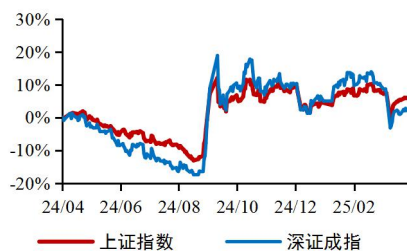


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 4 月 28 日 星期一

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	3,295.06	-0.07
深证成指	9,917.06	0.39
沪深 300	3,786.99	0.07
中小板指	6,232.97	0.47
创业板指	1,947.19	0.59
科创 50	1,004.57	0.13

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】2025 年 4 月中央政治局会议解读：强化底线思维，充分备足预案

【行业评论】通信：周跟踪（20250414-20250420）-国产算力空间广阔，MCP 或带动广域网流量增长

【行业评论】太阳能：202503 光伏行业月度报告-3 月光伏新增装机同比增长 124.4%，逆变器出口额同、环比增长

【山证专精特新】思特威-W（688213.SH）年报&一季报点评-智能手机业务贡献主要增长，高端旗舰款产品收入占比过半

【山证农业】温氏股份 2024 年报&2025 年 1 季报点评-养殖效率持续提升，负债率进一步下降

【山证农业】海大集团 2024 年报&2025 年 1 季报点评-饲料业务基本面进入回升周期

【公司评论】四方光电(688665.SH)：四方光电 2024 年报点评-汽车电子和冷媒传感器订单逐步转化，公司业绩拐点显现

【山证机械】鼎阳科技（688112.SH）：25Q1 营收同比高增 27%，高端产品量价齐升

【公司评论】乖宝宠物(301498.SZ)：乖宝宠物 2024 年报及 25Q1 点评-25Q1 延续高增势头，自有品牌高端化路径顺畅

【行业评论】【山证医药】医药行业周观点：创新药及 AI+有望继续活跃

【今日要点】

【山证宏观】2025 年 4 月中央政治局会议解读：强化底线思维，充分备足预案

郭瑞 0351-8686977 guorui@sxzq.com

【投资要点】

➤ 投资要点：

- **事件：**中共中央政治局 4 月 25 日召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。总体看，会议要求全力巩固经济发展和社會稳定的基本盤，政策基调更加积极，提出充分备足预案，储备并根据形势变化及时推出增量政策，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性。我们从六个方面进行解读。
- **第一，外部冲击影响加大，国内经济致力于实现平稳过渡。**会议提出，全力巩固经济发展和社會稳定的基本盤；要强化底线思维，充分备足预案，扎实做好经济工作；统筹国内经济工作和国际经贸斗争，以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性。
- **第二，国际国内两手抓。**要坚定不移扩大高水平对外开放。一是，同国际社会一道，积极维护多边主义，反对单边霸凌行径。二是，加快推动内外贸一体化。三是，加大服务业开放试点政策力度，加强对企业“走出去”的服务。
- **第三，宏观政策基调更加积极。**会议提出，要不断完善稳就业稳经济的政策工具箱，既定政策早出台早见效，根据形势变化及时推出增量储备政策，加强超常规逆周期调节。其中，财政政策定调更加积极，提出加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用。货币政策延续“适度宽松”，提出适时降准降息，保持流动性充裕。我们预计降准落地快于降息，降息时间更可能落在三季度。下一阶段或更加聚焦结构性货币政策。会议提出，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。
- **第四，进一步部署稳就业、稳预期。**一是，美国加征关税冲击下，国内稳就业、稳企业成为政策的首要着力点。会议强调，要着力保民生。要多措并举帮扶困难企业。加强融资支持。加快推动内外贸一体化。对受关税影响较大的企业，提高失业保险基金稳岗返还比例。提高中低收入群体收入也是加快促消费的重要举措之一。二是，进一步稳定市场预期。要充分备足预案，储备和根据形势变化及时推出增量政策；要持续稳定和活跃资本市场。
- **第五，服务消费、地产或是下一阶段扩内需的主要抓手。**消费方面，提出大力发展服务消费，增强消费对经济增长的拉动作用。尽快清理消费领域限制性措施，设立服务消费与养老再贷款。投资方面，提出加大资金支持力度，扩围提质实施“两新”政策，加力实施“两重”建设。地产方面，提出加力实施城市更新行动，有力有序推进城中村和危旧房改造。加快构建房地产发展新模式，加大高品质住

房供给，优化存量商品房收购政策，持续巩固房地产市场稳定态势。

- **第六，坚定不移办好自己的事，保持高质量发展定力。**会议提出，以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性。一方面培育壮大新质生产力，打造一批新兴支柱产业。持续用力推进关键核心技术攻关，创新推出债券市场的“科技板”，加快实施“人工智能+”行动。另一方面，要坚持用深化改革开放的办法解决发展中的问题。加快全国统一大市场建设，扎实开展规范涉企执法专项行动。加大服务业开放试点政策力度，加强对企业“走出去”的服务。
- **风险提示：**稳增长政策效果不及预期；美国关税政策演化超预期。

