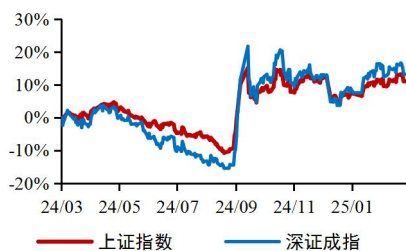


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 3 月 25 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	3,370.03	0.15
深证成指	10,695.49	0.07
沪深 300	3,934.85	0.51
中小板指	6,661.32	0.34
创业板指	2,152.55	0.01
科创 50	1,045.94	0.29

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】

【山证农业】农业行业周报（2025.03.17-2025.03.23）-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（250317-0321）-嘉澳环保 SAF 适航认证落地，国内民航 SAF 第二阶段试点启动

【行业评论】太阳能：1-2 月光伏新增装机 39.5GW，产业链价格持续结构性上涨

【山证煤炭】行业周报（20250317-20250323）：-龙头股 2024 年度业绩好于预期

【山证中小盘】肇民科技深度报告-国产精密注塑领军企业，顺应轻量化趋势加速成长

【山证纺服】名创优品 2024 年报点评-名创品牌全年净开门店超千家，2024Q4 毛利率创单季新高

【公司评论】金山办公(688111.SH)：金山办公（688111.SH）：WPS 365 增长强劲，AI 商业化有望提速



【今日要点】

【山证农业】农业行业周报（2025.03.17-2025.03.23）-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（3月17日-3月23日）沪深300指数涨跌幅为-2.29%，农林牧渔板块涨跌幅为-0.94%，板块排名第13，子行业中水产养殖、其他种植业、食品及饲料添加剂、动物保健以及其他农产品加工表现位居前五。
- 本周（3月17日-3月23日）猪价涨跌互现。根据跟踪的重点省市猪价来看，截至3月21日，四川/广东/河南外三元生猪均价分别为14.65/15.62/14.57元/公斤，环比上周分别+0.00%/-0.95%/+1.96%；平均猪肉价格为20.89元/公斤，环比上涨0.48%；仔猪平均批发价格28.00元/公斤，环比上周持平；二元母猪平均价格为32.47元/公斤，环比持平；自繁自养利润为49.22元/头，外购仔猪养殖利润为-42.39元/头。截至3月21日，白羽肉鸡周度价格为7.33元/公斤，环比上涨3.09%；肉鸡苗价格为2.91元/羽，环比上涨4.30%；养殖利润为0.13元/羽。鸡蛋价格为7.40元/公斤，环比下跌2.63%。
- “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（250317-0321）-嘉澳环保 SAF 适航认证落地，国内民航 SAF 第二阶段试点启动

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 2.54%，跑赢创业板指 0.80%。近五个交易日，合成生物指数下跌 0.21%，半导体材料下跌 2.70%，电子化学品下跌 1.63%，可降解塑料上涨 0.86%，工业气体下跌 1.09%，电池化学品下跌 2.49%。
- 产业链周度价格跟踪（括号为周环比变化）
- 氨基酸：缬氨酸(14400 元/吨，-0.69%)、精氨酸(32000 元/吨，不变)、色氨酸(53500 元/吨，不变)、蛋氨酸(21600 元/吨，1.65%)
- 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(98000 元/吨，-2.00%)、维生素 E(122500 元/吨，-2.00%)、维生素 D3(255000 元/吨，-3.77%)、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(8700 元/吨，1.16%)、涤纶帘子布 12 月出口均价为(18089 元/吨，0.79%)、芳纶(10.32 万元/吨，12.80%)、氨纶(27000 元/吨，不变)、PA66(17300 元/吨，不变)、癸二酸 12 月出口均价为 27008 元/吨，较上月下降 0.90%。
- 投资建议
- 国内民航 SAF 第二阶段试点启动，建议关注 SAF 赛道领先企业。根据博创氢能资料显示，自 2025 年 3 月 19 日起，全国将开启 SAF 应用试点工作第二阶段的相关部署，北京大兴、成都双流、郑州新郑、宁波栎社机场起飞的所有国内航班将常态化加注掺混 1% 的 SAF 燃油，中国航空业绿色转型加速推进。国外方面，2023 年，欧盟理事会通过《RefuelEU 航空法规》，对未来 SAF 强制掺混比例提出明确要求，2025 年达到 2%，2030 年需达到 6%，到 2050 年占比需达 70%。以 2019 年欧盟航空燃料使用量 6854 万吨为参考标准，预计 2025 年欧洲 SAF 需求量约为 137 万吨。供给方面，根据阿格斯数据显示，如果

