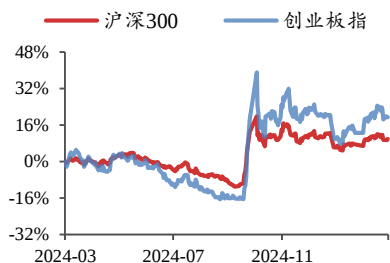


沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
通信	2.451
机械设备	1.837
银行	1.725
汽车	1.311
计算机	1.102

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
房地产	-1.463
农林牧渔	-1.075
综合	-0.870
医药生物	-0.737
美容护理	-0.589

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

观点精粹

总量视角

【宏观经济】相对客观地看待关税影响——宏观经济专题-20250305

【固定收益】2025 年转债新一轮周期——转债新周期系列之一-20250305

【金融工程】基金投顾产品 2 月调仓一览——基金投顾产品月报系列（15）
-20250305

行业公司

【医药：阿拉丁(688179.SH)】与默克达成全球合作，公司发展有望迈入新阶段——公司信息更新报告-20250305

【中小盘：比亚迪(002594.SZ)】闪电配售破浪前行，全球化及智能化进程再提速——公司信息更新报告-20250305

【传媒：心动公司(02400.HK)】2024 年业绩超预期，新游戏及 TapTap 继续驱动成长——港股公司信息更新报告-20250305

【医药：诺泰生物(688076.SH)】GLP-1 原料药已进入商业化供货阶段，看好赛道龙头全年机会——公司信息更新报告-20250305

【计算机：中科曙光(603019.SH)】经营效率显著提升，国产 AI 基础设施领军地位稳固——公司信息更新报告-20250305

【电子：顺络电子(002138.SZ)】汽车电子和数据中心业务强劲增长，营收历史新高——公司信息更新报告-20250305

【计算机：中科星图(688568.SH)】业绩符合预期，拟定增完善空天产业布局——公司信息更新报告-20250304

研报摘要

总量研究

【宏观经济】相对客观地看待关税影响——宏观经济专题-20250305

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 郭晓彬（联系人）证书编号：S0790123070017

一、特朗普新任期前，美国对华实际税率或在 10.9%左右

1、应税税率与实际税率存在差距：由于权重变化、计算精度、豁免产品、海关申报价格与低货值简易通关商品等因素，实际税率明显低于应税税率。

2、特朗普新任期前，美国对华实际税率或在 10.9%左右：2018 年初及之前，美国对华税率维持在 2.7%左右，在 2021 年税率进入相对稳定状态后对华应税税率上升至 16%左右，但实际税率约在 10%-12%，也即在上一轮关税上升周期中，美国对华名义税率提高了 13.3%，实际税率提高了 8.2%。

3、部分税率差距可反映在中美贸易统计差异中：自 2018-2021 年，中国统计下出口美国商品金额与美国统计口径下进口中国商品金额之差迅速上升，与实际税率变化节奏保持一致，可能的重要原因在于美国进口端可通过低报货值、改变货物归类等方式进行关税规避，我们认为采用中国口径下的出口数据更为准确。

二、长期看，对美出口的实际关税弹性约为-1.0

1、趋势判断法下，上一轮关税提升对出口总量仅有中短期影响：(1)2001 年-2017 年与 2001 年-2024 年的正常增长趋势线基本一致，且该趋势线基本穿过 2023 年、2024 年，说明长期来看，即便对美出口商品关税提升，出口总额的增长也恢复了正常趋势。(2)2017 年为起点，以上述趋势线斜率作图，仅有 2019 年、2020 年在该线之下，说明关税对出口总量仅有中短期影响，并无长期影响。

2、长期看，对美出口的实际关税弹性约为-1.0：我们测算，关税平均每年影响我国出口美国 8.1 个百分点，影响总出口 1.2 个百分点。对美出口对关税的实际弹性为-1，若不考虑东盟、拉美对冲因素影响，则总出口对关税的实际弹性为-0.15，若考虑对冲因素影响，总出口对关税的实际弹性为-0.06。

