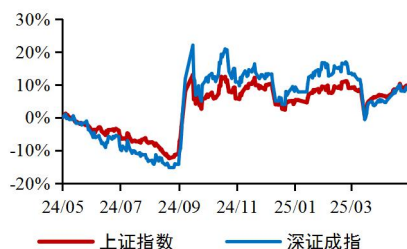


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 5 月 23 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	3,380.19	-0.22
深证成指	10,219.62	-0.72
沪深 300	3,913.87	-0.06
中小板指	6,403.36	-0.56
创业板指	2,045.57	-0.96
科创 50	990.71	-0.48

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】电子：山西证券电子行业周跟踪-AI 增长持续投入，华为鸿蒙折叠 PC 开启 PC 形态革命

【行业评论】煤炭：2025 年一季度煤炭债复盘：平均期限创新高，市场尚未交易煤炭利差

【山证通信】天孚通信（300394.SZ）：经营节奏保持稳健，大客户 1.6T 和 CPO 产品有望带来新动能

【山证通信】紫光股份（000938.SZ）：并购短期影响利润，合同负债指标反应 AI 增长动能

【山证通信】中际旭创（300308.SZ）：一季度盈利能力环比改善，2025 海外算力依旧保持旺盛需求

【山证通信】德科立（688205.SH）：DCI 需求旺盛，产能瓶颈有望逐步缓解

【公司评论】石英股份(603688.SH)：石英股份快报-业绩环比改善，半导体石英认证提速

【山证通信】鼎通科技（688668.SH）：112G 通讯连接器快速放量，汽车业务毛利率回升

【公司评论】威亨国际(605056.SH)：威亨国际 24 年报&25Q1 季报点评-经营业绩持续向好，新领域拓展顺利打开成长空间

【公司评论】德业股份(605117.SH)：德业股份 2024 年年报及 2025 年一季报点评-储能电池包高速增长，海外市场持续拓展

【公司评论】兆易创新(603986.SH)：兆易创新 2024 年年报及 2025 年一季报点评-公司业绩显著改善，多产品线布局优势显现



【今日要点】

【行业评论】电子：山西证券电子行业周跟踪-AI 增长持续投入，华为鸿蒙折叠 PC 开启 PC 形态革命

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- **市场整体：**本周（2025.5.12-2025.5.16）市场大盘整体上涨，上证指数涨 0.76%，深圳成指涨 0.52%，创业板指涨 1.38%，科创 50 跌 1.10%，申万电子指数跌 0.75%，Wind 半导体指数跌 1.27%。外围市场，费城半导体指数涨 10.20%，台湾半导体指数涨 5.13%。细分板块中，周涨跌幅前三为消费电子(+1.12%)、光学光电子(+0.26%)、元件(+0.19%)。从个股看，涨幅前五为：精研科技(+20.53%)、ST 宇顺(+20.46%)、新益昌(+17.19%)、思泉新材(+16.32%)、利扬芯片(+15.95%)；跌幅前五为：电连技术(-12.22%)、长光华芯(-11.04%)、天承科技(-10.43%)、欧陆通(-9.21%)、福光股份(-8.64%)。
- **行业新闻：**英伟达将向沙特阿拉伯供货 1.8w 块 AI 芯片。英伟达和 AMD 将向沙特阿拉伯人工智能公司 Humain 供应半导体产品，用于其大型数据中心项目。英伟达将向 Humain 出售超过 18000 块其最新的人工智能芯片。Humain 也正在与 AMD 合作，AMD 将为“从沙特阿拉伯王国延伸到美国”的数据中心提供芯片和软件，该项目耗资 100 亿美元。腾讯一季度业绩公布，AI 一词成为高频词。财报显示，腾讯单季度营收超 1800 亿，净利润 478 亿。据悉，AI 战略全面激活腾讯生态活力，提升产品使用体验，带来更多高质量收入。基于主业产生的高质量收入支撑，腾讯持续强化 AI 战略，一季度研发支出达 189.1 亿元，同比增长 21%，资本开支 274.8 亿元，同比增长 91%。阿里巴巴一季度业绩公布，AI 产品行业渗透迅速扩大。财报显示，阿里巴巴单季度营收 2364.5 亿元，同比增长 7%；全年营收 9963.47 亿元人民币，同比增长 6%；单季度净利润为 119.73 亿元，同比增长 1203%；全年净利润为 1259.76 亿元，同比增长 77%。在 AI 需求的强劲推动下，云智能集团季度收入增长加速至 18%，其中 AI 相关产品收入连续七个季度实现三位数增长。华为折叠 PC 来了：全新形态+鸿蒙系统+自研麒麟 X90 芯片。华为终端发布预热海报，宣布 nova 14 系列及鸿蒙电脑新品发布会将于 2025 年 5 月 19 日 14:30 正式举办。据悉，华为折叠 PC 将采用一整块可折叠超大屏幕，内置大面积线性马达，可以模拟键盘打字。鸿蒙 PC 系统+自研麒麟 X90 芯片+全新折叠形态，产品定义确实遥遥领先。另外，考虑到华为非凡大师系列以往的产品特点，预计新款鸿蒙电脑也将采用高端材料，以确保设备的坚固性和耐用性，同时显著提升便携性。
- **重要公告：**【闻泰科技】发布关于重大资产出售报告书（草案）。闻泰拟以现金交易的方式向立讯精密及立讯通讯转让下属的昆明闻讯、黄石智通、昆明智通、深圳闻泰、香港闻泰（含印尼闻泰）的 100% 股权以及下属公司无锡闻泰、无锡闻讯、印度闻泰的业务资产包。【东山精密】发布关于收购法国 GMD 集团 100% 股权暨债务重组的公告。东山精密子公司 DSG 拟以 1 亿欧元（约 8.14 亿元人民币）收购 GMD 集团 100% 股权并实施债务重组，金额合计约 1 亿欧元（折合人民币约 8.14 亿元），交易完成后 GMD

