

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

核心观点：**一、宏观经济组：****事件：**

8月22日（星期五）22点，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔央行年会上的讲话。

评论：

8月22日，美联储主席鲍威尔在美国怀俄明州杰克逊霍尔央行年会上发表《货币政策与美联储评估框架》（Monetary Policy and the Fed's Framework Review）的演讲，这次讲话之所以备受市场关注，不仅是因为这是鲍威尔任期内最后一次在全球央行年会上发表讲话，而且杰克逊霍尔央行年会通常是美联储发布新的货币政策框架，并披露下一步行动线索的场所。

美国货币政策框架调整包括：一是删除零利率下限（ELB）是经济决定性特征的表述；二是取消2020年平均通胀目标制（FAIT），即补偿策略，回归灵活通胀目标制框架（FIT）；三是删除了此前“决策将依据就业低于最大水平的评估”的表述；四是在广泛经济环境下，即就业与通胀目标无法兼顾时，应采取平衡策略推进双重目标，即最大就业和物价稳定。

美联储主席鲍威尔在年会上，**一是对于就业市场：**鲍威尔认为虽然失业率未显著上行，但贸易与移民政策变化使得就业供需共同走弱，特别是在劳动参与率下降背景下，使得新增就业的“均衡”水平下移，呈现出脆弱的平衡状态。一旦该平衡被打破，劳动力市场可能快速走弱。这与7月底美联储议息会议后“劳动力市场已达到或接近最大就业状态”的表述形成鲜明对比。

二是对于关税和通胀影响：鲍威尔认为虽然关税对价格影响已经部分显现、传导也将持续，并且可能由于关税税率的持续变化而导致调整的过程延长，但不会造成持续性的通胀压力。此外，鲍威尔认为当前就业市场放缓的背景下，出现工资-通胀螺旋的概率较低，工资或难以成为通胀压力的来源。也就是说，鲍威尔仍维持关税对价格影响是一次性的判断。

三是对于经济现状：鲍威尔指出上半年GDP增速放缓至1.2%，仅为去年同期增速的一半左右，背后主要是消费者支出的走弱，产出下降也有部分拖累。

四是对于利率前景：鲍威尔表示，虽然就业面临下行风险，通胀面临上行风险，但由于当前政策利率具有限制性，经济前景和风险要求联储调整政策立场，给出了9月议息会议将再次降息的较为明确指引。但是，鲍威尔也强调，货币政策没有预设的路径，联储只会根据经济数据来评估经济前景以及风险，从而决定货币政策。这说明9月的降息将是预防性的，而非衰退性的，因而只有25个基点，而排除了50个基点的可能性。

总之，本次年会上鲍威尔讲话比预期偏鸽派，交易员目前预计9月美联储将降息的概率约为91%，而鲍威尔讲话前这一概率为75%。交易员再次完全定价美联储年底前降息两次。另外，美国总统特朗普近期不断施压美联储立即降息，并要求美联储理事库克（Lisa Cook）辞职，指控其房贷申请违规。鲍威尔在讲话中未涉及相关话题，在目前紧张的政治氛围之下，鲍威尔谨慎基调的出现被市场视为对特朗普的妥协。

讲话在市场方面引起的波动较大，从盘后美债市场看，盘后2年期美债收益率跌

7.44 个 BP 报 3.71%，10 年期美债收益率跌 5.45 个 BP 报 4.26%。美股则大幅上涨，其中道指涨 1.89%，标普 500 指数跌 1.52%，纳指涨 1.88%。从美元指数看，从 98.7 一线大幅下跌至 97.7 左右；贵金属方面，隔夜收盘时伦敦现货黄金涨 0.98% 至 3371 美元/盎司，而白银涨 1.97% 至 38.9 美元/盎司。

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：

今年 7 月国家邮政局先后召开党组会议及快递企业座谈会，明确提出治理行业内卷式竞争后，多家快递公司目前已对广东、浙江电商客户涨价。其中广东是重点调价地区，每件调价幅度在 0.3 元至 0.7 元之间，同时还设定 1.4 元/单的底线价。由于广东地区贡献了快递公司最大的单量，同时也贡献了极低的价格，此前 0.8 元发全国即诞生于此地，因此在广东和江浙地区快递价格最低价格上涨后，国内快递公司的业绩短期将呈现改善趋势。不过由于本次反内卷不涉及企业产能的退出，因此后续快递价格和企业盈利走势仍取决于供需的变化，因此行业景气度的改善趋势还有不确定性。

