

家电主业稳步推进，拥抱 AI 开启新篇章

2025 年 03 月 04 日

➤ **禾盛新材：创新复合材料的引领者。**禾盛新材是国内领先的高性能复合材料研发及应用解决方案提供商，专注于创新材料的研发、生产和市场拓展，为多个行业提供高效、可靠的材料技术支持。苏州禾盛成立于 2002 年，是一家专注于中国家电用彩色钢板的公司，2009 年在深交所上市，是中国彩涂行业第一家上市企业，产品覆盖 VCM 覆膜钢板、PCM 彩涂钢板、PPM 印刷钢板三大类产品，主要用于冰箱、热水器、洗衣机、微波炉、电视机后背板和新能源充电桩。

➤ **子公司海曦技术：依托国产 AI 生态的领先硬件公司。**海曦技术成立于 2024 年 3 月，由禾盛新材投资控股。海曦技术以国产化人工智能芯片为基础，是从事人工智能领域相关的软硬件设计、研发、销售和运维业务的综合性高科技企业。产品包括面向智算中心的服务器、人工智能一体机、人工智能模型、人工智能数据中台以及人工智能相关云服务等。公司为客户提供 AI 基础设施设计、软硬件搭建及算力运维服务。海曦建有完善的售后服务体系，能够为客户提供全面的智算中心解决方案。

➤ **DeepSeekAI：构建高效开源 AI 生态，推动多领域智能发展。**近年来，大型语言模型 (LLMs) 经历了快速的迭代与演进，逐步缩小与通用人工智能 (AGI) 之间的差距。DeepSeekAI 作为领先的人工智能研究机构，致力于构建高效、强大的开源 AI 模型，涵盖代码生成、数学推理、多模态理解及通用推理等多个领域。其核心模型包括 DeepSeek-V3、DeepSeek-Coder、DeepSeekMath、DeepSeek-VL 及 DeepSeek-R1 系列，为 AI 研究与应用提供了强大的支持。2024 年 5 月 29 日，海曦技术正式开业，专注于人工智能软硬件的研发及应用落地，特别是为智算中心、教育科研和内容创意等领域提供高性能的 AI 计算解决方案。作为禾盛新材的控股子公司，海曦技术聚焦于 GPU 服务器、AI 整体解决方案以及未来 C 端 AI 云服务，致力于降低企业在 AI 应用中的技术门槛。海曦技术近期成功完成 DeepSeek-R1 模型的国产服务器适配，基于中科方德操作系统和海光 DCUX7840H0 服务器，实现政务一体机大模型内核的平移，致力于为政务、金融、医疗等关键领域提供高效、可信赖的技术支持。

➤ **投资建议：**预计公司 24-26 年分别实现收入 25/30/33 亿元，实现归母净利润 1.1/2.0/2.7 亿元，对应 2025 年 03 月 04 日收盘价 P/E 分别为 55/29/22x。考虑禾盛新材通过多年的精细化运营，同时子公司海曦技术有望受益于国产 AI 大模型，我们认为公司主业在行业政策支持下有望稳步增长，子公司海曦技术在人工智能、云计算、5G 等产业趋势下，相关订单有望加速落地。看好公司业务前景，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**宏观经济波动带来的风险，客户相对集中的风险，AI 技术落地不及预期，产品交付进度不及预期风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2,340	2,547	3,000	3,338
增长率 (%)	9.7	8.8	17.8	11.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	83	107	204	270
增长率 (%)	25.5	29.8	89.6	32.5
每股收益 (元)	0.33	0.43	0.82	1.09
PE	71	55	29	22
PB	8.3	7.2	5.8	4.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2025 年 03 月 04 日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格：

23.60 元

分析师 马佳伟

执业证书：S0100522090004

邮箱：majiawei@mszq.com

分析师 谢致远

执业证书：S0100524060003

邮箱：xiezhiyuan@mszq.com

研究助理 范宇

执业证书：S0100123020004

邮箱：fanyu@mszq.com

目录

1 禾盛新材：创新复合材料的引领者	3
1.1 国内领先的高性能复合材料及解决方案提供商	3
1.2 禾盛新材股权架构集中度适中，管理层经验丰富	5
1.3 财务状况稳健运营，优化调整，展现长期发展韧性	6
2 AI 布局加速—海曦技术与 DeepSeek-R1 加速融合	10
2.1 禾盛新材的 AI 生态布局与技术融合	10
2.2 DeepSeekAI 生态与海曦技术的行业布局	12
3 盈利预测与投资建议	14
3.1 盈利预测假设与业务拆分	14
3.2 费用率预测	15
3.3 估值分析及投资建议	15
4 风险提示	17
插图目录	19
表格目录	19

1 禾盛新材：创新复合材料的引领者

1.1 国内领先的高性能复合材料及解决方案提供商

1.1.1 公司概况

禾盛新材是国内领先的高性能复合材料研发及应用解决方案提供商，专注于创新材料的研发、生产和市场拓展，为多个行业提供高效、可靠的材料技术支持。

苏州禾盛成立于 2002 年，是一家专注于中国家电用彩色钢板的公司，2009 年在深交所上市，是中国彩涂行业第一家上市企业，产品覆盖 VCM 覆膜钢板、PCM 彩涂钢板、PPM 印刷钢板三大类产品，主要用于冰箱、热水器、洗衣机、微波炉、电视机后背板和新能源充电桩。

公司是较早进入到国内家电用外观复合材料行业的企业之一，专注于家电用复合材料 (PCM/VCM) 研发、生产、销售二十余年，市场占有率高，目前已成长为国内较大的家电外观复合材料制造商之一。截止报告期末，公司两家制造业子公司被先后评为高新技术企业、专精特新中小企业，公司拥有四条 PCM/VCM 生产线及一条智能化复合材料生产线，公司产品年生产总值显著提升，在生产及开发能力上处于较高水平。公司产品已覆盖大部分中高端家电品牌，远销东南亚多个国家，获得了国内外客户的广泛认可及诸多荣誉。

公司拥有一支充满激情和创新精神的团队，秉承着“做值得信赖的企业”理念，不断探索和突破；从 PCM 行业的默默无闻者成为行业翘楚，年销售额超过 24 亿人民币；从 PCM 行业新兵成为三星电子 DAMEMBER 成员、松下电器全球战略合作伙伴，与 LG 电子展开全球合作。

苏州禾盛秉承“绿色发展”理念，坚持资源“循环利用”原则，持续加大在环保、能源循环利用方面的投入，努力建设环境友好型企业。

1.1.2 子公司海曦技术：依托国产 AI 生态的领先硬件公司

海曦技术成立于 2024 年 3 月，由禾盛新材投资控股。海曦技术以国产化人工智能芯片为基础，是从事人工智能领域相关的软硬件设计、研发、销售和运维业务的综合性高科技企业。产品包括面向智算中心的服务器、人工智能一体机、人工智能模型、人工智能数据中台以及人工智能相关云服务等。公司将“为千行百业建设好用、易用的 AI 基础设施”作为自己的使命，为客户提供 AI 基础设施设计、软硬件搭建及算力运维服务。海曦建有完善的售后服务体系，能够为客户提供全面的智算中心解决方案。

