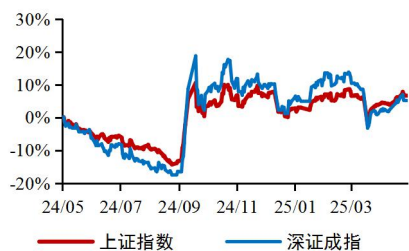


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 5 月 20 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	3,367.58	0.00
深证成指	10,171.09	-0.08
沪深 300	3,877.15	-0.31
中小板指	6,331.72	-0.09
创业板指	2,032.76	-0.33
科创 50	995.25	0.00

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（2025.05.19-2025.05.23）-5 月份科创板/创业板新股首日涨幅和开板估值均下降

【山证纺织】行业周报-On Running 披露 2025Q1 季度业绩，亚太区增速领先

【山证煤炭】行业周报（20250512-20250518）：-关税博弈落地，煤炭重回供需逻辑

【山证机械】美埃科技 2024 年年报及 2025 年一季报点评-下游拓展与海外布局并举，业绩有望维持增势

【公司评论】英杰电气(300820.SZ)：英杰电气 2024 年年报及 2025 年一季报点评-光伏周期导致业绩承压，半导体业务稳步提升

【公司评论】圣泉集团(605589.SH)：圣泉集团 2024 年年报及 2025Q1 季报点评-合成树脂销量稳步提升，AI 驱动先进电子材料加速放量

【公司评论】五洲新春(603667.SH)：五洲新春 24 年报&25Q1 季报点评-积极优化产品结构改善盈利能力，推进高端精密丝杠产业化落地

【山证传媒】昆仑万维 24 年&25Q1 点评-收入端较快增长，利润端短期承压

【山证电子】路维光电 2024 年报&2025 一季报点评-国内领先的掩膜版供应商，显示和半导体双轮驱动



【今日要点】

【山证新股】新股周报（2025.05.19-2025.05.23）-5 月份科创板/创业板新股首日涨幅和开板估值均下降

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

【投资要点】

- 新股市场活跃度下降，5 月份科创板新股首日涨幅和开板估值均下降
- 周内新股市场活跃度下降，近 6 个月上市新股周内共有 33 只股票录得正涨幅(占比 68.75%，前值 83.33%)。
- **科创板：**上周科创板汉邦科技上市，上市首日涨幅 115.20%，首日开板估值 50.90 倍。周内思看科技录得周涨幅超 1%，佳驰科技录得周跌幅超-5%。
- **创业板：**上周创业板泽润新能上市，上市首日涨幅 98.12%，首日开板估值 30.86 倍。周内恒鑫生活、宏工科技录得周涨幅超 20%，矽电股份录得周跌幅超-2%。
- **沪深主板：**上周沪深主板无新股上市。周内肯特催化、富岭股份录得周涨幅超 7%，中国瑞林录得周跌幅超-4%。
- **新股周期：**4 月份创业板首航新能/泰禾股份/宏工科技/众捷汽车，主板中国瑞林/泰鸿万立/信凯科技/肯特催化/天有为/江顺科技上市，创业板新股首日涨幅和开板估值上升，主板新股首日涨幅和开板估值下降，科创板新股发行 PE 下降，但创业板新股发行 PE 上升。5 月份科创板汉邦科技、创业板泽润新能上市，科创板和创业板新股首日涨幅和开板估值均下降，主板新股发行 PE 下降。
- **投资建议：**
- **近端已上市重点新股：**
- **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)
- 2023/3: 茂莱光学(工业级精密光学: 半导体检测、光刻机、基因测序、AR/VR);
- 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: 威高血净
- 已获批复重点新股: 屹唐股份、影石创新、凯普林
- 远端深度报告覆盖: 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。

【山证纺服】行业周报-On Running 披露 2025Q1 季度业绩, 亚太区增速领先

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- 本周观察: On Running 披露 2025Q1 季度业绩, 亚太区增速领先
- 2025Q1, On Running 实现营收 7.27 亿瑞士法郎, 同比增长 43.0%, 剔除汇率影响, 同比增长 40%。2025Q1, On Running 实现经调整 EBITDA 为 1.29 亿瑞士法郎, 同比增长 54.8%, 实现净利润 5670 万瑞士法郎, 同比下降 38.0%。
- 分渠道看, 2025Q1, DTC 渠道收入同比增长 45.3%至 2.77 亿瑞士法郎; 批发渠道收入同比增长 41.5%至 4.50 亿瑞士法郎。
- 分区域看, 2025Q1, EMEA、美洲、亚太区域收入同比增长 33.6%、32.7%、130.1%至 1.67、4.37、1.21