3、中短期看，若关税连续升高，初期因抢出口对冲影响不大，中后期抢出口结束影响较大：将本轮关税周期与上一轮关税加征周期进行节点比对，我们预计，本轮关税政策对我国出口影响或将在 2025 年下半年抢出口结束后集中体现，若假设 2025 年美国对我国关税税率累计加征 30%，若不考虑对冲，或将拖累总出口增速 4.9 个百分点；若考虑对冲，则拖累总出口增速 1.3 个百分点。

三、中性假设下，关税上升 20%对 GDP 影响或在 0.4 个百分点

1、出口乘数或在 1.5 左右：出口不仅对 GDP 有直接影响，对于消费、投资与进口等均有联动影响，我们参考部分学术论文计算逻辑，所得出口乘数约为 1.53。

2、中性假设下，20%关税对 GDP 影响或在 0.4 个百分点：2016 年媒体报道特朗普上台后或对中国商品征收 45%的关税，实际上台后名义税率最终上升至 16%左右，实际税率上升至 10.9%左右。2024 年特朗普再次参与竞选时，媒体报道对中国商品征收 60%关税，截至目前其已将名义税率提高 20%。我们推断：关税背后存在多元化目的，实际进口关税执行力度可能不及预期。

中性假设下，假设应税税率落地至实际税率存在 80%折扣，也即名义税率上升 20%，则实际税率上升 16%，而东盟、拉美对冲效果起到原来的 60%，则拖累总出口增速 1.51 个百分点，拖累 GDP 增速 0.43 个百分点。若取消最惠国待遇，根据我们按从价征税商品的粗略计算，税率大约上升 40%，则对 GDP 影响为 0.87 个百分点(若在 20%基础上叠加，则影响 1.3 个百分点)，我们认为这一传导乘数下的结果可能是最贴合实际的。

四、GDP 之外，或需重视企业利润变化与出海机遇

1、关税对出口企业利润的影响难以完全反映在 GDP 中：因微观出口企业可能会通过“以价换量”保证出口交货金额与份额的相对稳定，在宏观上实际 GDP 增速则可能表现较为平稳，并未完全体现出企业利润的损失。事实上，自 2023 年 5 月以来，尽管出口金额同比显现韧性，但出口价格同比连续 20 个月为负。行业端来看，2017 年以来受出口价格下降影响越大的行业利润受影响越大，如计算机通信电子、皮革毛皮、文教娱乐用品、服装、家具等行业。

2、长期利好企业出海：虽然美国关税实际执行可能不及预期，但关税不断上升的方向已经基本确定，出海建厂的相对竞争优势将进一步显现。参考我国出口总量变化规律并结合他国经验，我们认为出口增速中枢的下移为正常经济规律，应在贸易投资方面顺应产业迁移规律、专注于核心部类产业链攀升，同时在国内改革企业利润分配机制，提高内需对于国内经济的贡献作用。

风险提示：1、历史经验失效；2、美国关税政策超预期。

【固定收益】2025 年转债新一轮周期——转债新周期系列之一-20250305

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 刘伟（分析师）证书编号：S0790524070008

2024 年 9 月至今转债涨幅明显

2025 年转债行情：中证转债指数 2024 年 9 月 24 日至 2025 年 2 月 26 日累计涨幅达到 19.97%，转债价格中位数从 105.68 元上涨至 124.11 元，涨幅 17.44%。

价格上，2025 年 2 月 26 日中证转债达到 436.85，2017 年至今历史分位数 99.9%，转债价格中位数达到 124.11 元，历史分位数 94.1%，处于高位水平。

2021 年转债行情：中证转债指数从 2021 年 2 月 8 日至 2021 年 12 月 31 日累计涨幅 22.20%，转债价格中位数从 100.10 元上涨至 128.40 元，涨幅 28.28%。

价格上，2021 年 12 月 31 日中证转债达到 436.37，历史分位数 99.7%，转债价格中位数达到 124.11 元，历史分位数 98.8%。

不难发现，2024 年四季度至今这一轮转债涨幅和价格，基本已经能够匹配 2021 年的转债上涨行情。

转债投资的四个阶段

转债上涨的根本原因在于，2024 年四季度转债已经开启了新一轮上涨周期。2024 年 7 月报告“转债投资四阶段，当前处于最佳参与时点”，我们按照股市周期、转债价格将转债周期划分为“四个阶段”。

