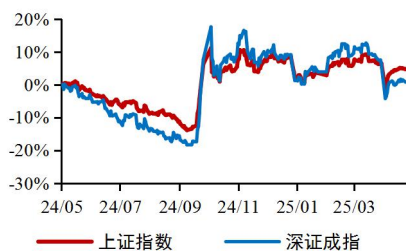


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 4 月 30 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	3,286.65	-0.05
深证成指	9,849.80	-0.05
沪深 300	3,775.08	-0.17
中小板指	6,172.70	-0.13
创业板指	1,931.94	-0.13
科创 50	1,003.87	0.10

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】

【宏观策略】新股周报（2025.04.28-2025.04.30）-4 月份创业板新股开板估值上升，主板新股开板估值下降

【行业评论】电子：山西证券电子行业周跟踪-人工智能高质量发展，把握国产替代和自主可控机会

【行业评论】非银行金融：行业周报（20250421-20250427）：-政治局会议定调积极，券商一季报表现亮眼

【公司评论】恒玄科技(688608.SH)：恒玄科技年报及一季报点评-智能可穿戴市场爆发，公司新产品助力业绩高增长

【公司评论】新洁能(605111.SH)：新洁能年报及一季报点评-功率半导体成长旗手，汽车+AI 驱动新一轮发展

【山证军工】北方导航（600435.SH）2024 年年报及 2025 年一季报点评-需求拐点已至，业绩指引彰显企业信心

【公司评论】中宠股份(002891.SZ)：【中宠股份】2024 年年报及 2025 年一季报点评-全球化布局构建战略纵深，自有品牌倍道而进

【公司评论】深信服(300454.SZ)：深信服（300454.SZ）：一季度营收和净利润明显改善，25 年将重点发力 AICP 算力平台-一季度营收和净利润明显改善，25 年将重点发力 AICP 算力平台

【山证煤炭】新集能源（601918.SH）一季报点评：-煤稳电增一体化深入，股东增持仍在进行

【公司评论】中望软件(688083.SH)：中望软件（688083.SH）：营收整体平稳增长，海外市场持续高增

【山证军工】内蒙一机（600967.SH）2024 年报及 2025 年一季报点评-业绩恢复较快增长，内装外贸双轮驱动

【山证专精特新】珂玛科技（301611.SZ）一季报点评-半导体领域一体化模块化产品规模量产，贡献主要收入增长

【今日要点】

【宏观策略】新股周报（2025.04.28-2025.04.30）-4 月份创业板新股开板估值上升，主板新股开板估值下降

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

【投资要点】

- 新股市场活跃度上升，4 月份主板新股首日涨幅和开板估值均下降
- 周内新股市场活跃度上升，近 6 个月上市新股周内共有 25 只股票录得正涨幅(占比 47.17%，前值 45.10%)。
- 科创板：上周科创板无新股上市。周内兴福电子、海博思创、思看科技录得周涨幅超 3%，赛分科技录得周跌幅超-2%。
- 创业板：上周创业板众捷汽车上市，上市首日涨幅 172.73%，首日开板估值 53.59 倍。周内弘景光电录得周涨幅超 10%，宏工科技、惠通科技录得周跌幅超-10%。
- 沪深主板：上周沪深主板天有为、江顺科技上市，首日开板估值 19.71 倍、32.74 倍。周内健尔康录得周涨幅超 10%，亚联机械、信凯科技等录得周跌幅超-10%。
- 新股周期：3 月份上市 13 只新股，科创板新股首日涨幅下降但开板估值上升，创业板新股首日涨幅和开板估值均下降，主板新股首日涨幅和开板估值均上升，科创板/创业板首发 PE 上升。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，创业板首发 PE 微升。
- 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: 汉邦科技、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、瑞华泰、维峰电子、广立微、龙迅股份、鼎泰高科等。
- 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。

【行业评论】电子: 山西证券电子行业周跟踪-人工智能高质量发展, 把握国产替代和自主可控机会

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- **市场整体:** 本周(2025.4.21-2025.4.25)市场大盘整体上涨, 上证指数涨 0.56%, 深圳成指涨 1.38%, 创业板指涨 1.74%, 科创 50 跌 0.40%, 申万电子指数涨 0.83%, Wind 半导体指数跌 0.64%。外围市场, 费城半导体指数涨 10.94%, 台湾半导体指数涨 3.88%。细分板块中, 周涨跌幅前三为消费电子(+3.86%)、其他电子(+2.74%)、元件(+2.43%)。从个股看, 涨幅前五为致尚科技(+44.76%)、ST 宇顺(+27.66%)、*ST 同洲(+27.64%)、汉威科技(+22.97%)和奥比中光-UW(+17.34%); 跌幅前五为惠伦晶体(-21.26%)、思瑞浦(-19.25%)、圣邦股份(-14.86%)、雅创电子(-13.18%)和晶丰明源(-11.22%)。

