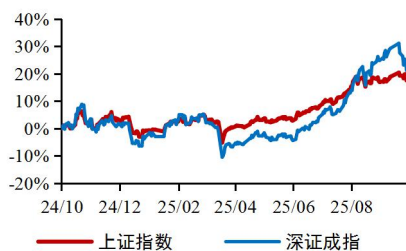


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 10 月 20 日 星期一

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	3,839.76	-1.95
深证成指	12,688.94	-3.04
沪深 300	4,514.23	-2.26
中小板指	7,815.57	-2.96
创业板指	2,935.37	-3.36
科创 50	1,363.17	-3.77

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】

【公司评论】海光信息(688041.SH)：海光信息（688041.SH）：Q3 收入超预期，CPU 和 DCU 产品持续突破

【行业评论】sac-TMT ESMO 更新：后线 HR+/HER2-乳腺癌和 EGFR NSCLC OS 获益优异

【今日要点】

【公司评论】海光信息(688041.SH)：海光信息（688041.SH）：Q3 收入超预期，CPU 和 DCU 产品持续突破

方闻千 fangwenqian@szxq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

➤ 10 月 15 日，公司发布 2025 年三季报，其中，2025 年前三季度公司实现收入 94.90 亿元，同比高增 54.65%，前三季度实现归母净利润 19.61 亿元，同比增长 28.56%，实现扣非净利润 18.17 亿元，同比增 23.18%；2025 年第三季度公司实现收入 40.26 亿元，同比高增 69.60%，三季度实现归母净利润 7.60 亿元，同比增 13.04%，实现扣非净利润 7.27 亿元，同比增长 10.56%。

➤ 事件点评

➤ **Q3 收入增长提速，合同负债维持高位将支撑公司未来收入保持高增。**公司与整机厂商、生态伙伴在重点行业和重点领域持续深化合作，加速客户端导入，推动高端处理器产品加快市场拓展，进而推动公司今年以来营收保持高速增长。而受产品结构优化及原材料价格等因素影响，2025 年前三季度公司毛利率为 60.10%，较上年同期降低 5.54 个百分点。在利润端，随着公司持续加大研发和销售投入力度，今年前三季度研发和销售费用分别同比增长 42.55%和 175.28%。2025 年前三季度，公司净利率为 29.93%，较上年同期降低 4.40 个百分点。此外，截至 25 年 9 月底，公司合同负债金额为 28.00 亿元，表明仍存在大量新签合同的预收货款，预计将在未来几个季度内逐步转化为收入；而截至 25 年 9 月底，公司存货金额达 65.02 亿元，较 25 年 6 月底的 60.13 亿元进一步增加，公司积极备货彰显未来经营信心。

➤ **CPU 和 AI 芯片国产替代加速背景下，公司有望凭借领先的产品力持续突破。**其中，1）在 CPU 领域，随着信创中期节点临近，各行业正加快对国产 CPU 的采购，而公司 CPU 产品凭借领先的综合性能及 x86 生态优势，接连获得下游客户的采购大单，包括工商银行的 30 亿元海光芯片服务器订单、中国联通 2025 年通用服务器集采项目（其中海光服务器预算 27.82 亿元）；2）在 AI 芯片领域，受中美科技博弈持续的影响，AI 芯片国产化采购正成为大势所趋，而公司最新一代的 DCU 芯片深算三号进展顺利，其性能有望跻身国产 AI 芯片第一梯队，同时具备高度兼容 CUDA 生态的优势，有望快速起量。

➤ 投资建议

➤ 公司 CPU 和 DCU 在产品性能和生态上均处于国内第一梯队，有望持续受益于 CPU 和 AI 芯片的国产化替代，调整原有盈利预测，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.22\1.93\2.61，对应公司 10 月 16

日收盘价 233.01 元，2025-2027 年 PE 分别为 191.61\120.66\89.35，维持“买入-A”评级。

➤ 风险提示

- 客户集中度较高的风险，供应链风险，主要原材料价格上涨的风险，新产品研发进展不及预期。

【行业评论】sac-TMT ESMO 更新：后线 HR+/HER2-乳腺癌和 EGFR NSCLC OS 获益优异

魏贇 weiyun@sxzq.com

➤ sac-TMT ESMO 更新：在后线 HR+/HER2-乳腺癌和 EGFR 突变 NSCLC OS 获益优异



- 逻辑：科伦博泰的 TROP2 ADC sac-TMT 在 PD-1/L1 肿瘤免疫疗法应答有限的 EGFR 突变 NSCLC 和 HR+/HER2-乳腺癌均达到三期临床 PFS 终点,OS 获益优异。sac-TMT 是在二线 EGFR 突变非小细胞肺癌二线成功的 ADC 药物，在 HR+/HER2-乳腺癌也取得成功。sac-TMT 有希望和 K 药联用拓展传统 PD-1/L1 疗法（约 40 种适应症，140 万潜在全球治疗人群）的治疗范围，取得 PFS 和 OS 获益。



- 二线 EGFR 突变 NSCLC 三期临床中 sac-TMT PFS 达到临床终点,OS 获益优异。Sac-TMT (n=188) 的 ORR 为 60.6%，PFS 为 8.3 个月，PFS HR 为 0.49，OS 未成熟，OS HR 为 0.6（化疗组 (n=188) ORR 为 43.1%，PFS 为 4.3 个月，OS 为 17.4 个月）。



- 后线 HR+/HER2- 乳腺癌三期临床中 sac-TMT PFS 达到临床终点，OS 获益优异。CDK4/6 抑制剂及化疗经治的 HR+/HER2- 乳腺癌中 (n=399，57%既往接受过≥2 线化疗)，sac-TMT 组的 ORR 为 41.5%，中位 PFS 为 8.3 个月,PFS HR 为 0.35,OS 尚未成熟,OS HR 为 0.33(本次化疗 ICC 组 ORR 为 24.1% PFS 为 4.1 个月；此前阿斯利康 TROP2 ADC Dato-DXd PFS 为 6.9 个月，PFS HR 为 0.63)。



- NSCLC 和乳腺癌临床中 sac-TMT 安全性和耐受性良好。二线 EGFR 突变 NSCLC 中，在 sac-TMT 组 和 化疗组中≥ 级 3 级 TRAE 为 49.5% 和 52.2%，两组均未发生药物相关的间质性肺病/肺炎。后线 HR+/HER2-乳腺癌中，sac-TMT 和 ICC 中 3 级及以上 TRAE 分别为 62.0% 和 64.8%；TRAE 导致停药率分别为 0% 和 0.5%；sac-TMT 和 ICC 中（均为 1-2 级）发生肺炎分别为 1.5% 和 1.0%。



- 意义：此前临床对于 ADC 的认知是 PFS 对比化疗有优势,OS 获益有限,但是科伦博泰 sac-TMT 在 EGFR 突变 NSCLC 和 HR+乳腺癌 OS 都大幅好于化疗。非头对头比较，HR+乳腺癌 sac-TMT PFS HR 优于阿斯利康的 TROP2 ADC Dato-DXd。这提示了 sac-TMT 是潜在最优的 TROP2 ADC，是潜在的肿瘤基石药

物，有希望替代化疗，在多种肿瘤中对比化疗 OS 达到临床终点。



- 风险提示：靶点竞争格局恶化风险，新药授权合作破裂风险，PD-(L)1 联合 ADC 无法取得总生存期优势带来的研发失败风险，对外授权不及预期风险，临床推进不及预期风险等。

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，~~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

