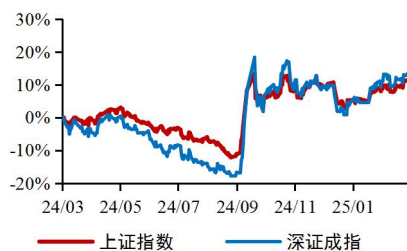


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 3 月 19 日 星期三

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	3,429.76	0.11
深证成指	11,014.75	0.52
沪深 300	4,007.72	0.27
中小板指	6,847.32	0.43
创业板指	2,228.64	0.61
科创 50	1,089.83	0.61

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】

➤ 【山证农业】农业行业周报（2025.03.10-2025.03.16）-水产饲料需求或有望见底回升，看好海大集团的配置时机

【行业评论】通信：周跟踪（20250310-20250316）—— GTC 前瞻另一个视角：重视推理与端侧

【行业评论】化学原料：新材料周报（250310-0314）-苏州发布生物制造发展行动计划，永成新材 T1100 碳纤维实现量产

【山证纺服】1-2 月社零数据点评-1-2 月国内社零同比增长 4.0%，体育娱乐用品景气延续

【山证纺服】行业周报-Puma 披露 2024 年度业绩，预计 2025 年收入增长低至中单位数

【山证纺服】南山智尚 2024 年报点评-传统毛纺业务盈利能力提升，锦纶产品开始投产



【今日要点】

【山证农业】农业行业周报（2025.03.10-2025.03.16）-水产饲料需求或有望见底回升，看好海大集团的配置时机

陈振志 chenzhenzhi@sxzq.com

【投资要点】

- 本周（3月10日-3月16日）沪深300指数涨跌幅为+1.59%，农林牧渔板块涨跌幅为+2.84%，板块排名第8，子行业中水产养殖、肉鸡养殖、动物保健、其他农产品加工、果蔬加工表现位居前五。
- 本周（3月10日-3月16日）猪价涨跌互现。根据跟踪的重点省市猪价来看，截至3月14日，四川/广东/河南外三元生猪均价分别为14.65/15.77/14.29元/公斤，环比上周分别-1.35%/+2.94%/-0.69%；平均猪肉价格为20.79元/公斤，环比下跌0.10%；仔猪平均批发价格28.00元/公斤，环比上持平；二元母猪平均价格为32.47元/公斤，环比持平；自繁自养利润为35.15元/头，外购仔猪养殖利润为-34.44元/头。截至3月14日，白羽肉鸡周度价格为7.11元/公斤，环比上涨7.89%；肉鸡苗价格为2.79元/羽，环比上涨9.84%；养殖利润为-0.51元/羽。鸡蛋价格为7.60元/公斤，环比下跌5.00%。
- “猪周期”表面上是价格周期，本质上是产能周期。由于生猪行业生物资产的特殊性，从母猪补栏到育肥猪出栏需要一定的时间周期。从历史实证看，产能回升不必然影响盈利周期的展开演绎，关键看产能回升的速度。2019年以来这轮周期下行底部末端的整体财务状况是2006年以来压力最大的。由于受到资金和负债的较大约束，因此弥补亏损和降低负债反而是当前行业进入盈利周期后的主基调，而不是快速加产能。虽然生猪养殖行业从2024Q2开始进入盈利周期，但是从负债率的平均下降速度来看，行业整体降负债仍有较长的一段路程要走。当前市场对于生猪产能回升对盈利周期影响的预期或过度悲观，同时可能忽略原料成本下行筑底和2025年宏观需求的潜在回升对行业的正面影响。生猪养殖行业本轮盈利时间的持续性或超出市场的悲观预期。在基本面驱动下，后续或有望迎来预期修正和估值修复，推荐温氏股份、神农集团、巨星农牧、唐人神、新希望等生猪养殖股。
- 在上游大宗原料震荡筑底和宏观政策发力的情景之下，在原料成本维持低位的同时，2025年肉鸡行业业绩的驱动因素或新增需求回升这一潜在变量。圣农发展当前正处于业绩周期和PB估值周期的底部区域，具备较好的配置价值。
- 随着上游原料价格下行筑底和下游养殖端趋于改善，饲料行业景气度有望见底回升，海大集团经营基本面有望迎来上行期；此外，公司海外饲料业务有望成为公司业绩的又一个潜在增长点，看好海大集团的投资机会。
- 2025年或将是宠物主粮品牌决胜的关键一年。在竞争格局开始稳固的大背景下，需要开始重点关注品牌利润端的情况。我们认为当下应重点关注把握行业趋势、引领品类浪潮，且利润端有所好转乃至不