- **行业新闻：**三星、美光、SK 海力士将削减 DDR4 产量。继三星将于 4 月起停止 1y 和 1z 纳米 8GB DDR4 生产后，美光公司也已通知客户，将停止为服务器提供传统 DDR4 内存模块。此外，SK 海力士也正在削减其 DDR4 产量，使其生产份额降至 20%。谷歌母公司 Alphabet 第一季度财报亮眼。营收 902.3 亿美元，高于预期；剔除合作伙伴分成后为 765 亿美元，同样高于预期。广告收入 668.9 亿美元，高于预期。云业务营收同比增长 28%，达到 122.6 亿美元，略低于预期。YouTube 广告营收 89.3 亿美元，略低于预期。净利润 345 亿美元，同比大涨 46%。资本支出 172 亿美元，高于去年同期和市场预期。预计 2025 全年资本支出将达 750 亿美元，用于数据中心等项目建设。习近平在中共中央政治局第二十次集体学习时强调 坚持自立自强 突出应用导向 推动人工智能健康有序发展。中共中央政治局 4 月 25 日下午就加强人工智能发展和监管进行第二十次集体学习。中共中央总书记习近平在主持学习时强调，面对新一代人工智能技术快速演进的新形势，要充分发挥新型举国体制优势，坚持自立自强，突出应用导向，推动我国人工智能朝着有益、安全、公平方向健康有序发展。
- **重要公告：**【立讯精密】发布 2025 年一季报。公司实现总营业收入 617.88 亿元，同比增长 17.90%；实现归母净利润 30.44 亿元，同比增长 23.17%。【芯源微】发布 2024 年年报。公司实现总营业收入 17.54 亿元，同比增长 2.13%；实现归母净利润 2.03 亿元，同比减少 19.08%。【北方华创】发布 2025 年一季报。公司实现总营业收入 82.06 亿元，同比增长 37.90%；实现归母净利润 15.81 亿元，同比增长 38.80%。
- **投资建议**
- **近期全球贸易摩擦加剧，美国关税政策不确定性持续，尤其高科技领域，美国对华芯片出口限制及关键电子元器件加征关税风险升温，加剧电子行情波动。**但面对成本上行与供应链重构双重压力，国产替代与自主可控主线更为清晰，结构性机会凸显。与此同时，人工智能技术坚持自立自强、突出应用导向的发展路径，既是对全球技术格局演变的战略回应，更是把握智能时代发展规律的科学抉择，标志着我国人工智能发展从规模扩张转向质量跃升的新阶段。长期建议关注 AI 芯片、光刻机、先进封装等板块。
- **风险提示**
- **下游需求回暖不及预期，技术突破不及预期，产能瓶颈，外部制裁升级行业动态**

【行业评论】非银行金融：行业周报（20250421-20250427）：-政治局会议定调积极，券商一季报表现亮眼

孙田田 0351-8686900 suntiantian@sxzq.com

【投资要点】

- **政治局会议定调政策积极。**会议指出要加紧实施更加积极有为的宏观政策，用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策。加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用。兜牢基层“三保”底线。适时降准降息，保持流动性充裕，加力支持实体经济。创设新的结构性货币政策工具，设立新

型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。强化政策取向一致性。

- **券商一季报业绩增长。**截至 2025 年 4 月 27 日，已有 13 家上市券商披露一季报，受益于一季度市场交投活跃度提升及股权融资阶段性改善，多数券商实现收入及利润增长，13 家券商一季度合计实现营业收入 161.11 亿元，同比增长 13.79%，实现归母净利润 41.47 亿元，同比增长 55.58%，披露一季报的上市券商中，仅 3 家券商营收同比下滑，2 家归母净利润下滑。其中，东北证券、东吴证券及国海证券净利润增长均超过 100%。
- **上周主要指数均有不同程度上涨，上证综指上涨 0.56%，沪深 300 上涨 0.38%，创业板指数上涨 1.74%。**上周 A 股成交金额 5.73 万亿元，日均成交额 1.15 万亿元，环比增长 3.43%。两融余额 1.80 万亿元，环比减少 0.07%。中债-总全价(总值)指数较年初下跌 0.72%；中债国债 10 年期到期收益率为 1.66%，较年初上行 5.30bp。
- **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。