海曦是依靠国产芯片生态建立起的一个以 AI 硬件产品为基础，以数据服务为中心的 AI 解决方案公司。海曦技术致力于服务智算中心、教育科研和内容创意等领域，为 AI 应用提供可信、可靠和可拓展的高性能技术方案。人工智能产业无论是从算力到模型，还是从数据到应用，这都是一片全新的蓝海。海曦技术将以

推动千百行业的人工智能产业落地为使命，“精益创新，砥砺前行”！

1.1.3 家电用外观复合材料的研发与市场应用

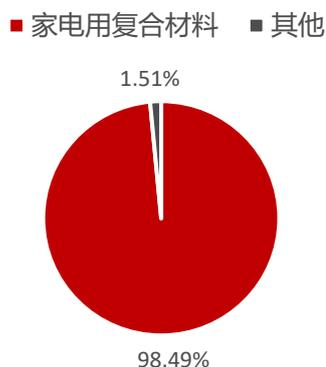
公司主营业务为家电用外观复合材料(PCM/VCM)的研发、生产及销售。截至2023年底，公司拥有四条PCM/VCM生产线及一条智能化复合材料生产线。公司生产的PCM具有良好的柔性塑性加工能力，可批量用于冰箱门板，侧板，后背板，洗衣机箱体，热水器外桶和微波炉外壳等家用电器的装饰，能满足家用电器使用环境和使用寿命的要求；公司生产的VCM表面纹样色彩丰富、光泽度好、质地坚实，不易变形、耐腐蚀、耐油渍、方便擦洗，装饰效果好。公司产品已经覆盖国内、外各大知名家电品牌，市场占有率较高。

2023年内，家电市场总体呈现出稳步增长的态势。公司顺应制造业发展趋势不断调整公司发展战略，实时跟进产品结构的优化，发掘用户需求。经过二十余年的沉淀，公司积累了深厚的产品设计和研发经验，能够利用自身在行业内多年的沉淀，参与满足客户多方面需求的新品的开发，持续不断的更新产品“外观”及“内在品质”，提高产品的竞争力和附加值，起到促销售、提效益、增溢价的作用。2023年，合肥禾盛新建的智能化复合材料生产线正式投产，公司高效产品的产能得到了提升，产品结构进一步优化。公司持续完善科学经营管理体系，推进精细化管理制度的实行。通过精细化管理的实施，提高了工作效率，实现2023年全年生产和销售的良好增长。公司注重加强安全生产管理，加强员工安全生产意识，顺利通过了职业健康安全管理体系、质量管理体系、环境管理体系的年度线上审核及转证换证工作。公司客户群稳定，客户网络已经覆盖国内外众多知名家电品牌制造商，2024年度公司仍将积极拓展国内外新客户，通过加强营销、社交媒体、参展、合作伙伴等方式展示公司优势，获得更好的市场及发展机会。

禾盛新材的产品和业务布局高度集中于家电用复合材料领域。根据2024年半年度报告的数据，家电用复合材料业务贡献了公司98.49%的营业收入，达到11.89亿元，同比增长14.05%，展现出稳定的市场需求和良好的增长态势。而其他业务仅占1.51%，收入0.18亿元，同比下降8.81%，表明公司主要专注于家电用复合材料的生产与销售，其他业务贡献较小。

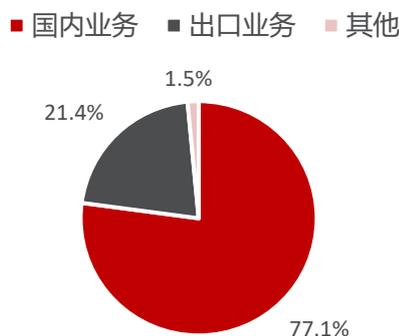
在地区布局方面，国内市场是公司最主要的营收来源。2024上半年国内业务收入达9.31亿元，占比77.1%，同比增长8.38%，说明公司在国内市场的竞争力和市场需求持续提升。然而，出口业务仅占21.4%，收入2.58亿元，同比大幅增长40.57%，表明公司在海外市场的开拓取得了一定成效。相比之下，其他业务占比仍然较小，仅为1.5%，收入0.18亿元，同比下降8.81%。

图1：2024年上半年禾盛新材产品业务布局



资料来源：choice，民生证券研究院

图2：2024年上半年禾盛新材地区业务布局

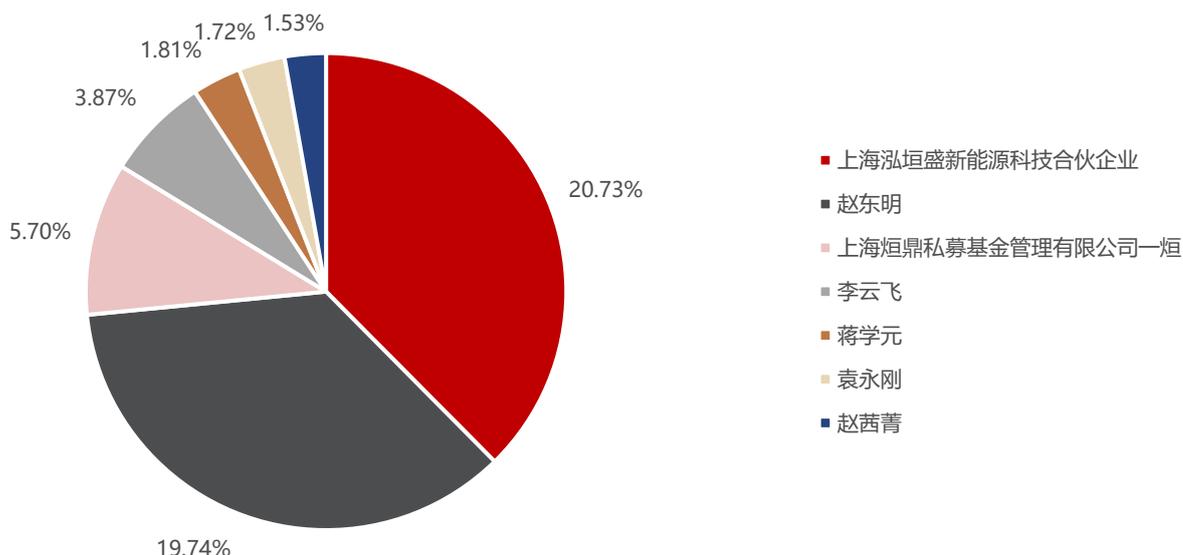


资料来源：choice，民生证券研究院

1.2 禾盛新材股权架构集中度适中，管理层经验丰富

禾盛新材的股权结构相对集中，具备一定的控制稳定性，有助于提升公司治理效率和决策执行力。第一大股东上海泓垣盛新能源科技合伙企业持股 20.73%，为公司主要股东之一。其次，赵东明持股 19.74%，也是公司核心股东之一。公司前几大股东的持股比例较为集中，未形成绝对控股股东。公司股权较为分散，决策可能依赖于前几大股东的共识。与 2023 年相比，核心股东持股比例保持相对稳定，主要股东结构没有发生重大变动。这种股权结构有利于公司的长期发展与管理层决策的一致性。

