

5 月金股组合

股票代码	股票名称
002352.SZ	顺丰控股
1519.HK	极兔速递-W
603181.SH	皇马科技
300014.SZ	亿纬锂能
688198.SH	佰仁医疗
000524.SZ	岭南控股
600519.SH	贵州茅台
9660.HK	地平线机器人-W
688519.SH	南亚新材
301236.SZ	软通动力

市场指数

指数名称	收盘价	涨跌%
上证综指	3403.95	0.86
深证成指	10354.22	0.64
沪深 300	3943.21	1.21
中小 100	6407.77	0.58
创业板指	2083.14	1.01

行业表现（申万一级）

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
非银金融	3.99	国防军工	(0.74)
交通运输	1.79	美容护理	(0.39)
食品饮料	1.68	机械设备	(0.37)
综合	1.31	社会服务	(0.17)
商贸零售	1.18	电力设备	(0.16)

资料来源：万得，中银证券

中银晨会聚焦-20250515

■重点关注

【策略研究】策略点评*王君 徐亚 高天然。AI 产业链、机器人等有望逐步开启第二轮反弹趋势。

【通信】运营商业绩显韧性，AI 算力竞速启航*吕然 庄宇。面对外部环境的压力和挑战，三大电信运营商持续营收利润双增长，凸显业绩韧性。运营商云双破千亿的里程碑，见证从“网连”到“智连”的转变，加快从通信服务向数字化服务转型发展的步伐。

【电子】工业富联*苏凌瑶。公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，公司产品结构持续优化，经营成效稳步提升。

【电子】德明利*苏凌瑶。公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年公司实现营收利润高增，伴随存储市场价格回温及高端产品突破，公司有望实现加速成长。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

产品组

证券分析师：王军

(8621)20328310

jun.wang_sh@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300511070001

重点关注

【策略研究】策略点评—科技第二轮反弹蓄势待发

王君 徐亚 高天然

AI 产业链、机器人等有望逐步开启第二轮反弹趋势。

近期中美关税谈判取得实质性进展，国内降准降息落地，市场不确定性减弱、风险偏好回升，市场风格有望向更积极、更具弹性的成长风格转换。海内外科技公司业绩密集披露，AI 产业链公司业绩与景气度普遍向好，机器人产业化进程顺利，经过 3 月下旬以来的调整，AI 产业链、机器人产业链公司普遍回调到比较具有性价比的位置，市场风格转换预期之下，AI 产业链、机器人等有望逐步开启第二轮反弹趋势。

风险提示：1) 政策落地不及预期，宏观经济波动超预期。2) 市场波动风险。3) 海外经济超预期衰退、流动性风险。

【通信】运营商业绩显韧性，AI 算力竞速启航—电信运营商行业点评报告

吕然 庄宇

面对外部环境的压力和挑战，三大电信运营商持续营收利润双增长，凸显业绩韧性。运营商云双破千亿的里程碑，见证从“网连”到“智连”的转变，加快从通信服务向数字化服务转型发展的步伐。

支撑评级的要点

传统通信业务稳固，云网算力驱动第二曲线，国际业务加速成势。当前基础通信业务仍是运营商主要收入来源，2024 年，中国移动、中国电信、中国联通传统业务收入分别为 6,268/3,282/2,613 亿元，同比增长 0.8%/3.0%/1.5%。移动 ARPU 在 5G 渗透率提升下逐渐企稳；固网宽带受益于千兆网渗透率提升以及 FTTR 增值业务及万兆网试点开展，增速稳定。在传统通信业务空间日趋饱和下，创新业务作为运营商业绩增长引擎及创新应用策源地，成为激烈竞争的领域。三大运营商均强调“高质量发展”，通过深化 AI、算网来重构商业、运营运维及基础设施，不断创造更大价值，加速由传统电信运营商向科技型企业转型。2024 年，中国移动/中国电信/中国联通自有智算规模分别达 29.2/35/17 EFLOPS，并上线多个万卡集群智算中心；收入方面，2024 年在智能化加持下，移动云/天翼云/联通云收入分别至 1,004/1,139/686 亿元，同比增长 20.4%/17.1%/7.4%。中国电信的智能收入达到 89 亿元，同比增长 195.7%，AIDC 收入达 330 亿元，同比增长 7.3%。联通数据中心收入 259 亿元，同比提升 7.4%；智算业务驱动算力服务快速增长，去年签约金额超 260 亿元。各家在算力与 AI 领域的投入已取得明显经济效益，为公司持续高质发展奠定坚实基础。此外，近年来三大运营商持续加码国际业务。2024 年中国移动、中国电信、中国联通国际业务收入分别为 228/169/125 亿元，同比增长 10.2%/15.4%/15.2%。各家抓住全球数字化发展机遇，加大海外基础设施建设，积极出海助力当地企业数字化转型升级。

