

第一创业证券研究所

分析师：郭强

证书编号：S1080524120001

电话：0755-23838533

邮箱：guoqiang@fcsc.com

晨会纪要

核心观点：

一、宏观经济组：

事件：

5 月 20 日（星期二）财政部公布 1-4 月财政收支数据。

评论：

1-4 月全国一般公共预算收入同比为-0.4%，较一季度回升 0.7 个百分点，其中中央回升 1.9 个百分点至-3.8%，地方同比为 2.2%，与一季度持平；而一般公共预算支出同比为 4.6%，较一季度回升 0.4 个百分点，其中中央回升 0.1 个百分点至 9.0%，地方回落 0.3 个百分点至 3.9%。

政府性基金收入 1-4 月同比为-6.7%，较一季度回升 4.3 个百分点，其中地方国有土地使用权出让收入同比为-11.4%，较一季度回升 4.5 个百分点；政府性基金支出增速为 17.7%，较一季度回升 6.6 个百分点。

可见，今年前 4 个月，财政收入增速仍显著低于财政支出增速，在更加积极财政政策的背景下，中央支出增速显著高于地方 5.1 个百分点；地方政府性基金收入有所改善，主要得益于地方国有土地使用权出让收入同比增速的回升。

从税收收入看，2025 年 1-4 月全国税收收入同比增速为-2.1%，较一季度回升 1.4 个百分点。其中，证券印花税收入增速最高为 57.8%，较一季度回落 2.6 个百分点；其次是个人所得税收入增速为 7.4%，较一季度回升 0.3 个百分点；国内增值税和消费税同比增速均为 1.8%，排名第三，分别较一季度回落 0.3 和 0.4 个百分点。其它税种增速均为负值：其中企业所得税为-3.1%，较一季度回升 3.7 个百分点；反映出口的外贸企业出口退税收入增速为-12.5%，较一季度回升 1.5 个百分点；反映房市的土地增值税为-16.1%，较一季度回升 1.3 个百分点；而反映车市的车辆购置税为-24.6%，较一季度回升 3 个百分点。

值得注意的是，1-4 月非税收入同比增速为 1.7%，较一季度回落 4.2 个百分点，大幅度低于去年 93.8%的同比增速，反映企业经营环境的改善。

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。

二、策略和先进制造组：

5月21日有外电报道，半导体开发制造商 Wolfspeed 报告称准备提交破产申请，美股盘后股价暴跌 50%。2024 年，全球碳化硅（SiC）衬底市场因为价格下降较快，n 型 SiC 衬底市场规模同比下降 9%，全年收入降至 10.4 亿美元。其中 Wolfspeed 截至 2025 年 3 月底的 9 个月收入 5.6 亿美元，同比降低约 8%，净利润亏损 9.4 亿美元，亏损加大约 50%。亏损自 2022 年以来持续扩大，而中国厂商天岳先进 2024 年收入约 2.4 亿美元，同比增长 41%，净利润 1.79 亿人民币，首次盈利。总体看，中国厂商已经取得了 SiC 领域的成本竞争优势，而且在技术上国产 8 寸已经开始上线，12 寸设备也已基本达到可用的技术状态，因此国内 SiC 已有全面的竞争优势，如果 Wolfspeed 破产，那么会空出大约 34% 的市场份额，将有利于国内价格战的缓和和市场率的提升，配合新能源车全面专向快充，看好国内 SiC 产业链的景气度提升。

中国工程机械工业协会公布了 2025 年 4 月份的主要工程机械销量，其中挖掘机国内销量 12547 台，同比增长 16.4%；出口量 9595 台，同比增长 19.3%。2025 年 4 月销售各类装载机 11653 台，同比增长 19.2%。其中国内销量 7191 台，同比增长 35.4%；出口量 4462 台，同比下降 0.18%。总体看国内工程机械继续保持较好正增长。由于国内固定资产投资增速已扭转了去年持续减速的趋势，而且农林水利等对土方工程机械需求较高的固定资产投资增速保持在 30% 以上增长，因此我们认为今年工程机械行业盈利大概率会保持较好正增长。

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。

三、消费组：

昂跑 OnRunning 2025 年第一季度实现营收 7.3 亿瑞士法郎，同比增长 43.0%。若剔除汇率影响，同比增长率为 40%；经调整 EBITDA 达到 1.29 亿瑞士法郎，同比增长 54.8%，净利润 5670 万瑞士法郎，同比下降 38.0%。

品牌目前处于高增长阶段，不过成本上涨以及市场扩张投入等因素对利润造成了一定挤压。从渠道维度分析，直销渠道收入 2.8 亿瑞士法郎，同比增长 45.3%，批发渠道收入 4.5 亿瑞士法郎，同比增长 41.5%。区域市场中，亚太地区成为增长引擎，收入同比激增 130.1% 至 1.21 亿瑞士法郎，其中中国与日本市场贡献显著。中国市场门店数量已达 24 家，品牌计划 2026 年突破 100 家，凸显对中国市场的战略重视。EMEA 与美洲市场分别增长 33.6% 和 32.7%，增速稳健但低于亚太。品类层面，鞋类产品仍是核心增长动力，Q1 收入 6.8 亿瑞士法郎，同比增长 40.5%，占总营收 93.7%。服装与配饰则展现高弹性，分别增长 93.1% 和 99.2%，收入规模达 3810 万瑞士法郎和 760 万瑞士法郎。这一数据表明，OnRunning 正从单一跑鞋品牌向全品类生活运动品牌转型，试图复制 Lululemon

的多元化路径。在品类拓展上，目前其品类丰富度与耐克、阿迪达斯等传统运动品牌相比仍有差距，品类相对单一。此外，品牌毛利达 62%，显著高于耐克（45%），这与其高端定价策略相关，但在经济下行周期中，维持高价产品的市场份额仍需持续验证。

公司已上调 2025 年全年净销售额预期，按固定汇率计增速不低于 28%，充分显示公司对今年增长的信心。若公司在差异化定位下能做到持续的品类扩张，将能构建起足够的护城河以保证长期增长。

风险提示：

上述观点主要根据过去数据分析得出，可能因为后续关税风险、国内消费信心恢复不及预期、品牌库存去化不及预期、原材料价格波动、汇率大幅波动等原因，而出现最终结果与分析预测结论相背离的情况，仅供投资分析时参考。

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