

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-08-08

宏观策略

2025 年 08 月 08 日

宏观深度报告 20250805: 跨越百年的产能调整经验: 如何从失衡到再平衡

晨会编辑 孙婷

执业证书: S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

我们选择历史上跨越百年的三个典型的产能调整案例进行分析, 来看对供需再平衡有何启示。一是 19 世纪后期美欧的长期萧条, 由于技术进步、新兴产业过度投资, 引起产能失衡; 二是 1929 大萧条, 政策经历了从不干预到干预的转变; 三是日本在 20 世纪 70 年代和 90 年代两次去产能, 产能政策经历了相反的变化, 从干预到不干预。主要结论如下: (1) 产能失衡存在负反馈循环机制, 若不加控制可能持续二三十年。产能失衡容易形成自我强化, 如物价下跌→企业利润减少→企业降低劳动成本→居民就业和收入走弱→消费需求下降→物价下跌。因此, 依靠市场自发出清的话, 可能耗时良久, 甚至不乏持续二三十年的案例, 如 1873-1896 年长期萧条、日本失去的三十年。(2) 面对产能失衡, 政府干预比不干预要好。1929 大萧条后, 从胡佛到罗斯福, 政策加强了对工农业生产的干预, 同时积极刺激需求, 较快走出萧条。而日本面临供需失衡, 产业政策从“干预”到“不干预”, 使得萧条时间大幅拉长。在 70 年代, 企业无法完成过剩设备的处理时, 日本政府通过“共同行动”组建萧条卡特尔, 帮助企业顺利去产能; 90 年代后, 面临产能失衡, 政府减少了“共同行动”等供给端的直接干预, 直到泡沫破灭十多年后, 即 2003 年后, 僵尸企业才逐渐出清, 供需不平衡持续很久。(3) 供需再平衡, 需要在控制产能、修复信用、稳定就业等多个环节同步发力, 单靠供给政策或是单靠需求政策, 可能都是不够的。欧文费雪的“债务通缩理论”将通缩循环分为 9 个步骤: ①债务清算和资产抛售→②银行存款收缩与货币流通速度下降→③价格水平下降→④企业净值下降→⑤破产增加与利润减少→⑥产出下降与失业上升→⑦悲观情绪蔓延→⑧货币窖藏加剧→⑨名义利率下降但实际利率上升进一步抑制需求。从我们的案例来看, 1933 年罗斯福新政, 控制价格下跌、修复信用、稳定就业等多方面采取了有效政策。日本 70 年代产能过剩, 至少也在控制产能、稳定就业、稳定资产价格等方面及时出手; 相比之下, 日本 90 年代泡沫破灭后, 供给端政策干预不多、需求端政策犹豫反复, 导致了失去的三十年。风险提示: (1) 部分历史案例间隔较远, 历史的细节可能有所缺失, 如 1930 年之前的案例; (2) 不同时期、不同国家, 产能失衡时面临的环境并非完全相同, 这些不同点我们可能未能完全囊括; (3) 在使用国际比较和历史比较的经验时, 应注意结合实际情况。

固收金工

固收深度报告 20250807: 债券增值税新规实施, 对信用债及二永债有何影响?

债券增值税新规对信用债市场的影响: 从资产比价角度来看, 国债、地方政府债和金融债的配置性价比下降, 而由于信用债利息收入本身即不免征增值税, 故其相对比价优势凸显, 信用债板块中的城投债、产业债等品

种的配置价值均相应增加。相较于新规前，按照新规所实行的增值税率调整后，自营部门所持有的信用债与其他利率债、金融债品种之间的利差水平差距大约收窄 10BP 左右，考虑不同机构对于信用成本的估算参数差异，故对于自营部门来说，信用债的相对价值或可提升约 5-15BP，对于资管产品和公募基金来说，信用债的相对价值或可提升约 3-10BP。债券增值税新规对银行二永债市场的影响：短期内对于存续老券而言，基于老券的免税优势，其二级市场收券需求的增加将带动银行二永债收益率的下行，若按新规实施前后的增值税率分别测算经过税收成本和资本占用成本调整后的银行二永债到期收益率水平，比较可知新规实施后，5 年期二级资本债（AAA-）和 5 年期永续债（AAA-）的调整后收益率较新规实施前进一步分别下行 11.07BP 和 11.44BP，即当前若抢配银行二永债老券则可以攫取 10BP 以内的利差空间。长期来看，此次新规或对银行二永债影响较小。风险提示：数据统计偏差；债市超预期波动；信用风险发酵超预期。

行业

建筑装饰行业深度报告：生产性服务业之一：新建高峰之后，资产运维行业价涨量增

在资本形成高峰之后，资产运维重要性逐渐浮现，高质量供给逐步出现，运维企业的增长更多依靠产品研发而非人员或资金的推动，具有明显的 alpha 特征。一方面是运维能力通过数据化智能化得到明显提升，龙头企业强者恒强；另一方面，业务模式上通过服务线上化和上游供应链延伸而更加具有产品属性。短周期内随着反内卷的加速推进，企业盈利有望扭转颓势，推动高端运维加速渗透。我们建议关注博睿数据、容知日新、咸亨国际。风险提示：经济超预期下行，市场竞争格局恶化的风险。

电子行业点评报告：AI ASIC：海外大厂视角下，定制芯片的业务模式与景气度展望

ASIC 业务模式下需要服务商具备什么能力？1）IP 设计能力：定制芯片主要包含四部分 IP，计算、存储、网络 I/O 及封装，服务提供商不涉及计算部分架构设计，只提供相应设计流程及性能优化。博通、Marvell 针对这四部分均有较全面的布局，均能提供存储、网络 I/O、封装的完整 IP 解决方案，国内芯原针对处理器 IP 有较深技术积累，其他部分如先进封装 Chiplet 等正在积极布局。其中 SerDes IP 对大规模芯片互连极其重要，国外厂商达到 224G 速率及以上，国内多数厂商已具备 112G 技术实力。2）SoC 设计能力：服务商还应具备整芯片集成能力，博通、Marvell、AIChip 等具完整 SoC 设计能力，博通与谷歌、Meta 合作，Marvell 联手亚马逊，二者占 ASIC 市场份额超 60%，其中博通市占率 55-60%、Marvell 为 13-15%。目前 Marvell 锁定亚马逊 Trainium2 产能，凭 3nm 设计技术及先进封装将继续开发 Trainium3。28 年定制芯片市场规模将达 554 亿美元，博通、Marvell 指引均高增。博通预计，到 2027 年其三家大客户的数据中心相关 XPU 与网络市场总规模达 600-900 亿美元，且客户将部署百万卡集群。Marvell 预测，2028 年全球数据中心资本开支超 1 万亿美元，其中 AI 加速算力相关规模 3490 亿美元，XPU 及附件投资 2210 亿美元，ASIC 市场规模由此上调至 554 亿美元（定制 XPU 408 亿，23-28 年 CAGR 47%；附件 146 亿，CAGR 90%），23-28 年 CAGR 53%。AI ASIC 景气度高涨，博通、Marvell 业绩持续兑现。拆分博通、Marvell 营收及毛利率与翱