断增长的优秀国产品牌，推荐全渠道销售表现保持领先地位的国产宠物食品龙头品牌乖宝宠物，推荐旗下领先品牌持续高增，自主品牌业务盈利向上的中宠股份。

- 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】通信：周跟踪（20250310-20250316）—— GTC 前瞻另一个视角：重视推理与端侧

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- 行业动向：
- 1) GTC2025 将在近期召开，市场对于 CPO、NVL144/288、powerrack 等新技术预期较为充分
- 我们认为由于 GTC2024 以来市场对英伟达跟踪&研究较为充分，叠加开年以来 DeepSeek 低成本工程优化路线的影响，本届 GTC 大会可能难以从需求侧视角继续“算力通胀”的宏观叙事，但供给侧英伟达展示的产品领先优势以及新产品 roadma 的风向标意义仍然将对投资者情绪形成催化。建议关注的超预期信息包括 GB300 的量产时间、英伟达端侧推理新品发布以及 CPO&OIO 技术对 AI 算力未来发展的重要意义等。GTC2025 大会本次市场关注点包括：
- 1.1 B300/GB300：Semianalysis 预测 B300 基于 N4P 工艺，算力较 B200 提升 50%；搭载 12 层 HBM3e，提供最高 288G 内存和 8TB/s 带宽。
- 1.2 NVL288：英伟达将推出 NVL144&NVL288 作为下一代超节点创新产品，且在散热和超节点通信方面或采用 UBB+OAM、正交背板连接等新系统设计。
- 1.3 CPO：英伟达将与台积电合作推出基于 COWOS 封装的 CPO 交换芯片，CPO 交换机有助于解决传统可插拔光模块在带宽、延迟和能耗的瓶颈。
- 1.4 电源设计：面对单机柜功率向 MW 级迈进的趋势，英伟达或逐步引入 400V/800V HVDC 技术，并在 GB300 导入超级电容+锂电 BBU 以瞬时功率补偿，未来还有望推出集成 PDU、PSU、超级电容、BBU 的 power rack 将成为英伟达数据中心重要的基础单元。
- 2) 算力需求虽主要转向推理驱动，英伟达芯片迭代也代表了推理新需求
- 市场认为预训练 scalinglaw 边际收益的下降将对英伟达产品需求造成不利并减缓对 Rubin、CPO 等新技术的导入。我们认为英伟达无论在训练还是推理均具有领先优势，NVL72 超节点能力的扩展在以 DeepSeek 为代表的专家并行、张量并行推理中可以发挥较 8 卡服务器更强的性能优势，英伟达未来数据中心旗舰产品的定位更多为训推一体。“杰文斯悖论”今年以来成为算力驱动的主要逻辑，我们认为算力的需求仍处于 0 到 100 的爆发阶段，英伟达一年一代的产品迭代对于客户来讲仍然具有性价比优势，因此英伟达新产品的技术创新方向实际上具有阿尔法赛道属性。

