

目 录

每日报告精选 (2025-08-26 09:00—2025-08-27 15:00)3

- 行业跟踪报告: 投资银行业与经纪业《券商主动权益蓄势, 如何看待弹性》2025-08-27..... 3
- 行业专题研究: 新兴能源《再读固态电池投资机会》2025-08-27 4
- 行业跟踪报告: 计算机《DeepSeek-V3.1 加强智能体支持, 与国产 AI 芯片协同创新》2025-08-27..... 4
- 行业双周报: 太阳能《六部门联合召开光伏座谈会, “反内卷”继续强化》2025-08-26..... 5
- 行业跟踪报告: 建筑工程业《财政地产等建筑产业链全景数据库 20250826》2025-08-26..... 6
- 行业跟踪报告: 传播文化业《国产游戏版号数量新高, 看好政策鼓励、供给优质的游戏行业》2025-08-26... 7
- 行业深度研究: 动力锂电《固态电池正负极&集流体发展方向》2025-08-26 8
- 行业双周报: 家用电器业《多公司中报业绩亮眼, 7月家空产销好于排产》2025-08-26..... 8
- 行业跟踪报告: 造纸业《废纸系盈利修复, 木浆系浆价连续提涨》2025-08-26 9
- 公司半年报点评: 恒力石化 (600346)《二季度业绩承压, 充分受益“反内卷”》2025-08-27..... 10
- 公司半年报点评: 嘉友国际 (603871)《中蒙业务迎拐点, 非洲业务稳释放》2025-08-27..... 11
- 公司半年报点评: 康冠科技 (001308)《中期分红回报股东, AI 赋能打开新空间》2025-08-27 11
- 公司半年报点评: 中国汽研 (601965)《智驾强检有望加速, 产能布局多点开花》2025-08-27..... 12
- 公司半年报点评: 德赛西威 (002920)《中报业绩亮眼, 出海布局加速》2025-08-27..... 13
- 公司半年报点评: 中国石油 (601857)《油价下跌影响勘探、炼化业务, 天然气业务保持增长》2025-08-2713
- 海外报告: 融创服务 (1516)《业绩实现扭亏为盈, 基础盘稳健发展》2025-08-27 14
- 公司半年报点评: 乖宝宠物 (301498)《Q2 自主品牌提速, 看好国内自主品牌持续拓展》2025-08-27..... 15
- 公司年报点评: 百润股份 (002568)《业绩阶段性承压, 盈利能力边际改善》2025-08-27..... 15
- 海外报告: 越秀服务 (6626)《管理规模稳步扩张, 派息率保持稳定》2025-08-27 16
- 公司半年报点评: 信科移动-U (688387)《主业承压减亏, 创新业务驱动成长》2025-08-27 17
- 公司半年报点评: 中力股份 (603194)《收入、利润稳健增长, 全球化、智能化持续拓圈》2025-08-27..... 17
- 公司半年报点评: 新莱福 (301323)《支柱业务稳定, 新材料落地放量可期》2025-08-27..... 18
- 公司半年报点评: 新大陆 (000997)《收单业务边际向好, 设备出海进展加速》2025-08-27..... 19
- 公司半年报点评: 盾安环境 (002011)《制冷设备承压, 热管理业务持续高增》2025-08-27..... 20
- 公司半年报点评: 银都股份 (603277)《关税与海运费致使盈利承压, 全球品牌与产能再升级》2025-08-2720
- 公司半年报点评: 京北方 (002987)《经营状况稳健, AI 业务与出海获新进展》2025-08-27 21
- 公司半年报点评: 巨星科技 (002444)《Q2 盈利能力同环比提升, 积极推进全球化与品类创新》2025-08-27 22
- 公司半年报点评: 重庆银行 (601963)《区域动能强劲, 扩表提速、风险趋良》2025-08-26..... 22
- 公司半年报点评: 杭氧股份 (002430)《气体营收、毛利率双提升, 拟设立新加坡、马来西亚海外公司》2025-08-26 23
- 公司半年报点评: 迎驾贡酒 (603198)《调整加快, 底部蓄力》2025-08-26 24
- 公司半年报点评: 安井食品 (603345)《加大竞争, 利润率阶段性承压》2025-08-26..... 25
- 公司半年报点评: 海信视像 (600060)《业绩稳健增长, 盈利能力显著提升》2025-08-26..... 25
- 公司公告点评: 登康口腔 (001328)《业绩稳步增长, 电商放量超 80% 高增》2025-08-26 26
- 公司半年报点评: 和而泰 (002402)《中报业绩高增, 盈利能力持续修复》2025-08-26..... 27
- 公司半年报点评: 昆药集团 (600422)《国改进入深水区, 争做银发健康引领者》2025-08-26..... 28
- 公司半年报点评: 锡业股份 (000960)《25H1 业绩高增, 资源优势持续巩固》2025-08-26..... 28
- 公司半年报点评: 三全食品 (002216)《整体承压, 新渠道值得期待》2025-08-26 29
- 公司半年报点评: 晶澳科技 (002459)《25Q2 业绩环比改善, 触底回升趋势显现》2025-08-26..... 30
- 海外报告: 光大环境 (0257)《分红稳步提升, 释放乐观信号》2025-08-26 30
- 公司跟踪报告: 匠心家居 (301061)《美国关税影响或有限, 重视回调后投资机会》2025-08-26..... 31
- 公司半年报点评: 新澳股份 (603889)《H1 羊绒纱驱动收入增长, 毛精纺毛利率改善》2025-08-26..... 32
- 海外报告: 绿茶集团 (6831)《发力外卖业务, 经营效率提升》2025-08-26 32

- 海外报告：海底捞（6862）《外卖与多品牌发力，期待同店销售回暖》2025-08-26 33
- 公司半年报点评：宇通客车（600066）《大中客跑赢行业周期，连续两年年内分红》2025-08-26..... 34
- 公司半年报点评：涛涛车业（301345）《盈利能力显著提升，电动高尔夫球车加速突破》2025-08-26..... 35
- 公司半年报点评：均胜电子（600699）《上半年稳中有进，新兴业务多点突破-》2025-08-26 35
- 公司半年报点评：今世缘（603369）《调整，再出发》2025-08-26 36
- 公司半年报点评：恒源煤电（600971）《价减本增拖累业绩，压力最大时刻已过》2025-08-26..... 37
- 金融工程周报：《大额买入与资金流向跟踪（20250818-20250822）》2025-08-26 37
- 金融工程周报：《风格 Smart beta 组合跟踪周报（2025.08.18-2025.08.22）》2025-08-26..... 38
- 专题研究：《海外“类滞胀”环境下的利率定价经验：价格优先，经济滞后》2025-08-26..... 39
- 英文报告：《GTHT MORNING BRIEF 20250827》2025-08-27 40

每日报告精选 (2025-08-26 09:00—2025-08-27 15:00)

刘欣琦 (分析师)
 021-38676666
 S0880515050001

吴浩东 (分析师)
 021-38676666
 S0880524070001

肖尧 (分析师)
 021-38676666
 S0880525040115

行业跟踪报告：投资银行业与经纪业《券商主动权益蓄势，如何看待弹性》2025-08-27

权益自营是券商业绩弹性的重要来源之一。截至 8/25，25Q3 以来 Wind 全 A 上涨 16%、科创 50 上涨 28%，市场交投活跃度显著提升。从投资者视角而言，更加关心券商的盈利弹性。我们认为，权益自营是券商业绩弹性的重要来源之一，也是券商板块的重要选股思路。拆解权益业务的弹性来源，以自营业务为主，辅以部分的投行跟投、私募股权跟投等。

自营转型的大背景下，券商主动权益走向适度弹性，但预计投资意义上的高弹性标的仍将不多。1) 从过去 10 年看，券商自营的发展呈现出“固收持续扩张，权益增长停滞”的现象。以自营类资产/净资本*净资本指标倒推，2015-2024 年固收自营规模从 9081 亿元提升至 4.5 万亿元，而权益自营则从 4497 亿元下滑至 3992 亿元（推算当前权益自营占投资资产比重仅 8%），并且模式逐步向“OCI+多策略+主动权益”迭代，实际上主动权益收缩比例更高。究其原因，除了外部市场环境波动、券商去方向化转型外，“短周期的绝对收益考核”也是机制上的重要约束。2) 当前我们观察到券商主动权益正在逐步蓄势，比如 8 月 19 日中银证券董事会审议通过《关于提升权益类自营业务规模上限的议案》，提升权益自营授权。但我们认为，券商主动权益的未来发展更趋向于从有限弹性走向适度弹性。虽然外部市场环境明显改善，但短周期考核的机制约束仍在、固收自营收入下滑约束权益敞口释放，未来有投资意义上的高弹性标的仍将不多，其背后需要股东方（风险限额 etc）、管理层（资产配置 etc）、执行部门（商业模式&投资团队）形成合力。

以 24Q3 为参考，高弹性行情下权益自营有望贡献 20%以上增量利润，中小券商更具弹性。由于权益业务去方向化转型和报表披露颗粒度有限，我们难以拆分报表层面自营股票类资产的敞口情况，但财务结果将是更为有力的弹性体现。24Q3 受益市场提振、当季万得全 A 上涨 18%，券商权益业务尤其是权益自营释放出较强的业绩弹性。我们以“Q3 自营业务增量/全年归母净利润”比例排序选股，其中 Q3 自营业务增量=Q3 自营业务收入-年度季均投资收入，发现该比例超过 15%的共计 10 家，包括东北证券、东方证券、长江证券、东吴证券、长城证券、兴业证券、红塔证券等，其中东北证券、东方证券、东吴证券、长江证券超过 20%。

投资建议：当前券商主动权益蓄势，逐步走向适度弹性，但我们认为投资意义上的高弹性标的仍将不多，需要股东方、管理层和执行部门形成合力。从权益自营弹性维度，推荐东方证券、兴业证券，关注相关标的长江证券、长城证券。

风险提示：权益自营收益率具备不确定性；固收自营波动较大；其他业务或成本端费用计提有不确定性

徐强（分析师）

021-38676666

S0880517040002

牟俊宇（分析师）

021-38676666

S0880521080003

李依雯（研究助理）

021-38676666

S0880125042249

行业专题研究：新兴能源《再读固态电池投资机会》

2025-08-27

投资建议：我们认为固态电池凭借在安全性、能量密度等方面的优势，将成为未来高性能电池的重点发展方向，在消费电池、新能源汽车、低空等领域市场空间广阔。固态电池较现有电池技术在部分材料与设备环节存在较大差异，其兴起将给新型材料和设备带来庞大的增量市场，前瞻布局固态电池及关键材料与设备的企业有望受益。推荐标的：宁德时代、国轩高科、豪鹏科技、容百科技、当升科技、星源材质、厦钨新能，相关标的：冠盛股份、天铁科技、英联股份、天奈科技、纳科诺尔、曼恩斯特、宏工科技。

固态电解质：短期看氧化物，长期看硫化物。固态电解质是固态电池的核心材料，包括聚合物、氧化物、硫化物、卤化物四条技术路线，性能各有优劣：聚合物具有良好的柔韧性和加工性能，且与现有生产设备和工艺较为兼容，但常温下离子电导率低，工作时需持续加热，制约了其大规模应用；氧化物电化学窗口宽、化学稳定性高、机械强度较大，但存在离子电导率较低、机械加工容易脆裂、界面接触性差等问题；硫化物室温离子电导率高，机械性能出色，具有良好的延展性和较低的硬度，但易水解生成有毒 H₂S 气体；卤化物室温离子电导率高，且具有较高的氧化还原电位，但对锂金属负极稳定性差，同时成本较高。短期，氧化物半固态电池技术成熟度较高，目前已实现产业化落地，有望短期内放量；长期，硫化物更适配全固态电池体系，发展潜力较大。

隔膜：半固态仍需隔膜，全固态向电解质复合膜迭代。半固态电池仍需隔膜进行绝缘阻隔，相较液态电池隔膜孔径更大、强度更高；全固态电池体系理论上可无需隔膜，但固态电解质复合膜仍有一定必要性。电解质复合膜具有大孔径和超高孔隙率，其中可填充固态电解质，骨架起支撑作用，辅助固态电解质成型。

产业化进展：半固态已量产装车，全固态有望 27 年实现量产。半固态电池的产业化进程较快，2022 年以来已有多家车企实现半固态电池量产装车；全固态电池目前仍处于装车验证阶段，头部企业普遍规划 2027 年前后实现规模化量产。

风险提示：技术进步不及预期；行业竞争加剧。

杨林（分析师）

021-38676666

S0880525040027

魏宗（分析师）

021-38676666

S0880525040058

钟明翰（研究助理）

021-38676666

行业跟踪报告：计算机《DeepSeek-V3.1 加强智能体支持，

与国产 AI 芯片协同创新》2025-08-27

投资建议：DeepSeek-V3.1 加强了智能体支持，并且针对下一代国产 AI 芯片设计；我们维持计算机板块“增持”评级，推荐标的：海光信息、寒武纪、金蝶国际、金山办公、赛意信息、汉得信息、鼎捷数智、瑞纳智能；相关标的：日联科技、中科曙光。

S0880124070047

DeepSeek-V3.1 发布包含三大升级。混合推理架构，一个模型同时支持思考模式和非思考模式，官方 App 与网页端模型已同步升级为 DeepSeek-V3.1，用户可以通过“深度思考”按钮，实现思考模式和非思考模式自由切换；更高的思考效率，相比 DeepSeek-R1-0528，DeepSeek-V3.1-Think 能在更短时间内给出答案；更强的 Agent 能力，通过 Post-Training 优化，新模型在工具使用与智能体任务中的表现有较大提升。

工具调用/智能体支持进一步增强。编程智能体，在代码修复测评 SWE 与命令行终端环境下的复杂任务 (Terminal-Bench) 测试中，DeepSeek-V3.1 相比之前的 DeepSeek 系列模型有明显提高。搜索智能体，DeepSeek-V3.1 在多项搜索评测指标上取得了较大提升。在需要多步推理的复杂搜索测试 (browsecomp) 与多学科专家级难题测试 (HLE) 上，DeepSeek-V3.1 性能已大幅领先 R1-0528。思考效率提升，测试结果显示，经过思维链压缩训练后，V3.1-Think 在输出 token 数减少 20%-50% 的情况下，各项任务的平均表现与 R1-0528 持平。同时，V3.1 在非思考模式下的输出长度也得到了有效控制，相比于 DeepSeek-V3-0324，能够在输出长度明显减少的情况下保持相同的模型性能。

API&模型开源，使用 UE8M0 FP8 Scale 精度。V3.1 的 Base 模型在 V3 的基础上重新做了外扩训练，一共增加训练了 840Btokens。Base 模型与后训练模型均已在 Hugging face 与魔搭开源。需要注意的是，DeepSeek-V3.1 使用了 UE8M0 FP8 Scale 的参数精度，UE8M0 FP8 是针对即将发布的下一代国产芯片设计。另外，V3.1 对分词器及 chat template 进行了较大调整，与 DeepSeek-V3 存在明显差异。

风险提示：大模型技术发展不及预期；下游应用拓展不及预期；与 AI 算力硬件协同不及预期。

徐强 (分析师)
021-38676666
S0880517040002

徐柏乔 (分析师)
021-38676666
S0880525040113

吴志鹏 (分析师)
021-38676666
S0880525070004

行业双周报: 太阳能《六部门联合召开光伏座谈会, “反内卷”继续强化》2025-08-26

本周周观点: 8月19日, 六部门联合召开光伏产业座谈会, 深入学习贯彻习近平总书记重要指示批示精神, 贯彻落实党中央、国务院决策部署, 进一步规范光伏产业竞争秩序。相关光伏制造企业及发电企业、中国光伏行业协会、有关地方工业和信息化主管部门负责人参加会议。8月22日, 光伏行业协会发出关于进一步加强行业自律, 共同维护公平竞争、优胜劣汰的光伏市场秩序的倡议。我们认为六部门联合会议的级别高, 涉及主体全面, 将对光伏“反内卷”工作的开展起到积极影响。光伏板块当前处于底部区间, 值得重点关注。

产业链价格保持稳定。根据 Infolink Consulting 公众号, 致密料均价为 44.0 元/kg, 环比持平; N 型 182 硅片均价为 1.20 元/片, 环比持平; N 型 210 硅片均价为 1.55 元/片, 环比持平; 182 TOPCon 电池均价为 0.29 元/W, 环比持平; 182*210 TOPCON 电池均价 0.285 元/W, 环比持平; 210 TOPCON 电池均价 0.285 元/W, 环比持平; 双玻 182 TCOPon 组件均价为 0.685 元/W, 环比持平; 中国集中式、分布式均价分别为 0.67、0.69 元/W, 环比均持平; 印度本土 TOPCon 组件均价为 0.15 美元/W, 环比持平; 美国本土、美国 TOPCon 组件均价分别为 0.30、0.27 美元/W, 环比均持平; 欧洲 TOPCon 组件均价为 0.085 美元/W, 环比持平。

最新一周涨跌幅排名居中、光伏板块估值较低。根据 Wind 数据, 光伏板块

最近一周（2025年8月18日-8月22日）涨跌幅3.82%，跑输沪深300指数0.15个百分点，相比SW行业分类各板块涨幅排名居中。估值方面，光伏板块2025年8月22日TTM-整体法估值为20.93倍，与SW行业分类各板块相比排名靠后。从估值变化趋势来看，光伏板块TTM整体法估值自21年底到23年底持续下降，24年初开始逐步上升；光伏板块相对沪深300的估值溢价1.54倍，与估值变化趋势基本一致。

