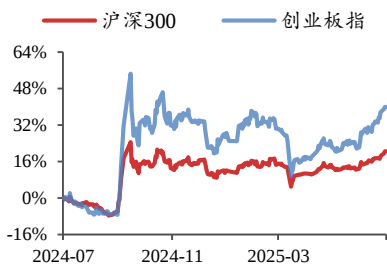


沪深300及创业板指数近1年走势



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	1.288
美容护理	0.588
家用电器	0.577
银行	0.401
环保	0.370

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
建筑材料	-2.268
国防军工	-1.605
机械设备	-1.290
电力设备	-1.202
社会服务	-1.191

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

【固定收益】市场预期差修正，股债配置有望切换——固收专题-20250723

行业公司

【地产建筑】雅江下游水电站开工，基建行业迎来发展新机遇——行业点评报告
-20250723

【化工】草甘膦：供需向好，反内卷有望助力景气反转——化工“反内卷”系列报告（三）-20250723

【地产建筑】住房租赁条例首次出台，健全租赁关系制度架构——行业点评报告
-20250723

【农林牧渔】淡季消费疲软致鸡价下挫，期待餐饮需求回暖支撑价格——行业点评报告-20250722

【医药：丽珠集团(000513.SZ)】IL-17 双靶头对头数据优效，差异化创新持续推进——公司信息更新报告-20250723

【社服：蜜雪集团(02097.HK)】高效平价“甜蜜流”+IP 引力，加速“链”接全球——公司首次覆盖报告-20250723

【汽车：长城汽车(601633.SH)】Q2 业绩创历史新高，新车周期强势开启增长可期——公司信息更新报告-20250722

研报摘要

总量研究

【固定收益】市场预期差修正，股债配置有望切换——固收专题-20250723

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

2025 年下半年经济周期处于上行期

我们认为，2024 年 9 月政治局会议的召开和 2024 年 11 月化债方案的确定，经济或开启了企稳回升的过程，当前或类似于 2016 年-2017 年，处于 L 型下半场。

(1) 地方化债方案推动经济回升。地方政府隐性债务整治，大约 5 年一次，比如，2014 年、2018 年、2024 年，期间经济增速有所回落，但债务整治结束之后，经济普遍会出现回升，比如，2016-2017 年、2019-2020 年。2024 年 11 月地方化债方案出台，或推动经济持续回升。

(2) 政策消化基本完成推动经济回升。2021 年-2024 年 9 月，一方面面临 2020 年政策明显刺激的消化，另一方面面临经济发展降低对地产的依赖，下行压力明显，但随着政策消化和结构转型之后，2024 年 11 月开始社融存量增速持续回升。

(3) 供给侧反内卷推动价格回升。2025 年 7 月 1 日中央财经委员会提出“依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出”，类似于 2015 年供给侧改革，有助于 PPI 同比的回升。

行情上涨的关键是预期差

我们认为，2025 年下半年经济或不会类似于 2016-2017 年的明显回升，比如，地产增速和 PPI 同比的明显回升。

但是当前，市场预期或存在很大的上行空间，市场预期差的向上修正或驱动行情上涨。

以当前资产价格为例，当前股债商市场的预期定价均处于偏弱水平。截至 2025 年 7 月 22 日，万得全 A 的股权风险溢价率为 3.14%，处于近 10 年历史分位数 72.1%，反映股票估值相对便宜；10 年国债收益率 1.69%，处于近 10 年历史分位数 4.0%；南华工业品指数，处于 2022 年至今历史分位数 43.2%。

市场偏弱定价的逻辑或在于“全年 GDP 目标完成压力不大，下半年经济增速或回落”。考虑到政策的目标是完成 GDP 目标 5.0%，上半年 GDP 增速 5.3%，全年完成压力较小，对应下半年的政策预期偏低。

因此，虽然 2025 年下半年经济回升幅度或不会类似 2016-2017 年，但当前市场对于预期回升的定价存在明显的预期差。

值得注意的是，2025 年 7 月至今的中央财经委员会、中央城市工作会议、雅鲁藏布江下游水电工程正好对应了“通胀、地产、需求”，随着全方位政策的推进，市场对于经济回升预期或逐步实现，市场信心和预期或逐渐正反馈。