(1) 阶段 1：股市下降初期，转债高风险、低收益；(2) 阶段 2：股市下降后期，转债低风险、收益中性；(3) 阶段 3：股市上涨初期，转债风险中性、高收益；(4) 阶段 4：股市上涨后期，转债高风险、高收益。

2024 年 7-9 月，转债处于【阶段 2：下跌后期】之中。一方面股市已经下跌持续 3 年 5 个月，另一方面转债处于“转债价格低、转股溢价率高”的组合之中。

2025 年转债已经由【阶段 2：下跌后期】切换至【阶段 3：上涨初期】，当前正处于新一轮上涨周期之中。随着 2024 年 9 月政策提振市场信心，股市由下跌行情转变为上涨行情，转债处于“转债价格较高、转股溢价率下降”的组合之中。

2025 年转债正处于新一轮上涨周期之中

复盘历史，2018 年至今转债一共经历过三轮周期，分别为 2018 年-2020 年，2021 年-2024 年三季度，2024 年四季度至今。

(1) 2018 年周期。2018 年 10 月 18 日转债价格中位数 93.12 元、转股溢价率 35.49%，之后先后经历正股驱动上涨、正股和溢价率共振上涨两个阶段，直到 2020 年四季度-2021 年初，永煤信用风险事件导致转债大幅下跌。

(2) 2021 年周期。2021 年 2 月 8 日转债价格中位数 100.10 元、转股溢价率 20.31%，之后先后经历 2021 年正股和溢价率共振上涨、2022 年正股驱动行情，2023 年跟随股市开启下跌，2024 年三季度岭南等信用风险事件导致转债大幅下跌。

(3) 2024Q4 或是转债新一轮周期的起点，2025 年为转债新一轮牛市行情。

历史经验发现，每一轮转债信用风险爆发引发的下跌行情，往往会导致新一轮上涨行情的开启，如果 2024 年三季度为 2021 年周期的下跌尾声，对应 2024 年四季度开启了新一轮周期，2025 年正是新一轮上涨行情之中，当前处于“正股驱动转债上涨、转债溢价率压缩”阶段，且周期上为上涨前期。

转债短期涨幅明显，并不会改变转债周期和趋势

当前转债涨幅和价格已经高位，是否意味着转债需要“防范反转风险”？

技术指标上，2024 年 9 月至今 RSI 指标已经多次触发“上涨拥挤信号”，包括 2024 年 10 月 8 日、11 月 8 日、12 月 12 日和 2025 年 2 月 10 日，但转债只是短期调整之后持续上涨新高，即涨幅明显并不意味着行情见顶。

历史经验上，2022 年-2024 年三季度转债持续下跌，且经常出现阶段性反弹，但并不影响转债不断下跌新低，反向思维不难发现，行情重要的是趋势。

我们认为，这一轮转债行情的趋势是宏观企稳和产业趋势共同推动，当前宏观经济难言见顶、产业趋势持续向好，转债的驱动逻辑继续处于趋势之中，且转债周期视角处于上涨初期，看好 2025 年转债新一轮上涨周期。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

【金融工程】基金投顾产品 2 月调仓一览——基金投顾产品月报系列（15）-20250305

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 傅开波（分析师）证书编号：S0790520090003 | 蒋韬（联系人）证书编号：S0790123070037

业绩统计：2025 年 2 月股票型投顾产品业绩较高

统计各类型基金投顾产品业绩，2 月股票型投顾产品平均收益介于沪深 300 和偏股混合型基金之间，纯债型投顾产品平均收益高于纯债债基。横向来看，2 月份股票型投顾平均收益最高。2 月份纯债型、固收+型、股债混合型、股票型投顾产品绝对收益均值分别为-0.04%、0.12%、1.02%和 2.93%。