图3：禾盛新材股权结构



资料来源：Choice，民生证券研究院；注：数据截至 2024 年 9 月 30 日

禾盛新材管理层经验丰富。公司高级管理人员在复合材料及家电制造行业拥有多年从业经验，并曾在多家相关企业担任高管职务，具备深厚的行业背景和管理

能力。

表1：禾盛新材部分管理层简介

姓名	职位	简介
梁旭	董事长	男，中国国籍，无境外永久居留权，1963年12月出生，本科学历，中共党员。1986年到安徽东风塑料厂工作，历任团委书记、宣传科长、党办主任和制品分厂厂长、党支部书记等职；1998年起历任安徽国风塑业股份有限公司注塑厂厂长、党支部书记、工会主席、纪委书记等职；2010年8月至今任本公司全资子公司合肥禾盛新型材料有限公司总经理，2013年3月21日至2019年6月4日任公司董事，2019年6月5日至今任公司董事长。
郭宏斌	董事，总经理	男，中国国籍，无境外永久居留权，1972年1月出生，本科学历，工程师。2007年5月加入公司，2007年7月至2010年1月任公司总经理助理，2010年1月至2019年5月任公司副总经理，2019年6月至今任公司总经理，2022年6月至今任公司董事。
吴亮	董事	男，中国国籍，无境外永久居留权，1972年10月生，本科学历。曾任合肥荣事达电冰箱有限公司（中外合资）分厂厂长，美的冰箱事业部制造部部长。现任本公司全资子公司合肥禾盛新型材料有限公司副总经理，2022年6月至今任公司董事。
王文其	董事、副总兼董秘	男，中国国籍，无境外永久居留权，1983年1月生，本科。2007年5月加入公司，先后在公司生产部、审计部和董事会秘书办公室工作；2011年8月至2016年6月任公司证券事务代表。2016年6月至今任公司董秘兼副总经理；2019年6月至今任公司董事。
刘雪峰	独立董事	现任公司独立董事。男，中国国籍，无境外永久居留权，1976年1月生，硕士，高级会计师，注册会计师，注册税务师，美国注册会计师，全球特许管理会计师（CGMA）。曾任雷勃电气（苏州）有限公司财务总监；中盟会计师事务所咨询顾问；常熟风范电力设备股份有限公司财务总监；现任苏州创元和赢资本管理有限公司财务总监；苏州西典新能源电气股份有限公司独立董事；宁波健信超导科技股份有限公司独立董事。2022年3月至今任公司独立董事。

资料来源：禾盛新材 2023 年年度报告，民生证券研究院

1.3 财务状况稳健运营，优化调整，展现长期发展韧性

1.3.1 家电复合材料业务稳健增长，毛利率承压优化

2024 三季度禾盛新材的主营业务收入为 18.37 亿元，较上一年度实现 7.83% 的增长，展现了公司在家电复合材料行业的稳健发展能力。在整体市场环境波动的背景下，公司仍能保持收入增长，说明其在细分市场中的竞争力较强，并持续受到客户认可。

从成本角度来看，公司 2024 三季度的营业成本为 16.42 亿元，同比增长 9.26%，增长幅度略高于营业收入增速，反映出原材料成本上涨以及生产成本增加对公司盈利能力带来的压力。受此影响，公司整体毛利率下降 1.18pct，至 10.61%。尽管毛利率有所下滑，但公司依然维持了较为稳定的盈利能力。

在具体业务板块方面，家电复合材料仍是公司的核心业务，占公司收入的 100%。公司凭借先进的生产技术、丰富的产品线以及广泛的市场覆盖，确保了家电复合材料业务的持续增长。

表2: 禾盛新材 2024 三季度主营业务收入, 成本及毛利率情况 (单位: 百万元)

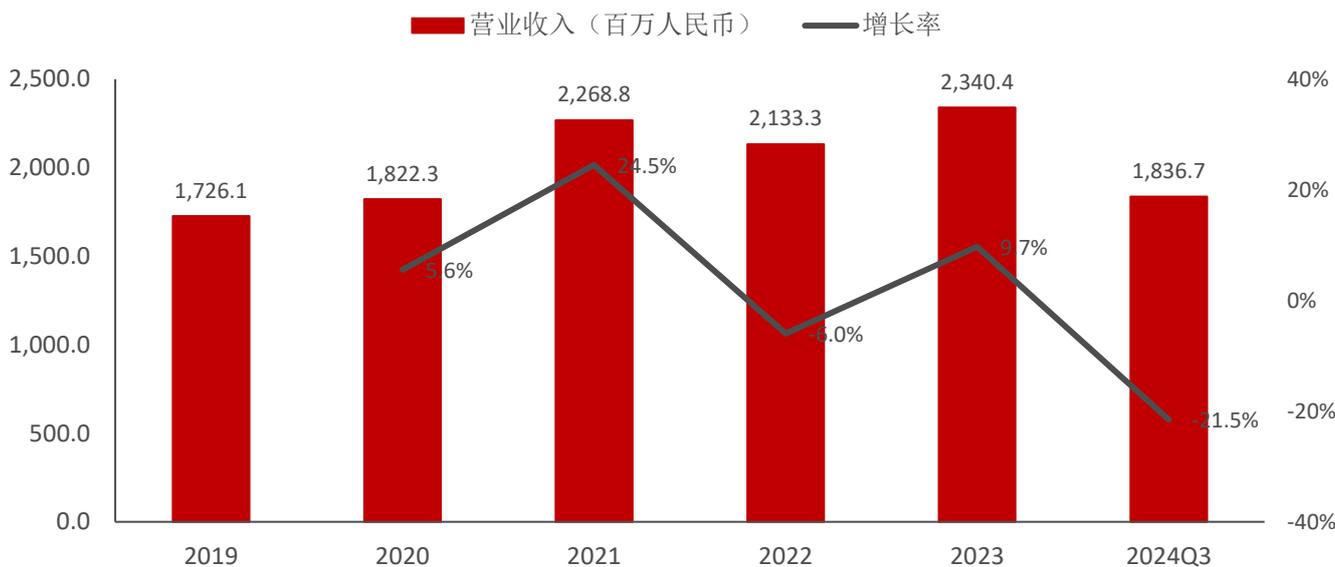
产品	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入增减比例	营业成本增减比例	毛利率变化
家电复合材料	1836.66	1641.70	10.61%	7.83%	9.26%	-1.18pct

