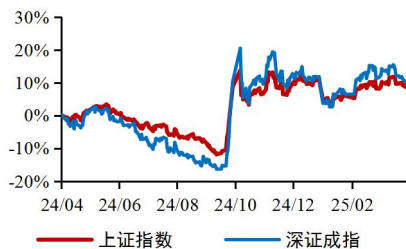


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 4 月 2 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	3,348.44	0.38
深证成指	10,503.66	-0.01
沪深 300	3,887.68	0.01
中小板指	6,568.47	-0.03
创业板指	2,101.88	-0.09
科创 50	1,024.38	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】通信：山西证券通信行业周跟踪：OFC2025 即将召开，关注财报季高景气板块

【行业评论】计算机：AutoGLM 沉思重磅发布，集深度思考与强工具使用能力于一体

【行业评论】非银行金融：行业周报（20250324-20250330）：-券商业绩显著改善，鼓励耐心资本入市

【山证纺织】老铺黄金 2024 年报点评

【山证军工】航天电器（002025.SZ）2024 年报点评：-防务业务持续修复，新域新质造新动力

【公司评论】浪潮信息(000977.SZ)：浪潮信息（000977.SZ）：全年合同负债及存货大幅增加，互联网客户算力需求持续旺盛

【山证煤炭公用】淮河能源（600575.SH）年报点评：-一体化经营业绩稳定，成长红利双属性可期

【山证化工】瑞丰新材（300910.SZ）2024 年报点评-业绩符合预期，盈利明显改善

【山证煤炭】淮北矿业（600985.SH）年报点评：-一体化经营继续加深，红利成长双可期

【山证军工】中直股份（600038.SZ）2024 年报点评-高效整合重新启航，紧抓低空经济机遇



【今日要点】

【行业评论】通信：山西证券通信行业周跟踪：OFC2025 即将召开，关注财报季高景气板块

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- 行业动向：
 - 1) 光纤通信大会 OFC2025 将于 4 月 1 日至 3 日在美国举行，为 AI+光发展注入信心。根据讯石光通讯报道，本次展会预计将吸引超过 13500 名观众和 670 余家参展商，展会预计展示技术包括 1.6T 网络、AI 驱动创新、相干无源光网络、线性可插拔光学器件、多芯光纤、数据中心技术及量子通信等领域。从具有风向标意义的 OFC 全体会议主题来看，今年的三个重要议题分别是硅光集成技术工艺、空间光通信以及在 AI 数据中心网络架构的创新。多家上市公司计划在 OFC 上展示最新产品，例如：
 - 1.1 光迅科技：推出全新一代 1.6T OSFP224 DR8，采用 3nm DSP 与硅光融合，较 5nm 方案实现模块功耗大幅下降。
 - 1.2 新易盛：展示第二代全重定时 1.6T OSFP 光模块，采用 3nm DSP 降低功耗和增强的 VDM 功能，包括 2DR4 OSFP、2FR4 OSFP。
 - 1.3 天孚通信：展出面向 CPO 高速光模块应用的 FAU 组件、POSA 等高速光引擎产品相关封装方案
 - 1.4 光库科技：首次展出 400Gbps/lane 薄膜铌酸锂调制器芯片，可用于 3.2T DR8/FR8 以及 CPO 封装
 - 1.5 华工科技：展示适配下一代 AI 训练集群的 3.2T CPO 超算光引擎（采用硅光集成+chiplet 架构）、3.2T 模块以及最细高速率光模块产品进展。
 - 我们认为，1.6T 已进入第二代技术迭代，硅光集成封装、3nm DSP、200G EML 等将是卖点，2026 年市场出货量或较大幅度提升。英伟达 GTC2025 展示了 CPO 交换机 Roadmap 对于 AI 交换机产业具有风向标引领，FAU、微光学连接器、保偏/多芯光芯、微透镜阵列等迎来创新市场机遇。此外，空间激光通信、海底光通信、量子光通信、激光雷达等非数据中心应用有望快速降本带动产业化起量。我们认为，光通信行业的第一阶段主要由资本开支预期驱动，当前受市场情绪、宏观因素影响市场估值有所回调，建议关注第二阶段新技术（如薄膜铌酸锂、OXC 光交换）新格局（如 CPO 光学）下的结构性机会。
- 2) 财报季开启，服务器、光纤布线、端侧 IOT 芯片等赛道显示高景气。
 - 2.1 浪潮信息发布 2024 年报，2024 年收入同比增长 74.2%，扣非净利润同比增长 67.6%，同时公司存货环比继续增长、合同负债达到 113.1 亿元均显示 Q1 强劲的交付预期。春节后 DeepSeek 拉动各行业

