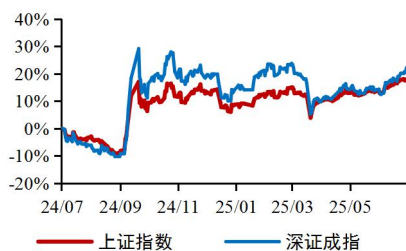


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 7 月 18 日 星期五

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	3,516.83	0.37
深证成指	10,873.62	1.43
沪深 300	4,034.49	0.68
中小板指	6,771.93	1.77
创业板指	2,269.33	1.75
科创 50	1,005.65	0.80

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】

➤ 【行业评论】通信：周跟踪（20250707-20250713）——Grok4、KIMI K2 发布，算力板块业绩预告亮眼

【行业评论】生物医药 II：创新药动态更新：PD-1/VEGF/CTLA-4 三抗 CS2009：剂量爬坡耐受性良好，冷肿瘤及 PD-(L)1 经治患者中观察到抗肿瘤活性

【行业评论】煤炭：煤炭月度供需数据点评 6 月：“反内卷”改变政策方向，夏季煤价反弹

【公司评论】青达环保(688501.SH)：青达环保点评报告-AI 除渣技术国际领先，火电特种设备持续高增长

【山证机械】天准科技（688003.SH）点评报告-可转债获受理加速升级迭代，半导体、具身智能等持续突破

【今日要点】

【行业评论】通信：周跟踪（20250707-20250713）——Grok4、KIMI K2 发布，算力板块业绩预告亮眼

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- 行业动向:
- 1) Grok4 发布，xAI 宣称达到最新的 SOTA（最先进的模型）
- 7 月 10 日，马斯克宣布推出 xAI 下一代大模型 Grok4，其推理能力相较于前代提升了 10 倍，主要得益于 Grok4 推理的强化学习再度提升了 10 倍的计算量，这意味着后训练和推理领域的 scaling law 仍在发挥作用。Grok4 在 HLE（人类最后的考试）中成绩刷新新高，马斯克认为，Grok4 目前在所有学科都达到了博士后的水平。应用方面，Grok4 的语音能力相较于上代速度快了 2 倍，在真实物理世界执行复杂操作任务的能力大幅领先，被认为在编程、机器人训练、科学模拟、前沿课题研究等领域可以实现更佳的效果。
- 2) Kimi 发布最新一代 MoE 模型 K2 并宣布开源，在自主编程、工具调用、数学推理能力上表现大幅进步
- 7 月 12 日，国内大模型独角兽月之暗面发布并开源了其最新一代 MoE 架构基础模型 Kimi K2，总参数量达到 1 万亿，激活参数为 32B。作为月之暗面首款开源发布的旗舰模型，K2 在 SWE Bench Verified（编程）、Tau2（智能体）、AceBench（工具调用）三项基础测试中取得了开源模型中的 SOTA 成绩，超越了此前的 DeepSeek V30324、Qwen-235B-A22B 等模型。K2 在预训练阶段使用了“MuonClip”优化器实现万亿参数模型的训练，提高了 Token 利用效率、缓解高质量人类数据短缺问题。K2 还应用了大规模 Agentic Tool Use 数据合成 pipeline 和引入自我评价机制的通用强化学习技术，工具调用能力是一大进步，具备显著的智能体模型特征。目前，K2 的两个模型版本均已上线，但尚不支持视觉理解和思考能力，我们认为或由于算力限制，但或已训练出相关多模态和深度思考模型。
- 3) 中报业绩预告密集开启，服务器、光模块、铜连接等板块预计较为亮眼
- 工业富联发布业绩预告称，预计 2025 半年度归母净利润 119.6-121.6 亿元，同比+36.8%-39.1%，其 AI 服务器收入同比增长超 60%；光迅科技发布业绩预告称，2025 上半年实现归母净利润 3.2-4.1 亿元，同比+55%-95%；华工科技发布业绩预告称，2025 上半年实现归母净利润 8.9-9.5 亿元，同比+42.4%-52.0%；沃尔核材发布 2025 半年度业绩预告称，2025 上半年归母净利润实现 5.4-5.9 亿元，同比+30%-40%。我们看到算力产业链龙头公司的优秀表现符合此前预期，有利于市场增强信心、提高风偏。