捷科技、芯原股份、AIChip、GUC 毛利率发现，1) 定制业务景气度持续高增但毛利率或承压。博通 FY25Q2 AI 业务收入超 44 亿美元，同比+46%，定制加速器两位数增长；Marvell FY26Q1 数据中心营收 14.41 亿美元，占比 76%，同比+76%，主要系 AI 定制芯片放量。随着 AIChip、GUC 等厂商加入 AI 定制芯片竞争，定制业务毛利率或将承压。2) 博通、Marvell 代表 AIASIC 放量稳态毛利率水平，国产逐步入局 AIASIC，未来毛利率提升空间广阔。翱捷科技定制业务毛利率约 40%，芯原股份定制业务毛利率约 15%，AIChip 毛利率 20%左右，GU

机械设备行业点评报告：《上海市具身智能产业发展实施方案》发布，助推产业迈向能力跃迁新阶段

投资建议： 建议关注智元与宇树产业链：【绿的谐波】【中大力德】【恒工精密】【威孚高科】【宁波华翔】【卧龙电驱】【均普智能】【富临精工】【长盛轴承】【奥比中光】【首程控股】【华锐精密】【凌云光】【汉威科技】【上纬新材】。

保险Ⅱ行业点评报告：上海出台健康险新政，积极支持商保与创新药械发展

负债端、资产端均有改善，估值仍有较大向上空间。1) 我们认为市场储蓄需求依然旺盛，同时在监管再次下调预定利率和险企主动转型下，负债成本有望逐步下降，利差损压力将有所缓解。2) 近期十年期国债收益率企稳于 1.7%附近，我们预计，未来伴随国内经济复苏，长端利率若继续修复上行，则保险公司新增固收类投资收益率压力将有所缓解。3) 当前公募基金对保险股持仓仍然欠配，2025 年 8 月 6 日保险板块估值 2025E 0.61-0.94 倍 PEV、1.02-2.23 倍 PB，处于历史低位，行业维持“增持”评级。风险提示：长端利率趋势性下行；股市持续低迷；新单增长不及预期。

推荐个股及其他点评

心动公司 (02400.HK)：2025H1 业绩预告点评：业绩超预期，游戏表现亮眼，TapTap 稳步增长

盈利预测与投资评级：公司存量游戏流水及游戏业务利润率超我们预计，同时新游《伊瑟》表现出色，我们上修盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 16.86/19.42/20.48 亿元（此前为 9.80/10.69/11.61 亿元），对应当前股价 PE 分别为 20/17/16 倍，我们看好公司自研新游延续兑现，TapTap 平台稀缺价值逐步释放，维持“买入”评级。风险提示：存量游戏流水超预期下滑，新游流水不及预期，TapTap 用户增长不及预期，行业监管趋严风险

海光信息 (688041)：2025 年中报点评：Q2 业绩高增，重视国产算力机遇

25H1 营收高增，规模效应带动净利率。据公司 25 年中报，25H1 实现营收 54.64 亿元，yoy+45.21%；毛利率 60.14%，同比下降 3.3pcts；归母净利润 12.01 亿元，同比增长 40.78%；研发费用 14.98 亿元，yoy+32.41%。25Q2 单季营收 30.64 亿元，yoy+41.15%，qoq+27.66%；毛利率 59.33%，同比下降 4.5pcts，环比下降 1.86pcts；销售净利率 30.29%，同比下降 8.01pcts，环比增长 0.55pcts；研发费用 7.92 亿元，yoy+42.2%，qoq+12.07%。公司 25H1 营收高增，规模效应带动净利率。积极布局产业链整合，强化国产算力生态闭环。公司与国内主流服务器厂商深度合作，推动产品在

数据中心、云计算等场景的应用；通过“光合组织”构建万余项联合解决方案，实现国产通用计算平台的生态闭环。同时，正在筹划换股吸收合并中科曙光，推动芯片设计与整机制造的垂直整合，构建从芯片到算力服务的全栈能力，进一步巩固其在国产算力基础设施中的关键地位。云厂商加速扩容，H20 制裁带来国产算力历史机遇。AI 产品蓬勃发展，推动算力消耗报爆发式增长。5 月字节豆包大模型日均 Tokens 消耗量已达 16.4 万亿，相比去年同期增长 137 倍。更多 tokens 消耗有望反哺云端推理算力需求，云厂商加速扩容，新一轮增长逻辑形成闭环。7 月 31 日，国家互联网信息办公室就 H20 算力芯片漏洞后门安全风险约谈英伟达公司。国家就 H20 芯片后门问题启动调查。或将加快国产算力芯片替代进程。

纽威股份 (603699): 25H1 快报点评: Q2 归母净利润同比+28%超预期, 盈利能力稳健增长

盈利预测与投资评级: 出于谨慎性考虑, 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测 15/18/21 亿元, 当前市值对应 PE 为 18/14/12x, 维持“买入”评级。风险提示: 地缘政治冲突加剧、竞争格局恶化、原材料价格波动等

珍酒李渡 (06979.HK): 25H1 业绩预告点评: 下行期攻坚克难, 多举措积极应对

25H1 收入压力集中释放, 经调整利润率同比基本保持稳定。①收入端, 25H1 收入同比明显下滑, 主因高基数+周期下行+Q2 场景冲击影响。我们估算 25H1 各子品牌同比均有承压, 珍酒同比降幅基本跟整体一致, 李渡降幅有限, 湘窖、开口笑受湖南场景承压影响, 调整更为明显。②利润端, 25H1 公司经调净利率保持在 24~25%水平, 降速调控但不失市场操作主动性, 成本、费用管控能力仍然较强。盈利预测与投资评级: 公司产品矩阵清晰, 品牌及品质升级布局长远, 组织效能与渠道势能有望逐步显现。在 2025 全年保持稳定基础上, 考虑去年基数前高后低, 预计 25H1 珍酒、李渡收入同比相对承压, 25H2 增速有望环比修复。经过 2025 年集中出清和产品更新, 期待珍酒报表拐点及盈利弹性率先显现。参考 25H1 盈利预告, 考虑场景冲击影响, 我们调整 2025~2027 年公司 non-IFRS 归母净利预测为 12.3、13.7、16.8 亿元人民币 (前值为 16.2、18.0、21.4 亿元人民币), 对应 non-IFRS PE 为 18.4、16.5、13.5x, 维持“买入”评级。风险提示: 宏观修复不及预期, 次高端价格及费用竞争加剧, 渠道库存消化不及预期等。