部署需求，以 H20 和生态一体机为代表的服务器短期出现明显的供需错配现象，叠加 H20 出口政策不确定性拉货，我们认为服务器主流企业上半年业绩较为乐观，后续国产芯片方案也有充足支撑。

- **2.2 博创科技发布 2024 年年报，数通和消费市场同比大幅增长 87.7%，其子公司长芯盛实现营收 11.1 亿，净利润 2.4 亿，分别同比+57.2%、+325.2%，显示出公司国内数据中心布线产品需求旺盛以及海外客户的显著突破。**太辰光发布 2024 年年报，24Q4 实现收入 4.6 亿，扣非净利 1.1 亿，分别环比+13.8%、+76.1%，显示出以康宁大客户为代表的北美新建数据中心对 AI 高密度光纤产品需求正旺。我们认为当前国内外数据中心基建处于高景气期，国内厂商在 MPO 布线产能端具有显著优势，展望 2026-2027 CPO 光学产品有望带来第二增长引擎。
- **2.3 泰凌微发布 25Q1 业绩预告显示，25Q1 收入或同比增长 43%、扣非归母净利同比增长 788%左右，**主要受益于公司物联网连接市场（智能家居、ESL、办公等）及音频市场主要客户和新增客户出货量**显著提升**。乐鑫科技发布 2024 年报显示，公司 2024 年度营收、净利分别同比+40.0%、+149.1%，公司下游泛 IoT 各领域均显示出积极复苏需求，同时以 AI 玩具为代表的创新端侧轻算力产品打开广阔市场空间。我们看好随着大模型智能化小型化落地，AI 端侧应用需求打开，以 AI 玩具、AI 机器人、AI 新零售、AI 智能座舱为代表的场景为芯片、模组、终端 OEM 带来新一轮动能。
- **建议关注：光通信：新易盛、天孚通信、博创科技、太辰光、华工科技、光库科技、源杰科技；边缘 AI：广和通、移远通信、美格智能、云天励飞、映翰通、天准科技、和而泰、拓邦股份；军工信息化和卫星互联网：长盈通、邦彦技术、智明达、复旦微电、长江通信、银河电子**
- **市场整体：**本周（2025.03.24-2025.03.28）市场整体下跌，沪深 300 涨 0.01%，上证综指-0.40%，深圳成指-0.75%，创业板指数-1.12%，科创板指数-1.29%，申万通信指数-3.87%。细分板块中，周排名前三板块为工业互联网（-0.3%）、运营商（-0.9%）、云计算（-1.1%）。从个股情况看，振邦智能、东土科技、中国电信、电连技术、宝信软件涨幅领先，涨幅分别为+7.32%、+5.68%、+2.66%、+2.49%、+0.46%。源杰科技、数据港、英维克、长光华芯、美格智能跌幅居前，跌幅分别-13.64%、-11.73%、-11.60%、-10.98%、-8.22%。
- **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】计算机：AutoGLM 沉思重磅发布，集深度思考与强工具使用能力于一体

