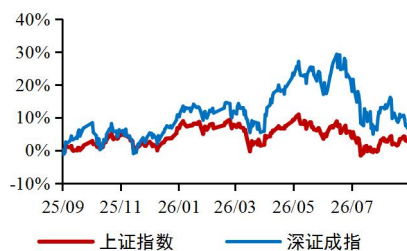


信义山证汇通天下

研究早观点

2026 年 9 月 7 日 星期一

市场走势



资料来源：常闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,930.12	-0.30
深证成指	13,516.97	-0.79
沪深 300	4,548.05	-0.10
中小板指	8,340.35	-0.93
创业板指	3,286.55	-0.78
科创 50	1,577.36	-2.10

资料来源：常闻

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】崇德科技(301548.SZ)：崇德科技 26 中报点评-经营质量稳健向好，核电、燃机等高景气赛道持续突破

【公司评论】旷达科技(002516.SZ)：旷达科技 26 中报点评-经营稳健向好，国资赋能新战略持续推进

【山证新材料】华光新材 2026 半年报点评-液冷业务高速增长，海外布局持续完善

【公司评论】银轮股份(002126.SZ)：银轮股份 2026 年中报点评-三大板块全面增长，数字能源与具身智能构筑新成长极

【公司评论】锐科激光(300747.SZ)：锐科激光 26 中报点评-盈利能力显著回升，新应用多点开花

【公司评论】杰创智能(301248.SZ)：杰创智能（301248.SZ）：上半年收入稳健增长，智算集群持续快速落地

【今日要点】

【公司评论】崇德科技(301548.SZ)：崇德科技 26 中报点评-经营质量稳健向好，核电、燃机等高景气赛道持续突破

刘斌 liubin3@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 近日，崇德科技发布 2026 年半年度报告。上半年公司实现营业收入 3.49 亿元，同比增长 23.24%；归母净利润 7109.29 万元，同比增长 7.26%；扣非归母净利润 6499.60 万元，同比增长 13.66%。
- 事件点评
- 盈利能力稳步提升，经营现金流大幅改善。2026H1 公司毛利率 38.31%，同比提升 0.94%。其中 Q2 单季度毛利率约 36.06%，同比-1.98%，环比-4.87%，主要受产品结构及交付节奏影响。分产品看，轴承总成毛利率 41.95%，同比大幅提升 11.43%；能源发电类产品毛利率 40.86%，同比+3.93%；石油化工类毛利率 58.29%，同比大幅提升 12.37%，高毛利产品占比提升带动整体盈利结构持续优化。境外业务毛利率 45.96%，显著高于境内的 36.72%，随着国际化业务占比提升，公司整体盈利水平有望进一步改善。经营活动现金流净额 3553.36 万元，同比大幅增长 778.01%，主要系销售回款增加所致，经营质量稳健向好。
- 能源发电业务成为增长主引擎，核电与燃机双线突破。2026H1 公司能源发电类产品收入 1.39 亿元，同比大增 101.68%，成为拉动业绩增长的核心动力。核电领域，核主泵轴承实现规模化批量交付，配套的华龙一号核电项目顺利并网发电；同步承接新建核电机组主泵轴承批量订单，并稳步推进存量机组进口替代研发项目。自主研发的 SVTH0-16-295 型核电主泵电机轴承样机通过国家级鉴定，核心性能指标达国际先进水平。公司已具备核电、燃机等高端领域滑动轴承的全配套能力，在部分高端产品上实现了对国际品牌产品的直接替代。
- AI 算力需求催生电力装备新周期，公司卡位优势显著。AI 数据中心建设提速，燃机成为算力中心重要备用与调峰供电装备，直接带动燃机核心零部件需求放量。公司实现了行星齿轮箱销轴、联轴器轴承等核心产品对国际头部齿轮箱企业的批量交付，精准适配 AI 算力场景 17.5MW 燃气轮机设备。并斩获了全球能源技术巨头贝克休斯“全球最佳增长供应商”奖项，自 2025 年进入其供应链体系后，已成为燃气发电成套设备核心配套商。
-
- 投资建议

