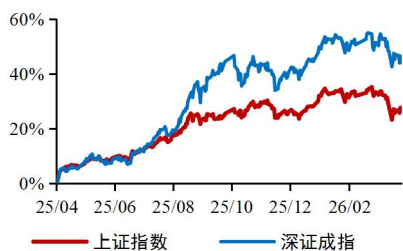


信义山证 汇通天下

研究早观点

2026年4月3日 星期五

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	3,919.29	-0.74
深证成指	13,486.94	-1.60
沪深300	4,478.91	-1.04
中小板指	8,278.06	-1.24
创业板指	3,172.65	-2.31
科创50	1,262.18	-2.77

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】

- 【山证军工】中直股份（600038.SZ）2025年报点评-净利润超预期增长，加快多维市场开拓
- 【山证纺服】361度 2025年报点评-2025年业绩稳健增长，经营活动现金流大幅改善
- 【山证纺服】老铺黄金 2025年报点评
- 【山证医药】创新药动态更新

【今日要点】

【山证军工】中直股份（600038.SZ）2025 年报点评-净利润超预期增长，加快多维市场开拓

骆志伟 luozhiwei@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 中直股份公司发布了 2025 年年报。2025 年公司营业收入为 290.86 亿元，同比减少 2.28%；归母净利润为 6.52 亿元，同比增长 17.27%；扣非后归母净利润为 5.61 亿元，同比上升 16.34%；负债合计 338.60 亿元，同比减少 5.53%；货币资金 34.65 亿元，同比减少 73.90%；应收账款 126.08 亿元，同比增长 40.31%；存货 142.12 亿元，同比增长 0.97%。
- 事件点评
- 四季度营收恢复增长，净利率持续提升。2025 年 Q4 交付节奏改善，公司实现营收 140.39 亿元，同比增长 12.62%。2025 年公司加快推进内部管理升级，持续推进降本增效，费用端明显优化，2025 年期间费用同比下降 15.88%，净利率同步提升 0.43 个百分点。2025 年受益于费用端优化和政府补助增加，公司净利润实现超预期增长 17.27%。
- 加快多维市场开拓。公司产品谱系齐全，覆盖 1 吨至 13 吨全系列直升机，满足军用、应急救援、通航、警航等多场景需求。随着 AC313A、AC332、AC352 等 AC 系列民用直升机机型不断导入市场，国内市场占有率有望持续提升。公司聚焦低空经济发展需求，未来将进一步塑造创新型应用场景，增强产品供给，紧抓低空经济机遇，在完成产品结构调整后，持续受益于新机型的放量。
- 投资建议
- 我们预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 0.92\1.09\1.32，对应公司 4 月 2 日收盘价 33.61 元，2026-2028 年 PE 分别为 36.6\30.9\25.5，维持“增持-A”评级。
- 风险提示
- 新机型需求不及预期；军用直升机订单波动风险；产品交付不及预期。