方闻千 fangwenqian@szxq.com

【投资要点】

- **事件描述：**

- 3月31日,智谱正式发布 AutoGLM 沉思智能体产品,此次发布的为 preview 版本,核心支持 research 场景,目前已在智谱清言网页端、PC 端及手机 APP 端正式上线,并向用户免费、不限量地开放,同时,在未来两周内智谱将进一步扩展更多智能体执行能力,包括推出“虚拟机”版本。
- 事件点评:
- **AutoGLM 沉思智能体融合了 GLM-4 的通用能力、GLM-Z1 的反思能力、GLM-Z1-Rumination 的沉思能力及 AutoGLM 的自动执行能力。**其中,1) 新版基座模型 GLM-4-Air-0414 针对智能体能力进行了优化,包括预训练阶段加入更多代码和推理类数据、对齐阶段对工具调用和联网搜索等能力进行针对性优化等,在指令遵循、智能体工具调用等方面的性能比肩国际领先基座模型;2) 新版推理模型 GLM-Z1-Air 基于 GLM-4-Air-0414,引入更多推理类数据,综合性能表现媲美满血版 DeepSeek R1,同时推理速度较 R1 提升 8 倍,并且成本可降至 R1 的 1/30;3) 沉思模型 GLM-Z1-Rumination 基于 GLM-Z1-Air,通过扩展强化学习训练,提升模型结合工具使用完成长程推理的能力,并融合实时搜索、深度分析、动态验证三大能力;4) AutoGLM 模型在 GUI 智能体领域内多个测评榜单持续刷新 SOTA,涉及到 Phone Use、Browser Use 等测评维度。与此同时,智谱宣布将于 4 月 14 日开源 AutoGLM 沉思背后的新模型,并将在未来两周内陆续上线 MaaS 平台。
- **AutoGLM 沉思成为全球首个免费且集深度研究与实际操作能力于一体的智能体。**AutoGLM 沉思具备深度思考、感知世界和工具使用三大特性,能够在面临复杂任务时像人类一样基于上下文环境信息进行推理和决策,平均思考步骤在 20 步以上,并操作本地浏览器进行内容检索。相较于 OpenAI 的 Deep Research,AutoGLM 沉思在能够深度思考的基础上还具备自主操作电脑执行任务的能力;而相比于 Manus,AutoGLM 沉思能够无缝访问和操作小红书、B 站、京东等需要扫码的应用平台,不会在缺乏公开可调用 API 和工具的场景中应用受限。此外,AutoGLM 沉思完全免费,打破了 OpenAI、谷歌等海外厂商制定的高价门槛。
- **投资建议:** AutoGLM 沉思发布并向用户免费、不限量开放预示着 Agent 落地节奏再次向前推进,重点关注 AI 应用相关标的:1) AI+企业服务:金蝶国际、泛微网络、致远互联、用友网络等;2) AI+办公:金山办公、福昕软件等;3) 多模态:万兴科技、美图公司等;4) AI+金融:新致软件、同花顺等;5) AI+教育:科大讯飞、佳发教育等;6) AI+医疗:润达医疗、卫宁健康等;7) 其他:汉得信息、彩讯股份、金桥信息、焦点科技等。同时,Agent 落地将显著推升推理算力需求,重点关注 AI 算力相关标的:1) 国产算力芯片:海光信息、寒武纪等;2) 一体机:深信服、云从科技、开普云等;3) 服务器:四川长虹、神州数码、拓维信息、浪潮信息、中科曙光、华勤技术等;4) IDC:科华数据、数据港、万国数据、润泽科技等;5) 算力租赁:青云科技、优刻得等。
- 风险提示:AI 产品落地不及预期,行业竞争加剧风险,技术研发进展不及预期。

【行业评论】非银行金融:行业周报(20250324-20250330): -券商业绩显著改善,鼓励耐心资本入市

孙田田 0351-8686900 suntiantian@sxzq.com

【投资要点】

- **券商业绩显著提升。**上周 19 家券商披露 2024 年年报，整体业绩改善显著。其中，13 家证券公司实现收入正增长，15 家证券公司实现归母净利润正增长，13 家证券公司加权平均净资产收益率实现同比增长。从净利润增速来看，华林证券、红塔证券增幅均超过 100%。头部券商中，中信证券、国泰君安、华泰证券收入排名前三，同比均实现正增长。已披露数据的 22 家券商合计实现营业收入 1234.65 亿元，同比增长 14.95%。
- **监管修订发行承销办法，鼓励耐心资本入市。**上周证监会对《证券发行与承销管理办法》进行修订，增加银行理财产品、保险资产管理产品作为 IPO 优先配售对象，鼓励其作为中长期资本参与股票定价发行，由证券交易所制定 IPO 分类配售具体规定，同时禁止参与 IPO 战略配售的投资者在限售期内出借股份。进一步推动资本市场长期投资生态的完善，调整市场资金结构，为资本市场提供增量资金，并在生态上改善一级市场资金结构，促进长钱长投环境改善。
- **上周主要指数表现分化，上证综指下跌 0.40%，沪深 300 上涨 0.01%，创业板指数下跌 1.12%。**上周 A 股成交金额 6.30 万亿元，日均成交额 1.26 万亿元，环比减少 18.64%。两融余额 1.92 万亿元，环比降低 0.77%。中债-总全价(总值)指数较年初下跌 1.50%;中债国债 10 年期到期收益率为 1.81%,较年初上行 20.49bp。
- **风险提示**
- 宏观经济数据不及预期；资本市场改革不及预期；一二级市场活跃度不及预期；金融市场大幅波动；市场炒作并购风险。

【山证纺服】老铺黄金 2024 年报点评

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **3 月 31 日，公司披露 2024 年年报，2024 年，公司实现收入 85.06 亿元，同比增长 167.5%，实现归母净利润 14.73 亿元，同比增长 253.9%。**公司董事会建议派发末期股息每股 6.35 元人民币，全年派息率 72.58%。
- **事件点评**
- **2024 年同店销售表现强劲，带动公司营收业绩大幅增长。**营收端，2024 年，公司实现收入 85.06 亿元，同比增长 167.5%。2024H2，公司实现收入 49.85 亿元，同比增长 182.9%。业绩端，2024 年，公司实现

