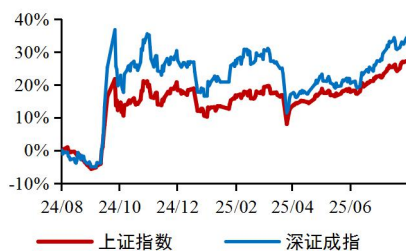


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 8 月 12 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	3,647.55	0.34
深证成指	11,291.43	1.46
沪深 300	4,122.51	0.43
中小板指	7,010.72	1.56
创业板指	2,379.82	1.96
科创 50	1,049.73	0.59

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】

➤ 【山证宏观】“反内卷”的宏观影响：PPI 有望温和改善

【山证纺服】行业周报-安德玛公布 FY2026Q1 财报，预计 FY2026Q2 营收延续下降

【公司评论】海光信息(688041.SH)：海光信息（688041.SH）：上半年收入保持高增，全产业链布局即将成型

【行业评论】【中恒电气】H20 获对华出口许可，持续推荐数据中心电源【山证电新】

【今日要点】

【山证宏观】“反内卷”的宏观影响：PPI 有望温和改善

郭瑞 0351-8686977 guorui@sxzq.com

【投资要点】

➤ 投资要点：

- 政策层面持续推动竞争秩序改善，短期有助于缓和 PPI 同比回落态势。中期看，价格或以温和改善为主。主要基于：1、整治“内卷式”竞争在目标、企业范围和性质等方面和上一轮供给侧结构性改革时期具有较大差异，政策举措更加市场化法制化，强调行业自律，因此供给收缩将相对温和。2、当前新兴行业依然在成长阶段，传统行业仍主导 PPI 波动。3、部分中下游企业控产或影响传统上游行业的需求，产能治理也可能约束部分行业的投资计划。4、中期看，国内经济要实现增速稳定、PPI 继续改善等仍依赖需求侧的助推。2024 年三季度以来我国经济底部企稳，“扩大有效需求”有望进一步巩固经济持续回升向好态势。宏观政策强调“持续发力、适时加力”“增强灵活性预见性”。长期看，遏制“内卷式”竞争有利于优化资源配置，改善经济运行效率，促进技术创新和产业升级。
- 本轮工业品价格和工业企业利润负增长的背后，有传统工业阶段性供需错配的影响，也有新兴行业“内卷式”竞争的原因。如光伏、锂电池、新能源汽车、电商平台等，受有效需求不足、产业发展规律、社会竞争加剧、制度性因素影响存在不同程度的“内卷”。新兴行业“反内卷”的目的是提升企业盈利能力，进一步促进我国技术创新、产业升级和高质量发展。
- 治理无序竞争侧重部分行业、部分企业的“内卷”性竞争，举措上更加市场化法制化，对重点行业则强调“产能治理”。结合总体举措和各行业举措看，反内卷带来的供给收缩相对温和。一方面，对企业生产行为的约束以规则引导代替强制干预，且具有渐进性特征。另一方面，钢铁等中上游行业在上一轮供给侧结构性改革中产能已经得到优化，这轮反内卷更多是引导供给结构继续优化而非强力去产能。
- 2024 年三季度以来我国经济底部企稳，有望进一步巩固持续回升向好的态势。一方面以稳就业、扩大消费来稳定经济基本盘。在保障改善民生中扩大消费需求，突出就业优先政策导向。培育服务消费新的增长点，文化旅游、医疗健康、养老消费等空间广阔。同时，深入实施提振消费专项行动下，商品消费也有望继续扩大。另一方面，通过“高质量”投资优化资源配置、重塑竞争格局。高质量推进“两重”建设，高质量开展城市更新。下半年宏观政策进一步提高与高质量扩内需、扩大优质增量供给要求的适配度，强调“适时加力”“增强灵活性预见性”。
- 风险提示：全球贸易环境大幅变化风险、地缘政治风险、居民预期不稳的风险、“反内卷”效果不及预期的风险。

