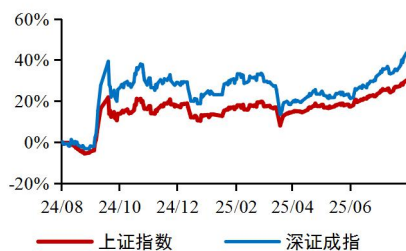


## 信义山证汇通天下

## 研究早观点

2025 年 8 月 19 日 星期二

## 市场走势



资料来源：最闻

## 国内市场主要指数

| 指数     | 收盘        | 涨跌幅% |
|--------|-----------|------|
| 上证指数   | 3,728.03  | 0.85 |
| 深证成指   | 11,835.57 | 1.73 |
| 沪深 300 | 4,239.41  | 0.88 |
| 中小板指   | 7,219.81  | 1.44 |
| 创业板指   | 2,606.20  | 2.84 |
| 科创 50  | 1,124.82  | 2.14 |

资料来源：最闻

## 分析师：

彭皓辰

执业登记编码：S0760525060001

邮箱：penghaochen@sxzq.com

## 【今日要点】

【行业评论】煤炭：煤炭月度供需数据点评-7 月：供给收缩，反内卷或带来“温和风暴”

【行业评论】生物医药 II：创新药动态更新：NSCLC IO 疗法 -PD-1/VEGF、PD-1/IL-2  $\alpha$ -bias、PD-L1 ADC、PD-1/VEGF/CTLA-4 潜力已现

【公司评论】北特科技(603009.SH)：北特科技 25 年半年报点评-25H1 业绩增长稳健，丝杠产线布局稳步推进

## 【今日要点】

【行业评论】煤炭：煤炭月度供需数据点评-7月：供给收缩，反内卷或带来“温和风暴”

胡博 hubo1@sxzq.com

### 【投资要点】

- 7月：
- **供给：**1-7月原煤供给边际递减。2025年1-7月，原煤累计产量实现27.79亿吨，同比增3.8%，同比增速边际下滑。7月当月实现3.81亿吨，同比降3.8%，环比降9.52%。
- **需求：**1-7月终端需求受制造业和基建支撑，电力需求改善。25年1-7月固定资产投资同比增1.6%，其中制造业投资增6.2%、基建投资增3.2%、房地产投资降12.0%。25年1-7月火电累计增速实现-1.3%；焦炭累计增速实现2.8%；生铁累计增速实现-1.3%；水泥累计增速实现-4.5%；7月火电增速实现4.3%；焦炭增速实现0.5%；生铁增速实现-1.4%；水泥增速实现-5.6%。
- **进口：**7月进口环比增长，1-7月进口量维持收缩趋势。2025年1-7月进口量累计实现2.57万吨，同比降13.0%。7月当月实现3561万吨，同比降22.94%，环比增7.79%。
- **价格：**7月煤炭价格进入反弹期，炼焦煤彰显弹性。25年以来山西优混5500动力煤价格中枢有所下降。25年以来京唐港主焦煤均价有所降低。25年以来天津港二级冶金焦均价调整。7月各品种环比增幅炼焦煤>动力煤>焦炭。
- **点评与投资建议：**
- **7月市场定价“超预期”，年内低点或已出现。**7月市场对涨价本身存在预期，但市场定价“超预期”。超预期来自对“反内卷”后政策转向所带来的弹性空间，反内卷最终目标还是拉升通胀水平。7月基本面相对配合，其中动力煤上涨相对温和，炼焦煤走势更强，基本面走势尚未超出市场预期，但市场在7月底开始上调夏季价格预期，因此煤炭股价大幅提升。8月市场在提升预期后更加关注政策兑现和供需情况，现阶段无论产业市场还是金融市场对于利好的敏感度都有所增加，关注价格上涨加速。预计煤炭价格年内低点已现，下半年价格大概率不会回踩。
- **反内卷所带来的“温和风暴”。**煤炭层面，反内卷不等于供给侧改革，预计力度将比供给侧改革更加温和。一方面煤炭并未进入十大限产行业，另一方面当前行业尚未触发债务风险。未来除了限制超产、安监升级等措施外，前期预核增产能到期或将核减，因此产能和产量均存在收缩预期。本轮反内卷虽未重点提及煤炭，但产业端存在一定“跟风”行为，关注这种倾向或将引发“温和风暴”。
- **投资建议：**反内卷持续发酵，煤炭股或成小幅向上或震荡趋势，动力煤加速上涨后弹性修复。关注【潞安环能】、【晋控煤业】、【山煤国际】、【华阳股份】、【山西焦煤】、【平煤股份】、【淮北矿业】、【陕西煤

业】、【中煤能源】、【中国神华】等。

- 风险提示：供给收缩不及预期，需求回升不及预期，进口煤大幅增加，相关公司业绩不及预期

【行业评论】生物医药 II：创新药动态更新：NSCLC IO 疗法-PD-1/VEGF、PD-1/IL-2  $\alpha$ -bias、PD-L1 ADC、PD-1/VEGF/CTLA-4 潜力已现

