

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-08-26

宏观策略

2025 年 08 月 26 日

宏观点评 20250824: 9 月降息的确定性与年内降息的变数

核心观点: 本周美国经济数据好于预期, 一度令 9 月降息预期回落, 但周五 Jackson Hole 央行会议 Powell 发表鸽派讲话, 认为风险平衡要求调整货币政策立场, 为 9 月降息铺路。降息交易带动美股反弹、美元和美债收益率大跌。乐观情形下, 我们预计 9、12 月各降息一次, 全年降息幅度难超过 50bps, 短期仍需关注 9 月密集数据对年内降息预期的扰动, 当前市场定价全年降息 2.2 次的降息预期偏乐观, 面临回调风险。中期看, 我们预期 2026 年 5 月美联储新主席上台后, 货币政策将更宽松, 悲观、基准、乐观情形下明年将分别有 4、5、6 次降息。9 月 FOMC 后, 市场当前计价的 2026 年仅 3 次的降息预期料将升温, 届时 2 年美债利率、美元指数将重新回归下行趋势。

晨会编辑 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

宏观量化经济指数周报 20250824: 货物吞吐量延续高位, 8 月出口仍有韧性

降准等总量宽松, 仍有待外部风险、三季度经济增长数据等多方面因素的综合观察来决定

固收金工

固收周报 20250825: 转债市场分歧正在累积

1) 在维持整体仓位稳健的基础上, 降低部分高价标的风险敞口, 增量及回笼资金可增配 ETF 以平衡踏空风险; 2) 关注前期回撤较大的银行及基建板块, 和涨幅较小的地产及公用、化工板块中低价标的; 3) 目前我们仍维持权益市场“慢牛”的基本判断, 供需错配叠加震荡市下, 转债高估值磨顶期拐点远近或依赖于权益市场破位上行势能强弱。

固收周报 20250824: 周观: “股债跷跷板”的极致演绎 (2025 年第 33 期)

本周(2025.8.18-2025.8.22), 10 年期国债活跃券收益率从上周五的 1.745% 上行 4bp 至 1.785%。

固收点评 20250823: 绿色债券周度数据跟踪 (20250818-20250822)

观点 一级市场发行情况: 本周(20250818-20250822) 银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 16 只, 合计发行规模约 67.90 亿元, 较上周减少 63.41 亿元。二级市场成交情况: 本周(20250818-20250822) 绿色债券周成交额合计 530 亿元, 较上周减少 48 亿元。

固收点评 20250823: 二级资本债周度数据跟踪 (20250818-20250822)

一级市场发行与存量情况: 本周(20250818-20250822) 银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。二级市场成交情况: 本周(20250818-20250822) 二级资本债周成交量合计约 2162 亿元, 较上周增加 545 亿元。

行业

推荐个股及其他点评

斯菱股份 (301550): 2025 年半年报点评: 业绩符合市场预期, 机器人新产线落地在即

25H1 营收同比+9%、归母净利润同比+5%、业绩符合市场预期。公司发布 25 年半年报, 实现营收 3.91 亿元, 同比+8.75%, 归母净利润 0.99 亿元, 同比+4.95%, 扣非净利润 0.95 亿元, 同比+9.48%。其中 25Q2 实现营收 1.96 亿元, 同比-0.41%, 归母净利润 0.53 亿元, 同比+11.05%, 扣非净利润 0.52 亿元, 同比+8.15%, 业绩符合市场预期。客户结构变化推动利润率上升: 25H1 公司实现毛利率 34.82%, 同比+1.94pct, 归母净利率 25.35%, 同比-0.92pct, 其中 25Q2 毛利率 36.56%, 同比+4.17pct, 归母净利率 26.94%, 同比+2.78pct, 主要系客户结构变化所致。分产品看, 25H1 制动系统/传统系统/动力类轴承分别实现营收 3.14/0.50/0.21 亿元, 同比 +13.54%/+13.47%/-27.71%, 毛利率分别为 34.86%/34.73%/31.52%, 分别同比+3.46/-0.54/-4.25pct。分地区看, 25H1 海外/国内收入分别为 2.72/1.20 亿元, 同比+14.61%/-2.58%, 毛利率 36.49%/31.02%, 同比+3.03/-0.74pct。全球化布局持续深入: 公司与多家全球行业头部客户持续深度合作, 订单稳定性较强, 同时持续推进产能升级优化, 目前拥有浙江新昌和泰国大城府两大生产基地共四个现代化厂区, 25H1 泰国工厂第三期投资建设顺利推进, 为未来新增市场需求进行储备, 全球化布局进一步深入。积极布局机器人零部件、自动化新产线落地在即。公司依托已有的技术积淀和先发优势, 聚焦谐波减速器并持续完善产品矩阵, 核心设备已于 2024 年底陆续到位, 25H1 已经达到可以小批量生产的阶段。同时, 公司第一条产线已投产工作并计划于 25 年投资第二条产线, 预计年底达产。公司正积极推进机器人业务的技术储备与客户对接, 未来有望成为公司新增长极。

博迁新材 (605376): 2025 年半年报点评: 业绩同比高增, 镍基延续复苏态势、铜基降银持续推进

投资评级: 买入 风险提示: 原材料价格波动、技术进展不及预期、市场竞争加剧等

迈富时 (02556.HK): 营销 SaaS 龙头, AI 加速平台化转型

盈利预测与投资评级: 公司作为国内营销及销售 SaaS 龙头, 有望加速将行业 know-how 转化为可复用的 AI 能力, 进行平台化转型, 成长空间广阔。我们预计公司 2025-2027 年营业总收入分别为 23.28/30.53/39.26 亿元, SOTP 估值法下, 公司目标估值 210 亿人民币, 对应港股目标价 90 港币/股, 首次覆盖给予“买入”评级。风险提示: 行业竞争加剧、宏观经济波动、技术发展不及预期

华测检测 (300012): 2025 半年报点评: Q2 归母净利润+9%位于预告中值, 多元化+全球化助力稳健增长

盈利预测与投资评级: 全年来看, 公司内生拓展+外延并购+精益管理思路不变, 业绩增速仍有望维持稳健。我们维持公司归母净利润预测为 10.6/11.7/13.1 亿元, 当前市值对应 PE 22/20/18x, 维持“增持”评级。风险提示: 宏观经济波动、竞争格局恶化、并购整合不及预期等

箭牌家居 (001322): 2025 年中报点评: 零售渠道优化效果显现, 期待盈利修复

公司是国内卫浴龙头, 在品牌力、产品力和渠道力方面均有较为深厚的积累。行业需求承压和竞争加剧情况下, 公司积极调整, 通过零售渠道重点发力并带动全渠道扩张, 并通过提升产品力和品牌营销有望实现产品结

构优化和门店店效增长。我们调整公司 2025-2027 年归母净利润预测为 2.47/3.08/3.63 亿元（前值为 3.05/3.56/4.2 亿元），对应 PE 分别为 36X/29X/25X，维持“增持”评级。风险提示：下游需求波动的风险、市场竞争加剧的风险、原材料及能源价格大幅波动的风险等。

满帮集团 (YMM): 2025Q2 业绩点评: 看好核心业务增长, 货运经纪业务调整影响短期盈利

考虑到短期货运经纪业务调整, 我们将公司 2025-2027 年 Non-GAAP 归母净利润预测从 54/70/89 亿元下调至 48/65/82 亿元, 对应 Non-GAAP 口径 PE 分别为 20/15/12 倍, 维持“买入”评级。

沪光股份 (605333): 2025 年中报点评: 25Q2 量利齐升, 业绩超预期

盈利预测与投资评级: 我们维持 2025-2027 年营业收入为 100/121/143 亿元, 同比分别+26%/+21%/19%, 基本维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 8.7/10.9/12.9 亿元, 同比分别+30%/+25%/+18%, 对应 PE 分别为 17/14/12 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 核心客户销量不及预期, 新客户及新产品开拓不及预期等。

稳健医疗 (300888): 2025 年中报点评: 双主业并驾齐驱, 稳健向好

盈利预测与投资评级: 考虑消费业务核心品类表现超预期、医疗内生增长提速, 我们将 2025-2027 年归母净利润从 9.52/11.17/13.33 亿元上调至 10.45/12.37/14.94 亿元, 对应 PE 分别为 23/20/16X, 维持“增持”评级。风险提示: 原材料价格波动、消费品竞争加剧、国际贸易环境变化及商誉减值风险。

华利集团 (300979): 2025 年中报点评: On 和 New Balance 跻身前五大客户, 期待新工厂效率爬坡

盈利预测与投资评级: 维持 2025-2027 年归母净利润预测值 35.7/43.4/51.2 亿元, 对应 PE 分别为 18/15/12X, 维持“买入”评级。风险提示: 全球消费需求波动、新产能爬坡及效率提升不及预期、大客户订单波动风险、国际贸易政策变动风险。

长安汽车 (000625): 2025 年半年报点评: 业绩符合预期, 新央企开启新征程

盈利预测与投资评级: 考虑行业竞争加剧以及公司销售费用率提升明显, 我们下调公司 2025/2026/2027 年归母净利润至 65.4/84.4/103.0 亿元（原为 87/95/109 亿元），对应 PE 分别为 19/15/12 倍。考虑公司深蓝/阿维塔/启源三大品牌向上, 智能化/全球化持续推进, 我们仍维持长安汽车“买入”评级。风险提示: 海外汽车行业销量不及预期; 国内乘用车价格战超预期。

山推股份 (000680): 2025 半年度点评: 降本增效效果突出, 2025H1 国内业务毛利率同比+3.0pct

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 13.9/16.0/18.5 亿元, 当前市值对应 PE 分别为 11/9/8 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 国内行业需求不及预期, 政策不及预期, 出海不及预期

丸美生物 (603983): 2025 年半年报点评: 25H1 收入高增 31%, 大单品系列持续扩充

盈利预测与投资评级: 公司转型调整成效显著, 品牌聚焦大单品战略提升用户黏性, 自有品牌快速放量, 大单品小金针、小红笔等表现强劲, 25 年丸美品牌重磅推出小金针超级面膜, PL 品牌蹭不掉粉底液更新 4.0, 多品牌成长可期。我们维持公司 2025-27 年归母净利润预测 4.4/5.5/6.9 亿

元，分别同比+28%/+26%/+24%，对应 PE 分别为 41/33/26X，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧，新品推广进展不及预期，宏观经济波动等。

森马服饰 (002563): 2025 年中报点评: 零售变革致短期利润承压, 延续高分红

盈利预测与投资评级: 公司正处在以消费者为中心的零售转型关键期, 在渠道结构优化、品牌形象升级和数字化能力建设上持续投入, 短期内对利润造成一定影响, 但为长期健康发展奠定基础。考虑到当前消费环境的挑战及公司转型投入期, 我们将 2025-2027 年归母净利润从 12.30/13.28/14.23 亿元下调至 9.79/11.47/13.85 亿元, 对应 PE 分别为 15/13/11X, 公司作为休闲服+童装双龙头, 长期价值值得关注, 维持“买入”评级。风险提示: 宏观经济波动, 行业竞争加剧, 存货管理及跌价风险。

华辰装备 (300809): 2025 年半年报点评: 营收稳健增长, 积极布局人形机器人&半导体等新兴领域

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 0.99/1.44/2.19 亿元。当前市值对应 PE 分别为 130/89/59 倍, 考虑公司积极布局丝杠加工设备与半导体精密磨削领域, 维持公司“增持”评级。风险提示: 人形机器人量产进展不及预期, 磨床需求不及预期, 行业竞争加剧。

李宁 (02331.HK): 25H1 业绩点评: 经营稳健, 加大运动资源投入蓄力长期发展

盈利预测与投资评级: 展望下半年, 公司将持续深化“单品牌、多品类、多渠道”战略, 并借助与中国奥委会的合作, 增加专业运动资源投入, 同时公司已将内部组织结构调整为以品类制为核心的业务模型, 提升品类经营效率, 拓展多品类如乒乓球、羽毛球、匹克球、网球、高尔夫球等。我们维持 25-27 年归母净利润预测值 23.13/25.98/29.26 亿元, 对应 PE 分别为 20/18/16X, 公司经营基本盘稳固, 渠道库存趋于健康, 未来随奥运主题营销催化有望释放业绩弹性, 维持“买入”评级。风险提示: 消费复苏不及预期, 行业竞争加剧, 运动资源投入产出效果不及预期。

赛诺医疗 (688108): 2025 年中报点评: 业绩符合预期, 期待颅内自膨载药支架国内获批

投资要点 事件: 公司近期发布 2025 年中报。2025 年上半年, 公司实现收入 2.40 亿元 (+12.53%, 同比, 下同), 实现归母净利润 0.14 亿元 (+296.54%), 实现扣非归母净利润 0.08 亿元 (+163.35%)。2025 单 Q2 季度, 公司实现收入 1.40 亿元 (+13.86%), 实现归母净利润 0.11 亿元 (+110.56%), 实现扣非归母净利润 0.07 亿元 (+42.83%), 业绩符合我们预期。公司冠脉介入耗材国内外推进顺利。冠脉介入方面, 2025 年上半年, 公司冠脉支架及球囊产品持续参与国家冠脉支架及各省市球囊产品集采, 产品销量稳步上升。截至 2025 年 8 月 22 日, 全国大部分省市冠脉支架带量集采第二轮第三周期已完成落地执行。除部分省市外, 公司冠脉球囊产品已完成全国大部分省市的续采工作。此外, 公司在河北 2023 年底组织的京津冀“3+N”联盟 28 种医用耗材集中带量采购项目中中选的棘突球囊也在除西藏外的其他联盟省份完成落地。公司冠脉药物洗脱支架系统先后在阿根廷、厄瓜多尔、越南等国家和地区获得海外注册证; 公司冠脉球囊扩张导管 (SC HONKYTONKTM) 和 (NC

ROCKSTARTM) 分别在吉尔吉斯斯坦、秘鲁、马来西亚等国家获得海外注册证, 公司冠脉产品海外销售范围进一步扩大。 盈利预测与投资评级: 考虑到新品推广及研发费用增加, 我们将公司 2025-2026 年归母净利润从 0.91/2.19 亿元下调至 0.31/0.58 亿元, 预计 2027 年归母净利润为 0.80 亿元。对应当前市值的 PE 分别为 433/234/170 倍, 考虑到公司颅内自膨载药支架有望年内国内上市, 维持“买入”评级。 风险提示: 集采降价风险, 产品获批时间低于预期等。

弘元绿能 (603185): 2025 半年报点评: 25H1 同比减亏, H2 反内卷下有望改善

投资评级: 买入 风险提示: 竞争加剧, 政策变动超预期等

伟明环保 (603568): 2025 年中报点评: 环保运营稳健增长, 设备订单高增, 新材料业务陆续投产

事件: 2025 年上半年公司实现营业收入 39.04 亿元, 同降 5.10%; 归母净利润 14.25 亿元, 同增 0.13%; 扣非归母净利润 13.70 亿元, 同增 1.36%。 盈利预测与投资评级: 固废运营稳健增长, 装备品类扩张&订单高增, 新材料产线陆续投产带来业绩增量。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 30.03/35.74/40.29 亿元, 对应 11/9/8 倍 PE, 维持“买入”评级。 风险提示: 项目进展不及预期, 政策风险, 行业竞争加剧。

恒瑞医药 (600276): 2025 年中报点评: 创新药持续放量, BD 成为第二增长曲线

公司发布 25 中报, 创新药销售及出海 BD 是公司业绩驱动力。

酒鬼酒 (000799): 2025 年中报点评: 深度调整, 应变克难

事件: 公司发布 2025 半年报财报, 25H1 实现营收 5.6 亿元, 同比-43.5%; 归母净利 0.09 亿元, 同比-92.6%; 对应 25Q2 营收为 2.2 亿元, 同比-56.6%, 归母净利为-0.23 亿元, 同比-147.8%。 盈利预测与投资评级: 当前市场环境及公司内部均处于调整期, 后续有待需求恢复带动公司渠道动能修复。参考 25H1 报表情况, 我们调整 2025~27 年归母净利润预测为 0.07、0.82、1.26 亿元 (前值为 0.7、1.1、1.5 亿元), 当前市值对应 PE 为 3011、250、163 倍, 维持“增持”评级。 风险提示: 经济向好节奏不确定性; 食品安全风险; 酒鬼省外调整不及预期; 高端酒竞争超预期。

中烟香港 (06055.HK): 2025 年中期业绩点评: 主营稳健超预期, 经营提效支撑净利率相对稳定

盈利预测与投资评级: 中烟香港作为中国烟草“走出去”业务平台中烟国际旗下唯一上市公司, 主营业务烟叶类产品进出口量价齐升, 稳健发展; 巴西经营及新型烟草产品虽短期承压, 但进一步整合境外产业链资源空间可期。由于关税和地缘政治等并未明显影响公司进出口业务, 我们上调公司盈利预期, 预计 2025-2027 年归母净利润分别为 9.38/10.40/12.11 亿港元 (前值为 8.7/10.1/11.3 亿港元), 对应 PE 为 28/25/22 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 各国对烟草相关产品管控政策变化、天气变化对各国烟叶种植的影响、购销政策变化、地缘政治带来的进出口贸易受阻风险等。

速腾聚创 (02498.HK): 2025 年半年度业绩点评: 毛利率超预期, 期待智驾与机器人布局持续兑现

投资要点 事件: 公司发布 2025 年半年报, 2025H1 公司实现营业收入 7.8 亿元, 同比+7.7%; 归母净利润-1.5 亿元, 亏幅同比缩窄 43.9%; 25Q2 公司实现营业收入 4.6 亿元, 同比+24.1%, 环比+38.9%, 毛利率 27.7%,

同比+12.9pct, 环比+4.2pct, 毛利率超预期。 ADAS 毛利率大幅增长, 新品有望快速放量。25Q2 ADAS 收入为 2.7 亿元, 同比-10.6%, 环比+18.3%, 出货量 123800 台, 同比+4.6%, 环比+28%, 平均单价为 2189 元, 环比-7.6%, 毛利率约 19.4%, 环比+4.3pct, 报告期毛利率提升主要得益于原材料采购成本减少, 以及公司 MX 激光雷达产品采用了自主研发的 SOC 处理芯片。报告期内, 公司基于自研的 SPAD-SOC 芯片推出 E 平台全固态激光雷达, 未来还将基于自研芯片批量交付 EM 系列产品。目前 EM 平台累计获全球 8 家整车厂的 45 款车型定点。我们认为在激光雷达车型价格覆盖广度、渗透率不断提升的背景下, 自研芯片与 EM 平台进一步丰富完善了公司的产品路线, 并有望增强导入客户的竞争力。割草机器人单大突破, 泛机器人进入高速增长期。25Q2 泛机器人收入为 1.5 亿元, 同比+286.9%, 环比+101.4%; 出货量 34400 台, 同比+631.9%, 环比+189.1%; 平均单价为 4273 元, 环比-30.3%; 毛利率约为 41.7%, 环比-10.4pct。在割草机器人领域, 与多家全球 Top5 厂商达成独家合作, 订单规模突破七位数; 无人配送领域, 与北美的 COCO Robotics 及 2 家头部外送平台达成合作, 同时与国内行业领军企业美团、新石器、白犀牛建立深度战略合作伙伴关系; 具身智能领域, 公司与宇树科技、越疆及国家地方共建具身智能机器人创新中心等, 与超 20 家全球领先的具身机器人公司保持紧密合作, 共同推进样机到量产流程。我们认为 L4 率先在泛机器人领域落地后, 应用场景将不断拓展, 公司可基于完善的产品与客户布局充分受益, 业绩有望进入高速增长期。 盈利预测与投资评级: 我们认为公司泛机器人业务有望进入高速增长期并持续提升公司综合毛利率, 考虑产品切换短期影响, 将公司 2025/2026/2027 年预期归母净利润由 -2.33/1.36/4.57 亿元调整为 -2.28/0.58/3.79 亿元, 2025 年 8 月 22 日收盘价对应 2025/2026/2027 年 PS 分

歌尔股份 (002241): 多轮投资加速 AR 量产, 歌尔股份 AR 赛道全面布局

纳科诺尔 (832522): 2025 年半年报点评: 在手订单快速恢复, 等静压设备预计 H2 推出

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 25-27 年归母净利润 1.6/2.4/3.7 亿元的预期, 同比+1%/+46%/+56%, 对应 PE 为 56/38/25 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 客户拓展不及预期, 新技术进展不及预期, 行业竞争加剧。

光大环境 (00257.HK): 2025 年中报点评: 运营提质增效, 现金流改善&提分红逻辑持续兑现

事件: 2025H1 公司实现主营业务收入 143.04 亿港元, 同比-8%, 归母净利润 22.07 亿港元, 同比-10%。 盈利预测与投资评级: 固废龙头运营提质增效, 现金流改善&提分红逻辑持续兑现。考虑减值和汇兑影响, 我们将 2025-2027 年归母净利润预测从 38.67/41.05/41.97 亿港元下调至 35.76/38.74/40.36 亿港元, 维持“买入”评级。 风险提示: 应收账款期延长, 资本开支超预期上行, 资产减值风险等。

药明合联 (02268.HK): 2025 年中报点评: 业绩超预期, 资本开支持续加码, 高成长性确定性强

盈利预测与投资评级: 考虑到公司未完成订单及项目数量持续快速增长, 新产能将投入运行等, 我们将公司 2025-2026 年归母净利润预期由

11.87/15.82 亿元，上调至 15.96/19.99 亿元，预期 2027 年为 27.58 亿元。预计 2025-2027 年公司 Non-GAAP 净利润分别为 16.96/21.99/29.08 亿元，Non-GAAP 净利润对应当前市值的 PE 估值分别为 41/32/24 倍。考虑到行业需求持续高景气度，公司资本开支与产能加码，供需两旺格局不变，我们认为公司业绩将持续高增长，维持“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧的风险，下游需求增长不及预期的风险，地缘政策不确定性风险。

金风科技 (002202): 2025 年中报点评: 25H1 风机毛利率超预期，继续看好风机盈利拐点

公司发布 2025 年中报: 2025H1 公司营收 285.37 亿元，同比+41.26%; 归母净利润 14.88 亿元，同比+7.26%; 扣非净利润 13.68 亿元，同比-0.4%; 毛利率 15.35%，同比-2.9pct; 净利率 5.83%，同比-1.3pct。单 25Q2 来看，营收 190.65 亿元，同环比+44.18%/+101.28%; 归母净利润 9.19 亿元，同环比-12.8%/+61.78%，毛利率 12.16%，同环比-1.9/-9.6pct，净利率 5.22%，同环比-2.7/-1.8pct。

途虎-W (09690.HK): 2025 年半年报点评: 业绩符合预期，看好市场份额提升趋势

考虑到公司短期让利用户及加盟商以实现更好的收入增长和份额提升，我们将公司 2025-2026 年经调整净利润预测从 8.06/10.21 亿元调整至 7.53/8.60 亿元，新增 2027 年预测 9.53 亿元，对应经调整口径 21/18/16 倍 PE，公司长期成长空间依旧可观，我们看好公司投资机会，维持“买入”评级。

东诚药业 (002675): 2025 半年报点评: 第二季度利润增速较快，下半年创新催化较多

公司创新核药平台管线收获期，核药研发进度领先: 公司核药研发平台拥有多款全球自主知识产权的核药靶向药，包括 PSMA、FAP、 $\alpha v \beta 3$ 等多个靶点，均为治疗和诊断配套的一体化精准治疗。公司目前有多个管线进度领先，①近 1 年来，锆标替曲膦、氟[18F]化钠显像剂、用于 AD 检测的 A β -PET 显影剂等产品顺利获批上市，我们判断这些产品净利率水平较高，能够较好利用现有核药房网络渠道，增厚业绩。②创新 RDC 治疗产品 Lu177-LNC1011 (PSMA, 2 期)、225Ac-LNC1011 (PSMA, IND)、Lu177-LNC1004 (FAP, 1 期)等管线顺利推进。③治疗性产品包括氟[18F]思睿肽 (已完成 3 期临床入组)，氟[18F]阿法肽 (肺癌诊断，3 期)，氟[18F]纤抑素 (肺癌诊断，2 期)，APN-1607 (AD 诊断正在补充研究) 等。因此我们判断，今年将步入公司管线收获期; 伴随新品种的销售放量，协同利用公司成熟的核药网络体系，公司将打开更大市场空间。盈利预测与投资评级: 我们维持之前预期，2025-2027 年，公司营业收入分别为 32.2/37.1/41.9 亿元，归母净利润为 2.2/3.2/4.0 亿元，对应当前市值的 PE 为 66/45/36 倍。考虑到公司创新核药管线进入收获期，核药网络化供应能力强，同时通过原主业肝素类产品贡献稳定利润，我们判断公司当前创新属性尚未完全体现，维持“买入”评级。风险提示: 新药研发进展不及预期，核药政策改革，汇率波动，肝素原料药采购及价格波动，以及折旧增加导致业绩下滑的风险。

潮宏基 (002345): 2025 年半年报点评: 25H1 归母净利同增 44.3%，加盟渠道扩张加速

盈利预测与投资评级: 潮宏基是我国年轻时尚的黄金珠宝品牌，产品设计

突出，拓店速度快，2025Q1 公司同店重拾增长，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润预测从 4.5/5.2/6.5 亿元至 5.3/6.6/7.9 亿元，同比分别 +173%/+24%/+21%，2025-2027 年 PE 对应最新收盘价分别为 27/22/18 倍，维持“买入”评级。风险提示：金价波动风险，开店不及预期，终端消费偏弱等。

珍酒李渡 (06979.HK): 2025 年中报点评: 珍酒主动纾压, 李渡保持稳健

事件: 公司发布 2025 年中期业绩公告, 2025 上半年实现营收 25.0 亿元, 同比下滑 39.6%; 实现归母净利 5.7 亿元, 同比下滑 23.5%; 实现 non-IFRS 归母净利 6.1 亿元, 同比下滑 39.8%; 业绩符合此前预告指引。盈利预测与投资评级: 公司产品矩阵清晰, 品牌及品质升级布局长远, 组织效能与渠道势能有望逐步显现。参考 25H1 收入表现, 预计 25H2 报表降幅有望明显收窄, 伴随大珍铺市及需求复苏, 看好珍酒报表拐点及盈利弹性率先显现。我们维持 2025~2027 年公司 non-IFRS 归母净利预测为 12.7、16.1、19.7 亿元人民币, 对应 non-IFRS PE 为 24.0、19.0、15.5x, 维持“买入”评级。风险提示: 宏观修复不及预期, 次高端价格及费用竞争加剧, 渠道库存消化不及预期等。

舍得酒业 (600702): 2025 中报点评: 筑底企稳, 盈利修复

事件: 公司发布 2025 半年度财报。25H1 实现营收 27.0 亿元, 同比-17.4%; 实现归母净利 4.4 亿元, 同比-25.0%。对应 25Q2 实现营收 11.3 亿元, 同比-3.4%; 实现归母净利 1.0 亿元, 同比+139.5%。盈利预测与投资评级: 行业需求筑底阶段, 次高端需求修复仍面临较大挑战, 公司充分发挥自身机制优势, 以更拼搏进取的经营姿态, 不断进行创新尝试以挖掘销售增量, 期待后续取得更积极成效。参考公司 25H1 盈利水平, 我们调整 2025~27 年归母净利润预测为 6.4、7.8、9.8 亿元 (前值为 7.3、9.4、12.2 亿元), 当前市值对应 2025~27 年 PE 为 32、26、21X, 维持“增持”评级。风险提示: 经济向好不确定性, 成本及费用支出超预期, 低档酒增长不及预期。

绿联科技 (301606): 品牌出海强势推进, NAS 新品打开成长空间

盈利预测与投资评级: 我们看好公司品牌出海的长期空间, 也看好公司 NAS 业务未来前景。我们预计 2025~27 年公司归母净利润为 6.4/8.4/10.4 亿元, 同比+38%/+31%/+24%, 对应 8 月 21 日收盘价为 44/34/27 倍 P/E。考虑公司出海业务前景和 NAS 业务的未来空间, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

快手-W (01024.HK): 2025Q2 业绩点评: 业绩超预期, 看好可灵及 AI 赋能生态变现

我们继续看好可灵 AI 作为国内头部视频生成模型保持高速增长趋势, 同时公司主业在 AI 赋能下进一步优化效率。我们维持公司 2025-2027 年 nonifrs 净利润预测 200/245/296 亿元, 对应 nonifrs PE 为 15/12/10x, 维持“买入”评级。

良信股份 (002706): 2025 年中报点评: 业绩符合市场预期, AIDC 发展迅猛

事件: 公司 25H1 营收 23.3 亿元, 同比+16.1%, 归母净利润 2.5 亿元, 同比+4.1%, 毛利率 31.6%, 同比-0.7pct, 归母净利率 10.6%, 同比-1.2pct; 其中 25Q2 营收 12.5 亿元, 同比+16.6%, 归母净利润 1.4 亿元, 同比-2.6%, 毛利率 31.6%, 同比-0.5pct, 归母净利率 11.5%, 同比-2.3pct。业

