

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：8月28日（周五）凯文·沃什首次以美联储主席身份在杰克逊霍尔全球央行年会发表演讲

解读：

8月28日沃什首次以美联储主席身份在杰克逊霍尔全球央行年会发表演讲，释放明确的鹰派信号，即如果美国的基础通胀不能清晰且足够快速地向2%目标回落，美联储“还有工作要做”。芝加哥商品交易所集团的数据显示，期货市场预计美联储9月加息25个基点的概率从演讲前的约30%攀升至50%以上。

沃什将演讲的相当篇幅用于通胀。认为夏季的PCE和CPI读数“好于预期”，但对通胀预期仍持谨慎态度。因为当前美国整体金融环境也很难被描述为具有限制性，价格稳定并不会自动实现，通胀也不一定会自行回归目标。而沃什重申2%的通胀目标坚定不移、不容更改，这与此前模糊说法形成鲜明对比，美联储将确保物价稳定最终实现。

沃什用约四分之一的篇幅谈论经济状况，对经济的判断是“印象深刻，经济似乎已经走强”：实际消费支出“尽管遭受冲击但依然健康”，但实际上7月美国个人消费支出环比增速接近于零；企业资本开支“正在快速增长”，今年超过一半的资本开支增长可归因于AI相关建设，私人国内最终购买增速今年以来接近3%，不过有数据表明今年二季度的私人投资增速为2.7%远低于一季度的7.9%，已经开始放缓。美国经济实际上并没有沃什说的那样好。

沃什在利率路径上面临的压力是两方面的：一方面，对市场关于美联储能否成功应对通胀的疑虑要作出回应，消除7月FOMC会议后有关通胀的模糊说法，因而此次演讲就是一次“鹰派修正”，以压低通胀预期；另一方面，还要应对美国总统和财长多次表示不希望美联储加息的压力。目前，美国国债已超过40万亿美元，长债发新还旧和年1.2万亿利息支出压力日趋严峻。美国财政部正考虑动用财政部TGA一般账户用于回购。但此次沃什表示“短期利率是实现双重使命的主要工具，旨在刺激经济活动的非常规政策或许适用于真正的危机时刻，但在其他情况下应谨慎使用，甚至根本不用。”因此，美国货币政策与财政政策是相互打架的，美国长债收益率近三日也连续上行，10年期美债周五收于4.714%，三日共上行8.9个BP。

总之，美联储9月是否加息，实际还要取决于经济数据，特别是8月非农和CPI

数据，9月加息仅在8月CPI和PPI数据超预期走强时才有可能。沃什在演讲中，仍强调“一个更安静、沟通更有针对性的美联储，更能够实现其目标。”因而沃什只是暗示市场要做好加息准备，但未给出具体政策路径，也未明确支持9月加息。市场想要明确利率指引作为GPS，沃什却只给了模糊的“指南针”，仍刻意拒绝前瞻指引，明面上虽说了很多但却没有实质内容。

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

8月29日，长鑫科技在社交平台宣布，长鑫LPDDR6内存正式量产，将在小米18Fold新折叠旗舰手机首发搭载。由于小米18Fold预计今年9月份上市，因此从研发量产速度上，长鑫科技已经追平三星和海力士等内存的一流厂商。LPDDR6相对于此前代次的内存的主要变革在于首次采用双子通道架构，这种配置缩短了访问路径、降低了延迟，并保持了32字节的最小粒度。同时，它降低了核心电压，并增加了片上ECC、奇偶校验和自检功能。因此将对半导体设备和内存片上控制芯片带来更大的需求。

周五国内CCL龙头建滔积层板、海外材料大厂松下机电接连发布调价通知。松下机电宣布2026年9月1日起出货产品正式执行新价格，部分产品最高涨幅达30%，调价范围覆盖覆铜板、半固化片（PP）、复合基板、以及当前需求最弱的柔性基板FCCL等全品类线路板材料。建滔积层板则对全部厚度FR-4覆铜板统一上调10%；PP半固化片差异化调价，7628及以上厚布PP涨10%，7628以下薄布PP上涨20%。总体看当前覆铜板头部厂商仍保持每月一次的涨价节奏，表明行业的需求仍然非常旺盛。

润泽科技(300442.SZ)发布的投资者关系活动记录表公告透露，目前IDC机柜价格已开始企稳回升，特别是能够在短期内交付的高品质液冷机柜，价格已回升至行业高峰时期的单价水平，传统机柜价格也在逐步回升。从后续价格展望看，区位优势较好、能够较快交付的高品质液冷机柜价格具备较强支撑，传统机柜通过改造后如能满足当前市场需求，也具备价格提升空间。总体表明国内算力的需求也在持续增长并在带来行业供需的紧张，因此我们继续看好AI算力的行业景气延续。

