

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：

事件一：

8 月 1 日晚 8 点半美国劳工统计局公布 7 月劳动力市场数据。

评论一：

美国 7 月季调后非农就业人口增 7.3 万人，创 9 个月以来的最低水平，预期增 10.4 万人，前值（6 月）从增 14.7 万人下修为增 1.4 万人；5 月份非农新增就业人数从 14.4 万人下修至增 1.9 万人，修正后 5-6 月新增就业人数合计较修正前低 25.8 万人；7 月失业率为 4.2%，预期为 4.2%，前值为 4.1%；7 月劳动参与率为 62.2%，预期为 62.2%，前值为 62.3%。失业率与非农调查的背离，主要是因为非农机构调查受特朗普移民政策的影响更大。

美国 7 月平均每小时工资同比升 3.9%，预期升 3.8%，前值由升 3.7%修正至升 3.8%；7 月平均每小时工资环比升 0.3%，前值升 0.3%。

美国 7 月季调后政府部门就业人口减 1 万人，前值增 1.1 万人；7 月私人非农就业人数增 8.3 万人，前值增 0.3 万人。其中，私人商品减 1.3 万人，与前值持平；服务业增 9.6 万人，前值增 1.6 万人。从行业上看，教育保健增 7.9 万人，前值增 5.2 万人；零售业增 1.6 万人，前值减 1.4 万人；金融业增 1.5 万人，前值减 0.2 万人；休闲酒店业增 0.5 万人，前值增 0.4 万人；运输仓储业增 0.4 万人，前值增 0.1 万人；其它服务业增 0.2 万人，前值减 0.5 万人；专业和商业服务业减 1.4 万人，前值减 1.1 万人。

7 月美国非农远低于预期，且前两月的下修幅度较大。在经济不确定性背景下，劳动力市场正转向低速增长。数据公布后，使得美联储今年 9 月降息的可能性由消息公布前的 43%升到 89%。特朗普再次呼吁美联储降息，并再次批评鲍威尔为“太迟先生”。因个人原因缺席 7 月 31 日美联储议息会议的美联储理事，宣布将在 8 月 8 日辞职，作为拜登任命的鹰派，库格勒的辞职使特朗普可以通过提名新的理事，在未来数月对美联储利率政策施加更大的影响。此外，特朗普还宣布罢免拜登任命的美国劳工统计局（BLS）局长麦特弗，指责其将就业报告政治化，称非农就业数据被操控，近几月非农就业数据的调整幅度确实较大，引发市场对数据完整性的担心。初值机构调查问卷回复率已由最高 80%以上下滑至 50%以下。

市场反映方面，美元快速下挫 80 个基点后继续回落隔夜跌 1.38%收在 98.69；

美国 10 年期国债收益率大跌 14.6 个基点隔夜收于 4.23%，2 年期大跌 25.5 个基点隔夜收在 3.7%。美股方面：隔夜道指跌 1.23%，纳指跌 2.24%，标普 500 跌 1.6%；恐慌指数 VIX 涨穿 20 关口，为 6 月份以来首次，收于 20.39 日内涨幅超过 22%；在避险情绪影响下，伦敦现货黄金涨 2.22%报 3363 美元/盎司；白银涨 0.84%报 37 美元/盎司；原油出现大幅下跌，布油跌 3.04%收 69.52 美元/桶，美油跌 2.89%收 67.26 美元/桶。

事件二：

8 月 1 日晚 10 点美国 ISM（供应管理协会）公布 7 月制造业 PMI 数据。

评论二：

7 月美国制造业 PMI 为 48，创 9 个月以来的最低值，连续 5 个月处于收缩区间，预期为 49.5。前值为 49。美国制造业 PMI 的下滑主要受订单持续下滑和就业减少的影响。

其中，就业指数为 43.4，表现最差为 20 年 6 月以来的最低水平，前值为 45；新订单指数为 47.1，预期为 48.7，前值为 46.4，连续 6 个月萎缩。供应商交货分项指数为 49.3，跌破荣枯线，为去年 11 月以来首次，前值为 54.2%，单月下降近 5 点，为 2022 年 10 月以来最大降幅，表明需求走软促使交货时间缩短。

积压订单与出口需求也继续处于收缩区间：积压订单为 46.8，前值为 44.3；新出口订单为 46.1，前值为 46.3。

而生产指数为 51.4%，连续 2 个月处于扩张区间，是今年 1 月以来的最高水平，前值为 50.3；物价指数为 64.8，是最高分项，而预期为 66.5，前值为 69.7，单月下降近 5 点，为去年 9 月以来的最大跌幅，表明制造商的原材料上涨压力有所缓解。