【山证纺服】行业周报-安德玛公布 FY2026Q1 财报，预计 FY2026Q2 营收延续下降

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- 本周观察：安德玛公布 FY2026Q1 财报，预计 FY2026Q2 营收延续下降
- 8月8日，安德玛公布 FY2026Q1（2025年4月1日-2025年6月30日）业绩。FY2026Q1，公司营收同比下降4%至11亿美元，净损失261.2万美元（上年同期为净损失3.05亿美元）。
 - 分区域看，北美市场营收同比下降5%至6.7亿美元，国际市场收入下降1%至4.7亿美元，其中，EMEA市场收入同比增长10%、亚太市场收入同比下降10%、拉美市场收入同比下降15%。
 - 分品类看，服装产品收入同比下降1%至7.5亿美元，鞋履产品收入同比下降14%至2.7亿美元，配饰产品收入同比增长8%至1亿美元。
- FY2026Q1，公司毛利率同比提升0.7pct至48.2%，毛利率提升，主因有利的汇率变化、零售折扣、产品组合，部分被不利的渠道结构与更高的供应链成本所抵消。公司期间费用同比下降37%至5.3亿美元，经调整净利润为900万美元。截至FY2026Q1末，公司存货同比增长2%至11亿美元。
- 展望FY2026Q2，预计营收同比下降6%-7%，其中北美市场营收同比下降低双位数、EMEA市场营收同比增长高单位数、亚太市场营收同比下降低双位数。毛利率预计同比下滑3.4-3.6pct，经营利润预计0-1000万美元。
- 行业动态：
 - 8月5日，德国时尚奢侈品集团 HUGO BOSS（雨果博斯）公布了截止6月30日的2025财年第二季度及上半财年关键财务数据：尽管面临持续严峻的市场环境，但二季度营收同比增长1%，上半财年营收与去年同期持平。EBIT（息税前利润）恢复增长，第二季度同比增长15%，上半财年同比增长2%。亚太市场受中国消费情绪低迷影响表现疲软，二季度营收同比下滑5%，上半财年同比下滑7%。集团指出，品牌及产品关键举措推动业绩增长，包括与大卫·贝克汉姆（David Beckham）首个联名系列 Beckham X BOSS 的成功发布。集团指出，“消费者信心疲软和门店客流量下降”对多个关键市场造成压力，其中，中国市场的需求“尤其低迷”。
 - 美东时间8月7日开盘前，美国时尚奢侈品集团 Ralph Lauren Corp（拉夫·劳伦，以下简称“Ralph Lauren”）（纽约证券交易所股票代码：RL）公布了截至6月28日的2026财年第一季度关键财务数据：净营收同比增长14%至17亿美元（按固定汇率计算+11%），净利润同比增长30.7%至2.2亿美元。亚洲总营收同比增长21%至4.74亿美元，其中，中国市场同比增长超过30%。管理层强调，集团将继续通过吸引更多年轻新客户、强化核心与高潜力品类、以及在各区域打造关键城市生态系统，来推动品

