

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-08-20

宏观策略

2025 年 08 月 20 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

固收周报 20250818：债市对基本面的“脱敏”性

Q1：7月基本面数据陆续公布，为何债市显现出“脱敏”性质？ A1：本周（2025.8.11-2025.8.15），10年期国债活跃券收益率从上周五的1.691%上行5.4bp至1.745%。周度复盘：周一（8.11），早盘受周末公布的7月物价数据低于预期影响，利率有所下行。随后股市和碳酸锂商品期货大涨，利率转为上行，全天10年期国债活跃券收益率上行2.65bp。周二（8.12），早盘受中美正式延长90天的关税暂停期消息影响，利率出现上行，随后股市出现短暂下行，股债跷跷板效应下利率小幅下行。临近尾盘财政部公布贴息政策，意在刺激消费，全天10年期国债活跃券收益率上行1bp。周三（8.13），上证指数突破去年10月8日高点，但受午后买断式逆回购询价降息消息影响，债市仍然维持一定韧性。尾盘7月金融数据公布，其中7月信贷新增值为-500亿元，同比少增3100亿元，结构上仅有票据融资提供冲量作用。虽然季初为传统的信贷小月，但公布的数据仍显著低于预期，但债市对于该信息显示“脱敏”的特点，利率并未大幅下行，全天10年期国债活跃券收益率下行0.75bp。周四（8.14），早盘股市继续上行，压制债市，令利率上行。随后征收增值税后的3年期国债招标情况较好，加上对于6个月买断式逆回购续作的预期，利率有所下行。尾盘央行公布将于8月15日开展5000亿元买断式逆回购操作，加上此前的7000亿元买断式逆回购，全月累计净投放3000亿元。全天10年期国债活跃券收益率上行1.2bp。周五（8.15），7月经济数据公布，1-7月固定资产投资累计同比1.6%，较1-6月下降1.2个百分点；7月社会消费品零售总额当月同比3.7%，较6月下降1.1个百分点，债券利率受此数据影响小幅下行。随后股市拉升对债市造成影响，全天10年期国债活跃券收益率上行1.3bp。

固收周报 20250817：如何缓解当前转债配置踏空焦虑？

本周（0811-0815）海外方面俄乌冲突再度迎来转机，同时市场聚焦下周杰克逊霍尔央行年会上鲍威尔潜在的鹰派发言，美债长端仍维持4.0-4.5%宽幅震荡格局，期限利差边际收窄，符合前期我们对短久期资产的青睐，美股估值目前仍处在历史高分位数水平，CAPE目前处于历史第二高位，仅次于2000年互联网泡沫峰值。我们认为在25年剩余时间联储重启降息概率较大，鲍威尔所代表鹰派或采取折中选项，向下调整政策性利率25-50bp，一方面这或将继续支撑美股高估值，迫使曲线趋陡，另一方面前几轮降息周期的息差套利、资金外溢或较克制，但仍将提振全球风险资产估值重塑。观点上看多美债短端、黄金。

固收点评 20250816：二级资本债周度数据跟踪（20250811-20250815）

一级市场发行与存量情况：本周（20250811-20250815）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债1只，发行规模为15.00亿元。二级市场成交情况：本周（20250811-20250815）二级资本债周成交量合计约1617亿元，较上周增加11亿元。

固收点评 20250816：绿色债券周度数据跟踪（20250811-20250815）

一级市场发行情况：本周（20250811-20250815）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券10只，合计发行规模约131.31亿元，较上周增加

22.18 亿元。二级市场成交情况：本周（20250811-20250815）绿色债券周成交额合计 578 亿元，较上周增加 104 亿元。

行业

推荐个股及其他点评

泰凌微（688591）：2025 年中报业绩点评：25H1 营收利润高增，AIoT 矩阵持续发力

考虑到公司无线物联网 SoC 芯片技术领先，在技术迭代、客户资源及产品落地方面具备显著优势，基于公司半年报公告，我们调整公司 2025-2027 年营业收入 11.50/14.83/18.84 亿元（前值：11.50/14.81/18.78 亿元），归母净利润 2.2/3.5/5.0 亿元（前值：2.0/3.0/4.3 亿元），维持“买入”评级

骄成超声（688392）：2025 半年报点评：锂电和线束业务高增，半导体业务进展显著

考虑公司主业高增速及半导体业务拓展较快，上调公司盈利预测，预计公司 25-27 年归母净利 1.5/3.0/5.0 亿元（此前预期 1.2/2.5/4.5 亿元），同比 +76%/+98%/+68%，对应 PE 64/33/19x，维持“买入”评级。

百利天恒（688506）：Iza-bren 首次获 FDA 授予突破性疗法资格，“重磅炸弹”药物初具雏形

公司重磅产品 iza-bren 研发顺利推进，我们维持公司 2025/2026/2027 年营收预测为 20.18/20.35/25.41 亿元，维持“买入”评级。

零跑汽车（09863.HK）：2025 年半年报业绩点评：Q2 再次实现正盈利，毛利率表现较佳

盈利预测与投资评级：由于公司新车反馈较佳，我们上调公司 2025 年归母净利润预期至 8.8 亿元（原为 6.1 亿元），基本维持 2026-2027 年归母净利润预期为 44.0/76.7 亿元，对应 PE 为 95/19/11x。考虑公司卡位主流新能源车市场，在研发/渠道/供应链管理多方面优势明显，协同 Stellantis 集团出海战略明确；此外与一汽在新能源汽车领域开展战略合作，协同发展可期。我们维持“买入”评级。风险提示：乘用车价格战超预期，终端需求恢复低于预期等

同程旅行（00780.HK）：2025Q2 业绩公告点评：核心业务稳增，利润率提升

营收符合预期，利润超指引区间上沿：2025Q2 营收 46.7 亿元，yoy+10%，落在指引区间中位偏上；经调归母净利润 7.8 亿元，yoy+18%，超出指引上沿。平均月付费用户同增 9.2%至 4640 万人。核心业务快速增长，度假业务阶段性拖累：Core-OTA 板块 Q2 收入同比+14%至 40.1 亿元，仍然高速增长，其中交通票务/住宿预定 Q2 收入分别为 18.8/13.7 亿元，yoy+8%/15%。交通和住宿业务需求增加，同时 take rate 有所提升；Q2 国际机票量同增接近 30%。度假业务同比-8%至 6.6 亿元，主要由于东南亚市场跟团游恢复阶段性受阻。毛利率、净利率提升显著：Q2 毛利率 65.0%，yoy+0.4pct；销售费用率 32.9%，yoy-2.4pct；管理费用率 5.9%，yoy-0.5pct。经调净利率 16.6%，yoy+1.1pct。精细化运营优化销售费用占比，经调净利率有所提升。盈利预测与投资评级：同程旅行积极运营微信流量实现加速成长，国内出行维持高景气，跨境旅游高增速，公司收紧用户补贴保证利润水平。由于收购万达酒管公司，我们上调盈利预测，预期 2025-2027 年归母净利润分别为 26.8/32.1/35.4 亿元（前值为

25.0/30.1/35.2 亿元), 对应 PE 估值为 16/13/12 倍。预计 2025 年经调整净利润为 34.0 亿元, 对应 PE 为 12 倍, 维持“增持”评级。风险提示: 出行消费习惯变化, 行业竞争加剧等。

东威科技 (688700): CoWoP 搭配 HDI 带动高端电镀设备需求, 设备龙头有望充分受益

算力需求上行, CoWoP 搭配 HDI 推动 PCB 高端化、低成本化: 随着算力需求不断攀升, PCB 行业加速向高端化、低成本化发展。CoWoP (Chip on Wafer on PCB) 工艺应运而生, 通过省略传统封装基板, 将芯片直接封装至 PCB 板上, 简化工艺流程, 缩短传输距离并降低传输损耗, 有望成为下一代主流封装技术。HDI (High Density Interconnect, 高密度互连) 技术凭借其高密度布线能力, 成为 CoWoP 的关键支撑。HDI 板线宽从 CoWoS-P 工艺的 20-30 μm 降低至 CoWoP 工艺的 10 μm , 需采用 mSAP (15 μm) 或 SAP (10 μm 以下) 工艺实现精细布线, 满足芯片与 PCB 之间的高密度互连需求。MSAP 与 SAP 工艺是实现 HDI 的关键工艺, 新增高价值量先进电镀设备需求。MSAP (改良半加成法) 和 SAP (半加成法) 工艺是实现高密度互连 (HDI) 的关键技术, 尤其在 CoWoP 工艺中发挥重要作用。①MSAP 工艺通过在超薄基铜上选择性电镀加厚线路, 再通过差分蚀刻去除未电镀的基铜, 实现微米级线宽/线距。其绝缘基板沉铜工艺需要高均匀性化学镀铜, 高价值量水平电镀&MVCP 设备需求有望放量。②SAP 工艺则通过在绝缘基板上沉铜、图形电镀、蚀刻等方式实现线路制造, 能够实现更精细的线宽线距 (10 μm 以下)。SAP 工艺在 MSAP 设备需求外, 还需高精度图形电镀设备, 用于加厚线路部分的铜层。电镀设备龙头技术底蕴深厚, 有望充分受益于 HDI 电镀设备量价齐升: 公司针对 HDI (高密度互连) 领域布局了高价值量的水平电镀设备和 MVCP 设备, 有望充分受益于 HDI 电镀设备需求的增长: ①水平镀三合一设备: 相比垂直电镀, 水平电镀在高纵横比通孔和微盲孔领域具有明显优势, 更适用于高阶 HDI。公司设备已通过头部客户验证, 0 到 1 国产替代进程可期。②MVCP (移载式垂直连续电镀) 设备: 公司 MVCP 电镀线宽/线距最小可达 8 μm , 能够满足 MSAP 工艺的高精度要求, 有望加速完成国产替代。③脉冲电镀设备: 相比传统的直流电镀, 脉冲电镀具备更好的深孔电镀能力和表面均匀性, 充分满足高端 HDI 高纵横比微孔填充需求, 市场前景广阔。盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 1.47/1.85/2.24 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 97/77/64 倍, 我们看好公司成长性, 维

创世纪 (300083): 2024 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

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。

帝尔激光 (300776): CoWoP 搭配 HDI 带动激光微孔设备需求, 设备龙头有望充分受益

算力需求上行, CoWoP 搭配 HDI 推动 PCB 高端化、低成本化: 随着算力需求不断攀升, PCB 行业加速向高端化、低成本化发展。CoWoP (Chip on Wafer on PCB) 工艺应运而生, 通过省略传统封装基板, 将芯片直接

