

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：lihuaijun@fcsc.com

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：

事件一：

4 月 10 日早 9 点半国家统计局公布 3 月中国物价数据

评论一：

中国 3 月 CPI 同比为-0.1%，与预期相同，前值（2 月）为-0.7%；核心 CPI 同比为 0.5%，前值为-0.1%。3 月 CPI 环比为-0.4%，前值为-0.2%；核心 CPI 环比为 0.0%，前值为-0.2%。

3 月食品环比为-1.4%，前值为-0.5%。由于天气转暖，部分鲜活食品集中上市，食品供应充足，鲜菜、猪肉、鸡蛋和鲜果价格分别下降 5.1%、4.4%、3.1%和 1.6%，合计影响 CPI 环比下降约 0.22 个百分点。

3 月非食品环比为-0.2%，前值为-0.1%。3 月各分项中，生活用品及服务环比上涨 1.3%，其中家用器具上涨 2.8%；衣着包括服装和鞋类，环比皆上涨 0.7%；其它用品和服务环比上涨 0.4%。而 3 月环比下跌的分项包括：交通通讯环比下跌 1.4%，其中由于国际油价下行交通工具用燃料下跌 3.5%，交通工具下跌 0.4%；教育文化娱乐环比下跌 0.8%，其中由于旅游淡季出行人数减少，旅游价格下跌 5.9%。3 月居住和医疗保健环比为 0.0%。

中国 3 月 PPI 同比为-2.5%，预期为 2.2%，前值为-2.2%。3 月 PPI 环比为-0.4%，前值为-0.1%。其中，生活资料为-0.4%，前值为 0.0%；生产资料为-0.4%，前值为-0.2%。PPI 中各分项价格环比如下表：

产业链	3 月	2 月	代表行业	3 月	2 月
采掘（上游）	-2.9	-1.3	石油和天然气开采业	-4.4	0.3
			煤炭开采和洗选业	-4.3	-3.3
			黑色金属矿采选业	0.1	0.9
			有色金属矿采选业	0.4	1.8
原材料（中游）	-0.6	0.1	石油、煤炭及其他燃料加工业	-2.3	0.9
			化学原料及化学制品制造业	0.2	0.0
			化学纤维制造业	-0.6	0.1
			黑色金属冶炼及压延加工业	-0.5	-0.2
			有色金属冶炼及压延加工业	0.5	0.3
加工（下游）	-0.1	-0.2	电力、热力的生产和供应业	-0.4	-0.5
			橡胶和塑料制品业	-0.1	-0.2
			纺织业	0.0	-0.2
			纺织服装、服饰业	-0.3	-0.3
			汽车制造业	-0.4	-0.1
			金属制品业	-0.3	-0.2

事件二：

4 月 10 日晚 8 点半美国劳工部公布 3 月美国 CPI 数据

评论二：

美国 3 月末季调 CPI 同比升 2.4%，创半年来新低，预期升 2.6%，前值升 2.8%。3 月季调后 CPI 环比降 0.1%，创 2020 年 5 月以来最低水平，预期升 0.1%，前值升 0.2%。美国 3 月末季调核心 CPI 同比升 2.8%，连续第二个月回落，预期升 3.0%，前值升 3.1%。美国 3 月季调后核心 CPI 环比升 0.1%，创 2024 年 6 月以来新低，预期升 0.3%，前值升 0.2%。

美国 3 月末季调 CPI 和核心 CPI 环比均为 0.2%。从分项结构上看，食品环比为 0.4%，较上月高 0.2 个百分点；住房环比为 0.3%，较上月低 0.1 个百分点；交通运输为-0.4%，较上月低 0.6 个百分点；医疗保健环比为 0.2%，与上月持平；教育通讯环比为 0.1%，较上月低 0.2 个百分点；娱乐是 0.0%，较上月低 0.5 个百分点；服装是 1.1%，较上月低 2.4 个百分点；其它商品和服务为 1%，较上月高 0.1 个百分点。

美国 3 月 CPI 数据公布前，CME “美联储观察”数据显示， 美联储 5 月维持利率不变的概率为 83.5%，降息 25 个基点的概率为 16.5%；美联储到 6 月维持利率不变的概率为 27.1%，累计降息 25 个基点的概率为 61.7%，累计降息 50 个基点的概率为 11.1%。CPI 数据公布后，美国短期利率期货上涨，交易员加大对美联储降息的押注，现在几乎完全定价美联储 6 月降息；交易员加大了对美联储在年底前降息整整一个百分点的押注。

