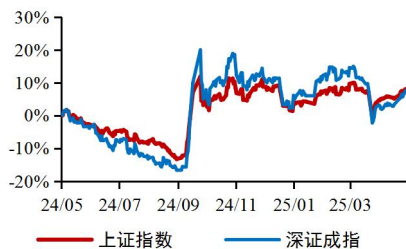


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 5 月 14 日 星期三

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	3,374.87	0.17
深证成指	10,288.08	-0.13
沪深 300	3,896.26	0.15
中小板指	6,370.78	-0.27
创业板指	2,062.26	-0.12
科创 50	1,009.68	-0.15

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（250505-0509）-风电光伏累计装机首超火电，西格里碳素关闭 Lavradio 碳钎维基地

【公司评论】阳光电源(300274.SZ)：阳光电源 2024 年年报及 2025 年一季报点评-2025 年 Q1 业绩超预期，储能出货高速增长

【公司评论】赛轮轮胎(601058.SH)：赛轮轮胎-短期关税影响预期，中长期看好全球产能布局与品牌建设

【公司评论】恒立液压(601100.SH)：恒立液压 2024 年报及 2025 年一季报点评-短期受益于挖机复苏，中长期看好电动化和全球化放量

【公司评论】兆威机电(003021.SZ)：兆威机电 2024 年报及 2025 年一季报点评-主业稳健增长，灵巧手布局领先同业

【公司评论】天奈科技(688116.SH)：天奈科技点评-单壁碳管开始出货，盈利能力回升

【山证专精特新】天岳先进（688234.SH）一季报点评-研发费用增长致业绩承压，Q1 毛利率同比提升

【公司评论】爱旭股份(600732.SH)：爱旭股份点评-25Q1 经营活动现金流转正，ABC 出货大幅增长

【公司评论】新致软件(688590.SH)：新致软件（688590.SH）：净利润短期承压，AI 商业化进展迅速

【行业评论】【山证医药】美国医保体系概况及特朗普药价改革政策影响分析

【公司评论】【山西证券|纺织服装】裕元集团 2025Q1 业绩及 2025 年 4 月营收数据



【今日要点】

【行业评论】化学原料：新材料周报（250505-0509）-风电光伏累计装机首超火电，西格里碳素关闭 Lavradio 碳钎维基地

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。新材料指数涨幅为 3.51%，跑输创业板指 0.62%。近五个交易日，合成生物指数上涨 1.91%，半导体材料上涨 3.67%，电子化学品上涨 3.22%，可降解塑料上涨 2.48%，工业气体上涨 5.09%，电池化学品上涨 4.85%。
- 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(27000 元/吨，不变)、色氨酸(45500 元/吨，-2.15%)、蛋氨酸(22200 元/吨，0.45%)
- 可降解材料：PLA(REVODE 201 吹膜级)(16700 元/吨，不变)、PBS(17800 元/吨，不变)、PBAT(9850 元/吨，-0.51%)
- 维生素：维生素 A(73000 元/吨，不变)、维生素 E(110000 元/吨，不变)、维生素 D3(242500 元/吨，不变)、泛酸钙(51000 元/吨，不变)、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(8200 元/吨，不变)、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，-1.21%)、癸二酸 3 月出口均价为 27990 元/吨，较上月上涨 3.11%。
- 投资建议
- 风电光伏累计装机首超火电，风电产业维持高景气。根据国家能源局数据，2025 年一季度，国内风电光伏发电合计新增装机 7433 万千瓦，累计装机达到 14.82 亿千瓦（其中风电 5.36 亿千瓦，光伏发电 9.46 亿千瓦），首次超过火电装机（14.51 亿千瓦）。未来随着风电光伏装机新增装机持续快速增长，风电光伏装机超过火电将成为常态。根据 CWEA 预测，2025 年国内风电新增装机约为 105GW-115GW，其中陆上 9500-10000 万千瓦，海上 1000-1500 万千瓦。从 2025 年起每年新增装机都将超过 1 亿千瓦，2025 年起中国风电将正式进入“1 亿千瓦时代”。价格方面，根据金风科技 2025 年一季度业绩演示材料数据，自 2024 年 8 月，全市场风电整机商风电机组投标均价开始逐渐回暖，2025 年 3 月投标均价已达到 1,590 元/千瓦，未来价格复苏趋势或将持续，对产业链整体盈利能力形成支撑。建议关注风电行业产业链，

相关标的【时代新材】、【麦加芯彩】。

➤ 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。

【公司评论】阳光电源(300274.SZ)：阳光电源 2024 年年报及 2025 年一季报点评-2025 年 Q1 业绩超预期，储能出货高速增长

肖索 xiaosuo@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报，2024 年全年公司实现营收 778.6 亿元，同比+7.8%；实现归母净利润 110.4 亿元，同比+16.9%。2025 年 Q1，公司实现营收 190.4 亿元，同比+50.9%，环比-31.8%；实现归母净利润 38.3 亿元，同比+82.5%，环比+11.3%。

