

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-08-25

宏观策略

2025 年 08 月 25 日

宏观点评 20250818：高质量发展孕育“创新牛”

四重“创新”带来流动性和估值的双重改善 2025 年的“创新牛”本质是政策引导下资本定价后产业落地的正向循环。宏观政策通过财政货币工具锚定产业方向，资本市场通过制度创新实现价值发现，增量资金提供流动性支撑，最终产业趋势通过技术突破兑现盈利。当前，这一闭环仍在强化：宏观政策的落地仍在进程中、“科特估”体系在逐步完善、中长期资金入市将逐年完成指标要求、技术国产化盈利尚未完全释放潜力。当前，市场的流动性和估值已有改善，随着 2025 年 8 月 13 日 A 股成交额再次突破 2 万亿元，成交额持续抬升的过程中市场仍在向上突破，呈现交易结构和情绪的正向循环。融资余额超过 2 万亿创历史新高，保险资金持续举牌仍在增持金融股，在市场情绪持续向好、增量资金持续入场和科技产业创新持续突破的背景下，“创新牛”的初期，市场风格大概率沿着长线资金偏好的金融板块和科技产业有趋势的板块的机器人、海内外算力、创新药等方向继续延伸。未来随着 AI+ 的应用场景落地，科技产业发展进一步带动需求回升，价格和企业盈利回升趋势明确后，“创新牛”有望从金融结构性行情演变为全面牛市。风险提示：企业盈利上行幅度不及预期；外需超预期下行；结构化行情演绎趋向极致

宏观点评 20250818：中国出口增速或持续超市场预期

美国财政货币政策双宽松，明年外需或仍有韧性

海外周报 20250817：美联储全年降息预期仍存在回调风险

核心观点：本周公布的美国 7 月核心 CPI 环比结束连续五个月的弱于预期，但由于数据并未超预期，市场加码押注降息，并形成“降息预期升温→经济软着陆预期强化”的交易组合，导致 2 年美债利率、美元指数下跌，同时 10 年 TIPS、10 年美债利率、美股上涨，黄金下跌。随后，7 月 PPI 在批发贸易服务推动下大超预期，反映关税的影响仍在进行之中。向前看，关税本身的变化、对批发、零售、终端消费的影响时长时点、幅度仍然存在不确定性，叠加非农、CPI 等数据质量的恶化，我们预期 9 月降息并板上钉钉。偏乐观的情形下，我们预期今年 2 次降息，分别发生在 9、12 月；偏悲观情形下，我们预期今年 1 次降息，发生在 10 月。因此短期看，当前市场定价的 9 月 0.845 次、全年降息 2.187 次的降息预期过于乐观，9 月 FOMC 前需警惕降息预期回调的风险。中期看，我们预期 2026 年 5 月美联储新主席上台后，货币政策将更宽松，悲观、基准和乐观情形下明年将分别有 4、5 和 6 次降息。因此 9 月 FOMC 后，市场当前计价的 2026 年仅 3 次的降息预期料将升温。策略上，我们预期 9 月 FOMC 前美元指数、2 年美债利率将上行，以回吐当前过于乐观的降息预期。9 月 FOMC 后，市场将加码押注 2026 年的降息预期，届时 2 年美债利率、美元指数将重新回归下行趋势。同时由于市场对美联储独立性、债务可持续性、美元信用等的担忧长期存在，期限溢价将限制长期美债利率走势，因此 2 年 10 年美债期限利差将走阔。风险提示：特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

晨会编辑 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

宏观量化经济指数周报 20250817: 结构性政策工具或是三季度施力重点
预计三季度结构性政策工具或“替代”总量型政策担纲宽松主线

固收金工

固收点评 20250820: 金威转债: 营养健康全产业链龙头

我们预计金威转债上市首日价格在 122.16~135.89 元之间, 我们预计中签率为 0.0048%。

行业

推荐个股及其他点评

浙商证券 (601878): 2025 年中报点评: 交投活跃度提升带动业绩增长, 自营系主要驱动力

盈利预测与投资评级: 结合公司 2024 年经营情况, 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 23.78/26.03/28.33 亿元 (原值分别为 21.65/22.98/25.41 亿元), 对应同比增速分别为 23.07%/9.47%/8.84%, 对应 EPS 分别为 0.52/0.67/0.73 元/股, 当前市值对应 PB 估值分别为 1.29x/1.24x/1.18x。看好公司发力同业并购补足财富管理业务版图, 同时在协同发展战略引领下进一步提升竞争力, 维持“买入”评级。风险提示: 1) 市场成交活跃度下降; 2) 股市波动冲击自营投资收益。

千红制药 (002550): 2025 年中报点评: 创新化转型顺利, 原料药业务拐点已现, 制剂毛利率大幅提升

投资要点 事件: 2025 年 8 月 22 日, 公司发布半年报。2025 年上半年公司实现收入 8.62 亿元 (+0.72%, 括号内为同比, 下同), 实现归母净利润 2.58 亿元 (+41.17%), 实现扣非归母净利润 1.99 亿元 (+10.71%)。单 Q2 实现收入 4.11 亿元 (+4.16%), 实现归母净利润 0.97 亿元 (+23.38%), 实现扣非归母净利润 0.92 亿元 (+18.44%)。业绩超我们预期。创新化转型顺利, 新药临床顺利推进、走向海外。截至 2025 年中报, 公司已有 4 条创新药管线处在 II 期临床或即将进入 III 期临床。原创一类新药 QHRD107 胶囊已完成 II a 期临床试验, 且 II a 期临床试验研究阶段性成果先后在美国血液学年会 (ASH)、欧洲血液学年会 (EHA) 顺利发表, 目前正处于向 CDE 申请 II b 期临床研究阶段; 原创一类新药 QHRD106 注射液已完成 II 期临床试验, 目前正处于向 CDE 申请 III 期临床研究阶段。我们认为, 公司布局创新药多年, 现已进入收获期。盈利预测与投资评级: 我们维持原有预测, 预计公司 2025-2027 年收入分别为 20.51/27.37/32.83 亿元, 归母净利润分别为 4.43/5.12/6.09 亿元; 对应当前市值 P/E 估值 31/27/23X, 维持“买入”评级。风险提示: 原料药下游需求不及预期; 新药研发进展不及预期; 商业化进度不及预期

三一重工 (600031): 2025 半年度业绩点评: Q2 归母净利润同比+38%超预期, 龙头充分受益于国内外共振

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测值为 85.0/111.4/127.2 亿元, 对应当前市值 PE 分别为 21/16/14x, 维持“买入”评级。风险提示: 国内行业需求回暖不及预期, 行业竞争加剧, 出海不及预期

科德数控 (688305): 2025 年中报点评: 营收稳健增长, 股份支付费用影响利润水平

盈利预测与投资评级：考虑到制造业景气度复苏不及预期，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测为 1.38（原值 1.70）/1.87（原值 2.15）/2.43（原值 2.76）亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 61/45/34 倍，考虑到公司在五轴机床领域龙头地位，维持公司“增持”评级。风险提示：机床需求不及预期，产能建设不及预期，研发进展不及预期。

柏楚电子（688188）：2025 半年度业绩点评：2025H1 归母净利润同比+30%，高功率产品渗透率持续突破

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 10.61/12.93/15.86 亿元，对应当前市值 PE 分别为 41/34/27x，维持“买入”评级。风险提示：下游资本开支不及预期，技术研发不及预期，国产替代进程不及预期

杭叉集团（603298）：2025 半年报点评：25H1 归母净利润+11%，全球化+智能化+绿色化助力成长

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 22/24/27 亿元，当前市值对应 PE 13/12/11X，维持“增持”评级。风险提示：地缘政治冲突加剧、竞争格局恶化、原材料价格波动等

赛恩斯（688480）：2025 年中报点评：业务结构改善，药剂业务快速发展

盈利预测与投资评级：药剂业务品类持续扩张，股权激励锁定高增长。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润 1.63/1.97/2.36 亿元的预测，同比-10%/+21%/+20%，其中，2025 年预测归母净利润与 2024 年扣非净利相比增长 40%，对应 PE 25/20/17 倍（2025/8/22），维持“买入”评级。

中矿资源（002738）：2025 半年报点评：上半年铯铷利润高增，下半年锂涨价贡献弹性

盈利预测与投资评级：由于公司铯铷业务利润高增，且锂价回暖，我们上调公司 25-27 年盈利预测，预计 25-27 年归母净利润 6.7/12.8/21.5 亿元（原预测为 4.0/9.6/19.3 亿元），同比-11%/+91%/+68%，对应 PE 为 44x/23x/14x，维持“买入”评级。风险提示：产能释放不及预期，需求不及预期

惠泰医疗（688617）：2025 年中报点评：业绩符合预期，期待 PFA 新品放量

投资要点 事件：2025 年 8 月 21 日，公司发布 2025 年中报。2025 年 H1 公司实现收入 12.14 亿元（+21.26%，同比，下同），实现归母净利润 4.25 亿元（+24.11%），实现扣非归母净利润 4.11 亿元（+25.33%），实现经营现金流净额 4.45 亿元（+29.46%）。2025 单 Q2，公司实现收入 6.50 亿元（+19.04%），实现归母净利润 2.42 亿元（+19.56%），实现扣非归母净利润 2.30 亿元（+20.41%），业绩符合我们预期。PFA 新品推广顺利，期待下半年加速。2025 年上半年，分业务看，冠脉/电生理/外周介入分别实现收入 6.54/2.46/2.13 亿，同比分别增长 30.02%、9.98%、21.33%，收入占比分别为 53.90%、20.23%、17.51%。25H1 公司专注于核心 PFA 产品的准入与增长，累计完成 PFA 脉冲消融手术 800 余例，并在全国多家头部中心完成 PFA 产品的准入及常规开展工作。同时，国内电生理传统三维非房颤手术仍在加速推进，报告期内完成手术近 8,000 例。传统的标测和通路产品中，公司可调弯十极冠状窦标测导管在该品类细分市场中维持领先份额。房间隔穿刺针及鞘类产品的使用量保持稳定增长。2025 年上半年，可调弯十极冠状窦标测导管商业销售超 50,000 根，房间隔穿刺针鞘随行业手术量增长稳步提升。国际市场自主品牌增速快，整体表现

符合预期。25 年上半年，公司自主品牌产品持续驱动整体发展，重点市场加速放量，较上年同期增长 34.56%。其中，欧洲区、俄罗斯独联体区与拉美区表现亮眼；中东非地区受地缘局势影响，增长相对承压，但整体仍符合我们预期。 盈利预测与投资评级：我们考虑到下半年集采推进，外周业务有望环比加速，覆盖电生理推广费用，维持 2025 年原有预测，预计公司 2025 年归母净利润为 9.07 亿，下调 2026-2027 年归母净利润由 12.15/16.07 亿元为 12.00/15.88 亿元，对应当前市值 P/E 估值分别为 44/33/25X，维持“买入”评级。 风险提示：集采推进不及预期，下半年电生理手术量不及预期，市场竞争加剧等。

报喜鸟 (002154): 2025 年中报点评: 品牌表现分化, 费用增加净利承压

盈利预测与投资评级：考虑到服装消费偏弱，2024 年、25H1 公司业绩承压，我们将 25-26 年归母净利润预测值从 6.43/7.29 亿元分别下调至 4.05/4.74 亿元，增加 27 年预测值 5.42 亿元，对应 25-27 年 PE 分别为 14/12/10X，长期看公司坚持高质量发展、增加品牌投入有利于加强品牌竞争力，收购户外品牌有助集团稳健发展，未来随消费信心改善业绩弹性较大，维持“买入”评级。 风险提示：宏观经济及消费持续疲软风险；新品牌培育期较长、投入较大风险；加盟渠道调整及经营不及预期风险；存货跌价风险等

永兴材料 (002756): 2025 半年报点评: Q2 降本成效显著, 下半年价格弹性可观

盈利预测与投资评级：我们基本维持 25 年盈利预测，考虑矿山改扩建增量释放有所延后，下调 26-27 年盈利预测，预计公司 25-27 年归母净利润为 9.0/11.1/16.7 亿元(原预期 9.0/12.1/16.8 亿元)，同比-13%/+23%/+50%，对应 PE 为 21x/17x/11x，考虑公司资源优势突出，成本优势显著，维持“买入”评级。 风险提示：产能释放不及预期，需求不及预期

华东医药 (000963): 2025 年中报点评: 工业板块归母利润增速 14%，创新药管线快速推进

盈利预测与投资评级：考虑到医美业务收入上半年同比下滑及创新品种上市推广阶段，我们将 2025-2027 年公司归母净利润由 40.32/45.55/51.54 亿元下调至 39.32/44.21/49.50 亿元，对应当前市值的 PE 估值分别为 20/18/16 倍。考虑到公司业绩稳健增长，创新药品种逐步上市贡献业绩，维持“买入”评级。 风险提示：产品研发失败风险，研发进展或不及预期风险，海外医美盈利低于预期的风险。

思摩尔国际 (06969.HK): 2025 半年度业绩点评: 欧洲电子雾化加速修复, HNB 有望释放利润弹性

盈利预测与投资评级：思摩尔国际是全球雾化科技龙头，电子雾化受益于欧美政策和执法趋严触底回升，HNB 业务独家绑定英美烟草打造第二曲线，雾化医疗和美容等业务多元发展。基于激励摊销等费用影响利润表现，我们调整公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 13.3/22.2/28.9 亿元（前值为 16.4/22.2/28.7 亿元），对应 PE 为 100/60/46 倍，维持“增持”评级。

上海家化 (600315): 2025 年半年报点评: 25Q2 收入同增 25%，改革焕新成效显著

盈利预测与投资评级：公司作为国内知名日化品牌企业，品牌矩阵完善且渠道覆盖广泛。25 年以来公司在品牌、产品、营销端积极调整，25Q2 经营拐点已至。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润 3.2/4.1/5.4 亿元，同

比分别+139%/+27%/+32%，2025-2027 年 PE 对应最新收盘价分别为 49/38/29 倍，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧、战略改革不及预期、新品推广不及预期等。

三星医疗 (601567): 2025 年中报点评: 提质增效效果显著, 业绩基本符合市场预期

事件: 公司 25H1 营收 79.7 亿元, 同比+13.9%, 归母净利润 12.3 亿元, 同比+6.9%, 毛利率 29%, 同比-5.6pct, 归母净利率 15.4%, 同比-1pct; 其中 25Q2 营收 43.4 亿元, 同比+9.3%, 归母净利润 7.4 亿元, 同比-5.8%, 毛利率 29%, 同比-8.2pct, 归母净利率 17.1%, 同比-2.7pct。国内降价电表交付+新增医院亏损拖累整体毛利率水平, 公司提质增效对冲效果显著, 业绩基本符合市场预期。配用电业务保持稳健增长, 配电出海高速增长, 网外风电市场加速增长。25H1 公司智能配用电实现收入 63.54 亿元, 同比+20%, 净利润 10.98 亿元, 同比+13%, 净利率约 17.28%, 同比-0.77pct。其中海外营业收入 14.95 亿元, 同比+51%, 占配用电收入的 24%。25H1 公司配电业务实现在匈牙利、罗马尼亚、吉尔吉斯斯坦等新市场的突破, 海外配电在手订单 21.82 亿元, 同比+124%, 逐步成为海外重要的增长支撑; 海外用电实现北美市场 0-1 突破, 同时加快推进非洲尼日利亚总包项目落地应用。国内市场, 内蒙电网中标 1.46 亿元, 同比+188%, 网外风电市场进展顺利, 新签合同+52%, 有望对冲未来光伏需求下降带来的缺口; 新下游方面, 公司央企客户、石油化工、数据中心等均实现了突破, 为远期增长奠定基础。康复医院业务业务略承压, 长期需求空间仍很大。25H1 公司医疗服务实现营收 15.27 亿元, 同比-2%, 净利润 1.19 亿元, 同比-35%, 净利率 7.79%, 同比-3.56pct。25H1 收入下滑我们认为主要系 DGR 政策影响医保付费标准变动, 公司康复医院收入有所下降; 利润下滑较多, 我们认为主要系公司 24 年新增 9 家康复医院仍处在亏损阶段, DRG+新增医院的亏损导致利润下滑幅度较大。公司部分医院与多家三甲医院签订医联体合作和康复联盟, 与综合医院形成协同效应, 提升收入端增长的确性。展望 25H2, 我们认为公司医疗服务业务增速略有压力, 但随着新增医院逐步扭亏, 盈利能力有望实现修复。

许继电气 (000400): 2025 年中报点评: 业绩整体符合市场预期, 盈利能力显著改善

公司发布 25 年中报, 公司 25H1 营收 64.5 亿元, 同比-5.7%, 归母净利润 6.3 亿元, 同比+1%, 毛利率 23.8%, 同比+2.8pct, 归母净利率 9.8%, 同比+0.6pct; 其中 25Q2 营收 41 亿元, 同比+1.8%, 归母净利润 4.3 亿元, 同比+9.1%, 毛利率 23.9%, 同比+1.2pct, 归母净利率 10.4%, 同比+0.7pct。业绩整体符合市场预期。25H1 公司直流输电系统收入 4.60 亿元, 同比+211.71%, 毛利率 40.76%, 同比-10.74pct, 收入持续高增, 我们预计系哈密-重庆换流阀及宁夏-湖南控保产品陆续交付。25H1 特高压整体核准节奏放缓, 6-7 月连续核准藏东南-粤港澳、蒙西-京津冀特高压直流工程, 柔直渗透率高, 静待 Q3 启动招标。展望 25H2, 我们预计疆南-川渝、陕西-河南等线路有望先后核准, 特高压加速推进, 海风柔直+省间背靠背贡献增量, 公司直流输电业务有望高速增长。25H1 公司变配电/电表/供用电/新能源/充电桩收入分别为 18.47/15.28/13.39/6.96/5.77 亿元, 同比 -13.01%/-4.44%/-5.47%/-30.38%/+4.92%, 毛利率分别为 26.93%/24.06%/23.67%/10.61%/15.23%, 同比 +3.81/-3.50/+3.34/+4.11/+2.79pct。变配电&电表收入承压, 我们认为主要系上半

年交付减少+电表降价所致，公司通过构建多部门全产业链条成本管控，盈利能力逐步提升。国际市场不断突破，25H1 海外收入 2.55 亿元，同比+72.68%，毛利率 25.29%，同比+3.82pct，公司移动变电站、直流测量、环网柜设备进入沙特、巴西、西班牙等市场，充电桩系列产品成功入围泰国、秘鲁等国家电力公司短名单，国际竞争力快速提升。 盈利预测与投资评级：考虑到特高压招标及交付节奏滞后，配网集采导致配电产品降价幅度较大，我们下修公司 25-27 年归母净利润（括号内为下调幅度）分别为 14.26（-0.94）/17.05（-1.92）/21.26（-2.28）亿元，同比+28%/20%/25%，对应 PE 分别为 17x、14x、11x，维持“买入”评级。 风险提示：电网投资不及预期，特高压建设不及预期，竞争加剧等。

