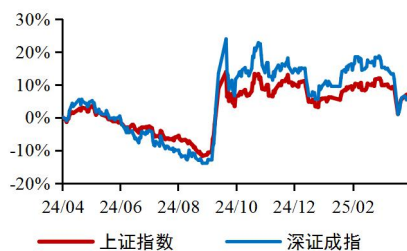


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 4 月 18 日 星期五

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	3,280.34	0.13
深证成指	9,759.05	-0.16
沪深 300	3,772.22	-0.02
中小板指	6,092.48	-0.21
创业板指	1,908.78	0.09
科创 50	1,016.81	0.23

资料来源：最闻

分析师：

李召麒

执业登记编码：S0760521050001

电话：010-83496307

邮箱：lizhaoqi@sxzq.com

【今日要点】

【山证纺织】3 月社零数据点评-3 月国内社零同比增长 5.9%，金银珠宝品类双位数增长

【山证农业】农业行业周报（2025.04.07-2025.04.13）-水产饲料需求或有望见底回升，看好海大集团的配置时机

【山证中小盘】思泉新材年报点评-24 年营收增速表现亮眼，北美大客户合作持续深化

【公司评论】启明星辰(002439.SZ)：启明星辰（002439.SZ）：下游需求疲软影响全年收入表现，中移动协同持续深化

【公司评论】新和成(002001.SZ)：新和成 24 年报及 25 年一季度预告点评-营养品量价齐升推动业绩高增，主要产品受豁免，关税影响有限



【今日要点】

【山证纺服】3月社零数据点评-3月国内社零同比增长5.9%，金银珠宝品类双位数增长

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述:

➤ 4月16日，国家统计局公布2025年3月社零数据。

➤ 事件点评:

➤ 3月国内社零同比增长5.9%，表现高于市场一致预期。2025年3月，国内实现社零总额4.09万亿元，同比增长5.9%，环比提升1.9pct，表现高于市场一致预期（根据Wind，2025年3月社零当月同比增速预测平均值为+4.36%）。2025年1-3月，国内实现社零总额12.47万亿元，同比增长4.6%。按消费类型分，2025年3月餐饮收入、商品零售同比增速分别为5.6%、5.9%。2025年1-3月，餐饮收入、商品零售同比增速分别为4.7%、4.6%。2025年2月，我国消费者信心指数为88.4，环比提升0.9，连续三个月持续提升。

➤ 分渠道来看，线上渠道表现继续优于商品零售大盘，线下百货店及品牌专卖店表现偏弱。2025年1-3月，商品零售额整体同比增长4.6%，其中，线上渠道，实物商品网上零售额同比增长5.7%，表现好于商品零售整体；在实物商品网上零售额中，吃类、用类商品分别增长14.0%、5.6%，穿类商品下降0.1%。线下渠道，按零售业态分，2025年1-3月，限额以上零售业单位中便利店、超市、百货店、专业店、品牌专卖店零售额同比分别增长9.9%、4.6%、1.2%、6.7%、1.4%。

➤ 分品类来看，3月金银珠宝品类实现双位数增长，体育娱乐用品景气延续。2025年3月，限上化妆品同比增长1.1%，环比下滑3.3pct；限上金银珠宝同比增长10.6%，环比提升5.2pct，其中上金所AU9999收盘价均价为695.52元/克，同比涨幅为37.4%；限上纺织服装同比增长3.6%，环比提升0.3pct，预计1-3月线上渠道增速表现弱于线下渠道；限上体育/娱乐用品同比增长26.2%，环比提升1.2pct。2025年1-3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3.2%、6.9%、3.4%、25.4%。

➤ 投资建议:

➤ 品牌服饰板块：（一）运动服饰方面，今年一季度，限上体育/娱乐用品社零同比增长25.4%，需求韧性强。根据安踏体育、361度发布的2025年1季度运营数据，安踏、FILA、所有其它品牌零售流水同比增长高单位数、高单位数、65%-70%；361度成人及童装线下流水均同比增长10%-15%，电商渠道流水同比增长35%-40%。运动服饰终端零售折扣基本保持平稳，库销比处于可控区间，各品牌积极探索新店型，获取增量客群及业绩增长。继续看好运动服饰的需求韧性，推荐安踏体育、361度。（二）我

国消费者信心指数连续三个月环比回升，今年 1 季度，国内社零总额同比增长 4.6%，其中限上纺织服装类社零同比增长 3.4%。内需延续弱复苏、扩内需政策推动下，建议关注低估值品牌服饰公司森马服饰、锦泓集团，以及受益于政府补贴的家纺公司，包括罗莱生活、水星家纺、富安娜。

