

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-08-22

宏观策略

2025 年 08 月 22 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 袁理

执业证书：S0600511080001

021-60199782

yuanl@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

食品饮料行业深度报告：软饮料行业深度：后来居上，中国软饮料巨头的平台化之路

善于把握高景气赛道、具备大单品能力的引领者是软饮料价值投资的主线，当前瓶装水、无糖茶、能量饮料、电解质水、椰子水等赛道高景气度延续，预计在健康化、功能化产业共识主线下，创新型的新兴品类亦将持续涌现。重点推荐补水啦势能强劲、平台化战略强化的东鹏饮料，瓶装水重拾份额、无糖茶引领成长的农夫山泉，建议关注华润饮料、IFBH。

电子行业点评报告：如何理解 Scale-up 网络与高速 SerDes 芯片？——算力芯片看点系列

AI 芯片 Scale-up 领域，英伟达一骑绝尘。在 Scale-up 领域，当前行业主流多采用闭环的自有协议方案，如业界发展最早和最成熟的英伟达 NVLink 技术，可以将 GPU 和 GPU 互连，至多让 576 个 GPU 实现每秒 1.8TB 的通信；而其他厂商的 Scale-up 互连大多以 PCIe 协议为基础，目前 PCIe5.0 技术单通道双向速率为 8GB/s，16 通道可达 128GB/s，远远低于 NVLink 同代技术。由 AMD、AWS、谷歌和思科等九家巨头宣布成立的 UALink 联盟则主张建立开放生态，从技术节奏来看，挑战英伟达 NVLink 的难度较大。UALink 初代 V1.0 标准已于 25Q1 发布，NVLink1.0 早在 2016 年已应用于 Pascal 架构 GPU。

推荐个股及其他点评

京东集团-SW (09618.HK)：2025Q2 业绩点评：投入持续加大，主业业绩超预期

盈利预测与投资评级：考虑到外卖投放支持超预期，我们将 2025-2027 年的 EPS (Non-GAAP) 预测由 15.7/17.0/18.3 元调整至 9.0/12.8/15.7 元，对应 2025-2027 年的 PE 分别为 12.7/8.9/7.2 倍(港币/人民币=0.92, 2025/08/21 数据)。公司将构筑越来越强的竞争优势，我们维持公司“买入”评级。

风险提示：供应链拓展风险，宏观经济风险

纽威股份 (603699)：2025 半年报点评：Q2 归母净利润+28%符合预期，订单、现金流表现出色

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 15/18/21 亿元，当前市值对应 PE 为 17/14/12x，维持“买入”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

小米集团-W (01810.HK)：2025H1 业绩点评：汽车毛利率再创新高，手机高端化持续推进

盈利预测与投资评级：我们认为公司手机×AIoT 业务将持续受益于高端化及全球化布局，汽车业务将凭借领先的产品号召力、供应链管理能力和产能部署能力持续提高市场地位。我们维持公司 2025/2026/2027 归母净

利润 396/534/659 亿元预期，2025 年 8 月 20 日收盘对应 2025/2026/2027 年 PE 分别为 32/24/19 倍，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧，宏观经济波动，下游需求不及预期。

珍酒李渡 (06979.HK): 周期筑底，大珍破局

战略单品大珍全新上市，以极致质价比回应理性消费需求。公司全新战略级单品“大珍·珍酒”近期正式上市，定价 888 元，酒质对标市面 2000 元酱香产品。大珍以真年份酒体凸显稀缺价值感，以珍酒一贯的简约包装设计突出高端辨识度，在理性消费回归背景下，以质价比穿透力打开市场需求。新品在酒体品质、包装设计、防伪溯源等方面做全方位升级，以 5 年基酒（酒体酿造时间不晚于 2020 年），辅以 20 年以上老酒调味。公司通过低准入、高回报、全控价、持续收益的模式机制，强化“厂家-商家-消费者”信任链，旨在合力打造有市场影响力的现象级大单品。盈利预测与投资评级：1）大珍作为破局新品，低准入、高收益，并以持续分红机制提倡厂商长期合作，招商汇量前景可期，有望带动公司成长弹性快速修复。2）国内高度白酒消费省区已明显染酱，酱酒次高端需求具备扩容空间。对标浓香，酱酒品牌第二梯队（2~5 名）仍有较大份额集中度提升空间（15% vs 35%）。横向对比其他酱酒，珍酒渠道管理稳扎稳打，圈层培育亦走在前列。我们亦看好珍酒老品基本盘在后续周期复苏过程中率先实现份额突围。考虑大珍招商增量贡献，我们调整 2025~2027 年公司 non-IFRS 归母净利预测为 12.7、16.1、19.7 亿元人民币（前值为 12.3、13.7、16.8 亿元人民币），对应 non-IFRS PE 为 24.8、19.6、16.0x，维持“买入”评级。风险提示：宏观修复不及预期，次高端价格及费用竞争加剧，渠道库存消化不及预期等。

小鹏汽车-W (09868.HK): 2025 年半年报点评: Q2 业绩符合预期，毛利率水平持续亮眼

盈利预测与投资评级：出于谨慎考虑，我们下调公司 2025~2027 年营业收入预期分别为 830/1494/2229 亿元（原值为 947/1676/2491 亿元），同比分别+103%/+80%/+49%。考虑到公司考虑研发费用增加和新车型上市费用增加，下调 2025/2026 年归母净利润为-13/68/103 亿元（原值为 4/76/120 亿元）。2025/2026/2027 年 EPS 分别为-0.68/3.55/5.41 元，2026/2027 年对应 PE 分别为 21/14 倍，考虑公司毛利率水平不断提升，AI 底层竞争力不断增强，维持公司“买入”评级。风险提示：乘用车行业价格战超预期；自动驾驶政策推出节奏不及预期。

兔宝宝 (002043): 2025 年中报点评: 装饰板材收入承压，盈利能力同比改善

公司是装饰板材行业龙头，公司在巩固经销渠道优势的同时，应对行业趋势变化公司积极拓展家具厂、家装公司等渠道，并积极进行乡镇市场的渠道下沉，定制家居业务零售业务坚持中高端定位、工程业务优化客户结构稳健经营。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 7.54/8.77/9.58 亿元，对应 PE 分别为 11.6X/9.98X/9.15X，维持“增持”评级。风险提示：下游房地产竣工不及预期的风险、行业竞争加剧的风险、应收账款回款风险。

金杨股份 (301210): 圆柱电池精密结构件领军者，跨界机器人打造第二成长曲线

考虑 25 年起股权激励费用影响，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.4/0.9/1.3 亿元，同比-28%/+132%/+36%，对应 PE 128/55/41 倍。

考虑到公司主业盈利逐步好转，增速快于行业，且机器人率先卡位，并持股国华智能，首次覆盖给予“买入”评级。

松原安全 (300893): 2025 年半年报点评: 2025Q2 业绩符合预期，自主被动安全龙头持续成长

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.92 亿元、5.21 亿元、6.99 亿元的预测，对应的 EPS 分别为 1.24 元、1.65 元、2.20 元，2025-2027 年市盈率分别为 25.83 倍、19.44 倍、14.51 倍，维持“买入”评级。风险提示: 乘用车行业销量不及预期; 新客户及新产品开拓不及预期; 原材料价格波动导致盈利不及预期。

富途控股 (FUTU): 2025 年半年报点评: 全球业务增长态势强劲

盈利预测与投资评级: 结合公司 2025 年上半年经营情况，叠加我们对公司全球业务稳健发展的预期，我们上调此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 95/118/150 亿港元（前值为 71/89/110 亿港元），当前市值对应 PE 估值分别为 20/16/13 倍（PE 计算口径为收盘价/EPADS）。我们看好公司持续拓展海外市场，加速用户规模扩张，公司中长期成长空间可观，维持“买入”评级。风险提示: 监管趋严抑制业务创新，行业竞争加剧，权益市场大幅波动。

友邦保险 (01299.HK): 2025 年中报点评: NBV、NBV Margin 均提升，中期每股股息同比+10%

事件: 友邦保险发布 2025 年中期业绩: 1) NBV 28.4 亿美元，同比+14%; 其中 25Q2 单季 NBV 同比+18.9%。2) 年化新保费 49.4 亿美元，同比+8%; 其中 25Q2 单季同比+10.9%。3) 税后营运利润 36 亿美元，同比+6%; 每股同比+12%，符合公司三年目标指引。净利润 25.3 亿美元，同比-24%。4) 内含价值 709 亿美元，较年初持平; 内含价值营运利润 59 亿美元，同比+9%; 内含价值营运回报同比+1.3pct 至 17.8%。5) 25H1 产生的基本自由盈余 35.7 亿美元，同比+4%。6) 预计中期每股股息 49 港仙，同比+10%。盈利预测与投资评级: 随着中国内地新分公司的不断落地以及中国香港地区强劲的增长，我们看好友邦保险表现的进一步提升。我们维持此前盈利预测，预计公司 2025-2027 年内含价值分别为 730/776/828 亿美元，对应增速分别为 5.8%/6.3%/6.7%。当前股价对应 PEV 估值分别为 1.37x/1.29x/1.21x，维持“买入”评级。风险提示: 长端利率趋势性下行，权益市场波动，新单保费承压。

华润啤酒 (00291.HK): 2025 年中报点评: 喜力、老雪增势延续，盈利能力持续提升

啤酒高端化韧性升级、成本红利延续、费用三精策略卓有成效共同驱动盈利提升，而白酒业务主动调整，静待产业周期逐步边际修复。参考 25H1 报表节奏，我们更新 2025-2027 年归母净利润预测为 60.17/61.06/65.48 亿元（前值为 52.76/57.22/61.34 亿元），对应当前 PE 分别为 14.0、13.8、12.9X，维持“买入”评级。

九华旅游 (603199): 2025 年中报业绩点评: 客流高增驱动业绩提速，交通改善+新项目释放中长期弹性

九华旅游背靠兼具佛教文化和自然风光的九华山景区，资源稀缺，核心业务随客流稳健增长。考虑持续布局新增项目及外部交通改善，景区客流量有望继续提升，释放公司中长期业绩弹性。基于中期业绩报告，微调公司盈利预测，2025-2027 年归母净利润为 2.17/2.43/2.67 亿元（前值为 2.17/2.43/2.67 亿元），对应 PE 为 19/17/15 倍，维持“买入”评级。

永辉超市 (601933): 2025 年半年报点评: 归母净亏损 2.4 亿元, 调改快速推进, 供应链&自有品牌取得进展

事件: 8 月 20 日公司发布 2025 年半年报。2025H1, 公司实现收入 299.5 亿元, 同比-20.7%; 归母净利润-2.41 亿元, 去年同期为 2.75 亿元; 扣除资产处置损益、政府补助、公允价值变动等非经常项目后, 公司扣非净利润-8.02 亿元, 去年同期为 0.3 亿元。公司归母净利润符合业绩预告, 扣非净利润略高于业绩预告 (-8.3 亿元)。盈利预测与投资评级: 随着亏损门店关闭和调改门店的加速开店, 公司有望更快迎来持续盈利。我们也看好公司走品质、服务、裸价直采、自有品牌道路的前景。我们维持公司 2025-27 年归母净利润预期为-8.7/ 4.4/ 10.4 亿元, 同比减亏 41%/ 扭亏/ 增长 137%, 维持“增持”评级。

盐津铺子 (002847): 2025 年中报点评: 魔芋成长性延续, 聚焦大单品提质增效

考虑到公司主动优化部分低效业务, 我们略下调 2025-2027 年盈利预测, 我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 8.1/10.0/12.0 亿元, (此前为 8.3/10.3/12.4 亿元), 同比+27%/+22%/+21%, 对应 PE 为 25/20/17X。维持“买入”评级。