➤ 事件点评

- 2024 年业绩稳健增长，2024 年及 2025 年 Q1 经营性现金流显著改善：2024 年公司毛利率为 29.9%，同比+2.8pct；归母净利润率为 14.2%，同比+1.1pct。Q4 单季度，公司实现营收 279.1 亿元，同比+8%，环比+47.5%；实现归母净利润 34.4 亿元，同比+55.0%，环比+30.2%。公司经营质量持续向好，回款效率提升，2024 年经营性现金流 120.7 亿元，同比+72.9%。2025 年 Q1 经营性现金流 17.9 亿元，同比转正。
- 光伏逆变器：业务稳步增长，盈利能力基本稳定：2024 年全年，公司光伏逆变器发货 147GW，同比+13%；逆变器业务实现营收 291.3 亿元，同比+5.3%；毛利率为 30.9%，同比-1.9pct。公司持续推进全球化，加码布局欧洲、美洲、亚太、中东非、中国市场。报告期内，公司发布首个微型逆变器系列，MLPE 产品（微逆、关断器、优化器）批量发货，以迎接欧洲乃至全球各地快速发展的阳台光伏和家庭绿电应用场景。
- 储能系统：发货实现高增，盈利彰显韧性。2024 年公司储能系统全球发货 28GWh，同比+167%；储能业务实现营收 249.6 亿元，同比+40.2%；毛利率为 36.7%，同比+4.1pct。目前公司储能系统广泛应用在欧洲、美洲、中东、亚太等成熟电力市场，在手订单饱满。公司与 Algihaz 签约了 7.8GWh 中东标杆储能项目，与英国 FidraEnergy 签署了 4.4GWh 欧洲最大储能合作协议，与 Atlas 签约了 880MWh 拉美最大独立储能电站，与 CREC 签约菲律宾 1.5GWh 电池储能协议。
- 投资建议
- 考虑公司作为光储双龙头，全球竞争力显著。我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 5.89/6.56/7.04，

对应公司 5 月 6 日收盘价，2025-2027 年 PE 分别为 10.6/9.5/8.8，维持“买入-A”评级。

➤ 风险提示

- 海内外政策变动风险；原材料价格波动风险；需求不及预期；市场竞争加剧等风险。

【公司评论】赛轮轮胎(601058.SH)：赛轮轮胎-短期关税影响预期，中长期看好全球产能布局与品牌建设

李旋坤 lixuankun@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 4 月 28 日，公司发布《2024 年年度报告》与《2025 年一季度报告》。2024 年公司实现营业总收入 318.02 亿元，同比上涨 22.42%；归母净利润 40.63 亿元，同比上涨 31.42%；扣非归母净利润 39.92 亿元，同比上涨 26.89%。2025Q1 公司实现营业总收入 84.11 亿元，同环比分别+15.29%/+2.90%；归母净利润 10.39 亿元，同环比分别+0.47%/+26.79%；扣非后归母净利润 10.07 亿元，同环比分别-0.73%/+16.35%。

➤ 事件点评

- 公司产品产销两旺，2025Q1 盈利水平环比略降。2024 年，公司实现轮胎产量 7481.11 万条，同比+27.59%；实现轮胎销售 7215.58 万条，同比+29.34%。2025Q1 实现轮胎产量 1988.33 万条，同环比分别+15.25%/-1.49%；实现销售 1937.39 万条，同环比分别+16.84%/+6.00%。2024 年公司整体毛利率为 27.58%，同比-0.05pct，2025Q1 实现毛利率 24.74%，同环比分别-2.95 pct/-0.55 pct，主要系产品结构变化和原材料成本变化。
- 海外工厂赚钱效应显著，印尼和墨西哥基地稳步推进。2024 年，公司越南子公司营收 86.44 亿元，同比上涨 19.51%，归母净利润 15.85 亿元，同比下降 0.56%。柬埔寨工厂实现营收 40.39 亿元，同比增长 73.20%，归母净利润 9.04 亿元，同比增长 60.10%，目前公司拟在前期年产 165 万条全钢子午线轮胎项目基础上投资建设“柬埔寨全钢子午线轮胎扩建项目”。为了进一步提升公司的国际竞争力，公司积极建设印尼、墨西哥生产基地，持续推进“印尼年产 360 万条子午线轮胎与 3.7 万吨非公路轮胎项目”、“墨西哥年产 600 万条半钢子午线轮胎项目”建设。
- 全球贸易摩擦升级，全球化布局分散风险。2025 年 3 月，美国援引《贸易扩张法》第 232 条，对全球进口轮胎（除墨西哥、加拿大外）统一征收 25%关税，豁免“对等关税”叠加。2025 年 4 月，美国对所有国家征收 10%的基准关税，并实施“对等关税”政策，越南、泰国、柬埔寨等中国轮胎企业的主要海外基地也被纳入关税范围，税率分别为 46%、36%、49%，此次加征税率对不采取报复行动的国家实施 90 天关税暂停。2024 年，美国国内轮胎消费量合计约 3.37 亿条，进口轮胎约 2.32 亿条，进口依赖度高达 68.8%，中短期内难以补充巨大的需求缺口。美国此次关税政策几乎覆盖全球主要轮胎出口国，而中国轮胎企业产能已遍布东南亚、欧洲、北美等地，海外产能布局有助于规避部分风险。赛轮轮胎