牌全球化和可持续增长，同时保持对复杂全球经营环境的谨慎应对。

- **盒马鲜生今年将再开 100 家新店。**8 月 7 日，盒马公布了最新开店计划：盒马鲜生计划财年内开出近 100 家门店，新增超过 50 个覆盖城市，届时盒马鲜生门店总数预计会超过 500 家。今年上半年，盒马先后进入天津、石家庄、唐山、泰州、遂宁等城市，通过“首店效应”为当地注入城市消费新活力。
- **行情回顾（2025.08.04-2025.08.08）**
- **本周，SW 纺织服饰板块上涨 4.23%，SW 轻工制造板块上涨 2.57%，沪深 300 上涨 1.23%，纺织服饰板块纺服跑赢大盘 3pct，轻工制造板块轻工跑赢大盘 1.34pct。**各子板块中，SW 纺织制造上涨 3.34%，SW 服装家纺上涨 4.19%，SW 饰品上涨 5.53%，SW 家居用品上涨 2.88%。截至 8 月 8 日，SW 纺织制造的 PE-TTM 为 21.66 倍，为近三年的 53.95%分位；SW 服装家纺的 PE-TTM 为 28.86 倍，为近三年的 100%分位；SW 饰品的 PE-TTM 为 32.35 倍，为近三年的 98.68%分位；SW 家居用品的 PE-TTM 为 23.91 倍，为近三年的 65.79%分位。
- **投资建议：**
- **品牌服饰板块：**（一）2025 年 6 月，纺织服装社零单月增速环比回落，1-6 月累计同比增长 3.1%，需求整体稳健，其中体育娱乐用品社零持续快速增长，1-6 月累计同比增长 22.2%，6 月单月增长 9.5%。运动服饰品牌公司 2025Q2 零售流水表现分化，361 度品牌及安踏集团旗下迪桑特、可隆户外品牌、特步集团旗下索康尼品牌表现领先，行业整体零售折扣维持稳定，库存处于可控水平。继续推荐运动品牌公司安踏体育、361 度；建议积极关注受益于政府补贴的家纺公司罗莱生活、水星家纺、富安娜。
- **纺织制造板块：**2025 年 1-7 月，我国纺织品、服装及衣着附件出口金额分别为 821.22、886.19 亿美元，同比增长 1.6%、-0.3%。本周，健盛集团发布 2025H1 财报，预计下半年棉袜业务增长有望提速，无缝业务营收预计保持稳健增长。华利集团发布 2025H1 业绩快报，受到 Nike 等核心品牌订单承压、新工厂爬坡影响，毛利率有所承压。短期角度，建议积极关注中报业绩确定性高的公司，建议关注百隆东方、开润股份。中长期维度，此轮关税或进一步推升海外上下游产业链布局完善的纺织制造龙头份额提升，推荐海外纵向一体化布局、美国敞口相对较低的申洲国际，越南本地化原材料采购比例高的裕元集团、华利集团，积极开拓海外市场的伟星股份；建议关注新客户、新品类持续拓展的浙江自然。
- **黄金珠宝板块：**2025 年 6 月，金银珠宝社零同比增长 6.1%，终端需求保持稳健增长。根据中国黄金协会，2025 年上半年，我国黄金消费量 505.205 吨，同比下降 3.54%。其中：黄金首饰 199.826 吨，同比下降 26.00 %；金条及金币 264.242 吨，同比增长 23.69%。高金价抑制黄金首饰消费，轻克重、设计感强、附加值高的首饰产品仍然受青睐，这类产品使得商家盈利情况较好。金店金条需求仍然旺盛，但利润较低。地缘冲突加剧与经济不确定性使得黄金避险保值的功能进一步凸显，民间金条和金币投资需求大幅度增长。建议积极关注中报业绩确定性高的公司，推荐潮宏基、老铺黄金，建议关注菜百股份、曼卡龙。预计传统黄金珠宝公司二季度同店销售改善、营收降幅有所收窄，目前估值水平偏低。若黄金珠宝终端景气度显著恢复，此类公司基于渠道规模、加盟商资源，有望迎来修复。结合产品结

构选股、跟踪终端销售拐点，建议关注周大生、老凤祥、周六福。

➤ 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】海光信息(688041.SH)：海光信息（688041.SH）：上半年收入保持高增，全产业链布局即将成型

方闻千 fangwenqian@szxq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 8月5日，公司发布2025年半年报，其中，2025上半年公司实现收入54.64亿元，同比高增45.21%，上半年实现归母净利润12.01亿元，同比高增40.78%，实现扣非净利润10.90亿元，同比增33.31%；2025年第二季度公司实现收入30.64亿元，同比增长41.15%，二季度实现归母净利润6.96亿元，同比增23.14%，实现扣非净利润6.48亿元，同比增长18.71%。