- 我们预测 2026-2028 年,公司分别实现营收 7.40/8.69/9.88 亿元;实现归母净利润 1.61/1.91/2.23 亿元, EPS 分别为 1.85/2.20/2.56 元, 对应公司 9 月 3 日收盘价 PE 分别为 30/25/22 倍, 维持“增持-A”评级。
- **风险提示**
- **宏观经济周期波动风险:** 公司涉及的轴承领域行业发展与宏观经济运行相关。一般情况下, 当宏观经济快速增长时, 动压油膜滑动轴承细分行业发展较好; 当宏观经济增速放缓时, 该行业增速也随之放缓, 甚至下滑。
- **研发进程及产业化不及预期风险:** 公司在研产品基于对未来行业应用领域发展趋势判断, 若未来应用领域技术发展路径与公司判断存在较大差异、行业技术迭代升级周期短等, 公司将面临产品研发进程缓慢甚至失败、研发成果产业化不及预期风险。
- **原材料价格波动风险:** 公司自产产品中直接材料成本占比较高, 原材料价格波动将直接影响公司盈利能力。若上游主要原材料供应短缺、市场价格上涨等情况发生, 将导致产品毛利率下滑。

【公司评论】旷达科技(002516.SZ): 旷达科技 26 中报点评-经营稳健向好, 国资赋能新战略持续推进

刘斌 liubin3@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- 近日, 旷达科技发布 2026 年半年度报告。2026 年上半年公司实现营业收入 12.13 亿元, 同比+13.82%; 归母净利润 1.12 亿元, 同比+45.85%; 扣非净利润 1.05 亿元, 同比+46.57%。其中 Q2 单季实现营业收入 6.29 亿元, 同比+11.38%, 环比+7.52%; 归母净利润 0.57 亿元, 同比+74.61%, 环比+4.70%; 扣非净利润 0.55 亿元, 同比+60.01%, 环比+8.49%。
- **事件点评**
- **内饰件业务量价齐升, 高端产品逐步放量。**2026H1 公司汽车用品行业收入 11.44 亿元, 同比+15.76%, 占总收入比重提升至 94.32%。其中座套产品收入同比+29.43%, 超纤仿麂皮等其他类产品收入同比+45.80%, 高附加值产品占比提升推动盈利结构优化。随着高端产品的逐步放量, 公司业绩有望持续向好。
- **费用管控有效, 盈利能力显著修复。**2026H1 公司综合毛利率 23.78%, 同比-0.3%; 净利率 9.23%, 同比+2.12%。Q2 单季毛利率约 23.39%, 同比-0.41%, 环比-0.81%; 净利率约 9.11%, 同比+3.45%, 环比-0.24%。上半年公司利润增速 45.85%远超收入增速 13.82%, 盈利能力逐步修复。从费用端看, 销售费用率同比+0.33%至 1.27%, 管理费用率同比-1.09%至 5.38%, 研发费用率同比-0.11%至 2.58%, 财务费用率保持 0.14%低位, 整体费用管控良好。
- **"大智能"战略稳健推进, 新业务商业化蓄势待发。**公司"大智能"战略呈现双引擎驱动格局。其中, 参

股公司芯投微聚焦射频前端滤波器领域，报告期内实现营收 5419.66 万元，同比+25.43%，净利润-0.30 亿元，仍处于亏损但同比有所收窄。芯投微作为国内极少数同时具备 TC-SAW、TF-SAW 和 WLP 能力的 IDM 企业，已批量应用于国内头部厂商旗舰手机及国产高端智能汽车，实现消费电子与汽车电子双线落地，战略稀缺性突出。同时，芯投微基于在化合物半导体（钽酸锂、铌酸锂、薄膜钽酸锂）领域的工艺技术积累，启动薄膜铌酸锂项目布局，为其切入光电芯片领域奠定长期技术储备。在柔性智能传感材料方面，公司依托与中国科学院苏州纳米所共建的联合实验室，第一代柔性皮肤织物产品已实现小批量供货，第二代产品正围绕多模态传感功能集成方向推进研发，未来有望成为最新应用领域的重要抓手。

