

晨会纪要

数据日期: 2025-08-22	上证综指	深证成指	沪深 300 指数	中小板综指	创业板综指	科创 50
收盘指数 (点)	3825.75	12166.06	4377.99	13655.04	3611.56	1247.86
涨跌幅度 (%)	1.44	2.06	2.09	1.10	2.06	8.58
成交额 (亿元)	10950.91	14516.18	6759.35	5066.62	6905.72	1104.30

晨会主题

【常规内容】

宏观与策略

宏观周报: 高技术制造业宏观周报-国信周频高技术制造业扩散指数保持不变

宏观周报: 宏观经济宏观周报-高频指标连续两周超季节性上升

固定收益快评: 可交换私募债跟踪 - 私募 EB 每周跟踪 (20250818-20250822)

固定收益周报: 转债市场周报-加强个券业绩、条款方面的考量

策略专题: 中观高频景气图谱 (2025. 8) - 上游资源行业景气提振

策略专题: 估值周观察 (8 月第 2 期) - 3800 点上的 A 股估值众生相

策略专题: ESG 热点周聚焦 (8 月第 4 期) - 外汇管理局开展绿色外债业务试点

策略快评: AI 赋能资产配置追踪 (2025. 8) - 下半年增配股市、成长风格占优

策略快评: 策略解读-3800 点之后怎么看

策略月报: 大类资产月度策略 (2025. 08) - 优先配置股票类资产

行业与公司

汽车行业专题: 低空经济行业专题系列三: 低空经济乘风而至, 产业机遇前景广阔

海外市场专题: 美股市场速览-回调后再度发动, 中小盘明显占优

海外市场专题: 港股市场速览-市场再度启动, 风格转换显著

通信行业专题: 数据中心互联技术专题四: CSP 云厂 AI 军备竞赛加速, 智算中心架构快速发展

通信行业专题: 算力租赁专题报告: Neocloud 引领算力租赁发展, 国内市场发展可期

通信行业周报 2025 年第 34 周: DeepSeek V3.1 发布, 工信部有序引导国产算力设施建设

电新行业周报: 锂电产业链双周评 (8 月第 2 期) - 锂电行业反内卷持续深化, 车用固态电池规格尺寸团标正式立项

公用环保行业周报: 公用环保 202508 第 4 期-7 月全社会用电量同比 +8.6%, 1-7 月新增电力装机 32505 万千瓦

华康股份 (605077. SH) 财报点评: 2025 年上半年业绩承压, 静待舟山产能持续爬坡

鲁西化工 (000830. SZ) 财报点评: 短期盈利承压, 营收稳增显韧性

宝丰能源 (600989. SH) 财报点评: 宝丰能源 (600989. SH) - 二季度归母净

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数 08月25日

	收盘指数	涨跌幅%
道琼斯	33597.92	0
纳斯达克	10961.46	-0.48
S&P500	3801.78	-0.44
法国 CAC40	6000.24	-0.72
德国 DAX	14261.19	-0.57
日经 225	27574.43	-0.4
恒生	25339.14	0.93

基金指数 08月25日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3264.69	0.04
股票基金指数	11526.03	-0.12
混合基金指数	10724.63	-0.01

汇率 08月25日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.17	1.0
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.81	0.0
美元兑日元	146.94	-0.96

非流通股解禁 08月25日

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

利润再创新高，聚烯烃贡献增量

扬农化工(600486.SH) 财报点评: 农药行业景气度触底回升, 辽宁优创项目稳步推进

广东宏大(002683.SZ) 财报点评: 矿服业务规模扩大及雪峰科技并表, 公司营收及利润大幅增长

华鲁恒升(600426.SH) 财报点评: 二季度盈利环比改善, 新项目稳步推进

三美股份(603379.SH) 财报点评: 制冷剂价格逐季提升, 公司利润率快速增长

湖北宜化(000422.SZ) 财报点评: 优质资源重组落地, 搬迁项目多点开花

华住集团-S(01179.HK) 财报点评: 二季度业绩稳健增长, 巩固轻资产战略与高质量扩张

卓越教育集团(03978.HK) 海外公司财报点评: 2025H1 收入业绩快速增长, 分红比例提高

欧圣电气(301187.SZ) 财报点评: 关税带来短期影响, 养老产品入选工信部试点

文远知行(WRD.O) 海外公司深度报告: 全球 L4 级自动驾驶产品及解决方案先行者

华阳集团(002906.SZ) 财报点评: 单二季度净利润同比增长 29%, 汽车电子和精密压铸业务持续增长

索通发展(603612.SH) 财报点评: 二季度业绩表现亮眼, 预焙阳极盈利能力环比继续提升

中矿资源(002738.SZ) 财报点评: 铯业务稳中有升, 多业务拓展打造新的成长曲线

赤峰黄金(600988.SH) 财报点评: 上半年量减价增, 下半年有望迎量价齐增

铂科新材(300811.SZ) 财报点评: 经营业绩稳中有升, 多领域布局有望打造新成长曲线

永兴材料(002756.SZ) 财报点评: 碳酸锂低成本优势凸显, 锂价上涨有望带来高业绩弹性

快手-W(01024.HK) 海外公司财报点评: 电商业务增长良好, 可灵单季度收入超过 2.5 亿元

京东健康(06618.HK) 海外公司财报点评: 业绩表现亮眼, 年活跃用户破 2 亿

百普赛斯(301080.SZ) 财报点评: 2025 上半年营收同比增长 29%, 国内需求端持续改善

科伦博泰生物-B(06990.HK) 海外公司财报点评: sac-TMT 商业化销售快速放量, 全球 3 期临床全面推进

深信服(300454.SZ) 财报点评: 单 Q2 实现盈利, 云业务增长 26%

泡泡玛特(09992.HK) 财报点评: IP 与全球化势能强劲, 2025 上半年利润增长 397%

潮宏基(002345.SZ) 财报点评: 二季度利润增长超 40%, 加盟门店持续扩张

上海家化(600315.SH) 财报点评: 改革调整成效显著, 新品迭出持续推进健康发展

福瑞达(600223.SH) 财报点评: 战略调整致业绩短期承压, 期待下半年新品表现

水羊股份(300740.SZ) 财报点评: 二季度归母净利同比增长 24%, 高端化转型成效显著

平安银行(000001.SZ) 财报点评: 收入利润降幅收窄, 资产质量稳定

江苏银行(600919.SH) 财报点评: 信贷投放强劲, 资产质量优质

金徽酒(603919.SH) 财报点评:2025H1 收入、净利润同比正增, 2025Q2 产品结构延续升级

洽洽食品(002557.SZ) 财报点评:2025 年上半年渠道结构调整、成本压力显著

舍得酒业(600702.SH) 财报点评:2025Q2 收入降幅环比收窄, 盈利能力有所修复

巴比食品(605338.SH) 财报点评:第二季度收入同比增长 13.5%, 提效拓量成果显著

李宁(02331.HK) 海外公司财报点评:上半年收入增长 3.3%, 经营利润微增而净利润下滑

英维克(002837.SZ) 财报点评:2025H1 营收同比+50%, 积极建设海外资源平台

光大环境(00257.HK) 财报点评:运营收入占比超 70%, 中期派息比例提升 7pct

福能股份(600483.SH) 财报点评:25Q2 电量下降影响业绩, 中期拟派发现金红利 2.03 亿元

龙源电力(001289.SZ) 财报点评:电价下降影响业绩表现, 加快建设大基地和海上风电项目

中煤能源(601898.SH) 财报点评:增效降本, 长期配置价值凸显

信测标准(300938.SZ) 财报点评:二季度业绩同比增长 12%, 产能扩张驱动新一轮增长

小米集团-W(01810.HK) 海外公司财报点评:2Q25 营收、利润再创历史新高, 智能电动汽车业务毛利率明显提升

金融工程

金融工程周报:热点追踪周报-由创新高个股看市场投资热点(第 208 期)

金融工程周报:主动量化策略周报-双创板块大涨, 优基增强组合本周上涨 4.17%

金融工程周报:多因子选股周报-成长因子表现出色, 四大指增组合年内超额均超 10%

金融工程周报:港股投资周报-港股精选组合本周上涨 2.78%, 年内上涨 65.94%

金融工程周报:基金周报-百亿级 ETF 数量突破 100 只, 基金业绩比较基准多资产化

金融工程周报:ETF 周报-本周股票型 ETF 收益中位数近 4%, 其中科技 ETF 涨幅中位数超 10%

金融工程日报:沪指单边上行站上 3800 点, 本周累计涨幅 3.49%创年内最佳

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观周报:高技术制造业宏观周报-国信周频高技术制造业扩散指数保持不变

国信周频高技术制造业扩散指数保持不变。截至 2025 年 8 月 16 日当周,国信周频高技术制造业扩散指数 A 录得 0;国信周频高技术制造业扩散指数 B 为 51.4,与上周持平。从分项看,六氟磷酸锂、动态随机存储器价格上升,新能源、半导体行业景气度上升;丙烯腈、6-氨基青霉烷酸价格下降,航空航天、医药行业景气度下降;中关村电子产品价格指数不变,计算机行业景气度不变。

高技术产业跟踪方面:

高技术制造业高频数据跟踪上,6-氨基青霉烷酸价格 180 元/千克,较上周下降 32 元/千克;丙烯腈价格 8250 元/吨,较上周下降 100 元/吨;动态随机存储器(DRAM)价格 1.8140 美元,较上周上升 0.072 美元;晶圆(Wafer)价格最新一期报 2.81 美元/片,较上周上升 0.03 美元/片;六氟磷酸锂价格 5.50 万元/吨,较上周上升 0.47 万元/吨;中关村电子产品价格指数:液晶显示器最新一期报 91.04,与上周持平。

高技术制造业政策动向上,8 月 19 日,工信部等六部门部署进一步规范光伏产业竞争秩序工作,要求加强产业调控,以市场化法治化方式推动落后产能有序退出;遏制低价无序竞争,健全价格监测和产品定价机制。

高技术制造业前沿动态上,2025 年世界人形机器人运动会于 8 月 17 日在北京国家速滑馆“冰丝带”圆满落幕。本届运动会是全球首个以人形机器人为主体的综合性体育赛事,历时 4 天,共设置了 26 个赛项、487 场比赛,吸引了来自 16 个国家的 280 支队伍、500 余台机器人参赛。同时,世界人形机器人运动联合会正式宣告成立。

风险提示:高技术制造业发展和结构调整带来指标失灵;经济政策和产业政策干预;经济增速下滑。

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

◆ 宏观周报:宏观经济宏观周报-高频指标连续两周超季节性上升

主要结论:高频指标继续超季节性上升。

经济增长方面,本周(8 月 22 日所在周)国信高频宏观扩散指数 A 维持正值,指数 B 继续上升。从分项来看,本周消费领域景气有所回升,投资、房地产领域景气基本保持不变,本周消费领域表现相对较优。从季节性比较来看,本周指数 B 标准化后上升 0.3,表现优于历史平均水平,指向国内经济增长动能继续改善。

基于国信高频宏观扩散指数对资产价格进行预测,显示当前国内利率偏低,上证综合指数偏高,从均值回归的角度看,预计下周(2025 年 8 月 29 日所在周)十年期国债利率将上行,上证综合指数将下行。

周度价格高频跟踪方面:

(1) 本周食品价格上涨,非食品价格小幅上涨。预计 8 月 CPI 食品价格环比约为 0.5%,非食品价格环比约为零,整体 CPI 环比约为 0.1%,CPI 同比回落至-0.3%。

(2) 7 月上旬国内流通领域生产资料价格定基指数小幅下跌,中旬有所上涨,下旬继续上涨;8 月上旬小幅下跌,中旬再次上涨。预计 8 月 PPI 环比约为 0.4%,PPI 同比明显回升至-2.5%。

风险提示:海外市场动荡,存在不确定性。

证券分析师: 李智能(S0980516060001)、田地(S0980524090003)

◆ 固定收益快评:可交换私募债跟踪-私募 EB 每周跟踪(20250818-20250822)

我们定期梳理从公开渠道可获得的最可交换私募债（私募 EB）项目情况，对私募可交换债项目做基本要素跟踪，私募发行条款发行过程可能有更改，请以最终募集说明书为准，发行进度请与相关主承销商咨询。

本周新增项目信息如下：（部分项目因合规原因未予列示）

1. 紫金矿业投资（上海）有限公司 2025 年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券项目获交易所通过，拟发行规模为 7 亿元，正股为江南化工（002226.SZ），主承销商为中信证券，交易所更新日期为 2025 年 8 月 20 日；
2. 广东省广新控股集团有限公司 2025 年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券项目获交易所反馈，拟发行规模为 30 亿元，正股为生益科技/星湖科技（600183.SH/600866.SH），主承销商为中信证券，交易所更新日期为 2025 年 8 月 22 日；
3. 广东省能源集团有限公司 2025 年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券项目获交易所受理，拟发行规模为 15 亿元，正股为粤电力 A/南网能源（000539.SZ/003035.SZ），主承销商为中信证券，交易所更新日期为 2025 年 8 月 18 日；

风险提示

项目获批进度不及预期，经济增速下滑。

证券分析师： 王艺熹（S0980522100006）、吴越（S0980525080001）、赵婧（S0980513080004）

◆ 固定收益周报:转债市场周报-加强个券业绩、条款方面的考量

上周市场焦点（8 月 18 日-8 月 22 日）

股市方面，上周权益市场继续上涨，沪指周一创十年新高并于后续交易日持续上涨，突破 3800 点位；DeepSeek 更新模型版本至 DeepSeek-V3.1、英伟达暂停生产 H20 芯片、2025 中国算力大会近日在大同市举办等消息催化下，半导体及算力国产替代逻辑持续强化，科技板块全周表现靠前

债市方面，上周债市总体下跌，权益市场大幅上涨下股债跷跷板效应明显，叠加税期资金面边际收紧、央行二季度货币政策执行报告相关表述减弱了市场对下半年总量性宽松政策的预期，债市情绪较弱；周五 10 年期国债利率收于 1.78%，较前周上行 3.53bp。

转债市场方面，上周转债个券多数收涨，中证转债指数全周+2.83%，价格中位数+2.82%，我们计算的算术平均平价全周+2.24%，全市场转股溢价率与上周相比+2.07%。个券层面，金铜（液冷服务器概念）、华医（半导体洁净室）、伟测（IC 测试）、东杰（控制权变更）、水羊（护肤品&中报业绩大增）转债涨幅靠前；力诺（药用玻璃）、荣泰（按摩设备&已公告强赎）、设研（工程设计勘察&已公告强赎）、微芯（创新药）、游族（游戏概念&已公告强赎）转债跌幅靠前。

观点及策略（8 月 25 日-8 月 29 日）

在权益市场的带动下，上周转债市场表现依旧强势，各平价区间转债估值进一步抬升，均已达到历史 95% 以上甚至 100%位置；后两个交易日转债 ETF 规模每日扩张 20 余亿元，扩张速度相较前周加速，或显示在权益市场火热的形势下，权益仓位受限制的固收+资金依旧对转债有强烈的配置需求。

往后看，股市短期热度有望保持高位，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔大会上发言偏鸽派亦有利于全球风险资产投资情绪，考虑到下周进入中报披露的集中期、且部分个券近期快涨积累涨幅较高，建议增加对业绩的考量，沿算力、机器人及智驾、半导体自主可控等产业趋势确定性较强的方向布局。

此外近期触发并公告强赎的个券激增，在转债本就老龄化的背景下，不少发行人乘势解决转债，个别曾在生命周期多次选择不修下的个券也提议下修意图促转股，可关注剩余期限短、化债诉求强的个券的条款博弈机会。

风险提示：海外市场动荡，存在不确定性。

证券分析师： 王艺熹（S0980522100006）、吴越（S0980525080001）、赵婧（S0980513080004）

◆ 策略专题:中观高频景气图谱(2025.8)-上游资源行业景气提振

•截至8月中旬,上游资源品行业景气上行,中游制造业景气分化:有色金属、煤炭、基础化工和石油石化行业景气持续改善。中游制造业方面,电力设备、交通运输、建筑装饰行业景气提振;机械设备、轻工制造行业景气则有所下行,企业库存及价格指数同比表现偏弱。

•下游消费行业景气分化:下游可选消费中,社会服务、家用电器行业景气上行,商贸零售行业景气下行;在必选消费中,农林牧渔、食品饮料和纺织服饰行业整体景气下行。

•支撑性服务行业和金融行业整体景气下行:支撑性服务行业中环保行业景气下行;金融行业方面,银行业景气改善,非银金融行业景气上行;TMT行业中计算机行业景气下行。

风险提示:海外地缘冲突尚未缓解;美联储降息节奏和幅度的不确定性;市场情绪波动较大对行情演绎的冲击等

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

◆ 策略专题:估值周观察(8月第2期)-3800点上的A股估值众生相

•近一周(2025.8.28-2025.8.18)全球权益市场涨多跌少。美股方面近一周先跌后涨,Jackson Hole会议当日快速上涨,周线收阳,道指强于纳指标普。欧洲方面,本周英国>法国>德国,日韩小幅回调,AH上涨。估值方面边际变化分化,总体分位数偏高。美股方面,纳指近一年PE分位数回落至40%以内,三年PE分位数回落至50%附近。欧洲整体分位数均在90%以上,德国DAX前期震荡消化估值,当前PE分位数略低于英法;恒生中股本周上涨超过1.8%,估值分位数赶顶。

•近一周(2025.8.18-2025.8.22),A股核心宽基普遍上涨,估值快速扩张。具体来看,规模宽基方面,本周大盘相对小盘并不弱,中证100上涨4.21%,强于国证2000和中证2000;风格上,成长强于价值,大中小盘成长均上涨4%+。估值方面,当前国证2000PE接近60倍,较上周边际变化达到1.92x,中证1000PE估值突破45x,较上周扩张1.89x。截至2025年8月22日,A股主要宽基指数滚动一年、滚动3年估值分位数基本达峰,滚动5年PE来到80%+。总体而言,当前尽管成长风格涨幅更高,但估值分位数相对占优,国证成长滚动一年PE分位数仅为62%+,相比之下国证价值PE、PS一年、三年、五年分位数均触顶;大盘成长目前在风格宽基、规模宽基中的估值分位数相对占优,是主要宽基中近一年PE分位数唯一低于50%的品种。

•一级行业普涨,估值快速扩张。本周申万一级行业整体普涨,其中TMT涨幅均超过5%,通信、电子、计算机领涨,涨幅分别达到10.84%、8.95%、7.93%,从估值扩张幅度看,PE分别扩张4.34x、5.63x、7.28x;估值扩张幅度较低的行业主要集中在上游资源、支持服务和大金融,银行本周仅上涨1.25%,PE、PB分别扩张0.08x、0.01x。•TMT到达近五年估值高点。综合看PE、PB、PS、PCF分位数,伴随指数站上3800点,半数以上行业达到近一年最高水平,电子通信在快速拉涨后PE分位数位于近5年最高点;从滚动五年情况看,除TMT外的其他行业PB、PS、PCF整体分位数不算太高,食品饮料滚动五年PB、PS、PCF均位于12%以下分位数,农业PCF位于近三年10%分位数以下,近五年6%分位数以下。

•本周新兴产业表现分化,数字经济产业链本周拔估值幅度较大。本周新兴产业整体表现分化,光模块、半导体涨幅居前,新能源、绿色生产力、生物科技整体表现相对落后。估值层面看,除工业母机受中报影响PE收缩外,其余新兴产业整体估值扩张,其中云计算、半导体、人工智能、IDC、集成电路、基因检测等PE扩张幅度超过10x;热门概念方面,光模块、半导体概念上涨超过12%,通信设备、AI算力、光通信主题亦上涨超过9%。

风险提示:海外货币政策节奏和幅度的不确定性;文中所列指数仅作为历史复盘,不构成投资推荐的依据。

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

◆ 策略专题:ESG热点周聚焦(8月第4期)-外汇管理局开展绿色外债业务试点

海外ESG热点事件:呈现“监管趋严、技术破局、资本重构”三重趋势。政策层面,美国加州法院驳回

企业诉讼，裁定 SB 253/261 气候披露法案合宪，欧洲央行行长拉加德警告欧盟勿弱化 CSRD 指令，ESMA 与欧盟环境署共建可持续金融联合监管框架，强化披露合规性；技术突破聚焦深度脱碳，谷歌联手 Kairos Power 与田纳西河谷管理局布局 2030 年先进核能供电数据中心，Verra 与标普全球推出新一代碳信用平台；资本向绿色领域加速流动，英国发布全球首个跨行业转型金融指南草案，法国农业信贷银行提供 355 亿美元专项融资支持 Zenobē 在欧洲部署千辆电动商用车，摩根士丹利注资 1.05 亿美元推进 Overhaul 供应链碳足迹优化，贝莱德以 10 亿欧元估值收购埃尼集团 CCUS 部门 49.99% 股权。同步涌现多元实践：菲律宾推出能源业碳信用政策，安永研究揭示 78% 企业增加 EHS 投资但仅半数纳入核心战略的治理错配。本周凸显 ESG 治理从自愿迈向强制、技术从试点迈向规模化、资本从承诺迈向落地的三重跃迁，为全球净零转型注入新动能。

国内 ESG 热点事件：政策与市场双轮驱动，技术资本协同破局：政策层面，六部门联手规范光伏产业竞争秩序，工信部发布首部电器电子有害物质强制性国标；市场机制创新上，外汇局在 16 省市试点绿色外债，降低非金融企业跨境融资风险权重，重庆推出双轮驱动方案，支持绿色科技企业上市及 REITs 融资；产业转型方面，中石油加速布局“热电氢”“生精材”新兴产业；技术突破聚焦碳中和场景，氢能基建全面提速，格林美与华电湖北共建全球绿电直连零碳园区；社会责任领域强化人本导向，胖东来强调“ESG 内核在人的价值”；环境保护注重资源可持续性，稀土开采实施全国性配额制度，严控生态破坏风险。整体而言，本周 ESG 实践从单点行动迈向系统整合，政策精准性、技术商业化及资本效率显著提升。

学术前沿：2025 年 8 月发表于《金融理论与实践》的研究《绿色金融赋能企业新质生产力——基于供应链溢出视角》基于 2011—2023 年我国 A 股上市公司上下游供应商和客户数据，聚焦产业链供应链视角，深入探究了客户绿色金融水平对供应商新质生产力的影响及其传导机制。研究表明，客户绿色金融发展会产生供应链后向溢出效应，即能够赋能供应商提高其新质生产力水平。同期发表于《Discover Sustainability》的《Mapping the evolution of green finance for environmental sustainability through bibliometric analysis》，通过文献计量分析，系统揭示了绿色金融与环境可持续性的内在关联及演化趋势，聚焦其作为实现 SDG 7 和 SDG 13 核心机制的作用，并识别出中国以 45,011 次总引用主导全球研究格局，指出数字技术是绿色金融发展的加速器，但需通过跨国合作框架与统一标准破解监管碎片化障碍。

风险提示：(1) 海外低碳经济发展过程中遇到波折；(2) 全球经济增长和低碳环保间权衡取舍对 ESG 投资节奏的短期扰动；(3) 文中个股或产品仅做统计汇总，不构成投资推荐依据。

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

◆ 策略快评：AI 赋能资产配置追踪（2025.8）-下半年增配股市、成长风格占优

国信总量团队开发了 AI 赋能投研体系，将五大周期框架有机结合，通过动态赋权、回测调优对当月乃至年内的股债胜率进行预测，以实现分析师主动框架与人工智能多模态分析的协调统一，将人工智能应用于主动投研领域，定期跟踪预测市场表现。

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

◆ 策略快评：策略解读-3800 点之后怎么看

A 股近期延续上涨态势，截至 2025 年 8 月 22 日收盘，上证指数收于 3825.76 点，单周上涨 3.49%，年内涨幅达到 12.52%。展望未来，我们仍对市场维持乐观看法。首先，从居民主要资产间流动性角度出发，“股房性价比”指标位于历史 35.7% 分位，对 A 股而言仍处在适宜位置；其次，A 股情绪指数近期虽然转暖，但并未达到 2015 年和 2024 年三季度末陡直上行的状态，核心资产情绪指标也指向乐观；最后，从投资实战出发，我们围绕产品排他性、龙头寡占度、创新独特性的“三优框架”来构造长期组合，重点关注研发转化率高的半导体材料、生物医药、医疗器械高成长行业，选择格局清晰的水电、锂电设备等行业布局底仓，回避产品落后、仅业态或创新单强的行业。

证券分析师：王开（S0980521030001）

◆ 策略月报:大类资产月度策略（2025.08）-优先配置股票类资产

1. 货币-信用“风火轮”：宽货币下信用边际改善

信用方面，7月我国新增社融11320亿元，低于万得一致调查值（14100亿元）。其中新增人民币贷款-500亿元，低于万得一致调查值（-150亿元）；信用脉冲延续回升，信用条件自低位修复。当前格局由此前的“宽货币+偏紧信用”过渡为“宽货币+信用边际修复（渐宽）”。预计政策传导与需求修复延续，信用改善有望保持，对未来1-3个季度的经济与权益市场偏正面。

2. 下一阶段大类资产价格展望

流动性与政策预期共振，股市延续震荡上行。上月市场流动性持续宽松，两融余额与成交额稳步上升，情绪面延续高涨。基本面上，惠民生政策持续落地，同时针对中上游行业的“反内卷”措施有望抬升中长期盈利中枢，增强市场对未来增长的信心。外部方面，中美关系边际缓和，不确定性影响逐步减弱。展望后市，在资金活跃与政策预期共振下，市场或将延续上行态势。

