

信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 9 月 23 日 星期二

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	3,828.58	0.22
深证成指	13,157.97	0.67
沪深 300	4,522.61	0.46
中小板指	8,131.90	1.18
创业板指	3,107.89	0.55
科创 50	1,408.64	3.38

资料来源：最闻

分析师：

李明阳

执业登记编码：S0760525050002

邮箱：limingyang@sxzq.com

【今日要点】

➤ 【公司评论】中恒电气(002364.SZ)：中恒电气点评-设立合资公司推进海外 HVDC 产品市场开拓，长期增长空间打开

【公司评论】三旺通信(688618.SH)：三旺通信 2025 半年度报告点评-整体经营情况企稳，期待新领域催化

【公司评论】百利天恒(688506.SH)：百利天恒公司点评-EGFR×HER3 ADC 有望成为肿瘤基石药物，HER2 ADC 展现 BIC 潜力

【公司评论】西麦食品(002956.SZ)：西麦食品：燕麦龙头业绩高增，成本红利持续释放

【今日要点】

【公司评论】中恒电气(002364.SZ)：中恒电气点评-设立合资公司推进海外 HVDC 产品市场开拓，长期增长空间打开

肖索 xiaosuo@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 9月15日，公司发布关于全资子公司与关联方共同投资暨关联交易的公告，为推进海外业务发展，公司新加坡全资子公司 Enervell、Super X、朱一鲲先生、胥飞飞先生以及两位自然人签订合资协议，拟共同对 SuperX Digital（合资公司）进行投资，总投资金额为 200 万新加坡元。

➤ 事件点评

- **与 Super X 设立合资公司，推进海外 HVDC 产品市场开拓。**根据公告，公司新加坡全资子公司 Enervell、朱一鲲、胥飞飞、Super X 将分别持有合资公司 20%、10%、10%、40%的股权，各方将共同打造合作品牌“SuperX Digital Power”，作为海外市场新的 HVDC 及生态产品的品牌。海外市场是中恒战略发展的重要方向之一，合资公司成立有利于整合各方在客户资源、技术储备等领域的优势，进一步拓展公司 HVDC 产品的海外销售渠道、提升综合竞争力。据公开资料，Super X 新任首席技术官曾任 Intel 新加坡与马来西亚的首席技术官，拥有超过 20 年的企业技术、数据中心工程及 AI 架构领域的经验。
- **数据中心电源带动 2025H1 营收增长，海外业务收入高增。**2025 H1，公司实现营收 8.9 亿元，同比+14.3%；其中数据中心电源业务实现营业收入 4.1 亿元，同比增长 60.6%，是营收增长的主要原因。2025 H1，公司实现归母净利润 0.47 亿元，同比下降 30.2%，主要因为上期存在非经常性损益（股权转让收益 3268.31 万元）。未来，公司将不断完善 HVDC 产品矩阵；此外，公司密切关注新一代服务器电源、固态变压器等技术发展趋势，将适时推进产业链延伸。
- **投资建议**
- 我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.37/0.56/0.78，对应公司 9 月 18 日收盘价，2025-2027 年 PE 分别为 80.3/53.1/37.8，维持“买入-B”评级。
- **风险提示**
- 包含但不限于以下风险：宏观经济政策风险、市场竞争加剧风险、人才流失风险、原材料价格波动风险、汇率波动风险等。