将成为公司全资子公司。【胜宏科技】发布关于 2025 年度投资计划的公告。为满足公司战略规划和经营发展的需要,2025 年度公司及子公司拟使用合计不超过人民币 30 亿元用于固定资产、无形资产购买,投资范围包括新厂房及工程建设、设备购置、自动化产线改造升级等投资事宜。资金来源为公司及子公司自有资金或自筹资金。

➤ 投资建议

➤ AI 对腾讯广告、游戏业务有所提振,腾讯加大元宝等 AI 应用投入,阿里 AI 相关产品收入连续七个季度实现三位数增长,未来三年 3800 亿元资本开支,国内外科技巨头在 AI 资本开支上的持续加码,验证了宏观关税等扰动不改算力需求的长期景气,建议关注 AI 产业链相关机会。华为鸿蒙折叠 PC 融合尖端折叠形态与分布式操作系统,卡位高端,或改变传统 PC 竞争格局,同时鸿蒙折叠 PC 供应链高度自主可控,建议关注华为产业链相关机会。

➤ 风险提示

➤ 下游需求回暖不及预期,技术突破不及预期,产能瓶颈,外部制裁升级

【行业评论】煤炭:2025 年一季度煤炭债复盘:平均期限创新高,市场尚未交易煤炭利差

胡博 hubol@sxzq.com

【投资要点】

- 一季度煤价偏弱运行,关注煤炭债交易流动性变化。一季度供需偏弱,除进口煤偏多之外,需求端表现也相对疲软。随着煤炭价格连续破位以及行业协会倡议书、平煤集团集体大幅降薪和晋控集团去库存文件等信号,市场对于煤炭行业的预期已经发生实质性转变。考虑过去几年煤炭企业的盈利累积,短期风险可控,因此当前机构没有重点交易煤炭利差。现阶段,煤炭价格影响个别弱资质主体的盈利情况,预计 2025 年全行业亏损面将有所扩大,但景气度下行尚未实质破坏现金流,建议提高对现金流的观察。煤价降低后煤炭债的流动性风险值得关注。
- 煤炭企业当前风险可控,中低等级和长久期或存在挖掘空间。当前煤价对估值影响有限,行业利差受无风险利率影响更大。超长债发行在市场调整后虽然有所降速,但考虑到当前融资成本较低,预计未来煤炭企业仍会尝试发行超长期品种,同时中短期品种发债也较为畅通。资产荒仍存,可适当在中低等级和长期品种间挖掘机会。
- 风险提示:行业景气度下行,资金面收紧,市场风险偏好变化,发债主体逃废债。

【山证通信】天孚通信(300394.SZ):经营节奏保持稳健,大客户 1.6T 和 CPO 产品有望带来新动能

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报。2024 年，公司实现营收 32.5 亿元，同比增长 67.7%；实现归母净利润 13.4 亿元，同比增长 84.1%；单 Q4 来看，公司实现营收 8.6 亿元，同环比分别增长 17.0%、2.2%；实现归母净利 3.7 亿元，同环比分别增长 26.2%、13.9%。
- 2025 年一季度，公司经营节奏稳健。实现收入 9.5 亿元，同环比分别增长 29.1%、10.2%；实现归母净利润 3.4 亿元，同环比分别增长 21.1%、下降 8.0%。

➤ 事件点评

- 受大客户节奏影响，2024 下半年有源产品环比增长不大，但今年 1.6T 有望规模放量。2024 年，公司有源、无源产品线分别实现收入 16.6 亿元（同比+121.9%）、15.8 亿元（同比+33.2%）。无源器件方面，2024 年随着 AI 数通市场的爆发，FAU、MT-FA、AWG、隔离器、透镜等无源器件需求量大幅增长，但另一方面电信 WDM、PON、前传等市场阶段承压。公司作为全品类无源器件头部厂商，战略聚焦高速率数通、硅光等产品，多种高规格 FA 器件、单波 200G 光发射器件、高速光模块 Demux 器件（POSA）已经小批量发货，同时继续优化成本，提升良率，无源毛利率较 2023 年提升 8.2pct。有源方面，公司第一大客户 Fabrinet 2024 年销售收入 20.0 亿元，较 2023 年增长 92.3%；2024 下半年公司有源产品收入 8.4 亿元，环比增速放缓主要由于大客户网络产品处于 800G 向 1.6T 过渡期，同时北美 CSP 大规模部署 ROCE 组网导致 IB 市场增速放缓。我们认为随着下半年 GB300、Blackwell ultra 搭配 CX8 网卡规模上量，公司有源产品或恢复增长。
- 泰国工厂已经投产，公司在硅光产业链上拥有独特优势。公司位于光模块产业链上游，下游交货主要为泰国或国内，受关税波动影响不大。与此同时，公司泰国工厂一期厂房已于去年顺利交付并投产，二期厂房如期推进。同时，泰国工厂部分无源器件产品线已顺利通过客户认证，预计将陆续进行扩产。公司在硅光产业链主要供应 FAU、透镜阵列、隔离器、AWG 等定制化无源器件并逐步形成硅光引擎代工和晶圆级后道封测能力。我们认为随着硅光技术路线渗透率的快速提升，公司在 FAU、透镜阵列等定制化开发能力、大客户的光引擎代工经验以及不与客户竞争的产业链独特定位有望令公司开拓更大市场。
- 公司是英伟达 CPO 供应链重要参与者，随着市场起量有望贡献新的驱动。英伟达在 GTC2025 上推出了 Quantum 和 Spectrum 系列全球领先的硅光交换机系统。英伟达认为，硅光 CPO 交换机较可插拔光模块可实现 3.5 倍的能耗降低、延迟的降低以及显著的网络可靠性提升。根据 Coherent 援引 Lightcounting 预测，2030 年 CPO 市场规模或增至 50 亿美元，英伟达、博通等网络设备头部厂商是早期重要推动者。英伟达 CPO 交换机产业链集成了美国、中国、中国台湾优秀的企业参与，公司和波若威、康宁、扇港、Coherent 一起参与在光纤、连接器和微光学环节，公司负责 CPO 光源引擎和无源光纤互联解决方案。公司在年报中表示，适用于 CPO 的多通道 CPO-ELS 的多通道高功率激光器已实现小批量交付。
- 盈利预测与投资建议