正如，2025 年 4 月 17 日国务院专题学习中提到“市场经济很大程度也是预期经济。在宏观经济治理中，不仅要注重供需平衡调控，还要注重预期管理与引导，不断提高宏观调控效能，实现稳预期、强信心与稳经济的相互促进、良性循环”。

经济预期修正下股债切换

我们认为，当前经济或类似于 2016 年-2017 年，处于 L 型下半场。

一方面，当前已经结束了 2021-2024 年经济增速 L 型的下行期，开始进入企稳阶段，需求端持续维稳，类似

于 2016-2017 年结束了 2011-2015 年的下行期，之后各季度 GDP 增速或基本相同；

另一方面，政策着手于解决结构性问题，促进房地产的企稳和通胀的正常化。2016-2017 年结构性问题是产能过剩和房地产下行压力，当前类似。

对于股债配置，我们维持观点：2025 年下半年经济增速或不会明显下行，以及结构性问题得到解决，经济预期修正下股债有望切换，债券收益率、股市有望上行。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

行业公司

【地产建筑】雅江下游水电站开工，基建行业迎来发展新机遇——行业点评报告-20250723

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001 | 杜致远（联系人）证书编号：S0790124070064

事件：雅鲁藏布江下游水电工程开工，中国雅江集团有限公司正式成立

7 月 19 日上午，雅鲁藏布江下游水电工程开工仪式在西藏自治区林芝市举行。中共中央政治局常委、国务院总理李强出席开工仪式，并宣布工程正式开工。雅鲁藏布江下游水电工程位于西藏自治区林芝市，工程主要采取截弯取直、隧洞引水的开发方式，建设 5 座梯级电站，总投资约 1.2 万亿元。工程电力以外送消纳为主，兼顾西藏本地自用需求。

工程推进时间超 4 年，中国雅江集团成立

2021 年 3 月，《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》明确提出，面向服务国家重大战略，实施雅鲁藏布江下游水电开发等重大工程，项目首次在官方文件中被提及。2024 年 12 月，项目获国家核准，2025 年 3 月，国家发改委将工程列入 2025 年重大能源工程。7 月 19 日，经国务院批准，中国雅江集团有限公司正式成立，成为我国第 99 家产业类央企，全面负责雅鲁藏布江下游水电工程。

传统能源发电总体保持平稳，雅江水电站总投资规模宏大

2024 年，国内传统能源发展总体保持平稳，主要发电企业电源工程完成投资 11687 亿元，同比增长 12.1%；电网工程完成投资 6083 亿元，同比增长 15.3%；其中水电装机容量约 4.4 亿千瓦，同比增长 3.2%。雅鲁藏布江下游水电工程总投资约 1.2 万亿元，约为三峡大坝工程总投资 5 倍；预计装机容量为 6000 万千瓦，约占 2024 年全国累计发电装机容量的 1.8%，约占水电发电装机容量的 13.8%；年发电量约 3000 亿千瓦时，占全国年发电量的 3.3%。项目采用五级梯级开发模式，充分利用雅鲁藏布江大拐弯处 2230 米的天然落差，水能利用率超过 85%。我们预计项目整体建设周期将超过 10 年，预计每年带动基建投资额超千亿规模，约占 2024 年广义基建投资总额 0.71%。

投资建议

我们认为雅鲁藏布江下游水电工程拥有“中国清洁能源战略支点+西部振兴引擎”双重战略意义，除直接发电外，预计还将拉动西藏经济全方位的升级，进一步还可辐射四川等西南区域，不仅藏电东输，未来还可能与南亚国家电网互联。同时项目 1.2 万亿元总投资也将有效拉动基建投资，工程总包、隧洞施工、爆破材料、水泥建材、岩土地基等相关基建行业或将迎来进一步发展。推荐标的：（1）国内水电建设龙头企业，拥有全球领先的高原水电、特高压配套领域技术，提供全周期输电线路建设和水电站运维系统：中国电建、中国能建；（2）国内交通基建龙头，在大规模基建、高原施工、复杂地质、生态保护、领域优势较大：中国交建、隧道股份。

