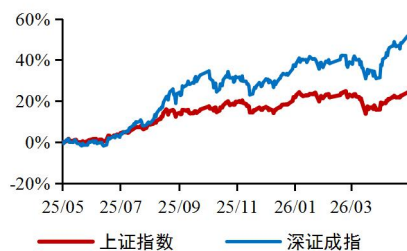


信义山证 汇通天下

研究早观点

2026年5月7日 星期四

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	4,160.17	1.17
深证成指	15,459.62	2.33
沪深300	4,877.09	1.45
中小板指	9,568.54	1.74
创业板指	3,778.16	2.75
科创50	1,656.95	5.47

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】

【证纺服】周大生 2025 年报及 2026Q1 季报点评-盈利能力显著提 升，

2026Q1 业绩延续靓丽增长

【山证军工】内蒙一机（600967.SH）2025 年报及 2026 年一季报点评

-国内军品市场保持稳定，军贸及智能装备持续突破

【公司评论】三生制药(01530.HK)：三生制药公司点评-SSGJ-707 全球

临床全面提速，辉瑞赋能夯实肿瘤基石药物价值

【今日要点】

【山证纺服】周大生 2025 年报及 2026Q1 季报点评-盈利能力显著提升，2026Q1 业绩延续靓丽增长

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 公司披露 2025 年年报及 2026Q1 季报，2025 年，公司实现营业收入 88.15 亿元，同比下降 36.54%；实现归母净利润 11.03 亿元，同比增长 9.22%；实现扣非净利润 10.62 亿元，同比增长 7.52%。2026Q1，公司实现营业收入 19.54 亿元，同比下降 26.90%；实现归母净利润 2.93 亿元，同比增长 16.38%；实现扣非净利润 2.81 亿元，同比增长 16.14%。2025 年，公司向全体股东每 10 股派发末期股息 9.0 元（含税），派息率达 88.55%。
- 事件点评
- 2025Q4~2026Q1，公司季度营收同比延续下滑，但业绩实现靓丽增长。拆分季度看，2025Q4，公司实现营收 20.43 亿元，同比下降 33.72%；实现归母净利润 2.22 亿元，同比增长 42.75%；实现扣非净利润 2.09 亿元，同比增长 39.08%。2026Q1，公司实现营业收入 19.54 亿元，同比下降 26.90%；实现归母净利润 2.93 亿元，同比增长 16.38%；实现扣非净利润 2.81 亿元，同比增长 16.14%。
- 自营及电商渠道营收实现正增长，加盟业务延续承压。2025 年，自营线下、电商、加盟渠道营收占比分别为 21.41%、32.41%、44.17%。其中，自营线下渠道，实现营收 18.87 亿元，同比增长 8.24%；期末门店数量 398 家，较年初净增 45 家。电商渠道，实现营收 28.57 亿元，同比增长 2.22%。加盟渠道，实现营收 38.94 亿元，同比下降 57.62%，加盟渠道在高金价背景下补货需求疲软；期末门店数量 4081 家，较年初净减 574 家。截至 2025 年末，公司线下门店合计 4479 家，较年初净减少 529 家，净减少主要源于公司主动关闭部分低效加盟门店，以提升整体渠道质量。2026Q1，自营线下、电商、加盟渠道分别实现营收 7.33、7.05、4.82 亿元，同比增长 39.00%、32.01%、-69.57%，占公司营收比重分别为 37.52%、36.09%、24.68%。
- 盈利能力大幅提升，金价上涨/营收下降/自营门店铺货增加共同导致存货周转放缓。盈利能力方面，2025 年，公司毛利率同比提升 10.56pct 至 31.35%；2026Q1，销售毛利率同比提升 13.22pct 至 39.43%。期间费用方面，2025 年，期间费用率同比提升 4.40pct，主因销售费用率提升 3.80pct、管理费用率同比提升 0.56pct；2026Q1，期间费用率同比提升 3.65pct，其中销售、管理、财务费用率同比提升 2.66pct、0.52pct、0.40pct。综合影响下，2025 年，公司归母净利率为 12.52%，同比提升 5.24pct；2026Q1，归母净利率为 15.02%，同比提升 5.58pct。存货方面，截至 2026Q1 末，公司存货为 53.64 亿元，同比增长 22.81%；存货周转天数 394 天，同比增加 197 天。经营活动现金流方面，2025 年，公司经营活动现金流净额为

4.64 亿元，同比下降 75.00%，主因营业收入同比下降；2026Q1，经营活动现金流净额为-1.77 亿元，主要系自营门店增加铺货及金价上涨导致存货占用资金增加，同时加盟渠道回款下降。

➤ 投资建议

➤ 2025 年，受到加盟商进货意愿低迷影响，公司营收规模下降，但受益于渠道结构变化、产品结构优化、金价上涨红利，公司销售毛利率同比大幅提升，业绩实现稳健增长。2026 年 1 季度，自营门店及电商渠道营收实现大幅增长，整体营收降幅收窄。预计公司 2026-2028 年 EPS 为 1.16、1.27、1.36 元，4 月 30 日收盘价对应公司 2026-2028 年 PE 为 11.5、10.4、9.8 倍，维持“买入-B”评级。

