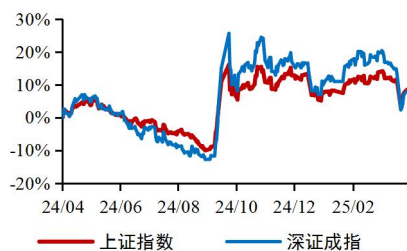


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 4 月 15 日 星期二

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	3,262.81	0.76
深证成指	9,884.30	0.51
沪深 300	3,759.14	0.23
中小板指	6,200.96	0.43
创业板指	1,932.91	0.34
科创 50	1,014.28	0.25

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】

【山证新股】新股周报（2025.04.14-2025.04.18）-4 月份创业板新股开板估值上升，主板新股开板估值下降

【山证煤炭】行业周报（20250407-20250413）：-海外煤价延续上涨，港口库存继续走低

【行业评论】太阳能：两部委提出加快推进虚拟电厂发展指导意见，产业链价格基本持平

【山证军工】航宇科技（688239.SH）2024 年报点评-收入结构持续优化，国际国内双轮驱动

【公司评论】中国移动(600941.SH)：中国移动（600941.SH）-重点布局 5.5G、推理算力、AI 投资，新业务领域开辟新业态

【山证纺服】华利集团 2024 年报点评-2024 年分红超预期，产能加速扩张



【今日要点】

【山证新股】新股周报（2025.04.14-2025.04.18）-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】

- 新股市场活跃度下降，4 月份主板新股首日涨幅和开板估值下降
- 周内新股市场活跃度下降，近 6 个月上市新股周内共有 7 只股票录得正涨幅(占比 14.00%，前值 72.34%)。
- 科创板：上周科创板无新股上市。周内兴福电子录得周涨幅为正，拉普拉斯、思看科技等录得周跌幅超-10%。
- 创业板：上周创业板泰禾股份上市，上市首日涨幅 338.17%，首日开板估值 77.51 倍。周内托普云农录得周涨幅超 5%，首航新能录得周跌幅超-30%。
- 沪深主板：上周沪深主板中国瑞林、泰鸿万立上市，上市首日涨幅分别 197.51%、249.07%，首日开板估值 47.19 倍、57.82 倍。周内国货航、天和磁材、红四方录得周涨幅为正。
- 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，主板中国瑞林/泰鸿万立上市，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 下降至低位。
- 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: 暂无
- 已获批复重点新股: 威高血净、屹唐股份、汉邦科技、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。

【山证煤炭】行业周报(20250407-20250413): -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: 港口库存继续走低, 坑口煤价反弹。本周产地煤矿生产维持正常水平。需求方面, 居民用电淡季, 较大电厂轮机检修, 负荷回落导致电煤日耗较弱; 下游复工及基建仍有待提高, 工业原料用煤需求维持刚需; 北方港口煤价倒挂叠加疏港推进, 本周煤炭调入继续小于调出, 北方港口煤炭库存降低; 煤价方面, 进口低卡煤继续倒挂, 内贸需求增加, 叠加部分产地安检限产, 坑口煤价有所反弹, 但受下游需求影响, 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，预计国内进口煤仍存变数，国内动力煤价格中枢继续下降空间不大。截至4月11日，环渤海动力煤现货参考价676元/吨，周持平；广州港山西优混700元/吨，周变化-2.78%；欧洲三港Q6000动力煤760.36元/吨，周变化+2.43%。4月11日，北方港口合计煤炭库存2751万吨，周变化-4.25%；本周环渤海港口日均调入183.64万吨，调出185.09万吨，日均净调出1.44万吨。

➤ **冶金煤：**海外焦煤续涨，冶金煤筑底。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，钢材表需有所恢复，高炉开工、铁水产量提高带动冶金煤需求，但国际关税争端影响外需预期，铁矿石、钢材价格波动加剧，叠加地产弱势，钢材价格低位震荡，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11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188.50美元/吨，周变化+2.45%。4月11日，国内独立焦化厂、247家样本钢厂炼焦煤总库存分别814.53万吨和779.47万吨，周变化分别+1.31%、+1.26%；喷吹煤库存403.22万吨，周变化-0.80%。247家样本钢厂高炉开工率83.30%，周变化+0.15个百分点；独立焦化厂焦炉开工率73.01%，周变化+0.39个百分点。

