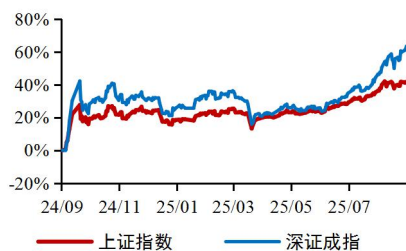


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 9 月 18 日 星期四

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	3,876.34	0.37
深证成指	13,215.46	1.16
沪深 300	4,551.02	0.61
中小板指	8,042.44	0.99
创业板指	3,147.35	1.95
科创 50	1,370.43	0.91

资料来源：最闻

分析师：

彭皓辰

执业登记编码：S0760525060001

邮箱：penghaochen@sxzq.com

要点】

【行业评论】化学原料：新材料周报（250908-0912）-八部门印发《汽车行业稳增长工作方案》，关注汽车上游新材料机遇

【公司评论】金蝶国际(00268.HK)：金蝶国际（0268.HK）：云订阅业务驱动韧性增长，AI 商业化落地加速

【公司评论】中际旭创(300308.SZ)：中际旭创 2025 中报点评-1.6T 上量将进一步提升盈利，光模块全球最佳交付者地位不变

【行业评论】【山证电新】20250917 光伏产业链价格跟踪-上游价格上涨

【今日要点】

【行业评论】化学原料：新材料周报（250908-0912）-八部门印发《汽车行业稳增长工作方案》，关注汽车上游新材料机遇

冀泳洁 0351-8686985 jiyongjie@sxzq.com

【投资要点】

- 二级市场表现
- 市场与板块表现：本周新材料板块上涨。新材料指数涨幅为 2.50%，跑赢创业板指 0.39%。近五个交易日，合成生物指数上涨 2.88%，半导体材料上涨 9.04%，电子化学品上涨 6.88%，可降解塑料上涨 3.41%，工业气体上涨 5.64%，电池化学品上涨 13.68%。
- 产业链周度价格跟踪（括号为周环比变化）
- 氨基酸：缬氨酸(12600 元/吨，-1.18%)、精氨酸(22700 元/吨，-0.87%)、色氨酸(37500 元/吨，-5.06%)、蛋氨酸(21900 元/吨，-0.68%)
- 可降解材料：PLA(FY201 注塑级)(17800 元/吨，不变)、PLA(REVODE 201 吹膜级)(17200 元/吨，不变)、PBS(17800 元/吨，不变)、PBAT(9850 元/吨，不变)
- 维生素：维生素 A(63000 元/吨，-1.56%)、维生素 E(60500 元/吨，-6.20%)、维生素 D3(227500 元/吨，不变)、泛酸钙(40500 元/吨，不变)、肌醇(26000 元/吨，不变)
- 工业气体及湿电子化学品：UPSSS 级氢氟酸(11000 元/吨，不变)、EL 级氢氟酸(5600 元/吨，不变)
- 塑料及纤维：碳纤维(83750 元/吨，不变)、涤纶工业丝(8400 元/吨，-1.18%)、涤纶帘子布 7 月出口均价为(16353 元/吨，-0.61%)、芳纶(10.27 万元/吨，17.62%)、氨纶(27000 元/吨，不变)、PA66(15200 元/吨，不变)、癸二酸 7 月出口均价为 28797 元/吨，较上月上涨 1.78%。
- 投资建议
- 《汽车行业稳增长工作方案》提出，建议关注汽车行业上游新材料。9 月 9 日，国务院新闻办公室举行“高质量完成‘十四五’规划”系列主题新闻发布会。发布会强调依法依规治理新能源汽车等重点行业的非理性竞争取得初步成效，未来将锚定实现新型工业化的目标任务，标本兼治、系统治理，着力完善制度机制、优化产业生态，不断提高行业治理的现代化水平，新能源汽车产业链盈利能力有望得以改善。此外，9 月 12 日，工业和信息化部等八部门关于印发《汽车行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》，提出到 2025 年，力争实现全年汽车销量 3230 万辆左右，同比增长约 3%，其中新能源汽车销量 1550 万辆左右，同比增长约 20%，政策驱动下汽车行业有望维持稳定增长。建议关注【时代新材】、【骏

