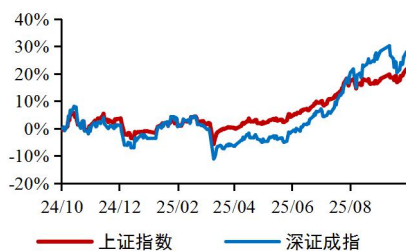


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 10 月 28 日 星期二

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	3,996.94	1.18
深证成指	13,489.40	1.51
沪深 300	4,716.02	1.19
中小板指	8,272.63	1.63
创业板指	3,234.45	1.98
科创 50	1,484.21	1.50

资料来源：最闻

分析师：

李明阳

执业登记编码：S0760525050002

邮箱：limingyang@sxzq.com

【今日要点】

- 【山证纺服】行业周报-滔搏公布 FY2026H1 业绩，老铺黄金完成年内第三次调价
- 【山证纺服】纺织制造专题报告-关税风险基本落地，纺织制造龙头有望迎来重估
- 【公司评论】万安科技(002590.SZ)：万安科技 25 年三季报点评-Q3 业绩稳增盈利能力修复，多举措拓展机器人业务

【今日要点】

【山证纺服】行业周报-滔搏公布 FY2026H1 业绩，老铺黄金完成年内第三次调价

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- 本周观察：滔搏公布 FY2026H1 业绩
- 10月23日，滔搏公布 FY2026H1 业绩。FY2026H1，公司营收同比下降 5.8%至 122.99 亿元，经营利润同比下降 11.3%至 9.94 亿元，归母净利润同比下降 9.7%至 7.89 亿元。
- 分品牌看，主力品牌收入同比下降 4.8%至 108.12 亿元，占公司营收比重 88%；其他品牌收入同比下降 12.2%至 14.12 亿元，占公司营收比重 12%。
- 分渠道看，零售业务收入同比下降 3.0%至 106.01 亿元，占公司营收比重 86%；批发业务收入同比下降 20.3%至 16.23 亿元，占公司营收比重 13%。
- 盈利能力方面，FY2026H1，公司毛利率同比轻微下跌 0.1pct 至 41.0%，主要受到：1）零售线上业务占比提升且毛利率相对较低；2）零售业务占比提升，合作品牌伙伴对公司给予支持。销售费用率同比下跌 0.2pct 至 29.1%，主因直营门店数量减少，使得相关租金、人员费用、门店相关的使用权资产折旧下降。截至 FY2026H1 末，公司直营门店 4688 家，较本财年初净减少 332 家，同比下降 19.4%。管理费用率同比提升 0.3pct 至 4.1%，主因员工成本开支及其他税项开支增加。存货方面，截至 FY2026H1 末，存货同比下降 4.7%至 58.34 亿元。经营活动现金流方面，FY2026H1，公司经营活动现金流净额为 14.26 亿元，同比下降 47.3%，主要由于应付账款周转天数下降。
-
- 行业动态：
- 抖音电商“双 11”促销活动持续升温，以下重点数据与广大商家和消费者朋友分享：直播助力中小达人和商家抓住大促机会，稳健增长。在达人带货中，粉丝量在 100 万以下的中小达人贡献了超过 80% 的带货销售额，成为推动销量增长的中坚力量。无论中小商家还是品牌商家都能在大促中借助直播电商，迎来生意爆发。目前，超过 4.1 万商家通过直播实现销售额同比增长 500%，店播销售额破亿元的商家数量同比增长 900%。优质短视频内容推荐、直播带货、搜索优化、货架升级以及超值购等商城入口的优化，助力爆款商品激活市场活力。销售额破亿元的商品数量同比增长 240%，超过 10 万个商品的直播销售额同比增长 300%。多元化的内容与互动形式提升了品牌曝光与销售。搜索带动销售额破千万元的商家数量同比增长 147%。精准推荐与搜索优化提升了整体交易效率。平台商家扶持政策，帮助中小商家促成更多好生意。为降低商家经营成本，抖音电商推出免佣、降费、现金补贴、物流保障和

