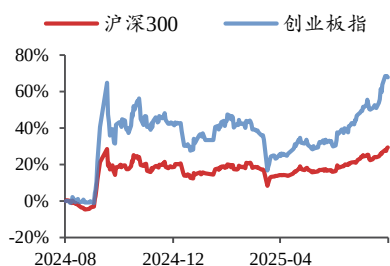


2025 年 08 月 22 日

开源晨会 0822

——晨会纪要

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
农林牧渔	1.497
石油石化	1.386
美容护理	0.978
公用事业	0.887
传媒	0.775

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
机械设备	-1.082
电力设备	-0.979
综合	-0.729
国防军工	-0.685
电子	-0.675

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

观点精粹

行业公司

【银行】测算：高息定存到期规模、节奏与成本改善空间——行业点评报告
-20250821

【化工】氨纶：落后产能出清进行时，龙头企业有望受益——行业深度报告-20250821

【公用事业：平高电气(600312.SH)】在手订单充裕，经营业绩持续高质量增长——公司信息更新报告-20250821

【医药：普洛药业(000739.SZ)】2025 上半年业绩有所下滑，CDMO 业务快速增长——公司信息更新报告-20250821

【海外：微盟集团(02013.HK)】2025H1 利润好于预期，推进微信生态及 AI 应用——港股公司信息更新报告-20250821

【商贸零售：润本股份(603193.SH)】2025H1 业绩稳健，看好后续品类延伸贡献增量——公司信息更新报告-20250821

【社服：康冠科技(001308.SZ)】发布 AI 眼镜布局更多视觉场景，品牌出海持续突破——公司信息更新报告-20250821

【商贸零售：爱美客(300896.SZ)】2025H1 业绩承压，持续研发期待业绩修复——公司信息更新报告-20250821

【海外：金山软件(03888.HK)】WPS B 端景气度较优，关注后续《解限机》优化——港股公司信息更新报告-20250821

【海外：小鹏汽车-W(09868.HK)】产品大周期势能有望向上，大众合作或增厚长期业绩——港股公司信息更新报告-20250821

【农林牧渔：牧原股份(002714.SZ)】高业绩兑现高分红，龙头降本增效高质量发展——公司信息更新报告-20250821

【电力设备与新能源：英维克(002837.SZ)】英特尔 UQD 联盟成立，公司为首批认证伙伴——公司信息更新报告-20250821

【计算机：金山办公(688111.SH)】Q2 收入增速明显回暖，WPS AI 月活高速增长——公司信息更新报告-20250821

【家电：禾赛科技(HSAI.O)】规模效应带动 2025Q2 利润超预期，下游大客户拓展顺利——美股公司信息更新报告-20250821

【医药：百利天恒(688506.SH)】Iza-bren 获 FDA 授予 BTd，加速布局全球市场
——公司信息更新报告-20250821

【医药：苑东生物(688513.SH)】2025Q2 业绩环比改善，增持超阳加速创新研发——公司信息更新报告-20250821

【海外：舜宇光学科技(02382.HK)】看好手机光学升级周期及车载光学加速——
港股公司信息更新报告-20250821

研报摘要

行业公司

【银行】测算：高息定存到期规模、节奏与成本改善空间——行业点评报告-20250821

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002 | 朱晓云（分析师）证书编号：S0790524070010

测算 2025 年到期高息定存约 39.7 万亿元，其中 42% 已于 Q1 到期

根据我们测算，上市银行 2025 年到期高息定存（2Y 及以上）共 39.7 万亿元，其中 2Y/3Y/5Y 分别为 19.8/17.4/2.5 万亿元；到期节奏来看，Q1/Q2/Q3/Q4 分别到期 42%/16%/18%/24%。2026H1 到期高息定存约 19.6 万亿元。具体假设如下：

1、确定到期存款规模：2024 年末 1Y 以内重定价的存款将于 2025 年到期，剔除活期存款后，2025 年到期定存规模共计 79 万亿元。

2、确定存款到期节奏：（1）2024 年末 3M 以内重定价存款在 2025Q1 到期，3M-1Y 重定价的存款在 2025Q2-Q4 到期，假设 Q2/Q3/Q4 的占比分别为 30%/30%/40%。（2）2024 年末 1-5Y 区间重定价的存款将于 2026-2029 年到期，设其中 60% 为 2026 年到期，其中 Q1 和 Q2 占比分别为 40% 和 20%。（3）确定到期定存原始期限：对各季度重定价存款的原始期限比例做出假设，可得出每季度到期的各期限存款规模。

利率降幅：2025 年到期的 3Y 存款利率降幅在 125~150BP 之间

1、根据到期定存的揽储时间，参考国有行的存款挂牌利率下调时间和幅度，计算各期限定存到期重定价时的利率降幅。2025 年到期的 2Y 存款利率降幅在 60~100BP 之间，3Y 存款利率降幅在 125~150BP 之间，5Y 存款利率降幅在 120~145BP 之间。

2、2026 年到期的 2Y/3Y/5Y 存款利率降幅分别为 60BP/135BP/145BP。

仅考虑定存重定价影响，2025 年上市银行存款平均成本率或降至 1.61%

1、从单季存款成本率影响来看：（1）2025 年定存重定价对上市银行 Q1/Q2/Q3/Q4 单季存款成本率分别改善 11.7BP、4.2BP、5.7BP、5.1BP，2025 年上市银行单季存款平均成本率于 Q1/Q2/Q3/Q4 分别降至 1.68%、1.64%、1.58%、1.53%。2026 年 Q1/Q2 单季存款成本率分别改善 6.3BP/2.5BP。

2、从全年来看，定期存款重定价使得上市银行 2025 年存款平均成本率下降约 19BP 至 1.61%，2026H1 下降 8.2BP 至 1.52%。分银行类型来看，仅考虑存款重定价的影响，2025 年国有行/股份行/城商行/农商行存款成本率分别下降 18.5BP/20.5BP/19.8BP/21.9BP，存款平均成本率分别降至 1.54%/1.72%/1.88%/1.68%。

注：考虑存款到期后按原始期限续作对存款成本率的影响，若存款期限缩短则存款成本降幅更大，若转化为非银活期存款则成本降幅更小。

银行负债成本有效下降后，AC 账户配置国债的利差倒挂现象将缓解，考虑免税效应的情形下，2025Q4 银行配置 10Y 国债基本不再倒挂，债券配置空间有望恢复。

投资建议

Q2 商业银行经营指标向上修复，实体需求偏弱，无风险收益率或处于低位，红利资产仍具性价比，基于组合配置的策略，我们推荐中信银行，受益标的农业银行、招商银行、北京银行、江苏银行、杭州银行、渝农商行。