债券性价比相对下降，配置上建议观望。利率继续上行，主要债券财富指数回落，债市短期表现承压。基本面上，国内仍处通缩周期，企业盈利筑底、地产低迷，需求偏弱。货币与财政政策持续发力，央行通过结构性工具和流动性投放加大支持，但短期内缺乏下调基准利率的预期。整体来看，价格低迷环境与政策呵护对利率形成中长期约束，但在风险偏好上升和资金流向股市的背景下，债券性价比相对下降，股市上涨通过股债跷跷板效应从债券中分离流动性。配置上建议保持观望，等待收益率见顶后带来的更优介入时机。

人民币或维持震荡格局。7月美元指数小幅回升，人民币对美元阶段性承压，但人民币汇率指数上行，显示人民币在一篮子货币中仍保持相对强势。内部方面，宏观政策持续加码对经济形成托底，支撑人民币8月中旬持续走强；外部方面，中美货币政策周期差异依旧存在，美元反弹带来一定压力。展望后市，在政策呵护和贸易韧性的支撑下，人民币有望维持在合理均衡水平。

供给收缩与政策调控共振，推动大宗商品价格走强。大宗商品普遍上行，原油涨幅领先。7月南华工业品指数延续反弹，中上游品种受“去产能、控供给”的优化影响，期货价格整体走强。国际原油价格显著攀升，布伦特原油涨幅超7%，主要受地缘政治紧张与供应扰动推动：俄罗斯炼厂受袭停产、伊朗减产加剧市场对供给收缩的担忧。黄金则在高位维持小幅震荡，避险需求有限，对比原油与工业品表现更为平稳。根据国内定量配置模型，我们对下一阶段国内资产的配置建议为：积极配置假设下：股票、债券、原油、黄金分别为50%、33.3%、0%、16.7%；稳健配置假设下：股票、债券、原油、黄金分别为15%、85%、0%、0%；

3. 全球资产配置：增配全球权益资产

根据我们的全球资产配置模型，2025年最新一期A股之外全球主要股市的配置比例为：美国（13.02%）、德国（1.63%）、法国（0.00%）、英国（13.02%）、日本（1.63%）、越南（13.02%）、印度（14.65%）、中国香港（13.02%）余下30%比例按模型假设配置无风险收益产品。

风险提示：1）情绪因素对市场的扰动；2）美联储货币政策不确定性；3）海外地缘政治冲突加剧。

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

行业与公司

◆ 汽车行业专题:低空经济行业专题系列三：低空经济乘风而至，产业机遇前景广阔

低空经济的概念

低空空域通常是指1000米以内的空域，根据不同地区特点和实际需要可延伸至3000米以内，其中电动垂直起降飞行器（Electric Vertical Takeoff and Landing, eVTOL）飞行高度一般在300米以下。相比于无人机，eVTOL在实现了载人载物的基础上，功能更加广泛；相比直升机，eVTOL则有低碳环保、噪声低、成本低、无需跑道、稳定性好等优势。

发展低空经济的必要性和市场空间

我国无人机产业链全球领先，在无人机领域相关专利申请量约占全球 70%，是世界第一大民用无人机出口国。低空经济商业化场景也很丰富，市场空间巨大。参考工信部赛迪顾问数据，低空经济主要包括低空基础设施、低空飞行器制造、低空运营服务和低空飞行保障四个环节，随着低空飞行活动的日益增多，预计到 2026 年低空经济规模有望突破万亿，达到 10644.6 亿元；根据中国民航局数据，到 2030 年，中国低空经济的市场规模预计将达 2.5 万亿元，2035 年有望达 3.5 万亿元；我们测算，中期维度，国内 eVTOL 稳态市场规模有望超 2000 亿，其中观光场景、通勤场景、整机销量的市场规模分别为 683/208/1260 亿元。

行业发展制约因素和发展

管理精细化不足、技术成熟度不高和基础设施不够完善是目前制约低空经济高质量发展的三重因素。针对瓶颈，行业内外正积极探索力求实现突破。低空空域管制的开发、产业政策激励、基础设施完善、相关立法的出台与实施、证照审批加速等一揽子政策推动低空经济加速全面发展。从技术角度，行业标准正在逐步建立，电池续航、能量密度等性能方面具备很大升级迭代空间。从基础设施方面，各城市积极探索先行先试，后期再互相融合。

低空经济大规模商业化落地趋势

安全是低空经济发展的首要前提。行业后续将按照先载货后载人、先隔离后融合、先远郊后城区的原则，在严控风险、确保安全的前提下，分类有序拓展低空经济应用场景，稳妥推进低空旅游、航空运动、消费级无人机等低空消费发展。目前低空经济仍处于产业培育早期，低空经济产业发展历程有望类比新能源汽车产业，但成长期整体节奏更快。

风险提示

政策开放不及预期，城市低空基础设施配套建设不及预期，eVTOL 成本下降不及预期，eVTOL 取证进展不及预期。

证券分析师： 唐旭霞（S0980519080002）、曹翰民（S0980524100001）、杨钊（S0980523110001）

◆ 海外市场专题：美股市场速览-回调后再度发动，中小盘明显占优

价格走势：回调后再度发动，中小盘明显占优

本周，美股在缓慢回落后再次显著上涨。标普 500 涨 0.3%，纳斯达克跌 0.6%。

风格方面：小盘价值（罗素 2000 价值+4.1%）>小盘成长（罗素 2000 成长+2.6%）>大盘价值（罗素 1000 价值+1.7%）>大盘成长（罗素 1000 成长-0.9%）。

18 个行业上涨，6 个行业下跌。涨幅较大的行业有：银行（+3.2%）、汽车与汽车零部件（+2.9%）、能源（+2.8%）、消费者服务（+2.6%）、运输（+2.5%）；下跌幅度较大的行业有：食品与主要用品零售（-2.0%）、软件与服务（-1.9%）、半导体产品与设备（-1.4%）、技术硬件与设备（-1.1%）、媒体与娱乐（-0.8%）。

资金流向：整体流入接近停滞，行业间分化较大

本周，标普 500 成分股估算资金流（涨跌额 x 成交量）为+1.7（亿美元，下同），上周为+75.8，近 4 周为-75.0，近 13 周为+209.2。

18 个行业资金流入，6 个行业资金流出。资金流入的行业有：汽车与汽车零部件（+11.0）、综合金融（+4.6）、银行（+3.8）、资本品（+3.3）、医疗保健设备与服务（+3.3）；资金流出的行业主要有：软件与服务（-29.9）、半导体产品与设备（-7.7）、食品与主要用品零售（-4.7）、技术硬件与设备（-2.3）、媒体与娱乐（-1.1）。

盈利预测：各行业业绩全面上修

本周，标普 500 成分股动态未来 12 个月 EPS 预期上调 0.3%，上周上调 0.2%。

21 个行业盈利预期上升，3 个基本持平。上修幅度领先的行业有：半导体产品与设备（+1.2%）、材料（+0.4%）、运输（+0.4%）、软件与服务（+0.3%）、零售业（+0.3%）。

风险提示：经济基本面的不确定性，国际政治局势的不确定性，美国财政政策的不确定性，美联储货币政策的不确定性。

证券分析师： 王学恒（S0980514030002）、张熙（S0980522040001）

◆ 海外市场专题:港股市场速览-市场再度启动，风格转换显著

股价表现：市场再次启动，风格发生转换

本周，恒生指数+0.3%，恒生综指+1.9%。风格方面，中盘（恒生中型股+1.9%）>大盘（恒生大型股+0.5%）>小盘（恒生小型股+0.1%）。

概念指数中，表现较强的有：恒生汽车（+5.0%）、恒生消费（+4.2%）；表现较弱的有：恒生公用事业（-1.2%）、恒生金融（基本持平）。

国信海外选股策略中，表现较强的是红利贵族 50（+0.7%）；表现较弱的是 ROE 策略进攻型（-0.9%）。22 个行业上涨，8 个行业下跌。涨幅居前的行业有：纺织服装（+5.9%）、汽车（+5.5%）、轻工制造（+5.1%）、综合（+4.1%）、国防军工（+2.6%）；跌幅居前的行业有：煤炭（-4.9%）、电力及公用事业（-1.9%）、有色金属（-1.4%）、电力设备及新能源（-0.9%）、建筑（-0.8%）。

估值水平：总体略有拉升，行业分化较大

本周，恒生指数估值（动态预期 12 个月正数市盈率，后同）+0.4%至 11.7x；恒生综指估值+0.7%至 12.0x。

概念指数中，估值上升幅度较大的是恒生消费（+2.8%至 16.7x）；估值上升幅度较小的是恒生高股息（+0.2%至 7.6x）。

国信海外选股策略中，估值上升幅度较大的是自由现金流 30（+2.6%至 10.4x）；估值下降的是 ROE 策略进攻型（-0.6%至 15.0x）。

18 个行业估值上升，10 个行业估值下降，1 个基本持平。估值上升幅度较大的有：钢铁（+33.3%）、纺织服装（+5.8%）、汽车（+2.6%）、农林牧渔（+2.4%）、通信（+1.8%）；估值下降幅度较大的有：有色金属（-4.6%）、建筑（-1.9%）、综合金融（-1.4%）、国防军工（-1.1%）、机械（-0.8%）。

业绩预期：整体平稳上修，汽车改善显著

恒生指数 EPS（动态预期 12 个月正数 EPS，后同）+0.2%；恒生综指 EPS +0.3%。

概念指数中，EPS 上修幅度较大的是恒生汽车（+2.4%）；EPS 下修的是恒生生物科技（-0.1%）。

国信海外选股策略中，EPS 上修的是红利贵族 50（+0.1%）；下修幅度较大的是自由现金流 30（-2.5%）。

18 个行业 EPS 上修，10 个行业 EPS 下修，1 个基本持平。上修幅度较大的有：轻工制造（+4.5%）、国防军工（+3.8%）、有色金属（+3.4%）、汽车（+2.8%）、综合金融（+2.7%）；下修幅度较大的有：钢铁（-24.2%）、煤炭（-4.4%）、电力设备及新能源（-2.0%）、电力及公用事业（-1.9%）、交通运输（-1.1%）。

风险提示：经济基本面的不确定性，国际政治局势的不确定性，美国财政政策的不确定性，美联储货币政策的不确定性。

证券分析师： 王学恒（S0980514030002）、张熙（S0980522040001）

◆ 通信行业专题:数据中心互联技术专题四： CSP 云厂 AI 军备竞赛加速，智算中心架构快速发展

CSP 互联网云厂 AI 军备竞赛进入 2.0 时代，智算中心互联技术发展快速迭代。自 2023 年，ChatGPT3.5 点燃“大模型革命”起，AI 发展万众瞩目，各大科技公司纷纷投入大模型研发并加大智算中心建设。根据 CSP 厂商的 Capex 指引，预计 2025 年，海外亚马逊、谷歌、微软、Meta 四家厂商合计 Capex 增至 3610 亿美元，同比增幅超 58%；国内字节、腾讯、阿里 Capex 有望超过 3600 亿元。本轮 AI 浪潮前期，英伟达作为 AI 芯片领军企业，其 AI 芯片供不应求；随着 CSP 云厂持续加大智算中心投入，具备更高性价比的自研 ASIC 算力芯片成为 AI 军备竞赛新一轮发展的核心，AI 芯片集群的互联网技术也随之加速迭

代升级。本文主要对智算中心网络架构发展及未来新技术进行探讨。

AI 芯片领军企业英伟达加速迭代其 AI 芯片性能，推动智算中心快速发展。英伟达芯片 P/V/A/H/B 等系列芯片架构由早期的每 4 年升级一次加速到每两年迭代升级一次，过去 3 年间，AI 算力集群也从 64 个 AI 芯片组成的机柜发展到 256 个乃至 288/576 个 AI 芯片集群，芯片之间的网络连接速率也随之从 400G 演进至目前使用的 1.6T。智算中心互联技术涉及到的光通信、铜连接/背板连接、液冷等均在显著受益行业发展。在 AI 行业发展带动下，头部 AI 芯片企业华为、AMD 等陆续发布了自己研发设计的算力集群超节点项目。

CSP 互联网云厂自研 ASIC 芯片和算力集群，探索适应自身 AI 发展之路。（1）Google 谷歌自研 ASIC 芯片 TPU 早自 2015 年，目前已经在规划其 TPU 第七代芯片，自 TPU V4 开始独创 OCS 全光交换架构，自 TPU V6 开始使用 1.6T 光模块传输。（2）AWS 亚马逊自研的 Trainium 芯片规划到第三代，去年底 Trainium2 集群内互联使用 AEC 铜缆连接备受瞩目，而明年规划的 Trainium3 集群架构开始使用铜背板连接。（3）META 自研 MTIA 芯片初出牛犊，但 META 已深度设计数据中心架构很多年，早期较出名的 CLOS 架构就出自 META，META 也专门为英伟达和 AMD 芯片设计了独有的机柜。（4）博通、Marvell 等厂商积极参与支持全球 CSP 云厂的数据中心建设。（5）国内 CSP 云厂，腾讯（ETH-X）/阿里（ALS）/字节等，均在根据自身需求设计数据中心架构；立讯等厂商积极参与互联方案设计。

光通信/铜连接市场快速增长，CPO/铜背板/Switch（PCIe）/OCS/OIO/DCI 等新技术未来可期。ASIC 芯片出货量持续加大，我们测算明年全球 800G 光模块有望达 4000 万只，1.6T 光模块有望超过 700 万只。2029 年，CPO 渗透率有望达到 50%（Lightcounting 预测），OCS 市场规模有望超过 16 亿美元（SignalAI 预测），PCIe Switch 市场规模有望达 50 亿美元（ABI 预测），DCI 市场规模有望达 284 亿美元（Mordor intelligence 预测）。

投资建议：智算中心互联技术主要使用光通信和铜缆/铜背板连接，推荐关注光模块厂商【中际旭创/新易盛/光迅科技/华工科技】等，光器件厂商【天孚通信/长芯博创/太辰光/仕佳光子】等，铜连接【兆龙互联】等，以及通信设备厂商【中兴通讯/紫光股份/锐捷网络】。

风险提示：AI 发展及投资不及预期；行业竞争加剧；全球地缘政治风险；新技术发展引起产业链变迁。

证券分析师：袁文晔（S0980523110003）

联系人：赵屿

◆ 通信行业专题：算力租赁专题报告：Neocloud 引领算力租赁发展，国内市场发展可期

全球算力景气度延续，随着英伟达 GB 系列高密度算力机柜加速出货，全球高端算力景气度进一步提升。当前 AIGC 浪潮下，全球服务器出货量持续增长，咨询机构 IDC 预计 2028 年全球人工智能服务器市场规模有望达到 2,227 亿美元，其中生成式人工智能服务器占比将从 2025 年的 29.6% 提升至 2028 年的 37.7%。从需求端来看，模型迭代加速背景下训练端需求仍维持高位，推理侧需求随着应用的渗透逐步提升；从供给端来看，以英伟达 B/Rubin、AMD MI 系列为代表的高性能算力芯片持续迭代，2025 年下半年 GB300 有望加速交付。根据 CSP 厂商的 Capex 指引，预计 2025 年，海外亚马逊、谷歌、微软、Meta 四家厂商合计 Capex 增至 3610 亿美元，同比增幅超 58%；国内字节、腾讯、阿里 Capex 有望超过 3600 亿元，AI 发展高景气度延续。

GPU 云（算力租赁）或解决目前全球高端 AI 芯片紧缺问题，GPU 云（算力租赁）市场快速发展。在大模型军备竞赛的背景下，各大厂加速万卡甚至十万卡集群建设。Meta、微软&OpenAI、xAI 等多家 AI 巨头陆续宣布或者完成 10 万卡集群建设，国内通信运营商、头部互联网、大型 AI 研发企业等均发力超万卡集群的布局。然而在全球高端 AI 芯片供给紧缺背景下，以租赁代替购买的商业模式应运而生，租赁模式因地制宜且性价比更高。云计算市场历经传统云、混合云阶段后，正在迎来第三次分化浪潮——AI 智算云 NeoCloud，即 GPU 云（算力租赁），预计到 2033 年全球 GPU 云（算力租赁）市场规模将增至 128 亿美元（Verified Market Research 预测）。

AI 芯片巨头正在通过 GPU 云（算力租赁）商业模式布局全球市场，国内 GPU 云市场发展值得期待。（1）全球市场来看，英伟达以股权或合作方式辅助 GPU 云厂（CoreWeave、NBIS、Omniva 等）发展，巩固其在高端芯片领域的全球主导地位。三家 GPU 云厂覆盖区域和发展规模虽有不同，但均受益 GPU 云市场的

高景气度，处于快速增长期，2025Q2CoreWeave 和 NBIS 营收增速分别达到 207%/625%。（2）国内方面，国产 AI 芯片目前主要支持推理业务，部分训练场景英伟达高端 AI 芯片性能表现更优；国内外算力政策有差异，同时以 OPEX 租赁算力方式实现训练业务或具备更高性价比，国内算力租赁企业迎来发展契机。目前国内算力租赁企业的租赁回报较为可观，测算净利率或达 15%，与海外 GPU 云（算力租赁）的商业模式和发展前景具有部分相似之处。

投资建议：AI 算力景气度持续，短期看，GPU 云（算力租赁）或为解决高端算力供需不匹配的核心解决方案；长期看，GPU 云（算力租赁）具备灵活、低成本的解决方案，渗透率有望持续提升。推荐关注国内 GPU 云相关企业，建议关注【润建股份】及相关产业公司。

风险提示：AI 发展及投资不及预期，行业竞争加剧，全球地缘政治风险，新技术发展引起产业链变迁。

证券分析师：袁文舫（S0980523110003）、张宇凡（S0980525080005）

◆ 通信行业周报 2025 年第 34 周：DeepSeek V3.1 发布，工信部有序引导国产算力设施建设

行业要闻追踪：DeepSeek V3.1 发布，国产 GPU 芯片等加速突破。（1）8 月 21 日，DeepSeek 发布 DeepSeek-V3.1，基于下一代国产芯片训练。DeepSeek V3.1 采用 UE8M0 FP8 精度训练，可以直接在任何支持 MXFP8 + UE8M0 的硬件上执行，能降低内存流量、提升矩阵乘法吞吐。V3.1 通过软件定义与更多芯片适配，能让超低精度训练/推理在中国自研芯片上更容易实现。（2）工信部表示将有序引导算力设施建设，加快突破 GPU 芯片等关键核心技术。

算力基础设施公司 2025 上半年业绩快速增长。（1）液冷头部企业英维克 2025H1 总营收 25.73 亿元，同比+50.3%，归母净利润 2.16 亿元，同比+17.5%，受益于 AI 数据中心需求持续增长，公司机房温控业务收入高速增长，其散热业务获得头部客户认证并被规模化采用。公司提供液冷全产业链解决方案，下半年有望持续受益于 AI 数据中心建设中液冷渗透率提升。（2）交换机头部企业锐捷网络 2025H1 总营收 66.49 亿元，同比+31.8%；归母净利润 4.52 亿元，同比+194%，受益于 AI 数据中心强劲需求，交换机业务高速增长。

海外算力链呈现高景气度。（1）英伟达推出 Spectrum-XGS 以太网，助力分布式数据中心迈入十亿瓦级 AI 超级工厂。8 月 23 日，NVIDIA 推出 NVIDIA Spectrum-XGS 以太网，采用 scale-across 突破建筑物限制，实现跨数据中心互联。CoreWeave 等云厂商开始部署 Spectrum-XGS 以太网，进入出货阶段，CPO 相关标的有望收益。（2）2025 年 7 月光缆出口数据环比增长 16.6%，行业景气度持续。整体来看，上海、江苏、湖北、河南和广东合计 7 月收入 6.5 亿元，环比增长 16.6%，同比增长 165.3%。其中，上海出口数据增长快速，7 月收入 2.5 亿元，环比增长 75.1%。

行情回顾：本周通信（申万）指数上涨 10.84%，沪深 300 指数上涨 4.18%，相对收益 6.66%，在申万一级行业中排名第 1 名。分领域看，设备商、光模块光器件和物联网控制器表现相对靠前。

投资建议：关注 AI 算力基础设施各环节

1) 算力基础设施景气度高，推荐关注光通信（中际旭创、新易盛、天孚通信、长芯博创、太辰光等），国产算力（华工科技、光迅科技、中兴通讯、锐捷网络、英维克等），以及端侧模组（广和通等）。

2) 中长期视角，三大运营商经营稳健，并且分红比例持续提升，高股息价值仍在，建议长期持续配置三大运营商。

2025 年第 35 周重点推荐组合：中国移动、中兴通讯、华工科技、广和通。

风险提示：宏观经济波动风险、数字经济投资建设不及预期、AI 发展不及预期、中美贸易摩擦等外部环境变化。

证券分析师：袁文舫（S0980523110003）、张宇凡（S0980525080005）

联系人：赵屿

◆ 电新行业周报：锂电产业链双周评（8 月第 2 期）-锂电行业反内卷持续深化，车用固态

电池规格尺寸团标正式立项

【行业动态】

固态电池产业化加速推进：材料端，格林美与蔚蓝锂芯签署固态电池材料合作协议，双方计划在一年内实现超高比能电池技术突破，三年内推动全固态电池等 400Wh/Kg 以上超高比能锂电池的产业化。电池端，南都电源签署 2.8GWh 独立储能项目订单，该项目将采用 314Ah 半固态电池；太蓝新能源固态电池项目入选国家重点研发计划；融捷能源发布 450Wh/kg 全固态电池，并计划 2026 年建成 0.2GWh 中试线。政策端，《电动汽车用全固态电池单体规格尺寸》团体标准正式立项；该标准主要规范了全固态电池单体的封装方式、规格尺寸和公差等关键指标。其中，全固态电池单体封装方式规定使用软包三封边封装方式。

储能行业提出“反内卷”倡议：8 月 13 日，中国化学与物理电源行业协会发布《关于维护公平竞争秩序促进储能行业健康发展的倡议》（征求意见稿），该倡议从成本价格行为规范，产品与服务履约，技术创新和绿色发展，行业协调机制等多维度出发，旨在促进行业健康发展。

锂电材料行业陆续召开会议、呼吁反内卷：8 月 8 日，干法锂电池隔膜骨干生产企业负责人闭门座谈会在深圳成功召开。会上，8 家企业达成价格自律、科学释放产能、暂停扩产等多项“反内卷”共识。8 月 22 日，中国化学与物理电源行业协会磷酸铁锂材料分会召开会议，共同商讨应对行业产能过剩的解决方案。

【新能源车产业链数据】

•国内新能源车：7 月国内新能源车销量 126.2 万辆，同比+27%、环比-5%；国内新能源车渗透率 48.7%，同比+4.9pct，环比+2.9pct。1-7 月国内新能源车累计销量 822.0 万辆，同比+39%。•欧洲&美国新能源车：7 月欧洲九国新能源车销量 22.08 万辆，同比+41%、环比-21%；新能源车渗透率 27.4%，同比+7.2pct、环比-1.5pct。1-7 月欧洲九国新能源车累计销量 157.52 万辆，同比+28%。7 月美国新能源车销量 14.41 万辆，同比+14%、环比+13%；新能源车渗透率 10.5%，同比+0.6pct、环比+0.4pct。1-7 月美国新能源车累计销量 93.71 万辆，同比+5%。

【锂电材料及锂电池价格】

•锂盐价格显著上涨，电芯报价上行。本周末碳酸锂价格为 8.39 万元/吨，较两周前上涨 1.20 万元/吨。相较两周前，三元正极、磷酸铁锂、六氟磷酸锂报价上涨，负极、隔膜、电解液报价稳定。本周方形三元动力电芯/铁锂动力电芯/储能用 100Ah 电芯/储能用 280Ah 电芯报价为 0.385/0.325/0.359/0.301 元/Wh，较两周前增加 0.001/0.002/0.001/0.001 元/Wh。

【投资建议】

•建议关注：1）受益行业反内卷的部分细分环节领先企业（万润新能、湖南裕能、宁德时代、亿纬锂能、中创新航、天赐材料、新宙邦、恩捷股份、星源材质）；2）低空经济与机器人产业布局领先企业（卧龙电驱、蔚蓝锂芯、科达利）；3）固态电池材料布局领先企业（厦钨新能、容百科技、当升科技、天奈科技）；4）需求持续回暖的消费电池企业（珠海冠宇、豪鹏科技）；5）充电桩行业领先企业（特锐德、盛弘股份）；6）电动自行车铅酸电池领军企业（天能股份）；7）高压直流继电器领先企业（宏发股份）。

【风险提示】电动车销量不及预期，行业竞争加剧，原材料价格大幅波动，政策变动风险。

证券分析师：王蔚祺（S0980520080003）、李全（S0980524070002）、徐文辉（S0980524030001）

◆ 公用环保行业周报：公用环保 202508 第 4 期-7 月全社会用电量同比+8.6%，1-7 月新增电力装机 32505 万千瓦

市场回顾：本周沪深 300 指数上涨 4.18%，公用事业指数上涨 1.89%，环保指数上涨 1.33%，周相对收益率分别为-2.29%和-2.85%。申万 31 个一级行业分类板块中，公用事业及环保涨幅处于第 23 和第 27 名。电力板块子板块中，火电上涨 3.38%；水电上涨 1.05%，新能源发电上涨 1.91%；水务板块上涨 1.32%；燃气板块下跌 0.30%。

重要事件：2025 年 7 月份全社会用电量同比增长 8.6%。国家能源局发布数据，7 月份全社会用电量 10226 亿千瓦时，同比增长 8.6%。从分产业用电看，第一产业用电量 170 亿千瓦时，同比增长 20.2%；第二产业用电量 5936 亿千瓦时，同比增长 4.7%；第三产业用电量 2081 亿千瓦时，同比增长 10.7%；城乡居民生活用电量 2039 亿千瓦时，同比增长 18.0%。国家能源局发布 2025 年 1-7 月全国电力工业统计数据，截至 2025 年 7 月，全国电力装机容量 367367 万千瓦，较 2024 年底装机容量新增 32505 万千瓦。其中，水电、火电、核电、风电、光伏装机容量分别为 44161、148660、6094、57487、110960 万千瓦，2025 年分别新增 566、4215、11、5419、22294 万千瓦。

