



万联晨会

2025 年 10 月 29 日 星期三

概览

核心观点

【市场回顾】
周二 A 股三大指数集体收跌，截止收盘，沪指收跌 0.22%，深成指收跌 0.44%，创业板指收跌 0.15%。沪深两市成交额 21476.38 亿元。申万行业方面，综合、国防军工、交通运输领涨，有色金属、美容护理、钢铁领跌；概念板块方面，海峡两岸、兵装重组、中船系概念涨幅居前，金属铅、黄金概念、金属镍概念跌幅居前。港股方面，恒生指数收跌 0.33%，恒生科技指数收跌 1.26%；海外方面，美国三大指数集体收涨，道指收涨 0.34%，标普 500 收涨 0.23%，纳指收涨 0.8%。

【重要新闻】
【“十五五”规划建议全文发布】规划明确“十五五”时期经济社会发展的主要目标包括：经济增长保持在合理区间，全要素生产率稳步提升，居民消费率明显提高；科技自立自强水平大幅提高；进一步全面深化改革取得新突破；居民收入增长和经济增长同步、劳动报酬提高和劳动生产率提高同步等。建议提出，加快新能源、新材料、航空航天、低空经济等战略性新兴产业集群发展，推动量子科技、生物制造、氢能和核聚变能、脑机接口、具身智能、6G 等成为新的经济增长点。采取超常规措施，全链条推动集成电路、工业母机、高端仪器、基础软件、先进材料、生物制造等重点领域关键核心技术攻关取得决定性突破。全面实施“人工智能+”行动。大力提振消费。提高资本市场制度包容性、适应性，健全投资和融资相协调的资本市场功能。

【公募基金 2025 年三季报披露完毕】公募基金最新前十大重仓股出炉，分别是宁德时代、腾讯控股、新易盛、中际旭创、阿里巴巴-W、立讯精密、工业富联、紫金矿业、中芯国际、贵州茅台。与 2025 年二季度末相比，中际旭创、工业富联新进成为公募基金前十大重仓股，美的集团、小米集团-W 则退出前十大重仓股行列。

研报精选

- “十五五”规划建议发布，突出科技创新引领作用
- 9 月我国工业机器人和服务机器人产量均实现同比正增长
- 9 月工业企业利润加快恢复，超半数消费制造行业利润端有所改善
- 营收下滑，高端化与成本红利驱动利润增长

国内市场表现		
指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,988.22	-0.22%
深证成指	13,430.10	-0.44%
沪深 300	4,691.97	-0.51%
科创 50	1,471.73	-0.84%
创业板指	3,229.58	-0.15%
上证 50	3,050.42	-0.62%
上证 180	10,233.71	-0.81%
上证基金	7,158.87	-0.12%
国债指数	225.15	0.16%

国际市场表现		
指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	47,706.37	0.34%
S&P500	6,890.89	0.23%
纳斯达克	23,827.49	0.80%
日经 225	50,219.18	-0.58%
恒生指数	26,346.14	-0.33%
美元指数	98.73	-0.09%

主持人： 冯永棋
Email: fengyq1@wlzq.com.cn

核心观点

【市场回顾】

周二 A 股三大指数集体收跌，截止收盘，沪指收跌 0.22%，深成指收跌 0.44%，创业板指收跌 0.15%。沪深两市成交额 21476.38 亿元。申万行业方面，综合、国防军工、交通运输领涨，有色金属、美容护理、钢铁领跌；概念板块方面，海峡两岸、兵装重组、中船系概念涨幅居前，金属铅、黄金概念、金属镍概念跌幅居前。港股方面，恒生指数收跌 0.33%，恒生科技指数收跌 1.26%；海外方面，美国三大指数集体收涨，道指收涨 0.34%，标普 500 收涨 0.23%，纳指收涨 0.8%。

【重要新闻】

【“十五五”规划建议全文发布】规划明确“十五五”时期经济社会发展的主要目标包括：经济增长保持在合理区间，全要素生产率稳步提升，居民消费率明显提高；科技自立自强水平大幅提高；进一步全面深化改革取得新突破；居民收入增长和经济增长同步、劳动报酬提高和劳动生产率提高同步等。建议提出，加快新能源、新材料、航空航天、低空经济等战略性新兴产业集群发展，推动量子科技、生物制造、氢能和核聚变能、脑机接口、具身智能、6G 等成为新的经济增长点。采取超常规措施，全链条推动集成电路、工业母机、高端仪器、基础软件、先进材料、生物制造等重点领域关键核心技术攻关取得决定性突破。全面实施“人工智能+”行动。大力提振消费。提高资本市场制度包容性、适应性，健全投资和融资相协调的资本市场功能。

