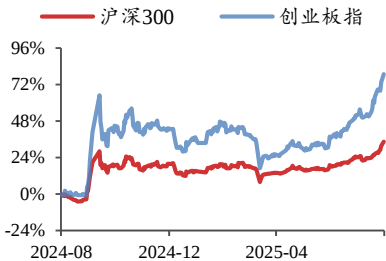


2025 年 08 月 26 日

开源晨会 0826

——晨会纪要

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
通信	4.852
有色金属	4.634
房地产	3.319
综合	3.311
钢铁	2.741

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
美容护理	0.010
纺织服饰	0.169
石油石化	0.391
轻工制造	0.547
汽车	0.706

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号：S0790521070001

观点精粹

总量视角

【策略】机构关注度提升：电力设备、基础化工、食品饮料、钢铁——机构调研周跟踪-20250825

行业公司

【社服】潮玩龙头引领全球风潮，中餐关注到家场景增量——行业周报-20250824

【汽车】性能升级，方案井喷，智驾渗透率有望迎高增——行业周报-20250824

【通信】NVIDIA 推出 Spectrum-XGS 以太网，重视光互连产业机遇——行业点评报告-20250824

【传媒】AI 持续赋能平台经济，关注高景气端游及 IP 新品——行业周报-20250824

【汽车：长安汽车(000625.SZ)】Q2 业绩有所承压，新央企集团成立发展可期——公司信息更新报告-20250825

【医药：太极集团(600129.SH)】2025H1 营收利润承压，医药工业营销模式强化转型——公司信息更新报告-20250825

【医药：开立医疗(300633.SZ)】2025H1 业绩承压，看好后续业绩修复——公司信息更新报告-20250825

【食品饮料：洽洽食品(002557.SZ)】成本上涨及费用投放增加，盈利能力短期承压——公司信息更新报告-20250825

【地产建筑：绿城管理控股(09979.HK)】首次进行中期分红，新拓面积保持增长——港股公司信息更新报告-20250825

【计算机：同花顺(300033.SZ)】业绩高增长，经营性现金流和合同负债表现亮眼——公司信息更新报告-20250825

【电力设备与新能源：派能科技(688063.SH)】Q2 出货环比翻倍以上增长，盈利拐点确立——公司信息更新报告-20250825

【地产建筑：绿城中国(03900.HK)】投资拿地强度大幅提升，减值拖累业绩水平——港股公司信息更新报告-20250825

【电力设备与新能源：途虎-W(09690.HK)】门店持续扩张，精细化运营赋能增长韧性——港股公司信息更新报告-20250825

【商贸零售：水羊股份(300740.SZ)】Q2 增长提速，高端化、全球化转型升级持续推进——公司信息更新报告-20250825

【医药：健康元(600380.SH)】利润稳健增长，创新药布局加速——公司信息更新报告-20250825

【医药：海思科(002653.SZ)】持续加大研发投入，创新转型成效显著——公司信息更新报告-20250825

【医药：药明生物(02269.HK)】2025H1 业绩表现亮眼，持续深化全球产能布局——港股公司信息更新报告-20250825

研报摘要

总量研究

【策略】机构关注度提升：电力设备、基础化工、食品饮料、钢铁——机构调研周跟踪-20250825

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002 | 简宇涵（分析师）证书编号：S0790525050005

“机构调研信息”是投资者决策过程当中，重要的信息补充

机构调研是资本市场信息传递和价值挖掘的重要环节。对于专业机构而言，是深度研究、投资决策的关键步骤。相较财务信息，机构调研具备披露及时、信息多维且深入等优势。往往在调研结束后 1-2 天内，公司以公告方式对外披露，主要内容包含参会人员信息、会议问答等，投资者与公司管理层之间的问答往往涉及行业最新动态及公司运营细节。

机构调研信息是对基本面信息的重要补充，但信息量大且杂乱。为了清晰梳理出调研中有效、增量信息，我们推出机构调研周跟踪系列，汇总最近一周、一个月公开的机构调研信息，涵盖行业、个股两维度，包含调研热度（环比、同比数据）、调研获得的行业及个股信息增量。

行业视角看机构调研情况:电力设备、基础化工、食品饮料、钢铁等关注度同比增加

周度：上周，全 A 的被调研总次数有所回升，但仍低于 2024 年同期，显示调研热度环比回温。一级行业中，按机构被调研总次数从高到低排序，电子、电力设备、医药生物、基础化工、机械设备、汽车、计算机的关注度较高。

边际变化上，电力设备、基础化工、食品饮料、钢铁等的行业关注度同比增加。

月度：7 月，全 A 的被调研总次数环比持续下滑，且低于 2024 年同期。最新一个月，一级行业中，按机构被调研总次数从高到低排序，电子、机械设备、电力设备、医药生物和汽车的关注度较高。

边际变化上，电力设备、通信、家用电器、国防军工、非银金融、纺织服饰、商贸零售、社会服务、钢铁、美容护理、石油石化的关注度同比增加。

个股视角看机构调研情况：冰轮环境、友发集团、美盈森、正海磁材等受到市场较多的关注

周度：上周，冰轮环境、友发集团、美盈森、正海磁材、洁美科技、热威股份、森马服饰等受到较多市场关注，被调研总次数、机构调研家数均数值相对较高。

月度：最近一个月，华明装备、瑞丰银行、冰轮环境、飞龙股份、威胜信息、江波龙、威力传动、西子洁能、朗迪集团等受到较多市场关注，被调研总次数、机构调研家数均数值较高。

以下是重点公司调研细节梳理：

友发集团：公司持续推动产能扩张，巩固行业龙头地位。公司近期被机构频繁调研，上周调研次数达 4 次，受到市场相对较多的关注。

美盈森：公司不断拓展海外市场，满足客户近配套服务需求与全球供应链管理需求，持续提升自身竞争力。公司近期被机构频繁调研，上周调研次数达 4 次，受到市场相对较多的关注。

风险提示：公司经营风险、行业政策风险、投资者关系活动记录表错误解读风险。

行业公司

【社服】潮玩龙头引领全球风潮，中餐关注到家场景增量——行业周报-20250824

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 李睿娴（分析师）证书编号：S0790525020004 | 程婧雅（分析师）证书编号：S0790525070010

旅游/IP:2025Q2 同程 OTA 业务利润率稳步上行，泡泡玛特 2025H1 增长靓丽

同程旅行：持续推进精细化运营，平台付费用户规模和 ARPU 稳步向上，住宿/交通业务持续跑赢大盘，叠加国际业务逐步转亏为盈，核心 OTA 业务变现效率提升、费用端经营杠杆推动利润释放。泡泡玛特：2025H1 实现营收/经调整净利润分别同比增长 204%/386%，国内/海外保持强劲增长势能，IP、品类矩阵均实现“一超多强”均衡发展格局，国内/海外粉丝规模/ARPU 稳步向上成长。根据公司业绩会，IP 持续破圈叠加海外渠道网络加密，预计 2025 全年实现收入超 300 亿，规模效应叠加释放精细化运营有望持续驱动盈利能力提升，预计全年经调整净利率超 35%。布鲁可：2025H1 实现收入 13.38 亿元/同比+27.9%，经调整利润 3.2 亿元/同比+9.6%，对应经调整净利率 23.9%/同比-4pct，主要系产品新 SKU 模具成本增加拉低毛利&研发费用大幅上升。