资料来源: 禾盛新材 2024 三季度报告, 民生证券研究院

1.3.2 公司经营表现稳健, 业务调整与优化展现韧性

2019-2024Q3 期间, 禾盛新材整体营业收入表现稳健, 展现出较强的市场韧性和业务调整能力。过去五年, 公司在优化业务结构的同时, 不断夯实市场基础, 实现了持续的稳步增长。尽管 2023 年收入有所调整, 但随着公司积极推进优化策略, 2024Q3 营收调整幅度明显收窄, 展现出恢复潜力和市场适应能力。2024 年第三季度营业收入达到 18.4 亿元, 在调整期内仍保持稳健运行, 反映出公司在优化业务结构和加强市场布局方面的积极成效。

图4: 2019-2024Q3 收入及增速



资料来源: choice, 民生证券研究院

2019-2024Q3, 公司毛利润整体呈现先增长后调整的趋势。公司毛利在 2021 年达到 2.7 亿元, 同比增长 9.81%, 展现了良好的盈利能力和业务拓展成效。2022 年毛利调整至 2.41 亿元, 依然维持在较高水平, 公司在此阶段持续优化业务结构, 为后续发展奠定坚实基础。2023 年, 公司毛利回升至 2.53 亿元, 同比增长 4.90%, 显示出经营策略调整后的积极成效。2024Q3, 公司毛利为 1.95 亿元, 同比调整 23%, 在当前市场环境下, 公司仍保持稳健经营, 并通过业务优化和资源配置调整, 为未来增长积蓄力量。

2019-2024Q3, 公司毛利率整体保持在 10%-14% 区间, 经历阶段性调整后逐步企稳。公司毛利率在 2019 年达到 13.7%, 展现出较强的盈利能力。2020 年, 公司毛利率基本稳定, 显示出成本控制和业务扩张的良好效果。公司毛利率在 2021 年调整至 11.9%, 出现下降, 表明该阶段营业成本占比有所上升, 可能受到

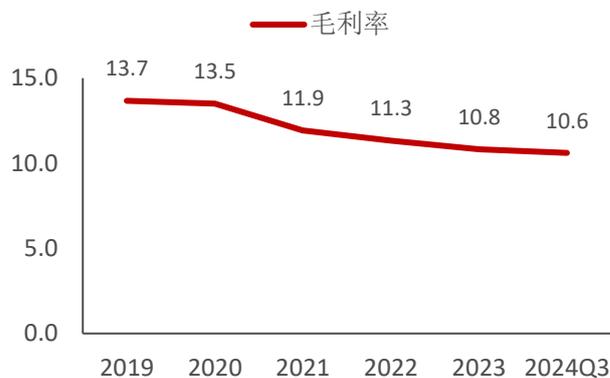
市场环境、原材料价格或业务结构变化的影响。2021-2024Q3 期间，公司毛利率进行了小幅度调整，调整至 10.6%，出现小幅下降，但整体仍处于平稳区间，表明公司盈利能力相对稳定。

图5：2019-2024Q3 毛利润及增速



资料来源：choice，民生证券研究院

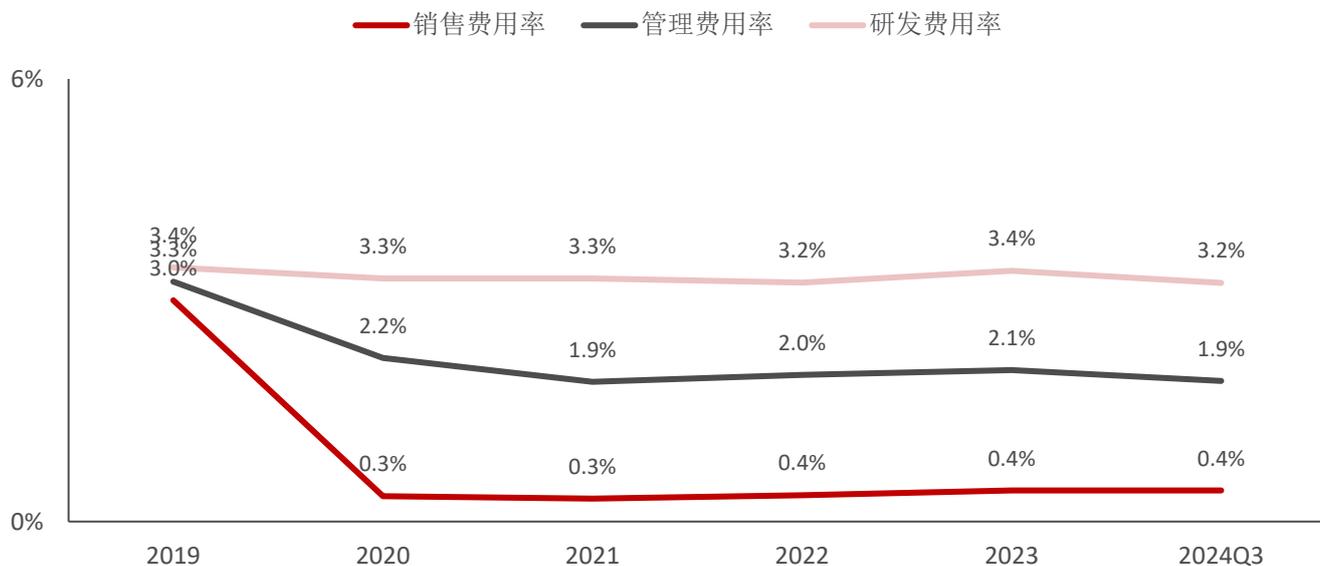
图6：2019-2024Q3 毛利率 (%)



资料来源：choice，民生证券研究院

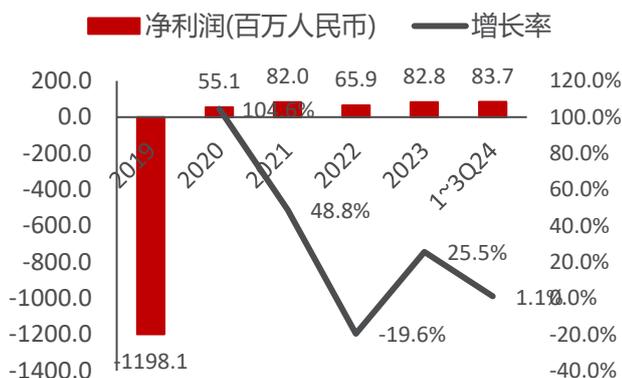
2019-2024Q3 期间，公司销售、管理及研发费用率总体呈下降后趋稳的态势，费用结构相对稳定。公司销售费用率在 2019 年为 3.00%，2020 年大幅下降至 0.3%，随后保持在较低水平，2024Q3 小幅上升至 0.4%。公司管理费用率在 2019 年为 3.3%，在 2021 年调整至 1.9%，随后保持在 2%左右水平，2024Q3 为 1.9%，说明公司在运营管理方面保持了较高的效率。2019-2024Q3，公司研发费用率维持在 3.2%-3.4%之间，2024Q3 为 3.2%，整体变动不大，保持在较为稳定的投入水平。

