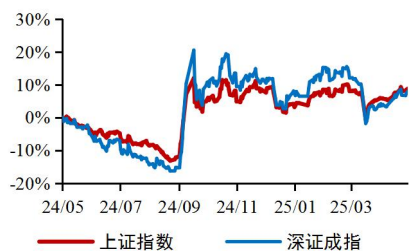


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 5 月 22 日 星期四

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	3,387.57	0.21
深证成指	10,294.22	0.44
沪深 300	3,916.38	0.47
中小板指	6,439.31	0.50
创业板指	2,065.39	0.83
科创 50	995.49	-0.22

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】化学原料：新材料周报（250512-0516）-华为折叠 PC 及苹果折叠手机推出在即，折叠设备材料有望高速发展

【行业评论】非银行金融：行业周报（20250512-20250518）：-并购重组办法修订，提升科技企业服务力度

【山证通信】炬光科技（688167.SH）：并购短期影响利润，看好转型阵痛期后的盈利能力回升

【公司评论】震裕科技(300953.SZ)：震裕科技 24 年报&25Q1 季报点评-经营效率持续提升，人形机器人与 eVTOL 新业务稳步推进

【公司评论】晋西车轴(600495.SH)：晋西车轴-高速动车组车轴持续突破，央企背景赋能多元化拓展

【山证通信】上海瀚讯(300762.SZ)-2024 卫星业务收入超 1.5 亿，2025 G60 星链发射数量大幅增

【山证通信】广和通（300638.SZ）-AI 物联网引领者，具身智能已占据先机

【山证通信】三旺通信（688618.SH）-业务短期承压，新兴行业有望迎来催化

【公司评论】杭叉集团(603298.SH)：杭叉集团 2024 年报及 2025 一季报点评-盈利能力稳步提升，看好海外业务增长潜力

【公司评论】阿特斯(688472.SH)：阿特斯 2024 年年报及 2025 年一季报-大储打造第二增长引擎，美国产能稳步推进

【行业评论】【山西证券|纺织服装】上海市发布《提振消费专项行动方案》，运动服饰/珠宝有望受益

【行业评论】【山证电新】20250521 光伏产业链价格跟踪

【今日要点】

【行业评论】化学原料：新材料周报（250512-0516）-华为折叠 PC 及苹果折叠手机推出在即，折叠设备材料有望高速发展

冀泳洁 0351-8686985 jiyongjie@sxzq.com

【投资要点】

- 二级市场表现
- 市场与板块表现：本周新材料板块上涨。本周新材料板块上涨。新材料指数涨幅为 0.57%，跑输创业板指 0.81%。近五个交易日，合成生物指数上涨 2.35%，半导体材料下跌 3.52%，电子化学品下跌 3.58%，可降解塑料上涨 2.12%，工业气体下跌 0.19%，电池化学品下跌 1.10%。
- 产业链周度价格跟踪（括号为周环比变化）
- 氨基酸：缬氨酸(13450 元/吨，不变)、精氨酸(25500 元/吨，-1.92%)、色氨酸(45500 元/吨，不变)、蛋氨酸(22200 元/吨，不变)
- 可降解材料：PLA(FY201 注塑级)(17500 元/吨，不变)、PLA(REVODE 201 吹膜级)(16700 元/吨，不变)、PBS(17800 元/吨，不变)、PBAT(9850 元/吨，不变)
- 维生素：维生素 A(70000 元/吨，不变)、维生素 E(108000 元/吨，-1.82%)、维生素 D3(242500 元/吨，不变)、泛酸钙(49500 元/吨，-2.94%)、肌醇(32500 元/吨，不变)
- 工业气体及湿电子化学品：UPSSS 级氢氟酸(11000 元/吨，不变)、EL 级氢氟酸(5900 元/吨，不变)
- 塑料及纤维：碳纤维(83750 元/吨，不变)、涤纶工业丝(8400 元/吨，2.44%)、涤纶帘子布 3 月出口均价为(16797 元/吨，-2.79%)、芳纶(9.23 万元/吨，-5.28%)、氨纶(27000 元/吨，不变)、PA66(16300 元/吨，不变)、癸二酸 3 月出口均价为 27990 元/吨，较上月上涨 3.11%。
- 投资建议
- 华为折叠 PC 及 iPhone 折叠手机推出在即，折叠设备上游光学胶材料等企业有望受益。根据华为终端官微 5 月 15 日消息，华为折叠 PC 将在 5 月 19 日正式发布，或将重塑 PC 市场格局，推动折叠 PC 产品渗透率快速提升。此外，苹果首款折叠屏手机或将于 2026 年下半年推出，产品定位为“大折叠屏 iPhone”，将采用类似三星 Galaxy Z Fold 系列的翻盖式设计。随着各家厂商逐步推出折叠产品，全球折叠手机市场需求持续增长。根据 IDC 预计，2025 年中国折叠屏手机市场出货量将在 1000 万左右，同比增长 8.3%，至 2028 年复合增长率达到 10.6%。下游折叠设备出货量增长驱动有望驱动相关上游材料需求，建议关注国内 OCA 光学胶生产商【斯迪克】，以及 PBO 上游单体供应商【鼎龙股份】。

