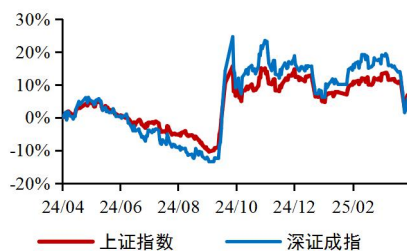


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 4 月 11 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	3,223.64	1.16
深证成指	9,754.64	2.25
沪深 300	3,735.12	1.31
中小板指	6,099.53	2.74
创业板指	1,900.53	2.27
科创 50	991.22	1.09

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】北交所月报-3 月北证 50 回调但韧性凸显，多家公司披露年报并披露分红预案

【行业评论】通信：山证通信 2025 年投资策略-云上铜光星辰大海，AI 物联网企绘未来

【山证新材料】海利得 2024 年年报点评-全年业绩同比高增，新材料持续突破

【公司评论】鹏鼎控股(002938.SZ)：鹏鼎控股年报点评-24 年收入稳健增长，积极布局 AI 产业链 PCB 产品

【公司评论】普冉股份(688766.SH)：普冉股份 2024 年年报点评-产品结构持续优化，盈利能力稳中有升

【公司评论】【山西证券|纺织服装】安踏体育：25Q1 流水稳健增长，收购 JACK WOLFSKIN 品牌，强化户外运动赛道的纵深布局



【今日要点】

【宏观策略】北交所月报-3月北证50回调但韧性凸显，多家公司披露年报并披露分红预案

盖斌赫 gaibinhe@sxzq.com

【投资要点】

- **3月北证50回调但韧性凸显，成交活跃度先升后降：**3月北证50指数下跌2.74%，跌幅小于创业板（-3.07%）和科创板（-3.46%），年内累计涨幅仍达22.48%。全月成交额7,899.35亿元（环比+39.30%），日均成交额376.16亿元（环比+19.40%），但月末活跃度回落。估值方面，北交所PE（TTM）中位数40.30倍，较2月高点（42.46倍）回落，仍高于创业板（35.01倍）和科创板（33.79倍）。立方控股（AI题材，+101.74%）、克莱特（海洋经济，+98.30%）等涨幅居前，AI、海洋经济、柴发等题材反复活跃。
- **3月多家公司披露年度分红，特瑞斯等公司公告回购预案。**3月33家披露年报企业中，21家营收正增长，19家净利润增长；30家公司发布分红预案，德源药业（转增0.5）、一致魔芋（转增0.4）等9家公司公告转增。特瑞斯（500万-1,000万元回购）、海能技术（2,800万-5,600万元回购）发布预案；康比特等4家公司完成回购。16家公司公告股东减持计划，涉及迅安科技、纬达光电等。
- **ETF预期升温，改革、高质量发展持续推进。**3月31日，业内透露，北交所启动存量上市公司证券代码切换试点，4月3日前完成自查，推动市场平稳扩容；ETF预期升温，北交所ETF或于三季度面世，有望引入增量资金；3月，两家私募因拉抬股价（涉及春光药装、恒合股份）被限制交易1个月，释放严控市场操纵信号。
- **新股发行审核有所提速。**3月仅开发科技（智能计量终端厂商）1家上市，发行价30.38元；80家公司更新审核状态，1家报送证监会，4家终止（含撤回）。
- **投资建议：**北交所相较其他板块表现出更高的弹性，估值相对高于其他板块。关注市场的活跃度（成交额、成交量、涨停数量等）变化，关注AI、机器人、海洋经济等板块；同时临近财报季关注业绩增长显著，估值较低的公司。
- **风险提示：**系统性风险；宏观环境变化风险；流动性下滑风险

【行业评论】通信：山证通信2025年投资策略-云上铜光星辰大海，AI物联网企绘未来

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- **AI算力：**海外市场铜光共进，关注技术和产品迭代拔估值机会。
- **AI预训练、后训练、推理思维链共同组成了AI算力高增的三重曲线，2025海外资本开支仍将保持可**

