

晨会纪要

第一创业证券研究所

分析师：李怀军

证书编号：S1080510120001

电话：010-63197789

邮箱：lihuijun@fcsc.com

分析师：郭强

证书编号：S1080524120001

电话：0755-23838533

邮箱：guoqiang@fcsc.com

核心观点：

一、宏观经济：

事件一：

3月27日（星期四）国家统计局公布1-2月工业企业利润数据。

点评：

1-2月份，全国规模以上工业企业实现利润总额9109.9亿元，同比下降0.3%，比去年回升3个百分点。其中，国有控股企业同比增长2.1%，股份制企业同比下降2.0%，外商及港澳台投资企业同比增长4.9%，私营企业实同比下降9.0%。

从工业三大分类看，电力、热力、燃气及水的生产和供应业表现最好，1-2月同比增速为13.5%（去年为14.5%）；其次是制造业，1-2月同比增速为4.8%（去年为-3.9%）；最后是采矿业最低，1-2月同比增速为-25.2%（去年为-10%）。

从营业收入看，今年前两个月同比增速为2.8%，比去年高0.7个百分点；从营业成本看，前两个月同比增速为2.9%，比去年高0.4个百分点。从主营收入利润率看，前两月为4.5%，较去年降低0.9个百分点。其中，制造业最低为3.7%，较去年低0.9个百分点；电力、热力、燃气及水的生产和供应业为6.2%，与去年持平；采矿业最高为17.5%，较去年回落1.6个百分点。从库存看，前两个月工业企业产成品存货增速为4.2%，较去年回升0.9个百分点。从负债看，前两个月工业企业资产负债率为57.4%，较去年回落0.1个百分点。

从行业看，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业表现最好，前两月利润同比增速为88.8%，而去年为21.5%；其次是有色金属冶炼及压延加工业，同比增速为69.1%，而去年为17.3%；再次为汽车制造业同比增速为11.7%，而去年为-8%；最后为化纤同比增速为11.5%，而去年为33.6%。

表现较差的行业包括：钢铁业前两月同比增速为-56.6%，而去年为-2.9%；煤炭开采和洗选业同比为-47.3%，去年为-22.2%；家具制造业为-29.7%，而去年为-0.1%；造纸及纸制品业为-17.7%，而去年为5.2%；计算机、通信和其他电子设备制造业为-9.4%，而去年为3.2%。

事件二：

近期公开市场操作情况介绍。

点评：

近期公开市场利率由于临近季末，资金面有所紧张，27日R007和FR007均为2.3%，分别较24日高49个BP和48个BP。3月28日逆回购到期量为14117亿，而24-27号四天央行已通过7天逆回购投放资金11868亿，今天超过2249亿的招标量即为资金的净投放量。

我们知道，7天逆回购利率1.5%是央行的基准利率，上限是7天SLF利率2.5%，而下限是超额准备金利率0.35%，上下限构成利率走廊。

中国利率市场化的进程一直在持续，25日央行MLF招标由荷兰式改为美国式，则是表明MLF利率已不再是政策性利率，MLF从而变成纯数量型货币政策工具，这是继去年8月MLF招标推迟到LPR之后，MLF和LPR脱钩后利率市场化的又一重要举措。

这一举措有望打破商业银行资金借贷市场的分层结构，有效降低商业银行的融资成本。目前国有行和股份行的6个月同业存单发行利率低于2%，而城商行和农商行的发行利率则高于2%，相差约10个BP。1年期MLF不再以2%单一利率招标，而是以多重价位招标。该政策的实行后，MLF资金成本将总体下降，缓解商业银行的净息差压力，可以更好反映机构差异化资金需求，发挥机构自主化定价能力。3月MLF到期3870亿元，25日央行招标量为4500亿元，净投放资金630亿元。

风险提示：

对上述事件发展趋势的点评，存在由于经济增长、行业竞争、外部经济环境和政策等变化，而不如预期的可能。

二、策略和先进制造组：

3月27日，有行业传闻谷歌将逐步停止维护安卓开源项目(AOSP)，仅向签署GMS协议的厂商开放代码，标志安卓/Android系统长达17年的开源时代正式终结。目前全球超30亿台智能设备使用安卓的底层框架，包括国内小米HyperOS、vivoOriginOS等国产定制系统主要都是基于开源Android系统。如果谷歌将所有开发工作转向内部闭源，那么现在国内厂商就需要签署含Google Play服务捆绑条款的GMS协议后才能获得最新更新和服务支持，那么谷歌可将广告分成比例从15%提升至30%。这一方面会增加国内使用厂商使用安卓的成本，同时闭源也会增加国内厂商使用安卓软件，在未来被美国制裁时的供应风险。因此国内厂商大概率会因此而准备备手，明显利好国内软件开发类公司和国产鸿蒙开源系统。