Capex 降幅显著助力业绩增厚，算力投资决心不改。2024 年，三家运营商均实现资本开支占收比小于 20%的目标。2025 年，中国移动、中国联通、中国电信预计资本开支分别为 1,512/550/836 亿元，同比下调 7.8%/10.4%/10.6%。三家运营商在资本开支的规模及营收占比维持下调的目标下，依旧坚定加码算力投入，凸显各家算力转型的决心。2025 年各家资本开支均向算力倾斜，并设立特别预算或“不设上限”。对运营商而言，算力与 AI 不仅是技术革新的方向，更是实现业务转型和拓展新市场的关键引擎，通过加大相关投入提升自身的核心竞争力，满足客户日益多样化的需求，推动行业的数字化、智能化发展。在 AI+时代下的三大运营商的云、IDC 和算力资源利用率有望显著提升。

业绩底色稳健凸显韧性，派息率维持高位。三大运营商已连续多年交出营收、利润双增长的亮眼成绩单。2024 年，三家运营商合计营收超 1.9 万亿元、归母净利润 1,804 亿元，同比增长 3.4%/5.9%。2025 年一季度，在整体电信业务收入增速放缓的背景下，三大运营商依旧展现出经营韧性，三家合计营收、归母净利润为 5,016 亿元/421 亿元，同比增长 0.8%/3.6%。各家延续利润增速跑赢营收增速的态势，公司业务结构优化及精细化管理已显现成效。运营商作为央企标杆，响应政策要求，维持高派息率，树立市场信心。2024 年，中国移动、中国联通、中国电信共计拟分红金额超 600 亿元，派息率分别达 73%/72%/54.7%，股息同比增长 5.4%/11.4%/19.7%。且中国移动、中国电信均承诺派息率将逐步提升至 75%以上。中国联通也已连续几年每股分红保持双位数增长，增速远超每股净利润增幅。稳健增长的业绩和充沛的现金流支撑运营商成为高股息资产的典型代表。

评级面临的主要风险

国内外政策不确定性风险；市场需求不及预期风险；行业供给过剩竞争环境恶化风险；AI 发展不及预期风险；5G 商用不及预期风险；

【电子】工业富联—云计算双维度突破，多元布局稳健成长

苏凌瑶

公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，公司产品结构持续优化，经营成效稳步提升。

支撑评级的要点

2024 年工业富联营收净利润稳健增长。公司 2024 年全年实现收入 6091.35 亿元，同比+27.88%，实现归母净利润 232.16 亿元，同比+10.34%，实现扣非归母净利润 234.14 亿元，同比+15.86%。单季度来看，公司 25Q1 实现营收 1604.15 亿元，同比+35.16%/环比-7.15%，实现归母净利润 52.31 亿元，同比+24.99%/环比-35.23%，实现扣非归母净利润 49.03 亿元，同比+14.76%/环比-43.52%。盈利能力方面，公司 2024 年毛利率 7.28%，同比减少 0.78pct，归母净利率 3.81%，同比减少 0.61pct，扣非归母净利率 3.84%，同比减少 0.40pcts。单季度来看，公司 2025Q1 实现毛利率 6.73%，同比-0.90pct，归母净利率 3.26%，同比-0.27pct，扣非归母净利率 3.06%，同比-0.54pct。

