

2025 年 1 月 13 日 星期一

分析师推荐

【东兴通信】通信行业：卫星互联网新星鸿擎科技完成 A1 轮融资，华工科技 400G 硅光光模块国内批量出货（20250106）

周观点：

华工正源在数通光模块建立产品矩阵优势和技术前瞻优势。

华工正源在数通光模块产品布局较宽。公司产品覆盖 400G 到 800G 的全系列光模块，以及自研硅光 1.6T 高端模块产品，并且正在开发 3.2T 等下一代光模块。800G 光模块是目前 AI 大模型企业主流需求产品，公司在 800G 光模块方面产品丰富、表现突出。

华工正源数通光模块产品性能广受行业认可。2023 年第十届 ICC 讯石产品英雄榜评选中，公司 800G0SFPDR8LP0 硅光模块获 2023 光通信最具竞争力产品称号。2024 年，在 CFCF 展上，公司 800G0SFP2xFR4TR0 产品获 2024 年度最具影响力光通信产品，800ZR/ZR+QSFP-DD 相干光模块获光模块类 2024 年度产品创新奖。此外，公司在 2024 年 3 月的 OFC、9 月的 CIOE 展上，相继推出 1.6T 高速硅光模块的产品，抢占新一代技术制高点。

走势概览：

本周（2025.1.2-2025.1.3），通信（申万）指数下跌 9.95%，上证指数下跌 5.55%，创业板指数下跌 8.57%，沪深 300 指数下跌 5.17%，科创 50 指数下跌 7.54%。

本周（2025.1.2-2025.1.3），涨跌幅排名前三的申万一级行业依次煤炭（-1.61%）、石油石化（-2.43%）、银行（-2.75%）。

本周（2025.1.2-2025.1.3），A 股通信重点标的涨跌幅：中国移动（-1.24%）、中兴通讯（-7.29%）、中天科技（-6.08）、上海瀚讯（-13.46%）、中际旭创（-11.41%）。

行业新闻重要公告：

- （1）卫星互联网新星鸿擎科技完成 A1 轮融资。
- （2）华工科技：400G 硅光光模块已在国内头部互联网厂商实现批量出货。
- （3）中际旭创：公司 1.6T 光模块已在小批量出货，2025 年预期会逐步放量。

风险提示：

监管政策变化，国内经济下行，行业发展不及预期等。

（分析师：石伟晶 执业编码：S1480518080001 电话：021-25102907）

【东兴电子】先进封装行业：CoWoS 五问五答——新技术前瞻专题系列（七）（20250108）

Q1: CoWoS 是什么？CoWoS 严格来说属于 2.5D 先进封装技术，由 CoW 和 oS 组合而来：先将芯片通过 Chip on Wafer (CoW) 的封装制程连接至硅晶圆，再把 CoW 芯片与基板 (Substrate) 连接，整合成 CoWoS。核心是将不同的芯片堆叠在同一片硅中介层实现多颗芯片互联。CoWoS 自 2011 年经台积电开

A 股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,160.76	-0.25
深证成指	9,796.18	0.0
创业板	1,982.46	0.36
中小板	6,040.89	-0.12
沪深 300	3,722.51	-0.27
香港恒生	18,893.34	-0.90
国企指数	6,852.93	-0.66

A 股新股日历（本周网上发行新股）

名称	价格	行业	发行日
超研股份	6.70	医药生物	20250113
兴福电子	11.68	电子	20250113
富岭股份	5.30	轻工制造	20250114
亚联机械	-	机械设备	20250116
海博思创	-	电力设备	20250116

*价格单位为元/股

A 股新股日历（日内上市新股）

名称	价格	行业	上市日

*价格单位为元/股

数据来源：恒生聚源, 东兴证券研究所

发后，经历 5 次技术迭代；台积电将 CoWoS 封装技术分为三种类型——CoWoS-S、CoWoS-R、CoWoS-L，不同类型在技术特点和应用有所区别。

Q2: CoWoS 的优势与挑战？ CoWoS 的目前具有：高度集成、高速和高可靠性、高性价比等优势。但与此同时 CoWoS 面临：制造复杂性、集成和良率挑战、电气挑战、散热的挑战。