鼎达】。

➤ 风险提示

- 原材料价格大幅波动的风险；政策风险；技术发展不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

【公司评论】金蝶国际(00268.HK)：金蝶国际（0268.HK）：云订阅业务驱动韧性增长，AI 商业化落地加速

方闻千 fangwenqian@szxq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 公司发布 2025 年半年报，其中，2025 上半年公司实现收入 31.92 亿元，同比增 11.2%，上半年实现归母净亏损 0.98 亿元，同比减亏 55.1%。同时，2025 上半年公司经营性净现金流为-0.18 亿元，同比改善约 89.0%。

➤ 事件点评

- 云订阅业务持续高增驱动公司整体保持韧性增长。今年上半年公司云订阅业务实现收入 16.84 亿元，同比增长 22.1%，云订阅 ARR 达 37.3 亿元，同比增长 18.5%。而分产品看，1）苍穹和星瀚在大型企业市场快速突破，上半年新签 304 家客户，涵盖吉利控股、蒙牛集团、中国医药等行业头部企业，上半年苍穹和星瀚合计实现收入 8.45 亿元，同比增 34.3%；2）星空持续领跑成长型企业市场，目前客户数已达 4.6 万家，上半年星空云订阅收入达 7.40 亿元，同比增长 19.0%；3）星辰和精斗云客户数仍保持较快增长，上半年小微产品合计实现云订阅收入 5.37 亿元，同比增长 23.8%。2025 上半年公司毛利率为 65.63%，较上年同期提高 2.39 个百分点，主要系高毛利率的云订阅收入占比提升所致。在利润端，得益于公司持续控费提效，今年上半年销售和研发费用率分别较上年同期降低 2.64 和 0.04 个百分点；而受人员结构优化及离职补偿支出增加影响，管理费用率较上年同期提高 2.29 个百分点。受益于云订阅业务的规模效应及 AI 带来的效率提升，今年上半年公司净利率为-3.42%，较上年同期提高 4.81 个百分点。

- AI 平台及应用持续迭代并完善，同时加速在客户场景的应用落地。今年 5 月 20 日，公司升级发布苍穹 Agent 平台 2.0，内置丰富的任务流模板、提示词模板、MCP 工具等，可实现 AI 应用的敏捷落地。同时，公司基于苍穹 Agent 平台 2.0 推出了金钥财报、ChatBI、差旅智能体、招聘智能体和企业知识智能体 5 大 Agent 应用，目前已签约通威股份、海信集团、中国金茂等重点客户，并显著提升客户业务效率，其中，创思工贸借助星空的 BOSS 助理+指标平台 AI 套件，构建了阿米巴管理新体系，将某加工工序单元波动问题的定位时间从 2-3 人天缩短至实时洞察，决策效率提升 100%；星辰推出的 AI+财税应用已助力数千家小微企业整体记账效率提升约 80%、开票效率提升约 40%、报税效率提升约 60%。今年上半年，公司的 AI 合同金额已超过 1.5 亿元。

➤ 投资建议

- 公司作为国内 ERP SaaS 龙头，云订阅业务持续推动公司整体保持韧性增长，同时，随着 AI 场景化落地加速，将逐步贡献重要业绩增量。预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.03\0.10\0.17，对应公司 9 月 16 日收盘价 14.85 元，2025-2027 年 PE 分别为 528.8\151.8\85.1，首次覆盖，给予“买入-A”评级。