通过海外基地扩容与构建标准化体系，建设柬埔寨、越南、印尼、墨西哥等海外基地，打造高效协同的产能网络。

➤ **投资建议**

➤ **预计公司 2025-2027 年净利润分别为 41.1/ 49.0/ 55.7 亿元，对应 PE 分别为 10/ 9/ 8 倍。**考虑公司产能全球化布局，产品矩阵丰富，持续推进品牌建设，虽然短期行业受关税影响预期相对悲观，但我们看好国内胎企中长期业绩成长性，首次覆盖，给予“买入-B”评级。

➤ **风险提示**

- **主要原材料价格波动风险：**公司生产所用的主要原材料近年来价格出现较大波动，各类原材料价格波动短期内对公司的盈利能力构成不利影响。
- **国际贸易摩擦风险：**近年来，美国、墨西哥、巴西、印度以及欧盟等国家或地区对中国的轮胎出口产品发起反倾销调查或者通过提高准入门槛限制中国轮胎的出口，一定程度上限制了胎企的出口业务。
- **汇率波动风险：**公司海外营收占比较高，汇率波动给公司经营带来的不确定性风险。

【公司评论】恒立液压(601100.SH)：恒立液压 2024 年报及 2025 年一季报点评-短期受益于挖机复苏，中长期看好电动化和全球化放量

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 93.90 亿元，同比+4.51%；归母净利润 25.09 亿元，同比+0.4%；扣非后归母净利润 22.85 亿元，同比-6.61%。24Q4 营业收入 24.54 亿元，同比-7.06%；归母净利润 7.17 亿元，同比-3.75%。25Q1 营业收入 24.22 亿元，同比+2.56%；归母净利润 6.18 亿元，同比+2.61%。

➤ **事件点评**

- **2024 年盈利增速低于收入增速，主要是新业务布局对费用端的影响。**具体来看，2024 年毛利率 42.83%，同比+0.93pct，持续推进降本增效。全年管理费用 5.92 亿元/yoy+46.35%，管理费用率 6.30%/yoy+1.8pct，主要系子公司精密工业及恒立墨西哥开始试生产、人员增加所致。销售费用 2.17 亿元/yoy+26.57%，销售费用率 2.31%/yoy+0.24pct，主要系公司积极拓展业务所致。财务费用-1.31 亿元/yoy+64.34%，财务费用率-1.4%/yoy+2.7pct，主要系汇兑收益减少及公司开展外汇掉期业务，原定期存款的利息收入减少所致。研发费用 7.28 亿元，研发费用率 7.75%，相对稳定。
- **液压主业稳健，主要得益于挖机泵阀份额提升、非挖产品放量以及海外市场开拓。**公司液压油缸产品

收入 47.61 亿元，同比+1.44%，主要得益于产品结构的改善，其中挖机油缸受行业周期影响销售承压、非挖油缸贡献增量。液压泵阀及马达产品收入 35.83 亿元，同比+9.63%，创历史新高，其中挖掘机泵阀产品份额持续提升，工业领域泵阀逐步放量。公司坚定国际化战略，在墨西哥进行产能布局，在美国、巴西、印尼、印度等建有售后中心，在美国、德国、法国、日本等建有研发中心，业务覆盖超 20 多个国家和地区，2024 年国外销售收入 20.74 亿元，同比+7.61%，收入贡献 22.08%。根据互动易信息，公司直接对美出口销售收入约占营业收入的 5%，墨西哥工厂主要供应墨西哥本土市场需求和北美市场需求，关税影响相对可控。

