

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：

7 月 31 日 9 点半国家统计局公布 7 月 PMI 数据。

评论：

7 月中国制造业 PMI 为 49.3%，较上月回落 0.4 个百分点。其中，大型企业为 50.3%，较上月回落 0.9 个百分点；中型企业为 49.5%，较上月回升 0.9 个百分点；小型企业为 46.4%，较上月回落 0.9 个百分点，不同规模企业间的景气度分化明显。

7 月生产指数为 50.5%，较上月回落 0.5 个百分点。从需求上看，7 月新订单为 49.4%，较上月回落 0.8 个百分点，重新回到收缩区间；而 7 月新出口订单为 47.1%，较上月回落 0.6 个百分点。7 月制造业供需双方均有所回落，由于 PMI 中新订单指数重新回到扩张区间，供强需弱格局再现，且内需回落的幅度要大于外需。

用新订单减去产成品库存来代表供需关系，7 月这一指数 2.0%，较上月回落 0.1 个百分点；以采购量与在手订单之差来代表企业生产积极性，7 月为 4.8%，较上月回落 0.2 个百分点。7 月采购量为 49.5%，较上月回落 0.7 个百分点，可见 7 月制造业供需关系有所恶化，即有效需求较弱。

7 月产成品库存指数为 47.4%，较上月回落 0.7 个百分点；而 7 月原材料库存指数为 47.7%，较上月回落 0.3 个百分点。而从 PMI 中产成品库存与在手订单之比看，这一代表库存销售比的指数，7 月为 1.06，与 6 月持平。从价格指数上看，7 月出厂价格指数为 48.3%，较上月回升 2.1 个百分点；主要原材料购进价格为 51.1%，较上月大幅回升 3.1 个百分点。价格指数的回升，主要受“反内卷”政策对大宗商品价格所带来的影响。

7 月非制造业 PMI 指数为 50.1%，较上月回落 0.4 个百分点。其中，服务业为 50.0%，较上月回落 0.1 个百分点；而建筑业为 50.6%，较上月回落 2.2 个百分点。而 7 月综合 PMI 产出指数为 50.2%，较上月回落 0.5 个百分点。

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：

美国总统特朗普向全球 17 家最大的制药公司发送了信函，要求各公司立即降低其供应医疗补助计划的药品价格至与海外价格相当，企业从欧洲和其他地区价格上涨中获得的任何收益都必须返还美国，特朗普还要求药企为高销量药品建立直接面向消费者的购买机制，让消费者能以第三方保险公司获得的折扣价直接购买药品。特朗普总统要求制药商在 60 天内遵守规定。我们认为该政策实施，如果药品价格主要以欧洲价格为标准，则对国内创新药行业的影响不大，如果更多参考中国药品价格则对国内创新药海外 BD 提升估值的逻辑有不利影响。

国家互联网信息办公室于 2025 年 7 月 31 日约谈了英伟达公司，要求英伟达公司就对华销售的 H20 算力芯片漏洞后门安全风险问题进行说明并提交相关证明材料。此前美议员呼吁要求美出口的先进芯片必须配备“追踪定位”功能。美人工智能领域专家透露，英伟达算力芯片“追踪定位”“远程关闭”技术已成熟。我们认为该规定的后续无论进展如何，都会继续强化国内人工智能芯片的发展。从目前微软、Meta 和 Amazon 最新的季报看，全球 AI 应用的落地和需求增长都较快，因此我们继续看好国内 AI 产业链的景气度维持高位。

