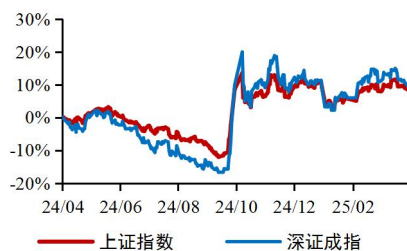


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 4 月 1 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	3,335.75	-0.46
深证成指	10,504.33	-0.97
沪深 300	3,887.31	-0.71
中小板指	6,570.50	-1.16
创业板指	2,103.70	-1.15
科创 50	1,022.71	-0.66

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】

➤ 【山证新股】新股周报（2025.03.31-2025.04.03）-3 月份双创板块新股首日涨幅下降，科创板胜科纳米上市

【山证农业】农业行业周报（2025.03.24-2025.03.30）-水产饲料需求或有望见底回升，看好海大集团的配置时机

【行业评论】化学原料：新材料周报（250324-0328）-麦加芯彩取得 DNV 防污漆证书，赢创和科思创 IPDI 供应遭遇异常

【山证煤炭】行业周报（20250324-20250330）：-年后二宗矿权交易达成，一级市场估值维持强势

【行业评论】太阳能：缅甸地震对硅片开工造成影响，产业链中下游价格持续结构性上涨

【公司评论】扬农化工(600486.SH)：扬农化工-一证一品推动供给侧改革，景气修复可期

【公司评论】同益中(688722.SH)：同益中-2024Q4 盈利水平提升，差异化产品矩阵不断丰富

【山证纺服】李宁 2024 年报点评-电商渠道客流回暖，全年盈利能力同比改善

【山证专精特新】天岳先进（688234.SH）年报点评-全年业绩扭亏为盈，碳化硅衬底产品矩阵布局超前



【今日要点】

【山证新股】新股周报（2025.03.31-2025.04.03）-3 月份双创板块新股首日涨幅下降，科创板胜科纳米上市

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

【投资要点】

- 新股市场活跃度下降，3 月份科创板新股首日涨幅下降但开板估值上升
- 周内新股市场活跃度下降，近 6 个月上市新股周内共有 11 只股票录得正涨幅(占比 22.45%，前值 26.09%)。
- **科创板：**上周科创板胜科纳米上市，上市首日涨幅 241.41%，首日开板估值 154.01 倍。周内先锋精科、思看科技录得周涨幅为正，胜科纳米录得周跌幅超-10%。
- **创业板：**上周创业板浙江华业、浙江华远、矽电股份上市。周内惠通科技、博苑股份录得周涨幅为正，弘景光电、浙江华业等录得周跌幅超-10%。
- **沪深主板：**上周沪深主板无新股上市。周内天和磁材录得周涨幅超 10%，江南新材、新亚电缆录得周跌幅约-10%。
- **新股周期：**2 月份无新股上市，创业板新股发行 PE 下降，主板新股发行 PE 上升。3 月份科创板胜科纳米、创业板毓恬冠佳/常友科技/汉朔科技/弘景光电/恒鑫生活/浙江华业/浙江华远/矽电股份、主板汇通控股/永杰新材/江南新材/新亚电缆上市，科创板新股首日涨幅下降但开板估值上升，创业板新股首日涨幅和开板估值均下降，主板新股首日涨幅和开板估值均上升，科创板/创业板首发 PE 上升。
- **投资建议：**
- **近端已上市重点新股：**
- **2025/03：**弘景光电（运动相机/车载光学镜头及摄像模组）、胜科纳米（半导体第三方检测分析实验室）
- **2025/01：**思看科技（3D 视觉数字化产品/3D 扫描仪）
- **2024/12：**佳驰科技（隐身涂层材料/结构件）、先锋精科（刻蚀/薄膜沉积领域金属零部件）
- **2024/11：**联芸科技（固态硬盘主控芯片）
- **2024/09：**合合信息（智能文字识别/商业大数据）
- **2024/08：**龙图光罩（半导体掩膜版）、珂玛科技（陶瓷加热器）；
- **2024/06：**汇成真空（复合集流体设备）、达梦数据（数据库基础软件）

