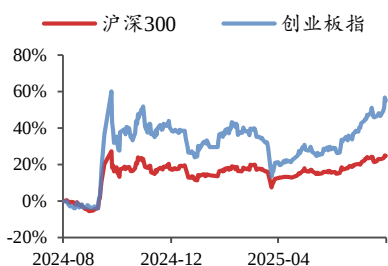


### 沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

### 昨日涨跌幅前五行业

| 行业名称 | 涨跌幅(%) |
|------|--------|
| 非银金融 | 0.594  |
| 银行   | -0.015 |
| 食品饮料 | -0.159 |
| 家用电器 | -0.319 |
| 房地产  | -0.545 |

数据来源：聚源

## 昨日涨跌幅后五行业

| 行业名称 | 涨跌幅(%) |
|------|--------|
| 综合   | -2.662 |
| 国防军工 | -2.152 |
| 通信   | -2.119 |
| 钢铁   | -1.967 |
| 纺织服饰 | -1.667 |

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

## 观点精粹

## 总量视角

**【宏观经济】广义货币高增的背后——宏观经济点评-20250814**

【策略】液冷：下一个光模块&PCB——投资策略专题-20250814

**【固定收益】对7月贷款负增长的理解——事件点评-20250814**

## 行业公司

**【银行】财政贴息修复量价险，国股行红利属性强化——行业点评报告-20250814**

【煤炭开采：伟星新材(002372.SZ)】Q2 业绩环比大幅改善，经营稳中向好——公司信息更新报告-20250814

【食品饮料：双汇发展(000895.SZ)】专业化改革成效显著，肉制品销量改善——公司信息更新报告-20250814

【食品饮料：甘源食品(002991.SZ)】收入环比改善，利润持续承压——公司信息  
更新报告-20250814

**【传媒：阅文集团(00772.HK)】2025H1 利润大增，看好 IP 商业化加速驱动公司成长——港股公司信息更新报告-20250814**

## 研报摘要

### 总量研究

#### 【宏观经济】广义货币高增的背后——宏观经济点评-20250814

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 沈美辰（分析师）证书编号：S0790524110002

事件：7月社会融资规模增长1.2万亿元，预期1.4万亿，前值4.2万亿；人民币贷款负增500亿元，预期-150亿，前值增加22400亿。

信贷：人民币信贷季末冲高后回落

7月信贷负增500亿元，同比少增3100亿元。个人消费贷贴息政策将改善居民加杠杆意愿。7月居民贷款减少4893亿元，同比多减2793亿元，按揭贷款同比少增1200亿元，短贷同比多减1671亿元。7月房地产销售景气度走弱，30大中城市一线商品房成交同比降幅扩大，居民加杠杆意愿仍低。居民短贷再度回落，一是消费季居民消费贷加杠杆增加后7月趋势性回落，二是当前居民消费意愿仍待提振。9月起《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》将实施，家用汽车、养老生育、教育培训、文化旅游、家居家装、电子产品、健康医疗等重点领域消费个人贷款将享受政府贴息，预计将提振居民加杠杆意愿。

企业中长贷季节性回落。7月新增企业贷款600亿元，同比少增700亿元，企业信贷投放季节性回落。企业中长贷同比少增3900亿元，企业短贷7月减少5500亿元，同比持平。7月隐债置换对企业贷款的扰动减弱，特殊再融资债发行规模仅为859亿，但不排除化债背景下部分主体新增融资的放缓。此外，企业中长贷回落或与前期贷款投放集中后7月出现透支效应有关，6月银行加大贷款投放以完成季末指标，在基本面需求有待提升的背景下，7月信贷投放缺乏持续性。此外，项目融资需求边际下滑、反内卷约束制造业企业扩产意愿等因素或也影响企业融资需求。7月票据利率前高后低，半年期国股行转贴现利率月底降至0.5%以下，或指向贷款增长压力较大，月底金融机构使用票据贴现冲量增加。