图7：2019-2024Q3 费用率情况

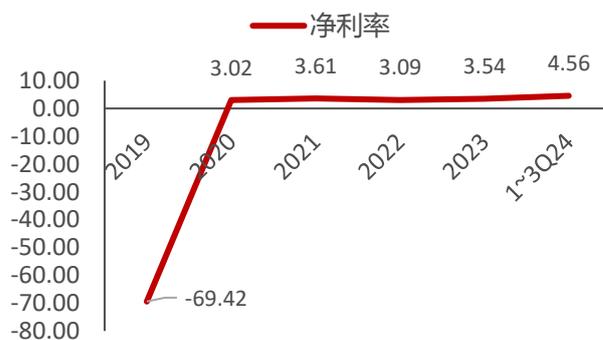


资料来源：choice，民生证券研究院

2019-2024Q3 期间，公司整体经营经历了修复增长、阶段性调整与稳步优化三个阶段。2019-2021 年，公司净利润与净利率实现大幅改善，特别是 2020 年，公司净利润从 2019 年的-11.98 亿元上升至 55.1 百万元，展现了强劲的恢复能力。2021 年，公司净利润进一步增长至 8,198 万元，净利率提升至 3.61%，保持良好的盈利水平。2022 年，公司净利润调整至 6,593 万元，在市场环境变化和业务优化调整的影响下，盈利结构有所优化。2023 年，公司净利润回升至 8,277 万元，同比增长 25.5%，展现出盈利能力的稳步回暖。2024Q3，公司净利润达到 8,367 万元，仍然保持增长，增长 1.1%。尽管整体市场环境仍存在波动，但公司通过优化成本控制、提升市场竞争力以及加强技术投入，推动盈利能力保持稳定。随着市场格局的进一步优化，公司在业务结构调整和运营效率提升方面的努力有望带来更稳健的增长动能，为长期可持续发展奠定坚实基础。

图8：2019-2024Q3 净利润


资料来源：choice，民生证券研究院

图9：2019-2024Q3 净利率 (%)


资料来源：choice，民生证券研究院

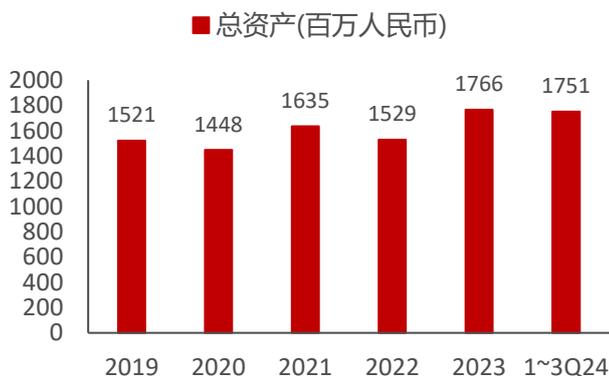
2019-2024Q3，公司总资产整体呈现稳步增长趋势，阶段性调整后趋于稳定。

2019 年至 2021 年，公司总资产由 15.21 亿元增长至 16.35 亿元，达到阶段性高点，展现了较强的资产扩张能力。2022 年，总资产调整至 15.29 亿元，随后在 2023 年进一步增长至 17.66 亿元，反映出公司在资产管理和业务发展上的优化调整。2024Q3，公司总资产保持在 17.51 亿元，尽管较上一年略有下降，但整体规模依然维持在较高水平，显示出资产结构的稳定性。总资产的变化可能受到资本支出、流动资金管理及业务发展策略的影响。

2019-2024Q3，公司负债规模经历阶段性调整，逐步趋于稳定。

2019 年至 2021 年，公司总负债由 11.35 亿元调整至 11.07 亿元，整体保持在较高水平，支持业务扩张与市场布局。2022 年，公司积极优化财务结构，负债规模下降至 9.15 亿元，反映出企业在资本管理上的持续优化。2023 年，公司总负债回升至 10.60 亿元，显示出公司在业务拓展过程中适度提升财务杠杆，以支持运营资金需求。2024Q3，公司负债规模调整至 9.61 亿元，整体趋于平稳，表明企业在资产配置优化的同时，也在保持合理的资本结构。整体来看，公司在控制负债规模的同时，持续优化财务管理，确保资金运作的稳健性，为未来的可持续发展提供了坚实基础。

图10: 2019-2024Q3 资产情况



资料来源: choice, 民生证券研究院

图11: 2019-2024Q3 负债情况



资料来源: choice, 民生证券研究院

2 AI 布局加速—海曦技术与 DeepSeek-R1 加速融合

2.1 禾盛新材的 AI 生态布局与技术融合

2.1.1 禾盛新材的 AI 战略布局

禾盛新材 (002290.SZ) 近年来积极推动人工智能 (AI) 相关产业的布局, 持续加码 AI 基础设施建设, 致力于打造国产 AI 软硬件一体化解决方案。公司通过投资控股上海海曦技术有限公司, 进一步拓展了在 AI 服务器、AI 模型适配、AI 云计算等领域的核心竞争力。海曦技术作为禾盛新材 AI 战略的重要支撑点, 正在推动 DeepSeek-R1 等前沿 AI 技术在国内市场的落地应用, 为政务、金融、医疗等行业赋能。

2.1.2 海曦技术接入 DeepSeek-R1, 加速国产 AI 产业建设

2024 年 5 月 29 日, 海曦技术正式开业, 专注于人工智能软硬件的研发及应用落地, 特别是为智算中心、教育科研和内容创意等领域提供高性能的 AI 计算解决方案。作为禾盛新材的控股子公司, 海曦技术聚焦于 GPU 服务器、AI 整体解决方案以及未来 C 端 AI 云服务, 致力于降低企业在 AI 应用中的技术门槛。

海曦技术近期成功完成 DeepSeek-R1 模型的国产服务器适配, 基于中科方德操作系统和海光 DCUX7840H0 服务器, 实现政务一体机大模型内核的平移, 致力于为政务、金融、医疗等关键领域提供高效、可信赖的技术支持。海曦技术适配 DeepSeek 这一突破不仅标志着禾盛新材 AI 生态建设的重要里程碑, 也为国产 AI 基础设施的自主可控提供了有力支撑。

2.1.3 DeepSeek-R1 模型解析及行业应用

2025年1月20日，中国杭州的小型人工智能公司 DeepSeek 发布了新型推理 AI 模型 DeepSeekR1，其高效的推理能力和低计算成本迅速引发全球关注。

DeepSeekR1 的核心基础模型 V3 具备高效的计算能力，同时在开发成本和计算资源消耗上远低于大型科技公司 AI 模型。相较于传统的大规模 AI 模型，DeepSeekR1 采用更优化的算法，提高了计算效率，使其对低级计算机芯片的依赖大幅减少。此外，DeepSeekR1 采用开源模式，并提供相对低廉的使用费用，使得更多开发者能够轻松获取并进行创新应用。

