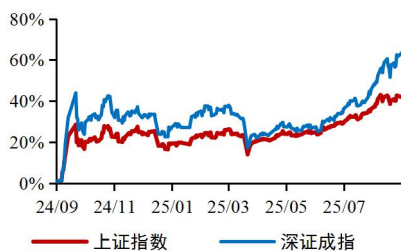


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 9 月 17 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	涨跌幅%
上证指数	3,861.87	0.04
深证成指	13,063.97	0.45
沪深 300	4,523.34	-0.21
中小板指	7,963.81	0.30
创业板指	3,087.04	0.68
科创 50	1,358.05	1.32

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】行业周报-纺织制造台企公布 2025 年 8 月营收数据，8 月营收普遍下滑

【公司评论】博威合金(601137.SH)：博威合金点评-AI 算力发展提振新材料产品需求，美国新能源产能有序推进

【公司评论】蜜雪集团(02097.HK)：蜜雪集团深度报告-茶饮标杆，未来增长点在哪儿？

【衍生品研究】REITs 专题报告-大类资产配置方兴未艾，冉冉升起新兴市场

【公司评论】朗新集团(300682.SZ)：朗新集团快报-携手蚂蚁集团，共创绿色资产通证化平台

【公司评论】汉得信息(300170.SZ)：汉得信息（300170.SZ）：毛利率持续改善，AI 业务收入贡献逐渐体现

【行业评论】【山证电新】多晶硅各级能耗标准超预期收紧，落后产能有望加速出清

【今日要点】

【山证纺织】行业周报-纺织制造台企公布 2025 年 8 月营收数据，8 月营收普遍下滑

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- 本周观察：纺织制造台企 2025 年 8 月营收数据速递
- 我国纺织服装出口：2025 年 1-8 月，我国纺织纱线、织物及制品出口金额同比增长 1.6%、服装及衣着附件出口金额同比下降 1.7%。
- 越南纺织服装出口：2025 年 1-8 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%，1-8 月累计同比增长 8.7%；2025 年 1-8 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%，1-8 月累计同比增长 7.6%。
- 主要纺织制造台企 8 月营收表现：
- 裕元集团：8 月制造业务营收同比下降 9.7%（2025.7 月为增长 0.5%，2024.8 月为增长 21.1%）。1-8 月营收同比增长 3.1%。
- 丰泰企业：8 月营收同比下降 3.66%（2025.7 月为下降 8.79%，2024.8 月为下降 7.98%）。1-8 月营收同比下降 4.69%。
- 来亿兴业：8 月营收同比下降 23.11%（2025.7 月为下降 14.91%，2024.8 月为增长 39.97%）。1-8 月营收同比增长 8.93%。
- 聚阳实业：8 月营收同比下降 8.87%（2025.7 月为下降 9.22%，2024.8 月为增长 17.24%）。1-8 月营收同比增长 2.83%。
- 儒鸿：8 月营收同比下降 9.67%（2025.7 月为下降 2.88%，2024.8 月为增长 37.10%）。1-8 月营收同比增长 5.89%。
-
- 行业动态：
- Stone Island 于杭州揭幕全新旗舰店。9 月 5 日，意大利奢侈品集团 Moncler（盟可睐）旗下意大利机能品牌 Stone Island（石头岛）于杭州湖滨银泰 in77 揭幕全新旗舰店，延续品牌与 OMA/AMO 共同打造的全球零售概念，这家全新旗舰店共占地三层，面积逾 370 平方米，汇聚了品牌的创新工艺、材料和设计合作成果。其中，零售空间位于一、二层，全面展示品牌 Stone Island Ghost、Marina、Stellina 子系列在内的全系列作品，彰显品牌对材料创新和社群文化的关注。杭州旗舰店还融合了独特

的合作设计元素，包括 Tim Hooijmans 为品牌专门设计的横跨天花板的灯光系统、Johan Viladric 特别打造的极简风电镀铝展示台、Markus Toll 设计的 SUPERBENCH 长凳，以及用于展示 Stone Island 典藏系列的单品玻璃陈列柜，由 Phil Procter 为品牌特别定制。

