

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-08-18

宏观策略

2025 年 08 月 18 日

宏观点评 20250815：消费还有哪些潜在空间？——7 月经济数据点评

消费还有哪些潜在空间？尽管“以旧换新”在四季度可能面临一定压力，但我们认为对于下半年消费增速无需过于悲观，仍有 3 方面支撑：一是餐饮增速预计将逐月回升，尽管回升的幅度和节奏可能不会很快，但会切实好于 6-7 月。二是生育补贴带来的消费增量将从 8 月后开始释放，今年补贴规模在 900 亿左右，如果按照 70% 的消费倾向，在下半年全部释放，能拉动社零 0.3 个百分点左右。三是消费贷贴息也能带动一些增长。风险提示：房地产市场走弱；出口下行；以旧换新政策后续不及预期的风险。

晨会编辑 周尔双

执业证书：S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

固收金工

固收点评 20250815：凯众转债：汽车轻量化设计先导者

凯众转债（113698.SH）于 2025 年 8 月 15 日开始网上申购：总发行规模为 3.08 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于广东小熊精品电器有限公司新建智能小家电制造基地(二期)项目。

行业

推荐个股及其他点评

华锐精密（688059）：2025 年中报点评：业绩稳健提升，切入人形机器人赛道

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 1.57/2.11/2.73 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 38/28/22 倍，考虑到公司产品矩阵不断拓展，维持公司“增持”评级。风险提示：制造业复苏不及预期，原材料价格波动，刀具需求不及预期。

吉利汽车（00175.HK）：2025 半年报点评：Q2 业绩符合预期，新车周期强势

新新能源车型。出海方面，公司积极进行组织、产品等体系化改革。由于公司全年销量目标上修至 300 万辆且上半年销量业绩表现较佳，我们上调公司 2025/2026/2027 年归母净利润预期为 150/221/295 亿元（原为 142/196/271 亿元）。对应 PE 分别为 12/8/6 倍，维持吉利汽车“买入”评级。风险提示：乘用车下游需求复苏低于预期；价格战超预期。

长江电力（600900）：2026~2030 年最低分红比例维持 70%，安全边际稳固

盈利预测与投资评级：公司 2025 年力争实现 3000 亿千瓦时发电量，我们维持 2025-2027 年对公司归母净利润的预测 350.28/367.15/370.87 亿元，同比增长 7.8%/4.8%/1.0%；对应当前 PE 19/18/18 倍（估值日 2025/8/14），按照 2025 年分红比例 70% 计算，对应股息率 3.62%（估值日 2025/8/14），维持“买入”评级。

重庆啤酒（600132）：2025 年中报点评：乐堡、乌苏韧性增长，税率提升拖累盈利

当前基本面、资金面均处于低位，关注消费 β 后续修复及重啤经营节奏。参考 25Q2 报表节奏，我们更新 2025~2027 年归母净利润预测为 11.05、11.99、12.86 亿元（前值为 12.66、13.10、13.45 亿元），对应当前 PE 分别为 24、22、21X，维持“增持”评级。

怡合达（301029）：2025 年中报点评：下游需求复苏，业绩延续高增

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 5.53/6.65/7.91 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 29/24/20 倍，维持公司的“买入”评级。风险提示：制造业复苏不及预期，原材料价格波动，FB 业务进展不及预期。

宏观策略

宏观点评 20250815: 消费还有哪些潜在空间? ——7 月经济数据点评

8 月 15 日, 国家统计局发布 7 月经济数据, 供给端数据波动不大, 需求端外需超预期走强、内需有所走弱。供给侧, 工业增加值同比 5.7% (上月 6.8%), Wind 一致预期 5.8%, 服务业生产指数同比 5.8% (上月 6.0%)。需求侧, 外需超预期, 出口同比 7.2%, 高于 Wind 一致预期 5.9%; 内需有所走弱, 社零同比 3.7% (上月 4.8%), 低于 Wind 一致预期 4.9%, 固投累计同比 1.6% (上月 2.6%), 低于 Wind 一致预期 2.7%。

