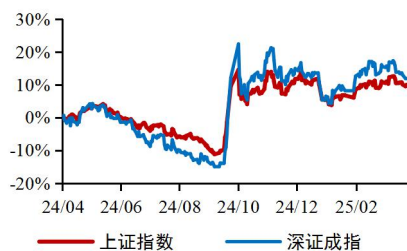


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 4 月 3 日 星期四

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	3,350.13	0.05
深证成指	10,513.12	0.09
沪深 300	3,884.39	-0.08
中小板指	6,559.83	-0.13
创业板指	2,104.63	0.13
科创 50	1,022.75	-0.16

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】

【行业评论】电子：山西证券电子行业周跟踪-NAND 价格 Q2 看涨，国产设备技术突破密集落地

【行业评论】煤炭：煤炭进口数据拆解：25 年前 2 月进口增速边际放缓

【山证专精特新】广合科技（001389.SZ）2024 年报点评-算力基础设施需求增长为重要驱动，泰国工厂投产加速全球化布局

【山证专精特新】巴比食品（605338.SH）2024 年报点评-特许加盟门店业务稳步推进，大客户业务多渠道开花

【山证新股】珂玛科技（301611.SZ）-半导体先进陶瓷结构件本土市场份额领先，模组产品放量贡献收入

【山证军工】中航沈飞（600760.SH）2024 年报点评-提质增效显著，持续受益下游高景气度

【山证通信】中兴通讯（000063.SZ）：运营商业务受外环境因素承压，算力+端侧业务开辟新增长

【行业评论】【山证电新】20250402 光伏产业链价格跟踪



【今日要点】

【行业评论】电子：山西证券电子行业周跟踪-NAND 价格 Q2 看涨，国产设备技术突破密集落地

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- **市场整体：**本周（2025.3.24-2025.3.28）市场大盘普遍下跌，上证指数跌 0.40%，深圳成指跌 0.75%，创业板指跌 1.12%，科创 50 跌 1.29%，申万电子指数跌 2.07%，Wind 半导体指数跌 1.92%。外围市场，费城半导体指数跌 5.99%，台湾半导体指数跌 2.32%。细分板块中，周涨跌幅前三为电子化学品（+2.43%）、半导体材料（-1.12%）、集成电路封测（-1.24%）。从个股看，涨幅前五为泰凌微（+25.48%）、至纯科技（+23.92%）、冠石科技（+20.99%）、芯暮微装（+16.21%）和 ST 华微（+15.03%）；跌幅前五为海洋王（-25.00%）、GQY 视讯（-16.01%）、必创科技（-15.75%）、利亚德（-15.57%）和胜利精密（-14.86%）。
- **行业新闻：**减产奏效、买方回补库存，2Q25 NAND Flash 价格逐步回升。根据 TrendForce 集邦咨询最新调查，NAND Flash 原厂自 2024 年第四季陆续减产，效应已逐步显现。此外，消费性电子品牌商顺应国际形势变化而提前生产，带动需求，加上 PC、智能手机和数据中心等应用领域已开始重建库存，预计 2025 年第二季 NAND Flash 价格将止跌回稳，Wafer 和 Client SSD 价格则是季增。TrendForce 预测 Client SSD 价格将季增 3-8%，Enterprise SSD 持平上季，而 eMMC、UFS 价格将维持前一季水平，NAND Flash Wafer 季增 10-15%。美国商务部工业与安全局将大模型、高性能计算能力、量子技术相关的 54 家中国实体列入实体清单。正式文档计划于美东时间 3 月 28 日发布，其中，有 12 家实体是中国大模型、高性能计算领域的企业，其余 42 家是量子技术等领域的企业、高校等。新增的实体清单中包含北京智源人工智能研究院、浪潮集团旗下六家子公司、宁畅信息产业、中科可控旗下的服务器品牌 Suma。中国半导体设备再进一步。近日，上海 Semicon 展会展现了国产半导体设备的三大突破：一是技术新品密集发布，如北方华创推出首款离子注入机和 12 英寸电镀设备，中微公司发布晶圆边缘刻蚀设备并突破亚埃级刻蚀精度，拓荆科技 ALD 设备装机量国内领先；二是设备厂商跨界拓展新领域，如北方华创进军离子注入市场，中微公司提升刻蚀技术至国际先进水平；三是新势力企业如新凯来高调入场，覆盖薄膜沉积、刻蚀及检测等关键环节。行业数据显示，北方华创跻身全球半导体设备商 Top 6，中微公司刻蚀设备全球累计出货超 5000 台，盛美上海实现清洗设备 95%工艺覆盖。中国半导体设备商在技术突破、市场拓展及产能建设上加速崛起，正重塑全球产业格局。
- **重要公告：**【华虹公司】2024 年，公司实现总营业收入 143.88 亿元，同比减少 11.36%；利润总额达到 -9.88 亿元，同比减少 183.93%；实现归母净利润 3.81 亿元，同比减少 80.34%。【茂莱光学】2024 年，公司实现总营业收入 5.03 亿元，同比增长 9.78%；利润总额达到 0.38 亿元，同比减少 28.83%；实现归母净利润 0.36 亿元，同比减少 23.98%。【蓝思科技】2024 年，公司实现总营业收入 698.97 亿元，同比

