

晨会纪要

数据日期: 2025-08-20	上证综指	深证成指	沪深300指数	中小板综指	创业板综指	科创50
收盘指数(点)	3766.21	11926.74	4271.39	13516.06	3557.42	1148.14
涨跌幅度(%)	1.04	0.88	1.13	1.19	0.26	3.22
成交额(亿元)	10175.00	13907.33	5388.15	5141.21	6435.38	654.59

晨会主题

【常规内容】

宏观与策略

宏观快评: 2025年7月财政数据快评-财政视角下“不一样”的7月经济
策略专题: 策略展望-聚焦反内卷投资主线
策略快评: 策略解读-“慢长牛”需要具备哪些条件

行业与公司

医药生物周报(25年第32周): 司美格鲁肽 MASH 适应症获批, 用药及检测需求有望提升
纺织服装双周报(2508期): 7月服装社零增速延续放缓, 户外装备和母婴用品新股梳理
神火股份(000933.SZ) 财报点评: 煤炭价格触底反弹, 铝冶炼盈利稳健
博威合金(601137.SH) 财报点评: 25H1 归母净利润同增6%, 美国光伏产能有序推进
小菜园(00999.HK) 财报点评: 2025H1 归母净利润增长36%, 预计下半年门店扩张提速
九丰能源(605090.SH) 财报点评: 扣非业绩稳健, 氦气产能增至150万方/年
国电电力(600795.SH) 财报点评: 25H1 扣非归母净利润同比+56%, 未来三年现金分红规划发布
陕西能源(001286.SZ) 财报点评: 25Q2 煤炭外销量大幅增长, 归母净利润同比+13.9%
海油发展(600968.SH) 财报点评: 上半年扣非归母净利润同比增长20.3%, 三大主业平稳增长
云天化(600096.SH) 财报点评: 二季度归母净利润同环比提升, 磷矿石保持高位
口子窖(603589.SH) 财报点评: 2025Q2 收入及利润下滑, 需求压力下公司主动放缓经营节奏
华润啤酒(002911.HK) 海外公司财报点评: 2025年上半年啤酒业务量价利齐升, 白酒业务承压
福耀玻璃(600660.SH) 财报点评: 上半年归母净利润同比增长37%, 中期拟分红49%
美力科技(300611.SZ) 财报点评: 上半年净利润同比增长72%, 规模效应加速兑现
美图公司(01357.HK) 海外公司财报点评: 付费渗透率达5.5%, 利润释放达到预告上限

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数 08月21日

	收盘指数	涨跌幅%
道琼斯	33597.92	0
纳斯达克	10961.46	-0.48
S&P500	3801.78	-0.44
法国 CAC40	6000.24	-0.72
德国 DAX	14261.19	-0.57
日经 225	27574.43	-0.4
恒生	25165.94	0.17

基金指数 08月21日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3263.06	0.01
股票基金指数	11463.34	-0.07
混合基金指数	10617.99	-0.23

汇率 08月21日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.16	0.03
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.81	0.17
美元兑日元	147.3	-0.24

非流通股解禁 08月21日

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

众安在线(06060. HK) 财报点评:承保利润提升, 数字金融卓见成效

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观快评:2025 年 7 月财政数据快评-财政视角下“不一样”的 7 月经济

一般公共预算收入增速边际回升，税收收入转暖。7 月一般公共预算收入当月同比 2.6%，前值-0.3%。税收收入当月同比 5%，前值 1%。主要税种均有所回暖，企业所得税为最大拉动项。个人所得税同比 13.9%；企业所得税同比 6.4%，为税收收入最大拉动项；增值税同比增速 4.3%；消费税同比 5.4%。

一般公共预算支出增速同样回暖，基建类支出降幅收窄。7 月一般公共预算支出当月同比 3%，较前值（0.4%）回升。节奏上，一般公共预算支出完成 6.6%。结构上，民生支出增速上行，同时基建支出增速降幅收窄。民生类支出同比增速 9.7%，预计后续随着育儿补贴、免费学前教育等政策落地，相关支出增速仍有支撑。基建相关支出同比增速-3.8%，前值-8.8%，降幅明显收窄。

政府性基金预算收支两端同时降速，债务继续支撑支出高增长。7 月政府性基金收入同比增速 8.9%，土地出让收入 7.2%。政府性基金支出同比 42.4%有所降速（前值 79.2%），土地外其他支出增速维持高位（99.2%）。近期，今年设备更新 1880 亿资金已下达完毕，带动总投资超过 1 万亿元。

总体来看，广义财政支出增速放缓，但呈现出的 7 月经济运行情况与传统宏观数据有所差异。将一般公共预算支出和政府性基金支出之和定义为广义财政支出。当月广义支出增速 12.1%，前值 17.6%。其中收入端同比增速 3.6%，前值 2.8%。

值得关注的是，7 月第一本账与当月经济数据出现结构性分化，描绘出不同的“经济图景”：一是根据国信宏观测算，7 月实际 GDP 增速约为 4.3%，较前月下降 0.9 个百分点，而税收收入特别是企业所得税收入持续改善，一般公共预算收入的累计增速从年初至今首次回正，这可能代表税收征管效率和力度的提升；二是政府基建相关支出跌幅显著收窄，与当月固定资产特别是基建投资的下行趋势背离；三是消费税增速明显改善，与社零数据持续下滑态势相异。

证券分析师： 田地（S0980524090003）

联系人： 王奕群

◆ 策略专题:策略展望-聚焦反内卷投资主线

资本周期框架奠定“反内卷”逻辑的基础。资本周期框架揭示了行业盈利与资本投入的动态关系，即高盈利吸引投资、加剧竞争导致利润回落，而低盈利抑制投资、产能出清为利润修复创造条件。在这一逻辑下，“反内卷”主线的核心在于供给侧的约束和出清。当行业供给扩张见顶、资本开支下降，而需求相对稳定时，供需格局改善将推动盈利触底反弹。该框架提示投资者，应在资本开支收缩与竞争缓和阶段识别行业的反转机会，从而把握“反内卷”行情的投资逻辑。

反内卷”行情的本质是供给侧出清和集中度提升带来的盈利能力修复。在长期低盈利环境中，企业缺乏扩产动力，行业资本开支持续下降，竞争格局逐渐优化，最终形成利润率回升的条件。市场往往忽视供给端调整的滞后性和持久性，而过度关注短期需求波动，因此在行业进入“反内卷”阶段时，容易低估盈利修复的强度与持续性。这一逻辑说明，“反内卷”并非简单的需求改善行情，而是由供给出清驱动的、具有结构性和持续性的投资机会。

历史经验验证了“反内卷”主线的有效性。上轮“反内卷”行情主要体现在供给出清与集中度提升的行业中，如家电、白酒、工程机械等。这些行业经历了长期低盈利与产能过剩，企业竞争加剧，弱势产能逐步退出，行业集中度上升。随后龙头企业在需求稳定背景下实现盈利修复，推动估值和股价显著上行。回顾这一过程可以看到，投资成功的关键在于识别供给出清的拐点，并在行业格局改善前期提前布局，而非追随需求短期波动。该经验为当前“反内卷”行情的把握提供了重要参考。

本轮“反内卷”方向聚焦在供给收缩与集中度提升行业。在行业周期识别中，应结合资本开支趋势、行业集中度变化和竞争格局演变来判断“反内卷”阶段的到来。本轮“反内卷”主线的重点方向集中在供

给侧明显收缩、资本开支长期下行、集中度有望提升的行业。这些行业往往已历经长期低盈利、缺乏扩张动力，当前正处于盈利触底修复的起点。投资的核心策略是在行业出清尚未完全被市场定价前积极布局龙头公司，从而把握集中度提升和盈利能力改善带来的长期投资机会。

在“反内卷”逻辑下，当前推荐的行业集中在供给收缩显著、产能利用率有望修复以及技术进步驱动结构优化的领域。放眼全球，我国在短周期（库存）、长周期（技术）上均领先，而中周期（产能利用率）仍在低位，正是反内卷化解堵点的核心空间。在具体行业选择上，化工、有色、新能源汽车、锂电池等上游材料与中下游新兴产业最为受益。一方面，供给收缩推升价格与利润率；另一方面，技术升级与集中度提升赋予龙头企业更高估值溢价，为 A 股基本面的可持续改善和中长期投资机会奠定基础。