2 月基金投顾产品调仓行为解析

2025 年 2 月投顾产品调仓数量较多，共有 110 个基金投顾产品进行调仓。

调仓理由：总结 2 月调仓的投顾调仓原因，整体来看，2 月调仓投顾大部分对股市较为乐观，对债市乐观程度低。在资产配置方面，部分投顾增加权益，长端利率下行推动 A 股风险溢价处于相对高位，A 股估值纵向来看较低，部分投顾在 2 月末减少权益，原因是权益获利了结和再平衡；在债券和久期方面，部分投顾增加短债基金，原因是信用短端和长端倒挂，短端性价比突出，部分投顾认为应该减少久期，原因是资金面出现明显收紧信号，且十年期国债利率未来下行幅度或将有限；在行业和风格方面，较多投顾增加成长和科技型基金，也有少部分投顾减少科技基金，这些投顾增配医药和化工等周期行业，理由是这些行业当前价格有预期差，处于周期和估值低位。

统计各类型基金投顾产品在各投资类型基金上权重变化：

纯债型投顾组合：中长期纯债（-4.89%）和短期纯债（-2.99%）迁移至货币市场基金（+7.30%），体现纯债型

投顾组合减少债券基金，增加货币基金；固收+型投顾组合：减少久期，且减少权益比例，将灵活配置型基金替换为固收+基金；股债混合型投顾组合：减少中长期纯债基金（-2.72%）和灵活配置型基金（-3.67%）；股票型投顾组合：增加指数型基金。

久期：纯债型投顾减少久期，固收+型投顾久期变动较小。

底层债券比例变化：2月调仓纯债型投顾产品和固收+型投顾产品存在分歧，2月调仓纯债型投顾产品整体减少信用债和利率债比例，增加货币比例，固收+型投顾产品增加可转债、信用债比例。

投顾产品行业配置：2月投顾产品整体减少医药等消费类行业，增加电子、传媒等TMT行业。

指数基金配置变化：2024年2月红利类基金比例上升，大盘指数配置比例减少，如沪深300指数基金；小盘指数配置比例增加，如中证1000指数；创业板类、港股类指数基金获投顾增配。

2月投顾产品持仓中红利基金比例上升，底层资产中小微盘股票比例微升。

对于QDII类和商品类基金，2025年2月基金投顾产品增配欧洲权益、港股、黄金类基金。

风险提示：本报告不构成对基金投顾产品的投资建议，基金投顾产品的历史业绩不代表未来收益。

行业公司

【医药：阿拉丁(688179.SH)】与默克达成全球合作，公司发展有望迈入新阶段——公司信息更新报告-20250305

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 聂媛媛（联系人）证书编号：S0790124050002

2024年公司营业收入快速增长，盈利能力稳步提升

2025年2月27日，公司发布2024年度业绩快报。2024年，公司实现营业收入5.42亿元，同比增长34.61%；归母净利润0.99亿元，同比增长15.38%；扣非归母净利润0.97亿元，同比增长16.41%。2025年3月3日，公司与默克生命科学代表在上海举办签约仪式，默克生命科学与实验室解决方案事业部成为阿拉丁重要合作伙伴，未来有望快速拓展海外市场。2024年公司利润端阶段性承压，但我们看好公司未来通过自主研发扩充产品线，并不断加强渠道端建设来持续拓展全球市场，我们下调2024年、上调2025-2026年盈利预测，预计归母净利润分别为0.99/1.43/1.89亿元（原预计为1.11/1.37/1.65亿元），EPS为0.36/0.52/0.68元，当前股价对应P/E分别为44.7/30.8/23.3倍，鉴于公司“研产销”一体化建设凸显核心竞争力，维持“买入”评级。

与默克生命科学达成全球合作，公司产品品牌已获国际大品牌认可

2025年3月3日，公司与默克生命科学代表在上海举办签约仪式，默克生命科学（Sigma-Aldrich）与实验室解决方案事业部成为阿拉丁重要合作伙伴。我们认为，Sigma-aldrich作为全球化学试剂领域的头部公司与公司的合作意义重大，阿拉丁作为国产试剂代表得到国际品牌的认可，进口替代走向了一个新的高度。同时，通过此次合作，公司有望加快海外市场的拓展，有望为业绩带来明显增量。

2024Q2并表源叶生物，增厚公司营收及利润

控股子公司源叶生物于2024Q2起纳入公司合并范围，助力公司各项财务指标的增长。2024H1源叶生物为合并营业收入贡献3,168.16万元，为归属于母公司的净利润贡献594.48万元。源叶生物与公司在客户、渠道与品牌上可以形成协同效应，有助于提升公司的产品丰度与市场影响力。