- 2024/05: 瑞迪智驱(电磁制动器/谐波减速机);
- 2024/04: 广合科技(服务器 PCB);
- 2024/02: 诺瓦星云(LED 显示控制系统)、成都华微(特种 IC);
- 2023/12: 安培龙(热敏电阻/压力传感器)、艾森股份(电镀液/光刻胶及配套试剂)
- 2023/11: 京仪装备(半导体附属设备-温控/废气处理)、麦加芯彩(风电叶片/船舶涂料);
- 2023/9: 盛科通信-U(商用以太网交换芯片);
- 2023/8: 华勤技术(智能硬件 ODM)、广钢气体(电子大宗气体)、波长光电(精密光学组件);
- 2023/6: 芯动联科(高性能 MEMS 惯性传感器);
- 2023/5: 中科飞测-U(半导体检测、量测设备);
- 2023/4: 华曙高科(工业级增材制造设备)、晶升股份(碳化硅长晶炉)、索辰科技(CAE 软件/六维力传感器)
- 2023/3: 茂莱光学(工业级精密光学: 半导体检测、光刻机、基因测序、AR/VR);
- 2023/2: 裕太微-U(以太网物理层芯片)、龙迅股份(高清视频桥接及处理芯片);
- 近端待上市重点新股: 暂无
- 已获批复重点新股: 威高血净、屹唐股份、汉邦科技、影石创新、凯普林。
- 远端深度报告覆盖: 龙图光罩、天岳先进、广合科技、诺瓦星云、芯动联科、安路科技、瑞华泰、维峰电子、容知日新、澳华内镜、广立微、龙迅股份、鼎泰高科等。
- 风险提示: 新股大幅波动的风险; 新股业绩不达预期的风险; 系统性风险。

【山证农业】农业行业周报(2025.03.24-2025.03.30)-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 chenchenzhi@sxzq.com

【投资要点】

- 本周(3月24日-3月30日)沪深300指数涨跌幅为+0.01%, 农林牧渔板块涨跌幅为+0.56%, 板块排名第2, 子行业中肉鸡养殖、动物保健、生猪养殖、食品及饲料添加剂以及粮油加工表现位居前五。
- 本周(3月24日-3月30日)猪价环比下跌。根据跟踪的重点省市猪价来看, 截至3月28日, 四川/广东/河南外三元生猪均价分别为14.47/15.58/14.52元/公斤, 环比上周分别-1.23%/-0.26%/-0.34%; 平均猪肉价格为20.94元/公斤, 环比上涨0.24%; 仔猪平均批发价格27.19元/公斤, 环比上周下跌2.89%;

二元母猪平均价格为 32.48 元/公斤，环比上涨 0.03%；自繁自养利润为 51.83 元/头，外购仔猪养殖利润为-27.13 元/头。截至 3 月 28 日，白羽肉鸡周度价格为 7.48 元/公斤，环比上涨 2.05%；肉鸡苗价格为 2.98 元/羽，环比上涨 2.41%；养殖利润为 0.65 元/羽。鸡蛋价格为 7.30 元/公斤，环比下跌 1.35%。

- **“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。

【行业评论】化学原料：新材料周报（250324-0328）-麦加芯彩取得 DNV 防污漆证书，赢创和科思创 IPDI 供应遭遇异常

冀泳洁 0351-8686985 jiyongjie@sxzq.com

【投资要点】

- **二级市场表现**
- **市场与板块表现：**本周新材料板块下跌。新材料指数跌幅为 1.33%，跑输创业板指 0.21%。近五个交易日，合成生物指数下跌 0.46%，半导体材料下跌 3.22%，电子化学品上涨 0.80%，可降解塑料下跌 2.05%，

工业气体上涨 2.27%，电池化学品下跌 4.98%。

➤ 产业链周度价格跟踪（括号为周环比变化）

➤ 氨基酸：缬氨酸(14250 元/吨，-1.04%)、精氨酸(32000 元/吨，不变)、色氨酸(51500 元/吨，-3.74%)、蛋氨酸(21750 元/吨，0.69%)

➤ 可降解材料：PLA(FY201 注塑级)(18000 元/吨，不变)、PLA(REVODE 201 吹膜级)(17000 元/吨，不变)、PBS(18000 元/吨，不变)、PBAT(10100 元/吨，不变)

➤ 维生素：维生素 A(95000 元/吨，-3.06%)、维生素 E(123000 元/吨，0.41%)、维生素 D3(240000 元/吨，-5.88%)、泛酸钙(51500 元/吨，不变)、肌醇(32500 元/吨，不变)

➤ 工业气体及湿电子化学品：UPSSS 级氢氟酸(11000 元/吨，不变)、EL 级氢氟酸(6000 元/吨，不变)

➤ 塑料及纤维：碳纤维(83750 元/吨，不变)、涤纶工业丝(8800 元/吨，1.15%)、涤纶帘子布 2 月出口均价为(17280 元/吨，0.75%)、芳纶(9.74 万元/吨，-1.28%)、氨纶(27000 元/吨，不变)、PA66(17100 元/吨，-1.16%)、癸二酸 2 月出口均价为 27147 元/吨，较上月上涨 0.25%。