风险提示：(1) 上市企业盈利波动较大；(2) 海外货币政策节奏和幅度的不确定性，海外局部地缘冲突风险。

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

◆ 策略快评：策略解读-“慢长牛”需要具备哪些条件

我们通过复盘美股（2000 至今）、印度股市（2002 至今）、日股（2014 至今）的趋势性或阶段性长牛后发现：三个市场在长牛阶段的量与价增速中枢均为温和上涨，而非高增长、低通胀的基本面“理想组合”；三大市场“慢长牛”的真正共性特征在于居民股票资产且持有周期长、交易换手低，同时企业通过稳定分红+注销式回购向市场注入的资金长期高于 IPO、定增与并购重组的融资加和，使市场由“净融资”转为“净回馈”。相对于经济基本面的绝对高增长和边际好转，投资导向的市场和居民资金稳固投向权益类的两重要素才是长期慢牛的根基。

证券分析师： 王开（S0980521030001）

行业与公司

◆ 医药生物周报（25 年第 32 周）：司美格鲁肽 MASH 适应症获批，用药及检测需求有望提升

本周医药板块表现弱于整体市场，化学制药板块相对领涨。本周全部 A 股上涨 2.20%（总市值加权平均），沪深 300 上涨 2.37%，中小板指上涨 3.11%，创业板指上涨 8.58%，生物医药板块整体上涨 3.08%，生物医药板块表现强于整体市场。分子板块来看，化学制药上涨 3.80%，生物制品上涨 1.74%，医疗服务上涨 6.60%，医疗器械上涨 2.22%，医药商业下跌 0.95%，中药上涨 0.92%。医药板块当前市盈率（TTM）为 39.94x，处于近 5 年历史估值的 82.34%分位数。

司美格鲁肽 MASH 适应症获批，多款药物处于开发阶段。8 月 15 日，司美格鲁肽获 FDA 批准，用于结合减少卡路里饮食和增加体力活动治疗伴有中晚期肝纤维化（F2/F3 期）的代谢功能障碍相关性脂肪性肝炎（MASH）患者。MASH 患病率为 1.5-6.5%，全球有超过 2.5 亿患者，美国估计有 2200 万，预计到 2030 年，患病人数将翻番。MASH 发病机制复杂，目前 FDA 批准的药物有 Madrigal 的 Resmetirom、诺和诺德的司美格鲁肽。此外，众多靶点药物处于临床阶段，包括 THR- β 、GLP-1、FXR 等。国内企业方面，进度较为领先的有正大天晴和歌礼制药。

非侵入式检测方法有望随着 MASH 新药上市迎来黄金发展期。肝穿刺活检是 MASH 诊断分期的金标准，但因有创、价格较高，难以广泛应用。随着后续 MASH 药物的上市，早诊早治的意识逐步提升，性价比更高、患者依从性更强的非侵入式检测方法有望迎来黄金发展期。目前非侵入式检测方式包括影像学 and 血液学方法，其中，福瑞股份子公司 Echosens 的核心产品 FibroScan，是全球首个应用瞬时弹性成像技术量化肝脏硬度，并经临床验证的无创检测设备，被多家权威机构列入肝病检测指南，有望成为无创肝纤维化诊断的金标准，且 Echosens 公司和诺和诺德等多家国际大药企达成合作，有望带动 Fibroscan 的放量。

风险提示：研发失败风险；商业化不及预期风险；地缘政治风险；政策超预期风险。

证券分析师： 陈曦炳（S0980521120001）、彭思宇（S0980521060003）、凌珑（S0980525070003）

◆ 纺织服装双周报（2508期）：7月服装社零增速延续放缓，户外装备和母婴用品新股梳理

行情回顾：8月以来A股纺服板块走势基本与大盘一致，纺织制造板块表现优于品牌服饰，分别+4.2%/3.4%；港股纺服指数8月以来+4.2%，与大盘比反弹较为明显。重点关注公司中涨势领先的包括：特步国际（9.4%）/波司登（8.5%）/百隆东方（8.5%）/裕元集团（8.2%）/李宁（8.1%）/开润股份（7.7%）。

品牌服饰观点：1）社零：7月服装社零同比增长1.8%，增速环比轻微放缓，较上月回落0.1个百分点。2）电商：7月电商增速环比回升明显，运动户外增长保持领先，运动服饰/户外服饰/休闲服饰/家纺/个护分别+11%/+26%/+2%/+10%/0%。运动服饰多数品牌出现双位数上升，增速领先的包括迪桑特（63%）/彪马（41%）/露露乐蒙（39%）；户外服饰整体涨势明显，凯乐石（137%）/可隆（117%）/始祖鸟（113%）增速领先；休闲服饰品牌分化，江南布衣（50%）/哈吉斯（40%）相对强劲；家纺增速领先的包括亚朵星球（81%）/罗莱家纺（63%）；个护增速领先的包括奈丝公主（54%）/全棉时代（22%）。

纺织制造观点：1）宏观层面：伴随7月初越南对美出口关税政策落地，7月越南纺织品出口增速环比提速至16.7%，鞋类出口同比增速转正至4.5%；7月中国纺织品出口增速达0.5%，环比出现改善，服装/鞋类出口未出现企稳迹象，同比-0.6%/-7.7%；7月越南/印尼/印度PMI均环比上升，分别+3.5/2.3/0.7。内外棉价格8月以来呈现小幅波动态势，分别-0.7%/+1.8%。2）微观层面：7月台企营收仍受台币汇率波动影响，美元口径大部分实现正向增长；预期三季度后汇率和关税影响减弱。聚阳客户预计2026年初涨价或刺激订单回升。志强三季度订单能见度较高，营运预计与去年同期持平。裕元下半年受关税及宏观经济不确定性影响，客户下单倾向保守，订单能见度低，预计第三季因淡季效应及去年高基数存在压力，第四季出货双数预计达到全年最高。关税主要由品牌方向下游转嫁，代工厂分摊关税预计在3%以内。

专题梳理：户外装备和母婴用品新股梳理。1）不同集团（H02065.HK）：中高端母婴耐用品龙头，高端耐用产品立品牌、大众消费产品扩规模。2）乐欣户外（H02046.HK）：全球领先钓鱼装备制造，“OEM/ODM+OBM”双轮驱动。3）大行科工（H02083.HK）：中国折叠自行车领导者，26%零售量份额居国内第一。三家新股所处赛道均有成长性，且均为各自赛道龙头企业，具有先发优势和技术壁垒。

风险提示：宏观经济疲软；国际政治经济风险；汇率与原材料价格大幅波动。

投资建议：中期期重点关注业绩兑现度高，基本面稳健低估值龙头。

近期各公司中报陆续发布：1）非运动品牌服饰业绩普遍受宏观环境影响，尤其线下门店客流下滑较大，二季度业绩走势基本是一季度的延续甚至进一步承压，收入下滑、刚性成本费用占比增加、销售放缓导致存货预期可变现净值减少致存货减值计提增加，净利润下滑幅度普遍高于收入下滑幅度；2）运动品牌服饰基本面坚挺，基本维持正向领先行业的增长，虽二季度环比一季度普遍降速但符合市场预期，且管理层均维持全年业绩指引；3）代工制造去年同期基数相对较高，同时受关税扰动下客户下单偏谨慎的影响，今年上半年普遍收入增速放缓，叠加年初延续去年乐观预期、产能扩张导致人工成本费用占比增加，对利润造成负向影响，二季度到三季度或是今年低点；4）上游原材料，棉纺企业普遍因产能利用率提升、毛利率改善，净利润端体现出较大弹性。

1）品牌服饰：港股运动品牌截至中报，库存相对健康且下半年流水低基数有望呈拐点，当前左侧布局估值性价比高，建议首先把握品类分化趋势，看好高端细分与跑步赛道布局的品牌以及中报亮眼的公司，重点推荐安踏体育、特步国际、李宁、361度。非运动品牌，建议重点关注核心品类增长领先、未来婴童品类有望受益于生育补贴的稳健医疗，以及短期数据边际改善、中长期京东奥莱打开成长空间的海澜之家。