亿瑞士法郎。

- 分品类看，2025Q1，鞋类产品收入同比增长 40.5%至 6.81 亿瑞士法郎，服装产品收入同比增长 93.1%至 3810 万瑞士法郎，配饰产品收入同比增长 99.2%至 760 万瑞士法郎。
- 盈利能力方面，2025Q1，On Running 实现毛利率 59.9%，同比提升 0.2pct。存货方面，截至 2025Q1 末，存货为 3.99 亿瑞士法郎，较年初下降 4.7%。
- 展望 2025 年：On Running 预计 2025 年汇率中性下，收入同比增长至少 28%，达到 28.6 亿瑞士法郎；预计毛利率 60%-60.5%，预计经调整 EBITDA 占收入比重为 16.5%-17.5%。重申 2026 年营收较 2024 年翻倍目标，隐含 CAGR 26%。
-
- 行业动态：
- 历峰集团（Richemont）公布了截至 3 月 31 日的 2025 财年业绩报告：得益于珠宝品牌实现的高个位数增长，全年销售额同比增长 4%至 213.99 亿欧元，除亚太市场外，所有区域市场均实现两位数增长，进一步优化了集团的区域销售结构。亚太市场的销售额同比下降了 13%，但下半年跌幅有所放缓。该市场的表现主要受中国内地、香港和澳门合计 23%的销售下滑所拖累，这主要反映出本地需求疲软，以及中国内地消费者在海外消费的增加。除中国以外的亚太市场则实现了强劲增长，韩国市场表现尤为出色，实现了两位数的增长。虽然所有业务领域和销售渠道在本期均出现下滑，但珠宝品牌和在线销售渠道的表现相对最为稳健。
- 5 月 14 日，英国奢侈品牌 Burberry（博柏利）发布截至 2025 年 3 月 29 日的 2025 财年（52 周）初步业绩：零售额同比下滑 17%至 24.61 亿英镑，按固定汇率计下滑 15%。全年调整后经营利润 2600 万英镑，其中下半年盈利 6700 万英镑，部分被上半年的 4100 万英镑亏损所抵消。Burberry 全年可比门店销售额同比下降 12%，上半财年同比下滑 20%，下半年财年同比仅下滑 5%。Burberry 指出，在经历了充满挑战的上半财年后，集团在 2024 年 11 月推出 Burberry Forward 计划，并立即采取干预措施，重塑品牌故事，加强门店和网络的视觉营销，并将产品重点放在核心品类上，因此下半年的可比零售销售额与上半年相比，有了显著改善。
- 沃尔玛中国第一季度实现净销售额 67 亿美元。5 月 15 日，沃尔玛发布了 2026 财年第一季度（截止至 2025 年 4 月 30 日）财报。截至 2025 年 4 月 30 日，沃尔玛全球一季度净销售额 1656 亿美元，同比增长 2.5%，经营利润达 71.4 亿美元，同比增长 4.3%。毛利率为 24.2%，上升 12 个基点。沃尔玛中国第一季度实现净销售额 67 亿美元(约合人民币 482 亿)，同比增长 22.5%，可比销售额增长 16.8%。销售增长主要源自山姆和电商业务，其中电商净销售额同比增长 34%。截至 2025 年 4 月 30 日，沃尔玛中国共运营 280 家“沃尔玛超级中心(大卖场)”，以及 54 家山姆会员商店。
- 行情回顾（2025.05.12-2025.05.16）

- 本周，SW 纺织服饰板块上涨 1.01%，SW 轻工制造板块上涨 0.87%，沪深 300 上涨 1.12%，纺织服饰板块落后大盘 0.1pct，轻工制造板块落后大盘 0.25pct。各子板块中，SW 纺织制造上涨 0.94%，SW 服装家纺上涨 0.6%，SW 饰品上涨 2.21%，SW 家居用品上涨 1.67%。截至 5 月 16 日，SW 纺织制造的 PE-TTM 为 20.47 倍，为近三年的 25.00%分位；SW 服装家纺的 PE-TTM 为 26.37 倍，为近三年的 96.05%分位；SW 饰品的 PE-TTM 为 27.38 倍，为近三年的 100%分位；SW 家居用品的 PE-TTM 为 22.40 倍，为近三年的 52.63%分位。
- 投资建议：
- 品牌服饰板块：（一）运动服饰方面，今年一季度，限上体育/娱乐用品社零同比增长 25.4%，需求韧性强。根据安踏体育、361 度发布的 2025 年 1 季度运营数据，安踏、FILA、所有其它品牌零售流水同比增长高单位数、高单位数、65%-70%；361 度成人及童装线下流水均同比增长 10%-15%，电商渠道流水同比增长 35%-40%。运动服饰终端零售折扣基本保持平稳，库销比处于可控区间，各品牌积极探索新店型，获取增量客群及业绩增长。继续看好运动服饰的需求韧性，推荐安踏体育、361 度。（二）我国消费者信心指数连续三个月环比回升，今年 1 季度，国内社零总额同比增长 4.6%，其中限上纺织服装类社零同比增长 3.4%。内需延续弱复苏、扩内需政策推动下，建议关注受益于政府补贴的家纺公司，包括罗莱生活、水星家纺、富安娜。
- 纺织制造板块：本周，裕元集团公布 2025Q1 季度业绩，2025 年第一季度，裕元集团制造业务的鞋履产品需求延续去年良好趋势，多个品牌产线订单满载，鞋履出货量稳步攀升，平均售价止跌回升，支持制造业务的良好增长。但受到各制造厂区产能负载不均、新造产线及新设鞋面工厂爬坡进度不如预期，生产效率欠佳，毛利率同比下滑。全年维度，公司预计制造业务出货量同比正增长，毛利率有望实现逐季改善。纺织制造板块，我们继续推荐具备新品类及新客户拓展顺利的浙江自然；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：（一）4 月中下旬以来，金价波动向下，我们预计短期抑制终端黄金首饰需求。金价高位震荡背景下，小克重、一口价产品需求相对较优，建议积极关注终端销售表现优异、产品力及一口价黄金首饰产品布局领先的潮宏基。建议关注传统黄金珠宝公司的动销拐点。（二）建议关注老铺黄金。2024 年，老铺黄金受益于品牌心智提升、产品迭代推新，同店销售实现翻倍以上增长，正向经营杠杆带动公司业绩较营收实现更快增长。预计老铺黄金 25Q1 销售规模延续强劲表现，同店销售方面，在消费人群扩容、强化金器品类、门店优化背景下，全年同店销售预计高速增长。外延开店方面，今年公司将延续门店快速布局，上海市场门店预计加密、新加坡及日本市场门店有望落地。
- 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；品牌库存去化不及预期；原材料价格波动；汇率大幅波动。