风险提示：（1）行业销售恢复不及预期，融资改善不及预期，房企资金风险进一步加大。（2）政策放松不及预期。

【化工】草甘膦：供需向好，反内卷有望助力景气反转——化工“反内卷”系列报告（三）-20250723

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 徐正凤（分析师）证书编号：S0790524070005 | 李思佳（分析师）证书编号：S0790525070006

草甘膦：供给优化、需求稳增，国内反内卷+海外供给扰动有望助力景气反转

草甘膦是最大的除草剂品种，也是全球第一大农药品种。（1）供给端：目前全球草甘膦产能约118万吨/年，其中海外孟山都37万吨/年（占比31.4%）、中国产能81万吨/年（占比68.6%），主要集中在兴发集团、福华化学、新安股份、江山股份等公司，全球前四大企业CR4产能占比70.7%，行业产能集中度较高。国内已将新建草甘膦生产装置列为限制类项目，预计未来草甘膦新增产能有限。（2）需求端：草甘膦的下游领域包括农用市场和非农用市场，其中农用市场占90%以上，主要为转基因作物，非农用可用于草坪、森林、苗圃及一些灌木防除杂草等。中国其他非卤化有机磷衍生物(29314990)（主要是草甘膦）主要出口至美国、巴西、俄罗斯、印度、阿根廷等，2025年5月以来，南美地区制剂订单大量下发，主流企业接单良好。中长期来看，伴随转基因作物种植面积增加及百草枯等禁用，草甘膦市场需求仍有增长空间。（3）价格复盘：2020年以来，需求端俄乌地缘冲突等影响全球农作物价格波动上涨，成本端黄磷、液氯、烧碱等价格大幅上涨，加上草甘膦供给相对刚性，多种因素交叉作用促使草甘膦价格在2021年四季度至2022年上半年期间大幅上涨；2022年下半年以来，随着草甘膦主要厂商产量的逐步恢复，海外终端市场消化前期库存导致采购需求减少，草甘膦价格开始步入下行周期。2025年5月以来，主流企业排单充足，行业库存持续下降，供应端保持挺价态度，新单成交价格持续上涨。（4）关注草甘膦行业供给优化，或助力景气反转：2023年，草甘膦欧盟续展进一步对草甘膦产品的纯度等指标提出更高要求。2025年3月13日，草甘膦行业反内卷现象的专题会议在北京召开，此次会议旨在深入贯彻两会提出的关于综合整治内卷竞争的精神，聚焦草甘膦行业现状，旨在全面探讨并切实解决行业内普遍存在的过度竞争、资源重复投入以及利润空间不断压缩等“内卷”问题，以推动行业的健康可持续发展。据财联社2025年5月16日报道，拜耳正准备一份计划，或就密苏里州“农达”（Roundup）除草剂的部分大规模诉讼达成和解，如果和解失败，拜耳还可能寻求让子公司孟山都（Monsanto）破产。

盈利预测及投资建议

短期来看，2025年5月以来，草甘膦主流企业排单充足，行业库存低位，新单成交价格持续上涨，我们看好草甘膦景气上行助力企业经营业绩改善。中长期来看，供给端，草甘膦欧盟续展批准决定包含草甘膦使用条件和限制，海外孟山都草甘膦产能存在不确定性，加上国内草甘膦行业反内卷会议召开，有望助力草甘膦行业竞争格局的改善和龙头公司市占率的提升；需求端，伴随转基因作物种植面积增加及百草枯等除草剂禁用，草甘膦市场需求仍有增长空间，我们看好草甘膦供需格局向好，行业有望迎来底部反转。**【推荐标的】**兴发集团、扬农化工等。**【受益标的】**新安股份、江山股份、广信股份、润丰股份、和邦生物等。

