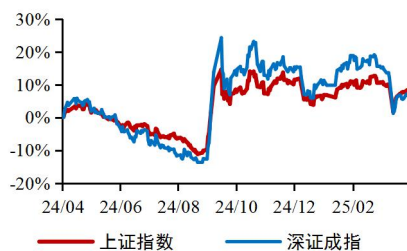


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 4 月 23 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	3,299.76	0.25
深证成指	9,870.05	-0.36
沪深 300	3,783.95	-0.02
中小板指	6,174.12	-0.18
创业板指	1,928.43	-0.82
科创 50	1,016.22	-0.31

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】

➤ 【山证纺织】行业周报-迅销集团公布 2025 财年上半年业绩，3 月国内社零表现超预期

【行业评论】太阳能：1-3 月全国太阳能发电量同比增长 19.5%，产业链中下游价格下滑

【山证煤炭】行业周报（20250414-20250420）：-海外煤价延续上涨，港口库存继续走低

【山证专精特新】澳华内镜（688212.SH）2024 年报及 2025 一季报点评-招投标减少使国内业务增长受限，海外业务进展顺利迎来快速发展

【山证煤炭公用】洪通燃气（605169.SH）年报点评：-LNG 产销量明显增长，天然气产业链布局进一步加深

【公司评论】风神股份(600469.SH)：风神股份-2024 年产销大幅增长，原材料上涨导致盈利水平下滑

【山证电子】顺络电子 2025 年一季报点评-淡季不淡，新兴市场领域增速显著

【山证通信】华工科技（000988.SZ）：传感器与光联接业务高增，看好后续盈利能力进一步改善



【今日要点】

【山证纺服】行业周报-迅销集团公布 2025 财年上半年业绩，3 月国内社零表现超预期

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- 本周观察：迅销集团公布 2025 财年上半年业绩
- 4 月 10 日，迅销集团公布 FY2025H1（2024 年 9 月 1 日-2024 年 2 月 28 日）业绩。FY2025H1，公司实现营收 17901.98 亿日元，同比增长 12.0%；实现经营利润 3042.17 亿日元，同比增长 18.3%，实现归母净利润 2335.66 亿日元，同比增长 19.2%。
- 日本 UNIQLO，FY2025H1，营收为 5415 亿日元，同比增长 11.6%，经营利润为 976 亿日元，同比增长 26.4%，录得收益及经营溢利双双大幅增长。该事业分部针对气温变化推出策略性商品及市场推广措施，使销售在全年性产品及保暖衣物为中心表现强劲，加上来自入境旅客的购买进一步扩大，推动同店销售净额（包括网络商店）同比增长 9.8%。毛利率因折扣率改善而同比上升 0.8 个百分点。销售、一般及行政开支占收益比率则因人事费用比率及租赁费用比率下降，同比改善 1.4 个百分点。
- 海外 UNIQLO，FY2025H1，营收为 10141 亿日元，同比增长 14.7%，经营利润为 1685 亿日元，同比增长 11.7%，录得收益及经营溢利皆大幅增长。其中，东南亚、印度及澳洲地区，以及北美、欧洲地区皆录得收益及经营溢利大幅增长，来自全球对优衣库主力商品的支持越来越高，推动业绩持续扩大。大中华地区之中，中国大陆市场收益较上年度同期减少约 4%，经营溢利同比下降约 11%。这主要是因为市场整体消费意愿低落，加上不同地区之间气温差距较以往为大，商品组合未能满足各地需求所致；中国香港市场录得收益下降，溢利大幅减少；中国台湾市场则录得收益及溢利上升。
- 公司维持对 FY2025 的营收预测、上调业绩预测，公司预计实现营收 3.4 万亿日元，同比增长 9.5%，实现经营利润 5450 亿日元，同比增长 8.8%，归母净利润 4100 亿日元，同比增长 10.2%。
-
- 行业动态：
- 根据中华全国商业信息中心的监测数据，2025 年 3 月份全国 50 家重点大型零售企业（以百货业态为主）零售额同比下降 0.3%，降幅相比 1-2 月收窄了 4.3 个百分点，显示出消费向好的内生动力和市场韧性。从主要商品品类来看，3 月份以旧换新类商品零售额实现同比较快增长，其中通讯器材类需求旺盛，零售额同比增长 41.3%，增速较 1-2 月加快了 13.2 个百分点；音像器材类与家用电器类分别同比增长 7.0% 与 4.2%。体育、娱乐用品类与粮油食品类也均实现较好增长，分别同比增长 14.4% 和 3.3%。化妆品类、服装类、金银珠宝类与日用品类零售额分别同比下降 6.0%、3.2%、2.0% 和 0.6%，但降幅相比 1-2 月均