- 4) 投资建议：海外算力军备竞赛仍在持续，国内算法优化更进一步期待国产算力厚积薄发
- 我们认为海外算力需求逻辑已经从训练模型的 **scalinglaw** 发展为头部模型的服务较量和护城河构建。目前，海外头部 CSP 和 AI 独角兽（如 OpenAI、Claude、xAI）产品迭代发布加快，希望通过更好的服务质量（Token 吞吐快时延低）、更丰富的功能（如多模态和深度研究）以及更快的产品更新速度获取巩固用户的护城河。当前，海外头部大模型竞争格局未定，算力投入仍是获得头部资格的必要条件，因此我们仍然看好 2026、2027 海外算力投资带来的一系列产业链机会。国内方面，由于海外算力卡供应限制，以 DeepSeek、Kimi 为代表的模型通过 transformer 架构设计、存储和数据“减负”、通信并行优化等多种算法创新尽量达到“低成本下功能的对齐”，我们认为算力的加大投入是确定性事件英伟达新版合规卡的出货将带来边际改善；与此同时，全国产训练模型产业链仍需要时间，但目前通过训推结合、通信优化的方式（如昇腾）国产算力的价值仍逐步凸显。
- 建议关注：海外算力链：工业富联、中际旭创、新易盛、天孚通信、仕佳光子、长芯博创、沃尔核材、鼎通科技；国内算力链：润泽科技、欧陆通、华工科技、光迅科技、华丰科技、金信诺、锐捷网络；卫星和火箭：航天电器、泰胜风能、高华科技、信科移动、臻镭科技、通宇通讯、上海瀚讯。
- **市场整体**：本周（2025.7.7-2025.7.11）市场整体上涨，创业板指数涨 2.36%，申万通信指数涨 2.13%，深圳成指涨 1.78%，上证综指涨 1.09%，科创板指数涨 0.98%，沪深 300 涨 0.82%。细分板块中，周涨幅最高的前三板块为设备商（+6.35%）、物联网（+5.82%）、光模块（+4.02%）。从个股情况看，博创科技、长光华芯、剑桥科技、高澜股份、数据港涨幅领先，涨幅分别为+19.84%、+12.19%、+8.19%、+6.40%、+5.34%。移远通信、和而泰、网宿科技、中国电信、电连技术跌幅居前，跌幅分别为-2.84%、-2.67%、-2.37%、-2.34%、-2.22%。
- **风险提示**：
- 海外算力需求不及预期，国内运营商和互联网投资不及预期，市场竞争激烈导致价格下降超出预期，外部制裁升级。

【行业评论】生物医药 II：创新药动态更新：PD-1/VEGF/CTLA-4 三抗 CS2009：剂量爬坡耐受性良好，冷肿瘤及 PD-(L)1 经治患者中观察到抗肿瘤活性

魏贇 weiyun@sxzq.com

【投资要点】

- **药物点评**：
- **CS2009 是基石药业自研的 PD-1/VEGF/CTLA-4 三特异性抗体**。CS2009 具有单价 PD-1 和 CTLA-4 结合臂以及双价 VEGFA 结合臂，通过阻断 PD-1/CTLA-4、激活 T 细胞及中和 VEGFA，实现多维度的抗肿瘤效应。CS2009 有望替代以 PD-(L)1 为基础的疗法，在 PFS 和 OS 带来获益。CS2009 临床试验包括

非小细胞肺癌、肝癌、胃癌、子宫内膜癌、卵巢癌、肾细胞癌、结直肠癌及宫颈癌等。CS2009 的 I 期研究为全球多中心临床，Ia 期临床数据预计 2025 年第四季度国际学术会议上公布。Ib 期/II 期剂量扩展研究/关键延展研究预计将于 2025 年下半年启动。

