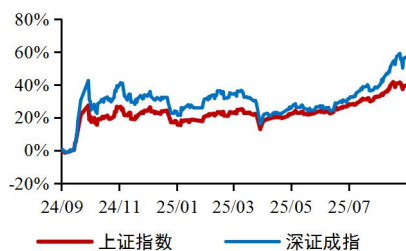


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 9 月 9 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	3,826.84	0.38
深证成指	12,666.84	0.61
沪深 300	4,467.57	0.16
中小板指	7,750.68	1.95
创业板指	2,933.25	-0.84
科创 50	1,275.87	0.58

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】

【上证通信】炬光科技(688167.SH)：Q2 利润扭亏为盈，瑞士并购迎来阶段性结果

【公司评论】中泰证券(600918.SH)：中泰证券 2025 半年报点评：-投资业务显著增长，定增增厚资本实力

【公司评论】索辰科技(688507.SH)：索辰科技(688507.SH)：上半年收入稳健增长，物理 AI 加速落地

【公司评论】万辰集团(300972.SZ)：万辰集团：业绩延续增长，利润率超预期

【今日要点】

【山证通信】炬光科技（688167.SH）：Q2 利润扭亏为盈，瑞士并购迎来阶段性结果

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- 公司发布 25H1 业绩报。25H1 年公司实现营收 3.93 亿元，同比+26.20%；归母净利润-0.25 亿元，同比+11.30%；扣非后归母净利润-0.27 亿元，同比+16.93%。其中 25Q2 公司实现营收 2.23 亿元，同比+28.13%，环比+31.69%；归母净利润 0.07 亿元，同比+158.79%，环比+121.95%；扣非后归母净利润 0.06 亿元，同比+143.13%，环比+117.83%。
- 事件点评：
- 上游业务占比约 7 成，光子新兴板块持续贡献收入。25H1 公司上游/中游业务营收分别 2.60/0.96 亿元，同比分别+24.82%/-5.59%；全球光子工艺和制造服务营收 0.34 亿元，作为 2024 年 Heptagon 并购后孵化的新板块，占主营业务营收比例已达 8.65%。上游业务：1）“产生光子”半导体激光元器件和原材料业务：营收 0.64 亿元，同比-10.18%。收入下降主要由于海外市场部分大客户需求下滑；国内市场受益于氮化铝陶瓷产品及固体激光泵浦同比有所增长，同时 25H1 新一代预制金锡氮化铝衬底材料顺利通过部分大客户的全部验证并实现批量交付，下半年有望带来营收增量。2）“调控光子”激光光学元器件营收：营收 1.96 亿元，同比+42.98%，增长来源主要是向泛半导体领域客户出货的阵列透镜（+47%）和向工业客户出货的单透镜产品（+41%）；激光光学产品在国际市场潜力巨大，V 型槽项目工艺突破，适配 CPO 高精度需求，目前客户样件在交付中，蚀刻一体化微棱镜透镜阵列与大客户共同研发订单持续交付。中游业务：1）汽车应用解决方案：营收 5,023.82 万元，同比+25.34%，Q2 单季度环比+233%，主要来自于汽车投影照明应用的持续放量，此前获得的欧洲某车企项目进入实施阶段。2）泛半导体制程解决方案：营收 3,531.61 万元，同比-35.30%，Q2 单季度环比+11%，收入结构持续优化，DRAM 晶圆退火模块下游产能释放实现增长，晶圆退火/逻辑芯片相对稳定；新型显示业务方面，公司完成一套国内客户激光剥离系统交付，mini-LED 直显激光修复系统实现持续交付。3）医疗健康解决方案营收 1,069.94 万元，同比+46.62%，公司专业激光净肤模组解决方案订单持续增加。4）全球光子工艺和制造服务：营收 3,372.64 万元，新业务稳步拓展，在国内外消费电子、一次性内窥镜及工业等相关领域已获取多个样品订单。
- 公司 Q2 利润实现扭亏为盈，前期收并购带来的影响逐渐消化。25H1 公司毛利率/净利率分别 32.39%/-6.35%，同比分别+0.33/+2.69 pct，其中 Q2 单季度毛利率/净利率分别 31.63/3.14 pct，同比分别+1.71/+9.99 pct，环比分别-1.76/+21.99 pct。其中半导体激光元器件和原材料业务/激光光学元器件/汽车应用解决方案/泛半导体制程解决方案方案毛利率分别 32.20%/42.44%/17.41%/74.35%，同比分别