华住集团-S (01179.HK): 2025Q2 业绩公告点评: 盈利超预期, RevPar 降幅有望持续收窄

投资要点 25Q2 营收达指引上限: 25Q2 收入为 64 亿元, 同比增长 4.5%, 位于指引增速 1%~5%上限。归母净利润 15.4 亿元, 同增 44.7%, 主要由轻资产化带动, 毛利率提升 2.3 个百分点及汇兑收益 4.35 亿元, 整体带动净利率提升 6.6 个百分点。其中管理加盟及特许经营收入 29 亿元, 同增 22.8%, 超出指引增速 18%-22%的上限。大陆业务收入 51 亿元, 同增 5.7%, DH 分部收入 13 亿元, 同增 0.1%。25Q2 经调整 EBITDA 25 亿元, 同增 32%, 其中 DH 分部 1.8 亿元, 同比扭亏。轻资产重加盟, 开店持续强劲: 25Q2 单季大陆新开 595 家, 同增 4.9%, 净开 452 家, 同比略下滑。截至 25Q2 末, 大陆门店数达到 12016 家, yoy+18.4%, 加盟门店数占比达到 95.4%。储备门店 2925 家, 环比增长 2.3%, 积极完成全年新开 2300 家、净开 1700 家指引。大陆房量 115.9 万间, 同增 19.0%, 其中加盟/直营房量同比+21.3%/-5.2%; 中端及中高端以上酒店数占比 51.8%, 环比略增。RevPAR 降幅收窄, 25Q3 营收增速指引 2%~6%: 25Q2 大陆 RevPAR 同降 3.8%至 235 元, 其中 OCC 同降 1.6pct 至 81.0%, ADR 同降 1.9%至 290。公司预计 25Q3 营收同比增速 2%~6%, 不包含 DH 分部口径下营收同比增速为 4%~8%, 加盟业务营收增速 20%~24%较 25Q2 提速。RevPAR 下滑低个位数, 降幅环比 25Q2 收窄。我们预计全年 RevPAR 同比下滑低个位数。盈利预测与投资评级: 华住集团作为酒店行业标杆, 品牌、会员体系打造竞争壁垒, 结构升级带动经营数据跑赢行业。考虑基数下移, RevPar 降幅有望逐季收窄带动收入提速。今年总计已发放 5.5 亿美金股息, 对应股息率 5.3%。基于汇兑收益及公司营收结构优化, 上调公司盈利预测, 2025-2027 年归母净利润分别为 45.5/48.2/49.6 亿元 (前值为 38.1/43.7/51.1) 亿元, 对应 PE 估值为 17/16/16 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 行业竞争加剧, 门店增长不及预期等。

科伦博泰生物-B (06990.HK): 2025 年中报点评: 业绩符合预期, 核心产品商业化进展顺利, 后续管线多维度展开

盈利预测与投资评级: 公司国内商业化顺利推进, 海外注册临床持续展

开，早期临床项目不断验证平台价值，我们将 2025/2026/2027 年的营收预测从 17.8/35.6/58.9 亿元上调至 19.4/35.6/58.9 亿元，维持“买入”评级。

厦钨新能 (688778): 2025 半年报点评: Q2 钴酸锂贡献利润增量，三元盈利稳定

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 8.1/9.3/11.2 亿元，同比 +63%/+15%/+20%，对应 PE 分别为 36/31/26 倍。考虑公司主业增长明确，且卡位固态电池核心材料硫化锂，技术工艺领先，维持“买入”评级。 风险提示：新材料进展不及预期，电动车销量不及预期，竞争加剧。

皓元医药 (688131): 稀缺的一站式 ADC CDMO 服务企业

前端业务：工具化合物+分子砌块双轮驱动，横向拓展生科试剂贡献稳健盈利；伴随新药研发投入稳定增长，分子砌块、工具化合物和生化试剂市场空间广阔。根据弗若斯特沙利文，2024 年全球化学试剂市场规模约 612 亿美元，生物试剂约 246 亿美元，生物试剂的市场规模增速更快。一方面，该领域国外厂商覆盖面较广，Sigma-Aldrich、Combi-Blocks 等海外龙头全球市场占有率分别达 10%以上；国内参与者规模体量较小，全球市占率不足 1%，可替代空间较大。另一方面，公司从化学试剂拓展至生物试剂，市场空间上限扩容。截至 2024 年底，公司产品 SKU 达 23.1 万种，知名度与影响力不断提升，累积发表的文章超过 49,000 篇，持续研发投入保持领先地位。2024 年公司前端业务 14.99 亿元 (yoy+32.42%)，2020-2024 年 CAGR 为 44.29%，我们预测 2025-2027 年 CAGR 将维持较高的 20-30%增长。 盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 年营收为 28.06/33.64/40.37 亿元 (yoy+24%/20%/20%)，归母净利润为 2.55/3.36/4.45 亿元 (yoy+27%/32%/32%)。摊薄 PE 为 46/35/26 倍。考虑公司前端增速较快，且后端 CDMO 业务发展潜力较大，盈利弹性较强，首次覆盖，给予“买入”评级。

横店东磁 (002056): 2025 年中报点评: 三大业务持续向好，业绩稳健增长

盈利预测与投资评级：考虑公司业务稳中向好，我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测 19.1/22.1/25 亿元，同比+5%/+16%/+13%，维持“买入”评级。 风险提示：政策不及预期，竞争加剧等

老铺黄金 (06181.HK): 2025 年半年报点评: 经调整净利润+291%，分红率达 73%，境内外业务持续高增

盈利预测与投资评级：老铺黄金是我国古法金品类的头部企业，在高净值客户中有较好的口碑，以较好的产品品质设计和服务保持了较好的行业地位，2025H1 销售持续亮眼，近期公司处于持续“出圈”的趋势当中，品牌势能仍处提升期，看好 25H2 新开门店贡献，海外门店扩张，公司长期品牌力出海值得期待。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润 48.0/68.2/91.0 亿元，同比分别+226.0%/+42.1%/+33.4%，最新收盘价对应 PE 分别为 26/18/14 倍，维持“买入”评级。 风险提示：消费降级下终端消费疲软，金价波动风险，海外拓展不及预期，古法黄金品类拓展不及预期，开店不及预期。

众安在线 (06060.HK): 2025 年中报点评: 归母净利润超高增长，财险、科技与银行业务均向好

盈利预测与投资评级：我们看好公司在互联网财险市场的持续竞争优势，叠加科技输出和数字银行业务快速发展与盈利改善，公司中长期成长空

间可观。结合公司 2025 上半年经营情况，我们上调 2025-2027 年公司归母净利润至 13.0/15.8/20.5 亿元（前值为 9.4/11.5/15.7 亿元），当前市值对应 2025E PB 1.3x，维持“买入”评级。风险提示：保费增长不及预期；科技投入持续较高水平；权益市场走低。

吉比特（603444）：2025 年半年报点评：业绩超我们预期，《杖剑传说》表现亮眼

盈利预测与投资评级：考虑到《杖剑传说》表现超预期，我们上调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 15.85/16.40/17.48 亿元（此前为 10.43/10.99/12.11 亿元），对应当前股价 PE 为 17/17/16 倍。公司新游周期驱动业绩强增长，同时高额分红回报股东，维持“买入”评级。风险提示：新游表现不及预期风险，存量游戏流水超预期下滑风险，行业竞争加剧风险

泡泡玛特（09992.HK）：2025 年半年报点评：业绩超预期，继续看好优质 IP 在全球市场的商业价值潜力

考虑到公司上半年实际业绩好于我们预期，我们将 2025-2027 年经调整净利润预测从 100/145/183 亿元上调至 107/151/189 亿元，对应 PE 约 37/26/21 倍，维持“买入”评级。（人民币兑港元汇率取 2025/8/20 1 港币 = 0.92 人民币）。

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

食品饮料行业深度报告：软饮料行业深度：后来居上，中国软饮料巨头的平台化之路

投资要点 观过往：历经三大阶段，品类多元化共振。纵向复盘中国软饮料行业的发展，大致经历了碳酸饮料主导、多元化增长、结构性增长三个阶段。1)碳酸饮料主导阶段(90 年代中期前)：改革开放后，海外饮料巨头可口可乐、百事进入中国市场，引领中国碳酸饮料市场快速扩容，到 90 年代中期碳酸饮料比重仍超过 50%，占据主导地位。2)多元化增长阶段(1995-2014 年)：一方面本土企业不断发展壮大，另一方面随着消费力的提升对品类需求更为多元化，果汁、茶饮料、瓶装水、植物蛋白饮品等百花齐放。3)结构性增长阶段(2015 年至今)：随着中产阶级崛起，消费呈现差异化需求，其中包装水及功能饮料赛道延续高增势头，而茶饮料等呈现健康化与无糖化趋势。论当下：龙头创新引领，百亿大单品迭出。当前中国软饮料行业竞争激烈，传统赛道龙头先发优势明显，而新兴成长赛道亦能实现格局突围。软饮料行业龙头通过“大单品迭代+细分场景渗透”构建护城河，同时组织灵活、产品创新高效。百亿大单品是成为细分赛道引领者的重要门槛，软饮料行业空间大、细分赛道多，不断适应消费者需求的前瞻创新能力使得大单品逻辑持续演绎。梳理来看，瓶装水细分赛道农夫山泉、怡宝体量分别为 160 亿元、121 亿元；茶饮料赛道有糖茶康师傅冰红茶、王老吉体量仍在百亿上下，而无糖茶东方树叶体量已突破 100 亿元；能量饮料赛道华彬红牛、东鹏特饮体量分别为 200 亿元、133 亿元。此外一些新兴小众赛道亦具备大单品潜质，如电解质水、椰子水、气泡水等。瞻未来：健康化、功能化为产业发展共识。当下中国软饮料市场瓶装水、无糖茶、能量饮料、电解质水、椰子水等赛道具备高景气度。纵向复盘海外发达国家软饮料品类演变趋势，核心演绎方向是健康化、功能化，对探究中国软饮料细分赛道发展路径具有参考意义。1)瓶装水：未来中国内地水的包装化率有望从 2023 年的 14.4%提升至 2028 年的 18.9%，长周期景气逻辑清晰。2)无糖茶：百亿大单品东方树叶的逆袭印证了“长期主义+技术深耕”的价值，历经十年亏损穿越周期，将小众需求培育为主流品类，未来下沉市场渗透、功能性延展与文化出海将成为第二增长曲线。3)能量饮料：当前东鹏在特饮大单品高增、补水啦第二曲线崛起的同时，亦规划在东南亚开启出海第一站，建议重视当地传统渠道，依托与当地企业合作实现海外区域破局。4)电解质水：外资当前渠道更多集中在一二线城市，而本土具备深度分销能力的饮料龙头布局较晚，留给低线城市更大市场机会。而东鹏补水啦有望引领中国电解质水渠道下沉，带动规模持续

增长。5) 此外, 具备天然健康属性的椰子水、依托差异化创新的气泡水品类风潮渐起。投资建议: 推荐东鹏饮料、农夫山泉, 关注华润饮料、IFBH 等。善于把握高景气赛道、具备大单品能力的引领者是软饮料价值投资的主线, 当前瓶装水、无糖茶、能量饮料、电解质水、椰子水等赛道高景气度延续, 预计在健康化、功能化产业共识主线下, 创新型的新兴品类亦将持续涌现。重点推荐补水啦势能强劲、平台化战略强化的东鹏饮料, 瓶装水重拾份额、无糖茶引领成长的农夫山泉, 建议关注华润饮料、IFBH。风险提示: 宏观经济不及预期; 食品安全问题; 市场竞争加剧。

(证券分析师: 苏钺 证券分析师: 郭晓东)