➤ 风险提示

- 原材料价格大幅波动的风险；政策风险；技术发展不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

【行业评论】非银行金融：行业周报（20250512-20250518）：-并购重组办法修订，提升科技企业服务力度

李明阳 limingyang@sxzq.com

【投资要点】

- 证监会修改《上市公司重大资产重组管理办法》。办法主要修改内容包括建立重组股份对价分期支付机制，提高对财务状况变化、同业竞争和关联交易监管的包容度，新设重组简易审核程序，完善锁定期规则支持上市公司之间吸收合并，鼓励私募基金参与上市公司并购重组等。此次修订是对此前金融一揽子支持政策新闻发布会“服务新质生产力发展”的重要响应，完善了“并购六条”的法制基础，通过优化简易审核程序，提升财务状况包容度、鼓励私募基金参与上市公司并购重组等措施，提升对高科技企业的支持力度，有利于进一步满足科创企业资金需求，拓宽融资渠道，打通融资堵点难点。
- 券商并购再获实质性进展。5月15日，国都证券在北京召开2025年第一次临时股东会，会议选举产生新一届董事会、监事会。浙商证券提名的6名董事及2名独立董事、2名监事成功当选。浙商证券实质控股国都证券是证券行业高质量发展的重要案例，中小券商通过外延式并购可以从区域互补、业务协同等方面提高市场竞争力，通过集约化运行实现规模效应，有利于在行业打造“一流投行”的战略目标中形成差异化竞争优势，从而更好地服务实体经济。
- 上周主要指数均有不同程度上涨，上证综指上涨0.76%，沪深300上涨1.12%，创业板指数上涨1.38%。上周A股成交金额6.33万亿元，日均成交额1.27万亿元，环比减少6.44%。两融余额1.81万亿元，环比提升0.14%。中债-总全价(总值)指数较年初下跌0.78%；中债国债10年期到期收益率为1.68%，较年初上行7.16bp。
- 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。

【山证通信】炬光科技（688167.SH）：并购短期影响利润，看好转型阵痛期后的盈利能力回升

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- 公司发布 2024 年年报及 25Q1 业绩报。2024 年公司实现营收 6.20 亿元，同比+10.49%；归母净利润-1.75 亿元，扣非后归母净利润-1.82 亿元。其中 24Q4 公司实现营收 1.62 亿元，同比-8.40%，环比+10.16%；归母净利润-1.23 亿元，扣非后归母净利润-1.25 亿元。25Q1 公司实现 1.70 亿元，同比+23.75%，环比

+4.73%；归母净利润-0.32 亿元，扣非后归母净利润-0.33 亿元。

➤ 事件点评：

- 公司上游业务仍占比较高，中游业务增势迅猛。2024 年上游/中游业务营收分别 4.41/1.76 亿元，同比分别+1.26%/+46.12%。2024 年公司先后完成了瑞士炬光的并购和 Heptagon 资产的收购，瑞士炬光贡献的业绩增量明显。上游业务：1) “产生光子”半导体激光元器件和原材料业务：营收 1.50 亿元，同比-34.42%。2024 年预制金锡氮化铝衬底材料价格承压，同时为应对价格压力公司降低出货量，新一代产品还在导入过程中，以上原因导致该业务营收下滑。2) “调控光子”激光光学元器件营收：营收 2.87 亿元，同比+38.71%。增长来源主要是并购瑞士炬光带来的增量销售收入。中游业务：1) 汽车应用解决方案：营收 7,743.90 万元，同比+66.63%，主要来自于并购瑞士炬光后汽车投影照明领域带来的增量。2) 泛半导体制程解决方案：营收 6,889.81 万元，同比+10.19%，主要系半导体晶圆退火业务与存储芯片晶圆退火业务需求保持释放。3) 医疗健康解决方案：营收 1,667.69 万元，同比+44.65%，主要系公司专业激光净肤模组在国内外多家客户已开始使用。4) 全球光子工艺和制造服务：营收 1715.41 万元，为完成对 Heptagon 资产收购后的新增业务板块，积极拓展国内外消费电子、一次性内窥镜及工业等相关领域。
- 受上游降价和并购影响毛利率短期承压，收并购和计提减值给净利润短期造成较大影响。2024 年公司毛利率/净利率分别 28.11%/-28.21%，毛利率同比-19.85pct，其中半导体激光元器件和原材料业务/激光光学元器件/汽车应用解决方案/泛半导体制程解决方案/医疗健康解决方案毛利率分别 45.48%/38.35%/-21.79%/41.00%/33.22%，同比分别+5.09/-10.39/-84.88/-6.93/-5.55 pct。其中，1) 激光光学元器件业务：毛利率下降主要系快轴准直镜（FAC）受到持续的价格下行压力，同时由于瑞士炬光资产评估增值带来的成本压力和相对瑞士炬光相对较高的运营成本；2) 汽车应用解决方案：毛利率下行主要由于用于投影照明的压印光学器件此前在瑞士生产，处于负毛利状态，拉低了板块整体毛利率。25Q1 公司毛利率/净利率分别 33.39%/-18.85%，均已出现回暖。
- 公司目前正处于转型阵痛期，但微光学工艺积累完善，应用场景逐步拓展。公司已基本完成中游领域布局，未来将深耕泛半导体制程等高增长领域，逐步扩大市场恢复盈利。1) 上游产品：公司“产生光子”核心产品新一代预制金锡氮化铝衬底材料已通过部分客户初步验证，2025 有望出货改善；激光光学元器件领域已掌握微纳光学领域内的五大主流制备技术，加快光通信领域布局，公司与多家行业领军企业建立合作关系，产品陆续实现验证供货，有望在数通领域开辟新增长路径。2) 中游领域：公司泛半导体制程产品保持稳健增长，晶圆退火、LAB 激光辅助键合等产品订单取得突破；并购的 Heptagon 在汽车投影照明和消费电子领域具有完善技术储备及全球龙头客户资源，汽车领域公司已与全球范围内多家汽车 Tier1 供应商在激光雷达、投影照明等领域展开合作，消费电子领域公司已与四家北美消费电子行业的客户在 AR/VR 等技术领域展开合作，看好后续公司的业绩增长及盈利端止血回暖。
- 期间费用率方面，公司研发费用投入较高，公司将专注光通信、消费电子和泛半导体制程解决方案等具备高发展潜力与增长速率的应用领域，提升费用支出的效率及营运能力。2024 年公司销售/管理/研

