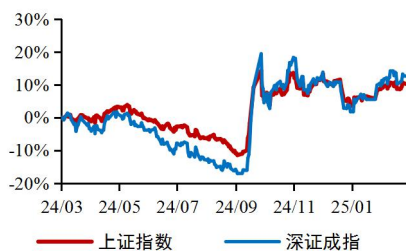


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 3 月 11 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	3,366.16	-0.19
深证成指	10,825.70	-0.17
沪深 300	3,928.80	-0.39
中小板指	6,718.46	-0.22
创业板指	2,199.88	-0.25
科创 50	1,105.16	-0.22

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（2025.03.10-2025.03.14）-3 月份创业板/主板新股首日涨幅和开板估值均有下降

【宏观策略】北交所月报-2 月北交所交易活跃，半数以上企业盈利实现正增长

【山证宏观】十四届全国人大三次会议经济主题记者会点评：政策进一步细化

【行业评论】太阳能：政府工作报告提出加快沙戈荒新能源基地建设，产业链价格上涨

【山证煤炭】行业周报（20250303-20250309）：-宏观利好频出，多因素影响沿海运价上涨

【山证纺服】行业周报-On Running 公布 2024 年业绩，预计 2025 年营收同增至少 27%



【今日要点】

【山证新股】新股周报（2025.03.10-2025.03.14）-3 月份创业板/主板新股首日涨幅和开板估值均有下降

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

【投资要点】

- 新股市场活跃度上升，3 月份创业板新股首日涨幅和开板估值下降
- 周内新股市场活跃度上升，近 6 个月上市新股周内共有 25 只股票录得正涨幅(占比 60.98%，前值 56.10%)。
- 科创板：上周科创板无新股上市。周内海博思创、合合信息录得周涨幅超 10%，联芸科技录得周跌幅超-5%。
- 创业板：上周创业板毓恬冠佳、常友科技上市，上市首日涨幅 182.39%、177.80%，首日开板估值 41.24、33.78 倍。周内慧翰股份录得周涨幅超 10%，毓恬冠佳录得周跌幅约-20%。
- 沪深主板：上周沪深主板汇通控股上市，上市首日涨幅 100.58%，首日开板估值 36.40 倍。周内中力股份、健尔康周涨幅为正，汇通控股录得周跌幅超-10%。
- 新股周期：1 月份科创板赛分科技/思看科技/兴福电子/海博思创、创业板黄山谷捷/钧崴电子/惠通科技/超研股份、主板天和磁材/富岭股份/亚联机械上市，科创板/主板新股首日涨幅和开板估值均下降，创业板新股首日涨幅和开板估值上升。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 月份创业板毓恬冠佳/常友科技、主板汇通控股上市，创业板/主板新股首日涨幅和开板估值均下降。
- 投资建议：
- 近端已上市重点新股：
- 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）；
- 2024/07：科力装备（汽车玻璃总成组件）；
- 2024/06：汇成真空（复合集流体设备）、达梦数据（数据库基础软件）、爱迪特（口腔修复材料及数字

化设备);

- 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);
- 2023/7: 精智达(DRAM 测试);
- 2023/6: 阿特斯(晶硅光伏组件)、智翔金泰-U(单克隆抗体和双特异性抗体药物)、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);
- 2023/1: 百利天恒-U(双/多特异性抗体、ADC 药物研发);
- 近端待上市重点新股: 弘景光电、矽电股份
- 已获批复重点新股: 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。

【宏观策略】北交所月报-2 月北交所交易活跃，半数以上企业盈利实现正增长

盖斌赫 gaibinhe@sxzq.com

【投资要点】

- 2 月北交所量价齐升，市场活跃度回复显著。北证 50 指数 2 月份涨幅 23.53%，相较于沪深市场具备更高的弹性，2 月 24 日盘中北证 50 达到年内新高 1382.75 点。2 月北交所市场成交额达到 5670.62 亿元，

成交量为 259.25 亿股；从日均成交额来看，2 月的日均成交额回升至 315.03 亿元，相较于 2024 年 12 月和 2025 年 1 月的成交情况，市场活跃度显著回复。