绩符合市场预期。数字能源板块蓄势待发，AIDC 出海进程加速。我们预计 25H1 公司数字能源板块收入约 4.6 亿元，同比+19%，占比约 20%。其中智算中心收入约 2 亿，主要以国内市场为主。1) 国内公司与华为、中兴、中国维谛深度合作，在智算中心国产化替代拥有较强的市场竞争力，主流 CSP 市场目前还是以进口供应商为主，是未来重要的增量市场。2) 海外公司部分产品已拿到 UL 认证并小批量出货北美维谛，其他产品陆续送样认证，产品主要用于其 AIDC 项目。我们认为随着全链路产品陆续拿到 UL 认证，在北美的份额有望不断提升。展望远期，公司研发固态断路器等应用于 HVDC 的直流新产品，有望随 Rubin 及其 800V HVDC 的推广应用打开更大的市场空间。新能源主业稳健增长，地产下游降幅收窄。公司主业稳健增长，其中新能源市场保持了稳健增长，我们预计 25H1 新能源实现营收约 11.5 亿元，同比+39%，占比约 49%，其中我们预计光伏/风电/储能营收同比约+7%/75%/50%。光伏行业收入占比有所下降，储能和风电行业实现较高增速，展望 25H2，我们预计光伏行业收入受需求影响可能略承压，风电储能保持较高增速，整体新能源下游维持同比 20-30%稳健增长。智能楼宇降幅继续收窄，25H1 实现营收约 3.1 亿元，同比-23%，占比约 13%。公司大力发挥智慧人居和商业地产，有望对冲住宅开工下滑的影响，展望 25H2，凭借公司经营发展 α ，我们预计智能楼宇降幅有望进一步收窄。盈利预测与投资评级：考虑到公司股权激励前两期未解锁会产生约 7 千万费用冲回，全球 AIDC 建设需求将进入高速增长阶段，我们上修公司 25-27 年归母净利润分别为 5.09 (+0.50)/6.14 (+0.13)/8.14 (+0.07) 亿元，同比+63%/21%/33%，现价对应 PE 分别为 25x、21x、16x，给予 26 年 30x PE，对应目标价 16.4 元/股，维持“买入”评级。风险提示：AIDC 建设不及预期，国内新能源

欧普康视 (300595): 2025 年中报点评: 短期业绩承压，期待逐步恢复

投资要点 事件：公司近期发布 2025 年中报。2025 年上半年，公司实现收入 8.71 亿元 (-1.42%，同比，下同)，实现归母净利润 2.50 亿元 (-22.93%)，实现扣非归母净利润 2.16 亿元 (-23.60%)。2025 单 Q2 季度，公司实现收入 3.92 亿元 (-6.27%)，实现归母净利润 0.90 亿元 (-31.74%)，实现扣非归母净利润 0.69 亿元 (-40.80%)，业绩低于我们预期。主业受高端消费持续疲软影响有所承压。2025 年上半年，分业务看，(1) 角膜塑形镜收入 3.56 亿元，受高端消费持续疲软、减离焦框架镜等近视防控产品分走潜在客户，以及角膜塑形镜竞争加剧的影响，同比下滑 4.58%；(2) 医疗服务收入 1.73 亿元，同比下滑 9.20%，主要系公司并表医疗机构的收入下降所致，包括公司总部医院自 2024 年下半年停止了院内制剂阿托品的销售；(3) 护理产品收入 1.09 亿元，同比下滑 6.89%，主要系公司继续加大推广促销自产护理品，通过购镜片送护理品和自产护理品促销等活动导致护理品总销售收入下降；(4) 非视光类收入 0.40 亿元，同比增长 14.90%；(5) 框架镜等其他视光产品收入 1.87 亿元，同比增长 16.18%，主要为公司控股终端功能性框架镜等非硬镜产品收入以及非医疗机构技术服务收入增加。盈利预测与投资评级：考虑到国内高端消费持续疲软影响，我们将公司 2025-2027 年归母净利润从 6.46/6.94/7.88 亿元下调至 6.03/6.81/7.30 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 29/25/24 倍，考虑到公司产品线不断丰富，有望恢复稳健增长态势，维持“增持”评级。风险提示：宏观经济恢复不及预期，市场竞争加剧等风险。

派能科技 (688063): 2025 半年报点评: Q2 销量大幅增长，实现扭亏为

盈

盈利预测与投资评级：考虑下游需求恢复趋势较好，我们上调公司 25-26 年盈利预测，新增 27 年盈利预测，预计 25-27 年归母净利润 2.8/5.2/7.5 亿元（此前预期 25/26 年 2.2/4.7 亿元），同比+577%/+87%/+45%，对应 PE 为 46x/25x/17x，考虑到公司在欧洲户储具备渠道优势，钠电等新品有望快速放量，维持“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期，行业竞争加剧。

亿纬锂能 (300014)：2025 年中报点评：Q2 动力盈利大幅提升，大圆柱+大铁锂放量在即

盈利预测与投资评级：我们下修公司 25-27 年归母净利润 47/71/92 亿元（此前预期 53/73/93 亿元），同增 16%/50%/30%，对应 PE 为 21x/14x/11x，考虑到公司出货高速增长，给予 26 年 20x 估值，对应目标价 69 元，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格波动超市场预期，电动车销量不及市场预期。

九毛九 (09922.HK)：2025 年中报点评：边际向好，调改可期

门店调改进行时，据公告 25Q2 太二及怂火锅的同店日均销售额同比下降幅度较 25Q1 显著收窄，且太二品牌 2025 年 4-6 月同店日均销售额同比降幅逐月度收窄，经营调整初见成效、筑底企稳。

海泰新光 (688677)：2025 年中报点评：业绩符合预期，期待出口修复

投资要点 事件：2025 年 8 月 22 日，公司发布 2025 年中报。2025 年 H1 公司实现收入 2.66 亿（+20.50%，同比，下同），实现归母净利润 0.74 亿（+5.52%），实现扣非归母净利润 0.72 亿（+12.07%）。2025 单 Q2，公司实现收入 1.19 亿（+15.52%），实现归母净利润 0.28 亿（-13.55%），实现扣非归母净利润 0.26 亿（-7.07%），业绩符合我们预期。主营业务表现突出，期待下半年环比加速。2025 年上半年，分产品看，医用内窥镜器械行业收入 2.07 亿元（+17.72%），占主营业务收入 78.28%（上年度同期占比 80.47%），其中医疗器械收入 1.72 亿（+11.70%），维修服务收入 0.35 亿（+60.58%）；光学行业收入 0.57 亿元（+34.62%），占主营业务收入 21.72%（上年度同期占比 19.53%）。盈利预测与投资评级：我们考虑到公司与海外客户关系稳定，维持 2025-2027 年归母净利润为 1.75/2.13/2.62 亿元，对应当前市值 P/E 估值分别为 32/26/22X，维持“买入”评级。风险提示：关税风险加剧；新品推广不及预期；经营规模扩大带来的战略与管理风险等。

无锡鼎邦 (872931)：2025 中报点评：国内客户总体需求放缓致业绩承压下滑，期待国外业务拓展带来新增量

公司发布 2025 半年度报告，实现营业收入 1.78 亿元，同比-14.55%；归母净利润 0.12 亿元，同比-37.59%；扣非归母净利润 0.10 亿元，同比-46.15%。公司业绩同比下滑主要由于受行业大环境影响，国内客户总体需求放缓，新建项目减少，而海外客户受到合同履行进度影响，同样使得业绩有所下降。同时招投标价格竞争激烈，公司总体毛利率为 20.43%，同比-2.03pct，对利润下降影响较大。公司积极开拓国际市场，已成为英荷壳牌、美国埃克森美孚、法国道达尔、法国液空集团等世界 500 强企业的合格供应商，未来国外业务将成为公司新的增长极。盈利预测与投资评级：维持 2025~2027 年归母净利润分别为 0.45/0.53/0.63 亿元，对应最新 PE 为 39.98/34.07/28.77x，考虑公司在石化领域具备丰富的项目经验、优质的产品质量和良好的行业口碑，并积极开拓海外市场，具备长期

成长性，维持“增持”评级。风险提示：1）技术迭代不及预期；2）宏观经济波动；3）市场竞争加剧。

阳光保险（06963.HK）：2025 年中报点评：NBV 同比大增，费用管控带动 COR 优化

盈利预测与投资评级：2025 年权益市场持续走强，结合公司 2025 年上半年经营情况，我们上调盈利预测，2025-2027 年归母净利润为 60/63/65 亿元（前值为 60/56/52 亿元）。当前市值对应 2025E PB 0.73x、PEV 0.35x，仍处低位。我们看好公司寿险落地“新阳光战略”，加快核心能力突破；财险业务结构持续优化，维持“买入”评级。风险提示：长端利率趋势性下行，权益市场波动，新单保费承压。

鱼跃医疗（002223）：2025 年中报点评：业绩符合预期，期待 cgm 新品放量

投资要点 事件：2025 年 8 月 22 日，公司发布 2025 年中报。2025 年上半年，公司实现收入 46.59 亿元（+8.16%，同比，下同），实现归母净利润 12.03 亿元（+7.37%），实现扣非归母净利润 9.14 亿元（-5.22%），实现经营现金流净额 11.67 亿元（+15.13%）。2025 年 Q2 季度，公司实现收入 22.23 亿元（+7.06%），实现归母净利润 5.78 亿元（+25.43%），实现扣非归母净利润 4.01 亿元（-2.98%），业绩符合我们预期。 主业稳中有升，种子业务推广顺利。2025 年上半年，分业务看，呼吸制氧收入 16.74 亿元，同比增长 1.93%；临床器械及康复解决方案收入 11.34 亿元，其中针灸、轮椅产品实现稳步增长，手术器械、感染控制产品业务发展稳定；家用健康检测解决方案收入 10.14 亿元，其中电子血压计收入实现双位数增长，红外体温计等产品亦呈现同比良好增长；血糖管理及 POCT 解决方案收入 6.74 亿元，公司 BGM 产品实现稳步增长，公司 CGM 新产品 Anytime 4 系列、Anytime 5 系列陆续推向市场，凭借优异性能获得用户广泛好评，带动公司 CGM 业务实现高速增长。 费用控制良好，毛利率稳中有升。2025H1 公司期间费用 12.22 亿元，同比增加 23.85%，其中研发费用 2.95 亿元，同比增长 9.44%，管理费用 2.20 亿元，销售费用 8.12 亿元；公司通过有效的成本管理途径与日趋成熟的供应链体系，持续精益生产，25H1 公司实现销售毛利率 50.37%，同比上升 0.37 个百分点。 盈利预测与投资评级：考虑到未来出海费用投入可能增加，我们维持 2025 年归母净利润为 19.54 亿，调整 2026-2027 年归母净利润由 22.11/25.40 亿为 22.05/25.35 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 19/17/14 倍，考虑到公司 CGM 有望带来第二曲线，出海布局领先，维持“买入”评级。 风险提示：地缘政治风险，新产品市场推广或不及预期的风险等。

同花顺（300033）：2025 年半年报点评：营收净利双高增长，AI 生态构筑护城河

盈利预测与投资评级：基于资本市场活跃度持续向好，利好公司各项业务收入增长，我们小幅上调此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 26/34/43 亿元（前值为 24/31/39 亿元），分别同比 +41%/+32%/+26%，对应 PE 分别为 84/64/51 倍，维持“买入”评级。 风险提示：业务发展不及预期，AI 技术及应用发展不及预期。

恒生电子（600570）：2025 年中报点评：投资收益上扬，成本下行共促利润提升

盈利预测与投资评级：资本市场整体回暖，但金融机构的科技投入仍未出现明显正增长拐点，我们维持此前业绩预测，预计公司 2025-2027 年归母

净利润分别为 12/14/17 亿元，对应 PE 为 46/40/33 倍。资本市场持续向好，金融机构基本面企稳，我们仍看好公司金融 IT 的业务模式，维持“买入”评级。风险提示：AI 等技术发展不及预期，金融机构 IT 投入不及预期，权益市场波动，市场竞争加剧。

天目湖 (603136): 2025 半年报点评:Q2 营收承压利润率改善, 关注新项目与暑期旺季表现

事件: 2025 年 8 月 22 日, 天目湖发布 2025 年半年度报告, 2025 上半年公司实现营收 2.46 亿元, yoy-6.5%, 归母净利润 0.55 亿元, yoy+4.1%, 扣非归母净利润 0.53 亿元, yoy+4.2%。Q2 营收承压, 利润率有所回暖: 25Q2 营收 1.41 亿元, 同比-9.8%; 归母净利润 0.41 亿元, 同比-1.8%, 扣非归母净利润 0.40 亿元, 同增-2.6%。Q2 毛利率为 62.5%, 同比+0.8pct; 归母净利率为 28.9%, 同比+2.4pct。客流承压下收入有所下滑, 公司优化产品结构和成本费用管控, 利润率有所提升。各部门业务承压: 分业务部门看, 25H1 景区/温泉/酒店/旅行社/水世界业务收入分别为 1.36/0.19/0.71/0.83/0.003 亿元, yoy-9.9%/-17.4%/-5.3%/-4.6%/220.5%。行业环境变化, 整体客流承压, 多个部门收入不同程度下滑。暑期旺季逢苏超赛事火爆, 有望释放业务压力: 天目湖受益于苏超赛事和沪苏湖高铁开通, 暑期旺季客流和收入有望环比改善。公司积极推动南山小寨二期和平桥文旅综合体等新增项目建设, 轻资产模式有望带来利润增量。盈利预测与投资评级: 天目湖作为国内一站式旅游先行者, 项目开发运营能力优异, 国资赋能发展。随着未来新项目陆续投运, 公司成长性可观。基于行业需求承压, 下调盈利预期, 预计天目湖 2025-2027 年归母净利润 1.3/1.5/1.7 亿元 (前值为 1.5/1.6/1.8 亿元), 对应 PE 26/23/21 倍, 维持“增持”评级。风险提示: 需求不及预期, 储备项目建设进度不及预期, 自然灾害、极端天气等影响经营的风险。

盛弘股份 (300693): 2025 年中报点评: 电能质量收入毛利率双升, 看好公司出海及 AIDC 布局带来新增量

盈利预测与投资评级: 由于 H1 公司新能源电能变换设备业务承压, 我们下调 2025-2027 年盈利预测, 预计公司 25-27 年归母净利润分别为 5.0/6.8/8.2 亿元 (原预期为 5.6/6.8/8.2 亿元), 同增 16%/36%/20%, 对应 PE 为 27x/20x/17x。考虑到充电桩行业正处于高速发展阶段、储能海外出货占比持续提升, 公司将受益增长, 同时公司产品、研发、渠道上具有多方优势, 盈利弹性较大, 同时 AIDC 带来业绩弹性, 维持“买入”评级。

芯原股份 (688521): 2025 年中报业绩点评: 25Q2 新签订单拆分情况揭晓, 坚定看好 AI ASIC 机遇!

25Q2 营收高增, 订单与客户增长显著。25Q2 收入 5.84 亿元, qoq+49.9%, 与此前预期一致; 实现归母净利润-1 亿元, qoq+54.84%。第二季度公司新签订单金额达到 11.82 亿元, 单季度环比增长近 150%。其中设计订单与量产订单均保持较强势头。在客户拓展方面, 2025 年上半年新增 9 家客户, 其中半导体 IP 授权业务新增 3 家, 一站式芯片定制业务新增 6 家。截至上半年, 公司半导体 IP 授权业务累计客户已超 450 家, 一站式芯片定制业务累计客户达 340 家。AIGC 赋能端云协同, 加速数据中心与服务器市场渗透。公司 NPU IP 已被 91 家客户采用, 累计出货近 2 亿颗; 在智能手机、平板、AR/VR 眼镜和智能汽车等领域均有落地。VPU、NPU 和 GPGPU IP 得到广泛应用, 视频转码加速方案已获全球前 20 名云服务商中的 12 家采用, 并成功量产 5nm 媒体加速卡。Chiplet 驱动系统升

级，RISC-V 生态持续扩展。公司加速在云端 AI 和高端智驾两大赛道应用，推动系统级集成升级。同时，已为 20 家客户的 23 款 RISC-V 芯片提供定制服务，应用涵盖数据中心、物联网、可穿戴健康监测等领域。

哔哩哔哩 (BILI): 2025Q2 业绩点评: 业绩超预期，广告增速亮眼，新游关注新品周期

盈利预测与投资评级: 公司广告收入增长强劲，经营杠杆效应体现，我们上修盈利预测，预计 2025-2027 年经调整归母净利润分别为 23.28/34.10/45.28 亿元(此前为 19.35/30.27/42.01 亿元)，对应当前股价经调整 PE 为 31/21/16 倍。看好公司商业化效率提升，盈利潜力释放，维持“买入”评级。 风险提示: 游戏流水不及预期，商业化不及预期，行业监管风险。

甘化科工 (000576): 购入弹药核心资产，迎接装备放量周期

从传统行业到军工尖兵，总理提名企业实现华丽蜕变。公司前身系周恩来总理提名的“江门甘蔗化工厂”，控股股东换成德力西集团后，积极以军工产业为转型方向，先后并购沈阳含能金属材料制造有限公司及四川升华电源科技有限公司，两家均为军工行业细分领域代表性企业，完成传统行业向高精尖技术型行业的蜕变。2025 年以现金收购西安甘鑫科技股份有限公司 65% 股权，切入弹载光电导航以及舵机驱动等业务。经过多年发展，甘化科工已经转变成弹载领域纯正军工企业。 实现弹上“光电导航-毁伤-电源-制动”多领域覆盖，伴随型号放量业绩有望大幅提升。公司各个子公司相互之间形成良好协同效应，“四川甘华”生产模块电源，“沈阳含能”生产钨合金预制破片，“沈阳非晶”生产非晶材料（液态金属），该材料是新一代弹药核心爆破材料，在收购西安甘鑫后，再增添弹上光电导航和电机控制业务，目前在弹生产产业链，除了火工品以及总装等少数环节之外，甘化科工实现了“导航-电源-毁伤-制动”等多个领域覆盖，可为客户提供整体解决方案，配套齐全价值量高，盈利能力更强，已经在多个核心型号中占据卡位优势，随着十五五弹药快速放量，公司业绩有望大幅提升。 全球迎来炮弹生产大周期，国内外相关大单陆续下达。每场战争装备的实战结果，都是对各国未来武器发展方向的纠偏。俄乌战场表明，在高烈度战争中，弹药的消耗量非常大，原有储备远远不足。未来全球将迎来弹药装备生产的大周期。欧美国家相关大单已陆续下达，德国莱茵金属公司 2025 年已拿到创纪录的 650 亿欧元大单，启动欧洲最大弹药生产商，美国洛克希德马丁公司 2025 年 8 月也拿到 42 亿美元弹药大单，全球弹药目前整体处于供不应求的状态。在国内，弹药也将是十五五期间重点建设方向，产业链上游的佰奥智能，壶化股份等公司已公告大额订单，智能炮弹等型号预计会得到大幅放量。公司以及新收子公司深耕炮弹领域多年，配套齐全，客户资源丰富，有望在这轮放量周期中深度受益。 盈利预测与投资评级: 受益于弹药快速放量和公司的持续技术创新，公司未来增长动力明显。预计甘化科工未来几年内将实现稳健的营收与净利润增长，综合行业景气度及公司核心竞争力，预计 2025-2027 归母净利润分别为 1.1/1.6/2.3 亿元，对应 PE 分别是 47/31/21 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。 风险提示: 商誉减值风险；原材料价格上涨风险；业绩承诺无法完成风险；行业政策调整

振华科技 (000733): 2025 年中报点评: 聚焦电子元器件生态链建设，为高端市场拓展奠基

盈利预测与投资评级: 公司业绩符合预期，我们维持先前的预测，预计公

司 2025-2027 年的归母净利润分别为 10.83/12.52/14.47 亿元,对应 PE 分别为 26/22/19 倍,维持“买入”评级。 风险提示: 1) 宏观经济风险; 2) 民航业相关需求受其他交通方式发展冲击的风险; 3) 市场竞争加剧的风险; 4) 商誉减值风险。

华秦科技 (688281): 2025 年中报点评: 受产品结构调整影响较深, 电力轨交等领域为新增长点

盈利预测与投资评级: 公司业绩符合预期, 我们基本维持先前的预测, 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.98/5.29/6.56 亿元, 对应 PE 分别为 38/36/29 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 1) 客户集中度较高及主要客户依赖的风险; 2) 丧失核心竞争力风险; 3) 军品定价方式对公司盈利造成波动的风险。

航天电器 (002025): 2025 年中报点评: 重点布局战略新兴产业, 防务、新能源等领域订货较快增长

盈利预测与投资评级: 公司业绩承压, 考虑到行业订单波动, 我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测值至 4.18/7.14/8.69 亿元, 前值 7.53/10.06/12.28 亿元, 对应 PE 分别为 56/33/27 倍, 但考虑到公司在产业链内的优势卡位, 因此维持“买入”评级。 风险提示: 1) 宏观经济波动风险; 2) 市场或业务经营风险; 3) 管理风险; 4) 应收账款增加的风险。

宏观策略

宏观点评 20250824：9月降息的确定性与年内降息的变数

核心观点：本周美国经济数据好于预期，一度令9月降息预期回落，但周五 Jackson Hole 央行会议 Powell 发表鸽派讲话，认为风险平衡要求调整货币政策立场，为9月降息铺路。降息交易带动美股反弹、美元和美债收益率大跌。乐观情形下，我们预计9、12月各降息一次，全年降息幅度难超过50bps，短期仍需关注9月密集数据对年内降息预期的扰动，当前市场定价全年降息2.2次的降息预期偏乐观，面临回调风险。中期看，我们预期2026年5月美联储新主席上台后，货币政策将更宽松，悲观、基准、乐观情形下明年将分别有4、5、6次降息。9月FOMC后，市场当前计价的2026年仅3次的降息预期料将升温，届时2年美债利率、美元指数将重新回归下行趋势。

大类资产：Jackson Hole 会议主导市场情绪，美股连跌后反弹，10年期美债收益率下破4.3%。本周市场情绪被 Jackson Hole 全球央行会议主导。好于预期的8月标普美国PMI、新屋开工、偏鹰的7月FOMC会议纪要等一度令9月降息预期回落、美债收益率上行，叠加科技股高估值担忧，美股遭遇四连跌；但周五 Powell 鸽派讲话为9月降息铺路，降息交易重现，美股大涨，美元指数、美债收益率下行，整体来看，全周（8月18日至8月22日）10年期美债利率升5.4bps至4.262%，2年期美债利率降4.4bps至3.707%，美元指数降0.14%至97.72；标普500、恒生指数分别收涨0.3%、0.3%；现货黄金价格收跌1.1%至3372美元/盎司。

Jackson Hole 会议：风险平衡要求调整货币政策立场，为9月降息铺路。今年 Jackson Hole 全球央行年会的主题是《变迁中的劳动力市场：人口、生产率与宏观政策》，Powell 的演讲围绕劳动力市场讨论美国经济与货币政策。总体来看，Powell 对美国经济的描述偏鸽派，降低了9月降息门槛，体现在对就业与通胀数据的描述上，其在演讲的开始便表示，“通胀的上行风险已经减弱”，“但失业率上升了近一个百分点，这一发展在历史上从未在经济衰退之外发生过”。具体来看，增长方面，Powell 强调就业增长的放缓（过去三个月均新增非农就业仅35,000人，远低于2024年的每月168,000人），劳务市场处于均衡状态，但这种奇怪的均衡（“a curious kind of balance”）是来自供需双弱（移民政策减少了劳动力供给，进而降低“盈亏平衡”就业水平），因此就业的下行风险在上升，若风险坐实，则可引发失业率与裁员的快速上涨（downside risks to employment are rising... sharply higher layoffs and rising unemployment）。与此同时，与劳动力市场的变化一致，美国经济的内循环（就业与消费）在放缓，例如25H1的GDP增速只有1.2%，而2024年是2.5%。通胀方面，Powell 表示关税正在推高商品价格，关税对通胀的影响正在清晰可见，但时点和幅度（timing and amounts）存在高度不确定性。货币政策关注的问题是关税带来的物价上涨是否是大幅、持续的，基准假设是，关税带来的通胀压力是一次性（one-time）但可能是渐进的（all at once），并且由于：①就业市场并不强，难有工资通胀螺旋，②长期通胀预期仍然锚定，因此，关税对通胀的影响更有可能不是持续性的。货币政策方面，由于政策仍是限制性的（当前4.25-4.5%，大于3%的中性利率），基准情形与风险平衡的转变要求“调整”政策立场。当然，Powell 也说到，这仍然取决于后续的经济数据。综合来看，Powell 演讲的要点可概括为：①关税带来的通胀是一次性的；②劳务市场供需双弱，导致了消费-就业内循环的恶化；③货币政策目标的平衡从通胀向增长转变，降

息门槛变低，但未来数据仍然起决定性作用。 货币政策框架调整：取消“平均通胀目标制（AIT）”，回归灵活的2%通胀目标；删除对就业目标“短缺（shortfalls）”的表述，但仍保持关注。本次会议上，Powell公布了美联储对货币政策框架的修订，及更新的美联储长期目标和货币政策策略声明（Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy）。在2012年首次提出之后，这一框架在2020年进行了五年一次的首次修订。当时，在长期低增长、低通胀、低利率环境下，美联储指出政策利率面临“零下界（ZLB）”的挑战，并提出了“平均通胀目标制”，即在一段时期内保持通胀在2%目标附近。然而，疫情危机之后，美国当下面临的高通胀、高利率环境已经与2020年大相径庭。因此，本次货币政策框架的修订主要体现在：①删除对于政策利率面临零下界（ZLB）特点的表述；②取消平均通胀目标制（AIT），致力于确保长期通胀预期稳定，这一变化与近年来美国通胀水平的巨大变化密切相关；③由于劳务市场供需状况的变化，在就业目标上，删除了关注就业“短缺（shortfalls）”这一存在沟通歧义的表述，但表示仍旧关注就业“短缺”而非实时的“偏离”，即若就业低于目标则会降息，若就业强劲则不一定加息。总体来看，这一次货币政策框架声明修订的变化不大，主要是在疫情后美国宏观环境发生剧烈变化的情况下（从低增长、低通胀、低利率环境转向高增长、高通胀、高利率），货币政策框架向最初的最大化就业与稳定通胀双目标的回归。 策略启示：乐观情形下，预计9、12月各降息一次，全年降息幅度难超过50bps；短期仍需关注9月密集数据对年内降息预期的扰动。Powell的讲话明确降低了9月降息的门槛，乐观情形下预计9、12月各降息25bps。值得注意的是，最新期货交易员对9月降息概率的押注从周五晚讲话时的最高95%再次回落至80%，全年降息预期仍在2.2次附近，意味着交易员仍预期9月FOMC前密集发布的数据（9月5日的非农、9日的QCEW校准、10日的PPI、11日的CPI）将对9月和年内降息产生扰动。届时，上述数据将基本确定9月的降息，并很大程度指引全年的降息节奏。中期看，随着2026年5月轮换新主席，美联储货币政策将面临更大的独立性问题，预期2026年降息幅度料较当前市场预期的3次更多。策略上，9月FOMC后，市场将加码押注2026年的降息预期，届时2年美债利率、美元指数将重新回归下行趋势。同时，由于市场对美联储独立性、债务可持续性、美元信用等的担忧长期存在，期限溢价将限制长期美债利率走势，因此2年10年美债期限利差将走阔。 风险提示：特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 证

券分析师：韦祎 研究助理：王茁）

宏观量化经济指数周报 20250824：货物吞吐量延续高位，8月出口仍有韧性

观点 周度ECI指数：从周度数据来看，截至2025年8月24日，本周ECI供给指数为50.09%，较上周回升0.01个百分点；ECI需求指数为49.89%，较上周环比持平。从分项来看，ECI投资指数为49.91%，较上周环比持平；ECI消费指数为49.70%，较上周回升0.02个百分点；ECI出口指数为50.20%，较上周回落0.01个百分点。 月度ECI指数：从8月前三周的高频数据来看，ECI供给指数为50.08%，较7月回落0.03个百分点；ECI需求指数为49.89%，较7月回落0.03个百分点。从分项来看，ECI投资指数为49.92%，较7月回落0.03个百分点；ECI消费指数为49.68%，较7月回落0.03个百分点；ECI出口

指数为 50.20%，较 7 月回落 0.03 个百分点。从 ECI 指数来看，8 月份经济供需两端或延续小幅回落的态势，而结合高频数据来看，8 月下旬经济增长动能有所回升，或与以旧换新资金的逐步到位以及极端天气扰动的减轻有关，预计随着后续新型政策性金融工具的加快落地，有望在四季度形成实物工作量，对需求端起到重要的支撑作用。供给端来看，工业生产景气度较 7 月有所回落，但 8 月中旬以来主要行业开工率边际回暖，且结构来看上游行业仍整体优于下游。地产方面，截至 8 月 23 日，30 大中城市商品房销售面积较去年同期回落 15.1%，仍有一定下行压力，但较 7 月的降幅有所收窄，而结合统计局发布的 7 月房价数据来看，“好房子”推动新房价格边际改善，二手房价格则仍旧承压。出口方面，8 月我国监测港口货物吞吐量高频数据仍处高位，保持了较强韧性。而韩国 8 月前 20 日出口有所改善，指向短期全球需求或并未受到新对等关税的扰动，需关注 8 月出口再度超预期的可能性。ELI 指数：截至 2025 年 8 月 24 日，本周 ELI 指数为 -0.70%，较上周回升 0.21 个百分点。8 月份单月流动性净投放继续扩张。尽管即将结束的 8 月份主要政策利率和 LPR 报价均维持不变，但是货币政策延续对流动性的呵护态度，8 月 22 日当天市场收盘后央行公告将在 8 月 25 日开展 6000 亿元 1 年期 MLF 操作，鉴于本月份仅有 3000 亿元 MLF 到期，中期流动性净投放达到 3000 亿元，MLF 层面已经是央行连续 6 个月加量续作。叠加本月中上旬开展的两次总计 1.2 万亿买断式逆回购操作，对冲本月 9000 亿元到期规模，本月短中期流动性净投放也达到 3000 亿元，合计来看，8 月份单月中期和短中期流动性净投放量为 6000 亿元，是 2025 年 7 月单月净投放规模的 2 倍。在 5 月份“降准”释放约 1 万亿长期流动性以来，货币政策更多采用 MLF 和买断式逆回购来补充中期、短中期流动性供给，“国债买卖”作为流动性供给的有效补充，重启仍有待择时择机，而降准等总量宽松，仍有待外部风险、三季度经济增长数据等多方面因素的综合观察来决定。近期虽然长期利率因资金面“体感”欠佳而出现阶段性上行，但是货币政策维持 6 个月流动性净投放，呵护流动性供给充裕的立场尚未改变。风险提示：美国关税政策仍有不确定性；政策出台力度低于市场预期；房地产改善的持续性待观察。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：李昌萌 证券分析师：王洋）