- 短期受大客户 1.6T 起量节奏影响，我们预计下半年公司有源业务增速将显著回升，我们预计公司 2025-2027 归母净利润分别为 20.8/28.8/32.4 亿元，对应 EPS 分别为 3.75/5.19/5.84，当前估值处于历史低位区间，维持“买入-A”评级。
- 风险提示
- 大客户 1.6T 光模块需求释放低于预期；大客户引入新供应商导致竞争格局恶化；有源产品占比提升拉低整体毛利率水平；CPO 产品价值量和毛利率不及预期；中美关税摩擦导致北美资本开支投入放缓等。

【山证通信】紫光股份（000938.SZ）：并购短期影响利润，合同负债指标反应 AI 增长动能

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- 公司发布 2024 年报及 25Q1 季报。2024 年公司实现营收 790.24 亿元，同比+2.22%；归母净利润 15.72 亿元，同比-25.23%；扣非后归母净利润 14.56 亿元，同比-13.06%。其中，24Q4 单季度公司实现营收 201.85 亿元，同比-8.64%，环比-3.37%；归母净利润-0.09 亿元，扣非后归母净利润 0.68 亿元。25Q1 公司实现营收 207.90 亿元，同比+22.25%，环比+3.00%；归母净利润 3.49 亿元，同比-15.75%；扣非后归母净利润 4.09 亿元，同比+19.30%。
- 事件点评：
- 新华三少数股权收购财务费用和服务器业务占比提升导致 2024Q4 及 2025Q1 净利润同比下降：1）财务费用大幅增加：2024 年 9 月公司完成新华三 30%少数股权购买，由于部分资金来自银行贷款（2025Q1 公司资产负债率达到 82.8%，同比提升 31pct）以及公司将剩余 19%股权的有限收购权作为远期期权从而导致财务费用大幅增加；2）公司营收结构有所变化：2024 年公司毛利率 17.39%，主要由于 AI 服务器收入占比继续增加、互联网客户收入占比结构性增加以及海外业务毛利率下降等因素。公司正在推动 H 股双地上市，目前已通过董事会决议，有望优化资本结构，降低债务负担。此外，公司继续优化组织结构、加强费用管理，2024 年销售/管理/研发费用率分别为 5.24%/1.30%/6.46%，同比分别 -0.31/-0.50/-0.84 pct；25Q1 公司销售/管理/研发费用率分别为 4.47%/1.22%/5.58%，同比分别 -1.73/-0.20/-1.73 pct。
- 新华三业务规模持续扩大，海外业务增速亮眼。2024 年新华三实现营收 550.74 亿元，同比+6.04%，其中国内政企业务营收 442.39 亿元，同比+10.96%，主要受惠于互联网厂商交换机、服务器采购增大；国内运营商业务营收 79.19 亿元；国际业务收入 29.16 亿元，同比+32.44%，主要来自 H3C 自有品牌及服务拓展加速。2025 年一季度，新华三实现营收 152.95 亿元，同比+26.07%，其中国内政企业务收入 122.55 亿元，同比+37.49%，国内互联网客户和政企客户对服务器采购需求大幅增加；国际业务收入为 10.51 亿元，同比+71.83%，新华三海外品牌影响力进一步增强。截至目前，新华三已在全球服务覆盖 181

个国家和地区，认证海外合作伙伴数量超过 2,900 家。

- **从存货和合同负债来看，2025 服务器收入增长动能或保持强劲，公司针对国产化也有充分布局。**2025 年一季度，公司存货账面价值达到 437 亿元，同比+54.82%；合同负债达到 187 亿元，同比+66.51%。面对海外 AI 芯片出口政策的不确定性，公司及下游客户积极进行芯片备货以及订单预付款，分别进行储备动作和订单预付款。我们对国内 AI 服务器增长和政企客户投资依然保持乐观，一方面英伟达正在适配最新合规需求尽快推出新版芯片，或主要定位推理性价比，另一方面随着昇腾 910C 等国产芯片量产，国产算力生态加速成熟，未来替代空间巨大。2024 年公司联合国产 CPU、GPU 合作伙伴，全面抢抓国产化建设局机遇，成功落地多个国产万卡智算集群。在一体机方面，由于公司具有“百业灵犀私域大模型”和“傲飞算力平台 AI Infra”等软硬件全栈打包能力，市场开拓具有得天独厚的竞争优势。2025 春节后公司曾推出 LinSeer Cube 一体机（DeepSeek 版）等新产品，覆盖全参数版本模型，目前正在政府、教育、医疗、金融、企业多行业私有化部署落地。
- **盈利预测、估值分析和投资建议：**我们认为公司经营稳健，充分受益于国内算力投资，短期下并购债务负担可能影响利润释放，建议关注 H 股上市进展。预计公司 2025-27 年净利润 18.12/24.50/31.64 亿元，同比增长 15.3%/35.2%/29.2%，维持“买入-B”评级。
- **风险提示：**运营商资本开支短期继续下行风险；智算服务器市场竞争格局恶化风险；高性能 GPU 芯片进口管制导致服务器收入下滑；非运营商业占比提升导致毛利率下行；汇率波动、购买期权延期或新增借款导致财务费用继续增加。

