

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：

2 月 12/13 日（星期三/四），美国劳工部统计局公布 1 月 CPI/PPI 数据

点评：

1 月美国未季调 CPI 同比为 3.0%，是 2024 年 6 月以来的最大增幅，预期 2.9%，前值（去年 12 月）为 2.9%；季调后 CPI 环比为 0.5%，是 2023 年 9 月以来的最大增幅，预期为 0.3%，前值为 0.4%。

从 1 月核心 CPI 来看，未季调同比为 3.3%，预期为 3.1%，前值为 3.2%；季调后核心环比为 0.4%，预期为 0.3%，前值为 0.2%。

1 月美国 CPI 未季调环比为 0.7%，前值为 0.0%；未季调核心 CPI 环比为 0.6%，前值为 0.0%。从结构上看，各分项 1 月与去年 12 月相比是全部上涨：食品与饮料环比由上月 0.2% 上升至 1 月 0.6%，能源由上月 -1.0% 上升至 1.9%，反映在交通运输上由上月 -0.3% 上升至 1 月 1.0%，教育与通信 -0.1% 上升至 0.3%，服装环比由 -1.7% 上升至 0.9%；医疗保健由 0.1% 上升至 0.5%，娱乐由 0.0% 上升至 1.2%，其它商品和服务由 0.2% 上升至 1.2%，权重最大的住宅由上月 0.2% 上升至 0.6%。

可见，1 月美国 CPI 数据全面高于预期。CPI 数据公布后，美元指数短线跳涨 40 个基点至 108.44，隔夜后回落至 108.01 收盘。10 年期美债收益率涨幅较大，涨 12.4 个 BP 至 4.619%；2 年期美债涨 7.6 个 BP 至 4.349%。美股三大股指期货短线跳水，隔夜收回：纳指涨 0.03%，标普 500 指数跌 0.27%，道指跌 0.50%。贵金属也是先跌后涨，现货黄金涨 0.23% 报 2903.9 美元/盎司，白银涨 1.2% 至 32.21 美元/盎司。

2 月 13 日，美国劳工部统计局公布的数据显示，美国 1 月 PPI 同比升 3.5%，预期升 3.2%，前值从升 3.3% 修正为升 3.5%；1 月 PPI 环比升 0.4%，预期升 0.3%，前值从升 0.2% 修正为升 0.5%。1 月核心 PPI 同比升 3.6%，预期升 3.3%，前值从升 3.5% 修正为升 3.7%；1 月核心 PPI 环比升 0.3%，预期升 0.3%，前值从持平修正为升 0.4%。

1 月 PPI 数据稳健上升，创 2023 年 2 月以来新高，进一步证明通胀再度抬头，并强化了金融市场对美联储在今年下半年之前不会降息的看法。此前周三公布的数据显

示，1月CPI创下近一年半以来最大升幅，令美联储6月再度降息的希望变得渺茫。金融市场目前预计9月份将降息，但这仍将决定于今后美国劳动力市场和物价数据的变化。

从市场反映看，由于PPI数据中金融与服务价格表现疲软，市场预期美联储最关心的核心PCE升幅将远低于CPI，市场预期核心PCE环比升0.3%，同比由2.8%降到2.6%。因而，隔夜美元大幅回落至107.05左右；美股上涨：道指涨0.77%，纳指涨1.5%、标普500涨1.04%；10年期美债跌10个基点至4.52%。

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：

华虹半导体公布2024年第四季度业绩，四季度销售收入5.392亿美元，同比增长18.4%，环比增长2.4%，接近公司2024年三季度报告发布的指引上限。四季度毛利率11.4%，环比下降0.8个百分点，同比上升7.4个百分点，主要得益于工艺升级和成本控制。四季度毛利率水平处于业绩指引的区间下限。和中芯国际的毛利率趋势对比，可以很明显看到成熟制程的价格压力。主要是工业、分立器件的需求还没有显著复苏。华虹四季度产能利用率103.2%，全年平均产能利用率接近100%，显示下游客户对公司制程的仍可，在有压力的情况下仍优先选择公司产线代工。分工艺看，55nm/65nm工艺节点收入同比大增111.8%，主要是端侧AI创新将推动手机、汽车等终端需求复苏，带来对MCU、电源管理等产品需求增长显著。目前公司90nm~40nm制程收入占比已接近44%。这一国内偏先进制程的收入高增长趋势和中芯国际的业绩表现一致，显示国内半导体产品设计的性能在加速提升。2025年中，公司无锡二期会投产，预计增长4万片12寸产能，相对于当前的12寸产能增长40%。无锡二期规划产能8.5万片，相对公司当前的产能可增长70%以上。因此公司长期的收入和ASP增长确定性较高。

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：

事件点评：京东外卖对美团的影响

流量层面：京东外卖在流量上难以对美团构成威胁。数据显示，美团在本地生活服务特别是外卖领域拥有极高的用户渗透率。美团长期专注于外卖业务，用户已经形成了打开美团消费外卖的习惯，其在外卖市场的高渗透率反映出用户对平台的高度认可和依赖。相比之下，京东App虽然拥有庞大的用户基数，但其用户主要具有较强的电商心智，近场零售和外卖的渗透率极低。这意味着京东复用自身流量来发展外卖业务的效率有限。从组织架构和流量入口位置可知，京东外卖在京东集团业务体系中处于辅助地位，获得的集团资源有限；而美团以

本地生活服务尤其是外卖为核心业务，资源投入集中。所以京东外卖在流量获取和转化上与美团具有一定差距，无法对美团现有流量造成实质性威胁。

运营能力层面：京东外卖当下的运营能力难以挑战美团。外卖业务需要蜂窝级运营能力，而京东此前积累的是城市级仓配和全国级前端运营能力，这种能力直接应用于外卖业务的难度较大。现有的京东到家业务在本地生活服务领域的用户渗透率远低于美团，这反映出其在本地生活服务领域的运营能力尚未完全建立。美团则通过长期的外卖业务实践，建立了成熟的蜂窝级运营体系，能高效调配骑手、管理商家和满足用户需求，运营优势显著。

业务盈利层面：短期内京东外卖对美团盈利影响较小。从短期来看，早期京东外卖能够吸引到的头部连锁商家自带流量，但美团在外卖市场极高的货币化渗透率说明其盈利模式成熟且稳定。头部连锁商家的流失对美团外卖货币化率和利润影响不大，美团短期内无需大幅调整盈利策略应对。从长期看，则取决于京东外卖能否解决履约时效、用户心智等关键问题，如果商家在该平台难以获得足够订单，就会弱化投入和运营。

总体而言，美团在外卖市场凭借深厚的流量基础、成熟的运营能力和稳定的盈利模式，具有较强的竞争壁垒，京东外卖在目前情况下较难对美团的市场地位和业务盈利造成重大冲击。

风险提示：

政策风险，新进入者竞争加剧等市场风险，招商不及预期风险，宏观经济系统性风险等。

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