风险提示。行业政策波动风险；竞争加剧风险；新技术替代风险；产品价格波动风险。

行业跟踪报告：建筑工程业《财政地产等建筑产业链全景数据库 20250826》 2025-08-26

韩其成（分析师）

021-38676666

S0880516030004

郭浩然（分析师）

021-38676666

S0880524020002

曹有成（分析师）

021-38676666

S0880525040079

资金：第34周（8.18-8.24）新增专项债累计发行额同比上升，城投债净融资额同比下降。(1)据百年建筑网，截至2025年8月19日样本建筑工地资金到位率为58.79%，周环比+0.02pct，同比-3.19pct。(2)全国地方政府新增专项债第34周（8.18-8.24）发行额2392.7亿元，环比1157.0%，同比76.7%；截至2025年8月24日，8月前4周累计发行额4817.7亿元，环比0.02%，同比-5.6%。截至2025年8月24日，今年以来累计发行额30761.6亿元，同比40.5%。(3)特殊再融资专项债第34周（8.18-8.24）发行额245.1亿元，环比上升1923.7%，同比上升（24年同期为0亿元）；截至2025年8月24日，8月前4周累计发行额711.0亿元，环比75.6%，同比上升（24年8月前4周为0亿元）。截至2025年8月24日，今年以来累计发行额19075.3亿元，同比上升（24年同期为482.4亿元）。(4)全国城投债第34周（8.18-8.24）发行额760.5亿元，环比5.7%，同比-4.2%；净融资额-27.6亿元（上周为-61.8亿元，2024年同期-217.8亿元）。截至2025年8月24日，8月前4周累计发行额2762.3亿元，环比26.4%，同比-4.7%；8月前4周累计净融资额-82.5亿元（7月前4周为-595.5亿元，2024年同期-544.9亿元）。截至2025年8月24日，今年以来累计发行额22658.0亿元，同比-13.9%；累计净融资额-3511.7亿元（2024年同期-2370.4亿元）。

地产：第34周（8.16-8.22）新房成交面积环比上升，二手房成交面积环比上升。(1)30大中城市2025年第34周（8.16-8.22）新房成交面积148万平方米，环比14.2%，同比-16.4%。截至8月22日，30大中城市8月前4周新房累计成交面积环比7月前4周0.21%，同比-12.8%；截至8月22日，新房今年以来累计成交面积同比-4.0%。(2)14城2025年第34周（8.16-8.22）二手房成交面积172.6万平方米，环比6.7%，同比4.0%。截至8月22日，14城4月前3周二手房累计成交面积环比4月前4周-4.2%，同比1.2%；截至8月22日，二手房今年以来累计成交面积同比15.3%。(3)2025年前33周，百城土地供应面积同比-13.0%，成交面积同比-4.1%，成交总价同比20.1%。

产业链：水泥库存、沥青库存环比上升，螺纹钢价格、水泥出货率、沥青价格、LME3个月铝价格、LME3个月铜价格环比下降。(1)截至8月22日，螺纹钢价格周环比-1.51%，同比2.6%。(2)截至8月22日，沥青价格周环比-0.8%，同比6.7%；

库存周环比 0.04%，同比-33.0%。(3)截至 8 月 22 日，水泥出货率周环比-1.3%，同比-1.9%；库存周环比 1.2%，同比 0.5%。(4)截至 8 月 22 日，LME3 个月铜(期货官方价)周环比-0.1%，同比 5.8%；LME3 个月铝(期货官方价)周环比-0.6%，同比 3.1%。

公司：(1)中国电建 2025 年 1-7 月新签订单 7361.3 亿元，同比 4.3%（24 年同期 7.8%）；单 7 月新签订单 494.3 亿元，同比-13.1%，增速环比 6 月减少了 37.9 个百分点。(2)中国建筑 2025 年 1-7 月新签订单 26798 亿元，同比 1.4%（24 年同期 8.0%）；单 7 月新签订单 1788 亿元，同比 9.4%，增速环比 6 月增长了 10.7 个百分点。(3)中国化学 2025 年 1-7 月新签订单 2248.5 亿元，同比 4.4%（24 年同期 7.2%）；单 7 月新签订单 187.5 亿元，同比 58.3%，增速环比 6 月增长了 5.3 个百分点。(4)中国中冶 2025 年 1-7 月新签订单 6113.4 亿元，同比-18.5%（24 年同期 -6.4%）；单 7 月新签订单 631.5 亿元，同比-13.1%，增速环比 6 月减少了 3.2 个百分点。

风险提示：宏观经济政策风险，基建投资低于预期等。

行业跟踪报告：传播文化业《国产游戏版号数量新高，看好政策鼓励、供给优质的游戏行业》2025-08-26

陈筱（分析师）

021-38676666

S0880515040003

杨昊（分析师）

021-38676666

S0880524020001

事件：8 月 25 日，国家新闻出版署官网发布 2025 年 8 月国产网络游戏审批信息，共 166 款游戏获批，创历史新高；同时下发新一批进口网络游戏审批信息，包括 7 款游戏。

国产版号数量创历史新高，A、H 股多家上市公司有产品获批。8 月批次国产游戏版号共 166 款，创下历史新高，今年以来 8 个月已经发放国产版号共 1050 个，远高于去年同期的 850 个，月均发放数量从 2023 年的 88.8 个、2024 年的 108.8 个，增长到今年 1-8 月的 131 个。具体产品来看，本月国产版号中包括网易《天下：万象》、灵犀互娱（阿里）《宗师之上》、哔哩哔哩《逃离鸭科夫》《三国：百将牌》、三七互娱《超牛英雄》《斗破苍穹：斗帝之路》、恺英网络《熊猫大作战》、ST 华通《传奇外传》、雷霆（吉比特）《出动吧！库鲁》、冰川网络《超能战机》、汤姆猫《汤姆猫总动员 2》、友谊时光《花与绯闻》。同日发放进口游戏版号 7 款，其中包括腾讯《卡厄斯梦境》、哔哩哔哩《嘟嘟脸恶作剧》等。

游戏行业三季度景气度持续，看好产业长期健康发展。根据游戏工委数据，2025 年 7 月我国游戏行业继续正增长，国内市场规模达 290.84 亿元，同比增长 4.62%，其中移动端同比增长 0.92%，客户端同比增长 16.56%，游戏消费积极。具体来看，腾讯《三角洲行动》在 7 月日活达到 2000 万、《无畏契约》手游 8 月 19 日上线带动用户热情，巨人网络《超自然行动组》、吉比特《杖剑传说》均在 7-8 月取得亮眼成绩。政策鼓励、供给丰富，我们看好游戏行业在三季度暑期旺季下的表现，并对游戏行业的长期发展保持积极判断。

投资建议：版号审批节奏稳定，游戏产品供给丰富，我们看好具备优质内容

储备、基本面扎实的公司，推荐恺英网络、吉比特、巨人网络、完美世界、神州泰岳、三七互娱、姚记科技，相关标的顺网科技、星辉娱乐、盛天网络、冰川网络、电魂网络。

风险提示：产品上线流水不及预期，行业竞争加剧导致成本上升。

徐强（分析师）

021-38676666

S0880517040002

余致翰（分析师）

021-38676666

S0880525040090

行业深度研究：动力锂电《固态电池正极&集流体发展方向》2025-08-26

投资建议：我们认为固态电池的能量密度和安全性较液态电池性能更佳，未来或为下一代锂电池。目前，固态电解质主要是氧化物、聚合物、卤化物和硫化物，硫化物或为全固态电池的主要电解质选择。正极：正极往高电压高比容量方向，包括超高镍和富锂锰基等，我们推荐标的厦钨新能、容百科技和当升科技，相关标的振华新材。负极：主要关注高比容量硅基负极和锂金属负极，相关标的布局锂金属负极的天铁科技、英联股份、道氏技术和中一科技。集流体：主要关注抑制锂枝晶的多孔铜箔和与硫化物适配的镍基和不锈钢集流体。相关标的远航精密、嘉元科技、诺德股份和中一科技。维持对行业“增持”评级。

正极：短期高镍三元仍适用，未来往高电压高比容量方向发展。伴随着固态电池安全性和电化学窗口提高，正极往高电压高比容量方向，初期主要为高镍三元，未来看富锂锰基、超高镍和镍锰酸锂等材料。富锂锰基（LMR）理论克容量可达320mAh/g，电压平台3.7V-4.6V，克容量和电压平台均显著高于传统三元和磷酸铁锂正极材料，是全固态电池可选用的理想正极材料。在成本上，富锂锰基原材料成本比三元低约15-20%，瓦时成本接近磷酸铁锂。

负极：硅碳负极先行，锂金属负极或为下一代负极材料。我们认为，短期（在电池能量密度在400Wh/kg之前）负极主要看硅碳负极，此后，锂金属负极或为主流。锂金属负极的理论比容量（3860mAh/g）远高于传统石墨负极（372mAh/g），同时，其有最低的电化学势（-3.04V相对于标准氢电极）和较小的密度

（0.534g/cm³），可使电池的能量密度进一步提升。锂金属负极制备方法有压延法、液相法和气相沉积法，目前，压延法为主流，但其厚度现阶段仍较厚。未来，蒸镀工艺（气相沉积法用）或助力锂金属负极落地。

集流体：多孔铜箔及镍基集流体，适配固态电池体系。固态电池未来发展方向或为锂金属负极和硫化物。针对锂金属负极的锂枝晶问题，多孔铜箔抑制锂枝晶生长，提升固态电池安全性和循环寿命。针对硫化物腐蚀铜箔现象，镍基集流体和不锈钢集流体或为合适的替代方案。

风险提示：技术进步不及预期、行业竞争加剧等。

行业双周报：家用电器业《多公司中报业绩亮眼，7月家空

蔡雯娟（分析师）

021-38676666

S0880521050002

李汉颖 (分析师)

021-38676666

S0880524110001

谢丛睿 (分析师)

021-38676666

S0880523090004

产销好于排产》2025-08-26

投资建议: 1) 出海核心驱动, 智能家居核心标的, 推荐扫地机器人双雄石头科技(28.4X, 2025PE, 下同)、科沃斯(26.1 X); 2) 业绩稳中向好, 兼顾向上弹性, 推荐安孚科技 (22.0X)、海容冷链 (152X)、赛特新材 (22.1X); 3) 龙头稳健经营叠加高股息, 配置具备性价比, 推荐 TCL 电子 (11.5X)、海信视像 (11.1X)、美的集团 (12.9X)、海尔智家 (11.6X)、格力电器 (7.7X); 4) 家电企业跨界拓展第二曲线, 推荐荣泰健康 (29.7X)、万朗磁塑 (19.2X)。

多公司发布 25H1 业绩, 表现亮眼: TCL 电子 25H1 实现总营业收入 547.77 亿港元, 同比+20.4%; 税后利润为 10.48 亿港元, 同比+60.5%; 归母净利润 10.9 亿港元, 同比+67.8%; 经调归母净利润 10.6 亿港元, 同比+62%。显示业务 334.19 亿港元, 同比+10.9%。TV 全球出货量 1346w 台, 同比+7.6%。Miniled 占比持续提升, 国内 Miniled 出货量占比 21.2%, 同比+12.6pct。海容冷链 2025H1 实现营业收入 17.91 亿元, 同比+12.86%, 归母净利润 2.21 亿元, 同比+10.38%; 2025Q2 实现营业收入 8.82 亿元, 同比+19.96%, 归母净利润 1.17 亿元, 同比+36.63%。公司凭借综合竞争优势, 在多家客户中的供货份额逐步提升, 产品销量快速增长, 印尼需求确定性爆发带动 Q2 高增。

7 月家空产销好于排产情况: 2025 年 7 月家空生产 yoy+0% (排产预期-1%), 内销+14% (+10%), 出口-15% (-16%), 整体表现好于之前的排产预期, 主要因于 7 月国内炎热天气的影响。其中美的/格力/奥克斯/TCL/海尔内销分别 +2%/+0%/+53%/+68%/+58%, 出口分别-22%/-15%/-13%/-15%/-30%。

小米大家电业务 Q2 持续高增: 小米集团 25Q2 总收入 1160 亿元, 同比+30.5%, 经调整净利润 108 亿元, 同比+75.4%。其中 IOT 与生活消费品收入 387 亿元, 同比+44.7%, 其中智能大家电收入同比+66.2%, 主要由空调出货量高增以及推行高端化带动 ASP 提升带动。1) 空调出货 540+万台, 同比 60%+; 参考产业在线, 内销份额第三, 整体销售份额第六; 2) 冰箱出货 79+万台, 同比 25%+; 3) 洗衣机出货 60+万台, 同比 45%+。

风险提示: 关税政策的不确定性、海外需求存在不确定性、以旧换新政策对后续的拉动效果不及预期。

刘佳昆 (分析师)

021-38676666

S0880524040004

王文杰 (分析师)

021-38676666

S0880525040070

行业跟踪报告: 造纸业《废纸系盈利修复, 木浆系浆价连续提涨》2025-08-26

废纸系纸价加速上涨, 预计 8-9 月盈利持续修复。废纸系方面, 龙头持续提价, 8 月加速落地, 8 月 22 日各区域再生箱板纸价格较 7 月初上涨 125-195 元, 其中 8 月上涨 110-170 元, AA 级高瓦价格较 7 月初上涨 165-265 元, 其中 8 月上涨 135-220 元, 近两周纸价涨幅逐步超过废纸涨幅, 盈利开始修复, 我们预计 8-9 月纸价将持续提涨, 价差将继续扩大。

木浆系浆价连续提涨, 纸价待旺季提价。木浆系方面, 各地区主流阔叶浆国内价格 4160-4250 元/吨, 较 7 月初上涨 150-190 元/吨, 外盘 8 月 Suzano、CMPC 等阔叶浆报价提涨 20 美元, 本周 Suzano 宣布 9 月阔叶浆亚洲报价上涨 20 美元/

吨，欧美报价上涨 80 美元/吨，我们预计后续旺季纸厂补库将继续拉动阔叶浆价格上涨，成品纸价格仍待企稳，主要由于需求端淡季较淡，供给端存在新增及复工产能预期影响，预计随着行业逐步进入旺季，纸价有望传导，浆纸一体化纸厂盈利将修复。

总体而言，我们认为旺季临近、龙头协同、盈利&库存低位等多重因素下，造纸产业链价格水平有望持续回升，龙头纸厂预计将受益于更高的原料自给率以及产能规模优势。推荐全产业链资源布局、经营能力优势突出的太阳纸业，箱板瓦楞纸龙头、林浆纸一体化布局加速推进的玖龙纸业，细分赛道龙头山鹰国际、仙鹤股份、五洲特纸、博汇纸业。

风险提示：海外木浆供应链扰动、下游消费需求不及预期等。

公司半年报点评：恒力石化（600346）《二季度业绩承压，充分受益“反内卷”》2025-08-27

本次评级：增持

目标价：22.66 元

现价：17.53 元

总市值：123395 百万

杨思远（分析师）

021-38676666

S0880522080005

陈浩越（分析师）

021-38676666

S0880525070020

朱军军（分析师）

021-38676666

S0880525040024

维持增持评级，下调盈利预测，上调目标价：我们下调公司 2025-2026 年 EPS 为 1.03/1.38 元（原为 1.15/1.49 元），新增 2027 年 EPS 为 1.68 元。参考可比公司给予 2025 年 22XPE 估值，上调目标价为 22.66 元（原为 20.24 元），维持“增持”评级。

2025H1 盈利暂时承压，经营性现金流表现强劲：据公司 2025 年半年报，2025H1 实现营收 1038.87 亿元，同比-7.69%；实现归母净利润 30.50 亿元（扣非后 22.96 亿元），同比-24.1%（扣非后-35.16%），总体低于预期。其中，2025Q2 实现营收 468.98 亿元，同比-13.45%，环比-17.79%；实现归母净利润 9.99 亿元（扣非后 10.57 亿元），同比-46.81%（扣非后-38.64%），环比-51.28%（扣非后-14.67%），主要原因在于行业整体仍处于磨底阶段，且 2025Q2 公司对乙烯相关装置进行计划检修，烯烃产品的产量降低。值得关注的是，公司 2025 年上半年经营性现金流净额同比大幅增长 55.42%至 194.77 亿元，并首次进行中期现金分红，每股派发现金红利 0.08 元（含税），反映出公司现金流状况显著改善。

上半年石化需求复苏缓慢，价差收窄影响收益：2025 年上半年，公司炼化产品/PTA/新材料产品分别实现营收 477/323/200 亿元，同比变动+4%/-17%/-5%，销量分别为 940/760/287 万吨，同比变动+10%/+4%/+11%。价差方面，PX-石脑油/PTA-PX 价差分别 1661.96/355.72 元/吨，同比 42.26%/-34.5%，PTA 产品销量增长下营收仍然下滑，主要受价差收窄影响。

新材料领域持续突破，“反内卷”背景下有望受益：新材料领域，公司年产 160 万吨高性能树脂及新材料项目、年产功能性聚酯薄膜、功能性塑料 80 万吨项目及 30 亿平方米锂电池隔膜项目、新材料产业园二期项目已部分试生产，有望形成第二增长极。在石化行业“反内卷”的大背景下，公司作为民营大炼化龙头，具有产业链全、一体化程度高等优势，或将在新一轮景气周期中展现出强劲竞争力。

