024 年 6-7 月 GMV 仍贡献约 12 亿元），FY2025H1/H2 分别实现 GMV36/39 亿元，FY25H2 电商 GMV 触底回暖。

分产品类型看，FY2025，自营品 GMV 为 38.1 亿元，占比为 43.8%，同比 2024 财年（约 40%）继续上行；估算毛利率约 23%，同比改善系促销力度的收窄；期内自营品 SPU 数为 732 个，同增 244 个。分上下财年看，FY25H1/H2 自营品 GMV 占比分别为 37.0%/52.2%，伴随自营品战略持续推进，预计 2026 财年自营品 GMV 占比有望继续上行。2025 财年代销产品实现 GMV48.9 亿元。分销售渠道看，2025 财年，抖音/自有 APP/其他渠道 GMV 占比分别为 15.7%/70.0%/14.3%，其中自有 APP 渠道 GMV 占比 15.7%/+7.3pct 持续上行。

毛利率稳步提升，FY25H2 盈利能力回暖。FY2025 财年，毛利率为 32.0%/+6.0pct，系自营品促销力度收窄带动；销售费率/行政费率/研发费率分别同比+7.3/+5.0/+0.9pct，销售费率增加系市场投放增加，行政费率上行则主因分派“与辉同行”剩余未分配利润；净利率 0.1%/-3.7pct，FY25H1/H2 净利率分别为-4.4%/4.7%，下半年盈利回暖。

自有 APP 布局持续深化，期待集团资源协同。FY2025 财年，付费会员由 19.86 万提升至 26.43 万，未来凭借扩大会员权益、引入名人访谈等新模式，自有渠道流量有望继续增长。依托新东方集团的线下学习中心渠道，如在学习中心里面设置自动贩卖机，集团资源协同发展值得期待。

风险提示：GMV 增长不及预期、食品安全、政策趋严、渠道拓展不及预期等。

投资建议：综合考虑剥离子公司以及自营品战略效果逐渐显现影响，下调 26 财年净利润预测至 2.66 亿元，并新增引入 27-28 财年净利润预测 5.72/10.5 亿元，对应 PE 估值为 130/60/33x。公司 FY25H2 利润扭亏为盈转型效果初步验证，目前公司重新构建的以产品导向+会员制为中心的类山姆增长新模式，有望持续打造爆款单品为公司提供新增长动能，维持“优于大市”评级。

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

联系人： 周瑛皓

◆ 南微医学(688029.SH) 财报点评:25Q2 归母净利润增长 21%，海外增速亮眼

2025 年上半年公司营收利润双增长,25Q2 增速超 20%。2025 年上半年公司实现营收 15.65 亿元(+17.36%),归母净利润 3.63 亿元(+17.04%),扣非归母净利润 3.64 亿元(+18.90%),其中 25Q2 单季营收 8.66 亿元(+21.36%),归母净利润 2.02 亿元(+21.22%),扣非归母净利润 2.03 亿元(+22.92%)。2025Q2 业绩增长显著提速,主要受益于收购的西班牙公司并表、海外渠道的持续扩张以及创新产品的放量。

国内业务承压,海外业务增速亮眼。分地区看,公司 2025 年国内市场收入 6.56 亿元(-7.1%),主要受到集采的影响,公司主要产品如止血夹、扩张球囊、注射针等已进入集采范围,导致部分产品价格承压。国际市场收入 8.98 亿元(+43.81%),海外营收占比提升至 57.37%,其中美洲区收入 3.41 亿元(+21.75%),欧洲、中东及非洲区收入 4.16 亿元(+89%,含 CME 并表)。

持续拓展欧洲渠道,推进海外产能建设。2025 年 2 月,公司完成了对西班牙公司 CME 公司 51%股权的收购,并表后贡献收入 1.23 亿元,净利润 0.22 亿元。此次并购不仅带来了新的收入来源,还促进了产品线的整合与优化,推动了欧洲、中东及非洲区域的收入大幅增长。此外,公司还在泰国建设制造中心,预计 2025 年底前正式投产,有助于构建更安全、高效的全球供应链,进一步支撑海外业务的扩张和成本优化。