- 3) CPO 将首先出现在 Scaleout 但 Scaleup 空间更大
- CPO 技术将首先在大型网络集群 SPINE 层开始渗透，在能耗和投资上较 1.6T 光模块已显示出优势，但可维护性包括产业链分工解耦仍然需要时间，我们认为 Scaleout CPO 交换机代表了数据中心光网络的一种趋势但渗透还需要时间。而英伟达 Rubin 系列 NVLINK 或升级到 1800GB/s 单向，这种设计下 CPO 技术将成为综合成本最佳的选择，因此 CPO 技术在 Scaleup 网络的渗透率或更具确定性。
- 4) 英伟达端侧芯片将引领边缘计算新物种爆发
- 英伟达曾在 CES2025 上展示了“全球最小的超算”Project Digits，并预计将在今年 5 月发售，该产品 FP4 算力达到 1P，可以在桌面端运行 200B 大模型。我们认为英伟达或开创边缘 AI 计算机先河，此类产品比较契合当下 DeepSeek 等端侧模型优化方向并且各类智能体应用更适合端侧部署，与一体机相比此类产品部署成本更低。此外，英伟达或在本届 GTC 或 Computex2025 上再度展示物联网芯片 Jetson Thor 的发售计划，将有力催化物联网端侧行情。
- 建议关注：国内算力：紫光股份、锐捷网络、光迅科技、华工科技、光环新网、奥飞数据、超讯通信、朗威股份；海外算力：新易盛、天孚通信、中际旭创、太辰光、光库科技、鼎通科技、沃尔核材；边缘 AI：广和通、移远通信、美格智能、云天励飞、映翰通、天准科技、和而泰、拓邦股份。
- 市场整体：本周（2025.3.10-2025.3.14）市场整体上涨，沪深 300 涨 1.59%，上证综指涨 1.39%，深圳成指涨 1.24%，创业板指数涨 0.97%，申万通信指数涨 0.60%，科创板指数跌 1.76%。细分板块中，周涨幅最高的前三板块为液冷（+7.94%）、光缆海缆（+3.85%）、无线射频（+3.53%）。从个股情况看，高澜股份、瑞可达、东土科技、英维克、奥飞数据涨幅领先，涨幅分别为+26.93%、+13.31%、+11.00%、+8.85%、+8.24%。金山办公、电连技术、振邦智能、美格智能、震有科技跌幅居前，跌幅分别为-9.92%、-9.08%、-5.24%、-5.19%、-4.96%。
- 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，市场竞争激烈导致价格下降超出预期，外部制裁升级。

【行业评论】化学原料：新材料周报（250310-0314）-苏州发布生物制造发展行动计划，永成新材 T1100 碳纤维实现量产

冀泳洁 0351-8686985 jiyongjie@sxzq.com

【投资要点】

- 二级市场表现
- 市场与板块表现：本周新材料板块上涨。新材料指数涨幅为 0.48%，跑输创业板指 0.49%。近五个交易日，合成生物指数上涨 3.16%，半导体材料下跌 4.18%，电子化学品下跌 2.64%，可降解塑料上涨 2.49%，

工业气体上涨 0.06%，电池化学品下跌 0.86%。

- 产业链周度价格跟踪（括号为周环比变化）
- 氨基酸：缬氨酸(14500 元/吨，1.75%)、精氨酸(32000 元/吨，不变)、色氨酸(53500 元/吨，-1.83%)、蛋氨酸(21250 元/吨，0.47%)
- 可降解材料：PLA(FY201 注塑级)(18000 元/吨，不变)、PLA(REVODE 201 吹膜级)(17000 元/吨，不变)、PBS(18000 元/吨，不变)、PBAT(10100 元/吨，1.00%)
- 维生素：维生素 A(100000 元/吨，-3.85%)、维生素 E(125000 元/吨，-3.85%)、维生素 D3(265000 元/吨，不变)、泛酸钙(51500 元/吨，-2.83%)、肌醇(32500 元/吨，不变)
- 工业气体及湿电子化学品：UPSSS 级氢氟酸(11000 元/吨，不变)、EL 级氢氟酸(6000 元/吨，不变)
- 塑料及纤维：碳纤维(83750 元/吨，不变)、涤纶工业丝(8600 元/吨，不变)、涤纶帘子布 12 月出口均价为(18089 元/吨，0.79%)、芳纶(10.32 万元/吨，12.80%)、氨纶(27000 元/吨，不变)、PA66(17300 元/吨，-1.14%)、癸二酸 12 月出口均价为 27008 元/吨，较上月下降 0.90%。
- 投资建议
- 2025 年风电装机高景气度延续，风机价格战缓和和企业盈利能力筑底回升。根据 CWEA 数据显示，2024 年风电招标量再创历史新高，达到 224.8GW，超大规模的招标托起了风电项目此后两年的落地预期。由于陆上风电项目施工建设周期一般为一到两年左右，在不考虑特殊因素的情况下，2025 年将迎来风电项目的密集交付期，预计 2025 年风电新增装机约 105-115GW，其中陆上风电 95-100GW，海上风电 10-15GW，中国风电将进入年新增装机 1 亿千瓦（100GW）新时代。价格方面，根据 CWEA 数据显示，2024Q1-Q3 风机价格震荡下行，但随着风电行业自律公约签订，Q4 缓和趋势已经显现，价格明显回升。2025 年，风机价格断崖式下跌的情形预计不会再度上演，风电行业有望逐渐走出底部，行业企业的利润率将有所提升。建议关注【时代新材】、【麦加芯彩】。
- 风险提示
- 原材料价格大幅波动的风险；政策风险；技术发展不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

