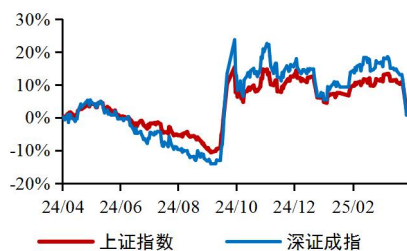


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 4 月 9 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	3,145.55	1.58
深证成指	9,424.68	0.64
沪深 300	3,650.76	1.71
中小板指	5,884.19	-0.78
创业板指	1,840.31	1.83
科创 50	940.09	1.72

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】

➤ 【行业评论】电子：山西证券电子行业周跟踪-特朗普宣布实施“对等关税”措施，看好电子行业自主可控机会

【行业评论】非银行金融：行业周报（20250331-20250406）：-监管持续细化业务办法，关注极端事件冲击下波动

【公司评论】华鲁恒升(600426.SH)：华鲁恒升-化工巨头业绩稳健增长，荆州项目贡献增量

【山证纺服】赢家时尚 2024 年报点评-2024 年盈利能力稳中有升，线上渠道快速增长



【今日要点】

【行业评论】电子：山西证券电子行业周跟踪-特朗普宣布实施“对等关税”措施，看好电子行业自主可控机会

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- **市场整体：**本周（2025.3.31-2025.4.4）市场大盘普遍下跌，上证指数跌 0.28%，深圳成指跌 2.28%，创业板指跌 2.95%，科创 50 跌 1.11%，申万电子指数跌 2.71%，Wind 半导体指数跌 1.26%。外围市场，费城半导体指数跌 16.04%，台湾半导体指数跌 1.31%。细分板块中，周涨跌幅前三为半导体设备（+2.79%）、模拟芯片设计（+0.80%）、半导体（-0.59%）。从个股看，涨幅前五为 ST 宇顺（+21.54%）、旭光电子（+16.17%）、长阳科技（+14.51%）、唯特偶（+12.63%）和杰美特（+9.91%）；跌幅前五为国光电器（-15.03%）、翰博高新（-14.77%）、亚世光电（-14.71%）、福立旺（-14.70%）和立讯精密（-14.05%）。
- **行业新闻：**Meta 将推出售价 1000 美元以上 AI 眼镜。Meta 正在加速研发其 AI 智能眼镜的高端版本，计划添加手势控制以及用于显示照片和应用程序的屏幕。据了解，这款代号为“Hypernova”的智能眼镜设备定价预计超过 1000 美元，最高可能达到 1300 至 1400 美元，预计最早将于今年年底推出。Omdia：人工智能催生强劲需求 2024 年半导体市场收入激增约 25%。2024 年是半导体市场创纪录的一年，Omdia 数据显示，半导体市场 2024 年的收入激增约 25%，达到 6830 亿美元。这一急剧增长归功于人工智能相关芯片的强劲需求，尤其是人工智能 GPU 中使用的高带宽内存(HBM)，这使得内存领域的年增长率达到 74%。在经历了充满挑战的 2023 年之后，存储器的反弹帮助提升了整体市场。特朗普宣布实施“对等关税”措施。美东时间周三(4 月 2 日)，美国总统特朗普在白宫签署两项关于所谓“对等关税”的行政令，宣布美国对所有贸易伙伴设立 10%的“最低基准关税”，并对多个贸易伙伴征收更高关税。美国对中国实施 34%的对等关税，对欧盟实施的对等关税为 20%，对巴西、英国实施 10%的对等关税，对瑞士实施 31%的对等关税，对印度实施 26%的对等关税，对韩国实施 25%的对等关税，对日本实施 24%的对等关税，对印尼实施 32%的对等关税，对泰国实施 36%的对等关税，对越南实施 46%的对等关税，对柬埔寨实施 49%的对等关税。
- **重要公告：**【欧菲光】2024 年，公司实现总营业收入 204.37 亿元，同比增长 21.19%；利润总额达到 0.84 亿元，同比增长 1316.29%；实现归母净利润 0.58 亿元，同比减少 24.09%。【三利谱】2024 年，公司实现总营业收入 25.90 亿元，同比增长 25.25%；利润总额达到 0.56 亿元，同比增长 148.84%；实现归母净利润 0.68 亿元，同比增长 59.07%。【中旗新材】2025 年 3 月 31 日，星空科技与公司控股股东海南羽明华、实际控制人周军、青岛明琴签署了《股份转让协议》。本次权益变动完成后，星空科技将持有上市公司合计 30,498,918 股股份（占上市公司股份总数的 24.97%），成为上市公司控股股东，星空科技及其一致行动人陈耀民将持有上市公司合计 36,618,245 股股份（占上市公司股份总数的 29.98%），上市