-14.17/+2.17/+47.01/+37.79 pct。其中，汽车业务毛利率大幅增长，主要系公司于 2024Q4 完产线战略转移，将原瑞士纳沙泰尔生产线迁移至中国韶关，并于 2025 年实现稳定出货，经半年产能爬坡与运营优化已实现毛利转正；泛半导体制程业务毛利率提升主要系产品结构优化所致。

- **公司并购已初显成效，中游业务拓展稳步有序。**瑞士并购项目上，自 2024 年 1 月以来，瑞士并购已按照既定计划在第六个季度迎来阶段性成果，25H1 瑞士并购相关业务的收入同比增长约 26%、毛利率（剔除并购评估增值溢价的折旧摊销、股份支付和一次性减值的影响后）41%，同比+34 pct，Q2 单季度扭亏为盈，预计此后将保持增长势头持续贡献利润。Heptagon 资产自 24 年 9 月完成并购以来，季度收入持续增长、亏损幅度持续收窄，预计全面完成战略整合仍需一年左右的时间。此外，公司深化上游核心元器件和原材料优势，拓展中游应用解决方案以及光子工艺和制造服务业务，提高高毛利业务（如光通信、消费电子、泛半导体制程等）占比。汽车应用方面，公司推动与欧洲知名 Tier1 客户的合作落地，年内已获得两个 MLA 车载投影目的正式定点项目，预计带来更大增量；泛半导体制程应用方面，新产品升级并送样验证，预计将在 Q3 开始贡献新增收入。公司并购瑞士炬光后重点投资数据中心光通信领域，产品应用于光模块、硅光模块，如 TOSA、ROSA、PIC、CPO 等领域，实现激光光源的高效准直、聚焦或光纤耦合，光通信 25H1 领域实现营收 2124 万元，同比+92%，随 AI 产业发展和大客户推动，光通信业务市场空间广阔，有较大业绩弹性。
- **公司期间费用率提高，主要来自于研发费用率提升。**25H1 公司销售/管理/研发费用率分别 6.03%/17.46%/23.91%，较去年同期分别-0.92/+1.68、+8.63 pct。25H1 公司研发费用同比增长 97.54%，主要系 2024 年 9 月完成对 Heptagon 资产的收购后，职工薪酬及其他固定运营成本增加所致；此外，公司在核心技术突破及新型应用领域持续加大研发投入，研发费用进一步提高。
- **盈利预测、估值分析和投资建议：**预计公司 2025-27 年净利润 0.24/0.67/1.35 亿元，同比增长 113.8%/177.9%/102.6%，对应 EPS 为 0.27/0.74/1.51 元，PE 为 467.0/168.0/82.9 倍，考虑到新炬光将整合全球一线微纳光学平台工艺，发展国际化客户结构，我们认为公司硅光、消费电子、半导体设备、汽车等领域均有望催化估值修复，公司通过内生+外延发展正成为全球微纳光学工艺和产能最领先的厂商，未来有望加速在多个下游市场突破，并通过工艺、组织整合提升毛利率、净利率，2025 年有望迎来双击行情，维持“增持-A”评级。
- **风险提示：**研发能力未能匹配市场需求的风险；核心技术泄密、技术人员流失的风险；框架协议合作风险；股东减持对股价波动的影响；跨国经营、境外整合风险；汇率波动风险；宏观经济波动风险。