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、宁德时代，主营业务为动力电池和储能电池的研发、生产和销售，发布半年度报告。公司本报告期营业收入为 1788.86 亿元，同比增长 7.27%，主要由动力电池系统业务带动，该板块营收达 1315.73 亿元，同比增长 16.80%，占总收入的 73.54%。归母净利润 304.85 亿元，同比增长 33.33%。公司动力电池市占率稳居全球前列，2025 年 1-5 月市占率达 38.1%，较去年同期提升 0.6 个百分点。在储能领域，公司储能电池产量全球第一。业务实现稳定增长的驱动因素：1. 动力电池系统产能爬坡。匈牙利工厂及西班牙合资工厂建设持续推进，带动动力电池系统营收增长 16.80%。2. 海外业务毛利率优势扩大。境外业务营收同比增长 21.14%，毛利率达 29.02%。3. H 股公开发行带来显著筹资现金流净流入，推动现金及现金等价物净增加额同比大幅增长 583.13%，为后续产能扩张提供资金保障。4. 研发投入持续加码。研发费用同比增长 17.48%，达 100.95 亿元，反映公司在技术迭代与产品创新方面的持续投入，为长期竞争力奠定基础。

行业生命周期定位方面，动力电池与储能电池行业仍处于成长期，市场渗透率持续提升。2025 年 1-6 月，中国新能源乘用车渗透率达 50.4%，新能源商用车渗透率达 21.8%；全球新能源车销量同比增长 32.4%，储能系统装机量同比增长 54%，景气度持续攀升。

二、在 7 月 30 日晚的财报电话会上，宁德时代有关负责人在回答关于固态电池相关提问时回应称：科学性的问题已经解决，主要剩工程问题，意味着产业化的落地已提上日程。也就是说，今后主要解决的将是降本问题，工艺也会逐渐收敛，中试到小批量产线建设提上日程。供应链成熟需要 3 年以上周期。宁德时代预计 2027 年小规模量产固态电池，2030 年前后有望更大的规模化生产。宁德时代作为全球龙头，首次给出如此明确的量产时间表，为新能源电池领域的景气度带来了极高的未来预期。资本市场投资逻辑将从单纯看重当前产能和市占率转向更加看重下一代技术储备和落地能力。拥有清晰固态电池路线图和核心专利的公司，将在估值上享受更高的技术溢价。

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：

百龙创园 2025 年半年度业绩快报显示，2025 年上半年公司实现营业收入 6.50 亿元，同比增长 22.29%；归母净利润 1.71 亿元，同比增长 42.68%；扣非后归母净利润 1.68 亿元，同比增长 50.78%。折合 2025 年第二季度公司实现营业收入 3.36 亿元，同比增长 20.49%，环比增长 7.40%；归母净利润 8917 万元，同比增长 35.07%，环比增长 9.52%；扣非后归母净利润 8585 万元，同比增长 42.93%，环比增长 4.71%。

业绩增长与 2024 年 5 月投产的“年产 30,000 吨可溶性膳食纤维项目”及“年产 15,000 吨结晶糖项目”持续放量相关。2025 年一季度，公司三大核心产品线均实现增长，其中益生元系列营收 0.86 亿元，同比增长 17.26%；膳食纤维系列营收 1.70 亿元，同比增长 25.40%；健康甜味剂系列营收 0.50 亿元，同比增长 105.31%。新投产的结晶糖项目通过工艺改良降低了阿洛酮糖生产成本，提升高毛利产品占比，优化了产品结构。2025 年一季度，公司毛利率为 39.74%，同比提升 5.99 个百分点。境内外市场需求扩张背景下，成本优势与产品创新共同推动盈利增长，为全年业绩奠定基础。

政策方面，2025 年 7 月 2 日，国家卫健委正式批准 D-阿洛酮糖作为新食品原料。阿洛酮糖具有口感接近蔗糖、热量低、具备抗氧化与神经保护功能及可参与食品美拉德反应等特点，是替代人工甜味剂的选项之一。同时，《健康中国行动》对功能性代糖的专项补贴（2025 年超 5 亿元），推动下游食品饮料企业相关创新。百龙创园自 2014 年起布局阿洛酮糖研发，拥有 14 项核心专利（含 6 项国际专利），国内产能达 1.5 万吨，具备技术与规模化生产基础。随着国内相关需求释放，公司有望依托成本控制与工艺特点参与增量市场。此外，公司泰国大健康工厂计划建设近 2 万吨阿洛酮糖产能，相关进展值得关注。

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