【公募基金 2025 年三季报披露完毕】公募基金最新前十大重仓股出炉，分别是宁德时代、腾讯控股、新易盛、中际旭创、阿里巴巴-W、立讯精密、工业富联、紫金矿业、中芯国际、贵州茅台。与 2025 年二季度末相比，中际旭创、工业富联新进成为公募基金前十大重仓股，美的集团、小米集团-W 则退出前十大重仓股行列。

分析师 蔡梓林 执业证书编号 S0270524040001

研报精选

“十五五”规划建议发布，突出科技创新引领作用 ——电子行业快评报告

行业核心观点：

2025 年 10 月 28 日，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》（以下简称《建议》）发布，《建议》由中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议于 2025 年 10 月 23 日审议通过。

投资要点：

《建议》肯定“十四五”时期科技创新成果丰硕，我国的科技实力跃上新台阶：回顾“十四五”时期，以人工智能为核心的新一轮科技革命和产业变革加速突破，以 DeepSeek 为代表的国产 AI 大模型为我国的人工智能产业构建了坚实的技术底座，腾讯、阿里、字节等头部云厂商和三大运营商持续加强资本支出，支持我国算力基础设施加强建设、推动我国人工智能应用的规模化商业化落地。政府及国资央企在“人工智能+”行动中持续发挥引领作用，通过政府基金、产投基金等为我国人工智能产业注入中长期资金，保障高质量人才供给，让我国人工智能产业在多个产业链环节都位居国际领先水平。

《建议》突出“十五五”时期科技创新引领作用，加快高水平科技自立自强：“十五五”时期的首要目标是“高质量发展取得显著成效”，而“加快高水平科技自立自强，积极发展新质生产力”是推动科技创新、培养新动能、实现高质量发展最重要的抓手。当前，

我国面临贸易摩擦、科技摩擦等复杂国际环境，以半导体产业为代表的核心关键技术亟待进一步突破，“十五五”时期要更大力度推进相关产业链供应链的自主可控进程，目标到2030年我国实现科技自立自强水平大幅提高，到2035年我国科技实力大幅跃升。

《建议》在建设现代化产业体系和加快高水平科技自立自强方面做出重点部署：《建议》提出要“坚持智能化、绿色化、融合化方向，加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国，保持制造业合理比重，构建以先进制造业为骨干的现代化产业体系”，旨在从基础研究、关键核心技术突破、产学研融合、科技人才等多个角度加快高水平科技自立自强，引领发展新质生产力，旨在显著提升国家创新体系整体效能，抢占科技发展制高点，赋能实体经济高质量发展。在发展新质生产力的过程中，要坚持“因地制宜”的方法论，一是优化提升传统产业，促进重点产业在国内有序转移；二是加快新能源、新材料、航空航天、低空经济等战略性新兴产业集群发展；三是推动量子科技、生物制造、氢能和核聚变能、脑机接口、具身智能、第六代移动通信等未来产业成为新的经济增长点。在加快高水平科技自立自强的过程中，要紧抓新一轮科技革命和产业变革历史机遇，一是强调原始创新和关键核心技术攻关，旨在全链条推动集成电路、工业母机、高端仪器、基础软件、先进材料、生物制造等重点领域关键核心技术攻关取得决定性突破；二是推动科技创新和产业创新深度融合，强化企业科技创新主体地位，促进创新链产业链资金链人才链深度融合；三是促进科技自主创新和人才自主培养良性互动，一体推进教育科技人才发展；四是健全数据要素基础制度，全面实施“人工智能+”行动，深入推进数字中国建设。

资本市场撬动金融资源促进科技创新，以“科技金融”赋能新质生产力发展：展望“十五五”时期，科技产业创新与发展将是我国最重要的工作任务之一，资本市场要坚持赋能实体经济，促进我国科技产业创新发展，一是做好“科技金融”大文章，增强对“硬科技”企业的包容性和适应性，用好科创债等金融创新工具，支持优质未盈利创新企业在科创板、创业板上市，以并购重组围绕科创企业强链补链，多措并举撬动更多金融资源支持科技创新发展；二是促进形成耐心资本，引领对前瞻产业、未来产业的投资赋能，带动前沿关键赛道加速发展以及“硬科技”企业的价值挖掘，瞄准未来科技和产业发展制高点，更大力度推动实现我国重点领域的关键核心技术攻关，使得并跑领跑领域明显增多，加快实现我国高水平科技自立自强。

投资建议：1) 关注我国人工智能技术侧的研发创新、算力环节的加强建设以及应用端的规模化落地带来的投资机遇；2) 关注以半导体产业为核心的自主可控进程提速带来的国产替代机遇；3) 关注“十五五”时期的重点新兴产业和未来产业，如新能源、新材料、航空航天、低空经济等战略性新兴产业集群发展以及量子科技、生物制造、氢能和核聚变能、脑机接口、具身智能、第六代移动通信等未来产业的加速建设带来的投资机遇；4) 关注我国数据产业发展及数字强国建设带来的产业机遇。