- **深入电动化战略布局，线性执行器项目进入批量生产期。**为持续深化公司电动化战略布局，公司使用募集资金 14 亿元，投资建设线性驱动器项目。已完成了包括精密滚珠丝杠、行星滚柱丝杠、直线导轨等数十款产品的研发，且于 2024 年第二季度开始进行部分型号试制与方案验证，2024 年 9 月产线设备具备完整加工能力，目前该项目已进入批量生产阶段。公司线性执行器有望应用于机床行业、人形机器人行业等，中长期有望打造新的业务增长极。
- **投资建议**
- **公司是液压行业关键零部件龙头公司，广泛应用于挖机、盾构机、高机、海洋工程装备、新能源装备等领域。**短期内，公司将受益于挖机景气度回升，挖机相关油缸、泵阀有望明显增长；中长期内，公司的电动化业务（如线性执行器）、全球化布局（如墨西哥工厂等）将逐步贡献业绩。
- 预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 2.12/2.44/2.93，对应公司 5 月 13 收盘价 75.17 元，2025-2027 年 PE 分别为 35.4/30.8/25.7，首次覆盖给予“买入-A”评级。
- **风险提示**
- **政策波动风险：**公司所处的液压零部件行业是挖掘机等基建设备、海洋工程设备、港口机械等重型装备的关键配套件行业，其发展与宏观经济形势具有较强的相关性，宏观政策和固定资产投资增速的变化，将对公司下游客户需求造成影响，进而影响公司产品销售。
- **市场拓展风险：**公司近年来加快了国际化战略的实施步伐，加大在欧洲、北美、东南亚等海外市场的市场开发力度和投资力度。但由于国际业务受政治、文化、技术、品牌、人力资源等诸多方面因素影响，因此公司的海外业务和海外投资仍具有一定程度的不确定性和风险。
- **汇率波动风险：**公司近年来欧洲、北美业务增长迅猛，存在一定数量的欧元、美元业务，如果欧元、美元汇率波动，将对公司财务状况产生一定影响。
- **原材料价格波动的风险：**公司主要原材料包括钢材、铸件、锻件、密封件等，采购成本可能受到多种因素的影响，如市场供求、供应商生产状况的变动等，如果钢材等原材料价格上涨，或对公司的生产经营构成一定压力。

【公司评论】兆威机电(003021.SZ)：兆威机电 2024 年报及 2025 年一季报点评-主业稳健增长，灵巧手布局

领先同业

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 15.25 亿元，同比+26.42%；归母净利润 2.25 亿元，同比+25.11%；扣非后归母净利润 1.84 亿元，同比+37.57%。24Q4 营业收入 4.67 亿元，同比+19.02%；归母净利润 0.66 亿元，同比+27.31%。25Q1 营业收入 3.68 亿元，同比+17.66%；归母净利润 0.55 亿元，同比-1.19%。

➤ 事件点评

- **智能汽车等下游有效拓展，带动公司收入同比增长。**分产品来看，微型传动系统收入 9.66 亿元/yoy+28.20%，收入贡献 63.34%，毛利率 28.87%/yoy+3.11pct；精密零件收入 4.67 亿元/yoy+24.52%，收入贡献 30.66%，毛利率 40.92%/yoy+3.27pct；精密模具及其他产品收入 0.92 亿元/yoy+18.36%，收入贡献 5.99%。分下游来看，新能源汽车相关业务收入 6.83 亿元/yoy+48.71%，收入贡献 44.77%/yoy+6.71pct；其中，微型传动系统和精密零件收入分别为 3.30/3.53 亿元，同比+28.84%/73.74%。
- **布局智能机器人灵巧手，技术性能领先行业。**灵巧手中的微机电驱动系统需具备小体积、大负载、长寿命、低能耗等要求。2024 年 11 月，公司发布了全球首创的指关节内置全驱动力单元的灵巧手产品，集成了微型减速器、电机、控制单元及电子皮肤传感器等。该产品具有 17-20 个自由度，单指节独立驱动、负载 1000g，具备小脑自学功能，可实现类似人类的灵活性和适应性，同时传动模组具备 10 年以上超长寿命，适配高频工业场景。2025 年，公司将巩固先发优势、加速灵巧手商业化进程，在硬件方面，不断优化材料选择、电机微型化以及机械结构设计；在算法方面，重点提升运动控制、手势学习和基于 AI 算法的自适应等核心功能。
- **重视技术研发投入，先进设备赋能精密制造。**公司主导新能源汽车、智慧医疗、智能机器人等多项技术攻关项目，2021 年以来，研发费用率保持在 10%以上，研发人员占比保持在 20%以上。从研发进展来看，2024 年，公司开展并完成高性能工程塑料的疲劳寿命试验研究；完成了 0.5mm 以下小模数齿轮精密插齿、磨齿等技术的研究；4mm 无刷空心杯电机已完成技术攻关，突破了国外技术壁垒，实现小批量产。此外，公司大规模引进了全球顶级设备品牌，拥有 4700+台先进设备，包括瑞士 AGIE 线切割机、AGIE 火花机、MAKINO 等众多顶尖设备，以保障产品高精度、优质量。
- **持续优化股东回报，上市后连续四年采取现金分红。**公司拟每 10 股派发现金红利 2.85 元（含税），共派发现金红利 68,457,997.50 元（含税），2024 年现金分红比例达到 30.41%。
- **投资建议**
- 公司是全球领先的微型传动及驱动系统解决方案提供商，主要产品具备高精度、小体积、低噪音等特

