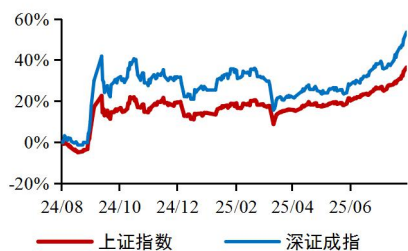


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 8 月 26 日 星期二

市场走势



资料来源：最闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,883.56	1.51
深证成指	12,441.07	2.26
沪深 300	4,469.22	2.08
中小板指	7,580.95	1.79
创业板指	2,762.99	3.00
科创 50	1,287.73	3.20

资料来源：最闻

分析师：

李明阳

执业登记编码：S0760525050002

邮箱：limingyang@sxzq.com

【今日要点】

➤ 【公司评论】应流股份(603308.SH)：应流股份 2025 中报点评-两机业务高景气，在手订单充沛

【公司评论】天融信(002212.SZ)：天融信（002212.SZ）：二季度收入实现正增长，一体机成为新增长点

【公司评论】深信服(300454.SZ)：深信服（300454.SZ）：收入端稳健增长，度实现扭亏

【山证军工】新雷能（300593.SZ）2025 年中报点评-营收持续改善，不断拓展新业务领域

【山证军工】中航高科（600862.SH）2025 年中报点评-航空新材料业务稳健增长，持续受益复材市场蓬勃发展

【山证纺服】赢家时尚 2025H1 中报点评-2025H1 业绩稳健增长，电商渠道表现领先

【山证纺服】李宁 2025H1 中报点评-2025H1 营收稳健增长，全渠道库存处于健康可控水平

【山证新材料】凯立新材 2025 年中报点评-医药、基础化工销量高增，25Q2 盈利能力显著回升

【公司评论】金山办公(688111.SH)：金山办公（688111.SH）：上半年收入稳健增长，AI 月活持续攀升

【山证纺服】潮宏基 2025H1 中报点评-2025H1 珠宝业务快速增长，盈利能力同比提升

【山证纺服】名创优品 2025H1 中报点评-2025Q2 名创业务同店销售显著改善，经营拐点显现

【公司评论】中国联通(600050.SH)：中国联通 2025 半年度报告点评-双千

兆服务挖掘价值，精准投资聚焦算力部署

【今日要点】

【公司评论】应流股份(603308.SH): 应流股份 2025 中报点评-两机业务高景气, 在手订单充沛

姚健 yaojian@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- **公司披露 2025 年中报。**上半年, 公司实现营业收入 13.8 亿元, 同比+9.1%; 实现归母净利润 1.9 亿元, 同比+23.9%; 扣非归母净利润 1.9 亿元, 同比+25.6%。其中, 25Q2 营业收入 7.2 亿元, 同比+19.0%, 环比+8.8%; 归母净利润 1.0 亿元, 同比+56.8%, 环比+4.5%; 扣非归母净利润 1.0 亿元, 同比+64.1%, 环比+8.3%。

➤ 事件点评

- **核心业务高景气, 收入和订单齐增。**从细分业务表现来看, (1) 高温合金产品及精密铸钢件产品收入 8.4 亿元, yoy+6.4%, 收入贡献 60.8%; 毛利率 38.4%, yoy+1.7pct。(2) 核电及其他中大型铸钢件产品收入 3.3 亿元, yoy+5.6%, 收入贡献 23.5%; 毛利率 34.6%, yoy+2.6pct。(3) 新型材料与装备收入 1.5 亿元, yoy+74.5%, 收入贡献 10.6%; 毛利率 31.9%, yoy+1.0pct。从订单表现来看, 上半年, 公司核心业务订单持续增长, 新签订单超过 20 亿元, 同比增长超过 35%, 在手订单金额再创历史新高。
- **两机业务供应全球头部客户, 在手订单超 15 亿元。**继贝克休斯、安萨尔多、GE 航空航天等企业签署战略和长期框架协议之后, 又分别与西门子能源、赛峰集团、罗罗集团等签订了战略合作协议; 截至上半年末, 公司根据客户的要求累计开发完成 809 个品种, 正在开发 129 个品种, 两机型号储备丰富, 在手订单超过 15 亿元, 拥有长期持续增长的能力。
- **核能核电业务受益于政策驱动, 持续加强技术突破。**国务院常务会议连续 4 年每年核准 10 台及以上机组, 为公司长期业务增长提供了条件。公司与沈鼓核电签署战略合作协议, 签订了多个核电项目产品供货合同; 为海南昌江多用途模块式小型堆、三澳核电、宁德核电、徐圩核电等多个项目提供产品; 公司中标了多个金属保温层、燃料格架和屏蔽材料项目; 公司首次实现柔性屏蔽材料(中子防护服)的销售。
- **低空领域持续打造飞发一体优势, 拓展多系列产品矩阵。**重点聚焦涡轴发动机、混合动力系统、中小型无人机等产品方向。子公司六安金安通用机场管理有限公司负责运营的六安金安机场取得了通用机场使用许可证, 成为安徽省第三家取证的 A1 类通航机场, 多家公司开展试飞活动。
- **拟发行可转债募资不超过 15 亿元, 用于叶片机匣加工涂层、先进核能材料及关键零部件智能化升级项目。**申请获上交所审核通过, 尚需获得证监会作出同意注册的决定后方可实施。



➤ 投资建议

- 公司立足传统高端专用设备零部件产业，依托核心基础工艺技术，不断迈向核能核电、“两机”业务等价值链高端并实现长期稳定发展。需求高景气，在手订单充裕，为公司业绩增长奠定基础。预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.62/0.88/1.20，对应公司 8 月 22 日收盘价 28.55 元，2025-2027 年 PE 分别为 46.3/32.4/23.9，首次覆盖给予“增持-A”评级。