中国西电（601179）：2025 年中报点评：业绩符合市场预期，经营改善多元发展

公司 25H1 营收 113.3 亿元，同比+8.9%，归母净利润 6 亿元，同比+30.1%，毛利率 21.6%，同比+2.7pct，归母净利率 5.3%，同比+0.9pct；其中 25Q2 营收 60.7 亿元，同比+7.8%，归母净利润 3 亿元，同比+21.8%，毛利率 22.1%，同比+2.3pct，归母净利率 5%，同比+0.6pct。盈利能力持续改善，业绩符合市场预期。25H1 变压器/开关分别实现营收 49.35/42.45 亿元，同比+10%/4%。其中西安西变/西电济变/西电常变分别实现净利润 0.58/1.06/0.90 亿元，净利率 3.09%/8.93%/5.41%，盈利能力不断提升。电网投资维持高景气，截至 25 年 6 月，电网基建投资完成额约 2911 亿元，同比+15%，输变电招标维持高速增长，截至 25 年前三批国网输变电招标金额同比+25%，公司份额稳固，南网、蒙网不断实现新产品、新市场的突破；特高压领域公司在手订单充足，陆续交付改善报表盈利，电力工程及电子业务净利率约 10%，我们认为主要系在手换流阀订单交付拉高板块利润率水平。我们预计下半年有多条特高压直流&交流工程启动招标，公司高毛利订单有望继续增长。25H1 公司海外营收 21.71 亿元，同比+64%，毛利率 14.84%，同比+3.72pct。公司积极推进海外市场的拓展，25H1 公司中标马来西亚数据中心变电站设备、GE 公司变压器供货大单，首次出口高压直流转换开关设备，单机出口业务发展迅猛。配电及用电侧方面，配网中标额同比翻两番，发电侧拿到多个 GIS、变压器、GIL 订单，电力电子业务加速发展，加速整流电源、构网型 SVG 的推广应用，同时公司的 10kV AC/800V DC 2MVA 固态变压器已实现量产，未来有望大规模应用于 AIDC，成长空间大。 盈利预测与投资评级：由于 24 年和 25H1 特高压项目招标延迟，考虑到交付节奏的问题，我们下修公司 25-27 年归母净利润（括号内为下调幅度）为 14.97（-2.04）/17.73（-3.02）/20.56（-4.9）亿元，同比+42%/18%/16%，现价对应 PE 分别为 23x、19x、17x，维持“买入”评级。 风险提示：特高压建设不及预期，竞争加剧等。

昆仑能源（00135.HK）：2025 年中报点评：售气价差回落&补贴确认减少导致业绩承压，DPS 提升

盈利预测与投资评级：考虑到中报业绩不及预期，同时公司下调了 2025 年零售气量的增速指引（+8%降至+5%）；我们下调 25-27 年归母净利润预测至 60.6/63.4/66.3 亿元（原值 61.5/64.7/68.0 亿元），同比+2%/+5%/+5%，对应 PE 9.6/9.2/8.8 倍；按照分红比例 45%计算，2025 年股息率 4.8%（估值日 2025/8/21），维持“买入”评级。

巴比食品（605338）：2025 年中报点评：Q2 加速改善，向上趋势明确

公司呈现环比改善的趋势，7 月新并购项目落地，助力门店数量扩张，我

们略上调此前盈利预测，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.9/3.3/3.6 亿元（此前分别为 2.8/3.1/3.4 亿元），同比 +4.6%/+13.0%/+10.5%，对应 PE 为 18/16/15X。维持“买入”评级。

名创优品(09896.HK): 2025 年半年报点评: Q2 经调整净利润同比+11%，国内同店增速回正或现经营拐点

业绩简评: 2025Q2，公司实现收入 49.66 亿元，同比+23.07%；高于公司原有指引，2025 年全年预计产生 380 亿以上的 GMV 和 210 亿以上的收入。归母净利润为 4.9 亿元，同比-16.67%。剔除股权支付费用、可转债利息开支、对永辉超市投资亏损（权益法）和相关银行贷款利息等项目后，经调整净利润为 6.91 亿元，同比+10.6%。

妙可蓝多(600882): 2025 年中报点评: BC 双驱，成长确立

我们认为公司营收呈现加速增长态势，一方面 C 端企稳向上，另一方面 B 端相对以高速增长，而液奶和贸易业务平稳，产品和渠道并驱，极致成本战略保障利润率上行。我们微调 2025-2027 年营收为 53.7/61.6/71.2 亿元（此前预期 53.1/61.3/70.2 亿元），分别同比+10.87%/+14.71%/+15.58%；我们略调 2025-2027 年归母净利润预期为 2.82/3.83/4.86 亿元（此前预期 2.58/4.05/5.58 亿元），对应 PE 分别为 51/37/29 倍，维持“买入”评级。

山金国际(000975): 2025 年半年报点评: 贵金属价格趋势上行，公司业绩具备弹性

事件: 公司披露 2025 年半年报，业绩同比大幅增长。2025 年上半年公司实现营收 92.46 亿元，同比+42.14%；归母净利润 15.96 亿元，同比+48.43%；公司 2025Q2 实现营收 49.24 亿元，同比+31.95%，归母净利润 9.02 亿元，同比+57.67%。公司成本管控优异，受益于贵金属价格稳定上行，业绩具备弹性: 1) 量: 受制于季节性因素以及金银矿开采品味下降，2025 年上半年公司矿产金/矿产银/锌精粉/铅精粉产量分别为 3.72/61.83/7916.57/4354.42 吨，同比分别-11%/-25%/+41%/-14%；2) 价: 受益于全球降息预期的不断深化，2025 年上半年公司销售矿产金/矿产银均价分别为 724.83/6.33 元/克，同比分别+39%/+19%；销售铅/锌均价分别为 1.47/1.57 万元/吨，同比分别+3%/+2%；3) 成本: 公司 2025 年上半年矿产金/矿产银合并摊销后成本分别为 150.96/2.83 元/克，同比+3.0%/+4.8%，成本端控制能力依旧优异；4) 毛利率: 受益于贵金属价格的稳步上行，公司 2025 年上半年矿产金/矿产银业务毛利率分别达 79.15%/55.20%，同比分别+7.3pct/+6.0pct。公司海外矿山建设顺利，云南地区复产工作持续推进: 1) 公司在纳米比亚的 Osino 金矿项目进展顺利，计划于今年第四季度开始选厂建设，预计于 2027 年上半年投产；2) 公司于 2025 年 1 月收购云南西部矿业有限公司 52.0709% 股权，从而获得其持有的云南省泸西市大岗坝地区金矿勘探探矿权，芒市整体复产计划稳步推进。美国再通胀行情如期而至，实际利率面临快速下行期: 在美国商品通胀拐头向上的背景下，美国劳动力市场的大幅转弱使得联储陷入两难境地，若“衰退”风险加大将逼迫美联储快速降息，实际利率快速下行期获将到来，黄金配置价值凸显。盈利预测与投资评级: 我们继续看好公司在黄金牛市大周期下的盈利能力，基于公司远期贵金属的量增潜力，以及贵金属在降息周期内的趋势上行判断，我们上调公司 2025-27 年归母净利润为 34.83/44.87/63.52 亿元（前值为 33.18/44.23/55.91 亿元），对应 2025-27 年的 PE 分别为 15.62/12.12/8.56 倍，维持“买入”评级。

亚盛医药-B (06855.HK): 2025 年中报点评: 药品商业化符合预期, 临床推进潜力倍增

盈利预测与投资评级: 随着奥雷巴替尼和利沙托克拉的销售放量和武田选择权付款, 我们预计公司收入将快速增长, 提高 25-27 年的收入预测至 5.86/32.66/21.21 亿元 (原值 5.19/32.15/20.95 亿元)。公司未来收入增长较快, 确定性高, 海外市场潜力较大, 维持“买入”评级。风险提示: 新药研发及审批进展不及预期; 药品销售不及预期; 产品竞争格局加剧; 药品审批政策的不确定性。

洽洽食品 (002557): 2025 年中报点评: 成本压力拖累利润, 关注边际改善

考虑到成本仍有压力, 我们下调盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 6.0/10.5/11.2 亿元 (此前分别为 7.6/10.9/11.6 亿元), 同比-29%/+75%/+7%, 对应 PE 为 19.8/11.3/10.6X; 公司盈利预测下修市场已经有所反应, 维持“买入”评级。

平高电气 (600312): 2025 年中报点评: 业绩符合预期, 在手订单充沛增长潜力大

事件: 公司 25H1 营收 57 亿元, 同比+13%, 归母净利润 6.6 亿元, 同比+24.6%, 毛利率 24.7%, 同比+1.2pct, 归母净利率 11.7%, 同比+1.1pct; 其中 25Q2 营收 31.9 亿元, 同比+6.2%, 归母净利润 3.1 亿元, 同比+0.9%, 毛利率 21.6%, 同比-0.8pct, 归母净利率 9.6%, 同比-0.5pct。受国内项目交付节奏影响利润增速略有下降, 业绩符合市场预期。25H1 公司高压板块实现营收 32.64 亿元, 同比+8%, 毛利率 29.79%, 同比+2.20pct。收入增速放缓, 我们预计主要系 Q2 百万伏&750kV 等高价值量产品交付延迟所致, 高压板块毛利率提升, 主要系公司持续加强降本并取得成效所致。公司高压开关龙头地位稳固, 网内招标屡创新高, 25 年前三批国网输变电物资招标, 国网招标金额同比+25%, 其中公司组合电器累计中标 36.40 亿元, 同比+86%, 龙头地位稳固。公司 1000kV 组合电器在手订单充沛, 25H1 1000kV 浙江环网+达拉特~蒙西+攀西~川南等特高压交流工程以及蒙西京津冀等特高压直流工程启动招标, 公司在手高毛利订单有望持续创新高。25H1 公司配网/国际业务分别实现营收 15.96/1.67 亿元, 同比+15%/285%, 毛利率分别为 15.32%/9.68%, 同比-0.53/+64pct。24 年公司开始剥离海外 EPC, 聚集单机出口, 25H1 中标沙特 5 台 132kV 高压移动变, 420kV GIS 产品首次突破墨西哥市场, 国际业务调整完成后有望成为公司重要的收入&利润增长点。配网业务持续改善, 25H1 完成了充气柜、低压柜、箱变产品标准化, 未来有望保持稳健增长。网外业务方面, 公司中标 3 家央企大客户框架, 中标核电 1000kV GIL 项目, 未来核电/大型火电机组并网百万伏并网渗透率有望继续提升, 成为除电网外重要的高毛利市场。考虑到百万伏订单交付节奏的不确定性, 我们下修公司 25-27 年归母净利润 (括号内为下调幅度) 分别为 12.85 (-2.24)/16.09 (-2.35)/19.46 (-2.61) 亿元, 同比+26%/25%/21%, 现价对应 PE 分别为 17x、14x、11x, 维持“买入”评级。风险提示: 特高压交付不及预期, 原材料价格大幅波动, 竞争加剧等。

北新建材 (000786): 2025 年中报点评: 石膏板业务有所承压, 继续期待两翼和海外业务发力

公司在“一体两翼、全球布局”的战略引领之下, 石膏板主业在全球的市占率有望继续提升, 防水和涂料业务通过内生外延也将贡献持续的快速

增量。考虑到石膏板业在行业需求下行之下有所承压，我们调整公司 2025-2027 年归母净利润预测为 39.97/45.23/50.10 亿元（前值为 45.61/49.86/53.68 亿元），对应 PE 分别为 11.1X/9.8X/8.9X，考虑到公司新业务拓展潜力及公司石膏板主业的竞争优势和地位，维持“买入”评级。风险提示：房地产行业波动风险、宏观经济波动风险、原材料及能源价格上涨风险、新业务开拓不及预期的风险。

普洛药业（000739）：2025 年中报点评：CDMO 引领增长，原料药业务拐点已至

投资要点 事件：2025 年 8 月 19 日，公司发布中报。2025 年上半年实现收入 54.44 亿元（-15.31%，括号内为同比，下同），归母净利润 5.63 亿元（-9.89%）。单 Q2 实现收入 27.14 亿元（-15.98%），归母净利润 3.15 亿元（-17.48%）。业绩符合我们预期。 CDMO 业务增长迅猛，有望逐季度提速。2025 年上半年，CDMO 业务实现收入 12.36 亿元（+20.32%），毛利率为 44.04%，同比提升 3.95pp。2025H1 公司进行中项目 1180 个（+35%），其中，商业化阶段项目 377 个（+19%），包括人用药项目 279 个，兽药项目 49 个，其他项目 49 个；研发阶段项目 803 个（+44%）。CDMO 核心竞争力不断增强，已成为公司新增长极，主要得益于：1）公司持续加大研发投入，在横店本部、上海浦东和美国波士顿设有 CDMO 研发中心，CDMO 研发人员超过 500 人；2）现已建有 CDMO 多功能柔性生产车间、高活化合物车间、流体化学车间等多个高端产能，满足客户需求；3）漏斗模型推动前端业务向后端转化，众多项目进入商业化阶段。我们继续看好 CDMO 业务带动公司整体业绩增长。 盈利预测与投资评级：我们维持原有预测，预计公司 2025-2027 年收入分别为 132.7/148.2/166.2 亿元，归母净利润分别为 11.8/13.9/16.9 亿元；对应当前市值 P/E 估值分别为 16/14/11X，维持“买入”评级。 风险提示：原料药下游需求不及预期；竞争加剧风险；地缘政治风险。

福耀玻璃（600660）：2025 年半年报点评：2025Q2 业绩超预期，汽玻龙头强者恒强

盈利预测与投资评级：考虑到公司 2025Q2 盈利能力提升超预期，我们将公司 2025-2027 年的归母净利润预测从 88.35 亿元/103.88 亿元/121.77 亿元上调至 98.52 亿元/111.63 亿元/130.89 亿元，对应的 EPS 分别为 3.77 元、4.28 元、5.02 元，市盈率分别为 17.14 倍、15.13 倍、12.90 倍，维持“买入”评级。 风险提示：原材料价格、能源价格以及海运费上涨超预期；汽车行业销量不及预期；新建产能爬坡不及预期。

华阳集团（002906）：2025 中报点评：25Q2 毛利率环比提升，业绩符合预期

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年营收预测为 127.0/155.6/187.1 亿元，同比分别+25%/+23%/+20%；维持 2025-2027 年归母净利润预测为 9.0/11.3/14.0 亿元，同比分别+38%/+26%/+24%，对应 PE 分别为 19/15/12 倍，维持“买入”评级。 风险提示：汽车下游需求不达预期，市场竞争加剧风险。

新坐标（603040）：精密冷锻件国产龙头，切入丝杠领域开启新篇章

盈利预测与投资评级：新坐标是国内领先的冷锻成型制造企业，汽车领域卡位优势明显，同时考虑到公司即将切入丝杠领域。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 2.62/3.27/4.10 亿元，对应当前股价的 PE 分别为 34x/28x/22x，首次覆盖给予“买入”评级。 风险提示：汽车业务拓

展不及预期风险，灵巧手丝杠业务进展低于预期，宏观经济波动风险。

中裕科技 (871694): 2025 中报点评: 高毛利耐高压大流量输送管量利齐增, 新品 RTP 管小批量试产

公司发布 2025 中报, 2025H1 实现营收 3.59 亿元, 同比+23.81%; 归母净利润 0.53 亿元, 同比+41.84%; 扣非归母净利润 0.52 亿元, 同比+45.12%。2025Q2 实现营收 1.75 亿元, 同环比 5.17%/-5.35%; 归母净利润 0.22 亿元, 同环比-6.21%/-30.79%; 扣非归母净利润 0.22 亿元, 同环比-2.17%/-28.89%。业绩同比增长主要受益于市场需求恢复, 公司积极开拓新市场, 致力于管道制造领域的技术研发, 使产品能够满足不同领域的特殊需求所致。2025H1 公司销售毛利率同比+6.07pct 至 52.45%, 销售净利率同比+2.23pct 至 14.87%, 利润率同比增长主要系公司毛利率较高的境外耐高压大流量输送软管产品的市场需求同比增加; 销售/管理/财务/研发费用率分别为 16.96%/9.97%/0.66%/4.87%, 同比+2.26/-0.62/+1.14/-1.52pct。销售费用率同比增长主要受到 25 年 4 月美国关税增加带来的短期影响。盈利预测与投资评级: 管道主业稳健发展, 持续深化海外市场拓展, 维持公司 2025-2027 年归母净利润 1.16/1.39/1.65 亿元, 最新市值对应 PE 为 25.66/21.45/18.06 倍, 维持“增持”评级。风险提示: 1) 技术迭代不及预期; 2) 宏观经济波动; 3) 市场竞争加剧。

宏观策略

宏观点评 20250818：高质量发展孕育“创新牛”

2025年8月13日，上证指数突破2024年10月8日的高点，随后两日站稳3700点整数关口，截至2025年8月15日，指数年涨幅达10.29%，跑赢标普500和道琼斯工业指数。今年4月7日以来，市场在经历关税政策冲击后的这轮回升持续性强、稳定程度高，已经走出“慢牛”格局。我们认为，本轮“慢牛”正是宏观政策、资本市场政策、资金结构和科技产业的四重创新趋势的叠加，本轮“慢牛”实质上是经济高质量发展转型的过程所孕育的“创新牛”。跟随政策导向，2024年6月开始，我们就旗帜鲜明地提出“科特估”是发展新质生产力的“排头兵”，并坚定认为科技板块的行情有一定的持续性。2025年，“科特估”已见成效，科技板块成为资金主攻方向，截至8月15日，科创综指年内涨幅27.21%，显著跑赢沪深300（+6.80%）。估值体系重构尤为显著，科创板动态PE从2024年的45倍修复至2025年的65倍，接近纳斯达克科技股估值水平，“科特估”逐步得到市场验证。整体来看，与2024年初提重塑“科特估”时期相比，无论是从科技板块上市公司数量、上市公司市值还是各行业估值整体水平都实现了明显提升，尤其是“硬科技”板块的提升更加明显，说明“科特估”重塑估值体系成效显著。未来，“科特估”体系也将继续坚持改革创新、完善标准、拓宽渠道，孵化更多的新质生产力企业，为企业创新提供成长的土壤，为更加包容、更趋稳健的中国资本市场新生态提供新动能，进一步助力新兴产业蓬勃发展。

宏观政策创新：以新质生产力为核心的逆周期调节。近年来，为了更好地实现经济的高质量发展，政府的政策调控持续创新，操作更加精细，在稳固经济大盘的同时以结构性工具大力支持新质生产力的发展。今年以来，为了实现总量和结构的平衡，宏观领域政策积极创新。财政政策工具方面，今年新增的“准财政”新型政策性金融工具，更强调结构优化与功能拓展，覆盖科技创新、消费升级、外贸稳定等多元领域。货币政策工具方面，新的结构性货币政策工具引导资金流向科技创新领域，货币政策工具的总量和结构双重功能，为宏观环境稳定和降低实体经济融资成本提供有力支持。

资本市场政策创新：制度重构与生态优化。2024年4月国务院发布新“国九条”，拉开了本轮资本市场改革的序幕。在本轮市场改革的过程中，一方面完善资本市场从上市、交易到退出和各项参与主体各方面的规则，另一方面注重提升企业科技含量，为高科技企业发展提供全链路的资金支持。资本市场的“科特估”体系重塑中国高科技企业在资本市场上科学合理的估值，为符合高质量发展、经济增长转型方向、国家产业链安全的需求、顶尖科技发展方向的企业赋予更多的价值。

资金结构创新：长期活水成为增量资金。六部委联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，给A股市场带来了大量的长线增量资金。今年权益类ETF规模突破3万亿元，中央汇金公司明确表态提出类“平准基金”定位。按照中长期资金入市的规则要求来看，后续资金进场有望进入加速期。在“国家战略资金”、保险资金和公募机构资金的共同作用下，长线机构投资者已经成为市场的重要稳定器。

