

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 9 日早 9 点半国家统计局公布 8 月中国物价数据。

评论：

中国 8 月 CPI 同比为-0.4%，预期为-0.2%，前值（7 月）为 0.0%；核心 CPI 同比为 0.9%，创 24 年 2 月以来的新高，前值为 0.8%。8 月 CPI 环比为 0.0%，前值为 0.4%；核心 CPI 环比为 0.0%，前值为 0.4%。可见，核心 CPI 与 CPI 之间差距由 0.8 扩大到 1.3 个百分点，主要还是由于基数的原因。

8 月食品环比为 0.5%，前值为-0.2%，去年同期是 3.4%。其中，鲜菜环比上涨 8.5%，蛋类上涨 1.5%；而鲜果价格环比下跌 2.8%，水产品下跌 0.9%，猪肉下跌 0.5%。

8 月非食品环比为-0.1%，前值为 0.5%，去年同期是-0.3%。其中，医疗保健环比上涨 0.3%，其中医疗服务上涨 0.5%；而交通通讯环比下跌 0.3%，其中交通工具用燃料下跌 0.9%；教育文化娱乐环比下跌 0.1%，其中旅游下跌 0.6%；生活用品环比下跌 0.1%，其中家用器具上涨 1.1%；其它用品和服务以及居住环比持平。

8 月 PPI 同比为-2.9%，结束了今年 2 月以来的下跌趋势，预期为-2.9%，前值为-3.6%。8 月 PPI 环比为 0.0%，前值为-0.2%。其中，生活资料为-0.1%，前值为-0.2%；生产资料为-0.1%，前值为-0.2%。

PPI 中生产资料各分项及行业价格环比如下表：

产业链	8 月	7 月	代表行业	8 月	7 月
采掘（上游）	1.3	-0.2	石油和天然气开采业	-1.1	3.0
			煤炭开采和洗选业	2.8	-1.5
			黑色金属矿采选业	2.1	-1.1
			有色金属矿采选业	0.8	0.7
原材料（中游）	0.2	-0.1	石油、煤炭及其他燃料加工业	0.7	1.2
			化学原料及化学制品制造业	-0.1	-0.7
			化学纤维制造业	-0.6	-0.7
			黑色金属冶炼及压延加工业	1.9	-0.3
			有色金属冶炼及压延加工业	0.2	0.8
加工（下游）	0.0	-0.3	电力、热力的生产和供应业	0.1	-0.9
			橡胶和塑料制品业	-0.4	-0.4
			纺织业	0.1	-0.2
			纺织服装、服饰业	0.0	-0.1
			汽车制造业	-0.3	-0.3
			金属制品业	-0.2	-0.1

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：

美国甲骨文公司在第一财季业绩报告会上公布了达到 4550 亿美元“剩余履约义务”，并预计公司云基础设施业务在未来四年的收入将分别增长至 320 亿美元、730 亿美元、1140 亿美元和 1440 亿美元，远超市场预期，预计将对全球 AI 行业景气度的信心带来刺激。不过该订单金额主要是受益与 OpenAI 的巨额交易，没有改变目前全球的 AI 订单据大部分都是美国几大互联网巨头的资本开支支持的模式，同时实际模型性能的提升和下游 AI 应用模式的探索都还没有出现明确且显著受益的商业形式，因此我们认为 AI 产业链行情再度大幅上涨的概率不高。

2025 年 9 月 10 日《纽约时报》报道，特朗普政府正讨论对来自中国的药品实施严格限制，该命令大概率会要求美国药企从中国购买癌症、肥胖症、心脏病、克罗恩病等领域实验性药物权利的交易，必须接受美国外国投资委员会的“强制性审查”，同时要求 FDA 对中国患者的临床试验数据进行更严格审查并征收更高监管费用。除此外，前两日康方生物的伊沃西双抗在欧美的三期临床数据显著弱于国内的临床实验数据，引发了业界对中国人中有效的靶点是否同样对欧美人有效的担忧，因此结合国内创新药主要因为 BD 改善业绩而已经大幅上涨的情况，我们认为后续创新药行情大概率进入调整阶段。

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:

山东 110MW/220MWh 储能设备采购中标公布, 折合 0.527 - 0.539 元/Wh。这个中标价通常不包含 PCS、升压变、开关站、土建安装与并网接入费等。额定配置 110MW/220MWh, 属于 2h 系统, 适合调峰、配储消纳及部分现货套利型场景。220MWh 的 DC 侧设备价约 1.16-1.19 亿元。算上 PCS、主变/开关站/接入、EPC 安装调试的投资单价约为 0.86-1.14 元/Wh。设往返效率 88%, 寿命 10 年, WACC 为 8%; 固定运维 40 元/kW·年, 可变运维 5 元/MWh (放电侧)。据此可得不含购电成本的平准化储能成本: 1.0 次/日为 0.53 元/kWh, 1.5 次/日为 0.36 元/kWh。计入充电电价, 设 0.32-0.40 元/kWh, 则对应的盈亏平衡价格为: 1.0 次/日为 0.89-0.99 元/kWh, 1.5 次/日为 0.72-0.81 元/kWh。设含税价差为 0.6 元/kWh, 若能实现 1 次/日周转并叠加 0.15 - 0.25 元/kWh 的辅助服务收入, 动态回收期通常可压至 5 - 6 年。反之, 若仅靠峰谷套利, 且周转次数较少, 则项目 IRR 可能显著承压。

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:

唯品会于近期发布 2025 年 Q2 财报。报告期内公司实现营收 258 亿元, 同比下滑 4.1%。利润方面, Non - GAAP 净利润为 21 亿元, 同比下降 4.5%, 不过利润降幅小于营收降幅。公司毛利率稳定在 23.5%, 与上一季度环比持平, 这一数据体现出唯品会在成本控制方面取得了一定成效。在营收下滑的情况下, 通过优化供应链管理、降低采购成本以及提升运营效率等手段, 有效维持了毛利率水平, 保障了盈利能力。

GMV 逆势增长 1.7%, 达到 514 亿元, 这是近五个季度以来首次实现转正, 标志着平台交易活跃度出现明显回升。在用户层面, SVIP 活跃用户同比增长 15%, 并且已连续两个季度实现双位数增长 (Q1 为+18%)。SVIP 用户作为平台的高价值客户群体, 其数量的稳定增长对唯品会意义重大。唯品会通过不断丰富 SVIP 会员权益, 如引入更多奢侈品牌和国际大牌以深度折扣专供 SVIP 用户, 像第二季度 BURBERRY 包袋上线后多款迅速售罄; 同时新增 53 项涵盖音乐、视频及生活服务等领域的高频权益, 并升级多个酒旅权益至金卡/白金卡级别, 极大提升了 SVIP 用户的忠诚度与消费意愿, 使得这一群体对线上销售的贡献占比颇高。从财报发布后资本市场的反应来看, 市场对唯品会此次业绩总体持认可态度。目前, 其 TTM 市盈率约 9 倍, 相较于电商行业平均市盈率处于较低水平, 这意味着唯品会存在显著的估值修复空间。展望 Q3, 唯品会给出的营收指引为 207 - 217 亿元, 预计同比增长 0% - 5%, 这将是营收数据首次实现同比转正, 释放出积极的复苏信号。

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