昨日医药股，特别是创新药涨幅较好，主要是受恒瑞在研新药权益对海外销售获得2亿美元初始转让受益加未来进度分成权益的事件影响。其实去年开始，行业已将发生多起国内创新药企对外资大药厂出售商业授权的交易，交易金额都较大。证明了国内创新药的研发实力受到了海外大药厂的认可。同时市场传闻，

医保局近日出台《进一步优化药品集采政策的方案(征求意见稿)》，总体内容不再是集采唯低价中标，改更多看重质量。因此市场预期后续药品降价压力会降低。总体看，市场对医药行业的负面情绪有所改变。由于近日，新疆发布了集采公告，将牵头 26 省市联盟集采，品种以造影剂和妇科产品为主，因此可以从该次的集采结果来看，医保局是否会在药品集采降价问题上做较大的改变。

金雷股份，主要业务是风电主轴和铸件，公布了 2025 年一季度业绩预告，预计净利润 5000 万至 5600 万元，同比增 70.96%-91.47%，扣非净利润增 96.62%-122.27%。2024 年实现营业总收入 19.67 亿元，同比增长 1.11%。其中第四季度营收 6.54 亿元，同比增长 7.30%，环比增长 8.99%。从公司 2024 年第三、四季度的收入增长和 2025 年一季度的业绩大幅预增来看，风电行业 2024 年招标订单的大规模交付已经开始，看好今年风电设备行业的业绩持续改善。

风险提示：

对上述事件发展趋势的点评，存在由于经济增长、行业竞争、外部经济环境和政策等变化，而不如预期的可能。

三、消费组：

蜜雪冰城 2024 年业绩：

蜜雪冰城在 2024 年展现出强劲的发展势头，其总营业收入达 248.29 亿元，同比增长 22.29%，净利润升至 44.37 亿元，同比增幅 41.41%。业绩增长的关键驱动力在于加盟费收入的显著增长。在收入构成方面，商品和设备销售收入从 2023 年的 198.97 亿元稳步攀升至 2024 年的 242.09 亿元，增幅为 21.7%，维持了稳定增长态势；加盟和相关服务收入则实现了爆发式增长，从 40.57 亿元跃升至 62.01 亿元，增幅达 52.8%，成为推动整体业绩的核心力量。

从盈利能力来看，蜜雪冰城表现亮眼。毛利率从 2023 年的 28.8% 提升至 31.6%，这主要得益于供应链效率的提升以及部分原材料采购成本的下降，使得公司在成本控制与运营管理上取得显著成效。加盟和相关服务的毛利率也从 79.6% 微升至 80.4%，进一步增强了盈利能力。在费用控制上，销售及分销开支、行政开支和研发开支虽分别增加了 21.3%、23.7% 和 23.4%，但占总收入的比例始终稳定在 6.4%、3.0% 和 0.4%，显示出公司卓越的费用管理能力。整体而言，蜜雪冰城 2024 年业绩平稳增长，与招股书中预期增长相符，且公司财务状况极佳，账上持有 111 亿现金且无负债，为未来的市场拓展和战略布局提供了坚实的资金保障。

卫龙美食 2024 年业绩：

卫龙美食品在 2024 年同样取得了可观的业绩增长。其总收入达到 62.66 亿元，同比增长 28.6%，净利润为 10.69 亿元，同比增长 21.37%。不过，净利润率从上年的 18.1% 下降至 17.0%，主要是由于销售费用和管理费用的增加，在一定程度上侵蚀了利润空间。然而，公司在成本控制和运营效率提升方面成果显著，毛利率由 47.7% 提升至 48.1%，这主要得益于产能利用率的提高以及供应链体系的优化。通过一系列举措，

卫龙美食进一步增强了自身的盈利能力。

泡泡玛特 2024 年业绩：

2024 年泡泡玛特的业绩增长呈现出显著的全球化和多维度扩张特征，不同地区、渠道及产品线的协同发力推动公司整体收入及利润表现远超市场预期。

从地区分布来看，海外市场成为驱动增长的核心引擎，中国港澳台及海外地区收入达到 50.66 亿元，同比增长 375.2%，收入占比从上年约 17% 大幅跃升至 38.9%。其中东南亚市场贡献 24.03 亿元，增速高达 619.1%，北美市场尽管基数较低但增速亦达 556.9%，欧澳地区以 310.7% 的增速紧随其后，东亚及中国港澳台则以 184.6% 的增速实现 13.86 亿元收入。这些地区的高速增长得益于线下门店的快速铺开，全年境外零售店净增 50 家至 130 家，机器人商店增加 33 台至 192 台，并在越南、印尼等新兴市场开设首店，同时在巴黎卢浮宫等地标性场馆的主题店显著提升品牌溢价能力。相比之下，本土市场同样保持稳健增长，中国大陆收入 79.72 亿元，同比增长 52.3%，尽管增速低于海外，但线上渠道的结构性优化与线下单店效率提升仍贡献了重要增量。