发费用率分别 6.92%/17.91%/15.33%，25Q1 公司销售/管理/研发费用率分别 7.45%/21.30%/28.61%。



- 盈利预测、估值分析和投资建议：预计公司 2025-27 年净利润 0.19/0.60/1.21 亿元，同比增长 111.0%/208.7%/102.9%，对应 EPS 为 0.21/0.66/1.34 元，PE 为 321.2/104.0/51.3 倍，考虑到新炬光将整合全球一线微纳光学平台工艺，发展国际化客户结构，我们认为公司短期业绩承压但硅光、消费电子、半导体设备、汽车等领域均有望催化估值修复，公司通过内生+外延发展正成为全球微纳光学工艺和产能最领先的厂商，未来有望加速在多个下游市场突破，并通过工艺、组织整合提升毛利率、净利率，2025 年有望迎来双击行情，维持“增持-A”评级。
- 风险提示：研发能力未能匹配市场需求的风险；核心技术泄密、技术人员流失的风险；框架协议合作风险；跨国经营、境外整合风险；汇率波动风险；宏观经济波动风险。

【公司评论】震裕科技(300953.SZ)：震裕科技 24 年报&25Q1 季报点评-经营效率持续提升，人形机器人与 eVTOL 新业务稳步推进

刘斌 liubin3@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件

- 近日，公司发布 2024 年报及 2025Q1 季报，2024 年公司实现营收 71.29 亿元，同比增长 18.45%；归母净利润 2.54 亿元，同比增长 493.77%；扣非后归母净利润 2.31 亿元，同比增长 2528.14%。2025 年 Q1 实现营收 17.93 亿元，同比增长 24.24%；归母净利润 7286.10 万元，同比增长 38.90%；扣非后净利润 6523.22 万元，同比增长 71.01%。

➤ 事件点评

- 核心业务稳健增长，经营效率逐步提升。公司 2024 年营收实现增长，分业务来看：（1）锂电池结构件：2024 年实现营业收入 42.40 亿元，同比增长 29.84%，占比 59.48%，公司持续推进自动化产线升级、全面铺开视觉检测，产线良品率和规模效益明显提升，多项降本增效措施使毛利同比增长；（2）电机铁芯：2024 年实现营业收入 15.09 亿元，同比下降 11.78%，占比 21.17%，主要受原材料价格下行影响，依托胶粘新工艺的持续推广及降本增效等因素，盈利能力保持一定增长；（3）模具业务：2024 年实现营业收入 4.16 亿元，同比增长 32.70%，占比 5.84%，其中海外市场出口大幅突破凭借更严格的成本管控和运营优化，整体毛利率稳步提升。
- 持续推进提质增效，盈利能力大幅提升。2024 年公司毛利率为 13.88%，同比提升 1.96pct。净利率为 3.56%，同比提升 2.85pct。主要原因系（1）销售订单持续增长；（2）公司加大技术研发与创新，提升生产自动化水平；（3）通过降本增效，促进公司整体经济效益提升。2025Q1 公司毛利率为 13.28%，同

比提升 0.72pct。净利率为 4.07%，同比提升 0.43pct。随着公司通过优化生产流程和提高生产效率，盈利能力仍有较大提升空间。

- **人形机器人业务快速推进，核心零部件逐步量产。**公司于 24 年 10 月成立子公司马丁机器人，聚焦于人形机器人精密零部件。马丁机器人已完成包括行星滚柱丝杠在内的整套丝杠标品开发，覆盖 100N - 12 000N 峰值推力、C3/C5 导程精度范围；2024 年底前，通过了量产 SOP 验证，并已得到国内外多家头部人形机器人本体客户验证并已实现小批量供货。从产能看，公司已建成首条半自动化丝杠产线，日平均产能 100 套；同时计划在 2025 年内建设一条集加工、在线检测与装配于一体的全自动产线，以满足客户对大规模一致性生产的较高需求。
- **迭代铁芯粘胶工艺，布局 eVTOL 驱动电机。**公司充分利用自主开发的模具和粘胶工艺，实现了对传统叠片铁芯的工艺迭代，粘胶铁芯已在比亚迪、理想、蔚来、小米等新能源汽车主机厂及汇川技术、索恩格、博格华纳、台达电子等电机整机厂商建立稳定合作。另外，公司配合客户开发低空飞行器专用驱动电机铁芯，已经为国内知名品牌飞行汽车驱动电机提供胶粘工艺驱动电机铁芯。

➤

➤ 投资建议

- 公司拥有丰富的精密级进冲压模具开发经验和完整的制造体系，同时，公司以自身设计开发的冲压模具为基础，向客户提供精密结构件产品包括驱动电机铁芯冲压、锂电池精密结构件，与众多优质头部客户形成稳定合作。此外，公司依托精密制造优势，在人形机器人、eVTOL 领域积极布局，行业仍处在早期阶段、且具备长期发展潜力，看好公司业务平台化拓展。
- 预计公司 2025-2027 年营收分别为 89.22/109.68/133.29 亿元，归母净利润分别为 3.81/5.22/6.63 亿元，对应 PE 分别为 49/35/28 倍，维持“增持-A”评级。
- **风险提示**
- 下游需求增长不及预期的风险；原材料价格波动风险；技术进步不及预期的风险

【公司评论】晋西车轴(600495.SH)：晋西车轴-高速动车组车轴持续突破，央企背景赋能多元化拓展

姚健 yaojian@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- 公司披露 2024 年年度报告：报告期内，公司实现营业收入 13.14 亿元，同比增长 2.40%；归母净利润 2307.58 万元，同比增长 13.39%；扣非后归母净利润-2165.71 万元。
- 公司披露 2025 年第一季度报告：报告期内，公司实现营业收入 3.73 亿元，同比增长 52.67%；归母净