➤ 风险提示

- 政策波动风险：核电业务受国家审批节奏制约，若新建项目延迟将直接影响核能材料需求，进而影响公司收入。
- 新产业落地不及预期：低空经济虽获政策支持，但空域开放、适航认证等落地进度不确定性较高，进而影响公司收入。
- 地缘和汇率波动风险：公司产品已出口至 40 多个国家和地区，海外收入占比 47.6%，涉及美元、欧元、英镑等外币资产或负债，地缘政治和汇率的不利变动会对公司业绩造成不利影响。

【公司评论】天融信(002212.SZ)：天融信（002212.SZ）：二季度收入实现正增长，一体机成为新增长点

方闻千 fangwenqian@szxq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 8 月 20 日，公司发布 2025 年半年报，其中，2025 上半年公司实现收入 8.26 亿元，同比减少 5.38%，上半年实现归母净利润-0.65 亿元，同比增 68.56%，实现扣非净利润-0.77 亿元，同比增 64.57%；2025 年第二季度公司实现收入 4.91 亿元，同比增长 8.72%，二季度实现归母净利润 0.04 亿元，实现扣非净利润-0.01 亿元，同比增 99.36%。

➤ 事件点评

- 产品竞争力提升+市场营销强化推动 Q2 收入正增长，提质增效推动净利率显著改善。上半年网安市场需求疲弱，公司收入增长承压，但随着公司持续完善产品体系及解决方案，并进一步优化营销布局，二季度收入已恢复正增长。同时，公司重点布局行业收入呈现双位数增长，今年上半年金融行业同比增长 19.52%，运营商行业同比增长 25.31%，能源行业同比增长 32.35%，交通行业同比增长 60.78%。随着公司持续推行提质增效战略，聚焦核心业务并缩减低毛利集成项目占比，公司收入质量不断提升，2025 上半年毛利率达 67.41%，较上年同期提高 4.10 个百分点。在利润端，公司持续优化内部管理，提升运营效率，上半年期间费用率较上年同期降低 9.56 个百分点，受益于此，今年上半年公司净利率为 -7.90%，较上年同期提高 15.66 个百分点。
- AI+安全模式持续夯实，智算一体机商业化快速推进。一方面，公司将 AI 能力与安全产品深度融

合，将 AI 嵌入各安全产品线中，其中，防火墙、WAF、APT、态势感知等内置 AI 引擎，数据库审计与防护、漏扫等内置“小天”，数据分类分级、自动化渗透测试等等联动天问大模型，大模型安全网关、大模型防护模块等实现对 AI 的安全防护。另一方面，公司加快布局智算云产品，今年上半年公司智算云业务实现收入 1.02 亿元，同比增长 3.00%，其中的智算一体机自 2 月发布以来持续迭代，公司陆续推出智算一体机（昇腾版）、智算云平台 V1.0 版本、智算云平台 V2.0 版本，目前已实现超过 500 万元收入，在手订单超过 800 万元，商机统计近 1 亿元，其中落单概率超过 80%的商机占 40%左右，处于产品测试阶段的商机分布在政府、教育、医疗卫生、制造、金融、交通、研究所、企业等客户群。

➤ 投资建议

- 公司持续推进提质增效战略，同时积极布局云安全、信创安全等新安全赛道，未来随着宏观经济恢复及行业政策落地，公司有望充分受益，并且智算云产品有望逐步贡献业绩增量，调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.14\0.21\0.28，对应公司 8 月 25 日收盘价 10.23 元，2025-2027 年 PE 分别为 71.31\48.48\36.87，维持“增持-A”评级。

➤ 风险提示

- 宏观经济持续下行风险，市场竞争加剧风险，因下游行业采购特点造成的季节性收入和盈利波动的风险，商誉减值风险。

【公司评论】深信服(300454.SZ)：深信服（300454.SZ）：收入端稳健增长，Q2 单季度实现扭亏

方闻千 fangwenqian@szxq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 8 月 21 日，公司发布 2025 年半年报，其中，2025 上半年公司实现收入 30.09 亿元，同比增长 11.16%，上半年实现归母净利润-2.28 亿元，同比高增 61.54%，实现扣非净利润-2.59 亿元，同比增 60.44%；2025 年第二季度公司实现收入 17.47 亿元，同比增 4.50%，二季度实现归母净利润 0.22 亿元，同比扭亏，实现扣非净利润 0.03 亿元，同样实现同比扭亏。

➤ 事件点评

- 超融合及 EDS 是上半年收入增长的主引擎。分业务看，1）由于下游客户对安全的投入依旧保持谨慎，2025 上半公司网络安全业务实现收入 14.35 亿元，同比小幅增长 2.61%，但其中公司重点布局的融合 GPT 能力的 XDR、MSS 等战略业务仍保持较快增长；2）得益于信创建设及 VMware 国产化替代持续深化，上半年公司云计算及 IT 基础设施业务实现收入 13.95 亿元，同比增长 26.15%，其中，SDDC 产品线（主要为 HCI）保持 20%以上的增长，EDS 聚焦高价值场景、推进产品品质提升并加强信创场景方案优化，产品竞争力稳步提升，收入增长较快；3）今年上半年公司基础网络及物联网业务实现收

入 1.79 亿元，同比减少 11.62%，主要是受国内企业级无线业务及交换机竞争加剧影响，信锐网科在传统商业市场的收入有所下滑，而近两年培育的新业务收入贡献仍较小。