公司实际控制人将由周军变更为贺荣明。

➤ 投资建议

- 相比 2018-2019 年的贸易摩擦，此次，特朗普宣布对中国实施 34% 的对等关税，虽然摩擦明显升级，但这是挑战也是机遇。首先，自 2018 年以来我们国家的半导体产业发展明显，芯片、设备、材料的国产化率不断提升，其次，在贸易摩擦加剧背景下，半导体产业作为新质生产力的基础，国家势必会大力发展半导体产业，加速产业链的完全国产化。所以，此次贸易摩擦升级反而给了国内半导体产业加速发展、弯道超车的机会，我们认为自主可控会是当前市场比较好的主题机会，建议关注 AI 芯片、光刻机、先进封装等板块。

➤ 风险提示

- 下游需求回暖不及预期，技术突破不及预期，产能瓶颈，外部制裁升级行业动态

【行业评论】非银行金融：行业周报（20250331-20250406）：-监管持续细化业务办法，关注极端事件冲击下波动

孙田田 0351-8686900 suntiantian@sxzq.com

【投资要点】

- 灰犀牛冲击来袭，金融市场不确定性增加。针对美国对等关税冲击，我国率先宣布反制措施，受关税“灰犀牛”冲击影响，全球资产价值开始重估，市场波动率显著加强。我国目前降准、降息等货币政策工具已留有充分调整余地，财政政策已明确要加大支出强度、加快支出进度，资本市场稳定性有望延续。一季度新发基金规模、股权融资等同比改善为行业业绩奠定良好基础，一季度业绩有支撑，但市场波动预计会带来一定扰动。
- 监管持续细化业务办法。上周证监会对《证券投资基金托管业务管理办法》进行修订并征求意见，内容包括完善准入门槛、强化实质展业、风险隔离、压实托管人责任、健全退出机制及允许优质托管机构设立全资子公司专门从事托管业务。监管延续了中央金融工作会议“全面加强金融监管，有效防范化解金融风险”的监管思路，更加重视开展托管业务公司的合规风能力、专业展业能力，有利于进一步优化托管行业生态、压实主体责任、切实保护投资者利益。
- 上周主要指数均有不同程度下跌，上证综指下跌 0.28%，沪深 300 下跌 1.37%，创业板指数下跌 2.95%。上周 A 股成交金额 4.55 万亿元，日均成交额 1.14 万亿元，环比减少 9.84%。两融余额 1.90 万亿元，环比减少 1.01%。中债-总全价(总值)指数较年初下跌 0.84%;中债国债 10 年期到期收益率为 1.72%,较年初上行 11.03bp。
- 风险提示
- 宏观经济数据不及预期；资本市场改革不及预期；一二级市场活跃度不及预期；金融市场大幅波动；

市场炒作并购风险。

【公司评论】华鲁恒升(600426.SH): 华鲁恒升-化工巨头业绩稳健增长, 荆州项目贡献增量

李旋坤 lixuankun@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 3月29日, 公司发布《2024年年度报告》, 2024年实现营业总收入342.26亿元, 同比+25.55%; 归母净利润39.03亿元, 同比+9.14%; 扣非归母净利润38.70亿元, 同比+4.49%。其中, 2024Q4实现营业收入90.46亿元, 同环比分别+14.31%/ +10.26%; 归母净利润为8.54亿元, 同环比分别+31.61%/ +3.52%; 扣非归母净利润为8.11亿元, 同环比分别+1.38%/ -1.38%。

➤ 事件点评

- 化工与新材料业务协同发展, 化工行业景气度较低导致毛利率下降。2024年, 公司实现营业收入342.26亿元, 同比+25.55%, 毛利率和净利率分别为18.71和12.21, 同比分别下降2.14pct和1.08pct。分产品来看, 公司新材料新能源产品、化学肥料、醋酸及衍生品、有机胺产品营收分别为164.33、72.97、40.70、25.11亿元, 同比分别+6.19%、+28.55%、+98.34%、-6.12%, 产品毛利率分别为13.07%、29.90%、27.62%、6.54%, 同比分别-4.17pct、-5.17pct、+6.67pct、-6.33pct, 主要系化工行业景气度较低, 低位震荡, 大部分产品价格持续下行。
- 公司深耕销售渠道, 主要产品销量稳健增长。2024年, 公司新能源新材料相关产品、化学肥料、有机胺系列产品、醋酸及衍生品分别实现销量255、471、59、155万吨, 同比分别增长17%、45%、13%、117%。其中, 液氨、醋酸市场占有率显著提升, 有机胺产品市场占有率保持前列, 新能源新材料产品拓宽应用领域。在成本优化方面, 公司通过构建多产业链协同运营模式, 推动德州本部及荆州恒升“一体两翼”“双航母”发展, 行业竞争力得到进一步巩固。
- 统筹存量优化和增量升级, 积极推进项目建设。2024年, 公司蜜胺树脂单体材料原料及产品优化提升项目、尼龙66高端新材料项目己二酸装置相继投产, 实现公司产品扩能增产。随着荆州恒升一期项目投产运行, 2024年子公司华鲁恒升(荆州)实现营收74.98亿元, 同比增长501%, 净利润9.19亿元, 同比增长493%。截至2024年末, 公司在建工程期末余额48.3亿元。酰胺原料优化升级项目、20万吨/年二元酸项目、BDO和NMP一体化项目及其它技改在建项目如期推进, 为公司后继发展提供新动能。
- 投资建议
- 预计公司2025-2027年归母净利分别为42.6/49.2/56.6亿元, 对应PE分别为10/9/8倍。看好公司一体化产业链布局, 产能优化和新建产能带来的增长动能, 具备成本控制优势, 未来业绩增长可期, 维持