风险提示：宏观经济增速下行；政策落地不及预期。

【化工】氨纶：落后产能出清进行时，龙头企业有望受益——行业深度报告-20250821

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 张晓锋（分析师）证书编号：S0790522080003 | 毕挥（分析师）证书编号：S0790523080001

氨纶下游渗透率持续提升、功能性消费趋势等带动其需求增长

氨纶下游消费主要集中在纺织服装领域，根据百川盈孚数据，2024 年，76%的氨纶用于生产服装，氨纶全年表观消费量达 102.69 万吨，2020-2024 年表观消费量年复合增速达 9.21%，增速明显高于涤纶长丝、涤纶短纤等主流化纤。根据 Wind 数据，2023 年-2024 年，国内服装鞋帽、针、纺织品类销售额均同比增长，2025 年 1-6 月，服装鞋帽、针、纺织品类累计销售额同比增长 3.10%。服装消费增长，亦带动氨纶需求继续增长。同时氨纶市场容量相对于其他化纤较小，火热单品的出现能明显拉动氨纶需求。2020 年以来，瑜伽服、防晒服等潮流单品的出现，明显带动氨纶整体需求增长。根据百川盈孚数据，2024 年氨纶出口量达 7.88 万吨，同比增长 13.23%。出口增长明显亦对氨纶需求形成有力支撑。我们认为，未来随着消费观念的转变、纺服需求增长，氨纶渗透率、添加比例有望提升，其需求有望进一步增长。

氨纶产能严重过剩，落后产能正逐步出清

氨纶利润端长期为负，库存量处于历史高位。根据百川盈孚的数据，2024 年氨纶新增产能 13.5 万吨，产能同比增速达到 10.88%，连续三年超过 10%。2022 年以来，氨纶的名义产能每年均远超其表观消费量，行业产能过剩明显，致氨纶价格持续下行，氨纶行业利润端长期为负。根据百川盈孚的数据，截至 2025 年 8 月 13 日，氨纶平均毛利润为 -5,217 元/吨，已连续亏损超两年。产能过剩压力下，氨纶整体库存处于历史高位。库存积压影响企业开工意愿，行业整体开工率较 2024 年同期有所下行。随着库存积压、开工率下行，氨纶部分尾部企业或已出现现金流紧张问题，行业落后产能或将进一步出清。根据天天化工网报道，7 月 31 日，泰光产业宣布停止海外中国常熟泰光化纤的营业，产能为 2.8 万吨。根据中国化工信息杂志 5 月报道，晓星氨纶位于嘉兴的生产线将逐步关停，晓星嘉兴具有氨纶产能 5.44 万吨，标志着氨纶行业产能出清正在进行。

氨纶产能出清的背景下，其供需格局或逐步改善，龙头或率先受益

据我们测算，2024 年，氨纶龙头企业华峰化学、新乡化纤氨纶的单位完全成本分别为：22,406、25,263 元/吨，相较于行业整体的平均成本 29,711 元/吨有较大优势。在氨纶行业景气度低迷背景下，龙头企业或仍能凭借优异的成本控制能力获取超额毛利润。根据各公司公告，2024 年华峰化学和新乡化纤氨纶仍能保持 13.66%、0.30%的毛利率。反内卷方面，若氨纶行业未来无实质反内卷政策，在景气低迷背景下，氨纶行业本就开始产能出清，随着需求增长，氨纶景气有望逐步改善，龙头有望率先受益；若氨纶行业后续有反内卷措施、政策发酵，则景气有望加速改善。根据卓创资讯数据，截至 2025 年 8 月，氨纶装置投产超过 20 年的装置产能超过 20 年的占比为 13.17%。若未来这些装置产能进行出清或者技改，氨纶供应压力有望阶段性缓解。推荐标的：华峰化学。受益标的：新乡化纤、泰和新材。

风险提示：需求不及预期、贸易保护政策调整、落后产能出清效果不及预期

【公用事业：平高电气(600312.SH)】在手订单充裕，经营业绩持续高质量增长——公司信息更新报告-20250821

周磊（分析师）证书编号：S0790524090002 | 黄懿轩（联系人）证书编号：S0790125070014

公司发布 2025 中报，经营业绩持续高质量增长

2025H1 公司实现营业收入 56.96 亿元，同比增长 13.0%；归母净利润 6.65 亿元，同比增长 24.6%；销售毛利率/净利率 24.7%/12.6%，同比提升 1.2/1.2pct；高压板块/中低压及配网板块/运维业务/国际业务实现收入 32.64/15.96/6.34/1.67 亿元，yoy+7.6%/+14.6%/+20.1%/+288.4%。由于电网投资和海外市场波动，我们下调公司 2025-2027 的盈利预测，预计归母净利润分别为 13.91/16.83/19.35（原值 15.13/17.79/20.08）亿元，EPS 为 1.02/1.24/1.43

元，对应当前股价 PE 为 15.8/13.0/11.3 倍，考虑到公司在电网市场的稳固地位，我们看好公司长期发展前景，维持“买入”评级。

公司在手订单充裕，电网市场地位稳固，网外市场和国际市场订单持续突破

公司在手订单充裕。截至 2025 年 6 月末，公司合同负债 17.15 亿元，较 2024 年末增加 5.17 亿元。2025H1 公司电网市场持续巩固，输变电设备/特高压设备中标 44.80/4.61 亿元，yoy+49.2%/+62.6%，市占率居前；网外订单持续突破，中标 3 家央企大客户框架，再次中标中广核项目，实现 1000 千伏 GIL 网外市场首次应用，签订中煤变电站智能巡视机器人集群系统项目；国际市场加快转型，中标沙特 5 台 132 千伏高压移动变；420 千伏 GIS 首次打入墨西哥市场。

主网投资延续高景气，配网迎来重大发展机遇，公司有望持续高质量增长

2025 年，国家电网公司、南方电网的总投资将超 8250 亿元，公司有望充分受益于新型电力系统加速建设。2025H1 全国电网工程建设完成投资 2911 亿元，yoy+14.6%；国网输变电设备/特高压设备集招 540.64/24.78 亿元，yoy+24.8%/+35.6%。2024 年 8 月，国家能源局发布《配电网高质量发展行动实施方案（2024-2027 年）》，提出加快推动一批电网建设改造任务，提升配电网智能化水平，满足分布式新能源和电动汽车充电设施等大规模发展要求。