【山证纺服】1-2 月社零数据点评-1-2 月国内社零同比增长 4.0%，体育娱乐用品景气延续

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述：
- 3 月 17 日，国家统计局公布 2025 年 1-2 月社零数据。

➤ 事件点评:

➤ **1-2月国内社零同比增长4.0%，1月消费者信心指数环比回升。**2025年1-2月，国内实现社零总额8.37万亿元，同比增长4.0%，环比提升0.3pct，表现低于市场一致预期（根据Wind，2025年1-2月社零当月同比增速预测平均值为+4.5%）。按消费类型分，2025年1-2月餐饮收入、商品零售同比增速分别为4.3%、3.9%。2025年1月，我国消费者信心指数为87.5，环比提升1.1。

➤ **分渠道来看，线上渠道表现继续优于商品零售大盘，百货业态增速由负转正。**2025年1-2月，商品零售额整体同比增长3.9%，其中，线上渠道，实物商品网上零售额同比增长5.0%，表现好于商品零售整体；实物商品网上零售额中，吃类、穿类和用类商品同比分别增长10.9%、-0.6%、5.4%。线下渠道，按零售业态分，2025年1-2月，限额以上零售业单位中便利店、专业店、超市、百货零售额同比分别增长9.8%、5.4%、4.0%、0.4%；品牌专卖店零售额同比下降0.8%。

➤ **分品类来看，1-2月金银珠宝品类增速由负转正，体育娱乐用品景气延续。**2025年1-2月，限上化妆品同比增长4.4%，环比提升3.6pct；限上金银珠宝同比增长5.4%，由负转正，其中上金所AU9999收盘价均价为657.11元/克，同比涨幅为37.0%；限上纺织服装同比增长3.3%，由负转正，预计1-2月线上渠道增速表现弱于线下渠道；限上体育/娱乐用品同比增长25.0%，增速环比提升8.3pct。

➤ 投资建议:

➤ **（一）纺织制造板块：**我们认为，目前时点，纺织制造公司面临关税不确定性、耐克品牌上半年继续去库调整问题，但与核心客户深度绑定、海外产能布局较为完善，份额有望持续提升。继续推荐新客户订单放量、与下游客户深度绑定、持续提升品牌份额的制造商华利集团、伟星股份；建议关注耐克库存调整结束后，鞋服制造龙头申洲国际、裕元集团的订单回升。此外，从扩展新品类维度，建议关注充气床垫核心业务稳健、保温箱/水上用品新品类持续拓展的浙江自然、超高分子量聚乙烯产品应用场景拓宽至人形机器人领域、锦纶业务有望今年放量的南山智尚、棉袜产品稳健、无缝产品利润率具备提升空间的健盛集团。

➤ **（二）品牌服饰板块：**国内消费市场整体呈现弱复苏态势，1月消费者信心指数为87.5，环比延续提升。从可选消费品类1-2月社零增速来看，体育娱乐品类景气延续。我们建议关注两条投资主线：（一）高景气运动户外服饰，推荐户外品牌布局完善且经营持续向好的安踏体育，零售流水领先行业、品牌影响力提升的361度，建议关注持续布局户外功能服饰、单店经营提效的波司登；（二）政府补贴品类，家纺及童装需求有望持续受益。建议关注家纺龙头公司水星家纺、罗莱生活、富安娜；以及童装龙头公司森马服饰。

➤ **（三）黄金珠宝板块：**2025年1-2月，金银珠宝社零同比增长5.4%，增速由负转正，终端呈现弱复苏态势。金价高位背景下，叠加婚庆需求复苏，我们预计今年黄金珠宝需求释放确定性强，伴随2季度黄金珠宝终端消费进入低基数，建议积极关注终端动销表现优异的黄金珠宝公司潮宏基，同时，建议关注周大生、菜百股份、老凤祥。此外，中长期角度看，继续推荐老铺黄金，公司在开店空间与单店

