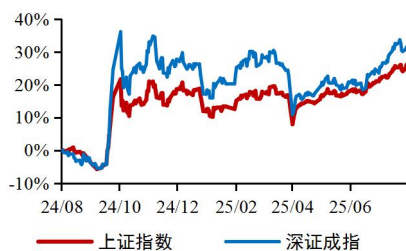


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 8 月 6 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	3,617.60	0.96
深证成指	11,106.96	0.59
沪深 300	4,103.45	0.80
中小板指	6,872.61	0.66
创业板指	2,343.38	0.39
科创 50	1,053.65	0.40

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-Adidas 公布 2025H1 财报，Adidas 品牌汇率中性营收同比增长 14%

【行业评论】化学制药：创新药动态更新：GLP-1+Amylin 疗法：GLP-1 RA+Amylin 类似物在超重/肥胖 III 期临床达到主要终点，国产 GLP-1/GIP RA+Amylin 类似物潜力已现

【行业评论】生物医药 II：创新药动态更新：肺癌 ADC 药物：TROP2、EGFR×HER3、EGFR、PD-L1 ADC 在 NSCLC 疗效突出，DLL3 ADC 在 SCLC ORR 优秀

【今日要点】

【山证纺服】行业周报-Adidas 公布 2025H1 财报，Adidas 品牌汇率中性营收同比增长 14%

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- 本周观察：Adidas 公布 2025H1 财报，Adidas 品牌汇率中性营收同比增长 14%
- 7 月 30 日，Adidas 公布 FY2025H1（2025 年 1 月 1 日-2025 年 6 月 30 日）业绩。FY2025H1，公司营收同比增长 7%至至 121.05 亿欧元，归母净利润同比增长 121%至 7.98 亿欧元。
- FY2025H1，公司营收同比增长 7%至至 121.05 亿欧元，汇率中性下，同比增长 10%，其中，Adidas 品牌营收同比增长 14%。分区域看，各区域市场汇率中性下营收表现如下：
- （一）欧洲市场营收同比增长 9%至 39.83 亿欧元，其中 Adidas 品牌营收同比增长 11%。FY2025H1，毛利率同比提升 2.4pct 至 51.6%，经营利润率同比提升 4.0pct 至 21.8%。
- （二）北美市场营收同比增长 6%至 25.23 亿欧元，其中 Adidas 品牌营收同比增长 14%。毛利率同比提升 0.1pct 至 44.2%，经营利润率同比提升 0.3pct 至 10.1%。
- （三）大中华区市场营收同比增长 8%至 18.27 亿欧元，其中 Adidas 品牌营收同比增长 13%。毛利率同比提升 1.7pct 至 54.5%，经营利润率同比下滑 0.1pct 至 26.3%。
- （四）新兴市场营收同比增长 18%至 16.32 亿欧元，其中 Adidas 品牌营收同比增长 19%。毛利率同比下滑 0.7pct 至 50.6%，经营利润率同比下滑 1.3pct 至 20.1%。
- （五）拉美市场营收同比增长 24%至 13.71 亿欧元，其中 Adidas 品牌营收同比增长 25%。毛利率同比提升 0.2pct 至 47.0%，经营利润率同比提升 0.2pct 至 21.0%。
- （六）日本与韩国市场营收同比增长 13%至 7.29 亿欧元，其中 Adidas 品牌营收同比增长 15%。毛利率同比下滑 1.8pct 至 54.4%，经营利润率同比下滑 2.1pct 至 24.1%。
- FY2025H1，公司毛利率同比提升 0.9pct 至 51.9%，其中，Adidas 品牌毛利率同比提升 1.4pct，毛利率提升，主因产品及运输成本降低、零售折扣收窄，部分被不利的汇率及业务组合负面影响所抵消。公司期间费用率同比下降 2.7pct 至 42.7%，经营利润率同比提升 3.5pct 至 9.6%。截至 FY2025H1 末，公司存货 16%同比增长至 52.61 亿欧元。
- 展望 FY2025，公司维持全年业绩指引，预计 2025 财年，汇率中性下，营收同比增长高单位数，其中 Adidas 品牌营收同比增长双位数；预计经营利润为 17-18 亿欧元。
-

➤ 行业动态:

➤ 7月30日港股收盘后,在港交所上市的意大利奢侈品集团 Prada (普拉达) 2025 上半财年业绩数据:

在严峻的宏观及行业环境下,集团净营收达到 27.4 亿欧元,按固定汇率计算,较 2024 年同期增长 9.1%。由于汇率波动,按实际汇率计算,增长幅度为 7.5%。(下文涨跌幅均按固定汇率计)。集团零售销售额按固定汇率计同比增长 10.1%至 24.53 亿欧元,占集团总净营收的 89.5%,其中,Prada 品牌零售销售额同比微跌 1.9%,而 Miu Miu 品牌零售销售额同比大涨 49.2%。

➤ 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%;工业及其他用金 41.137 吨,同比增长 2.59%。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。工业用金因金盐需求回升,呈现出小幅上涨趋势。