➤ 投资建议

- 短期，随着国资入主完成治理跃升，公司饰件业务盈利能力持续改善，公司整体经营有望稳健向好。中长期，公司"大交通"战略从汽车内饰向轨交、航空、船舶等全场景拓展，打开新的成长空间；"大智能"战略布局射频前端滤波器、薄膜铌酸锂与柔性智能传感材料，商业化成功有望带来估值重塑。
- 我们预计公司 2026-2028 年营收分别为 26.14、29.97、34.37 亿元；归母净利润分别为 2.42、2.82、3.29 亿元，EPS 分别为 0.16、0.19、0.22 元，对应 26 年 9 月 3 日收盘价 PE 分别为 34、29、25 倍，首次覆盖，给予“增持-A”评级。

➤ 风险提示

- 下游行业波动风险：汽车销量承压，行业竞争加剧可能使饰件业务毛利率承压，年降压力持续存在。
- 新业务商业化不及预期风险：芯投微仍处亏损状态，产能爬坡与盈利兑现存在不确定性；柔性智能传感业务尚处早期，距规模化量产需一定周期，研发进度及技术指标达标存在不确定性。
- 原材料价格波动风险：内饰面料及合成革生产涉及涤纶丝、化工助剂等，价格受原油市场影响较大，若大幅上涨且无法向下游传导将直接影响利润。

【山证新材料】华光新材 2026 半年报点评-液冷业务高速增长，海外布局持续完善

冀泳洁 0351-8686985 jiyongjie@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 公司发布 2026 年半年度报告。2026 年上半年公司实现收入 23.09 亿元，同比增长 91.44%；实现归母净利润 0.92 亿元，同比降低 25.56%，主要系公司于 2025 年上半年确认拆迁收益所致，扣非归母净利 0.90 亿元，同比增长 103.78%。2026 年第二季度，公司实现营业收入 12.31 亿元，同比增长 98.37%，环比增长 14.09%，实现归母净利润 0.55 亿元，同比增长 96.79%，环比增长 47.52%，实现扣非归母净利 0.53 亿元，同比增长 112.25%，环比增长 47.78%。

➤ 事件点评

➤ **制冷通暖等基本盘高速增长，电子等新型领域发展迅速。**2026 年上半年，公司持续调整产品销售结构，巩固传统优势业务基本盘，制冷领域实现营收 8.73 亿元，同比增长 65.31%，电力电气领域营收实现 4.49 亿元，同比增长 58.32%。同时，公司积极拓展电子浆料、锡基钎料和高温焊料等新技术新产品，支撑新能源汽车、电子等新领域业务拓展，新能源汽车领域实现营收 1.53 亿元，同比增长 141.13%，电子领域实现营收 6.88 亿元，同比增长 177.37%。

➤ **液冷业务有序推进，市场拓展成效显著。**公司液冷业务以 AI 服务器液冷板精密焊片为核心产品。2026 年上半年，公司积极对接液冷板生产厂家，依托技术及产能优势，客户拓展与批量供货规模持续扩大，实现营收 2.16 亿元，已超过 2025 年全年收入，占总营业收入的 9.36%，成为公司业绩增长的重要动力。

➤ **加速推动海外业务开拓，全球产能布局持续完善。**公司积极布局海外市场，业务已拓展至 60 个国家和地区。2026 年上半年，公司海外市场实现营收 1.71 亿元，同比增长 81.72%。在产能布局上，泰国一期工厂 1000 吨产能完成投产，覆盖铜基钎料、银钎料、铝基钎料、锡基钎料等全品类钎料，下游领域包括制冷、电力电气、电子等。依托泰国工厂，未来公司有望逐步实现面向全球客户本地化生产交付，有效缩短交付周期、贴近海外终端市场，助推海外业务营业收入实现稳步增长。