性能，长期受益于智能汽车、消费及医疗科技、先进工业及智造、机器人等领域的微型化、自动化与智能化趋势。

- 预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.09/1.38/1.77，对应公司 5 月 12 日收盘价 133.50 元，2025-2027 年 PE 分别为 122.8/96.4/75.5，首次覆盖给予“增持-A”评级。
- 风险提示
- 宏观经济波动风险：公司产品应用于智能汽车、消费及医疗科技、先进工业及智造、机器人等领域，经济增长放缓可能导致下游市场需求下降，进而影响公司的收入和盈利能力。
- 研发进展不及预期：微型传动及驱动组件是众多对精密性要求极高的下游行业中至关重要甚至关键任务级的核心部件，具备较高的技术要求。公司研发人才流动、技术专利保护不足、产品化不及预期，会影响公司的收入和盈利能力。
- 人形机器人商业化进程不及预期：尽管公司在人形机器人零部件业务方面取得了进展，但该行业的商业化进程仍存在不确定性。如果人形机器人的市场需求低于预期，将直接影响公司的收入增长。

【公司评论】天奈科技(688116.SH)：天奈科技点评-单壁碳管开始出货，盈利能力回升

肖索 xiaosuo@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 2025 年 4 月 30 日，天奈科技发布 2024 年年报及 2025 年一季报，公司 2024 年实现营业收入 14.5 亿元，同比增长 3.1%，实现归母净利润 2.5 亿元，同比下降 15.8%，扣非归母净利润 2.4 亿元，同比增长 13.6%。25Q1 公司实现营业收入 3.3 亿元，同比增长 9.0%，实现归母净利润 0.6 亿元，同比增长 8.1%，25Q1 单季度净利率 17.25%，环比 Q4 提升 0.73pct。
- 事件点评
- 单壁碳管浆料开始出货，盈利有望上行。2024 年公司碳纳米管导电浆料实现营业收入 14.4 亿元，同比增长 5.8%，毛利率为 35.1%，同比提升 1.34pct。2024 年公司碳纳米管出货约 8.5 万吨，同比增 56.0%。我们估算单吨售价约 1.7 万元，吨毛利约 0.6 万元，吨净利约 0.3 万元。我们估算 25Q1 公司浆料出货 2 万吨，环比基本持平，估算吨售价/毛利/净利基本持平。公司单壁碳管有少量出货，略微拉升了盈利水平。我们预计公司全年多壁管浆料出货 9-10 万吨，单壁及含单壁浆料出货 1 万吨+，随 25Q2 公司单壁管浆料占比提升，公司盈利能力有望持续上行。
- CNT 行业需求高速增长，公司市占率稳居第一。根据 GGII 数据，2024 年公司在碳纳米管导电浆料市占率为 53.2%，较 2023 年提升 6.5pct，继续稳居第一。GGII 预计 2030 年中国碳纳米管导电剂粉体的出货量将达到 4.1 万吨，对应的浆料约 68 万吨（固含 6%计算），2024-2030 年复合增长率为 26.7%。

需求增长的主要驱动力来自快充（4/6C）、新电池技术（固态电池、钠电、硅基负极、复合集流体）、新工艺（干法电极、厚涂布）等。除锂电应用之外，CNT 在人工肌肉/皮肤、机器人传感器、碳基芯片、可穿戴设备、生物医疗、导电塑料以及航空航天等其他领域也拥有广阔的应用前景。

➤ 投资建议

➤ 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.4 亿元、6.9 亿元、8.5 亿元，相当于 2025 年 36 倍的动态市盈率。考虑公司主业盈利能力稳健，新增单壁碳纳米管产品盈利能力较强，应用市场范围宽广，成为公司新的业绩增长点确定性较高，维持“买入-A”的投资评级。

➤ 风险提示

➤ 下游需求不及预期；行业竞争加剧；原材料价格波动超预期；单壁管出货不及预期。

【山证专精特新】天岳先进（688234.SH）一季报点评-研发费用增长致业绩承压，Q1 毛利率同比提升

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

➤ 公司披露 2025 年一季度报告，2025Q1 公司实现营业收入 4.08 亿元/-4.25%，归母净利润 0.09 亿元/-81.52%，扣非归母净利润 0.04 亿元/-91.75%。

➤ 事件点评

➤ 研发/管理费用增长致业绩增长承压，但毛利率同比提升。2025Q1 公司聚焦主业，加强与国内外知名客户长期合作，持续产能释放并优化产品结构。25Q1 整体毛利率为 23.95%/+2.03pcts，虽然业绩下降但毛利率同比提升；25Q1 整体期间费用率 23.87%/+8.82pcts，主要受到大尺寸产品研发投入增加影响，叠加管理费用中介费增加以及其他收益进项税加计抵扣减少，Q1 费用端高增压制了业绩增长。

➤ 持续推进产能提升，向 AI 眼镜领域积极拓展。分产品看，2024 年公司主营业务碳化硅半导体材料实现收入 14.74 亿元/+35.72%，收入占比 83.35%。公司持续提升核心产品的产能产量，2024 年碳化硅衬底产量 41.02 万片，同比增长 56.56%；销量 36.12 万片，同比增长 59.61%。上海工厂已达到年产 30 万片导电型衬底的产能规划，公司将继续推进二阶段产能提升规划。新兴应用领域方面，公司与多个消费电子行业全球领导者共同合作，探索碳化硅材料在 AI 眼镜的应用，进一步打开下游应用市场。