3 月美国 CPI 低于预期，一是由于去年 3 月基数较高，季调 CPI 和核心 CPI 环比分别为 0.3%和 0.4%；二是国际能源价格的下跌，对交通运输价格的影响；三是 3 月末未能反映特朗普提高关税水平对物价的影响。市场对于美国通货前景的预期过于乐观了。如果关税政策全面实施，美国通胀可能将面临巨大的上行压力。

市场方面，由于美国 CPI 表现不错，隔夜美债方面短端出现上涨，但长端出现下跌：10 年期收益率涨 4.12 个 BP 至 4.46%、30 年涨 12.8 个 BP 至 4.865%，主要一是因为美众议院通过特朗普 2025 年预算法案，将军事预算增加至 1 万亿美元，后续有望出台包括未来 10 年减税 5.3 万亿美元、将债务上限提高 5 万亿美元等政策方案；二是对关税战担忧再起，中美至今无谈判迹象。出于对美债信用的担心，美元出现两年来最大跌幅近 2%，目前美元指数现已进逼 100 关口；而瑞朗和日元成为避险货币，分别上涨 3.9% 和 2.2%。美股出现下跌：其中道指跌 2.5%、标普 500 跌 3.46%、纳指跌 4.31%；商品方面：布油跌 2.1%、美油跌 3.4%；黄金涨 3.2%，现已创出历史新高高达 3200 美元/盎司；伦铜涨 4.4%、伦镍涨 5.1%、伦锌涨 3.2%。

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：

保变电气、宝光股份、许继电气、平高电气、西高院等电力设备企业公布了 2025 年一季度业绩预告或年报，总体看业绩出现了整体的高增长。其中，保变电气一季度预计净利润 0.26 亿，同比增长 20 倍。宝光股份一季度预计净利润 0.19 亿，同比增长 16%。许继电气一季度预计净利润 2.04 亿，同比增长-10%。平高电气一季度预计净利润 3.56 亿，同比增长 56%。西高院一季度预计净利润 0.58 亿，同比增长 35%。根据统计数据，今年 1~3 月份国家电网公司电网建设投资同比增长 27.7%，增速创一季度历史新高。电网投资加速增长的趋势比较明显。在贸易战需要加大内需对冲的前提下，我们认为电网投资有超预期的可能。因为疫情期间由于特高压建设未按计划完成，造成了 2024 年新能源接入出现电网消纳问题，目前需求要补欠账，而且新能源车在这两年销量高速增长，其带来的充电问题也会加大对配网升级改造的需求，而为了应对这些问题适度提前超量建设电网不仅可以促进新能源的发展，而且也会是有效益的投资，因此我们看好电网设备行业景气度的持续提升。

澜起科技公布 2025 年一季度业绩预告，预计第一季度营业收入约 12.22 亿元，同比增长 65.8%，实现归属于上市公司所有者净利润 5.10 亿元~5.50 亿元，同比增长 128.3%~146.2%。扣除非经常性损益的净利润 4.85 亿元~5.25 亿元，同比增长 120.8%~139%。一季度互连类芯片销售收入 11.39 亿元，占比超 90%，同比增长约 63.92%。根据公告，公司业绩增长的主要原因是，受益于 AI 产业趋势，公司的 DDR5 内存接口及模组配套芯片出货量显著增长，推动公司内存接口及模组配套芯片销售收入大幅增长；公司三款高性能运力芯片（PCIe Retimer、MRCD/MDR 及 CKD）合计销售收入 1.35 亿元，同比增长 155%；由于全球 AI 加速部署的趋势已非常明显，硬件上需求大内存，和主板芯片间高速连接，因此看好澜起科技 2025 年全年业绩高增长。

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：

燕京啤酒 2024 年营业总收入 147 亿元，同比增长 3%，扣非净利润 10 亿元，同比增长 108%。2025 年一季度扣非净利润同比增长 44%-56%。自 2022 年新任董事长引领公司加速改革以来，燕京啤酒围绕生产、营销、研发、文化、机制等多个层面展开系统性变革。在产品策略上，燕京啤酒聚力打造 U8 大单品，2024 年 U8 单品在华东、华中、西北等多个此前的空白市场取得重大突破，全年销量 70 万千升，同比增长 31%。随着 U8 销量占比不断提升，燕京啤酒的产品结构得到显著优化，带动整体毛利率提升。与此同时，燕京啤酒在成本控制方面成果显著。通过整合关厂、优化人员，产能利用率逐步提升，人力成本和折旧摊销等费用降低，运营效率大幅提高。建议对燕京啤酒保持密切跟踪，关注其在产品创新、市场拓展及成本控制等方面的持续表现。

风险提示：

上述观点主要根据过去数据分析得出，可能因为后续产品结构升级低预期，降本增效低预期，行业竞争加剧等原因，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