魏贇 weiyun@sxzq.com

### 【投资要点】

- 药物点评：
- 肿瘤免疫（IO）疗法是非小细胞肺癌（NSCLC）的基石疗法。下一代 IO 疗法以 PD-1/L1 单抗为基础，联合 VEGF（血管生成抑制剂）、IL-2（IL-2 通路激动剂）、ADC（抗体偶联药物）、CTLA-4（免疫检查点抑制剂）可克服免疫耐药，提升生存期。PD-1/VEGF 双抗、PD-1/IL-2 双抗融合蛋白分别在一线 PFS、后线 OS 临床获益突出，PD-L1 ADC 提供了 IO 耐药新选择，PD-1/VEGF/CTLA-4 三抗从机制上有潜在最优的可能，但仍需在临床的 PFS 和 OS 疗效数据进行验证。一线 NSCLC 中，康方生物 PD-1/VEGF 双抗依沃西单抗联合化疗优于 PD-1 单抗+化疗，三生制药 PD-1/VEGF 双抗 707 ORR 获益优异。IO 经治的 NSCLC 中，信达生物 PD-1/IL-2  $\alpha$ -bias 双抗融合蛋白 IBI363 OS 获益突出，复宏汉霖 PD-L1 ADC HLX43 ORR 疗效优异。在 IO 经治实体瘤中，基石药业 PD-1/VEGF/CTLA-4 三抗 CS2009 观察到抗肿瘤活性。
- 一线鳞状 NSCLC III 期临床中 PD-1/VEGF 双抗达到 PFS 终点，一线 PD-L1 阳性 NSCLC II 期临床中 PD-1/VEGF 双抗 ORR 获益突出。一线鳞状 NSCLC III 期临床，依沃西联合化疗达到 PFS 终点（vs PD-1 单抗+化疗）；II 期临床，联合组在鳞状 NSCLC ORR 为 71.4%，mDOR 为 12.7 个月，mPFS 为 11.1 个月，9 个月 OS 率为 90.4%。一线 PD-L1 阳性 NSCLC，707 单药（N=83）ORR 为 70.8%；联用化疗（N=108）在非鳞状 NSCLC ORR 为 58.3%，鳞状 NSCLC ORR 为 81.3%。
- IO 耐药的鳞状及 EGFR 野生型肺腺癌 NSCLC I 期临床中 PD-1/IL-2  $\alpha$ -bias 双抗融合蛋白 OS 获益明显。PD-1/PD-L1 经治鳞状 NSCLC 中，1/1.5mg/kg IBI363 治疗（N=28）mOS 达 15.3 个月。3mg/kg 疗效更突出（N=31），cORR 为 36.7%、mPFS 为 9.3 个月，12 个月 OS 率为 70.9%。免疫耐药的 EGFR 野生型 NSCLC 腺癌中，在 0.6/1/1.5 mg/kg IBI363 治疗的患者（N=30）中位 OS 达 17.5 个月。3mg/kg 剂量组疗效更突出，cORR 为 24.0%，mPFS 为 5.6 个月，12 个月 OS 率为 71.6%。
- IO 经治 EGFR 野生型 NSCLC I 期临床中 PD-L1 ADC 抗肿瘤疗效优异，IO 经治实体瘤 I/II 期临床中 PD-1/VEGF/CTLA-4 三抗观察到抗肿瘤活性。CPI 经治 NSCLC（n=69），HLX43 治疗 ORR 为 31.9%，亚组分析显示，EGFR 野生型非鳞状 NSCLC（n=19）ORR 达 47.4%。临床前数据显示，CS2009 明显优于 PD-1/VEGF 双抗的抗肿瘤活性。在 PD-1/L1 经治实体瘤 I/II 期临床中，低剂量组 CS2009 治疗后

观察到抗肿瘤活性。

- 风险提示：对外授权不及预期风险，总生存期（OS）无法证明显著优势带来的海外上市失败风险等。

**【公司评论】北特科技(603009.SH)：北特科技 25 年半年报点评-25H1 业绩增长稳健，丝杠产线布局稳步推进**

潘宁河 panninghe@sxzq.com

### 【投资要点】

- **事件：**公司发布 2025 年半年报，2025H1 公司实现营收 11.13 亿元，同比+14.71%，归母净利润 0.55 亿元，同比+45.14%。其中，25Q2 公司实现营收 5.71 亿元，同比+18.77%，归母净利润 0.32 亿元，同比+48.83%。
- **25H1 主业稳健增长，降本增效提升盈利能力。**25H1 公司实现营收 11.13 亿元，同比+14.71%，主要系三大业务板块的稳步增长，尤其是空调压缩机业务增速较快。分业务来看，底盘业务实现营收 7.14 亿元，同比+25.0%；空调压缩机业务实现营收 3.06 亿元，同比+42.13%；铝锻轻量化业务实现营收 0.92 亿元，同比+35.04%。费用率方面，公司 25H1/Q2 期间费用率为 12.44%/12.45%，同比-2.46pct/-2.55pct，期间费用管控效果显著。盈利能力方面，25H1/Q2 毛利率同比-0.08pct/+0.66pct 至 19.12%/20.03%；25H1/Q2 销售净利率同比+1.22pct/+1.5pct 至 5.13%/5.91%。
- **布局行星滚柱丝杠产能，贡献第二增长曲线。**公司凭借二十余年在金属精密加工领域的技术积累，配合客户持续开发多种丝杠产品，如行星滚柱丝杠、滚珠丝杠、梯形丝杠及微型丝杠，涵盖螺母、行星滚柱、丝杠、齿圈等关键零部件。同时，为满足公司丝杠业务发展的需求，实现现有产业链的延伸和扩展，公司持续推进江苏昆山工厂建设（行星滚柱丝杠研发生产基地）、泰国生产基地项目。
- **投资建议：**预计公司 2025-2027E 归母净利润增速分别达 57.6%/39.2%/69.4%，毛利率、净利率等关键指标稳步提升。考虑到公司深耕汽车底盘零部件领域多年、且产品拓展至铝锻轻量化及行星滚珠丝杠产品，公司业绩有望持续增长，维持“增持-A”评级。
- **风险提示：**人形机器人业务发展不及预期，商誉减值风险等。

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）。

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%-15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或

转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽

泽平安金融中心 A 座 25 层