毛利率受下降,费用控制良好。2025 年上半年公司毛利率 64.89%(-3.04pp),毛利率下降主要受国内集采带来的价格压力影响。销售费用率 21.56%(-1.17pp),管理费用率 12.69%(+0.25pp),研发费用率 5.64%(+0.42pp),财务费用率-4.98%(-3.21pp),四费率 34.91%(-3.70pp),销售费用率呈下降趋势。

投资建议:维持盈利预测,预计 2025-2027 年营收 32.1/36.3/40.2 亿元,同比增速 17%/13%/11%,归母净利润 6.9/8.0/8.8 亿元,同比增速 24%/16%/11%,当前股价对应 PE=25/22/20x,维持“优于大市”评级。

风险提示:研发失败风险;汇率波动风险;新品放量不及预期风险。

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

◆ 药康生物(688046.SH) 财报点评:营收稳健增长,美国新设施启用

营收稳健增长,政府补助波动导致利润端短期承压。2025 年上半年公司实现营收 3.75 亿元(+10.1%),主要系随着国内新产能释放及海外市场拓展,公司主要业务条线稳健增长;归母净利润 0.71 亿元(-7.1%),主要系本期政府补助较上年同期减少所致;扣非归母净利润 0.63 亿元(+14.8%)。

分季度看,2025Q1/Q2 分别实现营收 1.71/2.04 亿元(分别同比+8.8%/+11.3%,Q2 环比+19.4%)、归母净利润 0.30/0.41 亿元(分别同比+1.7%/-12.7%,Q2 环比+36.5%)。

分地区看,2025H1 公司实现海外市场收入 6712 万元(同比+8%),占收入比重 17.9%,海外工业客户收入占海外整体收入比重超 70%。

毛利率企稳,费用率改善。2025H1,公司毛利率为 64.3%(同比-0.2pp)、净利率 18.9%(同比-3.5pp);销售费用率 14.0%(同比+0.8pp)、管理费用率 16.9%(同比-2.1pp)、研发费用率 10.5%(同比-1.5pp)、财务费用率-1.0%(同比+0.5pp),期间费用率整体为 40.4%(同比-2.3pp)。

国内新设施已满产,美国新设施启用,欧洲设施寻找中。公司目前在江苏南京、江苏常州、广东佛山、四川成都、北京大兴、上海宝山运营七个大中型生产设施,合计产能约 28 万笼,国内设施布局完成,其中北京药康大兴设施、上海药康宝山设施、广东药康二期设施均于 2023 年下半年陆续建成投产,合计产能约 8 万笼,目前产能利用率已提升至满产状态;海外产能方面,美国 San Diego 设施已于 2025 年 6 月启动,未来将逐步为客户提供代理繁育、药效测试等系列服务,实现对北美客户需求的本地化快速响应,进一步拓展公司的全球服务能力;欧洲区域产能已在规划中,目前已考察多个欧洲设施,待确定合适设施,将尽快完成租赁并投入运营。

投资建议:我们维持此前的盈利预测,预计 2025-2027 年净利润分别为 1.32/1.66/1.88 亿元,目前股价对应 PE 分别为 58/46/41x,维持“优于大市”评级。

风险提示：新模型研发不及预期的风险、市场竞争加剧的风险，海外市场拓展不及预期的风险等。

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

◆ 奥浦迈(688293.SH) 财报点评:产品业务收入同比增长 26%，CDMO 服务回暖

产品业务收入同比增长 26%，CDMO 服务回暖。2025 上半年公司实现营收 1.78 亿元（+23.8%），归母净利润 0.38 亿元（+55.6%）。公司销售收入增长显著，主要得益于细胞培养产品业务的强劲表现，尤其是与海外客户的深度合作。

分季度看，2025Q1/Q2 分别实现营收 0.84/0.94 亿元（分别同比+5.0%/+47.2%，Q2 环比+12.4%）、归母净利润 0.15/0.23 亿元（分别同比-25.1%/+401.8%，Q2 环比+56.0%）。

