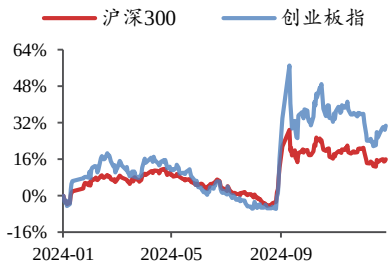


2025 年 02 月 07 日

开源晨会 0207

——晨会纪要

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(%)
汽车	3.999
电子	3.903
计算机	3.452
国防军工	3.394
机械设备	3.278

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
银行	0.013
农林牧渔	0.251
纺织服饰	0.262
煤炭	0.324
建筑材料	0.359

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号：S0790521070001

观点精粹

行业公司

【电力设备与新能源】高功率密度智算数据中心资本开支扩张，供配电系统迎来升级迭代——行业深度报告-20250206

【机械】工程机械行业深度报告：内外需“共振”，EPS 上行——行业深度报告-20250205

【地产建筑：华润万象生活(01209.HK)】非凡万象，双轮共进，商管服务龙头业绩腾飞——公司首次覆盖报告-20250206

【医药：和黄医药(00013.HK)】吠喹替尼海外快速放量，赛沃替尼国内进展顺利——公司信息更新报告-20250206

【家电：安克创新(300866.SZ)】浅海战略走向聚焦优势品类：小充、中大充储能、安防三大品类的再思考——公司深度报告-20250205

研报摘要

行业公司

【电力设备与新能源】高功率密度智算数据中心资本开支扩张，供配电系统迎来升级迭代——行业深度报告-20250206

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001 | 鞠爽（分析师）证书编号：S0790524070002

高功率密度数据中心资本开支扩张，供配电系统升级迭代利好产业链公司

AI 浪潮拉动全球智算数据中心规模持续扩张与下游算力芯片升级迭代带来的单服务器与机柜功率密度扩大，使得本轮全球智算数据中心的资本开支呈现出明显的高功率密度特征。供配电系统作为数据中心中向 IT 负载与辅助设施保障稳定供电的关键设备，提高供电效率、降低其设备能耗水平实现降本增效是机柜功率密度持续提升下供配电系统升级迭代的重点方向。HVDC 系统有望凭借其更高的供电效率和更好的可靠性提升其在国内和海外自建数据中心中的渗透率，带动产业链公司业绩弹性，推荐禾望电气、科华数据等，受益标的中恒电气、伊戈尔等。同时，锂电池有望凭借其更好的充放电性能、更少的全生命周期成本实现对铅酸电池的替代，受益标的雄韬股份、南都电源。

全球高功率密度智算数据中心资本开支增加，供配电系统升级迭代方向明确

根据 SemiAnalysis 统计预测，全球数据中心核心 IT 电力需求有望从 2023 年的 49GW 增长至 2026 年的 96GW，年化复合增速达 25.1%。同时，伴随算力芯片性能增强，其功耗持续增加并带动服务器与数据中心单机架功耗显著增长，全球数据中心平均单机架的功率密度有望从 2017 年的 5.6kW/机架提升至 2026 年的 20kW/机架。智算数据中心资本开支扩张呈现出明显的高功率密度及能耗增加特征。因此在数据中心能耗占比 10% 的供配电系统升级迭代方向主要为降低非 IT 负载的能耗水平，提升整体效率从而实现数据中心 PUE 的降低和经济性提升。

HVDC 与备电锂电池均有望迎来渗透率向上的拐点

预计 2025 年全球 HVDC 系统出货有望达 4.4GW，市场空间 41.7 亿元，到 2030 年 HVDC 系统出货有望达 9.3GW，市场空间达 105.6 亿元。定制化的 HVDC 系统能提升整体效率并提高用电可靠性，有望在国内外市场实现渗透率的提升。国内市场方面，渗透率提升主要依靠此前已经采用 HVDC 方案的腾讯与阿里巴巴资本开支扩张，进一步提升的潜在因素为开始自建数据中心的字节跳动也使用该方案。海外市场方面，主要系英伟达产品迭代影响，其 2028-2029 年规划的 RubinUltra 系列峰值功率或将超过 1MW，该机柜搭配高电压直流能带来潜在的性能提升和成本节约，终端向更高功率的迭代是海外 HVDC 渗透率提升的关键。