风险提示：行业产能政策变化、原材料价格大幅波动、安全环保风险等。

【地产建筑】住房租赁条例首次出台，健全租赁关系制度架构——行业点评报告-20250723

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001 | 杜致远（联系人）证书编号：S0790124070064

事件：国务院发布《住房租赁条例》

7月21日，国务院发布《住房租赁条例》，将于2025年9月15日起施行。该条例是我国首部住房租赁领域的专门法规，旨在规范住房租赁市场，推动租购并举住房制度的建立，提升市场透明度与稳定性。

权责双轨规范，保障租客利益，构建稳定租赁关系

《住房租赁条例》首次以行政法规形式禁止厨房、阳台等非居住空间单独出租，并要求人均租住面积符合地方政府标准，从源头整治群租房安全隐患；同时强制推行实名签约与合同备案，规定押金扣减需明确约定且禁止无

理由克扣，房东擅自进入租客房间或暴力驱赶均被定性违法；承租人也需合理使用房屋，禁止私改承重结构或高空抛物等损害公共利益行为，而长期稳定租约可享受与购房者同等的教育、医疗等公共服务，推动“租购同权”落地。

全链条合规管控，促进专业化转型

《住房租赁条例》要求租赁企业具备与其经营规模相适应的自有资金与管理能力，开业 30 日内需向房产部门报送信息并公示；房源信息必须真实、完整且全渠道一致，虚假宣传最高罚 10 万元并纳入信用黑名单；从事转租业务的企业必须设立资金监管账户，通过专用账户收付租金，防止“长收短付”资金链断裂；同时强制建立租赁档案并定期向政府报送房源信息，而转租超 10 套（间）的自然人也将被视同企业监管，大幅提升“二房东”合规成本。

中介服务透明化，加强经纪机构监管

《住房租赁条例》要求经纪机构发布房源前需实地查看、核对权属信息并编制住房说明书，禁止为不符合安全标准或人均面积的住房提供中介服务；从业人员需备案且不得兼职或多机构执业，服务项目必须明码标价，禁止代收租金押金；若通过经纪机构签约，须由其代办合同备案，并承担信息查验责任，违规协助出租“隔断房”或隐瞒重要信息的，将面临停业整顿乃至吊销执照的处罚。

投资建议

我们认为，《住房租赁条例》发布标志着我国住房租赁市场进规范化的新阶段，《住房租赁条例》通过规范租赁活动、约束住房租赁企业和经纪机构行为，利于租赁企业及经纪机构规范经营、有序竞争，推动建立租售并举的住房制度。推荐标的：（1）租赁市场渗透率持续提升，房地产后服务市场前景广阔的标的：贝壳、我爱我家；（2）布局城市基本面较好、善于把握改善型客户需求的强信用房企：绿城中国、招商蛇口、中国海外发展、建发股份、滨江集团、建发国际集团；（3）住宅与商业地产双轮驱动，同时受益于地产复苏和消费促进政策：华润置地、新城控股、龙湖集团；（4）“好房子，好服务”政策下服务品质突出的优质物管标的：华润万象生活、绿城服务、保利物业、招商积余、滨江服务、建发物业。

风险提示：（1）行业销售恢复不及预期，融资改善不及预期，房企资金风险进一步加大。（2）政策放松不及预期。

【农林牧渔】淡季消费疲软致鸡价下挫，期待餐饮需求回暖支撑价格——行业点评报告-20250722

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 王高展（分析师）证书编号：S0790525070003 | 朱本伦（联系人）证书编号：S0790124060020

淡季消费疲软致鸡价下挫，期待餐饮需求回暖支撑价格

白羽鸡：供给充足叠加需求疲软，6 月白鸡价格下行。（1）价格：2025 年 6 月全国白羽肉鸡销售均价 7.18 元/公斤，环比-0.23 元/公斤，亏损 1.02 元/羽，环比持续亏损。一方面，需求端走货低迷致企业库存高位，据钢联数据，6 月白羽肉鸡样本屠宰企业平均库容率 92.10%，环比+3.12pct。另一方面，市场鸡源供应充裕对价格形成压制。供强需弱背景下，6 月白鸡价格承压下行。（2）种鸡存栏：6 月末行业白羽祖代种鸡总存栏量 203.44 万套，环比+1.1%，其中在产环比-0.9%，后备环比+4.7%。父母代种鸡总存栏 3762.66 万套，环比+0.1%，其中在产环比+1.0%，后备环比-1.4%。父母代种鸡存栏处于近 5 年来相对高位，种源供应充足。

