

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：

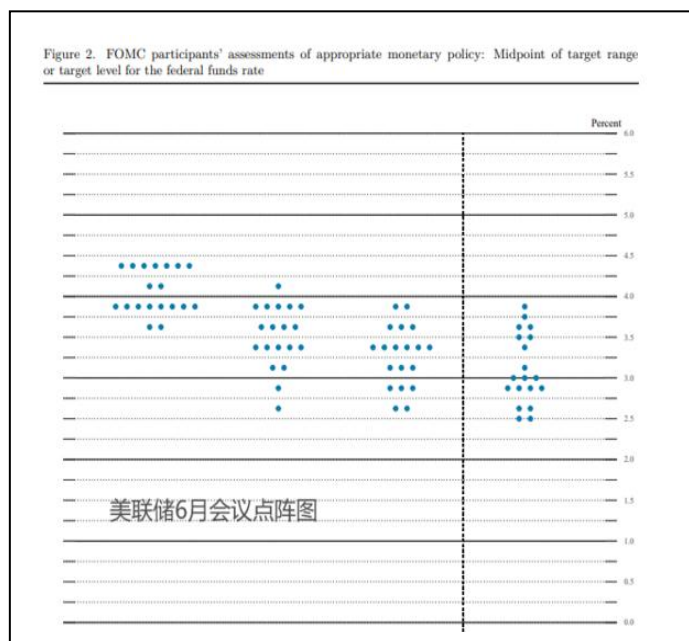
事件：

6 月 19 日（星期四）2 点，美联储公开市场委员会（FOMC）2025 年第四次议息会议。

点评：

6 月 19 日凌晨 2 点，美联储公布了 2025 年的第四份利率决议。其中显示，有投票权的 12 位 FOMC 委员全票通过，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。

本次声明与 5 月相比，有两点不同：一是删掉了有关“经济前景的不确定性增加”的说法，改成“不确定性已减弱但仍高”；二删掉了有关“失业和通胀均上升的风险增加”的说法，重申“净出口波动影响数据但经济继续稳健扩张。”



在点阵图中，以每次降息 25 个基点计算，与今年 3 月相比，19 位 FOMC 委员中：今年不再降息的人数为 4 人增至 7 人，再降息一次的人数由 4 人减至 2 人，再降息两次由 9 人降至 8 人，再降息三次 2 人与 5 月持平。以中位数计算，“点阵图”表明美联储 2025 年将降息两次，累计降息 50 个基点。会后公布的美联储官员利率预测中位值显示今年的利率预期中位值为 3.9%，与 3 月持平；2026 年的预期中位值为 3.6%，而 3 月为 3.4%；2027 年的预期中位值为 3.4%，而 3 月为 3.1%。

美联储还发布最新一期经济前景预期。与今年 3 月相比，美联储下调了今明两年的 GDP 增长预期，上调了今后三年的失业率预期、PCE 通胀预期和核心 PCE 通胀预期。具体如下：今年 GDP 增长预期调低 0.3 个百分点至 1.4%，明年调低 0.2 个百分点至 1.6%；将今年失业率调高 0.1 个百分点至 4.5%，明后年分别调高 0.2 和 0.1 个百分点至 4.5%和 4.4%；同时，将今年、明年和后年的 PCE 和核心 PCE 分别上调 0.3、0.2 和 0.1 个百分点，PCE 分别为 3.0%、2.4%和 2.1%；核心 PCE 分别为 3.1%、2.4%和 2.1%。

Percent				
Variable	Median ¹			
	2025	2026	2027	Longer run
Change in real GDP	1.4	1.6	1.8	1.8
March projection	1.7	1.8	1.8	1.8
Unemployment rate	4.5	4.5	4.4	4.2
March projection	4.4	4.3	4.3	4.2
PCE inflation	3.0	2.4	2.1	2.0
March projection	2.7	2.2	2.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	3.1	2.4	2.1	
March projection	2.8	2.2	2.0	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	3.9	3.6	3.4	3.0
March projection	3.9	3.4	3.1	3.0

美联储主席鲍威尔在记者会上，一是对于利率前景：称美联储当前“适度偏紧”的政策立场“处于良好位置”，可以灵活应对未来数据变化。二是对于通胀和关税影响：鲍威尔多次强调：“我们预计未来几个月将出现显著的通胀”，这归因于关税，目前还不能确定这些通胀是否只是一次性冲击，目前评估关税通胀传导路径“非常难以预测”。三是对于就业市场：鲍威尔当前失业率为 4.2%，“在长期自然失业率估计范围的低端”，并不意味着就业疲软。就业增长放缓，但劳动力供给也在下降，整体维持平衡且实际工资仍在上涨。四是对于经济前景：尽管近期消费者和企业信心略有下降，鲍威尔指出这主要反映对贸易政策的担忧，美国经济仍然“表现稳健”，GDP 略有波动是由净出口驱动的技术性问题，最终国内需求增长依然强劲。

