

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-08-21

宏观策略

2025 年 08 月 21 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 苏立赞

执业证书：S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

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

固收金工

固收点评 20250820: 金威转债: 营养健康全产业链龙头

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

行业

推荐个股及其他点评

晶泰控股 (02228.HK): 大订单落地, 商业模式初具雏形, 颠覆传统研发范式打开市场空间【勘误版】

事件: 2025 年 8 月 5 日, 晶泰控股利用其基于 AI+机器人的端到端人工智能药物发现平台, 为 DoveTree 选定的多个针对肿瘤、自身免疫性疾病

及神经领域的靶点, 发现和开发小分子及抗体候选药物, 公司将在最终协

议签署的 10 日及 180 日内分别获得 5100 万美元及 4900 万美元首付款, 同时有资格获得金额达 5,890,000,000 美元的潜在监管里程碑及商业里程碑付款, 并有资格获得金额数十亿美元的开发里程碑及销售里程碑付款, 以及产品年度销售额的潜在个位数销售百分比, 及 DoveTree 将获得全球范围的独家开发和商业化权力号。 哈佛大学著名教授背书, 未来成长可期。

DoveTree LLC 由 Gregory Verdine 教授成立, 后者为哈佛化学系终身教授, 为化学生物学的先驱, 作为创业领军人物, Verdine 教授创立或共同创立了超过十家生物科技公司, 包括五家公开上市公司, 其主导推进的三种治疗方法已获 FDA 批准。Verdine 教授现担任 Andreessen Horowitz (a16z) 的投资合伙人, 其顾问委聘方包括美国国家癌症研究所及哈佛医学院等顶尖研究机构; 此次商业合作总包金额达 58.9 亿美金, 超过市场预期, 我们认为, 在哈佛大学教授背书下, 其管线有望达到其协定的商业里程碑, 公司未来成长不可限量。 全球稀缺标的, 商业模式初

见雏形。公司为全球 AI for Science 稀缺标的, 此次合作对于公司是里程碑事件, 首付款金额高于预期, 证明了晶泰控股的人工智能+机器人技术在药物发现领域的价值, 同时其商业模式已初具雏形, 为未来商业化订单落地打下坚实基础, 未来中短期收入有望迎来快速增长; 同时公司合作客户涵盖新材料、能源、化工等领域公司, 进一步打开公司成长天花板, 建议重点关注! 盈利预测与投资建议: 由于此次商业合作金额超出市场预期, 我们上调盈利预测, 我们预计公司 2025-2027 年收入分别为

5.52/9.24/15.03 亿元 (前值为 4.26/6.83/10.95 亿元), 归母净利润分别为-1.95/-1.58/0.63 亿元 (前值为-4.42/-1.96/0.42 亿元), 当前股价对应 P/S 分别为 48.01/28.69/17.64 倍。公司为 AI for Science 稀缺标的, 有望在 2027 年实现扭亏为盈, 维持“买入”评级

佛燃能源 (002911): 2025 半年度业绩点评: 利润稳增, 现金流大幅改善

盈利预测与投资评级: 我们维持 2025-2027 年公司归母净利润 8.72/9.22/9.76 亿元的预测, 同比 +2.2%/+5.7%/+5.9%, 对应 PE17.4/16.4/15.5 倍; 按照分红率维持 2024 年的 73% 计算, 2025 股息率 4.2% (估值日期 2025/8/20)。公司天然气供应业务持续稳定发展, 新能源

业务稳步增长，供应链、延伸、科技研发与装备制造业务多点开花，维持“买入”评级。

创世纪 (300083): 2025 年中报点评: 3C 需求带动业绩高增，积极布局人形机器人等新兴领域【勘误版】

盈利预测与投资评级: 考虑到 3C 行业需求复苏&新领域进展，我们维持公司 2025-2026 年归母净利润预测分别为 5.17/6.44，新增 2027 年预测为 8.08 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 31/25/20 倍，维持“增持”评级。 风险提示: 消费电子行业需求不及预期、制造业复苏不及预期、宏观经济波动风险。

雅化集团 (002497): 2025 半年报点评: Q2 锂业务承压，民爆盈利稳定

盈利预测与投资评级: 考虑锂价仍处于底部区间，我们下调 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 5.3/7.9/12.6 亿元（原预期为 8.1/12.8/19.4 亿元），同比+107%/+48%/+61%，对应 31x/21x/13xPE，考虑公司资源自给率大幅提升，民爆国内外具备较强竞争力，维持“买入”评级。 风险提示: 产能释放不及预期，需求不及预期

星源材质 (300568): 2025 半年报点评: 单平盈利见底，布局固态电解质膜打造第二成长曲线

我们维持 25--27 年归母净利润 4.0/5.1/6.9 亿的预期，同比+11%/25%/37%，对应 PE 为 41x/33x/24x，维持“买入”评级。

尚太科技 (001301): 2025 半年报点评: Q2 业绩符合市场预期，盈利水平持续可期

我们维持 25-27 年归母净利润为 10.3/14.3/17.5 亿元的预期，同比+22%/+39%/+23%，对应 14/10/8 倍 PE，给予 25 年 20 倍 pe，目标价 78.8 元，维持“买入”评级。

若羽臣 (003010): 2025 年半年报点评: 自有品牌放量带动业绩高增，多品牌矩阵持续扩充增长可期

盈利预测与投资评级: 若羽臣作为国内头部数字化品牌管理公司，及时挖掘把握机遇布局家清、保健品行业，绽家、斐萃从 0 到 1 破茧成蝶验证品牌孵化力，红宝石油新品助力保健品长期增长，新品牌 Nuibay 落地快速放量，新兴业务双轮驱动，长期发展前景明朗。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测 1.8/2.3/3.0 亿元，同比+70%/+29%/+32%，对应 PE 分别为 66/51/39X，维持“买入”评级。 风险提示: 市场竞争加剧，新品牌推进不及预期，海外市场拓展不及预期，贸易摩擦，汇率波动，原材料价格波动等

九丰能源 (605090): 2025 中报点评: 单二季度扣非同增 5%，布局拓展全产业链

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润 15.6/18.0/21.3 亿元，同比变动-7.5%/+15.7%/+18.5%，对应 2025-2027 年 PE 12/11/9x (2025/8/19)，维持“买入”评级。 风险提示: 气价剧烈波动，天然气需求不及预期，项目投产不及预期

瑞达期货 (002961): 2025 年中报点评: 资产管理与风险管理业务表现亮眼，带动上半年净利润大幅增长

盈利预测与投资评级: 结合公司 2025 年上半年经营情况，我们上调 2025-2027 年公司归母净利润至 5.3/6.2/7.0 亿元（前值为 4.6/5.2/5.9 亿元），当前市值对应 2025E PE 20x，维持“买入”评级。 风险提示: 大宗商品价格波动超预期，国内期货市场监管政策变化。

天赐材料 (002709): 2025 半年报点评: Q2 业绩符合预期, H2 六氟涨价可期

考虑涨价滞后性影响, 略下修公司盈利预测, 预计公司 25-27 年实现净利润 8.0/15.0/23.2 亿元 (原预期 11.2/16.8/23.8 亿元), 同比 +66%/+87%/+54%, 对应 PE 为 49/26/17 倍, 考虑后续六氟涨价可期, 维持“买入”评级。