宣布的所有项目能按时完成，2025 年全球 SAF 产能或将超过 1000 万吨/年，但由于项目延误及部分欧洲企业减产或停产，实际产量可能远低于铭牌产能，预计 2025 全球 SAF 产量为 210 万吨。考虑到除欧洲外，美国、日本等多国也出台了 SAF 相关政策，支持 SAF 产业发展，SAF 需求有望爆发，2025 年全球 SAF 市场或将处于供需偏紧的格局。建议关注【嘉澳环保】，公司生物航煤已投料成功，SAF 适航认证落地；【山高环能】，公司外销的 UCO 为 SAF 重要原料，有望受益于下游 SAF 需求释放。

➤ 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。

【行业评论】太阳能：1-2 月光伏新增装机 39.5GW，产业链价格持续结构性上涨

肖索 xiaosuo@sxzq.com

【投资要点】

- **国家能源局：**1-2 月光伏新增装机 39.5GW：3 月 20 日，国家能源局发布 1-2 月份全国电力工业统计数据。截至 2 月底，全国累计发电装机容量 34.0 亿千瓦，同比增长 14.5%。其中，太阳能发电装机容量 9.3 亿千瓦，同比增长 42.9%。2025 年 1-2 月，光伏新增装机量 39.47GW，2024 年 1-2 月光伏新增装机 36.72GW，同比增长 7.49%。
- **五部门：**数据中心必须 80%绿电：3 月 18 日，国家发展改革委等五部门发布《关于促进可再生能源绿色电力证书市场高质量发展的意见》。意见指出，明确绿证强制消费要求。依法稳步推进绿证强制消费，逐步提高绿色电力消费比例并使用绿证核算。国家枢纽节点新建数据中心绿色电力消费比例在 80%基础上进一步提升。在有条件的地区分类分档打造一批高比例消费绿色电力的绿电工厂、绿电园区等，鼓励其实现 100%绿色电力消费。
- **国家能源局：**发布千家万户沐光行动：3 月 20 日，国家能源局综合司发布关于进一步组织实施好“千家万户沐光行动”的通知。文件明确，各地在“千家万户沐光行动”组织实施中，要充分发挥市场作用，充分尊重农民意愿，不折不扣抓好各项工作落实，营造分布式光伏发电市场化、法治化营商环境，不得指定经营主体，不得强制要求配套产业，不得以特许经营等方式搞垄断开发，不得侵害农户利益，促进分布式光伏健康有序发展。
- **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。本周少数多晶硅企业已经签完本月订单，N 型多晶硅有 7 家企业成交，成交量处于较低水平。多晶硅价格维持稳定，主要由于下游企业原料库存较大且采购频率较低。4 月多晶硅期货即将进行仓单注册，部分企业已开始积极提升致密料产品占比，仓单注册后贸易商及期现商需求将更为明确。若 4、5 月整体硅料产出无急遽性提升，且国内抢装过后海外需求有支撑性，预计价格有望小幅上涨。