观增长。铜连接当下仍是 Scaleup 最优解，英伟达是 2025 年铜连接最大客户，ASIC 部署加速催化，而 AEC 受益于速率升级、TOR 架构以及 ASIC HBD 互联需求也将爆发。光模块仍有望成为 2025 AI 链业绩贡献最大的板块，CPO&OIO 产业趋势愈加明朗，我们认为 2025 年 CPO 更多呈现主题投资风格，但背后隐藏的产业链变化、AI 光学格局变化值得注意。同时，电源、液冷单位价值量提升趋势显著，优秀企业出海有望突破。

- AI 算力：国内投资浪潮不可阻挡，自主可控贡献最大阿尔法机会。
- 国内 AI 创新应用频发，24Q3 BAT 资本开支出现发力加速态势，在“算力即国力”的中长期视角下，AIDC 基础设施产业链将率先受益。综合市场空间和竞争格局，我们认为柴发、UPS&HVDC、液冷、冷却塔等环节均具备可观的国产替代空间和增速。IT 设备方面，服务器是资本开支高度受益板块，海外 H100 十万卡集群服务器、光模块、交换机的成本比例大概 16:2:1。国产 GPU 将呈现昇腾、寒武纪引领，多卡并进局面，以盛科通信为代表的国产 AI 交换芯片将受益于 Scaleup 自主标准+Scaleout 国产替代。
- 2025 有望成为 AIOT 放量元年，把握芯片、模组、ODM 三大环节。
- 过去十年，物联网行业高速增长的主要逻辑在“量”的释放，我们看好未来几年 AI 算力加成带来的价值量提升或新品类创造的量价齐升。2025 年，全球物联网市场处于复苏周期中，同时 AI 终端将首先从消费物联网兴起，未来的工业物联网将产生大量 AI 智能体之间通信需求。具身智能或是 AIOT 最重要市场，我们认为户外庭院机器人、桌面机器人、智能座舱三大市场有望率先放量。
- 低轨卫星互联网开启航班化发射、卫星制造和终端皆有商机。
- 我们认为国内商业航天发射能力将呈阶跃式发展，2025 处于发射加速和商业运营准备前夕。随着“航班化”发射展开，低轨卫星产业投资的节奏可预期性将大大加强，市场情绪稳步回升，同时在事件催化下，市场有望采取“远期折现法”实现拔估值的过程。终端方面，天通手机直连卫星仍是当前主流卫星通信方案，容量或继续扩容。2025 年华为 mateX6 携手星网将实现众测，开启手机直连低轨新纪元，各大芯片、模组、终端、信关站均积极布局 NTN。此外，时空信息集团 2024 成立后，移动牵头将加强通导融合应用，北斗短消息和精准定位有望渗透到每部手机。
- 投资建议
- 1) AI 云端：建议关注受益于海外和国内 CSP 投资的主力厂商，强者恒强。
- 高速铜连接建议关注沃尔核材、神宇股份、鼎通科技、华丰科技、博创科技、兆龙互连、金信诺；光模块建议关注中际旭创、新易盛、天孚通信、联特科技、光迅科技、华工科技；CPO&OIO 建议关注罗博特科、天孚通信、太辰光、光库科技、源杰科技、博创科技、炬光科技。AIDC 基础设施产业链率先受益，反映的是对国内 AI 市场中长期视角乐观预期，我们认为柴发、UPS、液冷、冷却塔等环节均具备可观的国产替代空间和增速。建议关注：润泽科技、光环新网、紫光股份、锐捷网络、中兴通讯、

