

中银晨会聚焦-20260409

■ 重点关注

【策略研究】策略点评*王君 徐沛东。足球主题正由事件博弈向产业链扩散演绎，短期热度有望延续，中期需继续观察赛事经济的落地兑现。

【房地产】金地集团*夏亦丰 许佳璐。摘要：金地集团公布 2025 年年报。公司 2025 年实现营业总收入 358.6 亿元，同比下降 52.4%；归母净利润-132.8 亿元，亏损扩大（2024 年亏损 61.2 亿元）。公司 2025 年无分红计划。

【电子】豪威集团*苏凌瑶 茅珈恺。豪威集团 2025 年营收和归母净利润同比稳健增长，各业务板块表现分化。车载和新兴应用驱动 CIS 业务增长，车载模拟 IC 成为模拟业务增长亮点，显示解决方案积极转型 OLED DDIC 赛道。维持买入评级。

【基础化工】彤程新材*余嫒嫒 范琦岩。电子材料方面，公司是国内半导体光刻胶龙头，ArF、KrF、EBR 等新产品系列陆续通过国内多家客户验证并逐渐放量，同时布局显示材料、CMP 抛光垫等业务打造电子化学品平台型企业；汽车/轮胎用特种材料方面，公司是全球最大的轮胎橡胶用特种酚醛树脂供应商，稳居行业龙头地位。看好公司电子化学品业务持续突破，首次覆盖，给予买入评级。

【电子】恒玄科技*苏凌瑶 茅珈恺。恒玄科技发布 2025 年年度报告。公司 2025 年营收结构呈现多元化趋势。TWS 耳机和智能手表持续巩固细分市场地位，公司前瞻性布局智能眼镜高增长赛道，自研 6nm SoC 赋能端侧 AI 未来。维持增持评级。

【计算机】英伟达份额腰斩，寒武纪等国产 AI 芯片商扳回局面*杨思睿 郑静文。中国主导的世界数据组织（WDO）在北京成立，标志着中国从全球贸易体系的“入局者”转变为数据时代全球规则制定的“组局者”；英伟达以 20 亿美元投资 Marvell，通过绑定 NVLink Fusion 等互连技术，加速结盟原本可能竞争的芯片厂商，以巩固其在多元化 AI 未来中的平台主导地位；2025 年国产 AI 芯片在中国云端市场占比升至 41%，华为以近 20% 份额居首，英伟达份额从 95% 腰斩至 55%。

4 月金股组合

股票代码	股票名称
0119.HK	保利置业集团
600428.SH	中远海特
1519.HK	极兔速递-W
002648.SZ	卫星化学
002409.SZ	雅克科技
300750.SZ	宁德时代
600535.SH	天士力
600519.SH	贵州茅台
300662.SZ	科锐国际
603115.SH	海星股份

市场指数

指数名称	收盘价	涨跌%
上证综指	3995.00	2.69
深证成指	14042.50	4.79
沪深 300	4595.56	3.49
中小 100	8570.93	4.62
创业板指	3347.61	5.91

行业表现（申万一级）

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
通信	6.96	石油石化	(2.64)
电子	6.60	煤炭	(1.56)
传媒	6.52	银行	0.80
计算机	6.45	农林牧渔	1.53
有色金属	5.99	食品饮料	1.57

资料来源：万得，中银证券

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

证券分析师：王军

(8621)20328310

jun.wang_sh@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300511070001

重点关注

【策略研究】策略点评—足球主题在涨什么？

王君 徐沛东

足球主题正由事件博弈向产业链扩散演绎，短期热度有望延续，中期需继续观察赛事经济的落地兑现。

在我们的中长级主题投资系统中，截至4月3日，足球概念（885580.TI）综合热度为0.62，近两周热度提升0.21，足球主题已由边缘题材逐步进入中等偏上的活跃区间。当前热度已有明显抬升，但尚未进入高拥挤状态，仍属于“新催化驱动下的阶段性升温”，其短期仍具备继续演绎的基础，但更偏事件驱动而非纯基本面主导。

