

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：

7 月 25 日（星期五）财政部公布 1-6 月财政收支数据。

评论一：

1-6 月全国一般公共预算收入同比为-0.3%，与上月持平，其中中央回升 0.2 个百分点至-2.8%，地方同比回落 0.3 个百分点至 1.6%；而一般公共预算支出同比为 3.6%，较 1-5 月回落 0.8 个百分点，其中中央回落 0.4 个百分点至 9.0%，地方回落 0.8 个百分点至 2.6%。

政府性基金收入 1-6 月同比为-2.4%，较 1-5 月回升 4.5 个百分点，其中地方国有土地使用权出让收入同比为-6.5%，较 1-5 月回升 5.4 个百分点；政府性基金支出增速为 30%，较 1-5 月回升 15 个百分点。

可见，今年前 6 个月，财政收入增速仍显著低于财政支出增速，在更加积极财政政策的背景下，中央收入增速显著低于地方 4.4 个百分点，但中央支出增速显著高于地方 6.4 个百分点。

从税收收入看，2025 年 1-6 月全国税收收入同比增速为-1.2%，较 1-5 月回升 0.4 个百分点。其中，证券印花税收入增速最高，为 54.1%，较 1-5 月回升 1.7 个百分点；其次是个人所得税收入增速为 8.0%，较 1-5 月回落 0.2 个百分点；国内增值税增速排名第三为 2.8%，较 1-5 月回升 0.4 个百分点；消费税同比增速均为 1.7%，排名第四，较 1-5 月回升 0.1 个百分点。其它税种增速均为负值：其中企业所得税为-1.9%，较 1-5 月回升 0.6 个百分点；反映出口的外贸企业出口退税收入增速为-11.6%，与上月持平；反映房市的土地增值税为-17.6%，较 1-5 月回落 0.8 个百分点；而反映车市的车辆购置税为-19.1%，较 1-5 月回升 3.8 个百分点。

总体上看，上半年全国税收收入增速有所改善，大部分税种同比增速有所回升。值得注意的是，1-6 月非税收入同比增速为-3.7%，较 1-5 月回落 1.5 个百分点，反映乱罚款现象的减少和企业经营环境的改善。

事件二：

中国修订《价格法》强化“反内卷”措施。

点评二：

国家发展改革委、市场监管总局发布关于《中华人民共和国价格法修正草案（征求意见稿）》公开征求意见的公告，标志着这项重要的立法进程进入了关键阶段。此次价格法的修订，是自 1998 年首次实施以来的第一次，于 2023 年被正式列入《十四届全国人大常委会立法规划》。

全面修订其已实施 27 年的价格法律框架，核心目标是遏制破坏性的低价竞争，规范市场价格秩序，治理“内卷式”竞争，并为数字经济时代下的市场行为设立新的“游戏规则”。主要修订内容包括：

一是进一步明确不正当价格行为认定标准。修正草案将价格法第十四条第一款第二项修订为“在依法降价处理鲜活商品、季节性商品、积压商品等商品或者有正当理由由降价提供服务外，为了排挤竞争对手或者独占市场，以低于成本的价格倾销，或者强制其他经营者按照其定价规则以低于成本的价格倾销”，即目的是“排挤竞争对手或者独占市场”，手段是“以低于成本的价格倾销”。同时，将低价倾销的适用范围从此前的“商品”扩展至“商品和服务”，并将规制主体从卖方扩大到制定定价规则的第三方（如平台）。

二是修正草案特别增加了“经营者不得利用数据和算法、技术以及规则从事不正当价格行为”的条款。完善价格串通、哄抬价格、价格歧视等不正当价格行为认定标准。同时，明确公用企事业单位、行业协会等不得利用影响力、行业优势地位等，强制或捆绑销售商品、提供服务并收取价款。

三是强化对经营场所经营者价格行为的规范。在法律责任方面，修正草案调整了对经营者不正当价格行为的处罚规定，提高经营者违反明码标价规定的处罚标准，明确经营者拒绝或虚假提供成本监审、调查等资料的法律责任。