电子行业点评报告: 如何理解 Scale-up 网络与高速 SerDes 芯片? ——算力芯片看点系列

投资要点 AI 芯片 Scale-up 领域, 英伟达一骑绝尘。在 Scale-up 领域, 当前行业主流多采用闭环的自有协议方案, 如业界发展最早和最成熟的英伟达 NVLink 技术, 可以将 GPU 和 GPU 互连, 至多让 576 个 GPU 实现每秒 1.8TB 的通信; 而其他厂商的 Scale-up 互连大多以 PCIe 协议为基础, 目前 PCIe5.0 技术单通道双向速率为 8GB/s, 16 通道可达 128GB/s, 远远低于 NVLink 同代技术。由 AMD、AWS、谷歌和思科等九家巨头宣布成立的 UALink 联盟则主张建立开放生态, 从技术节奏来看, 挑战英伟达 NVLink 的难度较大。UALink 初代 V1.0 标准已于 25Q1 发布, NVLink1.0 早在 2016 年已应用于 Pascal 架构 GPU。英伟达如何实现卡间互连? 英伟达 GPU 中 NVLink 和 PCIe 同时存在, GPU 互连采用 NVLink, GPU 与 CPU 互连采用 PCIe。Grace Hopper 超级芯片引入 NVLink-C2C, 可不通过 PCIe 直接访问 CPU, 是一次重要的技术补齐。到英伟达 GB200 这一代, NVSwitch 技术进一步完善, 一个 NVLink 域内最多连接 GPU 的数量从 8 升级为 576, 使得内部互连更加庞杂。GB200 由两颗 B200 GPU 和一颗 Grace CPU 构成, B200 北向有基于 200G SerDes 的 1.8TB/s NVLink 5.0 链路, GB200 共包含 72 对 200G SerDes。B200 南向包含 NVLink-C2C 接口和 2 个 PCIe 接口。我们分析接口的物理层结构发现, 无论是 NVLink 还是 NVSwitch, SerDes 都是物理层重要的底层技术支撑。在后续 Rubin 架构中, 英伟达通过引入独立 I/O 芯片与第六代 NVLink 进一步提升互连带宽至 3.6TB/s, 而 Rubin Ultra 则在封装内采用多芯片分层互连与 1TB HBM4E 的高带宽设计, 机柜架构亦演进至 Kyber, 以支撑更大规模的 GPU 集群。UALink 开放生态新机遇, 关注高速 SerDes IP 供应商进展。在 AI 需求提升的背景下, SerDes 技术向 224G 升级的趋势加速确立。当前的高速 SerDes 研发仍然由海外厂商主导, 包括 (1) 第三方 SerDes 供应商: Cadence、Alphawave 等, 授权 SerDes IP 给芯片商使用并收取专利授权费; (2) 自研厂商: 博通、Marvell、英特尔等厂商根据自身需求或帮下游客户设计 SerDes IP, 定制化属性较强。以上海外 SerDes 供应商均已具备 224G SerDes 能力。国内能跟上高速 SerDes 芯片开发的队伍屈指可数, 高速 SerDes 领域的市场格局仍未成型, 主要玩家包括芯动科技、晟联科、集益威、芯耀辉等, 最高能达到 112G 速率。在 AI 芯片 Scale-up 方面的国产化进程上, 高速 SerDes 芯片也应当给予足够的重视。投资建议: 重点推荐盛科通信、海光信息, 关注万通发展、澜起科技等。风险提示: AI 应用进展不及预期, 技术发展不及预期, 市场竞争风险。

(证券分析师: 陈海进 研究助理: 李雅文)

推荐个股及其他点评

京东集团-SW (09618.HK): 2025Q2 业绩点评: 投入持续加大, 主业业绩超预期

投资要点 营收利润均超预期, 零售业务利润率稳健上升: 公司 2025Q2 收入 3566.6 亿元, 同比增长 22.4%; 实现 Non-GAAP 归母净利润 73.9 亿元, 同比下降 48.91%。整体经调整净利率为 2.07%, 2024 年同期为 4.96%。超市及服务持续复苏, 电器业务继续增长: 2025Q2 公司商品销售收入 2824.1 亿元, 同比增长 20.7%; 服务及其他收入 742.5 亿元, 同比增长 29.1%。2025Q2 商品销售收入中, 电子产品及家用电器收入 1789.8 亿元, 同比增长 23.4%; 日用百货商品收入为 1034.3 亿元, 同比增长 16.4%。2025Q2 平台及广告服务收入 285.1 亿元, 同比增长 21.7%; 物流及其他服务收入 457.4 亿元, 同比增长 34.3%。履约费用有所增加, 降本增效继续推进: 2025Q2 公司营业成本为 3000.2 亿元, 同比增长 22.2%; 公司毛利率同比提升 0.1pct 至 15.9%。2025Q2 履约费用同比上升 28.6%, 增至 221.5 亿元, 履约费用率提升至 6.2%, 同比提升 0.3pct。2025Q2 管理费用率 0.9%, 同比上升 0.2pct; 研发费用率为 1.5%, 同比持平; 销售费用率为 7.6%, 同比上升 3.5pct; 履约毛利率为 9.7%, 同比下降 0.2pct。用户规模与会员生态持续增强, 带动长期价值释放: 2025Q2 公司年度活跃用户数保持稳健增长, 高价值用户占比提升, 带动整体客单价与复购率改善。PLUS 会员规模继续扩张, 进一步稳固用户黏性与消费频次, 叠加京东宣布对其 PLUS 会员进行全面升级, 推出“生活方式服务套餐”和自营电子产品、家电产品的“180 天换新不修”政策, 我们预计电子产品及家用电器品类收入将实现进一步的增长。盈利预测与投资评级: 考虑到外卖投放支持超预期, 我们将 2025-2027 年的 EPS (Non-GAAP) 预测由 15.7/17.0/18.3 元调整至 9.0/12.8/15.7 元, 对应 2025-2027 年的 PE 分别为 12.7/8.9/7.2 倍 (港币/人民币=0.92, 2025/08/21 数据)。公司将构筑越来越强的竞争优势, 我们维持公司“买入”评级。风险提示: 供应链拓展风险, 宏观经济风险

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 张家琦)

纽威股份 (603699): 2025 半年报点评: Q2 归母净利润+28%符合预期, 订单、现金流表现出色

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+28%与快报一致, 订单、现金流均表现出色 2025 上半年公司实现营业总收入 34.0 亿元, 同比增长 20%, 归母净利润 6.4 亿元, 同比增长 30%, 扣非归母净利润 6.2 亿元, 同比增长 27%。单 Q2 公司实现营业总收入 18.5 亿元, 同比增长 25%, 归母净利润 3.7 亿元, 同比增长 28%, 扣非归母净利润 3.7 亿元, 同比增长 28%, 业绩与快报一致, 符合预期。公司业绩稳健增长, 主要受益于: (1) 中东油气全产业链投资增加, 油服设备需求增长, (2) FPSO、LNG 船订单、交付维持高位, (3) 公司大客户如沙特阿美、ADNOC 订单高增, 新品扩批、提份额逻辑将持续兑现, 且品牌、渠道、产能先发优势明显, 市场地位稳固, (4) 新兴核电、水处理等板块增速良好。同时, 公司在手订单饱满, 2025 上半年合同负债 5.0 亿元, 同比增长 123%, 现金流回款良好, 净现比 1.4, 同环比改善。展望未来, 传统油气+战略新兴行业增长, 公司于头部客户份额提升逻辑可持续, 看好业绩持续稳健增长。毛利率维持高水平, 费控能力持续提升 2025 上半年公司实现销售毛利率 35.8%, 同比提升 0.3pct, 销售净利

率 18.9%，同比提升 1.5pct，单 Q2 公司实现销售毛利率 36.1%，同比下降 1.4pct，我们判断系汇率波动影响，销售净利率 20.5%，同比提升 0.6pct。2025 上半年公司期间费用率 12.0%，同比下降 1.4pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.4%/3.9%/2.7%/-1.0%，同比分别变动-0.96/+0.04/-0.01/-0.51pct，受益于规模效应、经营效率提升，费控能力增强。

2025 年股权激励计划落地，调动团队积极性。2025 年 7 月公司发布 2025 年限制性股票激励计划（草案），拟授予公司高管、中层管理人员和骨干共 154 人限制性股票数量 771.4 万股，占公告日股本总额 1.00%。业绩考核目标为 2025-2027 年归母净利润不低于 12.7/13.9/15.3 亿元，年同比增速 10%。并于 7 月 17 日公告限制性股票授予，授予价 15.93 元/股。股权激励计划有助于绑定核心员工，调动团队积极性，彰显公司长期发展信心。

盈利预测与投资评级：出于谨慎性考虑，我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测 15/18/21 亿元，当前市值对应 PE 为 17/14/12x，维持“买入”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）

小米集团-W (01810.HK)：2025H1 业绩点评：汽车毛利率再创新高，手机高端化持续推进

投资要点 事件：公司发布 2025 年中报，2025Q2 公司实现营收 1159.6 亿元，同比+30.5%，环比+4.2%；调整后净利润 108.3 亿元，同比+75.4%，环比+1.5%；毛利率 22.5%，同比+1.8pct，环比-0.3pct，公司业绩超市场预期。

创新业务：汽车毛利率再创新高，发布开源多模态大模型。25Q2 汽车实现营收 212.6 亿元，环比+14.4%，分部亏损收窄至 3 亿元，公司目标 2025 年下半年实现汽车业务单季度或单月盈利。公司依托产品力、供应链能力及爆品模式实现行业领先的毛利率，25Q2 毛利率环比+3.2pct 至 26.4%再创新高。25Q2 电动汽车交付量同比+197.7%至 81302 辆，ASP 同比+10.9%至 253,662 元；汽车销售门店扩至 335 家，覆盖 92 个城市。SU7 系列 7 月底开放推送 1000 万 Clips 版本端到端辅助驾驶，智驾表现稳步提升。2025 年 5 月公司发布开源多模态大模型 Xiaomi MiMo-VL-7B 性能表现优异。公司此前发布的 AI 眼镜产品可提供多模态智能交互能力，公司有望利用丰富的数据场景、打通模型应用闭环，不断优化迭代产品与服务提升用户体验。

手机市占率稳步提升，高端化持续推进。25Q2 手机实现营收 455.2 亿元，同比-2.1%，环比-10.1%；毛利率 11.5%，同比-0.7pct，环比-0.9pct。25Q2 手机出货量 42.4 百万台，同比+0.6%；市占率稳步提升，全球市占率环比+0.6pct 至 14.7%维持第三；线下渠道市占率同比+1.8pct 至 12.2%。高端化持续推进，2025Q2 公司高端手机销量占比同比+5.5pct 至 27.6%；中国市场 4000-5000/5000-6000 元价位市占率分别同比+4.5pct/+6.5pct 至 24.7%/15.4%；受 Redmi 品牌新品发布节奏、海外扩展等因素影响，25Q2 手机 ASP 同比-2.7%至 1073 元。我们看好公司后续继续践行提份额+高端化路线。

空冰洗及平板等延续高增，新零售驱动增长。25Q2 IoT 实现营收 387.1 亿元，同比-2.1%，环比-10.1%；毛利率 22.5%，同比+2.8pct，环比-2.7pct。25Q2 空冰洗出货量超 540/79/60 万台，同比增速超 60%/25%/45%，推动智能大家电收入同比+66.2%；平板电脑销量同比+42.3%，收入同比+41.4%；可穿戴产品收入同比+70.9%。目前公司新零售店已扩至 1.7 万家，境外新零售门店数达约 200 家。我们认为 IoT 业务有望在“人车家”生态赋能及海内外销售渠道不断完善的背景下持续助力业绩增长。

盈利预测与投资评级：我们认为公司手机×AIoT 业务将持续受益于高端化及全球化布局，汽车业务将凭借领先的产品号召力、

供应链管理能力和产能部署能力持续提高市场地位。我们维持公司2025/2026/2027年归母净利润396/534/659亿元预期，2025年8月20日收盘对应2025/2026/2027年PE分别为32/24/19倍，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧，宏观经济波动，下游需求不及预期。

(证券分析师：张良卫 证券分析师：李博韦)

珍酒李渡 (06979.HK): 周期筑底，大珍破局

投资要点 战略单品大珍全新上市，以极致质价比回应理性消费需求。公司全新战略级单品“大珍·珍酒”近期正式上市，定价888元，酒质对标市面2000元酱香产品。大珍以真年份酒体凸显稀缺价值感，以珍酒一贯的简约包装设计突出高端辨识度，在理性消费回归背景下，以质价比穿透力打开市场需求。新品在酒体品质、包装设计、防伪溯源等方面做全方位升级，以5年基酒(酒体酿造时间不晚于2020年)，辅以20年以上老酒调味。公司通过低准入、高回报、全控价、持续收益的模式机制，强化“厂家-商家-消费者”信任链，旨在合力打造有市场影响力的现象级大单品。“万商联盟”模式创新，大珍破局前景可期。大珍作为逆势推出的次高端差异化单品，其模式创新在于：终端成交价统一透明，厂家严格管控渠道秩序，保障高渠道利润。对此，公司1是匹配短链直控模式，进行渠道全控价，经销商即期利润主要来自顺价价差，事后返利兑现周期相对较长(须严格遵守价格红线才可解锁)；2是设立业务员-联盟商-稽核人员-总部4层机制进行监督，推行以来公司已雷厉处理20余家违规商家，有力保障商家信心。我们预计2026年达成5000~8000家招商概率较大：目前公司签约商已达2116家，后续1是考虑金东集团体系内可转化客户数量有几千家，2是伴随产品势能提振，竞品客户转化面也有望进一步打开，预计2026年招商数量有望较2025年翻倍。2025年主要省区基础稳定，期待老品去库后较早兑现周期修复弹性。2025年公司及时调整营销节奏，以去库出清为主。分省区看，主要省份贵州、河南、湖南、广东渠道秩序相对保持稳定、动销降幅可控。分产品看，珍10卡位宴席场景，仍有招商兑现；珍15批价波动好于行业整体水平，预计后续销售体量有望随场景修复；高档光瓶酒销售规模基本维持，团购培育模式日臻成熟。