博创科技、欧陆通、英维克、朗威股份。

- 2) AI 物联网：芯片建议关注受益于生态赋能的公司，如乐鑫科技、泰凌微、翱捷科技、恒玄科技；模组移远通信、广和通、美格智能三大公司“卖铲人”逻辑继续；ODM 建议关注华勤技术、立讯精密、移远通信、广和通、美格智能。
- 3) 低轨卫星互联网：千帆产业链重点推荐上海瀚讯，建议关注天银机电；星网产业链建议关注相控阵天线（铖昌科技、国博电子、臻镭科技）、激光终端（航天电子）、处理载荷（创意信息、信科移动）三大星上载荷供应链的订单修复；天通手机建议关注华力创通、海格通信、震有科技；手机直连卫星建议关注电科芯片（研发下一代低轨卫星通信芯片组）、南京熊猫（联合东南大学、星思半导体等研制新一代卫星终端）、灿芯股份（为星思半导体等新兴 NTN 芯片提供芯片设计量产服务）、唯捷创芯（为国内领先手机厂商提供卫星射频模组）、中兴通讯（NTN 地面网关、核心网）等；民用北三单模替换、北斗大众消费应用关注海格通信、华力创通、华测导航。
- 4) 运营商：建议关注中国移动、中国电信、中国联通，包括 AI 智能体、算力网络对政企业务赋能明显的标的，以及运营商在 IDC 建设、系统集成方面的合作伙伴中国通信服务、亚信安全、润建股份等。
- 风险提示：英伟达 GB200、GB300 量产部署不及预期导致配套网络设备需求低于预期，AI 机柜服务器设计可能存在多种技术路径导致配套设备市场规模不及预期，国内先进制程产能制约以及进口限制等导致国产芯片出货不及预期，美国实体清单和关税政策不确定性，端侧物联网终端发展不及预期，低轨卫星发射数量不及预期。

【山证新材料】海利得 2024 年年报点评-全年业绩同比高增，新材料持续突破

冀泳洁 0351-8686985 jiyongjie@sxzq.com

【投资要点】

- 事件
- 2024 年公司业绩同比增长 17.58%，四季度净利环比增长 6.82%。公司公布 2024 年年报数据，2024 年公司实现营收 59.01 亿元，同比增长 4.96%，实现归母净利润 4.11 亿元，同比增长 17.58%。第四季度公司实现营收 15.33 亿元，同比增长 12.68%，环比增长 2.80%。实现归母净利润 1.14 亿元，同比增长 48.11%，环比增长 6.82%。2024 年全年毛利率为 16.04%，同比下降 0.14pct；净利率为 6.98%，同比上升 0.74pct。2024 年第四季度毛利率为 17.07%，同比上升 0.18pct，环比上升 1.27pct；净利率为 7.45%，同比上升 1.77pct，环比上升 0.27pct。
- 汽车出海+海外轮胎补库+越南基地满产满销，推动业绩高增。根据中国海关总署，2024 年我国汽车出口高达 641 万辆，同比增长 23%。公司涤纶工业丝差异化优势显著，受益于新能源车市场快速增长及海外轮胎制造商补库需求，车用丝及帘子布销售增长强劲。2024 年国内涤纶帘子布出口量为 16.49 万

吨，同比增长 19.99%，其中 12 月出口量为 1.48 万吨，同比增长 43.7%。2024 年公司涤纶工业长丝销量为 24.6 万吨，同比增长 7.74%，帘子布销量 7.38 万吨，同比增长 10.86%。报告期内，公司越南年产 11 万吨差别化涤纶工业长丝（一期）项目实现满产满销，基于自身产能国际布局的优势以及越南税收优惠政策，全年欧盟和美国市场销量增长 20%以上。

➤ **PPS、LCP 等高性能纤维新材料持续突破。**2024 年度，海利得研究院在产品核心技术、产业化推进等方面均有突破。PPS 特种纤维实现小批量出货、打通 30 吨/年 LCP 高性能纤维中试全工艺流程、完成 LCP 膜后处理及 FCCL 小试产线设计、以及 LCP、PLA、PA46 等高性能纤维市场推广启动等。

➤ **投资建议**

➤ 我们预测 2025 年至 2027 年，公司分别实现营收 60.55/63.26/65.7 亿元，同比增长 2.61%/4.47%/3.86%；实现归母净利润 4.46/4.94/5.34 亿元，同比增长 8.74%/10.66%/8.10%，对应 EPS 分别为 0.38/0.43/0.46 元，PE 为 10.57/9.55/8.84 倍，维持“增持-A”评级。