4月7日，足球概念股整体表现活跃，板块热度明显抬升。盘中金陵体育一度触及涨停，中体产业、共创草坪、粤传媒等个股涨停或大幅上行，午后中体产业回封涨停，舒华体育、双象股份、力盛体育等跟涨，显示资金对足球及体育产业链相关方向的关注度持续提升。从这一轮盘面表现看，足球主题的交易逻辑已不再局限于单一“世界杯概念”，而是逐步向“体育产业+赛事经济+城市消费场景”扩散：一方面，资金继续围绕足球直接映射的高辨识度标的展开博弈；另一方面，也开始向草坪材料、体育用品、赛事传播等外围链条延伸，反映出市场对足球主题的理解正由单点事件交易转向产业链条联动。体育概念股的集体上涨，本质上是在交易“赛事密集落地-人气聚集-消费外溢-主题扩散”的传导逻辑。

足球主题本轮升温主要来自三条主线共振。第一条是国际赛事主线，FIFA官网显示，2026年美加墨世界杯将于6月11日至7月19日举行，共进行104场比赛，赛事窗口明确、外部关注度较高，有助于持续强化市场对足球及体育消费板块的关注。第二条是国内“城超”主线，浙江“吴越杯”已于4月6日打响，江苏“苏超”将于4月11日开赛且常规赛共22轮78场，湖北城市足球联赛揭幕战定于4月12日，福建“闽超”揭幕战定于4月19日，4月内多省联赛密集启动，足球主题的催化正在由“预期”转向“落地”。第三条是政策主线，2026年政府工作报告提出“加快重塑足球青训体系”。国家体育总局此前发布《关于开展全国足球发展重点城市建设工作的指导意见》，明确提出到2026—2030年推动重点城市足球管理体系、基础设施和青训体系持续完善；“十五五”时期体育强国建设相关部署亦提出聚焦赛事经济、打造自主品牌赛事活动，进一步强化了板块的政策叙事。

本轮行情重要的增量在于国内省域赛事的密集启动，使足球相关主题从“海外事件映射”转向“本土赛事经济落地”，有助于增强题材的持续性和扩散性。若后续地方联赛上座率、品牌赞助、票务销售及文旅消费联动继续强化，足球主题有望从单点情绪交易进一步演变为体育消费链条的阶段性主线。

个股层面，建议围绕三条主线进行跟踪。一是赛事运营及体育器材主线，可关注金陵体育、中体产业等当前足球/体育主题中最直接、辨识度最高的受益方向，通常在情绪升温阶段具备更高弹性。二是赛事场景配套及运动消费主线，可关注共创草坪、舒华体育等赛事对应的草坪材料、体育用品及场景建设方向标的，在赛事扩容和场馆需求提升背景下有望获得边际催化。三是传播与流量变现主线，可以关注粤传媒等，若赛事热度持续发酵，媒体传播和区域流量承接方向也有望受益。

风险提示：赛事催化降温；概念映射强于业绩兑现；商业化落地不及预期；市场情绪回落风险。

【房地产】金地集团—营收下降业绩亏损；25年重回核心城市土地市场

夏亦丰 许佳璐

摘要：金地集团公布2025年年报。公司2025年实现营业总收入358.6亿元，同比下降52.4%；归母净利润-132.8亿元，亏损扩大（2024年亏损61.2亿元）。公司2025年无分红计划。

公司结算规模收缩导致营收下滑；业绩出现亏损，主要是因为开发和物管业务毛利率下降+财务费用增长+减值增加。2025年公司营业总收入358.6亿元，同比下降52.4%，受制于前期销售下滑，公司结算规模同比减少，房地产业务结转收入238.9亿元，同比下降60.2%；归母净利润为-132.8亿元，亏损扩大（2024年亏损61.2亿元），多方面的因素叠加所致：1）结算的房地产项目毛利水平大幅下降，公司房地产开发毛利率7.9%，同比下降6.2个百分点；以及物业管理业务毛利率8.2%，同比下降1.9个百分点。2）三费率同比提升6.4个百分点至15.9%，其中财务费用22.7亿元，同比增长10.3%，主要是因为利息收入减少；3）基于谨慎性原则对部分资产计提减值，公司资产与信用减值损失合计91亿元，同比增加28亿元，资产减值损失占存货的比重为5.2%，同比提升0.5个百分点；4）投资收益-26.4亿元，虽然亏损同比减少1.0亿元，但亏损仍然较大。受市场持续下行影响，公司短期业绩保障程度持续承压，2025年末公司预收账款151亿元，同比下降55.7%，预收账款/营业收入为0.42X，同比下降0.03X。