杰瑞股份 (002353): 2025 年中报点评: Q2 扣非净利同比+37%超预期, 业绩进入集中兑现期

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润 30.3/34.9/39.9 亿元, 当前市值对应 PE 估值为 14/12/10 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 国际油价波动; 国内油气资本开支不及预期; 国际关系摩擦

宏观策略

宏观深度报告 20250805: 跨越百年的产能调整经验: 如何从失衡到再平衡

我们选择历史上跨越百年的三个典型的产能调整案例进行分析, 来看对供需再平衡有何启示。一是 19 世纪后期美欧的长期萧条, 由于技术进步、新兴产业过度投资, 引起产能失衡; 二是 1929 大萧条, 政策经历了从不干预到干预的转变; 三是日本在 20 世纪 70 年代和 90 年代两次去产能, 产能政策经历了相反的变化, 从干预到不干预。主要结论如下: (1) 产能失衡存在负反馈循环机制, 若不加控制可能持续二三十年。产能失衡容易形成自我强化, 如物价下跌→企业利润减少→企业降低劳动成本→居民就业和收入走弱→消费需求下降→物价下跌。因此, 依靠市场自发出清的话, 可能耗时良久, 甚至不乏持续二三十年的案例, 如 1873-1896 年长期萧条、日本失去的三十年。(2) 面对产能失衡, 政府干预比不干预要好。1929 大萧条后, 从胡佛到罗斯福, 政策加强了对工农业生产的干预, 同时积极刺激需求, 较快走出萧条。而日本面临供需失衡, 产业政策从“干预”到“不干预”, 使得萧条时间大幅拉长。在 70 年代, 企业无法完成过剩设备的处理时, 日本政府通过“共同行动”组建萧条卡特尔, 帮助企业顺利去产能; 90 年代后, 面临产能失衡, 政府减少了“共同行动”等供给端的直接干预, 直到泡沫破灭十多年后, 即 2003 年后, 僵尸企业才逐渐出清, 供需不平衡持续很久。(3) 供需再平衡, 需要在控制产能、修复信用、稳定就业等多个环节同步发力, 单靠供给政策或是单靠需求政策, 可能都是不够的。欧文费雪的“债务通缩理论”将通缩循环分为 9 个步骤: ①债务清算和资产抛售→②银行存款收缩与货币流通速度下降→③价格水平下降→④企业净值下降→⑤破产增加与利润减少→⑥产出下降与失业上升→⑦悲观情绪蔓延→⑧货币窖藏加剧→⑨名义利率下降但实际利率上升进一步抑制需求。从我们的案例来看, 1933 年罗斯福新政, 控制价格下跌、修复信用、稳定就业等多方面采取了有效政策。日本 70 年代产能过剩, 至少也在控制产能、稳定就业、稳定资产价格等方面及时出手; 相比之下, 日本 90 年代泡沫破灭后, 供给端政策干预不多、需求端政策犹豫反复, 导致了失去的三十年。

(4) 困境中蕴含着机会, 大规模供需失衡往往也是劳动工资改善和内需回升的契机, 治理供需失衡的改革政策, 有助于推动生产型社会向消费型社会转变。第二次工业革命后, 西方国家接连经历了 1873-1896 长期萧条、1929 大萧条, 供需失衡频发, 扩大需求的重要性越来越突出, 这带来了工人权益、劳动工资等状况的改善, 加快了从生产型社会向消费型社会的转型。(5) 对新兴产业而言, 去产能和反垄断可能交替出现, 根本上需要规范政府跟市场的关系, 规范竞争秩序。新兴产业经历产能去化后, 往往会带来市场集中度的提高, 可能形成垄断组织, 如美欧长期萧条后形成的托拉斯、卡特尔。这种市场结构的变化, 可能会重塑政府跟市场的关系。美国在 1887 年通过了《州际商业法》(Interstate Commerce Act), 成立了州际商业委员会 (ICC), 开始对铁路运费和竞争行为进行监管; 1890 年《谢尔曼反托拉斯法》拉开了反垄断的序幕。治理新兴产业的产能过剩, 既要推动低价低效企业自动退出市场, 营造产能有效出清的市场环境, 也要防止形成市场垄断, 从根本上来讲是要规范竞争秩序, 规范地方政府补贴、银行贷款, 规范企业公平竞争行为。风险提示: (1) 部分历史案例间隔较远, 历史的细节可能有所缺失, 如 1930 年之前的案例; (2) 不同时

期、不同国家，产能失衡时面临的环境并非完全相同，这些不同点我们可能未能完全囊括；（3）在使用国际比较和历史比较的经验时，应注意结合实际情况。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：占烁）

固收金工

固收深度报告 20250807：债券增值税新规实施，对信用债及二永债有何影响？

事件 2025年8月1日，财政部和税务总局发布《关于国债等债券利息收入增值税政策的公告》，自2025年8月8日起，对在该日期之后（含当日）新发行的国债、地方政府债券、金融债券的利息收入，恢复征收增值税。对在该日期之前已发行的国债、地方政府债券、金融债券（包含在2025年8月8日之后续发行的部分）的利息收入，继续免征增值税直至债券到期。在此之前，根据财税〔2016〕36号、财税〔2016〕70号文规定，我国国债、地方政府债和金融债券免征增值税，债券增值税调整政策出台后，对于自2025年8月8日（含当日）后发行的国债、地方政府债券、金融债券，普通自营机构和资管产品（含公募基金）所得利息收入将分别按照6%和3%的税率征收增值税。