- **纺织制造板块：**4 月以来，美国“对等关税”措施引起纺织制造板块公司股价调整幅度较大。（1）从行业竞争格局看，纺织制造企业出海重点，均为越南、柬埔寨等东南亚国家，短期看，关税措施预计对纺织制造公司均带来负面影响，中长期看，或推动行业竞争格局洗牌、中小企业出清，龙头制造商有望获得份额提升。（2）从对美敞口角度看，华利集团约为 35%-40%，裕元集团为 27%，申洲国际为 16%，伟星股份作为上游服装辅料制造商，直接出口美国比例较低。（3）从公司基本面看，国际运动服饰品牌均已更新 2025 年销售展望，销售预期谨慎乐观，纺织制造企业对于 2025 年订单普遍预计稳健增长。建议密切关注关税变化，中长期维度，仍然看好具备新客户拓展及提升品牌份额逻辑的华利集团、伟星股份、申洲国际、裕元集团。
- **黄金珠宝板块：**（一）2025Q2 迎来行业需求及板块公司业绩低基数，黄金珠宝需求及板块公司业绩同比预计明显修复。金价高位背景下，小克重、一口价黄金首饰产品持续受益。建议积极关注潮宏基、周大生。（二）建议关注老铺黄金。2024 年，老铺黄金受益于品牌心智提升、产品迭代推新，同店销售实现翻倍以上增长，正向经营杠杆带动公司业绩较营收实现更快增长。预计老铺黄金 25Q1 销售规模延续强劲表现，同店销售方面，在消费人群扩容、强化金器品类、门店优化背景下，全年同店销售预计高速增长。外延开店方面，今年公司将延续门店快速布局，上海市场门店预计加密、新加坡及日本市场门店有望落地。
- **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。

【山证农业】农业行业周报（2025.04.07-2025.04.13）-水产饲料需求或有望见底回升，看好海大集团的配置时机

陈振志 chenzhenzhi@sxzq.com

【投资要点】

- 本周（4 月 7 日-4 月 13 日）沪深 300 指数涨跌幅为-2.87%，农林牧渔板块涨跌幅为+3.28%，板块排名第 1，子行业中种子、肉鸡养殖、畜禽饲料、生猪养殖以及水产养殖表现位居前五。
- **本周（4 月 7 日-4 月 13 日）部分地区猪价环比上涨。**根据跟踪的重点省市猪价来看，截至 4 月 11 日，四川/广东/河南外三元生猪均价分别为 14.40/15.38/14.77 元/公斤，环比上周分别 0.00%/0.00%/+1.51%；平均猪肉价格为 20.84 元/公斤，环比下跌 0.33%；仔猪平均批发价格 28.00 元/公斤，环比上周上涨 2.98%；二元母猪平均价格为 32.49 元/公斤，环比持平；自繁自养利润为 51.15 元/头，外购仔猪养殖利润为-11.86 元/头。截至 4 月 11 日，白羽肉鸡周度价格为 7.34 元/公斤，环比下跌 0.27%；肉鸡苗价格为 2.79 元/

羽，环比下跌 2.11%；养殖利润为 0.08 元/羽。鸡蛋价格为 7.40 元/公斤，环比上涨 2.78%。

- **“猪周期”表面上是价格周期，本质上是产能周期。**由于生猪行业生物资产的特殊性，从母猪补栏到育肥猪出栏需要一定的时间周期。从历史实证看，产能回升不必然影响盈利周期的展开演绎，关键看产能回升的速度。2019 年以来这轮周期下行底部末端的整体财务状况是 2006 年以来压力最大的。由于受到资金和负债的较大约束，因此弥补亏损和降低负债反而是当前行业进入盈利周期后的主基调，而不是快速加产能。虽然生猪养殖行业从 2024Q2 开始进入盈利周期，但是从负债率的平均下降速度来看，行业整体降负债仍有较长的一段路程要走。当前市场对于生猪产能回升对盈利周期影响的预期或过度悲观，同时可能忽略原料成本下行筑底和 2025 年宏观需求的潜在回升对行业的正面影响。生猪养殖行业本轮盈利时间的持续性或超出市场的悲观预期。在基本面驱动下，后续或有望迎来预期修正和估值修复，推荐温氏股份、神农集团、巨星农牧、唐人神、新希望等生猪养殖股。
- **在上游大宗原料震荡筑底和宏观政策发力的情景之下，在原料成本维持低位的同时，2025 年肉鸡行业业绩的驱动因素或新增需求回升这一潜在变量。**圣农发展当前正处于业绩周期和 PB 估值周期的底部区域，具备较好的配置价值。
- 随着上游原料价格下行筑底和下游养殖端趋于改善，饲料行业景气度有望见底回升，海大集团经营基本面有望迎来上行期；此外，公司海外饲料业务有望成为公司业绩的又一个潜在增长点，看好海大集团的投资机会。
- **2025 年或将是宠物主粮品牌决胜的关键一年。**在竞争格局开始稳固的大背景下，需要开始重点关注品牌利润端的情况。我们认为当下应重点关注把握行业趋势、引领品类浪潮，且利润端有所好转乃至不断增长的优秀国产品牌，推荐全渠道销售表现保持领先地位的国产宠物食品龙头品牌乖宝宠物，推荐旗下领先品牌持续高增，自主品牌业务盈利向上的中宠股份。
- 风险提示：养殖疫情风险；自然灾害风险；饲料原料价格波动风险；食品安全风险；汇率波动风险。