分具体业务看，2025H1 公司实现产品销售 1.55 亿元（同比+25.5%），CDMO 服务实现营收 2227 万元（同比+13.2%），公司业务呈现“产品驱动、服务回暖”的格局，产品销售的竞争力持续强化，海外拓展成效显著，CDMO 服务亦逐步改善，整体增长势头积极向好。产品销售收入贡献了总收入的 87%，依然是增长的核心驱动力。

分地区看，公司海外业务的增长势头依然强劲，实现境外收入较上年同期增加 34.9%。

毛利率企稳，净利率改善。2025H1，公司毛利率为 56.8%（同比-3.1pp）、净利率 21.1%（同比+4.3pp）；销售费用率 7.4%（同比-1.3pp）、管理费用率 16.0%（同比-14.1pp）、研发费用率 13.6%（同比+2.9pp）、财务费用率-5.9%（同比+2.0pp），期间费用率整体为 31.1%（同比-10.5pp）。

产品管线数量创新高。服务客户管线方面，截至 2025H1，共有 282 个已确定中试工艺的药品研发管线使用公司的细胞培养基产品，其中处于临床前阶段 149 个、Ph1 临床阶段 58 个、Ph2 临床阶段 32 个、Ph3 临床阶段 32 个、商业化生产阶段 11 个，整体相较 2024 年末增加 35 个，其中商业化生产阶段产品增加 3 个。

投资建议：我们维持此前的盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 0.78/1.12/1.53 亿元，目前股价对应 PE 分别为 82/57/42x，维持“优于大市”评级。

风险提示：估值的风险、盈利预测的风险、产品研发不达预期的风险、下游客户产品推进不达预期的风险等。

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

◆ 美好医疗(301363.SZ) 财报点评:基石业务短期波动，新业务成长可期

2025 年上半年营收微增，利润端承压。2025 年上半年公司实现营收 7.33 亿元（+3.73%），归母净利润 1.14 亿元（-32.44%），扣非归母净利润 1.11 亿元（-32.08%）。其中 25Q2 单季营收 4.37 亿元（+2.86%），归母净利润 0.62 亿元（-43.83%），扣非归母净利润 0.61 亿元（-42.69%）。公司持续加大在新兴战略领域的投入及股份支付费用增加，利润端短期承压。

基石业务短期波动，新业务高速增长。基石业务家用呼吸机组件（营收 4.36 亿元，同比下降 2.76%）和人工植入耳蜗组件（营收 0.60 亿元，同比下降 7.53%）业务短期承压，估计系受产能向马来西亚转移及出口管制等因素影响。但其他医疗产品组件（营收 0.76 亿元，同比+54.41%）和家用及消费电子组件（营收 1.07 亿元，同比+35.69%）等新业务板块表现亮眼。

毛利率下降，费用率提升。2025 年上半年公司毛利率 37.52%（-3.51pp），主要是家用呼吸机组件业务毛利率下降影响。销售费用率 3.37%（+1.12pp），管理费用率 8.51%（+2.40pp），研发费用率 9.44%（+1.32pp），财务费用率-2.99%（+0.55pp）四费率 18.33%（+5.39pp），公司持续加大新兴业务投入，各项费用率均有所提升。

国际化生产基地布局，提升供应链稳定性。自 2016 年公司在马来西亚设立了生产基地以来，已顺利完成了一、二期产能建设，马来三期产业基地正在抓紧建设，预期将在 2025 年年底投入生产使用，马来基地的建设进一步增强了公司与海外客户之间的长期稳定合作关系，为公司的国际业务拓展带来了显著的竞争优势。

投资建议：考虑到基石业务的短期波动影响，下调盈利预测，2025-2027 年营收 16.9/21.1/26.2 亿元（原为 19.8/24.4/29.4 亿元），同比增速 6%/25%/24%，归母净利润 3.5/4.5/5.8 亿元（原为 4.6/5.7/6.9 亿元），同比增速-4%/28%/28%，当前股价对应 PE=38/29/23x，维持“优于大市”评级。