➤ 投资建议

➤ 海外巨头 IPDI 供应遭遇异常，利好国内生产企业；麦加芯彩取得 DNV 防污漆证书，迈出船舶涂料国产替代第一步。2025 年 3 月 24-25 日，赢创和科思创先后宣布 IPDI 的供应遭遇不可抗力因素的影响，未来无法保证准时交货。而 IPDI 属于脂肪族异氰酸酯(ADI)，技术壁垒较高，仅有少数企业具备 IPDI 的生产能力，全球产能合计约 14 万吨/年。其中，赢创产能 5 万吨/年，是全球最大的 IPDI 生产企业；科思创产能 3.5 万吨/年。因此，此次赢创和科思创供给异常，预计将对全球 IPDI 市场供需格局产生较大冲击，或将带动 IPDI 价格持续升高，利好国内相关产品生产企业。建议关注【新和成】，IPDI 产能 2.1 万吨，相关产品已顺利产出；【美瑞新材】，HDI 产能 10 万吨/年（与 IPDI 同属脂肪族异氰酸酯）。根据涂界数据，目前全球船舶涂料市场容量 40 多亿美元，但佐敦、海虹老人等少数外资品牌占据着超过 80% 的份额，近乎完全垄断 LNG 船舶、豪华游轮等高端船舶涂料市场。而 2025 年 3 月 28 日，麦加芯彩发布公告，宣布已取得挪威船级社（DNV）防污漆证书，或将成功迈出船舶涂料国产替代的第一步。考虑到我国是全球最大的船舶制造大国，随着国产船舶涂料技术逐渐升级迭代未来国产替代空间广阔。建议关注【麦加芯彩】，工业涂料产能 12 万吨/年，另有 7 万吨/年工业涂料预计将于 2025 年 6 月投产。

➤ 风险提示

➤ 原材料价格大幅波动的风险；政策风险；技术发展不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

【山证煤炭】行业周报（20250324-20250330）：-年后二宗矿权交易达成，一级市场估值维持强势

刘贵军 liuguijun@sxzq.com

【投资要点】**➤ 投资要点****➤ 动态数据跟踪**

- **动力煤：**淡季影响显现，内贸煤价格小幅回落。本周产地煤矿生产维持正常水平。需求方面，供暖季节临近结束，居民用电进入淡季，电厂整体负荷季节性回落，电煤日耗较弱；下游复工及基建仍有待提高，工业原料用煤需求维持刚需；港口疏港推进，本周煤炭调入小于调出，北方港口煤炭库存小幅降低，综合影响下，港口煤价继续小幅下行。展望二季度，稳经济政策或将继续出台，非电用煤需求预计继续恢复增长；同时，海外煤价企稳，煤炭关税、贸易政策近期多变，预计国内进口煤仍存变数，2025 年国内动力煤价格中枢继续下降空间不大。截至 3 月 28 日，环渤海动力煤现货参考价 676 元/吨，周变化-0.88%；广州港山西优混 720 元/吨，周持平；欧洲三港 Q6000 动力煤 712.38 元/吨，周变化+2.83%。3 月 28 日，北方港口合计煤炭库存 2873 万吨，周变化-0.35%；本周环渤海港口日均调入 197.44 万吨，调出 203.10 万吨，日均净调出+5.66 万吨。
- **冶金煤：**下游进入旺季，冶金煤低位震荡。煤矿冶金煤生产供应维持正常。需求方面，两会释放宏观利好，下游复工复产继续，钢材表需恢复，高炉开工、铁水产量提高，但国际关税政策变化影响外需预期，叠加地产弱势，钢材价格低位震荡，冶金煤价格仍然偏弱；后期宏观政策利好兑现，下游需求预期有望继续改善，同时，铁水产量、高炉开工率稳定，下游冶金煤库存处于历年低位，冶金煤价格价格中枢进一步下降空间不大。截至 3 月 28 日，京唐港主焦煤库提价 1380 元/吨，周持平；京唐港 1/3 焦煤库提价 1080 元/吨，周持平；日照港喷吹煤 1013 元/吨，周变化-2.13%；澳大利亚峰景矿硬焦煤现货价 183.50 美元/吨，周变化+2.23%。3 月 28 日，国内独立焦化厂、247 家样本钢厂炼焦煤总库存分别 729.93 万吨和 762.50 万吨，周变化分别+5.62%、+0.64%；喷吹煤库存 409.59 万吨，周变化+2.96%。247 家样本钢厂高炉开工率 82.13%，周变化+0.15 个百分点；独立焦化厂焦炉开工率 71.61%，周变化+0.42 个百分点。
- **焦、钢产业链：**钢厂库存走低，焦炭或将企稳。本周黑色产业链下游有所恢复，“金三银四”需求旺季临近，但在关税政策影响下，外需预期偏弱，焦炭价格仍显弱势，但宏观预期有望继续落地，外贸不振或提高内需刺激预期，基建、地产施工高峰期临近，钢材需求刚性仍存，叠加低利润率下焦炭供给收缩预期，而焦煤价格相对仍强势，成本支撑下焦炭价格预计下降空间不大。截至 3 月 28 日，天津港一级冶金焦均价 1480 元/吨，周持平；港口平均焦、煤价差（焦炭-炼焦煤）197 元/吨，周持平。独立焦化厂、样本钢厂焦炭总库存分别 69.57 万吨和 668.16 万吨，周变化分别-4.12%、+0.80%；四港口焦炭总库存 215.62 万吨，周变化+3.38%；全国市场螺纹钢平均价格 3366 元/吨，周变化+0.84%；螺纹钢全社会、生产企业库存分别合计 609.42 万吨、209.58 万吨，周变化分别-1.40%、-4.34%。
- **煤炭运输：**淡季补库需求减弱，沿海煤炭运价降低。本周电煤需求较弱，前期集中拉运后，煤炭补库需求减弱，运输市场转淡，沿海煤炭运价回落。截止 3 月 28 日，中国沿海煤炭运价指数 751.64 点，