风险提示：下游需求不及预期风险；新材料项目建设不及预期。

本次评级：增持

目标价：14.43 元

现价：11.38 元

总市值：15568 百万

虞楠（分析师）

021-38676666

S0880525040110

岳鑫（分析师）

021-38676666

S0880514030006

谭伊珊（研究助理）

021-38676666

S0880125042246

公司半年报点评：嘉友国际（603871）《中蒙业务迎拐点，非洲业务稳释放》2025-08-27

投资建议：2025 年上半年嘉友国际业绩阶段性承压，下半年煤价触底回升，蒙煤需求回暖，中蒙业务有望修复，我们预测 2025-2027 年公司归母净利润分别为 13.16/16.33/19.55 亿元（原预测 2025-2027 年归母净利润为 14.16/17.58/21.39 亿元），对应 EPS 分别为 0.96/1.19/1.43 元。考虑到非洲业务逐步投入运营，第二增长曲线明确，我们给予公司 2025 年 15 倍 PE 估值，对应目标价 14.43 元（原复权目标价 12.08 元），维持“增持”评级。

2025H1 中蒙业务承压，业绩下滑。嘉友国际 2025H1 实现营收 40.84 亿元，同比-11.99%，实现归母净利润 5.61 亿元，同比-26.15%，其中 Q2 实现营收 17.89 亿元，同比-32.37%，实现归母净利润 2.99 亿元，同比-33.88%。我们认为，2025H1 业绩下滑主要系由于蒙煤需求下滑导致煤价和短盘运费低位运行，中蒙业务盈利能力削弱。

中蒙业务迎拐点，下半年有望盈利修复。2025H1 受国内需求波动影响蒙古主焦煤价格同比约-40%，短盘运费均值同比-34.5%，抑制了上半年的业绩增长，但公司物贸一体化模式平抑了部分价格下跌的负面影响，且逆势实现了销量与市场份额的提升。进入 Q3，随着“反内卷”的深入，煤价企稳回升，蒙煤需求回暖，甘其毛都口岸通车数与短盘运费回升。我们认为，蒙煤基本面回暖仍有望持续，公司中蒙业务下半年业绩将修复。长期看，公司卡位口岸关键物流基础设施，深化物贸一体化模式，形成了较强的核心竞争优势，保障了公司中蒙业务的市场份额和领先地位。

底层逻辑持续验证，非洲业务的深入运营将持续推动盈利增长。我们认为，公司长期以来通过对陆锁国物流基础设施的布局，业务模式已由中蒙逐渐向中非、中亚复制，形成竞争壁垒和规模优势，盈利能力不断被巩固，推动未来业绩增长。非洲业务方面，2025H1 陆港项目服务营收同增 34%，毛利同增 40%，萨卡尼亚口岸车流与货运量稳步增长，赞比亚公路项目全线贯通，收费站建成在即。公司在非洲的关键节点布局已成规模，将在非洲完成“点-线-网”的战略升级，从项目型运营走向网络型运营。我们认为，随着非洲项目运营的深入，未来可持续贡献盈利增长点。

风险提示。需求下滑，政策变化，地缘政治风险，汇率波动等。

本次评级：增持

目标价：35.75 元

现价：25.27 元

总市值：17734 百万

公司半年报点评：康冠科技（001308）《中期分红回报股东，AI 赋能打开新空间》2025-08-27

投资建议：公司是全球智能显示供应链龙头，传统代工业务稳健，创新类显示产品高速增长，AI 赋能打开新成长空间。我们认为，随着公司自有品牌“KTC、皓丽、FPD”建设推进及海外跨境电商渠道的拓展，创新类业务有望延续高增态势

蔡雯娟 (分析师)
021-38676666
S0880521050002

曲世强 (研究助理)
021-38676666
S0880123070132

谢丛睿 (分析师)
021-38676666
S0880523090004

势并改善盈利能力,已发布的AI眼镜等新品或成为新爆点。我们维持盈利预测,预计2025-2027年EPS分别为1.43/1.64/1.80元,同比+20%/+15%/+9%。由于可比公司估值提升,给予公司2025年25xPE,上调2025年目标价35.75元。维持“增持”评级。

业绩简述:公司25H1实现营业收入69.35亿元,同比+5.06%,归母净利润3.84亿元,同比-6.03%;其中2025Q2实现营业收入37.93亿元,同比+0.72%,归母净利润1.7亿元,同比-24.15%。2025H1公司销售费用同比+35.94%,主要系大力推广自有品牌及电商运营,加大广告宣传和信息服务投入。利润相对承压背景下,公司仍推出每10股派发现金红利3.60元(含税)中期分红预案,积极回报股东。

创新类显示产品高速增长,AI赋能打开新空间。1)创新类显示产品:2025年H1,该业务实现营收8.98亿元,同比+39.16%,出货量同比+48.05%,延续高增态势。得益于海外跨境电商业务的拓展,毛利率提升至16.44%。公司移动智慧屏(闺蜜机)出货量全球第一,KTC电竞显示器在国内线上零售位居前三。2)AI+AR布局:公司积极拥抱AI,已构建覆盖“AI+办公/教育/医疗/娱乐”的多元化产品矩阵。备受市场关注的AI交互眼镜即将发布,该产品搭载大模型,具备AI闪记、多模态交互和翻译等功能,有望成为新增增长点。

传统业务稳健,大额计提影响当期利润。1)智能交互显示:2025年H1营收19.95亿元,同比+9.81%,出货量同比+9.26%,公司智能交互平板出货量在全球生产制造型供应商中排名第一。2)智能电视:营收36.34亿元,同比-6.57%,公司主动调整业务结构,全球TV代工市场出货量仍居行业第五位。3)利润端承压:公司计提资产减值损失4673万元及信用减值损失3218万元,其中对单一客户计提坏账准备1.18亿元,对当期归母净利润造成较大影响。

风险提示:原材料价格波动;市场竞争加剧风险;关税政策风险。

本次评级:增持

目标价:23.14元

现价:19.15元

总市值:19209百万

刘一鸣 (分析师)
021-38676666
S0880525040050

石佳艺 (分析师)
021-38676666
S0880525070001

公司半年报点评:中国汽研(601965)《智驾强检有望加速,产能布局多点开花》2025-08-27

目标价23.14元,维持“增持”评级。考虑到2025上半年公司部分产品线市场策略调整导致整体收入同比下降,但公司历史来看收入上、下半年具有明显季节性,我们仅略微下调25-27年EPS盈利预测,分别1.10/1.31/1.59元,给予公司2025年21倍PE,目标价23.14元,维持“增持”评级。

中国汽研发布2025半年报,2025上半年实现收入19.1亿元,同比-6%;实现归母净利润4.1亿元,同比+2%;净利率22.5%。其中25Q2实现收入10.2亿元,同比-12%,环比+15%;归母净利润2.3亿元,同比-2%,环比+29%;Q2净利率23.7%,同比+1.1pcts,环比+2.6pcts。

2025上半年产能布局多点开花。2025上半年,华东总部基地正式开园,以属地化技术能力赋能长三角区域汽车产业高质量发展;联合关联方中国质量认证中心实现对南方试验场控股,填补公司在华南区域大型综合场地资源的短板;成立海外事业部,联合控股股东中国中检海外资源和行业组织初步建立涵盖欧洲、

东南亚、日韩、中东等重点地区海外服务网络。

2025 上半年多项智驾强检政策法规出台，带动强检市场扩容。2025 年 5 月，国家标准化管理委员会发布《轻型汽车自动紧急制动系统（AEBS）技术要求及试验方法》强制性国家标准（征求意见稿），新标准由推荐性转为强制性，适用范围扩展至 N1 类载货汽车，同时还首次将仿真试验纳入验证体系。2025 年 6 月，国家标准信息公共服务平台公示了关于征求《智能网联汽车组合驾驶辅助系统安全要求》拟立项强制性国家标准项目意见的通知，拟明确智能网联汽车组合驾驶辅助系统安全性相关的技术要求。

风险提示：新车型数量下降，行业内卷导致强检付费下降

公司半年报点评：德赛西威（002920）《中报业绩亮眼，出海布局加速》2025-08-27

本次评级：增持

目标价：138.61 元

现价：124.90 元

总市值：69313 百万

刘一鸣（分析师）

021-38676666

S0880525040050

石佳艺（分析师）

021-38676666

S0880525070001

杨林（分析师）

021-38676666

S0880525040027

目标价 138.61 元，维持“增持”评级。结合稳健的财务表现，考虑到公司经营稳健、收入增长带动规模效应释放，产品研发和客户获取处在正向循环，我们上调 25-27 年 EPS 预测至分别 5.13、6.33、7.97 元，给予公司 2025 年 27 倍 PE，高于可比公司，目标价 138.61 元，维持“增持”评级。

德赛西威发布 2025 半年报，25H1 实现收入 146.4 亿元，同比+25%；实现归母净利润 12.2 亿元，同比+46%；净利率 8.4%。其中 25Q2 实现收入 78.5 亿元，同比+30%，环比+16%；归母净利润 6.4 亿元，同比+41%，环比+10%。

智能座舱和智能驾驶域控持续快速迭代。2025 上半年，公司推出第五代智能座舱平台，作为旗舰级平台，目前已获得理想汽车新项目订单，并获得多家全球顶级主机厂的高度关注。智能驾驶域控方面，公司多款旗舰级辅助驾驶域控制器已成功实现规模量产。

海外布局加速。2025 上半年，公司已完成德国、法国、西班牙、日本、新加坡等主要国家和地区的海外分支机构战略布局。2025 年 5 月，公司在印尼地区开始贡献产能，强化了在东南亚地区的供应链韧性与交付能力；2025 年 6 月，墨西哥蒙特雷工厂首个量产项目诞生，为美洲市场提供了更高效的本地服务保障；西班牙智能工厂预计将于 2026 年开始量产。

风险提示：智能化进展不及预期、原材料价格波动、汇率及贸易摩擦。

公司半年报点评：中国石油（601857）《油价下跌影响勘探、炼化业务，天然气业务保持增长》2025-08-27

本次评级：增持

目标价：10.61 元

现价：8.77 元

总市值：1605094 百万

给予“增持”评级。我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.14、1.15、1.19

元，预计 2025 年公司 BPS 为 8.84 元。结合可比公司估值水平，考虑到公司是中国油气行业最大的油气生产和销售商，也是世界最大的石油公司之一，我们按照 2025 年 BPS 及 1.2 倍的 PB，给予目标价 10.61 元，维持“增持”投资评级。

朱军军（分析师）
021-38676666
S0880525040024
张海榕（分析师）
021-38676666
S0880525040121

公司二季度业绩同比、环比均下降。受油价下跌影响，2025Q2 公司实现营业收入 6969.91 亿元，同比-6.09%，环比-7.45%。实现归母净利润 371.86 亿元，同比-13.59%，环比-20.55%。

油气与新能源业务受油价下跌影响较大。2025 年第二季度，公司油气与新能源业务实现营业收入 2011.51 亿元，同比-10.9%；实现经营利润 395.93 亿元，同比-18.50%，主要由于原油销售价格下降所致。2025 年二季度，布伦特原油均价为 66.71 美元/桶，比去年同期下降约 22%。

天然气销量增长，天然气销售业务经营利润+14%。2025 年二季度，公司天然气销售业务实现营业收入 1306.03 亿元，同比+8.7%；实现经营利润 51.18 亿元，同比+14.0%。主要得益于天然气销量增加。2025Q2，公司可销售天然气产量为 13223 亿立方英尺，同比+6.68%。

风险提示。行业市场环境波动，市场需求不及预期，原材料价格上涨。

海外报告：融创服务（1516）《业绩实现扭亏为盈，基础盘稳健发展》2025-08-27

本次评级：增持
目标价：0.00 元
现价：0.00 元
总市值：0 百万

投资建议：“增持”评级。公司持续控制关联业务风险，且对相关冲击进行财务处理。伴随宏观经济逐步走入稳定，我们认为企业有望逐步重新步入发展空间。我们预测公司 2025 年 EPS 为 0.13 元每股，给予公司 2025 年 15 倍 PE 估值，目标价为 1.98 元（折合港币 2.18 元，汇率 1 港元=0.91 元），维持“增持”评级。

涂力磊（分析师）
021-38676666
S0880525040101
谢皓宇（分析师）
021-38676666
S0880518010002
陈昭颖（研究助理）
021-38676666
S0880125042226

收入确认谨慎，业绩扭亏为盈。公司 2025 年 1H 营业收入为 35.47 亿元，同比上升 2%；毛利为 7.72 亿元，同比下降 13%，主要由于公司暂缓确认已完成履约义务但回款存在高风险的若干第三方客户的收入，以及近年交付项目质保到期而带来的维修维护成本增加所致。2025 年 1H，公司毛利率约为 21.8%，较 2024 年同期减少约 3.7 个百分点，毛利率的降低主要由于物业管理及运营服务的毛利率下降。公司 2025 年 1H 归母净利润为 1.22 亿元，实现扭亏为盈，我们认为主要在于公司前期谨慎计提减值使得当前减值压力减小。

基础盘稳健扩展，业务市场化调整。2025 年 1H 物业管理及运营服务收入为 32.92 亿元，同比增长 3.8%。随着公司业务扩张，在管建筑面积增加：按收入来源划分，来自独立第三方物业开发商开发物业的收入约为 9.16 亿元，占比约 27.8%；按项目业态划分，来自住宅物业的收入约为 27.09 亿元，占比约 82.3%。2025 年 1H 非业主增值服务收入为 0.44 亿元，同比降低 56.1%，主要是由于地产业务量收缩，同时公司持续基于市场化原则承接该业务。2025 年 1H 社区生活服务 2.11 亿元，与 2024 年同期基本持平。

管理辐射核心区域，拓展聚焦潜力城市。2025 年 1H 公司在管建筑面积为 2.93 亿平，在管项目单年饱和收入增至约 72 亿元，其中战略核心城市饱和收入占比达约 87%。2025 年 1H 公司市场拓展实现单年签约额约 1.8 亿元，同比增长约 8%，

对于具有发展潜力的城市进行深耕拓展，潜力城市单年签约额占比约 91%。

风险提示：房地产行业面临整体缩量风险。

公司半年报点评：乖宝宠物（301498）《Q2 自主品牌提速，看好国内自主品牌持续拓展》2025-08-27

本次评级：增持

目标价：119.70 元

现价：95.73 元

总市值：38296 百万

林逸丹（分析师）

021-38676666

S0880524090001

王艳君（分析师）

021-38676666

S0880520100002

巩健（分析师）

021-38676666

S0880525040051

蔡子慕（分析师）

021-38676666

S0880525070015

投资建议：维持“增持”评级，目标价 119.7 元。预测 2025-2027 年公司 EPS 分别为 1.9/2.35/3.0 元。公司国内自主品牌持续增长，海外业务稳健，研发实力强。维持目标价 119.7 元。

公司发布 25 年半年报：公司 25H1 实现营业收入 32.21 亿元（同比+32.72%），归母净利润 3.78 亿元（同比+22.55%）。其中 Q2 实现营业收入 17.41 亿元（同比+30.99%），归母净利润 1.74 亿元（同比+8.54%）。

自主品牌提速，看好国内业务持续拓展。公司旗下自主品牌麦富迪持续领先，弗列加特快速增长，Q2 猫主粮淘宝排名稳定在 TOP3。25H1 公司主粮营收 18.8 亿元，同比+57.1%，占主营收入的 58.7%，同比+9.1pct。25H1 直销收入 12.1 亿元，同比+39.7%，占主营收入的 37.7%，同比+1.9pct。公司品类及渠道结构持续优化，国内自主品牌持续拓展。

产能扩张，海外代工稳健增长。公司泰国二期工厂投产后产能将实现翻倍。我们认为，美国对中国和泰国加征关税，公司适度承担大客户降价诉求，短期出口美国或受到影响。长期来看海外宠物食品需求稳健，关税情况或存在变动，看好公司获取新订单能力。

公司毛利率持续提升。公司 25Q2 毛利率为 43.8%，同比+1.2pct，环比+2.3pct，主要系国内自主品牌高端产品销售占比提升。25Q2 净利率为 10.0%，同比-2.1%，环比-3.82pct。销售/管理/研发/财务费用率分别为 23.9%/5.7%/1.5%/-0.3%，同比+3.5/-0.4/-0.05/+0.5pct，公司加大了国内自主品牌的费用投放力度。

风险提示。汇率波动超预期；原材料价格大幅上涨；中美贸易摩擦加剧。

公司年报点评：百润股份（002568）《业绩阶段性承压，盈利能力边际改善》2025-08-27

本次评级：增持

目标价：35.57 元

现价：28.81 元

总市值：30232 百万

訾猛（分析师）

021-38676666

维持“增持”评级。给予公司 2025-2027 年 EPS0.75/0.85/0.99 元，同比+9.1%/13.5%/16.2%，参考海天味业、东鹏饮料及金龙鱼给予公司 2026 年 3.1X PEG，给予公司目标价 35.57 元。

业绩阶段性承压。公司发布 2025 年中报，报告期内公司实现营业收入 14.89

S0880513120002

颜慧菁 (分析师)

021-38676666

S0880525040022

徐洋 (分析师)

021-38676666

S0880520120008

亿元, 同比-8.56%, 实现归母净利润 3.89 亿元, 同比-3.32%; 实现扣非净利润 3.56 亿元, 同比-9.04%; 折合 Q2 单季度实现营业收入 7.52 亿元, 同比-8.98%, 实现归母净利润 2.08 亿元, 同比-10.85%; 实现扣非净利润 1.78 亿元, 同比-22.61%。

经销商数量显著增长。分产品看, 2025H1 酒类实现营收 12.97 亿元, 同比-9.35%, 食用香精实现营收 1.69 亿元, 同比-3.91%; 从经销商数量看, 2025H1 公司经销商净增加 200 名至 2068 名。