增长 28.27%；利润总额达到 38.49 亿元，同比增长 18.29%；实现归母净利润 36.24 亿元，同比增长 19.94%。

➤ 投资建议

- 存储芯片市场持续回暖，受益于原厂减产及终端补库存需求，NAND Flash 价格预计 Q2 进一步回升，其中 Wafer 及 Client SSD 涨幅显著，建议关注存储芯片设计、模组及封测龙头；同时，美国制裁加码推动国产替代加速，半导体设备领域技术突破频现（如北方华创、中微公司、新凯来等），叠加 AI 端侧硬件升级（如鸿蒙生态推动的 AI 手机/PC 需求），建议布局国产设备、材料及服务器自主化产业链，并关注 AI 大模型国产化及算力基建机会。短期把握存储涨价与设备订单兑现，中长期聚焦国产替代与 AI 驱动的新硬件周期。风险方面需警惕复苏不及预期及地缘政治扰动。

➤ 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】煤炭：煤炭进口数据拆解：25 年前 2 月进口增速边际放缓

胡博 hubo1@sxzq.com

【投资要点】

➤ 数据拆解：

- 量价：前 2 月进口量同比增速边际放缓；前 2 月全口径煤炭进口价格较去年同期下降。2025 年 1-2 月，煤及褐煤累计进口量实现 0.76 亿吨，同比增长 2%；2 月单月实现进口量 3436 万吨，同比增长 1.81%，环比减少 17.72%。2025 年 1-2 月全口径煤炭进口均价录得 85 美元/吨，较去年均价降 11.14%（对应降幅 11 美元/吨）。2025 年 2 月进口煤价格录得 82 美元/吨，同比降 21.33%（对应降幅 22 美元/吨），环比降 6.43%（对应降幅 6 美元/吨）。

- 其中：动力煤方面，前 2 月进口同比下降，价格同比下降。炼焦煤方面，前 2 月进口同比增长，价格同比下降。褐煤方面，前 2 月进口量同比增长，进口价格同比下降。无烟煤方面，前 2 月进口量同比大幅提升，进口价格同比下降。

➤ 点评与投资建议：

- 25 年以来进口煤“量增价减”结构显示海外过剩逻辑。进口总量角度来看，25 年以来进口煤炭整体呈现“量增价减”，同时国内价格也呈现较大幅度调整。中国作为国际煤炭市场较大需求国，进口持续增量未推动海外价格上涨，推测国际市场供需也较为宽松，进口煤进入国内市场后对内贸煤价格形成较大冲击，贸易价差大幅收窄。分煤种结构来看，仅动力煤同比负增，无烟煤同比增幅较大。从国别来看，印尼下滑幅度较大，或与印尼调整定价机制有关；俄国动力煤进口量降幅较大，但无烟煤和炼焦煤进口量提升，预计跟煤价下降影响俄国出口结构有关；受地缘影响边际放缓等因素影响，澳大利亚进口量继续提升；蒙古炼焦煤进口量同比负增，但蒙古动力煤进口量同比有所增加，或与中国需求结

