

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-08-19

宏观策略

2025 年 08 月 19 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 周尔双

执业证书：S0600515110002

021-60199784

zhouersh@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

瑞芯微（603893）：2025 年中报业绩点评：25H1 营收利润高增，AIoT 矩阵和生态共振

25H1 营收高增，盈利能力显著增强。据公司 25 年中报，25H1 实现营收 20.46 亿元，yoy+63.85%，与此前业绩预告 20.45 亿元基本一致；毛利率 42.29%，同比上升 6.38pcts；归母净利润 5.31 亿元，同比增长 190.61%，与业绩预告中值 5.3 亿元基本一致。25Q2 单季营收 11.61 亿元，yoy+64.54%，qoq+31.18%；毛利率 43.32%，同比增长 6.46pcts，环比增长 2.37pcts；销售净利率 27.71%，同比增长 11.39pcts，环比增长 4.04pcts。旗舰产品稳健增长，新发 NPU 积极拓展端侧 AI 场景。2025 年上半年，AIoT 市场保持稳健增长，旗舰 RK3588 与次新 RK3576 继续发挥龙头作用。公司同时发布首颗端侧算力协处理器 RK182X，支持 3B 至 7B 规模 LLM 及 VLM 部署，覆盖汽车座舱、家居、教育、办公与工业智能制造等场景，拓展端侧 AI 应用边界。产品推陈出新，全场景 AIoT 芯片布局加速。公司 25H1 推出的新一代视觉处理器 RV1126B 具备四核 CPU、3TOPs 自研 NPU 及独立 AI-ISP，已面向 IPC、车载、工业相机等量产应用。音频产品方面，RK2116 发布，凭借高性能 DSP 和丰富音频接口，形成与 RK2118 的高低配组合，完善车载与智能音频方案。公司推进 RK3572、RV1103C、RK3538 等中端产品研发，覆盖多层次算力需求，并着手打造旗舰 RK3688 和次旗舰 RK3668，以先进制程和差异化定位树立行业标杆。

禾赛科技（HSAI）：2025 年第二季度业绩点评：净利润超预期，智驾与机器人双擎驱动增长

关键词：#业绩超预期 投资要点 事件：公司发布 2025 年第二季度财报，25Q2 实现营收 7.1 亿元，同比+53.9%，环比+34.5%；归母净利润 0.44 亿元，同比+161.2%，环比+351.2%；毛利率 42.5%，同比-2.6pct，环比+0.8pct。ADAS 上半年市占率第一，加速推进全球布局。25Q2 ADAS 产品总交付量达 35.2 万台，同比增长 275.8%，延续高速增长态势。本季度及近期，公司再获 9 家头部车企的 20 款车型定点，计划于 2025-2026 年陆续交付，核心客户包括禾赛 Top 2 客户之一、吉利、长城汽车、长安汽车等头部车企。在国际市场，禾赛再度实现重大突破，与一家欧洲顶级车企的项目进入 C 样阶段，为 2026 年新车型的规模化量产和商业落地奠定坚实基础。同时，禾赛斩获丰田汽车旗下合资品牌的新定点车型，计划于 2026 年量产。截至目前，禾赛已与 24 家国内外汽车厂商达成量产定点合作关系，随着智驾持续下沉，公司 ADAS 激光雷达有望持续放量。机器人激光雷达迅速放量，开启第二增长引擎。25Q2 机器人领域产品交付量为 4.85 万台，同比增长 743.6%。作为赋能机器人移动的最佳传感器，激光雷达在机器人领域正在迅速规模放量，已成为禾赛的第二增长引擎。截至二季度末，禾赛 JT 系列发布不到 5 个月累计交付就突破 10 万台，创全球最快记录，成为全球头部割草机器人厂商的首选。近期，禾赛还与国内首家消费级具身智能公司 Vbot 维他动力和清华系具身智能创企星动纪

元正式宣布达成深度合作，共同探索具身智能的新场景、新应用与新体验。展望未来，随着禾赛在具身智能等前沿领域的持续布局，机器人业务正从单一爆款产品向平台化、多场景应用的生态演进，有望在物理 AI 浪潮中打开长期增长空间。25Q2 费用率大幅下降，毛利率保持稳定。25Q2 公司在费用控制方面成效显著，销售和营销费用同比下降 24.1%，研发费用基本保持稳定。本季度毛利率从去年同期 45.1%略降至 42.5%，环比上升 0.8pct，主要是由于高毛利的非经常性工程服务收入减少，今年前两个季度毛利率环比较为稳定。盈利预测与投资评级：我们认为今年是智驾下沉与 Robotaxi、作业机器人、无人配送车等 L4 商用端渗透的拐点年，公司作为全球高性能激光雷达龙头有望充分受益。我们将公司 2025/2026/2027 年预期归母净利润由 0.34/0.74/1

道通科技 (688208): 2025 半年度报告点评: 业绩超预期, “出海+AI” 双轮驱动增长

投资要点 事件: 公司发布半年度报告, 2025H1 公司实现营收 23.5 亿元, 同比+27.3%, 扣非归母净利润 4.7 亿元, 同比+64.1%; 2025Q2 公司实现营收 12.5 亿元, 同比+27.9%, 扣非归母净利润 2.8 亿元, 同比+69.2%。公司业绩超出市场预期。各产品线齐发力, 助力业绩增长。今年上半年, 数字维修业务得益于“维修大模型”和 AI Agents 等前沿技术的应用, 新一代综合诊断终端 UltraS2 及 ADAS 标定系统等产品竞争力凸显, 实现量价齐升, 同时 TPMS 产品受益于广阔的汽车后市场替换空间, 收入同比增长超 56%, 持续领跑汽车后市场。数字能源业务方面, 公司推出新一代智能充电解决方案, 持续深化电力电子核心技术布局, 发布“数智能源充电大模型”以及充电运营、运维、能源管理等系列 AI Agents 应用, 凭借在产品、技术、品牌及全球供应链等方面的综合优势, 在欧洲、美国等全球主要市场取得能源、交通、停车场运营、酒店公寓等多个行业顶级客户的重要突破。充电桩海外进展不断, 订单规模有望持续增长。欧洲市场公司继续实现突破, 与能源巨头壳牌 (Shell) 合作, 充电桩产品正式在荷兰的国家级大型公共充电项目中投入使用, 标志着道通产品成功打入欧洲核心公共充电网络, 验证了公司产品的强大竞争力。在亚马逊 2025 Prime Day 活动中, 公司旗下 MaxiCharger AI 智能充电桩荣获亚马逊加拿大站 “Best Seller” (销冠) 荣誉, 彰显了道通科技产品品牌在全球市场的影响力与竞争力。我们认为 Shell 存量网络扩建和全球充电设施投资加码是海外充电桩快速增长的缩影, 公司充电桩业务有望持续增长。AI 赋能核心业务, 有望实现持续降本增效。公司与科技巨头生态伙伴全面深入合作, 实践“共建、共营、共销”, 构建巡检领域的“智能体+平台+垂域模型”空地一体集群智慧解决方案。公司持续深化“以智能终端/智能中枢/具身智能为业务入口, 通过 AI Agents 服务实现持续收费”的业务模式, 今年上半年 AI 及软件毛利率超 99%。公司持续全面推进 AI 驱动经营管理的数智化变革, 覆盖研发、营销、供应链、职能等核心业务场景, 运营效率持续优化, 从而实现持续的提质降本增效。盈利预测与投资评级: 公司三项业务全面铺开, AI 有望对新、老业务全面赋能。我们基本维持公司 2025/2026/2027 年归母净利润 8.0/9.9/

华友钴业 (603799): 2025 半年报点评: Q2 镍利润稳定, 钴弹性逐步释放

盈利预测与投资评级: 我们维持 2025-2027 年盈利预测, 预计 25-27 年归母净利润为 60/67.5/82.4 亿元, 同增 44%/12%/22%, 对应 PE 为

12.6x/11.2x/9.1x，考虑镍仍处于底部，给予 25 年 15x PE，目标价 53 元，维持“买入”评级。 风险提示：上游原材料价格大幅波动，电动车销量不及预期。

绿的谐波 (688017): 2025 半年报点评: 业绩超市场预期, 人形机器人产品逐步放量

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 1.03/1.44/2.10 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 263/189/129 倍，考虑到公司积极布局人形机器人领域相关产品，维持公司“增持”评级。 风险提示：谐波减速器需求不及预期，市场竞争加剧，研发进度不及预期。

天安新材 (603725): 2025 年中报点评: 业绩稳健、稳中求变, 积极布局新赛道

公司立足建筑陶瓷和高分子复合饰面材料两大主业，重点围绕泛家居产业链布局，同时积极布局新赛道，紧抓机器人发展机遇，积极拓展新材料在人工智能领域的应用。我们调整公司 2025-2026 年并新增 2027 年归母净利润预测分别为 1.37/1.64/2.06 亿元（2025-2026 年前值为 1.88/2.28 亿元），对应 PE 分别为 24X/20X/16X，维持“增持”评级。 风险提示：原材料和能源价格波动的风险、市场竞争加剧的风险、应收账款回款风险。

盛业 (06069.HK): 2025 年中报业绩点评: 业绩符合预期, 期待电商等新行业增长

平台收入占比持续提升，带来整体经营质量提升。我们看好公司深耕供应链金融及金融科技服务，带来业绩持续快速增长。预计 2025/2026/2027 年净利润分别为 497.43/655.01/821.54 百万元，当前股价对应 PE 分别为 22/17/13 倍，维持“买入”评级。

中伟股份 (300919): 2025 半年报点评: Q2 四钴贡献利润弹性, 三元前驱体维持稳定

盈利预测与投资评级: 考虑镍价底部区间震荡，我们下调公司 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 17.2/20.2/27 亿元（原预期 18.6/24.9/31.9 亿元），同比+17%/+18%/+33%，对应 PE 为 19x/16x/12x，考虑公司为国内第一大前驱体厂商，且镍自供率持续提升，给予 25 年 25x PE，目标价 46 元，维持“买入”评级。 风险提示：原材料价格波动超市场预期，销量及政策不及预期。

昆药集团 (600422): 2025 年半年报点评: 多重因素下业绩承压, 渠道改革持续蓄能

事件: 2025 年 H1，公司实现营收 33.51 亿元（-11.68%，追溯调整后同比下滑 11.68%，下同）；归母净利润 1.98 亿元（-26.88%），扣非归母净利润 1.51 亿元（-5.57%）。2025 年单 Q2 季度，公司实现收入 17.43 亿元（-6.68%），归母净利润 1.08 亿元（-22.96%），扣非归母净利润 0.79 亿元（+67.70%），环比 Q1 有所改善。公司 2025H1 业绩有所承压，主要原因系：1）院内来看，2025 年上半年全国中成药集采扩围接续执行落地晚于预期；2）院外来看，零售药店整合出清，医保监管政策趋严；3）公司持续推进乐成改革，模式再造与渠道变革也向深水区突破。 集采逐步执行，下半年有望环比改善：湖北、江西两省自 4 月 30 日起官宣执行中选结果，其余多数省份计划在 5-7 月期间执行，截至目前已有 20 余省份发文公布执行时间。对于集采中选产品，公司进一步拓展销售渠道，提升在各级医疗机构的覆盖率，随着下半年集采执行的推进，公司三七血塞通系列产品有望放量加速。 深化渠道改革，强化核心品种竞争力：公司不断

强化核心产品的品牌定位，777 血塞通软胶囊焕新包装正式发布，同时聚焦昆中药参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒等核心产品，切入情绪健康蓝海市场，强调情绪早期干预，覆盖更广泛的“情绪亚健康”人群。渠道改革方面，公司持续推动销售模式从分散控销到集约化商道体系的转变；渠道覆盖方面，公司积极“稳存量、拓增量、促动销”，扩大终端覆盖密度，提升连锁覆盖，通过对中小连锁及单体药店的增量覆盖，血塞通口服系列产品在对应终端呈现增长态势。短期来看，渠道重构与团队调整影响终端赋能销量，但集约化商道体系的建立为后续高质量发展奠定基础。 盈利预测与投资评级：考虑到集采等政策的影响，我们将 2025-2027 年的归母净利润预测由 7.45/8.93/ 11.03 亿元下调至 6.17/7.43/8.97 亿元，当前市值对应 PE 为 18/15/12 倍。2025 年下半年，集采中标产品有望放量，随着渠道改革逐步稳定，下半年业绩有望环比改善，维持“买入”评级。 风险提示：产品放量不及预期风险，政策风险，市场竞争加剧风险等。

网易云音乐 (09899.HK)：2025 中报点评：会员规模增长，降本控费见效

盈利预测与投资评级：公司聚焦音乐主业持续优化产品体验，有望驱动用户规模增长，对标国内外音乐流媒体平台付费墙较低商业化空间广阔。我们预计网易云音乐 2025-2027 年归母净利润分别为 28.9/23.2/27.5 亿元，2025 年 8 月 15 日收盘价对应 2025-2027 年 PE 分别为 19.2/23.9/20.2 倍，维持“买入”评级。 风险提示：竞争加剧，政策监管趋严，宏观需求不及预期。

北汽蓝谷 (600733)：2025 年半年报点评：业绩符合预期，享界放量可期
盈利预测与投资评级：由于行业竞争加剧，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预期至-38/-10/13 亿元（原为-35.8/-10.2/13.1 亿元）。但考虑享界后续放量可期，我们仍维持公司“买入”评级。 风险提示：新车上量不及预期风险；智能化技术创新低于预期等。

