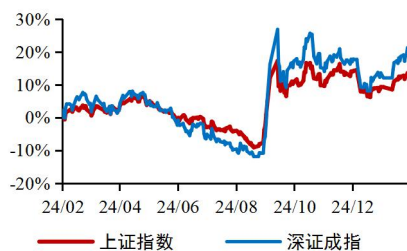


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 2 月 24 日 星期一

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	3,379.11	0.85
深证成指	10,991.37	1.82
沪深 300	3,978.44	1.26
中小板指	6,858.69	1.82
创业板指	2,281.51	2.51
科创 50	1,094.77	5.97

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】

【山证电子】2025 年年度策略报告-AI 从云侧走向端侧 半导体由进口走向国产

【行业评论】通信：山西证券通信行业周跟踪：阿里腾讯亿级日活催化，看好国内算力主线

【公司评论】斯瑞新材(688102.SH)：斯瑞新材-24Q4 符合预期，商业航天推动需求增长

【行业评论】【山证医药】创新药观点更新：中国靶向疗法药物市场稳步增长，肿瘤、自免新分子加速迭代



【今日要点】

【山证电子】2025 年年度策略报告-AI 从云侧走向端侧 半导体由进口走向国产

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- **AI 作为手机新功能，推动供应链升级，并带动手机迎来新一轮换机周期。**随着 2024 年智能手机行业的积极变革和手机厂商将生成式 AI 作为升级重点，预计 2025 年生成式 AI 手机将加速渗透，2027 年渗透率将达到 43%，生成式 AI 手机存量也将从 2023 年的百万级增至 2027 年的 12.3 亿部。以苹果为核心的手机产业链将开启新一轮新机周期，安卓产业链同样受益于 AI。
- **AI 赋能传统 IoT 领域，AI 硬件百花齐放。**以 AI 耳机、AI 眼镜为代表的 IoT 硬件，将在 AI 大模型推动下提升产品力，实现行业渗透率的快速提升。其中 AI 眼镜产业链包括上游传统眼镜零部件、芯片系统、摄像头等关键元器件，和整机组装、系统优化等环节，可实现高度国产化，传统消费电子产业链公司有望通过 AI 眼镜实现新一轮跨越式增长。
- **算力芯片加速国产化，硬件 PCB 景气度持续提升。**随着 AI 大模型持续迭代和 AI 应用渗透率快速提升，GPU 需求快速增长，同时各大厂商加大 AI ASIC 自研力度。鉴于 AI 在新一轮产业革命发展以及国防军事竞争中的重要战略意义，可以预测，未来美国会进一步强化对我国 AI 领域的战略打压，AI 算力芯片有望迎来国产化机遇。国内外算力共振驱动上游 PCB 需求持续增长，18 层以上的高多层板、HDI 板、封装基板将保持较高的增速增长。
- **光刻机亟待突破，AI 加速先进封装发展。**光刻是芯片制造的关键工艺，光刻机是核心设备。随着美国加大对华半导体设备出口管制，光刻机国产化势在必行，光学产业链有望受益。此外，先进封装是超越摩尔定律、提升芯片性能的关键。算力时代，先进封装有望迎来加速发展。Yole 预计，全球先进封装市场规模有望从 2023 年的 468.3 亿美元增长到 2028 年的 785.5 亿美元。先进封装占封装市场比例预计由 2022 年的 46.6% 提升至 2028 年的 54.8%。
- **投资建议：关注 AI 终端+AI 算力+自主可控三条主线：**
- （1）AI 终端建议关注：立讯精密、鹏鼎控股、东山精密、领益智造、蓝思科技、捷邦科技、南芯科技、艾为电子、思特威-W、欧菲光、小米集团、国光电器、漫步者、乐鑫科技、泰凌微、佰维存储、水晶光电、歌尔股份、恒玄科技、瑞芯微、晶晨股份、全志科技。
- （2）AI 算力建议关注：寒武纪、海光信息、沪电股份、胜宏科技、深南电路、生益电子、景旺电子、广合科技、生益科技。
- （3）自主可控：茂莱光学、福光股份、汇成真空、福晶科技、长电科技、通富微电、华天科技、甬矽