风险提示：药物研发服务市场需求下降、投资收益波动等风险。

【中小盘：比亚迪(002594.SZ)】闪电配售破浪前行，全球化及智能化进程再提速——公司信息更新报告

-20250305

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 徐剑峰（联系人）证书编号：S0790123070014

56 亿美元 H 股闪电配售，融资规模创多项纪录，并获全球众多长期资本支持

3 月 4 日，公司公告称拟配售 1.30 亿股新 H 股，每股配售价为 335.2 港元，资金将用于国际化及智能化业务发展等。本次融资为过去十年全球汽车行业规模最大的股权再融资项目，吸引了全球众多顶级长线等的参与，彰显全球投资人对公司发展前景的坚定看好。鉴于公司高阶智驾定位大幅下探统治力有望进一步增强、高端品牌搭载智驾增强产品力，海外市场持续布局，纯电领域突破在即，叠加战略配售后全球化及智能化有望再提速，我们维持/上调公司 2024 年/2025-2026 年业绩预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 400.2/531.8(+8.1)/646.7(+8.1)亿元，当前股价对应的 PE 为 24.0/18.1/14.9 倍，看好公司长期发展，维持“买入”评级。

2025 年以来海外销量同比高增，多数智驾版车型加量不加价、定位低至 7 万级

(1) 公司积极开拓海外业务：截至 2024 年底已进入全球 6 大洲、100 多个国家和地区。公司大力发展经销渠道，在欧洲等市场引入宋 PLUS DM-i 等插混车型，不断扩大船队规模。产能建设方面，匈牙利、巴西工厂加紧建设，印尼、土耳其工厂已签署协议。2025 年 1/2 月，公司海外销量同比分别增长 83%/188%，我们预计公司未来在南美、欧洲等有广阔的发展空间；(2) 智驾是公司目前最看重的业务。公司天神之眼 C 方案可实现高速领航、代客泊车功能，城市记忆领航功能将于年底前 OTA 升级。天神之眼 C 通过纯视觉方案实现降本，海鸥智驾版首次将高阶智驾带入 7 万级市场，10 万级主流价位段也将有大量车型密集上车。更关键的是，多数智驾版新车型与老款价格保持一致，产品力明显提升。同时，汉、唐及腾势等高端系列搭载全国城市 NOA 功能，方程豹已搭载华为高阶智驾。

“全民智驾+二代电池+出海+高端化”业务提速，公司大步迈向新征程

2025 年，公司将继续推进 DM5.0 技术的全面切换，同时将推出新一代刀片电池，能量密度预计提升超 35%，部分纯电续航里程有望破 1000 公里，超充能力、安全性等也将提升。同时，公司宣布旗下全系车型将实现高阶智驾全覆盖，智驾平权加速巩固在主流价位段的统治地位。高端品牌方面，新车密集上市突破可期。海外市场方面，产品矩阵及渠道规模扩充、产能建设加速的背景下，空间广阔。

风险提示：新能源车销量、海外开拓进程、高端品牌发展不及预期等。

【传媒：心动公司(02400.HK)】2024 年业绩超预期，新游戏及 TapTap 继续驱动成长——港股公司信息更新报告-20250305

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 田鹏（分析师）证书编号：S0790523090001

新游戏及 TapTap 共同驱动 2024 年业绩大幅增长，维持“买入”评级

公司发布 2024 年正面盈利预告，预计 2024 年收入为 49.6-50.4 亿元（同比+46.3%至 48.7%），2024 年净利润为 8.6-9.4 亿元（2023 年为亏损 0.65 亿元）。公司业绩增长主要系自研游戏《出发吧麦芬》《心动小镇》《铃兰之剑》表现良好，带动游戏业务收入及毛利率提升，以及 TapTap 收入及利润持续增长所致。基于对公司游戏产品及 TapTap 平台预期，我们上调 2024-2026 年盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 8.72/12.86/15.92（前值为 7.83/11.37/12.46）亿元，对应 EPS 分别为 1.8/2.6/3.2 元，当前股价对应 PE 分别为 16.6/11.3/9.1 倍，我们看好新游戏及 TapTap 驱动公司业绩持续增长，维持“买入”评级。