【山证纺服】361 度 2025 年报点评-2025 年业绩稳健增长，经营活动现金流大幅改善

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述

- 3月24日，公司公布2025年度业绩。2025年，公司实现营收111.46亿元，同比增长10.6%，实现归母净利润13.09亿元，同比增长14.0%。公司全年派发股息31.7港仙/股，全年派息率为45%。
- 事件点评
- 电商渠道引领增长，2025年末超品门店达到127家。分渠道看，我们将公司业务拆分为三部分，分别为电商渠道、国内线下门店、海外市场。1) 电商渠道，2025年，实现营收32.86亿元，同比增长25.9%，占公司收入比重29.5%。2) 国内线下门店，截至2025年末，361度主品牌国内门店较年初净减少356家至5394家。公司聚焦线下门店的升级优化及“超品店”新店态的布局，2025年平均单店面积较年初提升16平米至165平米，截至2025年末，361度超品店共计127家，其中包括105家大装超品店、21家儿童超品店、1家于柬埔寨开设的超品店。361度童装品牌门店较年初净减少184家至2364家，平均单店面积较年初提升12平米至124平米。3) 海外市场，2025年，361度国际零售流水同比增长125.4%；截至2025年末，公司在海外市场拥有1253个销售网点。
- 2025年销售毛利率保持平稳，经营活动现金流显著改善。盈利能力方面，2025年，公司毛利率为41.5%，同比持平。费用率方面，2025年，公司销售费用率同比下滑1.7pct至20.2%，其中广告及宣传费用率同比下滑2.3pct至10.5%。管理费用率（含研发）同比提升0.7pct至7.7%，其中研发费用率3.4%，同比持平；员工成本占收入比重8.4%，同比下滑0.1pct。叠加其它经营净收益下降，2025年，公司经营利润率同比提升0.3pct至15.9%，归母净利润率为11.7%，同比提升0.3pct。运营管理方面，2025年，公司存货周转天数为117天，同比增加10天；应收账款周转149天，同比持平；应付账款周转天数74天，同比下降14天。经营活动现金流方面，2025年，公司经营活动现金净流入8.15亿元，同比大幅增长1067%。
- 投资建议
- 2025年，公司营收及业绩均取得双位数稳健增长，电商渠道表现亮眼，线下渠道开拓超品店布局。公司销售毛利率保持平稳，受益于费用管控有效，经营利润率稳中有升。我们预计公司2026-2028年归母净利润为14.53、15.86、16.99亿元，同比增长11.0%、9.1%、7.1%，3月24日收盘价对应公司2026-2028年PE约7.1、6.5、6.1倍，维持“买入-B”评级。
- 风险提示
- 大众运动市场竞争加剧；线下渠道增速不及预期；原材料价格剧烈波动。

【山证纺服】老铺黄金2025年报点评

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述

- 3月22日，公司披露2025年度业绩，2025年，公司实现收入273.03亿元，同比增长221.0%，实现净利润48.68亿元，同比增长230.5%。公司董事会建议派发末期股息11.95元/股，全年派息率78.10%。
- 事件点评
- 2025年同店销售同比增长160.6%，会员人数大幅扩容。营收端，2025年，公司实现收入273.03亿元，同比增长221.0%。业绩端，2025年，公司实现归母净利润48.68亿元，同比增长230.5%。公司营收业绩大幅增长，主要受益于：（1）品牌影响力持续扩大，消费者心智强化带动客群扩容，同店销售额实现160.6%的高速增长。截至2025年末，公司忠诚会员人数约61万名，较2024年末增长26万名，增长率达到74.3%。（2）产品矩阵持续优化、推新及迭代，截至2025年末，公司拥有境内专利283项，作品著作权1683项，境外专利276项。（3）销售网络持续扩张与优化，为业绩增长提供渠道支撑。（4）线上渠道表现亮眼，收入同比增长341.3%至46.57亿元，占总收入比重提升至17.1%。
- 2025年成功入驻IFC、恒隆高端购物中心，境外市场收入占比明显提升。截至2025年末，公司在16个城市入驻34个高端购物中心，共开设45家自营门店。2025年，公司新开门店10家，包括北京东方新天地禅房主题店、北京SKP-S店、上海港汇恒隆店、新加坡金沙购物中心店、上海IFC店、深圳万象城店、上海新天地店、南京IFC店、香港IFC店、上海恒隆广场店；同时，公司因优化位置而关闭1家厦门万象城门店。此外，公司对北京百货大楼、杭州万象城等9家存量门店进行扩容优化。分区域看，中国内地市场实现营收233.61亿元，同比增长205.4%；境外市场实现营收39.42亿元，同比增长361.0%，占营业收入比重为14.4%，同比提升4.4pct。
- 2025年10月调价后，毛利率重回40%以上；存货储备支撑未来增长。盈利能力方面，2025年，销售毛利率同比下滑3.5pct至37.6%。10月调价后，预计毛利率重新回到40%以上。期间费用率方面，受益于规模效应，公司销售费用率、行政费用率分别为11.6%、2.0%，同比分别下降3.0pct、1.2pct。综合影响下，2025年，公司净利率为17.8%，同比提升0.5pct。存货方面，截至2025年末，为满足门店优化、新店拓展及业绩增长需求，公司存货增长292.5%至160.44亿元；受大幅备货影响，2025年公司存货周转天数由2024年末的195天上升至216天。经营活动现金流方面，2025年，公司经营活动现金流净额为-68.48亿元，主要由于为应对春节旺季需求而进行备货。
- 投资建议
- 2025年，公司完成国内十大头部商业中心的入驻，在单个商场平均实现年化销售业绩近10亿元；并于新加坡开设门店开启海外市场布局。展望2026年，根据公司披露的2026年1季度初步业绩预估，预计营业收入为165-175亿元，净利润36-38亿元，估算净利润率为21.7%-21.8%，业绩大幅超出市场预期。我们预计公司2026-2028年归母净利润为80.38/99.32/121.72亿元，同比增长65.1%/23.6%/22.5%。3月23日收盘价对应公司2026-2028年PE分别为10.8、8.8、7.1倍，我们看好公司作为高端古法黄金龙头，凭借产品深耕、渠道优化、全球化推进，引领行业发展，维持“增持-A”评级。
- 风险提示