利润 781.89 万元，同比扭亏为盈；扣非后归母净利润 71.39 万元。

➤ 事件点评

- **2024 年，公司铁路装备业务稳定提升，整车订单创近年来新高，国铁货车车轴联采中标份额、金额继续保持第一，国内行业地位持续巩固。**公司在铁路车辆及相关核心零部件制造领域具备较为突出的装备、技术、工艺保障能力，其中铁路车轴生产制造的综合实力、供货能力、工艺转化能力和创新能力处于国内领先地位，在国铁集团货车车轴以及国内城际地铁用车轴常年保持较高市场占有率。2024 年，公司铁路车辆实现收入 6.16 亿元（yoy+33.23%）；车轴实现收入 4.27 亿元（yoy-6.73%）；车辆配套及其他收入为 2.58 亿元（yoy-24.87%）。
- **受益于高铁车轴国产化进程和节奏加快，公司高速动车组车轴等高端产品有望迎来放量。**公司重点拓展高速动车组车轴，2024 年，公司时速 350km 自主化动车组车轴完成小批量装车运用并具备批量供货条件，完成 CR450 高速动车组车轴等高端产品试制交付。公司是时速 350 公里高铁动车轴试制首批参研单位，目前时速 350 公里自主化动车组车轴已批量用于“复兴号”正式载客动车组，运行状态保持良好。
- **公司聚焦多产业协同发展，防务装备、智慧消防等新产业拓展成效显著。**2024 年，公司新产业业务持续拓展，防务装备业务积极承接协作配套任务，智慧消防业务应用领域不断拓展，环保设备业务保持稳定供货。2025 年，公司将着力推动新产业快速拓展。加快构建完善防务装备科研制造体系，高质量完成装备制造和协作配套任务。智慧消防和非标产品在现有基础上，坚持以客户需求为出发点，进一步丰富产品谱系，持续拓展应用场景。
- **控股股东增持彰显发展信心，央企实控人背景雄厚，多重优势赋能公司多元发展。**公司实际控制人为中国兵器工业集团有限公司，控股股东晋西工业集团有限责任公司（以下简称：晋西集团）是山西省重要的装备制造企业和最大的军民融合企业，产业矩阵涵盖军工精密制造、轨道交通装备等多元板块。4 月 8 日，公司发布《关于控股股东增持计划的公告》，公司控股股东晋西集团基于对公司未来发展的信心，计划在未来 12 个月内通过集中竞价或大宗交易方式增持公司股份，增持金额不低于 5000 万元，不高于 1 亿元，且增持数量不超过公司总股本的 2%。
- **公司大力实施降本增效工程，盈利能力有所提升。**2024 年，公司期间费用率为 13.03%，同比下降 0.39pct，销售净利率 1.76%，同比增加 0.17pct，净资产收益率 0.71%，同比提高 0.08pct。2025Q1，公司期间费用率为 11.19%，同比下降 3.06pct，销售净利率为 2.10%，同比增加 11.77pct；销售毛利率为 12.88%，同比提高 9.47pct。
- **投资建议**
- 公司是全球铁路车轴研发制造领域生产谱系最全的企业，做精做细铁路装备产业，集聚资源加速拓展防务装备等新业务领域。

- 从β端来看：2024年，我国铁路客运货运均创历史最好水平，铁路固定资产投资同比快速增长，叠加维保周期及设备更新带来潜在需求，轨交装备行业景气度有望持续提升。
- 从α端来看：公司在铁路车轴生产制造的综合实力、供货能力、工艺转化能力和创新能力处于国内领先地位，公司坚持做精做细铁路装备产业，在稳定现有产品国内市场份额的基础上，重点拓展国内高速动车组车轴等细分领域、国际新兴市场区域和“一带一路”沿线国家的市场，筑牢轨交装备业务基本盘。同时，公司依托自身优势拓展防务装备等新业务，全力打造第二增长曲线，未来成长空间广阔。
- 综上，我们预计公司2025-2027年归母公司净利润0.26/0.29/0.33亿元，同比增长10.5%/12.3%/16.1%，EPS为0.02/0.02/0.03元，对应5月20日收盘价4.22元，PE为200/178/153倍，首次覆盖给予“增持-A”评级。
- 风险提示
- 宏观环境风险：公司主营业务的设备投资需求具有一定波动性，面临宏观经济的不确定性带来的经营风险。
- 核心竞争力下降风险：公司目前主营产品国内外市场竞争愈加激烈，存在业务集中度高的风险。
- 成本管控风险：公司生产所需原材料、动力能源等成本占比较高，可能受市场供求等多重因素影响，进而对公司盈利能力造成压力。
- 汇率变动及国际结算风险：若海外政治环境、贸易政策、汇率等发生重大不利变化，将对公司经营将造成不利影响。

【山证通信】上海瀚讯（300762.SZ）-2024 卫星业务收入超 1.5 亿，2025 G60 星链发射数量大幅增

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- 上海瀚讯发布 2024 年及 2025 一季度报告。2024 年，公司实现营收 3.53 亿元，同比+12.97%；实现归母净利润-1.24 亿元，同比+34.71%；扣非后归母净利润为-1.50 亿元，同比+33.32%。2025Q1，公司实现营收 1.26 亿，同比+84.41%；实现归母净利润 0.13 亿元，同环比均转正。
- 事件点评：
- 1) 卫星业务成果已现，竞争优势明显
- 截至目前，垣信千帆星座在轨数量已达 90 颗，发星节奏仍在加速。根据规划，千帆星座 2025 年陆续开展业务性能测试试验与服务功能应用商业示范，为全球用户提供低延时、高速率、高可靠性的卫星(宽带)互联网服务，预计 2025 年底完成 648 颗发射，提供区域网络覆盖；2027 年底完成共 1296 颗的一期建设，提供全球网络覆盖；到 2030 年底，完成超 1.5 万颗低轨卫星的互联网组网。