➤ 投资建议

➤ 我们预测 2026 年至 2028 年，公司分别实现营收 44.48/54.36/63.97 亿元，同比增长 74.0%/22.2%/17.7%；实现归母净利润 2.21/3.30/4.26 亿元，同比增长 17.3%/49.5%/29.2%，EPS 为 2.32/3.47/4.48 元，对应 9 月 3 日收盘价，PE 分别为 25.4/17.0/13.2 倍，考虑到 AI 高速发展驱动液冷产品需求持续增长，预计未来公司业绩有望快速提升，首次覆盖给予“买入-B”评级。

➤ 风险提示

➤ **市场竞争风险：**公司产品较多且应用领域广泛，存在行业竞争加剧的可能，但如果公司未来无法准确把握行业发展趋势或无法快速应对市场竞争状况的变化，则可能面临市场份额下降、盈利能力减弱的风险。

➤ **原材料价格波动风险：**公司主要原材料白银、铜等，价格波动频繁，且公司产品销售采用“原材料成本+加工费”的定价方式，原材料采购时点早于产品结算时点，导致原材料价格波动的风险传导机制可能会存在一定的滞后性，若原材料价格急剧下跌，可能对公司经营业绩产生不利影响。

➤ **跨国经营风险：**公司在泰国设立全资子公司，进一步拓展海外市场的同时也增加了公司管理及运作的难度，存在一定的经营风险。若公司经营管理人员及各项制度不能适应全球化经营跨区域管理及规范运作的要求，将可能在一定程度上影响公司的经营效率和盈利水平。

➤ **新产品开发不及预期风险：**面对激烈的市场竞争，公司须不断具有高附加值的产品，但新产品从配方研究、试制、制备工艺设计到最终量产销售，往往需要较长时间，若新产品开发进度不及预期或开发

失败，可能对公司业绩产生不利影响。

【公司评论】银轮股份(002126.SZ)：银轮股份 2026 年中报点评-三大板块全面增长，数字能源与具身智能构筑新成长极

刘斌 liubin3@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件

➤ 近日，银轮股份发布 2026 年半年度报告。2026 年上半年公司实现营业收入 90.26 亿元，同比+25.93%；归母净利润 4.52 亿元，同比+2.50%；扣非归母净利润 4.47 亿元，同比+5.33%。其中 Q2 单季实现营业收入 47.81 亿元，同比+27.45%，环比+12.62%；归母净利润 2.38 亿元，同比+4.09%，环比+11.32%，扣非归母净利润 2.42 亿元，同比+12.05%，环比+18.42%。

➤ 事件点评

➤ 三大业务全面增长，数字能源与商用车增速领先。乘用车业务收入 44.86 亿元，同比+17.03%，在行业竞争白热化下仍保持较快增长。商用车与非道路业务收入 33.24 亿元，同比+37.03%，受益于商用车市场回暖、全球化产能释放及新能源项目突破。数字与能源热管理业务收入 9.78 亿元，同比+41.30%，覆盖数据中心液冷、储能、电力能源等领域，同步推进项目超 70 个。分地区看，北美、欧洲分别实现营收 13.13、7.01 亿元，同比+18.52%、+33.34%，全球化运营成效持续显现。

➤ 汇兑扰动短期利润，实际经营质量持续向好。2026H1 综合毛利率 18.14%，同比-1.11%，其中 Q2 单季 17.74%，同比-1.01%、环比-0.85%，行业价格战在二季度进一步加剧。H1 财务费用同比+2871.73%至 0.91 亿元，Q2 财务费用 0.39 亿元、费用率 0.82%，而去年同期为汇兑收益，同比由盈转亏，汇率波动造成短期利润承压。盈利端，H1 净利率 5.72%，同比-1.25%；Q2 净利率 5.76%，同比-1.22%，环比+0.09%，剔除汇兑扰动后核心业务盈利质量持续改善。

