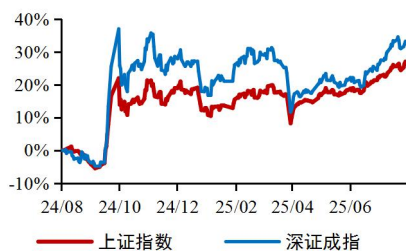


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 8 月 8 日 星期五

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	3,639.67	0.16
深证成指	11,157.94	-0.18
沪深 300	4,114.67	0.03
中小板指	6,920.33	0.28
创业板指	2,342.86	-0.68
科创 50	1,058.21	-0.15

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：煤炭行业动态点评：长协倒挂解除，煤价预期再次提升

【行业评论】非银行金融：行业周报（20250728-20250803）：-债券增税对行业影响有限，期货市场推动“反内卷”

【山证农业】中宠股份 2025 年中报点评-国内业务保持高增，品牌出海值得期待

【公司评论】迪普科技(300768.SZ)：迪普科技（300768.SZ）：上半年收入稳健增长，加快布局 AI 及算力网络新业务

【今日要点】

【行业评论】煤炭：煤炭行业动态点评：长协倒挂解除，煤价预期再次提升

胡博 hubo1@sxzq.com

【投资要点】

- 事件：2025 年 8 月 4 日，秦皇岛港 5500 大卡动力煤平仓价上涨至 667 元/吨，超过同期 5500 大卡年度长协价。
- 点评
- 年度长协价格长期倒挂解除，提振市场信心。前期因供需因素，市场煤价与长协煤价倒挂。本轮长协倒挂自 2025 年 2 月 28 日至 2025 年 8 月 4 日，经历时间较长。倒挂期间，长协兑现率下降。迎峰度夏和反内卷政策共振，市场煤价加速上涨，市场信心恢复。
- 煤价底部已现，煤价上涨预期或超预期。本轮煤价上涨始于动力煤，市场对动力煤季节性涨价有所预期，但炼焦煤上行速度和空间均高于动力煤，超出市场预期。年内低点已过，预计下半年不会回踩。长协倒挂解除后，动力煤价格上涨预期有望再次超出市场预期。一方面，迎峰度夏尚未走完，下游电厂库存不断去化，已低于 24 年同期水平。另一方面，长协倒挂解除有利于触发正反馈，即“长协兑现率提升-现货需求改善-现货价格继续上涨”。
- 煤炭股积极拥抱利好，未来空间仍大。煤炭股前期调整时间较长，煤炭股对利空相对钝化，但对利好反映更加热烈。8 月以来市场在提升预期后更加关注政策兑现和供需情况，短期内供应收缩利好较多，包括超产核查、产地降雨、9.3 阅兵安监收紧等。考虑反内卷政策持续推行，未来或将有更多利好政策出台和落地，因此煤炭股仍有向上动力。
- 投资建议：随着煤价加速上涨，煤炭股有望实现。重点关注【华阳股份】、【晋控煤业】、【山煤国际】、【潞安环能】、【山西焦煤】、【平煤股份】、【淮北矿业】等弹性标的；【陕西煤业】、【中煤能源】、【中国神华】等龙头煤企配置价值仍高。
- 风险提示：煤价上涨不及预期，反内卷政策落地低于预期，供需再次失衡

【行业评论】非银行金融：行业周报（20250728-20250803）：-债券增税对行业影响有限，期货市场推动“反内卷”

李明阳 limingyang@sxzq.com

【投资要点】

- 财政部对国债等部分券种利息收入征收增值税。财政部联合税务总局发布公告，自 2025 年 8 月 8 日起，

对新发行的国债、地方政府债券、金融债券的利息收入，恢复征收增值税，该日期之前已发行的相关券种继续免征至到期。经调整城市维护费、教育费等后实际税率为 6.34%。截至 2025 年 6 月，证券行业持有债券规模 4.71 万亿元，其中国债、地方政府债及金融债占比为 59.23%，按照 3% 年利率计算，静态持仓结构下，年需多纳税额为 53.04 亿元，占券商 2024 年营业收入比例仅为 1.18%，恢复征收增值税一定程度上影响了利息收入，但对行业营业收入财务影响较小。在对相关券种征收增值税后，与信用债税率拉平，同时存量利率债不涉及调整，将推动证券公司持仓结构的调整。同时，作为金融债券发行人，证券公司发行金融债频率较高，会对新发债券定价产生一定影响，或面临需上调票息以补偿税负，但在利率下行周期下，预计带来的影响相对可控。

