

晨会纪要

数据日期: 2025-08-18	上证综指	深证成指	沪深300指数	中小板综指	创业板综指	科创50
收盘指数(点)	3728.02	11835.57	4239.41	13335.03	3545.89	1124.82
涨跌幅度(%)	0.84	1.72	0.88	1.48	2.61	2.13
成交额(亿元)	11339.41	16302.21	6353.65	5485.68	8295.86	685.21

晨会主题

【重点推荐】

行业与公司

小菜园(00999.HK) 海外公司深度报告: 中式大众餐饮赛道龙头, 全国化扩张验证进行时

【常规内容】

宏观与策略

策略专题: ESG 热点周聚焦(8月第3期) - 多部门发力守护长江流域生态

行业与公司

食品饮料周报(25年第33周): 外部积极因素逐渐增加, 茅台中报展现经营韧性

海外市场专题: 美元债双周报(25年第33周) - 通胀数据分化但降息预期稳固, 市场短期聚焦杰克逊霍尔

传媒互联网周报: MuleRun 在 AI Agent 领域引发热议, 关注中期业绩表现

网易-S(09999.HK) 海外公司财报点评: 销售费率环比回升, 公司游戏持续布局全球化

腾讯音乐(TME.N) 海外公司财报点评: 泛音乐领域不断扩展, ARPPU 值提升顺利

网易云音乐(09899.HK) 财报点评: 内容营销促进用户活跃度提升, 订阅业务增长顺利

唯品会(VIPS.N) 海外公司财报点评: 业绩表现稳健, 预计 Q3 实现收入同比转正

小商品城(600415.SH) 财报点评: 二季度利润增长提速, 下半年数贸中心开业有望贡献增量

百亚股份(003006.SZ) 财报点评: 外围市场持续快速增长, 期待下半年新品销售表现

卫龙美味(09985.HK) 海外公司财报点评: 蔬菜制品延续高增速, 费率下降有效对冲成本压力

重庆啤酒(600132.SH) 财报点评: 二季度吨价压力增大, 税率波动拖累盈利能力

安恒信息(688023.SH) 财报点评: 向 AI 安全迈进, 新领域有望突破

中国黄金国际(02099.HK) 海外公司财报点评: Q2 业绩环比明显提升, 铜

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数 08月19日

	收盘指数	涨跌幅%
道琼斯	33597.92	0
纳斯达克	10961.46	-0.48
S&P500	3801.78	-0.44
法国 CAC40	6000.24	-0.72
德国 DAX	14261.19	-0.57
日经 225	27574.43	-0.4
恒生	25176.85	-0.36

基金指数 08月19日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3266.14	0.00
股票基金指数	11346.47	1.21
混合基金指数	10513.56	1.25

汇率 08月19日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.16	-0.35
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.82	-0.07
美元兑日元	147.86	0.47

非流通股解禁 08月19日

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

金组合充分释放业绩弹性

华友钴业(603799.SH) 财报点评:经营业绩创历史同期新高,持续强化海外布局

石头科技(688169.SH) 财报点评:收入延续高增,盈利有望企稳修复

【重点推荐】

行业与公司

◆ 小菜园(00999.HK) 海外公司深度报告:中式大众餐饮赛道龙头,全国化扩张验证进行时

小菜园是中式大众餐饮赛道龙头。小菜园 2013 年首店落子安徽,次年进军江苏,其后深耕华东区域大本营,并稳扎稳打进行外省扩张。公司门店坚持直营模式,主打性价比定位,2024 年堂食客单价为 59.2 元。截至 2024 年底,门店总数为 667 家,其中大本营华东区域门店占比超 8 成。2024 年 12 月 20 日公司成功登陆港交所,其中创始人汪书高及一致行动人合计持股 85%。2024 年,公司营收 52.1 亿元/+14.5%;归母净利润 5.8 亿元/+9.1%;2025H1,公司营收 27.1 亿元/+6.5%;归母净利润 3.8 亿元/+35.7%,盈利能力显著提升系公司运营效率提升带动毛利率以及人工成本优化综合贡献。

中式大众餐饮:空间广阔,性价比为王。1990 年初到 2024 年 3 月中,日本消费者服务行业的 20 只“十倍股”中,有 11 家来自餐饮行业。复盘日本餐饮 30 年,日本泡沫经济破灭后,餐饮行业规模虽负增长但龙头企业却能逆势扩张,为投资人带来丰厚的投资回报,而性价比策略则是日本餐饮龙头的致胜法宝。弗若斯特沙利文统计数据显示,2025 年中式大众餐饮市场规模约 3.9 万亿,2023-2028 年市场规模 CAGR 为 8.9%,赛道空间宽广、未来增速较快,且 2023 年行业 CR5 不足 1%格局相对分散,未来把握住下沉市场、线上化率提升、出海机遇的品牌有望胜出。

成长看点:加密基本盘,稳步外拓,效率提升。扎实的供应链支撑和师徒制合伙制模式是门店快速扩张的根基。成长逻辑有三,一是门店扩张,门店拓展逻辑以华东区域下沉加密+新地区开拓为主,预计 2025-2027 年分别净增 130/160/180 家,中性偏乐观 2030 年门店有望达 1809 家;二是单店效率提升,2025 年新门店模型将单店面积精简至约 230 平米,初期投入降至 120 万/店,我们最新测算成熟单店年营收约 900 万,税后净利润约 130 万,税后净利率约 14.5%,现金回本周期也缩短至约 10 个月;三是副品牌孵化,副品牌菜手食堂瞄准社区餐饮赛道,模型仍处于打磨阶段。

投资建议:预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 7.7/9.4/11.2 亿元,分别同比+32%/+22%/+19%。小菜园深耕华东区域,并稳步向异地扩张,供应链+高性价比护航拓展成功率高,且单店效率改善望贡献额外利润率弹性,结合相对估值与绝对估值,未来一年合理股价区间为 13.4-14.3 港元,区间中值对应最新收盘价仍有 32.3%涨幅空间,首次覆盖给予公司“优于大市”评级,后续同店收入增速改善以及门店扩张效果的顺利验证,均有望进一步提升公司估值水平。

风险提示:食品安全、股东减持、同店收入改善&门店扩张不及预期等。

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

联系人: 周瑛皓

【常规内容】

宏观与策略

◆ 策略专题:ESG 热点周聚焦(8 月第 3 期)-多部门发力守护长江流域生态

海外 ESG 热点事件:监管框架变动频繁、清洁技术创新与资本布局加速、绿色金融工具深化整合。信息披露上,EBA 推迟银行 ESG 披露新规执行,斯坦福大学接管排放数据库保障核算连续性,Diginex 收购平台强化供应链 ESG 合规;绿色金融领域,Fortescue 获中资绿色贷款,ICE 扩展气候风险平台,多家机构在可持续基建、化石燃料撤资、碳项目融资等方面动作频频;碳中和方面,热泵技术、可再生能源协议、海水电解技术及关键矿产投资等推动脱碳进程;环境保护领域,宜家投资塑料回收,相关合规方

案推出，联合国塑料条约谈判陷僵局但持续推进；社会责任上，德勤调研显示员工对企业可持续发展认可度下降，500Global 支持全球南方可持续初创企业；公司治理方面，美国相关调查终止及多州对 SBTi 的警告凸显 ESG 与合规的冲突。整体来看，各领域在进展中亦面临挑战，呈现复杂态势。