封装至 PCB 板上，简化工艺流程，缩短传输距离并降低传输损耗，有望成为下一代主流封装技术。HDI (High Density Interconnect, 高密度互连) 技术凭借其高密度布线能力，成为 CoWoP 的关键支撑。HDI 板线宽从 CoWoS-P 工艺的 20-30 μm 降低至 CoWoP 工艺的 10 μm ，需采用 mSAP (15 μm) 或 SAP (10 μm 以下) 工艺实现精细布线，满足芯片与 PCB 之间的高密度互连需求。HDI 布线密度更高，高精度激光打孔成为刚需：HDI 技术以高密度布线为显著特点，线宽线距可达 0.05mm 及以下，且层数更多、电路更加密集、孔径直径更小，对钻孔精度和效率提出了极高要求。激光打孔技术凭借其高精度、高效率的特点，成为 HDI PCB 加工的必备工艺。激光打孔能够实现 0.05mm 及以下的微孔加工，高纵横比孔加工能力可达 10:1 以上，突破了传统机械打孔的精度限制，为狭小空间内的高密度连接提供了可能。同时，激光打孔速度可达每分钟数千个孔，效率远超传统机械打孔，且一套激光设备可完成打孔、切割、铣削等多工作业，降低设备成本与占地面积，提升生产效率。公司激光微孔设备技术领先，PCB 加工打开需求空间：公司 TGV 激光微孔设备凭借精密控制系统及激光改质技术，实现对不同材质玻璃基板的微孔、微槽加工，精度达 $\pm 5 \mu\text{m}$ ，孔壁光滑、导电性优，满足高端 HDI PCB 严格孔质量要求。设备已应用于半导体、显示芯片封装领域，完成面板级玻璃基板通孔设备出货，实现晶圆级、面板级 TGV 封装激光技术全覆盖。随着 CoWoP 工艺推广，激光设备需求增长，公司激光微孔设备有望充分放量。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润为 6.4/7.2/7.6 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 31/27/26 倍，维持“买入”评级。

风险提示：CoWoP 工艺产业化不及预期，设备研发&出货进度不及预期。

晶盛机电 (300316)：AR 眼镜催化不断，材料龙头有望充分受益

事件：Meta 首款带显示屏的 AR 眼镜 Hypernova 将于 9 月上市，售价为 800 美元，重量仅为 70g。

AR 眼镜是 AI 应用的完美载体，可以结合虚拟和现实：AR 眼镜（增强现实眼镜）是一种将虚拟信息叠加到现实世界中的智能穿戴设备，核心在于虚拟信息与现实世界的完美融合。2024 年全球 AR 眼镜出货量达到 55.3 万副，同比+7.8%，其中中国 2024 年出货 28.6 万副。光学显示系统为 AR 眼镜的核心。光学显示系统由光学组合器和微显示屏组成。光学显示系统是核心部件，也是价值量最大的部件，约占整个 AR 眼镜成本的 40%+。

碳化硅材料具备高折射率、高热导性，成为 AR 眼镜镜片的理想基底材料：基底材料的折射率越高，AR 镜片的 FOV 就更大，单层 SiC 镜片即可实现 80 度以上 FOV，可以提供更轻薄的尺寸和更大更清晰的视觉效果。高折射率同样可以有效解决光波导结构中的彩虹纹和色散问题。高导热性则有效提升了 AR 眼镜的散热能力和性能表现。同时，SiC 材料的高硬度和热稳定性亦支持刻蚀工艺的引入，有效提升产能和良率。

牵手龙头玩家布局 AR 眼镜衬底，自建产能规模效应&自制设备加速 SiC 降本产业化：晶盛机电牵手浙大系 AR 眼镜企业龙旗、XREAL、鲲游光电，布局碳化硅 AR 眼镜衬底，其 8 寸衬底已实现出货，12 寸降本型完成研发生产。公司凭借深厚的技术底蕴和自制设备优势，加速碳化硅降本产业化，有望充分受益于规模效应：①国内产能：公司现有拉晶产能 30 万片，2025 新建 60 万片 8 寸产能落地后，公司合计产能将达 90 万片。②海外产能：近期子公司浙江晶瑞 SuperSiC 在马来西亚槟城州举办奠基仪式，一期项目建成后，

8 英寸碳化硅衬底预计可实现 24 万片/年的高效产能。 盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 20/22/27 亿元，对应股价 PE 为 19/18/15 倍，维持“买入”评级。。 风险提示：碳化硅渗透率不及预期，技术研发不及预期。

腾讯控股 (00700.HK): 2025Q2 业绩点评: 国际游戏超预期, AI 提升广告效益

盈利预测与投资评级：公司持续释放业绩，且拥有强大的壁垒。考虑 AI 持续赋能公司游戏广告业务，模型与应用不断突破，我们上调 2025-2027 年经调整净利润至 2555/2858/3182 亿元，对应 2025-2027 年 PE (Non-IFRS) 为 19/17/16 倍 (港币/人民币=0.92, 2025 年 8 月 15 日)。公司仍具有坚实的业务壁垒，生态强大，视频号、小程序和金融科技等业务收入整体维持增长，维持公司“买入”评级。 风险提示：政策监管风险；运营数据低于预期；变现节奏低于预期。

中科飞测 (688361): 2025 年中报点评: 营收持续高增, 先进制程量检测设备研发验证进展顺利

平台化布局产品线持续丰富，更先进制程研发验证进展顺利：1) 无图形晶圆检测设备：量产型号已覆盖 2Xnm 及以上工艺节点，1Xnm 设备通过多家头部逻辑/存储客户验证，截至 25H1 公司累计交付超 300 台，覆盖超 100 余家客户，同时第四代产品已出货至国内头部客户产线验证；2) 图形缺陷检测设备：广泛应用于逻辑、存储、先进封装等领域，其中用于具备三维检测功能的设备与 HBM 等先进封装的 3DAOI 设备通过国内头部客户验证，2Xnm 明场纳米图形晶圆缺陷检测设备、暗场纳米图形晶圆缺陷检测设备的研发进展顺利，截至 25H1 年底，公司累计交付超 400 台，覆盖 50 余家客户；3) 三维形貌量测设备：支持 2Xnm 及以上制程，截至 25H1 累计交付超 200 台设备，覆盖近 50 家客户，应用在 HBM 等新兴先进封装领域的三维形貌量测设备也通过多家国内头部客户验证，期间订单稳步增长；4) 薄膜膜厚度量测设备：已覆盖国内先进工艺和成熟工艺的主要集成电路客户，金属薄膜膜厚度量测设备为新增长点，订单量持续稳步增长，市占率不断提升，测量精度更高的新一代介质薄膜膜厚度量测设备已通过多家国内主流客户验证；5) 套刻精度量测设备：90nm 及以上工艺节点的设备已实现批量销售，2Xnm 设备已通过国内头部客户产线验证，获得国内领先客户订单，测量精度更高的新一代设备已开展产线验证，进展顺利。6) 明/暗场纳米图形晶圆缺陷检测设备系列已陆续开始在头部客户验证；7) 关键尺寸量测设备：2Xnm 产品研发进展顺利，已完成客户端验证。8) 良率管理、缺陷分类、光刻套刻分析系统已陆续交付客户 盈利预测与投资评级：考虑到公司研发投入力度加大，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.17/3.64/5.12 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 130/78/55 倍，基于公司在半导体量测设备领域的高成长性，维持“增持”评级。 风险提示：晶圆厂资本开支不及预期，设备研发验证进度不及预期。

蔚蓝锂芯 (002245): 2025 年中报点评: 三大主业业绩亮眼, 新方向进展可期

盈利预测与投资评级：我们维持 25-27 年归母净利预期 7.5/10.0/13.1 亿元的预期，同比+55%/+33%/+31%，对应 PE 为 29x/22x/17x，给予 26 年 30x PE，对应目标价 26 元，维持“买入”评级。 风险提示：下游需求不及预期，原材料价格波动，市场竞争加剧。

恩捷股份 (002812): 2025 半年报点评: 行业磨底静待出清, 布局硫化锂打造第二增长曲线

我们预计 25-27 年归母净利润 2.1/8.1/18.3 亿, 与此前预期保持一致, 同比增长 137%/289%/126%, 对应 PE 为 149x/38x/17x, 维持“买入”评级。

南华期货 (603093): 2025 年中报点评: 国内经纪业务相对承压, 境外业务稳健扩张

盈利预测与投资评级: 结合公司 2025H1 经营情况, 我们下调此前盈利预测, 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.71/5.37/5.87 亿元 (原值分别为 5.39/5.88/6.66 亿元), 同比增速分别为 2.95%/13.96%/9.23%, 当前市值对应 2025-2027 年 PE 分别为 31.99/28.07/25.70 倍。南华期货凭借国际化战略先发优势打造差异化竞争力, 尤其在境外清算方面拥有显著优势。公司有望持续兑现发展潜力, 维持“增持”评级。 风险提示: 1) 行业监管趋严; 2) 利率大幅波动。

小商品城 (600415): 2025 年半年报点评: 归母净利同比+16.8%近预告上限, Chinagoods 平台业绩高增

事件: 2025 年 8 月 17 日, 公司发布 2025 年半年报。2025H1, 公司实现收入 77.13 亿元, 同比+14%; 归母净利润 16.91 亿元, 同比+16.8%; 扣除政府补助、公允价值损益、对非金融企业收取的资金占用费等项目后, 公司扣非净利润 16.7 亿元, 同比+17.6%。公司归母和扣非净利润均接近半年报预告区间上限。对应 2025Q2, 公司实现收入 45.52 亿元, 同比+11.4%; 归母净利润 8.9 亿元, 同比+21%; 扣非净利润 8.7 亿元, 同比+19.9%。 盈利预测与投资评级: 小商品城作为一带一路出口枢纽, 具备重要的战略地位。目前公司新市场扩建、Chinagoods、支付业务、进口正面清单等多项重要成长点均稳步推进。我们维持公司 2025-27 年归母净利润预期为 42.3/ 57.1/ 68.2 亿元, 同比+38%/ +35%/ +19%, 对应 8 月 18 日收盘价为 26/ 19/ 16 倍 P/E, 维持“买入”评级。