奥比中光-UW (688322)：3D 龙头高歌猛进，多传感器融合筑牢护城河壁垒

3D 视觉的本质是动态高精度测量仪。与 2D 视觉系统仅获取物体的二维图像信息不同，3D 视觉通过光学原理进行高精度的三维空间测量，超越了传统 2D 视觉的平面图像捕捉功能。3D 视觉相较于 2D 视觉在空间作业中的核心优势在于其直接获取三维数据的能力。2D 视觉依赖二维图像分析，仅能提取物体平面特征，但无法获取深度信息，而 3D 视觉通过结构光、ToF 等技术生成物体的三维点云数据，可精准解析物体的空间坐标，可以像人眼一样“看见”物体的远近高低，更加符合空间作业的特性，因此人形机器人对环境理解和规划要求高，这也是 3D 视觉独特优势所在。 盈利预测与投资评级：受益于机器人行业订单持续增长，奥比中光 25-27 年营收将实现快速增长，我们预计公司 2025-2027 年营业收入为 10.62/15.1/22.34 亿元，当前市值对应 PS 分别为 49/24/18 倍，考虑到公司是全球 3D 视觉感知龙头，维持“买入”评级。 风险提示：宏观经济风险下行，下游应用发展不及预期，客户集中度高的关联交易风险

继峰股份 (603997)：2025 年半年报点评：2025Q2 业绩基本符合预期，乘用车座椅业务加速放量

盈利预测与投资评级：考虑到公司新项目的量产进度以及下游配套客户的销量情况，我们将公司 2025-2027 年归母净利润的预测调整为 5.21 亿元、9.84 亿元、13.38 亿元（前值为 6.46 亿元、10.97 亿元、13.84 亿元），

对应 2025-2027 年 EPS 分别为 0.41 元、0.78 元、1.05 元，市盈率分别为 28.62 倍、15.17 倍、11.16 倍，考虑到公司正大力开拓乘用车座椅业务，成长空间广阔，因此维持“买入”评级。风险提示：下游整车销量不及预期；新业务拓展不及预期；海外整合不及预期。

联想集团 (00992.HK): FY2026Q1 业绩点评: 业绩稳健增长, 有望持续受益于 AI 发展

盈利预测与投资评级: 我们预计公司各项业务将持续受益于 AI 浪潮, AIDC、AIPC 产品、个人及企业智能体将推动公司业绩稳健增长。我们维持公司 2025/2026/2027 年归母净利润 2.51/3.03/3.21 亿元的预期, 2025 年 8 月 15 日收盘价对应 2025/2026/2027 年 PE 分别为 9.3/8.4/7.5 倍, 维持“买入”评级。风险提示: AI 应用落地不及预期, 供应链风险, 行业竞争加剧的风险。

远航精密 (833914): 精密镍基材料国内龙一, 固态有望贡献较大弹性

盈利预测与投资评级: 我们维持 2025-2027 年业绩预测, 我们预计 2025-2027 年归母净利润为 0.81/1.05/1.33 亿元, 同增 20%/30%/26%, 考虑公司在固态镍铁领域具备独家产品力, 后续有望看到进一步的进展和突破, 上调至“买入”评级。风险提示: 行业竞争加剧、需求不及预期。

鸿腾精密 (06088.HK): 2025H1 业绩点评: 业绩稳健增长, AI 算力有望持续带来新增量

盈利预测与投资评级: 公司深耕连接器线缆四十余年, 行业地位稳固, 下游布局全面, 网络设施、电动汽车、系统终端产品业务成长路径清晰。我们维持公司 2025/2026/2027 年归母净利润 2.51/3.03/3.21 亿元的预期, 2025 年 8 月 15 日收盘价对应 2025/2026/2027 年 PE 分别为 10.0/8.3/7.8 倍, 维持“买入”评级。风险提示: AI 进展不及预期、下游需求不及预期、地缘政治风险。

小菜园 (00999.HK): 2025 年中期业绩点评: 利润率显著提升, 下半年加速开店

盈利预测与投资评级: 小菜园是大众便民中式餐饮第一品牌, 致力于打造“好吃便宜”的中国百姓家庭厨房, 为消费者提供“健康家常菜”。强供应链、细致标准化、核心人才高激励共同助力品牌跨区扩张加密, 预计未来 3 年门店数年化复合增速 19%稳步扩张。我们维持公司盈利预期, 预计 2025-2027 年归母净利润为 7.10/8.78/11.19 亿元, 对应 PE 为 16/13/10 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 行业竞争加剧、食品安全风险、原材料成本上涨风险、门店开拓不及预期、消费者接受度不及预期等。

新诺威 (300765): 2025 年中报点评: 持续加码研发, EGFR ADC 下半年有望启动首个海外注册临床

盈利预测与投资评级: 公司生物药研发顺利推进, 功能性食品和原料药业务逐步企稳, 我们维持公司 2025-2026 年收入分别为 23.92 亿/27.65 亿, 预测 2027 年营收为 32.94 亿元, 维持“买入”评级。

建投能源 (000600): 2025 半年报点评: 受益区位优势火电高增长, 定增 20 亿建设西柏坡火电项目

事件: (1) 公司发布 2025 年半年报, 2025 年上半年公司实现营业收入 111.13 亿元, 同比-3.3%; 实现归母净利润约 8.97 亿元, 同比+158.0%; 实现扣非后归母净利润约 8.80 亿元, 同比+182.5%, 与此前业绩预告一致。(2) 公司发布定增预案, 拟向不超过 35 名投资者发行不超过 20 亿元, 主要用于西柏坡电厂四期工程建设。风险提示: 并购进度不及预期

的风险，电力需求超预期下降的风险，减值风险等 定增 20 亿元用于西柏坡四期工程主要向河北南网供电+集中供热。本次向特定对象发行股票募集资金投向西柏坡电厂四期工程项目，西柏坡电厂四期工程项目规划建设 2×66 万千瓦超超临界燃煤热电联产机组项目建成后向河北南部电网供电，并向石家庄中心城区及周边城镇集中供热，满足河北南部电网的负荷需求，同时能够满足当地集中采暖供热需求、满足周边产业园区等工业用汽需求。

东方电缆 (603606): 2025 年中报点评: Q2 海缆确收较少，下半年有望迎来拐点

事件: 公司 25H1 营收 44.3 亿元，同比+9.0%；归母净利润 4.7 亿元，同比-26.6%；扣非后归母净利润 4.6 亿元，同比-21.8%。其中 25Q2 营收 22.9 亿元，同环比-17.1%/+6.4%，归母净利润 1.9 亿元，同环比-49.6%/-31.6%，扣非后归母净利润 1.9 亿元，同环比-47.13%/-31.6%；毛利率 16.25%，同环比-6.3/-4.1pct，净利率 8.4%，同环比-5.4/-4.7pct。

思源电气 (002028): 2025 年中报点评: 海外收入放量提升盈利能力，业绩符合市场预期

事件: 公司发布 25 年中报，25 年 H1 实现营收 84.97 亿元，同比+38%，实现归母净利润 12.93 亿元，同比+46%，扣非 12.36 亿元，同比+47%；其中 Q2 实现营收 52.70 亿元，同比+50%，归母净利润 8.46 亿元，同比+62%，扣非 7.99 亿元，同比+60%。25H1 实现毛利率 31.74%，同比-0.01pct，归母净利率 15.21%，同比+0.82pct，Q2 实现毛利率 32.61%，同比+0.07pct，归母净利率 16.05%，同比+1.12pct。业绩符合市场预期。25H1 公司海外营收 28.62 亿元，同比+89%，毛利率 35.69%，同比+1.87pct。公司海外收入占比不断提高，25H1 达到 34%，同比+9pct。根据海关总署数据，截至 25 年 6 月变压器/高压开关出口金额分别同比+37.5%/32%，海外市场需求旺盛&市场价格持续上涨，收入快速增长摊薄前期投入费用+改善总体毛利率，是拉动净利率提升的重要因素。展望 25H2，随着海外优质订单的交付，公司海外收入和毛利率水平有望保持上升趋势，拉动公司净利率&综合毛利率的不断提升。25H1 公司国内营收 56.35 亿元，同比+21%，毛利率 29.73%，同比-1.34pct。从子公司来看，思源高压 (GIS 等)/如高高压 (AIS、隔离开关等)/思源赫兹 (互感器、套管等) 收入同比+10%/31%/31%，净利率分别同比+0.29/1.32/3.04pct。思源高压下游市场以国内网内为主，收入稳健增长。思源高压&思源赫兹受益于海外 AIS、互感器等占比提升收入增速+利润率均有较大幅增长。受 Q2 新能源抢装+储能收入占比提高影响，国内毛利率有所下滑。展望 25H2，我们预计公司国内业务收入有望保持稳健增长，750kV 组合电器交付有望对毛利率有所改善。25H1 公司销售费用/管理费用/研发费用，同比分别+52%/10%/26%，销售费用大幅增长主要系公司继续加大对市场和销售的投入。截至 25H1 公司存货/合同负债分别为 47.15/25.62 亿元，同比+38%/32%，在手订单充足奠定公司增长基础。盈利预测: 我们维持公司 25-27 年归母净利润分别为 28.2/38.0/50.0 亿元，同比+38%/35%/32%，现价对应 PE 分别为 24x、18x、14x，维持“买入”评级。风险提示: 海外市场拓展不及预期，汇率波动幅度过大，竞争加剧

卫龙美味 (09985.HK): 2025 年中报业绩点评: 业绩超预期，产品渠道两手抓

公司效率优化成果显著，我们上调 2025 年盈利预测，考虑到产品端竞争

也在加剧，我们略下调 2026-2027 的盈利预测。预计公司 2025-2027 的归母净利分别为 14.6/17.2/19.6 亿元（此前预期为 13.8/18.4/22.0 亿元），同比+37%/18%/14%；对应 PE 为 18/16/14X，维持“买入”评级。

科达利 (002850): 2025 半年报点评: 主业收入持续提升，机器人稳步推进

预计 25-27 年归母净利润 18.0/21.7/26.1 亿元，同比增 22%/20%/20%，与之前预期一致，对应 PE 为 19x/16x/13x，给与 26 年 25x，对应目标价 198 元，维持“买入”评级。

安琪酵母 (600298): 2025 年中报点评: 扣非利润大幅增长，国内市场趋势向好

国内市场趋势向好，酵母蛋白前景可期。

北特科技 (603009): 2025 年半年报点评: 业绩符合市场预期，机器人贡献第二增长极

25Q2 营收+19%、归母净利润+49%、业绩符合市场预期。公司发布 2025 年半年报，25H1 实现营收 11.13 亿元，同比+14.71%，归母净利润 0.55 亿元，同比+45.14%，其中 25Q2 实现营收 5.71 亿元，同比+18.77%，环比 5.33%，归母净利润 0.32 亿元，同比+48.83%，环比+38.51%，业绩整体符合市场预期。主业稳健增长、盈利水平维持稳定。25H1 公司实现毛利率 19.12%，同比-0.08pct，其中 25Q2 毛利率 20.03%，同比+0.66pct，得益于项目订单逐步释放，公司底盘&压缩机&铝合金各板块业务均实现稳健发展，25H1 营收分别为 7.14/3.06/0.92 亿元，毛利率分别为 23.52%/9.46%/17.19%。公司前期研发的集成式热管理系统及电动压缩机用集成 PTC 控制器已落地并量产，并积极研发 400CC 电动压缩机、压缩机用 SiC 控制器等项目，后续将逐步导入国内外头部客户，打开业绩天花板。全年看，公司订单逐步落地，产能逐渐释放，我们预计 25 年主业汽车零部件收入维持 5~15%稳健增长。丝杠产品全面布局、贡献第二增长曲线。特斯拉改款 Gen3 年底推出，与 V2 方案设计完全不同，26 年量产，5 年内实现年产 100 万台目标。公司凭借金属精密加工领域的技术积累，配合客户开发多种丝杠产品，包括行星滚柱丝杠、滚柱丝杠、梯形丝杠及微型丝杠，涵盖螺母、行星滚柱、丝杆、齿圈等关键零部件。同时，公司持续推进江苏昆山工厂建设、泰国生产基地项目，未来配套汽车后轮转向、智能刹车系统以及人形机器人等新兴领域，贡献公司第二增长极。期间费用管控效果显著、现金流短期承压。公司 25H1 期间费用 1.38 亿元，期间费用率 12.44%，同比-2.45pct，其中销售/管理/财务/研发费用率同比-1.04/+0.03/-0.86/-0.58pct，期间费用率管控效果显著。25Q2 经营性净现金流+0.58 亿元，同比-56.45%，存货 4.9 亿元，同比+2.92%。

东方财富 (300059): 2025 年半年报点评: 市场持续活跃，推动经纪及两融业务高增

盈利预测与投资评级: 据公司 2025 年半年度经营情况，我们上调此前预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 127/151/178 亿元（前值为 115/135/158 亿元），对应 PE 分别为 33/28/24 倍。我们看好公司不断巩固零售券商龙头地位，并借助金融 AI 优势重构传统证券业务存量份额，维持“买入”评级。风险提示: 公募费改幅度超预期；权益市场大幅波动；行业竞争加剧。

