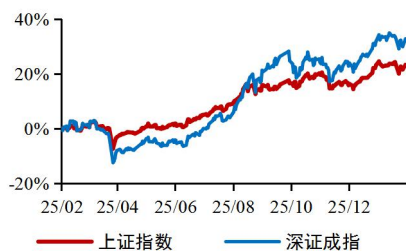


信义山证 汇通天下

研究早观点

2026年2月11日 星期三

市场走势



资料来源：常闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	4,128.37	0.13
深证成指	14,210.63	0.02
沪深 300	4,724.30	0.11
中小板指	8,639.02	0.51
创业板指	3,320.54	-0.37
科创 50	1,471.50	0.91

资料来源：常闻

分析师：

彭皓辰

执业登记编码：S0760525060001

邮箱：penghaochen@sxzq.com

【今日要点】

【山证非银】行业周报（20260202-20260208）：-修订发行承销监管指引，关注板块投资价值

【山证传媒】年度策略报告-AI 应用+IP 生态双轮驱动，行业基本面有望持续向好

【行业评论】电力设备及新能源：电新 2026 年度策略报告-AIDC 电源革命创新机，光伏反内卷静待供需拐点

【行业评论】农林牧渔：农业行业周报（260202-260208）-猪价在旺季或存回调压力

【行业评论】电力设备及新能源：行业周报（20260202-20260208）-SpaceX 百万颗卫星系统部署获受理，2025 年光伏发电利用率 94.8%

【公司评论】(0)：新股覆盖-爱得科技（920180.BJ）：-国内脊柱类椎体成形系统龙头，受益人口老龄化

【公司评论】天孚通信(300394.SZ)：天孚通信 2025 年业绩预告点评-业绩符合预期，1.6T 光引擎和 CPO、NPO 产品放量可期

【公司评论】沃尔核材(002130.SZ)：沃尔核材 2025 年业绩预告点评-产能业绩稳步释放，铜连接龙头市场地位稳固

【行业评论】创新药新格局：从大品种到平台出海，国内商业化全面提速

【今日要点】

【山证非银】行业周报（20260202-20260208）：-修订发行承销监管指引，关注板块投资价值

刘丽 0351--8686985 liuli2@sxzq.com

【投资要点】

- **沪深交易所修订发行承销违规行为监管指引。**沪深交易所分别修订了《发行承销违规行为监管指引》，完善监管标准与违规情形，提升发行承销监管的规范性和透明度。明确自律处分“分类监管、精准追责”原则，完善量罚认定，将违规项目占比、社会危害等纳入考量；完善投资价值研究报告监管，明确专项内部制度及质量审核要求。一方面强化市场主体合规意识，精准遏制各类违规行为，同时兼顾客观容错空间，引导机构主动纠错；另一方面，细化监管裁量，提升监管透明度，规范发行承销秩序，有效保护投资者利益，助力资本市场高质量发展。
- **关注板块投资价值。**随着监管政策进一步完善，提高中长期资金入市比例，资本市场高质量发展，建设金融强国持续推进，作为资本市场重要服务机构，部分券商有望通过外延式和内涵式发展，探索海外业务增量，利用差异化竞争优势，实现业绩的稳步增长，建议关注板块投资机遇。
- **2月2日至2月8日期间，主要指数均下跌，上证综指下跌1.27%，沪深300下跌1.33%，创业板指数下跌3.28%。**期间A股日均成交额2.40万亿元，环比下跌21.43%。截至2月6日，两融余额2.65万亿元；中债-总全价(总值)指数较2025年初下跌2.22%；中债国债10年期到期收益率为1.81%，较2025年初上行20.25bp。
- **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。

【山证传媒】年度策略报告-AI应用+IP生态双轮驱动，行业基本面有望持续向好

潘宁河 panninghe@sxzq.com

【投资要点】

- **传媒业绩增速向上，AI、游戏驱动指数上涨。**2025年全年，传媒指数累计上涨27.17%，位于申万31个一级子行业的第9名。传媒子板块中，游戏、电视广播涨幅分别为60.50%、20.80%，涨幅较为领先。2025年Q1-Q3，传媒行业实现营收3872.78亿元，同比+5.75%；实现归母净利润321.09亿元，同比+37.88%。子板块中，影视、游戏行业板块利润表现亮眼，增速分别为+108.5%、+88.6%。纵观全年，AI仍为25年全年传媒板块上涨的催化剂。