公司盈利能力显著承压。2025年公司整体毛利率、净利率、归母净利润率分别为13.1%、-43.4%、-37.1%，同比分别下降1.9、33.0、29.0个百分点。受亏损影响，公司ROE同比下降了180.9个百分点至-29.1%。毛利率下滑主要是因为房地产业务毛利率同比下降6.2个百分点至7.9%，物业管理业务毛利率8.2%，同比下降1.9个百分点；不过，物业出租及其他业务毛利率为58.1%，同比提升3.8个百分点。三项费用率同比提升了6.4个百分点至15.9%。公司少数股东亏损22.4亿元，亏损同比增加5.4亿元，少数股东损益占净利润的比重为14.4%，同比下降7.4个百分点。

公司有息负债规模持续压降，几乎全部的有息负债均为银行借款，融资成本持续下降。截至 2025 年末，公司有息负债 672 亿元，同比下降 9.0%。有息负债中银行借款占比 98.6%，融资成本降至 3.92%，较 2024 年下降 13BP。公司短期负债占全部有息负债比重为 46%，同比提升 2 个百分点。年末公司剔除预收账款后的资产负债率为 61.8%，同比提升 1.6 个百分点，净负债率为 65.4%，同比提升 16.0 个百分点，现金短债比 0.4X，同比下降 0.3X，为“黄档房企”。

公司在手现金明显减少，经营性现金流大幅减少。截至 2025 年末，公司货币资金 127 亿元，同比下降 44.2%。2025 年经营性现金净流入 0.2 亿元，同比下降 99.9%，主要是因为销售回款减少，销售商品、提供劳务收到的现金同比下降 52.6%至 199 亿元；同时，筹资性现金净流出 95 亿元（2024 年净流出 236 亿元），主要是因为偿还借款减少。

2025 年公司销售规模收缩，销售排名持续下滑。2025 年公司实现合同销售金额 300 亿元，销售面积 227 万平，同比分别下降 56.2%和 51.9%；销售均价约 13236 元/平，同比下降 8.9%。全口径销售金额排名第 23，较 2024 年下降了 9 个名次。2026 年 1-3 月实现签约销售金额 33 亿元，销售面积 22 万平，同比分别下降 59.5%和 57.1%，销售降幅进一步扩大，销售排名第 34 位，销售均价 14932 元/平，同比下降 5.6%。

不过，公司在 2025 年重回核心城市土地市场，在杭州、上海、武汉均有新增。2025 年公司在杭州、上海、武汉 3 个城市拿地 5 宗，成交总价 14.5 亿元，同比增长 309.1%，拿地建面 11.2 万平，同比增长 108.2%，楼面均价 12882 元/平，同比增长 96.5%，拿地强度（拿地金额/销售金额）5%，同比提升 4 个百分点，虽然公司拿地量与拿地强度均提升，但拿地权益比例仍然较低，平均仅为 20%，同比下降 11 个百分点，权益拿地金额仅 2.8 亿元。2026 年 1-2 月公司在大连拿地 1 宗，拿地金额 7.4 亿元，拿地建面 9.9 万平，楼面均价 7454 元/平，拿地强度提升至 40%。截至 2025 年年末，公司总土地储备约 2472 万平，同比下降 15.2%，权益土地储备约 1059 万平，土地储备权益比例为 43%，同比基本持平，一、二线城市占比约 79%。

投资建议与盈利预测：

公司目前仍处于解决过去负债、修复经营的过程中。2025 年在杭州、上海等核心城市拿地在某种程度上说明了公司仍有积极面对行业变化的决心，短期公司整体处于筑底阶段，若经营情况改善，后续有望轻装上阵。考虑到 2024、2025 年公司连续出现亏损及行业持续面临下行压力，我们下调 2026-2027 年盈利预测。我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 255/176/148 亿元，同比增速分别为-29%/-31%/-16%；归母净利润分别为-117/-112/-104 亿元；对应 EPS 分别为-2.58/-2.48/-2.30 元。当前股价对应的 PB 分别为 0.35X/0.52X/0.97X。我们给予公司评级为“增持”评级。

评级面临的主要风险：

销售与结算不及预期；拿地不及预期；毛利率下滑幅度超出预期；增量融资落地不及预期。

【电子】豪威集团—多业务线驱动稳健增长，车载与新兴应用引领未来

苏凌瑶 茅珈恺

豪威集团 2025 年营收和归母净利润同比稳健增长，各业务板块表现分化。车载和新兴应用驱动 CIS 业务增长，车载模拟 IC 成为模拟业务增长亮点，显示解决方案积极转型 OLED DDIC 赛道。维持买入评级。