【公司评论】三旺通信(688618.SH)：三旺通信 2025 半年度报告点评-整体经营情况企稳，期待新领域催化

张天 zhangtian@sxzq.com

【投资要点】

- **公司发布 2025 半年度报告。**2025H1，公司实现营收 1.72 亿元，同比+10.05%；实现归母净利润 0.16 亿元，同比-36.72%；扣非后归母净利润为 0.11 亿元，同比-30.69%。单二季度来看，公司实现营收 0.91 亿元，同环比分别增长 12.89%、13.03%；归母净利润实现 0.08 亿元，同环比分别-18.36%、+1.07%。
- **事件点评：**
- **公司主要业务板块企稳回升，有望迎来收入拐点。**分应用场景来看，2025H1，公司智慧能源、智慧交通、工业互联网、智慧城市以及其他行业板块分别实现营业收入 8909.77 万元、3151.15 万元、2412.26 万元、785.15 万元、1951.76 万元，同比分别+8.4%、+3.4%、+64.6%、-16.8%、-0.5%。智慧能源主要由传统电力项目、新能源项目需求带动；智能制造行业受益于智能仓储、智能物流等增量空间较大的行业。产品结构上，公司工业交换产品、工业网关及无线产品、其他产品，分别实现营业收入 13183.43 万元、3110.22 万元、916.45 万元，分别同比+6.4%、+11.9%、+96.3%。
- **继续加大投入，稳固核心竞争壁垒。**2025H1，销售、管理、研发费用分别为 3454.24、1841.74、4404.76 万元，同比分别+10.11%、-9.16%、+31.67%。销售方面，公司持续加强团队建设、市场布局及研发投入力度，加大海外市场布局，解决方案相关产品占比增加，客户由设备商、集成商转向业主、集团公司，随着后续产品导入，相关费用有望企稳。研发方面，公司持续保持前沿技术高投入，重点攻克 TSN、边缘计算、AI 等技术，公司 TSN 网络整体解决方案不断完善，产品处于国内领先水平。我们认为，公司高研发带来了坚实的技术壁垒，为创新提供强大动力，同时持续深化由单一通信产品提供商向场景化软硬件产品解决方案提供商和工业互联网平台提供商的转型升级，大量新产品已经进入送样验证阶段，未来或将放量，同时公司边缘网关与 AI 融合可实现对海量数据的理解和推理，有望提高产品对各行行业的深度适配能力，受益于各行业的 AI 化浪潮。
- **四大领域仍保持竞争优势，垂直方向挖掘新需求。**智慧能源受益于无人化、自动化、数值化、智能化进程，国内智能煤矿建设仍然处在初级示范引领阶段、智能矿井比重不足 20%，仍有较大的增长空间。公司已在传统电力领域实现新产品全面覆盖，新能源领域的数字化市场已经初具规模，从终端应用往中游延展，继续扩大业务领域。智慧城市有望乘智能网联东风，低速无人驾驶、无人公交车等领域已批量供货，并在车载确定性网络、车载多域控制器、车载网关等方面投入开发。智慧交通领域，预计 2026 年我国高速公路智能化行业市场规模将突破 1,200 亿元，年化增长率约为 13%，形成“政府引导、市场主导”的良性循环。公司拥有的城市轨道交通通信系统解决方案，从传统的设备供应商，转为联合生态打造系统级解决方案提供商，市场竞争力与品牌影响力有望持续提升。智能制造经验丰富，行业知名度不断提高，并联合智能制造生态伙伴推出制造数字化转型系统解决方案，为业主及集成商提供交钥匙工程。有望持续受益于数字化转型红利。我们认为，公司持续深耕解决方案类业务的技术研发与服务优化，经实战打磨，在系统集成、定制化开发等关键环节实现技术突破，业务成熟度

取得显著提升，聚焦中高端市场，短期内经营有所承压，但有利于保持长期竞争力，同时公司把握 AI、机器人、低空行业机遇，通过开发新客户以及方案集成有望打开新的增长点。

- **盈利预测、估值分析和投资建议：**短期由于公司销售及研发费用投入持续增加，利润方面仍有所承压，但我们认为公司在智慧能源领域仍保持龙头地位，煤矿智能化、智能网联等领域仍具有较高景气度，公司前期投入有望在未来取得积极成果，估值有望受到制造业、新能源、车路云等稳增长政策的催化。预计公司 2025-2027 年归母净利润 0.44/0.78/1.41 亿元，同比增长 34.7%/77.5%/80.0%；对应 EPS 为 0.40/0.71/1.28 元，2025 年 09 月 19 日收盘价对应 PE 分别为 65.9/37.1/20.6 倍，维持“增持-A”评级。
- **风险提示：**工业物联网 HaaS 项目落地节奏不及预期导致营收大幅下滑；车路云项目进展不及预期导致通信产品增长不及预期；轨交新型号项目交付不及预期导致智慧交通收入下滑；中低端产品线市场竞争激烈导致综合毛利率下滑。