周变化-8.85%。鄂尔多斯煤炭公路长途运输运价 0.21 元/载重吨，周持平；3 月 28 日，环渤海四港货船比 21.60，周变化-31.65%。

➤ 煤炭板块行情回顾

➤ 本周煤炭板块窄幅波动，跑赢主要指数；中信煤炭指数周五收报 3307.01 点，周变化-0.13%。子板块中煤炭采选 II(中信)周变化+0.14%；煤化工 II(中信)指数周变化-2.82%。煤炭采选个股涨跌互现，中国神华、大有能源、安源煤业、华阳股份和电投能源涨幅居前；煤化工个股回调为主，云维股份涨幅为正。

➤ 本周观点及投资建议

➤ 煤价供给端基本维持稳定，煤价进入长协基准价区间，或遇较强支撑；4 月宏观经济利好有望持续落地，下游基建需求存改善预期；冶金煤库存处于历年低位，双焦价格后期弹性仍存；进口方面，内外贸价差缩小，动力煤进口或存变数，预计价格进一步下降空间不大。资金面来看，龙头煤企业绩超预期，向市场传递信心，保险等长期资金入市大势所趋，煤炭板块回调后估值及股息率吸引力持续提升。投资建议：回购增持再贷款和 SFISF 等货币工具市场案例不断落地，套息交易有望不断深化煤炭红利价值，建议关注弹性高股息品种和稳定高股息品种。稳定高股息品种方面，相对更看好【中国神华】、【陕西煤业】、【中煤能源】。弹性高股息品种方面，相对更看好【淮北矿业】、【平煤股份】。资源价款指引煤炭上市公司估值，建议关注具备业绩支撑且被低估标的。非煤业务占比小的公司中【新集能源】、【昊华能源】显著被低估；非煤业务占比大的公司中【陕西能源】、【电投能源】更被低估；山西区域单吨成交资源价款普遍较高，建议关注【晋控煤业】、【华阳股份】。

➤ 风险提示

➤ 供给释放超预期；需求端改善不及预期；欧盟煤炭缺口不及预期，进口煤大量涌入国内市场；价格强管控；煤企转型失败等。

【行业评论】太阳能：缅甸地震对硅片开工造成影响，产业链中下游价格持续结构性上涨

肖索 xiaosuo@sxzq.com

【投资要点】

- **缅甸地震：**对光伏硅片拉棒产开工产生影响：缅甸发生 7.9 级地震，云南震感强烈。综合各方消息来看，此次地震对我国光伏硅片拉棒核心的西部产区产生重要影响。甚至已经影响到银川、内蒙部分产区。目前对较远地区影响主要以断线为主，预计短期即可恢复。但云南、宜宾地区影响较重，部分厂家甚至出现焖锅、炸棒、炸炉等情况或将对后续较长期开工造成影响。
- **国家能源局：**2 月核发太阳能发电绿证 1327 万个：3 月 28 日，国家能源局发布国家能源局发布 2025 年 2 月全国可再生能源绿色电力证书核发及交易数据。数据显示，2 月，国家能源局核发绿证 25637 万

个, 其中风电 9834 万个, 太阳能发电 4397 万个, 生物质发电 1591 万个。2 月绿证交易 2840 万个, 其中风电 1412 万个, 太阳能发电 1327 万个, 生物质发电 29 万个。