黄羽鸡：消费疲软致价格承压，期待餐饮需求回暖提振 7-8 月价格。6 月黄羽鸡父母代鸡苗销量 606.86 万套，环比-7.63%，商品代鸡苗销量 1.42 亿羽，环比-5.60%。6 月末黄羽祖代种鸡存栏量 276.21 万套，环比-1.49%，处于 2020 年以来高位，父母代种鸡总存栏 2259.97 万套，环比-0.38%。考虑高考后放假及升学宴有望提升餐饮消费，预计需求端回暖有望支撑 7-8 月鸡价上行。

蛋鸡：终端走货缓慢叠加产能持续释放，6 月蛋价承压。6 月末蛋鸡苗价格 4.00 元/只，环比-2.44%，鸡蛋棚

前批发价 5.70 元/公斤，环比-4.04%，蛋鸡养殖利润-30.44 元/羽，环比-6.15 元/羽。需求方面，端午节备货结束后终端走货缓慢，南方高温高湿天气不利于鸡蛋存储，抑制贸易商接货积极性，整体需求疲软。供给方面，6 月新开产蛋鸡、在产蛋鸡存栏量处于高位，整体供给压力偏大。随后续天气改善、旅游与餐饮需求启动，价格有望企稳回升。

6 月白羽肉鸡苗收入、均价环比下降

(1) 益生股份：6 月鸡苗销量 6071.69 只，环比+17.68%；销售均价 2.13 元/羽，环比-0.94 元/羽。(2) 民和股份：6 月鸡苗销量 2431.99 万只，环比-4.00%；销售均价 2.09 元/羽，环比-0.72 元/羽。(3) 晓鸣股份：6 月鸡产品销量 2306.41 万只，环比-0.79%；销售均价 4.20 元/羽，环比-0.14 元/羽。

6 月鸡肉销量环比上升、均价环比下降

(1) 仙坛股份：6 月鸡肉销量 4.98 万吨，环比+0.88%；销售收入 4.12 亿元，环比-2.43%；销售均价 8280.30 元/吨，环比-3.22%。(2) 圣农发展：6 月鸡肉销量 12.32 万吨，环比+3.36%；鸡肉销售收入 11.64 亿元，环比+1.06%；销售均价 9448.05 元/吨，环比-2.24%。

6 月黄羽鸡收入、均价环比下降

(1) 温氏股份：6 月肉鸡销量 1.04 亿只，环比-3.40%；销售均价 10.29 元/公斤，环比-4.28%。(2) 立华股份：6 月肉鸡销量 4383.21 万只，环比-8.13%；销售均价 9.79 元/公斤，环比-8.25%。(3) 湘佳股份：6 月活禽销量 429.80 万只，环比+3.93%；销售均价 8.03 元/公斤，环比-11.45%。

