

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：

9 月 5 日晚 8 点半美国劳工统计局公布 8 月劳动力市场数据。

评论：

美国 8 月季调后非农就业人口增 2.2 万人，预期增 7.5 万人，前值（7 月）从增 7.3 万人上修为增 7.9 万人；8 月失业率为 4.3%，预期为 4.3%，前值为 4.2%；8 月劳动参与率为 62.2%，预期为 62.3%，前值为 62.2%。失业率与非农调查的背离，主要是因为非农就业机构调查受特朗普移民政策的影响更大。

美国 8 月平均每小时工资同比升 3.7%，预期升 3.7%，前值由升 3.9%；8 月平均每小时工资环比升 0.3%，预期升 0.3%，前值升 0.3%。

从结构上看，美国 8 月季调后政府部门就业人口减 1.6 万人，前值增 0.2 万人；8 月私人非农就业人数增 3.8 万人，前值增 7.7 万人。其中，私人商品减 2.5 万人，前值减 0.8 万人；服务业增 6.3 万人，前值增 8.5 万人。

从服务行业上看，五个行业增加：教育和保健业增 4.6 万人，前值增 7.7 万人；休闲和酒店业增 2.8 万人，前值增 0.6 万人；其它服务业增 1.2 万人，前值增 0.5 万人；零售业增 1.1 万人，前值增 0.7 万人；运输仓储业增 0.4 万人，前值增 0.6 万人。而四个行业减少：专业和商业服务业减 1.7 万人，前值减 1.0 万人；批发业减 1.2 万人，前值 0.8 万人；信息业减 0.5 万人，前值减 0.3 万人；金融活动减 0.3 万人，前值减 0.9 万人。

8 月美国非农远低于预期，基本锁定了美联储 9 月的降息。市场反映方面，美元快速下挫 50 个基点后有所回升隔夜跌 0.55% 收在 97.7；美国 10 年期国债收益率跌 8.5 个基点隔夜收于 4.08%，2 年期跌 7.5 个基点隔夜收在 3.51%。美股先涨后跌：隔夜道指跌 0.48%，纳指跌 0.03%，标普 500 跌 0.32%；商品方面：伦敦现货黄金涨 1.15% 报 3586 美元/盎司；白银涨 0.73% 报 40.97 美元/盎司；原油出现大幅下跌，布油跌 1.97% 收 65.67 美元/桶，美油跌 2.83% 收 61.97 美元/桶。

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:

据中国工程机械工业协会对挖掘机主要制造企业统计, 2025 年 8 月销售各类挖掘机 16523 台, 同比增长 12.8%。其中国内销量 7685 台, 同比增长 14.8%; 出口量 8838 台, 同比增长 11.1%。8 月销售各类装载机 9440 台, 同比增长 13.3%。其中国内销量 4774 台, 同比增长 18.3%; 出口量 4666 台, 同比增长 8.69%。总体看, 国内工程机械销量在去年较低基数的情况下保持了增长。不过 8 月工程机械主要产品月平均工作时长为 78.4 小时, 同比下降 9.45%。主要工程机械产品月开工率为 55.1%, 同比下降 6.83 个百分点。后续国内工程机械销量增速可能会下降。

9 月 5 日, Sandisk 宣布将面向所有渠道和消费者客户的闪存产品价格上调 10% 以上。调价的主要原因在于受人工智能应用以及数据中心、客户端和移动领域日益增长的存储需求的推动, 闪存产品需求强劲。今年 1 月以来, 全球闪存价格持续上涨, 目前相对 1 月份低点涨幅超过 70%。不过目前的价格仍低于疫情前的价格, 叠加 AI 等场景对存储的需求拉动趋势, 因此我们认为本轮闪存价格上涨大概率具备持续性。

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、销售不及预期等变化, 而不如预期的可能。

三、先进制造组:

上周, 碳酸锂和氢氧化锂价格双双走弱; 硫酸镍、硫酸钴、四氧化三钴等金属盐价格全线上涨。1. 在动力电池领域, 可能导致磷酸铁锂与三元电池的成本差距进一步拉大。碳酸锂价格的下降和磷酸铁价格的稳定意味着磷酸铁锂电芯的成本将迎来一波下降; 三元电池受益于氢氧化锂价格下跌, 但要承受镍、钴价格上涨压力, 锂盐价格跌幅超过镍钴盐的涨幅, 因此三元材料整体价格下行, 但其成本下降幅度小于磷酸铁锂电池; 这可能会导致车企在主流和入门级车型上, 更有动力采用磷酸铁锂电池来降低整车售价, 提升竞争力, 以应对金九银十的销售旺季。2. 在储能电池领域, 储能系统成本将下降, 钠电池等新技术需要聚焦差异化应用场景, 避开同质化竞争的红海领域。当前储能领域以磷酸铁锂电池为绝对主流技术路线, 磷酸铁锂的降价对储能项目的大规模部署是极强的催化剂。对于钠电池等新技术, 钠电池的成本优势暂时不及磷酸铁锂, 钠电企业可能会主动寻找极寒地区、对安全性要求较高或有其他特殊要求的场景来建立优势, 而不是在通用储能市场上与磷酸铁锂电池进行惨烈价格战。

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：

拼多多 2025 年第二季度总营收 1039.8 亿元，同比增长 7.1%；净利润 307.5 亿元，同比下降 4%，但显著高于市场一致预期。利润超预期主要源于营销费用的有效控制，实际支出 272 亿元，低于预期的 350 亿元，同比增幅仅 4.5%。主站广告收入 557 亿元，同比增长 13.4%，是营收增长的主要动力，不过增速较一季度的 15%有所放缓。本季度毛利率降至 55.9%，为 16 个季度以来的最低水平，主要因 Temu 为抵消美国关税上调而提高加价率，同时国内市场补贴策略也对利润空间形成挤压。管理层明确表示当前利润水平不具备持续性，一方面“千亿扶持”计划将持续推进，仅推广费退返就超百亿元，短期内会进一步压制利润；另一方面，本季度 104 亿元的投资收益占净利润的 33%，这类非经常性收益未来难以复制。

Temu 业务受美国取消 800 美元免税政策影响，全托管业务陷入停滞，不过通过转向半托管模式（以佣金制收入为主）及开拓欧洲、中东市场，整体 GMV 仍实现超 40% 的增长。目前美国市场全托管业务占比已降至 33%，非全托管模式占比达三分之二；本对本发货比例提升至 40%，单月增长 3 倍，一定程度上缓解了关税影响。但 Temu 仍面临新的压力，欧盟拟征收 2 欧元包裹手续费，日本也跟进调整消费税，其价格优势持续承压。

公司在农业与西部市场的突破。商家生态方面，“千亿扶持”计划通过降低佣金、物流费等举措，推动农产品销量同比大幅增长。区域渗透上，“电商西进”战略免除物流中转费后，西部日用品订单量实现大幅增长。整体而言，尽管本季度利润超预期，但可持续性不足，战略性投入仍将在短期内对业绩表现产生压制。

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。

五、债券研究组：

上周债市还是受到股市影响保持震荡行情。周一至周三在权益调整的背景下债市利率逐步下行，周四小幅上行，周五受到反内卷商品权益反弹影响，利率继续上行。从基本面上来看，债市风险有限，资金保持宽松，央行对资金面呵护。上周央行和财政部召开会议，市场预期央行可能会重启买卖国债。当前债市主要矛盾还是风险偏好转换以及存款搬家影响，债市下行动力不足，短期可能还会偏逆风。

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