四是在政府定价方面，草案也进行了现代化调整，明确了政府定价可以采取制定“定价机制”的方式，并强调在定价过程中必须开展成本监审或调查，并听取社会各方意见。

总之，此次《价格法》的修订并非孤立进行，它将和《反垄断法》和《反不正当竞争法》一起，成为中国进一步规范和完善市场经济行为，完善中国法律体系的重要组成部分。与 2015 年底至 2016 年的供给侧结构性改革的“三去一降一补”不同，此次“反内卷”主要集中于市场的不正当竞争行为，目的在于规范市场秩序，形成全国统一大市场。

受“反内卷”措施接连出台的影响，虽然股市上光伏等行业也有所表现，但商品市场上的反映远比股市要明显，焦煤、碳酸锂、多晶硅、玻璃、纯碱等品种大幅上涨，近日纷纷创下近 5 个月新高，多个品种成交量和持仓量都已经创下历史新高，焦煤和碳酸锂还出现了涨停。

事件三：

7 月 27 日（星期日）国家统计局公布 6 月中国工业企业利润数据。

评论三：

1-6 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 34365 亿元，同比下降 1.8%，比 1-5 月回落 0.7 个百分点。6 月份，规模以上工业企业利润同比增长-4.3%，比 5 月回升 4.8 个百分点。

其中，1-6 月制造业同比增长 4.5%，较 1-5 月回落 0.9 个百分点；6 月同比增长 0.0%，较 5 月回升 4 个百分点。

1-6月，营业收入利润率为5.2%，较1-5月高0.2个百分点；6月末产成品库存同比3.1%，较5月回落0.4个百分点；资产负债率为57.9%，较5月回升0.2个百分点。

从行业上看，1-6月同比增速靠前的行业为：铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业和有色金属冶炼及压延制造业；1-6月同比增速靠后的行业为：煤炭开采和洗选业、采矿业、钢铁业、家具制造业、纺织服装服饰业、造纸及纸制品业。6月同比增速明显改善的行业包括：汽车制造业、化纤制造业、电气机械及器材制造业、食品制造业和医疗制造业；6月同比增速明显下滑的行业包括：计算机、通讯和其它电子设备制造业、通用设备制造业和电力、热力、燃气和水的生产和制造业。具体各行业利润同比增速如下表：

产业链：主要行业利润增速	6月	5月	1-6月	1-5月
电力、热力、燃气及水的生产和供应业	1.7	4.0	3.3	3.7
制造业	-0.0	-4.0	4.5	5.4
采矿业	-36.9	-35.9	-30.3	-29.0
煤炭开采和洗选业	-63.5	-56.6	-53.0	-50.6
有色金属冶炼及压延加工业	2.2	-11.9	40.2	41.7
黑色金属冶炼及压延加工业	17.6	55.5	-36.2	-45.6
食品制造业	15.2	-4.0	1.8	-0.5
酒、饮料和精制茶制造业	-29.3	4.5	-2.1	4.3
纺织业	-30.1	-14.3	-8.1	-1.8
纺织服装、服饰业	-11.8	-16.7	-12.9	-13.9
家具制造业	-8.4	-9.5	-23.1	-27.9
造纸及纸制品业	-16.5	-18.9	-21.4	-22.5
医药制造业	4.5	-10.7	-2.8	-4.7
化学纤维制造业	68.2	-27.6	-2.8	-12.9
汽车制造	100.7	-26.3	3.6	-11.9
通用设备制造业	-7.8	6.8	6.5	10.6
专用设备制造业	-3.8	-8.6	4.4	7.1
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-5.3	50.1	39.2	56.0
电气机械及器材制造业	16.7	-0.3	13.0	11.6
计算机、通信和其他电子设备制造业	-13.5	12.0	3.5	11.9

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：

东山精密公司全资子公司超毅集团（香港）投资建设高端印制电路板项目，主要用于提升高密度互连、高速信号传输等特性的PCB产品产能，以满足客户在高速运算服务器、人工智能等新兴场景对高端印制电路板的中长期需求。项目投资金额预计不超过10亿美元。目前以服务器和AI应用为主的高端PCB板需求旺盛，相关产品占比高的企业业绩显著增长。当前PCB的发展趋势是向类载板方向发展，趋势明确，因此无论是收入占比高的企业还是占比不高的企业大概率都会显著增加其高端PCB板的产能，因此我们看好PCB设备和高端材料产业的景气度提升。