- **持续降本增效成效显著，Q2 单季度实现扭亏。**2025 上半年公司毛利率为 62.09%，较上年同期提高 0.75 个百分点，其中云计算业务毛利率较上年同期提高 3.46 个百分点。在费用端，公司持续推行的降本增效举措成效显著，上半年销售、管理、研发费用整体同比减少 6.81%，期间费用率较上年同期降低 15.12 个百分点。受益于此，今年上半年公司净利率达到-7.56%，较上年同期大幅提高 14.31 个百分点，其中，第二季度公司归母净利润实现扭亏为盈。此外，上半年公司经营净现金流从去年同期的-9.77 亿元提升至-2.35 亿元，主要是因为上半年公司销售收现同比增加，同时公司加强供应链管理，上半年策略性备货金额同比减少，购买商品、接受劳务支付的现金同比少支出 4.32 亿元。

➤ 投资建议

- 公司作为国内网络安全及云计算领导厂商，AI 需求爆发有望带动公司云业务高速增长，调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.23\1.88\2.45，对应公司 8 月 22 日收盘价 119.85 元，2025-2027 年 PE 分别为 97.3\63.8\48.9，维持“增持-A”评级。

➤ 风险提示

- 产品迭代不及预期；宏观经济下行风险；市场竞争加剧风险。

【山证军工】新雷能（300593.SZ）2025 年中报点评-营收持续改善，不断拓展新业务领域

骆志伟 luozhiwei@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- **新雷能公司发布 2025 年中报。**2025 年上半年公司营业收入为 5.52 亿元，同比增长 12.93%；归母净利润亏损 0.95 亿元，同比减少 39.82%；扣非后归母净利润亏损 1.02 亿元，同比减少 37.80%；负债合计 18.52 亿元，同比增长 33.74%；货币资金 5.28 亿元，同比减少 23.27%；应收账款 9.04 亿元，同比减少 2.90%；存货 9.10 亿元，同比减少 12.54%。

➤ 事件点评

- **营收持续改善，研发投入保持高强度。**2025 年二季度，公司实现营收 3.19 亿元，同比增长 10.29%，继一季度重回增长后，营收保持增长。2025 年上半年公司研发投入 2.02 亿元，同比增长 2.57%，公司研发投入常年维持在同行业较高水平，保持了公司在行业内的技术领先地位。
- **下游需求持续修复，不断拓展新业务领域。**公司订单和交付量正在逐步提升，募投项目建设有序推进。未来在高可靠特种领域，国家在航空航天等行业领域的投资规模将持续加大，公司研制的电力电子产品进入批量交付阶段的品种和数量也在持续增加，另外随着数据中心、工业互联网等新型基础设施建

设进度的加快，以及公司在数据中心电源市场的积极拓展，公司业绩有望恢复高增长。

- 投资建议我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.19\0.48\0.75，对应公司 8 月 22 日收盘价 19.84 元，2025-2027 年 PE 分别为 104.0\41.4\26.3，我们维持公司“买入-A”评级。
- 风险提示
- 军品订单不及预期；民品需求不及预期；募投项目进度不及预期。

【山证军工】中航高科（600862.SH）2025 年中报点评-航空新材料业务稳健增长，持续受益复材市场蓬勃发展

骆志伟 luozhiwei@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 中航高科公司发布了 2025 年中报。2025 年上半年公司营业收入为 27.47 亿元，同比增长 7.87%；归母净利润为 6.05 亿元，同比上升 0.24%；扣非后归母净利润为 6.04 亿元，同比上升 1.55%；负债合计 26.65 亿元，同比增长 1.73%；货币资金 19.36 亿元，同比增长 10.57%；应收账款 39.17 亿元，同比增加 5.42%；存货 12.79 亿元，同比增长 17.34%。
- 事件点评
- 航空新材料业务持续稳健增长，持续强化研发投入力度。受益于预浸料产品交付的增长，航空新材料业务 2025 年上半年实现营收 27.17 亿元，同比增长 7.89%，实现净利润 6.44 亿元，同比增长 1.75%。受益于航空零部件及专用装备业务增长，航空先进制造技术产业化业务 2025 年上半年实现营收 2885.29 万元，同比增长 83.37%，实现净利润-681.31 万元，同比减亏 483.30 万元。2025 年上半年公司毛利率同比提升 0.54 个百分点达到 37.79%。公司持续加大研发投入，2024 年研发费用同比增长 52.60%。
- 持续受益于复合材料市场的蓬勃发展。军用航空市场对复合材料的需求保持稳定，民用航空市场对复合材料的需求面临新的机遇，低空经济有望成为复合材料下一个增长点，新能源等其他行业复合材料市场也将迎来新发展，未来 5-10 年复合材料市场规模持续扩大。公司作为我国航空领域唯一一家专业从事复合材料研发工程化的单位，在复合材料研发和成果转化方面居于国内领先地位，未来公司将在巩固军品业务龙头的基础上，积极开拓民用航空和低空经济产业，未来有望持续受益于复合材料市场的蓬勃发展。
- 投资建议
- 我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.96\1.12\1.32，对应公司 8 月 22 日收盘价 25.95 元，2025-2027 年 PE 分别为 27.1\23.2\19.7，维持“增持-A”评级。

➤ 风险提示

- 新装备列装不及预期；C919 投产不及预期；产品交付不及预期。

【山证纺服】赢家时尚 2025H1 中报点评-2025H1 业绩稳健增长，电商渠道表现领先

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 8月22日，公司发布2025年上半年业绩。2025H1，公司实现营收31.04亿元，同比下降6.12%；实现归母净利润2.88亿元，同比增长3.19%。

