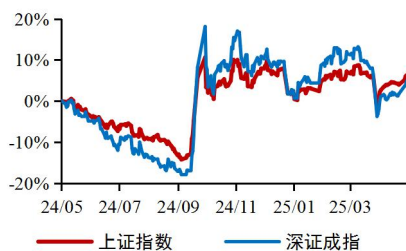


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 5 月 9 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	3,352.00	0.28
深证成指	10,197.66	0.93
沪深 300	3,852.90	0.56
中小板指	6,334.29	0.63
创业板指	2,029.45	1.65
科创 50	1,026.44	-0.36

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】

➤ 【山证宏观策略】降准降息落地，内需线或仍有可为

【山证专精特新】龙图光罩（688721.SH）2025 一季报点评-新工厂摊销叠加策略性降价销售使公司 2025Q1 业绩承压

【山证煤炭】中国神华（601088.SH）一季报点评：-长协稳定业绩，分红成长可期

【公司评论】宏华数科(688789.SH)：宏华数科-受益数码印花渗透率提升，“设备+耗材”一体化驱动成长

【今日要点】

【山证宏观策略】降准降息落地，内需线或仍有可为

范鑫 fanxin@sxzq.com

【投资要点】

- 发布会中宣布了哪些政策
- **央行：**量价协同精准施策，稳市促新强实体。围绕 “量价协同+精准滴灌” ，通过降准降息释放万亿级流动性，同时创新结构性工具（科创再贷款、消费养老再贷款）定向支持科技创新、普惠金融和消费升级领域。通过调降再贷款利率和公积金利率降低社会融资成本，并强化资本市场维稳工具（8000亿证券基金保险互换额度），为实体经济与金融市场提供双重托底，确保货币环境“适度宽松但精准有效”。
- **金融监管总局：**稳楼市活股市扩险资，科创小微双护航。聚焦 “稳楼市+活股市+促科创” 三角发力：优化房地产融资制度（白名单贷款扩容至 6.7 万亿）和保险资金入市规则（降风险因子、推长周期考核），引导险资为股市注入增量；通过并购贷款松绑、科技保险创新和股权投资试点扩围，打通 “科技-产业-金融” 循环，强化对小微企业、外贸企业的融资护航，构建风险共担的产业升级支持体系。
- **证监会：**改革引长钱强机制，开放纳外资促联通。以 “改革+开放+引长钱” 为主线：深化注册制改革（科创板/创业板制度优化）、放宽并购重组规则，提升资本市场服务科创能力；推动公募基金高质量发展，吸引险资、外资等中长期资金入市；扩大金融开放（放宽外资准入、纳入 REITs 至沪深港通），支持中概股回归，同时强化跨境监管协作应对外部冲击（如美关税风险），构建更具韧性、国际化的资本市场生态。
- 本次的“一揽子金融政策”将如何影响市场
- 重现“924”行情的概率有限，短期内或仍以结构市为主。市场已对货币政策的宽松有预期，叠加当前的估值与情绪均处于正常水平，上行的空间相对有限。
- **配置建议：**低波红利股→防御性基石，内需复苏线→进攻性抓手。在轮动加快的结构市行情判断假设下，建议以低波动红利资产为防御性底仓夯实收益安全垫，同时把握阶段性估值修复的窗口期，沿内需复苏及政策催化双主线进行动态再平衡。
- 风险提示
- 中美贸易政策的超预期变化；宏观经济表现不及预期

【山证专精特新】龙图光罩（688721.SH）2025 一季报点评-新工厂摊销叠加策略性降价销售使公司 2025Q1

业绩承压

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 公司发布 2025 年一季报，2025Q1 公司实现营业收入 5436.74 万元，同比下降 8.97%；实现归母净利润 1733.39 万元，同比下降 30.00%；实现扣非归母净利润 1660.40 万元，同比下降 32.89%；实现基本每股收益 0.13 元，同比下降 48.00%。