海兴电力 (603556): 2025 年中报点评: 海外需求波动+加大投入谋未来, 业绩略不及市场预期

公司 25H1 营收 19.2 亿元, 同-14.7%, 归母净利润 4 亿元, 同比-25.7%, 毛利率 41.6%, 同比-2.6pct, 归母净利率 20.6%, 同比-3.1pct; 其中 25Q2 营收 11.4 亿元, 同环比-15.8%/+45.3%, 归母净利润 2.5 亿元, 同环比-20.2%/+80.9%, 毛利率 41%, 同环比-3.2/-1.5pct, 归母净利率 22.4%, 同环比-1.2/+4.4pct。海外确收节奏+投入加大业绩略承压, 盈利能力环比改善, 业绩略低于市场预期。公司利润同比下滑主要系部分国内项目履约和个别海外国家需求波动影响, 根据海关总署数据, 25H1 电表出口金额约 52 亿元, 同比+2%, 需求整体较弱。公司通过加大市场端投入加快对重点国家、新市场、新业务的营销渠道全面部署, 新业务 25H1 公司南非智能超声波水表工厂投入运营, 新产品上公司推出 Orca 平台提升了公司系统解决方案的综合能力。配电出海, 公司在亚洲、非洲、拉美等区域实现配网产品规模化中标, 并且在中亚和非洲成功实现变压器产品订单, 配电业务出海进入 1-10 阶段。1) 国内用电业务, 根据国网 25 年第一批智能电表招标数据, 智能电表招标量同比-28%, 电表+终端招标金额约 69.52 亿, 同比-44%, 招标平均单价约 213 元/只, 同比-20%, 主要系第一批仍是 20 版智能电表, 公司中标 1.4 亿元, 份额约 2%。国内电表我们预计随着 24 版新型智能电表启动招标, 有望拉动电表招标价格的大幅提升。2) 新能源业务, 公司中低压微电网解决方案已经在非洲、拉美等电网薄弱地区中标, 为海外新能源系统解决方案的发展奠定了良好的基础。公司 25H1 期间费用 3.37 亿元, 期间费用率 17.52%, 同比+0.49pct, 其中销售/管理/财务/研发费用率同比+2.67/+0.90/-4.68/+1.68pct, 期间费用率有所上升。25Q2 经营性净现金流-0.03 亿元, 同比-108.26%, 存货 12.24 亿元, 同比+55.56%。#盈利预测: 我们下修公司 25-27 年归母净利润 (括号内为下修幅度, 单位亿元) 分别为 8.7 (-3.3)/10.0 (-3.8)/11.3 (-4.6) 亿元, 同比-13%/+15%/+13%, 对应 PE 分别为 15x、13x、12x, 维持“买入”评级。#风险提示: 海外项目拓展不及预期, 国内电表价格持续下降, 竞争加剧等。

海天国际 (01882.HK): 2025 半年报点评: 业绩稳健增长, 海外需求强劲

盈利预测与投资评级: 考虑到公司龙头优势持续巩固, 海外渠道布局不断兑现业绩, 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 35.22/39.08/42.94 亿元, 当前市值对应 PE 分别为 9/9/8 倍, 维持公司“买入”评级。风险提示: 制造业复苏不及预期, 注塑机需求不及预期, 行业竞争加剧。

洋河股份 (002304): 2025 年中报点评: 报表持续出清, 关注营销变革
参考 25Q2 报表节奏, 我们更新 2025-2027 年归母净利润预测为 39.96、43.43、47.49 亿元 (前值为 54.6、56.6、59.0 亿元), 对应当前 PE 分别为 26.3、24.2、22.2X。基于三点判断, 一是报表快速出清、在白酒产业中属

轻装上阵，二是推出第七代海之蓝/高线光瓶酒、主动进行经营变革，三动态股息率达到 6.7%、当前位置攻守兼备，维持“买入”评级。

美图公司 (01357.HK): 2025H1 业绩报点评: AI 赋能产品力, 生产力和全球化进展亮眼

盈利预测与投资评级: 考虑到公司费用管控良好, 核心业务增长强劲, 我们上修盈利预测, 预计 2025-2027 年经调整归母净利润分别为 9.43/11.83/15.15 亿元 (此前为 8.54/11.77/14.74 亿元), 对应当前股价 PE 分别为 46/36/28 倍, 看好公司作为稀缺的 AI 驱动业绩高增长的应用标的, 维持“买入”评级。 风险提示: AI 技术及应用不及预期, 生产力与全球化战略不及预期风险, 行业竞争加剧风险。

紫光国微 (002049): 2025 年中报点评: 特种集成电路业务保持强劲增长, 智能安全芯片市场竞争加剧

盈利预测与投资评级: 公司业绩相对承压, 因订单延迟且特种集成电路的降价压力较大, 我们下调先前的预期, 预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 16.75/19.26 亿元, 前值 30.87/38.95 亿元, 新增 2027 年归母净利润预测为 26.13 亿元, 对应 PE 分别为 42/36/27 倍, 但考虑到公司在国内特种集成电路处于领先地位的事实, 因此维持“买入”评级。 风险提示: 1) 特种集成电路领域的有效需求复苏不及预期的风险; 2) 部分产品价格下降和去库存的风险; 3) 新产品研发、技术更新、市场竞争的风险。

光威复材 (300699): 2025 年中报点评: 核心技术优势持续巩固, 碳纤维全产业链布局支撑新产品放量

盈利预测与投资评级: 公司业绩相对承压, 考虑到工业用纤维价格的下降和包头产能投放的推迟, 我们下调先前的预期, 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 7.61/10.75/12.86 亿元, 前值 9.13/10.84/13.49 亿元, 对应 PE 分别为 34/24/20 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 1) 业绩波动的风险; 2) 新产品开发的风险; 3) 安全生产管理风险; 4) 产品销售价格下降的风险。

宏观策略

宏观点评 20250818：高质量发展孕育“创新牛”

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

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

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

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

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

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

（证券分析师：芦哲 证券分析师：潘京）

宏观点评 20250818：中国出口增速或持续超市场预期

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

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

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

（证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 证券分析师：李昌萌）

海外周报 20250817：美联储全年降息预期仍存在回调风险

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

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

（证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 证

券分析师：韦祎 研究助理：王茁)

宏观量化经济指数周报 20250817: 结构性政策工具或是三季度施力重点

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

(证券分析师: 芦哲 证券分析师: 李昌萌 证
券分析师: 王洋)

固收金工

固收点评 20250820: 金威转债: 营养健康全产业链龙头

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

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

(证券分析师:李勇 证券分析师:陈伯铭)

行业

推荐个股及其他点评

晶泰控股 (02228.HK): 大订单落地,商业模式初具雏形,颠覆传统研发范式打开市场空间【勘误版】

投资要点 事件: 2025 年 8 月 5 日,晶泰控股利用其基于 AI+机器人的端到端人工智能药物发现平台,为 DoveTree 选定的多个针对肿瘤、自身免疫性疾病及神经领域的靶点,发现和开发小分子及抗体候选药物,公司将在最终协议签署的 10 日及 180 日内分别获得 5100 万美元及 4900 万美元首付款,同时有资格获得金额达 5,890,000,000 美元的潜在监管里程碑及商业里程碑付款,并有资格获得金额数十亿美元的开发里程碑及销售里程碑付款,以及产品年度销售额的潜在个位数销售百分比,及 DoveTree 将获得全球范围的独家开发和商业化权力号。哈佛大学著名教授背书,未来成长可期。DoveTree LLC 由 Gregory Verdine 教授成立,后者为哈佛化学系终身教授,为化学生物学的先驱,作为创业领军人物,Verdine 教授创立或共同创立了超过十家生物科技公司,包括五家公开上市公司,其主导推进的三种治疗方法已获 FDA 批准。Verdine 教授现担任 Andreessen Horowitz (a16z) 的投资合伙人,其顾问委聘方包括美国国家癌症研究所及哈佛医学院等顶尖研究机构;此次商业合作总包金额达 58.9 亿美金,超过市场预期,我们认为,在哈佛大学教授背书下,其管线有望达到其协定的商业里程碑,公司未来成长不可限量。全球稀缺标的,商业模式初见雏形。公司为全球 AI for Science 稀缺标的,此次合作对于公司是里程碑事件,首付款金额高于预期,证明了晶泰控股的人工智能+机器人技术在药物发现领域的价值,同时其商业模式已初具雏形,为未来商业化订单落地打下坚实基础,未来中短期收入有望迎来快速增长;同时公司合作客户涵盖新材料、能源、化工等领域公司,进一步打开公司成长天花板,建议重点关注! 盈利预测与投资建议: 由于此次商业合作金额超出市场预期,我们上调盈利预测,我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 5.52/9.24/15.03 亿元(前值为 4.26/6.83/10.95 亿元),归母净利润分别为-1.95/-1.58/0.63 亿元(前值为-4.42/-1.96/0.42 亿元),当前股价对应 P/S 分别为 63.00/37.65/23.15 倍。公司为 AI for Science 稀缺标的,维持“买入”评级。风险提示: 公司承接订单不及预期,汇率波动风险,现金减少及融资风险,技术研发风险,新药研发进展不及预期风险。

