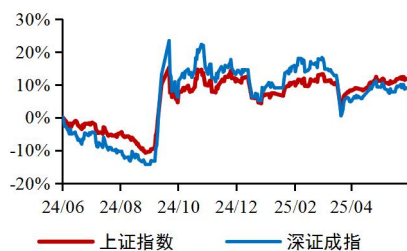


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 6 月 17 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	3,388.73	0.35
深证成指	10,163.55	0.41
沪深 300	3,873.80	0.25
中小板指	6,362.25	0.37
创业板指	2,057.32	0.66
科创 50	970.89	-0.21

资料来源：最闻

分析师：

李召麒

执业登记编码：S0760521050001

电话：010-83496307

邮箱：lizhaoqi@sxzq.com

【今日要点】

➤ 【山证新股】新股周报（0609-0613）-新股市场活跃度下降，影石创新和海阳科技上市

【山证农业】农业行业周报（2025.06.09-2025.06.15）-看好海大集团的投资机会

【行业评论】非银行金融：行业周报（20250609-20250615）：-券商专项评价办法细化，期货市场再迎新规

【山证纺服】行业周报-周大福公布 2025 财年年度业绩，经营质量显著提升

【山证纺服】5 月社零数据点评-5 月国内社零同比增长 6.4%，限上纺织服装品类增速环比回升

【公司评论】华中数控(300161.SZ)：华中数控（300161.SZ）深度报告-五轴高端引领，拥抱自主可控

【今日要点】

【山证新股】新股周报（0609-0613）-新股市场活跃度下降，影石创新和海阳科技上市

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

【投资要点】

- 新股市场活跃度下降，影石创新和海阳科技上市
- 周内新股市场活跃度下降，近 6 个月上市新股周内共有 24 只股票录得正涨幅(占比 50.00%，前值 66.67%)。
- **科创板：**上周科创板影石创新上市。周内海博思创录得周涨幅超 11%，汉邦科技录得周跌幅超-5%。
- **创业板：**上周创业板无新股上市。周内宏工科技录得周涨幅超 30%，弘景光电录得周跌幅超-10%。
- **沪深主板：**上周沪深主板海阳科技上市。周内天和磁材录得周涨幅超 12%，海阳科技录得周跌幅超-31%。
- 新股周期：6 月份科创板影石创新、创业板优优绿能、主板中策橡胶/海阳科技上市，科创板新股首日涨幅和开板估值提升，创业板/主板新股首日涨幅和开板估值均下降。
- 投资建议：
- 近端已上市重点新股：
- 2025/06：影石创新（全景相机/运动相机）
- 2025/03：矽电股份（半导体探针台设备）、弘景光电（运动相机/车载光学镜头及摄像模组）、胜科纳米（半导体第三方检测分析实验室）
- 2025/01：思看科技（3D 视觉数字化产品/3D 扫描仪）
- 2024/12：佳驰科技（隐身涂层材料/结构件）、先锋精科（刻蚀/薄膜沉积领域金属零部件）
- 2024/11：联芸科技（固态硬盘主控芯片）
- 2024/09：合合信息（智能文字识别/商业大数据）
- 2024/08：龙图光罩（半导体掩膜版）、珂玛科技（陶瓷加热器）；
- 2024/06：汇成真空（复合集流体设备）、达梦数据（数据库基础软件）
- 2024/05：瑞迪智驱（电磁制动器/谐波减速机）；
- 2024/04：广合科技（服务器 PCB）；
- 2024/02：诺瓦星云(LED 显示控制系统)、成都华微(特种 IC)；

