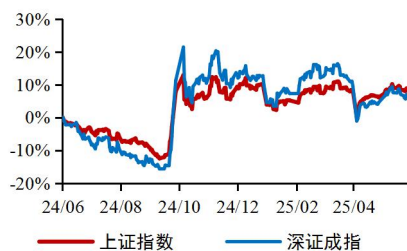


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 6 月 3 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	3,347.49	-0.47
深证成指	10,040.63	-0.85
沪深 300	3,840.23	-0.48
中小板指	6,277.94	-0.96
创业板指	1,993.19	-0.96
科创 50	977.03	-0.94

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】

➤ 【行业评论】通信：山西证券通信行业周跟踪：英伟达 computex 强调边缘计算，超节点是国产算力重要元素

【公司评论】江铃汽车(000550.SZ)：江铃汽车 24 年报&25Q1 季报点评-持续发力海外开拓市场空间，深入推进新能源与智能化转型

【公司评论】中集车辆(301039.SZ)：中集车辆 24 年报&25Q1 季报点评-业绩短期承压，持续推进提质增效与全球市场开拓

【山证医药】立方制药（003020）公司快报-集采出清，哌甲酯三层芯片获批，业绩有望迎来反转



【今日要点】

【行业评论】通信：山西证券通信行业周跟踪：英伟达 computex 强调边缘计算，超节点是国产算力重要元素

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

➤ 行业动向：

- 1) 英伟达在台北电脑展上重新确认了 **Blackwell 系列量产顺利，并推出 NVLINK Fusion**。云端基础设施方面，英伟达宣布 GB200 系统自 2024 年底量产，已在 CoreWeave 等平台上线，GB300 预计 2025 年 Q3 推出。GB300 延用与 GB200 同样的架构、电子机械设计（因而量产爬坡会更加顺利），但芯片的推理性能&HBM 容量达到 GB200 的 1.5 倍，通信带宽翻倍到 800Gb/s。我们看到经历多次改版设计，英伟达 NVL72 超节点机柜高速线背板 Cartridge 量产工艺成熟，有望带动高速铜缆、高速连接器配套产业链加速放量。GB300 通过升级网卡实现了 Scaleout 带宽倍增，这反映在光模块行业体现出超资本开支线性增长的趋势，我们对 2026 年光模块行业贝塔表示乐观。英伟达宣布推出 NVLINK Fusion，未来或以芯片、IO die、或 IP 的形式对第三方计算生态开放 NVLINK 解决方案，首批宣布的合作伙伴包括 Alchip、Asteralabs、Marvell、Mediatek、fujitsu、高通等。我们认为面对 UALINK 等开放超节点组织强有力的冲击，英伟达有望依托 NVLINK 优势开拓 ASIC 市场，同时促进超节点在非 NV 芯片中渗透率提升。
- 2) 英伟达着重推介端侧产品，例如 **DGX Spark、RTX Pro 等即将量产**。英伟达宣布 DGX Spark 预计会在未来几周上线，这个 AI 盒子采用 GB10 SoC，具有 1P 性能、128GB 内存，用于微调 and 推理最新 AI 模型，主要定位于 AI 开发者于初创团队、科研机构与高校以及边缘计算场景等。面对算力要求更高的边缘计算场景，英伟达推出了 DGX Station，采用 GB300 芯片，配备 800GB 统一内存，可提供 20P 的 AI 算力可运行万亿参数模型。此外，面对企业级和元宇宙、影视游戏制作等场景，英伟达推出了 RTX PRO Server，并定义为“企业 AI 智能体计算机”。这款服务器拥有 8 块 RTX PRO 6000 GPU，可提供 30P FP4 算力，并在 4 块 CX8 Switch 支持下提供 800GB 节点交换能力。我们看到 AI 基础设施的增量需求正日益从数据中心下沉到边缘计算，与英伟达新品类似的 AI 盒子、一体机产品或也面临广阔的市场需求。
- 3) 昇腾开发者大会 2025 隆重推介 **384 超节点集群**，海光“反向收购”曙光反映出系统设计能力在下一代 AI 芯片的重要性。在上周的鲲鹏昇腾开发者大会 2025 上，华为重磅推出昇腾超节点技术，用高速总线互联替代传统以太，通信带宽提升 15 倍，单跳时延降低 10 倍，整个集群如同一台计算机般协同工作。此次推出的昇腾 384 超节点（Atlas 900 A3）由 12 个计算柜和 4 个总线柜组成，是业界规模最