➤ 产品矩阵布局超前，公司导电型衬底全球排名第二。衬底向大尺寸发展已成必然趋势，6 英寸导电型衬底仍是主流，8 英寸导电型衬底起量，12 英寸导电型衬底已有研发样品。公司是全球少数能够批量出货 8 英寸碳化硅衬底的市场参与者之一，持续推动头部客户积极向 8 英寸转型，此外，公司推出业内首款 12 英寸碳化硅衬底。根据日本富士经济报告测算，2024 年全球导电型碳化硅衬底材料市场占有率，公司是全球排名第二的碳化硅衬底制造商，市场份额 22.80%。根据 Yole 旗下的知识产权调查公司数据，

2024 年度，公司在碳化硅衬底专利领域，位列全球前五。

➤ 投资建议

- 天岳是全球少数能够批量出货 8 英寸碳化硅衬底的公司之一，目前已处于行业领先地位。考虑到 25 年大尺寸产品研发费用增加，我们小幅调整了盈利预测，预计公司 2025-2027 年分别实现营业收入 23.28/28.96/34.87 亿元，归母净利润 2.64/3.23/3.94 亿元，对应 EPS 分别为 0.62/0.75/0.92 元，以 5 月 12 日收盘价 58.92 元计算，25-27 年 PE 分别为 95.8X/78.4X/64.3X，维持“增持-A”评级。风险提示
- 国家产业政策变化、行业竞争加剧、产能产量提升不及预期、客户/供应商集中度较高、地缘政治风险、股东计划减持风险等。

【公司评论】爱旭股份(600732.SH)：爱旭股份点评-25Q1 经营活动现金流转正，ABC 出货大幅增长

肖索 xiaosuo@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 事件：4 月 30 日，公司披露 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年公司实现营业收入 111.6 亿元，同比下降 58.9%，归母净利润亏损 53.2 亿元。25Q1 公司实现营业收入 41.4 亿元，同比增长 64.5%，归母净利润亏损 3.0 亿元，毛利率 0.53%，环比上升 13.46pct，超市场预期。

➤ 事件点评

- ABC 组件出货量大幅增长，累计新增订单 15GW 产销两旺。公司 2024 年 N 型 ABC 组件业务在全球超过 50 个国家和地区实现销售，全年实现组件销售收入 49.6 亿元，组件销售量 6.33GW，同比增长 12 倍。2025Q1 公司 ABC 组件销售量达 4.54GW，同比增长超 5 倍，环比增长超 40%。自 2024 年至 2025 年第一季度，在各类框架合作协议之外，公司 N 型 ABC 组件产品累计新增各类销售订单近 15GW，推动公司产销两旺。截止 2024 年底，公司 ABC 电池组件设计产能 14.8GW（全年平均投产产能），年末平均产能利用率 78%。2024 年公司积极推进义乌 15GW 的 ABC 电池及组件项目和山东济南 10GW 的 ABC 电池及组件项目，预计今年底 ABC 产能超 25GW，预计 ABC 出货 20GW。
- ABC 组件效率持续领先，价格较 TOPCon 溢价 10-40%。截止 2024 年底，公司已申请有关 ABC 的专利 1011 项（24 年中 587 项），取得授权 340 项（24 年中 223 项），在 N 型 BC 专利技术领域持续领先。截至 2024 年末，ABC 电池量产平均转换效率已达到 27.3%，组件量产效率已达 24.6%（+0.4pct，行业第一），72 版型 ABC 组件输出功率范围 640-655W，相同版型在“满屏”技术加持下可再增加 15W。同等面积下 ABC 组件功率比 TOPCon 组件高出 6%-10%。常规 N 型 ABC 高效组件在国内外较 TOPCon 组件溢价 10%-40%，且满屏组件凭借在效率、外观上的进一步升级，较常规 ABC 组件有更多溢价。

- **经营活动现金流转正，库存开始下行。**2025Q1 公司经营活动现金净流入 7.2 亿元，是公司连续四个季度净流出后的首次转正。25Q1 公司存货 20.0 亿元，环比 24Q4 下降 5.5 亿元，存货周转天数 51 天较 2024 年下降约 34 天。应付账款周转天数 126 天较 2024 年下降约 20 天。25Q1 公司货币资金 28.2 亿元，环比 24Q4 增加 9.1 亿元。整体来看，公司已经基本完成第一轮 ABC 电池组件产能的投放，随盈利能力更强的 ABC 组件销售量的持续增加，公司现金流已经开始好转，资产负债表有开始修复的迹象，预计公司将率先行业走出周期低谷。
- **投资建议**
- **我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 5.5 亿元、20.1 亿元、36.8 亿元，相当于 2025 年 37.6 倍的动态市盈率。**考虑公司 ABC 电池组件业务壁垒较高，创新性较强，后续成长空间较大，维持“买入-B”的投资评级。
- **风险提示**
- 海外政策风险；产品价格大幅下跌的风险；ABC 出货量不及预期等风险。