➤ 7月22日,ALDI 奥乐齐位于无锡经开区的经开朗诗新店、位于苏州世茂广场的新店正式开业。目前其全国门店数量已拓展至 76 家。与此同时,奥乐齐无锡办公室已于日前正式成立,能更好地支持其在本地的运营和发展。

➤ 行情回顾 (2025.07.28-2025.08.01)

➤ 本周,SW 纺织服饰板块下跌 2.14%,SW 轻工制造板块下跌 1.59%,沪深 300 下跌 1.75%,纺织服饰板块落后大盘 0.39pct,轻工制造板块轻工跑赢大盘 0.16pct。各子板块中,SW 纺织制造下跌 2.74%,SW 服装家纺下跌 1.32%,SW 饰品下跌 3.31%,SW 家居用品下跌 1.95%。截至 8 月 1 日,SW 纺织制造的 PE-TTM 为 20.94 倍,为近三年的 39.47%分位;SW 服装家纺的 PE-TTM 为 27.69 倍,为近三年的 97.37%分位;SW 饰品的 PE-TTM 为 30.62 倍,为近三年的 94.74%分位;SW 家居用品的 PE-TTM 为 22.96 倍,为近三年的 60.53%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:本周,Adidas 披露 FY2025H1 财报,FY2025H1,汇率中性下,Adidas 品牌营收同比增长 14%,全部区域市场均实现双位数以上增长。公司维持全年业绩指引,预计 2025 财年,汇率中性下,营收同比增长高单位数,其中 Adidas 品牌营收同比增长双位数;预计经营利润为 17-18 亿欧元。当地时间 7 月 31 日,美国总统特朗普签署行政令,确定了对多个国家和地区征收的“对等关税”税率,行

政令明确列及的国家将适用其中规定的关税，未列入的国家则统一征收 10% 关税；此外，如有国家或地区通过第三地转运方式规避关税，其商品将被征收 40% 的转运税。对等关税生效时间由 8 月 1 日延迟一周至 8 月 7 日。东南亚及南亚主要国家对等关税情况如下：缅甸、老挝定为 40%，印度为 25%，越南/孟加拉/斯里兰卡/中国台湾为 20%，菲律宾/泰国/印尼/柬埔寨/马来西亚为 19%。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。工业用金因金盐需求回升，呈现出小幅上涨趋势短期角度，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，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。

【行业评论】化学制药：创新药动态更新：GLP-1+Amylin 疗法：GLP-1 RA+Amylin 类似物在超重/肥胖 III 期临床达到主要终点，国产 GLP-1/GIP RA+Amylin 类似物潜力已现

魏贇 weiyun@sxzq.com

【投资要点】

- **药物点评：**
- **GLP-1RA+Amylin 类似物/AMYR 激动剂是潜在的新型减重疗法。**GLP-1RA+Amylin（胰淀素）类似物/AMYR（Amylin 受体）激动剂对超重/肥胖患者发挥提升肌肉保留率，血糖调控与食欲控制作用。诺和诺德 GLP-1RA 司美格鲁肽+Amylin 类似物卡格列肽复方制剂 CagriSema 达到减重临床主要终点完成概念验证。诺和诺德 AMYR/GLP-1R 双重激动剂 Amycretin 在临床展现突破性减重效果。博瑞医药 GLP-1/GIP RA BGM0504+Amylin 类似物 BGM1812 在临床前模型展现减重潜力。GLP-1+Amylin 疗法耐受性良好，CagriSema 在无糖尿病和有糖尿病的肥胖/超重人群中不良事件导致的停药率为 5.9%、8.4%

(司美格鲁肽组为 3.6%)，胃肠道副作用发生率为 79.6%、72.5% (司美格鲁肽组为 73.8%)；Amycretin 胃肠道副作用主要为轻中度。

- **GLP-1RA+Amylin 类似物在无糖尿病、有糖尿病的肥胖/超重 III 期临床 68 周后减重优于司美格鲁肽。**无糖尿病的肥胖/超重人群的 III 期 REDEFINE 1 试验中 (n=3417)，每周一次 CagriSema 给药 (2.4mg 卡格列肽和 2.4mg 司美格鲁肽)，68 周后 CagriSema 组全程治疗者体重-22.7%，优于卡格列肽组 (-11.5%) 和司美格鲁肽组 (-14.9%)；34.7% 的受试者体重减轻了 $\geq 25\%$ ，23.1% 受试者减重 $\geq 30\%$ ；脂肪量减少 35.7%，瘦软组织质量减少 14.4%。患 2 型糖尿病的肥胖/超重人群的 III 期 REDEFINE 2 试验中 (n=1206)，CagriSema 组全程治疗者第 68 周体重-15.7%，22.9% 的受试者减重 $\geq 20\%$ 。
- **AMYR/GLP-1R 双靶点激动剂在皮下注射剂型 Ib/IIa 期及口服剂型 I 期临床 36 周后初步展现突破性减重效果。**超重或肥胖 Ib/IIa 期临床 (n=125) 中，每周一次 Amycretin 皮下注射，60mg 组受试者在 36 周后体重-24.3%。超重或肥胖 I 期临床中 (n=144)，每日口服给药 Amycretin，每日 100mg 组受试者在 12 周后平均体重下降 13.1%。周注射剂型、日口服剂型 Amycretin 均展现出治疗超重、肥胖及 2 型糖尿病的前景，仍需更大规模临床验证。
- **GLP-1/GIP RA+Amylin 类似物在临床前 DIO 模型减重展现潜力。**BGM1812 具有高溶解度且在不形成纤维情况下保持稳定。BGM1812 对 AMYR 和降钙素受体的激动剂活性 (EC50) 较 Amylin 类似物 Petrelintide 提高 1.8 倍和 2.2 倍。饮食诱导的肥胖 (DIO) 大鼠模型中，BGM0504 与 BGM1812 联用 (-28%) 体重减轻优于 CagriSema、BGM0504 (-15%) 或 BGM1812 (-13%)，BGM1812 具有和 GLP-1/GIP RA 组成复方制剂的潜力。
- **风险提示：**全球经济增长不及预期风险、司美格鲁肽仿制药竞争加剧风险、临床前模型无法直接外推临床疗效的研发风险等。