归母净利润 14.73 亿元，同比增长 253.9%，2024H2，公司实现归母净利润 8.85 亿元，同比增长 303.2%。2024 年，公司营收业绩大幅增长，主要受益于：（1）公司品牌影响力持续扩大，消费者心智提升带动人群扩容，同店销售大幅增长 120.9%。截至 2024 年末，公司忠诚会员人数约 35 万名，同比增长 75%。（2）产品持续优化、推新及迭代，截至 2024 年末，公司原创设计近 2000 项，拥有境内专利 249 项，作品著作权 1314 项，境外专利 228 项。（3）新增门店 7 家门店，并对 4 家存量门店进行扩容及优化，提升店铺接待能力。

- **2024 年公司新增 7 家门店，存量门店进行优化与扩容。**分区域看，中国内地市场，2024 年，中国内地市场实现营收 76.51 亿元，同比增长 153.0%，截至 2024 年末，公司在中国内地市场拥有 32 家门店，较 2023 年末新增 5 家，分别为北京国贸商城店、天津万象城店、武汉 SKP 店、郑州丹尼斯大卫城店、深圳万象城 L2 层店。此外，公司对 4 家存量门店进行优化及扩容。中国港澳市场，2024 年，中国香港及澳门市场实现营收 8.55 亿元，同比增长 451.4%，截至 2024 年末，公司在中国香港及澳门市场拥有 4 家门店，较 2023 年末新增 2 家，分别为香港旗舰店、香港海港城店。
- **规模效应凸显带动费用率全面下行，在手现金大幅增长。**盈利能力方面，2024 年，销售毛利率同比下滑 0.7pct 至 41.2%，2024H2，销售毛利率同比下滑 1.0pct 至 41.0%。期间费用率方面，2024 年，公司销售费用、行政费用、研发费用、财务费用占收入比重分别为 14.5%、3.2%、0.2%、0.4%，同比下滑 3.7 pct、2.1 pct、0.1pct、0.2pct。综合影响下，2024 年，公司归母净利率为 17.3%，同比提升 4.2pct，2024H2，公司归母净利率为 17.8%，同比提升 5.3pct。存货方面，截至 2024 年末，公司存货为 40.88 亿元，同比增长 222.4%，主要由于产成品存货增加以满足公司业绩增长、销售旺季铺货、新店开业及店铺拓展的产品需求。2024 年，公司存货周转天数为 195 天，同比减少 10 天。经营活动现金流方面，2024 年，公司经营活动现金流净额为-12.29 亿元，主要由于补充增量及存量店铺产品。截至 2024 年末，公司现金及现金等价物为 7.33 亿元，较 2023 年末的 6980 万元大幅增长。
- **投资建议**
- **2024 年，公司凭借品牌心智提升、产品迭代推新、销售网络优化布局，使得客群大幅扩容，销售和业绩均实现爆发性增长。**展望 2025 年，公司将继续拓展国内市场，布局一线及新一线城市顶级商圈，同时，推动品牌出海，新加坡首家门店预计于 2025 年开业。我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 156.23/225.08/305.30 亿元，同比增长 83.7%/44.1%/35.6%；归母净利润为 28.34/40.19/55.50 亿元，同比增长 92.4%/41.8%/38.1%，3 月 31 日收盘价对应公司 2025-2027 年 PE 分别为 40.0、28.2、20.4 倍，维持“增持-A”评级。
- **风险提示**
- 金价剧烈波动；产品推新不及预期；门店拓展不及预期。

【山证军工】航天电器（002025.SZ）2024 年报点评：-防务业务持续修复，新城新质造新动力

骆志伟 luozhiwei@sxzq.com

【投资要点】**➤ 事件描述**

- 航天电器公司发布 2024 年报。2024 年公司营业收入为 50.25 亿元，同比减少 19.08%；归母净利润为 3.47 亿元，同比减少 53.75%；扣非归母净利润 3.11 亿元，同比减少 55.02%；负债合计 44.43 亿元，同比增长 14.90%；货币资金 27.73 亿元，同比减少 18.63%；应收账款 35.75 亿元，同比增长 14.17%；存货 18.51 亿元，同比增长 74.16%。