AI+创作/餐饮：美图 AI 加码出海+B 端亮点纷呈，中餐关注外卖增量

AI+创作:2025H1 美图公司经调整净利润为 4.67 亿元，同比大幅增长 71.3%，经调整净利率 25.7%，yoy+8.8pct。2025 年 1-7 月，美图 toB 产品 Web 端流量整体增长，短视频与电商设计表现亮眼，Vmake、X-Design 等出海产品快速增长。餐饮：根据久谦数据，2025 年 1-7 月蜜雪冰城净增门店 7627 家，古茗净增 1592 家，瑞幸净增 2886 家，幸运咖净增 1162 家；2025 年 7 月蜜雪冰城店效同比增长 18.7%，古茗同比增长 39.2%，瑞幸同比增长 12.9%。2025 年 7 月，小菜园、绿茶、老乡鸡等中式正餐品牌保持扩张态势，2025 年 7 月门店数分别达到 674、495、1610 家，绿茶美团外卖销售额分别达到 6184 亿元，同比+60.7%。

美丽：PDRN 新蓝海赛道多企业布局，有望成为下一明星成分

PDRN 具备抗炎修复、抗老、刺激再生等效果，且具备良好安全性。目前原料市场较为集中，原料端海雅凝透、润辉生物为龙头，医美针剂领域韩国丽珠兰为龙头。四环医药、乐普医疗、江苏吴中等企业均在针剂端有所布局，预计明后年将有国货三类械产品获批。PDRN 已延展至下游化妆品领域，多品牌率先布局，国际品牌在 PDRN 成分应用上反应迅速，2024 年年底，兰蔻在升级版菁纯逆龄面霜中添加了涂抹式 PDRN，国货企业上美股份、华熙生物、佰鸿（绽媪娅）均推出 PDRN 成分产品率先布局，PDRN 有望成为化妆品领域下一个明星成分。

本周 A 股社服板块跑赢大盘，港股消费者服务板块跑输大盘

本周（8.18-8.22）社会服务指数+4.55%，跑赢沪深 300 指数 0.37pct，在 31 个一级行业中排名第 28，教育、旅游类领涨；本周（8.18-8.22）港股消费者服务指数-0.71%，跑输恒生指数 0.98pct，在 30 个一级行业中排名第 22，教育类领涨。

推荐标的：（1）旅游：长白山；（2）教育：好未来、科德教育；（3）餐饮/会展：特海国际、米奥会展；（4）美护：科思股份、水羊股份、康冠科技、倍加洁。

受益标的：（1）餐饮：蜜雪集团、古茗、小菜园、绿茶集团；（2）IP：泡泡玛特、布鲁可、华立科技、青木科技；（3）美护：毛戈平、上美股份、若羽臣、巨子生物、爱美客、四环医药；（4）新消费：美图、赤子城科技；（5）运动：力盛体育；（6）即时零售：美团-W、顺丰同城；（7）眼镜：博士眼镜、佳禾智能、亿道信息；（8）旅游：西域旅游、九华旅游、同程旅行、携程集团-S；（9）教育：中国东方教育。

风险提示：项目落地不及预期，出行不及预期，行业竞争加剧等。

【汽车】性能升级，方案井喷，智驾渗透率有望迎高增——行业周报-20250824

赵旭杨（分析师）证书编号：S0790523090002 | 徐剑峰（联系人）证书编号：S0790123070014 | 王镇涛（联系人）

证书编号：S0790124070021

本周专题：性能升级，方案井喷，智驾渗透率有望迎高增

头部智驾玩家进军 VLA，智驾体验有望跨越式升级。理想、小鹏纷纷推出基于 VLA 算法的智驾方案，可实现防御性驾驶、文字理解等功能，安全、稳定、舒适性有望显著提升。三方供应商齐汇聚，多方玩家共同推动智驾解决方案落地。目前包含以算法/L4 智驾起家的玩家/以芯片起步的玩家/以及域控起步的玩家共同参与到智驾解决方案商领域。硬件技术方案上来看，基本形成极致性能和极致性价比两大方向。成熟智驾方案走向极致性价比，将快速下沉；领先方案将进一步推高算力来冲击 L3 鸿沟。软件算法端，技术红利持续，玩家积极布局期待抓住主机厂快速布局智驾窗口期。一段式端到端更让后发玩家具备了快速赶上的机遇，获得主机厂量产配套机会帮助自身产品迭代成关键。产业有望迎来红利期。头部智驾玩家有望形成差异化的竞争力，享受技术领先带来的红利。零部件玩家有望受益技术迅速平权，智驾渗透率快速提升迎来快速发展。

本周观点：关注三季度智驾革新和强势车型周期玩家

智驾：关注三季度 VLA 和车载算力提升带来的体验变革。整车：仍建议关注智驾强势主机厂及布局高端市场玩家。尚界开始预热，搭载华为智驾。小鹏新款 P7 即将正式发布。零部件：关注优质零部件公司市场份额扩张以及转型机器人机遇。受益于国产替代及出海，布局成长性板块广市占率+切入爆款车产业链带来业绩弹性，切入机器人亦将帮助零部件公司打开成长空间，关注业绩优异布局前沿方向玩家。

本周热点：享界 S9T 预订 24 小时小订突破 2 万台；何小鹏增持 310 万股

尚界 H5 宣布采用“超硬核车身”：九横五纵结构，高强度及铝合金占比超 88%；鸿蒙智行首款旅行车享界 S9T 预订 24 小时小订突破 2 万台，32.8 万元起；小鹏汽车：何小鹏增持 310 万股港股，平均价格 80.49 港元，全新小鹏 P7 预售订单创公司历史车型新高；小米卢伟冰：小米汽车预计下半年开始盈利，有信心完成 35 万辆全年交付目标；零跑汽车累计交付量破 90 万台，2025 年上半年度已实现盈利；智己 L4 级 Robotaxi 度假区专线开通，迪士尼出发免费抵达浦东机场。

投资建议

智驾逐步开启商业化落地，有关主机厂和零部件公司有望持续受益，智驾强势主机厂及高成长和机器人布局的零部件公司有望迎来显著机会。整车推荐小鹏汽车-W、上汽集团、比亚迪、长安汽车、长城汽车、零跑汽车，受益标的：赛力斯、江淮汽车、广汽集团、北汽蓝谷、理想汽车-W、吉利汽车等。零部件赛道关注华阳集团、德赛西威、均胜电子、经纬恒润、美格智能、华测导航、沪光股份、瑞鹄模具、拓普集团、新泉股份、继峰股份；受益标的：伯特利、保隆科技、科博达、地平线机器人-W、黑芝麻智能、中科创达、博俊科技、上海沿浦、爱柯迪、星宇股份等。