专题研究：国家能源局发布《中国新型储能发展报告（2025）》指出，截至 2024 年，全国已建成投运的新型储能项目累计装机规模达 7376 万千瓦/1.68 亿千瓦时，主要分布在内蒙古、新疆、山东、江苏、宁夏等地区；新型储能的主要应用长江是独立储能/共享储能、新能源配建储能，独立储能/共享储能、新能源配建储能装机规模分别为 3412、3097 万千瓦，占比分别为 46%、42%；2024 年新型储能年均等效利用小时数为 911 小时，较 2023 年增加 300 小时，新型储能调用情况较 2023 年大幅提升。

投资策略：公用事业：1. 煤价电价同步下行，火电盈利有望维持合理水平，推荐全国大型火电企业华电国际以及区域电价较为坚挺的上海电力；2. 国家持续出台政策支持新能源发展，新能源发电盈利有望逐步趋于稳健，推荐全国性新能源发电龙头企业龙源电力、三峡能源，区域优质海上风电企业广西能源、福能股份、中闽能源，以及开展新能源与智算中心一体化深化算电协同标的金开新能；3. 装机和发电量增长对冲电价下行压力，预计核电公司盈利仍将维持稳定，推荐核电运营标的中国核电、中国广核；国家电投整合核电资产，打造 A 股第三家核电运营商，推荐重组标的电投产融；4. 全球降息背景下高分红的水电股防御属性凸显，推荐业绩稳健性和成长性兼具的水电龙头长江电力；5. 燃气推荐具有区位优势，量价张力较强的城市燃气龙头华润燃气，以及具有海气贸易能力，特气业务锚定商业航天的九丰能源；环保：1. 水务&垃圾焚烧行业进入成熟期，自由现金流改善明显，再叠加无风险收益率的持续走低，投资者的预期回报率和风险偏好均有所下降，建议关注环保板块中的“类公用事业投资机会”，推荐光大环境，中山公用；2. 中国科学仪器市场份额超过 90 亿美元，国产替代空间广阔，推荐聚光科技；3. 欧盟 SAF 强制掺混政策生效在即，对原材料需求增加，国内废弃油脂资源化行业有望充分受益，推荐山高环能；4. 煤价下行背景下，秸秆价格同步下降，农林生物质发电行业成本端改善明显，推荐长青集团。

风险提示：环保政策不及预期；用电量增速下滑；电价下调；竞争加剧。

证券分析师： 黄秀杰（S0980521060002）、郑汉林（S0980522090003）、刘汉轩（S0980524120001）、崔佳诚（S0980525070002）

◆ 华康股份(605077.SH) 财报点评:2025 年上半年业绩承压，静待舟山产能持续爬坡

2025 年上半年归母净利润同比下滑 3.38%，主要为舟山华康项目一期一阶段部分产能转固，折旧增加所致。2025 年 8 月 21 日晚，公司发布 2025 年中报，2025 年上半年，公司实现营业收入 18.66 亿元，较去年同比增长 37.32%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.34 亿元，较去年同比下降 3.38%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.22 亿元，同比下降 6.56%。归属于上市公司股东的净资产为 32.30 亿元，同比下降 0.41%；总资产 75.65 亿元，同比增长 8.19%。2025 年二季度，公司实现营业收入 10.49 亿元，同比增长 44.95%，环比增长 28.47%；实现归母净利润 0.53 亿元，同比下滑 9.79%，环比下滑 35.01%。2025 年上半年利润下滑原因主要为：随着舟山华康一期“100 万吨玉米精深加工”项目部分产能转固，短期内公司折旧增加较大，对公司归母净利润造成一定影响。

舟山新产能有序投产，将有力推动公司业绩上行。公司舟山“200 万吨玉米精深加工健康食品配料项目”分两期建设，其中一期项目“100 万吨玉米精深加工健康食品配料项目”于 2022 年 8 月启动，一期项目建设期为 5 年，分两个阶段，第一阶段建设期 2 年，以液体糖浆类及部分晶体糖醇产品为主，第二阶段建设期 3 年，膳食纤维、变性淀粉等新的产品线会陆续投入建设。截至目前，一期项目“100 万吨玉米精深加工健康食品配料项目”的第一阶段基本建设完成，第二阶段规划的各个产品线也将择机投入建设。预计随着公司新增产能的逐步投产，将有效带动公司业绩上行。

拟现金加股权方式收购豫鑫糖醇，巩固木糖醇行业龙头地位。2025 年 3 月 26 日，公司通过《关于浙江华康药业股份有限公司发行股份及支付现金购买资产暨关联交易报告书（草案）及其摘要的议案》等相关议案，华康股份拟采取发行股份及支付现金相结合的方式支付，购买豫鑫糖醇 100%股权。本

次交易价格为 10.98 亿元，以股份和现金支付交易对价分别为 7.32 亿元和 3.66 亿元。本次交易尚需上交所审核通过以及中国证监会管理委员会同意注册后方可实施。收购完成后，将进一步巩固上市公司在木糖醇市场上的优势地位，国内产能占比将达到 50% 以上。此外，双方在采购、生产、销售、研发、内控管理等多方面均可充分发挥协同作用，提升市场综合竞争力。

风险提示：产品价格波动的风险、原材料价格波动的风险、舟山新增产能投产进度低于预期的风险、舟山项目新增产能的市场消化风险、市场竞争加剧的风险。

投资建议：华康股份作为国内功能糖醇的领先企业，通过舟山新产能来横纵向布局丰富产品结构、完善产业链发展；此外将以收并购方式整合木糖及木糖醇产能，持续巩固公司行业龙头地位，预计未来 5 年将处于持续成长期。受舟山一期一阶段折旧金额较多影响，以及考虑到 2026 年豫鑫糖醇或会实现并表，我们谨慎调整公司 2025-2027 年盈利预测，预计公司未来三年营业收入分别为 41.61/54.82/63.04 亿元（前值为 36.72/43.56/50.09 亿元）；归母净利润分别为 3.23/5.03/6.36 亿元（前值为 4.00/5.04/5.92 亿元）；EPS 分别为 1.07/1.66/2.10 元，当前股价对应 PE 为 17.0/11.0/8.7X，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、张歆钰（S0980524080004）

◆ 鲁西化工(000830.SZ) 财报点评:短期盈利承压，营收稳增显韧性

公司 2025 年上半年营收同比增长，归母净利同比下滑。2025 年上半年公司实现营收 147.4 亿元（同比+5.0%），归母净利润 7.6 亿元（同比-34.8%）；其中二季度营收 74.5 亿元（同比+2.2%，环比+2.2%），归母净利润 3.5 亿元（同比-41.9%，环比-15.1%）；毛利率/净利率为 13.2%/4.7%，期间费用率 5.8%。利润下滑主要因化工新材料板块受原料价格波动及下游需求疲软影响，叠加部分产品竞争加剧致盈利空间压缩。

核心业务化工新材料营收同比增长，毛利率下滑。公司化工新材料业务 2025 年上半年营收 97.4 亿元（占比 66.1%，同比+2.4%），毛利率 11.4%（同比-9.8pct）。多元醇仍为公司利润核心来源，上半年公司销售多元醇/六氟丙烯等氟材料/己内酰胺/聚碳酸酯的全资子公司净利润分别为 2.36/0.63/-1.69/-1.38 亿元。2025 年上半年，聚碳酸酯、尼龙 6、多元醇、有机硅等产品受下游需求疲弱、供给竞争加剧等影响价格偏弱、利润压缩。氟材料产品表现分化，聚四氟乙烯价格同比下滑，聚全氟乙丙烯价格同比提升，六氟丙烯价格震荡，二氟甲烷（R32）因配额收紧持续供不应求、价格走高。据卓创资讯，二季度 R32 市场均价 50269 元（同比+49%，环比+14%），公司拥有 R32 产能 3 万吨，2025 年生产配额 4143 吨（其中内用 2726 吨）。

基础化工板块营收与毛利率均同比提升。2025 年上半年公司基础化工业务营收 29.6 亿元（占比 20.1%，同比+5.1%），毛利率 22.1%（同比+8.8pct），营收与毛利率均改善。上半年公司销售甲酸/氯甲烷/DMF 的全资子公司净利润分别为 1.36/0.96/-0.15 亿元。甲酸盈利相对较好，二季度甲酸市场均价 2764 元/吨（同比+5%）；甲烷氯化物行业，二氯甲烷因下游制冷剂 R32 需求旺季及锂电池隔膜行业增速较快，开工较好，价格高于去年同期，一氯甲烷、三氯甲烷则表现低迷；氯碱行业中，烧碱因下游氧化铝产能利用率大幅提升需求增长，价格明显高于去年同期，关联产品液氯价格偏低限制开工率。

化肥板块营收同比增长，盈利能力略降。化肥业务 2025 年上半年营收 17.8 亿元（占比 12.1%，同比+22.4%），毛利率 5.8%（同比-1.6pct）。报告期内，化肥产品产销量增加，主要得益于新项目副产硫酸铵产销量提升及复合肥市场行情带动，但受成本等因素影响，毛利率小幅下滑。

风险提示：下游需求不及预期；原材料价格上涨；行业竞争加剧风险等。

投资建议：公司产业链丰富，盈利弹性较大，我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 14.47/14.60/15.90 亿元，对应每股收益为 0.76/0.76/0.83 元，对应当前股价 PE 为 17.1/17.0/15.6X，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、余双雨（S0980523120001）

◆ 宝丰能源(600989.SH) 财报点评:二季度归母净利润再创新高，聚烯烃贡献增量

公司二季度归母净利润再创新高。公司 2025 年二季度营收 120.5 亿元（同比+39.0%，环比+11.9%），

归母净利润 32.8 亿元（同比+74.2%，环比+34.6%）；毛利率/净利率为 38.0%/27.2%，期间费用率 8.7%。二季度内蒙古烯烃项目产能释放加速，聚烯烃产销量同比大幅跃升，叠加煤炭成本下行及产品盈利结构优化，驱动利润端高增长。

聚烯烃新产能贡献增量。2025 年二季度，公司聚乙烯产销量 64.05/63.83 万吨（同比+128%/+128%，环比+23%/+24%），聚丙烯产销量 62.9/62.64 万吨（同比+109%/+106%，环比+25%/+27%），增量核心来自内蒙古 260 万吨/年煤制烯烃项目的满产贡献。二季度国内聚烯烃市场受原油波动、终端需求分化影响，公司聚乙烯/聚丙烯不含税平均售价 6495/6346 元/吨（同比-11%/-7%，环比-8%/-3%）；虽价格回落，但煤炭等原料成本也有所下降，支撑盈利扩张。公司聚烯烃产能扩张持续，宁东四期烯烃 4 月已开工建设，计划于 2026 年底建成投产；新疆烯烃项目、内蒙二期烯烃项目前期工作正在积极推进。

EVA/LDPE 产销增长。公司 EVA/LDPE 产品二季度产量/销量 5.85/6.24 万吨（同比+9%/+7%，环比+11%/+32%），平均售价 8757 元/吨（同比+0.2%，环比-3%）。EVA 装置主要原料自主供应，产业链协同发展实现成本优化。

上半年焦炭盈利同比修复。2025 年二季度，焦炭产量/销量 170.81/170.28 万吨（同比-4%/+0.2%，环比-0.1%/+0.2%）；不含税平均售价 942 元/吨（同比-32%，环比-13%）。受焦煤供应宽松影响，上半年焦炭与焦煤价格均震荡下行，而焦炭价格降幅小于上游焦煤，其加工利润同比修复。

煤炭成本优势持续。2025 年上半年，公司主要原材料气化原料煤/炼焦精煤/动力煤的平均采购单价分别为 447/763/321 元/吨，同比-20%/-32%/-25%。预计 2025 年我国煤炭仍将保持供需宽松，煤价中枢或仍将下移。煤炭供需宽松格局下，煤制烯烃路线相比油制、PDH 路线的成本优势进一步扩大，为聚烯烃板块盈利筑牢根基。据卓创资讯，2025 年二季度煤制与油制烯烃平均成本分别为 6082/7415 元/吨，煤制烯烃成本优势约为 1334 元/吨，仍处于较高水平。

风险提示：项目投产不及预期；原材料价格上涨；下游需求不及预期等。

投资建议：公司主营产品聚烯烃产能扩张贡献利润增量，我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 122.06/124.13/132.67 亿元，对应 EPS 为 1.66/1.69/1.81 元，当前股价对应 PE 为 9.8/9.6/9.0 X，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、余双雨（S0980523120001）

◆ 扬农化工(600486.SH) 财报点评: 农药行业景气度触底回升，辽宁优创项目稳步推进

农化行业景气度触底回升，公司上半年业绩实现稳健增长。2025 年上半年，扬农化工实现营业收入 62.34 亿元，同比增长 9.38%；实现归母净利润 8.06 亿元，同比增长 5.60%。公司业绩增长主要源于以销量增长弥补了大部分产品价格处于底部的负面影响。分业务看，原药业务实现营业收入 36.55 亿元，同比增长 9.98%，销量 5.67 万吨，同比增长 13.43%，平均销售价格 6.45 万元/吨，同比下降 3.04%；制剂业务实现营业收入 11.71 亿元，同比下降 2.77%，销量 2.81 万吨，同比增长 0.12%，平均销售价格 4.16 万元/吨，同比下降 2.89%。分区域看，国内实现营业收入 35.79 亿元，同比增长 28.53%，毛利率 10.56%，同比下降 17.66 pcts；国外实现营业收入 26.55 亿元，同比下降 8.91%，毛利率 41.27%，同比提升 20.86 pcts。

全球农化行业供需秩序恢复正常，农药出口增长强劲。中国农药产品以出口为主，据 Trade Map，2024 年中国农药制剂出口数量达 317.61 万吨，同比增长 28.82%，创历史最大值；2025 年上半年，中国农药制剂出口数量 180.68 万吨，同比继续增长 15.72%。库存方面，2022 年以来扬农化工的存货价值也显著降低，截至 2025 年 6 月 30 日，公司存货价值 10.26 亿元，同比下降 7.10%，较 2022 年末下降 50.76%。总的来说，我们认为随着全球农药供需秩序恢复正常，公司凭借丰富的“研产销”经验，有望在市场竞争中持续保持技术、成本、市占率等全方位的竞争优势。

辽宁优创一期项目建设接近尾声。2023 年公司战略布局的辽宁优创一期项目开工建设，项目包含除草剂烯草酮、杀菌剂氟唑菌酰羟胺、杀虫剂功夫菊酯等热点农药品种，其中氟唑菌酰羟胺是先正达创新药。截至 2025 年 6 月 30 日，辽宁优创一期项目累计投入金额 31.78 亿元，累计投入占预算比例达 91.38%。2025 年上半年辽宁优创实现营业收入 5.52 亿元，净利润 38.92 万元。随着产能利用率的持续提升和生

产的稳定，辽宁优创有望在 2026 年完全释放业绩，为公司再造一个增长极。

风险提示：原材料价格波动；下游需求不及预期；在建项目进展不及预期等。

投资建议：维持“优于大市”评级。考虑全球农化景气度提升及公司辽宁优创一期项目建设接近尾声，我们维持公司 2025 年盈利预测并小幅上调公司 2026/2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 13.55/17.17/19.42 亿元（2026/2027 年原值为 16.14/17.57 亿元），EPS 为 3.33/4.22/4.78 元，对应当前股价 PE 为 20.7/16.3/14.4X，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、王新航（S0980525080002）

◆ 广东宏大(002683.SZ) 财报点评:矿服业务规模扩大及雪峰科技并表,公司营收及利润大幅增长

矿服业务规模扩大及雪峰科技并表,公司营收及利润大幅增长。2025 年上半年,公司实现营业收入 91.50 亿元,同比增长 63.83%;实现归母净利润 5.04 亿元,同比增长 22.05%;公司业绩实现高速增长,主要得益于矿服业务规模扩大及控股的雪峰科技开始并表(对宏大并表影响为营业收入增加 23.35 亿元,归母净利润增加 3808.23 万元)。

民爆产能持续扩张,营收及盈利水平提升。上半年公司民爆器材销售板块实现营业收入 13.83 亿元,同比增长 40.31%,毛利率 36.35%,同比提升 3.14 pct;公司现拥有工业炸药产能 72.55 万吨/年,位居全国前列,产能遍布全国各地。未来公司将继续推进民爆企业整合并购,以实现百万吨民爆产能为民爆业务发展重要战略之一。

矿服在手订单充足,重点市场营收大幅增长。上半年公司矿服板块实现营收 64.38 亿元,同比增长 48.74%,毛利率 16.47%,同比下降 1.86 pct。公司持续深耕新疆、西藏及海外重点市场,当前在手矿服订单逾 350 亿元,市场份额稳步提升,上半年新疆、西藏地区矿服项目营收同比大幅增长 121.27%、45.11%(不含雪峰科技并表影响情况下)。

持续扎实推进出海业务,打造新利润增长点。上半年公司境外业务收入合计 7.18 亿元,同比增长 18.87%,营收占比 7.85%。公司于 2025 年初完成了秘鲁一家炸药厂并购,并在非洲等地筹划建设工业炸药生产线,未来公司将加速亚洲、南美洲、欧洲及非洲等地区的市场布局,着力将海外业务打造成新的利润增长点。

拟收购大连长之琳,防务装备板块经营持续向好。近几年,公司坚定向军工转型,加大并购力度,延伸军工产业链。上半年宏大防务重要控股子公司江苏红光实现净利润 3662.56 万元,同比增长 6.67%。2025 年 8 月,公司公告子公司宏大防务拟收购大连长之琳 60%股权,长之琳聚焦航空装备领域,专业从事航空零部件研发、制造的高新技术企业,军工配套业务资质齐全。

风险提示:下游需求不及预期风险;安全生产风险;商誉减值风险等。

投资建议:维持“优于大市”评级。考虑雪峰科技并表,我们上调公司盈利预测,预计 2025-2027 年公司归母净利润为 11.04/13.01/15.25 亿元(原值为 10.70/11.95/13.22 亿元),摊薄 EPS 为 1.45/1.71/2.01 元,当前股价对应 PE 为 26.0/22.1/18.8x,维持“优于大市”评级。

证券分析师: 杨林(S0980520120002)、王新航(S0980525080002)

◆ 华鲁恒升(600426.SH) 财报点评:二季度盈利环比改善,新项目稳步推进

公司 2025 年二季度盈利环比改善。公司 2025 年二季度营收 79.9 亿元(同比-11.2%,环比+2.8%),归母净利润 8.6 亿元(同比-25.6%,环比+21.9%);毛利率为 19.6%(同比-1.0pct,环比+3.3pct),净利率为 12.0%(同比-1.9pct,环比+2.1pct);期间费用率 4.5%(同比+1.1pct,环比+0.4pct)。业绩环比提升主要得益于主营产品销量增长及部分产品价格修复。

二季度主营产品销量提升。得益于新项目达产及技改扩能,二季度新能源新材料/化肥/有机胺/醋酸及衍生品销量 73.97/143.07/14.60/40.32 万吨,同比+7%/+30%/-0.2%/+4%,环比+11%/-2%/+8%/+20%;对应营收 38.66/19.81/5.94/8.86 亿元,占比 48%/25%/7%/11%,新能源新材料营收占比较高。2025 年 8 月,荆州基地一体化项目部分装置顺利投产,新增 20 万吨/年 BD0、5 万吨/年 NMP 产能,进一步完善产

业链布局。

上半年化肥和醋酸板块毛利率相对较高，煤价下跌助力公司成本下降。上半年公司新能源新材料/化肥/有机胺/醋酸及衍生品毛利率为 9%/31%/12%/33%，同比-7/-4/+4/+6 pct。化肥板块和醋酸及衍生品盈利水平相对较高，成为重要支撑。二季度公司主要产品及原材料价格多下行，尿素/辛醇/己内酰胺/醋酸价格 1877/7549/9180/2498 元/吨，同比-17%/-23%/-30%/-19%，环比+8%/-3%/-13%/-10%；价差 869/3351/1063/1131 元/吨，同比-27%/-37%/-55%/-30%，环比+26%/+1%/-18%/-11%。尿素市场因春耕需求环比上涨，叠加煤价下跌价差环比提升；辛醇、己内酰胺、醋酸市场受供求关系影响价格下滑。原料端，二季度陕西神木烟煤坑口价 588 元/吨（同比-29%，环比-16%），煤价延续下跌趋势，助力公司成本下降。

公司提质增效重回报，积极推进新项目。公司推进“提质增效重回报”行动方案，通过优化运营管理提升企业效益。2025 年半年度公司拟每 10 股派现 2.50 元（含税），增加分红频次且保持稳定；公司拟 2-3 亿元回购股份用于注销，截至六月末已斥资 4809.98 万元回购 230 万股。另外，公司拟投资 30.39 亿元建设气化平台升级改造项目，将有助于提升生产效率和能源利用水平，增强核心竞争力。

风险提示：项目投产不及预期；原材料价格上涨；下游需求不及预期等。

投资建议：公司成本优势相对稳固，新产能助销量增长，然而由于下游需求偏弱，且公司产品多数面临供给过剩压力，我们下调公司 2025-2027 年公司归母净利润预测为 33.94/40.20/43.58 亿元（原值为 43.7/46.5/47.8 亿元），对应 EPS 为 1.60/1.89/2.05 元，对应当前股价 PE 为 15.5/13.1/12.1X，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、余双雨（S0980523120001）

◆ 三美股份(603379.SH) 财报点评:制冷剂价格逐季提升，公司利润率快速增长

制冷剂均价及利润率快速提升，公司 2025 年上半年归母净利润同比增长 159%。2025 年 8 月 22 日，公司发布 2025 年半年度报告。根据公司公告，2025 年上半年，公司实现营业收入 28.28 亿元，同比增长 38.58%；实现归属于上市公司股东的净利润 9.95 亿元，同比增长 159.22%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 9.86 亿元，同比增长 163.61%。其中第二季度实现营收 16.16 亿元，同比增长 49.36%；实现归母净利润 5.94 亿元，同比增长 158.98%。业绩大幅增长的主要原因是，随着第二、三代氟制冷剂配额制度的持续实施，行业供需格局优化，公司核心产品氟制冷剂销售均价同比显著提升，盈利能力大幅增强。

制冷剂均价逐季增长，盈利能力显著提升。2025 年上半年，公司氟制冷剂业务表现强劲，尽管销量同比有所下滑，但价格的强劲上涨成为业绩核心驱动力。2025 年上半年，公司氟制冷剂销量为 6.20 万吨，同比下降 6.20%，但销售均价达到 3.90 万元/吨，同比大幅上涨 56.53%。其中第二季度实现制冷剂销售均价 4.03 万元/吨，同比提升 55.06%，环比提升 7.82%。在配额制度的刚性约束下，公司凭借行业领先的配额地位，特别是在 R32、R134a、R125 等主流产品上分别拥有 11.8%、24.0%、18.4% 的全国生产配额，以及在发泡剂 R141b 拥有 100% 的生产配额，市场竞争优势明显，保障了公司在制冷剂高景气周期中的核心受益地位。2025 年上半年，公司氟制冷剂毛利率提升至 54.59%，带动公司整体毛利率提升至 49.50%。主流制冷剂品种价格价差持续上行，看好制冷剂长期景气度。截至 2025 年 8 月 23 日，R22 受益于高温旺季需求好转，低位货源已较为稀缺。为应对高价对出货的影响，厂家主动调整策略，增加小规格包装供应。此举降低了采购门槛，有效刺激了市场需求，持续高温对制冷剂消费形成有力支撑。叠加政策管控带来的供应约束，市场整体上行趋势未改，目前报价达 4-4.05 万元/吨；R32 当前报价区间为 5.9-6 万元/吨，预计后续仍将上行；R134a 得益于内贸配额消化，短期成交价稳定在 5.0-5.1 万元/吨，但后续企业报盘预期上涨；R125 以内需自用为主，外贸市场相对平淡；R227ea 受消防领域打假补库需求增加及自身开工不足的双重影响，市场供不应求，报价已至 7.6 万元/吨。

积极延伸产业链，向氟聚合物、新能源材料等高附加值领域布局。公司在巩固氟化工主业的同时，稳步推进产业链一体化和高端化转型。2025 年上半年，公司多个重点项目建设取得积极进展：福建东莹年产 1500 吨六氟磷酸锂项目处于试生产及技改阶段；浙江三美 5000 吨/年聚全氟乙丙烯（FEP）、5000 吨/年聚偏氟乙烯（PVDF）、年智能分装 3500 万瓶罐制冷剂项目已完成主体工程，进入设备安装阶段。此

外，公司还在推进科创中心、催化剂项目、重庆嘉利合氟化工一体化项目等多个工程，为长远发展储备动能。同时，公司积极布局第四代制冷剂，积极切入新一代产品市场，为未来技术迭代和市场拓展奠定基础。

风险提示：氟化工需求疲弱；项目投产进度不及预期；产品价格大幅下滑等。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。

随着三代制冷剂产品供给侧结构性改革不断深化，行业竞争格局趋向集中，三代制冷剂有望保持长期的景气周期，公司作为行业领先企业将持续受益。未来，公司将积极布局新材料、新能源等业务领域，并通过子公司向氟化工下游高附加值领域延伸。2024年以来，公司制冷剂产品价格持续上涨，带动公司利润增长，考虑到2025年制冷剂价格将持续上涨，对应制冷剂板块毛利率水平快速上行，我们谨慎上调公司盈利预测：预计公司2025-2027年归母净利润分别为21.07/25.21/27.74亿元（前值为15.98/18.44/19.59亿元），同比增长170.6%/19.7%/10.0%；摊薄EPS为3.45/4.13/4.54元；对应当前股价对应PE为16.0/13.3/12.1X。维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、张歆钰（S0980524080004）