Q3: 产业市场现状？后摩尔时代，先进制程工艺演进逼近物理极限，先进封装（AP）成了延续芯片新能持续提升的道路之一。2025 年中国先进封装市场规模将超过 1100 亿元，年复合增长率达 26.5%。CoWoS 先进封装技术主要应用于 AI 算力芯片及 HBM 领域。英伟达是 CoWoS 主要需求大厂，在台积电的 CoWoS 产能中，英伟达占整体供应量比重超过 50%。目前，HBM 需要 CoWoS 等 2.5D 先进封装技术来实现，HBM 的产能将受制于 CoWoS 产能，同时 HBM 需求激增进一步加剧了 CoWoS 封装的供不应求情况。

Q4: 中国大陆主要有哪些企业参与？目前国内长电科技、通富微电、华天科技等企业参与。长电科技拥有高集成度的晶圆级 WLP、2.5D/3D、系统级（SiP）封装技术和高性能的 Flip Chip 和引线互联封装技术；通富微电超大尺寸 2D+封装技术及 3 维堆叠封装技术均获得验证通过；华天科技已掌握了 SiP、FC、TSV、Bumping、Fan-Out、WLP、3D 等集成电路先进封装技术，持续推进 FOPLP 封装工艺开发和 2.5D 工艺验证。

Q5: CoWoS 技术发展趋势？CoWoS-L 有望成为下一阶段的主要封装类型。CoWoS-L 结合了 CoWoS-S 和 InFO 技术的优点，使用中介层与 LSI 芯片进行芯片间互连，并使用 RDL 层进行功率和信号传输，从而提供最灵活的集成。在电气性能方面，CoWoS 平台引入第一代深沟槽电容器（eDTC）是用于提升电气性能，通过连接所有 LSI 芯片的电容，CoWoS-L 搭载多个 LSI 芯片，可以显著增加 RI 上的总 eDTC 电容。

投资建议：随着大算力时代的蓬勃兴起，先进封装是提升芯片性能的关键技术路径，AI 加速发展驱动先进封装 CoWoS 需求旺盛，先进封装各产业链将持续受益；受益标的：长电科技、通富微电、华天科技、艾森股份、天承科技、华大九天、广立微、概伦电子。

风险提示：下游需求放缓、技术导入不及预期、客户导入不及预期、贸易摩擦加剧。

（分析师：刘航 执业编码：S1480522060001 电话：021-25102913）

重要公司资讯

1. **TCL 科技：控股子公司 TCL 华星以 26.15 亿元公开摘牌受让 LGDCA20% 股权。**（资料来源：同花顺）
2. **顺发恒业：拟 2.5 亿元-5 亿元回购股份用于注销。**（资料来源：同花顺）
3. **经纬恒润：公司拟以不超过 130 元/股回购股份，回购股份的资金总额为不低于 10,000 万元，不高于 20,000 万元。本次回购股份的资金来源为公司自有资金、自筹资金和上海浦东发展银行股份有限公司天津分行提供的股票回购专项贷款。**（资料来源：同花顺，上海证券报，中国证券网）
4. **中远海控：预计 2024 年归母净利润约 490.82 亿元 同比增长 105.71%。**（资料来源：同花顺）
5. **南京公用：公司拟通过发行股份及支付现金方式向刘爱明等 22 名交易对方购买其合计持有的宇谷科技 68% 的股权并募集配套资金。本次交易预计构成关联交易，不构成重大资产重组。2025 年 1 月 9 日，公司与交易对方就本次交易签署了附条件生效的框架协议。**（资料来源：同花顺，上海证券报，中国证券网）

