

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：

3 月 31 日（星期一），国家统计局公布 3 月 PMI 制造业指数。

点评：

3 月中国制造业 PMI 为 50.5%，较上月回升 0.3 个百分点。其中，大型企业为 51.2%，较上月回落 1.3 个百分点；中型企业为 49.9%，较上月回升 0.7 个百分点；小型企业 3 月 PMI 为 49.6%，较上月大幅回升 3.3 个百分点，改善幅度最为明显。不同规模企业间的景气度分化有所收窄。

3 月生产指数为 52.6%，较上月回升 0.1 个百分点。从需求上看，3 月新订单为 51.8%，较上月回升 0.7 个百分点；而 3 月新出口订单为 49%，较上月回升 0.4 个百分点。可见，3 月 PMI 供需双方同时回升，而且需求回升的幅度要大于生产。

用新订单减去产成品库存来代表供需关系，3 月这一指数 3.8%，较上月回升 1 个百分点；以采购量与在手订单之差来代表企业生产积极性，3 月为 6.2%，较上月回升 0.1 个百分点，均处于两年来的最高水平。3 月采购量为 51.8%，较上月回落 0.3 个百分点，但仍处于 50% 以上的扩张区间。

3 月产成品库存指数为 48.0%，较上月回落 0.3 个百分点；而 3 月原材料库存指数为 48.2%，较上月回升 0.2 个百分点。而从 PMI 中产成品库存与在手订单之比看，这一代表库存销售比的指数，3 月为 1.05，与上月持平。从价格指数上看，3 月出厂价格指数为 47.9%，较上月回落 0.6 个百分点；主要原材料购进价格为 49.8%，较上月回落 1 个百分点。

3 月非制造业 PMI 指数为 50.8%，较上月回升 0.4 个百分点。其中，服务业为 50.3%，较上月回升 0.3 个百分点；而建筑业为 53.4%，较上月回升 0.7 个百分点，连续两月处于 50% 以上的扩张区间。而 3 月综合 PMI 产出指数为 51.4%，较上月回升 0.3 个百分点。

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：

广合科技和圣泉集团公布了一季度季报，其中广合科技主要从事服务器 PCB 板，预告 2025 年第一季度归母净利润 2.2 亿元至 2.6 亿元，同比增长 51.63%至 79.20%。业绩增长驱动因素传统服务器升级叠加 AI 服务器高景气度延续，市场对高层数、高精度 PCB 需求持续增长。2024 年全年，广合科技营业收入 37.3 亿，同比增长 39%，扣非后净利润 6.8 亿元，同比增长 56%。圣泉集团主要生产铸造用呋喃树脂，高频高速覆铜板用树脂，预告 2025 年第一季度归母净利润预计 2 亿元至 2.15 亿元，同比增长 45.58%至 56.49%，业绩增长驱动因素 AI 算力、高频通信及半导体封装推动公司高价值量产品订单大幅增加，产能满产满销。结合胜宏科技，主要供应英伟达、HP 等服务器用 PCB，2025 年第一季度业绩预告净利润中值为 8.8 亿，同比增长 3.2 倍，PCB 高层板和 HDI 板的行业景气度非常高，目前广合科技市值 210 亿，静态 PE 为 32 倍。圣泉集团市值 240 亿，静态 PE 为 29 倍。

群智咨询发布调研数据显示，2025 年第一季度全球主要晶圆厂平均产能利用率约 84%，同比增长约 9 个百分点，环比增长约 1 个百分点。群智咨询预计，2025 年第二季度起各主要晶圆代工厂平均产能利用率将保持约 1 个百分点的环比增长率。结合中芯国际披露的 2025 年一季度的业绩指引为，收入环比增长 6%至 8%，毛利率介于 19%至 21%的范围内，台积电预计 2025 年第一季度营收区间为 250 亿-258 亿美元，同比增速超 40%来看，国内外半导体代工厂的产能利用在持续改善，说明半导体的下游需求较好，因此我们持续看好半导体产业公司业绩的增长。