- **CS2009 药效学数据优秀，食蟹猴耐受性良好。**CS2009 同时结合 PD-1、CTLA-4 时亲和力更高，通过结合 TME 中的 PD-1/CTLA-4 双阳性 T 细胞提升疗效。CS2009 通过与 VEGFA 二聚体交联使 PD-1/CTLA-4 双报告基因细胞上的检查点抑制活性提高约 150 倍。PD-1 报告基因细胞中,CS2009/VEGFA 相较 CS2009 免疫检查点活性提高约 300 倍。在激活原代 T 细胞活性的 MLR 实验中，与 VEGFA 二聚体交联提高了 CS2009 的活性。食蟹猴 GLP 毒性试验中，CS2009 对 T 细胞的激活呈现剂量依赖性。CS2009 表现出优异的耐受性，其最高非严重毒性剂量和未见明显毒性反应剂量为 100 mg/kg。
- **CS2009 临床前数据优于同类药物。**“PD-1+VEGF” 组合对比 PD-(L)1 单药已证明显著改善 NSCLC 患者的 PFS，对于 OS 特别是 PD-L1 低表达人群的 OS 仍有提升空间。“PD-(L)1+CTLA-4”组合 OS 和 PFS 获益显著，利于长期 OS 的提高。PD-1，VEGF 和 CTLA-4 三抗联用可能产生最大的生存获益，临床前数据显示，CS2009 明显优于 PD-1/CTLA-4 双抗、PD-1/VEGF 双抗及抗 PD-1/抗 CTLA-4 联用的抗肿瘤活性，是潜在的肿瘤免疫基石药物。
- **CS2009 在 I/II 期临床耐受性良好，“冷肿瘤”及 PD-(L)1 经治患者观察到抗肿瘤活性。**CS2009 的全球 I/II 期临床正在澳大利亚和中国招募患者，预计 2025 年底前患者数将突破 100 例。计划扩展至美国进行 II 期入组。Ia 期剂量递增研究在多线经治的晚期实体瘤患者中完成四个剂量组。第四剂量水平（20mg/kg，Q3W）未发生剂量限制性毒性。研究正在第五剂量水平（30mg/kg，Q3W）入组，观测 CS2009 在潜在 II 期推荐剂量之上的安全性以及拓宽其安全性边界；同步持续回填前期剂量组（1 至 20mg/kg，Q3W）。低剂量组的“冷肿瘤”及 PD-(L)1 经治患者已观察到抗肿瘤活性。
- **风险提示：**创新药研发失败及竞争加剧风险，对外授权不及预期风险，药企融资不及预期风险，临床推进速度不及预期风险等。

【行业评论】煤炭：煤炭月度供需数据点评 6 月：“反内卷”改变政策方向，夏季煤价反弹

胡博 hubo1@sxzq.com

【投资要点】

- **6 月：**
- **供给：**1-6 月原煤供给边际递减。2025 年 1-6 月，原煤累计产量实现 24.05 亿吨，同比增 5.4%，同比增速边际下滑。6 月当月实现 4.21 亿吨，同比增 3.0%。
- **需求：**1-6 月终端需求受制造业和基建支撑，非电走势强于电力。25 年 1-6 月固定资产投资同比增 2.8%，

其中制造业投资增 7.5%、基建投资增 4.6%、房地产投资降 11.2%。25 年 1-6 月火电累计增速实现-2.4%；焦炭累计增速实现 3.0%；生铁累计增速实现-0.8%；水泥累计增速实现-4.3%。

- **进口：**6 月煤炭进口收缩速度加快，1-6 月进口量收缩。2025 年 1-6 月进口量累计实现 22170 万吨，同比降 11.1%。6 月当月实现 3303.7 万吨，同比降 25.93%。
- **价格：**煤炭价格接近底部，6 月出现企稳反弹迹象。25 年以来山西优混 5500 动力煤价格中枢有所下降。25 年以来京唐港主焦煤均价有所降低。25 年以来天津港二级冶金焦均价调整。年初以来的降幅动力煤 < 焦炭 < 炼焦煤。
- **点评与投资建议：**
- **6 月煤炭供给端增速放缓，剔除低基数和山西复产等因素，新疆区域放量情况也值得关注；需求端非电需求支撑，电力需求边际改善；国内需求缺口较小，进口煤连续 4 个月负增，且收缩速度加快。煤炭价格出现企稳反弹迹象，符合预期。随着“反内卷”信号确立，政策方向或有转变，后续主要关注价格反弹高度和持续性。**
- **投资建议：**扩储成本提升，煤价企稳反弹，把握节奏。近年新建矿井成本呈不断提升趋势，导致煤矿盈亏平衡点有所提升。未来考虑矿业权价格和建矿成本等大额资本开支，成本有望不断被推升。炼焦煤关注【淮北矿业】、【平煤股份】、【山西焦煤】。动力煤关注【山煤国际】、【晋控煤业】、【华阳股份】、【陕西煤业】、【兖矿能源】、【新集能源】、【中煤能源】、【中国神华】。
- **风险提示：**供给超预期释放，需求回升不及预期，进口煤大幅增加，相关公司业绩不及预期