➤ 事件点评

- **2025Q1 公司营收和净利润较去年同期均有下滑，主要系珠海新工厂投入使用但仍处于产能爬坡期。** 2025Q1 公司实现营业收入 5436.74 万元，同比下降 8.97%；实现归母净利润 1733.39 万元，同比下降 30.00%。2025Q1 公司营收和净利润较去年同期均有下滑，主要系珠海新工厂投入使用但仍处于产能爬坡期，收入贡献尚不明显而折旧摊销增加。预计随着珠海募投项目推进，设备产能利用率将逐步提升，营收和净利润承压态势将会有所好转。此外，部分客户因一季度经营策略调整减少了采购需求，未来随着客户恢复正常采购水平公司收入预计也将恢复增长。
- **2025Q1 公司销售毛利率和销售净利率较去年同期下降明显。** 2025Q1 公司销售毛利率为 52.44%，较去年同期下滑 7.27 个百分点；2025Q1 公司销售净利率为 31.88%，较去年同期下滑 9.58 个百分点。毛利率下滑的原因主要是珠海新工厂投入使用但仍处于产能爬坡期，同时公司采取策略性降价的方式提升在部分客户中的采购占比。而净利率下滑还受到期间费用率提升影响：2025Q1 公司销售期间费用率为 19.17%，较去年同期提升 7.06 个百分点。其中，销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 3.59%、4.56%、0.62%、10.40%，较去年同期分别变动 1.30、0.87、2.76、2.14 个百分点。
- **公司持续推动更高制程产品的研发和验证，未来有望应用到更多的领域。** 随着珠海募投项目的推进，公司产品制程水平将拓展至 90nm、65nm，实现制程升级和产品迭代，下游应用领域也将向驱动芯片、MCU、信号链、CIS、Flash、eNVM 等扩展，充分满足下游大型晶圆厂的配套需求。
- **投资建议**
 - 预计公司 2025-2027 年分别实现营收 3.48、5.09、7.88 亿元，同比增长 41.0%、46.6%、54.6%；分别实现净利润 1.03、1.62、2.63 亿元，同比增长 11.8%、57.6%、62.3%；对应 EPS 分别为 0.77、1.21、1.97 元，以 5 月 8 日收盘价 46.00 元计算，对应 PE 分别为 59.8X、38.0X、23.4X，维持“增持-A”评级。
- **风险提示**
 - 主要原材料和设备依赖进口且供应商较为集中的风险、原材料价格波动的风险、市场竞争加剧的风险、珠海工厂产能利用率爬坡不及预期的风险、汇率波动风险。

【山证煤炭】中国神华（601088.SH）一季报点评：-长协稳定业绩，分红成长可期

刘贵军 liuguijun@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 公司发布 2025 年一季度报告：报告期内公司实现营业收入 695.85 亿元，同比-21.1%；实现归母净利润 119.49 亿元，同比-18.0%；扣非后归母净利润 117.05 亿元，同比-28.9%；基本每股收益 0.601 元/股，加权平均净资产收益率 2.80%，同比减少 0.74 个百分点。经营活动产生的现金流量净额 205.38 亿元，同比-25.90%。截至 2025 年 3 月 30 日，公司总资产 6723.07 亿元，同比+0.60%，净资产 4331.14 亿元，同比+3.2%。