风险提示：电网投资不及预期、特高压建设不及预期、海外市场开拓不及预期、宏观及政策风险、海外投资环境变化风险、市场竞争风险、财务及汇率风险。

【医药：普洛药业(000739.SZ)】2025 上半年业绩有所下滑，CDMO 业务快速增长——公司信息更新报告-20250821

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 阮帅（分析师）证书编号：S0790524040007

2025 年上半年业绩有所下降，CDMO 业务较快增长

2025 年上半年公司实现收入 54.44 亿元（同比-15.31%，下文都是同比口径），归母净利润 5.63 亿元（-9.89%），扣非归母净利润 5.21 亿元（-13.59%），毛利率 25.73%（+1.03pct），净利率 10.34%（+0.62pct）。2025Q2 公司收入 27.14 亿元（-15.98%），归母净利润 3.15 亿元（-17.48%），扣非归母净利润 3.15 亿元（-13.29%），毛利率 27.46%（+2.11pct），净利率 11.59%（-0.2pct）。2025 年上半年公司 CDMO 业务实现快速增长，制剂及原料药业务阶段性承压，我们维持 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 11.77/13.74/16.52 亿元，当前股价对应 PE 为 16.1/13.8/11.5 倍，估值性价比高，维持“买入”评级。

CDMO 业务较快增长，项目数快速增长

2025 年上半年公司 CDMO 业务实现收入 12.36 亿元（+20.32%），毛利率 44.04%（+3.95pct），公司进行中项目 1180 个，同比增长 35%，其中，商业化阶段项目 377 个，同比增长 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，同比增长 44%。2025 年上半年公司原料药中间体板块实现收入 36.03 亿元（-23.41%），毛利率 13.7%（-2.52pct），公司制剂板块收入 5.83 亿元（-14.2%），毛利率 61.03%（+0.73pct）。

研发投入强度大，销售费用率有所上涨

2025 年上半年公司研发人员 1155 人，CDMO 板块研发人员超过 500 人。2025 年上半年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 4.77%、3.75%、5.95%、-0.39%，同比+0.41pct、+0.1pct、+1.05pct、+0.33pct，2025Q2 公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 4.57%、3.56%、5.69%、-0.46%，同比+0.61pct、+0.12pct、+0.68pct、+0.87pct。

风险提示：CDMO 行业竞争加剧，化工原料价格走高，制剂放量不及预期等。

【海外：微盟集团(02013.HK)】2025H1 利润好于预期，推进微信生态及 AI 应用——港股公司信息更新报告

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

4 / 15

-20250821

张可（分析师）证书编号：S0790523070001 | 荀月（分析师）证书编号：S0790524110001

SaaS 业务深化电商与零售布局，广告业务持续受益微信生态及多渠道拓展

短期 SaaS 业务持续聚焦电商及零售核心场景，积极推动 AI Agent 应用落地，公司主动收缩小微客户投入，广告业务返点政策影响趋于消退，但 SaaS 业务仍受宏观环境影响现有客户及新客户需求阶段性递延影响，广告业务主动调整客户结构，我们下调公司 2025-2026 年经调整净利润预测至 0.5/1.3 亿元（前值：1.3/3.0 亿元），新增 2027 年经调整净利润预测 2.4 亿元，对应调整后摊薄 EPS0.02/0.05/0.09 元。当前股价对应 2025-2027 年 PS4.9/4.4/3.9 倍、PE166/59.6/32.3 倍。后续待宏观环境复苏 SaaS 业务调整扭亏为盈、广告业务多渠道扩展增速加快、AI 应用及出海有望贡献增量，维持“买入”评级。

2025H1 收入基本符合预期，收缩亏损业务及持续降本增效利润好于预期

2025H1 公司收入 7.75 亿元，同比下滑 10.6%，基本符合彭博一致预期（7.73 亿）；经调整净利润 0.17 亿元，好于彭博一致预期（-1.1 亿元），源于收缩亏损及低毛利业务、持续降本增效。分业务看：（1）订阅解决方案，2025H1 收入 4.38 亿元，同比下滑 10.1%，主要源于宏观环境影响、公司主动收缩小微商家导致递延收入部分减少，环比企稳回升；付费商户同比下滑 13.9%，ARPU 同比提升 4.5%。AI 相关业务收入 3000-4000 万。毛利率 62.6%，同比提升 2.5pct，源于无形资产摊销减少，部分被新业务发展成本增加抵消。（2）商家解决方案，2025H1 广告毛收入同比增长 3.4%，主动调整客户结构，经调整收入同比增长 45.3%，平台返点规则调整影响趋弱。毛利率 91.3%，同比提升 16.8pct，源于收缩 TSO 及信贷业务。

SaaS 业务有望企稳，广告业务多渠道拓展，关注 B 端需求恢复及 AI 落地

短期 SaaS 业务持续优化调整，拓展 AI 应用场景，布局微信电商生态；广告业务短期优化客户结构，2025Q4 及 2026 年拓展抖音渠道有望驱动毛收入增长提速。中长期聚焦大客商业化提速、发力本地生活市场、AI 及出海有望贡献增量。

风险提示：竞争加剧、宏观经济不及预期、业务调整不及预期。

【商贸零售：润本股份(603193.SH)】2025H1 业绩稳健，看好后续品类延伸贡献增量——公司信息更新报告
-20250821

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

2025H1 营收同比+20.3%，归母净利润同比+4.2%

公司发布半年报：2025H1 实现营收 8.95 亿元（同比+20.3%，下同）、归母净利润 1.88 亿元（+4.2%）；2025Q2 实现营收 6.55 亿元（+13.5%）、归母净利润 1.43 亿元（-0.9%）；此外，公司拟每 10 股派发现金红利 2.00 元（含税），分红率 43.15%。考虑市场竞争激烈，我们下调 2025-2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 3.32/4.24/5.34 亿元（原值 3.91/4.99/6.24 亿元），对应 EPS 为 0.82/1.05/1.32 元，当前股价对应 PE 为 37.5/29.4/23.3 倍。我们认为，公司作为“驱蚊+婴童护理”细分龙头，不断丰富产品矩阵，规模优势持续巩固，估值合理，维持“买入”评级。

婴童护理系列贡献收入上升，销售投放略加大

分品类看，2025H1 公司婴童护理/驱蚊/精油业务分别实现营收 4.05/3.75/0.92 亿元，同比分别 +38.7%/+13.4%/-14.6%，婴童护理贡献收入同比提升，达 45.3%，驱蚊业务在夏季启动较晚背景下增速放缓。此外，2025Q2 婴童护理/驱蚊/精油业务售价分别+6.9%/-0.8%/-11.4%，婴童护理新品价格较高带动品类售价提升。分渠道看，2025H1 线上/线下分别实现营收 6.43/2.51 亿元，同比分别+20.0%/+21.2%。费用方面，2025H1 公司销售/管理/研发费用率分别为 30.3%/1.8%/1.8%，同比分别+1.5pct/-0.1pct/-0.2pct。