- **在个股层面，2 月北交所多个题材活跃，相关个股涨幅靠前。**2 月北交所内多个题材表现活跃，并行科技、广脉科技、云创数据等科技相关公司涨幅领先，并且月内实现多个涨停；机器人、固态电池等板块表现活跃，万达轴承、春光药妆、灵鸽科技等相关个股月度涨幅靠前。估值方面，伴随二月份整体北交所行情估值提升较为明显。截至 2025 年 2 月 28 日，北交所整体 PE（TTM）中位数为 42.46 倍，高过其他板块（创业板 34.15 倍、科创板 33.86 倍、主板 19.86 倍），北交所出现估值溢价，价值逐步得到兑现。
- **212 家披露快报的北交所公司，半数以上实现盈利净增长。**截止 2025 年 2 月 28 日，共有 212 家北交所发布业绩快报，其中 146 家公司营收实现正增长，占比近七成，佳和科技实现收入翻倍，锦波生物等公司增速超过 50%；212 家公司中 197 家公司实现盈利，110 家公司实现归母净利润正增长，15 家净利润翻番，其中锦波生物、德瑞锂电、长虹锂电均有过亿的净利润。
- **由于 2 月更新财报、节假日影响等原因，整体审核进度略受影响。**2 月份上市新股宏海科技 1 家，同时亦有 15 家公司更新审核动态；其中获证监会注册 1 家，获发审通过 2 家，终止审核 5 家。
- **投资建议：**北交所相较其他板块表现出更高的弹性，估值抬升明显，各题材反复活跃。关注市场的活跃度（成交额、成交量、涨停数量等），关注 AI、机器人、固态电池等板块；同时临近财报季关注业绩增长显著，估值较低的公司。
- **风险提示：**系统性风险；宏观环境变化风险；流动性下滑风险

【山证宏观】十四届全国人大三次会议经济主题记者会点评：政策进一步细化

郭瑞 0351-8686977 guorui@sxzq.com

【投资要点】

- **投资要点：**
- 十四届全国人大三次会议邀请国家发展和改革委员会主任郑栅洁、财政部部长蓝佛安、商务部部长王文涛、中国人民银行行长潘功胜、中国证券监督管理委员会主席吴清分别就发展改革、财政预算、商务、金融证券等相关问题回答中外记者提问。
- **第一，四个“加力”是实现 5%左右 GDP 增速目标的主要支撑和保障。**一是，把促消费和惠民生更好结合起来，加力提振居民消费。二是，把补短板 and 增后劲更好结合起来，加力扩大有效投资。三是，把培育新动能与升级传统动能更好结合起来，加力构建现代化产业体系。一方面，培育壮大新兴产业、未来产业，将设立国家创业投资引导基金。另一方面，改造提升传统产业，将分行业出台具体方案，推动落后低效产能退出，扩大中高端产能供给。四是，把点上突破与面上提升更好结合起来，加力深

化改革开放，包括深入实施全国统一大市场建设指引、有效降低全社会物流成本行动、出台实施民营经济促进法等。

- **第二，更加积极的财政政策兼顾平衡性和功能性，既充分考虑实现年度预期目标需要，又着力增强中长期发展动能。**“更加积极”，意为持续用力、更加给力。在实施好存量政策的基础上，及时研究推出新的增量政策，前后贯通、接续发力，确保力度更大、针对性更强。蓝部长强调，为应对内外部可能出现的不确定因素，中央财政还预留了充足的储备工具和政策空间。
- **第三，适度宽松的货币政策，需平衡好短期与长期、稳增长与防风险、内部均衡与外部均衡、支持实体经济与保持银行体系自身健康性的关系。**货币政策目标方面，一是使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。二是结构上，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的金融支持，包括做好金融“五篇大文章”以及支持金融市场稳定发展。三是，强化预期引导，坚决防范汇率超调风险。货币政策工具上，一是将择机降准降息。二是综合运用公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现、政策利率等货币政策工具。三是创新推出债券市场的“科技板”，支持金融机构、科技型企业、私募股权投资机构等三类主体发行科技创新债券，丰富科技创新债券的产品体系。四是优化科技创新和技术改造再贷款政策。包括进一步扩大再贷款规模，从目前的5千亿扩大到8千至1万亿；降低再贷款利率；扩大再贷款支持范围；与财政协同，保持财政贴息力度；优化再贷款政策流程。
- **第四，要更大力度促进股市健康发展。**下一步举措包括，一是进一步增强多层次市场体系的包容性，在发行上市、信息披露、板块层次等方面，进一步优化差异化的安排，促进新产业新业态新技术、创新转型、绿色等的发展。包括稳妥实施科创板第五套上市标准等更具包容性的发行上市制度；抓紧完善“并购六条”配套机制，在估值定价、审核流程、支付工具等方面进一步打通堵点。二是进一步增强投融资发展的协同性。健全一二级市场协调发展及逆周期调节机制，进一步完善上市公司治理，促进上市公司提升回报投资者的意识和能力。同时逐项打通社保、保险、理财等中长期资金入市卡点堵点。一方面，不断完善私募和创投基金监管制度规则，促进“募投管退”良性循环。另一方面，积极推进长期资金长周期考核政策文件的制定修订工作。三是进一步增强监管执法的有效性。一方面“依法严惩”，推动出台背信罪司法解释、上市公司监管条例等，加快修订证券公司监管条例；另一方面“依责严防”，健全防治财务造假长效机制，完善“吹哨人”制度，进一步压实中介机构“看门人”责任，加强科技赋能监管。四是要进一步增强市场基础制度的适配性。坚持尊重规律、尊重规则，优化市场定价机制，评估完善交易结算制度。
- **风险提示：**特朗普 2.0 关税政策对我国经济冲击超预期；经济内生动能恢复较慢；宏观政策工具和力度不及预期。