- 公司深度参与千帆星座建设，是 G60 星座通信分系统承研单位，负责该星座通信分系统的保障与支撑，研制并供给相关卫星通信载荷、卫星通信终端等关键通信设备。2024 年，公司前两大客户上海垣信、格思航天分别实现收入 0.78、0.73 亿元，占公司总收入达 42.9%。我们预计，2025 年公司有望参与较大份额的千帆星座载荷供应，相控阵天线也将尽快导入，实现快速增长的良好开端。
- 公司频繁取得业务中标。根据公开招标结果显示，2025 年 4 月，公司与上海迪爱思中标上海垣信“一体化信关站系统采购项目”，包括信关站系统 120 套，单价约 249.7 万元/套，若分别按 50%份额计算，则合同金额分别约 1.5 亿元。此前，公司已完成地基基站、测试终端产品交付，宽带载荷产品正式进入批产阶段，在轨验证平台、地基基站模拟器、多终端模拟器等在轨验证与测试保障设备研制投产。
- 2) 行业景气度回升，军工业务逐步回暖
- 2024 年军工通信行业整体承压，当前，随着军工企业、国央企人事调整逐步落地，叠加十四五末期预算实际使用节奏或将加速，行业有望迎来回暖。公司在军用 5G、宽带数据链等新领域方面新品众多，领先地位明显，未来有望回暖。2024 年，公司在某项目上成为通信主要承研单位；参与某项目多个新任务研制；以第一名中标某通信系统 5G 和某型微波电台两个研制项目，完成某 5G 专网轻量化核心网和 5G 无人平台型模组等样机研制；中标某新型系统的 5G 研制任务；中标某无人系统研制。除已有型号项目列装稳步推进外，新增多个某系统配套列装，基于行业已定型装备的批产列装，项目目前在持续稳步推进中。
- 3) 公司费用控制有效，全年有望实现扭亏
- 2024 年，公司期间费用 0.65 亿元，同比-11.3%，期间费用率同比-5.01pct；全年销售、管理、研发费用分别为 0.30、0.60、2.02 亿元，同比分别-14.1%、+38.6%、-20.9%。公司成本管控有效，展望未来，军工通信行业整体回暖，叠加卫星业务起量，公司相关费用率有望得到合理控制，实现全年扭亏。
- 盈利预测、估值分析和投资建议：我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 1.36/2.82/4.44 亿元，同比增长 209.4%/107.9%/57.4%；对应 EPS 为 0.22/0.45/0.71 元，2025 年 05 月 20 日收盘价对应 PE 分别为 98.5/47.4/30.1 倍，我们认为公司军工业务拐点已现，卫星相关业务全年有望快速放量，维持“买入-B”评级。
- 风险提示：
- 市场竞争加剧的风险。越来越多的科研院所及民营企业开始加大研发力度，逐步参与专网宽带移动通信行业的市场竞争之中，如果潜在竞争者不断进入导致市场竞争逐步加剧，公司可能面临市占率下降的风险。
- 客户采购波动的风险。公司下游主要为军工企业，采购具有计划性较强、项目周期较长的特点，如客户采购计划发生变化，可能导致公司的营业收入具有不确定性。
- 卫星星座建设不及预期的风险。由于我国的低轨卫星星座仍处于产业链形成初期，行业整体布局尚不

成熟，建设进度可能受到供需波动、宏观政策、国际形势等因素影响，造成公司相关业务收入不及预期。

【山证通信】广和通（300638.SZ）-AI 物联网引领者，具身智能已占据先机

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- 公司发布 2024 年年报和 2025 一季度报告。2024 年，公司实现营收 81.89 亿元，同比+6.13%；实现归母净利润 6.68 亿元，同比+18.53%。2025Q1，公司实现营收 18.56 亿元，同比-12.59%；实现归母净利润 1.18 亿元，同比-37.30%。若剔除锐凌无线车载前装业务的影响，公司 2024 年营业收入同比+23.34%，主因国内汽车电子及智慧家庭领域中 5G 固定无线接入（FWA）业务领域增长明显。
- 事件点评：
- 全球物联网产业复苏，端侧 AI 带来机遇，智能模组成为新的增长方向。2024 年全球物联网终端数将达到 188 亿，同比+13%，预计 2030 年将达到 411 亿。2024 年我国蜂窝物联网终端用户数同比+13.89%，净增 3.24 亿，仍处规模化爆发期，其中公共服务、智慧家居领域同比增长超 20%。5G 产业化方面，2024 年全球 5G 连接数突破 20 亿，连接占比 25%，2030 年将达到 57%。美国 5GFWA 连接量达到 1160 万，渗透率为 9%。端侧方面，智能模组内置主控芯片和内存，已成为边缘计算需求新的载体，用于车联网、消费电子等多个领域，有望成为推动智能终端边缘计算的核心力量多 OS 操作系统等行业特殊系统要求。端侧 AI 是重要应用终端，有望迎来飞速发展，到 2030 年，AI 嵌入式蜂窝模组预计将占物联网模组出货量的 25%，年复合增长率 35%。
- 公司聚焦物联网垂直行业，持续优化产品矩阵。公司推出 AI 玩具大模型解决方案 MagiCore，内置广和通 Cat.1 模组，深度融合豆包等 AI 大模型、通过火山引擎接入 DeepSeek，可实现音视频及图像传输、语音识别、自然语言处理和机器学习，通过拟人/拟动物/拟 IP 形式，与用户进行视/听/触多维度交互，可广泛应用于智能早教玩偶等场景，4 月，公司与实丰文化完成战略合作签约，共同成立“AI 产品联合实验室”。推出多功能 AI 红外相机解决方案，融合 AI 算法、AI 模型、传感器，内置目标检测算法，对图像和文本数据进行“预训练”并抽取相应“图像特征”，融合到传统算法的神经网络中，形成优化的识别网络，可用于户外打猎、森林防火、国土资源监管、电网监拍等领域。QuickTaste AI 解决方案将率先在联迪商用智能终端上部署，解决餐饮行业长期存在的语言沟通障碍和服务效率问题，可实时识别菜品图片并生成营养分析、推荐搭配及多语言菜单，通过语音交互提供更便捷、更智能的点餐体验。AI Buddy 解决方案可实现实时翻译、个性化 AI 语音交互助手、AI 影像识别、多模型账户服务、漫游资费服务、快速入网注册等功能，通过蓝牙、Wi-Fi 可配套 OWS 耳机、智能眼镜、智能音箱、智能手环遥控器、智能大屏等，实现一站式解决方案。我们认为，公司不断丰富产品形态，将 AI 技术与消费场景的深度实践结合，通过端侧 AI 引用实现多种场景下的无缝 AI 体验，随着端侧 AI 兴起有望充