歌礼制药-B (01672.HK): 2025 年中报点评: 海外临床进展顺利，远期管线成功概率提升

盈利预测与投资评级：歌礼制药 2025 年上半年各项管线推进顺利，符合我们预期。未来临床数据披露时间相对明确。我们认为其未来成功上市可能性再次提高。地尼法司他未来有望贡献收入。我们将 25-27 年营收预测上调至 0.02/0.64/2.03 亿元（前值为 0/0.4/1 亿元）。结合 FCFF 估值模型，管线成功率大幅提高，上调目标价至 29.26 港元，维持“买入”评级。风险提示：新药研发及审批进展不及预期；药品销售不及预期；产品竞争格局加剧；药品审批政策的不确定性。

江苏金租（600901）：2025 年中报点评：业务投放快速增长，净利差同比扩大

盈利预测与投资评级：结合公司 2025 年上半年经营情况，我们维持此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 32.4/36.0/39.8 亿元，当前市值对应 2025E PB 1.3x。我们认为，公司作为 A 股唯一上市金租企业具有稀缺性，历史业绩与分红表现稳定，2025 年公司拟实施中期分红，持续保障股东回报率，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济增长不及预期；社会信用风险水平大幅提升。

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

瑞芯微 (603893)：2025 年中报业绩点评：25H1 营收利润高增，AIoT 矩阵和生态共振

投资要点 25H1 营收高增，盈利能力显著增强。据公司 25 年中报，25H1 实现营收 20.46 亿元，yoy+63.85%，与此前业绩预告 20.45 亿元基本一致；毛利率 42.29%，同比上升 6.38pcts；归母净利润 5.31 亿元，同比增长 190.61%，与业绩预告中值 5.3 亿元基本一致。25Q2 单季营收 11.61 亿元，yoy+64.54%，qoq+31.18%；毛利率 43.32%，同比增长 6.46pcts，环比增长 2.37pcts；销售净利率 27.71%，同比增长 11.39pcts，环比增长 4.04pcts。旗舰产品稳健增长，新发 NPU 积极拓展端侧 AI 场景。2025 年上半年，AIoT 市场保持稳健增长，旗舰

RK3588 与次新 RK3576 继续发挥龙头作用。公司同时发布首颗端侧算力协处理器 RK182X，支持 3B 至 7B 规模 LLM 及 VLM 部署，覆盖汽车座舱、家居、教育、办公与工业智能制造等场景，拓展端侧 AI 应用边界。

产品推陈出新，全场景 AIoT 芯片布局加速。公司 25H1 推出的新一代视觉处理器 RV1126B 具备四核 CPU、3TOPs 自研 NPU 及独立 AI-ISP，已面向 IPC、车载、工业相机等量产应用。音频产品方面，RK2116 发布，凭借高性能 DSP 和丰富音频接口，形成与 RK2118 的高低配组合，完善车载与智能音频方案。公司推进 RK3572、RV1103C、RK3538 等中端产品研发，覆盖多层次算力需求，并着手打造旗舰 RK3688 和次旗舰 RK3668，以先进制程和差异化定位树立行业标杆。

盈利预测与投资评级：公司作为国内 SoC 行业领军企业所具备的竞争优势，旗舰芯片 RK3588 领衔的多条 AIoT 产品线在下游市场占有率正稳步攀升，我们看好公司凭借高算力芯片的卓越性能，在汽车电子、机器人、机器视觉等新兴智能应用领域抢占市场先机、开拓崭新增长点的战略布局，我们略微调整公司 2025-2027 年营业收入 43.71/55.58/69.62 亿元（前值 43.80/55.14/68.71 亿元），略微上调归母净利润预期为 10.6/14.5/18.7 亿元（前值 10.6/14.3/18.5 亿元）。

维持“买入”评级。风险提示：市场竞争风险，供应链稳定性风险，下游需求持续性风险等。

（证券分析师：陈海进 研究助理：李雅文）

禾赛科技 (HSAI)：2025 年第二季度业绩点评：净利润超预期，智驾与机器人双擎驱动增长

关键词：#业绩超预期 投资要点 事件：公司发布 2025 年第二季度财报，25Q2 实现营收 7.1 亿元，同比+53.9%，环比+34.5%；归母净利润 0.44 亿元，同比+161.2%，环比+351.2%；毛利率 42.5%，同比-2.6pct，环比+0.8pct。

ADAS 上半年市占率第一，加速推进全球布局。25Q2 ADAS 产品总交付量达 35.2 万台，同比增长 275.8%，延续高速增长态势。本季度及近期，公司再获 9 家头部车企的 20 款车型定点，计划于 2025-2026 年陆续交付，核心客户包括禾赛 Top 2 客户之一、吉利、长城汽车、长安汽车等头部车企。在国际市场，禾赛再度实现重大突破，与一家欧洲顶级车企的项目进入 C 样阶段，为 2026 年新车型的规模化量产和商业落地奠定坚实基础。同时，禾赛斩获丰田汽车旗下合资品牌的新定点车型，计划于 2026 年量产。截至目前，禾赛已与 24 家国内外汽车厂商达成量产定点合作关系，随着智驾持续下沉，公司 ADAS 激光雷达有望持续放量。

机器人激光雷达迅速放量，开启第二增长引擎。25Q2 机器人领域产品交付量为 4.85 万台，同比增长 743.6%。作为赋能机器人移动的最佳传感器，激光雷达在机器人领域正在迅速规模放量，已成为禾赛的第二增长引擎。截至二季度末，禾赛 JT 系列发布不到 5 个月累计交付就突破 10 万台，创全球最快记录，成为全球头部割草机器人厂商的首选。近期，禾赛还与国内首家消费级具身智能公司 Vbot 维他动力和清华系具身智能创企星动纪元正式宣布达成深度合作，共同探索具身智能的新场景、新应用与新体验。展望未来，随着禾赛在具身智能等前沿领域的持续布局，机器人业务正从单一爆款产品向平台化、多场景应用的生态演进，有望在物理 AI 浪潮中打开长期增长空间。

25Q2 费用率大幅下降，毛利率保持稳定。25Q2 公司在费用控制方面成效显著，销售和营销费用同比下降 24.1%，研发费用基本保持稳定。本季度毛利率从去年同期 45.1%略降至 42.5%，环比上升 0.8pct，主要是由于高毛利的非经常性工程服务收入减少，今年前两个季度毛利率环比较为稳定。

盈利预测与投资评级：我们认为今年是智驾下沉与 Robotaxi、

作业机器人、无人配送车等 L4 商用端渗透的拐点年，公司作为全球高性能激光雷达龙头有望充分受益。我们将公司 2025/2026/2027 年预期归母净利润由 0.34/0.74/1.22 亿美元上调至 0.36/0.79/1.30 亿美元，2025 年 8 月 15 日美股收盘价对应 2025/2026/2027 年 PE 分别为 94/43/26 倍，维持“买入”评级。风险提示：智驾发展不及预期、技术路径变更、竞争加剧。

(证券分析师：张良卫 证券分析师：李博韦)

道通科技 (688208): 2025 半年度报告点评: 业绩超预期, “出海+AI”双轮驱动增长

投资要点 事件: 公司发布半年度报告, 2025H1 公司实现营收 23.5 亿元, 同比+27.3%, 扣非归母净利润 4.7 亿元, 同比+64.1%; 2025Q2 公司实现营收 12.5 亿元, 同比+27.9%, 扣非归母净利润 2.8 亿元, 同比+69.2%。公司业绩超出市场预期。各产品线齐发力, 助力业绩增长。今年上半年, 数字维修业务得益于“维修大模型”和 AI Agents 等前沿技术的应用, 新一代综合诊断终端 UltraS2 及 ADAS 标定系统等产品竞争力凸显, 实现量价齐升, 同时 TPMS 产品受益于广阔的汽车后市场替换空间, 收入同比增长超 56%, 持续领跑汽车后市场。数字能源业务方面, 公司推出新一代智能充电解决方案, 持续深化电力电子核心技术布局, 发布“数智能源充电大模型”以及充电运营、运维、能源管理等系列 AI Agents 应用, 凭借在产品、技术、品牌及全球供应链等方面的综合优势, 在欧洲、美国等全球主要市场取得能源、交通、停车场运营、酒店公寓等多个行业顶级客户的重要突破。充电桩海外进展不断, 订单规模有望持续增长。欧洲市场公司继续实现突破, 与能源巨头壳牌 (Shell) 合作, 充电桩产品正式在荷兰的国家级大型公共充电项目中投入使用, 标志着道通产品成功打入欧洲核心公共充电网络, 验证了公司产品的强大竞争力。在亚马逊 2025 Prime Day 活动中, 公司旗下 MaxiCharger AI 智能充电桩荣获亚马逊加拿大站“Best Seller” (销冠) 荣誉, 彰显了道通科技产品品牌在全球市场的影响力与竞争力。我们认为 Shell 存量网络扩建和全球充电设施投资加码是海外充电桩快速增长的缩影, 公司充电桩业务有望持续增长。AI 赋能核心业务, 有望实现持续降本增效。公司与科技巨头生态伙伴全面深入合作, 实践“共建、共营、共销”, 构建巡检领域的“智能体+平台+垂域模型”空地一体集群智慧解决方案。公司持续深化“以智能终端/智能中枢/具身智能为业务入口, 通过 AI Agents 服务实现持续收费”的业务模式, 今年上半年 AI 及软件毛利率超 99%。公司持续全面推进 AI 驱动经营管理的数智化变革, 覆盖研发、营销、供应链、职能等核心业务场景, 运营效率持续优化, 从而实现持续的提质降本增效。盈利预测与投资评级: 公司三项业务全面铺开, AI 有望对新、老业务全面赋能。我们基本维持公司 2025/2026/2027 年归母净利润 8.0/9.9/11.9 亿元的预期, 2025 年 8 月 15 日收盘价对应 2025/2026/2027 年 PE 分别为 31/25/21 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 下游需求不及预期; 竞争加剧; 公司产品扩张不及预期; 国际局势不确定性。

(证券分析师：张良卫 证券分析师：李博韦)

华友钴业 (603799): 2025 半年报点评: Q2 镍利润稳定, 钴弹性逐步释放

投资要点 业绩处于预告中值, 符合预期。公司 25H1 营收 372 亿元, 同+23.8%, 归母净利润 27.1 亿元, 同+62.3%, 毛利率 15.9%, 同-0.7pct; 其中 25Q2 营收 194 亿元, 同环比+28.3%/8.5%, 归母净利润 14.6 亿元, 同环比+27%/16.5%。此前预告 25H1 归母净利 26-28 亿元,

业绩符合预期。镍湿法项目持续超产，单吨利润维持稳定。25H1 公司镍产品出货 13.9 万吨，同增 84%，其中我们预计 Q2 出货 7 万吨，环比持平。湿法项目华越 6 万吨和华飞 12 万吨持续超产，25H1 MHP 出货量约 12 万吨，同增超 40%，其中我们预计 Q2 出货 6 万吨，环比持平，全年有望达 24 万吨（权益量近 13 万吨）。盈利端，25H1 华越、华飞贡献净利润合计 12.6 亿元，MHP 镍成本 1.2 万美金，按 Q2 镍均价 1.55 万美金/吨，预计单吨利润 0.35 万美金，火法基本盈亏平衡，我们预计公司 25 年镍利润贡献 30-35 亿。考虑目前镍价触底，未来价格弹性大。钴价上行 Q2 起释放业绩弹性，下半年可能迎来第二波涨势。25H1 钴产品出货 2.1 万吨，同比下降 10%，其中我们预计 Q2 出货 1 万吨，环比持平。25 年公司刚果金钴自有矿 3000 吨左右，印尼湿法镍冶炼项目有 2 万吨钴副产品，对应权益 1.2 万吨+。25Q2 钴均价上涨至 24 万元/吨，我们预计 Q2 贡献 2 亿左右利润增量。6 月 21 日刚果金宣布将钴出口临时禁令再延长三个月，预计 8-9 月份行业库存基本消化完，钴价将迎来第二波涨势。若钴价上涨至 30 万元/吨+，对应公司业绩具备 15-20 亿弹性。此外公司 4.5 万吨钴产品销售，其中 2-3 万吨左右买钴中间品精加工，计价为钴价*计价系数，价格上涨情况下加工利润增厚。铜贡献稳定利润，锂盈亏平衡。我们预计 25Q2 铜产品出货 1.9 万吨，环增 20%，全年铜出货量预计 9 万吨（2 万吨自有矿+7 万吨加工），贡献 7-8 亿利润。碳酸锂 Q2 全成本 8 万元/吨（含税），我们预计公司通过套保实现盈亏平衡，25 全年出货维持 3 万吨以上的预期；5 万吨硫酸锂项目计划 25 年底建成，全成本将降至 6 万元/吨（含税）。Q2 三元正极出货环比高增，全年有望增长 90%+。25H1 三元正极出货 4 万吨，同增 18%，9 系占比提升至 60%+，其中我们预计 Q2 三元出货 2.3 万吨，环增 40%+，25 全年三元出货目标 9 万吨+，同增 90%+，正极材料出货目标 11 万吨+，同增 70%+。盈利端，25H1 成都巴莫贡献净利润 1.6 亿元，对应正极单吨盈利 0.3 万元+。25H1 三元前驱体出货 4.2 万吨，因主动减少部分低盈利产品出货，同比有所下滑，其中我们预计 Q2 出货 2.1 万吨，环比持平，25 全年有望出货 10 万吨，同比持平。25Q2 谨慎计提减值损失，经营性现金流下滑。公司 25H1 期间费用率 6.4%，同-2.9pct，其中 Q2 费用率 6.5%，同环比-3.1/+0.3pct；Q2 计提资产减值损失 1.9 亿，信用减值损失 0.8 亿。25H1 经营性净现金流 16.2 亿元，同-41.5%，其中 Q2 为 6 亿元，同环比-67%/-41%。盈利预测与投资评级：我们维持 2025-2027 年盈利预测，预计 25-27 年归母净利润为 60/67.5/82.4 亿元，同增 44%/12%/22%，对应 PE 为 12.6x/11.2x/9.1x，考虑镍仍处于底部，给予 25 年 15x PE，目标价 53 元，维持“买入”评级。风险提示：上游原材料价格大幅波动，电动车销量不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕

