

8 月金股组合

股票代码	股票名称
002352.SZ	顺丰控股
002648.SZ	卫星化学
688019.SH	安集科技
600276.SH	恒瑞医药
688198.SH	佰仁医疗
600861.SH	北京人力
300395.SZ	菲利华
601138.SH	工业富联
002938.SZ	鹏鼎控股
688615.SH	合合信息

市场指数

指数名称	收盘价	涨跌%
上证综指	3883.56	1.51
深证成指	12441.07	2.26
沪深 300	4469.22	2.08
中小 100	7580.95	1.79
创业板指	2762.99	3.00

行业表现（申万一级）

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
通信	4.85	美容护理	0.01
有色金属	4.63	纺织服饰	0.17
房地产	3.32	石油石化	0.39
综合	3.31	轻工制造	0.55
钢铁	2.74	汽车	0.71

资料来源：万得，中银证券

中银晨会聚焦-20250826

■重点关注

【固定收益】利率期限结构研究*张鹏 肖成哲。当前我国利率期限结构进一步平坦化难度较大，可能出现比较缓慢的陡峭化。

【社会服务】同程旅行*李小民 宋环翔。公司发布 25Q2 业绩。25Q2 公司实现营收 46.69 亿元，同比+10.0%。实现经调整净利润 7.75 亿元，同比+18.0%。Q2 公司业绩实现稳健增长，中长期竞争优势显著。

【电子】南亚新材*苏凌瑶。公司发布 2025 年半年报，2025 年上半年，公司营收及归母净利润实现同比高速增长，2025 年二季度归母净利润环比显著提升。

【医药生物】华东医药*刘恩阳。公司公布 25 年中报，上半年公司实现总营业收入 216.75 亿元，同比增长 3.39%；归母净利润为 18.15 亿元，同比增长 7.01%；扣非归母净利润为 17.62 亿元，同比增长 8.40%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 3.50 元（含税），送红股 0 股（含税），不以公积金转增股本。公司业务稳健增长，创新产品逐步进入收获期，我们看好公司的长期发展。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

产品组

证券分析师：王军

(8621)20328310

jun.wang_sh@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300511070001

重点关注

【固定收益】利率期限结构研究—理论与现状

张鹏 肖成哲

当前我国利率期限结构进一步平坦化难度较大，可能出现比较缓慢的陡峭化。

利率期限结构的决定是流动性偏好、理性预期和期限偏好等三方面效应综合作用的结果。

流动性偏好效应解释了为什么收益率曲线通常是向右上方倾斜的。理性预期效应解释了长短期收益率为什么通常同向变动，而且通常表现为“牛陡”、“熊平”等变化模式。期限偏好效应则可以解释长、短期的收益率走势又可能分化的现象。

美、日利率期限结构的一般变化规律符合理性预期理论，变化模式主要是“牛陡”或“熊平”，但在一些特殊条件下，期限偏好理论也有一定解释力。在短端收益率“见底”条件下，曲线形态的变化也比较特殊，主要由长期收益率主导。

我国利率期限结构自 2024 年底以来也经历了一波相对少见的“牛平”：从理性预期视角看，这可能与通胀预期走平有关。从期限偏好视角看，这与保险、银行等机构投资者的期限偏好有关。

在当前条件下，我们倾向于分别对长、短端利率的定价进行分析，而不是寻找影响期限利差本身的因素。其中，短端收益率看政策预期、长端收益率看地产周期。

当前利率期限结构进一步平坦化难度较大，可能出现比较缓慢的陡峭化。

“反内卷”的效果或将决定曲线陡峭化的幅度。房地产景气、“反内卷”与名义经济增长之间可能存在相互依存的循环关系：名义经济增长影响房地产景气、房地产景气决定“反内卷”的效果，有扩内需政策支持的“反内卷”推动名义经济增长。

三者间的循环关系不容易被打破，这决定了利率期限结构的平坦化状态具有惯性。但曲线陡峭化的条件也在积累：

首先，货币活性改善，或为需求端承接供给端“反内卷”提供相对有利的条件。

其次，房地产景气止跌回稳，长端收益率继续下行难度增加。尽管商品住宅销售的回升尚不明显，但扩内需政策支持下，名义经济增速恢复，或逐步推动居民贷款增速回升。如果房地产景气和居民贷款增速在较长时间内不能显著回升，也不排除有新的房地产支持政策推出。