2）纺织制造：建议重点关注反弹空间大、基本面韧性强的公司，重点推荐中长期业绩韧性、持续性强，短期受关税和产能爬坡影响、二三季度低点过后业绩弹性大，当前估值性价比显现的代工龙头申洲国际和华利集团；以及细分赛道制造优质龙头伟星股份、开润股份、健盛集团、百隆东方。

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

◆ 神火股份(000933.SZ) 财报点评:煤炭价格触底反弹,铝冶炼盈利稳健

2025H1 公司归母净利润下降 17%。2025H1 实现营收 204.3 亿元(同比+12.1%),归母净利润 19 亿元(同比-16.6%),扣非归母净利润 20.1 亿元(同比-6.8%),经营活动产生的现金流量净额 44.3 亿元。

公司盈利下降主因煤炭价格下跌。2025H1 煤炭产量 371 万吨恢复正常,产量增加,成本下降,2025H1 煤炭业务生产成本 682 元/吨,比 2024 年 862 元/吨有明显下降。但是煤炭价格下降更多,2025H1 煤炭售价 773 元/吨,比 2024 年下降 260 元/吨。2025H1 煤炭单吨毛利润 91 元,比 2024 年下降 78 元。自 6 月底开始,焦煤价格触底反弹,截至 8 月中旬,永城无烟煤和许昌贫瘦煤价格已反弹 200-300 元/吨,三季度公司煤炭版块盈利有望改善。

电解铝板块盈利稳健。2025H1 电解铝产量 87 万吨,是云南神火投产以来首个满产年度,并且通过强化电流仍有提产潜力。2025H1 公司电解铝营业成本 12283 元/吨,单吨毛利润 3986 元/吨,与 2024 年全年 4014 元/吨基本持平。新疆神火盈利能力依然最强,2025H1 净利润达到 12.4 亿元,如果销量是 40 万吨,那么吨净利润 3088 元;云南神火迎来投产后首个满产年度,2025H1 净利润 9.83 亿元,如果销量是 47 万吨,那么吨净利润 2091 元。

风险提示:氧化铝涨价风险,铝价下跌风险,煤炭价格下跌风险。

投资建议:维持“优于大市”评级

假设 2025-2027 年铝现货价格为 20500 元/吨,氧化铝价格为 3300 元/吨(前值 3100 元/吨),预焙阳极价格为 5000 元/吨(前值 4500 元/吨),云南用电含税价格为 0.43 元/度(前值 0.45 元/度),新疆神火发电成本 0.236 元/度,河南无烟煤价格 1000 元/吨,预计 2025-2027 年收入 396/398/398 亿元,归母净利润 45.6/47.8/48.4 亿元(前值 55.4/56.5/57.2 亿元),同比增速 5.9/4.9/1.2%;摊薄 EPS 分别为 2.03/2.13/2.15 元,当前股价对应 PE 分别为 9.5/9.0/8.9x。公司是国内电解铝头部企业,产能布局合理,公司主营产品电解铝和煤炭两个行业均受益于供给侧结构性改革,处于行业景气周期,随着大规模资本开支结束,分红具备提升空间,维持“优于大市”评级。

证券分析师: 刘孟峦(S0980520040001)、焦方冉(S0980522080003)

◆ 博威合金(601137.SH) 财报点评:25H1 归母净利润同增 6%,美国光伏产能有序推进

公司 2025 年二季度归母净利润环比提升 13%。公司 2025 年上半年实现营收 102.21 亿元,同比+15.21%;实现归母净利润 6.76 亿元,同比+6.05%;实现扣非归母净利润 6.55 亿元,同比+7.88%。单二季度,公司实现营收 52.57 亿元,同比+19.94%,环比+5.90%;实现归母净利润 3.59 亿元,同比-4.17%,环比+13.44%;实现扣非归母净利润 3.49 亿元,同比-2.02%,环比+14.06%。

上半年铜合金产品销量同比提升 11%,净利润同比提升 10%。公司 25H1 实现铜合金新材料合计销量 12.6 万吨,同比+11.0%,完成了 2025 年全年目标销量一半的 90%。铜合金中棒材销量 5.6 万吨(同比+11.8%),线材销量 1.5 万吨(同比+2.6%),带材销量 3.6 万吨(同比+11.9%),精密细丝销量 1.8 万吨(同比+14.9%)。盈利方面,25H1 新材料板块实现营收 79.35 亿元,同比+23.83%;实现净利润 2.34 亿元,同比+10.21%;单位净利润为 1,865 元/吨,同比-0.73%。上半年新能源汽车、半导体、AI 人工智能等行业的铜合金销量增长,带动板块营收和利润提升。重点项目方面,2025 年 6 月底公司的 2 万吨特殊合金电子线材扩产项目投产,3 万吨特殊合金电子材料带材扩产项目目前已完成工厂设计规划、主体设备合同签订等工作。

上半年新能源板块利润同比提升 4%,美国项目如期推进。公司新能源板块 25H1 实现销量 1,017MW,同比+4.5%;实现营收 21.70 亿元,同比-10.10%;实现归母净利润 4.42 亿元,同比+3.96%;单位净利为 0.43 元/W,同比-0.53%。美国 2GW N 型组件项目在 2025 年 4 月试产,目前产能利用率正逐月提升;新增 1GW N 型组件项目正在建设,预计 2025 年 8 月开始试产,投产后公司在美国的光伏组件产能将提升至 3GW;公司在美国的 N 型电池片项目正在进行基建工程,预计 2026 年年底投产,届时公司在美国的光伏电池片产能能够和光伏组件产能相匹配。7 月 4 日美国“大而美”法案签署落地,保留了光伏组件和电池片项目的 IRA 联邦补贴政策,同时逐步限制海外组件在终端电站项目上的使用量,截至 25Q2 末美国市场光伏组件价格已经开始上涨。

风险提示：需求不及预期导致产销量不及预期；项目进度不及预期。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。预计公司 2025-2027 年营业收入为 206.15/236.83/240.20 亿元，同比增速 10.50%/14.89%/1.42%；归母净利润为 13.90/14.96/16.78 亿元，同比增速 2.70%/7.60%/12.21%；EPS 为 1.71/1.84/2.06，当前股价对应 PE 为 15.4/14.3/12.8x。考虑到公司的铜合金产品壁垒较高，且新能源业务也抓住美国市场，维持“优于大市”评级。

证券分析师：刘孟峦（S0980520040001）、马可远（S0980524070004）

◆ 小菜园(00999.HK) 财报点评:2025H1 归母净利润增长 36%，预计下半年门店扩张提速

2025H1 公司归母净利润同增 36%。2025H1，公司实现收入 27.14 亿元/+6.5%；归母净利润 3.82 亿元/+35.7%；经调整净利润 3.82 亿元/+44.6%。分收入结构看，堂食业务收入 16.47 亿元/+2.2%，外卖业务收入 10.57 亿元/+13.7%，外卖布局是上半年公司收入增长重要驱动力，堂食/外卖收入占比为 60.7%/39.0%，其中外卖占比环比 2024H2（40.4%）小幅略有下行。

同店短期承压，效能提升改善利润率。经营数据方面，2025H1，整体堂食客单价同比-5.5%；整体翻台率为 3.1 次，与去年同期持平；同店收入同比-7.2%，预计主要系客单价走低影响；分量价看，期内毛利率为 70.5%，同比+2.6%改善显著，得益于供应链统一采购带来供应商议价能力提升带动；员工成本占比为 24.6%，同比优化 4.0pct，系门店采用炒菜机器人、单店模型人员数优化综合贡献；营销费率为 2.0%，同比+0.8pct，系公司期内适度增加营销投放；此外期内税率为 29.5%，同比+3.5pct，系中期股息预扣税增加。期内归母净利率 14.1%，同比+3.0pct，效能提升带动利润率改善。