科技产业创新：国产科技产业趋势突破。在宏观政策工具与内容不断创新的协同效应下，财政政策资本金和货币政策配套的资金支持下，新兴产业蓬勃发展。目前，中国在人工智能、消费电子、新能源、通信等各产业链均在全球技术专利、产品销量、设计标准等方面占据全球领先地位，为科技产业国际化做

出全球化的规范表率。2025 年伊始，DeepSeek 带来了大模型的效率革命，中国科技稳定向外共享技术、训练模式和输出产品，龙头企业的全球化步伐加快，中国高端科技产业正在重塑全球供应链格局。四重“创新”带来流动性和估值的双重改善 2025 年的“创新牛”本质是政策引导下资本定价后产业落地的正向循环。宏观政策通过财政货币工具锚定产业方向，资本市场通过制度创新实现价值发现，增量资金提供流动性支撑，最终产业趋势通过技术突破兑现盈利。当前，这一闭环仍在强化：宏观政策的落地仍在进程中、“科特估”体系在逐步完善、中长期资金入市将逐年完成指标要求、技术国产化盈利尚未完全释放潜力。当前，市场的流动性和估值已有改善，随着 2025 年 8 月 13 日 A 股成交额再次突破 2 万亿元，成交额持续抬升的过程中市场仍在向上突破，呈现交易结构和情绪的正向循环。融资余额超过 2 万亿创历史新高，保险资金持续举牌仍在增持金融股，在市场情绪持续向好、增量资金持续入场和科技产业创新持续突破的背景下，“创新牛”的初期，市场风格大概率沿着长线资金偏好的金融板块和科技产业有趋势的板块的机器人、海内外算力、创新药等方向继续延伸。未来随着 AI+ 的应用场景落地，科技产业发展进一步带动需求回升，价格和企业盈利回升趋势明确后，“创新牛”有望从金融结构性行情演变为全面牛市。风险提示：企业盈利上行幅度不及预期；外需超预期下行；结构化行情演绎趋向极致

（证券分析师：芦哲 证券分析师：潘京）

宏观点评 20250818：中国出口增速或持续超市场预期

核心观点：市场此前担忧随着“抢出口”动能的减弱，我国下半年出口或面临较大下行压力，四季度出口有较大回落风险，预期全年出口增速或仅有 3% 左右；而我们认为，受益于东盟和非洲等新兴市场经济体的经济增长韧性，以及欧美关税不确定性下中欧贸易的改善，我国下半年出口有望继续超预期，预计三、四季度出口增速分别录得 5.9% 和 1.0%，全年出口增速有望录得 4.6%，高出市场预期约 1.6 个百分点，对应 GDP 增速可能高于预期约 0.3 个百分点。而展望明年，我国外需仍然有较强的韧性，这主要受益于美国仍然趋于宽松的货币与财政政策。尽管宽松的货币与财政政策预期已被市场较充分地定价，但其给美国经济的支撑将在明年逐步显现。对新兴市场经济体出口的高增并非仅由“抢出口”主导 一方面，新对等关税框架下，包括东盟在内的主要转口地区关税调整幅度不大，大多仍低于我国目前被加征的税率，且针对转运的 40% 存在界定和实施层面的困难，因此对转口贸易造成的影响或相对有限；另一方面，对东盟、非洲等地区的出口高增长并非单纯由“抢转口”驱动，同时也由新兴市场经济体实际需求所驱动。今年以来，新兴市场经济体景气度整体优于发达国家，前 7 个月新兴市场经济体（除中国外）制造业 PMI 整体明显高于发达国家，且始终位于荣枯线以上，侧面反映出东盟、非洲等地区实际需求相对向好，我国对其出口的高增长或更多是由于实际需求的驱动。美欧关税不确定性或继续支撑中欧贸易改善 从欧盟的角度来看，我国今年以来对欧盟出口的高增长或一定程度上源于美欧贸易摩擦下中欧贸易关系的缓和。尽管 7 月 24 日的中欧领导人会晤的结果表明中欧在多个经贸相关问题上仍存分歧，但考虑到美欧在 7 月 27 日达成的贸易协议具有较大的不公平性并引起了欧盟内部的担忧，且后续特朗普的关税政策仍有较大不确定性，欧盟或不会主动恶化与我国的经贸联系，下半年我国对欧盟出口仍有望保持一定韧性。美国财政货币政策双宽松，明年外需仍有韧性 货币政策：方向仍然宽松，市场预期至明年底美联储或降息 150bps 至 3%。

尽管不同的机构对未来美联储的政策利率路径存在分歧，但都预期明年美联储将延续降息周期。当前联邦基金期货定价至 2026 年底，美联储将降息至 3-3.25% 附近。同时，考虑到由特朗普提名的新一任美联储主席将在 2026 年 5 月接任，2026H2 美联储的货币政策或较当前预期更加宽松，对应的给美国经济总需求的刺激力度或也将更加显著。

财政政策：《大美丽法案》对未来 1-3 年美国经济增长最为显著。7 月 4 日，特朗普的《大美丽法案》正式立法落地。根据 Tax Foundation 测算，法案将让未来 30 年美国经济增长较此前基准预期高出 +1.21%。但由于法案在执行节奏上是“先甜后苦（即宽松的财政政策先落地、紧缩的货币政策后落地）”，因此其给未来 1-3 年美国产出缺口带来的影响最为正面——2026-2028 年美国 GDP 将分别较此前基准水平高出 +1.2%、1.36%、1.51%。考虑到 2026 年 11 月中期选举前共和党仍然横扫参众两院，不排除特朗普为了赢得中期选举，在 2026 年再度出台新的宽松政策的可能。当然，临近中期选举特朗普关税政策也有再度反复的风险。风险提示：（1）美国关税政策仍具有较高不确定性，需进一步警惕美国加征额外关税的可能性；（2）高频数据对于出口形势的判断仍需结合 PMI 新订单指数等在内先行指标的变化，单独基于高频数据的预测可能存在误差；（3）近期地缘政治冲突事件有所增多，需警惕全球贸易不确定性对我国出口的负面影响

（证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 证券分析师：李昌萌）

海外周报 20250817：美联储全年降息预期仍存在回调风险

核心观点：本周公布的美国 7 月核心 CPI 环比结束连续五个月的弱于预期，但由于数据并未超预期，市场加码押注降息，并形成“降息预期升温→经济软着陆预期强化”的交易组合，导致 2 年美债利率、美元指数下跌，同时 10 年 TIPS、10 年美债利率、美股上涨，黄金下跌。随后，7 月 PPI 在批发贸易服务推动下大超预期，反映关税的影响仍在进行之中。向前看，关税本身的变化、对批发、零售、终端消费的影响时长时点、幅度仍然存在不确定性，叠加非农、CPI 等数据质量的恶化，我们预期 9 月降息并板上钉钉。偏乐观的情形下，我们预期今年 2 次降息，分别发生在 9、12 月；偏悲观情形下，我们预期今年 1 次降息，发生在 10 月。因此短期看，当前市场定价的 9 月 0.845 次、全年降息 2.187 次的降息预期过于乐观，9 月 FOMC 前需警惕降息预期回调的风险。中期看，我们预期 2026 年 5 月美联储新主席上台后，货币政策将更宽松，悲观、基准和乐观情形下明年将分别有 4、5 和 6 次降息。因此 9 月 FOMC 后，市场当前计价的 2026 年仅 3 次的降息预期料将升温。策略上，我们预期 9 月 FOMC 前美元指数、2 年美债利率将上行，以回吐当前过于乐观的降息预期。9 月 FOMC 后，市场将加码押注 2026 年的降息预期，届时 2 年美债利率、美元指数将重新回归下行趋势。同时由于市场对美联储独立性、债务可持续性、美元信用等的担忧长期存在，期限溢价将限制长期美债利率走势，因此 2 年 10 年美债期限利差将走阔。大类资产：7 月温和 CPI 推升降息预期，但超预期 PPI 与连续增长零售数据令降息预期回吐压制美股上行势头，长债利率涨幅与短债利率跌幅均有所回落。本周二发布的美国 7 月 CPI 环比符合预期，市场解读为当前通胀依旧温和，降息预期升温强化远端增长预期，带动美股和长端美债利率上行。但随后 7 月大幅超预期的 PPI 数据和连续增长的零售销售数据令降息预期再次降温，加之特朗普表示将于两周内宣布半导体关税令芯片股承压，美股涨幅回落，短端美债利率跌幅收窄。整体来看，全周（8 月 11 日至 8 月 15 日）10 年期美债利率升 3.3bps 至 4.316%，2 年期美债利率降

1.2bps 至 3.751%，美元指数降 0.33% 至 97.85；标普 500、纳斯达克指数分别收涨 0.94%、0.81%；现货黄金价格收跌 1.81% 至 3336 美元/盎司。海外经济：7 月零售销售数据显示美国消费韧性依旧，美联储官员鹰派表态反对贝森特 9 月降息 50bps 言论。景气指数方面，美国 8 月密歇根大学调查消费者信心指数初值 58.6，自今年 4 月以来首次回落，预期 62，前值 61.7；1 年通胀预期初值 4.9%，预期 4.4%，前值 4.5%；5 年通胀预期初值 3.9%，预期 3.4%，前值 3.4%。消费方面，美国 7 月零售销售环比+0.5%，预期+0.6%，前值由+0.6%上修至+0.9%。零售销售环比虽不及预期，但连续两个月大幅增长，在“软数据”消费者信心调查意外回落的背景下依旧表现出韧性。货币政策方面，本周三美国财政贝森特表示美联储可能会更早降息，9 月降息 50bps 的可能性很大。但随后多位美联储官员鹰派表态给 9 月降息“泼冷水”：圣路易斯联储主席穆萨莱姆表示当下判断 9 月是否降息依旧为时过早，降息 50bps 与当下经济环境并不相符；芝加哥联储主席古尔斯比表示美联储不应在通胀完全被控制前仓促降息；旧金山联储主席戴利表示当前劳动力市场并不糟糕，没有必要在 9 月进行 50bps 的“追赶式”降息。增长方面，截至 8 月 15 日，亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q3 美国 GDP 最新预测值为+2.5%；截至 8 月 15 日，纽约联储 Nowcast 模型对 25Q3 美国 GDP 预测值为+2.06%。美国通胀：PPI 数据显示关税压力或已传导至美国批发商，9 月降息预期或进一步回落。本周二公布的美国 7 月 CPI 环比+0.2%，核心环比+0.32%，均符合预期，核心 CPI 环比终结连续 5 个月的不及预期。市场对此解读为通胀依旧温和，交易遵循“通胀温和→降息预期升温→增长预期改善”的逻辑，美股和长债利率上涨、黄金下跌（详见报告《过于乐观的降息预期——2025 年 7 月美国 CPI 数据点评》）。但随后周四发布的 7 月 PPI 环比+0.95%，大幅超预期+0.2%，前值+0%；核心 PPI 环比+0.92%，创 2022 年以来最高水平。从结构上看，服务 PPI 环比+1.1%，是 2022 年 3 月+1.3%涨幅的最高值。其中过半可归因于贸易服务 PPI 的利润上涨（+2.0%），约三成可归因于机械和设备批发的利润率上涨（+3.8%）。这或意味着关税已经传导至美国批发商，而后续多少时间和多大程度上传导至零售商及最终消费者，仍有待观察。在关税压力逐步显现的背景下，当前市场预期的 9 月降息概率 84.5%，全年降息 2.187 次/54.7bps 过于乐观，未来降息预期或进一步回落。我们预期在乐观情形下，美联储今年将于 9 月和 12 月各降息一次，而在悲观情形下，今年或于 10 月仅降息 1 次。海外政治：“特普会”顺利落幕，地缘政治局势边际缓和。当地时间 8 月 15 日，特朗普与普京在美国阿拉斯加就俄乌冲突举行了小范围会谈，会后双方均对会谈成功做出积极评价：普京表示与特朗普建立了良好联系，真诚希望俄乌冲突早日结束；特朗普则表示会议十分富有成效，除部分内容外在许多事项上已达成一致。会后泽连斯基与欧盟均表示将推动未来美俄乌克三方进行会晤。整体来看，本次会谈虽未能达成任何实质性协议，但其仍对市场赋有积极意义。一方面，本次会议后特朗普未宣布新的对俄制裁措施，并表示将不会因为从俄罗斯进口石油而对他国加征新关税，一定程度上缓解了部分潜在的关税风险。另一方面，本次会议得到了冲突各方的积极响应，或标志着未来俄乌冲突正式走上和平解决道路的开端，地缘政治局势边际缓和。短期内市场风险偏好或因此有所提升，而同时避险情绪的降温或令黄金价格面临部分下行压力。风险提示：特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 证

券分析师：韦祎 研究助理：王茁)

宏观量化经济指数周报 20250817: 结构性政策工具或是三季度施力重点

观点 周度 ECI 指数: 从周度数据来看, 截至 2025 年 8 月 17 日, 本周 ECI 供给指数为 50.08%, 较上周回升 0.02 个百分点; ECI 需求指数为 49.89%, 较上周回落 0.01 个百分点。从分项来看, ECI 投资指数为 49.91%, 较上周回落 0.02 个百分点; ECI 消费指数为 49.68%, 较上周持平; ECI 出口指数为 50.21%, 较上周回升 0.01 个百分点。 月度 ECI 指数: 从 8 月前两周的高频数据来看, ECI 供给指数为 50.07%, 较 7 月回落 0.04 个百分点; ECI 需求指数为 49.89%, 较 7 月回落 0.03 个百分点。从分项来看, ECI 投资指数为 49.92%, 较 7 月回落 0.03 个百分点; ECI 消费指数为 49.68%, 较 7 月回落 0.03 个百分点; ECI 出口指数为 50.21%, 较 7 月回落 0.02 个百分点。从 ECI 指数来看, 8 月工业生产景气度整体保持较为平稳的态势, 从结构来看上游开工率略好于下游, 仍需进一步观察反内卷对工业生产的扰动。需求端来看, 8 月或延续 7 月份内外需分化的走势。内需方面, 地产销售和乘用车零售在 8 月上旬仍面临一定下行压力, 截至 8 月 17 日 30 大中城市商品房销售面积录得 282.6 万平方米, 同比回落 17.7%, 与 7 月份整月的降幅 18.6% 较为接近。截至 8 月 10 日, 乘用车零售录得 45.2 万辆, 同比去年同期下降 4.0%, 较 7 月同比增速 7% 也有所回落。而家具、家电等“以旧换新”品类受益于三季度补贴资金的逐步到位边际回暖。外需方面, 8 月上旬监测港口货物吞吐量数据仍保持较强韧性, 虽然中美船运数据仍在边际走弱, 但我国总体出口量的平稳增长或指向非美地区的需求尚好, 也一定程度上反映出短期内新对等关税落地对转口的影响相对较小, 三季度我国出口或仍将保持较强韧性。 ELI 指数: 截至 2025 年 8 月 17 日, 本周 ELI 指数为 -0.91%, 较上周回落 0.12 个百分点。财政贴息式“降息”落地, 结构性政策替代总量型政策。尽管 2025 年 7 月新增贷款单月减量, 但是贷款余额同比增速仍然保持在 7.0% 左右的水平, 并且社会融资规模中象征直接融资的企业债券和股票融资连续回暖, 指向实体经济融资结构正在不断优化, 2025 年二季度货币政策执行报告开辟 3 个专栏, 从金融支持科技创新、支持扩大消费和信贷结构优化三个方面论述下一阶段货币政策的重点: (1) 从贷款结构优化方向上看, 科技创新和消费支持是主线, 二季度央行创设消费与养老再贷款、科技创新债券风险分担工具等一揽子增量工具, 在科技创新主线上有培育科技创新的金融市场生态, 在扩大消费上有增强高质量服务消费供给的抓手, 在开展“降准降息”等总量政策工具必要性不高的情况下, 兼有激励相容机制的结构性政策工具, 或发挥定向调节的功能, 从融资支持上在供给和需求两端培育新的经济增长点; (2) 8 月 12 日金融监管部门发布《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》, 明确个人消费贷款财政贴息政策细则, 在二季度消费贷“以价换量”内卷竞争平息之后, 财政贴息推动消费类贷款利率下行, 以“财政贴息式降息”替代“内卷式降息”, 既能充分发挥财政资金撬动消费扩大的作用, 又能通过消费场景识别有效抑制“资金空转”, 财政贴息式“降息”本质上是财政政策而非货币政策, 然而财政贴息也是“降息”, 与一揽子金融政策协同配合, 从供需两端扩大消费。本周以来财政贴息式“降息”落地、二季度货币政策执行报告指明货币和信贷政策下一阶段施力重点, 预计三季度结构性政策工具或“替代”总量型政策担纲宽松主线, 实体经济融资面临的宽松金融条件延续。 风险提示: 美国关税政策仍有不确定性; 政策出台力度低于市场预期; 房地产改善的持续性待观察。

(证券分析师: 芦哲 证券分析师: 李昌萌 证
券分析师: 王洋)

固收金工

固收点评 20250820: 金威转债: 营养健康全产业链龙头

事件 金威转债(127111.SZ)于2025年8月20日开始网上申购: 总发行规模为12.92亿元, 扣除发行费用后的募集资金净额用于辅酶Q10改扩建项目、年产30,000吨阿洛酮糖与年产5,000吨肌醇建设项目、信息化系统建设项目和补充流动资金。当前债底估值为98.24元, YTM为2.16%。金威转债存续期为6年, 东方金诚国际信用评估有限公司资信评级为AA/AA, 票面面值为100元, 票面利率第一年至第六年分别为: 0.10%、0.30%、0.60%、1.00%、1.50%、2.00%, 公司到期赎回价格为票面面值的110.00%(含最后一期利息), 以6年AA中债企业债到期收益率2.46%(2025-08-19)计算, 纯债价值为98.24元, 纯债对应的YTM为2.16%, 债底保护较好。当前转换平价为99.95元, 平价溢价率为0.05%。转股期为自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日至转债到期日止, 即2026年02月26日至2031年08月19日。初始转股价19.59元/股, 正股金达威8月19日的收盘价为19.58元, 对应的转换平价为99.95元, 平价溢价率为0.05%。转债条款中规中矩, 总股本稀释率为9.76%。下修条款为“15/30, 85%”, 有条件赎回条款为“15/30、130%”, 有条件回售条款为“30、70%”, 条款中规中矩。按初始转股价19.59元计算, 转债发行12.92亿元对总股本稀释率为9.76%, 对流通盘的稀释率为9.76%, 对股本摊薄压力较小。观点 我们预计金威转债上市首日价格在122.16~135.89元之间, 我们预计中签率为0.0048%。综合可比标的以及实证结果, 考虑到金威转债的债底保护性较好, 评级和规模吸引力一般, 我们预计上市首日转股溢价率在29%左右, 对应的上市价格在122.16~135.89元之间。我们预计网上中签率为0.0048%, 建议积极申购。金达威是一家营养健康全产业链龙头企业, 主要从事保健食品和饲料添加剂的研发、生产及销售业务。公司保健食品原料产品包括辅酶Q10、DHA、ARA、维生素K、纳豆激酶、PQQ、NMN系列产品等; 公司生产的饲料添加剂包括维生素A、维生素D等。此外, 公司亦生产吡喹酮、丙氨酰谷氨酰胺、奥拉西坦等医药原料, 可用于血吸虫病、囊虫病等的治疗和预防、肠外营养、脑损伤及引起的神经功能缺失、记忆与智能障碍的治疗。在保健食品终端领域, 公司主要拥有Doctor's Best、Zipfizz两大品牌, 自有生产工厂VB提供胶囊、片剂和粉剂的生产加工服务; 公司已覆盖保健食品上游原料供应、中游制剂生产、下游品牌运营及渠道布局等各个环节, 是保健食品全产业链公司。2020年以来公司营收有所波动, 2020-2024年复合增速为-1.94%。自2020年以来, 公司营业收入总体有所波动, 同比增长率“V型”波动, 2020-2024年复合增速为-1.94%。2024年, 公司实现营业收入32.40亿元, 同比增加4.43%。与此同时, 归母净利润也不断浮动, 2020-2024年复合增速为-22.73%。2024年实现归母净利润3.42亿元, 同比增加23.59%。截至最新报告期(2025/03/31), 2025年Q1, 金达威的营业收入和归母净利润规模分别达到8.27亿元、1.22亿元。金达威营业收入主要来源于保健品、辅酶Q10和维生素A系列销售收入, 产品结构年际变化。2022年以来, 保健品销售收入占主营业务收入比重稳中有升, 2022-2024年占主营业务收入比重分别为53.90%、61.07%和60.63%。2022年以来, 辅酶Q10销售收入占主营业务收入比重稳中有降, 2022-2024

