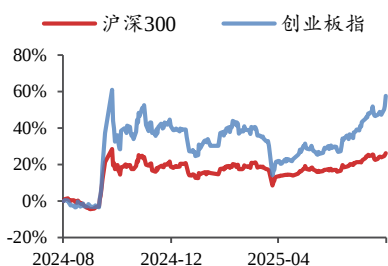


2025 年 08 月 14 日

开源晨会 0814

——晨会纪要

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(%)
通信	4.909
有色金属	2.371
电子	2.006
医药生物	1.735
电力设备	1.657

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
银行	-1.061
煤炭	-0.806
食品饮料	-0.421
纺织服饰	-0.398
公用事业	-0.196

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】美联储 9 月或降息 25bp，但后续降息次数可能有限——美国 7 月 CPI 点评-20250813

行业公司

【电力设备与新能源】AIDC 持续高景气，关注各环节核心标的——行业点评报告-20250813

【可选消费：春风动力(603129.SH)】2025Q2 业绩超预期，业务多点开花、极核增速亮眼——公司信息更新报告-20250813

【医药：和黄医药(00013.HK)】公司业绩阶段性承压，静待更多管线价值兑现——公司信息更新报告-20250813

【化工：华峰化学(002064.SZ)】业绩符合预期，氨纶等景气低迷更显公司成本优势——公司信息更新报告-20250812

研报摘要

总量研究

【宏观经济】美联储 9 月或降息 25bp，但后续降息次数可能有限——美国 7 月 CPI 点评-20250813

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 潘伟桢（分析师）证书编号：S0790524040006

事件：美国公布 2025 年 7 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 2.7%，环比上升 0.2%，同比增速不及市场预期；核心 CPI 同比上升 3.1%，环比上升 0.3%，同比增速超市场预期。

通胀相对平稳，核心通胀略超预期，关税冲击正在体现

1. 总体通胀相对平稳，核心通胀同比增速超市场预期。美国 7 月 CPI 同比上升 2.7%，环比上升 0.2%，表现相对平稳；核心 CPI 同比上涨 3.1%，环比上升 0.3%，出现不同程度反弹。总的看，美国通胀总体未再回升，但核心通胀同比增速较 6 月有一定反弹，且相对超市场预期，或显示关税对美国通胀的冲击正在体现，且影响力度较大。往后看，由于 2024 年基数相对较低，通胀水平或将继续反弹，需观察美国通胀的向上斜率、弹性及持久性。

2. 能源通胀降幅扩大，核心商品对通胀贡献度持续提升。具体而言，7 月能源项同比下降 1.6%，降幅较 6 月份扩大 0.8 个百分点；7 月份食品项同比上升 2.9%，较 6 月下降 0.1 个百分点。核心 CPI 方面，7 月核心 CPI 同比上升 3.1%，环比上升 0.3%。同比增速、环比增速均边际走强。核心商品同比增速较 6 月上升 0.47 个百分点至 1.17%；核心服务同比上升 3.637%，较 6 月份上升约 0.02 个百分点，基本持平。

3. 通胀或将继续回升，关注暑期通胀向上斜率与持续性。总的看，7 月 CPI 数据显示美国通胀相对平稳，但核心通胀超预期反弹。而核心商品的再通胀，或显示关税对美国通胀的冲击还在进行中。从美联储关注的超级核心服务通胀（去掉住房的核心服务）来看，7 月份同比、环比增速分别较 6 月份上升 0.19 个百分点、0.27 个百分点。往后看，随着低基数效应的出现、关税影响的进一步显现，总体通胀水平或在核心通胀的带动下再度上行。此外，特朗普政府的新对等关税税率也在 8 月全面生效，政策的不确定性下行，企业或将更加明确的进行涨价，后续通胀上行斜率的不确定性较高，持久性也有待观察。