经济要闻

1. **金融监管总局：金融监管总局召开 2025 年监管工作会议。**会议要求，要以更高站位、更强担当、更实举措，狠抓年度重点目标任务落地落实，扎实推动监管工作取得实实在在的成效。一是加快推进中小金融机构改革化险。坚持上下统筹、分工包案、凝聚合力，全力处置高风险机构，促进治理重塑、管理重构、业务重组。二是有效防范化解重点领域金融风险。加快推进城市房地产融资协调机制扩围增效，支持构建房地产发展新模式。积极配合防范化解地方政府债务风险。三是切实提高银行业保险业高质量发展能力。四是坚持问题导向不断增强监管质效。积极服务发展新质生产力，完善投早、投小、投长期、投硬科技的支持政策。推动支持小微企业融资协调工作机制落地细落实，有效满足企业融资需求。（资料来源：同花顺，国家金融监督管理总局官网）
2. **海关总署：公布出台 16 条重点措施，支持新时代中部地区加快崛起。**下一步，海关总署将指导中部地区海关充分发挥协同联动工作机制作用，落实落细 16 条重点措施，出台配套细化举措，紧扣“三基地一枢纽”战略定位，形成多层次全方位协同发展格局，为更好推动中部地区高质量发展持续贡献海关力量。（资料来源：同花顺，央视新闻）
3. **中国人民银行：阶段性暂停在公开市场买入国债。**鉴于近期政府债券市场持续供不应求，中国人民银行决定，2025 年 1 月起暂停开展公开市场国债买入操作，后续将视国债市场供求状况择机恢复。（资料来源：同花顺）
4. **财政部：国新办 1 月 10 日举行“中国经济高质量发展成效”系列新闻发布会，财政部副部长廖岷表示，2025 年，更加积极的财政政策未来可期，主要体现在“力度、效率、时机”三个方面。此外，我们还将深化财税体制改革，持续用力防范化解重点领域风险，促进财政平稳运行、可持续发展。最后，我想强调一点，面对内外部环境的新情况和新问题，财政有充足的政策空间和工具。我们将密切跟踪国际国内形势，适时进行科学设计和动态调整，梯次拿出我们的政策“后手”，为经济社会发展提供强有力的支持。**（同花顺，中国网）
5. **国家能源局：积极推动源网荷储参与能源保供。**国家能源局印发《2025 年能源监管工作要点》，其中提到，积极推动源网荷储参与能源保供。推动优

化煤电容量电价机制，保障顶峰煤电机组合理收益。发挥电力市场资源优化配置作用，加强省间中长期合同履行监管，促进电力资源跨省互济，加大保供期间发电机组并网运行考核力度。在已开展现货市场的地区，推动用户侧主动参与系统调节，报量报价参与市场；在未开展现货市场的地区，开展分时段交易，有效引导用户侧削峰填谷。（资料来源：同花顺）

6. 上海市科学技术委员会：印发《上海市脑机接口未来产业培育行动方案（2025-2030 年）》。其中提出，到 2030 年前，实现高质量控脑，脑机接口产品全面实现临床应用，打造全球脑机接口产品创新高地，产业链核心环节实现自主可控。系列侵入式、半侵入式脑机接口产品进入医疗器械注册审批阶段，帮助失明患者，部分恢复视觉能力；帮助瘫痪患者，部分恢复全身的触觉感知与运动能力；为难治性癫痫、重度抑郁症等脑疾病，提供新型治疗手段。脑机接口上游产业链基本实现国产化，实现脑机接口与人工智能、虚拟现实融合发展。打造国家级脑机接口产业发展集聚区，多家脑机接口企业形成全球影响力，脑机接口产业发展成为战略性新兴产业中坚力量。（资料来源：同花顺，上海市人民政府）