公司持续丰富品类矩阵，期待后续叠加渠道布局贡献收入增量

产品端，公司持续推进多品类扩张，2025H1 推出 40 余款单品，防晒系列加快布局，推出儿童水感防晒啫喱、防晒棒等，护理类产品线拓展到青少年，拓宽产品客群年龄段覆盖，定时加热器推出童锁款提升使用安全性。渠道端，公司进一步扩展线下渠道，新增与山姆渠道合作，非平台经销渠道已开发胖东来、永辉、屈臣氏等 KA 渠道以及 WOWCOLOUR 等特通渠道；同时在天猫、京东、抖音、拼多多等电商平台保持较高的市占率，渠道覆盖力和渗透率稳步提升。

风险提示：消费意愿下行、新品不及预期、过度依赖营销、市场竞争加剧。

【社服：康冠科技(001308.SZ)】发布 AI 眼镜布局更多视觉场景，品牌出海持续突破——公司信息更新报告-20250821

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

康冠科技 KTCAI 眼镜正式发布，多厂商布局助力 AI 眼镜渗透率提升

8 月 18 日康冠科技 KTCAI 眼镜正式发布，定价 1499 元，具备性价比优势。采用高通 AR1 芯片与索尼 IMX681 传感器，轻量化设计整机仅重 38g，渐变墨镜镜片与符合人体工学的鼻托设计适合亚洲人骨相，兼顾时尚与佩戴舒适性。AI 功能：集成豆包大模型，结合摄像头捕捉，实现百科问答、图像识别、同传翻译等功能，并具备 AI 闪记功能，帮助用户实现停车位等碎片化记忆。据 Counterpoint 数据显示，2025H1 全球智能眼镜出货量同增 110%，据依视路财报披露，雷朋 Meta 眼镜 2025H1 销量 yoy+200%+，2025Q2 加速增长，最受欢迎的 SKU 仍供不应求，市场份额提升至 73%。此外，小米、RayNeo、KopinSolos 等厂商实现出货共同带动 AI 眼镜渗透率提升，预计到 2028 年全球 AI/AR 眼镜出货有望达 3500 万部，CAGR 达 119%。我们维持盈利预测不变，预计 2025-2027 年公司归母净利 10.9/13.6/16.5 亿元，yoy+30.9%/+24.9%/+21%，对应 EPS 达 1.56/1.94/2.35 元，当前股价对应 PE16.7/13.4/11.1 倍，维持“买入”评级。

2025H1 中国显示器市场回暖明显，KTC 电竞显示器销售表现亮眼

8 月 18 日公司同步发布 KTCAI 智能一体机和新款电竞显示器，具备炫酷外观，配置参数满足职业电竞比赛对屏幕的基本需求，满足消费者炫技诉求。据洛图科技数据，2025H1 中国显示器线上全渠道销量 642 万台/yoy+29.7%，其中电竞显示器线上销量涨幅达 40%，占显示器市场份额 63%，较 2024H1 提升 4 个百分点。2025 年 618 期间公司多款电竞显示器销量位居 TOP1，KTC 闺蜜机天猫持续霸榜 TOP1，KTC 闺蜜机 MAX 版/AI 版分列榜单 TOP4/TOP6。

AI+应用赋能多款产品，自有品牌 KTC 和 FPD 海外多渠道销售取得突破

KTC 品牌携随心屏、显示器等产品出海，海外市场 KTCPrimeDay 销量 yoy+381%，GMV yoy+348%，美国站/加拿大站/整体 GMV yoy+122%/136%，多款电竞单品位列日本亚马逊显示器畅销榜前列。此外，AI+应用赋能 FPD 品牌，智能美妆镜、双面屏电视、VR 一体机等形成多场景“AI+”应用。2024 年 FPD 正式开启出海新篇章，陆续入驻亚马逊、Temu、乐天等国际主流电商平台。截至 2025 年 7 月 30 日，海外市场整体销售额同比增长 220%，日本市场销售额同比增长 166%。

风险提示：原材料价格大幅上行，汇率波动风险，创新品类拓展不及预期。

【商贸零售：爱美客(300896.SZ)】2025H1 业绩承压，持续研发期待业绩修复——公司信息更新报告-20250821

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001

事件：公司 2025H1 归母净利润同比下滑 29.6%，业绩有所承压

公司发布半年报：2025H1 实现营收 12.99 亿元（同比-21.6%，下同）、归母净利润 7.89 亿元（-29.6%）；2025Q2 实现营收 6.36 亿元（-25.1%）、归母净利润 3.46 亿元（-41.8%）；此外，公司拟每 10 股派发现金红利 12.00 元（含请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

税), 分红率 45.82%。考虑市场竞争激烈, 我们下调 2025-2027 年盈利预测, 预计公司 2025-2027 年归母净利润 17.00/20.05/23.25 亿元 (原值 22.12/24.95/27.52 亿元), 对应 EPS 为 5.62/6.63/7.68 元, 当前股价对应 PE 为 33.5/28.5/24.5 倍。我们认为, 公司研发管线有序推进, 外延拓展赋能成长, 估值合理, 维持“买入”评级。

核心品类业绩承压, 盈利能力有所下滑

分产品看, 2025H1 公司溶液类产品实现营收 7.44 亿元同比 (-23.8%), 毛利率 93.2% (-0.8pct), 凝胶类产品实现营收 4.93 亿元 (-24.0%), 毛利率 97.8% (-0.2pct); 面部埋植线实现营收 332 万元 (-4.6%); 冻干粉类产品实现营收 1947 万元, 毛利率 75.0%。盈利能力方面, 2025H1 公司毛利率为 93.4% (-1.5pct), 净利率为 60.9% (-6.8pct)。费用方面, 2025H1 公司销售/管理/研发费用率分别为 11.1%/5.3%/12.1%, 同比分别+2.6pct/+1.2pct/+4.5pct。

