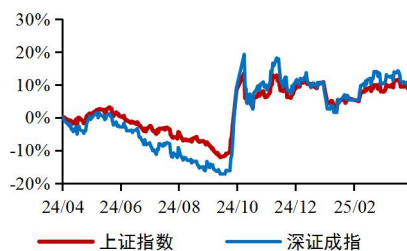


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 3 月 31 日 星期一

市场走势



资料来源：最闻

【今日要点】

➤ 【山证纺服】申洲国际 2024 年报点评

【公司评论】联瑞新材(688300.SH)：联瑞新材-高端产品销量持续提升，核心技术储备丰富

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,351.31	-0.67
深证成指	10,607.33	-0.57
沪深 300	3,915.17	-0.44
中小板指	6,647.84	-0.58
创业板指	2,128.21	-0.79
科创 50	1,029.48	-1.07

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】

【山证纺服】申洲国际 2024 年报点评

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 3 月 25 日，公司披露 2024 年年报，2024 年，公司实现收入 286.63 亿元，同比增长 14.8%，实现归母净利润 62.41 亿元，同比增长 36.9%。公司董事会建议派发末期股息每股 1.28 港元，全年派息率 55.8%。

➤ 事件点评

- 公司 2024 年营收增长超预期，展现业绩弹性。营收端，2024 年，公司实现收入 286.63 亿元，同比增长 14.8%。量价拆分看，2024 年，我们估算公司销量同比增长 21%，销售均价下跌同比下跌 5%，均价下跌主要由于产品结构变化，均价相对更低的休闲服装及内衣产品收入占比提升。业绩端，2024 年，公司实现归母净利润 62.41 亿元，同比增长 36.9%。2024 年，公司业绩端表现显著好于收入端，主因产能利用率回升带动销售毛利率同比提升、管理费用率同比下降、资产处置收益增加。2024 年，公司努力提升服务质量、拓展市场需求；进一步扩充产能规模，提升全员生产效率。
- 2024 年休闲服饰及内衣服饰增速领先。分产品看，2024 年，运动服饰、休闲服饰、内衣服饰、其他针织品分别实现收入 197.99、72.07、14.36、2.21 亿元，同比增长 9.8%、27.1%、34.6%、10.9%，收入占比分别为 69.1%、25.1%、5.0%、0.8%。运动品类销售额增长主要源于中国大陆与美国市场需求上升；休闲服饰销售额增长主要源于日本市场及其它市场需求上升；内衣服饰销售额增长主要源于日本市场需求增加。
- 中国大陆为公司第一大市场，美国及日本市场增长领先。分市场看，2024 年，中国大陆、欧盟、美国、日本、其它区域分别实现收入 80.61、51.90、46.12、48.34、59.66 亿元，同比增长 13.2%、3.2%、18.9%、31.5%、13.4%，收入占比分别为 28.1%、18.1%、16.1%、16.9%、20.8%。
- 四大核心客户收入占比保持稳定，优衣库及阿迪达斯增长领先。分客户看，2024 年，公司四大核心客户收入占比提升 1.1pct 至 80.7%，优衣库、耐克、阿迪达斯、彪马分别实现收入 79.85、73.99、49.98、27.62 亿元，同比增长 33.0%、-3.9%、35.4%、10.9%，收入占比分别为 27.9%、25.8%、17.4%、9.6%。公司通过加强新产品的开发、产品品类的多元化，提升产品交付速度，进一步提升于核心客户的采购份额。
- 2024 年公司盈利能力同比回升。盈利能力方面，2024 年，公司毛利率同比提升 3.8pct 至 28.1%，2024 年，公司产能利用率已恢复正常水平，海内外各生产基地员工人数进一步增加，生产效率明显提升，