- **9月8日收盘后，江南布衣集团（HK:03306）发布截至2025年6月30日的2025财年年度业绩公告：**受到线上渠道销售的增长及线下门店规模的扩张，营收稳健增长4.6%至55.48亿元人民币。盈利层面，净利润增长6.0%至8.98亿元。此外，毛利增长4.1%至36.39亿元，毛利率则由2024财年的65.9%略下降至65.6%。集团在全球经营的独立实体零售店总数由2024年6月30日的2025家增加至2025年6月30日的2117家，净增92家。零售网络覆盖中国内地所有省、自治区和直辖市及全球其他10个国家和地区。“江南布衣+”多品牌集合店净增长2家至22家。
- **9月4日，永辉超市上海奉贤金汇龙湖店将正式恢复营业。**该店是永辉超市在上海学习“胖东来模式”调改的第11家门店，也是其在中国地区的最后一家调改门店。此举标志着永辉超市在上海的品质零售升级战略完成阶段性布局。永辉超市在上海开业满3个月的稳态调改门店已初步实现整体盈利。未来，永辉超市计划在总结和优化“上海模式”的基础上，逐步将其经验推广至长三角其他地区。
- **行情回顾（2025.09.08-2025.09.12）**
- **本周，SW 纺织服饰板块上涨0.67%，SW 轻工制造板块上涨1.88%，沪深300上涨1.38%，纺织服饰板块落后大盘0.71pct，轻工制造板块轻工跑赢大盘0.5pct。**各子板块中，SW 纺织制造上涨1.52%，SW 服装家纺上涨0.21%，SW 饰品上涨0.63%，SW 家居用品上涨0.59%。截至9月12日，SW 纺织制造的PE-TTM为22.05倍，为近三年的65.79%分位；SW 服装家纺的PE-TTM为30.57倍，为近三年的100%分位；SW 饰品的PE-TTM为31.93倍，为近三年的95.39%分位；SW 家居用品的PE-TTM为26.00倍，为近三年的80.92%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，伦敦现货黄金价格突破 3500 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。

➤ **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】博威合金(601137.SH)：博威合金点评-AI 算力发展提振新材料产品需求，美国新能源产能有序推进

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 102.2 亿元，同比+15.2%；实现归母净利润 6.8 亿元，同比+6.0%。Q2 单季度实现营业收入 52.6 亿元，同比+19.9%，环比+5.9%；实现归母净利润 3.6 亿元，同比-4.2%，环比+13.4%。

➤ **事件点评**

➤ **新材料：**销量持续增长，净利润稳步提升。得益于公司储备的新能源汽车、半导体、AI 人工智能行业的客户销量持续增长，2025 年 H1 公司新材料业务实现营业收入 79.3 亿元，同比+23.8%，在总营收中占比 78.5%。2025 年 H1，公司新材料产品合计销量为 12.56 万吨，同比+11.0%；其中合金棒材、合金线材、合金带材、精密细丝销量分别为 5.59 万吨、1.53 万吨、3.60 万吨、1.84 万吨。2025 年 H1，公司新材料业务实现净利润 2.3 亿元，同比+10.2%，单吨净利润为 1865.5 元/吨。展望未来，在 AI、高性能计算等技术的爆发式增长下，公司铜合金材料有望在液冷散热及高速互连等方向充分受益，凭借高性能产品进入头部客户供应链。

➤ **新能源：**利润同比增长，美国产能有序推进。受美国组件终端价格下降影响，2025 年 H1 公司新能源业务实现营业收入 21.7 亿元，同比-10.1%，在总营收中占比 21.5%。由于公司在美国建立了长期、稳定、可靠的客户战略合作关系，公司光伏组件销售量同比维持增长，2025H1 光伏组件销售量为 1.017GW，