流量激励等多项举措。今年前三季度，平台累计为商家节省经营成本约 220 亿元。双 11 第二阶段，抖音电商将继续通过优惠政策和流量激励，为商家在大促期间提供稳健增长的支持，刺激市场消费新增量。

- **中国羽绒服品牌集团波司登（BOSIDENG）任命著名英国设计师 Kim Jones 为新创设的 AREAL 高级都市线创意总监。**双方将携手推出 AREAL 高级都市线。“此次推出的全新 AREAL 高级都市线，不仅是波司登品牌深耕商务领域的又一次出色演绎，更以卓尔不群的科技实力与设计理念，引领高端商务时尚跃升至全新维度”，波司登在新闻稿中指出。波司登指出，“Area”为象征未被定义领域，“Real”则代表真实洞察与极致探索精神。Kim Jones 从品牌的历史与成就中汲取灵感，将具有顶尖水准的防风、防水及保暖性能与艺术文化融汇一体，转化为面向未来的设计，同时遴选中国独有的自然之境与都会韵律交织成色，以雕塑家般的敏锐视角重新呈现冬日形态哲学。
- **2025 年 10 月 17 日，永辉超市在全国七座城市同步迎来七家学习“胖东来模式”调改店，分别位于四川西昌万达广场、成都吾悦广场、北京槐房万达广场、福建建瓯江滨国际广场、安徽合肥保利广场、重庆风临路以及福建仙游三凌广场。**此次七店同开是永辉品质零售战略的深度推进，也为当地居民提供了更加注重品质与体验的购物环境。此次七店同开的热度，与永辉近期销售表现形成呼应。国庆中秋双节期间，永辉全国调改店整体销售额同比增长超过 100%，买单客流提升超 80%，其中 16 支爆款单品销售增长超过 10 倍。永辉定制鲜牛奶、品质永辉橙汁、红心蜜柚等商品持续热销，显示出消费者对永辉品质升级战略的高度认可。“双节期间，我们的定制鲜牛奶在一些门店出现供不应求的情况。”永辉超市相关负责人表示，“这反映了消费者对永辉品质商品的信任，也激励我们继续加强商品力建设。”
- **行情回顾（2025.10.20-2025.10.24）**
- **本周，SW 纺织服饰板块上涨 0.37%，SW 轻工制造板块上涨 2.62%，沪深 300 上涨 3.24%，纺织服饰板块落后大盘 2.87pct，轻工制造板块落后大盘 0.63pct。**各子板块中，SW 纺织制造上涨 2.38%，SW 服装家纺上涨 1.2%，SW 饰品下跌 4.45%，SW 家居用品上涨 2.3%。截至 10 月 24 日，SW 纺织制造的 PE-TTM 为 22.38 倍，为近三年的 74.51%分位；SW 服装家纺的 PE-TTM 为 30.72 倍，为近三年的 99.35%分位；SW 饰品的 PE-TTM 为 29.06 倍，为近三年的 85.62%分位；SW 家居用品的 PE-TTM 为 26.25 倍，为近三年的 84.97%分位。
- **投资建议：**
- **品牌服饰板块：**2025 年 9 月，纺织服装社零单月增速边际改善，1-9 月累计同比增长 3.1%，其中体育娱乐用品社零呈现更快增长，1-9 月累计同比增长 19.6%，9 月单月增长 11.9%。根据 361 度和特步国际公布的 2025Q3 季度经营数据。2025 年第三季度，361 度在竞争激烈的国内运动服饰市场中，公司依托高质价比产品、超品店快速推进，取得线下、线上零售流水的健康增长。特步主品牌零售流水同比增长低单位数，零售折扣与库销比水平保持平稳，旗下索康尼品牌零售流水同比增长 20%以上。推荐