3 月 31 日住建部发布《住宅项目规范》国家标准，要求 5 月 1 日起施行。规定新建住宅建筑层高不低于 3 米，4 层及以上住宅设置电梯；提高了墙体和楼板隔声性能要求。提高了户门、卫生间门的通行净宽，提高了阳台等临空处栏杆高度的要求。结合今年一季度国务院发文要加大老旧小区改造的力度并纳入政策资金支持范围，其中政策要求 2000 年前建成的小区全部纳入改造范围。我们认为上述政策将对改善电梯行业的需求。以前老旧小区加装电梯政策实际实行过程中已证明难以推进，那么结合老旧小区统一改造和 4 层及以上住宅设置电梯，大概率会改善电梯的安装难度。

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：

嘉益股份：

公司全年实现总营业收入 886.75 亿元，较去年同比减少 10.09%。公司权益股东应占利润为 1.05 亿元，同比下降幅度高达 97.83%。

从整体业绩看，蒙牛全年实现总营业收入 886.75 亿元，同比减少 10.52%，这一营收表现与国内消费大环境密切相关。2024 年，国内消费增速总体放缓，消费者信心指数在低位徘徊，部分食品价格下行，整个消费市场需求

较为疲软。在这样的背景下，蒙牛的营收下滑在一定程度上也符合行业的普遍趋势。而净利润方面，更是大幅缩水，仅实现净利润 1.05 亿元，同比减少 97.83%。这一净利润的急剧下降，主要源于子公司贝拉米和联营公司现代牧业的巨额商誉减值亏损。蒙牛对贝拉米计提的减值及相关财务调整，综合对业绩影响为 39.81 亿元；而现代牧业的亏损致使蒙牛相应录得应占亏损 8.27 亿元，这两笔巨额减值严重侵蚀了利润空间，使得利润数据极不乐观。

聚焦到核心业务，蒙牛主打的液体奶领域竞争形势严峻。2024 年，蒙牛液体奶营业收入从 2023 年的 820.71 亿元降到 730.66 亿元，金额下降 90.05 亿元，降幅高达 11%。在液体奶市场中，伊利占据着最高的市场份额，并且伊利对液体奶业务的依赖程度低于蒙牛。尽管整个液体奶市场竞争激烈，伊利的营收增速也面临压力，但蒙牛在该领域受到的冲击更为明显。不过，值得注意的是，蒙牛各业务板块虽营收普遍下跌，但其业务毛利率却在提升。2024 年，蒙牛的毛利率达到 39.6%，经营利润增长 17.6%，经营业务净利润达到了 72.57 亿元。这主要得益于原奶价格降低，蒙牛得以控制原材料成本，并且通过精细化的成本管控措施，优化了内部运营流程，提高了整体运营效率，从而在毛利率和经营利润上取得了较好的成绩，展现出了较强的盈利能力。

蒙牛当下对贝拉米及现代牧业的商誉等计提大额减值准备，从长远来看不失为一件好事。若未来能够成功剥离这部分不良资产或改善其经营状况，蒙牛有望实现“刮骨疗伤”式的蜕变。届时，尽管营收增长可能仍面临挑战，但核心业务基本盘预计能够保持稳定，凭借其在成本控制和运营效率提升方面积累的优势，赚钱能力依然能够得到保障。在行业竞争日益激烈、消费环境复杂多变的当下，蒙牛若能进一步聚焦核心业务，加大创新投入，拓展新的市场增长点，同时有效管控成本和费用，将有助于其在未来的市场竞争中逐步恢复元气，重回增长轨道。助“一体两翼”战略把握市场机遇，蒙牛仍有望在竞争激烈的乳制品市场中恢复增长，提升盈利水平。

风险提示：

行业竞争加剧；原奶价格上涨超预期；食品安全风险。

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