盈利预测与投资评级：1)大珍作为破局新品，低准入、高收益，并以持续分红机制提倡厂商长期合作，招商汇量前景可期，有望带动公司成长弹性快速修复。2)国内高度白酒消费省区已明显染酱，酱酒次高端需求具备扩容空间。对标浓香，酱酒品牌第二梯队(2~5名)仍有较大份额集中度提升空间(15% vs 35%)。横向对比其他酱酒，珍酒渠道管理稳扎稳打，圈层培育亦走在前列。我们亦看好珍酒老品基本盘在后续周期复苏过程中率先实现份额突围。考虑大珍招商增量贡献，我们调整2025~2027年公司non-IFRS归母净利润预测为12.7、16.1、19.7亿元人民币(前值为12.3、13.7、16.8亿元人民币)，对应non-IFRS PE为24.8、19.6、16.0x，维持“买入”评级。风险提示：宏观修复不及预期，次高端价格及费用竞争加剧，渠道库存消化不及预期等。

(证券分析师：苏钺 证券分析师：孙瑜)

小鹏汽车-W (09868.HK): 2025年半年报点评: Q2业绩符合预期，毛利率水平持续亮眼

投资要点 公告要点：小鹏汽车发布2025半年报，业绩符合我们预期。小鹏汽车Q2实现营收182.7亿元，同比增长125.3%，环比增长15.6%。其中，汽车销售收入为168.8亿元，同比上升147.6%，环比增长17.5%，主要由于交付增长。服务及其他收入达13.9亿元，同

比增长 7.6%，环比受技术研发服务收入波动率略有下降。净利润端，小鹏汽车单季度净亏损持续收窄，2025Q2 单季度净亏损 4.8 亿元（2025Q1 净亏损 6.6 亿元），NON-GAAP 净亏损 3.9 亿元（2025Q1 净亏损 4.3 亿元）。公司 2025Q2 量利齐升，毛利率水平持续增长。

盈利能力方面，2025Q2 公司综合毛利率 17.3%，较去年同期增长 3.3pct，环比增长 1.7pct；其中整车毛利率 14.3%，同环比分别 +8.0/3.9pct，连续 8 个季度上升，整车成本持续下降及规模效应增强。费用率方面，公司 Q2 研发费用率 12.1%，同环比分别 -6.0/-0.5pct；公司 Q2 销售、行政及一般费用率 11.9%，同环比分别 -7.5/-0.4pct，费用控制得当。公司二季度批发销量 10.3 万辆，同环比 +241.6%/+9.8%，非 MONA 车型销售占比提升，对应汽车单车 ASP 16.4 万元，单车毛利 2.3 万元。

公司将进一步推动车型布局优化与智能化进阶。1) 新车维度，小鹏新 P7 将于 8 月 27 日正式上市，并推动公司从 2025 年 9 月起月交付量稳健超过 4 万台；2025Q4 小鹏汽车将进入“一车双能”大产品周期，推出首款车型鲲鹏超电 X9。2) 智能化维度：小鹏 Ultra 版本车型搭载三颗自研图灵 AI 芯片，有效算力达 2250 TOPS，支持部署端侧 VLA 和 VLM 大模型，2025 年 8 月将开始灰度推送 VLA 初始版本并在后续月度快速迭代。

盈利预测与投资评级：考虑公司新车节奏调整，我们下调公司 2025~2027 年营业收入预期分别为 830/1494/2229 亿元（原值为 947/1676/2491 亿元），同比分别 +103%/+80%/+49%。考虑到公司考虑研发费用增加和新车型上市费用增加，下调 2025~2027 年归母净利润为 -13/68/103 亿元（原值为 4/76/120 亿元）。2025/2026/2027 年 EPS 分别为 -0.68/3.55/5.41 元，2026/2027 年对应 PE 分别为 21/14 倍，考虑公司毛利率水平不断提升，AI 底层竞争力不断增强，维持公司“买入”评级。

风险提示：乘用车行业价格战超预期；自动驾驶政策推出节奏不及预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：童明祺）

兔宝宝（002043）：2025 年中报点评：装饰板材收入承压，盈利能力同比改善

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 36.34 亿元，同比 -7.01%；归母净利润 2.68 亿元，同比 +9.71%；2025Q2 公司实现营收 23.63 亿元，同比 -2.55%；归母净利 1.67 亿元，同比 +7.15 %。

装饰板材业务有所承压，继续推进渠道下沉。25 年上半年公司装饰材料业务实现收入 29.85 亿元，同比 -9.05%，其中板材产品收入同比 -16.45%，板材品牌使用费同比 -15.64%，在家装需求下降、行业竞争加剧下，板材业务收入降幅压力有所扩大。门店零售方面公司持续推动渠道下沉，加速推进乡镇市场布局，25 年上半年公司装饰材料业务完成乡镇店招商 847 家，截至期末乡镇店 2481 家，较年初增加超 300 家；家具厂渠道方面，公司在扩大客户数量同时，不断完善产品体系，增强与家具厂的合作粘性。定制家居业务方面，25 年上半年全屋定制实现收入 6.21 亿元，同比 +4.46%，兔宝宝全屋定制业务小幅增长，工程定制业务继续控制规模，裕丰汉唐实现收入 0.53 亿元，同比 -60.45%。

毛利率同比有所改善，期间费用率有所提高。2025 年上半年公司销售毛利率 18.27%，同比变动 +0.8pct，分品类来看装饰材料毛利率同比提升 0.85pct，定制家居业务毛利率同比下降 1.19pct，公司通过强化成本管控，在价格有所下调的情况实现了毛利率的提升，同时毛利率相对较高的其他装饰材料占比的提高也拉动了装饰材料板块毛利率的提升。期间费用率方面，2025 年上半年公司销售 / 管理 / 研发 / 财务费用率分别同比变动 +0.18/+0.06/+0/+0.12pct，主要受到收入规模下降、费用相对刚性的影

响。2025 年上半年公司信用减值损失-0.78 亿元。经营性现金流有所下滑,继续保持高分红。2025 年上半年公司经营活动现金净流量为+1.07 亿元,上年同期为+2.78 亿元,现金流净额的下降主要系收现比的同比下降所致。2025 年中期拟每 10 股派发现金红利 2.8 元(含税),中期分红率达到约 86%,继续保持相对较高的分红比例。盈利预测与投资评级:公司是装饰板材行业龙头,公司在巩固经销渠道优势的同时,应对行业趋势变化公司积极拓展家具厂、家装公司等渠道,并积极进行乡镇市场的渠道下沉,定制家居业务零售业务坚持中高端定位、工程业务优化客户结构稳健经营。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 7.54/8.77/9.58 亿元,对应 PE 分别为 11.6X/9.98X/9.15X,维持“增持”评级。风险提示:下游房地产竣工不及预期的风险、行业竞争加剧的风险、应收账款回款风险。

(证券分析师:黄诗涛 证券分析师:房大磊)

金杨股份(301210):圆柱电池精密结构件领军者,跨界机器人打造第二成长曲线

投资要点 圆柱电池结构件国内龙头,投资国华智能涉足机器人领域,打造第二成长曲线。公司 1998 年成立,专注电池精密结构件研发及生产,成长为圆柱电池精密结构件龙一,24 年国内市占率维持 25%+。公司不断扩张业务版图,2018 年收购东杨新材 60%股份切入精密镍基导体材料领域,2024 年实现营业收入 13.65 亿元,同比增长 23%,其中锂电结构件收入占比 60%左右,24 年公司归母净利 0.6 亿,同比下降 8%,主要系结构件行业降价,且受新产品开发和新产能爬坡影响。公司 2025 年参股国华智能,正式涉足智能机器人领域,打造第二成长曲线,需求空间可观。机器人元年已至,公司投资国华实现技术+客户协同,打造全新增长极。国华智能谐波减速器起家,技术实力领先,目前具备谐波减速器、行星滚柱丝杠及直线、旋转关节等产品生产能力,成为人形机器人关节全方案供应商,并已拿到头部机器人本体厂订单,客户进展领先。公司通过收购国华智能 10.37%股权。一方面实现人形机器人领域率先卡位,另一方面公司上市时获得小米股权基金投资,且直接对接比亚迪等头部车企,并具备精密结构件生产基础,可实现与国华客户+资源协同。公司通过与国华合资成立无锡合盛智能,布局机器人基础构件环节,我们预计 2030 年全球人形机器人销量 300 万台,远期可给公司带来可观增量。结构件新产品放量收入增速快于行业,降本增效盈利预期逐步改善。公司为圆柱结构件行业龙头,24 年锂电结构件收入 8.3 亿元,同比增长 37.2%,其中圆柱占比约 80%左右。公司绑定亿纬、东磁、比克、宁德时代等头部厂商,25 年起全极耳小圆柱电池结构件及方形壳体与盖板起量,在头部厂商份额持续提升,我们预计 25 年锂电结构件收入可实现 30%增长,快于行业增速,26 年新产能释放将进一步加速。盈利端,结构件价格见底,预计毛利率可维持基本稳定在 10%左右,随着公司产能利用率提升,且就近配套建厂产能落地带动运费下降,预计公司净利率水平将逐步改善。镍基导体材料稳定增长,原材料价格下行推升毛利水平。公司生产的镍基导体材料主要应用于锂电池中的极耳与连接片生产,近年来业绩稳步增长,预计 25 年收入同增 5-10%,毛利率水平预计稳中有升。盈利预测与投资评级:考虑 25 年起股权激励费用影响,我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.4/0.9/1.3 亿元,同比-28%/+132%/+36%,对应 PE 128/55/41 倍。考虑到公司主业盈利逐步好转,增速快于行业,且机器人率先卡位,并持股国华智能,首次覆盖给予“买入”评级。风险提示:人形机器人推广不及预期,下游锂电池需求不及预期,同行业竞争加剧。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 孟祥文
 证券分析师: 阮巧燕 证券分析师: 岳斯瑶 证券分析师: 徐毅达)

松原安全(300893): 2025年半年报点评: 2025Q2 业绩符合预期, 自主被动安全龙头持续成长

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 11.48 亿元, 同比增长 42.87%; 实现归母净利润 1.61 亿元, 同比增长 30.85%。其中, 2025Q2 单季度公司实现营业收入 6.12 亿元, 同比增长 40.77%, 环比增长 14.30%; 实现归母净利润 0.88 亿元, 同比增长 41.03%, 环比增长 19.52%。公司 2025Q2 业绩符合我们的预期。

2025Q2 业绩符合预期, 毛利率环比改善明显。营收端, 公司 2025Q2 实现营业收入 6.12 亿元, 同比增长 40.77%, 环比增长 14.30%。主要下游客户 2025Q2 表现情况: 奇瑞汽车批发 61.38 万辆, 环比增长 2.28%; 吉利汽车批发 70.54 万辆, 环比增长 0.23%; 上通五菱批发 40.03 万辆, 环比增长 13.40%; 长城汽车批发 31.30 万辆, 环比增长 21.88%。毛利率方面, 公司 2025Q2 综合毛利率 29.15%, 环比提升 1.21 个百分点, 预计主要系公司收入增长带来的规模效益+持续推进降本增效所致。期间费用方面, 公司 2025Q2 期间费用率为 11.45%, 环比下降 2.91 个百分点, 主要系公司二季度管理费用率和研发费用率环比分别下降 1.31 个百分点和 1.72 个百分点。归母净利润方面, 公司 2025Q2 实现归母净利润 0.88 亿元, 环比增长 19.52%; 对应归母净利率 14.35%, 环比提升 0.63 个百分点。