【山证通信】中际旭创（300308.SZ）：一季度盈利能力环比改善，2025 海外算力依旧保持旺盛需求

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报。**2024 年公司实现营收 238.6 亿元，同比增长 122.6%；实现归母净利润为 51.7 亿元，同比增长 137.9%。同时，得益于 800G/400G 等高端产品出货比重的快速增加、产品结构不断优化以及持续的降本增效，公司毛利率（33.8%）、净利率（22.5%）进一步得到提升。
- **2025 年一季度，公司实现营收 66.7 亿元，同环比分别提升 37.8%、1.9%；实现归母净利润 15.8 亿元，同环比分别提升 56.8%、11.6%。**同时由于高端产品占比提升以及成本降低、海外工厂良率提升等因素净利润率环比提升 2pct。
- **事件点评**
- **2025 一季度环比增速放缓不改全年积极展望，公司产能继续增长迎接交付需求。**2025 年一季度公司收入增长阶段性放缓主要由于 AI 大客户 800G 向 1.6T 切换以及 IB 市场向 ROCE 过渡等。其中 800G 出

货量同环比均有明显增长，400G 出货增长下降主要由于海外客户更多转向 800G。与此同时，1.6T 出货低于预期，但公司预计 Q2 到 Q3 1.6T 会逐步起量。展望 2025 年，根据 Factset 一致预期，微软、META、谷歌、亚马逊四家公司合计 CAPEX 有望同比提升 37%至 3055 亿美元，并且在最新的 25Q1 财报中我们看到对资本支出的稳定指引。公司产能快速爬坡以应对不断增长的需求并反映出公司供应份额的稳定。2024 年公司光模块产能达 2088 万只，销量 1459 万只，同比分别提升 113.7%、95.8%。2025 年一季度，公司固定资产账面价值达到 59.1 亿元，环比继续增长；同时存货账面价值达到 78.2 亿元，环比增长 10.9%，反映了旺盛的备货需求。

- **硅光芯片能力全球领先，泰国工厂已成海外客户主要产地。**面对光模块需求爆发带来的高速 EML 芯片供应紧张以及中美经贸关税摩擦等冲击，公司保持了稳定的交付能力。一方面，公司自研硅光芯片已在 400G 产品中大量出货，2025 年 800G 硅光比例也会逐步提升，同时面向 1.6T 大客户需求，公司硅光方案或成为主要供应力量。根据 YOLE 统计，旭创将是 2025 年全球硅光模块出货的龙头厂商，领先于过往的硅光芯片龙头 Intel（目前光模块业务由 Jabil 承接）。面对 2025 年以来的关税冲击，根据最新的政策，对半导体分类下的通讯设备、光模块等进行了豁免，因此泰国出货暂时为零关税，得益于过往泰国产能建设规模，公司已具备全面从泰国出货的能力。
- **海外算力之外：国内算力、车载光通信亦成为新看点。**2024 年 Q4 国内三大互联网厂商 BAT 合计 CAPEX 为 707 亿元，同比增速 253.5%，AI 服务器和网络设备成为主要增量。据 Lightcounting 预计，2029 年中国光模块市场规模有望达 65 亿美元，2025 年在 DeepSeek 和各类智能体应用的部署需求下预计国内市场将呈现爆发式增长。2024 年，公司国内市场收入达到 31.5 亿元，同比大幅增长 91.3%，与此同时毛利率为 14.4%，同比也提升了 7.3pct。公司在国内市场主要出货 400G，同时加快 800G 导入，2025 年公司在几个重要大客户招标都保持了份额领先。此外，2024 年公司汽车光电子业务实现营收 7.6 亿元，同比大幅增长 128.1%。收购君歌电子后公司汽车光电子业务快速发展，公司以智驰领驭作为汽车光电子创新品牌，以车载光通信与传感为核心突破方向。2025 年 3 月，智驰领驭发布全球首款基于 PCIE4.0 的车载光传输模块及解决方案，未来有望推动 FTTV（Fiber to the Vehicle）在车载总线网络的落地。
- **盈利预测与投资建议**
- 受益于全球 AI 基础设施投入的持续性以及 AI 芯片带宽的持续增加，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 83.5/107.2/133.1 亿元，yoy 分别为 61.5%/28.4%/24.1%，当前公司动态市盈率处于较低区间，维持“买入-A”评级。
- **风险提示**
- 受 AI Infra 降本和关税政策不确定性影响海外 CSP 资本开支不及预期；北美 CSP 导入新供应商导致公司既有供货份额下降；国内营收占比提升导致公司综合毛利率下降；汇率变化影响公司盈利能力等。

【山证通信】德科立（688205.SH）：DCI 需求旺盛，产能瓶颈有望逐步缓解

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】**➤ 事件描述**

- 公司发布 2024 年年报，收入、利润微幅增长。2024 年，公司实现收入 8.4 亿，同比增长 2.8%，其中传输产品线收入 7.2 亿元，同比下滑 3.5%，主要由于国内传输网投资放缓。数据和接入产品线收入 1.0 亿元，同比增长 70.0%，主要由于 DCI 子系统产品自 2024 年下半年以来需求旺盛。
- 公司发布 2025 年一季报，收入略增，利润同比下降。公司实现收入 2.0 亿元，同/环比分别+6.0%、-17.4%；归母净利润为 0.2 亿元，同/环比分别-36.8%、-39.8%。