润本股份 (603193): 2025 年半年报点评: 婴童护理增势较好, 期待下半年新品放量

盈利预测与投资评级: 公司深耕驱蚊及婴童护理细分赛道, 产品定位“质高价优”, 凭借大品牌小品类的经营战略及极致性价比战略空间广阔。考虑到受天气等不可抗因素, 季节性产品如驱蚊产品等销售有所影响, 我们下调公司 2025-27 年归母净利润预测由 4.0/5.0/6.1 亿元至 3.3/4.2/5.2 亿元, 分别同比+10.9%/+25.2%/+23.7%, 对应 PE 分别为 39/31/25X, 我们仍看好下半年婴童护理新品推出重拾业绩高增, 维持“买入”评级。 风险提示: 行业竞争加剧, 新品推广进展不及预期, 宏观经济波动。

特步国际 (01368.HK): 25H1 业绩点评: 主品牌电商驱动增长, 索康尼盈利显著改善

盈利预测与投资评级: 看好公司多品牌战略协同及在跑步领域的专业优势, 维持 25-27 年归母净利润 13.7/15.7/17.7 亿元的预测值, 对应 PE 分别为 11/10/9X, 维持“买入”评级。 风险提示: 国内消费复苏不及预期, 行业竞争加剧。

宏观策略

宏观点评 20250818：高质量发展孕育“创新牛”

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

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

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

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

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

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

（证券分析师：芦哲 证券分析师：潘京）

宏观点评 20250818：中国出口增速或持续超市场预期

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

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

财政政策：《大美丽法案》对未来 1-3 年美国拉动最为显著。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 年美国产出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

固收周报 20250818: 债市对基本面的“脱敏”性

观点 7月基本面数据陆续公布,为何债市显现出“脱敏”性质? A: 本周(2025.8.11-2025.8.15),10年期国债活跃券收益率从上周五的1.691%上行5.4bp至1.745%。周度复盘:周一(8.11),早盘受周末公布的7月物价数据低于预期影响,利率有所下行。随后股市和碳酸锂商品期货大涨,利率转为上行,全天10年期国债活跃券收益率上行2.65bp。周二(8.12),早盘受中美正式延长90天的关税暂停期消息影响,利率出现上行,随后股市出现短暂下行,股债跷跷板效应下利率小幅下行。临近尾盘财政部公布贴息政策,意在刺激消费,全天10年期国债活跃券收益率上行1bp。周三(8.13),上证指数突破去年10月8日高点,但受午后买断式逆回购询价降息消息影响,债市仍然维持一定韧性。尾盘7月金融数据公布,其中7月信贷新增值为-500亿元,同比少增3100亿元,结构上仅有票据融资提供冲量作用。虽然季初为传统的信贷小月,但公布的数据仍显著低于预期,但债市对于该信息显示“脱敏”的特点,利率并未大幅下行,全天10年期国债活跃券收益率下行0.75bp。周四(8.14),早盘股市继续上行,压制债市,令利率上行。随后征收增值税后的3年期国债招标情况较好,加上对于6个月买断式逆回购续作的预期,利率有所下行。尾盘央行公布将于8月15日开展5000亿元买断式逆回购操作,加上此前的7000亿元买断式逆回购,全月累计净投放3000亿元。全天10年期国债活跃券收益率上行1.2bp。周五(8.15),7月经济数据公布,1-7月固定资产投资累计同比1.6%,较1-6月下降1.2个百分点;7月社会消费品零售总额当月同比3.7%,较6月下降1.1个百分点,债券利率受此数据影响小幅下行。随后股市拉升对债市造成影响,全天10年期国债活跃券收益率上行1.3bp。周度思考:7月基本面数据公布,物价数据、金融数据和经济数据均显示出内生动能依然疲弱的特征,但股市和债市的走势似乎与基本面间产生了背离,股市反应基本面的预期,而债市抢跑了基本面的现实。从连续超量续作的买断式逆回购来看,央行依然保持对流动性的呵护态度,一是为经济基本面的恢复提供支撑,降低实体经济的融资成本,二是为发债降低成本,减少债务付息压力,从而将财政支出落于实处,从这一角度来看,收益率难上行。同时,2024年末已经透支了2025年全年的降息预期,目前5月降息10bp,年内或再出现一次10-20bp的降息,加总后达到20-30bp。2020年以来,10年期国债收益率与7天期逆回购利率之间的利差中枢为65bp,若按照当前1.4%的7天期逆回购利率来定价,10天期国债收益率的点位应当是2.05%,目前有30bp的降息预期。考虑到去年8月起陆续引入了买卖国债和买断式逆回购工具,我们观察去年8月至今的利差中枢值为33bp,则目前的点位较为合理,但在降息和重启买入国债前,也没有进一步下行的空间,建议在10年期国债活跃券利率上行至1.75%后进行配置。美国2025年7月CPI、7月PPI、8月密歇根大学消费者指数、失业救济金等一系列数据公布,后市美债收益率如何变化? 上周(0811-0815)海外方面俄乌冲突再度迎来转机,同时市场聚焦下周杰克逊霍尔央行年会上鲍威尔潜在的鹰派发言,美债长端仍维持4.0-4.5%宽幅震荡格局,期限利差边际收窄,符合前期我们对短久期资产的青睐,美股估值目前仍处在历史高分位数水平,

CAPE 目前处于历史第二高位，仅次于 2000 年互联网泡沫峰值。我们认为在 25 年剩余时间联储重启降息概率较大，鲍威尔所代表鹰派或采取折中选项，向下调整政策性利率 25—50bp，一方面这或将支持美股高估值，迫使曲线趋陡，另一方面前几轮降息周期的息差套利、资金外溢或较克制，但仍将提振全球风险资产估值重塑。观点上看多美债短端、黄金。我们在延续上周观点的基础上，结合增量数据，思考如下：美国 7 月 CPI 低于市场预期，PPI 远超市场预期。8 月 12 日公布的 CPI 数据显示，美国 2025 年 7 月 CPI 同比涨幅从维持了 6 月的 2.7%，低于市场预期值 2.8%；CPI 环比上升 0.2%，低于前值 0.3%，符合市场预期值 0.2%。核心 CPI 同比上升 3.1%，高于市场预期值 3.0%、前值 2.9%，为近 5 个月以来的最大值；核心 CPI 环比上升 0.3%，符合市场预期值 0.3%，高于前值 0.2%，为近 6 个月以来的最大值。美国 7 月 PPI 同比增速从上月的 2.3% 升至 3.3%，高于市场预期值 2.5%；PPI 环比增速 0.9%，高于市场预期值 0.2% 及前值 0%，环比涨幅创两年纪录。7 月核心 PPI 同比上升 3.7%，市场预期值 3.0%，前值 2.6%；核心 PPI 环比 0.9%，预期值 0.2%，前值 0%。CPI 数据表明，关税对商品通胀的传导仍在进行，服务通胀黏性依旧，同时带动降息预期升温，风险资产有望从中受益，但市场也担忧年底可能会出现“通胀反扑”问题。7 月美国 PPI 通胀加速至三年来最大涨幅，表明企业逐渐开始转嫁关税成本，但是远远未彻底吸收与关税相关的更高进口成本。数据显示。随着特朗普关税政策愈发清晰，尽管上半年需求相对走软，美国企业仍然积极调整商品与服务的定价，以帮助抵消与更高美国关税相关联的成本效应。美国 8 月密歇根大学消费者指数回落，信心指数自 4 月以来首次下滑；8 月 9 日首次领取失业金人数下降，8 月 2 日当周续请失业救济人数下降，均低于市场预期。8 月密歇根大学消费者信心指数、预期指数、现状指数均下降，其中信心指数 58.6 自 2025 年 4 月以来首次下滑、从五个月高点滑落，低于预期 62.0 和前值为 61.7，消费者信心的恶化主要源于对通胀的担忧加剧，反映出人们对关税影响的持续担忧，消费者仍然预计未来通胀和失业率都会恶化。从领取失业金数据来看，8 月 9 日当周首次申请失业救济人数降至 22.4 万人（前值 22.6 万人），低于预测值 22.5 万人；8 月 2 日当周持续领取失业金人数降至 195.3 万人（前值 197.4 万人），低于预测值 196.7 万人。特朗普关税政策造成的经济不确定性，令企业削减新员工招聘力度，不过首申人数维持在较低水平，表明企业并没有大规模裁员；续请失业金人数过去几个月持续徘徊于 2021 年以来高位，说明失业者重新找工作很难。美国财政部长贝森特预言 9 月可能降息 50 个基点。当地时间周三（8 月 13 日），美国财政部长贝森特表示，鉴于近期就业数据疲软，美联储 9 月份有可能会大幅降息 50 个基点。贝森特在当天接受采访时说：“如果我们在 5 月或 6 月看到这些修正后的非农数据，我怀疑美联储可能已经在 6 月和 7 月降息了。这告诉我们，9 月份降息 50 个基点的可能性非常高。”他还表示：“利率目前限制性过强……美联储应该将利率降低 150 到 175 个基点。”他进一步呼应了特朗普政府对美联储的公开批评和详细政策建议，尽管美联储坚称货币政策只会基于经济数据，而非政府施压。截至 8 月 15 日，Fedwatch 预期 2025 年 9 月降息 25bp 的概率高达 92.1%，上周为 88.9%；10 月份降息的可能性降至 55.2%，上周为 57.0%；12 月份在 10 月份降息的基础上再次降息的可能性为 41.8%，上周为 46.7%。风险提示：(1)大宗商品价格波动风险；宏观政策变动风险。历史经验不代表将来；经济基本面变化超预期。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭 证券分析师：徐沐阳

证券分析师：徐津晶)

固收周报 20250817：如何缓解当前转债配置踏空焦虑？

本周（0811—0815）海外方面俄乌冲突再度迎来转机，同时市场聚焦下周杰克逊霍尔央行年会上鲍威尔潜在的鹰派发言，美债长端仍维持4.0—4.5%宽幅震荡格局，期限利差边际收窄，符合前期我们对短久期资产的青睐，美股估值目前仍处在历史高分位数水平，CAPE 目前处于历史第二高位，仅次于2000年互联网泡沫峰值。我们认为在25年剩余时间联储重启降息概率较大，鲍威尔所代表鹰派或采取折中选项，向下调整政策性利率25—50bp，一方面这或将继续支撑美股高估值，迫使曲线趋陡，另一方面前几轮降息周期的息差套利、资金外溢或较克制，但仍将提振全球风险资产估值重塑。观点上看多美债短端、黄金。国内权益上周延续“慢牛”格局，微盘股迎来驻点，我们认为权益正从估值修复走向业绩修复，叠加联储9月潜在降息预期发酵，“慢牛”格局或仍将延续。转债上周跟随权益整体上涨，等权优于加权，风格上高价显著优于低价，低价略微优于中价，中低价标的显示出跟随上的乏力。我们认为当前不乏踏空焦虑情绪，可分几步进行追赶：1) 增量资金直接增配转债ETF，维持仓位处于相对合理水平；2) 增配近期下跌较多的银行标的，及回调较多的周期标的；3) 放宽转债固有收益区间至上限150元，挖潜题材标的超额收益。下周转债平价溢价率修复潜力最大的高评级、中低价前十名分别为：合兴转债、浦发转债、金能转债、利群转债、希望转债、柳药转债、建工转债、青农转债、鲁泰转债、能化转债。风险提示：(1) 正股退市和信用违约风险；(2) 流动性环境收紧风险；(3) 权益市场超跌风险；(4) 地缘政治危机影响；(5) 行业政策调控超预期。