电子。

- 风险提示：AI 发展不及预期风险，外部制裁升级风险，新技术发展不及预期风险，宏观经济增长乏力风险。

【行业评论】通信：山西证券通信行业周跟踪：阿里腾讯亿级日活催化，看好国内算力主线

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- 行业动向：
- 苹果携手阿里今年为国内 iPhone 用户推出 **apple intelligence 服务**。根据华尔街见闻报道，苹果已选择阿里作为合作商为中国版 iPhone 开发人工智能功能。苹果 AI 会深度集成阿里通义大模型多项功能以重构照片搜索、文本重写能力，提升摄影、文本处理等体验。我们认为，阿里通义千问作为全球最大的开源模型族群之一已积累了充分的技术经验，同时阿里云服务全球大客户经验丰富，在数据安全、负载均衡、运营维护等方面具有优势。根据 canalsys 统计，苹果 2024 年在国内出货量 4290 万部，其 iPhone15pro 之后的型号均将支持 apple intelligence，据此推算到今年底国内 AI 功能日活用户有望达到近亿级别。近期苹果 AI 合作、DeepSeek 上线等为阿里云产业链带来催化，阿里作为国内 capex 最大的 CSP 之一，24Q3 资本开支达到 175 亿元，同比+240%，我们认为阿里资本开支有望继续实现环比增长，今年有望破千亿，IDC、HVDC、精密空调、服务器、光模块等环节均受益。
- 微信灰度测试 DeepSeek AI 搜索，国内最大日活爆款应用诞生。根据中国新闻网报道，微信已为搜索功能接入 DeepSeekR1 模型，处于小范围灰度测试中。部分用户可在微信搜索框使用“AI 搜索”并选择“深度思考”使用“满血版”DeepSeek R1 模型。作为国内日活用户最庞大的应用之一，微信拥有庞大的流量入口，DeepSeek R1 的优势接入能提升微信搜索的精准度，并可结合公众号内容带来微信独有的知识库容量优势，后续与小程序、广告投流等结合商业想象空间巨大。根据腾讯 2024 年半年报，微信及 WeChat 合并月活跃账户达到 13.71 亿，微信搜索日活用户突破 1 亿，微信作为名副其实的“国民级应用”对 DeepSeek 的广泛接入将催化 DeepSeek 成为比肩 openAI 的顶级大模型。腾讯 24Q3 的资本开支为 171 亿元同比大幅增长 114%，我们认为微信的“AI 化”将为 IDC、UPS、高密机柜、光纤布线、服务器、光模块等产业链环节带来巨大催化。
- 国内算力主线已经形成，建议关注以下四个方向：
- 1. 大算力主线。我们认为 DeepSeek 带来的“模型平权”最终将演化为算力的竞争，短期内国内 IDC、算力租赁等价格回暖供需改善，长期看下一代大模型、更多的爆款应用有望令国内复制北美行情，capex 连续多年保持高增。建议关注具有资源储备的批发型 IDC、具有垂直行业数据和落地优势的云服务商以及 IDC infra 龙头。

- **2. 大芯片主线。**我们认为国产芯片的持续迭代将从供给侧为算力建设带来支撑，华为昇腾 910c 下半年有望批量出货，同时壁仞、沐曦、燧原、摩尔线程等公司有望申报 IPO，行业加速发展。
- **3. 大带宽主线。**DeepSeek R1 为代表的长思维链模型最需要大内存带宽以及 Scaleup 通信能力，英伟达 NVL72 引领铜连接爆发，海外 ASIC、国产 ETH-X、ALINK、OISA 等组织成熟，相应机柜级解决方案陆续批量供货。
- **4. 大产能主线。**考虑到英伟达先进芯片进口限制等因素，国产制程将持续扩产并突破良率，先进制程和 HBM、COWOS 等自主可控链条重要。同时芯片设计服务公司将受益于端侧 ASIC 爆发、国内制程适配以及各 IP 的需求。
- **市场整体：**本周（2025.02.10-2025.02.16）市场整体上涨，申万通信+3.01%，创业板指数+1.88%，深证成指+1.64%，上证综指+1.30%，沪深 300 +1.19%，科创板指数+0.36%。细分板块中，周涨幅最高的前三板块为工业互联网（+8.2%）、运营商（+2.6%）、云计算（+2.3%）。从个股情况看，数据港、烽火通信、中国联通、宝信软件、奥飞数据涨幅居前，涨幅分别为+51.89%、+23.63%、+14.34%、+13.33%、+13.03%。震有科技、中兴通讯、贝仕达克、移远通信、长飞光纤跌幅居前，分别-9.84%、-7.39%、-7.38%、-5.63%、-4.03%。
- **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，外部制裁升级。

【公司评论】斯瑞新材(688102.SH)：斯瑞新材-24Q4 符合预期，商业航天推动需求增长

李旋坤 lixuankun@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- 2025 年 2 月 14 日，公司发布《2024 年度业绩快报》，2024 年实现营业收入 13.30 亿元，同比+12.78%，实现归母净利润为 1.17 亿元，同比+19.21%，实现扣非后归母净利为 1.06 亿元，同比+30.74%，业绩增长主要系公司积极开拓海外市场，优化产品结构，以及商业航天等新产业方向逐步贡献效益所致。
- **事件点评**
- 公司 24Q4 实现收入为 3.66 亿元，环比+7.65%，实现营业利润为 0.49 亿元，环比+80.37%，实现归母净利润为 0.39 亿元，环比+77.27%，收入及利润创单季度新高。
- **商业航天的发展，推动高温超导材料需求。**近年来，在多重因素的作用下，商业航天行业进入了快速发展期。1）千帆星座需完成一期部署 648 颗，若按照一箭 18 星计算，需发射 36 次；2）“国网”星座计划发射的卫星总数为 12992 颗，计划在未来 5 年内发射约 10%的卫星，到 2035 年完成全部卫星的发射；3）亦庄箭项目，计划全年执行 40 次发射，入轨卫星 130 颗；4）吉利未来计划 25 年底完成一期