国内 ESG 热点事件：聚焦政策精准引导、产业技术跃迁与责任机制强化三维并举。环境保护上，钢铁行业超低排放改造持续推进，排放降幅超半；黄河连续 26 年不断流，生态补水成效佳；多部门联合加强长江流域执法司法协同。碳中和领域，新能源汽车产销量、出口量及渗透率均大幅增长；华为公布低功耗双电机控制器专利；中国企业包揽全球储能电芯市场前十；清洁能源装机占比提升，光伏装机增长迅猛；《绿色消费指南》向社会征求意见，引导公众低碳消费。社会责任方面，保险行业推进社会信用体系建设；动力电池运输安全国家标准发布；多部门推出个人消费及服务经营主体贷款贴息政策；云南生态环境投诉举报办结率连续五年达 100%；数字基础设施建设领先，助力社会包容性发展；7 月国民经济稳中有进，保障就业与民生。整体来看，各领域协同发力，为国内 ESG 高质量发展持续赋能。

学术前沿：2025 年 8 月发表于《南方金融》的研究《金融科技何以提升企业新质生产力：政府行为和企业作为的调节效应》基于 2011-2022 年 A 股上市公司数据，从政府行为和企业作为双重视角考察金融科技对企业新质生产力的影响。研究结果表明：金融科技能显著提升企业新质生产力，且这种促进作用在新质生产力的劳动者、劳动对象、劳动资料三方面均有体现：同期发表于《Financial Innovation》的《Modeling ESG-driven industrial value chain dynamics using directed graph neural networks》，聚焦 ESG 因素对产业价值链动态的影响，通过有向图神经网络（DGNN）建模产业链冲击传播机制，克服了传统输入输出分析难以捕捉产业链不对称关系和整合 ESG 因素的局限。

风险提示：(1) 海外低碳经济发展过程中遇到波折；(2) 全球经济增长和低碳环保间权衡取舍对 ESG 投资节奏的短期扰动；(3) 文中涉及企业或产品仅做统计汇总，不构成投资推荐依据。

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

行业与公司

◆ 食品饮料周报（25 年第 33 周）：外部积极因素逐渐增加，茅台中报展现经营韧性

本周（2025 年 8 月 11 日至 2025 年 8 月 15 日）本周食品饮料板块上涨 0.49%，跑输上证指数 1.21pct。本周食品饮料板块涨幅前五分别为桂发祥（28.74%）、安琪酵母（7.52%）、天味食品（6.90%）、古井贡酒（6.58%）和 ST 通葡（6.54%）。

白酒：外部积极因素逐渐增加，茅台中报展现经营韧性。贵州茅台 8 月 12 日发布中报，我们认为利润率略有下降主因为毛利率和费用率扰动影响，但公司在本轮行业调整多周期叠加下仍展现其经营韧性，调整产品结构和发货节奏应对外部需求变化。本周白酒上涨 0.9%，外部积极因素逐渐增加。情绪面看，白酒板块作为顺周期优质资产跟随大盘情绪上涨，扩张型次高端酒企涨幅更大；后市伴随重要会议政策预期升温，板块估值有望继续震荡上升。基本面看，茅台中报反映行业需求压力已逐步传导至龙头，后续上市公司中报预计集中释放包袱；酒企短期仍将以去库存、促动销为主要工作，中长期重视消费者和消费场景培育，布局国际化和年轻化。个股推荐方面，把握三条投资主线：1) 业绩抗周期能力较强，在优势区域、优势价位带份额仍能持续提升的山西汾酒、古井贡酒、贵州茅台等；2) 顺周期属性较强，调整阶段夯实自身产品、渠道能力的泸州老窖及次高端酒企；3) 库存包袱较小，有望率先出清反弹的迎驾贡酒等；也建议关注五粮液、口子窖等的改革成效。

大众品：啤酒、饮料迎来旺季，关注中报业绩兑现。啤酒：2Q25 啤酒板块基金重仓比例小幅下降，燕京啤酒基金重仓比例有所提高。个股方面，我们继续优先推荐内部改革持续深化的燕京啤酒，关注华润啤酒、青岛啤酒的配置机会，偏好低波高股息的资金可继续持有重庆啤酒。零食：2Q25 零食板块基金重仓比例提升较多，加仓主要集中在盐津铺子、万辰集团。调味品：预计基础调味品龙头表现稳健，关注中报业绩窗口。推荐复调板块龙头颐海国际以及基础调味品板块龙头海天味业。速冻食品：淡季企业积极研发新品，中长期受益工业化。继续推荐关注经营稳定的餐饮供应链龙头安井食品、千味央厨。乳制品：潜在政策催化，需求平稳复苏，供给加速出清，布局 2025 年供需改善带来的向上弹性。饮料：旺季龙头提速，业绩分化明显。我们持续推荐水份额修复同时无糖茶环比提速的农夫山泉及加速全国化和平台

化的东鹏饮料，同样建议关注今年表现较优的包装水、茶饮龙头。

投资建议：本周推荐组合为贵州茅台、五粮液、山西汾酒、泸州老窖、农夫山泉、东鹏饮料、安井食品等。

风险提示：需求恢复较弱；原材料价格大幅上涨；市场竞争加剧。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）、杨苑（S0980523090003）、柴苏苏（S0980524080003）、张未艾（S0980525070005）

联系人： 王新雨

◆ 海外市场专题：美元债双周报（25 年第 33 周）-通胀数据分化但降息预期稳固，市场短期聚焦杰克逊霍尔

美国 7 月 CPI 同比增速低于预期，但 PPI 远超预期。美国 7 月 PPI 环比飙升 0.9%、同比升至 3.3%，创三年新高，核心 PPI 环比均远超预期，主要受投资组合管理费等服务业价格大幅上涨驱动，引发市场对通胀大幅反弹的担忧，交易员一度削减 9 月降息押注。然而，此前公布的 CPI 数据显示总体通胀温和（同比 2.7%，低于预期），尽管核心 CPI 同比升至 3.1%，但在 PPI 数据公布后，华尔街机构分析认为其上涨由少数高波动服务项主导，并非广泛通胀，且关税对商品价格传导尚不明显，多数机构维持 9 月降息 25 个基点的预测，认为持续性通胀信号有限，降息路径未根本改变。

9 月降息预期依然稳固，市场完全定价年内两次降息。从市场降息预期来看，尽管 PPI 数据大幅超预期，但市场认为商品通胀压力缓解，叠加劳动力市场降温，降息预期高涨，CME “美联储观察”工具显示，目前 9 月降息 25 个基点的概率为 92.1%，而到年末降息 2 次的概率为 100%。

杰克逊霍尔全球央行年会前瞻：鲍威尔或将聚焦政策框架，而非降息指引。8 月 21-23 日杰克逊霍尔将举行全球央行年会，市场普遍预期美联储 9 月将降息，且降息预期已推高美股，但我们预计鲍威尔不会提前透露利率决定，而是聚焦于美联储五年一次的货币政策框架评估。当前美国经济呈现“通胀粘性+就业边际转弱”的分化格局，叠加特朗普政府施压，政策进退两难。部分前美联储官员预计鲍威尔或将借框架调整重申央行独立性，潜在引入“就业偏离”等对称性表述，为未来灵活应对供给冲击与就业失衡提供理论依据。潜在的风险在于“预期差”——若鲍威尔释放鹰派信号或淡化降息紧迫性，或将触发美债、美股大幅波动。

美债利率上行，利率曲线进一步陡峭化。近两周 1 年/2 年/3 年/5 年/10 年/20 年/30 年期美债利率分别变动 6/6/6/8/10/12/11bp，10Y 和 2Y 分别录得 4.33%和 3.75%，10Y-2Y 利差走阔至 58bp，近期长期美债拍卖倍数降至年内低位，反映出宽松预期与财政供给压力并存。

投资建议：在美国经济“通胀粘性+就业转弱”背景下，维持中短久期美债为核心配置，辅以高评级中资美元债增强收益，谨慎对待长端波动，防范杰克逊霍尔可能带来的预期差冲击。当前美国通胀与经济数据分化，CPI 温和但 PPI 大幅走高，市场普遍认为其上涨由结构性因素主导，9 月降息预期依然稳固。在此背景下，建议投资者维持中短久期（2-5 年）美债作为核心配置，把握降息周期中的稳健收益与流动性优势；同时可适度增配高评级中资美元债，利用利差优势提升组合回报。对长端美债则需保持谨慎，短期虽有交易机会，但受期限溢价与供给压力影响，波动风险较大，不宜重仓。

