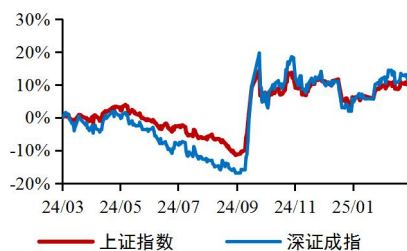


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 3 月 14 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	3,358.73	-0.39
深证成指	10,736.19	-0.99
沪深 300	3,911.58	-0.40
中小板指	6,673.85	-0.67
创业板指	2,166.00	-1.15
科创 50	1,069.70	-2.11

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-Manus 推出全球首款通用型 AI Agent，博通一季度业绩超预期

【山证纺服】裕元集团 2024 年报点评

【公司评论】圣兆药物(832586.NQ)：新三板公司研究-圣兆药物-利培酮微球首仿获批，多款高端制剂持续推进

指数择时及行业配置-短期择时及月度行业配置策略跟踪

【山证纺服】361 度 2024 年报点评-2024 全年派息率提升至 45%，加快开设 361 度超品门店



【今日要点】

【行业评论】电子：山西证券电子行业周跟踪-Manus 推出全球首款通用型 AI Agent，博通一季度业绩超预期

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- **市场整体：**本周（2025.3.3-2025.3.7）市场大盘普遍上涨，上证指数涨 1.56%，深圳成指涨 2.19%，创业板指涨 1.61%，科创 50 涨 2.67%，申万电子指数涨 2.74%，Wind 半导体指数涨 2.48%。外围市场，费城半导体指数跌 2.88%，台湾半导体指数跌 3.29%。细分板块中，周涨跌幅前三为半导体设备（+4.53%）、模拟芯片设计（+3.65%）、分立器件（+3.52%）。从个股看，涨幅前五为珠城科技（+41.38%）、三德科技（+36.67%）、视声智能（+36.28%）、利尔达（+33.70%）和鑫汇科（+31.27%）；跌幅前五为凯旺科技（-11.55%）、至纯科技（-10.45%）、翱翔科技-U（-9.42%）、安克创新（-9.28%）、和科森科技（-8.98%）。
- **行业新闻：**中国将出台政策推广 RISC-V 芯片应用。援引知情人士报道，中国即将出台政策推广 RISC-V 开源芯片，标志着中国国内半导体产业向摆脱西方技术依赖迈出关键一步。RISC-V 是开源处理器架构，灵活性高，成本优势明显。可开发适用于智慧手机、AI 和超算等多元场景的定制化硬件解决方案。消息人士透露，网信办、工信部等八部委正在联合制定相关指导意见。文件有望本月出台，但最终发布时间可能会有调整。中国团队发布 Manus 震撼世界：人类休息时自主完成所有任务。3 月 6 日，来自中国的 AI 创业公司 Monica 发布了全球第一款通用 AI 代理——Manus，源自拉丁语中的“手”。据官方介绍，Manus 可以连接思想和行动：它不仅会思考，还会提供结果。Manus 擅长工作和生活中的各种任务，在用户休息时完成所有事情。换言之，这是一款真正能帮你干活的 AI，直接提供成品。博通第一财季营收创历史新高，AI 芯片营收同比暴涨 77%。博通公布 2025 财年第一季度业绩，不仅营收创下历史新高，整体业绩与第二财季的业绩指引均超出分析师预期。博通第一财季营收同比增长 25%，高于分析师预期的 146 亿美元；Non-GAAP 的净利润为 78.23 亿美元，同比增长 48.9%。
- **重要公告：**【拓荆科技】拟向激励对象授予不超过 126.79 万股限制性股票，约占本激励计划草案公告时公司股本总额 27,972.91 万股的 0.45%。本次授予为一次性授予，无预留权益。【协创数据】根据经营发展需要，拟向多家供应商采购服务器，并签署相关采购合同，采购合同总金额预计不超过人民币 30 亿元。【聚飞光电】发布 2024 年业绩快报，2024 年公司实现营业总收入 30.53 亿元，比上年同期增长 21.54%，归属于上市公司股东的净利润为 3.39 亿元，比上年同期增长 47.26%。
- **投资建议**
- Manus 作为全球首款通用型 AI Agent，能解决各类复杂多变的任务，它不仅能提供建议和答案，还能