➤ **IRENA:** 2024 年全球太阳能光伏装机容量新增 451.9GW: 3 月 27 日, 据国际可再生能源机构(IRENA)最新发布的《2025 年可再生能源容量统计数据》, 全球可再生能源容量将在 2024 年增加 585GW, 总计达到 4448GW, 创下年增长率 15.1%的历史新高。2023 年全球可再生能源装机量为 3863GW。

➤ **通威股份:** 子公司永祥股份引入 100 亿战投: 3 月 29 日, 通威股份发布公告宣布, 永祥股份拟引入战略投资者并实施增资扩股。本次拟以增资扩股前永祥股份股权估值 270 亿元, 引入战略投资者, 向永祥股份合计增资不超过 100 亿元, 预计合计取得永祥股份增资后的股权比例不超过 27.03%, 增资款项主要用于永祥股份偿还金融机构负债、补充流动资金等。

➤ 价格追踪

➤ **多晶硅价格:** 根据 Infolink 数据, 本周致密料均价为 40.0 元/kg, 较上周持平; 颗粒硅均价为 38.0 元/kg, 较上周持平。本周 N 型多晶硅有 5 家企业成交, 部分多晶硅企业开始签订下月签单, 但成交量较少。根据企业反馈, 3 月整体成交量低于预期, 下游企业去库意愿较强。整体来看, 硅料行业库存继续呈现下降趋势, 但从结构上来看, 下游硅片端持有的原料库存量大幅下降, 而多晶硅企业持有的库存增加。3 月硅料供应基本稳定, 预计 4 月份供应有所增加, 预期短期内价格以平稳为主。

➤ **硅片价格:** 根据 InfoLink 数据, 本周 150um 的 182mm 单晶硅片均价 1.15 元/片, 较上周持平; 130um 的 183mm N 型硅片均价 1.2 元/片, 较上周持平; 130um 的 182*210mm 型硅片均价 1.45 元/片, 较上周上涨 3.6%。下游 430 和 531 抢装节点临近, 电池片和组件企业加大采购, 推动硅片需求短期集中释放。3 月 28 日, 缅甸发生 7.9 级地震, 云南震感强烈, 根据 SMM, 部分厂家甚至出现焖锅、炸棒、炸炉等情况, 对产能造成一定影响, 预期短期内价格持续上涨。

➤ **电池片价格:** 根据 InfoLink 数据, 本周 M10 电池片(转换效率 23.1%)均价为 0.31/W, 较上周持平; TOPCon 电池片均价为 0.305 元/W(转换效率 25.0%+), 较上周上涨 1.7%; 182*210mm N 型电池品价格为 0.34 元/W(转换效率 25.0%+), 较上周上涨 3.0%。在终端行情催化下, 电池片环节出现阶段性库存紧缺。3-4 月份电池企业排产持续提升, 4 月电池增量或主要来自一体化厂家, 由于上游硅片环节供给能力或难以支撑电池扩产节奏, 预计短期内高效电池片价格持续呈上涨趋势。

➤ **组件价格:** 根据 InfoLink 数据, 本周 182mm 双面 PERC 组件均价 0.65 元/W, 较上周持平; 182mm TOPCon 双玻组件价格 0.74 元/W, 较上周上涨 1.4%。受下游抢装潮持续发酵影响, 组件中标价格与实际供货价格攀升, 分布式项目价格上涨速度快于集中式项目。短期终端市场供需矛盾突出, 预计价格持续上升。

➤ **玻璃价格:** 根据百川盈孚数据, 本周 3.2mm 镀膜光伏玻璃价格为 22.0 元/m², 较上周持平; 2.0mm 镀膜光伏玻璃价格为 14.0 元/m², 较上周持平。

➤ 投资建议

- **重点推荐：**BC 新技术方向：爱旭股份、隆基绿能；供给侧改善方向：福莱特；海外布局方向：横店东磁、阳光电源、阿特斯、德业股份。建议积极关注：信义光能、协鑫科技、通威股份、大全能源、TCL 中环、新特能源、帝尔激光、福斯特、海优新材、晶澳科技、天合光能、晶科能源、中信博、迈为股份、晶盛机电、捷佳伟创、奥特维、时创能源、京山轻机、上海艾录、宇邦新材、广信材料。
- **风险提示**
- 光伏新增装机量不及预期；产业链价格波动风险；海外地区政策风险等。