证券分析师：岳斯瑶 研究助理：胡锦芸）

绿的谐波（688017）：2025 半年报点评：业绩超市场预期，人形机器人产品逐步放量

投资要点 2025H1 营收利润同步高增，机电一体化业务表现亮眼 2025H1 公司实现营收 2.51 亿元，同比+45.82%；实现归母净利润 0.53 亿元，同比+45.87%；实现扣非归母净利润 0.42 亿元，同比+25.09%。业绩高速增长主要系下游行业需求旺盛，同时公司凭借技术积累与战略布局，订单和产能同步增长所致。分产品看：谐波减速器及金属部件实现营收 1.97 亿元，同比+34.43%，机电一体化产品实现营收 0.42 亿元，同比+69.66%，成为公司重要增长引擎，智能自动化装备实现营

收 0.08 亿元。分海内外收入看：内销实现营收 2.23 亿元，同比+49.24%，出口实现营收 0.29 亿元，同比+23.72%。单 Q2 看，公司实现营业收入 1.53 亿元，同比+69.52%；归母净利润 0.33 亿元，同比+100.99%，扣非归母净利润 0.26 亿元，同比+46.37%。毛利率有所下滑，净利率保持稳定。

2025H1 公司毛利率为 34.77%，同比-5.62pct。公司毛利率有所下降，我们判断系市场价格竞争激烈叠加折旧提升。分业务看，2025H1 公司谐波减速器及金属件/机电一体化产品毛利率分别为 34.33%/39.58%，同比分别-5.37pct/-2.50pct，智能自动化装备毛利率为 2.23%。2025H1 公司销售净利率为 21.91%，同比-0.23pct，盈利能力保持稳定。2025 年上半年公司期间费用率为 16.65%，同比-5.88pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.96%/5.34%/0.19%/9.16%，同比分别 -1.67pct/-0.52pct/+1.61pct/-5.30pct。公司研发费用率下降主要系合作研发投入费用减少。尽管研发费用率有所下降，但公司持续进行研发投入，报告期内研发人员数量由 111 人增至 149 人，并新设研发平台，为公司长期技术领先地位提供有力支撑。

单 Q2 看，公司毛净利率分别为 35.22%和 22.18%，同比分别-3.21pct 和+3.81pct，毛净利率背离主要系期间费用率影响。25Q2 公司销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.66%/4.71%/0.11%/7.33%，同比分别 -2.74pct/-0.90pct/+0.67pct/-6.00pct。

产能提升稳步推进，加码布局人形机器人领域 1) 产能建设进展顺利：2024 年公司完成了年产 50 万台精密减速器扩产项目，计划于 2025 年实现产能的稳步爬坡。2024 年 12 月公司定增新募投项目“新一代精密传动装置智能制造项目”也在 2025 年启动建设，项目建成后预计新增谐波减速器 100 万台、机电一体化产品 20 万台年产能。

2) 加码人形机器人产品布局：谐波减速器方面，公司针对人形机器人行业需求，聚焦谐波减速器轻量化技术突破，同等出力情况下实现减重 30%以上，同时开发出灵巧手适用微型谐波减速器。丝杠方面，公司依托自主研发的内/外螺纹磨削技术，成功突破高精度大承载长寿命行星滚柱丝杠，可用于人形机器人直线关节。

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 1.03/ 1.44/2.10 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 263/189/129 倍，考虑到公司积极布局人形机器人领域相关产品，维持公司“增持”评级。

风险提示：谐波减速器需求不及预期，市场竞争加剧，研发进度不及预期。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天

研究助理：陶泽)

天安新材 (603725)：2025 年中报点评：业绩稳健、稳中求变，积极布局新赛道

投资要点 事件：公司发布 2025 年半年报。2025 年上半年公司实现营业收入 14.44 亿元，同比+3.97%；归母净利 0.62 亿元，同比+16.59%。其中，Q2 公司实现营业收入 8.63 亿元，同比+0.1%；归母净利 0.47 亿元，同比+14.47%。

建筑陶瓷销量逆势增长，差异化竞争稳中求进。公司坚持“陶瓷+大家居”双轨并行战略，今年上半年公司在建陶行业需求下滑压力下，保持稳健经营策略，并积极推进渠道下沉，完善经销商、整装、工程等全渠道网络，拉动建筑陶瓷销量增长，2025 年上半年公司陶瓷销量超过 2030 万方，同比增长 6%，受终端价格同比下降影响，公司陶瓷业务营业收入 5.94 亿元，同比下滑 6%，收入端表现好于整体行业。公司通过差异化竞争策略，充分挖掘供应链潜力，提升成本控制能力，持续加快中心仓建设，通过提升配送效率、降低物流成本等不断提升供应链运营效率，2025 年上半年建筑陶瓷业务毛利

率 25.58%，同比提高了 1.55pct。汽车内饰业务保持快速增长，高分子复合饰面材料板块量质提升。2025 上半年汽车内饰材料保持快速增长势头，主要系公司持续拓展新能源汽车内饰饰面材料的产品研发，加快拓展新能源汽车厂商的项目合作和客户矩阵，实现营业收入 3.06 亿元，同比增长 35.96%，量价拆分来看，上半年汽车内饰饰面材料销量同步增长 34%，单价同比增长 1.64%，在产品结构优化和降本增效推动之下，毛利率同比有所提升；2025 上半年公司建筑防火饰面板材营业收入同比增长 23.33%，公司加强对浙江瑞欣管理协同，实现经营质量提升，毛利率同比提升了 8.82pct，净利润实现大幅增长。整体毛利率同比改善，期间费用率有所提高。毛利率方面，2025Q1-Q2 公司毛利率分别为 21.98%/24.59%，同比分别变动+0.73pct/+2.16pct，Q2 毛利率同比改善较为明显。期间费用率，2025H1 公司销售/管理/研发/财务率分别同比变动+0.16/-0.22/+0.48/+0.28pct，销售费用同比增长 6.5%，主要系公司加强渠道营销和客户开拓的投入增长，研发费用同比增长 19%，我们预计主要是高分子复合材料创新研发和新材料研发投入增加的影响。2025 上半年公司经营活动产生的现金流量净额 0.83 亿元，同比-23%，其中 Q2 经营性现金流净额 1.19 亿元，同比+22.3%。盈利预测与投资评级：公司立足建筑陶瓷和高分子复合饰面材料两大主业，重点围绕泛家居产业链布局，同时积极布局新赛道，紧抓机器人发展机遇，积极拓展新材料在人工智能领域的应用。我们调整公司 2025-2026 年并新增 2027 年归母净利润预测分别为 1.37/1.64/2.06 亿元(2025-2026 年前值为 1.88/2.28 亿元)，对应 PE 分别为 24X/20X/16X，维持“增持”评级。风险提示：原材料和能源价格波动的风险、市场竞争加剧的风险、应收账款回款风险。

(证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊)

盛业 (06069.HK): 2025 年中报业绩点评：业绩符合预期，期待电商等新行业增长

投资要点 事件：公司披露了 2025 年中报，2025 上半年实现收入 405 百万元，同比小幅下降了 7.1%，上半年实现净利润 203 百万元，同比增长 23%。轻资产战略导致收入阶段下滑。公司持续深化轻资产战略，强化科技平台能力建设，引导更多中小微企业客户的供应链资金周转需求通过平台链接的外部资金合作方予以满足。2025H1 公司来自平台科技服务的收入 210.6 百万元，同比增长 37.0%，平台科技服务收入占比 52%，同比提升 14pct，数字金融解决方案收入 194.02 百万元，同比下滑 29.5%。平台生态链接及科技实力持续加强，不断提升获客效率及风控能力，从而通过平台链接的外部资金合作方为更多的中小微企业客户解决了供应链资金周转需求。净利润保持快速增长，符合预期。2025H1 公司实现净利润 203.0 百万元，同比增长 22.9%。经调整净利润 203.5 百万元，同比增加 22.6%。主要原因在于平台客户及放款金融增长，平台累计客户数 19,128 个，相比 2024 年底的 18,113 增加 1,015 个，平台累计帮助客户解决的资金周转 2780 亿元，相比 2024 年底的 2490 亿元新增 290 亿元。资金合作方数量和授信额度快速增长。2025H1 资金合作方 181 家，同比 2024 年上半年增长 31%，授信额度 38,497 百万元，同比 2024 年上半年增长 28%。截止 2025H1 期末，供应链资产余额 (包含平台普惠撮合资产) 264 亿元，2024H1 期末为 239 亿元，同比增长 10.5%，其中自营占比 12%，撮合占比 88%。期待电商及机器人行业增长。2025H1 电商业务累计放款超 28 亿元，已覆盖平台 shopee、shein、抖音、得物、快手及微信视频号。2025 年 7 月，公司与斯坦德机器人达成战略合作，双方将在供应链服务、海外销售合作、AI 应用等三大关键领域

进行深度合作。斯坦德是全球前五的工业智能移动机器人解决方案提供商，在 3C、汽车的出货量位列第二。公司将凭借自身较强的产业链连接能力和深厚的客户群体，协助斯坦德将机器人产品推广并应用于更多的产业。

维持“买入”评级。我们看好公司深耕供应链金融及金融科技服务，带来业绩持续快速增长。考虑到公司轻资产战略调整带来的短期影响，我们略下调 2025/2026/2027 年归母净利润至 497.43/655.01/821.54 百万元，前值分别为 535.99/689.26/849.83 百万元，当前股价对应 PE 分别为 22/17/14 倍，公司当前估值及股息具有吸引力，维持“买入”评级。

风险提示：行业政策监管风险；核心企业信用风险外溢；贸易真实性风险；外汇风险。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖）

中伟股份（300919）：2025 半年报点评：Q2 四钴贡献利润弹性，三元前驱体维持稳定

投资要点 Q2 归母净利润环比提升 38%，符合预期。公司 25H1 营收 213.2 亿元，同 6.2%，归母净利润 7.3 亿元，同-15.2%，毛利率 12.1%，同-0.7pct；其中 25Q2 营收 105.4 亿元，同环比-2.4%/-2.3%，归母净利润 4.3 亿元，同环比-12%/38%，毛利率 12.3%，同环比 0.1/0.3pct。

Q2 受益于钴涨价，四钴贡献利润弹性。1H25 公司镍、钴、磷、钠产品出货量 18.8 万吨，同比增 34%，其中我们预计三元前驱体 9.6 万吨、四钴 1.7 万吨，同比持平微增。我们预计 Q2 三元和四钴合计出货量 6 万吨+，环比+30%，其中四钴 1 万吨。盈利情况看，三元前驱体 1H25 收入 75 亿，同比-15%，毛利率 18%，同比-0.3pct，基本稳定，对应均价 9 万左右，单吨利润 0.5 万。四钴 1H 收入 14.5 亿，同比+30%，毛利率 26%，同比+16pct，盈利大幅改善受益于钴涨价，我们预计四钴单吨利润 1 万左右，且 Q3 钴价格进一步涨价，盈利持续性可期。全年看，我们预计三元前驱体和四钴出货量 23 万吨左右，同比增 15%，单吨利润 0.6 万/吨，有望贡献 13-14 亿利润。Q2 磷酸铁出货持续高增，有所减亏。我们预计 1H25 磷酸铁出货约 6.9 万吨，其中 Q2 为 4 万吨+，同环比+270%/45%，我们预计 25 年出货有望达 15 万吨+，同比翻倍增长。盈利端，1H25 磷酸铁收入 6.7 亿，毛利率-7.3%，均价 1.1 万元/吨左右。我们测算 Q2 权益单吨亏损 500 元左右，合计亏损 0.2 亿，持续减亏。

Q2 金属镍降价+新产能爬坡，盈利有所影响。1H25 金属镍产销约 10 万吨，其中镍权益自供近 5 万吨，全年看权益量 10 万吨左右，同比翻倍增长。盈利端，Q2 镍价进一步走低，同时火法矿成本价格上涨、NNI 处于爬坡中，因此我们预计二季度金属镍利润微利，全年预计贡献 2-3 亿利润。

现金流亮眼，资本开支开始放缓。公司 25H1 期间费用 17.2 亿元，同 24.5%，费用率 8.1%，同 1.2pct，其中 Q2 期间费用 8.3 亿元，同环比 18%/-8%，费用率 7.8%，同环比 1.3/-0.5pct；25H1 经营性净现金流 14.8 亿元，同 13.1%，其中 Q2 经营性现金流 13.7 亿元，同环比 162%/1162%；25H1 资本开支 16.8 亿元，同-28%，其中 Q2 资本开支 5.1 亿元，同环比-55%/-57%；25H1 末存货 102.3 亿元，较年初 4.1%。