7. 中国证券投资基金业协会：公示信息显示，截至 1 月 10 日，今年以来私募注销登记数量已经超过 40 家，相比于去年同期增长超 100%，其中不乏知名股权私募机构。与此同时，据三方平台统计，在刚刚过去的 2024 年，各地证监局针对私募违规行为开出近 200 张罚单，远超 2023 年 109 张的罚单数量。（资料来源：同花顺，上证报）

8. 财联社：美国 12 月非农就业人数增加 25.6 万人，大超预期。预估为增加 16 万人，前值为增加 21.2 万人。（资料来源：新浪财经）

9. 央视新闻：我国中部地区规模最大的智算中心在河南郑州正式投产，该项目按照 A 级数据中心标准建设 15 个模块化机房，主要满足大模型研发企业的高端训练算力需求。（资料来源：腾讯网，IT 之家）

10. 三部门：进一步扩大政府采购支持绿色建材，促进建筑品质提升政策实施范围。财政部等三部门发布关于进一步扩大政府采购支持绿色建材，促进建筑品质提升政策实施范围的通知。自 2025 年 1 月 1 日起，在北京市朝阳区等 101 个市（市辖区）实施政府采购支持绿色建材促进建筑品质提升政策。纳入政策实施范围的项目包括医院、学校、办公楼、综合体、展览馆、会展中心、体育馆、保障性住房以及旧城改造项目等政府采购工程项目，含适用招标投标法的政府采购工程项目。鼓励各政策实施城市将其他政府投资项目纳入实施范围。（资料来源：同花顺）

每日研报**【东兴交通运输仓储】皖通高速（600012.SH）：现金收购优质路产，有望增厚利润（20250106）**

事件：公司公告拟以自有/自筹资金收购安徽省交通控股集团（公司实控人）持有的阜周高速和泗许高速 100% 股权，资产交易对价为人民币 47.7 亿元。本次交易构成关联交易。

阜周高速和泗许高速地理区位较好，且剩余收费年限较长：阜周高速是国家重点干线济广高速（G35）在安徽境内的组成部分，设计标准双向四车道，收费里程 83.57 公里，收费到期日为 2039 年 12 月 26 日，目前收费年限剩余 15 年。泗许高速是国家重点干线盐洛高速（G1516）在安徽境内的组成部分，设计标准双向四车道，收费里程 52.20 公里，收费到期日为 2042 年 12 月 23 日，目前收费年限剩余约 18 年。收购资产均系国高网和安徽省“五纵十横”高速公路网络中的重要组成部分，区位优势，且剩余收费年限较长。

收购资产的创收能力较为优秀：阜周高速 2023 年实现营收 4.32 亿元，24 年 1-10 月营收 3.20 亿元，对应到 23 年和 24 年 1-10 月的单公里日均收入（以实际收费天数计算）分别约 1.50 万元和 1.37 万元。泗许高速 23 年实现营收 2.45 亿元，24 年 1-10 月营收 1.87 亿元，对应到 23 年和 24 年 1-10 月的单公里日均收入分别约 1.37 万元和 1.28 万元。从单公里日均收入角度看，阜周高速、泗许高速的收入水平与公司现有资产中的连霍高速和岳武高速类似，完全具备注入上市公司的基本条件，确实是安徽省内较为优质的资产。

收购价格合理，公司盈利与现金流都将增厚：公司作价 47.7 亿元收购两条路产，其中阜周高速评估价 29.0 亿，增值率 62.7%，泗许高速评估价 18.6 亿，增值率 53.4%。根据公告中的财务预测，预计收购资产 24 年净利润合计 2.25 亿元，对应 24 年 PE 约 21.2 倍，高于行业平均 PE 水平。公司发布公告后股价的下跌可能与部分投资者不认可公司溢价收购有关。