【山证煤炭】行业周报（20250512-20250518）：-关税博弈落地，煤炭重回供需逻辑

刘贵军 liuguijun@sxzq.com

【投资要点】

➤ 投资要点

➤ 动态数据跟踪

- **动力煤：**库存走低，夏季备库需求待发。本周产地煤矿生产基本维持正常水平。需求方面，南方降雨频繁，水电出力增加，叠加北方气温回升，港口堆煤出货压力增加；下游复工及基建仍有待提高，工业原料用煤支撑减弱；北方港口煤炭调入低于调出，煤炭被动去库，港口煤价维持弱势。进入二季度中下旬，国际贸易环境有所改善，非电用煤需求或有所恢复；同时，内外贸价差倒挂，预计国内进口煤减少，临近夏季备库需求，国内动力煤价格中枢预计继续下降空间不大。截至5月16日，环渤海动力煤现货参考价629元/吨，周变化-2.18%；广州港山西优混610元/吨，周变化-8.96%；欧洲三港Q6000动力煤658.20元/吨，周变化-7.78%。5月16日，北方港口合计煤炭库存3047万吨，周变化-1.99%；长江八港煤炭库存763.00万吨，同比-0.52%；本周环渤海港口日均调入175.69万吨，调出181.79万吨，日均净调出6.10万吨。
- **冶金煤：**外贸环境改善，冶金煤继续去库。煤矿冶金煤生产供应维持正常。需求方面，本周降准降息政策落地，中美日内瓦联合声明发布后，下游需求恢复，钢材表需增长，社会库存继续下降；但本周高炉开工、铁水产量下滑，冶金煤价格窄幅波动；后期预计提振内需政策空间较大，冶金煤需求改善预期，同时，下游冶金煤库存处于历年低位，冶金煤价格中枢进一步下降空间也不大。截至5月16日，京唐港主焦煤库提价1320元/吨，周持平；京唐港1/3焦煤库提价1110元/吨，周变化-5.93%；日照港喷吹煤980元/吨，周变化-1.31%；澳大利亚峰景矿硬焦煤现货价204.00美元/吨，周持平。5月16日，国内独立焦化厂、247家样本钢厂炼焦煤总库存分别752.38万吨和791.02万吨，周变化分别-2.93%、+0.46%；喷吹煤库存405.14万吨，周变化-1.53%。247家样本钢厂高炉开工率84.64%，周变化+0.29个百分点；独立焦化厂焦炉开工率75.25%，周变化+0.22个百分点。
- **焦、钢产业链：**开工提高，焦炭价格回落。本周焦煤价格下降，焦炭利润有所改善，焦炭企业开工率有所提高，叠加成本支撑减弱，焦炭价格提降。后期，宏观预期有望继续落地，外贸环境改善下游预期，基建、地产施工或将发力，钢材需求刚性仍存，焦炭价格预计下降空间不大。截至5月16日，天津港一级冶金焦均价1480元/吨，周变化-3.27%；港口平均焦、煤价差（焦炭-炼焦煤）249元/吨，周变化-9.45%。独立焦化厂、样本钢厂焦炭总库存分别65.48万吨和663.52万吨，周变化分别+0.581%、-1.08%；四港口焦炭总库存222.62万吨，周变化-1.30%；全国市场螺纹钢平均价格3333元/吨，周变化+0.97%；螺纹钢全社会、生产企业库存分别合计434.97万吨、185.03万吨，周变化分别-6.51%、-1.69%。
- **煤炭运输：**备库需求增加，沿海运价企稳回升。节后，煤炭需求预期向好，港口库存去库，煤价新

低，下游备库采购积极性有所改善，沿海煤炭运价持企稳回升。截止 5 月 16 日，中国沿海煤炭运价指数 661.75 点，周变化+3.34%。鄂尔多斯煤炭公路长途运输运价 0.20 元/吨·公里，周持平；5 月 16 日，环渤海四港货船比 40.60，周变化-15.94%。