分受益。

- **具身智能等新领域逐渐发力，有望成为新增长点。**2024 年 6 月，公司推出基于 Linux 边缘 AI 解决方案实现 AI 边界识别及 RTK+VIO 融合定位的“免埋线式割草机行业解决方案”，具备无埋线式作业、可扩展感知、精准定位与避障能力、低成本设计等优势，12 月交付了首批订单。2024 年 3 月发布基于高通高算力芯片的具身智能机器人开发平台 Fibot，构建“端-边-云”技术架构，神经中枢采用高算力平台，实现仿真训练到实体部署的无缝衔接；导航规控通过底盘选配的激光雷达或双目模组，实现室内外的空间感知及建图、路径规划和动态避障等算法的二次开发；决策引擎集成了多种深度学习和强化学习 AI 算法，极大提升二次开发效率，已向全球知名的具身智能机器人企业交付了样机。我们认为，公司在具身智能核心技术上实现关键卡位，通过技术攻关不断积累场景验证经验，最终有望实现商业闭环。
- **盈利预测、估值分析和投资建议：**我们认为，锐凌无线出表的影响已经落地，但 AI、边缘算力、割草机器人乃至人形机器人正为公司开启新增长篇章。预计公司 2025-2027 年归母净利润 5.53/6.97/8.73 亿元，同比增长-17.3%/26.1%/25.3%；对应 EPS 为 0.72/0.91/1.14 元，2025 年 05 月 20 日收盘价对应 PE 分别为 38.0/30.1/24.0 倍，公司估值目前处于历史较低水平，考虑到端侧 AI 市场有望催化，机器人业务已抢占先机，维持“买入-B”评级。
- **风险提示：**集成通信的 SoC 方案推广替代公司主要产品无线通信模块的风险；物联网下游市场复苏不及预期风险；智能 AI 模组推广不及预期风险；汇率波动以及中美贸易摩擦风险。

【山证通信】三旺通信（688618.SH）-业务短期承压，新兴行业有望迎来催化

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- **公司发布 2024 年及 2025 一季度报告。**2024 年，公司实现营收 3.57 亿元，同比-18.79%；实现归母净利润 0.33 亿元，同比-69.98%；扣非后归母净利润为 0.21 亿元，同比-78.2%。2025Q1，公司实现营收 0.81 亿，同比+7.01%；实现归母净利润 0.08 亿元，同比-48.44%。
- **事件点评：**
- **下游解决方案项目实施节奏不及预期，叠加费用前瞻投入、新基地折旧增加等因素导致公司业绩下滑。**分应用场景来看，2024 年公司智慧能源、智慧交通、工业互联网、智慧城市以及其他行业板块分别实现营业收入 19,126.52 万元、6,130.16 万元、3,659.51 万元、2,705.42 万元、4,062.35 万元，同比分别+8.1%、-20.6%、-62.2%、-47.4%、+9.4%。工业互联网业务主要受制造业数字化改造解决方案类订单实施放缓的影响；智慧交通、智慧城市业务主要由于轨交车型上市进度及道路、管廊建设进度影响。产品结构上，公司工业交换产品、工业网关及无线产品、解决方案类产品，分别实现营业收入 28,116.74 万元、5,721.40 万元、831.21 万元，分别同比-9.4%、+9.5%、-87.2%，解决方案类收入下滑受工业互联网客

户资本支出节奏和市政交通类客户资金压力以及竞争格局多方面影响，是拖累 2024 业绩的主要因素。

- **前瞻投入，坚定由单一通信设备提供商向定制化解决方案提供者转型。**2024 年，销售、管理、研发费用分别为 6240.7、4796.8、7347.5 万元，同比分别+11.2%、52.7%、19.6%。销售方面，公司加大团队建设和海外市场布局，解决方案相关产品占比增加，客户由设备商、集成商转向业主、集团公司，随着后续产品导入，相关费用有望企稳；管理费用增加主要由于上海工业互联网产业基地固定资产折旧费及办公费增加；研发方面，公司持续保持前沿技术高投入，重点攻克 TSN、边缘计算、AI 等技术，公司 TSN 网络整体解决方案不断完善，产品处于国内领先水平。我们认为，公司高研发带来了坚实的技术壁垒，为创新提供强大动力，公司已完成边缘网关与 DeepSeek 融合、实现 HaaS 与 DeepSeek 的深度整合，实现智能化数据处理与本地推理，网关可实现对海量异构数据（如设备状态、环境参数）进行实时语义理解与推理，有望提升产品的智能化水平、大幅提高响应速度、降低对云端的依赖，公司有望受益于千行百业智能化浪潮。四大领域继续发力，工业通信细分市场龙头地位稳固。智慧能源受益于电网数字化建设，风光储及智慧矿山业务发展良好，参与三峡乌兰察布源网荷储、甘州南滩 30 万千瓦光伏发电、粤电阳江沙扒海上风电、神东大柳塔煤矿等众多示范项目，我国煤矿智能化渗透率发展空间较大，公司 2025 年将重点推进煤矿精准定位等场景的突破。智慧城市有望乘智能网联东风，低速无人驾驶、无人公交车等领域已批量供货，并在车载确定性网络、车载多域控制器、车载网关等方面投入开发。智慧交通领域受益于政策驱动，公司参与众多轨交系统建设项目，有望继续导入新车型；公路领域钻研集成化设计，从设备供应商向系统级解决方案提供商转变，市场影响力继续扩大。智能制造由产业升级驱动，公司联合智能制造生态伙伴推出制造数字化转型系统解决方案，提供交钥匙工程，落地了东莞信义玻璃厂能源 EMS、南宁卷烟厂二期网络改造等标杆项目。我们认为，公司持续深耕解决方案类业务的技术研发与服务优化，经实战打磨，在系统集成、定制化开发等关键环节实现技术突破，业务成熟度取得显著提升，聚焦中高端市场，短期内经营有所承压，但有利于保持长期竞争力，同时公司把握 AI、机器人、低空行业机遇，通过开发新客户以及方案集成有望打开新的增长点。
- **盈利预测、估值分析和投资建议：**短期公司工业互联网、智慧城市、智慧交通等下游有所承压，销售及研发费用投入持续增加，但我们认为公司在智慧能源领域仍保持龙头地位，煤矿智能化、智能网联等领域仍具有较高景气度，公司前期投入有望在未来取得积极成果，估值有望受到制造业、新能源、车路云等稳增长政策的催化。预计公司 2025-2027 年归母净利润 0.44/0.79/1.42 亿元，同比增长 35.3%/78.2%/79.8%；对应 EPS 为 0.40/0.72/1.29 元，2025 年 05 月 20 日收盘价对应 PE 分别为 53.9/30.3/16.8 倍，维持“增持-A”评级。
- **风险提示：**工业物联网 HaaS 项目落地节奏不及预期导致营收大幅下滑；车路云项目进展不及预期导致通信产品增长不及预期；轨交新型号项目交付不及预期导致智慧交通收入下滑；中低端产品线市场竞争激烈导致综合毛利率下滑。