风险提示：禽业疫病不确定性；消费复苏不及预期等。

【医药：丽珠集团(000513.SZ)】IL-17 双靶头对头数据优效，差异化创新持续推进——公司信息更新报告-20250723

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 刘艺（联系人）证书编号：S0790124070022

IL-17A/F 头对头 III 期数据优效，差异化创新管线持续推进

公司发布公告，IL-17A/F 银屑病适应症对照司库奇尤单抗达到 III 期主要终点。该 III 期临床试验以第 12 周时 PASI100 应答率（100%皮损清除）为主要评价终点，结果显示第 12 周 PASI100 应答率，LZM012 为 49.5%，对照组司库奇尤单抗为 40.2%，显示出 LZM012 非劣效于司库奇尤单抗且优效于司库奇尤单抗。主要的次要疗效终点，第 4 周 PASI75 应答率，LZM012 为 65.7%，对照组司库奇尤单抗为 50.3%，显示出 LZM012 起效速度更快；第 52 周 PASI100 应答率，LZM012320mgQ4W 和 320mgQ8W 维持治疗组分别为 75.9%和 62.6%，显示银屑病患者可持续提升获益。安全性方面，本品整体安全性良好，常见不良事件发生率与对照组各类不良事件发生率相当。我们看好中国首个 IL-17A/F 双靶点抑制剂以及其他创新药的差异化优势，维持 2025-2027 年归母净利润分别为 22.76、25.21、28.01 亿元，EPS 分别为 2.52、2.79、3.10 元/股，当前股价对应 PE 为 17.4、15.7、14.2 倍，维持“买入”评级。

公司多元产品矩阵攻守兼备，差异化创新节奏加快

作为仿创 pharma 估值重塑代表之一，集团加快差异化创新管线研发，全面提升产品竞争力：公司阿立哌唑微球（每 4 周给药 1 次的长效缓释剂型）已于 2025 年 5 月获批上市，期待打造 10-20 亿元以上的重磅；代谢领域司美格鲁肽 II 型糖尿病适应症已申报上市，减重适应症预计 2025 年内完成 III 期临床；IL-17A/FIII 期头对头临床显示疗效优于 IL-17A、IL-12/23、TNFa 靶点的产品，预计 2027 年获批上市；消化 P-CAB 产品 JP-1366 和精神领域布瑞哌唑微球强化公司产品布局；同时公司与佑嘉生物联合开发新型 siRNA 药物 YJH-012（全球痛风治疗领域的潜在 First-in-class 小核酸药物），于 2025 年 6 月获得临床试验批准。此外，丽珠集团作为健康元的参股子公司，随着双方差异化创新管线快速推进，我们认为其估值有望迎来进一步提升。

风险提示：行业政策变化风险、新药研发风险、原材料供应和价格波动风险等。

【社服：蜜雪集团(02097.HK)】高效平价“甜蜜流”+IP 引力，加速“链”接全球——公司首次覆盖报告-20250723

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 李睿娴（分析师）证书编号：S0790525020004

蜜雪集团：平价现制饮品之王，迈向全球化征程

深耕高质平价茶饮近 30 年，已成长为中国第一、全球第四的现制饮品企业。蜜雪通过供应链整合重构茶饮价值链，实现“加盟商越赚钱，雪王越强大”的正循环，2024 年公司 97.5% 收入来自商品和设备销售，食材已实现 60% 自产。截至 2024 年底，蜜雪集团门店数量达到 4.6 万家，覆盖中国及海外 11 个国家，其中中国内地 41584 家，海外 4895 家。近年开始加码探索下沉咖啡市场潜力，目前幸运咖全国门店数量已经突破 6000 家。2021-2024 年公司门店终端销售从 228 亿元增长至 583 亿元，CAGR 达 36%。中长期维度我们预计蜜雪集团（含幸运咖）全球开店空间有望达到 10 万家。我们预计 2025-2027 年公司营收为 312.4/367.4/419.3 亿元，yoy+25.8%/17.6%/14.1%，净利润 57.65/69/79.8 亿元，yoy+29.9%/19.7%/15.7%，当前股价对应 PE 为 29.6/24.7/21.4X，首次覆盖，给予“增持”评级。

现制饮品：国内人均杯量蕴育大机遇，海外随“丝绸之路”播种全球

国内：灼识咨询预估 2024 年中国现制茶饮/现制咖啡市场规模为 3127/2151 亿元，2023-2028 年的 CAGR 分别为 17.3%/19.8%。其中低价现制饮品凭借体验感和性价比潜力更足，有望进一步替代非商业/即饮饮品。2023 年中国人均现制饮品年消费量仅为 22 杯，显著低于成熟市场，未来五年有望实现翻倍。全球：2018-2023 全球现制饮品市场规模从 5989 亿美元增长至 7791 亿美元，预计 2028 可增长达 11039 亿美元，其中东南亚增速最快，欧美为全球贡献重要增量。同时，全球外卖渗透提升助推现制饮品即时可得性，加速发展&中国茶饮出海。传统冲泡茶早已随中国丝绸之路和英国殖民时期出海。文化和口味均有被认同基础，现制茶饮商业转化升级再次链接全球。