风险提示：大客户依赖风险；汇率波动风险；新业务拓展不及预期风险。

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

◆ 亚信安全(688225.SH) 财报点评:打造爆款新品 AI XDR，生态布局值得期待

参股公司公允价值变动，利润受到影响。公司 25H1 收入 31.24 亿元，归母净利润-3.56 亿元，扣非归母净利润-2.52 亿元，收入增长较大主要系并表亚信科技。安全业务来看，公司 25H1 收入 5.10 亿元（-22.8%），归母净利润-2.44 亿元，扣非归母净利润-2.05 亿元，与去年同期基本持平。其中，公司参股的富数科技公司因自身经营问题，该项金融资产的公允价值变动损失约 1.24 亿元，公司已全额计提。

25 年以经营质量提升为目标，毛利率持续提升。安全业务收入下滑，主要因公司主动放弃部分低质订单，关注订单毛利水平，网安业务毛利率提升至 59.6%，同比提升 4.7 个百分点。网安业务三项费用合计同比下降 16.8%，其中，销售费用同比下降 18.88%、管理费用同比下降 0.76%、研发费用同比下降 20.35%。

标品收入持续提升，打造爆款新品 AI XDR。标品安服收入占比提升至 64.6%，同比增长 9%，智能制造、能源等行业收入保持较快增长。公司在今年 5 月发布业内首创的 AI XDR 联动防御系统，彻底改变传统单点防御模式，以 AI 为内核，实现“主动、自动、联动”的现代企业安全生态重塑。该产品完全对标 CrowdStrike，是公司顺应产业趋势聚焦发力的方向，目前订单已突破千万，XDR 有望成为公司后续主要增长驱动力。

与亚信科技协同布局 AI 大模型交付，生态布局值得期待。公司子公司亚信科技与阿里、英伟达等形成了深度合作，在 AI 大模型和应用等交付上成为龙头。2025 年 H1，亚信科技已签订单金额约为人民币 7000 万元，同比增长 78 倍。公司 TrustOne 终端安全产品与鸿蒙深度适配，联合发布《新一代终端安全鸿蒙化白皮书》，后续鸿蒙 PC 放量将直接带动公司产品增长。公司与联通数科于 2025 年 4 月宣布成立“联信事业部”，打造国内 SaaS 安全领军品牌——“联信”，通过联通广泛的销售网络，有望快速形成客户覆盖。公司与垣信卫星深度合作，订单突破 2000 万元。

风险提示：宏观经济影响 IT 支出；行业竞争加剧；新业务拓展不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。由于公司公允价值变动，下调盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润 1.58/2.68/3.20 亿元（原 25-26 年预测为 2.24/3.35/4.05 亿元），当前股价对应 PE=55/32/26x。公司安全业务在 25 年质量持续提升，且协同亚信科技在大模型实施和一体机等领域发展机会广阔，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 熊莉（S0980519030002）、库宏焱（S0980520010001）

◆ 海容冷链(603187.SH) 财报点评:经营质量提升，营收业绩加速增长

经营改善，营收利润增长加速。公司 2025H1 实现营收 17.9 亿/+12.9%，归母净利润 2.2 亿/+10.4%，扣非归母净利润 2.1 亿/+20.4%。其中 Q2 收入 8.8 亿/+20.0%，归母净利润 1.2 亿/+36.6%，扣非归母净利润 1.1 亿/+41.3%。

内销收入增长良好，冷藏柜、智能柜、商超柜表现靓丽。2025H1 公司内销收入同比增长 14.4%至 12.6 亿。其中商用冷冻展示柜收入预计仍处于下滑状态，主要系下游行业整体需求不足拖累行业销量下降，公司冷冻柜市占率及龙头地位稳固；冷藏展示柜预计增长较快，公司凭借技术产品优势及客户洞察，在多家客户中的供货份额实现提升；商超展示柜销量实现良好增长，公司凭借一站式解决方案，持续深化与原有客户合作，并积极开拓新兴应用场景；智能售货柜业务预计实现翻倍增长，下游品牌商客户对公司的认可度逐步提升，带动公司产品快速增长。