【公司评论】青达环保(688501.SH)：青达环保点评报告-AI 除渣技术国际领先，火电特种设备持续高增长

肖索 xiaosuo@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **事件：**公司 7 月 15 日发布公告，公司及控股子公司北京中工数联科技有限公司于近日收到 1 项由中电联会颁发的“融合边缘计算与数字孪生的输渣设备智能运维技术”的科学技术成果鉴定证书，认为该项目成果整体达到国际领先水平。
- **事件点评**
- **科学技术成果证书彰显创新和研发实力。**公司取得认证的项目致力于通过融合边缘计算与数字孪生的 AI 技术，构建一套具备自感知、自诊断、自优化能力的输渣设备智能运维管理平台，能够达成“无人值守、智慧运营”的先进管理模式，助力火电厂的安全稳定运行与高效精细化管理。该成果证书的取得有利于提升公司整体核心竞争力，并为公司进一步拓展市场提供有力支撑。

- **2025 年 Q1 业绩高增，预计 H1 营收同比增长 75%-143%。**公司胶州市李哥庄镇 120MW 渔光互补项目于 2025 年一季度交付，带动业绩高增。2025 年 Q1，公司实现营业收入 6.2 亿元，同比+317.4%；实现归母净利润 0.69 亿元，同比+990.3%。受益于国家新建火电投资加速、存量机组升级改造等一系列利好政策，公司预计 2025 年上半年营收区间为 9.0 亿元-12.5 亿元，对应同比增速区间为 75.1%-143.2%。
- **投资建议**
- 公司有望充分受益火电灵活性改造，新科技成果的转化也为公司业绩增长进一步打开想象力。我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.78 元/2.31 元/2.98 元，对应公司 7 月 16 日收盘价，2025-2027 年 PE 分别为 15.5/11.9/9.3，首次覆盖，给予“买入-A”评级
- **风险提示**
- **包含但不限于以下风险：**
- 1、火电灵活性改造不及预期：公司全负荷脱硝业务营收与火电灵活性改造密切相关，若不及预期会对公司业绩产生不利影响。
- 2、技术泄露风险：若公司核心技术成果泄露，或者公司核心产品被竞争对手模仿，将会对公司的生产经营造成一定的负面影响。
- 3、政策风险：节能环保产业属于典型的政策引导型产业，若国家在在火电厂环境污染治理方面的政策放松或监管力度下降，会对公司业绩产生负面影响。
- 4、原材料价格波动风险：公司产品主要原材料为钢材、机电设备材料等，如果产品合同期内原材料价格上涨，会对公司毛利率产生负面影响。

【山证机械】天准科技（688003.SH）点评报告-可转债获受理加速升级迭代，半导体、具身智能等持续突破

姚健 yaojian@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- 公司发布《关于向不特定对象发行可转换公司债券申请获得上海证券交易所受理的公告》：公司于 2025 年 6 月 23 日收到上交所出具的《关于受理苏州天准科技股份有限公司科创板上市公司发行证券申请的通知》，上交所对公司报送的科创板上市公司发行证券的募集说明书及相关申请文件进行了核对，认为该项申请文件齐备，符合法定形式，决定予以受理并依法进行审核。
- **事件点评**
- 本次募集资金主要投向主业，旨在完善高端领域产品布局，提高先进量测技术自主研发能力，推动国

产智驾域控方案落地，加速具身智能推广应用。公司拟向不特定对象发行可转换公司债券，募集资金总额不超过 8.86 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额将用于投入以下项目：工业视觉装备及精密测量仪器研发及产业化项目（4 亿元）、半导体量测设备研发及产业化项目（2.92 亿元）、智能驾驶及具身智能控制器研发及产业化项目（1.94 亿元）。