- 2023/12: 安培龙(热敏电阻/压力传感器)、艾森股份(电镀液/光刻胶及配套试剂)
- 2023/11: 京仪装备(半导体附属设备-温控/废气处理)、麦加芯彩(风电叶片/船舶涂料);
- 2023/9: 盛科通信-U(商用以太网交换芯片);
- 2023/8: 华勤技术(智能硬件 ODM)、广钢气体(电子大宗气体)、波长光电(精密光学组件);
- 2023/6: 芯动联科(高性能 MEMS 惯性传感器);
- 2023/5: 中科飞测-U(半导体检测、量测设备);
- 2023/4: 华曙高科(工业级增材制造设备)、晶升股份(碳化硅长晶炉)、索辰科技(CAE 软件/六维力传感器)
- 2023/2: 裕太微-U(以太网物理层芯片)、龙迅股份(高清视频桥接及处理芯片);
- 近端待上市重点新股: 暂无
- 已获批复重点新股: 屹唐股份、凯普林、瑞立科密
- 远端深度报告覆盖: 京仪装备、珂玛科技、龙图光罩、天岳先进、广合科技、诺瓦星云、芯动联科、安路科技、龙迅股份、鼎泰高科、容知日新等。
- 风险提示: 新股大幅波动的风险; 新股业绩不达预期的风险; 系统性风险。

【山证农业】农业行业周报(2025.06.09-2025.06.15)-看好海大集团的投资机会

陈振志 chenzhenzhi@sxzq.com

【投资要点】

- 本周(6月9日-6月15日)沪深300指数涨跌幅为-0.25%, 农林牧渔板块涨跌幅为+1.62%, 板块排名第3, 子行业中生猪养殖、动物保健、畜禽饲料、肉鸡养殖以及食品及饲料添加剂表现位居前五。
- 本周(6月9日-6月15日)猪价环比下跌为主。根据跟踪的重点省市猪价来看, 截至6月13日, 四川/广东/河南外三元生猪均价分别为13.80/15.14/14.03元/公斤, 环比上周分别-0.36%/-0.66%/+0.57%; 平均猪肉价格为20.26元/公斤, 环比上周下跌0.98%; 仔猪平均批发价格27.14元/公斤, 环比上周下跌3.07%; 二元母猪平均价格为32.52元/公斤, 环比上周持平; 自繁自养利润为-2.90元/头, 外购仔猪养殖利润为-210.64元/头。截至6月13日, 白羽肉鸡周度价格为7.27元/公斤, 环比下跌0.68%; 肉鸡苗价格为2.74元/羽, 环比上周下跌3.52%; 养殖利润为-0.79元/羽。鸡蛋价格为6.20元/公斤, 环比下跌6.06%。
- 随着上游原料价格下行筑底和下游养殖端趋于改善, 饲料行业景气度有望见底回升, 海大集团经营基本面有望迎来上行期; 此外, 公司海外饲料业务有望成为业绩的又一个潜在增长点, 看好海大集团的

投资机会。

- **“猪周期”表面上是价格周期，本质上是产能周期。**由于生猪行业生物资产的特殊性，从母猪补栏到育肥猪出栏需要一定的时间周期。从历史实证看，产能回升不必然影响盈利周期的展开演绎，关键看产能回升的速度。2019年以来这轮周期下行底部末端的整体财务状况是2006年以来压力最大的。由于受到资金和负债的较大约束，因此弥补亏损和降低负债反而是当前行业进入盈利周期后的主基调，而不是快速加产能。虽然生猪养殖行业从2024Q2开始进入盈利周期，但是从负债率的平均下降速度来看，行业整体降负债仍有较长的一段路程要走。当前市场对于生猪产能回升对盈利周期影响的预期或过度悲观，同时可能忽略原料成本下行筑底和2025年宏观需求的潜在回升对行业的正面影响。生猪养殖行业本轮盈利时间的持续性或超出市场的悲观预期。在基本面驱动下，后续或有望迎来预期修正和估值修复，推荐温氏股份、神农集团、巨星农牧、唐人神、新希望等生猪养殖股。
- **在上游大宗原料震荡筑底和宏观政策发力的情景之下，在原料成本维持低位的同时，2025年肉鸡行业业绩的驱动因素或新增需求回升这一潜在变量。**圣农发展当前正处于业绩周期和PB估值周期的底部区域，具备较好的配置价值。
- **2025年或将是宠物主粮品牌决胜的关键一年。**在竞争格局开始稳固的大背景下，需要开始重点关注品牌利润端的情况。我们认为当下应重点关注把握行业趋势、引领品类浪潮，且利润端有所好转乃至不断增长的优秀国产品牌，推荐全渠道销售表现保持领先地位的国产宠物食品龙头品牌乖宝宠物，推荐旗下领先品牌持续高增，自主品牌业务盈利向上的中宠股份。
- **风险提示：**养殖疫情风险；自然灾害风险；饲料原料价格波动风险；食品安全风险；汇率波动风险。

