

第一创业证券研究所

分析师：郭强

证书编号：S1080524120001

电话：0755-23838533

邮箱：guoqiang@fcsc.com

晨会纪要

核心观点：

一、宏观经济组：

事件：

7 月 2 日 20 点 15 分美国 ADP 公布“小非农”数据。

评论：

ADP Research 公布的数据显示，美国 6 月 ADP 就业人数减少 3.3 万人，是 2023 年 3 月以来的首次负增长，预期 9.8 万人，而 5 月份的数据在向下修正后仅增加了 2.9 万人。此前没有任何一位经济学家预计会出现下降。

具体来看，在 5 月小幅减少 2000 个就业岗位后，商品生产企业在 6 月增加了 3.2 万个就业岗位。然而，服务业就业在 6 月份减少了 6.6 万个就业岗位，主要归因于专业和商业服务、医疗保健和教育领域的下降。主要原因在于特朗普政府贸易政策可能带来的影响，美国雇主们变得越来越谨慎，企业目前正专注于调整员工数量，使其与今年放缓的经济活动更加匹配，并正加倍努力削减成本。

市场正密切关注明天即将公布的 6 月非农就业报告。瑞银预计，6 月非农就业人数将仅增加 10 万人，失业率或达 4.3%，创 2021 年新高；花旗预计非农就业仅增加 8.5 万人，远低于市场普遍预期的 11 万个新增岗位，失业率将升至 4.4%。而非农就业增长已连续数月放缓并遭遇大幅下修，从 3 月 22.8 万人降至 4 月 17.7 万人，再降至 5 月的 13.9 万人，与 ADP 数据趋势相一致；而招聘活动减少、失业救济申请增加等多重迹象，预示这一趋势预计将在 6 月延续。

“小非农”数据公布后，交易员加大对美联储 2025 年底前至少两次降息的押注。目前，市场普遍预期 9 月美联储将重新开始降息，但如果 6 月就业或物价数据表现异常疲软，美联储最早可能在 7 月便采取降息行动。

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、外部经济环境和政策等变化，而不如预期的可能。

二、产业综合组：

美国总统特朗普 7 月 2 日在社交媒体“真实社交”上发文称，与越南达成一项贸易协议，越南所有对美出口商品将面临至少 20% 关税，将对任何转口贸易支付 40% 的关税。并对美国“完全开放市场，我们将能够以零关税将我们的产品出口到越南”。由于中国大量企业已经在越南设厂，因此其关税将低于当前中国超过 30% 的税率水平。同时 40% 的转口关税，与当前美国对中国加征的关税税率基本一致。若瑞士谈判暂停 90 天的 24% 对等关税恢复，则低于恢复后的关税，因此从美国对越南的关税来看，基本可代表中美关税谈判最差的情况，将降低市场对中美关税战预期的不确定性所可能带来的冲击。

宗申动力，主要从事摩托车发动机和小型机械的通用汽油机，公布了 2025 年半年度业绩预告，预计归属于上市公司股东的净利润盈利：47,920 万元 - 56,380 万元，同比增长 70% - 100%，实现扣除非经常性损益后的净利润 45,560 万元 - 53,600 万元，比上年同期增长 70% - 100%。公司业绩增长的主要动力在于通用机械业务和摩托车发动机业务规模增长，以及联营企业收益提升。目前中东等地区的战争对无人机的需求较大，该公司的摩托车发动机被大量用于伊朗、土耳其、巴基斯坦等工业稍弱国家无人机的动力，由于当前无人机正改变战争的形态而被各国高度重视，且中国产民用发动机性价比高于他们自产，因此我们看好公司业绩增长的持续性。

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、外部经济环境和政策等变化，而不如预期的可能。

三、先进制造组：

6 月汽车销量出炉。销量前五的公司为比亚迪、上汽、吉利、奇瑞和长城，销量分别为 38.3、36.5、23.6、23.4 和 11.1 万台，同比增速分别为 11.9%、21.6%、42%、16.6% 和 12.9%。新势力中，零跑、赛力斯、极氪、理想、小鹏销量分别为 4.8、4.6、4.3、3.6 和 3.5 万台，同比增速分别为 138%、4.4%、113.9%、-24%、224%。其中，吉利、零跑、极氪和小鹏的增速较高。市场增长的核心逻辑是技术的持续突破，特别是纯电续航的提升和高压快充技术的普及，有效缓解了消费者的核心焦虑。

通过对比比亚迪最近三年的数据，可以发现两大趋势：1. 纯电趋势凸显。纯电车型超越插混车型成为增长的主要引擎，这标志着随着技术的成熟，消费者对纯电车的接受度已经迈过关键拐点。2. 海外市场爆发。海外销量从两年前的 2.7 万台激增到 9 万台，表明中国新能源车的技术和品牌力已具备全球竞争力，出海战略正进入收获期。

电动车续航的增加，主要归功于负极、正极和电池管理系统三大方面。1. 负极领域的关键技术：为解决硅材料高容量但易膨胀难题，采用 CVD 法在硅碳材料表面沉积纳米硅，并添加碳纳米管作为高效导电剂。从这个角度看，对 CVD 真空沉积设备、高纯度硅烷特气以及碳纳米管导电剂产业会构成一定促进作用。2. 高镍正极领域的关键技术：高镍材料前驱体制备和高温煅烧。在矿产资源方面，对电池及硫酸镍的需求大幅增加，对钴盐需求相对减少，同时，氢氧化锂因更适应高镍体系而需求量上升。在设备端方面，对烧结过程的温场、气氛控制要求更严苛，推动了高端辊道窑、气氛烧结炉等精密设备的需求。3. 电池管理系统的核心技术：更精准的 SOC/SOH 估算算法和更强大的硬件支持。可带动高性能车规级微控制器、高精度 AFE 采样芯片及各类传感器的需求。

充电速度的革命性提升，主要归功于 800V 高压平台的普及。主要的影响包含了核心半导体变革及高压电气系统升级。1. 核心半导体变革方面，以碳化硅替代传统硅基作为功率器件。对碳化硅全产业链构成最直接的拉动，涵盖衬底、外延、芯片设计、制造和封装各个环节。2. 高压电气系统方面，在更高电压下，对电气系统的绝缘、连接和安全保护提出了更高要求。电压升高有利于线束轻量化，但对绝缘性能要求更高，利好高性能绝缘材料和高

压连接器制造商。充电设施方面，推动充电桩向更大功率、液冷方向发展，利好液冷充电枪总成及内部的碳化硅功率模块供应商。

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、外部经济环境和政策等变化，而不如预期的可能。

四、消费组：

卡游 2024 年营收达 100.57 亿元，同比增长 278%，经调整净利润为 44.66 亿元，净利润同比增长 378%，过去几年的年均增速达 53.95%。不过，受 A 轮融资产生的上市回购对赌协议影响，2024 年净亏损 12.42 亿元。2024 年公司毛利率为 67.27%，比泡泡玛特高出近 20 个百分点，盈利能力强劲，产品利润空间大。费用稳定，销售费用率 2024 年为 6.10%，管理费用率为 26.69%，主要是股份支付开支大幅增加。公司在集换式卡牌领域市场份额高达 71.1%。而非卡牌领域的收入也快速增长，2024 年同比增加 284.5%。在集换式卡牌业务稳定发展的同时，人偶、文具等其他业务增长迅猛，多元化产品布局成效显著，为公司持续增长提供了有力支撑。

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