销售提升方面均具备较大空间，短期持续跟踪公司终端动销表现。

- 风险提示：国内终端消费表现不及预期；行业竞争加剧；原材料价格大幅波动；金价大幅波动。

【山证纺服】行业周报-Puma 披露 2024 年度业绩，预计 2025 年收入增长低至中单位数

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- 本周观察：Puma 披露 2024 年度业绩，预计 2025 年收入增长低至中单位数
- 2024 年，汇率中性下，Puma 销售额增长 4.4%，达到 88.17 亿欧元；净利润下降 7.6%，为 2.82 亿欧元，主要由于净财务费用增加和少数股东权益增加。分区域看，美洲地区增长 7.0%，亚太地区增长 3.8%，EMEA 地区增长 2.1%。分渠道看，批发业务增长 0.4%，DTC 业务增长 16.6%，DTC 占比从 2023 年的 24.8% 提升至 27.5%。分产品看，鞋类增长 5.4%，服装增长 3.7%，配饰增长 2.0%。
- 2024Q4，汇率中性下，Puma 销售额增长 9.8%，达到 22.89 亿欧元。净利润增长 2897.6%，达到 2450 万欧元。分区域看，欧洲、中东和非洲（EMEA）地区增长 14.6%，美洲地区增长 6.5%，亚太地区增长 9.5%。分渠道看，批发业务增长 6.9%，直接面向消费者（DTC）业务增长 16.1%，DTC 占比从 2023 年第四季度的 31.6% 提升至 33.4%。分产品看，鞋类增长 9.2%，服装增长 8.8%，配饰增长 14.5%。
- 盈利能力方面，2024 年毛利率同比提升 1% 至 47.4%，尽管面临货币逆风和促销活动的影响，但产品和分销渠道组合的优势以及采购和运输的顺风帮助抵消了这些不利因素。2024Q4 毛利率同比提升 0.3pct 至 47.3%，尽管面临更具促销性的市场环境，但货币效应和采购优势对毛利率有所帮助。
- 存货方面，截至 2024 年末，库存同比增长 11.6%，达到 20.14 亿欧元（2023 年 12 月 31 日为 18.04 亿欧元），主要由于在途货物大幅增加，以支持 2025 年的新产品周期。公司表示集团的总库存保持在合理水平，且质量进一步提升。
- 展望 2025 年：汇率中性下，销售额增长预计为低至中个位数，调整后的 EBIT（不含一次性成本）预计在 5.2 亿至 6 亿欧元之间，资本支出预计约为 3 亿欧元。
-
- 行业动态：
- 根据中华全国商业信息中心的监测数据，2025 年 1-2 月份全国 50 家重点大型零售企业（以百货业态为主）零售额累计同比下降 4.6%，降幅较上年同期扩大 1.9 个百分点。从主要商品品类来看，以旧换新类商品、部分消费升级类商品零售额实现较快增长，其中，家用电器类同比增长 5.2%，音响器材类同比增长 10.8%，文化、办公用品类同比增长 14.9%，体育、娱乐用品类同比增长 16.8%，通讯器材类同比增长 28.1%。部分百货类商品零售额下降，其中，服装类同比下降 7.9%，化妆品类同比下降 7.4%，金银珠宝类同比下降 4.3%，降幅较上年同期有不同程度的扩大。此外，粮油、食品类同比下降 5.3%，