➤ 数字能源步入收获期，液冷与发电双轮驱动。数据中心液冷方面，产品覆盖一次侧冷却塔、二次侧 CDU 板换、芯片冷板等，功率覆盖 50-1500kW 全段。上半年海外承接北美 5 家、台系 4 家共 12 个项目，与全球头部云厂商合作进入 CDU 匹配验证阶段；部分客户已经通过供应链体系审核并获得小批量订单，并首次切入磁悬浮压缩机一次侧核心换热环节。电力能源方面，获全球发电机头部客户尾气处理系统定点，冷却模块、水空中冷器获多个定点。首条年产 1.5 万台大型板换产线预计 2026Q4 建成。

➤

➤ 具身智能前瞻卡位，多品类小批量量产落地。公司将具身智能与人形机器人核心零部件作为新兴战略方向重点布局。上半年关节电机、关节模组、大小脑热管理产品及精密加工铸件已实现小批量生产，与国内外客户协同研发持续推进。公司已建立电机、关节模组、热管理、精密加工铸件、表面处理等

完整产线，具备量产能力。同时，上半年累计获得 161 个新项目，达产后预计新增年销售收入约 49.9 亿元，订单储备充沛。



➤ 投资建议

➤ 短期，三大业务板块在手订单充足，业绩增长确定性较强；中长期看，公司依托"车规级换热技术"向多领域延伸，数据中心液冷需求爆发叠加发电业务放量，数字能源第二曲线加速成长，具身智能领域前瞻布局打开更广阔成长空间。

➤ 我们预测 2026 年至 2028 年，公司分别实现营收 188.74/226.88/270.51 亿元；实现归母净利润 11.12/14.33/17.99 亿元，对应 EPS 分别为 1.31/1.69/2.12 元，对应 26 年 9 月 3 日 PE 为 34/26/21 倍，维持“增持-A”的投资评级。

➤ 风险提示

➤ 宏观经济波动风险；原材料价格波动风险；市场竞争风险；汇率波动风险；关税风险

【公司评论】锐科激光(300747.SZ)：锐科激光 26 中报点评-盈利能力显著回升，新应用多点开花

刘斌 liubin3@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

➤ 近日，锐科激光发布 2026 年半年度报告。2026H1 公司实现营业收入 19.10 亿元，同比+14.75%；归母净利润 1.59 亿元，同比+117.53%；扣非归母净利润 1.24 亿元，同比+287.84%。

➤ 事件点评

➤ 主业量利齐升，多产品协同发力。2026H1 连续光纤激光器实现收入 15.88 亿元，同比+16.54%，占总营收比重 83.16%，毛利率 24.69%，同比+7.49%，是公司业绩增长的核心支柱。下游通用制造领域切割、焊接、清洗业务需求稳定，手持焊行业持续扩容，公司高功率产品出货同比增长近 23%，焊接产品出货同比增长 46%，产品结构向高附加值方向持续升级。脉冲光纤激光器收入 1.61 亿元，超快激光器收入 5765 万元，特种光纤收入 3012 万元，多元产品矩阵协同发力。

➤ 产品结构改善，盈利能力持续向好。上半年毛利率约 24.78%，同比+5.78%，主因高毛利率的连续光纤激光器占比提升及全流程降本增效推进。归母净利润同比大增 117.53%至 1.59 亿元，扣非净利润 1.24 亿元，同比+287.84%，主业盈利弹性充分释放。单季度看，2026Q2 毛利率约为 27.01%，同比+7.92%，环比+4.96%，高功率产品出货占比持续走高叠加规模效应释放，带动盈利水平逐季攀升。Q2 归母净利润约 1.17 亿元，同比+108.63%，环比+180.04%；扣非净利润约 0.94 亿元，同比+216.24%，环比+205.37%，

主业盈利加速增长的态势明确。

- **新赛道多点开花，打开中长期成长空间。**公司在巩固传统切割、焊接市场优势的同时，积极卡位高景气新兴赛道。低空经济领域，推出全球首台 10.1kW 近基模千瓦光纤激光器，完善低空反无产品布局；AI 算力领域，超快激光器已批量切入算力芯片供应链，飞秒激光器攻克 TGV 制孔工艺难题；光通信领域，睿芯公司 C/L 波段增益光纤已批量供货头部通信设备商，耐辐照特种光纤进入多场景验证。多个新兴赛道的率先卡位，为公司中长期发展提供充足动力。