大的超节点，华为宣布该超节点未来还可进一步扩展为包含数万卡的集群。此外，5月25日晚，根据海光信息、中科曙光公告，海光将通过向中科曙光全体A股股东发行A股股票方式换股吸收合并中科曙光并同时发行A股募集配套资金。我们认为从技术层面上，此举意义类似AMD收购ZT Systems，随着超节点、液冷、HVDC等技术应用，AI算力竞争力已从单卡上升到集群（参考NVL72、昇腾384），在硬件设计层面即进行深度融合可充分提升海光芯片竞争力；从商业层面讲，芯片毛利率远高于服务器，上下游整合可充分提升整体盈利能力。在中国移动发起的OISA超节点组织中，海光作为重要成员，或也将着力推动国产超节点尽快形成量产能力，国内有望在2026年看到昇腾、OISA、寒武纪等多款超节点产品并驾齐驱。

- **建议关注：**中际旭创、新易盛、仕佳光子、光库科技、剑桥科技、源杰科技、华工科技、光迅科技；**超节点：**沃尔核材、鼎通科技、金信诺、华丰科技、意华股份；**AI 物联网：**广和通、移远通信、恒玄科技、汉朔科技、乐鑫科技、泰凌微
- **市场整体：**本周（2025.05.19-2025.05.23）市场整体下跌，沪深300-0.18%，深圳成指-0.46%，上证综指-0.57%，创业板指数-0.88%，科创板指数-1.47%，申万通信指数-2.31%。细分板块中，周排名前三板块为工业互联网（+9.7%）、运营商（+0.3%）、无线射频（-1.2%）。从个股情况看，东土科技、海格通信、映翰通、中国电信、瑞可达涨幅领先，涨幅分别为+14.45%、+12.84%、+5.02%、+1.28%、+0.44%。剑桥科技、奥飞数据、博创科技、源杰科技、振邦智能跌幅居前，跌幅分别-8.93%、-8.52%、-8.37%、-6.54%、-6.36%。
- **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。

【公司评论】江铃汽车(000550.SZ)：江铃汽车24年报&25Q1季报点评-持续发力海外开拓市场空间，深入推进新能源与智能化转型

刘斌 liubin3@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- 近日，江铃汽车发布2024年报和2025年第一季度报。2024年公司实现营业收入383.74亿元，同比+15.70%；归母净利润为15.37亿元，同比+4.17%；扣非净利润为13.56亿元，同比+36.28%。2025年Q1公司实现营业收入79.67亿元，同比-0.09%；归母净利润为3.06亿元，同比-36.56%；扣非净利润1.47亿元，同比-65.02%。
- **事件点评**