- **大模型持续迭代升级，AI 应用有望加速落地。**随着生成式人工智能多模态能力的显著提升，文本、图像、音频、视频等数据可以直接由人工智能模型进行处理，从而进一步扩展了该技术的应用场景。根据 Grandview Research 数据预测，预计至 2030 年全球 AI 市场将突破 1.8 万亿美元，CAGR 为 37.3%。生成式引擎优化（GEO）是一种前瞻性的数字营销策略，通过优化品牌内容以提高其在 AI 搜索平台中的可读、可信、可用程度。根据秒针营销科学院预测，预计 2030 年全球 GEO 市场规模将破千亿美元，中国市场规模将达 240 亿元。
- **2025 年电影行业稳中求进，关注 2026 年春节档、AI+影视应用。**2025 年全年票房稳中有进，主要系多个重要档期内诞生头部爆款影片，以超预期的票房表现共同助力了全年大盘的不断抬升。展望 2026 年，电影市场迎来内容供给提升及行业结构改善。“漫剧”作为新兴内容形态，AI 助力生产增效显著、增长路径清晰，同时平台激励政策助力行业发展，预计 2026 年起国内漫剧市场有望进入高速增长阶段。
- **国内游戏市场延续增长态势，新品周期开启推动业绩增长。**2025 年中国游戏市场收入为 3507.89 亿元，同比增长 7.68%，其中手游收入同比增长 7.92%，端游收入同比增长 14.97%；2025 年出海市场收入为 204.55 亿美元，同比增长 10.23%。同时，中长期来看 AI 赋能游戏行业带来玩法创新及制作效率提升。2026 年游戏市场有望受益于新游产品周期的稳步开启，叠加出海产品竞争力的不断提升，有望带动游戏行业收入稳步增长。
- **投资建议：**展望 2026 年，我们认为国内外优质的 AI 应用的出现或将持续提升传媒行业的成长性和估值，同时游戏、影视行业有望受益于新游周期的开启、优质内容供给端改善、IP 以及 AI 赋能行业革新。重点推荐布局大模型、All in AI 开辟新增长曲线的昆仑万维 300418.SZ、持续推进 IP 业务布局的上海电影 601595.SH 以及新游周期开启的电魂网络 603258.SH。
- **风险提示：**政策风险，宏观经济下行风险，产品上线不及预期，竞争加剧等。

【行业评论】电力设备及新能源：电新 2026 年度策略报告-AIDC 电源革命创新机，光伏反内卷静待供需拐点

肖索 xiaosuo@sxzq.com

【投资要点】

- 全球 AIDC 景气共振，看好直流供电产业趋势。
- **1) 全球智算需求高增，大厂资本开支提升：**国外云厂商资本开支持续超预期，AI 基础设施投资正在不断加速。2025 财年全球 TOP3 云厂商预计资本开支累计近 3000 亿美元。国内大厂 CAPEX 加速，我国智算云市场也显著增长，将 25-27 财年腾讯的资本开支由 3000 亿元提升至 3500 亿元；将 26-28 年阿里巴巴的资本开支上调至 4600 亿元。
- **2) 高压直流为新一代数据中心供电提供更优解：**AIDC 时代，数据中心向高密度、高能耗方向发展，

催化供配电系统迭代升级。随着 IT 机柜功率密度提升，电压等级更高的±400V 及 800V 会逐渐成为国内外主流。高压 HVDC 能够释放机柜空间、提升供电效率、节省铜材用量。英伟达近期在北美的 OCP 大会上发布了 800V 直流供电白皮书，指出了未来数据中心配电的最终方案会是中压整流器或 SST 方案，并且外部储能系统由可选项变为为必选项。基于主要厂商芯片出货预测，我们预计 2025-2027 年 GPU+AISC 芯片出货总功率合计分别为 8.8GW、18.6GW、22.0GW。基于假设测算，预计 2025-2027 年全球 HVDC 市场空间分别为 24.5 亿元、144.9 亿元、302.6 亿元。