【行业评论】太阳能：政府工作报告提出加快沙戈荒新能源基地建设，产业链价格上涨

肖索 xiaosuo@sxzq.com

【投资要点】

- **2025 年政府工作报告：**加快建设“沙戈荒”新能源基地，统筹就地消纳和外送通道建设：3 月 5 日，国务院总理李强在政府工作报告中提出，积极稳妥推进碳达峰碳中和。扎实开展国家碳达峰第二批试点，建立一批零碳园区、零碳工厂。加快构建碳排放双控制度体系，扩大全国碳排放权交易市场行业覆盖范围。开展碳排放统计核算，建立产品碳足迹管理体系、碳标识认证制度，积极应对绿色贸易壁垒。加快建设“沙戈荒”新能源基地，发展海上风电，统筹就地消纳和外送通道建设。
- **国家能源局：**截至 2024 年底，我国可再生能源发电装机达到 18.89 亿千瓦：2 月 28 日，国家能源局召开全国可再生能源电力开发建设月度（2 月）调度视频会。会议指出，截至 2024 年底，我国可再生能源发电装机达到 18.89 亿千瓦，同比增长 24.6%，装机占比连续两年超过一半；风电光伏合计装机达到 14.06 亿千瓦，首次超过煤电装机。2024 年可再生能源新增装机 3.73 亿千瓦，同比增长 23%，约占电力新增装机的 86%；可再生能源新增装机已连续两年突破 3 亿千瓦，在全球新增装机的占比超过 50%。全国可再生能源发电量达 3.47 万亿千瓦时，约占全部发电量的 35%。全国可再生能源平均利用率保持在 95%以上。分布式新能源成为发展新势力，分布式光伏占全部光伏发电突破 40%。
- **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，较上周上涨 2.6%；颗粒硅均价为 38.0 元/kg，较上周上涨 2.7%。本周多晶硅企业开始签订新订单，目前成交量较少。根据硅业分会统计，2025 年 2 月我国多晶硅产量为 9.23 万吨，环比下降 4.55%；预计 3 月多晶硅产出小幅回升至 9.7 万吨，环比上涨约 5%。受下游需求提升影响，头部企业上调报价，带动本周多晶硅价格小幅上涨，预计短期内价格维持稳中上涨态势。
- **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 1.18 元/片，较上周持平；130um 的 182*210mm 型硅片均价 1.35 元/片，较上周上涨 3.8%。下游抢装需求带动下，部分尺寸硅片供给紧张，带动价格上涨。考虑到终端需求向好，电池片排产增加，预计短期内硅片价格还有上涨空间。
- **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 0.32/W，较上周下降 3.0%；TOPCon 均价为 0.29 元/W（转换效率 25.0%+），较上周持平；182*210mm N 型电池片价格为 0.30 元/W（转换效率 25.0%+），较上周上涨 1.8%。P 型电池片需求主要来自海外，受印度财年末装机潮即将结束影响，预计 P 型电池片价格或小幅下滑。国内组件排产提升带动 N 型电池片需求，新增订单提升较多，供需双增，预计 N 型电池片价格延续温和上涨趋势。
- **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；182TOPCon 双玻组件价格 0.70 元/W，较上周上涨 0.7%。海外来看，前期库存抛售后，海外滞库库存显著减少，新产热门型号产品部分短缺。国内来看，政策影响下，分布式项目抢装需求明确，对组件价格形成支撑。