在 AI 技术的发展路径上，DeepSeekR1 的独特之处在于其推理过程中展示的“思维链”，尽管并未采用全新的 AI 算法，但它在现有技术框架下探索了一条更高效的发展路径，推动 AI 从 1 到 100 的质变。这一技术突破让人重新思考 AI 发展方向，特别是在 AI 计算资源消耗不断增加的背景下，DeepSeekR1 通过优化算法打破了对硬件资源的极端依赖，为 AI 领域提供了新的可能性。

DeepSeek-R1 提供多个不同规模的模型版本，以满足不同用户的需求。1.5B、7B 和 8B 版本属于轻量级模型，适用于本地开发、文本摘要、翻译等基础任务。它们的资源消耗较低，推理速度快，对硬件要求较低，普通消费级 GPU，例如 RTX3070 或 RTX4060，显存 $\geq 4\text{GB}$ ，即可满足运行需求。这类模型适用于需要快速响应的轻量级应用，如常规智能助手、多轮对话系统等。

对于 14B 和 32B 版本，它们属于中大型模型，具备更强的推理能力，能够处理更复杂的逻辑推理和代码生成任务。这类模型需要更高性能的硬件支持，建议使用高端 GPU (如 RTX4090/A5000，显存 $\geq 16\text{GB}$)。它们适用于高级文本分析、专业开发工具以及企业级文档处理等需要更高精度的场景。如果用户希望在本地图署一个更强大的 AI 助手，这类模型是一个不错的选择。

至于 70B 和 671B 版本，它们属于超大规模模型，主要面向科研和商业级别的高精度任务。这些模型擅长复杂推理、大规模数据处理，适用于医学数据分析、战略决策支持等高端应用。然而，由于模型规模巨大，它们对硬件的要求极高，通常需要多卡 A100/H100GPU，显存至少 80GB，甚至依赖云端计算集群进行部署。因此，这类模型更适合大型企业、科研机构，而不太适合普通用户的本地部署。

DeepSeek-R1 通过 SFT 和 RL 结合训练，在推理能力、可读性、稳定性等多个方面超越了 DeepSeek-R1-Zero，使其更适用于实际应用和商业化部署。相比之下，DeepSeek-R1-Zero 虽然在 RL 训练的实验性探索上取得了一定突破，验证了强化学习在推理能力训练中的有效性，但由于缺乏 SFT 预训练，导致其在表达质量和稳定性上存在明显缺陷。因此，DeepSeek-R1 作为最终优化版本，提供了一种兼具推理能力、稳定性和计算效率的高性能 AI 解决方案，可广泛应用于数学推理、代码生成、知识问答等复杂任务，并通过知识蒸馏，使小型模型也能受益于大模型的推理能力。

表3: DeepSeek-R1 vs. DeepSeek-R1-Zero: 模型对比分析

对比项	核心概述	训练方式	推理能力	评测表现	知识蒸馏	开源情况
DeepSeek-R1-Zero	直接在基础模型上进行大规模强化学习 (RL) 不使用监督微调 (SFT)	采用 Group Relative Policy Optimization (GRPO) 算法进行 RL 训练, 以降低计算成本	自主涌现长思维链 (CoT)、自我验证、反思能力	AIME 2024: 71.0% Pass@1 (未使用多数投票)。86.7% (使用多数投票)	不涉及知识蒸馏	作为实验性研究, 主要用于 RL 训练探索
DeepSeek-R1	在经过 SFT 预训练的模型上进行强化学习, 结合多阶段训练策略	先进行 SFT 预训练 (使用长思维链数据), 再进行强化学习 (RL)	推理能力更强, 在 RL 训练的基础上, 结合 SFT 提高可读性和稳定性	AIME 2024: 79.8% Pass@1, MATH-500: 97.3% (5OpenAI-1-1217 相当)	将 DeepSeek-R1 的推理能力蒸馏到小模型 (1.5B~70B)	开源多个版本 (1.5B、7B、8B、14B、32B、70B)

资料来源: DeepSeek 官网报告, 民生证券研究院

2.2 DeepSeekAI 生态与海曦技术的行业布局

2.2.1 DeepSeekAI: 构建高效开源 AI 生态, 推动多领域智能发展

近年来, 大型语言模型 (LLMs) 经历了快速的迭代与演进, 逐步缩小与通用人工智能 (AGI) 之间的差距。DeepSeekAI 作为领先的人工智能研究机构, 致力于构建高效、强大的开源 AI 模型, 涵盖代码生成、数学推理、多模态理解及通用推理等多个领域。其核心模型包括 DeepSeek-V3、DeepSeek-Coder、DeepSeekMath、DeepSeek-VL 及 DeepSeek-R1 系列, 为 AI 研究与应用提供了强大的支持。

DeepSeekAI 通过一系列高性能开源 AI 模型, 推动了语言理解、代码生成、数学推理、多模态感知及通用推理等多个领域的发展。其中, DeepSeek-V3 作为专家混合 (MoE) 语言模型, 总参数达 6710 亿, 但每个 token 仅激活 370 亿参数, 极大降低计算成本, 同时通过多头潜在注意力 (MLA) 和 DeepSeekMoE 架构优化推理效率。DeepSeek-Coder-V2 显著增强了 DeepSeek-V2 在代码编写和数学推理方面的能力, 同时在通用语言任务中保持了相当的性能。与前代模型 DeepSeek-Coder-33B 相比, DeepSeek-Coder-V2 在代码相关任务、推理能力及通用能力方面均有显著提升。此外, DeepSeek-Coder-V2 支持的编程语言数量从 86 种扩展至 338 种, 并将上下文长度从 16K 扩展至 128K, 在开源代码生成领域达到了最先进水平。此外, DeepSeekMath 通过 5000 亿 tokens 的数学数据训练, 在 MATHbenchmark 中取得 51.7% 的优异成绩, 接近 Gemini-Ultra 和 GPT-4。同时, DeepSeek-VL 作为视觉-语言 (VL) 模型, 具备强大的多模态理解能力, 可处理逻辑图表、网页、公式识别、科学文献等复杂任务。而在推理能力方面, DeepSeek-R1 系列采用强化学习 (RL) 优化推理能力, DeepSeek-R1-Distill-

Qwen-32B 在多个基准测试中超越 OpenAI-o1-mini，刷新了稠密模型 (DenseModels) 的最先进水平 (SOTA)。DeepSeekAI 通过持续优化专家混合 (MoE) 架构、强化学习 (RL) 和高效训练策略，打造了一个涵盖自然语言理解、代码生成、数学推理、多模态交互和通用推理的完整 AI 生态，为科研、工业及实际应用提供强大支持。

2.2.2 海曦技术的行业布局

海曦技术围绕人工智能基础设施，构建了完整的产品体系，涵盖人工智能基础硬件、智算中心运营服务、人工智能一体机及增值服务四大核心方向。

在人工智能基础硬件方面，海曦技术提供算力服务器、国产通用服务器及信创产品，为企业和科研机构提供高性能计算支持。依托曙光集团，海曦技术为智算中心提供交付、运维和算力运营等服务，确保算力平台的高效稳定运行。