《伊瑟》《心动小镇》《仙境传说 RO2》等有望继续驱动游戏业务增长

2024 年 2 月 12 日，公司上线了《出发吧麦芬》日服，截止目前保持在畅销榜前 50 名，有望带来额外流水增量，此外《出发吧麦芬》国服（2024 年 5 月上线）、韩服（2024 年 9 月上线）、国际服（2024 年 12 月上线）也将持续贡献流水。《心动小镇》长线表现良好，2025 年春节活动期间最高畅销榜排名第 14 名，我们认为《心动小镇》

有望成为长生命周期大 DAU 游戏，持续为公司贡献可观流水。储备游戏方面，公司自研二次元回合制游戏《伊瑟》、《心动小镇》国际服均有望于 2025 年上线，公司自研 MMORPG《仙境传说 RO：守护永恒的爱 2》已在 TapTap 开启预约，后续储备产品线或支撑游戏业务持续增长。

TapTap 平台用户、广告曝光增长可观，AI 算法模型进一步赋能转化效率提升

2024H1 TapTap 平台 MAU 达 4300 万，2024 年随着大量头部新游戏上线，以及公司自研大 DAU 游戏《心动小镇》的成功发行（在 TapTap 平台首月下载量超 3000 万），TapTap 平台用户规模有望进一步提升，同时凭借零分成优势以及相对较低的广告价格，平台广告曝光也实现快速增长，根据《2024 TapTap 移动游戏行业白皮书》，TapTap 2024 年广告曝光同比上涨 43%。用户增长伴随着 AI 模型对 TapTap 平台广告转化效率的提升有望驱动 TapTap 收入和利润保持持续增长。

风险提示：新游戏上线表现不及预期，TapTap 收入增长不及预期等。

【医药：诺泰生物(688076.SH)】GLP-1 原料药已进入商业化供货阶段，看好赛道龙头全年机会——公司信息更新报告-20250305

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 汪晋（联系人）证书编号：S0790123050021

GLP-1 原料药已进入商业化供货阶段，看好赛道龙头全年机会

公司发布 2024 年业绩快报，预计 2024 年实现营收 16.25 亿元，同比增长 57.19%；归母净利润 4.01 亿元，同比增长 145.94%；扣非归母净利润 4.07 亿元，同比增长 141.98%。随着 GLP-1 原料药下游需求持续释放，公司营收规模及利润率水平同比实现较大提升。我们预计随着司美格鲁肽、利拉鲁肽等从研发逐渐过渡到商业化供货阶段，客户更看重合规产能、高质量产品与大批次交付能力，公司作为赛道龙头有机会承接更多商业化订单。考虑到大批次供货后订单价格有所下行，我们下调公司 2024-2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年公司归母净利润为 4.01/5.26/6.91 亿元（原预计 4.61/5.83/7.25 亿元），EPS 为 1.82/2.39/3.14 元，当前股价对应 PE 为 30.4/23.2/17.6 倍，鉴于公司龙头地位稳固，维持“买入”评级。

制剂新生产线通过 GMP 检查，新产品获批上市，制剂业务预计强劲增长

1 月 21 日，公司发布新建口服固体制剂车间干混悬剂及颗粒剂生产线通过药品 GMP 符合性检查的公告，目前制剂生产线年产能包括片剂/硬胶囊剂 45 亿片/粒、口服干混悬剂/颗粒剂（瓶装）3600 万瓶、颗粒剂（袋装）/散剂 4.5 亿袋；同时，公司已实现重点产品磷酸奥司他韦胶囊、颗粒及干混悬剂的单品种全剂型覆盖。2 月 10 日，公司新产品依折麦布阿托伐他汀钙片获得药品注册证书。我们预计随着磷酸奥司他韦新剂型产能落地及新产品获批，公司制剂业务预计强劲增长。

持续推进多肽新产能建设，构建未来行业竞争力

公司持续推进多肽产能建设，目前多肽原料药产能已达吨级规模。新建 601 多肽车间于 1 月初正式投产，共拥有总反应体积达万升的固相反应装置，预计可实现单品年产五吨以上的规模化生产能力。随着 GLP-1 原料药逐渐进入商业化供应阶段，合规产能、高质量产品与大批次交付能力预计将成为未来核心竞争力。