安全带业务量价齐升, 气囊+方向盘成为第二曲线。安全带方面, 公司凭借技术、成本和服务响应等方面的竞争优势, 有望持续提升安全带产品的市场份额, 实现对外资的国产替代; 此外, 高性能安全带的功能复杂, 安全性更好, 价值量更高, 特别是集成主被动可逆预紧式安全带(电动安全带)的价值量更是大幅提升, 公司安全带业务有望实现量价齐升。而方向盘+气囊业务则是公司的第二曲线, 公司于 2021 年实现方向盘+气囊产品的量产, 目前已经突破吉利、上通五菱、奇瑞等客户, 后续有望持续为公司业绩贡献增量。

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.92 亿元、5.21 亿元、6.99 亿元的预测, 对应的 EPS 分别为 1.24 元、1.65 元、2.20 元, 2025-2027 年市盈率分别为 25.83 倍、19.44 倍、14.51 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 乘用车行业销量不及预期; 新客户及新产品开拓不及预期; 原材料价格波动导致盈利不及预期。

(证券分析师: 黄细里 证券分析师: 刘力宇)

富途控股(FUTU): 2025年半年报点评: 全球业务增长态势强劲

事件: 公司发布 2025 年第二季度及上半年业绩, 2025 年上半年公司实现总营收 100 亿港元, 同比+75%, 实现归母净利润 47 亿港元, 同比+110%; 其中 2025Q2 单季度总营收同比+70%至 53 亿港元, 归母净利润同比+112%至 24 亿港元。

投资要点 **收入端:** ①2025 年上半年, 公司经纪佣金同比+99%至 49 亿港元, 主要系港股反弹、美股活跃及新兴市场扩张推动交易量激增; 利息收入同比+48%至 44 亿港元, 主要系客户保证金规模扩大及融资融券业务利息收入增长; 其他营业收入同比+139%至 8 亿港元, 主要系基金分销与货币兑换服务随用户财富管理需求提升而快速增长。②25Q2 单季度来看, 经纪佣金同比+87%至 26 亿港元, 主要系市场交易活跃带动; 利息收入同比+44%至 23 亿港元, 主要系客户资金规模扩大所致; 其他营业收入(包括财富管理、企业服务业务等)同比+176%至 4.44 亿港元, 主要系财富与企业服务业务拓展成效显著。

成本端: 2025 年上半年, 公

司①研发费用：同比+130%至8亿港元，主要系为推进国际化与加密业务，加大交易系统、安全及加密技术等研发力度；②销售费用：同比+320%至8亿港元，主要系为拓展海外市场，大幅增加全球品牌推广、营销获客等方面的投入；③管理费用：同比+261%至8亿港元，主要系全球业务扩张致人员增多，薪酬、场地等管理成本随之大幅上升。2025年上半年富途平台开户用户数/注册用户数/付费客户数较上年分别同比+30%/+16%/+41%至524/2712/288万人，主要系国际化战略与新业务布局吸引新客户，激发用户参与热情。国际化战略推进中，富途加密领域布局深化且前景可期：2025年上半年，客户总交易规模同比+133%至68万亿港元。此外，子公司Moomoo宣布进军加密市场，将推Moomoo Crypto服务，为美国用户提供超30种加密货币交易功能。我们认为，加密货币业务有望成为富途未来几年强劲的增长动力，公司凭借其强大的品牌信任度、一站式服务平台和全面牌照优势，有望在快速增长的加密货币交易市场中占据重要份额。海外各市场获客势头强劲：截至25年上半年末，富途牛牛和moomoo应用程序注册用户数达2,712万人，同比+16%；开户客户数达524万人，同比增长30%；有资产客户总数增加至288万人，同比+41%；客户资产为9,739亿港元，同比涨幅达68%。盈利预测与投资评级：结合公司2025年上半年经营情况，叠加我们对公司全球业务稳健发展的预期，我们上调此前盈利预测，预计2025-2027年公司归母净利润分别为95/118/150亿港元（前值为71/89/110亿港元），当前市值对应PE估值分别为20/16/13倍（PE计算口径为收盘价/EPADS）。我们看好公司持续拓展海外市场，加速用户规模扩张，公司中长期成长空间可观，维持“买入”评级。风险提示：监管趋严抑制业务创新，行业竞争加剧，权益市场大幅波动。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：武欣姝）

友邦保险 (01299.HK)：2025年中报点评：NBV、NBV Margin均提升，中期每股股息同比+10%

投资要点 事件：友邦保险发布2025年中期业绩：1) NBV 28.4亿美元，同比+14%（固定汇率，如无说明则下同）；其中25Q2单季NBV同比+18.9%（实际汇率）。2) 年化新保费49.4亿美元，同比+8%。3) 税后营运利润36亿美元，同比+6%；每股同比+12%，符合公司三年目标指引。净利润25.3亿美元，同比-24%。4) 内含价值709亿美元，较年初持平；内含价值营运利润59亿美元，同比+9%；内含价值营运回报同比+1.3pct至17.8%。5) 25H1产生的基本自由盈余35.7亿美元，同比+4%。6) 预计中期每股股息49港仙，同比+10%。各地区NBV：中国香港继续为集团内NBV最大贡献者。1) 中国香港25H1 NBV占比35%，NBV同比+24%至10.6亿美元；其中代理人渠道同比+35%，伙伴渠道同比+10%。我们预计在本地客群和内地访客的持续增长下今年下半年中国香港应会继续取得高增长。2) 中国内地25H1可比口径下NBV同比+10%，Q2单季同比+15%。新开业分公司持续释放潜力，25H1 NBV同比+36%；公司预计可比口径下，新分公司2025-2030年NBV复合目标为40%。3) 泰国NBV同比+35%至5.2亿美元；新加坡NBV同比+16%至2.6亿美元；马来西亚受健康险市场变化影响，NBV同比-3%。4) 其他地区NBV保持稳定增长，同比+14%。产品结构及价值率：泰国NBVM超100%。1) 公司整体NBV Margin同比+3.8pct至57.7%。2) 中国内地NBV Margin较去年同期+2pct至58.6%，我们认为主要是受到内地代理人渠道实施“报行合一”政策及产品重定价影响，导致整体NBV Margin回暖。中国内地分红险转型成效显著，25H1代理人渠道长储产品NBV中87%由分

红险贡献。3) 中国香港 NBV Margin 同比+0.1pct 至 65.8%。4) 泰国受个人医疗险一次性销售影响 NBV Margin 显著提升至 115.7%。新加坡、马来西亚 NBV Margin 分别同比-5pct、+4.7pct 至 47.4%、68.9%。渠道: 1) 代理人渠道 25H1 NBV 同比+17%, 占比 73.4%; NBV Margin 同比+4.4pct 至 72%。截至 2025 年, 集团 MDRT 会员数连续 11 年排名全球第一, 在最优秀代理策略引导下, 我们预计 2025 友邦 MDRT 会员将继续领先市场。2) 伙伴渠道 25H1 NBV 同比+8%; 其中银保渠道 NBV 同比+10%。NBV Margin 同比+1.4pct 至 43.3%。投资: 减配固收、权益资产占比稳定。1) 固收/权益/不动产/其他占比分别较年初-0.4pct/持平/-0.2pct/+0.6pct。2) 25H1 未年化净投资收益率 1.9%, 同比-0.1pct; 未年化总投资收益率 2.1%, 同比-0.1pct。盈利预测与投资评级: 随着中国内地新分公司的不断落地以及中国香港地区强劲的增长, 我们看好友邦保险表现的进一步提升。我们维持此前盈利预测, 预计公司 2025-2027 年内含价值分别为 730/776/828 亿美元, 对应增速分别为 5.8%/6.3%/6.7%。当前股价对应 PEV 估值分别为 1.37x /1.29x /1.21x, 维持“买入”评级。风险提示: 长端利率趋势性下行, 权益市场波动, 新单保费承压。

(证券分析师: 孙婷)

华润啤酒 (00291.HK): 2025 年中报点评: 喜力、老雪增势延续, 盈利能力持续提升

投资要点 事件: 华润啤酒公告 2025 年中报, 25H1 实现营收 239.42 亿元, 同比+0.8%, 归母净利润 57.89 亿元, 同比+23.0%, 不计特别项目的 EBIT 为 71.05 亿元, 同比+11.3%, 不计特别项目的 EBITDA 为 83.36 亿元, 同比+10.7%。公司派发中期股息 0.464 元/股, 同比+24.4%, 中期派息率保持 26%。啤酒韧性升级, 白酒主动调整。啤酒业务方面, 25H1 啤酒收入 231.61 亿元, 同比+2.6%, 量价拆分来看, 25H1 销量 648.7 万吨, 同比+2.2%, 吨价 3570 元/吨, 同比+0.4%。上半年面临消费弱 β, 公司积极拥抱新消费趋势, 一方面传统大单品仍韧性增长, 次高档及以上销量增速中高单位数, 其中喜力销量增长超 20%, 老雪销量增长超 70%, 红爵销量增长超 100%; 另一方面, 开发德式小麦啤酒、茶啤、果啤、青稞啤酒等特色产品, 满足个性化和差异化消费需求, 亦推出高端产品垦十四, 发展中国种植大麦的新品类, 此外积极推动定制、代加工业务快速发展。白酒业务方面, 25H1 白酒收入 7.81 亿元, 同比-33.7%, 其中大单品摘要占白酒收入接近 80%, 政策趋严使得商务、高端宴席等明显受损, 对销售拖累明显。高端化、成本红利、三精策略驱动盈利提升。25H1 整体销售毛利率同比+2.0pct 至 48.9%, 其中啤酒业务销售毛利率同比+2.4pct 至 48.3%(吨价同比+0.4%、吨成本同比-4.1%), 大麦、包材成本下降兑现成本红利。25H1 销售费用率同比-2.0pct 至 15.6%, 管理费用率同比+1.3pct 至 7.6%, 精简、精益、精细三精策略成效显著。剔除资产减值、一次性员工确认补偿及安置费用、深圳总部相关收益等特别项目后, 不计特别项目的 EBITDA 率同比+3.1pct 至 34.8%, 其中啤酒业务 EBITDA 率同比+3.4pct 至 35.1%, 白酒业务 EBITDA 率同比-7.2pct 至 27.9%。盈利预测与投资评级: 啤酒高端化韧性升级、成本红利延续、费用三精策略卓有成效共同驱动盈利提升, 而白酒业务主动调整, 静待产业周期逐步边际修复。参考 25H1 报表节奏, 我们更新 2025-2027 年归母净利润预测为 60.17/61.06/65.48 亿元 (前值为 52.76/57.22/61.34 亿元), 对应当前 PE 分别为 14.0、13.8、12.9X, 维持“买入”评级。风险提示: 食品安全风险, 高端化竞争加剧风险, 原材料价格波动风险。

(证券分析师: 苏钺 证券分析师: 郭晓东)

九华旅游 (603199): 2025 年中报业绩点评: 客流高增驱动业绩提速, 交通改善+新项目释放中长期弹性

投资要点 立足九华山核心景区, 打造区域旅游综合体: 公司 2025Q2 实现营收 2.48 亿元, 同比+15.65%; 归母净利润 0.73 亿, 同比+17.4%; 扣非归母净利润 0.71 亿元, 同比+18.6%。业绩增长一方面是公司提质增效的成果, 另一方面得益于旅游行业需求景气, 带动客流量稳步增长。 客流增长强劲, 拉动业务全线提升: 2025 上半年, 九华山景区接待游客约 565 万人次, 同比增长 11.81%。客流量增加推动公司各项业务收入增长, 其中酒店业务收入 1.33 亿, 同比+12.93%; 索道缆车业务收入 1.85 亿, 同比+21.49%; 客运业务收入 1.17 亿, 同比+29.78%; 旅行社业务收入 1.93 亿, 同比+34.02%。 交通改善与新增项目有望释放弹性: 公司背靠佛教名山资源, 具有一定需求刚性。随着九华山机场航班不断加密, 池州高铁线路逐步增加, 景区外部交通改善有望维持客流量稳定增长。同时, 国企改革释放经营效率, 新增的狮子峰索道项目及酒店的业务拓展有望贡献业绩增量。 盈利预测与投资评级: 九华旅游背靠兼具佛教文化和自然风光的九华山景区, 资源稀缺, 核心业务随客流稳健增长。考虑持续布局新增项目及外部交通改善, 景区客流量有望继续提升, 释放公司中长期业绩弹性。基于中期业绩报告, 维持公司盈利预测, 2025-2027 年归母净利润为 2.17/2.43/2.67 亿元, 对应 PE 为 19/17/15 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 旅游热点变化, 行业复苏趋势放缓, 新项目建设及爬坡不及预期, 自然灾害及恶劣天气等风险。