海外市场增长稳健。H1 公司海外收入同比增长 9.4%，其中东南亚地区销量实现较好增长，北美地区受到关税政策以及客户提前备货影响，出货量有所下降；其他地区销量均有一定增长。当前我国商用制冷

企业在海外的市占率依然较低，随着海容等龙头企业逐步加强出海步伐，商用制冷出海空间广阔。

Q2 毛利率企稳，盈利能力改善。公司 Q2 毛利率同比+0.4pct 至 27.9%，毛利率实现止跌回升。公司 Q2 销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.3/-0.4/+0.2/-0.1pct 至 7.0%/3.1%/3.2%/-0.6%，公司加大客户开拓力度，销售费用率有所提升；研发费用率受客户定制机型研发支出增加影响。公司信用减值损失同比减少 0.15 亿元，带动归母净利润率同比+1.6pct 至 13.2%。

印尼工厂预计年内投产，加速开拓海外市场。公司加大海外发展力度，印尼生产基地规划设计产能为年产 50 万台，占公司 2024 年产量的 47.1%，产品涵盖公司冷冻、冷藏、商超及智能售货柜等主要品类。印尼工厂预计 2025 年底进入试生产阶段，将供应东南亚、南亚、大洋洲等海外市场，有望加速公司在海外的发展。

风险提示：行业竞争加剧；原材料价格波动；行业需求复苏不及预期。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级

海容冷链是我国商用冷链行业龙头，凭借研发、生产及规模优势，有望持续开拓国内外客户，发力冷藏等低份额潜力品类。考虑到公司冷藏、智能柜等业务开拓较快，且保持较好盈利能力，上调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 4.0/4.5/5.1 亿(前值为 3.7/4.1/4.5 亿)，增速为+12%/+14%/+12%，对应 PE=14/13/11x，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 陈伟奇 (S0980520110004)、王兆康 (S0980520120004)、邹会阳 (S0980523020001)、李晶 (S0980525080003)

◆ 柏楚电子(688188.SH) 财报点评:2025 年上半年利润同比增长 30%，智能焊接领域持续突破

2025 年上半年营业收入同比增长 24.89%，归母净利润同比增长 30.32%。公司发布 2025 年中报，2025 年上半年实现营收 11.03 亿元，同比增长 24.89%；归母净利润 6.40 亿元，同比增长 30.32%。单季度看，2025 年第二季度公司实现营收 6.08 亿元，同比增长 20.92%；归母净利润 3.85 亿元，同比增长 29.24%。公司收入利润增长主要系持续加大技术研发及市场开拓投入，整体订单量持续增长所致，未来随着智能切割头等业务拓展，收入有望保持较快增长。盈利能力方面，2025 年上半年公司毛利率/净利率为 78.83%/58.02%，同比变动-2.45/+0.47pct，2025 年第二季度毛利率/净利率为 79.71%/65.47%，同比变动-3.06/+1.04pct。期间费用方面，2025 年上半年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.74%/5.54%/10.73%/-0.88%，同比变动-0.08/+0.32/-1.10/+1.07pct，研发费用率下降主要因收入增速高于研发投入增速。

激光切割业务增长迅速，切割头收入小幅增长。从业务结构看，公司平面解决方案收入占比 61.35%，管材解决方案收入占比 21.43%，三维解决方案收入占比 3.11%。按照子公司贡献来看，激光切割方面，子公司柏楚数控收入 10.9 亿元，同比增长 28.99%，纵向拓展效果较好；智能切割头方面，子公司波刺自动化收入 2.65 亿元，同比增长 4.33%。