盈利能力边际提升。2025H1 公司毛利率为 70.33%, 同比+0.25pct, 其中酒类产品毛利率同比-0.08pct, 香精香料毛利率同比+2.01pct; 2025H1 公司净利率为 26.13%, 同比+1.41pct, 期间费用率方面, 销售/管理/研发/财务费用率分别同比-4.18/+1.55/+0.15/+0pct, 销售费用率显著下降主因广告宣传费用的显著收缩, 2025H1 公司广告宣传活动费同比下降 49.24%。

风险提示: 行业竞争加剧; 成本异常上涨; 食品安全风险等

本次评级: 增持

目标价: 0.00 元

现价: 0.00 元

总市值: 0 百万

涂力磊 (分析师)

021-38676666

S0880525040101

谢皓宇 (分析师)

021-38676666

S0880518010002

陈子仪 (分析师)

021-38676666

S0880525040102

黄可意 (分析师)

021-38676666

S0880525070021

海外报告: 越秀服务 (6626)《管理规模稳步扩张, 派息率保持稳定》2025-08-27

投资建议: 维持增持评级。维持公司 2025~2027 年 EPS 分别为 0.32/0.38/0.45 元, 参考可比公司给予 2025 年 PE 11X, 目标价 3.87 港元 (1 港元=0.91 人民币)。

营收同比微增, 利润率下滑影响业绩释放。2025 年 H1, 公司实现营业收入 19.62 亿元, 同比上涨 0.09%, 其中非商收入 15.92 亿元, 同比下跌 0.56%, 占总收入的 81.14% (基础物业管理服务、非业主增值服务和社区增值服务的收入分别为 7.16 亿元、3.17 亿元、5.59 亿元, 分别占总收入的 36.49%、16.16% 和 28.49%), 商业收入为 3.7 亿元, 同比上涨 13.73%, 占总收入的 18.86% (市场定位及租户招揽、商业运营及管理服务收入分别为 0.58 亿元、3.12 亿元, 分别占总收入的 2.96%、15.9%)。2025 年 H1, 公司归母净利润为 2.4 亿元, 同比下跌 12.67%, 利润端相对走弱的原因是毛利率水平的下滑, 主要受到增值服务毛利率下降以及不同商业物业组合平均物业管理费下降的影响: 整体毛利率同比下降 4.6pct 至 21.3%, 其中非商毛利率同比下滑 4.5pct 至 19.9%, 商业毛利率同比下滑 4.9pct 至 27.5%。公司 2025 年 H1 归母净利率同比下降 2pct 至 12.2%, 从 2022 年 H1 至 2025 年 H1, 归母净利率的累积跌幅为 7.1pct。

在管规模稳健扩张, 基础物管稳健托底。截至 2025 年 H1, 公司合约面积 9245 万方, 在管面积 7231 万方, 分别同比上涨 4.1%、8.46%, 其中上半年新增合约面积 596 万方, 新签约项目 37 个, 包括港航大厦、广州民俗博物馆、国家管网集团华南公司、渡江胜利纪念馆等。从分布上, 若以城市划分, 在管项目中一线城市、新一线城市、二线城市和其他城市的占比分别为 54%、22%、15%、9%; 若以业态划分, 住宅、TOD、商业及产业园、公建的占比分别为 62%、15%、15%、8%。

股东回报保持稳定, 派息率继续保持 50%。2025 年中期派息为 0.08 元/股, 派息比率为 50%, 以 8 月 25 日收盘价计算, 股息率为 3.12%。

风险提示：1) 关联方经营风险；2) 管理规模扩张不及预期。

公司半年报点评：信科移动-U (688387)《主业承压减亏，创 新业务驱动成长》2025-08-27

本次评级：增持

目标价：8.27 元

现价：7.06 元

总市值：24136 百万

余伟民 (分析师)

021-38676666

S0880525040028

王彦龙 (分析师)

021-38676666

S0880519100003

赵文通 (分析师)

021-38676666

S0880524030001

公司实现减亏，卫星通信等业务高潜，维持“增持”评级。2025H1 受运营商资本开支下滑影响，公司收入承压，但扣非净亏损同比收窄，经营质量改善。专网设备等传统主业短期承压，5G-A 等业务放量仍需时间，下调 2025/2026 年 EPS 为 0.00 (-0.01) / 0.03 (-0.07) 元，新增 2027 年 EPS 预期为 0.06 元。考虑到公司与 GW 深度合作，卫星互联网将贡献增量，给予公司 2025 年低于行业平均 (5.2x) 的 4.3x PS 估值，上调目标价为 8.27 元，维持“增持”评级。

运营商业务短期承压，提质增效成果显著，行业应用表现亮眼。2025H1 受运营商建设计划放缓及宏观环境影响，公司实现营业收入 25.37 亿元 (YoY-15.21%)。尽管收入下滑，但公司归母净利润为-0.62 亿元，与上年同期基本持平；扣非后归母净利润为-0.87 亿元，同比减亏超过 1500 万元。盈利能力方面，综合毛利率为 26.64% (YoY+1.5pct)，销售费用和研发费用同比分别下降 10.40% 和 10.83%，显示出良好的成本管控能力。分业务看：1) 主设备业务：在运营商投资收缩背景下仍持续巩固市场地位，中标中国移动 5G 七期集采，2.6G 份额较现网提升 43.7%。2) 天馈及室分业务：继续保持行业第一梯队，天馈设备集采综合市场份额第一，室分设备综合市场份额保持前二。3) 行业应用业务：成为增长亮点，收入同比增长 74.8%，在能源、交通等领域取得显著进展。

前瞻布局空天地一体化，多点发力构筑新增长极。1) 5G-A/6G 技术领先：公司全面参与 5G-A Rel-19 标准化工作，有望在低空经济等场景中抢占先机。同时，公司积极推进 6G 技术预研和标准化工作，在超维度天线、星地融合等关键方向实现技术突破。2) 卫星互联网业务保持先发优势：公司具备从芯片、设备到解决方案的端到端全产业链能力，全面支撑卫星互联网重大工程建设，深度参与在轨试验验证。公司在 3GPP NTN 标准立项中处于引领地位，并与国网等核心客户保持紧密合作，有望在产业发展前期充分受益。

深化改革激活内生动力，经营质量持续提升。公司坚定推进管理体系变革，干部市场化退出率和轮岗率均超过 20%，激活组织活力。

风险提示。运营商资本开支下滑风险；行业竞争加剧风险。

公司半年报点评：中力股份 (603194)《收入、利润稳健增长， 全球化、智能化持续拓圈》2025-08-27

本次评级：增持

目标价：50.71 元

现价：41.75 元

总市值：16742 百万

维持公司“增持”评级。2025H1，公司收入、利润保持平稳增长，同时加快全球布局以及具身智能、无人物流新品研发，新业务有望进入快速发展期。我们

肖群稀 (分析师)
021-38676666
S0880522120001

欧阳天奕 (研究助理)
021-38676666
S0880125042245

维持公司 2025-2027 年归母净利润 9.2/10.3/11.6 亿元,参考可比公司 2025 年 12.92 倍 PE 估值,考虑到公司积极拓展具身智能、无人物流等新业务,我们给予公司 22 倍 PE 估值,对应目标价 50.71 元,维持“增持”评级。

事件:公司公告 2025 年半年报,收入、利润稳健增长。整体来看,公司盈利能力相对稳健,业绩维持稳定增长,2025H1,实现收入/归母净利润 34.3/4.48 亿元,同比+9.2%/+6.6%,毛利率/净利率为 29.4%/13.2%,同比+0.2/-0.4pct。同时,公司加大费用投入,2025H1 期间费用率 12.9%,同比+0.3pct,其中销售/管理/财务/研发费用率 6.3%/4.5%/-1.8%/3.9%,同比+0.6/+0.6/-1.6/+0.7pct。

加快全球布局,生产、品牌国际化程度持续提升。2025H1,公司持续强化美国、欧洲团队建设与市场拓展,并设立越南、土耳其销售分公司及泰国生产分公司。同时,公司与永恒力签署战略合作协议,联合推出的 AntOn by Jungheinrich 品牌将覆盖全球市场,以全球化管理+本地化运营为基,提高海外市场竞争力。

具身智能、无人物流新品密集发布,技术、场景、运营持续拓圈。随着 AI 大模型、数字孪生等前沿技术的应用,无人叉车正从单纯的物料搬运工具向智能决策终端转变,2025H1 行业销量同比增长 267%。在此背景下,公司密集发布数智新仓、智能装卸、具身机器人、无人物流车等多款新品。同时,公司持续扩大智能物流生态合作伙伴,一方面向科钛机器人等联营企业追加投资,另一方对外与白犀牛等头部企业开展战略合作。我们看好公司持续扩展具身智能、无人物流领域的产业资源,形成传统主业、新兴产品双轮驱动的发展模式。

风险提示:合作进展不及预期,无人叉车产业发展放缓。

本次评级:增持

目标价:68.25 元

现价:55.27 元

总市值:5799 百万

于嘉懿 (分析师)
021-38676666
S0880522080001

宁紫微 (分析师)
021-38676666
S0880523080002

公司半年报点评:新莱福 (301323)《支柱业务稳定,新材料落地放量可期》2025-08-27

维持“增持”评级。公司 2025 年上半年实现营业收入 4.51 亿元 (同比增长 8.3%),归母净利润 0.67 亿元 (同比降低 8.9%)。2025 年第二季度实现营业收入 2.44 亿元 (同比增加 8.0%,环比增加 18.3%),归母净利润 0.37 亿元 (同比降低 2.1%,环比增加 20.6%)。基于美国关税等国际经贸政策对公司业务拓展产生一定影响,下修公司 2025-2027 年 EPS 分别至 1.43/1.95/2.36 元 (原 1.61/2.07/2.39 元)。参考当前行业 2026 年 PE 均值 32.05 倍,考虑到公司射线防护材料等新产品仍有较大的放量空间,带来可观成长潜力,给予 2026 年公司 35 倍 PE 估值,上调目标价为 68.25 元,维持“增持”评级。

磁材、电阻两大支柱产品基本稳定。2025 年上半年,受美国关税等国际经贸政策影响,公司产品流通及市场拓展受到一定制约,吸附功能材料出货量同比下降 2.9%至 1120 万平米,毛利率同比下滑 2.1pct 至 38.1%。电子陶瓷元件方面,此前收购的广东碧克产品放量,片式压敏电阻出货量 3165 万只,销售收入同比增长 20.4%;板块整体销售收入同比增长 5.4%,毛利率同比下降 11.2pct 至 20%,主要系原料价格涨幅较大 (如电极用银价上涨约 15%)。

射线防护材料继续翻倍,新生产基地建成将继续提供增量。2025 年上半年,公司辐射防护材料出货量 24.8 万平方米,销售收入 6460 万元,分别同比大幅增长 106.6%、108%;毛利率 59.5%,同比上升 0.5pct。产能方面,截至 2025 年上

半年末，公司该业务整体年产能已提升至 50 万平方米以上，新生产基地的建成投产将为未来出货规模带来进一步飞跃。技术创新方面，公司透明防辐射材料成功完成中试，填补了国内技术空白，相关量产线已于新生产基地启动建设。

MIM 与钕铁氮积蓄势能，研发投入高增形成正循环。2025 年上半年，公司 MIM 产品出货量 41.7 吨，同比增长 48.4%；钕铁氮稀土永磁材料开发方面取得积极进展，后续将重点推进批量化生产及市场推广。2025 年上半年，公司研发支出同比提高 11.4% 至 3899 万元，实现了“研发-创收-研发”的正循环滚动；研发项目方面：红外吸收材料项目实现全流程闭环，金属电子粉体/浆料开发项目实现低成本化制备，特种超细金属粉体项目建成中试线并完成批量测试、进入客户验证阶段；无机高填充印刷膜材项目中试顺利。

风险提示。下游需求增速不及预期，新建项目投产进度不及预期。

公司半年报点评：新大陆（000997）《收单业务边际向好，设备出海进展加速》2025-08-27

本次评级：增持

目标价：39.00 元

现价：30.10 元

总市值：31065 百万

杨林（分析师）

021-38676666

S0880525040027

魏宗（分析师）

021-38676666

S0880525040058

张盛海（研究助理）

021-38676666

S0880125042247

维持“增持”评级，保持目标价为 39.00 元/股。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测值为 13.44/15.80/19.24 亿元，对应 EPS 预测值为 1.30/1.53/1.86 元，给予公司 2025 年 30 倍 PE，维持目标价为 39.00 元/股。

上半年公司收入端表现良好，Q2 利润受设备毛利率制约。2025H1 公司实现营收 40.20 亿元，同比+10.54%；实现归母净利润 5.95 亿元，同比+12.36%；经营现金流净额 3.76 亿元，同比+314.32%；上半年整体收入端表现良好，经营现金流实现高增。单 Q2，公司实现营收 21.23 亿元，同比+12.03%；归母利润 2.84 亿元，同比+1.06%；扣非归母利润 2.62 亿元，同比-6.88%，Q2 利润主要受设备业务毛利率阶段性承压影响，Q2 整体销售毛利率为 32.92%，同比-6.41pct。

收单流水逐季提升，费率稳步上行，收单业务边际向好。25H1 公司收单及增值服务（不含小额贷款业务）实现收入 14.50 亿元，同比+2.39%，毛利率 38.4%，同比+2.0pct。上半年收单业务实现交易流水 1.05 万亿元，同比基本持平，自 24 年三季度以来流水呈现逐季环比提升趋势，24Q4-25Q2 季度流水分别约为 4500 亿/5200 亿/5300 亿。根据测算，25H1 收单费率为 0.138%，比 24 年同期的 0.132% 提升 0.006%，费率提升主要得益于公司增值服务带来的商户提价，上半年公司增值服务实现收入 4.27 亿元，其中经营类增值服务收入 2.57 亿，单商户加权 ARUP 值达 98 元。

设备毛利率因市场拓展阶段性承压，欧美市场涨势强劲。25H1 公司设备业务实现收入 18.98 亿元，同比+24.90%，毛利率 34.80%，同比-6.82pct，毛利率变动主要因为公司在部分新兴市场阶段性采用市占率优先策略，后续随着市场拓展完成以及欧美高毛利市场收入占比提升，毛利率预期将逐步恢复。上半年公司 POS 机在全球各主要市场营收均实现超 20% 的增幅，其中，欧美区域的本地化建设成效进一步显现，出货量及营收同比增长均超 90%。

风险提示。行业竞争加剧，费率提升不及预期，业务出海不及预期。

公司半年报点评：盾安环境（002011）《制冷设备承压，热管理业务持续高增》2025-08-27

本次评级：增持

目标价：17.40 元

现价：13.38 元

总市值：14256 百万

蔡雯娟（分析师）

021-38676666

S0880521050002

谢丛睿（分析师）

021-38676666

S0880523090004

曲世强（研究助理）

021-38676666

S0880123070132

投资建议：维持盈利预测，维持“增持”评级。维持盈利预测，预计公司 2025~2027 年 EPS 分别为 1.09/1.23/1.40 元，同比+11%/13%/14%，参考零部件转型新能源行业可比公司估值，谨慎态度，给予 2025 年 16xPE，维持目标价 17.4 元。

业绩简述：2025H1 公司实现营业总收入 67.29 亿元，同比+6.05%，归母净利润 5.35 亿元，同比+12.94%，扣非后归母净利润同比+11.04%。25Q2 营收同比-0.31%，归母净利润同比+19.69%，扣非后归母净利润同比+15.24%。

制冷设备承压，热管理业务持续高增。2025H1 公司制冷制备/制冷配件/新能源车热管理业务分别同比-31%/+9%/+82%。其中 25Q2，参考产业在线数据，家空 25Q2 产量同比+1%，我们预计 25Q2 公司核心制冷配件业务增速与下游表现相对一致，下滑拖累主要来自制冷设备业务的需求走弱，25H1，根据公司 2025 年半年报援引 i 传媒数据，中央空调市场容量同比-15.9%，市场竞争加剧导致价格持续下行、利润空间压缩，同时大型公建项目锐减。新能源车热管理业务则延续 Q1 良好势头，由客户销量自然增长以及内在份额提升拉动，25H2 我们预计趋势延续，增长确定性较强。

盈利能力改善。25Q2 公司毛利率 18.27%，归母净利率 8.57%，同比 -0.07/+1.43pcts。制冷设备业务毛利率下行（25H1 -2.69%）以及结构占比下行为主要拖累因素，制冷配件以及热管理业务盈利能力我们预计相对稳健；净利端改善主要来自管理费用的优化以及信用减值损失的同比改善：25Q2 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.42%/2.12%/3.52%/0.08%，同比 +0.01/-0.81/+0.14/+0.38pcts，预计主要来自股份支付费用的减少；25Q2 信用减值损失-0.32 亿元，同比收窄 0.21 亿元。

风险提示：家空行业需求受补贴拉动效果不及预期，传导制冷元器件需求走弱；新能源车行业竞争加剧传导零部件企业利润率承压

公司半年报点评：银都股份（603277）《关税与海运费致使盈利承压，全球品牌与产能再升级》2025-08-27

本次评级：增持

目标价：22.44 元

现价：17.52 元

总市值：10752 百万

肖群稀（分析师）

021-38676666

S0880522120001

投资建议。考虑上半年关税对利润释放影响较大，下调公司 2025/2026/2027 年 EPS 至 1.02/1.20/1.35 元。考虑到公司薯条机器人、万能蒸烤箱等新品放量在即，参考可比公司 2025 年平均估值 PE 为 20.54 倍，我们给予公司 2025 年 22 倍 PE，下调目标价至 22.44 元，维持增持评级。