年占主营业务收入比重分别为 23.43%、23.65%和 22.39%。2022 年以来,维生素 A 系列销售收入占主营业务收入比重稳中有降,2022-2024 年占主营业务收入比重分别为 15.62%、6.91%和 8.42%。同时产品结构年际调整,其他主营业务规模占比稳定,保健品销售业务占比上升并趋于稳定。金达威销售净利率和毛利率下降,销售费用率上升,财务费用率下降而管理费用率上升。2020-2024 年,公司销售净利率分别为 27.21%、21.62%、8.13%、8.90%和 11.33%,销售毛利率分别为 52.25%、49.38%、40.49%、37.33%和 38.52%。风险提示:申购至上市阶段正股波动风险,上市时点不确定所带来的机会成本,违约风险,转股溢价率主动压缩风险。

(证券分析师:李勇 证券分析师:陈伯铭)

行业

推荐个股及其他点评

浙商证券 (601878): 2025 年中报点评: 交投活跃度提升带动业绩增长, 自营系主要驱动力

投资要点 事件: 浙商证券发布 2025 年中报。2025H1 公司实现营业收入 61.1 亿元, 同比-23.7%; 归母净利润 11.5 亿元, 同比+46.5%; 对应 EPS 0.25 元, ROE 3.2%, 同比+0.4pct。第二季度实现营业收入 31.1 亿元, 同比-24.4%, 环比+4.0%; 归母净利润 5.9 亿元, 同比+76.1%, 环比+6.8%。

交投活跃度提升背景下, 公司经纪业务收入增长显著: 2025H1 公司经纪业务收入 13.1 亿元, 同比+28.6%, 占营业收入比重 41.7%。全市场日均股基交易额 15703 亿元, 同比+63.3%。公司两融余额 291 亿元, 较年初+20%, 市场份额 1.6%, 较年初+0.3pct。截至 25H1 全市场两融余额 18505 亿元, 较年初-0.8%。上半年公司累计新开户 8.9 万户, 新增存量客户激活 2.5 万户。截至 2025 年 6 月底, 公司年度日均资产规模 7,889.9 亿元, 同比上升 15%。

投行业务收入底部企稳: 2025H1 公司投行业务收入 2.9 亿元, 同比+0.3%。

1) 股权业务: 股权主承销规模 20.0 亿元, 同比+116.8%, 排名第 23; 其中, IPO 未有发行; 再融资 2 家, 承销规模 20 亿元。公司 IPO 储备项目 6 家, 排名第 16, 其中北交所 5 家, 创业板 1 家。2) 债券业务: 债券主承销规模 515 亿元, 同比+5.0%, 排名第 22; 其中公司债、企业债、金融债承销规模分别为 475 亿元、20 亿元、8 亿元。

资管业务相对承压, 管理规模较上年同期小幅下滑: 2025H1 公司资管业务收入 1.6 亿元, 同比-23.6%。截至 2025H1 资产管理规模 967 亿元, 同比-5.3%。公司资管业务以巩固投研实力为核心, 持续完善“三位一体”营销体系, 全力提升管理规模和产品业绩。

权益市场转暖, 自营投资收益大幅提升: 2025H1 公司投资收益 (含公允价值) 14.2 亿元, 同比+146.4%; 调整后投资净收益 (含公允价值、汇兑损益、其他综合收益) 14.4 亿元, 同比+114.3%。上海证券自营分公司持续多资产多策略投资, 并积极开展战略性和创新性业务, 25H1 债券投资择时胜率较高, 权益投资占比提升、营收扩大。

其他业务收入, 主要系期货业务收入确认方法调整: 2025H1 公司其他业务收入为 22.0 亿元, 较上年同期减少 59.5%, 为公司营收下滑主要原因, 预计主要系 2025 年监管要求特定交易业务采用净额法确认收入, 导致期货公司现货销售收入减少, 对于业务盈亏不产生影响。

盈利预测与投资评级: 结合公司 2024 年经营情况, 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别

为 23.78/26.03/28.33 亿元（原值分别为 21.65/22.98/25.41 亿元），对应同比增速分别为 23.07%/9.47%/8.84%，对应 EPS 分别为 0.52/0.67/0.73 元/股，当前市值对应 PB 估值分别为 1.29x/1.24x/1.18x。看好公司发力同业并购补足财富管理业务版图，同时在协同发展战略引领下进一步提升竞争力，维持“买入”评级。风险提示：1）市场成交活跃度下降；2）股市波动冲击自营投资收益。

（证券分析师：孙婷 研究助理：罗宇康）

千红制药（002550）：2025 年中报点评：创新化转型顺利，原料药业务拐点已现，制剂毛利率大幅提升

投资要点 事件：2025 年 8 月 22 日，公司发布半年报。2025 年上半年公司实现收入 8.62 亿元（+0.72%，括号内为同比，下同），实现归母净利润 2.58 亿元（+41.17%），实现扣非归母净利润 1.99 亿元（+10.71%）。单 Q2 实现收入 4.11 亿元（+4.16%），实现归母净利润 0.97 亿元（+23.38%），实现扣非归母净利润 0.92 亿元（+18.44%）。业绩超我们预期。创新化转型顺利，新药临床顺利推进、走向海外。截至 2025 年中报，公司已有 4 条创新药管线处在 II 期临床或即将进入 III 期临床。原创一类新药 QHRD107 胶囊已完成 II a 期临床试验，且 II a 期临床试验研究阶段性成果先后在美国血液学年会（ASH）、欧洲血液学年会（EHA）顺利发表，目前正处于向 CDE 申请 II b 期临床研究阶段；原创一类新药 QHRD106 注射液已完成 II 期临床试验，目前正处于向 CDE 申请 III 期临床研究阶段。我们认为，公司布局创新药多年，现已进入收获期。原料药业务见底回升，河南千牧投产有望带来业绩增量。2025H1，公司原料药业务实现收入 3.2 亿元（+17.52%）。肝素原料药行业自 2023 年 Q2 起进入下游去库存周期，需求疲软。公司在经历连续 8 个季度的收入下滑后，首次实现单季度收入增长。我们判断肝素原料药下游需求正在改善，价格筑底，有望回升。此外，公司与牧原股份合资的河南千牧已于 7 月正式投产，保障公司上游粗品供应链稳定的同时，做到肝素可溯源，为公司进入高端市场制剂企业供应链打下坚实基础，中期有望贡献业绩增量。制剂业务毛利率大幅提升，盈利能力增强。2025H1，公司制剂业务实现收入 5.4 亿元（-7.15%），实现毛利率 69.90%，同比大幅提升 8.54pp。毛利率的提升主要得益于成本端的大幅下降。公司制剂产品主要为肝素制剂和胰酶制剂，均为原料药制剂一体化品种。肝素原料药价格在 2024 年触底，高价库存消耗殆尽后，2025 年公司制剂享受到低价原料药带来的成本降低。考虑到公司持续发力改善成本，我们预计公司制剂业务将维持高毛利率。盈利预测与投资评级：我们维持原有预测，预计公司 2025-2027 年收入分别为 20.51/27.37/32.83 亿元，归母净利润分别为 4.43/5.12/6.09 亿元；对应当前市值 P/E 估值 31/27/23X，维持“买入”评级。风险提示：原料药下游需求不及预期；新药研发进展不及预期；商业化进度不及预期。

（证券分析师：朱国广）

三一重工（600031）：2025 半年度业绩点评：Q2 归母净利润同比+38%超预期，龙头充分受益于国内外共振

投资要点 事件：2025 年 8 月 21 日，公司发布 2025 年半年度报告。Q2 归母净利润同比+38%超预期，龙头充分受益于国内外共振。2025H1 公司营业总收入 447.8 亿元，同比+14.6%；归母净利润 52.2 亿元，同比+46.0%，扣非归母净利润 54.1 亿元，同比+73.1%。单 Q2 公司营业总收入 236.0 亿元，同比+11.2%；归母净利润 27.5 亿元，同比+37.8%；扣非归母净利润 30.1 亿元，同比+69.1%。分业务看，（1）挖掘机：销售收入 175.0 亿元，同比+15.0%，主要受益于国

内周期上行&出口底部回暖；(2) 混凝土机械：销售收入 74.4 亿元，同比-6.5%，相较于 24 年降幅显著收窄；(3) 起重机械：销售收入 78.0 亿元，同比+17.9%，受益于国内风电等结构性需求好转，表现较混凝土更加优异。展望下半年，7 月内外销挖机表现继续保持较高增速、国内非挖降幅显著收窄，国内外周期开启共振，公司收入端有望维持较快增长。国内外毛利率均有显著提升，看好上行周期利润持续释放。2025 上半年公司销售毛利率 27.6%，同比上升 0.8pct，销售净利率 11.9%，同比上升 2.5pct，其中 Q2 毛利率 28.3%，同比+1.2pct，Q2 毛利率涨幅进一步扩大。分国内外，2025 上半年公司国内毛利率 22.1%，同比+0.9pct，我们判断挖掘机、起重机、混凝土机械的毛利率均有显著提升，挖掘机毛利率提升主要得益于上行周期规模效应、起重机&混凝土机械毛利率提升主要系行业回暖后竞争缓和&调整产品结构；海外毛利率 31.2%，同比+1.0pct，我们判断主要得益于 2025H1 挖机出口中，中大挖增速高于小挖，结构改善带来的毛利率提升。费用端，2025H1 公司期间费用率 12.3%，同比-4.8pct，销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.2/-0.5/-1.9/-2.6pct，费用管控能力优异。现金流来看，2025H1 经营性现金流量净额 101.3 亿元，同比+20.1%，继续保持高质量盈利水平。国内外开启共振，全球化、电动化逻辑兑现迈向全球龙头。行业端：国内来看，2025 年为国内周期上行起点，在更新替换逻辑+资金到位持续改善支撑下，国内仍有望维持 2-3 年上行景气周期；海外来看，短期非洲、印尼等地需求高景气，长期中国品牌竞争力逐步兑现提升市占率。公司端，依托龙头地位及全球化电动化战略，在国内释放利润弹性、海外兑现成长性。①全球化：公司海外产能布局完善，在印尼、美国均有产能布局且印尼二期工厂、南非工厂正在有序建设之中，本土化优势明显。②电动化：2024 年公司实现新能源产品收入 40.3 亿元，同比+23%，电动搅拌车、电动挖掘机、电动起重机、电动泵车市占率均居行业第一。长期来看，随着全球化&电动化逻辑的持续兑现，公司产品、渠道、服务竞争力凸显，逐步迈向全球龙头。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测值为 85.0/111.4/127.1 亿元，对应当前市值 PE 分别为 21/16/14x，维持“买入”评级。风险提示：国内行业需求回暖不及预期，行业竞争加剧，出海不及预期。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：黄瑞)

科德数控 (688305)：2025 年中报点评：营收稳健增长，股份支付费用影响利润水平

投资要点 营收稳健增长，股份支付费用影响利润水平 25H1 公司实现营收 2.95 亿元，同比+15.24%；实现归母净利润 0.49 亿元，同比+1.27%；实现扣非归母净利润 0.36 亿元，同比-7.43%。营收稳健增长，主要系报告期内自动化生产线订单需求显著增长，利润增速低于收入增速主要系 24 年限制性股票激励计划的股份支付费用增加所致，剔除股份支付费用后 25H1 利润同比+13.85%，与收入增速相当。单 Q2 公司实现营收 1.64 亿元，同比+5.97%；归母净利润 0.28 亿元，同比-16.25%，扣非归母净利润 0.20 亿元，同比-28.20%。分产品看：高端数控机床实现营收 1.19 亿元，占收入比重 40.41%；自动化生产线实现营收 1.58 亿元，占收入比重 53.66%。毛利率受会计准则变更影响下滑，期间费用率管控优秀 25H1 公司毛利率为 38.67%，同比-4.73pct，25Q2 单季度毛利率为 37.72%，同比-5.62pct，环比-2.13pct。公司毛利率有所下降，一方面系会计政策变更，销售费用计入营业成本，影响毛利率下降，另一方面系毛利率偏低的自动化生产线收入占比提升。25H1 公司销售净利率 16.60%，同比-2.30pct，

2025Q2 单季度销售净利率为 17.07%，同比 -4.49pct，环比 +0.96pct。25H1 公司期间费用率为 20.4%，同比 -0.7pct，销售/管理/财务/研发费用率为 7.8%/6.4%/-0.3%/6.5%，同比 -1.8pct/+0.7pct/+0.2pct/+0.1pct。销售费用率降低部分系会计政策变更影响。

技术人员占比同比增加，经营活动净现金流有所改善截至 2025H1 末公司技术人员占比 31%，同比 +6.90%，主要系在产能扩张，表明市场需求增加。2025H1 公司经营活动净现金流为 1.65 亿元，从 -0.2 增长至 1.65，同比改善，现金流有所改善，主要系报告期销售收入现金回款和收到国拨研发经费增加所致。市场拓展稳步推进，产品赢得高度认可。

1) 市场拓展稳步推进：公司深耕航空航天领域，与航天体系多家新用户建立合作，与多方共建“大飞机结构件工艺验证中试基地”，驱动国产机床突破。同时积极拓展民用领域，在低空经济、新能源汽车等多领域实现突破，德创系列等产品订单增长显著。

2) 产品赢得高度认可：流量型及新主力军五轴加工中心订单占比高，获新老客户青睐，新品六轴五联动叶盘加工中心、五轴车铣复合加工中心首单告捷，德创系列新品受民营客户青睐，高档数控系统及关键功能部件订单稳步提升，技术实力获行业认可。

盈利预测与投资评级：考虑到制造业景气度复苏不及预期，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测为 1.38(原值 1.70)/1.87(原值 2.15)/2.43(原值 2.76) 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 61/45/34 倍，考虑到公司在五轴机床领域龙头地位，维持公司“增持”评级。

风险提示：机床需求不及预期，产能建设不及预期，研发进展不及预期。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天

研究助理：陶泽)

柏楚电子(688188): 2025 半年度业绩点评: 2025H1 归母净利润同比 +30%，高功率产品渗透率持续突破

投资要点 事件：2025 年 8 月 21 日，公司发布 2025 年半年度报告。

2025H1 归母净利润同比 +30%，高功率产品渗透率持续突破 2025H1 公司营业总收入 11.0 亿元，同比 +24.9%；归母净利润 6.4 亿元，同比 +30.3%，扣非归母净利润 5.9 亿元，同比 +26.0%。单 Q2 公司营业总收入 6.1 亿元，同比 +20.9%；归母净利润 3.9 亿元，同比 +29.2%；扣非归母净利润 3.5 亿元，同比 +22.5%。营收增长主要系公司持续加大技术研发及市场开拓的投入，整体订单量持续增长所致。

分产品看，(1) 2025H1 公司平面解决方案营收 6.8 亿元，平面方案下游主要系中低功率需求及部分高功率需求，2025 年公司国内中低功率市场占有率维持领先，且仍然保持高功率激光切割控制系统厂商国内第一的市场地位，我们预计平面需求保持稳健增长。(2) 管材解决方案营收 2.4 亿元，管材切割主要系高功率需求，受益于渗透率快速提升，我们预计该板块继续保持较快增长。(3) 三维解决方案 0.34 亿元，已接近 2024 年全年营收，该业务处于导入期有望保持高速增长。展望全年，高功率需求提升带动产品结构优化&新技术应用落地，公司收入端有望延续高增。

盈利能力维持高位，费用控制表现优异 2025H1 公司销售毛利率为 78.8%，同比 -2.5pct，销售净利率为 59.5%，同比 -0.3pct。分产品看，(1) 2025H1 公司平面解决方案毛利率 82.1%。

(2) 管材解决方案毛利率 85.5%。(3) 三维解决方案 85.0%(4) 其他业务毛利率 52.9%，同比 -6.6pct。费用端来看，2025H1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.7%/5.5%/10.7%/-0.9%，同比 -0.1/+0.3/-1.1/+1.1pct，整体费用控制优异。财务费用变动主要系本期到期的定期存款较上期减少，相应利息收入减少。当下激光加工在船舶、桥梁、工程机械等领域渗透率持续上升，公司推出多款智能化、自动化解决

方案，相关业务利润率均处于高位。智能焊接产业趋势确立，加速孵化新技术应用落地

1) 中期驱动力：智能焊接在钢结构领域已经进入 1-10 放量阶段，未来有望突破价值量更高的船舶、桥梁、集装箱等领域。2) 长期驱动力：公司基于自主研发的五大核心技术，持续加大对平台基础能力建设的投入，一方面公司持续加大研发投入保持技术领先性，一方面下沉终端市场。保证业务落地确定性及盈利能力，持续孵化新技术应用落地。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 10.61/12.93/15.86 亿元，对应当前市值 PE 分别为 41/34/27x，维持“买入”评级。

风险提示：下游资本开支不及预期，技术研发不及预期，国产替代进程不及预期

(证券分析师：周尔双 证券分析师：黄瑞)

杭叉集团 (603298)：2025 半年报点评：25H1 归母净利润+11%，全球化+智能化+绿色化助力成长

投资要点 Q2 归母净利润+9%符合预期，海外市场表现亮眼 2025 上半年公司实现营业总收入 93 亿元，同比增长 9%，归母净利润 11.2 亿元，同比增长 11%，单 Q2 实现营业总收入 48 亿元，同比增长 9%，归母净利润 6.9 亿元，同比增长 9%。2025 上半年平衡重叉车行业销量 29 万台，同比增长 3%，公司营收相对行业阿尔法属性明显。公司业绩稳健增长，受益海外市场拓展顺利，上半年公司外销台量约 6 万台，同比增长 25%创历史新高。

毛利率稳中有升，费控能力维持稳定 2025 上半年公司销售毛利率 22.0%，同比提升 0.5pct，销售净利率 12.6%，同比提升 0.1pct，单 Q2 销售毛利率 23.3%，同比提升 1.1pct，销售净利率 15.0%，同比下降 0.3pct。受益于海外、电动化产品占比提升，公司毛利率稳中有升。2025 上半年公司期间费用率 10.7%，同比增长 0.15pct，费控能力维持稳定，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.3%/2.4%/4.5%/-0.5%，同比分别变动+0.50/+0.08/-0.35/-0.07pct。