一、消费为何低于预期? 如何看待后续走势? 去年 9 月以来是“以旧换新”驱动的一轮消费回升周期, 这轮消费增速的高点是 5 月, 社零同比达到 6.4%, 随后 6 月回落至 4.8%、7 月回落至 3.7%。第一, 从餐饮和商品两部分来看, 影响社零的主要是商品。7 月社零增速从上月 4.8% 降至 3.7%, 餐饮增速虽然仍处于低位 (同比+1.1%), 但比上月回升了 0.2 个点, 7 月社零回落主要是商品增速回落, 商品零售增速从上月的 5.3% 降至 7 月的 4.0%。第二, “以旧换新”补贴品销售增速回落, 是商品零售走弱的主要原因。按照增速的简单平均来看, 限额以上商品零售里, 6 类“以旧换新”补贴品当月平均增速从 17.5% 降至 12.7%, 8 类非补贴品当月增速从 1.9% 回升至 4.2%。“以旧换新”补贴品销售增速回落, 是商品零售走弱的主要原因。按当月增速来看, 文化办公从 24.4% 降至 13.8%, 家具从 28.7% 降至 20.6%, 汽车从 4.6% 降至 -1.5%, 家电从 32.4% 降至 28.7%, 建材从 1% 降至 -0.5%, 只有通讯器材销售增速同比提高, 从 13.9% 提升至 14.9%。“以旧换新”销售增速回落跟补贴资金衔接有关, 8 月可能有所回升, 但四季度可能开始面临高基数和透支带来的增长压力。6 月和 7 月, “以旧换新”补贴增速连续回落, 原因是这两个月处在补贴资金衔接的窗口期, 前两批 1620 亿补贴资金即将用完, 第三批 690 亿尚未完全下达, 一定程度上影响了补贴需求的释放。类似的是今年年初, 新的补贴资金在 1 月 20 日才下达, 受此影响, 6 种以旧换新补贴品销售平均增速从 12 月的 12.8% 降至 1-2 月的 4.8%, 但 3 月后回升。参考年初情况, 预计 8 月社零和以旧换新增速都将回升。但四季度可能要开始面临高基数带来的增长压力, 以及耐用品需求前置带来的透支压力。

第三, 消费还有哪些潜在空间? 尽管“以旧换新”在四季度可能面临一定压力, 但我们认为对于下半年消费增速无需过于悲观, 仍有 3 方面支撑: 一是餐饮增速预计将逐月回升, 尽管回升的幅度和节奏可能不会很快, 但会切实好于 6-7 月。二是生育补贴带来的消费增量将从 8 月后开始释放, 今年补贴规模在 900 亿左右, 如果按照 70% 的消费倾向, 在下半年全部释放, 能拉动社零同比 0.3 个百分点左右。三是消费贷贴息也能带动一些增长。

二、固投增速为何回落? 建筑工程投资增速回落是固投低于预期的主要原因。7 月固定资产投资累计增速从 2.6% 降至 1.6%, 按照当月增速来看, 固投同比从 +0.5% 降至 -5.2%。从三大类别来看, 建筑工程投资增速自 2020 年 8 月以来再次出现负增长, 今年 7 月累计同比 -0.8%, 其他费用累计同比 -0.2%, 固定资产投资增长主要依靠设备投资, 7 月设备购置投资累计同比 +15.2%, 尽管相比上月 17.3% 有所下降, 但仍是投资增长的主要支撑。按照统计局发布会, 7 月投资增速回落有三方面原因, 分别是天气影响、盈利前景、地产基建传统投资动能减弱。一是部分地区高温暴雨频发, 影响项目工程施工, 二是外部环境复杂多变、国内企业竞争加剧、投资收益下降, 三是我国转型发展过程中传统行业投资动能在减弱, 新

