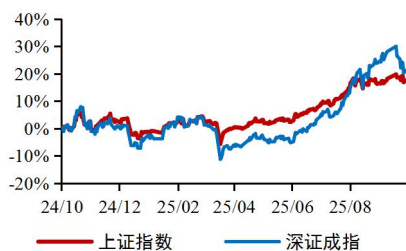


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 10 月 21 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	3,863.89	0.63
深证成指	12,813.21	0.98
沪深 300	4,538.22.53	0
中小板指	7,870.96	0.71
创业板指	2,993.45	1.98
科创 50	1,367.90	0.35

资料来源：最闻

分析师：

彭皓辰

执业登记编码：S0760525060001

邮箱：penghaochen@sxzq.com

【今日要点】

【山证纺服】9 月社零数据点评-9 月国内社零同比增长 3.0%，化妆品单月增速环比提升

【山证纺服】行业周报-老铺黄金天猫“双 11”表现强劲，361 度零售流水延续健康增长

【公司评论】晨光生物(300138.SZ)：晨光生物 2025 年前三季报业绩预告点评-经营向好，有望受益于 FDA 新政下全球天然色素市场翻倍机遇

【今日要点】

【山证纺服】9月社零数据点评-9月国内社零同比增长3.0%，化妆品单月增速环比提升

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述:

➤ 10月20日，国家统计局公布2025年9月社零数据。

➤ 事件点评:

➤ 9月国内社零同比增长3.0%，表现略低于市场一致预期。2025年9月，国内实现社零总额4.20万亿元，同比增长3.0%，环比下滑0.4pct，表现略低于市场一致预期（根据Wind，2025年9月社零当月同比增速预测平均值为+3.11%）。2025年1-9月，国内实现社零总额36.59万亿元，同比增长4.5%。按消费类型分，2025年9月餐饮收入、商品零售同比增速分别为0.9%、3.3%。2025年1-9月，餐饮收入、商品零售同比增速分别为3.3%、4.6%。2025年8月，我国消费者信心指数为89.2，环比提升0.2。

➤ 分渠道来看，线上渠道表现继续优于商品零售大盘，线下便利店/超市必选消费业态表现稳健。2025年1-9月，商品零售额整体同比增长4.6%，其中，线上渠道，实物商品网上零售额同比增长6.5%，表现好于商品零售整体；在实物商品网上零售额中，吃类、穿类、用类商品分别增长15.1%、2.8%、5.7%。线下渠道，按零售业态分，2025年1-9月，限额以上零售业态单位中便利店、超市、百货店、专业店、品牌专卖店零售额同比分别增长6.4%、4.4%、0.9%、4.8%、1.5%。

➤ 化妆品单月增速环比提升，金价快速上涨阶段性抑制黄金珠宝终端需求。2025年9月，限上化妆品同比增长8.6%，环比提升3.5pct；限上金银珠宝同比增长9.7%，环比下滑7.1pct，其中上金所AU9999收盘价均价为831.84元/克，同比上涨43.0%，环比上涨7.2%；限上纺织服装同比增长4.7%，环比提升1.6pct；限上体育/娱乐用品同比增长11.9%，环比下滑5.0pct。2025年1-9月，限上化妆品、金银珠宝、纺织服装、体育/娱乐用品同比分别增长3.9%、11.5%、3.1%、19.6%。

➤ 投资建议:

➤ 品牌服饰板块：（一）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。继续推荐361度，建议关注特步国际、安踏体育、锦泓集团、歌力思。

- **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。
- **黄金珠宝及零售板块：**2025 年 9 月，金银珠宝社零同比增长 9.7%，9 月金价快速上涨，阶段性抑制黄金珠宝终端需求。10 月 15 日晚 8 点，天猫“双 11”正式开启。老铺黄金官方旗舰店现货开售，表现强劲，仅 10 分钟成交额突破 3 亿元，创下品牌历年天猫“双 11”销售新纪录，同比增长超 848 倍。此次活动中，共有 12 款单品成交突破千万元，其中花丝葫芦、十字金刚杵、金珠钻饰、项链等产品成交额均超过 3000 万元。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。本周，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-老铺黄金天猫“双 11”表现强劲，361 度零售流水延续健康增长

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- **本周观察：纺织制造台企公布 2025 年 9 月营收数据**
- **我国纺织服装出口：**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%。
- **越南纺织服装出口：**2025 年 1-9 月，越南纺织品和服装单月出口同比增长 1.8%/20.7%/14.9%/18.1%/19.0%/13.9%/5.3%/-4.8%/9.5%，1-9 月累计同比增长 8.77%；2025 年 1-9 月，越南制鞋单月出口同比增长-3.7%/33.4%/15.9%/20.5%/7.5%/4.5%/3.3%/-4.0%/9.0%，1-9 月累计同比增长 7.58%。
- **主要纺织制造台企 9 月营收表现：**