呈现不同程度收窄，其中服装类商品销售改善最为明显，增速好于 1-2 月 4.7 个百分点。一季度，全国 50 家重点大型零售企业零售额累计同比下降 3.1%，降幅较前两月收窄 1.5 个百分点，且多数商品品类增速相比 1-2 月份有所提高。

- **Jordan 品牌推出全新高尔夫鞋款 Air Rev! 高效提升挥杆表现。**品牌全新推出高尔夫鞋款——Jordan Air Rev，旨在为每位球手提供强劲且稳定的挥杆支持。无论是在高尔夫练习场，还是在果岭，无论是面对稳定发挥的前九洞，还是终极考验的最后一洞，都能让每一次击球向卓越更进一步。Jordan Air Rev 作为全新的高尔夫鞋款，采用了创新的 Flight Lock 科技，打造出可调节的足部锁定系统，以帮助不同打法、强度的高尔夫球手都能在挥杆时做好充分准备，稳操胜券。鞋款专为整日高效稳定的球场表现而打造，而作为产品核心的 Flight Lock 科技，其包含了首次引入的可拆卸 Air Zoom 气垫单元，可更换的 Formula 23 泡绵模块，旋钮系带系统以及采用 Leno-weave 工艺的绑带。
- **2025 年第三批调改门店名单出炉！匠心赋能品质零售。**在实体零售业加速迭代的进程中，永辉超市始终步履不停，持续发力。继第一季度先后推出首批 20 家、第二批 24 家调改门店后，4 月 14 日，永辉超市正式发布 2025 年全国第三批学习胖东来自主调改门店名单，涉及门店数量达 41 家，创单批次调改规模新高。此次调改门店覆盖范围进一步扩大，业务版图拓展至 48 座城市，其中厦门、济南、焦作等 12 座城市为首开城市，截至 6 月底，永辉超市全国自主调改门店数量将达 124 家（含胖东来帮扶调改门店）。据规划，永辉超市本月内计划完成分布于 17 座城市的 22 家门店调改，其中“五一”假期前全国完成调改的门店达 69 家。
- **行情回顾（2025.04.14-2025.04.18）**
- **本周，SW 纺织服饰板块上涨 1.57%，SW 轻工制造板块上涨 1.35%，沪深 300 上涨 0.59%，纺织服饰板块纺服跑赢大盘 0.98pct，轻工制造板块轻工跑赢大盘 0.77pct。**各子板块中，SW 纺织制造上涨 1.62%，SW 服装家纺上涨 1.35%，SW 饰品上涨 2.07%，SW 家居用品上涨 1.24%。截至 4 月 18 日，SW 纺织制造的 PE-TTM 为 19.59 倍，为近三年的 11.18%分位；SW 服装家纺的 PE-TTM 为 22.07 倍，为近三年的 48.68%分位；SW 饰品的 PE-TTM 为 15.21 倍，为近三年的 26.32%分位；SW 家居用品的 PE-TTM 为 20.28 倍，为近三年的 26.97%分位。
- **投资建议：**
- **品牌服饰板块：**（一）运动服饰方面，今年一季度，限上体育/娱乐用品社零同比增长 25.4%，需求韧性强。根据安踏体育、361 度发布的 2025 年 1 季度运营数据，安踏、FILA、所有其它品牌零售流水同比增长高单位数、高单位数、65%-70%；361 度成人及童装线下流水均同比增长 10%-15%，电商渠道流水同比增长 35%-40%。运动服饰终端零售折扣基本保持平稳，库销比处于可控区间，各品牌积极探索新店型，获取增量客群及业绩增长。继续看好运动服饰的需求韧性，推荐安踏体育、361 度。（二）我国消费者信心指数连续三个月环比回升，今年 1 季度，国内社零总额同比增长 4.6%，其中限上纺织服装类社零同比增长 3.4%。内需延续弱复苏、扩内需政策推动下，建议关注低估值品牌服饰公司森马服