➤ 事件点评

- 上半年收入保持高增，合同负债维持高位叠加存货创历史新高将支撑公司未来的确定性增长。受益于国产高端芯片市场需求持续攀升，公司通过深化与整机厂商、生态伙伴在重点行业和重点领域的合作，加快市场拓展，推动2025上半年营收保持高速增长。与此同时，截至2025年6月底，公司合同负债金额为30.91亿元，表明仍存在大量新签合同的预收货款，下游需求高景气确定性持续；而截至25年6月底，公司存货金额达60.13亿元，较25年3月底的57.94亿元进一步增加，并且其中的产成品比例显著提升，截至25年6月底，存货中产成品占比40.15%，较24年底提升15.89个百分点，充足的备货有望支撑公司下半年延续高增长趋势。
- 产品迭代及市场拓展影响短期利润率表现。随着公司持续投入研发进行高端处理器产品迭代，新产品占比不断提升，叠加新产品相关的长期待摊费用及自研无形资产的摊销金额有所增加，导致今年上半年公司毛利率较上年同期降低3.28个百分点。同时，今年开始公司加大市场推广力度，快速扩充市场及营销团队，并且积极推进生态建设，推动销售费用大幅提升，今年上半年公司销售费用率较上年同期提高1.83个百分点。受此影响，2025上半年公司净利率为30.05%，较上年同期降低2.53个百分点。
- 合并中科曙光后将形成“芯片-服务器-云”的全产业链布局。今年5月25日，公司与中科曙光同时发布公告，称海光拟通过向曙光全体A股股东发行A股股票的方式换股吸收合并曙光，并同时发行A股股票募集配套资金。我们认为，未来公司完成吸收合并曙光后，将形成从芯片到服务器到云的全产业链布局，并充分发挥双方的协同效应：一方面，公司吸收曙光后将通过技术协同缩短产品研发和上市周期，同时有望借助规模效应提升整机综合毛利率，另一方面，公司与曙光合并后将共享客户资源，

加强海光在政府、能源、金融、电新等领域的市场拓展。

➤ 投资建议

- 公司 CPU 和 DCU 在产品性能和生态上均处于国内第一梯队，有望持续受益于 CPU 和 AI 芯片的国产化替代，调整原有盈利预测，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.35\2.06\2.82，对应公司 8 月 8 日收盘价 136.12 元，2025-2027 年 PE 分别为 100.69\65.93\48.32，维持“买入-A”评级。

➤ 风险提示

- 客户集中度较高的风险，供应链风险，主要原材料价格上涨的风险，新产品研发进展不及预期。

【行业评论】【中恒电气】H20 获对华出口许可，持续推荐数据中心电源【山证电新】

肖索 xiaosuo@sxzq.com

- 事件：据英国《金融时报》当地时间 8 月 9 日报道，英伟达（Nvidia）CEO 黄仁勋于当地时间 8 月 6 日赴白宫拜会美国总统特朗普后，美国商务部开始向英伟达发放 H20 芯片出口至中国大陆的许可证。

➤

- 国家互联网信息办公室于 2025 年 7 月 31 日约谈了英伟达公司，要求英伟达公司就对华销售的 H20 算力芯片漏洞后门安全风险问题进行说明并提交相关证明材料。8 月 6 日，针对芯片存在严重安全问题的质疑，英伟达官方再度发布声明称，其芯片中没有后门、终止开关和监控软件。

➤

- H20 正式获得许可，国内算力产业链受益。重点推荐国内 HVDC 龙头【中恒电气】（公司年底有望推出 800V 电源产品样品，跟海外公司有早期接触），建议关注维谛海外代工禾望电气（最受益海外 HVDC 建设）、盛弘股份、通合科技、科华数据等；服务器电源关注：麦格米特（NV 状态更新为 MP ready）、欧陆通；AIDC 断路器：良信股份。

➤ 。

- 风险提示：大厂 CAPEX 不及预期、HVDC 渗透率提升不及预期等

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

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