【山证中小盘】思泉新材年报点评-24 年营收增速表现亮眼，北美大客户合作持续深化

潘宁河 panninghe@sxzq.com

【投资要点】

- **事件：**公司发布 2024 年年报，2024 年公司实现营收 6.56 亿元，同比+51.10%，归母净利润 0.52 亿元，同比-3.88%。其中，24Q4 公司实现营收 2.32 亿元，同比+107.41%，环比+11.35%，归母净利润 0.11 亿元，同比-36.88%，环比-42.89%。
- **24 年营收增速表现亮眼，北美大客户合作持续深化。**24 年公司实现营收 6.56 亿元，同比+51.10%，主要系北美大客户订单需求快速上涨，带动市场份额提升。分业务来看，1) 24 年热管理材料实现营收 6.09 亿元，同比+49.62%；2) 磁性材料实现营收 0.03 亿元，同比+56.62%；3) 纳米防护材料实现营收

0.1 亿元，同比+65.47%。费用率方面，24 年销售/管理费用率分别同比+0.88pct/+0.9pct，主要系公司开拓市场增加较多职工薪酬、服务费及佣金所致。24 年实现归母净利润 0.52 亿元，同比-3.88%，主要系部分子公司存在亏损，影响公司业绩表现。

- **新业务持续发力，多维布局驱动业绩增长。**公司积极布局和优化产品结构、客户结构，布局了散热风扇、液态硅胶、电子胶粘剂、液冷等多项新业务；在智能家居、无人机、储能等客户开发方面继续实现突破，成功与相关行业知名客户建立了合作关系；在 AI 服务器、光模块等领域，公司积极推进重点客户的认证，为后续业务合作奠定基础。
- **投资建议：**预计在行业扩容、进入北美大客户供应链、业务范围持续延伸的共同作用下，公司 2025-2027E 归母净利润增速分别达 40.9%/47.7%/38.8%，维持“增持-A”评级。
- **风险提示：**消费电子景气度下滑、市场竞争加剧、关税政策变动等。

【公司评论】启明星辰(002439.SZ)：启明星辰（002439.SZ）：下游需求疲软影响全年收入表现，中移动协同持续深化

方闻千 fangwenqian@szxq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- 4 月 14 日，公司发布 2024 年年报，其中，2024 全年公司实现收入 33.15 亿元，同比减少 26.44%；全年实现归母净利润-2.26 亿元，同比减少 130.53%，实现扣非净利润-1.32 亿元，同比减 127.98%。2024 年四季度公司实现收入 9.89 亿元，同比减 49.88%；四季度实现归母净利润-0.16 亿元，亏损幅度进一步扩大，实现扣非净利润 0.16 亿元，同比减少 96.55%。
- **事件点评**
- **下游需求疲弱影响收入表现，费用投入增加叠加投资收益减少导致公司出现亏损。**受外部环境影响，公司优势行业客户整体安全预算下滑，同时部分项目延期，导致公司营收出现明显下滑。分业务看，2024 年公司安全产品实现收入 19.05 亿元，同比减少 26.12%，安全运营与服务实现收入 13.83 亿元，同比减少 27.20%。2024 年公司毛利率达 58.77%，较上年同期提高 1.00 个百分点，未来考虑到公司通过中国移动渠道销售的低毛利率产品销量增加以及公司将舍去部分低价值的集成类项目，预计综合毛利率将保持基本稳定。在利润端，2024 年公司期间费用率为 61.71%，较上年同期提高 16.47 个百分点，其中，为推进自有业务与中国移动业务协同发展，公司持续加大研发投入以进行产品升级迭代，全年研发费用达 8.52 亿元，同比增长 4.6%。与此同时，受投资收益和公允价值变动收益显著减少影响，2024 年公司净利率为-6.86%，较上年同期降低 23.27 个百分点。
- **公司在新产品布局和协同通道建设上持续深化与中国移动的战略协同。**今年 1 月 8 日，公司董事会审