构变化有关。

- 行业倡议书提及“限制劣质进口煤”，后续进口变化有待观察。2025年2月28日，煤炭工业协会和运销协会发布《倡议书》，明确提出“发挥好进口煤补充调节作用，有效控制劣质煤进口量”。我们认为当前进口煤已经对国内市场形成冲击，未来进口量有望降低。
- 建议关注：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】、【中煤能源】。弹性高股息品种方面，相对更看好【淮北矿业】、【平煤股份】。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】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】。
- 风险提示：国内需求不及预期，国内供给显著增加，国际煤价大幅下跌。

【山证专精特新】广合科技（001389.SZ）2024 年报点评-算力基础设施需求增长为重要驱动，泰国工厂投产加速全球化布局

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 公司发布 2024 年报，2024 年公司实现营业收入 37.34 亿元，同比增长 39.43%；实现归母净利润 6.76 亿元，同比增长 63.04%；实现扣非归母净利润 6.78 亿元，同比增长 55.83%；实现基本每股收益 1.66 元，同比增长 52.29%。
- 事件点评
- 2024 年公司营收及归母净利润实现快速增长，主要受益于 AI 技术发展所驱动的算力基础设施需求增长。2024 年公司实现营业收入 37.34 亿元，同比增长 39.43%；实现归母净利润 6.76 亿元，同比增长 63.04%。驱动公司营收利润增长的主要因素是 AI 技术发展所驱动的算力基础设施需求增长，公司所处的算力供应链需求旺盛。2024 年，公司在 AI 服务器、高端交换、新代际通用服务器产品、AIPC、高端显示、汽车等产品领域不断取得技术突破，成功配合客户完成新产品开发。其中，公司在多高层 PCB 及高阶 HDI 类 PCB 产品持续取得技术突破，并获得客户认可。
- 2024 年公司销售毛利率较为稳定，且销售净利率提升明显。2024 年公司销售毛利率为 33.38%，较去年同期提升 0.08 个百分点；2024 年公司销售净利率为 18.11%，较去年同期提升 2.62 个百分点。净利率提升明显主要受益于期间费用率改善：2024 年公司销售期间费用率为 9.88%，较去年同期下滑 1.47 个百分点，其中，销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 2.86%、3.53%、-1.30%、

4.80%，较去年同期分别变动-0.33、-0.04、-1.40、0.30 个百分点。

- **2024 年公司各工厂稳步向好，泰国工厂建成投产有望加速公司全球化战略布局。**①广州工厂是公司的主力制造基地，借助东莞广合的投产运营，广州工厂在推进数字化转型的过程中，实现了技术能力和规模能力的提升，产品结构不断优化，交付竞争力显著增强。②黄石工厂持续进行产品开发和提产增效，2024 年黄石工厂亏损有所收敛，四季度后实现月度盈亏平衡，2025 年黄石工厂力争实现扭亏为盈。③泰国工厂 2024 年 7 月主体厂房完成封顶，三季度开始水电风气安装，12 月份开始设备安装，目前正进行生产线连线调试，为试产做最后准备，核心客户的审厂按原定计划有序推进。通过海外基地建设，公司积极布局海外市场，全球化战略布局加速。

➤ 投资建议

- 预计公司 2025-2027 年分别实现营收 50.47、59.80、69.60 亿元，同比增长 35.2%、18.5%、16.4%；分别实现净利润 8.54、10.75、13.13 亿元，同比增长 26.4%、25.8%、22.1%；对应 EPS 分别为 2.01、2.53、3.09 元，以 4 月 2 日收盘价 54.03 元计算，对应 PE 分别为 26.9X、21.4X、17.5X，维持“增持-A”评级。

➤ 风险提示

- 产品研发失败以及技术升级迭代风险、服务器 PCB 行业市场竞争加剧的风险、AI 服务器应用拓展进度不及预期的风险、贸易摩擦风险及汇率波动风险、黄石工厂及泰国工厂产能利用率提升不及预期的风险。