- **营收显著增长，盈利能力有所承压。**2024 年江铃汽车营收实现显著增长，主要得益于其在产品布局和市场等拓展方面的积极举措。分产品看，2024 年公司整车营收 347.02 亿元，同比+14.32%，SUV、皮卡、轻型客车销量均实现稳健增长；零部件营业收入达到 18.07 亿元，同比+5.04%；销售材料及其他实现营业收入 11.38 亿元，同比+130.73%；汽车保养服务及其他达到营业收入 7.27 亿元，同比+26.65%。2024 年毛利率 14.13%，同比-1.25pct；净利率 3.14%，同比-0.07pct，25Q1 毛利率 11.81%，同比-0.48pct；净利率 3.88%，同比+0.88pct，受价格战影响，毛利率有所承压，净利率表现较为稳健。
- **国际市场拓展成效显著，品牌影响力逐步提升。**海外市场已成为江铃汽车重要的增长极，2024 年出口量升至 11.66 万辆，同比+21.9%，海外经销商超 100 家，展厅超 1000 个，整车及 CKD 出口超 100 个国家及地区，尤其是沙特市场销量突破 2 万辆。当前，公司积极拓展出口版图，与福特的协同合作不断深化，目前公司已与福特签署了整车出口合作框架协议，已将产品输送至 105 个国家。随着公司在国际市场逐步树立起可靠的品牌形象，有望持续提升市场份额、增强品牌忠诚度。
- **新能源战略转型持续推进，产品矩阵不断完善。**当前公司积极布局新能源产品线，已实现轻客、轻卡、皮卡领域的全面覆盖，全年新能源车销量达 1.09 万辆，实现销售收入 11.18 亿元。全新纯电轻客 E 福顺、纯电轻卡 E 顺达等车型的推出，完善了商用车电动化布局。同时江铃乐行新能源运力品牌，拓展了运力和租赁业务，为客户提供“全场景的产品覆盖、全场景的客户服务、全场景的生态构建”的系统化解决方案。这些新能源产品的推出，有望进一步提升公司在新能源车领域的市场地位，推动品牌向绿色、科技方向进阶。
- **积极布局智能网联，建立多元合作生态。**在智能化方面，公司与文远知行合作项目成功获得广州 L4 级路测许可，为智慧物流开拓了全新场景，彰显了其在智能驾驶领域的积极探索与技术实力。同时，公司还与腾讯、经纬恒润、百度、德赛西威等企业强强携手，建立起多元化的合作模式和开发生态，推动智能驾驶和智能网联技术的发展。
- **投资建议**
- 短期，随着公司在新能源+海外市场加大布局，商+乘各重磅车型逐步放量，业绩有望实现稳健增长；中长期，看好公司在新能源、L4 级自动驾驶商业化等前沿科技领域取得技术突破，持续提升产品力，巩固市场地位。
- 我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 424.39、482.08、557.28 亿元；归母净利润分别为 16.00 亿元、18.49 亿元、21.87 亿元，EPS 分别为 1.85、2.14、2.53 元，对应 PE 分别为 11、10、8 倍，首次覆盖，给予“增持-A”评级。
- **风险提示**
- 市场竞争加剧风险：汽车行业竞争激烈，新能源汽车发展迅速，若江铃汽车不能持续提升产品竞争力、加快新能源转型，市场份额可能被竞争对手蚕食。

- 原材料价格波动风险：汽车生产所需原材料价格波动大，若原材料价格大幅上涨且无法有效传导至产品价格，将压缩公司利润空间。
- 政策变动风险：新能源汽车补贴退坡、排放标准升级等政策变动，可能影响公司产品销售和研发投入方向。