直接交付完整的任务成果，是真正自主的 AI Agent。Manus 的突破将加速推动 AI 应用落地，并带来 AI 算力更高的需求。长期建议关注设备、材料、零部件的国产替代，AI 技术驱动的高性能芯片和先进封装需求，及 AI 端侧应用带来的换机潮和硬件升级机会。

- 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

【山证纺服】裕元集团 2024 年报点评

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 3 月 11 日，公司披露 2024 年年报，2024 年，公司实现收入 81.82 亿美元，同比增长 3.7%，实现归母净利润 3.92 亿美元，同比增长 42.8%。公司董事会建议派发末期股息每股 0.9 港元，结合中期股息每股 0.4 港元，全年派息率 69%。
- 事件点评
- 2024 年制造业务订单增长强劲，产能利用率恢复及生产效率提升带动业绩大幅增长。制造业务方面，2024 年，制造业务实现收入 56.21 亿美元，同比增长 11.1%。伴随 2023 年库存去化周期结束，2024 年全球运动鞋履订单显著复苏，量价拆分看，2024 年，公司成品鞋履出货量为 2.55 亿双，同比增长 16.9%，由于高基数原因及产品组合变化，销售均价同比下降 5.1%至 20.25 美元/双。2024 年，制造业务产能利用率为 93%，同比提升 14pct，带动制造业务毛利率同比提升 0.7pct 至 19.9%。公司致力推行组织重整及降本增效计划，强化数位化智能制造管理，提升制造业务盈利能力，2024 年，制造业务经营利润率为 7.8%，同比提升 2.0pct，实现归母净利润 3.50 亿美元，同比增长 51.1%，归母净利润率 6.3%，同比提升 1.6pct。
- 2024 年零售业务收入承压、盈利能力小幅改善，全渠道业务表现靓丽。零售业务方面，2024 年，零售业务实现收入 184.54 亿元，同比下降 8.0%，收入下降一方面由于实体店铺客流下滑导致同店销售下降 16.4%，另一方面由于公司继续精简店铺，截至 2024 年末，中国大陆直营门店为 3448 家，较上年同期净减少 75 家；全渠道表现稳健，整体增长 16%，其中抖音直播销售取得翻倍增长。受益于零售折扣改善低单位数，2024 年，零售业务毛利率为 34.2%，同比提升 0.5pct；零售业务经营利润率为 3.8%，同比提升 0.1pct。2024 年，零售业务实现归母净利润 4.92 亿元，同比增长 0.2%，归母净利润率 2.7%，同比提升 0.3pct。
- 投资建议
- 2024 年，受益于全球运动鞋履订单需求复苏及生产效率提升，公司制造业务订单及盈利强劲复苏，零

售业务受到国内消费环境影响，收入规模有所下滑。展望 2025 年，根据公司披露的月度收益公告，2025 年 1-2 月，制造业务营收同比增长 7.3%，零售业务营收同比下降 4.3%，我们预计 2025 年上半年公司制造业务恢复常态增长，零售业务或继续有所承压，全年维度来看，预计制造业务稳健增长，零售业务有望实现正增长。预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 84.93/90.03/94.56 亿美元，同比增长 3.8%/6.0%/5.0%；归母净利润为 4.65/5.02/5.32 亿美元，同比增长 18.5%/8.0%/6.1%，3 月 12 日收盘价对应公司 2025-2027 年 PE 分别为 6.1、5.6、5.3 倍，维持“买入-A”评级。