【行业评论】通信：周跟踪（20250414-20250420）-国产算力空间广阔，MCP 或带动广域网流量增长

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- **行业动向：**
- **1) 寒武纪一季报显示国产算力建设高景气，光模块、IDC 等基建环节一季报将陆续反映**
- **1.1 国产 AI 芯片龙头寒武纪一季报亮眼。**寒武纪上周发布 25Q1 季报，实现营收 11.1 亿，同比+4230%，环比+12%，实现归母净利 3.6 亿，同比+257%，环比+31%。公司在年报中表示，其 AI 芯片在更多的行业领域实现落地，持续在互联网、运营商、金融及其他垂直行业发力。我们从寒武纪财报中看到，公司多年来研发费用前置目前已进入市场收获阶段，连续两个季度盈利。展望未来，我们看到寒武纪 2024 年报存货下原材料、委托加工物资等账面余额均较年初有显著增长，预示着公司已在供应链能力上取得显著进展，未来几个季度有望继续放量。
- **1.2 华为昇腾最新超节点产品性能提升显著。**根据《科创板日报》报道，华为 CloudMatrix 384 超节点产品已经在芜湖数据中心部署，上半年将有数万规模上线。CloudMatrix 384 实现算力规模达 300PFlops，其与硅基流动合作推出的昇腾云服务运行 DeepSeek R1 单卡吞吐性能比肩 H100。昇腾 384 卡超节点卡间互联带宽或达 2.8Tbps，或采用了大量 400G 光模块互联（科创板日报报道达 6812 个），另外我们认为昇腾超节点规模具有可伸缩性，更小规模的 32/64 卡节点或主要使用铜连接。国产算力捷报频传显示在供应链和下游客户共同努力下，面对 H20 等海外芯片供应不稳定性，国产算力替代大势所驱，未来发展的方向是大芯片（通过 chiplet 和先进封装）、大算力（更多万卡集群）、大带宽（超节点技术）、大产能（国产工艺制程）。
- **1.3 华工科技、奥飞数据、光环新网等国产算力上游环节一季报显示高景气。**华工科技 25Q1 业绩预告显示单季度归母利润 3.9-4.4 亿元，同比增长 35%-52%，公司认为感知业务、智能制造业务均贡献增长，最亮眼的当属 AI 数通 400G、800G 光模块需求快速释放，数通收入快速增长。市场方面，公司表示 25Q2 全系列 AI 光模块订单激增，产能从 Q1 每月 20-30 万到 Q2 每月 100 万仍不能满足订单要求。奥飞数据

一季报实现收入 5.4 亿，同比增长 41%，其固定资产账面价值达到 75.4 亿，同比大幅增长超 30 亿，预示着客户需求极其旺盛，随着新交付机柜上架爬坡，利润也有望加速释放。光环新网一季报固定资产账面价值达 86.4 亿，同比增长 12.8%，同时在建工程达 32.5 亿，同比大幅增长 64.1%，预示着 2025 年可交付容量大幅提升。AIDC 是算力投资的前置环节，主流公司资本开支大幅提升预示着客户中期需求旺盛，同时由于交期紧张上游柴发、UPS、空调、液冷、预置机柜等环节今年或保持出货量高增和议价能力较强状态。

- 2) MCP 提供了大模型工具调用标准接口，传统 SaaS 或加速向 MCP Server 升级，带动云计算投资提升和广域网流量增长
- MCP 协议是 Anthropic 于 2024 年 11 月首次提出的，旨在为 Agent 提供工具调用标准，允许用户为第三方 Agent 动态接入自定义工具。推出半年以来，MCP 已得到了包括 OpenAI、DeepSeek、阿里、腾讯、字节等主流大模型厂商的支持采用。MCP 产业链包括 MCP Host（Agent 环节）、MCP Server（工具集）、MCP Client（通信中间件），MCP 的广泛使用除了提升大模型单体的智能化实用化未来可能打造 Multi Agent 多智能体协作的形态。我们认为，MCP 为传统 SaaS 类应用增加了智能体广阔空间，未来可达市场从个人、企业延展到智能体，并可以按照 API 调用次数收费，因此 SaaS 厂商均有可能向 MCP Server 发展，并由此带来传统 IaaS 层、通用服务器需求增长。Agent 与 MCP Server 的通讯也将带来广域网流量的增长，甚至未来分布在不同地区的智能体之间通讯。
-
- **建议关注：**国产算力：寒武纪、海光信息、龙芯中科、超讯通信、盛科通信、华丰科技、光迅科技、华工科技、博创科技、源杰科技。AIDC：润泽科技、光环新网、奥飞数据、城地香江、朗威股份、英维克。海外算力：中际旭创、新易盛、天孚通信、太辰光、德科立、仕佳光子、剑桥科技。MCP：中国移动、中国电信、光迅科技、德科立、中兴通讯、紫光股份。
- **市场整体：**本周（2025.4.14-2025.4.18）市场整体上涨，上证综指涨 1.19%，沪深 300 涨 0.59%，申万通信指数涨 0.53%，科创板指数跌 0.31%，深圳成指跌 0.54%，创业板指数跌 0.64%。细分板块中，周涨幅最高的前三板块为无线射频（+19.27%）、运营商（+5.07%）、物联网（+4.41%）。从个股情况看，高澜股份、和而泰、永贵电器、美格智能、中国移动涨幅领先，涨幅分别为+8.52%、+7.07%、+6.41%、+6.38%、+4.55%。东土科技、电连技术、奥飞数据、长光华芯、光环新网跌幅居前，跌幅分别为-12.10%、-10.12%、-6.85%、-4.75%、-4.47%。
- **风险提示：**
- 海外算力需求不及预期，国内运营商和互联网投资不及预期，市场竞争激烈导致价格下降超出预期，外部制裁升级。