◆ 湖北宜化(000422.SZ) 财报点评: 优质资源重组落地，搬迁项目多点开花

公司2025年上半年实现归母净利润3.99亿元，2025年上半年公司完成了新疆宜化并表，经2024年上半年业绩调整后，公司归母净利润同比减少43.92%。公司主营业务涵盖化肥、氯碱化工、煤化工、精细化工等领域，具备尿素产能216万吨，处于行业前列；磷铵产能165万吨，市场占有率位列全国前列；聚氯乙烯产能90万吨，位列国内PVC产能前十；季戊四醇产能约6万吨，产能排名全球第二、亚洲第一。2025年8月22日，公司发布2025年半年报，报告显示，2025年上半年公司实现销售收入120.05亿元，同比减少8.98%；实现归属于上市公司股东的净利润3.99亿元，同比减少43.92%；每股收益0.3684元。2025年6月30日，公司总资产为443.05亿元，同比增长0.12%；归属母公司所有者权益为54.54亿元，同比减少35.64%；公司加权平均净资产收益率为7.29%，同比下降1.58%；资产负债率为75.61%，同比增长6.33%。其中第二季度实现收入80.58亿元，实现归母净利润3.64亿元，受磷肥出口价格提升及新疆宜化并表影响，环比大幅提升。

2025年上半年新疆宜化成为公司控股子公司，夯实公司综合资源优势。新疆宜化生产所需核心原材料煤炭、原盐、石灰石均为自有矿山生产，确保生产所需核心原材料自主可控，形成了良好的协同效应，进而打造了具有示范效应的产业体系。新疆宜化矿业拥有新疆准东五彩湾矿区一号露天煤矿，保有资源量为21.08亿吨，该煤矿具有煤炭埋藏浅、地质构造稳定、资源禀赋好、易于开采等特点，平均厚度68米，可作为优质的动力、化工用煤，当前核定产能为3000万吨/年，每年用皮带廊道为新疆宜化供应300余万吨。

磷肥出口价差持续走扩，公司有望受益于磷肥出口价格提升带来的利润增长。2025年磷肥出口量及配额同比减少：据百川盈孚，5月磷复肥行业协会对磷肥的出口指导公布，2025年磷肥出口或将分阶段进行，第一阶段需要10月15日前完成报关，5-9月为出口窗口期，需完成报检，2025年磷肥出口配额总量比去年减少。在此背景下，海外磷肥价格快速上涨，国内外价差持续走扩：根据wind、隆众资讯、百川盈孚，截止至2025年8月11日，海外磷酸一铵价格达737美元/吨，较年初上涨28%；海外磷酸二铵价格达805美元/吨，较年初上涨30%；对应我国磷酸一铵出口价差达1774元/吨，较年初上涨80%；磷酸二铵出口价差达1739元/吨，较年初上涨234%。考虑到磷酸一铵行业成本约为3280元/吨，磷酸二铵行业成本约为3723元/吨，则该出口价差可近似看为出口吨毛利，公司磷肥出口配额行业领先，有望充分受益于磷肥出口价格上行带动的利润提升。

磷铵搬迁项目、楚星磷铵项目等有序投产。6月27日，公司发布公告，65万吨/年磷铵搬迁及配套装置升级改造项目投产，磷化工项目已建成220万吨/年磷矿选矿装置、2×60万吨/年硫磺制酸装置、40万吨/年湿法磷酸装置、30万吨/年磷酸二铵装置、30万吨/年粉状磷酸一铵装置、10万吨/年氨酸复合肥装置、20万吨/年硫基复合肥装置、10万吨/年高档阻燃剂装置及相关配套设施，已满负荷生产。8月11日，公司发布公告，以全资子公司楚星生态科技为实施主体，利用受让的40万吨/年磷酸二铵产能投建了40万吨磷铵、20万吨硫基复合肥节能升级改造项目。磷铵项目一期已建成80万吨/年硫酸装置、

35 万吨/年湿法磷酸装置、40 万吨/年磷酸二铵装置、2*10 万吨/年硫基复合肥装置及相关配套设施，已满负荷生产。公司以落实沿江 1 公里化工企业“关改搬转”任务为契机，推进磷化工产业转型升级、提质增效，促进磷矿资源梯级利用，有助于扩大公司磷化工产品规模，完善磷化工产业布局，进一步提升公司盈利水平与市场竞争力。

风险提示：原材料价格大幅波动的风险、主营产品价格大幅下跌的风险、安全生产的风险、安全环保政策趋严的风险、公司内控的风险。

投资建议：公司为磷肥、氮肥、煤炭行业龙头，资源优势显著，伴随子公司新疆宜化重组落地，公司煤炭资源上下游产业链整合确定性进一步增强，疆煤资源注入将为公司带来利润增长。考虑到公司磷肥出口均价及利润率上行，考虑到新疆宜化实现并表重组，我们谨慎调整公司盈利预测：预计 2025-2027 年营业收入为 231/241/265 亿元（前值为 246/253/273 亿元），归母净利润为 14.32/15.41/16.62 亿元（前值为 11.22/15.39/16.46 亿元），EPS 分别为 1.32/1.42/1.54 元，当前股价对应 PE 分别为 11/10/9X。考虑到公司的行业领先地位以及成长性，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、张歆钰（S0980524080004）

◆ 华住集团-S(01179.HK) 财报点评:二季度业绩稳健增长，巩固轻资产战略与高质量扩张

二季度收入符合预期，利润稳健增长。2025Q2 公司酒店营业额约 269.2 亿元，同比增长 15.0%；其中华住中国同比增长 15.6%。Q2 公司营收 64.3 亿元，同比增长 4.5%（靠近此前指引 1-5%上限）；归母净利润 15.4 亿元，同比增长 44.7%（欧元升值带来外汇收益同比增加 3.9 亿）；经调整净利润 13.5 亿元，同比增长 7.6%；经调整 EBITDA 同比增长 11.3%。其中，华住中国分部营收为 51.1 亿元，同比增长 5.7%（此前指引 3-7%）；DH 收入为 13.2 亿元，同比增长 0.1%，经调整 EBITDA 同比增长 37%。

门店扩张驱动加盟业务增势良好，直营店战略性收缩存在负向经营杠杆。公司本季度起披露直营与加盟业务利润拆分，Q2 开店驱动加盟收入同比增长 22.8%，Q2 末在营酒店 1.2 万家/118 万间客房，加盟客房数同比增长 20.0%；对应总营业利润同比增长 23.2%，贡献集团总体 64%，同比提升 7pct；对应利润率 66.2%，同比+0.3pct。直营店收入与总营业利润同比下滑 7.6%/13.4%，经营利润率 26.5%，同比下滑 1.8pct。加盟业务逐步成为发展核心并在总利润重逐步占据主导，公司每年战略性收缩直营门店规模同时通过协议减租与优化效率的方式稳定存量直营店利润率。

Q2 直营与加盟 RevPAR 趋势分化，老店改造推进，新品牌迎突破。Q2 华住中国混合 RevPAR235 元，同比-3.8%（Q1 为-3.9%）；同店 RevPAR233 元，同比减少 7.9%（Q1 为-8.3%），其中加盟店降幅环比收窄但直营店降幅环比放大，预计主要系高线城市新增供给对部分老店形成分流，公司对此积极应对，稳步迭代升级产品模型并对存量门店翻新改造，Q2 末汉庭 3.5+、全季 4.0+、桔子 2.0+产品各自占比升至 43%、80%、72%。同时，积极布局规划后续更高质量门店发展，Q2 末华住中高档在营+待开业酒店数量达到 1538 家，其中 Q2 城际品牌 RevPAR 约 370 元逆势增长。

公司下调全年 RevPAR 预期，持续修炼内功，新宣布半年度分红。公司预计三季度 RevPAR 同比降幅环比收窄，考虑下半年仍有不确定性，将全年预期从年初持平微增调整为同比下滑低个位数，收入端维持年初同比增长 2%-6%的预期。行业逆风环境下公司持续修炼内功稳步获取份额，1) 三大拳头品牌新模型拥抱下沉市场，Q2 布局城市环比新增 88 个；2) 持续强化会员渠道，Q2 末华住会员 2.88 亿，同比增长 17.5%；会员贡献的间夜量同比增长 28.8%，中央预订占比达到 65.1%，同比提升 5.2pct；3) 提升供应链效能，缩短工期降低营建成本。此外，公司批准半年派息政策，总计 2.5 亿美元，加上上半年回购的 0.62 亿美元，合计占上半年归母净利润 92%。

风险提示：宏观系统性风险，行业竞争加剧，新品牌或海外拓展风险等。

投资建议：考虑全年 RevPAR 趋势仍有不确定性，我们下调公司 2025-2027 年 RevPAR 至 -2.5%/+0.1%/+0.5%，预计 2025-2027 年收入同比增长 3.7%/ 5.0%/5.5%，经调整净利润为 43.9/50.2/57.8 亿元（此前为 46.6 /53.7/61.3 亿元），对应动态 PE 为 19/16/14x。行业逆风叠加自身直营老店转型阵痛期，公司稳步推进内功打磨和经营效能提升，短期报表端未能充分反映轻资产高质量扩张下的业绩潜力。伴随产品进一步迭代，后续行业供需拐点向上阶段有望展现较大弹性。此外高分红政策

提供额外看点，维持“优于大市”评级。

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

◆ 卓越教育集团(03978.HK) 海外公司财报点评:2025H1 收入业绩快速增长，分红比例提高

2025 年上半年公司收入、业绩维持快速增长。2025H1，公司实现营收 9.17 亿元/+189%；实现经调整净利润 1.52 亿元/+179%。收入与业绩表现均优于此前盈利预告（预告期内营收/净利分别不低于 8.5/1.4 亿元），受益于素质教育产品与服务质量不断提升、合规转型后素养业务重新并表、市场开拓效果显著。分业务看，2025H1 综合素养业务实现收入 7.23 亿元/+513%，辅导项目实现收入 0.89 亿元/+18%，素养及辅导业务期内报读人次和续保率等各项指标创新高。全日制复习项目实现收入 1.01 亿元/-18%，分析系省内普通高中扩招，初四复读需求承压，但我们预计对高四复读业务影响相对有限。

快速扩张的同时成本费用控制能力表现突出，研发等其他经营开支略微影响归母净利率。2025H1 公司毛利率为 45.0%，同比持平；费用端，销售开支收入占比为 6.8%/-0.3pct；公司行政开支收入占比为 12.5%/-0.4pct，成本控制成效初显；其他经营开支收入占比为 5.9%/+1.4pct，分析系“ALL IN AI”战略下加大相关投入。总体来看，受其他经营开支项目影响，期内归母净利率略微下滑 0.7pct 至 16.5%，但综合考虑公司目前处于快速扩张阶段，净利率保持在可控范围内，已能体现公司较优的成本费用管控能力。

合同负债同比增长 28%，人才储备支撑持续成长。截至 2025 年上半年末，公司账上合同负债为 5.87 亿元/+28.2%，员工总数从 3072 人增至 3592 人。

全面推进“ALL IN AI”战略，三年分红计划持续兑现。一方面公司积极打造人工智能课程，培养学生使用 AI 工具能力，另一方面公司将 AI 技术广泛应用于经营各个环节，助力降本增效。此外，公司本次宣派中期股息每股 10.7 分人民币，总金额为 9075 万元，分红率约为 60%（2024 年分红率约 50%），三年分红计划持续兑现。假设末期维持该派息政策，则对应股息率约为 4.4%。

风险提示：政策及舆论风险；教师流失；竞争加剧；全日制业务需求下滑等。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。2025 年上半年度公司凭借优质产品、服务及口碑积累，期内规模持续快速扩张的同时，续报率等运营指标屡创新高，收入及业绩维持快速增长。考虑到下半年度课程交付更集中，归母净利率有望环比提升，且中长期看 AI 技术也有望赋能降本增效。我们预计 2025-27 年归母净利润 3.4/4.2/5.2 亿元（上调幅度 3/5/7%），同比增速为 76%/24%/24%，最新市值对应 PE 为 12/10/8x。当前 K12 教培行业经历快速修复后增速自然放缓、市场越发注重盈利质量和股东回报，公司区域内竞争优势突出、发展战略清晰，并逐步提升分红率回报股东，质地及估值性价比均突出，维持“优于大市”评级。

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

联系人： 周瑛皓

◆ 欧圣电气(301187.SZ) 财报点评:关税带来短期影响，养老产品入选工信部试点

关税影响出货节奏导致 Q2 收入下滑。公司 2025H1 实现营收 8.78 亿/+18.9%，归母净利润 1.15 亿/+18.5%，扣非归母净利润 1.09 亿/+18.5%。其中 Q2 收入 3.5 亿/-14.6%，归母净利润 0.54 亿/-1.4%。收入端 Q2 下滑主要受到关税影响下，公司部分客户发货延迟影响。Q2 末存货余额 3.68 亿元，同比增长 91%，较 Q1 末提升 106%，预计关税政策稳定后公司收入有望重回增长。

马来西亚产能稳步爬坡，盈利能力 Q2 提升。2025H1 毛利率 34.42%/-1.67pct，Q2 毛利率+4.99pct 至 38.33%，预计主要是产品结构、渠道结构性变化带来的影响。同时公司马来西亚工厂设计产值 20 亿元，从 2025 年 5 月开始爬坡，同时公司马来西亚产能自动化程度较高，因此预计在关税背景下仍对公司的毛利率起到积极的稳定作用。

公司 Q2 销售/管理/研发/财务费用率同比分别 +1.57/+3.71/-1.22/-1.04pct 至 15.11%/6.78%/3.78%/-2.85%，销售和管理费用率的提升一方面受收入下滑影响，另一方面预计品牌和

渠道扩张带来费用率的提升。在毛利率提升、费用率整体维稳的背景下，公司 2025Q2 净利率+2.03pct 至 15.18%。

养老机器人入选工信部、民政部试点项目。公司子公司伊利诺牵头的“面向长期卧床失能老人的二便护理机器人研发与应用项目”入选工信部、民政部发布的《智能养老服务机器人结对攻关与场景应用试点项目公示名单》，此次名单仅 32 家主体入选，其中专业针对二便护理相关的仅公司一家。试点成果将通过工信部、民政部及“机器人+”供需对接与应用推广公共服务平台、全国养老服务信息平台等渠道进行展示推广，并有望进一步推进政策保障。在产品获得认可的同时，也有利于养老服务业务的进一步推广和成长。

风险提示：行业竞争加剧；贸易政策变化风险；海外拓展不及预期

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级

公司提份额、扩品类、拓区域的增长逻辑持续推进，在短期受到关税影响后，出货节奏有望恢复正常，同时公司马来西亚产能对美业务的覆盖情况较好，考虑到马来西亚相对较低的关税（美国对马来 19%），公司的产能和渠道优势有望进一步扩大，进而提升份额并获取新客户。维持盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 3.3/4.3/5.5 亿，同比+30%/+32%/+27%，对应 PE=25/19/15x，维持“优于大市”评级。

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

◆ 文远知行(WRD.0) 海外公司深度报告:全球 L4 级自动驾驶产品及解决方案先行者

全球 L4 级自动驾驶产品及解决方案先行者，主营 Robotaxi、Robobus、Robovan、Robosweeper、服务业务。文远知行（纳斯达克代码：WRD.0）已在全球 10 个国家 30 个城市开展自动驾驶研发、测试及运营，公司提供从 L2 到 L4 级别的自动驾驶产品和服务，涵盖 Robotaxi、Robobus、Robovan、Robosweeper、ADAS 等，其中 Robotaxi 商业模式包含硬件收入、软件收入、收益分成。2025H1，公司营收 2 亿元，同比+33%，毛利率 30.6%，同比-6pct，净亏损-7.9 亿元（24H1 为-8.8 亿），经调整净亏损为-5.95 亿元（24H1 为-3.2 亿）。2025Q2，公司营收 1.3 亿元，同比+61%，其中 Robotaxi 收入同比增长 837%，占总收入比例达 36%。

Robo-X 行业：长赛道，大空间，自主 Robo-X 厂商崛起。L4 产业发展加速，技术提升+成本下降+出行效率提升+政策支持，L4 产业商业化落地加速。市场空间方面，2030 年，参考文远知行招股说明书，全球 L4 市场空间上万亿，国内市场方面，Robotaxi：国内出租车和网约车年化市场规模 2360 亿元，2025 年 Robotaxi 在共享出行里面占比 0.6%；Robobus：国内公交年化市场规模 150-350 亿元，Robobus 在公交车里面占比 2%以内；Robovan：国内可替代轻/微卡潜在市场空间为 1645 亿元，2025 年 Robovan 在物流配送车里面占比 2%；Robosweeper：国内环卫车年化市场规模 113-225 亿元，2025 年 Robosweeper 在环卫车里面占比 4.7%。竞争格局方面，Robotaxi 方面，自动驾驶公司文远知行、小马智行、百度 Apollo 商业化落地加速；Robobus 方面，玩家有文远知行等；Robovan 方面，代表性玩家有文远知行、九识智能、新石器；Robosweeper 方面，代表性玩家有文远知行、仙途智能等。

WeRide One 平台化技术助力迭代丰富 L4 产品矩阵，全球客户持续落地应用。技术端，文远知行自研 WeRide One 自动驾驶通用技术平台，提供 L2-L4 自动驾驶产品和服务。产品端，L4 产品品类丰富，已在全球多个城市落地应用，公司 Robotaxi 在国内一线城市商业化落地加速，全球市场持续扩张，此外，公司为全球首家大规模商业运营 Robobus（涵盖公交、BRT、夜间接驳等）的自动驾驶公司。客户端，公司秉承的“铁三角商业模式”，即通过与车企/Tier 1、出行平台的战略协同，探索自动驾驶的商业化落地。

风险提示：智能驾驶推进不及预期风险；产业政策支持力度不及预期风险。

投资建议：全球 L4 级自动驾驶产品及解决方案先行者，持续受益于 Robo-X 行业加速发展。我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 6.09/13.00/20.66 亿元，分别同比增长 68.7%/113.5%/58.9%，归母净利润分别为-13.99/-12.07/-9.40 亿元，首次覆盖，给予优于大市评级。

证券分析师：唐旭霞（S0980519080002）、杨彬（S0980523110001）

◆ 华阳集团(002906.SZ) 财报点评:单二季度净利润同比增长 29%，汽车电子和精密压铸

业务持续增长

2025Q2 公司净利润同比增长 28.5%。公司 2025Q2 实现营收 28.22 亿元，同比增加 28.10%，环比增加 13.36%，归母净利润 1.86 亿元，同比增加 28.52%，环比增加 19.57%。2025H1，公司汽车电子业务收入 37.88 亿元，同比增加 23.37%，毛利率 16.91%，同比-2.89pct，公司精密压铸业务收入 12.92 亿元，同比增加 41.32%，毛利率 24.22%，同比-1.51pct。

2025Q2 公司毛利率环比提升 1.3pct，四费率稳中有降。2025Q2，公司毛利率 19.5%，同比-1.8pct，环比+1.3pct，净利率 6.6%，同比+0.0pct，环比+0.4pct。2025Q2，公司四费率为 12.2%，同比-1.0pct，环比-0.4pct。

华阳与华为、小米深度合作，多款车搭载华阳座舱产品。华阳为 M5、M7 提供 HUD、液晶仪表、无线充电及 NFC 钥匙模块等。公司为 SU7 Ultra 配套翻转式仪表屏、50W 大功率无线充电产品，为小米 YU7 打造天际屏全景显示。

聚焦汽车智能化和轻量化，产品持续升级，客户结构优化。1) 汽车电子：产品方面，2025H1，公司电子后视镜、座舱域控、车载摄像头、数字钥匙、精密运动机构、数字声学、屏显示等产品销售收入大幅增长，目前公司已推出舱泊一体域控、舱驾一体域控产品，在研中央计算单元等跨域融合产品。客户方面，公司客户结构持续优化，前五大客户占比均衡，部分新势力、国际车企客户销售占比提升，长安、北汽、小米、Stellantis 集团、小鹏、蔚来、东风、福田等客户营业收入大幅增长。2025H1，公司汽车电子新开拓订单继续增长，其中屏显示类、数字声学、电子后视镜、车载无线充电、精密运动机构等产品订单额大幅增加，公司获得 Stellantis、福特、安徽大众、上汽大众、上汽通用、上汽奥迪、长安福特、北京现代、东风悦达起亚等国际品牌客户新定点项目；公司获得长安、奇瑞、吉利、长城、北汽、赛力斯、小鹏、小米、理想等自主品牌客户的新定点项目。2) 精密压铸：2025H1，公司应用于汽车智能化相关零部件、新能源汽车三电系统零部件、光通讯模块、汽车高速高频连接器相关零部件及汽车制动、传动系统零部件收入同比大幅增长。2025H1，公司精密压铸业务获得采埃孚、博世、博格华纳、尼得科、比亚迪、舍弗勒、联电、伟创力、泰科、莫仕、安费诺等客户新项目。

风险提示：原材料价格波动风险、新产品渗透率不及预期风险。

投资建议：维持盈利预测，维持优于大市评级。维持盈利预测，预计 25/26/27 年营收 125.2/154.3/190.3 亿，预计 25/26/27 年净利润 8.5/11.0/14.2 亿，维持优于大市评级。

证券分析师：唐旭霞（S0980519080002）、杨钊（S0980523110001）

◆ 索通发展(603612.SH) 财报点评:二季度业绩表现亮眼，预焙阳极盈利能力环比继续提升

公司发布半年报：上半年实现营收 83.06 亿元，同比+28.28%；实现归母净利润 5.23 亿元，同比+1568.52%。公司于 25Q2 实现营收 45.64 亿元，环比+21.97%；实现归母净利润 2.79 亿元，环比+14.00%。公司二季度业绩落在此前业绩预告偏上限的位置，业绩表现亮眼，尤其是在二季度石油焦和预焙阳极价格有所调整的背景下，单吨预焙阳极利润环比还有所提升。

预焙阳极产能及产销量数据方面：公司目前预焙阳极总产能 346 万吨。今年上半年，公司实现预焙阳极产量 176.05 万吨，同比+12.23%，实现预焙阳极销量 169.01 万吨，同比+9.82%，其中出口销售 44.56 万吨，同比+13.18%，国内销售 124.45 万吨，同比+8.66%。预计公司预焙阳极将会保持满产满销的状态。

锂电负极产能及产销量数据方面：今年上半年，公司实现锂电负极产品产量 4.29 万吨，同比+84.91%，实现锂电负极产品销量 4.40 万吨，同比+120.00%。上半年公司锂电负极业务总体预计仍呈现亏损的状态，但亏损幅度在逐步收窄，未来将有望实现扭亏为盈。

新项目建设稳步推进中：公司与吉利百矿合资的广西年产 60 万吨预焙阳极项目目前工厂土建主体建设工作已基本完成，力争 2025 年底焙烧工序建成投产、全部工序于 2026 年上半年建成投产；与华峰集团控股子公司峰瓯贸易合作在江苏启东设立合资子公司，投资建设年产 32 万吨铝用预焙阳极项目，公司将积极推进项目筹建进度，力争 2025 年底前具备开工条件。海外市场，公司与 EGA 签署《联合开发协议》；公司与美国铝业旗下三家子公司签订销售框架协议，拟于 2025 年向其供应预焙阳极预计共约 24

万吨。

风险提示：项目建设进度不达预期，项目产品产销量不达预期。

投资建议：维持“优于大市”评级。

基本维持此前的盈利预测，预计公司 2025-2027 年营收分别为 185.47/202.80/234.84 亿元，同比增速 34.9%/9.3%/15.8%；归母净利润分别为 10.51/12.20/14.51 亿元，同比增速 285.8%/16.1%/18.9%；摊薄 EPS 分别为 2.11/2.45/2.91 元，当前股价对应 PE 为 11.5/9.9/8.3X。我们认为公司在预焙阳极领域已取得非常明显的竞争优势，产能有望持续快速扩张，同时海外市场布局逐步启动，未来也有较大的成长空间，维持“优于大市”评级。

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

◆ 中矿资源(002738.SZ) 财报点评: 铯业务稳中有升，多业务拓展打造新的成长曲线

公司发布半年报：上半年实现营收 32.67 亿元，同比+34.89%，实现归母净利 0.89 元，同比-81.16%，实现扣非净利 750 万元，同比-98.31%。其中，25Q2 实现营收 17.30 亿元，环比+12.62%，实现归母净利 -4565 万元，环比转亏，实现扣非净利-3522 万元，环比转亏。

铯业务：上半年，稀有轻金属(铯铷盐)板块实现营收约 7.08 亿元，同比+50.43%，实现毛利约 5.11 亿元，同比+50.15%；其中，Q1/Q2 分别实现营收 3.45/3.63 亿元，Q2 环比+5.22%，Q1/Q2 分别实现毛利 2.31/2.80 亿元，Q2 环比+21.21%。公司铯盐业务实现营收和利润的大幅增长，进一步夯实行业龙头地位。

锂业务：上半年，自有锂盐产品销量约 1.79 万吨，同比+6.37%，Q1/Q2 分别销售约 0.90/0.89 万吨，另外公司于上半年对外直接销售自产锂辉石精矿约 3.48 万吨。公司锂矿&锂盐降本增效成果显著，预计 Q2 单吨锂盐完全成本约 7 万元/吨(含税)。但在锂价低迷情况下，公司锂业务总体有所亏损。面对锂行业价格压力，公司一方面于今年 5 月启动对年产 2.5 万吨锂盐生产线进行综合技术升级改造，预计时间为 6 个月，另一方面公司今年计划于津巴布韦逐步启动 3 万吨/年硫酸锂产能布局。