【公司评论】新致软件(688590.SH)：新致软件（688590.SH）：净利润短期承压，AI 商业化进展迅速

方闻千 fangwenqian@szxq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- 4 月 29 日，公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报，其中，2024 年全年公司实现收入 19.95 亿元，同比增长 18.57%，全年实现归母净利润 0.08 亿元，同比减少 88.21%，实现扣非净利润-0.04 亿元，同比减 109.51%；2025 年一季度公司实现收入 4.34 亿元，同比微增 0.21%，一季度实现归母净利润 0.16 亿元，同比增 4.04%，实现扣非净利润 0.15 亿元，同比增长 9.95%。
- **事件点评**
- **保险和企服行业保持高速增长，核心银行客户缩减 IT 预算导致银行业收入承压。**分行业看，1) 2024 年公司紧抓保险行业 AIGC 应用、IFRS17 系统建设、营销渠道业务系统信创改造等业务机会，推动保险行业实现收入 7.28 亿元，同比增长 28.65%；2) 2024 年银行及其他金融行业实现收入 5.02 亿元，同比基本持平，主要是因为部分核心银行客户对正在实施的项目进行大幅削减，造成人员清退及项目延期，导致银行业收入有所下降，公司为此大力拓展资管、券商等客户以维持业务规模；3) 得益于汽车、运营商、政务等行业客户加速数智化转型，2024 年公司企服行业实现收入 6.92 亿元，同比增长 24.14%。
- **股权激励及可转债利息计提短期影响利润表现，合同负债大幅增加反映订单充足信号。**2024 年公司主营业务毛利率为 25.23%，较上年同期降低 1.00 个百分点，主要是由成本端计提股权激励的股份支付费用约 2424 万元所致，剔除该影响后公司主营业务毛利率与 23 年持平，并且 2025 年一季度公司整体毛

利率较上年同期提高 2.91 个百分点。在利润端，随着公司持续加大大模型平台及应用的研发和营销力度，24 年公司销售和研发费用分别同比增长 43.81%和 12.57%，而由于 24 年公司不断扩大人才队伍并且新增股权激励费用 1074 万元，公司管理费用同比增长 32.11%。与此同时，2024 年公司计提可转债利息 1957.67 万元，推动净利润大幅减少。若剔除股权激励和可转债利息影响，去年全年公司归母净利润为 0.63 亿元，扣非净利润为 0.50 亿元。此外，截至 25 年 3 月底，公司合同负债金额达 0.67 亿元，较 24 年底增加 0.48 亿元，表明公司订单充足。

- **模型、应用、算力领域全面布局，AI 商业化进展迅速。**其中，1) 模型：24 年公司完成新致新知大模型研发，其采用 MoE 架构，参数规模为 98B，目前已作为底层能力嵌入新致新知平台中；2) 应用：公司的软件机器人产品矩阵持续完善，目前已全面覆盖保险、汽车等领域，其中，在保险领域，公司 AI 产品已覆盖营销、承保、理赔、服务等各环节，并落地了中国太保、中国人保、中国人寿等数十家保司；在汽车领域，公司开始向整车厂提供智能营销工牌等产品；3) 算力：公司基于昇腾、海光 AI 芯片推出了 AI 一体机，截至今年 4 月底，公司一体机产品已在金融和司法政务领域实现了超过百台的订单落地。
- **投资建议**
- **公司作为国内保险 IT 领导者，正加速将 AIGC 技术融入各产品线中，未来 AI 产品快速实现商业化落地将为公司贡献重要的业绩增量。**预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.38\0.62\0.88 元，对应公司 5 月 12 日收盘价 21.66 元，2025-2027 年 PE 分别为 56.9\35.2\24.7 倍，首次覆盖，给予“买入-A”评级。
- **风险提示**
- **AI 商业化落地不及预期：**若公司 AI 产品与客户需求不匹配或客户对外购 AI 产品仍保持谨慎态度，公司 AI 机器人平台及 AI 一体机的商业化落地可能会受阻，进而导致 AI 相关收入增长不达预期；
- **宏观经济波动风险：**目前公司客户主要集中在金融行业，包括保险、银行、券商和资管客户，受宏观经济波动影响较大。若宏观经济增长放缓，下游客户可能会缩减 IT 预算，进而减少对公司产品和服务的需求，并对公司业务发展产生负面影响；
- **市场竞争加剧风险：**公司所处的 IT 服务行业近年来人工智能、大数据等新技术发展迅速，若公司不能持续加大研发投入或者研发投入效果不及预期，公司的产品技术能力将难以持续提高，可能会削弱公司的市场竞争力，进而对公司经营业绩增长产生不利影响；
- **人力成本快速上升风险：**公司主要从事软件开发业务，营业成本中职工薪酬占比较高；同时，公司总部地处上海，人工成本较高，且呈逐年增长趋势。由于公司业绩对人工成本的变动较为敏感，若未来人工成本的上升速度大于人均产值的增速，则公司的毛利率水平将会面临下降的风险，并对公司经营业绩产生不利影响。