➤ 风险提示

- 制造业务订单不及预期；国内消费恢复不及预期；汇率大幅波动；关税风险。

【公司评论】圣兆药物(832586.NQ)：新三板公司研究-圣兆药物-利培酮微球首仿获批，多款高端制剂持续推进

盖斌赫 gaibinhe@sxzq.com

【投资要点】

- **利培酮微球首仿获批，高端制剂再获突破。**2025 年 2 月 26 日，公司发布公告《关于公司注射用利培酮微球取得药品注册证书的公告》，公司收到国家药监局核准签发的关于注射用利培酮微球的《药品注册证书》，产品规格为 25mg 和 37.5mg 两种。利培酮微球是公司获批的第二只高端复杂制剂，是获批的第一只微球产品，也是国内首个获批的注射用利培酮微球仿制药。
- **紫杉醇（白蛋白）、亮丙瑞林微球获进展。**公司 2025 年 3 月 10 日公告注射用紫杉醇(白蛋白结合型)申请上市许可并获受理；2025 年 3 月 11 日，注射用醋酸亮丙瑞林微球(一月制剂)临床 BE 试验生物等效。其中 2023 年中国注射用醋酸亮丙瑞林微球市场规模为人民币 51 亿元；注射用紫杉醇（白蛋白结合型）2023 年中国三大终端六大市场销售规模近 30 亿元。
- **公司的多柔比星脂质体以第二顺位纳入第十批集采。**公司的多柔比星脂质体 2023 年 9 月 15 日获批上市，2024 年下半年开始产生收入，2024 年 12 月以第二顺位纳入第十批集采。公司的产线具备大批次量生产优势从而使公司具备显著的成本优势，进入集采有利于公司迅速提高公司多柔比星脂质体的销量和市场占有率，为公司后续产品的产业化打下基础。
- **多产品条线进入后续阶段，产业化在即。**截止 2025 年 3 月 12 日，公司除了已经获批的多柔比星脂质体、利培酮微球外，其他产品也在快速推进。其中盐酸伊立替康脂质体注射液、棕榈酸帕利哌酮长效注射液、布比卡因脂质体注射用混悬液、注射用紫杉醇（白蛋白结合型）上市申请已获受理，待审批上市；美洛昔康纳米晶混悬型注射液、注射用亮丙瑞林微球已通过 BE 实验；阿立哌唑长效注射剂已进入 BE 阶段。
- **投资建议：**公司深耕高端制剂 10 余年，产品不断获批，多条线进入收获期，高端制剂研发平台定位逐

步凸显；同时公司在多产品的进度方面处于行业前列，并且公司产品多为大批次量设计规模效应明显，相较同类公司具备一定的优势。随着公司产品的陆续上市，公司有望实现盈利。

- 风险提示：研发风险、核心技术人员流失的风险、核心技术泄密的风险、产业政策变化的风险、短期内不能实现盈利的风险。

指数择时及行业配置-短期择时及月度行业配置策略跟踪

黎鹏 lipeng@sxzq.com

【投资要点】

- 指数择时及行业配置。
- 1) 从动量择时效果看，各个指数呈现出超额动量特征，如果回归 2021 年以前的择时模式，将表现为权重板块带领指数上涨；
- 2) 汽车,电子,国防军工等行业动量较强；
- 3) 基于拐点的行业配置策略 3 月推荐行业组合为：汽车,电子,国防军工,非银行金融,家电,机械,商贸零售,通信,计算机,银行。
- 风险提示：报告内容根据公开数据整理得出，结论基于历史价格信息和统计规律，但二级市场受各种即时性政策以及宏观经济影响易出现统计规律之外的走势，所以相关结论无法代表市场未来走势；模型存在失效风险，由于模型构建、参数估计、假设条件等方面存在的不确定性或错误，可能导致模型预测结果与实际情况产生显著偏离；报告阅读者需审慎参考报告结论。