(证券分析师:朱国广)

佛燃能源（002911）：2025 半年度业绩点评：利润稳增，现金流大幅改善

投资要点 事件：2025/8/20 公司发布 2025 半年报，2025 年上半年公司实现营业收入 153.38 亿元，同比增长 8.59%；归母净利润 3.1 亿元，同比增长 7.27%；扣非归母净利润 3.07 亿元，同比增长 11.66%；加权平均 ROE 同比提高 1.65pct，至 5.38%；与 7/11 发布的业绩快报基本一致。2025H1 天然气供应业务&延伸业务贡献主要毛利增量。

2025H1 公司实现毛利 9.38 亿元，同比+3.9%（+0.36 亿元）。分业务来看，2025H1：1）城燃等能源业务毛利 7.47 亿元，同比+2.1%（+0.16 亿元）；其中的天然气供应业务毛利 6.66 亿元，同比+2.1%（+0.14 亿元）；新能源业务毛利 0.82 亿元，同比+2.1%（+0.02 亿元）。2）供应链及延伸业务毛利 1.90 亿元，同比+14.2%（+0.24 亿元）；其中的延伸业务毛利 0.83 亿元，同比+38.4%（+0.23 亿元）；供应链业务毛利 1.07 亿元，同比+0.4%（+0.01 亿元）。3）科技研发与装备制造毛利 0 亿元，同比-0.04 亿元，SOFC&氢能装备等产品仍在研发阶段。公司发挥产业链优势，供应链业务持续发力；围绕工程服务与生活服务，积极拓展延伸业务；深入开拓科技研发与装备制造业务，大力投入科技研发；实现供应链、延伸、科技研发与装备制造业务多点开花，用多元业务打开成长空间。

售气单方毛利提升，或为售气结构变化（高价差工商业气量占比提升）导致。2025H1 公司国内天然气供应量 21.31 亿方，同比-11.2%；其中工商业及贸易等用户 17.32 亿方，同比-7.6%；居民用户 1.17 亿方，同比+7.9%；电厂用户 2.55 亿方，同比-29.0%；代输量 0.27 亿方，同比-52.8%。高价差的工商业气量占比从 2024H1 的 78.15%提至 2025H1 的 81.29%，我们计算公司单方毛利从 2024H1 的 0.27 提至 0.31 元/方。

现金流大幅改善，为高分红提供保障。2025H1 经营活动产生的现金流量净额为 6.86 亿元，同增 602.45%，主要是由于公司整体业务增加，并通过优化应收账款管理，提升了经营现金回款金额，净现比 1.9，为高分红提供保障。

股权激励目标锁定利润稳增。公司股权激励目标 2025 年每股收益达到 0.9 元（股本按照 2022 年底总股本 9.52 亿股计算），即 2025 年归母净利润不低于 8.57 亿元，锁定 2025 年利润稳增。

盈利预测与投资评级：我们维持 2025-2027 年公司归母净利润 8.72/9.22/9.76 亿元的预测，同比+2.2%/+5.7%/+5.9%，对应 PE17.4/16.4/15.5 倍；按照分红率维持 2024 年的 73%计算，2025 股息率 4.2%（估值日期 2025/8/20）。公司天然气供应业务持续稳定发展，新能源业务稳步增长，供应链、延伸、科技研发与装备制造业务多点开花，维持“买入”评级。

风险提示：经济增速不及预期，极端天气&国际局势变化，安全经营风险，商誉减值风险

（证券分析师：袁理 证券分析师：谷玥）

创世纪（300083）：2025 年中报点评：3C 需求带动业绩高增，积极布局人形机器人等新兴领域【勘误版】

投资要点 业绩增速可观，3C 领域需求旺盛 25H1 公司实现营收 24.41 亿元，同比+18.44%；实现归母净利润 2.33 亿元，同比+47.38%；实现扣非归母净利润 2.18 亿元，同比+76.81%，2025H1 公司营收与利润增长较快主要系 3C 行业持续复苏，公司拳头产品钻铣加工中心销量大增（25H1 实现收入 8.96 亿元，同比+34.07%），公司业绩同步受益。此外公司积极开拓海外市场，25H1 海外业务收入达 1.61 亿元，同比+89.45%。

单 Q2 公司实现营业收入 13.94 亿元，同比+15.65%；归母净利润 1.35 亿元，同比+36.00%，扣非归母净利润 1.24 亿元，同比+45.89%。盈利能力略有提升，期间费用率保持

稳定 25H1 公司销售毛利率为 25.06%，同比+2.1pct，其中 25Q2 单季度公司销售毛利率为 26.6%，同比+4.64pct，环比+3.57pct。公司毛利率提升，我们判断主要系公司毛利率较高的拳头产品钻机需求旺盛，收入占比提升。25H1 公司销售净利率为 9.76%，同比+1.75pct，其中 25Q2 单季度公司销售净利率为 9.81%，同比+1.36pct，环比+0.1pct。

期间费用方面，2025H1 公司期间费用率为 12.1%，同比-0.7pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 4.1%/5.0%/0.2%/2.8%，同比-1.1pct/+0.5pct/-0.7pct/+0.6pct，期间费用率基本保持稳定。

3C 板块复苏带动钻机需求，持续开拓机器人&低空等新兴领域

1) 钻机国产龙头，有望充分受益于 3C 行业需求复苏：2024 年下半年以来 3C 行业开始复苏，公司拳头产品钻机 2025H1 出货同比快速增长。未来随着钛合金&AI 在手机行业的普及运用，有望带动机器人行业技术创新，钻机作为核心制造设备有望充分受益。

2) 持续投入研发，开拓机器人&低空等新领域。25H1 公司研发投入 6763 万元，同比+49.93%，持续加大对各产品系列整机、核心功能部件、数控系统二次应用等开发投入力度，此外针对人工智能、机器人、低空等新兴领域，推出多款定制化机型。

盈利预测与投资评级：考虑到 3C 行业需求复苏&新领域进展，我们维持公司 2025-2026 年归母净利润预测分别为 5.17/6.44 亿元，新增 2027 年预测为 8.08 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 31/25/20 倍，维持“增持”评级。

风险提示：消费电子行业需求不及预期、制造业复苏不及预期、宏观经济波动风险。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天
研究助理：陶泽)

雅化集团 (002497)：2025 半年报点评：Q2 锂业务承压，民爆盈利稳定

投资要点 Q2 业绩符合市场预期。公司 25H1 营收 34.2 亿元，同-13%，归母净利润 1.4 亿元，同+32.9%，毛利率 16.9%，同+2.6pct，归母净利率 4%，同+1.4pct；其中 25Q2 营收 18.9 亿元，同环比-9.5%/+22.7%，归母净利润 0.5 亿元，同环比-38.9%/-35.4%，毛利率 15.9%，同环比-2.9/-2.3pct。

锂盐：Q2 锂价下跌亏损扩大，Q3 有望扭亏。我们预计 25H1 锂盐销量 2 万吨+，其中 Q2 销量 1 万吨+，环比基本持平。冶炼产能方面，公司现有锂盐产能 9.9 万吨，3 万吨氢氧化锂将于 9 月试产并逐步达产，预计 25 年底总产能达 13 万吨。我们预计 25 全年公司锂盐销量 6 万吨+，同增 25%+。盈利端，25H1 锂业务营收 17.6 亿元，同减 26%，归母净利-1.27 亿元，其中 Q2 亏损 0.76 亿元；Q3 锂价上涨且自有矿贡献增量，有望实现扭亏。

Q2 非洲自有矿稳定生产，25 年权益资源自给率将提升至 40%+。卡玛蒂维锂矿 Q1 爬坡后稳定生产，我们预计今年运至国内精矿量可达 20 万吨+，对应 3 万吨 LCE，权益量 2 万吨；当前精矿成本 700 美金/吨以内，折碳酸锂现金成本 6 万元/吨左右。叠加李家沟矿权益产量，我们测算 25 年公司资源自给率将提升至 40%+；26 年卡玛蒂维可贡献 30-35 万吨精矿，资源自给率将进一步提升。

