

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 12 日（星期三），美国劳工部统计局公布 2 月 CPI 数据；3 月 13 日（星期四）公布 PPI 数据。

点评：

2 月美国未季调 CPI 同比为 2.8%，预期 2.9%，前值（1 月）为 3%；季调后 CPI 环比为 0.2%，预期为 0.3%，前值为 0.5%。

从 2 月核心 CPI 来看，未季调同比为 3.1%，预期为 3.2%，前值为 3.3%；季调后核心环比为 0.2%，预期为 0.3%，前值为 0.4%。

2 月美国 CPI 未季调环比为 0.4%，前值为 0.7%；未季调核心 CPI 环比为 0.4%，前值为 0.6%。从结构上看，各分项 12 月与 11 月相比是“二升一平五降”：食品与饮料环比由 1 月 0.6% 下滑至 2 月 0.2%，交通运输由 1 月 1.0% 下滑至 2 月 0.2%（能源由 1 月 1.9% 下滑至 1.0%），医疗保健由 0.5% 下降至 0.2%，娱乐由 1.2% 下降为 0.5%，权重最大的住宅由 0.6% 下滑至 0.4%；教育与通信 2 月为 0.3% 与上月持平；而服装环比由 1 月 0.7% 上升至 3.4%；而其它商品和服务由 -0.1% 上升至 0.9%。

另外，3 月 13 日美国劳工部公布，美国 2025 年 2 月 PPI 同比升 3.2%，预期升 3.3%，前值从升 3.5% 修正至升 3.7%；PPI 环比持平，预期升 0.3%，前值从升 0.4% 修正至升 0.6%。2 月核心 PPI 同比升 3.4%，预期升 3.5%，前值从升 3.6% 修正为升 3.8%；核心 PPI 环比为 -0.1%，预期升 0.3%，前值从升 0.3% 修正至升 0.5%。

可见，美国 2 月物价数据全面低于预期，但随着特朗普掀起的全球性贸易战的开启，美国经济将承受衰退风险，通胀数据将逐步走高。2 月物价数据公布后，据 CME “美联储观察”，市场预期美联储将在 6 月重启降息。而美联储 3 月降息 25 个基点的概率为 2.0%；5 月降息 25 个基点的概率为 17.6%。

美国 PPI 数据公布后，美元指数短线下挫约 15 点。现货黄金短线走高，隔夜涨 1.89% 报 2989 美元/盎司创出历史新高；白银涨 1.9% 收报 33.85 美元/盎司。美国 10 年期国债收益率最新上升 0.58 个基点，达到 4.278%；两年期美国国债收益率上涨 0.41 个基点，达到 3.959%。美股持续走低，三大股指均跌超 1%。其中，道指跌 1.3%，标普 500 指数跌 1.39%，纳指跌 1.89%。

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：

华峰测控公布了 2024 年年报，2024 年全年营业收入达 9.05 亿元，同比增长 31.05%；归母净利润 3.34 亿元，同比增长 32.69%，扣非净利润 3.4 亿元，同比增长 34.35%。第四季度单季度收入 2.84 亿元，同比增长 65.1%，净利润 1.2 亿元，同比增涨 121.3%。全年毛利率 73.3%，比 2023 年提升 0.8 个百分点。2024 年半导体行业进入复苏周期，全球半导体销售额同比增行 19%，中国市场销售额增长 20.1%，带动封测领域需求回升。华峰测控在模拟测试机领域国内市占率超 50%，因此受益明显。目前公司的主力机型 STS8300 机型出货量同比大幅提升，STS8600 机型验证进展顺利。从封测厂扩产情况看，2024 年 9 月底，国内 10 家上市公司扩产比例大约在 27%，因此会继续带动公司业绩增长。

3 月 14 日 COMEX 黄金期货收涨 1.85%，报 3001.3 美元/盎司，创了历史新高。COMEX 白银期货收涨 2.21%，报 34.49 美元/盎司。除了黄金和白银等贵金属价格上涨外，2025 年一季度全球铜均价也有约 10% 的上涨。小金属方面，国际锑价同比上涨 135.4%，钴价年内同比上涨 9.88%，金属铬价格上涨约 5%。稀土价格也从 2024 年 7 月后持续上涨约 14%。近日，受刚果战乱对钴价影响类似，当地占全球锡矿供应约 10% 的地区也受到战乱波及，带动锡价上涨，因此有色金属产品价格出现了比较大面积的上涨，一方面反应了事件冲击，但更多能体现经济出现复苏的势头，有利于国内有色金属公司业绩的改善。从价格持续性看，金价、铜价和稀土价格的基本面支撑较强，因此我们看好稀土产业链，和以紫金矿业为代表的铜金产业链公司的 2025 年业绩持续增长的机会。