固收金工

固收周报 20250825：转债市场分歧正在累积

上周（0818—0822）鲍威尔于杰克逊霍尔央行年会释放“短鸽长鹰”预期，并试图让市场相信，其正身处前期未完成工作—指引美国经济“软着陆”一的延长线上。正如我们上周所述，美股受次提振，一改前期承压局面，美债呈现牛陡，短端下降幅度大于长端，黄金周五单日上涨 1%，美元承压回落。我们认为美国经济“软着陆”预期强化下，曲线边际趋陡概率仍较大，短端胜率大于长端。国内风险类资产周五迎来双重利好，一方面联储 9 月降息预期上升，一方面 DeepseekV3.1 发布，国内 AI 算力板块迎来主力资金追捧，科创 50 当日涨幅超 8%。转债继续跟随权益上涨，等权优于加权，风格上高价显著占优，中价、低价基本持平。我们提示目前市场分歧正在累积，根据我们统计：1) 上周日均成交量接近千亿，高于 8 月前两周单周均值，呈现逐周上升趋势；2) 上周转债价格中位数升至 133—135 元，百元平价溢价率处于历史较高分位数水平（90 分位数以上）；3) 高价

标的（130 元及以上）占比升至 60%以上，市场整体潜在双向波动边际放大。我们建议：1）在维持整体仓位稳健的基础上，降低部分高价标的风险敞口，增量及回笼资金可增配 ETF 以平衡踏空风险；2）关注前期回撤较大的银行及基建板块，和涨幅较小的地产及公用、化工板块中低价标的；3）目前我们仍维持权益市场“慢牛”的基本判断，供需错配叠加震荡市下，转债高估值磨顶期拐点远近或依赖于权益市场破位上行势能强弱。下周转债平价溢价率修复潜力最大的高评级、中低价前十名分别为：浦发转债、金能转债、利群转债、希望转债、柳药转债、青农转债、鲁泰转债、紫银转债、东南转债、万青转债。风险提示：（1）正股退市和信用违约风险；（2）流动性环境收紧风险；（3）权益市场超跌风险；（4）地缘政治危机影响；（5）行业政策调控超预期。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭）

固收周报 20250824：周观：“股债跷跷板”的极致演绎（2025 年第 33 期）

观点 股市表现强劲，上证指数突破 3800 点，后续债券市场在此环境下将如何表现？本周（2025.8.18-2025.8.22），10 年期国债活跃券收益率从上周五的 1.745%上行 4bp 至 1.785%。周度复盘：周一（8.18），早盘受货币政策报告中对于宽松的偏谨慎态度影响，利率出现上行。随后上证指数迅速上行刷新 10 年新高，对债市压制明显，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 2.5bp。周二（8.19），早盘债市情绪仍然相对低迷，利率普遍上行，但下午股市下跌，令债券得到喘息机会，全天 10 年期国债活跃券收益率下行 0.4bp。周三（8.20），央行公开市场大额净投放，支撑债市情绪，午后对于石油化工行业出台解决产能过剩问题的政策发酵，股市反转上涨，利率随即上行，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 1.4bp。周四（8.21），“看股做债”的格局延续，上午债市小幅波动，午后股市高位下挫，叠加监管干预做空国债期货的预期令利率下行，全天 10 年期国债活跃券收益率下行 1.9bp。周五（8.22），征收增值税后的首批国债发行，利率小超预期，加之股市强势突破 3800 点，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 2.4bp。周度思考：随着上证指数连续创新高，加之基本面数据进入“空窗期”，“股债跷跷板”成为主导本周债市走向的决定性因素。在此我们回顾 2006 年以来的股市繁荣时期，分别是 2006 年 8 月-2007 年 10 月、2008 年 11 月-2009 年 12 月和 2014 年 7 月-2015 年 6 月。其中前两段时期，股市快速攀升的同时利率上行态势明显。第一段时期我国经济发展持续向好，第二段时期我国经济在金融危机后回暖，总结而言，股市牛市是由经济基本面的转好驱动而非流动性的投放。2014 年 7 月-2015 年 6 月与前两次情况不同，该时段利率显著下行。为应对经济压力，央行货币政策转向宽松，在该时间段内实行了 2 次降准和 4 次降息。但从实际效果而言，释放的资金进入实体经济领域有限，多余的流动性涌入了金融市场，带动“股债双牛”。2025 年以来，债市出现过两次较大级别的调整，面临的宏观环境组合恰恰相反。第一次调整出现在 1-3 月，背景是“紧资金+强数据”，以短端利率上行主导；第二次调整是 7 月以来，背景是“宽资金+弱数据”，以长端利率上行主导。如果从传统的影响因素出发，1-3 月的债市调整更具基础，而 7 月以来的流动性宽松和基本面回落都应当成为债市利好，但我们观察到的现象反而是“股强债弱”。这是由于债市当前存在的两大利空因素比利好更占据主导，一是由于“反内卷”政策带来的物价上行和企业利润回升预期，二是去年的债券牛市将今年的行情提前透支，宽松的货币环境只能保证债市不熊，而无法驱动利率进一步下行，不能简单复制

上文所述的第三段股市繁荣时期的流动性债券牛市。短期来看，债券进入“逆风”阶段，鉴于流动性环境依然保持宽松，但长端利率受股市影响较大的特征，建议及时缩短久期，以应对可能出现的波动。长期来看，更需要关注第一点利空因素的叙事逻辑是否能够得到实际数据的验证。美国2025年8月PMI初值、成屋销售量、失业救济金、EIA原油库存等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？上周（0811—0815）鲍威尔于杰克逊霍尔央行年会释放“短鸽长鹰”预期，并试图让市场相信，其正身处前期未完成工作——指引美国经济“软着陆”——的延长线上。正如我们上周所述，美股受次提振，一改前期承压局面，美债呈现牛陡，短端下降幅度大于长端，黄金周五单日上涨1%，美元承压回落。我们认为美国经济“软着陆”预期强化下，曲线边际趋陡概率仍较大，短端胜率大于长端。我们在延续上周观点的基础上，结合增量数据，思考如下：（1）美国8月服务业PMI与制造业PMI初值均上升；8月20日当周EIA原油库存减少316.9万桶，市场预期仅减少150万桶。8月21日公布的Markit PMI初值数据显示，美国2025年8月Markit制造业PMI初值53.3%，预期49.7%，前值49.8%，远超出市场预期；服务业相较于7月有所回落，Markit服务业PMI初值55.4%，预期54.2%，前值55.7%；8月Markit综合PMI初值55.4%，预期53.5%，前值55.1%，创去年12月以来新高，连续六个月扩张。PMI初值显示，美国经济在第三季度初大幅增长，与2.3%的年化增长率相符。由于制造业经营状况有所恢复，经济增长过度依赖服务业的不平衡状况有所缓解。从EIA原油库存原油库存变动来看，美国8月15日当周EIA原油库存减少601.4万桶，远高于预期的减少85万桶，前值增加303.6万桶。库存的显著减少反映了美国国内原油需求的强劲以及供应端的潜在压力。（2）美国7月成屋销量年化环比上升2.0%，超出市场预期；8月16日当周首次申请失业救济人数升至23.5万人，8月9日当周持续领取失业金人数升至197.2万人。8月21日公布的美国7月成屋销量显示，7月成屋销售总数年化401万户，预期392万户，前值393万户，环比上升2.0%，成交量打破下降趋势有所回升，显示出美国房地产市场在一定程度上的复苏，尽管面临高抵押贷款利率和库存增加的压力，市场仍然在健康地运转。从领取失业金数据来看，8月16日当周美国首次申请失业救济人数为23.5万人（前值22.4万人），高于预测值22.5万人；8月9日当周持续申请失业救济人数为197.2万人（前值195.3万人），高于预测值196万人，为2021年11月以来最高水平。最新初请失业救济人数录得近三个月来最大增幅，这是裁员可能加快的初步信号，进一步加剧了就业市场走弱的迹象，显示美国就业市场正逐步失去韧性，这可能成为美联储政策路径的重要考量因素。（3）鲍威尔释放谨慎降息信号，点燃9月降息市场预期。8月22日，在美国怀俄明州杰克逊霍尔全球央行年会上，美联储主席鲍威尔罕见地为降息打开了大门，发表了“鸽派”言论。鲍威尔明确指出，现在政策已经明显处于限制性区域，如果经济前景和风险的天平开始转向，我们就得相应地调整政策。鲍威尔还放弃“平均通胀目标制”，回归灵活通胀框架，更注重就业与通胀平衡，删除了“就业短缺”表述，允许就业适度超预期而不立即收紧政策。鲍威尔在讲话中并未回避通胀的持续性。他表示：“关税对消费者价格的影响现在已清晰可见，但预计这些影响将相对短暂是合理的。然而，关税对价格的上涨压力也可能引发更持久的通胀动态，这是需要评估和管理的风险。”他强调，当美联储在“通胀与就业目标”之间面临拉扯时，“我们的政策框架要求我们在双重使命的两方面之间寻求平衡”。截至8月24日，Fedwatch预期2025年9月降息

25bp 的概率为 75%，上周 92.1%；10 月份降息的可能性降至 35.3%，上周为 55.2%；12 月份在 10 月份降息的基础上再次降息的可能性为 25.4%，上周为 41.8%。风险提示：大宗商品价格波动风险；宏观政策变动风险；历史经验不代表将来；经济基本面变化超预期。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭 证券分析师：徐沐阳
 证券分析师：徐津晶）

固收点评 20250823：绿色债券周度数据跟踪（20250818-20250822）

观点 一级市场发行情况：本周（20250818-20250822）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 16 只，合计发行规模约 67.90 亿元，较上周减少 63.41 亿元。发行年限多为 3 年；发行人性质为地方国有企业、大型民企、央企子公司；主体评级多为 AAA、AA+ 级；发行人地域为北京市、广东省、广西壮族自治区、贵州省、河北省、河南省、江苏省、山东省、四川省、天津市、云南省、重庆市；发行债券种类为超短期融资券、定向工具（PPN）、交易商协会 ABN、企业 ABS、中期票据、私募公司债、一般公司债。二级市场成交情况：本周（20250818-20250822）绿色债券周成交额合计 530 亿元，较上周减少 48 亿元。分债券种类来看，成交量前三为非金公司信用债、金融机构债和利率债，分别为 252 亿元、196 亿元和 41 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 82.16%，市场热度持续；分发行主体行业来看，成交量前三的行业为金融、公用事业、交运设备，分别为 223 亿元、105 亿元和 29 亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市、湖北省，分别为 177 亿元、43 亿元和 43 亿元。估值偏离度前三十位个券情况：本周（20250818-20250822）绿色债券周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交幅度小于溢价成交，折价成交比例小于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为 22 大足国资绿色债（-0.6793%）、22 富源绿色债 02（-0.4774%）、25 水能 G1（-0.4666%），其余折价率均在 -0.45% 以内。主体行业以金融、建筑、交运设备为主，中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA- 评级为主，地域分布以北京市、上海市、江西省居多。溢价个券方面，溢价率前四的个券为粤环 GK01（1.1082%）、GK 蒙电 02（1.0819%）、20 河南 39（1.0473%）、25 康富租赁 MTN001（碳中和债）（0.7551%），其余溢价率均在 0.61% 以内。主体行业以金融、能源、交运设备为主，中债隐含评级以 AA+、AA（2）、AA 评级为主，地域分布以上海市、广东省、山东省、北京市居多。风险提示：Choice 信息更新延迟；数据披露不全。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶）

固收点评 20250823：二级资本债周度数据跟踪（20250818-20250822）

观点 一级市场发行与存量情况：本周（20250818-20250822）银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。截至 2025 年 8 月 22 日，二级资本债存量余额达 46,753.85 亿元，较上周末（20250815）减少 30.0 亿元。二级市场成交情况：本周（20250818-20250822）二级资本债周成交量合计约 2162 亿元，较上周增加 545 亿元，成交量前三个券分别为 25 工行二级资本债 02BC（116.98 亿元）、25 工行二级资本债 01BC（110.37 亿元）和 25 中行二级资本债 01BC（100.12 亿元）。分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和广东省，分别约为 1733 亿元、153 亿元和 67 亿元。从到期收益率角度来看，截至 8 月 22 日，5Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：6.73BP、7.65BP、6.65BP；7Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：7.07BP、8.14BP、5.14BP；10Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收

益率较上周涨跌幅分别为：6.69BP、5.13BP、2.13BP。估值偏离%前三十位个券情况：本周（20250818-20250822）二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交的比例小于溢价成交，折价成交的幅度大于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为 21 长春发展农商二级（-21.5075%）、21 九台农商二级（-21.4869%）、22 长城华西二级资本债 01（-0.4696%），其余折价率均在-0.30%以内。中债隐含评级以 AA+、AA-、AA 评级为主，地域分布以北京市、广东省、上海市居多。溢价个券方面，溢价率前四的个券为 24 浦发银行二级资本债 02B（0.4943%）、23 汉口银行二级资本债 02（0.4546%）、23 邮储银行二级资本债 01（0.4059%）、21 建设银行二级 02（0.3893%），其余溢价率均在 0.38%以内。中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA 评级为主，地域分布以北京市、上海市、天津市居多。风险提示：Choice、Wind 信息更新延迟；数据披露不全。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶）

行业

推荐个股及其他点评

斯菱股份（301550）：2025 年半年报点评：业绩符合市场预期，机器人新产线落地在即

投资要点 25H1 营收同比+9%、归母净利润同比+5%、业绩符合市场预期。公司发布 25 年半年报，实现营收 3.91 亿元，同比+8.75%，归母净利润 0.99 亿元，同比+4.95%，扣非净利润 0.95 亿元，同比+9.48%。其中 25Q2 实现营收 1.96 亿元，同比-0.41%，归母净利润 0.53 亿元，同比+11.05%，扣非净利润 0.52 亿元，同比+8.15%，业绩符合市场预期。

客户结构变化推动利润率上升：25H1 公司实现毛利率 34.82%，同比+1.94pct，归母净利率 25.35%，同比-0.92pct，其中 25Q2 毛利率 36.56%，同比+4.17pct，归母净利率 26.94%，同比+2.78pct，主要系客户结构变化所致。分产品看，25H1 制动系统/传统系统/动力类轴承分别实现营收 3.14/0.50/0.21 亿元，同比+13.54%/+13.47%/-27.71%，毛利率分别为 34.86%/34.73%/31.52%，分别同比+3.46/-0.54/-4.25pct。分地区看，25H1 海外/国内收入分别为 2.72/1.20 亿元，同比+14.61%/-2.58%，毛利率 36.49%/31.02%，同比+3.03/-0.74pct。

全球化布局持续深入：公司与多家全球行业头部客户持续深度合作，订单稳定性较强，同时持续推进产能升级优化，目前拥有浙江新昌和泰国大城府两大生产基地共四个现代化厂区，25H1 泰国工厂第三期投资建设顺利推进，为未来新增市场需求进行储备，全球化布局进一步深入。

积极布局机器人零部件、自动化新产线落地在即。公司依托已有的技术积淀和先发优势，聚焦谐波减速器并持续完善产品矩阵，核心设备已于 2024 年底陆续到位，25H1 已经达到可以小批量生产的阶段。同时，公司第一条产线已投产工作并计划于 25 年投资第二条产线，预计年底达产。公司正积极推进机器人业务的技术储备与客户对接，未来有望成为公司新增长极。

利息收入减少带动期间费用率上升、现金流有所下降。公司 25H1 期间费用 0.21 亿元，同比+62%，期间费用率 5.71%，同比+2.04pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.81%/3.94%/4.96%/-5.00%，同比 +0.34/-0.33/+0.58/+1.45pct，财务费用率上升系利息收入下降。25H1 经营性现金流 0.73 亿元，同比-34.43%，其中 Q2 经营性现金流 0.52 亿元，

同比-39.55%。盈利预测与投资评级：我们维持公司 25-27 年归母净利润为 2.21/2.57/3.38 亿元，同比+16%/+16%/+31%，对应现价 PE 分别为 78x、67x、51x，机器人行业空间广阔，公司技术实力优秀，产能布局深入，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济下行，机器人业务不及预期等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：谢哲栋
研究助理：许钧赫）

博迁新材（605376）：2025 年半年报点评：业绩同比高增，镍基延续复苏态势、铜基降银持续推进

投资要点 事件：公司 25H1 营收 5.2 亿元，同 18.3%，归母净利润 1.1 亿元，同 93.3%，毛利率 33.2%，同 11.3pct，归母净利率 20.3%，同 7.9pct；其中 25Q2 营收 2.7 亿元，同环比 12.7%/7.6%，归母净利润 0.6 亿元，同环比 47.8%/20.5%，公司整体毛利率 33.9%，同环比 9.4/1.5pct，归母净利率 21.5%，同环比 5.1/2.3pct。业绩符合预期。Q2 营收环比提升、产能利用率打满毛利提升。25H1 下游消费电子市场需求延续 24 年复苏态势，适配 AI 服务器及车载应用的高性能 MLCC 需求强劲。公司 Q2 收入约 2.7 亿，较 Q1 营收 2.7 亿环比提升约 7.6%，我们预计公司 Q2 镍粉出货有所提升。公司整体业务销售毛利率约 33.9%，较 Q1 毛利率 32.4%环比提升 1.5pct，主要受益于产能利用率提升毛利率改善。我们预计 Q3 镍粉出货基本持平，高端产品占比将有所提升。铜基领域，公司紧跟光伏降本增效需求，联合开发适配下游技术的高性能铜基产品；相关头部厂商验证进展 Q3 有望反馈测试结果。高端镍粉需求持续增长、拟扩产 1200 吨镍粉产能。MLCC 微型化、超高容的发展趋势推动小粒径高端镍粉需求增长。公司考虑到现有厂房设备可能无法满足未来业务发展，因此子公司广迁电子和广豫储能拟分别实施“超细镍粉扩产项目”。广迁电子计划投资约 1.27 亿扩产 600 吨镍粉产线；广豫储能计划投资约 1.7 亿新建厂房及年产 600 吨镍粉产线。费用环比优化、经营现金转正。公司 25H1 期间费用 0.5 亿元，同 23%，费用率 10%，同 0.4pct，其中 Q2 期间费用 0.2 亿元，同环比 39.2%/-10.3%，费用率 9.2%，同环比 1.7/-1.8pct；25H1 经营性净现金流 1.2 亿元，同-34.8%，其中 Q2 经营性净现金流 1.4 亿元，同环比-22.9%/转正；25H1 资本开支 0.4 亿元，同-8.8%，其中 Q2 资本开支 0.3 亿元，同环比 1077.5%/74.2%；25H1 末存货 2.8 亿元，较年初-2.5%。盈利预测与投资评级：考虑 Q2 营收环比提升，高端镍粉需求增长。我们维持公司 25-27 年盈利预测，预计公司 25-27 年归母净利为 2.5/5/6.5 亿元，同增 185%/101%/30%，对应 PE 为 53x/26x/20x，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格波动、技术进展不及预期、市场竞争加剧等

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男
证券分析师：徐钺嵘）

迈富时（02556.HK）：营销 SaaS 龙头，AI 加速平台化转型

投资要点 营销及销售 SaaS 市场空间广阔，成长确定性强：中国营销及销售 SaaS 市场正高速增长，弗若斯特沙利文预测市场规模将于 2027 年达到 745 亿元人民币，五年复合年增长率近 30%，2022 年市场渗透率仅为 1.3%，对比美国成熟市场仍有巨大提升空间。在企业数字化转型与降本增效的核心诉求驱动下，叠加 AI 技术降低 SaaS 使用门槛，行业成长确定性强，公司作为国内龙头有望充分享受行业增长红利。我们认为，未来 SaaS 行业主要有以下两大发展趋势：AI 开启 SaaS 范式重塑，PaaS 能力将成为 SaaS 公司增长引擎；行业将走向平台化与生态化，业内龙头公司将从提供产品到提供解决方案演进。

行业稀缺生态位，兼具平台与垂直优势：迈富时具有行业内稀缺的生态位，既有不输于微盟、有赞的垂直领域深度，同时兼具强大的平台化能力。相较于 ERP/PaaS 巨头（如用友、金蝶），这类厂商虽具备强大的平台能力和客户基础，但在营销销售领域的理解深度和产品专注度上有所不足，而迈富时则多年深耕于营销及销售领域；相较于其他垂直 SaaS 厂商（如微盟、有赞），这类厂商专注于电商零售等特定场景，但在产品线的广度和一体化能力上相对较弱。而迈富时通过 Marketingforce 平台和 AI-Agentforce 中台，构建了强大的营销及销售 SaaS 平台化和 AI 技术底层能力，兼具了平台的“广博”性。AI 赋能平台化转型，价值有望重估：在 AI 赋能下，公司正进行平台化转型，演进路径清晰：第一阶段，从应用到平台的技术演进，公司基于成熟的 SaaS 应用（T 云、珍客）构建 PaaS 能力，整合底层数据与功能，为一站式解决方案打下基础。第二阶段，AI 成为平台的核心引擎，公司以“AI-Agentforce 智能体中台”为核心，将十五年积累的行业 know-how 转化为可复用的 AI 能力，让 AI 真正“懂营销”，构筑核心技术壁垒。第三阶段，平台生态逐渐形成，通过“高复用、低定制”的解决方案模式，驱动“Land-and-Expand”增长飞轮，有效深化客户绑定，推动 ARPU 与客户留存率稳步提升，同时显著降低新业务的边际交付成本。我们认为，市场的核心预期差在于未能将 AI 技术、平台战略及行业 know-how 三者结合，看清其相互作用产生的“化学反应”，随着公司平台化转型进入深水区，公司价值有望迎来重估。盈利预测与投资评级：公司作为国内营销及销售 SaaS 龙头，有望加速将行业 know-how 转化为可复用的 AI 能力，进行平台化转型，成长空间广阔。我们预计公司 2025-2027 年营业总收入分别为 23.28/30.53/39.26 亿元，SOTP 估值法下，公司目标估值 210 亿人民币，对应港股目标价 90 港币/股，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧、宏观经济波动、技术发展不及预期

（证券分析师：张良卫 证券分析师：张家琦）

华测检测 (300012): 2025 半年报点评: Q2 归母净利润+9%位于预告中值, 多元化+全球化助力稳健增长

投资要点 Q2 归母净利润+9%位于预告中值, 多元化+全球化助力稳健增长 2025 上半年公司实现营业总收入 29.6 亿元, 同比增长 6%, 归母净利润 4.7 亿元, 同比增长 7%, 扣非归母净利润 4.4 亿元, 同比增长 9%; 单 Q2 公司实现营业总收入 16.7 亿元, 同比增长 5%, 归母净利润 3.3 亿元, 同比增长 9%, 扣非归母净利润 3.1 亿元, 同比增长 8%, 公司业绩位于预告中值, 符合市场预期, 非经常性损益主要为政府补助。分业务 (1) 生命科学实现营收 12.7 亿元, 同比增长 1%, 土壤三普基数较高情况下, 通过拓展宠物食品、海洋监测等细分行业, 稳步发展; (2) 工业品测试实现营收 6.0 亿元, 同比增长 7%; (3) 消费品测试实现营收 5.2 亿元, 同比增长 13%; (4) 贸易保障检测实现营收 4.3 亿元, 同比增长 13%; (5) 医药行业及其他实现营收 1.4 亿元, 同比增长 1%。分区域, 公司全球化布局推进, 海外市场拓展顺利, 2025 上半年公司国内营收 27.4 亿元, 同比增长 5%, 海外营收 2.2 亿元, 同比增长 21%。毛利率、费控能力稳定于高水平 2025 上半年公司实现销售毛利率 49.6%, 同比增长 0.1pct, 销售净利率 15.7%, 同比基本持平。单 Q2 公司实现销售毛利率 52.1%, 同比下降 0.5pct, 销售净利率 19.9%, 同比提升 0.7pct。分板块, 生命科学、贸易保障盈利能力稳中有升: (1) 生命科学检测毛利率 51.2%, 同比提升 1.7pct; (2) 工业品测试毛利率 43.4%, 同比下降 2.0pct; (3) 消费品测试毛利率 41.5%, 同比下降 1.8pct; (4) 贸易保障毛利率 73.3%,

同比提升 0.6pct; (5) 医药及其他毛利率 19.4%, 同比下降 5pct。2025 上半年公司期间费用率 31.3%, 同比基本持平, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.7%/6.3%/7.9%/0.3%, 同比分别变动-0.22/+0.09/-0.24/+0.39pct。展望未来, 随医药医学、蔚思博盈利改善, 精益管理继续推进, 公司盈利水平将稳中有升。 前瞻性+多元化+国际化战略, 看好公司长期稳健增长 2024 年受内需整体偏弱影响, 第三方检测服务行业整体承压, 华测检测作为龙头, 前瞻性、多元布局新兴板块, 加速推进国际化, 阿尔法属性明显: (1) 于生命科学、贸易保障等传统领域保持竞争优势, 深挖如宠物食品等新兴细分市场需求; (2) 主动加码半导体、航空航天等战略新兴赛道; (3) 通过战略并购, 加速推进国际化: 2024 年公司收购希腊 NAIAS、常州麦克罗泰克, 加码全球航运绿色能源和 PCB 检测, 2025 年公司陆续全资收购澳实 (澳大利亚 ALS 集团于中国的分支机构)、收购南非 Safety SA、收购 Openview 旗下深圳和香港公司的控股权 (越南控股权交割预计三季度完成), 控股希腊 Emicert 等。我们看好公司长期稳健增长。 盈利预测与投资评级: 全年来看, 公司内生拓展+外延并购+精益管理思路不变, 业绩增速仍有望维持稳健。我们维持公司归母净利润预测为 10.6/11.7/13.1 亿元, 当前市值对应 PE 22/20/18x, 维持“增持”评级。 风险提示: 宏观经济波动、竞争格局恶化、并购整合不及预期等

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 韦译捷)

箭牌家居 (001322): 2025 年中报点评: 零售渠道优化效果显现, 期待盈利修复

投资要点 事件: 公司发布 2025 年中报。2025 年上半年公司实现营收 28.37 亿元, 同比-8.12%; 归母净利 0.28 亿元, 同比-25.15%; 2025Q2 公司实现营收 17.87 亿元, 同比-8.51%; 归母净利 1.02 亿元, 同比-20.86%。 需求压力仍在, 经销零售收入逆势增长。分季度看, 2025Q1-Q2 公司营收分别同比-7.46%/-8.51%, 需求弱势之下季度收入压力仍在。分渠道看, 25 年上半年公司经销零售收入 11.32 亿元, 同比增长 4.03%, 经销零售渠道的逆势增长主要受益于公司深耕零售渠道的精细化运营、分阶段推进店效倍增项目, 预计下半年随着项目范围铺开扩大, 有望进一步拉动店销增长。分区域看, 2025 年上半年公司境外收入 0.74 亿元, 同比有所下降, 主要受到贸易摩擦导致北美市场出口业务收入下降, 公司持续推进国际化战略, 在北美市场以外的市场收入增长明显。智能坐便器方面, 2025 年上半年智能坐便器收入同比增长 4.2%, 收入占比进一步提升。 毛利率呈现改善势头, 期间费用率有所增加。2025 年上半年公司销售毛利率 29.47%, 同比变动+2.44pct, 渠道结构的优化和强化成本管控是主要原因, 分渠道来看, 经销和直销毛利率同比分别变动+3.6/-5.94pct, 经销渠道毛利率同比改善明显。期间费用率方面, 2025 年上半年期间费用率同比增加了 2.53pct, 销售和管理费用率同比分别提高了 1.12/1.3pct, 主要系收入规模下滑和折旧摊销增加导致费用摊薄减少。 经营活动现金净流量同比平稳。2025 年上半年公司经营活动产生的现金流量净额为 -5.19 亿元, 上年同期为 -5.9 亿元, 上半年公司收现比 108%, 较上年同期有所提高。2025Q2 公司经营性净现金流净额+1.64 亿元, 上年同期为 +3.48 亿元, 同比下降主要系付现比的提高。 盈利预测与投资评级: 公司是国内卫浴龙头, 在品牌力、产品力和渠道力方面均有较为深厚的积累。行业需求承压和竞争加剧情况下, 公司积极调整, 通过零售渠道重点发力并带动全渠道扩张, 并通过提升产品力和品牌营销有望实现产品结构优化和门店店效增长。我们调整公司 2025-