➤ 事件点评

- 2025年上半年营业收入同比下滑，但业绩端因费用控制实现增长。营收端，2025H1，公司实现营收31.04亿元，同比下降6.12%，主要受线下渠道门店调整、国内整体消费承压影响。业绩端，2025H1，公司实现归母净利润2.88亿元，同比增长3.19%。公司业绩表现优于营收，主因销售及分销开支、行政及其他经营开支同比分别下降8.14%和15.19%，其中行政开支的显著下降与股权激励费用大幅减少有关（由去年同期的9948万元降至534万元）。
- 2025年上半年La Koradior品牌实现营收增长，各品牌期末门店数量整体呈收缩态势。分品牌看，2025H1，La Koradior实现营收2.80亿元/+9.65%。主品牌Koradior实现营收10.44亿元/-1.22%，占集团收入比重33.6%；NAERSI实现营收6.55亿元/-10.85%，占集团收入比重21.1%；NEXY.CO实现营收4.84亿元/-4.00%，占集团收入比重15.6%。ELSEWHERE、CADIDL、FUUNNY FEELN、NAERSILING分别实现营收1.92、1.78、0.74、1.96亿元，同比分别下降21.89%、11.73%、9.85%、12.67%。截至2025H1末，Koradior、La Koradior、ELSEWHERE、CADIDL、FUUNNY FEELN、NAERSI、NAERSILING、NEXY.CO门店数量分别为654、44、135、144、59、425、78、226家，较期初净变化为-22、-3、-12、0、-10、-11、-7、-9家。
- 线下渠道收入下滑且门店净减少，线上渠道保持增长韧性。分渠道看，1）线下渠道方面，截至2025H1末，公司共拥有门店1765家，较期初净减少74家。2025H1，直营、经销渠道分别实现营收24.31、0.78亿元，同比下降7.69%、38.32%，占集团收入比重78.3%、2.5%。2）线上渠道方面，2025H1，实现营收5.95亿元，同比增长8.88%，占公司收入比重提升至19.16%；其中天猫、唯品会、EEKA商城、抖音、微信视频号分别实现营收1.29、2.45、0.33、1.16、0.56亿元，同比增长3.81%、2.03%、-34.00%、14.25%、136.45%，显示出公司在新兴社交电商平台的布局取得积极成效。
- 毛利率小幅提升，费用率优化带动净利率改善，经营性现金流表现强劲。盈利能力方面，2025H1，公司毛利率为76.41%，同比微升0.11pct，其中电商渠道毛利率同比提升2.28pct至63.40%，表现亮眼。

费用率方面，2025H1，公司销售费用率、行政费用率分别为 56.3%、10.1%，同比均有下降，主要得益于直营门店数量减少及股权激励费用减少。综合影响下，2025H1，公司归母净利润率为 9.26%，同比提升 0.84pct。存货方面，截至 2025H1 末，公司存货为 14.86 亿元，同比增长 16.6%。经营活动现金流方面，2025H1，公司经营活动现金流净额为 8.96 亿元，同比大幅增长 98.27%，主因折旧摊销增加、应付账款周转率放缓。

➤ 投资建议

- 公司在宏观消费环境整体承压的背景下，通过有效的费用管控实现了利润增长，线上渠道尤其是新兴社交电商的快速发展展现了公司的渠道适应能力。展望下半年，公司计划围绕“塑造清晰的品牌力”和“卓越商品力”等目标深化改革。我们预计公司收入端有望较上半年小幅改善，利润端在直营门店调整、股权激励费用减少带动下，有望展现利润弹性。预计公司 2025-2027 年 EPS 为 0.84/0.90/0.95 元，8 月 22 日收盘价对应 2025-2027 年 PE 为 8.0/7.5/7.1 倍，维持“买入-B”评级。

➤ 风险提示

- 宏观经济及消费信心恢复不及预期风险；线下门店调整及同店增长压力；行业竞争加剧。

【山证纺服】李宁 2025H1 中报点评-2025H1 营收稳健增长，全渠道库存处于健康可控水平

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 8 月 21 日，公司披露 2025 年上半年业绩，2025H1，公司实现营收 148.17 亿元，同比增长 3.3%，实现归母净利润 17.37 亿元，同比下降 11.0%。董事会建议派发中期股息 33.59 分/股，中期派息率 50%。

➤ 事件点评

- 2025H1 公司营业收入稳健增长，零售流水表现与营收基本匹配。营收端，2025H1，公司实现营收 148.17 亿元，同比增长 3.3%；公司全渠道零售流水同比增长低单位数。业绩端，2025H1，公司实现归母净利润 17.37 亿元，同比下降 11.0%。2025H1，公司营收增长、但业绩下滑，主因投资性房地产减值损失、汇兑损失、所得税率上升；2025H1，公司 EBITDA 为 35.13 亿元，同比增长 2.0%。
- 鞋类产品营收稳健增长，核心系列跑鞋销量突破 526 万双。分产品看，2025H1，鞋、服装、配件和器材收入分别为 82.31、51.93、13.93 亿元，同比增长 4.9%、-3.4%、23.7%，收入占比为 55.6%、35.0%、9.4%，鞋类产品展现稳健增长。2025H1，跑步、运动休闲、篮球、综训四大品类零售流水占比分别为 34%、29%、17%、16%，零售流水同比变化分别为+15%、-7%、-20%、+15%。今年上半年，超轻、赤兔、飞电三大系列跑鞋销量突破 526 万双。童装业务方面，2025H1，童装零售流水同比增长中双位

