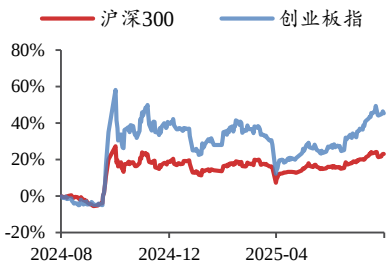


2025 年 08 月 08 日

开源晨会 0808

——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(%)
有色金属	1.201
美容护理	0.989
房地产	0.820
纺织服饰	0.805
交通运输	0.732

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
医药生物	-0.918
电力设备	-0.736
通信	-0.473
国防军工	-0.386
家用电器	-0.288

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】非美地区需求或将主导未来出口走势——宏观经济点评-20250807

行业公司

【通信：光环新网(300383.SZ)】IDC 领军企业开启 AIDC 新篇章——公司深度报告-20250807

【农林牧渔：中宠股份(002891.SZ)】营收及利润大幅提升，境内销售增长亮眼——公司信息更新报告-20250807

【计算机：海光信息(688041.SH)】产品商业化加速，拟吸收合并中科曙光加强产业整合——公司信息更新报告-20250807

【海外：创科实业(00669.HK)】海外产能充沛有望支撑 2026 年顺周期业绩加速——港股公司信息更新报告-20250807

研报摘要

总量研究

【宏观经济】非美地区需求或将主导未来出口走势——宏观经济点评-20250807

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 郭晓彬（分析师）证书编号：S0790525070004

事件：以美元计，中国7月出口同比+7.2%，前值+5.9%；7月进口同比+4.1%，前值+1.1%。

关税落地执行后，非美地区需求或难持续

1.间接抢出口仍在继续，7月出口同比延续回升。(1)7月韩国出口同比+5.9%，较前值(+4.3%)延续回升；越南出口同比+17.7%，接近前值(+19.3%)；我们认为，在美国8月执行对等关税背景下，韩越出口保持高增，表明7月全球工业国抢出口仍在继续。(2)受间接抢出口支撑，7月出口同比+7.2%，但需要提示，如若美国对大多数地区的进口关税在当地时间8月7日得到实际执行且不再继续推迟，则在此之后全球抢出口规模或将缩减，相应地也将减弱我国的间接抢出口支撑。

2.地区结构看，非美地区需求韧性或难持续。

判断未来出口形势，需厘清两点：(1)今年以来我国对东盟、非洲、欧盟等地区出口高增，其动力主要来源于抢出口还是市场份额的扩大？若为后者，那么美国进口关税靴子落地后我国出口韧性仍将持续。我们认为原因更倾向于前者：首先，市场份额抢占涉及产品标准、适用性的调整以及整体营销体系的构建，是中长期的结果；其次，2025年以来，不仅我国出口高增，东盟国家、墨西哥等出口导向型地区均取得亮眼成绩，若将我国出口高增归因为市场份额扩大，那么全球的普遍出口高增将难以解释。(2)美国需求回落后，非美地区需求是否能够持续？历史上来看，美国作为全球需求发动机，其进口需求回落后，东盟、墨西哥、非洲等地区需求很难有持续性，同为发达经济体的欧盟与美国需求走势亦保持一致。

3.产品结构看，汽车出口持续高增。从绝对贡献来看，2025年7月出口同比为正主要由原材料、汽车、零部件支撑。从边际变化来看，原材料、生产设备、零部件出口同比较上月有所回升，箱包鞋靴、消费电子产品、汽车出口同比较上月有所回落。