社融：政府债券延续超季节性高增

7月新增社融11600亿元，同比多增3893亿元，增速升至9%。政府债券和企业债券为社融提供正向拉动。表内人民币贷款同比多减3455亿元，信贷边际走弱。政府债券延续超季节性高增。7月政府债券融资额新增12440亿元，同比多增5559亿元。政府债券供给保持强度，新增专项债、特别国债供给持续发力。地方债净融资额（地方新增债券+特殊再融资债）环比增加656亿元，特别国债净融资额环比增加1090亿元。从发债节奏看，政府债券的力度或将维持到8月，9月发行速度将开始减慢，但会缓步下行。截至7月底，超长期特别国债已发行全年的近60%，三季度特别国债供给还有充分空间。其他分项方面，企业债券同比多增755亿元，直接融资成为贷款的替代选择，产业类债券表现较好。股票融资录得505亿元，同比多增274亿元，7月股市走强，叠加IPO条件边际放宽，股票融资现改善迹象。

广义货币：非银存款同比高增拉高M2

7月M1增速环比提升1pct至5.6%，M2增速环比提升0.5pct至8.8%。M1稳步提升，一是基数仍偏低，2024年7月M1基数处于历史低位；二是随着化债大规模进行、部分企业清欠账款得到偿还，企业账面资金增加，同时监管治理企业无序竞争下，中小企业被大型企业拖欠账款的现象或也有改进。M2增速回升或主要受非银存款多增贡献。7月为税收大月，居民和企业存款应向财政存款转移。但7月部分居民存款转移至非银存款的迹象较为显著。居民存款同比多减7800亿元，财政存款多增1247亿元，而非银存款同比多增13900亿元，这部分增量成功拉动M2同比向上。7月股市赚钱效应提高，对居民存款形成“抽水”，随着股市转暖叠加存款利率降至低位，这一趋势或有一定延续性。

7月金融数据呈现出季节性波动的特点，应客观看待。信贷和社融、货币总量之间存在一定“温差”，而信贷

的单月波动或与前期冲量透支、化债有关，后续仍待观察。尽管需求仍有待回升，M1 改善、M1-M2 剪刀差回升等迹象表明经济中资金效率趋改善，叠加居民存款搬家势头，后续或有利于权益资产。

风险提示：政策执行力度不及预期，经济超预期下行。

### 【策略】液冷：下一个光模块&PCB——投资策略专题-20250814

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002 | 简宇涵（分析师）证书编号：S0790525050005

我们持续强调对市场积极，且“科技为先”

我们多篇报告一直明确：市场的结构是【双轮驱动】：其一为全球科技共舞下的成长品类提供强劲的弹性，其二为“反内卷”牵头下周期与顺周期交易 PPI 修复的扩散行情。我们于 7 月 29 日发布了《市场的双轮驱动系列一——交易 PPI》，于 8 月 8 日发布了《市场的双轮驱动系列二——全球科技共舞》。

在双轮驱动行情下，“坚守自我，科技为先”尤为重要。我们于 8 月 3 日发布的《坚守自我，科技为先》中提出：不应该在积极的市场中做“惊弓之鸟”，调整后的布局更为关键。

科技当中的下一个光模块&PCB：液冷

AI 算力链条我们一直持续推荐，我们于 7 月 12 日、8 月 3 日、8 月 8 日、8 月 9 日多次提示 AI 硬件的投资机会。AI 算力链条景气度高、业绩确定性强，是当下市场科技主线的核心。

光模块、PCB 是 AI 算力链的重要组成部分，二者深度绑定海内外 AI 算力基础设施建设浪潮，并跟随 AI 服务器不断迭代，无论是出货量还是价值量，均得到大幅增长，这也是光模块和 PCB 之所以能够持续强势的原因。

在光模块、PCB 已大幅上涨的背景下，站在当前的时间点，液冷板块是战略性投资机会。液冷，作为 AI 算力链条的一份子，具备“增长强劲、叙事完备、赔率占优”三大特征。

胜率视角：（1）液冷基本面斜率变化或更陡峭；（2）对比光模块、PCB，当前所处时期较早；（3）政策驱动下，能效标准趋严，液冷从“可选”变“刚需”。

赔率视角：在市场高低切后，液冷在 AI 算力链条内的赔率优势很大。

综合以上，液冷符合强主题三要素，具备自上而下推动明确、行业空间大、催化剂密集。

液冷产业链梳理

液冷产业链可分为上游零部件、中游系统集成与整机制造、下游应用三大环节，各环节技术壁垒与竞争格局差异显著。

（1）上游是液冷系统的技术核心，涵盖散热介质与关键组件，直接决定系统性能和可靠性，存在技术壁垒高、价值占比高的特征，包括冷却液、CDU、冷板、快接头、manifold 等。