(证券分析师：陈伯铭)

固收点评 20250816：二级资本债周度数据跟踪 (20250811-20250815)

观点 一级市场发行与存量情况： 本周（20250811-20250815）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债1只，发行规模为15.00亿元。发行年限为10Y；发行人性质为民营企业；主体评级为AA+；发行人地域为浙江省。截至2025年8月15日，二级资本债存量余额达46,783.85亿元，较上周末（20250808）减少496.0亿元。二级市场成交情况： 本周（20250811-20250815）二级资本债周成交量合计约1617亿元，较上周增加11亿元，成交量前三个券分别为25中行二级资本债01BC（90.88亿元）、25工行二级资本债01BC（70.77亿元）和25工行二级资本债02BC（67.36亿元）。分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和福建省，分别约为1230亿元、118亿元和72亿元。从到期收益率角度来看，截至8月15日，5Y二级资本债中评级AAA-、AA+、AA级到期收益率较上周涨跌幅分别为：8.09BP、8.29BP、5.29BP；7Y二级资本债中评级AAA-、AA+、AA级到期收益率较上周涨跌幅分别为：9.16BP、7.91BP、7.91BP；10Y二级资本债中评级AAA-、AA+、AA级到期收益率较上周涨跌幅分别为：7.95BP、7.95BP、7.95BP。估值偏离%前三十个券情况：本周（20250811-20250815）二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交的比例小于溢价成交，折价成交的幅度大于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为21九台农商二级（-6.9278%）、23潍坊银行二级资本债01（-0.3655%）、21宁波银行二级02（-0.1633%），其余折价率均在-0.15%以内。中债隐含评级以AA+、AA-、AA评级为主，地域分布以北京市、浙江省、山东省居多。溢价个券方面，溢价率前四的个券为22长城华西二级资本债01（0.9132%）、25稠州商行二级资本债02（0.6656%）、22工行二级资本债03B

(0.5505%)、21 工商银行二级 03 (0.5251%)，其余溢价率均在 0.51% 以内。中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA 评级为主，地域分布以北京市、上海市、广东省居多。风险提示：Choice、Wind 信息更新延迟；数据披露不全。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

固收点评 20250816：绿色债券周度数据跟踪 (20250811-20250815)

观点 一级市场发行情况：本周 (20250811-20250815) 银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 10 只，合计发行规模约 131.31 亿元，较上周增加 22.18 亿元。发行年限多为 3 年；发行人性质为地方国有企业、中央国有企业、央企子公司、中央金融企业；主体评级多为 AAA、AA+ 级；发行人地域为北京市、广东省、广西壮族自治区、河南省、江苏省、内蒙古自治区；发行债券种类为超短期融资券、交易商协会 ABN、商业银行普通债、中期票据、私募公司债、一般公司债。二级市场成交情况：本周 (20250811-20250815) 绿色债券周成交额合计 578 亿元，较上周增加 104 亿元。分债券种类来看，成交量前三为非金公司信用债、金融机构债和利率债，分别为 261 亿元、213 亿元和 63 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 78.96%，市场热度持续；分发行主体行业来看，成交量前三的行业为金融、公用事业、交运设备，分别为 247 亿元、120 亿元和 18 亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、广东省、河北省，分别为 175 亿元、67 亿元和 51 亿元。估值偏离度前三十位个券情况：本周 (20250811-20250815) 绿色债券周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交幅度小于溢价成交，折价成交比例小于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为 25 水能 G1 (-0.7750%)、21 临川绿色债 02 (-0.7466%)、21 新沂绿色债 (-0.2536%)，其余折价率均在 -0.20% 以内。主体行业以金融、建筑、公用事业为主，中债隐含评级以 AAA-、AA、AA+ 评级为主，地域分布以北京市、福建省、江苏省居多。溢价个券方面，溢价率前四的个券为 20 湖南债 65 (0.9090%)、25 象屿金象 MTN003 (绿色) (0.7237%)、20 广东债 05 (0.6806%)、20 广东债 16 (0.6433%)，其余溢价率均在 0.60% 以内。主体行业以金融、公用事业、交运设备为主，中债隐含评级以 AA+、AA、AAA- 评级为主，地域分布以广东省、天津市、河北省、北京市居多。风险提示：Choice 信息更新延迟；数据披露不全。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

行业

推荐个股及其他点评

泰凌微 (688591)：2025 年中报业绩点评：25H1 营收利润高增，AIoT 矩阵持续发力

投资要点 25H1 营收利润高增，AIoT 矩阵持续发力。据公司 25 年中报，25H1 实现营收 5.03 亿元，yoy+37.72%，符合此前中报预告；毛利率 50.61%，连续多个报告期保持提升趋势，符合此前中报预告预期；归母净利润 1.01 亿元，yoy+274.58%，高于中报业绩预期 (0.99 亿元)。25Q2 单季营收 2.73 亿元，yoy+33.97%，qoq+18.86%；毛利率 51.09%，yoy+3.31pcts，qoq+1.04pcts；销售净利率 23.9%，yoy+8.52pcts，qoq+8.38pcts。公司毛利率持续稳健增长。客户需求增长、新客户拓展及新产品放量推动业绩增长。报告期内，客户需求增长，新客

户拓展以及新产品放量推动业绩增长；各产品线收入均有提升，尤其低功耗蓝牙、Wi-Fi 6 多模芯片表现突出。公司积极拥抱 AI 趋势，推出端侧 AI 芯片，加速 AI 与无线物联网的融合，推动边缘智能化。新推出的蓝牙 6.0 芯片与 Wi-Fi 6 多模芯片实现量产落地，带动出货快速增长。公司在海外业务拓展上保持强劲，境外收入占比提升。多元化布局下游赛道，成长动能持续增强。公司凭借在低功耗无线连接领域的技术优势，持续拓展高价值应用场景，构建了覆盖智能家居、医疗健康、汽车电子等领域的多元化产品矩阵。在传统优势领域，公司产品广泛应用于电子价签、无线键鼠等市场，市场份额稳步提升。同时，公司在智能音频领域推出支持 LE Audio 标准的蓝牙音频芯片，切入 TWS 耳机市场；重点开发基于蓝牙技术的医疗监测设备，抢占连续血糖监测市场先机；自主研发支持高精度定位的蓝牙数字钥匙方案，已通过一线车企认证并实现量产。随着电子价签智能化升级、医疗物联网设备普及以及汽车数字钥匙渗透率提升，公司已完成重点增量市场的战略布局，未来业绩增长潜力显著。

盈利预测与投资评级：考虑到公司无线物联网 SoC 芯片技术领先，在技术迭代、客户资源及产品落地方面具备显著优势，基于公司半年报公告，我们调整公司 2025-2027 年营业收入 11.50/14.83/18.84 亿元（前值：11.50/14.81/18.78 亿元），归母净利润 2.2/3.5/5.0 亿元（前值：2.0/3.0/4.3 亿元），维持“买入”评级。风险提示：宏观环境风险，行业竞争风险，技术迭代风险等。

（证券分析师：陈海进 研究助理：李雅文）

骄成超声（688392）：2025 半年报点评：锂电和线束业务高增，半导体业务进展显著

投资要点 Q2 收入同环比向上，净利率提升明显，业绩亮眼。公司 25H1 营收 3.2 亿元，同比+32.5%，归母净利润 0.58 亿元，同比+1005.1%，毛利率 65.2%，同比+15.4pct，归母净利率 18%，同比+15.8pct；其中 25Q2 营收 1.8 亿元，同环比+42.5%/+18.8%，归母净利润 0.34 亿元，同环比+718.7%/+45.6%，毛利率 65.5%，同环比+21.3/+0.6pct，归母净利率 19.6%，同环比+16.2/+3.6pct。Q2 锂电高景气，线束份额持续提升，贡献增量收入。由于锂电 24Q4 起，行业景气度提升，龙头和二线厂商开始扩产，公司设备订单明显恢复，同时耗材收入增长明显。我们测算 Q2 收入中，耗材收入 0.6-0.7 亿元左右，环比增 30%+；锂电设备我们测算收入 0.3 亿元+，环比增 10-20%；线束和 IGBT 我们测算收入 0.6-0.7 亿元，环比增 30%+；其他收入我们测算 0.2-0.3 亿元。展望全年，锂电耗材收入有望达到 2.7-3 亿元，同比增 50%+；锂电设备订单增量明显，我们预计全年订单有望 50%+增长至 2.3 亿元，收入增长 30%至 2 亿元；线束方面，我们预计收入翻番增长至 1.6 亿元；此外公司轮胎业务今年聚焦裁切设备，减少低毛利率产品，我们预计收入下降 30%至 0.7 亿元，合计全年收入 7.8 亿元左右，增长 30%+。半导体进展超预期，聚焦百亿先进封装市场。公司在功率半导体封测领域 24 年已形成 0.4 亿元收入，25 年我们预计翻倍。同时在半导体先进封装领域，公司先进超声波扫描显微镜，已成功获得了国内知名客户正式订单并完成交付；并且第四代超声波固晶机已获得客户正式订单，后续有望推出球焊机。总体而言，半导体先进封装市场空间超 100 亿元，且国产化率极低，公司有望逐一突破客户。全年我们预计半导体有望获得 2 亿元左右订单，翻番以上，26 年维持 1-2 倍高增。费用率明显下降，规模效应显著。公司 25H1 期间费用 1.5 亿元，同比+9.8%，费用率 45.8%，同比-9.4pct，其中 Q2 期间费用 0.8 亿元，同环比+12.9%/+9.1%，费用率

44%，同环比-11.5/-3.9pct；25H1 经营性净现金流 0.2 亿元，同比-127.6%，其中 Q2 经营性现金流 0.2 亿元，同环比大幅改善；25H1 资本开支 0.3 亿元，同比+30.8%，其中 Q2 资本开支 0.2 亿元，同环比+19.2%/+129.7%；25H1 末存货 2.5 亿元，较年初+43.4%。盈利预测与投资评级：考虑公司主业高增速及半导体业务拓展较快，上调公司盈利预测，预计公司 25-27 年归母净利 1.5/3.0/5.0 亿元（此前预期 1.2/2.5/4.5 亿元），同比+76%/+98%/+68%，对应 PE 64/33/19x，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：朱家佟）