- **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，较上周上涨 1.7%；130um 的 182*210mm 型硅片均价 1.40 元/片，较上周上涨 3.7%。下游 430/531 抢装节点将至，需求旺盛且下游电池片涨价带动下，硅片环节价格持续上探。3 月硅片排产环比上涨，但电池排产相较硅片仍较高，后续硅片端仍有去库预期，预计短期价格有望持续上行。
- **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 0.30 元/W（转换效率 25.0%+），较上周上涨 1.7%；182*210mm N 型电池片价格为 0.33 元/W（转换效率 25.0%+），较上周上涨 3.1%。P 型电池片的海外需求已进入退坡阶段，预计后续价格有所下滑。N 型方面，短期政策因素带动终端需求上升，下游价格上涨且电池片呈现供不应求状态，预计短期电池片价格维持涨势。
- **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；182TOPCon 双玻组件价格 0.73 元/W，较上周上涨 1.4%。本周集中项目近期交付量体较少，价格横盘为主；分布式价格上移较多，且执行交付量体较多，带动整体价格上涨。3 月国内组件排产规模预计在 50-55GW 之间，组件厂家积极推涨，需求带动下预计价格仍有上行空间。
- **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、阿特斯、阳光电源、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。

【山证煤炭】行业周报（20250317-20250323）：-龙头股 2024 年度业绩好于预期

刘贵军 liuguijun@sxzq.com

【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，本周气温继续回升，居民用电呈现淡季特征，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，工业原料用煤需求复苏对煤炭需求支撑不足；港口煤炭调入大于调出，北方港口煤炭库存

恢复增长，综合影响下，港口煤价小幅下行。展望三、四月，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，海外煤炭关税、贸易政策近期变化削弱出口预期，预计国内进口煤增量仍存变数，2025 年国内动力煤价格中枢继续下降空间不大。截至 3 月 21 日，环渤海动力煤现货参考价 682 元/吨，周变化-1.45%；广州港山西优混 720 元/吨，周变化-5.26%；欧洲三港 Q6000 动力煤 702.48 元/吨，周变化+1.37%。3 月 21 日，北方港口合计煤炭库存 2883 万吨，周变化+0.98%；本周环渤海港口日均调入 189.37 万吨，调出 185.60 万吨，日均净调出-3.77 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 21 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，周变化-5.26%；日照港喷吹煤 1035 元/吨，周变化-3.99%；澳大利亚峰景矿硬焦煤现货价 179.50 美元/吨，周变化-3.75%。3 月 21 日，国内独立焦化厂、247 家样本钢厂炼焦煤总库存分别 691.06 万吨和 757.66 万吨，周变化分别+4.69%、-0.63%；喷吹煤库存 397.81 万吨，周变化-0.02%。247 家样本钢厂高炉开工率 81.98%，周变化+1.38 个百分点；独立焦化厂焦炉开工率 71.19%，周变化+1.90 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 21 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 72.56 万吨和 662.84 万吨，周变化分别-10.01%、-2.26%；四港口焦炭总库存 208.58 万吨，周持平；全国市场螺纹钢平均价格 3338 元/吨，周变化-1.74%；生产企业螺纹钢库存合计 219.09 万吨，周变化-2.94%。
- **煤炭运输：**疏港推动运力需求，沿海煤炭运价继续回升。下游复工增加，叠加内贸煤价格下修后进口价差并不大，内贸煤补库拉运需求有所释放；运力方面，北方港积极推进疏港措施，吸引运力需求释放，煤炭运价继续回升。截止 3 月 21 日，中国沿海煤炭运价指数 824.65 点，周变化+6.18%。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 21 日，环渤海四港货船比 31.60，周变化+7.48%。
- **煤炭板块行情回顾**
- **本周煤炭板块随大盘回调，但跑赢主要指数；中信煤炭指数周五收报 3311.31 点，周变化-0.90%。**子板块中煤炭采选Ⅱ(中信)周变化-0.81%；煤化工Ⅱ(中信)指数周变化-1.84%。煤炭采选个股涨跌互现，安源煤业、大有能源、淮河能源、靖远煤电和盘江股份涨幅居前；煤化工个股涨跌不一，陕西黑猫、辽