【行业评论】非银行金融：行业周报（20250609-20250615）：-券商专项评价办法细化，期货市场再迎新规

李明阳 limingyang@sxzq.com

【投资要点】

- **中证协修订发布《证券公司履行社会责任专项评价办法》。**主要包括两方面修订内容，一是将“服务绿色发展和‘双碳’目标”“服务创新发展”等两项指标并入证券公司做好金融“五篇大文章”专项评价，加强对服务新质生产力的引导。二是进一步优化评价指标和评价标准，新增“服务区域协调发展情况”“政府支持机构债券中标情况”两项指标，督促行业在服务乡村振兴战略、服务区域协调发展方面持续发挥资源优势和专业能力。调整“社会责任工作获得表彰或奖励情况”“开展投资者教育活动情况”两项指标的具体要求，进一步提高指标设计的精确性。同时，多家证券公司发布公告，在债券市场发行科技创新债券，募集资金专项用于科技创新领域投融资，进一步提升对科技创新企业的支持力度。通过指标修订，进一步完善指标导向，强化证券公司对“五篇大文章”重点领域及区域发展的服务力度，提升综合服务能力。
- **证监会进一步细化期货市场管理制度。**周内，证监会分别发布《期货公司分类评价规定（征求意见稿）》

及《期货市场程序化交易管理规定（试行）》。针对期货公司，证监会通过完善分类监管制度，对不同类别的期货公司不同程度倾斜监管资源，引导期货公司合规稳健经营，不断提高业务水平，增强服务实体经济和国家战略能力。针对程序化交易，证监会加强对期货市场程序化交易的全过程监管，明确了程序化交易及高频交易的概念，建立了以报告管理为核心的程序化交易监管体系。

- 上周主要指数表现分化，上证综指下跌 0.25%，沪深 300 下跌 0.25%，创业板指数上涨 0.22%。上周 A 股成交金额 6.86 万亿元，日均成交额 1.37 万亿元，环比增长 13.47%。两融余额 1.82 万亿元，环比提升 0.45%。中债-总全价(总值)指数较年初下行 0.69%;中债国债 10 年期到期收益率为 1.64%,较年初上行 3.63bp。
- 风险提示
- 宏观经济数据不及预期；资本市场改革不及预期；一二级市场活跃度不及预期；金融市场大幅波动；市场炒作并购风险。

【山证纺织】行业周报-周大福公布 2025 财年年度业绩，经营质量显著提升

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- 本周观察：周大福公布 2025 财年年度业绩，经营质量显著提升
- 6 月 12 日，周大福公布 2025 财年年度业绩。FY2025，公司实现营业收入 896.56 亿港元，同比下降 17.5%，实现归母净利润 59.16 亿港元，同比下降 9.0%。董事会建议派发末期股息每股 32 港仙，2025 财年总股息为每股 52 港仙，派息比率为 87.8%。
- 分区域看：中国大陆市场、中国港澳及其它市场分别实现营收 745.56、151.01 亿港元，同比下降 16.9%、20.6%，占公司营业收入比重为 83.2%、16.8%。
- 分品类看：珠宝镶嵌、铂金及 K 金首饰、定价黄金首饰、计价黄金首饰、钟表产品占营业收入比重分别为 14.3%、14.6%、66.2%、4.9%，同比提升 0.9pct、8.8pct、-10.0pct、0.3pct。
- 分渠道看：①中国内地市场，线下渠道方面，截至 FY2025 末，周大福珠宝门店为 6274 家，较期初净减少 896 家。FY2025，中国内地同店销售同比下降 19.4%，中国内地周大福珠宝门店同店零售额为 1350 万港元/年。线上渠道方面，FY2025，电商渠道零售额同比增长 3.6%，占总零售额比重为 5.8%，平均售价 2500 港元。②中国港澳市场，截至 FY2025 末，周大福珠宝门店为 87 家，同比持平。FY2025，中国港澳市场同店销售同比下降 26.1%。③其它市场，截至 FY2025 末，周大福珠宝门店为 62 家，较期初净增加 4 家。
- 盈利能力方面，FY2025，公司毛利率同比提升 5.5pct 至 29.5%，主要系金价上涨及高盈利能力的定价产品销售占比增加。SG&A 占营收比重同比提升 1.7pct 至 13.9%。营业利润率同比提升 4.0pct 至 16.4%。