民爆：上半年利润增速好于行业，预计全年增长 10%，26 年有望高增。25H1 民爆业务营收 14.7 亿元，同增 4%，归母净利 2.53 亿元，同增 2%，其中 Q2 归母净利 1.45 亿元，环增 34%；公司民爆产品出口有较大增长，盈利维持稳定，我们预计 25 年民爆业务有望实现 5.5 亿以上利润，同增 10%。往后看，海外重点拓展津巴布韦、澳洲矿服项目，25H2 有望落地，国内作为西藏高争长期合作伙伴和第二大股东，将受益于雅下水电工程，26 年民爆业务有望高增。

存货减值影响盈利，经营性现金流转正。公司 25H1

期间费用率 10.9%，同+1.9pct，其中 Q2 费用率 10.9%，同环比+0.2/-0.1pct；Q2 资产减值损失-0.4 亿元，主要系存货跌价。25H1 经营性净现金流-3.5 亿元，同-187%，其中 Q2 经营性现金流 2 亿元，同环比+171%/136%；25H1 资本开支 1.5 亿元，同-24.7%，其中 Q2 资本开支 0.6 亿元，同环比+29.2%/-28.9%；25H1 末存货 16.9 亿元，较年初+2.5%。盈利预测与投资评级：考虑锂价仍处于底部区间，我们下调 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 5.3/7.9/12.6 亿元（原预期为 8.1/12.8/19.4 亿元），同比+107%/+48%/+61%，对应 31x/21x/13xPE，考虑公司资源自给率大幅提升，民爆国内外具备较强竞争力，维持“买入”评级。风险提示：产能释放不及预期，需求不及预期

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
研究助理：胡锦芸）

星源材质（300568）：2025 半年报点评：单平盈利见底，布局固态电解质膜打造第二成长曲线

投资要点 业绩符合市场预期。公司 25H1 收入 19.0 亿元，同比+15%，归母净利润 1.0 亿元，同比-59%，扣非净利润 0.4 亿元，同比-75%，毛利率 25.1%，同比-6.4pct。其中 25Q2 收入 10.1 亿元，同环比+7%/+13%，归母净利润 0.5 亿元，同环比-60%/+15%，扣非净利润 0.1 亿元，同环比-88%/-73%，毛利率 24.7%，同环比-3.4/-0.8pct。25Q2 出货环比微增，25 年预计可维持 25%增长。我们预计 25H1 公司出货 22-23 亿平，其中 25Q2 出货 11.5 亿平，同环增 15%/5%，其中干法受涨价影响环比略降，湿法份额提升至 60%，公司 25 年佛山 4 条湿法线分别于 Q1、Q2 末投产，对应 Q3、Q4 新增产能释放，我们预计 Q3 出货环增 10%+至 13 亿平左右，我们预计 25 年出货 25%增长至 50 亿平，海外收入占比维持 20-30%。盈利端，我们测算 25Q2 均价 1 元/平（含税），环增 10%左右，主要系产品结构变化+干法涨价影响，25Q2 单位毛利 0.2 元/平，环比持平，单位净利 0.01 元/平，主要系汇兑损失增加、会计审慎下存货减值等因素影响。当前隔膜价格基本见底，且湿法占比提升，下半年我们预计单平盈利稳中有升，26 年马来工厂我们预计出货 6 亿平+，海外定价体系下盈利可观，贡献主要利润增量。布局固态电池骨架膜，打造第二成长曲线。公司布局固态电池主流膜产品，分别开发了氧化物复合型和聚合物复合型固态电解质膜，并布局刚性骨架膜，开发高强度耐热型复合骨架膜、高孔隙率型骨架膜和高耐热型大孔骨架膜等，可保留高能量提升全固态电池的装配效率。此外，公司与瑞固新材正式签署战略合作协议，共同开发高性能固体电解质膜及相关产品，同时参股新源邦，具备氧化物电解质百吨级产能和十吨级出货，硫化物电解质我们预计 25 年有吨级出货。

存货减值影响盈利、经营性现金流改善明显。公司 25Q2 期间费用率 9.5%，同环比+0.3/+0.3pct，主要由于研发费用率提升至 5.5%；信用减值 0.5 亿元，主要由于收入增加，严谨计提减值，资产减值 0.15 亿元。Q2 经营性净现金流 7.5 亿元，环比增加 11%；资本开支 1.8 亿元，同环比-13%/-6%。Q2 末存货 8.3 亿元，较 Q1 末微降，库存维持低位。盈利预测与投资评级：我们维持 25--27 年归母净利润 4.0/5.1/6.9 亿的预期，同比+11%/25%/37%，对应 PE 为 41x/33x/24x，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧，下游需求不及预期，原材料价格波动。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
证券分析师：岳斯瑶）

尚太科技（001301）：2025 半年报点评：Q2 业绩符合市场预期，盈利水平持续可期

投资要点 Q2 业绩符合市场预期。公司 25H1 营收 33.9 亿元，同比+61.8%，归母净利润 4.8 亿元，同比+34.4%，扣非归母净利 4.9 亿元，同比+40.9%，毛利率 25.7%，同比+0.1pct；其中 25Q2 营收 17.6 亿元，同环比+42.8%/8.1%，归母净利 2.4 亿元，同环比 15.4%/0.3%，毛利率 25.1%，同环比 0.3/-1.1pct，符合市场预期。Q2 出货预计近 7.2 万吨、25 年销量预期 32 万吨。公司 25H1 负极出货 14.12 万吨，同增 65%+，其中我们预计 Q2 负极出货近 7.2 万吨，同增 40%+，环比微增，河北 10 万吨产能已满产，Q3 起快充需求快速放量，占比提升至 50%，且加大委外力度，我们预计 Q3 出货环增 20%+，25 年有望出货 32 万吨，同增 45%+。我们预计公司马来西亚 5 万吨、山西四期 20 万吨一体化产能 26H2 落地，支撑后续高增长。Q2 原材料涨价影响较小、单位盈利基本稳定。公司 25H1 负极业务收入 31 亿元，毛利率 23.4%，对应单价 2.5 万元/吨（含税），单吨毛利 0.51 万元，其中公司 Q2 均价 2.79 万元/吨（含税，全公司口径），环比增 5% 左右，原材料上涨部分传导，Q2 单吨净利预计 0.34 万元，环比微降，好于预期。公司年中对快充负极产品降价，考虑公司 25H2 可通过原材料降价+技术降本，我们预计下半年盈利仍可维持 0.3 万元/吨左右，全年单吨净利维持 0.3 万元/吨+。Q2 现金流表现良好、产品库存基本持平。公司 25Q2 期间费用 1 亿元，同环比+71.2%/13.2%，费用率 5.6%，同环比 0.9/0.2pct；25 年 H1 经营性净现金流-4.4 亿元，同比+267.4%，其中 Q2 经营性现金流 5.9 亿元，环比大幅转正；25 年 H1 资本开支 2.3 亿元，同比-36.5%；25 年 H1 末存货 19.3 亿元，较年初+23.9%，较 Q1 末小幅下降。盈利预测与投资评级：我们维持 25-27 年归母净利润为 10.3/14.3/17.5 亿元的预期，同比+22%/+39%/+23%，对应 14/10/8 倍 PE，给予 25 年 20 倍 pe，目标价 78.8 元，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧，下游需求不及预期，原材料价格波动。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
证券分析师：岳斯瑶）