➤ **风险提示**

➤ 根据《海利得 2025 年 4 月 3 日投资者关系活动记录表》，2024 年年度出口美国市场业务占公司营收的 10%左右，美国加征关税或对公司业务产生一定影响。行业内部竞争风险；新材料研发不及预期的风险；汇率波动的风险；越南基地扩产不及预期的风险。

【公司评论】鹏鼎控股(002938.SZ)：鹏鼎控股年报点评-24 年收入稳健增长，积极布局 AI 产业链 PCB 产品

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

➤ **事件描述**

➤ 公司公告 2024 年报。2024 年营业收入 351.40 亿同比+9.59%，归母净利润 36.20 亿，同比+10.14%，扣非归母净利 35.31 亿同比+11.40%；单四季度收入 116.54 亿元，同比+0.37%，环比+12.48%，归母净利润 16.46 亿元，同比+14.10%，环比+38.33%。

➤ **事件点评**

➤ 公司 2024 年收入稳定增长，消费电子回暖促进收入稳健增长。2024 年消费电子市场逐步回暖，大客户订单稳定，同时公司积极扩展新料号及提升份额，Q4 行业旺季收入保持稳健。2024 年毛利率 20.76%，同比下降 0.58pct，毛利率变化主要受 PCB 上游原材料涨价及产品结构改变的影响，而费用端受汇兑影响，财务费用较去年有所减少。

➤ AI 趋势打开长期发展空间，公司积极布局云端与边缘端创新产品。边缘端下游客户陆续推出 AI 手机、AI PC、AI 眼镜等产品，公司成为主力供应商，2024 年公司 AI 端侧收入占比已超过 45%。云端产品，

公司增强在 AI 服务器领域的技术积累，收入快速增长，推出 SLP 产品切入光模块等核心领域，以高阶产品抢占高端光模块市场，构建 AI 全产业链的 PCB 产品。

➤ 投资建议

- 预计公司 2025-2027 年归母公司净利润 42.67/51.45/64.59 亿元，同比增长 17.9%/20.6%/25.5%，PE 为 15.2/12.6/10.0 倍，维持给予“增持-A”评级。

➤ 风险提示

- 全球宏观经济波动风险、汇率变动风险、国际贸易摩擦进一步加剧风险、原材料和能源紧缺及价格上涨风险、行业竞争加剧风险。

【公司评论】普冉股份(688766.SH)：普冉股份 2024 年年报点评-产品结构持续优化，盈利能力稳中有升

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 公司发布 2024 年年度报告。2024 年全年公司实现营业收入 18.04 亿元，同比增长 60.03%，实现归母净利润 2.92 亿元，同比增长 705.74%。Q4 单季度公司实现营业收入 4.37 亿元，同比增长 21.45%，环比下降 7.09%；实现归母净利润 0.68 亿元，同比增长 26.94%，环比下降 23.77%。

➤ 事件点评

- 行业温和复苏，公司把握增量市场机遇，营收创新高。2024 年存储价格走势前高后低，市场需求温和复苏，行业伴有一定结构性增长机会，公司根据客户需求及时进行技术和产品创新，不断开拓市场和客户，营收实现公司成立以来的新高，达 18.04 亿元，同比增长 60.03%。同时，公司把握增量市场机遇，提高产品渗透率，其中存储系列芯片出货 67.72 亿颗，同比上升 33.09%，实现营业收入 14.17 亿元，同比增长 40.10%，“存储+”系列芯片出货 8.70 亿颗，同比上升 213.79%，实现营业收入 3.86 亿元，同比增长 234.58%。
- 产品结构持续优化，叠加供应链管理，公司盈利能力同比提高。2024 年公司毛利率为 33.55%，同比增长 9.26pcts；Q4 单季度毛利率为 34.14%，同比增长 6.37pcts，环比增长 1.5pcts，毛利率显著改善主要系原产品迭代和新产品量产带来的产品品类优化。在 NOR Flash 产品方面，256Mbit 以上大容量产品快速上量，在 EEPROM 产品方面，工业控制应用占比显著提升，对稳定公司毛利率起到一定作用。2024 年公司净利率为 16.21%，同比增长 20.49pcts，净利率增长主因系公司毛利率上升。Q4 单季度净利率为 15.48%，同比增长 0.67pct，环比下降 3.39pcts，Q4 环比下降主因系费用计提增加，包括研发投入、工资奖金等支出增加。
- 以存储为核心，有效推进“存储+”战略，驱动公司业绩长期发展。公司坚持技术创新与研发，以特色