叠加黄金借贷产生的公允价值变动，损失由上年的 38 亿港元增加至今年的 62 亿港元，归母净利润率同比提升 0.6pct 至 6.6%。

➤ **存货方面**，截至 FY2025 末，公司存货余额为 553.68 亿港元，同比下降 14.3%，存货周转天数为 320 天，同比增加 34 天。经营活动现金流方面，FY2025，公司经营活动现金流净额为 102.55 亿港元，同比下降 25.9%。

➤ **公司同时公布 2025 年 4-5 月经营数据**，2025 年 4-5 月，公司零售额同比下降 1.7%，其中中国内地零售额同比下降 2.9%，中国港澳及其它市场零售额同比增长 6.3%。中国内地同店销售同比下降 2.7%，其中黄金首饰同比增长 0.9%，珠宝镶嵌、铂金及 K 金首饰同比下降 7.4%。中国港澳及其它市场同店销售同比增长 1.3%，其中黄金首饰同比增长 7.5%，珠宝镶嵌、铂金及 K 金首饰同比下降 3.0%。



➤ **行业动态：**

➤ **总部位于温哥华的加拿大运动瑜伽服供应商 lululemon athletica Inc.发布了截至 5 月 4 日的 2025 财年第一季度报告：**中国大陆市场净营收同比增长 21%（按固定汇率：+22%），推动公司净营收同比增长 7%至 24 亿美元（按固定汇率：+8%）。盈利能力方面，毛利润同比增长 8%至 14 亿美元，毛利率上升 60 个基点至 58.3%。此外，营业利润同比微增 1.4%至 4.39 亿美元，净利润同比微跌 2.1%至 3.15 亿美元。展望 2025 财年第二季度，lululemon 预计 2025 财年第二季度净营收将在 25.35 亿美元至 25.60 亿美元之间，增长约 7%至 8%。本季度每股摊薄收益预计在 2.85 美元至 2.90 美元之间。对于 2025 财年，lululemon 预计净营收将在 111.50 亿美元至 113.00 亿美元之间，增长约 5%至 7%；若不计入 2025 年第 53 周，则增长约为 7%至 8%。预计 2025 财年全年每股摊薄收益将在 14.58 美元至 14.78 美元之间。

➤ **近日周大福将在杭州，为其首个全新高级珠宝系列——“和美东方 Timeless Harmony”，举行全球首发盛典。**“作为来自中国的国际珠宝品牌，我们的高级珠宝将向全球展示中国文化和中国传统。”此次发布的周大福高级珠宝系列，正是由“传福”、“传喜”系列的设计师、品牌高级珠宝创意总监刘孝鹏（Nicholas Lieou）领衔设计。由于每件作品均为精心创作的艺术品，和美东方主题作品目前主要以私人鉴赏会形式呈现，我们希望为尊贵的藏家们或高净值客户打造专属品鉴体验。此外，部分门店将设立 VIP 专属品鉴空间，以预约制形式呈现高级珠宝作品，为资深藏家们提供私密、专业的一对一鉴赏服务。