宁能源和安泰集团涨幅居前。

➤ 本周观点及投资建议

- 煤价经过前期调整，供给端基本维持稳定；两会后宏观经济利好有望持续落地，下游需求存改善预期；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，临近年报季，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。

【山证中小盘】肇民科技深度报告-国产精密注塑领军企业，顺应轻量化趋势加速成长

潘宁河 panninghe@sxzq.com

【投资要点】

- 精密注塑领军企业，深耕行业厚积薄发。公司产品以 PA/PPS/PEEK 等工程塑料为原材料生产的注塑功能件及模具为主，产品聚焦于乘用车、商用车、新能源车、高端厨卫家电等领域，且长期为国内外知名汽车、家电领域企业进行配套生产。公司紧跟新能源汽车、储能行业和人形机器人行业的发展趋势，积极开发新产品，提升产品的性能、品质和附加值。目前，公司大多数产品已进入量产阶段，且被国外多家主流客户应用，市场占有率较高。
- 轻量化趋势明确且应用广泛，有望拉动工程塑料需求。1) 汽车轻量化：工程塑料在汽车轻量化中应用广泛，增加塑料零部件在整车中的使用量可以降低整车成本及其重量、减少汽车能耗和提升汽车操控感，汽车轻量化发展趋势将提高汽车塑料件在汽车零部件中的份额，为上游汽车塑料零部件行业带来更多发展机遇；2) 人形机器人轻量化：轻量化有助于提升人形机器人的机动性、速度以及动作准确度和续航能力。在以塑代钢、轻量化的趋势下，PEEK 以其优异的性能在中高端应用中逐步取代金属材料的使用，且应用于人形机器人齿轮、关节、四肢骨架等部位。人形机器人量产有望拉动 PEEK 需求，PEEK 需求的增加有望带动 PEEK 应用的塑料零部件需求的提升。

- **深度绑定下游龙头客户，募投项目突破产能瓶颈。**1) 技术优势：公司持续加大研发费用的投入和研发团队的建设，形成新产品、新技术或完善生产工艺，并与客户共同开发人形机器人的精密零部件新品，不断提升产品技术壁垒，提高产品价值量；2) 客户优势：公司生产的精密注塑件长期为国内外知名汽车零部件企业、家用电器企业配套生产，客户资源优势明显。目前公司已分别在汽车领域和家用电器领域与多家国际知名企业建立稳定的合作关系；3) 产能扩张：上海基地产能扩张，投建年产八亿套新能源汽车部件及超精密工程塑料部件生产项目，可提升公司产能，预计达产后拟实现年销售收入 27.71 亿元；4) 国际化战略布局：公司在墨西哥完成产能布局，有望满足国际客户的需求，完善产品在全球市场的供应能力；5) 精细化管控优势：公司精细化的管理体系有助于公司有效控制生产成本及保证产品的高良品率。
- **投资建议：**预计公司 24-26 年归母公司净利润分别为 1.52/1.97/2.39 亿元，同比增长 47.3%/29.2%/21.7%。公司 24-26 年 PE 估值低于可比公司均值。考虑到公司作为精密注塑件领域的领先企业，技术成熟、产品质量领先、下游客户资源优质且合作紧密，伴随电动化叠加轻量化趋势延续、单车价值量的持续提升、募投项目的逐步投产、新客户的稳固拓展以及公司积极布局人形机器人等领域，公司业绩确定性较强，首次覆盖，给予“增持-A”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧风险，宏观经济波动风险，客户开拓和客户流失风险，原材料价格波动使公司盈利能力下降的风险，产能扩张不及预期风险，国际贸易环境不及预期风险，股东减持风险等。