盈利预测与投资评级：考虑镍价底部区间震荡，我们下调公司 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 17.2/20.2/27 亿元（原预期 18.6/24.9/31.9 亿元），同比+17%/+18%/+33%，对应 PE 为 19x/16x/12x，考虑公司为国内第一大前驱体厂商，且镍自供率持续提升，给予 25 年 25x PE，目标价 46 元，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动超市场预期，销量及政策不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
证券分析师：岳斯瑶 研究助理：胡锦芸）

昆药集团（600422）：2025 年半年报点评：多重因素下业绩承压，渠道改革持续蓄能

投资要点 事件：2025 年 H1，公司实现营收 33.51 亿元（-11.68%，追溯调整后同比下滑 11.68%，下同）；归母净利润 1.98 亿元（-26.88%），扣非归母净利润 1.51 亿元（-5.57%）。2025 年单 Q2 季度，公司实现收入 17.43 亿元（-6.68%），归母净利润 1.08 亿元（-22.96%），扣非归母净利润 0.79 亿元（+67.70%），环比 Q1 有所改善。公司 2025H1 业绩有所承压，主要原因系：1）院内来看，2025 年上半年全国中成药集采扩围接续执行落地晚于预期；2）院外来看，零售药店整合出清，医保监管政策趋严；3）公司持续推进乐成改革，模式再造与渠道变革也向深水区突破。集采逐步执行，下半年有望环比改善：湖北、江西两省自 4 月 30 日起官宣执行中选结果，其余多数省份计划在 5-7 月期间执行，截至目前已有 20 余省份发文公布执行时间。对于集采中选产品，公司进一步拓展销售渠道，提升在各级医疗机构的覆盖率，随着下半年集采执行的推进，公司三七血塞通系列产品有望放量加速。深化渠道改革，强化核心品种竞争力：公司不断强化核心产品的品牌定位，777 血塞通软胶囊焕新包装正式发布，同时聚焦昆中药参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒等核心产品，切入情绪健康蓝海市场，强调情绪早期干预，覆盖更广泛的“情绪亚健康”人群。渠道改革方面，公司持续推动销售模式从分散控销到集约化商道体系的转变；渠道覆盖方面，公司积极“稳存量、拓增量、促动销”，扩大终端覆盖密度，提升连锁覆盖，通过对中小连锁及单体药店的增量覆盖，血塞通口服系列产品在对应终端呈现增长态势。短期来看，渠道重构与团队调整影响终端赋能销量，但集约化商道体系的建立为后续高质量发展奠定基础。盈利预测与投资评级：考虑到集采等政策的影响，我们将 2025-2027 年的归母净利润预测由 7.45/8.93/ 11.03 亿元下调至 6.17/7.43/8.97 亿元，当前市值对应 PE 为 18/15/12 倍。2025 年下半年，集采中标产品有望放量，随着渠道改革逐步稳定，下半年业绩有望环比改善，维持“买入”评级。风险提示：产品放量不及预期风险，政策风险，市场竞争加剧风险等。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：李倩）

网易云音乐（09899.HK）：2025 中报点评：会员规模增长，降本控费见效

投资要点 事件：公司发布 2025 年上半年业绩。2025H1 公司实现营收 38.3 亿元，同比-6.0%；毛利率 36.4%，同比+1.4pct；经调整营业利润 9.1 亿元，同比+35.0%；经调整净利润 19.5 亿元，同比+121.0%，含确认递延所得税抵免 8.5 亿元影响，公司业绩超市场预期。降本控费见效，经营杠杆释放。2025H1 销售费用/管理费用/研发费用分别同比-55.8%/+3.6%/-4.2%至 1.6/0.9/3.8 亿元，对应销售费用率/管理费用率/研发费用率分别同比 -4.8pct/+0.2pct/+0.2pct 至 4.3%/2.4%/9.9%。销售费用率大幅降低主要系公司采取更为审慎的推广策略，减少推广及广告费用。2025H1 内容服务成本同比-10.5%至 18.0 亿元，主要系收入分成费随社交娱乐收入减少而减少。会员规模增长，产品优化提升用户参与度。2025H1 在线音乐/社交娱乐收入分别同比+15.9%/-43.1%至 29.7/9.7 亿，其中音乐订阅收入同比+15.2%至 24.7 亿。会员结构变化导致 ARPU 有所下滑，会员规模扩容驱动整体订阅收入增长。2025H1 公司通过简化产品界面、优化推荐系统提升分发效率、新增“神光播放器”与“音乐小卡片”等功能加强用户音乐消费体验，带动手机端听歌时长增加，提升活跃度，DAU/MAU 比率在 30%+水平基础上稳步提升。扶持原创音乐，

丰富内容生态。截至 2025 年 6 月，平台注册独立音乐人数超 81.9 万名，上传曲目数约 480 万首，较 2024 年底的 77.4 万名音乐人、440 万首作品实现稳步增长。平台近期上线“AI 音乐人”及“见习音乐人”新身份，为创作者提供新成长机遇。2025H1 平台推动安子与九妹乐队、羽果乐队等创作者作品进入乐道汽车、萨洛蒙等品牌宣传活动，增加音乐人知名度并提供商业机会。内容方面，平台与 RBW、StarShip 娱乐等韩国厂牌合作扩充 K-Pop 曲库，补充李健、张艺兴等知名华语音乐人作品，发力说唱等特色品类，继续丰富内容生态。

盈利预测与投资评级：公司聚焦音乐主业持续优化产品体验，有望驱动用户规模增长，对标国内外音乐流媒体平台付费墙较低商业化空间广阔。考虑确认递延所得税抵免影响，我们将网易云音乐 2025-2027 年归母净利润预期从 16.3/19.4/23.2 亿元上调至 28.9/23.2/27.5 亿元，2025 年 8 月 15 日收盘价对应 2025-2027 年 PE 分别为 19.2/23.9/20.2 倍，维持“买入”评级。

风险提示：竞争加剧，政策监管趋严，宏观需求不及预期。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：张家琦）

北汽蓝谷（600733）：2025 年半年报点评：业绩符合预期，享界放量可期

投资要点 公告要点：2025Q2 单季度营收为 57.44 亿元，同环比分别+156.8%/+52.2%；Q2 单季度归母净利润为-13.55 亿元（2024Q2 为-15.55 亿元，2025Q1 为-9.53 亿元）；Q2 单季度扣非归母净利润为-13.74 亿元（2024Q2 为-15.50 亿元，2025Q1 为-9.61 亿元）。

25Q2 业绩符合预期。1）营收：25Q2 公司实现销量 3.9 万辆，同环比+120.5%/+42.3%，其中享界 S9 Q2 销量为 0.99 万辆，环比+248.2%，享界销量占比达 25%，环比+14.8pct，推动公司整体的 ASP 同环比均提升，为 14.56 万元，同环比分别+16.5%/+7.0%。S9 增程版于 4 月 16 日正式上市，完成车型双动力布局，截至 6 月 30 日，门店总数已超过 700 家。2）毛利率：公司 Q2 毛利率-4.14%，同环比分别+3.4/+3.4pct。公司整体销量/销量结构均改善情况下毛利率同环比均实现改善。3）费用率：公司 25Q2 费用率同环比改善显著，销售/管理/研发费用率分别为 8.8%/3.7%/10.2%，同比分别-17.5/-7.0/-5.0pct，环比分别-0.4/-1.8/-2.6pct。4）净利润：合并报表口径单车亏损 3.5 万元（扣非后），环比基本持平。

盈利预测与投资评级：由于行业竞争加剧，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预期至-38/-15/13 亿元（原为-35.8/-10.2/13.1 亿元）。但考虑享界后续放量可期，我们仍维持公司“买入”评级。

风险提示：新车上量不及预期风险；智能化技术创新低于预期等。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：孟璐）

奥比中光-UW（688322）：3D 龙头高歌猛进，多传感器融合筑牢护城河壁垒

3D 视觉的本质是动态高精度测量仪。3D 视觉通过光学原理进行高精度的三维空间测量，超越了传统 2D 视觉的平面图像捕捉功能。3D 视觉相较于 2D 视觉在空间作业中的核心优势在于其直接获取三维数据的能力。2D 视觉依赖二维图像分析，仅能提取物体平面特征，但无法获取深度信息，而 3D 视觉通过结构光、ToF 等技术生成物体的三维点云数据，可精准解析物体的空间坐标，可以像人眼一样“看见”物体的远近高低，更加符合空间作业的特性，因此人形机器人对环境理解和规划要求高，这也是 3D 视觉独特优势所在。

2024 年为 3D 视觉产业开始爆发元年。2024 年前，3D 产业应用场景少，市场需求和产业积累弱。场景应用主要集中在苹果手机的人脸识别、自动导引

车（AGV）、送餐机器人和体感游戏等领域。截至 2022 年，中国机器视觉市场规模 170.65 亿元，其中 3D 视觉市场仅为 18.4 亿元，占比 10.8%。市场渗透率和规模化程度有限，市场需求小，导致市场回报难以覆盖 3D 视觉高昂的技术成本。技术强耦合带来高投入，下游市场规模不足投入产出失衡，产业陷入了“没有下游，只有投入”的困境。2024 年后，3D 视觉应用场景不断扩展，成为实现高精度感知与自主操作的关键技术。随着自动移动机器人（AMR）、3D 打印、人形机器人、机械臂、灵巧手和智能割草机等领域的快速发展，这些高阶自动化场景对实时深度感知是硬性需求，3D 视觉的需求激增。硬件成本不高，先发优势行业，算法构建护城河。相机模组的硬件组成涵盖 4 个部分，分别是红外光发射模组、红外光接收模组、可见光 RGB 模组和图像处理算法芯片。各硬件组件产业链均已成熟，价格体系完整，硬件壁垒不高。温漂相关的软件补偿复杂塑造了 3D 视觉领域的算法壁垒。1. 波长漂移造成深度测算偏差；2. 焦距漂移早成深度测算偏差。深度测算的偏差加大对于温漂补偿机制提出了更高需求，否则无法满足 3D 场景高精度需求。3D 视觉领域中，产品高定价与高利润主要源于其软件算法，这些算法构建了高技术壁垒，使得新进入者面临高昂的研发成本和技术挑战。多点下游开花，子行业成长空间大。根据我们测算，按照 400 美金计算单模组，远期人形机器人、智能割草机、3D 打印等市场空间规模分别为 190 亿美金、84 亿美金、42 亿美金。下游行业渗透率低，以 2024 年年底开始，行业均开始起量，空间广阔。盈利预测与投资评级：受益于机器人行业订单持续增长，奥比中光 25-27 年营收将实现快速增长，我们预计公司 2025-2027 年营业收入为 10.62/15.1/22.34 亿元，当前市值对应 PS 分别为 30/21/14 倍，考虑到公司是全球 3D 视觉感知龙头，给予一定估值溢价，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济风险下行，下游应用发展不及预期，客户集中度高的关联交易风险。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：陈海进
证券分析师：周高鼎）

继峰股份（603997）：2025 年半年报点评：2025Q2 业绩基本符合预期，乘用车座椅业务加速放量

投资要点 事件：公司发布 2025 年半年度报告。2025 上半年公司实现营业收入 105.23 亿元，同比下降 4.39%；实现归母净利润 1.54 亿元，同比增长 189.51%。其中，2025Q2 公司实现营业收入 54.86 亿元，同比下降 4.08%，环比增长 8.91%；实现归母净利润 0.49 亿元，同比增长 45.06%，环比下降 52.68%。公司 2025Q2 业绩基本符合我们的预期。2025Q2 业绩基本符合预期，乘用车座椅持续放量。营收端，公司 2025Q2 实现营业收入 54.86 亿元，同比下降 4.08%，环比增长 8.91%。营收端的同比下滑预计主要系公司去年三季度完成了美国 TMD 公司的剥离出表。毛利率方面，公司 2025Q2 综合毛利率为 14.39%，同比提升 0.02 个百分点，环比下降 1.93 个百分点。期间费用方面，公司 2025Q2 期间费用率为 13.28%，环比下降 0.75 个百分点，主要系财务费用率环比下降 0.73 个百分点。归母净利润方面，公司 2025Q2 实现归母净利润 0.49 亿元，同比增长 45.06%，环比下降 52.68%。分业务及主体来看：格拉默方面，2025H1 格拉默实现营业收入 76.01 亿元，同比下降 11.89%，主要系美国 TMD 公司去年下半年出售所致；实现归母净利润 0.93 亿元，同比扭亏为盈，主要系格拉默持续推进各项降本增效措施。乘用车座椅业务方面，2025H1 公司乘用车座椅业务实现营收 19.84 亿元，同比增长 121%；实现归母净利润-0.63 亿元，同比亏损稍有扩大，主要系研发费用及工厂端前置费用较