- 光伏行业转型向高质量发展，供需格局有望逐步修复。
- **1) 25 年国内光伏装机创新高，预计 26 年后全球装机增长预期放缓：**2025 年国内光伏装机创新高。根据国家能源局数据，2025 年 11 月国内光伏新增装机 22.0GW，同比-11.0%，环比+74.8%。国内 1-11 月累积新增光伏装机 274.89GW，同比+33.2%。光伏产品出口量持续增长，新兴市场装机步伐加快。2025 年 1-10 月，我国光伏产品（硅片、电池片、组件）出口量 364GW，同比+6%；高基数下预计未来全球光伏新增装机增长预期放缓。根据 BNEF 当前预测，预计 26 年全球光伏装机量 649GW，较 2025 年预计的 655GW 减少 6GW。预计 27 年全球光伏市场装机量预计达 688GW，重回增长轨道；28 年增至 743GW；此后稳步增长，2035 年全球光伏装机量有望达 864GW。
- **2) 反内卷、高质量发展持续推进，行业主动降低开工率：**25 年中央持续彰显“反内卷”决心，12 月中央经济工作会议明确深入整治“内卷式”竞争。企业主动降低开工率，积极改善供需结构。根据百川盈孚，截至 2025 年 11 月底，多晶硅、硅片、电池片、光伏玻璃环节开工率分别为 44.2%、60.9%、53.1%、53.8%，预计 12 月环比 11 月开工率显著进一步下降。
- **3) 价格拐点已至，新技术仍享有溢价：**2025 年产业链价格经历了波动，三季度以来有所回升。上半年抢装过后，6 月产业链价格进入年内低点；6 月底，在《中华人民共和国反不正当竞争法》通过后，在全产业链“不低于成本销售”的共识下，光伏产品价格开始回升并持稳。根据 infolink2025 年 12 月 24 日报价，182*182-210mm 集中式 BC 组件价格为 0.76 元/W，较 TOPCon 溢价 10.9%；分布式 BC 组件价格为 0.76 元/W，较 TOPCon 溢价 7.0%。硅料环节率先收益，毛利润已转正，中下游环节盈利修复空间大。
- **重点推荐：**
- **AIDC: HVDC、SST 及配储方向：**
- **1) 随着芯片效率及机柜功率的提升，国内外数据中心供配电方案革命势在必行，直流方案大势所趋，看好 HVDC 及 SST 方向**随着芯片效率及机柜功率的提升，国内外数据中心供配电方案革命势在必行，直流方案大势所趋，看好 HVDC 及 SST 方向。重点推荐：中恒电气、思源电气；建议关注：科华数据、科士达、伊戈尔等、四方股份、良信股份、中国西电、新特电气等。
- **2) 在北美缺电以及数据中心供配电架构升级背景下，AIDC 配储将由当前的可选项变成未来的必选项，**

储能方向重点推荐：阳光电源、海博思创；建议关注：艾罗能源。

➤ **2、光伏：供给侧+BC 新技术+出海方向：**

- 1) 供给侧：中央经济工作会议明确实施新一轮重点产业链高质量发展行动，预计 2026 年供给侧改善会持续推进，相关标的重点推荐：福莱特、石英股份、大全能源，建议关注：通威股份、旗滨集团、信义光能。
- 2) BC 新技术：在银价飙升的背景下，BC 无银化优势更为凸显，未来 BC 技术是未来大势所趋，相关标的重点推荐：爱旭股份、隆基绿能，建议关注：TCL 中环、协鑫科技、帝尔激光、博迁新材、帝科股份。
- 3) 出海：新兴市场快速发展，已成为新增装机的重点市场，出海相关标的重点推荐：横店东磁、博威合金，建议关注：晶科能源、天合光能、晶澳科技、钧达股份。
- 风险提示：包含但不限于以下风险：HVDC 渗透率提升不及预期、光伏下游需求不及预期、产能扩展带来的竞争环境恶化、新技术投产不及预期、国际竞争格局恶化、国内政策支持力度减弱等。

【行业评论】农林牧渔：农业行业周报（260202-260208）-猪价在旺季后或存回调压力

陈振志 chenzhenzhi@sxzq.com

【投资要点】

- 本周（2月2日-2月8日），沪深300指数涨跌幅为-1.33%，农林牧渔板块涨跌幅为-1.92%，板块排名第23；子行业中食品及饲料添加剂、肉鸡养殖、生猪养殖、水产养殖、粮油加工表现位居前五。
- 本周猪价环比继续下跌，自繁自养生猪养殖利润亏损。截至2月6日，四川/广东/河南外三元生猪均价分别为11.65/11.96/12.38元/公斤，环比上周分别-4.12%/-1.64%/-1.98%；平均猪肉价格为18.34元/公斤，环比上周-1.45%；仔猪平均批发价格16.50元/公斤，环比上周持平。截至2月6日，自繁自养利润为-38.09元/头，环比上周下降63.19元/头；外购仔猪养殖利润为91.42元/头，环比上周下降32.71元/头。
- 饲料行业的竞争已经从单纯的产品竞争逐渐进入到产业链价值的竞争，行业加速整合，市场份额进一步往具有研发优势、规模优势、产业链配套服务优势等头部企业集中。在行业整合的大趋势下，我们看好海大集团的机会：（1）公司凭借高效的内部管理、有效的业务激励、以及突出的产业链服务优势，国内市场份额得到持续提升；（2）亚非拉地区饲料业务的市场容量属一片“蓝海”，公司海外饲料业务有望延续高增长高毛利趋势，成为业绩的又一个增长点；（3）公司目前估值处于历史底部区域，具有较高的安全边际。
- 生猪行业在2026年上半年或将承压，但同时也是产能去化较好的时间窗口。由于行业整体降负债和修复资产负债表的任务尚未完成，如果行业价格持续低迷，或进一步助力市场化去产能。在生猪产业“反内卷”政策的引导下，政策调控下的产能去化也同步推进。此外，以PSY为代表的母猪产能生产效率