中国农药工业协会发布关于开展农药行业“正风治卷”行动的通知，决定针对当前农药行业存在的隐性添加非法生产、无序竞争等突出问题，在全行业开展“正风治卷”三年行动，预计到2027年底市场秩序明显改善，行业内卷式竞争得到有效遏制，产品质量显著提升，非法生产行为得到根本遏制。目前化工行业整体涨幅显著落后与A股整体，农药行业的反内卷大概率只是各化工细分行业反内卷的开始，后续其它细分行业大概率会很快跟进，因此在煤炭和原油价格同比下跌，和化工行业本身产能控制的前提下，行业利润触底回升的概率较好，因此我们看好化工行业补涨的配置价值。

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、零跑汽车旗下B系列首款纯电轿车——零跑B01在杭州电竞中心正式上市。零跑B01推出三种续航共六款版本，官方指导价区间8.98-11.98万元，价格极具竞争力。新车提供43.9kWh、56.2kWh、67.1kWh三种电池容量选择，对应CLTC续航里程分别为430km、550km及650km。此外，零跑B01 30%-80%快充仅需18分钟，百公里电耗低至11.4kWh。零跑B01的上市，不仅标志着零跑汽车在A级纯电轿车市场完成战略布局，更以“续航、驾控、智能、空间、颜值、安全”六大维度全方位满配给出行业新答案。

财务上，2024年第四季度成功实现净利润转正，提前一年达成了单季度盈利目标；规模上，今年上半年交付量为221664辆，夺得新势力销冠；合作上，取得与一汽的合作；出海上，已经计划在欧洲选址建厂。零跑汽车正迎来自己的黄金年代。此次零跑B01的推出可能带来以下影响。1. 彻底颠覆A级燃油车基本盘。直接将矛头对准了日产轩逸、大众朗逸、丰田卡罗拉这三大家用燃油车“常青树”。2. A级新能源市场进入“血海”模式。零跑B01的直接竞争对手——比亚迪秦PLUS EV、海豚，广汽埃安S等，将面临前所未有的压力。

二、在工信部第397批《道路机动车辆生产企业及产品公告》公示中，共申报29款新能源自卸车及底盘，其中纯电（充电）19款，占65.5%，还是绝对主流，城市渣土、短途工程基本属于此类；换电式6款，占20.7%，矿山、基建这类高频重载场景基本属于此类；燃料电池4款，占13.8%；插混车型消失，短途场景纯电已足够。电池方面，宁德时代仍占据主流地位。这一数据说明了：技术路线表现出了“场景为王”的特征，而非一招鲜吃遍天。路线相对固定、夜间有集中充电时间、对排放有严格要求的场景下，纯电模式为主流；在高强度、高频词，追求效率的场景下，换电模式成为主流。此外，插混在商用车特定领域已经完成历史使命。

预示着一个更加务实、高效、场景细分的全新竞争阶段已经到来，那些能够精准卡位优势赛道、提供卓越运营效率的企业，将在新一轮的行业景气周期中脱颖而出。

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：

苏泊尔发布2025年半年度业绩快报。2025年上半年公司实现营业收入114.8亿元，同比增长4.7%；实现归母净利润9.4亿元，同比微降0.1%；实现扣非归母净利润9.1亿元，同比下滑1.6%。折合第二季度，2025Q2实现营

业收入 56.9 亿元，同比增长 1.9%；实现归母净利润 4.4 亿元，同比下降 5.9%；实现扣非归母净利润 4.2 亿元，同比下降 8.2%。

外销方面，虽 2025 年上半年公司外销收入实现增长，但美国关税的不确定性使得北美零售商观望情绪浓厚，来自 SEB 集团的代工订单短期承压。加之第二季度存在高基数效应，以及第一季度抢出口现象透支了部分市场需求，预计第二季度外销增速较第一季度出现下滑。

内销方面，整体呈现出稳健增长的态势，公司的龙头地位得以稳固。2025 年国家补贴政策在 2024 年的基础上，新覆盖了电饭煲、微波炉、净水器、洗碗机四大品类，有效刺激了市场需求，使得小家电行业整体需求保持稳健。2025 年 1-5 月国内生活家电市场规模同比增长 16.1%，增速超过黑电和白电。其中，清洁类电器市场规模同比增长 42.6%，个护类同比增长 1.4%，烹饪类同比增长 0.1%。作为小家电行业的龙头企业，公司在 2025 年上半年核心品类在线上、线下的市场占有率均稳步提升，延续了第一季度的内销收入增长趋势。

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