饰、锦泓集团，以及受益于政府补贴的家纺公司，包括罗莱生活、水星家纺、富安娜。

- **纺织制造板块：**4月以来，美国“对等关税”措施引起纺织制造板块公司股价调整幅度较大。（1）从行业竞争格局看，纺织制造企业出海重点，均为越南、柬埔寨等东南亚国家，短期看，关税措施预计对纺织制造公司均带来负面影响，中长期看，或推动行业竞争格局洗牌、中小企业出清，龙头制造商有望获得份额提升。（2）从对美敞口角度看，华利集团约为35%-40%，裕元集团为27%，申洲国际为16%，伟星股份作为上游服装辅料制造商，直接出口美国比例较低。（3）从公司基本面看，国际运动服饰品牌均已更新2025年销售展望，销售预期谨慎乐观，纺织制造企业对于2025年订单普遍预计稳健增长。建议密切关注关税变化，中长期维度，仍然看好具备新客户拓展及提升品牌份额逻辑的华利集团、伟星股份、申洲国际、裕元集团。
- **黄金珠宝板块：**（一）2025Q2迎来行业需求及板块公司业绩低基数，黄金珠宝需求及板块公司业绩同比预计明显修复。金价高位背景下，小克重、一口价黄金首饰产品持续受益。建议积极关注潮宏基、周大生。（二）建议关注老铺黄金。2024年，老铺黄金受益于品牌心智提升、产品迭代推新，同店销售实现翻倍以上增长，正向经营杠杆带动公司业绩较营收实现更快增长。预计老铺黄金25Q1销售规模延续强劲表现，同店销售方面，在消费人群扩容、强化金器品类、门店优化背景下，全年同店销售预计高速增长。外延开店方面，今年公司将延续门店快速布局，上海市场门店预计加密、新加坡及日本市场门店有望落地。
- **风险提示：**
- 关税风险：国内消费信心恢复不及预期；地产销售不达预期；品牌库存去化不及预期；原材料价格波动；汇率大幅波动。

【行业评论】太阳能：1-3月全国太阳能发电量同比增长19.5%，产业链中下游价格下滑

肖索 xiaosuo@sxzq.com

【投资要点】

- **国家统计局：2025年1-3月全国太阳能发电量同比增长19.5%：**国家统计局数据显示，2025年3月份，全国规上工业太阳能发电量418亿千瓦时，同比增长8.9%；2025年1-3月份，全国规上工业太阳能发电量1138亿千瓦时，同比增长19.5%。
- **国家统计局：2025年1-3月全国太阳能电池（光伏电池）产量同比增长18.5%：**国家统计局数据显示，2025年3月份，全国规上工业太阳能电池（光伏电池）产量7844万千瓦，同比增长23.6%；2025年1-3月份，全国规上工业太阳能电池（光伏电池）产量17267万千瓦，同比增长18.5%。
- **国家电网：一季度新增新能源并网超5000万千瓦：**一季度，国家电网经营区域内风电和光伏发电装机累计新增并网容量5380万千瓦，同比增长19.1%，创历史同期新高。一季度，公司配合国家能源局修

订印发《分布式光伏发电开发建设管理办法》，推动相关省份出台支持文件，深化服务分布式发展常态机制，统一开展承载力评估分析，引导分布式光伏就近接入、就近利用。

- **国家发改委、国家能源局：鼓励煤电联营的新能源项目优先并网：** 4月14日，国家发展改革委、国家能源局公布《新一代煤电升级专项行动实施方案（2025—2027年）》明确，支持现役煤电改造升级机组、新建机组和新一代煤电试点示范机组与新能源实施联营，鼓励联营的新能源项目优先并网。
- **美国关税政策：** 预计短期对中国光伏厂家影响有限：美东时间 2025 年 4 月 2 日，美国白宫发布第 14257 号行政命令，自 4 月 5 日起先行实施 10% 基准关税，随后于 4 月 9 日起针对与美贸易逆差较大的国家课征更高。美东时间 4 月 9 日，特朗普总统对外宣布：除了中国可能将继续征收高额对等关税外，其余国家之高额对等关税将暂停 90 天，在此期间将回归实施 10% 的基准关税。当初双反实施后，中国光伏厂家为避免政策风险，近年鲜少将产品直接输美，所以即便特朗普本次针对中国大幅调升税率，对于中国光伏厂家的影响仍相对有限。90 天豁免期期间，光伏电池片等向美国出口有望加快。而豁免期结束后，税率上升势必将推高美国光伏项目成本，预计协商后，成本将由制造厂商、EPC 厂商及终端项目方等共同承担。
- **价格追踪**
- **多晶硅价格：** 根据 Infolink 数据，本周致密料均价为 40.0 元/kg，较上周持平；颗粒硅均价为 38.0 元/kg，较上周持平。本周 N 型硅料 4 家企业成交，签单量较少，价格暂时维持稳定。抢装过后，下游需求开始退坡，拉晶厂家在手硅料库存体量整体能支撑 1-1.5 个月的生产水平，因此与上周相同，短期 4-5 月拉晶厂家策略将以消化在手库存为主，预计短期硅料价格呈下降趋势。
- **硅片价格：** 根据 InfoLink 数据，本周 150um 的 182mm 单晶硅片均价 1.15 元/片，较上周持平；130um 的 183mm N 型硅片均价 1.2 元/片，较上周下降 7.7%；130um 的 182*210mm 型硅片均价 1.45 元/片，较上周下降 6.5%。531 抢装对下游产品的需求刺激基本已在 4 月中旬结束，市场进入库存消化阶段，买卖双方企业仍在密集博弈，大厂持续通过暂缓拿货以商谈更低价格。硅片市场价格在电池片的领跌下快速下行，预计短期内价格持续调整。
- **电池片价格：** 根据 InfoLink 数据，本周 M10 电池片（转换效率 23.1%）均价为 0.30/W，较上周下降 3.2%；TOPCon 电池片均价为 0.30 元/W（转换效率 25.0%+），较上周下降 3.2%；182*210mm N 型电池片价格为 0.29 元/W（转换效率 25.0%+），较上周下降 12.1%。国内对 P 型电池片的需求以散单为主，目前产品主要供应海外市场。抢装潮结束，组件企业采购需求骤减，电池片订单量下降，但 4 月份电池片环节维持高稼动率，整体呈现供过于求的状态。短期电池片进入累库阶段，预计价格或持续下滑。
- **组件价格：** 根据 InfoLink 数据，本周 182mm 双面 PERC 组件均价 0.65 元/W，较上周持平；182mm TOPCon 双玻组件价格 0.735 元/W，较上周下降 1.3%。上游价格松动，产业链降本趋势明显，传导至组件端导致价格承压。430/531 节点，行情热度已经开始下探，但头部组件企业 4 月排产计划保持增长，供需矛盾加剧，预计短期内组件价格以稳中有降为主。