禾望电气公布了 2024 年年报，主要从事风电变流器的业务。2024 年实现营业总收入 37.33 亿元，同比微降 0.50%；净利润 4.41 亿元，同比下降 12.28%。扣非净利润 3.97 亿元，同比减少 5.76%。第四季度单季度营业收入 14.2 亿元，同比增长 25.1%，净利润 1.88 亿元，同比增长 85.9%。全年毛利率 37.9%，比 2023 年提升 2.1 个百分点。相对全年业绩改善明显。验证风电行业业绩的反转趋势。由于 2024 年国内风电招标量远高于安装量，且招标量主要体现在 2024 年下半年，因此公司 2025 年业绩大概率维持持续改善的趋势。

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：

华利集团 2024 业绩快报

从业绩快报数据来看，2024 年公司实现营业总收入 240.1 亿元，同比增长 19%；归母净利润 38.4 亿元，同比增长 20%，营收和净利润均实现了较为可观的增长，彰显了公司良好的经营态势。

在当前的运动鞋市场环境中，跑鞋领域热度颇高。我国运动市场潜力巨大，国产品牌如李宁、安踏、特步纷纷抢占跑鞋市场，国际品牌 Nike、Adidas 也加大了对跑步业务的投资。与此同时，鞋服品类呈现出收缩供应商数量、订单向核心供应商集中的趋势。华利集团作为全球为数不多年出货量超过 2 亿双的运动鞋代工厂商，其稀缺性十分显著。

横向对比其他代工厂商，华利集团在净利率方面优势明显，呈现稳中有升的趋势，从 2019 年的 12.01% 提升至 2023 年的 15.91%，远超行业平均。在客户结构上，华利集团也更为均衡。2023 年前五大客户销售额占比为 82%，贡献最大的 Nike 仅占 38%，而其他代工巨头的大客户占比都非常集中。这种相对均衡的客户结构有助于降低公司对单一客户的依赖，增强抗风险能力。

在新客户拓展方面，华利集团表现卓越，是同行中少有的有新增客户的代工厂商。目前公司已为新客户 Adidas 陆续投产热销的 Samba 鞋款，并与 Asics、On、Reebok 等高单价跑鞋品牌展开合作。国际大品牌对供应商要求严苛，起初只会发放少量订单，只有达成各项指标后才会纳入供应商体系，所以订单往往集中在少数代工厂巨头手中。华利集团凭借自身实力赢得了新客户的认可，使得其 ASP（平均销售单价）稳步上升，2024 年前三季度 ASP 增长至 107 元/双，同期销量达到 1.63 亿双，同比大幅增长 20.36%。此外，公司产能集中，规模效应更强，2023 年人均生产双数为 1276 双，大幅领先同行。

从行业整体发展来看，自 2022 年起，运动鞋制造行业面临海外品牌龙头去库存的压力，直到 2023 年第四季度去库存结束，品牌方采购才逐渐回暖。目前行业下游进入补库存周期，华利集团迅速响应，提升产能。2024 年公司已有 3 个成品鞋工厂和 1 个鞋材工厂投产，其中印尼工厂预计产能 5000-6000 万双/年。并且公司的税率稳定，即便老工厂不再享有 10% 的税率优惠，新工厂又能享受自获利起 4 年的免税优惠期，这有助于降低成本，提高盈利能力。

展望 2025 年，新订单将成为公司主要的增长点。与 Adidas 的合作从 2024 年 9 月开始量产出货，预计 2025 年合作订单将快速放量。根据目前的合作进度推测，On、New Balance 的订单也有望实现放量。可以预见，华利集团 2025 年的订单将较为充沛，为公司持续增长提供有力支撑。

风险提示：

下游需求及库存波动风险；产能扩张及改造不及预期风险；外汇波动风险。

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