（2）中游整合上游零部件，提供液冷服务器整机及解决方案，技术整合能力为核心壁垒，包括芯片厂商、液冷集成设施、模块与机柜、液冷服务器。

（3）下游为应用场景与需求方，以高算力需求的数据中心运营商和行业用户为主，驱动液冷规模化落地，包括运营商、互联网企业、信息化行业应用客户等。

风险提示：政策不及预期；后续液冷适配场景不足的风险、行业技术变化风险。

### 【固定收益】对 7 月贷款负增长的理解——事件点评-20250814

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 刘伟（分析师）证书编号：S0790524070008

2025年8月13日，中国人民银行公布2025年7月货币金融数据，社融新增1.16万亿元，社融存量同比增速为9.0%，人民币贷款减少500亿元。

贷款下降的情况下，经济仍可能回升

有经济学观点认为，当私人部门的目标由利润最大化转变为负债最小化，即经济企稳之后，私人部门不愿意借款、反而是提前还贷，那么经济便无法回升。

我们认为，即使私人部门目标转变导致贷款下降，但并不意味着经济不会回升。

比如，2008年10月美国贷款余额为7.02万亿美元，之后持续下行至2011年4月的6.47万亿美元，之后随着房地产销售回升而开始回升。

反观美国经济和资本市场，2010年美国名义GDP和实际GDP增速均大幅回升，且标普500从2009年3月低点667上升至2011年4月高点1371，美国30年国债收益率从2008年12月低点2.55%上行至2011年4月高点4.64%。

因此，2008年10月到2011年4月期间，尽管美国贷款余额持续下降，但不影响美国经济、美国股市和美债收益率均大幅上行。

另一方面，我们认为，经济回升阶段，私人部门持续还贷是合理现象。

逻辑或在于，当经济处于下行期，虽然私人部门的目标是负债最小化，但由于经济下行等因素，私人部门偿还贷款的能力有限。反而是随着政策稳增长带动经济企稳之后，私人部门收入改善、偿还贷款的能力改善，私人部门开始持续还贷，换言之，私人部门还贷和经济回升并不矛盾。

国内政策确定性稳增长，2025年下半年经济有望继续稳定

我们认为，尽管2025年7月新增人民币贷款规模转负，但不影响2025年下半年经济有望继续保持稳定。

第一，国内新增贷款持续为负的概率较低。(1) 2025年7月新增贷款转负受季节性影响明显，(2) 上一次新增贷款为负是2005年7月，但2005年8月即转正；

第二，政府部门扩张有效对冲私人部门提前还贷影响，更重要的指标是社融。

我们发现，2023年3月以来中国信贷余额增速持续下降，即使2024年9月以来，信贷余额增速仍然继续下降，但2024年9月经济明显企稳。

逻辑在于，2024年9月之后随着政策确定性转向稳增长，政府部门转变为“货币宽松、财政扩张、信用扩张”的政策组合，政府部门的明显扩张有效的对冲了私人部门收缩的影响，带动经济企稳回升。

指标上，虽然2024年9月之后信贷余额增速继续下降，但社融存量增速开始见底回升，从2024年10月的7.8%持续回升至2025年7月的9.0%。

我们认为，2025年下半年经济保持较好的两种可能性：

(1) 2025年下半年私人部门继续不扩张、但政府部门继续扩张，类似于美国2009年-2011年；

(2) 2025年下半年受财政贴息等政策带动下，私人部门开始转为扩张，且政府部门保持稳定，类似于美国2012年之后。

经济预期修正下，债券收益率有望上行

我们认为，尽管2025年7月新增人民币贷款规模为负，但社融增速继续回升下，下半年经济有望继续企稳。

预计2025年下半年10年国债收益率目标1.9-2.2%。2025年下半年经济增速或不会明显下行，经济预期修正

下，债券收益率有望上行。

历史上看，10 年国债收益率合理水平整体处于 DR007+40 到 70BP 区间。2025 年年初 DR007 处于 1.8% 左右、对应 10 年国债收益率目标 2.5%，考虑当前到 DR007 处于 1.5% 左右、对应目标应为 1.9-2.2%。