重要事件与数据方面，未来两周建议重点关注杰克逊霍尔全球央行年会讲话、美联储 7 月 FOMC 会议纪要和 7 月美国 PCE 数据。

风险提示：美国经济和货币、财政、贸易政策的不确定性。

证券分析师： 王学恒（S0980514030002）、徐祯霆（S0980522060001）

◆ 传媒互联网周报：MuleRun 在 AI Agent 领域引发热议，关注中期业绩表现

传媒板块本周表现：行业上涨 0.20%，跑输沪深 300，跑输创业板指。本周（8.11-8.15）传媒行业上涨 0.20%，跑输沪深 300（2.13%），跑输创业板指（8.17%）。其中涨幅靠前的分别为吉视传媒、游族网络、ST 返利等，跌幅靠前的分别为北京文化、光线传媒、宝通科技、世纪天鸿等。横向比较来看，本周传媒

板块在所有板块中涨跌幅排名第 22 位。

重点关注：谷歌发布超小型高效开源模型，MuleRun 在 AI Agent 领域引发热议。1) 谷歌发布超小型高效开源 AI 模型 Gemma3 270M，该模型拥有 2.7 亿个参数，体积较小可以在手机上运行；2) 快手旗下的可灵 2.1 视频生成模型开启了全新的首尾帧功能内测，此次升级不仅显著提升了视频生成的效果，还使得运镜控制变得更加流畅，支持电影级画面的生成；3) 近日，一款名为 MuleRun 的海外 AI 产品在社交媒体上引发热议。与传统的 AI Agent 产品不同，MuleRun 为每位用户提供一个完整的虚拟机环境，允许 AI Agent 在其中运行各种软件，可以直接操作虚拟机内的 Windows 电脑，拓宽了应用场景。

本周重要数据跟踪：点点互动表现亮眼，暑期档票房景气。1) 本周（8 月 11 日-8 月 17 日）电影票房 12.74 亿元。票房前三名分别为《浪浪山小妖怪》（4.08 亿元，票房占比 32.4%）、《南京照相馆》（3.38 亿元，票房占比 26.8%）、《捕风追影》（1.92 亿元，票房占比 12.9%）；2) 综艺节目方面，《披荆斩棘 2025》、《花儿与少年同心季》、《脱口秀和 ta 的朋友们》、《奔跑吧第九季》和《新说唱 2025》排名居前；3) 游戏方面，2025 年 7 月中国手游收入前三名分别为点点互动《Whiteout Survival》、点点互动《Kingshot》和柠檬微趣《Gossip Harbor: Merge&Story》。

投资建议：业绩周期向上，中长期持续看好 AI 应用及 IP 潮玩。1) 基本面底部改善，关注游戏、广告媒体、影视等板块，把握个股 α 。游戏板块自下而上把握产品周期及业绩表现，推荐恺英网络、巨人网络、姚记科技、心动公司等标的；媒体端关注经济底部向上带来的广告投放增长（分众传媒、哔哩哔哩等）；影视内容关注供给端底部改善可能，渠道（万达电影等）以及内容（光线传媒、华策影视等）；高分红、低估值以及市值管理提升角度关注国有出版板块；2) 行业 β 持续看好高景气的 IP 潮玩以及从 0 到 1 阶段的 AI 应用。IP 潮玩推荐泡泡玛特、浙数文化、姚记科技等；AI 应用重点把握应用场景机会，关注游戏、玩具、广告、教育、电商、社交、等方向；2B/2G 关注营销、教育等领域落地可能；2C 关注 AI 游戏、AI 玩具等领域。

风险提示：监管政策风险；业绩风险；商誉及资产减值风险等。

证券分析师： 张衡（S0980517060002）、陈瑶蓉（S0980523100001）

◆ 网易-S (09999.HK) 海外公司财报点评：销售费率环比回升，公司游戏持续布局全球化

收入同比上升 9%，销售费率环比有所上升。25Q2 公司收入同比上升 9%，经调利润率同比提升 3pct。25Q2，公司实现营收 279 亿元，同比上升 9%。Non-GAAP 归母净利润 95 亿元，同比增长 22%；Non-GAAP 归母净利率 34.2%，同比提升 3pct。25Q2，公司综合毛利率 64.7%，同比上升 1.8pct，网易云音乐毛利率同比提升 4pct。25Q2，公司总经营费率为 32%，同比降低 3pct，环比上升 4pct。其中销售费率 12.8%，同比下降 1pct，环比提升 3pct，回归公司正常销售费率水平，游戏及相关增值服务市场推广支出增加。

游戏：Q2 为网易游戏淡季，Q3 暑期表现良好。25Q2，在线游戏业务收入为 221 亿元，同比增长 15%。《第五人格》、《燕云十六声》和《漫威争锋》良好。递延收入表现良好，25Q2 网易递延收入 169.7 亿元，同比增长 25%。25Q3 多款游戏表现优异，公司持续布局全球化。公司 7 月运营活动较多，《第五人格》于 7 月 10 日发布赛季更新后，登上中国 iOS 畅销榜第六；《七日世界》于 7 月 3 日推出周年庆版本更新，随即登上 Steam 全球畅销榜第四。《梦幻西游》端游最高同时在线玩家数于 8 月突破 293 万人，创下历史新高。公司全球化拓展包含原创海洋冒险 RPG《遗忘之海》，叙事向动作冒险游戏《归唐》。

有道：收入同比上升 7%，广告服务增长较好。25Q2，有道净收入为 14 亿元，同比上升 7%。根据有道财报，学习服务收入为 6.6 亿元，同比增加 2%。智能设备收入为 1.3 亿元，同比下降 24%。广告服务收入 6.3 亿元，同比增长 24%，AI 广告优化师“有道小智”实现需求分析→效果追踪的自动化决策。并且受益网易游戏生态协同，游戏广告收入增长较好。

网易云音乐：毛利率环比提升 4pct。25Q2，云音乐净收入为 20 亿元，同比下降 4%，社交娱乐业务拖累。毛利率 36.1%，同比+4.0pct，环比-0.7ct。毛利率同比上升主要系公司音乐版权成本侧的不断优化。25H1，公司内容服务成本为 18 亿元，同比-10%，占收入比重为 47%，同比下降 2pct。我们预计公司下半年加大布局版权内容，毛利率或环比有所下降。

投资建议：网易游戏制作能力强，公司精品化、全球化程度持续提升，后续重点关注游戏《命运：群星》、《遗忘之海》、《无限大》、《归唐》等。维持盈利预期，预计公司 25-27 年调整后归母净利润分别为

393/425/467 亿元。继续维持“优于大市”评级。

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

◆ 腾讯音乐(TME.N) 海外公司财报点评:泛音乐领域不断扩展, ARPPU 值提升顺利

收入回归双位数增长, 经调整利润率同比+3.5pct。25Q2, 公司实现总收入 84.4 亿元, 同比+17.9%, 环比+14.8%, 在线音乐收入占比达 81%。公司毛利率与经调整利润继续提升, 毛利率同比上升 2.4pct, 经调整利润率同比上升 3.5pct。25Q2, 公司毛利率 44.4%, 同比+2.4pct, 环比+0.3pct。毛利率提升主要系: 版权成本绝对值还是提升的, 但是有杠杆作用, 特别是包月会员的 ARPPU 提升带来订阅业务毛利率提升。我们预计 25Q3 毛利率环比略下降, 主要系演出等线下业务的发展。在成本端和费用端持续优化下, 25Q2 公司经调整净利润 26.4 亿元, 同比+33%。经调整利润率 31.3%, 同比+3.5pct, 环比+1pct。