支撑评级的要点

2025 年营收和归母净利润稳健增长，各业务板块表现分化。豪威集团 2025 年营收 288.55 亿元，YoY+12%；毛利率 30.6%，YoY+1.2pcts；归母净利润 40.45 亿元，YoY+22%。2025 年公司图像传感器业务营收 212.46 亿元，YoY+11%；半导体分销业务营收 49.05 亿元，YoY+25%；模拟解决方案业务营收 16.13 亿元，YoY+13%；显示解决方案业务营收 9.41 亿元，YoY-8%；半导体设计服务业务营收 1.10 亿元，YoY+21%。2025 年公司营收实现稳健增长；依托管理效能的持续优化，公司净利润和整体盈利能力同步得到稳步提升。

车载和新兴应用驱动 CIS 业务增长，智能手机业务承压。公司 2025 年图像传感器业务营收 212.46 亿元，占主营业务收入比例约 74%，营收增长主要得益于汽车智能驾驶和新兴应用领域的推动。随着汽车自动驾驶需求升级，车载 CIS 向 800 万像素高分辨率产品迭代。公司产品全面覆盖 ADAS、座舱监控、电子后视镜、仪表盘摄像头、后视与全景影像等应用场景。2025 年公司车载 CIS 营收 74.71 亿元，YoY+27%。运动及全景相机、智能眼镜、端侧 AI 及机器视觉等各类新兴市场正推动 CIS 需求逐步释放。公司受益于相关行业的快速发展，相关业务营收快速增长。其中，公司在智能眼镜领域实现 CIS 芯片集成 NPU 的技术突破，通过芯片级感知和 AI 计算的紧密融合，为解决智能眼镜在实时性、功耗、隐私和体积等方面的核心挑战提供了理想方案，公司相关业务未来具备广阔的增长潜力。2025 年公司新兴应用 CIS 营收 23.69 亿元，YoY+212%。2025 年中国智能手机市场呈现上半年回升、下半年下滑的趋势。在存储价格预计大幅上涨的背景下，手机厂商成本压力加剧。公司积极应对行业变化，推出 5000 万像素一英寸高动态范围 CIS OV50X 并已实现量产交付。同时公司 2 亿像素 CIS 已经通过客户验证并实现导入，将为公司市场份额提升打开新的增长空间。2025 年公司智能手机 CIS 营收 82.72 亿元，YoY-16%。

车载模拟 IC 成为模拟解决方案业务增长亮点，显示解决方案业务积极转型。公司模拟解决方案包括模拟 IC 和分立器件两大品类，覆盖电源管理、信号调理、功率驱动等核心赛道。2025 年公司持续巩固和下游客户合作，实现市场份额稳步提升。2025 年公司车载模拟 IC 营收 2.96 亿元，YoY+48%，成为拉动公司模拟板块增长的核心动力。未来随着本土化导入深化与智能化需求持续释放，车载模拟 IC 业绩增长潜力将进一步释放。公司显示解决方案包括 LCD TDDI、OLED DDIC、TED 等多款芯片。2025 年受手机 LCD TDDI 市场需求下降和供给冗余影响，标准品价格持续承压。同时，公司和国内领先的面板厂密切合作，成功开发出智能手机 OLED DDIC，已成功导入一线面板厂商，实现量产出货。

估值

考虑到存储涨价对消费电子的负面影响，我们预计 2026 年下游消费电子销量可能会同比下滑。我们下调公司 2026/2027 年 EPS 至 3.29/3.83 元，并预估 2028 年 EPS 为 4.29 元。截至 2026 年 4 月 3 日收盘，公司总市值约 1137 亿元，对应 2026/2027/2028 年 PE 分别为 27.4/23.5/21.0 倍。维持买入评级。

评级面临的主要风险

行业需求不及预期。市场竞争格局恶化。应用创新不及预期。供应链风险。

【基础化工】彤程新材—国内半导体光刻胶龙头，打造电子化学品平台型企业

余嫻嫻 范琦岩

电子材料方面，公司是国内半导体光刻胶龙头，ArF、KrF、EBR 等新产品系列陆续通过国内多家客户验证并逐渐放量，同时布局显示材料、CMP 抛光垫等业务打造电子化学品平台型企业；汽车/轮胎用特种材料方面，公司是全球最大的轮胎橡胶用特种酚醛树脂供应商，稳居行业龙头地位。看好公司电子化学品业务持续突破，首次覆盖，给予买入评级。

