

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：

8月13日17点中国人民银行公布7月中国金融数据。

评论：

从存量上看，7月M2同比为8.8%，是2023年12月以来的新高，Wind预期为8.3%，前值（6月）为8.3%；M1同比为5.6%，是2023年2月以来的新高，Wind预期为5.3%，前值为4.6%；M1与M2之差为-3.2%，是2021年6月以来的新高，较上月回升0.5个百分点，表明资金流动速度大幅度加快。7月社融同比为9.0%，是24年2月以来的新高，Wind预期为9.1%，前值为8.9%；社融与M2之差为0.2%，创2023年12月以来的新低，较前值回落0.4个百分点，表现资金需求增速低于资金供给。

从增量上看，7月社融增量为1.16万亿元，预期为1.41万亿元，前值为4.2万亿元。与去年同期相比，同比增3893亿元；其中政府债券增5559亿，企业债券增755亿元，贷款减3455亿元，非标减911亿元。

7月银行信贷增量为-500亿元，Wind预期为-150亿，前值为2.24万亿。与去年同期相比，同比减3100亿元，其中居民减2793亿元：中长期减1200亿元，短期减1671亿元；企业减700亿元：中长期减3900亿元，短期持平，票据增3125亿元，非银减31亿元。

7月银行存款增量为5000亿元，前值为3.21万亿元。与去年同期相比，同比增1.3万亿元，其中居民减7800亿元，企业增3209亿元，非银增1.39万亿，财政存款增1247亿元。

7月M2同比有所上升（0.5个百分点），而M1同比回升幅度较大（1个百分点），均高于预期，M1与M2的“剪刀差”大幅缩小；社融存量同比略有上升（0.1个百分点），但略低于预期；从增量上看，数据远不如存量，银行信贷增量20年来首次出现负值。从同比增量上看，社融主要表现为政府债券和企业债券等政策性需求上；7月信贷同比增量表现也较差，只有企业票据为正值；非银存款大幅增加显示存款脱媒现象明显，是存款利率不断下滑背景下，居民风险偏好上升，对股市投资愿意上升的体现；而企业存款同比的增加，则反映经济活跃程度的增加。

值得注意的是，随着我国经济进入高质量发展阶段，单月贷款读数通常不足以准确反映经济活跃程度，也难以完整体现金融支持实体经济的力度，分析经济金融形势时无需对单月数据过度关注，更不宜过度解读单月信贷增量读数波动。

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：

据路透报道，美国当局已在他们认为极有可能被非法转运到中国的先进芯片目标货物中，暗中安装定位追踪装置，以检测转运至中国的 AI 芯片，这些追踪器被发现隐藏在戴尔、超微等制造商的服务器包装中，涉及英伟达和 AMD 芯片。同时路透社报道，中国已要求本土企业避免使用英伟达 H20 芯片，尤其是用于政府或与国家安全相关的工作。我们认为上述报道说明中美 AI 领域的竞争进一步激烈，无论是美国限制芯片出口，还是中国处于安全考虑要求自主可控政策传言，总体都明确了国内 AI 芯片产业链将是国内 AI 应用发展的基石，因此看好国内 AI 芯片产业链的景气度提升和长期发展前景。

鼎阳科技，主要从事电子元件测试仪器，公布了 2025 年上半年业绩报告，上半年收入 2.78 亿元，同比增长 24.6%，归母净利润 0.77 亿元，同比增长 31.54%，扣非归母净利润 0.76 亿元，同比增长 33.80%，上半年毛利率 60.06%，同比下滑 1.94 个百分点，销售净利率 27.57%，同比提升 1.45 个百分点。半年报显示国内境内高分辨率示波器营收同比增长 65.71%，境内射频微波类产品营收同比增长 43.58%。从海关进出口数据看，全行业示波器出口增长 12.9%，较 2024 年-3%的负增长改善明显，信号发生器出口增长 13%，也较 2024 年出口-32%的负增长有显著改善，因此结合公司和行业的数据，我们认为国内电子产业的资本支出在重回增长，大概率预示行业景气度将进一步改善。

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、特斯拉 Model 3 长续航后轮驱动版上市，搭载 78.4kWh 三元锂电池，830 公里续航，百公里能耗低至 11 度电，售价 26.95 万元起。当前中国纯电轿车市场竞争日趋白热化，特斯拉 Model 3 正面临来自小米 SU7、小鹏 P7 等竞争对手的压力。车型更新节奏放缓是特斯拉销量下滑的重要原因之一。