➤ **618 上半场：**天猫运动户外成交规模行业第一，占比近六成。根据报告数据统计，5 月 618 的第一周期，天猫运动户外在行业高占比的体量基础上，仍保持同比双位数增长，其中户外服装增速达 30.7%，户外鞋靴更暴涨 78.4%。618 大促开始至今，FILA 斐乐同比去年增长超 50%、Mammut 猛犸象同比去年增长超 100%、SALOMON 萨洛蒙同比去年增长超 300%、DESCENTE 迪桑特同比去年三位数增长，618 排名首次进入行业前 10、KAILAS 凯乐石 618 第一阶段达成去年 618 全周期的 1.2 倍，户外鞋服品类排名提升至行业第四、5 月 20 日官宣虞书欣成为品牌代言人后，MAIA ACTIVE 天猫全店单日销售暴增

超 500%，618 大促至今增长超 50%。根据已披露的天猫行业榜单来看，618 大促第一阶段，FILA 斐乐首次超越 NIKE 耐克，位列运动户外行业第一，品牌成交超 10 亿，同比去年增长超 50%。

➤ 行情回顾（2025.06.09-2025.06.13）

➤ 本周，SW 纺织服饰板块上涨 0.05%，SW 轻工制造板块下跌 0.37%，沪深 300 下跌 0.25%，纺织服饰板块纺服跑赢大盘 0.31pct，轻工制造板块落后大盘 0.12pct。各子板块中，SW 纺织制造下跌 1.37%，SW 服装家纺下跌 0.98%，SW 饰品上涨 4.13%，SW 家居用品下跌 0.94%。截至 6 月 13 日，SW 纺织制造的 PE-TTM 为 20.12 倍，为近三年的 20.39%分位；SW 服装家纺的 PE-TTM 为 26.54 倍，为近三年的 96.05%分位；SW 饰品的 PE-TTM 为 33.49 倍，为近三年的 100%分位；SW 家居用品的 PE-TTM 为 22.27 倍，为近三年的 51.32%分位。

➤ 投资建议：

➤ 品牌服饰板块：（一）2025 年 4 月，纺织服装社零延续低单位数增长，需求整体稳健，其中体育娱乐用品社零持续快速增长。根据中华全国商业信息中心统计监测，“五一”期间，全国百家重点大型零售企业商品零售额同比增长 2.2%，服装类零售额同比微增，但其中运动服与童装品类市场表现相对突出，零售额分别同比增长 8.1%和 5.6%。根据格隆汇，5 月 618 的第一周期，天猫运动户外在行业高占比的体量基础上，仍保持同比双位数增长，根据已披露的天猫行业榜单来看，618 大促第一阶段，FILA 斐乐首次超越 NIKE 耐克，位列运动户外行业第一，品牌成交超 10 亿，同比去年增长超 50%。继续推荐运动品牌公司安踏体育、361 度；（二）建议积极关注受益于政府补贴的家纺公司罗莱生活、水星家纺、富安娜。

➤ 纺织制造板块：2025 年 1-5 月，我国纺织品、服装及衣着附件出口金额分别为 584.76、581.95 亿美元，同比增长 2.5%、-0.5%；2025 年 1-5 月，越南纺织品和服装、制鞋出口金额同比分别增长 14.2%、12.9%。我们继续推荐新品类及新客户拓展顺利、中期成长性领先的浙江自然；建议积极关注估值处于低位的纺织制造公司申洲国际、裕元集团、开润股份；建议关注中长期持续提升品牌份额的华利集团、伟星股份。

➤ 黄金珠宝板块：金价上涨背景下，看好黄金珠宝的悦己与投资需求持续，建议结合长期增长空间、短期销售表现、目前估值水平选股：推荐潮宏基、老铺黄金，建议关注菜百股份、曼卡龙。传统黄金珠宝公司由于终端销售未明显改善，过去由快速开店支撑的成长动力减弱，估值水平偏低。若黄金珠宝终端景气度显著恢复，此类公司基于渠道规模、加盟商资源，有望迎来修复。建议结合产品结构选股、跟踪终端销售拐点：积极关注周大生、老凤祥。