【公司评论】扬农化工(600486.SH)：扬农化工-一证一品推动供给侧改革，景气修复可期

李旋坤 lixuankun@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- 3月25日，公司发布《2024年年度公告》，2024年实现营业总收入104.35亿元，同比-9.09%；归母净利润12.02亿元，同比-23.19%。其中，2024Q4实现营业总收入24.19亿元，同环比分别+9.76%/+4.41%；归母净利润为1.76亿元，同环比分别-13.71%/-32.91%。
- **事件点评**
- **国内一证一品推动供给侧改革，制剂底部修复可期。**2024年，公司实现收入104.35亿元，同比-9.09%，主要系公司农药行业原药价格损失达15亿元。农业农村部推行“一证一品”政策，要求同一登记证仅能标注一个商标，打击借证、贴牌等行为，预计实施后将有效减少市场同质化产品数量，减少无序低效竞争。公司制剂主要针对国内市场，围绕核心产品，强化品牌建设和渠道管理，抓好制剂产品销售。公司品牌制剂业务在销售额为15.45亿元，同比-7.78%的情况下实现利润与上年持平，实现制剂销量36355吨，同比增长1.77%，毛利率增加2.39个pct。
- **海外库存逐步见底，贸易业务持续发力。**公司积极应对海外市场去库存、地缘政治冲突等多种挑战，把握制剂需求增长契机，通过加大核心市场开发，强化自营出口，创新业务模式，加快推进全球登记布局，2024年贸易业务实现销售额23.06亿元，同比增长3.65%。
- **行业出清向头部集中，原药逆势发力。**农药前十强企业销售额占比近40%，行业集中度提升。公司24年实现原药销量99872.64吨，同比增长3.50%。公司葫芦岛项目稳步推进，持续贡献增量。
- **投资建议**
- 预计公司2025-2027年归母净利润分别为14.1/15.9/17.5亿元，对应公司3月28日收盘价53.66元，PE分别为15.5/13.7/12.4倍，维持“买入-B”评级。
- **风险提示**

- 农化市场需求不及预期风险、项目投产不及预期风险、原材料价格大幅波动等风险。

【公司评论】同益中(688722.SH)：同益中-2024Q4 盈利水平提升，差异化产品矩阵不断丰富

李旋坤 lixuankun@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- 3月29日，公司发布《2024年年度公告》，2024年实现营业总收入6.49亿元，同比+1.41%；归母净利润1.30亿元，同比-15.25%；扣非归母净利润1.24亿元，同比-14.65%。其中，2024Q4实现营业总收入2.22亿元，同环比分别+82.46%/+28.04%；归母净利润为0.49亿元，同环比分别+130.62%/+41.58%；扣非归母净利润为0.47亿元，同环比分别+101.37%/+35.70%。
- **事件点评**
- **纤维和无纬布产销创新高，2024Q4盈利水平提升。**2024年，公司销售毛利率净利率分别为37.7%和20.8%，同比分别下降1.0pct和3.8pct，主要系产品售价下降幅度高于成本下降幅度以及期间费用增加。其中，2024Q4公司销售毛利率净利率分别为39.2%和22.8%，环比分别提升1.3pct和2.1pct，主要系高毛利产品销售占比提升。从产品毛利率来看，2024年UHMWPE纤维和无纬布毛利率分别为30.2%和46.7%，同比分别-7.3pct和+6.8pct，其中2024H2，UHMWPE纤维和无纬布毛利率分别为27.3%和48.5%，环比分别-6.1pct和+6.3pct。从产品销量来看，2024年，公司主营产品UHMWPE纤维和无纬布销量分别为5722吨和991吨，同比分别增长41.6%和63.2%，UHMWPE纤维均价为6.2万元/，同比下降23.5%，主要系原材料成本下降。
- **拓展主业边界，打造“3+X”未来纤维产业体系。**公司深耕超高分子量聚乙烯纤维及其复合材料二十余年，拥有超高分子量聚乙烯纤维行业全产业链布局，在国防装备、公安警察、航空航天、船舶舰艇、海洋石油、体育器材等领域得到国内外客户的广泛认可。公司持续完善战略业务布局，以“FIBER+复材”为核心，拓展主业边界，打造“3+X”未来纤维产业体系。2024年底，公司收购超美斯，布局间位芳纶产业领域，形成第二增长曲线。
- **持续研发投入，丰富差异化产品矩阵。**2024年，公司新增专利申请24项，获得授权专利9项。在研发战略布局方面，公司计划继续聚焦超高分子量聚乙烯纤维及复合材料的高性能化、多功能化、绿色化等方向的研发，特别是在医用纤维、机器人灵巧手腱绳材料、防弹装备、海洋工程等新兴和高端应用领域进行探索。随着超高分子量聚乙烯纤维产品应用范围不断发展，市场规模有望稳步提升，根据前瞻研究院预测，2025-2030年全球超高分子量聚乙烯纤维市场年复合增长率约为6%，到2030年，全球超高分子量聚乙烯纤维需求量有望达到20万吨。未来，医用领域、海洋工程、机器人灵巧手等行业的发展有望成为公司新的增长驱动因素。