兴行业成长尚难以完全对冲。基建投资方面，7-8月受高温多雨天气影响，季节性走弱。高温多雨对基建投资影响较大，此前披露的7月建筑业PMI数据，从6月的52.8%降至7月50.6%，因而建筑含量越高的基建统计口径，降幅越大。7月建筑含量更高的狭义基建7月累计同比3.2%（当月同比-5.1%），设备投资含量更高的广义基建7月累计同比7.3%（当月同比-1.9%）。分行业来看，广义基建三大行业中，交运仓储累计增速从5.6%降至3.9%，水利环境公共设施从3.5%降至2.0%，电热燃水的生产供应从22.8%降至21.5%。制造业投资方面，今年以来的制造业投资呈现出两极分化的特点。7月制造业投资累计增速从6月的7.5%降至6.2%。部分行业投资增速极高，前7个月，其他运输设备投资累计+29.3%、汽车制造累计+21.7%，通用设备累计+14.8%，另外农副食品、食品制造、纺织业的投资增速也都在10%以上。但另一部分行业投资增速较低，前7个月，电气机械投资-8.7%、医药制造业-6.6%、化学原料和制品投资-4.7%。表明“设备更新”拉动投资的效果边际递减后，行业盈利差异所带来的投资动能差异逐步显现。房地产方面，销售和投资仍然承压。7月房地产投资累计增速从-11%降至-12%，其中施工面积累计同比-9.2%，今年以来基本稳定，房地产投资增速的下降可能更多来自PPI的下行和土地购置费的减少。房地产销售方面，7月累计增速从-3.5%降至-4.0%，对应当月增速从-5.4%降至-8.0%，降幅仍在小幅扩大。往后看，受到天气等因素影响，8月投资可能仍然承压，但四季度政策性金融工具落地有望起到一定支撑作用。在8月1日的新闻发布会上，国家发改委指出“将报批加快设立投放新型政策性金融工具”。参考2022年下半年节奏，当时发行7400亿政策性金融工具，大部分资金在9月到位，四季度集中形成实物工作量。今年如果抓紧进度落地，节奏与2022年接近，有望给四季度的投资起到托底作用。风险提示：房地产市场走弱；出口下行；以旧换新政策后续不及预期的风险。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：占烁）

固收金工

固收点评 20250815：凯众转债：汽车轻量化设计先导者

事件 凯众转债（113698.SH）于2025年8月15日开始网上申购：总发行规模为3.08亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于广东小熊精品电器有限公司新建智能小家电制造基地(二期)项目。当前债底估值为91.47元，YTM为2.19%。凯众转债存续期为6年，上海新世纪资信评估投资服务有限公司资信评级为AA-/AA-，票面面值为100元，票面利率第一年至第六年分别为：0.20%、0.40%、0.60%、1.00%、1.50%、1.80%，公司到期赎回价格为票面面值的110.00%（含最后一期利息），以6年AA-中债企业债到期收益率3.74%（2025-08-14）计算，纯债价值为91.47元，纯债对应的YTM为2.19%，债底保护较好。当前转换平价为106.1元，平价溢价率为-5.79%转股期为自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日至转债到期日止，即2026年02月23日至2031年08月14日。初始转股价12.7元/股，正股凯众股份8月14日的收盘价为13.48元，对应的转换平价为106.14元，平价溢价率为-5.79%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为8.31%。下修条款为“15/30，85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。总股本稀释率为8.31%。按初始转股价12.7元计算，转债发行3.08亿元对总股本稀释率为8.31%，对流通盘的稀释率为8.35%，对股本摊薄压力较小。观点 我们预