➤

- **全球化布局加速持续加固。**国际化方面，德国、韩国、墨西哥、泰国四大境外办事处全部取得注册证书，韩国客户中心已落地运营，海外收入占比稳步提升。产业链方面，公司持续打造“核心材料—特种光纤—光纤激光器—整机装备”全链条垂直集成体系，特种光纤自研自给率持续提升，武汉光谷新型光源产研基地全面开工、黄石智慧激光产业园等重点项目有序推进，产能与研发基础设施同步扩容，竞争壁垒持续加固。

➤ 投资建议

- **短期，公司盈利拐点确立，手持焊、高功率激光器放量带动业绩快速修复。**中长期，公司依托垂直整合与成本优势，持续推进国产替代，超快激光、3D 打印等新业务打开增长空间。
- 我们预计公司 2026-2028 年营收分别为 42.06、50.63、60.75 亿元；归母净利润分别为 2.43、3.29、4.12 亿元，EPS 分别为 0.43、0.59、0.73 元，对应 26 年 9 月 3 日收盘价 PE 分别为 87、64、51 倍，维持“增持-A”评级。

➤ 风险提示

- **宏观经济周期波动风险：**激光器行业需求与经济周期密切相关，若宏观经济放缓，可能影响公司产品需求。
- **市场竞争加剧风险：**若公司不能保持技术及成本优势，可能面临份额下滑的风险。
- **新业务拓展不及预期风险：**新应用仍处于市场开拓期，若市场需求不及预期，可能影响放量节奏。

【公司评论】杰创智能(301248.SZ)：杰创智能（301248.SZ）：上半年收入稳健增长，智算集群持续快速落地

盖斌赫 gaibinhe@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 8 月 25 日，公司发布 2026 年半年报，其中，2026 上半年公司实现收入 3.43 亿元，同比增长 8.72%，

上半年实现归母净利润-0.03 亿元，同比减 117.41%，实现扣非净利润-0.08 亿元，同比减 153.52%；2026 年二季度公司实现收入 1.93 亿元，同比增长 34.83%，二季度实现归母净利润 0.11 亿元，同比高增 115.23%，实现扣非净利润 0.09 亿元，同比高增 279.73%。

➤ 事件点评

➤ **AI+云计算业务表现亮眼，推动公司上半年营收保持稳健增长。**分业务看，1) 随着智算集群逐步交付落地，2026 上半年公司 AI+云计算业务实现收入 2.12 亿元，同比增长 583.19%；2) 受客户订单波动影响，上半年 AI+安全业务实现收入 0.33 亿元，同比减少 82%；3) 传统的行业数智化解决方案业务上半年实现收入 0.95 亿元，较去年同期几乎持平。今年上半年公司毛利率达 39.26%，较上年同期提高 5.29 个百分点，主要是由业务结构优化所致。在费用端，受销售人员增加影响，上半年公司销售费用率较上年同期提高 1.29 个百分点；由于公司裁撤多条传统产品研发线以及部分研发项目阶段性收尾，上半年研发费用率较上年同期降低 0.75 个百分点；管理费用率较上年同期降低 1.13 个百分点。而由于公司大力投建智算集群，利息费用和折旧大幅增加，导致今年上半年公司净利率为-1.33%，较上年同期降低 7.10 个百分点，但 Q2 归母净利润已环比扭亏为盈，未来随着智算集群持续交付、投运，公司业绩有望呈持续环比增长态势。

