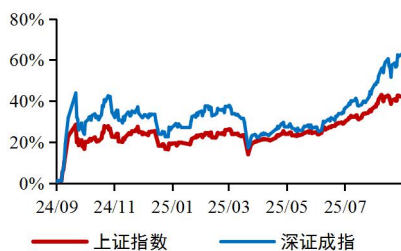


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 9 月 16 日 星期二

市场走势



资料来源：最闻

【今日要点】

【山证纺服】8 月社零数据点评-8 月国内社零同比增长 3.4%，黄金珠宝单月增速环比显著提升

【行业评论】煤炭：煤炭月度供需数据点评 8 月：供给收缩，煤价超预期上涨

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,860.50	-0.26
深证成指	13,005.77	0.63
沪深 300	4,533.06	0.24
中小板指	7,940.33	0.76
创业板指	3,066.18	1.51
科创 50	1,340.40	0.18

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】8月社零数据点评-8月国内社零同比增长3.4%，黄金珠宝单月增速环比显著提升

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述:

➤ 9月15日，国家统计局公布2025年8月社零数据。

➤ 事件点评:

➤ 8月国内社零同比增长3.4%，表现略低于市场一致预期。2025年8月，国内实现社零总额3.97万亿元，同比增长3.4%，环比下滑0.3pct，表现低于市场一致预期（根据Wind，2025年8月社零当月同比增速预测平均值为+3.82%）。2025年1-8月，国内实现社零总额32.39万亿元，同比增长4.6%。按消费类型分，2025年8月餐饮收入、商品零售同比增速分别为2.1%、3.6%。2025年1-8月，餐饮收入、商品零售同比增速分别为3.6%、4.8%。2025年7月，我国消费者信心指数为89.0，环比提升1.1。

➤ 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1-8月，商品零售额整体同比增长4.8%，其中，线上渠道，实物商品网上零售额同比增长6.4%，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15.0%、2.4%、5.7%。线下渠道，按零售业态分，2025年1-8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6.6%、4.9%、1.2%、5.2%、1.7%。

➤ 黄金珠宝单月增速环比显著提升，体育娱乐用品延续快速增长。2025年8月，限上化妆品同比增长5.1%，环比提升0.6pct；限上金银珠宝同比增长16.8%，环比提升8.6pct，其中上金所AU9999收盘价均价为775.92元/克，同比上涨36.7%，环比上涨0.4%；限上纺织服装同比增长3.1%，环比提升1.3pct；限上体育/娱乐用品同比增长16.9%，环比提升3.2pct。2025年1-8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3.3%、11.7%、2.9%、20.6%。

➤ 投资建议:

➤ 品牌服饰板块：（一）2025年8月，纺织服装社零单月增速边际小幅改善，1-8月累计同比增长2.9%，其中体育娱乐用品社零呈现更快增长，1-8月累计同比增长20.6%，8月单月增长16.9%。根据运动品牌公司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，如特步旗下的索康尼/迈乐，安踏体育旗下的迪桑特/可隆。分渠道看，线上增速快于线下，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 1-8 月，我国纺织品、服装及衣着附件出口金额分别为 945.13、1027.61 亿美元，同比增长 1.6%、-1.7%；越南纺织品和服装、制鞋出口金额为 264.72、160.83 亿美元，同比增长 8.7%、7.6%。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：**2025 年 8 月，金银珠宝社零同比增长 16.8%，边际大幅改善。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 3600 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，预计 2025 年经调净利润 29-30 亿，估值具备提升空间。
- **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。

【行业评论】煤炭：煤炭月度供需数据点评 8 月：供给收缩，煤价超预期上涨

胡博 hubo1@sxzq.com

【投资要点】

- **8 月：**
- **供给：**1-8 月原煤供给边际递减。2025 年 1-8 月，原煤累计产量实现 31.65 亿吨，同比增 2.8%，同比增速边际下滑。8 月当月实现 3.91 亿吨，同比降 3.2%，环比增 2.5%。
- **需求：**1-8 月终端需求受制造业和基建支撑，电力需求改善。25 年 1-8 月固定资产投资同比增 0.5%，其中制造业投资增 5.1%、基建投资增 2.0%、房地产投资降 12.9%。25 年 1-8 月火电累计增速实现-0.8%；焦炭累计增速实现 2.8%；生铁累计增速实现-1.1%；水泥累计增速实现-4.8%；8 月火电增速实现 1.7%；焦炭增速实现 3.9%；生铁增速实现 1.0%；水泥增速实现-6.2%。
- **进口：**8 月煤炭进口环比增长，1-8 月进口量维持收缩趋势。2025 年 1-8 月进口量累计实现 3.00 亿吨，

同比降 12.2%。8 月当月实现 4273.70 万吨，同比降 6.78%，环比增 20.02%。

- **价格：**8 月煤炭价格超预期反弹，双焦涨幅更大。25 年以来虽然山西优混 5500 动力煤、京唐港主焦煤、天津港二级冶金焦均价有所调整，但 8 月当月三个品种均价环比均有不同程度反弹。8 月各品种环比增幅焦炭>炼焦煤>动力煤。
- **点评与投资建议：**
- **8 月煤价“超预期”上涨。**8 月受供需阶段性紧张影响下煤价加速上涨，其中动力煤在 8 月大部分时间呈现加速上涨趋势，月内长协解除倒挂，价格阶段高点较传统旺季高点延后 10 天左右，超出市场预期，月底因季节性因素回落；炼焦煤均价环比涨幅虽然更大，但 8 月价格呈现回落走势。
- **国内供应继续收缩，进口煤贡献弹性。**随着反内卷带动政策转向，国内原煤产量收缩，尽管 8 月收缩趋势有所缓和，但 9-10 月仍有减量预期。而国内供应收缩带动的煤价超预期上涨也拉动了煤炭进口需求，因此 8 月进口煤环比继续提升。若后续煤价企稳反弹，或将继续拉动进口煤需求。
- **投资建议：**随着反内卷带来的政策转向，短期市场风险偏好提升，弹性标的排序靠前。动力煤方面，随着长协价格倒挂解除，预计上半年因长协兑现率较差而导致的产销比恶化和累库现象将在三季度实现改善，关注【华阳股份】、【晋控煤业】、【山煤国际】。炼焦煤方面，金九银十需求预期不差，若有供给扰动，价格存在反弹预期，关注【潞安环能】、【山西焦煤】。
- **风险提示：**供给收缩不及预期，需求回升不及预期，进口煤大幅增加，相关公司业绩不及预期

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

