

第一创业证券研究所

分析师：刘笑瑜

证书编号：S1080525070001

电话：0755-23838239

邮箱：liuxiaoyu@fcsc.com

晨会纪要

核心观点：

一、产业综合组

台湾主要的高端覆铜板厂商台光电，在去年第四季度对毛利率较低的低阶产品进行价格上调后，本月再次调涨铜箔基板（CCL）及胶片（PP）价格。从调价幅度来看，本轮调整具有明显的全面性特征。多数产品价格上调约15%，部分材料产品涨幅甚至达到25%。公司给出的调价理由主要是LME铜价持续上行，同时玻纤布、树脂及各类化学品与能源成本同步攀升，整体成本压力已超出企业可自行吸收的范围。我们认为尽管美以伊冲突带来了石油等价格的上涨和市场风险偏好的下降，但是AI的需求仍将有较快增长，因此继续看好PCB产业链的盈利增长。

近日乘联分会发布了其对三月份汽车销售情况的预测，初步推算3月狭义乘用车总市场约为170万辆左右，同比下降12.4%，其中新能源零售可达90万辆左右，同比下降10.2%，渗透率52.9%，再度恢复至50%以上。虽然今年一季度由于国家购车补贴的下降和购置税的上升对上半年的汽车销量增长构成压力，但是在比亚迪兆瓦闪充技术和近期汽油价格重回2020来的最高位的情况下，我们看好国内纯电车型的增长，以及在储能需求的拉动下，锂电池产业链高景气度的维持。

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、销售不及预期等变化，而不如预期的可能。

二、消费组

橙天嘉禾 (1132.HK) 2025 财年正面盈利预告显示, 公司预计归母净利润不少于 5000 万港元, 较 2024 财年 2.43 亿港元的亏损实现大幅扭亏, 核心驱动为非经常性收益、资产减值大幅收窄及精细化成本控制, 同时受上年大额非经常性收益高基数拖累, 当期利润增幅有所受限。通过终止亏损影院租约、出售新加坡非核心物业斩获大额一次性收益, 叠加非金融资产减值同比减亏超 3.12 亿港元, 公司实现扭亏与资产负债表初步修复。本次预告基于未经审核管理账目, 未披露单季度及收入端数据, 且扭亏依赖不可持续的非经常性损益, 剔除一次性收益后, 公司剩余核心影院业务的主业盈利能力仍未得到验证, 因此业绩持续性存在不确定性。从资产端来看, 非金融资产减值规模同比缩减超 70%, 意味着公司前期资产减值计提已相对充分, 存量资产质量大概率触底, 后续大规模减值风险大幅缓解, 有助于修复市场与投资者信心。短期来看, 公司报表扭亏落地叠加减值压力释放, 估值有望迎来阶段性修复, 但业绩或不具备持续高增长的基础, 仍属于资产修复型标的而非成长型标的。中长期公司能否形成可持续业绩拐点, 核心取决于新加坡等核心市场剩余影院业务的内生增长、盈利转正及经营性现金流改善情况。

3 月 16 日 TikTok Shop 美区跨境 POP 年度大会在深圳举行, TikTok Shop 美区 2025 年延续高景气扩张, 平台 GMV 同比增长接近 80%, 年销千万美元店铺数量同比增长超 70%, 说明美区内容电商仍处在商家扩容与头部卖家放量并行的阶段。2025 年入驻商家累计获得站内曝光 1.3 万亿次、官方商家账号累计新增粉丝 6.9 亿, 反映内容分发、转化和用户沉淀能力都在增强。这对跨境电商尤其是内容电商出海的链条构成明显催化, 一方面意味着美国市场的线上消费需求与流量转化效率仍有空间, 另一方面也说明中国商家依托供应链和内容运营能力, 正在持续打开新增量。尤其值得关注的是, 部分与平台深度合作品牌 DTC 渠道 GMV 外溢率超过 70%, 说明 TikTok Shop 不仅能带来站内成交, 也开始反哺品牌独立站和全域经营, 这会进一步强化品牌商、代运营和跨境服务商加码投入的意愿。往后看, 平台管理层明确提出 2026 年希望在美国进一步打开兴趣电商市场, 并判断 2026 年将是中国 POP 商家出海大年, 这意味着跨境电商行业景气度大概率仍将维持上行, 后续可重点跟踪平台招商、内容生态活跃度以及商家结构升级是否继续兑现。

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、销售不及预期等变化, 而不如预期的可能。

三、固定收益组

上周债市波动较大, 周初经济数据再超预期, 债市延续跌势。周中随海外局势有所波动, 但整体呈现修复态势, 政金债和中短端表现较好。后半周债市情绪再度转弱, 超长端大跌, 中短券较稳, 曲线熊陡, 权益方面, 沪指跌破 4000 点, 但对债市提振有限。

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、销售不及预期等变化, 而不如预期的可能。

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