计凯众转债上市首日价格在 130.76~145.40 元之间，我们预计中签率为 0.0013%。综合可比标的以及实证结果，考虑到凯众转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 30%左右，对应的上市价格在 130.76~145.40 元之间。我们预计网上中签率为 0.0013%，建议积极申购。凯众股份是一家拥有自主创新能力，掌握先进的减震系统材料配方和产品设计开发核心技术、专业化制造汽车悬架系统减震元件、踏板总成及高性能聚氨酯承载轮的高新技术企业。公司拥有一支经验丰富、高素质的研发队伍，涉及材料研发、产品设计与开发、工艺开发与模具设计、新技术开发、产品应用及延伸研究等多个专业，在材料技术、产品设计与制造技术、产品开发管理以及产品应用延伸研究等方面具备明显优势。2020 年以来公司营收稳步增长，2020-2024 年复合增速为 10.96%。自 2020 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，2020-2024 年复合增速为 10.96%。2024 年，公司实现营业收入 7.39 亿元，同比增加 15.17%。凯众股份营业收入主要来源于汽车零部件业务，产品结构年际变化。2022 年以来，凯众股份汽车零部件业务占主营业务收入比重维持稳定，2022-2024 年占主营业务收入比重均高于 90%，分别为 94.91%、96.47%和 96.05%，同时产品结构年际调整，胶轮业务占比持续下降，2024 年首次出现因其他业务产生的营收。凯众股份销售毛利率维稳，销售净利率有所下降，销售费用率下降，财务费用率维稳，管理费用率有所上升。2020-2024 年，公司销售净利率分别为 16.49%、15.58%、11.04%、11.76%和 11.83%，销售毛利率分别为 35.04%、36.15%、32.70%、34.99%和 33.44%。风险提示：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭)

行业

推荐个股及其他点评

华锐精密（688059）：2025 年中报点评：业绩稳健提升，切入人形机器人赛道

投资要点 业绩持续稳健提升，基本符合市场预期。25H1 公司实现营收 5.19 亿元，同比+26.48%；实现归母净利润 0.85 亿元，同比+18.80%；实现扣非归母净利润 0.84 亿元，同比+18.32%。单 Q2 公司实现营业收入 2.97 亿元，同比+23.65%；归母净利润 0.56 亿元，同比+2.72%，扣非归母净利润 0.56 亿元，同比+2.26%。公司营收增长主要系市场需求回暖及公司产品竞争力的持续提升。分产品看：25H1 车削刀片实现营收 3.29 亿元，占比 63.32%，铣削刀片实现营收 1.08 亿元，占比 20.80%，钻削刀片实现营收 0.13 亿元，占比 2.44%，整体刀具实现营收 0.54 亿元，占比 10.41%，其他主营业务实现营收 0.16 亿元，占比 3.02%。毛利率受整刀影响有所承压，费用率有所下滑。2025H1 公司毛利率为 37.54%，同比-5.05pct，单 Q2 毛利率为 39.08%，同比-7.31pct，主要系收入结构调整，低毛利率产品占比提升。分产品看，25H1 车削刀片/铣削刀片/钻削刀片/整体刀具的毛利率分别为 43.16%/49.01%/71.50%/-23.58%，与 2024 年全年相比，其中车削刀片/铣削刀片/钻削刀片变化分别为+1.19pct/-0.89pct/+0.82pct，公司整刀产能正逐步爬坡，预计未来毛利率将逐步

改善。2025H1 公司期间费用率为 15.2%，同比-5.4pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 3.5%/3.2%/3.8%/4.7%，同比分别-1.0pct/-1.2pct/-0.4pct/-2.8pct。渠道拓展不断深化，机器人领域强化布局

1) 加强渠道布局：国内方面公司积极参加国内外展会与交流，海外方面公司提速布局海外市场，完善海外渠道，2025 年 H1 公司实现海外营收 0.28 亿元，同比+20.62%。

2) 加强机器人领域布局：公司与头部企业深度绑定，和宇树科技兆威集团、埃马克等建立战略合作。同时，公司积极整合行业资源，承办“2025 人形机器人先进制造技术论坛”，邀请众多人形机器人本体生产企业及人形关键零部件生产企业参会，分享公司在技术上的突破，并共同探索破解高精度减速器等运动部件、仿生结构件等关键部件的加工难题。