关注叉车外需底部复苏，仓储物流智能化转型提速 疫情扰动下，海外叉车市场 2021-2022 年迎来历史高点，2023-2024 年均在消化渠道库存，其中核心市场欧美下滑尤为明显。2024 年 Q3 以来，海外龙头订单呈底部回升趋势，2025 年 Q2 丰田、凯傲新签订单分别增长 3%、10%，反映需求修复确定性增强。杭叉集团海外渠道建设、产能布局持续完善，将持续受益需求上行和份额提升。同时，仓储物流智能化与无人化进入产业拐点，杭叉集团智能物流板块快速发展，上半年累计落地 7000 余台 AGV；同时，公司开展以物料搬运为核心功能的智能物流人形机器人研发，将打开长期成长空间。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 22/24/27 亿元，当前市值对应 PE 13/12/11X，维持“增持”评级。

风险提示：地缘政治冲突加剧、竞争格局恶化、原材料价格波动等

(证券分析师：周尔双 证券分析师：韦译捷)

赛恩斯 (688480)：2025 年中报点评：业务结构改善，药剂业务快速发展

投资要点 事件：2025/8/20，公司发布 2025 年半年报，2025 年上半年公司实现营业收入 4.23 亿元，同增 18.81%；归母净利润 0.49 亿元，同减 57.5%；扣非归母净利润 0.47 亿元，同减 12.7%。

25H1 扣非归母净利润受累于费用&减值。公司 2025H1 归母净利润 0.49 亿元，同减 57.5%，系 2024H1 因收购产生投资收益（约 0.6 亿元）；扣非净利润 0.47 亿元，同减 12.7%，贴近预告上限，下降原因为：1) 公司加大市场开发与技术研发力度，销售/研发费用同增 515/683 万元；2) 受销售规模增长及海外业务账期较长影响，信用减值同增 657 万元。

25H1 业务结构改善，重金属污染治理解决方案业务毛利占

比同比-17pct至7%。2025H1公司毛利1.48亿元，同增12%；毛利率同比-2pct至35%。分业务来看，25H1:1)重金属污染治理解决方案收入0.53亿元，同比-50%，毛利率同比-10pct至21%，毛利占比同比-17pct至7%；收入&毛利率同比下降系工程验收节奏波动、25H1部分高毛利项目未确收所致。2025H1，公司累计实现中标项目27个，中标金额超4亿元，支撑2025下半年及后续工程收入。2)运营服务收入2.01亿元，同比+53%，毛利率同比-5pct至30%，毛利占比同比+6pct至40%。3)药剂收入1.66亿元，同比+42%，毛利率同比+0.05pct至45%，毛利占比同比+11pct至51%；增速主要由全资子公司龙立化学贡献，25H1龙立化学收入0.93亿元，净利润0.27亿元，同比增长77%。

药剂业务快速发展。1)铜萃取剂产品：2025年5月龙立化学完成扩产，铜萃取剂总产能从3400吨/年提至7000吨/年；25H1铜萃取剂新客户订单占比超50%，海外客户（最终使用方）订单占比超80%，总签单量同增39%。2)吉林铼酸铵生产线项目目前已完成项目建设和调试，工艺拉通，产出高纯度铼酸铵产品。3)高纯硫化钠项目实现了中试设备的试验合成，顺利通过下游客户生产验证，年产6万吨项目已完成初步可研报告，项目建设已与合作方达成一致意向。4)新型高效浮选药剂建设项目已完成项目调研、选址等工作，项目投资可行性研究报告正在编制中。

股权激励目标锁定2025-2027年扣非净利复增17%，彰显发展信心。按照股权激励100%归属系数：以2024年为基数，2025-2027营收增长不低于30%/50%/95%，或扣非净利润增长不低于20%/45%/60%，锁定25%/17%的营收/扣非净利复增。此外，公司设定80%/90%的归属系数，营收及扣非利润增速目标为100%归属系数的八/九折。

盈利预测与投资评级：药剂业务品类持续扩张，股权激励锁定高增长。我们维持公司2025-2027年归母净利润1.63/1.97/2.36亿元的预测，同比-10%/+21%/+20%，其中，2025年预测归母净利润与2024年扣非净利相比增长40%，对应PE 25/20/17倍（2025/8/22），维持“买入”评级。

风险提示：行业政策变化，下游行业扩产进度不及预期

（证券分析师：袁理 证券分析师：谷玥）

中矿资源（002738）：2025半年报点评：上半年铯铷利润高增，下半年锂涨价贡献弹性

投资要点 25H1业绩位于预告上限，符合预期。公司25H1营收32.7亿元，同34.9%，归母净利润0.9亿元，同-81.2%，毛利率18%，同-23.7pct；其中25Q2营收17.3亿元，同环比+33.6%/12.6%，归母净利润-0.5亿元，同环比-121%/-134%，毛利率14.1%，同环比-30.6/-8.2pct。此前预告25H1归母净利0.65-0.9亿元，业绩符合预期。

25Q2锂盐成本略降，锂价下跌及库存减值导致亏损，下半年价格弹性可观。出货端，25H1公司实现自有锂盐产品销量1.79万吨，同增6%，同时直接销售自产锂辉石精矿3.5万吨，其中Q2锂盐销量近0.9万吨，环比持平；2.5万吨锂盐产线于6月底开始停产检修，停产时间约6个月，我们预计25全年销量有望达4.5-5万吨LCE（含精矿）。盈利端，25Q2锂盐含税均价约6.4万元/吨，我们预计单吨含税全成本7万元，环比略降，Q2亏损0.4亿元左右，另外精矿库存计提减值约0.4亿元。我们预计25H2锂价8万元/吨左右震荡，有望贡献2亿元以上利润，且库存减值有望冲回。

25H1铯铷毛利同增50%，Q2利润环增约10%。铯铷业务25H1实现营收7.1亿元，同增50%，毛利5.1亿元，同增50%；其中精细化工营收4.1亿元，同增25%，毛利3.1亿元，同增27%，甲酸铯租售营收3亿元，同增108%，毛利2亿元，同增111%。Q2实现营收3.6亿元，环比略增，毛利2.8亿元，环增

21%，我们预计贡献归母净利 1.6-1.7 亿元，环增约 10%。25Q2 铜冶炼亏损 1 亿元，环比持平，Q3 有望大幅减亏。25H1 纳米比亚 Tsumeb 铜冶炼业务受全球铜精矿供应紧张导致行业加工费显著下降影响，造成净利润亏损 2 亿元，其中 Q2 亏损 1 亿元，环比持平；7 月底将关停铜冶炼产线，Q3 减亏确定性较强。Tsumeb 锗业务预计 25Q4 开始放量，形成新的利润增长点。Q2 资产损失影响盈利，经营性现金流转正。公司 25H1 期间费用率 8.8%，同-7.4pct，其中 Q2 费用率 8.1%，同环比-4.8/-1.5pct；Q2 计提资产减值损失 0.45 亿，资产处置损失 0.2 亿。25H1 经营性净现金流-3.5 亿元，同-229%，其中 Q2 为 4.4 亿元，同环比转正；25H1 资本开支 2 亿元，同-54.7%，其中 Q2 资本开支 1.6 亿元，同环比-2.1%/+296%；25H1 末存货 26.7 亿元，较年初+25%。

盈利预测与投资评级：由于公司铯铷业务利润高增，且锂价回暖，我们上调公司 25-27 年盈利预测，预计 25-27 年归母净利润 6.7/12.8/21.5 亿元（原预测为 4.0/9.6/19.3 亿元），同比-11%/+91%/+68%，对应 PE 为 44x/23x/14x，维持“买入”评级。

风险提示：产能释放不及预期，需求不及预期

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
 证券分析师：岳斯瑶 研究助理：胡锦芸）

惠泰医疗（688617）：2025 年中报点评：业绩符合预期，期待 PFA 新品放量

投资要点 事件：2025 年 8 月 21 日，公司发布 2025 年中报。2025 年 H1 公司实现收入 12.14 亿元（+21.26%，同比，下同），实现归母净利润 4.25 亿元（+24.11%），实现扣非归母净利润 4.11 亿元（+25.33%），实现经营现金流净额 4.45 亿元（+29.46%）。2025 单 Q2，公司实现收入 6.50 亿元（+19.04%），实现归母净利润 2.42 亿元（+19.56%），实现扣非归母净利润 2.30 亿元（+20.41%），业绩符合我们预期。

PFA 新品推广顺利，期待下半年加速。2025 年上半年，分业务看，冠脉/电生理/外周介入分别实现收入 6.54/2.46/2.13 亿，同比分别增长 30.02%/9.98%/21.33%，收入占比分别为 53.90%/20.23%/17.51%。25H1 公司专注于核心 PFA 产品的准入与增长，累计完成 PFA 脉冲消融手术 800 余例，并在全国多家头部中心完成 PFA 产品的准入及常规开展工作。同时，国内电生理传统三维非房颤手术仍在加速推进，报告期内完成手术近 8,000 例。传统的标测和通路产品中，公司可调弯十极冠状窦标测导管在该品类细分市场中维持领先份额。房间隔穿刺针及鞘类产品的使用量保持稳定增长。2025 年上半年，可调弯十极冠状窦标测导管商业销售超 50,000 根，房间隔穿刺针鞘随行业手术量增长稳步提升。

血管介入类产品入院加速。2025 年上半年，公司冠脉产品已进入的医院数量较去年同期增长超 18%；外周产品已进入的医院数量较去年同期增长超 20%，市场活力表现强劲。公司血管介入产品线围绕客户使用习惯培养、手术观念普及及政策变化等主题，举办自主品牌活动超 80 场，覆盖全国 20 余省份及直辖市；在品牌建设与新产品推广方面，公司积极参与全国行业大会近 10 场，有效推动品牌在全国的发声。

国际市场自主品牌增速快，整体表现符合预期。25 年上半年，公司自主品牌产品持续驱动整体发展，重点市场加速放量，较上年同期增长 34.56%。其中，欧洲区、俄罗斯独联体区与拉美区表现亮眼；中东非地区受地缘局势影响，增长相对承压，但整体仍符合我们预期。

盈利预测与投资评级：我们考虑到下半年集采推进，外周业务有望环比加速，覆盖电生理推广费用，维持 2025 年原有预测，预计公司 2025 年归母净利润为 9.07 亿，下调 2026-2027 年归母净利润由 12.15/16.07 亿元为 12.00/15.88 亿元，对应当前市值

P/E 估值分别为 44/33/25X，维持“买入”评级。风险提示：集采推进不及预期，下半年电生理手术量不及预期，市场竞争加剧等。

（证券分析师：朱国广）

报喜鸟（002154）：2025 年中报点评：品牌表现分化，费用增加净利承压

投资要点 公司公布 2025 年中报：25H1 营收 23.91 亿元/yoy-3.58%，归母净利润 1.97 亿元/yoy-42.66%，扣非归母净利润 1.62 亿元/yoy-46.61%。营收小幅下滑主因国内消费环境整体较为低迷，净利下滑较多主因公司为实现高质量、可持续发展的长期战略目标增加战略性费用投入。哈吉斯、乐飞叶逆势增长，主品牌及团购业务承压。

1) 分品牌：25H1 报喜鸟/哈吉斯/宝鸟/乐飞叶/恺米切&TB 收入分别同比 -9.60%/+8.37% /-22.53%/+20.48%/-11.41%、收入分别占比 30%/40%/17%/8%/3%。乐飞叶品牌受益于户外赛道高景气及自身“轻户外、悦旅行”的精准定位，保持快速增长；哈吉斯品牌通过产品创新和渠道优化实现稳健增长；主品牌报喜鸟及团购品牌宝鸟受市场环境影 响，业绩有所下滑。截至 25H1 末报喜鸟/哈吉斯/乐飞叶门店数分别为 817/480/96 家，较 24 年末分别净-4/+2/+1 家。2) 分渠道：25H1 线上/直营/加盟/团购收入分别同比+17.65%/+2.33%/-16.66%/-20.94%、分别占比 19%/45%/14%/18%。线上渠道表现亮眼，加盟及团购渠道下滑明显。截至 25H1 末直营/加盟门店分别 837/972 家、较 24 年末净-14/+8 家。毛利率持平略增，费用率提升较多，净利率下滑。1) 毛利率：25H1 同比+0.21pct 至 68.39%。2) 期间费用率：25H1 同比+5.67pct 至 54.41%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+3.66%/+2.27%/-0.35%/+0.09pct 至 44.15%/9.44%/1.56%/-0.74%。销售费用率提升主因优化渠道结构、线上推广费用增多、刚性费用占比较大；管理费用率提升主因公司加强与专业咨询机构合作、品牌收购（户外品牌 Woolrich）导致无形资产摊销及相关交易费用增加、新工业园投入使用导致固定资产折旧摊销增加。3) 归母净利润率：25H1 同比-5.62pct 至 8.25%。4) 存货：截至 25H1 末存货 11.38 亿元，较年初-5.52%，存货控制较好。产成品存货周转天数为 271 天。5) 现金流：25H1 经营活动现金流净额 0.95 亿元/yoy-31.92%，主因收入下降致货款回笼减少，且品牌运营投入增加。截至 25H1 末货币资金 14.33 亿元。

盈利预测与投资评级：考虑到服装消费偏弱，2024 年、25H1 公司业绩承压，我们将 25-26 年归母净利润预测值从 6.43/7.29 亿元分别下调至 4.05/4.74 亿元，增加 27 年预测值 5.42 亿元，对应 25-27 年 PE 分别为 14/12/10X，长期看公司坚持高质量发展、增加品牌投入有利于加强品牌竞争力，收购户外品牌有助集团稳健发展，未来随消费信心改善业绩弹性较大，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济及消费持续疲软风险；新品牌培育期较长、投入较大风险；加盟渠道调整及经营不及预期风险；存货跌价风险等

（证券分析师：汤军 证券分析师：赵艺原）

永兴材料（002756）：2025 半年报点评：Q2 降本成效显著，下半年价格弹性可观

投资要点 Q2 业绩符合预期。公司 25H1 营收 36.9 亿元，同-17.8%，归母净利润 4 亿元，同-47.8%，毛利率 15.8%，同-3.2pct，归母净利率 10.9%，同-6.3pct；其中 25Q2 营收 19 亿元，同环比-13.1%/+6.5%，归母净利润 2.1 亿元，同环比-30.3%/+9.4%，毛利率 14.8%，同环比-4.3/-2.1pct，归母净利率 11%，同环比-2.7/+0.3pct。碳酸锂 Q2 降本成效显著，下半年价格弹性可观。25H1 公司碳酸锂销量 1.2 万吨，其中我们预计 Q2 销量近 0.6 万吨，环比略降；1 万吨冶炼产能技改即

将完成，我们预计 10 月投产，全年碳酸锂销量有望达 2.5-2.6 万吨。盈利方面，25H1 营收 7.4 亿元，含税均价 7 万，毛利率 33%，单吨营业成本 4.1 万，我们预计不含税全成本 4.8 万+，单吨利润约 1.4 万；其中 Q2 不含税全成本约 4.7 万，环减 0.3 万+，主要由于辅料、能源价格、税费降低，以及成本精细化管理，下半年有望维持较低成本水平。且我们预计 25H2 锂价 8 万元/吨左右震荡，有望贡献 3 亿利润。25H1 特钢受下游需求影响，利润略有下降。我们测算 25H1 特钢贡献归母净利 1.7 亿元，受下游景气度影响，同比有所下降，其中 Q2 归母净利 0.8 亿元+，环比略降。我们预计 25 全年有望贡献 3.5-4 亿元利润。Q2 投资收益环比大幅提升，经营性现金流转正。公司 25H1 期间费用率 4.7%，同+2.2pct，其中 Q2 费用率 5.1%，同环比+2.6/+0.8pct；25H1 投资收益 0.5 亿元，同增 143%，其中 Q2 投资收益 0.4 亿元，环增 208%，主要系理财产品收益。25H1 经营性净现金流 2.4 亿元，同-54.6%，其中 Q2 为 6.1 亿元，同环比-13.5%/+265%；25H1 资本开支 1 亿元，同-50%，其中 Q2 资本开支 0.6 亿元，同环比-63.8%/+19.3%；25H1 末存货 7.1 亿元，较年初-6.2%。盈利预测与投资评级：我们基本维持 25 年盈利预测，考虑矿山改扩建增量释放有所延后，下调 26-27 年盈利预测，预计公司 25-27 年归母净利润为 9.0/11.1/16.7 亿元(原预期 9.0/12.1/16.8 亿元)，同比-13%/+23%/+50%，对应 PE 为 21x/17x/11x，考虑公司资源优势突出，成本优势显著，维持“买入”评级。风险提示：产能释放不及预期，需求不及预期

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
证券分析师：岳斯瑶 研究助理：胡锦芸)

华东医药(000963): 2025 年中报点评: 工业板块归母利润增速 14%，创新药管线快速推进

投资要点 公司公告：2025H1，公司实现营业总收入 216.75 亿元（+3.39%，表示同比增速，下同），实现归母净利润 18.15 亿元（+7.01%），扣非归母净利润 17.62 亿元（+8.40%）；2025Q2 公司实现营业总收入 109.39 亿元（+3.65%），实现归母净利润 9.00 亿元（+7.98%），实现扣非归母净利润 8.64 亿元（+9.85%）。工业板块利润保持快速增长，创新产品研发快速推进。工业板块 2025H1 收入 73.17 亿元（含 CSO 业务，+9.24%），归母净利润 15.80 亿元（+14.09%），其中创新产品业务收入 10.84 亿元（+59%，含销售及代理服务）。截至 2025H1，创新药研发中心正在推进 80 余项创新药管线研发。1）内分泌领域，口服 GLP-1RA 减重适应症中国 III 期临床已完成全部入组；GLP-1RA/GIPRA 预计 2025Q4 进入三期。2）ADC 领域：ROR1 正开展晚期实体瘤、血液瘤中国 I 期临床，且联合用药针对 DLBCL 患者的 I b&II 期临床组长单位已启动；MUC17 ADC 正开展中国 I 期临床且美国 IND 获批。3）自免领域：乌司奴单抗国内适应症拓展至儿童斑块状银屑病，且克罗恩病适应症正在审评中；罗氟司特乳膏斑块状银屑病及 AD 中国 III 期均获得积极顶线结果，预计 2025Q4 递交 IND。医美臻品注册加速，国内外多款产品即将上市。医美板块 2025H1 实现收入 11.12 亿元（剔除内部抵消因素），同比下滑 17.5%。其中 Sinclair 收入 5.24 亿元，欣可丽美学收入 5.43 亿元，国内外医美业务 Q2 收入较 Q1 均环比增长。1）Maili 系列中，Maili Extreme 已于 5 月正式实现商业化销售；Maili Precise 目前为总结报告阶段。2）Ellanse 系列中，Ellanse-S 新增适应症临床已完成全部入组；Ellanse-M 中国注册于 1 月获 NMPA 受理。3）海外地区，中东地区全部注射剂管线产品已在十余个市场完成注册及上市，EBD 核

心产品整体注册进度过半；美国地区 Ellanse-S 型临床入组进度过半，Maili、KIO015 等积极筹备注册工作。工业微生物板块快速增长：2025H1 商业板块收入 139.47 亿元（+2.91%），净利润 2.26 亿元（+3.67%）；工业微生物板块 2025H1 收入 3.68 亿元（+29%），其中特色原料药&中间体板块增长 23%、XRNA 板块增长 37%、大健康&生物材料板块增长 21%、动物保健板块增长超 100%。盈利预测与投资评级：考虑到医美业务收入上半年同比下滑及创新品种上市推广阶段，我们将 2025-2027 年公司归母净利润由 40.32/45.55/51.54 亿元下调至 39.32/44.21/49.50 亿元，对应当前市值的 PE 估值分别为 20/18/16 倍。考虑到公司业绩稳健增长，创新药品种逐步上市贡献业绩，维持“买入”评级。风险提示：产品研发失败风险，研发进展或不及预期风险，海外医美盈利低于预期的风险。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：冉胜男