【行业评论】太阳能：202503 光伏行业月度报告-3 月光伏新增装机同比增长 124.4%，逆变器出口额同、

环比增长

肖索 xiaosuo@sxzq.com

【投资要点】

- **国内光伏新增装机：**3月新增装机同比持续增长。根据国家能源局数据，2025年3月国内光伏新增装机20.2GW，同比+124.4%，环比1-2月-48.7%。国内1-3月累积新增光伏装机59.7GW，同比+30.5%。
- **组件出口：**根据海关总署数据，3月组件出口额176.6亿元，同比-22.7%，环比+47.7%。1-3月累计出口额460.8亿元，同比-28.5%。根据Infolink，2025年1月国内光伏组件出口量22.26GW，同比+2%，环比+34%。2025年2月国内光伏组件出口量16.26GW，同比-23%，环比-27%。2025年1-2月全球前五大单一出口市场依序为印度、荷兰、巴基斯坦、巴西和葡萄牙，合计出口量约占全球市场50%。2025年1-2月国内组件累计出口38.52GW，同比-11%。
- **逆变器出口：**3月逆变器出口额同比、环比均实现正增长。根据海关总署数据，2025年3月逆变器出口额45.4亿元，同比+6.8%，环比+39.5%。1-3月累计出口额122.1亿元，同比+6.6%。分大洲看，3月国内逆变器对欧洲出口17.7亿元，同比+6.0%，环比+63.7%；对亚洲出口16.5亿元，同比+12.3%，环比+38.1%；对拉丁美洲出口4.2亿元，同比-33.2%，环比-6.5%；对非洲出口3.6亿元，同比+83.0%，环比+9.9%；对北美洲出口2.1亿元，同比+26.4%，环比+135.6%；对大洋洲出口1.3亿元，同比+4.6%，环比+15.4%。
- **太阳能发电量：**3月太阳能发电量同比增长8.9%。根据国家统计局数据，2025年3月我国规上太阳能发电量417.7亿千瓦时，同比+8.9%，在全国规上工业总发电量占比为5.37%，环比+0.52pct。我国3月总发电量7780.2亿千瓦时，同比+1.8%，火电/水电/核电/风电发电量分别同比-2.3%/+9.5%/+23.0%/+8.2%。
- **重点推荐：**BC新技术方向：爱旭股份、隆基绿能；供给侧改善方向：福莱特；海外布局方向：横店东磁、阳光电源、阿特斯、德业股份。建议积极关注：信义光能、协鑫科技、通威股份、大全能源、TCL中环、新特能源、帝尔激光、福斯特、海优新材、晶澳科技、天合光能、晶科能源、中信博、迈为股份、晶盛机电、捷佳伟创、奥特维、时创能源、京山轻机、上海艾录、宇邦新材、广信材料。
- **风险提示：**光伏新增装机量不及预期；产业链价格波动风险；海外地区政策风险等。

【山证专精特新】思特威-W（688213.SH）年报&一季报点评-智能手机业务贡献主要增长，高端旗舰款产品收入占比过半

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 公司披露 2024 年年度报告和 2025 年一季度报告。2024 年公司实现营业收入 59.68 亿元/+108.87%，归母净利润 3.93 亿元/+2,662.76%，其中单 Q4 实现营业收入 17.61 亿元/+62.35%，归母净利润 1.20 亿元/+49.96%。2025Q1 公司实现营收 17.50 亿元/+108.94%，归母净利润 1.91 亿元/+1,264.97%。

