

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：

美国劳工部统计局 9 月 11 日晚 8 点半公布 8 月 CPI 数据, 9 月 10 日晚 8 点半公布 8 月 PPI 数据

评论：

美国 2026 年 8 月未季调 CPI 同比升 3.4%，与市场预期持平，前值 7 月为 3.4%；未季调核心 CPI 同比升 2.4%，同样与预期持平，前值为 2.5%。8 月季调后 CPI 环比为 0.4%，与预期持平，前值为 0.1%；核心 CPI 环比为 0.3%，高于预期 0.2%，前值为 0.2%。

从行业结构上看，环比上涨的有五项目，环比下跌的有二项，持平的有一项。8 月物价上涨的核心压力仍来自能源价格的走高，8 月能源环比为 1.3%（前值 -1.2%），反映到交通运输上环比为 0.5%（前值 -0.6%），服装为 1.9%（前值为 -1.3%）；教育与通信为 1.9%（前值为 0.7%），住宅为 0.2%（前值为 0.1%），其它商品和服务环比为 0.1%（前值为 0%）；娱乐为 0.0%（前值为 0.2%），医疗保健为 -0.1%（前值为 0.2%）；而食品与饮料为 0.1%与前值持平。

美国 2026 年 8 月未季调 PPI 同比升 5.4%，预期 5.3%，前值由 4.7%修正为 4.8%；环比升 0.4%，与预期持平，前值由 0%修正为 0.1%。剔除食品和能源后的未季调核心 PPI 同比上涨 4.6%，与预期持平，前值由 4.2%修正为 4.3%；环比升 0.2%，预期 0.3%，前值由 0.2%修正为 0.3%。

美国 8 月通胀数据略超市场预期，美国 8 月 CPI 数据公布后，市场预计下周美联储加息的概率约为 90%，市场完全预期到年底前美联储将加息两次。数据公布后，市场反应已完成消化加息预期，贵金属和美股期货都都在短暂下跌后反弹有所上涨，隔夜现货黄金涨 0.72%收于 4348 美元/盎司，现货白银涨 1.39%收于 64.46 美元/盎司；美股方面纳指涨 0.96%、道指涨 0.98%、标普 500 涨 0.86%。美元冲高后回落基本持平收于 99.09。隔夜美债收益率下跌后反弹，隔夜 10 年期美债收益率涨 0.43 个 BP 收于 4.97%，已经接近 5%并创 2023 年 10 月以来的新高；1 年期国债收益率涨 4.66 个 BP 收于 4.31%。

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

周末沙特阿拉伯宣布全面关闭其东西部原油管道，该管道周四上午在利雅得和麦地那地区多个地点遭到袭击，目前能源部表示正在处理损坏情况。初步报告称，该管道在至少 8 个地点遭受了灾难性破坏，此前卫星数据显示麦地那东南部管道路线沿线发生火灾，目前黑烟羽流已长达 115 公里。该管道是该王国唯一一条不通过霍尔木兹海峡的出口路线，日输能力为 700 万桶。由于上周胡赛武装由完全占领了红海海岸的地区，因此伊朗势力对中东原油出口通道的控制进一步增强，国际油价上涨的不确定性显著增加，市场风险偏好可能会进一步下降。

美国领导性大模型公司 Anthropic 的 CEO Dario Amodei 在 9 月最新发布长文称，呼吁所有模型公司必须放慢提升 AI 模型能力的速度。称定速不是叫停模型训练，也不是叫停技术进展。它的目标是：确保公司在推进能力之前，给对齐、防护、评估和治理留出足够时间，并由第三方评估方核验这件事真的做了。由于目前全球模型都是依靠融资发展，为竞争资本各模型厂商减速发展的概率不高，而且目前 AI 编程、视频和 Agent 模式已经证明有较好的应用前景，因此推理的需求也会继续增长。在资本市场的热情明显降温前，我们认为 AI 算力需求大概率不会减弱。

台湾玻纤布主要厂商富乔工业最近公布 8 月合并营收达 9.12 亿元新台币，环比增长 6.79%、同比增长 79.21%，创下历年同期新高；累计前 8 月营收 57.79 亿元，同比增长 51.2%。公司表示高阶特殊玻纤产品已跃居公司营收核心，上半年包含 Low Dk1、Low Dk2 及 Low CTE 等特殊级产品营收占比已攀升至 55%，而且在建泰国北柳府工业园一期工程预计 2027 年第三季正式量产，目前初期产能已被客户预订一空。总体看 AI 算力硬件的需求依然旺盛。

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、消费组

白酒进入中秋国庆备货阶段，当前行业最重要的变化是供给端主动收缩后，渠道库存与终端动销开始出现边际改善。酒企普遍减少压货，渠道前期抛盘基本结束；需求端高端礼赠同比小幅改善，茅五回款及动销相对顺畅，其中飞天茅台放量后批价仍较坚挺，中秋前后 1700 元附近具备一定支撑。价格带继续分化，300—800 元次高端受商务消费偏弱影响仍然承压，而 100—300 元大众价格带受宴席需求恢复带动，古井、今世缘、迎驾等区域品牌 7—8 月动销有所改善，库存同步去化。五粮液旺季放货后批价回落至 770—780 元，但渠道周转仍较顺畅，反映需求并未进一步恶化。整体看，白酒已经从单纯的渠道去库存逐步进入供需再平衡阶段，当前景气度处于底部弱修复初期，高端礼赠和大众价格带率先改善，次高端仍是主要拖累。

2026 年上半年全国规模以上啤酒企业产量 1936.2 万千升，同比仅增长 0.2%，其中 5 月、6 月传统旺季产量分别同比下降 6.2% 和 3.1%，行业总量增长已经明显趋弱。与此同时，主要啤酒企业盈利表现开始分化，5 家主要企业 2026H1 合计净利润同比下降约 2.57%，而 2025H1 仍增长 16.82%。公司层面，燕京、珠江、惠泉实现收入利润双增，燕京净利润增长接近 27%；华润啤酒则收入微增 1.2%、净利润下降 10.7%，其毛利率由 48.9% 降至 47.7%。

这说明过去依靠普遍提价、铺高端产品推动利润增长的行业红利正在减弱，高端化开始转向真实动销、产品结构和费用效率的竞争。当前啤酒行业的景气特征已经从普遍改善转向总量偏弱、盈利分化，具备大单品和成本效率优势的企业仍有结构性景气。

鸣鸣很忙 2026H1 实现收入 449.97 亿元，同比增长 60.0%；期内利润 22.40 亿元，同比增长 155.4%，经调整净利润 24.48 亿元，利润增速显著快于收入。盈利改善来自规模效应进一步释放，毛利率由去年同期 9.3% 提升至 11.5%，同比提升 2.2 个百分点。门店端继续高速扩张，截至 6 月底门店达到 26,405 家，较 2025 年底增加 4,457 家，其中上半年新开加盟店 4,590 家、关闭 121 家，门店 GMV 达到 638.89 亿元。在收入和门店快速增长的同时，公司存货由 2025 年底 24.90 亿元小幅降至 24.81 亿元，库存并未随规模同步膨胀，供应链和周转效率保持较好。公司当前已经形成通过对现有模式的快速复制以扩大业绩增长的正向传导。我们判断，零食量贩目前仍处于明确的高景气阶段，且景气正在由门店数量扩张进一步向盈利能力提升兑现。

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段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