渠道层面的多元化拓展是业绩高增长的底层支撑要素。境内线上渠道收入同比提升 76.9%，其中传统优势平台天猫旗舰店增长 95%，新兴渠道抖音以 112.2% 的增速成为最大亮点，推动线上收入占比提升 4.7 个百分点至 33.8%。线下零售店通过单店运营效率优化实现量价齐升，平均单店收入增长 30.2% 至 954.58 万元，门店总数净增 38 家至 401 家的同时，店效提升抵消了开店成本压力。机器人商店单店收入增长 20.3% 至 30.37 万元，配合 2300 家网点的规模效应，形成低线城市渗透的重要触达网络。境外渠道则展现出更激进的全渠道扩张，线上收入暴增 834%，其中独立站官网销售额激增 1246%，Shopee、TikTok 等区域性电商分别录得 656% 和 5779.8% 的夸张增速，反映公司精准捕捉海外社交媒体流量红利的能力。线下零售店收入增速 404% 印证直营模式带来的品牌形象强化，批发渠道 99.8% 的增长则显示分销体系的快速搭建成效。

产品创新与 IP 矩阵升级构成业绩增长的核心内容动力。经典 IP 持续焕发活力，THE MONSTERS 以 726.6% 的增速创下 30.41 亿元收入，MOLLY 在高端化策略下实现 105.2% 增长至 20.93 亿元，显示成熟 IP 通过品类延伸仍具强大生命力。新锐 IP 表现出惊人爆发力，CRYBABY 收入同比增长 1537.2% 至 11.65 亿元，快速跻身头部阵营。产品品类方面，毛绒产品收入暴涨 1289% 至 28.32 亿元，超越 MEGA 成为第二大品类，验证非盲盒品类的市场潜力；MEGA 系列增长 146.1% 至 16.84 亿元，通过限量策略巩固高端定位；新推出的积木产品不仅开辟新用户圈层，更为 IP 生态提供互动式体验场景。值得关注的是，IP 授权业务同比增长 54.5% 至 16.01 亿元，显示公司从产品公司向文化平台转型的战略取得实质突破。

盈利能力的大幅提升得益于收入结构优化与精细化运营。综合毛利率提升 5.5 个百分点至 66.8%，主要驱动力来自高毛利的海外业务占比提升及供应链成本优化，其中境外业务毛利率 71.3%，较上年提升 6.4 个百分点。费用端控费成效显著，销售费用率下降 3.8 个百分点至 28%，管理费用率降低 3.9 个百分点至 7.3%，数字化运营带来的会员复购率提升至 49.4%，4608 万注册会员贡献 92.7% 销售额，显著降低获客成本。经调整净利润率提升 7.2 个百分点至 26.1%，调整后净利润 34.03 亿元同比增长 185.9%，经营现金流充沛支撑 38.9 亿元的资本开支，用于海外扩张和 IP 开发储备。

多维度战略协同构建长期增长飞轮。从地域布局看，海外市场的营收占比有望在 2025 年突破 50%，公司计划新增 100 家境外门店，重点布局北美、欧洲等高价值市场。产品端，积木、卡牌等新品类的推出不仅

丰富收入来源，更通过互动玩法提升用户粘性，毛绒品类的爆发验证了非盲盒品类的延展空间。IP 运营进入生态化阶段，短片内容制作、主题乐园运营及游戏衍生开发形成多维内容矩阵，CRYBABY 等高增长 IP 的文化符号属性逐渐显现。供应链方面，越南新工厂的投产将优化全球物流成本，配合本地化运营团队，进一步释放新兴市场潜力。

风险提示：

消费需求持续走弱导致销量不及预期；行业激烈竞争导致产品价格下降、毛利下滑的风险；产品质量问题出现的风险；原材料价格大幅波动的风险；行业竞争加剧风险；IP 的表现不及预期；新业务表现不及预期

重要声明：

第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本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。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本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。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级：

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式：

公司总部	北京办事处
深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼 TEL: 0755-23838888 FAX: 0755-25831718 P. R. China: 518048 www.firstcapital.com.cn	北京市西城区广宁伯街2号金泽大厦东区16层 TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777 P. R. China: 100140