部分 EPC 企业即使付全款仍需等待 2 周以上。受益于需求逐渐升温，组件厂家开工率有不同程度提升，预计短期内价格还有上升空间。

- 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，较上周上涨 12.8%；2.0mm 镀膜光伏玻璃价格为 14.0 元/m²，较上周上涨 12.0%。
- 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：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（20250303-20250309）：-宏观利好频出，多因素影响沿海运价上涨

刘贵军 liuguijun@sxzq.com

【投资要点】

- 投资要点
- 动态数据跟踪
- 动力煤：海外煤价回升，内贸煤价格企稳。本周产地煤矿生产维持正常水平。需求方面，本周下游复工及基建加码，工业原料用煤需求复苏，电厂负荷有所上涨，电煤日耗及非电水泥、化工行业耗煤有所提升；但天气相对温和，居民用电一般，叠加港口调入稳定，北方港口封航影响煤炭装卸效率，港口煤炭调出相对降低，北方港口库存回升。价格方面，受非电需求释放及协会倡议书等影响，沿海煤炭价格有企稳迹象。展望三月，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 7 日，环渤海动力煤现货参考价 694 元/吨，周变化-1.00%；广州港山西优混 760 元/吨，周持平；欧洲三港 Q6000 动力煤 659.46 元/吨，周变化+1.60%。3 月 7 日，环渤海九港合计煤炭库存 3158.3 万吨，周变化+33.46%；本周环渤海港口日均调入 181.27 万吨，调出 143.53 万吨，日均净调出-37.74 万吨。
- 冶金煤：冶金煤库存继续下降，下游进入旺季。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，下游复工复产增加，钢材表需有所恢复，高炉开工、铁水产量提高，冶金煤价格跌势趋缓；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常年低位，冶金煤价格中枢进一步下降空间不大。截至 3 月 7 日，京唐港主焦煤

库提价 1390 元/吨，周持平；京唐港 1/3 焦煤库提价 1180 元/吨，周变化-0.84%；日照港喷吹煤 1095 元/吨，周变化-0.73%；澳大利亚峰景矿硬焦煤现货价 195.00 美元/吨，周变化-2.26%。3 月 7 日，国内独立焦化厂、247 家样本钢厂炼焦煤总库存分别 665.65 万吨和 756.90 万吨，周变化分别-0.73%、-1.52%；喷吹煤库存 397.31 万吨，周变化-1.69%。247 家样本钢厂高炉开工率 79.53%，周变化+1.22 个百分点；独立焦化厂焦炉开工率 70.36%，周变化-0.71 个百分点。

- **焦、钢产业链：**钢厂库存走低，焦炭企稳。本周黑色产业链价格波动延续，但“金三银四”需求旺季临近，焦煤价格企稳带动焦炭价格开始稳定，后期，基建、地产施工高峰期临近，宏观预期有望落地，钢材需求刚性仍存，叠加低利润率下焦炭供给收缩预期，而焦煤价格相对强势，成本支撑下焦炭价格预计下降空间不大。截至 3 月 7 日，天津港一级冶金焦均价 1530 元/吨，周持平；港口平均焦、煤价差（焦炭-炼焦煤）247 元/吨，周变化+21.67%。独立焦化厂、样本钢厂焦炭总库存分别 87.24 万吨和 679.02 万吨，周变化分别-10.10%、-0.28%；四港口焦炭总库存 202.62 万吨，周变化+7.39%；全国市场螺纹钢平均价格 3400 元/吨，周变化-1.25%；35 城螺纹钢社会库存合计 630.68 万吨，周变化+0.26%。
- **煤炭运输：**需求回升运力偏紧，沿海煤炭运价大幅上涨。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；北方大风及长江大雾影响船舶周转，沿海运力供应偏紧，煤炭运价大幅回升。截止 3 月 7 日，中国沿海煤炭运价指数 724.26 点，周变化+26.35%。鄂尔多斯煤炭公路长途运输运价 0.21 元/载重吨，周变化+5.00%；3 月 7 日，环渤海四港货船比 51.80，周变化+49.71%。
- **煤炭板块行情回顾**
- **本周煤炭板块震荡回升，但没有跑赢主要指数；**中信煤炭指数周五收报 3183.23 点，周变化+0.13%。子板块中煤炭采选 II (中信)周变化+0.03%；煤化工 II (中信)指数周变化+1.12%。煤炭采选个股涨跌参半，安源煤业、电投能源、华阳股份、淮河能源和昊华能源涨幅居前；煤化工个股也涨跌不一，美锦能源、金能科技、辽宁能源涨幅居前。
- **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，全国两会召开，宏观利好政策频出，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；国内价格经过前期下跌，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。