➤ 风险提示

- 大客户拓展不及预期：若大型企业客户基于数据安全性等考虑上云意愿不强烈，可能会导致公司苍穹和星瀚产品在大型企业市场拓展受阻，进而对公司经营发展产生不利影响。
- 信创政策推进不及预期：目前 SAP 和 Oracle 仍在国内 ERP 市场占据一定份额，并且 SAP 和 Oracle 的存量系统替换空间较大。若信创相关政策推进不及预期，可能会导致国产 ERP 系统替换进展缓慢，进而大概率将减少公司通过国产化替代获得的业务增量，对公司经营发展产生不利影响。
- 宏观经济持续低迷的风险：公司拥有大量中小微企业客户，对宏观经济波动较为敏感。若宏观经济持续低迷，公司的中小微企业客户可能会缩减 IT 预算，包括减少 ERP 系统的更换及升级开支，这将对公司经营发展产生负面影响。
- AI 产品研发或商业化推广不及预期：AI+管理已成为公司未来十年的战略重心，但目前仍处于产品研发和商业化早期阶段，若公司因 AI 产品研发方向与客户需求不匹配导致产品市场推广受阻，可能会对公司未来经营发展产生不利影响。
- 行业竞争加剧风险：公司在国内 ERP 市场面临 SAP 和 Oracle 等海外巨头以及用友、浪潮数字企业等本土厂商的竞争，若竞争对手通过降价、增强实施和运维服务等方式抢占市场，可能会对公司业务发展产生负面影响。

【公司评论】中际旭创(300308.SZ)：中际旭创 2025 中报点评-1.6T 上量将进一步提升盈利，光模块全球最佳交付者地位不变

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 公司发布 2025 年半年报。2025 年半年度，公司实现营收 147.9 亿元，同比+37.0%；实现归母净利润 40.0 亿元，同比+69.4%。单 Q2 来看，公司实现营收 81.1 亿元，同环比分别+36.2%、+21.6%；实现归母净利润 24.1 亿元，同环比分别+78.8%、+52.4%。

➤ 事件点评

- 二季度收入环比增速快速提升、毛利率大幅改善主要由于大客户采购节奏加速以及高速硅光产品占比

提升等。2025Q2 海外重点客户进一步增加资本开支，公司 800G 出货量快速增长，其中硅光比例也在快速提升，均有利于提升毛利率水平。Q2 1.6T 已开始逐步出货，公司预计未来两个季度 1.6T 将持续量产和规模出货，1.6T 产品以硅光为主预计有利于进一步提升毛利率。为满足大客户明年继续高速增长的需求，公司仍然致力于快速扩产保障交付能力。公司半年报固定资产为 61.1 亿元，较 2024 年报增长了 2.9 亿元，主要为机器设备的持续增加；存货为 91.7 亿元，较 2024 年报增长了 21.1 亿元，主要为原材料和在产品的增加。上半年公司光模块产能为 1161 万只，产量为 940 万只，较上年同期分别增长了 29%、44%，公司产能进一步向高速高端倾斜。国内方面，上半年公司实现营收 20.1 亿元，同比+51.4%，增速高于海外市场，这说明公司在国内主要互联网客户中也保持了领先地位同步受益于国内 AI 建设。

- 为何 2026 光模块市场仍然能连续保持高增长景气度随着视频多模态、深度研究、智能体工作流在各主流大模型平台的上线，用户量增长、单任务运算量增长双重因素催化着推理 token 继续爆发，推理算力的需求是驱动全球云厂商资本开支的关键（同时多种形式的后训练也还在增加训练需求）。根据 7 月 30 日 Factset 一致预期，2025 海外四家云厂商合计资本开支预计同比增长 50%至 3338 亿美元。2026 年在特朗普政府的鼓励下投资将进一步扩大。据财新网报道，美国科技巨头在 9 月 4 日的白宫宴会上表达了“口头投资意愿”，如 Meta 到 2028 年投资 6000 亿美元、苹果投资 6000 亿美元、谷歌投资 2500 亿美元、微软每年投资 750-800 亿美元。由于英伟达 GPU 和自研 ASIC 的快速迭代，每代芯片 Scaleout 带宽或保持翻倍提升（例如从 GB200 的 400G 到 GB300 的 800G），带动同样架构下光模块使用飙升。另外一个因素是 Scaleup 网络光模块的增量，由于带宽的数量级提升和超节点规模的扩大，光模块也有望接替铜连接。
- 高质量交付能力是强大护城河。首先面向 Scaleout、Scaleup 多种场景光模块不再是批量标品，定制化难度增加，如谷歌 TPU 配套 OCS 的光模块需要环形器 BiDi 能力；二是供应链能力，2026 光芯片供给继续紧张下只能完全满足头部厂商大客户需求；三是高度标准化和独家 Knowhow 的扩产能力，公司在苏州、铜陵、泰国保持着多地高标准低成本交付；四是硅光龙头地位凸显，在 1.6T、3.2T 8 通道光模块中随着 EML 芯片成本增加硅光方案 BOM 成本优势更明显。
- 盈利预测与投资建议
- 我们认为公司在北美大客户市场交付份额稳定、扩产顺利，且硅光高端产品上量带动毛利率呈上行态势，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 93.5/180.8/248.5 亿元（前次预测为 83.5/107.2/133.1），9 月 16 日收盘价对应 PE 分别为 48.8/25.2/18.4，维持“买入-A”评级。
- 风险提示
- 受 AI 应用落地不及预期影响北美资本开支不及预期；大客户导入新供应商导致公司既有供货份额下降；重要原材料 EML 等缺货导致供应能力无法满足需求；汇率变化影响公司盈利能力等。