➤ 事件点评

- Q1 长协占比提高，煤炭毛利率提升。Q1 公司商品煤产量 82.5 百万吨（-1.1%），销售量为 99.3 百万吨（-15.3%），其中自产煤销售 78.5 万吨（-4.7%）、外购煤销售 20.8 百万吨（-40.4%）。煤炭平均售价 506 元/吨，同比变化-11.5%。煤炭销售定价机制中年度长协、月度长协及现货分别占比 63.9%、27.7%和 4.8%，长协合计占比 91.6%，同比提高 10.3 个百分点。成本方面，Q1 煤炭平均单位销售成本 353 元/吨，同比-13.07%，其中自产煤销售成本 293 元/吨，同比-1.4%；外购煤销售成本 578 元/吨，同比-12.7%。Q1 自产煤单位生产成本 195.8 元/吨，同比+2.3%。煤炭分部（合并抵销前）实现营收 515.99 亿元（-25.7%），营业成本 360.90 亿元（-26.8%），毛利 155.09 亿元（-22.8%）。Q1 销售中长协占比提高，吨煤售价下降幅度小于成本下降幅度，煤炭分部毛利率 30.1%，同比提高 1.2pct。
- 电力分部维持较高毛利率，装机进一步增加。Q1 公司累计实现发电量 504.2 亿千瓦时，同比-10.7%；售电量 474.7 亿千瓦时，同比-10.7%；其中燃煤发电 483.6 亿千瓦时，同比-12.0%，结构占比从 97.3%降低至 95.9%，降低 1.4pct。电价方面，2025Q1 公司度电价格 386 元/兆瓦时，同比-5.6%。Q1 公司平均售电成本 353.7 元/兆瓦时，同比-3.1%，主要受燃料煤价格下降影响，但电价同步下行，导致发电分部营收 208.54 亿元，同比-14.7%；营业成本 176.41 亿元，同比-13.4%，毛利 32.13 亿元，同比-21.2%，毛利率 15.4%，同比下降 1.3pct。Q1 新增装机 1241 兆瓦，其中燃煤发电 1200 兆瓦，主要受杭锦能源并表影响。
- 运输分部随煤炭市场波动，煤化工毛利率提升。受 Q1 煤炭销售量下降、航运业务结构调整等因素影响，公司铁路、港口、航运分部利润总额同比下降，煤化工有所增长；2025Q1 铁路/港口/航运/煤化工分部营收分别为 105.26/15.76/7.16/14.72 亿元，分别同比-10.5%/-7.2%/-41%/-2.3%，毛利率分别同比+1.9pct/-1.2pct/-2.8pct/+1.6pct；实现利润总额为 34.90/6.15/0.31/0.43 亿元，分别同比-7.6%/-6.1%/-69.6%/168.8%。
- 分红与成长可期，投资价值仍具。公司 2024 年度分红比例 76.5%，同比提高 1.3 个百分点，公司承诺

近三年每年以现金方式分配的利润不少于公司当年实现归属于本公司股东净利润的 65%，并考虑实施中期利润分配。同时，公司作为央企能源龙头企业，增持、注资动作仍然可期，成长性仍存。

➤ 投资建议

➤ 预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 2.74\2.89\2.96 元，对应公司 5 月 7 日收盘价 38.78 元，2025-2027 年 PE 分别为 14.1\13.4\13.1 倍，考虑到公司经营业绩稳健，央企市值考核逐步落地，公司投资价值仍存，维持公司“买入-A”投资评级。

➤ 风险提示

➤ 宏观经济增速不及预期风险；煤炭价格超预期下行风险；安生产生风险；电力需求不足、铁路、航运成本增加等。

【公司评论】宏华数科(688789.SH)：宏华数科-受益数码印花渗透率提升，“设备+耗材”一体化驱动成长

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 17.90 亿元，同比增长 42.30%；归母净利润 4.14 亿元，同比增长 27.40%；扣非后归母净利润 3.92 亿元，同比增长 25.55%。2024Q4，公司实现营业收入 5.25 亿元，同比增长 39.82%；归母净利润 1.04 亿元，同比增长 21.54%；扣非后归母净利润 9325.14 万元，同比增长 15.65%。

➤ 公司披露 2025 年第一季度报告：报告期内，公司实现营业收入 4.78 亿元，同比增长 29.79%；归母净利润 1.08 亿元，同比增长 25.20%；扣非后归母净利润 1.02 亿元，同比增长 20.67%。