➤ 事件点评

- 受防务产业阶段性需求放缓影响，营收有所下滑。公司连接器及互连一体化产品业务实现营收 33.88 亿元，同比减少 23.57%；电机与控制组件业务实现营收 11.16 亿元，同比减少 11.25%；继电器业务实现营收 2.49 亿元，同比减少 23.66%；光器件业务实现营收 1.45 亿元，同比增长 7.38%。
- 降本增效成效显著，持续加大研发投入。公司明确降本增效目标、强化成本控制，采取的工艺降本、采购降本新措施成效显著，2024 年毛利率同比提升 0.35 个百分点达到 38.34%。公司强化科技创新，2024 年研发费用同比增长 7.50%，成功孵化高速互连、无线传输、陶瓷互连等新产业，新质新域及战略新兴产业占公司营业收入比例超 30%。
- 随着防务业务边际持续好转，以及公司在新质新域及战略新兴产业市场占有率稳步提升，公司业绩有望恢复持续增长。十四五收官之年随着延迟订单重新释放，防务业务需求边际将持续好转。商业航天、低空经济、新能源、人工智能等新质新域领域将迎来新一轮的增长高潮，公司在新域新质装备中的占有率正持续提升，配套能力持续增强，未来业绩有望恢复持续增长。

➤ 投资建议

- 我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.05\1.46\2.04，对应公司 3 月 31 日收盘价 55.60 元，2025-2027 年 PE 分别为 53.0\38.1\27.3，维持“增持-A”评级。

➤ 风险提示

- 下游需求增长不及预期；募投项目进展不及预期。

【公司评论】浪潮信息(000977.SZ)：浪潮信息（000977.SZ）：全年合同负债及存货大幅增加，互联网客户算力需求持续旺盛

方闻千 fangwenqian@szxq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 3月28日，公司发布2024年年报，其中，2024全年公司实现收入1147.67亿元，同比高增74.24%；全年实现归母净利润22.92亿元，同比增长28.55%，实现扣非净利润18.74亿元，同比增67.59%。2024年第四季度公司实现收入316.42亿元，同比高增78.06%；实现归母净利润9.97亿元，同比微增0.13%，实现扣非净利润7.19亿元，同比增长4.35%。

➤ 事件点评

- 客户订单充足叠加公司积极经营备货，全年合同负债及存货大幅增加。受益于下游AI服务器需求旺盛，2024全年公司收入持续高增。同时，2024年公司毛利率为6.85%，较23年下降3.19个百分点，我们认为主要是因为议价能力更强的头部互联网客户收入占比提升所致，但2024年四季度公司毛利率达7.25%，较三季度提高1.62个百分点，毛利率有所修复，并且随着公司持续推进多元化供应链建设，预计2025年毛利率有望进一步回升。而受益于公司不断提升研发、交付等环节效率，2024年公司销售、管理、研发费用率分别较上年同期下降0.95、0.46、1.60个百分点。2024年公司净利率为2.00%，较上年同期下降0.73个百分点。此外，截至2024年底，公司合同负债为113亿元，较三季度末的27亿元增加了324%，较年初的19亿元增加了491%，表明公司订单充足，而截至2024年底，公司存货金额达406亿元，较三季度末的385亿元进一步增加，充足的经营备货也为公司未来持续增长奠定基础。
- 互联网大厂持续加大AI算力采购，预计25年公司收入端仍有望保持高速增长。从阿里、腾讯、字节等头部互联网厂商的资本开支来看：1）今年2月份阿里公布未来三年的云计算和AI基础设施投资将超过过去10年的总和，即2025-2027年阿里的总资本开支将超过3799亿元，大幅超出市场预期；2）腾讯2024年资本开支达到768亿元，同比增长221%，占收入比重为12%，管理层预计2025年资本开支在收入中的比重将达到10-15%，同时基于25年一致预期收入为7213亿元，今年资本开支将达到721-1082亿元；3）字节也将持续提升AI算力投入。而公司服务器相关产品在国内互联网大厂的算力采购中占据领先地位，因此预计25年公司将充分受益于下游互联网客户算力需求高景气。
- 投资建议
- 公司作为国内服务器行业龙头，有望充分受益于国内算力需求的持续释放。预计公司2025-2027年EPS分别为2.50\2.87\3.02，对应公司3月31日收盘价53.48元，2025-2027年PE分别为21.42\18.64\17.71，维持“买入-A”评级。
- 风险提示
- 技术研发风险，宏观经济持续下行风险，市场竞争加剧风险，汇率波动的风险。