- 裕元集团：9月制造业务营收同比下降3.8%，1-9月营收同比增长2.3%。
- 丰泰企业：9月营收同比下降0.87%，1-9月营收同比下降4.29%。
- 来亿兴业：9月营收同比增长0.65%，1-9月营收同比增长8.16%。
- 聚阳实业：9月营收同比下降28.22%，1-9月营收同比下降0.99%。
- 儒鸿：9月营收同比增长1.59%，1-9月营收同比增长5.39%。
-
- 行业动态：
 - 10月10日，日本生活方式品牌 MUJI 无印良品的母公司良品计画（Ryohin Keikaku）发布 2025 财年（2024 年 9 月-2025 年 8 月）财报。营业收入及各阶段利润均实现增收增益，创下历史新高。在中国大陆，商品布局与营销活动取得成效，销售呈改善趋势。既有店及电商销售同比两位数增长，销售与利润均大幅提升。成本率改善与抑制降价举措同样带来利润率改善。本财年，集团营业收入和利润均有所增长，创历史新高。营业收入增加的原因除了公司在日本和海外开设的新店数量增加外，还有现有门店的稳定销售。截至 2025 年 8 月底，随着日本国内外门店拓展的推进，全球门店总数较上期增加 107 家，达到 1412 家。在中国大陆，积极优化门店布局，开拓新店，门店数量净增 24 家，达到 422 家。
 - 10月14日巴黎股市收盘后，法国奢侈品巨头 LVMH（路威酩轩）公布了截至 9 月 30 日的 2025 财年前九个月业绩报告：总营收同比下降 4%至 580.9 亿欧元（在有机基础上：-2%），其中第三季度总营收在有机基础上同比增长 1%，各业务部门及各地区均出现回升，唯独欧洲例外（欧洲前三季度营收同比持平，第三季度则下降 2%）。就第三季度而言，管理层在电话会议上表示，几乎所有主要地区的趋势均出现改善。美国和亚洲（不含日本）在第三季度重新实现正增长，中国市场在也第三季度实现了正增长。日本也显著改善，尽管基数仍然较高，但挑战较上半年有所缓和。欧洲总体保持稳定，由于游客消费下降、以及汇率波动影响较年初更为显著，营收受到一定压力。
 - 10月9日收盘后，老凤祥股份有限公司（下称“老凤祥”，600612.SH）发布公告称，拟通过下属控股子公司老凤祥香港有限公司（Lao Feng Xiang Hong Kong Co., Limited，下称“老凤祥香港公司”）以 2400 万美元投资认购 Maybach Luxury Asia Pacific Co. Limited（迈巴赫奢侈品亚太有限公司，下称“迈巴赫奢侈品亚太”）20%的股权。迈巴赫奢侈品亚太于 2025 年 2 月 11 日在中国香港注册成立，注册资本为 1 万港元。其业务经营不涉及迈巴赫汽车，仅涵盖迈巴赫品牌的（非汽车类）奢侈品业务，类别包括但不限于马具、时尚服饰、运动用品、家居用品、文具、银器、香水及宠物用品。
- 行情回顾（2025.10.06-2025.10.10）
- 本周，SW 纺织服饰板块下跌 0.31%，SW 轻工制造板块下跌 2.22%，沪深 300 下跌 2.22%，纺织服饰板块纺服跑赢大盘 1.91pct，轻工制造板块轻工跑赢大盘 0pct。各子板块中，SW 纺织制造下跌 2.73%，SW 服装家纺上涨 0.41%，SW 饰品上涨 1.44%，SW 家居用品下跌 1.12%。截至 10 月 17 日，SW 纺织

制造的 PE-TTM 为 21.85 倍，为近三年的 58.82%分位；SW 服装家纺的 PE-TTM 为 30.36 倍，为近三年的 98.04%分位；SW 饰品的 PE-TTM 为 30.46 倍，为近三年的 89.54%分位；SW 家居用品的 PE-TTM 为 25.76 倍，为近三年的 80.39%分位。投资建议：

- **品牌服饰板块：**税务总局利用增值税发票数据，对国庆中秋假期相关消费行业销售收入情况进行分析，国庆中秋假期，日用品、化妆品、鞋帽消费增长较快，销售收入同比分别增长 14.9%、19.2%、4.3%。国庆中秋假期，服装消费稳健增长。本周，361 度和特步国际公布 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。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。继续推荐 361 度，建议关注特步国际、安踏体育、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，建议关注百隆东方/裕元集团；从业绩稳健及低估值角度，建议关注申洲国际/开润股份。
- **黄金珠宝板块：**10 月 15 日晚 8 点，天猫“双 11”正式开启。老铺黄金官方旗舰店现货开售，表现强劲，仅 10 分钟成交额突破 3 亿元，创下品牌历年天猫“双 11”销售新纪录，同比增长超 848 倍。此次活动中，共有 12 款单品成交突破千万元，其中花丝葫芦、十字金刚杵、金珠钻饰项链三款热门产品成交额均超过 3000 万元。根据老铺黄金天猫旗舰店，10/26 日将迎来年内第三次提价，有望提升公司盈利能力。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。本周，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。