➤ 煤炭板块行情回顾

- 本周煤炭板块随大盘回升，并跑赢主要指数；中信煤炭指数周五收报 3244.52 点，周变化+1.65%。子板块中煤炭采选 II(中信)周变化+1.73%；煤化工 II(中信)指数周变化+0.81%。煤炭采选个股普涨，大有能源、安源煤业、开滦股份、郑州煤电、晋控煤业涨幅居前；煤化工个股以涨为主，安泰集团、陕西黑猫、金能科技涨幅居前。

➤ 本周观点及投资建议

- 煤炭生产维持正常，同时，北方气温走高，港口被动去库，煤价有所下行，但临近夏季备库需求释放，叠加关税环境改善，非电需求有望回升；内外贸价格继续倒挂下，进口煤增速或将回落，国内动力煤价格进一步下跌空间不大，双焦价格弹性仍存。资金面来看，降准降息释放流动性，保险等长期资金入市大势所趋，叠加龙头煤企业绩尚可且日益重视投资者回报，向市场传递信心，煤炭板块回调后估值及股息率吸引力持续提升。投资建议：资源价款指引煤炭上市公司估值，建议关注具备业绩支撑且被低估标的。非煤业务占比小的公司中【新集能源】、【昊华能源】、【中煤能源】显著被低估；非煤业务占比大的公司中【陕西能源】、【电投能源】更被低估；山西区域单吨成交资源价款普遍较高，建议关注【晋控煤业】、【华阳股份】。此外，回购增持再贷款和 SFISF 等货币工具市场案例不断落地，套息交易有望不断深化煤炭红利价值，建议关注弹性高股息品种和稳定高股息品种。稳定高股息品种方面，相对更看好【中国神华】、【陕西煤业】。弹性高股息品种方面，相对更看好【淮北矿业】、【平煤股份】。

➤ 风险提示

- 供给释放超预期；需求端改善不及预期；欧盟煤炭缺口不及预期，进口煤大量涌入国内市场；价格强管控；煤企转型失败等。

【山证机械】美埃科技 2024 年年报及 2025 年一季报点评-下游拓展与海外布局并举，业绩有望维持增势

姚健 yaojian@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，公司实现营业收入 17.23 亿元，同比+14.45%；实现归母净利润 1.92 亿元，同比+10.83%；扣非归母净利润 1.78 亿元，同比+17.48%。25Q1 公司实现营业收入 3.17 亿元，同比+16.02%；归母净利润 0.42 亿元，同比+18.45%。

➤ 事件点评

- **以半导体为核心，积极拓展不同应用市场。**公司为国内外的半导体制造大厂供应 FFU、高效/超高效过滤器、化学过滤器等产品，在国内半导体洁净室领域居行业领先地位。同时，公司将空气洁净技术进一步延伸，为 GMP 生物制药、光伏、新能源等领域的国内外龙头企业提供优质的产品和服务。2024 年，公司洁净室空气净化收入 12.15 亿元/yoy+8.16%，收入贡献 70.50%，毛利率 27.43%/yoy+3.73pct；其他行业收入 5.08 亿元/yoy+32.94%，收入贡献 29.50%，毛利率 34.86%/yoy-0.75pct。
- **业绩稳健增长，降本增效推动毛利率提升。**公司积极开拓市场并持续降本增效，带动毛利率水平同比提升，但受到费用端影响销售净利率小幅减少。2024 年，公司毛利率/净利率分别为 29.62%/11.16%，同比+2.37pct/-0.32pct。其中，管理费用 0.86 亿元/yoy+43.60%，管理费用率 5.00%/yoy+1.02pct，主要系新厂房土地摊销、职工薪酬增加所致；信用减值损失 0.30 亿元/yoy+154.11%，主要是应收账款坏账增加所致。
- **加快海外布局，外延式并购补足产业链。**收购捷芯隆，捷芯隆是主要业务区域位于中国及东南亚的洁净室墙壁和天花板系统供应商，约有 30%-50%的业务收入来自于马来西亚、菲律宾、新加坡等中国以外国家和地区，通过业务整合，公司将具备洁净室全方位解决方案的技术实力和集成能力，且有利于海外业务的发展。此外，公司通过对加拿大公司 Circul-Aire Inc.的收购，加强了在上游滤料环节的研发及生产能力，也进一步拓展了在北美和欧盟地区的销售渠道。近年来，公司依托海外境外生产基地与海外销售，海外收入规模快速增长，2024 年境外收入 2.28 亿元/yoy+33.38%，收入贡献提升至 13.21%。
- **具有“耗材”属性，积极拓展存量替换市场。**公司过滤器产品具有“耗材属性”，替换周期与洁净要求相关。其中，初中效过滤器替换周期在 1~6 个月，高效过滤器替换周期在 1~8 年。公司不断拓展存量替换市场，在满足客户非新建工厂替换需求的同时，获持续性订单保障业绩发展。2024 年公司替换耗材收入占总营收的比例超过 30%。
- **投资建议**
- **公司是半导体领域洁净装备（风机过滤单元）和耗材（过滤器）的国产龙头企业，看好公司技术在不同下游应用的拓展，以及海外布局带来的业绩释放。**预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 2.08/2.73/3.49，对应公司 2025 年 5 月 16 日收盘价 34.65 元，2025-2027 年 PE 分别为 16.6/12.7/9.9，首次覆盖，给予“增持-A”评级。
- **风险提示**
- **技术升级迭代风险：**如果公司未来不能持续跟踪行业技术和产品的发展趋势，并针对下游市场应用需求及时进行技术升级迭代，可能会导致公司技术和产品的竞争力下降，甚至被竞品替代，从而对公司未来业绩增长产生不利影响。
- **原材料价格波动风险：**2024 年，公司直接材料占主营业务成本的比重达到 90%左右，其中主要原材料为风机、板材、铝型材、粘合剂等。由于公司产品销售报价至原材料采购存在一定的时间差，主要原材料价格如发生剧烈变动，将会对公司的产品生产成本和营业成本造成较大影响，从而影响公司产品