曲线的斜率或阶段性趋缓。2026 年可能会出现 2021 年以来第三次幅度较为明显的产能去化，生猪养殖行业基本面和估值有望得到修复，建议关注温氏股份、神农集团、巨星农牧等生猪养殖股。

- **具有从种苗端到食品端产业链优势的头部企业或将表现出更强的经营韧性。**从周期配置的角度，在周期低位，低估值和低预期的品种在配置上或具有良好的风险收益比，建议关注圣农发展：公司种鸡业务稳步推进，市场认可度不断提升；肉鸡饲养加工降本增效，成本管控优势突出，造肉成本有效下降；渠道方面，公司产品在 C 端、餐饮等高价值渠道上的占比不断提升，收入结构不断优化；当前处于 PB 估值的底部区域。
- **我国的养宠渗透率有望继续提高，宠物食品在众多消费行业中仍是相对具有成长性的细分领域。**随着行业新进入者的涌现和流量成本的攀升，传统电商营销边际贡献或放缓，仅靠单一的营销已无法构建持久的品牌护城河，品牌之间的竞争或将从重营销逐渐转向重研发和供应链。建议关注自有品牌领先和持续加大研发的乖宝宠物，以及全球产业链布局领先的中宠股份。
- **风险提示：**养殖疫情风险；自然灾害风险；饲料原料价格波动风险；食品安全风险；汇率波动风险。

【行业评论】电力设备及新能源：行业周报（20260202-20260208）-SpaceX 百万颗卫星系统部署获受理，2025 年光伏发电利用率 94.8%

肖索 xiaosuo@sxzq.com

【投资要点】

- **美国联邦通信委员会接受 SpaceX 百万颗卫星系统部署申请：**1 月 30 日，SpaceX 提交对“一个拥有前所未有的计算能力的卫星星座，可为先进的 AI 模型及其相关应用提供支持”项目的申请，这一卫星系统将最多包含 100 万颗卫星，建立一个环绕地球的轨道数据中心网络。美东时间 2 月 4 日，FCC 接受 SpaceX 公司提出的建造非地球静止轨道卫星系统的申请并进行公示。
- **马斯克：3 年内太空会是部署 AI 最便宜的地方：**2 月 6 日，马斯克作客知名科技访谈播客 Dworkesh Podcast 的节目上线，马斯克表示未来把 AI 放在太空里运行，将会是成本最低的选择，而且会是压倒性地便宜。这一转变会在 36 个月以内发生，甚至可能只需要 30 个月。
- **电力行业规划研究与检测预警中心：2025 年光伏发电利用率为 94.8%：**2 月 6 日，电力行业规划研究与检测预警中心公布 2025 年各省级区域新能源并网消纳情况，2025 年光伏发电利用率为 94.8%，风电利用率为 94.3%。
- **国家能源局：2025 年 12 月新增建档立卡光伏发电项目 6190 个：**2 月 3 日，国家能源局发布关于 2025 年 12 月全国新增建档立卡新能源发电（不含户用光伏）项目情况的公告。公告显示，2025 年 12 月，全国新增建档立卡新能源发电（不含户用光伏）项目共 6233 个，其中风电项目 36 个，光伏发电项目 6190 个（集中式光伏发电项目 48 个，工商业分布式光伏发电项目 6142 个），生物质发电项目 7 个。