【公司评论】晨光生物(300138.SZ)：晨光生物 2025 年前三季报业绩预告点评-经营向好，有望受益于 FDA

新政下全球天然色素市场翻倍机遇

冀泳洁 0351-8686985 jiyongjie@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 2025 年 10 月 13 日，公司发布前三季度业绩预增公告，预计实现净利润为 2.78 亿元~3.14 亿元，净利润同比增长 344.05%~401.55%。

➤ 事件点评

- 植提业务增长及棉籽业务回暖，带动公司业绩大幅提升。2025 年前三季度，公司主要植提类产品实现的收入和毛利额同比增长，盈利能力恢复；棉籽类业务行情回暖，经营环境显著改善，同比实现扭亏为盈。
- 全球植物提取物行业第一梯队企业，辣椒红、辣椒精、叶黄素三大产品位居世界第一或前列水平。晨光生物已在全球植物提取行业位居第一梯队，逐渐追赶或超越 Frutarom、Kalsec、Synthite、Lycored 等国际知名企业。公司已有辣椒红、辣椒精、叶黄素三大主力产品位居世界第一或前列，甜菊糖苷、花椒提取物、水飞蓟提取物、姜黄素、葡萄籽提取物、番茄红素、迷迭香提取物等梯队产品处于快速发展的上升阶段，多品种发展取得良好成效。
- 美国 FDA 新政有望推动天然色素加速替代石油基合成色素。2025 年 4 月 22 日，美国食品药品监督管理局（FDA）和美国卫生与公众服务部（HHS）宣布一系列措施，旨在到 2026 年底前消除美国食品供应中所有石油基合成色素：1）将建立国家标准和时间表，鼓励行业自愿从合成色素过渡到天然色素。2）撤销对两种合成色素的授权，并在 2026 年底前以“自愿”形式消除六种主要合成色素的使用。3）加速审查天然色素。4）计划与 NIH 合作，开展全面研究以了解食品添加剂可能如何影响儿童的健康和发展。
- 定量测算：新政推动下，全球天然色素市场有望从 21 亿美元翻倍增长至 42 亿美元。根据 Polaris，2024 年全球天然色素市场约 21 亿美元，其中美国与加拿大占据 1/3，两国市场约 7 亿美元。2025 年 8 月 13 日，Sensient technologies 披露，由于天然色素较合成色素用量大幅提升（单位用量提升至少 4-12 倍），且天然色素成本更高，美加天然色素市场有望翻四倍至 28 亿美元，进而带动全球市场增长至 42 亿美元（不考虑其他地区存量需求自然增长）。目前天然色素在欧洲渗透率超过 80%、日本占据主流、美国接近 1/3、拉丁美洲约 25-30%、我国接近或低于美国，中美两国及拉丁美洲的替代空间依旧广阔。
- 辣椒红等天然色素品种有望受益于天然色素替代。辣椒红色素可替代日落黄等合成色素品种。日落黄在冷冻饮品的最大添加量为 0.09g/kg，即约为 0.001%，而作为替代品的辣椒红色素并无最大添加量约束，且根据晨光生物 2025 年 5 月 16 日投资者交流内容，辣椒红色素作为食品添加剂的添加量在 0.1% 级别，单位用量较合成色素高出至少一个数量级。2025 年美国日落黄色素需求约 2500 吨，若使用天然

色素替代，则至少新增 1 万吨的天然色素需求，市场需求有望快速增长。

➤ **投资建议**

- 我们预测 2025 年至 2027 年，公司分别实现营收 71.25/80.84/88.57 亿元，同比增长 1.9%/13.4%/9.6%；实现归母净利润 3.59/4.92/5.85 亿元，同比增长 282.2%/36.9%/18.9%，对应 EPS 分别为 0.74/1.02/1.21 元，PE 为 19.4/14.1/11.9 倍，首次覆盖给予“买入-B”评级。

➤ **风险提示**

- **美国天然色素政策不及预期风险：**天然色素成本及用量较合成色素提升显著，若美国天然色素政策推进不及预期，天然色素市场扩张节奏将大幅放缓。
- **原材料供应量及价格波动风险：**公司生产所需的原材料以辣椒、万寿菊、棉籽、甜叶菊等农副产品为主，这些原材料的供应量及市场价格易受气候条件、病虫害、市场供需关系等因素影响。若原材料供应量、市场价格发生大幅度波动，将对公司经营业绩产生重大影响。
- **境外经营的风险：**公司的发展目标为建设世界天然提取物产业基地，要实现该目标，全球化资源配置是必由之路。但境外各地的法律、税收、外汇管理、人文环境等方面存在较大差异，如果公司不能妥善应对上述因素带来的挑战，将会制约公司的发展，甚至对公司业绩产生不利影响。
- **子公司衍生品交易风险：**为了减少原材料、产品价格波动对公司经营业绩带来的不利影响，子公司新疆晨光使用商品期货开展了基差销售与套期保值业务。虽然这些衍生品交易可以帮助公司减少原材料、产品价格波动带来的风险，但也会面对衍生品交易本身所带来的各种风险，如市场风险、基差风险、流动性风险、操作风险、技术风险、政策风险等。

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