➤ 风险提示：

➤ 关税风险；国内消费信心恢复不及预期；地产销售不达预期；原材料价格波动；汇率大幅波动。

【山证纺服】5 月社零数据点评-5 月国内社零同比增长 6.4%，限上纺织服装品类增速环比回升

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】**➤ 事件描述:**

- 6月16日，国家统计局公布2025年5月社零数据。

➤ 事件点评:

- **5月国内社零同比增长6.4%，表现高于市场一致预期。**2025年5月，国内实现社零总额4.13万亿元，同比增长6.4%，环比提升1.3pct，表现高于市场一致预期（根据Wind，2025年5月社零当月同比增速预测平均值为+4.85%）。2025年1-5月，国内实现社零总额20.32万亿元，同比增长5.0%。按消费类型分，2025年5月餐饮收入、商品零售同比增速分别为5.9%、6.5%。2025年1-5月，餐饮收入、商品零售同比增速分别为5.0%、5.1%。2025年4月，我国消费者信心指数为87.8，环比提升0.3。
- **分渠道来看，线上渠道表现继续优于商品零售大盘，线下百货店及品牌专卖店延续弱复苏。**2025年1-5月，商品零售额整体同比增长5.1%，其中，线上渠道，实物商品网上零售额同比增长6.3%，表现好于商品零售整体；在实物商品网上零售额中，吃类、穿类、用类商品分别增长14.5%、1.2%、6.1%。线下渠道，按零售业态分，2025年1-5月，限额以上零售业单位中便利店、专业店、超市、品牌专卖店和百货店零售额同比分别增长8.5%、6.3%、5.7%、1.8%和1.3%。
- **分品类来看，5月金银珠宝、体育娱乐品类增速保持高位，纺织服装品类增速环比回升。**2025年5月，限上化妆品同比增长4.4%，环比下滑2.8pct；限上金银珠宝同比增长21.8%，环比下滑3.5pct，其中上金所AU9999收盘价均价为768.79元/克，同比涨幅为38.5%；限上纺织服装同比增长4.0%，环比提升1.8pct，预计1-5月线上渠道增速表现弱于线下渠道；限上体育/娱乐用品同比增长28.3%，环比提升5.0pct。2025年1-5月，限上化妆品、金银珠宝、纺织服装、体育/娱乐用品同比分别增长4.1%、12.3%、3.3%、25.7%。
- **投资建议:**
- **品牌服饰板块:**（一）2025年5月，纺织服装社零单月增速环比回升，1-5月累计同比增长3.3%，需求整体稳健，其中体育娱乐用品社零持续快速增长，1-5月累计同比增长25.7%，5月单月增速环比提升5.0pct。根据中华全国商业信息中心统计监测，“五一”期间，全国百家重点大型零售企业商品零售额同比增长2.2%，服装类零售额同比微增，但其中运动服与童装品类市场表现相对突出，零售额分别同比增长8.1%和5.6%。继续推荐运动品牌公司安踏体育、361度；建议积极关注受益于政府补贴的家纺公司罗莱生活、水星家纺、富安娜。
- **纺织制造板块:**2025年1-5月，我国纺织纱线织物及其制品、服装及衣着附件出口金额同比分别增长2.5%、-0.5%；越南纺织品和服装、制鞋出口金额同比分别增长14.2%、12.9%。我们继续推荐新品类及新客户拓展顺利、中期成长性领先的浙江自然；建议积极关注估值处于低位的纺织制造公司申洲国际、

裕元集团、开润股份；建议关注中长期持续提升品牌份额的华利集团、伟星股份。

- **黄金珠宝板块：**2025 年 5 月，金银珠宝社零同比增长 21.8%，终端需求保持快速增长。根据中华全国商业信息中心统计监测，“五一”期间，受金价回调、商场进行满减促销活动及婚庆季等因素的影响，全国百家重点大型零售企业金银珠宝零售额实现较好增长。金价上涨背景下，看好黄金珠宝的悦己与投资需求持续，结合长期增长空间、短期销售表现、目前估值水平选股，推荐潮宏基、老铺黄金，建议关注菜百股份、曼卡龙。传统黄金珠宝公司由于终端销售未明显改善，过去由快速开店支撑的成长动力减弱，目前估值水平偏低。若黄金珠宝终端景气度显著恢复，此类公司基于渠道规模、加盟商资源，有望迎来修复。结合产品结构选股、跟踪终端销售拐点，建议关注周大生、老凤祥。
- **风险提示：**关税风险；国内终端消费表现不及预期；行业竞争加剧；原材料价格大幅波动；金价大幅波动。