观点 债券增值税调整政策解读：1）对于本次新规出台的核心目的，我们认为或包含两方面：其一，对利率债的债券利息收入征收增值税可缩小不同债券品种之间的税收差异，有助于统一债券市场的税收制度，有效发挥国债收益率曲线的定价基准作用；其二，在2025年上半年财政收入端持续承压的背景下，对早期因助力债券市场发展而给予的免征增值税优惠政策进行调整可以增加政府税收收入，在一定程度上缓解财政压力。2）恢复征收债券增值税的举措或可视为未来债券市场乃至资本市场投资需求端税收优惠政策逐步减少的信号，可能涉及除债券以外的其他风险偏好较低的大类资产以及相关的市场参与者，而减少的节奏一方面或受相关资产品类自身发展的成熟度影响，即若某一资产品类市场发展已完成从初期阶段到成熟阶段的过渡，则可能优先面临税收优惠的降低或取消，另一方面或受宏观经济基本面及财政综合收入增长速度影响，即若资本市场活跃度一般、社会投融资意愿仍偏低迷、实体经济修复缓慢，则可能在相关资产品类之间进行税收优惠的切换，从政策端引导市场参与者的资金布局方向。债券增值税新规对信用债市场的影响：1）影响逻辑与幅度测算：a）利率债品种利息收入失去增值税免税优势后，从资产比价角度来看，国债、地方政府债和金融债的配置性价比下降，而由于信用债利息收入本身即不免征增值税，故其相对比价优势凸显，信用债板块中的城投债、产业债等品种的配置价值均相应增加。b）若分别按照新规实施前后不同的增值税征收税率来测算不同类型债券资产在经过信用成本、税收成本、资本占用成本调整后的到期收益率并进行品种利差比较，可以发现相较于新规前，按照新规所实行的增值税率调整后，自营部门所持有的信用债与其他利率债、金融债品种之间的利差水平差距大约收窄10BP左右，考虑不同机构对于信用成本的估算参数差异，故对于自营部门来说，信用债的相对价值或可提升约5-15BP，对于资管产品和公募基金来说，信用债的相对价值或可提升约3-10BP。c）由于在新规实施之前，信用债的信用利差中已包含未被减免的税收溢价补偿，而在新规实施后，新发国债、地方政府债及金融债的发行成本预计将有所抬升以覆盖额外增加的税收成本，因此信用债相较国债计算的信用利差中枢或将因基准利率上升而逐步下行，进而可能导致信用

债较国债展现的相对配置价值或低于其较地方政府债和金融债展现的相对配置价值，叠加新发国债的发行频率明显小于地方政府债和金融债，则增值税新规对信用债带来的相对利好效果在吸引部分原本倾向于配置地方政府债和金融债的资金转而配置信用债的概率上可能高于吸引原本倾向于配置国债的资金，但该过程的发展快慢取决于债市整体情绪以及后续其他宏观政策的配套出台情况。d) 当前新规对信用债市场的长期影响或有限，且相较不同的债券细分品种的优势程度亦有所差异；短期来看，若市场情绪尚可，则信用利差可能因机构积极抢配利率债老券而被动走阔，若后期伴随新券的逐步发行加之市场情绪较弱，信用利差则可能因利率债新老券收益率上行而被动收窄，新规落地后的市场情绪表现将较大程度影响信用债配置的择时窗口，震荡走势或延续。

2) 对不同金融机构影响：a) 对公募基金而言，债券利息收入增值税率由 0% 上升至 3%，虽然税负增加，但相较于银行等机构自营部门而言，其税率仍然较低，叠加其在利息收益和资本利得收益上的企业所得税以及资本利得收益上的增值税仍拥有免征优惠，因此其投债优势依然存在且略有放大，这一优势将吸引更多资金通过公募基金渠道流入信用债市场，而鉴于公募基金系信用债市场的主要买盘力量之一，预计将为信用债中的各细分品种带来交易增量。b) 对自营部门而言，债券利息收入增值税率由 0% 上升至 6%，税负增加相对显著，但由于自营部门在仓位上以利率债居多，信用债仓位有限且多以委外等方式参与，因此未来可能会增加通过基金等渠道配置信用债以增厚收益的可能性，对于具有一定票息收益的城投债和流动性较好的产业债的关注度或将上升以增厚票息收益。c) 对其他资管机构而言，债券利息收入增值税率由 0% 上升至 3%，上升幅度低于自营部门但与公募基金一致。此次调整对于如银行理财子公司类的资管机构资金投向中占比较大的同业存单品种不产生影响，但考虑到其资金在利率债品种上的配置力量不弱，故政策调整后可能通过委外投资公募基金或私募资管产品来间接获取免税优势。同时，资管机构可能在出现较好买入机会的时点小幅增加信用债和同业存单的仓位比例，以对冲利率债品种的税收成本。

债券增值税新规对银行二永债市场的影响：1) 影响逻辑与幅度测算：a) 短期内对于存续老券而言，基于老券的免税优势，其二级市场收券需求的增加将带动银行二永债收益率的下行，若按新规实施前后的增值税率分别测算经过税收成本和资本占用成本调整后的银行二永债到期收益率水平，比较可知新规实施后，5 年期二级资本债 (AAA-) 和 5 年期永续债 (AAA-) 的调整后收益率较新规实施前进一步分别下行 11.07BP 和 11.44BP，即当前若抢配银行二永债老券则可以攫取 10BP 以内的利差空间。b) 长期来看，此次新规或对银行二永债影响较小，一方面主要系银行二永债的风险权重较高，现下的收益水平已处于较低位置，表明银行配置二永债并非仅基于获取收益，故新规对其影响有限；另一方面，因银行二永债具备“利率波动放大器”属性以及流动性较好的特点，因此仓位以信用债为主的机构投资者往往倾向于选择交易该品种以取得价差收益而非持有该品种以取得利息收益，故新规对其影响有限。

2) 对不同金融机构影响：a) 对公募基金而言，尽管取得的利息收入需缴纳 3% 增值税，但公募基金投资银行二永债仍享受利息收入免企业所得税、资本利得收入免企业所得税和增值税的优惠，其相对于银行、保险自营的税收优势扩大，因此基金仍具备配置高流动性二永债的动机，并通过信用债 ETF 提升组合流动性。b) 对自营部门而言，持有银行二永债利息收入需缴纳 6% 增值税，考虑到新规后利率债税收收益不足，因此可能更倾向于增配流动性较好的银行二永债以在增

厚息收益的同时把控流动性风险。此外，自营部门可能加大委外投资力度，通过委托公募基金投资来降低额外的自营投资税负成本。c) 对其他资管机构而言，持有银行二永债利息收入需缴纳 3% 增值税，税率低于自营部门但与公募基金一致，故相较于自营部门，此次增值税新规对资管机构影响或更为可控。预计资管机构可能采取“缩短久期+挖掘个券”的配置与交易搭配策略来应对税收政策变化，优先配置高评级、短久期城农商行二永债，并辅以交易流动性良好、中长久期国股大行二永债，从而保障税后收益安全垫。风险提示：数据统计偏差；债市超预期波动；信用风险发酵超预期。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

