

信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 9 月 24 日 星期三

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	3,821.83	-0.18
深证成指	13,119.82	-0.29
沪深 300	4,519.78	-0.06
中小板指	8,117.35	-0.18
创业板指	3,114.55	0.21
科创 50	1,407.30	-0.10

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-潮宏基计划赴港上市，雪中飞提出“品牌向上，创新突破”战略主张

【公司评论】广和通(300638.SZ)：广和通 2025 半年度报告点评-AI stack 深化布局，具身智能和智能座舱是增长主力

【公司评论】大全能源(688303.SH)：大全能源点评-财务稳健资金储备充裕，战略性减产缓解市场供给压力

【今日要点】

【山证纺服】行业周报-潮宏基计划赴港上市，雪中飞提出“品牌向上，创新突破”战略主张

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- 本周观察：潮宏基计划赴港上市
- 9月12日，潮宏基正式向香港联合交易所递交主板上市申请。根据招股说明书，珠宝业务，目前包括CHJ潮宏基、潮宏基Soufflé和CHJ·ZHEN臻三大品牌，同时培育专攻新兴培育钻石市场的新品牌Cèvol。包袋业务，为FION菲安妮品牌。
- 2025年上半年，珠宝业务、手袋业务分别实现营收39.24、1.23亿元，同比增长21.2%、下降17.4%；两项业务占营收比重分别为96.6%、3.0%。
- 珠宝业务中，2025年上半年，加盟门店、自营门店、线上渠道实现营收22.19、11.08、4.96亿元，同比增长37.6%、5.2%、-4.5%，占珠宝业务营收比重为56.5%、28.2%、12.6%。截至2025年上半年末，公司珠宝业务拥有门店1542家，包括国内201家自营门店、1337家加盟门店、4家海外门店。
- 2023-2024年，珠宝业务自营门店同店销售同比增长32.5%、1.5%，珠宝业务加盟门店同店销售同比增长41.0%、14.1%。2025年上半年，珠宝业务自营门店同店销售同比增长26.5%，珠宝业务加盟门店同店销售同比增长32.0%。
- 包袋业务中，2025年上半年，线上渠道、自营门店、加盟门店实现营收0.54、0.44、0.25亿元，同比下降17.1%、11.6%、26.4%，占包袋业务营收比重为43.6%、36.0%、20.5%。截至2022-2024年末，门店数量分别为319、314、251家，2025年上半年末，门店数量进一步下降至219家。2023-2024年，包袋业务门店同店销售同比增长20.5%、-21.8%；2025年上半年，包袋业务门店同店销售同比下降15.5%。
-
- 行业动态：
- 9月12日，投资公司3G Capital宣布完成对美国舒适科技公司斯凯奇SKECHERS的私有化收购。即日起，斯凯奇的股票停止在纽约证券交易所交易，交易代码为NYSE:SKX。公司将继续由当前的执行管理团队领导，包括首席执行官Robert Greenberg、总裁Michael Greenberg。公司总部仍将设在约30年前成立的加利福尼亚州曼哈顿海滩。创立于1992年，斯凯奇至今已成长为全球第三大鞋履公司，2024年销售额达89.7亿美元，是一个以产品驱动增长、拥有多元分销网络及高忠诚度客群的舒适科技品牌。今年5月，SKECHERS宣布已同意被3G Capital收购，交易价格超过90亿美元。