工艺、低功耗、高性价比 NOR Flash 和高可靠性 EEPROM 为核心，积极拓展通用微控制器和存储结合模拟的新产品线，布局“存储+”战略：（1）NOR Flash：公司 512Kbit-128Mbit 的中小容量产品具备竞争优势，占据市场较大渗透率，同时 256Mbit 以上大容量产品已经量产，并持续推进客户进展，应用于智能音频/音响、传统/AI 服务器、新能源车智能驾驶、ADAS 系统、中央域控等场景，为公司成长打开空间。（2）EEPROM：持续推进在工控和车载领域的应用，高可靠性 EEPROM 产品目前覆盖了手机摄像头模组、可穿戴设备、工业和车载领域。（3）MCU：M0+产品系列在运行功耗和待机功耗上均有效降低，实现了高可靠性和低功耗并重；M4 产品提升了系统在复杂环境下的可靠性与响应能力，更适用于电机控制、智能穿戴、电池管理系统（BMS）、IOT 等应用领域，今年有望发力。（4）模拟产品 VCM Driver 芯片：对存储器产品和微控制器产品形成有效协同。未来公司将持续优化产品性能、完善产品矩阵，在双战略驱动下，实现对消费、工业和车载应用的全终端支持。

➤ 投资建议预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 3.14\3.68\4.61，对应公司 2025 年 4 月 9 日收盘价 92.26 元，2025-2027 年 PE 分别为 29.4\25.1\20.0，在存储涨价周期背景下，公司产品结构不断优化、积极开拓增量市场，盈利能力不断改善，维持“增持-A”评级。

➤ 风险提示

➤ 下游市场需求不及预期风险；存货跌价风险；市场竞争加剧风险；产品迭代不及预期风险。

【公司评论】【山西证券|纺织服装】安踏体育：25Q1 流水稳健增长，收购 JACK WOLFSKIN 品牌，强化户外运动赛道的纵深布局

王冯 wangfeng@sxzq.com

➤ 【山西证券|纺织服装】安踏体育：25Q1 流水稳健增长，收购 JACK WOLFSKIN 品牌，强化户外运动赛道的纵深布局

➤

➤ 4 月 10 日，公司公告 2025Q1 运营数据，同时公告收购 JACK WOLFSKIN 品牌。

➤ 2025Q1，安踏、FILA、所有其它品牌流水同比增长高单位数、高单位数、65%-70%，分渠道看，预计线上渠道流水快速增长，线下渠道表现稳健。各品牌零售折扣保持稳定，预计安踏品牌线下折扣 72 折、FILA 品牌线下折扣 74 折。各品牌库销比处于健康水平，安踏品牌小于 5 个月，FILA 品牌略超 5 个月，迪桑特品牌 5-6 个月，可隆品牌低于 4 个月。

➤

➤ 公司公告全资收购起源于德国的世界领先户外服饰、鞋履及装备专业品牌 Jack Wolfskin（中文名称：狼爪），基础对价为现金 2.9 亿美元，本次收购预计将于 2025 年第二季末或第三季初完成。Jack Wolfskin 定位大众户外运动，市场聚焦于欧洲和中国，产品应用场景涵盖徒步、自行车、滑雪以及露营。本次

收购，强化公司在户外运动赛道的纵深布局，使公司户外运动品牌从高端延伸至更广泛的消费群体。



➤ 风险提示：新店型表现不及预期；利润率不及预期；关税影响。

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