云计算双维度突破，通信及移动网络设备稳健增长。1) 云计算：2024 年，公司云计算业务实现双维度突破，释放强劲增长动能。营业收入达 3193.77 亿元，同比增长 64.37%，占公司整体营业收入首度超过五成。产品结构方面，AI 服务器营收同比增幅超 150%，占云计算业务营收比例突破四成，成为公司业务版图中的核心增长极。通用服务器营收同比实现 20% 增长，跑赢市场整体趋势。2) 通信及移动网络设备：通信及移动网络设备业务实现营业收入 2878.98 亿元，同比稳定增长。公司持续紧跟数字经济与 AI 发展的步伐，出货实现稳健成长，持续巩固行业领先地位。终端精密结构件方面，因大客户高端机型在消费电子领域增长韧性，2024 年公司 5G 终端精密机构件出货量进一步提升，同比增长 10%。高速交换机方面，2024 年 400G、800G 高速交换机增长趋势显著，同比增长数倍。未来，公司将持续聚焦高速交换机技术创新，深化与全球头部交换机厂商的合作，巩固在高端数据中心网络领域的领先地位。

2025 年一季度，公司产品结构进一步优化，经营成效稳步提升。云计算业务方面，板块营业收入同比增长超过 50%。以产品类别来看，AI 服务器、通用服务器营业收入同比皆超过 50%。以客户类别来看，云服务商服务器营业收入同比增长超过 60%，品牌客户服务器营业收入同比增长超过 30%。通讯及移动网络设备方面，公司紧密贴合数字经济与 AI 发展趋势，依托前沿技术和研发实力，积极推进战略布局，有效实现对客户的稳健出货。

评级面临的主要风险

宏观经济波动风险、算力投资不及预期风险、汇率波动风险、客户相对集中风险、全球贸易摩擦升级

【电子】德明利—价格回温+市场扩容，高端存储蓄势待发

苏凌瑶

公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年公司实现营收利润高增，伴随存储市场价格回温及高端产品突破，公司有望实现加速成长。

支撑评级的要点

2024 年德明利营收增长显著，净利润亦大幅上升。公司 2024 年全年实现收入 47.73 亿元，同比+168.74%，实现归母净利润 3.51 亿元，同比+1302.30%，实现扣非归母净利润 3.03 亿元，同比+1926.54%。单季度来看，公司 25Q1 实现营收 12.52 亿元，同比+54.41%/环比+6.51%，实现归母净利润-0.69 亿元，同比转亏/环比亏损收窄。盈利能力方面，公司 2024 年毛利率 17.75%，同比+1.09pcts，归母净利率 7.35%，同比+5.94pcts，扣非归母净利率 6.34%，同比+5.50pcts。单季度来看，公司 2025Q1 实现毛利率 5.85%，同比-31.44pcts/环比+4.56pcts。

“高端存储+生态共建”双轮驱动。2024 年公司产品矩阵快速拓展，高端存储产品实现突破与放量，推动公司经营规模与盈利能力快速增长。1) 高端存储产品方面：公司以优秀、成熟的业务和研发团队为基石，结合供应链管理优势，快速形成可靠产品与全周期存储管理方案，高效推动客户验证工作，先后通过云服务、通信、消费电子等多家头部企业的认证，带动企业级存储产品与嵌入式存储产品销售规模快速增长；2) 在消费级产品方面：公司深化重点客户合作，以完善的存储产品矩阵，满足客户多元化存储需求，实现包括固态硬盘、内存条等新品快速导入。依托上市平台优势，公司已经成长为一家专业的存储控制芯片及解决方案提供商，新一代存储卡主控芯片及固态硬盘存储主控芯片已经实现量产，深化智能制造（福田）产业基地在介质研究、智能制造领域能力，新设企业级产品测试线，进一步提升存储解决方案的全生命周期支持能力。

存储价格有望回温，下游市场持续扩容。存储原厂自 2024 年底逐步调控产能，下游库存加速去化，存储价格在 2025 年一季度趋于稳定，并在 3 月底逐步回暖，全年有望呈现温和复苏态势。同时原厂停产、大幅减产了部分成熟产品，如小容量的 NAND 晶圆，以及 DDR3 等，并将部分 DDR4 产能转为 DDR5 产能或企业级产能，导致相关产品供应偏紧，下游相关产品涨价幅度亦高于整体。下游需求方面 AI、车载电子等新兴需求仍是核心增长动力。服务器、消费端以及其他智能终端随着 AI 技术发展与应用落地，将持续向高性能、高容量方向发展，持续推动存储市场规模增长。存储产品国产化趋势下，国内具备自主可控核心竞争力的存储企业也将持续受益，公司有望更好地把握此轮周期红利与发展机遇。