- 9月13日，中国冰雪羽绒服品牌“雪中飞”带着全新冰雪系列，首次登上中国国际时装周的舞台。2025年，雪中飞品牌提出了“品牌向上，创新突破”的战略主张，从续约成毅到赞助苏超，众多品牌动作层出不穷，本次与中国国际时装周的合作，也是其夯实“中国冰雪羽绒服品牌”的又一举措。雪中飞事业部总经理朱向东向媒体介绍了雪中飞的全新品牌战略与产品系列。朱向东表示，雪中飞以成为中国冰雪羽绒服第一品牌作为品牌愿景，本次大秀只是雪中飞品牌向上开始，经过了26年的沉淀，雪中飞有信心服务好中国的年轻消费者，为他们提供物美价廉的产品与服务，助力他们轻松享受自由快乐的冰雪生活。
- 9月15日，The North Face、Vans、Timberland 等户外品牌的母公司、美国服饰巨头 VF Corporation（威富集团，以下简称“VF 集团”）宣布，将旗下美国百年服装老牌 Dickies®（迪克斯）以6亿美元现金出售给品牌管理公司 Bluestar Alliance。本次交易预计于2025财年年底完成，但需满足惯例成交条件并获得监管部门批准。瑞银集团担任 VF 的财务顾问，Davis Polk & Wardwell LLP 担任法律顾问。此次交易符合 VF 集团稳步剥离非核心业务及品牌，专注于 The North Face、Vans、Timberland 三大核心运动户外品牌的战略方针。
- 行情回顾（2025.09.15-2025.09.19）
- 本周，SW 纺织服饰板块下跌 0.26%，SW 轻工制造板块下跌 0.58%，沪深 300 下跌 0.44%，纺织服饰板块纺服跑赢大盘 0.19pct，轻工制造板块落后大盘 0.14pct。各子板块中，SW 纺织制造上涨 0.76%，SW 服装家纺上涨 0.66%，SW 饰品下跌 3.78%，SW 家居用品上涨 0.84%。截至 9 月 19 日，SW 纺织制造的 PE-TTM 为 22.20 倍，为近三年的 68.75%分位；SW 服装家纺的 PE-TTM 为 30.80 倍，为近三年的 100%分位；SW 饰品的 PE-TTM 为 30.76 倍，为近三年的 90.79%分位；SW 家居用品的 PE-TTM 为 26.16 倍，为近三年的 82.24%分位。
- 投资建议：
- 品牌服饰板块：运动品牌公司均已披露 2025H1 半年报。从营收增长看，大众运动品牌中，361 度增速达到双位数，李宁/特步/安踏增长为低-中单位数。此外，户外品牌延续快速增长，特步旗下的索康尼/迈乐增长超过 30%，安踏体育旗下的迪桑特/可隆增长超过 60%。分渠道看，线上增速快于线下，361 度/安踏/李宁电商收入增长 45%/10%/7.4%，运动服饰电商渗透率进一步提升。线下渠道方面，各运动品牌门店数量均为净减少状态，更加注重差异化店态布局，如一站式购物的 361 度超品店、超级安踏。从盈利水平看，行业零售折扣同比略微加深，但整体处于可控水平。受益于有效费用管控，经营利润率稳中有升。从库存角度看，行业库存保持稳定可控水平。继续推荐 361 度，建议关注特步国际、安踏体育。
- 纺织制造板块：2025 年上半年，关税扰动背景下，品牌客户下单趋于谨慎，订单能见度减弱。其中，申洲国际、开润股份、百隆东方全年业绩确定性较强。伟星股份受到国内消费环境影响，下调全年营收预期；华利集团由于新工厂爬坡及核心客户增速承压，净利率短期承压；裕元集团由于核心客户耐

克仍处恢复阶段，Q3 出货量预计下滑。对于纺织制造板块，建议跟踪耐克恢复情况，对板块估值整体形成提振。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。

- **黄金珠宝及零售板块：**8/20 日以来，国际金价开启新一轮上涨并创出历史新高，伦敦现货黄金价格一度突破 3700 美元/盎司。金价上涨趋势下+中秋/国庆消费旺季临近，黄金首饰需求景气度有望持续。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，估值具备提升空间。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”、“永辉有机”三大自有品牌系列，强化自有品牌产品推出，门店日销水平及盈利能力较调改前改善明显。



➤ **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】广和通(300638.SZ)：广和通 2025 半年度报告点评-AI stack 深化布局，具身智能和智能座舱是增长主力

张天 zhangtian@sxzq.com

【投资要点】

- **公司发布 2025 半年度报告。**2025H1，公司实现营收 37.07 亿元，同比-9.02%；实现归母净利润 2.18 亿元，同比-34.66%。若剔除锐凌无线车载前装业务的影响，2025H1，公司收入同比+23.49%；归母净利润同比+6.54%。
- **事件点评：**
- **全球物联网产业持续复苏，端侧 AI、智能模组成为新方向。**2025 年全球物联网终端数将达到 215 亿，同比+14.4%，预计 2030 年将达到 411 亿。2024 年至 2030 年，全球蜂窝物联网连接数预计将以 15%的复合增长率增长。2024 年，我国蜂窝物联网终端用户数达 26.56 亿，占移动终端连接数比重达到 59.7%，同比+13.89%，仍处规模化爆发期。5G 产业化方面，2024 年全球 5G 连接数突破 20 亿，连接占比 25%，并于 2028 年超越 4G 成为主流技术，2030 年将达到 57%。美国 5G FWA 连接量达到 1160 万，渗透率为 9%。端侧方面，智能模组作为集计算与通信功能于一体的边缘侧产品，已成为边缘计算需求新的载体，并已经应用于车联网、消费电子等多个领域，AI 与物联网的结合为行业需求扩容，端侧 AI 是重要应用终端，有望迎来飞速发展，到 2030 年，AI 嵌入式蜂窝模组预计将占物联网模组出货量的 25%，年复合增长率 35%。