同时，如果 2025 年下半年政策反内卷见效，通胀实现正常化，DR007 中枢有望提高至通胀水平之上，届时 10 年国债收益率合理区间同样有望相应幅度上调。例如，如果通胀水平上行至 1.5-2.0%，则 DR007 或再次上行至 1.8%，对应 10 年国债收益率或达到 2.5%。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

## 行业公司

### 【银行】财政贴息修复量价险，国股行红利属性强化——行业点评报告-20250814

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002 | 丁黄石（分析师）证书编号：S0790524040004

贴息政策降低融资成本，价格敏感性客户消费意愿提升

8 月 12 日，财政部、央行等多部门联合印发个人消费贷、服务业经营主体两项贴息政策实施方案。此次方案为前期扩内需政策的延续，2025 年 3 月《提振消费专项行动方案》中首次提及对个人消费贷款给予财政贴息，7 月 31 日国常会正式部署了两项贴息政策。政策出台后，一方面其可视为消费信贷特殊国补，以财政金融联动方式，直接降低居民消费和企业经营的融资成本，从供给端需求两端同时激发消费潜力；另一方面政策精准灌溉，仅惠及真实需求客户，贴息部分在银行收息时直接扣减，财政资金直接惠及消费者，降低客户实际利率同时抑制储蓄行为，充分释放价格敏感性客户消费意愿并提升市场活力。

两项贴息政策支持范围广泛，政策差异突显普惠、普适性

两项政策贴息资金均由各级财政承担（中央 90%、地方 10%），同时政策细节亦具差异。第一、支持范围方面消费信贷不含信用卡，单笔 5 万元以下限额内均可享受贴息，5 万元以上政策仅支持家用汽车、养老生育等重点领域，而服务业贴息对象包括餐饮旅游等 8 类经营主体，但二者共同涵盖了绝大部分个人消费及服务业主体的信贷需求；第二、政策实施期限均不超过 1 年，其中消费贷贴息于 9 月 1 日起实施，但二者均有延期可能；第三、贴息比例均为 1%，但消费贷不得超过合同利率的 50%；第四、二者均有贴息限额，其中服务业单户享受贴息规模上限为 1 万元，消费贷借款人在单家机构享受贴息上限为 3000 元（单笔 5 万元以下部分上限为 1000 元），具有多次消费需求的客户可向多家机构申请叠加额度；第五、服务业不得重复享受中央财政其他贴息政策，但可与地方财政贴息叠加（不得超出扣除已有贴息后的水平），消费贷政策叠加尚虽未明确；第六、经办机构层面，消费贷包含 6 家国有行，12 家股份行及 5 家其他消费贷款发放机构，服务业为 21 家全国性银行。

政策防止内卷性竞争，兼顾银行息差稳定及零售风险状况

前期银行消费贷价格战加剧了银行息差压力，银行价格端对客户予以让利，部分银行消费贷利率降至 2.8%。而此次贴息政策银行在收取利息时直接扣减贴息资金（服务业经营者已付利息将直接返还），避免了银行内卷性竞争同时未影响银行贷款端收益率，对息差予以呵护。此外价格端维稳使得银行无需通过信用下沉+高风险溢价方式寻求规模扩张，叠加增量信贷需求的真实性具有保障，资金违规挪用的现象将减少，零售信用风险或边际修复，同时贷款规模扩量亦贡献分母摊薄不良率整体水平。

政策引导释放真实信贷需求，此次贴息经办行均为全国性经营机构，兼具客户规模优势及完善的信息系统，可精准识别信贷资金流向，更利于政策有效传导。同时我们测算上市银行消费及经营贷占总贷款比重约 12%，未来政策支持范围亦有扩容可能，结合行业数据，2024 年末经营+消费（不含住房）贷合计 45.2 万亿元，假设每年新投放贷款占存量比重 30%即 13.6 万亿，若全部符合贴息 1%的要求，则对应财政开支约 1360 亿（实际或不到），故 1 年的财政投入即可带动百倍的信贷增长，财政资金对信贷的撬动效应突显。