并购 REGEN 打造第二增长曲线, 持续研发推动业绩修复

产品端: 嗨体、濡白天使持续巩固市场领先地位, 治疗下颏后缩新品嗨科拉于 2025 年 5 月份在国内上市销售。研发端: 目前公司已获得 12 张 III 类医疗器械注册证, 第二代埋植线即将进入注册申报阶段, 医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶增加新填充部位适应症, 管线有序推进, 为中长期成长奠定基础。渠道端: 公司收购韩国 REGENBiotech 股权并实现并表, 旗下 AestheFill 和 PowerFill 分别获得 35 个和 23 个国家和地区的注册批准, 分别应用于面部和身体, 补充再生品类产品矩阵。公司持续整合全球资源, 依托区位优势加快产品线拓展, 从“本土市场领导者”向“全球产业链参与者”转型, 渠道可控性与协同效应不断增强。

风险提示: 终端需求疲软、市场竞争加剧、产品获批或推广进度不及预期。

【海外: 金山软件(03888.HK)】WPS B 端景气度较优, 关注后续《解限机》优化——港股公司信息更新报告-20250821

张可(分析师)证书编号: S0790523070001 | 杨哲(分析师)证书编号: S0790524100001

游戏业务低于预期, 关注后续《解限机》优化情况

考虑到《解限机》表现低于预期、WPSC 端降速, 我们预计 2025-2027 年实现收入 106.2/119.6/133.8 亿元, 同比增长 2.9%/12.7%/11.8%, 下调归母净利润预测至 17.8/21.6/27.0 亿元 (前值为 20.0/24.2/28.4 亿元), 同比增长 15.0%/21.0%/25.2%, 当前股价对应 PE 估值为 24.4/20.1/16.1 倍, 后续估值提升有赖 AI 变现能力呈现、雷系生态强化协同、《解限机》优化后流水回升。维持“买入”评级。

WPSB 端业务景气度较优, 游戏《解限机》上线后表现低于预期

2025 年 Q2 公司实现收入 23.07 亿元 (vs 彭博一致预期 24.56 亿元), 同比下滑 6.7%, 归母净利润 5.32 亿元, 同比增长 35.4%, 其中其他收益净额 4.4 亿元, 主要为金山云发行新股产生摊薄收益带动, 若看运营利润 3.83 亿元 (vs 彭博一致预期 5.71 亿元), 收入与利润均低于市场预期, 系游戏下滑幅度超预期、研发投入加大、规模效应减弱。2025 年 Q2 毛利率 80.3% (同比-2.2pcts) 系游戏规模效应减弱、WPS 算力租赁及带宽成本增加, 研发/销售/行政费用率同比变动+7.0/+3.1/1.2pcts, 公司研发及推广费用增加, 同时收入下滑导致规模效应减弱。综合来看, 2025 年 Q2 公司 OPM 为 16.6%, 同比减少 15.5pcts, 考虑到金山办公 2025 年 Q2OPM 同比仅下滑 5.0pcts, 因此推测公司盈利率下滑主要为游戏业务拖累。分业务看:

(1) WPS: 同比增长 14%, 其中个人/365/软件业务同比增长 6%/62%/26%, C 端月活/累计付费人数同比增长 8.6%/9.5%, AI 月活较 2024 年底增长 50%至 2951 万, 公司发布 WPSAI3.0, 在 AI 改文档、PPT 生成、知识库等方面有功能迭代; B 端延续 Q1 的高增长, 信创业务增速转正, 业务景气度较优, 下半年有望延续。

(2) 游戏: 同比下滑 26% (VS 彭博一致预期下滑 10%), 系 2024 年同期高基数, 7 月《解限机》上线, 但由于游戏平衡性等原因, 后续在线人数下滑较快, 但公司历史上常有游戏优化后口碑及流水回升 (如尘白禁区), 作为公司跨界研发的重点游戏, 后续优化效果值得关注。此外下半年《鹅鸭杀》、《猫咪和汤》等游戏或一定程度

上抵消部分下滑。

风险提示：新游戏表现不及预期、客户拓展不及预期、竞争加剧。

【海外：小鹏汽车-W(09868.HK)】产品大周期势能有望向上，大众合作或增厚长期业绩——港股公司信息更新报告-20250821

张可（分析师）证书编号：S0790523070001 | 赵旭杨（分析师）证书编号：S0790523090002 | 陈沅（联系人）证书编号：S0790124070037

2025H2 往后产品大周期势能有望向上，大众合作或增厚长期业绩

基于 2025 年市场竞争激烈、2026 年产品大周期开启，我们将 2025 年营业收入由 820.1 亿元下调至 804.4 亿元、2026-2027 年收入由 1272.4/1418.5 亿元上调至 1291.1/1431.3 亿元。基于产品结构高端化、大众合作深化，我们将 2025-2027 年 Non-GAAP 净利润从-19.4/5.3/22.3 亿元上调至-10.7/10.5/36.8 亿元，对应调整后 EPS 为-0.6/0.5/1.9 元，当前股价对应 2025-2027 年 1.8/1.1/1.0 倍 PS、2026-2027 年 136.2/39.3 倍 PE。大产品周期下，外观投入加码、VLA+VLM 大模型、自研图灵芯片有望赋能造车主业势能向上，大众合作深化或增厚长期利润水平；L3 及以上商业模式拓展仍需跟踪技术路线演进、产业政策情况，维持“买入”评级。

2025Q2 收入符合指引，汽车毛利大幅提升、经营费用率改善驱动持续减亏

2025Q2 收入 183 亿元符合此前指引区间，同比增长 125%，其中季度交付 10.3 万辆，对应季度 ASP 环比提升 1.1 万元至 16.4 万元，主要为 G6、G9 改款放量，使得平价车型 M03 占比下降。2025Q2 Non-GAAP 净利润-3.9 亿元，较 2025Q1 减亏 0.4 亿元，受益于汽车毛利率环比显著提升 3.8pct 至 14.3%（受益较高毛利的 G6、G9 改款占比提升、更高平台化水平、规模效应、供应链优化）、经营费用率环比改善 0.9pct 至 23.9%，抵消了其他收入下滑 3.1 亿元的负面影响。

2026 年产品大周期有望驱动主业向上，大众合作深化或增厚长期业绩

公司指引 2025Q3 收入 196-210 亿元、交付 11.3-11.8 万辆，ASP 约 17.3-17.8 万元（环比提升或由 M03max、新 P7 规模交付驱动）；2025 年 9-12 月销量有望突破 4 万辆/月，受益于新 P7 放量、鲲鹏超电 X9 上市交付，高 ASP 产品占比提升或驱动汽车毛利持续提升，支撑 2025Q4 盈亏平衡目标顺利实现。展望 2026 年往后，“一车双能”、全新车型、海外市场产品周期有望同步启动，重点投入外观设计、智能驾驶或能切实强化产品力，端侧 VLA+VLM 大模型、2250TOPS 有效算力图灵芯片有望扩大 Ultra 版本智驾体验优势，从而驱动品牌势能向上。公司与大众 EEA 架构合作扩展至中国区全部 ICEV、PHEV，相关车型 SOP 后有望贡献第三大经常性收入流、长期增厚公司业绩水平。