➤ 价格追踪

- **多晶硅价格：**根据 Infolink 数据，本周致密料均价为 54.0 元/kg，较上周持平；颗粒硅均价为 52.0 元/kg，较上周持平。春节临近，下游硅片、电池片企业的开工计划不确定性增强，短期采购需求有所延后。据安泰科统计，本周多晶硅主流产品均无报价和成交。市场观望情绪较上周进一步加剧，下游普遍以消化现有库存为主，采购意愿极度低迷。预计短期硅料市场维持供需双弱格局，价格持稳为主。
- **硅片价格：**130um 的 182-183.75mm N 型硅片均价 1.25 元/片，较上周下降 7.4%；130um 的 210mm 型硅片均价 1.55 元/片，较上周下降 6.1%。白银成本高企，下游电池片环节排产预期悲观，对硅片采购需求疲软。硅片企业库存持续增长，预计短期硅片价格承压。
- **电池片价格：**182-183.75mm N 型电池片均价为 0.45 元/W（转换效率 25.0%+），较上周持平；210mm N 型电池片价格为 0.45 元/W（转换效率 25.0%+），较上周持平。2 月份整体电池片排产计划较低，部分电池片企业已开始计划减产或延长春节假期。供给端收缩限制了价格的下跌空间，预计短期电池片价格持平。
- **组件价格：**182*182-210mm TOPCon 双玻组件价格 0.739 元/W，较上周持平；210mm N 型 HJT 组件价格为 0.770 元/W，较上周持平；182*182-210mm 集中式 BC 组件价格为 0.80 元/W，较上周持平，较 TOPCon 溢价 15.9%；分布式 BC 组件价格为 0.84 元/W，较上周持平，较 TOPCon 溢价 10.5%。国内终端对高价组件接受度低，海外虽有抢出口支撑，但已出现客户因价格过高而下单延迟的现象。2 月组件企业开工率或有不同程度下降，预计短期组件价格持稳。
- **玻璃价格：**3.2mm 镀膜光伏玻璃价格为 17.5 元/m²，较上周持平；2.0mm 镀膜光伏玻璃价格为 10.5 元/m²，较上周持平。
- **投资建议**
- **重点推荐：**BC 新技术方向：爱旭股份；供给侧方向：大全能源、福莱特；光储方向：海博思创、阳光电源；电力市场化方向：朗新集团；国产替代方向：石英股份。关注太空光伏：连城数控、帝科股份、隆基绿能、博迁新材、协鑫科技、迈为股份、晶盛机电。
- 风险提示包括但不限于以下风险：光伏新增装机量不及预期；产业链价格波动风险；海外地区政策风险；太空光伏进展不及预期等。

【公司评论】(): 新股覆盖-爱得科技 (920180.BJ): -国内脊柱类椎体成形系统龙头，受益人口老龄化

盖斌赫 gaibinhe@sxzq.com

【投资要点】

- 爱得科技主要从事以骨科耗材为主的医疗器械的研发、生产与销售。公司产品包括脊柱类、创伤类、创面修复类、运动医学类、关节类等制造类产品和骨水泥、关节假体等贸易类产品。公司是国家高新

技术企业，先后获得“江苏省专精特新中小企业”、“苏州市市级企业技术中心”认定，公司产品椎体成形系统和外固定支架先后获得“苏州名牌产品”荣誉。根据医械汇数据，2023年度公司在国内脊柱类椎体成形系统医疗器械厂商中排名第三，在国内脊柱类内植入医疗器械厂商中排名第六。

- **人口老龄化驱动的刚需属性与诊疗渗透率提升保障了骨科植入医疗器械行业长期增长空间。**作为医疗器械最大子行业，骨科植入医疗器械领域 2024 年市场规模达 246 亿元，其中脊柱、创伤、关节三大品类已全面纳入国家集采，短期虽经历价格体系调整，但人口老龄化驱动的刚需属性与诊疗渗透率提升保障了长期增长空间。需求端，我国 65 岁以上人群骨质疏松患病率为 32%，80 岁以上椎体压缩性骨折（OVCF）患病率逾 30%，叠加 2 亿腰椎病患者及年超 600 万骨折住院患者，患者基数持续扩大；供给端，微创介入技术成为主流趋势，椎体成形术（PVP/PKP）凭借创伤小、恢复快的优势快速渗透，运动医学等新兴细分领域以近 20% 的年复合增长率领跑，椎体成形系统细分市场空间达 14.85 亿元；政策端，集采常态化倒逼企业从单一的产品销售向提供手术整体解决方案转型。
- **作为深耕骨科医疗器械行业十余年的综合解决方案提供商，公司已建立起多维协同的竞争优势。**在产品矩阵上，围绕退行性疾病治疗需求形成了覆盖脊柱、创伤、运动医学及创面修复等领域的 132 项产品体系，核心产品椎体成形手术系统凭借全系列解决方案在脊柱微创领域占据领先地位；在客户资源上，成熟的全国性销售网络覆盖所有省份，与各地医院及临床骨科医生建立的深度沟通机制，有效提升了产品认可度和市场渗透率；在技术能力上，累计获得 108 项专利（发明专利 41 项），2022-2024 年研发投入占比达 6.96%，配备高端品牌加工中心与 GMP 十万级净化车间，并承担“苏州市椎体成形微创手术系统研究中心”等多项省市级课题，与江苏科技大学等重点院校开展校企合作；在团队管理上，经验丰富的管理层结合系统化的专业知识与实操培训体系，打造出兼具专业深度与成长潜力的组织模式。
- **估值分析和投资建议：**公司业绩受集采以价换量影响有所下滑，不过公司不断加强对相关非集采产品的推广及市场渗透，一定程度上抵销集采产品收入下降的影响。2022-2025 年分别实现营业收入 2.86 亿元、2.62 亿元、2.75 亿元和 3.02 亿元，同比增速分别为-4.11%、-8.22%、4.87%和 9.74%。公司 2022-2025 年，实现归母净利润分别为 9327.94、6356.86、6713.05、7775.27 万元，同比增长-0.21%、-31.85%、5.60%和 15.82%。公司可比公司威高骨科、大博医疗、凯利泰、三友医疗、春立医疗 2024 年 PE 分别为 53.49、57.25、-41.30、612.05、62.59 倍，均值为 57.78 倍（剔除 PE 异常的凯利泰、三友医疗后）。公司发行后股本为 118.12 万股，发行价对应发行后市值为 9.06 亿元，对应 2024 年市盈率为 13.50 倍，相较于可比具备一定的折价。
- **风险提示：**“带量采购”相关风险；行业监管政策变化风险；销售模式变动风险；经销渠道管理风险；毛利率波动风险；存货减值风险；应收账款回收风险；产品质量及潜在责任风险；新产品的研发和注册风险；实际控制人不当控制的风险；业绩下滑的风险。