【山证专精特新】巴比食品（605338.SH）2024 年报点评-特许加盟门店业务稳步推进，大客户业务多渠道开花

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- 公司发布 2024 年报，2024 年公司实现营业收入 16.71 亿元，同比增长 2.53%；实现归母净利润 2.77 亿元，同比增长 29.42%；实现扣非归母净利润 2.10 亿元，同比增长 18.05%；基本每股收益为 1.12 元，同比增长 30.23%。
- **事件点评**
- **得益于门店业务内外延并举发展叠加大客户业务持续深耕，在行业竞争加剧的情况下公司营收及净利润仍实现正增长。**在门店业务上，公司一方面在华东区域新开辟了江苏淮安和安徽芜湖、宣城、马鞍山等新市场，在华北区域新开辟河北廊坊、石家庄、保定等 8 个县市级市场；另一方面公司外延并购取得更丰富成果，“蒸全味”品牌收购项目在 2024 年上半年已顺利落地，2024 年末推进的“青露”品

牌项目截止目前也已完成供应链切换和股权收购事项，全年通过内生及外并购方式合计开拓 1026 家加盟门店。在大客户业务上，公司持续提升客户定制服务能力水平、加强大单品的打磨与开发、全面发力大客户及零售业务各渠道，全年新开发大客户超 300 家，并且与盒马、美团等核心客户合作不断深入。①从销售渠道来看：2024 年公司特许加盟门店、直营门店、团餐业务分别实现收入 12.46、0.21、3.80 亿元，较去年同期分别变动-0.42%、-22.83%、15.31%。②从销售区域来看：2024 年公司华东、华南、华北、华中区域分别实现收入 13.66、1.44、0.54、1.05 亿元，较去年同期分别变动 0.86%、20.33%、-0.53%、8.13%。

➤ **2024 年公司销售毛利率和销售净利率较去年同期均有所改善，主要得益于精细化管理、期间费用率改善和公允价值变动收益增加。**2024 年公司销售毛利率为 26.71%，较去年同期上升 0.36 个百分点；公司销售净利率为 16.75%，较去年同期上升 3.54 个百分点。公司销售毛利率优化或主要得益于精细化管理效果显现，2024 年公司累计完成 75 项精益改善项目，改善提案 2792 条，其中冷冻面皮刻皮机项目可使生产效率提升 40%，占地面积降低 50%。公司销售净利率优化或主要受益于期间费用率改善和公允价值变动收益增加：①2024 年公司销售期间费用率为 10.52%，较去年同期下滑 0.83 个百分点；其中，销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 4.29%、7.39%、-1.88%、0.71%，较去年同期分别变动-1.34、0.11、0.42、-0.02 个百分点。②2024 年公司公允价值变动净收益为 9116.32 万元，较去年同期增长 543.76%，主要受益于公司间接持有的东鹏饮料（集团）股份有限公司股份公允价值变动。

➤ 投资建议

➤ 预计公司 2025-2027 年分别实现营收 18.23、20.15、22.36 亿元，同比增长 9.1%、10.5%、11.0%；分别实现净利润 2.68、2.93、3.15 亿元，同比变动-3.3%、9.5%、7.4%；对应 EPS 分别为 1.08、1.18、1.27 元，以 4 月 2 日收盘价 18.27 元计算，对应 PE 分别为 16.9X、15.5X、14.4X，维持“增持-B”评级。

➤ 风险提示

➤ 猪肉、面粉等原材料价格波动风险；速冻食品行业市场竞争加剧的风险；加盟商管理不当影响公司经营效益和品牌形象的风险；销售区域较为集中的风险；募投项目收益不及预期的风险；需求恢复不及预期的风险；食品安全相关风险；加盟门店开店速度不及预期的风险。

【山证新股】珂玛科技（301611.SZ）-半导体先进陶瓷结构件本土市场份额领先，模组产品放量贡献收入

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

【投资要点】

➤ **先进陶瓷材料及零部件国内领先，24 年陶瓷加热器加速放量。**公司是半导体设备用先进陶瓷材料零部件的头部企业，2023 年先进陶瓷材料零部件收入占比 82.63%。近年来公司营收稳定增长，2021-2023 年收入 CAGR 为 18%，归母净利润 CAGR 为 10.46%。2023 年及之前公司主要产品为应用于泛半导体设备领域的陶瓷结构件，2024 年随着泛半导体领域客户采购需求提升，公司新品陶瓷加热器开始加速

