

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：

事件一：

7 月 31 日（星期四）2 点，美联储公开市场委员会（FOMC）2025 年第五次议息会议。

点评一：

7 月 31 日凌晨 2 点，美联储公布了 2025 年的第五份利率决议。其中显示，有投票权的 12 位 FOMC 委员中 9 人赞成、2 人反对、1 人缺席未投票（美联储理事库格勒）通过，美联储决定将联邦基金利率区间维持在 4.25%—4.50% 不变，这是美联储自去年 9 月开启降息周期以来再次暂停降息，符合市场预期。这是 1993 年以来首次出现有 2 位美联储理事在利率决议中投反对票，2 位投反对票的委员分别是负责美联储监管事务的副主席鲍曼和理事沃勒，此 2 人均均为特朗普任命，反映其对美联储的施压正在产生影响，因为以前鲍曼是著名的鹰派，而沃勒则是想竞争下一任美联储主席。

本次声明与 6 月相比，比预期偏鸽派，9 月降息可能性增加，预计下次议息会议前有等公布的 7-8 月物价和非农就业数据可能加剧联储分歧。与上次声明相比，在点评经济活动时有两点不同：一是删除了上次会议声明中“虽然净出口波动已影响数据，但最近的指标显示经济活动继续稳健扩张。”的说法，本次改称“虽然净出口波动已影响数据，但最近的指标显示上半年经济增长温和”。二是删掉了有关“经济不确定性已减弱”的说法，改成“不确定性仍偏高”。这一点确实令人惊讶，因为尽管不确定性仍很高，但考虑到贸易和关税方面的清晰度不断提高，这种不确定性已经大大降低。

美联储主席鲍威尔在记者会上，一是对于利率前景：未就 9 月降息给出指引，表示现在就断言美联储是否会像金融市场预期的那样在 9 月下调联邦基金利率还为时过早。二是对于关税和通胀影响：表示在关税和通胀仍充满不确定性的情况下，当前的利率水平是合适的，给市场对 9 月降息的预期降温。他说，目前政策变化的影响仍具不确定性，合理的基本假设是，关税对通胀的影响将是短期的。关税传导至价格的过程可能比之前预料的更慢，然而关税对通胀的影响已经开始显现，但要判断影响程度仍然太早。三是对于就业市场：鲍威尔说就业市场并未走弱。失业率保持在较低水平，劳动力市场已达到或接近最大就业状态。四是对于经济现状：近期的一些数据表明，美国经济活动增速有所放缓。主要是因为消费者支出（包括出口）

有所减少。相比之下，企业在设备和无形资产上的投资比去年有所上升。住房市场的活动仍然疲弱。在我看来，以及几乎整个委员会的看法是，当前经济的表现并不像是在被紧缩政策‘不适当地’抑制。言下之义是此次美联储维持利率不变的决定没有错。

到本周二收盘，芝商所（CME）的工具显示，期货市场预计联储本周保持利率不变的概率接近 98%，9 月下次会议降息的概率将近 65%。周三美联储公布决议前，就连美国财长贝森特和特朗普本人都预计，这次联储还不会降息。

市场方面波动不大，从盘后美债市场看，盘后 2 年期美债收益率跌 0.61 个 BP 报 3.935%，10 年期美债收益率涨 0.4 个 BP 报 4.372%。从美元指数看，从 98.9 一线大幅上涨至 100 左右；美股也大至持平，其中道指跌 0.38%，标普 500 指数跌 0.12%，纳指涨 0.15%。贵金属方面，隔夜收盘时伦敦现货黄金跌 1.53% 至 3275 美元/盎司，而白银跌 2.87% 至 37.1 美元/盎司。

事件二：

7 月 30 日中共中央政治局会议。

点评二：

一是对当前国际形势：指出“战略机遇和风险挑战并存、不确定难预料因素增多”，明确提出要立足于自身优势“集中力量办好自己的事，在激烈国际竞争中赢得战略主动”，显示在复杂国际环境下谋求主动权的决心。

二是和 7 月 1 日中央财经委员会相比，今天的政治局会议在相关措辞上未提“反内卷”、去掉了“低价竞争”，提出要“推动市场竞争秩序持续优化，依法依规治理企业无序竞争”；之前的“推动落后产能有序退出”的表述也变成了“推进重点行业产能治理，规范地方招商引资行为”。说明本次“反内卷”的重心是在部分非传统行业，而非全面铺开；针对这些行业，不是单纯依靠涨价就能解决问题，也不存在传统意义上的落后产能，因而不能照搬 2016 至 2017 年的经验；手段上更加注重市场化、法制化，少用行政式的去产能、拉价格，上周发改委、市监局适时推出《中华人民共和国价格法修正草案（征求意见稿）》就是比较明显的信号。

三是着重强调“坚持以科技创新引领新质生产力发展，加快培育具有国际竞争力的新兴支柱产业，推动科技创新和产业创新深度融合发展”。“增强国内资本市场的吸引力和包容性，巩固资本市场回稳向好势头”。如何增强资本市场的吸引力和包容性？需求端要吸引更大规模的稳定资金流入股市，通过股市的赚钱效应吸引国内外投资者；供给端则鼓励科创企业上市、支持优质未盈利创新企业上市。

四是强调“要扎实做好民生保障工作。突出就业优先政策导向，促进高校毕业生、退役军人、农民工等重点群体就业”。宏观政策要持续发力、适时加力……强化宏观政策取向一致性“这一段是老的提法，而政策储备的相关线索，是“提振消费专项行动”、“培育服务消费新的增长点”等。预计这些“相机抉择式”的政策有望在必要时为经济提供有效托底或缓冲。“在保障改善民生中扩大消费需求。高质量推动‘两重’建设，激发民间投资活力，扩大有效投资”。