【行业评论】【山证电新】20250917 光伏产业链价格跟踪-上游价格上涨

肖索 xiaosuo@sxzq.com

- **多晶硅价格结构性上涨：** 根据 Infolink 数据，本周致密料均价为 51.0 元/kg，较上周上涨 2.0%；颗粒硅均价为 49.0 元/kg，较上周持平。本周多晶硅主流企业有 6 家成交，签单量与上周基本持平。本周多晶硅价格延续上涨态势，一方面因为部分一线企业对外销量已达阶段上限，短期内可签余量较少，市场呈现阶段性供应偏紧局面；另一方面，受近期相关产业政策影响，市场情绪乐观，对价格形成支撑。根据硅业分会初步统计，现有产能结构有序调整后，国内多晶硅有效产能将降至约 240 万吨/年，较 2024 年底下降 16.4%。后续随着能耗新标的严格执行，多晶硅供需格局将得到实质性改善。
-
- **硅片价格上涨：** 130um 的 182-183.75mm N 型硅片均价 1.35 元/片，较上周上涨 3.8%；130um 的 210mm 型硅片均价 1.70 元/片，较上周上涨 3.0%。受上游成本推动，硅片价格呈现普涨态势。9 月国内多家专业化硅片企业提产，硅片库存小幅累积，预计短期价格处于高位震荡状态。
-
- **电池片价格持平：** 182-183.75mm N 型电池片均价为 0.31 元/W(转换效率 25.0%+)，较上周持平；210mm N 型电池片价格为 0.30 元/W(转换效率 25.0%+)，较上周持平。根据 SMM，9 月国内电池片排产约 59GW，环比上升 2.3%。上游涨价增加电池片成本，预计短期内电池片价格上涨。
-
- **组件价格持平：** 182*182-210mm TOPCon 双玻组件价格 0.69 元/W，较上周持平；210mm N 型 HJT 组件价格为 0.830 元/W，较上周持平；182*182-210mm 集中式 BC 组件价格为 0.76 元/W，较上周持平，较 TOPCon 溢价 13.4%；分布式 BC 组件价格为 0.76 元/W，较上周持平；较 TOPCon 溢价 8.6%。随着各省 136 号文细则陆续发布以及机制电价竞价开启，此前观望的集中式项目预计启动。海外方面，欧洲夏季假期结束，传统旺季来临，对需求形成支撑。叠加产业链上游价格支撑，预计短期组件价格有望小幅上行。
-
- **光伏玻璃价格持平：** 3.2mm 镀膜光伏玻璃价格为 20 元/m²，较上周持平；2.0mm 镀膜光伏玻璃价格为 13.0 元/m²，较上周持平。
-
- **重点推荐：** BC 新技术方向：爱旭股份、隆基绿能； 供给侧改革方向：福莱特； 海外布局方向：博威合金、横店东磁； 光储方向：阳光电源、阿特斯、德业股份； 电力市场化方向：朗新集团； 国产替代方向：石英股份。建议积极关注：协鑫科技、通威股份、信义光能、TCL 中环、新特能源、帝尔激光、福斯特、晶澳科技、天合光能、晶科能源、迈为股份、晶盛机电、弘元绿能。



- 风险提示：光伏装机不及预期，产业竞争加剧等。

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，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