【公司评论】中集车辆(301039.SZ)：中集车辆 24 年报&25Q1 季报点评-业绩短期承压，持续推进提质增效与全球市场开拓

刘斌 liubin3@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 近日，中集车辆发布 2024 年报和 2025 年第一季度报，2024 年实现营业收入 209.98 亿元，同比-16.30%；实现归母净利润 10.85 亿元，同比-55.80%；实现扣非净利润 10.79 亿元，同比-30.56%。2025 年 Q1，公司实现营业收入 45.91 亿元，同比-10.91%；实现归母净利润 1.79 亿元，同比-32.59%；实现扣非净利润 1.71 亿元，同比-34.94%。
- 事件点评
- 北美市场下滑，国内市场稳中有升。分产品来看，2024 年全球半挂车收入 149.52 亿元，同比下降 20.49%，但国内半挂车销量同比上升 12%，营收同比增长 16%，国内市占率提升至 14.04%，连续六年居首；上装、底盘及牵引车收入 30.33 亿元，同比下降 0.82%。分地区来看，中国市场收入 86.76 亿元，同比增长 0.54%，主要得益于公司在本土市场的品牌优势和渠道拓展；北美市场收入 69.18 亿元，同比下降 36.27%，主要原因系全球经济复苏缓慢，市场需求减弱，以及当地竞争对手的激烈竞争。后续，随着公司在全球南方区域，如东南亚、中东等地区加大布局，在欧洲市场通过 SDC 和 LAG 工厂优化产品结构，其全球抗周期、抗风险能力有望不断提升。
- 盈利能力承压，持续推进提质增效。受产业资源调整、需求降低、成本压力等因素影响，公司盈利能力有所承压。2024 年毛利率 16.32%，同比-2.64pct；净利率 5.15%，同比-4.61pct，25Q1 毛利率 14.30%，同比-0.96pct；净利率 3.90%，同比-1.33pct。当前，公司积极推进高端制造转型，重点投资于数字化转型和灯塔工厂项目，通过构建 LTP 中心，实施全自动化产线，提升公司的长期竞争力。另外，公司通过“星链计划”推动半挂车业务全价值链的优化，从设计、集采、生产、流通到营销环节都进行了系统性改进。
- 持续投入新能源市场，不断提升市场竞争力。2024 年，公司新能源产品（如 EV-DTB 上装产品、EV 头挂列车）的销售表现亮眼，其中中集·陕汽一体化产品实现累计销售突破 1.4 万台，同比增长 137%。2024 年，公司研发投入 3.89 亿元，主要用于新能源车及智能化产品的开发。未来，在政策支持和技术

进步的双重推动下，新能源车市场有望继续保持高速增长，公司将充分受益于商用车电动化与智能化趋势，不断提升全球市场的竞争力，夺取更多市场份额。

➤ 投资建议

- 短期，在国内市占提升+新兴市场开拓等因素叠加影响下，2025 年公司经营有望逐步企稳；中长期，公司不断加大智能电动化投入，深化“跨洋经营，当地制造”的经营模式，持续建设高端制造体系，全球经营有望平稳向好。
- 我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 215.56、228.11、248.92 亿元；归母净利润分别为 11.51 亿元、12.94 亿元、15.07 亿元，EPS 分别为 0.61、0.69、0.80 元，对应 PE 分别为 13、12、10 倍，首次覆盖，给予“增持-A”评级。

➤ 风险提示

- 市场竞争加剧风险：商用车市场需求低迷，市场竞争激烈，若公司不能持续保持技术创新和产品升级，可能面临份额被竞对抢占的风险。
- 海外市场拓展不及预期风险：海外市场拓展前期需要投入较多人力物力，若不能形成产品并打开市场空间将对公司业绩产生不利影响。
- 原材料价格波动风险：原材料价格的波动可能影响公司的生产成本，若原材料价格大幅上涨且公司无法有效转嫁成本，将对公司利润产生不利影响。

【山证医药】立方制药（003020）公司快报-集采出清，哌甲酯三层芯片获批，业绩有望迎来反转

魏贇 weiyun@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 公司 2024 年实现营业收入 15.18 亿元，同比下滑 20.11%；归母净利润 1.61 亿元，同比下滑 29.15%；扣非净利润 1.50 亿元，同比下滑 20.05%。毛利率 69.16%，同比增长 17.68 个百分点，扣非净利率 9.87%，同比基本持平。2025 年 Q1 实现营业收入 3.60 亿元，同比增长 7.98%；归母净利润 0.38 亿元，同比增长 25.94%；扣非净利润 0.32 亿元，同比增长 11.28%。公司拟每 10 股派 3 元，此外，公司已在 1 月份进行了 2024 年中期分红，每 10 股派 2 元。
- 公司近期发布多项公告，包括：用于注意力缺陷多动障碍的盐酸哌甲酯缓释片获批上市；公司拟转让迈诺威公司 2.2184%的股权，目前公司持有其 6.4984%的股权。