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 1.57/2.11/2.73 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 38/28/22 倍，考虑到公司产品矩阵不断拓展，维持公司“增持”评级。

风险提示：制造业复苏不及预期，原材料价格波动，刀具需求不及预期。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天

研究助理：陶泽)

吉利汽车 (00175.HK): 2025 半年报点评: Q2 业绩符合预期, 新车周期强势

投资要点 公告要点：公司 2025Q2 单季度营收 777.9 亿元，同环比分别+28.4%/+7.3%(同比数据已经重列，下同)；归母净利润 36.2 亿元，同环比-60.0%/-36.2%。整体表现符合我们预期。

Q2 业绩符合预期，极氪单季度转亏。1) 营收：公司 Q2 实现总销量 70.5 万台，同环比分别+46.9%/+0.2%；单车 ASP 为 11.0 万元，同环比分别-12.6%/+7.1%，ASP 同比下滑主要原因为价格竞争影响&单价较低的吉利主品牌销量占比同比+6.4pct。下半年单价较高车型极氪 9X 等陆续上市，ASP 有望改善。

2) 毛利率：2025Q2 毛利率为 17.1%，同环比分别-0.7/+1.3pct，环比改善主要原因为规模效应&新能源产品盈利能力增强。

3) 费用率：25Q2 销售/研发/行政费用率分别为 6.1%/5.1%/3.7%，同比分别 -0.1/-0.4/+1.0pct，环比分别 +1.1/+0.6/+1.8pct。

4) 其他收益：25Q2 公司其他收益 11.7 亿元，同环比分别+156.4%/-67.5%，其中汇兑收益约为 4.5 亿元。

5) 净利润：剔除汇兑影响后公司 25Q2 净利润约为 31.7 亿元，同环比分别+141.8%/-9.0%。公司整体单车盈利为 0.45 万元(剔除汇兑和出售附属公司之收益影响)，同环比分别+64.59%/-9.17%，公司单车盈利能力同比改善显著。

6) 极氪：港股会计准则下极氪科技集团 25Q2 净亏损为 5.8 亿元，单车亏损 0.4 万元，环比转亏，主要原因为对资本化折旧摊销进行处理有关。极氪(含领克)25Q2 销量 13.1 万辆，同环比分别+9.3%/+14.8%。

盈利预测与投资评级：新车方面，除 8 月新上市的银河 A7 外，至年底还将上市包括银河 M9(预计 9 月正式上市)、领克 10 EM-P、极氪 9X、银河星耀 6 在内的 4 款全新新能源车型。出海方面，公司积极进行组织、产品等体系化改革。由于公司全年销量目标上修至 300 万辆且上半年销量业绩表现较佳，我们上调公司 2025/2026/2027 年归母净利润预期为 150/221/295 亿元(原为 142/196/271 亿元)。对应 PE 分别为 12/8/6 倍，维持吉利汽车“买入”评级。

风险提示：乘用车下游需求复苏低于预期；价格战超预期。

(证券分析师：黄细里 证券分析师：孟璐)

长江电力 (600900): 2026~2030 年最低分红比例维持 70%，安全边际稳固

投资要点 事件：2025/8/14，公司发布关于未来五年(2026-2030

年) 股东分红回报规划的公告。公司将采取现金或者股票方式分配股利, 并优先采用现金分红的方式进行分配, 对 2026 年至 2030 年每年度的利润分配按不低于当年合并报表中归母净利润的 70% 进行现金分红 (与 2021~2025 年的分红规划一致), 实施现金分红的条件为当年实现盈利。原则上每年度进行一次现金分红, 在有条件的情况下, 公司可以进行中期利润分配。