【公司评论】恒玄科技(688608.SH)：恒玄科技年报及一季报点评-智能可穿戴市场爆发，公司新产品助力业绩高速增长

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。**2024 年公司营业收入 32.63 亿元，同比+49.94%，归母净利润 4.60 亿元，同比+272.47%；2025 年一季报营业收入 9.95 亿元，同比+52.25%，归母净利润 1.91 亿元，同比+590.22%。
- **事件点评**
- **深耕低功耗 SoC 领域，产品多元化推动营收利润创历史新高。**公司 2024 年收入 32.63 亿元，归母净利润 4.60 亿元，均创历史新高。公司智能手表手环芯片不断导入新客户，下游智能手表、手环市场保持高增速，全年实现营收 10.45 亿元，收入占比 32%，公司收入逐渐多元化发展。
- **新产品 BES2800 量产落地，高算力性能契合边缘 AI 大趋势。**公司新一代可穿戴产品 BES2800 在旗舰耳机产品中量产，标志公司高算力产品逐步推向市场，新产品使用 6nmFinFET 工艺，单芯片集成多核算力、存储、通信功能，充分适配耳机、手表、眼镜等新一代 AI 终端，有望伴随下游需求实现产品的大批量爆发。
- **2025 年智能可穿戴市场迎来 AI 加持，公司新品驱动高成长。**2025 年一季报公司营收 9.95 亿元，归母

净利润 1.91 亿元，25Q1 毛利率 38.47%，同比+5.54pct。可穿戴市场在国补及 AI 大模型加持下，维持较高行业增速，利润端新产品迭代提高产品均价，收入增长带来规模效益逐渐体现，预计伴随 AI 驱动智能可穿戴渗透，以及公司新品逐渐放量，25 年公司有望进一步高速增长。

➤ **投资建议**

➤ 预计公司 2025-2027 年净利润分别为 7.09/9.73/12.87 亿元，同比增长 53.9%/37.4%/32.3%，对应公司 2025-2027 年 PE 分别为 70.8/51.6/39.0x，维持“买入-A”评级。

➤ **风险提示**

➤ 宏观经济复苏不及预期的风险；市场竞争加剧风险；研发进度不及预期风险。

【公司评论】新洁能(605111.SH)：新洁能年报及一季报点评-功率半导体成长旗手，汽车+AI 驱动新一轮发展

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

➤ **事件描述**

➤ **公司公告 2024 年年报及 2025 年一季报。**公司 2024 年营业收入 18.28 亿元，同比+23.83%，归母净利润 4.35 亿元，同比+34.50%；2025 年一季度营业收入 4.49 亿元，同比+20.81%，归母净利润 1.08 亿元，同比+8.20%。

➤ **事件点评**

➤ **功率半导体行业周期修复，公司产品结构向中高端转型。**功率半导体行业伴随下游新能源车、光伏储能、工业等领域需求恢复，行业景气度逐渐修复。公司功率器件产品逐渐打开高端市场，实现对国际一流厂商料号的逐步替代，SGT MOSFET 在汽车电子、无人机、光伏储能等行业实现产品突破；IGBT 产品大力推广第七代产品，加大在汽车电子、工业等领域推广；SJ MOSFET 已实现 OBC 市场规模化交付；Trench MOSFET 从传统消费市场向汽车、光伏储能等新领域扩展。

➤ **汽车电子产品多元化高端化，打开公司新成长曲线。**公司目前已推出 200 余款车规级 MOSFET 产品，供应产品数量同比增长超 6 成，与头部汽车客户形成多方位合作，同时在 800V 高压平台、48V 车技系统等高端领域研发布局新产品，预计未来汽车电子将成为公司主要成长动力。

➤ **AI 算力领域紧跟下游需求，扩大产品矩阵。**随着 AI 带来服务器领域出货量增长，公司不仅在传统服务器领域扩大市场份额，同时利用技术积累在 AI 算力服务器领域开发新产品，第三代 SGT MOSFET 在重点客户中实现试产，第四代 SJ MOSFET 产品凭借产品品类及成本优势，收入规模持续增长。

➤ **投资建议**

- 预计公司 2025-2027 年净利润分别为 5.75/7.30/9.15 亿元，同比增长 32.2%/27.0%/25.4%，对应公司 2025-2027 年 PE 分别为 22.0/17.3/13.8x，维持“买入-A”评级。
- 风险提示
- 下游需求复苏不及预期的风险，上游成本涨价的风险，市场竞争加剧的风险。