订阅业务 ARPPU 值提升顺利, 其他在线音乐业务收入增长强劲。2025Q2, 在线音乐收入 68.5 亿元, 同比+26.4%, 环比+18.1%。1) 25Q2, 公司订阅业务收入 43.8 亿元, 同比+17.1%。25Q2, 公司的在线音乐移动 MAU 为 5.53 亿, 同比-3.2%。在线音乐付费用户为 1.24 亿人, 同比+6.3%; 订阅用户环比净增 150 万, 付费率达 22.5%, 同比+2pct。月 ARPPU 为 11.7 元, 同比+9.3%, 环比+2.6%。SVIP 渗透率和 ARPPU 都展现出非常强劲的增长势头, 公司通过增加更多会员权益推动 SVIP 发展, 比如拓展周边产品、演唱会优先购票以及专辑权益等。我们测算当前 SVIP 在会员中占比 12%, 预计中期可达 20-25%。在 SVIP 发展推动下, 我们预计 25 年全年 ARPPU 值可提升 1.4 元(此前预期 1.2 元)。除此以外, 公司进一步精细化运营付费人群, 5 月 27 日, QQ 音乐新增“网赚畅听”会员模式, 目前仅向少数免费模式用户开放该模式会员订阅入口。价格敏感型用户可以每月付较少会员费以及看广告解锁会员曲库。参考海外流媒体发展, 22 年奈飞首次推出含广告的基础套餐。奈飞分级会员体系通过精细化运营(分层定价、广告增量、共享管控)和内容生态扩张(IP 开发、直播), 实现了用户规模与收入的协同增长。

2) 其他在线音乐收入同比增长 47%。25Q2 其他在线音乐业务(广告、转授权、数字专辑等)收入 24.7 亿元, 同比+46.9%, 环比+56.2%。艺人周边和线下演出实现了强劲增长。腾讯音乐为艺人操盘演唱会, 今年首次操盘大型国际巡演, 比如权志龙澳门演唱会等。除此以外, 公司本季度广告业务增长较好, 主要系广告中网赚模式不断提量。

社交娱乐业务业务收入降幅持续收窄。25Q2, 社交娱乐与其他收入 15.9 亿元, 同比-8.5%, 环比+2%。

投资建议: 公司龙头地位稳固, 决定公司订阅业务发展顺利。25 年以来, 公司在付费渗透率提升同时发展出 ARPPU 值提升的第二条增长曲线。公司发展粉丝经济(主办演唱会、推出 Bubble、售卖明星周边)、泛音乐(长音频)等, 不断音乐稳固领域龙头地位并推动第二增长曲线发展。6 月 10 日, 腾讯音乐发布收购长音频龙头喜马拉雅的公告, 当前财务还未并表。此举有望发挥长音频和音乐的协同性, 类似海外音乐龙头 Spotify, 助力腾讯音乐订阅业务 ARPPU 值提升顺利。根据招股书喜马拉雅 23 年收入 61.6 亿元, 同比+2%; 调整后净利润 2.24 亿元, 喜马拉雅利润率低主要系销售费用影响, 腾讯音乐收购后有望通过获客渠道赋能等带来喜马拉雅的利润释放。

除此以外, 腾讯音乐 25Q2 以来布局海外。①25 年 5 月, 腾讯音乐拟入股韩国 SM 娱乐成为第二大股东; ②25 年 6 月底, QQ 音乐正式上线“Bubble”产品, 订阅费用 28 元/月。提供的是粉丝圈的高端定制服务。在 Bubble 内, 艺人可以为粉丝发布专属消息, 分享独家内容。③承办韩国艺人演唱会等。公司预计周边和演唱会等综合服务在未来几年的国际化进程中会有符合预期的发展, 近期有望拓展至东南亚等地区。

考虑到公司泛音乐领域积极布局, 我们用海内外可比公司进行估值。海外音乐龙头 Spotify 25 年 PE 估值 114 倍, 对应 PEG 2.8 倍。国内泛娱乐领域大麦娱乐 25 年 PE 34 倍, 对应 PEG 0.6 倍。估值切换至 26 年, 考虑到腾讯音乐龙头地位稳固, 泛音乐领域拓展性强, 给予腾讯音乐音乐 1.6-1.7xPEG, 对应 26 年 30-32xPE, 对应 ADS 股价 27.1-28.9 美元, 上调幅度 66-71%。维持“优于大市”评级。

风险提示: 政策风险; 成本增加的风险; 直播、饭圈的监管风险等。

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

◆ 网易云音乐(09899.HK) 财报点评:内容营销促进用户活跃度提升, 订阅业务增长顺利

业绩概览: 收入同比下降 6%, 费用侧控制优秀, 调整后经营利润同比增长 35%。2025H1, 公司实现总收入 38.3 亿元, 同比-6%, 其中社交娱乐收入下降 43%。25H1, 公司毛利率达 36.4%, 同比上升 1.4pct。上升主要系公司音乐版权成本侧的不断优化。25H1, 公司内容服务成本为 18 亿元, 同比-10%, 占收入比重为 47%, 同比下降 2pct。我们预计公司下半年加大布局版权内容, 毛利率或环比有所下降。25H1, 公司总费率 16.6%, 同比下降 4pct, 环比下降 2pct, 下降主要系销售费用优化良好。24H2 开始公司采用内容获客方式(内容、原创音乐推广等), 获客 ROI 有所提升, 除此以外, 网易云音乐与母公司网易游戏进行联动进行用户召回。25H1, 公司销售费率 4.3%, 同比下降 5pct, 环比下降 2pct。受到税费抵免影响, 25H1 经调整净利润为 19.5 亿元, 同比+121%, 经调整利润率为 50.9%。25H1 公司录得所得税抵免 8.1 亿元。从经营利润方面, 公司仍然录得强劲利润增长, 25H1, 公司调整后经营利润 9.1 亿元, 同比+35%。

商业化: 订阅业务同比增长 15%, 社交娱乐业务仍在调整期。1) 在线音乐业务: 会员订阅业务增长稳健, 由付费用户数增长驱动。2025H1, 公司在线音乐收入 29.7 亿元, 同比+16%。其中, 会员订阅收入 24.7 亿元, 同比+15%。我们测算, 25H1, 在线音乐付费渗透率行业领先达到 27%, 同比提升 3pct。25H1, 公司不断完善内容+功能+装扮的会员专属权益体系, 有效激发用户为更多优质体验付费的意愿。公司当前在学生会员方向有促销, ARPPU 同比下降。2) 25H1, 公司社交娱乐服务及其他业务收入 8.6 亿元, 同比-43%, 公司整治直播生态。

投资建议: 公司关注年轻用户, 发展自制内容打造差异化, 继续维持“优于大市”评级。上半年, 公司关注学生会员发展, 让利学生有助于公司长期稳健增长(22 岁后学生会员转为正常会员)。上半年公司实现了月活用户数的稳健增长。移动端用户的音乐聆听时长也同步增长。除此以外, 公司发展自制内容打造差异化。公司自制说唱曲目受到欢迎, 包括《两难》和《莫愁乡》等。2025 年 6 月, 平台注册独立音乐人超过 82 万, 上传约 480 万首音乐曲目。考虑到公司所得税抵免, 我们上调 25 年盈利预测, 预期公司 25-27 年经调整利润 30.5/25.4/30.5 亿元(上调 47/0/0%)。维持“优于大市”评级。