风险提示：乘用车行业需求不及预期；汽车行业竞争加剧；电动智能化转型不及预期；政策支持力度不及预期；原材料价格大幅波动风险。

【通信】NVIDIA 推出 Spectrum-XGS 以太网，重视光互连产业机遇——行业点评报告-20250824

蒋颖（分析师）证书编号：S0790523120003

NVIDIA 推出 Spectrum-XGS 以太网，助力分布式数据中心互联

2025 年 8 月 24 日，NVIDIA 宣布推出 NVIDIA Spectrum-XGS 以太网。随着 AI 需求发展，单个设施内的数据中心功率和容量受到挑战，在数据中心拓展方面，传统商用以太网网络基础设施存在高延迟、高抖动及性能的不可预测等限制，Spectrum-XGS 以太网是 NVIDIA Spectrum-X™ 以太网平台新增的一项产品，通过引入跨区域扩展（scale-across）基础设施。我们认为 scale-across 技术或可将多个分布式数据中心组合成一个十亿瓦级 AI 超级工厂，有望成为了继纵向扩展（scale-up）和横向扩展（scale-out）之后的 AI 计算“第三大支柱”，并进一步拉动 AI

算力互联产业发展，需高度重视光互连等相关板块产业机遇。

Spectrum-XGS 以太网动态适配 AI 集群，CoreWeave 等企业积极跟进布局

Spectrum-XGS 以太网完全集成于 Spectrum-X 平台，通过算法实现了网络和数据中心设施间距离动态适配，将 NVIDIA 集合通信库性能提升了近一倍，加速了多 GPU 和多节点的通信性能，实现了可预测异地 AI 集群的性能。这样就可以将多个数据中心组合成一个统一的 AI 超级工厂运行，全面优化了长距离连接性能，Spectrum-X 以太网网络平台为多租户、超大规模 AI 工厂（包括全球最大的 AI 超级计算机）提供的带宽密度较传统以太网高出 1.6 倍，该平台由 NVIDIA Spectrum-X 交换机和 NVIDIA ConnectX-8® SuperNIC 组成，帮助构建未来 AI 平台的企业实现无缝扩展、超低延迟和优异性能。

目前，CoreWeave 等领先的超大规模云提供商已开始部署这种新基础设施，可通过 NVIDIA Spectrum-XGS 将多个数据中心组合成一台统一的超级计算机，为客户提供十亿瓦级 AI 系统。

重视光互连投资机遇

【光模块】推荐标的：中际旭创、新易盛，受益标的：东山精密、长芯博创等；

【液冷】推荐标的：英维克；

【光纤】推荐标的：中天科技、亨通光电；受益标的：长飞光纤、光库科技等；

【DCI】受益标的：德科立等；

【光芯片】受益标的：源杰科技、长光华芯、华工科技、光迅科技等；

【MPO&FAU&插芯等】推荐标的：天孚通信，受益标的：仕佳光子、太辰光、致尚科技等。

风险提示：AI 发展不及预期、行业竞争加剧、中美贸易摩擦等。

【传媒】AI 持续赋能平台经济，关注高景气端游及 IP 新品——行业周报-20250824

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004

平台公司财报验证 AI 对业绩的赋能，DeepSeek-V3.1 发布，继续布局 AI 应用

根据快手财报，2025Q2 实现线上营销服务收入 198 亿元（同比+12.8%），主要系 AI 优化产品营销方案，推动客户投放增加，其中 UAX 解决方案消耗占外循环总消耗的比例提升至 65%，Q2 实现电商 GMV3589 亿元（同比+17.6%），AIGC 在内容生产、智能开播方面成功降本，自研 AIGC 生成优化素材提升转化效率，而旗下可灵 AI 于 2025Q2 实现营收超 2.5 亿元，5 月推出的 2.1 模型在动态表现、物理模拟等方面表现优异，截至 7 月，可灵全球用户规模突破 4500 万，企业客户超 2 万家，累计生成超 2 亿个视频和 4 亿张图片。根据腾讯 2025Q2 财报，公司推动 AI 原生应用元宝使用量增加，并加速 AI 内部赋能，AI 被用于加速内容制作、生成高仿真虚拟队友和非玩家角色等，以及广告创作、投放、推荐及效果分析，实现广告点击率、转化率及广告主投入提升。另外，8 月 21 日，DeepSeek 正式发布 V3.1 模型，包含“混合推理架构、更高的思考效率、更强的 Agent 能力”三方面升级。近期国内外头部大模型多模态、推理、Agent 能力的持续升级，或助力 AI 应用商业化继续加速落地，建议继续布局 AI 陪伴/AI 内容创作/AI 影视/AI 广告/AI 电商/AI 教育/AI 保险等方向，重点推荐盛天网络、快手、网易云音乐、芒果超媒、汇量科技、引力传媒、值得买，受益标的包括美图公司、易点天下、蓝色光标、阜博集团、世纪天鸿、豆神教育、水滴公司等。

端游高景气或持续验证，关注游戏、国漫、潮玩等 IP 新品推出

（1）游戏：根据顺网科技财报，2025Q2 公司实现扣非后归母净利润 0.76 亿元（同比+93.2%，环比+19.5%），业绩同比大增，并在传统淡季 Q2 实现较旺季 Q1 的环比增长，或得益于端游持续复苏推动游戏厂商加大对端游重要场景（网吧/电竞酒店）的广告投放，及公司基于该场景高市占率带来的规模效应，实现毛利率/净利率提升，而

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

2025 年 5-7 月分别发放端游版号 12/9/10 个，端游新品储备丰富，或继续拉动网吧/电竞酒店场景下广告投放需求；新游方面，心动公司自研二次元异能英雄养成 RPG 游戏《伊瑟》将于 8 月 28 日开启国服删档计费测试，9 月 25 日正式公测，据 Taptap 目前分别排名测试热度榜第 2 及预约榜第 4，期待值 7.9，关注数 88 万，国服表现值得期待；我们建议继续关注端游高景气及新品周期，重点推荐心动公司、顺网科技、神州泰岳、恺英网络、巨人网络、吉比特、完美世界、腾讯控股、创梦天地，受益标的包括友谊时光、IGG、百奥家庭互动。（2）国漫：据猫眼专业版，由果麦文化、光线传媒等联合出品的动画电影《三国的星空（第一部）》定档 10 月 1 日，影片由于孟执导，易中天担任编剧，以国漫形式讲述三国故事，或打造又一优秀国漫动画电影，而上海电影旗下经典 IP 动画短片《中国奇谭 2》或于 2025 年内播出，建议继续关注国漫 IP 内容上新及对相关衍生品的拉动，重点推荐上海电影，受益标的包括果麦文化、光线传媒。（3）潮玩：泡泡玛特新品“LABUBU”搪胶毛绒挂件盲盒（mini 版 LABUBU）将于 8 月 28 日 22:00 线上发售，或打造又一爆款产品，建议继续关注潮玩/卡牌等 IP 新品推出，重点推荐阅文集团、布鲁可、奥飞娱乐、姚记科技，受益标的包括泡泡玛特、华立科技、量子之歌、京基智农、汉仪股份。