铜业务：公司 Kitumba 采选冶一体化项目，采选工程项目设计规模为原矿 350 万吨/年，冶炼项目设计产能为阴极铜 6 万吨/年。目前项目已完成初步设计工作，采矿工程已于 2025 年 3 月 1 日开工，选矿、冶炼厂房建设计划于 5 月上旬开工，330KV 输变电路完成 EPC 招标工作。

锆业务：上半年，Tsumeb 冶炼厂铜冶炼业务因加工费 TC/RC 水平显著下降，造成约 2 亿元人民币亏损，目前这部分业务基本已经停止，下半年影响有限。另外，公司已启动投资建设 20 万吨/年多金属综合循环回收项目，设计产能锆锭 33 吨/年、工业铪 11 吨/年、铈锭 1.09 万吨/年。目前火法冶炼工艺的第一条回转窑安装建设工作顺利进行。

风险提示：市场需求不达预期；公司扩产进度低于预期。

投资建议：维持“优于大市”评级。

下调 2025 年盈利预测，预计 2025-2027 年营收分别为 65.66/73.08/104.42（原预测 58.61/78.10/115.29）亿元，同比增速 22.4%/11.3%/42.9%；归母净利润分别为 5.46/17.50/27.71（原预测 10.11/16.95/28.05）亿元，同比增速-27.9%/220.5%/58.4%；摊薄 EPS 分别为 0.76/2.42/3.84 元，当前股价对应 PE 为 54/17/11X。考虑到公司拥有强大的地勘能力，能够赋能矿山开发，铯铷盐业务稳步发展，锂矿&锂盐业务降本增效成果显著，同时打造铜&锆领域新的成长曲线，中长期成长性强，维持“优于大市”评级。

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

◆ 赤峰黄金(600988.SH) 财报点评: 上半年量减价增，下半年有望迎量价齐增

公司发布半年报：上半年实现营收 52.72 亿元，同比+25.64%；实现归母净利润 11.07 亿元，同比+55.79%。公司 25Q2 实现营收 28.65 亿元，同比+22.31%，环比+19.01%；实现归母净利润 6.23 亿元，同比+22.25%，环比+28.97%。

产销量数据方面：上半年，公司实现黄金产量 6.75 吨，同比-10.56%，实现黄金销量 6.76 吨，同比-10.91%。其中 25Q1/Q2 分别实现产量 3.34/3.41 吨，Q2 环比+2.10%，25Q1/Q2 分别实现销量 3.33/3.43 吨，Q2 环比+3.00%。公司调整了全年黄金产量目标为 16.0 吨(+5.54%)，上半年完成了全年产量指引 42%，意味着下半年将加大生产力度，争取追回全年产量目标。公司下半年黄金业务有望迎来量价齐增，业绩值得期待。

售价和成本方面：上半年，公司黄金售价为 699.95 元/克，同比+41.42%。成本方面，上半年，公司黄金单位营业成本 319.06 元/克，同比+11.88%，单位全维持成本 355.41 元/克，同比+34.28%，矿产金单位成本上升幅度较大主要原因是金星瓦萨矿产金单位成本同比上升幅度较大。

公司持续推进矿山重点开发建设项目：1) 五龙矿业全系列(2000 吨/日+1000 吨/日)生产线已实现正式投产。2) 吉隆矿业新增 6 万吨/年地下开采项目(一、二采区)完成初步设计与安全设施设计修订稿报审，新建 6 万吨/年地下开采项目(五、六矿段)获核准批复。3) 华泰矿业一采区新增 3 万吨/年产能建设项目正在准备申报材料；五采区新增 3 万吨/年地下开采扩建项目于 2024 年 11 月开工建设。4) 锦泰矿业二期项目完成探矿权转采矿权法定程序；二期 78 万吨/年建设项目正在准备申报材料。5) 万象矿业卡农铜矿露天采矿工程已正式启动建设。6) 金星瓦萨通过重启和优化 DMH 露天坑开采，提高配矿，增加矿石供应量，进一步夯实产量基础。

风险提示：项目建设进度不及预期；黄金价格大幅回调；生产成本大幅上涨；资产减值超预期。

投资建议：维持“优于大市”评级。

预计公司 2025-2027 年营收分别为 128.85/147.36/170.67(原预测 120.31/135.76/151.20)亿元，同比分别为 42.8%/14.4%/15.8%；归母净利润分别为 30.94/36.02/42.14(原预测 29.43/32.71/36.00)亿元，同比增速分别为 75.4%/16.4%/17.0%；摊薄 EPS 分别为 1.63/1.90/2.22，当前股价对应 PE 为 14.9/12.8/11.0X。考虑到公司坚定国际化发展步伐，黄金产量有望持续增长，对金价享有较高的利润弹性，维持“优于大市”评级。

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

◆ 铂科新材(300811.SZ) 财报点评:经营业绩稳中有升，多领域布局有望打造新成长曲线

公司发布半年报：上半年实现营收 8.61 亿元，同比+8.11%；实现归母净利润 1.91 亿元，同比+3.28%。25Q2 实现营收 4.77 亿元，同比+3.54%，环比 24.54%；实现归母净利润 1.18 亿元，同比+3.37%，环比+59.34%。

金属软磁粉芯业务：上半年实现营收 6.57 亿元，同比+11.97%。其中，通讯、服务器电源及 UPS 应用领域销售收入同比取得高速增长；新能源汽车及充电桩领域销售收入同比取得高速增长；光伏及储能领域销售收入同比取得稳步增长；空调应用领域销售收入同比有所下滑。预计全年维度来看，公司金属软磁粉芯出货量同比有望实现 15-20%左右增长。

电感元件业务(以芯片电感为主)：上半年实现营收 1.76 亿元，同比-9.71%，主要因为从 2024 年四季度到今年一季度期间，模组类客户在进行新老方案的切换，在方案切换的过程中公司订单短期受到一定程度影响，随着新方案的切换完成，二季度出货开始逐步恢复，并持续保持增长态势。在客户拓展方面，公司新增与多家全球知名厂商建立了合作关系。在应用领域拓展方面，公司持续开发新品并向市场交付大量样品，不断开拓更多应用领域，比如 ASIC、光模块、DDR、消费电子等。在产能方面，公司于 2025 年 2 月完成 2024 年度以简易程序向特定对象发行股票，3 亿元募集资金将全部用于新型高端一体成型电感项目建设，公司拟在惠州市建设一个新的生产基地。

金属软磁粉末业务：上半年实现营收 2638.07 万元，同比+90.35%，得益于新能源汽车、AI 服务器等新兴应用领域对高性能软磁材料的旺盛需求。公司于 2024 年启动筹建年产能达 6000 吨的现代化粉体生产基地，上半年已有多条非晶纳米晶和水雾化铁硅铬粉末生产线建设完成并投入生产。

研发费用和盈利能力：上半年研发费用约 6162 万元，同比+43.89%，占营业收入比重达 7.16%，公司持续投入大量研发资源；另外上半年销售毛利率 39.77%，销售净利率 22.29%，保持非常强劲的盈利能力。

风险提示：行业竞争加剧，公司产销量和盈利能力不及预期的风险。

投资建议：维持“优于大市”评级。

预计公司 2025-2027 年营收分别为 20.12/25.13/30.52 (原预测 20.80/26.13/31.52) 亿元，同比增速 21.0%/24.9%/21.4%；归母净利润分别为 4.43/5.59/6.83 (原预测 4.65/5.85/7.07) 亿元，同比增速 18.0%/26.1%/22.1%；摊薄 EPS 为 1.53/1.93/2.36，当前股价对应 PE 为 45/35/29X。考虑到公司仍处于快速成长期，金属软磁粉芯产销量规模有望快速提升，芯片电感业务已快速放量，利润贡献度已实现快速提升，维持“优于大市”评级。

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

◆ 永兴材料(002756.SZ) 财报点评:碳酸锂低成本优势凸显，锂价上涨有望带来高业绩弹性

公司发布半年报：上半年实现营收 36.93 亿元，同比-17.78%；实现归母净利润 4.01 亿元，同比-47.84%；实现扣非净利润 3.26 亿元，同比-45.96%。25Q2 实现营收 19.05 亿元，同比-13.10%，环比+6.50%；实现归母净利润 2.09 亿元，同比-30.26%，环比+9.39%；实现扣非净利润 1.45 亿元，同比-51.09%，环比-20.28%。公司 25Q2 计入约 6000 万元政府补助，使得归母净利润环比仍有所提升。

锂电新能源业务方面：今年上半年，公司实现碳酸锂销量 12050 吨，据测算，公司碳酸锂单吨营业成本仅为 5 万元/吨左右，成本优势突出；即使二季度国内电池级碳酸锂价格最低跌至 6 万元/吨(含税)以下的时候，公司碳酸锂业务也不会亏损；目前国内碳酸锂价格快速反弹，公司碳酸锂业务能够享受到较高的业绩弹性。

锂电新能源业务重点项目方面：1)花桥矿业完成采矿权许可证的变更登记，证载生产规模由 300 万吨/年变更为 900 万吨/年，矿山改扩建项目相关工作正持续推进；2)矿石原料输送项目已完成立项备案，审批手续正在推进中；3)永诚锂业 300 万吨/年锂矿石高效选矿与综合利用项目一期已建成投产；4)永兴新能源锂云母绿色智能高效提锂综合技改项目目前正在建设中。

特钢新材料业务方面：今年上半年，公司特钢新材料业务以深化成本管控、提高产品单吨毛利、提高关键市场占有率为首要任务，进一步优化供销体系管理，挖掘降本增效潜力。特钢新材料业务于上半年实现营收 28.31 亿元，同比-6.28%，实现毛利率 11.52%，同比减少 0.79 个百分点；其中核电钢、汽车用高纯钢、气阀钢等高附加值产品销售量同比提高，关键市场占有率有效提升。我们预计 2025 年公司吨钢毛利有望维持在 2000 元/吨左右。

利润分配预案：公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 3 元人民币(含税)，共计分配现金红利约 1.59 亿元，占上半年归母净利润的 39.66%。

风险提示：项目建设进度不及预期；产品价格波动超预期。

投资建议：维持“优于大市”评级。

预计公司 2025-2027 年营收分别为 80.84/89.03/98.10 (原预测 81.95/90.58/100.09) 亿元，同比增速分别为 0.1%/10.1%/10.2%；归母净利润分别为 8.17/10.58/13.60 (原预测 10.57/13.29/16.73) 亿元，同比增速分别为-21.7%/29.6%/28.5%；摊薄 EPS 分别为 1.51/1.96/2.52 元，当前股价对应 PE 为 23/18/14X。公司资源优势突出，成长路径清晰，锂业务降本增效成果显著，能够有效应对锂价下跌带来的不利影响，维持“优于大市”评级

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

◆ 快手-W(01024.HK) 海外公司财报点评:电商业务增长良好，可灵单季度收入超过 2.5 亿元

业绩概览：收入同比增长 13%，经调整利润同比增长 20%。25Q2，公司营业收入 350 亿元，同比+13%，环比+7%。毛利率 55.7%，同比+0.3%，环比+1.1pct。拆分来看，毛利率提升主要系带宽服务器效率提升。25Q2 公司销售费率 30%，同比-2pct，用户获客成本持续下降。25Q2 公司经调整净利润为 56.2 亿元，同比+20%。经调整利润率 16.0%，同比上涨 1pct，环比提升 2pct。分地区来看：1)国内收入 337.5 亿元，

同比增长 13%；国内经营利润 54 亿元，经营利润率 17%；2) 海外收入 13 亿元，同比增长 20%，海外经营利润 0.2 亿元，经营利润率 1.5%，同比提升 27pct。

运营：25Q2 总流量同比+8%。25Q2，快手全站 MAU 7.15 亿，同比+3%，环比+1%。DAU 4.09 亿，同比+3%，环比+0.2%。本季度快手人均日时长为 127 分钟，同比+4%。以 DAUx 时长计算总流量，25Q2 快手总流量同比+8%。

商业化：25Q2 电商 GMV 增长 18%。1) 直播电商：25Q2，其他业务（主要为直播电商）收入 52 亿元，同比+26%，环比+9%。GMV3589 亿元，同比+18%。货币化率为 1.39%，同比基本持平。当前公司电商业务核心驱动转为用户付费频次提升。货架场带动频次提升，当前泛货架 GMV 占比 32%。25Q2 电商月活跃买家数达到 1.34 亿，月活跃用户渗透率达到 19.0%，环比持平。我们预计 25Q3 电商 GMV 增长 15%。2) 广告：25Q2，广告收入 198 亿元，同比+13%，环比+10%。拆分类型来看，我们测算 25Q2 内外循环广告增速皆为低双位数增长。AI 提升广告点击率和转化率带来线上营销服务低单位数增长。除此以外，值得关注的是快手 OneRec 推荐算法，当前应用在用户流量方面，未来架构可以作用于广告等。新的推荐系统从原来的传统推荐算法的召回粗排、混排、精排的模式，变成端到端一站式的分析，会全网去分析用户的行为习惯，从而推荐用户喜欢的内容。算法在部分短视频内容推荐消费场景使用带来了用户时长和留存率的提升。3) 直播：25Q2，直播收入 100 亿元，同比+8%，环比+2.3%。娱乐直播内容质量提升和形式多样化，付费用户数同比增长是主要驱动因素，ARPPU 同比略增。

可灵：单季度收入达到 2.5 亿。25Q2 可灵 AI 收入超过人民币 2.5 亿元。可灵 AI 的用户既包括对 AIGC 感兴趣的大众创作者，也包括半自媒体用户、设计师及艺术家，电商广告行业从业者以及影视制作工作室等专业创作者。在产品层面，公司将针对核心用户人群不断提升产品交互体验。近期推出了可灵 AI 跨模态整合了文生图、文生视频等功能，形成流程化操作，并赋予创作者实时协同能力。考虑到可灵 AI 进展顺利，我们上调全年收入预期至 1.25 亿美元。

投资建议：公司业绩稳健，AI 持续赋能主业，除此以外 AI 视频产品可灵进展顺利。我们维持公司盈利预测，预期 25-27 年经调整利润 202/238/281 亿元。公司首次特别股息美股 0.46 港币，合计 20 亿港元；叠加回购，测算公司当前股东回报率在 2%左右。继续维持“优于大市”评级。

风险提示：政策及监管风险，宏观经济恢复较慢的风险，短视频竞争格局恶化的风险，销售费率提升的风险等。

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）、陈淑媛（S0980524030003）

◆ 京东健康(06618.HK) 海外公司财报点评:业绩表现亮眼，年活跃用户破 2 亿

收入端：2025H1，公司实现营业收入 353 亿元，同比+25%。分拆看，1) 上半年商品收入 293 亿元，同比+23%，主要受益于活跃用户数量增加以及用户的额外购买、医药和健康产品销售的线上渗透率不断提高以及产品品类的丰富，25H1 超过 30 个创新药物在京东健康首发；2) 服务收入 60 亿元，同比+34%，广告和佣金收入保持高增速，公司持续的用户增长吸引品牌方加大了广告投入，商家种类也持续丰富，25H1 商家数量超过 15 万，较去年末增加超过 5 万家。

利润端：公司 non IFRS 净利率从去年同期 9.3%升至 10.1%，公司经营利润率从 3.6%提升至 6.2%，主要受益于毛利率和行政管理费率优化。1) 25H1 毛利率达到 25.2%，同比+1.6pcts，主要受益于广告收入的增长以及供应链能力的深化；2) 履约开支从去年同期的 29 亿上升至 36 亿，配送服务的使用随着产品销量的增加而增加，履约费率从 10.4%下降至 10.1%，得益于订单增长带来的成本摊薄；3) 销售费率维持在 5.1%，同比+1pct；4) 研发费率为 2.1%，同比下降 0.2pct，管理费率从 2.4%下降至 1.7%，主要由于股份支付减少。

运营数据及其他：公司 GMV 增长主要由活跃买家数及购频提升驱动。截至 2025H1，京东健康年活跃用户数突破 2 亿人，同比增长 10%，日均问诊单量超过 50 万。业务侧，1) 公司积极推进即时零售业务，链接超过 20 万药房，线上医保支付服务覆盖范围扩大至接近 2 亿人口。2) 公司继续强化到家医疗服务，截至 25H1 已入驻 1.2 万名护士服务项目扩展至 7 大类 64 项；3) 25H1 公司发布 AI 京医系列产品，包括 AI 医生、AI 药师等应用，截至 6 月末 AI 京医智能体累计服务用户已超过 5000 万。

投资建议：维持“优于大市”评级。我们预测公司 2025-2027 年收入为 701/808/909，调整幅度为

+7%/+10%/+11%，主要由于医保放开下，公司 25H1 的亮眼业绩展现出用户和 GMV 增长的良好势头。预计 2025-2027 年经调净利为 55/62/69 亿元，调整幅度为+25%/+27%/+28%，主要由于收入端的强劲增长，以及京东集团发力即时零售业务，为公司拓展该业务带来了营销等费用的节省。目前公司对应 2025-2027 年 PE 为 35x/31x/28x，维持“优于大市”评级。

风险提示：政策风险，宏观经济系统性风险等。

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）、王颖婕（S0980525020001）、张昊晨（S0980525010001）

◆ 百普赛斯(301080.SZ) 财报点评:2025 上半年营收同比增长 29%，国内需求端持续改善

2025 上半年营收同比增长 29%。2025 上半年公司实现营收 3.87 亿元（+29.4%），归母净利润 0.84 亿元（+47.8%）。

分季度看，2025Q1/Q2 分别实现营收 1.86/2.01 亿元（分别同比+27.7%/+30.9%，Q2 环比+7.7%）、归母净利润 0.41/0.43 亿元（分别同比+32.3%/+66.1%，Q2 环比+6.5%）。

分产品线看，公司核心重组蛋白品种实现销售收入 3.19 亿元（同比+25.7%），毛利率 91.1%（同比-3.4p）；抗体、试剂盒及其他试剂产品实现销售收入 0.50 亿元（同比+47.7%），毛利率 90.8%（同比-1.7pp）。

分区域看，2025H1 实现国内收入 1.23 亿元（同比+36.7%），海外收入 2.58 亿元（同比+22.9%），公司目前在欧洲和亚太等地新设多家海外子公司，销售网络已经覆盖全球主要国家和地区，未来计划建立海外生产基地，进一步提升全球多国多地的供应能力。

毛利率平稳，净利率改善。2025H1，公司毛利率为 90.9%（同比-1.3pp）、净利率 19.2%（同比+2.7pp）；销售费用率 29.7%（同比-2.6pp）、管理费用率 15.4%（同比-0.7pp）、研发费用率 23.3%（同比-2.9pp）、财务费用率-7.2%（同比+1.8pp），期间费用率整体为 61.1%（同比-4.4pp）。

投资建议：百普赛斯是全球领先的重组蛋白试剂提供商，深耕工业端客户，产品质量高壁垒；加速全球化布局，海外收入高增长；围绕细胞基因治疗研发生产场景，拓展 GMP 级别产品种类。我们维持此前的盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 1.57/2.25/2.82 亿元，目前股价对应 PE 分别为 44/31/25x，维持“优于大市”评级。

风险提示：新产品研发不及预期的风险、市场竞争激烈的风险等。

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

◆ 科伦博泰生物-B(06990.HK) 海外公司财报点评:sac-TMT 商业化销售快速放量，全球 3 期临床全面推进

sac-TMT 国内获批上市，全球 3 期临床快速推进中。科伦博泰的核心产品 sac-TMT 的第一和第二个适应症（TNBC 3L 和 EGFRm NSCLC 3L）分别在 24 年底和 25 年初获批上市，成为首个获批肺癌适应症的 TROP2 ADC。EGFRm NSCLC 2L 适应症的上市申请已经获得受理，预计将在今年获批上市，EGFRm NSCLC 1L、驱动基因阴性 NSCLC 1L、TNBC 1L 等适应症正在进行 3 期临床。合作伙伴默沙东已经开启了 14 项 sac-TMT 的全球多中心 3 期临床，涵盖了肺癌、乳腺癌、妇科肿瘤等多适应症。

后续管线顺利推进。公司在 ADC 领域积累了丰富的在研管线梯队：SKB571/MK-2750 是一款正在与默沙东合作的新型双抗 ADC，主要靶向 LC 和 CRC 等实体瘤，2 期临床即将在中国启动。SKB518、SKB535、SKB445 是潜在 FIC 的 ADC，正在中国进行临床。差异化 payload-linker 策略的 SKB500、SKB501，以及 RDC 药物 SKB107 的临床也顺利推进。

商业化销售快速放量，sac-TMT 有望进入医保。科伦博泰 2025H1 营收为 9.50 亿元（-31.3%），其中商业化销售约 3.10 亿元，主要由 sac-TMT 贡献。sac-TMT 将于今年参加医保谈判，有望在进入医保后快速放量。公司上半年销售费用 1.79 亿元，亏损 1.45 亿元（上年同期盈利 3.10 亿元）。截至 6 月底，公司的现金及金融资产达 45.3 亿元。

投资建议：公司上半年的销售符合预期，我们维持公司的盈利预测，预计 2025-27 年公司营收 19.41/29.28/47.67 亿元，归母净利润-7.21/-3.02/4.75 亿元。公司的核心产品 sac-TMT 商业化快速放

量，合作伙伴默沙东快速推进全球 3 期临床，维持“优于大市”评级。

风险提示：商业化进度不及预期，创新药研发进度不及预期。

证券分析师： 陈曦炳（S0980521120001）、彭思宇（S0980521060003）、陈益凌（S0980519010002）

◆ 深信服(300454.SZ) 财报点评:单 Q2 实现盈利，云业务增长 26%

单 Q2 实现利润转正。公司 25H1 收入 30.09 亿元(+11.16%)，归母净利润-2.28 亿元，亏损收窄约 61.54%；扣非归母净利润-2.59 亿元，亏损收窄 60.44%。单 Q2 来看，公司收入 17.47 亿元(+4.50%)，归母净利润 0.22 亿元，扣非归母净利润 0.03 亿元，均实现转正。单 Q2 实现盈利转正，公司经营充分调整到位。Q2 收入增速短期放缓，不改全年持续复苏趋势。

毛利率有所提升，现金流依然优异。公司上半年毛利率为 62.09%，同比提升 0.75 个百分点，尤其云计算业务毛利率提升 3.46 个百分点。公司三费整体同比减少 6.81%，尤其管理和研发费用下降较大。公司 25H1 现金流入 41.01 亿元(+4.32%)，经营活动现金流净额为-2.35 亿元（去年同期为-9.77 亿元），公司加强供应链管理，上半年策略性备货金额同比减少，购买商品、接受劳务支付的现金同比少支出 4.32 亿元

云计算仍是收入增长主要动力，政府业务增长恢复。25H1 云计算收入 13.95 亿元(+26.15%)，主要受益于信创对 VMware 等替换持续增长，以超融合为核心的产品线保持 20%以上增速；安全业务收入 14.35 亿元(+2.61%)，基础网络及物联网收入 1.79 亿元(-11.62%)。分行业来看，企业客户收入增长 6.61%，收入占比达到 48.75%；政府及事业单位收入增长 16.98%，收入占比 41.57%；金融及其他收入增长 11.23%，收入占比 9.68%。另一方面，公司在国际市场实现收入 2.54 亿元(+35.33%)。

安全企稳，云继续高增长，25 年有望释放利润拐点。从安全行业来看，25 年需求趋稳，全行业提效降本下，有望逐步扭亏。而公司率先发力 AI 与安全融合，重点培育的融合 GPT 能力的 XDR、安全托管服务（MSS），保持较高增长，深信服 MSS 累积客户数量超过 5500 家。云计算超融合以 25.1%的份额保持第一，在当下高增长的同时，“一朵云”HCI+AI CP 业务在持续升级，随着 AI 逐步落地，成为未来新的增长点。同时，分布式存储业务 EDS 产品和方案竞争力稳步提升，收入增长较快。

风险提示：宏观经济影响 IT 支出；行业竞争加剧；新业务拓展不及预期。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。预计 2025-2027 年营业收入为 83.21/93.46/107.40 亿元，增速分别为 10.7%/12.3%/14.9%；归母净利润为 4.75/7.64/10.09 亿元。随着公司 Q2 进一步验证经营质量，公司在多项产品仍保持较高竞争优势的同时，AI 安全和“一朵云”有望带动公司重回成长轨道，净利率有望逐步修复，维持“优于大市”评级。

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

◆ 泡泡玛特(09992.HK) 财报点评:IP 与全球化势能强劲，2025 上半年利润增长 397%

THE MONSTERS 引领成长，公司收入增长 204%、利润增长 397%。2025 年上半年，公司收入 138.8 亿，同增 204.4%，分地区看中国/海外收入分别为 82.8/55.9 亿，分别同增 135.2%/439.6%；归母净利润 45.7 亿，同增 396.5%。

海外高增长带动毛利率提升 6.3 个百分点，费用率整体下降 10.7 个百分点。从毛利率来看，公司 2025 上半年毛利率 70.3%，同比增长 6.3 个百分点，主要由于高毛利的美洲地区收入占比上升；费用端，公司销售/管理/财务费用率分别为 23.0%/5.6%/0.2%，分别同比下滑 6.5/4.0/0.2 个百分点，主要由于费用管控以及海外业务规模效应的提升。

IP 热度持续提升，2025 上半年有 13 个 IP 收入过亿。分 IP 看：1) 成熟 IP 方面，THE MONSTERS 跻身世界级 IP、MOLLY 等成熟 IP 保持旺盛的生命力。THE MONSTERS/MOLLY/SKULLPANDA/DIMOO 的收入分别为 48.1/13.6/12.2/11.1 亿，分别同增 668.0%/73.5%/112.4%/192.5%。CRYBABY 跻身前五大 IP，收入增长 248.7%至 12.2 亿。2) 新 IP 方面，星星人为成长最快的新兴 IP，2025 上半年收入 3.3 亿元。