【山证军工】北方导航（600435.SH）2024 年年报及 2025 年一季报点评-需求拐点已至，业绩指引彰显企业信心

骆志伟 luozhiwei@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 北方导航公司发布 2024 年报及 2025 年一季报。2024 年公司营业收入为 27.48 亿元，同比减少 22.91%；归母净利润为 0.59 亿元，同比减少 69.29%；扣非后归母净利润为 0.40 亿元，同比减少 77.20%；负债合计 42.44 亿元，同比增长 11.17%；货币资金 13.71 亿元，同比减少 33.65%；应收账款 44.63 亿元，同比增长 33.78%；存货 5.38 亿元，同比增长 27.07%。2025 年一季度公司营业收入为 3.52 亿元，同比增长 347.47%；归母净利润亏损 0.17 亿元，同比增长 66.32%；扣非后归母净利润亏损 0.27 亿元，同比增长 55.07%；负债合计 38.14 亿元，同比增长 18.71%。货币资金 9.94 亿元，同比减少 26.56%；应收账款 44.73 亿元，同比增长 48.26%；存货 5.28 亿元，同比减少 8.86%。
- 事件点评
- 需求拐点已至，业绩指引彰显企业信心。由于部分产品受技术状态变更、订货合同延迟签订等因素影响，已确定订单未能在当期确认收入，导致 2024 年营收较上年同期下降，但是从 2024 年四季度开始，公司营收已逐季恢复增长，2024 年四季度单季度同比增长 67.29%，2025 年一季度同比增长 347.47%。公司预计 2025 年实现营业收入 50 亿元，利润总额 3 亿元，彰显公司信心。
- 远火产业链核心环节，有望持续受益于产业链的蓬勃发展。2025 年是装备建设“十四五”规划任务攻坚之年。远程火箭弹很好地达成了使用性能和成本的平衡，已被视作战场上主要的火力输出工具，是未来陆海空三军联合作战中陆军的主力装备，需求确定性高。兵器工业集团承担了我军目前所有现役和在研制导火箭装备的研制和生产任务，北方导航紧跟兵器工业集团研制步伐，大力发展制导火箭武器系统，负责研发和生产精确制导武器的核心分系统控制舱，处于远火产业链核心环节，有望持续受益于产业链的蓬勃发展。
- 投资建议
- 我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.18\0.24\0.32，对应公司 4 月 29 日收盘价 10.72 元，2025-2027 年 PE 分别为 60.5\44.0\33.5，维持“买入-A”评级。

➤ 风险提示

- 精确制导武器列装不及预期；生产交付不及预期；技术研发不及预期。

【公司评论】中宠股份(002891.SZ):【中宠股份】2024 年年报及 2025 年一季报点评-全球化布局构建战略纵深，自有品牌倍道而进

陈振志 chenzhenzhi@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年公司实现营收 44.65 亿元，同比+19.15%；实现归母净利润 3.94 亿元，同比+68.89%；实现扣非归母净利润 3.86 亿元，同比+71.74%。分红预案：每 10 股派现金红利 1.5 元（含税）。2025 年一季度公司实现营收 11.01 亿元，同比+25.41%；实现归母净利润 0.91 亿元，同比+62.13%；实现扣非归母净利润 0.88 亿元，同比+63.75%。