预计 2025 年全球数据中心锂电池出货有望达 3.9GWh，市场空间达 67.4 亿元，到 2030 年全球数据中心锂电池出货有望达 7.1GWh，市场空间将达 107.5 亿元。渗透率提升一方面系机柜外搭配 UPS/HVDC 的备电锂电池充放电性能好、全生命周期成本更低、占地面积更小，有望取代铅酸电池。另一方面系英伟达 GB300 采用 BBU 方案机柜内自带锂电池备电，该产品出货后同样能提升锂电池渗透率。

风险提示：全球数据中心资本开支不及预期；HVDC 方案渗透率提升不及预期；数据中心锂电池渗透率提升不及预期；行业竞争加剧导致市场盈利能力下滑。

【机械】工程机械行业深度报告：内外需“共振”，EPS 上行——行业深度报告-20250205

孟鹏飞（分析师）证书编号：S0790522060001 | 罗悦（分析师）证书编号：S0790524090001

工程机械内外需“共振”，EPS 上行

工程机械被广泛应用于基建地产、市政农村及采矿等领域，被视为经济的晴雨表。2023 年全球工程机械前 50 厂商总收入达 2441 亿美元，徐工机械和三一重工收入分别为 130 亿美元（全球份额 5.3%）和 102 亿美元（全球

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

份额 4.2%)，位列第四和第六。全球及国内工程机械龙头市值分别为万亿、千亿元人民币，无论在收入还是市值规模上，国产品牌成长天花板足够高。复盘挖机周期，工程机械走完一轮完整周期大约需要十年，与挖机平均使用寿命接近，但本轮周期有望缩短，主要系工程机械小型化及国产化率提升。随着内需市场更新周期启动、海外市场回暖，我们判断行业将迎来内外需“共振”，弹性看内销，新高看出海。

新一轮更新周期渐近，政策赋予行业更大弹性

挖掘机内销基数已处于历史低位，进一步下滑空间有限。从历史数据看，2020-2023 年中国挖掘机内销累计降幅达七成，已达到上轮周期最大降幅。全球视角看，中国市场销量已显著低于欧美等发达地区，2023 年中国挖掘机内销 9 万台，而欧洲和北美挖掘机销量分别达 16 万台和 13 万台，与我国经济潜力及人口基数极不匹配。我们分析，随着近几年保有量出清，挖掘机市场将迎来恢复性增长，2023 年国内挖掘机八年保有量达 170 万台，在存量替换需求拉动下，挖机内销年销量有望由 2024 年 10 万台，回归至中枢水平 15-20 万台，复合增速 10%-20%。值得注意的是，挖掘机行业与基建、地产投资的相关性有所减弱，存量替换、市政农村的机器替人需求正成为新的支撑点。此外，大规模设备更新、城中村改造、化债以及逆周期调控等政策端推进，赋予行业更高弹性。

出海是新一轮周期突破新高的关键

2023 年全球挖掘机销量为 54 万台，其中中国市场销量 9 万台，海外市场销量 45 万台，海外市场体量为国内市场五倍。分市场看，2024 年 1-9 月我国工程机械出口中，“一带一路”占比 84%。从份额来看，2023 年国产品牌挖掘机海外份额 23%，其中“一带一路”地区份额 39%，欧美澳日份额 3%，“一带一路”经济潜力、欧美市场份额提升均有广阔空间。海外市场成长空间大、利润率较高，在内外需共振的背景下，国内市场贡献稳定增长，海外市场拓展则是主要增量来源，成为本轮增长突破新高的关键。

投资建议：

复盘历史，板块更加注重盈利持续性，而非估值变化，目前板块 PE 位于历史估值中枢偏下，优选具备业绩弹性标的。推荐标的：柳工、山推股份、恒立液压；受益标的：三一重工、徐工机械、中联重科等。

风险提示：行业周期大幅波动；海外市场拓展不及预期；国际贸易摩擦与汇率波动；行业竞争加剧。

【地产建筑：华润万象生活(01209.HK)】非凡万象，双轮共进，商管服务龙头业绩腾飞——公司首次覆盖报告-20250206

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001 | 杜致远（联系人）证书编号：S0790124070064