第三，短期内进一步降息的必要性下降，但流动性大概率仍将保持宽松。当前通胀水平仍在低位，但核心通胀已有回升趋势。如果贴息政策更多地被用于降低社会融资成本，则短期内降息的必要性将有所下降。这是因为降息和贴息在降低社会融资成本方面具有一定替代性。不过，为了保证宏观经济稳中有进，以及“反内卷”效果，流动性仍需保持宽松。即使不进一步降息，短端利率也可能保持在低位。

综合来看，我们认为当前我国利率期限结构较为平坦的状态有合理性和惯性，特别是在房地产景气和居民贷款增速尚未出现显著回升的条件下。但利率期限结构进一步平坦化的难度也比较大，下一阶段可能出现缓慢陡峭化。

风险提示：国内外实体经济超预期变化；国内政策超预期收紧；国际地缘政治紧张局势升级；美国贸易摩擦冲击超预期等。

【社会服务】同程旅行—核心 OTA 业务稳健增长，盈利能力持续改善

李小民 宋环翔

公司发布 25Q2 业绩。25Q2 公司实现营收 46.69 亿元，同比+10.0%。实现经调整净利润 7.75 亿元，同比+18.0%。Q2 公司业绩实现稳健增长，中长期竞争优势显著。

支撑评级的要点

核心 OTA 业务稳健增长，酒管业务表现出色。25Q2 公司实现营收 46.69 亿元，同比+10.0%；经调整 EBITDA 11.85 亿元，同比+29.7%；经调整净利润 7.75 亿元，同比+18.0%。核心 OTA 业务的收入为 40.1 亿元，同比+13.7%。分业务来看，25Q2 公司的住宿业务/交通票务/度假业务/其他业务分别实现营收 13.7/18.8/6.6/7.6 亿元，同比+15.2%/+7.9%/-8.0%/+27.5%。交通业务中，Q2 国际机票业务量创历史新高，同比增近 30%；其他业务实现快速增长，主要得益于酒管业务的出色表现，截至 Q2 末，集团酒店管理平台旗下运营酒店超 2700 家，另有 1500 家酒店处于筹备中；度假业务主要由于东南亚跟团游恢复阶段性受阻。

降本增效成果显著，利润率持续改善。25Q2 公司的毛利率为 65.0%，同比+0.4pct，成本费用逐步优化，25Q2 公司的管理/研发/销售费用率分别为 4.8%/10.5%/32.8%，同比分别-0.1pct/-0.5pct/-2.3pct；OTA 经营利润率为 26.7%，同比+2.4pct；经调整净利润率为 16.6%，同比+1.1pct。

注重流量运营，用户基数及用户价值持续增长。25Q2 公司平均月付费用户为 4650 万人，同比+9.2%，年付费用户为 2.5 亿人，同比+10.2%。公司过去 12 个月累计的服务人次为 19.9 亿人次，同比+7.2%。微信生态仍然为公司的主要流量来源，公司愈发注重平台内的运营效率；此外针对年轻用户推出系列娱乐性营销互动，加强品牌吸引力。

评级面临的主要风险

行业竞争加剧、上游供应商挤压利润、大股东流量及库存依赖度较高。

【电子】南亚新材—25Q2 盈利环比高增，AI 驱动高端产品结构优化

苏凌瑶

公司发布 2025 年半年报，2025 年上半年，公司营收及归母净利润实现同比高速增长，2025 年二季度归母净利润环比显著提升。

支撑评级的要点

公司 2025 年上半年营收利润同比高速增长，25Q2 盈利能力环比显著提升。公司 2025 年上半年实现收入 23.05 亿元，同比+43.06%，实现归母净利润 0.87 亿元，同比+57.69%，实现扣非归母净利润 0.81 亿元，同比+104.85%。单季度来看，公司 25Q2 实现营收 13.53 亿元，同比+41.69%/环比+42.01%，实现归母净利润 0.66 亿元，同比+46.21%/环比+212.82%，实现扣非归母净利润 0.65 亿元，同比+107.88%/环比+306.36%。盈利能力方面，公司 2025 年上半年毛利率 11.53%，同比+1.40pcts，单季度来看，公司 2025Q2 实现毛利率 12.63%，同比+1.23pcts/环比+2.66pcts。