【公司评论】杭叉集团(603298.SH)：杭叉集团 2024 年报及 2025 一季报点评-盈利能力稳步提升，看好海外

业务增长潜力

姚健 yaojian@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 公司披露 2024 年报和 2025 年一季报。2024 年实现营业收入 164.86 亿元，同比+1.15%；归母净利润 20.22 亿元，同比+17.86%；扣非后归母净利润 19.89 亿元，同比+17.82%。25Q1 营业收入 45.06 亿元，同比+8.02%；归母净利润 4.36 亿元，同比+15.18%；扣非归母净利润 4.28 亿元，同比+13.97%。

➤ 事件点评

- 盈利能力稳步提升，2024 年销售净利率创历史最佳；25Q1 超预期增长。2024 年，公司毛利率 23.55%，同比+2.77pct；其中，国内毛利率 18.74%，同比+1.54pct；国外毛利率 30.72%，同比+4.76pct。销售净利率 13.11%，同比+1.84pct，为历史最佳。2024 年，叉车行业实现销量 128.55 万台，同比增长 9.52%；公司实现销量约 28 万台，同比增长 14.06%、快于行业，市场份额约 22%。25Q1 公司收入创单季历史最佳，归母净利创 1 季度历史最佳。
- 技术赋能，新能源产品领跑，拟研发人形智能物流机器人。2024 年，研发投入 7.74 亿元，同比+4.6%，营收占比 4.7%。公司投资上亿元的横畈科技园四期全面开工建设，青山/横畈智能工厂年产能 40 万台，600+机器人实现全流程自动化。新能源产品端，公司推出 48 吨高压锂电叉车、氢燃料电池叉车等，推出新能源叉车品牌“金牛”、“天马”系列，2024 年，公司新能源产品销量占比超 63%。此外，公司还将推进研发人形智能物流机器人，加大 AI 在物流行业的应用。
- 持续优化海外布局，海外营销和制造并举。2024 年，公司海外产品销量突破 10 万台的历史新高，实现国外收入 68.46 亿元，同比+4.75%，收入贡献达 41.53%。公司新增美国智能、欧洲租赁、印尼公司、日本公司等 10 余家海外公司，泰国制造基地奠基（年产平衡重式叉车、剪叉式高机、臂式高机等 1 万台），在东南亚设制造/销售/租赁公司、利用东盟自贸协定降低关税壁垒，赋能法国曼尼通转型、输出新能源全产业链技术。
- 平台化发展，智能物流、高机、锂电池等协同发展。公司组建了杭叉智能、杭奥智能、汉和智能三大业务群，形成了涵盖 AGV 产品、立式存储和软件集成系统在内的智能物流整体解决方案，2024 年合同金额首次突破 10 亿元，落地 1000+项目；全年推出多款剪叉及伸缩臂叉车产品；锂电池产品对外营收超亿元。
- 持续提升股东回报，拟现金分红总额 6.55 亿元。公司拟向全体股东每 10 股派送现金股利 5.00 元（含税），年度现金分红占归母净利润 32.39%，对应股息率（TTM）约 2.5%。
- 投资建议

- 当前叉车行业高端化、数智化、绿色化、国际化速度日益加快，公司作为行业头部企业有望凭借品牌效应、规模经济、技术研发、品质与服务等获得更大的竞争优势，实现集中度提升。预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.74/1.94/2.14，对应公司 5 月 20 日收盘价 19.42 元，2025-2027 年 PE 分别为 11.1/10.0/9.1，首次覆盖给予“增持-A”评级。
- 风险提示
- 宏观经济增长不及预期的风险。工业车辆行业产品应用领域广泛，其景气度与宏观经济整体运行情况密切相关。若宏观经济承压，下游需求增长不及预期，会给公司业务带来负面影响。
- 海外增长不及预期的风险。当前，国际经济环境中不稳定、不确定性风险因素仍然较多，涉及地缘政治风险，关税政策风险等。2024 年公司海外收入贡献占比超 40%，若海外业务承压，会给公司业务带来负面影响。
- 行业竞争加剧的风险。叉车行业为高度竞争的行业，同时还有其他工程机械品牌新进入者，市场竞争愈加激烈，产品迭代也持续加快。价格竞争或影响公司盈利能力，产品持续开发也要求公司保持一定的研发强度。
- 成本波动风险。原材料成本的波动与行业的产品盈利具有较大相关性。叉车制造中钢材成本占比较高，其价格受全球经济周期、环保政策等影响剧烈波动。此外，电动叉车部件锂电池也受到受锂、钴等金属资源价格影响。

【公司评论】阿特斯(688472.SH)：阿特斯 2024 年年报及 2025 年一季报-大储打造第二增长引擎，美国产能稳步推进

肖索 xiaosuo@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 事件：公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报，2024 年全年公司实现营收 461.7 亿元，同比-10.0%；实现归母净利润 22.5 亿元，同比-22.6%。2025 年 Q1，公司实现营收 85.9 亿元，同比-10.5%，环比-28.4%；实现归母净利润 0.47 亿元，同比-91.8%，环比-83.8%。
- 事件点评
- 储能业务增长势头强劲，订单充足打造盈利新引擎。2024 年公司储能系统实现营收 97.4 亿元，同比+420.8%；毛利率为 30.8%，同比+13.7pct。2024 年全年，公司储能业务出货量达 6.5GWh，同比增长超 500%；其中 Q4 出货 2.1GWh，出货量再创单季度历史新高。2025 年 Q1，受合同签署和交付节奏影响，确认收入的出货量为 0.79GWh；展望 2025 年全年，预计公司大储业务出货规模增至 11-13GWh，维持高速增长，后续每季度储能交付量会显著提升。截至 2024 年底，公司旗下阿特斯储能科技储备潜