同比+4.5%。公司在美国投资建设的 2GW N 型组件项目 4 月末已正式试产，扩产的 1GW 组件项目预计 8 月份开始试产。此外，美国 2GW N 型电池片项目的制造装备已经到项目建设仓库，新增的 1GW 电池片产能在同步建设之中，争取在 2026 年年底投产。

➤ **投资建议**

➤ 我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.82/1.94/2.38，对应公司 9 月 15 日收盘价，2025-2027 年 PE 分别为 13.5/12.7/10.3，首次覆盖，给予“买入-A”评级。

➤ **风险提示**

➤ **包含但不限于以下风险：**

- 1、原材料价格波动的风险：公司新材料业务生产经营所需的原材料主要是电解铜、电解锌、电解镍、锡锭等有色金属，价格波动对成本影响较大
- 2、汇率波动的风险：公司境外收入的结算币种主要有美元、欧元和越南等。若相关外币对人民币有所走强，对公司的盈利能力会产生有利影响；反之，则将对公司产生不利的影响。
- 3、国际政策变动的风险：公司美国产能享受的 IRA 联邦补贴受当地法律法规及各类政策变化的影响，有无法落地风险。

【公司评论】蜜雪集团(02097.HK)：蜜雪集团深度报告-茶饮标杆，未来增长点在哪儿？

陈玉卢 chenylu@sxzq.com

【投资要点】

- **公司概况：**公司成立 28 年，是一家领先的现制饮品企业，打造了“蜜雪冰城”、“幸运咖”双品牌，孵化了“雪王”IP。通过加盟模式来实现门店扩张，向加盟商出售门店物料和设备来赚取主要收入，截至 2024 年末，公司总门店数达 46,479 家，公司业绩增长稳定，盈利能力逐年提升，从出杯量来看，处于中国第一、全球第二的市场地位。
- **公司的竞争壁垒来自于大规模端到端的供应链体系。**采购：通过构建全球采购网络、与上游供应商建立长期合作关系、建立合作种植基地等途径控制供应成本和保障供应质量。生产：拥有河南、海南、广西、重庆、安徽五大生产基地，60 多条智能化生产线。仓储配送：拥有自主运营的仓储体系和专属的配送网络，募投项目 54%的款项用于提升中国供应链体系。
- **行业分析：**新兴市场和平价市场增速更快。从全球市场来看，中国和东南亚的增长潜力较大；国内市场，预计 2023-2028 年平价市场复合增速为 22.2%，快于中价市场和高价市场，公司的发展定位契合未来的行业趋势，发展潜力较大。
- **未来增长点一：“蜜雪冰城”国内市场加密。**中期展望：通过改变各区域门店密度指数提升幅度，进行

悲观、中性、乐观三种情景假设，三种蜜雪冰城门店数还有 1.1-1.8 万家的扩张空间。

- **未来增长点二：“幸运咖”加盟发力。**中期展望：2025 年 6 月“幸运咖门店数超 400 店的省份有河南省（1127 家）、河北省（413 家）、山东省（411 家），只考虑门店密度提升因素，通过改变各区域门店密度指数提升幅度，进行悲观、中性、乐观三种情景假设，幸运咖门店数还有 0.9-1.7 万家左右的扩张空间。
- **未来增长点三：东南亚市场持续扩张。**预计 2023 年至 2028 年，东南亚现制饮品市场预期将以 19.8% 的复合年增长率强劲增长。东南亚现制饮品市场高度分散，连锁化率相对较低，“蜜雪冰城”是东南亚地区最大的现制茶饮品牌，公司募投项目 12% 的款项用于提升海外供应链体系以支持业务扩张。
- **盈利预测与投资建议：**预测 2025-2027 年营业收入分别为 326.94 亿、378.23 亿、430.37 亿，同比增长分别为 31.7%、15.7%、13.8%，归母净利润分别为 58.61 亿、67.81 亿、77.16 亿，同比增长分别为 32.1%、15.7%、13.8%，对应的 PE 估值分别为 24 倍、20.7 倍、18.2 倍，首次覆盖，给与“买入-A”评级。
- **风险提示：**开店不及预期；原材料成本波动；食品安全的风险；加盟商管理风险，限售股解禁风险