下半年预计开店提速。截至 2025 年 6 月 30 日，小菜园门店数达 672 家，同比净增 55 家，但较年初仅净增 5 家，主要系公司上半年更多聚焦存量门店运营提效；分城市等级看，其中一线/新一线/二线/三线及以下城市门店数量分别为 109/192/80/291 家，分别占总门店数的 17.8%/29.5%/12.3%/40.4%。公司下半年开店预计将提速，据企业官微显示，7 月/8 月已分别新增门店数超 10/20 家，我们维持全年 130 家净增门店预期。

巩固供应链优势，高比例现金分红。公司供应链建设节奏稳步推进，公司马鞍山新中央厨房预计年内有望建成完工；上半年公司每股分红 0.2112 元，分红比例为 65%，假设下半年分红率相同最新收盘价对应股息率为 4.2%。

风险提示：食品安全、股东减持、同店收入改善&门店扩张不及预期等。

投资建议：考虑到公司效能提升顺利验证，维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 7.7/9.4/11.2 亿元，分别同比+32%/+22%/+19%。小菜园深耕华东区域，并稳步向异地扩张，供应链+高性价比护航拓展成功率高，且单店效率改善望贡献额外利润率弹性，维持公司未来一年目标价为 13.4-14.3 港元，维持公司“优于大市”评级，后续同店收入增速改善以及门店扩张效果的顺利验证，均有望进一步提升公司估值水平。

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

联系人：周瑛皓

◆ 九丰能源(605090.SH) 财报点评:扣非业绩稳健，氢气产能增至 150 万方/年

本期无非经常性资产处置收益导致业绩同比下降，扣非业绩稳健增长。公司 2025H1 实现营业收入 104.28 亿元，同比下降 7.45%，主要系 LNG 现货销售量同比减少所致；二季度营业收入 49.44 亿元，同比增长 0.2%，增速较一季度扭负为正。上半年实现归母净利润 8.61 亿元，同比下降 22.17%，主要系上年同期优化船舶资产，实现非经常性资产处置收益 3.36 亿元，本期无此项收益所致；实现扣非归母净利润 8.11 亿元，同比增长 2.92%，第二季度扣非归母净利润 3.43 亿元，同比增长 5.11%，增速较一季度有所提高。

清洁能源顺价能力稳健，LPG 将形成三码头协同。公司清洁能源主业持续构建“海气+陆气”双资源池，形成一体化顺价模式保障了 LNG 和 LPG 单吨毛利整体稳定。公司在东莞拥有一座接收站，LNG/LPG 年周转能力 150 万吨，收购位于广州的华凯石油燃气 100%股权，惠州液化烃码头项目（5 万吨级）及配套 LPG 仓储基地项目预计年内投产。

氮气产能提至 150 万方/年，特气业务持续锚定航空航天。公司完成四川泸州 100 万方/年精氮项目的建设，公司氮气产能规模提升至 150 万方/年。海南商业航天发射场特燃特气配套项目（一期）投产，已完成三次火箭发射配套特燃特气资源供应，并推动二期项目建设相关准备工作。此外，报告期内公司签订多项航空航天特气合作协议。

落实分红规划，中期分红 0.4079 元/股。公司《未来三年（2024-2026 年）现金分红规划》提出，在已满足公司发展和正常资本开支需求情况下，设定 2024-2026 年现金分红金额分别为 7.5/8.5/10 亿元，并叠加附条件特别现金分红。公司决定 2025 年半年度派发现金红利 0.4079 元/股（含税），占年度固定分红金额的 31.29%。按照年度派息 8.5 亿元和 2025 年 8 月 19 日公司收盘价 28.91 元计算，公司 2025 年股息率为 4.4%。

风险提示：气价波动、下游需求减弱、项目进度不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。预计 2025-2027 年公司归母净利润为 17.3/20.1/22.4 亿元（2025/2026 年原为 17.9/20.1 亿元），同比增速 2.6%/16.2%/11.3%，对应当前股价 PE 为 11.1/9.6/8.6X，维持“优于大市”评级。

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

◆ 国电电力(600795.SH) 财报点评:25H1 扣非归母净利润同比+56%，未来三年现金分红规划发布

营业收入同比下降，扣非归母净利润大幅增长。2025 年上半年，公司实现营业收入 776.55 亿元，同比下降 9.52%；归母净利润 36.87 亿元，同比下降 27.39%；扣非归母净利润 34.10 亿元，同比增长 56.12%。公司营业收入下降主要系售电单价同比下降，2025 年上半年公司平均上网电价 409.70 元/兆瓦时，同比下降 29.51 元/兆瓦时，降幅为 6.7%。公司归母净利润同比减少 45.11%，主要原因：一是去年同期公司转让控股子公司国电建投内蒙古能源有限公司投资收益增加，二是去年同期大兴川电站计提在建工程减值准备，本期无此项。扣非归母净利润同比增加 56.12%，主要原因是上期公司转让控股子公司国电建投内蒙古能源有限公司非经常性损益增加。

公司持续推进各类电源项目建设，装机容量稳步增长，保障未来业绩增长。2025 年上半年，公司前期及基建支出 211.91 亿元（72.24 亿元用于新能源项目，66.28 亿元用于水电项目，73.04 亿元用于火电项目），2025 年上半年，公司新增装机容量 846 万千瓦，其中煤电 200 万千瓦、风电 33 万千瓦、光伏 612 万千瓦。截至 2025 年 6 月，公司在建风电、光伏项目 211.83、343.34 万千瓦；大渡河流域水电站 2025、2026 年计划投产 136.50、215.50 万千瓦。

公司发布未来三年现金分红规划，提升股东回报水平。公司发布 2025-2027 年现金分红规划，在足额提取法定公积金、任意公积金后，每年以现金方式分配的利润原则上不低于当年归母净利润的 60%，且每股派发现金红利不低于 0.22 元人民币（含税）。2025 年上半年，公司拟每 10 股派发现金红利 1.00 元（含税），预计分红金额 17.84 亿元，占公司 2025 年上半年合并报表实现归母净利润的 48.38%。

风险提示：用电量下滑；电价下滑；项目投运不及预期；煤价上涨；来水情况较差。

投资建议：由于电价下降影响，下调盈利预测。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 70.50/78.95/87.17 亿元（2025-2027 年原预测值为 74.97/83.22/90.73 亿元），分别同比增长 -28.3%/12.0%/10.4%；EPS 分别为 0.40/0.44/0.49 元，当前股价对应 PE 为 11.4/10.2/9.2x。维持“优于大市”评级。

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

◆ 陕西能源(001286.SZ) 财报点评:25Q2 煤炭外销量大幅增长，归母净利润同比+13.9%

电量及煤炭销售价格下降导致营收、归母净利润同比下降。2025 年上半年，公司实现营收 98.62 亿元（-6.74%），归母净利润 13.35 亿元（-13.45%），扣非归母净利润 13.29 亿元（-14.02%）。2025 年第二季度，公司实现营业收入 46.61 亿元（-5.55%），归母净利润 6.30 亿元（+13.90%），扣非归母净利润 6.30 亿元（+13.15%）。2025 年上半年公司营业收入下降主要系发电量同比减少以及外销煤炭价格下

降所致，2025 年上半年公司发电量 219.22 亿千瓦时，同比降低 9.03%；自产煤量 988.62 万吨，同比增加 6.53%；电力业务实现营业收入 72.38 亿元，同比减少 9.72%，煤炭业务实现营业收入 22.59 亿元，同比上升 3.14%，煤炭业务收入增长的主要原因系公司根据市场情况优化煤炭销售策略，煤炭外销量增加带动煤炭业务收入增长。公司发电量同比下降及煤炭销售价格下降导致公司毛利率下降，使得公司归母净利润有所下降。

2025Q2 电量同比下降，煤炭外销量同比大幅增长。2025 年上半年，公司发电量 219.22 亿千瓦时（-9.03%）、上网电量 204.82 亿千瓦时（-8.91%），煤炭产量 988.62 万吨（+6.53%）、煤炭外销量 572.27 万吨（+50.34%）；2025 年第二季度，公司发电量 97.37 亿千瓦时（-10.07%）、上网电量 90.80 亿千瓦时（-10.00%），煤炭产量 553.97 万吨（+25.24%）、煤炭外销量 384.62 万吨（+72.05%）。