投资建议：量增价稳+信用成本改善，红利属性强化下股息逻辑仍可延续

财政贴息直接惠及消费者及服务经营主体，对银行信贷增长及息差稳定均予以呵护，避免银行价格战下的内卷式竞争，助力行业发展趋于良性。政策到期后存延期扩容可能性，未来亦或呈现中央财政支持全国性银行，各地财政支持地方性银行的局面，更利于重点区域企业活力及消费需求的释放。投资端而言，阶段性利好国股行，尤其是具有较好零售客群基础的全国性银行，在维持3%信贷利率隐性下限的同时，吸收了原本地方性银行潜在的信贷需求，助力消费信贷量增价稳，同时零售风险改善将降低信用成本，红利逻辑驱动的行情或受此强化，推荐中信银行，受益标的农业银行、建设银行、招商银行。

风险提示：宏观经济增速下行，政策落地不及预期等。

### 【煤炭开采：伟星新材(002372.SZ)】Q2 业绩环比大幅改善，经营稳中向好——公司信息更新报告-20250814

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

Q2 业绩环比大幅改善，经营稳中向好。维持“买入”评级

公司发布 2025 年中报，2025H1 公司实现营业总收入 20.78 亿元，同比-11.33%；归母净利润 2.71 亿元，同比-20.25%；扣非归母净利润 2.68 亿元，同比-21.06%。2025Q2 单季度实现营收 11.83 亿元，同比-12.16%，环比+32.14%；归母净利润 1.57 亿元，同比-15.55%，环比+38.36%；扣非归母净利润 1.54 亿元，同比-22.25%，环比+34.33%。考虑上半年行业终端消费需求疲弱，行业内竞争持续加剧，我们继续适当下调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 8.52/11.48/11.65 亿元（2025-2026 年前值为 13.3/15.1 亿元），当前股价 PE 为 20.6/15.3/15.1 倍。随着在稳经济政策呵护房地产市场回温、以旧换新提振消费的背景下，房地产后周期行业有望受益，品牌优势进一步凸显，业绩增量可期，维持“买入”评级。

产品销售承压下行，核心产品毛利率略有下滑

2025 年上半年，国内外宏观环境严峻，行业整体承压、总量下滑，市场竞争进一步加剧，公司收入及盈利能力皆有一定程度承压。分产品看，公司 PPR/PE/PVC 系列产品的营收分别为 9.33/4.11/2.90 亿元，增速分别为 -13.04%/-13.28%/-4.21%；占总营收比重分别为 44.89%/19.80%/13.95%；分地区看，东北/华北/华东/华南/华中/西部营收分别为 0.66/2.61/10.42/0.68/2.06/2.88 亿元，占比分别为 3.16%/12.57%/50.15%/3.25%/9.92%/13.84%，海外收入 1.48 亿元，占比由 7.16%降低至 7.11%。2025 年上半年公司综合毛利率 40.50%，同比-1.61pct；PPR/PE/PVC 产品毛利率分别为 57.53%/26.91%/23.54%，同比分别-1.58pct/-2.82pct/+2.55pct。公司核心产品 PPR 管材管件收入及盈利能力保持相对平稳，PVC 产品盈利能力相对提升。

期间费用率小幅提升，原材料与存货变动影响利润

公司 2025 年上半年期间费用率合计 24.99%，同比+0.79pct，其中销售/管理/研发/财务费用率为 15.05%/6.98%/3.37%/-0.40%，同比分别-0.18pct/+0.19pct/+0.13pct/+0.64pct。2025 年上半年公司资产减值损失 369.9 万元，同比增加 281.1 万元，主因存货跌价损失所致。2025 年上半年经营性净现金流为 5.81 亿元，同比 99.10%，主因购买原材料减少，收现比/付现比分别为 119.47%/79.93%，同比分别+5.87pct/-24.57pct。

公司深挖品牌价值，开源节流加强费用管控

（1）深挖品牌价值潜能，强化竞争优势：坚持强调“三高”定位，持续提升品牌影响力，加强客户粘性；在全国设立 50 多家销售公司、30000 多个营销网点及 1700 多名专业营销服务人员，积极拓展全球营销网络，为海外增长开辟空间。（2）夯实内部管理，加强费用管控，严控非必要支出，实现行业承压下降本增效。

风险提示：原料大幅涨价；二手房重装需求释放缓慢；价格竞争激烈。

### 【食品饮料：双汇发展(000895.SZ)】专业化改革成效显著，肉制品销量改善——公司信息更新报告-20250814

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 张思敏（联系人）证书编号：S0790123070080