数，其中平均件单价略有提升，连带率同比持平；截至 2025H1 末，童装门店 1435 家，较期初净关闭 33 家。

- **直营渠道小幅承压，电商渠道增速领先。**分渠道看，直营渠道方面，2025H1，直营收入同比下降 3.4% 至 33.83 亿元，直营门店 1278 家，较期初净关闭 19 家。批发渠道方面，2025H1，批发收入同比增长 4.4% 至 68.83 亿元；剔除专业渠道发货，批发收入同比下降低单位数、零售流水同比增长低单位数。批发门店 4821 家，较期初净开 1 家。电商渠道方面，2025H1，电商渠道收入同比增长 7.4% 至 43.00 亿元，电商零售流水同比增长高单位数，其中电商客流提升中双位数、生意转化率保持稳定、平均折扣加深 1pct。
- **渠道结构变化致毛利率小幅下滑，全渠道库存周转保持健康水平。**盈利能力方面，2025H1，公司毛利率为 50.0%，同比下滑 0.4pct，主因高毛利率的直营渠道收入占比下降及直营门店零售折扣有所加深。2025H1，公司销售费用率为 29.0%，同比下滑 1.2pct，其中广告及市场推广费用率同比提升 0.3pct 至 9.0%。公司管理费用率为 5.2%，同比提升 0.5pct，其中研发费用率同比提升 0.1pct 至 2.3%；员工成本开支占收入比重同比下滑 0.8pct 至 7.7%。叠加投资性房地产减值损失、汇兑损失、所得税率上升，综合影响下，2025H1，经营利润率同比下滑 0.3pct 至 16.5%，归母净利率同比下滑 1.9pct 至 11.7%。存货方面，截至 2025H1 末，公司存货金额 24.28 亿元，同比增长 5.0%，存货周转天数 61 天，同比减少 1 天。全渠道库销比 4.0 个月，同比基本持平。经营活动现金流方面，2025H1，公司经营活动现金流净额为 24.11 亿元，同比下降 11.7%。
- **投资建议**
- **2025 年上半年，公司营收及经营利润取得稳健增长，跑步品类表现突出。**在渠道方面，电商渠道客流显著提升，线下渠道强化经营效率提升，店铺数量扩张有限。截至 2025H1 末，公司全渠道库存保持健康可控水平。预计公司 2025-2027 年 EPS 为 1.02/1.14/1.21 元，8 月 22 日收盘价对应公司 2025-2027 年 PE 为 17.5/15.8/14.9 倍，维持“买入-A”建议。
- 风险提示国内消费市场恢复不及预期；电商渠道增长不及预期；行业竞争加剧；下沉市场拓展不及预期。

【山证新材料】凯立新材 2025 年中报点评-医药、基础化工销量高增，25Q2 盈利能力显著回升

冀泳洁 0351-8686985 jiyongjie@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **公司发布 2025 年半年报。**2025 年上半年公司实现营收 10.14 亿元，同比增长 24.86%；实现归母净利润 0.61 亿元，同比增长 30.83%。第二季度公司实现营收 3.89 亿元，同比降低 23.42%，环比降低 37.89%；

实现归母净利润 0.39 亿元，同比增长 11.38%，环比增长 79.44%。

➤ 事件点评

- **医药、基础化工销量高增，PVC 产品表现亮眼。**公司催化剂产品整体销量较上年同期增长 122.33%。其中，医药领域同比增长 49.26%，主要由于医药领域核心客户需求增加，同时公司竞争力增强，市场份额提升；基础化工领域销量同比增长 185.54%，主要由于 PVC 无汞催化剂销量同比 113.22%，加之多个新产品推向市场；环保新能源领域销量同比增长 1497.06%，主要由于公司氢能催化剂取得较大进展，与多家电解水制氢头部企业建立合作。
- **原材料钯、铑价格止跌回暖，盈利能力显著回升。**公司催化剂销售业务定价受原材料价格波动影响，贵金属原材料价格下降，会导致公司贵金属催化剂销售产品单价降低，进而导致整体业绩下降。但 2025 年第二季度开始，公司核心贵金属原材料价格已呈现回升趋势。根据 Wind 数据显示，2025 年第二季度，钯、铑金属平均价格分别达到 264.22、1427.83 元/克，环比增长 2.74%、9.93%。叠加催化剂销量增加，公司盈利能力显著提升，2025 年第二季度实现毛利率 18.26%，环比上升 10.14pcts，同比上升 8.05pcts；实现净利率 10.10%，环比上升 6.60 pcts，同比上升 3.15 pcts。
- **多点开花，新产品进展顺利。**2025 年上半年，公司已实现全面覆盖 PVC 无汞化技术革新所需用催化剂，并完成了 PVC 无汞催化剂的炭载体处理产线的自动化升级，为其高效、稳定生产奠定了基础。在 BDO 用催化剂、新一代氯化氢氧化催化剂、高性能烷烃脱氢用催化剂的研发上，公司也取得良好进展，开始工业推广应用。此外，在 HNBR 工艺技术及其催化剂的开发项目公司已完成设备安装，进入调试与试运行阶段，依托高效的催化体系和连续化生产方式，有望显著提高氢化丁腈橡胶的生产效率，极大降低催化成本，同时大幅提升产品质量。
- **投资建议**
- 我们预测 2025 年至 2027 年，公司分别实现营收 22.01/26.06/30.14 亿元，同比增长 30.5%/18.4%/15.6%；实现归母净利润 1.67/2.35/2.97 亿元，同比增长 80.3%/40.7%/26.5%，对应 EPS 分别为 1.28/1.8/2.27 元，PE 为 31.3/22.2/17.6 倍，维持“买入-B”评级。
- **风险提示**
- 贵金属价格大幅波动风险；新项目投产不及预期风险；下游需求不及预期风险。

【公司评论】金山办公(688111.SH)：金山办公（688111.SH）：上半年收入稳健增长，AI 月活持续攀升

方闻千 fangwenqian@szxq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 8 月 20 日，公司发布 2025 年半年报，其中，2025 上半年公司实现收入 26.57 亿元，同比增长 10.12%，

上半年实现归母净利润 7.47 亿元，同比增 3.57%，实现扣非净利润 7.27 亿元，同比增 5.77%；2025 年第二季度公司实现收入 13.56 亿元，同比增长 14.14%，二季度实现归母净利润 3.44 亿元，同比减少 2.83%，实现扣非净利润 3.37 亿元，同比微增 0.57%。