2027 年归母净利润预测为 2.47/3.08/3.63 亿元(前值为 3.05/3.56/4.2 亿元), 对应 PE 分别为 36X/29X/25X, 维持“增持”评级。风险提示: 下游需求波动的风险、市场竞争加剧的风险、原材料及能源价格大幅波动的风险等。

(证券分析师: 黄诗涛 证券分析师: 房大磊)

满帮集团 (YMM): 2025Q2 业绩点评: 看好核心业务增长, 货运经纪业务调整影响短期盈利

投资要点 事件: 25Q2 公司实现收入 32.39 亿元, 同比增长 17%; Non-GAAP 运营利润达 12.30 亿元, 同比增长 76%; Non-GAAP 净利润为 13.52 亿元, 同比增长 39%。公司收入利润均高于彭博一致预期。公司预计 25Q3 收入将为 30.7-31.7 亿元, 同比增长 1.3%-4.6%; 若剔除货运经纪服务, 收入预计将在 21.6-22.6 亿元, 同比增长 23.4%-29.1%。完单量增长超预期, 直客渗透持续提升。

25Q2 公司履约订单量同比增长 23.8% 至 6080 万单, 远超货运大盘表现, 主要得益于货主数量增加和结构优化, 以及履约效率提高。1) 货主端: 受益于公司运营优化, 25Q2 公司平均托运人 MAU 为 316 万人, 同比增长 19.3%, 主要系直客增长。25Q2 直客货主履约订单贡献比例同比上升 4pct 至 53%。2) 司机端: 受益于平台订单需求的活跃及算法运营优化等, 截至 2025 年 6 月底的 12 个月内, 通过满帮完成订单的活跃卡车司机数量达 434 万, 且司机参与度和忠诚度进一步提高, 响应订单的司机次月留存率始终超过 85%, 履约率同比增长 7pct 达 40.7%, 再创历史新高。进入下半年, 受到 8 月初开始提升货运经纪业务费率的影响, 我们预计部分客户会有所流失, 从而影响公司单量增速, 但总体影响可控, 公司在高质量直客数量以及其订单中的渗透率提升将继续驱动公司单量健康增长。抽佣业务增长亮眼, 进一步体现平台的双边价值。25Q2 公司交易服务收入(即抽佣业务)为 13.27 亿元, 同比增长 39.4%, 占总收入比例提升至 41%。拆解来看, 25Q2 抽佣订单渗透率提升至 86.7% (同比提高 5pct), 每单变现金额从 2024Q2 的 23.9 元提升至 25Q2 的 25.2 元, 且仍有提升空间。通过更复杂的信用评级系统和更完善的司机激励计划, 公司有效满足了不同货主的多样化需求, 提升了货币化效率。未来公司将继续利用智能货运匹配系统和灵活补贴策略, 挖掘高价值用户货币化潜力, 我们看好其交易服务收入继续保持高增。

盈利能力方面, 短期货运经纪业务调整将产生不利影响, 但长期提升趋势不变。25Q2 公司毛利率较高的交易服务收入(yoy+39.4%)及会员收入(yoy+14.5%)等实现亮眼增长, 驱动总体毛利率同比提升 9.2pct 至 61.8%。销售/管理/研发费用率同比分别减少 0.1pct/2.7pct/2.5pct, 利润率同比显著提升。货运经纪业务调整后 Q3 公司运营利润同比我们预计有所下降; 但其长远有利于优化业务结构和提升整体盈利能力。**盈利预测与投资评级:** 考虑到短期货运经纪业务调整, 我们将公司 2025-2027 年 Non-GAAP 归母净利润预测从 54/70/89 亿元下调至 48/65/82 亿元, 对应 Non-GAAP 口径 PE 分别为 20/15/12 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 短期投资影响利润, 货运经纪业务低预期, 业务拓展低预期

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 郭若娜)

沪光股份 (605333): 2025 年中报点评: 25Q2 量利齐升, 业绩超预期

投资要点 公告要点: 公司发布 2025 年半年度报告, 业绩超预期。2025H1 实现营收 36.30 亿元, 同比+6.2%, 归母净利润 2.76 亿元, 同比+8.4%, 扣非归母净利润 2.68 亿元, 同比+9.5%。其中 25Q2 实现营收 20.9 亿元, 同环比+11%/+35%, 归母净利润 1.8 亿元, 同比+19%,

环比+97%，扣非归母净利润 1.8 亿元，同比+19%，环比+98%。核心客户放量 + 项目量产落地，驱动收入高增：25Q2 营收环比大增 35.3%，核心源于主力客户车型持续放量及重点项目量产爬坡，1) 赛力斯、蔚来乐道等新能源客户需求放量；2) 上汽大众等传统客户订单稳定；3) L 汽车 W02 高压线束、奔驰 GEN5 低压线束等项目量产，新增 T 公司 E80 低压、一汽红旗高压等项目定点，为后续收入增长奠定基础。利润优化，现金流状况持续向好：规模效应+成本管控发力，25H1 毛利率 15.7%，同比+0.3pct，其中 25Q2 毛利率达 16.6%，同环比+0.1pct/+2.3pct；25H1 期间费用率 7.3%，同比-1.1pct，其中研发费用 1.20 亿元，同比-8.03%。现金流改善，主要系前期研发项目进入验证生产阶段、领料需求下降，同时公司内部精细化管理降低运营成本，25H1 经营活动现金流净额 1.85 亿元，同比+67.9%，主要因客户回款周期缩短及政府补助到账增加；截至 25H1 末，货币资金 7.95 亿元，同比+60.1%，为后续业务拓展提供充足资金保障。新能源项目持续拓展，线束产业转型升级。25H1 公司新能源线束业务布局持续深化：定点端，新增 L 汽车 W10 高压线束、一汽红旗 E702/BP62/P701 高压线束、奇瑞 ICARV23 高压线束等项目，覆盖主流新能源车企；量产端，除前述赛力斯、蔚来、智己等项目外，还实现 M 汽车电池包高低压线束量产，新能源业务占比稳步提升，为公司在汽车“新四化”趋势下的竞争力奠定基础。线束产业转型升级有突破：无人机线束交付 A 系列及 A50 系列，获 FF 航空吨级项目订单；作业类无人车辆线束获无人割草机项目，交付近三百台；智能机器人线束为 AI 头部企业供货，参与相关机器人项目，还通过设子公司建“一中心四平台”完善产业链。盈利预测与投资评级：我们维持 2025-2027 年营业收入为 100/121/143 亿元，同比分别+26%/+21%/19%，基本维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 8.7/10.9/12.9 亿元，同比分别+30%/+25%/+18%，对应 PE 分别为 17/14/12 倍，维持“买入”评级。风险提示：核心客户销量不及预期，新客户及新产品开拓不及预期等。

(证券分析师：黄细里 研究助理：孙仁昊)

稳健医疗 (300888)：2025 年中报点评：双主业并驾齐驱，稳健向好
投资要点

公司公布 2025 年中报：25H1 收入 52.96 亿元/yoy+31.31%、归母净利 4.92 亿元/yoy+28.07%，业绩强劲增长来自消费+医疗业务双轮驱动。分季度看，25Q1/Q2 营收分别同比+36.5%/+26.7%，归母净利润分别同比+36.3%/+20.7%，Q2 业绩有所放缓主因消费品业务受舆论事件短期影响。中期分红每 10 股派发现金 4.50 元(含税)，分红比例 53.26%。消费业务：核心战略品类引领增长，抖音、商超快速放量。25H1 消费品业务收入 27.45 亿元/yoy+20.3%，其中 Q1/Q2 分别同比+28.8%/13.1%，Q2 环比有所放缓主要受“315”事件直接影响以及为应对相关舆论全棉时代品牌广告宣传投入方向有所调整。分产品看，25H1 奈丝公主卫生巾收入 5.33 亿元/yoy+67.64%，干湿棉柔巾收入 8.13 亿元/yoy+19.46%，成人服饰收入 5.21 亿元/yoy+19.41%，核心爆品卫生巾延续高增态势，棉柔巾、成人服饰亦取得显著超出行业的增长表现，体现品牌产品力势能向上。分渠道看，25H1 电商收入 17.1 亿元/yoy+23.6% (其中抖音等兴趣电商同比增长近 100%)，线下门店收入 7.2 亿元/yoy+2.8%，商超收入 2.4 亿元/yoy+63.2%，抖音、商超渠道快速放量。截至 25H1 末全棉时代门店共 484 家 (直营 380 家/加盟 104 家)，上半年净新开 16 家，下半年公司将聚焦提升门店坪效，门店表现有望改善。医疗板块：内生提速，并购融合，稳健向好。25H1 医疗耗材业务收入 25.15 亿元/yoy+46.39%，剔除 GRI 并表影响后同比增长 13.2% (其中 Q1/Q2

分别同比+11.1%/15.3%，Q2 内生增长提速)。分产品看，25H1 高端敷料/手术室耗材/健康个护品类分别实现收入 4.8/7.4/2.3 亿元，分别同比+25.7%/+193.5%/+26.9% (手术室耗材剔除 GRI 后 yoy+18.0%)，产品结构持续优化。分渠道看，25H1 医疗耗材国外/国内医院/C 端 (电商+药店) 收入分别为 14.3/4.1/4.5 亿元，分别同比+81.3%/+16.2%/+33.2%。毛利率小幅下降，费用率下降，现金流状况优异。1) 毛利率：25H1 同比-0.4pct 至 48.3%。其中，消费品业务毛利率同比+1.74pct 至 58.63%，主要受益于高毛利的卫生巾、成人服饰等产品占比提升；医疗耗材业务毛利率同比-0.71pct 至 37.39%。2) 期间费用率：25H1 销售/管理/研发/财务费用率分别同比-2.48/+0.56/+0.12/+0.71pct 至 23.7%/8.2%/3.7%/-0.2%，销售费用率下降、管理费用率提升均主因 GRI 并表 (2B 业务销售费用率较低、管理费用率相对较高)。3) 归母净利率：结合投资收益减少、所得税费用增加，25H1 归母净利率同比-0.23pct 至 9.29%。4) 存货：25H1 末存货 19.46 亿元，与期初基本持平。5) 现金流：25H1 经营活动现金流净额 3.40 亿元/yoy+75.82%，主要系销售回款增加。盈利预测与投资评级：考虑消费业务核心品类表现超预期、医疗内生增长提速，我们将 2025-2027 年归母净利润从 9.52/11.17/13.33 亿元上调至 10.45/12.37/14.94 亿元，对应 PE 分别为 23/20/16X，维持“增持”评级。风险提示：原材料价格波动、消费品竞争加剧、国际贸易环境变化及商誉减值风险。

(证券分析师：汤军 证券分析师：赵艺原)

华利集团 (300979)：2025 年中报点评：On 和 New Balance 跻身前五大客户，期待新工厂效率爬坡

投资要点 公司公布 2025 年中报：25H1 营收 126.61 亿元/yoy+10.36%，归母净利润 16.64 亿元/yoy-11.42%。分季度看，25Q1/Q2 营收分别同比+12.34%/+8.96%；归母净利润分别同比-3.25%/-17.32%。上半年收入保持增长，但利润承压，Q2 环比 Q1 业绩转弱，主因老客户订单下滑导致工厂效率降低，而新客户、新工厂生产效率处爬坡期，且由于客户订单变动集团进行产能调度，短期内损失效率。新老客户订单分化，On 和 New Balance 跻身前五大客户。从客户自身情况来看，FY25Q3/Q4 (截至 2025/2/28、2025/5/31 季度) NIKE 营收分别同比 -9.33%/-11.97%，25Q1/Q2 Deckers 营收分别同比 +6.46%/+16.86%，VF 营收分别同比-4.61%/-0.47%，On 营收分别同比 +42.98%/+31.97%，阿迪达斯营收分别同比+12.73%/+2.23%，由于市场策略差异，客户自身表现存在分化。同时结合供应商策略差异，华利集团不同客户间订单分化，部分老客户订单下滑，但新客户订单同比大幅增长，其中 On 和 New Balance 跻身公司前五大客户行列，25H1 前五大客户收入占比由去年同期的 76.61%下降为 71.88%，客户结构更加多元化，增强公司在宏观经济环境与消费市场不确定性增加时的业绩韧性。新厂密集投产，期待效率爬坡。近两年伴随新客户订单放量，公司处于资本开支密集投入期，2024 年公司新增 4 个新工厂投产 (4 月越南 On Running 工厂、印尼 Hoka 工厂；9 月越南阿迪工厂；10 月越南 New Balance 工厂)，2025H1 新增 2 个新工厂投产 (四川阿迪工厂、印尼阿迪工厂)。25H1 越南新工厂出货量达 373 万双，印尼新工厂出货量达 199 万双，中国新工厂出货量达 67 万双。公司预计下半年将新增投产一个印尼阿迪工厂和一个越南 Asics 工厂。新工厂密集投产短期对利润率有所拖累，25H1 毛利率/归母净利率分别同比-6.38/-3.18pct 至 21.85%/13.19%，未来随产能爬坡，利润率有望逐步修复。盈利预测与投资评级：维持 2025-2027 年归母净利润

预测值 35.7/43.4/51.2 亿元，对应 PE 分别为 18/15/12X，维持“买入”评级。风险提示：全球消费需求波动、新产能爬坡及效率提升不及预期、大客户订单波动风险、国际贸易政策变动风险。

(证券分析师：汤军 证券分析师：赵艺原)

长安汽车 (000625): 2025 年半年报点评: 业绩符合预期, 新央企开启新征程

投资要点 公司公告: 公司披露 2025 年半年报, 2025Q2 实现营收 385.3 亿元, 同环比分别-2.9%/+12.8%, 归母净利润 9.4 亿元, 同环比分别-43.9%/-30.6%, 扣非后归母净利润 6.9 亿元, 同环比分别-34.4%/-11.5%。2025Q2 业绩符合我们预期。

Q2 业绩符合预期, 销售费用率提升明显。1) 营收层面: 销量维度, 公司 25Q2 实现并表销量 41.6 万台, 同环比-4.1%/-16.5%; 折算 Q2 并表单车均价 9.3 万元, 同环比分别+1.2%/+35.0%。2) 毛利率层面: 公司 Q2 毛利率为 15.2%, 同环比分别+2.0/+1.3pct, 同环比改善, Q2 确认采购降本金额环比 Q1 提升显著。3) 费用率层面: 公司 Q2 销管研费用率分别 7.0%/3.1%/4.6%, 同比分别 +4.4/+0.2/+1.2pct, 环比分别 +2.0/+0.1/+0.2pct。销售费用率同环比提升较多的原因为 Q2 S9 等新车上市较多, 相应营销支出加大, 同时 Q2 终端价格竞争激烈。Q2 财务费用为-8.8 亿元, 主要来自汇兑贡献。4) 投资收益层面: 公司 Q2 投资收益为 0.4 亿元, 同环比均下滑。5) 最终公司 Q2 实现归母净利润 9.4 亿元, 同环比分别-43.9%/-30.6%。

新央企成立, 持续加速向智能低碳出行科技公司转型。2025 年 7 月 29 日中国长安汽车集团有限公司在重庆宣告成立。新能源方面, “香格里拉”计划实现新突破。完成全固态原型电芯验证, 并实现“电芯组装-电池封装-整车装配”的产业链自主布局。智能化方面, 公司发布天枢智驾、天枢座舱、天枢底盘等智能化技术。全球化方面, “海纳百川”计划稳步推进, 长安汽车品牌欧洲发布会在德国举行, 正式进军欧洲市场, 此外新建泰国罗勇备件中心库, 全球化服务体系不断完善。

盈利预测与投资评级: 考虑行业竞争加剧以及公司销售费用率提升明显, 我们下调公司 2025/2026/2027 年归母净利润至 65.4/84.4/103.0 亿元 (原为 87/95/109 亿元), 对应 PE 分别为 19/15/12 倍。考虑公司深蓝/阿维塔/启源三大品牌向上, 智能化/全球化持续推进, 我们仍维持长安汽车“买入”评级。

风险提示: 海外汽车行业销量不及预期; 国内乘用车价格战超预期。

(证券分析师：黄细里 证券分析师：孟璐)

山推股份 (000680): 2025 半年度点评: 降本增效效果突出, 2025H1 国内业务毛利率同比+3.0pct

投资要点 事件: 2025 年 8 月 22 日, 公司发布 2025 年半年度报告。

Q2 归母净利润同比+4.7%, 北方特区下滑导致业绩短期承压

2025H1 公司营业总收入 70.0 亿元, 同比+3.0%; 归母净利润 5.7 亿元, 同比+8.8%, 扣非归母净利润 5.6 亿元, 同比+36.5%。单 Q2 公司营业总收入 37.0 亿元, 同比+3.2%; 归母净利润 3.0 亿元, 同比+4.7%; 扣非归母净利润 2.9 亿元, 同比+44.3%。分国内外来看, 公司 2025H1 国内收入 25.9 亿元, 同比+2.2%, 占总收入的 37.0%; 海外收入 39.0 亿元, 同比+7.7%, 占总收入的 55.7%, 公司海外收入降速我们判断主要系海外北方特区景气度下滑影响, 随着其他地区开拓&特区基数下降, 公司海外仍有较大成长空间。

降本增效效果突出, 2025H1 国内业务毛利率同比+3.0pct

2025H1 公司销售毛利率 20.3%, 同比上升 0.4pct, 销售净利率 8.1%, 同比上升 0.4pct。分国内外来看, 2025 上半年公司国内毛利率 10.3%, 同比+3.0pct, 国内业务

毛利率提升主要源于公司通过供应链开放、公开招标等方式，推动降本增效，上半年降本目标完成率达 103%；海外毛利率 26.8%，同比-1.7pct。费用端，2025H1 公司期间费用率 9.9%，同比+1.4pct，销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.9/+0.3/+0.1/+0.1pct。公司整体期间费用率有所提升，主要系海外市场渠道扩张带来的销售费用率提升。随着公司积极开拓海外市场，在品牌建设、渠道铺设及服务体系完善方面持续投入，长期来看，有望成为公司海外市场业绩增长的重要支撑。山重建机表现亮眼，协同效应大幅提升公司核心竞争力。2024 年 12 月 12 日，公司公告山重建机 100%股权交割完成。根据收购协议，山重建机在 2024-2026 年的业绩承诺分别不低于 0.86 亿元、1.26 亿元及 1.67 亿元，累计不低于 3.80 亿元。2024 年山重建机实现净利润 2.0 亿元，业绩表现亮眼。我们认为山重建机挖机业务的注入将依托公司推土机渠道以及山东重工强大的集团协同优势，成为公司新增长点。具体来看，公司利用山东重工集团黄金产业链竞争优势，实现动力总成、液压件、变速箱、变矩器、四轮一带、研发等方面的资源共享，促进内部战略协同有序深化，大幅提升公司核心竞争力。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 13.9/16.0/18.5 亿元，当前市值对应 PE 分别为 11/9/8 倍，维持“买入”评级。风险提示：国内行业需求不及预期，政策不及预期，出海不及预期

（证券分析师：周尔双 证券分析师：黄瑞）

丸美生物（603983）：2025 年半年报点评：25H1 收入高增 31%，大单品系列持续扩充

投资要点 公司发布 2025H1 业绩：25H1 公司实现营收 17.7 亿元，同比+30.8%，实现归母净利润 1.9 亿元，同比+5.2%，扣非后归母净利润 1.8 亿元，同比+6.6%。单 25Q2 看，公司实现营收 9.2 亿元，同比+33.5%，实现归母净利润 0.5 亿元，同比-23.1%，扣非后归母净利 0.4 亿元，同比-30.2%。2025H1 分红 1 亿元，分红比例达 53%。毛利率维持高位，销售费用率提高致净利率有所承压：①毛利率：25H1 毛利率 74.6%，同比-0.1pct；25Q2 毛利率 73.3%，同比-1.5pct。②费用率：25H1 期间费用率 61.0%，同比+2.5pct，主要系销售费用率同比增加 3.4pct；25Q2 期间费用率 65.6%，同比+3.9pct，主要系线上营销与品牌建设投放加大。③净利率：25H1 归母净利率 10.5%，同比-2.6pct；25Q2 归母净利率 5.5%，同比-4.1pct。双星品牌均实现较好增长，产品持续推新：分品牌看，25H1 丸美/PL 恋火品牌收入分别为 12.5/5.2 亿元，同比分别+34.4%/+23.9%。丸美官宣首位全球品牌代言人杨紫，25H1 发布重磅新品小金针超级面膜，以丸美进阶版重组胶原蛋白为核心成分，助力脸部澎弹亮。PL 恋火品牌聚焦高质极简底妆，深化品牌价值建设，3 月重磅上市“蹭不掉粉底液 4.0”并官宣首位品牌代言人李昊，618 期间线上 GMV 突破 3.5 亿。线上渠道高增，明星&达人种草效果明显：分渠道看，25H1 公司线上/线下收入分别 15.7/1.97 亿元，同比分别+37.9%/-7.1%，占比分别 88.9%/11.1%。公司在线上依托天猫、京东、抖音等平台，采用“种草-直播转化”闭环策略，结合明星代言与 KOL/KOC 合作，2 月丸美品牌代言人杨紫，发起“置顶自己”情感营销主题，实现超 18 亿级曝光，恋火品牌年初联合彩妆垂类头部 KOL 推出原创定制短剧《看不见的恋人》，总播放量近 5000 万；在线下持续拓展专柜、专卖店及新型美妆集合店，如开设“丸美科技美肤馆”探索单品牌店模式。盈利预测与投资评级：公司转型调整成效显著，品牌聚焦大单品战略提升用户黏性，自有品牌快速放量，大单品小金针、小红笔等表现强劲，25 年丸美品牌重磅

推出小金针超级面膜，PL 品牌蹭不掉粉底液更新 4.0，多品牌成长可期。我们维持公司 2025-27 年归母净利润预测 4.4/5.5/6.9 亿元，分别同比+28%/+26%/+24%，对应 PE 分别为 41/33/26X，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧，新品推广进展不及预期，宏观经济波动等。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：郝越)

森马服饰 (002563): 2025 年中报点评: 零售变革致短期利润承压, 延续高分红

投资要点 公司公布 2025 年中报: 25H1 收入 61.49 亿元/yoy+3.26%、归母净利 3.25 亿元/yoy-41.17%、扣非归母净利 2.96 亿元/yoy-45.22%，收入小幅增长，但利润端承压，主要系公司为推动零售转型，加大对品牌建设和新开门店的投入，导致销售费用提升较多，同时利息收入减少导致财务费用增加。分季度看，25Q1/Q2 营收分别同比-1.93%/+9.04%，归母净利润分别同比-38.12%/-46.29%，Q2 营收增势良好，利润仍承压。公司中期分红 0.15 元/股，派息比率高达 124.32%。童装业务稳健增长，休闲装承压，渠道结构持续优化。

1) 分产品看，25H1 休闲装/童装收入分别为 17.23/43.13 亿元、分别同比-4.98%/+5.97%、占比 28%/70%。童装业务延续稳健增长态势，休闲装业务收入下滑，公司持续推动森马品牌“再造新常服”的价值焕新，聚焦防晒服、舒服裤等心智产品打造，其中部分核心单品 25H1 销售额同比增长超 50%。截至 25H1 末，休闲装/童装门店分别 2800/5436 家，较 24H1 净+45/+51 家。2) 分渠道看，25H1 线上/直营/加盟/联营收入分别同比-0.11%/+34.78%/-2.80%/-25.32%。直营渠道增长强劲，主因公司加大直营门店拓展力度；加盟收入小幅下滑主因加盟商订货及提货态度仍偏谨慎。截至 25H1 末直营/加盟/联营门店分别为 999/7194/43 家，较 24H1 净+160/+9/-73 家。自 2024 年以来公司持续优化渠道结构，新增超 1500 家店铺（以奥莱、购物中心为主），关闭超 1000 家店铺（以街边店、传统百货为主），门店质量有效提升。毛利率小幅提升，费用投入加大，存货压力有所增加。1) 毛利率: 25H1 同比+0.59pct 至 46.70%，主要来自渠道结构变化（分渠道看，25H1 线上/直营/加盟毛利率分别为 47.29%/67.60%/37.34%）。2) 期间费用率: 25H1 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+3.63/+0.27/-0.18/+1.97pct 至 29.65%/5.11%/1.78%/-0.23%，其中销售费用率因线下新开门店及线上投流费用增加而明显提升，财务费用率提升主因定期存款利息收入减少。3) 归母净利率: 25H1 同比-4.00pct 至 5.29%。4) 存货: 25H1 末存货账面价值 33.26 亿元/yoy+16.65%，存货周转天数同比增加 30 天至 187 天。5) 现金流: 25H1 经营活动现金流净额-2.77 亿元，主因支付货款增加、利息收入减少及广宣服务等费用支出增加。截至 25H1 末，公司货币资金 56.2 亿元，现金储备充足。

盈利预测与投资评级: 公司正处在以消费者为中心的零售转型关键期，在渠道结构优化、品牌形象升级和数字化能力建设上持续投入，短期内对利润造成一定影响，但为长期健康发展奠定基础。考虑到当前消费环境的挑战及公司转型投入期，我们将 2025-2027 年归母净利润从 12.30/13.28/14.23 亿元下调至 9.79/11.47/13.85 亿元，对应 PE 分别为 15/13/11X，公司作为休闲服+童装双龙头，长期价值值得关注，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济波动，行业竞争加剧，存货管理及跌价风险。

(证券分析师：汤军 证券分析师：赵艺原)

华辰装备 (300809): 2025 年半年报点评: 营收稳健增长, 积极布局人形机器人&半导体等新兴领域

投资要点 营收稳健增长，加大研发投入致利润短期承压
2025 年上半年公司实现营收 2.67 亿元，同比+19.16%；实现归母净利润 0.34 亿元，同比-28.41%；实现扣非归母净利润 0.21 亿元，同比-31.73%。营收增长主要系公司稳步推进相关设备的生产、交付及验收工作；归母净利润下降主要系公司加大新产品研发投入，且报告期内计提了较多合同资产减值损失。分业务看，2025 年上半年全自动数控轧辊磨床实现营收 2.21 亿元，同比+13.42%；维修改造业务实现营收 0.33 亿元，同比+212.79%。分地区看，2025 年上半年国内收入 2.56 亿元，同比+22.16%，海外收入 0.12 亿元，同比-22.40%。单 Q2 看，公司实现营业收入 1.42 亿元，同比+41.98%；归母净利润 0.11 亿元，同比-48.65%，扣非归母净利润-0.01 亿元，同比-110.73%。

综合毛利率小幅提升，研发投入大幅增加 2025 年上半年公司销售毛利率为 31.59%，同比+1.23pct。综合毛利率提升主要系维修改造业务的高速增长及毛利率的大幅提升。分产品看，2025 年上半年全自动数控轧辊磨床毛利率为 30.22%，同比-0.92pct；维修改造业务毛利率为 40.60%，同比+12.12pct。2025 年上半年公司销售净利率为 12.76%，同比-8.47pct，主要系研发费用率提升及资产减值损失增加。2025 年上半年公司期间费用率为 17.69%，同比+2.24pct。销售/管理/财务/研发费用率分别为 3.41%/5.08%/-0.56%/9.76%，同比分别-0.85pct/-0.29pct/+1.78pct/+1.60pct。公司积极布局人形机器人及半导体精密磨削领域的新产品，研发投入同比增加 42.54%，导致研发费用率有较多提升。在手订单情况良好，经营活动现金流显著改善 截至

2025 年上半年末，公司合同负债为 2.42 亿元，虽较年初略有下降，但仍处于较高水平，表明公司目前在手订单情况良好。2025 年上半年公司经营活动产生的现金流量净额为 0.50 亿元，同比大幅增长 59.59%，主要系公司加强回款管理，支付的采购货款减少所致，表明公司经营质量有所提升。

轧辊磨床业务为基础，切入内/外螺纹磨床与半导体精密磨削领域 1) 切入丝杠加工设备领域：2025 年 3 月 25 日华辰装备与福立旺签订合同，华辰装备将在未来一年内向福立旺提供精密内/外螺纹磨床及高速外圆磨床共 100 台，用于加工行星滚柱丝杠相关部件。

2) 布局半导体精密磨削领域：2024 年 12 月 19 日，公司公告拟与长光大国器共设合资公司，合资公司主要从事超精密光学元件磨床、超精密导轨磨床的应用验证，以及承接光学元件、半导体等超精密零部件磨削加工服务业务。其中华辰装备负责生产制造超精密光学元件磨床、超精密导轨磨床。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 0.99/1.44/2.19 亿元。当前市值对应 PE 分别为 130/89/59 倍，考虑公司积极布局丝杠加工设备与半导体精密磨削领域，维持公司“增持”评级。风险提示：人形机器人量产进展不及预期，磨床需求不及预期，行业竞争加剧。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天

研究助理：陶泽)

李宁 (02331.HK)：25H1 业绩点评：经营稳健，加大运动资源投入蓄力长期发展

投资要点 公司公布 25H1 业绩：25H1 实现收入 148.2 亿元/yoy+3.3%、归母净利 17.4 亿元/yoy-11.0%，收入稳健增长，利润下滑主因有效税率提升及资产减值影响。中期派息 33.59 分/股，派息率约 50%。

