

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、策略和先进制造组：

全球模拟芯片销售额最大的美国 TI 公司公布了 2025 年一季度业绩，其中一季度营业收入 40.7 亿美元，同比增长 11%，达到 2024 年四季度业绩报告时公布的 37.4-40.6 亿美元收入指引上限；毛利率 56.8%，同比下降 0.4 个百分点，好于前期指引。对于 2025 年 2 季度，公司的营业收入指引为 41.7-45.3 亿美元，按中值测算，营业收入同比增长 19%，毛利率将由于产能利用率增长而环比增长。从收入增长的主要动力看，下游工业领域的需求在 7 个季度的连续下滑之后，2025 年一季度的订单环比增长约 10%，并表示工业市场所有领域、所有地区的复苏已经到来，预计工业二季度的增长保持与一季度类似的增速。下游汽车领域，一季度的订单环比为低个位数的增长。下游个人电子领域订单则是 5% 左右的负增长。TI 在模拟领域感受到下游去库存基本结束，下游需求复苏的趋势，也已经在另外两家模拟芯片大厂 ADI 和瑞萨的最新业绩说明会上有所体现，其中 ADI 的一季度业绩超过业绩指引的中值，库存水平已接近正常化，并表示订单正逐步改善。瑞萨也表示库存已降至正常水平。因此从全球模拟芯片大厂的业绩趋势看，全球模拟芯片的需求已经开始复苏。不过由于 TI 表示其美国本土外工厂通过产能调配可以基本满足中国的需求，因此中美关税战对美国模拟芯片的打击可能没有市场预期的大，因此会降低国内模拟芯片企业景气改善的预期。

扬杰科技公布了 2024 年年报及 2025 年一季报业绩，其中 2024 年全年营业收入 62.38 亿元，同比增长 35.7%，毛利率 38.2%，同比增长 2.8 个百分点，全年归属母公司净利润 12.8 亿元，同比增长 40.3%，扣非净利润 11.5 亿元，同比增长 47.6%。公司收入增长主要受益于新能源车、光伏逆变器及工业控制领域需求增长，叠加 IGBT、SiC 器件等新品放量。2024 年公司 IGBT 收入达到 12.8 亿元，同比增长 75%，IGBT 毛利率 42%，说明公司在新产品的拓展上，竞争力很强。2025 年一季度营业收入 20.1 亿元，同比增长 58.3%，新能源车订单占比提升至 35%，主要为比亚迪、理想的订单增长，毛利率 39.1%，同比增长 4 个百分点，归母净利润 4.5 亿元，同比增长 72.1%。我们认为公司 IDM 一体化的优势和新产品拓展的能力展示了公司卓越的竞争优势，由于功率半导体领域在车规上主要还是外资公司占比高，因此看好公司持续的业绩增长。

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：

若羽臣 2024 年实现营收 17.66 亿元，同比 29.26%；实现归母净利润 1.06 亿元，同比 94.58%。2025 年一季度实现营收 5.74 亿元，同比 54.16%；实现归母净利润 0.27 亿元，同比增长 113.88%。从业务结构拆解来看，2024 年自有品牌业务实现营收 5 亿元，同比增长 90%，占总营收比重提升至 28%。品牌管理业务营收达 5 亿元，同比增长超 200%。增长动力源于新品牌引入与现有品牌全渠道爆发的双重驱动：一方面，成功引入爱茉莉太平洋旗下魅尚萱等国际品牌，丰富产品矩阵；另一方面，康王、艾惟诺等既有合作品牌实现业绩突破，如康王在抖音平台的自营 GMV 同比增长 706%。代运营业务层面，公司主动实施结构性优化，2024 年收入同比下降 19%。通过剥离低毛利项目、聚焦高价值客户，代运营业务毛利率提升近 5 个百分点，达到 39.26%。2025 年一季度，若羽臣延续增长态势，快速扩张带来费用率阶段性上升。值得关注的是，公司毛利率较年初大幅提升近 10 个百分点，显示产品结构优化与成本管控成效显著；虽然净利率因费用投入下降 1.2 个百分点至 4.78%，但从长期视角看当前的费用投入是为品牌市场占有率提升与品牌溢价能力培育的必要铺垫。2025 年一季度公司收入与利润增速均高于 2024 年同期，且扣非归母净利润增速在过去 6 个季度持续保持 30% 以上，呈现加速上扬态势。基于自有品牌的市场拓展潜力与品牌管理业务的持续发力，叠加新兴电商渠道的增长红利，若羽臣在 2025 年有望延续自有业务与代理品牌的高增长态势。

风险提示：

上述观点主要根据过去数据分析得出，可能因为后续品牌商解约风险，电商行业竞争加剧风险，自有品牌投入市场不及预期等原因，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