风险提示: 音乐版权价格变动的风险; 音乐赛道竞争格局恶化的风险等。

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

◆ 唯品会(VIPS.N) 海外公司财报点评:业绩表现稳健, 预计 Q3 实现收入同比转正

收入端: 本季度公司营业收入 258 亿元, yoy -4.0%, 其中产品收入 238 亿元, yoy-5%, 其他收入 20 亿, yoy+12%, 杉杉奥特莱斯发展势头良好, 目前拥有 20 家门店, 同店销售多个季度保持双位数增长, 公司将继续寻找合适的城市拓展奥特莱斯业务。通过组织架构、货品端、运营端、营销端等方面的持续调整, 公司预计 2025Q3 收入在 207-217 亿元, 同比增长 0%-5%, 重新回到增长轨道。

运营数据: 本季度公司 GMV 514 亿元, 同比+2%, 实现 GMV 同比转正, GMV 与收入的差距保持稳定, 主要反映结构性因素下退货率每年逐步小幅的增长趋势; 订单量 1.93 亿单, yoy-2%; 季度活跃买家数 4350 万人, yoy-2%, SVIP 同比增长 15%, 贡献了 52% 的线上消费, 本季度公司继续升级 SVIP 权限, 为用户提供差异化的体验。公司今年将用户作为重要目标, 预计 Q3 将实现重新增长。

利润端: 本季度公司 Non-GAAP 经营利润 24 亿元(经营利润率 9.3%), Non-GAAP 净利润 21 亿元, 净利率 8.0%, 同比下降 0.1pct。履约费用率/销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 8.2%/2.8%/1.7%/5.0%, 除管理费用率由于本季度杉杉带来 SBC 增加提升较为明显外, 整体费用率水平均同比保持稳健。此外, 公司继续坚持股东回报, 25Q2 回购 3.5 亿美元 ADS, 本轮回购计划剩余 6.46 亿美元。

投资建议: 公司专注于打造线上奥莱, 深耕自身核心优势, 我们小幅调整 2025-2027 年公司收入预测至 1072/1099/1123, 同比-1%/+3%/+2%, 调整幅度为-1%/-2%/-2%, 主要考虑到行业竞争依旧激烈, 以及 Q2 公司收入增长相对贴近此前指引下沿, 调整经调 2025-2027 年经调利润预测至 90/92/95 亿元, 同比-1%/+2%/+4%, 调整幅度为-1%/-2%/-3%, 主要受到收入下调影响。公司当前股价对应 2025 年 PE 为 7x, 维持“优于大市”评级。

风险提示：政策风险，新进入者竞争加剧等市场风险，宏观经济系统性风险等。

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）、王颖婕（S0980525020001）、张昊晨（S0980525010001）

◆ 小商品城(600415.SH) 财报点评:二季度利润增长提速，下半年数贸中心开业有望贡献增量

上半年业绩增长稳健，二季度提速。公司 2025 上半年实现营收 77.13 亿元，同比增长 13.99%，归母净利润 16.91 亿元，同比增长 16.78%，扣非归母净利润 16.68 亿元，同比增长 17.57%。单二季度营收 45.52 亿元，增长 11.41%，归母净利润 8.88 亿元，增长 20.77%，增速较一季度加快 8.1pct，扣非归母净利润 8.73 亿元，增长 19.87%。整体业绩位于此前业绩预告的上限。

新兴业务显著贡献增量，全球数贸中心招商持续进行。分业务看，市场经营主业收入 23.79 亿元，同比增长 4.85%，表现稳健。新兴业务中，贸易服务业务收入 5.31 亿元，同比增长 43.16%。其中 Chinagoods 平台业务主体营收 2.57 亿元，净利润 1.55 亿元，同比增长 110%。跨境支付业务主体业绩稳健增长，利润总额超 4000 万元，同比增长超 50%。此外，公司全球数贸中心各行业板块已完成或正在开展招商工作，预计 10 月开业后贡献新增量。

费用率基本稳定，经营性现金流净额大幅增长。公司上半年毛利率 31.55%，同比-1.53pct，主要系低毛利的商品销售业务收入占比增长影响。销售费用率 1.36%，同比稳定；管理费用率 2.54%，同比-0.68pct，管控良好。现金流方面，公司实现经营性现金流净额 13.83 亿元，同比增加 1109.17%，主要受益于本期收到义乌全球数贸中心（市场板块）时尚珠宝行业的招商款项。后续其他行业陆续招商完成后，将进一步增厚公司现金流。

风险提示：外贸景气度下降；新市场招商不及预期；新兴业务发展不及预期。

投资建议：公司整体业绩随着 10 月全球数贸中心（市场板块）开业，将进入新一轮扩张期。此外，数字贸易平台及跨境支付等新兴业务有望为公司注入长期增长新动能。同时公司作为进口贸易创新发展试点单位有望在未来分享进口贸易繁荣的机遇。考虑公司新市场招商工作仍在进行中，我们暂维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 40.32/64.08/78.32 亿元，对应 PE 分别为 25.9/16.3/13.4 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 张峻豪（S0980517070001）、柳旭（S0980522120001）、孙乔容若（S0980523090004）

◆ 百亚股份(003006.SZ) 财报点评:外围市场持续快速增长，期待下半年新品销售表现

受 315 舆情事件影响业绩短期承压。公司上半年实现营业收入 17.64 亿元，同比增长 15.12%；归母净利润 1.88 亿，同比增长 4.64%；扣非归母净利润 1.82 亿，同比增长 6.06%。其中，单二季度实现营业收入 7.69 亿元，同比基本持平；归母净利润 0.57 亿元，同比下滑 25.50%；扣非归母净利润 0.53 亿元，同比下滑 28.42%。二季度公司业绩短期承压，主要系线上渠道受 315 舆情事件影响，收入下滑且公司为应对市场变化增加了品牌支出。但公司线下渠道表现强劲，外围市场拓展成效显著，支撑了整体收入的稳健增长。

分产品看，自由点品牌上半年实现营业收入 16.87 亿/yoy+20.5%，其中以益生菌、有机纯棉系列为代表的大健康系列产品收入增速更快，上半年收入占比已超过 50%，产品结构持续优化。分渠道看，线下渠道表现强劲，上半年实现营业收入 11.33 亿/yoy+39.8%。其中核心五省实现收入 7.04 亿/yoy+13.7%；外围市场营业收入达 4.30 亿/yoy+124.15%，延续高增长态势。线上渠道受短期舆情冲击较大，上半年实现营业收入 5.92 亿/yoy-9.44%，单二季度同比下滑超 20%，且由于费用投放加大，上半年电商业务预计处于亏损状态。但目前线上业务已逐步恢复常态，7 月 ROI 已恢复至正常水平。

盈利能力方面，25Q2 公司毛利率/归母净利率分别为 53.14%/7.47%，同比-1.30/-2.58pct，毛利率下滑主要受短期营收承压及会计口径调整影响（将部分电商物流包装费用从销售费用调整至营业成本），剔除口径调整影响后，毛利率与去年同期基本持平。销售/管理/研发费用率分别为 39.52%/2.24%/2.41%，同比+3.3/-0.87/+0.11pct，销售费用率主要为公司应对舆情影响，加大了市场推广和品牌宣传力度。营运能力及现金流方面，公司上半年存货周转天数 52 天，同比增加 8 天，应收账款周转天数 24 天，同

比增加 2 天。公司 Q2 经营活动产生的现金流量净额为 0.61 亿，同比-32.59%，已较一季度有所改善。

风险提示：宏观环境风险，渠道扩张不及预期，舆情事件影响加剧等。

投资建议：虽然短期舆情事件产生一定影响，且公司额外投放费用去进行舆情管控和品牌宣传，导致费用率上行。但公司快速反应并采取有效措施，在 4-6 月线上 ROI 处于爬坡期后，7 月公司线上 ROI 已恢复至舆情前水平，同时舆情事件对于线下渠道影响不大，外围市场仍快速发展。预计随着下半年舆情事件影响不断减弱，叠加公司大力推广有机纯棉系列和维 E 新品，有望带动客单价和毛利率持续提升。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润至 3.68/4.83/6.27 亿，对应 PE 为 35/26/20x，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 张峻豪（S0980517070001）、孙乔容若（S0980523090004）、柳旭（S0980522120001）