支撑评级的要点

公司是国内领先的新材料综合服务商，业绩稳健增长。2025 年前三季度公司在我国半导体光刻胶以及 TFT 阵列光刻胶市场的销售金额均位居中国供应商首位。轮胎用橡胶助剂及其他化工产品方面，公司是全球最大的轮胎橡胶用特种酚醛树脂供应商，稳居行业龙头地位，并连续多年是我国最大的橡胶酚醛树脂生产商，与国内外轮胎企业建立了长期稳定的业务合作关系。可完全生物降解材料方面，公司围绕 PBAT 聚合工艺及改性方案创新，在相关行业实现突破性应用。2025 年前三季度公司实现营收 25.23 亿元，同比+4.06%；实现归母净利润 4.94 亿元，同比+12.65%。

公司是国内半导体光刻胶龙头企业。AI 等领域快速发展带动半导体材料需求提升，光刻胶市场规模持续增长，2024 年全球集成电路晶圆制造用光刻胶市场规模为 32.7 亿美元，同比增长 14.7%，预计 2025 年全球集成电路晶圆制造用光刻胶市场规模将增长至 35.5 亿美元。2024 年中国集成电路晶圆制造用光刻胶市场规模为 53.54 亿元，同比 2023 年增长 8.40%，其中 g/i 线、KrF、ArF、ArFi、PSPI 光刻胶市场规模分别为 5.78/24.84/4.43/10.12/8.37 亿元。光刻胶具有较高的国产替代壁垒，全球高端半导体光刻胶市场份额主要被日本和美国企业占据，G/I 线光刻胶国产化率为 30%，KrF 光刻胶国产化率为 10%，ArF 光刻胶国产化率为 2%，EUV 光刻胶仍处于研发阶段。公司全资子公司彤程电子持有北京科华 96.3295% 的股份，北京科华在 IC 光刻胶方面为国内第一，是唯一被 SEMI 列入全球光刻胶八强的中国光刻胶企业。25H1 公司半导体光刻胶业务实现营收近 2 亿元，同比增长超 50%。公司 ArF 光刻胶、KrF 光刻胶、抗反射涂层、EBR 等新品在 25H1 已通过国内多家客户验证并上量，同时公司传统优势产品 KrF 光刻胶同比增长近 50%、ICA 光刻胶保持 167% 的高速增长、G/I 线光刻胶稳健增长 26%。25H1 公司 I 线化学放大厚膜胶在多家 12 寸客户实现稳定快速的应用扩展，销量持续攀升，40-80 um 超厚膜负性抗电镀光刻胶通过国内头部封装厂验证；此外公司自产树脂持续开发。公司年产 1.1 万吨半导体、平板显示用光刻胶及 2 万吨相关配套试剂项目已部分建设完成，其中包括年产 300/400 吨 ArF 及 KrF 光刻胶量产产线，进一步夯实产能优势。

公司布局显示材料、CMP 抛光垫等业务打造电子化学品平台化企业。随着 OLED 面板渗透率提升、大尺寸显示面板需求增长、全球显示面板产能持续向中国转移，我国 TFT-LCD 光刻胶市场规模预计从 2023 年的 59.9 亿元增至 2025 年的 68.43 亿元，CAGR 为 6.88%。公司子公司彤程电子持有北旭电子 100.00% 股权，北旭电子是国内最大的液晶正性光刻胶本土供应商，同时也是中国大陆首家实现 Array 用正性光刻胶本土量产的厂商。25H1 公司显示光刻胶产品实现营收 1.80 亿元，同比增长 13.6%，销量同比增长 12.5%。此外公司在显示材料板块陆续布局有机绝缘膜及发光材料，未来有望提供新增长点。另一方面，公司于江苏金坛建设的 CMP 抛光垫项目顺利达产后可实现年产半导体芯片先进抛光垫 25 万片。截至 25H1 该项目已完成产线建设和产品生产验证，并开始在国内龙头芯片企业逐步开展验证，验证进程推进顺利。截至 2025 年中报，公司已分别收到 8 寸及 12 寸重要客户的首次正式 CMP 抛光垫订单，实现 CMP 抛光垫量产出货。