【衍生品研究】REITs 专题报告-大类资产配置方兴未艾，冉冉升起新兴市场

崔晓雁 cuixiaoyan@sxzq.com

【投资要点】

- **沪深 REITs 市场初具规模，且市场空间广阔**
- **政策支持下，发行节奏加速：**截止 H125 末，沪深上市 REITs 共 68 只，总市值 2055 亿元（流通市值 959 亿元），H1 日均成交 6.23 亿元。2024 年以来，新“国九条”提出 REITs 高质量发展、发改委明确“REITs 常态化发行”，市政基础设施、城市更新项目、数据中心等优质资产接连上市。
- **参考海外，我国 REITs 市场空间广阔：**利率下行，券商等金融机构加仓 REITs。若我国公募 REITs 达到美国的 170 只，单只市值升至亚洲平均水平，我国 REITs 市场总市值将升至目前的 10.99 倍（RMB2.2 万亿元）。
- **REITs 具有独特的资产属性**
- **兼具债性与股性：**债券属性主要体现在强制分红且支付率较高；权益属性体现在收益高度依赖底层资产运营，底层资产价值是产权类 REITs 估值的重要组成，以及市场情绪影响下贴水的变动。
- **超长久期：**与美国 REITs 公司制不同，我国 REITs 以契约型封闭式基金为主，并设有较长固定期限（10-99 年）。超长久期带来政策转向、复杂运营风险、估值难度大等多方面挑战，也带来更高的波动率。
- **底层资产多种多样：**沪深 REITs 底层资产类型已逐渐丰富，涵盖交通、能源、市政、园区、消费、仓储、保租房、IDC 等，目前各类型的上市数量和市值结构较均衡。不同资产类型运营表现、可分配金

额完成度、市场表现均差异较大。最近一年，消费和保租房类市场表现较好，交通和园区类偏弱。

➤ **REITs 估值方法探讨**

- **估值方法多样：**收益法（DCF）是底层资产估值的核心方法，PNAV、PFFO、IRR 和现金分派率是投资者常用的相对估值指标。我们认为 PNAV 适用于所有类型；PFFO 适用于产权类 REITs 横向比较；考虑经营权类“本息摊还”的特点，短期决策中现金分派率比较重要。

➤ **投资建议**

- **估值比较结合基本面，我们认为普洛斯、张江产业园、苏州恒泰、广州广河具备吸引力，但流动性或限制二级交易策略容量。**我们认为目前阶段，网下认购新发 REITs 可重视，假设全年新发 20-25 只（vs 2024 年 29 只），配售比例保持上半年水平，年化收益可达 5.1-6.4%。
- **风险提示：**底层资产经营不及预期，政策风险，流动性不足等。

【公司评论】朗新集团(300682.SZ)：朗新集团快报-携手蚂蚁集团，共创绿色资产通证化平台

肖索 xiaosuo@sxzq.com

【投资要点】

➤ **事件描述**

- 9 月 10 日，公司官网公众号披露，朗新科技集团与蚂蚁数科共同宣布成立“蚂蚁链信”，该公司将基于区块链、IOT 和 AI 等核心技术开展绿色资产管理、动态评级定价等产品服务。

➤ **事件点评**

- **蚂蚁链信依托双方技术优势，构建了覆盖“资产上链-数据聚合-资产管理-评级定价”的全链条服务平台。**朗新与蚂蚁数科的此次深度合作，是双方合作新的起点。双方共同利用 AIot 技术、区块链技术、平台能力，以新能源资产数字化为开端，拓展评级、指数等一系列深化服务。服务平台贯穿新能源资产整个生命周期，是新能源资产通证化的“核心基础设施”。蚂蚁链信的核心使命是将碎片化的绿色资产转化为“可度量、可流通”的数字化资产。蚂蚁链信要构建的不仅仅是技术工具，更是支撑绿色资产通证化的数字信任平台。
- **强化“AI+能源”战略，自研九功大模型全面拥抱 AI。**朗新集团于 2023 年成立 AI 研究院，聚焦在电力市场交易预测、能源智能体应用、能源专用大模型三大人工智能方向发力。2025 年 7 月，公司正式发布自主研发的“朗新九功 AI 能源大模型”，并于当月在国际权威测评基准 BIRD-Bench 的最新一期测评中，超越众多国际科技巨头，荣获执行准确率和查询效率奖励双榜的全球第一。公司正在全面拥抱 AI，通过技术创新广泛连接发、储、用各方电力资产与资源，提升资源调节能力和供需匹配能力，致力于成为一家 AI 技术驱动的领先的科技能源企业。