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、消费组

万辰集团2026年半年报显示，公司上半年实现营业收入348.36亿元，同比增长54.26%，归母净利润12.10亿元，同比增长156.58%，经营现金流净额同比增长39.50%，利润增速显著快于收入。核心量贩零食业务实现收入345.21亿元，同比增长54.49%，零食产品毛利率同比提升1.25个百分点至12.74%，加回股份支付后的业务净利率达到5.59%，规模效应正在持续释放。门店端仍保持快速扩张，上半年新增5,814家、减少326家，期末门店达到23,802家，华东、华中、华北等区域继续加密，渠道渗透率仍处于提升阶段。与此同时，公司注册会员接近2.5亿，上半年交易会员超过1.5亿，前端门店密度提升与后端集中采购、仓储物流效率改善形成协同。公

司同时终止继续投资直营门店的募投项目，反映当前扩张模式进一步向轻资产加盟体系集中，有利于提升资本使用效率。整体看，量贩零食仍处于高景气扩张阶段，行业驱动力正在由单纯门店扩张逐步转向门店密度、供应链效率和规模效应共同驱动，头部企业集中度仍有提升空间。

百龙创园 2026 年半年报及主要经营数据公告显示，公司上半年实现营业收入 7.59 亿元，同比增长 16.99%，归母净利润 2.11 亿元，同比增长 24.06%，扣非净利润同比增长 26.29%，利润增速持续快于收入。分产品看，膳食纤维收入 4.46 亿元，同比增长 27.74%，收入占比升至 60.12%，成为当前最主要的增长驱动力；健康甜味剂收入 1.08 亿元，同比增长 15.78%，益生元收入同比小幅下降 2.03%。分区域看，境外收入达到 5.11 亿元，同比增长约 20%，占主营收入 68.86%，显示海外健康食品配料需求仍具有较强韧性。成本端亦有改善，一水葡萄糖采购均价同比下降约 11%，蔗糖下降约 12%，有机木薯淀粉亦有所下降，叠加产品结构继续向膳食纤维、健康甜味剂等高附加值产品倾斜，推动盈利增速快于收入。更重要的是，公司现有产能利用率已趋近饱和，国内功能糖扩产项目进入调试阶段，泰国基地规划新增阿洛酮糖、抗性糊精及低聚果糖等产能，需求增长已经向新增资本开支和产能释放传导。整体看，功能性食品配料仍处于结构性景气上行阶段，其中膳食纤维确定性较高，健康甜味剂处于渗透率提升阶段，公司下一阶段增长的核心变量正从需求验证转向新增产能释放。

海立股份 2026 年半年报显示，公司上半年实现营业收入 124.28 亿元，同比基本持平，归母净利润 1.64 亿元，同比增长 390.69%，扣非净利润同比增长 552.30%，盈利能力出现明显修复。传统需求端仍然承压，上半年国内转子式压缩机行业销量同比下降 8%，但公司通过产品与市场结构优化，转子式压缩机销量实现基本持平，其中非家用空调压缩机销量同比增长 45.9%，热泵干衣机领域销量同比增长 60%，出口销量同比增长 3.4%。汽车零部件业务是另一核心改善来源，公司持续推进工厂整合、产能优化、零部件国产化及原材料降本，海立马瑞利上半年毛利率同比提升 4.6 个百分点并实现扭亏为盈。公司同时获得吉利、日产、雷诺、比亚迪、上汽集团等客户新能源热管理相关产品新定点或量产，汽车热管理第二主业仍处于爬坡阶段。因此，本次利润大幅增长主要体现公司经营质量改善和业务结构优化，并非传统压缩机行业全面复苏。当前传统空调压缩机景气仍偏弱，但热泵、储能温控等新应用及汽车热管理景气相对更强，公司自身盈利拐点已经较为明确。

五粮液 2026 年半年报显示，公司上半年实现营业收入 284.17 亿元，同比增长 20.87%，归母净利润 87.53 亿元，同比增长 89.30%，其中五粮液产品收入 236.32 亿元，同比增长 72.84%，核心产品动销较去年低基数明显改善。分产品看，五粮液产品销量同比增长 88.26%，但其他酒产品收入同比下降 60.17%，显示高端核心单品与中低价位产品之间仍存在较明显分化。需要关注增长质量，公司上半年销售费用同比增长 80.65%，其中促销费用同比增长 169.85%，反映公司明显加大市场费用投入以支持终端动销。与此同时，经营活动现金流由去年同期 311 亿元降至 -21.54 亿元，合同负债由年末 134.60 亿元降至 104.41 亿元，存货较年末继续增加，渠道回款和预收款表现并未同步验证收入端高增长。公司也在半年报中明确提示有效需求恢复不及预期以及白酒行业持续深度调整，因此当前业绩高增更多体现元春旺季、低基数及龙头主动加大渠道投入后的结构性改善。整体判断，白酒行业尚未进入全面景气反转阶段，高端核心单品动销出现边际修复，但行业仍处于需求偏弱、品牌和价格带明显分化的深度调整期。

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