- 玻璃价格：根据百川盈孚数据，本周 3.2mm 镀膜光伏玻璃价格为 22.0 元/m²，较上周持平；2.0mm 镀膜光伏玻璃价格为 14.0 元/m²，较上周持平。
- 投资建议
- 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。

【山证煤炭】行业周报（20250414-20250420）：-海外煤价延续上涨，港口库存继续走低

刘贵军 liuguijun@sxzq.com

【投资要点】

- 投资要点
- 动态数据跟踪
- 动力煤：海外煤价继续回升。本周产地煤矿生产基本维持正常水平。需求方面，气温回升，居民用电淡季叠加新能源出力明显，发电煤耗继续下降；下游复工及基建仍有待提高，工业原料用煤支撑减弱；北方港口煤炭调入高于调出，北方港口煤炭库存回升；煤价方面，需求淡季下，港口仍以长协拉运为主，港口煤价维持弱势。展望二季度，关税争端影响外贸，国内稳经济政策或将继续出台，非电用煤需求或有所恢复；同时，海外煤价继续上涨，叠加关税、海外煤炭生产国政策变化，预计国内进口煤或将减少，国内动力煤价格中枢继续下降空间不大。截至 4 月 18 日，环渤海动力煤现货参考价 674 元/吨，周变化-0.30%；广州港山西优混 700 元/吨，周持平；欧洲三港 Q6000 动力煤 763.01 元/吨，周变化+1.49%。4 月 18 日，北方港口合计煤炭库存 2931 万吨，周变化+6.54%；本周环渤海港口日均调入 176.11 万吨，调出 147.99 万吨，日均净调出-28.13 万吨。
- 冶金煤：海外焦煤续涨，冶金煤底部震荡。煤矿冶金煤生产供应维持正常。需求方面，下游进入传统旺季，钢材供需双增，焦炉、高炉开工继续提高、铁水产量维持高位提振冶金煤需求，但国际关税争端影响外需预期，铁矿石、钢材价格维持弱势震荡，冶金煤价格仍然偏弱；后期预计提振内需政策空间较大，宏观政策存改善预期，下游需求预期有望恢复，同时，下游冶金煤库存处于历年低位，冶金煤价格中枢进一步下降空间也不大。截至 4 月 18 日，京唐港主焦煤库提价 1380 元/吨，周持平；京唐港 1/3 焦煤库提价 1180 元/吨，周持平；日照港喷吹煤 1013 元/吨，周持平；澳大利亚峰景矿硬焦煤现货价 200.00 美元/吨，周变化+6.10%。4 月 18 日，国内独立焦化厂、247 家样本钢厂炼焦煤总库存

分别 830.12 万吨和 784.39 万吨，周变化分别+1.91%、+0.63%；喷吹煤库存 403.56 万吨，周变化+0.08%。247 家样本钢厂高炉开工率 83.58%，周变化+0.28 个百分点；独立焦化厂焦炉开工率 73.43%，周变化+0.42 个百分点。