毛绒品类表现亮眼，乐园和展览持续推高 IP 热度。分品类看：1) 2025 上半年，手办/毛绒/MEGA/衍生

品收入分别为 61.4/51.8/10.1/15.5 亿元，分别同比增长 1276.2%/94.8%/71.8%/78.9%，毛绒产品已成为现象级产品，未来产能将持续提升。2) 2025 上半年公司的乐园举办“闪闪夏日“星星人好友见面会”吸引全网关注。此外，公司举办长大型线下主题展览，如 THE MONSTERS “怪味便利店”展览，持续提升 IP 热度与运营深度。

海外收入增长迅猛，2025 下半年计划新增 60 家以上门店。公司海外门店已有 140 家，中国/亚太/美洲/欧洲地区的收入分别为 82.8/28.5/22.6/4.8 亿，同比提升 135.2%/257.8%/1142.3%/729.2%，年内将新增 60 家以上门店。

风险提示：门店扩张不及预期；潮玩材料成本上行；IP 生命周期风险等。

投资建议：看好潮玩龙头的 IP 运营能力和出海空间，维持“优于大市”评级。由于公司的 IP 势能和海外扩张节奏超出预期，我们上调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 98.7/128.6/154.0 亿，同比增长 215.7%/30.3%/19.8%，当前股价对应 PE=40/31/26x。公司的 IP 打造与运营能力得到持续验证、海外渠道维持迅猛成长；同时 IP 乐园、联名活动等有望提升 IP 运营深度，长线 IP 打造与运营、商业化变现能力有望持续增强，维持“优于大市”评级。

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

◆ 潮宏基(002345.SZ) 财报点评:二季度利润增长超 40%，加盟门店持续扩张

营收增长稳健，利润增速超 40%。公司 2025 上半年实现营收 41.02 亿元，同比+19.54%，归母净利润 3.31 亿元，同比+44.34%。单二季度看，营收同比+13.13%至 18.5 亿元，归母净利润 1.42 亿元，同比+44.29%。整体营收在加盟开店扩张及公司出货的批发业务增长下表现稳健，利润受益费用进一步优化、珠宝业务中高毛利率定价产品占比提升而表现更优。总体上，虽短期直营转加盟导致收入增速与利润增速不相匹配，但更轻的渠道模式将助力公司未来加速门店规模扩张。

珠宝业务增速超 20%，潮宏基主品牌净开 72 家加盟店。分业务看，珠宝业务收入增长 21.22%至 39.73 亿元，其中时尚珠宝产品增长 20.33%至 19.9 亿元，传统黄金产品增长 23.95%至 18.31 亿元，受益于非遗工艺金饰品的优异表现。皮具业务受需求下滑影响而营收同比下滑 17.77%至 1.23 亿元。渠道方面，整体门店净开 31 家至 1542 家，其中潮宏基主品牌净开加盟店 72 家至 1340 家。此外，加速国际化进程，东南亚新开 2 家门店，门店总数达到 4 家。

珠宝业务毛利率提升，费用率优化。公司上半年毛利率 23.81%，同比-0.34pct，其中珠宝业务毛利率 22.62%，同比+0.26pct。销售费用率 9.27%，同比-2.09pct，受益公司营销效率提升带来的费用优化等。管理费用率/研发费用率分别为 1.56%/1.08%，分别同比-0.36pct/+0.24pct，表现稳定。现金流方面，实现经营性现金流净额 4.05 亿元，同比+19.53%，表现良好。

风险提示：产品创新不及预期；门店扩张不及预期；终端动销不及预期。

投资建议：公司作为时尚珠宝品牌的代表，以产品设计与创新成功把握了消费者对于保值及时尚属性的双重追求机遇，并卡位年轻消费群体，实现了较好的业绩增长表现。未来公司将进一步投入产品创新及年轻化，渠道端加盟持续扩张及海外市场发展提供新的增量。考虑公司定价黄金首饰产品进一步增长有望拉高珠宝业务毛利率，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润至 4.87/5.67/6.43 亿元（前值分别为 4.64/5.31/6.12 亿元），对应 PE 分别为 29.1/25/22.1 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 张峻豪（S0980517070001）、柳旭（S0980522120001）、孙乔容若（S0980523090004）

◆ 上海家化(600315.SH) 财报点评:改革调整成效显著，新品迭出持续推进健康发展

公司调整成效持续显现。公司 2025 年上半年实现营收 34.78 亿/yoy+4.75%；归母净利润 2.66 亿/yoy+11.66%；单 Q2 实现营收 17.75 亿/yoy+25.4%，归母净利润 0.49 亿，实现扭亏为盈。分业务看，上半年国内业务实现突破性增长，单二季度营收同比增长 36.8%，其中美妆业务营收增速 55.7%，国内线上整体营收增长 34.6%。海外业务上半年实现营收 7.03 亿/yoy-1.8%，利润端亏损近 3200 万，其中二季度受美国关税政策影响，导致单二季度营收同比下降 6.2%至 3.55 亿，对利润影响约 2800 万。

分品牌来看，六神由于发货节奏错期单二季度快速增长，同时上半年新品驱蚊系列 2.0 版有望成为上市

首年破亿单品；佰草集上半年依托大单品大白泥实现 50%营收增长，其中单二季度增速接近翻倍，未来定位将聚焦中医中草药古方与现代科技的结合，8 月底有望推出新产品线并官宣新代言人夯实品牌定位；美加净下半年将聚焦手霜赛道，8 月底上线秦岭蜂胶修复香氛手霜，含 99% 纯度秦岭蜂胶，将面护级滋润技术应用于手部，逐步明确品牌心智。

盈利能力持续改善。2025Q2 毛利率 63.34%/yoy+5.09pct，毛利率提升主要系高毛利的美妆品类和线上自营渠道占比提升，以及供应链通过包材成本优化、物流效率提升等方式实现降本增效。费用率方面，2025Q2 销售/管理/研发费用率分别为 47.15%/8.24%/2.69%，同比分别-4.6/-0.75/+0.30pct，经营效率提升带动整体费用率下降。

营运能力方面，公司 2025 年上半年存货周转天数 114 天，同比增加 9 天。应收账款周转天数为 62 天，同比持平。现金流方面，公司 2025Q2 经营性现金流净额为 0.67 亿，去年同期为-0.82 亿，主要由于公司经营改善。

风险提示：宏观环境风险，销售不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：自去年公司管理层换届后调整转型持续推进，围绕“聚焦核心品牌、聚焦品牌建设、聚焦线上渠道、聚焦效率”四大战略进行深度改革，品牌焕新、产品创新和渠道变革共同驱动了公司二季度业绩的强劲反弹，核心业务清晰的向上拐点和健康的经营质量为长期发展奠定了坚实基础。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润至 4.33/5.04/5.81 亿元，对应 PE 分别为 40/34/30x，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 张峻豪（S0980517070001）、孙乔容若（S0980523090004）、柳旭（S0980522120001）

◆ 福瑞达(600223.SH) 财报点评:战略调整致业绩短期承压，期待下半年新品表现

业绩受战略调整短期承压。公司 2025 年上半年实现营业收入 17.90 亿元/yoy-7.05%；归母净利润 1.08 亿元/yoy-15.16%。单 Q2 实现营业收入 9.14 亿元/yoy-11.72%，实现归母净利润 0.57 亿元/yoy-16.07%。

化妆品板块 2025Q2 化妆品业务实现营收 5.68 亿/yoy-11.5%，毛利率 62.85%/yoy+2.2pct，其中颐莲品牌 Q2 实现 3.04/yoy+23.08%，受益于官宣全球代言人张凌赫、举办夏日喷雾节等成功营销活动，上半年喷雾品线销售额达 4.82 亿/yoy+43%，保持强劲增长势头；瑗尔博士 Q2 实现 2.15 亿/yoy-38.75%，目前仍处于战略调整期，为维护价格体系严控渠道发货，业绩短期承压，但品牌于 7 月推出王浆酸精研金致系列，有望带动下半年业绩修复。此外，新锐品牌珂谧表现突出，胶原次抛上半年销售额超过 1400 万。

药品板块 2025Q2 实现营收 0.99 亿/yoy-24.4%，毛利率 48.53%/yoy-1.3pct。业绩下滑主要受药品集采省份范围扩大及中标产品价格下降影响，同时新品上市尚未产生显著效果。

原料及添加剂板块 2025Q2 实现营收 0.93 亿/yoy+5.3%，毛利率 42.22%/yoy-6.2pct。板块增长主要由产品结构优化驱动，毛利率下降主要由于行业竞争加剧同时去年同期由于产品提价带来高基数影响。其中透明质酸原料业务上半年实现收入 1.16 亿元/yoy+23.4%，高毛利的医药级透明质酸销售收入 1608.81 万元，同比大幅增长 287.3%

收入承压导致费用率上行。2025Q2 公司毛利率/净利率分别 53.35%/7.80%，同比+0.60/-0.24pct，产品结构持续优化带动毛利率提升。费用率方面，2025Q2 销售/管理/研发费用率同比分别+0.03/+0.87/+0.93pct，收入承压导致整体费用率上行。营运能力和现金流整体保持稳定。

风险提示：宏观环境风险，新品销售不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：受瑗尔博士品牌短期调整以及医药集采影响拖累，公司业绩短期承压，但颐莲增长表现亮眼，原料板块稳健提升。下半年随着新品不断推出有望带动瑗尔博士重回增长轨道，叠加高毛利医药级透明质酸占比不断提升带动原料板块盈利双增，未来整体业绩有望实现改善。考虑到短期瑗尔博士仍需时间进行调整，同时医药集采、化妆品线上投放费率持续升高等多种行业因素，我们下调 2025-2027 年归母净利润至 2.51/2.94/3.32（原值为 2.93/3.23/3.54）亿，对应 PE 为 35/29/26 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 张峻豪（S0980517070001）、孙乔容若（S0980523090004）、柳旭（S0980522120001）

◆ 水羊股份(300740.SZ) 财报点评:二季度归母净利同比增长 24%，高端化转型成效显著

二季度公司业绩加速向好。公司 2025 上半年实现营收 25.00 亿/yoy+9.02%；归母净利润 1.23 亿/yoy+16.54%；扣非归母净利润 1.21 亿/yoy+1.04%。单 Q2 实现营收 14.14 亿/yoy+12.16%；归母净利润 0.81 亿/yoy+23.76%；扣非归母净利润 0.79 亿/yoy+20.27%。公司二季度业绩加速增长，经营持续向好，主要得益于公司聚焦高端品牌建设，品牌结构进一步改善。

分业务看，自有品牌端，2025 年上半年实现收入 10.39 亿，占总营收比重为 41.55%，自有品牌毛利率为 76.83%，同比提升 5.7pct。在高端化与全球化战略推进中，公司持续深化高奢品牌伊菲丹、佩尔赫乔、Revive 的全渠道品牌体系建设，其中，伊菲丹保持良性稳定发展，利润率受益于投放效率提升而大幅提高，同时下半年会加强 Rich 面霜以及臻金线推广；去年底收购的高奢品牌 Revive 并表贡献收入增量，上半年国内收入已超过去年全年；佩尔赫乔聚焦大单品融雪面膜，并不断拓宽品类矩阵；同时御泥坊也大幅减亏。代运营业务端，业务回归正常发展轨道，主动收缩低效品牌，并不断聚焦大宝、美斯蒂克等头部品牌，带动整体利润率稳定提升。

分品类看，2025H1 水乳膏霜实现收入 19.97 亿/yoy+11.70%；面膜实现收入 4.23 亿/yoy+17.96%。分渠道看，公司以线上电商渠道为主，其中，淘系平台实现收入 5.95 亿/yoy+3.63%，抖音平台实现收入 9.98 亿/yoy+16.11%。

盈利能力持续改善，营运能力保持稳定。2025Q2 公司毛利率/净利率分别为 65.27%/5.77%，同比+3.67/0.48pct，高毛利高端品牌占比持续提升叠加经营改善带动毛利率提升。费用率方面，2025Q2 销售/管理/研发费用率分别为 48.47%/4.80%/1.62%，同比分别+1.20/0.90/0.52pct；销售费用率提升主要系线上流量成本增加；管理费用率提升主要系并表 Revive 海外团队，并对其进行调整优化导致投入提升。营运能力和现金流都保持稳定。

风险提示：宏观环境风险，销售增加不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：公司二季度呈现积极增长态势，经营质量持续提升，在高端化战略的深化推进中，自有品牌业务表现强劲，伊菲丹、佩尔赫乔和 Revive 等通过全球拓展强化市场地位并提升盈利能力；同时代运营业务稳步复苏，逐步回归正常发展轨道。考虑到短期公司进一步加大品牌投放，但长期高端美妆品牌持续稳步推进运营，平价品牌御泥坊等也大幅减亏，我们略下调 2025 年并上调 2026-2027 年归母净利润至 2.27/2.96/3.52（原值为 2.33/2.66/2.90 亿，对应 PE 分别为 35/27/23x，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 张峻豪（S0980517070001）、孙乔容若（S0980523090004）、柳旭（S0980522120001）

◆ 平安银行(000001.SZ) 财报点评:收入利润降幅收窄，资产质量稳定

收入利润降幅收窄。2025 上半年实现营业收入 694 亿元，同比下降 10.0%，降幅较一季报收窄 3.0 个百分点；上半年实现归母净利润 249 亿元，同比下降 3.9%，降幅较一季报收窄 1.7 个百分点。上半年年化加权平均 ROE10.7%，同比下降 1.1 个百分点。

资产规模及零售 AUM 保持增长。2025 年二季末总资产同比增长 2.1%至 5.87 万亿元，较年初增长 1.8%。二季度末存款本金较年初增长 4.6%至 3.69 万亿元，贷款总额较年初增长 1.0%至 3.41 万亿元。其中对公贷款投放较好，较年初增长 8.3%，零售贷款规模较年初下降 2.3%。二季度末核心一级资本充足率 9.31%，较年初略有回升。表外方面，二季度末零售 AUM 为 4.21 万亿元，较年初增长 0.4%，同比增长 2.2%。

净息差收窄。上半年日均净息差 1.80%，同比降低 16bps，主要受市场利率下行、贷款结构调整等因素影响。环比来看，二季度日均净息差 1.76%，较一季度下降 7bps，主要还是贷款收益率下降幅度超过存款成本降幅。

非息收入同比减少。上半年手续费净收入同比下降 2.0%，主要因去年同期理财老产品收入较大，理财管理费收入同比下降。其他非息收入同比下降 19.3%，主要是债市波动导致相关投资收入减少。

资产质量保持稳定。测算的上半年不良生成率 2.21%，同比下降 0.01 个百分点，披露的上半年不良生成率同比则下降 0.05 个百分点。公司二季度末拨备覆盖率 238%，较年初下降 13 个百分点。二季度末不良率 1.05%，较年初下降 0.01 个百分点；关注率 1.76%，较年初下降 0.17 个百分点。整体来看，公司资

产质量稳定。

投资建议：公司整体表现符合预期，我们维持盈利预测不变，预计公司 2025-2027 年归母净利润 421/425/430 亿元，同比增速-5.5%/1.1%/1.2%；摊薄 EPS 为 2.02/2.04/2.07 元；当前股价对应的 PE 为 6.0/5.9/5.8x，PB 为 0.52/0.49/0.46x，维持“中性”评级。

风险提示：宏观经济形势走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

证券分析师：王剑（S0980518070002）、陈俊良（S0980519010001）

◆ 江苏银行(600919.SH) 财报点评:信贷投放强劲，资产质量优质

盈利能力维持在高位，营收增长强劲。2025 年上半年实现营收 448.6 亿元，归母净利润 202.4 亿元，同比分别增长 7.8%和 8.0%；其中，二季度营收和归母净利润同比分别增长 9.4%和 7.9%。年化 ROE 为 15.64%，处于同业前列。

规模扩张驱动净利息收入延续高增，其他非息收入因高基数延续下降态势，但降幅大幅收窄。2025 年上半年净利息收入同比增长 19.1%，手续费净收入同比增长 5.1%，其他非息收入同比下降 20%，其中二季度同比分别增长 16.4%、-8.3%和-4.6%。其他非息收入同比下降主要是债市波动导致公允价值变动净亏损出现了净亏损，且投资收益同比也有所下降。

存贷款均延续高增，存款利率下降缓解净息差下行压力。期末资产总额 4.79 万亿元，贷款余额 2.43 万亿元，存款余额 2.54 万亿元，较年初分别增长了 21.2%、16.0%和 20.2%。其中，零售和对公贷款较年初分别增长了 3.1%和 23.3%，期末对公贷款占贷款总额比重为 66.9%，较年初提升了 0.8 个百分点。零售信贷需求疲软是行业共性，静待政策发力零售信贷需求复苏。

2025 年上半年净息差 1.78%，同比收窄 12bps，较 2024 年全年下降 8bps。其中生息资产和贷款收益率较 2024 年分别下降了 38bps 和 32bps，资产端依然承压；计息负债和存款付息率较 2024 年分别下降了 23bps 和 32bps，存款利率大幅下降主要受益于存款挂牌利率调降；同时，手工补息被叫停、非银存款规范化以及公司主动优化存款结构也是存款利率下降的重要因素。

资产质量指标全面稳中趋优，拨备计提充足。期末不良率 0.84%，较 3 月下降 2bps，较年初下降 5bps，创历史最优水平；其中，个人贷款不良率 0.87%，较年初下降 1bp，个人经营性贷款不良率 1.67%，较年初下降 37bps。公司加回核销处置后的不良贷款生成率 1.16%，同比下降 35bps；期末关注率 1.24%，较 3 月末下降了 9bps，逾期率 1.10%，较年初下降了 2bp。

拨备计提上，上半年资产减值损失同比增长 48.2%，其中，贷款信用减值损失计提同比增长 22.56%。期末拨备覆盖率 331%，较 3 月末下降 12 个百分点，风险抵补能力充足。

投资建议：我们维持 2025-2027 年归母净利润 354/402/455 亿元的预测，对应的同比增速为 11.2%/13.5%/13.2%。当前股价对应 2025-2027 年 PB 值 0.79x/0.71x/0.63x。公司规模扩张动能强劲，资产质量优质，彰显了其深厚的客群基础，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期会拖累公司净息差和资产质量。

证券分析师：田维韦（S0980520030002）、王剑（S0980518070002）

◆ 金徽酒(603919.SH) 财报点评:2025H1 收入、净利润同比正增，2025Q2 产品结构延续升级

2025H1 收入同比正增，需求压力下展现经营韧性。2025H1 公司实现营业总收入 17.59 亿元/同比+0.3%，归母净利润 2.98 亿元/同比+1.1%。其中 2025Q2 营业总收入 6.51 亿元/同比-4.0%，归母净利润 0.64 亿元/同比-12.8%。

2025Q2 产品结构延续升级趋势，省内市场抗风险能力较强。分产品看，第二季度 300 元以上产品收入 1.36 亿元/同比+11.3%，100-300 元产品收入 3.40 亿元/同比+0.3%，100 元以下产品收入 1.45 亿元/同比-26.6%。西北市场白酒消费价位偏低，政商务场景用酒量较小，年份系列金徽 18/28 年增速环比放缓，但仍快于整体；民间宴席受政策影响较大，5-7 月宴席场次减少较多，百元以内的星级系列下滑较多，

公司加大餐饮场景和 1-2 桌规模的宴席投入。分区域看，2025Q2 省内收入 4.76 亿元/同比-4.8%，省外收入 1.44 亿元/同比-8.8%。省内市场前期用户工程收效，企业团购表现较好，支撑产品结构升级；省外市场预计陕西省收入贡献较多，华北华东地区聚焦样板市场，Q2 期内省外经销商-16 个。

第二季度毛销差同比-2.6pcts，公司坚持费用精准化投入。2025Q2 毛利率同比-1.0pcts，预计系 100 元以下价位拖累，公司加大消费者端投入和开拓小规模宴席场景，买赠促销抵减收入；2025Q2 税金/销售/管理费用率同比-0.6/+1.6/+0.5pcts，系收入规模下降，人员薪酬等支出刚性。公司坚持费用精准化投入，1) 渠道端费用投放收缩、稳定产品价盘；2) 门店及消费者端投入积极，促进动销和开瓶；3) 2025H1 广宣费用同比-26%。第二季度净利率同比-1pcts，降幅小于毛销差系去年捐赠费用前置影响营外支出。

销售收现好于收入端表现，合同负债同环比增加。2025Q2 销售收现 7.49 亿元/同比+17.2%，经营性现金流 0.52 亿元，去年同期 0.03 亿元。截至 25Q2 合同负债 5.98 亿元/环比+0.15 亿元。需求压力下公司为渠道纾压，严格控制库存存在合理水位，以价盘稳定保证渠道利润水平，经销商回款节奏稳健。

投资建议：展望下半年，需求恢复仍具有不确定性；公司多产品、多场景发力，预计在需求逐步恢复下仍能实现稳健经营。考虑到第二季度承压，下调此前收入及盈利预测，预计 2025-2027 年公司收入 30.6/33.0/37.0 亿元，同比+1.4%/+7.7%/+12.1%（前值同比+8.2%/+10.6%/+11.9%）；归母净利润 3.8/4.0/4.6 亿元，同比-1.9%/+5.6%/+15.2%（前值同比+5.3%/+13.6%/+18.7%）；当前股价对应 2025/2026 年 26.8/25.4 倍 P/E，维持“优于大市”评级。

风险提示：白酒需求复苏不及预期；为应对竞争费用投入较多影响利润率等。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）、张未艾（S0980525070005）

◆ 洽洽食品(002557.SZ) 财报点评:2025 年上半年渠道结构调整、成本压力显著

洽洽食品公布 2025 年半年度业绩：1H25 实现营业总收入 27.5 亿元，同比-5.0%；实现归母净利润 0.9 亿元，同比-73.7%；实现扣非归母净利润 0.4 亿元，同比-84.8%。

收入端：渠道结构持续调整，2Q25 收入恢复正增。1H25 收入同比-5.0%，其中葵花子/坚果/其他品类分别同比-4.4%/-7.0%/-13.8%，主要受到春节错期因素影响，Q1 收入同比-13.8%；Q2 单季度在去年同期较低基数之上，收入同比+9.7%。分渠道看，在传统渠道流量持续下滑背景下，公司积极调整渠道结构、加大力度与新兴渠道合作，1H25 经销及其他渠道收入同比-18.5%；直营渠道（含电商）收入同比+63.0%，其中电商渠道同比+24.8%、占比提升至 16.4%。从区域看，东方区/南方区/北方区收入同比-24.8%/+2.4%/-19.8%，南方区有所增长主要系量贩零食渠道、山姆等新兴渠道的增长所致。

利润端：成本压力显著，费用投放增多。1H25 毛利率 20.3%，同比-8.1pt，主要系受到主要原材料葵花子、巴旦木、腰果成本上涨、Q1 增加低毛利率坚果礼盒投放的影响。其中葵花子/坚果毛利率分别同比-7.7%/-14.0%。Q2 公司持续优化采购模式，毛利率 21.4%，环比 Q1 改善、同比仍有下滑但降幅收窄。Q2 销售费用率/管理费用率/研发费用率同比+4.0/-0.5/+0.6pt，销售费用率上升明显主因维持较大幅度的市场费用投放、新引进人才及加大团队激励。成本与费用两头承压，导致 Q2 归母净利率/扣非归母净利率同比-8.0/-7.0pt。

盈利预测与投资建议：考虑到 2025 年公司进行渠道及产品结构调整后，后续新兴渠道的合作深入、收入占比扩大，传统渠道下滑的影响减弱，后续内生增长动力有望增强，故我们小幅下调 2025 年收入预测、小幅上调 2026-2027 年收入预测。此外，考虑到成本压力显著，且在较为激烈的市场竞争环境下，市场费用投放预计将维持较大力度，我们下调 2025-2027 年利润预测。预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 73.8/78.4/83.7 亿元（前预测值 74.6/78.0/81.4 亿元），同比+3.6%/+6.2%/+6.7%；实现归母净利润 4.0/6.5/7.5 亿元（前预测值 6.9/8.7/9.8 亿元），同比-52.5%/+60.5%/+15.8%；EPS 分别为 0.80/1.28/1.48 元；当前股价对应 PE 分别为 29/18/16 倍。考虑目前股价已对短期成本压力有较为充分的反应，而公司产品品质及品牌认知处于行业领先地位，且持续进行现金分红（2024 年度分红比例 76%）及股份回购增强股东回报，维持“优于大市”评级。

风险提示：国人消费习惯变化导致葵花子、坚果品类需求萎缩；行业竞争加剧；原材料成本价格大幅上

涨；公司的策略调整动作执行不到位。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）、杨苑（S0980523090003）

◆ 舍得酒业(600702.SH) 财报点评:2025Q2 收入降幅环比收窄，盈利能力有所修复

第二季度收入同比降幅收窄，利润端在低基数下释放弹性。2025H1 公司实现营业总收入 27.01 亿元/同比-17.4%，归母净利润 4.43 亿元/同比-25.0%。其中 2025Q2 营业总收入 11.25 亿元/同比-3.4%，归母净利润 0.97 亿元/同比+139.5%。