➤ 事件点评

- 盈利能力显著增强，25Q1 收入业绩延续高增。2024 年，公司持续深耕智能手机、汽车电子和智慧安防领域，加强产品研发和市场推广，产品销售增幅明显。剔除股份支付费用后归母净利润 5.0 亿元/+1,695.91%，公司业务盈利能力显著增强。分季度看，公司 2024Q1-Q4 分别实现收入 8.37/16.19/17.51/17.61 亿元，同比分别 +84.31%/+161.90%/+150.04%/ +62.35%，归母净利润 0.14/1.36/1.23/1.20 亿元，同比分别+154.62%/+433.94%/ +14,181.63%/+49.96%。2024 年，公司整体毛利率为 21.09%/+1.13pcts；2025Q1 整体毛利率 22.79%/+1.53pcts，整体期间费用率 10.46%/-8.47pcts，Q1 收入业绩延续高增长。
- 智能手机业务收入显著增长，高端产品营收占比超 50%。分行业看，2024 年公司智能手机/智慧安防/汽车电子分别实现收入 32.91 亿元/+269.05%、21.50 亿元/+28.64%、5.27 亿元/+79.09%，收入占比分别 55.15%/36.03%/8.83%。分地区看，公司境内业务收入 40.08 亿元/+147.97%，收入占比 67.16%。公司收入增长的主要驱动来自于智能手机业务的同比高增。在智能手机领域，公司与多家客户加深合作，应用于高阶旗舰手机主摄、辅摄和前摄的数颗高阶 5000 万像素产品、应用于普通智能手机主摄的 5000 万像素高性价比产品出货量均同比大幅上升，带动智能手机领域营业收入显著增长。其中，公司应用于高阶旗舰手机的产品在智能手机业务中营收占比已超过 50%。此外，公司还成功推出全流程国产化 5000 万像素高端手机 CIS。据 TSR 数据报告显示，2024 年，公司在全球手机 CIS 市场出货排名中位列第 5 位，出货份额占比 11.2%。
- 用于智驾和舱内的多款车规级 CIS 出货量大幅上升。在汽车电子领域，随着汽车智能化趋势和车企智驾平权方案的不断渗透，公司汽车电子业务也将持续快速增长。2024 年，公司全资子公司飞凌微电子推出飞凌微 M1 车载视觉处理芯片系列，面向前视/后视、舱内监测、电子后视镜等各类车载视觉应用场景提供 AI SoC+Sensor 系统级集成的高性能车载端侧视觉组合方案。作为国内少数能够提供车规级 CIS 解决方案的厂商，2024 年，公司应用于智能驾驶（包括环视、周视和前视）和舱内等多款产品出货量大幅上升，已经在比亚迪、吉利、奇瑞、上汽、广汽、零跑、长城、东风日产、江铃、韩国双龙等主车厂量产。在智慧安防领域，公司以完善的产品矩阵、卓越的研发实力以及快速的响应能力，继续保持全球市场领先地位。
- 投资建议
- 公司已成为智慧安防、智能手机、汽车电子领先的 CIS 供应商。预计公司 2025-2027 年营业收入分别 82.02/103.25/127.72 亿元，归母公司净利润分别 8.35/12.04/16.86 亿元，对应 EPS 为 2.08/3.0/4.20 元。以

2025 年 4 月 24 日收盘价 95.88 元计算，25-27 年 PE 为 46.1X/32.0X/22.8X，调整为“增持-A”评级。

➤ 风险提示

- 宏观环境及行业周期风险、市场竞争风险、供应商集中度较高与其产能利用率周期性波动的风险、产品应用领域拓展速度不及预期的风险、汇率波动的风险。

【山证农业】温氏股份 2024 年报&2025 年 1 季报点评-养殖效率持续提升，负债率进一步下降

陈振志 chenzhenzhi@sxzq.com

【投资要点】

- 公司披露 2024 年年报和 2025 年 1 季报。公司 2024 年实现营业收入 1049.24 亿元，同比+16.7%，归属净利润 92.30 亿元，同比扭亏为盈（去年同期为-63.90 亿元），EPS1.39 元，加权平均 ROE24.59%，公司 2024 年生猪养殖业务和养鸡业务利润均同比上升。利润分配预案为：每 10 股派发现金红利 2 元（含税）。公司 2025 年 1 季度实现营业收入 243.18 亿元，同比+11.34%，归属净利润 20.01 亿元，同比扭亏为盈（去年同期为-12.36 亿元）。截止 2025 年 1 季度末，公司资产负债率约为 51.45%，环比 2024 年底的 53.14%下降 1.7 个百分点，财务相对稳健。
- 生猪养殖业务生产成绩持续向好。公司 2024 年销售肉猪 3018.27 万头，同比增长 14.93%；毛猪销售均价 16.71 元/公斤，同比增长 12.83%；肉猪类实现营业收入 648.55 亿元，同比增长 33.71%。公司 2025 年 1 季度销售肉猪 859.35 万头，同比增长 19.69%；肉猪类实现营业收入 154.76 亿元，同比增长 25.73%。得益于生猪基础生产管理和重大疫病防控等工作的加强，公司核心生产指标持续改善，养殖成本持续降低。截止到 2025 年 2 月，公司肉猪养殖综合成本已经下降至 6.3 元/斤左右，且区域单位之间成本差异逐步缩小，公司养猪单头盈利水平在行业中处于领先梯队。
- 肉鸡养殖业务以成本效率应对鸡价的阶段性低迷。公司 2024 年销售肉鸡 12.08 亿只，同比增长 2.09%；毛鸡销售均价 13.06 元/公斤，同比下降 4.60%；肉鸡类实现营业收入 357.18 亿元，同比下降 2.58%。公司 2025 年 1 季度销售肉鸡 2.82 亿只，同比增长 5.39%；肉鸡类实现营业收入 68.44 亿元，同比下滑 10.55%。受年后季节性消费需求低迷影响，虽然鸡价出现阶段性低迷，但公司肉鸡养殖成本表现出色，2 月的毛鸡出栏完全成本已降至 5.6 元/斤。
- 投资建议
- 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 104.39/126.11/146.03 亿元，对应 EPS 为 1.57/1.90/2.19 元，当前股价对应 2025 年 PE 为 11 倍，维持“买入-B”评级。
- 风险提示
- 生猪和家禽疫情风险、原材料涨价风险、养殖基地遭遇自然灾害风险。