电商渠道、鞋类及器材配件带动增长。1) 分渠道看，25H1 电商/特许经销商/直营零售收入分别同比+7.4%/+4.4%/-3.4%。电商渠道通过优化平台运营及深化线上营销，贡献最大增量；批发收入小幅增长主要来自专业渠道销售带动，截至 25H1 末批发门店同比+77 家

至 4821 家；直营受店铺结构优化调整影响收入下降，截至 25H1 末直营门店同比-217 家至 1278 家。2) 分产品看，25H1 鞋类/服装/器材及配件收入分别同比+4.9%/-3.4%/+23.7%。鞋类业务保持增长，三大核心跑鞋 IP “超轻”、“赤兔”、“飞电” 期内销量突破 526 万双；服装销售相对疲软。 利润率承压，库存周转保持健康水平。1) 毛利率：25H1 毛利率同比-0.4pct 至 50.0%，主因渠道结构调整及直营渠道折扣力度加大。2) 费用率：25H1 销售及行政费用率 34.2%，同比下降 0.7pct。其中销售费用率同比-1.2pct 至 29.0%，主要得益于直营渠道收入下滑因此相关投入减少，预计下半年奥运赞助等营销推广费用将显著提升；行政费用率同比+0.5pct 至 5.2%，主要由于收购凯胜牌产生的商誉于本期确认 7,239 万元减值。3) 归母净利率：结合投资性房地产减值 1.06 亿元及有效税率从 25.3%大幅提升至 33.3%等因素，25H1 归母净利率同比-1.9pct 至 11.7%。4) 存货：截至 25H1 存货 24.3 亿元/yoy+5%，渠道库销比 4 个月左右，维持健康周转。5) 现金流：25H1 经营现金流净额 24.1 亿元/yoy-11.7%，主要来自存货和应收账款有所增加。期末现金及存款余额达 191.9 亿元，资金状况充裕。 盈利预测与投资评级：展望下半年，公司将持续深化“单品牌、多品类、多渠道”战略，并借助与中国奥委会的合作，增加专业运动资源投入，同时公司已将内部组织结构调整为以品类制为核心的业务模型，提升品类经营效率，拓展多品类如乒乓球、羽毛球、匹克球、网球、高尔夫球等。我们维持 25-27 年归母净利润预测值 23.13/25.98/29.26 亿元，对应 PE 分别为 20/18/16X，公司经营基本盘稳固，渠道库存趋于健康，未来随奥运主题营销催化有望释放业绩弹性，维持“买入”评级。风险提示：消费复苏不及预期，行业竞争加剧，运动资源投入产出效果不及预期。

(证券分析师：汤军 证券分析师：赵艺原)

赛诺医疗 (688108)：2025 年中报点评：业绩符合预期，期待颅内自膨载药支架国内获批

投资要点 事件：公司近期发布 2025 年中报。2025 年上半年，公司实现收入 2.40 亿元 (+12.53%，同比，下同)，实现归母净利润 0.14 亿元 (+296.54%)，实现扣非归母净利润 0.08 亿元 (+163.35%)。2025 单 Q2 季度，公司实现收入 1.40 亿元 (+13.86%)，实现归母净利润 0.11 亿元 (+110.56%)，实现扣非归母净利润 0.07 亿元 (+42.83%)，业绩符合我们预期。 公司冠脉介入耗材国内外推进顺利。冠脉介入方面，2025 年上半年，公司冠脉支架及球囊产品持续参与国家冠脉支架及各省市球囊产品集采，产品销量稳步上升。截至 2025 年 8 月 22 日，全国大部分省市冠脉支架带量集采第二轮第三周期已完成落地执行。除部分省市外，公司冠脉球囊产品已完成全国大部分省市的续采工作。此外，公司在河北 2023 年底组织的京津冀“3+N”联盟 28 种医用耗材集中带量采购项目中中选的棘突球囊也在除西藏外的其他联盟省份完成落地。公司冠脉药物洗脱支架系统先后在阿根廷，厄瓜多尔、越南等国家和地区获得海外注册证；公司冠脉球囊扩张导管 (SC HONKYTONK™) 和 (NC ROCKSTART™) 分别在吉尔吉斯斯坦、秘鲁、马来西亚等国家获得海外注册证，公司冠脉产品海外销售范围进一步扩大。 颅内自膨载药支架获美国突破疗法认证，神经介入线有望加速出海。2025 年 8 月，公司收到美国 FDA 通知，公司控股子公司赛诺神畅研发的 COMETIU 自膨式颅内药物涂层支架系统及 COMEX 球囊微导管已获得美国 FDA 突破性医疗器械认定 (Breakthrough Device Designation)。本次突破性医疗器械认定产品，是美国 FDA 历史上全球首个颅内动脉粥样硬化狭窄治疗产品，同时

也是首个获得美国 FDA 突破性医疗器械认定的国产神经介入器械产品。公司神经业务子公司赛诺神畅自主研发的血流导向密网支架 AUCURA™ 于 2025 年 5 月获得《中华人民共和国医疗器械注册证》，并于 2025 年 4 月提交欧洲 CE 注册被受理。公司颅内取栓支架 GHUNTER 也已进入欧洲 CE 注册审理流程。盈利预测与投资评级：考虑到新品推广及研发费用增加，我们将公司 2025-2026 年归母净利润从 0.91/2.19 亿元下调至 0.31/0.58 亿元，预计 2027 年归母净利润为 0.80 亿元。对应当前市值的 PE 分别为 433/234/170 倍，考虑到公司颅内自膨载药支架有望年内国内上市，维持“买入”评级。风险提示：集采降价风险，产品获批时间低于预期等。

（证券分析师：朱国广）

弘元绿能（603185）：2025 半年报点评：25H1 同比减亏，H2 反内卷下有望改善

投资要点 事件：公司发布 2025 年中报，实现营收 32.29 亿元，同比-19.52%；实现归母净利润-2.97 亿；扣非净利润-3.56 亿元。其中 25Q2 营收 15.72 亿元，同比-13.7%；归母净利润-2.35 亿；扣非净利润-2.616 亿元，同比减亏。出货保持稳定、整体亏损可控：我们预计公司 25Q2 硅料出货约 1-1.5 万吨，测算整体有所亏损；硅片出货约 7-7.5GW，测算单瓦略亏（不含减值）；电池出货约 2.5-3.5GW，测算单瓦略亏（不含减值）；组件出货约 1-1.5GW，测算单瓦略亏（不含减值）；受价格波动影响，Q2 整体减值约 0.9 亿，预计主要价格波动下的存货跌价。我们预计公司 Q3 出货有望持平略增；若产业价格保持当前趋势，Q3 或有望改善。公司全产业链超一体化布局、反内卷价格修复下或具备弹性：截止 25H1，公司形成 4 环节超一体化产能：硅料 7.5 万吨/硅片 55GW/电池 26GW/组件 13GW，各环节成本效率指标优秀：硅料现金成本 2.8 万/吨、硅片非硅 4 分+、电池非硅 0.14，电池入库效率 25.45%；组件端自建弘元光能组件品牌，重点发力国内市场。尚德为老牌组件厂，具备海外渠道及品牌优势，随公司介入托管+后期或有望参与重组，有望拓展海外市场，强化组件一体化布局。光伏供给侧关切持续增强，公司或具备价格盈利弹性。费用管控成效显著、经营现金环比转正：截止 Q2 公司在手现金 43 亿、环降约 9 亿，负债率 56.37%。25H1 期间费用 4.66 亿元，同比-19.7%，主要系公司积极降本增效，合理降低费用支出所致；其中 Q2 费用 2.6 亿，同环比-4.2%/26.3%；25H1 经营现金流净额约-3.76 亿，去年同期 1.12 亿元，主要系本期银票等业务保证金净支出增加，上年同期收到增值税留抵进项税额退税等综合影响所致，其中 Q2 经营现金净额约 2.13 亿元，环比转正。盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.2/4.4/14.0 亿元，同比+100.64%/+2436.33%/+222.27%，对应 PE 分别为 810/32/10 倍。考虑公司业务在反内卷价格修复下有望改善，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：竞争加剧，政策变动超预期等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男

证券分析师：徐毓嵘）

伟明环保（603568）：2025 年中报点评：环保运营稳健增长，设备订单高增，新材料业务陆续投产

投资要点 事件：2025 年上半年公司实现营业收入 39.04 亿元，同降 5.10%；归母净利润 14.25 亿元，同增 0.13%；扣非归母净利润 13.70 亿元，同增 1.36%。2025H1 环保运营收入及利润率提升，装备制造及服务收入略降。公司销售毛利率 49.05%，同增 3.30pct，归母净利率 36.50%，同增 1.91pct。分业务来看，2025H1，1）环保运营：

实现营收 17.11 亿元，同增 6.16%，占总收入比重 43.82%，毛利率 62.72%，同比上升 3.96pct；2）装备制造及服务：实现营收 21.75 亿元，同降 12.46%，占比总收入 55.72%，毛利率 38.15%，同比提升 0.99pct。从现金流来看，2025H1 公司经营性现金流净额 13.24 亿元，同增 0.86%，投资性现金流净额-12.62 亿元，上年同期为-16.33 亿元，筹资性现金流净额-2.57 亿，同比下降 162.70%。垃圾焚烧及协同业务稳健增长，探索垃圾焚烧+智算中心协同模式。1）垃圾焚烧：截至 2025H1，公司投资控股的垃圾焚烧发电正式运营及试运行项目 55 个，投运规模约 3.73 万吨/日，同增 3.61%，在建项目 2 个。2025H1 公司完成生活垃圾处理量 655.68 万吨，同增 8.97%，上网电量 18.63 亿度，同增 7.65%，吨上网 284 度，同降 1.18%，下属项目对外供蒸汽量达到 5.29 万吨，同增 67.41%。2025H1 各垃圾焚烧处理项目销售绿证 16.23 万张。2）餐厨及污泥：截至 2025H1，公司投资控股的餐厨垃圾处理正式运营项目 20 个，在建项目 3 个。2025H1 合计处理餐厨垃圾 23.98 万吨，同降 0.21%，粗油脂销售 0.80 万吨，同增 5.26%，处理污泥 9.67 万吨，同增 16.37%。3）垃圾清运：2025H1 完成生活垃圾清运量 56.06 万吨，同比降低 9.07%，完成餐厨垃圾清运量 15.87 万吨，同比增长 2.72%。4）污水处理：2025H1 处理污水 860.09 万吨，同降 10.65%。2025H1，公司与温州龙湾区人民政府、中国移动温州分公司签订《战略合作协议》，探索垃圾焚烧发电项目协同建设智算中心商业模式，永强项目开展智算中心建设前期工作。2025H1 设备新增订单高增，装备制造能力将进一步提升。2025H1 公司新增设备订单 35.59 亿元，同增 193%，成功开发氧压釜搅拌器、双锅跳汰机。度山基地新增取得 52 亩扩建用地，拟进一步提升装备制造能力。高冰镍产线进入试生产，电解镍实现销售贡献投资收益。公司下属嘉曼公司年产 2 万金吨富氧侧吹生产线已投入试生产，2025H1 生产 2306 含镍金属吨的产品，并于 7 月 14 日取得经营销售商业许可。伟明盛青公司一期年产 2.5 万吨电解镍项目已实现投产，二期 2.5 万吨电解镍生产线正在进行调试，2025H1 生产镍板约 4445 吨，完成销售 3526 吨，实现营业收入 3.85 亿元（联营企业伟明盛青未并表，盈利计入投资收益）。盈利预测与投资评级：固废运营稳健增长，装备品类扩张&订单高增，新材料产线陆续投产带来业绩增量。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 30.03/35.74/40.29 亿元，对应 11/9/8 倍 PE，维持“买入”评级。风险提示：项目进展不及预期，政策风险，行业竞争加剧。

（证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文）

恒瑞医药（600276）：2025 年中报点评：创新药持续放量，BD 成为第二增长曲线

投资要点 事件：公司发布 2025 年中报，创新药销售及出海 BD 是公司业绩驱动力。公司 25H1 实现营收 157.6 亿，同比+15.88%，实现归母净利润 44.5 亿，同比+29.67%。25H1 公司营业收入及利润增加主要系：1）创新药销售收入 75.70 亿元，同比增长较快；2025 年上半年公司创新药销售及许可收入 95.61 亿元，占公司营业收入比重 60.66%。2）收到的 Merck Sharp & Dohme 2 亿美元以及 IDEAYA 7,500 万美元对外许可首付款确认为收入，利润增加较多。创新成果持续兑现，出海 BD 及创新药销售驱动业绩稳步增长：公司已经在中国获批上市 23 款新分子实体药物（1 类创新药）、4 款其他创新药（2 类新药）。25H1，公司 6 款 1 类新药获批上市，6 个创新药的新适应症获批上市，5 项 NDA 获受理，10 项进入 III 期，22 项进入 II 期，15 项首次进入 I 期。公司正针对 100 多款在研创新药开展 400 余

项临床试验，我们认为公司创新药收入占比有望持续提升，此外创新药管线厚度奠定出海 BD 常态化，驱动业绩稳步增长。海外授权收获不断，稳步推进国际化进程：2018 年以来，公司 BD 交易的首付款已经达到 11 亿美金，总包达 257 亿美金。2023 年以来，公司的 BD 节奏明显加快，与默克、默沙东、GSK 合作，完成 PARP1 抑制剂、CLDN18.2 ADC、DLL3 ADC、Lp(a)小分子抑制剂、GnRHR 拮抗剂、PDE3/4 等多项交易。2025 年 7 月，公司与 GSK 公司达成协议，将 HRS-9821 项目的海外权益和至多 11 个项目的海外独家许可的独家选择权有偿许可给 GSK。GSK 将向公司支付 5 亿美元的首付款，潜在总金额约 120 亿美元的选择权行使费和里程碑付款，以及相应的分梯度的销售提成。公布员工持股计划，规划创新药发展蓝图：公司同步公布 A 股回购及员工持股计划，将在未来 12 个月内，通过集中竞价，以最高 90.85 元/股的价格回购 10-20 亿元股份，用于员工持股计划。该持股计划 100%比例解锁的条件包括：2025-2027 年创新药累计销售收入 ≥ 585 亿元、新分子实体 IND 获批数量 ≥ 54 个以及创新药申报并获得受理的 NDA 数量（包括新适应症）≥ 20 个，为未来 3 年的创新药发展构建蓝图。盈利预测与投资评级：根据公司创新药放量及出海 BD 授权情况，我们预计 2025-2027 年归母净利润为 93.37/104.92/116.82 亿元，当前市值对应 2025-2027 年 PE 为 45/40/36 倍。由于：1) 创新成果持续兑现，驱动业绩稳步增长；2) 持续推进 BD 和国际化；3) 仿制药利空出清，迈入新增长阶段，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：创新药放量不及预期；创新药开发不及预期；带量采购影响仍有延续

（证券分析师：朱国广）

酒鬼酒（000799）：2025 年中报点评：深度调整，应变克难

投资要点 事件：公司发布 2025 半年报财报，25H1 实现营收 5.6 亿元，同比-43.5%；归母净利 0.09 亿元，同比-92.6%；对应 25Q2 营收为 2.2 亿元，同比-56.6%，归母净利为-0.23 亿元，同比-147.8%。25H1 延续深度调整，有待蓄势固本。25H1 公司实现酒类收入 5.6 亿，同比-43.7%；25Q1、Q2 酒类收入分别同比下滑 30.4%、56.7%，Q2 降幅扩大，主系消费场景冲击及渠道现金流进一步承压。1) 分产品看：①内参系列 25H1 收入 1.1 亿元，同比下滑 35.8%，量、价同比-45.6%/+18.0%，吨价回升主因货折幅度收窄。②酒鬼系列 25H1 收入 2.9 亿元，同比下滑-51.0%，量、价同比-47.8%/-6.1%。公司坚持聚焦大单品，稳步推进酒鬼主品的更新升级和“妙品”的上市推广工作，并精简酒鬼系列 SKU 超 50%。③湘泉及其他系列 25H1 收入合计 1.6 亿元，同比下滑 30.4%，渠道承压背景下，内品以库存去化为先。2) 分地区看：25H1 受行业性需求冲击影响，华中、华北、华东等主要销售区域营收下滑幅度与整体降幅基本一致。公司在湖南及省外重点市场推进“扫雷”行动，进行精细化渠道梳理，通过优化签约政策、开瓶激励、买赠奖励等方式，帮助加强终端开发对接。25H1 期末公司经销商数量由年初的 1326 名下降至 805 名，降幅 39%，华中区域渠道收缩力度相对较大。25H1 盈利持续承压，营销费效管控加强。1) 收现端：25H1 期末公司合同负债余额 1.4 亿，同比、环比分别回落 1.2、1.1 亿元，25H1 收现比 80.9%，同比回落 3.3pct。2) 利润端：25H1 销售净利率同比-10.6pct 至 1.6%，主系毛销差恶化。①25H1 毛利率同比-4.8pct 至 68.6%，主系产品结构恶化、货折波动及规模负效应，其中内参、酒鬼、湘泉及其他毛利率分别同比+0.9、-2.6、-11.0pct。②25H1 销售费率同比-2.1pct 至 32.6%，主因公司通过秩序督查、费控管理以及针对性动销活动，优化营销费效。25H1 管理费用(含研发)同比+5.5pct，

主因人员薪酬支出相对刚性。2025 年优化“2+2+2”产品布局，强化终端、团购等多渠道建设。2025 年公司以“一切为了高质量销售”为核心，规划强化团队作风建设，坚定落实各方面工作任务。产品方面，公司构建“2+2+2”战略单品体系，即 2 个战略单品（内参、红坛）、2 个重点单品（妙品、透明装）、2 个馥郁香基础单品（内品、湘泉），对重点产品实行配额制管理，逐步升级产品矩阵，梳理渠道价值链。渠道方面，一方面加强重点市场终端开拓，另一方面强化直营、团购及特渠建设，通过实控人赋能拓展央企合作，并与胖东来超市合作开发联名产品“酒鬼酒·自由爱”，获得广泛关注。盈利预测与投资评级：当前市场环境及公司内部均处于调整期，后续有待需求恢复带动公司渠道动能修复。参考 25H1 报表情况，我们调整 2025~27 年归母净利润预测为 0.07、0.82、1.26 亿元（前值为 0.7、1.1、1.5 亿元），当前市值对应 PE 为 3011、250、163 倍，维持“增持”评级。风险提示：经济向好节奏不确定性；食品安全风险；酒鬼省外调整不及预期；高端酒竞争超预期。

（证券分析师：苏铖 证券分析师：孙瑜）

中烟香港（06055.HK）：2025 年中期业绩点评：主营稳健超预期，经营提效支撑净利率相对稳定

投资要点 H1 业绩超预期：中烟香港 2025 年 H1 实现营收 103.16 亿港元，yoy+18.5%；毛利 9.46 亿港元，yoy-1.8%；归母净利润 7.06 亿港元，yoy+9.8%。烟叶进口业务未明显受关税影响，利润稳健增长超出预期。烟叶类进口毛利率承压，经营提效净利率稳定：分业务部门，2025 年 H1 烟叶类进口/烟叶类出口/卷烟出口/巴西经营/新型烟草制品出口业务收入分别为 83.99/11.56/5.52/1.95/0.15 亿港元，yoy+23.5%/25.9%/0.8%/-50.3%/-65.6%。拆分量价来看，烟叶类进口/烟叶类出口/卷烟出口/巴西经营/新型烟草制品出口量同比 +2.5%/+12.7%/-7.9%/-34.8%/-65.4%，价同比 +20.5%/+11.7%/+9.4%/-23.8%/-0.6%。整体毛利率为 9.2%，同比降低 1.9 个百分点，主要由于烟叶类进口业务毛利率降 2.7 个百分点。但由于经营提效，净利率仅同比降 0.8 个百分点，保持相对稳定。国际贸易环境波动对整体毛利影响有限：2025 年 H1，公司烟叶类进口/烟叶类出口/卷烟出口/巴西经营/新型烟草制品出口业务毛利分别为 6.87/0.63/1.42/0.54/0.01 亿港元，yoy-7.7%/+124.1%/+16.8%/-62.4%/-34.8%。面对复杂多变的国际环境，公司积极拓展新市场、新客户，加强供应链供需两端合作关系，持续扩大自营业务规模，烟叶类出口业绩大幅增长。得益于公司良好盈利能力，中烟香港中期派息每股 0.19 港元，yoy+26.7%，表明对未来发展的坚定信心。盈利预测与投资评级：中烟香港作为中国烟草“走出去”业务平台中烟国际旗下唯一上市公司，主营业务烟叶类产品进出口量价齐升，稳健发展；巴西经营及新型烟草产品虽短期承压，但进一步整合境外产业链资源空间可期。由于关税和地缘政治等并未明显影响公司进出口业务，我们上调公司盈利预期，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 9.4/10.4/12.1 亿港元（前值为 8.7/10.1/11.3 亿港元），对应 PE 为 28/25/22 倍，维持“买入”评级。风险提示：各国对烟草相关产品管控政策变化、天气变化对各国烟叶种植的影响、购销政策变化、地缘政治带来的进出口贸易受阻风险等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：石琦瑄

证券分析师：王琳婧）

速腾聚创（02498.HK）：2025 年半年度业绩点评：毛利率超预期，期待智驾与机器人布局持续兑现

投资要点 事件：公司发布 2025 年半年报，2025H1 公司实现营业

收入 7.8 亿元,同比+7.7%;归母净利润-1.5 亿元,亏幅同比缩窄 43.9%;25Q2 公司实现营业收入 4.6 亿元,同比+24.1%,环比+38.9%,毛利率 27.7%,同比+12.9pct,环比+4.2pct,毛利率超预期。ADAS 毛利率大幅增长,新品有望快速放量。25Q2 ADAS 收入为 2.7 亿元,同比-10.6%,环比+18.3%,出货量 123800 台,同比+4.6%,环比+28%,平均单价为 2189 元,环比-7.6%,毛利率约 19.4%,环比+4.3pct,报告期毛利率提升主要得益于原材料采购成本减少,以及公司 MX 激光雷达产品采用了自主研发的 SOC 处理芯片。报告期内,公司基于自研的 SPAD-SOC 芯片推出 E 平台全固态激光雷达,未来还将基于自研芯片批量交付 EM 系列产品。目前 EM 平台累计获全球 8 家整车厂的 45 款车型定点。我们认为在激光雷达车型价格覆盖广度、渗透率不断提升的背景下,自研芯片与 EM 平台进一步丰富完善了公司的产品路线,并有望增强导入客户的竞争力。割草机器人单突破,泛机器人进入高速增长期。25Q2 泛机器人收入为 1.5 亿元,同比+286.9%,环比+101.4%;出货量 34400 台,同比+631.9%,环比+189.1%;平均单价为 4273 元,环比-30.3%;毛利率约为 41.7%,环比-10.4pct。在割草机器人领域,与多家全球 Top5 厂商达成独家合作,订单规模突破七位数;无人配送领域,与北美的 COCO Robotics 及 2 家头部外送平台达成合作,同时与国内行业领军企业美团、新石器、白犀牛建立深度战略合作伙伴关系;具身智能领域,公司与宇树科技、越疆及国家地方共建具身智能机器人创新中心等,与超 20 家全球领先的具身机器人公司保持紧密合作,共同推进样机到量产流程。我们认为 L4 率先在泛机器人领域落地后,应用场景将不断拓展,公司可基于完善的产品与客户布局充分受益,业绩有望进入高速增长期。盈利预测与投资评级:我们认为公司泛机器人业务有望进入高速增长期并持续提升公司综合毛利率,考虑产品切换短期影响,将公司 2025/2026/2027 年预期归母净利润由-2.33/1.36/4.57 亿元调整为-2.28/0.58/3.79 亿元,2025 年 8 月 22 日收盘价对应 2025/2026/2027 年 PS 分别为 8.1/5.2/4.1 倍,看好长期成长潜力,维持“买入”评级。风险提示:AI 应用落地不及预期,供应链风险,行业竞争加剧的风险。

(证券分析师:张良卫 证券分析师:李博韦)

歌尔股份(002241):多轮投资加速 AR 量产,歌尔股份 AR 赛道全面布局

投资要点 事件:歌尔公告,拟由歌尔光学以增发股份方式取得舜宇上海奥来 100%股权。完成后,上海奥来将成为歌尔光学的全资子公司,上海奥来原股东将持有歌尔光学约 1/3 的股权,歌尔仍将是歌尔光学第一大股东。歌尔投资上海奥来进一步加强了其在 AR 光波导的技术实力。舜宇奥来是舜宇光学旗下专注于 AR 眼镜半导体光学领域的企业。公司定位于“AR 眼镜半导体光学综合方案解决商”,具备经验丰富的核心技术团队和优秀的技术竞争力。其于 2023 年 12 月在上海临港投产了 12 英寸透明衬底晶圆 AR 眼镜微纳光学产品项目,并于 2025 年年中完成了设备搬入。歌尔光学通过增发股份的方式合并上海奥来,既可以取得上海奥来已经购建的相关固定资产,显著缓解歌尔光学独立投资所面临的资金压力,又可以帮助歌尔光学在相关领域内加快形成成熟产能。歌尔此轮投资并购反映了其对 AR 行业加速落地的信心。歌尔在一年时间内先后投资康耐特、Plessey、舜宇,完成了镜片、Micro-LED、表面浮雕衍射光波导等关键环节的技术布局。在 Meta 首个 AR 新品问世前完成了这轮供应链整合!为未来产品研发和量产奠定基础!歌尔实现了在 AR 关键零组件的全面自供能力。歌尔通过投资康耐特、舜宇、Plessey,实现了镜片、表

面浮雕衍射光波导、Micro-LED 等 AR 核心零组件的自供能力。此轮投资并购之后，歌尔将具备 Micro-LED、光波导、光机、Sip 封装、声学模组的全面自供能力！而且在每个组件均具备行业前列实力！歌尔是少数与行业两大头部客户保持深度合作的 ODM 公司。歌尔 AR 方面的收并购，少不了大客户的背后支持，比如 8 月 9 日的公告中就提到“Plessey 拟与行业头部客户达成的 Micro-LED 相关固定资产的购买协议”。并且我们在 8 月 10 日点评报告中提到，Meta 早在 2020 年就买断了 Plessey 的技术授权。而此前歌尔拟收购的另一家公司米亚精密，是苹果供应链中重要的结构件公司，此次收购也进一步深化了歌尔和苹果的关系。歌尔是少数同时和消费电子两大龙头都保持深度合作的 ODM 公司！

盈利预测与投资评级：展望未来一年，多家大厂 AI 眼镜和 AR 眼镜新品云集，公司作为智能眼镜领域布局最深度的公司之一，有望成为智能眼镜产业趋势下最受益公司。公司 TWS 耳机和精密零组件业务亦有望在下半年迎来旺季。预测公司 2025-2027 年归母净利润 34/44/50 亿元，对应 PE 分别为 23/18/16 倍，维持“买入”评级。

风险提示：产业发展不及预期，竞争格局恶化等。

（证券分析师：陈海进）

纳科诺尔（832522）：2025 年半年报点评：在手订单快速恢复，等静压设备预计 H2 推出

投资要点 中报业绩基本符合市场预期。公司 25 年 H1 营收 4.7 亿元，同降 16%，归母净利润 0.5 亿元，同降 48%；其中 25Q2 营收 2.4 亿元，同环比-12%/+3%，归母净利润 0.2 亿元，同环比-59%/-33%，扣非净利润 0.2 亿元，同环比-58%/-33%，毛利率 21.1%，同环比-4.4/-3.1pct，归母净利率 8.6%，同环比-9.7/-4.7pct。

H1 在手订单快速提升，加快出海国际化布局。由于 23-24 年行业产能供需错配，部分电池厂扩产受影响，设备需求和客户验收节奏减缓，中报收入和利润端略有承压。但随着电池厂扩产恢复，公司在手订单快速恢复，截止 25 年 6 月 30 日，在手订单已达 20.1 亿元，主要为传统辊压分切一体机，其中海外订单占比达 30%+，毛利率水平高于国内，公司 25 年 8 月设立海南自贸港区域总部，进一步加速国际化进展，后续盈利水平有望提升。

固态干法设备开启交付，等静压设备预计 H2 推出。在干法电极与固态电池领域，公司具备核心技术包括对设备的压力控制、辊面温度和张力控制，目前已掌握了干法电极、锂带压延、电解质成膜、转印等设备制造的多项技术，同时加快等静压设备的研发及验证工作，布局立式+卧式两种设计，目前初步设计已完成，正在制造阶段，下游客户需求较为急迫，预计 25 年 H2 推出交付。

经营性现金流略有承压，资本开支同比大幅提升。公司 25 年 Q2 期间费用 0.2 亿元，同环比+53%/-4%，费用率 7.7%，同环比+3.3/-0.6pct；25 年 Q2 经营性现金流 0.2 亿元，同环比-68%/-71%；25 年 Q2 资本开支 0.1 亿元，同环比+219%/+83%；25 年 H1 末存货 12 亿元，较年初+11%。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 25-27 年归母净利润 1.6/2.4/3.7 亿元的预期，同比+1%/+46%/+56%，对应 PE 为 56/38/25 倍，维持“买入”评级。

风险提示：客户拓展不及预期，新技术进展不及预期，行业竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：朱洁羽