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 石琦瑄

证券分析师: 王琳婧)

永辉超市 (601933): 2025 年半年报点评: 归母净亏损 2.4 亿元, 调改快速推进, 供应链&自有品牌取得进展

投资要点 事件: 8 月 20 日公司发布 2025 年半年报。2025H1, 公司实现收入 299.5 亿元, 同比-20.7%; 归母净利润-2.41 亿元, 去年同期为 2.75 亿元; 扣除资产处置损益、政府补助、公允价值变动等非经常项目后, 公司扣非净利润-8.02 亿元, 去年同期为 0.3 亿元。公司归母净利润符合业绩预告, 扣非净利润略高于业绩预告 (-8.3 亿元)。对应 2025Q2, 公司实现收入 124.7 亿元, 同比-22.6%; 实现归母净利润-3.9 亿元, 去年同期为-4.6 亿元; 实现扣非净利润为-9.4 亿元, 去年同期为-5.7 亿元。 调改过程中费用率和利润率短期承压: 2025H1, 公司毛利率/销售净利率为 20.8%/-1.0%, 同比-0.77/-1.55pct。毛利率下降部分因为公司推行“去 KA 裸价直采”的采购模式, 服务费收入 (毛利率高达 91%) 同比下降 40%。公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 19.2%/ 2.9%/ 0.1%/ 1.3%, 同比+2.0/+0.6/-0.2/-0.4pct。销售费用率上升部分因调改闭店期间产生的门店费用所致。财务费用率下降部分因公司关闭长尾门店后, 租赁负债降低所致。 加速关店导致收入下滑, 但利于长期减亏: 2025H1 期末, 公司门店数为 552 家, 关闭 227 家亏损门店, 总门店数相比年初的 775 家净下降 223 家。关店产生了一些一次性账面利润: 2025H1, 公司资产处置收益为 10.82 亿元, 同比+383%, 主要来自关店产生的使用权资产处置收益增加; 营业外支出为 4.15 亿元, 去年同期为 0.2 亿元, 主要是闭店产生的非流动资产处置损失。8 月 21 日, 公司门店数进一步收缩至 486 家。调改快速推进, 截至目前已开业 162 家调改门店: 2025H1 公司完成 93 家门店的调改, 调改店总数达 124 家; 至 8 月 21 日, 根据永辉官网数据, 公司调改店总数已达 162 家。我们认为公司调价门店的单店

收入和盈利能力均好于传统店，随调改的推进公司长期盈利能力有望改善。

供应链&自有品牌能力改善：2025H1，公司加速推进裸价直采，完成 2860 家标品供应商的裸价直采合同签订；精简供应商数量约 50%；开启打牌定制打造伊利鲜奶大单品；生鲜源头直采比例提升至 60%以上；熟食加工推动 3R 去联营化，联营占比从 31.5%降低至 12%；自营占比从 40.2%上升至 78%；截至半年报披露日公司已上架 2 支自由品牌单品（橙汁、洗衣液）。

盈利预测与投资评级：随着亏损门店关闭和调改门店的加速开店，公司有望更快迎来持续盈利。我们也看好公司走品质、服务、裸价直采、自有品牌道路的前景。我们维持公司 2025-27 年归母净利润预期为-8.7/ 4.4/ 10.4 亿元，同比减亏 41%/ 扭亏/ 增长 137%，维持“增持”评级。风险提示：调改和关店相关亏损；调改店模型持续性；消费需求波动等

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖）

盐津铺子（002847）：2025 年中报点评：魔芋成长性延续，聚焦大单品提质增效

投资要点 事件：公司 2025H1 实现营收 29.41 亿元，同比增长 19.58%，归母净利润 3.73 亿元，同比增长 16.70%；扣非归母净利润 3.34 亿元，同比增长 22.50%。2025Q2 实现收入 14.03 亿元，同比增长 14%；归母净利润 1.95 亿元，同比增长 21.8%；扣非归母净利润 1.78 亿元，同比+31.8%。

聚焦大单品，优化渠道结构。2025H1 直营商超渠道/经销及其他新渠道/电商渠道分别实现营收 0.6/23.0/5.7 亿元，同比-42%/+30%/-1%；此外海外实现营收 0.96 亿元。2025H1 休闲魔芋制品/肉禽制品/豆制品/辣卤-其他（含礼包）/烘焙薯类/果干果冻/深海零食/蛋类零食分别实现营收 7.9/1.7/1.9/1.7/4.6/4.3/3.6/3.1 亿元，同比+155%/-17%/+13%/-21%/-18%/+9%/+12%/+30%。结合产品、渠道来看，大单品战略下更加聚焦优势品类，主动收缩低效产品、渠道。

利润率显著提升，彰显高质量发展。2025Q2 实现毛利率 31.0%，同比-2.0pct；销售费用率为 9.8%，同比-3.7pct；综合来看毛销差为 21.1%，同比+1.7pct，环比+3.9pct，同比环比都出现显著改善，得益于公司在渠道、产品端都优化了部分低效业务，实现更高质量发展。2025Q2 管理/研发/财务费用率同比-1.1/-0.6/+0.3pct。传导至净利率端，实现净利率 13.8%，同比+0.8pct，环比+2.3pct；实现扣非归母净利率 12.7%，同比+1.8pct，环比+2.5pct。

大单品成长性延续，顺势采取聚焦战略提质增效。魔芋大单品持续高增，目前看成长势头仍充足。同时公司提出做“大单品”战略，精力资源更加聚焦优势魔芋品类，且魔芋大单品帮助公司加强了定量渠道的覆盖力度。同时主动调整产品、渠道结构，实现更高质量发展。

盈利预测与投资评级：考虑到公司主动优化部分低效业务，我们略下调 2025-2027 年盈利预测，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 8.1/10.0/12.0 亿元，（此前为 8.3/10.3/12.4 亿元），同比+27%/+22%/+21%，对应 PE 为 25/20/17X。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）

华住集团-S（01179.HK）：2025Q2 业绩公告点评：盈利超预期，RevPar 降幅有望持续收窄

投资要点 25Q2 营收达指引上限：25Q2 收入为 64 亿元，同比增长 4.5%，位于指引增速 1%~5%上限。归母净利润 15.4 亿元，同增 44.7%，主要由轻资产化带动，毛利率提升 2.3 个百分点及汇兑收益 4.35 亿元，整体带动净利率提升 6.6 个百分点。其中管理加盟及特许经营收入 29 亿元，同增 22.8%，超出指引增速 18%-22%的上限。大

陆业务收入 51 亿元，同增 5.7%，DH 分部收入 13 亿元，同增 0.1%。25Q2 经调整 EBITDA 25 亿元，同增 32%，其中 DH 分部 1.8 亿元，同比扭亏。轻资产重加盟，开店持续强劲：25Q2 单季大陆新开 595 家，同增 4.9%，净开 452 家，同比略下滑。截至 25Q2 末，大陆门店数达到 12016 家，yoy+18.4%，加盟门店数占比达到 95.4%。储备门店 2925 家，环比增长 2.3%，积极完成全年新开 2300 家、净开 1700 家指引。大陆房量 115.9 万间，同增 19.0%，其中加盟/直营房量同比 +21.3%/-5.2%；中端及中高端以上酒店数占比 51.8%，环比略增。RevPAR 降幅收窄，25Q3 营收增速指引 2%~6%：25Q2 大陆 RevPAR 同降 3.8%至 235 元，其中 OCC 同降 1.6pct 至 81.0%，ADR 同降 1.9%至 290。公司预计 25Q3 营收同比增速 2%~6%，不包含 DH 分部口径下营收同比增速为 4%~8%，加盟业务营收增速 20%~24%较 25Q2 提速。RevPAR 下滑低个位数，降幅环比 25Q2 收窄。我们预计全年 RevPAR 同比下滑低个位数。盈利预测与投资评级：华住集团作为酒店行业标杆，品牌、会员体系打造竞争壁垒，结构升级带动经营数据跑赢行业。考虑基数下移，RevPar 降幅有望逐季收窄带动收入提速。今年总计已发放 5.5 亿美金股息，对应股息率 5.3%。基于汇兑收益及公司营收结构优化，上调公司盈利预测，2025-2027 年归母净利润分别为 45.5/48.2/49.6 亿元（前值为 38.1/43.7/51.1）亿元，对应 PE 估值为 17/16/16 倍，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧，门店增长不及预期等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：石琦瑄

证券分析师：王琳婧）

科伦博泰生物-B (06990.HK)：2025 年中报点评：业绩符合预期，核心产品商业化进展顺利，后续管线多维度展开

投资要点 事件：公司 25 年 H1 收入 9.82 亿元（人民币，下同），主要来自许可及合作协议收入 6.28 亿元、药品销售收入 3.10 亿元及少量研发服务收入，同比去年减少 28.97%，主因是许可及合作协议的里程碑付款同比减少；实现净利润亏损 1.45 亿元，同比收窄 146.8%；调整后期内亏损同比大幅收窄 118%至 0.69 亿元，经营效率显著优化；研发费用 6.12 亿元，同比减少 6.3%。截至 2025 年 6 月 30 日，公司现金及金融资产规模突破 45.27 亿元，同比增长 47.2%，现金储备充裕。核心产品商业化进展顺利，有望迎来迅速放量：芦康沙妥单抗（SKB264）上半年已覆盖全国 30 个省份、300 余个地级市，以及 2,000 余家医院，其中超过 1,000 家医院实现了销售收入，上半年销售为 3.02 亿人民币（占总药品销售 97.6%），目前已通过 2025 年医保谈判形式审查，26 年 3L+TNBC 与 3L EGFRm NSCLC 两个适应症有望纳入医保；2L+TNBC 与 2L EGFRm NSCLC 已受理，我们预计 25 年 H2 获批；3L+ HR+HER2-BC 已受理，我们预计 26 年获批。SKB264 临床进展顺利，国内海外同步加速推进中：2L EGFRmt NSCLC 国内注册临床数据预计于 25 年 ESMO 大会读出，目前国内注册临床包含肺癌 3 个（联用 K 药治疗 1L EGFRwt NSCLC PD-L1 TPS ≥ 1%；联用 K 药针对 1L EGFRwt nsq PD-L1(-) NSCLC；联用奥希治疗 1L EGFRmt nsq NSCLC）和乳腺癌 2 个（1L TNBC；2L+HR+/HER2-BC）；默沙东已开启 14 个海外临床，全面覆盖了肺癌 5 个（联合 K 药新辅助 II-IIIb NSCLC、联合 K 药治疗 1L PD-L1 高表达、单药治疗 EGFR TKI 耐药的 2L/3L 突变型、单药对照标准化疗治疗 2L+EGFR m 非鳞癌、联合 K 药维持治疗 1L 鳞癌）、乳腺癌 4 个（联合 K 药治疗术后未达 pCR 的 TNBC 及 1L TNBC、单药治疗 2L+HR+/HER2-BC）、子宫内膜癌 2 个、2L 宫颈癌、3L+胃食管腺癌、铂敏感复发性卵巢癌等，

我们预计 26Q4 开始海外陆续有数据读出。ADC 领域平台化布局成效显著，后续管线多维度展开：SKB315 (CLDN18.2 ADC) 正推进 1b 期临床，公司计划于 25 年 ESMO 大会首次读出 1 期数据；SKB410 (Nectin-4 ADC) 由默沙东启动全球 1/2 期临床；SKB571 (双抗 ADC) 已进入 1 期临床阶段；SKB107 是公司首款进入临床的 RDC 药物；SKB518、SKB525 均为针对潜在 FIC 靶点的新型 ADC 药物；SKB500、SKB501 则是针对验证靶点、采用差异化设计的新型 ADC 药物。整体管线布局既覆盖前沿创新方向，又兼顾差异化竞争优势，布局全面。