日用品类同比下降 0.6%。

- 继今年 2 月公布首批 20 家调改门店后，3 月 13 日，永辉超市发布 2025 年全国第二批调改门店名单，共 24 家门店，分布于 19 个城市。其中，南京、苏州、昆明、南昌、宁德、漳州等 10 城为首次开展调改的城市。至此，调改门店覆盖范围扩至全国 36 城。据介绍，第二批调改门店将于 5 月底前完成调改，届时，永辉超市学习胖东来自主调改门店将达到 83 家（含胖东来帮扶调改门店）。新京报记者了解到，今年 2 月，永辉超市发布了乙巳蛇年首批调改门店名单，共计 20 家门店，涉及 15 个城市，其中，武汉、太原、南宁、开封、温州、东莞、绵阳、福清 8 城为新加入调改的城市。
- 3 月 13 日，Tiffany & Co. 蒂芙尼在成都太古里为中国首家三层式旗舰店举行隆重的开幕典礼。除了蒂芙尼大中华区总裁 Maxence Kinget 先生外，蒂芙尼全球高管团队也专程从纽约总部飞赴成都，共同见证这个具有特别意义的时刻。品牌指出：“蒂芙尼全新成都太古里旗舰店的开幕，标志着品牌在中国开启激动人心的崭新篇章，亦彰显出品牌对中国顾客的重视与专注”。为了此次庆典，蒂芙尼还特别呈现了由品牌创意副总裁 Christopher Young 以成都的地理人文元素为灵感创作的一系列精美橱窗，与蒂芙尼的创意与工艺巧妙融合。其中一扇橱窗以精湛艺术手法再现成都人民公园的悠然美景，在葱郁繁茂的竹林间，让·史隆伯杰标志性“石上鸟”设计若隐若现。蜿蜒的阶梯在林间穿梭，通向一方静谧的池塘。池水清澈如镜，倒映着这位传奇大师的经典设计。
- 行情回顾（2025.03.10-2025.03.14）
- 本周，SW 纺织服饰板块上涨 3.95%，SW 轻工制造板块上涨 1.76%，沪深 300 上涨 1.59%，纺织服饰板块纺服跑赢大盘 2.36pct，轻工制造板块轻工跑赢大盘 0.18pct。各子板块中，SW 纺织制造上涨 0.9%，SW 服装家纺上涨 3.94%，SW 饰品上涨 8.93%，SW 家居用品上涨 2.66%。截至 3 月 14 日，SW 纺织制造的 PE-TTM 为 21.47 倍，为近三年的 44.08%分位；SW 服装家纺的 PE-TTM 为 23.58 倍，为近三年的 73.68%分位；SW 饰品的 PE-TTM 为 16.00 倍，为近三年的 30.92%分位；SW 家居用品的 PE-TTM 为 21.75 倍，为近三年的 43.42%分位。
- 投资建议：
- 纺织制造板块：本周，华利集团发布 2024 年业绩快报，2024 年公司实现营收、归母净利润 240.06、38.41 亿元，同比增长 19.35%、20.01%，2025 年 2 月，公司于中国和印尼投产新工厂，与阿迪达斯合作持续深入。裕元集团发布 2024 年报，我们预计公司 2025 年制造业务订单量及销售均价均小幅增长。我们认为，目前时点，纺织制造公司面临关税不确定性、耐克品牌上半年继续去库调整问题，但与核心客户深度绑定、海外产能布局较为完善，份额有望持续提升。继续推荐新客户订单放量、与下游客户深度绑定、持续提升品牌份额的制造商华利集团、伟星股份；建议关注耐克库存调整结束后，鞋服制造龙头申洲国际、裕元集团的订单回升。此外，从扩展新品类维度，建议关注充气床垫核心业务稳健、保温箱/水上用品新品类持续拓展的浙江自然、超高分子量聚乙烯产品应用场景拓宽至人形机器人领域、锦纶业务有望今年放量的南山智尚、棉袜产品稳健、无缝产品利润率具备提升空间的健盛集团。

- **品牌服饰板块：**国内消费市场整体呈现弱复苏态势，1月消费者信心指数为87.5，环比延续提升。根据中华全国商业信息中心的监测数据，2025年1-2月份全国50家重点大型零售企业（以百货业态为主）零售额累计同比下降4.6%，从主要商品品类来看，体育、娱乐用品类同比增长16.8%，服装类同比下降7.9%，化妆品类同比下降7.4%，金银珠宝类同比下降4.3%。我们建议关注两条投资主线：（一）高景气运动户外服饰，推荐户外品牌布局完善且经营持续向好的安踏体育，零售流水领先行业、品牌影响力提升的361度，建议关注持续布局户外功能服饰、单店经营提效的波司登；（二）政府补贴品类，家纺及童装需求有望持续受益。建议关注家纺龙头公司水星家纺、罗莱生活、富安娜；以及童装龙头公司森马服饰。
- **黄金珠宝板块：**本周，上金所AU9999收盘价为692.67元/克，环比上涨1.94%，金价高位背景下，叠加婚庆需求复苏，我们预计今年黄金珠宝需求释放确定性强，伴随2季度黄金珠宝终端消费进入低基数，建议积极关注终端动销表现优异的黄金珠宝公司潮宏基，同时，建议关注周大生、菜百股份、老凤祥。此外，中长期角度看，继续推荐老铺黄金，公司在开店空间与单店销售提升方面均具备较大空间，短期持续跟踪公司终端动销表现。
- **风险提示：**
- 国内消费信心恢复不及预期；地产销售不达预期；品牌库存去化不及预期；原材料价格波动；汇率大幅波动。