➤ 事件点评

- 聚焦战略再升级，海外业务稳定增长。2024 年公司以自有品牌为主的境内业务实现营收 14.14 亿元，同比+30.26%，毛利率 35.18%，同比提升 4.00 个百分点。Wanpy 顽皮通过精准的渠道策略与产品优化，实现品牌持续升级与增长，与领先、ZEAL 品牌共同带动公司境内业务营收及盈利水平共同增长。境外业务方面，公司 2024 年实现营收 30.51 亿元，同比+14.62%，随着公司加强欧洲、东南亚地区客户开发以及未来北美工厂逐步投产，公司海外营收规模将持续提升。
- 主粮产品高速增长，直销占比进一步提升。分产品来看，24 年公司零食/主粮分别实现收入 31.32/11.07 亿元，同比+4.92%/+91.85%，占总营收的比例为 70.2%/24.8%，随着顽皮、领先等公司自有品牌快速增长，公司产品结构不断优化，主粮产品占比持续提升。分销售模式看，OEM/经销/直销营收分别为 26.16/11.95/6.54 亿元，同比分别+21.21%/+6.33%/+40.50%，占比分别为 58.59%/26.76%/14.65%，直营比例逐年增加，反映了公司旗下自有品牌矩阵的品牌力不断增强。
- 费用持续投放，稳步推进全球化布局。2024 年公司管理/销售/财务费用分别同比+46.30%/+27.91%/-38.50%，主要是由于公司境内境外业务对于自有品牌持续加强市场开拓。公司 2024 年研发费用支出 7267.94 万元，同比+51.70%，通过加大研发力度赋能技术壁垒与产品迭代双轮驱动。公司通过“自主建厂+ 并购整合”双模式，运营全球 22 个现代化生产基地（国内 14 个、海外 8 个），其中美国、新西兰、加拿大工厂主要负责高端产品供应，加拿大工厂二期项目、美国工厂二期项目以及国内的“年产 4 万吨宠物湿粮项目”、“年产 6 万吨高品质宠物干粮项目”等新产能均在陆续实施中，在贸易壁垒存在巨大不确定性的当下，公司稳健运营的国内+海外产能更加凸显公司全球化布局的抗风险韧性。



投资建议

- 我们认为公司自有品牌业务调整卓有成效，今年国内业务营收规模及盈利能力将进一步发展，股权激励目标亦有望实现。我们再次强调需重视公司在全球化战略布局的领先优势以及顽皮、领先等自有品牌高增长势能，同时看好海外工厂进一步抬升公司境外盈利水平，我们认为股权激励全年目标有望实现。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 4.65/5.51/6.77 亿元，EPS 分别为 1.58/1.87/2.29 元，目前股价对应公司 2025、2026 年 PE 分别为 33.9 倍、28.6 倍，维持“增持-A”评级。

风险提示

- 原材料价格波动风险；政策管理风险；因管理不当导致出现食品安全的风险；动物疫病风险；全球贸易摩擦加剧的风险；汇率波动风险；产品销售不及预期的风险；品牌及产品舆情风险；海外竞争加剧导致公司全球化战略推进受阻的风险。

【公司评论】深信服(300454.SZ)：深信服（300454.SZ）：一季度营收和净利润明显改善，25 年将重点发力 AICP 算力平台-一季度营收和净利润明显改善，25 年将重点发力 AICP 算力平台

方闻千 fangwenqian@szxq.com

【投资要点】

事件描述

- 4 月 24 日，公司发布 2025 年一季报，其中，2025 年一季度公司实现收入 12.62 亿元，同比增长 21.91%；一季度实现归母净利润-2.50 亿元，同比高增 48.93%，实现扣非净利润-2.61 亿元，同比高增 48.75%。

事件点评

- 云业务推动公司营收增长明显加速，持续降本增效下净利润大幅减亏。由于今年一季度云业务订单增速较高，叠加去年同期收入基数较低，公司一季度收入增速显著提升。2025 年一季度公司毛利率达 60.38%，较上年同期提高 2.20 个百分点。在利润端，公司持续推行的降本增效举措效果显著，今年一季度公司销售、管理、研发费用率分别较上年同期降低 14.72、2.02、12.72 个百分点，受益于此，一季度公司净利率为-19.78%，较上年同期大幅提高 27.45 个百分点。此外，2025 年一季度公司经营性净现金流-8.31 亿元，同比增长 28.00%，主要是由一季度产品销售收到的现金增加以及购买原材料支付的货款减少所致。
- AICP 算力平台是今年公司的重点发力产品，并有望推动营收持续改善。24 年公司推出 AICP 算力平台，并打造了 HCI+AICP 的新一代超融合解决方案，实现增加一台 GPU 节点就能基于本地集群快速部署 DeepSeek 等企业级大模型，基础设施在无需重构原有基础框架的情况下完成从传统承载平台向智算承载平台的升级，并且所有通算、智算的集群资源都可以在信服云管理平台 SCP 上进行统一纳管。

HCI+AICP 的解决方案能够优化推理性能，在并发度高、吞吐量大的情况下，用户以极低的资源投入就能享受 5-10 倍的性能提升。目前，公司提供本地私有化部署和托管云订阅服务两种交付方式，并已兼容适配英伟达、昇腾、海光、天数智芯、沐曦、燧原等国内外主流算力芯片。