盈利预测与投资评级：公司国内商业化顺利推进，海外注册临床持续展开，早期临床项目不断验证平台价值，我们将 2025/2026/2027 年的营收预测从 17.8/35.6/58.9 亿元上调至 19.4/35.6/58.9 亿元，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，政策的不确定性，全球业务相关风险，人才流失风险等。

(证券分析师：朱国广 证券分析师：张翀翀)

厦钨新能 (688778)：2025 半年报点评：Q2 钴酸锂贡献利润增量，三元盈利稳定

投资要点 25H1 业绩与快报一致。公司 25H1 营收 75.3 亿元，同+18%，归母净利润 3.1 亿元，同+27.8%，毛利率 10%，同+0.5pct；其中 25Q2 营收 45.6 亿元，同环比+51.8%/+53.1%，归母净利润 1.9 亿元，同环比+48.8%/+63%，毛利率 10.3%，同环比-1.4/+0.7pct。公司此前业绩快报公告 25H1 归母净利 3.1 亿元，符合市场预期。

上半年钴酸锂销量高增，受益钴涨价单吨净利提升至 1 万+。25H1 钴酸锂销量 2.88 万吨，同增 57%，其中我们预计 25Q2 钴酸锂销量近 1.7 万吨，环增 40%左右，充分受益于国家换机补贴政策和 3C 消费设备 AI 功能带电量提升带来的需求增长，我们预计 25 年出货 6 万吨+，同比增长 30%+。盈利端，受益于钴涨价的库存收益，我们测算 25Q2 钴酸锂单吨净利 1 万/吨以上，25H2 有望维持稳定。NL 结构正极 25 年推进电池定型，率先用于消费领域，26 年有望放量，进一步提升盈利能力。

25Q2 三元盈利稳定，铁锂持续减亏。25H1 公司动力电池正极材料（三元、铁锂及其他）实现销量 3.19 万吨，同比增长 21%。三元方面，我们预计 25H1 销量 2.6 万吨左右，同比基本持平，其中 Q2 销量 1.2-1.3 万吨，环比基本持平；25 全年三元销量有望达 5 万吨+，同比持平。盈利端，我们测算 25Q2 三元单吨扣非利润约 0.2 万，环比持平。铁锂方面，我们预计 25H1 销量 0.6 万吨左右，其中 Q2 销量 0.4-0.5 万吨，环比增长两倍。盈利端，我们测算 25Q2 铁锂亏损 0.2 亿元+，环比减亏，随着工艺改进降本，下半年有望持续减亏。

固态方面，公司硫化锂竞争优势凸显。公司采用气相法将活性锂化合物与含硫化合物反应，在高温反应器中沉积高纯度硫化锂。依托集团金属冶炼技术和腐蚀材料开发，公司从设备开发到生产工艺，一体化布局，产品已对接日韩客户及国内头部电池企业。

Q2 经营性现金流环比提升，资本开支放缓。公司 25H1 期间费用率 4.8%，同-0.5pct，其中 Q2 费用率 4.6%，同环比-1.4/-0.4pct；Q2 转回资产减值 0.2 亿，计提信用减值 0.4 亿。25H1 经营性净现金流 6.5 亿元，同-31.3%，其中 Q2 经营性现金流 3.7 亿元，同环比-14.6%/+37.1%；25H1 资本开支 3 亿元，同-40.8%，其中 Q2 资本开支 1.3 亿元，同环比-41.6%/-18.5%；25H1 末存货 34.1 亿元，较年初+37.6%。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 8.1/9.3/11.2 亿元，同比 +63%/+15%/+20%，对应 PE 分别为 36/31/26 倍。考虑公司主业增长明确，且卡位固态电池核心材料硫化

锂，技术工艺领先，维持“买入”评级。风险提示：新材料进展不及预期，电动车销量不及预期，竞争加剧。

(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)

皓元医药 (688131): 稀缺的一站式 ADC CDMO 服务企业

投资要点 ADC 药物市场推动相关 CDMO 需求强劲。抗体偶联药物 (ADC) 及抗体药物市场爆发式增长，根据弗若斯特沙利文统计，2025 年全球 ADC 药物市场规模约 172 亿美元，预计 2023-2032 年 CAGR 达 30.6%；我国 ADC 增速高于海外，预计 2023-2032 年 CAGR 将达 54.3%。且 ADC 生产外包率显著高于其他生物药 (70% vs 34%)，拥有产能及服务经验的 ADC CDMO 企业具备良好的机遇和前景。

后端业务：稀缺的 ADC/抗体一站式 CRDMO 服务能力，产能释放贡献业绩弹性：公司①先行深耕 ADC 领域，是国内最早布局 ADC 载体-连接子 (Payload-Linker) 技术平台的企业之一，参与我国首个获批 ADC 抗癌新药 (荣昌生物维迪西妥单抗) 的研发、申报与生产，奠定先发优势；②一体式服务平台，重庆皓元投产，公司实现从抗体原液、高活性载荷、生物偶联到无菌制剂灌装的一站式服务；③项目经验足，截至 2024 年底，公司已服务过 ADC 药品商业化生产，累计承接超 280 个 XDC 分子的偶联定制服务，完成美国 FDA sec-DMF 备案数 12 个，完成 100 余项 ADC 成药检测工作，活跃 XDC 客户数达 990 多家。④拥有 5 条 ADC GMP 级别高活产线，包括偶联生产线及 ADC 专用制剂灌装线，同时与韩国 ADC 企业达成战略合作，优化 ADC 偶联技术和工艺开发。⑤AI 算法加快产品管线建立，自 2021 年起与英矽智能、德睿智药建立战略合作，助力新药产品设及新合成方法开发。2024 年，公司后端业务营收 7.55 亿元 (yoy +2.49%)，2020-2024 年 CAGR 为 27.56%，我们预测 2025-2027 年 CAGR 约 20%，伴随后续重庆皓元产能逐步稳定、马鞍山生产基地新车间投入运营，提高产能利用率及生产效率，承接广泛 XDC 药物需求，有望带来更高业绩弹性。

前端业务：工具化合物+分子砌块双轮驱动，横向拓展生化试剂贡献稳健盈利：伴随新药研发投入稳定增长，分子砌块、工具化合物和生化试剂市场空间广阔。根据弗若斯特沙利文，2024 年全球化学试剂市场规模约 612 亿美元，生物试剂约 246 亿美元，生物试剂的市场规模增速更快。一方面，该领域国外厂商覆盖面较广，Sigma-Aldrich、Combi-Blocks 等海外龙头全球市场占有率分别达 10% 以上；国内参与者规模体量较小，全球市占率不足 1%，可替代空间较大。另一方面，公司从化学试剂拓展至生物试剂，市场空间上限扩容。截至 2024 年底，公司产品 SKU 达 23.1 万种，知名度与影响力不断提升，累积发表的文章超过 49,000 篇，持续研发投入保持领先地位。2024 年公司前端业务 14.99 亿元 (yoy +32.42%)，2020-2024 年 CAGR 为 44.29%，我们预测 2025-2027 年 CAGR 将维持较高的 20-30% 增长。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 年营收为 28.06/33.64/40.37 亿元 (yoy+24%/20%/20%)，归母净利润为 2.55/3.36/4.45 亿元 (yoy +27%/32%/32%)。摊薄 PE 为 46/35/26 倍。考虑公司前端增速较快，且后端 CDMO 业务发展潜力较大，盈利弹性较强，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：新品研发及销售推广不确定性风险，国内外市场竞争加剧风险，存货跌价风险，宏观环境风险等。

(证券分析师：朱国广 证券分析师：刘若彤)

横店东磁 (002056): 2025 年中报点评：三大业务持续向好，业绩稳健增长

投资要点 事件：公司 25H1 营收 119.4 亿元，同 24.8%，归母净

利润 10.2 亿元，同 58.9%，毛利率 18.1%，同 3pct，归母净利率 8.5%，同 1.9pct；其中 25Q2 营收 67.1 亿元，同环比 25.9%/28.6%，归母净利润 5.6 亿元，同环比 96.8%/22.7%，毛利率 19.3%，同环比 4.7/2.7pct，归母净利率 8.4%，同环比 3/-0.4pct。光伏出货同比高增、差异化保持盈利：25H1 公司光伏产品收入约 80.54 亿；出货约 13.4GW，同增超 65%，毛利率约 16.7%、盈利坚挺；我们测算 Q2 光伏出货约 7.5GW，出货环比提升。东南亚双反下美国组件价格有所提升，海外电池溢价有望维持。截止 25H1 公司布局 23GW 电池和 21GW 组件总产能，我们预计 25 年光伏产品出货 20GW+，海外差异性布局维持，稳健经营、持续向好。磁材市占率进一步提升、锂电持续成长：25H1 公司磁材器件收入 23.71 亿元，同比略增；出货约 10.73 万吨，出货结构更优；我们测算 Q2 出货约 5.43 万吨，环比持平略增，磁材市场占有率进一步提升。锂电 H1 收入 12.86 亿，同比略增、毛利率约 10.8%，出货超 3 亿支，同增 12.25%。我们测算 Q2 出货超 1.7 亿支，环增超 30%。公司锂电产业稼动率持续维持业内领先，产量和收入均创新高；通过产品迭代、品质管控，制造成本优化明显，使得毛利率进一步回升。费用率有所优化、现金流改善：公司 25H1 期间费用 3.6 亿元，同-54.1%，费用率 3%，同-5.1pct，其中 Q2 期间费用 1.6 亿元，同环比-62.8%/-23%，费用率 2.3%，同环比-5.5/-1.5pct、欧元汇兑收益导致财务费用为负；25H1 经营性净现金流 17 亿元，同 26.2%，其中 Q2 经营性现金流 14.4 亿元，同环比 65.1%/442.1%；25H1 末存货 41.6 亿元，较年初 10.8%。盈利预测与投资评级：考虑公司业务稳中向好，我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测 19.1/22.1/25 亿元，同比+5%/+16%/+13%，维持“买入”评级。风险提示：政策不及预期，竞争加剧等

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男
证券分析师：徐毓嵘)

老铺黄金 (06181.HK)：2025 年半年报点评：经调整净利润+291%，分红率达 73%，境内外业务持续高增

投资要点 公司发布 25 年上半年业绩，25H1 分红率为 73%：公司 25H1 实现收入 123.5 亿元，同比增长 251.0%，实现含税销售额 141.8 亿元，同比增长 249.4%，实现净利润 22.7 亿元，同比增长 285.8%，实现经调整净利润 23.5 亿元，同比增长 290.6%，其中经调整净利润与净利润的差异主要系股权激励费用。公司公告每年分红两次，每次超过未分配利润的 50%，目前 25H1 公布分红每股 9.59 人民币，合计约分红 16.6 亿人民币，25H1 分红率为 73%。境外业务 25H1 增速+455%，加速布局海外市场：分地区看，25H1 内地/境外分别实现收入 107.6/16.0 亿元，分别同比增长 232.8%/455.2%，分别占总营收的 87.1%/12.9%。公司 25 年加速布局海外市场，2025 年 6 月 21 日，老铺黄金新加坡金沙购物中心店开幕，继中国香港、中国澳门地区后，出海再下一城实现品牌力进一步破圈。销售净利率同比+1.7pct，产品提价有望提升盈利能力：25H1 公司毛利率为 38.1%，同比下降 3.2pct，销售费用率为 11.9%，同比下降 3.3pct，管理费用率为 1.7%，同比下降 1.8pct，销售净利率为 18.4%，同比增长 1.7pct。2025 年 8 月 15 日，公司发布调价预告从同年 8 月 25 日起将对产品进行提价调整，产品提价后有望进一步提升盈利水平。25H1 门店渠道持续扩张：截至 2025H1 末，老铺黄金境内外共 41 家门店，25 年上半年于中国境内新增 4 家门店，分别为北京东方新天地禅房店、北京 SKPS 店、上海港汇恒隆广场店、上海国金中心店；扩建 2 家门店，分别为深圳罗湖万象城店、厦门万象城店，高端商场覆盖度持续提升，我们预计