激光切割效率持续提升，智能焊接在船舶、桥梁行业有所突破。1) 激光切割方面，公司通过软硬协同+智能控制，在桥梁、钢构等行业效率提升，智能切割头进一步升级。2) 智能焊接方面，公司实现了多级联动规划、支持超宽工件大幅面工作台加工，提升了船舶、桥梁等行业的生产效率；同时结合 AI 算法，提升坡口识别的抗干扰能力、视觉能力。3) 精密加工方面，公司采用先进的光学相干技术，实现对激光焊接过程中熔深的实时监测和质量控制；光伏行业推出高效、精准的激光划线和激光开槽解决方案。

投资建议：公司为国内激光切割设备控制系统龙头，在行业景气承压背景下通过高功率产品及智能切割头放量仍保持了较好增长，后续焊接业务有望打开新的增长空间，同时布局超高精度加工领域，看好公司未来成长。我们小幅上调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 11.28/14.37/18.06 亿元（原值 11.03/14.10/17.58 亿元），对应 PE 值 33/26/21x，维持“优于大市”评级。

风险提示：新产品进展不及预期；下游需求不及预期；市场竞争加剧。

证券分析师： 吴双 (S0980519120001)、杜松阳 (S0980524120002)

◆ 歌尔股份(002241.SZ) 财报点评:2025 盈利能力显著改善, 收、并购押注 AR 赛道

盈利能力持续改善, 新老产品过渡影响声学整机收入。1H25 公司实现营收 375.5 亿元 (YoY -7.0%), 归母 14.2 亿元 (YoY +15.7%), 扣非归母 10.3 亿元 (YoY -12.7%), 毛利率 13.5% (YoY +2.0pct), 净利率 3.7% (YoY +0.8pct)。非经常性损益中外汇衍生品业务合约交割及按公允价值重新计量产生的收益约 4.2 亿元, 公司业务多为美元结算, 一般通过套保减少汇率变动影响, 因此归母净利润更能反映公司经营性利润表现。分产品来看, 1H25 智能硬件/智能声学整机/精密零组件收入分别为 203.4/83.2/76.0 亿元, 同比-2.5%/-34.9%/+20.5%; 毛利率分别为 11.5%/9.9%/23.5%, 同比+2.3/+0.1/+1.0pct。智能声学整机收入下滑主因耳机处于新老产品过渡期, 随着后续新品发布份额提升, 相关业务有望重回增长。

与舜宇通过股权置换强强联合, 增强光波导竞争力。8 月 23 日, 公司公告称子公司歌尔光学拟通过增发股份方式收购上海奥来 100% 股权, 本次交易目前处于筹划阶段。预计交易完成后, 上海奥来将成为歌尔光学全资子公司, 上海奥来原股东将持有歌尔光学约 1/3 的股权, 公司持有 2/3 股权, 仍是歌尔光学第一大股东。上海奥来为舜宇光学下属从事光波导、超表面器件、衍射光学器件领域的公司, 并已围绕光波导器件等相关产品进行了规模化的固定资产购建。歌尔光学能借此次交易取得上海奥来已经购建的固定资产, 并进一步增强公司在光波导等晶圆级微纳光学器件领域内的核心竞争力。同时, 公司能够提供优质客户资源和项目资源, 推动相关业务的协同发展。

收购米亚精密、昌宏实业、Plessey 等。2025 年 7 月, 歌尔股份拟斥资 95 亿元人民币收购米亚精密和昌宏实业, 标的公司在精密金属结构件领域拥有深厚技术积累, 且与行业领先客户长期合作, 两家标的公司 2024 年度营业收入合计约 91.1 亿港元, 业务规模可观。收购完成后, 歌尔股份的精密结构件业务规模将显著扩大。2025 年 8 月, 控股子公司香港歌尔泰克, 将向 Haylo Labs 提供不超过 1 亿美元的附股权收益权的有息借款, 用于收购 Plessey 100% 股权并增资, 用于 Plessey 购买 Micro-LED 相关固定资产及补充营运资金, 这将推动 MicroLED 技术的成熟, 支撑公司 AR 业务的发展。