沱牌特曲 T68 延续较快增速，2025Q2 省外市场增速回正。分产品看，2025Q2 中高档酒收入 7.39 亿元/同比-15.7%，降幅环比持续收窄，我们预计品味舍得受政商务需求影响仍有承压，公司以去库稳价为主；舍之道推动渠道下沉至乡镇，延续稳健增长。低档酒收入 2.37 亿元/同比+62.3%，公司聚焦高线光瓶酒沱牌特曲 T68，录得较大增幅。分区域看，2025Q2 省内收入 2.89 亿元/同比-21.2%，省外收入 6.86 亿元/同比+4.8%。省内（尤其遂宁基地市场）受到政商务场景减少影响；省外市场优势区域如山东、河北、东北等展现韧性，整体低基数下企稳回正。分渠道看，2025Q2 批发代理收入 8.45 亿元/同比-7.8%，截至 25Q2 末经销商数量 2585 个，环比-36 个，渠道结构持续优化；电商销售收入 1.31 亿元/同比+23.8%，线上渠道公司采取差异化产品运作模式，贡献约 13%收入占比，也保证了线下流通单品的价盘稳定。

2025Q2 利润率低基数下录得改善，公司持续聚焦降本增效。2025Q2 毛利率同比-0.33pcts，产品结构下降对毛利率影响不大，判断系低档酒受益于 T68 增长、价位内部实现毛利率改善。2025Q2 税金/销售/管理费用率同比-0.6/-3.3/-1.2pcts，去年环境需求走弱、公司给予渠道额外费用补贴，今年聚焦控货挺价和费用精准化投入，费用率回归理性。所得税率同比-30.1pcts，系递延所得税和缴税节奏错期影响，整体净利率同比+5.2pcts。2025Q2 销售收现 11.52 亿元/同比-24.2%，经营性现金流净额-1.57 亿元（去年同期-1.29 亿元）；截至 25Q2 末合同负债 1.57 亿元/环比-0.49 亿元；需求承压背景下公司为经销商纾压，同时强抓宴席场景促进终端动销。

盈利预测与投资建议：考虑到行业需求恢复仍具有不确定性，全年收入端仍有压力；明后年伴随场景和需求逐步复苏，公司产品、渠道调整逐步收获成效，预计收入迎来增长；略下调此前 2025 年收入预测：预计 2025-2027 年公司收入 48.1/53.1/60.5 亿元，同比 -10.2%/+10.3%/+14.0%（前值为 -5.1%/+5.8%/+7.1%）。考虑到 1）2025 年公司产品结构企稳；2）费用投入在去年非常规高基数下预计下降，销售费用率预计和 25H1 持平；3）今年所得税率在去年缴税基数减少背景下也将贡献利润率弹性；上调此前净利润预测：预计 2025-2027 年归母净利润 7.0/8.0/10.0 亿元，同比+101.5%/+14.2%/+25.6%（前值为+21.9%/+7.0%/+12.6%）；当前股价对应 25/26 年 29.1/25.5 倍 PE。考虑到公司收入及净利润有企稳回升趋势，产品结构升级和费用投放精细化支撑利润率提升，费效比改善趋势已在 25Q2 有所验证，上调至“优于大市”评级。

风险提示：白酒需求恢复不及预期，增投费用下利润率承压，渠道库存增加等。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）、张未艾（S0980525070005）

◆ 巴比食品(605338.SH) 财报点评:第二季度收入同比增长 13.5%，提效拓量成果显著

巴比食品 2025 年上半年实现营业总收入 8.35 亿元，同比增长 9.31%；实现归母净利润 1.32 亿元，同比增长 18.08%；实现扣非归母净利润 1.01 亿元，同比增长 15.29%；2025 年第二季度实现营业总收入 4.65 亿元，同比增长 13.50%；实现归母净利润 0.94 亿元，同比增长 31.42%；实现扣非归母净利润 0.62 亿元，同比增长 24.28%。

单店表现企稳回升，非门店渠道多点突破。2025 年第二季度公司特许加盟/直营门店/团餐渠道收入同比+10.5%/+14.1%/+26.2%，截至 6 月 30 日共 5685 家门店。虽然闭店率短期较高，但是公司采取加盟商扶持应对。通过门店分级改造、外卖统管等工作，公司单店表现企稳回升。在组织架构调整基础上，大客户与零售实现突破，2025 年第二季度收入同比+26.2%，大客户渠道布局更加清晰，零售业务盒马/小象超市等渠道同比增幅明显。

盈利能力修复，凸显供应链韧性。2025 年第二季度公司毛利率同比提升 1.9pcts 至 28.2%，公司实施了

优化供应链、加强成本控制等各项措施，例如攻克冷冻面皮连续流生产关键技术瓶颈，大幅实现产线降本。2025 年第二季度售/管理费用率同比-0.6/+0.1pct 至 3.9%/6.9%，毛销差同比提升 2.4pct。扣非归母净利率同比提升 1.2pct 至 13.4%，公司经营逐步改善。

巩固基本盘，外延并购有序推进。公司加盟堂食店型 7 月上线，新增小笼、馄饨等品类，提升店面烟火氛围，有望帮助公司进一步提升单店效益。公司 2024 年底启动南京“青露”和江西“浔味来”“浔早”并购项目，2025 年第二季度青露并表，营业收入约 2557 万元。此外，公司已于 7 月完成浙江知名包点连锁“馒乡人”旗下约 250 家门店供应链切换，后续将有序推进股权收购，助力公司实现华东市场渗透的加速突破。

风险提示：新店型效益不佳，门店扩张不及预期，行业竞争加剧等。

投资建议：由于公司单店收入企稳回升，叠加并购有序落地，我们上调盈利预测，预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 18.7/20.9/22.7 亿元（前预测值为 18.3/19.9/21.5 亿元），同比 12.1%/11.5%/8.9%；2025-2027 年公司实现归母净利润 3.0/3.3/3.6 亿元（前预测值为 2.5/2.7/3.0 亿元），同比 7.2%/13.0%/8.5%；实现 EPS1.18/1.34/1.45 元；当前股价对应 PE 分别为 18.9/16.7/15.4 倍。若给予公司 2025 年 20-22 倍 PE，对应合理股价区间为 23.70-26.07 元，对应市值区间为 59-65 亿元，较当前有 10.7% -21.8%溢价空间。上调公司评级为“优于大市”。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）

联系人：王新雨

◆ 李宁(02331.HK) 海外公司财报点评:上半年收入增长 3.3%，经营利润微增而净利润下滑

2025 年中报收入增长 3%，营业利润保持稳健。2025 上半年收入 148.2 亿元，同比增长 3.3%；归母净利润 17.4 亿元，同比下降 11.0%。毛利率同比微降 0.4pct 至 50.0%，主要受渠道结构调整及折扣加深影响。销售费用率同比下降 1.2pct 至 29.0%，其中，广告开支占比小幅增加 0.3pct 至 9.0%，由于中国奥委会合作权益营销费用投放节奏主要集中在下半年，其他销售费用率的下降体现了渠道优化和降本增效的成果。管理费用率小幅上升主要受凯胜品牌产生的 7,239 万元商誉减值影响。经营利润率微降 0.2pct 至 16.5%，而净利率下降 1.9pct 至 11.7%，主要受所得税率大幅提升和非经影响减值损失影响。经营性现金净流入 24.1 亿，净现金增加至 191.9 亿元，现金充沛。

跑步、综训品类引领增长，三大跑鞋 IP 上半年效率突破 526 万双。分品类收入增速，鞋/服/配分别同比+4.9%/-3.4%/+23.7%，而跑步/篮球/综训/运动时尚流水增速分别为 15%/-20%/15%/-7%，其中专业跑鞋总销量突破 1400 万双，大单品超轻/赤兔/飞电系列销量破 526 万双，助力国内外运动员 44 个冠军。篮球品类期内为签约球员杨瀚森推出个人专属 logo。综训品类与航空航天科技创新平台共同成立实验室，赋能产品。

库存健康度高，电商表现突出。全渠道库存吊牌金额降低低单位数，库销比 4 个月，公司存货周转天数同比-1 天至 61 天，应收账款周转天数同比-1 天至 14 天。门店方面，总数 7,534 家（比去年底净减 51 家），其中大货直营渠道优化调整门店减少 19 家，加盟渠道净增 1 家。

2025 年收入增速指引持平，净利率高单位数。管理层在公开业绩会上表示，2025 年维持此前指引，以稳健经营务实发展为基调，为长期增长蓄力。

风险提示：消费需求疲软；原材料价格波动；品牌恶性竞争；系统性风险。

投资建议：短期仍存营销费用压力但经营效率正在改善，期待中期销售增长提速带动盈利加速复苏。2025上半年公司在具有挑战的经营环境中实现了稳健的业绩表现，尤其剔除非经影响后的利润表现较好，下半年中国奥委会合作等资源投入短期将产生额外费用，但未来将逐步转化为销售驱动力。我们维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润 25.1/28.3/30.4 亿元，同比-16.6%/12.5%/7.7%。看好公司当前健康的运营基础和未来营销发力对品牌增长提速的潜力，上调合理估值至 21.1-22.3 港元，对应 2026 PE18-19x，维持“优于大市”评级。

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

◆ 英维克(002837.SZ) 财报点评:2025H1 营收同比+50%，积极建设海外资源平台

英维克 2025 年上半年总营业收入 25.73 亿元,同比上升 50.25%;归母净利润 2.16 亿元,同比上升 17.54%;扣非归母净利润 2.02 亿元,同比上升 18.05%。公司 2025H1 的 ROE（摊薄）为 7.16%。公司 2025 年二季度单季营收 16.41 亿元,同比上升 69.67%;归母净利润 1.72 亿元,同比上升 40.92%。

机房温控业务快速增长,机柜温控业务稳健发展。2025 年上半年公司机房温控和机柜温控业务同比分别增长 57.9%/32.0%,收入分别达到 13.5 亿元/9.3 亿元。机房温控:在 AI 算力功耗大幅提升背景下,机房温控的液冷技术加速导入。公司作为全链条液冷开创者,率先推出高可靠 Coolinside 全链条液冷解决方案,持续受益数据中心发展,2025 年上半年公司在算力的设备及机房的液冷相关营业收入超过 2 亿元。机柜温控:公司是最早涉足电化学储能系统温控的厂商,在储能温控行业处于领导地位,是众多储能系统提供商重要的温控产品供应商,机柜温控行业稳步发展。分区域看,公司国内和国外业务在 2025H1 同比分别变动 61.0%/-5.92%。公司积极拓展海外数据中心业务,不断扩大客户基础。

公司持续加大投入,研发费用率相对保持稳定。2025H1 公司毛利率 26.15%,同比下降 4.84pct。2024 年销售/管理/研发费用率分别为 3.91%/4.01%/7.61%,同比分别下降 2.9pct/0.56pct/0.76pct。受益于营收增长显著,2025 年 Q2 销售/管理/研发费用率同比分别下降 1.72pct/2.00pct/3.76pct。2025H1 公司经营性现金流净额为-2.34 亿元,同比下降 412.33%,主要系上半年销售规模增大及期末备货增加,从而采购商品、接受劳务的现金支付增加所致。

公司持续深耕设备散热与环境控制领域全链条产品,并拥有头部客户资源。公司拥有英伟达、字节、腾讯、阿里、运营商、华为、比亚迪等大客户资源。特别是液冷 AI 算力领域,公司的 UQD 产品已进入英伟达 MGX 生态系统合作伙伴,公司将继续巩固其在数据中心的既有技术创新和品牌优势,扩大销售规模,发挥液冷“全链条”平台优势。同时,公司积极拓展海外市场,在液冷领域加大海外合作与推广力度。

风险提示:AI 发展不及预期、技术创新发展不及预期、行业竞争加剧。

投资建议:公司积极建设海外资源平台,上调盈利预测,预计公司 2025-2027 年归母净利润为 6.28/9.46/13.86 亿元(前值为 6.1/7.8/9.9 亿元),当前股价对应 PE 分别为 59/40/27X,维持“优于大市”评级。

证券分析师： 袁文翀（S0980523110003）、张宇凡（S0980525080005）

◆ 光大环境(00257.HK) 财报点评:运营收入占比超 70%，中期派息比例提升 7pct

营收利润双降但结构明显优化。2025H1 年公司实现营业收入 143.04 亿港元,同比下滑 8%,主要原因是新建项目减少,导致建造收入下降;公司实现归母净利 2.07 亿港元,同比下滑 10%,主要系建造利润减少和汇兑损失扩大所致。报告期内,公司收入结构明显优化,毛利率较高的运营收入为 99.43 亿港元,同比增长 5%;毛利率相对较低的建造收入为 18.44 亿港元,同比下滑 49%;公司运营/建造/财务收入占比为 70%/13%/17%。

毛利率净利率双升。2025H1 公司的销售毛利率为 44.26%,较去年同期提升 5.53pct;净利率为 19.4%,同比提升 0.8pct;管理费用率为 11.7%,同比提升 4.6pct,主要系汇兑损失扩大所致(为降低财务费用,公司使用利用较低的人民币贷款置换外币,2025H1 人民币出现明显升值,在汇率折算时,人民币负债以港币计价的金额相应增加);财务费用率为 8.7%,同比下降 0.9pct。

分板块来看,环保能源板块实现运营收入 51.42 亿港元,同比增长 5.8%;实现建造收入 5.39 亿港元,同比下降 69.9%。绿色环保板块实现运营收入 31.89 亿港元,同比增长 1%;实现建造收入 0.46 亿港元,同比下降 74.3%。环保水务板块实现运营收入 14.77 亿港元,同比增长 13.5%;实现建造收入 12.38 亿港元,同比下降 16.7%。

加大投资者回报力度,中期派息比率提升至 42%。随着有现金流流入的运营收入占比不断提升,公司的分红能力和意愿均有增强。2025H1 公司每股派息 15 港仙,派息率由 2023 年的 35%提升至 42%,派息的绝对值由 8.6 亿港元提升至 9.2 亿港元。

风险提示。主业增长无法覆盖建造利润下滑；应收账款回收不及预期、分红提升不及预期。

投资建议：小幅下调盈利预测，维持“优于大市”评级。我们预计 2025-2027

年归母净利润 35.32/37.15/38.87 亿港元，同比增速 4.6%/5.2%/4.6%，当前股价对应 PE=7.4/7.1/6.8x。公司运营收入占比不断提升，现金流好转，同时通过提高分红加大投资者回报力度，有望带动公司的估值修复，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 黄秀杰（S0980521060002）、刘汉轩（S0980524120001）、郑汉林（S0980522090003）、崔佳诚（S0980525070002）

◆ 福能股份(600483.SH) 财报点评:25Q2 电量下降影响业绩，中期拟派发现金红利 2.03 亿元

营业收入同比下降，归母净利润实同比增长。2025 年上半年，公司实现营收 63.69 亿元（-4.44%），归母净利润 13.37 亿元（+12.48%），扣非归母净利润 13.17 亿元（+12.84%）。2025 年上半年公司营业收入同比下降主要系火电发电量同比下降影响；公司归母净利润同比增长的原因：一是 2025 年上半年福建省风况好于去年同期，风力发电机组发电量同比增加；二是晋江气电替代电量结算同比增加。

2025Q2 发电量同比下降，影响公司业绩表现。2025 年第二季度，公司风电发电量 9.54 亿千瓦时（-17.00%），其中海上风电发电量 5.63 亿千瓦时（-15.96%），陆上风电发电量 3.91 亿千瓦时（-18.45%）；天然气发电量 10.15 亿千瓦时（-2.71%），热电联产发电量 21.55 亿千瓦时（-7.24%），燃煤发电量 12.88 亿千瓦时（-1.18%）。电量下降使得公司业绩同比下降，2025 年第二季度，公司实现营收 32.72 亿元（-8.54%），归母净利润 5.85 亿元（-11.65%），扣非归母净利润 5.75 亿元（-10.74%）。

公司电源项目建设有序推进，未来装机容量将稳步增长。2025 年上半年，泉惠热电 2×66 万千瓦热电项目、仙游和木兰抽蓄等项目建设有序推进，已核准的长乐外海 J 区风电 65.6 万千瓦项目、泉惠热电二期 2×65 万千瓦热电项目进入建设准备阶段，福建省南安抽水蓄能 120 万千瓦电站项目获得核准。未来公司将继续主攻“绿色能源”方向，保持清洁能源高比例、高质量、规模化发展优势，力争 2025 年末控股运营、建设发电装机 1500 万千瓦，2030 年末控股运营、建设发电装机 2000 万千瓦，电力装机容量增长空间较大。

公司拟进行 2025 年中期分红，持续为投资者带来较好回报。公司在保障长远发展和可持续性的前提下，努力为股东创造更优回报，提升公司价值。公司发布 2025 年半年度利润分配方案，拟向全体股东每股派发现金红利 0.073 元（含税），合计拟派发现金红利 2.03 亿元（含税），约占公司 2025 年半年度归母净利润的 15.18%。

风险提示：电量下降；电价下滑；煤价上涨；项目投运不及预期。

投资建议：维持盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 29.3/30.2/33.5 亿元，分别同比增长 5.0%/3.1%/10.9%；EPS 分别为 1.06、1.09、1.21 元，当前股价对应 PE 为 9.3/9.0/8.1X。维持“优于大市”评级。

证券分析师： 黄秀杰（S0980521060002）、郑汉林（S0980522090003）、刘汉轩（S0980524120001）、崔佳诚（S0980525070002）

◆ 龙源电力(001289.SZ) 财报点评:电价下降影响业绩表现，加快建设大基地和海上风电项目

营业收入、归母净利润同比下降。2025 年上半年，公司实现营业收入 156.57 亿元（-18.61%），归母净利润 33.74 亿元（-13.79%），扣非归母净利润 32.87 亿元（-12.26%）。2025 年第二季度，公司实现营业收入 75.17 亿元（-18.18%），归母净利润 14.73 亿元（-0.07%），扣非归母净利润 14.26 亿元（+5.64%）。公司营业收入和归母净利润同比下降的原因：一是受 2024 年下半年处置所属火电子公司影响，收入较上年同期减少 40.50 亿元；二是今年上半年光伏项目陆续投产运营，装机容量同比增加，光伏售电收入增加 6.42 亿元；三是平价风电项目增加、参与市场化交易规模扩大等使得风电分部平均电价下降 3.76%，同时风电平均利用小时数下降导致风电分部售电收入同比下降 2.39 亿元。

新能源项目有序发展，装机容量持续增长。公司全力推动“沙戈荒”风光大基地项目，加强海上风电拓展，优先争取中东南部消纳有保障且电价相对较优区域的竞配指标，同时稳步推进“以大代小”项目，新能源项目装机容量及储备项目资源持续增长。2025 年上半年，公司新增新能源控股装机容量 205.35 万千瓦，其中风电、光伏分别为 98.70、109.66 万千瓦，减少生物质发电控股装机容量 3 万千瓦；截至 2025 年 6 月，公司控股装机容量 4319.67 万千瓦，其中风电 3139.57 万千瓦，光伏 1179.49 万千瓦。2025 年上半年，公司新签订开发协议 1.24GW，其中风电 1.04GW、储能 0.2GW，均位于资源较好地区。上半年累计取得开发指标 4.75GW，其中风电 2.98GW，光伏 1.77GW。未来公司将坚持风电为主优发展，抢抓优质资源，稳步推动规模化风电并购，积极稳妥开发海外风电市场，加大力度推动大基地和海上风电项目建设。

风险提示：电量下降；电价下滑；新能源项目投运不及预期。

投资建议：由于电价下降影响，下调盈利预测。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 67.7/70.9/74.5 亿元（原预测值为 71.4/74.7/78.5 亿元），同比增长 6.7%/4.7%/5.1%；EPS 分别为 0.81/0.85/0.89 元，当前股价对应 PE 为 20.5/19.6/18.6X。维持“优于大市”评级。

证券分析师：黄秀杰（S0980521060002）、郑汉林（S0980522090003）、刘汉轩（S0980524120001）、崔佳诚（S0980525070002）

◆ 中煤能源(601898.SH) 财报点评：增效降本，长期配置价值凸显

公司发布 2025 年半年报：2025H1 公司实现营收 744.4 亿元，同比-20.0%，归母净利润 77.1 亿元，同比-21.3%。其中 2025Q2 公司实现营收 360.4 亿元，同比-24.3%，归母净利润 37.3 亿元，同比-22.7%、环比-6.3%。

煤炭业务：自产煤产/销量稳中有增；成本精益化管理效果显著，吨煤成本继续下降；毛利受煤价中枢下行影响下滑。2025Q2 公司商品煤产量 3399 万吨，同比+0.7%，其中动力煤产量 3159 万吨（+2.2%），炼焦煤产量 240 万吨（-16.4%）；商品煤销售量 6454 万吨，同比-7.4%，其中自产商品煤销量 3443 万吨，同比+1.6%。2025Q2 自产动力煤、炼焦煤销售均价分别为 419 元/吨、844 元/吨，分别同比下降 89 元/吨、395 元/吨，分别环比下降 35 元/吨、78 元/吨。2025H1 自产商品煤单位销售成本 263 元/吨，同比下降 30 元/吨，主要系①公司深入推进标准成本体系建设，强化招标采购管理，以及进一步优化生产组织等使吨煤材料成本同比减少 5.9 元/吨，②科学合理管控工资水平等使吨煤人工成本同比减少 6.1 元/吨，③加大安全费和维简费使用减少专项基金结余等使吨煤其他成本同比减少 25.31 元/吨；2025Q2 自产商品煤单位销售成本 256 元/吨，同比下降 38 元/吨，环比下降 13 元/吨。最终 2025Q2 煤炭板块实现毛利 69 亿元，同比减少 28 亿元，环比减少 5.6 亿元。

煤化工业务：产销量增加，主要产品价格下跌，毛利有所下滑。2025H1 公司主要煤化工产品产/销量为 298.8/316.6 万吨，同比+2.1%/+2.7%。价格方面，聚烯烃、尿素、甲醇、硝铵分别同比-3.9%/-19%/-0.2%/-13.5%。成本端，煤价下行总成本降低，聚烯烃、尿素、甲醇、硝铵单位销售成本分别同比+9.6%/-11%/-23.5%/+6.2%，聚烯烃成本增加主要系装置按计划大修等影响。2025H1 煤化工业务实现毛利 14 亿元，同比减少 8 亿元。

其他业务：煤矿装备业务、金融业务毛利增加。2025H1 煤矿装备业务营业收入 47.7 亿元，同比-15.3%，主要是液压支架销售额同比减少；实现毛利 9.5 亿元，同比+9.6%，主要系材料成本降低；上半年累计签订合同总额 113.5 亿元，主导产品中的中高端订单占比超过 85%。2025H1 金融业务实现营业收入 11.7 亿元，同比-8.1%；实现毛利 7.9 亿元，同比+4.2%。

派发 2025 年中期分红积极回报投资者。公司按照 2025H1 国际财务报告准则合并财务报表归属于上市公司股东净利润约 73.3 亿元的 30%向股东分派现金股利，每股分派 0.166 元（含税）。

打造“煤-电-化-新”致密产业链。2025H1 里必煤矿、苇子沟煤矿建设按计划推进，乌审旗 2×660MW 煤电一体化项目实现高标准开工。陕西榆林煤化工二期年产 90 万吨聚烯烃项目土建工程基本完工，吊装全球首套 3000 吨级水煤浆半废锅。图克 10 万吨级“液态阳光”示范项目、平朔矿区三期 100MW 光伏项目加快建设。一批重点项目投产见效，安太堡 2×350MW 低热值煤发电项目上半年实现利润近亿元，平朔矿区一期 100MW、二期 160MW 光伏项目和上海能源新能源示范基地二期 132MW 光伏项目并网发电。

投资建议：维持“优于大市”评级。由于 2025 年煤价下跌幅度超过此前预期，下调盈利预测，预计

2025-2027 年公司归母净利润为 162/165/172 亿元（前值为 168/169/177 亿元）。考虑公司煤炭、煤化工业务均有增量，业绩稳健性较强，且分红率有较大提升潜力，维持“优于大市”评级。

风险提示：经济放缓导致煤炭需求下降、新能源快速发展替代煤电需求、安全生产事故影响、公司产能释放不及预期、公司分红率不及预期。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、胡瑞阳（S0980523060002）

◆ 信测标准(300938.SZ) 财报点评:二季度业绩同比增长 12%，产能扩张驱动新一轮增长

国内小而美的检测与试验设备一体化服务商。公司 2014/2024 年营业收入分别为 1.13/7.25 亿元，CAGR 约 20.43%；同期归属于母公司净利润为 0.25/1.76 亿元，CAGR 约 21.50%。2024 年收入/归母净利润同比增长 6.71%/7.67%，增长主要得益于汽车检测和电子电气检测市场需求复苏、设备销售维持稳定，毛利率/净利率为 57.99%/25.01%，保持在较高水平。2025 年上半年公司收入/归母净利润分别为 3.72/0.95 亿元，同比增长 1.35%/2.40%，其中二季度收入/归母净利润分别为 2.06/0.58 亿元，同比增长 10.45%/11.82%，主要系汽车检测业务增长较好。

检测服务与设备制造双轮驱动。分产品看，2025 年上半年汽车领域检测/电子电气产品检测/试验设备收入分别为 1.62/0.90/0.72 亿元，同比 +10.52%/+2.35%/-14.85%，对应毛利率分别为 69.10%/63.15%/39.38%，同比 -2.58/+2.65/-0.42 个 pct，汽车检测受益于电动化、智能化和自动驾驶不断推进，汽车测试新增订单增加。同时未来产能扩张驱动新一轮增长，受益于宁波检测中心于 2024 年底投产以及华中检测基地于 2025 年进入试运行阶段，公司将在新能源汽车、智能网联市场形成更高承载能力，奠定中期成长基础。