证券分析师：阮巧燕 证券分析师：朱家佟 证券分析师：余慧勇）

光大环境（00257.HK）：2025 年中报点评：运营提质增效，现金流改善&提分红逻辑持续兑现

投资要点 事件：2025H1 公司实现主营业务收入 143.04 亿港元，同比-8%，归母净利润 22.07 亿港元，同比-10%。2025H1 建造收入占比降至 13%，危废减值&汇兑亏损致业绩承压。公司运营项目积累、经营提质增效、财务费用节约共助经营性利润增长，归母净利润下滑主要受非现金性的建造收入下降、减值增加及汇兑亏损等影响：1) 建造下滑：2025H1 公司建造收入 18.44 亿港元（同比-49%，下同），占主营收入 12.9%（-10.1pct），运营收入 99.43 亿港元（+5%），占主营收入 69.5%（+8.9pct），财务收入 25.16 亿港元（-2%），占主营收入 17.6%（+1.1pct），盈利结构进一步优化。2) 减值增加：25H1 应收账款、其他应收款及合约资产减值计提 2.08 亿港元（24H1 为 0.34 亿港元），25H1 商誉、物业厂房及设备减值 1.78 亿港元（24H1 无）。3) 汇兑亏损：25H1 汇兑亏损 4.28 亿港元，24H1 汇兑收益为 2.31 亿港元。运营指标稳健增长，供热量同增 32%。分板块看，①环保能源：25H1 环保能源运营收入 51.42 亿港元（+6%），建造收入 5.39 亿港元（-70%），财务收入 18.12 亿港元（-2%），环保能源板块贡献集团应占净盈利 25.67 亿港元（+12%），主要系期内实行多项降本增效措施。截至 25H1 环保能源板块已投运垃圾焚烧项目 13.94 万吨/日，在建 0.56 万吨/日，25H1 生活垃圾处理量 2650 万吨（+2%），餐厨垃圾处理量 457 万吨（+177%），上网电量 88.60 亿度（+6%），入炉吨发约 460 度（+3%），入厂吨上网 334 度（+3%），综合厂用电率 14.7%（-0.3pct），2 个垃圾发电项目调增处理费。②绿色环保：25H1 贡献集团应占净盈利 1.39 亿港元（+30%），主要系精细化管理提质增效。25H1 垃圾处理量 207 万吨（+1%），生物质原材料处理量 374 万吨（-4%），生物质燃料收购单价同降 8%，危固废处置量 24 万吨（-3%），上网电量 34.3 亿度（+3%），③环保水务：25H1 贡献集团应占净盈利 4.09 亿港元（-4%），主要系期内确认汇兑损失提升；期内污水处理量 8.35 亿 m³（同比持平），中水供应量 1932 万 m³（-14%）。公司积极拓展供热业务，25H1 环保能源和绿色环保板块供汽量合计约 380 万吨（+32%），其中环保能源板块蒸汽供应量约 162 万吨（+39%），绿色环保板块蒸汽供应量约 218 万吨（+27%）。2025H1 自由现金流持续改善，中期派息比例同增 7pct 至 42%。25H1 公司资本开支随建造收入下滑同步向下，叠加应收回收力度加大，自由现金流持续增厚。同时，25 年 1 月光大绿色环保发行以国补电费为基础资产的碳中和绿色 ABS，发行规模 6.53 亿元人民币，提升营运和投资活动的效率。25H1 每股股息 15 港仙（+7%），分红比例提至 42%（+7pct）。固废龙头现金流价值持续凸显，存量提效+增量探索共促高质量发展。运营项目积累夯实业绩基础，随着自由现金流改善，分红稳步提升，若 25 年末分红与 24 年末持平，则对应 25 年股息率达 5.61%。公司积极盘活存量业务，25 H1 供热量大幅增长，积极探索绿色电力算力中心协同耦合模式，拓展 toB 业务机会。海外方面，公司在乌兹别克斯坦落实 2 个垃圾发电项目，合计 3000 吨/日，总投资约 22 亿元人民币，在泰国、印度等承接设备采购、设备供货等轻资产服务。（估值日期：2025/8/22）盈利预测与投资评级：固废龙头运营提质增效，现金流改善&提分红逻辑持续兑现。考虑减值和汇兑影响，我们将 2025-2027 年归母净利润预测从 38.67/41.05/41.97 亿港元下调至 35.76/38.74/40.36 亿港元，维持“买入”评级。风险提示：应收账款期延长，资本开支超预期上行，资产减值风险等。

（证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文）

药明合联 (02268.HK)：2025 年中报点评：业绩超预期，资本开支持续加码，高成长性确定性强

投资要点 公司公告: 2025H1, 公司实现收入 27.01 亿元(+62.2%, 表示同比增速, 下同), 经调整净利润(不含利息收入与支出) 7.33 亿元(+69.6%), 经调整净利润(含利息收入与支出) 8.01 亿元(+50.1%), 净利润 7.46 亿元(+52.7%), 业绩超预期。在手订单保持快速增长, 项目漏斗持续丰富, 公司市占率不断提升: 截至 2025H1, 公司未完成订单总额 13.29 亿元, 同比增长 57.9%。其中, 北美地区未完成订单总额有所增加, 占未完成订单总额一半以上; 新签合同金额同比增长 48.4%, 北美地区的增速超过其他地区。截至 2025H1, 药物发现项目 858 个、临床前项目 122 个、临床 1 期项目 66 个、临床 2 期项目 17 个、临床 3 期项目 19 个、商业化项目 1 个, PPQ(工艺验证)项目 11 个。上半年新签 37 个 iCMC 项目、赢得 13 个 iCMC 项目、赋能客户提交 12 个 IND 申请, 上半年新增 3 个 PPQ 项目。在公司“赋能-跟随-赢得”分子战略下, 项目数量持续增长, 从早期研发到临床开发、生产, 项目持续向前推进转化, 将沉淀更多后期阶段项目, 带来更大业绩增量。2025H1 累计客户数 563 家(+64%), 全球制药企业客户占比持续提升。2025H1 公司市占率预计提升至 22.2%。供需两旺格局持续, 新产能即将投入运行, 资本开支持续加码: 无锡基地一体化生产全面运营并持续扩张, 原生产线均高负荷运行, BCM2 L2 自 2024 年 11 月以来产能利用率加速提升, 新园区于 2025 年 5 月正式投入运营, DP3 制剂车间于 2025 年 7 月成功完成 GMP 放行, DP5 制剂车间预计 2027 年 GMP 放行, 拥有充足订单储备。新加坡基地提供从临床前至商业化的全方面生产服务, 预计于 2026 年实现 GMP 放行。公司预计 2025 年资本开支 15.6 亿元, 预计至 2029 年资本开支将超 70 亿元。资本开支持续加码, 旨在扩大国内外产能, 保障未来业绩持续增长。盈利预测与投资评级: 考虑到公司未完成订单及项目数量持续快速增长, 新产能将投入运行等, 我们将公司 2025-2026 年归母净利润预期由 11.87/15.82 亿元, 上调至 15.96/19.99 亿元, 预期 2027 年为 27.58 亿元。预计 2025-2027 年公司 Non-GAAP 净利润分别为 16.96/21.99/29.08 亿元, Non-GAAP 净利润对应当前市值的 PE 估值分别为 41/32/24 倍。考虑到行业需求持续高景气度, 公司资本开支与产能加码, 供需两旺格局不变, 我们认为公司业绩将持续高增长, 维持“买入”评级。风险提示: 市场竞争加剧的风险, 下游需求增长不及预期的风险, 地缘政策不确定性风险。

(证券分析师: 朱国广 证券分析师: 冉胜男)

金风科技(002202): 2025 年中报点评: 25H1 风机毛利率超预期, 继续看好风机盈利拐点

投资要点 事件: 公司发布 2025 年中报: 2025H1 公司营收 285.37 亿元, 同比+41.26%; 归母净利润 14.88 亿元, 同比+7.26%; 扣非净利润 13.68 亿元, 同比-0.4%; 毛利率 15.35%, 同比-2.9pct; 净利率 5.83%, 同比-1.3pct。单 25Q2 来看, 营收 190.65 亿元, 同环比+44.18%/+101.28%; 归母净利润 9.19 亿元, 同环比-12.8%/+61.78%, 毛利率 12.16%, 同环比-1.9/-9.6pct, 净利率 5.22%, 同环比-2.7/-1.8pct。业务拆分: ①25H1 风机及零部件销售 219 亿元, 同比+71.2%, 毛利率 8.0%, 同比+4.2pct; 出货 10.6GW, 受 531 及“十四五”抢装影响 Q2 出货大幅增长; ②25H1 风电场开发 31.7 亿元, 同比-27.9%, 毛利率 57.5%, 同比+1.0pct; ③25H1 风电服务 29.0 亿元, 同比+22.0%, 毛利率 22.5%, 同比-2.3pct。此外, 25H1 公司自营风电场新增并网容量 709MW, 累计装机容量 8.6GW, 在建容量 3.7GW, 当前转让容量 100MW, 对应投资收益 1.4 亿元。其他收益: 25H1 公司确认其他收益 2.7 亿元, 主要是税收返还和政府补助; 投资净收益 2.5 亿元,

主要是风场转让收益及长期股权投资收益；公允价值变动收益 3.1 亿元。规模效应带动费用率大幅摊薄：2025H1 公司期间费用合计 28.1 亿元，同比+3.6%，费用率为 9.8%，同比-3.6pct；单 Q2 来看，期间费用 14.64 亿元，同环比+13.1%/+8.9%，期间费用率 7.7%，同环比-2.1/-6.5pct，出货收入规模起量带动费用率快速摊薄。截至 25Q2 末，公司存货 189 亿元，环比+28%；25H1 经营性净现金流-29 亿元，现金流短期承压，判断是季节性因素。盈利预测与投资评级：考虑上半年风机毛利率超预期，以及相关公允价值变动收益表现较好，我们上调 25-27 年盈利预测，预计 25-27 年归母净利润 33.5/40.9/48.4 亿元（原预期为 24.9/29.7/33.9 亿元），同增 80%/22%/18%，对应 PE 13.3/10.9/9.2x，维持“增持”评级。风险提示：国内外需求不及预期、风机竞争加剧、风场转让不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男

证券分析师：胡隽颖）

途虎-W (09690.HK): 2025 年半年报点评: 业绩符合预期, 看好市场份额提升趋势

投资要点 事件：2025 年上半年，公司实现营业收入 78.8 亿元（yoy+10.5%）；净利润为 3.1 亿元（yoy+7.8%），经调整净利润为 4.1 亿元（yoy+14.6%），经调整净利率为 5.2%（yoy+0.2pct）。25H1 门店网络进一步扩张，驱动交易用户高质量增长。截至 2025/6/30，途虎工场店数量已达 7205 家，较年初净增加 331 家（同比增长 14%），其中二线及以下城市新开门店占比超 60%。在门店扩张驱动下，截至 2025 年 6 月 30 日的累计 12 个月内交易用户达 2650 万人，同比增长 23.8%；且保持了 95% 的用户满意度和 64% 的复购率。我们看好门店扩张以及性价比优势带动公司用户渗透率进一步提升。大盘承压背景下轮胎等基本盘业务稳健，快修及洗美业务增长亮眼。根据 F6 汽车科技，2025H1 后市场产值及台次同比分别下滑 5%、4%，行业整体需求较弱，在此背景下公司凭借标准化服务及产品性价比优势实现逆势增长以及份额持续提升。1) 轮胎和底盘零部件：25H1 收入实现 32.9 亿元（yoy+10.5%），主要受益于在线宣传推广优化及途虎工场店网络扩张扩大了客户基础及交易量，因客单价下降而被部分抵销。2) 汽车保养：25H1 收入实现 29.1 亿元（yoy+11.1%），主要系国内乘用车平均车龄持续增长，汽车保养需求自然增加，且途虎养车通过优化服务体验提升客户忠诚度和复购率，以及途虎工场店数量增加。3) 其他产品及服务（含洗美及快修）：25H1 收入实现 12.6 亿元（yoy+16.1%），主要系公司于更多途虎工场店推出汽车清洁及美容服务并通过会员卡计划促进消费，我们预计下半年该业务仍将是重要增量。此外，公司在新能源领域加速渗透。截至 6/30 的 12 个月内途虎平台新能源交易用户在平台总用户占比超 12%，高于行业渗透率，我们看好公司在新能源领域的发展前景。加速抢占市场份额叠加 AI 前瞻投入的前提下，盈利能力总体仍能保持平稳。2025H1 毛利率 25.2%（yoy-0.7pct），主因消费偏好转向性价比产品，但洗美服务毛利率优化、汽配龙区域批发减少部分抵消影响。销售费用率及研发费用率同比均略有提升，主要系 1) 广告及推广相关开支增加，以通过在线流量获取工作及途虎工场店推广活动进一步提升品牌知名度，物流履约费用也随着订单量增长而增长，这些增加部分被租赁费用减少所抵消；2) 公司加大研发人才投入导致雇员福利开支增加，及云服务支出增加，导致研发费用率同比提升。25H1 公司运营利润率同比略降至 2.8%，环比 2024H2 提升 1.3pct，盈利能力总体保持稳定。盈利预测与投资评级：考虑到公司短期让利用户及加盟商以实现更好的收

入增长和份额提升，我们将公司 2025-2026 年经调整净利润预测从 8.06/10.21 亿元调整至 7.53/8.60 亿元，新增 2027 年预测 9.53 亿元，对应经调整口径 21/18/16 倍 PE，公司长期成长空间依旧可观，我们看好公司投资机会，维持“买入”评级。风险提示：需求不及预期，新能源汽车服务需求不及预期，竞争加剧

(证券分析师：张良卫 证券分析师：黄细里

证券分析师：郭若娜)

东诚药业 (002675): 2025 半年报点评: 第二季度利润增速较快, 下半年创新催化较多

投资要点 事件: 公司发布 2025 半年报, 2025H1 实现营收 13.84 亿元 (-2.6%, 括号内为同比增速, 下同), 归母净利润 88.65 百万元 (-20.7%), 扣非净利润 80.47 百万元 (-23.90%), 销售毛利率 46.56% (+1.92pct, 后续费用率变化除特殊说明均为同比), 销售费用率+0.7pct, 管理费用率+0.7pct, 财务费用率+2.42pct (受到股权回购计提和汇兑损益影响), 研发费用率+0.45pct。25Q2 单季度实现营收 6.97 亿元 (-9.92%), 归母净利润 63.92 百万元 (+34.68%), 归母净利率 9.17%。

25Q2 核药板块核心产品增长较好, 产品结构改善, 带动净利率提升: 25Q2 单季度来看: ①核药板块实现营收 2.72 亿元 (+2.2%), 其中核心产品 FDG 在 25H1 实现营收 2.12 亿元 (+8.72%), 相较于 25Q1 较低增长, 25Q2 实现较高增速, 主要系医保耗材服务收费分离的政策利好, 因此我们判断核药业务 25Q3 业绩将持续向好。

②原料药板块实现营收 6.11 亿元 (-7.0%), 主要受到了肝素原料药周期性价格下降影响, 而软骨素产品实现同增 4.3%。③制剂板块实现营收 0.96 亿元 (+11.0%), 其中那曲肝素钙注射剂纳入国采带来同增 6.3%。④其他业务板块实现营收 0.40 亿元, 伴随 Pluvicto 等核药放量及研发热情迸发, 米度生物提供的核药 CRDMO 业务持续向好。

公司创新核药平台管线收获期, 核药研发进度领先: 公司核药研发平台拥有多款全球自主知识产权的核药靶向药, 包括 PSMA、FAP、 $\alpha v \beta 3$ 等多个靶点, 均为治疗和诊断配套的一体化精准治疗。公司目前有多个管线进度领先, ①近 1 年来, 镓标替曲膦、氟[18F]化钠显像剂、用于 AD 检测的 A β -PET 显影剂等产品顺利获批上市, 我们判断这些产品净利率水平较高, 能够较好利用现有核药房网络渠道, 增厚业绩。

②创新 RDC 治疗产品 Lu177-LNC1011 (PSMA, 2 期)、225Ac-LNC1011 (PSMA, IND)、Lu177-LNC1004 (FAP, 1 期) 等管线顺利推进。③治疗性产品包括氟[18F]思睿肽 (已完成 3 期临床入组), 氟[18F]阿法肽 (肺癌诊断, 3 期), 氟[18F]纤抑素 (肺癌诊断, 2 期), APN-1607 (AD 诊断正在补充研究) 等。因此我们判断, 今明年将步入公司管线收获期; 伴随新品种的销售放量, 协同利用公司成熟的核药网络体系, 公司将打开更大市场空间。

盈利预测与投资评级: 我们维持之前预期, 2025-2027 年, 公司营业收入分别为 32.2/37.1/41.9 亿元, 归母净利润为 2.2/3.2/4.0 亿元, 对应当前市值的 PE 为 66/45/36 倍。考虑到公司创新核药管线进入收获期, 核药网络化供应能力强, 同时通过原主业肝素类产品贡献稳定利润, 我们判断公司当前创新属性尚未完全体现, 维持“买入”评级。风险提示: 新药研发进展不及预期, 核药政策改革, 汇率波动, 肝素原料药采购及价格波动, 以及折旧增加导致业绩下滑的风险。

(证券分析师：朱国广 证券分析师：刘若彤)

潮宏基 (002345): 2025 年半年报点评: 25H1 归母净利同增 44.3%, 加盟渠道扩张加速

投资要点 公司发布 2025H1 业绩: 2025H1 公司实现营收 41.0 亿

元，同比增长 19.5%，实现归母净利润 3.3 亿元，同比增长 44.3%，实现扣非后归母净利润 3.3 亿元，同比增长 46.1%。25Q2 单季度公司实现营收 18.5 亿元，同比增长 13.1%，实现归母净利润 1.4 亿元，同比增长 44.3%，实现扣非后归母净利润 1.4 亿元，同比增长 46.1%。销售费用率下降明显，25H1 销售净利率同比+1.4pct：①毛利率：25H1 毛利率为 23.8%，同比下降 0.3pct，25Q2 毛利率为 24.9%，同比增长 1.6pct。②费用率：25H1 期间费用率为 12.3%，同比下降 2.3pct，主要系销售费用率同比下降 2.1pct，25Q2 期间费用率为 13.3%，同比下降 1.4pct，主要系销售费用率同比下降 1.5pct。③净利率：25H1 销售净利率为 8.1%，同比增长 1.4pct，25Q2 销售净利率为 7.7%，同比增长 1.7pct。

25H1 时尚珠宝与传统黄金业务增速 20%+：分业务看，公司 25H1 时尚珠宝/传统黄金/皮具/代理品牌授权及加盟服务分别实现收入 19.9/18.3/1.2/1.2 亿元，同比分别为+20.3%/+24.0%/-17.4%/-0.5%，收入占比分别为 48.5%/44.6%/3.0%/3.0%。品牌将东方文化元素与现代时尚相结合，不断丰富黄金品类与系列，如 IP 联名首饰、创意串珠等产品，精准对接年轻消费者喜好，进一步夯实“年轻、时尚、会玩”的品牌心智。

渠道端结构改善，盈利能力提升：分渠道看，公司 25H1 加盟/自营/线上/批发渠道收入分别为 22.4/11.7/5.7/1.0 亿元，同比分别 +36.2%/+4.8%/-5.8%/+97.1%，收入占比分别为 54.7%/28.6%/13.8%/2.5%，同期毛利率分别为 16.8%/37.8%/24.4%/9.2%，同比分别-0.4pct/+2.4pct/+1.7pct/-0.15pct，自营与线上渠道利润端改善明显。

加盟模式加速拓展，持续深化出海战略：从门店数量看，截至 25H1 末公司加盟/自营门店数量分别为 1340/202 家，较 24 年末分别净+68/-37 家。公司通过加盟模式加速渠道拓展，并成功进驻 SKP、万象城等国内顶级商业体；持续深化东南亚市场战略布局，2025H1 在柬埔寨核心商圈金边永旺商场及西港 Umall 商场开设了 2 家门店。

盈利预测与投资评级：潮宏基是我国年轻时尚的黄金珠宝品牌，产品设计突出，拓店速度快，2025Q1 公司同店重拾增长，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润预测从 4.5/5.2/6.5 亿元至 5.3/6.6/7.9 亿元，同比分别+173%/+24%/+21%，2025-2027 年 PE 对应最新收盘价分别为 27/22/18 倍，维持“买入”评级。

风险提示：金价波动风险，开店不及预期，终端消费偏弱等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：郝越）

珍酒李渡（06979.HK）：2025 年中报点评：珍酒主动纾压，李渡保持稳健

投资要点 事件：公司发布 2025 年中期业绩公告，2025 上半年实现营收 25.0 亿元，同比下滑 39.6%；实现归母净利 5.7 亿元，同比下滑 23.5%；实现 non-IFRS 归母净利 6.1 亿元，同比下滑 39.8%；业绩符合此前预告指引。

25H1 主动调整释放压力，适当控货整固渠道。25H1 公司营收同比下降 39.6%，主因高基数+周期下行+Q2 场景冲击影响。其中，25H1 珍酒、李渡及其他品牌收入分别同比下降 44.8%、9.4%、47.9%——李渡通过加强宴席场景营销，拉动次高端及中端产品实现逆周期增长，令品牌整体收入同比降幅有限；其余品牌受场景冲击影响较大，公司主动控货以保持渠道稳定为先。25H1 期末公司预收款余额为 14.3 亿元，同比/环比分别回落 3.6/3.3 亿元，主动控货出清过程中，公司渠道商数量也有一定精简，25H1 期末合作经销商数量较 24FY 减少 516 家(-6.8%)。

25H1 盈利水平维持稳定，市场端保持主动。25H1 公司经调整净利率为 24.6%，同比微降 0.1pct，显示公司市场调控不失操作主动性，成本、费用管控能力仍然较强。

①25H1 毛利率同比+0.3pct，主因李渡收入占比提升；珍酒、李渡及其

他品牌毛利率分别同比-0.9、-0.3、+0.3pct，基酒成本优化对产品结构的负面影响有部分抵消。②25H1 销售费率、管理费率分别同比+0.4、+3.1pct，公司对销售团队人效及营销投入有一定优化。伴随宴席、聚餐场景负面压制逐步纠偏，我们判断 25H2 动销环比有望企稳；加上公司核心市场精细化培育持续巩固品牌认知，新品大珍招商进展积极带来增量贡献，预计 25H2 收入同比降幅有望明显收窄。大珍模式创新锐意破局，老品保持定力夯实基础。为应对外部环境的不利影响，2025 年公司规划采取三大战略方针，1 是推出全新旗舰产品大珍·珍酒，以高品质、新模式为矛，积极挖掘销售增量。2 是深化现有核心产品的区域渗透，强周转、稳价格。3 是强化中高端产品布局，以抓抢宴席、餐饮场景开瓶需求。其中，大珍作为逆势推出的次高端差异化单品，实行“万商联盟”的创新渠道模式，通过低准入、高回报、全控价、持续收益的模式机制，强化商家信心，我们看好后续招商推进。盈利预测与投资评级：公司产品矩阵清晰，品牌及品质升级布局长远，组织效能与渠道势能有望逐步显现。参考 25H1 收入表现，预计 25H2 报表降幅有望明显收窄，伴随大珍铺市及需求复苏，看好珍酒报表拐点及盈利弹性率先显现。我们维持 2025~2027 年公司 non-IFRS 归母净利预测为 12.7、16.1、19.7 亿元人民币，对应 non-IFRS PE 为 24.0、19.0、15.5x，维持“买入”评级。风险提示：宏观修复不及预期，次高端价格及费用竞争加剧，渠道库存消化不及预期等。

（证券分析师：苏铖 证券分析师：孙瑜）

舍得酒业（600702）：2025 中报点评：筑底企稳，盈利修复

投资要点 事件：公司发布 2025 半年度财报。25H1 实现营收 27.0 亿元，同比-17.4%；实现归母净利 4.4 亿元，同比-25.0%。对应 25Q2 实现营收 11.3 亿元，同比-3.4%；实现归母净利 1.0 亿元，同比+139.5%。25Q2 收入降幅显著收窄，产品结构基本企稳。25H1 公司实现酒类收入 24.2 亿元，同比-19.0%；剔除夜郎古分部影响，舍得内生收入同比下滑约 15.5%。1）分产品看，25H1 中高档酒、普通酒收入分别为 19.7、4.4 亿元，分别同比-13.9%、-21.2%。其中，品味舍得、舍之道、T68、电商收入占比分别约为 40%、20%、10%+、14%；电商、T68 收入保持较快增长，高价产品藏品 10 年、中国智慧亦有增量贡献，品味、舍之道同比承压。2）分区域看，25H1 省内、省外市场收入分别同比下滑 13.9%、21.2%，公司 6 大基地市场遂宁、成都、绵阳、聊城、德州、天津，通过持续加码 C 端投入，动销表现好于整体。25Q2 公司酒类收入同比-4.5%，估算舍得内生收入同比持平附近，单季同比增速逆势修复，1 是公司 1、2 季度回款节奏较去年变化，25Q2 回款占比回升；2 是沱牌光瓶酒销售保持稳定扩张，低基数下同比增速抬升。25Q2 净利率好于预期，降费减支持续推进，所得税显著降低。1）收现端，25Q2 期末合同负债 1.6 亿元，同比小幅波动，回款推进仍有压力。2）利润端，25Q2 净利率同比+4.9pct 至 8.6%，主因费用及所得税下降贡献。①25Q2 综合毛利率为 60.6%，同比-0.3pct，同比差异不大，但环比回落明显，与 Q2 场景冲击拖累产品结构有关。②25Q2 销售费用与管理费用（含研发）分别为 2.7 亿、1.4 亿，同比下降 15.1%、10.6%，公司各部门持续推进降费减支，销售及管理人员薪酬、广宣及市场费用是 25H1 主要降费来源。③25Q2 所得税率仅为 2.9%，主因利润大幅波动下，税费跨期缴纳与会计账期存在差异。产品布局着眼长期，渠道深挖创新增量。产品方面，公司以“一高一低”为增量抓手，做长期培育投入，1 是有序推进高价产品藏品 10 年、中国智慧的招商布局，2 是持续贯彻高线光瓶酒的渠道下沉。此外，公司及

时跟进推出 29 度新品，规划相应做渠道创新模式尝试。渠道方面，公司以电商、团购为增量驱动，电商渠道已成功探索差异化产品销售增长路径，团购渠道则分设人员专组，旨在深度挖掘复星生态链企业需求、做好经销渠道的团购协销。同时，公司对即时零售、KA 渠道也在做积极布局；对传统流通渠道，亦推出了了青创项目、降低首单等创新举措。

盈利预测与投资评级：行业需求筑底阶段，次高端需求修复仍面临较大挑战，公司充分发挥自身机制优势，以更拼搏进取的经营姿态，不断进行创新尝试以挖掘销售增量，期待后续取得更积极成效。参考公司 25H1 盈利水平，我们调整 2025~27 年归母净利润预测为 6.4、7.8、9.8 亿元（前值为 7.3、9.4、12.2 亿元），当前市值对应 2025~27 年 PE 为 32、26、21X，维持“增持”评级。

风险提示：经济向好不确定性，成本及费用支出超预期，低档酒增长不及预期。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：孙瑜）

绿联科技（301606）：品牌出海强势推进，NAS 新品打开成长空间

投资要点 绿联科技是跨境数码配件龙头企业，NAS 新品+出海布局打开成长空间：绿联科技产品主要涵盖充电类、传输类、音视频类、存储类、移动周边类五大品类，2025 年 NAS 产品实现突破，有望成为未来重要成长点。公司海外业务也持续高增，自 2014 年布局出海以来，公司入驻亚马逊、速卖通、Lazada 等跨境电商平台。2024 年海外收入增长 46%，占公司总营收的 57%。

绿联科技是“品牌出海”稀缺资产，海外业务发展利好公司利润率增长：据海关总署统计，我国跨境电商行业增速达 11%，景气度较高。但目前大多数跨境消费品企业主要以渠道（开店）和代工形式实现出海，在海外形成品牌的企业仍是少数。绿联科技在海外保留“Ugreen”自有品牌，不断沉淀品牌认知。在自有品牌加持下，公司 2024 年海外业务毛利率为 44%，高于国内的 28%，随着出海的推进，公司利润率有望提升。

NAS 未来市场需求广阔，将成为公司第二增长曲线。随着企业和家庭数字化程度的加深，NAS 产品市场规模有望持续增长。根据 Grand View Research，2024 年全球消费级 NAS 市场规模 61 亿美元，预计 2025 到 2030 年年均增长率为 12.1%。而绿联凭借性价比优势和系统优势，逐渐抢占龙头企业份额，根据第三方数据，2025H1 绿联 NAS 在国内线上市场的市占率实现翻倍以上增长。未来公司 NAS 业务看点在于：①推出更易用、更具性价比的产品，打开入门级用户空间；②NAS 出海，实现更高的利润率；③逐渐完善系统，实现更高的溢价等。

充电类产品是成长中坚，传输类产品是基石产品：2024 年公司充电类产品实现收入 23.5 亿元，同比+51%，收入占比为 38%，是公司的重要成长点。公司充电类产品同时受益于自身的产品升级和海外渠道开拓，有望维持高增趋势。2024 年公司传输、音频、存储、移动周边类产品合计占收入比达到 62%，同比增速在 12%到 21%之间，同样有望受益于海外扩张而实现收入和利润率的增长。