8 月 22 日 A 股收盘后，工业和信息化部、国家发展改革委、自然资源部发布了《稀土开采和稀土冶炼分离总量调控管理暂行办法》。总体看和一季度公布的征求意见稿变化不大，稀土管控的力度将明显增强，审批和管理的各项权力基本都上收到国务院或部委层面。由于国内稀土分离产能占全球的 90%，且全球能源消费向电机驱动的转型仍在持续，因此我们看好稀土产业的长期景气度提升。

8 月 25 日，景旺电子也公布 50 亿元的 PCB 扩产计划。本次在珠海金湾的扩产计划主要是提升 HDI 产能，主要包括 10 亿元用于现有 HDI 产能瓶颈部分的改扩建，其次 32 亿用于建设新的 80 万平米/年的高阶 HDI 产能。扩产的主要原因在于以大模型与生成式 AI 为代表的技术突破推动科技硬件创新蓬勃发展，高端 PCB 供不应求，公司相关方案/产品性能获得了客户的认可，且从中长期市场发展趋势看，相关产品市场需求稳定且具有持续性。因此，从近期 PCB 龙头公司集中扩产看 AI 的需求前景依然旺盛，我们认为 PCB 产业及在本轮大扩产浪潮下将直接受益的 PCB 设备类公司的景气度的显著提升。

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：

一、赣锋锂业，主营业务涵盖锂资源开发、锂化合物及金属锂生产、锂电池制造以及电池回收等多个领域，发布了半年报。2025 年上半年，本报告期营业收入为 83.76 亿元，同比下降 12.65%；归母净利润-5.31 亿元，同比

增长 30.13%。营业收入下降的主要原因如下：1. 核心产品售价下跌。锂盐产品售价下跌，导致公司经营业绩同比下降。2. 海外收入大幅减少。中国大陆以外地区收入为 7.30 亿元，同比骤降 72.77%。分析这份半年报，可得出锂盐行业处于深度调整期，景气度较低。

二、中国汽车工业协会日前公布数据：前 7 个月，新能源汽车出口 130.8 万辆，同比增长 84.6%，成为外贸增长的亮点。7 月新能源汽车出口量占汽车出口总量的 39.1%，环比提高 4.5 个百分点，创历史新高，有力带动汽车出口稳定增长。佐证“以外需对冲内需阶段性波动”的逻辑仍在延续。

三、多家公司披露固态电池中试进度：媒体汇总称，鹏辉能源、国轩高科等企业固态能量密度已提升并推进中试线建设(鹏辉预计 9 月底建成中试线)；孚能科技年内将建成 0.2GWh 硫化物全固态中试线并向战略客户交付 60Ah 电芯。该类更新显示固态电池“从实验室到中试”的节奏在加快，但量产仍面临良率/成本挑战。

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：

布鲁可 2025 年上半年实现总营业收入 13.38 亿元，同比增长 27.89%；盈利表现大幅改善，期内利润从去年同期的 2.55 亿元亏损转为 2.97 亿元盈利。产品端，上半年 16 岁以上年龄段产品实现收入约 1.98 亿元，同比增长 82%，占整体收入比重 14.8%，较去年同期提升 4.4 个百分点。分区域看，25H1 国内收入 12.27 亿元，同比增长 18.5%；海外收入 1.11 亿元，同比激增 898.6%，占总收入比重提升至 8.3%，较去年同期提高 7.2 个百分点。其中，亚洲（不含中国）、北美、其他地区收入分别为 0.57 亿元、0.43 亿元、0.11 亿元，同比增幅分别达 652.5%、2135.9%、594.7%。海外营收高增或成新增长点。

工业和信息化部近期印发通知，启动全国工业文化资源摸底调查工作。这一动作与国家重视文化影响力、推动文化产业发展的战略方向高度契合，其核心目的不仅是对工业化进程中形成的优质资源登记造册，更在于通过系统梳理筛选出具有历史、科技、社会及艺术价值的项目，为后续资源向优质领域倾斜铺路。从发展趋势来看，此次摸底后，预计将加快推动工业文化资源与文创、旅游等产业深度融合——通过打造特色文化地标、培育新的旅游热点，既能激活工业文化的当代价值，也能进一步带动消费扩容与就业增长。

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