的毛利率和盈利能力。

- 海外扩张不及预期风险：尽管公司正积极开拓以东南亚为核心的海外市场，但若海外半导体行业景气度下滑、公司海外销售能力不及预期、公司产品竞争优势无法体现，将会给公司海外订单获取带来负面影响。
- 产品质量控制风险：随着公司经营规模的不断扩大，如果公司的质量管理工作出现疏忽或因为其他原因影响产品的质量，甚至导致出现安全事故，不但可能会导致产品召回，产生赔偿风险，还可能影响公司产品的销售和品牌声誉，从而对公司的生产经营产生不利影响。

【公司评论】英杰电气(300820.SZ)：英杰电气 2024 年年报及 2025 年一季报点评-光伏周期导致业绩承压，半导体业务稳步提升

姚健 yaojian@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，公司实现营业收入 17.8 亿元，同比+0.59%；实现归母净利润 3.23 亿元，同比-25.19%；扣非归母净利润 3.07 亿元，同比-27.87%。25Q1 公司实现营业收入 3.25 亿元，同比-13.30%；归母净利润 0.50 亿元，同比-36.84%。
- 事件点评
- 利润承压，主要系研发和资产减值增加等所致。2024 年，收入端小幅增长 0.59%，毛利率 38.50%/yoy+1.27pct，销售净利率 18.84%/yoy-5.53pct。其中，研发费用 1.37 亿元/yoy+40.18%，研发费用率 7.67%/yoy+2.16pct；资产减值损失 0.59 亿元/同比增加 0.53 亿元，占收入比重 3.31%/yoy+2.97pct；此外，受软件增值税即征即退的影响，其他收益 0.47 亿元/yoy-40.41%，占收入比重 2.61%/yoy-1.80pct。25Q1，公司毛利率/净利率分别为 37.78%/15.81%，同比仍然承压。
- 国内光伏行业下行，公司加强海外拓展及应收款管理。2024 年，公司光伏业务收入 8.74 亿元/yoy-10.27%，收入贡献 49.08%，毛利率 28.53%/yoy-2.36pct。国内光伏新增订单大幅度下降，客户验收延缓、付款延迟，公司多措并举克服行业下行压力，一方面，公司加大力度开拓海外光伏市场，成功在海外市场取得订单突破，一定程度上弥补了国内市场订单的缺口；另一方面，公司强化项目验收和应收账款管理，努力加快项目验收和款项回收速度。
- 积极布局半导体行业，加大半导体设备电源领域的研发投入。2024 年，公司半导体及电子材料相关收入 3.51 亿元/yoy+6.41%，收入贡献 19.69%，毛利率 53.98%/yoy+11.14pct。公司半导体先进制程设备配套电源量产型号进一步增加，半导体业务板块的研发推进和订单量均处于稳步提升状态，覆盖核心客户设备型号不断增长，相关客户数量明显增多。

➤ 投资建议

- 公司持续加大研发投入，已成功构建起涵盖从小功率到超大功率、从低电压至超高压等不同功率等级的工业电源及特种电源技术共享平台，此平台可实现跨行业技术迁移与复用，在半导体、光伏、钢铁冶金等多领域有较为深厚的积累。
- 预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.87/2.26/2.71，对应公司 2025 年 5 月 16 日收盘价 44.67 元，2025-2027 年 PE 分别为 23.8/19.8/16.5，首次覆盖，给予“增持-A”评级。

➤ 风险提示

- **行业波动风险：**公司产品处于光伏、半导体材料等行业上游，受下游终端产业需求与行业政策影响显著。一旦特定行业的产业政策出现重大调整，或市场需求未达预期，短期内将面临行业波动风险。
- **订单履行风险：**公司当前未完成的大额订单主要集中于光伏行业，客户在项目实施过程中，可能因国家政策调整、市场环境变化或自身经营不善等因素进行投资策略调整，若下游部分客户出现取消订单、延期交货等情况，公司将面临在手订单履约风险，进而对经营业绩产生不利影响。
- **产品毛利率下降风险：**若在技术创新、产品开发、成本控制及高端市场开拓等方面无法持续保持竞争优势，致使产品价格下滑或原材料价格持续上涨，公司主要产品的毛利率可能面临下降压力。
- **客户集中度较高的风险：**公司前五名客户的集中度相对较高，若与这些重点客户的合作关系出现不利变化，或主要客户因市场竞争加剧、经营管理不善等导致市场份额缩减，公司将面临经营业绩下滑的风险。
- **发出商品金额较大的风险：**公司存货主要由发出商品、原材料和在产品构成，其中发出商品占比最高，主要为安装调试周期较长的电源系统产品。较大的发出商品金额可能导致收入确认周期延长、货款结算滞后、资金占用增加、运营效率降低以及存货减值等经营风险。
- **核心技术人员流失及核心技术失密风险：**公司拥有一批技术精湛、行业应用经验丰富的核心技术人员，为特种电源及特种项目的设计与交付提供了有力保障。但若出现核心技术人员流失，可能导致核心技术泄露，削弱公司产品的核心竞争力，阻碍公司长远发展。