风险提示：游戏流水、潮玩销量、AI 应用收入等低于预期。

【汽车：长安汽车(000625.SZ)】Q2 业绩有所承压，新央企集团成立发展可期——公司信息更新报告-20250825

赵旭杨（分析师）证书编号：S0790523090002 | 徐剑峰（联系人）证书编号：S0790123070014

Q2 业绩有所承压，多款新品投放叠加行业竞争激烈导致销售费用率明显提升

公司发布 2025 年半年报，实现营收 726.91 亿元，同比-5.25%；归母净利润 22.91 亿元，同比-19.09%；扣非归母净利润 14.77 亿元，同比+26.36%。单 Q2 实现营收 385.31 亿元，同环比-2.94%/+12.79%；归母净利润 9.39 亿元，同环比-43.93%/-30.62%；毛利率 15.2%，同环比+2.0pct/+1.3pct，产品结构及供应链降本成效显著；净利率 1.5%，同环比-2.0pct/-2.1pct，主要由于 Q2 公司多款新品投放叠加行业竞争激烈，导致公司销售费用率同环比+4.4pct/+2.0pct。鉴于当前行业竞争仍激烈，我们下调公司 2025-2027 年业绩预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 72.02(-14.35)/93.32(-13.48)/108.54(-20.03)亿元，当前股价对应的 PE 分别为 16.8/12.9/11.1 倍，但鉴于公司三大新能源品牌新车周期开启、智能化领域自研与拥抱华为并举、海外市场持续开拓，看好长期发展，维持“买入”评级。

Q2 自主新能源及海外销量环比高增，三大新能源品牌销量同环比均有增长

公司 Q2 总销量 65.01 万辆，同环比+1.3%/-7.8%，但新能源车销量表现亮眼，同环比分别+51.0%/+132.6%：（1）启源销量 5.24 万辆，同环比+17.9%/+70.6%，主要系新车型启源 Q07 贡献 3.31 万辆的纯增量；（2）深蓝销量 6.78 万辆，同环比+112.1%/+3.8%，主要系新车型深蓝 S09 带来 1.01 万辆的纯增量；（3）阿维塔销量 3.50 万辆，同环比+246.6%/+76.8%，主要系新车型阿维塔 06 带来 1.88 万辆的纯增量。此外，Q2 公司海外销量环比+87.6%，“海纳百川”计划成效显著。

成立新央企集团提升决策效率、获取更多资源，新车密集上市销量增长可期

7 月 29 日，中国长安汽车集团成立，成为我国第三家央企汽车集团。成为一级央企后，公司在话语权和资源调配能力、中央及地方政府支持方面有望大幅提升。未来，新央企将着力打造智能汽车机器人、飞行汽车、具身智能等，并加快开拓东南亚、中东非洲、中南美洲、欧亚、欧洲五大区域市场。上半年，公司召开欧洲品牌发布会、泰国工厂已投产。而 8 月 11 日，部分董事、高管集体增持公司股份，彰显对新央企发展的信心。展望后续，公司将发布启源 A06 及代号 B216 的纯电小型 SUV、深蓝 L06 等一系列新车型，新车周期强势开启销量增长可期。

风险提示：新能源汽车销量及华为合作不及预期、海外市场开拓不及预期等。

【医药：太极集团(600129.SH)】2025H1 营收利润承压，医药工业营销模式强化转型——公司信息更新报告-20250825

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 巢舒然（联系人）证书编号：S0790123110015

营收利润承压，看好阶段承压后的长期发展潜力，维持“买入”评级

公司 2025H1 实现营收 56.58 亿元（同比-27.63%，下文皆为同比口径）；归母净利润 1.39 亿元（-71.94%）；扣非归母净利润 1.20 亿元（-74.52%）。从盈利能力来看，2025H1 毛利率为 27.70%（-19.01pct），净利率为 2.52%（-3.91pct）。从费用端来看，2025H1 销售费用率为 13.99%（-17.66pct）；管理费用率为 6.10%（+1.82pct）；研发费用率为 2.43%（+0.94pct）；财务费用率为 1.21%（+0.45pct）。考虑到公司 2025H1 营收利润承压主要受相关政策以及部分产品社会库存持续消化等因素影响，我们下调 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 4.59/5.48/6.54 亿元（原预计为 5.53/6.22/7.00 亿元），EPS 为 0.82/0.98/1.17 元/股，当前股价对应 PE 为 28.2/23.6/19.8 倍，我们看好公司阶段承压过后的长期发展潜力，维持“买入”评级。

中药材资源营收稳健，医药工业和商业板块阶段承压

分行业来看，2025H1 公司医药工业营收 28.42 亿元（-44.03%），医药商业营收 33.72 亿元（-9.87%），中药材资源营收 4.93 亿元（+0.55%），大健康及国际营收 0.95 亿元（-64.15%），服务业及其他营收 0.01 亿元（-63.95%）。

医药工业组织进化模式转型，强化内部协同和终端动销

2025H1 公司持续优化营销组织架构，加快销售模式转型，优化营销人员薪酬结构和考核口径，激发营销队伍活力。同时，公司以市场为导向，以临床价值为核心驱动学术营销转型，学术推广体系战略升级，完成顶层设计，数字化医学平台正式立项。此外，终端动销方面也取得阶段性成果突破，（1）等级医院着力市场准入，新增三级医院超 400 家，二级医院超 1100 家；（2）连锁药店聚焦百强，强动销降库存；（3）基层医疗着力市场开拓，建网络拓渠道，新开发诊所 3.9 万家，打造样板诊所 1729 家；（4）线上销售升级平台合作，新零售重突破；（5）终端团购海外做好补充，升级优化国际产品矩阵。

风险提示：政策波动风险，产品销售不及预期，新品研发进展不及预期。

【医药：开立医疗(300633.SZ)】2025H1 业绩承压，看好后续业绩修复——公司信息更新报告-20250825

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

2025H1 业绩短期承压，整体招采趋势向好，维持“买入”评级

公司 2025H1 实现营收 9.64 亿元（-4.78%，同比，下同），归母净利润 0.47 亿元（-72.43%），其中单 Q2 实现营收 5.34 亿元（+0.17%），归母净利润 0.39 亿元（-44.65%），主要系招采复苏但收入确认滞后、库存处于高位、新产线投入较大和持续加码研发和销售投入。分费用，销售费用率 31.63%（+3.26pct），管理费用率 7.11%（+0.91pct），研发费用率 25.31%（+4.36pct）。主营业务毛利率 62.08%（-5.35pct），净利率 4.88%（-11.96pct）。分产品，彩超收入 5.50 亿元（-9.87%），毛利率 57.31%（-3.34pct）；内窥镜及镜下治疗器具收入 3.88 亿（+0.08%），毛利率 67.93%（-4.17pct），毛利率下降主要系集采价格承压、销售结构变动及 IVUS 未形成规模效益。考虑到招采收入确认滞后、新产线及研发销售投入较高，我们下调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 3.22/4.44/5.64 亿元（原值为 3.78/4.72/5.92 亿元），EPS 分别为 0.74/1.03/1.30 元，当前股价对应 PE 分别为 45.9/33.2/26.2 倍，但公司招标数据向好，凭借公司产品线优势及渠道扩展，2025H2 有望迎来业绩拐点，因此维持“买入”评级。