➤ **焦、钢产业链：**下游开工较好，焦炭价格企稳。本周焦炭价格受库存下降，焦化厂利润负反馈等影响，价格继续反弹，但黑色产业链下游受关税争端下需求偏弱预期影响，整体价格仍显弱势。后期，宏观预期有望继续落地，外贸不振或提高内需刺激预期，基建、地产施工高峰期临近，钢材需求刚性仍存，叠加低利润率下焦炭供给收缩预期，而焦煤价格相对仍强势，成本支撑下焦炭价格预计下降空间不大。截至 4 月 18 日，天津港一级冶金焦均价 1530 元/吨，周变化+3.38%；港口平均焦、煤价差（焦炭-炼焦煤）257 元/吨，周变化+24.15%。独立焦化厂、样本钢厂焦炭总库存分别 68.00 万吨和 664.37 万吨，周变化分别+3.05%、-0.53%；四港口焦炭总库存 252.12 万吨，周变化+6.35%；全国市场螺纹钢平均价格 3281 元/吨，周变化-0.55%；螺纹钢全社会、生产企业库存分别合计 532.90 万吨、200.45 万吨，周变化分别-5.36%、-6.59%。

➤ **煤炭运输：**港口封航叠加外贸煤倒挂，沿海煤炭运价回升。本周电煤需求较弱，但大风天气影响，北方港口封航，船舶周转率降低，叠加外贸煤价格优势减弱，内贸拉运需求释放，沿海煤炭运价继续回升。截止 4 月 18 日，中国沿海煤炭运价指数 770.04 点，周变化+6.62%。鄂尔多斯煤炭公路长途运输运价 0.21 元/吨·公里，周持平；4 月 18 日，环渤海四港货船比 23.90，周变化-28.01%。

➤ **煤炭板块行情回顾**

➤ **本周煤炭板块震荡回升，跑赢沪深 300 指数；**中信煤炭指数周五收报 3240.63 点，周变化+2.62%。子板块中煤炭采选 II(中信)周变化+2.91%；煤化工 II(中信)指数周变化-0.38%。煤炭采选普涨，淮河能源、中煤能源、陕西煤业、新集能源、大有能源涨幅居前；煤化工个股涨跌参半，云维股份、辽宁能源、安泰集团涨幅居前。

➤ **本周观点及投资建议**

➤ **煤炭供给端基本维持稳定，电煤需求进入淡季，叠加关税争端影响外需预期，本周煤炭价格维持弱势；**但宏观经济利好改善空间仍大；动力煤价格进入长协基准价区间，且进口价差开始倒挂，底部支撑较强；冶金煤库存处于历年低位，双焦价格后期弹性仍存。资金面来看，龙头煤企业绩超预期，向市场传递信心，保险等长期资金入市大势所趋，煤炭板块回调后估值及股息率吸引力持续提升。投资建议：资源价款指引煤炭上市公司估值，建议关注具备业绩支撑且被低估标的。非煤业务占比小的公司中【新集能源】、【昊华能源】、【中煤能源】显著被低估；非煤业务占比大的公司中【陕西能源】、【电投能源】更被低估；山西区域单吨成交资源价款普遍较高，建议关注【晋控煤业】、【华阳股份】。此外，回购增持再贷款和 SFISF 等货币工具市场案例不断落地，套息交易有望不断深化煤炭红利价值，建议关注弹性高股息品种和稳定高股息品种。稳定高股息品种方面，相对更看好【中国神华】、【陕西煤业】。弹性高股息品种方面，相对更看好【淮北矿业】、【平煤股份】。

➤ 风险提示

- 供给释放超预期；需求端改善不及预期；欧盟煤炭缺口不及预期，进口煤大量涌入国内市场；价格强管控；煤企转型失败等。

【山证专精特新】澳华内镜（688212.SH）2024 年报及 2025 一季报点评-招投标减少使国内业务增长受限，海外业务进展顺利迎来快速发展

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 公司发布 2024 年报和 2025 年一季报，2024 年公司实现营业收入 7.50 亿元，同比增长 10.54%；实现归母净利润 2101.22 万元，同比减少 63.68%；实现扣非归母净利润-628.62 万元，同比减少 114.13%；实现基本每股收益 0.16 元，同比减少 62.79%。2025 年一季度公司实现营业收入 1.24 亿元，同比减少 26.92%；实现归母净利润-2879.15 万元，同比减少 1143.36%；实现扣非归母净利润-3100.11 万元；实现基本每股收益-0.21 元。

