

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：

事件一：

5 月 9 日早 11 点中国海关总署公布 4 月中国外贸数据。

评论一：

以美元计，中国 4 月出口同比增速为 8.1%，Wind 预期为 0.6%，前值（3 月）为 12.4%；进口增速为-0.2%，Wind 预期为-6.9%，前值为-4.3%；4 月贸易顺差为 962 亿美元，Wind 预期为 969 亿美元，前值为 1026 亿美元。

以人民币计，中国 4 月出口同比增速为 9.3%，前值为 13.5%；进口增速为 0.8%，前值为-3.5%；以人民币计算的增速略高于以美元计价的增速，说明人民币汇率较去年同期略有贬值。

出口按国家分类，以美元计算出口增速，对美出口从 3 月 9.1%大幅下滑至 4 月 -21%；对欧盟出口从 3 月 10.3%小幅下滑至 4 月 8.3%；对日本出口从 3 月 6.7%小幅上升至 4 月 7.8%；对东盟出口从 3 月 11.6%大幅上升至 4 月 20.8%。可见，正是由于“西方不亮东方亮”的出口韧性有效抵销了关税战的影响，使得出口增速远高于预期。

值得注意的是，以人民币计算的前四月进出口增速，东盟为我第一大贸易伙伴，贸易总额占 16.8%，出口增速为 12.6%，进口增速为 4%；欧盟为我第二大贸易伙伴，贸易总值占 12.6%，出口增速为 6.1%，进口增速为-8.1%；美国为我第三大贸易伙伴，贸易总值占 10.2%，出口增速为-1.5%，进口增速为-3.7%。可见，进口增速远低于出口增速，只要贸易顺差保持增长，关税战对经济的影响就是可控的，前 4 月中国贸易顺差为 3688 亿美元，比去年同期高 1138 亿美元；2024 年中国 GDP 约为 19 万亿美元，以 5%的 GDP 增速计算，2025 年增量只需 9500 亿美元。

进口增速远低于出口增速的原因，在于进口大宗商品价格的下跌。前 4 个月，我国进口煤每吨下跌 22.2%，铁矿砂进口均价下跌 17.8%，原油下跌 8%，天然气下跌 6.1%，大豆下跌 15%，只有成品油上涨 1.6%。

从出口分类上看，前 4 个月，我国出口机电产品 5.04 万亿元人民币，增长 9.5%，

占我出口总值的 60.1%。以美元计，机电产品出口增速为 8.3%，较上月高 0.7 个百分点；而高科技产品出口增速为 6.4%，较上月高 0.1 个百分点。其中，4 月集成电路出口金额同比为 20.2%，出口数量同比为 17.4%，这说明 4 月集成电路平均出口均价还有所上升。

事件二：

5 月 10 日早 9 点半国家统计局公布 4 月中国物价数据。

评论二：

中国 4 月 CPI 同比为-0.1%，预期为-0.2%，前值（3 月）为-0.1%；核心 CPI 同比为 0.5%，前值为 0.5%。4 月 CPI 环比为 0.1%，前值为-0.4%；核心 CPI 环比为 0.2%，前值为 0.0%。

4 月食品环比为 0.2%，前值为-1.4%。由于新果上市初期季节性减少，鲜果价格上涨 2.2%，水产品价格上涨 1.2%；而鲜菜价格下降 1.8%，猪肉价格下降 1.6%，蛋类价格下降 1.0%。

4 月非食品环比为 0.1%，前值为-0.2%。4 月各分项中，其它用品和服务环比上涨 2.4%，其中受国际金价变动影响，金饰品上涨 10.1%；教育文化娱乐环比上涨 0.4%，其中由于受需求回暖和假日因素共同影响，旅游价格环比上涨 3.1%；医疗保健环比为 0.2%，其中医疗服务上涨 0.3%；交通通讯环比下跌 0.3%，其中由于国际油价下行交通工具用燃料下跌 2.0%，通讯工具下跌 1.3%；衣着环比下跌 0.1%；4 月居住和生活用品环比为零。

中国 4 月 PPI 同比为-2.7%，预期为-2.8%，前值为-2.5%。4 月 PPI 环比为-0.4%，前值为-0.4%。其中，生活资料为-0.2%，前值为-0.4%；生产资料为-0.5%，前值为-0.4%。PPI 中生产资料各分项价格环比如下表：