投资建议: 上调盈利预测, 维持“优于大市”评级。

公司盈利改善幅度高于此前预期, 上调盈利预测。预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 34/41/53 亿元 (前值为 33/37/42 亿元), 同比增长 26%/22%/29%, 对应当前市值 PE 为 31/28/20 倍, 维持“优于大市”评级。

风险提示: 下游需求不及预期的风险、新产品拓展不及预期的风险。

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

金融工程

◆ 金融工程日报:A 股强势上涨, 成交额再破 3 万亿创 9·24 行情以来历史次高

市场表现: 今日 (20250825) 市场全线上涨, 规模指数中上证 50 指数表现较好, 板块指数中科创 50 指数表现较好, 风格指数中沪深 300 成长指数表现较好。有色金属、通信、房地产、商贸零售、食品饮料行业表现较好, 纺织服装、综合金融、石油石化、轻工制造、银行业表现较差。钨矿、光模块 (CPO)、稀土、光纤、光通信等概念表现较好, 电动车、中国广电、家纺、快递、长江存储等概念表现较差。

市场情绪: 今日市场情绪较为高涨, 收盘时有 91 只股票涨停, 有 8 只股票跌停。昨日涨停股票今日收盘收益为 3.51%, 昨日跌停股票今日收盘收益为 -4.62%。今日封板率 68%, 较前日下降 16%, 连板率 23%, 较前日下降 1%。

市场资金流向: 截至 20250822 两融余额为 21551 亿元, 其中融资余额 21401 亿元, 融券余额 149 亿元。两融余额占流通市值比重为 2.3%, 两融交易占市场成交额比重为 11.5%。

折溢价: 20250822 当日 ETF 溢价较多的是科创 50ETF 富国, ETF 折价较多的是 A500 增强 ETF。近半年以来大宗交易日均成交金额达到 14 亿元, 20250822 当日大宗交易成交金额为 16 亿元, 近半年以来平均折价率 5.94%, 当日折价率为 8.43%。近一年以来上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 股指期货主力

合约的年化贴水率中位数分别为 0.30%、2.29%、9.23%、11.24%，当日上证 50 股指期货主力合约年化升水率为 0.94%，处于近一年来 67%分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化升水率为 1.58%，处于近一年来 87%分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 8.01%，处于近一年来 57%分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 11.53%，处于近一年来 49%分位点。

机构关注与龙虎榜：近一周内调研机构较多的股票是德赛西威、云天化、若羽臣、鱼跃医疗、华阳集团、良信股份、润丰股份、晶盛机电等，德赛西威被 232 家机构调研。20250825 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入前十的股票是金力永磁、罗博特科、恒宝股份、御银股份、昊志机电、同洲电子、新恒汇、博苑股份、成飞集成、兴业科技等，机构专用席位净流出前十的股票是金风科技、南方精工、丸美生物、中科磁业、川润股份、国安达、航天宏图、领益智造、安通控股、中天火箭等。陆股通净流入前十的股票是中文在线、东方精工、金力永磁、罗博特科、宏景科技、金风科技、航天宏图、新恒汇、昊志机电、成飞集成等，陆股通净流出前十的股票是华胜天成、恒宝股份、南方精工、飞乐音响、好上好、中天火箭、宸展光电、翔港科技、安通控股、华光环能等。

风险提示：市场环境变动风险；本报告基于历史客观数据统计，不构成投资建议。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）

联系人： 李子靖

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	778.30	0.56	ICE 布伦特原油	67.73	0.08
白银	9331.00	1.34	铜	79260.00	0.69
铝	20760.00	0.36	铅	16830.00	0.41
豆一	4114.00	0.19	锌	22365.00	0.47
豆粕	3061.00	0.36	镍	120100.00	0.53
玉米	2212.00	0.68	锡	269030.00	1.01
螺纹钢	3119.00	0.61	SR509	5729.00	0.13

