

晨会纪要

核心观点：

一、策略和先进制造组：

缅甸大地震将带来锡矿和稀土矿供应持续偏紧。缅甸全球稀土矿供应占 11%，重稀土产量约 50%。2024 年，缅甸内部冲突局势导致中国自缅进口稀土同比骤降 89%，铽氧化物价格上涨 21.9%。铽氧化物价格上涨 21.9%。缅甸佤邦贡献缅甸 90% 的锡产量，占全球供应的 12%，佤邦原计划于 2025 年 4 月 1 日重启锡矿开采，此前因 2023 年禁矿令暂停，但地震导致矿区设施损毁，如山体滑坡、尾矿泄漏，实际复产时间可能推迟至下半年，复产延迟将进一步加剧全球锡矿短缺。同时 3 月 31 日在特朗普言论推升的避险需求推动下，现货黄金周一高开 5 美元，将历史新高刷新至 3090 美元/盎司。因此在当前科技股行情阶段调整的情况下，继续看好有色金属的行情走势。

3 月 29 日中国电动汽车百人会论坛 2025 召开，从会上各部委的发言看，汽车行业作为继房地产后的第二大消费行业，政策支持大概率会持续更久。按照国资委的发言，今年央企汽车企业将在新能源领域显著加大投入，无疑会加剧整车行业的竞争强度，但同时会给上游零部件带来更多机遇，值得关注。同时汽车智能化将成为政策支持和车企竞争的重点，预计 L3 级别的智能辅助驾驶将很快到来，L4 级别的辅助驾驶在 2030 年将开始批量上车。本次会上，工信部表示，将编制新一轮汽车行业稳增长工作方案，落实好汽车以旧换新、新能源城市公交车及动力电池更新政策，持续开展新能源汽车下乡活动和县域充换电设施补短板试点等。国资委表示，将智能网联新能源汽车作为中央企业发展战略性新兴产业的重要方向。中央企业汽车企业实行一企一策考核方案，将新能源汽车业务独立考核接受经营性亏损，但重点考核技术攻关产品开发、市场占有率提升等情况。智能驾驶方面，工信部表示将完善标准体系，有条件批准 L3 级自动驾驶车型生产准入，推动道路交通安全保险等法律法规完善。

扬杰科技公布 2024 年年报，2024 年实现营业收入 60.3 亿元，同比增长 11.53%。增长主要受益于汽车电子、新能源等领域的订单增加，尤其是汽车电子领域营收占比达 15%。全年毛利率为 33.08%，同比提升 2.82 个百分点，得益于高毛利的海外业务复苏及产品结构优化。归母净利润 10 亿元，同比增长 8.5%，扣非净利润 9.5 亿元，同比增长 35.4%。第四季度单季营业收入 16 亿元，同比增长 18%，扣非净利润 3 亿元，同比增长 2.3 倍。公司作为 IDM 一体的功率半导体企业，成本控制能力优秀，同时在行业竞争较为激烈，同行收入、净

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

利润大都负增长的情况下保持高增长说明公司竞争能力较强。2025年，全球工业控制和功率半导体作为半导体行业中复苏最靠后的行业，行业去库大概率也会完成，因此看好2025年的功率半导体行业复苏与公司今年的业绩增长。

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、消费组：

嘉益股份：业绩腾飞，产能扩张进行时

公司2024年实现总营业收入28.36亿元，同比大幅增长59.76%；利润总额达8.61亿元，同比增长58.07%；归母净利润为7.33亿元，同比增长55.27%，符合业绩预告中的披露。

从产能布局来看，2024年公司新增产能约1000万只，为营收增长提供了有力支撑。并且，今年上半年越南二期项目有望落地，届时将进一步拉动产能提升，助力公司在全球市场竞争中占据更有利地位。在存货方面，四季度末存货达到4.08亿，处于历史高位，这一方面反映出公司对市场需求的积极预判，备货充足足以应对订单高峰；另一方面也暗示公司对市场前景充满信心，有足够的底气进行库存储备。