赵石畔煤矿投产在即，煤炭产量有望进一步提升。公司赵石畔煤矿（产能 600 万吨/年）已进入收尾阶段，预计于 2025 年 9 月进入联合试运营，届时公司煤炭产能将达到 3000 万吨/年；未来随着煤价逐步趋于稳定，赵石畔煤矿投产后公司煤炭产量将进一步增加，促进公司整体业绩实现稳健增长。公司目前丈八煤矿（400 万吨/年）、钱阳山煤矿（600 万吨/年）正在积极推进前期工作，后续煤矿项目建厂投产后将促进公司业绩进一步增长。

风险提示：电量下降；电价下滑；煤价下降；项目投运不及预期。

投资建议：维持盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 29.0/33.3/37.4 亿元，分别同比增长-3.6%/14.8%/12.1%；EPS 分别为 0.77/0.89/1.00 元，当前股价对应 PE 为 12.0/10.4/9.3X。维持“优于大市”评级。

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

◆ 海油发展(600968.SH) 财报点评:上半年扣非归母净利润同比增长 20.3%，三大主业平稳增长

2025 年上半年扣非归母净利润同比增长 20.3%，毛利率达 17.3%创历史新高。公司 2025 年上半年营业收入 226.0 亿元（同比+4.5%），归母净利润 18.3 亿元（同比+13.2%），扣非归母净利润 18.3 亿元（同比+20.3%）；单二季度营业收入 125.2 亿元（同比+0.8%），归母净利润 12.4 亿元（同比+10.8%），扣非归母净利润 12.8 亿元（同比+18.1%），公司 Q2 发生修缮费用营业外支出 1.16 亿元（其中修理支出 1.68 亿元，2024 年修缮费用的部分理赔收入 0.52 亿元）。公司单二季度毛利率达到 17.3%（同比+1.5pcts），扣非净利率 10.2%（同比+1.5pcts），均为历史新高。

公司三大板块营收、毛利率、利润总额均平稳增长，能源技术服务板块毛利率达到 21.5%。分板块来看，公司 2025 年上半年能源技术服务板块营收 79.9 亿元（同比+2.8%），毛利率 21.5%（同比+2.5pcts），利润总额 12.1 亿元（同比+5.7%），其中井下工具业务工作量同比增长 16.1%，人工举升服务工作量同比增长 3.2%，装备设计制造及运维服务工作量同比增长 5.4%；低碳环保与数字化板块营收 38.7 亿元（同比+11.2%），毛利率 19.4%（同比+1.2pcts），利润总额 2.8 亿元（同比+42.7%），新能源技术业务工作量同比增长 32.9%，安全应急服务工作量同比增长 22.7%，炼化催化材料销量同比增长 29.0%，数字化业务工作量同比增长 10.2%；能源物流服务板块营收 116.4 亿元（同比+5.1%），毛利率 8.6%（同比+0.1pcts），利润总额 7.4 亿元（同比+4.2%），码头装卸工作量同比增长 6.2%，装卸船次同比增长 10.5%，商品销量同比增加 15.6%。

中国海上油气持续增储上产，公司未来工作量持续增长稳定。公司能源技术服务工作量、收入与甲方客户的油气产量正相关，与油价、甲方资本开支相关性较小。海上油气是我国未来油气的主要增量，公司 2025 年上半年与中海油集团/海油股份公司等关联方收入占比 63.3%，预计预计 2025-2026 年中国海油国内产量中值分别为 524.4、552.0 百万桶油当量，增速分别为 7.1%、5.3%，公司能源技术服务业务、能源物流工作量、贸易量均稳定增长，同时随着海上油气田开发进入中后期，稳产增产工作量加大，公司技术服务收入利润增速有望高于海上油气产量增速。

风险提示：原油价格大幅波动的风险；项目进展不及预期的风险；自然灾害频发的风险；地缘政治风险；政策风险等。

投资建议：维持盈利预测，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 42.1/49.8/55.4 亿元，摊薄 EPS

为 0.41/0.49/0.54 元，对应当前 PE 分别为 9.5/8.0/7.2x，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、薛聪（S0980520120001）

◆ 云天化(600096.SH) 财报点评:二季度归母净利润同环比提升，磷矿石保持高位

公司 2025 年二季度归母净利润同环比提升。2025 年二季度营收 119.9 亿元（同比-33.9%，环比-7.8%），归母净利润 14.7 亿元（同比+6.5%，环比+14.2%）；毛利率为/净利率为 21.3%/13.7%，期间费用率 4.5%，均实现同环比提升。营收同比下滑主要受商贸业务规模缩减影响，盈利能力实现同环比提升，部分产品价格差走扩，成本下降幅度大于营收。

核心业务化肥板块，磷肥海外价差扩大。2025 年上半年，公司磷肥/复合（混）肥/尿素营收分别为 69.95/31.26/25.69 亿元，占总营收比例分别为 28%/13%/10%，其中磷肥为营收贡献最大的单一产品；不含税销售均价分别为 3152/3179/1754 元/吨，同比-7%/+7%/-19%。国内磷肥保供稳价政策下价格平稳，国际市场因供应紧张价差扩大；尿素市场受新增产能释放影响，价格低位波动；复合肥虽产能过剩，但新增装置投产推动集中度提高，价格受原料成本及供需格局影响整体小幅上涨，1-4 月上涨后 5-6 月阶段性回落。作为国内化肥总产能 1000 万吨（尿素 260 万吨、磷肥 555 万吨、复合肥 185 万吨）的龙头企业，公司在云南、重庆、内蒙、青海等多地布局 10 余个生产基地，依托规模化生产保障国内供应的同时，积极拓展国际市场。

磷矿石供需偏紧，价格中枢有望维持较高水平。国内磷矿石供需格局偏紧，资源稀缺属性日益凸显，价格高位运行。2025 年上半年公司磷矿成品矿产量 584 万吨，依托近 8 亿吨磷矿储量及 1450 万吨/年采选规模实现完全自给，为磷肥、磷化工生产提供稳定原料。叠加合成氨产能提升至 270 万吨/年（自给率 97%以上）及内蒙古 400 万吨/年煤矿保障，公司全产业链成本控制能力显著。

磷化工及新材料业务分化。2025 年上半年，饲料级磷酸氢钙/聚甲醛/黄磷价格分别为 4096/10650/20627 元/吨，同比+21%/-8%/+1%。上半年饲料级磷酸钙盐受原材料价格高位支撑，价格同比上涨；聚甲醛国内新增产能释放，低端市场竞争加剧，价格下行；黄磷因供应增速高于需求、成本下降，价格波动明显。随着磷矿浮选等项目推进及技术改造深化，将进一步释放产能，巩固细分领域优势。

风险提示：原材料价格波动；下游需求不及预期；矿山生产安全风险等。

投资建议：公司作为化肥及磷化工龙头，资源与产业规模优势显著，我们维持公司 2025-2026 年归母净利润预测，新增 2027 年盈利预测，即 2025-2027 年归母净利润预测为 55.23/55.74/57.09 亿元，对应 EPS 为 3.01/3.04/3.11 元，对应当前股价 PE 为 9.0/8.9/8.7 X，维持“优于大市”评级。

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

◆ 口子窖(603589.SH) 财报点评:2025Q2 收入及利润下滑，需求压力下公司主动放缓经营节奏

2025Q2 收入及净利润下降幅度较大，充分反映需求压力。2025H1 公司实现营业总收入 25.31 亿元/同比-20.1%，归母净利润 7.15 亿元/同比-24.6%。其中 2025Q2 营业总收入 7.21 亿元/同比-48.5%，归母净利润 1.05 亿元/同比-70.9%。单二季度受到白酒场景及需求减少影响，收入及利润下降幅度较大。