➤ 事件点评

- 2024 年公司营收小幅增长主要得益于海外市场推广进展顺利，市场调整仍使 2025Q1 销售承压。2024 年，国内终端市场招采活动减少，受招投标总额下降影响，公司国内业务收入增长有限。但公司进一步布局海外营销网络，海外多个国家的产品准入以及市场推广进展顺利，品牌影响力持续提升，带动了公司整体业务收入增长。分区域来看，2024 年公司实现境内主营业务收入 5.86 亿元，同比增长 3.93%；实现境外主营业务收入 1.61 亿元，同比增长 42.70%。2025Q1 受市场调整影响，公司销售不及预期，营业收入和净利润均有所下滑。
- 2024 年公司销售毛利率和销售净利率均呈现下降态势，且净利率的下降幅度更大。公司自 2024 年 1 月 1 日起执行财政部发布的《企业会计准则解释第 17 号》，规定保证类质保费用应计入营业成本。在此条件下，2024 年公司销售毛利率和销售净利率分别为 68.12%、2.71%，较去年同期分别下降 1.61、6.25 个百分点。毛利率下滑主要受海外销售收入增长较快而海外销售部分毛利率偏低影响：2024 年公司境外主营业务收入为 1.61 亿元，同比增长 42.70%，毛利率为 58.15%；公司境内主营业务收入为 5.86 亿元，同比增长 3.93%，毛利率为 70.97%。净利率下滑主要受销售期间费用率提升影响：2024 年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 33.38%、14.48%、21.83%、0.01%，较去年同期分别提升 3.16、1.08、0.15、0.40 个百分点。
- 公司持续加大研发投入，并充分重视基层县域医疗诊疗水平的提升。2024 年公司研发费用为 16,359.80 万元，同比增长 11.29%，占营业收入比例 21.83%，同时公司产品管线取得多项重要进展：①发布电子

膀胱镜、电子输尿管肾盂镜，布局泌尿领域；②发布高光谱平台，布局 26 个窄带光波段，能够更细致地区分不同深度的血管和组织；③发布 AQ-150、AQ-120 等内镜系统，其中 AQ-150 系列为全新 4K 内镜系统，配合可翻盖触屏的设计，让诊疗游刃有余；AQ-120 系列通过强大功能的集成，有效帮助提升基层县域医疗机构的诊疗水平；④发布 640 倍细胞内镜以及 140 倍光学放大内镜。

➤ 投资建议

- 预计公司 2025-2027 年分别实现营收 8.73、10.71、12.72 亿元，同比增长 16.4%、22.7%、18.8%；分别实现净利润 0.75、1.24、1.72 亿元，同比增长 257.1%、65.6%、38.6%；对应 EPS 分别为 0.56、0.92、1.28 元，以 4 月 22 日收盘价 40.34 元计算，对应 PE 分别为 72.4X、43.7X、31.5X，维持“增持-B”评级。

➤ 风险提示

- 市场占有率、产品丰富度等与国际知名企业存在较大差距的风险；产能相对不足风险；行业政策变化及产品认证风险；技术创新和研发失败的风险；奥林巴斯在中国开展本土化研发及生产的风险。

【山证煤炭公用】洪通燃气（605169.SH）年报点评：-LNG 产销量明显增长，天然气产业链布局进一步加深

刘贵军 liuguijun@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 27.53 亿元，同比+46.17%，归母净利润 1.73 亿元，同比+13.05%，扣非后归母净利润 1.67 亿元，同比+9.07%。经营活动产生的现金流量净额 2.75 亿元，同比+1.48%；基本每股收益为 0.616 元，同比+13.89%；加权平均 ROE 为 9.35%，同比增加 0.72 个百分点。

➤ 事件点评

- 天然气产销量明显增长。2024 年公司实现 LNG 天然气产量 43.81 万吨，销售量 43.89 万吨，同比分别增长 77.51%和 80.68%；实现 CNG 天然气产量 8343.81 万方，销量 8331.74 万方，同比分别增长-22.21%和-22.35%。公司天然气销售及入户安装业务实现营收 27.14 亿元，同比增长 46.49%；实现毛利 4.15 亿元，同比+13.52%；毛利率 15.29%，同比降低 4.44 个百分点。原料气采购均价比去年同期上升，同时相应产品市场售价较去年同期下降，致天然气销售业务的毛利率降低，后期，公司拟积极与煤化工制气、井口零散气等非常规天然气供应商建立稳定的合作关系，增加气源采购渠道。
- 天然气产业链布局进一步加强。2024 年，公司持续实施第十三师天然气储备调峰及基础配套工程项目的建设；协调推动库尔勒经济技术开发区天然气供气工程顺利通气运行。助力第十三师天然气储备调

峰及基础配套工程项目之设计产能为 100 万方/天的液化天然气工厂、巴州能源 2 万立方米 LNG 储罐项目二期设计产能为 100 万方/天 的液化天然气生产装置产能释放。2024 年，公司还持续完善加气站布局，沿疆内主要交通干线积极投资建设加气站终端，新增投产加气站 8 座。截止 2024 年底，公司经营管理加气站 50 座；公司拟建及在建加气站 4 座。

➤ **分红比例增长，负债率进一步降低。**2024 年度公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.5 元（含税）。合计拟派发现金红利总额 0.69 亿元（含税），占 2024 年归母净利润的 40.02%，比 2023 年度分红率提高 3.35 个百分点，以 4 月 21 日收盘价 9.24 元计算，公司股息率 2.71%。截止 2024 年底，公司资产负债率 22.50%，同比降低 4.09 个百分点。