行业

建筑装饰行业深度报告：生产性服务业之一：新建高峰之后，资产运维行业价涨量增

投资要点 资产运维具有几个特点。1) 资产运维是典型的生产性服务业，轻资产重服务，长期具备通胀属性，客户粘性高。短期受所在下游行业的景气周期影响较大。2) 中游环节的线下服务部分相对分散，但线上服务以及上游的工具配件具有较强的产品属性和规模效应。3) 从业经验而非数理知识是服务能力的第一影响因素，服务能力具有数据飞轮效应，也是 AI 应用的天然土壤。运维的资产可以分为服务业资产、工业设备、基础设施和物业。资产运维业务保证系统及设备安全、稳定、高效运行，减少停产时间，延长资产使用寿命，从而达到提升资产价值的最终目的。随着资产使用年限的增长，其运维成本呈现持续性、结构性上升的特征。根据文中各部分的测算，当前的 IT 设备、工业设备以及基础设施资产存量约 455 万亿，运维行业规模约 2.44 万亿，10 年之后资产存量约 560 万亿，运维行业规模约 5.5 万亿。第三方以及统一运维服务的渗透率稳步提升。第三方服务商不仅可以降低成本，而且更加灵活，支持按需付费和灵活合同，可跨品牌统一服务，解决多厂商协调难题。资产复杂度的提升本质上是技术迭代与业务创新的产物，分散运维模式下的重复投入导致运维成本指数型增长，而且运维质量无法保证，而统一运维则是应对这一趋势的必然选择。智能化是服务能力和成本的胜负手。资产形成过程的设计、建设环节主要依靠的是工艺逻辑和法规标准，但运维阶段主要依靠的是案例的积累和经验的传承，对于大数据、智能化存在天然的需求。随着 AI 大模型的加速应用，拥有数据优势的运维龙头企业将实现更高的预测准确性和更低的服务成本。在资本形成高峰之后，资产运维重要性逐渐浮现，高质量供给逐步出现，运维企业的增长更多依靠产品研发而非人员或资金的推动，具有明显的 alpha 特征。一方面是运维能力通过数据化智能化得到明显提升，龙头企业强者恒强；另一方面，业务模式上通过服务线上化和上游供应链延伸而更加具有产品属性。短周期内随着反内卷的加速推进，企业盈利有望扭转颓势，推动高端运维加速渗透。我们建议关注博睿数据、容知日新、咸亨国际。风险提示：经济超预期下行，市场竞争格局恶化的风险。

(证券分析师：黄诗涛)

电子行业点评报告：AI ASIC：海外大厂视角下，定制芯片的业务模式与景气度展望

投资要点 ASIC 业务模式下需要服务商具备什么能力？1) IP 设计能力：定制芯片主要包含四部分 IP，计算、存储、网络 I/O 及封装，

服务提供商不涉及计算部分架构设计，只提供相应设计流程及性能优化。博通、Marvell 针对这四部分均有较全面的布局，均能提供存储、网络 I/O、封装的完整 IP 解决方案，国内芯原针对处理器 IP 有较深技术积累，其他部分如先进封装 Chiplet 等正在积极布局。其中 SerDes IP 对大规模芯片互连极其重要，国外厂商达到 224G 速率及以上，国内多数厂商已具备 112G 技术实力。2) SoC 设计能力：服务商还应具备整芯片集成能力，博通、Marvell、AIChip 等具完整 SoC 设计能力，博通与谷歌、Meta 合作，Marvell 联手亚马逊，二者占 ASIC 市场份额超 60%，其中博通市占率 55-60%、Marvell 为 13-15%。目前 Marvell 锁定亚马逊 Trainium2 产能，凭 3nm 设计技术及先进封装将继续开发 Trainium3。28 年定制芯片市场规模将达 554 亿美元，博通、Marvell 指引均高增。博通预计，到 2027 年其三家大客户的数据中心相关 XPU 与网络市场总规模达 600-900 亿美元，且客户将部署百万卡集群。Marvell 预测，2028 年全球数据中心资本开支超 1 万亿美元，其中 AI 加速算力相关规模 3490 亿美元，XPU 及附件投资 2210 亿美元，ASIC 市场规模由此上调至 554 亿美元（定制 XPU 408 亿，23-28 年 CAGR 47%；附件 146 亿，CAGR 90%），23-28 年 CAGR 53%。AI ASIC 景气度高涨，博通、Marvell 业绩持续兑现。拆分博通、Marvell 营收及毛利率与翱捷科技、芯原股份、AIChip、GUC 毛利率发现，1) 定制业务景气度持续高增但毛利率或承压。博通 FY25Q2 AI 业务收入超 44 亿美元，同比+46%，定制加速器两位数增长；Marvell FY26Q1 数据中心营收 14.41 亿美元，占比 76%，同比+76%，主要系 AI 定制芯片放量。随着 AIChip、GUC 等厂商加入 AI 定制芯片竞争，定制业务毛利率或将承压。2) 博通、Marvell 代表 AI ASIC 放量稳态毛利率水平，国产逐步入局 AI ASIC，未来毛利率提升空间广阔。翱捷科技定制业务毛利率约 40%，芯原股份定制业务毛利率约 15%，AIChip 毛利率 20%左右，GUC 毛利率约 32%，而博通、Marvell 因自研 IP 全、技术强且高毛利产品支撑，含 XPU 业务毛利率约 60%。随着国内厂商逐渐布局 AI ASIC，定制业务毛利率水平将有望大幅增长。投资建议：推荐芯原股份、寒武纪、海光信息（与计算机组共同覆盖），建议关注翱捷科技、中兴通讯等。风险提示：大厂 CapEx 投入不及预期，技术发展不及预期，客户需求不及预期。

（证券分析师：陈海进 研究助理：李雅文）

机械设备行业点评报告：《上海市具身智能产业发展实施方案》发布，助推产业迈向能力跃迁新阶段

投资要点 事件：上海市人民政府办公厅发布《上海市具身智能产业发展实施方案》 2025 年 8 月 6 日，据上海经信委消息，上海市人民政府办公厅日前发布《上海市具身智能产业发展实施方案》从技术攻关、平台建设、应用示范、产业集群与生态构建五个方面作出系统部署，旨在打造全球具身智能产业高地。方案明确提出，到 2027 年，上海市具身智能核心产业规模突破 500 亿元。模型与平台建设齐头并进，打造大模型与数据训练基础设施底座 本次实施方案坚持“模型驱动”导向，围绕感知决策模型、运动控制模型、具身协同技术、具身语料技术、自主操作系统五大关键方向开展攻关，重点支持高校、科研机构与本体企业协同推进具身智能大模型体系建设，提升自主学习、灵巧控制与泛化执行能力。资金支持方面，对具身智能关键核心技术项目按核定投资给予最高 30%、不超过 5000 万元的补贴。在平台建设方面，方案系统布局算力平台、数字孪生实训场、中试平台、投资平台和租赁平台五大类共性基础设施，对产业服务平台建设项目按核定投资给予最高 50%、不超过 2000 万元的资金

支持。其中，数字孪生实训场是实现模型训练闭环的关键，支持创新语料采集方式、场景与动作技能设置，推动形成“仿真训练—真实验证—迭代学习”的数据闭环，提升模型在真实场景下的泛化能力与实用性能。