二、产业综合组：

昨日微软和 Meta 公布了最新的季度报告，总体都是超预期，并且 Meta 进一步上调了资本支出的规模。其中微软第四财季营收 764.4 亿美元，同比增长 18%，预估 738.9 亿美元，其中智能云业务营收 298.8 亿美元，预估 291 亿美元。第四财季净利润达 272 亿美元，同比增长 24%。META 第二季度营收 475.2 亿美元，同比增长 22%，预估

448.3 亿美元，净利润 18337 亿美元，同比增长 36%。Meta 目前预计全年资本支出将在 660 亿美元至 720 亿美元之间，较此前 640 亿至 720 亿美元的预期有所提高。Nvidia 的 AI 芯片 60% 以上都是卖给微软、Meta、Google 和 Amazon 美国四大云服务商。在 23 年四大云服务商开始大批量部署 AI 服务后，其营业收入较 22 年及以前有了明显加速，表明整个 AI 的需求是真实且快速增长的，因此本次微软和 Meta 的季度业绩继续超预期，表明 AI 产业链的高景气形势仍将维持。

顺络电子公布了 2025 年半年报，上半年营业收入 32.24 亿元，同比增长 19.8%，其中二季度营业收入同比增长 23%，比一季度 16% 的增速进一步加快，说明公司下游需求较好。上半年毛利率 36.68%，同比下降 0.28 个百分点，二季度毛利率 36.78%，环比提升 0.22 个百分点。公司归母净利润 4.86 亿元，同比增长 32.03%，净利率 17.34%，同比提升 1.71 个百分点。总体来看，公司的业绩表现优异。由于公司产品性能已经与日本的太诱、村田在同一水平线，且 AI 需求的增长将带来电子产品的进一步升级，因此我们看好电子原件行业和公司业务高景气程度的持续。

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、7 月 29 日，理想 i8 正式发布，作为理想汽车首款纯电 SUV，该车全系标配三元锂 5C 超充电池，对应 CLTC 续航分别为 670 公里和 720 公里，搭载自研碳化硅驱动系统，百公里能耗低至 14.6kWh，实现充电 10 分钟续航 500 公里的表现。该车型售价为 32.18 万—36.98 万元，并将于 8 月 20 日开启交付。作为理想汽车迈入纯电市场的第二款车型，理想 i8 在续航、安全、空间、智能化等维度实现全方位升级，集中体现了理想对家庭用户需求的深刻理解与技术体系的整合能力。理想 i8 成为理想汽车 2025 年的破局关键。

理想 i8 出师不利，在发布后，理想汽车美股下跌 6.2%，港股下跌 12.6%。资深业内人士认为，市场此前对理想汽车新产品有较高期望，股价已累积较大涨幅。但产品发布后不如预期，尽管外观和配置没有明显短板，但该产品缺乏让人眼前一亮的“爆点”，且纯电车相比于增程车难以盈利，随着碳酸锂价格回升，进一步增加盈利难度，导致部分提前布局的投资者选择获利了结的现象较为明显，从而引发大跌。

这件事说明中国新能源车行业的上半场，以电动化为核心的硬件和性能普及赛已接近尾声，下半场，即以智能化、差异化和盈利能力为核心的综合实力淘汰赛已经开始。行业整体景气度依然向好，但景气度的内涵已经变了，资本市场将更加青睐那些能够证明自己拥有持续创新能力和健康盈利能力的企业。

二、乘联分公布皮卡销量数据，2024 年全国新能源皮卡销量 2.1 万辆，同比增长 170%。2025 年 6 月新能源皮卡 0.7 万辆，同比增长 506%，环比下降 11%，2025 年 1-6 月累计新能源皮卡 4.1 万辆，增长 890%，形成超强于燃油皮卡的较好走势。主流新能源皮卡的电池容量通常在 80kWh 到 100kWh，几乎是纯电轿车的 1.5 到 2 倍，新能源皮卡销量的快速爬升会有效促进新能源电池领域的景气度。其次，皮卡用户对成本、耐用性和安全性的敏感度极高，会进一步巩固磷酸铁锂电池的优势地位。

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：

三夫户外于7月15日发布2025年上半年业绩预告，预计当期实现归母净利润1350-2000万元，同比增长65.14%-144.65%；扣非后净利润1200-1800万元，同比增长230.78%-396.16%。业绩增长主要依托公司“自有品牌+全国独家代理品牌”的发展战略，线下、电商、直播、批发等多渠道协同推进。其中，自有品牌X-BIONIC收入同比持续增长，独家代理的CRISPI、HOUDINI、MYSTERY RANCH、DANNER、LA SPORTIVA等品牌均实现良好销售业绩，推动公司盈利能力显著提升。从行业动态看，户外服饰夏季销售表现值得关注，相关市场需求对行业内企业经营形成影响。建议关注安踏、李宁、361度等企业的相关业务进展。

奥维云网数据显示，8月家用空调排产1116万台，同比减少7.1%。其中，内销排产651万台，同比减少5.3%；出口排产465万台，同比下降9.5%。内销排产增速环比下降明显，主要原因预计包括两方面：一是618大促叠加国家补贴政策推动需求较快释放，8月进入传统销售淡季，需求预计相对平淡；二是6月底渠道库存同比增长5%，企业主动放缓生产节奏以减少库存压力。外销排产降幅有所收窄，预计随着关税相关形势逐步明朗，空调外销订单出现一定恢复，但受产业链外移因素影响，外销排产仍呈下降态势。

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