361 度、波司登，建议关注特步国际、安踏体育、歌力思、锦泓集团。

- **纺织制造板块：**2025 年 1-9 月，我国纺织品、服装及衣着附件出口金额分别为 1064.77、1152.09 亿美元，同比增长 2.1%、-2.5%；越南纺织品和服装出口累计同比增长 8.77%，制鞋出口累计同比增长 7.58%，9 月单月出口增速由负转正。展望 2025Q3 季度，我们预计开润股份、百隆东方季度业绩有望延续优异增长。从高股息率角度，推荐裕元集团，建议关注百隆东方；从业绩稳健及低估值角度，推荐申洲国际，建议关注开润股份。
- **黄金珠宝板块：**10/25 日，老铺黄金上海恒隆店正式开业，再度掀起“抢购热潮”，老铺黄金恒隆广场店于 25 日凌晨 2 点 40 分发布公告，表示当天可接待顾客人数已达到上限，凌晨 2 点 30 分前未到达恒隆广场的顾客请放弃前来排队入店。上海恒隆店开业意味老铺黄金完成国内十大高端购物中心布局。10/26 日，老铺黄金进行年内第三次提价，老铺黄金天猫旗舰店和京东旗舰店显示，主要产品价格上调了 20% 左右。其中，“花丝八宝香囊”、“素金大葫芦”等老铺黄金热门款式，产品涨价幅度超过了 28%。继续推荐老铺黄金、潮宏基，建议关注菜百股份、周大生。
- **零售板块：**继续推荐名创优品。公司 Q2 国内同店转正，海外同店环比改善，新店态销售及坪效表现较好。经营利润同比恢复正增，经营拐点显现。9.26 日名创优品旗下聚焦潮玩赛道的 TOPTOY 提交港股上市申请书，我们认为此次分拆有望使 TOPTOY 以“潮玩”属性被高成长独立定价，进而为母公司名创优品提升估值弹性。建议关注永辉超市，公司今年以来，门店调改节奏逐步加快，并持续关闭盈利能力不佳的存量门店；产品端，推出“品质永辉”、“永辉定制”、自有品牌系列，强化自有品牌产品推出。近期公司举办“国民品质，人间烟火”产品发布会，永辉超市调改店客流平均增长 80%，60% 以上进入稳定期的调改门店盈利水平超越过去 5 年最高值。
-
- **风险提示：**
- 关税风险：国内消费信心恢复不及预期；地产销售不达预期；原材料价格波动；汇率大幅波动。

【山证纺服】纺织制造专题报告-关税风险基本落地，纺织制造龙头有望迎来重估

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- **纺织制造：**全球纺织品和服装出口额约 9 千亿美元，2020-2024 年年均复合增速为 3.2%。1989-2000 年期间，全球纺织品和服装出口金额年均复合增速为 5.6%；2000-2014 年，全球纺织品和服装出口金额增长加快，期间年均复合增速为 5.9%；2014-2020 年，受到纺织服装行业库存去化、疫情事件影响，全球纺织品和服装出口金额年均复合增速放缓至 -0.3%。2021 年开始，纺织品和服装出口金额重回增长通道，2024 年，全球纺织品和服装出口金额达到 8827 亿美元。