【山证农业】海大集团 2024 年报&2025 年 1 季报点评-饲料业务基本面进入回升周期

陈振志 chenzhenzhi@sxzq.com

【投资要点】

- **公司披露 2024 年年报和 2025 年 1 季报。**公司 2024 年实现营业收入 1146.01 亿元，同比-1.31%，归属净利润 45.04 亿元，同比+64.30%，EPS2.71 元，加权平均 ROE20.88%，同比上升 6.35 个百分点，利润分配预案为：每 10 股派发现金红利 11.00 元（含税）。公司 2025 年 1 季度实现营业收入 256.29 亿元，同比+10.60%，归属净利润 12.82 亿元，同比+48.99%，EPS0.77 元，加权平均 ROE5.29%，同比上升 1 个百分点。
- **公司饲料业务市场占有率进一步提升。**根据中国饲料工业协会的披露，2024 年全国工业饲料总产量同比下降 2.1%，其中猪饲料同比下降 3.9%、蛋禽饲料同比下降 1.2%、肉禽饲料同比增长 2.6%、反刍动物饲料同比下降 13.3%、水产饲料同比下降 3.5%。在此行业大环境下，公司 2024 年饲料销量 2652 万吨（含内部养殖耗用量约 210 万吨），同比增长约 9%，国内饲料外销量 2206 万吨，同比增长约 5%，市场份额进一步提升。细分品种来看，禽料外销量 1265 万吨，同比增长约 12%；猪料外销量 564 万吨，同比小幅下滑约 3%；水产料外销量 585 万吨，同比增长约 11%；反刍料及其他等外销量 28 万吨。公司 2024 年饲料销售收入 912 亿元，同比-4.95%，毛利率 9.74%，同比增加 1.21 个百分点。公司 2025 年 1 季度实现饲料外销量约 595 万吨，同比增长约 25%。
- **公司水产饲料业务逆势增长。**在水产料业务方面，公司近年调整集团内部竞争策略和进行重点市场资源投放，同时大力扶持优质客户和养殖户。公司 2024 年国内水产饲料外销量同比增长 8%，增速远超行业。细分品种来看，2024 年公司普水料同比大幅增长；虾蟹料同比增长可观，其中南美白对虾料同比增长 16%；小龙虾料全年下滑，主要原因在于：养殖密度过高叠加异常天气影响，导致过早结束养殖，旺季不旺；高档膨化鱼料（特水鱼料）因消费需求不足有所承压，前几年养殖量大幅增长的品种产能去化较为明显。
- **海外饲料业务处于高成长期。**公司 2024 年海外地区饲料外销量 236 万吨，同比增长约 40%，其中水产料全年增长 25-30%，禽料增长 50%。公司水产料凭借产品力和养殖技术服务体系迅速获得养殖户青睐，在南美白对虾、罗非鱼两大品种上建立起竞争优势；禽种苗和饲料的结合给公司禽料业务带来明显的竞争优势。
- **种苗动保业务进一步夯实研发基础和布局。**公司 2024 年种苗业务和动保业务分别实现营业收入 14 亿元和 8 亿元。公司在对虾育种方面已有 14 代系谱，每年保种 2000 多个家系，构成高遗传多样性的种质资源库；同时，公司在鱼苗产业持续坚守和投入，引进室内工厂化繁育，在罗非鱼品种的育、繁、养环节均取得较大突破；此外，公司已在越南、印尼等国家投建水产种苗场，开启国际化战略布局。
- **生猪养殖业务稳健发展。**公司 2024 年生猪出栏约 600 万头，比 2023 年的 460 万头，增加约 140 万头。

公司持续聚焦生猪养殖团队能力建设和轻资产模式创新，同时着力摸索并推行“外购仔猪、公司+家庭农场、锁定利润、对冲风险”的运营模式。

➤ **投资建议**

➤ 我们预计公司 2025-2027 年归母公司净利润 53.60/62.93/71.56 亿元，对应 EPS 为 3.22/3.78/4.30 元，当前股价对应 2025 年 PE 为 17 倍，维持“买入-A”评级。

➤ **风险提示**

➤ 畜禽疫情导致畜禽料销量低于预期、极端天气导致水产饲料销量低于预期、鱼粉和玉米豆粕等原材料价格波动风险。

【公司评论】四方光电(688665.SH)：四方光电 2024 年报点评-汽车电子和冷媒传感器订单逐步转化，公司业绩拐点显现

刘斌 liubin3@sxzq.com

【投资要点】

➤ **事件**

➤ 近日，四方光电发布 2024 年度报告，报告期内公司实现营收 8.73 亿元，同比+26.23%；归母净利润 1.13 亿元，同比-15.03%；扣非净利润为 1.06 亿元，同比-16.84%。