百利天恒 (688506): Iza-bren 首次获 FDA 授予突破性疗法资格，“重磅炸弹”药物初具雏形

投资要点 事件：8 月 18 日，百利天恒美国子公司 SysImmune 与百时美施贵宝 (BMS) 共同宣布，FDA 授予伦康依隆妥单抗 (Iza-Bren, BL-B01D1) 突破性疗法资格，用于治疗携带 EGFR 外显子 19 缺失或外显子 21 L858R 替换突变且既往接受过 EGFR-TKI 和含铂化疗治疗的局部晚期或转移性 NSCLC 患者。点评：本次突破性疗法资格的获得主要是基于 BL-B01D1-101 (中国)、BL-B01D1-203 (中国) 和 BL-B01D1-LUNG-101 (美国 / 欧盟) 研究数据，这些试验表明，在经第三代 EGFR TKI 和含铂化疗后进展的 EGFRmt NSCLC 患者中，Iza-Bren 展现出疗效改善的证据且安全性可控。FDA 突破性疗法认定旨在加速那些可能显著优于现有标准疗法的药物开发和审评进程。

Iza-bren 临床推进迅速，数据读出或为下一步催化因素：截至 25 年 8 月，BL-B01D1 已开展 40 余项临床研究，包括 3 个海外注册临床①1L 不适用 PD-(L) 1 的 TNBC；②2L+EGFRm NSCLC；③2L+ UC。以及 10 个国内注册临床①2L+ 鼻咽癌；②2L+ 食管鳞癌；③2L+HR+/HER2- 乳腺癌；④2L+EGFRm 非鳞非小细胞肺癌；⑤PD (L) 1 和含铂化疗经治的 EGFRwt 非小细胞肺癌；⑥2L+ 三阴乳腺癌；⑦2L+ 小细胞肺癌；⑧联合奥希治疗 1L EGFRm 非小细胞肺癌；⑨2L+ 尿路上皮癌；⑩铂耐药卵巢癌。整体看，Iza-Bren 有望成为肿瘤一线治疗的 SoC 和下一个“超级重磅药物”。从下一步催化因素看，在 2025 年 9-10 月的 WCLC 和 ESMO 会议上，Iza-Bren 都将有多项临床数据披露，包括海外临床试验数据的首次公布。

近五年目标成为一家具有全球能力和规模的 MNC：公司目前已具备跨国药企四大核心能力中的三项关键支柱——全球早期研发能力、全球临床开发能力与全球生产供应能力。随着 BL-B01D1 的成功商业化，公司将进一步完善全球商业化能力，从而补齐全球化布局的最后一块关键拼图。盈利预测与投资评级：公司重磅产品 iza-bren 研发顺利推进，我们维持公司 2025/2026/2027 年营收预测为 20.18/20.35/25.41 亿元，维持“买入”评级。风险提示：研发进度不及预期，临床结果具备不确定性，市场竞争恶化等。

（证券分析师：朱国广）

零跑汽车 (09863.HK): 2025 年半年报业绩点评: Q2 再次实现正盈利，毛利率表现更佳

投资要点 公司公告：公司 2025Q2 收入为 142.3 亿元，同环比分别为+165.5%/+42.0%；单季度权益持有人应占净利为 1.63 亿元（2024Q2 为-12.0 亿元，2025Q1 为-1.3 亿元）。2025Q2 公司再次实现正盈利，毛利率表现超预期。1) Q2 公司营收同环比均大幅改善。公司 Q2 完成多款新车上市，包括零跑 B10 (4 月 10 日上市)、新

款 C10 (5 月 15 日上市)、新款 C16 (6 月 18 日上市), 最终单季度实现销量 13.4 万辆, 同环比分别+151.7%/+53.2%。公司整体 ASP 为 10.6 万元, 同环比分别+5.5%/-7.3%。此外公司战略合作、碳积分交易也带来一定的收入增加。2) Q2 毛利率超我们预期。公司 Q2 单季度毛利率为 13.6%, 同环比分别+10.8/-1.3pct, 同比显著改善的主因为规模效应/其他业务产生的收益, 环比下滑主要原因为 Q1 确认战略合作带来的毛利较多。3) 费用率同环比持续改善。公司 Q2 销售/管理/研发费用率分别为 5.6%/2.8%/7.7%, 同比分别-3.3/-2.7/-5.4pct, 环比分别-0.5/-1.0/-0.3pct。渠道方面, 截至 2025 年 6 月底, 公司销售服务网络已覆盖 286 个城市, 较去年同期新增 88 城, 共布局 806 家销售门店 (环比 Q1 末新增 50 家)。预计到 2025 年年底将新增覆盖 60 个空白市、县, 地级市, 城市覆盖率将提升至 90%。4) 出口: 2025Q2 公司出口 1.3 万辆, 环比+70%。首批 B10 已于 2025 年 7 月正式发往欧洲, 并将于 9 月在慕尼黑车展正式上市。截至 6 月底, 零跑国际已在海外建立了超过 600 家 (环比 Q1 末新增 100 家) 兼具销售与售后服务功能的网点, 其中欧洲超过 550 家 (25Q1 末为 450 家), 在亚太市场近 50 家。同时公司积极推动本地化产能建设, 马来西亚工厂 8 月已完成首台零跑 C10-OTS 车辆完成装配下线, 公司计划于 2026 年底前建立欧洲本土化生产基地, 进一步推动全球市场布局。5) 最终公司 Q2 单季度实现盈利 1.63 亿元, 单车盈利 0.12 万元/辆。

盈利预测与投资评级: 由于公司新车反馈较佳, 我们上调公司 2025 年归母净利润预期至 8.8 亿元 (原为 6.1 亿元), 基本维持 2026-2027 年归母净利润预期为 44.0/76.7 亿元, 对应 PE 为 95/19/11x。考虑公司卡位主流新能源车市场, 在研发/渠道/供应链管理多方面优势明显, 协同 Stellantis 集团出海战略明确; 此外与一汽在新能源汽车领域开展战略合作, 协同发展可期。我们维持“买入”评级。风险提示: 乘用车价格战超预期, 终端需求恢复低于预期等

(证券分析师: 黄细里 证券分析师: 孟璐)

同程旅行 (00780.HK): 2025Q2 业绩公告点评: 核心业务稳增, 利润率提升

投资要点 营收符合预期, 利润超指引区间上沿: 2025Q2 营收 46.7 亿元, yoy+10%, 落在指引区间中位偏上; 经调归母净利润 7.8 亿元, yoy+18%, 超出指引上沿。平均月付费用户同增 9.2%至 4640 万人。核心业务快速增长, 度假业务阶段性拖累: Core-OTA 板块 Q2 收入同比+14%至 40.1 亿元, 仍然高速增长, 其中交通票务/住宿预定 Q2 收入分别为 18.8/13.7 亿元, yoy+8%/15%。交通和住宿业务需求增加, 同时 take rate 有所提升; Q2 国际机票量同增接近 30%。度假业务同比-8%至 6.6 亿元, 主要由于东南亚市场跟团游恢复阶段性受阻。毛利率、净利率提升显著: Q2 毛利率 65.0%, yoy+0.4pct; 销售费用率 32.9%, yoy-2.4pct; 管理费用率 5.9%, yoy-0.5pct。经调净利率 16.6%, yoy+1.1pct。精细化运营优化销售费用占比, 经调净利率有所提升。

盈利预测与投资评级: 同程旅行积极运营微信流量实现加速成长, 国内出行维持高景气, 跨境旅游高增速, 公司收紧用户补贴保证利润水平。由于收购万达酒管公司, 我们上调盈利预测, 预期 2025-2027 年归母净利润分别为 26.8/32.1/35.4 亿元 (前值为 25.0/30.1/35.2 亿元), 对应 PE 估值为 16/13/12 倍。预计 2025 年经调整净利润为 34.0 亿元, 对应 PE 为 12 倍, 维持“增持”评级。风险提示: 出行消费习惯变化, 行业竞争加剧等。

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 石琦瑄

证券分析师: 王琳婧)

东威科技（688700）：CoWoP 搭配 HDI 带动高端电镀设备需求，设备龙头有望充分受益

投资要点 算力需求上行，CoWoP 搭配 HDI 推动 PCB 高端化、低成本化：随着算力需求不断攀升，PCB 行业加速向高端化、低成本化发展。CoWoP（Chip on Wafer on PCB）工艺应运而生，通过省略传统封装基板，将芯片直接封装至 PCB 板上，简化工艺流程，缩短传输距离并降低传输损耗，有望成为下一代主流封装技术。HDI（High Density Interconnect，高密度互连）技术凭借其高密度布线能力，成为 CoWoP 的关键支撑。HDI 板线宽从 CoWoS-P 工艺的 20-30 μm 降低至 CoWoP 工艺的 10 μm ，需采用 mSAP（15 μm ）或 SAP（10 μm 以下）工艺实现精细布线，满足芯片与 PCB 之间的高密度互连需求。MSAP 与 SAP 工艺是实现 HDI 的关键工艺，新增高价值量先进电镀设备需求。：MSAP（改良半加成法）和 SAP（半加成法）工艺是实现高密度互连（HDI）的关键技术，尤其在 CoWoP 工艺中发挥重要作用。①MSAP 工艺通过在超薄基铜上选择性电镀加厚线路，再通过差分蚀刻去除未电镀的基铜，实现微米级线宽/线距。其绝缘基板沉铜工艺需要高均匀性化学镀铜，高价值量水平电镀&MVCP 设备需求有望放量。②SAP 工艺则通过在绝缘基板上沉铜、图形电镀、蚀刻等方式实现线路制造，能够实现更精细的线宽线距（10 μm 以下）。SAP 工艺在 MSAP 设备需求外，还需高精度图形电镀设备，用于加厚线路部分的铜层。电镀设备龙头技术底蕴深厚，有望充分受益于 HDI 电镀设备量价齐升：公司针对 HDI（高密度互连）领域布局了高价值量的水平电镀设备和 MVCP 设备，有望充分受益于 HDI 电镀设备需求的增长：①水平镀三合一设备：相比垂直电镀，水平电镀在高纵横比通孔和微盲孔领域具有明显优势，更适用于高阶 HDI。公司设备已通过头部客户验证，0 到 1 国产替代进程可期。②MVCP（移栽式垂直连续电镀）设备：公司 MVCP 电镀线宽/线距最小可达 8 μm ，能够满足 MSAP 工艺的高精度要求，有望加速完成国产替代。③脉冲电镀设备：相比传统的直流电镀，脉冲电镀具备更好的深孔电镀能力和表面均匀性，充分满足高端 HDI 高纵横比微孔填充需求，市场前景广阔。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 1.47/1.85/2.24 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 97/77/64 倍，我们看好公司成长性，维持“增持”评级。风险提示：CoWoP 工艺产业化不及预期，设备研发&出货进度不及预期。