◆ 卫龙美味(09985.HK) 海外公司财报点评:蔬菜制品延续高增速，费率下降有效对冲成本压力

卫龙美味公布 2025 年半年度业绩：1H25 实现营业总收入 34.8 亿元，同比+18.5%；实现归母净利润 7.4 亿元，同比+18.5%。公司同时宣布拟派发中期股息每股 0.18 元，分红比率约 60%。

收入端：蔬菜制品延续高增速，线上渠道收入略有下滑。1H25 收入同比+18.5%。分品类看，面制品收入同比-3.2%，收入下滑主要系受到公司主动调整 sku、面制品行业竞争加剧的影响；蔬菜制品收入同比+44.3%，延续高增速的主要原因为年初以来公司加强蔬菜制品的铺市、优化终端陈列、推出麻酱素毛肚新品，同时也受益于魔芋细分品类扩容红利。豆制品及其他产品收入同比-48.1%，主因公司主动退市卤蛋等产品。分渠道看，线下渠道同比+21.5%；线上渠道同比-3.8%，主要系电商渠道团队人员和策略调整。

毛利率：魔芋精粉价格同比涨幅明显，供应链提效部分对冲成本压力。1H25 毛利率 47.2%，同比-2.6pt。分品类看，面制品/蔬菜制品/豆制品及其他毛利率分别同比+0.5/-6.0/+5.0pt，蔬菜制品毛利率下滑较多主因魔芋精粉采购价格上涨明显，但公司通过供应链提效部分对冲成本压力，故毛利率虽同比下滑，但环比 2H24 毛利率（46.7%）有所改善。

盈利能力：降本增效叠加规模效益放大，费用率显著下降。虽毛利率承压，1H25 公司费用控制效果突出，销售费用/管理费用率分别同比-1.0/-2.5pt，主要系内部实施降本增效举措（包括人员优化等）以及规模效益放大，完全对冲了成本端压力。1H25 净利率 21.1%，大幅好于前期公司指引，且环比 2H24 扣非净利率提升明显。

盈利预测及投资建议：因上半年魔芋产品推新进度加快且多渠道渗透进展顺利，且内部降本增效成果显著、净利率表现好于公司前期指引及我们此前的预期，故上调 2025-2026 年盈利预测、新增 2027 年盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 75.3/90.6/107.8 亿元（2025-2026 年前预测值 71.0/81.7 亿元），同比+20.1%/+20.4%/+18.9%；实现归母净利润 14.7/18.0/21.8 亿元（2025-2026 年前预测值 13.2/15.2 亿元），同比+38.0%/+22.2%/+20.9%；EPS 分别为 0.61/0.74/0.90 元；当前股价对应 PE 分别为 20/17/14 倍。卫龙美味利用品类品牌模式构筑了一定高度的壁垒、经营久期较多数零食公司更长，且当下魔芋品类红利确定，维持“优于大市”评级。

风险提示：公司核心产品的渠道渗透受到竞品阻击；魔芋行业价格竞争加剧；公司新品上市节奏偏慢；原料、辅料成本大幅上涨。

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

◆ 重庆啤酒(600132.SH) 财报点评:二季度吨价压力增大，税率波动拖累盈利能力

重庆啤酒公布 2025 年半年度业绩：1H25 实现营业总收入 88.4 亿元，同比-0.2%；实现归母净利润 8.6 亿元，同比-4.0%；实现扣非归母净利润 8.5 亿元，同比-3.7%。

收入端：1H25 啤酒量增价减，2Q25 量价压力有所增大。1H25 啤酒业务收入-0.2%，其中销量同比+1.9%，主要系 Q1 销量增长贡献（部分受益于补库存），吨价同比-1.1%，预计主要系货折力度增大所致，高档产品中嘉士伯、乐堡、乌苏、风花雪月 1H25 销量正增长，高档/主流/经济型产品收入分别同比

0.0%/-0.9%/+5.4%，收入占比 59.6%/35.6%/2.2%，同比变化均不大。2Q25 啤酒业务收入同比-1.9%，其中销量同比持平，吨价同比-1.9%。2Q25 啤酒市场表现较为平淡，尤其 6 月现饮渠道走弱，对高端产品有负面影响，公司吨价压力亦有所增大。

盈利能力：成本红利被税率提升所抵消，盈利能力有所下滑。1H25 啤酒业务毛利率 51.3%，同比+0.8pt，主要受益于成本红利，1H25 啤酒吨成本同比-2.8%。费用率同比变化不大，但所得税率 22.4%，同比+3.1pt，主要系 Q2 部分子公司不再享受西部大开发税收优惠，最终导致归母净利率同比-0.4pt。其中 2Q25 单季度毛利率同比+0.8pt，同样系受益于成本红利；费用率变化不大，但所得税率 27.3%，同比+7.4pt，最终归母净利率 8.7%，同比-1.1pt。

盈利预测与投资建议：目前高端及超高端啤酒消费场景恢复较慢，预计公司吨价仍有压力，后续改善节奏有赖于消费力改善情况。随着公司持续加强非现饮渠道布局，并补充上新创新类啤酒产品及饮料类产品，后续销量有望逐步改善。考虑到消费力改善速度慢于我们此前预期且公司综合所得税率上升，我们小幅下调盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 147.3/150.3/153.5 亿元（前预测值 149.2/153.3/157.8 亿元），同比+0.6%/+2.0%/+2.1%；实现归母净利润 12.6/13.1/13.5 亿元（前预测值 12.8/13.4/14.0 亿元），同比+13.3%/+3.4%/+3.5%；EPS 分别为 2.61/2.70/2.79 元；当前股价对应 PE 分别为 21/20/20 倍。公司保持高端化战略定力、持续巩固高端品牌优势，为长期发展蓄力，且公司高度重视股东回报，过去三年维持高分红比率，维持“优于大市”评级。

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

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

◆ 安恒信息(688023.SH) 财报点评:向 AI 安全迈进，新领域有望突破

公司向 AI 安全迈进，行业在 2025 年有望触底。公司基础产品主要积累了攻防和数据的能力，而后主打的态势感知平台，掌握全局信息、可视化、大数据分析，公司实现了向大数据安全能力的进化。AI 在传统大数据能力上更进一步，而公司原平台能力也能实现顺势升级，以 AI 重塑安全。疫情及后疫情时代，行业需求萎缩导致多数公司出现亏损。从行业人数来看，头部安全厂商均在 2022 年达到人员数量高峰，23-24 年持续下降，结合 25 年行业预期继续保持人员下降趋势，以及收入端均在转向以毛利为考核，因此多数公司有望在 25 年实现扭亏，2025 年行业有望触底。

传统业务依然领先，AI 安全已初现价值。根据 IDC 最新数据，公司基础产品数据库审计、WAF、日志审计等依然保持市场前三的份额。公司安全平台中，态势感知稳居行业头部，数据安全平台份额 13.7%，排名第一。公司托管安服份额 11.1%，位居第二，且在驻场、远程、云托管中均保持前列。AI 安全方面，基于恒脑的 AiSort，使数据分类分级效率大幅提升 30 倍，告警分析效率实现 200%的飞跃式提升，安全运营人效至少提升 250%。公司 2024 年实现纯 AI 产品收入超 1700 万元，间接 AI 产品收入（即 AI 赋能产品后带来的收入）6200 万元，合计 AI 相关收入超 7900 万元。

公司在数据要素的积累，有望在 RWA 时代迎来新机会。公司与浙江大数据交易中心自 2020 年展开合作，共同构建数据交易平台，在安全可信的环境下，开展数据开发、流通、交易等工作，在数据要素、数据资产化及价值运营等方面都有很好的进展和积累，而相关数据资产及运营权未来存在 RWA 化可能。