高所致。格拉默业务整合稳步推进，乘用车座椅打开成长空间。公司收购格拉默后，在管理层和组织架构调整、全面推行降本措施、调整产能布局、拓展格拉默中国区业务等多方面持续推进格拉默的整合工作，后续随着整合工作的推进，格拉默盈利能力将稳步提升。此外，公司目前正大力布局乘用车座椅总成业务，公司在成本控制、服务响应等方面相比外资座椅企业有着较大的优势。当前，公司乘用车座椅业务正快速放量，且通过股权激励绑定座椅业务核心骨干，共享业务发展成果，看好公司在乘用车座椅市场的份额持续提升。

盈利预测与投资评级：考虑到公司新项目的量产进度以及下游配套客户的销量情况，我们将公司 2025-2027 年归母净利润的预测调整为 5.21 亿元、9.84 亿元、13.38 亿元（前值为 6.46 亿元、10.97 亿元、13.84 亿元），对应 2025-2027 年 EPS 分别为 0.41 元、0.78 元、1.05 元，市盈率分别为 28.62 倍、15.17 倍、11.16 倍，考虑到公司正大力开拓乘用车座椅业务，成长空间广阔，因此维持“买入”评级。

风险提示：下游整车销量不及预期；新业务拓展不及预期；海外整合不及预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇）

联想集团（00992.HK）：FY2026Q1 业绩点评：业绩稳健增长，有望持续受益于 AI 发展

投资要点 事件：公司发布 25/26 财年第一季度业绩，FY2026Q1 公司实现营收 188.3 亿美元，同比+21.9%，环比+10.9%；归母净利润 5.1 亿美元，同比+107.6%，环比+462.2%；三大核心业务 IDG、ISG、SSG 均实现双位数同比增长，业绩表现亮眼。

IDG：AI PC 持续渗透，智能手机表现亮眼。本财季 IDG 营业收入达 135 亿美元，同比增长 18%，经营利润率为 7.1%，盈利能力强劲。PC 营收同比增长 20%，创 15 个季度以来的最快增速，全球市场份额达到 24.6%，创历史新高，并且位居全球 Windows AI PC 市场第一。智能手机营收同比增长 14%，销量同比增速连续 8 个季度高于市场，中国以外市场份额达历史新高，其中折叠屏手机稳居第一，市场份额 51%。公司正全力推进“一体多端”战略，打造多种形态的智能体原生终端设备和丰富的应用生态，有望在个人智能时代持续提升市场竞争力。

ISG：AI 基础设施业务翻倍增长，收入维持高增速。本财季 ISG 营业收入达 43 亿美元，同比增长 36%。AI 基础设施业务同比增长超过一倍，云基础设施和企业基础设施业务营收分别同比增长 36%和 35%，海神液冷解决方案营收同比增长 30%。公司加大投资人工智能基础设施产品研发，提升企业基础设施业务竞争力。随着混合式 AI 基建需求持续增长，ISG 将继续推动云与企业基础设施的“双轨”战略并加大投资，有望实现中长期的可持续增长和盈利改善。

SSG：经营利润率提升，AI 解决方案势头强劲。本财季 SSG 营业收入创历史新高，达 23 亿美元，同比增长 20%，经营利润率达 22.2%，同比+1.2pct。运维服务和项目与解决方案业务合计占 SSG 整体收入的 58%，同比增长 3pct。人工智能解决方案增长势头强劲，递延收益达 35 亿美元，为未来增长提供高度可见性。在混合式 AI 驱动服务需求增长的背景下，SSG 正全面构建横向与纵向的 AI 解决方案能力，有望持续释放增长潜力。

盈利预测与投资评级：我们预计公司各项业务将持续受益于 AI 浪潮，AIDC、AI PC 产品、个人及企业智能体将推动公司业绩稳健增长。我们预期公司 FY2026/2027/2028 归母净利润为 16.3/18.0/20.1 亿美元，2025 年 8 月 15 日收盘价对应 FY2026/2027/2028 PE 分别为 10.5/9.5/8.5 倍，维持“买入”评级。

风险提示：AI 应用落地不及预期，供应链风险，行业竞争加剧的风险。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：李博韦）

远航精密 (833914): 精密镍基材料国内龙一, 固态有望贡献较大弹性

投资要点 镍基材料国内龙头、后续增长空间广阔。公司 2006 年成立, 专注于镍基材料生产, 镍带箔连续 18 年国内份额第一, 市占率超 50%。下游领域为新能源(占比 30-40%)、消费电子、航空航天、造币、氢能等, 构建从镍带/镍箔(72%)至精密结构件(24%)再到系统组件(0.03%)一体化研发与生产能力。2025 年营收预计同增 20-30%, 其中母公司负责传统镍带/镍箔, 2025 年出货持续稳健, 预计同增 20%+, 全资子公司金泰科负责冲压件+TCO+软连接; 全资子公司阿凡达负责高端镍带/镍箔, 2026 年规划产能 2500 吨, 设备全面扩容升级; 孙公司(80%股权)黑悟空负责 FPCA/CCS, 2024 年百万级收入, 2025 年预计千万级营收。公司具备强大的镍基材料研发能力, 后续有望在固态+氢能领域大展身手!

镍铁集流体迎来机遇、与头部合作进展顺利。固态电池中, 硫化物电解质与负极铜箔集流体发生反应, 大幅降低电池的循环寿命, 目前解决方式有镀镍铜箔或镍铁合金两条路线, 其中镍铁合金稳定性更好, 具备极佳的耐腐蚀性, 难点为减薄厚度+增强导电性, 为目前头部电池厂重点攻克路线。公司与头部合作进展顺利, 已成功开发镍铁集流体样品, 厚度可减薄至 5 μm , 并可通过微合金化提升短板性能, 后续预计对头部厂商进行送样。此外, 多个电池厂已与公司进行对接合作, 证明其镍基材料的独家强大研发实力, 后续有望看到进一步的合作落地!

固态空间测算。我们假设 2030 年全固态电池 100GWh 规模, 若使用不锈钢集流体, 单 GWh 用量 500 吨, 价格假设 20-25 万元/吨, 渗透率 50%, 镍铁集流体市场空间超 50 亿元, 公司市占率 50%, 净利率 10-20%, 有望增厚利润 3-5 亿元, 贡献较大弹性!

盈利预测与投资评级: 我们维持 2025-2027 年业绩预测, 我们预计 2025-2027 年归母净利润为 0.81/1.05/1.33 亿元, 同增 20%/30%/26%, 考虑公司在固态镍铁领域具备独家产品力, 后续有望看到进一步的进展和突破, 上调至“买入”评级。

风险提示: 行业竞争加剧、需求不及预期。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 朱洁羽

证券分析师: 余慧勇 证券分析师: 朱家佟)

鸿腾精密 (06088.HK): 2025H1 业绩点评: 业绩稳健增长, AI 算力有望持续带来新增量

投资要点 事件: 公司发布 2025 半年度业绩公告, 2025H1 实现营收 23.05 亿美元, 同比+11.22%, 净利润 0.32 亿美元, 同比-3.11%; 2025Q2 实现营收 12.02 亿美元, 同比+9%, 净利润 0.24 亿美元, 同比+4.35%, 毛利率 17.8%, 同比减 2.6pct。公司指引 2025 年收入低双位数增长, 毛利润高双位数增长。

网络设施: AI 算力需求持续高增, 增长动能强劲。网络设施业务 2025Q2 收入 1.88 亿美元, 同比+27.9%。2025 年, 一二线云厂商资本支出保持强劲态势, 预计合计达 3000 亿美元以上, 主要用于 AI 数据中心建设和加速器采购, 体现了“表观”增长的持续性和企业及主权实体对 AI 算力的迫切需求。公司抓住 AI 算力市场机遇, 面向下一代网络架构推出全面的解决方案产品矩阵, 涵盖了从芯片间连接到背板连接器和高压大容量方案等关键环节。公司在 Computex 2025 上展示的 AI 数据中心连接技术, 包括内部与外部线缆、全套高速模块及前沿的沉浸式液冷连接器, 有力地印证了公司的技术实力。公司指引 2025Q3/全年网络设施业务收入均实现超 15% 的同比增速。公司凭借技术积累及集团协同切入增量环节有望驱动业绩增长。

电动汽车: 收购落地技术渠道互补, 策略布局沙特 EV 充电市场版图。2025Q2 收入 2.40 亿美元, 同比+116.2%。2023M7 收购 Voltaira 后持续提质增效, 2024 年进一步收购德国 Auto-

Kabel 集团深化品牌客户关系、扩展分销渠道、发展技术并整合制造。公司正加速全球化布局，与中东合作伙伴 Alrajhi 的合资公司 Smart Mobility 正式投入运营，旗下品牌 Voltaira 充电桩产品已获得本地 SASO 认证，并通过与沙特家用充电市场渗透率最高的品牌 TPPE 建立覆盖产品、通路、安装及售后的全面合作，大幅降低了市场准入门槛，有望实现快速落地。合资公司成立初期即受当地政府邀请，在具代表性的政府机关安装 Voltaira 直流充电设备，为后续在沙特市场的扩张奠定坚实基础，为公司汽车业务板块的长期增长注入新动能。公司指引 2025Q3/全年电动汽车业务收入均实现超 15% 的同比增速。盈利预测与投资评级：公司深耕连接器线缆四十余年，行业地位稳固，下游布局全面，网络设施、电动汽车、系统终端产品业务成长路径清晰。我们预期公司 2025/2026/2027 年归母净利润 2.14/2.81/3.14 亿美元，2025 年 8 月 15 日收盘价对应 2025/2026/2027 年 PE 分别为 26.2/19.9/17.9 倍，维持“买入”评级。风险提示：AI 进展不及预期、下游需求不及预期、地缘政治风险。

(证券分析师：张良卫 证券分析师：李博韦)

小菜园 (00999.HK)：2025 年中期业绩点评：利润率显著提升，下半年加速开店

投资要点 门店扩张、外卖增加和费用优化带动业绩增长：公司 2025H1 营收为 27.1 亿元，同比+6.5%；其中堂食收入 16.5 亿元，约占 60.7%，同比+2.2%；外卖收入 10.6 亿元，约占 39.0%，同比+13.7%。H1 归母净利润均为 3.8 亿元，同比+35.7%。业绩增长，一方面由于门店数扩张，一方面受益于 25H1 外卖订单抬升及费用优化，外卖占比增加。同店销售额承压，下半年加速开店：2025 上半年因与商场博弈租金谈判开店相对较缓，上半年门店拓展至 672 家，同比+8.9%。下半年将加速开店实现年末达近 800 家。人均消费额 57.1 元，同比-5.5%；同店销售额-7.2%，主要由于线下客流承压及客单下降。供应链和管理优化，带动净利率提升 3 个百分点：原材料和消耗品费用 8.01 亿元，yoy-2.2%，毛利率优化 2.7 个百分点至 70.5%；员工成本 6.66 亿元，yoy-8.2%，占营收比优化 3.9 个百分点至 24.6%。归母净利率 14.1%，同比提升 3 个百分点。盈利预测与投资评级：小菜园是大众便民中式餐饮第一品牌，致力于打造“好吃便宜”的中国百姓家庭厨房，为消费者提供“健康家常菜”。强供应链、细致标准化、核心人才高激励共同助力品牌跨区扩张加密，预计未来 3 年门店数以年化复合增速 19% 稳步扩张。我们维持公司盈利预期，预计 2025-2027 年归母净利润为 7.10/8.78/11.19 亿元，对应 PE 为 16/13/10 倍，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧、食品安全风险、原材料成本上涨风险、门店开拓不及预期、消费者接受度不及预期等。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：石琦瑄)

证券分析师：王琳婧)

新诺威 (300765)：2025 年中报点评：持续加码研发，EGFRADC 下半年有望启动首个海外注册临床

投资要点 事件：公司 2025H1 实现总营收 10.50 亿元（同比+7.99%，下同），其中功能食品及原料收入 9.33 亿元（-0.69%），生物制药收入 0.94 亿元；研发投入 4.55 亿元（+80.81%），销售费用 1.25 亿元（+70.96%）；实现归母净利润-0.03 亿元（-102%）。H1 收入小幅增长，利润大幅下滑，主要原因：收入小幅增长主要是由于咖啡因业务收入企稳，同时生物药销售带来了收入增量。利润下滑主要由于期间费用率显著上升，其中研发费用率由于公司持续加大创新投入

增幅较大，销售费用率受生物药市场拓展影响有所攀升。 EGFR ADC 于 AACR 大会首次读出数据，潜在“重磅炸弹”药物：截至 24 年底共入组 232 例患者（其中 137 例 NSCLC），中位治疗线数为 3， ≥ 3 级 TRAEs 的发生率为 47%，最常见的 ≥ 3 级 TRAEs 为白细胞减少（20.7%）、贫血（7.3%）、恶心（0.9%），整体安全性良好。分疾病看，在 EGFR TKI 耐药或 EGFR 野生型非鳞非小（EGFR wt nsq-NSCLC）患者潜力大：10 例 2L EGFRmt NSCLC 患者中，ORR=90%；在 41 例 3L+ EGFRmt NSCLC 患者中，ORR 为 41.5%。在免疫治疗和化疗均失败的 6 例 EGFR wt nsq-NSCLC 患者 ≥ 4.8 mg 剂量组中，ORR=50%。 公司持续加码研发，全面布局 ADC、mRNA 和单抗药物：上半年国内新增 3 款 ADC 进入临床阶段，3 款 ADC 获得 FDA 临床批件，同时多款 ADC 临床推进迅速，其中 SYS6010 4 月在国内完成 2L+ EGFRmt NSCLC 3 期临床首例患者入组，我们预计最快 27 年上市。海外临床加速入组中，目前已累计超百例患者，下半年有望启动首个海外注册临床，潜在 BD 大单品；SYSA1501（HER2-MMAE）4 月在中国完成 2L+HER2+BC 3 期临床末例患者入组；mRNA 疫苗平台亦在顺利推进中，包括 RSV、VZV、HPV 等疫苗均处于 I 期临床；PD1 单抗 6 月完成国内 SCLC 放化疗后巩固治疗 2/3 期临床首例患者入组；奥马珠单抗治疗中重度过敏性鼻炎 2 月获批；帕妥珠类似物 6 月完成 3 期临床并取得顶线结果，我们预计下半年报产。 盈利预测与投资评级：公司生物药研发顺利推进，功能性食品和原料药业务逐步企稳，我们维持公司 2025-2026 年收入预测分别为 23.92 亿/27.65 亿，预测 2027 年营收为 32.94 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）