但我们认为项目收购价格合理。我们建议从 EV/EBITDA 角度考虑本次收购的估值。根据公司财务预测，反推 2025 年阜周高速和泗许高速 EBITDA 分别约为 3.13 亿元和 1.76 亿元，合计约 4.89 亿元，EV 为股权对价 47.7 亿和收购资产自带负债的 0.57 亿之和，即 48.3 亿，EV/EBITDA 约 9.9，处于合理区间（与之对比，目前皖通高速 EV/EBITDA 同样也在 10 倍左右）。考虑到收购路产的剩余收费年限较长，且明显高于项目 EV/EBITDA 值，我们认为收购路产物有所值。

此外，由于本次收购为现金收购，不涉及股权增发，因此不存在盈利摊薄的风险。我们以 24 年预计项目盈利的 2.25 亿元扣除项目作价 47.7 亿元所导致的财务费用（以 2% 左右利率估计，财务成本增加约 0.95 亿元），预计增厚利润在 1.2 亿左右。此外，由于公司现金流相当充沛，可以快速偿还项目债务，实际因收购导致的财务费用增加大概率会低于假设值。

盈利预测及投资评级：由于收购还需股东大会审议，我们暂时不将其纳入盈利预测。我们预计公司 2024-2026 年净利润分别为 16.7、18.7 和 20.2 亿元，对应 EPS 分别为 1.01、1.13 和 1.22 元。若考虑本次收购，则公司盈利有望继续提升。我们维持公司的“强烈推荐”评级。

风险提示：改扩建年限延长的不确定性；资产收购的不确定性；宏观经济不景气等。

（分析师：曹奕丰 执业编码：S1480519050005 电话：021-25102904）

【东兴计算机】计算机行业 2025 年投资展望：信创、AI 应用构投资主线，新质生产力领域具结构机会——2025 年投资展望（20241231）

行业回顾：全年表现与沪深 300 基本持平，924 行情以来反弹较大。从市场表现来看，今年 9 月份之前计算机板块受大盘风格和市场风险偏好影响表现略差，但下半年随着一揽子提振资本市场信心的计划出台，市场风险偏好度提升，计算机板块反弹较为明显。目前计算机板块估值水平处于合理位置，机构持仓及超配比例仍处于低位，整体风险度适中。

行业展望：信创、AI 应用构投资主线，新质生产力领域具结构机会。（1）通过复盘计算机板块历史行情，我们发现历次行情驱动发现都是受政策、技术、估值、流动性几方面的综合影响，波动大、估值提升快、行情启动领先于大盘，分析原因，我们认为一方面是由于计算机作为新质生产力的代表成长性行业，中长期空间大，边际成本低，具备爆发性增长潜力，短期逻辑难证伪；另一方面从产业链来看计算机处于整个科技板块的偏中下游环节，生产要素以人才与技术为主，下游直接面向行业应用，产业链短且透明度低，进一步催化了板块波动，此外高资金关注度以及金融信息服务、证券 IT 等受交易量强影响板块的存在进一步推高了计算机行业的贝塔属性，加快板块行情的启动速度；（2）展望后市，我们认为判断行情能否持续应从基本面（强化政策、技术把握，弱化短期需求与阶段性业绩影响）、性价比（估值水平、筹码结构等综合判断）、吸引力（主题催化、风险偏好、流动性预期等综合分析）三大维度去综合分析判断，同时在板块行情的基础上寻找一些细分领域的结构性机会。整体而言，对于 2025 年计算机行业的投资展望，我们认为市场整体流动性及风险偏好有望改善，由于估值处于历史中位、机构持仓较低集中减持风险较小，板块仍具备一定投资性价比。信创与人工智能板块在政策、技术、需求层面达成共振，同时低空经济、量子信息、智能驾驶、车路云、数据要素等新质生产力领域有望在内外催化下实现结构性行情。