证券分析师：苏丰）

思摩尔国际 (06969.HK)：2025 半年度业绩点评：欧洲电子雾化加速修复，HNB 有望释放利润弹性

投资要点 利润位于预告区间中值：2025 年上半年公司实现收入 60.13 亿元，同比+18.3%，符合预告值，高于年初高个位数预期。净利润为 4.92 亿元，同比-28.0%，为预告区间中值，下滑系管理费用的长期激励摊销同增 1.76 亿元、法律合规费用增加，同时自有品牌推广使得销售费用增加。经调净利润为 7.37 亿元，同比-2.1%，为预告区间中值。H1 公司毛利率为 37.3%，同比-0.5pct；经调净利率为 12.3%，同比+2.5pct。公司拟派发中期股息 0.2 港元/股。欧洲市场加速修复：分业务来看，H1 自有品牌业务收入为 12.74 亿元，同比+14.1%，其中欧洲及其他/美国/中国收入分别为 10.69/1.74/0.31 亿元，同比+15.1%/-6.7%/+2595.2%，中国收入为雾化美容产品贡献。To B 业务收入为 47.39 亿元，同比+19.5%，其中欧洲及其他/美国/中国收入分别为 27.34/18.88/1.17 亿元，同比+38.0%/+1.5%/-6.1%。欧洲实行一次性禁令后合规产品销售快速回升，美国加强执法力度，短期仍受不合规市场影响，中长期市场回归良性发展。HNB 业务将贡献利润第二曲线：HNB 市场处于快速增长阶段，烟草巨头加码布局新品和新市场推广。公司与英美烟草合作的 HNB 新品 glo Hilo 于 6 月在日本仙台试销，终端和客户反馈良好，关注 9 月日本全国上市后的销售情况，下半年起 Hilo 将进入欧洲主要消费市场。另外，公司打造 HNB 技术平台，推进多技术路线研发迭代，未来持续赋能 HNB 业务发展。盈利预测与投资评级：思摩尔国际是全球雾化科技龙头，电子雾化受益于欧美政策和执法趋严触底回升，HNB 业务独家绑定英美烟草打造第二曲线，雾化医疗和美容等业务多元发展。基于激励摊销等费用影响利润表现，我们调整公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 13.3/22.2/28.9 亿元（前值为 16.4/22.2/28.7 亿元），对应 PE 为 100/60/46 倍，维持“增持”评级。风险提示：监管政策不确定性、新业务推广不及预期、市场竞争加剧等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：石琦瑄

证券分析师：王琳婧）

上海家化 (600315)：2025 年半年报点评：25Q2 收入同增 25%，改革焕新成效显著

投资要点 公司发布 2025H1 业绩：2025H1 公司实现营收 34.8 亿元，同比增长 4.7%，实现归母净利润 2.7 亿元，同比增长 11.7%，实现扣非归母净利润 2.2 亿元，同比下降 5.9%。25Q2 实现营收 17.7 亿元，同比增长 25.4%，归母净利润 0.5 亿元，同比实现扭亏，扣非归母

净利润 0.3 亿元，同比实现扭亏。美妆与个护板块实现高增：分品类看，2025H1 公司个护/美妆/创新/海外板块分别实现营收 15.9/7.5/4.4/7.0 亿元，占比分别为 45.7%/21.5%/12.6%/20.2%；25Q2 单季度个护/美妆/创新/海外分别实现营收 8.0/4.2/2.0/3.6 亿元，同比分别 +42.4%/+55.7%/-1.4%/-6.0%。分渠道看，25Q2 国内线上渠道收入同比 +34.6%，线上线下分别占比 44.2%/55.8%。25Q2 毛利率同比 +5.09pct，盈利能力提升：①毛利率：2025H1 公司毛利率为 63.37%，同比+2.24pct，25Q2 毛利率为 63.34%，同比+5.09pct。②费用率：25H1 期间费用率为 54.6%，同比+1.0pct，销售/管理/研发费用率分别 +0.4pct/0.5pct/0.4pct，主要系公司处于组织变革期。25Q2 期间费用率为 58.1%，同比-5.4pct，主要系销售费用率优化 4.6pct。③净利率：25H1 销售净利率为 7.6%，同比+0.5pct，25Q2 销售净利率为 2.7%，同比实现扭亏，Q2 主因关税因素影响海外业务净利率。品牌矩阵推陈出新，焕新在即：25 年以来六神推出升级版驱蚊蛋及高端香型，与宝可梦 IP 联名持续破圈，25H1 品牌位居天猫驱蚊水热销榜、抖音花露水爆款榜/好评榜/人气榜等榜首，25H1 带动品牌线上花露水产品类市场份额同比提升 3pct；玉泽 25H1 收入实现双位数增长，且呈逐季度加速趋势，25H1 抖音自播 GMV 同比增长超 100%；佰草集全力打造大白泥亿元大单品，25H1 抖音平台自播/达播/商品卡销售额分别占比 39.6%/50.7%/9.7%，其中头部达播刘媛媛贡献 39.5% 的销售额；其他品牌高夫、启初、美加净、家安等全面覆盖男士护肤、婴童、家清等多领域，满足消费者差异化需求。盈利预测与投资评级：公司作为国内知名日化品牌企业，品牌矩阵完善且渠道覆盖广泛。25 年以来公司在品牌、产品、营销端积极调整，25Q2 经营拐点已至。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润 3.2/4.1/5.4 亿元，同比分别 +139%/+27%/+32%，2025-2027 年 PE 对应最新收盘价分别为 49/38/29 倍，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧、战略改革不及预期、新品推广不及预期等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：郝越）

三星医疗（601567）：2025 年中报点评：提质增效效果显著，业绩基本符合市场预期

投资要点 事件：公司 25H1 营收 79.7 亿元，同比+13.9%，归母净利润 12.3 亿元，同比+6.9%，毛利率 29%，同比-5.6pct，归母净利率 15.4%，同比-1pct；其中 25Q2 营收 43.4 亿元，同比+9.3%，归母净利润 7.4 亿元，同比-5.8%，毛利率 29%，同比-8.2pct，归母净利率 17.1%，同比-2.7pct。国内降价电表交付+新增医院亏损拖累整体毛利率水平，公司提质增效对冲效果显著，业绩基本符合市场预期。配用电业务保持稳健增长，配电出海高速增长，网外风电市场加速增长。25H1 公司智能配用电实现收入 63.54 亿元，同比+20%，净利润 10.98 亿元，同比+13%，净利率约 17.28%，同比-0.77pct。其中海外营业收入 14.95 亿元，同比+51%，占配用电收入的 24%。25H1 公司配用电业务实现在匈牙利、罗马尼亚、吉尔吉斯斯坦等新市场的突破，海外配电在手订单 21.82 亿元，同比+124%，逐步成为海外重要的增长支撑；海外用电实现北美市场 0-1 突破，同时加快推进非洲尼日利亚总包项目落地应用。国内市场，内蒙电网中标 1.46 亿元，同比+188%，网外风电市场进展顺利，新签合同+52%，有望对冲未来光伏需求下降带来的缺口；新下游方面，公司央企客户、石油化工、数据中心等均实现了突破，为远期增长奠定基础。康复医院业务业务略承压，长期需求空间仍很大。25H1 公司医疗服务实现营收 15.27 亿元，同比-2%，净利润 1.19 亿元，同比-35%，净利率 7.79%，同比-3.56pct。25H1

收入下滑我们认为主要系 DGR 政策影响医保付费标准变动，公司康复医院收入有所下降；利润下滑较多，我们认为主要系公司 24 年新增 9 家康复医院仍处在亏损阶段，DRG+新增医院的亏损导致利润下滑幅度较大。公司部分医院与多家三甲医院签订医联体合作和康复联盟，与综合医院形成协同效应，提升收入端增长的确性。展望 25H2，我们认为公司医疗服务业务增速略有压力，但随着新增医院逐步扭亏，盈利能力有望实现修复。提质增效效果显著，存货保持稳健增长。公司 25H1 期间费用 10.9 亿元，同-11.6%，费用率 13.6%，同-3.9pct，其中 Q2 期间费用 5.6 亿元，同环比-19.3%/+4.5%，费用率 12.8%，同环比-4.5/-1.8pct，控本降费效果显著；25H1 末存货 41.4 亿元，同比+24%，保持稳健增长。公司首次新增年中分红 6.79 亿元，股利支付率约 55%，与股东共享公司成长红利。盈利预测与投资评级：考虑到医疗服务业务受 DRG 和新增医院的影响，以及降价电表开始大规模交付，我们下修公司 25-27 年归母净利润（括号内为下调幅度）分别为 25.11（-4.24）/30.63（-5.28）/37.83（-5.33）亿元，同比+11%/22%/24%，现价对应 PE 分别为 14x、11x、9x，长期看，海外配电市场空间广阔，公司布局多年竞争力强，维持“买入”评级。风险提示：海外市场拓展不及预期，竞争加剧等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：朱国广

证券分析师：冉胜男 证券分析师：司鑫尧）

许继电气（000400）：2025 年中报点评：业绩整体符合市场预期，盈利能力显著改善

投资要点 事件：公司发布 25 年中报，公司 25H1 营收 64.5 亿元，同比-5.7%，归母净利润 6.3 亿元，同比+1%，毛利率 23.8%，同比+2.8pct，归母净利率 9.8%，同比+0.6pct；其中 25Q2 营收 41 亿元，同比+1.8%，归母净利润 4.3 亿元，同比+9.1%，毛利率 23.9%，同比+1.2pct，归母净利率 10.4%，同比+0.7pct。业绩整体符合市场预期。直流输电持续高增，特高压项目稳步推进。25H1 公司直流输电系统收入 4.60 亿元，同比+211.71%，毛利率 40.76%，同比-10.74pct，收入持续高增，我们预计系哈密-重庆换流阀及宁夏-湖南控保产品陆续交付。25H1 特高压整体核准节奏放缓，6-7 月连续核准藏东南-粤港澳、蒙西-京津冀特高压直流工程，柔直渗透率高，静待 Q3 启动招标。展望 25H2，我们预计疆南-川渝、陕西-河南等线路有望先后核准，特高压加速推进，海风柔直+省间背靠背贡献增量，公司直流输电业务有望高速增长。变配电&电表收入承压、降本提毛利效果显著。25H1 公司变配电/电表/供用电/新能源/充电桩收入分别为 18.47/15.28/13.39/6.96/5.77 亿元，同比 -13.01%/-4.44%/-5.47%/-30.38%/+4.92%，毛利率分别为 26.93%/24.06%/23.67%/10.61%/15.23%，同比 +3.81/-3.50/+3.34/+4.11/+2.79pct。变配电&电表收入承压，我们认为主要系上半年交付减少+电表降价所致，公司通过构建多部门全产业链条成本管控，盈利能力逐步提升。国际市场不断突破，25H1 海外收入 2.55 亿元，同比+72.68%，毛利率 25.29%，同比+3.82pct，公司移动变电站、直流测量、环网柜设备进入沙特、巴西、西班牙等市场，充电桩系列产品成功入围泰国、秘鲁等国家电力公司短名单，国际竞争力快速提升。销售体系建设费用投入较多，合同负债快速增长，现金流大幅高于利润。公司 25H1 期间费用 7.55 亿元，同比+14.92%，期间费用率 11.69%，同比+2.07pct，其中销售/管理费用率分别同比 +1.01/+0.18pct，系公司人员结构调整，扩编销售人员，缩减中后台人员，全年费用率有望保持稳定。25Q2 末存货 29.35 亿元，同比+4.31%，

合同负债 25.86 亿元，同比+74.04%。25Q2 经营现金净流入 9.57 亿元，同比+1232%，大幅高于利润。盈利预测与投资评级：考虑到特高压招标及交付节奏滞后，配网集采导致配电产品降价幅度较大，我们下修公司 25-27 年归母净利润（括号内为下调幅度）分别为 14.26（-0.94）/17.05（-1.92）/21.26（-2.28）亿元，同比+28%/20%/25%，对应 PE 分别为 17x、14x、11x，维持“买入”评级。风险提示：电网投资不及预期，特高压建设不及预期，竞争加剧等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：谢哲栋
证券分析师：司鑫尧 研究助理：许钧赫）

中国西电（601179）：2025 年中报点评：业绩符合市场预期，经营改善多元发展

投资要点 事件：公司发布 25 年中报，公司 25H1 营收 113.3 亿元，同比+8.9%，归母净利润 6 亿元，同比+30.1%，毛利率 21.6%，同比+2.7pct，归母净利率 5.3%，同比+0.9pct；其中 25Q2 营收 60.7 亿元，同比+7.8%，归母净利润 3 亿元，同比+21.8%，毛利率 22.1%，同比+2.3pct，归母净利率 5%，同比+0.6pct。盈利能力持续改善，业绩符合市场预期。特高压+输变电构筑增长基本盘，变压器盈利持续改善。25H1 变压器/开关分别实现营收 49.35/42.45 亿元，同比+10%/4%。其中西安西变/西电济变/西电常变分别实现净利润 0.58/1.06/0.90 亿元，净利率 3.09%/8.93%/5.41%，盈利能力不断提升。电网投资维持高景气，截至 25 年 6 月，电网基建投资完成额约 2911 亿元，同比+15%，输变电招标维持高速增长，截至 25 年前三批国网输变电招标金额同比+25%，公司份额稳固，南网、蒙网不断实现新产品、新市场的突破；特高压领域公司在手订单充足，陆续交付改善报表盈利，电力工程及电子业务净利率约 10%，我们认为主要系在手换流阀订单交付拉高板块利润率水平。我们预计下半年有多条特高压直流&交流工程启动招标，公司高毛利订单有望继续增长。配网+出海成分为公司重要第二增长曲线，电力电子业务加速发展。25H1 公司海外营收 21.71 亿元，同比+64%，毛利率 14.84%，同比+3.72pct。公司积极推进海外市场的拓展，25H1 公司中标马来西亚数据中心变电站设备、GE 公司变压器供货大单，首次出口高压直流转换开关设备，单机出口业务发展迅猛。配电及用电侧方面，配网中标额同比翻两番，发电侧拿到多个 GIS、变压器、GIL 订单，电力电子业务加速发展，加速整流电源、构网型 SVG 的推广应用，同时公司的 10kV AC/800V DC 2MVA 固态变压器已实现量产，未来有望大规模应用于 AIDC，成长空间大。维持高研发投入、存货增长较多。公司 25H1 期间费用 14.2 亿元，同+5.7%，期间费用率 12.5%，同-0.5pct，其中研发费用率为 3.81%，同比+0.23pct，研发保持高投入；25H1 末存货 50 亿元，同比+29%，库存增长较多主要系大量产成品未交付所致，我们认为可能系 Q2 电网要货整体略有滞后。盈利预测与投资评级：由于 24 年和 25H1 特高压项目招标延迟，考虑到交付节奏的问题，我们下修公司 25-27 年归母净利润（括号内为下调幅度）为 14.97（-2.04）/17.73（-3.02）/20.56（-4.9）亿元，同比+42%/18%/16%，现价对应 PE 分别为 23x、19x、17x，维持“买入”评级。风险提示：特高压建设不及预期，竞争加剧等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：谢哲栋
证券分析师：司鑫尧）

昆仑能源（00135.HK）：2025 年中报点评：售气价差回落&补贴确认减少导致业绩承压，DPS 提升

投资要点 事件：2025 年 8 月 19 日晚，公司公告 2025 年中期业

绩。2025H1 公司实现营收 975.43 亿元，同增 5.0%；归母净利润 31.61 亿元，同减 4.4%。每股分红 0.166 元（同比+0.002 元），分红比例 45.5%。售气价差回落&补贴确认减少导致业绩承压。25H1 公司税前利润 67.37 亿元，同比-7.1%；归母净利润 31.6 亿元，同比-4.4%，低于我们预期，原因主要为：1）天然气销售业务毛利同比-4.1 亿元，系批发气价格调整单方利润回落、加气站业务模式调整零售价差缩窄所致；2）其他收益净额 3.81 亿元（24H1 7.46 亿元），主要受老旧管网改造等政府补贴项目实施、验收、结算进度等因素影响。2025H1 分业务来看：1）天然气销售：收入/税前利润同比+6.1%/-10.5%至 800.78/44.77 亿元，税前利润占比同比-2.6pct 至 66.4%。零售气/批发气量同比+2.2%/+22.6%至 166.66/124.29 亿方，工业/商业（公服）/居民/加气站零售气量分别为 124.71/16.93/20.14/4.88 亿方，同比+8.0%/-1.5%/-3.6%/-48.5%，零售气进销价差同比-0.01 元/方至 0.44 元/方，主要系高价差的加气站业务盈利模式从自营调整至租赁模式，气量占比同比-2.8pct 至 2.9%所致。2）勘探与生产：收入/税前利润同比-16.3%/-64.9%至 0.73/0.61 亿元，税前利润占比同比-1.5pct 至 0.9%。原油权益销售量 412 万桶，同比+1.9%；因油价下行，原油平均销售价格-7.2%至 62.9 美元/桶。3）LNG 加工与储运：收入/税前利润同比-1.6%/+11.4%至 43.71/18.36 亿元，税前利润占比同比+4.6pct 至 27.3%。公司对 LNG 接收站与工厂精益化管理、降本增效扩大了业务利润。接收站总处理量同比+1.7%至 79.0 亿方，负荷率同比+1.4pct 至 86.8%；LNG 工厂加工量同比-1.2%至 17.52 亿方，负荷率同比-1.3pct 至 57.1%。4）LPG 销售：收入/税前利润同比+1.0%/-3.0%至 130.02/5.44 亿元，税前利润占比同比+0.4pct 至 8.1%。LPG 销售量同比+4.9 至 306.84 万吨。股东资源加持&布局制造业产业转移承接地，气量增速高于行业。1）。背靠中石油，资源有保障：截至 2024 年底，中国石油合计持有公司 56.05%股份。中国石油给予公司城市燃气及 LPG 销售业务良好资源保障，支撑公司 LNG 接收站高负荷率运转、扩大公司 LNG 工厂销量，为公司成长保驾护航。2）布局制造业产业转移承接地，气量高增。2020 年起国家鼓励支持中西部和东北地区更大力度承接制造业产业转移；公司聚焦西北、东北地区，25H1 在内蒙古、山东、贵州新增 5 个城燃项目，实现零售气量同比+2.2%（发改委数据 25H1 全国天然气表观消费量同比-0.9%），其中工业零售气量同比+8.0%。盈利预测与投资评级：考虑到中报业绩不及预期，同时公司下调了 2025 年零售气量的增速指引（+8%降至+5%）；我们下调 25-27 年归母净利润预测至 60.6/63.4/66.3 亿元（原值 61.5/64.7/68.0 亿元），同比+2%/+5%/+5%，对应 PE9.6/9.2/8.8 倍；按照分红比例 45%计算，2025 年股息率 4.8%（估值日 2025/8/21），维持“买入”评级。风险提示：宏观经济，极端天气，安全经营等