【山证煤炭公用】淮河能源（600575.SH）年报点评：-一体化经营业绩稳定，成长红利双属性可期

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 300.21 亿元，同比+9.83%；实现归母净利润 8.58 亿元，同比+2.17%；扣非后归母净利润 7.88 亿元，同比+62.99%；基本每股收益 0.22 元/股，同比+0%；加权平均净资产收益率 7.50%，同比减少 0.56 个百分点；经营性现金流量净额 27.57 亿元，同比+181.64%。24Q4 公司实现营业收入 64.27 亿元，同比+0.36%，环比-17.32%；实现归母净利润 0.15 亿元，同比-90.97%，环比-94.25%；扣非后净利润 0.15 亿元，同比-57.98%，环比-93.78%。

➤ 事件点评

- **电力业务量、价齐增，成本改善，毛利率提高。**2024 年，公司实现发电量 167.67 亿度，同比+6.17%；上网电量 159.13 亿度，同比+6.20%；公司全资及控股煤电机组加权发电利用小时数 4776.85 小时，同比+6.17%。其中：全资电厂完成发电量 107.48 亿度，同比+7.07%。2024 年，公司市场化交易电量 147.15 亿千瓦时，同比+7.92%，占总上网电量的 92.48%，同比提高 1.48 个百分点。测算的，度电平均价格 420.01 元/兆瓦时，同比+2.59%，度电成本 363.83 元/兆瓦时，同比-2.27%，其中由于煤价下行，度电原料煤成本 242.79 元/兆瓦时，同比-1.48%。电力板块毛利率实现 13.39%，同比提高 4.31 个百分点。
- **物流贸易业务稳定，煤炭、运输毛利小幅降低，资产减值是拖累业绩主要因素。**2024 年公司物流贸易板块实现营收 205.24 亿元，同比+12.77%，实现毛利 1.57 亿元，同比+11.96%，毛利率维持 0.77%，比较稳定。煤炭业务实现商品煤产量 456.11 万吨，实现营收 18.75 亿元，同比-2.96%，毛利 4.61 亿元，同比-4.17%，毛利率 24.60%，同比 0.31 个百分点；铁路运输营收 7.72 亿元，同比-9.54%；毛利 2.92 亿元，同比-27.39%，毛利率 37.84%，同比降低 9.30 个百分点。主营业务合计毛利 18.45 亿元，同比+8.21%。但最终营业利润及净利润减少主要是因为潘三电厂拟于 2025 年关停，公司计提长期资产减值准备 1.24 亿元。
- **有望全资买入控股股东旗下电力集团，业绩增长空间较大。**为解决同业竞争，公司拟通过发行股份及支付现金的方式购买控股股东淮南矿业（集团）有限责任公司持有的电力集团 89.30% 股权，并拟摘牌国开发展基金有限公司持有的电力集团 10.70% 股权。上述收购完成后，电力集团将成为公司的全资子公司，有利于公司经营效益的持续释放，公司业绩或将阶梯性增长。
- **分红承诺比例大幅提高，红利属性开始显现。**公司 2023 年分红比例达 55%，2024 年由于进行现金收购资产度拟不进行现金分配，但公司发布《关于 2025-2027 年度现金分红回报规划》，2025-2027 年公司每年度拟分配的现金分红总额不低于当年实现归属于上市公司股东的净利润的 75%，且每股派发现金红利不低于 0.19 元（含税）。以 2025 年 4 月 1 日收盘价 3.35 元，2025-2027 年每股红利 0.19 元测算，则公司股息率将超过 5.6%。随着电厂陆续投产及集团资产注入，业绩增长下，公司红利属性开始显现。

➤ 投资建议

- 预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.24\0.26\0.28 元，对应公司 4 月 1 日收盘价 3.35 元，2025-2027 年 PE 分别为 14.2\12.9\11.9 倍，鉴于公司外延成长稳步推进，分红预期提振红利属性，我们继续给予“增持-A”评级。
- 风险提示
- 电价市场波动风险；并购进展不及预期；参股企业业绩不及预期；新产能投产不及预期风险；煤价超预期波动风险等；二级市场风险等。