【公司评论】天孚通信(300394.SZ)：天孚通信 2025 年业绩预告点评-业绩符合预期，1.6T 光引擎和 CPO、

NPO 产品放量可期

张天 zhangtian@sxzq.com

【投资要点】

- **公司发布 2025 年业绩预告。**公司近期发布了 2025 年业绩预告，2025 年归母净利润预计为 18.8-21.5 亿元，同比增长 40.0%-60.0%；扣非归母净利润预计为 18.3-21.1 亿元，同比增长 39.2%-60.4%。按照业绩预告中值，公司 25Q4 归母净利润或实现 5.5 亿，同比增长 49.9%、环比下降 2.8%。公司认为业绩归因得益于全球高速光器件产品需求稳定增长叠加公司智能制造持续降本增效共同促进了有源和无源产品线营收增长。
- **物料瓶颈逐渐缓解，1.6T 光引擎将环比上量。**海外 CSP 厂商在近期公布的财报中普遍对 AI 硬件资本开支指引乐观，智能体 workflows 成为 token 消耗“杀手级应用”。英伟达在近期已经顺利切换以 GB300 NVL72 为主的出货结构，trendforce 预计 2026 年 GB300 平台占全球 AI 服务器机架出货量的 7 到 8 成。目前英伟达已推出以 800G InfiniBand ConnectX8 网卡搭配 Quantum X800 交换机以及 800G 以太网 ConnectX9 搭配 SpectrumX6 为主的 1.6T（交换机侧）端口解决方案。英伟达供应链方面 1.6T 光模块竞争格局预计较 800G 无重大变化，公司作为光引擎重要合作伙伴享受量价齐升并有能力延伸至模块代工。2025 年下半年以来，EML 等光芯片短缺成为高速光模块放量重要瓶颈，英伟达已向 EML 光芯片供应商进行了产能锁定动作，我们认为公司光引擎业务 2026 起有望环比上量。
- **公司通过 FAU 等核心无源组件定制和高效耦合工艺成为英伟达 CPO 供应链重要玩家。**英伟达已在 Scaleout 网络推出了 Quantum 3450、Spectrum 6810、Spectrum 6800 三款 CPO 交换机，网络功耗下降、集群性能一致性、工作稳定性被认为是主要卖点。Semianalysis 认为天孚极有可能成为 X800-Q3450 CPO 交换机 FAU 核心供应商，其核心优势在于强大的制造能力。而英伟达网络也在 GTC2025 后将公司作为连接器和微光学的核心合作伙伴，负责 ELS 激光器与偏振的结合、光纤在硅光引擎的集成与维护，并将数据输出到前面板等。我们认为，公司在 CPO 交换机的 FAU、光引擎封测、ELS 模组等均具有制造能力，单位价值量或持续提升。
- **Scaleup 侧有望成为 CPO/NPO 主战场，公司有源业务中长期有望看到更大的增长曲线。**Semianalysis 认为，考虑到 Scaleup 相比 Scaleout 采用 CPO 在 TCO 方面具有更显著的优势，Scaleup 光电合封的部署规模将大的多，影响也会更深远。国内方面腾讯认为 NPO 通过将 OE 引擎部署在靠近主芯片，具有低成本和低时延优势，同时尺寸更小、速率更快、降低部署运维工作量，已联合阿里云等在 ODCC 发起 3.2T NPO 标准化项目。Intel 在 SC25 的报告《Photonics Enabled Systems for the Disaggregated Era of Supercomputing and AI》中认为，Rubin Ultra NVL576 由四个 NVL144 canister 组成，每个 canister 通过正交 PCB 背板进行 NVLINK 互联，四个 canister 则有望通过 CPO/NPO 技术实现互联，每个 GPU（按 NVL576 有 144 个 GPU 算）需要 4.5 个 3.2T CPO/NPO 光引擎。展望未来 Scaleup 超节点多厂商扩展到 224G SERDES、500 卡以上超节点，铜连接受限于距离物理极限，光电合封技术或为主流选择。由于