➤ 事件点评

- DCI 产能释放仍需时间、产品结构调整等导致 2025 年一季度业绩释放不达预期。一是高毛利率业务主动调价，且收入占比下降。一季度传输产品线因季节因素和下游需求节奏收入占比进一步下降，而子系统占比已提升至 40%，结构原因下公司综合毛利率 27.2%，较去年同期下滑 5.4pct；二是 DCI 业务增长较快，但因春节期间紧急备货及临时扩产导致成本激增，原定降本方案未能及时落地，对毛利率也造成了短期冲击。从存货来看，25Q1 账面价值为 4.2 亿元，同比+21.6%，反映公司在手订单饱满积极备货。从固定资产看，25Q1 账面价值 2.7 亿元，同比+98.5%，去年以来公司产能持续提升。
- 北美 DCI 市场需求旺盛，公司在 DCI 光层和子系统电层 ODM 具有竞争优势。在大模型分布式训练和推理需求本地化部署的趋势下，北美数据中心互联（DCI）市场需求强劲。根据 Lightcounting 4 月预测报告，全球电信市场正迎来全面复苏，叠加 DCI 网络的稳定投资，2025-2030 年 DWDM 光模块将回暖。与光模块不同，DCI 系统需要光层、电层协同工作，且电层系统涉及到与客户的系统对接和软件适配，因此认证时间较长。公司已完成 100G/200G/400G/600G 全系列 DCI 设备的开发迭代，实现在全球分布式算力集群商用部署。在客户指引下公司积极扩产，目前泰国工厂预计年底前全面投产并完成认证，国内老产线产能已提升一倍，随着新产线 6-7 月完成认证年内产能有望再扩一倍，我们预计公司产能将呈逐季提升态势，到年底供应瓶颈或有效缓解。
- 国内 2025 年算力投资拉动下，传输网骨干网投资有望保持韧性。算力建设的指数级增长将对全光交换机、400G 骨干网、800G DCI 城域网设备和模块带来更强大的需求增长。一方面，国内运营商积极开展 400G OTN 规模建设，公司作为中兴通讯关键供应商带来对 400G 相干长距离光模块、相干收发器件、C+L 光放大器以及 OXC 背板等产品持续性需求。另一方面，智算互联加速 800G 应用，国内城域 800G WDM 行标已通过征求意见稿，能够满足大规模参数模型分布式跨数据中心训练，例如中国电信在今年

2月实现了现网 800G 500 公里长距互联分布式训练，公司在 800G 长距离传输子系统和器件有全面布局。第三是适应小颗粒度和确定性时延的场景，国内正加速 fgOTN 替换 SDH 网络，中国移动计划 2025 年部署 fgOTN，正积极推进现网试点工作。受益于以上建设需求，公司传输网产品有望逐步恢复拉货动能。

➤ 盈利预测与投资建议

➤ 我们预计公司收入增长主要由 DCI 子系统和光模块、放大器驱动,预计公司 2025-2027 收入分别为 12.5/18.1/22.7 亿元，归母净利润分别为 1.4/2.2/2.9 亿元。由于新增产能爬坡及验证仍需时间以及参考光模块行业平均估值水平，我们调整公司评级为“增持-A”。

➤ 风险提示

➤ DCI 新产品或供应链设计导入不及预期导致毛利率承压；DCI 新厂房验证和测试能力受限等导致产能释放不及预期；运营商算力投资挤压传输网投资导致传输产品线持续下滑；中美科技贸易摩擦影响对北美大客户业务开展。

【公司评论】石英股份(603688.SH)：石英股份快报-业绩环比改善，半导体石英认证提速

肖索 xiaosuo@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

➤ 2025 年 4 月 26 日，石英股份发布 2024 年年报及 2025 年一季报，公司 2024 年实现营业收入 12.1 亿元，同比下降 83.2%，实现归母净利润 3.3 亿元，同比下降 93.4%。25Q1 公司实现营业收入 2.5 亿元，同比下降 35.5%，实现归母净利润 0.5 亿元，同比下降 66.7%，环比增长 155.3%，25Q1 单季度净利率 20.3%，环比 Q4 提升 11.7pct。

➤ 事件点评

➤ 光伏行业需求低迷，产品价格下跌拖累业绩：2024 年公司石英管棒实现收入 9.7 亿元，同比下降 21.2%，毛利率 43.9%，同比下降 11.7pct。石英管棒销售 8242 吨，同比下降 19.3%，吨毛利约 5.2 万元，同比下降约 22.9%。2024 年公司石英砂实现收入 2.1 亿元，同比下降 96.4%，毛利率 54.4%，同比下降 39.8pct。石英砂销量 11586 吨（外销 5360 吨），吨售价约 4 万元，同比下降约 79.8%，吨毛利约 2.2 万元，同比下降较多。主要是因为光伏行业需求减少，产品价格下跌较多导致。

➤ 加快半导体行业认证，国产砂替代势在必行。公司生产的半导体用高纯石英砂已经具备进入国际供应链体系的市场准入条件。公司自制砂产品通过多家国际主流半导体设备商认证（TEL、LAM、AMAT），同时积极配合国内芯片厂半导体石英本地化认证。长期来看，由于国际上贸易保护主义抬头，贸易战导致光伏坩埚的国产化需求加大、半导体坩埚的国产化项目进程提速、半导体石英制品的国产砂替

代势在必行，加之公司产能已完成 10 万吨/年的布局，将进一步提高公司的市场占有率。

➤ 投资建议

- 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 5.7 亿元、9.1 亿元、16.6 亿元，相当于 2025 年 30 倍的动态市盈率。公司行业地位稳固，产品价格弹性大，高纯石英砂国产替代势在必行，首次覆盖，给予“买入-A”的投资评级。

➤ 风险提示

- 高纯石英砂价格下跌的风险：根据 SMM 数据，5 月 9 日，中层/内层坩埚用高纯石英砂价格分别为 3.9 万元/吨、6.65 万元/吨，曾经内层砂最高点达 41.5 万元/吨，目前国产砂处于去库存末期，价格或还有下跌风险；
- 石英砂矿供给不稳定的风险：国产高纯石英砂目前主要还是依赖进口矿来生产，现在行业库存仍然较多，原材料来源丰富能够满足生产。下半年库存消耗之后，不能完全排除断供的风险；
- 半导体石英砂需求不及预期：国产半导体替代进程有不及预期的风险。