【公司评论】中泰证券(600918.SH)：中泰证券 2025 半年报点评：-投资业务显著增长，定增增厚资本实力

李明阳 limingyang@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**

- 公司发布 2025 年中报，2025 年上半年实现营业收入 52.57 亿元，同比增长 3.11%，归母净利润 7.11 亿元，同比增长 77.26%，加权平均 ROE 为 1.67%，较上年同期提升 0.75pct。
- **事件点评**
- **自营投资大幅改善，助推业绩增长。**受益于市场活跃度提升及风险偏好回暖，上半年公司各项业务表现良好，自营投资、财富管理、利息净收入及资管业务均实现正增长，其中，投资业务表现亮眼，上半年实现收入 9.61 亿元，同比增长 34.84%；利息净收入 8.16 亿元，同比增长 2.75%；财富管理业务实现收入 18.39 亿元，同比增长 33.13%；资管业务实现净收入 10.78 亿元，同比增长 7.80%。投行业务收入有所下滑，实现净收入 2.71 亿元，同比下滑 47.75%。
- **推动财富高质量发展，深化投顾业务转型。**公司以传统业务及财富管理并重发展为导向，加强科技赋能及互联网获客，上半年实现股基交易额 6.89 万亿元，新增开户 82.88 万户，代理买卖证券业务净收入达 14.63 亿元，同比增长 51.37%；完善资产配置体系，丰富产品货架，代销金融产品保有规模较上年末提升 9.12%至 525.62 亿元；建设智能投顾，推动买方转型。交易投顾业务累计服务客户近 20 万户，较 2024 年末增长 12.58%；深化数字化运营，中泰齐富通 APP 月活数为 570.92 万，券商 APP 排名第 11 位。
- **投资有所增长，增配权益资产。**公司自营业务大幅增长，其中，投资净收益增长 12.34 亿元，同比增长 140.51%，公允价值变动净收益有所减少，交易性金融资产增长 31.17%至 470.41 亿元。固收投资加强择时，TPL 债券资产规模增长 55.99%至 274.76 亿元，固收 OCI 减少 18.89%至 269.95 亿元，权益业务加大长期配置，TPL 股票资产减少 6.20%至 66.39 亿元，权益 OCI 增配 141.99%至 69.81 亿元。
- **定增提升资本金，发力重资产业务。**公司 7 月发布定增公告，拟募集不超过 60 亿元，分别投入信息技术及合规风控投入不超过 15 亿元、另类投资不超过 10 亿元、做市业务不超过 10 亿元、购买证券不超过 5 亿元、财富管理不超过 5 亿元、偿还债务及补充其他营运资金不超过 15 亿元。随着资金补充的到位，将进一步增强资本规模，提升风险抵御能力，推动公司各项业务的高质量发展。
- **投资建议**
- **公司深耕山东、布局一线，持续推动集团一体化协同。**预计公司 2025 年-2027 年分别实现营业收入 117.62 亿元、129.77 亿元、140.99 亿元。归母净利润 14.02 亿元、14.91 亿元和 16.02 亿元，增长 49.55%、增长 6.35%和 7.46%；PB 分别为 0.97/0.92/0.87，维持“增持-A”评级。
- **风险提示**
- **金融市场大幅波动风险。**业务推进不及预期风险。公司出现较大风险事件。

【公司评论】索辰科技(688507.SH)：索辰科技（688507.SH）：上半年收入稳健增长，物理 AI 加速落地

方闻千 fangwenqian@szxq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 8月27日,公司发布2025年半年报,其中,2025上半年公司实现收入0.57亿元,同比增长10.82%;上半年实现归母净利润-0.46亿元,同比增31.21%,实现扣非净利润-0.48亿元,同比增32.62%。2025年第二季度公司实现收入0.19亿元,同比减少6.65%;第二季度实现归母净利润-0.30亿元,同比减亏0.15亿元,实现扣非净利润-0.29亿元,同比减亏0.17亿元。

➤ 事件点评

- 工程仿真软件驱动收入整体保持稳健增长,盈利能力显著改善。上半年工程仿真软件销售表现亮眼,收入同比增长88.84%,带动公司整体收入增长。而下半年随着经营战略持续落地以及子公司业务和技术进一步融合,公司主营业务增速有望提升。与此同时,由于上半年高毛利率的工程仿真软件收入占比有所提升,公司整体毛利率达41.89%,较上年同期提高3.90个百分点。同时,2025上半年公司研发费用率较上年同期大幅降低44.19个百分点,主要是因为收入规模扩张以及上半年部分研发人员费用结转至营业成本中,销售费用率较上年同期降低4.99个百分点,管理费用率较上年同期提高4.81个百分点。得益于费用率下降,2025上半年公司净利率较上年同期提高44.61个百分点。
- 今年以来公司加速布局物理AI业务,目前已开始贡献增量收入。今年3月,公司正式发布物理AI产品,并聚焦物理AI在低空经济、具身智能、新能源电池等战略性新兴产业的典型应用场景,开展包括低空三维物理地图、机器人虚拟训练平台、新能源电池虚拟训练等高技术课题的研发与工程化推进;今年7月,公司在世界人工智能大会上发布物理AI风电平台、智能工坊、低空三维物理地图三大物理AI创新成果。与此同时,公司与国内多家行业头部企业展开合作,包括与中国信通院工业互联网与物联网研究所在物理AI的技术研发、标准制定、产业应用等方向开展深度合作、与绍兴市越城区交通运输局和杭州市实业投资集团有限公司联合推进低空物理AI平台建设等。目前,公司正快速拓展下游场景,物理AI产品已实现375.47万元收入。