公司公告 2025 年半年报。公司 2025 年 H1 实现营收 14.26 亿元(同比+4.35%)，

赵玥炜 (分析师)
021-38676666
S0880525040040

归母净利 3.47 亿元(同比持平),扣非归母净利润 2.61 亿元(同比-20.60%); 2025Q2 实现营收 8.13 亿元(同比+10.50%), 归母净利 1.47 亿元(同比-19.30%)。

丁嘉一 (研究助理)
021-38676666
S0880125042233

阶段性盈利承压, 关税与海运费影响毛利。25Q2 公司毛利率/净利率为 40.89%/18.08%, 同比-4.20pct/-6.68pct, 环比-5.21pct/-14.46pct。分业务来看, 25H1 公司商用餐饮制冷设备营收 10.88 亿元(yoy+7.38%), 毛利率 44.39%(同比-4.27pct); 自助餐设备营收 0.52 亿元(yoy-27.84%), 毛利率 36.10%(同比+1.96pct); 西厨设备营收 2.47 亿元(yoy+15.16%), 毛利率 40.09%(同比-4.28pct); 维修配件营收 0.23 亿元(yoy+16.14%), 毛利率 46.34%(同比-21.87pct); 厨房工程设备营收 0.04 亿元(yoy+14.46%), 毛利率 10.24%(同比-10.54pct);

以品牌自主化与全球化战略为核心驱动力, 公司持续推动渠道拓展与产能升级。在渠道方面, 公司积极落实“85 国计划”, 加强对重点市场的深度调研与属地化网络布局, 新增 19 个自有仓及 22 家代理仓铺设, 进一步夯实海外营销网络基础, 助力自主品牌在更多区域市场实现本土化运营。产能方面, 泰国生产基地二期已完成主体建设, 当前正处于产能爬升阶段, 同时公司预留用地以支撑中长期产能规划。品牌建设成效显著, 旗下美国 ATOSA 于 2025 年荣获厨房创新奖, 并接连获得 NAFED、Strata、SEFA 等多项行业权威认可, 在北美市场的影响力和竞争实力持续提升。

风险提示。海运费波动风险、原材料上涨风险、汇率波动风险等。

本次评级: 增持

目标价: 30.57 元

现价: 25.72 元

总市值: 22308 百万

杨林 (分析师)
021-38676666
S0880525040027

公司半年报点评: 京北方 (002987)《经营状况稳健, AI 业务与出海获新进展》 2025-08-27

维持“增持”评级, 上调目标价至 30.57 元/股。考虑公司重点布局诸如人工智能与大数据等创新产品领域, 经营状况呈现稳健发展态势, 我们维持公司 2025-2027 年 EPS 预测值为 0.42/0.48/0.55 元。参考可比公司估值, 给予公司 2025 年 73 倍 PE, 上调目标价至 30.57 元/股。

魏宗 (分析师)
021-38676666
S0880525040058

公司重点布局创新产品线, 经营状况稳健。2025 年上半年公司实现营收 23.61 亿元, 同比+5.22%; 实现归母净利润 1.19 亿元, 同比-0.91%。得益于公司继续巩固与核心客户的业务合作, 重点布局诸如人工智能与大数据等创新产品领域, 经营状况呈现稳健发展态势。分板块看, 公司金融科技解决方案产品线收入 7.09 亿元, 同比+15.94%; 人工智能及大数据创新产品线收入 0.64 亿元, 同比+73.48%; 智慧客服及消费金融精准营销产品线收入 4.62 亿元, 同比+18.46%。人工智能及大数据创新产品线收入实现高增, 该产品线毛利率较高, 未来有望带动公司总体毛利率提升。

张盛海 (研究助理)
021-38676666
S0880125042247

AI 新业务持续取得进展, 将为公司发展注入新动能。公司构建以“京北方大模型&智能体系列”为核心的智能产品体系, 平台通过自然语言处理、时序分析与语义理解技术, 提升业务自动化与智能化水平, 已在以银行业为代表的金融机构及非金融客户中实现落地, 订单持续交付。公司已成功中标某国有大行人工智能专家项目, 聚焦 AI 风险管理场景与 AI 大模型基础技术平台, 彰显了公司在人工智能应用赛道的技术实力和服务水平。

携手国富量子启动出海战略, 入局虚拟资产市场。公司与国富量子正式签署

战略合作协议，聚焦虚拟资产及数字货币业务展开深度合作。双方将深入研究区块链、人工智能等基础技术在稳定币运营平台、虚拟资产交易平台等应用场景落地的 IT 基础设施建设保障，并在政策合规框架下，探索联合开展香港及海外地区金融业务相关创新的可行性方案，推动多领域金融业务创新应用落地。

风险提示。行业竞争加剧，市场需求不及预期，业务出海不及预期。

公司半年报点评：巨星科技（002444）《Q2 盈利能力同环比提升，积极推进全球化与品类创新》2025-08-27

本次评级：增持

目标价：39.29 元

现价：34.70 元

总市值：41448 百万

肖群稀（分析师）

021-38676666

S0880522120001

赵玥炜（分析师）

021-38676666

S0880525040040

投资建议。考虑阶段性受到对等关税影响等，下调公司 2025/2026/2027 年 EPS 预测为 2.18/2.72/3.19 元（原 2.34/2.87/3.45 元）。参考可比公司 2025 年平均估值 PE 为 18.25 倍，我们给予公司 2025 年 18 倍 PE，目标价 39.29 元，维持增持评级。

业绩稳健增长，25Q2 盈利能力同环比提升。25H1 公司实现营收 70.27 亿元，同比+4.87%，实现归母净利润 12.73 亿元，同比+6.63%；其中 25Q2 公司实现营收 33.71 亿元，同比-0.69%，扣非归母净利润 8.12 亿元，同比+4.08%。盈利能力方面，25H1 公司毛利率/净利率为 31.95%/18.69%，同比-0.10pp/+0.38pp；其中 25Q2 毛利率/净利率为 33.73%/24.64%，同比+1.04pp/+1.11pp，环比+3.43pp/+11.45pp。

手工具持续提升海外交付能力，电动工具呈现高速增长。分业务来看，2025 年上半年，1) 手工具：实现营收 46.20 亿元（YOY+1.64%），毛利率 31.46%（YOY-0.54pp），凭借全球制造优势积极满足客户多地交付需求，持续提升海外出货能力，获取新订单；跨境电商业务保持 30% 以上的增速；2) 电动工具：营收 7.42 亿元（YOY+56.03%），毛利率 28.99%（YOY+2.18pp），实现中国和越南双地交付，助力电动工具业务重要突破，后续将持续开展产品创新；3) 工业工具：收 16.32 亿元（YOY+0.12%），毛利率 34.78%（YOY+0.14pp）。

“对等关税”对公司 25Q2 经营产生一定负面影响，期待东南亚制造产能释放。“对等关税”对公司中国产能产生较大负面影响，同时东南亚整体对美出口关税的提高也影响了公司在当地的正常生产和出货。公司持续新增东南亚制造产能，积极寻找全球制造方案，加速成为一家集欧美本土服务、全球产业链制造和中国管理研发的全球资源配置型公司，公司依托中美欧三地完善的仓储物流配送体系以及全球 23 处生产制造基地公司可以做到全球采购、全球制造、全球分发。我们认为，随着公司全球化持续推进、东南亚产能释放，下半年业绩有望提速。

风险提示。新品开拓进展不及预期；原材料成本大幅波动影响盈利能力；海外产能建设、投放不及预期。

公司半年报点评：重庆银行（601963）《区域动能强劲，扩表

本次评级：增持

目标价：12.30 元

现价：9.87 元

请务必阅读正文之后的免责条款部分

总市值：34294 百万

提速、风险趋良》2025-08-26

刘源（分析师）
021-38676666
S0880521060001

投资建议：重庆银行区位红利突出，受益于成渝双城经济圈、西部陆海新通道等重大战略部署，以及 33618 现代制造业集群体系建设、416 科技创新布局等产业规划，区域动能强劲、信贷需求旺盛。同时公司管理层勤勉尽责，积极推动定价管理精细化和资产质量三降一升，盈利能力进入上行周期。中期分红方面，我们预计或与 2024 年相仿实施三季度权益分派。调整 2025-2027 年净利润增速预测为 5.5%、8.9%、9.0%，对应 BVPS 为 16.41(-0.20)、17.57(-0.15)、18.84(-0.08) 元/股。基于盈利能力提升，上调重庆银行目标估值为 2025 年 0.75 倍 PB，对应目标价 12.3 元，维持增持评级。

扩表提速，驱动 25Q2 营收及归母净利润同比增速提升。25H1 重庆银行营收及归母净利润同比增速分别为 7.0%、5.4%，其中 25Q2 单季营收及归母净利润分别同比增长 8.5%、5.5%，营收端主要受益于 Q2 债市回暖，其他非息在未兑现 AC 资产浮盈的情况下已同比高增 73.4%。25Q2 手续费净收入同比下降 49.5%，主要受理财管理费高基数影响。25Q2 利息净收入同比下降 1.8%，生息资产积极扩表以量补价；25H1 净息差为 1.39%，较 24A 回升 4bp、同比仅微降 3bp，既有 25Q1 一次性利息回收影响，也得益于负债端成本大幅改善。25H1 存款付息率同比下降 29bp 至 2.33%，考虑到重庆银行过往零售长存占比高，2025-2026 年负债端成本改善空间可期，息差拐点有望先于同业到来。

年内资产规模有望提前完成万亿目标，25Q2 资产、贷款、存款同比增速分别较 Q1 提升 2.7pct、3.1pct、1.7pct 至 22.0%、19.6%、1.7%。贷款投放以对公为主，泛基建业、普惠小微分别贡献了 25H1 贷款增量的 77%、16%，零售仅消费贷规模较年初有所增长。存款端定期化趋势延续，但受益于综合活客能力提升，企业活期占比较年初提升 0.3pct。25Q2 末公司核心一级资本充足率为 8.8%，若 130 亿转债全部转股，静态测算可+2.1pct 至 10.9%，充分支撑后续高速增长。

资产质量进一步优化，拨备覆盖率较 25Q1 末提升 0.7pct 至 248.3%。25Q2 末重庆银行不良率较 Q1 下降 4bp 至 1.17%，关注率、逾期率和对公不良率分别较年初-59bp、-15bp、-15bp 至 2.05%、1.58%、0.75%，零售不良率较年初上升 30bp 至 3.01%。但鉴于零售贷款仅占总贷款的 20%，风险整体可控，全年有望保持三降一升趋势。

风险提示：零售转型成效低于预期；结构性风险暴露超出预期。

本次评级：增持
目标价：26.72 元
现价：24.15 元
总市值：23627 百万

肖群稀（分析师）
021-38676666
S0880522120001

公司半年报点评：杭氧股份（002430）《气体营收、毛利率双提升，拟设立新加坡、马来西亚海外公司》2025-08-26

投资建议。维持公司 2025/2026/2027 年 EPS 预测为 1.07/1.21/1.37 元。参考可比公司 2025 年平均估值 PE 为 26.07 倍，我们给予公司 2025 年 25 倍 PE，目标价 26.72 元，维持增持评级。

公司业绩维持稳健、费用管控良好。1) 营收与利润：25H1 公司实现营收 73.27 亿元，同比+8.92%，归母净利润 4.79 亿元，同比+9.61%；其中，25Q2 公司实现营收 37.63 亿元，同比+9.95%，归母净利润 2.53 亿元，同比+8.55%。2) 盈利能

赵玥炜 (分析师)
021-38676666
S0880525040040

力与费用率: 25H1 公司毛利率/净利率 20.73%/7.30%, 同比+0.02pp/+0.23pp; 25Q2 毛利率/净利率为 20.05%/7.58%, 同比-1.44pp/+0.18pp, 环比-1.41pp/+0.58pp。整体费用率管控良好, 25H1/25Q2 综合费用率为 10.07%/9.35%, 同比-1.36pp/-2.69pp。

气体销售营收、毛利率抬升, 现金流改善明显。分业务来看, 2025 年上半年, 1) 气体销售: 收入 45.93 亿元, 同比+14.12%, 毛利率 21.18%, 同比+2.76pp; 2) 空分设备: 收入 23.18 亿元, 同比+0.04%, 毛利率 20.43%, 同比-5.01pp; 3) 石化产品: 收入 3.17 亿元, 同比+50.28%, 毛利率 18.42%; 4) 工程总包: 收入 0.48 亿元, 同比-44.05%, 毛利率 18.98%。同时, 公司现金流改善明显, 公司 25H1 经营性净现金为 12.15 亿元, 同比+97.84%, 其中 25Q2 经营性净现金流为 7.91 亿元, 同比+143.19%。

拟成立新加坡与马来西亚海外公司, 进一步拓展海外市场。根据公司《关于拟设立海外子公司的公告》, 公司拟在新加坡和马来西亚分别设立海外子公司, 计划借助海外子公司在全球经济中的地位和影响力, 帮助公司提升海外市场信息的获取与响应效率, 加大市场营销与客户开发力度, 实现公司海外业务的显著增长。

风险提示。设备订单执行进度低于预期; 气体价格大幅度下跌; 工业经济恢复程度低于预期; 气体市场竞争加剧。

公司半年报点评: 迎驾贡酒 (603198)《调整加快, 底部蓄力》 2025-08-26

本次评级: 增持

目标价: 63.60 元

现价: 46.13 元

总市值: 36904 百万

訾猛 (分析师)

021-38676666

S0880513120002

颜慧菁 (分析师)

021-38676666

S0880525040022

李美仪 (分析师)

021-38676666

S0880524080002

李耀 (分析师)

021-38676666

S0880520090001

苗欣 (分析师)

021-38676666

S0880525070010

投资建议: 维持增持评级。25Q2 行业趋势恶化, 下调 2025-2027 年 EPS 预测值至 2.59 元 (前值 3.30 元)、2.65 元 (3.51 元)、2.80 元 (3.74 元), 参考可比公司估值, 考虑公司报表风险释放较为充分, 维持目标价 63.6 元、对应 2025 年 PE 25X。

25Q2 产业承压, 公司环比降速。25H1 公司营收 31.60 亿元、同比-16.9%, 归母净利 11.30 亿元、同比-18.2%, 其中 25Q2 营收 11.13 亿元、同比-24.1%, 归母净利 3.02 亿元、同比-35.2%, 业绩降幅较 25Q1 加大。25Q2 受外部因素影响酒业缩量明显, 徽酒竞争加剧, 一方面对公司盈利能力产生较大影响, 单 Q2 毛利率 68.3%、同比-2.6pct 预计与产品结构有关, 销售费用率 13.4%、同比+3.4pct, 管理费用率 5.5%、同比+2.0pct, 最终归母净利率 27.1%、同比-4.6pct; 另一方面渠道信心偏弱使得回款走弱, 25Q2 销售收现 12.8 亿元、同比-18.1%, 25Q2 末合同负债 4.4 亿元、相较 24Q2 和 25Q1 末小幅下滑。

结构升级放缓, 省外仍在调整。1) 分产品: 25Q2 中高档白酒收入 8.17 亿元、同比-24%, 较 Q1 的-9%跌幅扩大, 普通白酒收入 2.10 亿元、同比-33%, 与 Q1 的-32%跌幅相当; 从产品结构来看, 25Q2 中高档白酒占比 79.5%、同比+2.2pct, 但公司毛利率同比回落, 结合 25H1 中高档白酒毛利率同比仅+0.80pct, 推测 25Q2 中高档酒盈利能力较 25Q1 可能有一定压力, 核心洞藏系列预计环比降速。2) 分区域: 25Q2 省内收入 7.30 亿元、同比-20% (Q1 为-8%), 省外收入 2.96 亿元、同比-36% (Q1 为-30%), 省外市场持续调整。

加速出清, 底部蓄势。24Q3 起迎驾报表开始调整, 24Q3-25Q2 收入分别同

比+2.3%/-3.6%/-12.3%/-24.1%，归母净利分别同比+2.9%/-7.4%/-9.5%/-35.2%，趋势理性。公司公告拟将全资子公司迎驾商务酒店作价 3172.65 万元转让给集团控股的迎驾国旅，资产剥离有助于专注主业。当前行业处在底部，迎驾报表出清释放渠道风险，后续不排除通过推新等方式获取增量，长期仍具备放量和升级潜力。

风险提示：行业竞争加剧、市场开拓不及预期、食品安全风险等。

公司半年报点评：安井食品（603345）《加大竞争，利润率阶段性承压》2025-08-26

本次评级：增持

目标价：103.50 元

现价：76.08 元

总市值：25357 百万

訾猛（分析师）

021-38676666

S0880513120002

颜慧菁（分析师）

021-38676666

S0880525040022

程碧升（分析师）

021-38676666

S0880525040031

陈力宇（分析师）

021-38676666

S0880522090005

投资建议：维持“增持”评级。我们预计 2025-2027 年 EPS 为 4.14/4.62/5.29 元，公司作为速冻龙头，综合竞争优势明显，给予一定估值溢价，给予公司 2025 年 25 倍 PE，目标价 103.5 元/股，维持“增持”评级。

25Q2 收入增速转正。2025H1 公司营收 76.04 亿元、同比+0.8%，归母净利 6.76 亿元、同比-15.79%，扣非净利 6.03 亿元、同比-21.85%。2025Q2 单季度营收 40.05 亿元、同比+5.69%，归母净利 2.81 亿元、同比-22.74%，扣非净利 2.6 亿元、同比-26.11%。我们认为消费需求疲软、竞争加剧是当下速冻行业面临的共性问题，公司为了保住份额，阶段性加大了市场投入，也直接导致了利润端较大的压力。