➤ **事件点评**

➤ **单季度营收创历史新高，新产品新客户持续拓展。**24Q4 公司实现营收 3.33 亿元，同比/环比+38.75%/66.03%，单季度营收创历史新高。实现归母净利润 5119 万元，同比/环比+62.96%/153.37%，实现扣非净利润 4812 万元，同比/环比+63.60%/172.29%，利润实现较大幅度增长。公司营收稳健增长，主要得益于在多个业务领域的持续深耕与市场拓展。全年来看，汽车电子、科学仪器、智慧计量等领域销售收入保持稳健增长，工业及安全业务表现突出，实现了 136.01%的快速增长，暖通空调业务收入同比+11.57%，成功实现回升。公司积极拓展国内外市场，产品已出口至全球八十多个国家和地区。通过持续提升产品质量和服务水平，公司与诸多世界 500 强及国内外头部企业建立了稳定的合作关系。

➤ **积极布局未来可持续发展，汽车电子行业盈利能力有所提升。**公司净利润下滑，主要原因是为了布局未来可持续发展，增加了销售、研发和管理费用，同比分别+32.90%、+37.60%和+63.49%。随着后续公司业务规模的扩大和市场份额的稳定提升，有望控制成本改善盈利能力。2024 年公司在汽车电子行业毛利率同比提升 3.81 个百分点，达到 30.23%，主要原因系业务稳健拓展，并陆续收获汽车客户新定点。在汽车舒适系统传感器方面，公司持续稳步推进已获项目定点的产品交付工作；在高温气体传感器方面，公司积极开发国内前装客户市场；在动力电池热失控监测传感器方面，公司的锂电池热失控产气和电池充放电过程产气在线检测方案已经获得主流电池企业及研究机构的认可和订单。

- **持续投入研发创新，夯实产品技术护城河。**公司始终将技术创新作为发展的驱动力，2024 年研发投入达到 1.13 亿元，同比+37.60%，研发费用率为 12.96%，同比提升 1.07 个百分点。在研发成果方面，公司新增申请专利 52 项，其中发明专利 20 项；新增软件著作权 5 项。并且在多个技术领域取得突破，如基于热电堆红外气体传感技术，自主开发的红外热电堆探头实现批量自主供应；基于多种技术平台，开发出多款应用于不同场景的传感器，进一步提升了公司的产品竞争力。
- **不断完善产业布局，为客户提供更完整解决方案。**2024 年，公司战略性收购诺普热能和精鼎电器，成功整合了燃气壁挂炉核心零部件供应链的关键资源，优化了产业链布局。公司围绕收购的资产，结合自主研发的燃气壁挂炉控制器和超声波空气与燃气流量传感器，推出了一系列新产品，现阶段已进入众多壁挂炉客户的测试和验证阶段。通过产业协同，公司能够为客户提供更完整的解决方案，提升整体竞争力，为未来业绩增长创造新的动力。
- **投资建议**
- **从营收端来看，公司持续深耕主营业务战略显效，通过深化国内国际双市场布局，在汽车电子、科学仪器等优势领域实现业务放量，同时把握工业安全领域增量机遇，有效对冲了医疗板块阶段性回调压力，推动整体营收规模稳步提升。**从利润端来看，尽管公司加大费用投入，短期拖累盈利表现，但近年来研发投入持续保持增长态势，销售网络密度持续增强，叠加股权激励绑定核心人才，中长期来看为公司产品结构升级与全球化布局蓄力。随着公司研究开发和市场拓展能力的提升，公司销售体量逐步扩大也会进一步降低费用率。
- 我们预测 2025 年至 2027 年，公司分别实现营收 11.39/14.65/18.34 亿元，同比增长 30.4%/28.7%/25.2%；实现归母净利润 1.53/2.18/2.93 亿元，同比增长 36.0%/42.4%/34.3%，对应 EPS 分别为 1.53/2.18/2.93 元，PE 为 22/16/12 倍，首次覆盖，给予“增持-A”的投资评级。
- **风险提示**
- **市场竞争加剧风险：**传感器市场竞争激烈，若公司不能持续保持技术创新和产品升级，可能面临市场份额被竞争对手抢占的风险。
- **研发不确定性风险：**技术研发存在不确定性，如果公司在新技术研发方面未能取得预期进展，或研发成果不能及时转化为生产力，将影响公司的发展。
- **原材料价格波动风险：**原材料价格的波动可能影响公司的生产成本，若原材料价格大幅上涨且公司无法有效转嫁成本，将对公司利润产生不利影响。

【山证机械】鼎阳科技（688112.SH）：25Q1 营收同比高增 27%，高端产品量价齐升

姚健 yaojian@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

➤ 公司发布 2024 年度报告：报告期内，公司实现营业收入 4.97 亿元，同比增长 2.93%，归母净利润 1.12 亿元，同比减少 27.79%；扣非归母净利润 1.10 亿元，同比减少 28.87%。2024Q4，公司实现营收 1.43 亿元，同比增长 6.68%；归母净利润 0.20 亿元，同比减少 43.54%；扣非后归母净利润 0.21 亿元，同比减少 40.79%。业绩低于此前预期。