【山证化工】瑞丰新材（300910.SZ）2024 年报点评-业绩符合预期，盈利明显改善

李旋坤 lixuankun@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 公司发布 2024 年报，实现营收 31.57 亿元，同比+12.14%。归母净利润为 7.22 亿元，同比+19.13%。扣非净利润为 6.81 亿元，同比+19.55%。Q4 实现 8.57 亿，同比+29.18%，环比+7.05%，归母净利润 2.22 亿，同比+42.95%，环比+22.75%。
- 事件点评
- 原材料走弱带动销量增长，公司盈利改善。根据 Wind，24Q4 原油 Brent 均价为 74.01 美元/桶，环比-6%，基础油为 7866 元/吨，环比-4.26%。24 原油 Brent 均价为 80 美元/桶，同比-1.7%，基础油为 8258 元/吨，同比-5.7%。公司积极推进从单剂向复合剂的战略转型，复合剂收入占比已超过 60%。润滑油添加剂销量 15.8891 万吨，同比+16.49%。毛利率为 35.82%，同比+0.82 pct，净利率为 22.93%，同比+1.3 pct。期间费用率 10.58%，同比-0.4pct。经营活动产生的现金流量净额同比下降 31.89%，主要系支付货款增加所致。
- 全球化布局与市场拓展成效显著。公司单剂产能超过 30 万吨，在建 43.5 万吨。公司积极进行全球化布局，通过销售、技术、市场相融合的铁三角作战方式，推动客户群体由中小客户向国际大客户转型。在新加坡、迪拜、比利时等地设立海外仓储基地，覆盖区域客户供给需求，提升了品牌美誉度和市场影响力。
- Q4 河南出口环比增长，国内全年出口量增幅较大。根据海关数据，润滑油添加剂 Q4 国内出口 6.73 万吨，环比-3.2%；出口价 19618 元/吨，环比-3.0%；进口 4.71 万吨，环比-12.5%，进口均价 28911 元/吨，环比+0.8%。2024 年国内累计出口 25.66 万吨，同比+23.4%，出口均价为 20122 元/吨，同比-11.6%；累计进口 21.77 万吨，同比+7.3%，进口均价为 29294 元/吨，同比-2.63%。Q4 河南省润滑油添加剂出口 2.77 万吨，环比+5.8%，出口价 19813 元/吨，环比-3.65%。2024 河南出口量为 10.23 万吨，同比-0.4%；出口均价为 20402 元/吨，同比-9.68%。

- **持续加大研发投入，技术创新不断增强。**2024 年，公司研发投入同比增长 22.23%。已完成包括 ACEA C3 规格的汽机油复合剂、GF-7 汽油机油复合剂等，旨在丰富产品种类，提升市场竞争力。目前已自主掌握 CF-4 级、CH-4 级、CI-4 级、CK-4 级柴油机油复合剂配方工艺，SL 级、SM 级、SN 级、SP 级汽油机油复合剂配方工艺以及天然气发动机油复合剂、摩托车油复合剂、船用系统油、船用汽缸油复合剂、抗磨液压油复合剂、齿轮油复合剂等配方工艺，其中 CI-4、CK-4、SN、SP 级别复合剂已通过国外权威的第三方台架测试，已取得多个产品的 OEM 认证。
- **投资建议**
- 我们调整公司 2025-2027 年归母净利润分别为 8.8/10.23/11.78 亿元，对应公司 3 月 28 日市值 161 亿元，2024-2026 年 PE 分别为 18.2\15.7\13.6 倍，维持“买入-B”评级。
- **风险提示**
- 原材料涨价风险、海外市场政策风险、复合剂产品认证不能顺利通过的风险。

【山证煤炭】淮北矿业（600985.SH）年报点评：-一体化经营继续加深，红利成长双可期

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 657.35 亿元，同比-10.43%，归母净利润 48.55 亿元，同比-22.00%，扣非后归母净利润 46.43 亿元，同比-21.19%。经营活动产生的现金流量净额 90.63 亿元，同比-30.45%；基本每股收益为 1.84 元，同比-26.69%；加权平均 ROE 为 11.95%，同比降低 5.67 个百分点。
- **事件点评**
- **煤炭量、价随市场下行，但成本下降，毛利率持平。**2024 年以来受下游需求不振及进口增速超预期等影响，国内煤、焦产业链价格以回调为主。2024 年，秦皇岛港动力末煤 Q5500、京唐港主焦煤全年均价分别同比变化-11.44%和-11.42%，淮北产二级冶金焦均价同比-15.41%。公司产品以炼焦精煤、焦炭为主，售价的下行拖累公司业绩；公司 2024 年累计实现商品煤产销量分别 2055.30、1536.69 万吨，同比变化-6.46%、-13.82%。商品煤平均售价 1100.38 元/吨，吨煤毛利 547.61 元/吨，同比分别变化-5.12%和-3.49%；煤炭板块收入、毛利分别变化-18.24%和-16.83%。受益于公司“6+1”成本管控策略等影响，公司煤炭业务毛利率 49.77%，同比上涨 0.84 个百分点。
- **煤化工板块继续受成本压制及售价下行影响，毛利亏损。**报告期内公司实现焦炭产量 354.65 万吨，同比-5.95%；销量 352.21 万吨，同比-6.05%；吨焦售价 1961.04 元/吨，同比-15.85%；实现甲醇产量 40.77 万吨，同比-22.74%，销售 19.84 万吨，同比-61.75%，单位售价 2157.21 元/吨，同比+1.58%。甲醇销量