布局新兴领域，推动人才激励。公司加速布局汽车智能化及辅助驾驶检测，受益于各主机厂加大汽车自动化、智能化等研发投入，智能网联汽车快速发展，带动智能感知等零部件大量使用，如摄像头、激光雷达等，极大增加汽车零部件检测需求。同时公司成立机器人技术有限公司，布局工业/服务/特殊作业机器人制造研发，以推动检测业务智能化及自动化发展。另公司推出 2025 年员工持股计划，面向核心管理/技术/业务关键人员，初始参与人数不超过 50 人，持股规模不超过当前总股本的 1.32%，以 2024 年为基准，考核 2025 年-2027 年营业收入与净利润增长目标分别为 10%/10%、20%/20%、30%/30%。

投资建议：信测标准作为小而美的综合性检测公司，核心业务汽车检测/电子电气检测具备领先优势，增长稳健，叠加宁波检测中心及华中检测基地逐步投产，支撑中期高质量增长，预计 2025 年-2027 年归母净利润分别为 2.03/2.39/2.81 亿元，对应 PE 28/24/20 倍，一年期合理估值为 25.86-31.03 元，对应 2026 年 PE 25-30 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：品牌和公信力受到不利事件影响的风险；市场竞争加剧及收款风险；政策和行业标准变动风险。

证券分析师： 吴双（S0980519120001）、王鼎（S0980520110003）

◆ 小米集团-W(01810.HK) 海外公司财报点评:2Q25 营收、利润再创历史新高，智能电动汽车业务毛利率明显提升

2Q25 公司营收利润再创历史新高，毛利率同比提升。2Q25 公司总营收 1160 亿元（YoY +31%），经调整净利润 108 亿元（YoY +75%），毛利率 22.5%（YoY +1.8pct）。2Q25 公司总营收及净利润继续高速增长，再创单季度历史新高。分业务看，2Q25 智能手机、IoT 与生活消费产品、互联网服务、智能电动汽车及 AI 等创新业务营收占比分别为 39%/33%/8%/18%。

2Q25 公司智能手机在东南亚、欧洲、非洲市场份额提升，智能大家电出货量高速增长。2Q25 公司智能手机业务营收 455 亿元（YoY -2.1%），毛利率 11.5%（YoY -0.6pct），公司智能手机出货量同比增长 0.6%至 4240 万部，持续八个季度实现同比增长。2Q25 公司智能手机在东南亚、欧洲、非洲市占率分别同比提升 1.6/3.4/2.7pct。2Q25 公司 IoT 业务营收 387 亿元（YoY +45%），毛利率同比提升 2.8pct 至 22.5%，收入创历史新高，其中，智能大家电收入创历史新高，同比增长 66%，空调、冰箱、洗衣机产品出货量分别同比增长超 60%、25%、45%，公司平板出货量同比增长 42%，全球出货量排名第五。2Q25 公

司互联网服务业务营收 91 亿元 (YoY+10%)，毛利率 75.4%。

2025 智能电动汽车及 AI 等创新业务亏损继续收窄，毛利率同环比提升。2025 公司智能电动汽车及 AI 等创新业务营收 213 亿元，其中智能电动汽车营收 206 亿元。2025 智能电动汽车及 AI 创新业务亏损 3 亿元，继续收窄。2025 年 6 月公司首款 SUV 车型小米 YU7 系列正式发布，开售 18 小时锁单量突破 24 万台。公司汽车产能提升，2025 交付新车 8.1 万辆，同比增长 198%，智能电动汽车 ASP 由 2024 的 22.9 万元提升至 2025 的 25.4 万元，ASP 提升主要由于交付 ASP 较高的 Xiaomi SU7 Ultra。2025 公司智能电动汽车业务毛利率提升至 26.4%，主要由于核心零部件成本下降、单位制造成本降低以及交付 Xiaomi SU7 Ultra。

投资建议：公司智能电动汽车业务毛利率持续提升，上调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 390/510/677 亿元（前值：388/499/661 亿元），同比增速 65%/31%/33%；看好公司人车家全生态布局的协同以及海外市场的拓展带来的业绩增长，维持“优于大市”评级。

风险提示：下游需求不及预期；行业竞争加剧；汇率波动风险。

证券分析师： 胡剑 (S0980521080001)、张伦可 (S0980521120004)、唐旭霞 (S0980519080002)、连欣然 (S0980525080004)、刘子谭 (S0980525060001)

金融工程

◆ 金融工程周报:热点追踪周报-由创新高个股看市场投资热点 (第 208 期)

乘势而起：市场新高趋势追踪：截至 2025 年 8 月 22 日，上证指数、深证成指、沪深 300、中证 500、中证 1000、中证 2000、创业板指、科创 50 指数 250 日新高距离分别为 0.00%、0.00%、0.00%、0.00%、0.00%、0.06%、0.00%、0.00%。中信一级行业指数中家电、国防军工、综合、传媒、计算机行业指数距离 250 日新高较近，食品饮料、煤炭、房地产、银行、消费者服务行业指数距离 250 日新高较远。概念指数中，数字货币、万得风电、航天军工、汽车零部件、金属非金属、汽车、家用电器等概念指数距离 250 日新高较近。

见微知著：利用创新高个股进行市场监测：截至 2025 年 8 月 22 日，共 1606 只股票在过去 20 个交易日间创出 250 日新高。其中创新高个股数量最多的是机械、医药、电子行业，创新高个股数量占比最高的是国防军工、有色金属、医药行业。按照板块分布来看，本周制造、科技板块创新高股票数量最多；按照指数分布来看，中证 2000、中证 1000、中证 500、沪深 300、创业板指、科创 50 指数中创新高个股数量占指数成份股个数比例分别为：30.65%、27.50%、25.00%、18.00%、19.00%、16.00%。

平稳创新高股票跟踪：我们根据分析师关注度、股价相对强弱、趋势延续性、股价路径平稳性、创新高持续性等角度，本周从全市场创新高股票中筛选出了包含新易盛、胜宏科技、仕佳光子等 48 只平稳创新高的股票。按照板块来看，创新高股票数量最多的是科技、制造板块，分别有 22、12 只入选。其中，科技板块中创新高最多的是电子行业；制造板块中创新高最多的是汽车行业。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险，本报告基于历史客观数据统计，不构成任何投资建议，历史股价表现不代表未来股价表现。

证券分析师： 张欣慰 (S0980520060001)、胡志超 (S0980524070001)

◆ 金融工程周报:主动量化策略周报-双创板块大涨，优基增强组合本周上涨 4.17%

国信金工主动量化策略表现跟踪：

本周，优秀基金业绩增强组合绝对收益 4.17%，相对偏股混合型基金指数超额收益 0.65%。本年，优秀基金业绩增强组合绝对收益 22.11%，相对偏股混合型基金指数超额收益-2.61%。今年以来，优秀基金业绩增强组合在主动股基中排名 49.21%分位点 (1707/3469)。

本周，超预期精选组合绝对收益 3.71%，相对偏股混合型基金指数超额收益 0.19%。本年，超预期精选组合绝对收益 39.73%，相对偏股混合型基金指数超额收益 15.01%。今年以来，超预期精选组合在主动股基中排名 14.36%分位点 (498/3469)。

本周，券商金股业绩增强组合绝对收益 3.94%，相对偏股混合型基金指数超额收益 0.42%。本年，券商金股业绩增强组合绝对收益 27.90%，相对偏股混合型基金指数超额收益 3.18%。今年以来，券商金股业绩增强组合在主动股基中排名 33.90%分位点（1176/3469）。

本周，成长稳健组合绝对收益 3.38%，相对偏股混合型基金指数超额收益-0.14%。本年，成长稳健组合绝对收益 45.63%，相对偏股混合型基金指数超额收益 20.91%。今年以来，成长稳健组合在主动股基中排名 8.91%分位点（309/3469）。

本周，股票收益中位数 2.43%，79%的股票上涨，21%的股票下跌；主动股基中位数 3.28%，97%的基金上涨，3%的基金下跌。

本年，股票收益中位数 23.19%，87%的股票上涨，13%的股票下跌；主动股基中位数 22.06%，99%的基金上涨，1%的基金下跌。

优秀基金业绩增强组合：

在构建量化组合时，从传统地对标宽基指数，转变为对标主动股基。在借鉴优秀基金持仓的基础上，采用量化方法进行增强，达到优中选优的目的。

超预期精选组合：

以研报标题超预期与分析师全线上调净利润为条件筛选超预期事件股票池，接着对超预期股票池进行基本面和技术面两个维度的精选，挑选出同时具备基本面支撑和技术面共振的超预期股票，构建超预期精选股票组合。

券商金股业绩增强组合：

以券商金股股票池为选股空间和约束基准，采用组合优化的方式控制组合与券商金股股票池在个股、风格上的偏离，构建券商金股业绩增强组合。

成长稳健组合：

采用“先时序、后截面”的方式，构建成长股二维评价体系。以研报标题超预期及业绩大增为条件筛选成长股股票池，根据距离正式财报预约披露日的间隔天数进行分档，优先选择距离财报预约披露日较近的股票，当样本数量较多时，采用多因子打分精选优质个股，构建 100 只股票等权组合。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）

◆ 金融工程周报：多因子选股周报-成长因子表现出色，四大指增组合年内超额均超 10%

国信金工指数增强组合表现跟踪

- 沪深 300 指数增强组合本周超额收益-0.87%，本年超额收益 11.58%。
- 中证 500 指数增强组合本周超额收益-0.22%，本年超额收益 11.11%。
- 中证 1000 指数增强组合本周超额收益 0.02%，本年超额收益 14.85%。
- 中证 A500 指数增强组合本周超额收益-1.49%，本年超额收益 10.27%。

因子表现监控

以沪深 300 指数为选股空间。最近一周，标准化预期外收入、一年动量、单季营收同比增速等因子表现较好，而 EPTTM、单季 EP、一个月换手等因子表现较差。

以中证 500 指数为选股空间。最近一周，EPTTM 一年分位点、高管薪酬、DELTAROA 等因子表现较好，而预期 EPTTM、EPTTM、单季 EP 等因子表现较差。

以中证 1000 指数为选股空间。最近一周，标准化预期外收入、三个月反转、单季营收同比增速等因子表现较好，而一个月反转、预期 EPTTM、股息率等因子表现较差。

以中证 A500 指数为选股空间。最近一周，单季营收同比增速、三个月反转、一年动量等因子表现较好，而单季 EP、EPTTM、预期 EPTTM 等因子表现较差。

以公募重仓指数为选股空间。最近一周，一年动量、单季盈利同比增速、单季营收同比增速等因子表现

较好，而单季 EP、预期 EPTTM、EPTTM 等因子表现较差。

公募基金指数增强产品表现跟踪

目前，公募基金沪深 300 指数增强产品共有 70 只（A、C 类算作一只，下同），总规模合计 770 亿元。中证 500 指数增强产品共有 71 只，总规模合计 432 亿元。中证 1000 指数增强产品共有 46 只，总规模合计 150 亿元。中证 A500 指数增强产品共有 52 只，总规模合计 205 亿元。

沪深 300 指数增强产品最近一周：超额收益最高 0.69%，最低-1.53%，中位数-0.57%。最近一月：超额收益最高 3.08%，最低-2.51%，中位数-0.18%。

中证 500 指数增强产品最近一周：超额收益最高 0.78%，最低-1.40%，中位数-0.31%。最近一月：超额收益最高 1.55%，最低-4.83%，中位数-0.65%。

中证 1000 指数增强产品最近一周：超额收益最高 1.65%，最低-0.96%，中位数 0.21%。最近一月：超额收益最高 2.47%，最低-3.11%，中位数-0.16%。

中证 A500 指数增强产品最近一周：超额收益最高 1.65%，最低-0.96%，中位数 0.21%。最近一月：超额收益最高 1.51%，最低-3.32%，中位数-0.48%。

风险提示：市场环境变动风险，因子失效风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）

◆ 金融工程周报：港股投资周报-港股精选组合本周上涨 2.78%，年内上涨 65.94%

港股精选组合绩效回顾

本周，港股精选组合绝对收益 2.78%，相对恒生指数超额收益 2.51%。

本年，港股精选组合绝对收益 65.94%，相对恒生指数超额收益 39.62%。

港股市场创新高热点板块跟踪

我们根据分析师关注度、股价相对强弱、股价路径平稳性、创新高连续性等角度在过去 20 个交易日创出过 250 日新高的股票池中筛选出平稳创新高股票。

近期，九方智投控股等股票平稳创出新高。

按照板块来看，创新高股票数量最多的是医药板块，其次为科技、大金融、消费、周期和制造板块，具体个股信息可参照正文。

港股市场一周回顾

宽基指数方面，本周恒生科技指数收益最高，累计收益 1.89%；恒生小型股指数收益最低，累计收益 0.12%。行业指数方面，本周非必需性消费行业收益最高，累计收益 1.64%；原材料业行业收益最低，累计收益 -2.15%。

概念板块方面，本周紫光系概念板块收益最高，累计收益 12.89%；富士康概念板块收益最低，累计收益 -14.31%。

南向资金监控

南向资金整体方面，本周港股通累计净流入 179 亿港元，近一个月以来港股通累计净流入 1594 亿港元，今年以来港股通累计净流入 9568 亿港元，总体来看近期南向资金呈现出整体流入的走势。

本周港股通资金中，中国人寿、腾讯控股和阿里巴巴-W 流入金额最多，快手-W、安踏体育和吉利汽车流出金额最多。

投资港股公募基金表现监控

本周，港股通股票收益中位数-0.31%，投资港股的主动基金收益中位数 1.22%。

本年，港股通股票收益中位数 27.69%，投资港股的主动基金收益中位数 34.04%。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）

◆ 金融工程周报:基金周报-百亿级 ETF 数量突破 100 只，基金业绩比较基准多资产化

上周市场回顾。上周 A 股市场主要宽基指数全线上涨，科创 50、创业板指、中小板指指数收益靠前，收益分别为 13.31%、5.85%、4.64%，中证 1000、上证综指、中证 500 指数收益靠后，收益分别为 3.45%、3.49%、3.87%。

从成交额来看，上周主要宽基指数成交额均有所上升。行业方面，上周通信、电子、计算机收益靠前，收益分别为 10.47%、9.00%、7.80%，房地产、医药、煤炭收益靠后，收益分别为 0.98%、1.17%、1.23%。截至上周五，央行逆回购净投放资金 13652 亿元，逆回购到期 7118 亿元，净公开市场投放 20770 亿元。不同期限的国债利率均有所上行，利差扩大 3.11BP。

上周共上报 63 只基金，较上上周申报数量有所增加。申报的产品包括 4 只 FOF、1 只 REITs，AAA 科创债 ETF、嘉实恒指港股通 ETF、科创创业人工智能 ETF 等。

8 月 20 日，证监会官网显示 14 只科创债 ETF 密集申报，包括 1 只深证 AAA 科技创新公司债 ETF、3 只上证 AAA 科技创新公司债 ETF、10 只中证 AAA 科技创新公司债 ETF。

证监会官网显示，近期共有 10 只中证科创创业人工智能 ETF 申报。该 ETF 跟踪的是中证科创创业人工智能指数（科创创业 AI）。

开放式公募基金表现。上周主动权益、灵活配置型、平衡混合型基金收益分别为 3.15%、2.74%、1.81%。今年以来主动权益基金业绩表现最优，中位数收益为 21.88%，主动权益型、灵活配置型和平衡混合型基金的中位数收益分别为 21.88%、16.08%、8.91%。

上周指数增强基金超额收益中位数为-0.25%，量化对冲型基金收益中位数为 0.07%。今年以来，指数增强基金超额中位数为 3.63%，量化对冲型基金收益中位数为 0.59%。

截至上周末，开放式公募基金中共有普通 FOF 基金 243 只、目标日期基金 119 只、目标风险基金 153 只。今年以来，目标日期基金中位数业绩表现最优，累计收益率为 11.95%。

基金产品发行情况。上周新成立基金 39 只，合计发行规模为 233.14 亿元，较前一周有所增加。此外，上周有 45 只基金首次进入发行阶段，本周将有 28 只基金开始发行。

风险提示：市场环境变动风险，风格切换风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、陈梦琪（S0980524070009）

◆ 金融工程周报:ETF 周报-本周股票型 ETF 收益中位数近 4%，其中科技 ETF 涨幅中位数超 10%

ETF 业绩表现

上周（2025 年 08 月 18 日至 2025 年 08 月 22 日，下同）股票型 ETF 周度收益率中位数为 3.89%。宽基 ETF 中，科创板 ETF 涨跌幅中位数为 8.12%，收益最高。按板块划分，科技 ETF 涨跌幅中位数为 10.03%，收益最高。按主题进行分类，芯片 ETF 涨跌幅中位数为 14.15%，收益最高。

ETF 规模变动及净申购

上周股票型 ETF 净赎回 6.40 亿元，总体规模增加 1598.43 亿元。在宽基 ETF 中，上周中证 500ETF 净申购最多，为 41.42 亿元；按板块来看，大金融 ETF 净申购最多，为 76.32 亿元；按热点主题来看，证券 ETF 净申购最多，为 72.35 亿元。

ETF 基准指数估值情况

在宽基 ETF 中，创业板类 ETF 的估值分位数相对较低；按板块来看，消费 ETF 的估值分位数相对温和；按照细分主题来看，酒、光伏、新能源车 ETF 的估值分位数相对较低。与前周相比，AIETF 的估值分位数明显提升。

ETF 融资融券情况

上周一至周四股票型 ETF 融资余额由前周的 388.57 亿元上升至 392.45 亿元，融券余量由前周的 21.64 亿份上升至 22.96 亿份。在日均融资买入额、融券卖出量最高的前 10 只 ETF 中，创业板类 ETF 和科创板 ETF 的日均融资买入额较高，中证 1000ETF 和中证 500ETF 的日均融券卖出量较高。

ETF 管理人

截至上周五，华夏、易方达、华泰柏瑞三家基金公司的已上市、非货币 ETF 总规模排名前三。本周将有东财创业板综合增强策略 ETF、鹏华创业板综合 ETF、汇添富上证科创板创新药 ETF、国联安中证 A500 红利低波 ETF、易方达中证金融科技主题 ETF、富国中证卫星产业 ETF 6 只 ETF 发行。

风险提示：市场环境变动风险，风格切换风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、杨昕宇（S0980525040001）

◆ 金融工程日报：沪指单边上行站上 3800 点，本周累计涨幅 3.49%创年内最佳

市场表现：20250822 市场全线上涨，规模指数中上证 50 指数表现较好，板块指数中科创 50 指数表现较好，风格指数中中证 500 成长指数表现较好。电子、通信、计算机、非银、国防军工行业表现较好，银行、石油石化、农林牧渔、钢铁、交通运输行业表现较差。服务器、万得元宇宙、炒股软件、AIPC、ASIC 芯片等概念表现较好，黄酒、宠物经济、家纺、西藏振兴、培育钻石等概念表现较差。

市场情绪：20250822 收盘时有 81 只股票涨停，有 4 只股票跌停。昨日涨停股票今日高开高走，收盘收益为 1.94%，昨日跌停股票今日收盘收益为-0.57%。今日封板率 84%，较前日提升 25%，连板率 25%，较前日提升 13%，封板率创近一个月新高。

市场资金流向：截至 20250821 两融余额为 21468 亿元，其中融资余额 21320 亿元，融券余额 148 亿元。两融余额占流通市值比重为 2.3%，两融交易占市场成交额比重为 11.0%。

折溢价：20250821 当日 ETF 溢价较多的是科创 50ETF 指数，ETF 折价较多的是创新药 ETF 国泰。近半年以来大宗交易日均成交金额达到 14 亿元，20250821 当日大宗交易成交金额为 10 亿元，近半年以来平均折价率 5.91%，当日折价率为 4.19%。近一年以来上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 股指期货主力合约的年化贴水率中位数分别为 0.34%、2.38%、9.23%、11.13%，当日上证 50 股指期货主力合约年化升水率为 5.71%，处于近一年来 94%分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化升水率为 4.57%，处于近一年来 95%分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 2.28%，处于近一年来 87%分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 2.43%，处于近一年来 90%分位点。

机构关注与龙虎榜：近一周内调研机构较多的股票是德赛西威、云天化、若羽臣、京北方、国瓷材料、巴比食品、苑东生物、路维光电等，德赛西威被 232 家机构调研。20250822 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入前十的股票是和而泰、昆仑万维、川润股份、顺网科技、三川智慧、成飞集成、科创信息、中科磁业、御银股份、成都华微等，机构专用席位净流出前十的股票是海光信息、寒武纪-U、艾布鲁、中油资本、方正科技、准油股份、国机精工、中电鑫龙、利君股份、震安科技等。陆股通净流入前十的股票是和而泰、海光信息、华胜天成、昆仑万维、中油资本、顺网科技、跨境通、方正科技、浙大网新、南方精工、鹏欣资源、利君股份等，陆股通净流出前十的股票是寒武纪-U、每日互动、电子城、京北方、吉视传媒、卓翼科技、万通发展、博苑股份等。

风险提示：市场环境变动风险；本报告基于历史客观数据统计，不构成投资建议。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）

联系人： 李子靖

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	773.94	-0.15	ICE 布伦特原油	67.73	0.08
白银	9207.00	0.65	铜	78710.00	0.13
铝	20685.00	0.24	铅	16760.00	0.00
豆一	4106.00	-0.67	锌	22260.00	-0.13
豆粕	3050.00	-1.23	镍	119460.00	-0.50
玉米	2197.00	-1.03	锡	266330.00	-0.56
螺纹钢	3100.00	-0.41	SR509	5721.00	-0.27

本月国内重要信息披露

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

近期非流通股解禁明细

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

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

全球证券市场统计

股票市场指数

简称	最新收盘价	1日 涨跌幅(%)	1周 涨跌幅(%)	1个月 涨跌幅(%)	3个月 涨跌幅(%)	12个月 涨跌幅(%)	30天 波动率(%)
道琼斯工业平均指数	45631.74	1.889543	61.19	61.19	61.19	61.19	40.56
德国 DAX 指数	24363.09	0.287116	91.27	1.33	1.51	31.73	53.33
法 CAC40 指数	7969.69	0.395551	0.58	2.90	1.33	5.92	46.05
恒生指数	25339.14	0.934211	0.27	0.83	7.62	43.63	64.71
沪深 300 指数	4377.99	2.097100	4.17	6.28	11.85	32.14	60.49
美国 SP500 指数	6466.91	1.518641	0.26	2.49	10.69	16.08	47.76
纳斯达克综合指数	21496.54	1.877840	-0.58	2.89	13.58	22.00	50.27
日经 225 指数	42633.29	0.054259	-1.71	7.18	15.26	11.57	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流入资金 (RMB, 万元)	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流出资金 (RMB, 万元)
1	603259.SH	药明康德	94.0000	2.5082	无数据	603259.SH	药明康德	94.0000	2.5082	无数据
2	300059.SZ	东方财富	27.8500	3.9179	无数据	300059.SZ	东方财富	27.8500	3.9179	无数据
3	603986.SH	兆易创新	150.8800	10.0029	无数据	300502.SZ	新易盛	273.8100	6.1855	无数据
4	300502.SZ	新易盛	273.8100	6.1855	无数据	600111.SH	北方稀土	47.9500	7.5112	无数据
5	600111.SH	北方稀土	47.9500	7.5112	无数据	600309.SH	万华化学	67.1700	2.3933	无数据
6	600309.SH	万华化学	67.1700	2.3933	无数据	002241.SZ	歌尔股份	29.8700	0.6402	无数据
7	002241.SZ	歌尔股份	29.8700	0.6402	无数据	688041.SH	海光信息	186.0600	20.0000	无数据

8	688041. SH	海光信息	186.0600	20.0000	无数据	600519. SH	贵州茅台	1463.9500	1.0841	无数据
9	300476. SZ	胜宏科技	220.1000	1.8227	无数据	300476. SZ	胜宏科技	220.1000	1.8227	无数据
10	002594. SZ	比亚迪	110.6600	3.3240	无数据	002594. SZ	比亚迪	110.6600	3.3240	无数据

港股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格 (HKD)	涨跌幅 (%)	流入资金 (HKD, 万元)	代码	简称	价格 (HKD)	涨跌幅 (%)	流出资金 (HKD, 万元)
1	2228. HK	中国节能海 东青	10.1700	0.10303688	145149.87	0981. HK	中芯国际	56.9000	0.10058027	623209.51
2	2228. HK	晶泰控股	10.1700	0.10303688	145149.87	0700. HK	腾讯控股	600.0000	0.01180438	314074.72
3	9868. HK	小鹏汽车-W	91.9000	0.13597033	156580.02	1347. HK	华虹半导体	56.0000	0.17845118	313069.41
4	1810. HK	小米集团-W	52.5500	0.02336904	169082.37	9868. HK	小鹏汽车-W	91.9000	0.13597033	287472.64
5	1024. HK	快手-W	74.9000	0.04390244	205843.16	1810. HK	小米集团-W	52.5500	0.02336904	259343.54
6	3690. HK	美团-W	118.4000	0.01110162	228556.14	9988. HK	阿里巴巴-W	118.0000	0.01987900	247598.14
7	0763. HK	中兴通讯	36.0600	0.15134100	231096.13	0763. HK	中兴通讯	36.0600	0.15134100	199445.01
8	1347. HK	华虹半导体	56.0000	0.17845118	238039.28	2228. HK	中国节能海 东青	10.1700	0.10303688	149311.07
9	9988. HK	阿里巴巴-W	118.0000	0.01987900	286185.32	2228. HK	晶泰控股	10.1700	0.10303688	149311.07
10	0700. HK	腾讯控股	600.0000	0.01180438	360178.87	3690. HK	美团-W	118.4000	0.01110162	127696.24
11	0981. HK	中芯国际	56.9000	0.10058027	732496.10	1024. HK	快手-W	74.9000	0.04390244	88563.58

免责声明

分析师声明

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

国信证券投资评级

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

重要声明

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

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

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

证券投资咨询业务的说明

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

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

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032