➤ 投资建议

- 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.0/ 2.4/ 2.9 亿元，对应公司 3 月 31 日收盘价 16.25 元，PE 分别为 19/ 15/ 13 倍。随着公司新产能建成投产，高毛利的复材订单回升，以及医用纤维、机器人灵巧手腕绳材料、海洋工程等领域应用的扩展，未来业绩增长可期，维持“买入-A”评级。

➤ 风险提示

- 产能释放不及预期；复材订单不及预期；市场竞争加剧等风险。

【山证纺服】李宁 2024 年报点评-电商渠道客流回暖，全年盈利能力同比改善

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 3 月 28 日，公司披露 2024 年度业绩，2024 年，公司实现营收 286.76 亿元，同比增长 3.9%，实现归母净利润 30.13 亿元，同比下降 5.5%。董事会建议派发 2024 年末期股息 20.73 分/股，全年派息率 50%。

➤ 事件点评

- 2024 年公司营业收入平稳增长，全渠道零售流水同比持平。营收端，2024 年，公司实现营收 286.76 亿元，同比增长 3.9%，2024 年，公司整体零售流水（不含国际市场及李宁 YOUNG）同比持平，其中线下渠道下降低单位数，线上渠道增长低双位数。业绩端，2024 年，公司实现归母净利润 30.13 亿元，同比下降 5.5%。2024 年，公司营收增长、但业绩下滑，主因公司管理费用率上升、投资性房地产减值损失、有效税率上升。
- 跑步及健身品类零售流水延续优异表现，童装业务零售流水低单增长。分产品看，2024 年，鞋、服装、配件和器材收入分别为 143.00、120.50、23.25 亿元，同比增长 6.8%、-2.9%、29.3%，收入占比为 49.9%、42.0%、8.1%。2024 年，跑步、健身、篮球、运动生活四大品类零售流水占比分别为 28%、15%、21%、33%，零售流水同比增长 25%、6%、-21%、-6%。2024 年，超轻、赤兔、飞电三大系列跑鞋销量达 1060 万双，为跑步品类流水增长提供有力支撑。童装业务方面，2024 年，童装零售流水同比增长低单位数，其中平均件单价提升低单位数，连带率同比持平，童装门店 1468 家，较年初净开 40 家，同比增长 2.8%。
- 直营门店延续调整，电商渠道表现好于线下。分渠道看，直营渠道方面，2024 年，公司致力于提升高层级市场门店经营效率，直营店铺延续布局调整，直营收入同比下降 0.3%至 68.83 亿元，直营门店 1297 家，同比下降 13.4%。批发渠道方面，2024 年，批发收入同比增长 2.6%至 129.57 亿元。批发门店 4820 家，同比增长 1.6%。电商渠道方面，2024 年，电商渠道收入同比增长 10.3%至 83.05 亿元，电商零售流水同比增长低双位数，其中电商客流提升高单位数、生意转化率有所改善、平均折扣改善低单位数。
- 电商平台及直营门店带动毛利率提升，全渠道库存周转基本保持健康水平。盈利能力方面，2024 年，

公司毛利率为 49.4%，同比提升 1.0pct，主要受益于电商渠道毛利率提升，贡献 0.8pct，以及线下直营店铺折扣有所改善。2024 年，公司销售费用率为 32.1%，同比下滑 0.8pct，其中广告及市场推广费用率同比提升 0.5pct 至 9.5%。公司管理费用率为 5.0%，同比提升 0.4pct，其中研发费用率同比提升 0.2pct 至 2.4%。叠加资产减值损失与有效税率上升，2024 年，经营利润率同比下滑 0.1pct 至 12.8%，归母净利润率同比下滑 1.0pct 至 10.5%。存货方面，全渠道库销比 4.0 个月，同比增加 0.4 个月，6 个月或以下的新品库存占比 85%，同比下滑 2pct。经营活动现金流方面，2024 年，公司经营活动现金流净额为 52.68 亿元，同比增长 12.4%。

➤ 投资建议

- 2024 年，公司零售流水规模保持平稳，其中电商平台客流增长，表现领先，占公司流水比重进一步提升；公司对线下直营门店优化调整，门店数量有所减少。零售规模虽然增长平稳，但受益于零售折扣改善，销售毛利率同比改善。展望 2025 年，公司将继续优化渠道结构，提升客户体验，推动业务稳健发展。我们预计公司 2025-2027 年营业收入为 290.93/301.77/315.17 亿元，同比增长 1.5%/3.7%/4.4%，归母净利润为 28.97/31.50/33.78 亿元，同比增长-3.9%/8.7%/7.2%，3 月 28 日收盘价对应公司 2025-2027 年 PE 为 14.1/13.0/12.1 倍，维持“买入-A”评级。