研发创新丰富产品管线，内窥镜+超声业务双轮驱动，IVUS 业绩快速释放

公司注重研发，产品矩阵不断丰富。超声：公司超高端彩超 S80/P80 系列持续装机上量，高端便携 X11 和 E11 系列，填补了公司高端便携的空白，整体性能及临床评价处于领先地位。消化与呼吸内科：2025 年发布 iEndo 系列 4K 智慧内镜平台 HD-650 首次搭载超分辨成像，内镜图像清晰度及操控体验全面提升；并推出的 EB-6P17、EB-6P22 两款细径化电子支气管镜，针对更深的支气管肺段进行疾病诊疗；微创外科：2025 年发布 SV-M4K200 平台，支持 4K 三维白光-荧光融合成像及多源视频信号融合成像，公司不断丰富硬式内窥镜镜体、电子软镜、微创外科配套产品系列，有望推动微创外科业务快速增长；心血管介入：IVUS 血管内超声导管通过集采加速入院，业绩有望快速释放。

国内高端市场加速渗透，海外本地化深耕助力新品拓围

2025H1 国内收入 4.95 亿（-9.17%），彩超系统产品销售结构逐渐优化，加快渗透到三级医院等高端市场；软镜业务正积极开展学术活动并不断开拓国内外市场，有望保持高速增长；4K 荧光硬镜和微创外科配套产品、血管内超声和兽用超声等重磅产品或成为公司新的业绩增长动能。海外收入 4.69 亿（+0.33%），通过本地化深耕和学术赋能，实现业务突破与市场拓展。

风险提示：产品推广不及预期；原材料出现减值；集采政策影响毛利率。

【食品饮料：洽洽食品(002557.SZ)】成本上涨及费用投放增加，盈利能力短期承压——公司信息更新报告-20250825

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 方一苇（分析师）证书编号：S0790524030001

2025H1 收入同比下滑 5.1%，利润表现短期承压

公司披露 2025 年半年报。2025H1 营收/归母净利润分别为 27.5/0.9 亿元（同比-5.1%/-73.7%），其中 2025Q2 公司营收/归母净利润分别为 11.8/0.1 亿元（同比+9.7%/-88.2%）。此前已发布业绩预告，基本符合预期。考虑成本上涨，我们下调 2025-2027 年盈利预测（原值 7.8/9.1/10.1 亿元），预测 2025-2027 年归母净利润分别为 4.0/6.8/7.3 亿元（同比-52.7%/+68.1%/+7.9%），当前股价对应 PE29.4/17.5/16.2 倍，考虑公司积极推新及布局新渠道，维持“增持”评级。

2025Q2 营收逆转下滑态势，电商及海外表现较优

2025H1 公司营收下滑 5.1%，主要系渠道变革以及春节错期影响，其中 2025Q1 营收下滑 13.8%，2025Q2 营收逆转下滑态势，同增 9.7%。（1）拆分品类看，2025H1 瓜子/坚果/其他产品营收增速分别为-4.5%/-7.0%/-13.8%。（2）拆分量价看，2025H1 休闲零食量/价分别同比-7.7%/+2.9%。（3）分区域及渠道来看，2025H1 电商/海外表现较好，营收分别同比+24.8%/+13.2%，南方区营收亦有小幅增长（同比+2.4%），其他区域营收出现不同程度回落。

成本上涨及费用投放增加，盈利能力短期承压

2025H1 公司毛利率/归母净利率分别为 20.3%/3.22%（同比分别-8.1/-8.4pct），其中 2025Q2 毛利率/归母净利率分别为 21.4%/1.0%（同比-3.6/-8.0pct），主要系：（1）瓜子及坚果原料成本上涨；（2）销售费用率增加。2025Q2 销售/管理/研发费用率分别同比+4.0/-0.5/+0.6pct，主要系加大新品研发和势能渠道费用投入。

新产品新渠道齐发力，2025H2 经营有望逐步好转

全年展望，目前公司积极开发新品并布局新渠道，2025Q2 推出山野系列瓜子、瓜子仁冰淇淋等新品，同时推出蜂蜜黄油味鲜切薯条以及魔芋等休闲食品。渠道上公司全面开展渠道精耕项目（截至 2025H1 渠道数字化平台服务终端网点数量约 56 万家）。我们认为在新产品新渠道共同推动下，公司整体经营有望逐步好转。

风险提示：原料价格波动风险、食品安全事件、渠道拓展不及预期。

【地产建筑：绿城管理控股(09979.HK)】首次进行中期分红，新拓面积保持增长——港股公司信息更新报告-20250825

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

代建行业龙头地位稳固，维持“买入”评级

绿城管理控股发布 2025 年中期业绩，公司上半年收入利润有所下降，毛利率受行业竞争加剧及房地产市场下行影响而下滑。公司作为代建行业引领者，市占率连续 9 年超 20%，上半年新拓项目规模提升，行业第一地位稳固。我们维持盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 9.39、10.64、11.81 亿元，对应 EPS 分别为 0.47、

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

0.53、0.59 元，当前股价对应 PE 估值分别为 5.7、5.0、4.5 倍，公司市占率仍保持行业第一，中长期来看有望率先受益于房地产市场回暖，维持“买入”评级。

营收下降利润承压，首启中期分红派息

公司 2025H1 实现收入 13.74 亿元，同比-17.7%；归母净利润 2.56 亿元，同比-48.9%；毛利率同比-11.5pct 至 40.0%，管理费用率同比+3.2pct 至 15.9%，公司业绩下滑主要受代建市场竞争加剧及房地产行业下行的滞后效应影响，代建需求结构性收缩，代建费率下行。截至 2025H1，公司在手现金 16.4 亿元，较 2024 年末+8%；实现经营性净现金流 1.12 亿元，同比+45%，无银行负债；合同资产 14.4 亿元，较 2024 年末+6.9%；贸易应收款项 10.0 亿元，较 2024 年末-10.7%，回款速度加快；每股派息 0.24 元，派息比例 60%。公司首次启用中期分红派息，每股股息 0.076 元，分红比例约 60%，与 2024 全年持平。

新拓面积保持增长，商业代建新拓占比提升

截至 2025H1，公司合约项目总建面 1.265 亿平，其中四大城市群占比 77%，待开发面积占比 38.4%，整体货值结构较优质；实现销售金额 419 亿元，同比+2%，营销费用率同比下降 1.0pct 至 2.2%；项目总交付面积 465 万方，维持行业第一。公司 2025H1 新拓合约面积 1989 万方，同比+13.9%；新拓项目代建费约 50 亿元，同比+19.1%，位居行业第一；其中商业代建新拓面积 1616 万方，新拓占比同比+12pct 至 81%，民企委托方占比同比+8pct 至 27%；一二线城市新拓面积占比 58%，杭州、南京等城市占比较高。