➤ 事件点评

- 工业业务增长 18.92%，集采出清，多个品种增长明显。原商业业务子公司立方药业自 2023 年 5 月起

出表，导致 24 年营收下降 20.11%。工业业务实现营业收入 13.77 亿元，同比增长 18.92%。公司多个品种增长明显，其中盐酸羟考酮缓释片上市首个完整年度即实现销售额超 1 亿元。硝苯地平控释片在第七批国采以第一顺位中标，公司确保标内市场稳定供应的基础上，拓展标外市场，目前总销量超出标内约定量并保持稳定增长。益气和胃胶囊已经覆盖大部分等级医院和基层医疗机构，纯销持续发力。九方制药的葛酮胶囊为医保品种，院内销售顺畅，九方制药 2024 年完成利润 4,337.91 万元，超出业绩承诺。非洛地平缓释片（II）在第 8 批集采中落标后，目前主要供应 OTC 市场，目前集采影响已经出清。

- **独家首仿精 1 类药物哌甲酯三层芯片获批，市场空间巨大。**公司哌甲酯原料药已获批，自有原料供应和成本可控。制剂目前正在进行准入、入院相关工作，预计三季度末上市销售。目前我国儿童和青少年 ADHD 患病率约 6.4%，对应人群数量约 2300 万，就诊率约 10%。目前同类三层芯控释片制剂国内仅原研专注达上市，但供应不稳定。专注达日均费用约 20 元，据此计算，市场空间巨大。
- **以渗透泵控释技术为核心，公司产业化优势明显，是国内为数不多的第一类精神药品和麻醉药品定点生产企业。**公司以渗透泵控释技术为代表的缓控释制剂技术为核心，建立了由配方技术、制剂评价技术、制剂工程化技术与关键设备技术四大部分组成的渗透泵控释技术平台，并不断提升渗透泵制剂产品开发与产业化能力，形成公司在缓控释制剂技术产业化方面的特色优势。已经上市缓控释制剂产品包括盐酸羟考酮缓释片（10mg、40mg）、盐酸哌甲酯缓释片、硝苯地平控释片、甲磺酸多沙唑嗪缓释片、帕利哌酮缓释片、非洛地平缓释片、盐酸曲美他嗪缓释片、盐酸文拉法辛缓释片等。同时，公司拥有益气和胃胶囊、葛酮通络胶囊、虎地肠溶胶囊、坤宁颗粒、丹皮酚软膏、克唑隐酮凝胶、金珍滴眼液等中药特色品种。公司是国内为数不多的第一类精神药品和麻醉药品定点生产企业，另有部分麻药品立项获批，并开展前期研究工作。通过并购诺瑞特，充分运用其长效注射纳米晶技术的研发积累，积极培育创新药。
- **营销层面持续优化，确保持续增长。**营销上，公司持续优化营销管理模式，完善以持续增长为中心的考核政策和激励体系。加强终端管理，推进穿透式量化管理，并优化 OTC 营销组织架构、渠道管理和市场秩序管理。
- **投资建议**
- **预计公司 2025-2027 年公司营收分别为 19.19 亿元、24.04 亿元、29.88 亿元，归母净利润分别为 2.12 亿元、2.81 亿元、3.70 亿元，EPS 分别为 1.11、1.47、1.94 元，对应 PE 分别为 21.7、16.4、12.4 倍。**公司集采风险已经出清，羟考酮和哌甲酯竞争格局好，政策壁垒和技术壁垒高，我们看好公司未来的发展，上调评级为“买入-B”。
- **风险提示**
- 包括但不限于：药品降价的风险；研发失败的风险；销售不及预期的风险；行业政策变化的风险等。

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

