

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：

5 月 19 日 10 点国家统计局公布 4 月中国宏观经济数据。

评论：

4 月工业增加值同比实际增长 6.1%，高于 WIND 预期 5.2%，较 3 月回落 1.6 个百分点，但 1-4 月累计同比为 6.45%，仍较去年全年高 0.6 个百分点；4 月社会消费品零售总额同比名义增长 5.1%，低于 WIND 预期 5.5%，较 3 月回升落 0.8 个百分点，但 1-4 月累计同比为 4.7%，较去年全年高 1.2 个百分点；1-4 月固定资产投资累计同比增速为 4.0%，低于 WIND 预期 4.3%，较 1-3 月回落 0.2 个百分点，但较去年高 1.0 个百分点。

其中，1-4 月制造业累计同比增速为 8.8%，较 1-3 月回落 0.3 个百分点，但较去年低 0.4 个百分点；不含电力的基建投资累计同比增速为 5.8%，与 1-3 月持平，但较去年高 1.4 个百分点；而房地产投资累计同比增速为-10.3%，较 1-3 月回落 0.4 个百分点，但较去年高 0.3 个百分点。

从服务业生产指数看，2025 年 4 月当月同比为 6.0%，虽较 3 月回落 0.3 个百分点；但 1-4 月累计同比增速为 5.9%，较去年高 0.7 个百分点。从工业企业产销率看，4 月为 97.2%，较 3 月回升 4.2 个百分点，而 1-4 月累计值为 95.3%，较去年全年低 1.4 个百分点；4 月出口交货值同比增速为 0.9%，较 3 月回落 6.8 个百分点，而 1-4 月累计同比为 5.1%，较去年全年持平。

因此，4 月经济数据由于基数原因同比上有所回落，但环比仍为正值，总体呈现复苏态势，大部分数据的同比累计值也均高于去年全年水平；特别是由于特朗普发动关税战，由于出口商品替代性较进口商品低，且出口价格下滑幅度较大，因而净出口的表现超预期，1-4 月贸易顺差为 3688 亿美元，比去年同期高 1139 亿美元，同比增速高达 44.7%；而 2024 年中国 GDP 约为 19 万亿美元，以 5% 的 GDP 增速计算，2025 年增量只需 9500 亿美元。

随着5月中美关税税率再次回到4月2日水平，出于对特朗普关税政策高度不确定性的应急反应，5月美国“抢进口”的囤货行为再现，国际需求的表现仍将好于国内需求，内需潜力仍需进一步释放。

4月经济仍然存在内生动力不足的隐忧，主要表现在：一是物价指数仍在低位徘徊；二是年青人失业率较高，消费者信心仍不足；三是房地产对经济的拖累仍十分明显；四是金融数据显示信贷资金未能有效作用于实体经济。

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、策略和先进制造组：

零跑汽车公布了2025年第一季度的业绩情况，其中本公司权益持有人应占亏损为人民币1.3亿元，较2024年同期10.1亿元的亏损大幅减亏。2025年第一季度的收入为人民币100.2亿元，同比增长187.1%，主要原因是汽车销量同比增长162%至87,552辆，和新车型如C10的热销将产品均价提升了4.9%。2025年第一季度公司的毛利率也创历史新高，达14.9%，2024年同期为-1.4%，2024年第四季度为13.3%。由于欧洲Stellantis集团持有零跑汽车约20%股权，是第二大股东，因此公司的车也和Stellantis合作在欧洲销售，相对其它国产新能源车在欧洲又销售优势。国内零跑还和一汽合作，向一汽输出技术平台，因此基于公司产品极强的性价比优势，和欧洲的布局优势，看好公司业绩的持续高增长。

今天多家国有大行和股份制银行宣布存款降息，其中三年期和五年期存款均下调25个基点，三个月期、半年期、一年期、二年期均下调15个基点，活期利率下调5个基点。这是国有大行今年首轮存款利率下调，基本代表后续人民银行将官宣降息。

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、消费组：

2025年4月，潮玩动漫品类线上销售额13.1亿元，同比增幅达48%，延续了Q1的迅猛增长趋势。从细分品类来看，盲盒、ACG周边、手办类产品增速突出。盲盒凭借其不确定性带来的惊喜感，持续吸引消费者；ACG周边因动漫、游戏热度不断攀升而备受青睐；手办类产品则依靠精致工艺与高度还原，满足了粉丝对喜爱角色具象化收藏的需求。

分品牌而言，4月国内潮玩品牌表现亮眼。泡泡玛特线上销售额同比+287%，LABUBU系列产品在海外市场引发抢购潮，官方应用登顶美国 App Store 购物榜，带动品牌整体销量飞升。卡游线上销售额同比+59%，凭借丰富多元的卡牌产品及不断拓展的线下赛事活动，增强用户粘性与参与度。布鲁可线上销售额同比+7%，维持稳定增长。相较之下，部分海外品牌在国内线上市场的增速稍显逊色，凸显出国内潮玩品牌在本土市场的竞争优势与增长潜力。

另外，今年 618 大促，各电商平台在节奏与折扣上呈现出不同调整。天猫战线从 2024 年 5 月 19 日开始提前至 5 月 13 日，拉长 6 天；折扣玩法取消跨店满减，设立 1%、5% 和 15% 三档官方立减，多数美妆品类适用 15% 档位，虽折扣力度微调，但玩法简化，且官方立减预计可大幅降低退货率。抖音大促从 5 月 13 日开始，较去年 5 月 24 日提前，战线拉长 11 天，折扣力度维持立减 15% 不变。京东战线时长保持稳定，但折扣力度减小，从去年满 300 减 50 调整为满 200 减 20。在 618 首日天猫美妆类目品牌榜中，国货头部品牌势能强劲。珀莱雅、欧莱雅分别位列 1、2 名，国货品牌可复美从 2024 年第 6 名跃升至第 3 名，展现出强大的市场竞争力。薇诺娜、毛戈平同样表现出色，而新品牌同频首次参与大促便跻身 TOP20 榜单。国货品牌在产品研发、品牌营销、渠道拓展等方面不断发力，契合国内消费者需求与审美趋势，已成为推动美妆大促增长的关键力量，在与国际品牌的竞争中，逐步扩大市场份额，提升品牌影响力。

风险提示：

上述观点主要根据过去数据分析得出，可能因为后续项目落地不及预期，出行不及预期，行业竞争加剧等原因，而出现最终结果与分析预测结论相背离的情况，仅供投资分析时参考。

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