风险提示：产品推出不如预期、产能及供应链风险、行业竞争加剧。

【农林牧渔：牧原股份(002714.SZ)】高业绩兑现高分红，龙头降本增效高质量发展——公司信息更新报告-20250821

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 王高展（分析师）证书编号：S0790525070003

高业绩兑现高分红，龙头降本增效高质量发展，维持“买入”评级

公司发布 2025 年半年报，2025H1 公司营收 764.63 亿元(yoy+34.46%)，归母净利润 105.30 亿元(yoy+1169.77%)。单 Q2 营收 404.02 亿元(yoy+32.06%)，归母净利润 60.39 亿元(yoy+88.24%)。公司业绩高增长成本表现优异，受公司降重出栏及调减能繁影响，我们下调公司 2025-2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 224.07/268.73/353.73 亿元（2025-2027 年原盈利预测分别为 240.56/287.30/379.32 亿元），对应 EPS 分别为 4.10/4.92/6.48 元，当前股价对应 PE 为 11.6/9.7/7.3 倍。公司高业绩兑现高分红，降本增效高质量发展，维持“买入”评级。

公司推动成本下降，生猪养殖高质量发展

2025H1 公司生猪养殖业务实现营收 754.46 亿元(yoy+34.68%)，实现生猪出栏 4691.0 万头(yoy+44.83%)，其中商品猪/仔猪/种猪出栏 3839.4/829.1/22.5 (yoy+32.47%/+167.97%/-28.12%)。成本方面，2025 年 7 月公司生猪完全成本已降至 11.8 元/公斤，2025 全年平均完全成本目标 12 元/公斤。能繁方面，截至 2025 年 6 月末公司能繁存栏约 343.1 万头，为配合国家生猪产能调控，预计 2025 年底能繁降至 330 万头。公司不断推进降本增效，减少能繁存栏配合宏观调控，实现高质量发展。

公司生猪屠宰量稳步向上，高分红彰显公司长期投资价值

屠宰业务方面，2025H1 公司生猪屠宰量 1141.48 万头 (yoy+110.87%)，产能利用率达 78.72%。截至 2025 年 6 月末，公司资产负债率 56.06%(-5.75pct)，实现经营活动产生的现金流量净额 173.51 亿元 (+12.13%)。2025 年中期公司拟现金分红 50.02 亿元，2025 上半年公司股份回购金额 11.10 亿元，现金分红与回购总额占归母净利润比例达 58.04%。公司高业绩兑现高分红，彰显公司长期投资价值。

风险提示：动物疫病发生不确定性，猪价异常波动，公司成本不及预期等。

【电力设备与新能源：英维克(002837.SZ)】英特尔 UQD 联盟成立，公司为首批认证伙伴——公司信息更新报告-20250821

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001 | 蒋颖（分析师）证书编号：S0790523120003 | 雷星宇（联系人）证书编号：S0790124040002

IntelUQD 互插互换联盟成立，公司为首批认证伙伴之一，维持“买入”评级

2025 年 8 月 20 日，据英特尔中国消息，英特尔通用快接头（UQD）互插互换联盟正式成立，首批认证合作伙伴包括英维克、丹佛斯、立敏达科技等五大液冷供应商，我们认为快接头作为数据中心液冷系统重要组件之一，是保证系统不漏液的关键，通过逐步统一快接头设计，实现产品间可靠互插互换，推动液冷生态加速成熟，降低客户使用复杂性和 TCO，有望加速国内外液冷渗透率持续提升。伴随国内外 AIGC 持续发展，国内外高功率算力芯片及高功率机柜逐渐放量，公司或将持续受益于数据中心建设，考虑到 GPU 及 AISC 芯片对液冷需求持续增长，我们维持盈利预测，预计其 2025-2027 年归母净利润为 6.51/10.97/15.19 亿元，当前股价对应 PE 分别 103.2/61.2/44.2 倍，维持“买入”评级。

公司与英特尔合作已久，多个液冷产品通过测试认证

公司与英特尔合作关系久远。公司冷板产品于 2023 年正式被列入 IntelEagleStream 服务器 DesignGuide 文件，公司是英特尔中国数据中心液冷创新加速计划的首位合作伙伴，BHS-AP 平台冷板、UQD04 快接头、分水器和机架式液冷 CDU 已通过英特尔测试与验证，成为英特尔至强 6 平台首位冷板液冷解决方案集成商。公司 Coolinside 全链条液冷解决方案中的快换接头、Manifold、冷板、长效液冷工质、漏液检测等产品已获一些主流的算力芯片厂商、头部算力设备制造商认可并开始被规模采购应用。

重视研发投入，发出商品及合同负债大幅增长，产能加速扩充

公司重视研发投入，2025H1 公司研发费用达 1.96 亿元，同比增长 36.74%。2025H1 末，公司存货中发出商品达 6.81 亿元，较年初+67.78%，同比+126.16%，公司合同负债达 4.04 亿元，较年初+76.25%，同比+109.18%，印证下游客户需求强劲。

公司加快推进华南总部基地和中原总部基地建设，加速产能扩张，此外，公司将积极建设海外资源平台，建立更优的本土化服务能力和高效敏捷供应链能力，提高海外市场竞争力。

风险提示：储能温控行业竞争加剧、数据中心风冷及液冷产品放量不及预期。

【计算机：金山办公(688111.SH)】Q2 收入增速明显回暖，WPS AI 月活高速增长——公司信息更新报告

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

-20250821

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘逍遥（分析师）证书编号：S0790520090001

长期成长路径清晰，维持“买入”评级

我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 18.79、21.87 亿元、25.40 亿元，对应 EPS 分别为 4.06、4.72、5.48 元/股，当前股价对应 PE 为 74.2、63.7、54.9 倍。考虑公司 WPSAI 产品持续升级，有望打开成长空间，维持“买入”评级。

Q2 收入增速明显回暖，AI 投入加大影响利润增速

(1) 2025 年上半年公司实现营业收入 26.57 亿元，同比增长 10.12%；实现归母净利润 7.47 亿元，同比增长 3.57%；实现扣非归母净利润 7.27 亿元，同比增长 5.77%。其中，Q2 单季度实现营业收入 13.56 亿元，同比增长 14.14%；实现归母净利润 3.44 亿元，同比下滑 2.83%；实现扣非归母净利润 3.37 亿元，同比增长 0.57%。(2) 从收入结构来看，上半年 WPS 个人业务收入为 174,845.44 万元，同比增长 8.38%，Q2 增速较 Q1 有所下降；WPS365 业务收入为 30,879.53 万元，同比增长 62.27%，Q2 增速与 Q1 基本持平；WPS 软件业务收入为 54,160.71 万元，同比下降 2.08%，Q2 增速显著回升，我们判断主要由于信创增速回升所致。