公司是全球最大的轮胎橡胶用特种酚醛树脂供应商。2001-2024 年我国橡胶助剂产量由 13.80 万吨增长至 158.79 万吨，CAGR 达 11.21%。未来在下游汽车工业增长的带动下，尤其是新能源汽车快速增长，橡胶助剂行业有望保持稳定向上的增长。公司是全球最大的轮胎橡胶用特种酚醛树脂供应商，稳居行业龙头地位。2025 年前三季度公司特种橡胶助剂实现营收 17.56 亿元，同比下降 4.50%；产量 10.91 万吨，同比增长 0.25%；销量 11.83 万吨，同比增长 1.00%。25H1 公司一方面深化与国内头部轮胎企业的战略合作，另一方面重点突破欧美高端市场，国际业务占比提升。随着国内轮胎企业加速海外布局以及国际市场需求增长，公司海外市场份额有望持续提升。

估值

公司是国内半导体光刻胶龙头，致力于打造电子化学品产业化平台，同时也是全球最大的轮胎橡胶用特种酚醛树脂供应商。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 6.24/7.57/9.85 亿元，EPS 分别为 1.01/1.23/1.60 元，PE 分别为 48.5/40.0/30.8 倍。看好公司电子化学品业务持续突破，首次覆盖，给予买入评级。

评级面临的主要风险

新产品、新技术研发与市场竞争加剧风险；宏观市场需求波动风险；原材料价格波动风险。

【电子】恒玄科技—营收结构优化，平台化布局着眼未来成长空间

苏凌瑶 茅珈恺

恒玄科技发布 2025 年年度报告。公司 2025 年营收结构呈现多元化趋势。TWS 耳机和智能手表持续巩固细分市场地位，公司前瞻性布局智能眼镜高增长赛道，自研 6nm SoC 赋能端侧 AI 未来。维持增持评级。

支撑评级的要点

营收结构优化，平台化转型增强经营韧性。恒玄科技 2025 年营收 35.25 亿元，YoY+8%；毛利率 38.7%，YoY+4.0pcts；归母净利润 5.94 亿元，YoY+29%。2025 年公司产品不断升级，营收结构趋于多元化。其中，蓝牙音频芯片营收占比从 62% 下降至 53%；智能手表/手环芯片营收占比从 32% 小幅上升至 35%；智能硬件及其他芯片产品营收从 6% 上升至 12%。营收结构的多元化和产品结构的升级，提升了公司的经营韧性和抗风险能力。恒玄科技逐步向平台型芯片公司迈进。

TWS 与智能手表双轮驱动，技术领先巩固细分市场地位。根据 IDC 数据，2025H1 中国蓝牙耳机出货量为 5,998 万台，YoY+8%，其中 TWS 耳机依然是出货助力，但是 OWS 耳机成为最大增量。蓝牙耳机市场转向细分品类驱动，舒适佩戴和场景适配成为市场核心诉求。在 TWS 耳机领域，公司以前瞻的产品定义和快速的响应能力，较早推出支持双耳通话、集成主动降噪等功能的产品，迅速抢占了品牌市场。根据 IDC 数据，2025 年中国腕戴设备市场出货量为 7,390 万台，YoY+21%；其中智能手表市场出货量为 5,061 万台，YoY+17%；其中手环市场出货量 2,329 万台，YoY+29%。智能手表/手环市场正在向 AI 集成、医疗健康服务、轻量化等趋势发展。2025 年公司凭借在蓝牙、低功耗、高集成领域多年的技术积累，成功推出业内第一颗运动手表主控芯片，并在业内率先推出采用 12nm 和 6nm 先进工艺的新一代可穿戴主控芯片，在智能手表市场份额快速提升。

前瞻性布局智能眼镜高增长赛道，自研 6nm SoC 赋能端侧 AI 未来。根据 IDC 预估，2026 年全球智能眼镜市场出货量将突破 2,369 万台，其中中国智能眼镜市场出货量将突破 492 万台，智能眼镜市场正式迈入规模化增长新阶段。IDC 预估 2026 年智能眼镜市场中支持端侧 AI 的产品占比将超过 30%，支持语音助手大模型的占比将超过 75%，为复杂任务提供支持。2025 年公司面向智能眼镜等低功耗智能终端市场研发了新一代智能旗舰可穿戴 SoC 芯片 BES6100 系列。该产品采用 6nm 先进工艺和混合系统架构，兼顾高性能计算和超低功耗。其中，低功耗域集成 Wi-Fi6、蓝牙 7.0、多核低功耗 Cortex-M 处理器、低功耗摄像头和显示模块、低功耗内存系统和 RTC 电源管理系统，可高效支持语音和音频传输、语音唤醒、环境感知、姿态跟踪等全天候轻量级应用；高性能域集成多核 Cortex-A 处理器、多核 NPU 和 GPU，综合算力相较于 BES2800 大幅提升，可满足 Linux/Android 系统运行和端侧 AI 模型的推理需求。此外，公司自研用于智能眼镜的低功耗高性能 ISP 技术，凭借良好的硬件性能和深度定制的影像链路，较好适配了 AI 眼镜对实时视觉感知和超清记录的需求。