2025Q2 利润率显著下滑。2025Q2 毛利率同比-3.29pct 至 18%，我们预计主要系竞争加大、成本上涨等原因所致。2025Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.12/-0.61/-0.1/+0.77pct 至 4.96%/2.66%/0.52%/-0.04%，其中管理费用率下降主要系股份支付费用减少所致，财务费用提升主要系存款利息收入减少所致。2025Q2 毛利率下降显著，期间费用率整体平稳，综合导致扣非净利率同比下滑 2.8pct 至 6.5%。

2025Q2 菜肴实现较快增长。2025Q2 分产品的收入/增速为：调制食品 17.5 亿元/-1.4%、菜肴 15.8 亿元/+26.05%、面米 5.83 亿元/-10.78%。2025Q2 分渠道的收入/增速为：经销 31.34 亿元/+1.6%、特通直营 3.28 亿元/+19.37%、商超 1.52 亿元/+7.98%、新零售及电商 3.91 亿元/+35.15%。我们认为公司今年在新品上的革新力度较大，嫩鱼丸、C 端烤肠等新品值得期待。另外公司在今年旺季前明确全面拥抱商超定制化，已经和沃尔玛、麦德龙、大润发、盒马鲜生等达成合作，新渠道的表现同样值得期待。

风险提示。需求较弱、市场竞争加剧、原材料成本波动等。

公司半年报点评：海信视像（600060）《业绩稳健增长，盈利能力显著提升》2025-08-26

本次评级：增持

目标价：29.25 元

现价：22.15 元

总市值：28905 百万

请务必阅读正文之后的免责条款部分

投资建议：公司业绩稳健增长，盈利能力持续改善。我们认为公司凭借在 ULED、激光显示等领域的技术领先优势，以及“海信+Vidda+东芝”的多品牌矩阵，有望在全球市场延续份额提升和结构优化的良好态势。我们维持 2025-2027 年盈利预测，预计 EPS 分别为 1.95/2.14/2.31 元，同比+13.2%/+9.7%/+8.0%。参考同行业给予公司 2025 年 15xPE，维持目标价至 29.25 元。维持“增持”评级。

蔡雯娟（分析师）
021-38676666
S0880521050002

曲世强（研究助理）
021-38676666
S0880123070132

谢丛睿（分析师）
021-38676666
S0880523090004

业绩简述：25H1 实现收入 272.31 亿元，同比+6.95%，归母净利润 10.56 亿元，同比+26.63%，扣非归母净利润 8.12 亿元，同比+26.57%；其中 25Q2 实现收入 138.55 亿元，同比+8.59%，归母净利润 5.02 亿元，同比+36.72%，扣非归母净利润 3.6 亿元，同比+36.67%

智慧显示终端业务高端化成果显著，新显示新业务多点开花。1) 智慧显示终端业务：2025H1，海信系电视全球出货量市占率达 14.38%，同比+0.57pct。中国市场零售额与零售量市占率分别达 29.96% 和 25.73%，均位居第一。线下高端市场（8000 元以上）零售额占有率达 43.15%，同比+3.03pct。Mini LED 零售额市占率 34.98%，同比+6.14pct。产品结构升级驱动增长，Mini LED 产品出货量同比+108.24%。2) 新显示新业务：2025H1 收入 34.34 亿元，同比+7.43%。激光显示：智能投影出货量同比+90%以上。商用显示：海外市场拓展迅速，海外收入同比增长 43%，其中 LED 显示海外业务规模同比增长约 157%。芯片业务：产业链垂直整合优势凸显，自研 RGB 光色同控 AI 画质芯片 H7 成功量产应用，背光芯片业务营收同比增长约 40%。AI+AR：前瞻布局 AI/AR 智能终端，开发 AI 智能耳机及轻量化 AI 眼镜，抢占下一代智能穿戴新赛道。

毛利率持续优化，销售费用同比提升。2025 年 H1 公司综合毛利率为 16.37%，同比提升 1.01pct。主要得益于公司坚定推进高端化战略，高毛利的 ULED、大尺寸及 Mini LED 产品占比提升，有效优化了产品销售结构。销售费用同比+23%，主要系公司围绕 2025 FIFA 世俱杯等全球顶级体育赛事 IP 开展整合营销，加大品牌建设和高端渠道投入，为长期全球化发展蓄力。

风险提示：面板价格波动、行业竞争加剧、显示业务需求回落。

公司公告点评：登康口腔（001328）《业绩稳步增长，电商放量超 80%高增》2025-08-26

本次评级：增持
目标价：52.65 元
现价：43.24 元
总市值：7445 百万

訾猛（分析师）
021-38676666
S0880513120002

杨柳（分析师）
021-38676666
S0880521120001

闫清徽（分析师）
021-38676666
S0880522120004

公司 Q2 业绩符合预期，毛利率维持上升趋势，产品结构持续升级，维持 2025-26 年 EPS 预测至 1.17、1.46、1.77 元，参考可比公司，考虑公司龙头地位及较高业绩兑现度，给予 2025 年估值溢价 45x 目标 PE，维持目标价 52.65 元，维持增持评级。

25Q2 业绩符合预期稳健高增，毛利率持续提升。2025H1 公司实现营收、归母、扣非 8.42、0.85、0.69 亿元，同比+19.7%、+17.6%、+25.7%，对应 25Q2 营收、归母、扣非 4.11、0.42、0.34 亿元，同比+20.1%、+19.7%、+24.0%，收入、利润均稳健高增符合预期。25Q2 公司毛利率 49.57%，同比+4.22pct 主要因医研系列高毛利大单品放量，环比 Q1 毛利率-5.94pct 预计主要因 Q2 电商促销影响毛利率。25Q2 销售费率 34.35%，同比+5.85pct 主要因电商平台投流等促销费用增加；管理费率 3.3%，同比-1.09pct；研发费率 3.48%，同比-0.04pct，归母净利率

李艺冰 (分析师)
021-38676666
S0880525050001

10.21%，同比-0.04pct 保持稳定。

电商增速超 80% 引领增长，线下渠道平稳。分地区/渠道看，25H1 公司电商及其他营收 3.25 亿，同比增长 81%，毛利率 60.35%，同比+11.28pct，成为主要增长驱动，预计主要因抖音“医研 7 天修护牙膏”大单品放量带动线上整体高增。倒算线下收入 5.17 亿元，同比-1.32%，其中东部、南部、西部、北部地区分别营收 1.16、1.45、1.45、1.10 亿元，分别-4.65%、+3.33%、-0.90%、-3.94%，南部、北部地区毛利率分别提升了 2.73、2.27pct 至 47.91%、45.47%，东部、西部地区微升至 44.27%、52.05%。

成人牙膏为主要增长驱动，口腔医疗与美容护理产品势头向好。分品类看，25H1 成人牙膏、成人牙刷、儿童牙膏、儿童牙刷、电动牙刷、口腔医疗与美容护理产品分别营收 6.77、0.83、0.38、0.15、0.07、0.21 亿元。分别+23%、+4.16、+1.15、-4.59%、+37.33%、+54.85%，主品类成人牙膏依然为增长支柱，同时新兴品类口腔医疗与美护产品快速增长，主要得益于公司逐步丰富牙齿脱敏剂、口腔抑菌膏、正畸护理系列等细分专业产品，进一步向口腔健康领域拓展。

风险提示：行业景气下行，新品不及预期，新兴渠道拓展受限。

本次评级：增持

目标价：48.00 元

现价：40.51 元

总市值：37464 百万

余伟民 (分析师)
021-38676666
S0880525040028

舒迪 (分析师)
021-38676666

S0880521070002

赵文通 (分析师)
021-38676666
S0880524030001

公司半年报点评：和而泰 (002402)《中报业绩高增，盈利能力持续修复》2025-08-26

维持“增持”评级，盈利修复超预期。公司 2025 年上半年业绩亮眼，实现营收 54.46 亿元 (YoY+19.21%)，归母净利润 3.54 亿元 (YoY+78.65%)，扣非归母净利润 3.47 亿元 (YoY+97.24%)。业绩高增主要系控制器主业稳健增长，同时子公司钺昌科技扭亏为盈并贡献显著利润增量。当前市场给予物联网及卫星通信行业的估值较高，Wind 物联网指数及国证商用卫星通信产业指数的 3 年 PE (TTM) 分位数已达到 100%，同时考虑到公司盈利能力拐点已现，子公司业绩进入高增通道，给予公司 2025 年高于行业平均估值 (51x) 的 60xPE，上调目标价至 48 元，维持“增持”评级。

盈利能力显著提升，降本增效成果显现。2025H1 公司整体毛利率同比提升 1.66pct，主要受益于产品与客户结构持续优化，以及高毛利的智能化产品与钺昌科技业务的快速发展。其中，智能化产品毛利率达 23.67% (YoY+3.33pct)，钺昌科技的主营产品 T/R 芯片毛利率达 68.04% (YoY+13.35pct)。同时公司费用管控成效显著，销售费用及管理费用增速 (分别为 10.77%/11.30%) 均低于营收增速 (19.21%)，共同推动归母净利率提升至 6.5% (YoY+2.2pct)。

控制器业务稳健增长，汽车电子蓄势待发。1) 家电业务作为基本盘，实现收入 35.63 亿元 (YoY+22.14%)，毛利率同比提升 0.94pct，为公司增长提供强劲支撑。2) 电动工具业务实现收入 5.35 亿元 (YoY+8.32%)，受益于大客户产品线突破，新客户项目稳步交付。3) 汽车电子业务实现收入 4.15 亿元 (YoY+5.20%)，增速因 Tier1 客户订单阶段性放缓而受影响，但公司持续获取整车厂 ODM 项目，为未来增长积蓄动力。4) 智能化产品业务实现收入 6.18 亿元 (YoY+9.92%)，毛利率水平持续提升，成为重要利润增长。

强化营运资金管理，经营性现金流大幅改善。2025 年上半年公司经营活动产

生的现金流量净额为 1.47 亿元，较 24H1 的-1.19 亿元实现大幅转正 (YoY+224.15%)。现金流状况显著改善主要得益于公司加强经营现金流管理，销售订单增加带来回款增加；同时积极推动库存消耗，在营收增长的同时期末存货较期初下降，减少了资金占用。

风险提示。贸易政策风险；市场竞争加剧风险。

公司半年报点评：昆药集团（600422）《国改进入深水区，争做银发健康引领者》2025-08-26

本次评级：增持

目标价：17.60 元

现价：14.89 元

总市值：11271 百万

余文心（分析师）

021-38676666

S0880525040111

郑琴（分析师）

021-38676666

S0880525040108

彭婷（分析师）

021-38676666

S0880525040080

张澄（分析师）

021-38676666

S0880525040130

维持“增持”评级。公司 25H1 收入 33.51 亿元，同比下降 11.68%，归母净利润 1.98 亿元，同比下降 26.88%，扣非归母净利润 1.51 亿元，同比下降 5.57%；25 单 Q2 收入 17.43 亿元，同比下降 6.68%，归母净利润 1.08 亿元，同比下降 22.96%，扣非归母净利润 0.79 亿元，同比增加 67.7%。公司短期受到渠道动能转换与集采落地进度影响，业绩有所承压，调整 2025-2027 年预测 EPS 为 0.80、0.93 与 1.14 元，参考行业平均估值，给予 2025 年 PE 为 22X，给予目标价 17.6 元，维持“增持”评级。

步入渠道动能转换期，销售端阶段性承压。25 年上半年受到医药零售行业加速产能出清、药店整合持续的影响，整体院外需求受到部分压制，同时公司自身渠道改革持续向重难点突破，此外全国中成药集采扩围续约执行落地晚于预期，导致整体销售阶段性承压。

品牌战略持续推进，渠道改革进入深水区。在品牌战略方面，公司“777”品牌提升品牌价值，昆中药“1381”启动战略升级并发布新品。在渠道战略方面，公司改革后销售模式预计将实现从分散控销到高度集约化、层级分明、分工明确的商道体系的转变。我们认为在深入持续的多维度改革下，公司有望迎来销售放量期。

持续推进研发创新，聚焦老龄健康赛道。公司秉承“小全面+差异化”的研发方针、以产业链贯通、植物药/天然药物为特色，搭建覆盖心脑血管、骨骼肌肉等核心老龄健康-慢病领域的创新研发管线。创新药研发方面，治疗非酒精性脂肪肝的 1 类创新药 KYAH01-2018-111 项目目前临床 I 期推进中；适用于缺血性脑卒中的天然药物 1 类新药 KYAZ01-2011-020 继续开展 II 期临床研究；其他包含实体瘤、自身免疫等领域的新药研发项目也在推进过程中。

风险提示。国企改革进度不及预期，产品销售不及预期。

公司半年报点评：锡业股份（000960）《25H1 业绩高增，资源优势持续巩固》2025-08-26

本次评级：增持

目标价：28.57 元

现价：20.41 元

总市值：33591 百万

请务必阅读正文之后的免责条款部分

于嘉懿 (分析师)
021-38676666
S0880522080001
刘小华 (分析师)
021-38676666
S0880523120003

维持“增持”评级。公司发布 2025 年 H1 业绩，实现归母净利 10.62 亿元，同比增长 32.76%；扣非后归母净利 13.03 亿元，同比增加 30.55%。2025Q2，公司归母净利为 5.62 亿元，同比增长 18.76%，环比增长 12.61%，扣非后归母净利 8.10 亿元，同比增长 16.60%，环比增长 64.04%。业绩符合预期。我们调整公司 2025-2027EPS 分别为 1.59/2.42/2.69 元(原为 1.59/2.43/2.72 元)，参考同行业公司，给予公司 2025 年 18 倍 PE，上调目标价至 28.57 元(原为 22.88 元)，维持“增持”评级。

Q2 扣非利润高增，轻装上阵促发展。2025 年 H1 公司计划对部分固定资产进行报废处置，影响归母净利约-2.7 亿元。扣除非经损益后、公司 Q2 季度归母净利实现高增，主要因公司产品市场价格上涨，以及聚焦精细化管理，多措并举降本增效。同时，公司资产负债率持续下降，25H1 较 24 年底下降 1.31pct 至 38.88%，净资产收益率同比提升 0.92pct 至 5.37%，轻装上阵，有助于公司谋求新的发展。

锡钨量增空间大，公司利润有望增厚。公司正在进一步加强对卡房矿区的资源勘查，后续有望围绕钨、锡等金属进行增储以及开采工作。同时公司也在努力加大对已有尾矿资源的综合利用、提升矿山价值创造能力。外部拓展方面，公司与兴业银锡、内蒙古赤峰市克什克腾旗政府签订了战略合作框架协议，后续在资源端或有深入的合作。随着产量增量的释放，公司利润有望增厚。

锡价中枢或持续抬升，布局优质资源的龙头。随着全球锡矿品位下滑，供给边际增量有限，且成本中枢上移；而需求端在人工智能发展、消费电子回暖背景下，有望维持较高景气度。供给偏紧，叠加全球锡资源端集中度较高，矿山的挺价意愿及能力上升，锡价有望持续上行趋势。作为具有丰富的矿山资源、一体化优势的龙头企业，锡业股份或将充分受益于价格中枢的抬升。

风险提示：锡价大幅波动、需求不及预期，项目进展不及预期等。

公司半年报点评：三全食品 (002216)《整体承压，新渠道值得期待》 2025-08-26

本次评级：增持
目标价：15.00 元
现价：11.72 元
总市值：10304 百万

訾猛 (分析师)
021-38676666
S0880513120002
颜慧菁 (分析师)
021-38676666
S0880525040022
程碧升 (分析师)
021-38676666
S0880525040031

陈力宇 (分析师)
021-38676666

投资建议：维持“增持”评级。我们预计 2025-2027 年 EPS 为 0.6/0.62/0.69 元，公司作为米面龙头，新品类、新渠道带来的增量可期，给与一定估值溢价，给予公司 2025 年 25 倍 PE，合理估值 15 元/股，维持“增持”评级。

25Q2 经营延续承压。2025H1 公司营收 35.68 亿元、同比-2.66%，归母净利 3.13 亿元、同比-5.98%，扣非净利 2.24 亿元、同比-16.61%。2025Q2 单季度营收 13.5 亿元、同比-4.39%，归母净利 1.05 亿元、同比+1.23%，扣非净利 0.6 亿元、同比-15.89%。2025H1 速冻行业终端需求依然偏弱，且存在以价换量的情形，我们预计公司为了保住份额，阶段性加大了市场投入，也直接导致了利润端较大的压力。

2025Q2 促销力度有所加大。2025Q2 毛利率同比-2.15pct 至 22.72%，主要系阶段性促销力度加大所致。2025Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别同比 -0.34/+1.1/-0.12/+0.17 至 12.72%/4.89%/0.62%/0.18%，其中管理费用率上升主要系建筑物维修费增长所致。

S0880522090005

2025H1 直营电商收入保持较快增长。2025H1 分产品的收入/增速为：面米制品 30.94 亿元/-1.5%、调制食品 3.94 亿元/-15%、冷藏及短保类 0.44 亿元/+44.49%。2025H1 分 BC 渠道的收入/增速为：零售及创新市场 29.47 亿元/-1.27%、餐饮市场 6.21 亿元/-8.79%。2025H1 分销售模式的收入/增速为，经销 26.67 亿元/-3.25%、直营 6.68 亿元/-5.37%、直营电商 1.98 亿元/+14.06%，其中直营电商的利润率改善明显、同比+4.12%，经销渠道逐步收缩费用投放力度、提升费效比。