五大应用场景系统推进，推动商业化验证与数据采集在应用方面，方案聚焦“物流装配、工业制造、商业零售、医疗康养、家政服务”五大重点场景，支持开展典型任务下的具身智能落地试点，推动形成可复制可推广的行业解决方案。资金支持方面，对具身智能产业融合应用项目按不超过总投资 20%、单项最高不超过 1000 万元标准给予补贴。我们认为，随着政策引导与市场需求双轮驱动，具身智能有望在“场景牵引、产品迭代、生态联动”的路径上实现良性发展闭环，进一步推动产业加速走向规模化落地与持续演进。

模型与数据环节持续攻坚，应用落地加速数据飞轮启动 我们认为，当前具身智能产业发展的核心瓶颈在于模型有待优化、高质量数据不足，从而导致在通用运动控制、多任务泛化、复杂环境适应等方向关键能力仍有待进一步提升。本次政策通过模型攻关与训练平台双轮驱动，有望加速具身智能关键模型能力的自主突破。

同时，本次政策明确支持围绕物流装配等五大典型场景推进具身智能落地部署，不仅有望实现具身智能“从 0 到 1”的商业化价值验证，也将反哺大模型的真实数据采集，推动形成数据飞轮闭环。我们预计，随着核心模型持续迭代、训练体系逐步完善以及应用场景不断拓展，具身智能产业有望迎来实质性能力跃升与发展加速期。

投资建议：建议关注智元与宇树产业链：【绿的谐波】【中大力德】【恒工精密】【威孚高科】【宁波华翔】【卧龙电驱】【均普智能】【富临精工】【长盛轴承】【奥比中光】【首程控股】【华锐精密】【凌云光】【汉威科技】【上纬新材】。

风险提示：宏观经济风险，机器人商业化进程不及预期风险，技术进展不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天

研究助理：陶泽）

保险Ⅱ行业点评报告：上海出台健康险新政，积极支持商保与创新药械发展

投资要点 【事件】8月6日上海市七部门联合印发《关于促进商业健康保险高质量发展助力生物医药产业创新的若干措施》，促进医保商保共同发展支持创新药械。 拓宽商业健康保险保障内容，强化商保在创新药械方面的支持力度。①鼓励健康险将供需适配的医疗新技术、新药品、新器械、新耗材应用纳入保障范围。②探索保险机构与药企形成集体采购药价谈判、新药上市沟通、按疗效付费、分期支付等机制，提升创新药械的可及性和可负担性。③探索建立多元支付和多方协同机制，畅通创新药械“进医院”“进目录”“进处方”，相关商业健康保险保障范围内的创新药应用病例可不纳入按病种付费范围。

丰富商业健康保险产品形式，做好普惠保障与地方特色。①继续做优做强“沪惠保”。②加快发展商业护理保险；③围绕“一老一小”、患病人群等群体的需求，鼓励将老年人、既往症和慢性病人群纳入保障范围。④探索“保团”模式支持上海经济社会发展重点领域。通过数据赋能强化医保商保合作。①深化医疗、医保和商保数据共享机制，扩大数据共享范围。鼓励医疗机构、药企及时将创新药械适配的疾病及适应症范围、临床试验数据提供给商业保险公司作为定价参考。②借助“上海保险码”平台实现产品对接、理赔结算、政策宣传等，实现二三级医院全覆盖，探索将直赔服务扩展到医院特需部、国际部。

优化医保个账、财政资金等对商业医疗险发展的支持。①对符合条件的团体健康保险，保费可以由单位与员工共同承担，其中

个人承担部分可以由医保个账结余资金支付。②符合规定的事业单位可按制度要求使用财政资金购买与建立补充医疗保险相关的商业健康保险。③鼓励企业用足用好职工工资总额 5%税前扣除的企业所得税政策。④支持上海符合条件的市场主体投资入股、参股商业健康保险公司。我们认为，在政策支持下有望实现医、保、药合作共赢。

①2025 年上半年健康险总保费共计 6223 亿元，同比增长 2.3%，占人身险保费的 21%。通过创新产品设计、强化政策支持、覆盖创新药械，有助于进一步激发健康险市场潜力，做大业务规模，改善盈利空间。

②新政有望充分发挥商保在医疗费用结算上的优势，保障医保支付改革顺利推进，为“新优药械”产业发展提供有力资金支持，提升创新药械可及性和可负担性。负债端、资产端均有改善，估值仍有较大向上空间。

1) 我们认为市场储蓄需求依然旺盛，同时在监管再次下调预定利率和险企主动转型下，负债成本有望逐步下降，利差损压力将有所缓解。2) 近期十年期国债收益率企稳于 1.7%附近，我们预计，未来伴随国内经济复苏，长端利率若继续修复上行，则保险公司新增固收类投资收益率压力将有所缓解。3) 当前公募基金对保险股持仓仍然欠配，2025 年 8 月 6 日保险板块估值 2025E 0.61-0.94 倍 PEV、1.02-2.23 倍 PB，处于历史低位，行业维持“增持”评级。

风险提示：长端利率趋势性下行；股市持续低迷；新单增长不及预期。

(证券分析师：孙婷 证券分析师：曹锟)

推荐个股及其他点评

心动公司 (02400.HK)：2025H1 业绩预告点评：业绩超预期，游戏表现亮眼，TapTap 稳步增长

投资要点 事件：公司发布 2025H1 业绩预告，预计 2025H1 收入不少于 30.50 亿元，同比增长约 37%，净利润不少于 7.90 亿元，同比增长约 215%，业绩超过市场和我们预期。 存量游戏表现稳健，TapTap 持续增长。2025H1 业绩预增主要受益于：1) 自研老游《仙境传说 M：初心服》《火炬之光：无限》长线运营出色，流水大幅回升，同时自研新游《心动小镇》于 2024 年 7 月上线，2025H1 同比贡献显著增量，驱动游戏收入增长，同时自研游戏收入占比提升，带动游戏毛利率改善；2) TapTap 平均月活跃同比维持大致稳定，广告算法改进及用户参与度提升，带动 TapTap 收入及利润持续增长；3) 部分被若干现有游戏收入减少及绩效挂钩薪酬增加造成影响所抵消。