【山证通信】鼎通科技（688668.SH）： 112G 通讯连接器快速放量，汽车业务毛利率回升

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- 公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。2024 年公司实现营收 10.32 亿元，同比+51.12%；归母净利润 1.10 亿元，同比+65.74%；扣非后归母净利润 0.93 亿元，同比+56.89%。其中 2024Q4 单季度公司实现营收 3.29 亿元，同比+71.29%，环比+30.97%；归母净利润 0.32 亿元，同比+136.34%，环比+10.18%；扣非后归母净利润 0.22 亿元，同比+59.54%，环比-16.27%。2025Q1 公司实现营收 3.79 亿元，同比+95.25%，环比+15.24%；归母净利润 0.53 亿元，同比+190.12%，环比+65.32%；扣非后归母净利润 0.49 亿元，同比+211.69%，环比+127.39%。
- 事件点评：
- GB200 机柜催化高速铜互连，公司是配套连接器和液冷产品的主要供应商。铜连接是 AI 服务器超节点互联中最具性价比的通讯方式，英伟达 GB200 机柜中首次用于 GPU 和 NVLINK Switch 的互联，产生了背板线模组、芯片跳线模组的大量需求，其他 ASIC 芯片如 Trainium2、MTIA 也采用类似的通讯方式，铜连接市场规模快速增加，连接器是铜连接上游重要的器件组件。鼎通科技是高速连接器及其组件重要供应商，主要供应壳体（CAGE）、散热器、Wafer、Housing、信号 PIN 等。2024 年公司 I/O 连接器产品传输速度由 56G-112G-224G 升级，在 56G 系列产品保持稳定需求的行情下，112G 产品从 2024 年 Q2 开始逐步起量，224G 产品也预计从今年二、三季度开始量产。公司作为安费诺、莫仕、泰科、中航光电等国际连接器巨头厂商长期合作供应商，有望受益于大客户订单爆发带来超预期增量。

从 2025 年一季度来看，业绩增长点主要为 112G 产品客户订单增加，OverPass 产品逐渐放量。

- **汽车连接器业务受益于国内新能源汽车销量与渗透率提升，大客户新项目进展顺利。**公司汽车连接器及其组件主要包括控制系统连接器及其组件、高压互锁连接器、高压连接器、电控连接器等，应用在汽车电子控制系统和新能源汽车电池上。公司不断加深与现有比亚迪、中国长安、南都电源、蜂巢能源、富奥汽车、中国一汽等客户的合作关系。公司为大客户比亚迪主要提供的电控连接器和高压连接器产品仍保持稳定增长；为长安汽车开发的电控连接器将于今年开始量产；与莫仕合作开发的 BMS Gen6 电池项目逐渐进入小批量试产阶段。2024 年，公司逐步剔除了部分亏损的项目，以集成控制系统连接器产品为主，24Q3 新能源汽车连接器及其组件实现扭亏为盈，毛利率同环比均有所提高。2024 全年汽车连接器业务收入同比增长 25.21%，毛利率同比增长 1.52 pct。
- **公司注重研发投入，国内海外产能积极释放。**2024 年公司研发费用率 8.87%，绝对值 9152 万元，同比提升 25.92%，研发人员从上一年度的 285 人扩充至 403 人。通讯方面，公司推进 OVERPASS/ULTRAPASS/BIPASS 等 AI 高速产品的开发，112G 业内领先规模量产，同时配套大客户 224G 的液冷散热器产品已成功试制并交付客户；汽车方面，公司集中电控集成系列连接器等国产替代方面产品研发，并成功开发出适用于比亚迪 DM5.0 技术的高压连接器及组件，目前 BMS 项目已达到可量产状态。产能方面，2024 年通讯业务收入中，CAGE 产品占比 71%，2025 年一季度 112G 产品订单达到每月 100 万套。目前公司有四大生产基地：东莞鼎通（通讯连接器）和河南鼎润（汽车连接器）快速提升产能，长沙鼎通建设中有望贡献增量，马来西亚主要承接海外客户需求，逐渐开始量产。
- **盈利预测、估值分析和投资建议：**受益于交换机和光模块行业配套通讯连接器出货量增加（量+）以及 112G、224G、液冷产品起量（价+），我们对公司未来业绩展望乐观。预计公司 2025-27 年净利润 2.34/2.97/3.37 亿元，同比增长 111.6%/27.4%/13.4%，首次给予“买入-B”评级。
- **风险提示：**
- **1)GB200 机柜出货延迟等导致通讯连接器收入增长不及预期。**受到组装良率、热管理问题等影响 NVL72 机柜出货量节奏可能不及预期，最终影响上游连接器大客户的需求。
- **2) 超节点技术路线迭代风险。**目前用于超节点技术路线有 PCB、铜连接、CPO 等，英伟达在 GB200、GB300 机柜中主要使用铜连接但不排除 Rubin Ultra 等远期产品设计使用 PCB、OIO 等新技术路线。
- **3) 客户集中度较高的风险。**2024 年公司前五大客户收入占比达 87%，主要以大客户 ODM 为主，若大客户引入新供应商或价格谈判低于预期将导致公司营收和毛利率大幅下滑。
- **4) 汽车连接器新产品导入不及预期风险。**公司汽车连接器业务毛利率目前低于通讯业务，未来毛利率提升主要依靠新品量产和亏损产品剥离，汽车业务可能持续拉低整体毛利率。
- **5) 汇率波动对业绩造成影响的风险。**公司产品对外出口比例较高，若汇率变动较大则可能对公司业绩产生一定影响。