7 月通胀相对平稳，美联储或在 9 月开启 25bp 降息

第一，关税对通胀的影响在 7 月 CPI 中进一步体现，但整体通胀由于能源项拖累，未进一步反弹，美联储 9 月降息的障碍大大降低。如前所述，由于能源项的拖累幅度扩大，7 月通胀保持了相对平稳。因此虽然核心通胀反弹相对超预期，且超级核心通胀亦同步反弹，但考虑到美国劳动力市场已经出现了较为明显的走弱迹象，在通胀未出现全面超预期反弹的情况下，叠加到 7 月密歇大学 1 年期通胀预期回落至 4.5%，3 年期通胀也维持在 3% 左右的水平，美联储 9 月降息 25bp 的阻碍大大降低；

第二，仍需关注后续通胀反弹斜率，对全年降息次数不宜太乐观。但需要注意的是，由于特朗普新实施的对等关税税率较前期暂缓期间更高，且其后续还打算利用 232 条款来加征钢铝等行业关税，美国商品价格上涨的幅度或比预期更高。此外，由于美国驱逐非法移民行动持续，虽然新增就业持续走低，失业率或也难继续大幅上行，美国经济快速走软的概率也不高，因此美联储对于降息的决策或将比较谨慎，对全年降息次数不宜太乐观。

基准情形下，我们认为美联储首次降息或在 9 月，全年有 2 次降息。后续关注 8 月 21-23 日 JacksonHole 会议上美联储主席鲍威尔的发言。

风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

行业公司

【电力设备与新能源】AIDC 持续高景气，关注各环节核心标的——行业点评报告-20250813

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001 | 周航（联系人）证书编号：S0790125050020

海外资本开支预期上调

近期北美超大规模云服务商（Hyperscalers）陆续发布 2025 年第二季度财报，资本支出持续扩张，谷歌上调全年预期，传递出积极信号，为后续 AIDC 建设需求提供支撑。

（1）谷歌：2025 年第二季度实现营业收入 964 亿美元，同比增长 14%，净利润 282 亿美元。当季资本支出为 224 亿美元，其中约三分之二投向服务器，剩余三分之一用于数据中心及网络设备。基于其在云服务与人工智能领域的持续投入规划，谷歌将 2025 全年资本支出目标由原计划的 750 亿美元上调至 850 亿美元，并预计 2026 年投资强度将进一步加大。

（2）微软：2025 年第二季度（对应其 2025 财年第四季度）营收达 764 亿美元，同比增长 18%，净利润 272 亿美元。该季度资本支出为 242 亿美元，同比增幅 27%；其整个 2025 财年资本支出总额达 882 亿美元，同比大幅增长 58%。公司正在加速建设数据中心，以满足对 AI 训练和工具激增的市场需求，预计 2025 年第三季度资本支出将突破 300 亿美元。

（3）Meta：2025 年第二季度营收 475 亿美元，同比增长 22%，净利润 183 亿美元。单季度资本支出为 170 亿美元，较去年同期翻倍。公司上调 2025 年资本支出的下限至 660 亿美元，全年预期 660-720 亿美元。2026 年资本支出有望维持与 2025 年相近的增长规模。

H20 恢复对华供应

2025 年 8 月 8 日，美国商务部工业与安全局批准英伟达公司向中国出口 H20 人工智能芯片的许可证申请，预计将有效缓解国内 AI 算力紧张局面，国内大厂 AIDC 资本开支有望提升。

头部企业布局新成长曲线

全球光储逆变器龙头阳光电源正积极布局 AIDC 领域，公司依托深厚的电力电子技术积累，设立子公司开展 AIDC 电源业务，抢抓行业高速发展机遇，旨在培育公司第三成长曲线。

投资建议

海外 AIDC 投资加速与国内算力供给改善形成双重催化，产业链景气度持续提升，具备更强技术能力、供应能力及同步响应能力的企业有望脱颖而出。受益标的：PSU：麦格米特、欧陆通；HVDC：阳光电源、禾望电气、中恒电气、科华数据、通合科技、科士达、优优绿能；BBU：蔚蓝锂芯；超级电容：江海股份；锂电备电：雄韬股份、南都电源、圣阳股份；SST：金盘科技、新特电气；液冷：英维克、飞龙股份、申菱环境、同飞股份、铭利达；UQD：永贵电器；热管理：儒竞科技；测试电源：科威尔。