若羽臣（003010）：2025 年半年报点评：自有品牌放量带动业绩高增，多品牌矩阵持续扩充增长可期

投资要点 公司公布 2025 半年报业绩：公司 2025H1 实现营收 13.19 亿元，同比+67.6%，实现归母净利润 7226 万元，同比+85.6%，实现扣非后归母净利润 6976 万元，同比+83.5%。25Q2 实现营收 7.45 亿元，同比+79.6%，实现归母净利润 4484 万元，同比+71.7%，实现扣非后归母净利润 4455 万元，同比+72.2%。自有品牌 25H1 实现营收 6.03 亿元，同比+242%，占整体营收 45.8%：分业务板块看，25H1 自有品牌/代运营/品牌管理三大业务分别实现收入 6.0/3.8/3.4 亿元，同比分别+242%/-2.8%/+52.5%。拆分自有品牌业务，25H1 绽家实现营收 4.4 亿元，同增 157%，斐萃实现收入 1.6 亿元，于 24 年 9 月推出，暂无同比数据。25H1 绽家/斐萃/代运营/品牌管理业务毛利率分别为 66.5%/86.8%/44.4%/44.2%，同比分别-3.4/无同比/+9.5/-1.6pct，其中绽家毛利率由于抖音投放与洗衣液销售占比提升而有所波动，代运营提质增效成果显著。25H1 毛利率同比+11.4pct，盈利能力提升：①毛利率：25H1 毛利率为 56.9%，同比+11.4pct，25Q2 毛利率为 59.2%，同比-5.05pct，25Q2 单季度毛利率有所波动主要系自有品牌绽家抖音渠道、洗衣液放量所致。②费用率：25H1 期间费用率为 51.0%，同比+11.3pct，25Q2 期间费用率为 51.8%，同比-4.1pct，主要系销售费用率同比-4.8pct。③净利率：25H1 净利率为 5.5%，同比+0.5pct，25Q2 净利率为 6.0%，同比-0.3pct。新品牌与新产品落地持续放量：

2025 年 5 月公司推出新品牌 VitaOcean，销售大中华区独家成分红宝石油；7 月推出新性价比品牌 Nuibay；绽家以香氛为关键词进行品类横向拓展，新推出香氛洗手液新品，实现破圈；斐萃持续推进产学研一体化，25H1 累计上新 4 款产品，25 年 618 全渠道 GMV 较 24 年双 11 增长超 2000%。公司自有品牌矩阵定位“小而美”细分赛道，大单品思路下未来放量可期。盈利预测与投资评级：若羽臣作为国内头部数字化品牌管理公司，及时挖潜把握机遇布局家清、保健品行业，绽家、斐萃从 0 到 1 破茧成蝶验证品牌孵化力，红宝石油新品助力保健品长期增长，新品牌 Nuibay 落地快速放量，新兴业务双轮驱动，长期发展前景明朗。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测 1.8/2.3/3.0 亿元，同比+70%/+29%/+32%，对应 PE 分别为 66/51/39X，维持“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧，新品牌推进不及预期，海外市场拓展不及预期，贸易摩擦，汇率波动，原材料价格波动等

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：郝越）

九丰能源（605090）：2025 中报点评：单二季度扣非同增 5%，布局拓展全产业链

投资要点 事件：公司公告 2025 年半年报，2025H1 公司实现营收 104.28 亿元，同降 7.45%；归母净利润 8.61 亿元，同降 22.17%；扣非归母净利润 8.11 亿元，同增 2.92%。25H1 扣非业绩稳健增长。2025H1 公司实现营业收入 104.28 亿元（同比-7.45%）；归母净利润 8.61 亿元（同比-22.17%）；扣非归母净利润 8.11 亿元（同比+2.92%），25Q2 单季度扣非 3.4 亿元（同比+5.1%）。2025 年上半年公司归母净利润下滑主要系 24H1 航运资产优化带来的资产处置损益所致，2025H1 非经较少，扣非业绩实现稳健增长。2025H1 实现毛利 11.24 亿元（同比+3.66%），其中：1）天然气及作业营收 50.15 亿元，yoy-19.10%；毛利 6.80 亿元，yoy+5.36%；2）液化石油气营收 42.81 亿元，yoy+3.33%；毛利 2.93 亿元，yoy-1.40%；3）特种气体营收 0.48 亿元，yoy-63.83%；毛利 0.18 亿元，yoy-60.08%；4）其他化工产品营收 7.81 亿元，yoy+62.18%；毛利 2.02 亿元，yoy+27.82%；5）能源物流及技术服务营收 3.03 亿元，yoy-2.45%；毛利 1.12 亿元，yoy+38.81%。2025H1 公司经营性活动现金流净额 7.26 亿元（同比-40.48%）主要系公司上年同期存在销售结算跨期及本报告期末存在未收回大额销售款项（相关款项已于 2025 年 7 月收回）所致。清洁能源资源端供应稳定，市场端存量挖潜、增量拓展。2025 年上半年，公司 1）LNG：海气方面，公司与马石油制定资源采购计划，执行情况良好，同时积极推进新长约的合作，优化核心资源结构；陆气 LNG 产量超 33 万吨，完成计划量的 106%。公司在工业市场端深化存量项目核心区域精细化管理，同时聚焦在广东、广西、湖南等重点市场的业务开拓；在交通燃料、气电市场端持续布局、系统推进；与国际知名能源服务商保持密切合作，提升国际市场影响力。2）LPG：对存量市场实施精细化区域管理，并积极布局化工原料用气市场，特别是山东原料气市场，原料气市场销量超 34 万吨，同比增长 106%。继续深耕菲律宾、越南等东南亚市场，持续提高盈利能力。能源服务运营良好，特气建设驱动未来增长。1）能源服务：公司 3 艘大型 LPG 船舶资产状况与对外运力服务运营情况良好。2）特种气体：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。航空航天特燃特气方面，公司积极推动海南商业航天发射场特燃特气配套项目（一期）顺利投产。现金分红+股份回购，专注股东价值创造。按照《未来三年（2024-2026 年）现金分红规划》，公司承诺

2025/2026 年现金分红 8.5/10.0 (含税) 亿元。公司拟进行 2025 年半年度分红 2.66 (含税) 亿元。此外,公司于 2025 年 4 月推出上市后第五次股份回购计划并用于注销。盈利预测与投资评级:我们维持公司 2025-2027 年归母净利润 15.6/18.0/21.3 亿元,同比变动-7.5%/+15.7%/+18.5%,对应 2025-2027 年 PE 12/11/9x (2025/8/19),维持“买入”评级。风险提示:气价剧烈波动,天然气需求不及预期,项目投产不及预期

(证券分析师:袁理 证券分析师:任逸轩)

瑞达期货(002961): 2025 年中报点评: 资产管理与风险管理业务表现亮眼, 带动上半年净利润大幅增长

投资要点 【事件】瑞达期货发布 2025 年中期业绩: 1) 上半年营业收入 10.5 亿元, 同比+4.5%; 归母净利润 2.3 亿元, 同比+66.5%; 对应 EPS 0.51 元, ROE 7.6%, 同比+2.5pct。2) Q2 营业收入 6.6 亿元, 同比-8.0%。归母净利润 1.5 亿元, 同比大幅+128%, 较 Q1 的+12%明显提升。3) 归母净资产 30.3 亿元, 较年初+4.7%, 较 Q1 末+1.8%。4) 公司实施中期分红, 每股股息 0.18 元, 对应分红率为 35%。主要业务板块盈利均向好, 资产管理和风险管理业务表现亮眼。分业务板块看, 期货经纪/资产管理/风险管理业务上半年营业利润分别为 1.24 亿元、0.95 亿元、0.97 亿元, 分别同比+14%、+418%、+47%。公司上半年投资净收益达 3.3 亿元, 同比+228%。期货经纪业务: 市场交投活跃, 公司业务基本盘稳定。1) 上半年国内期货市场交投活跃, 累计成交量与成交额分别同比+18%、+21%。2) 公司经纪业务收入 2.44 亿元, 同比微降 0.3%; 手续费净收入(母公司口径) 1.92 亿元, 同比+11.2%。3) 母公司口径新增客户 5704 户, 其中新增机构客户 338 户。期末客户保证金规模 143.25 亿元, 较年初+15.6%, 其中机构客户占比 70.4%。风险管理业务: 基差贸易规模有所收缩, 衍生品与做市业务表现良好。1) 风险管理业务收入 6.68 亿元, 同比-5.0%, 主要受基差贸易规模收缩影响。2) 上半年实现衍生品交易新增名义本金 223 亿元。做市品种 76 个, 上半年场内期权做市成交量市场排名第 2, 成交额排名第 3。资管&公募业务: 资管业务收入与管理规模显著增长。1) 资管业务收入 1.21 亿元, 同比+224%。公司深耕 CTA 策略产品, 积极发展“固收+”等其他混合类产品, 投资业绩表现优秀, 6 月末资产管理权益规模为 32.01 亿元, 较年初+36.5%。2) 截至 2025 年中, 瑞达基金共管理 3 只基金产品, 规模为 8919 万元, 较年初-8.2%。境外业务: 境外收入保持快速提升势头。境外业务收入 1735 万元, 同比+62.9%。我们预计在国内金融市场持续开放、期货市场国际化进程加速的背景下, 公司境外业务有望持续较快发展。盈利预测与投资评级: 结合公司 2025 年上半年经营情况, 我们上调 2025-2027 年公司归母净利润至 5.3/6.2/7.0 亿元(前值为 4.6/5.2/5.9 亿元), 当前市值对应 2025E PE 20x, 维持“买入”评级。风险提示: 大宗商品价格波动超预期, 国内期货市场监管政策变化。