【公司评论】威亨国际(605056.SH): 威亨国际 24 年报&25Q1 季报点评-经营业绩持续向好, 新领域拓展顺利打开成长空间

刘斌 liubin3@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 近日, 威亨国际发布 2024 年报和 2025Q1 季报, 2024 年全年实现营收 36.06 亿元, 同比+23.15%; 归母净利润为 2.23 亿元, 同比+130.67%; 扣非净利润 2.25 亿元, 同比+34.65%。2025Q1 公司实现营收 6.40 亿元, 同比+46.04%; 归母净利润为 2157.17 万元, 同比+144.43%; 扣非净利润 2163.80 万元, 同比+168.08%。

➤ 事件点评

- 经营成果亮眼, 营收利润均显著增长。2024 年与 25Q1 公司营收实现显著增长, 彰显出公司强大的市场竞争力和良好的发展态势。从业务板块来看, 2024 年电力输配行业销售额实现 18.63 亿元, 同比+5.61%, 其他业务板块如油气、发电等五大战略行业销售收入实现 10.91 亿元, 同比+70.97%, 新兴电商板块销售收入实现 4.46 亿元, 同比+125.25%, 海外销售收入实现 3181 万元, 同比+41.65%。公司积极拓展市场, 深化与现有客户的合作, 推动各业务板块协同发展。同时, 公司加强供应链管理, 降低采购成本, 合理控制费用支出, 使得利润增长幅度远超营收增长幅度。
- 净利率持续修复, 数字化转型助力管理效能提升。2024 年公司毛利率为 29.65%, 同比-2.53pct。净利率为 6.65%, 同比+2.95pct。2025Q1 公司毛利率为 21.46%, 同比-5.29pct。净利率为 3.50%, 同比+1.68pct。公司毛利率下滑主要原因系公司拓展油气、发电等新领域, 高毛利产品暂未开始放量, 随着新领域拓展持续深入, 产品品类逐步完善, 毛利率有望逐步修复。公司在毛利率下滑的情况下净利率实现增长, 体现了公司精细化管理的成果。公司全面推进数字化建设, “数字威亨 2.0” 项目落地实施, 构建了以 SAP 为核心底座的 “1+13” 数字生态矩阵。通过数字化转型, 公司提升了全面预算能力, 最大化可利用资源, 提高了履约执行效率和供应链协同效能, 为公司的降本增效和业务创新提供了新的动力。
- 新业务拓展成效显著, 为持续增长奠定基础。公司持续深耕电网领域, 通过优化属地销售网络、加强技术服务赋能等方式, 巩固了在电网市场的领先地位。在战略行业拓展上, 公司积极布局油气、发电等领域, 成功将发电行业纳入战略行业; 新兴电商板块发展势头强劲, 通过中标多个大型国央企项目, 提升了公司在央国企 MRO 集约化行业的影响力。海外销售方面, 公司通过参加国际展会、拓展线上渠道等方式, 提升了自主品牌的国际知名度。公司的市场布局不断优化, 业务多元化发展趋势明显, 为未来的持续增长奠定了坚实基础。
- 持续推进前沿技术研发, 创新能力不断提升。公司始终将研发创新作为发展的重要驱动力, 公司的创新投入产出比持续优化。公司围绕电网数字化和新质生产力的发展趋势, 开展了多项前沿技术的研究,

如无人机智慧巡检平台、具身智能、电力鸿蒙等方面，“声学成像仪”入选浙江省首台（套）重大技术装备。公司不断拓展与高校、科研机构 and 行业领先企业的合作，建立战略合作伙伴关系，共同推进前沿技术的研发和应用，进一步提升了公司的创新能力和技术实力。

➤ 投资建议

- **我国 MRO 集约化采购处起步阶段，为长坡厚雪型赛道。**中国 MRO 市场正处于从传统零散采购向集约化采购的快速过渡阶段，近几年大型国央企正在加速进行集约化采购，公司本身处于增速较快的行业。公司是工器具、仪器仪表等类产品的 MRO 集约化供应商，作为仪器仪表的专用渠道，是电子测试测量仪器产业链的重要环节，在设备更新与自主可控浪潮下，有望实现加速成长。（1）从营收端来看，公司深耕电网保持业绩基本盘的同时，也正在大力向油气、发电、新型电商等新的行业进行扩展，目前新领域的拓展情况基本达到预期，新领域的收入体量在逐步增加，预计未来这一趋势在未来一段时间将会继续保持。（2）从利润端来看，公司多措并举有望进一步提升毛利率水平：未来公司将在电网领域内持续做深；在新拓展的电商业务领域将逐步进行非标品的替代，提升非标品的占有率；同时随着收入规模提升，采购量相应增加，议价能力提升，采购成本下降，也有望进一步改善公司毛利率水平。
- 综合考虑行业情况及公司发展战略，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 2.8、3.6、4.6 亿元，EPS 为 0.7/0.9/1.1 元，按照 5 月 21 日收盘价 14.26 元，对应的 PE 为 21/16/13 倍，维持“增持-A”的投资评级。

➤ 风险提示

- 对电网领域的业务依赖；市场竞争加剧的风险；季节性波动的风险；新领域拓展和规模扩张导致的管理风险。

【公司评论】德业股份(605117.SH)：德业股份 2024 年年报及 2025 年一季报点评-储能电池包高速增长，海外市场持续拓展

肖索 xiaosuo@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- **公司发布 2024 年年报和 2025 年一季度报告。**2024 年实现营收 112.1 亿元，同比+49.8%；实现归母净利润 29.6 亿元，同比+65.3%。2025 年 Q1，实现营业收入 25.7 亿元，同比+36.2%，环比-19.6%；实现归母净利润 7.1 亿元，同比+63.0%，环比-2.1%。