风险提示：产业发展不及预期，AI 投资力度不达预期，行业竞争加剧。

【可选消费：春风动力(603129.SH)】2025Q2 业绩超预期，业务多点开花、极核增速亮眼——公司信息更新报告-20250813

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 赵旭杨（分析师）证书编号：S0790523090002 | 骆扬（分析师）证书编号：S0790525050002

2025H1 收入、利润增长亮眼，2025Q2 业绩持续高增，维持“买入”评级

2025H1 公司营收 98.55 亿元（+30.9%），归母净利润 10.02 亿元（+41.4%），扣非净利润 9.51 亿元（+38.38%）。单季度看，2025Q2 公司营收 56.05 亿元（+25.5%），归母净利润 5.87 亿元（+36.0%）。公司 2025H1 及 2025Q2 业绩表现优异，我们长期看好公司全地形车通过研发赋能产品持续推新顺利承接行业高端化红利；摩托车产品矩阵丰富且性能表现优异，国外、国内业务进入产品放量阶段可期，我们上调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利

润为 19.04/23.34/28.37 亿元（原值 17.96/22.03/27.03 亿元），对应 EPS12.48/15.30/18.60 元，当前股价对应 PE 为 21.6/17.7/14.5 倍，公司产品+品牌竞争力仍强，维持“买入”评级。

业务拆分：公司各项业务均取得亮眼增长，极核同比翻倍增长

公司 2024 年各项业务均取得亮眼增长，拆分看：（1）全地形车：2025H1 实现销量 10.18 万辆，销售收入 47.31 亿元，同比增长 33.95%；出口额占行业 74.05%，持续领跑行业出口榜单。（2）摩托车：2025H1 实现销量 15.03 万辆，销售收入 33.46 亿元，同比增长 3.03%，高端化、全球化成效愈发显著。其中，内销 7.91 万台，营业收入 16.97 亿元（+17.35%）；外销 7.13 万台，营业收入 16.49 亿元（-8.5%）。（3）极核电动：实现销量 25.05 万辆，销售收入 8.72 亿元，同比增长 652.06%，公司新成长曲线雏形已现。

盈利能力：2025H1 新业务导入毛利率阶段性承压，费用端控制平稳

毛利率端看，2025H1 公司毛利率 28.4%（-3.1pct），我们预计主系外销受到关税扰动影响，内销为低毛利业务（以极核为主）占比迅速提升。费用端看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.3%/4.4%/5.6%/-1.1%，同比分别 -4.4/-0.6/-0.5/-0.8pct，综合影响下 2025H1 净利率为 10.2%（+0.8pct）。2025Q2 公司毛利率为 27.3%（-3.5pct），2025Q2 年净利率为 10.5%（+0.8pct）。

风险提示：行业销量不及预期，行业竞争恶化，公司产品调整不及预期。

【医药：和黄医药(00013.HK)】公司业绩阶段性承压，静待更多管线价值兑现——公司信息更新报告-20250813

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 余克清（分析师）证书编号：S0790525010002 | 聂媛媛（联系人）证书编号：S0790124050002

国内市场竞争加剧，公司业绩阶段性承压

2025H1 公司总收入为 2.78 亿美元（同比-9.16%），其中肿瘤/免疫业务综合收入 1.44 亿美元（同比-15%）。其中，公司核心产品呋喹替尼海外市场依旧维持较高增长，海外销售额同比增长 25%至 1.63 亿美元。公司上半年收入下滑主要是由于国内市场竞争加剧及公司销售团队和营销战略调整带来阶段性影响，因此我们下调公司 2025-2027 年归母净利润，分别为 23.67/5.01/6.82 亿元（原预计为 23.83/7.97/9.61 亿元），EPS 为 2.7/0.6/0.8 元，当前股价对应 PE 为 8.1/38.1/28.0 倍。基于公司多款核心产品依旧保持较强竞争力，且 ATTC 产品即将申报 IND，我们维持“买入”评级。

