晨会纪要

第一创业证券研究所

分析师：刘笑瑜

证书编号：S1080525070001

电话：0755-23838239

邮箱：liuxiaoyu@fcsc.com

核心观点：

一、宏观经济组

事件：

5 月 14 日 17 点中国人民银行公布 4 月中国金融数据。

评论：

从存量上看，4 月 M2 同比为 8.6%，Wind 预期为 8.4%，前值 3 月为 8.5%；M1 同比为 5.0%，Wind 预期为 5.0%，前值为 5.1%；M1 与 M2 之差为-3.6%，较上月回落 0.2 个百分点，表明资金流动速度有所下滑。4 月社融同比为 7.8%，Wind 预期为 7.9%，前值为 7.9%；社融与 M2 之差为-0.8%，较上月回落 0.2 个百分点，表现资金需求相对于资金供给增速略有回落。

从增量上看，4 月社融增量为 6245 亿元，Wind 预期为 1.43 万亿元，前值为 5.23 万亿元。与去年同期相比，同比少增 5354 亿元；其中贷款减 4890 亿元，政府债券减 688 亿，企业债券增 2180 亿元，非标减 2823 亿元。

4 月银行信贷增量为-100 亿元，历史上第二次出现负值，上次是 2025 年 7 月为-500 亿元，Wind 预期为 4678 亿元，前值为 2.99 万亿元。与去年同期相比，同比减 2900 亿元，其中居民减 2653 亿元：中长期减 2177 亿元，短期减 443 亿元；企业减 2200 亿元：中长期减 6600 亿元，短期增 200 亿元，票据增 4088 亿元；非银增 111 亿元。

4 月银行存款增量为 2700 亿元，前值为 4.47 万亿元。与去年同期相比，同比增 7100 亿元，其中居民减 5500 亿元，企业增 797 亿元，财政存款增 3684 亿元，非银增 8990 亿元。随着利率的走低和股市活跃，存款脱媒化趋势明显。

可见，4 月中国金融数据中，社融增量体现在企业债券上，信贷增量主要体现在企业票据上，显示对资金的有效需求仍较弱，存量中只有 M2 增速超过预期，表明资金供应较为充实，资金成本处于历史低位。4 月份企业新发放贷款加权平均利率约为 3.1%，较上年同期低约 20 个基点；个人住房新发放贷款加权平均利率约为 3.1%，较上年同期低约 6 个基点。

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、销售不及预期等变化，而不如预期的可能。

二、产业综合组

近日 SMM 的印尼 CIF 硫磺周度报价从上周的 990-1050 美元/吨跃升至 1100-1250 美元/吨，部分卖方喊价已至 1250-1300 美元，总体看国内硫磺的价格已经创出近几年的新高。按目前的最新价，相对 2025 年的均价涨幅超过 180%。中国是全球最大硫磺进口国，2025 年进口依赖度约 45%，其中 56%来自中东，因此在当前海峡的原油运输持续受限的情况下，硫磺价格将持续高位甚至继续创新高。由此我们看好国内硫铁矿相关上市公司的业绩持续增长。

美国商务部也于昨日批准向阿里巴巴、腾讯、字节跳动、京东、联想和富士康等 10 家中国公司出口英伟达性能第二强的 H200 芯片。据知情人士透露，每个买家最多可购买 75000 颗芯片。联想、富士康则承担算力“搬运工”和“组装者”角色，负责芯片分销与服务器制造。同时从昨日很多自媒体披露的视频看，参与中美会晤的美国工商业企业家对本次会谈持乐观态度，因此国内批准上述交易的概率较高，将有利于英伟达产业链的公司的业绩改善。

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、销售不及预期等变化，而不如预期的可能。

三、消费组

敷尔佳 2026 年 Q1 单季度收入 5.48 亿元，同比增长 82%，归母净利润 1.72 亿元，同比增长 88%，扣非净利润翻倍至 1.05 亿元。业绩高增主要受去年同期线下渠道调整导致基数低，以及本期线上线下渠道恢复、高效运营和产品创新推动。线下渠道全面恢复，收入同比增长 98%，OTC 渠道增速 147%，但整体渗透率仍低；线上渠道收入同比增长 78%，各平台均表现亮眼，精细化运营和团队扩张提升了投放效率。产品端，新品“方胖子”湿敷棉系列单季收入约 7000 万元，乳糖酸和清痘次抛产品亦快速放量，非贴片类产品占比提升至 30%，产品结构更趋多元化。医美管线稳步推进，重组胶原蛋白水光针已进入注册申报阶段，为长期增量提供潜力。

拉芳家化 2026 年 Q1 单季度营收 2.23 亿元，同比增长 6%，归母净利润 2146 万元，同比增长 64%，扣非净利润 2214 万元，同比增长 87%，标志着盈利能力显著修复。业绩改善主要得益于线上渠道转型战略见效，尤其是抖音平台收入成为核心增长引擎，同时成本和费用保持稳定，运营效率和利润弹性显著提升，公司已走出 2025 年电商加大投入导致的利润低谷。线下业务保持稳健，为现金流和基本盘提供支撑。未来，主业修复逻辑继续验证，线上盈利拐点稳固，而参股胶原蛋白医美业务的“械三证”获批进展仍是潜在的第二增长曲线，可能带来新一轮利润弹性和市场价值重估。整体来看，公司核心业务稳健复苏、线上转型效果显现，赛道景气度在主业和医美布局的双驱动下有望保持上行。

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、销售不及预期等变化，而不如预期的可能。

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