➤ **投资建议**

➤ 考虑到公司天然气产销量增长，原料气成本有下降空间，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.70\0.88\0.94 元，对应公司 4 月 21 日收盘价 9.24 元，2025-2027 年动态 PE 分别为 13.2\10.5\9.9 倍，首次覆盖，给予“增持-A”投资评级。

➤ **风险提示**

➤ 1) 宏观经济增速不及预期风险；2) 天然气销售量、价下行风险；3) 安全生产风险；4) 二级市场超预期下行风险。

【公司评论】风神股份(600469.SH)：风神股份-2024 年产销大幅增长，原材料上涨导致盈利水平下滑

李旋坤 lixuankun@sxzq.com

【投资要点】

➤ **事件描述**

➤ 4 月 17 日，公司发布《2024 年度公告》，2024 年实现营业总收入 67.08 亿元，同比+16.89%；归母净利润 2.81 亿元，同比-19.47%；扣非归母净利润 2.36 亿元，同比-28.55%。其中，2024Q4 实现营业收入 18.28 亿元，同环比分别+22.92%/ +5.59%；归母净利润为 0.05 亿元，同环比分别-92.37%/ -88.62%；扣非归母净利润为-0.15 亿元，同环比分别-127.33%/ -140.30%。

➤ **事件点评**

➤ **2024 年产销大幅增长，原材料上涨导致盈利水平下滑。**2024 年公司实现营业收入 67.08 亿元，同比+16.89%。其中，轮胎业务实现营收 64.82 亿元，同比+15.25%，实现毛利率 17.37%，同比下降 1.37pct，主要系主要原材料入库均价同比提升 7.30%。轮胎产销量方面，受市场需求增加影响，公司完成轮胎产量 565.6 万条，同比+20.92%；销量 554.9 万条，同比+16.97%。

➤ **聚焦特种轮胎，巨胎项目将贡献增量。**公司正推进高性能巨型工程子午胎扩能增效项目，总投资约 14.64 亿元，预计新增 2 万条产能，该项目将优化产品结构，提升核心竞争力。另外，公司巨型及特种工程

子午胎改扩建项目以及大规格宽体自卸车用工程子午胎调结构脱瓶颈项目顺利推进，未来，市场供应能力和产品市场竞争力有望加强。

➤ **投资建议**

➤ 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.1/ 4.5/ 6.7 亿元，对应 PE 分别为 13/ 9/ 6 倍。随着公司 2 万条高性能巨胎扩能增效项目建成投产，特种轮胎产品矩阵不断丰富，未来业绩增长可期，考虑当前贸易摩擦加剧，给予“中性-B”评级。

➤ **风险提示**

➤ 产能释放不及预期；国际贸易摩擦加剧；市场竞争加剧等风险。

【山证电子】顺络电子 2025 年一季报点评-淡季不淡，新兴市场领域增速显著

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

➤ **事件**

➤ 近日，顺络电子发布 2025 年一季报，2025Q1 公司实现营收 14.61 亿元，同比增长 16.03%；归母净利润 2.33 亿元，同比增长 37.02%；扣非净利润 2.20 亿元，同比+39.76%，业绩超预期。

➤ **点评**

➤ **汽车电子、数据中心等新兴市场领域增速显著。**分产品看，信号处理、电源管理、汽车电子和储能专用、陶瓷&PCB 及其他收入占比分别为 34.9%、34.8%、21.5%、8.7%。2025Q1，信号处理实现收入 5.1 亿元，同比-4.95%，主要系通讯及消费电子业务略显平淡；电源管理收入 5.08 亿元，同比+23.87%，数据中心等新兴市场领域增速较快；汽车电子或储能专用收入 3.14 亿元，同比+65.46%；陶瓷&PCB 及其他收入 1.28 亿元，同比+5.02%。

➤ **毛利率保持平稳，费用控制良好。**2025Q1，公司毛利率 36.6%，环比 2024Q4 的 34.5%提升 2.1 个百分点，同比 2024Q1 的 36.9%基本持平。一季度，公司管理费用率 5.1%，同比下降 0.4 个百分点；销售费用率 1.7%，同比减少 0.3pct；研发费率 7.9%，同比下降 0.6 个百分点；财务费用率 1.5%，同比下降 0.4 个百分点。

➤ **现金流持续改善，存货保持合理水平。**2025Q1，公司经营现金净流量 3.29 亿元，同比 2024Q1 的 2.38 亿元改善明显，环比 2024Q4 的 3.16 亿元也有所提升。一季报存货周转天数 100.06 天，与 2024Q1 的 103.33 天有所改善，处于历史低位。固定资产周转率 0.25 次，同比 2024 年一季报的 0.22 次略有增加。