下游大客户Stanley的良好发展态势对嘉益股份产生了显著的带动作用。Stanley销售持续景气，且开启全球化布局，嘉益股份作为其重要供应商，充分受益于大客户的市场拓展，订单量稳步增长。

三只松鼠：全渠道发力，盈利能力改善

公司2024年实现营业收入106.22亿元，同比增长49.30%；归母净利润为4.08亿元，同比增长85.51%；扣非归母净利润3.19亿元，同比大幅增长214.33%。从季度数据来看，2024Q4实现营业收入34.53亿元，同比增长36.35%；归母净利润0.67亿元，同比增长32.63%；扣非归母净利润0.53亿元，同比增长229.16%，符合此前的业绩预报。

在渠道方面，三只松鼠线上、线下业务协同发展。2024年线上实现营收74亿元，同比增长50%；线下实现营收32亿元，同比增长49%。其中，抖音渠道表现尤为突出，实现同比82%的高增长，成为线上业务增长的重要驱动力；天猫、京东等传统电商平台也保持稳健增长，同比分别增长11%、12%。线下分销业务同比增长80%以上，显示出公司在全渠道布局上的成功，通过拓展不同渠道，有效扩大了市场份额。

盈利能力方面，2024年三只松鼠毛利率提升至24.2%，同比增加0.9个百分点；净利率为3.8%，同比上升0.7个百分点；扣非净利率为3.0%，同比大幅上升1.6个百分点，尽管2024年政府补助减少约5000万元，但公司盈利能力仍有显著改善。销售费用率同比微增0.2个百分点，管理费用率同比下降1.1个百分点，体现出公司在费用控制上的成效，通过优化管理流程、提高运营效率，在保持市场推广力度的同时，有效降低了管理成本，从而提升了整体盈利能力。

青岛啤酒和珠江啤酒 2024 年业绩

青岛啤酒 2024 年营业收入同比下降 5.30%，从 2023 年的 339.37 亿元降低至 321.38 亿元，这一收缩主要源于销量下滑的市场压力。2024 年收入水平已倒退至接近三年前基准，反映核心市场面临增长瓶颈。珠江啤酒则展现强韧增长，营收同比增长 6.56% 达 57.31 亿元，显著优于行业平均水平。在啤酒行业总产量微降 0.6% 的大环境下，其销量逆势增长 2.62%，销量与均价双轮驱动效应明显。

从盈利能力上看，青岛啤酒以 43.45 亿元净利润实现 1.81% 的微增，扣非后净利润增速达 6.19%，显示其利润增长主要源于主营业务的效率优化，并推动毛利率提升约 2.87 个百分点。珠江啤酒则以 29.95% 的净利润增速更加亮眼，净利润达 8.10 亿元。核心驱动来自产品结构跃升：高档啤酒销量同比激增 13.96%，有效对冲了 2024 年行业销量 0.6% 的整体收缩。分渠道盈利能力提升明显，商超渠道 58.44% 的毛利率较普通渠道高出 13.8 个百分点，电商渠道 49.61% 的毛利水平也显著优于传统渠道，高毛利场景的开拓成为利润增长主引擎。

产品结构升级上，珠江啤酒的高端化战略更为明确。通过推出珠江 P9、1985 等新品，高档产品线持续扩容，带动产品均价提升约 3.7%（销量增长 2.62% 对应营收增长 6.56%）。特别是在华南主战场，7.45% 的营收增速伴随 3.91% 的毛利率提升，表明该区域价格带升级效果显著。值得一提的是，电商渠道在扩大销售半径的同时维持 49.61% 的高利润率，说明线上高附加值产品销售占比可能进一步提升。

2024 年啤酒行业的结构性分化在两家企业身上得到了一定的体现。青岛啤酒以存量市场的精细化运营见长，通过成本优化维持盈利韧性；珠江啤酒则展现了更强的增长锐度，凭借产品升级和渠道创新实现效益突破。未来竞争将更聚焦于高端产品的创新节奏与新兴消费场景的捕捉能力，能否在品质突破、品牌年轻化和渠道数字化方面建立差异化优势，将决定两家企业的上行空间。

风险提示：

行业竞争加剧，全产业链拓展进度不及预期，宏观经济恢复不及预期。

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