带动盈利水平回升。2024H2，公司毛利率环比下滑 1.6pct 至 27.4%，主因公司下半年对基层员工有较大幅度的薪酬提升，以提升员工稳定性及生产效率。期间费用率方面，2024 年，公司销售费用率为 1.0%，同比提升 0.3pct；管理费用率为 6.8%，同比下滑 0.8pct；财务费用率为 1.3%，同比下滑 0.1pct。期间费用率合计下滑 0.54pct 至 9.03%。叠加资产处置收益增加、有效税率同比提升 4.1pct 至 12.9%，综合影响下，2024 年，公司归母净利润率同比提升 3.5pct 至 21.8%。存货方面，截至 2024 年末，公司存货为 68.85 亿元，同比增长 12.4%。存货周转天数 116 天，同比下降 4 天。经营活动现金流方面，2024 年，公司经营活动现金流净额为 52.73 亿元，同比增长 0.9%。

➤ 投资建议

- 2024 年，公司凭借产品品类扩充、提升生产效率以强化订单相应速度，在核心品牌客户自身增长平稳情况下，公司保持份额的持续提升。受益于产能利用率上升、海外生产基地如期爬坡，全年盈利水平明显回升。2025 年 3 月，公司柬埔寨金边工厂开始招工，预计总用工规模 6000 人，同时，越南生产基地扩充面料产能 200 吨/天，海外纵向一体化产能布局持续落地，我们预计公司 2025-2027 年营业收入为 315.29、351.73、388.83 亿元，同比增长 10.0%、11.6%、10.6%；预计归母净利润为 65.20、72.84、81.58 亿元，同比增长 4.5%、11.7%、12.0%。3 月 26 日收盘价对应公司 2025-2027 年 PE 分别为 13.3、11.9、10.6 倍，维持“买入-A”评级。

➤ 风险提示

- 订单不及预期；汇率大幅波动；海外棉花价格大幅波动。

【公司评论】联瑞新材(688300.SH)：联瑞新材-高端产品销量持续提升，核心技术储备丰富

李旋坤 lixuankun@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 3 月 26 日，公司发布《2024 年年度报告》，全年实现营业收入 9.60 亿元，同比+34.94%，实现归母净利润为 2.51 亿元，同比+44.47%，实现扣非后归母净利润为 2.27 亿元，同比+51.00%。其中，2024Q4 实现营业收入 2.67 亿元，环比+6.5%，实现归母净利润为 0.66 亿元，环比-1.3%，实现扣非后归母净利润为 0.57 亿元，环比-9.8%，主要系四季度原材料涨价所致。

➤ 事件点评

- 受益于算力需求推动，公司球粉产品全面放量。根据 SEMI，受益于 AI 技术的爆发以及存储芯片的反弹，2024 年半导体全球销售额为 6280 亿美元，同比+19%，与半导体相关的封装材料、电子电路基板、高性能热界面材料均处于景气上行阶段，拉动了对应粉体材料的需求。2024 年，公司球形硅微粉实现销售 36739 吨，同比+42.29%，销售均价为 14941 元/吨，同比+4.6%。角形硅微粉实现销售 76704 吨，

同比+8.65%，销售均价为 3304 元/吨，同比持平。其他粉体实现销售 7863 吨，同比+63.88%，销售均价为 19937 元/吨，同比-12.1%。

- **高毛利产品放量，盈利能力逐步提升。**公司 2024 年毛利率为 40.38%，同比+1.12 个 pct，主要系高毛利球粉放量，其中球形硅微粉毛利率为 49.12%，同比+2.9 个 pct，其他硅微粉毛利率为 30.40%，同比+0.92 个 pct。公司推出 Low α 球形二氧化硅、LowDf 超细球形二氧化硅等高端产品，适配先进封装 (HBM/Chiplet)、高频高速覆铜板等场景，获海外客户认证。
- **在研项目丰富，为算力时代的来临做充分准备。**公司研发占比达 6.3%，其超低损耗高速基板用球形二氧化硅、微米级低硬度球形陶瓷粉体材料、UF 用亚微米球形氧化铝、晶圆级芯片封装用球形二氧化硅等在研项目推进顺利，分别针对高端覆铜板、封装材料和导热材料的国际前沿领域进行布局，持续对产品和服务进行更新迭代。
- **投资建议**
- 预计公司 2025-2027 年归母净利分别为 2.98/3.46/3.81 亿元，对应 3 月 27 日收盘价 57.55 元，PE 分别为 36/31/28 倍，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。

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