➤ 事件点评

➤ **WPS 个人业务和 WPS 365 业务共同驱动公司整体收入保持稳健增长。**分业务看，1) 2025 上半年公司 WPS 个人业务实现收入 17.48 亿元，同比增长 8.38%，其中，随着产品力及用户体验提升，结合精细化运营及商业策略调整，国内收入保持稳健增长，上半年达 16.19 亿元，而面向海外市场，公司持续完善产品功能和运营策略，上半年海外收入为 1.29 亿元；2) 得益于 WPS 365 产品力大幅提升，公司快速推动重点领域客户的协作产品替代，今年上半年新增中国联通、中国宝武、中国银联等标杆客户，WPS 365 业务实现收入 3.09 亿元，同比高增 62.27%；3) 由于部分客户从 WPS 软件转向 WPS 365 平台，今年上半年公司 WPS 软件业务实现收入 5.42 亿元，同比减少 2.08%。2025 上半年公司毛利率为 85.03%，较上年同期提高 0.11 个百分点。在费用端，今年上半年公司销售和管理费用率分别较上年同期降低 0.31 和 0.82 个百分点，而随着公司持续重点投入 AI，上半年研发费用率进一步提高至 36.07%，较上年同期提高 2.61 个百分点。受研发投入持续高增影响，今年上半年公司净利率为 27.57%，较上年同期降低 2.35 个百分点。

➤ **WPS AI 3.0 重磅升级，AI 月活用户数快速攀升。**2025 年 7 月，公司发布 WPS AI 3.0 并推出原生 Office 办公智能体 WPS 灵犀，深度融合 AI 与办公软件，实现软件 AI 化（将 Office 功能封装成可被 AI 理解并精准调用的 API 接口）和 AI 软件化（训练 AI 模型使 AI 深度理解 Office 操作逻辑）。同时，公司基于 WPS AI 3.0 推出了 AI 改文档、灵犀语音助手、WPS AIPPT、WPS 知识库等全新功能，其中，AI 改文档功能可智能判断需修改的地方并稳定输出内容，灵犀语音助手是业内首个支持“聊文档”的随身语音工具，WPS AIPPT 首创以自然语言实现 PPT 大纲的动态优化，WPS 知识库支持海量 WPS 云文档一键升级入库及微信文件小程序快捷导入。随着 WPS AI 整体体验显著提升，截至今年 6 月底，公司 WPS AI 月活用户数已达到 2951 万，相较于截至 24 年底的 1968 万用户数有显著增加，并且，随着上半年 AI 权益持续惠及用户及 AI 新产品落地推广，预计下半年 AI 月活用户数仍将保持快速增长。

➤ 投资建议

➤ 公司作为国内办公软件龙头，在 WPS 个人业务持续增长及 WPS 365 业务表现强劲的同时，WPS AI 商业化落地进程有望加快，调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 3.87\4.56\5.42，对应公司 8 月 22 日收盘价 329.36 元，2025-2027 年 PE 分别为 85.06\72.27\60.77，维持“买入-A”评级。

➤ 风险提示

➤ 产品迭代不及预期，宏观环境风险，市场竞争加剧风险。

【山证纺服】潮宏基 2025H1 中报点评-2025H1 珠宝业务快速增长，盈利能力同比提升

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】**➤ 事件描述**

- **8月21日，公司发布2025年半年度报告。**2025H1，公司实现营收41.02亿元，同比增长19.54%，实现归母净利润3.31亿元，同比增长44.34%。公司拟向全体股东每10股派发现金红利1元（含税），中期派息率26.82%。

➤ 事件点评

- **2025年上半年，公司营收与业绩均实现高速增长。**营收端，2025H1，公司实现营收41.02亿元，同比增长19.54%。其中，25Q1-25Q2分别实现营收22.52亿元、18.50亿元，同比增长25.36%、13.13%。业绩端，2025H1，公司实现归母净利润3.31亿元，同比增长44.34%，其中，25Q1-25Q2分别实现归母净利润1.89亿元、1.42亿元，同比增长44.38%、44.29%。2025年上半年，公司营收与业绩均实现高速增长，主要受益于珠宝业务表现强劲，而女包业务相对承压。
- **加盟渠道扩张迅速，自营渠道稳健增长。**截至2025H1末，公司珠宝业务合计门店为1542家，较期初净增加31家。分渠道看，自营渠道2025H1实现营收11.72亿元，同比增长4.75%；珠宝业务期末门店数量202家，较年初净减少37家。线上渠道实现营收5.65亿元，同比下降5.80%；其中珠宝产品线上销售收入5.12亿元，同比下降4.45%，占珠宝业务收入比重为12.48%。批发渠道2025H1实现营收1.01亿元，同比增长97.10%，主要为企业客户的礼品定制业务。加盟代理渠道2025H1实现营收22.44亿元，同比增长36.24%，珠宝业务期末门店数量1340家，较年初净增68家。2025H1，自营、网络、加盟代理、批发毛利率分别为37.79%、24.38%、16.81%、9.23%，同比变动+2.40 pct、+1.68 pct、-0.38 pct、-0.15pct。
- **时尚珠宝首饰及传统黄金首饰营收均实现快速增长。**分产品看，时尚珠宝首饰2025H1实现营收19.90亿元，同比增长20.33%，毛利率27.43%，同比下滑1.09 pct。传统黄金首饰2025H1实现营收18.31亿元，同比增长23.95%，毛利率12.78%，同比提升3.01 pct。皮具产品2025H1实现营收1.23亿元，同比下降17.43%。品牌授权及加盟服务业务2025H1实现营收1.23亿元，同比下降0.45%。2025H1，时尚珠宝首饰、传统黄金首饰、皮具、品牌授权及加盟服务营收占公司收入比重为48.53%、44.63%、2.99%、3.00%。
- **渠道结构优化致毛利率微降，费用管控效果显著，净利率水平同比提升。**盈利能力方面，2025H1，公司毛利率为23.81%，同比微降0.34 pct，主因毛利率相对较低的加盟渠道收入占比提升。费用率方面，2025H1，期间费用率合计为12.32%，同比下降2.32 pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为9.27%/1.56%/1.08%/0.41%，同比-2.09/-0.36/+0.23/-0.10 pct。综合影响下，2025H1，公司归母净利率为8.08%，同比提升1.39pct。存货方面，截至2025H1末，公司存货为28.57亿元，较年初下降1.26%。