➤ **焦、钢产业链：**库存下降，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，价格有所反弹，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。但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11日，天津港一级冶金焦均价1480元/吨，周持平；港口平均焦、煤价差（焦炭-炼焦煤）207元/吨，周变化+5.08%。独立焦化厂、样本钢厂焦炭总库存分别65.99万吨和667.88万吨，周变化分别-0.44%、-0.74%；四港口焦炭总库存237.07万吨，周变化+7.93%；全国市场螺纹钢平均价格3299元/吨，周变化-1.44%；螺纹钢全社会、生产企业库存分别合计563.10万吨、214.60万吨，周变化分别-4.74%、+3.58%。

➤ **煤炭运输：**大风叠加外贸煤倒挂，沿海煤炭运价回升。本周电煤需求较弱，但大风天气影响船舶周转，叠加外贸煤价格优势减弱，内贸拉运需求释放，沿海煤炭运价回升。截止4月11日，中国沿海煤炭运价指数722.22点，周变化+2.53%。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11日，环渤海四港货船比33.20，周变化+9.93%。

➤ **煤炭板块行情回顾**

➤ 本周煤炭板块随大盘调整，跑赢沪深300指数；中信煤炭指数周五收报3157.77点，周变化-5.04%。子板块中煤炭采选Ⅱ(中信)周变化-4.86%；煤化工Ⅱ(中信)指数周变化-6.78%。煤炭采选个股普跌，淮河能源、中国神华、新集能源跌幅较小；煤化工个股普跌，云煤能源、安泰集团跌幅较小。

➤ 本周观点及投资建议

- 煤炭供给端基本维持稳定，进入“金三银四”非电需求有所回升，虽受关税争端影响外需预期，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。

【行业评论】太阳能：两部委提出加快推进虚拟电厂发展指导意见，产业链价格基本持平

肖索 xiaosuo@sxzq.com

【投资要点】

- **两部委：**到 2027 年，全国虚拟电厂调节能力达到 2000 万千瓦以上：近日，国家发展改革委、国家能源局关于加快推进虚拟电厂发展的指导意见。文件提出，针对省级、地市级电力调节需要，培育不同特点的虚拟电厂主体，完善虚拟电厂发展体系，围绕聚合分散电力资源、增强灵活调节能力、减小供电缺口、促进新能源消纳等场景加快推进虚拟电厂规模化发展。到 2027 年，虚拟电厂建设运行管理机制成熟规范，参与电力市场的机制健全完善，全国虚拟电厂调节能力达到 2000 万千瓦以上。到 2030 年，虚拟电厂应用场景进一步拓展，各类商业模式创新发展，全国虚拟电厂调节能力达到 5000 万千瓦以上。
- **工信部：**2025 年加快先进光伏、新型储能等重点产品分级分类标准制修订：近日，工信部发布关于印发 2025 年工业和信息化标准工作要点的通知。文件指出，加强优势产业标准建设。落实光伏、锂电池等产业标准体系，加快先进光伏、新型储能、高性能锂电池等重点产品分级分类标准制修订，加强智能光伏、锂电池回收利用、显示模块环境适应性等关键技术标准攻关，以高标准带动关键材料、技术、产品研发。
- **国家能源局：**在 6 省开展电力领域综合监管工作：4 月 10 日，国家能源局发布关于开展 2025 年电力领域综合监管工作的通知。国家能源局决定在山西省、辽宁省、江苏省、江西省、贵州省、青海省开展

电力领域综合监管工作。重点监管 2024 年以来落实可再生能源电力消纳责任权重、可再生能源调度运行、可再生能源跨省区外送和消纳、“沙戈荒”新能源基地建设和新能源就地消纳、新能源利用率监测统计等情况。

➤ 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。本周多晶硅企业成交数量极少，大多数企业反馈下游采购需求不足，4 月订单难以落地。本周价格持稳的主要原因在于实际成交数据的不足。包括部分主要大厂在内，多晶硅企业的对外报价普遍有所松动，若近期企业有较大数量的签单，价格可能将会有所下调。四月硅料厂家提产有限，整体维持与三月相同的排产水平。下游需求逐渐趋弱，多晶硅后市预期偏弱，由于企业已长期处于亏损现金成本的状态，价格下探的空间应该较为有限。

➤ **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 1.3 元/片，较上周持平；130um 的 182*210mm 型硅片均价 1.55 元/片，较上周持平。终端需求节点相比预测提前下滑，市场气氛明显转弱抢装结束后需求预期下降，后续供需逐渐平衡，预计硅片价格持稳运行为主。

➤ **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 0.31/W，较上周持平；TOPCon 电池片均价为 0.310 元/W（转换效率 25.0%+），较上周持平；182*210mm N 型电池片价格为 0.33 元/W（转换效率 25.0%+），较上周下降 2.9%。前期政策利好带动的下游需求即将退坡，各尺寸电池片价格已开始受到压力传导，预计短期价格维持稳定。