游戏业务：《伊瑟》国际服表现出色，期待后续新游表现。展望后续，我们看好《火炬之光：无限》《心动小镇》等存量产品延续长线运营，《伊瑟：重启日》、《心动小镇》海外服等新游陆续上线贡献收入增量，同时进一步提升游戏业务毛利率。新游方面，1)《伊瑟：重启日》已于 6 月 5 日上线国际服，我们预计产品首月流水超 1 亿元，国服及港澳台服将于 9 月 25 日上线，积极关注产品表现；2)《心动小镇》已于 2025/7/17 上线周年庆版本，联动小马宝莉，国服长线运营稳健，我们预计其海外服有望于 2025Q4 起多地区发行；3)《仙境传说 RO：守护永恒的爱 2》有望于 2026 年上线，看好 RO IP+公司研运经验，期待产品流水表现。

TapTap：拓展 PC 游戏，期待平台价值持续释放。TapTap 增长稳健，根据 2025/8/2 的 TapTap 开发者沙龙，过去 12 个月 TapTap 平台 DAU 提升 11%，游戏总下载量提升 16%，游戏预约量提升 10%，平台流量及用户活跃度均稳步提升。此外，公司于 2025 年 4 月上线 TapTap PC 版，依旧不联运、不分成、不强制接入 SDK，截至 7 月底 TapTap 桌面版已接入约 130 款游戏。我们看好 TapTap 渠道

及平台价值持续释放，经营杠杆效应带动利润率稳步提升，同时期待桌面版进一步打开 TapTap 市场空间。

盈利预测与投资评级：公司存量游戏流水及游戏业务利润率超我们预计，同时新游《伊瑟》表现出色，我们上修盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 16.86/19.42/20.48 亿元（此前为 9.80/10.69/11.61 亿元），对应当前股价 PE 分别为 20/17/16 倍，我们看好公司自研新游延续兑现，TapTap 平台稀缺价值逐步释放，维持“买入”评级。风险提示：存量游戏流水超预期下滑，新游流水不及预期，TapTap 用户增长不及预期，行业监管趋严风险

（证券分析师：张良卫 证券分析师：陈欣）

海光信息（688041）：2025 年中报点评：Q2 业绩高增，重视国产算力机遇

投资要点 25H1 营收高增，规模效应带动净利率。据公司 25 年中报，25H1 实现营收 54.64 亿元，yoy+45.21%；毛利率 60.14%，同比下降 3.3pcts；归母净利润 12.01 亿元，同比增长 40.78%；研发费用 14.98 亿元，yoy+32.41%。25Q2 单季营收 30.64 亿元，yoy+41.15%，qoq+27.66%；毛利率 59.33%，同比下降 4.5pcts，环比下降 1.86pcts；销售净利率 30.29%，同比下降 8.01pcts，环比增长 0.55pcts；研发费用 7.92 亿元，yoy+42.2%，qoq+12.07%。公司 25H1 营收高增，规模效应带动净利率。

积极布局产业链整合，强化国产算力生态闭环。公司与国内主流服务器厂商深度合作，推动产品在数据中心、云计算等场景的应用；通过“光合组织”构建万余项联合解决方案，实现国产通用计算平台的生态闭环。同时，正在筹划换股吸收合并中科曙光，推动芯片设计与整机制造的垂直整合，构建从芯片到算力服务的全链能力，进一步巩固其在国产算力基础设施中的关键地位。云厂商加速扩容，H20 制裁带来国产算力历史机遇。AI 产品蓬勃发展，推动算力消耗爆发式增长。5 月字节豆包大模型日均 Tokens 消耗量已达 16.4 万亿，相比去年同期增长 137 倍。更多 tokens 消耗有望反哺云端推理算力需求，云厂商加速扩容，新一轮增长逻辑形成闭环。7 月 31 日，国家互联网信息办公室就 H20 算力芯片漏洞后门安全风险约谈英伟达公司。国家就 H20 芯片后门问题启动调查。或将加快国产算力芯片替代进程。

盈利预测与投资评级：公司拥有 CPU 和 DCU 两大国内领先产品。CPU 方面，随着行业信创稳步推进，公司 CPU 产品收入会稳健增长。DCU 方面，AI 算力需求释放叠加国产化趋势加快，国产 AI 芯片厂商迎来历史性机遇。公司 DCU 产品性能生态位列第一梯队，新产品不断迭代。基于公司 25 年中报业绩，我们略微调整 2025-2027 年归母净利润分别为 28.67/42.93/58.04 亿元（前值：29.07/43.48/58.36 亿元）。维持“买入”评级。风险提示：技术升级不及预期，需求不及预期，市场竞争风险，地缘政治风险等。

（证券分析师：陈海进 证券分析师：王紫敬

研究助理：李雅文）

纽威股份（603699）：25H1 快报点评：Q2 归母净利润同比+28%超预期，盈利能力稳健增长

投资要点 事件：2025 年 8 月 5 日，公司发布 2025 年半年度业绩快报。

Q2 归母净利润同比+28%超预期，盈利能力稳健增长 2025 上半年公司实现营业总收入 34.0 亿元，同比增长 20%，归母净利润 6.4 亿元，同比增长 30%，扣非归母净利润 6.2 亿元，同比增长 27%。单 Q2 公司实现营业总收入 18.5 亿元，同比增长 25%，归母净利润 3.7 亿元，同比增长 28%，扣非归母净利润 3.7 亿元，同比增长 28%。公司盈利能力稳健增长，2025 上半年归母净利润率 18.7%，同

比+1.5pct, 单 Q2 归母净利润率 20.2%, 同比+0.5pct, 环比+3.4pct, 受益于产品结构优化、精益管理推进, 汇兑收益高基数影响下利润率仍保持稳健增长。

订单饱满+多元化+全球化逻辑不变, 看好阀门龙头成长性

中长期继续看好公司成长性: (1) 全球地缘政治波动加剧, 各国对能源自主可控意识增强+产业格局升级, 油气全产业链投资增加, 阀门采购需求能见度高。且公司对美敞口低, 沙特+越南产能已有布局, 受中美贸易冲突影响可控。(2) 公司大客户如沙特阿美、ADNOC 订单高增, 新品扩批、提份额逻辑将持续兑现, 且品牌、渠道、产能先发优势明显, 市场地位稳固。(3) 新兴核电、水处理增速良好。

2025 年股权激励计划落地, 调动团队积极性 2025 年 7 月公司发布 2025 年限制性股票激励计划(草案), 拟授予公司高管、中层管理人员和骨干共 154 人限制性股票数量 771.4 万股, 占公告日股本总额 1.00%。业绩考核目标为 2025-2027 年归母净利润不低于 12.7/13.9/15.3 亿元, 年同比增速 10%。并于 7 月 17 日公告限制性股票授予, 授予价 15.93 元/股。股权激励计划有助于绑定核心员工, 调动团队积极性, 彰显公司长期发展信心。

盈利预测与投资评级: 出于谨慎性考虑, 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测 15/18/21 亿元, 当前市值对应 PE 为 18/14/12x, 维持“买入”评级。风险提示: 地缘政治冲突加剧、竞争格局恶化、原材料价格波动等