背靠华润，业绩亮眼，物管商管齐发力，给予“买入”评级

华润万象生活背靠华润集团，关联方华润置地销售及拿地市占率提升，项目储备优质，同时积极拓展城市空间赛道；商业管理赛道作为行业龙头，在管购物中心及写字楼运营效率提升，盈利能力保持稳健。我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 35.0、41.2、47.2 亿元，EPS 分别为 1.54、1.81、2.07 元，当前股价对应 PE 为 17.7、15.1、13.2 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

物管规模稳中有进，增值业务多元化布局

截至 2024H1，公司在管面积为 3.98 亿平，合约面积为 4.46 亿平，较年初分别增长 7.5%和 4.9%，第三方占比分别为 61.9%和 60.2%，城市空间在管规模占比提升至 31%。2024H1 基础物管实现收入 39.8 亿元，同比+15.4%，其中关联方占比 51.2%，城市空间占比 20.6%，毛利率同比下降 1.0pct 至 15.2%；社区增值和非社区增值业务收入同比分别+10%、-16%，毛利率同比分别下降 1.9pct、1.4pct 至 30.9%、37.8%。

商管服务龙头，运营提质增效

公司商业航道主要包含购物中心和写字楼两大业态，其中商业在管面积 1185 万方，关联方占比 82%；写字楼

在管面积 1523 万方，受新项目入市影响出租率同比下滑 2.6pct 至 77.1%。2024H1 商业航道收入 28.5 亿元，同比 +23.4%，其中购物中心和写字楼收入占比分别为 66%和 34%；毛利率达 60.9%，同比增加 2.4pct。

物管规模稳中有进，关联方储备面积充裕

公司 2019 年来收入利润保持增长，2024H1 收入及归母净利润同比分别+17.1%、+36.0%；得益于商管毛利率边际提升，整体毛利率同比提升 0.8pct 至 34.0%，毛利率和净利率水平在头部物企均保持前列；管理费率同比下降 1.3pct 至 5.1%，在头部物企处于较低水平。公司在手现金充裕，上半年经营性净现金流可覆盖净利润倍数同比提升至 90%。

风险提示：房地产行业加速下行，公司拓展不及预期、消费复苏不及预期。

【医药：和黄医药(00013.HK)】吠喹替尼海外快速放量，赛沃替尼国内进展顺利——公司信息更新报告-20250206

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 余克清（分析师）证书编号：S0790525010002 | 聂媛媛（联系人）证书编号：S0790124050002

2024 年吠喹替尼海外销售额达 2.82 亿美元

武田制药 FY2024Q3 财报（武田制药 FY2024 为自然年 2024Q2-2025Q1）显示，2024Q2-Q4 吠喹替尼海外收入 361 亿日元，即 2.34 亿美元（以 2 月 4 日美元兑日元汇率计算），其中美国收入 325 亿日元（占比 90%）；单 Q4 收入 130 亿日元（约 0.84 亿美元），环比+17.1%。基于公司核心产品吠喹替尼于海外市场快速放量，我们上调公司 2024 及 2025 年归母净利润、下调 2026 年归母净利润为 3.00/8.45/11.8 亿元（原预计为 2.60/8.39/14.46 亿元），EPS 为 0.3/1.0/1.4 元，当前股价对应 PE 为 57.8/20.6/14.7 倍，维持“买入”评级。

吠喹替尼海外需求强劲，2024 年 Q4 实现收入 0.84 亿美元

吠喹替尼 2023Q4 至 2024Q4 海外收入分别为 22 亿日元（0.14 亿美元）、78 亿日元（0.50 亿美元）、119 亿日元（0.77 亿美元）、111 亿日元（0.71 亿美元）、130 亿日元（0.84 亿美元），海外需求强劲；2024H1 国内销售额 6100 万美元（同比+8%），销售分成 4600 万美元（同比+9%）。赛沃替尼 2024H1 国内销售额为 2590 万美元（同比+18%），销售分成 1310 万美元（同比-14%）。索凡替尼 2024H1 国内销售额为 2540 万美元（同比+12%）。