【山证纺服】行业周报-On Running 公布 2024 年业绩，预计 2025 年营收同增至少 27%

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- 本周观察：On Running 披露 2024 年度业绩，亚太区增速领先
- 2024 年，On Running 实现营收 23.18 亿瑞士法郎，同比增长 29.4%，剔除汇率影响，同比增长 33.2%；其中，第四季度实现营收 6.07 亿瑞士法郎，同比增长 35.7%，剔除汇率影响，同比增长 40.6%。2024 年，On Running 实现净利润 2.42 亿瑞士法郎，同比增长 204.5%；其中，第四季度实现净利润 8950 万瑞士法郎，同比增长 434.6%。
- 分渠道看，2024 年，DTC 渠道收入同比增长 40.3%至 9.43 亿瑞士法郎；批发渠道收入同比增长 22.8%至 13.76 亿瑞士法郎。24Q4，DTC 渠道收入同比增长 43.4%至 2.96 亿瑞士法郎；批发渠道收入同比增长 29.1%至 3.10 亿瑞士法郎。
- 分区域看，2024 年，EMEA、美洲、亚太区域收入同比增长 18.2%、27.4%、84.5%至 5.78、14.80、2.60 亿瑞士法郎。24Q4，EMEA、美洲、亚太区域收入同比增长 31.0%、28.1%、117.5%至 1.47、3.85、0.74 亿瑞士法郎。
- 盈利能力方面，2024 年，On Running 实现毛利率 60.6%，同比提升 1.0pct；其中 24Q4 实现毛利率 62.1%，创历史新高水平。存货方面，截至 2024 年末，存货为 4.19 亿瑞士法郎，同比增长 17.6%。
- 展望 2025 年：On Running 预计 2025 年汇率中性下，收入同比增长至少 27%，达到 29.4 亿瑞士法郎；预计毛利率约 60.5%，预计经调整 EBITDA 占收入比重为 17.0%-17.5%。
-
- 行业动态：
- 2 月 28 日，国际时尚品牌 URBAN REVIVO（以下简称 UR）美国首家旗舰店在纽约 SOHO 区百老汇大街 515 号启幕，与 ZARA、Lululemon、Alo 等国际品牌毗邻。美国首店的开业标志着 UR 全球化战略布局迈出了崭新的一步。UR 品牌创始人、母公司 FMG 集团董事长兼首席执行官李明光表示，UR 将继续“引领一步”，进军中国香港、伦敦、东京等全球时尚中心，进一步扩大品牌全球影响力。目前，UR 全球门店超 400 家，海外近 20 家，覆盖美国、新加坡、马来西亚、菲律宾、越南、泰国等国家。目前，UR 拥有一支超 500 人的国际设计团队，以多元化的创意视角和精湛的设计技艺，推动品牌不断迈向国际时尚的前沿。与此同时，UR 在伦敦设立了欧洲设计中心，这一举措旨在深耕欧美市场，