公司费用下降明显，正向剪刀差有望逐步显现。2024 年公司亏损 1.98 亿元，收窄 45%；主要系 24 年公司加大费用控制，下降 3.19 亿元。25Q1 来看，亏损继续同比收窄 44%，费用依然保持下降趋势。公司人效提升显著，人员数量上，24 年下降 7%，相比 22 年高点下降 17%；创收层面，公司推动各个办事处都承担起“当家人”的责任，成为独立核算的经营单位，人均创收达到近年来最高的 56.68 万元。25 年有望出现正向剪刀差。

风险提示：AI 产业发展不及预期；竞争格局持续恶化；下游 IT 开支收紧。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。由于 24 年 IT 行业整体需求低迷，下修盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 0.42/1.17/2.32 亿元（原预测 25-26 年为 1.01/1.74 亿元），对应当前 PE 为 139/50/25 倍。考虑到公司及行业有望在今年触底回升，公司在 AI 和 RWA 领域有望积极布局，带

来新增长机会，维持“优于大市”评级。

证券分析师：熊莉（S0980519030002）、库宏焱（S0980520010001）

◆ 中国黄金国际(02099.HK) 海外公司财报点评:Q2 业绩环比明显提升，铜金组合充分释放业绩弹性

公司发布半年报：上半年实现营收 5.8 亿美元，同比+178%；实现归母净利 2.0 亿美元，同比扭亏。其中，Q1/Q2 分别实现营收 2.73/3.07 亿美元，Q2 环比+12%；Q1/Q2 分别实现归母净利润 0.85/1.15 亿美元，Q2 环比+35%。

核心产品产销量数据：公司上半年实现黄金产量 2.74 吨，Q1/Q2 产量分别为 1.39/1.35 吨，上半年实现黄金销量 2.94 吨，Q1/Q2 销量分别为 1.50/1.44 吨；上半年实现铜产量 3.49 万吨，Q1/Q2 产量分别为 1.69/1.80 万吨，上半年实现铜销量 3.43 万吨，Q1/Q2 销量分别为 1.67/1.76 万吨。从全年的维度来看，公司金、铜产量超过指引的可能性较高。

核心产品成本数据：长山壕上半年黄金单位生产成本 1619 美元/盎司，Q1/Q2 单位生产成本分别为 1625/1612 美元/盎司；甲玛矿上半年铜单位生产成本 3.29 美元/磅，Q1/Q2 单位生产成本分别为 3.41/3.19 美元/磅，上半年扣除副产品抵扣额后铜单位生产成本 0.53 美元/磅，Q1/Q2 分别为 0.73/0.33 美元/磅，Q2 成本优化较为明显。

长山壕稳步经营，甲玛矿稳中有进：长山壕金矿为露天采矿作业，设计开采及选矿能力为 60000 吨/日，于 2019 年 7 月更新矿山计划，产能降为 40000 吨/日；矿山露天开采作业正在逐步接近矿山寿命末期，井下工程大约在 2029-2030 年建成投产，在过渡期产量调低至每年 2.5 吨左右水平。甲玛铜金多金属矿以地下采矿作业及露天作业方式开采，综合采矿及选矿能力为 50000 吨/日；2023 年 3 月，甲玛矿区的果朗沟尾矿库发生尾砂外溢，矿区停止运营；2024 年 5 月，经相关部门批准，二期选矿厂恢复运营，日选矿能力为 34000 吨，低于设计选矿能力；公司正积极推进三期尾矿库建设，预计于 2027 年上半年建成并投入运营；三期尾矿库一旦运营，总计日选矿能力预计将增加至 44000 吨/日。

风险提示：矿产品销售价格不达预期的风险，公司矿产品产销量和成本不达预期的风险，公司项目建设进度不达预期的风险。

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级

预计公司 2025-2027 年营收分别为 11.15/11.30/12.45 亿美元，同比增速 47.4%/1.3%/10.2%；归母净利润分别为 3.95/4.07/4.56 亿美元，同比增速 528.9%/3.1%/12.1%；摊薄 EPS 为 1.00/1.03/1.15 美元，当前股价对应 PE 为 10.2/9.9/8.8X。考虑到公司金、铜产品组合，资源储量丰富，产量稳中有升，给予公司 2025 年 12-13 倍估值目标，相对于目前股价有约 18%-28%上涨空间，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

证券分析师：刘孟峦（S0980520040001）、杨耀洪（S0980520040005）

◆ 华友钴业(603799.SH) 财报点评:经营业绩创历史同期新高，持续强化海外布局

公司发布半年报：上半年实现营收 371.97 亿元，同比+23.78%；实现归母净利润 27.11 亿元，同比+62.26%。公司于 25Q2 实现营收 193.55 亿元，同比+28.28%，环比+8.48%；实现归母净利润 14.59 亿元，同比+27.04%，环比+16.51%。公司一体化优势持续释放，经营业绩创历史同期新高。

核心产品产销方面：今年上半年，公司充分发挥产业一体化优势，抓机遇、拓市场、增订单，运营质量稳步提升：①上游资源端，公司钴产品出货量约 2.08 万吨，同比-9.89%，同比下降或是因为钴原料供应紧张，公司钴产品惜售；公司镍产品出货量约 13.94 万吨，同比+83.91%，Q2 出货量环比大幅增加，这是 Q2 业绩环比增长的核心驱动。②下游材料端，公司三元前驱体出货量约 4.21 万吨，同比有所下滑，因公司主动减少部分低盈利产品出货，优化产品结构；公司三元正极材料出货量 3.96 万吨，同比+17.68%，超高镍 9 系产品占比提升至六成以上。

强化海外布局，放大一体化优势

①上游资源端：在印尼，公司与淡水河谷印尼、福特汽车合作的年产 12 万吨镍金属量 Pomalaa 湿法项目已启动建设；与淡水河谷印尼合作的年产 6 万吨镍金属量 Sorowako 湿法项目准备工作有序推进。在非洲，公司津巴布韦 Arcadia 锂矿项目，通过补充勘探，锂矿保有资源量从 150 万吨碳酸锂当量增加至 245 万吨，品位提升至 1.34%，5 万吨硫酸锂项目于今年一月份开工建设，目前已进入设备安装阶段，预计年底建设完成，项目建成后将实现锂精矿到锂盐的矿冶一体化，将大幅降低锂盐生产成本。

②下游材料端：在印尼，华能 5 万吨三元前驱体一期项目于 2024 年 11 月基本建成，今年一季度已实现批量供货；在韩国，与 LG 合作的龟尾 6.6 万吨正极材料项目部分达产，实现万吨级出货；在欧洲，匈牙利正极材料一期 2.5 万吨项目顺利推进，预计将于年内建成。

风险提示：项目建设进度不达预期，核心产品销售价格不达预期。

投资建议：维持“优于大市”评级。

上调盈利预测，预计公司 2025-2027 年营收为 744/812/891（原预测 702/758/825）亿元，同比增速 22.1%/9.0%/9.8%；归母净利润为 60.67/70.06/82.94（原预测 51.66/60.97/73.82）亿元，同比增速 46.0%/15.5%/18.4%；摊薄 EPS 为 3.57/4.12/4.87 元，当前股价对应 PE 为 12.4/10.7/9.1X。公司是国内新能源锂电材料行业的头部企业，一体化产业链能有效抵御行业下行风险，同时也有望充分享受未来行业景气度回暖带来的业绩弹性，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、杨耀洪（S0980520040005）