发电量稳增带动 2025H1 业绩提升。2025H1 公司实现营业总收入 365.87 亿元, 同比增长 5.02%; 归属于上市公司股东的净利润 129.84 亿元, 同比增长 14.22%, 业绩增长主要系六座梯级电站发电量同比增加所致。2025H1 发电量稳增, 乌东德来水偏丰、三峡来水偏枯; 2025 年上半年, 乌东德水库来水总量约 399.64 亿立方米, 较上年同期偏丰 9.01%; 三峡水库来水总量约 1355.32 亿立方米, 较上年同期偏枯 8.39%。2025 年上半年, 公司境内所属六座梯级电站总发电量约 1266.56 亿千瓦时, 较上年同期增加 5.01%; 其中乌东德电站同比+8.25%至 149.58 亿千瓦时、白鹤滩电站同比+16.66%至 256.90 亿千瓦时、溪洛渡电站同比+9.15%至 279.65 亿千瓦时、向家坝电站同比+8.55%至 155.90 亿千瓦时、三峡电站同比-5.43%至 342.44 亿千瓦时、葛洲坝电站同比-4.38%至 82.08 亿千瓦时。十年期国债收益率下行, 红利标杆长江电力空间打开。2024 年十年期国债收益率平均值为 2.21%, 12 月中央经济工作会议将货币政策基调从“稳健”调整为“适度宽松”, 截至 2025/8/14, 十年期国债收益率已下降至 1.73%。我们观察红利标杆资产长江电力预期股息率与十年期国债收益率平均息差, 2016-2024 年平均息差为 1.00%, 截至 2025/8/14, 按照分红比例不低于 70% 的承诺, 股价对应 2025 年股息率 3.62%, 与十年期国债收益率息差达到 1.89%, 考虑息差回归, 红利标杆长江电力空间打开。

盈利预测与投资评级: 公司 2025 年力争实现 3000 亿千瓦时发电量, 我们维持 2025-2027 年对公司归母净利润的预测 350.28/367.15/370.87 亿元, 同比增长 7.8%/4.8%/1.0%; 对应当前 PE 19/18/18 倍 (估值日 2025/8/14), 按照 2025 年分红比例 70% 计算, 对应股息率 3.62% (估值日 2025/8/14), 维持“买入”评级。

风险提示: 来水量不及预期, 电价波动风险, 政策风险, 新能源电力市场竞争加剧风险

(证券分析师: 袁理 证券分析师: 谷玥)

重庆啤酒 (600132): 2025 年中报点评: 乐堡、乌苏韧性增长, 税率提升拖累盈利

投资要点 事件: 重庆啤酒公告 2025 年中报, 25H1 营收 88.39 亿元, 同比-0.24%, 归母净利润 8.65 亿元, 同比-4.03%, 扣非后归母净利润 8.55 亿元, 同比-3.72%; 其中 25Q2 营收 44.84 亿元, 同比-1.84%, 归母净利润 3.92 亿元, 同比-12.70%, 扣非后归母净利润 3.88 亿元, 同比-12.26%。

乐堡、乌苏韧性增长, 量价表现平稳。25H1 公司总销量仍同比+0.95%至 180.08 万吨, 其中 25Q1 同比+1.93%至 88.35 万吨、25Q2 同比+0.03%至 91.73 万吨; 25H1 吨价同比-1.14%至 4779.26 元/吨, 其中 25Q1 同比-0.33%至 4804.10 元/吨、25Q2 同比-1.92%至 4755.34 元/吨。上半年面临消费弱 β, 同时啤酒市场竞争更为激烈, 公司积极拥抱变化、强化执行, 量价表现相对稳健。乐堡、乌苏、嘉士伯、风花雪月品牌均有所增长, 重庆、大理品牌小幅下滑。

毛销差维持改善, 税率提升拖累盈利。25Q2 净利率同比-2.17pct 至 17.54%。其中毛利率同比+0.75pct 至 51.21%(吨酒营收同比-1.88%、吨酒成本同比-3.37%), 销售费用率同比+0.15pct 至 17.35%, 管理费用率同比+0.19pct 至 3.14%, 25Q2 毛销差提升 0.60pct 至 33.85%、此前 25Q1 毛销差提升 0.91pct 至 35.68%, 毛销差维持改善节奏。非经科目