库存分项下滑：自有库存为 48.9，前值为 49.2；客户库存为 45.7，前值为 46.7。

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、先进制造组：

一、翔丰华，主营锂电池负极材料业务。发布了 2025 年半年报，营业收入 6.88 亿元，同比减少 2.8%；归母净利润-294.59 万元，同比减少 107.7%。公司负极材料业务实现收入 6.84 亿元，占主营业务收入的 99.99%。营收下降的原因：1. 负极材料作为核心产品，其产能持续增长导致供求关系阶段性失衡，产品单价下降，直接影响了营业收入。2. 行业整体竞争加剧，产品价格承压，导致营收下滑。

行业景气度方面，公司 2025 年上半年经营数据正是整个锂电池负极材料行业进入深度调整周期的缩影。当前行业景气度持续下行的核心矛盾在于严重的结构性产能过剩。宏观看，行业总体产能利用率仅为 60%左右，直接导致市场竞争白热化。订单加速向头部企业集中，形成了显著的两极分化格局。一方面，中科电气、翔丰华维持着 95.66%、83.43%这样的高产能利用率；另一方面，大量中小企业面临开工不足甚至停产的困境。但这种分化并非头部企业的利好，即使翔丰华这样订单相对饱满的企业也陷入亏损，预示着行业洗牌已经不可避免，未来缺乏核心竞争力的产能将加速出清。此外，反内卷是锂电负极行业走出困局的关键节点。

二、大众、宝马、奔驰半年业绩下滑明显。其中，奔驰上半年销售收入 726 亿欧元，同比减少 8.6%，税后净利润 27 亿欧元，较去年同期大幅降低 55.8%。相较之下，宝马上半年销售收入共计 677 亿欧元，较去年同期下降 8%，税后净利润 40 亿欧元，同比下降 29%。大众汽车第二季度营收 808.1 亿欧元，同比下降 3%；营业利润 38.3 亿欧元，同比下降 29.4%。其中，奔驰和宝马在对业绩下滑归因时，均提到了美国关税和中国市场激烈竞争的影响。

奔驰和宝马的业绩归因，清晰揭示了全球市场的一个深刻变革：在中国这一全球最大的单一市场，中外车企的攻守之势正发生历史性逆转。证明了中国车企有能力在高端市场与国际巨头正面抗衡；此外，在中国市场的成功，为中国车企进军欧洲、东南亚等海外市场提供了坚实的产品基础和品牌背书。

三、7 月新势力销量公布：小鹏汽车在 2025 年 7 月创下了新的月度交付记录，共交付智能电动汽车 36717 辆，同比增长 229%。零跑汽车 7 月全系交付 50129 台，同比增长超 126%，零跑汽车月销量首次突破 5 万台。小米 7 月交付量首次突破 3 万台大关，同比增长约 20%。

这三家新势力的强劲增长态势是新能源汽车高景气度的缩影。小鹏的销量爆发，证明了以智能化为核心护城河的硬科技路线已经迎来消费者的认可。零跑汽车首次突破 5 万月销大关，证明了“全域自研+高性价比”战略的正确性。小米汽车迅速突破 3 万月销，验证了“人车家全生态”战略的巨大威力。这也反映了中国新能源车市场的巨大纵深和旺盛的内生创新活力。

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：

极米科技 2025 年半年度业绩预告显示，盈利显著改善。上半年预计营收 16.26 亿元，同比增 1.63%；归母净利润 8866.22 万元，同比增 2062.33%，实现扭亏。Q2 预计营收 8.2 亿元，同比增 5.4%；归母净利润 0.26 亿元，同比增 354.6%，主要得益于降本增效。家用投影主业方面，通过技术优化、供应链标准化及产品结构升级（推出 Play 6 等新品）推动盈利修复，25Q2 投影仪份额达 29%，同比提升 5.6 个百分点。海外市场持续拓展，2024 年毛利率 45%，北美通过与 Best Buy 合作实现全渠道覆盖，越南工厂预计 2025 年投产以应对关税影响。全球智能投影市场存增长空间，中国品牌占主导。第二增长曲线方面，车载业务进入量产交付，商用业务切入百亿市场，同时为同行提供代工服务，多元化布局支撑发展。

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