➤ 公司发布 2025 年第一季度报告：报告期内，公司实现营业收入 1.32 亿元，同比增长 26.93%；归母净利润 0.41 亿元，同比增长 33.96%；扣非归母净利润 0.40 亿元，同比增长 34.00%。业绩基本符合预期。

➤ 事件点评

➤ 2024 年，公司净利润下滑主要系公司持续增加研发投入、提高市场推广力度导致费用增长，汇率波动导致汇兑损失增加，报告期内确认的政府补助减少所致。（1）公司持续加大研发及销售方面的投入，2024 年，公司研发投入 10,849.51 万元，同比增长 26.01%，占营业收入的比例为 21.81%，同比提升 3.99pct；销售费用为 8,817.87 万元，同比增长 17.74%，占营业收入的比例为 17.73%，同比提升 2.23pct。（2）汇兑损失的增加和政府补助的减少影响公司净利润。2024 年，公司汇兑损失同比增加 603.85 万元，政府补助同比减少 660.23 万元，共计 1,264.08 万元。

➤ 报告期内，公司整体毛利率持续保持较高水平，期间费用率显著提升。2024 年，公司毛利率为 61.07%（-0.23pct），净利率为 22.54%（-9.59pct），销售期间费用率为 37.96%（+9.41pct），其中销售费用率为 17.73%（+2.23pct），研发费用率为 21.81%（+4.00pct）。2025Q1，公司整体毛利率为 61.80%，持续保持较高水平，净利率为 30.87%，同比提升 1.62pct。

➤ 高端化发展战略持续推进，公司高端产品量价齐升，产品结构持续优化。2024 年，公司四大主力产品结构不断优化，高端产品营业收入同比增长 13.40%，高端产品占比同比提升 2.31pct，拉动四大类产品平均单价同比提升 9.31%。2025Q1，公司高端产品营业收入同比增长 86.60%，拉动四大类产品平均单价同比提升 9.51%，高端产品营业收入占比达到 29%，同比提升 8.85pct。2024 年公司境内高分辨率数字示波器产品营业收入同比增长 70.92%，为营业收入的增长带来了积极影响。

➤ 2024 年，公司突破关键技术，持续推动四大主力产品向上迭代，共发布了 10 款新产品，包括最高带宽达 8 GHz 的 SDS7000A 系列 12-bit 高分辨率高端数字示波器、最高输出频率达 67 GHz 的 SSG6000A 系列高端射频微波信号发生器、最高测量频率达 50 GHz 的 SSA6000A 系列高端频谱分析仪和最高测量频率达 50 GHz 的 SNA6000A 系列高端矢量网络分析仪等，进一步提升了公司高端产品的性能指标，拓宽了公司产品的应用场景和使用范围，为未来公司营业收入的增长奠定了坚实基础。

➤ 投资建议

➤ 公司是国内少数具有数字示波器、信号发生器、频谱分析仪和矢量网络分析仪四大通用电子测试测量仪器主力产品研发、生产和全球化品牌销售能力的通用电子测试测量仪器厂家，同时也是国内少数同

时拥有这四大主力产品并且四大主力产品全线进入高端领域的企业。公司凭借持续的品牌建设、全球化的销售渠道、稳定的产品品质以及明显的性价比优势，综合竞争力国内领先，特别是高分辨率数字示波器和射频微波类产品竞争优势显著，随着全球市场渗透率的不断提升，未来公司营业收入和净利润的增长空间广阔。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.5 亿元、1.8 亿元、2.0 亿元，同比分别增长 29.8%、21.0%、15.7%，EPS 分别为 0.9 元、1.1 元、1.3 元，按照 4 月 24 日收盘价 35.23 元，PE 分别为 39、32、28 倍，维持“买入-A”的投资评级。

➤ 风险提示

- 下游行业需求不及预期的风险；高端产品推出或销售不及预期的风险；核心技术人员流失风险；知识产权纠纷风险；汇率波动风险；因中美贸易摩擦导致的税收成本加大甚至产品出口受限的风险等。

【公司评论】乖宝宠物(301498.SZ)：乖宝宠物 2024 年报及 25Q1 点评-25Q1 延续高增势头，自有品牌高端化路径顺畅

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 52.45 亿元，同比+21.22%；实现归母净利润 6.25 亿元，同比+45.68%；实现扣非归母净利润 6.00 亿元，同比+42.08%。分红预案：每 10 股派现金红利 2.5 元（含税）。2025 年一季度公司实现营收 14.80 亿元，同比+34.82%；实现归母净利润 2.04 亿元，同比+37.68%；实现扣非归母净利润 1.99 亿元，同比+44.20%。