➤ 投资建议

➤ 公司作为国内网络安全及云计算领导厂商，AI 需求爆发有望带动公司云业务高速增长，同时人员优化将推动净利润加速释放，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.86\1.39\1.91，对应公司 4 月 29 日收盘价 97.20 元，2025-2027 年 PE 分别为 113.15\69.98\50.82，维持“增持-A”评级。

➤ 风险提示

➤ 产品迭代不及预期；宏观经济下行风险；市场竞争加剧风险。

【山证煤炭】新集能源（601918.SH）一季报点评：-煤稳电增一体化深入，股东增持仍在进行

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 29.10 亿元，同比-4.85%；实现归母净利润 5.32 亿元，同比-11.01%；扣非后归母净利润 5.38 亿元，同比-7.62%；基本每股收益 0.205 元/股，同比-11.26%；加权平均净资产收益率 3.36%，同比减少 0.96 个百分点。经营活动产生的现金流量净额 7.49 亿元，同比-23.43%。截至 2025 年 3 月 31 日，公司总资产 455.39 亿元，同比+1.95%，净资产 161.32 亿元，同比+3.70%。

➤ 事件点评

➤ 煤炭产销同比恢复，受益成本下降毛利逆势提升。2025Q1 公司实现原煤产量 553.94 万吨，商品煤产量 498.86 万吨，销量 460.33 万吨，同比分别变化+10.47%、+6.27%、+1.76%；环比 2024Q4 分别变化-6.82%、-3.53%和-9.49%。同比增长主要是 2024Q1 安监影响，环比下跌则主要受春节假期影响。2025Q1 公司吨煤平均售价 560.22 元/吨，同比-2.56%，同期秦皇岛港动力末煤平均价同比下跌 20.02%，受长协影响公司煤价波动幅度明显小于市场煤价。测算的煤炭对内销售量 63.50%，公司火电装机增加促进了煤炭产品的内部销售。测算的吨煤成本 324.01 元/吨，同比-6.50%；受降本增效影响，平均吨煤毛利 236.21 元/吨，同比逆势增长+3.42%。

➤ 电力电量同比明显增长，新增装机稳步推进。2025Q1 公司发电量实现 36.23 亿千瓦时，实现上网电量 34.26 亿千瓦时，同比分别变化+47.16%、+46.91%，环比分别变化-17.06%、-17.23%；同比增幅较大主要受利辛电厂二期（2*660MW）2024 年投产影响；2025Q1 公司平均上网电价 374.9 元/兆瓦时，同比-8.14%。截至 2025 年三月底，公司上饶电厂、滁州电厂、六安电厂建设稳步推进，电力板块成长空间

仍存，公司煤电一体化的协同优势将得到进一步发挥。

- **践行市值管理，控股股东增持公司股份。**公司于 2025 年 1 月 4 日披露了《中煤新集能源股份有限公司关于控股股东增持公司股份计划的公告》，公司控股股东中国中煤能源集团有限公司拟自该公告披露之日起 12 个月内通过上海证券交易所交易系统采用集中竞价方式增持公司 A 股股份，增持总金额不低于人民币 2.5 亿元，不高于人民币 5 亿元，且增持数量不超过公司总股本的 2%。截止 4 月 7 日，控股股东累计已增持持公司 7,920,495 股 A 股股份，占公司总股本比例约为 0.31%，累计增持金额为 51,885,164 元（不含佣金税费），距增持计划下限仍有约 2 亿元。
- **投资建议**
- **预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.96\0.99\1.07 元，对应公司 4 月 28 日收盘价 6.80 元，2025-2027 年 PE 分别为 7.1\6.8\6.4 倍。**公司作为安徽地区重要煤、电供应商，未来产、销、业绩有保障；公司及控股股东中煤集团践行央企市值管理理念，或给公司带来的估值提升空间；因此，继续给予“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；火电利用小时数下降风险；电价下降风险；安生产生风险；资产注入进度不及预期风险等。