（证券分析师：袁理 证券分析师：谷玥）

巴比食品（605338）：2025 年中报点评：Q2 加速改善，向上趋势明确
投资要点 事件：2025H1 公司实现营业收入 8.35 亿元，同比增长 9.31%；归母净利润 1.32 亿元，同比增长 18.08%；扣非归母净利润 1.01 亿元，同比增长 15.29%。2025Q2 公司实现营业收入 4.65 亿元，同比增长 13.50%；归母净利润 9446 万元，同比增长 31.42%；扣非归母净利润 6231 万元，同比增长 24.28%。Q2 巴比主品牌净开店、单店营收都实现转正，基本面进一步改善。2025H1 加盟/直营/团餐业务分别实现营收 6.1/0.1/2.0 亿元，同比+7%/+0.4%/+19%。2025H1 华东/华南/华中/华北分别实现营收 6.9/0.7/0.5/0.3 亿元，同比+10%/+12%/+7%/-0%。主业加盟业务方面，公司净开店和单店营收在

Q2 均实现转正。门店数量在 2025H1 期末达到 5685 家，Q2 净增 41 家；单店营收 2025Q2 实现同比正增长。成本回落利好盈利表现。2025Q2 公司实现毛利率 28.2%，同比+1.8pct，环比+2.8pct，预计主要系成本下降。2025Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.5/+0.1/-0.1/+0.8pct。销售费用在规模效应下优化，财务费用率波动主要受存款利率减少。传导至净利率，销售净利率实现 20.5%，同比+2.7pct；扣非归母净利率实现 13.4%，同比+1.2pct。触底向上趋势明显，并购项目持续落地。“青露”、“蒸全味”在 2025Q1 并入公司体内，共计 504 家门店，新增“慢乡人”并购项目，于 25 年 7 月完成旗下 250 家门店的供应链切换事宜。我们认为公司凭借供应链、规模优势可实现市占率持续提升，外延并购可加快门店规模扩张。盈利预测与投资评级：公司呈现环比改善的趋势，7 月新并购项目落地，助力门店数量扩张，我们略上调此前盈利预测，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.9/3.3/3.6 亿元（此前分别为 2.8/3.1/3.4 亿元），同比+4.6%/+13.0%/+10.5%，对应 PE 为 18/16/15X。维持“买入”评级。风险提示：食品安全风险，原材料价格波动，行业竞争加剧。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：李茵琦）

名创优品 (09896.HK)：2025 年半年报点评：Q2 经调整净利润同比 +11%，国内同店增速回正或现经营拐点

投资要点 业绩简评：2025Q2，公司实现收入 49.66 亿元，同比 +23.07%；高于公司原有指引，2025 年全年预计产生 380 亿以上的 GMV 和 210 亿以上的收入。归母净利润为 4.9 亿元，同比-16.67%。剔除股权支付费用、可转债利息开支、对永辉超市投资亏损（权益法）和相关银行贷款利息等项目后，经调整净利润为 6.91 亿元，同比 +10.6%。海外直营增速较高，因此毛利率、费用率均提升，净利率小幅稀释：2025Q2，公司毛利率为 44.28%，同比+0.33pct；经调整净利润率为 13.92%，同比-1.56pct。公司销售/管理费用率为 23.36%/5.27%，同比+2.88/-0.37pct。Q2 销售费用率的增长主要由直营店相关的人工、店租、折摊费用增长所致。

国内 MINISO 的 SSSG 转正，或现经营拐点：2025Q2 国内 MINISO 收入为 26.21 亿元，同比 +13.6%。公司维持“开大店、开好店”策略，2025Q2 期末国内 MINISO 门店数达 4,305 家，本季度净增加 30 家。国内 SSSG 同比低个位数增长。根据业绩会，这受益于 Q2 公司改善产品质价比，客单价及转化率提升。海外新开门店坪效店销优异：名创 2025Q2 海外收入为 19.4 亿元，同比增长 28.6%，其中美国收入同比增长超过 80%。2025Q2 海外新增 94 家门店至 3307 家；SSSG 同比低单位数下滑。根据公司业绩会，公司 2025 年计划净增 500 个以上海外门店，同时放慢直营店开店速度，更注重门店质量。2025 年美国新开的门店平均店销是老店的约 1.5 倍，坪效高出近 30%。

TOP TOY 高速增长，并于近期完成战略融资：2025Q2 TOP TOY 实现营收 4.02 亿元，同比+87%；Q2 净增 13 家门店，达 293 家（含 283 家国内，10 家海外门店）；SSSG 同比低单位数增长。TOP TOY 近期完成一笔由淡马锡领投的战略融资，交易后估值约 100 亿港元。已签约 9 位潮玩艺术家，未来将推进自有 IP 战略：根据公司业绩会，公司未来将布局自有 IP，实现自有+国际 IP 双轮驱动。公司已签约 9 位潮玩艺术家，其中 6 月 yoyo 酱发售后迅速售罄。

盈利预测与投资评级：公司是自有品牌+IP 潮流零售龙头，海外扩张+IP 战略具备广阔发展空间。考虑公司本季度同店转正、利润率降幅边际收窄，我们将公司 2025~2027 年 Non-IFRS 归母净利润从 29.2/ 33.8/ 37.1 亿元，上调至 29.4/ 33.9/ 38.6 亿元，同

比+8%/+15%/+14%，对应 8 月 22 日港股收盘价为 15/ 13/ 11 倍 P/E，维持“买入”评级。风险提示：消费需求不及预期，海外经营相关风险等

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖）

妙可蓝多（600882）：2025 年中报点评：BC 双驱，成长确立

投资要点 事件：2025 上半年公司实现营业收入 25.67 亿元，同比增长 7.98%；实现归母净利润 1.33 亿元，同比增长 86.27%，略超预期中值；实现扣非归母净利润 1.02 亿元，同比增长 80.10%。Q2 营收同比增长 9.62%较 Q1 有所提速，其中餐饮工业系列贡献突出。产品精进，奶酪业务全面增长。奶酪市场成长，产品驱动非常重要。公司始终重视研发，产品矩阵愈发丰满，匹配各年龄，各场景，各渠道需求，带动三大奶酪系列合计上半年营收增长 14.85%。其中即食营养系列企稳回升，收入 10.83 亿元，同比增长 0.62%，餐饮工业系列 8.16 亿元，同比增长 36.26%，家庭餐桌系列 2.36 亿元，同比增长 28.44%。公司坚定“聚焦奶酪战略”，即食营养系列推新奶酪小粒、奶酪小三角等潜力畅销品；家庭餐桌系列黄油/稀奶油/奶油芝士和马斯卡彭等补充较好，餐饮工业系列在蒙牛奶酪合并后良好协同助力增长。BC 端双轮驱动，增长势能更强。随着产品矩阵丰满，公司 BC 驱动更具能量。公司常温如奶酪小丸子以及部分奶酪零食入驻零食量贩渠道；针对会员超市推出定制化产品适配高势能渠道的消费场景，预计将有持续增量贡献。家庭餐桌奶酪方面，马苏里拉与奶酪片销量持续增长，黄油表现优异，涂抹奶油奶酪满足消费者早餐和面包、贝果等搭配的需求，进一步丰富了家庭餐桌奶酪品类；妙可蓝多专业奶酪与爱氏晨曦专业乳品共同开拓 B 端极具潜力的市场，拓客顺利，进入众多餐饮名企和茶饮领域，黄油和稀奶油销量显著增长，原制奶酪也获得大客户的认可。成本控制战略预计持续见效，利润率处上升通道。公司近年开始践行“极致成本战略”，通过精细化管理和动态招标等方式，上半年实现毛销差的显著改善（毛销差提升至 13.44%高水平）。上半年综合毛利率（调整后）提升 0.91pct 至 30.81%。由于相对毛利率较低的 2B 餐饮工业系列和家庭餐桌系列增长更快，后续奶酪毛利率预计还有下滑，但注重费效比和精准投放情况下，公司上半年销售费用率下降 2.26pct 至 17.37%，管理费用额（扣除激励费用）也仅微增 2.46%。公司上半年归母净利润率 5.18%，同比（调整后口径）提升 2.18pct，已经处于上升通道。盈利预测与投资评级：我们认为公司营收呈现加速增长态势，一方面 C 端企稳向上，另一方面 B 端相对以高速增长，而液奶和贸易业务平稳，产品和渠道并驱，极致成本战略保障利润率上行。我们微调 2025-2027 年营收为 53.7/61.6/71.2 亿元（此前预期 53.1/61.3/70.2 亿元），分别同比 +10.87%/+14.71%/+15.58%；我们略调 2025-2027 年归母净利润预期为 2.82/3.83/4.86 亿元（此前预期 2.58/4.05/5.58 亿元），对应 PE 分别为 51/37/29 倍，维持“买入”评级。风险提示：宏观需求持续疲弱；食品安全问题；原材料价格波动影响原制奶酪发展风险。

（证券分析师：苏钺）

山金国际（000975）：2025 年半年报点评：贵金属价格趋势上行，公司业绩具备弹性

投资要点 事件：公司披露 2025 年半年报，业绩同比大幅增长。2025 年上半年公司实现营收 92.46 亿元，同比+42.14%；归母净利润 15.96 亿元，同比+48.43%；公司 2025Q2 实现营收 49.24 亿元，同比+31.95%，归母净利润 9.02 亿元，同比+57.67%。公司成本管控优异，受益于贵金属价格稳定上行，业绩具备弹性：1）量：受制于季

节性因素以及金银矿开采品味下降，2025 年上半年公司矿产金/矿产银/锌精粉/铅精粉产量分别为 3.72/61.83/7916.57/4354.42 吨，同比分别 -11%/-25%/+41%/-14%；2) 价：受益于全球降息预期的不断深化，2025 年上半年公司销售矿产金/矿产银均价分别为 724.83/6.33 元/克，同比分别 +39%/+19%；销售铅/锌均价分别为 1.47/1.57 万元/吨，同比分别 +3%/+2%；3) 成本：公司 2025 年上半年矿产金/矿产银合并摊销后成本分别为 150.96/2.83 元/克，同比 +3.0%/+4.8%，成本端控制能力依旧优异；4) 毛利率：受益于贵金属价格的稳步上行，公司 2025 年上半年矿产金/矿产银业务毛利率分别达 79.15%/55.20%，同比分别 +7.3pct/+6.0pct。

公司海外矿山建设顺利，云南地区复产工作持续推进：1) 公司在纳米比亚的 Osino 金矿项目进展顺利，计划于今年第四季度开始选厂建设，预计于 2027 年上半年投产；2) 公司于 2025 年 1 月收购云南西部矿业有限公司 52.0709% 股权，从而获得其持有的云南省潞西市大岗坝地区金矿勘探探矿权；同月，子公司芒市华盛金矿收购了云南省潞西市勐稳地区金及多金属矿勘探探矿权勐稳地区探矿权，芒市整体复产计划稳步推进。

公司加快增储节奏，保障长远接续：公司于 2025 年上半年在青海大柴旦青龙沟金矿深部和东安金矿外围探矿勘查成效显著，地质探矿实现新增金金属量 3.85 吨、品位 5.79 克/吨，为公司高质量发展夯实资源基础。

美国再通胀行情如期而至，实际利率面临快速下行期：在美国商品通胀拐头向上的背景下，美国劳动力市场的大幅转弱使得联储陷入两难境地，若“衰退”风险加大将逼迫美联储快速降息，实际利率快速下行期即将到来，黄金配置价值凸显。

盈利预测与投资评级：我们继续看好公司在黄金牛市大周期下的盈利能力，基于公司远期贵金属的量增潜力，以及贵金属在降息周期内的趋势上行判断，我们上调公司 2025-27 年归母净利润为 34.83/44.87/63.52 亿元（前值为 33.18/44.23/55.91 亿元），对应 2025-27 年的 PE 分别为 15.62/12.12/8.56 倍，维持“买入”评级。风险提示：美元持续走强风险；中美财政及货币紧缩风险；海外恶性通胀导致美联储加息风险。

（证券分析师：孟祥文 证券分析师：徐毅达）

亚盛医药-B (06855.HK)：2025 年中报点评：药品商业化符合预期，临床推进潜力倍增

投资要点 事件：2025H1 公司主营业务收入 2.34 亿元，同比减少 71.6%，主要系 24 年同期记入与武田合作和产生的 6.78 亿元授权收入，25 年 H1 毛利率约 91%。而公司的核心产品奥雷巴替尼的销售收入同比大幅增长 92.4% 到 2.17 亿元。费用端控制优秀，销售费用同比增长 53.7% 至 1.38 亿元，研发费用同比增加 19% 至 5.29 亿元。

奥雷巴替尼快速放量，为公司贡献增量：公司核心产品奥雷巴替尼销售增速喜人，25 年上半年同比增长 93% 符合我们的预期，年底有望同比去年做到翻倍销售额。公司商业化团队效率高，25 年 H1 入院数量同比增加 47%，扩大患者可及性，且目前所有已获批适应症均已进入医保，未来有望为公司贡献更大增量。目前奥雷巴替尼在推进多个全球注册临床，包括针对 CML 的单药疗法、针对 Ph+ALL 的联合化疗疗法和针对 SDH 缺乏症的 GIST 患者。我们预计随着 2026 年 6 月武田所拥有的普纳替尼专利到期并行权，奥雷巴替尼的海外临床将会更快推进。

利沙托克拉上市获批，商业化进展顺利：25 年 7 月 10 日利沙托克拉获 CDE 附条件批准上市，用于既往经过至少包含 BTK 抑制剂在内的一种系统治疗的成人慢性淋巴细胞白血病/小淋巴细胞淋巴瘤 (CLL/SLL) 患者。从 24 年 11 月申请上市到获批仅用时约 7 个月，目前已经开出第一份处方。该管线还有多项全球临床推进中，包

括 1L 和 2L 的 CLL/SLL 注册临床、联合 AZA 治疗 AML。公司 8 月 18 日公布其 MDS 全球注册临床获得 FDA 和 EMA 批准，利沙托克拉的主要竞争对手维奈克拉此前在该适应症上失败，因此如果成功上市有望未来贡献较大增量。商业化能力不断提升，在手现金足以支撑管线研发：公司在奥雷巴替尼销售中采取了和信达生物合作开发的模式，借此搭建了自己的国内商业化运营团队，截至 25 年 7 月 31 日超过 140 人。而此次利沙托克拉的商业化工作则全部由公司自行开展，我们预计到 25 年底或将超过 200 人。25 年 7 月公司宣布任命 Veet Misra 博士为首席财务官，并任命黄智先生为全球企业发展&财务高级副总裁，二人都具备丰富的国际商业化经验，公司全球发展团队领导力大幅提升。现金储备方面 25 年 H1 达到 16.61 亿元，截至 25 年 7 月公司在港股完成约 15 亿元配售后，总计超 30 亿元的现金储备足以支撑现有核心管线推进。盈利预测与投资评级：随着奥雷巴替尼和利沙托克拉的销售放量和武田选择权付款，我们预计公司收入将快速增长，提高 25-27 年的收入预测至 5.86/32.66/21.21 亿元（原值 5.19/32.15/20.95 亿元）。公司未来收入增长较快，确定性高，海外市场潜力较大，维持“买入”评级。风险提示：新药研发及审批进展不及预期；药品销售不及预期；产品竞争格局加剧；药品审批政策的不确定性。

（证券分析师：朱国广）

洽洽食品（002557）：2025 年中报点评：成本压力拖累利润，关注边际改善

投资要点 事件：2025H1 公司实现营收 27.52 亿元，同比下降 5.05%；归母净利润 8864 万元，同比下降 73.68%；扣非归母净利润 4309 万元，同比下降 84.77%。2025Q2 公司实现营收 11.81 亿元，同比增长 9.69%；归母净利润 1139 万元，同比下降 88.17%；扣非归母净利润亏损 1499 万元。2025Q2 收入边际好转，电商渠道有起势。2025H1 葵花籽/坚果/其他品类分别实现营收 17.7/6.1/3.0 亿元，同比-4.4%/-7.0%/-13.8%；Q1 因春节错期下滑，Q2 收入端有边际改善。2025H1 经销/直销渠道分别营收 19.7/7.8 亿元；其中电商/海外渠道实现营收 4.5/2.8 亿元，同比+25%/+13%。葵花籽、坚果成本上涨拖累盈利表现。2025Q2 毛利率为 21.4%，同比-3.6pct，环比+2.0pct，同比承压主要系葵花籽、坚果成本均有上涨，环比有改善主要系春节后采购的葵花籽成本环比有下降。2025H1 葵花籽/坚果的毛利率分别为 20.9%/14.8%，同比-7.7/-14.0pct。费用端，2025Q2 销售/管理/研发/财务费用率同比+4.0/-0.5/+0.6/+2.3pct；公司 2025H1 销售费用率基本稳定（同比+0.6pct），主要是季度间存在波动，财务费用率主要受汇兑损益影响。传导至净利率，2025Q2 销售净利率为 1.0%，同比-7.9pct；扣非归母净利率为-1.3%，同比-7.0pct。后续关注成本走势和新品推广进展。目前葵花籽、坚果成本压力较大，Q3 进入新采购季可观察葵花籽原材料价格走势。同时关注新品进展，新推出蜂蜜黄油味鲜切薯条、魔芋等休闲食品。盈利预测与投资评级：考虑到成本仍有压力，我们下调盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 6.0/10.5/11.2 亿元（此前分别为 7.6/10.9/11.6 亿元），同比-29%/+75%/+7%，对应 PE 为 19.8/11.3/10.6X；公司盈利预测下修市场已经有所反应，维持“买入”评级。风险提示：食品安全风险，原材料价格波动，行业竞争加剧。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：李茵琦）

平高电气（600312）：2025 年中报点评：业绩符合预期，在手订单充沛增长潜力大

投资要点 事件：公司 25H1 营收 57 亿元，同比+13%，归母净利润 6.6 亿元，同比+24.6%，毛利率 24.7%，同比+1.2pct，归母净利率 11.7%，同比+1.1pct；其中 25Q2 营收 31.9 亿元，同比+6.2%，归母净利润 3.1 亿元，同比+0.9%，毛利率 21.6%，同比-0.8pct，归母净利率 9.6%，同比-0.5pct。受国内项目交付节奏影响利润增速略有下降，业绩符合市场预期。网内中标屡创新高，高压开关龙头份额稳固。25H1 公司高压板块实现营收 32.64 亿元，同比+8%，毛利率 29.79%，同比+2.20pct。收入增速放缓，我们预计主要系 Q2 百万伏&750kV 等高价值量产品交付延迟所致，高压板块毛利率提升，主要系公司持续加强降本并取得成效所致。公司高压开关龙头地位稳固，网内招标屡创新高，25 年前三批国网输变电物资招标，国网招标金额同比+25%，其中公司组合电器累计中标 36.40 亿元，同比+86%，龙头地位稳固。公司 1000kV 组合电器在手订单充沛，25H1 1000kV 浙江环网+达拉特~蒙西+攀西~川南等特高压交流工程以及蒙西京津冀等特高压直流工程启动招标，公司在手高毛利订单有望持续创新高。国际业务仍处整合阶段，配电业务保持稳健增长。25H1 公司配网/国际业务分别实现营收 15.96/1.67 亿元，同比+15%/285%，毛利率分别为 15.32%/9.68%，同比-0.53/+64pct。24 年公司开始剥离海外 EPC，聚集单机出口，25H1 中标沙特 5 台 132kV 高压移动变，420kV GIS 产品首次突破墨西哥市场，国际业务调整完成后有望成为公司重要的收入&利润增长点。配网业务持续改善，25H1 完成了充气柜、低压柜、箱变产品标准化，未来有望保持稳健增长。网外业务方面，公司中标 3 家央企大客户框架，中标核电 1000kV GIL 项目，未来核电/大型火电机组并网百万伏并网渗透率有望继续提升，成为除电网外重要的高毛利市场。持续加大研发投入，存货/合同负债奠定增长基石。25H1 公司期间费用 5.68 亿元，同比+20%，期间费用率为 9.98%，同比+0.55pct，其中研发费用率为 4.2%，同比+1pct，加大对新产品及“卡脖子”环节的研发投入。截至 25H1 存货/合同负债分别为 22.40/17.15 亿元，同比+21%/40%，在手订单充沛。经营性现金流净流出 4.3 亿元，主要系向上游供应商付款而订单未交付所致。公司新增中期分红 2.55 亿元，更加注重股东回报。盈利预测与投资评级：考虑到百万伏订单交付节奏的不确定性，我们下修公司 25-27 年归母净利润（括号内为下调幅度）分别为 12.85（-2.24）/16.09（-2.35）/19.46（-2.61）亿元，同比+26%/25%/21%，现价对应 PE 分别为 17x、14x、11x，维持“买入”评级。风险提示：特高压交付不及预期，原材料价格大幅波动，竞争加剧等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：谢哲栋
 证券分析师：司鑫尧）