(证券分析师: 孙婷 证券分析师: 曹锟)

天赐材料(002709): 2025 半年报点评: Q2 业绩符合预期, H2 六氟涨价可期

投资要点 25Q2 业绩符合预期、盈利水平稳定。公司 25H1 收入 70.3 亿元, 同比+29%, 归母净利 2.7 亿元, 同比+13%, 扣非净利 2.3 亿元, 同比+26%, 毛利率 18.7%, 同比-0.2pct。其中 25Q2 收入 35.4 亿元, 同环比+19%/+1%, 归母净利 1.2 亿元, 同环比-4%/-21%, 扣非净利 1.0 亿元, 同环比+17%/-25%, 毛利率 18.2%, 同环比-0.1/-1.0pct,

符合市场预期。25Q2 出货同比高增长、25 年有望增长 40%。我们预计公司 25H1 出货 31 万吨+, 同比+55%, 其中我们预计 Q2 出货 16.4 万吨, 同环比+48%/+11%, 7 月起公司排产大幅提升, 下游需求旺盛, 我们预计 H2 出货环增 15%左右, 25 年有望出货 70 万吨+, 同增 40%。我们预计 25Q2 外售锂盐折固约 0.1 万吨, 折电解液约 1 万吨, 环比略降, LIFSI 外售环比持平, 我们预计 25 年 LiFSI 有望出货 2.2-2.5 万吨 (含自供), 同比翻倍增长。Q2 电解液盈利持平、25H2 涨价盈利改善可期。我们预计 25Q2 电解液单吨净利约 0.08 万元, 环比持平, 贡献利润约 1.3 亿元, 我们预计外供锂盐贡献 0.1 亿, 我们预计电解液板块合计贡献 1.4 亿元左右。当前电解液大客户价格传导原材料价格上行, H2 六氟行业供需进一步改善, Q4 起有望涨价贡献业绩弹性, 26 年盈利改善可期。正极板块受产能利用率影响亏损扩大、日化业务稳定贡献利润。我们预计 25Q2 磷酸铁及铁锂业务出货 1.9 万吨, 环比下降 30%+, 主要系下游客户产品切换而三代产品有验证周期影响, 我们预计 Q2 单吨净利-0.4 万/吨, 合计亏损 0.8 亿左右, 我们预计全年出货 11 万吨+, 预计减亏至 1-2 亿左右。日化业务我们预计 25Q2 贡献 0.5 亿元+利润, 25 年贡献稳定增长。费用控制稳定、经营性现金流好转。25Q2 期间费用率 12.9%, 同环比+0.4/-0.5pct; Q2 资产减值 0.4 亿元, 主要系存货减值。Q2 经营性净现金流 5.3 亿元, 环比提升 6.5 亿元, 主要系收入提升; Q2 资本开支 1.4 亿元, 同环比-9%/-39%。Q2 末存货 12.5 亿元, 环比-11%。盈利预测与投资评级: 考虑涨价滞后性影响, 略下修公司盈利预测, 预计公司 25-27 年实现净利润 8.0/15.0/23.2 亿元 (原预期 11.2/16.8/23.8 亿元), 同比+66%/+87%/+54%, 对应 PE 为 49/26/17 倍, 考虑后续六氟涨价可期, 维持“买入”评级。风险提示: 价格上涨不及预期, 下游需求不及预期, 原材料价格波动。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 阮巧燕

证券分析师: 岳斯瑶)

海兴电力 (603556): 2025 年中报点评: 海外需求波动+加大投入谋未来, 业绩略不及市场预期

投资要点 事件: 公司发布 25 年中报, 公司 25H1 营收 19.2 亿元, 同-14.7%, 归母净利润 4 亿元, 同比-25.7%, 毛利率 41.6%, 同比-2.6pct, 归母净利率 20.6%, 同比-3.1pct; 其中 25Q2 营收 11.4 亿元, 同环比-15.8%/+45.3%, 归母净利润 2.5 亿元, 同环比-20.2%/+80.9%, 毛利率 41%, 同环比-3.2/-1.5pct, 归母净利率 22.4%, 同环比-1.2/+4.4pct。海外确收节奏+投入加大业绩略承压, 盈利能力环比改善, 业绩略低于市场预期。海外用电市场确收节奏波动大, 配电出海进入 1-10 阶段。公司利润同比下滑主要系部分国内项目履约和个别海外国家需求波动影响, 根据海关总署数据, 25H1 电表出口金额约 52 亿元, 同比+2%, 需求整体较弱。公司通过加大市场端投入加快对重点国家、新市场、新业务的营销渠道全面部署, 新业务 25H1 公司南非智能超声波水表工厂投入运营, 新产品上公司推出 Orca 平台提升了公司系统解决方案的综合能力。配电出海, 公司在亚洲、非洲、拉美等区域实现配网产品规模化中标, 并且在中亚和非洲成功实现变压器产品订单, 配电业务出海进入 1-10 阶段。国内电表招标价格持续下滑, 海外微电网需求有望带动新能源业务突破。1) 国内用电业务, 根据国网 25 年第一批智能电表招标数据, 智能电表招标量同比-28%, 电表+终端招标金额约 69.52 亿, 同比-44%, 招标平均单价约 213 元/只, 同比-20%, 主要系第一批仍是 20 版智能电表, 公司中标 1.4 亿元, 份额约 2%。国内电表我们预计随着 24 版新型智能电表启动招标,

有望拉动电表招标价格的大幅提升。2) 新能源业务, 公司中低压微电网解决方案已经在非洲、拉美等电网薄弱地区中标, 为海外新能源系统解决方案的发展奠定了良好的基础。期间费用率有所上升、现金流短期承压。公司 25H1 期间费用 3.4 亿元, 期间费用率 17.6%, 同比+0.6pct, 其中销售/管理/财务/研发费用率同比+2.67/+0.90/-4.68/+1.68pct, 期间费用率有所上升。25Q2 经营性净现金流-0.03 亿元, 同比-108.26%, 存货 12.24 亿元, 同比+55.56%。盈利预测与投资评级: 我们下修公司 25-27 年归母净利润(括号内为下修幅度, 单位亿元) 分别为 8.7 (-3.3) /10.0 (-3.8) /11.3 (-4.6) 亿元, 同比-13%/+15%/+13%, 对应 PE 分别为 15x、13x、12x, 短期业绩受需求波动和投入加大影响, 但公司立足海外+扩展下游市场, 远期仍有较大的增长空间, 维持“买入”评级。风险提示: 电网投资不及预期, 海外市场拓展不及预期, 竞争加剧等。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 谢哲栋

证券分析师: 司鑫尧 研究助理: 许钧赫)