投资策略：（1）信创方面，当前信创逻辑逐步扩散，板块涉及标的众多，我们认为应重点把握以下三条推荐主线：一是主流信创生态下的各细分领域龙头标的，因信创产业为逐级推进，前期党政信创与央企国企信创中积累的行业经验与产品迭代有望帮助公司积累护城河，如中国软件、太极股份、达梦数据、中国长城、奇安信、卓易信息、金山办公、福昕软件等公司；二是自主可控需求紧迫、国内竞争格局相对较优的板块，如国产算力生态核心公司海光信息、龙芯中科、中科曙光等公司；工业软件领域的华大九天、概伦电子、中望软件、索辰科技等公司；三是信创逻辑扩散下华为产业链中重要参与者，如软通动力、神州数码、中国软件国际、拓维信息、海量数据等公司；（2）AI 应用方面，从发展速度上来看，AIGC 行业正处于高速增长期，据 IDC 预测，2024 年全球人工智能产业规模将达到 6233 亿美元，同比增长 21.5%，增势迅猛。从发展阶段上来看，AIGC 行业应用逐步落地，头部大模型产品用户量持续增长，截止 2024 年 11 月全球前三名产品月活数较 23 年底接近翻倍。且国内外科技巨头持续加码 AI 投入，部分行业 AI 应用得到业绩验证；从发展方向上来看，新产品新趋势有望得到验证，Agent、端侧智能等逐渐步入技术产品爬升阶段，产品有望逐步落地。投资方向上，一是已发布通用大模型且积极探索 AI 行业应用落地的科大讯飞、昆仑万维、三六零等公司，二是具备 AI 应用落地场景的相关标的，如万兴科技、金山办公、福昕软件等公司有望受益；（3）其他新质生产力板块，智能驾驶领域高阶智驾持续渗透，出海为厂商带来新机遇，德赛西威、中科创达、道通科技、地平线科技、黑芝麻智能等汽

车智能化领域公司有望受益于行业发展；量子计算行业仍处于技术起步期，但应用大规模落地仍需时日，有先发布局的公司包括国盾量子、科大国创、三未信安、信安世纪、神州信息等；低空经济行业具备高发展确定性，基础设施建设先行，莱斯信息、新晨科技等公司有望受益于行业发展；车路云建设稳步推进，相关投资机遇显现，车路云相关上市公司有千方科技、万集科技、高新兴、金溢科技等；数据要素市场中长期有利于赋能新质生产力发展、促进经济增长、提升企业价值，相关公司有航天宏图、中科星图、超图软件、科大讯飞、易华录、太极股份、深桑达、三维天地、电科网安、广电运通等公司。

风险提示：政策落地及技术创新或不及预期、行业竞争加剧、相关行业发展或产品拓展不及预期、海外制裁加剧等风险。

（分析师：刘蒙 执业编码：S1480522090001 电话：010-66554034 分析师：张永嘉 执业编码：S1480523070001 电话：010-66554016）

【东兴轻工制造】纺服轻工行业 2025 年投资展望： 内需回暖与外需韧性（20250106）

回顾市场表现：2024 年轻工制造板块年内先跌后涨，截至 12 月 20 日，申万行业划分下的轻工制造板块年内收跌，跌幅 1.4%，弱于沪深 300 指数。轻工制造 11 个子板块中，家居相关子板块普遍收跌，拖累整体。服装家纺板块，2024 年微微收跌，跑输沪深 300，但纺织制造板块整体表现较好，有约 30% 上涨，服装家纺板块表现较差。

基本面方面：轻工内销方面，24Q3 家居销售承压明显，上市公司业绩端普遍承压，主要因地产竣工数据压力的传导。24 年 10 月起随着补贴铺开，家居销售恢复同比增长，Q4 业绩有望维稳。轻工出口方面，国内出口数据上半年受益于低基数实现增长，下半年出口有所走弱，部分企业如匠心家居、建霖家居三季报依然增速较高，显著优于行业数据。纺织服装 2024 年呈现分化，纺织制造较为景气，行业及上市公司业绩呈现增长，服装家纺动销较弱，社零及上市公司业绩均有下滑。