评级面临的主要风险

上游晶圆等原材料紧缺和价格波动的风险、行业周期震荡风险、新产品研发不及预期的风险，国际贸易摩擦升级。

中银证券研究部

首席经济学家

徐高 S1300519050002 gao.xu@bocichina.com

全球首席经济学家

管涛 S1300520100001 tao.guan@bocichina.com

宏观研究团队

朱启兵 S1300516090001 qibing.zhu@bocichina.com

张晓娇 S1300514010002 xiaojiao.zhang@bocichina.com

刘立品 S1300521080001 lipin.liu@bocichina.com

陈琦 S1300521110003 qi.chen@bocichina.com

固收研究团队

肖成哲 S1300520060005 chengzhe.xiao@bocichina.com

张鹏 S1300520090001 peng.zhang_bj@bocichina.com

策略研究团队

王君 S1300519060003 jun.wang@bocichina.com

徐沛东 S1300518020001 peidong.xu@bocichina.com

郭晓希 S1300521110001 xiaoxi.guo@bocichina.com

徐亚 S1300521070003 ya.xu@bocichina.com

高天然 S1300522100001 tianran.gao@bocichina.com

金融工程研究团队

郭策 S1300522080002 ce.guo@bocichina.com

李腾 S1300522080001 tengli@bocichina.com

宋坤笛 S1300123070004 kundi.song@bocichina.com

杨依晨 S1300123050021 yichen.yang@bocichina.com

郭军 S1300519070001 Jun.guo@bocichina.com

非银金融研究团队

张天愉 S1300521100002 tianyu.zhang@bocichina.com

医药生物研究团队

刘恩阳 S1300523090004 enyang.liu@bocichina.com

电新研究团队

武佳雄 S1300523070001 jiaxiong.wu@bocichina.com

李扬 S1300523080002 yang.li@bocichina.com

机械研究团队

陶波 S1300520060002 bo.tao@bocichina.com

曹鸿生 S1300523070002 hongsheng.cao@bocichina.com

化工研究团队

余嫫嫫 S1300517050002 yuanyuan.yu@bocichina.com

徐中良 S1300524050001 zhongliang.xu@bocichina.com

赵泰 S1300123070003 tai.zhao@bocichina.com

食品饮料研究团队

邓天娇 S1300519080002 tianjiao.deng@bocichina.com

社会服务团队

李小民 S1300522090001 xiaomin.li@bocichina.com

宋环翔 S1300524080001 huanxiang.song@bocichina.com

纠泰民 S1300524040001 taimin.jiu@bocichina.com

计算机研究团队

杨思睿 S1300518090001 sirui.yang@bocichina.com

电子研究团队

苏凌瑶 S1300522080003 lingyao.su@bocichina.com

李圣宣 S1300123050020 shengxuan.li@bocichina.com

茅珈恺 S1300123050016 jiakai.mao@bocichina.com

通信研究团队

庄宇 S1300520060004 yu.zhuang@bocichina.com

吕然 S1300521050001 ran.lv@bocichina.com

交通运输研究团队

王靖添 S1300522030004 jingtian.wang@bocichina.com

刘国强 S1300524070002 guoqiang.liu_01@bocichina.com

地产研究团队

夏亦丰 S1300521070005 yifeng.xia@bocichina.com

许佳璐 S1300521110002 jialu.xu@bocichina.com

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话：（8621）68604866
传真：（8621）58883554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：（852）39886333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065
新加坡客户请拨打：8008523392
传真：（852）21479513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：（852）39886333
传真：（852）21479513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编：100032
电话：（8610）83262000
传真：（8610）83262291

中银国际（英国）有限公司

2/F, 1Lothbury
London EC2R7DB
United Kingdom
电话：（4420）36518888
传真：（4420）36518877

中银国际（美国）有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7BryantPark15 楼
NY10018
电话：（1）2122590888
传真：（1）2122590889

中银国际（新加坡）有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼（049908）
电话：（65）66926829/65345587
传真：（65）65343996/65323371