- **公司保持高投入，丰富产品线，把握行业新需求。**公司不断完善在 AI、边缘算力、智能机器人等新兴领域的部署，研发创新成果不断积累。2025H1，公司研发投入 2.54 亿元，累计获得发明专利 356 项。5 月，公司检测中心正式通过 CNAS 审核，巩固在无线射频测试和可靠性验证等领域的行业标杆地位。公司持续聚焦物联网垂直行业，发布多款新产品及解决方案，丰富产品矩阵，推出覆盖 1T~50T 的全矩阵 AI 模组及解决方案“星云”系列。广通远驰发布新一代 R17 车规级 5G 通信模组 AN970 系列产品；发布高算力 5G AI 智能网联座舱模组 AN762S 和 AN782S 系列产品。发布 Fibocom AI Stack 端侧 AI 解决方案；推出 AI 玩具大模型解决方案；发布 QuickTaste AI 智能解决方案；发布新一代 AI 语音智能体 FiboVista 并率先应用于车联网。我们认为，公司不断丰富产品形态，将 AI 技术与消费场景的深度实践结合，通过端侧 AI 引用实现多种场景下的无缝 AI 体验，随着端侧 AI 兴起有望充分受益。
- **具身智能市场广阔，公司已取得先发优势。**公司于 2023 年成立 AIC 产品线，聚焦机器人行业的 AI 算法+硬件解决方案，2024 年，成功实现智能割草机器人解决方案的批量发货，2025 年已实现国内外多家头部客户的导入。智能割草机器人解决方案将 AI 算法、机器视觉、自动驾驶、高精度差分定位（RTK）等技术高度集成，为行业客户提供全栈式解决方案。目前，AIC 产品线还推出了多传感器融合定位+算力盒子 RV-Bot，已成功送样国内知名具身智能公司。基于高通高算力平台开发的 Fibot 项目已与全球领先具身智能机器人公司建立战略合作关系。同时，RTK 视觉融合定位方案已与多足机器人领域头部厂商达成合作，解决了四足机器人在动态环境中的定位盲区问题。我们认为，公司在具身智能核心技术上已取得先发优势，通过持续的场景落地积累验证经验，最终有望实现商业闭环。
- **盈利预测、估值分析和投资建议：**我们认为，剔除锐凌无线后，公司业绩持续增长，同时 AI、边缘算力、割草机器人乃至人形机器人正为公司开启新增长篇章。预计公司 2025-2027 年归母净利润 5.53/6.97/8.73 亿元，同比增长-17.3%/26.1%/25.3%；对应 EPS 为 0.72/0.91/1.14 元，2025 年 09 月 17 日收盘价对应 PE 分别为 43.2/34.2/27.3 倍，公司估值目前处于历史较低水平，考虑到端侧 AI 市场有望催化，机器人业务已抢占先机，维持“买入-B”评级。
- **风险提示：**集成通信的 SoC 方案推广替代公司主要产品无线通信模块的风险；物联网下游市场复苏不及预期风险；智能 AI 模组推广不及预期风险；汇率波动以及中美贸易摩擦风险。

【公司评论】大全能源(688303.SH)：大全能源点评-财务稳健资金储备充裕，战略性减产缓解市场供给压力

肖索 xiaosuo@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **公司发布 2025 年半年报，2025 年上半年实现营收 14.7 亿元，同比-67.9%；实现归母净利润-11.5 亿元。Q2 单季度实现营业收入 5.6 亿元，同比-64.9%，环比-38.0%；实现归母净利润-5.9 亿元，同比+41.2%，环比-5.5%。**

➤ 事件点评

➤ **积极落实减产策略，资金准备充裕。**公司严格履行行业自律，主动调控出货节奏，2025 年 Q2，公司多晶硅产量 2.6 万吨，同比-60.0%，环比+4.8%；销量 1.8 万吨，同比-57.9%，环比-35.3%。受开工率下降，停工产线相关人工、折旧等固定成本影响，上半年公司单位成本 55.1 元/kg，同比+19.8%；但受益于运营精细化管理，单位现金成本 37.7 元/kg，同比-6.6%。2025 年上半年，公司多晶硅累计产量 5.1 万吨，同比-60.1%；销量 4.6 万吨，同比-52.5%。公司预计 2025 年 Q3 产量 2.7-3.0 万吨，全年产量 11-13 万吨。截至 2025 年 6 月底，公司持有货币资金 16.6 亿元、结构性存款 29.9 亿元、定期存款 70.9 亿元、银行承兑汇票 3.5 亿元，资金储备余额合计达 120.9 亿元，无有息负债，稳健的财务表现有利于公司安全穿越行业周期。

➤ **反内卷持续推进，多晶硅能耗收紧落后产能有望加速出清。**根据国家标准信息公共服务平台 9 月 16 日征求意见稿，多晶硅三级能耗标准较预期收紧。新标准意见稿中多晶硅一、二、三级单位产品综合能耗分别为 5.0 kgce/kg（预期 5.0）、5.5 kgce/kg（预期 6.0）、6.4kgce/kg（预期 7.5）。根据 Mysteel 新能源光伏公众号，预计约 15%的存量多晶硅产能（约 52 万吨/年），在不做技改的情况下，或因无法满足新标而退出或被整合，落后产能的出清力度增大。

➤ 投资建议

➤ **公司作为硅料行业第一梯队企业，具有穿越周期的能力。**我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 -0.44/0.50/0.95，对应公司 9 月 19 日收盘价，2025-2027 年 PE 分别为-67.3/59.2/30.9，维持“买入-B”评级。

➤ 风险提示

➤ 包含但不限于以下风险：行业自律不及预期、下游需求不及预期、原材料价格波动风险、安全生产风险等。

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