“买入-B”评级。

➤ 风险提示

- 市场开拓不及预期；原材料价格大幅波动；产能建设进度不及预期；技术失密或核心技术人员流失等风险。

【山证纺服】赢家时尚 2024 年报点评-2024 年盈利能力稳中有升，线上渠道快速增长

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 3 月 25 日，公司发布 2024 年度业绩。2024 年，公司实现营收 65.89 亿元，同比下降 4.68%；实现归母净利润 4.69 亿元，同比下降 44.10%。

➤ 事件点评

- 2024 年公司营收小幅下降，负经营杠杆致使业绩表现弱于营收。营收端，2024 年，公司实现营收 65.89 亿元，同比下降 4.68%。分渠道角度看，营收增长主要由电商渠道增长带动，线下直营及经销渠道收入同比下滑。业绩端，2024 年，公司实现归母净利润 4.69 亿元，同比下降 44.10%。2024 年，公司业绩降幅高于营收降幅，主因销售费用率及管理费用率提升、其它收入及收益下降，部分被销售毛利率同比改善所抵消。
- 高端品牌 La Koradior 营收增长超过 10%，线上渠道表现靓丽。分品牌看，2024 年，Koradior 实现营收 21.56 亿元/-9.68%，占集团收入比重 32.7%；NAERSI 实现营收 14.37 亿元/-1.87%，占集团收入比重 21.81%；NEXY.CO 实现营收 10.12 亿元/+0.79%，占集团收入比重 15.36%；ELSEWHERE、NAERSILING、La Koradior、CADIDL、FUUNNY FEELLN 分别实现营收 4.78、4.33、5.09、3.98、1.66 亿元，同比增长-10.08%、-12.95%、10.23%、-7.60%、22.23%，占集团收入比重 7.25%、6.58%、7.72%、6.03%、2.52%。分渠道看，1) 线下渠道方面，截至 2024 年末，公司共拥有直营门店 1444 家、经销门店 395 家，较期初净减少 81、44 家。2024 年，直营、经销渠道分别实现营收 51.72、2.87 亿元，同比下降 6.97%、25.17%，占集团收入比重 78.5%、4.4%。直营、经销门店毛利率同比提升 1.38pct、0.32pct 至 80.23%、71.09%。2) 线上渠道方面，2024 年，实现营收 11.29 亿元，同比增长 16.57%，占公司收入比重 17.14%，线上渠道毛利率同比提升 3.68pct 至 60.39%。公司线上渠道快速增长，主要受益于唯品会平台、EEKA 时尚商城、抖音平台增速较快。
- 盈利能力稳中有升，存货余额有所增加。盈利能力方面，2024 年，公司毛利率 75.4%，同比提升 1.1pct。费用率方面，2024 年，公司销售费用率、管理费用率同比提升 4.3、1.5pct 至 59.0%、10.3%。叠加投资公允价值收益及汇兑收益下降，综合影响下，2024 年，公司归母净利润率为 7.1%，同比下滑 5.0pct。

存货方面，截至 2024 年末，公司存货 15.72 亿元，同比增长 36.4%。经营活动现金流方面，2024 年，公司经营活动现金流净额为 9.96 亿元，同比下降 36.51%。

➤ **投资建议**

- 2024 年，面临国内较为疲弱的消费环境，公司直营及经销渠道出现净关店，且同店销售有所承压，致使公司整体营收规模小幅下降，但线上渠道渗透率继续提升。盈利能力方面，公司销售毛利率稳中有升，但负向经营杠杆拖累公司业绩大幅下滑。2025 年，公司将持续强化品牌建设，夯实品牌价值体系，线下渠道将启动全国旗舰店矩阵强化计划，提升单店运营效率，线上渠道将重点强化小红书平台运营，保持线上竞争优势。伴随国内消费环境弱势复苏，公司有望展现业绩弹性。我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.89\1.00\1.09 元，4 月 2 日收盘价对应 2025-2027 年 PE 分别为 7.9\7.0\6.4 倍，维持“买入-B”评级。

➤ **风险提示**

- 线下门店销售恢复不及预期；电商渠道增速放缓；国内消费者信心恢复不及预期。

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