估值

考虑到存储涨价对消费电子的负面影响，我们预计 2026 年下游消费电子销量可能会同比下滑。我们下调公司 2026/2027 年 EPS 预估至 3.69/5.49 元，并预估 2028 年 EPS 为 6.62 元。截至 2026 年 4 月 3 日收盘，公司总市值约 273 亿元，对应 2026/2027/2028 年 PE 分别为 43.8/29.5/24.5 倍。考虑到公司当前 PE Bands 位于历史偏低水平，维持增持评级。

评级面临的主要风险

行业需求不及预期。市场格局恶化。终端应用创新不及预期。

【计算机】英伟达份额腰斩，寒武纪等国产 AI 芯片商扳回局面——计算机行业“一周解码”

杨思睿 郑静文

中国主导的世界数据组织（WDO）在北京成立，标志着中国从全球贸易体系的“入局者”转变为数据时代全球规则制定的“组局者”；英伟达以 20 亿美元投资 Marvell，通过绑定 NVLink Fusion 等互连技术，加速结盟原本可能竞争的芯片厂商，以巩固其在多元化 AI 未来中的平台主导地位；2025 年国产 AI 芯片在中国云端市场占比升至 41%，华为以近 20% 份额居首，英伟达份额从 95% 腰斩至 55%。

支撑评级的要点

从“入局”到“组局”：WDO 落户北京，全球数据新秩序拉开帷幕。世界数据组织在北京正式完成组建。WDO，全称 World Data Organization，全球首个致力于推动数据发展与治理实践的专业性、非政府、非营利性国际团体，总部设在北京。筹备期已吸引超 200 家会员，覆盖全球 40 多个国家，其中约 60 家世界 500 强企业。如果说 WTO 是中国“入局”全球贸易体系的里程碑，那么 WDO 落户中国，意味着中国在数据这个全新的赛道上，开始扮演“组局者”的角色。这不是一个组织的诞生，这是一个时代的注脚。全球数据新秩序的帷幕，正在缓缓拉开。相关企业包括海天瑞声、达梦数据、拓尔思、国投智能、用友网络、泛微网络等。

英伟达 20 亿美元投资 Marvell，AI 芯片格局改变。芯片制造商 Marvell 已基本转型为一家人工智能数据中心公司，该公司是最新一家获得英伟达 20 亿美元投资的企业。这笔投资旨在帮助 Marvell 将多项技术投入量产，同时（但显然并非依赖于）双方的战略合作，该合作允许客户将两家公司的多种技术进行组合搭配，以构建其人工智能系统。英伟达对 Marvell 的 20 亿美元投资，与 3 月初英伟达对 Lumentum 和 Coherent 的两笔 20 亿美元投资遥相呼应。

国产 AI 芯片份额超四成，英伟达中国市场份额腰斩。根据光明网报道，市场研究机构 IDC 最新的研究表示，在 2025 年的中国云端 AI 加速器市场，中国本土的 GPU 和 AI 芯片厂商占据了近 41% 的市场份额，曾经在中国市场占据主导地位的英伟达的份额几乎腰斩。同时，报告还公布了 7 家国产 AI 芯片厂商的出货量排名。IDC 的数据显示，中国本土的 GPU 和 AI 芯片厂商在 2025 年向本土的 AI 服务器市场交付了 165 万张 AI 加速卡，在总出货量 400 万张加速卡当中的占比超 41%。相比之下，基于英伟达 GPU 的 AI 加速卡在中国市场的出货量预计约 220 万张卡，市场份额约 55%。这与英伟达的 H20 AI 加速卡被美国实施出口管制之前所宣称的在中国市场占据的 95% 份额下滑了近一半。国产 AI 芯片企业包括云天励飞、寒武纪、海光信息、芯原股份、摩尔线程、沐曦股份、壁仞科技等。

投资建议

建议关注数据要素及 AI 芯片相关企业，包括海天瑞声、达梦数据、拓尔思、国投智能、用友网络、泛微网络、云天励飞、寒武纪、海光信息、芯原股份、摩尔线程、沐曦股份、壁仞科技等。