【公司评论】百利天恒(688506.SH)：百利天恒公司点评-EGFR×HER3 ADC 有望成为肿瘤基石药物，HER2 ADC 展现 BIC 潜力

魏贇 weiyun@sxzq.com

【投资要点】

- **公司点评**
- **百利天恒是布局 ADC 及多抗的创新药企业。**公司核心管线 EGFR×HER3 双抗 ADC iza-bren 是潜在的泛肿瘤治疗基石药物，正在国内外进行 40 余项肿瘤临床，3 项全球注册临床及 11 项中国 III 期临床。iza-bren 末线鼻咽癌适应症推进 NDA，2026 年有望中国获批上市。iza-bren 在多种肿瘤临床中安全性、抗肿瘤活性良好，最常见的≥3 级 TRAE 为血液学毒性，在肺癌、乳腺癌、尿路上皮癌、SCLC、食管癌、胆道癌临床中均显示突破性早期疗效。iza-bren 已授权给 BMS，近期可触发最高 5 亿美元付款，后续最高可达 71 亿美元里程碑款。公司潜在 BIC 的 HER2 ADC T-Bren 在中美推进 9 项 HER2 表达实体瘤 III 期临床，已在乳腺癌临床展现疗效。2025-2027 年，预计公司营收为 22.51/23.02/25.85 亿元，归母净利润为-5.27/-8.36/-10.04 亿元，首次覆盖，给予“买入-B”评级。
- **iza-bren 在 NSCLC 的 EGFR 突变一线 II 期临床、EGFR 野生型 I 期临床、经典 EGFR 突变以外驱动基因变异 I 期临床初步疗效突出。**一线 EGFR 突变 NSCLC 中，iza-bren 联合奥希替尼组（n=40）治疗 ORR 为 100%，12 个月 PFS 率 92.1%，12 个月 OS 率 94.8%。经治 EGFR 野生型 NSCLC 中（n=26），iza-bren 治疗 ORR 为 50.0%，cORR 为 38.5%，DCR 为 80.8%，mPFS 为 6.7 个月。非经典 EGFR 突变的驱动基因变异 NSCLC（n=83），iza-bren 治疗 ORR 为 46.2%，mPFS 为 7.0 个月。
- **iza-bren 在 HER2 阴性乳腺癌 I 期临床、尿路上皮癌 II 期临床、SCLC I 期临床、食管鳞癌 Ib 期临床、胆道癌 I 期临床初步疗效突出。**经治 HER2 阴性乳腺癌中（n=121），iza-bren 治疗 ORR 为 42.1%，mPFS 为 6.9 个月。经治尿路上皮癌中（n=27），iza-bren 组 ORR 为 40.7%，6 个月 PFS 率为 62.4%。经治/无

疗法 SCLC (n=58), iza-bren 治疗 ORR 为 55.2%, mPFS 为 4.0 个月, mOS 为 12.0 个月。经治食管鳞癌中 (n=82), 2.5mg/kg iza-bren 治疗 ORR 为 39.6%, mPFS 为 5.4 个月, mOS 为 11.5 个月。经治的胆道癌中, 2.5mg/kg 组 (n=21) ORR 为 28.6%。