（证券分析师：周尔双）

创世纪（300083）：2024 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

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攻机需求旺盛，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 板块复苏带动钻攻机需求，持续开拓机器人&低空等新兴领域

1) 钻攻机国产龙头，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，公司拳头产品钻攻机 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，钻攻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，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)

帝尔激光 (300776)：CoWoP 搭配 HDI 带动激光微孔设备需求，设备龙头有望充分受益

投资要点 算力需求上行，CoWoP 搭配 HDI 推动 PCB 高端化、低成本化：随着算力需求不断攀升，PCB 行业加速向高端化、低成本化发展。CoWoP (Chip on Wafer on PCB) 工艺应运而生，通过省略传统封装基板，将芯片直接封装至 PCB 板上，简化工艺流程，缩短传输距离并降低传输损耗，有望成为下一代主流封装技术。HDI (High Density Interconnect, 高密度互连) 技术凭借其高密度布线能力，成为 CoWoP 的关键支撑。HDI 板线宽从 CoWoS-P 工艺的 20-30 μm 降低至 CoWoP 工艺的 10 μm ，需采用 mSAP (15 μm) 或 SAP (10 μm 以下) 工艺实现精细布线，满足芯片与 PCB 之间的高密度互连需求。

HDI 布线密度更高，高精度激光打孔成为刚需：HDI 技术以高密度布线为显著特点，线宽线距可达 0.05mm 及以下，且层数更多、电路更加密集、孔径直径更小，对钻孔精度和效率提出了极高要求。激光打孔技术凭借其高精度、高效率的特点，成为 HDI PCB 加工的必备工艺。激光打孔能够实现 0.05mm 及以下的微孔加工，高纵横比孔加工能力可达 10:1 以上，突破了传统机械打孔的精度限制，为狭小空间内的高密度连接提供了可能。同时，激光打孔速度可达每分钟数千个孔，效率远超传统机械打孔，且一套激光设备可完成打孔、切割、铣削等多工作业，降低设备成本与占地面积，提升生产效率。

公司激光微孔设备技术领先，PCB 加工打开需求空间：公司 TGV 激光微孔设备凭借精密控制系统及激光改质技术，实现对不同材质玻璃基板的微孔、微槽加工，精度达 $\pm 5 \mu\text{m}$ ，孔壁光滑、导电性优，满足高端 HDI PCB 严格孔质量要求。设备已应用于半导体、显示芯片封装领域，完成面板级玻璃基板通孔设备出货，实现晶圆级、面板级 TGV 封装激光技术全覆盖。随着 CoWoP 工艺推广，激光设备需求增长，公司激光微孔设备有望充分放量。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润为 6.4/7.2/7.6 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 31/28/26 倍，维持“买入”评级。

风险提示：CoWoP 工艺产业化不及预期，设备研发&出货进度不及预期。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 李文意)

晶盛机电 (300316): AR 眼镜催化不断, 材料龙头有望充分受益

投资要点 事件: Meta 首款带显示屏的 AR 眼镜 Hypernova 将于 9 月上市, 售价为 800 美元, 重量仅为 70g。AR 眼镜是 AI 应用的完美载体, 可以结合虚拟和现实: AR 眼镜(增强现实眼镜)是一种将虚拟信息叠加到现实世界中的智能穿戴设备, 核心在于虚拟信息与现实世界的完美融合。2024 年全球 AR 眼镜出货量达到 55.3 万副, 同比+7.8%, 其中中国 2024 年出货 28.6 万副。光学显示系统为 AR 眼镜的核心。光学显示系统由光学组合器和微显示屏组成。光学显示系统是 AR 眼镜的核心部件, 也是价值量最大的部件, 约占整个 AR 眼镜成本的 40%+。碳化硅材料具备高折射率、高热导性, 成为 AR 眼镜镜片的理想基底材料: 基底材料的折射率越高, AR 镜片的 FOV 就更大, 单层 SiC 镜片即可实现 80 度以上 FOV, 可以提供更轻薄的尺寸和更大更清晰的视觉效果。高折射率同样可以有效解决光波导结构中的彩虹纹和色散问题。高导热性则有效提升了 AR 眼镜的散热能力和性能表现。同时, SiC 材料的高硬度和热稳定性亦支持刻蚀工艺的引入, 有效提升产能和良率。牵手龙头玩家布局 AR 眼镜衬底, 自建产能规模效应&自制设备加速 SiC 降本产业化: 晶盛机电牵手浙大系 AR 眼镜企业龙旗、XREAL、鲲游光电, 布局碳化硅 AR 眼镜衬底, 其 8 寸衬底已实现出货, 12 寸降本型完成研发生产。公司凭借深厚的技术底蕴和自制设备优势, 加速碳化硅降本产业化, 有望充分受益于规模效应: ①国内产能: 公司现有拉晶产能 30 万片, 2025 新建 60 万片 8 寸产能落地后, 公司合计产能将达 90 万片。②海外产能: 近期子公司浙江晶瑞 SuperSiC 在马来西亚槟城州举办奠基仪式, 一期项目建成后, 8 英寸碳化硅衬底预计可实现 24 万片/年的高效产能。盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 20/22/27 亿元, 对应股价 PE 为 19/18/15 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 碳化硅渗透率不及预期, 技术研发不及预期。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 李文意)

腾讯控股 (00700.HK): 2025Q2 业绩点评: 国际游戏超预期, AI 提升广告效益

投资要点 事件: 公司发布 2025 年第二季度业绩。2Q25 公司实现营业收入 1845.0 亿元, 同比+14.5%, 高于彭博一致预期的 1789.4 亿元; None GAAP 归母净利润 630.5 亿元, 同比+10.0%, 高于彭博一致预期的 620.2 亿元。各项业务毛利率提升。2Q25 总体毛利率为 56.9%, 同比+3.6pct。2Q25 增值服务毛利率为 60.4%, 同比+3.4pct, 受益于本土市场游戏驱动以及《三角洲行动》在内的若干自主研发高利润率游戏贡献增加; 广告业务毛利率为 57.6%, 同比+1.9pct, 受益于高毛利率视频号及微信搜一搜收入增长; 金融科技及企业服务毛利率为 52.1%, 同比+4.5pct, 受益于消费贷款业务及理财服务收入贡献增加, 以及支付服务及云服务成本效益提高。国际游戏收入超预期, 长青游戏平台化。2025Q2 网络游戏业务实现收入 592.0 亿元, 同比+22.1%, 高于彭博一致预期的 561.4 亿元。主要得益于 Supercell 旗下游戏及《PUBG MOBILE》收入增长, 以及《沙丘: 觉醒》贡献。2025Q2《王者荣耀》、《和平精英》向平台化进化;《皇室战争》6 月流水创下 7 年新高;《三角洲行动》7 月月活突破 2000 万, 日活排名行业前五, 流水排名前三; 小游戏总流水同比+20%, 技术底座升级, 兼容更多游戏引擎。公司加大 AI 在游戏中的应用, 通过创建 AI 虚拟队友、以 AI 驱动的营销持续吸引新玩家。广告收入延续高增, AI 驱动转化率提升。2Q25 广告业务实现收入 357.6 亿元, 同比+19.7%,

高于彭博一致预期的 350.7 亿元。AI 广告平台改进和微信交易生态提升，推动广告主需求提升。公司加大 AI 在广告创作、投放、推荐及效果分析中的应用，升级广告基础模型，提升流量平台广告效果。通过提升广告点击率、转化率和广告主投入回报，推动收入增长。随深度学习发展及 AI 搜索进步，公司广告效益有望持续提升。

盈利预测与投资评级：公司持续释放业绩，且拥有强大的壁垒。考虑 AI 持续赋能公司游戏广告业务，模型与应用不断突破，我们上调 2025-2027 年经调整净利润至 2555/2858/3182 亿元，对应 2025-2027 年 PE (Non-IFRS) 为 19/17/16 倍（港币/人民币=0.92，2025 年 8 月 15 日）。公司仍具有坚实的业务壁垒，生态强大，视频号、小程序和金融科技等业务收入整体维持增长，维持公司“买入”评级。

风险提示：政策监管风险；运营数据低于预期；变现节奏低于预期。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：张家琦）

中科飞测（688361）：2025 年中报点评：营收持续高增，先进制程量检测设备研发验证进展顺利

投资要点 25H1 营收高增，Q2 亏损幅度持续收窄：25H1 公司实现营收 7.02 亿元，同比+51.4%，其中检测设备营收 4.26 亿元，同比+38.9%，占比 60.7%，量测设备营收 2.56 亿元，同比 70.5%，占比 36.4%，其他服务营收 0.20 亿元，同比+190.9%，占比 2.9%；归母净利润为-0.18 亿元，扣非净利润为-1.10 亿元，同比亏损收窄，主要系公司营收规模的持续稳定增长，以及研发投入占营业收入的比例同比有所下降等所致。Q2 单季营收为 4.08 亿元，同比+78.7%，环比+38.7%；归母净利润为-0.03 亿元，扣非归母净利润为-0.67 亿元，同比亏损幅度收窄。

盈利能力持续改善，研发投入仍维持高位：25H1 公司毛利率为 54.31%，同比+8.1pct；销售净利率为-2.61%，同比+12.1pct；期间费用率为 64.27%，同比-1.9pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.51%/13.32%/40.65%/1.79%，同比-0.3/-0.4/-4.0/+2.8pct。研发投入仍维持高位，25H1 研发费用达 2.85 亿元，同比+37.8%。Q2 单季毛利率为 51.59%，同比+13.7pct，环比-6.5pct；销售净利率为-0.83%，同比+44.0pct，环比+4.3pct。

存货同比增长，合同负债同比略降：截止 25H1 末，公司存货为 22.70 亿元，同比+65.7%；合同负债为 6.08 亿元，同比-3.1%。25H1 公司经营活动净现金流为-4.42 亿元，负现金流同环比扩大主要系业务规模持续快速提升带动原材料等相关采购支出规模增长，公司保持较高水平研发投入等所致。