赛沃替尼国内进展顺利，多个催化剂有望逐步兑现

赛沃替尼：联合奥希替尼用于治疗伴有 MET 扩增的接受一线 EGFR TKI 治疗后疾病进展的 EGFR 突变阳性局部晚期或转移性非小细胞肺癌患者的新药上市申请已于 2025 年 1 月 2 日获 NMPA 受理并予以优先审评。索乐匹尼布：2L 治疗免疫性血小板减少症有望于 2025 年在中国获批上市，已于 2024 年年中在美国/欧洲启动剂量探索试验。他泽司他：3L 滤泡性淋巴瘤有望于 2025 年年中在中国获批上市。

风险提示：药物临床研发失败、药物安全性风险、核心成员流失等。

【家电：安克创新(300866.SZ)】浅海战略走向聚焦优势品类：小充、中大充储能、安防三大品类的再思考——公司深度报告-20250205

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 周嘉乐（分析师）证书编号：S0790522030002 | 林文隆（分析师）证书编号：S0790524070004

浅海战略走向聚焦，小充/中大充储能/安防增长潜力可期，维持“买入”评级

从浅海多品类战略走向聚焦，2023 年以来核心优势品类持续增长。小充品类，公司品牌和渠道势能不减，背靠苹果和亚马逊有望凭借产品推新能力实现持续性增长。中大充/安防赛道潜在空间广阔，公司产品存在差异化优势，伴随渠道打通以及品牌力提升，我们预计中长期增长弹性值得期待。我们维持盈利预测，预计 2024-2026 年

归母净利润 20.42/24.24/29.13 亿元，对应 EPS 为 3.84/4.56/5.48 元，当前股价对应 PE 为 29.5/24.8/20.6 倍，维持“买入”评级。

小充：中长期可挖掘空间大，公司品牌和渠道势能不减或实现持续稳健增长

我们认为公司小充品类份额均不高、品牌和渠道势能不减，背靠苹果和亚马逊有望凭借产品推新能力实现持续稳健增长：（1）短期行业β不弱：随着 AI 手机创新逐步落地以及 iPhone17 升级迭代，充电器以及无线充等品类有望继续受益。（2）中长期行业可挖掘空间大：我们预计手机充电器/移动电源/无线充市场规模分别达 800/316/378 亿元。其中苹果/安卓第三方充电器市场规模分别达 114/363 亿元，公司份额 10%以上/单位数，移动电源和无线充份额亦为单位数。随着充电器使用场景从手机延伸至 OS/Windows 笔记本电脑，以及 C 口快充笔记本电脑比例和购买第三方品牌比例提升，充电器市场规模仍有机会实现 5%以上复合增长。

中大充：千亿赛道，推新节奏加速&子品牌声量扩大，增长弹性值得期待

自 2022 年发力中大充以来，公司已实现便携储能/移动家储/阳台光储/固定家储全场景覆盖，AnkerSolix 声量也在持续扩大。我们认为 2025 年是中大充业务增长逻辑跑通的关键一年，挑战和机遇并存。机遇在于：（1）户储赛道空间大，我们预计全球市场规模超百亿美元。2024 年欧洲需求回落但仍可看到乌克兰、巴基斯坦等地区增长，美国受益政策切换户储装机需求稳健。（2）阳台光储赛道处在增长红利期，我们预计潜在规模超百亿元。该品类具备线上 ToC 属性利好品牌型企业。公司较早布局，2024Q3 出货已位列欧洲市场前列。挑战在于：（1）户储需求波动大，但一定程度商与公司全球渠道运营和品牌力契合。（2）户储需新搭建渠道商资源，但已有中企通过服务中小安装商突破的成功案例可借鉴。

安防品类产品矩阵完善&智能化优于同行，中长期关税影响或可控

智能安防，预计全球百亿美金规模，海外低渗透。随着宽视角、低功耗、彩色夜视、太阳能等技术创新，以及物联网集成化发展，行业仍有渗透提升逻辑。公司以摄像头为核心打造生态，存储&AI 智能服务体验优于海外品牌，全球/北美出货已位列 TOP 行列。关税方面，复盘过去关税成本占营收比重 0~2%，展望后续极端情况下为维持毛利率稳定，不降本情况下预计需主动提价 10~15%。

风险提示：关税政策急速恶化；海运成本快速上涨；新品拓展不及预期等。

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