新拓及优化门店有望拉动 25 年下半年业绩。古法黄金产品需求旺盛，黄金行业景气度高：国潮兴起下，古法黄金产品市场持续扩大，根据弗若斯特沙利文，2028 年古法黄金市场规模将达到 4214 亿元，2023-2028 年均复合增速将达到 21.8%。2025 年初以来，金价稳步提升，古法金行业景气度高。老铺黄金作为古法黄金行业的龙头品牌，未来增量空间可观。盈利预测与投资评级：老铺黄金是我国古法金品类的头部企业，在高净值客户中有较好的口碑，以较好的产品品质设计和服务保持了较好的行业地位，2025H1 销售持续亮眼，近期公司处于持续“出圈”的趋势当中，品牌势能仍处提升期，看好 25H2 新开门店贡献，海外门店扩张，公司长期品牌力出海值得期待。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润 48.0/68.2/91.0 亿元，同比分别 +226.0%/+42.1%/+33.4%，最新收盘价对应 PE 分别为 26/18/14 倍，维持“买入”评级。风险提示：消费降级下终端消费疲软，金价波动风险，海外拓展不及预期，古法黄金品类拓展不及预期，开店不及预期。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：郝越）

众安在线 (06060.HK): 2025 年中报点评: 归母净利润超高增长, 财险、科技与银行业务均向好

投资要点 【事件】众安在线发布 2025 年中期业绩：1) 归母净利润 6.7 亿元，同比大幅增长 11 倍。其中保险板块净利润 6.7 亿元，同比+386%，科技板块亏幅收窄 32%降至 0.56 亿元，银行板块首次实现半年度盈利 0.18 亿元（上年为亏损 0.46 亿元）。2) 净资产 215.6 亿元，较年初+3.0%。3) 综合成本率同比-2.3pct 至 95.6%。保险板块：保费增速高于行业，综合成本率同比显著改善。1) 上半年总保费 167 亿元，同比+9.3%，其中健康/汽车/消费金融生态保费分别同比+38%、+34%、+24%，而数字生活生态则同比-16%，主要是退运险业务收缩影响。保险服务收入 150 亿元，同比基本持平；保险服务业绩 6.8 亿元，同比+97%。2) 综合成本率同比-2.3pct 至 95.6%，其中赔付率 54.7%，同比-6.0pct，费用率 40.9%，同比+3.7pct。承保利润 6.6 亿元，同比+109%。3) 除数字生活外的各版块综合成本率均有改善。健康/数字生活/消费金融/汽车生态综合成本率同比分别-2.8pct/持平/-5.1pct/-3.0pct。①健康生态费用率同比-7.2pct，主要受益于 AI 对经营效率的提升；②消费金融生态由于底层资产质量改善，赔付率同比-13.9pct；③汽车生态则是由于业务品质改善和强化费用管控，赔付率和费用率分别同比-1.6pct、-1.4pct。4) 自营渠道的保费 37 亿人民币，同比+16.9%，占总保费比例提升至 22.2%。科技板块及其他：科技输出亏幅收窄，虚拟银行实现扭亏为盈。1) 科技输出收入 5.0 亿元，同比+12.2%，累计服务客户超 1000 家。2) ZA Bank 首次实现半年度盈利，总资产、存款余额分别较年初+10%、+9%；盈利能力明显加强，净收入同比+82%，净息差同比+10bps 至 2.38%，收入成本比大幅改善 52pct 至 67%，半年净利润为 0.49 亿港元，上年同期亏损 1.09 亿港元。投资：减配债券，增配股票和权益基金；总投资收益率同比持平。1) 保险投资资产达到 371 亿元，较年初-6.8%，主要是提前偿还美元债本息所致。2) 保险资金年化总投资收益率 3.3%，同比持平，净投资收益率 2.1%，同比-0.2pct。3) 债券/股票/权益基金占比分别为 51.4%/7.2%/2.5%，较年初-2.8pct/+2.9pct/+0.8pct。盈利预测与投资评级：我们看好公司在互联网财险市场的持续竞争优势，叠加科技输出和数字银行业务快速发展与盈利改善，公司中长期成长空间可观。结合公司 2025 上半年经营情况，我们上调 2025-2027 年公司归母净利润至 13.0/15.8/20.5 亿元（前值为 9.4/11.5/15.7 亿元），当前市

值对应 2025E PB 1.3x，维持“买入”评级。风险提示：保费增长不及预期；科技投入持续较高水平；权益市场走低。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：曹锐）

吉比特 (603444): 2025 年半年报点评: 业绩超我们预期,《杖剑传说》表现亮眼

投资要点 事件: 2025H1 公司实现营业收入 25.18 亿元, yoy+28.49%, 归母净利润 6.45 亿元, yoy+24.50%, 扣非归母净利润 6.48 亿元, yoy+40.02%。其中, 2025Q2 公司实现营业收入 13.82 亿元, yoy+33.89%, qoq+21.71%; 归母净利润 3.61 亿元, yoy+36.64%, qoq+27.55%, 扣非归母净利润 3.73 亿元, yoy+41.00%, qoq+35.88%, 业绩超我们预期。同时, 公司宣布中期分红, 每 10 股派发现金红利 66 元 (含税), 股利支付率 73.46%, 半年度股息率 2.19%。《问道手游》同比趋稳, 新游周期开启贡献增量。2025Q2 营业收入及归母净利润同比高增 33.89%、36.64%, 主要系: 1)《杖剑传说 (大陆版)》《问剑长生 (大陆版)》贡献增量业绩; 2) 去年同期《航海王: 梦想指针》《Monster Never Cry (欧美版)》《飞吧龙骑士 (港台韩版)》等产品上线前期发行投入较大, 当期亏损, 拖累去年同期业绩; 3) 核心《问道手游》流水同比趋平。2025Q2 营业收入及归母净利润环比高增 21.71%、27.55%, 主要系: 1)《问道手游》周年庆活动拉动流水环比增长; 2)《杖剑传说 (大陆版)》2025 年 5 月底上线, 贡献业绩增量。

《杖剑传说》《道友来挖宝》表现出色, 期待利润进一步释放。公司自研放置 MMO 手游《杖剑传说》于 2025 年 5 月 29 日上线中国大陆地区, 截至 2025/6/30 流水达 4.24 亿元, 根据七麦数据, 截至 2025/8/19 其 iOS 游戏畅销榜平均排名 24 名, 最高至第 11 名; 7 月 15 日上线中国港澳台、日本等地区, 截至 2025/8/19 其中国港澳台、日本地区的 iOS 游戏畅销榜平均排名分别为 2/1/3/30 名, 最高至 1/1/1/18 名。此外, 小程序游戏《道友来挖宝》于 2025 年 5 月上线, 2025/6/16-2025/8/19 稳居微信小游戏畅销榜前 10 名, 最高至第 3 名。新游流水表现出色, 但流水有所递延, 对应 2025Q2 末公司尚未摊销的充值及道具余额 5.67 亿元, 环比增加 1.02 亿元, 同时买量宣发费用当期确认, 对应 2025Q2 销售费用环比增加 32.32%, 利润尚未完全释放, 看好新游于 2025Q3 起贡献显著利润增量。关注《九牧之野》等新游上线进展。展望后续, 公司储备有: 1)《问剑长生》中国港澳台、韩服等计划于 2025H2 上线; 2) 代理三国题材赛季制 SLG《九牧之野》已获版号, 积极关注后续测试、定档节奏, 期待新游陆续上线增厚公司业绩。

盈利预测与投资评级: 考虑到《杖剑传说》表现超预期, 我们上调盈利预测, 预计 2025-2027 年归母净利润分别为 15.85/16.40/17.48 亿元 (此前为 10.43/10.99/12.11 亿元), 对应当前股价 PE 为 17/17/16 倍。公司新游周期驱动业绩强增长, 同时高额分红回报股东, 维持“买入”评级。风险提示: 新游表现不及预期风险, 存量游戏流水超预期下滑风险, 行业竞争加剧风险

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖 证券分析师：陈欣）

泡泡玛特 (09992.HK): 2025 年半年报点评: 业绩超预期, 继续看好优质 IP 在全球市场的商业价值潜力

投资要点 事件: 公司发布 2025 年上半年业绩, 收入实现 138.76 亿元, yoy+204%; 经调整净利润 47.10 亿元, yoy+363%, 经调整净利率 33.9%, yoy+11.6pct, 均好于市场预期。核心 IP 矩阵爆发, 品类拓展打开增长空间。1) 头部 IP 引领公司收入增长, 新锐 IP 表现亮眼, IP 结构保持健康。2025H1 公司 5 个 IP 收入超 10 亿元,

其中 The Monsters 收入 48.14 亿元, Yoy+668%, 收入占比达 35%, 其核心角色 Labubu 凭借搪胶毛绒品类成为世界级超级 IP, 全球热度爆发; Molly 收入 13.57 亿元, Yoy+74%, Space Molly 等产品线持续发力; Skullpanda、Crybaby、Dimoo 收入均超 10 亿元且同比增速超 100%。新锐 IP 成长迅速, 2024 年推出的星星人成为成长最快的 IP 之一, 通过多品类覆盖与乐园互动收获大量粉丝。2) 毛绒品类成第一大品类, 非手办品类贡献核心增量。2025H1 毛绒产品收入 61.39 亿元, yoy+1276%, 收入占比 44%, 首次超过手办品类; 手办品类在高基数下仍实现近 95% 增长, MEGA 产品线收入 yoy+72%, 衍生品及其他品类 yoy+79%。我们看好随着品类拓展和运营优化, 公司头部 IP 和 IP 矩阵的商业价值进一步释放。国内全渠道增长强劲, 会员高质量提升。2025H1 中国业务收入 82.83 亿元, yoy+135%, 线下线上均实现三位数增长。线下渠道聚焦体验升级与效率优化: 零售店收入 44.06 亿元, yoy+120%, 通过点位优化、人才升级、陈列升级, 单店店效与客流双位数增长; 机器人商店收入 6.78 亿元, yoy+101%, 通过拓展品类、缩减 SKU 宽度实现突破。线上渠道多点开花: 抽盒机收入 11.25 亿元, yoy+182%, 抓新能力与新客转化率显著提升; 天猫旗舰店收入 6.58 亿元, yoy+231%, 借助跨品类运营承接高流量; 抖音平台收入 5.61 亿元, yoy+169%。会员层面, 截至 2025 年 6 月 30 日, 中国内地注册会员达 5912 万人, 新增 1304 万人, 会员复购率 50.8%, 新客 ARPU 值明显上升, 且更多新客关注 Crybaby、星星人等新 IP, 会员增长和质量双高。海外市场超预期爆发, 门店扩张和本土化深入有望驱动进一步增长。截至 2025/6/30, 公司海外门店达 128 家(亚太 69 家、美洲 41 家、欧洲及其他地区 18 家), 相较年初净增长 28 家。门店的扩张、单店收入的提升以及线上多平台的布局共同驱动公司海外收入高速增长, 2025H1 收入实现 55.93 亿元, yoy+440%, 其中美洲收入 22.65 亿元, yoy+1142%, 美国市场凭借核心商圈门店布局与社交属性传播, 单店表现亮眼, 公司预计门店年底将增长到 60+家; 亚太收入 28.51 亿元, yoy+258%, 泰国曼谷旗舰店开业表现亮眼; 欧洲及其他地区收入 4.78 亿元, yoy+729%。公司预计年底海外整体门店超 200 家, 更多门店的拓展和本土化的深入有望驱动公司海外收入进一步增长, 其中美洲和亚太地区 2025 年收入均有望接近公司 2024 年国内业务收入。供应链优化与业务结构升级, 盈利能力再创新高。2025H1 公司毛利率同比提升 6.3pct 至 70.3%, 主要受益于毛利率更高的海外销售占比提升, 外采商品比例降低/促销减少/采购成本优化, 以及授权费/模具费占比下降。费用端管控成效显著, 管理和销售费用率从 2024H1 的 39.2% 降至 28.6%。随着海外收入占比进一步提升, 叠加产能持续释放, 2025 年经调整净利润率有望达 35%, 盈利能力将持续提升。盈利预测与投资评级: 考虑到公司上半年实际业绩好于我们预期, 我们将 2025-2027 年经调整净利润预测从 100/145/183 亿元上调至 107/151/189 亿元, 对应 PE 约 37/26/21 倍, 维持“买入”评级。(人民币兑港元汇率取 2025/8/20 1 港币=0.92 人民币)。风险提示: 出现新的现象级 IP 影响 labubu 短期销售, 海外拓展不及预期, 头部 IP 热度自然衰减但其他 IP 收入尚未贡献显著收入的风险。

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 周良玖
 证券分析师: 郭若娜)

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>