➤ 风险提示

➤ 黄金价格大幅波动；国家宝藏品牌推广不及预期；电商渠道增速不及预期。

【山证军工】内蒙一机（600967.SH）2025 年报及 2026 年一季度点评-国内军品市场保持稳定，军贸及智能装备持续突破

骆志伟 luozhiwei@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

➤ 内蒙一机公司发布 2025 年报及 2026 年一季度报。2025 年公司营业收入为 100.25 亿元，同比增长 2.38%；归母净利润为 3.35 亿元，同比减少 32.97%；扣非后归母净利润为 3.26 亿元，同比减少 32.43%；负债合计 111.42 亿元，同比增长 32.34%；货币资金 41.50 亿元，同比增长 62.66%；应收账款 8.76 亿元，同比减少 11.88%；存货 33.83 亿元，同比增长 14.30%。2026 年一季度公司营业收入为 26.01 亿元，同比减少 4.76%；归母净利润为 1.38 亿元，同比减少 25.75%；扣非后归母净利润为 1.37 亿元，同比减少 26.31%；负债合计 105.34 亿元，同比增长 18.87%；货币资金 64.35 亿元，同比增长 75.52%；应收账款 12.71 亿元，同比减少 34.71%；存货 15.13 亿元，同比减少 30.55%。

➤ 事件点评

➤ 25 年全年营收小幅增长，26 年一季度业绩短期承压。2025 年公司实现营收 100.27 亿元，同比增长 2.38%，实现小幅增长。2026 年一季度公司实现营收 26.01 亿元，同比减少 4.76%。2026 年一季度公司利润总额同比下降 30.56%，是由于销售产品组合较上年同期存在结构性差异，产品销售毛利率水平不同所致。

➤ 内装稳定，军贸突破。国内军品方面，公司从单一军品供应商向多领域解决方案服务商跨越，实现提质拓域，为海军、火箭军、武警等军种陆续提供了多型号、较大批量的各类装备，内装市场保持稳定。公司基于未来高科技体系战争需求，增加新域新质作战力量，加快无人智能作战力量发展，进一步巩固和提升了公司在地面武器核心装备领域的重要地位。军贸产品方面，地缘政治的冲突升级催化了市场需求，公司军贸品牌影响力进一步凸显，公司军贸产品逐渐从中低端产品市场开始步入高端产品市

场，重点产品的新市场开拓取得了显著成绩，未来在重点产品持续订货的基础上，伴随在多个新领域、新市场的不断突破，公司外贸业绩有望持续提升。

➤ **投资建议**

➤ 我们预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 0.21\0.22\0.24，对应公司 4 月 30 日收盘价 14.10 元，2026-2028 年 PE 分别为 68.5\63.8\58.0，维持“增持-A”评级。

➤ **风险提示**

➤ 外贸交付不及预期；内需订单不及预期。

【公司评论】三生制药(01530.HK)：三生制药公司点评-SSGJ-707 全球临床全面提速，辉瑞赋能夯实肿瘤基石药物价值

邓周宇 dengzhouyu@sxzq.com

【投资要点】

➤ **公司点评**

➤ **公司是肿瘤、自免、肾病、血液领域的创新药企。**2025 年营收 177.0 亿元 (+94.3%)，归母净利润 84.8 亿元 (+305.8%)，业绩高增主要来自 SSGJ-707 授权收入，有息负债比率 9.8%，财务结构持续优化；公司核心 PD-1/VEGF 双抗 SSGJ-707 与辉瑞达成全球合作，首付款合计 15 亿美元，潜在里程碑付款 48 亿美元以上及双位数销售梯度分成。公司合计 27 项肿瘤双抗、自免、肾科、血液创新管线，705、706 双抗已步入临床 II 期。重磅品商业化提速，608 (IL-17A 单抗)、SSS06 长效促红素成功获批，抗 IL-1 β 单抗 (613)、抗 IL-4R α 单抗 (611)、601A 等核心产品 NDA 受理，多款新药将于 2026-2027 年相继上市为业绩增长注入全新动力。2026-2028 年，预计营收为 102.69/106.30/112.19 亿元，归母净利润为 25.77/27.27/31.84 亿元，PE 为 19.2\18.1\15.5。持续覆盖，给予“买入-B”评级。

➤ **SSGJ-707 全面开展全球多项三期临床。**辉瑞主导 707 全球多中心临床开发，2026 年全力推进 5 项全球 III 期注册临床，覆盖一线鳞状/非鳞状非小细胞肺癌、一线转移性结直肠癌、一线子宫内膜癌、联用 Nectin-4 ADC 治疗一线转移性尿路上皮癌，同步推进广泛期小细胞肺癌 2/3 期临床，其中肺癌 III 期设置 OS、PFS 双主要终点；同时开展与 IB6 ADC、化疗等联用探索，布局去化疗方案与更前线治疗，目前已登记 9 项全球临床且多项完成首例患者入组，全面覆盖胸科、消化、泌尿生殖系统高发实体瘤。

➤ **SSGJ-707 临床数据持续验证显著疗效优势。**707 安全性与耐受性优异，突破传统 PD-1 单抗在 NSCLC 及 MSS 型结直肠癌的疗效瓶颈。SITC 2025 公布其联合化疗一线治疗 NSCLC 的 II 期结果全面优于 PD-1 单抗联合化疗，10mg/kg 剂量组中非鳞癌 cORR 达 58.6% (对照替雷利珠单抗+化疗 38.7%)，鳞癌 cORR 达 75.0% (对照 47.6%)，≥3 级治疗相关不良事件发生率 39.0%，治疗停药率仅 1.9%，安全性可控，且在低 PD-L1 表达人群中亦展现突出应答。ESMO 2025 披露 707 联合化疗一线治疗 pMMR/MSS 型转

移性结直肠癌 II 期数据，5mg/kg Q3W 方案 ORR 高达 88.24%， ≥ 3 级 TRAE 仅 27.9%。

➤ 风险提示

- 新药对外授权合作、里程碑兑现不及预期风险；SSGJ-707 临床研发、审批及商业化进展不及预期风险；核心成熟产品市场竞争加剧、医保政策调整风险；曼迪国际分拆上市进程不确定性风险。

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