平台化布局产品线持续丰富，更先进制程研发验证进展顺利：1) 无图形晶圆检测设备：量产型号已覆盖 2Xnm 及以上工艺节点，1Xnm 设备通过多家头部逻辑/存储客户验证，截至 25H1 公司累计交付超 300 台，覆盖超 100 余家客户，同时第四代产品已出货至国内头部客户产线验证；2) 图形缺陷检测设备：广泛应用于逻辑、存储、先进封装等领域，其中用于具备三维检测功能的设备与 HBM 等先进封装的 3D AOI 设备通过国内头部客户验证，2Xnm 明场纳米图形晶圆缺陷检测设备、暗场纳米图形晶圆缺陷检测设备的研发进展顺利，截至 25H1 末，公司累计交付超 400 台，覆盖 50 余家客户；3) 三维形貌量测设备：支持 2Xnm 及以上制程，截至 25H1 累计交付超 200 台设备，覆盖近 50 家客户，应用在 HBM 等新兴先进封装领域的三维形貌量测设备也通过多家国内头部客户验证，期间订单稳步增长；4) 薄膜膜厚度量测设备：已覆盖国内先进工艺和成熟工艺的主要集成电路客户，金属薄膜膜厚度量测设备为新增长点，订单量持续稳步增长，市占率不断提升，测量精度更高的新一代介质薄膜膜厚度量测设备已通过多家国内主流客户验证；5) 套刻精度量测设备：90nm 及以上工艺节点的设备已实现批

量销售，2Xnm 设备已通过国内头部客户产线验证，获得国内领先客户订单，测量精度更高的新一代设备已开展产线验证，进展顺利。6) 明/暗场纳米图形晶圆缺陷检测设备系列已陆续开始在头部客户验证；7) 关键尺寸量测设备：2Xnm 产品研发进展顺利，已完成客户端验证。8) 良率管理、缺陷分类、光刻套刻分析系统已陆续交付客户。盈利预测与投资评级：考虑到产品持续完成客户验证并出货，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.17/3.64/5.12 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 130/78/55 倍，基于公司在半导体量测设备领域的高成长性，维持“增持”评级。风险提示：晶圆厂资本开支不及预期，设备研发验证进度不及预期。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意)

蔚蓝锂芯 (002245)：2025 年中报点评：三大主业业绩亮眼，新方向进展可期

投资要点 中报业绩符合市场预期。公司 25 年 H1 营收 37 亿元，同增 22%，归母净利 3.3 亿元，同增 99%，扣非净利 3.6 亿元，同增 187%；其中 25 年 Q2 营收 20 亿元，同环比+22%/+16%，归母净利 1.9 亿元，同环比+98%/+35%，扣非净利 2.1 亿元，同环比+175%/+41%，毛利率 21.1%，同环比+5.5/+0.7pct，归母净利率 9.6%，同环比+3.7/+1.4pct。Q2 出货近 1.8 亿颗，环增 30%，单颗盈利升至 0.6 元。传统锂电方面，25 年 H1 营收 16.0 亿元，同增 44%，对应出货超 2 亿颗，同增 20%，其中 Q2 出货 1.7-1.8 亿颗，同环比+75%/+30%，我们预计全年出货 7 亿颗，同增 60%。盈利方面，锂电 25 年 H1 毛利率 21.6%，同增 6.5pct，Q1 单颗盈利 0.4 元，Q2 单颗盈利 0.6 元，环增 50-60%，表现超市场预期，系产品涨价+稼动率提升，随着马来工厂 Q3 产能释放，我们预计全年单颗盈利 0.5 元+，贡献利润 4 亿元。新领域布局放量在即，推出半固态圆柱新品。锂电新品方面，公司 BBU 成功适配 GB300，25 年预计出货 100 万颗，27 年预计出货破千万颗，我们预计单颗售价 2 美金，单位盈利 8-9 人民币。公司 7 月推出半固态圆柱新品，能量密度 350wh/kg，循环寿命超 8000 次，支持 1C/3C 充放电，量产验证预计年底完成，后续计划 27 年量产 500Wh/kg 的全固态圆柱电池。新领域看，BBU、机器人、EVTOL 等预计 26-27 年开启放量，产品盈利能力大幅优于传统主业，公司锂电板块有望迎来第二增长曲线。LED 业务盈利亮眼，金属物流保持稳健。LED 25 年 H1 营收 8.6 亿元，同增 15%，毛利率 25.6%，同增 9.8pct，贡献利润约 1 亿元，同增 214%，LED 芯片量价齐升，我们预计全年贡献利润 1.5-2.0 亿，同增 35%+，此外公司已推出 CSP 芯片级封装产品，26-27 年有望贡献增长点；金属物流 25 年 H1 营收 11.9 亿元，同增 3%，毛利率 17.3%，同增 2.8pct，继续保持稳健运营，我们预计 25 年有望贡献利润 1.7 亿+。25 年 Q2 费用率环比下滑，经营现金流同比转正。公司 25 年 Q2 期间费用率 7.4%，同环比-1.5/-2.5pct；经营性现金流 4.1 亿元，同比转正，环比+23%；25 年 Q2 资本开支 1.9 亿元，环比-22%；25 年 H1 末存货 17.4 亿元，较年初增长 15%。盈利预测与投资评级：我们维持 25-27 年归母净利预期 7.5/10.0/13.1 亿元的预期，同比+55%/+33%/+31%，对应 PE 为 29x/22x/17x，给予 26 年 30x PE，对应目标价 26 元，维持“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期，原材料价格波动，市场竞争加剧。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕)

证券分析师：朱家佟)

恩捷股份 (002812)：2025 半年报点评：行业磨底静待出清，布局硫化锂打造第二增长曲线

投资要点 25Q2 业绩符合市场预期。公司 25H1 收入 57.6 亿元，同比+20%，归母净利润-0.9 亿元，同比-132%，毛利率 15.5%，同比-5.5pct。其中 25Q2 收入 30.3 亿元，同环比+24%/+11%，归母净利-1.2 亿元，同环比-190%/-558%，毛利率 14.1%，同环比-9.0/-3.1pct，公司业绩位于预告中值，符合市场预期。隔膜排产旺盛份额回升、Q2 价格已基本见底。25H1 公司隔膜出货 46 亿平+，其中 Q2 出货 25 亿平+，同环比增 65%/20%+，公司 7 月起排产 9 亿平+已满产，我们预计 Q3 出货进一步提升，全年湿法预计出货 100 亿平，此外干法 6 月起量，我们预计全年出货 5 亿平，份额回升至 50%+。25Q2 价格环比微降 5-10%，Q3 价格已企稳，价格触底明确。盈利端，25Q2 受产品降价影响计提存货减值 0.67 亿，此外匈牙利工厂产能爬坡、干法及铝塑膜业务导致亏损，若加回，25Q2 经营性利润 1 亿左右，对应单平净利 0.04 元/平；展望 25H2，预计盈利仍承压，但公司海外产能逐步投产，匈牙利一期 4 亿平投产，25 年我们预计贡献 2-3 亿平，美国 7 亿平涂覆开始打样，并规划匈牙利二期 8 亿平和马来西亚 10 亿平产能，同时随着国内产能出清，26-27 年盈利修复可期。布局硫化锂、固态电解质及膜产品，产品性能领先。子公司湖南恩捷开发布局硫化锂、硫化物固态电解质及电解质膜产品，在电导率、粒径控制等核心指标上处于行业领先水平，当前已实现硫化锂百吨级产线，硫化物固态电解质十吨级产线，并已对接头部客户。资本开支明显下滑、存货环比持平。25Q2 期间费用率 15.4%，同环比-4.1/-1.7pct；Q2 资产减值 0.7 亿元，主要由于隔膜产品行业价格普降下计提存货减值。Q2 经营性净现金流 0.9 亿元，环比-31%；资本开支 3.3 亿元，同环比-78%/-26%，主要系海外工厂已投产。Q2 末存货 30.0 亿元，环比基本持平。盈利预测与投资评级：我们预计 25-27 年归母净利润 2.1/8.1/18.3 亿，与此前预期保持一致，同比增长 137%/289%/126%，对应 PE 为 149x/38x/17x，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)

南华期货(603093)：2025 年中报点评：国内经纪业务相对承压，境外业务稳健扩张

投资要点 事件：南华期货发布 2025 年中报。1) 2025 年上半年公司实现营业总收入 11.01 亿元，同比-58.3%；归母净利润 2.31 亿元，同比+0.5%。公司营收降幅较大，主要系公司对若干交易业务采用净额法确认收入，但该项变动对公司净利润不产生影响。2) 其中 25Q2 实现营收 5.67 亿元，同比-66%，环比+6%；实现归母净利润 1.46 亿元，同比+1%，环比+70%。3) 2025 年上半年公司 EPS 0.38 元，ROE(加权平均)为 5.51%，同比-0.52pct。25H1 公司手续费及佣金净收入、利息净收入均同比下滑：2025H1 公司手续费及佣金净收入同比-14%至 2.35 亿元，主要系期货经纪手续费下滑。利息净收入同比-29%至 2.53 亿元，主要系保证金利息收入受利息政策影响大幅下滑。公司投资净收益(投资收益+公允价值变动收益)同比+571%至 0.84 亿元，主要系风险管理业务期货平仓损益增加。境内期货经纪业务相对承压：受市场环境及利率政策等方面因素影响，2025H1 公司国内经纪业务仍面临一定的挑战。2025H1 公司实现期货经纪业务收入 1.91 亿元，同比-25.7%，截至 2025H1，公司境内期货经纪业务客户权益为 273.47 亿元，同比+6.1%。财富管理业务规模有所提升：2025H1 公司财富管理业务收入同比-30.3%至 0.28 亿元，环比基本持平。截至 2025H1，南华基金存续公募基金规模为 215.27 亿元，较上年末增长

45.4%；公司资管产品规模 2.55 亿元，同比+28.8%。风险管理业务收入降幅较大，主要系收入确认方法变更影响：2025H1 公司风险管理业务收入 5.52 亿元，同比-72.6%，主要系若干交易业务采用净额法确认收入。境外业务收入占比超 50%：境外业务已成为公司经营的主要支撑，25H1 公司境外金融服务业务收入同比+1.8%至 3.27 亿元，境外金融服务业务收入占公司营收比重同比提升 6.8pct 至 55.6%。截至 25H1，公司境外经纪业务客户权益总规模同比+32.25%至 177.68 亿港元。盈利预测与投资评级：结合公司 2025H1 经营情况，我们下调此前盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.71/5.37/5.87 亿元（原值分别为 5.39/5.88/6.66 亿元），同比增速分别为 2.95%/13.96%/9.23%，当前市值对应 2025-2027 年 PE 分别为 31.99/28.07/25.70 倍。南华期货凭借国际化战略先发优势打造差异化竞争力，尤其在境外清算方面拥有显著优势。公司有望持续兑现发展潜力，维持“增持”评级。风险提示：1）行业监管趋严；2）利率大幅波动。