风险提示：医药监管政策变动、汇率波动、公司核心成员流失等。

【计算机：中科曙光(603019.SH)】经营效率显著提升，国产 AI 基础设施领军地位稳固——公司信息更新报告-20250305

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘道遥（分析师）证书编号：S0790520090001

国内智算领军，维持“买入”评级

我们维持公司 2025-2026 年归母净利润预测为 23.76、28.72 亿元，新增 2027 年预测为 34.60 亿元，EPS 为 1.62、

1.96、2.36 元/股，当前股价对应 2025-2027 年 PE 为 43.8、36.3、30.1 倍，考虑公司为 AI 基础设施领军，维持“买入”评级。

产销管理优化、降本增效成效明显，盈利能力显著提升

(1) 2024 年公司实现营业收入 131.48 亿元，同比下降 8.40%；实现归母净利润 19.11 亿元，同比增长 4.10%；实现扣非归母净利润 13.72 亿元，同比增长 7.34%。

(2) 公司盈利能力显著提升，全年销售毛利率为 29.16%，同比提升 2.9 个百分点，主要由于公司全面梳理业务条线，重新规划产品定位，调整营销战略，逐步减少竞争激烈且毛利偏低的项目，优化产销管理，提升运营效率，实现降本增效。

(3) 公司期间费用率保持较为稳定，销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 5.88%、2.68%和 9.83%，同比提升 0.65、0.63、0.66 个百分点。

发布全国产 DeepSeek 一体机，助力政企私有化部署

多年来公司旗下的曙光云专注政企私有云建设与运营，积极钻研全栈的平台自研与定制开发能力，在全国各地扎根生长，赢得了 50+城市、2000+政企客户的信赖。2024 年底，曙光云从首创“城市云”进化到实现“全栈智能云”，2025 年 2 月，曙光云发布了全国产 DeepSeek 大模型超融合一体机，一体机采用全国产技术路线，选用国产 X86CPU 和国产 GPGPU 加速卡，支持全精度、半精度混合训练与推理，契合信创要求。

推出 DeepAI 深算智能引擎，赋能各行各业 AI 应用落地

公司正式发布 DeepAI 深算智能引擎，打造端到端全栈 AI 加速套件，助力各行业 AI 应用开发落地。围绕大模型开发、训练、微调、推理、部署等全流程，DeepAI 深算智能引擎内嵌 DAP 智能平台，基于国产 AI 异构加速芯片打造大模型应用平台、云原生 AI 平台，预置 100+关键场景应用，300+精调模型与加速算法。

风险提示：政策支持力度不及预期；公司业务拓展不及预期。

【电子：顺络电子(002138.SZ)】汽车电子和数据中心业务强劲增长，营收历史新高——公司信息更新报告-20250305

陈蓉芳（分析师）证书编号：S0790524120002 | 张威震（分析师）证书编号：S0790525020002

2024 年度营收创历史新高，毛利率同比增长，维持“买入”评级

公司发布 2024 年报，2024 全年公司实现营收 58.97 亿元，同比+16.99%；归母净利润 8.32 亿元，同比+29.91%；扣非归母净利润 7.81 亿元，同比+31.96%；销售毛利率 36.50%，同比+1.15pcts；销售净利率 16.12%，同比+1.44pcts。单季度来看，2024Q4 公司实现营收 17.02 亿元，同比+24.72%，环比+13.16%；归母净利润 2.08 亿元，同比+27.54%，环比-18.77%；扣非归母净利润 1.85 亿元，同比+27.52%，环比-25.37%；销售毛利率 34.49%，同比-2.47pcts，环比-3.44pcts；销售净利率 14.50%，同比+0.44pcts，环比-4.32pcts。公司全年收入创历史新高，主要原因为：(1) 持续拓展手机通讯、消费电子等存量领域的新产品线；(2) 汽车电子、数据中心等新兴领域实现强劲增长。公司 2024 年毛利率同比提升、Q4 有所下降，主要系员工绩效奖金和客户销售价格调整等因素影响。考虑到公司 Q4 毛利率略有下滑，我们略下调公司 2025/2026 盈利预测（原值为 11.88/14.04 亿元），预计 2025/2026/2027 年归母净利润为 10.77/13.08/16.26 亿元，当前股价对应 PE 为 22.7/18.7/15.0 倍，鉴于公司新业务保持强劲增长，维持“买入”评级。