【行业评论】【山证医药】美国医保体系概况及特朗普药价改革政策影响分析

邓周宇 dengzhouyu@sxzq.com

- **美国医保体系概况：**美国医保以商业保险为主，覆盖约 59%人口，多由企业雇主为雇员购买，保费共担。公共医保包括为 65 岁以上及残障人士服务的 Medicare，和联邦与州政府为低收入群体提供的 Medicaid。美国医保体系灵活，但医疗费用高昂，人均寿命在发达国家中较低。
-
- **药价改革政策分析**
- - **特朗普政府：**上一任期推动药价改革未成功，此次再次号召药企降价，计划以全球最低价为参照，通过平行进口、零关税等方式降低药价，目标是所有药品降价 30-80%，不过可能面临药企抵制、法律诉讼等阻力。
- - **拜登政府：**2024 年 8 月在医保谈判中对 10 种高支出药品限价，部分药品降价幅度达 56-66%，但部分药品谈判失败。该政策主要影响 Medicare 的 part D 费用支付，对商保影响存在不确定性。
- - **商保药品定价：**联邦政府对商保药品定价无直接管理权限，商保基于精算定价，通过药品福利管理与药企谈判获取折扣。但若 Medicare 与药企谈定限价，商保可能会要求药企给予更高折扣。
- - **跨国药企应对策略：**跨国药企可能通过政治游说、调整产品组合、拖延专利到期等方式应对药价改革。
- - **药品采购流程差异：**药品进入 Medicare 需经 CMS 目录审核，满足相关指南要求；进入商保则需通过保险公司医疗委员会审核进入商保目录。
- - **绕过中间商可行性：**类似中国两票制，药企直接面向患者销售可降低流通成本，影响中间商利益，而对药企利益影响不大。
-
- **政策对中国药企影响：**特朗普药价改革对中国创新药企偏利好，价格优势使其更易进入美国市场；仿制药若通过一致性评价，也有机会进入美国医保流通体系。
-
- **风险提示：**特朗普政府政策变化的风险；创新药研发失败的风险；创新药市场竞争加剧而导致价格下降的风险；其他地缘政治风险等。

【公司评论】【山西证券|纺织服装】裕元集团 2025Q1 业绩及 2025 年 4 月营收数据

王冯 wangfeng@sxzq.com

- **【山西证券|纺织服装】裕元集团 2025Q1 业绩及 2025 年 4 月营收数据**
-

➤ #（一）制造业务

- 2025Q1，制造业务营收 13.28 亿美元/+5.9%，成品鞋履收入拆分量价看，鞋履出货量+5.3%、销售均价+2.5%。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。



- 2025Q1，制造业务毛利率 17.7%/-2.6pct，销售分销及行政开支占营收比重 10.8%/-0.2pct，其它净收入占营收比重 1.2%/+0.3pct。经营利润率 5.7%/-2.7pct。归母净利润 0.64 亿美元/-24.7%。业绩下滑原因：①部分制造产区的订单满单率及产能利用率大幅高于均值，产能负载不均；②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；③各地新增人力及薪资上涨，推高人工成本。以上因素对制造业务的短期盈利能力产生负面影响。



- 2025Q1，产能利用率 91%/+3pct，期末员工人数 26.95 万，环比增加 4 千人，同比增加 1.88 万人，员工数量从 2024 年初开始，连续 5 个季度持续增加。印尼、越南、中国大陆鞋履出货量占比 55%、31%、10%。来自美国、欧洲、中国大陆、其它区域的收入占比分别为 28.9%、26.9%、14.8%、29.4%。



- 订单预期：从品牌沟通来看，公司正向看待全年订单和出货双数，预计同比去年有提升。出货量预期方面，预计 25Q2 同比增长和 25Q1 相差不大；24Q3 淡季不淡，今年较难发生，高基数上 25Q3 预计出现下滑；25Q4 审慎乐观，期待明年春季订单带来回升机会。全年维度，较大可能持平或小幅上升。



- 盈利能力预期：25H1，毛利率和经营利润率压力相对较大，Q3 仍有较高压力，Q4 有回升可能，但仍需观察美国关税影响。



➤ #（二）零售业务

- 2025Q1，零售业务实现收入 51.07 亿元/-5.4%，其中实体店铺营收同比下降 9%、全渠道营收同比增长 20%。毛利率 32.7%/-0.5pct，经营利润率 4.5%/-0.6pct，归母净利润 1.38 亿元/-20.7%。



➤ #（三）2025 年 4 月

- 2025 年 4 月，公司制造业务营收同比增长 10.5%，1-4 月累计同比增长 7.1%；零售业务营收同比下降 15.3%，1-4 月累计同比下降 7.7%。



- 风险提示：关税风险，订单不及预期，汇率大幅波动等。

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