精准捕捉更多消费者的时尚需求与审美趋势，为品牌在全球范围内的持续扩张与创新发展奠定坚实基础。

- **2月26日收盘后，江南布衣集团（HK:03306）发布截至2024年12月31日的2025上半财年业绩：**受在线渠道销售增长以及线下门店规模扩张推动，营收同比增长5%至30.06亿元人民币，净利润同比增长5.5%至6.04亿元。此外，集团整体毛利率由去年同期的65.2%略下降至65.1%。就渠道而言，2025上半财年在线及线下销售渠道营收均有所增长，线下渠道增长3.5%，在线渠道增长11.9%。江南布衣在全球经营的独立实体零售店总数由2024年6月底的2025家增加至2024年12月底的2126家，「江南布衣+」多品牌集合店增至22家。此外，零售店铺可比同店录得0.1%的增长。
- **告别卖吊牌，南极电商完成渠道汰换。**在2024年底，南极电商改变了发展十多年的纯线上模式，杀回线下，在上海开出了旗下品牌南极人全球首家线下门店，主要销售保暖内衣。南极电商创始人张玉祥在接受媒体采访时表示，南极人正在重回自产自销的自营模式，要打造迪卡侬的价格、优衣库的品类和lululemon的品质。此次渠道汰换是南极电商转型的重要一步。公司明确表示，所有销售产品必须符合2025年新标准，确保产品质量与品牌调性一致。对于个别处理滞后的产品链接，南极电商将采取法律手段维护自身及消费者权益。据南极电商透露，目前，公司已在阿里、京东、抖音等平台开设约350家轻奢系列店铺，销售符合新标准的产品。
- **行情回顾（2025.03.03-2025.03.07）**
- **本周，SW 纺织服饰板块上涨1.42%，SW 轻工制造板块上涨1.34%，沪深300上涨1.39%，纺织服饰板块纺服跑赢大盘0.03pct，轻工制造板块落后大盘0.05pct。**各子板块中，SW 纺织制造上涨1.58%，SW 服装家纺上涨1.06%，SW 饰品上涨2.17%，SW 家居用品上涨1.24%。截至3月7日，SW 纺织制造的PE-TTM为20.25倍，为近三年的36.84%分位；SW 服装家纺的PE-TTM为22.66倍，为近三年的63.16%分位；SW 饰品的PE-TTM为14.64倍，为近三年的25.66%分位；SW 家居用品的PE-TTM为21.11倍，为近三年的36.18%分位。
- **投资建议：**
- **纺织制造板块：**我们建议关注三条投资主线：（一）本周，昂跑发布2024年年报，全年汇率中性下营收同比增长超过30%，公司预计2025年营收增速超过27%。根据我们对国际运动品牌公司2025年销售展望的梳理，国际运动服饰品牌公司库存压力减轻，销售展望稳中向好，看好低估值的纺织制造商龙头订单稳健复苏，推荐裕元集团、申洲国际。（二）中长期角度，持续推荐能够提升品牌客户份额、并拓展新客户的伟星股份、华利集团，建议关注开润股份。（三）从扩展新品类维度，建议关注充气床垫核心业务稳健、保温箱/水上用品新品类持续拓展的浙江自然、超高分子量聚乙烯产品应用场景拓宽至人形机器人领域、锦纶业务有望今年放量的南山智尚、棉袜产品稳健、无缝产品利润率具备提升空间的健盛集团。
- **品牌服饰板块：**国内消费市场整体呈现弱复苏态势，1月消费者信心指数为87.5，环比延续提升，我们

建议关注两条投资主线：（一）高景气运动户外服饰，推荐户外品牌布局完善且经营持续向好的安踏体育，零售流水领先行业、品牌影响力提升的 361 度，建议关注持续布局户外功能服饰、单店经营提效的波司登；（二）政府补贴品类，家纺及童装需求有望持续受益。建议关注家纺龙头公司水星家纺、罗莱生活、富安娜；以及童装龙头公司森马服饰。

➤ **黄金珠宝板块：**根据社交媒体，老铺黄金预计将在上海开设第二家线下门店，地点位于港汇恒隆广场二层，高线城市门店继续加密。继续推荐老铺黄金，看好公司中期维度的增长潜力，主要体现在品牌势能不断提升后，差异化产品有望进一步实现消费人群扩容，公司在国内及海外均存在开店空间，存量门店扩容提升服务接待能力。此外，我们预计 1-2 月黄金珠宝消费在金价高位背景下，延续去年四季度以来的复苏态势，伴随 2 季度黄金珠宝终端消费进入低基数，建议积极关注终端动销表现优异的黄金珠宝公司潮宏基，同时，建议关注周大生、菜百股份、老凤祥。

➤ **风险提示：**

➤ 国内消费信心恢复不及预期；地产销售不达预期；品牌库存去化不及预期；原材料价格波动；汇率大幅波动。

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