(3) 上半年公司销售毛利率为 85.03%，同比提升 0.11 个百分点；销售费用率、管理费用率和研发费用率分别为 18.01%、8.24%、36.07%，同比变动-0.31、-0.82、+2.6 个百分点。研发费用增长较快，主要由于公司重点加大了 AI 研发投入，2025 年 6 月末公司研发人员共计 3,533 人，同比增长 18.12%。(4) 2025 年 6 月末，公司合同负债+其他流动负债+其他非流动负债总额为 32.81 亿元，较年初增长 2.99%。此外，上半年公司经营活动净现金流为 7.38 亿元，同比增长 17.51%，表现较为亮眼。

WPSAI 月活近 3000 万，发布 WPS 灵犀由工具型应用向协同智能体转变

2025 年上半年，公司发布 WPSAI3.0 并推出原生 Office 办公智能体，基于 WPSAI3.0，公司推出 AI 改文档、灵犀语音助手、WPSAIPPT、WPS 知识库等全新功能。值得关注的是，公司 WPSAI 月活已达 2,951 万，随着上半年 AI 权益持续惠及用户及 AI 新产品落地推广，预计下半年 AI 月活将实现快速增长。

风险提示：AI 产品市场接受度不及预期；宏观经济影响下游客户付费能力。

【家电：禾赛科技(HSAI.O)】规模效应带动 2025Q2 利润超预期，下游大客户拓展顺利——美股公司信息更新报告-20250821

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 赵旭杨（分析师）证书编号：S0790523090002 | 林文隆（分析师）证书编号：S0790524070004

2025H1 规模效应带动利润超预期，龙头地位稳固，维持“买入”评级

公司发布 2025H1 业绩快报，2025Q2 实现营收 7.06 亿元（同比+54%，下同），归母净利润 0.44 亿元（+161%），Non-GAAP 净利润 0.73 亿元（+268%）。单季度 ADAS 和 Robotics 激光雷达出货延续高增长带动费用率下降，我们维持盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.48/5.82/9.88 亿元，EPS 分别为 1.9/4.5/7.6 元，当前股价对应 PE 分别为 101.0/42.8/25.3 倍。ADAS 激光雷达龙头份额稳固，继续看好 Robotics 领域打开增长空间，维持“买入”评级。

2025Q2 ADAS/Robotics 激光雷达出货量延续高增长，大客户拓展顺利

2025Q2 分业务：(1) ADAS 激光雷达出货量达 30 万台（+276%）。国内 ADAS 领域，本季度及近期公司已获得 9 家头部车企的 20 款车型定点，将于 2025-2026 年陆续量产交付。全球 ADAS 领域，公司与欧洲顶级车企进入 C 样阶段，2026 年量产计划正稳步推进，此外公司与丰田汽车旗下合资品牌的全新定点亦将于 2026 年量产。激光雷达正逐步成为智驾标配，公司与头部客户的深度合作及在手订单有望较好支撑 2026 年营收增长表现。(2)

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

10 / 15

Robotics 激光雷达出货量达 4.9 万台 (+744%)，JT 系列激光雷达累计交付量已超 10 万台。技术外溢带动 Robotics 激光雷达成本下降，割草机器人等领域激光雷达渗透率有望提升，除现有战略客户外仍有较多潜在客户可拓展，继续看好下游行业增长红利带动公司出货高增。

2025Q2 费用率较大幅度改善，长期维度规模效应有望持续

2025Q2 毛利率 42.5% (-3pct)，主要系同期有高毛利产品销售而当期相对低毛利的家庭机器人用激光雷达放量（产品结构扰动）。费用端，2025Q2 销售费用率/管理费用率/研发费用率分别达 6%/9%/28.2%，同比分别 -6.2/-5.4/-15.1pct，规模效应下三费率均显著下降特别是研发费用率大幅度下降。综合影响下 2025Q2 公司归母净利润率 (+21.9pct)。展望后续，随着主业龙头地位确立/资本开始减少，出货量高增背景下费用率仍有较大改善空间，利润率有望持续提升。

风险提示：Robotics 激光雷达交付不及预期；行业竞争加剧；降本不及预期等。

【医药：百利天恒(688506.SH)】Iza-bren 获 FDA 授予 BTB，加速布局全球市场——公司信息更新报告-20250821

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 余克清（分析师）证书编号：S0790525010002 | 聂媛媛（联系人）证书编号：S0790124050002

Iza-bren (BL-B01D1) 获 FDA 授予 BTB，针对 EGFR 突变 NSCLC

2025 年 8 月 18 日，公司公告 EGFR/HER3 双抗 ADC Iza-bren (BL-B01D1) 获得美国突破性疗法认定 (BTB)，用于既往 EGFR-TKI 及含铂化疗治疗失败后的 EGFR19 外显子缺失或 21 外显子 L858R 置换突变的局部晚期或转移性非小细胞肺癌。本次授予是公司与合作开发的 Iza-bren 基于 BL-B01D1-101 (中国)、BL-B01D1-203 (中国) 和 BL-B01D1-LUNG-101 (美国/欧洲) 的临床研究数据。此前同适应症有德帕瑞安单抗 (HER3ADC)、芦康沙妥珠单抗 (TROP2ADC) 以及德达博安单抗 (TROP2ADC) 被 FDA 授予 BTB。我们看好公司长期发展，维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年营收为 22.05/22.90/9.60 亿元，当前股价对应 PS 分别为 42.2/40.7/97.1，维持“买入”评级。

BL-B01D1 国内申报 NDA 在即，2025 年已开展三项全球注册临床

BL-B01D1 是公司自主研发的全球首个 EGFRxHER3ADC 药物。截至 2025 年 8 月，BL-B01D1 已在中国开展超十项 III 期临床试验，其中三线鼻咽癌、二线 EGFR 突变 NSCLC、二线食管鳞癌、三线+HR+/HER2-乳腺癌及二线+TNBC 已经完成全部患者入组。其中，3L 鼻咽癌及 2L 食管鳞癌有望于 2025 年内向 NMPA 递交 NDA，多个 2L NSCLC 及 BC 适应症有望于 2026 年申报 NDA。公司/BMS 已于 2025 年针对 TNBC、NSCLC 以及 UC 开展了三项全球注册 II/III 期临床。