【公司评论】圣泉集团(605589.SH)：圣泉集团 2024 年年报及 2025Q1 季报点评-合成树脂销量稳步提升，AI 驱动先进电子材料加速放量

冀泳洁 0351-8686985 jiyongjie@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。公司 2024 年实现收入 100.20 亿元，同比增长 9.87%；实现归

母净利润 8.68 亿元，同比增长 9.94%。第四季度公司实现收入 28.68 亿元，同比增长 18.15%，环比增长 13.55%；实现归母净利润 2.87 亿元，同比降低 6.65%，环比增长 15.20%。2025 年第一季度公司实现营收 24.59 亿元，同比增长 15.14%，环比降低 14.27%；归母净利润 2.07 亿元，同比增长 50.46%，环比降低 28.03%。

➤ 事件点评

➤ **合成树脂销量稳步增长，新品类产品持续扩展。**2024 年公司合成树脂类产品实现营收 53.43 亿元，同比增长 4.33%，实现销量 69.56 万吨，同比增长 8.85%。其中，酚醛树脂产品实现销量 52.86 万吨，同比 8.35%；铸造用树脂产品实现销量 17.41 万吨，同比增长 10.36%。2025 年第一季度，公司合成树脂类产品延续稳步增长趋势，实现营收 12.82 亿元，同比增长 10.33%，实现销量 16.63 万吨，同比增长 10.23%。公司持续加大研发投入，开发扩展新品类产品，酚醛树脂产业方面，核电高温气冷堆燃料元件用核纯树脂、大飞机刹车片用浸渍树脂开发成功进入商业化应用，罐体用涂料酚醛、高性能特种酚醛等产品研发取得突破；铸造树脂方面，温芯盒无机粘结剂性能实现突破，在汽车铝缸盖、新能源车副车架的生产应用取得良好效果。

➤ **AI 算力驱动+高能量密度电池需求增加，先进电子材料及电池材料高速发展。**2024 年，先进电子材料方面，受益于 AI 服务器、高性能算力等新兴领域需求，公司加速高附加值产品量产，1000 吨/年 PPO 树脂产线、100 吨/年碳氢树脂产线于年内建成投产，产品性能达到 5G/6G 高频高速覆铜板要求，满足 AI 服务器芯片封装的低损耗需求，并进入头部企业供应链体系。电池材料方面，硅碳用多孔碳领域，公司凭借酚醛树脂基与生物基双技术路线优势，成功开发出孔结构均一、抗膨胀性能优异的材料，300 吨/年产线建成投产并实现满产满销，1000 吨/年产线于 2025 年 2 月建成并陆续投产。2025 年第一季度，受益于 AI 算力快速发展及电池领域高能量密度电池的需求增加，公司先进电子材料及电池材料业绩维持高增速，实现销售收入 3.60 亿元，同比增长 31.30%，实现销量 1.76 万吨，同比增长 11.08%。

➤ **大庆基地平稳运行，实现减亏。**2024 年，公司生物质产业实现营业收入 9.56 亿元，同比 11.74%；2025 年第一季度，生物质产业稳步发展，实现销量 5.69 万吨，同比增长 36.55%，实现销售收入 2.36 亿元，同比增长 14.10%。大庆生产基地“100 万吨/年生物质精炼一体化（一期工程）项目”经过升级改造于 2024 年 6 月复产，2024 年底已基本实现产销平衡，2025Q1 项目持续平稳运行，产能利用率不断提升，顺利实现减亏。

➤ 投资建议

➤ 我们预测 2025 年至 2027 年，公司分别实现营收 117.86/130.49/142.16 亿元，同比增长 17.6%/10.7%/8.9%；实现归母净利润 11.81/14.49/16.81 亿元，同比增长 36.1%/22.7%/16.0%，对应 EPS 分别为 1.40/1.71/1.99 元，PE 为 19.3/15.7/13.6 倍，维持“增持-A”评级。

➤ 风险提示

- 原材料价格波动风险；宏观经济波动风险；安全生产风险；项目建设、投产进度不及预期风险。

【公司评论】五洲新春(603667.SH)：五洲新春 24 年报&25Q1 季报点评-积极优化产品结构改善盈利能力，推进高端精密丝杠产业化落地

刘斌 liubin3@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 近日，五洲新春发布 2024 年报和 2025 年第一季度报。2024 年公司实现营业收入 32.65 亿元，同比+5.10%；归母净利润为 9137.02 万元，同比-33.88%；扣非净利润为 7424.50 万元，同比-39.88%。2025 年 Q1 公司实现营业收入 8.89 亿元，同比+15.06%；归母净利润为 3784.74 万元，同比+0.05%；扣非净利润 3237.73 万元，同比-6.11%。

