

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、宏观经济组：

事件：

3 月 25 日（星期二）财政部公布 1-2 月财政收支数据。

点评：

1-2 月全国一般公共预算收入同比为-1.6%，较去年回落 2.9 个百分点，其中中央回落 6.7 个百分点至-5.8%，地方回升 0.3 个百分点至 2.0%；而支出同比为 3.4%，较去年回落 0.2 个百分点，其中中央回升 2.1 个百分点至 8.6%，地方回落 0.5 个百分点至 2.7%。

政府性基金收入 1-2 月同比为-10.7%，较去年回升 1.5 个百分点，其中地方国有土地使用权出让收入同比为-15.7%，较去年回升 0.3 个百分点；政府性基金支出增速为 1.2%，较去年回升 1 个百分点。

可见，今年前 2 个月，在更加积极财政政策的背景下，财政收入增速仍显著低于财政支出增速，且中央支出增速显著高于地方；地方政府财政收入有所改善，地方国有土地使用权出让收入同比增速也有所回升。

从税收收入看，2025 年 1-2 月全国税收收入增速为-3.9%，较去年回落 0.5 个百分点。其中，证券印花税收入增速最高为 58.9%，而去年为-29.1%；其次是个人所得税收入增速为 26.7%，而去年为-1.7%；国内增值税同比增速为 1.1%排名第三，而去年为-3.8%；第四为国内消费税同比增速为 0.3%，而去年为 2.6%。其它税收收入增速均为负值：其中企业所得税为-10.4%，去年为-0.5%；反映房市的土地增值税为-22.1%，而去年为-8.0%；而反映车市的车辆购置税为-32.5%，而去年为-9.4%；反映出口的外贸企业出口退税收入增速为-16.9%，而去年为-12.6%。

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：

沪电股份公布 2024 年年报，2024 年营业收入 133.42 亿元，同比增长 49.26%；归母净利润 25.87 亿元，同比增长 71.05%；扣非净利润 25.46 亿元，同比增长 80.8%。企业通讯市场板收入 100.93 亿元，同比增长 71.94%，毛利率提升 4.09 个百分点至 38.35%。AI 服务器与高性能计算相关 PCB 产品收入同比增长 140%，高速网络交换机与路由设备下半年环比增长超 90%，汽车板业务收入 24.08 亿元，同比增长 11.61%，但因价格竞争和原材料波动，毛利率下降 1.20 个百分点至 24.45%。

在近期的机构调研中，京东方透露，LCD 行业平均稼动率自去年 11 月开始回升，今年以来上升态势得到延续，并保持 80% 以上。LCD TV 主流尺寸面板价格自 2025 年 1 月起全面上涨，3 月预计将延续上涨态势。目前 65 寸面板相对于 2024 年 Q3 平均 172 美元/片的价格上涨了约 2%。由于韩国厂商推出，目前 LCD 市场集中度提升，国内厂商话语权增加，叠加产线完成折旧、以及家电的国补政策等，LCD 产业链的景气度大概率迎来向上拐点。近期资本市场对科技的投资热度下降，转而关注有涨价趋势的板块，如最近一周涨幅靠前的有色金属板块，和最近两日的化工涨价概念。因此从 2024 年 9 月以来涨幅明显弱于中证 1000 指数的面板制造板块在产能利用率提升和价格上涨的双重推动下，大概率也会有较好的表现。

三大运营商截至昨日公布完 2024 年年报，云业务收入总体保持约 20% 的高增长，远高于其总营业收入 4% 左右的增长。其中中国电信 2024 年云业务收入 1,139 亿元，同比增长 17.1%。中国移动的移动云业务收入 1,004 亿元，同比增长 20.4%。中国联通的联通云业务收入 686 亿元，同比增长 17.1%。从三大运营商的资本开支看，2025 年总体保持稳定略有下滑，不过对云计算的资本项目投资仍会保持 30% 以上高增长，其中中国电信 2025 年的算力投资初步计划同比增长 22%，且不设投资总额上限。中国移动 2025 年算力投资初步计划 373 亿元，占资本支出计划的 25%，同比翻倍增长，不对推理的算力需求投资设总额上限。中国联通算力投资初步计划同比增长 28%，且设专项预算支持 AI 基建。由此 2025 年国内算力投资基本会保持 30% 以上增长，将有利于上下游产业链的行业景气度提升。

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：

应对透支：从“政策刺激”到“内生增长”

从历史政策实践看，我国商品消费补贴存在显著的需求前置效应。以 2007-2013 年家电下乡和以旧换新政策为例，虽短期拉动农村家电消费增长 27%、城镇耐用品支出提升 19%，但政策退出后 3 年内，农村家电消费占比出现逐步滑坡，城镇耐用品消费边际增速也出现下降，印证了低频大件消费补贴对跨期总需求的平滑作用有限。这种透支效应本质是将未来 3-5 年的存量需求集中释放，与我国当前汽车、家电以旧换新政策面临的周期规律具有相似性，预计 2025 年下半年或现边际效应递减。

我国居民消费结构存在显著的服务消费短板。较 8 大经济体均值而言，我国服务消费占 GDP 比重更低，这其中商品消费率差距的仅为消费服务差距的一半左右。这种结构失衡制约了消费对经济的持续拉动作用：服务消费的就业弹性系数更高，且边际效用递减周期较长，远优于耐用品的更新周期。国际经验表明，日本 1980-2023 年消费

率提升 2 个百分点，全部由服务消费贡献（+6.2pct），商品消费率反降 4.1pct，也验证了服务消费的增长韧性。当前地方政府已开展服务消费补贴试点，但存在明显的区域分化与效率瓶颈。

服务消费涵盖诸如旅游、餐饮、文化娱乐、教育培训、医疗保健等众多领域。消费者对服务的需求并非一次性满足，而是随着生活品质提升、社交需求变化以及精神追求丰富等因素，呈现出持续且多元的状态。以旅游为例，消费者可能在不同季节、为不同目的，前往不同地点旅游，这种需求的反复性使得服务消费受单一政策短期影响较小。即便在某一阶段因政策刺激出现消费高峰，后续也不会像实物消费那样陷入长时间的需求枯竭，需求退坡风险显著更低。

从对就业和收入问题的解决效能来看，服务消费刺激政策相较于制造业更具优势。制造业生产过程中，随着技术革新与自动化程度提高，资本密集型特征愈发明显，新增就业岗位相对有限，且对劳动力技能要求较高，难以广泛吸纳不同层次的就业人群。而服务消费领域，多数行业属于劳动密集型。以餐饮行业为例，从餐厅服务员、厨师到外卖配送员，再到前端的食材采购、后端的清洁维护等环节，可创造大量不同技能要求的就业岗位。大量就业岗位的产生直接带动从业者收入提升，收入增加又进一步刺激消费，形成消费与收入的正向循环，有力推动消费循环的重建，从底层夯实经济内循环的基础，为经济的可持续发展注入源源不断的动力。

风险提示：

上述观点主要根据过去数据分析得出，可能因为后续政策变化、实施方式、实施效果，而出现最终结果于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