共 72 颗卫星部署。商业火箭发射方面，天龙三号和朱雀三号等可回收火箭的首飞将在 25 年陆续开展，掀开商业化航天规模化和低成本新的一幕。公司目前已使用自有资金进行液体火箭发动机推力室材料、零件、组件产业化项目（一阶段）的建设，项目达产后，预计将实现年产约 200 吨锻件、200 套火箭发动机喷注器面板、500 套火箭发动机推力室内壁、外壁等零组件，持续配套行业的快速发展趋势。

- **全球电力需求稳步向上，电接触材料增长可期。**根据国际能源署（IEA），预计 25-27 年全球用电量年均增速达 4%，累计新增需求 3500 太瓦时，AI 与数据中心、交通领域的电气化转型的驱动成为未来重要的需求增长极。公司中高压电接触材料属于输配电产业的关键基础材料，其主要的铜铬触头和铜钨触头两大类产品进入中高速增长期。
- **投资建议**
- 预计 2024-2026 年归母净利润分别为 1.17/1.51/2.12 亿元，对应公司 2 月 20 日收盘价 9.99 元，2024-2026 年 PE 分别为 62/ 48 / 34X，维持“买入-B”评级。
- **风险提示**
- 新增产能无法消化风险；新产品市场开拓不确定性风险；原材料价格波动及套期保值管理风险；业绩快报数据未经会计师事务所审计等相关风险。

【行业评论】【山证医药】创新药观点更新：中国靶向疗法药物市场稳步增长，肿瘤、自免新分子加速迭代

魏贇 weiyun@sxzq.com

- **【山证医药】创新药观点更新：中国靶向疗法药物市场稳步增长，肿瘤、自免新分子加速迭代**
-
- **肿瘤药小分子靶向药持续迭代，双抗、ADC 向基石疗法迈进。**中国肿瘤药市场 2028 年将达到 4484 亿元，CAGR 13%。随着靶向药的应用，肿瘤从致死疾病向慢性疾病转变，针对靶向药耐药的小分子、双抗、ADC、CAR-T、小核酸等疗法正在开发，安全性和疗效更优国产 BTK、EGFR 等新一代小分子抑制剂已经实现了迭代；基于 PD-1/L-1 的双抗有望替代 PD-1/L1 单抗；EGFRXHER3 等 ADC 有望替代化疗成为新的基石疗法。
-
- **全球自免和呼吸药物市场快速增长，国产 IL-17、IL-4R 等生物制剂陆续商业化。**中国免疫和呼吸药物的市场规模到 2028 年将达到 2044 亿元，CAGR 13%。自免类疾病终身用药、患者众多，传统疗法疗效有限且副作用明显，向生物制剂升级。部分自免和呼吸疾病药物已有新药突破，特应性皮炎、哮喘、银屑病新药市场稳步增长，国产 IL-17、IL-4R、IL-1 β 、JAK1、IL-23p19 等自免新药将陆续上市。
-
- **代谢和心血管用药需求庞大，减重降糖、降脂、MASH 药物布局丰富。**中国代谢和心血管药物的市场

2028 年将达到 4143 亿元，CAGR 7%。减重降糖、降脂、MASH 新药需求庞大。DPP-4、SGLT-2i 等降糖药进入医保加速商业化，GLP-1R/GCGR、GLP-1R/GIP 等国产 GLP-1 类新药即将上市。PCSK9 siRNA 降血脂、安全性良好，Lp (a)、APOC3、ANGPTL3、CETP 等靶点降脂药在研。MASH 新药 THR- β 激动剂已上市，GLP-1R、FGF21 等靶点在研。



- **镇痛镇静新药起效、安全性更优，AD、PD、抑郁新药逐步上市。**中国神经科学药物市场 2028 年将达到 2288 亿元，CAGR 6%。麻醉镇痛领域，镇痛的 μ 阿片受体激动剂和镇静的 GABAA RA 上市，安全性和起效时间有优势。中国 AD、PD、抑郁患者亟需新药，AD 的 A β 单抗已上市，Tau 抑制剂即将上市；PD 的、MAO-Bi、DRDs RA、COMTi 将陆续上市；抗抑郁的 SNDRI 新药已上市，DAT/SERT、5-HT1A、GABBA 等靶点新药进入临床后期。



- **重点公司：**我国肿瘤和免疫新药密集上市，代谢心血管、神经科学管线丰富。中国靶向疗法药物市场 2028 年将达到 1965 亿元，CAGR 14%。医保持续支持创新，商保有望带来增量空间。国产创新药密集对外授权交易有望加速出海。我们看好大品种生命周期稳定、新分子培育可期的创新药企，相关公司：恒瑞医药、百济神州、百利天恒、信达生物、中国生物制药、海思科、贝达药业等。



- **风险提示：**临床研发失败及进度不及预期风险，靶点竞争格局恶化风险、创新药销售不及预期风险、医保及行业政策风险、新药授权合作破裂风险、地缘政治及全球业务相关风险等。

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