拓展新渠道做增量。渠道端，2025 年公司抓住定制化产品趋势，开展“总对总”业务合作，全渠道推进产品定制化，与多家商超系统达成了合作，同时也重视商超渠道调改机遇，积极拓展增量。

风险提示。需求较弱、市场竞争加剧、原材料成本波动等。

本次评级：增持

目标价：14.84 元

现价：12.53 元

总市值：41470 百万

徐强（分析师）

021-38676666

S0880517040002

徐柏乔（分析师）

021-38676666

S0880525040113

吴志鹏（分析师）

021-38676666

S0880525070004

公司半年报点评：晶澳科技（002459）《25Q2 业绩环比改善，触底回升趋势显现》2025-08-26

投资建议：25Q2 公司已实现利润环比减亏，25H2 有望继续改善，根据员工持股计划草案，26 年净利润有望扭亏。我们预计公司 25-27 年的归母净利润分别为 -38.73/19.64/39.48 亿元，EPS 分别为 -1.17/0.59/1.19 元/股。参考可比公司，给予公司 2026 年 25xPE，目标价为 14.84 元，维持“增持”评级。

行业价格低迷导致上半年业绩受损。25H1，公司实现营业收入 239.05 亿元，同比下降 36.01%，归母净利润-25.8 亿元，扣非净利润-22.87 亿元。25Q2，实现营业收入 132.32 亿元，归母净利润-9.42 亿元，扣非净利润-8.81 亿元，亏损环比收窄，经营活动现金流净额 37.21 亿元，环比大幅改善。25 年上半年行业竞争持续加剧，各环节主要产品价格对比同期整体承压下行，同时国际贸易保护政策加剧，导致公司组件销售均价和盈利能力同比下降，经营业绩出现阶段性亏损。

推进全球化布局，启动港股上市工作。为进一步推动公司全球化发展战略，加快市场、供应链、资本三位一体的全球化建设，公司已启动发行境外上市外资股（H 股）股票并申请在香港联合交易所有限公司主板挂牌上市工作。通过优化全球物流网络布局，重塑多元化供应路径，可以降低贸易政策波动风险。

发布员工持股计划，26 年净利润有望转正。公司发布 2025 年员工持股计划草案，拟筹集资金总额上限为 2.58 亿元，在公司业绩考核层面，以 24 年的净利润为基数，25 年净利润减亏不低于 5%，26 年净利润为正。我们认为，26 年的业绩目标，体现了公司对行业反转和自身经营能力的信心，行业走出低谷的确定性越来越强，公司的成本管控能力也一直处于行业前列，有望率先走出困境。

风险提示：竞争加剧；行业需求下滑；政策风险；产能不达预期；技术进步不及预期。

海外报告：光大环境（0257）《分红稳步提升，释放乐观信号》

本次评级: 增持

目标价: 0.00 元

现价: 0.00 元

总市值: 0 百万

徐强 (分析师)

021-38676666

S0880517040002

邵潇 (分析师)

021-38676666

S0880517070004

2025-08-26

维持“增持”评级。我们维持对公司 2025-2027 年预测净利润分别为 40.48、41.82、42.88 亿港元，对应 EPS 0.66、0.68、0.70 港元。参考可比公司估值（表 1），给予公司 2026 年 8.3 倍 PE，对应目标价 5.64 港元，公司分红稳步提升逻辑开始兑现，未来分红潜力持续释放可以预期，驱动公司价值重估。

业绩略超预期，建造收入大幅下降，运营稳健增长，供热量快速提升。1) 2025H1 实现收入 143.04 亿 HKD，同比下滑 8%；归母净利润 22.07 亿 HKD，同比下滑 10%；建造收入大幅下降以及汇兑损失导致业绩下滑。2) 分业务收入来看：①运营服务收入同比增加 5%至 99.43 亿 HKD，其中环保能源、环保水务、绿色环保运营服务收入分别同比增加 6%、13%、1%至 51.42、14.77、31.89 亿 HKD；②建造服务收入同比减少 49%至 18.44 亿 HKD，建造服务收入占比下降至 13%，其中环保能源、环保水务及绿色环保建造服务收入分别同比下降 70%、17%、74%至 5.39、12.38、0.46 亿 HKD。3)运营服务占比提升带动综合毛利率同比提升 5.53pct 至 44.26%，净利润率同比改善 0.84pct 至 19.44%。资产负债率同比下降 0.97pct 至 63.30%。4) 经营数据方面：2025H1 公司生活垃圾处置量同比增 2%至 2857 万吨，入炉吨发同比提升 3%至 460 度，厂用电率同比下降 0.3pct 至 14.7%，经营效率有所提升；对外热蒸汽供应量同比增长 39%，供热量快速增长。

分红稳步提升，释放乐观信号。2025H1 公司 DPS 0.15 港元，2024 年同期 0.14 港元（2023 年同期也为 0.14 港元），DPS 同比提升 7%。2025H1 分红比例达 41.76%，2024H1 为 35%，24 全年 41.84%。整体来看，在业绩下滑的背景下，公司派息总额稳中有升，释放出乐观信号，未来分红潜力持续释放可以预期。

资本开支缩减，自由现金流持续改善。随着建造收入大幅下降，新增项目减少（2025H1 新增生活垃圾项目仅 3000 吨），公司资本开支维持收缩，自由现金流向好趋势不变。

风险提示：国补回收低于预期、分红不及预期、项目运营低于预期。

公司跟踪报告：匠心家居（301061）《美国关税影响或有限，重视回调后投资机会》2025-08-26

本次评级: 增持

目标价: 123.31 元

现价: 103.42 元

总市值: 22502 百万

刘佳昆 (分析师)

021-38676666

S0880524040004

毛宇翔 (分析师)

021-38676666

S0880524080013

调整盈利预期，维持“增持”评级。我们调整公司盈利预期，预计公司 2025-2027 年 EPS 为 4.11/5.37/6.47 元（前值 4.11/5.38/6.50 元），参考行业估值水平，考虑公司自有品牌以及店中店新业态模式赋予的估值溢价，给予公司 2025 年 30X PE，上调目标价至 123.31 元，维持“增持”评级。

产业链特性决定制造回流难度大。近期公司股价波动，系特朗普近期表示将启动对进口家具关税调查。我们认为功能软体产业特点在于产业链条长，且劳动密集，单纯征税难以实现制造回流。公司作为具备稀缺性的海外优质产能，兼具品牌及渠道力，预计实际影响有限。此外，加税预期可能会推动三季度下游加速补库，美国降息也有望进一步助推订单景气度。关注短期股价回调后的投资机会。

床垫产业复盘指示本土替代能力有限。通过专题梳理美国家居行业，复盘床

垫反倾销，进口比例仍有提升，印证制造回流难度，且功能软体产业链相对床垫的自动化程度更低，本土与海外供应链生产成本差异更大。

优质制造资产稀缺性突出。面对外部形式变化，公司通过海外供应链产能，灵活调整出货节奏与资源配置。此外，公司通过持续的研发投入和产品优化，高附加值产品的销售占比稳步提升，带动整体毛利率改善，进一步提升盈利能力。此外，公司持续推进精细化管理，优化供应链与成本控制体系，有效降低运营成本，提升整体经营效率。

风险提示：下游需求不及预期，原材料价格持续上涨。

公司半年报点评：新澳股份（603889）《H1 羊绒纱驱动收入增长，毛精纺毛利率改善》 2025-08-26

本次评级：增持

目标价：7.89 元

现价：6.18 元

总市值：4514 百万

盛开（分析师）

021-38676666

S0880525040044

曹冬青（分析师）

021-38676666

S0880524080001

投资建议：考虑到 Q2 收入、归母净利均承压，我们调整 2025-2027 年 EPS 预测为 0.62/0.7/0.78 元（调整前分别为 0.62/0.70/0.79 元）。给予 2025 年 12.7 倍 PE，维持目标价 7.89 元，维持“增持”评级。

Q2 收入、净利略有下降，汇兑实现正向贡献。2025H1 公司收入为 25.5 亿元，同比下降 0.08%，归母净利为 2.71 亿元，同比增长 1.67%，扣非归母为 2.68 亿元，同比增长 3.16%，毛利率为 22.24%，同比增长 1.4pct，净利率为 10.59%，同比增长 0.18pct，财务费用同比减少 85.19%，主要由于受外币汇率波动影响，2025H1 实现汇兑收益 1632.35 万元（2024H1 为汇兑损失 932.57 万元）。2025Q2 收入为 14.52 亿元，同比下降 0.4%，归母净利为 1.69 亿元，同比下降 0.41%，扣非归母为 1.67 亿元，同比增长 0.46%，毛利率为 22.2%，同比增长 0.67pct，净利率为 12.47%，同比增长 0.23pct。

H1 羊绒纱线收入引领增长，毛精纺毛利率显著改善。H1 公司毛精纺收入 14.3 亿元，同比下降 3.1%，我们分析与关税、终端消费偏弱有关，毛利率 28.8%，同比增长 1.7pct，我们分析主要与公司竞争力较强，得益改善产品结构有关；羊绒纱线收入 7.86 亿元，同比增长 16.0%，毛利率 13.5%，同比下降 0.7pct，毛条收入 3.03 亿元，同比下降 16.0%，毛利率 6.23%，同比增长 0.8pct。

产能扩张持续推进，强化多地交付能力。公司在浙江基地、宁夏基地、英国苏格兰以及越南西宁省等设有 8 家生产型企业，2025H1 越南 5 万锭产能中一期 2 万锭逐步投产；宁夏 2 万锭产能已完成安装调试工作，预计 H2 陆续释放产能；子公司英国邓肯实现外部投资者引进，增厚资金实力，加速升级高端羊绒纺纱产线

风险提示：关税对终端消费影响超预期，新工厂爬坡不及预期

海外报告：绿茶集团（6831）《发力外卖业务，经营效率提升》

本次评级：增持

目标价: 0.00 元
现价: 0.00 元
总市值: 0 百万

2025-08-26

投资建议: 维持增持评级。预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.96/6.30/7.99 亿元, 同比+42%/+27%/+27%, 参考同行业可比公司估值, 给予公司 2025 年 17xPE, 目标价 13.67 元。

刘越男 (分析师)
021-38676666
S0880516030003
宋小寒 (分析师)
021-38676666
S0880524080011

业绩简述: 2025H1 收入 22.90 亿元/同比+23.1%, 归母净利润 2.34 亿元/同比+34.1%, 经调整净利润 2.51 亿元/同比+40.4%, 经调整净利率 11.0%/同比+1.4pct。

翻台率同比正增, 发力外卖业务。①收入拆分: 2025H1 餐厅经营收入 17.58 亿元/同比+13%, 外卖收入 5.24 亿元/同比+74%, 外卖占比 22.9%/同比+6.7pct。②门店数: 截至 2025H1 门店数 502 家/同比+29%/上半年净增 37 家。③同店销售: 2025H1 同店销售同比-1.7%, 其中华东/广东/华北/其他分别 -1.9%/+1.1%/-1.5%/-3.4%。④翻台率: 2025H1 整体翻台率 3.10 次/同比+0.05 次。⑤人均消费: 2025H1 人均消费 55.5 元/同比-4.5%。

门店小型化发展, 经营效率提升。2025H1 原材料成本 30.3%/同比-1.4pct, 主要由于产品开发创新、规模经济、完善采购中心提高议价能力; 员工成本 25.8%/同比持平; 使用权资产折旧 4.8%/同比-0.5pct, 主要由于二三线及以下占比提高, 以及品牌影响力提升、对商场议价能力提升; 其他租金 2.1%/同比+0.2pct; 其他资产折摊 4.9%/同比-0.9pct, 主要由于优化装修及设备初始投资成本, 及餐厅经营效率提升; 外卖业务开支 3.8%/同比+1.1pct。

风险提示: 消费需求疲软, 行业竞争加剧, 食品安全问题。

本次评级: 增持
目标价: 0.00 元
现价: 0.00 元
总市值: 0 百万

海外报告: 海底捞 (6862)《外卖与多品牌发力, 期待同店销售回暖》2025-08-26

投资建议: 维持增持评级。预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 41.34/47.12/53.28 亿元, 同比-12%/+14%+13%, 参考可比公司估值, 给予公司 2025 年略高于行业平均的 22xPE, 目标价 17.70 港元 (按 1 港元=0.92 元人民币)。

刘越男 (分析师)
021-38676666
S0880516030003
宋小寒 (分析师)
021-38676666
S0880524080011

业绩简述: 2025H1 收入 207 亿元/同比-3.7%, 归母净利润 17.59 亿元/同比-13.7%, 归母净利率 8.5%/同比-1.0pct, 核心经营利润 24.08 亿元/同比-14.0%。中期股息每股 0.338 港元 (相当于人民币 0.309 元), 分红率 95%。

2025H1 主品牌同店销售承压, 红石榴计划持续推进。①收入拆分: 海底捞餐厅收入 185.80 亿元/同比-9.0%, 外卖收入 9.28 亿元/同比+59.6%, 其他餐厅收入 5.97 亿元/同比+227.0%, 加盟业务收入 0.91 亿元。②门店数: 截至 2025H1 自营海底捞门店数 1322 家/同比-1.6%/上半年净减少 33 家, 加盟海底捞门店数 41 家/上半年净增 28 家; 截至 2025H1 焰请门店数 70 家, 上半年新开 46 家。③同店销售: 2025H1 同店销售同比-9.9%。④翻台率: 2025H1 整体翻台率 3.8 次/同比-0.4 次/同比-9.5%, 同店翻台率趋势一致。⑤人均消费: 2025H1 人均消费 97.9 元/同比+0.5%。

发力外卖业务、提升顾客体验，对成本费用率形成一定压力。2025H1 原材料成本率 39.8%/同比+0.8pct，主要由于提升顾客体验而增加了菜品和物料耗用；员工成本率 33.8%/同比+0.5pct，主要由于固定人工成本占比提高；租金、水电费用率持平；折摊占比 5.6%/同比-0.6pct，主要由于折摊到期减少；其他开支占比 5.2%/同比+1.1pct，主要由于外卖相关推广及支持费用增加以及营销多元化。

风险提示：开店不及预期，同店下滑明显，消费需求疲软。

公司半年报点评：宇通客车（600066）《大中客跑赢行业周期，连续两年年内分红》 2025-08-26

本次评级：增持

目标价：37.43 元

现价：27.92 元

总市值：61813 百万

刘一鸣（分析师）

021-38676666

S0880525040050

张予名（研究助理）

021-38676666

S0880125042241

周逸洲（分析师）

021-38676666

S0880525070023

上调目标价至 37.43 元，维持“增持”评级。我们认为，作为客车龙头和新能源客车出海龙头，宇通客车有长期价值成长机会。预计公司 2025/26/27 年 EPS 分别为 2.20 (+0.06) / 2.66 (+0.22) / 3.07 (+0.30) 元。考虑到公司为行业龙头，给予公司 2025 年 17 倍 PE，对应目标价 37.43 元（原为 36.34 元），维持“增持”评级。

公司发布 2025 年半年报，上半年归母净利润保持增长。2025 年上半年公司实现营收 161.29 亿元，同比-1.26%，归母净利润 19.36 亿元，同比+15.64%；毛利率为 21.33%，同比-4.26pct，净利率为 12.23%，同比+1.91pct，ROE 为 14.69%，同比+0.97pct。

大中客海内外均跑赢行业周期。1) 持续领跑国内大中客，跑赢行业周期。据客车信息网统计，2025 年上半年，国内大中型（7 米以上）客车市场累计销量为 25379 辆，同比-9.22%，6 月销售 6200 辆，同比 10.89%，环比 71.60%；其中，宇通客车上半年累计大中客销售 11579 辆，同比降幅低于行业，6 月销售 2895 辆，同比增长 12.12%，环比 82.88%。就国内大中客市场来看，无论是上半年整体销量下行，还是 6 月边际复苏，公司均跑赢行业周期，以 6 月单月 46.69% 的市占率持续领跑行业。2) 海外跑赢行业增速，加速进入收获期。据客车信息网最新数据显示，2025 年上半年中国大中型客车出口总量达 25396 辆，同比增长 16.51%，6 月单月，行业大中型客车出口 5757 辆，同比 29.72%，环比 25.56%，其中，宇通大中型客车出口 2103 辆，同比增长 33.19%，环比 129.33%，同环比均高于行业增速。公司实现由“产品输出”走向“技术输出和品牌授权”的业务模式升级，加速海外市场进入收获期。

连续两年年内分红，持续回报股东。根据公司《2025 年半年度利润分配方案公告》，公司向全体股东每 10 股派发现金股利 5 元（含税），合计派发现金红利 11 亿元（含税），占归母净利润比例为 57.19%。加上 2024 年三季度现金分红，公司已连续两年在年内进行分红，持续回报股东。公司财报显示其货币资金与交易性金融资产合计达 99.2 亿元，为持续高分红提供坚实保障。

风险提示：乘用车产销不及预期，原材料价格大幅上涨。

公司半年报点评：涛涛车业（301345）《盈利能力显著提升，电动高尔夫球车加速突破》 2025-08-26

本次评级：增持

目标价：221.55 元

现价：189.99 元

总市值：20639 百万

肖群稀（分析师）

021-38676666

S0880522120001

丁嘉一（研究助理）

021-38676666

S0880125042233

投资建议。上调公司 2025/2026/2027 年 EPS 为 6.33/7.59/9.34 元，参考可比公司 2025 年平均估值 PE 为 21.71 倍，考虑到公司海外产能布局完善、机器人业务有望打开新增量空间,给予公司 2025 年 35 倍 PE，上调目标价至 221.55 元，维持增持评级。