本月国内重要信息披露

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

近期非流通股解禁明细

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

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

全球证券市场统计

股票市场指数

简称	最新收盘价	1日 涨跌幅(%)	1周 涨跌幅(%)	1个月 涨跌幅(%)	3个月 涨跌幅(%)	12个月 涨跌幅(%)	30天 波动率(%)
道琼斯工业平均指数	45282.47	-0.765401	59.95	59.95	59.95	59.95	40.88
德国 DAX 指数	24273.12	-0.369288	90.57	0.22	2.72	30.26	53.52
法 CAC40 指数	7843.04	-1.589146	-0.52	0.10	1.40	3.51	46.79
恒生指数	25829.91	1.936806	2.59	1.73	9.44	46.66	63.48
沪深 300 指数	4469.22	2.083700	5.42	8.28	15.11	34.32	59.26
美国 SP500 指数	6439.32	-0.426633	-0.15	0.79	10.96	14.28	48.43
纳斯达克综合指数	21449.29	-0.219756	-0.83	1.61	14.47	19.97	50.79
日经 225 指数	42807.82	0.409375	-2.07	3.26	15.19	11.58	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流入资金 (RMB, 万元)	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流出资金 (RMB, 万元)
1	603259.SH	药明康德	99.9800	6.3617	无数据	603259.SH	药明康德	99.9800	6.3617	无数据
2	688008.SH	澜起科技	101.9800	2.8958	无数据	688008.SH	澜起科技	101.9800	2.8958	无数据
3	300033.SZ	同花顺	398.3500	-0.6162	无数据	300033.SZ	同花顺	398.3500	-0.6162	无数据
4	601138.SH	工业富联	48.0000	4.7349	无数据	601138.SH	工业富联	48.0000	4.7349	无数据
5	000063.SZ	中兴通讯	45.8400	-1.5252	无数据	000063.SZ	中兴通讯	45.8400	-1.5252	无数据
6	603986.SH	兆易创新	157.8000	4.5864	无数据	603986.SH	兆易创新	157.8000	4.5864	无数据
7	688041.SH	海光信息	210.1000	12.9206	无数据	688256.SH	寒武纪-U	1384.9300	11.4004	无数据

8	600030.SH	中信证券	32.1400	0.6892	无数据	688041.SH	海光信息	210.1000	12.9206	无数据
9	300476.SZ	胜宏科技	239.9000	8.9959	无数据	600030.SH	中信证券	32.1400	0.6892	无数据
10	300308.SZ	中际旭创	320.0000	14.7365	无数据	300476.SZ	胜宏科技	239.9000	8.9959	无数据

港股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流入资金 (HKD, 万元)	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流出资金 (HKD, 万元)
1	1024.HK	快手-W	78.7500	0.05140187	85946.16	0981.HK	中芯国际	57.8000	0.01581722	622010.84
2	0489.HK	东风集团股份	9.2000	0.54103853	122757.22	9988.HK	阿里巴巴-W	124.5000	0.05508475	527847.11
3	0763.HK	中兴通讯	37.1000	0.02884082	179862.81	1810.HK	小米集团-W	53.5000	0.01807802	401349.78
4	1797.HK	东方甄选	31.6200	-0.12892562	242987.19	0700.HK	腾讯控股	614.5000	0.02416667	363224.11
5	1810.HK	小米集团-W	53.5000	0.01807802	248891.55	3690.HK	美团-W	122.3000	0.03293919	272191.96
6	1347.HK	华虹半导体	54.3000	-0.03035714	253237.10	1347.HK	华虹半导体	54.3000	-0.03035714	266207.33
7	3690.HK	美团-W	122.3000	0.03293919	283410.82	2800.HK	盈富基金	无数据	无数据	235792.21
8	0700.HK	腾讯控股	614.5000	0.02416667	381257.59	1797.HK	东方甄选	31.6200	-0.12892562	222704.75
9	0981.HK	中芯国际	57.8000	0.01581722	540897.34	0763.HK	中兴通讯	37.1000	0.02884082	139105.52
10	9988.HK	阿里巴巴-W	124.5000	0.05508475	586536.20	0489.HK	东风集团股份	9.2000	0.54103853	107786.14

免责声明

分析师声明

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

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

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

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

证券投资咨询业务的说明

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

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

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032