【山证纺服】南山智尚2024年报点评-传统毛纺业务盈利能力提升，锦纶产品开始投产

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- 3月12日，公司披露2024年年报，2024年，公司实现营业收入16.16亿元，同比增长0.98%，实现归母净利润1.91亿元，同比下降5.83%，实现扣非净利润1.83亿元，同比下降7.80%。
- **事件点评**
- **2024Q4费用上升、业绩降幅有所扩大。**2024年，公司实现营收16.16亿元，同比增长0.98%，分季度看，24Q1-24Q4实现营收3.59、4.17、3.87、4.53亿元，同比增长10.35%、4.07%、-2.63%、-5.02%。2024年，公司实现归母净利润1.91亿元，同比下降5.83%，分季度看，24Q1-24Q4归母净利润分别为0.37、0.45、0.42、0.66亿元，同比增长15.37%、0.22%、-1.00%、-19.84%。2024年，公司实现扣非净利润1.83亿元，同比下降7.80%，分季度看，24Q1-24Q4扣非净利润为0.32、0.44、0.42、0.64亿元，同比增长4.67%、-0.55%、-0.39%、-20.39%。公司4季度业绩降幅增加，预计主因精纺呢绒面料产品受到国内消费市场承压影响，营收发生下滑、销售毛利率下降、销售及管理费用率增加。精纺呢绒及

服装传统业务毛利率同比提升，超高纤维产品量增价跌。分业务看，2024 年，精纺呢绒、服装、超高纤维产品营收分别为 8.10、6.11、1.76 亿元，同比下降 9.54%、增长 4.45%、增长 94.75%，毛利率分别为 35.54%、36.55%、10.23%，同比提升 1.54、0.75、-9.70pct，公司传统业务盈利能力提升，主要受益于生产线智能改造、订单附加值增加。2024 年，公司超高纤维产品销售量为 3303.61 吨，同比增长 119.69%，估算销售均价为 5.3 万元/吨，同比下降 11.4%。锦纶业务方面，2024 年 11 月公司年产 8 万吨高性能差别化锦纶长丝项目部分产线成功启动试投产，今年起预计开始带来业绩增量。

➤ **2024 年超高纤维产品毛利率下滑且销售占比提升，致使公司整体毛利率下滑。**盈利能力方面，2024 年，公司毛利率同比下滑 1.1pct 至 33.58%，主因超高纤维产品盈利能力下滑，公司传统主业毛利率同比提升。费用率方面，2024 年，公司期间费用率合计下滑 0.55pct 至 18.07%，其中销售/管理/研发/财务费用率为 7.45%/5.20%/3.56%/1.87%，同比-0.55/+0.01/-0.08/+1.18pct，综合影响下，2024 年，公司归母净利率为 11.81%，同比下滑 0.85pct。存货方面，截至 2024 年末，公司存货 6.78 亿元，同比增长 1.88%，存货周转天数 228 天，同比增长 8 天。现金流方面，2024 年，公司经营活动现金流净额为 2.43 亿元，同比增长 11.87%。

➤ **投资建议**

➤ **2024 年，在国内消费环境面临较大挑战背景下，公司传统主业展现经营韧性，同时盈利能力稳中有升；超高纤维产品虽然盈利承压，但整体呈现季度改善趋势。**考虑 2025 年起，公司锦纶业务开始逐步对外销售，超高纤维产品处于持续改善过程中，我们预计公司 2025-2027 年每股收益分别为 0.61、0.78、0.90 元，3 月 14 日收盘价对应公司 2025-2027 年 PE 为 27.6、21.6、18.8 倍，维持“买入-B”评级。

➤ **风险提示**

➤ 精纺呢绒业务订单趋势放缓；超高纤维产品盈利修复不及预期；行业竞争加剧。

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