- **期货行业发布“反内卷”规则。**中期协发布经纪业务不正当竞争行为管理规则征求意见稿，明确要对经纪业务手续费建章立制，规范流程管理，明确手续费公示、收取、调整及回访等流程管理。通过科学定价，合理核定收取，根据经纪业务服务成本，科学合理设定手续费收取标准。同时，以充分公示保障信息透明，在公告、官网等处按照交易品种连续收取最高标准。在实际收取的手续费率及金额应符合与客户的约定。规则发布有利于破除期货公司开展经纪业务时出现的“零佣”、“返佣”等市场乱象，引导期货公司在交易系统稳定性、客户服务、投研支持等方面加大投入，以公平有序竞争提升行业综合服务水平。
- **上周主要指数均有不同程度下跌，上证综指下跌 0.94%，沪深 300 下跌 1.75%，创业板指数下跌 0.74%。**上周 A 股成交金额 9.05 万亿元，日均成交额 1.81 万亿元，环比减少 2.11%。两融余额 1.98 万亿元，环比减少 1.67%。中债-总全价(总值)指数较年初下跌 1.00%；中债国债 10 年期到期收益率为 1.71%，较年初上行 9.82bp。
- **风险提示**
- 宏观经济数据不及预期；资本市场改革不及预期；一二级市场活跃度不及预期；金融市场大幅波动；市场炒作并购风险。

【山证农业】中宠股份 2025 年中报点评-国内业务保持高增，品牌出海值得期待

陈振志 chenzhenzhi@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **公司发布 2025 年半年报，2025 年上半年公司实现营收 24.32 亿元，同比+24.32%；实现归母净利润 2.03 亿元，同比+42.56%；实现扣非归母净利润 1.99 亿元，同比+44.64%。**单季度来看，2025Q2 实现营收 13.31 亿元，同比+23.44%，实现归母净利润 1.12 亿元，同比+29.79%；实现扣非归母净利润 1.11 亿元，同比+32.32%。

➤ 事件点评

- **主粮产品继续高速增长，零食产品保持稳健。**25 年 H1 公司零食/主粮分别实现收入 15.29/7.83 亿元，同比+6.37%/+85.79%，占总营收的比例为 62.89%/32.21%，毛利率分别为 30.63%/36.63%，随着公司三大核心自有品牌持续发展放量，公司产品结构不断优化，主粮产品占比持续提升。
- **深化自主品牌发展，国内业务延续高增趋势。**2025 年上半年公司境内业务实现营收 8.57 亿元，同比+38.89%，毛利率 37.68%，同比提升 0.89 个百分点。2025 年公司自有品牌持续发力，“WANPY 顽皮”新品小金盾系列上市后市场表现亮眼，人民网推出的“透明工厂”系列走进顽皮品牌 5.0 智慧工厂，“TOPTREES 领先”成为中国宠物食品行业首个获得央视战略合作的品牌。
- **全球化布局领先，自有品牌出海值得期待。**公司境外业务 2025 年 H1 实现营收 15.75 亿元，同比+17.61%，毛利率 27.95%，同比提升 4.04 个百分点。墨西哥工厂建成标志着公司在北美地区形成了强大供应链体系，叠加柬埔寨、新西兰等海外工厂，公司海外产能布局形成优质护城河。此外 2025 年自主品牌出海成为公司全球化发展的核心引擎，公司全球化产能布局也为品牌出海打下坚实基础，上调今年品牌出海业务全年目标彰显公司信心。