➤ 事件点评

- 24 年营收规模站上 50 亿新台阶，盈利水平加速提升。2024 年第四季度公司实现营收 15.73 亿元，同比+29.55%；实现归母净利润 1.54 亿元，同比+34.78%；实现扣非归母净利润 1.57 亿元，同比+43.03%。旗下自有品牌持续发力，带动公司主营业务营收及盈利水平双重提升，根据 Euromonitor，2015-2023 年公司国内市占率从 2.4%提升至 5.5%，位列国产品牌市占率第一。2024 年全年公司毛利率 42.27%，同比提升 5.49 个百分点。2025 年一季度公司毛利率 41.56%，同比提升 0.42 个百分点。
- 自有品牌线上销售保持高增速，高端化进程顺畅。2024 年公司通过第三方线上平台实现直销收入 19.69 亿元，同比增长 59.33%，占主营业务收入比重为 37.72%，同比提升 9.05 个百分点；其中阿里系及抖音系平台实现直销收入 14.15 亿元，同比增长 52.69%，占主营业务收入比重为 27.10%，同比提升 5.60 个百分点。根据久谦数据，旗下弗列加特品牌在天猫、京东及抖音三个主要线上平台总 GMV 实现同比增长 129.31%，barf 系列、弗列加特等拳头产品增速领先，形成多条增长曲线，品牌中高端产品影响力不断增强，公司品牌矩阵高端化持续向上。

- **费用投放力度继续增强，深入强化犬猫基础研究。**随着自有品牌收入占比及直销渠道占比增加，公司在品牌建设、产品宣发等维度投入不断增长，24年公司销售费用同比+46.31%，公司主品牌麦富迪及弗列加特影响力持续增强。24年公司加强犬猫基础研究，公司研发费用支出 0.85 亿元，同比+16.65%，2024 年 4 月乖宝宠物营养研究院上海研发中心正式投入运营，在基础研究维度构筑科研优势。
- **投资建议**
- **在国内宠物食品市场竞争格局出现稳固迹象的大背景下，我们强调需要开始重点关注品牌利润端的情况。**我们认为当下应重点关注把握行业趋势、引领品类浪潮，且利润端有所好转乃至不断增长的优秀国产品牌，重点关注公司全渠道保持领先地位的销售表现以及高端化带来的利润增长，我们继续看好公司自有品牌在市占率以及盈利水平方面的双重提升。预计公司 2025-2027 年净利润为 7.73/9.92/12.47 亿元，EPS 分别为 1.92/2.48/3.11 元，目前股价对应公司 2025、2026 年 PE 分别为 51.3 倍、39.9 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。

【行业评论】【山证医药】医药行业周观点：创新药及 AI+有望继续活跃

魏贇 weiyun@sxzq.com

- **根据 wind 数据，上周申万医药生物指数上涨 1.27%，其中原料药上涨 4.77%，化学制剂上涨 1.93%。**科创板生物医药产业上涨 2.59%，港股 HK 创新药指数上涨 9.52%。港股创新药中，涨幅前三的分别是宜明昂科-B40.20%、亚盛医药-B38.63%，荣昌生物 30.48%。A 股涨幅前三是永安药业 31.37%、舒泰神 28.41%、尔康制药 27.73%。整体来看，上周医药板块的行情主要体现在创新药板块上。本周 AACR 召开，5 月底 asco 召开，接下来将有大量创新药临床阶段性数据读出，有望持续激发创新药板块热度。
- **上周，康方生物公告依沃西单抗注射液获批新适应症，用于一线治疗 PD-L1 表达阳性、EGFR 突变阴性和 ALK 阴性的局部晚期或转移性非小细胞肺癌，去年 5 月，依沃西单抗已经获批用于治疗经 EGFR TKI 治疗后进展的 EGFR 突变的局部晚期或转移性非鳞状 NSCLC，该药是全球首个在头对头帕博利珠单抗的 III 期临床研究中获得显著阳性结果的药物。**同时，康方生物进一步公布了该新适应证在国内注册性 III 期临床（HARMONi-2 研究）的初步总生存期（OS）数据：在 39%成熟度时进行的总生存期中分析（本次分析 α 分配值为 0.0001）结果显示，依沃西单抗对比 K 药具有显著的临床生存获益，HR（风险比）=0.777。市场对该结果的解读有所分歧，导致海外合作方 Summit 股价大跌，这有可能对本周创新药板块构成一定的扰动。
- 上周，阿斯利康宣布与第一三共合作开发的德曲妥珠单抗（靶向 HER2 的 ADC 药物）联合帕妥珠单抗，

显著改善了 HER2 阳性转移性乳腺癌患者的无进展生存期（PFS），具有统计学意义和临床意义。

- 我们认为，目前国家全产业支持创新药械的政策不断，多元化的支付体系正在构建，热点的创新药临床数据陆续发布，BD 交易活跃，医药板块的关注度有望持续提升。我们建议关注将有关键临床试验数据发布的创新药公司，以及商业化快速放量阶段的标的。同时，24 日七部门联合发布了《医药工业数智化转型实施方案（2025-2030 年）》，提出到 2030 年规上医药工业企业基本实现数智化转型全覆盖的目标，这也有望再次激活 AI+医药主题。相关公司包括信达生物、康方生物、科伦博泰、三生制药、百利天恒、晶泰控股、维亚生物、润达医疗、恒瑞医药、一品红等。
- 风险因素包括但不限于：临床数据不及预期、产品销售不及预期、行业政策变化、市场竞争加剧、关税调整及地缘政治摩擦等。

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