超节点形态下 Scaleup 的带宽是 Scaleout 的 9 倍左右（例如 GB300 CPO/NPO 的渗透带来的弹性将远大于 Scaleout 网络。

- **盈利预测和投资建议：**考虑到 2026 年大客户受益于北美资本开支 1.6T 光模块需求强劲，2027 年后 Scaleout、Scaleup CPO/NPO 相关收入有望起量，我们预计公司 2025-2027 年归母公司净利润 20.1/37.8/55.8 亿元（前次预测为 20.4/34.8/45.2），同比增长 49.3%/88.6%/47.4%，不考虑港股发行摊薄等对应 EPS 为 2.58/4.87/7.18 元，2 月 9 日收盘价对应 PE 分别为 115.4/61.2/41.5，维持“买入-A”评级。风险提示：由于供应链和产能爬坡等因素公司在大客户 1.6T 份额不及预期，行业 CPO 交换机出货不及预期，公司在 CPO 交换机商业模式未确定导致受益价值量不及预期，英伟达 Scaleup CPO/NPO 推进不及预期等。

【公司评论】沃尔核材(002130.SZ)：沃尔核材 2025 年业绩预告点评-产能业绩稳步释放，铜连接龙头市场地位稳固

张天 zhangtian@sxzq.com

【投资要点】

- **公司发布 2025 年业绩预告。**公司预计 2025 年归母净利润 11.0-11.8 亿元，同比增长 29.8%-39.2%；扣非归母净利润 10.4-11.1 亿元，同比增长 29.8%-39.2%。按照业绩预告中值测算，公司 25Q4 或实现归母净利润 3.2 亿元，同环比分别增长 65.7%、20.5%。公司电子材料、通信线缆、电力产品以及新能源汽车产品市场需求持续提升，各业务板块营收均实现不同程度增长，其中通信线缆与新能源汽车业务增速较快。
- **高速铜缆供需两旺，公司 2026 年通信板块业绩展望乐观。**公司已于 1 月 27 日顺利通过港交所上市聆讯标志着公司“AI+新能源”全球化龙头进程得以加速。根据公司最新发布的港股招股书预测，2025 年全球高速铜缆市场规模达 19 亿元，有望以 26.9%的 CAGR 至 2029 年达到 49 亿元。按 2024 年全球收入计算，公司是全球第三大、国内第一大覆盖高速铜缆的通信电缆制造商。2025 年前三季度，公司高速铜缆收入达 7.5 亿元，较 2024 年同期增长 316.6%；高速铜缆毛利率为 45.6%，毛利贡献 3.4 亿元，占 2025 前三季度毛利的 18.2%，随着高速铜缆占比进一步提升对整个公司业绩的拉动将愈加明显。英伟达 NVL72 是数据中心高速铜缆的主要推动者，根据英伟达 2025 年 10 月底在 GTC2025 华盛顿的表述，2025-2026 预计有 1000 万颗 Blackwell（一颗两个 die）出货，绝大部分将为 NVL72 的机柜形态。
- **英伟达 Rubin 平台或升级 448G 铜缆，北美 ASIC、国产算力接力，铜连接市场中短期需求无虞。**英伟达在 CES2026 上正式发布了 Rubin 平台，采用 NVLINK6 每 GPU 带宽 3.6TB（双向），较 Blackwell 平台翻倍，在机柜铜缆数量受限的情况下或采用 448G 定制 SERDES，对铜缆的信号带宽和抗衰减提出了更高要求，价格将显著提升。公司已完成单通道 448G 高速通信线样品的开发，交付重点客户验证中。2026-2027 在英伟达平台 Rubin 逐渐上量下，高速铜缆需求迎来量价齐升市场爆发。展望 2028 以后，

Kyber 机柜或迎来 NVLINK 通信技术重大变化，但我们认为铜连接的生命周期依然旺盛，目前业内已形成了“正交 PCB&连接器，短距用铜，长距用光”的共识。以北美 ASIC 为例，谷歌 TPU 3D Cube 中的立方体内、亚马逊 Trainium 服务器背板以及相邻机柜 AEC、微软 Maia 服务器背板以及 Meta ASIC 服务器背板等均使用了高速铜缆互联。国内方面，以华为 910C 为代表的超节点方案多使用了性价比最优的铜连接方案，因此我们认为铜连接仍处于供给扩张状态。公司目前已部署了 16 台进口发泡芯线挤出机，产能全球领先。