【公司评论】中望软件(688083.SH)：中望软件（688083.SH）：营收整体平稳增长，海外市场持续高增

方闻千 fangwenqian@szxq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- 4 月 21 日，公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报，其中，2024 全年公司实现收入 8.88 亿元，同比增长 7.31%；全年实现归母净利润 0.64 亿元，同比增 4.17%，实现扣非净利润-0.91 亿元，而上年同期亏损 0.78 亿元。2025 年一季度公司实现收入 1.26 亿元，同比增 4.56%；一季度实现归母净利润-0.48 亿元，同比减少 87.30%，实现扣非净利润-0.74 亿元，同比增长 5.40%。
- **事件点评**
- **营收平稳增长，控编增效战略下期间费用率持续下降。**受宏观环境影响，工业软件下游需求疲软，导致公司营收增长承压。2024 年公司毛利率为 94.42%，保持基本稳定。在利润端，2024 年公司销售费用率较上年同期降低 5.96 个百分点，主要是因为公司减少销售人员数量；而由于管理人员增加以及人员调整带来离职补偿金显著增加，2024 年公司管理费用率较上年同期提高 1.84 个百分点；此外，受博超并表以及公司持续加大研发投入影响，24 年研发费用率较上年同期提高 3.14 个百分点。2024 年公司净利率为 5.45%，较上年同期降低 1.78 个百分点，而 2025 年一季度净利率为-36.65%，较上年同期降低

9.17个百分点，主要是由一季度政府补助金额减少和理财产品投资收益波动所致。

- **教育市场短期承压，海外市场保持高增。**分市场看，1) 境内商业市场：公司凭借领先的产品性能和优质的本地化服务满足客户的差异化需求，同时，通过深度结合业务团队与研发团队，公司快速拓展 KA 客户，24 年实现收入 5.61 亿元，同比增长 12.13%；2) 境内教育市场：教育客户经费预算收紧阻碍公司教育业务开拓，24 年实现收入 1.23 亿元，同比减少 25.61%；3) 海外市场：公司持续推行本地化战略落地，并开始探索海外品牌推广，24 年在亚太、欧洲、美洲等地的业务拓展取得显著进展，24 年海外市场实现收入 2.02 亿元，同比增 28.77%，并且 25 年一季度公司海外业务收入增速超过 30%。
- **24 年以来公司持续迭代 2D 及 3D CAD 产品并加大市场拓展力度。**其中，1) 2D CAD：2024 年公司发布 ZWCAD 2025，新增三维可变块、STEP 文件导入、工程视图等功能，并提升了三维图纸开图效率以及文字编辑与显示、PDF 底图等重点功能的准确性和使用效率。2024 年 2D CAD 产品实现收入 4.82 亿元，同比增长 2.12%，未来公司将持续巩固 2D 产品的性能优势，并重点提升在制造行业和工程建设行业的市场份额；2) 3D CAD：24 年以来，公司聚焦 3D CAD 产品的性能突破，持续迭代拳头产品 ZW3D，最新版的 ZW3D 2025 的结构仿真分析、工程协同等能力显著提升，2024 年 3D 产品实现收入 2.42 亿元，同比增长 29.21%。未来公司将基于 ZW3D，优先在通用机械、高科技电子家电、模具等行业快速成为市场领导者，并逐步突破轨道交通、汽车、船舶、基础设施等高端领域。
- **投资建议**
- 公司是工业设计软件领导厂商，产品竞争力持续提升，有望充分受益于工业软件国产化趋势，同时，海外市场的高速增长也将拉动公司收入稳步提升。考虑到教育市场短期承压以及博超整合进展略不及预期，调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.76\1.13\1.44，对应公司 4 月 28 日收盘价 94.20 元，2025-2027 年 PE 分别为 123.81\83.30\65.51，维持“增持-A”评级。
- **风险提示**
- 技术研发风险，宏观经济持续下行风险，市场竞争加剧风险，汇率波动的风险。

【山证军工】内蒙一机（600967.SH）2024 年报及 2025 年一季报点评-业绩恢复较快增长，内装外贸双轮驱动

骆志伟 luozhiwei@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **内蒙一机公司发布 2024 年报及 2025 年一季报。**2024 年公司营业收入为 97.92 亿元，同比减少 2.18%；归母净利润为 5.00 亿元，同比减少 41.33%；扣非后归母净利润为 4.83 亿元，同比减少 41.43%；负债合计 84.19 亿元，同比减少 31.38%；货币资金 25.51 亿元，同比减少 49.25%；应收账款 9.94 亿元，同

比增长 10.50%；存货 29.59 亿元，同比减少 14.71%。2025 年一季度公司营业收入为 27.31 亿元，同比增长 19.60%；归母净利润为 1.86 亿元，同比增长 11.03%；扣非后归母净利润为 1.86 亿元，同比增长 12.84%；负债合计 88.62 亿元，同比减少 21.21%；货币资金 36.66 亿元，同比增长 12.22%；应收账款 19.47 亿元，同比增长 58.91%；存货 21.79 亿元，同比减少 24.75%。