◆ 石头科技(688169.SH) 财报点评:收入延续高增，盈利有望企稳修复

收入高增，盈利同比承压。公司 2025H1 实现营收 79.0 亿/+79.0%，归母净利润 6.8 亿/-39.5%，扣非归母净利润 5.0 亿/-42.0%。其中 Q2 收入 44.8 亿/+73.8%，归母净利润 4.1 亿/-43.2%，扣非归母净利润 2.6 亿/-50.3%。公司经营战略调整自 2024Q3 开始，叠加内销国补政策的拉动，收入实现持续高增；盈利端在关税及加大营销等费用投入下明显承压，但预计随着越南产能供应提升，关税影响有望缩小，叠加洗地机业务盈利提升、洗烘一体机业务提效，公司下半年净利率有望筑底回升。

扫地机强劲增长，二品类翻倍成长。1) 公司 H1 扫地机收入同比增长约 60%至 64 亿，其中 Q2 增长约 50%，积极拓张策略下，扫地机主业增长势能强劲。2) 二品类洗地机 H1 收入同比增长约 4 倍至 11 亿，其中 Q2 增长约 7 倍，并开始贡献利润。公司洗地机的成功源于持续不断的产品创新和突破，A30 系列新品成为爆款，预计后续公司持续推新及海外渠道开拓下，洗地机业务在高速成长的同时盈利能力实现稳步提升。3) 今年以来，公司洗烘一体机投入同样加大，通过联名、代言等形式扩大影响力。久谦数据显示，2025H1 石头洗烘一体机在京东、天猫、抖音的 GMV 同比增长 187%，其中 Q2 增长 143%。但考虑到洗衣机市场较为成熟、公司市占率较低，该业务投入预计有所收缩。

海外渠道持续扩张，各区域表现强劲。公司扩充海外产品价格段，细化渠道网点布局，在稳固优势市场的同时，加大南欧、英国等新区域的深耕，海外领先优势进一步突出。2025Q2 公司外销收入预计增长超 50%，其中欧洲/亚太收入增长约 50%，北美收入增长超 30%。

经营策略及关税影响盈利，预计下半年净利率改善。公司 Q2 毛利率同比-8.0pct 至 43.9%，预计受美国关税、洗地机占比提升、及价格带拓宽等影响。Q2 销售/管理/研发/财务费用率同比分别 +7.6/-0.2/+1.0/+1.9pct 至 27.1%/3.1%/9.4%/-1.6%，销售费用增加系公司在全球提高直营渠道覆盖、渠道及营销投入增加。Q2 公司归母净利率同比-18.9pct 至 9.2%，环比提升 1.4pct。随着公司越南产能逐步爬坡、关税影响环比改善，洗地机等新业务盈利稳步提升，预计公司下半年盈利有望企稳回升。

风险提示：关税及国际贸易形势风险；行业竞争加剧；海外扩展不及预期。

投资建议：调整盈利预测，维持“优于大市”评级

公司是全球扫地机行业龙头，国内外产品矩阵、渠道加速扩张。考虑到美国关税的影响和公司积极的市场策略，调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润 20.2/27.3/33.8 亿（前值为 21.3/27.3/32.3 亿），增速为+2%/+35%/+24%，对应 PE=23/17/14 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 陈伟奇（S0980520110004）、王兆康（S0980520120004）、邹会阳（S0980523020001）、李晶（S0980525080003）

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	774.94	-0.19	ICE 布伦特原油	65.85	-1.48
白银	9203.00	0.11	铜	79020.00	0.03
铝	20610.00	-0.55	铅	16790.00	0.08
豆一	4137.00	0.19	锌	22375.00	-0.46
豆粕	3093.00	0.35	镍	120780.00	0.41
玉米	2267.00	-0.30	锡	266860.00	0.61
螺纹钢	3143.00	-0.15	SR509	5728.00	0.00

本月国内重要信息披露

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

近期非流通股解禁明细

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

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

全球证券市场统计

股票市场指数

简称	最新收盘价	1日 涨跌幅(%)	1周 涨跌幅(%)	1个月 涨跌幅(%)	3个月 涨跌幅(%)	12个月 涨跌幅(%)	30天 波动率(%)
道琼斯工业平均指数	44911.82	-0.076307	58.64	58.64	58.64	58.64	41.21
德国 DAX 指数	24314.77	-0.182805	90.89	0.10	2.30	32.70	53.43
法 CAC40 指数	7884.05	-0.497258	2.40	0.78	-0.03	5.83	46.55
恒生指数	25176.85	-0.368895	1.08	1.41	7.84	44.44	65.13
沪深 300 指数	4239.41	0.881900	2.83	4.45	9.00	26.71	62.47
美国 SP500 指数	6449.15	-0.010078	1.18	2.41	8.23	16.11	46.94
纳斯达克综合指数	21629.77	0.031402	1.14	3.51	12.58	22.67	49.38
日经 225 指数	43714.31	0.774581	3.54	9.78	15.78	14.84	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流入资金 (RMB, 万元)	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流出资金 (RMB, 万元)
1	300803.SZ	指南针	125.9600	14.6446	无数据	300803.SZ	指南针	125.9600	14.6446	无数据
2	601138.SH	工业富联	44.4600	-0.8917	无数据	601138.SH	工业富联	44.4600	-0.8917	无数据
3	002371.SZ	北方华创	347.2200	1.5174	无数据	300033.SZ	同花顺	404.9000	10.2669	无数据
4	600276.SH	恒瑞医药	63.0800	-0.5047	无数据	002371.SZ	北方华创	347.2200	1.5174	无数据
5	300502.SZ	新易盛	244.2900	4.7556	无数据	600276.SH	恒瑞医药	63.0800	-0.5047	无数据
6	600519.SH	贵州茅台	1428.5000	0.4515	无数据	300502.SZ	新易盛	244.2900	4.7556	无数据
7	601211.SH	国泰海通	20.7000	0.3880	无数据	601211.SH	国泰海通	20.7000	0.3880	无数据

8	600030.SH	中信证券	31.7000	1.9293	无数据	600030.SH	中信证券	31.7000	1.9293	无数据
9	002475.SZ	立讯精密	39.5900	2.5913	无数据	002475.SZ	立讯精密	39.5900	2.5913	无数据
10	300308.SZ	中际旭创	260.0000	9.2208	无数据	300308.SZ	中际旭创	260.0000	9.2208	无数据

港股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流入资金 (HKD, 万元)	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流出资金 (HKD, 万元)
1	1024.HK	快手-W	73.7000	-0.01470588	36048.35	2800.HK	盈富基金	无数据	无数据	643090.38
2	3033.HK	南方恒生科技	无数据	无数据	44550.82	0700.HK	腾讯控股	587.0000	-0.00844595	278438.26
3	2628.HK	中国人寿	25.0600	0.02873563	120210.58	1347.HK	华虹半导体	48.1200	-0.06198830	266822.39
4	3690.HK	美团-W	121.5000	-0.00164339	143602.64	9988.HK	阿里巴巴-W	118.6000	0.00423370	235107.58
5	1797.HK	东方甄选	43.3800	0.05189137	145856.75	1810.HK	小米集团-W	53.0500	0.00378430	206780.70
6	1810.HK	小米集团-W	53.0500	0.00378430	185687.77	0981.HK	中芯国际	51.8000	-0.01800948	202031.41
7	0981.HK	中芯国际	51.8000	-0.01800948	218301.76	2828.HK	恒生中国企业	无数据	无数据	153565.17
8	9988.HK	阿里巴巴-W	118.6000	0.00423370	296851.34	3690.HK	美团-W	121.5000	-0.00164339	146864.15
9	1347.HK	华虹半导体	48.1200	-0.06198830	305744.22	1797.HK	东方甄选	43.3800	0.05189137	115897.00
10	0700.HK	腾讯控股	587.0000	-0.00844595	308390.90	3033.HK	南方恒生科技	无数据	无数据	101915.11

免责声明

分析师声明

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

国信证券投资评级

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

重要声明

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

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

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

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

证券投资咨询业务的说明

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

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

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032