➤ 投资建议

- **我们认为公司品牌运营能力已跻身行业头部水平，今年国内自有品牌业务营收规模及盈利能力将进一步提升。**当前外部环境下，公司在全球化战略布局的领先优势已经凸显，同时看好海外产能进一步抬升公司境外盈利水平，我们持续看好顽皮、领先等自有品牌高增长势能。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 4.64/5.55/6.81 亿元，EPS 分别为 1.52/1.82/2.24 元，目前股价对应公司 2025、2026 年 PE 分别为 38.5 倍、32.2 倍，维持“增持-A”评级。

➤ 风险提示

- 原材料价格波动风险；政策管理风险；因管理不当导致出现食品安全的风险；动物疫病风险；全球贸易摩擦加剧的风险；汇率波动风险；产品销售不及预期的风险；品牌及产品舆情风险；海外竞争加剧导致公司全球化战略推进受阻的风险。

【公司评论】迪普科技(300768.SZ)：迪普科技（300768.SZ）：上半年收入稳健增长，加快布局 AI 及算力网络新业务

方闻千 fangwenqian@szxq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 8 月 4 日，公司发布 2025 年半年报，其中，2025 上半年公司实现收入 5.51 亿元，同比增长 9.59%，上半年实现归母净利润 0.52 亿元，同比微增 0.17%，实现扣非净利润 0.43 亿元，同比减少 6.00%；2025

年第二季度公司实现收入 2.72 亿元,同比增 9.61%,二季度实现归母净利润 0.22 亿元,同比高增 40.20%,实现扣非净利润 0.15 亿元,同比增长 11.65%。

➤ 事件点评

➤ **整体收入保持稳健增长,持续控费提效成效显著。**分产品看,2025 上半年公司网络安全产品实现收入 3.19 亿元,同比减 12.76%,应用交付及网络产品实现收入 1.69 亿元,同比高增 81.67%;分行业看,2025 上半年公司运营商客户收入为 1.57 亿元,同比增 16.75%,政府客户收入为 0.92 亿元,同比减 43.19%,公共事业客户收入达 0.86 亿元,同比微增 2.64%,金融客户收入达 0.78 亿元,同比高增 85.58%。受产品及客户结构变化影响,今年上半年公司毛利率较上年同期降低 6.18 个百分点。在利润端,随着公司持续进行控费提效,期间费用率显著下降,2025 上半年公司销售、管理、研发费用率分别较上年同期降低 4.67、0.21、1.57 个百分点。而受益于公司控费效果显著,上半年公司净利率为 9.47%,仅较上年同期降低 0.89 个百分点。

➤ **加快布局 AI 智能体及算力网络等新业务。**其中,1) 今年公司发布的安全运营智能体可实现 96.2% 高准确率的安全告警研判、秒级自动安全处置和全天候安全值守;今年 5 月,公司推出数据分类分级智能体,具备智能穿透、规则自进化、全周期智能流水线等特性,能够将数据分类分级的效率提升 10 倍以上、准确率提升至 96% 以上,并已在 10 万量级数据的客户场景中落地,帮助客户节省 90% 以上的人工成本;2) 公司推出的全国产化 400G 算力交换机兼具技术领先和自主可控的特点,该交换机支持丰富的数据中心特性,包括 PFC/ECN/AI ECN 快速 CNP 等技术智能调控网络流量、VxLAN 和 BGP-EVPN 协同打破网络边界等,同时,公司采用国产 CPU 和国产交换芯片,并自研硬件平台及 ConPlat 操作系统,满足全国产化算力网络基础设施需求。

➤ 投资建议

➤ **公司作为网络安全解决方案提供商,有望加快底层硬件自研及推广应用交付产品提高盈利能力,我们调整盈利预测,预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.31\0.38\0.44 元,对应公司 8 月 6 日收盘价 18.44 元,2025-2027 年 PE 分别为 59.55\48.98\41.76 倍,维持“买入-A”评级。**

➤ 风险提示

➤ 技术和产品创新风险,市场竞争加剧风险,行业政策变化风险,宏观经济波动风险。

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