差异化 ADC 平台+全球领先多抗平台 FIC 及 BIC 管线

公司经过过去十年努力，已构建起了全球领先的 ADC 药物研发平台 (HIRE-ADC 平台)、创新多特异性抗体药物研发平台 (GNC 平台)、特异性增强双特异性抗体平台 (SEBA 平台) 及创新 ARC (核药) 研发平台 (HIRE-ARC 平台)。BL-B01D1 (EGFR/HER3ADC) 已成功验证 HIRE-ADC 平台的实力。全球多抗药物研发处于早研阶段，尚无产品获批上市。公司已有多款双/多特异性 T 细胞衔接器进入临床，全球领先。

风险提示：药物临床研发失败、药物安全性风险、核心成员流失等。

【医药：苑东生物(688513.SH)】2025Q2 业绩环比改善，增持超阳加速创新研发——公司信息更新报告-20250821

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

2025Q2 业绩环比改善，增持超阳加速创新研发，维持“买入”评级

2025H1 公司收入 6.54 亿元（同比-2.25%）；归母净利润 1.37 亿元（同比-6.77%）；扣非归母净利润 1.04 亿元（同比-8.68%）。2025Q2 公司收入 3.49 亿元（同比-1.61%，环比+14.12%）；归母净利润 0.76 亿元（同比+6.29%，环比+25.40%）；扣非归母净利润 0.57 亿元（同比-6.89%，环比+23.40%）。公司单 Q2 业绩环比改善明显，同时新品逐步放量+海外收入增速提速，主业稳中向好，有望继续完成股权激励目标；创新催化密集，我们持续看好公司后续增长潜力，维持 2025-2027 年归母净利润为 2.71、3.19 以及 3.79 亿元，EPS 为 1.53 元、1.80 元和 2.15 元，当前股价对应 PE 为 40.8、34.7 以及 29.2 倍，维持“买入”评级。

公司麻醉业务持续进阶，创新研发驱动成长

公司近年新获批产品陆续贡献公司业绩增量，包括盐酸纳布啡注射液、酒石酸布托啡诺注射液以及 2025Q2 获批的奥沙西洋等；待获批品种氨酚羟考酮与吗啡纳曲酮审评进展顺利，预计最晚于 2026H1 获批。公司在研产品储备丰富，2025 年 7 月 YLSH003 (TF) IND 获受理；EP-0186 (PARP1) 已先后获得 FDA 和 CDE 的临床试验默示许可。国际化方面，盐酸尼卡地平注射液常态化发货，单剂量纳洛酮鼻喷剂 ANDA 申报于 2024 年 9 月提交，并于 2025 年 5 月接受了美国 FDA 的鼻喷剂生产线批准前现场核查和体外 BE 核查，海外产品放量有望提速。

增持超阳加速研发，新型口服 CRBN 分子胶进击 BIC

超阳 HP-001 预计 2025 年内读出 1a 数据，2026H1 读出 1b 临床数据。HP-001ORR 数据积极，安全性良好，有望进击 IKZF1/3 分子胶领域的 BIC。HP002 是新一代具备透脑能力、靶向 BTK 的 PROTAC 分子，在临床前研究中对多种 BTK 突变体表现出强大的抗增殖活性，预计 2025Q4 申报中国 IND。公司持有超阳股权比例增至 30.6818% 的事宜已于 2025 年 7 月完成受让参股公司部分股权交易款项支付，后续有望进一步增持，超阳的创新平台价值有望在公司体内持续体现。

风险提示：集采降价的风险；药品研发失败的风险；产品竞争加剧的风险等。

【海外：舜宇光学科技(02382.HK)】看好手机光学升级周期及车载光学加速——港股公司信息更新报告-20250821

张可（分析师）证书编号：S0790523070001

看好手机光学升级周期及车载光学加速，维持“买入”评级

考虑到公司手机业务 ASP 和毛利率改善，我们将 2025-2027 年归母净利润预测由 35/38/44 亿元上调至 38/46/57 亿，同比增长 41%/22%/22%。当前股价 82.25 港币对应 2025-2027 年 21.6/17.7/14.5 倍 PE，2025 年手机光学升级、汽车 ADAS 下沉夯实公司利润基本盘，积极拓展 XR、机器人驱动 2027 年及以后业绩成长性，维持“买入”评级。

2025H1 公司归母净利润 16.5 亿，增长主要来自手机业务 ASP 和毛利率改善

2025H1 手机收入 132 亿，同比增长 2%，增长主要来自模组和镜头 ASP 增长。公司指引 2025 年手机收入同比增长 5%-10%，对应 2025H2 收入环比 18%-28%，分析主要由于 2025H2 旗舰机型密集发布，镜头、模组出货量及 ASP 有望继续环比改善。（1）我们测算 2025H1 手机模组收入基本持平，分析主要由于产品结构改善、光学升级带来的 ASP 提升（20%左右），抵消了出货量同比下滑 21% 的影响。毛利率同比明显改善，落在 8%-10% 区间，公司指引 2025H2 毛利率至少保持环比稳定。（2）2025H1 手机镜头出货量同比下滑 6%，而 ASP 受益于产品结构改善同比增长 20% 左右。2025H1 手机镜头毛利率 25%-30%，公司指引 2025H2 毛利率环比改善，2025 年全年落在 25%-30% 区间。

汽车 ADAS 下沉，公司积极布局 XR、手持摄像、机器人等领域打开成长空间

（1）2025H1 车载收入 34 亿，同比增长 18%，其中车载模组收入同比增长 35%。公司指引 2025 年车载收入同比增长 20% 以上，主要受益于 ADAS 下沉带来的单车摄像头数量和规格提升。（2）2025H1 XR 收入 12 亿，同

比增长 21%，增长主要来自 smartglass 相关项目贡献。公司指引 XR 业务 2025 年收入略有增长，主要考虑到 2025H2 北美客户 VR 相关收入减少，但 smartglass 相关收入增加。（3）公司将手机技术（大像面、超广角、马达）等能力复用于手持摄像设备领域，相关收入显著增长。（4）机器人领域从视觉技术向整机共创延伸，打开新增量空间。

风险提示：产品推出不如预期、产能及供应链风险、需求复苏不及预期。

特别声明

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

分析师承诺

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

股票投资评级说明

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

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

分析、估值方法的局限性说明

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

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

法律声明

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

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

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

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

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

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

开源证券研究所

上海

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

深圳

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

北京

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

西安

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