海天国际 (01882.HK): 2025 半年报点评: 业绩稳健增长, 海外需求强劲

投资要点 海外市场需求强劲, 2025 年 H1 公司业绩稳健增长 2025H1 公司实现主营业务收入 90.18 亿元, 同比+12.5%; 毛利 29.60 亿元, 同比+14.2%; 本公司股东应占利润 17.12 亿元, 同比+12.6%。业绩增长主要受益于全球产业链重构及公司海外布局的先发优势, 叠加海外市场和以新能源汽车为代表的下游需求旺盛。同时, 25H1 汇兑收益净额为 1.44 亿元, 而去年同期为亏损 0.89 亿元, 对利润亦有正面贡献。

分地区看, 2025 年上半年海外销售额实现 38.18 亿元, 同比增长 34.7%, 占总收入比重提升至 42.3%。我们判断海外高增主要系全球产业链结构性调整, 公司在东南亚等地区凭借多年的布局和投入, 销售增长显著。国内销售额为 52.01 亿元, 同比微增 0.3%, 在高基数下维持稳定。分业务看, 25H1 注塑机业务实现营收 86.37 亿元, 同比+12.1%; 部件及服务实现营收 3.81 亿元, 同比+21.0%。分注塑机产品型号看, 受益于海外日用消费品以及国内新能源汽车和家电行业的需求增长, Mars 和 Jupiter 同比分别+13.2%和 14.7%。

毛净利率保持稳定, 期间费用率维持低位 盈利能力方面, 2025H1 公司毛利率为 32.8%, 同比+0.5pct, 主要系原材料价格相对较低, 股东应占利润率为 19.0%, 与去年同期持平。期间费用率方面, 2025H1 销售费用率为 8.25%, 同比+0.19pct, 一般及行政开支费用率为 6.56%, 同比+0.38pct。

应收账款增长较快, 经营活动现金流表现强劲 截至 2025 年 6 月 30 日, 公司应收账款为 51.22 亿元, 同比增长 19.2%; 存货为 47.17 亿元, 同比增长 19.3%。我们判断应收账款增长较快或与收入增长及海外业务扩张有关。尽管应收账款有所增加, 但公司 2025 年上半年经营业务所得现金净额达 14.02 亿元, 同比+16.3%, 显示出公司优秀的经营现金流管理能力。

提供定制化方案, 推进海外供应链建设

1) 为行业标杆客户提供定制化解决方案: 公司针对大客户需要, 提供定制方案, 客户包括海尔、小米、爱玛和零跑等。其中, 25 年 5 月为零跑树脂产品线打造的“保险杠无人化交钥匙工程”正式宣布投产, 实现了从原料到成品的全流程智能化生产闭环。

2) 推进海外集成供应链建设: 公司积极进行全球化布局, 截至目前, 位于塞尔维亚的欧洲区域制造中心正在建设, 预计今年完成并试运营, 并于 26 年 3 月正式开业; 位于印度的第二个制造基地已完成建设并投入使用; 位于日本的制造基地即将建设完成, 并预计于 25 年 8 月正式开业; 位于马来西亚的制造基地 25 年 5 月已举行开工典礼,

预计 26 年全面建成投产。盈利预测与投资评级：考虑到公司龙头优势持续巩固，海外渠道布局不断兑现业绩，我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 35.22/39.08/42.94 亿元，当前市值对应 PE 分别为 9/8/7 倍，维持公司“买入”评级。风险提示：制造业复苏不及预期，注塑机需求不及预期，行业竞争加剧。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天
研究助理：陶泽)

洋河股份 (002304): 2025 年中报点评: 报表持续出清, 关注营销变革

投资要点 事件：公司公告 2025 年中报，25H1 营收 147.96 亿元，同比-35.32%，归母净利润 43.44 亿元，同比-45.34%，扣非后归母净利润 42.32 亿元，同比-46.71%；其中 25Q2 营收 37.29 亿元，同比-43.67%，归母净利润 7.07 亿元，同比-62.66%，扣非后归母净利润 6.14 亿元，同比-67.52%。短期加大去库存、促动销，销售延续深度调整。

上半年白酒行业景气度持续承压，存量竞争的格局加速演进，行业集中、分化趋势进一步凸显，公司结合当前环境把握经营节奏，对主导产品、重点市场以开瓶为政策导向，加大去库存、促动销，短期延续深度调整，轻装上阵关注后续营销变革。分产品来看，25H1 中高档酒、普通酒营收分别同比-36.52%、-27.24%，梦 6+、海之蓝等主导产品控量稳价，顺势推出第七代海之蓝(3 年以上主体基酒+5 年以上调味酒)+高线光瓶酒(主体基酒 100%三年陈)，以期稳住大众价位基本盘。分地区来看，25H1 省内、省外营收分别同比-25.79%、-42.68%，省内经销商净增 11 家至 3010 家、省外净减 268 家至 5599 家，省外在过去几年持续增长的高基数下出清更为明显。当下坚持全国一盘棋，聚焦江苏市场和高地市场，推进大商培育，强化终端提质、家宴深耕和乡镇下沉，不断夯实渠道基础。费用投放刚性致盈利承压，合同负债逐步平稳。综合来看，25Q2 销售净利率同比-9.78pct 至 18.84%，生产节奏、费用投放偏刚性，但收入规模大幅下滑被动抬升费率水平，致盈利持续承压。其中 25Q2 毛利率同比-0.35pct 至 73.32%，税金及附加率同比+6.02pct 至 18.29%，销售费用率同比+2.33pct 至 20.88%，管理费用率同比+4.17pct 至 11.40%。此外 25Q2 公允价值变动净收益 0.95 亿元(24Q2 为净亏损 1.75 亿元)。25Q2 销售回款 25.73 亿元，同比-47.55%，25Q2 末合同负债 58.78 亿元，环减 11.46 亿元/同增 19.40 亿元，合同负债表现逐步平稳。主动变革应对经营压力，三年分红强化安全边际。短期来看，当前白酒产业仍处于调整阶段，洋河顺势推出第七代海之蓝、高线光瓶酒来稳住大众价位基本盘，主动变革应对经营压力。中长期来看，洋河规划 2024-2026 每年度的现金分红总额不低于当年实现归属于上市公司股东净利润的 70%且不低于人民币 70 亿元(含税)，对应当前动态股息率达到 6.5%以上，进一步强化安全边际。

盈利预测与投资评级：参考 25Q2 报表节奏，我们更新 2025-2027 年归母净利润预测为 39.96、43.43、47.49 亿元(前值为 54.6、56.6、59.0 亿元)，对应当前 PE 分别为 26.3、24.2、22.2X。基于三点判断，一是报表快速出清、在白酒产业中属轻装上阵，二是推出第七代海之蓝/高线光瓶酒、主动进行经营变革，三动态股息率达到 6.7%、当前位置攻守兼备，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济不及预期；食品安全风险；次高端升级不及预期

(证券分析师：苏钺 证券分析师：郭晓东)

美图公司 (01357.HK): 2025H1 业绩报点评: AI 赋能产品力, 生产力和全球化进展亮眼

投资要点 事件：2025H1 公司实现收入 18.2 亿元，同比增长

12.3%，经调整归母净利润 4.7 亿元，同比增长 71.3%，接近业绩预告上限。影像与设计业务增速亮眼，美业解决方案业务战略收缩。

2025H1 公司总收入同比增长 12.3%，分业务来看：1）影像与设计业务 13.5 亿元，yoy+45.2%，主要受益于 AI 赋能，以及生产力和全球化战略，MAU 同比增长 8.6%至 2.80 亿，付费用户同比增长 42.5%至 1540 万，付费率同比提升 1.31pct 至 5.50%；2）广告业务收入 4.3 亿元，yoy+5.0%，主要系中国内地以外市场的程序化广告收入增长；3）美业解决方案收入 0.30 亿元，yoy-88.9%，主要系公司持续聚焦核心业务，收缩供应链管理服务，部分被测肤业务的 SaaS 收入增长所抵消。毛利率持续提升，经营杠杆效应显著。2025H1 公司毛利率为 73.6%，yoy+8.6pct，主要系高毛利率的影像与设计业务收入占比提升。运营费用方面，2025H1 公司销售/管理/研发费用分别为 2.93/2.19/4.51 亿元，yoy+43.1%/+23.2%/+6.1%，销售/管理/研发费用率 16.1%/12.0%/24.8%，yoy+3.5pct/+1.1pct/-1.4pct，其中销售费用增长主要系中国内地生产力工具、生活场景出海营销投入，管理费用增长主要系授出新股份奖励，运营费用总体幅度显著小于影像与设计+广告收入增幅，经营杠杆显著，对应公司经调整归母净利润率同比提升 8.8pct 至 25.7%。