- **全球热缩材料、直流充电枪龙头，国内电缆附件头部厂商，非通信基本盘稳固。**随着工业自动化、轨道交通、航空航天、核电等行业的发展，高性能绝缘保护材料需求不断上升，公司位于全球及国内热缩材料龙头，全球市占率约 20.6%。充电枪方面，受益于国内车桩比仍有空间、V2G 等电网新模式建设以及 800V 和更高电压平台的新能源汽车应用，国内 DC 充电枪市场预计从 2025 年 17 亿元增长至 2029 年 41 亿元。公司在全球和国内新能源车充电产品市场公司规模位列第五，其中 DC 充电枪第一，增长前景广阔。电缆附件方面，受益于“十五五”电网投资更加聚焦特高压、配电网、智慧电网等，高端电缆附件产品需求增长。公司位于全球电缆附件制造商第七以及国内第一。我们认为公司非通信业务处于新能源基建核心环节，行业贝塔持续景气。
- **盈利预测和投资建议：**我们预计公司 2025-2027 归母净利润分别为 11.6/18.8/25.7 亿元（前次预测为 12.9/19.4/26.3 亿元），同比增长 36.3%/62.7%/36.4%，暂不考虑港股发行摊薄对应 EPS 为 0.92/1.49/2.04 元，2 月 9 日收盘价对应 PE 为 29.8/18.3/13.4 倍，维持“买入-A”评级。
- **风险提示：**大客户自制铜缆比例增加、其他供应商导入等导致公司 224G 铜缆收入不及预期，大客户 448G 铜缆价格增长不及预期，英伟达变更 Rubin 平台设计导致高速铜缆市场下滑超出预期，电力电子板块由于大宗原材料成本上涨下游传导不畅毛利率下滑。

【行业评论】创新药新格局：从大品种到平台出海，国内商业化全面提速

魏贇 weiyun@sxzq.com

- **创新药新格局：从大品种到平台出海，国内商业化全面提速**
-
- **中国药企与跨国药企密集达成合作开发协议。**2025-2026 年中国创新药企和跨国药企频繁达成合作研发的重磅交易：2025 年 7 月恒瑞医药和 GSK 达成 125 亿美元战略合作，涵盖“核心资产授权 + 项目池选择权”模式，涉及超 10 个项目合作研发；2026 年 1 月，石药集团和阿斯利康达成最高 185 亿美元的 BD 交易，包括缓释给药技术平台和多肽药物 AI 发现平台的多款新药；2026 年 2 月信达生物和礼来制药达成最高 88.5 亿美元的 BD 交易，由信达主导肿瘤和免疫领域合作研发的多个项目。上述重磅交易呈现金额高、覆盖广、模式升级三大特点，既体现跨国药企对中国创新药研发实力及技术平台的高度认可，也标志着中国药企与跨国药企的合作已从单一核心资产授权，升级为多项目、技术平台联动

的深度绑定，中国创新药从“大品种出海”向“平台出海”转型。

-
- **中国已成全球创新药 BD 市场的核心驱动力之一。**到 2030 年全球将专利到期的创新药销售额约 2360 亿美元，中国临床管线 5000 多项，已经占全球超过 1/3。中国研发成本远低于跨国药企，已成为全球创新药供给的核心来源。2025 年中国 BD 交易总金额达 1388 亿美元（+135%），首付款 75 亿美元（+63%），交易以 License-out 为主。根据医药魔方数据，中国 II 期及以后临床中肿瘤以 519 项居首，血液 182 项和免疫 146 项；其后，感染 133 项、代谢 107 项、心血管 102 项。肿瘤领域，完成授权的 PD-1/VEGF 双抗、PD-1/IL-2 双抗融合蛋白及 TROP2、EGFRxHER3、B7H3 ADC 正在推进全球临床；早研的 pan-RAS（on）抑制剂、PD-1/VEGF/CTLA-4 三抗、PD-L1 ADC 等品种有望学术会议公布临床数据。
-
- **中国创新药迎来快速商业化阶段。**中国参保人数已达 13.4 亿人，全民医疗需求旺盛，2018 年至 2024 年医保基金累计支出 16.48 万亿元，CAGR 为 11%。医改推动基金高效使用，医保结余稳步增长，2025 年全国基本医保统筹基金总收入、总支出、结余分别为 2.95、2.42、0.53 万亿元，同比增长 3.6%、1.5%、14.5%。截至 2025 年国家医保基金协议期内的谈判药品支出超 4600 亿元，拉动药品销售额超过 6000 亿元。2025 年 7 月《支持创新医药高质量发展的若干措施》及“十五五”规划建议支持生物制造产业创新，在此背景下，2025 年医保目录新增 114 种药品，其中 1 类创新药 50 种，谈判成功率 88%。首版商保目录纳入 19 种新药，多层次支付体系打通放量通道。
-
- **风险提示：**全球地缘政治风险，创新药研发失败及竞争加剧风险，新药授权合作破裂风险。

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

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号
华润金融大厦 23 楼

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