- 金价剧烈波动；产品推新不及预期；海外门店拓展不及预期。

【山证医药】创新药动态更新

陈进 chenjin@sxzq.com

【投资要点】

- **确定生物医药为新兴支柱产业。**2026年全国两会期间，生物医药产业成为国家政策重点支持产业。2026年政府工作报告中提出，要培育壮大新兴产业和未来产业，实施产业创新工程，鼓励央企国企带头开放应用场景，打造集成电路、航空航天、生物医药、低空经济等新兴支柱产业，这也是首次将生物医药提升到“支柱产业”的高度。
- **国产创新药已成为生物医药产业核心发展方向，已进入持续爆发期。**2025年是中国创新药出海爆发式增长的一年，各项数据均创下历史新高。根据医药魔方数据库显示，2025年中国创新药BD出海授权全年交易总金额达到1356.55亿美元（2024年为519亿美元），首付款70亿美元，交易总数量达到157起（2024年94起），各个维度的数据统计均达到了历史新高。其中，信达生物与武田制药达成总金额高达114亿美元的BD交易，这也成为中国医药BD史上最大一单交易；而三生制药与辉瑞就PD-1/VEGF双抗达成的授权，首付款就高达12.5亿美元，这笔交易不但拿下了2025年首付款冠军，还刷新了国内BD首付款记录。2026开年，中国创新药BD出海已展现出延续2025年的势头。2026年1-2月，国产创新药BD交易总额达532.76亿美元，交易数量多达44项，开年仅两个月的交易金额超过2025年任一单季度，并超2024年全年水平。其中，1月30日，石药集团公告与阿斯利康就创新多肽分子的发现和长效递送产品的开发展开全面战略合作，石药集团将获得12亿美元预付款并有权最高获得35亿美元研发里程碑款和138亿美元销售里程碑款。
- **战略性看好生物医药行业，重点关注创新药板块。**国家已将生物医药上升为新兴支柱产业，国产创新药也迎来持续的爆发阶段。我们建议重点关注国产创新药板块优质资产，建议关注恒瑞医药、百济神州、信达生物、三生制药、康方生物、中国生物制药、石药集团、荣昌生物、科伦博泰、百利天恒、欧林生物、博瑞医药、海思科、必贝特、映恩生物、广生堂、先声药业、上海谊众、维立志博等。
- **风险提示：全球经济增长不及预期风险、创新药研发竞争加剧及研发失败风险、创新药上市销售低于预期风险等。**

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，本报告的任一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