盈利预测与投资评级：我们看好公司品牌出海的长期空间，也看好公司 NAS 业务未来前景。我们预计 2025~27 年公司归母净利润为 6.4/8.4/10.4 亿元，同比+38%/+31%/+24%，对应 8 月 21 日收盘价为 44/34/27 倍 P/E。考虑公司出海业务前景和 NAS 业务的未来空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：新品销量及盈利能力不及预期、海外经营不确定性、产品质量风险、消费需求波动等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖）

快手-W（01024.HK）：2025Q2 业绩点评：业绩超预期，看好可灵及 AI 赋能生态变现

投资要点 公司业绩超预期：25Q2 收入为 350.5 亿元，yoy+13.1%。经调整净利润为 56.18 亿元，yoy+20.1%，经调整净利率为 16.0%，yoy+0.9pct。公司收入利润均好于预期。同时，公司宣派派发自上市以来的首次特别股息每股 0.46 港元，合共约 20 亿港元。可灵商业化进展亮眼，期待后续技术和产品迭代驱动流水增长。公司 5 月推出可灵 AI 2.1 系列模型，在模型质量方面实现全方位提升，动态表现更优异，物理模拟更真实，语义响应更准确。可灵 AI 助力 P 端创作者和企业用户不断探索更多的应用场景，包括广告营销、影视短剧、游戏互动和智能硬件等，如与快手星芒短剧联合出品全球首部 AI 单元故事集《新世界加载中》（全球累计播放量近 2 亿），与《逆水寒》手游合作丰富游戏社交玩法等等。受益于应用场景的深度探索，Q2 可灵 AI 收入超过 2.5 亿元人民币（Q1 为 1.5 亿元），业绩会上公司提到 2025 年可灵 AI 收入预计比年初目标翻番，2025 年相关的 capex 投入较年初预算也实现翻倍。7 月底发布新功能灵动动画布，集无限可视化空间、智能创作辅助与多人实时协作等功能为一体，为创作者带来一站式创作体验；8 月底可灵 2.1 模型上线首尾帧功能，相比于可灵 1.6 首尾帧功能效果提升 235%，超越行业内其他模型，我们看好技术迭代及功能丰富推动可灵流水进一步增长。AI 大模型有望提高生态变现能力。Q2 公司推出了 OneRec 端到端生成式推荐大模型，应用于短视频内容推荐，提升了用户时长和留存率（Q2 公司 DAU 同比增长 3.4%，DAU 日均使用时长同比增长 3.9%）。在在线营销服务场景，大语言模型挖掘用户全局行为和营销服务转化之间的关联关系，直接端到端生成用户感兴趣的营销素材，提高了点击率和转化率，带来在线营销服务收入低单位数的增长。在电商场景，公司利用多模态大模型技术提升了对商品信息的提炼能力，并借助大语言模型的知识推理能力，对商品的适用人群、使用场景和用户兴趣点进行结构化的描述，提升了人货匹配效率。考虑到公司生态变现与竞对相比并不充分，我们建议关注 AI 大模型技术对公司广告等收入的驱动潜力。Q2 电商 GMV 好于预期，我们预计下半年主业保持稳健增长。1) 25Q2 公司直播业务收入实现 100 亿元，yoy+8%，好于一致预期；2) 线上营销服务收入 198 亿元，yoy+13%，符合一致预期，主要由于借助 AI 技术优化智能营销产品解决方案，推动营销客户投放消耗增加；3) 包括电商收入在内的其他服务收入 52 亿元，yoy+26%，好于一致预期。电商 GMV 同比增长 17.6% 达 3589 亿元，亦好于一致预期。公司持续深化内容场和泛货架场的协同，25Q2 泛货架 GMV 占总电商 GMV 超过 32.0%，商城场域的日均动销商家同比增长 30%。我们预计下半年公司电商业务将继续保持高于行业的增速水平，主业整体保持稳健增长。

盈利预测与投资评级：我们继续看好可灵 AI 作为国内头部视频生成模型保持高速增长趋势，同时公司主业在 AI 赋能下进一步优化效率。我们维持公司 2025-2027 年 nonifrs 净利润预测 200/245/296 亿元，对应 nonifrs PE 为 15/12/10x，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争风险，消费不及预期，商业化不及预期

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖

证券分析师：郭若娜）

良信股份 (002706): 2025 年中报点评: 业绩符合市场预期, AIDC 发展迅猛

投资要点 事件：公司 25H1 营收 23.3 亿元，同比+16.1%，归母净利润 2.5 亿元，同比+4.1%，毛利率 31.6%，同比-0.7pct，归母净利率 10.6%，同比-1.2pct；其中 25Q2 营收 12.5 亿元，同比+16.6%，归母净利润 1.4 亿元，同比-2.6%，毛利率 31.6%，同比-0.5pct，归母净

利率 11.5%，同比-2.3pct。业绩符合市场预期。数字能源板块蓄势待发，AIDC 出海进程加速。我们预计 25H1 公司数字能源板块收入约 4.6 亿元，同比+19%，占比约 20%。其中智算中心收入约 2 亿，主要以国内市场为主。1) 国内公司与华为、中兴、中国维谛深度合作，在智算中心国产化替代拥有较强的市场竞争力，主流 CSP 市场目前还是以进口供应商为主，是未来重要的增量市场。2) 海外公司部分产品已拿到 UL 认证并小批量出货北美维谛，其他产品陆续送样认证，产品主要用于其 AIDC 项目。我们认为随着全链路产品陆续拿到 UL 认证，在北美的份额有望不断提升。展望远期，公司研发固态断路器等应用于 HVDC 的直流新产品，有望随 Rubin 及其 800V HVDC 的推广应用打开更大的市场空间。

新能源主业稳健增长，地产下游降幅收窄。公司主业稳健增长，其中新能源市场保持了稳健增长，我们预计 25H1 新能源实现营收约 11.5 亿元，同比+39%，占比约 49%，其中我们预计光伏/风电/储能营收同比约+7%/75%/50%。光伏行业收入占比有所下降，储能和风电行业实现较高增速，展望 25H2，我们预计光伏行业收入受需求影响可能略承压，风电储能保持较高增速，整体新能源下游维持同比 20-30%稳健增长。智能楼宇降幅继续收窄，25H1 实现营收约 3.1 亿元，同比-23%，占比约 13%。公司大力发挥智慧人居和商业地产，有望对冲住宅开工下滑的影响，展望 25H2，凭借公司经营发展 α ，我们预计智能楼宇降幅有望进一步收窄。

认证检验专利费用高增，存货&合同负债稳增。公司 25H1 期间费用 4.7 亿元，同比+10%，其中研发费用同比+6%，产品认证费/检验费/专利费同比+178%/112%/121%，我们认为主要系公司扩大出海产品送样和新产品开发；25H1 经营性现金流净流入 1.7 亿元，同比+37.4%；25H1 末存货/合同负债分别为 5.41/0.52 亿元，同比+18%/34%。

盈利预测与投资评级：考虑到公司股权激励前两期未解锁会产生约 7 千万费用冲回，全球 AIDC 建设需求将进入高速增长阶段，我们上修公司 25-27 年归母净利润分别为 5.09 (+0.50) / 6.14 (+0.13) / 8.14 (+0.07) 亿元，同比+63%/21%/33%，现价对应 PE 分别为 25x、21x、16x，给予 26 年 30x PE，对应目标价 16.4 元/股，维持“买入”评级。

风险提示：AIDC 建设不及预期，国内新能源下游需求不及预期，竞争加剧等。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：谢哲栋
 证券分析师：司鑫尧)

欧普康视 (300595)：2025 年中报点评：短期业绩承压，期待逐步恢复

投资要点 事件：公司近期发布 2025 年中报。2025 年上半年，公司实现收入 8.71 亿元 (-1.42%，同比，下同)，实现归母净利润 2.50 亿元 (-22.93%)，实现扣非归母净利润 2.16 亿元 (-23.60%)。2025 单 Q2 季度，公司实现收入 3.92 亿元 (-6.27%)，实现归母净利润 0.90 亿元 (-31.74%)，实现扣非归母净利润 0.69 亿元 (-40.80%)，业绩低于我们预期。

主业受高端消费持续疲软影响有所承压。2025 年上半年，分业务看，(1) 角膜塑形镜收入 3.56 亿元，受高端消费持续疲软、减离焦框架镜等近视防控产品分走潜在客户，以及角膜塑形镜竞争加剧的影响，同比下滑 4.58%；(2) 医疗服务收入 1.73 亿元，同比下滑 9.20%，主要系公司并表医疗机构的收入下降所致，包括公司总部医院自 2024 年下半年停止了院内制剂阿托品的销售；(3) 护理产品收入 1.09 亿元，同比下滑 6.89%，主要系公司继续加大推广促销自产护理品，通过购镜片送护理品和自产护理品促销等活动导致护理品总销售收入下降；(4) 非视光类收入 0.40 亿元，同比增长 14.90%；(5)

框架镜等其他视光产品收入 1.87 亿元，同比增长 16.18%，主要为公司控股终端功能性框架镜等非硬镜产品收入以及非医疗机构技术服务收入增加。产品线不断丰富，“全视光产品”战略逐步落地。

2025 年上半年，公司“DreamVision SL”硬性巩膜接触镜上市销售和新一代角膜塑形镜（DV185 与 AP185）获批并上市销售，镜片材料均为自产的 OVC TEK 200（透氧系数 DK 值为 185），其透氧系数在全球目前已上市的巩膜镜和角膜塑形镜中处于领先水平，其中 DV185 和 AP185 为公司现有角膜塑形镜产品的升级换代，有望提升市场竞争力，DVSL 巩膜镜则为公司增加了一个有较大市场潜力的新视光产品，将增厚公司的业绩。此外，公司还在 2025 年上半年推出了梦戴维润眼落地灯、自产叶黄素、接触镜生理盐水冲洗液、密蒙花雾化液等多款新产品。

盈利预测与投资评级：考虑到国内高端消费持续疲软影响，我们将公司 2025-2027 年归母净利润从 6.46/6.94/7.88 亿元下调至 6.03/6.81/7.30 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 29/25/24 倍，考虑到公司产品线不断丰富，有望恢复稳健增长态势，维持“增持”评级。风险提示：宏观经济恢复不及预期，市场竞争加剧等风险。

（证券分析师：朱国广）

派能科技（688063）：2025 半年报点评：Q2 销量大幅增长，实现扭亏为盈

投资要点 Q2 业绩符合预期。公司 25H1 营收 11.5 亿元，同 33.8%，归母净利润 0.1 亿元，同-30%，毛利率 18.4%，同-18.8pct，归母净利率 1.2%，同-1.1pct；其中 25Q2 营收 7.6 亿元，同环比+59.8%/+93.1%，归母净利润 0.5 亿元，同环比+228.1%/-236.4%，毛利率 20.6%，同环比-17.9%/+6.4pct，归母净利率 6.9%，同环比+3.5%/+16.6pct。欧洲家储需求逐步恢复，发力新兴市场，上半年销量同增 133%。出货端，25H1 公司产品销量达 1328MWh，同增 133%，其中 Q2 销量达 927MWh，环增 131%。25H1 随着国际家储市场库存消耗进入尾声，原有市场需求逐步恢复，同时公司发力东南亚、南美洲等新兴市场；工商业储能业务在欧洲、亚洲、美洲、澳洲及国内等区域也得到快速突破；另外共享换电电池、钠电启停电源等轻型动力业务销售量快速增长。我们预计全年销量有望达 4GWh+，同增 170%左右。

Q2 扭亏为盈，下半年盈利有望持续恢复。盈利端，Q2 原材料价格下行，单 Wh 均价 0.9 元（含税），环降 15%；由于 Q2 排产与销售大幅增长，净利润实现扭亏为盈，我们测算单 Wh 盈利回升至 0.05 元/Wh+。后续随稼动率进一步提升，盈利水平有望逐季改善，我们预计全年盈利 0.06 元/Wh+。

Q2 费用率大幅下降，资本开支同环比提升。公司 25H1 期间费用率 17.9%，同-13.7pct，其中 Q2 费用率 13.8%，同环比-18/-12.2pct；25H1 经营性净现金流 3 亿元，同-35.9%，其中 Q2 经营性现金流 1.5 亿元，同环比-40.7%/+2.1%；25H1 资本开支 1.9 亿元，同-20.5%，其中 Q2 资本开支 1.2 亿元，同环比+26.4%/+77.2%；25H1 末存货 10.9 亿元，较年初+51.9%。

盈利预测与投资评级：考虑下游需求恢复趋势较好，我们上调公司 25-26 年盈利预测，新增 27 年盈利预测，预计 25-27 年归母净利润 2.8/5.2/7.5 亿元（此前预期 25/26 年 2.2/4.7 亿元），同比+577%/+87%/+45%，对应 PE 为 46x/25x/17x，考虑到公司在欧洲户储具备渠道优势，钠电等新品有望快速放量，维持“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期，行业竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
研究助理：胡锦芸）

亿纬锂能（300014）：2025 年中报点评：Q2 动力盈利大幅提升，大圆

柱+大铁锂放量在即

投资要点 中报业绩基本符合预期。公司 25 年 H1 营收 282 亿元，同增 30%，归母净利 16 亿元，同降 25%，扣非净利 12 亿元，同降 23%，归母净利率 5.7%，同降 4.2pct；其中 25 年 Q2 营收 154 亿元，同环比+25%/+20%，归母净利 5 亿元，同环比-53%/-54%，扣非净利 3.4 亿元，同环比-57%/-59%，毛利率 17.5%，同环比+1.9/+0.3pct，归母净利率 3.3%，同环比-5.4/-5.3pct，此外 Q2 含股权激励费用 4.9 亿元，叠加减值损失-2.4 亿元（含哪吒汽车相关 1.5 亿元）。Q2 出货环增 20%至 27GWh，全年出货预计维持 130GWh。公司 25 年 H1 储能出货 28.7GWh，同增 37%，动力出货 21.5GWh，同增 59%；我们预计 Q2 出货 27.3GWh，同环比+30%/+21%，其中储能 16GWh，环增 33%，动力 11GWh，环增 8%，动力 H2 预期稳定交付，储能外协生产增加，Q3 预计出货环增 20-30%，25 年预期出货 130GWh，同增 60%+，其中储能 80GWh，同增 60%，动力 50GWh，同增 65%，26 年随着大圆柱+大铁锂的放量，动储出货预期增长 30%+至 170GWh。动力盈利提升明显，储能盈利略有承压，后续盈利趋势持续向好。公司 25 年 H1 储能收入 103 亿元，同增 32%，均价 0.41 元/wh，同降 15%，毛利率 12.0%，同降 2.3pct，单 wh 毛利 0.04 元；25 年 H1 动力收入 127 亿元，同增 42%，均价 0.67 元/wh，同降 15%，毛利率 17.6%，同增 6.9pct，单 wh 毛利 0.1 元；公司动力国际客户占比提升，稼动率持续提升，Q2 单价环增 7%至近 0.7 元/wh，我们预计 Q2 动储电池单 wh 盈利 0.02 元，环增 15%+，随着 H2 储能客户结构优化，动力海外客户占比提升，全年单 wh 盈利维持 0.02 元，合计贡献利润 25 亿+。消费业务维持稳健，马来工厂开启投产。消费电池 25 年 H1 收入 51 亿元，同增 5%，毛利率 26.7%，同降 1.6pct，我们预计 Q2 收入 29 亿元，贡献利润 3-4 亿元，环增 30%，小圆柱需求旺盛，我们预计 25 年出货 11-12 亿支，同增 10%，带动消费锂电利润增长 25%至 15 亿元。思摩尔 H1 贡献投资收益 1.5 亿元，其中 Q2 贡献利润 0.9 亿元，我们预计全年贡献利润近 5 亿元。碳酸锂及中游材料 H1 贡献投资收益 1.7 亿元，其中 Q2 贡献利润 1.2 亿元，我们预计全年贡献利润 2 亿元。费用率明显提升，经营性现金流改善，资本开支扩大。公司 25 年 Q2 期间费用 21 亿元，同环比+73%/+50%，费用率 13.6%，同环比+3.8/+2.7pct；25 年 Q2 经营性现金流 14.8 亿元，同环比-28%/+65.9%；Q2 资本开支 24.1 亿元，同环比+89%/+20%；25 年 H1 末存货 60.3 亿元，较年初增加 15%。

盈利预测与投资评级：我们下修公司 25-27 年归母净利润 47/71/92 亿元（此前预期 53/73/93 亿元），同增 16%/50%/30%，对应 PE 为 21x/14x/11x，考虑到公司出货高速增长，给予 26 年 20x 估值，对应目标价 69 元，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动超市场预期，电动车销量不及市场预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕

证券分析师：朱家佟）

九毛九 (09922.HK)：2025 年中报点评：边际向好，调改可期

投资要点 事件：九毛九发布正式半年报，25H1 公司收入/期间溢利分别为 27.53/0.59 亿元，同比分别-10.14%/-13.62%。分品牌，25H1 太二/怂火锅/九毛九/赖美丽/赏鲜悦木/山外面分别实现营收 19.46/4.16/2.26/0.05/0.07/0.14 亿元，同比分别-13%/-3%/-22%/-74%/-12%/+24%，分门店数量/单店营收/同店表现来看：（1）截止 25H1，餐厅总数量为 729 家，Q2 净减少 51 家：太二/怂火锅/九毛九/赖美丽/赏鲜悦木/山外面数量分别为 566/76/68/1/1/17 家，Q2 分别净-44/-5/-1/持平/持平/-1 家；（2）25H1 太二/怂火锅/九毛九/赖美丽/赏鲜悦

木/山外面餐厅单店收入分别为 344/548/333/508/733/84 万元，同比分别 -6%/-7%/-18%/+4%/-12%/-49%；（3）25H1 太二/怂火锅/九毛九同店销售额同比增速分别为 -19%/-20%/-20%。翻台率：25H1 太二/怂火锅/九毛九/赖美丽/赏鲜悦木/山外面分别为 3.1/2.5/2.5/1.8/1.8/3.7。店铺层面经营利润而言，25H1 太二/怂火锅/九毛九分别为 2.62/0.15/0.29 亿元，同比分别 -16%/-60%/-42%，经营利润率同比分别 -0.4/-5/-4pct 至 13%/4%/13%。25H1 集团核心经营利润为 0.98 亿元，同比 -37%，核心经营利润率同比 -1.5pct 至 3.6%。三大策略路径清晰，经营层面边际向好：（1）策略一：战略性关闭经营不佳门店、且执行果断：25H1 主动关闭 88 家门店；（2）策略二：调改门店，且新店型表现较好：调改门店太二先行，活鱼到店、新增热炒（鲜鸡与鲜牛肉）、精简菜单、优化装修（温馨化、隐私化）。截至 2025 年 7 月 18 日，太二调改店型已达 57 家；（3）策略三：25H1 广州南沙供应链中心已进入试运行阶段，或助力省外市场开拓及支持快手菜发展。盈利预测与投资评级：门店调改进行时，据公告 25Q2 太二及怂火锅的同店日均销售额同比下降幅度较 25Q1 显著收窄，且太二品牌 2025 年 4-6 月同店日均销售额同比降幅逐月度收窄，经营调整初见成效、筑底企稳，我们调整 2025-2027 年公司归母净利润预测至 1.42/2.98/3.58 亿元（2025-2027 年原值 1.35/1.64/2.03 亿元），同比增长 154%/110%/20%，对应当前 PE25x、12x、10x，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格波动风险、食品安全风险、行业竞争加剧的风险。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：邓洁）

海泰新光（688677）：2025 年中报点评：业绩符合预期，期待出口修复

投资要点 事件：2025 年 8 月 22 日，公司发布 2025 年中报。2025 年 H1 公司实现收入 2.66 亿（+20.50%，同比，下同），实现归母净利润 0.74 亿（+5.52%），实现扣非归母净利润 0.72 亿（+12.07%）。2025 单 Q2，公司实现收入 1.19 亿（+15.52%），实现归母净利润 0.28 亿（-13.55%），实现扣非归母净利润 0.26 亿（-7.07%），业绩符合我们预期。主营业务表现突出，期待下半年环比加速。2025 年上半年，分产品看，医用内窥镜器械行业收入 2.07 亿元（+17.72%），占主营业务收入 78.28%（上年度同期占比 80.47%），其中医疗器械收入 1.72 亿（+11.70%），维修服务收入 0.35 亿（+60.58%）；光学行业收入 0.57 亿元（+34.62%），占主营业务收入 21.72%（上年度同期占比 19.53%）。美国“对等关税”压力下，经营业绩稳步提升。2025 年上半年，公司重点工作稳步推进：（1）与美国大客户正式启动下一代内窥镜系统的合作开发，项目进展顺利；（2）泰国公司已建成内窥镜生产线和光源模组生产线，大部分销往美国市场的产品已经在泰国公司实现生产，降低了关税对公司业务的影响；（3）在泰国公司实现了分析仪器整机设备的生产，开启了公司与分析诊断客户在整机设备上的合作业务；（4）启动了泰国公司二期生产产线的建设，包括整机装配、GMP 生产车间等；（5）在淄博子公司建设了 GMP 生产车间和经济型内窥镜生产产线，为公司扩展一次性耗材类产品 and 门诊产品提供了生产基础；（6）与德国某手术器械公司合资建立了手术器械控股子公司，发展微创手术器械产品；（7）完善全国营销网络，继续围绕重点科室进行品牌建设和市场推广活动。研发工作开展顺利。2025 年上半年，公司研发投入 3,321.47 万元（+7.79%），研发投入占比营业收入 12.51%。研发工作开展顺利：（1）配套客户研发的 2.9mm 膀胱镜和 3mm 小儿腹腔镜进入试生产阶段，鼻窦镜已向客户交付样本；（2）获

得宫腔镜手术器械的注册证，产品包括剪刀、抓钳和活检钳等，妇科科室的产品体系得到扩充；（3）头颈外科相关镜体和手术器械已提交注册检验；（4）抗酸杆菌显微扫描分析仪已启动注册相关工作，自动显微扫描系统技术平台建设及相关应用研究已开始；（5）已开展用 AI 技术提升内窥镜图像质量的相关工作，正在调研并开展 AI 技术辅助诊疗的预研工作。盈利预测与投资评级：我们考虑到公司与海外客户关系稳定，维持 2025-2027 年归母净利润为 1.75/2.13/2.62 亿元，对应当前市值 P/E 估值分别为 32/26/22X，维持“买入”评级。风险提示：关税风险加剧；新品推广不及预期；经营规模扩大带来的战略与管理风险等。

（证券分析师：朱国广）

无锡鼎邦（872931）：2025 中报点评：国内客户总体需求放缓致业绩承压下滑，期待国外业务拓展带来新增量

投资要点 国内客户总体需求放缓，新建项目减少，2025H1 业绩同比下滑 38%。公司发布 2025 半年度报告，实现营业收入 1.78 亿元，同比-14.55%；归母净利润 0.12 亿元，同比-37.59%；扣非归母净利润 0.10 亿元，同比-46.15%。公司业绩同比下滑主要由于受行业大环境影响，国内客户总体需求放缓，新建项目减少，而海外客户受到合同履行进度影响，同样使得业绩有所下降。同时招投标价格竞争激烈，公司总体毛利率为 20.43%，同比-2.03pct，对利润下降影响较大。销售/管理/财务/研发费用率为 2.42%/4.11%/4.92%/0.37%，同比+0.66/+0.36/+1.71/-0.34pct。此外，信用减值损失同比增加 37.92%，主要系应收票据坏账损失的冲回；资产减值损失同比增加 93.64%，主要系合同资产减值准备的冲回。

主要产品换热器（占比约 6 成）收入有所下滑，空冷器业务收入小幅提升。公司专注从事换热设备研产销，产品广泛应用于石油化工领域，公司生产的所有商品均为订单式非标设备，采取“以产定销”模式，收入构成主要受客户订单结构影响。1）换热器：2025 上半年该业务营收同比-13.80%至 1.04 亿元，占比 58.55%，毛利率同比-2.59pct 至 19.75%。2）管束：2025 上半年该业务营收同比-39.29%至 0.26 亿元，占比 14.69%，毛利率同比-2.12pct 至 21.76%。3）空冷器：2025 上半年该业务营收同比+7.50%至 0.47 亿元，占比 26.39%，毛利率同比-0.07pct 至 20.50%。

国内市场受益“降油增化”趋势，布局海外打开成长空间。1）节能改造行业趋势：在“双碳”目标及石化行业节能降碳政策推动下，换热设备行业向大型化、高效化、节能化加速转型。2）公司换热设备优势：公司换热设备客户基础稳定，积极依托炼化一体化项目需求，研发高换热效率、低能耗产品，抢占节能改造市场先机。特别是油浆蒸发器作为催化裂化装置关键节能设备，拥有较高毛利率，有望进一步提升盈利能力。3）布局海外：公司积极开拓国际市场，2024 年成功实现境外收入零的突破，毛利率 48.26%，较国内市场毛利率高出 26.53pct。公司在建产能位于靠近港口的江苏省东台市，投产后有望助力出海业务快速增长。公司积极拓展国外客户与业务，已成为英荷壳牌、美国埃克森美孚、法国道达尔、法国液空集团等世界 500 强企业的合格供应商，未来国外业务将成为公司新的增长极。

盈利预测与投资评级：维持 2025~2027 年归母净利润分别为 0.45/0.53/0.63 亿元，对应最新 PE 为 39.98/34.07/28.77x，考虑公司在石化领域具备丰富的项目经验、优质的产品质量和良好的行业口碑，并积极开拓海外市场，具备长期成长性，维持“增持”评级。风险提示：1）技术迭代不及预期；2）宏观经济波动；3）市场竞争加剧。

（证券分析师：朱洁羽 证券分析师：易申申

证券分析师：余慧勇 研究助理：武阿兰）

阳光保险 (06963.HK): 2025 年中报点评: NBV 同比大增, 费用管控带动 COR 优化

投资要点 事件: 阳光保险发布 2025 年中报业绩。1) 25H1 归母净利润 34 亿元, 同比+7.8%; 其中寿险、财险净利润分别为 29.2、5.2 亿元, 分别同比+5.6%、+2.6%。2) 25H1 NBV 40.1 亿元, 可比口径下同比+47.3%; EV 1285 亿元, 较年初+11%。3) 截至 25H1 净资产 558 亿元, 较年初-10.1%。4) 25H1 未年化 ROE 5.7%, 同比+0.5pct。我们认为 25H1 公司净资产下滑主要系会计计量方法影响: 1) 公司准备金采用移动平均曲线, 受 25H1 折现率下滑影响, 负债端保险合同准备金大幅增加; 2) 25H1 市场即期利率保持稳定, 公司资产端债券公允价值保持平稳。 寿险: 银保渠道 NBV 大幅增长, 人力质态保持稳定。1) NBV: 25H1 可比口径下, 公司 NBV 同比+47.3%; 其中个险、银保分别同比+23.5%、+53%。2) 25H1 合同服务边际余额 561 亿元, 同比+10.3%。3) 保费: 25H1 新单保费 190 亿元, 同比-3.0%; 其中个险渠道、银保渠道新单保费分别为 34.4、128.7 亿元, 分别同比-11.2%、-5.2%。银保渠道新单保费占比-1.7pct 至 18.1%。4) 业务结构: 25H1 传统寿险、分红险保费分别同比+13.7%、-16.3%。传统寿险占比高达 76.9%, 同比+4.5pct。5) 人力: 25H1 月均人力 5 万人, 较年初-3.6%。个险渠道人均产能 2.8 万元, 同比持平; 其中精英队伍人均产能是传统队伍的两倍以上。我们预计, 代理人规模已趋于稳定, 人力的质改善将能支撑个险渠道价值增长。 产险: 综合成本率优化带动承保利率大增。1) 25H1 阳光财险原保费收入 253 亿元, 同比+2.5%; 其中车险、非车险保费分别同比-6%、+12.5%。非车险保费占比同比+4.5pct 至 50.6%; 车险中家用车占比 65.3%, 同比+3pct。2) 25H1 承保利润 2.9 亿元, 同比+42.4%。3) 25H1 综合成本率 98.8%, 同比-0.3pct; 其中综合费用率、综合赔付率分别为-2.8pct、+2.5pct 至 29.9%、68.9%。车险、非车险综合成本率分别为 98.1%、99.7%。 投资: 增配核心权益, 减配债券。1) 截至 25H1 总投资资产规模 5919 亿元, 较年初+7.9%。债券、核心权益占比分别-4.4pct、+1.7pct。2) 25H1 年化净投资收益率 3.8%, 同比-0.2pct; 年化总投资收益率 4%, 同比+0.2pct; 年化综合投资收益率 5.1%, 同比-0.2pct。 盈利预测与投资评级: 2025 年权益市场持续走强, 结合公司 2025 年上半年经营情况, 我们上调盈利预测, 2025-2027 年归母净利润为 60/63/65 亿元 (前值为 60/56/52 亿元)。当前市值对应 2025E PB 0.73x、PEV 0.35x, 仍处低位。我们看好公司寿险落地“新阳光战略”, 加快核心能力突破; 财险业务结构持续优化, 维持“买入”评级。 风险提示: 长端利率趋势性下行, 权益市场波动, 新单保费承压。

(证券分析师: 孙婷)