（证券分析师：孙婷 研究助理：罗宇康）

小商品城（600415）：2025 年半年报点评：归母净利同比+16.8%近预告上限，Chinagoods 平台业绩高增

投资要点 事件：2025 年 8 月 17 日，公司发布 2025 年半年报。2025H1，公司实现收入 77.13 亿元，同比+14%；归母净利润 16.91 亿元，同比+16.8%；扣除政府补助、公允价值损益、对非金融企业收取的资金占用费等项目后，公司扣非净利润 16.7 亿元，同比+17.6%。公司归母和扣非净利润均接近半年报预告区间上限。对应 2025Q2，公司实现收入 45.52 亿元，同比+11.4%；归母净利润 8.9 亿元，同比+21%；扣非净利润 8.7 亿元，同比+19.9%。市场经营业务：市场景气度高，全球数贸中心招商情况持续推进贡献大量现金流。2025H1 公司市场经营分部实现营收 23.79 亿元，同比+5%；实现利润总额为 18.48 亿元，同比+3%。2025H1，义乌市进出口总值达 4058 亿元，同比+25%，维持高景气度。全球数贸中心新市场的建设和招商有序推进，截至中报发布日已完成市场珠宝、创意潮流玩具、护肤医美行业招商。后续第三批涵盖无人机及无人化装备、机器人及人工智能装备、AR/VR 装备行业和时尚服饰面料等行业，已于 7 月 23 日正式开启报名，计划于 8 月底完成全行业招商工作。2025Q2 公司经营活动现金流为 16.6 亿元，新市场的招商推进已为公司带来现金流贡献。Chinagoods：受益于 AI 产品业绩高增。2025H1，chinagoods 的经营主体（大数据公司）实现营收 2.57 亿元，净利润 1.55 亿元，净利润同比+109.7%。平台持续深化 AI 技术赋能，2023 年 10 月起密集推出“小商 AI”系列应用，7 月 24 日，小商品城携手阿里巴巴启动“世界义乌 AI 大模型”内测。我们认为 chinagoods 业绩高增部分受益于平台 AI 产品完善、更多经营户选购高级会员，提升平台整体 ARPU。Yiwupay 支付流水稳健增长。2025H1 义支付跨境收款净额超 25 亿美元，同比+47%，报告期内利润总额超 4000 万元，同比+50%。公司支付业务全球化拓展步伐加速，正在积极布局香港 MSO、TCSP 等金融牌照申请，完成合作机构确定、海关材料提交及系统本地化准备。进口正面清单、海外布局持续推进。2025H1 公司作为进口正面清单全国唯一白名单企业，率先完成 28 类日用消费品及 5 类平行进口家电创新试点，覆盖 193 个 SKU，实现试点销售 2,600 单，提前半年达成政策目标；同步在义乌综保区构建“保税+”产业集群，成功引入美妆分装、保健食品加工等保税项目。全球化拓展再次取得突破，东亚首个海外市场——日本大阪义乌市场于 6 月 26 日盛大开业。盈利预测与投

资评级：小商品城作为一带一路出口枢纽，具备重要的战略地位。目前公司新市场扩建、Chinagoods、支付业务、进口正面清单等多项重要成长点均稳步推进。我们维持公司 2025-27 年归母净利润预期为 42.3/57.1/68.2 亿元，同比+38%/+35%/+19%，对应 8 月 18 日收盘价为 26/19/16 倍 P/E，维持“买入”评级。风险提示：新市场招商、新业务发展具备不确定性等

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖）

润本股份（603193）：2025 年半年报点评：婴童护理增势较好，期待下半年新品放量

投资要点 公司公布 2025 年半年度业绩：公司 2025H1 实现营收 8.95 亿元，同比+20.3%，实现归母净利 1.88 亿元，同比+4.2%，实现扣非后归母净利润 1.77 亿元，同比+0.9%。2025Q2 公司实现营收 6.55 亿元，同比+13.5%，实现归母净利 1.43 亿元，同比-0.8%，实现扣非后归母净利润 1.38 亿元，同比-3.9%。线上线下渠道增速均衡：分渠道看，公司 25H1 线上/线下渠道分别实现收入 6.4/2.5 亿元，同比分别+20.0%/+21.2%，在主营业务中占比分别为 71.9%/28.1%。公司线上渠道抖音平台表现亮眼，2025 年以来，润本驱蚊产品销售额位居抖音驱蚊排行榜榜首。线下渠道分地区看，华东地区 25H1 实现营收 1.65 亿元，同比+7.2%，占比最高，其他如西南/华中/东北地区虽占比较低但增速亮眼，25H1 分别同比+171%/+148%/+143%。婴童护理品类维持高增，驱蚊产品受天气影响增速略低：分品类看，公司 25H1 驱蚊/婴童护理/精油三大品类分别收入 3.8/4.1/0.9 亿元，同比分别+13.4%/+38.7%/-14.6%。25H1 驱蚊/婴童护理/精油品类毛利率分别为 53.7%/61.1%/61.8%，同比分别-1.1pct/-0.5pct/-1.4pct。25Q2 驱蚊/婴童护理/精油三大品类分别收入 3.3/2.3/0.8 亿元，同比分别+13.8%/+22.9%/-15.6%，驱蚊产品受天气影响增速略低。毛利率有所波动，财务费用率、销售费用率有所上升：①毛利率：25H1 毛利率为 58.0%，同比-0.63pct，25Q2 毛利率为 58.1%，同比-1.35pct。②费用率：25H1 期间费用率为 33.5%，同比+3.73pct，25Q2 期间费用率为 31.9%，同比+2.94pct，主要系财务费用率同比+1.56pct（主因存款利率下降），以及销售费用率同比+1.49pct。③净利率：25H1 净利率为 21.0%，同比-3.25pct，25Q2 净利率为 21.9%，同比-3.16pct。盈利预测与投资评级：公司深耕驱蚊及婴童护理细分赛道，产品定位“质高价优”，凭借大品牌小品类的经营战略及极致性价比战略空间广阔。考虑到受天气等不可抗因素影响，季节性产品如驱蚊产品等销售有所影响，我们下调公司 2025-27 年归母净利润预测由 4.0/5.0/6.1 亿元至 3.3/4.2/5.2 亿元，分别同比+10.9%/+25.2%/+23.7%，对应 PE 分别为 39/31/25X，我们仍看好下半年婴童护理新品推出重拾业绩高增，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧，新品推广进展不及预期，宏观经济波动。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：郝越）

特步国际（01368.HK）：25H1 业绩点评：主品牌电商驱动增长，索康尼盈利显著改善

投资要点 公司公布 25H1 业绩：25H1 营收 68.38 亿元/yoy+7.1%，归母净利润 9.14 亿元/yoy+21.5%，净利润增速高于营收主因 24H1 盖世威&帕拉丁业务亏损 1.06 亿元，24H2 已完成对该业务的剥离。考虑可比口径，25H1 可持续经营业务归母净利润 yoy+6.4%，净利润增速略低于收入，主因主品牌 OPM 同比有所下降。中期派息每股 18.0 港仙，派息比率维持 50.0%。主品牌特步：电商驱动稳健增长，利润率小幅下降。1）收入：25H1 收入 60.5 亿元/yoy+4.5%/收入占比

88.5%。增长主要由电商渠道驱动，电商业务收入实现双位数同比增长，占主品牌收入超过 30%。截至 25H1 末，主品牌门店共 7,924 家（成人 6,360 家+儿童 1,564 家），较 24 年末净减少 42 家。25 年 8 月集团将儿童业务正式改名为“特步少年”，并发布了《中国青少年运动长高蓝皮书》，助力特步少年业务增长。2）利润率：25H1 毛利率 43.6%/yoy-0.3pct，经营利润率 20.0%/yoy-0.6pct。毛利率和经营利润率轻微下滑，主要由于线上渠道竞争加剧导致折扣略微加深以及相对低毛利率的儿童业务增长快于成人业务。专业运动（索康尼+迈乐）：收入延续高增，利润率显著提升。1）收入：25H1 收入 7.85 亿元/yoy+32.5%/收入占比 11.5%，延续快速增长趋势。增长主要来自线下零售的强劲表现（同店销售双位数增长）及线上渠道的持续增长。截至 25H1 末，索康尼在中国内地门店 155 家，较 24 年底新增 10 家。2）利润率：25H1 毛利率 55.2%/yoy-1.6pct，主要因毛利率相对较低的服装销售贡献增加，经营利润率 10.0%/yoy+6.1pct，主要得益于销售增长和有效的成本管理。下半年随索康尼新品推出，我们预计全年 OPM 维持中至高单位数水平。毛利率持平略降，净利率改善，净现金大幅增加。1）毛利率：25H1 同比-0.1pct 至 45.0%，来自主品牌及专业运动毛利率同比下降、剥离 K&P 业务的共同影响。2）期间费用率：25H1 销售费用率同比+1.5pct 至 21.7%，主因线上推广支出增多；管理费用率同比-0.8pct 至 9.4%，主因股份支付开支拨回及员工成本相关开支减少。3）归母净利率：结合政府补助增加、可转债公允价值变动、利息支出减少等项目变动，25H1 可持续经营业务的净利率同比-0.1pct 至 13.4%，集团归母净利率同比+1.6pct 至 11.8%（24H1 受 K&P 亏损拖累基数较低）。4）存货：截至 25H1 末存货 22.5 亿元/yoy+3%，存货周转天数 91 天/yoy+1 天，基本稳定。5）现金流：25H1 经营活动现金流净额 7.74 亿元/yoy-6.3%，截至 25H1 末账上现金 32.2 亿元/yoy+8%，上半年公司发行 5 亿元可转债、偿还 10.4 亿元银行贷款，净现金同比+94.3%至 19.1 亿元。盈利预测与投资评级：看好公司多品牌战略协同及在跑步领域的专业优势，维持 25-27 年归母净利润 13.7/15.7/17.7 亿元的预测值，对应 PE 分别为 11/10/9X，维持“买入”评级。风险提示：国内消费复苏不及预期，行业竞争加剧。

（证券分析师：汤军 证券分析师：赵艺原）

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>