➤ 事件点评

➤ 2024 年，受益于下游行业需求稳步提升，传统印染设备逐步向数码喷印设备替代转型，公司订单增长，同时公司积极拓展国内外客户，产品销量同比提升。公司持续贯彻“国内国际双循环”发展战略，在巩固传统优势市场的基础上，加快开拓新兴市场。2024 年，公司内销营收为 8.50 亿元（yoy+46.37%），主要系下游行业数码化转型带来设备销售增长所致；外销营收为 9.24 亿元（yoy+37.60%）。2025 年，公司将巩固南亚、东南亚及欧洲传统市场，重点开拓南美、北美新市场，深化区域代理商合作。

➤ 2024 年，公司深耕主业发展，强化“设备+耗材”一体化经营模式。公司各项重点项目建设稳步推进，产能布局日趋完善，为公司未来高质量发展奠定了坚实基础。2024 年，公司数码喷印设备实现营收 9.05 亿元（yoy+47.84%），IPO 募投项目“年产 2,000 套工业数码喷印设备与耗材智能化工厂”基本达产，为其稳定增长提供了坚实的产能准备；墨水营收 5.18 亿元（yoy+26.15%），增速小于设备的主要原因系单价下降所致，子公司天津宏华数码喷印产业一体化基地项目的建成投产将为墨水销售提供持续产能

支持，进一步夯实“设备+耗材”一体化发展战略的实施基础；自动化缝纫设备营收 1.45 亿元（yoy+37.67%）；数字印刷设备营收 1.36 亿元（yoy+114.66%），主要系公司收购的山东盈科杰上年 8 月纳入合并范围以及本期外销营收增长所致。

- **公司扩大投入导致费用率同比提升，盈利能力短期承压。**2024 年，公司净利率为 24.17%（-2.52pct），期间费用率 18.04%（+2.05pct），毛利率为 44.95%（-1.59pct）。其中，数码喷印设备毛利率为 43.07%（-2.22pct）；墨水毛利率为 50.41%（-3.46pct）；自动化缝纫设备、数字印刷设备毛利率分别为 26.91%（+3.45pct）、50.50%（+6.36pct）；其他业务毛利率为 46.01%（-3.87pct）。

➤ 投资建议

- 公司深耕工业数码喷印领域三十余年，产品与服务覆盖数码喷印装备、配套墨水及耗材和工艺方案等多个环节，已形成完整的产业生态体系。

- 从 β 角度看，下游小单快反趋势下数码印花渗透率提升，数码喷印正进入快速规模化替代阶段，随着数码喷印墨水生产规模的扩大，规模经济带来成本的持续下降，进一步促进了数码印花工艺对传统印花工艺的加速替代。

- 从 α 角度看，公司设备+耗材一体化发展的商业模式驱动成长，后续扩产项目的落地将显著增强公司在工业数码喷印全产业链的产能支撑与资源整合能力。公司不断强化“设备先行、耗材跟进”的经营模式，坚持纺织行业数码喷印产业链全面介入，随着募投项目的逐步建成投产，公司产能将扩大至约 5,520 台，打造出全球最大规模数码喷印设备生产基地，为公司未来业务规模的持续扩张和盈利能力的稳步提升提供坚实基础。

- 综上，我们预计公司 2025-2027 年归母公司净利润 5.5/7.0/8.7 亿元，同比增长 32.2%/28.5%/23.5%，EPS 为 3.1/3.9/4.9 元，对应 5 月 7 日收盘价 65.35 元，PE 为 21/17/14 倍，首次覆盖给予“买入-A”评级。

➤ 风险提示

- 宏观环境风险：公司下游行业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。
- 行业与市场风险：若未来数码喷印技术不能在稳定性、耗材成本等方面实现进一步突破，则存在规模化推广进度变缓、市场开拓不及预期的风险。
- 应收账款无法收回的风险：24 年末，公司应收账款余额为 63,077.76 万元，占同期营业收入的比例为 35.23%。
- 海外市场风险：24 年公司境外销售收入占比为 51.62%，若海外政治环境、贸易政策、汇率等发生重大不利变化，将对公司经营造成不利影响。

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