➤ 事件点评

- 受海外业务影响利润下滑，战略调整后有望改善。2024 年公司营收实现 5.10%增长，从业务板块来看，轴承及配件行业营收占比最大，达到 54.91%，热管理系统零部件和汽车配件业务营收占比分别为 28.87% 和 14.44%，同比分别+0.22%、+13.92%、+9.69%。2024 年公司利润下滑主要受海外业务影响，境外子公司五洲墨西哥、WJB 控股亏损，FLT 波兰业绩未达预期。随着公司后续对北美墨西哥业务实施战略性收缩，将资源偏向欧洲市场，调整后有望控制境外投资风险，逐步改善盈利水平。
- 24 年盈利能力承压，25Q1 有所修复。2024 年公司毛利率为 16.52%，同比-1.02%；净利率为 2.79%，同比-1.84%，全年盈利能力承压。从费用端看，2024 年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 3.33%、5.01%、3.02%、1.01%，同比分别+0.63、+0.24、-0.24、+0.53pct。销售费用增加主要原因系 WJB 控股并表增加了费用，但随着业务整合，公司有望提升市场推广效果与销售规模。2025 年 Q1 公司毛利率为 16.24%，环比+1.84pct；净利率为 4.36%，环比+5.67pct，盈利能力有所修复。
- 通过技术创新优化产品结构，推进高精密丝杠产业化落地。公司围绕核心技术持续创新，在高端精密丝杠、风电滚子、汽车安全气囊气体发生器部件等领域取得技术突破。未来，公司将巩固轴承主业，优化产品结构，聚焦新能源汽车、高端装备等领域，提升高精度、长寿命轴承供货占比，同时加速高端精密丝杠新业务产业化。高精密丝杠业务公司已成功研发多款新品并建立客户渠道，随着行业发展，有望成为新的增长极，为公司未来发展提供动力。
-
- 投资建议
- 公司凭借在轴承及套圈业务上沉淀的工艺，展开平台化经营。传统主业轴承产品和套圈供应舍弗勒、斯凯孚等轴承巨头，有望保持平稳增长；风电业务有望扭转颓势并实现增长；公司在汽配领域尤其是

安全气囊气体发生器部件业务实现高速增长，已成为国内该类产品的唯一生产企业，成功实现进口替代，未来有望保持较快增长；热管理领域，中长期我们看好新能源汽车上公司产品矩阵拓宽以及价值量提升；在滚柱/滚珠丝杠业务布局上，公司凭借全产业链优势和先期技术储备，已完成产品的快速迭代，随着公司与杭州新剑合作加强，高端精密丝杠产业化逐步落地，下游机器人及汽车客户逐步放量，公司有望打开持续增长空间。

- 我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 36.16、41.73、48.72 亿元，同比分别增长 10.8%、15.4%、16.7%；归母净利润分别为 1.60 亿元、2.07 亿元、2.79 亿元，同比分别增长 74.8%、29.5%、34.7%，EPS 分别为 0.44 元、0.56 元、0.76 元，对应 PE 分别为 88、68、50 倍，维持“增持-A”评级。
- 风险提示
- 技术研发、新品开发及项目投资不及预期风险；原材料价格波动的风险；风电行业政策变动风险；汇率波动的风险。

【山证传媒】昆仑万维 24 年&25Q1 点评-收入端较快增长，利润端短期承压

潘宁河 panninghe@sxzq.com

【投资要点】

- **事件：**公司发布 24 年年报及 25Q1 业绩，24 年公司实现营收 56.62 亿元，同比+15.20%，归母净利润-15.95 亿元，同比-226.74%。25Q1 公司实现营收 17.64 亿元，同比+46.07%，归母净利润-7.69 亿元（去年同期亏损 1.87 亿元）。
- **营收实现较快增长，利润端有所承压。**公司 24 年及 25Q1 营收实现增长较快，主要系短剧及 Opera 业务维持较快增速。公司利润端有所承压主要系 1）公司加大研发投入巩固其在人工智能领域的领先地位，24 年、25Q1 研发投入分别同比增长 59.5%、23.4%；2）公司加大 AI 业务推广，24 年、25Q1 销售费用分别同比增长 42.23%、92.11%；3）受资本市场波动影响，公司 24 年、25Q1 公允价值变动导致亏损 8.25、4.91 亿元，叠加公司于 24 年计提资产减值损失 3.21 亿元。
- **AI 应用场景持续落地，商业化进程提速。**截止 25Q1，AI 音乐年化流水收入 ARR 达到约 1200 万美元（月流水收入约 100 万美金）；短剧平台 Dramawave 年化流水收入 ARR 达到约 1.2 亿美金（月流水收入约 1000 万美金）。AI 智能助手方面，公司预计将于 2025 年 5 月中旬在海外发布全球首款生产力场景通用 Agent 平台 Skywork.ai；AI 游戏方面，公司自研 AI 游戏《猫森学园》研发测试工作进展顺利，自研 AI 原生游戏引擎“Spark AI”有望在 2025 年 7 月初正式上线。
- **投资建议：**我们预计公司 2025E-27E 归母净利润增速分别为+79.6%、+167.9%、+79.2%。考虑到公司为国内 AI 行业第一梯队企业，公司或将凭借 AI 形成较强竞争优势，维持“买入-A”评级。
- **风险提示：**AI 发展不及预期，政策风险，用户流失，投资业务波动等。