议通过与中国移动财务公司签署金融服务协议，将打通双方结算通道，推进关联交易项目的签单和确收速度。与此同时，公司围绕移动“BASIC6+X”战略布局新产品，其中，在 AI+安全领域，公司发布九天·泰合安全大模型及安星智能体，并推动 AI 安全运营产品在政府和运营商客户的场景落地；在信创安全领域，公司已发布 300 多款产品，24 年业务收入增速超 15%；在云安全领域，公司已全面承接移动云安全产品研发和运营，并完成 24 款产品上线移动云商城，24 年业务收入增速超 20%；在数据安全领域，公司发布可信数据空间、数据流转监测等产品，并参与规划和实施完成多个数据局、数产集团项目，同时正在多个省级部门进行试点；此外，公司协同移动打造云电脑产品，并借此拓展个人和家庭客户，24 年个人和家庭业务订单已突破千万级。2024 年公司与中移关联交易销售额达 10.83 亿元，其中超 70%来自协同拓展政企安全业务。

➤ 投资建议

- 公司作为国内网络安全行业龙头厂商，与中移动的业务协同能够持续拓宽公司安全业务边界。预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.25\0.32\0.40，对应公司 4 月 16 日收盘价 15.18 元，2025-2027 年 PE 分别为 61.00\47.19\37.94，维持“增持-A”评级。

➤ 风险提示

- 产品迭代不及预期，宏观经济下行风险，市场竞争加剧风险。

【公司评论】新和成(002001.SZ)：新和成 24 年报及 25 年一季度预告点评-营养品量价齐升推动业绩高增，主要产品受豁免，关税影响有限

冀泳洁 0351-8686985 jiyongjie@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件

- 公司公布 2024 年年报及 25 年一季度预告，业绩高增。公司公布 2024 年年报数据，2024 年公司实现营业收入 216.10 亿元，同比增长 42.95%，实现归母净利润 58.69 亿元，同比增长 117.01%。第四季度公司实现营业收入 58.28 亿元，同比增长 41.99%，环比下降 1.84%。实现归母净利润 18.79 亿元，同比增长 211.60%，环比增长 5.26%。2024 年全年毛利率为 41.78%，同比上升 8.80pct；净利率为 27.29%，同比上升 9.26pct。2024 年第四季度毛利率为 47.84%，同比上升 16.40pct，环比上升 4.28pct；净利率为 32.40%，同比上升 17.63pct，环比上升 2.22pct。公司预告 2025 年第一季度业绩，预计实现归母净利润 18-19 亿元，同比增长 107%~118%，环比变化-4%~1%。
- 营养品板块主要产品量价齐升推动业绩高增。2024 年及 2025 年一季度，受蛋氨酸等项目新产能释放，下游养殖行业复苏，以及其他厂家供给受限等因素影响，公司营养品板块主要产品市场价格修复；公司及时抢抓市场机遇，全力以赴，产销联动拓市场，多措并举拓展市场份额，公司营养品业务销售量

价齐升；此外，公司通过不断创新降本增效，优化生产工艺、资源配置、能源消耗等，合理降低运营成本，从而实现经营业绩提升。

- **主要维生素品种均在豁免清单，“对等关税”影响有限。**根据公司4月8日互动易，公司主要维生素系列产品VE系列、VA系列、VC系列、VAD3系列、VB系列，辅酶Q10系列均在此次关税豁免清单中，公司出口美国的销售收入占总营业收入比重在10%以下，“对等关税”影响有限。
- **营养品、香精香料、新材料、原料药四大板块新项目开发建设有序进行。**营养品板块，公司与中国石油化工股份有限公司合资建设18万吨/年液体蛋氨酸（折纯）项目基本建设完成；4,000吨/年胱氨酸稳定生产运行，草铵膦项目中试顺利。香精香料板块，系列醛项目、SA项目、香料产业园一期项目稳步推进。新材料板块，PPS新领域应用开发顺利；天津尼龙新材料项目顺利推进大生产审批；HA项目产品已正常生产、销售。原料药板块，氟烷、植物醇整合项目有序进展，未来将根据市场需求升级产品结构，逐步发展成为解热镇痛类、营养类药品以及特色原料药中间体生产商。
- **投资建议**
- 我们预测2025年至2027年，公司分别实现营收239.38/262.67/286.48亿元，同比增长10.8%/9.7%/9.1%；实现归母净利润63.16/69.89/77.32亿元，同比增长7.6%/10.7%/10.6%，对应EPS分别为2.06/2.27/2.52元，PE为10.8/9.8/8.8倍，维持“买入-B”评级。
- **风险提示**
- 贸易摩擦风险；行业竞争格局恶化风险；新产能投放不及预期风险；环保安全风险。

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