【公司评论】华中数控(300161.SZ)：华中数控（300161.SZ）深度报告-五轴高端引领，拥抱自主可控

姚健 yaojian@sxzq.com

【投资要点】

- **中国数控技术产业先行者，国产数控系统龙头。**坚持“一核三军”发展战略，专注高端数控系统产业化发展。公司是首批国家级创新企业，是国产中、高档数控系统研究和产业化基地。公司脱胎于华中科技大学，始终专注于数控技术研发和应用，具有三十年的技术积累和传承底蕴。近年来，公司销售毛利率稳中有升。受益于产品结构高端化，2024 年，公司数控系统与机床毛利率突破 41%，创历史新高。
- **政策利好+下游需求回暖，数控系统有望重回高增长轨道，预计 2025 年数控系统市场规模同比增长 17%。**“两新”持续激发需求潜力，设备购置投资带动作用明显。2024 年，金属加工机床新增订单、在手订单同比分别增长 5.5%、10.8%，较上年度均由降转增。MIR 预计中国数控系统市场规模将回到正增长状态，2025 年实现市场规模 158 亿元，同比增速将达到 17%。
- **高端数控系统自主可控需求迫切，国产替代空间广阔。**当前阶段，国产五轴数控系统市占率仍不足 10%。五轴数控系统市场前景广阔，特别是在航空航天、新能源汽车等领域需求旺盛。预计中国五轴数控机床市场规模 2021-2027 年 CAGR 达 16.6%，超出同期全球市场增速约 5.8pct。近年来，国产五轴数控系统发展加快，中长期将受益国产替代逻辑。
- **公司发挥五轴高端引领优势，数控系统有望实现量价齐升。**下游多点开花，3C、新能源汽车领域优势持续扩大。公司对标国外龙头企业的高端数控系统产品，成功研制了具有自主知识产权的华中 8 型高档数控系统，在功能、性能和可靠性方面达到国际先进水平，实现进口替代。公司数控系统产能趋于饱和，拟定增打破产能瓶颈，通过募投项目建设，公司将更加聚焦五轴数控系统升级，促进数控机床

等高端装备更加多轴化、高速化、复合化。

- **工业机器人自主创新优势突出，核心零部件自主比例超 80%，聚焦细分领域，电子、汽车等下游需求有望保持增长。**华数机器人是国内少数在机器人关键部件具有完全自主创新能力和自主知识产权的企业。2023 年，公司新推出工业协作机器人系列产品、“一脑双控桁架机器人”产品等，并实现了批量销售。公司通过本次募投项目建设主动拓展产品结构，高性能及重载产品占比的提升将进一步稳定公司机器人业务的综合毛利率。
- **盈利预测、估值分析和投资建议：**中长期来看，公司自主可控的数控技术构成核心护城河，高端五轴数控系统引领国产替代加速，我们看好公司的成长性和盈利表现。短期来看，由于公司被美国列入 SDN 清单，海外智能产线交付影响承压，目前相关影响尚未完全解除，因此我们下调公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.14 亿元、0.36 亿元、0.64 亿元，同比分别增长 125%、164%、79%，EPS 分别为 0.1 元、0.2 元、0.3 元，按照 6 月 13 日收盘价 25.87 元，PE 分别为 378、143、80 倍，下调至“增持-A”的投资评级。
- **风险提示：**宏观经济波动和行业波动风险；行业竞争风险；技术研发风险；原材料采购成本增加的风险；非经常性损益占公司净利润比例较高的风险等。

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