风险提示：房地产行业发展不及预期、行业竞争加剧、项目拓展不及预期。

【计算机：同花顺(300033.SZ)】业绩高增长，经营性现金流和合同负债表现亮眼——公司信息更新报告-20250825

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 李海强（分析师）证书编号：S0790524070003

互联网金融领军厂商，维持“买入”评级

公司是国内领先的互联网金融信息服务提供商，有望持续受益证券市场回暖，AI 赋能打开成长空间，考虑到市场回暖，我们上调原有盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 25.07、30.39、36.80（原值为 21.41、25.25、29.56）亿元，EPS 为 4.66、5.65、6.84（原值为 3.98、4.70、5.50）元/股，当前股价对应 PE 为 85.9、70.9、58.6 倍，维持“买入”评级。

事件：公司发布 2025 中报，Q2 业绩持续加速

2025 年上半年，公司实现营业收入 17.79 亿元，同比增长 28.07%；实现归母净利润 5.02 亿元，同比上升 38.29%；实现扣非归母净利润 4.84 亿元，同比上升 40.64%。单二季度，公司实现营业收入 10.31 亿元，同比增长 33.82%；实现归母净利润 3.81 亿元，同比增长 47.27%；实现扣非归母净利润 3.72 亿元，同比上升 51.50%。

受益资本市场高景气，合同负债和经营性现金流高增长

公司业绩增长主要系资本市场回暖，公司将产品与大模型技术深度融合提升用户体验，公司网站和 APP 用户活跃度上升，广告及互联网推广服务业务收入同比增长 83.20%至 6.41 亿元；投资者金融信息服务需求上升，增值电信业务收入增长 11.85%至 8.6 亿元。2025H1 公司合同负债同比增长 92%至 23.14 亿元，经营活动产生的现金流量净额同比增长 275%至 11.4 亿元，销售商品、提供劳务收到的现金同比增长 73%至 27.2 亿元。据上交所数据，2025 年 7 月 A 股新开户 196.36 万户，同比增长 70.5%，环比增长 19.27%，公司有望持续受益资本市场高景气。

问财大模型和问财助手持续升级，AI 赋能打开成长空间

持续优化升级问财 HithinkGPT 大模型，大模型在文本生成、逻辑推理、多模态理解、智能体应用等能力进一步提升。升级多个智能产品，问财投资助手从单一推理模型跃升为自主规划推理智能体，新一代产品具备多步自

主规划能力，在思考过程中实现“边想、边查、边搜”，看好 AI 赋能有望打开成长空间。

风险提示：下游投资不及预期；AI 产品落地不及预期；公司研发不及预期。

【电力设备与新能源：派能科技(688063.SH)】Q2 出货环比翻倍以上增长，盈利拐点确立——公司信息更新报告-20250825

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001 | 周航（联系人）证书编号：S0790125050020

Q2 业绩扭亏为盈

派能科技发布 2025 年半年报，公司 2025 年上半年实现营业收入 11.49 亿元，yoy+33.75%，归母净利 0.14 亿元，yoy-30.01%，毛利率 18.44%。2025 年第二季度公司实现营收 7.57 亿元，yoy+59.83%，qoq+93.05%。实现归母净利 0.52 亿元，yoy+228.07%，环比实现扭亏为盈，毛利率 20.63%，qoq+6.39pct。考虑到行业竞争加剧，我们下调公司 2025-2026 年盈利预测，并新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 2.46/5.94/7.95 亿元（原 2025/2026 年 4.99/6.90 亿元），EPS 为 1.00/2.42/3.24 元，对应当前股价 PE 为 51.8/21.4/16.0 倍，考虑到公司排产逐季提升，轻型动力业务发展迅速，维持“增持”评级。

出货量同环比均实现高增

凭借国际家储传统市场稳步回暖、新兴市场发货量持续攀升，叠加工商业储能发货规模持续突破以及共享换电电池、钠电启停电源等轻型动力业务销售量快速增长，公司 2025 年上半年实现出货量 1328MWh，yoy+132.57%，二季度出货量 927MWh，qoq+131.17%，海外出货约占 6 成，其中海外工商业储能出货量大幅提升，占海外出货量比例约 30%左右。

拐点已至，盈利有望进一步改善

我们测算上半年公司单位盈利约为 0.01 元/Wh，受益于产能利用率的提升，二季度单位盈利显著回升至 0.056 元/Wh，yoy+13.47%。随着三季度排产的进一步增加，预计公司毛利率将持续修复，单位净利有望提升至 0.08-0.1 元/Wh。

轻型动力业务打开发展空间

公司轻型动力业务约占上半年出货量的 3 成。公司重点切入两轮车换电市场，预计年需求量约 600 万台，目前已与行业头部换电企业合作。公司今年目标市占率超 5%，并争取三年内跻身行业前三，五年内实现全球领先。公司同时密切关注低空经济与机器人市场，高能量密度软包电池已送样 eVTOL 客户。

风险提示：市场竞争加剧导致公司产品价格降幅超预期，下游需求不及预期。

【地产建筑：绿城中国(03900.HK)】投资拿地强度大幅提升，减值拖累业绩水平——港股公司信息更新报告-20250825

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

投资拿地强度大幅提升，减值拖累业绩水平，维持“买入”评级

绿城中国发布 2025 年中期业绩。公司上半年结转规模减少，计提减值拖累业绩，但销售稳健拿地积极，周转效率持续提升，土储充裕结构优质，融资成本不断降低。我们维持盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 33.3、45.4、54.3 亿元，对应 EPS 为 1.31、1.79、2.14 元，当前股价对应 PE 为 7.5、5.5、4.6 倍，我们看好公司低毛利项目结转完成后盈利回升，维持“买入”评级。

结转规模下降利润承压，开发毛利率同比增长

公司 2025H1 实现营业收入 533.68 亿元，同比-23.3%；实现归母净利润 2.10 亿元，同比下降 89.7%，主要由于结转面积同比下降 22.7%，同时计提减值 19.33 亿元（较 2024 年同期增加 1.83 亿元）。公司 2025H1 实现毛利率 13.4%，同比提升 0.3pct；其中开发业务 12.7%，同比提升 1.0pct。

销售规模位列第二，周转效率提升

公司 2025H1 实现合同销售金额 1222 亿元，全口径销售额位列第二；累计自投销售面积 229 万平方米，累计自投销售金额 803 亿元，同比下降 6.0%；权益销售金额为 539 亿元，同比下降 11.3%，权益比下降 4.1pct 至 67.1%。公司上半年首开项目去化率高达 80%，同比+2pct，首开项目较交底会溢价 15 亿元，溢价率达 104%，经营兑现度强化。2025 年下半年公司自投可售货值约 1763 亿元，一二线城市占比 83%，同比+4pct。

新增货值同比高增，融资成本持续压降

公司 2025H1 新增项目 35 个，总建筑面积约 355 万平方米，同比+171%；权益地价 362 亿元，平均楼面价 13591 元/平米；预计新增货值 907 亿元，同比+172%，位列行业第三，权益拿地强度达 67%；其中一二线城市货值占比达 88%，杭州货值占比达 47%，浙江三四线城市货值占比 12%。截至 2025H1，公司土储面积 2754 万方，权益比 66%，一二线货值占比 80%。截至 2025H1，公司在手现金约 668 亿元，为一年内到期余额 2.9 倍，短债占比 16.3% 创历史新低，平均融资成本降至 3.6%，同比下降 40bps，维持低位。