【山证纺服】名创优品 2024 年报点评-名创品牌全年净开门店超千家，2024Q4 毛利率创单季新高

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **3 月 21 日，公司公布 2024 年度业绩。**2024 年，公司实现营收 169.94 亿元，同比增长 22.8%；实现经调整净利润 27.21 亿元，同比增长 15.4%；实现归母净利润 26.18 亿元，同比增长 16.2%。
- **事件点评**
- **门店加速开设带动全年营收快速增长，整体同店销售同比增长低单位数。**营收端，2024 年，公司实现营收 169.94 亿元，同比增长 22.8%。其中，可比同店销售同比增长低单位数，平均门店数量同比增长 18.3%。2024Q4，公司实现营收 47.13 亿元，同比增长 22.7%。业绩端，2024 年，公司实现经调整净利润 27.21 亿元，同比增长 15.4%，业绩增速慢于营收，主因销售及管理费用率上升，财务费用率上升。2024Q4，公司实现经调整净利润 7.93 亿元，同比增长 20.0%；实现归母净利润 8.06 亿元，同比增长 26.7%。
- **MINISO 海外市场同店销售表现领先，TOP TOY 全年净开门店超过百家。**分业务看，1) MINISO 中国，2024 年，实现营收 93.28 亿元，同比增长 10.9%，其中线下业务营收同比增长 9.6%至 84.73 亿元，

可比同店销售同比下滑高单位数（其中客单量同比下降高单位数，客单价同比持平）；线上业务营收同比增长 24.6%至 8.55 亿元。截至 2024 年末，名创优品国内共拥有门店 4386 家，较年初净增加 460 家，其中直营、第三方门店分别为 25、4361 家，较年初净增加-1、461 家。2）MINISO 海外，2024 年，实现营收 66.74 亿元，同比增长 41.9%，拆分业务模式看，海外直营市场收入同比增长 66.2%，海外代理市场收入同比增长 19%。海外市场同店销售同比增长中单位数。截至 2024 年末，名创优品海外市场门店合计为 3118 家，较年初净增加 631 家。分经营模式看，直营、第三方门店分别为 503、2615 家，较年初净增加 265、366 家。分区域看，北美、拉美、亚洲（除中国）、欧洲、其它区域门店分别为 350、637、1611、295、225 家，较年初净增加 178、85、278、64、26 家。3）TOP TOY，2024 年，实现营收 9.83 亿元，同比增长 44.7%，其中同店销售同比增长低单位数。截至 2024 年末，TOP TOY 拥有门店 276 家，较年初净增加 128 家。2024Q4，TOP TOY 开始向海外市场开展业务，截至 2024 年末，TOP TOY 海外市场门店为 4 家。

- **2024Q4 毛利率创单季新高水平，经调整净利率整体维持较高水平。**毛利率方面，2024 年，公司毛利率为 44.9%，同比提升 3.7pct；2024Q4，公司毛利率为 47.0%，同比提升 3.9pct。毛利率提升主因：（1）高毛利率的海外直营市场占比提升；（2）产品组合转向盈利能力更高的产品；（3）TOP TOY 产品组合优化带动毛利率提升。费用率方面，2024 年，公司销售及分销费用率为 20.7%，同比提升 4.2pct，一般及行政费用率为 5.5%，同比提升 0.6pct。销售及分销费用同比增长，主因公司加大直营门店开设，尤其在美国市场等战略海外市场。净利润率方面，2024 年，经调整净利润为 27.21 亿元，同比增长 15.4%，经调整净利润率 16.0%，同比下滑 1.0pct。存货方面，2024 年，公司存货周转天数为 91 天，同比增加 15 天，其中国内市场存货周转天数 75 天，同比增加 5 天；海外直营市场存货周转天数 187 天，同比增加 56 天，主因海外直营门店增加，以及对海外市场进行充足备货。经营活动现金流方面，2024 年，经营活动现金流净额为 21.68 亿元，与净利润基本匹配。