➤ 投资建议

- 公司作为国内CAE行业领军者,正加速布局物理AI方向,且已带来增量收入,未来有望快速放量。预计公司2025-2027年EPS分别为1.12\1.39\1.75,对应公司9月8日收盘价96.60元,2025-2027年PE分别为86.5\69.5\55.1,首次覆盖,给予“买入-A”评级。

➤ 风险提示

- 技术研发风险。CAE的技术门槛高、复杂度高、专业性强、涉及学科多,若未来公司在CAE领域研发的新技术不符合行业趋势和市场需求,或技术的升级迭代进度不达预期甚至研发失败,可能影响公司产品竞争力并错失市场发展机会,对公司未来业务发展造成不利影响。
- 核心人才流失风险。公司作为人才密集型企业,高素质的技术人员是企业核心竞争力之一,并且

公司已积累了一批研发能力突出、项目经验丰富的核心人员。若未来公司不能维持研发人员的稳定性并不断吸引优秀行业人才加盟，公司可能无法保持现有的技术竞争优势，进而对经营发展产生不利影响。

- **业务开拓风险。**公司下游客户主要集中于军工领域，若军工领域客户采购预算大幅下降或公司未能维持与主要客户的合作关系，将给公司业绩带来显著不利影响。此外，若行业发展低于预期或公司未能及时推出具有竞争力的产品及服务，公司将在拓展新客户时受到阻碍，进而可能导致收入增长不达预期。
- **市场竞争加剧风险。**目前 Ansys、达索、西门子等海外巨头在国内 CAE 市场竞争中仍处于优势地位，若未来海外巨头依靠市场影响力强、品牌知名度高等优势调整其在国内的营销策略，可能会对公司的市场地位产生不利影响。

【公司评论】万辰集团(300972.SZ)：万辰集团：业绩延续增长，利润率超预期

熊鹏 xiongpeng@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **2025 年上半年实现营收 225.83 亿元，同比增长 106.89%。**归母净利润 4.72 亿元，扭亏为盈。2025 年 Q2 实现营收 117.62 亿元，同比增长 93.29%，同期归母净利润 2.57 亿元。
- **事件点评**
- **量贩零食核心驱动，门店扩张贡献收入。**量贩零食业务占总收入比重超 98.95%，2025H1 收入达到 223.45 亿元。截至上半年门店数达 15,365 家，较年初净增 1,169 家，较 24H1 同比增长 131.47%，下沉市场持续渗透。门店 sku 总数超 2,000 个，品类丰富，满足多元消费需求。
- **盈利能力持续提升，规模效应释放。**公司上半年销售净利率达 3.85%，Q2 环比显著改善，销售净利率提升至 4.10%，相较于 Q1 增长 0.51 个百分点。随着门店密度增加和采购协同，深化与国内外头部食品饮料品牌合作，公司整体运营效率有所提升。2025H1 零食量贩业务毛利率为 11.49%，相比于 2024 年年末环比增加 0.63 个百分点，其得益于公司对供应链的优化与仓储物流成本的控制。2025H1 销售费用率与管理费用率相较于 2024 年年末环比降低 1.34 个百分点和 0.26 个百分点，主要系门店补贴与宣传费用的减少与人效的优化管理。
-
-
- **投资建议**

➤ 预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 3.78\4.97\6.02, 对应公司 2025 年 9 月 5 日收盘价 192.19 元, 2025-2027 年 PE 分别为 50.9\38.6\31.9, 维持“增持-A”评级。

➤

➤

➤ 风险提示

➤ 经济增速不及预期；量贩零食行业竞争加剧下门店扩张效益可能边际递减；原材料价格周期影响显著；食品安全风险影响企业形象；定增解禁或将引起市场股价波动。

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