➤ **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 0.745 元/W，较上周下降 0.7%。4 月初抢装需求渐弱，供需关系转向宽松，分布式项目售价下探。海外来看，欧洲进口组件价格小幅上涨，美国“对等关税”政策加剧价格波动预期。抢装结束后需求可能回落，预计短期价格维持平稳。

➤ **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。

【山证军工】航宇科技（688239.SH）2024 年报点评-收入结构持续优化，国际国内双轮驱动

骆志伟 luozhiwei@sxzq.com

【投资要点】**➤ 事件描述**

- 航宇科技公司发布 2024 年报。2024 年公司营业收入为 18.05 亿元，同比减少 14.19%；归母净利润为 1.89 亿元，同比增长 1.63%；扣非后归母净利润为 1.72 亿元，同比增长 8.26%；负债合计 24.30 亿元，同比增长 42.39%；货币资金 7.68 亿元，同比增长 138.47%；应收账款 10.43 亿元，同比增长 19.84%；存货 8.89 亿元，同比增长 1.61%。

➤ 事件点评

- 收入结构持续优化。2024 年受部分境内下游客户交付节奏调整的影响，公司营收下滑 14.19%。得益于全球航空业回暖以及航空配套环节供应格局的革新，公司紧抓机遇，外贸业务实现营收 7.63 亿，同比增长 25.11%，创下历史新高。按下游行业分类看，公司积极扩展燃气轮机领域业务，燃气轮机锻件营业收入较上一年度增幅 20.70%。2024 年公司积极调整优化市场和产品业务结构，保持稳健经营。
- 订单持续增长，经营效率提升。公司在手订单持续增长，截至报告期末，以客户的订单统计公司在手订单总额 27.82 亿元，同比增长 6.88%。再加上长协期间的预估订单，公司合计在手订单约为 48.48 亿。报告期内，公司深挖降本潜力，经营效率持续提升，主营业务毛利率水平较上年上升 1.03 个百分点。
- 国际国内双轮驱动。受益于全球航空业的持续回暖，以及国内通用航空及低空经济的快速发展，航空发动机市场进入“放量建设”新阶段。随着 C919 生产交付提速，以及国产自主研发长江系列商用航空发动机研发验证进程的加快，公司有望受益于国内和国际航空市场的双轮驱动，实现业绩的快速增长。
- 投资建议
- 我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.59\1.96\2.38，对应公司 4 月 11 日收盘价 40.38 元，2025-2027 年 PE 分别为 25.3\20.6\17.0，维持“增持-A”评级。风险提示
- 下游需求不及预期；在研航发无法顺利定型批产；原材料价格波动；

【公司评论】中国移动(600941.SH)：中国移动（600941.SH）-重点布局 5.5G、推理算力、AI 投资，新业务领域开辟新业态

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- 中国移动发布 2024 年年度报告。2024 年，公司实现营收 10408 亿元，同比+3.1%；其中，主营业务收

入 8895 亿元，同比+3.0%。实现归母净利润 1384 亿元，同比+5.0%；EBITDA 为 3337 亿元，同比-2.3%。

➤ 事件点评：

➤ 1) C+H 端：AI 场景应用和 FTTR 升级将成为传统业务的新业态

➤ 个人市场方面，2024 年，公司移动客户总数达 10.04 亿户，较年初净增 0.13 亿户，其中 5G 网络客户数达到 5.52 亿户，较年初净增 0.88 亿户，渗透率达到 55.0%；手机上网 DOU 达到 15.9GB，同比持平；移动 ARPU 为 48.5 元，同比-0.8 元。个人移动云盘收入达 89 亿元，同比+12.6%；权益产品收入达 268 亿元，同比+19.7%；5G 新通话全场景月活跃客户达 1.5 亿户，其中智能应用订购客户达到 3,475 万户。大流量创新应用未成熟、智能座舱等场景分流等因素导致公司个人业务增速放缓，但我们认为，随着 AI 飞速发展，应用场景不断下沉，公司通过“连接+应用+权益+硬件”融合拓展，个人业务有望迎来新的发展机遇，保持基本盘平稳。

➤ 家庭市场方面，2024 年，公司有线宽带客户总数达 3.15 亿户，较年初净增 0.17 亿户，其中家庭宽带客户达 2.78 亿户，较年初净增 0.14 亿户，千兆家庭宽带客户达 0.99 亿户（+25.0%）；FTTR 客户达 1,063 万户（+376%）；千兆宽带覆盖住户 4.8 亿户（+0.9 亿户）。家庭客户综合 ARPU 为 43.8 元（+0.7 元）。公司积极构建“全千兆+云生活”智慧家庭生态，以“移动爱家”品牌为引领，“AI+智家”和“千兆+FTTR”引领智家服务升级，家庭市场有望保持良好增长。