放量，贡献收入增长。

- **半导体先进结构陶瓷市场国产替代空间广阔，模块产品成本占比较高。**根据弗若斯特沙利文数据，预计到 2026 年，全球泛半导体先进结构陶瓷市场规模 423 亿元，其中半导体和显示面板设备是主要需求来源，合计占比超 80%；预计 2026 年中国市场规模将达到 125 亿元。2021 年国内半导体设备先进结构陶瓷零部件国产化率 19%，显示面板 CVD 设备用先进陶瓷国产化率 30%，未来半导体和显示面板领域的国产替代空间较大。若不考虑零部件年换新需求，在各类型半导体设备中，模块产品成本占比超过其他先进结构陶瓷。据 QYResearch 数据，预计 2029 年全球半导体陶瓷加热器市场规模将达到 20.1 亿美元，市场集中度较高，2022 年全球 CR5 约 91%，包括住友电工、京瓷集团、日本碍子等；预计 2030 年全球半导体用陶瓷静电卡盘市场规模将达到 16.3 亿美元，2023 年全球 CR10 约 92%，包括新光电气、日本碍子、特殊陶业等。
- **公司先进陶瓷结构件多款产品实现国产替代，陶瓷加热器量产国内领先。**公司陶瓷结构件多项“卡脖子”产品技术指标领先，实现国产替代。公司已量产陶瓷加热器，静电卡盘、超高纯碳化硅套件部分通过客户验证，已通过 A 公司、北方华创、中微公司、拓荆科技、上海微电子等众多全球知名客户的认证或验证。公司重点投入研发模块产品，在中国本土企业中处于研究和生产的领先地位，日本特殊陶业、日本碍子、CoorsTek 分别为静电卡盘、陶瓷加热器、超高纯碳化硅的全球第一大供应商。根据弗若斯特沙利文数据，公司在本土半导体先进结构陶瓷企业中处于市场领先地位，2024 年国内供应商中公司约占 80% 份额。2023 年公司半导体用先进陶瓷材料零部件贡献主要增长。
- **盈利预测、估值分析和投资建议：**公司在半导体领域的本土先进结构陶瓷企业中处于市场领先地位，与国内半导体设备龙头企业深入合作。我们看好公司供应先进陶瓷结构件模组产品的稀缺性，及其在半导体设备领域陶瓷零部件的国产替代进程。2024 年公司陶瓷加热器产品量产、来自用于半导体设备的陶瓷零部件收入大幅度增长，预计 2024 年公司泛半导体领域陶瓷材料同比增长 165%。之后随着公司产能爬坡，规模效应逐步显现，预计 25-26 年陶瓷材料以相对稳健的增速保持增长。预计公司 2024-2026 年分别实现营业收入 8.45/10.60/12.43 亿元，同比+75.96%/+25.40%/+17.25%；分别实现归母净利润 3.11/4.31/5.26 亿元，同比+279.46%/+38.60%/+22.09%，公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.71/0.99/1.21 元，以 4 月 1 日收盘价 58.11 元计算，24-26 年 PE 分别为 81.56X/58.85X/48.20X，首次覆盖给予“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。

【山证军工】中航沈飞（600760.SH）2024 年报点评-提质增效显著，持续受益下游高景气度

骆志伟 luozhiwei@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 中航沈飞公司发布 2024 年报。2024 年公司营业收入为 428.37 亿元，同比减少 7.37%；归母净利润为 33.94 亿元，同比增长 12.86%；扣非后归母净利润为 33.73 亿元，同比增长 15.88%；负债合计 425.39 亿元，同比增长 8.49%；货币资金 98.92 亿元，同比减少 36.48%；应收账款 192.25 亿元，同比增长 169.87%；存货 136.01 亿元，同比增长 16.75%。