北新建材（000786）：2025 年中报点评：石膏板业务有所承压，继续期待两翼和海外业务发力

投资要点 事件：公司发布 2025 年中报。2025 年上半年公司实现营收 135.58 亿元，同比-0.29%；归母净利 19.30 亿元，同比-12.85%。其中，单 Q2 实现营收 73.12 亿元，同比-4.46%；归母净利 10.87 亿元，同比-21.88%。石膏板主业收入承压，涂料业务快速增长。25 年上半年石膏板行业需求依然承压、行业竞争有所加剧，公司石膏板实现收入同比下降 8.57%、龙骨业务收入同比下降了 10.72%；防水及涂料业务保持扩张态势，其中防水建材业务收入同比增长 5.99%，涂料业务实现收入 21.63 亿，同比增长 44.42%，两翼业务布局落地效果明显。在国际化方面，聚焦东南亚、中亚、中东、欧洲及环地中海四大区域，发力“一体两翼”海外落地，25 年上半年公司境外收入 3.23 亿

元，同比+68.8%。毛利率保持相对平稳，信用减值损失有所增加。2025 上半年公司毛利率 30.35%，较上年同期略有降低，分业务来看石膏板毛利率 38.68%，同比下降 0.94pct，防水卷材毛利率同比下降 2.34pct，我们预计主要受到防水行业价格竞争有所加剧的影响；涂料业务毛利率 31.79%，同比有所提升。公司期间费用率方面，2025 上半年公司销售/管理费用率同比有所提高，研发费用和财务费用率同比略有下降。2025 年上半年公司信用减值损失约 0.7 亿元，较上年同期增加约 0.6 亿元，影响部分业绩表现。经营性现金流净额同比下降。2025 年上半年公司经营活动产生的现金流量净额 9.62 亿元，同比下降了 52.86%，主要系公司去年并表嘉宝莉的影响扰动以及本期销售商品、提供劳务收到的现金较上年同期减少。2025 年上半年轻质建材分部经营性现金流净额 6.67 亿元，上年同期为 18.59 亿元；2025 年上半年防水建材分部经营活动产生的现金流量净额 1.36 亿元，较上年同期下降了 41%；2025 年上半年涂料建材分部实现经营性现金流净额 1.64 亿元。盈利预测与投资评级：公司在“一体两翼、全球布局”的战略引领之下，石膏板主业在全球的市占率有望继续提升，防水和涂料业务通过内生外延也将贡献持续快速增量。考虑到石膏板业在行业需求下行之下有所承压，我们调整公司 2025-2027 年归母净利润预测为 39.97/45.23/50.10 亿元（前值为 45.61/49.86/53.68 亿元），对应 PE 分别为 11.1X/9.8X/8.9X，考虑到公司新业务拓展潜力及公司石膏板主业的竞争优势和地位，维持“买入”评级。风险提示：房地产行业波动风险、宏观经济波动风险、原材料及能源价格上涨风险、新业务开拓不及预期的风险。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊）

普洛药业（000739）：2025 年中报点评：CDMO 引领增长，原料药业务拐点已至

投资要点 事件：2025 年 8 月 19 日，公司发布中报。2025 年上半年实现收入 54.44 亿元（-15.31%，括号内为同比，下同），归母净利润 5.63 亿元（-9.89%）。单 Q2 实现收入 27.14 亿元（-15.98%），归母净利润 3.15 亿元（-17.48%）。业绩符合我们预期。 CDMO 业务增长迅猛，有望逐季度提速。2025 年上半年，CDMO 业务实现收入 12.36 亿元（+20.32%），毛利率为 44.04%，同比提升 3.95pp。2025H1 公司进行中项目 1180 个（+35%），其中，商业化阶段项目 377 个（+19%），包括人用药项目 279 个，兽药项目 49 个，其他项目 49 个；研发阶段项目 803 个（+44%）。CDMO 核心竞争力不断增强，已成为公司新增长极，主要得益于：1）公司持续加大研发投入，在横店本部、上海浦东和美国波士顿设有 CDMO 研发中心，CDMO 研发人员超过 500 人；2）现已建有 CDMO 多功能柔性生产车间、高活化合物车间、流体化学车间等多个高端产能，满足客户需求；3）漏斗模型推动前端业务向后端转化，众多项目进入商业化阶段。我们继续看好 CDMO 业务带动公司整体业绩增长。高基数下业绩短期承压，原料药业务拐点已至。公司原料药中间体业务在 2024 年上半年高基数情况下依然实现极具韧性的业绩。2025H1 公司原料药中间体业务实现收入 36.03 亿元（-23.41%），毛利率 13.70%，同比下降 2.52pp；司通过持续努力，供产销三端运营稳健，在降本增效和供应链管理方面取得了较好的成效。我们认为，2024 上半年高基数带来的同比影响已经消除，公司原料药中间体业务拐点向上。随着公司在成本端的精细化管理与控制，毛利率有望企稳回升。药品业务保持稳健，毛利率有望进一步提升。2025 年 H1 公司药品业务实现收入 5.83 亿元（-14.2%），毛利率为 61.03%，同比提升 0.73pp。药品业务加快推进“多品种”发展策略，

在研项目已有 68 个，完成验证项目 9 个，申报项目 4 个，获批项目 2 个，涉及抗感染类、心脑血管类、中枢神经系统类、化痰利胆类等多个领域，其中，司美格鲁肽注射液（减重和降糖两个适应症）已进入 III 期临床阶段；持续丰富的产品线将为公司药品业务带来更广阔的发展空间。我们预计随着新品种上市、集采政策的温和化，公司药品收入规模和毛利率有望提升。 盈利预测与投资评级：我们维持原有预测，预计公司 2025-2027 年收入分别为 132.7/148.2/166.2 亿元，归母净利润分别为 11.8/13.9/16.9 亿元；对应当前市值 P/E 估值分别为 16/14/11X，维持“买入”评级。 风险提示：原料药下游需求不及预期；竞争加剧风险；地缘政治风险。

（证券分析师：朱国广）

福耀玻璃（600660）：2025 年半年报点评：2025Q2 业绩超预期，汽玻龙头强者恒强

投资要点 事件：公司发布 2025 年半年度报告。2025 年上半年公司实现营业收入 214.47 亿元，同比增长 16.95%；实现归母净利润 48.05 亿元，同比增长 37.33%。其中，2025Q2 单季度公司实现营业收入 115.37 亿元，同比增长 21.39%，环比增长 16.42%；实现归母净利润 27.75 亿元，同比增长 31.47%，环比增长 36.72%。公司 2025Q2 业绩超出我们的预期。 公司 2025Q2 业绩超预期，毛利率环比显著提升。营收端，2025Q2 单季度公司实现营业收入 115.37 亿元，同比增长 21.39%，环比增长 16.42%。公司营收同比增速持续跑赢全球汽车行业，体现出公司作为全球汽车玻璃龙头企业的强大竞争优势和虹吸效应。毛利率方面，公司 2025Q2 单季度毛利率为 38.49%，环比大幅提升 3.08 个百分点，提升明显，预计主要系公司产能利用率提升带来的规模效应+公司持续推进降本增效措施。期间费用方面，公司 2025Q2 单季度期间费用率为 9.63%，环比下降 1.01 个百分点，主要系汇兑收益导致财务费用率环比下降所致。归母净利润方面，公司 2025Q2 单季度归母净利润为 27.75 亿元，环比增长 36.72%；对应归母净利率 24.05%，环比大幅提升 3.57 个百分点。 全球汽车玻璃行业龙头，份额提升+单车 ASP 增长推动公司持续发展向上。1）份额方面，全球汽玻行业格局集中，三家主要竞争对手汽玻业务盈利水平均处在较低水平，资本开支和业务扩张的意愿较低。而福耀汽玻业务盈利能力远超对手，且正处于第三轮资本开支周期，随着后续美国扩产项目、福清出口基地和福耀合肥基地等产能陆续释放，公司全球份额有望实现进一步提升。2）单车 ASP 方面，随着汽车智能化的持续发展，汽车玻璃的功能也在持续升级，HUD 前挡、全景天幕（集成镀膜、调光等功能）、双层边窗等高附加值产品渗透率的提升持续推动汽玻行业和公司单车配套价值量增长。 盈利预测与投资评级：考虑到公司 2025Q2 盈利能力提升超预期，我们将公司 2025-2027 年的归母净利润预测从 88.35 亿元/103.88 亿元/121.77 亿元上调至 98.52 亿元/111.63 亿元/130.89 亿元，对应的 EPS 分别为 3.77 元、4.28 元、5.02 元，市盈率分别为 17.14 倍、15.13 倍、12.90 倍，维持“买入”评级。 风险提示：原材料价格、能源价格以及海运费上涨超预期；汽车行业销量不及预期；新建产能爬坡不及预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇）

华阳集团（002906）：2025 中报点评：25Q2 毛利率环比提升，业绩符合预期

投资要点 公司公告：公司发布 2025 年半年报。2025Q2 公司实现营业收入 28.22 亿元，同环比+28.10%/+13.36%；归母净利润 1.86 亿元，同环比+28.52%/+19.57%；扣非归母净利润 1.73 亿元，同环比

+24.14%/+15.67%，业绩符合预期并体现较强韧性。规模效应显现叠加压铸高增，双业务驱动营收持续扩张。分业务看，2025H1 汽车电子实现营业收入 37.88 亿元，较上年同期增长 23.36%，毛利率同比下降 2.89pct，或因屏幕业务增速快于高毛利率的 HUD 业务所致。2025H1 精密压铸实现营业收入 12.92 亿元，同比增长 41.35%，增速显著高于汽车电子，受益于产能释放与客户拓展，成为新的增长极。毛利率环比改善但同比承压，新业务投入期特征明显。2025Q2 毛利率为 19.50%，环比提升 1.32pct，主要受内部降本增效及高毛利精密压铸占比提升影响；同比下降 1.76pct（24Q2 为 21.26%），精密压铸毛利率 24.22%，同比-1.51pct，仍维持较高水平；汽车电子毛利率 16.91%，同比-2.89pct，系汽车电子业务受行业竞争影响毛利率下滑及高毛利的 HUD 业务收入提升较慢所致。25Q2 营业外收入为 0.11 亿元，系应收账款保险赔付所致。费用端控制与减值改善双驱动，盈利弹性逐步释放。2025Q2 期间费用总额 3.44 亿元，同比+18.34%。其中研发费用同比增长 22.11%，推动其智能化战略布局。2025Q2 期间费用率 12.19%，同比下降 1.68pct，环比下降 0.39pct，彰显公司成本管控成效较好；研发费用率为 7.74%，环比仅+0.22pct，显示公司投入效率提升。2025Q2 公司资产减值及信用减值合计-0.18 亿元，较 24Q2 的-0.35 亿元大幅收窄，减值拖累效应弱化，释放利润弹性。智能化深化与出海突破：公司智能化项目持续加速落地，智能座舱优势持续巩固。海外客户 HUD 及无线充电项目稳步推进，全球化布局有望进入收获期。公司 2025Q2 延续稳健增长态势，业务结构优化带动盈利能力改善。预计智能化与出海双轮驱动下，未来业绩有望保持高质量增长。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年营收预测为 127.0/155.6/187.1 亿元，同比分别+25%/+23%/+20%；维持 2025-2027 年归母净利润预测为 9.0/11.3/14.0 亿元，同比分别+38%/+26%/+24%，对应 PE 分别为 19/15/12 倍，维持“买入”评级。风险提示：汽车下游需求不达预期，市场竞争加剧风险。

（证券分析师：黄细里 研究助理：孙仁昊）

新坐标（603040）：精密冷锻件国产龙头，切入丝杠领域开启新篇章

投资要点 新坐标：深耕精密冷锻件制造的国产龙头：新坐标成立于 2002 年，是国内精密冷锻件制造的龙头企业，主要产品汽车气门组精密冷锻件和气门传动组精密冷锻件。近年来凭借全球化布局和深耕，公司业绩保持稳健增长，2020-2024 年收入 CAGR=16.0%，其中 24 年海外收入实现同比+47%，海外收入占比从 2020 年的 17% 迅速提升至 2024 年的 43%，客户方面绑定欧洲大众、通用等高端客户。近年来，公司开始将业务拓展至汽车发动机以外的领域，开始涉足汽车用驻车丝杠&机器人用丝杠领域的研发和制造，有望打造第二成长曲线。深耕汽车零部件制造，冷锻工艺技术壁垒高：新坐标立足于汽零制造的核心能力为冷锻（也可称为冷精锻）技术，锻造是指利用锻压机械对金属坯料施加压力，使金属坯料产生塑性变形，以获得具有一定机械性能、形状和尺寸锻件的一种加工工艺，而冷锻是精度锻造成形技术的一种。冷锻技术壁垒高，覆盖材料、模具、设备等全产业链技术。冷锻工艺兼具加工效率高、材料损耗率低，绿色环保等优点，近年来在汽车零部件加工方案的渗透率逐步提升，此外公司也积极利用自身在冷锻成形技术的优势，积极开拓汽车变速器、精密电磁阀、空心电机轴、动力电池壳体精密零部件、丝杠精密零部件，以及不锈钢精密冷锻制品等多个高附加值领域。冷锻工艺系灵巧手微型丝杠重要降本方案：滚珠丝杠是将旋转运动转换成线性运动的理想传动装置，主要由丝杠轴、螺母、滚珠以及循环

部件组成，人形机器人作为其未来重要应用场景。目前人形机器人中使用丝杠的部位包括腿部线性执行器和灵巧手，其中线性执行器中使用的是反向式的行星滚柱丝杠，而灵巧手使用的是微型滚珠丝杠。丝杠降本至关重要，以车代磨成为大型丝杠降本关键，灵巧手微型丝杠无法适用以车代磨，粗加工成为业界难点，冷锻有望成为优质解决方案。冷锻系公司优势工艺，目前正逐步将 know how 转移至丝杠粗加工领域，在磨床精加工领域公司也早有布局，丝杠业务有望成为公司第二成长曲线。

盈利预测与投资评级：新坐标是国内领先的冷锻成型制造企业，汽车领域卡位优势明显，同时考虑到公司即将切入丝杠领域。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 2.62/3.27/4.10 亿元，对应当前股价的 PE 分别为 34x/28x/22x，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：汽车业务拓展不及预期风险，灵巧手丝杠业务进展低于预期，宏观经济波动风险。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天

证券分析师：郭雨蒙）

中裕科技（871694）：2025 中报点评：高毛利耐高压大流量输送管量利齐增，新品 RTP 管小批量试产

投资要点 下游需求回暖与新兴市场开拓并举，25H1 营收与利润率稳步增长。公司发布 2025 中报，2025H1 实现营收 3.59 亿元，同比+23.81%；归母净利润 0.53 亿元，同比+41.84%；扣非归母净利润 0.52 亿元，同比+45.12%。2025Q2 实现营收 1.75 亿元，同环比 5.17%/-5.35%；归母净利润 0.22 亿元，同环比-6.21%/-30.79%；扣非归母净利润 0.22 亿元，同环比-2.17%/-28.89%。业绩同比增长主要受益于市场需求恢复，公司积极开拓新市场，致力于管道制造领域的技术研发，使产品能够满足不同领域的特殊需求所致。2025H1 公司销售毛利率同比+6.07pct 至 52.45%，销售净利率同比+2.23pct 至 14.87%，利润率同比增长主要系公司毛利率较高的境外耐高压大流量输送软管产品的市场需求同比增加；销售/管理/财务/研发费用率分别为 16.96%/9.97%/0.66%/4.87%，同比+2.26/-0.62/+1.14/-1.52pct。销售费用率同比增长主要受到 25 年 4 月美国关税增加带来的短期影响。高毛利耐高压大流量输送软管量利齐增，柔性增强热塑性复合管小批量试产。1）优势产品：耐高压大流量输送软管和普通轻型软管分别实现营收 2.49 亿元（同比+36.09%）/0.84 亿元（同比+3.64%），毛利率 59.95%/36.47%，同比+5.01pct/+2.13pct。2）募投新品：柔性增强热塑性复合管和钢衬改性聚氨酯耐磨管分别实现营收 0.03 亿元/0.05 亿元，占总营收的比重较小。其中，钢衬改性聚氨酯耐磨管量产项目和柔性增强热塑性复合管量产项目（安徽优耐德）预计 2025 年 12 月末前完工，安徽工厂部分产品已进入小批量试产阶段；柔性增强热塑性复合管量产项目（沙特）已进入厂房改造阶段，预计 2025 年末完成设备安装。

多层次软管产品布局，持续深化拓展中东/南美/澳洲等海外市场。1）技术优势：公司拥有一次成型共挤技术、大口径圆织机编织技术、超高强纤维编织软管技术等多项核心技术，具有生产效率高、技术革新更快和成本更低等优势，可满足不同客户与不同场景的差异化需求。2）四大产品体系：定位中高端市场，打造以耐高压大流量输送软管、普通轻型输送软管为主要产品，以柔性增强热塑性复合管、钢衬改性聚氨酯耐磨管为新兴拓展产品的多层次业务格局。3）深化中东/南美/澳洲布局：公司立足北美，积极开拓中东、南美和澳洲等新兴市场，稳步推进国内市场开发，已在美国设立中裕美国公司，在中东地区设立中裕阿联酋公司和中裕沙特公司（预计将于 2025 年底前完成厂房改造及设备安装，实现沙特本土化生产），并在澳大利亚成立办

事处，有望在澳大利亚采矿领域、南美油气开采和应急救援等领域实现销售增长。

盈利预测与投资评级：管道主业稳健发展，持续深化海外市场拓展，维持公司 2025-2027 年归母净利润 1.16/1.39/1.65 亿元，最新市值对应 PE 为 25.66/21.45/18.06 倍，维持“增持”评级。

风险提示：1) 技术迭代不及预期;2) 宏观经济波动;3) 市场竞争加剧。

(证券分析师：朱洁羽 证券分析师：易申申

证券分析师：余慧勇 证券分析师：薛路熹 研究助理：武阿兰)

免责声明

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

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

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

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

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

东吴证券投资评级标准

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

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>