➤ 事件点评

- **逆变器业务持续增长，发展多元化产品开拓市场：**2024 年公司逆变器业务实现收入 55.6 亿元，同比+25.4%；毛利率为 47.8%，同比-3.5pct。2024 年全年，公司逆变器销售 137.14 万台；其中储能逆变器、

组串式逆变器、微型逆变器分别出货 54.06 万台、41.06 万台、42.03 万台，分别实现销售收入 43.8 亿元、7.9 亿元、3.5 亿元。2024 年，面向欧洲市场，公司推出微型储能逆变器（阳台储能）；此外，公司由户储逐渐向工商储拓展，推出 100kW-2MW 储能解决方案等。

➤ **储能电池包业务快速放量，建立全球售后服务体系：**2024 年公司储能电池包实现收入 24.5 亿元，同比 +177.2%；毛利率为 41.3%，同比 +7.4pct。2024 年全年储能电池包出货 46.5 万台，同比 +264.3%。在逆变器及储能电池包板块，公司建立本地化服务团队，完善售后服务体系。公司以新加坡为东南亚市场总部，设立菲律宾、越南、泰国售后中心；欧洲市场在德国设点并建立仓储；非洲市场在南非德班、津巴布韦设立售后服务中心，其他多个售后点后续将按规划加设启用。

➤ **投资建议**

➤ 我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 5.73/6.95/8.54，对应公司 5 月 21 日收盘价，2025-2027 年 PE 分别为 15.6/12.9/10.5，维持“买入-A”评级。

➤ **风险提示**

➤ 海内外需求不及预期、竞争加剧风险、贸易政策风险、新产品开发不及预期、原材料价格上涨风险等。

【公司评论】兆易创新(603986.SH)：兆易创新 2024 年年报及 2025 年一季报点评-公司业绩显著改善，多产品线布局优势显现

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

➤ **事件描述**

➤ **公司发布 2024 年年报及 2025 年第一季度报告。**2024 年全年公司实现营业收入 73.56 亿元，同比增长 27.69%；实现归母净利润 11.03 亿元，同比增长 584.21%。2025 年第一季度公司实现营业收入 19.09 亿元，同比增长 17.32%；实现归母净利润 2.35 亿元，同比增长 14.57%。

➤ **事件点评**

➤ **公司业绩显著改善，凭多元化产品布局穿越周期。**2024 年全年公司实现营业收入 73.56 亿元，同比增长 27.69%；实现归母净利润 11.03 亿元，同比增长 584.21%，主要因为行业下游需求有所回暖，公司积极开拓市场，客户增加备货，产品出货量创新高，达到 43.62 亿颗，同比增长 39.72%，从而实现营业收入较好增长。2025 年第一季度公司实现营业收入 19.09 亿元，同比增长 17.32%；实现归母净利润 2.35 亿元，同比增长 14.57%，一季度传统淡季情况下，公司营收利润均实现同比双位数增长，主要因为国补等相关政策提振消费需求，及部分下游需求前置。分产品看：Flash 产品，一季度收入延续稳健增长，消费电子、家电等领域受国补提振需求强劲，AI 带动 PC、服务器单机 NOR 价值量提升，工业、网通表现稳健；利基 DRAM，一季度受原厂抛售影响整体竞争激烈，叠加去年高基数，收入同比小幅下降，

但3月以来行业供需改善明显，D4、LPD4等产品价格有所回升，下游扫地机、TV等消费需求较好，工业也在温和复苏中；MCU产品，一季度收入增长强劲，主要源于消费国补和部分客户抢出口拉动，工控整体表现稳定。

- **供需改善+产品结构持续迭代，25Q1公司毛利率已恢复至24Q3水平。**2024年公司毛利率为38.00%，同比增长3.58pcts；净利率为14.97%，同比增长12.17pcts，2024年毛利率增长主要系存储供需格局改善叠加需求复苏，存储价格在24H1明显上涨，带动公司存储产品毛利率上涨。2025Q1公司毛利率为37.44%，同比下降0.72pct，环比增长4.27pcts，净利率为12.56%，同比下降0.02pct，环比下降3.19pcts，得益于各产品线竞争力不断增强、毛利率皆有所改善，25Q1公司综合毛利率改善至24Q3相近水平。
- **竞争格局改善叠加行业创新，领先布局下公司未来增长可期。**存储市场：NOR Flash公司一方面受益AI带动单机价值量提升，另一方面受益车规类产品的高速增长；利基DRAM随着三大原厂逐渐退出，待库存去化后，在行业竞争变化之际，公司作为国内利基DRAM龙头有望填补这部分市场需求，提高份额，同时，随着端侧算力需求兴起，公司提前布局定制化存储，未来有望受益该技术在AI手机、AIPC等端侧应用的爆发。MCU市场：一方面车规MCU产品迭代升级，单车MCU价值量将有10倍增长空间，另一方面公司把握AI端侧机遇，前瞻布局机器人、光模块、服务器电源等领域MCU产品，未来公司充分受益于需求复苏、新产品推出及市占率提升，收入保持持续增长。模拟市场：公司重点聚焦于通用电源、马达驱动和通用信号链等领域，随着赛芯并购和业务并表的完成，公司模拟领域有望快速增长。
- **投资建议**
- 预计公司2025-2027年EPS分别为2.34\3.08\3.84，对应公司2025年5月21日收盘价118.14元，2025-2027年PE分别为50.5\38.4\30.8，作为国内存储和微控制器行业双龙头，公司多产品线竞争力不断增强，行业周期复苏、竞争格局改善和创新驱动，公司市场份额不断提升，维持“买入-A”评级。
- **风险提示**
- 市场需求不及预期风险，存货跌价风险，研发不及预期风险，供应链风险，宏观经济波动风险。

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