➤ 事件点评

➤ 营收逐季恢复快速增长，2025 年 Q1 净利润恢复增长。2024 年四季度单季度，公司实现营收 26.84 亿元，同比增长 23.88%，2025 年一季度公司实现营收 27.31 亿元，同比增长 19.60%，从 24 年三季度开始公司营收逐季恢复了快速增长。2025 年一季度公司实现归母净利润 1.86 亿元，同比增长 11.03%，重新恢复增长。

➤ 内装外贸双轮驱动。内装方面，公司密切跟踪各军兵种老旧装备升级换代以及新研装备列装需求，加强以联勤保障部队为主体、覆盖火箭军、空军和信息支援部队等综合保障类装备市场开拓，实现国内军品订货的连续性和稳定性。军贸方面，随着全球地缘政治局势的复杂化，国际热点地区冲突不断，全球军贸市场进入上行周期，面对全球军贸市场的机遇期，公司不断完善军贸产品体系，开发了适应海外用户需求的轮履、无人装备及中口径火炮等系列产品，在国际市场上保持了一定占有量，未来在重点产品持续订货的基础上，伴随在多个新领域、新市场的不断突破，公司外贸业绩将持续提升。

➤ 投资建议

➤ 我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.42\0.49\0.56，对应公司 4 月 28 日收盘价 11.19 元，2025-2027 年 PE 分别为 26.9\22.9\19.9，维持“增持-A”评级。

➤ 风险提示

➤ 外贸交付不及预期；内需订单不及预期。

【山证专精特新】珂玛科技（301611.SZ）一季报点评-半导体领域一体模块化产品规模量产，贡献主要收入增长

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 2.48 亿元/+54.26%，归母净利润 0.87 亿元/+72.69%，扣非归母净利润 0.86 亿元/+74.18%。

➤ 事件点评

➤ 公司一体模块化产品大规模量产贡献收入。2025 年一季度，中国半导体产业规模快速增长，设备关键

零部件国产化不断推进，公司半导体领域结构件产品需求增加，同时公司“功能-结构”一体模块化产品的大规模量产，带动主营产品在半导体领域销售规模的增长。2025Q1 公司整体毛利率为 57.11%，同比下降 1.14pcts，但环比回升 0.99pct。整体期间费用率 15.32%/-6.67pcts，但研发费用 2,019.57 万元/+15.53%。

- **半导体领域是主要应用方向，模块化产品规模量产贡献收入。**分产品看，2024 年公司主营产品先进陶瓷材料零部件实现收入 7.68 亿元/+94.54%，收入占比 89.60%。分行业看，半导体领域收入占比 81.11%，其中结构件产品收入 4.01 亿元/+106.52%，“功能-结构”一体模块化产品收入 2.91 亿元/+809.81%。2024 年，半导体设备领域收入的增加得益于公司“功能-结构”一体模块化产品的大规模量产，公司半导体设备核心部件陶瓷加热器已实现国产替代并部分量产，静电卡盘与超高纯碳化硅套件也逐步量产，并在年内形成一定收入。
- **一体模块化产品逐步量产交付客户。**产业化进程方面，公司陶瓷加热器供应北方华创、中微公司、拓荆科技、华卓精科等，并在 Q 公司生产中大批量应用，截至 2024 年末，已累计交付客户超过 600 支；静电卡盘，8/12 英寸产品已通过 B 公司验证并量产，12 英寸多区加热静电卡盘即将交付 B 公司测试，截至 2024 年末，已累计交付客户超过 10 支；超高纯碳化硅套件，6 英寸产品已取得北方华创批量订单，8 英寸产品正在 Fab 端推广，12 英寸中部分部件如晶舟等尚在验证中，截至 2024 年末，已累计交付客户超过 12 套。
- **投资建议**
- **为了满足下游半导体设备国产替代市场需求，公司聚焦产品升级，重心从以传统陶瓷结构零部件为主，拓展以陶瓷加热器、静电卡盘和超高纯碳化硅套件等“功能-结构”一体模块化产品作为核心竞争力。**预计公司 2025-2027 年分别实现营业收入 12.26/15.06/17.82 亿元，归母净利润 4.55/5.73/6.98 亿元，EPS 分别为 1.04/1.31/1.60 元，以 4 月 28 日收盘价 54.67 元计算，25-27 年 PE 分别为 52.4X/41.6X/34.2X，维持“增持-A”评级。
- **风险提示**
- 国际贸易环境变化、宏观经济及行业波动、市场竞争加剧、技术研发及市场推广风险、首发原始股解禁相关风险。

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