未来非美地区需求或为决定出口走势的主要力量

1.短期(8月前6日数据)来看：对美出口方面，我国至美国集装箱船数量明显回落，或表明8月对美出口将有所下滑；对东盟以及间接抢出口方面，中国至越南以及越南至美国集装箱船数量亦有明显下降，而中国至新加坡集装箱船数量则有明显抬升，或表示中转出口地区有所变化。总体出口方面，我们注意到，自2024年11月以来，上海装载集装箱船数量同比对出口指向作用相较于多指标拟合预测值更为准确，此指标指向8月前5日出口同比+12%左右，数值较高，或因统计时间偏短、台风导致的出口节奏变化以及关税执行前的抢出口窗口期。

2.中长期来看，7月或为全年出口同比高点，未来出口加速下行概率增大：美国对我国的直接进口关税变动已不是决定未来出口的主要矛盾，东盟等非美地区需求未来或将主导我国出口走势。而非美地区在今年以来大规模抢出口，已将部分需求前置。若美国对大部分非美地区进口关税落地执行，非美地区本土需求以及部分中转贸易或难以弥补前期的透支与美国进口关税整体抬升带来的整体需求下行，7月大概率为全年出口同比高点，未来出口加速下行概率增大。

风险提示：外需回落超预期，政策变化超预期。

行业公司

【通信：光环新网(300383.SZ)】IDC领军企业开启AIDC新篇章——公司深度报告-20250807

蒋颖（分析师）证书编号：S0790523120003 | 雷星宇（联系人）证书编号：S0790124040002

IDC 领军企业，AIDC 时代开启新篇章

光环新网成立于 1999 年，2001 年在北京市率先开展 IDC 服务，并持续投入各地 IDC 建设，2015 年收购无双科技跨入云计算领域，2016 年与亚马逊签订协议负责运营亚马逊云科技中国北京区域云服务，2023 年上线高性能计算业务，并逐步开启新一轮的 AIDC 扩张。截至 2025 年 4 月中旬，按照单机柜 4.4KW 统计，公司在全国范围内规划机柜规模已超过 23 万个，截至目前已投产机柜超过 5.9 万个。随着多地智算中心项目陆续交付，公司有望充分受益于算力发展，成长空间广阔，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.29、4.46、5.65 亿元，当前收盘价对应 PE 分别为 78.7、58.0、45.8 倍，对应 EV/EBITDA 分别为 19.7 倍、15.8 倍、13.6 倍，上调至“买入”评级。

积极布局智算服务市场，打通算力产业链条

公司于 2023 年新增智算中心布局，正式开启高性能算力业务。2023 年 8 月，公司开始以北京亦庄地区自有数据中心资源为基础，子公司光环云数据搭建多元异构算力调度平台，为大模型训练、深度学习、高性能计算等应用场景提供高性能智算服务；2024 年 3 月，公司在天津赞普云计算中心部署推理场景算力资源供客户使用，进一步拓展算力业务范围，截至 2025 年 4 月中旬，公司算力业务规模已超过 4000P。

绑定 AI 行业优质客户，积极推进 AIDC 全球化布局

公司 IDC 业务客户主要包括传统云厂商、互联网相关企业、金融客户以及基础运营商等。截至 2025 年 4 月中旬，公司在北京共运营 5 座数据中心；河北燕郊一二期已满产运营，三四期将逐步投运，并于河北三河市规划 8.9 千个机柜项目；天津宝坻二期陆续交付并规划三期建设；此外，上海嘉定预售项目陆续交付；杭州土建完工在即；长沙项目将于 2025 年陆续交付；未来进一步扩展内蒙古、海南、马来西亚智算项目。AIDC 时代，公司作为 IDC 领军企业，长期发展可期。

风险提示：AI 及云计算发展不及预期、能耗指标获取不及预期、行业竞争加剧。

【农林牧渔：中宠股份(002891.SZ)】营收及利润大幅提升，境内销售增长亮眼——公司信息更新报告-20250807

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 朱本伦（联系人）证书编号：S0790124060020