鱼跃医疗 (002223): 2025 年中报点评: 业绩符合预期, 期待 cgm 新品放量

投资要点 事件: 2025 年 8 月 22 日, 公司发布 2025 年中报。2025 年上半年, 公司实现收入 46.59 亿元 (+8.16%, 同比, 下同), 实现归母净利润 12.03 亿元 (+7.37%), 实现扣非归母净利润 9.14 亿元 (-5.22%), 实现经营现金流净额 11.67 亿元 (+15.13%)。2025 单 Q2 季度, 公司实现收入 22.23 亿元 (+7.06%), 实现归母净利润 5.78 亿元 (+25.43%), 实现扣非归母净利润 4.01 亿元 (-2.98%), 业绩符合我们预期。 主业稳中有升, 种子业务推广顺利。2025 年上半年, 分业务看, 呼吸制氧收入 16.74 亿元, 同比增长 1.93%; 临床器械及康复解决方案收入 11.34 亿元, 其中针灸针、轮椅产品实现稳步增长,

手术器械、感染控制产品业务发展稳定；家用健康检测解决方案收入 10.14 亿元，其中电子血压计收入实现双位数增长，红外体温计等产品亦呈现同比良好增长；血糖管理及 POCT 解决方案收入 6.74 亿元，公司 BGM 产品实现稳步增长，公司 CGM 新产品 Anytime 4 系列、Anytime 5 系列陆续推向市场，凭借优异性能获得用户广泛好评，带动公司 CGM 业务实现高速增长。费用控制良好，毛利率稳中有升。2025H1 公司期间费用 12.22 亿元，同比增加 23.85%，其中研发费用 2.95 亿元，同比增长 9.44%，管理费用 2.20 亿元，销售费用 8.12 亿元；公司通过有效的成本管理途径与日趋成熟的供应链体系，持续精益生产，25H1 公司实现销售毛利率 50.37%，同比上升 0.37 个百分点。盈利预测与投资评级：考虑到未来出海费用投入可能增加，我们维持 2025 年归母净利润为 19.54 亿，调整 2026-2027 年归母净利润由 22.11/25.40 亿为 22.05/25.35 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 19/17/14 倍，考虑到公司 CGM 有望带来第二曲线，出海布局领先，维持“买入”评级。风险提示：地缘政治风险，新产品市场推广或不及预期的风险等。

（证券分析师：朱国广）

同花顺（300033）：2025 年半年报点评：营收净利双高增长，AI 生态构筑护城河

事件：公司发布 2025 年半年报，实现营业总收入同比+28%至 17.8 亿元，归母净利润同比+38%至 5.0 亿元；2025Q2 单季度，公司实现营业总收入同比+34%至 10.3 亿元，归母净利润同比+47%至 3.8 亿元。

投资要点 市场持续活跃，互联网广告业务受益明显。分业务看，2025H1，①增值电信业务收入同比+12%至 8.6 亿元，广告及互联网推广服务收入同比+83%至 6.4 亿元；2025 年上半年资本市场活跃，A 股日均交易额同比+60%至 13,669 亿元，公司将产品与大模型技术深度融合，用户粘性持续改善，广告及互联网推广服务、增值电信业务直接受益。我们预计部分预售现金及业务款项未计入利润表内：25H1 公司合同负债同比+92%至 23 亿元（为历史最高值），经营活动产生的现金流量净额同比+275%至 11 亿元，销售商品、提供劳务收到的现金同比+73%至 27 亿元。②软件销售及维护服务收入同比+8%至 1.1 亿元，业务收入较为稳定；基金代销收入同比-0.04%至 1.7 亿元，我们预计主要系基金管理费率、销售服务费率等基金投资成本持续下降，且渠道端分成比例有所变化。整体成本上行，销售费用增长较快。①营业成本同比+10%至 2.3 亿元；②研发费用同比-2%至 5.8 亿元，研发费用率同比-10pct 至 32.6%；③销售费用同比+38%至 3.4 亿元，销售费用率同比+1.4pct 至 18.8%，主要系公司加大营销力度，宣传推广费、销售人员薪酬等增加；④管理费用同比+9%至 1.2 亿元，管理费用率同比-1.2pct 至 7.0%。

构建 AI+金融全新生态，巩固金融科技领先地位：①问财深度思考 2.0 实现重大升级：从单一推理模型演进为具备自主规划与推理能力的智能体，打造更理性的投资决策助手，引领 AI 投顾迈入“理性思考”新阶段。②虚拟人技术取得关键突破：自研虚拟人手语生成系统获专利授权，融合深度学习与知识图谱实现高精度手语合成，已在金融营销场景成功落地。③智能投研平台 AiFinD 持续优化：依托 AI 技术对海量金融数据进行深度挖掘与智能分析，为机构投资者提供更全面、精准的投研支持。④发布全球首个深度融合实际业务的大模型金融评估基准 BizFinBench，涵盖数值计算、链式推理、信息抽取、趋势预测与知识问答五大核心能力。盈利预测与投资评级：基于资本市场活跃度持续向好，利好公司各项业务收入增长，我们小幅上调此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司

归母净利润分别为 26/34/43 亿元（前值为 24/31/39 亿元），分别同比 +41%/+32%/+26%，对应 PE 分别为 84/64/51 倍，维持“买入”评级。
风险提示：业务发展不及预期，AI 技术及应用发展不及预期。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：张良卫 证券分析师：武欣姝）

恒生电子（600570）：2025 年中报点评：投资收益上扬，成本下行共促利润提升

事件：公司发布 2025 年中报，实现营业总收入同比-14%至 24 亿元，归母净利润同比+772%至 2.6 亿元。 投资要点 市场波动影响营收小幅下滑，投资收益拉升利润。2025 年上半年，公司营业收入下滑，主要系①受市场形势影响，金融机构 IT 预算整体收紧导致客户需求减少，且市场竞争加剧，客户采购流程周期明显延长；②公司主动优化业务结构，战略性收缩部分非核心业务。归母净利润有较高增长主要系本期①赢时胜股票按照长期股权投资确认和计量，投资收益同比+176%至 1.5 亿元；②赢时胜、星环科技股票按照其他非流动性金融资产确认和计量，公允价值变动收益同比+137%至 4,657 万元。分业务看，2025 年上半年，公司①财富科技服务业务收入同比-3%至 5.32 亿元；②资管科技服务业务收入同比-34%至 4.88 亿元；③运营与机构科技服务业务收入同比-7%至 5.12 亿元；④风险与平台科技服务/数据服务/创新/企金、保险核心与金融基础设施科技服务/其他业务分别实现收入 1.44/1.71/2.32/2.49/0.97 亿元，同比-34%/+2%/-8%/+5%/-30%。 整体成本下降，仅研发费用率小幅上行。①营业成本同比-9%至 7.39 亿元；②销售费用同比-26%至 2.88 亿元，销售费用率同比-2pct 至 12%；③管理费用同比-21%至 3.06 亿元，管理费用率同比-1pct 至 13%；④研发费用同比-11%至 10.36 亿元，研发费用率同比+2pct 至 43%。 科技突破与系统升级：①2025 年 5 月，恒生电子联合永诚保险上线新一代资管运营平台 AOP 5.0，实现全流程数字化；推出 LightGPT 2.0 金融大模型，新增智能投研等模块，与易方达基金深度合作。②2025 年 6 月与国泰君安共建的程序化交易新规适配系统上线；为广发证券定制的跨境支付清算系统完成验收。③2025 年 7 月，恒生电子中标中加基金清算自动化等项目，获理财子代销系统升级单一来源采购。④2025 年 8 月，发布新一代人工智能模型 GPT-5，推动多领域智能化改造；其 Agent 智能体框架在金融领域落地；协助香港券商完成稳定币交易系统合规改造；与蚂蚁数科合作开发的稳定币跨境清算系统上线。 盈利预测与投资评级：资本市场整体回暖，但金融机构的科技投入仍未出现明显正增长拐点，我们维持此前业绩预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 12/14/17 亿元，对应 PE 为 46/40/33 倍。资本市场持续向好，金融机构基本面企稳，我们仍看好公司金融 IT 的业务模式，维持“买入”评级。 风险提示：AI 等技术发展不及预期，金融机构 IT 投入不及预期，权益市场波动，市场竞争加剧。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：武欣姝）

天目湖（603136）：2025 半年报点评：Q2 营收承压利润率改善，关注新项目与暑期旺季表现

投资要点 事件：2025 年 8 月 22 日，天目湖发布 2025 年半年度报告，2025 上半年公司实现营收 2.46 亿元，yoy-6.5%，归母净利润 0.55 亿元，yoy+4.1%，扣非归母净利润 0.53 亿元，yoy+4.2%。 Q2 营收承压，利润率有所回暖：25Q2 营收 1.41 亿元，同比-9.8%；归母净利润 0.41 亿元，同比-1.8%，扣非归母净利润 0.40 亿元，同增-2.6%。Q2 毛利率为 62.5%，同比+0.8pct；归母净利率为 28.9%，同比+2.4pct。

客流承压下收入有所下滑，公司优化产品结构和成本费用管控，利润率有所提升。各部门业务承压：分业务部门看，25H1 景区/温泉/酒店/旅行社/水世界业务收入分别为 1.36/0.19/0.71/0.83/0.003 亿元，yoy-9.9%/-17.4%/-5.3%/-4.6%/220.5%。行业环境变化，整体客流承压，多个部门收入不同程度下滑。暑期旺季逢苏超赛事火爆，有望释放业务压力：天目湖受益于苏超赛事和沪苏湖高铁开通，暑期旺季客流和收入有望环比改善。公司积极推动南山小寨二期和平桥文旅综合体等新增项目建设，轻资产模式有望带来利润增量。盈利预测与投资评级：天目湖作为国内一站式旅游先行者，项目开发运营能力优异，国资赋能发展。随着未来新项目陆续投运，公司成长性可观。基于行业需求承压，下调盈利预期，预计天目湖 2025-2027 年归母净利润 1.3/1.5/1.7 亿元（前值为 1.5/1.6/1.8 亿元），对应 PE 26/23/21 倍，维持“增持”评级。风险提示：需求不及预期，储备项目建设进度不及预期，自然灾害、极端天气等影响经营的风险。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：石琦瑄

证券分析师：王琳婧）

盛弘股份（300693）：2025 年中报点评：电能质量收入毛利率双升，看好公司出海及 AIDC 布局带来新增量

投资要点 事件：公司发布 2025 年中报，25H1 营收 13.6 亿元，同比-4.8%，归母净利 1.6 亿元，同比-12.9%；其中 Q2 营收 7.6 亿元，同环比-8.9%/+25.4%，归母净利 0.9 亿元，同环比-26.0%/+16.8%。电能质量收入提升，下半年海外储能起量。1）工业配套电源 H1 营收 2.8 亿元，同比+11.4%；毛利率 58.7%，同比+3.9pct；毛利率提升较多，判断海外收入结构起量，预计全年营收+50%；2）受海外储能拓展较慢影响，新能源电能变换设备 H1 营收 2.8 亿元，同比-39.0%；毛利率 27.8%，同比-2.2pct；25H2 起公司海外客户出货已陆续起量，预计下半年海外占比提升至 50%+，并有望持续提升，预计今年全年营收同比持平；3）电动汽车充电设备 H1 营收 6.3 亿元，同比+13.7%；毛利率 34.9%，同比-3.2pct，预计全年营收同比+35%；4）电池检测及化成设备 H1 营收 1.3 亿元，同比+5.6%；毛利率 39.3%，同比-9.7pct，预计全年营收同比持平。研发费用提升带动期间费用率小幅上行，经营性现金流转正大幅改善。公司 25H1 期间费用 3.6 亿元，同比基本持平，其中财务费用为-439 万元，主要由于利息收入和汇兑收益增加较多所致；研发费用为 1.4 亿元，同比+8.9%；期间费用率 26.6%，同比+1.3pct。公司经营性现金流转正，同比+327.1%，大幅改善。出海+AIDC 布局、有望贡献新增量。1）公司电动汽车充换电服务业务计划全面覆盖行业客户，海外市场重点突破，将以突破重点国家的大客户或行业大客户为关键任务目标，保证海外充电设备业务的稳步增长。2）AIDC 带动电能质量相关产品的放量。25 年因国内外数据中心建设加速，收入占比有望进一步提升。此外，公司自主开发 HVDC、SST 以及海外数据中心的能源配套产品，有望开发新增量。盈利预测与投资评级：由于 H1 公司新能源电能变换设备业务承压，我们下调 2025-2027 年盈利预测，预计公司 25-27 年归母净利润分别为 5.0/6.8/8.2 亿元（原预期为 5.6/6.8/8.2 亿元），同增 16%/36%/20%，对应 PE 为 27x/20x/17x。考虑到充电桩行业正处于高速发展阶段、储能海外出货占比持续提升，公司将受益增长，同时公司产品、研发、渠道上具有多方优势，盈利弹性较大，同时 AIDC 带来业绩弹性，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧、政策不及预期、关税风险。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男

证券分析师：胡隽颖）

芯原股份（688521）：2025年中报业绩点评：25Q2新签订单拆分情况揭晓，坚定看好AI ASIC机遇！

投资要点 25Q2 营收高增，订单与客户增长显著。25Q2 收入 5.84 亿元，qoq+49.9%，与此前预期一致；实现归母净利润-1 亿元，qoq+54.84%。第二季度公司新签订单金额达到 11.82 亿元，单季度环比增长近 150%。其中设计订单与量产订单均保持较强势头。在客户拓展方面，2025 年上半年新增 9 家客户，其中半导体 IP 授权业务新增 3 家，一站式芯片定制业务新增 6 家。截至上半年，公司半导体 IP 授权业务累计客户已超 450 家，一站式芯片定制业务累计客户达 340 家。AIGC 赋能端云协同，加速数据中心与服务器市场渗透。公司 NPU IP 已被 91 家客户采用，累计出货近 2 亿颗；在智能手机、平板、AR/VR 眼镜和智能汽车等领域均有落地。VPU、NPU 和 GPGPU IP 得到广泛应用，视频转码加速方案已获全球前 20 名云服务商中的 12 家采用，并成功量产 5nm 媒体加速卡。Chiplet 驱动系统升级，RISC-V 生态持续扩展。公司加速在云端 AI 和高端智驾两大赛道应用，推动系统级集成升级。同时，已为 20 家客户的 23 款 RISC-V 芯片提供定制服务，应用涵盖数据中心、物联网、可穿戴健康监测等领域。盈利预测与投资评级：我们认为当前估值溢价主要是由于公司作为国内顶级 ASIC 公司，为 A 股稀缺标的，在技术积累、客户资源及产品落地方面具备显著优势。我们基于公司业绩公告，维持公司 2025-2027 年营业收入预测，预计实现 30/38/47 亿元；略微上调 2025-2027 年归母净利润预期为-1.0/2.04/4.2 亿元（前值：-1.0/2.03/4.19 亿元）。维持“买入”评级。风险提示：技术授权风险，研发人员流失风险，半导体 IP 授权服务持续发展风险。

（证券分析师：陈海进 研究助理：李雅文）

哔哩哔哩（BILI）：2025Q2 业绩点评：业绩超预期，广告增速亮眼，新游关注新品周期

投资要点 事件：2025Q2 公司实现收入 73.38 亿元，yoy+20%，qoq+5%，超过彭博一致预期的 73.30 亿元，经调整归母净利润达 5.62 亿元，超过彭博一致预期的 5.20 亿元。用户流量增长亮眼，利润率稳步提升。2025Q2 公司 MAU 为 3.63 亿人，yoy+8.0%，qoq-1.4%；DAU 为 1.09 亿人，yoy+6.9%，qoq+2.5%。用户日均使用时长 105 分钟，同比增加 6 分钟，用户流量增长强劲。成本及费用端，2025Q2 公司毛利率达 36.5%，yoy+6.5pct，qoq+0.2pct，毛利率已实现连续 12 个季度的环比提升，主要得益于公司提高变现效率带来收入增长，以及平台运营相关成本相对稳定。2025Q2 公司销售、管理、研发费用率分别为 14.3%、6.9%、11.8%，yoy-2.6pct、-1.0pct、-2.8pct，qoq-2.4pct、-0.4pct、-0.2pct，运营费用管控良好，经营杠杆效应显著，2025Q2 公司经调整经营利润率已达 7.8%，yoy+12.4pct，qoq+2.9pct，我们看好公司延续费用管控趋势，伴随商业化潜力释放收入增长，经调整经营利润率有望继续提升，公司中期目标为 15%-20%。广告增速亮眼，期待用户价值进一步释放。2025Q2 公司广告收入 24.49 亿元，yoy+20%，qoq+23%，主要得益于效果类广告增长强劲。公司坚持一横 N 纵策略，AI 赋能提升广告产品技术提效和基建，种草和转化的整合投放能力持续提升，2025Q2 超过 50% 花火商单参与投流起飞投放，同时深度转化能力提升，带来 ECPM 显著增长。展望后续，我们期待公司挖掘多屏多场景的广告潜力，AI 赋能广告素材生成、迭代推荐算法、推出 AI 智能投放产品等，进一步释放广告增长潜力。《三谋》长线运营可期，增值业务表现稳健。2025Q2 公司游戏收入 16.12

亿元, yoy+60%, qoq-7%, 同比高增主要系《三国: 谋定天下》于 2024 年 6 月上线贡献增量, 2025 年 6 月《三谋》周年庆 DAU 达年内新高。展望后续, 《三谋》有望于 2025 年底上线中国港澳台地区, 并于 2026 年上线日韩等海外地区, 此外公司还储备有三国 IP 策略卡牌游戏《代号: 三国 NCard》等新游, 积极关注新游版号及上线进展。2025Q2 公司增值业务收入 28.37 亿元, yoy+11%, qoq+1%。盈利预测与投资评级: 公司广告收入增长强劲, 经营杠杆效应体现, 我们上修盈利预测, 预计 2025-2027 年经调整归母净利润分别为 23.28/34.10/45.28 亿元 (此前为 19.35/30.27/42.01 亿元), 对应当前股价经调整 PE 为 31/21/16 倍。看好公司商业化效率提升, 盈利潜力释放, 维持“买入”评级。风险提示: 游戏流水不及预期, 商业化不及预期, 行业监管风险。

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 周良玖
证券分析师: 陈欣)

甘化科工 (000576): 购入弹药核心资产, 迎接装备放量周期

投资要点 从传统行业到军工尖兵, 总理提名企业实现华丽蜕变。公司前身系周恩来总理提名的“江门甘蔗化工厂”, 控股股东换成德力西集团后, 积极以军工产业为转型方向, 先后并购沈阳含能金属材料制造有限公司及四川升华电源科技有限公司, 两家均为军工行业细分领域代表性企业, 完成传统行业向高精尖技术型行业的蜕变。2025 年以现金收购西安甘鑫科技股份有限公司 65% 股权, 切入弹载光电导航以及舵机驱动等业务。经过多年发展, 甘化科工已经转变成弹载领域纯正军工企业。实现弹上“光电导航-毁伤-电源-制动”多领域覆盖, 伴随型号放量业绩有望大幅提升。公司各个子公司相互之间形成良好协同效应, 四川升华生产模块电源, 沈阳含能生产钨合金预制破片, 沈阳非晶生产非晶材料 (液态金属), 该材料是新一代弹药核心爆破材料, 在收购西安甘鑫后, 再增添弹上光电导航和电机控制业务, 目前在弹的产业链中, 除了火工品以及总装等少数环节之外, 甘化科工实现了“导航-电源-毁伤-制动”等多个领域覆盖, 可为客户提供整体解决方案, 配套齐全价值量高, 盈利能力更强, 已经在多个核心型号中占据卡位优势, 随着十五五弹药快速放量, 公司业绩有望大幅提升。全球迎来炮弹生产大周期, 国内外相关大单陆续下达。每场战争装备的实战结果, 都是对各国未来武器发展方向的纠偏。俄乌战场表明, 在高烈度战争中, 弹药的消耗量非常大, 原有储备远远不足。未来全球将迎来弹药装备生产的大周期。欧美国家相关大单已陆续下达, 德国莱茵金属公司 2025 年已拿到创纪录的 650 亿欧元大单, 启动欧洲最大弹药生产商, 美国洛克希德马丁公司 2025 年 8 月也拿到 42 亿美元弹药大单, 全球弹药目前整体处于供不应求的状态。在国内, 弹药也将是十五五期间重点建设方向, 产业链上游的佰奥智能, 壹化股份等公司已公告大额订单, 智能炮弹等型号预计会得到大幅放量。公司以及新收子公司深耕炮弹领域多年, 配套齐全, 客户资源丰富, 有望在这轮放量大周期中深度受益。盈利预测与投资评级: 受益于弹药快速放量和公司的持续技术创新, 公司未来增长动力明显。预计甘化科工未来几年内将实现稳健的营收与净利润增长, 综合行业景气度及公司核心竞争力, 预计 2025-2027 归母利润分别为 1.1/1.6/2.3 亿元, 对应 PE 分别是 46/31/21 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。风险提示: 商誉减值风险; 原材料价格上涨风险; 业绩承诺无法完成风险; 行业政策调整风险。

(证券分析师: 苏立赞 证券分析师: 许牧 证
券分析师: 高正泰)

振华科技 (000733): 2025 年中报点评: 聚焦电子元器件生态链建设, 为高端市场拓展奠基

事件: 公司发布 2025 年中报, 2025 年上半年实现营业收入 24.10 亿元, 同比去年-0.83%; 归母净利润 3.12 亿元, 同比去年-25.74%。

投资要点 主营构成变化反映战略转型期主动优化产品结构, 为长期竞争力提升奠定了基础: 振华科技 2025 年上半年实现营收 24.10 亿元, 同比微降 0.83%; 归母净利润 3.12 亿元, 同比下降 25.74%。业绩下滑主要受新型电子元器件板块产品价格下行压力传导及低附加值产品营收占比增加影响, 同时原材料成本上涨导致营业成本同比上升 11.50%。分产品看, 新型电子元器件营收 23.86 亿元 (占比 99.01%), 同比减少 0.95%, 现代服务业营收 0.24 亿元 (占比 0.99%), 同比增长 12.65%。核心业务中, 半导体分立器件、通用元件等基础元器件受行业竞争加剧影响价格承压, 而混合集成电路等高附加值产品因客户需求波动导致收入收缩。下游行业升级需求放缓及国产化替代进程中的价格竞争是主营结构变化的主因。

主要受原材料价格上涨及低附加值产品营收占比上升的双重影响, 盈利能力有所下滑: 2025 年上半年, 公司毛利率为 44.67%, 同比下降 6.12 个百分点。经营活动现金流净额 9.49 亿元, 同比下降 20.30%, 主要因销售回款减少及采购支出增加。合同负债 0.36 亿元, 同比增长 64.53%, 显示订单储备充足; 存货 24.69 亿元, 同比增长 10.01%, 主要为发出商品增加所致。这些指标变化反映出公司在行业调整期的稳健经营策略, 通过优化费用结构和加强订单管理来应对市场波动。

2025 年上半年, 公司在核心竞争力方面取得多项突破: 半导体分立器件领域成功研制高压抗辐射加固 MOSFET 产品, 突破陶瓷表贴器件顶部散热封装技术; 混合集成电路领域实现高可靠厚膜混合集成 DC/DC 变换器桥式电路技术突破。报告期内申请专利 176 件, 其中发明专利 80 件, 累计拥有专利 1702 件。在产品应用拓展方面, 公司优势产品在商业航天、低空经济、新能源汽车等战略新兴领域的推广应用取得进展。资本运作方面, 控股股东中国振华电子集团有限公司完成增持计划, 累计增持 226.46 万股, 增持金额 1 亿元, 体现了对公司长期发展的信心。

盈利预测与投资评级: 公司业绩符合预期, 我们维持先前的预测, 预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 10.83/12.52/14.47 亿元, 对应 PE 分别为 26/22/19 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 1) 宏观经济风险; 2) 民航业相关需求受其他交通方式发展冲击的风险; 3) 市场竞争加剧的风险; 4) 商誉减值风险。

(证券分析师: 苏立赞 证券分析师: 许牧 证券分析师: 高正泰)

华秦科技 (688281): 2025 年中报点评: 受产品结构调整影响较深, 电力轨交等领域为新增长点

事件: 公司发布 2025 年中报。公司 2025 年上半年实现营业收入 5.16 亿元, 同比去年+6.44%; 归母净利润 1.46 亿元, 同比去年-32.45%。

投资要点 2025 年上半年, 公司实现营业收入 5.16 亿元, 同比增长 6.44%; 归属于上市公司股东的净利润 1.46 亿元, 同比下降 32.45%: 业绩承压主要源于三方面: 一是母公司正处产品迭代期, 高毛利的批产型号占比下降, 试制新品收入比重超 50%, 但良率爬坡推高成本; 二是华秦航发、上海瑞华晟、安徽汉正等子公司进入产能爬坡, 折旧及试运行费用大幅增加; 三是研发投入翻倍至 0.70 亿元, 占营收比重升至 13.61%, 侵蚀短期利润。主营构成上, 母公司特种功能材料收入 4.51 亿元, 仍占绝对主导, 但增速放缓; 华秦光声声学超材料及检测业务实现收入 0.08 亿元, 同比激增 6.64 倍, 成为最快增量; 上海瑞华

晟的陶瓷基复合材料尚处客户验证阶段，贡献收入仅 0.02 亿元；安徽汉正超细晶零部件则处于样件试制，收入尚未放量。公司现金流表现稳健，但盈利质量受产品结构调整影响短期承压：2025 年上半年公司毛利率为 47.87%，同比下降 7.33 个百分点，主要系试制产品占比提升及子公司产能爬坡成本压力。费用方面，研发费用率同比增加 6.8 个百分点至 13.61%，销售费用率因市场拓展增至 2.01% (+0.37pct)。现金流显著改善，经营活动净现金流 0.98 亿元，同比增长 55.16%，得益于回款稳定及采购节奏优化。存货达 3.21 亿元，同比增长 46.16%，主要因销售订单增加导致原材料及发出商品增长；合同负债 0.33 亿元，较上年末增长 64.04%，预示订单储备充足。资本运作与技术研发双轮驱动战略逐步落地：2025 年上半年公司通过增资 2.45 亿元控股安徽汉正（持股 47.57%），切入超细晶零部件领域，完善航空航天产业链布局，但标的目前仍处亏损阶段。技术层面，公司持续强化研发优势，新增专利申请 45 项，获授 23 项，在陶瓷基复合材料、声学超材料等领域实现工程化应用突破。华秦光声开发的低频声场成像设备及激光超声检测设备实现国产替代，高端声学设备订单快速增长。产能建设方面，华秦航发智能加工项目预计 2025 年底全面投产，上海瑞华晟二期陶瓷基复合材料项目同步推进。盈利预测与投资评级：公司业绩符合预期，我们基本维持先前的预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.98/5.29/6.56 亿元，对应 PE 分别为 38/36/29 倍，维持“买入”评级。风险提示：1）客户集中度较高及主要客户依赖的风险；2）丧失核心竞争力风险；3）军品定价方式对公司盈利造成波动的风险。

（证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 证券分析师：高正泰）

航天电器（002025）：2025 年中报点评：重点布局战略新兴产业，防务、新能源等领域订货较快增长

事件：公司发布 2025 年中报，2025 年上半年实现营业收入 29.35 亿元，同比去年 0.47%；归母净利润 8669.52 万元，同比去年-77.49%。

投资要点 部分产品价格下降及客户验收周期延长导致收入确认延迟：2025 年上半年，航天电器实现营业收入 29.35 亿元，同比增长 0.47%，但归属于母公司净利润仅为 0.87 亿元，同比下降 77.49%。业绩骤降主要受四方面拖累：防务产品验收周期延长导致收入确认延迟；贵金属等原材料价格上行推高成本；2021 年定增募投项目转固后折旧费用增加；部分产品降价压缩利润空间。分产品看，连接器及互连一体化产品收入 20.65 亿元，占比由 64.28%升至 70.35%，收入同比增长 9.96%，得益于新基建及商业航天订单放量；电机与控制组件收入 6.60 亿元，占比由 25.81%降至 22.49%，收入同比下滑 12.47%。毛利率同比下滑，费用端优化显著：2025 年上半年公司毛利率同比下降至 31.94%，主要因原材料涨价及产品降价双重挤压。期间费用率亦从 26.69%降至 22.97%，其中研发费用率由 12.67%降至 11.26%，管理费用率由 11.23%降至 9.21%，销售费用率由 3.26%降至 2.40%，显示公司压缩费用以对冲盈利下滑。经营现金流净流出 3.12 亿元，同比收窄 46.11%，主要因商业承兑汇票到期兑付增加；合同负债 1.61 亿元，较年初增加 17.31%，反映订单储备充足；存货 21.71 亿元，较年初增加 17.22%，系公司为下半年集中交付提前备货。资产负债率由 37.15%微升至 38.70%，整体财务结构保持稳健。2025 年上半年，公司围绕“新域新质”加速布局，在航天、商业航天、低空经济等前沿领域订单同比增长：子公司上海研究院获评国家级重点“小巨人”，6 家子公司入选国家级专精特新企业，品牌与技术壁垒持续加厚。资本运

作方面，公司以 1.57 亿元收购控股子公司江苏奥雷光电 32.70%股权，进一步整合光模块产业链；同时实施股权激励回购注销 144.43 万股，优化资本结构。

盈利预测与投资评级：公司业绩承压，考虑到行业订单波动，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测值至 4.18/7.14/8.69 亿元，前值 7.53/10.06/12.28 亿元，对应 PE 分别为 56/33/27 倍，但考虑到公司在产业链内的优势卡位，因此维持“买入”评级。

风险提示：1) 宏观经济波动风险；2) 市场或业务经营风险；3) 管理风险；4) 应收账款增加的风险。

(证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 证券分析师：高正泰)

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>