风险提示：政策支持不及预期、行业销售恢复不及预期、公司融资不及预期。

【电力设备与新能源：途虎-W(09690.HK)】门店持续扩张，精细化运营赋能增长韧性——港股公司信息更新报告-20250825

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001 | 陈诺（分析师）证书编号：S0790525070008

业务稳健增长，现金储备充裕

途虎-W 发布 2025 年中报，2025 年上半年实现营业收入 78.77 亿元，yoy+10.5%；实现经调整净利润 4.10 亿元，yoy+14.6%；实现综合毛利率 25.2%，同比小幅下降 0.7pct，主要系消费者偏好转向性价比更高的产品，导致平均交易额下滑，轮胎及底盘零部件以及汽车维修的毛利率下降。截至 2025 年 6 月 30 日，公司在手现金约 75 亿元，资金储备充裕。面对行业需求分层、消费降速的环境，公司通过精准运营实现业务稳步扩张，途虎养车致力于在具有挑战的消费环境下为用户提供更有性价比的产品，我们维持公司 2025-2027 年的盈利预测，预计公司 2025-2027 年的净利润为 5.86/7.27/8.88 亿元，对应的经调整利润为 7.48/9.06/10.88 亿元，EPS 为 0.72/0.89/1.08 元，对应当前股价 PE 为 26.4/21.3/17.5 倍，我们持续看好公司业绩的增长韧性，维持“买入”评级。

巩固全国最大独立汽车服务平台地位，门店网络纵深持续扩张

截至 2025 年 6 月 30 日，途虎养车已在全国布局 7205 家途虎工场店，较 2024 年同期净新增 894 家，门店在乘用车保有量 2 万以上的县域覆盖率提升至 70%，较 2024 年同期提高 5pct，上半年新开门店中二线及以下城市占比超 60%，低线城市成为重要增长极。公司持续加强管理精细化，约 90% 的 6 个月以上的加盟工场店保持盈利，同店履约用户数同比增长达 7%，门店网络维持健康增长。

产品矩阵扩张，AI 赋能效率提升显著

2025 年上半年途虎快修业务收入同比增长超 60%，前 12 个月交易用户渗透率维持 10% 以上；平台的新能源汽车交易用户渗透率超过 12%，通过广布的服务网络和较为成熟的服务体系切入用户全生命周期养车需求。2025 年上半年基于 DeepSeek 大模型的智能客服系统持续升级，推动售前转化率提升 2%，客服人力成本 yoy-18%，AI 赋能门店运营效率显著提升。

风险提示：竞争加剧风险、汽车技术进步风险、加盟商违约风险、门店扩张不及预期

【商贸零售：水羊股份(300740.SZ)】Q2 增长提速，高端化、全球化转型升级持续推进——公司信息更新报

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

11 / 16

告-20250825

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 程靖雅（分析师）证书编号：S0790525070010

2025Q2 公司业绩加速增长，品牌势能持续放大

2025H1 公司实现收入 25 亿元，yoy+9%，归母净利 1.23 亿元/yoy+16.5%，扣非归母净利 1.21 亿元/yoy+1%；2025Q2 公司实现收入 14.1 亿元/yoy+12.2%，归母净利 0.8 亿元/yoy+23.8%，扣非归母净利 0.8 亿元/yoy+20.3%。公司聚焦高端品牌建设，高端品牌势能持续放大，品牌结构进一步改善。我们维持盈利预测不变，预计 2025-2027 年公司归母净利 2.6/3.2/4 亿元，yoy+139%/+21%/+25.1%，当前股价对应 PE30.5/25.2/20.1 倍，维持“买入”评级。

自有品牌体系初步完成高端化、全球化转型升级，盈利能力持续提升

2025H1 公司自有品牌实现收入 10.4 亿元，占比 41.55%，毛利率 76.83%/yoy+5.7pct。自主品牌进一步高端化、全球化转型升级，结构优化带动毛利率提升。整体 2025H1 毛利率 64.6%/yoy+3.1pct，净利率 4.9%/yoy+0.2pct，销售/管理/研发/财务费用率 48.9%/5.2%/1.7%/1.6%，yoy+2.1pct/+0.5pct/+0.4pct/+0.2pct。EDB：子公司 2025H1 实现收入 1.5 亿元，yoy+11%，净利润 0.35 亿元，yoy-0.5%，净利率 22.7%/yoy-2.6pct。EDB 近期升级 Rich 面霜，2 月 14 日上海张园城堡店正式开业带动高奢形象进一步强化，开业半年业绩超预期。目前已有超过 10 家正式直营门店，品牌启动 3 年 50 店计划，线下占比预计持续提升。PA：在中国区成功推出 4 款全新产品，产品体系完善线上电商高速增长。RV：小红书用户自发发布笔记占比 80%，品牌大单品一夜回春油持续成为天猫进口精华油热销第一名，奇肌眼精华多次荣登进口眼部精华热销榜第一名。

大众自有品牌御泥坊经营企稳向上，CP 品牌分层分解管理提质提效

御泥坊：新品“黑参胶原盒”强势登陆抖音四大榜单并登顶 TOP1，业绩稳步复苏，全年有望实现盈亏平衡。CP 业务：持续聚焦资源培育优势品牌，完善细分品类品牌矩阵布局。科赴板块 2025H1 已恢复向上发展轨道，美斯蒂克切入口服美容赛道，成功打造大单品亮白饮，品牌规模稳步上涨。香水品牌 AMOUAGE 线下拓展上半年实现跨越式发展。

风险提示：行业竞争加剧；收购品牌培育不及预期；新品研发不及预期等。

【医药：健康元(600380.SH)】利润稳健增长，创新药布局加速——公司信息更新报告-20250825

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 刘艺（联系人）证书编号：S0790124070022

利润稳健增长，创新药布局加速，维持“买入”评级

公司 2025H1 实现收入 78.98 亿元（同比-4.08%，以下为同比口径）；归母净利润 7.85 亿元（+1.10%）；扣非归母净利润 7.70 亿元（+1.04%）。公司 2025H1 毛利率为 62.21%（-1.10pct）；净利率为 22.33%（+1.73pct）。2025 单 Q2 公司收入 38.09 亿元（-2.20%，环比-6.85%）；归母净利润 3.49 亿元（+3.72%，环比-19.88%）。公司各业务板块协同发力，丽珠集团作为发展基本盘，持续贡献稳定业绩，丽珠单抗对公司归母净利润的影响较 2024H1 减亏 0.62 亿元，公司妥布霉素 2025H1 销售额同比实现增长 112%，呈现出良好的增长态势；保健品板块同比增长 35%；原料药板块运营同样稳健，重点产品 7-ACA 价格维持良好态势，美罗培南原料药价格逐步止跌企稳。我们看好公司呼吸赛道的创新优势，维持 2025-2027 归母净利润为 14.63/15.68/17.15 亿元，EPS 为 0.80/0.86/0.94 元/股，当前股价对应 PE 为 16.1/15.0/13.7 倍，维持“买入”评级。