风险提示：政策效果不及预期；贸易摩擦加剧；科技摩擦加剧；下游需求不及预期；技术研发不及预期；市场竞争加剧。

分析师 徐飞 执业证书编号 S0270520010001

分析师 夏清莹 执业证书编号 S0270520050001

9月我国工业机器人和服务机器人产量均实现同比正增长

——机器人行业跟踪报告

投资要点：

工业机器人：9月我国工业机器人产量同比增速有所提升。

2025年9月，我国规模以上工业增加值同比实际增长6.5%，环比增长0.64%；2025年1-9月，我国规模以上工业增加值同比增长6.2%。2025年前三季度中国规模以上工业增加值保持了稳健增长态势。9月单月6.5%的同比实际增速不仅高于1-9月累计的6.2%，

0.64%的环比增长也延续了扩张势头，显示出工业生产在稳定增长的基础上，动能有所增强。

2025年9月，我国工业机器人产量为7.63万台，同比增长28.3%；2025年1-9月，我国工业机器人产量为59.48万台，同比增长29.8%。工业机器人产业正处在快速发展阶段，产量增速远高于同期整体工业增加值的增长水平，反映出行业需求旺盛、增长势头在持续巩固。产量的快速攀升，一方面源于国内制造业企业为应对劳动力成本上升和产业升级需求，对工业机器人的投入加大；另一方面也得益于在新能源汽车、锂电池、光伏等新兴优势产业的强劲拉动下，自动化生产线需求的激增。

服务机器人：9月我国服务机器人产量同比增速回正。

2025年9月，我国服务机器人产量为171.27万台，同比增长4.7%；2025年1-9月，我国服务机器人产量为1350.1万台，同比增长16.3%。整体来看，前三季度累计产量保持着双位数的良好增长，服务机器人在各行各业的应用渗透仍在持续深化，市场需求基本盘稳固。目前，我国服务机器人市场持续扩张，应用场景加速渗透，产业规模效应进一步显现。未来，服务机器人应用场景将从医疗、物流等领域向农业、情感陪护等碎片化需求持续渗透，推动“硬件+软件+服务”的生态融合。

投资建议：9月我国机器人产量维持稳健增长，在国内外需求回暖、政策持续发力及产品性能不断提升的催化下，中国机器人行业仍将继续处在发展的历史机遇期中，国产品牌的份额有望进一步提升，我国机器人长期向好趋势不改。建议关注具备市场优势、业绩确定性较强的整机龙头及零部件龙头公司。

风险提示：下游需求不及预期风险、政策波动风险、市场竞争加剧风险。

分析师 蔡梓林 执业证书编号 S0270524040001

9月工业企业利润加快恢复，超半数消费制造行业利润端有所改善 ——轻工制造行业快评报告

事件：

2025年10月27日，国家统计局公布1-9月份全国规模以上工业企业利润数据。

投资要点：

9月规模以上工业企业利润持续改善。从利润端来看，2025年1-9月份，全国规模以上工业企业实现利润总额53,732亿元，同比+3.2%，相比1-8月，增速提升2.3个pct。其中，9月份规模以上工业企业利润同比+21.6%，较8月增速提升1.2个pct，工业企业当月利润持续改善。从收入端来看，2025年1-9月份，全国规模以上工业企业实现营业收入1,020,846.7亿元，同比+2.4%，较1-8月增速提升0.1pct。

必选消费类稳健增长，可选消费类普遍承压，超半数消费行业利润增速有所改善。从消费品制造业细分行业来看，在13个消费品制造大类行业中，农副食品加工、食品制造、酒饮料茶、烟草制品、印刷媒介、化学纤维6个行业1-9月规模以上工业企业利润实现同比正增长，其中，酒饮料茶、农副食品加工、化学纤维制造行业利润同比增速超10%，分别为+14.4%/+12.5%/+10.7%，其余7个行业利润同比负增长，有6个行业利润同比下滑超10%，其中，家具制造业-19.1%、纺织服饰业同比-16.2%、木材加工制品业-15.6%、造纸和纸制品业-15.6%、皮毛制品制鞋业同比-10.3%、文体娱乐制造业-10.0%。相比1-8月增速而言，农副食品加工、食品制造利润涨幅进一步扩大；印刷媒介、化学纤维行业实现利润增速由负转正；纺织业、纺织服饰业、造纸和纸制品业、文体娱乐制造业利润有所改善，同比跌幅收窄。