变动不大，25Q2 利润总额同比-3.75%，但受税率提升影响(部分区域税收优惠政策收缩，所得税率从 24Q2 的 20%阶段性抬升至 25Q2 的 27%)，25Q2 归母净利润同比-12.70%，阶段性拖累盈利。 基本面、资金面均处于低位，关注后续经营节奏。短期来看，当前餐饮表现偏弱、流通相对稳健，整体啤酒量价有所承压、但韧性仍在；二季度末以来主动权益基金持仓处于相对低位，关注消费 β 后续修复及重啤经营节奏。中长期来看，公司将继续推进“扬帆 27”和“嘉速扬帆”战略重点项目，以“6+6”品牌组合为依托，加快渠道精耕细作，进一步强化产品高端化动能。 盈利预测与投资评级：当前基本面、资金面均处于低位，关注消费 β 后续修复及重啤经营节奏。参考 25Q2 报表节奏，我们更新 2025~2027 年归母净利润预测为 11.05、11.99、12.86 亿元（前值为 12.66、13.10、13.45 亿元），对应当前 PE 分别为 24、22、21X，维持“增持”评级。 风险提示：原材料价格波动风险、食品安全风险、高端升级不及预期、大城市战略竞争加剧。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：郭晓东）

怡合达（301029）：2025 年中报点评：下游需求复苏，业绩延续高增
 投资要点 下游需求复苏，25H1 业绩延续高增。 2025H1 公司

实现营收 14.61 亿元，同比+18.70%；实现归母净利润 2.82 亿元，同比+26.49%；实现扣非归母净利润 2.76 亿元，同比+25.45%。公司业绩延续了一季度以来的复苏态势，主要得益于新能源、汽车等下游行业需求旺盛。分行业看：25H1 新能源行业实现营收 3.21 亿元，同比+53.17%，占比 22%；汽车行业实现营收 1.75 亿元，同比+53.25%，占比 12%；3C 行业实现营收 3.52 亿元，同比+4.12%，占比 24%。单 Q2 看，公司实现营收 8.41 亿元，同比+21.79%；归母净利润 1.60 亿元，同比+26.50%，扣非归母净利润 1.54 亿元，同比+23.64%。 毛利率显著提升，费用率基本稳定 2025H1 公司毛利率为 39.10%，同比+3.46pct，单 Q2 毛利率为 39.83%，同比+3.72pct，盈利能力显著增强。我们判断一方面系低毛利光伏行业占比有所下滑；另一方面系公司从营收导向转变为利润导向，主动放弃部分低毛利的新能源订单。分行业看，25H1 新能源/3C 毛利率分别为 33.85%/40.48%，同比分别+7.53pct/+4.95pct，提升明显；汽车行业毛利率为 37.12%，同比-3.31pct，主要系分类口径变更所致。2025H1 和 Q2 公司销售净利率分别为 19.28%和 19.02%，同比+1.18pct 和+0.71pct。 2025H1 公司期间费用率为 15.97%，同比+0.27pct，基本保持稳定。其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.98%/7.67%/4.04%/-0.72%，同比分别-0.50pct/+0.13pct/-0.66pct/+1.30pct。

FA 业务持续深化产品开发，FB 业务升级开辟增长新曲线

1) 公司不断深化 FA 业务布局：公司已成功开发涵盖 199 个大类、4573 个小类、258 余万个 SKU 的 FA 工厂自动化零部件产品体系。2024 年，公司成交客户数量近 4 万家，较 2023 年新增客户数量约 3000 家。

2) FB 业务有望迎快速增长期：“智能报价系统 + 自动智能编程 + 柔性智能产线”生产模式能满足市场上大量存在的“长尾订单”。

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 5.53/6.65/7.91 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 29/24/20 倍，维持公司的“买入”评级。

风险提示：制造业复苏不及预期，原材料价格波动，FB 业务进展不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天
 研究助理：陶泽）

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>