- **T-Bren 在 HER2+、HER2 ADC 经治的 HER2+、HER2 低表达的乳腺癌 I 期临床初步疗效突出。**HER2+ 转移性乳腺癌中(n=45), T-Bren 治疗 ORR 为 88.9%。在以往接受 HER2-ADC 治疗的乳腺癌 (n=16) 中, T-Bren 治疗 ORR 为 93.8%。经治的 HER2 低表达转移性乳腺癌 (n=53), T-Bren 治疗 ORR 为 62.3%。
- **风险提示**
- **新药商业化竞争风险。**公司面临着来自全球其他制药及生物制药公司的竞争, 有多家大型制药及生物制药公司目前营销及销售药物或正在寻求开发用于治疗公司正在开发的具有相同适应症的药物。竞争对手可能比公司更快或更成功地发现、开发或商业化竞争药物, 亦或者竞争对手开发及商业化较公司可能开发或商业化的药物更安全、更有效、更方便或更便宜的药物, 公司的商业机会可能会大幅减少甚至消失。
- **核心人员流失风险。**公司招募及挽留符合资格的科研、临床、制造以及销售和市场推广人员对公司创新药物的研发及商业化至关重要。公司高级管理人员、核心技术人员及其他关键员工的流失, 可能会阻碍公司研发及商业化目标的实现, 并损害公司成功实施业务战略的能力。
- **创新药无法上市风险。**临床开发耗时耗资庞大且过程和结果具有不确定性, 公司药物及候选药物的成功取决于多项因素, 包括临床前研究、顺利招募患者完成临床试验且临床试验的安全性有效性数据得到相关部门批准; 公司的开发活动、监管备案及生产运营不受到阻碍或延迟; 成功推出公司药物及候选药物并顺利开展销售推广; 在获得监管批准后继续保证可接受的安全性等。若公司无法实现或维持前述一项或多项因素, 导致公司无法成功或及时获得监管批准、完成药物及候选药物的商业化, 则可能严重损害公司业务与未来收益。
- **销售不及预期风险。**公司新药研发成功后, 需要经历市场开拓及学术推广等过程才能实现药品的良好销售。公司的在研药品获批上市后, 如在市场准入、市场拓展及学术推广等方面进展未达预期, 导致无法快速放量或未能有效获得医生或患者的认可, 则可能影响公司收入增长及盈利能力的提升。
- **地缘政治风险。**作为在中美两地设有研发中心的公司, 公司及其子公司均需遵守公司注册地及生产经营活动所涉及的国际和地区的立法机关、政府部门或其他监管机构可能不时发布或修订相关法律法规, 可能会对公司或子公司产生实质影响。此外, 未来国际政治、经济、市场环境的不确定性, 也可能对公司海外业务经营造成一定的不利影响。

【公司评论】西麦食品(002956.SZ): 西麦食品: 燕麦龙头业绩高增, 成本红利持续释放

熊鹏 xiongpeng@sxzq.com

【投资要点】**➤ 事件描述**

- 公司 2025 年上半年实现营收 11.49 亿元，同比增长 18.1%；Q2 营收 4.93 亿元，同比增长 21.0%。公司归母净利润 0.81 亿元，同比增长 22.5%。Q2 净利润实现 0.27 亿元，同比增长 25.2%。

➤ 事件点评

- **复合燕麦驱动增长，品类结构优化。**复合燕麦作为核心增长引擎，H1 其营收占比达 48.4%，实现 5.56 亿元的收入，同比增长 27.6%；其毛利率达到 48.8%，同比增加 2.3 个百分点。该品类主要受益于燕麦+系列大单品的放量。同期纯燕麦片实现 4.21 亿元的收入，同比增长 13.2%。冷食燕麦片表现超预期，行业出清后进行恢复性增长，H1 其收入达到 0.86 亿元，同比增长 27.2%。
- **线下渠道拓展合作，新零售积极贡献。**公司在南方大区营收实现 6.83 亿元，同比增长 20.1%，北方大区营收实现 4.27 亿元，同比增长 13.3%。与永辉、沃尔玛等商超建立深度合作的同时，零食量贩渠道的助力和山姆会员店的新品入驻有效提升公司销量。
- **成本红利释放，毛利率改善。**公司 H1 毛利率 43.6%，同比增加 1.1 个百分点；Q2 毛利率 43.5%，同比增加 2.6 个百分点。主要源于澳洲燕麦采购成本锁价的下降，及高毛利复合燕麦占比的提升。公司 H1 净利率为 7.1%，同比增加 0.3 个百分点，政府补贴减少使 Q2 扣非净利率下滑。

**➤ 投资建议**

- 预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.78/1.00/1.25，对应公司 9 月 19 日收盘价 21.39 元，2025-2027 年 PE 分别为 27.3/21.4/17.2。2025-2027 年营收分别实现 22.90 亿/27.41 亿/33.09 亿，同比增长 20.8%/19.7%/20.7%，其燕麦单品爆发式增长，成本红利释放，同时公司多方位合作渠道，进军大健康业务，首次覆盖，给予“增持-A”评级。



- 风险提示宏观经济恢复不及预期；远期原材料价格波动影响盈利情况；食品安全风险影响企业形象。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰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