- **制衣 VS 制鞋：**制衣行业向上游整合趋势明显，制鞋行业的竞争格局更为集中。服装制造产业链包含纤维、纺纱、织布、染整、成衣、零售等六大领域，中游成衣制造环节中，部分中大型公司向上延伸至织布和染整环节，逐步从劳动力密集的单一制衣环节拓展为具备完整上游、中游纺织生产体系。相较制衣行业，鞋履生产工艺流程繁琐，企业向上游环节整合有限，但中游制造环节竞争格局更为集中。2025 财年，Nike 品牌拥有鞋履供应商 15 家，而服装供应商为 67 家。2023 年，Adidas 拥有鞋履供应商 24 家，服装供应商达 55 家。
- **运动服饰制造行业：**行业集中度偏低，纵向一体化布局为行业趋势。目前，申洲国际为全球最大的运动针织服饰制造商，2024 年，具备服装产能 5.5 亿件，实现营收 287 亿元，实现净利润 62 亿元。（一）产品端，各服饰制造企业产品主要包括运动服饰、休闲服饰、无缝服饰、睡衣等，晶苑国际品类相对多元。（二）客户端，客户集中度普遍较高，第一大客户收入占比约 30%，兼具面料和成衣对外销售的制造企业，第一大客户收入占比约 15%。（三）产能端，中国内地产能占比普遍偏低，越南、柬埔寨、印尼为服饰制造企业主要布局地，而孟加拉、斯里兰卡、菲律宾，产能占比较低或没有布局。（四）销售端，美洲为各公司的主要销售区域，聚阳实业出口美国市场占比为 70%，其次为儒鸿、晶苑国际，对美敞口约 50%、38%，申洲国际、盛泰集团、上海嘉乐的对美敞口较低。
- **运动鞋履制造行业：**行业集中度高，运动休闲鞋领域诞生行业龙头。目前，裕元集团为全球运动鞋履制造商龙头，2024 年，鞋履出货量达 2.55 亿双，制造业务实现营收 56.21 亿美元，实现净利润 3.50 亿美元。（一）产品端，龙头企业多以运动、休闲鞋品类为主，志强、钰齐国际分别聚焦足球鞋、户外鞋制造，九兴控股在运动鞋基础上，同时布局时尚、奢华鞋。（二）客户端，丰泰企业对单一客户依赖度较高，来自耐克的收入占比超过 85%。其次，志强与来亿兴业第一大客户收入占比分别为 56%、59%。华利集团、裕元集团、九兴控股第一大客户收入占比在 3 成以上。钰齐国际客户集中度相对较低。（三）产能端，鞋履制造企业均在越南设厂，且越南多为各鞋履制造企业产能占比最大地。其次，印尼为鞋履制造企业近年海外布局热门地，中国内地产能占比相对有限。（四）销售端，来亿兴业、九兴控股对美敞口较高，约 50%；志强、钰齐国际、华利集团，对美敞口约 40%。裕元集团销售区域较为分散，美国占比不足 3 成。
- **关税影响：**关税影响幅度取决于制造企业对美敞口及盈利能力。供应商报价模式为 FOB，我们假设供应商通过承担一部分关税让利品牌，假设关税为 20%，制造商承担 5%，以 2024 年数据测算，预计影响申洲国际、晶苑国际、聚阳实业、儒鸿、上海嘉乐销售毛利率 0.8%、1.9%、3.5%、2.5%、0.3%，影响净利润幅度为 4%、24%、30%、14%、7%。预计影响各鞋履制造企业销售毛利率 1%-2%，影响华利集团以外的企业净利润幅度为 20%左右，影响华利集团净利润幅度为 10%+。盈利能力更强的公司更有可能通过报价让利获取更多订单。
- **投资建议：**考虑各纺织制造企业对美敞口、产业链布局情况、当前盈利水平，（一）推荐申洲国际，公司对美敞口处于制衣企业中较低水平，海外面料产能占比超过 50%，能够覆盖海外成衣工厂需求，2024 年公司毛利率已修复至 28.1%。（二）推荐裕元集团，公司对美敞口处于制鞋行业较低水平，掌握上游

原材料环节，盈利能力伴随产能持续爬坡，有望修复，公司估值相对行业平均水平偏低。（三）推荐华利集团，公司对美敞口基本处于制鞋行业平均水平，越南本地原材料采购比例超过 50%，2025 年以来，盈利能力受到新工厂爬坡影响，有所下滑。从下游客户看，公司拓展全球第二大运动品牌公司 Adidas，长期合作保证订单体量及增长潜力，新拓展的客户如昂跑、亚瑟士销售展望乐观。建议关注开润股份、伟星股份、百隆东方。