经营活动现金流方面，2025H1 公司经营活动现金流净额为 4.05 亿元，同比增长 19.53%。

➤ 投资建议

- 2025 年上半年，公司业绩实现高速增长，核心珠宝业务通过产品创新和渠道扩张展现出强劲势能。公司持续推进“自营转加盟”策略，加盟渠道的快速拓展有效扩大了市场覆盖并驱动收入增长。尽管渠道结构变化对毛利率有轻微影响，但公司通过有效的费用管控实现了经营杠杆的释放，盈利能力显著提升。公司聚焦主品牌，延展“1+N”品牌矩阵，并积极布局海外市场，为长期发展打开了新的增长空间。预计公司 2025-2027 年 EPS 为 0.61、0.74、0.88 元，8 月 21 日收盘价，对应公司 2025-2027 年 PE 为 26.2、21.6、18.1 倍，维持“增持-A”评级。

➤ 风险提示

- 金价大幅波动；电商渠道费用投放加大；加盟渠道拓展不及预期；商誉减值风险。

【山证纺服】名创优品 2025H1 中报点评-2025Q2 名创业务同店销售显著改善，经营拐点显现

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 8 月 21 日，公司公布截至 2025 年 6 月 30 日止季度业绩及上半年中期业绩。2025Q2，公司实现营收 49.66 亿元，同比增长 23.1%；实现经调整净利润 6.92 亿元，同比增长 10.6%。2025H1，公司实现营收 93.93 亿元，同比增长 21.1%；实现经调整净利润 12.79 亿元，同比增长 3.0%。

➤ 事件点评

- 2025Q2 公司营收增速超预期，经调整净利润同比增速转正。营收端，2025H1，公司实现营收 93.93 亿元，同比增长 21.1%。2025Q2，公司实现营收 49.66 亿元，同比增长 23.1%，超过此前公司 18%-21% 指引的上限。业绩端，2025H1，公司实现经调整净利润 12.79 亿元，同比增长 3.0%。经调整净利率 13.6%，同比下滑 2.4pct；2025Q2，公司实现经调整净利润 6.92 亿元，同比增长 10.6%，经调整净利率 13.9%，同比下滑 1.6pct。
- 2025Q2 名创国内同店销售增速转正，名创海外同店销售环比改善。分业务看，1) MINISO 中国，2025H1，实现营收 51.15 亿元，同比增长 11.4%，其中 2025Q2 可比同店销售同比增长低单位数。截至 2025H1 末，名创优品国内共拥有门店 4305 家，较年初净减少 80 家，其中，2025Q2 单季度门店净增加 30 家。2) MINISO 海外，2025H1，实现营收 35.34 亿元，同比增长 29.4%，其中，2025Q2 可比同店销售同比下降低单位数。截至 2025H1 末，名创优品海外市场门店合计为 3307 家，较年初净增加 189 家。分区域看，北美、拉美、亚洲（除中国）、欧洲、其它区域门店分别为 394、661、1695、319、238 家，较年初净增加 44、24、84、24、13 家。3) TOP TOY，2025H1，实现营收 7.42 亿元，同比增长 73.0%，

其中 2025Q2 同店销售同比增长低单位数。截至 2025H1 末，TOP TOY 拥有门店 293 家，较年初净增加 17 家。

- **2025Q2 毛利率同比小幅提升，经营活动现金流保持健康。**毛利率方面，2025H1，公司毛利率为 44.3%，同比提升 0.6pct；2025Q2，公司毛利率为 44.3%，同比提升 0.4pct。毛利率提升主因：（1）高毛利率的海外直营市场占比提升；（2）TOP TOY 业务毛利率提升。费用率方面，2025H1，公司销售及一般行政费用率为 28.6%，同比提升 3.6pct，其中销售及分销费用率为 23.2%，同比提升 3.6pct，一般及行政费用率为 5.4%，同比持平。销售及分销费用同比增长，主因公司在海外市场投资直营门店，特别是美国等战略海外市场。净利润率方面，2025H1，公司经营利润率为 16.5%，同比下滑 2.8pct；经调整净利润率 13.6%，同比下滑 2.4pct。存货方面，截至 2025H1 末，公司存货为 28.36 亿，较年初增长 3.1%。经营活动现金流方面，2025H1，经营活动现金流净额为 10.14 亿元，与净利润基本匹配。

➤ 投资建议

- **2025Q2，名创国内业务门店数量恢复净增加，同店销售实现正增长，IP Land、旗舰店新店态销售及利润率表现较好。**名创海外市场同店销售环比改善，上半年按计划进行门店拓展。公司 2025Q2 经调整净利润同比实现正增长，经营拐点显现。我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 212.16/257.99/306.33 亿元，归母净利润分别为 26.06/34.64/42.39 亿元，以公司 8 月 21 日收盘价计算，2025-2027 年 PE 分别为 17.0/12.8/10.4，维持“买入-A”评级。