分析这件事情的影响：1. 这次 Model 3 长续航后轮驱动版上市或将缓解特斯拉的销量放缓问题。2. 该车型的上市是行业高度景气，竞争白热化的必然产物。特斯拉的这一“效率牌”，将迫使所有竞争者加大在核心三电技术上的研发投入，最终推动整个行业的技术水平提升。

二、道氏技术，主营业务为锂离子电池材料、碳材料以及战略资源业务，发布了半年报。2025 年上半年，公司实现营业收入 36.54 亿元，同比下降 11.64%；归属于上市公司股东的净利润达到 2.30 亿元，同比增长 108.16%。尽管整体营收下滑，但公司盈利能力明显增强，主要得益于运营效率提升与产品结构优化。具体的：1. 钴金属价

格上行。价格上涨带动钴产品毛利率提升，成为公司盈利改善的关键因素之一。2. 海外业务拓展成效显著。公司海外业务收入占比超过 60%，上半年实现海外销售收入 22.09 亿元，成为业绩支撑的重要力量。3. 运营优化与效益导向。通过强化仓库管理效率、强化客户服务能力等提升盈利能力。这件事情意味着未来行业景气度的最大受益者，将是那些具备全球化视野和国际竞争力的企业，衡量一家企业景气度的重要标尺，不再仅仅是国内市占率，更是其全球化业务的广度和深度。

三、海鸥飞行汽车集团全球总部项目在江苏省苏州市吴江太湖新城正式开工。项目总投资约 10 亿元，聚焦飞行汽车、eVTOL 飞行器、飞控系统、自动驾驶系统、氢—锂混合能源等核心领域。项目达产后，预计年产飞行器 3000 台，年销售额可达 8 亿元。这件事意味着海鸥飞行汽车集团打响了低空经济大规模实体产业化的第一枪。飞行汽车这个赛道正在被快速完善，整个行业处在大规模商业化起飞的前夜。

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：

IP 行业上游的两家公司，万代南梦宫发布 2025 财年第一季度（4 月 1 日-6 月 30 日）财报，报告期内实现销售额 3004 亿日元，同比增长 7.1%，创历史新高；归属于母公司股东的当期净利润 383 亿日元，同比增长 12.6%。其中玩具业务销售额 1468 亿日元，同比增长 10.6%，分部利润 285 亿日元，同比增长 6%。三丽鸥发布截至 2025 年 6 月 30 日的 2026 财年一季报，第一财季总营收 430.97 亿日元，同比增长 49.1%；股东应占利润 141.9 亿日元，同比增长 37.8%。财报显示，中国区域在授权业务中，涉及玩具和爱好及服装等领域、配件、家庭用品类表现良好。上游公司业绩健康增长，侧面验证整个 IP 产业链景气度仍高。

中宠股份 25H1 实现总收入 24.32 亿元，同比增长 24.32%；扣非归母净利润 1.99 亿元，同比增长 44.64%。折合 25Q2 收入 13.3 亿元，同比增长 23.4%；扣非归母利润 1.11 亿元，同比增长 32.3%，业绩符合市场预期。单 Q2 看，国内自主品牌增速超 35%，其中顽皮、领先、zeal 分别增长 40%、70%、20%-30%（zeal 受供应端调整增速略缓）；海外工厂同比增长 40%，美国工厂技改后环比提速，加拿大工厂二期预计 Q3 末投入使用；出口业务受关税影响同比约个位数增长，受益于海外工厂拉动，预计境外增速 15%-20%。分品类，H1 宠物零食营收 15.3 亿元，同比增长 6.37%，毛利率 30.63%（同比+3.40 个百分点）；宠物主粮营收 7.8 亿元，同比增长 85.8%，毛利率 36.63%（同比+0.79 个百分点）。受益于自主品牌占比上升带来的结构优化及海外工厂高毛利订单增长，公司 25Q2 毛利率提升 2.89 个百分点至 31.0%。

茅台 2025 年上半年营业收入 911 亿元，同比增长 9.1%；净利润 454 亿元，同比增长 8.9%。25Q2 营收 397 亿元，同比增长 7%；净利润 186 亿元，同比增长 5%。同期，经销商预付货款减少导致合同负债下降，酱香酒放宽收款政策使得应收票据增加；但经销商从直营店拿货增加，直销占比同比提升，i 茅台收入同比微增。从行业角度看，当前飞天茅台零售价与居民人均食品饮料支出比例约 22%，与合理区间存在一定距离，在经济形势及居民收入增速影响下，其零售价后续增长需一定时间。综合来看，茅台经营确定性较高，但增速或较此前有所放缓。

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