➤ **投资建议：**

➤ 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 10.92/13.80/17.43 亿元；EPS 分别为 1.35/1.71/2.16 元；对应公

司 2025 年 4 月 21 日收盘价 28.21 元，2025-2027 年 PE 分别为 20.8/16.5/13.1，维持“买入-A”评级。

➤ 风险提示：

➤ 需求不及预期；竞争加剧；客户开拓不及预期；技术研发风险等。

【山证通信】华工科技（000988.SZ）：传感器与光联接业务高增，看好后续盈利能力进一步改善

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- 公司发布 2024 年年报及 25Q1 业绩预告。2024 年公司实现营收 117.09 亿元，同比+13.57%；归母净利润 12.21 亿元，同比+21.17%；扣非后归母净利润 8.97 亿元，同比+9.55%。其中，24Q4 单季度实现营收 27.07 亿元，同比-10.24%，环比-28.78%；归母净利润 2.83 亿元，同比+46.32%，环比-9.46%；扣非后归母净利润 1.23 亿元，同比+65.00%，环比-54.14%。公司预计 25Q1 实现归母净利润 3.90-4.40 亿元，同比+34.54%-51.79%，预计扣非后归母净利润 2.77-3.27 亿元，同比+22.60%-44.74%。
- 事件点评：
- 分业务来看，公司智能制造业务/联接业务/感知业务 2024 年分别实现营收 34.92/39.75/40.95 亿元，同比分别+9.45%/+23.75%/+9.2%。1）智能制造业务：智能装备事业群围绕新能源与智能制造两大赛道，新能源赛道聚焦新能源汽车、船舶等五大行业，新能源汽车与船舶订单同比分别+33%/134%，智能制造海外拓展成效明显，带动出口总额同比增长 34%；精密系统事业群驱动转型，3C 精密产品订单实现较快增长，半导体及先进封装、脆材细分领域等均取得行业内突破。2）联接业务：光联接客户版图、交付份额进一步扩充，高速光模块与高速铜缆业务双向布局，传输类光模块/高速相干光模块等产品实现全覆盖/量产。3）感知业务：公司传感器业务保持快速增长，传感器业务和激光全息防伪业务营收分别 36.68/4.27 亿元，同比分别+12.93%/-14.72%。公司传感器保持新能源汽车热管理和多功能传感器技术全球领导地位，并向汽车、光伏储能领域转型，海外业务亦实现新的突破。
- 光联接业务与传感器业务增势强劲，看好未来弹性。光联接业务，公司推出多款业内领先产品并实现下游客户导入。高速光模块产品与高速铜缆方面，推出包括 800G OSFP 2*FR4 TRO、800G LPO 硅光、800G AEC 有源电缆、1.6T-200G/λ 硅光等产品；4G/5G 基站应用光模块保持行业领先份额；客户侧 10G/100G/400G/800G 传输类光模块全覆盖，800G ZR/ZR+ Pro 相干光模块量产，并在关键客户群处完成送样；25G PON OLT 和 ONU 产品实现批量交付，50G PON OLT 产品光电关键技术突破。传感器业务，新能源及其上下游产业链销售占比超过 60%，新能源汽车 PTC 热管理系统在海外市场获得多个高端汽车品牌项目订单；汽车、光伏储能等转型领域取得一系列新项目定点及新项目量产，光伏储能传感器上线智能制造平台柔性自动化产线，在行业头部企业销售规模大幅增长；此外，海外市场进一步打开，泰国工厂于 2024 年 8 月建成投产，海外业务同比增长超过 30%，BSH、AI、HIGHLY MARELLI、VESTEL、ARCELIK、SAMSUNG 等海外大客户销售规模均有较大增长；PTC 加热器海外项目定点实

现“0”突破。

- **公司盈利能力向好，期间费用率整体下降。**公司 24Q4 单季度毛利率/净利率分别 23.42%/9.73%，环比分别+5.80/+1.47 pct，2024 全年净利率 10.27%，同比+0.49 pct。期间费用率来看，2024 年公司销售/管理/研发费用率分别 4.61%/2.28%/7.49%，同比分别-0.8/-1.76/+0.15 pct。
- **盈利预测、估值分析和投资建议：**公司是国内数据中心建设光模块主力供应商，也是新能源汽车 PTC 和传感器龙头。我们预计公司 2025-2027 年净利润 16.9/20.5/25.5 亿元，同比增长 38.7%/21.1%/24.4%，对应 EPS 为 1.68/2.04/2.54 元，维持“买入-A”评级。
- **风险提示：**新能源、船舶、消费电子等行业支出不及预期影响公司激光装备收入；国产算力投资不及预期或组网技术路线变化导致光模块收入增长不及预期；新能源汽车市场发展不及预期；海外市场拓展不及预期。

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