多款产品注册及临床进展顺利，血液肿瘤产品开启商业化

呋喹替尼联合达伯舒用于治疗肾细胞癌（RCC）的 FRUSICA-2 中国 III 期研究取得积极结果，新药上市申请已于 2025 年 6 月获 CDE 受理。索凡替尼联合化疗用于一线治疗转移性胰腺癌的 II/III 期研究进展顺利，有望于 2025H2 读出 II 期部分数据。公司首款血液肿瘤药物他泽司他已在中国内地商业化上市。

全新 ATTC 平台产品即将申报 IND，有望为管线注入新动力

公司正式推出自主研发的新一代抗体靶向偶联药物（ATTC）平台，该平台通过将单克隆抗体与靶向小分子抑制剂（SMI）有效载荷相结合，而非传统的细胞毒性药物。与传统 ADC 相比，ATTC 平台具备与化疗或其他靶向药联合用药的潜力，有望克服耐药性并适用于长期给药。公司计划于 2025 年年底左右启动首款 ATTC 候选药物的中国及全球临床试验，并于 2026 年提交更多候选药物的全球 IND 申请。公司出售非核心资产后公司现金储备充裕，截至 2025 年 6 月 30 日现金及短期投资达 13.6 亿美元。

风险提示：药物临床研发失败、药物安全性风险、核心成员流失等。

【化工：华峰化学(002064.SZ)】业绩符合预期，氨纶等景气低迷更显公司成本优势——公司信息更新报告

-20250812

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 张晓锋（分析师）证书编号：S0790522080003 | 宋梓荣（分析师）证书编号：S0790525070002

Q2 业绩超预期，氨纶等景气低迷更显公司成本优势，维持“买入”评级

2025 年 H1 公司实现营收 121.37 亿元，同比-11.70%，实现归母净利 9.83 亿元，同比-35.23%。Q2 单季度，公司实现营收 58.23 亿元，环比-7.78%；实现归母净利润 4.79 亿元，同比-42.61%，环比-5.02%。2025 年 Q2，己二酸平均价差环比小幅增长。2025 年 H1，氨纶在行业供大于求的基本面下，产品价格已处于历史低位水平，需求增速放缓，整体呈现走量不走价的态势。氨纶行业短期存在产能出清、环保政策倒逼、行业优胜劣汰趋势加剧等压力，但行业集中度进一步提升，行业头部效应越发明显。公司作为氨纶、己二酸行业双龙头，持续巩固成本优势，周期底部彰显龙头业绩韧性。我们维持公司 2025-2027 年盈利预测，预计归母净利润分别为 24.74、31.10、38.22 亿元，EPS 分别为 0.50、0.63、0.77 元，当前股价对应 PE 分别为 15.8、12.6、10.3 倍，维持公司“买入”评级。

Q2 己二酸价差环比上涨，氨纶价差环比稳定，周期底部彰显公司业绩韧性

据百川盈孚、Wind 等，2025 年 Q2，己二酸的平均价格为 7,235 元/吨，环比-10.80%，己二酸平均价差为 2,362 元/吨，环比+7.44%，同比-2.91%。Q2 氨纶 40D 平均价格为 23,577 元/吨，环比-1.24%；氨纶价差为 11,078 元/吨，环比+0.01%，同比-9.31%。Q2 己二酸、氨纶需求仍然较为疲软，两者供给过剩局面仍较为严峻，价差低迷。公司作为双行业龙头，凭借低成本的优势，业绩表现已属优异。

氨纶行业严重供过于求，产能出清或加速

自 2023 年 5 月以来，根据百川盈孚测算的氨纶行业平均毛利润情况，氨纶行业毛利润持续为负，亏损已达两年有余。根据天天化工网报道，7 月 31 日，泰光产业宣布停止海外中国常熟泰光化纤的营业，产能为 2.8 万吨。根据化工在线 5 月报道，晓星氨纶位于嘉兴的生产线将逐步关停，晓星嘉兴具有氨纶产能 5.44 万吨。我们认为，这两个事件标志着氨纶产能出清正在进行，随着氨纶渗透率仍在持续提升，氨纶景气有望复苏，未来公司作为龙头有望充分受益。

风险提示：宏观经济复苏不及预期、原油价格大幅下跌、项目建设不及预期。

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。

¹ 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集团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