➤ 风险提示

- 国内门店拓展不及预期；关税风险；汇率大幅波动风险；产品上新不及预期。

【公司评论】中国联通(600050.SH)：中国联通 2025 半年度报告点评-双千兆服务挖掘价值，精准投资聚焦算力部署

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- **中国联通发布 2025 半年度报告。**2025H1，公司实现营业收入 2002 亿元，同比+1.5%；实现利润总额 177 亿元，同比+5.2%；归母净利润 63.49 亿元，同比+5.1%。
- **事件点评：**
- **移动联网、宽带联网稳健增长，FTTR 成为主要增收引擎。**移宽两网用户规模均创历史新高，联接用户规模突破 12 亿，其中移动和宽带用户净增超过 1,100 万，创近年同期新高，总量达到 4.8 亿；物联网连接数净增超过 6,000 万，总量达到 6.9 亿，其中车联网 8,600 万，主导优势继续巩固。网络质量升级，全面推进低频共享，移动网络人口覆盖率超 99%；5G-A 规模商用超 330 个城市；宽带网络覆盖 5.7 亿家庭，持续完善千兆光网，加快建设万兆光网，万兆光网试点达到 106 个城市。数字服务推陈出新，

50%的联通用户选择“双千兆”服务，联通超清、联通看家、云智手机和“智家通通”机器人等服务2.7亿用户，融合业务渗透率超过77%、客单价超过百元。我们认为，5G手机以旧换新的国补契机将提高5G价值，智能手机、智能家居、车家融合将成为未来主流产品形态，公司以新融合优化产品体验；家庭业务从本地化应用向云化应用转变，家庭算力主机成为趋势，产品融云融智将开拓第二增长曲线，实体厅交付将带来新增量（包括视联网、家庭云、家庭客户全屋光宽引领，拓展智能家居、智慧安防、超清内容）。

- **算网数智扩盘提质，把握 AI 机遇，实现 IDC 转型发展。**联通云市场份额持续扩大，服务哈尔滨亚冬会成为首届“云上亚冬”，云原生服务平台 CSK Turbo 成为行业唯一入选北京首台（套）目录产品，25H1 收入 376 亿元，同比+4.6%。数据中心适智化改造成效明显，收入 144 亿元、同比+9.4%，AIDC 签约金额同比增长 60%，市场地位稳步提升。智能服务持续丰富，打造多模共生的元景大模型，开放“元景万悟”智能体开发平台，构建 30+可信数据空间，打造上百个 AI 智能体。我们认为，算力从手机、PC、摄像头向更多终端产品渗透，端侧智能体在记忆感知、推理规划、思考决策等方面持续进化，推动交互方式变革，成为垂直应用的超级入口，公司将紧抓 AI 机遇，以智算为底座、联通云为核心，未来深耕应用场景，打造特色能力，推动人工智能高质量发展。
- **坚持精准适度投资策略，加强算力部署。**2025 年，公司计划资本开支 550 亿元，同比-10.4%，上半年完成投资 202 亿元，同比-15%，年化节省 OPEX 近 10 亿元，数据中心资源利用率超过 70%。构建多级算力供给，加快推进 IDC 向 AIDC，通算向智算升级，建设运营上海临港、呼和浩特、宁夏中卫和青海三江源等万卡智算中心，推动先进算力和绿色电力的融合发展。数据中心能力储备达到 2,650MW，智算总规模达到 30EFLOPS。建成算力智联网 AINet，加快向 800G、1.2T 超大带宽演进，实现算力枢纽节点高速、安全、无损互联互通。持续完善国际网络布局，智能组网服务 280 多个云服务商，连接超过 400 个数据中心；新建 5 个海外智算中心，国际智算布局更加完善；打造东盟智能制造、中东智能仓储、非洲智慧矿山、欧洲智慧港口等多个标杆项目，国际业务收入达 68 亿元，同比+11%。我们认为，AI 浪潮下，公司精准投资，将投资重心聚焦算力，打造健壮通达、算网一体的国际网络。反映在成本管控上，公司网络运行及支撑成本占收比保持稳定，折旧及摊销同比-4.8%，长期毛利率水平将稳中有进。
- **未来展望：**继续实现营收利润有力增长，大力布局算力、AI 业务。2025 年，公司计划营收、利润、净资产收益率将实现有力增长，计划资本开支 550 亿元，还为 AI 重点基础设施和重大工程专项做了特别预算安排。公司高度重视股东回报，拟派发中期每股派息 0.2841 元，同比+14.5%。
- **盈利预测、估值分析和投资建议：**预计公司 2025-2027 年归母净利润 95.21/100.38/106.24 亿元，同比增长 5.4%/5.4%/5.8%；对应 EPS 为 0.30/0.32/0.34 元，2025 年 08 月 22 日收盘价对应 PE 分别为 19.3/18.3/17.3 倍，公司业绩增长预计维持在行业中高水平，未来 ROE、分红比率有望持续提升，维持“买入-A”评级。

➤ 风险提示:

- **移动、宽带业务 ARPU 值下滑风险。**公司 5G 套餐渗透率较高，随着高价值 5G 用户完成渗透，未来移动 ARPU 值增速将趋缓。若 5G 流量增长不及预期或融合信息业务发展不及预期，ARPU 有下滑风险。
- **联通云等算网数智新兴业务增速下滑风险。**算网数智业务占公司新增收入贡献较高，2024 年联通云收入增速较上年下降，若云计算市场竞争激烈、数据服务业务拓展不及预期，新兴业务增速存在下滑风险。

分析师承诺：

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

投资评级的说明：

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

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

评级体系：

——公司评级

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

——行业评级

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

——风险评级

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

免责声明：

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

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

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

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

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道**陆家嘴**
嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

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

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大
百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽
泽平安金融中心 A 座 25 层