- **能源互联网业务持续增长，电力市场化交易持续高增。**公司主业分为能源互联网和能源数智化，其中，25H1 能源数智化业务实现收入 4.7 亿元；能源互联网业务实现收入 8.6 亿元，同比增长 10%，毛利率 54.4%，同比提升 3.3pct。能源互联网主要有电力服务场景（生活缴费、聚合充电、虚拟电厂）和电力市场交易两业务。其中，25H1 新电途聚合充电平台注册用户破 2300 万，接入充电设备 200 万台，25H1 充电量约 30 亿度，同比增长约 20%，预计今年可达 70 亿度。虚拟电厂方面，公司的分布式光伏云平台聚焦连接并服务发电场景，截止 2025H1 累计接入 50GW。电力市场化交易方面，2025 年公司交易电量超过 20 亿度，已超去年全年水平。
- **投资建议**
- **公司是 AI 驱动、Web3 赋能的领先能源科技企业，聚焦电动车聚合充电、电力市场化交易、虚拟电厂、零碳园区、光伏云等场景，助力新型电力系统建设，推动能源变革和能源转型。**我国目前仍处于电力现货市场交易初期，行业空间广阔，公司业绩弹性高。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.0 亿元、4.6 亿元、9.3 亿元，相当于 2025 年 78.5 倍的动态市盈率，维持“买入-B”的投资评级。
- **风险提示**
- 电力市场化交易不及预期；电网新增投资不及预期；行业竞争加剧格局恶化；新能源资产通证化进程不及预期。

【公司评论】汉得信息(300170.SZ)：汉得信息（300170.SZ）：毛利率持续改善，AI 业务收入贡献逐渐体现

方闻千 fangwenqian@szxq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- 8 月 27 日，公司发布 2025 年半年报，其中，2025 上半年公司实现收入 15.75 亿元，同比增 3.54%，上半年实现归母净利润 0.85 亿元，同比微增 1.90%，实现扣非净利润 0.81 亿元，同比增长 31.56%；2025 年二季度公司实现收入 8.33 亿元，同比增 5.64%，二季度实现归母净利润 0.50 亿元，同比高增 50.88%，实现扣非净利润 0.47 亿元，同比增长 34.86%。
- **事件点评**
- **自主产品及战略新业务推动公司整体营收稳步增长，业务结构优化叠加产品成熟度提升带动毛利率进一步改善。**随着公司优化业务结构，从传统业务释放部分资源投向自主产品线及战略新业务，今年上半年公司重点业务保持稳健增长，其中，产业数字化业务实现收入 5.33 亿元，同比增长 13.75%；财务数字化业务实现收入 3.70 亿元，同比增长 4.98%；而上半年泛 ERP 业务实现收入 4.91 亿元，同比减少 4.88%；ITO 业务实现收入 1.76 亿元，同比减少 0.95%。2025 上半年公司毛利率达 34.87%，较上年同期提高 2.43 个百分点，主要是由自主软件产品收入占比提升及其毛利率进一步改善所致。同时，

受今年上半年公司用户大会的营销支出以及对 AI 和 PaaS 板块的前期布局投入影响，上半年公司销售费用率较上年同期提高 0.48 个百分点；由于上半年计提约 5400 万元股权激励费用，管理费用率较上年同期提高 3.66 个百分点；而由于产品迭代已进入常态化轨道，上半年公司研发费用率较上年同期降低 0.90 个百分点。受益于整体毛利率的改善，今年上半年公司扣非净利润保持高速增长。