公司公告 2025 年半年报。公司 2025 年 H1 实现营收 17.13 亿元（同比+23.19%），归母净利 3.42 亿元（同比+88.04%）；2025Q2 实现营收 10.74 亿元（同比+23.33%，环比+68.01%），归母净利 2.56 亿元（同比+95.25%，环比+196.96%）。盈利能力显著提升，2025H1 毛利率/净利率分别为 39.99%/19.97%（同比+4.08pct/+6.89pct），2025Q2 为 41.64%/23.84%（同比+6.65pct/+8.78pct，环比+4.16pct/+14.05pct）。

智能电动低速车与特种车双轮驱动增长，电动高尔夫球车加速突破。分板块来看：1)智能电动低速车 25H1 实现营收 11.52 亿元（同比+30.65%），毛利率 45.26%（同比+6.62pct），其中，公司电动高尔夫球车已在球场用车场景实现导入，完成首批 2 家球场落地，为后续专用车型规模化拓展奠定基础。同时，公司于 2025 年 7 月推出第二品牌“TEKO”，首台车辆已在得州工厂下线，定位北美增量市场，有望与现有品牌形成差异化布局，开启成长新曲线。2)特种车 25H1 实现营收 4.90 亿元（同比+8.22%），毛利率 30.71%（同比-1.44pct），全地形车业务进入加速阶段，DENAGO 品牌加快渗透北美渠道，已拓展超 100 家经销商，在北美以外市场持续巩固领先优势。

前瞻布局机器人等新兴赛道，加速主营业务智能化升级。公司依托深耕北美近 20 年的本土化运营能力，支撑自身新赛道落地，同时赋能国内机器人企业出海。研发端，公司在国内筹建张江、重庆双研究院，并成立全资子公司上海极帜智能；海外同步推进美国前沿技术孵化团队建设，形成“国内研发+海外创新”的双轮驱动。目前已与 K-SCALE、开普勒机器人、宇树科技等达成合作，推动销售拓展、场景探索与产品二次开发落地。

风险提示。下游需求波动风险、新品放量不及预期风险

公司半年报点评：均胜电子（600699）《上半年稳中有进，新兴业务多点突破-》 2025-08-26

本次评级：增持

目标价：24.48 元

现价：21.01 元

总市值：29323 百万

刘一鸣（分析师）

维持“增持”评级，给予目标价 24.48 元。我们预计 2025-2027 年 EPS 分别为 1.12/1.36/1.62 元，参考可比公司估值，给予公司 2026 年 18 倍 PE，对应目标价 24.48 元，维持增持评级。

021-38676666
S0880525040050
房乔华 (分析师)
021-38676666
S0880525040065

公司发布 2025 年半年报，业绩稳中有进，盈利能力显著回升。2025 年上半年公司实现营收 303.47 亿元，同比+12.07%，归母净利润 7.08 亿元，同比+11.13%，扣非后归母净利润 7.06 亿元，同比+10.53%；毛利率为 18.15%，同比+2.64pct，上半年公司业绩稳中有进。分单季度看，2025Q2 公司实现营业收入 157.71 亿元，同比+14.27%，环比+8.20%，实现归母净利润 3.67 亿元，同比+11.18%，环比+7.85%；毛利率为 18.39%，同比+2.89pct，环比+0.49pct，净利率为 2.33%，同比-0.06pct，环比-0.01pct。

毛利率持续回升，海外提升明显。在收入结构方面，2025 上半年汽车安全业务实现营业收入 189.77 亿元，同比+1.13%，毛利率为 15.93%，同比+1.99pct，汽车电子实现营业收入 83.56 亿元，同比+2.73%，毛利率为 21.54%，同比+2.17pct。分地区来看，海外地区国内上半年实现毛利率 19.34%，同比+1.01pct，海外上半年毛利率 17.81%，同比+3.03pct。我们认为上半年公司毛利率持续优化，海外地区毛利率提升显著，主要由于海外地区供应链持续优化、运营效率不断提升，随着后续关键零部件国产化替代、气体发生器自主生产比例提升等措施落地，我们预计公司毛利率有望持续提升。

汽车智能化与机器人等新兴业务持续突破。在汽车智能化方面，公司推出域融合控制器、区域控制器等创新升级产品；获得多个智能辅助驾驶相关订单，与 Momenta 强强联合，新获某知名自主品牌的高阶智能辅助驾驶域控项目定点。在人形机器人方面，公司定位“汽车+机器人 Tier1”，成立专门具身智能机器人公司，为国内外客户提供包括大小脑控制器、能源管理模块、高性能机身机甲材料等关键零部件以及机器人头部、胸腔总成等软硬件一体化解决方案，积极推进新产品研发和商业化落地。核心产品主要客户包括海外机器人头部企业、国内机器人头部公司智元机器人、银河通用等。

风险提示。汽车行业景气度下行；海外业务恢复不及预期；原材料价格大幅波动；新产品进度不及预期。

公司半年报点评：今世缘(603369)《调整，再出发》2025-08-26

本次评级：增持

目标价：55.51 元

现价：44.55 元

总市值：55545 百万

訾猛 (分析师)

021-38676666

S0880513120002

颜慧菁 (分析师)

021-38676666

S0880525040022

李耀 (分析师)

021-38676666

S0880520090001

李美仪 (分析师)

021-38676666

维持“增持”评级，维持目标价 55.51 元。结合公司短期经营表现及产业趋势，下修盈利预测，预计 2025-27 年 EPS 分别为 2.30 元、2.51 元、2.67 元（前值分别为 2.91 元、3.08 元、3.28 元）；考虑到公司业绩修复可能，以及市场无风险收益率下行等因素，并考虑估值切换，给予 2026 年 22.12X 动态 PE，维持目标价 55.51 元。

2025Q2 公司迈入渠道调整阶段。2025Q2 公司实现收入 18.25 亿元、净利润 5.85 亿元，分别同比-26.69%、-37.06%，收入端下滑主要系消费力寻底导致的渠道去库；分产品看，2025Q2 特 A+/特 A/A 类产品收入分别-32%/-28%/-40%，分区域看，淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海/省外收入分别-30%/-34%/-39%/-19%/-39%/-45%/-18%，呈现全局性调整。

渠道调整致使盈利能力阶段性波动。2025Q2 公司毛利率同比下降 0.2pct 至 72.8%，去库期间针对性补贴提升，期间销售、管理费用率分别同比提升 6.8pct/1.7pct，对盈利能力有挤压，公司 2025Q2 归母净利率同比回落 3.7pct 至 31.6%。

S0880524080002

苗欣 (分析师)

021-38676666

S0880525070010

份额逻辑优先, 公司有望率先迎来业绩修复。我们认为白酒作为顺周期消费呈现明显的库存周期特征, 去库是趋势, 展望后续, 白酒商品属性持续向快消品靠拢, 今世缘具备份额逻辑, 有望率先迎来业绩修复。

风险因素: 食品安全、产业政策调整等。

本次评级: 增持

目标价: 8.12 元

现价: 6.96 元

总市值: 8352 百万

黄涛 (分析师)

021-38676666

S0880515090001

邓铨琦 (分析师)

021-38676666

S0880523050003

公司半年报点评: 恒源煤电 (600971)《价减本增拖累业绩, 压力最大时刻已过》2025-08-26

下调盈利预测, 上调目标价, 增持评级。公司公布 2025 年半年报, 2025H1 公司实现总营业收入 23.77 亿元, 同比下降 38.94%; 归母净利润-1.29 亿元 (去年同期为 7.58 亿元), 其中 Q2 归母净利-1.56 亿元。鉴于 2025 年二季度煤价跌幅较大, 下调公司 2025~2027 年 EPS 至 0.29、0.51、0.60 (原 0.58、0.66、0.75) 元。考虑到当前处于周期底部, 后续煤价上涨公司业绩弹性较大, 给予公司 2025 年 28 倍 PE, 上调目标价至 8.12 (原 7.81) 元, 维持增持评级。

2025Q2 产销量明显恢复。1)2025H1 公司原煤产量 476.82 万吨, 同比-3.51%, 商品煤产量 354.97 万吨, 同比-7.74%, 商品煤销量 337.68 万吨, 同比-13.00%, 煤炭产销量下滑主因 2024H1 高基数以及 2025H1 市场需求较差影响。2)2025Q2, 公司原煤产量 240.20 万吨, 同比+0.19%, 环比+1.51%, 商品煤产量 179.62 万吨, 同比-5.41%, 环比+2.44%, 商品煤销量 177.65 万吨, 同比-9.59%, 环比+11.01%。公司 Q2 产销量环比明显恢复。

煤价下跌拖累业绩, 当前焦煤价格已触底反弹, 压力最大时刻已过。2025H1 公司平均销售均价为 662 元/吨, 同比下降 293 元/吨, 销售成本 567 元/吨, 同比升高 9 元/吨, 吨毛利为 95 元/吨, 同比下降 301 元/吨。2025Q2 公司平均销售均价为 635 元/吨 (同比-171.5 元/吨, 环比-57 元/吨), 销售成本 572 元/吨 (同比+53 元/吨, 环比+11 元/吨), 吨毛利为 63 元/吨 (同比-224.5 元/吨, 环比-67 元/吨), 受炼焦煤供需宽松影响, 焦煤价格大幅下跌拖累业绩。公司焦煤长协对标价格安徽焦煤车板价 2025Q1 均价为 1675 元/吨, Q2 进一步下跌至 1416 元/吨, 8 月已回涨至 1460 元/吨, 我们判断 Q2 即是公司业绩底, 下半年业绩有望环比提高, 压力最大时刻已过。

发电业务逐步拓展。公司合并报表的火电装机规模较小, 仅 66MW, 另外参股钱营孜发电, 一期装机规模 2×350MW, 二期装机规模 1×1000MW 已于 2025 年 2 月并网, 持股比例 50%, 将在 2025 年贡献公司业绩; 参股国能宿州热电有限公司 (装机规模 2×350MW), 持股比例 21%。

风险提示: 煤价超预期下跌, 产销量不及预期。

金融工程周报: 《大额买入与资金流向跟踪

郑雅斌 (分析师)

021-38676666

S0880525040105

张耿宇 (分析师)

021-38676666

S0880525040078

(20250818-20250822)》2025-08-26

个股大额买入跟踪与净主动买入跟踪。近5个交易日大额买入排名前5的个股为：吉林高速、仁和药业、科森科技、龙江交通、山东钢铁；近5个交易日净主动买入排名前5的个股为：长久物流、东尼电子、海澜之家、青山纸业、力聚热能。(本周报中，近5个交易日特指20250818至20250822。)

行业大额买入与净主动买入跟踪。近5个交易日大额买入排名前5的中信一级行业为：非银行金融、钢铁、银行、综合、房地产；近5个交易日净主动买入排名前5的中信一级行业为：非银行金融、计算机、电子、通信、国防军工。

ETF大额买入跟踪与ETF净主动买入跟踪。近5个交易日大额买入排名前5的ETF为：广发中证全指医药卫生ETF、华泰柏瑞上证科创板50ETF、华泰柏瑞红利低波ETF、工银深证红利ETF、华夏国证半导体芯片ETF；近5个交易日净主动买入排名前5的ETF为：鹏华中证细分化工产业主题ETF、国泰中证畜牧养殖ETF、嘉实中证稀土产业ETF、易方达国证机器人产业ETF、富国中证旅游主题ETF。

风险提示。因子失效风险，模型误设风险，市场系统性风险。

郑雅斌 (分析师)

021-38676666

S0880525040105

罗蕾 (分析师)

021-38676666

S0880525040014

卓泮莹 (分析师)

021-38676666

S0880525040128

金融工程周报：《风格 Smart beta 组合跟踪周报

(2025.08.18-2025.08.22)》2025-08-26

上周，各风格均衡50组合持续跑赢50组合。其中，小盘均衡50组合获得较优超额，周收益率达4.60%，相对国证2000的超额为1.13%。风格层面，价值、成长及小盘风格的周收益率分别为1.67%、4.59%及3.47%，成长占优。具体来看：

价值 Smart beta 组合表现。上周(2025年08月18日至2025年08月22日，下同)，价值50组合、价值均衡50组合的周收益率分别为0.81%、1.76%。今年以来(2025年01月01日至2025年08月22日，下同)，价值50组合、价值均衡50组合的年收益率分别为14.85%、16.47%。

成长 Smart beta 组合表现。上周，成长50组合、成长均衡50组合的周收益率分别为3.77%、4.07%。今年以来，成长50组合、成长均衡50组合的年收益率分别为13.75%、19.81%。

小盘 Smart beta 组合表现。上周，小盘50组合、小盘均衡50组合的周收益率分别为2.86%、4.60%。今年以来，小盘50组合、小盘均衡50组合的年收益率分别为44.89%、41.06%。

风险提示：市场环境变动风险，有效因子变动风险。

专题研究：《海外“类滞胀”环境下的利率定价经验：价格优先，经济滞后》2025-08-26

王一凡（分析师）

021-38676666

S0880524120001

唐元懋（分析师）

021-38676666

S0880524040002

当通胀和经济增长背离的时候，全球债市首先定价通胀而非经济增长。新兴市场对通胀冲击更敏感，利率定价逻辑偏向价格而非增长，高通胀时融资成本短期急升但不意味需求扩张，分化主要体现在期限结构与资产类别对通胀的敏感度差异。利率曲线陡峭化与反弹持续时间受政策滞后性、全球风险情绪与本地市场韧性影响，短端利率随通胀缓和而下行，长端则因财政压力与预期调整维持高位。融资成本高企反而抑制信贷与投资，经济修复需待通胀受控与政策放松，资产定价在滞胀阶段以通胀为主轴。

过去十年，全球多次出现“通胀上行但增长放缓”的类滞胀现象，其成因主要来自供给端冲击（如地缘动荡、疫情、供应链断裂）与需求恢复乏力并存，导致价格与增长持续背离。特别是疫情后，财政刺激与货币宽松虽托底需求，但生产瓶颈和劳动供给不足推升商品和服务价格，通胀“粘性”凸显，全球呈现“高通胀+低增速”格局，对货币政策形成持续压力。对债市与期限利差的影响在于：通胀名义粘性与实际增速回落并存，迫使货币政策更趋“久高不下”，长端利率受“财政供给压力+中性利率上移预期”支撑而反复重定价；对权益与信用而言，盈利对量的依赖上升、估值对实质利率敏感度提高，资产价格波动加剧。

拉美新兴市场特征——滞胀：巴西、墨西哥、土耳其、南非。这类国家的央行往往被迫大幅加息，实施价格优先的货币政策，导致短端利率高于经济增长水平，长端利率补偿通胀和风险溢价需求强烈。以巴西、墨西哥、土耳其、南非为代表的典型经济滞胀表现为 GDP 增速显著下滑而 CPI 与 PPI 大幅攀升，央行被迫大幅加息以抑制通胀，政策利率往往高于经济增长水平，长端利率则需补偿通胀与风险溢价。由于基本面疲弱，政策空间有限，市场利率与债券收益率高度贴紧通胀波动，资产价格波动剧烈。随着外围流动性环境变化，相关国家股市与债市表现分化，整体恢复动力较弱，经济复苏更多依赖通胀回落与外部环境改善，而非内生增长动能。

亚洲新兴市场特征——需求韧性、温和通胀：印度、印尼。相较拉美，亚洲新兴市场在滞胀阶段展现更强的增长韧性与通胀弹性。货币政策更为灵活，央行在抑制通胀的同时兼顾支持增长，利率调整紧跟通胀变化。债券收益率以通胀为核心锚定，滞胀期间利率保持高于经济增速，但随全球流动性改善或外资回流，资产价格修复弹性较强。整体而言，股债表现与外部资金流向及高频利率波动密切相关，外部环境变化对市场修复影响显著。

东亚发达市场特征——温和滞胀：日本、韩国。日本、韩国等东亚发达经济体滞胀特征表现为“低增长+温和通胀”，通胀压力主要来自外需波动与进口商品价格上涨，本地政策更侧重金融稳定与通胀预期管理。韩国以防御性加息为主，利率曲线定价与通胀联动，但幅度有限；日本则处于长期低利率环境，利率上行主要由通胀预期推动，资产价格变化更多受全球资金行为影响。整体上，相关国家资本市场情绪受压，但短期利率快速反应通胀，长期利率则更多锚定政策预期与外部流动性。

风险提示：海外利率波动超预期，海外债市系统性风险。

英文报告: 《GTHT MORNING BRIEF 20250827》2025-08-27

汤蔚翔 (分析师)

021-38676666

S0880511010007

Contents

Top Recommendations

- Goertek (002241): OW, TP@RMB43.05 ↑

Latest Reports

- Haidilao (6862.HK): OW, TP@HKD17.70
- Yutong Bus (600066): OW, TP@RMB37.43 ↑
- Everbright Environ (0257.HK): OW, TP@HKD5.64
- Yunnan Tin (000960): OW, TP@RMB28.57 ↑
- Heli (600761): OW, TP@RMB22.24
- Taotao Vehicles (301345): OW, TP@RMB221.55 ↑
- King' s Luck Brewery (603369): OW, TP@RMB55.51
- Joyson Electronic (600699): OW, TP@RMB24.48
- Hisense Visual (600060): OW, TP@RMB29.25
- Hangzhou Oxygen (002430): OW, TP@RMB26.72
- Anjoy Foods (603345): OW, TP@RMB103.50
- Dencare (001328): OW, TP@RMB52.65
- H&T Intelligent Control (002402): OW, TP@RMB48.00 ↑

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号

邮编 200011

电话 (021) 38676666