

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：

鲍威尔在“Great Providence”商会发表讲话。

解读：

2025 年 9 月 23 日 鲍威尔在罗得岛州普罗维登斯市发表了一次面向商界领袖的公开演讲。此次讲话是继美联储在 9 月 17 日宣布降息 25 个基点（将基准利率降至 4.00%-4.25%）之后的首次公开表态，也是美联储在面对“滞胀”风险背景下对市场的重要沟通。

在经济方面，鲍威尔表示近期数据显示，经济增长放缓。失业率虽处于低位，但有所上升。就业增长放慢，就业下行风险加大。劳动力供需双方均放缓，这是一种不寻常且具挑战的现象。同时，通胀近期有所上升，并仍处于较高水平。但这主要反映关税在近几个季度的一次性影响，而非更广泛的价格压力。近几个月，风险平衡已发生明显转变，促使我们在上周的会议上将货币政策立场调整为更接近中性。

对未来政策路径，鲍威尔表示美联储面临通胀和就业双重风险时，没有无风险的路径，若政策过度宽松，则可能导致通胀反弹；但若维持高利率太久，则可能使劳动力市场不必要地走弱。因此，鲍威尔的表态相对中性，但他表示美国股市的估值水平相当高，暗示市场可能对宽松预期反映过度。另外，前些天美联储的其它 3 名成员也发表偏鹰派讲话。

美股方面，科技股领跌，英伟达跌 2.9%，甲骨文跌 5.4%，纳指下跌 0.95%，标普 500 下跌 0.55%，道指下跌 0.19%，中概股指数跌 2.22%，其中百度跌 8%。美债方面，10 年期跌 4.06 个基点收 4.106%，2 年期跌 2.75 个基点收 3.573%。市场已经意识到对未来降息前景过于乐观。

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：

9月24日美光科技公布了全年业绩公告，第四季度经调整营收113.2亿美元，同比增长46%，超出分析师一致预期的111.5亿美元和公司的营业收入指引111亿至113亿美元的上限。四季度调整后毛利率为45.7%，同比提高9.2个百分点，超出分析师一致预期的44.1%，和公司的指引数据44%至45%的上限。公司预计2026财年Q1营收为122亿至128亿美元，预计第一财季调整后毛利率50.5%-52.5%，继续超出分析师的一致预期。由于AI需求带动下，市场8月份以后的存储价格出现加速上涨，以16GB的DDR5内存为例，8~9月份价格的环比涨幅超过15%，因此我们继续看好国内存储行业的景气度提升。

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：

乘联分会秘书长崔东树发文称，2025年8月中国汽车实现出口76.4万辆，同比增25%，环比增12%；1-8月中国汽车实现出口494万辆，同比2024年1-8月增速21%，同比走势总体较强。今年的主要动力仍是中国产品竞争力提升和全球南方国家市场的小幅增长。中国新能源车2025年1-8月出口表现好于预期，主要是插混和混动替代纯电动成为出口增长的新增长点，尤其是插混的皮卡出口表现较强，成为商用车新能源车出口亮点。根据上述数据，2025年中国汽车出口延续高景气度，结构上由纯电独秀转变为插混/混动主导的多路线并进。外部环境看，针对中国产纯电车的关税与合规压力在欧美显著上行，强化了插混在多个目的市场的性价比与适配性，推动量的扩张和结构优化同时发生。

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：

梦百合2025年上半年实现营收43.16亿元，同比增长9.35%，扣非归母净利润1.10亿元，同比增长96.41%。25Q2实现营收22.73亿元，同比增长6.83%，扣非归母净利润0.52亿元，同比增长39.86%。

分地区来看，2025年上半年北美业务实现营收21.84亿元，同比增长7.63%；欧洲区实现营收9.57亿元，同比增长6.07%；国内实现营收7.53亿元，同比增长11.74%；其他地区实现营收2.77亿元，同比增长20.25%，海外业务均实现稳步增长。分渠道来看，2025年上半年公司线下渠道实现收入12.67亿元，同比增长2.55%；线上渠道实现收入11.70亿元，同比增长57.40%；大宗渠道实现收入17.34亿元，同比下降6.62%，其中海外电商发展迅猛，大宗业务保持稳健。9月美国降息已如期落地，宽松的货币环境有望改善美国地产市场流动性，作为对利率敏感的领域，地产后周期行业预计将受益于政策红利实现回暖。同时，美国加征关税及反倾销政策带来的订单回流效应持续显现，本土生产需求上升，公司布局的美国产能有望直接承接增量订单。叠加公司海外电商自主

品牌表现强劲，2025 年上半年海外线上收入已实现 48.7% 的同比高增，渠道与产能的双重优势下，公司整体海外收入增长具备较强确定性。

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、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