➤ **AI 产品体系构建完善，AI 开始贡献重要收入增量。**今年 3 月，公司正式发布“得灵”B 端 AI 应用产品/服务体系，构建起覆盖智能体平台、私有模型训练和咨询培训的全链条服务体系，其中，“灵手”业务智能体系列涵盖制造、营销、财务、供应链等多领域的 AI 智能体，并且智慧导购、智能客服等智能体已在头部客户场景中率先落地；“灵猿”大圣 AI 中台系列通过预置成型应用组件+丰富的 AI 编排功能，支持企业高效搭建个性化应用，并提供一整套满足 B 端管控要求的管理工具；“灵睿”垂直模型系列目前已包括物流、锂电、矿山等多个行业的垂类模型，并逐步实现商业化；“灵策”配套服务系列主要为公司利用自身经验为客户提供 AI 咨询规划、企业私有模型训练、AI 应用定制开发等服务。目前公司正快速推进 AI 商业化，今年上半年公司 AI 业务收入达到 1.1 亿元，其中 AI 中台收入约 3000 万元，Agent 收入约 8000 万元，而 2024 全年 AI 业务收入约 7800 万元。

➤ **投资建议**

➤ **公司深耕智能制造、数字营销、大型企业财务管理领域，自主产品保持稳健增长。**同时，随着 AI 产品体系持续完善及产品能力进一步提升，AI 业务收入有望保持加速增长。预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.25\0.30\0.37，对应公司 9 月 15 日收盘价 17.67 元，2025-2027 年 PE 分别为 70.0\58.6\48.1，首次覆盖，给予“买入-A”评级。

➤ **风险提示**

➤ **技术研发风险：**随着云计算、大数据、人工智能等 IT 技术快速发展，新兴技术和产品层出不穷，若公司不能结合国内外市场需求，不断进行技术开发和产品革新，或因个别开发环节难题导致新产品推出滞后，则可能会面临市场竞争力下降的风险。

➤ **人力成本上升的风险：**公司所处的 IT 服务业属于人才密集型行业，人力成本是公司主要的经营成本。若由于城市生活成本上升、社保征管制改革推进等因素，导致公司人力成本增加，则可能会对公司利润率产生负面影响。

➤ **宏观经济持续低迷的风险：**公司产品主要面向 B 端客户，覆盖多个行业，若宏观经济持续低迷，则可能会对公司下游客户的经营发展产生不利影响，导致其削减 IT 投入，进而对公司的经营发展产生负面影响。

【行业评论】【山证电新】多晶硅各级能耗标准超预期收紧，落后产能有望加速出清

肖索 xiaosuo@sxzq.com

➤ 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 9 月 12 日中国硅业大

会进一步收紧。1、2、3 级单位产品综合能耗分别为 5 kgce/kg（原 5.5）、5.5 kgce/kg（原 6.0）、6.4kgce/kg（原 6.5），对应电耗分别约为 40 kwh/kg、45kwh/kg、52 kwh/kg。

- 收储提供了二、三线企业产能有效退出的路径；而在收紧的能耗标准下，一线企业的部分老旧落后产能不做技改的情况下也会进行关停，存量产能的出清力度增大。
- 结合 9 月 15 日求是网转发了《纵深推进全国统一大市场建设》，指出着力整治企业低价无序竞争乱象。“内卷”重灾区，要依法有效治理。推动落后产能有序退出，实现市场动态出清。我们认为多晶硅行业反内卷势在必行且力度超预期，全产业链价格有望持续上行。光伏行业 ROE 最低点已过，目前已经进入右侧上行阶段。
- 重点推荐：爱旭股份、大全能源、福莱特、石英股份；建议关注：通威股份、协鑫科技、新特能源、弘元绿能等。
- 风险提示：产能出清不及预期、政策不及预期等

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