建投能源（000600）：2025 半年报点评：受益区位优势火电高增长，定增 20 亿建设西柏坡火电项目

投资要点 事件：（1）公司发布 2025 年半年报，2025 年上半年公司实现营业收入 111.13 亿元，同比-3.3%；实现归母净利润约 8.97 亿元，同比+158.0%；实现扣非后归母净利润约 8.80 亿元，同比+182.5%，与此前业绩预告一致。（2）公司发布定增预案，拟向不超过 35 名投资者发行不超过 20 亿元，主要用于西柏坡电厂四期工程建设。 定增 20 亿元用于西柏坡四期工程主要向河北南网供电+集中供热。本次向特定对象发行股票募集资金投向西柏坡电厂四期工程项目，西柏坡电厂四期工程项目规划建设 2×66 万千瓦超超临界燃煤热电联产机组项目建成后向河北南部电网供电，并向石家庄中心城区及周边城镇集中供热，满足河北南部电网的负荷需求，同时能够满足当地集中采暖供热需求、满足周边产业园区等工业用汽需求。 中报业绩亮眼，区位优势下火电稳增长，加速推进光伏发展：2025 年上半年，公司火电业务收入达 101.12 亿元，占总收入的 90.99%，其中电量收入 87.78 亿元，热量收入 13.34 亿元，体现出火电与供热业务的稳定贡献。同时，公司积极拓展新能源领域，光伏业务收入达 9,547.99 万元，同比增长 90.69%。 受益于无核贫水电源供给结构，我们预计未来三年（2025-2027）河北省火电电价、电量领先行业：当前常规电源占比远低于全国平均，预期未来三年维持偏紧趋势：2024 年河北省常规电源火、水、核电占比 63%、2%、0%，显著低于全国占比 67%、14%、5%。全国电源品种上，我们预期火电受到新能源、核电上网挤压，发电量增速逐年放缓；河北省电源品种上，我们预期维持无核贫水趋势，火电增长略高于全国水平、光伏增速放缓、风电维持较快增

长。盈利预测与投资评级：我们维持预计 2025-2027 年公司实现归母净利润为 13.40 亿元、15.59 亿元、15.95 亿元，同比增速为 152.2%、16.4%、2.3%；对应 2025-2027 年 PE 为 10、9、8 倍，维持“买入”评级。风险提示：并购进度不及预期的风险，电力需求超预期下降的风险，减值风险等

（证券分析师：袁理 证券分析师：唐亚辉）

东方电缆（603606）：2025 年中报点评：Q2 海缆确收较少，下半年有望迎来拐点

投资要点 事件：公司 25H1 营收 44.3 亿元，同比+9.0%；归母净利润 4.7 亿元，同比-26.6%；扣非后归母净利润 4.6 亿元，同比-21.8%。其中 25Q2 营收 22.9 亿元，同环比-17.1%/+6.4%，归母净利润 1.9 亿元，同环比-49.6%/-31.6%，扣非后归母净利润 1.9 亿元，同环比-47.13%/-31.6%；毛利率 16.25%，同环比-6.3/-4.1pct，净利率 8.4%，同环比-5.4/-4.7pct。业务拆分：①海底电缆与高压电缆 19.6 亿元，同比增长 8.3%，毛利率 25.0%；其中 Q1/Q2 分别为 12.0/7.6 亿元；②电力工程与装备线缆 22.0 亿元，同比增长 24.9%，毛利率 10.8%；③海洋装备与工程运维 2.8 亿元，同比下降 44.6%，毛利率 29.1%。在手订单环比持平：截至 25 年 8 月 12 日，公司在手订单约 196 亿元，其中电力工程与装备线缆 50 亿元，环比增加 6 亿元；海底电缆与高压电缆 110 亿元，环比减少 5 亿元；海洋装备与工程运维 36 亿元，环比增加 6 亿元。存货及合同负债大幅提升：截至 25Q2 末，公司存货 31.2 亿元，环比 25Q1 末增加 8.6 亿元；合同负债 16.7 亿元，环比增加 7.8 亿元；存货及合同负债大幅提升，存货大幅增加，有望于 Q3-4 陆续发货，确收有望迎来拐点。盈利预测与投资评级：基于海风项目交付节奏低于预期，我们下调盈利预测，预计 25-27 年归母净利润分别为 15.4/20.0/24.6 亿元（原值为 16.0/21.5/26.6 亿元），同比增长 53%/29%/23%，对应 PE 24/19/15x，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧，行业装机不及预期，出口订单落地不及预期等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男
证券分析师：胡隽颖）

思源电气（002028）：2025 年中报点评：海外收入放量提升盈利能力，业绩符合市场预期

投资要点 事件：公司发布 25 年中报，25 年 H1 实现营收 84.97 亿元，同比+38%，实现归母净利润 12.93 亿元，同比+46%，扣非归母净利润 12.36 亿元，同比+47%；其中 Q2 实现营收 52.70 亿元，同比+50%，归母净利润 8.46 亿元，同比+62%，扣非归母净利润 7.99 亿元，同比+60%。25H1 实现毛利率 31.74%，同比-0.01pct，归母净利率 15.21%，同比+0.82pct，Q2 实现毛利率 32.61%，同比+0.07pct，归母净利率 16.05%，同比+1.12pct。业绩符合市场预期。海外收入&毛利率双升，收入占比提升至 34%。25H1 公司海外营收 28.62 亿元，同比+89%，毛利率 35.69%，同比+1.87pct。公司海外收入占比不断提高，25H1 达到 34%，同比+9pct。根据海关总署数据，截至 25 年 6 月变压器/高压开关出口金额分别同比+37.5%/32%，海外市场需求旺盛&市场价格持续上涨，收入快速增长摊薄前期投入费用+改善总体毛利率，是拉动净利率提升的重要因素。展望 25H2，随着海外优质订单的交付，公司海外收入和毛利率水平有望保持上升趋势，拉动公司净利率&综合毛利率的不断提升。国内网内稳健是基本盘，网外有新能源抢装+储能占比提高略影响国内毛利率水平。25H1 公司国内营收 56.35 亿元，同比+21%，毛利率 29.73%，同比-1.34pct。从子公司来看，思源高压（GIS 等）/如高高压（AIS、隔离开关等）/思源赫兹（互

感器、套管等)收入同比+10%/31%/31%，净利率分别同比+0.29/1.32/3.04pct。思源高压产品下游市场以国内网内为主，收入保持稳健增长。思源高压&思源赫兹受益于海外 AIS、互感器等占比提升收入增速+利润率均有较大幅度提升。受 Q2 新能源抢装+储能收入占比提高影响，国内毛利率有所下滑。展望 25H2，我们预计公司国内业务收入有望保持稳健增长，750kV 组合电器交付有望对毛利率有所改善。展望 25H2，我们预计公司国内业务收入有望保持稳健增长，750kV 组合电器交付有望对毛利率有所改善。市场端加大投入、存货&合同负债大幅增长。25H1 公司销售费用/管理费用/研发费用，同比分别+52%/10%/26%，销售费用大幅增长主要系公司继续加大对市场和销售的投入。截至 25H1 公司存货/合同负债分别为 47.15/25.62 亿元，同比+38%/32%，在手订单充足奠定公司增长基础。现金流方面，截至 25H1 公司经营性现金流净流出 7.13 亿元，我们认为主要系公司储能业务(垫资金较大)、海外业务(账期久)快速增长所致，但客户信用优质，坏账风险较低，公司财务情况保持良好。盈利预测与投资评级：我们维持公司 25-27 年归母净利润分别为 28.2/38.0/50.0 亿元，同比+38%/35%/32%，现价对应 PE 分别为 24x、18x、14x，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)

卫龙美味(09985.HK)：2025 年中报业绩点评：业绩超预期，产品渠道两手抓

投资要点 事件：2025H1 公司实现营收 34.83 亿元，同比+18.5%；实现净利润 7.36 亿元，同比+18.5%。魔芋趋势延续，渠道持续精进。2025H1 调理面制品/蔬菜制品/豆制品及其他分别实现营收 13.1/21.1/0.6 亿元，同比-3.2%/+44.3%/-48.1%。在魔芋产品的带动下蔬菜制品保持高增趋势。线上/线下渠道分别实现营收 3.4/31.5 亿元，同比-3.8%/+21.5%。截止至 2025H1，公司门店覆盖数量达到 58.4 万家，相比 2024 年末增加 15 万家，线下渠道精耕持续推进。盈利超预期，效率优化是核心因素。2025H1 毛利率 47.2%，同比-2.6pct，环比+0.5pct。分产品看，调味面制品/蔬菜制品/豆制品及其他毛利率分别为 48.4%/46.6%/42.4%，同比+0.5/-6.0/+5.0pct。蔬菜制品因成本压力毛利率承压。辣条、其他产品毛利率提升收益于生产效率优化(辣条产能利用率大幅提升)。2025H1 销售/管理费用率分别为 15.1%/5.8%，同比-1.0/-2.5pct，主要受益于效率提升。2025H1 销售净利率 21.1%，同比持平，环比+7.7pct。产品、渠道两手抓，海外潜力可期。下半年新品开始陆续铺市，比如臭豆腐等；Q3 进入旺季，公司渠道精耕持续推进，叠加新品上市，收入增量可期。海外潜力较大，魔芋作为大单品有望帮助公司打开海外的影响力。盈利预测与投资评级：公司效率优化成果显著，我们上调 2025 年盈利预测，考虑到产品端竞争也在加剧，我们略下调 2026-2027 的盈利预测。预计公司 2025-2027 的归母净利分别为 14.6/17.2/19.6 亿元(此前预期为 13.8/18.4/22.0 亿元)，同比+37%/18%/14%；对应 PE 为 18/16/14X，维持“买入”评级。风险提示：食品安全问题，行业竞争加剧，消费力改善不及预期。

(证券分析师：苏钺 证券分析师：李茵琦)

科达利(002850)：2025 半年报点评：主业收入持续提升，机器人稳步推进

投资要点 25Q2 收入亮眼、利润受减值影响相对平稳、符合预期。

公司 25H1 收入 66.5 亿元，同比+22%，归母净利润 7.7 亿元，同比+19%，预告中值偏下，符合预期，25H1 毛利率 22.9%，同比-0.2pct，净利率 11.5%，同比-0.3pct。其中 25Q2 收入 36.2 亿元，同环比+23%/+20%，归母净利 3.8 亿元，同环比+13%/-1%，毛利率 23.4%，同环比-0.4/+1.2pct，净利率 10.6%，同环比-1/-2.3pct，主要由于减值损失计提 0.49 亿元、补交增值税 0.26 亿元，共影响 0.7 亿元+利润，若加回，净利率仍可达到 12%+。预计 25 年收入稳定 25%+增长、经营性净利率基本稳定。25H1 公司结构件占收入比重 96.5%，增长主要来自国内客户，总体市占率维持 40%左右，海外收入 2.5 亿元，占比 3.8%，受瑞典 NV 破产影响，有所下滑。展望 25Q3，我们预计公司收入环比 15%左右，突破 40 亿元+，25 全年收入预计突破 150 亿元，同比增长 25%+。2026 年我们预计行业总体需求可维持近 17%增长，公司增长有望略好于行业增速。盈利端，结构件价格下降空间有限，且公司不断降本增效，我们预计 25 年净利率仍可维持 10-12%。机器人多产品储备、加速客户拓展。子公司科盟布局三大类产品，谐波减速器、摆线减速器、旋转关节总成，主打轻量化。其中谐波减速器主推钢铝复合谐波，减重 20-30%，25 年主供工业和协作机器人，人形方面已对接国内外人形机器人主机厂。摆线减速器方面，公司已具备样品，25H2 将开始送样客户，应用于人形下肢和髋关节。执行器方面，公司推出轴向磁通电机旋转关节，25H2 将送样客户。公司具备优秀的制造、管理和客户拓展能力，我们预计减速器 25 年形成千万元收入，未来随着人形爆发，将成第二增长曲线。现金流依旧亮眼、资本开支低位。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，环比微降，库存维持低位。盈利预测与投资评级：预计 25-27 年归母净利润 18.1/21.7/26.1 亿元，同比增 23%/20%/20%，基本维持之前预期，对应 PE 为 19x/16x/13x，给予 26 年 25x PE，对应目标价 198 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)