➤ 2) B+N 端：移动云营收破千亿，车联网、低空新场景取得突破

➤ 公司在庞大的基础业务体量下仍保持创新活力，DICT 业务收入稳健增长。2024 年，公司政企市场收入达 2,091 亿元，同比+8.8%；政企客户数达 3,259 万家，净增 422 万家；公开招标市场中标占比达 16.6%，全行业领先，成功打造融合自有能力的“三化”解决方案 99 项。公司作为一流云服务商由云向智，移动云收入达 1004 亿元，同比+20.4%，IaaS+PaaS 收入规模稳居业界前五；5G 垂直行业应用保持领先，全年拓展千万大单 5G DICT 项目超 700 个，5G 专网收入 87 亿元，同比+61.0%。To V 车联网市场取得突破，车联网前装连接净增 1,443 万个，累计达 6,506 万个，与 25 家头部车企达成渠道合作；车路云一体化试点城市支撑和标杆项目共建进展良好；商客市场推广融合产品和轻量化解决方案，面向中小企业拓展商客套餐 2,684 万套，净增 2,140 万套。低空经济快速起步，打造 50 个应用示范标杆。

➤ 新兴市场方面，国际业务、数字内容领域仍保持快速增长。2024 年，新兴市场收入 536 亿元，同比+8.7%。其中，国际业务加速优质产品能力和解决方案出海，服务“一带一路”建设，实现收入 228 亿元，同比+10.2%；数字内容收入 303 亿元，同比+8.2%，咪咕视频全场景月活跃客户达 5.2 亿户，同比+12.1%。金融科技打造“通信+金融”融合生态，产业链金融业务规模达 1,165 亿元，同比+52%；和包交易月活跃客户达 1.24 亿户，同比+40.7%。

➤ 我们认为，To B，公司“网+云+DICT”规模拓展，以“AI+DICT”能力构建三化解决方案，深耕商客等重点市场客户，车联网、低空经济拓展初具成果。To N，公司基于“内容+科技+融合创新”理念，通过海内外市场联动效应建立内容媒体业务的竞争优势，大力发展国际业务。我们仍对公司在 B+N 市

场的发展保持信心，同时移动云市场有望继续在 5G 行业应用中深化推进。

- 3) 资本开支整体缩减，结构性侧重 5.5G、推理算力、AI 领域
- Capex 投资继续下降，但仍聚焦于新领域提前布局。2024 年，公司资本开支 1640 亿元，同比-9.0%，少于年初计划的 1730 亿元；预计 2025 年资本开支 1512 亿元，同比-7.8%，其中，连接投资 716 亿元（-17.9%）（5G 投资 582 亿元，同比-16%），算力投资 373 亿元（+0.5%），能力投资 192 亿元（+6.7%），基础投资 231 亿元（+6.5%）。5G 整体虽整体下降，但 5G-A 方面投入力度加大，2025 年计划投资 98 亿元，同比+227%。算网基础继续夯实，2024 年公司智算规模达 29.2EFLOPS，同比+189%，通算规划达 8.5EFLOPS，同比+6%，计划 2025 年通算、智算规模将分别达到 8.9、34EFLOPS。GPU 利用率从 20%增长到 68%；资源售卖率达到 77%，增长 40%以上。此外，公司加大推理算力投资，根据市场需求不设上限；AI 直接投资超 120 亿，同比超 10 倍，2025 年还将继续提升。公司未来将通过 AI+DICT 为政企业务增添新动能，通过模型即服务为移动云业务增添新动能，通过科技创新为传统业务赋能。
- 4) 分红继续提升，整体业务计划保持良好增长
- 公司高度重视股东回报，2024 年计划末期股息每股 2.49 港元，连同已派发的中期股息，2024 年全年股息合计每股 5.09 港元，同比+5.4%，全年派息率为 73%。计划从 2024 年起，三年内以现金方式分配的利润逐步提升至当年股东应占利润的 75%以上，持续为股东创造更大价值。
- 2025 年公司业绩目标：个人市场收入保持平稳，5G 网络客户净增 5000 万；家庭市场收入良好增长，千兆宽带客户净增 1800 万，千兆宽带覆盖超 5 亿户；政企市场收入良好增长，政企客户净增 430 万；新兴市场、国际业务收入快速增长，AI 直接收入高速增长，灵犀 AI 智能体月活客户达 7000 万。
-
- 盈利预测、估值分析和投资建议：预计公司 2025-2027 年归母净利润 1477.88/1562.31/1645.33 亿元，同比增长 6.8%/5.7%/5.3%；对应 EPS 为 6.85/7.24/7.62 元，2025 年 04 月 11 日收盘价对应 PE 分别为 16.0/15.2/14.4 倍，一方面公司将继续保持业绩稳健增长，另一方面分红率进一步提升，与国际主流运营商对比估值仍有提升空间，维持“买入-A”评级。
- 风险提示：通信行业用户增速下降，若公司综合权益运营不达预期可能出现移动和宽带业务下滑风险。
- 公司云计算业务由于基数变大、市场竞争等因素可能出现增长不达预期风险。