【山证电子】路维光电 2024 年报&2025 一季报点评-国内领先的掩膜版供应商，显示和半导体双轮驱动

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】**➤ 事件描述**

- 近日，公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报。2024 年，公司实现营收 8.76 亿元，同比+30.21%；归母净利润 1.91 亿元，同比+28.27%；扣非净利润 1.74 亿元，同比+39.56%。2025Q1，公司实现营业收入 2.60 亿元，同比+47.09%；实现归母净利润 4915 万元，同比+19.66%；扣非净利润 4483 万元，同比增长 19.90%。

➤ 事件点评

- 平板显示掩膜版是主要收入来源，半导体掩膜版业务发展前景广阔。从收入结构看，2024 年平板显示掩膜版仍是公司的主要收入来源，其中 OLED 用掩膜版增速明显，带动平板显示掩膜版的整体增长；公司第二成长曲线半导体掩膜版表现亮眼，已成为许多下游封测厂的头部供应商。2025Q1，公司实现营业收入同比增长 47.09%，主要是一季度公司产能提升，AMOLED、先进封装、FMM、PSM 等高端产品进一步放量，加之下游需求旺盛，带动营业收入稳步增长。

- 新产能陆续释放，未来成长可期。公司可转债项目中的“半导体及高精度平板显示掩膜版扩产项目”，产品涵盖 250nm-130nm 半导体掩膜版和 G8.6 及以下高精度 a-Si、LTPS、AMOLED、LTPO 等平板显示掩膜版产品，新增的 4 条掩膜版生产线（2 条半导体+2 条平板显示）预计在 2025 年逐步释放产能。路芯半导体 130-28nm 半导体掩膜版项目已于 2024Q4 开始陆续搬入设备，一期产品覆盖 130-40nm 制程节点半导体掩膜版，计划于 2025 年投产。新产能的陆续释放，掩膜版进口替代有望加速，公司未来成长可期。

➤ 投资建议

- 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 2.76/3.84/5.44 亿元；EPS 分别为 1.43/1.99/2.81 元；对应公司 2025 年 5 月 9 日收盘价 33.59 元，2025-2027 年 PE 分别为 23.5/16.9/11.9。掩膜版行业处于国产化初期，进口替代空间大；公司是国内领先的掩膜版供应商，在显示和半导体掩膜版领域深耕多年，积累了丰富的客户基础，AMOLED 和半导体掩膜版新产能的释放有望推动公司未来几年持续快速成长。首次覆盖，给予“买入-A”评级。

**➤ 风险提示**

- 部分产品技术指标较国际厂商存在差距风险。公司已经实现了 180nm 制程节点半导体掩膜版量产，并掌握了 150nm/130nm 制程节点半导体掩膜版制造核心技术，但与国际上达到先进制程水平的领先企业

有较为明显的差距；在 IC 封装和 IC 器件领域，受限于光刻、制程等工艺方式，精度方面与国际厂商亦存在一定差距。

- **关键技术人才流失风险。**掩膜版行业技术人才需要长期积累，行业的专业人才相对稀缺。随着行业竞争格局的变化，掩膜版行业对技术人才的争夺将日趋激烈。若公司不能保持和提升对技术人才的吸引力，核心出现流失，或不能适时搭建起与发展规划相匹配的研发技术队伍，将难以持续发挥人才优势，对公司的生产经营造成重大不利影响。
- **主要原材料和设备依赖进口且供应商较为集中的风险。**公司的主要原材料供应商集中于日本、韩国，目前国内暂无供应商可提供替代品，原材料存在一定的进口依赖。掩膜版行业的主要生产设备光刻机亦均为境外供应，且供应商集中度较高。未来如果主要供应商的经营状况、业务模式、交付能力等发生重大不利变化，短期内将对公司的正常经营造成负面影响；若进口国或地区开展贸易保护政策，限制出口或制造贸易摩擦，公司不能及时采购到掩膜基板及核心生产设备等，将会对公司持续生产经营产生重大不利影响。
- **市场竞争不断加剧的风险。**随着平板显示、半导体等产业的快速发展，掩膜版市场需求持续旺盛，同时下游产业正加速向中国大陆转移，掀起产业链进口替代浪潮，国内掩膜版厂商以此为契机发展迅速。若国际主要竞争对手未来为了保持市场份额而加大对中国大陆市场的重视与投入、国内主要竞争对手为取得市场份额而采取价格竞争等手段，将导致行业竞争加剧，对公司的经营业绩产生不利影响。

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