2025Q2 产品结构有所承压，省内消费场景受损幅度更大。分产品看，2025Q2 高档白酒收入 6.57 亿元/同比-49.6%，中档白酒收入 0.12 亿元/同比-7.7%，低档白酒收入 0.29 亿元/同比+7.5%，高档酒收入下滑较多主因政策影响下消费场景缺失、动销受阻。我们预计 100-200 元的大众宴席、100 元及以下的自饮场景表现相对较好，兼 8/口子 5 年/口子 6 年/小池窖仍有少量需求；兼 10/口子 10 年及以上产品收入下滑幅度更大。2025Q2 直销渠道收入同比+75.5%，其中三大核心电商渠道业务增长较快。分区域看，2025Q2 安徽省内收入 5.15 亿元/同比-54.0%，省外收入 1.83 亿元/同比-18.6%。省内市场下滑幅度更多，我们判断系 1) 2024Q2 新品兼 8 集中铺货，高性价比、高渠道利润推动下，收入相对高基数；2) 安徽省内消费场景受政策影响较大，市区及乡镇的谢师宴、升学宴等不同程度受损。展望下半年，伴随政策执行更加注重方式方法，消费场景边际改善，省内市场需求有望逐渐释放。

毛利率下降及费用刚性支出拖累净利率表现，需求压力下公司积极帮扶渠道。产品结构下降较多致

2025Q2 整体毛利率同比-9.86pcts；2025Q2 税金及附加/管理费用率同比+2.53/+4.57pcts，预计主因收入规模下降而生产端、管理端费用支出具有刚性。2025Q2 销售费用率同比-0.59pcts，公司减少促销活动和广宣投入，保持渠道库存和价盘良性。2025Q2 公司销售收现 10.58 亿元/同比-24.1%，下滑幅度小于收入端；经营性现金流净额-1.37 亿元，需求承压环境下公司全面帮扶经销商，纾困渠道、改善盈利；单二季度省内/省外经销商分别净增 25/25 个。截至 2025Q2 末合同负债 2.98 亿元/环比增加 0.28 亿元。

投资建议：考虑到 2025 年下半年需求仍具有不确定性，叠加 2024Q4 春节提早备货基数略高，下调此前收入及净利润预测；中长期看兼系列具有较高产品势能，有望伴随省内消费需求的缓慢复苏获得一定市场份额，公司持续推进营销改革，渠道管理能力加强，促进经营效率提升。我们预计 2025-2027 年公司收入 49.1/50.8/53.8 亿元，同比-18.3%/+3.3%/+5.9%（前值同比 1.8%/+4.1%/+5.5%）；归母净利润 12.7/13.2/14.1 亿元，同比-23.5%/+3.8%/+7.2%（前值同比+2.3%/+5.5%/+6.2%），当前股价对应 25/26 年 16.5/15.9 倍 P/E，考虑到短期需求复苏具有不确定性，公司经营仍有较大压力，下调至“中性”评级。

风险提示：安徽省内消费需求复苏不及预期；食品安全问题；新品铺市及推广不及预期；库存走高影响批价上挺等。

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

◆ 华润啤酒(00291.HK) 海外公司财报点评:2025 年上半年啤酒业务量价利齐升，白酒业务承压

华润啤酒公布 2025 年半年度业绩：1H25 营业额 239.4 亿元，同比+0.8%；股东应占溢利 57.9 亿元，同比+22.8%；核心 EBIT（剔除搬迁补偿收益、关厂相关资产减值及员工补偿安置费用）71.1 亿元，同比+11.3%。

啤酒业务营业收入：量价齐升，产品结构继续优化。1H25 营业额同比+2.5%，其中销量同比+2.2%，吨价同比+0.4%。销量增长主要受益于公司积极拥抱非现饮及新零售渠道、春节期间消费需求较好、去年末库存消化至低位。吨价维持正增长，主要系产品结构延续提升，次高档及以上产品销量增长中至高单位数、占比继续提升，其中喜力在去年高基数情况下销量增速仍超 20%，老雪销量同比增长超 70%，红爵销量同比翻倍。

啤酒业务盈利能力：结构优化、成本红利、降费增效共促盈利能力强化。1H25 毛利率同比+2.5pt 至 48.3%，主要受益于产品结构优化，以及原材料采购成本下降。此外，受益于“三精主义”策略的落地，啤酒业务经营费用率降幅超 1pt。啤酒业务核心 EBIT 同比+14.0%，核心 EBIT 率同比+3.1pt。

白酒业务：收入下滑，利润压力加剧。1H25 营业额 7.8 亿元，同比-33.7%，主要受行业深度调整影响，尤其是 Q2 白酒消费场景受到相关政策影响。毛利率同比持平，但核心 EBITDA/EBIT 同比-7.2/-23.5pt，核心 EBITDA/EBIT 同比-47.2%/转亏，预计主要系收入规模下降导致固定费用、折旧摊销摊薄能力显著减弱。但白酒业务收入占公司总收入的比例为 3.3%，对公司整体业绩的影响较小。

盈利预测及投资建议：公司高端产品喜力维持高速增长、次高端及以上增长点增多，且终端及大众价格带产品恢复量增趋势，成长动力更加充足。我们看好公司啤酒业务竞争优势进一步增强。考虑到酒水市场需求恢复速度偏慢，但 2025 年公司利润端受益于搬迁补偿相关收益，且降本增效举措推进速度较快带动费用率下降，我们小幅下调 2025-2027 年收入预测、上调 2025-2027 年利润预测：预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 388.2/398.6/409.6 亿元（前预测值 394.8/403.7/413.3 亿元），同比+0.5%/+2.7%/+2.8%；实现归母净利润 59.0/59.6/64.1 亿元（前预测值 52.0/55.4/58.7 亿元），同比+24.4%/+1.0%/+7.6%；当前股价对应 PE 分别为 14/14/13 倍。考虑到当前公司估值处于历史低位附近，并低于其他啤酒龙头，且公司坚持现金分红，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济增长受到外部环境的负面影响；中高端啤酒需求增速显著放缓；公司核心产品的渠道渗透受到竞品阻击；原料、辅料成本大幅上涨。

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

◆ 福耀玻璃(600660.SH) 财报点评:上半年归母净利润同比增长 37%，中期拟分红 49%

公司上半年归母净利润同比增长 37%。公司 2025H1 实现营收 214 亿元，同比+17%（marklines 口径，全球汽车产量同比+2%）；归母净利润 48 亿元，同比+37%；其中汇兑收益 6 亿元。单季度，25Q2 公司收入 115 亿元，同比+21%（全球汽车产量同比+1.8%），环比+16%；归母净利润 28 亿元，同比+31%，环比+37%。25Q2 毛利率为 38.49%，环比+3.09pct。2025Q2 公司毛利率为 38.49%，同比+0.76pct，环比+3.09pct；归母净利率为 24.05%，同比+1.84pct，环比+3.57pct。核心受益于 1）Q2 原材料纯碱价格 1300-1500 元/吨，环比一季度 1500-1600 元/吨价格持续回落，同比去年二季度 2000-2400 元/吨价格明显下降。2）北美子公司上半年营业利润率 15%，较去年全年 13%水平进一步提升；3）公司降本增效加速推进，规模效应持续兑现。

重视股东汇报，中期分红率 49%。公司 2025 年中期拟向全体股东（含 A+H）每股分红 0.90 元（含税），合计派发股利 23.49 亿元，占当期归母净利润 49%。

汽车玻璃智能化演进加速，行业有望进入新一轮爆发时刻。汽车玻璃单车面积 4 m²，具备智能化升级空间，近几年蔚来、比亚迪等加速天幕上车、调光天幕下沉至 20 万元车型、宝马及小米提出 P-HUD 概念，升级加速。福耀重视技术，具备智能天幕、调光玻璃、显示天幕等储备，有望进入新一轮爆发时刻。

福耀竞争优势来自规模效应、高自动化、垂直产业链、人力成本等，出海与高附加值产品开启新一轮成长周期。量端，24 年公司全球市占率 36%+，同比+1.88pct，2025H1 持续跑赢全球汽车产量 14pct。公司积极在福清、安徽、北美扩产，有望开启新一轮产能周期，增强头部企业虹吸效应，市占率有望持续提升。价端，汽玻单平方米价格由 20 年 174 元提升至 24 年 229 元，CAGR 为 7.0%，伴随高附加值玻璃渗透，我们预测行业单车价值 25-27 年 CAGR 为 7%+。