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 韦译捷)

珍酒李渡 (06979.HK): 25H1 业绩预告点评: 下行期攻坚克难, 多措并举积极应对

投资要点 事件: 公司公告 25H1 盈利预告, 预计 2025 上半年实现营收 24~25.5 亿元, 同比下滑 38.3~41.9%; 实现归母净利润 5.7~5.8 亿元, 同比下滑 23~24%; 实现 non-IFRS 归母净利 6.1~6.2 亿元, 同比下滑 39~40%。

25H1 收入压力集中释放, 经调整利润率同比基本保持稳定。①收入端, 25H1 收入同比明显下滑, 主因高基数+周期下行+Q2 场景冲击影响。我们估算 25H1 各子品牌同比均有承压, 珍酒同比降幅基本跟整体一致, 李渡降幅有限, 湘窖、开口笑受湖南场景承压影响, 调整更为明显。②利润端, 25H1 公司经调净利率保持在 24~25%水平, 降速调控但不失市场操作主动性, 成本、费用管控能力仍然较强。

25 年集中出清, 市场端保持主动。25H1 公司主动控制发货节奏, 帮助渠道出清, 同时珍酒主要产品珍 15、珍 10 在核心市场民间商务及宴席场景动销份额相对稳定, 经销商资源也有优化。伴随宴席、聚餐场景负面压制逐步纠偏, 我们判断 25H2 动销环比不至于明显恶化; 加上公司核心市场精细化培育持续巩固品牌认知, 新品大珍招商进展积极带来增量贡献, 预计 25H2 收入同比降幅相对可控。

行业深度调整进行时, 转变思路积极应对。公司产品结构以次高端及以上为主, 面对商务消费趋弱、头部酱酒价格下移的行业下行压力, 公司及时调整, 规划破局之策。①客户培育方面, 逐步推进企业客户结构转型。虽然传统投资产业相关企业客群需求收缩, 但新质生产力企业发展呈现结构性景气, 新消费群体仍存在渗透、培育空间。②产品布局方面, 珍酒着力维护现有产品价盘稳定, 并推出 500~600 元价格带高质价比新品大珍完善布局; 李渡 400 元价位 1975 以深度体验式营销培育拓客, 全国化扩张有序推进, 200 元价位李渡王在省内做补充布局亦有较好收效。③年轻化培育方面, 规划即将面向夜店渠道推出高端啤酒产品 News/牛市, 品质定位高于精酿。

盈利预测与投资评级: 公司产品矩阵清晰, 品牌及品质升级布局长远, 组织效能与渠道势能有望逐步显现。在 2025 全年保持稳定基础上, 考虑去年基数前高后低, 预计 25H1 珍酒、李渡收入同比相对承压, 25H2

增速有望环比修复。经过 2025 年集中出清和产品更新，期待珍酒报表拐点及盈利弹性率先显现。参考 25H1 盈利预告，考虑场景冲击影响，我们调整 2025~2027 年公司 non-IFRS 归母净利预测为 12.3、13.7、16.8 亿元人民币（前值为 16.2、18.0、21.4 亿元人民币），对应 non-IFRS PE 为 18.4、16.5、13.5x，维持“买入”评级。风险提示：宏观修复不及预期，次高端价格及费用竞争加剧，渠道库存消化不及预期等。

（证券分析师：苏铖 证券分析师：孙瑜）

杰瑞股份（002353）：2025 年中报点评：Q2 扣非净利同比+37%超预期，业绩进入集中兑现期

投资要点 事件：2025 年 8 月 6 日，公司发布 2025 年半年度报告。

Q2 扣非归母净利润同比+37%超预期，业绩拐点已至 2025 年上半年公司实现营业总收入 69.0 亿元，同比增长 39%，归母净利润 12.4 亿元，同比增长 14%，扣非归母净利润 12.3 亿元，同比增长 34%；单 Q2 公司实现营业总收入 42.1 亿元，同比增长 49%，归母净利润 7.8 亿元，同比增长 9%，扣非归母净利润 7.7 亿元，同比增长 37%。Q2 收入及利润均超预期释放，公司在手订单集中进入业绩兑现期。分产品来看：（1）高端装备制造：2025H1 收入 42.2 亿元，同比+22.4%，预计主要为天然气压缩设备贡献主要增量；（2）油气工程及技术服务：2025H1 收入 20.7 亿元，同比+88.1%，预计主要受益于中东 EPC 交付。展望未来，由于中东、中亚、北非三地油气开采景气度持续旺盛，叠加公司在海外提升份额，公司订单及业绩规模有望持续保持快速增长。

受交付节奏影响毛利率略有下降，费控及现金流表现亮眼

2025 上半年公司销售毛利率 32.2%，同比下降 3.6pct，销售净利率 18.4%，同比下降 4.1pct。分国内外来看，2025 上半年公司国内毛利率 27.1%，同比-7.5pct，国内毛利率短期承压主要系钻完井产品交付节奏影响，预计下半年逐季回升；海外毛利率 37.8%，同比+0.6pct。费用端来看，2025 上半年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.3%/3.8%/3.5%/-2.2%，同比-0.4/-0.5/-0.6/-1.4pct，费控能力优异。2025H1 公司经营性净现金流 31.4 亿元，同比+196%大幅改善，主要系海外客户回款质量优异。展望未来，随着公司海外收入占比提升，利润率&现金流有望持续改善。

海外布局进入收获期，公司即将迎来估值&业绩双击

海外逐渐成为公司订单和业绩增量来源，中东和北美为全球最大&准入门槛最高的油服市场，公司凭借过硬的产品质量和多年的深耕持续取得突破。（1）中东市场：中东面临急迫的经济转型需求，在稳定石油开采的基础上加大天然气开采，天然气设备及 EPC 市场规模持续扩张，且公司优势明显，市占率稳健提升。公司 2023 年圆满完成 KOC 项目后，成功打响中东市场知名度，2023 年以来油气设备及 EPC 在手订单持续高增。（2）北美市场：北美是全球最大的存量压裂设备市场，替换市场广阔，公司电驱压裂设备性能优势突出，有望逐步打开美国巨大替换市场。在巨大的市场容量和自身提升市占率双重逻辑下，我们看好公司订单&业绩释放持续性，2025 年为公司业绩释放拐点，有望迎来估值&业绩双击。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润 30.3/34.9/39.9 亿元，当前市值对应 PE 估值为 14/12/10 倍，维持“买入”评级。风险提示：国际油价波动；国内油气资本开支不及预期；国际关系摩擦

（证券分析师：周尔双 证券分析师：黄瑞）

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>