➤ 投资建议

- **公司基于对当前市场环境 with 增长策略有效落地的判断，预计 2025 年收入加速增长。**对于名创国内市场，公司强调通过 IP 产品、产品品类、渠道优化，来提升同店销售增长。对于名创海外市场，公司将继续保持快速开店速度，拓展海外战略市场，同时预计存量门店盈利水平有望提升。业绩方面，公司将在提升毛利率的基础上，强化费用管控，优化店铺经营模型，维持合理且健康的利润率。我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 209.71/253.31/300.11 亿元，归母净利润分别为 30.68/37.29/44.55 亿元，以公司 3 月 21 日收盘价计算，2025-2027 年 PE 分别为 14.9/12.2/10.2，维持“买入-A”评级。

➤ 风险提示

- 国内可比同店销售恢复低于预期；海外市场拓展不及预期；汇率大幅波动风险。

【公司评论】金山办公(688111.SH)：金山办公（688111.SH）：WPS 365 增长强劲，AI 商业化有望提速

方闻千 fangwenqian@szxq.com

【投资要点】**➤ 事件描述**

- 3月19日，公司发布2024年年报，其中，2024全年公司实现收入51.21亿元，同比增长12.40%；全年实现归母净利润16.45亿元，同比增24.84%，实现扣非净利润15.56亿元，同比增23.30%。2024年四季度公司实现收入14.94亿元，同比增长16.21%；四季度实现归母净利润6.05亿元，同比高增42.58%，实现扣非净利润5.66亿元，同比高增40.72%。

➤ 事件点评

- **WPS个人业务稳健增长，WPS 365业务表现亮眼。**分业务看，1) 2024年WPS个人业务实现收入32.83亿元，同比增长18.00%，主要得益于随着WPS AI持续迭代升级，用户体验及粘性不断提升，推动付费用户规模持续扩大，其中国内和海外累计年度付费个人用户数分别达到4170万和174万；2) 随着公司积极推动客户从单一产品向WPS 365平台的采购升级，2024年WPS 365业务实现收入4.37亿元，同比高增149.33%；3) 2024年WPS软件业务实现收入12.68亿元，同比减少8.56%，管理层预计，未来将有更多客户从WPS软件转向WPS 365平台。
- **成本费用管控良好，持续投入产品和技术研发。**2024年公司毛利率为85.14%，较上年同期降低0.15个百分点。在费用端，2024全年公司销售和管理费用率分别较上年同期降低1.88和1.89个百分点，而研发费用率较上年同期提高0.80个百分点，研发投入为16.96亿元，占收入比重约为33%，研发人员同比增长13%，主要是因为公司持续加大AI和协作办公产品的研发投入。受益于成本费用管控良好，2024年公司净利率为32.32%，较上年同期提高3.47个百分点。
- **WPS AI产品持续升级，AI商业化有望加速落地。**2024年公司重磅发布了WPS AI 2.0，包括WPS AI办公助手、WPS AI企业版和WPS AI政务版，其中，WPS AI办公助手已接入WPS个人版和金山文档，提供AI写作助手、AI阅读助手、AI数据助手等功能，并且在国内C端市场，WPS AI的月度活跃用户数已达到1968万；WPS AI企业版集AI Hub（智能基座）、AI Docs（智能文档库）、Copilot Pro（企业智慧助理）三大核心模块于一体，帮助企业客户构建专属“企业大脑”；WPS AI政务版主要提供政务办公专用模型、电子公文素材库、公文写作等服务，并聚焦政务AI写作、政务AI问答等场景。我们认为，未来随着底层大模型不断升级，WPS AI功能也将进一步加强，并加快用户场景渗透。
- **投资建议**
- 公司作为国内办公软件龙头，在WPS个人业务持续增长及WPS 365业务表现强劲的同时，WPS AI商业化落地进程有望加快，预计公司2025-2027年EPS分别为4.13\5.08\6.13，对应公司3月21日收盘价309.38元，2025-2027年PE分别为74.94\60.96\50.51，维持“买入-A”评级。
- **风险提示**

- 产品迭代不及预期，宏观环境风险，市场竞争加剧风险。

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