- **半导体领域取得重大突破，明场检测设备获得客户正式订单，持续推进更高制程产品线，渗透率有望持续提升。**2024 年，公司参股的苏州矽行半导体技术有限公司获得重大进展：①首台明场纳米图形晶圆缺陷检测设备 TB1000（面向 65nm 工艺节点）通过客户验证，已经在客户产线上使用；②面向 40nm 工艺节点的 TB1500 明场检测设备已完成多家客户的晶圆样片验证；③面向 14-28nm 工艺节点 TB2000 明场检测设备已完成厂内验证。德国全资子公司 MueTec 在 2024 年业绩稳步增长，同时完成了 40nm 工艺节点套刻（Overlay）量测设备的升级研发，并已获得客户正式订单。公司未来将对德国子公司的半导体量测设备产品线进行升级，同时针对 28nm 及以下节点产品进行技术研发及产业化，并通过发挥境内外协同优势提升渗透率。
- **智能驾驶进入新发展阶段、率先发布具身智能控制器，25H1 已获得头部人形机器人批量订单。**在智能驾驶领域，公司 2024 年与博世、立讯、华勤共同成为地平线新发布 J6 芯片平台的首批四家量产合作伙伴，现已与众多车企开展业务合作，并拓展到重卡、无人配送、无人清扫等商用车领域。2024 年 11 月，公司率先正式发布专为人形机器人设计的高性能具身智能控制器-星智 001，并与数家主流机器人公司达成合作，开始批量出货。2025 年 4 月，公司获得国内头部人形机器人厂商的批量订单，金额超过千万。
- **PCB 收入端和客户端取得显著进展，重点布局 LDI、CO2 激光钻孔、AOI 检测三大产品线。**2024 年，公司 PCB 领域系列产品收入同比增长约 50%，与东山精密、沪士电子、景旺电子、胜宏科技等头部客户的合作不断扩大，海外订单持续增长；CO2 激光钻孔设备通过多家客户的验证，实现批量销售。
- **在轻薄化、折叠屏、AI 深化应用的大趋势下，消费电子进入新的增长周期。**2024 年，公司获得头部大客户手机某新型零部件的检测设备批量订单，全年合同金额 1.48 亿元。公司已经获得其薄款手机、折叠屏系列产品的检测设备样机订单，为未来的业务增长奠定了良好的基础。
- **投资建议**
- **公司是国内知名的视觉装备平台企业，致力以人工智能技术推动工业数智化发展，专注服务电子、半导体、新汽车等工业领域。**公司各项业务持续向上突破，随着苏州矽行的明场检测设备开始形成销售，其半导体业务的确定性大幅提升，看好后续批量订单交付及新品落地对业绩的积极影响，展望 25、26 年，公司平台化布局有望加速落地。我们预计公司 2025-2027 年归母公司净利润 1.7/1.8/2.0 亿元，同比增长 32.8%/11.0%/10.0%，EPS 为 0.9/1.0/1.0 元，对应 7 月 16 日收盘价 45.58 元，PE 为 53/48/44 倍，首次覆盖给予“买入-A”评级。
- **风险提示**

- 技术研发与创新的风险：如果公司的技术研发创新能力不能及时匹配客户的需求，公司将面临客户流失的风险。
- 下游行业波动的风险：消费电子、半导体、新能源和新汽车等下游行业如果出现不景气或增长乏力的情况，可能对公司的经营产生不利影响。
- 主营业务毛利率波动的风险：随着公司新业务的持续开拓，来自汽车制造业、PCB 等下游行业客户占比不断提升，上述行业的市场竞争更为激烈，因此公司的主营业务毛利率存在一定波动的风险。
- 商誉减值的风险：如果未来因经济环境、行业政策或经营状况等发生重大不利变化，对 Mue Tec 经营业绩产生不利影响，则存在商誉减值的风险。
- 汇率波动的风险：公司在进口原材料、出口产品时主要使用美元结算，汇率波动将直接影响公司的经营业绩。

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。本报告清晰准确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