汽车电子、数据中心等新兴战略市场强劲增长，AI+端侧带来长期增长

分业务来看，2024 年公司信号处理领域实现收入 22.70 亿元，同比+10.12%；电源管理领域收入 19.46 亿元，同比+4.31%；汽车电子或储能专用领域收入 11.04 亿元，同比+62.10%；陶瓷、PCB 和其他领域收入 5.78 亿元，同比+33.35%。2024 年公司汽车电子、数据中心等新兴战略市场实现了持续强劲的高速增长。汽车电子方面，请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

公司产品以变压器、电感、功率磁性器件等为主，目前已覆盖电机、电控、电池、智能化领域的各类应用，基本已实现汽车电子及新能源汽车头部客户的全面覆盖。数据中心方面，公司各类功率电感、钽电容、各类变压器、功率磁环等产品均可以用于数据中心应用，未来 AI+端侧应用有望给元器件行业带来新的增量市场。

手机通讯业务稳健增长，积极布局人形机器人等下游新兴领域

公司在手机通讯领域已实现产业链核心客户全覆盖，市场份额领先，2024 年公司各类新产品持续放量，客户份额快速提升，推动手机通讯类业务稳健增长。同时，公司积极布局人形机器人等新领域，功率电感产品可用于电机驱动等模块，磁性器件、各类电感器、磁珠，变压器、钽电容产品、结构件陶瓷等产品也可应用于人形机器人终端。

风险提示：上游原材料价格波动风险；下游应用需求不及预期风险；行业竞争格局加剧风险；公司新业务进展不及预期风险。

【计算机：中科星图(688568.SH)】业绩符合预期，拟定增完善空天产业布局——公司信息更新报告-20250304

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘逍遙（分析师）证书编号：S0790520090001

“数字地球”领先厂商，维持“买入”评级

考虑公司研发投入加大，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 4.93、7.07（原预测为 6.63、9.10 亿元），新增 2027 年预测为 9.89 亿元，EPS 为 0.91、1.30、1.82 元/股，当前股价对应 2025-2027 年 PE 为 61.9、43.2、30.9 倍，考虑公司在“数字地球”优势突出，维持“买入”评级。

业绩符合预期，第二增长曲线步入高增长阶段

（1）2024 年公司实现营业收入 32.57 亿元，同比增长 29.49%。从行业分布看，气象生态、政府业务、航天测控、特种领域行业平稳增长，同比增长 47.36%、28.91%、25.90%、19.92%。公司第二增长曲线业务步入持续增长阶段，线上业务收入为 1.03 亿元，同比增长 395.44%。（2）公司销售毛利率为 49.59%，同比提升 1.26 个百分点；销售费用率、管理费用、研发费用率分别为 7.56%、9.28%和 14.99%，同比提升 0.11、1.3、0.18 个百分点。综合影响下，2024 年公司归母净利润为 3.52 亿元，同比增长 2.67%。

布局低空领域的新战略，拓展商业航天全产业链

低空领域，公司依托空天信息多圈层数据供给能力和星图云算力支撑，制定了“1+2+N+M”低空战略。商业航天领域，公司制定了商业航天全产业链发展战略，巩固提升下游卫星应用能力，做优做强中游卫星测运控，积极布局上游卫星星座运营，从产业链中下游向中上游拓展。

拟定增募资 25 亿元，完善空天信息产业布局

公司拟定增募资 25 亿元，扣除相关发行费用后拟投向：星图云空天信息云平台建设项目（7.51 亿元）、星图低空云低空监管与飞行服务数字化基础服务平台建设项目（6.50 亿元）、星图洛书防务与公共安全大数据智能分析平台建设项目（3.49 亿元）及补充流动资金（7.49 亿元）。募投项目有利于完善公司在商业航天及低空领域的布局，巩固公司在空天信息领域的领先地位，实现高质量发展。

风险提示：政府财政支出紧张；市场竞争加剧风险；新业务进展不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

¹ 根据新凤鸣 2024 年三季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 5.43% 的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工集团有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn