

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

晨会纪要

核心观点：

一、宏观经济组：

事件：

9 月 12 日 17 点中国人民银行公布 8 月中国金融数据。

评论：

从存量上看，8 月 M2 同比为 8.8%，是 2023 年 12 月以来的新高，Wind 预期为 8.7%，前值（7 月）为 8.8%；M1 同比为 6.0%，是 2023 年 1 月以来的新高，Wind 预期为 5.9%，前值为 5.6%；M1 与 M2 之差为 -2.8%，是 2021 年 5 月以来的新高，较上月回升 0.4 个百分点，表明资金流动速度大幅度加快。8 月社融同比为 8.8%，Wind 预期为 8.7%，前值为 9.0%；社融与 M2 之差为 0.0%，较前值回落 0.2 个百分点，表现资金需求增速低于资金供给。

从增量上看，8 月社融增量为 2.57 万亿元，预期为 2.49 万亿元，前值为 1.13 万亿元。与去年同期相比，同比减少 4630 亿元；其中政府债券减 2519 亿，企业债券减 360 亿元，贷款减 4178 亿元，只有非标增 998 亿元。

8 月银行信贷增量为 5900 亿元，Wind 预期为 5814 亿，前值为 -500 亿。与去年同期相比，同比减 3100 亿元，其中居民减 1597 亿元：中长期减 1000 亿元，短期减 611 亿元；企业减 2500 亿元：中长期减 200 亿元，短期增 2600 亿元，票据减 4920 亿元，非银增 225 亿元。

8 月银行存款增量为 2.06 万亿元，前值为 5000 亿元。与去年同期相比，同比减少 1600 亿元，其中居民减 6000 亿元，企业减 503 亿元，非银增 5500 亿，财政存款减 3687 亿元。

总之，从存量上看，8 月 M2 和 M1 同比均高于预期 0.1 个百分点，M1 同比回升幅度较大（0.4 个百分点），M2 与上月持平，M2 与 M1 的“剪刀差”大幅缩小，创四年来新低；从增量上看，数据远不如存量，从同比增量上看，社融主要表现在非标上，银行信贷增量主要表现在企业短期贷款和非银上，从存款上看非银继续大幅增加，显示存款脱媒现象明显，是居民投资风险偏好上升的体现。

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：

9月14日，中美双方在西班牙马德里就有关经贸问题举行会谈。在会谈前，美国宣布对上海复旦、从事高速网络芯片涉及的楠菲微电子和从事工业仿真软件的索辰信息科技等多家公司进行制裁。由于对上海复旦的制裁被标注了脚注4，涉及了高性能计算和AI领域，因此可能会引发外资对该公司股票抛售，从而不利于短期的股价走势。作为应对，周末中国宣布对美国的部分模拟芯片等进行反倾销调查，我们认为这对中国的模拟芯片厂商构成利好。因为全球模拟芯片已经连续两个季度进入复苏，TI等厂商也已经开始涨价，国内模拟芯片行业的盈利能力有所恢复。在行业复苏的前提下，如果占国内市场主要份额的美国模拟芯片厂商被反倾销成立，则国内模拟芯片行业的竞争环境会进一步改善。

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、先进制造组：

一、8月，我国动力和其他电池销量为134.5GWh，环比增长5.7%，同比增长45.6%。8月，我国动力电池装车量62.5GWh，环比增长11.9%，同比增长32.4%。其中三元电池装车量10.9GWh，占总装车量17.5%，环比下降0.1%，同比下降10.0%；磷酸铁锂电池装车量51.6GWh，占总装车量82.5%，环比增长14.8%，同比增长47.3%。动力电池销量保持较高增速，景气度较高。装车结构上，同比与环比增量几乎全部由磷酸铁锂电池贡献，三元锂电对总量增长的贡献为零或负值，显示在成本/安全/寿命综合考量下，磷酸铁锂电池仍是份额扩张的核心。电池装车增速显著高于电车销量增速，提示单车带电量、商用车权重对电池侧的景气度影响有放大效应。

二、国家发展改革委和国家能源局联合印发《新型储能规模化建设专项行动方案（2025—2027年）》，提出总体目标：2027年，新型储能基本实现规模化、市场化发展，技术创新水平和装备制造能力稳居全球前列。全国新型储能装机规模达到1.8亿千瓦以上，三年新增大于一亿千瓦，带动项目直接投资约2500亿元。按照2-4小时配置计算，三年新增200-400GWh能量侧需求，年均67-133GWh，对储能领域构成实质性的订单支撑。

三、工信部等八部门印发《汽车行业稳增长工作方案（2025—2026年）》，主要目标为：2025年，力争实现全年汽车销量3230万辆左右，同比增长约3%；其中新能源汽车销量1550万辆左右，同比增长约20%。方案提出，推进智能网联汽车准入和上路通行试点，有条件批准L3级车型生产准入。方案还提出，进一步规范汽车产业竞争秩序，加强成本调查和价格监测。该方案的结构性结果为：总量温和增长，结构继续向新能源与智能化倾斜，行业竞争从以价换量转向以技取胜；给智能驾驶与车路协同的产业链打开了更具确定性的政策窗口。

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。

四、消费组：

江南布衣（03306.HK）2025 财年实现总收入 55.48 亿元，同比增长 4.6%；纯利 8.98 亿元，同比增长 6.0%，股东应占溢利 8.93 亿元，同比增长 5.33%。收入增长主要依托线上渠道销售（同比+18.3%）及线下门店扩张的推动；净利润增速略高于收入增速，主要得益于管理费用的有效控制及所得税减少。业务板块呈现分化态势：成熟品牌 JNBY 实现收入 30.13 亿元，同比增长 2.3%，占总收入比重 54.3%，增长保持稳健但有所放缓，其中下半年增速仅 0.7%；成长品牌（速写、jnby by JNBY、LESS）合计收入 21.74 亿元，表现分化，速写收入 7.20 亿元，同比下降 4.6%，承压明显，LESS 收入 6.23 亿元，同比仅增 0.2%，增长乏力；新兴品牌（含 POMME DE TERRE 等）收入 3.61 亿元，同比大幅增长 107.4%，主要因并表 ON MY GAME 和 BLOCK HOME，剔除并表因素后增速仍超 70%，且新兴品牌店效达 695 万元，同比提升 51.6%，成为核心增长引擎。公司的会员体系的壁垒明显，零售额中会员贡献占比超 80%；活跃会员 56 万个，同比略有增加；高价值会员（年消费超 5000 元）达 33 万个，占活跃会员的六成左右，消费额 48.6 亿元，同比增长 8.2%，贡献线下渠道 60%以上的收入，显示公司零售额高度依赖高黏性、高客单的核心用户群体。

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。

五、债券研究组：

上周债市利率整体保持上行，首先是公募基金降费新规中对债基赎回费过高，市场担忧债基赎回，导致基金抛售明显。周中公布的通胀数据虽然整体比较弱，但 PPI 好转，反内卷政策效果初现，对债市也有一定利空。再加上股市调整后继续上涨，债市情绪整体悲观。周五债市稍有企稳，10 年国债在 1.8%左右。

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