AI 赋能产品力，看好生产力和全球化战略持续强验证。截至 2025H1，公司总体 MAU 达 2.80 亿，yoy+8.6%，其中：1）分地区：国际市场 MAU 达 0.98 亿，yoy+15.7%，中国内地 MAU 达 1.82 亿，yoy+5.2%；2）分场景：生活场景应用 MAU 达 2.57 亿，yoy+7.5%，付费率 5.3%，生产力工具 0.23 亿，yoy+21.1%，付费率 7.8%。展望后续，看好公司持续打磨产品，打造更多 AI 爆款功能，带动生活场景付费率和出海 MAU 增长，同时通过 AI 打造生产力工具矩阵，看好高 ARPPU、高付费率的生产力工具突破有望带来显著业绩弹性。公司已于 2025 年 7 月正式推出 AI Agent 产品 RoboNeo，在没有导流和宣发投入情况下，截至 2025 年 8 月 18 日产品 MAU 已突破 100 万，持续关注产品表现。

盈利预测与投资评级：考虑到公司费用管控良好，核心业务增长强劲，我们上修盈利预测，预计 2025-2027 年经调整归母净利润分别为 9.43/11.83/15.15 亿元（此前为 8.54/11.77/14.74 亿元），对应当前股价 PE 分别为 46/36/28 倍，看好公司作为稀缺的 AI 驱动业绩高增长的应用标的，维持“买入”评级。风险提示：AI 技术及应用不及预期，生产力与全球化战略不及预期风险，行业竞争加剧风险。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：陈欣）

紫光国微（002049）：2025 年中报点评：特种集成电路业务保持强劲增长，智能安全芯片市场竞争加剧

事件：公司发布 2025 年中报。2025 年上半年实现营业收入 30.47 亿元，同比去年+6.07%；归母净利润 6.92 亿元，同比去年-6.18%。

投资要点 利润下滑主要因股权处置收益及政府补助等非经常性收益同比减少：紫光国微 2025 年上半年实现营业总收入 30.47 亿元，同比增长 6.07%；实现归母净利润 6.92 亿元，同比下降 6.18%。业绩增速分化主要受产品结构调整影响：特种集成电路业务保持强劲增长，营收达 14.69 亿元，同比增长 18.09%，占整体营收比重提升至 48.21%，成为核心增长引擎；智能安全芯片业务受市场竞争加剧影响，营收 13.95 亿元，同比下降 5.85%；石英晶体频率器件业务受益于 5G 及物联网需求释放，营收 1.51 亿元，同比增长 35.78%。业绩变化原因包括：特种集成电路在宇航用 FPGA、存储器等高端产品领域实现批量交付，技术壁垒巩固市场地位；智能安全芯片虽在 eSIM、E450R 银行卡芯片等新品推广中取得突破，但传统产品价格承压。主要因低

毛利的石英晶体业务占比提升及智能安全芯片价格下滑，毛利率水平相对下滑：2025 上半年，公司综合毛利率约为 55.56%，其中特种集成电路毛利率 71.12%维持高位，智能安全芯片毛利率 44.16%同比微降，石英晶体器件毛利率 11.13%仍处低位。期间费用方面，2025 年上半年销售费用率 4.75%、管理费用率 4.94%，研发费用率高达 21.50%，反映公司持续加大技术投入。经营性现金流净额 4.78 亿元，同比下降 24.49%，主要因应收账款周转放缓。2025 年上半年，紫光国微核心竞争力持续强化：特种集成电路领域完成新一代高性能 FPGA、宇航用系统级芯片等关键产品迭代，形成完整宇航解决方案；智能安全芯片实现 eSIM 产品批量供货头部手机厂商，全球首款开放式架构安全芯片 E450R 完成银行卡试点首发；石英晶体器件推出 SMD2016/2520 型高基频差分振荡器，技术指标达行业领先水平。公司通过技术升级与产品结构调整，在特种芯片、安全芯片等战略领域巩固领先地位，同时通过资本运作增强发展动能。盈利预测与投资评级：公司业绩相对承压，因订单延迟且特种集成电路的降价压力较大，我们下调先前的预期，预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 16.75/19.26 亿元，前值 30.87/38.95 亿元，新增 2027 年归母净利润预测为 26.13 亿元，对应 PE 分别为 42/36/27 倍，但考虑到公司在国内特种集成电路处于领先地位的事实，因此维持“买入”评级。风险提示：1) 特种集成电路领域的有效需求复苏不及预期的风险；2) 部分产品价格下降和去库存的风险；3) 新产品研发、技术更新、市场竞争的风险。

(证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 证券分析师：高正泰)

光威复材 (300699)：2025 年中报点评：核心技术优势持续巩固，碳纤维全产业链布局支撑新产品放量

事件：公司发布 2025 年中报。2025 年上半年实现营业收入 12.01 亿元，同比去年+3.87%；归母净利润 2.69 亿元，同比去年-26.85%。

投资要点 巩固高端装备优势的同时，正加快民用及新能源领域布局：光威复材 2025 年上半年实现营业收入 12.01 亿元，同比增长 3.87%；实现归母净利润 2.69 亿元，同比下降 26.85%。业绩波动主要受产品结构调整影响：高毛利碳纤维及织物板块营收 6.36 亿元，同比下降 6.85%，其毛利率虽达 60.32%但需求阶段性放缓；而低毛利风电碳梁业务受益于下游风电行业需求复苏，实现营收 3.69 亿元，同比增长 47.95%，成为主要增长引擎。此外，通用新材料板块（预浸料等）营收 1.11 亿元，同比下降 5.17%；复材科技板块因项目周期影响营收 0.35 亿元，同比下降 46.20%；精密机械和光晟科技板块则分别增长 7.88%和 44.79%，但整体规模较小。公司通过优化资源配置，推动风电碳梁等规模化产品放量，但高附加值领域需求短期承压，导致利润增速显著低于收入增速。盈利能力方面，综合毛利率由 2024 年上半年的 44.63%降至 2025 年上半年的 42.47%：其中碳纤维及织物毛利率仍保持 60.32%，但碳梁毛利率仅 24.93%，产品结构变化拉低整体水平。费用端，销售、管理、研发费用合计 1.82 亿元，费用率 15.17%，较上年同期的 14.03%略有上升，主要因研发投入同比增加 37.11%至 1.13 亿元。现金流方面，经营活动净流入 3.07 亿元，同比下降 15.76%，主要受回款节奏及备货增加影响；合同负债 0.17 亿元，与年初基本持平，显示在手订单稳定；存货 7.68 亿元，较年初增加 7.59%，主要为应对下半年交付高峰而提前储备的原材料及产成品。2025 年上半年，光威复材核心竞争力保持稳定，依托全系列碳纤维产品研发能力和国产化替代优势：巩固航空航天、风电等领域的市场地位。报告

期内，公司在高端复合材料应用领域取得新进展，如航空航天、地勤装备等方向的新产品开发持续推进。资本运作方面，完成 2022 年限制性股票激励计划首次授予部分第一个归属期归属工作，增强核心团队稳定性；审议通过 2025 年度日常关联交易预计，涉及与控股股东光威集团的采购和销售；为子公司光威能源新材料提供 1 亿元担保额度，实际担保金额 0.37 亿元，风险可控。

盈利预测与投资评级：公司业绩相对承压，考虑到工业用纤维价格的下降和包头产能投放的推迟，我们下调先前的预期，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 7.61/10.75/12.86 亿元，前值 9.13/10.84/13.49 亿元，对应 PE 分别为 34/24/20 倍，维持“买入”评级。

风险提示：1) 业绩波动的风险；2) 新产品开发的风险；3) 安全生产管理风险；4) 产品销售价格下降的风险。

(证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 证券分析师：高正泰)

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>