风险提示：公司汽玻业务出海节奏、SAM 整合进度。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。公司是全球汽玻龙头，智能化大趋势下，汽车玻璃有望 1）单车玻璃面积从 4 m²增长到 6 m²；2）单平方米价值量提升（HUD、调光、镀膜、隔热、包边、5G 通信等），单车价值从 600 元-1000 元-远期 2000 元+。考虑公司高附加值产品增长、海外进展顺利，我们上调盈利预测，预计 25-27 年实现归母净利润 99.84/112.28/129.92 亿元（原预测为 88/101/119 亿元），高分红（21-24 年分红比例维持 60%+）全球汽玻龙头，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 唐旭霞（S0980519080002）、余珊（S0980525070004）

◆ 美力科技(300611.SZ) 财报点评:上半年净利润同比增长 72%，规模效应加速兑现

上半年净利润同比增长 72%。美力科技 2025 年上半年实现营业总收入 9 亿元，同比增长 25.25%；归母净利润达 0.8 亿元，同比+71.98%。单季度看，Q2 公司实现收入 4.83 亿元，同比增长 16.16%，环比增长 16%；归母净利润 0.46 亿元，同比增长 52%，环比增长 35%。

二季度净利率同比提升 2.07pct，盈利能力持续提升。公司 2025Q2 销售毛利率为 24.25%，同比提升 3.87pct；归母净利率为 9.52%，同比提升 2.07pct。盈利能力的提升主要受益于规模效应带来的产品综合毛利率提升及公司降本增效持续推进。费用端，公司 2025Q2 的销售、管理、研发、财务费用率分别为 6.42%/4.14%/0.62%/1.04%，同比+1.13/-0.67/+0.14/-0.17pct。

专精弹簧业务，覆盖底盘、车身内饰等细分领域。公司成立于 1990 年，深耕弹簧业务，当前收入 1）50% 为底盘业务，包括单车 4 个、单个 30-40 元悬架弹簧及单车 2 个、单个 80-200 元的传统稳定杆；2）40% 为车身内饰及动力系统，单车数量较多，单个价格 2 元内；3）注塑件等。

针对性并购关键资产，业务能力持续延伸。公司 2017 年收购上海科工获工程塑料零部件开发能力，完善模具设计到生产全链条服务；2021 年收购江苏大圆和北京大圆 70% 股权，实现日系客户突破与冷卷技术升级；2023 年收购上海核工 69.04% 股权，强化碟形弹簧技术；2024 年末购买德国 AHLE 资产，获取变线径 Miniblock 弹簧核心技术，加速全球化布局。

积极拓展电动、智能、轻量化新业务，建设智能悬架及电动及液压驱动弹性元件产能。公司围绕弹簧能力完善产品布局，考虑行业电动化、智能化、轻量化发展大势，拟投资 6.5 亿元于浙江绍兴投建年产 200

万件智能悬架及 1000 万件电动及液压驱动弹性元件产能。其中智能悬架未来前景广阔，电动及液压驱动弹性元件可应用于人形机器人等领域。目前公司亦实现人形机器人拉簧、扭簧和卡簧等送样。

风险提示：客户拓展不如预期、产能扩建速度不如预期、技术更新风险。

投资建议：维持盈利预测，维持优于大市评级。公司前期并购整合初见成效，吉利、万都、长安等客户持续贡献增量；积极顺应电动化、智能化趋势，拓展智能悬架、人形机器人弹簧等新业务，我们看好公司业绩加速兑现，维持盈利预测，预计公司 25-27 年净利润 1.8/2.5/3.2 亿元，维持“优于大市”评级。

证券分析师：唐旭霞（S0980519080002）、余珊（S0980525070004）

◆ 美图公司(01357.HK) 海外公司财报点评:付费渗透率达 5.5%，利润释放达到预告上限

总收入同比增长 12%，经调整利润同比增长 71%。25H1，美图实现总收入 18.2 亿元，同比+12%，影像产品收入增长强劲带动。2025H1，影像与设计产品业务/广告业务/美业解决方案业务收入同比变化+45%/+5%/-89%，占收入比 74%/24%/2%。25H1 公司毛利润 13.4 亿元，同比+27%，毛利率 74%，同比+9pct。毛利率提升主要系高毛利的影像与设计产品业务和广告业务占比提升。25H1 公司总体费用同比+19%，公司持续对 AI 投入并对海外等产品进行营销宣传。2025H1，公司经调整归母净利润 4.7 亿元，同比提升 71%，经调整归母净利润率 26%，同比提升 9pct。公司费用控制良好，经营杠杆持续释放。根据盈喜预告，公司预计 25H1 经调整利润 4.50-4.69 亿利润，此次利润释放达到预告上限。根据业绩会，公司预计营销预算保持在影像+广告收入 16%左右，研发费用维持约 15%增长。

付费渗透率达 5.5%，同比增长 1.3pct。付费渗透率提升驱动影像设计产品收入高速增长。25H1，美图影像设计产品收入 13.51 亿元，同比+45%。从运营数据来看，公司月活用户数和付费用户增长顺利。2025H1 美图 MAU 2.8 亿，同比+9%。VIP 付费会员达到 1540 万，同比+42%，付费渗透率为 5.5%，同比+1.3pct。测算 ARRPU 为 193 元，同比+3%。拆分来看，生产力场景进展良好。1) 生活场景用户数 2.57 亿，同比+8%，订阅用户数 1360 万，同比+30%，付费渗透率 5.3%，同比+0.9pct。2) 生产力场景用户数 2300 万，同比 21%，订阅用户 180 万，同比大幅增长 90%，付费渗透率 7.8%，同比+2.9pct。生产力场景中，开拍进展良好，开拍的订阅用户增速超过 330%；美图设计室的订阅用户同比增长 56%。除此以外，开拍在海外 MAU 超过国内，但是在商业化方面，开拍国内付费渗透率达到 14%，国外还未大力做变现。

后续观察 Agent 变现、阿里合作、海外等商业化进展。1) 与阿里合作 AI 换装功能有望带来收入增量，通过 AI 换衣对淘宝等进行导流。美图与阿里巴巴合作包含①大模型方面，基于通义多模态，万象视频大模型等基础模型，提升垂类的训练效果；②电商方面，计划联合推出 AI 试衣功能，结合美图 AI 能力以及阿里商家的服装资源，打造更好的线上购物体验。AI 试衣运用淘宝在服装品类的优势，和淘宝内部流行趋势打通，推荐最新款式和搭配。不同于之前的 AI 试衣，此次可以购买，链接到商品详情页，有成交转化。分成比例当前仍在商议。除此以外，通过淘天商家的后台，让更多商家发现并体验美图设计室的能力（AI 商品图）。2) Agent 用户数进展超预期，逐步推出商业化变现方案。7 月 14 日美图推出 roboneo，一款专注于影像领域的 AI agent 产品。大众用户已挖掘出 roboneo 在生活场景中的应用，将照片变成各种风格的表情包（emoji 表情包），在没有导流情况下，MAU 突破百万。Agent 产品有望逐步完善好付费机制，8 月底有望上线完整的订阅、单购等付费机制。3) 海外规划：①生活方面紧贴社交媒体，关注内容制作需求、潜在的热点，与 KOL 营销合作口碑内容；②生产力方面会关注垂直场景。

投资建议：美图国外产品 Airbrush 当前付费渗透率已超过 10%，同类型 Adobe 的图像视频编辑 app Lightroom 付费率约 15%，因此我们认为美图长期付费率提升至 10%以上属于中性假设。短期来看，公司影像与设计产品处于 AI 拉动付费率加速的关键阶段，我们预计 25-27 年美图付费渗透率（期末）同比提升 1.4pct/0.9pct/0.8pct，达 6.1%/7.0%/7.8%。

考虑到公司生产力和海外场景拓展顺利，成本费用控制优秀，上调盈利预期，预计 25-27 年经调整归母净利润为 10.0/13.3/15.7 亿元（上调 18%/17%/10%），CAGR 39%。