在人工智能一体机领域，海曦技术结合自有硬件、大模型和 APP，打造无代码 AI 解决方案，助力企业智能化升级。与此同时，基于自有算力池，海曦技术推出云端大模型增值服务，为 B 端企业和 C 端个人提供灵活的 AI 计算支持，推动人工智能在各行业的深入应用。

此外，海曦技术还基于自有算力池，推出云端大模型增值服务，面向 B 端企业用户和 C 端个人用户，提供灵活 AI 服务，推动 AI 技术在更广泛的场景中落地应用。通过这一系列产品和服务，海曦技术正加速构建国产 AI 生态，推动人工智能在各行业的深入应用。

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测假设与业务拆分

我们预计公司 24 年~26 年分别实现收入 25/30/33 亿元，同比分别增长 8.8%/17.8%/11.2%，分业务看：

家电用外观复合材料业务：主业聚焦国内 PCM，看好依旧换新政策下需求加速释放。公司主营业务为家电用外观复合材料（PCM/VCM），1H24 该业务收入占比达 98.5%（同比增长 14.1%）。公司客户集中度较高（2023 年前五大客户占比 56.7%），主要服务于家电头部企业。我们认为伴随家电行业智能化、高端化趋势，复合材料需求具备结构性增长潜力。根据 QYR 统计预测，2023-2029 年中国家电用 PCM 板市场复合增长率有望实现 4.8%。考虑到公司 1H24 约 77%收入均来自国内，我们仍看好国内市场以旧换新政策下对公司产品需求的拉动。

我们预计在家电以旧换新政策刺激下，公司未来增长有望持续。2024 年 3 月 27 日，国家商务部等 14 部门关于《推动消费品以旧换新行动方案》的通知中提到在全国范围内开展家电以旧换新，在国家相关政策的引导下，1H24 国内家电市场呈缓步增长态势。根据国家统计局数据显示，1H24 全国家用电冰箱产量 5051 万台，同比增长 9.7%；房间空气调节器产量 1.6 亿台，同比增长 13.8%；家用洗衣机产量 5312 万台，同比增长 6.8%。各地家电产品以旧换新活动开展和夏季消费旺季需求增加，促使家电产品产量保持平稳增长。我们认为公司在家电上游材料中行业地位稳固，相关业务有望对齐行业增速，预计 24~26 年相关业务收入分别增长 9.0%/8.5%/8.0%至 25/27/29 亿元。

AI 一体机业务：考虑到 DeepSeek 对于国产大模型的推动以及下游行业应用快速发展，同时子公司海曦技术客户包括字节跳动，腾讯等互联网大厂，目前公司实现了基于中科方德操作系统的 DeepSeek R1 模型接入，为国产化人工智能基础设施建设再添新成果。海曦技术此次基于配备海光 DCU 的 X7840H0 国产化服务器，实现中科方德操作系统上的 DeepSeek 接入，将政务一体机的大模型内核平移到 DeepSeek 之上。我们认为公司 AI 技术在自然语言处理、多模态理解等核心场景提供了更高效的解决方案，还为政务、金融、医疗等行业提供了强大的技术支持。根据 DATA 数据社区统计，Deepseek-671 满血版硬件配置基础上中端企业部署单价 250~500 万。根据海曦技术官方公众号 2024 年 11 月 11 日信息，海曦技术与途耀信息就 2 年内交付 800 台大模型一体机达成采购框架协议，在此协议签订之际，途耀信息通过省代已向海曦技术采购大模型一体机 80 套。考虑到海曦技术 AI 一体机已搭载 DeepSeek 模型，我们假设单价约 250 万元/台，则根据框架协议内容，25-26 年潜在订单约 20 亿元。我们预计 25~26 年相关业务收入分别实现 2.4/3.6 亿元。

利润率层面，公司**家电用复合材料业务** 2023 年实现毛利率 10.82%（同比下降 0.5pct），连续六年下滑（2017 年 18.51%），主因由于原材料成本压力及产品

结构较为单一。但 1H24 公司毛利率实现 10.53%，降幅收窄，我们认为随着上游原材料价格趋于稳定，毛利率整体趋势也有望平稳，24~26 年毛利率稳定在 10.5%。
AI 相关业务毛利率较为稳定，考虑到公司技术框架升级，结合行业可比公司情况 24~26 年毛利率稳定在 50%。

表4：公司收入利润预测

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	2340	2547	3000	3338
家电用复合材料	2298	2505	2718	2936
YoY		9.0%	8.5%	8.0%
AI业务			240	360
YoY				50.0%
其他业务	42	42	42	42
YoY		0.0%	0.0%	0.0%
成本	2087	2272	2582	2837
家电用复合材料	2059	2242	2433	2627
AI业务			120	180
其他业务	28	29	29	29
毛利润	253	276	418	501
家电用复合材料	239	263	285	308
AI业务			120	180
其他业务	14	13	13	13
毛利率	10.8%	10.8%	13.9%	15.0%
家电用复合材料	10.4%	10.5%	10.5%	10.5%
AI业务			50.0%	50.0%
其他业务	34.2%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

3.2 费用率预测

考虑到公司同上下游企业持续保持较长合作关系，以及规模效应影响下，预计销售费用率 2024 年~2026 年分别为 0.6%/0.5%/0.4%；考虑公司逐渐实现规模化，预计管理费用将呈下降趋势，预计 2024 年~2026 年管理费用率分别为 2.5%/2.1%/1.8%；研发方面，我们认为随着 DeepSeek 等模型接入，公司研发效率有望提升，预计 2024 年~2026 年研发费用率分别为 3.2%/3.0%/3.0%。

表5：费用率预测

费用率	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用率 (%)	0.4%	0.6%	0.5%	0.4%
管理费用率 (%)	2.1%	2.5%	2.1%	1.8%
研发费用率 (%)	3.4%	3.2%	3.0%	3.0%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

3.3 估值分析及投资建议

预计公司 2024-2026 年分别实现营业收入 25/30/33 亿元，实现归母净利润 1.1/2.0/2.7 亿元，对应 EPS 分别为 0.4/0.8/1.1 亿元，对应 2025 年 03 月 04 日收盘价 P/E 分别为 55/29/22x。考虑到禾盛新材下游的业务结构及子公司海曦技术发展，我们选择家电行业可比公司：四川长虹、萤石网络、三花智控，选取 AI

一体机产业链公司：云从科技、恒为科技。根据 wind 一致预期，四川长虹、萤石网络、三花智控 2024 年~2026 年 P/E 均值为 50/39/33x，AI 一体机可比公司 2024 年~2026 年 P/E 均值为 92/69/52x。考虑到禾盛新材通过多年的精细化运营和稳步发展，同时子公司海曦技术有望受益于国产 AI 大模型，我们认为公司主业在行业政策支持下有望稳步增长，同时子公司海曦技术在人工智能、云计算、5G 等产业趋势下，相关订单有望加速落地。考虑到公司综合竞争优势突出，资源储备充分，有望加速发展。看好公司业务前景，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表6：家电行业可比公司估值对比