➤ 事件点评

- 四季度营收和净利润高速增长。2024 年受合同签订进度、配套供应进度等外部因素影响，公司营收同比减少 7.37%。2024 年四季度，单季度实现营收 175.40 亿元，同比增长 50.99%，实现归母净利润 15.76 亿元，同比增长 145.19%。
- 提质控本成效显著。2024 年公司加强装备现代化管理体系建设，深化落实低成本可持续发展，2024 年毛利率同比提升 1.52 个百分点达到 12.47%，净利率同比提升 1.46 个百分点达到 7.97，提质控本增效显著。
- 持续受益于我国空军和海军航空兵装备新增和换代的迫切需求。我国空军建设正向战略空军加速转型，公司三代半战斗机歼-16 系列是我国目前空军主力机型，也是我国仍有剩余的部分二代机以及很多早期型号三代机的主要换代更新机型。新一代隐身战机歼-35 的空军型和舰载型需求巨大，同时歼-15 系列作为具备多用途能力的三代机仍将长期作为舰载机主力，具备持续增量需求，公司将持续受益于下游高景气度。
- 投资建议
- 预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.47\1.66\1.87，对应公司 4 月 1 日收盘价 44.49 元，2025-2027 年 PE 分别为 30.3\26.7\23.8，维持“买入-A”评级。
- 风险提示
- 主力机型列装不及预期；生产交付不及预期。

【山证通信】中兴通讯（000063.SZ）：运营商业务受外环境因素承压，算力+端侧业务开辟新增长

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- 公司发布 2024 年报。2024 年公司实现营收 1212.99 亿元，同比-2.38%；归母净利润 84.25 亿元，同比-9.66%；扣非后归母净利润 61.79 亿元，同比-16.49%；毛利率 37.91%，同比-3.62pct。其中，24Q4 单季度公司实现营收 312.54 亿元，同比-10.34%，环比+13.41%；归母净利润 5.18 亿元，同比-65.08%，环比-76.15%；扣非后归母净利润-7.19 亿元，同比-341.13%，环比-137.18%；毛利率 30.65%，环比-9.7pct，

同比-5.39 pct。

➤ 事件点评:

- 运营商业务受国内投资环境影响业务承压，政企及消费者业务保持增长。分业务来看：1) 运营商业务：24 年营收 703.27 亿元，同比-15.02%，毛利率 50.90%，同比+1.79 pct。2024 年国内运营商客户随 5G 网络建设进入成熟期，运营商投资整体下降，投资结构发生变化，给公司运营商业务带来一定影响；公司在无线产品端积极布局 5G-A 场景，参与国内运营商万兆网络、通感一体、空天地一体等商业试点，带动运营商业务毛利率上行，核心网产品在大 T 泰国和孟加拉分支以及非洲多国分支实现市场份额提升；有线产品固网产品稳居全球领先地位，其中光传输产品国内中标中国电信 400G OTN 骨干网新建集采项目，国际规模突破哥伦比亚、智利、土耳其、尼日利亚等国家的主流运营商，核心路由器新一代产品成功通过中国电信的集采测试，开辟大容量核心路由器新赛道。2) 政企业务：24 年营收 185.66 亿元，同比+36.68%，毛利率 15.33%，同比-19.58 pct。政企业务营收增长主要系 2024 年公司加大研发投入，服务器及存储实现通算、智算、信创服务器在互联网头部客户、大型银行和保险公司的规模经营，收入实现翻倍；此外数据中心交换机在互联网和金融行业收入占比提升，数据中心配套产品国际市场取得突破；毛利率下降主要系服务器及存储毛利率下降及收入结构变动所致。3) 消费者业务：24 年营收 324.06 亿元，同比+16.12%，毛利率 22.66%，同比+0.57 pct。公司家庭终端、手机及移动互联产品、云电脑营业收入均实现增长，家庭终端 FTTR 产品在国内市场实现规模出货，并带动消费者业务毛利率提升，手机及移动互联产品布局“AI for All”，海外市场进一步打开，手机产品收入快速增长，努比亚已在超过 30 个国家和地区推出特色机型，云电脑发布 Android 平板与 Windows 电脑二合一的 PAD 型 5G 云电脑“逍遥”系列，成为爆款产品，推动公司云终端实现国内运营商市场份额第一。
- 公司算力第二增长曲线不断深化，以手机为代表的端侧业务加速拓展。算力领域，公司在服务器及存储、交换机、数据中心及训推平台等均实现突破。公司服务器及存储支持训练、推理、一体机等全系列全场景，自研定海芯片，支持 RDMA 标卡、智能网卡、DPU 卡等多种形态，并携手产业伙伴推进 GPU 高速互联开放标准，打造新互联超节点智算服务器；数据中心打造在智算场景下的数据中心全栈解决方案和端到端交付能力，推出浸没式液冷、冷板式液冷、一体化电力模块等自研产品，冷板式液冷方案 PUE 低至 1.1；AI Booster 训推软件平台的 AI 工具集可显著降低开发门槛，提供模型迁移工具，实现大模型在不同厂家 GPU 上平滑迁移。端侧领域，公司在国际市场推进中兴和努比亚双品牌策略，基于屏下摄像和裸眼 3D 技术，发布 nubia Z70 Ultra、红魔 10 Pro 系列，以及裸眼 3D 平板 nubia Pad 3D II 等创新终端，加大公开市场渠道拓展，把握 AI 浪潮和新兴市场需求复苏机会。
- 公司费用管控严格，资产负债结构进一步优化。2024 年公司销售/管理/研发费用率分别 7.34%/3.69%/19.81%，同比分别-0.85/-0.84/-0.54 pct；2024 年资产负债率 64.7%，连续六年保持下降。
- 盈利预测、估值分析和投资建议：我们认为公司经营稳健，市场风偏改善下估值体系有望重塑，建议关注 5G-A、AI 手机、自研芯片等事件催化以及自研芯片对公司智算业务价值的重估。预计公司 2025-27