分板块看：

家居板块：国补有望填平需求低谷，地产企稳可期

展望 2025 年：住宅竣工数据持续下行，压制家居自然需求。考虑到住宅销售已回落数年，2025 年竣工数据预计仍有压力。9 月 24 日政策转向后，地产销售在 10 月已现改善。中共中央政治局会议提及扩大国内需求、稳住楼市，2025 年地产政策有望进一步放松，助力地产销售企稳，改善预期。国补提振家居消费效果显著，我们预计 2025 年国补仍会持续，助力家居需求维稳。国补对经销商资质有较高要求，头部企业参与度高于中小企业，有望获取更多份额。

投资建议：家居板块估值低位，静待地产销售企稳。今年家居板块业绩普遍承压，股价低迷使得估值仍在低位。2025 年地产、家具政策端有望齐发力，带动消费改善，改善未来预期。地产销售企稳有望助力优质企业估值开启回升进程。我们建议关注三个方向：1）软体家居公司，受益国补显著，焕新需求有望被激发，外销业务

支撑业绩，包括顾家家居、喜临门；2）定制家居公司，订单向好，广州等标杆地区销售表现优，包括欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌厨柜；3）智能家居公司，明确得政策支持，受益补贴政策，如瑞尔特。

二、出口轻工：需求端向好可期，优选受关税政策影响小的个股投资机会。

展望 2025 年：欧美整体需求稳健，降息提振房屋销售，进而将带动地产链条需求增长。美国家居零售商库存为近两年较低水平，出口订单将持续向好。关税政策为出口带来不确定性，我们认为轻工制造是受关税政策冲击较小的产业，主要因其为人力密集型，回流美国难度大。且上市出口企业普遍已建立海外产能，部分企业美国业务已能完全通过海外产能供货，应对关税风险能力强。

投资建议：优质出口企业业绩表现优，估值合理。部分优质出口企业持续通过客户、品类拓展持续提份额，产品力、渠道布局不断强化，随需求向好而持续成长可期，如匠心家居、建霖家居等。而长期看有成本制造优势的消费制造业领域仍有较强竞争力。目前优质企业 PE-TTM 普遍在 20X 以下，股息率亦较为稳健。我们建议关注具备海外产能布局，业务有长期发展空间的优质地产链条出口企业。

三、纺织服装：内销提振有望，制造景气延续

展望 2025 年：服装家纺内销在消费政策持续刺激下将得到提振。2024 年服装家纺内销低迷，但是年底一系列刺激政策出台，尤其是家纺领域多地已出台补贴政策，效果显著。我们认为消费政策的持续刺激将提振消费意愿，关注品牌服装家纺的触底回升。纺织订单受到外需和内需的共同影响，景气有望延续，贸易政策变化关注产能布局。内需方面，刺激消费政策的持续出台有望提振明年的服装家纺消费，外需方面消费韧性叠加健康库存，2025 年制造订单展望乐观。行业结构方面有两大发展趋势：一是，产业结构优化升级，创新、智能化、环保化是方向。二是，纺织企业在海外扩张产能，向东南亚转移产能趋势明显。

投资建议：服装家纺自下而上优选优秀品牌。建议关注男装赛道龙头以及家纺行业龙头标的，业绩具备韧性。纺织制造行业整体展望乐观，同时在产业结构升级和产业转移两大产业发展趋势之下，符合行业发展趋势的企业有望取得超过行业的增长。尤其是 2025 年是纺织产业十四五规划最后一年，也是海外贸易政策会发生重大变化的一年，行业的分化发展将会愈发明显。建议关注具备海外产能布局的优秀制造。

风险提示：宏观经济表现不及预期，地产销售回暖不及预期，美国关税提升幅度或波及范围超预期，原材料价格上涨超预期。

（分析师：刘田田 执业编码：S1480521010001 电话：010-66554038 分析师：沈逸伦 执业编码：S1480523060001 电话：010-66554044）

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

以上内容来源于东兴证券研究报告的观点。

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。