变化主要受延伸产业链利用甲醇生产无水乙醇影响，2024 年公司 60 万吨无水乙醇项目正式投产，全年累计产量 37.11 万吨，销量 36.19 万吨，单位售价 4999.42 元/吨。但整体来看，因受焦炭下游市场需求不振影响，公司煤化工板块整体毛利率实现 19.34%，同比降低 0.99 个百分点。

- **煤炭一体化经营逐步加深，分红成长均可期。**煤炭方面，公司 800 万吨产能的内蒙古陶忽图煤矿建设稳步推进，煤炭业务仍有新的利润增长点。煤化工方面，碳鑫科技年产 60 万吨无水乙醇、延伸的 10 万吨碳酸二甲酯已正式投产，3 万吨碳酸酯、3 万吨乙基胺项目、10 亿立方米焦炉煤气分质深度利用等项目也在加速推进。另外，公司年报披露 2024 年度拟每 10 股派发现金红利 7.5 元（含税），共计派发现金红利 20.20 亿元，占当年归属于上市公司股东净利润的 41.60%，以 3 月 31 日收盘价 13.05 元计算，股息率约 5.75%。公司《未来三年（2025-2027 年）股东回报规划》，提出现金分红比例由原来的不低于 30%提升至不低于 35%，当前低利率环境下公司仍具备较强红利价值。
- **投资建议**
- 预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.53\1.90\1.95 元，对应公司 3 月 31 日收盘价 13.05 元，2025-2027 年动态 PE 分别为 8.5\6.9\6.7 倍，考虑到公司煤炭业务成长及一体化经营加深，继续给予“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) 煤炭价格超预期下行风险； 3) 安全生产风险；4) 二级市场超预期下行风险。

【山证军工】中直股份（600038.SZ）2024 年报点评-高效整合重新启航，紧抓低空经济机遇

骆志伟 luozhiwei@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **中直股份公司发布了 2024 年报。**2024 年公司营业收入为 297.66 亿元，同比增长 11.93%；归母净利润为 5.56 亿元，同比减少 7.98%；扣非后归母净利润为 4.82 亿元，同比上升 19.68%；负债合计 358.40 亿元，同比增长 103.89%；货币资金 132.72 亿元，同比增长 311.85%；应收账款 89.86 亿元，同比增长 76.41%；存货 140.75 亿元，同比增长 8.95%。
- **事件点评**
- **国内直升机制造龙头，全面支撑低空经济发展。**公司是国内直升机制造业中规模最大、产值最高、产品系列最全的主力军。公司产品结构合理，产品谱系齐全，为国内各型直升机提供零部件，同时公司也研发制造多型不同吨位、满足各类用途的 AC 系列民用直升机，以及运 12 和运 12F 系列通用飞机，是全面支撑低空经济发展的航空高科技核心骨干企业。

- **整合直升机总装资产，紧抓低空经济机遇。**公司通过整合直升机总装资产，将扩大直升机产品范围，提升直升机产品整体生产能力，主营业务能力将获得有效提升。公司募集配套资金 30 亿，用于新型直升机与无人机研发能力建设项目、航空综合维修能力提升与产业化项目、直升机生产能力提升项目等项目。未来公司将进一步扩充完善产品谱系，紧抓低空经济机遇，在完成产品结构调整后，持续受益于新机型的放量。
- **投资建议**
- 我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.83\0.99\1.15，对应公司 3 月 28 日收盘价 36.22 元，2025-2027 年 PE 分别为 43.7\36.7\31.5，公司通过全面整合直升机资产，完善了产品谱系，进一步提升了公司发展质量，并将持续受益于通用航空和低空经济的快速发展，首次覆盖给予“增持-A”评级。
- **风险提示**
- **新机型需求不及预期。**公司新机型研发及现有型号改型工作可能与市场需求出现偏差，导致需求不及预期。军用直升机订单波动风险。军品采购具有很强的计划性，整机采购型号和数量可能会受到军品采购政策及节奏变化的影响出现波动。
- **产品交付不及预期。**公司部分部件需要对外进行采购，如果部件供应不稳定，可能会对产品的交付造成影响。

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