AI 驱动高性能覆铜板价量齐升，新材料新应用加速迭代。1) AI 服务器提振高端覆铜板需求，覆铜板企业伴随上游 PCB 企业高端产能扩产步伐扩充高端产能：消费电子复苏，家电、汽车电子订单回暖，加之新能源汽车智能化发展，使得覆铜板需求量也大幅增长；受原材料涨价及下游 AI 相关需求旺盛影响，覆铜板价格上调；2) 新应用需求对技术提出了更高的要求，行业头部企业在研发持续投入、技术革新、高端客户拓展方面明显优于行业平均水平，产品朝着高频高速、高导热、高可靠性、IC 封装等方向升级。同时高端产品迭代周期越来越短，基本处于“量产一代、研发两代、预研多代”的模式，且与产业链高度战略协同成为新的商务合作模式。

市场开拓加速迈进，高端产能日趋释放。市场方面，公司持续推动中高阶产品的市场认证，特别是在通讯、AI、服务器、数据中心、交换机、光模块等应用领域市场份额不断提升，25H1 公司高速等高端产品整体营收占比同比提升显著。产能方面，25H1 公司江西 N6 厂新增两条小线投产，同时有序推进华东高端产品生产基地建设及海外生产基地的规划建设。公司位于江苏南通的高端电子电路基材基地项目首个年产 360 万平方米 IC 载板材料智能工厂建设开始试桩；泰国生产基地开始办理商业用地的地契。随着各项目持续推进，公司全球业务布局将逐步完善，有助于更好地提升全球市场竞争力。

评级面临的主要风险

市场竞争加剧、原材料供应及价格波动的风险、国产算力链出货量不及预期、CCL 涨价不及预期、国际贸易摩擦加剧。

【医药生物】华东医药—业绩稳健增长，创新研发持续推进

刘恩阳

公司公布 25 年中报，上半年公司实现总营业收入 216.75 亿元，同比增长 3.39%；归母净利润为 18.15 亿元，同比增长 7.01%；扣非归母净利润为 17.62 亿元，同比增长 8.40%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 3.50 元（含税），送红股 0 股（含税），不以公积金转增股本。公司业务稳健增长，创新产品逐步进入收获期，我们看好公司的长期发展。

支撑评级的要点

工业板块依然保持良好增长趋势。分季度看，公司第二季合计实现营收 109.39 亿元，同比增长 3.65%；实现归母净利润 9.00 亿元，同比增长 7.98%；实现扣非归母净利润 8.64 亿元，同比增长 9.85%。分业务看，公司工业板块保持快速增长，其中核心子公司中美华东继续保持良好增长趋势，上半年实现营收 73.17 亿元（含 CSO 业务），同比增长 9.24%，实现归母净利润 15.80 亿元，同比增长 14.09%；商业板块上半年实现营收 139.47 亿元，同比增长 2.91%，实现净利润 2.26 亿元，同比增长 3.67%；医美板块受全球宏观经济波动、市场需求调整等外部压力的影响，上半年实现营收 11.12 亿元，同比出现一定下降。工业微生物板块上半年合计实现营收 3.68 亿元，同比增长 29%。

创新研发逐步进入收获期，看好公司工业板块未来发展前景。随着公司创新转型战略的深入推进，公司逐步迈入成果兑现与价值释放的窗口期，创新产品收入贡献持续攀升，上半年公司创新产品实现销售及代理服务收入合计 10.84 亿元，同比增幅达 59%，已进入高速增长通道。其中 CAR-T 产品泽沃基奥仑赛注射液（赛恺泽）于 24 年 3 月份获批上市，截至今年上半年赛恺泽已完成认证及备案的医疗机构覆盖全国 20 多个省市；2025 年 1 月，公司独家市场推广的新型 1.5 代 PARP 抑制剂塞纳帕利胶囊获国家药品监督管理局批准上市，目前已商业化销售；公司创新药索米妥昔单抗注射液（爱拉赫）为全球首个且唯一获批 FRα 阳性铂耐药卵巢癌的靶向治疗 ADC 药物，计划于 2025 年 4 季度启动该产品国内的正式商业化销售。伴随公司新产品的逐步获批，我们看好公司工业板块的持续发展。

商业化团队持续布局，完善商业网络确保公司创新产品持续放量。公司医药工业拥有一支专业化的药学服务及市场拓展团队，公司以临床价值及学术推广为核心，不断加大公司商业化团队的布局。目前，公司在市场准入及网络覆盖领域保持领先地位，公司商业团队与国内外超 95% 主流医药企业建立战略合作，销售网络覆盖浙江全域 91 区县，实现公立医院 100% 渗透，且持续开拓高价值零售药店与民营医疗新客户，完善的商业网络有望进一步确保公司创新产品的放量，看好公司的长期发展。