【行业评论】生物医药 II：创新药动态更新：肺癌 ADC 药物：TROP2、EGFR $\times$ HER3、EGFR、PD-L1 ADC 在 NSCLC 疗效突出，DLL3 ADC 在 SCLC ORR 优秀

魏赞 weiyun@sxzq.com

【投资要点】

- **药物点评：**
- **国产 ADC 在肺癌临床广泛布局。**PD-1/L1+ADC 能够克服耐药，提升 ORR，有望实现 OS 的提升。一线 NSCLC 中，科伦博泰的 TROP2 ADC sac-TMT+PD-L1 单抗 PFS 优于一线 PD-1 单抗+化疗，后线 NSCLC 中复宏汉霖 PD-L1 ADC HLX43 疗效显著，提供免疫耐药新选择。ADC 同时对 EGFR 野生型和突变型 NSCLC 有良好的疗效，EGFR 野生型 NSCLC 中百利天恒 EGFR $\times$ HER3 ADC iza-bren PFS 显著；二线 EGFR 突变 NSCLC 中，石药集团的 EGFR ADC SYS6010 ORR 疗效突出。后线 SCLC 中，再鼎医药的 DLL3 ADC ZL-1310 展现潜在最优的 ORR 疗效。sac-TMT、HLX43、iza-bren、SYS6010、ZL-1310

耐受性良好，常见 ≥ 3 级 TRAE 为血液学毒性。2.5mg/kg iza-bren 治疗 NSCLC 后导致的停药率为 2.4%；HLX43 治疗 NSCLC、sac-TMT 治疗 NSCLC、所有剂量组 SYS6010 治疗实体瘤、ZL-1310 治疗 SCLC ≥ 3 级 TRAE 发生率为 42.9%、56.0%、49.8%、23%。一线驱动基因阴性 NSCLC II 期（非鳞）临床 PD-1/L1 单抗+TROP2 ADC PFS 显著，后线 NSCLC I 期临床 PD-L1 ADC 展现抗肿瘤疗效。初治非鳞驱动基因阴性 NSCLC 中（N=81），截至 2024 年 12 月，sac-TMT 联合 PD-L1 单抗治疗 ORR 为 59.3%，mPFS 为 15.0 个月（化疗联合 PD-1 的 mPFS 为 9~10 个月）。既往中位 3 线 NSCLC 中，HLX43 治疗 ORR 为 38.5%，mPFS 为 5.4 个月。其中 sqNSCLC（n=15）和非鳞状非小细胞肺癌 nsqNSCLC（n=6）的 ORR 分别为 40%和 33.3%，脑转移 NSCLC 患者 DCR 为 100%。

- **后线 EGFR 野生型 NSCLC I 期临床中 EGFR $\times$ HER3 ADC PFS 疗效显著，后线 EGFR 突变 NSCLC I 期临床中 EGFR ADC ORR 疗效突出。**经治的 EGFR 野生型 NSCLC 中（n=26），iza-bren 系统性二线治疗 ORR 为 50.0%，cORR 为 38.5%，mPFS 为 6.7 个月。既往接受 EGFR-TKI 单药治疗的 EGFR 突变 NSCLC 中，4.8 mg/kg SYS6010 组 ORR 达 88.9%。
- **二线 ES-SCLC Ia/Ib 期临床中 DLL3 ADC ORR 改善明显。**在二线 ES-SCLC 中，截至 2025 年 4 月 1 日，所有剂量水平 ZL-1310（n=33）的 ORR 为 67%，1.6mg/kg 剂量组（n=14）ORR 为 79%。脑转移患者（n=22）ORR 为 68%，未接受过颅脑放疗患者 ORR 达 86%。29 例（76%）仍在接受治疗，其中时间最长的缓解者接受治疗已超过 9 个月。89%的患者肿瘤负荷减轻。疾病稳定的患者中 27 例（27/31）仍在接受治疗。
- **风险提示：**部分 ADC 已显示 OS 获益趋势长期生存证据不确定风险，临床研发进度不及预期风险，新药授权合作不及预期风险等。

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