聚焦呼吸疾病全剂型矩阵，研发创新多点突破

公司研发创新多点突破，各治疗领域管线布局持续完善。截至 2025 半年报，公司已在呼吸领域前瞻性布局超过 10 款 1 类创新药，在 COPD 抗炎领域形成差异化竞争优势。针对流感治疗的玛帕西沙韦胶囊已进入申报生产阶段，针对儿童群体的玛帕西沙韦干混悬剂获临床试验批准（IND）后，I 期临床正有序推进，两款药物的梯度布

局有望覆盖全人群流感治疗需求。在呼吸慢病领域，TSLP 单抗 II 期临床按计划稳步推进，进度位居国内前列；全球首创（FIC）的 PREP 抑制剂已顺利完成 I 期临床，正稳步进入 II 期研究。其他领域研发同样取得积极进展。镇痛领域非阿片类创新药钠离子 1.8 抑制剂已完成 I 期临床，正在推进 II 期临床。该药物研发旨在规避传统阿片类药物的成瘾性风险，通过全新作用机制为临床镇痛治疗提供更安全的选择。公司多款品种取得里程碑式突破，目前公司正值产品换挡期，未来公司创新价值属性有望进一步凸显。

风险提示：行业政策变化风险、新药研发风险、原材料供应和价格波动风险等。

【医药：海思科(002653.SZ)】持续加大研发投入，创新转型成效显著——公司信息更新报告-20250825

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 余克清（分析师）证书编号：S0790525010002 | 刘艺（联系人）证书编号：S0790124070022

扣非利润大幅增长，创新转型成效显著，维持“买入”评级

公司 2025H1 实现营业收入 20.01 亿元（同比+18.63%，以下均为同比口径）；归母净利润 1.29 亿元（-21.79%）；扣非归母净利润 1.45 亿元（+90.84%）。公司 2025H1 毛利率为 72.96%（+1.01pct）；净利率为 6.44%（-3.22pct）。公司 2025H1 销售费用率 36.35%（+1.35pct）；管理费用率 9.80%（-1.37pct）；研发费用率 17.08%（+4.35pct）。我们看好公司后续创新管线的潜力，维持 2025-2027 归母净利润为 5.33/7.35/10.31 亿元，EPS 为 0.48/0.66/0.92 元/股，当前股价对应 PE 为 123.6/89.7/63.9 倍，维持“买入”评级。

持续加大研发投入，研发管线稳步推进

公司 2025H1 研发投入 4.97 亿元（+43.02%），2025H1 公司肠外营养收入 2.06 亿元；肿瘤止吐 1.63 亿元；麻醉产品 7.96 亿元；合作产品收入 4.72 亿元。截至 2025H1，环泊酚已覆盖超过 2500 家医院，根据医药魔方，截至 2025Q1，环泊酚在静脉麻醉市场份额已达 22.3%，超过丙泊酚等同类产品，持续保持市场份额第一的位置。美国方面，环泊酚“全麻诱导”适应症的 NDA 已经于 2025 年 7 月获得 FDA 受理，目前处于审评阶段。苯磺酸克利加巴林胶囊于 2024 年 5 月获批，为中国首个获批“成人糖尿病性周围神经病理性疼痛”（DPNP）适应症的 1 类新药；带状疱疹后神经痛适应症也于 2024 年 6 月获批。安瑞克芬注射液于 2025 年 5 月获批镇痛适应症，全球首个高选择性外周 κ 阿片受体激动剂。其肾病瘙痒适应症于 2024 年 9 月申报 NDA，有望在 2025 年下半年获批上市。呼吸系统药物 HSK31858 片的“非囊性纤维化支气管扩张症”适应症国内 III 期临床研究已经启动。自身免疫系统药物 HSK39297 片的“阵发性睡眠性血红蛋白尿”适应症已进入 III 期临床研究，另一适应症“原发性 IgA 肾病”的临床 II 期研究正在顺利推进中。公司创新转型成长可期，估值有望迎来新一轮提升。

风险提示：行业政策变化风险、新药研发风险、产品销售不及预期风险等。

【医药：药明生物(02269.HK)】2025H1 业绩表现亮眼，持续深化全球产能布局——港股公司信息更新报告-20250825

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 汪晋（分析师）证书编号：S0790525060003

2025H1 业绩稳健增长，上调全年收入指引

2025H1 公司实现营收 99.53 亿元，同比增长 16.08%；归母净利润 23.39 亿元，同比增长 56.05%；经调整纯利 28.40 亿元，同比增长 11.60%；毛利率约 42.73%，同比提升约 3.6pct。2025H1 营收端稳健增长，盈利能力快速提升，公司上调 2025 全年营收指引至 14%-16%；截至 2025 年 6 月底，公司未完成订单总量约 203.4 亿美元，3 年内未完成订单量约 42.1 亿美元，或为公司未来业绩增长提供保障。考虑全球新药研发投入逐步回暖，我们上调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 45.78/51.26/62.88 亿元（原预计 42.56/49.95 亿元），EPS 为 1.1/1.3/1.5 元，当前股价对应 PE 为 26.7/23.9/19.5 倍，鉴于公司作为全球生物药 CRDMO 龙头，维持“买入”评级。

临床前业务保持强劲增长势头，CMO 业务未来增长可期

2025H1，公司临床前业务共实现营收 41.47 亿元，同比增长约 35.2%，研究服务(R)和药物开发(D)业务保持强劲增长势头；临床 III 期+商业化收入约 42.89 亿元，同比增长 24.9%，主要系早期项目逐渐进入成熟阶段以及现有商业化项目的爬坡。截至 2025 年 6 月底，公司综合项目数达 864 个，其中临床前/I 期/II 期/III 期/商业化阶段各 429/259/85/67/24 个；上半年新增综合项目数约 86 个。通过“赢得分子”战略，公司共转入 9 个外部项目，包括 2 个临床 III 期项目。同时，公司 PPQ 批次稳定增长，2025 年预计完成 25 个 PPQ 项目，CMO 业务未来增长可期。

深化全球产能布局，北美地区业务整体增长稳健

公司深化全球产能布局，在全球范围内目前拥有 5 个研究服务中心、8 个药物开发中心与 8 个商业化生产中心。爱尔兰基地首个产品通过 EMA 批准进行商业化生产，美国 MFG11 产能建设持续推进中，新加坡 XDC 基地已于 2025 年 6 月实现机械完工。公司已具备多地多极赋能合作伙伴的能力，2025H1 北美/欧洲/中国/其他地区收入增速分别为 20.1%/5.7%/-8.5%/136.1%，北美地区收入增速稳健。

风险提示：订单交付不及预期，市场竞争加剧，环保和安全生产风险。

特别声明

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

分析师承诺

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

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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

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

法律声明

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

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

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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

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

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

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

深圳

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

北京

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

西安

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