风险提示：宏观经济波动；下游需求不及预期；AI 伦理风险等。

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

◆ 众安在线(06060.HK) 财报点评:承保利润提升, 数字金融卓见成效

承保利润及投资收益大幅提升, 公司归母净利润同比增长 11 倍。2025 年上半年, 公司实现总保费收入 166.61 亿元, 同比增长 9.3%, 市场份额进一步提升。保险服务收入达 150.41 亿元, 承保综合成本率为 95.6%, 同比改善 2.3 个百分点。承保利润同比增长 109.1%至 6.56 亿元, 显示出公司在承保质量与成本控制方面的持续优化。净利润方面, 集团归属于母公司股东的净利润大幅提升至 6.68 亿元, 较去年同期的 0.55 亿元增长超过 11 倍, 主要得益于保险业务利润的显著提升、ZA Bank 扭亏为盈以及科技业务亏损的大幅收窄。

健康及汽车生态增速超 30%, 创新产品矩阵扩容。1) 健康领域: 总保费同比增长 38.3%至 62.75 亿元, 占整体保费结构的 37.7%, 成为最大保费贡献来源。公司不断拓展多元医疗产品供给, 其中众民保系列实现保费收入 10.3 亿元, 同比大幅增长 6.4 倍。2) 数字生活: 保费同比下滑 16.3%, 其中宠物险、低空经济等创新业务增长显著。公司不断加大如运动、低空经济、电子产品等创新型业务发展, 创新业务保费收入达 24.90 亿元, 同比增长 40.0%。3) 消费金融: 保费增长 23.6%, 传品结构优化及资产质量改善推动综合成本率下降 5.1 个百分点至 94.0%。4) 汽车生态: 保费增长 34.2%, 新能源车险业务表现亮眼, 保费同比增长 125.4%, 占比提升至 18%以上。2025 年上半年, 公司已于上海、浙江两地完成交强险独立经营落地。同时, 2025 年中期开始, 公司将开始在上海地区独立经营商业车险, 为车险业务带来持续增长空间。

科技业务亏损收窄, ZA Bank 首次实现半年度盈利。公司坚持 AI 赋能科技业务发展, 上半年科技输出实现总收入 4.96 亿元, 同比增长 12.2%, 净亏损同比收窄 32.2%。银行业务板块, ZA Bank 实现净利润 0.49 亿港元, 首次实现盈利, 净收入同比增长 82.1%, 其中非息收入增长强劲, 达 272.1%。随着香港加密资产监管的持续推进, ZA Bank 强化对储备资产托管服务, 打开虚拟银行业务增长空间。

2025 年上半年, 公司实现总投资收益 6.39 亿元, 同比增长 3.1%。总投资收益率和净投资收益率分别为 3.3%和 2.1%。投资资产结构保持稳健, 固定收益类资产占比 72.4%, 信用评级 AA 及以上的债券占比达 98.9%, 显示较好风控水平。

投资建议: 2025 年上半年公司业绩表现强劲, 保险主业持续优化, 科技与银行板块协同效应显现, 生态布局更加均衡。公司在人工智能、大数据等科技应用方面持续投入, 赋能全业务流程, 提升运营效率与用户体验。我们维持此前盈利预测, 预计公司 2025 至 2027 年 EPS 为 0.91/1.09/1.30 元/股, 当前股价对应 PB 为 1.14/1.06/0.98 倍, 维持“优于大市”评级。

风险提示: 保费增速不及预期; 科技成本较高; 资产收益下行等。

证券分析师: 孔祥(S0980523060004)、王京灵(S0980525070007)

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	771.06	-0.36	ICE 布伦特原油	65.79	-1.21
白银	9081.00	-1.22	铜	78580.00	-0.38
铝	20520.00	-0.33	铅	16730.00	-0.47
豆一	4130.00	-0.16	锌	22225.00	-0.08
豆粕	3099.00	-0.51	镍	120100.00	-0.34
玉米	2229.00	-1.19	锡	268440.00	0.72
螺纹钢	3104.00	-0.38	SR509	5721.00	-0.20

本月国内重要信息披露

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

近期非流通股解禁明细

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

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

全球证券市场统计

股票市场指数

简称	最新收盘价	1日 涨跌幅(%)	1周 涨跌幅(%)	1个月 涨跌幅(%)	3个月 涨跌幅(%)	12个月 涨跌幅(%)	30天 波动率(%)
道琼斯工业平均指数	44938.31	0.035714	58.74	58.74	58.74	58.74	41.19
德国 DAX 指数	24277.47	-0.596158	90.60	-0.04	1.00	32.24	53.51
法 CAC40 指数	7973.03	-0.075823	2.15	1.92	0.38	6.50	46.03
恒生指数	25165.94	0.171318	-1.74	1.37	6.26	43.71	65.15
沪深 300 指数	4271.39	1.137000	2.27	5.24	9.57	28.16	62.00
美国 SP500 指数	6395.78	-0.243162	-1.09	1.57	7.66	14.26	47.46
纳斯达克综合指数	21172.86	-0.666621	-2.48	1.32	10.60	18.83	50.82
日经 225 指数	42888.55	-1.510439	-0.89	7.70	14.27	12.67	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流入资金 (RMB, 万元)	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流出资金 (RMB, 万元)
1	603259.SH	药明康德	91.8100	1.7173	无数据	603259.SH	药明康德	91.8100	1.7173	无数据
2	300394.SZ	天孚通信	125.4200	2.8201	无数据	300394.SZ	天孚通信	125.4200	2.8201	无数据
3	000063.SZ	中兴通讯	39.9400	5.6614	无数据	000063.SZ	中兴通讯	39.9400	5.6614	无数据
4	000858.SZ	五粮液	125.7800	1.1012	无数据	000858.SZ	五粮液	125.7800	1.1012	无数据
5	002241.SZ	歌尔股份	29.0000	2.8369	无数据	002241.SZ	歌尔股份	29.0000	2.8369	无数据
6	688256.SH	寒武纪-U	1013.0000	8.4606	无数据	688256.SH	寒武纪-U	1013.0000	8.4606	无数据
7	600111.SH	北方稀土	45.4300	2.2047	无数据	600111.SH	北方稀土	45.4300	2.2047	无数据

8	600580.SH	卧龙电驱	35.1000	3.2353	无数据	600580.SH	卧龙电驱	35.1000	3.2353	无数据
9	002594.SZ	比亚迪	108.2500	0.5760	无数据	600519.SH	贵州茅台	1450.0000	0.8345	无数据
10	300308.SZ	中际旭创	267.7900	-2.7985	无数据	002594.SZ	比亚迪	108.2500	0.5760	无数据

港股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流入资金 (HKD, 万元)	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流出资金 (HKD, 万元)
1	2800.HK	盈富基金	无数据	无数据	11970.37	2800.HK	盈富基金	无数据	无数据	1044211.62
2	9868.HK	小鹏汽车-W	80.4500	0.04412719	41991.41	2828.HK	恒生中国企业	无数据	无数据	578228.07
3	1347.HK	华虹半导体	47.5600	0.02016302	70329.88	3033.HK	南方恒生科技	无数据	无数据	347627.86
4	3033.HK	南方恒生科技	无数据	无数据	76385.16	1797.HK	东方甄选	37.1400	0.08216783	323074.20
5	9988.HK	阿里巴巴-W	117.5000	-0.00676247	212636.29	9992.HK	泡泡玛特	316.0000	0.12535613	316582.80
6	0981.HK	中芯国际	51.7500	0.03396603	255584.55	1810.HK	小米集团-W	52.5500	0.00286260	278814.60
7	0700.HK	腾讯控股	590.5000	-0.00337553	295399.39	9988.HK	阿里巴巴-W	117.5000	-0.00676247	265415.86
8	1810.HK	小米集团-W	52.5500	0.00286260	297335.48	0981.HK	中芯国际	51.7500	0.03396603	264915.14
9	9992.HK	泡泡玛特	316.0000	0.12535613	350935.58	0700.HK	腾讯控股	590.5000	-0.00337553	198498.08
10	1797.HK	东方甄选	37.1400	0.08216783	353372.99	9868.HK	小鹏汽车-W	80.4500	0.04412719	80448.10

免责声明

分析师声明

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

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

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

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

证券投资咨询业务的说明

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

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

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032