年净利润 92.55/98.78/106.79 亿元，同比增长 9.9%/6.7%/8.1%，对应 EPS 为 1.93/2.07/2.23 元，PE 为 17.7/16.6/15.3 倍，维持给予“增持-A”评级。

- 风险提示：运营商资本开支短期继续下行风险；智算服务器市场竞争格局恶化风险；高性能 GPU 芯片进口管制风险；非运营商业占比提升导致毛利率下行风险。

【行业评论】【山证电新】20250402 光伏产业链价格跟踪

肖索 xiaosuo@sxzq.com

- **多晶硅 价格持平：**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较少，大多数企业订单暂未落地，N 型硅料有 4 家企业成交。目前下游观望态度较为显著，采购积极性不高。硅料企业去库存意愿较为显著，但受行业 40 万吨库存影响，部分企业出货压力较大。3 月 28 日缅甸地震对我国云南、四川地区单晶拉棒产能造成一定影响，部分多晶硅订单也随之出现了交付延后现象，4 月多晶硅去库有速度放缓预期，预计短期价格持平。
- **硅片 价格结构性上涨：**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，较上周上涨 8.3%；130um 的 182*210mm 型硅片均价 1.55 元/片，较上周上涨 6.9%。缅甸发生地震，云南、四川产能因断线、闷锅甚至炸炉等异常状况，导致短期停产。根据 SMM 统计，地震对 3 月拉晶产量影响约为 1.8GW-2.2GW，对 4 月硅片排产影响中性预估约在 3-3.4GW。多家硅片厂商暂停发货，并启动重新议价流程，预计短期硅片价格上涨。
- **电池片 价格结构性上涨：**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%+），较上周上涨 1.6%；182*210mm N 型电池片价格为 0.34 元/W（转换效率 25.0%+），较上周持平。3 月电池开工率 59.89%，月产量环比增长 38.83%，4 月电池供应继续增长。受抢装潮影响，4 月光伏电池需求仍然坚挺，叠加海外订单韧性，尤其欧洲市场补库存，预计短期电池片价格仍有上行空间。
- **组件 价格结构性上涨：**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 0.75 元/W，较上周上涨 1.4%。430+531 影响下，终端电站项目和分布式项目抢装，下游用户采购较为积极，国内外订单跟进，需求持续好转。头部组件厂家出货良好，库存普遍降至低位。根据各厂家在手订单，预计 4 月产量环比增幅约 17%，短期内预计价格有望持续上行。

- 光伏玻璃 价格持平： 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。
-
- **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：光伏装机不及预期，产业竞争加剧等。

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