营收及利润大幅提升，境内销售增长亮眼，维持“买入”评级

公司发布 2025 年中报，2025H1 公司营收 24.32 亿元，同比+24.32%，归母净利润 2.03 亿元，同比+42.56%，其中 2025Q2 营收 13.31 亿元，同比+23.44%，归母净利润 1.12 亿元，同比+29.79%。考虑公司 2025 年境内业务增长超预期，未来墨西哥工厂产能释放后有望进一步扩大利润规模，我们上调 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 4.78/5.81/7.12 亿元（2025-2027 年原值 4.73/5.61/6.55 亿元），EPS 分别为 1.57/1.91/2.34 元，当前股价对应 PE 为 36.6/30.1/24.6 倍，维持“买入”评级。

品牌宣传与激励共同驱动，盈利能力稳步提升

2025H1 公司销售毛利率/销售净利率 31.38%/9.16%，同比+3.40pct/+1.25pct，盈利能力显著提升。2025H1 公司期间费用率 20.31%，同比+3.11pct，其中销售/管理/研发/财务费用率 12.22%/6.08%/1.92%/0.10%。2025H1 境内外自主品牌宣传投入增加，驱动销售费用率抬升 1.03pct。2025H1 职工薪酬及员工持股计划费用增加，管理费用同比增长 82.50%至 1.48 亿元，驱动管理费用率抬升至 6.08%。

主粮营收高增驱动，品牌矩阵持续发力

2025H1 公司零食/主粮营收 15.29/7.8 亿元，同比+6.37%/+85.79%，毛利率 30.63%/36.63%，同比+3.40pct/+0.79pct。顽皮打造五鲜标准宠物鲜粮，领先致力于打造革新性宠物粮，ZEAL 凭借联名强势出圈。公司

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

旗下多个品牌发力主粮赛道，驱动主粮业绩稳健增长。

境内市场稳步扩张，出海战略持续深化

2025H1 公司境内/境外营收 8.57/15.75 亿元，同比+38.89%/+17.61%，毛利率 37.68%/27.95%，同比+0.89pct/+4.04pct。公司将自主品牌出海战略作为全球化发展的核心引擎，产品销往全球五大洲 73 个国家。2025 年 4 月 8 日，领先品牌与 CCTV 签署合作协议，荣获“CCTV 匠心品质，领先制造”权威认证，成为中国宠物食品行业首个获得央视战略合作的品牌。2025 年，墨西哥工厂建成，成为公司全球供应链的又一重大战略性布局。

风险提示：原材料（鸡胸肉）价格波动，产能扩张不及预期等。

【计算机：海光信息(688041.SH)】产品商业化加速，拟吸收合并中科曙光加强产业整合——公司信息更新报告-20250807

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘逍遥（分析师）证书编号：S0790520090001

高度看好公司长期发展，维持“买入”评级

我们维持 2025-2027 年归母净利润预测为 30.18、42.13、58.06 亿元，EPS 为 1.30、1.81、2.50 元/股，当前股价对应 PE 分别为 105.8、75.8、55.0 倍，我们高度看好公司在国产算力领域的领军地位，维持“买入”评级。

业绩基本符合预期，加大销售及市场投入

(1) 2025 年上半年公司实现营业收入 54.64 亿元，同比增长 45.21%；实现归母净利润 12.01 亿元，同比增长 40.78%。其中，Q2 单季度收入为 30.64 亿元，同比增长 41.15%；实现归母净利润 6.96 亿元，同比增长 23.14%，业绩基本符合预期。(2) 公司重点加强了市场投入，快速扩充了市场及营销团队；同时，积极推进生态建设。上半年公司销售费用为 2.03 亿元，同比增长 185.86%；特别是 Q2 单季度销售费用为 1.38 亿元，同比大幅增长 249.26%，导致 Q2 利润增速低于收入增速。(3) 上半年公司研发费用为 14.98 亿元，同比增长 32.41%，主要由于公司持续增大研发投入提升研发能力，研发人员数量同比增长 28%，加快研发项目和产品的技术更新与迭代升级。(4) 上半年公司毛利率为 60.15%，同比下降 3.28 个百分点，主要由于新产品占比增加，材料成本同比有所增加；同时，与新产品相关的长期待摊费用及自研无形资产的摊销金额增加所致。(5) 公司预付款项为 20.63 亿元，较年初增长了 66.33%，主要由于原材料采购及战略备货预付货款增加所致。