二季度业绩改善，保持高分红，维持“增持”评级

公司发布 2025 年中报。2025H1 实现营收 284.1 亿元，同比+3.0%；归母净利润 23.23 亿元，同比+1.2%。Q2 单季营收 141.4 亿元，同比+6.2%；归母净利润 11.86 亿元，同比+15.7%。我们维持 2025-2027 年盈利预测，预计公司归母净利润分别为 52.4、55.1、58.2 亿元，EPS 分别为 1.51、1.59、1.68 元，当前股价对应 PE 分别为 16.6、15.8、15.0 倍。公司产业链布局完善、龙头地位稳固，中期分红率高达 96.9%，是稳健价值投资标的，维持“增持”评级。

肉制品销量改善、吨利高位运行，积极拥抱新兴渠道

2025Q2 肉制品实现营收 56.2 亿元，同比增 0.8%，拆分量价来看销量/单价分别约为 32.8 万吨、17.1 元/公斤，同比分别+0.6%、+0.1%，销量增速转正大幅优于 Q1，主因专业化改革效果显现、新渠道开拓顺利及薄弱市场专项提升。营业利润 15.0 亿元，同比增 4.4%，吨利约为 4569 元，仍维持高位。上半年新兴渠道销量同增 21%、销量占比达 17.6%，公司积极拥抱新兴渠道以寻求成长性突破。展望下半年，肉制品成本预计下降、同时继续加大市场投入、加强高性价比产品推广上量，综合来看销量有望延续较好增长势头，吨利维持较高水平。

猪价行情差异影响屠宰板块利润，养殖业务持续改善

2025Q2 屠宰业务实现营收 67.7 亿元，同比增 0.6%，营业利润 5989.9 万元，同比降 61.7%。生鲜产品销量 41.5 万吨（同比+12.2%），单价 16.3 元/公斤（同比-10.4%），头均利润 144 元（同比-65.9%）。规模持续增长，主因加大基础客户开发、增加网点等；利润下降明显，原因系 2024 年猪价前低后高、2025 年猪价持续下行造成的剪刀差，库存及减值变化较同期差异较大，影响生鲜品经营利润同比下降。下半年公司将加快新客户和网点开发，提升生鲜品产销规模，同时通过精细加工、推广差异化产品等提升盈利水平。养殖业方面，养殖成绩明显改善，完全成本持续下降，Q2 收入同增 34.7%，经营利润盈利 163.7 万元，下半年将继续提高过程指标，降低完全成本，持续改善养殖业盈利。

风险提示：宏观经济波动风险、市场扩展不及预期、原材料价格波动风险等。

**【食品饮料：甘源食品(002991.SZ)】收入环比改善，利润持续承压——公司信息更新报告-20250814**

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 陈钟山（分析师）证书编号：S0790524040001

销售费用持续投入，出海增长较好，维持“买入”评级

公司发布 2025 年半年报，2025H1 实现收入 9.45 亿元，同比下滑 9.3%，归母净利润 0.75 亿元，同比下滑 55.2%；其中 2025Q2 收入 4.4 亿元，同比下降 3.4%，归母净利润 0.22 亿元，同比下降 71.0%。公司短期费用投入较多，我们下调盈利预测，预计 2025-2027 实现利润 2.5、(-2.0)、3.0 (-2.4)、4.1 (-2.7) 亿元，同比变化-34.3%、+21.6%、+35.7%，当前股价对应 PE 分别为 21.7、17.9、13.2 倍，后续看好公司传统渠道改革成效和海外收入持续放量，维持“买入”评级。

境外销售增长亮眼，综合果仁品类下滑相对较多

公司 2025Q2 收入 4.4 亿元，同降 3.4%，降幅环比一季度收窄。分产品看，2025H1 综合果仁、青豆、蚕豆、瓜子仁、其他系列分别实现收入 2.73、2.34、1.25、1.25、1.75 亿元，同比分别变化-19.9%、-1.6%、+2.1%、-9.5%、-11.5%，其中综合果仁和其他系列下滑较多。分区域看，2025H1 年华东、电商、西南、华中、华南、华北、境外、西北、东北分别实现收入 2.85、1.53、1.22、1.10、0.92、0.73、0.44、0.30、0.22 亿元，同比分别变化+3.6%、+12.4%、-29.8%、-31.5%、+27.3%、-39.9%、+162.9%、-34.7%、-35.7%，其中境外业务实现高增。公司传统渠道持续推进改革，部分商超渠道经销转直营，2025H1 公司经销模式收入实现收入 7.0 亿元，同比下降 19.8%，直营及其他模式收入 0.8 亿元，同比增长 154.6%。