在储能系统订单约 79GWh；包含长期服务合同在内，已签署合同的在手订单金额约 32 亿美元。

- **组件交付规模保持行业领先，海外产能布局稳步推进。**2024 年公司光伏组件产品实现营收 314.8 亿元，同比-25.6%；毛利率为 12.8%，同比-3.0pct。2024 年全年，公司实现光伏组件出货量 31.1GW；其中 Q4 组件出货 8.2GW。海外产能布局方面，公司美国产能稳步推进，5GW 组件产能进入爬坡期，预计下半年达产，预计 2025 年产量 3GW 以上；电池片产能第一期主要设备已入厂，预计 2026 年形成批量供应。
- **投资建议**
- **光伏行业竞争激烈，同时国际贸易环境及海外政策具有不确定性。**我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.61/0.82/1.15，对应公司 5 月 13 日收盘价，2025-2027 年 PE 分别为 16.5/12.1/8.7，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、产能扩张不及预期、新技术进展不及预期、汇率波动风险等。

【行业评论】【山西证券|纺织服装】上海市发布《提振消费专项行动方案》，运动服饰/珠宝有望受益

王冯 wangfeng@sxzq.com

- **【山西证券|纺织服装】上海市发布《提振消费专项行动方案》，运动服饰/珠宝有望受益**
- 5 月 21 日，上海市人民政府办公厅发布《上海市提振消费专项行动方案》的通知，提出城乡居民增收、消费能力保障支持、服务消费提质升级等六项提振消费专项行动。
-
- **《方案》提出大力发展体育赛事经济，不断提升上海马拉松、上海赛艇公开赛、上海帆船公开赛等自主品牌赛事影响力，支持体育装备、体育培训等行业发展。**有望提升国民运动参与率，促进专业运动服饰需求持续释放。2025 年 1-4 月，限上体育/娱乐用品社零同比增长 24.9%，“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，但其中运动服市场表现相对突出，同比增长 8.1%。建议积极关注运动服饰品牌公司安踏体育、361 度、李宁、特步国际。
-
- **《方案》提出丰富悦己消费，支持开发原创 IP，推动数字娱乐等领域 IP 与生产制造联动；鼓励二次元经济健康发展。**黄金珠宝企业不断加大强悦己属性的 IP 类一口价金饰产品布局，金价高位背景下，一口价小克重金饰产品动销表现良好。2025 年 4 月，金银珠宝社零同比增长 25.3%，增速环比提升 14.7pct。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。建议积极关注 IP 产品布局领

先、终端销售表现优异的潮宏基；产品差异化明显及自主研发能力领先的高端金饰品牌老铺黄金；IP 产品占比持续提升、强化二次元产品布局的名创优品。



- 风险提示：国内消费信心恢复不及预期；金价大幅波动等。

【行业评论】【山证电新】20250521 光伏产业链价格跟踪

肖索 xiaosuo@sxzq.com

- **多晶硅 价格持平：**根据 Infolink 数据，本周致密料均价为 37.0 元/kg，较上周持平；颗粒硅均价为 35.0 元/kg，较上周持平。本周多晶硅整体成交量较少，自本月开始，部分多晶硅企业再度进入停产或检修状态，目前在产企业数量为 11 家，一定程度上反映了在极端市场行情下企业的避险行为。当前价格基本已是企业能承受亏损的极限，预计多晶硅价格有望止跌企稳。



- **硅片 价格持平：**130um 的 182-183.75mm N 型硅片均价 0.95 元/片，较上周持平；130um 的 182*210mm 型硅片均价 1.10 元/片，较上周持平。5 月硅片企业实际生产较月初预期有所下滑，根据厂家在协会会议上报的 Q2 情况，预计 6 月排产持续减少。终端需求未有改善，预计短期内硅片价格持续小幅下行但跌幅收窄。



- **电池片 价格结构性下降：**182-183.75mm N 型电池片均价为 0.255 元/W（转换效率 25.0%+），较上周下降 1.9%；182*210mm N 型电池片价格为 0.265 元/W（转换效率 25.0%+），较上周持平。电池片库存走高，硅片成本下降进一步压低电池片价格下限，预计短期内电池片价格仍将延续下跌趋势。



- **组件 价格持平：**182mm TOPCon 双玻组件价格 0.68 元/W，较上周持平；210mm N 型 HJT 组件价格为 0.840 元，较上周持平。二季度末至三季度终端需求预期低迷，集中式项目拉动缓慢，工商业分布式需求提前释放后萎缩，海外市场受贸易壁垒影响需求减缓。组件厂仍以去库存为主，5 月组件排产预计降至 50GW 左右，供过于求的背景下，预计短期组件价格持续下降。



- **光伏玻璃 价格下降：**3.2mm 镀膜光伏玻璃价格为 20.5 元/m²，较上周持平；2.0mm 镀膜光伏玻璃价格为 13 元/m²，较上周持平。



- **重点推荐：**BC 新技术方向：爱旭股份、隆基绿能； 供给侧改善方向：福莱特； 海外布局方向：横店

东磁、阳光电源、阿特斯、德业股份。建议积极关注：信义光能、协鑫科技、通威股份、大全能源、TCL 中环、新特能源、帝尔激光、福斯特、海优新材、晶澳科技、天合光能、晶科能源、中信博、迈为股份、晶盛机电、捷佳伟创、奥特维、时创能源、京山轻机、上海艾录、宇邦新材、广信材料。



➤ 风险提示：光伏装机不及预期，产业竞争加剧等。

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