据美国 CME 周二盘后显示，期货市场预计 7 月不降息的概率超过 85%，预期 9 月至少降息 25 个基点的概率略超 63%。

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 0.63 个 BP 报 3.935%，10 年期美债收益率跌 0.39 个 BP 报 4.289%。从美元指数看，持平于 98.9 一线；美股也大至持平，其中道指跌 0.1%，标普 500 指数跌 0.03%，纳指涨 0.13%。贵金属方面，隔夜收盘时伦敦现货黄金跌 0.55%至 3368 美元/盎司，而白银跌 0.95%至 37.3 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、外部经济环境和政策等变化，而不如预期的可能。

二、产业综合组：

据5月12日市场传出三星、SK等存储大厂限产提价以来，截至6月18日存储市场DDR4产品价格已经超过2024年6月的价格高点，从2025年1月的价格低点算起，目前DDR4价格涨幅接近1倍。DDR5产品价格方面，目前16GB的价格已经达到5.8美元，相较2024年8月的高点涨幅超过13%。2024年一季度存储价格的快速上涨给国内存储模组厂和分销代理商的业绩带来的成倍的增长，因此我们看好本次以江波龙、德明利、香农芯创等在今年一季度末存货占比较高的存储类公司的业绩增长。

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、外部经济环境和政策等变化，而不如预期的可能。

三、先进制造组：

一、Powin 申请破产，多家中国企业受影响

近日，美国第三大电池储能系统集成商 Powin 已向新泽西州法院申请第 11 章破产保护，其资产与债务规模均在 1 亿至 5 亿美元之间。我们对其破产原因进行分析：破产直接诱因是关税成本飙升与税收政策逆转。深层矛盾在于其商业模式脆弱性：作为纯集成商，缺乏电芯-BESS-EPC 垂直整合能力，在成本战中溃败。技术短板同样致命——2023 年 3 起储能事故暴露其热管理设计缺陷，进一步拖累资金回款。

影响：1. 中国企业债务风险集中暴露。宁德时代、青岛中集普威、海辰储能均受影响。2. 美国储能市场短期冻结。头部企业 Fluence 已下调全年营收指引 27%（34 亿→27 亿美元），行业进入“观望停滞期”。

二、2025 年 1-5 月新能源重卡销量猛增，“政策驱动”逐渐转向“经济性驱动”

据绿色重卡统计，2025 年 1-5 月新能源重卡销量达 6.16 万辆（同比+193.5%），磷酸铁锂（LFP）占比 99.57%。快速增长方面，我们分析核心驱动因素主要有三点：政策强刺激：老旧货车淘汰补贴（最高 14 万元/车）及“以旧换新”政策释放需求；经济性碾压：纯电重卡全生命周期成本（TCO）较柴油车低 50 万-100 万元，燃料成本仅为 1/3；技术成熟：电池能量密度突破 180Wh/kg，续航达 300 公里以上，超充技术实现“1 小时充 80%”。

总结：新能源重卡从“政策驱动”逐渐转向“经济性驱动”。长期看，技术升级（电池轻量化+快充）与场景破局（长途干线）是核心增长引擎，建议关注头部车企与电池龙头。

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。

四、消费组：

2025 年 5 月天猫与抖音双平台美妆大盘 GMV 合计 299.6 亿元，同比微增 1.3%，市场呈现显著分化特征：高端产品增长强劲，大众品牌普遍承压。

高端国货代表毛戈平凭借高端彩妆稀缺性，天猫销售额同比+59%、抖音+94%；可丽金依托功效护肤技术壁垒，天猫+84%、抖音+44%。大众国货品牌表现低迷，珀莱雅双平台合计-18%，薇诺娜-11%，润百颜-44%，花西子-1%。另外看国际品牌，海蓝之谜+25%，Tom Ford +32%；YSL +25%，阿玛尼+21%；SK-II 在天猫+27%、抖音+94%。大众线国际品牌同样普遍下滑：欧莱雅合计-28%，兰蔻-7%，OLAY-23%，欧舒丹-21%。当前美妆消费呈现“高端化、功效化、渠道分化”特征：抖音平台成为高端品牌增长新引擎，而天猫仍是高端品牌稳定基本盘；消费者对护肤的抗老、修复等功效需求，以及彩妆的高端化、个性化需求持续提升。

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。

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