【山证纺服】361 度 2024 年报点评-2024 全年派息率提升至 45%，加快开设 361 度超品门店

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 3 月 12 日，公司公布 2024 年业绩。2024 年，公司实现营收 100.7 亿元，同比增长 19.6%，实现归母净利润 11.5 亿元，同比增长 19.5%。公司拟派发末期股息 10.0 港仙/股，全年派息率为 45%。
- 事件点评
- 2024 年公司业绩符合预期，下半年业绩增长提速。营收端，2024 年，公司实现营收 100.7 亿元，同比增长 19.6%；2024H2，公司实现营收 49.33 亿元，同比增长 20.0%。业绩端，2024 年，公司实现归母净利润 11.5 亿元，同比增长 19.5%，业绩增速与营收增速匹配。2024H2，公司实现归母净利润 3.59 亿元，同比增长 39.7%。

- **线下渠道门店面积持续增加，电商渠道收入稳健增长。**分渠道看，我们将公司业务拆分为三部分，分别为电商渠道、国内线下门店、海外市场。1) 电商渠道，2024 年，实现营收 26.09 亿元，同比增长 12.2%，占公司收入比重 25.9%。线上专供品占比达 83.6%，与线下门店产品形成有效区隔。2) 国内线下门店，2024 年，实现营收 72.79 亿元，同比增长 23.1%，截至 2024 年末，361 度主品牌国内门店净开 16 家至 5750 家，平均单店面积同比提升 11 平米至 149 平米，2024 年，公司推进 361 度超品门店落地，品牌形象强势渗透，预计 2025 年超品门店加快开设；361 度童装品牌门店净开 3 家至 2548 家，平均单店面积同比提升 9 平米至 112 平米，2024 年上半年公司推出童装最新五代形象门店，截至 2024 年末，五代形象门店数量为 82 家。3) 海外市场，2024 年，实现营收 1.85 亿元，同比持平，占公司收入比重 1.8%，截至 2024 年末，公司在海外市场拥有 1365 个销售网点，较年初净增加 105 个。2025 年 1 月，于马来西亚吉隆坡开设海外首家直营门店。
- **2024 年销售毛利率小幅提升，费用持续强化管控。**盈利能力方面，2024 年，公司毛利率同比提升 0.4pct 至 41.5%，费用率方面，2024 年，公司销售费用率同比下滑 0.2pct 至 22.0%，其中广告及宣传费用率同比提升 0.1pct 至 12.8%。管理费用率（含研发）同比下滑 0.5pct 至 6.9%，其中研发费用率同比下滑 0.3pct 至 3.4%。叠加应收账款损失计提增加、其它收益下降，2024 年，公司经营利润率同比下滑 0.8pct 至 15.6%，归母净利润率为 11.4%，同比持平。营运管理方面，2024 年公司存货周转天数为 107 天，较 2023 年增长 14 天，应收账款周转天数 149 天，同比持平，应付账款周转天数 88 天，较 2023 年减少 22 天。经营活动现金流方面，2024 年，公司经营活动现金净流入 0.70 亿元，2023 年同期为 4.08 亿元，经营活动现金流净额下降主要由于公司对 2025 年农历春节提前备货。
- **投资建议**
- **2024 年，受益于大众运动品牌定位及高性价比产品，公司终端销售表现领先行业，盈利能力稳中有升。**2025 年，预计公司将重点推进“361 度超品”门店开设，以高性价比产品为基本盘，持续提升消费体验。我们预计公司 2025-2027 年营业收入为 113.67、127.14、141.10 亿元，同比增长 12.8%、11.9%、11.0%；归母净利润为 13.06、14.48、16.14 亿元，同比增长 13.7%、10.9%、11.4%，3 月 12 日收盘价对应公司 2025-2027 年 PE 约 6.7、6.0、5.4 倍，维持“买入-B”评级。
- **风险提示**
- 大众运动市场竞争加剧；电商渠道增速不及预期；原材料价格剧烈波动。

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