➤ **算力租赁业务持续快速落地，下半年 Token 工厂重点布局。**今年上半年公司算力运营服务收入达 1.72 亿元，占 AI+云计算业务收入超八成，同时毛利率达 42.98%，显示公司智算云集群交付并投运计费。而资产端扩张也进一步验证公司正持续推进 AI 基础设施建设，截至今年 6 月底，公司固定资产金额为 20.79 亿元，较年初 10.06 亿元增加了 10.73 亿元，其中上半年算力设备的在建工程转固金额为 11.39 亿元。上半年公司累计形成不超过 140 亿元的 IT 设备及零配件采购计划，目前已在华南、华东、华北等地建成约 9000P（FP16）智算集群，形成智算集群设备资产超 25 亿元，而在建集群算力超 40000P（FP16）。随着集群持续交付并投运，将成为未来公司收入和利润的重要支撑。与此同时，作为重要战略方向之一，下半年公司将试点打造多个不同垂类场景特色的 Token 工厂。8 月 24 日，公司与豫信电科旗下中原算力科技发展有限公司签署战略合作协议，共同推进杰创郑州词元工厂项目，该项目位于郑州市中原算谷，双方将围绕算力资源协同、模型部署调度、Token 计量结算、行业场景导入和平台运营服务等方向展开合作。

➤ 投资建议

➤ 公司智算云转型加速落地，随着智算集群持续交付并投运计费，智算云业务收入和利润将快速释放，同时 Token 工厂和国产算力布局在未来有望贡献重要增量业绩，预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 1.02\4.40\8.51，对应公司 9 月 3 日收盘价 57.39 元，2026-2028 年 PE 分别为 56.1\13.0\6.7，首次覆盖，给予“买入-A”评级。

➤ 风险提示

➤ **供应链风险：**公司上游供应链存在因国际局势影响或产能不足导致断供、或因上游原材料价格持

续上涨而侵蚀利润的风险，若核心供应商产能紧张或调高出厂价，可能对公司产品交付、成本控制及盈利能力造成不利影响；

- 设备部署不及预期：AI 服务器等设备到货后公司需要进行组网调优等部署工作，若部署速度太慢，可能会影响客户业务开展，进而影响后续客户采购或租赁公司智算产品；
- 资产负债率上升风险：智算云业务开展需要大量资金投入，为推进该业务，公司大力拓展融资渠道，债务规模增加，资产负债率将维持较高水平，财务风险也将增加；
- 现金流风险：智算云业务开展需要重资产投入，可能会影响公司现金流表现；
- 算力租赁价格持续快速下降风险：若未来算力租赁价格出现持续快速下降，可能会导致公司前期高价采购的设备资产减值，进而影响公司利润表现；
- 合同履行风险：智算云业务主要下游客户为互联网大厂和大模型厂商，合同长周期履约受行业景气与客户经营波动影响，若 AI 算力行业景气度降低或客户资本开支缩减，可能会对公司智算云业务的合同履行产生不利影响；
- AI 需求不及预期：若未来模型训练及推理需求增长不及预期，智算需求可能也无法维持高景气，进而可能对公司智算云业务开展造成重大负面影响；
- 市场竞争加剧风险：公司所处的行业生态位，面临头部厂商通过平台化生态向下渗透和垂直领域专精特新企业加速场景深耕的双重竞争，价格战与技术同质化双重冲击可能导致毛利率承压；
- 技术迭代不及预期：人工智能领域存在技术快速更迭，甚至代际跃迁等不确定性，并且垂直场景的 AI 落地依赖对细分领域业务流程的深度解码能力。若未来公司研发投入强度低于行业增速，或主要技术路线偏离行业发展趋势，或行业知识图谱构建速度滞后于客户需求复杂度提升，将可能遭遇技术代差，降低行业解决方案的适配性，面临产品竞争力和客户认知度下降的风险，进而影响公司经营发展；
- 应收账款发生坏账的风险：公司部分客户财政预算较为紧张，项目实施周期较长，拨付流程较慢，若下游客户因某些因素无法按时回款，公司应收账款可能发生坏账风险，进而对公司利润产生负面影响。

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了本人的研究观点。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转载或发表公司证券研究报告。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

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号
华润金融大厦 23 楼

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