拟吸收合并中科曙光，加强产业链垂直整合与市场协同

公司拟通过换股吸收合并的方式对中科曙光进行战略整合，旨在实现公司在芯片领域、中科曙光在整机和数据中心基础设施领域的优势技术积累、团队和资金能力、供应链和市场资源等资源上的互补和深度融合，以产业链垂直整合、技术协同，构建从芯片设计到算力服务的全栈能力，加速算力产业生态环境构建，提升与国际龙头企业的同台竞争能力。

风险提示：客户集中度较高风险、市场竞争风险、重组事项不确定风险。

【海外：创科实业(00669.HK)】海外产能充沛有望支撑 2026 年顺周期业绩加速——港股公司信息更新报告-20250807

张可（分析师）证书编号：S0790523070001 | 陈沅（联系人）证书编号：S0790124070037

2025 年底产能外迁有望完成，或支撑 2026 年顺周期业绩加速增长

考虑到美国关税影响或在 2025H2 报表端显现，我们将 2025-2027 年净利润预测由 13.5/16.3/19.4 亿美元下调至 12.9/15.6/18.4 亿美元，分别对应同比增速 14.7%/21.4%/17.9%，对应摊薄后 EPS0.7/0.9/1.0 美元，当前股价对应 17.3/14.2/12.1 倍 PE。2025 年底海外产能有望完全覆盖对美出货，2026 年降息与换机周期共振有望驱动工具行业回暖，公司核心品牌 Milwaukee、RYOBI 仍具备充足竞争力，依托充沛海外产能保障，2026 年公司在行业顺周期

下有望实现业绩加速增长，维持“买入”评级。

2025H1 业绩符合预期，Milwaukee、RYOBI 延续强劲增长

2025H1 公司收入 78.3 亿美元，同比增长 7.1%符合我们预期，其中电动工具、地板护理业务按当地货币计算分别增长 8.3%/下滑 4.8%，分品牌看 Milwaukee 同比增长 11.9%(OPE 及 PPE 品类增速快于产品组合平均)，RYOBI 同比增长 8.7%（电动工具低双位数、OPE 中单位数、地板护理双位数增长），其他品牌下滑 18.5%不及先前指引。2025H1 归母净利润 6.3 亿美元，同比增长 14.2%符合预期，（1）毛利率同比提升 0.3pct 至 40.3%，受益于 DIY 利润率提升、营运效率提升、高毛利 Milwaukee 增长、生产采购网络效率提升；（2）经营费用率同比优化 0.2pct 至 31.3%，其中行政费用率下降 0.9pct，销售、研发费用率分别提升 0.2/0.5pct。

2025H2 增速仍有不确定性，2026 年海外产能充沛有望保障顺周期更快增长

基于关税仍存在不确定性，公司对 2025H2 整体增长预期偏谨慎（或主要因调整受关税影响的库存）、更侧重利润提升，Milwaukee 全年或难达到双位数增长。展望 2026 年，美国 7 月非农就业数据大幅不及预期，市场对 9 月降息预期升温，叠加换机周期有望驱动工具行业触底回暖；公司指引 Milwaukee 重回双位数、RYOBI 中单位数增长、盈利能力提升，并重申中期 EBIT 利润率目标 10%，且公司目标 2025 年底实现海外产能完全覆盖美国需求，并保留中国部分产能对其余地区出货，待 2026 年公司库存调整影响消退后业绩有望更快增长。

风险提示：美国经济衰退超预期；产品更新不及预期；电动工具需求不及预期。

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