【山证纺服】华利集团 2024 年报点评-2024 年分红超预期，产能加速扩张

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述

- 4月10日，公司披露2024年年报，2024年，公司实现营业收入240.06亿元，同比增长19.35%，实现归母净利润38.40亿元，同比增长20.00%，实现扣非净利润37.81亿元，同比增长18.83%。公司拟向全体股东每10股派发现金红利23元（含税），派息率69.89%。
- 事件点评
- 2024年公司实现量价齐升，受到基数影响，业绩增速逐季放缓。2024年，公司实现营收240.06亿元，同比增长19.35%，销售数量方面，2024年，公司鞋履销售量2.23亿双，同比增长17.53%。销售均价方面，2024年，人民币均价约107元/双，同比增长约1.6%。分季度看，24Q1-24Q4营收分别为47.65、67.07、60.39、64.95亿元，同比增长30.15%、20.83%、18.50%、11.88%。2024年，公司实现归母净利润38.40亿元，同比增长20.00%，其中24Q1-24Q4归母净利润分别为7.87、10.91、9.65、9.97亿元，同比增长63.67%、11.94%、16.07%、9.18%。
- 与Adidas品牌建立合作，前五大客户收入占比下降。分产品看，2024年，运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉鞋/拖鞋分别实现营收209.91、8.98、20.70亿元，同比增长17.88%、-33.70%、125.76%，占公司收入比重87.4%、3.7%、8.6%。运动凉鞋/拖鞋收入大幅上涨，主因UGG等品牌的拖鞋款形体订单大幅增加；从盈利能力看，运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉鞋/拖鞋毛利率分别为27.2%、21.6%、24.4%，同比提升1.09pct、2.88pct、0.18pct。公司客户版图已涵盖大多数全球知名运动休闲品牌，包括Nike、Adidas、Converse、Vans、UGG、Hoka、On、New Balance、Puma、Asics、Under Armour、Reebok、Lululemon等，前五大客户销售收入占比分别为33.19%、21.38%、12.46%、6.31%、5.79%，合计占比为79.13%，同比下滑3.2pct。
- 产能利用率处于高位，印尼工厂实现投产。目前，公司主要生产基地位于越南的北部和中部区域、印尼，2024年，公司在越南的3家新工厂以及印尼工厂开始投产，合计产能为2.29亿双，同比增长3.3%，产能利用率96.72%，同比提升10.06pct。
- 2024年毛利率同比提升，薪酬绩效计提增加致管理费用率上升。盈利能力方面，2024年，公司毛利率同比提升1.2pct至26.8%；费用率方面，2024年，公司期间费用率合计提升1.1pct至6.0%，其中销售/管理/研发/财务费用率为0.3%/4.5%/1.6%/-0.4%，同比持平/+1.0/持平/+0.1pct，管理费用率上升主因公司收入和净利润上升，计提的薪酬绩效增加，以及新增计提员工长期服务金。综合影响下，2024年，公司归母净利率为16.0%，同比提升0.1pct。存货方面，截至2024年末，公司存货31.21亿元，同比增长13.85%，存货周转天数60天，同比减少2天。现金流方面，2024年，公司经营活动现金流净额为46.17亿元，同比增长24.97%。
- 投资建议
- 2024年，公司越南及印尼新工厂顺利投产，产能较上年同期有所提升。受益于核心客户去库存结束后恢复正常下单，及新品牌客户持续放量，2024年公司实现量价齐升。我们预计公司2025-2027年每股收益分别为3.69、4.25和4.76元，4月10日收盘价对应公司2025-2027年PE为14.6、12.7、11.3倍，

维持“买入-A”评级。

➤ 风险提示

- 关税风险；下游品牌客户销售不及预期；原材料价格大幅上涨；汇率大幅波动。

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