投资建议：总体来看，受益于宏观政策发力、去年同期低基数等因素的影响，2025年1-9月规模以上工业企业实现利润总额同比相比1-8月增速提升2.3个pct，利润端持续改善。从消费品制造业细分行业看，1-9月必选消费类稳健增长，可选消费类普遍承压，超半数消费行业利润增速有所改善。建议关注：（1）食品饮料：①白酒行业：我

们判断当前白酒行业处于筑底阶段，低估值+高分红为股价提供强支撑，因此向下空间有限，预计随着渠道库存逐步出清，市场有望提前于白酒企业报表端业绩拐点而迎来向上拐点。②大众食品：2025 年扩内需政策加码，同时一些细分行业的原料成本处于下降通道或者底部区域，从而有利于利润释放和业绩向好，建议关注乳制品、饮料、啤酒、调味品等行业。（2）社会服务：作为提振消费的核心抓手之一，社服多个赛道今年迎来业绩增长良机，建议关注受益于政策重点利好的旅游、免税、酒店、餐饮、教育龙头。（3）商贸零售：①黄金珠宝：在全球贸易环境多变、美元信用体系受冲击的背景下，黄金作为避险资产的吸引力进一步提升。同时，国潮文化影响下，消费者更愿意为产品工艺支付溢价，建议关注注重产品设计、运营能力强、品牌势能强、高分红+高股息的黄金珠宝龙头企业。②化妆品：近期化妆品品牌表现分化加剧，国货崛起，建议关注强研发、产品力和营销能力优秀的国货化妆品龙头公司。（4）轻工制造：随着 2025 年各地加力促进房地产市场的止跌回稳，以及“以旧换新”政策补贴的进行，家居、家电需求端有望得到提振，建议关注产品力强、渠道多样化、具备规模优势的家居和家电企业。

风险因素：政策力度不及预期风险、宏观经济及消费恢复不及预期风险、海外市场波动风险等。

分析师 李滢 执业证书编号 S0270522030002

营收下滑，高端化与成本红利驱动利润增长 ——青岛啤酒（600600）点评报告

事件：

2025 年 10 月 27 日，公司发布 2025 年三季度报告。

投资要点：

需求端承压致营收小幅下降，但利润保持正增长。2025 年前三季度公司累计实现营业收入 293.67 亿元（YoY+1.41%），实现归母净利润 52.74 亿元（YoY+5.70%），实现扣非归母净利润 49.22 亿元（YoY+5.03%）。其中，2025 年第三季度，公司实现营业收入 88.76 亿元（YoY-0.17%），营收同比增速自 2024Q4 以来首次由正转负，我们判断可能与当季全国雨水较多，以及餐饮行业整体疲软有关；实现归母净利润 13.70 亿元（YoY+1.62%），实现扣非归母净利润 12.90 亿元（YoY+2.41%），净利润在营收下降的情况下依旧同比上升，我们认为可能与产品结构提升、原料成本下降以及期间费用管控有效有关。前三季度青岛啤酒累计实现产品销量 689.4 万千升（同比+1.6%），其中主品牌青岛啤酒实现产品销量 399 万千升（同比+4.1%），中高端以上产品实现销量 293.5 万千升（同比+5.6%），显示中高端产品的销量增速更高，产品结构有所提升。

高端化与成本红利驱动利润增长，费用端销售费用率有所下降。2025 年第三季度公司毛利率为 43.56%，同比+1.44pcts，净利率为 16.09%，同比+0.24pcts。受益于大麦等啤酒原材料成本下降，以及公司产品结构升级，带动公司毛利率提升。费用端，2025 年第三季度公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 13.66%/3.14%/0.39%/-1.20%，分别同比-0.42pcts/+0.07pcts/+0.08pcts/0.41pcts，销售费用率同比下降表明企业销售费用投入更加精细、高效。

盈利预测与投资建议：短期来看，成本下降红利有望延续，天气好转以及全运会赛事举办有望使得啤酒需求回暖。长期来看，公司作为国产啤酒龙头，近年来在高端/超高端市场均布局，未来高端化推动均价提升仍有空间。我们维持公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 47.95/52.29/56.44 亿元，同比增长 10.35%/9.06%/7.95%，对应 EPS 为 3.51/3.83/4.14 元/股，10 月 28 日股价对应 PE 为 19/17/16 倍，维持“增持”评级。

风险因素：原材料及包材价格波动风险、行业竞争加剧风险、食品安全风险、经济复苏不及预期风险。

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本晨会纪要仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本晨会纪要是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本晨会纪要所载资料、意见及推测不一致的研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本晨会纪要中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本晨会纪要所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本晨会纪要中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本晨会纪要中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本晨会纪要主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为万联证券股份有限公司研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经我方许可而引用、刊发或转载本报告的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心

广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场