- 风险提示：关税政策不确定性风险；下游品牌客户销售不及预期的风险；产能扩张不及预期的风险；产能爬坡进度不及预期的风险。

【公司评论】万安科技(002590.SZ)：万安科技 25 年三季报点评-Q3 业绩稳增盈利能力修复，多举措拓展机器人业务

刘斌 liubin3@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 近日，万安科技发布 2025 年三季报。25 年前三季度公司实现营收 34.60 亿元，同比+13.93%；实现归母净利润为 1.48 亿元，同比+2.43%；扣非净利润 1.23 亿元，同比+1.60%。
- 事件点评
- **25Q3 业绩稳定增长，盈利能力修复。**公司 Q3 营收达到 12.95 亿元，同比/环比+12.35%/5.66%，单季度营收连续 13 季度实现同比增长；实现归母 0.63 亿元，同比/环比+9.33%/14.69%；扣非 0.56 亿元，同比/环比+6.05%/25.02%。Q3 盈利能力持续修复，其中毛利率 17.24%，同比+0.71pct，净利率 5.18%，同比/环比+0.01/0.59pct。经营活动现金流大幅改善，达到 1.41 亿元，同比/环比+75.61%/568.70%。
- **持续拓展新项目与新产品，产能建设稳步推进。**2025 年 9 月，公司公告收到国内某知名汽车集团定点，安徽万安被客户选定为 S-C 平台前副车架产品的供应商。项目生命周期 5 年，预计将于 2027 年开始量产，生命周期销售总金额约为 2.8 亿元。当前公司积极推进“年产 50 万套铝合金固定卡钳项目”和“新能源汽车底盘铝合金轻量化建设项目”建设，预计 2025 - 2026 年陆续投产，新产能逐步投产为未来业绩增长提供有力支撑。在 EMB 产品上，子公司恒创智行建成了年产 3 万套商用车 EMB 系统的多平台柔性化生产线。在商用车领域，全面覆盖了中重卡、公交和客车全技术平台，已与十余家客户达成了合作；在乘用车领域已与 5 家客户达成了合作
- **AEBS 已获小批量订单，强标法规出台公司有望充分受益。**2025 年 5 月，《轻型汽车自动紧急制动系统技术要求及试验方法》完成起草，6 月完成公开征求意见，目前进入标准审查阶段。2025 年 6 月，《重型汽车自动紧急制动系统技术要求及试验方法》开始起草，主要起草单位包括一汽解放、中国汽研、万安科技等。目前公司 AEBS 已经有小批订单，随着后续法规落地，公司有望充分受益。

- **投资同川科技+无线充电延伸，积极向机器人领域拓展。**25 年 9 月，公司公告投资 2000 万元，持有同川科技 2.72% 股权，投前估值为 7 亿元。同川科技核心产品包括谐波减速器、机器人关节、机电一体化执行器等。其谐波减速器及机电一体化关节已获得珞石、越疆、艾利特、傅利叶、海峰、配天等机器人客户认可。另外，公司积极推进无线充电产品在机器人上的应用，参股公司亿创智联与云深处已有合作。后续，公司将通过外部合作+现有产品延伸应用的方式实现从智能电动汽车业务向机器人业务的拓展。
- **投资建议**
 - 短期，随着公司在手订单及新产能逐步释放，以及 AEBS 政策落地催化，公司业绩有望稳定向上；中长期，公司卡位智能底盘核心赛道，并从制动逐步向全底盘领域拓展，技术积累与客户资源持续形成护城河，同时积极开拓海外市场，有望打开新成长曲线。
 - 我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 49.82、57.35、66.25 亿元；归母净利润分别为 2.32 亿元、2.75 亿元、3.43 亿元，EPS 分别为 0.45、0.53、0.66 元，对应 PE 分别为 33、28、22 倍，维持“增持-A”评级。
- **风险提示**
 - 市场竞争加剧风险：随着我国汽车产业的发展，国内主要整车企业和汽车制动系统生产企业不断扩大产能，导致市场竞争较为激烈，未来将面临市场份额下降的风险。
 - 原材料价格波动风险：汽车生产所需原材料价格波动大，若原材料价格大幅上涨且无法有效传导至产品价格，将压缩公司利润空间。
 - 国际贸易环境风险：公司产品出口亚洲，北美和欧洲等多个地区，受全球经济波动，不确定性因素增加，如果国际经济环境发生重大不利变化，中美欧贸易摩擦持续升级，公司将会受到一定的影响。

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