极致供应链硬实力+共赢联盟体系+IP 情感共鸣构筑蜜雪深厚护城河

供应链：公司拥有业内最大规模端到端供应链体系，涵盖采购、生产、物流、研发和品质控制等环节，相对更深供应链亦是其较低定价仍能保持更优利润率的关键。加盟管理：在选址、店型、运作和营销方面公司对加盟商实行标准化管理，单店模型优异。2024 年底，公司共有 20976 个加盟商，多店率为 2.22，优于同业。雪王 IP：从功能满足到情感占领，跨界深度动画内容，拓展品类边界引擎。

风险提示：市场竞争加剧风险、成本上涨的风险、海外扩张不及预期的风险等。

【汽车：长城汽车(601633.SH)】Q2 业绩创历史新高，新车周期强势开启增长可期——公司信息更新报告-20250722

赵旭杨（分析师）证书编号：S0790523090002 | 徐剑峰（联系人）证书编号：S0790123070014

Q2 业绩同环比高增，创历史最佳级业绩表现

公司发布 2025 年中期业绩快报，上半年实现营收 923.67 亿元，同比+1.0%；归母净利 63.37 亿元，同比-10.2%。单 Q2 实现营收 523.48 亿元，同环比+7.8%/30.8%；归母/扣非归母净利分别为 45.86/21.13 亿元，同比+19.1%/-41.7%，环比+161.9%/43.8%，Q2 归母净利润创历史新高。鉴于行业短期竞争激烈，我们小幅下调公司 2025-2027 年业绩预测，预计 2025-2027 年归母净利为 137.55(-2.17)/164.96(-4.82)/184.66(-5.29)亿元，当前股价对应 PE 为 14.3/11.9/10.6 倍，但考虑到公司坦克及海外业务持续开拓，魏牌/坦克/哈弗等新车周期强势开启，看好长期发展，维持“买入”评级。

魏牌/坦克/哈弗/欧拉 Q2 销量环比均大幅提升，推动销量创历史第二季度新高

公司 Q2 销量达 31.30 万辆，同环比+10.1%/21.9%，其中新能源车销量 9.79 万辆，同环比+33.7%/56.4%；海外销量 10.68 万辆，持续稳步增长。分品牌看，根据乘联会数据，(1)魏牌销量达 2.98 万辆，同环比+83.4%/537.8%，

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

7 / 10

新高山系列上市放量明显；(2)哈弗销量达 26.87 万辆，同环比+9.4%/409.5%，主销车型 H6/大狗/猛龙销量环比增长明显，新车型二代哈弗枭龙 MAX、2025 款新哈弗 H5 等表现也较为亮眼；(3)坦克销量达 8.63 万辆，环比+396.4%，300/400/500 系列销量环比均有增长。单车均价方面，Q2 环比+1.14 万元，高端化及出海布局成效明显。

“智能新能源+越野再进阶+全球化”多轮驱动，新车周期强势开启增长可期

公司积极构建全场景、全动力、全品类产品矩阵，后续新车型将密集发布，包括魏牌高山 7/高端 SUV、坦克 400 新能源/500Hi4-Z 智驾版、哈弗大狗改款等，持续贡献增长动能。同时，公司积极推动新一代智驾系统 CoffeePilotUltra 和新一代智慧空间系统 CoffeeOS3.2 上车，进一步增强产品力。此外，公司继续推进 ONEGWM 战略，布局南美/右舵/中东非洲等市场，并注重构建研/产/供/销/服全球化能力。2025 年 7 月，公司巴西工厂将投产，初期生产 3 款新能源车，年产能达 5 万辆，后续将增至 10 万辆，高盈利能力海外业务将继续成为重要增长点。

风险提示：越野车需求不及预期；新能源车销量不及预期；海外进展不及预期。

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