评级面临的主要风险

公司创新产品销售不及预期；公司创新产业研发不及预期。

中银证券研究部

首席经济学家

徐高 S1300519050002 gao.xu@bocichina.com

全球首席经济学家

管涛 S1300520100001 tao.guan@bocichina.com

宏观研究团队

朱启兵 S1300516090001 qibing.zhu@bocichina.com
 张晓娇 S1300514010002 xiaojiao.zhang@bocichina.com
 刘立品 S1300521080001 lipin.liu@bocichina.com
 陈琦 S1300521110003 qi.chen@bocichina.com
 郭军 S1300519070001 Jun.guo@bocichina.com
 李晨希 S1300525010002 chenxi.li@bocichina.com

固收研究团队

肖成哲 S1300520060005 chengzhe.xiao@bocichina.com
 张鹏 S1300520090001 peng.zhang_bj@bocichina.com

策略研究团队

王君 S1300519060003 jun.wang@bocichina.com
 徐沛东 S1300518020001 peidong.xu@bocichina.com
 郭晓希 S1300521110001 xiaoxi.guo@bocichina.com
 徐亚 S1300521070003 ya.xu@bocichina.com
 高天然 S1300522100001 tianran.gao@bocichina.com

金融工程研究团队

郭策 S1300522080002 ce.guo@bocichina.com
 李腾 S1300522080001 tengli@bocichina.com
 宋坤笛 S1300123070004 kundi.song@bocichina.com

非银金融研究团队

张天愉 S1300521100002 tianyu.zhang@bocichina.com

医药生物研究团队

刘思阳 S1300523090004 enyang.liu@bocichina.com

地产研究团队

夏亦丰 S1300521070005 yifeng.xia@bocichina.com
 许佳璐 S1300521110002 jialu.xu@bocichina.com

电新研究团队

武佳雄 S1300523070001 jiexiong.wu@bocichina.com
 李扬 S1300523080002 yang.li@bocichina.com
 顾真 S1300525040003 zhen.gu@bocichina.com

机械研究团队

陶波 S1300520060002 bo.tao@bocichina.com
 曹鸿生 S1300523070002 hongsheng.cao@bocichina.com

化工研究团队

余嫚嫚 S1300517050002 yuanyuan.yu@bocichina.com
 徐中良 S1300524050001 zhongliang.xu@bocichina.com
 范琦岩 S1300525040001 qiyan.fan@bocichina.com
 赵泰 S1300123070003 tai.zhao@bocichina.com

食品饮料研究团队

邓天娇 S1300519080002 tianjiao.deng@bocichina.com

社会服务团队

李小民 S1300522090001 xiaomin.li@bocichina.com
 宋环翔 S1300524080001 huanxiang.song@bocichina.com
 纠泰民 S1300524040001 taimin.jiu@bocichina.com

计算机研究团队

杨思睿 S1300518090001 sirui.yang@bocichina.com
 郑静文 S1300525010001 jingwen.zheng@bocichina.com

电子研究团队

苏凌瑶 S1300522080003 lingyao.su@bocichina.com
 李圣宣 S1300123050020 shengxuan.li@bocichina.com
 茅珈恺 S1300123050016 jiakai.mao@bocichina.com

通信研究团队

庄宇 S1300520060004 yu.zhuang@bocichina.com
 吕然 S1300521050001 ran.lv@bocichina.com

交通运输研究团队

王靖添 S1300522030004 jingtian.wang@bocichina.com
 刘国强 S1300524070002 guoqiang.liu_01@bocichina.com

银行研究团队

何贯嘉 S1300525040002 guanjia.he@bocichina.com

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东

银城中路 200 号

中银大厦 39 楼

邮编 200121

电话：（8621）68604866

传真：（8621）58883554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号

中银大厦二十楼

电话：（852）39886333

致电香港免费电话：

中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065

中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065

新加坡客户请拨打：8008523392

传真：（852）21479513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号

中银大厦二十楼

电话：（852）39886333

传真：（852）21479513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区

西单北大街 110 号 8 层

邮编：100032

电话：（8610）83262000

传真：（8610）83262291

中银国际（英国）有限公司

2/F, 1Lothbury

London EC2R7DB

United Kingdom

电话：（4420）36518888

传真：（4420）36518877

中银国际（美国）有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号

7BryantPark 15 楼

NY10018

电话：（1）2122590888

传真：（1）2122590889

中银国际（新加坡）有限公司

注册编号 199303046Z

新加坡百得利路四号

中国银行大厦四楼（049908）

电话：（65）66926829/65345587

传真：（65）65343996/65323371