产业链	4 月	3 月	代表行业	4 月	3 月
采掘（上游）	-2.1	-2.9	石油和天然气开采业	-3.1	-4.4
			煤炭开采和洗选业	-3.3	-4.3
			黑色金属矿采选业	-0.9	0.1
			有色金属矿采选业	1.5	0.4
原材料（中游）	-1.0	-0.6	石油、煤炭及其他燃料加工业	-2.6	-2.3
			化学原料及化学制品制造业	-0.6	0.2
			化学纤维制造业	-2.0	-0.6
			黑色金属冶炼及压延加工业	-1.0	-0.5
			有色金属冶炼及压延加工业	0.3	0.5
加工（下游）	-0.2	-0.1	电力、热力的生产和供应业	-0.3	-0.4
			橡胶和塑料制品业	-0.4	-0.1
			纺织业	-0.3	0.0
			纺织服装、服饰业	0.4	-0.3
			汽车制造业	-0.5	-0.4
			金属制品业	-0.2	-0.3

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：

《科创板日报》10日报道，苹果今日向渠道商下发了调价通知，苹果 iPhone16ProMax 所有容量版本降价 160 美元，对应 1313.06 元人民币；而 iPhone16Pro 的 128GB 版本降价 176 美元（对应 1445.27 元人民币），其他版本同样降价 160 美元。今年一季度苹果在中国的手机销量继续同比下滑超过 8%，市占率由 2024 年一季度的 15.7% 下降到 14.1%，显示苹果手机在国内的竞争力持续下降的。目前苹果手机在影像、通讯信号、续航等方面全面弱于国产品牌高端机，AI 方面相对国产高端品牌也没有展现出优势，因此我们看好国产手机市占率和在高端机市场占有率的持续突破。

消息称，欧洲太阳能制造委员会 (ESMC) 宣布，将限制来自“高风险非欧洲制造商”，主要针对中国企业的太阳能逆变器远程控制功能。欧洲太阳能制造委员会表示，逆变器联网实现电网功能与软件更新时，存在远程操控引发网络安全风险的巨大隐患。2023 年欧洲安装的所有逆变器中有 70% 来自中国供应商。累计看，目前欧洲超过 200GW 的光伏装机容量已与中国制造的逆变器连接，这一规模相当于 200 多座核电站。这意味着欧洲实际上在很大程度上放弃了对大部分电力基础设施的远程控制。目前逆变器是国内光伏产业少数盈利能力还不错的细分行业，如果逆变器被欧洲限制，则会给行业景气带来较大下降风险。

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：

近期盐津铺子的股价呈现出强劲的上涨态势。从股价自身的历史走势来看，盐津铺子经历了一段漫长的调整期。过去 4 年里，其股价持续下行，至去年 8 月已处于低位。上一次股价高峰出现在 2020 年，彼时业绩也达到阶段性巅峰。然而，当时过高的涨幅实际上提前透支了后续业绩。2021 年公司业绩出现负增长，但随后 3 年盐津铺子业绩大幅增长，远超 2020 年的历史峰值。与之形成鲜明对比的是，这几年间其股价却处于下跌或横盘状态，这一过程有效消化了前期的获利盘。经过长期下跌，在业绩不断上升的支撑下，股价的性价比逐渐凸显，估值也处于较低水平。2020 年市盈率曾超 100 倍，按 2025 年预测净利润约 8.5 亿元计算，当前市盈率约 30 倍，结合未来两年业绩增长预期，形成股价上涨的估值修复动力。虽 2025 年一季度公司营收增速为 11%，但魔芋、鹌鹑蛋等新产品实现可观增长，同时量贩等新渠道处于市场培育期，销售量逐步上升，但因毛利率较低，叠加高基数，因而对当期业绩形成一定拖累。行业周期一般在 3-5 年左右，前期表现较弱的板块，在后续周期内存在估值修复与价值重估机会。当前零食行业的上行趋势，由估值修复、行业周期轮动、消费政策导向、市场需求回暖以及新模式与新产品推广等因素共同驱动。零食量贩式新零售业态的兴起，为行业带来新的销售渠道。盐津铺子积极布局量贩渠道，凭借较高的产品铺货率，在新渠道拓展中获取业务增量。作为消费领域中业绩稳定性较高的细分赛道，零食行业的股价表现更多基于中长期基本面改善预期。对于盐津铺子而言，其后续业绩兑现与股价走势值得持续跟踪观察。

风险提示：

上述观点主要根据过去数据分析得出，可能因为后续国内市场需求不及预期、食品安全风险、原材料价格波动等原因，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。

本报告可能在今后的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