2025Q2 销售费用投入，利润略低于预期

公司 2025Q2 毛利率 32.8%，同降 1.6pct，主因渠道结构影响。公司 2025Q2 销售费用率 20.0%，同增 6.4pct，主因公司增加品牌广告、展会费用和线上电商营销费用所致；2025Q2 管理费用率 5.5%，同增 1.4pct，主因薪酬福利和咨询费用增长。公司 2024Q2 公司净利润 0.2 亿，同降 71.0%，公司发力营销投入和渠道改革，费用支出对利润影响较大。展望远期，公司在组织、产品和渠道多角度推进改革，海外业务持续发力，东南亚市场空间广阔，后续有望重回快速增长。

风险提示：食品安全风险，原材料涨价风险，海外市场动销不及预期风险。

### 【传媒：阅文集团(00772.HK)】2025H1 利润大增，看好 IP 商业化加速驱动公司成长——港股公司信息更新报告-20250814

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004

股权处置贡献显著净收益，IP 商业化加速，维持“买入”评级

2025H1 公司实现营业收入 31.91 亿元（同比-23.9%），收入下滑主要系影视剧项目 2025 年排期不均，归母净利润 8.5 亿元（同比+68.5%），主要系公司处置被投资公司获得显著净收益，基于公司股权处置净收益及对公司产品预期，我们上调 2025 年盈利预测同时下调 2026-2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 15.92/12.77/13.97（前值为 13.49/15.13/16.81）亿元，当前股价对应 PE 分别为 18.3、22.8、20.9 倍，我们看好公司 IP 商业化、下半年影视剧项目内容释放及 AI 赋能产业驱动业绩成长，维持“买入”评级。

在线阅读业务稳健增长，AI 赋能成效凸显

公司在线业务收入 19.9 亿元（同比+2.3%），系公司在线阅读内容生态繁荣，在线阅读平台新增 20 万名作家及 41 万本小说，新增字数 200 亿，平均月付费用户 920 万人（同比+4.5%）。其中自有平台产品收入 17.46 亿元（同比+3.1%），主要系公司专注于提升核心产品运营及持续产出优质内容，腾讯产品渠道收入 0.97 亿元（同比-25.6%），系公司优化内容分发机制，优先通过付费阅读产品分发内容，致广告收入减少。公司积极拥抱 AI，自 2025 年作家辅助工具“作家助手”上线以来，AI 功能周使用率接近 70%，海外阅读平台 WebNovel 中 AI 翻译作品收入同比增长 38%，占该平台小说总收入的 35%以上。

IP 衍生业务快速增长，IP 精品内容持续输出，影视剧项目下半年集中释放

版权运营收入 11.4 亿元（同比-48.4%），主要系新丽传媒上半年无新影视剧上线，影视项目集中于下半年释放，有望推动业绩增长。潮玩、卡牌等 IP 衍生品业务快速增长，上半年 GMV 达 4.8 亿元（2024 全年为 5 亿元）。公司深度运营增强用户链接，围绕《全职高手》《诡秘之主》等头部 IP 举办主题活动，叠加新品发售，引爆粉丝参与度和媒体声量，与 230 家品牌达成授权合作。此外，在动画领域，《斗破苍穹》《星辰变》等经典番剧续作热播，《斗破苍穹》上半年登顶腾讯视频付费榜第一。

风险提示：内容行业政策变化、IP 作品表现不及预期、IP 商业化不及预期。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

|      | 评级               | 说明                    |
|------|------------------|-----------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy）          | 预计相对强于市场表现 20%以上；     |
|      | 增持（outperform）   | 预计相对强于市场表现 5%~20%；    |
|      | 中性（Neutral）      | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
|      | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5%以下。      |
| 行业评级 | 看好（overweight）   | 预计行业超越整体市场表现；         |
|      | 中性（Neutral）      | 预计行业与整体市场表现基本持平；      |
|      | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。         |

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

<sup>1</sup> 根据新凤鸣 2025 年一季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 4.78% 的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn