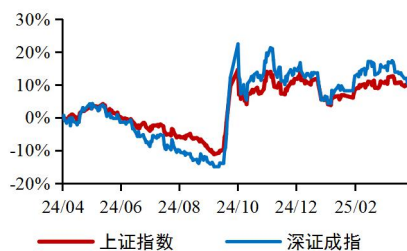


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 4 月 7 日 星期一

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	3,342.01	-0.24
深证成指	10,365.73	-1.40
沪深 300	3,861.50	-0.59
中小板指	6,453.32	-1.62
创业板指	2,065.40	-1.86
科创 50	1,018.07	-0.46

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】

➤ 【宏观策略】特朗普对等关税对我国经济 and 行业的影响及应对

【山证军工】中航西飞（000768.SZ）2024 年报点评-圆满完成经营计划，把握民机发展机遇

【山证专精特新】龙图光罩（688721.SH）2024 年报点评-产能瓶颈使 2024 年业绩增速放缓，静待珠海新工厂产能释放

【行业评论】【山西证券|纺织服装】行业周观点更新 20250407



【今日要点】

【宏观策略】特朗普对等关税对我国经济和行业的影响及应对

郭瑞 0351-8686977 guorui@sxzq.com

【投资要点】

➤ 投资要点:

- **特朗普对等关税落地。**美国东部时间 4 月 2 日，美方发布行政令，宣布对所有贸易伙伴设立 10% 的“最低基准关税”，同时对包括中国在内的数十个其他国家和地区加征更高关税，其中对中国加征 34% 关税。
- **本轮加征关税的幅度高且具有新特征，对我国出口及经济的影响不容忽视。**我国将进一步坚定发展信心，着力扩大国内需求，推动经济实现良性循环。一是大力提振消费，以消费提振畅通经济循环。二是，政策积极、有效、留有余力。三是新一轮供给侧结构性改革或开启，为价格提供修复动力。四是，坚持创新引领发展，推动科技向更前沿、更基础方向布局，对科技创新的支持更加务实。
- **对等关税对我国主要行业的影响：**
 - 农业：关税提升进口价格，关注需求转向。
 - 医药：中美关税政策对医药行业机大于危，创新药械国产替代有望加速。
 - 纺织服装：消费市场弱复苏，关注高景气度体育板块及黄金珠宝消费需求好转。
 - 化工：反制措施推动采购转向及国内油气发展/关注添加剂、吡啶等细分市场。
 - 新材料：中美关税政策危中有机，国产替代+自主可控重要性凸显。
 - 计算机：关注 IT 架构国产化进程提速。
 - 通信&电子：AI 芯片国产化有望提速，光学产业链率先受益，先进封装有望迎来加速发展。
 - 军工：全球地缘政治动荡加剧，军贸需求巨大。
 - 风险提示：特朗普对等关税政策对我国经济冲击超预期；经济内生动能恢复较慢；宏观政策工具和力度不及预期。

【山证军工】中航西飞（000768.SZ）2024 年报点评-圆满完成经营计划，把握民机发展机遇

骆志伟 luozhiwei@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 中航西飞公司发布了 2024 年报。2024 年公司营业收入为 432.16 亿元，同比增长 7.23%；归母净利润为 10.23 亿元，同比上升 18.87%；扣非后归母净利润为 9.21 亿元，同比上升 13.78%；负债合计 527.86 亿元，同比减少 13.99%；货币资金 178.88 亿元，同比减少 7.32%；应收账款 124.65 亿元，同比减少 29.86%；存货 226.92 亿元，同比减少 3.16%。

➤ 事件点评

- 营收稳步增长，盈利能力持续提升。2024 年公司圆满完成经营计划，按期完成军机任务，按计划节点完成了 C909 飞机、C919 飞机、AG600 飞机、新舟系列飞机等民机型号的大部件及零件交付任务，按客户订单要求完成了付国际转包项目。公司不断加大成本管控工作力度，持续降本增效，2024 年净利率同比提升 0.23 个百分点达到 2.37%，盈利能力持续提升。
- 推动民机部件上速率，加速国际转包市场开拓。未来民用航空市场需求依然强劲，公司在机身、机翼等部件集成制造核心技术上具备显著优势，目前已成为 C919 飞机、ARJ21 飞机、AG600 飞机等国产民用飞机最大的机体结构供应商，国际转包生产方面公司不断扩大与空客公司的合作规模，深度融入世界航空产业链，未来随着以上国产民用飞机的批量化交付，以及国际转包订单储备的不断增加，公司在民用航空领域的经营业绩有望实现大幅提升。

➤ 投资建议

- 我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.42\0.48\0.57，对应公司 4 月 1 日收盘价 24.27 元，2025-2027 年 PE 分别为 57.8\50.1\42.5，维持“增持-A”评级。

➤ 风险提示

- 新装备列装不及预期；C919 投产不及预期；产品交付不及预期。

【山证专精特新】龙图光罩（688721.SH）2024 年报点评-产能瓶颈使 2024 年业绩增速放缓，静待珠海新工厂产能释放

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 公司发布 2024 年报，2024 年公司实现营业收入 2.47 亿元，同比增长 12.92%；实现归母净利润 9183.29 万元，同比增长 9.84%；实现扣非归母净利润 9035.96 万元，同比增长 10.48%；实现基本每股收益 0.83 元，同比下降 1.19%。

➤ 事件点评

- **2024 年公司营收和净利润增速较 2023 年明显放缓，主要系深圳工厂产能已达到相对饱和状态，预计珠海工厂产能释放后公司业绩将迎来快速增长。**2023 年公司实现营业收入 2.18 亿元，同比增长 35.13%；实现归母净利润 8360.87 万元，同比增长 29.66%。2024 年公司实现营业收入 2.47 亿元，同比增长 12.92%；实现归母净利润 9183.29 万元，同比增长 9.84%。2024 年公司营收和净利润增速较 2023 年明显放缓，主要系公司现有产能已接近瓶颈，而珠海募投项目尚未投产释放产能。2024 年公司紧抓“高端半导体芯片掩模版制造基地”项目建设，珠海工厂主要生产设备自第一季度末开始陆续到货，并顺利完成安装调试。得益于此，公司有望实现制程升级、产品迭代、应用领域拓展，在扩大市场份额的同时，提升公司产品的竞争力。
- **2024 年公司毛利率和净利率较去年同期略有下降，但总体仍维持在相对较高水平。**2024 年公司销售毛利率为 57.01%，较去年同期下滑 1.86 个百分点；2024 年公司销售净利率为 37.25%，较去年同期下滑 1.05 个百分点。分产品来看，石英掩模版的收入持续增加，收入占比由 2023 年的 78.79% 提升至 2024 年的 81.31%，苏打掩模版的收入规模保持稳定。2024 年公司石英掩模版、苏打掩模版的毛利率分别为 57.55%、54.65%，较去年同期分别变动-2.55、0.37 个百分点。
- **公司持续加大研发投入，第三代掩模版产品进展顺利。**公司持续加大研发投入，不断加快工艺创新、完善关键技术和产品专利布局，全年研发费用金额为 2305.07 万元，同比增长 14.25%。公司对第三代半导体掩模版技术的全流程进行了充分的技术研发和工艺调试，包括版图数据处理、OPC 补偿、电子束光刻、相移掩模技术、干法刻蚀、缺陷检测及修补等。目前，公司珠海工厂已完成第三代掩模版 PSM 产品的工艺调试和样品试制，并已送样至客户进行验证。
- **投资建议**
- 预计公司 2025-2027 年分别实现营收 3.48、5.09、7.88 亿元，同比增长 41.0%、46.6%、54.6%；分别实现净利润 1.03、1.62、2.63 亿元，同比增长 12.3%、57.0%、62.7%；对应 EPS 分别为 0.77、1.21、1.97 元，以 4 月 2 日收盘价 50.67 元计算，对应 PE 分别为 65.6X、41.8X、25.7X，维持“增持-A”评级。
- **风险提示**
- 主要原材料和设备依赖进口且供应商较为集中的风险、原材料价格波动的风险、市场竞争加剧的风险、珠海工厂产能利用率爬坡不及预期的风险、汇率波动风险。

【行业评论】【山西证券|纺织服装】行业周观点更新 20250407

王冯 wangfeng@sxzq.com

- **【山西证券|纺织服装】行业周观点更新 20250407**
- **品牌服饰板块：**（一）运动服饰方面，国内运动品牌公司均已公布 2024 年度业绩，运动服饰需求仍然具备韧性。展望 2025 年，（1）安踏体育：预计安踏品牌流水高单增长、FILA 品牌流水中单增长、迪桑特&可隆所品牌流水 30%以上增长。（2）李宁品牌将重塑品牌力，预计营收规模持平，利润率同比下

滑。(3) 361度品牌零售流水预计持续跑赢友商,预计2025年收入低双增长。继续推荐安踏体育、361度,PE(25E)分别为16倍、7倍。(二)内需延续弱复苏、扩内需政策推动下,建议关注低估值品牌服饰公司森马服饰、锦泓集团,PE(25E)分别为16倍、9倍。(1)森马服饰25Q1全渠道零售流水预计增长低-中单位数,线上、线下渠道均保持增长,表现稳健;(2)锦泓集团IP授权业务有望通过扩品类延续快速增长,为今年带来业绩增量。



➤ **纺织制造板块:**4月3日凌晨,美国公布对等关税措施,将于4月9日凌晨生效,关税幅度超市场预期,对中国企业产能转移的方向,即东南亚国家征收关税幅度居前,如柬埔寨49%、越南46%、孟加拉37%、印尼32%,引起纺织制造板块公司股价大幅调整。(1)从行业竞争格局看,纺织制造企业出海重点,均为越南、柬埔寨等东南亚国家,短期看,此次关税措施预计对纺织制造公司均带来负面影响,中长期看,或推动行业竞争格局洗牌、中小企业出清,龙头制造商份额提升。(2)从对美敞口角度看,华利集团约为35%-40%,裕元集团为27%,申洲国际为16%,伟星股份作为上游服装辅料制造商,直接出口美国比例较低。(3)从公司基本面看,国际运动服饰品牌均已更新2025年销售展望,销售预期谨慎乐观,纺织制造企业对于2025年订单普遍预计稳健增长。建议密切关注针对美国对等关税措施,各国与美国谈判情况、部分品类后续关税豁免情况、制造商与品牌商成本分担细节等。



➤ **黄金珠宝板块:**(一)建议积极关注潮宏基、周大生。(1)2025Q2迎来行业需求及板块公司业绩低基数,黄金珠宝需求及板块公司业绩同比预计明显修复。(2)金价高位背景下,小克重、一口价黄金首饰产品持续受益。(二)建议关注老铺黄金。本周,老铺黄金发布2024年度业绩,受益于品牌心智提升、产品迭代推新,同店销售实现翻倍以上增长,正向经营杠杆带动公司业绩较营收实现更快增长。预计老铺黄金25Q1销售规模延续强劲表现,同店销售方面,在消费人群扩容、强化金器品类、门店优化背景下,全年同店销售预计高速增长。外延开店方面,今年公司将延续门店快速布局,上海市场门店预计加密、新加坡及日本市场门店有望落地。



➤ **风险提示:**关税风险;金价剧烈波动;国内消费市场恢复不及预期。

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。本报告清晰准确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