安琪酵母 (600298)：2025 年中报点评：扣非利润大幅增长，国内市场趋势向好

投资要点 安琪酵母发布 25 年半年报，25H1 公司实现收入/归母净利润 78.99/7.99 亿元，同比增长 10.10%/15.66%，扣非归母净利润 7.42 亿元，同比增长 24.49%；其中 25Q2 收入/归母净利润 41.05/4.29 亿元，同比+11.19%/15.35%，扣非归母净利润 4.05 亿元，同比 34.39%。25Q2 海外符合预期延续同比 20%+增长；国内已走出组织架构调整的短期影响，Q2 增速转正：(1) 分产品，25Q2 酵母及深加工产品/制糖产品/包装类产品/食品原料/其他分别实现收入 29.81/2.28/0.99/4.54/3.22 亿元，前三者同比分别 11.66%/20.09%/3.60% (涉及数据统计口径问题，后两者无法计算同比)；(2) 分渠道，25Q2 线下/线上渠道分别实现收入 30.33/10.50 亿元，同比分别+22.80%/-12.08%；(3) 分市场，25Q2 国内/国外分别实现收入 23.05/17.78 亿元，同比分别 4.29% (Q1 国内-0.26%) /22.28%；(4) 截至 2025Q2 末，公司国内/国外经销商数量分别为 18246/6343 家，较 2025Q1 末分别净增加 214/164 家。2025 年糖蜜采购价格下降 (同比 10%+下滑)，成本红利如期释放，25Q2 公司毛利率 26.19%，同比+2.27pct，销售费

用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别+0.08/+0.24/+0.03/+0.22pct至5.57%/3.37%/4.12%/0.08%，25Q2净利率同比+0.56pct至10.82%。国内市场趋势向好，酵母蛋白前景可期：2025年初调整国内事业部（由十个合并为三大事业部），精简提效、资源集中，我们预计组织调整的短期影响已消退，且Q2国内下游需求或较Q1进一步修复。酵母蛋白获国家政策支持、应用范围更广，下游客户包括保健品、零食、乳企，前景可期。盈利预测与投资评级：短期调整结束，国内业务重回正轨；海外业务扬帆起航，引领增长。我们维持2025-2027年公司归母净利润为15.59/18.69/21.34亿元，同比增长17.74%/19.82%/14.23%，对应当前PE19.83x、16.55x、14.49x，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格波动风险、食品安全风险、行业竞争加剧的风险。

（证券分析师：苏铖 证券分析师：邓洁）

北特科技（603009）：2025年半年报点评：业绩符合市场预期，机器人贡献第二增长极

投资要点 25Q2 营收+19%、归母净利润+49%、业绩符合市场预期。公司发布2025年半年报，25H1实现营收11.13亿元，同比+14.71%，归母净利润0.55亿元，同比+45.14%，其中25Q2实现营收5.71亿元，同比+18.77%，环比5.33%，归母净利润0.32亿元，同比+48.83%，环比+38.51%，业绩整体符合市场预期。主业稳健增长、盈利水平维持稳定。25H1公司实现毛利率19.12%，同比-0.08pct，其中25Q2毛利率20.03%，同比+0.66pct，得益于项目订单逐步释放，公司底盘&压缩机&铝合金各板块业务均实现稳健发展，25H1营收分别为7.14/3.06/0.92亿元，毛利率分别为23.52%/9.46%/17.19%。公司前期研发的集成式热管理系统及电动压缩机用集成PTC控制器已落地并量产，并积极研发400CC电动压缩机、压缩机用SiC控制器等项目，后续将逐步导入国内外头部客户，打开业绩天花板。全年看，公司订单逐步落地，产能逐渐释放，我们预计25年主业汽车零部件收入维持5~15%稳健增长。丝杠产品全面布局、贡献第二增长曲线。特斯拉改款Gen3年底推出，与V2方案设计完全不同，26年量产，5年内实现年产100万台目标。公司凭借金属精密加工领域的技术积累，配合客户开发多种丝杠产品，包括行星滚柱丝杠、滚柱丝杠、梯形丝杠及微型丝杠，涵盖螺母、行星滚柱、丝杆、齿圈等关键零部件。同时，公司持续推进江苏昆山工厂建设、泰国生产基地项目，未来配套汽车后轮转向、智能刹车系统以及人形机器人等新兴领域，贡献公司第二增长极。期间费用管控效果显著、现金流短期承压。公司25H1期间费用1.38亿元，期间费用率12.44%，同比-2.45pct，其中销售/管理/财务/研发费用率同比-1.04/+0.03/-0.86/-0.58pct，期间费用率管控效果显著。25Q2经营性净现金流+0.58亿元，同比-56.45%，存货4.9亿元，同比+2.92%。盈利预测与投资评级：我们维持公司25-27年归母净利润分别为1.22/2.02/5.65亿元，同比+70%/+66%/+180%，对应现价PE分别为120x、72x、26x，考虑到机器人行业空间广阔，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济下行，机器人业务发展不及预期等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：黄细里

证券分析师：阮巧燕 研究助理：许钧赫）

东方财富（300059）：2025年半年报点评：市场持续活跃，推动经纪及两融业务高增

事件：公司发布2025年半年报，①2025H1，营业总收入同比+39%至69亿元，归母净利润同比+37%至56亿元，归母净资产856亿元，较

2024 年末+6%。②2025Q2 单季度，实现营业总收入同比+35%至 34 亿元，归母净利润同比+36%至 29 亿元。

投资要点 **证券业务：**受益于活跃的市场。据 Wind，2025H1 日均 A 股交易额同比 2024H1+61%至 1.39 万亿元，环比 2024H2+11%。2025 年上半年，①手续费及佣金净收入同比+61%至 38 亿元，东财证券股基交易额市占率为 4.24%，同比+0.15pct。②利息净收入同比+39%至 14 亿元，融出资金较年初-1.0%至 583 亿元，市占率同比+0.1pct 至 3.2%。③证券投资收益（投资收益+公允价值变动净收益，不包含在营业总收入中）同比-15%至 14 亿元，主要系固收类业务收益下降。2025Q2 单季度，①手续费及佣金净收入同比+56%至 19 亿元。②利息净收入同比+42%至 7 亿元。

基金代销业务：业务趋势向好。2025 年上半年，金融电子商务服务收入同比+0.3%至 14 亿元，我们预计公司基金代销业务仍受到基金管理费下降、渠道端费率下滑等因素影响。截至 2025 年 6 月末，天天基金权益/非货币基金保有量分别为 3,838/6,753 亿元，同比分别+12%/+22%。2025Q2 单季度，基金代销收入同比-8%至 6 亿元（25Q2 单季度无分类业务收入，该项单季度参考公司营业收入）。

成本端：各项费用控制较强。2025 年上半年，公司营业总成本同比+2.3%至 21 亿元，其中：①营业成本同比+2.8%至 2.6 亿元。②销售费用同比-7%至 1.4 亿元，销售费用率同比-1.0pct 至 2%。③研发费用同比-10%至 5.0 亿元，研发费用率同比-4.0pct 至 7%。④管理费用同比+5.8%至 12 亿元，管理费用率同比-5.5pct 至 18%。

我们继续看好东方财富：①坐拥东方财富网、天天基金网等头部平台，构建了高粘性、需求多元化的 C 端客户生态。②AI 赋能金融：持续深化“AI+金融”战略布局，Choice 金融终端搭载的“妙想”大模型实现了从被动响应到主动服务的智能化升级，并成为金融行业收款商家的鸿蒙智能体，推动金融服务体验持续优化。③证券业务基于自身“流量优势+低佣金策略+平台高效能”仍在快速扩张，经纪及两融市占率持续稳步提升。④尽管基金费改第三阶段箭在弦上，基金销售环节费用面临下调压力，但公司基金代销业务仍具有先发优势，龙头地位稳固。

盈利预测与投资评级：据公司 2025 年半年度经营情况，我们上调此前预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 127/151/178 亿元（前值为 115/135/158 亿元），对应 PE 分别为 33/28/24 倍。我们看好公司不断巩固零售券商龙头地位，并借助金融 AI 优势重构传统证券业务存量份额，维持“买入”评级。

风险提示：公募费改幅度超预期；权益市场大幅波动；行业竞争加剧。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：武欣姝）

歌礼制药-B (01672.HK)：2025 年中报点评：海外临床进展顺利，远期管线成功概率提升

投资要点 **事件：**2025H1 公司主营业收入 108 万元，主要为提供研发服务收入所得。2025H1 研发费用 1.46 亿元，同比增长 10.9%，通过管线调整和费用合理优化，保证了公司核心减重管线的顺利快速推进，同时研发费用未出现大幅增长。公司 2025 年 H1 期末现金及现金等价物为 15.8 亿元，同比增长 361.9%，主要系定期存款到期所致。充足的现金储备有利于支撑目前管线的顺利研发。同时公司的核心管线在下半年还具有如下催化剂。

ASC30：公司最核心的小分子 GLP-1 管线，每日口服+每月注射双剂型。美国 I 期数据 4 周减重 6.5%，对比礼来小分子 GLP-1（Orforglipron）效果更佳，安全性相似，是潜在的全球 BIC。目前正在美国开展 IIa 期 13 周临床，根据时间推算我们预计今年 Q4 将有望读出顶线数据。ASC30 口服与注射双剂型均在推进 IIa 期，考虑到临床开始时间，预计注射型数据会略晚于口服

剂型。该管线具有较强 BD 预期，我们预计随着临床数据的读出，BD 有望快速落地。ASC47：公司开发的 THR-β 全新靶点减脂增肌管线，每月皮下注射一次。独特靶点开创新靶向脂肪细胞的减脂机制，与司美格鲁肽等 GLP-1 减肥药有强协同性，联用有望显著改善肌肉量明显降低的不良反应，同时提升减重效果。公司目前在美国进行与司美格鲁肽联用的 I 期临床，此前 7 月份已宣布完成所有受试者给药，该临床试验周期为 29 天，我们预计 2025 年 Q4 将读出顶线数据。ASC50：该管线是少数进入临床阶段的 IL-17 口服小分子。银屑病暂无根治方案需长期用药，现有药物司库奇优单抗等均需注射，ASC50 口服具备临床优势。在此之前仅 3 款银屑病 IL-17 小分子进入临床，ASC50 临床前数据以凸显疗效潜在优势，有望竞争 BIC。ASC50 在今年 6 月在美国开展 I 期临床，我们预计其将在 2025 年年底读出顶线数据。地尼法司他：作为 FIC 口服小分子 FASN 抑制剂，地尼法司他 III 期临床数据优秀，我们预计 2026 年有望在国内递交上市申请，未来为公司贡献收入。盈利预测与投资评级：歌礼制药 2025 年上半年各项管线推进顺利，符合我们预期。未来临床数据披露时间相对明确。我们认为其未来成功上市可能性再次提高。地尼法司他未来有望贡献收入。我们将 25-27 年营收预测上调至 0.02/0.64/2.03 亿元（前值为 0/0.4/1 亿元）。结合 FCFF 估值模型，管线成功率大幅提高，上调目标价至 29.26 港元，维持“买入”评级。风险提示：新药研发及审批进展不及预期；药品销售不及预期；产品竞争格局加剧；药品审批政策的不确定性。

（证券分析师：朱国广）

江苏金租（600901）：2025 年中报点评：业务投放快速增长，净利差同比扩大

投资要点 【事件】江苏金租发布 2025 年中期业绩：1）实现营业收入 30.1 亿元，同比+14.9%；2）归母净利润 15.6 亿元，同比+9.0%；对应 EPS 0.27 元，ROE 6.3%。3）归母净资产 241.3 亿元，较年初持平，较 Q1 末-3.1%，主要是股息分派的影响。4）Q2 单季实现营业收入 14.6 亿元，同比+9.6%。归母净利润 7.9 亿元，同比+9.7%。主营业务收入稳健增长，清洁能源/交通运输板块增速领先。1）上半年营收同比+14.9%，其中利息净收入 30.4 亿元，同比+18.5%。2）租赁资产规模达 1491 亿元，较年初+15.7%，增长较快。融资租赁业务收入同比+8.0%，其中清洁能源/交通运输/农业装备板块增长较快，分别同比+36.5%、+31.1%、+29.9%，工业装备板块同比-5.4%，而医疗健康 and 民生保障板块明显收缩，降幅均在 40%以上。信用减值损失明显增加，预计受投放较快增长影响。上半年营业支出 9.2 亿元，同比+29.7%，其中业务及管理费 2.9 亿元，同比+17.0%，占营收比重基本稳定；信用减值损失 5.8 亿元，同比+36.7%，我们预计主要是业务投放较快增长所致。净利差略有扩大，不良率维持较优水平。上半年公司租赁业务净利差为 3.71%，同比提升 3bps，我们判断主要受资金端成本降低带动。不良率为 0.91%，较上年末持平，资产质量保持优良。拨备覆盖率 401.5%，较上年末-28.8pct。拨备率 3.64%，较上年末-0.29pct。盈利预测与投资评级：结合公司 2025 年上半年经营情况，我们维持此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 32.4/36.0/39.8 亿元，当前市值对应 2025E PB 1.3x。我们认为，公司作为 A 股唯一上市金租企业具有稀缺性，历史业绩与分红表现稳定，2025 年公司拟实施中期分红，持续保障股东回报率，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济增长不及预期；社会信用风险水平大幅提升。

(证券分析师: 孙婷 证券分析师: 曹锟)

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>