评级面临的主要风险

技术创新不及预期；政策推行不到位；下游需求景气度不稳定的风险。

中银证券研究部

首席经济学家

徐高 S1300519050002 gao.xu@bocichina.com

全球首席经济学家

管涛 S1300520100001 tao.guan@bocichina.com

宏观研究团队

朱启兵 S1300516090001 qibing.zhu@bocichina.com

张晓娇 S1300514010002 xiaojiao.zhang@bocichina.com

刘立品 S1300521080001 lipin.liu@bocichina.com

陈琦 S1300521110003 qi.chen@bocichina.com

郭军 S1300519070001 Jun.guo@bocichina.com

固收研究团队

肖成哲 S1300520060005 chengzhe.xiao@bocichina.com

张鹏 S1300520090001 peng.zhang_bj@bocichina.com

策略研究团队

王君 S1300519060003 jun.wang@bocichina.com

徐沛东 S1300518020001 peidong.xu@bocichina.com

郭晓希 S1300521110001 xiaoxi.guo@bocichina.com

徐亚 S1300521070003 ya.xu@bocichina.com

高天然 S1300522100001 tianran.gao@bocichina.com

金融工程研究团队

郭策 S1300522080002 ce.guo@bocichina.com

李腾 S1300522080001 tengli@bocichina.com

宋坤笛 S1300123070004 kundi.song@bocichina.com

非银金融研究团队

张天愉 S1300521100002 tianyu.zhang@bocichina.com

刘恩阳 S1300523090004 enyang.liu@bocichina.com

苏雪儿 S1300526030001 xueer.su@bocichina.com

地产研究团队

夏亦丰 S1300521070005 yifeng.xia@bocichina.com

许佳璐 S1300521110002 jialu.xu@bocichina.com

轻工纺服研究团队

夏亦丰 S1300521070005 yifeng.xia@bocichina.com

许佳璐 S1300521110002 jialu.xu@bocichina.com

电新研究团队

武佳雄 S1300523070001 jiexiong.wu@bocichina.com

李扬 S1300523080002 yang.li@bocichina.com

机械研究团队

陶波 S1300520060002 bo.tao@bocichina.com

曹鸿生 S1300523070002 hongsheng.cao@bocichina.com

化工研究团队

余媛媛 S1300517050002 yuanyuan.yu@bocichina.com

徐中良 S1300524050001 zhongliang.xu@bocichina.com

范琦岩 S1300525040001 qiyan.fan@bocichina.com

赵泰 S1300525100001 tai.zhao@bocichina.com

食品饮料研究团队

邓天娇 S1300519080002 tianjiao.deng@bocichina.com

李育文 S1300526030002 yuwen.li@bocichina.com

农林牧渔研究团队

邓天娇 S1300519080002 tianjiao.deng@bocichina.com

李育文 S1300526030002 yuwen.li@bocichina.com

社会服务团队

李小民 S1300522090001 xiaomin.li@bocichina.com

宋环翔 S1300524080001 huanxiang.song@bocichina.com

纠泰民 S1300524040001 taimin.jiu@bocichina.com

计算机研究团队

杨思睿 S1300518090001 sirui.yang@bocichina.com

郑静文 S1300525010001 jingwen.zheng@bocichina.com

电子研究团队

苏凌瑶 S1300522080003 lingyao.su@bocichina.com

茅珈恺 S1300525110002 jiakai.mao@bocichina.com

周世辉 S1300525080001 shihui.zhou@bocichina.com

通信研究团队

吕然 S1300521050001 ran.lv@bocichina.com

交通运输研究团队

王靖添 S1300522030004 jingtian.wang@bocichina.com

何贯嘉 S1300525040002 guanjia.he@bocichina.com

有色金属研究团队

王靖添 S1300522030004 jingtian.wang@bocichina.com

何贯嘉 S1300525040002 guanjia.he@bocichina.com

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话：(8621) 68604866
传真：(8621) 58883554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：(852) 39886333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065
新加坡客户请拨打：8008523392
传真：(852) 21479513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：(852) 39886333
传真：(852) 21479513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编：100032
电话：(8610) 83262000
传真：(8610) 83262291

中银国际（英国）有限公司

2/F, 1Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话：(4420) 36518888
传真：(4420) 36518877

中银国际（美国）有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7BryantPark 15 楼
NY 10018
电话：(1) 2122590888
传真：(1) 2122590889

中银国际（新加坡）有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼 (049908)
电话：(65) 66926829/65345587
传真：(65) 65343996/65323371