代码	简称	股价	归母净利润 (亿元)			24~26 GAGR	EPS (元)			PE		
		(元)	2024E	2025E	2026E		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600839.SH	四川长虹	11.35	8.8	11.5	13.4	23.8%	0.19	0.25	0.29	60	45	39
688475.SH	萤石网络	38.7	5.0	7.1	8.8	32.2%	0.64	0.90	1.12	53	42	34
002050.SZ	三花智控	31.02	32.3	38.3	44.6	17.4%	0.87	1.03	1.19	36	30	26
平均										50	39	33
002290.SZ	禾盛新材	23.60	1.1	2.0	2.7	58.5%	0.43	0.82	1.09	55	29	22

资料来源：Wind，民生证券研究院；注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2025 年 03 月 04 日，萤石网络 2024 年净利润为实际值

表7：AI 一体机可比公司估值对比

代码	简称	股价	归母净利润 (亿元)			24~26 GAGR	EPS (元)			PE		
		(元)	2024E	2025E	2026E		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603496.SH	恒为科技	37.72	1.3	1.8	2.3	33.1%	0.41	0.55	0.72	92	69	52
688327.SH	云从科技	18.70	-6.4	-4.2	-3.2	29.6%	-0.61	-0.40	-0.30	n.a.	n.a.	n.a.
平均										92	69	52

资料来源：Wind，民生证券研究院；注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2025 年 03 月 04 日，云从科技 2024 年净利润为实际值

4 风险提示

1) 宏观经济波动带来的风险。家电产品行业与宏观经济息息相关，易受到国际贸易和区域贸易波动的影响。如果公司业务覆盖范围内的国家及地区经济发生衰退或宏观环境发生变化，将直接影响该国家及地区的终端消费水平，进而影响客户端的需求，导致公司的营业收入等降低。

2) 客户相对集中的风险。公司客户相对集中。若未来主要客户的需求下降、主要客户的市场份额降低或是竞争地位发生重大变动，或公司与主要客户的合作关系发生变化，公司将面临主要客户订单减少或流失等风险，进而直接影响公司生产经营，对公司的经营业绩造成不利影响。

3) AI 技术落地不及预期。AI 技术的实施和应用涉及到多个领域的知识和技术的融合，包括数据科学、机器学习、深度学习等，相关技术的复杂性和实施难度可能导致技术落地不及预期。若 AI 应用进展较慢，可能对子公司海曦技术一体机相关订单落地造成影响。

4) 产品交付进度不及预期风险。考虑到禾盛新材子公司海曦技术同途耀信息签署的是采购框架协议，若客户项目落地延迟（如 AI 算力需求未达预期、资金到位不及预期等），海曦技术实际交付量或低于协议指引。此外 AI 一体机交付需匹配客户机房建设、算力调试等节点，若海曦技术客户产线建设进度慢于预期，相关收入确认存在延迟风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,340	2,547	3,000	3,338
营业成本	2,087	2,272	2,582	2,837
营业税金及附加	9	10	12	13
销售费用	10	14	14	13
管理费用	48	64	63	60
研发费用	80	82	90	100
EBIT	107	127	239	314
财务费用	9	4	5	4
资产减值损失	-13	0	0	0
投资收益	-1	0	0	0
营业利润	98	123	234	310
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	96	123	234	310
所得税	13	16	30	40
净利润	83	107	204	270
归属于母公司净利润	83	107	204	270
EBITDA	137	157	270	344

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	360	328	458	674
应收账款及票据	449	524	617	686
预付款项	87	90	102	112
存货	415	410	466	512
其他流动资产	106	90	105	116
流动资产合计	1,416	1,442	1,748	2,101
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	204	207	208	209
无形资产	56	56	56	56
非流动资产合计	350	342	342	342
资产合计	1,766	1,784	2,090	2,443
短期借款	89	25	25	25
应付账款及票据	686	663	753	827
其他流动负债	85	81	93	102
流动负债合计	859	769	871	955
长期借款	190	190	190	190
其他长期负债	11	12	12	12
非流动负债合计	201	202	202	202
负债合计	1,060	971	1,073	1,156
股本	248	248	248	248
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	706	813	1,017	1,287
负债和股东权益合计	1,766	1,784	2,090	2,443

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	9.71	8.84	17.78	11.25
EBIT 增长率	-2.41	18.27	89.13	31.08
净利润增长率	25.54	29.77	89.56	32.47
盈利能力 (%)				
毛利率	10.82	10.82	13.93	15.01
净利润率	3.54	4.22	6.79	8.08
总资产收益率 ROA	4.69	6.02	9.74	11.04
净资产收益率 ROE	11.72	13.20	20.02	20.96
偿债能力				
流动比率	1.65	1.88	2.01	2.20
速动比率	0.94	1.11	1.24	1.43
现金比率	0.42	0.43	0.53	0.71
资产负债率 (%)	60.01	54.41	51.34	47.33
经营效率				
应收账款周转天数	60.01	59.76	55.47	56.97
存货周转天数	65.46	65.40	61.09	62.08
总资产周转率	1.42	1.44	1.55	1.47
每股指标 (元)				
每股收益	0.33	0.43	0.82	1.09
每股净资产	2.85	3.28	4.10	5.19
每股经营现金流	0.96	0.30	0.68	1.03
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	71	55	29	22
PB	8.3	7.2	5.8	4.6
EV/EBITDA	38.95	34.07	19.80	15.51
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	83	107	204	270
折旧和摊销	30	30	30	31
营运资金变动	100	-75	-74	-53
经营活动现金流	238	73	169	257
资本开支	-15	-27	-29	-29
投资	-13	0	0	0
投资活动现金流	-28	-21	-29	-29
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-109	-72	0	0
筹资活动现金流	-127	-84	-11	-11
现金净流量	87	-31	129	217

插图目录

图 1: 2024 年上半年禾盛新材产品业务布局.....	5
图 2: 2024 年上半年禾盛新材地区业务布局.....	5
图 3: 禾盛新材股权结构.....	5
图 4: 2019-2024Q3 收入及增速.....	7
图 5: 2019-2024Q3 毛利润及增速.....	8
图 6: 2019-2024Q3 毛利率 (%)	8
图 7: 2019-2024Q3 费用率情况.....	8
图 8: 2019-2024Q3 净利润.....	9
图 9: 2019-2024Q3 净利率 (%)	9
图 10: 2019-2024Q3 资产情况.....	10
图 11: 2019-2024Q3 负债情况.....	10

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 禾盛新材部分管理层简介	6
表 2: 禾盛新材 2024 三季度主营业务收入, 成本及毛利率情况 (单位: 百万元)	7
表 3: DeepSeek-R1vs.DeepSeek-R1-Zero: 模型对比分析	12
表 4: 公司收入利润预测.....	15
表 5: 费用率预测.....	15
表 6: 家电行业可比公司估值对比.....	16
表 7: AI 一体机可比公司估值对比.....	16
公司财务报表数据预测汇总.....	18

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室；518048