➤ 风险提示

- 国内消费市场恢复不及预期；电商渠道增长不及预期；行业竞争加剧；下沉市场拓展不及预期。

【山证专精特新】天岳先进（688234.SH）年报点评-全年业绩扭亏为盈，碳化硅衬底产品矩阵布局超前

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 公司披露 2024 年年度报告，2024 年公司实现营业收入 17.68 亿元/+41.37%，归母净利润 1.79 亿元/+491.56%，扣非归母净利润 1.56 亿元/+238.48%。其中单 Q4 实现营业收入 4.87 亿元/+14.32%，归母净利润 0.36 亿元/+59.74%，扣非归母净利润 0.21 亿元/+1,531.86%。

➤ 事件点评

- 全年业绩实现扭亏为盈，降本增效毛利率同比明显提升。2024 年，公司聚焦主业，加强与国内外知名客户长期合作，持续产能释放并优化产品结构，高品质导电型碳化硅衬底产品加速出海，带动营收同比快速增长，季度利润全面转正。分季度看，公司 Q1-Q4 分别实现收入 4.26/4.86/3.69/4.87 亿元，同比分别 +120.66%/+98.49%/-4.60%/+14.32%，归母净利润 0.46/0.56/0.41/0.36 亿元，同比分别 +263.73%/+227.08%/+982.08%/+59.74%。2024 年，公司整体毛利率为 25.90%/+10.09pcts，其中主营毛利率为 32.92%/+15.39pct，整体期间费用率 18.70%/-5.18pcts，随着公司产能利用率逐步提升，产品产

销量持续增长，规模效应逐步显现，成本逐步优化，毛利率同比实现较大提升，全年实现扭亏为盈。

- **境外业务收入提升较多，产品向新兴领域积极拓展。**分产品看，2024 年公司主营业务碳化硅半导体材料实现收入 14.74 亿元/+35.72%，收入占比 83.35%。分地区看，公司境外业务实现收入 8.40 亿元/+104.43%，收入占比 47.53%。公司持续提升核心产品的产能产量，2024 年碳化硅衬底产量 41.02 万片，同比增长 56.56%；销量 36.12 万片，同比增长 59.61%。全年济南工厂的产能产量稳步推进，上海工厂已于年中提前达到年产 30 万片导电型衬底的产能规划，同时公司将继续推进二阶段产能提升规划。应用领域方面，碳化硅衬底在原有领域加速渗透的同时，积极向新兴应用领域拓展。2024 年度，公司国际知名客户的收入贡献实现稳步增长，并且率先交付通过液相法生产的高质量低阻 P 型碳化硅衬底，此外，公司与多个消费电子行业全球领导者共同合作，探索碳化硅材料在 AI 眼镜、手机射频前端的应用，进一步打开下游应用市场。
- **产品矩阵布局超前，公司导电型衬底全球排名第二。**衬底向大尺寸发展已成必然趋势，6 英寸导电型衬底仍是主流，8 英寸导电型衬底起量，12 英寸导电型衬底已有研发样品。公司在碳化硅衬底产品矩阵上超前布局，8 英寸导电型衬底产品质量和批量供应能力领先，是全球少数能够批量出货 8 英寸碳化硅衬底的市场参与者之一，持续推动头部客户积极向 8 英寸转型，此外，公司推出业内首款 12 英寸碳化硅衬底。公司及产品在国际市场具有较高的知名度，根据日本富士经济报告测算，2024 年全球导电型碳化硅衬底材料市场占有率，公司是全球排名第二的碳化硅衬底制造商，市场份额 22.80%。根据 Yole 旗下的知识产权调查公司数据，2024 年度，公司在碳化硅衬底专利领域，位列全球前五。
- **投资建议**
- **天岳是全球少数能够批量出货 8 英寸碳化硅衬底的公司之一，及全球首家发布 12 英寸碳化硅衬底的公司，在衬底大尺寸、技术平台和供应链方面具备领先优势，通过多年的技术、客户、市场积累，目前已处于行业领先地位。**预计公司 2025-2027 年分别实现营业收入 25.00/32.49/40.43 亿元，归母净利润 2.70/3.53/4.43 亿元，对应 EPS 分别为 0.63/0.82/1.03 元，以 3 月 28 日收盘价 64.01 元计算，25-27 年 PE 分别为 101.96X/77.95X/62.09X，维持“增持-A”评级。
- **风险提示**
- 国家产业政策变化、行业竞争加剧、产能产量提升不及预期、客户/供应商集中度较高、地缘政治风险、股东计划减持风险等。

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

