



万联晨会

2025 年 10 月 14 日 星期二

概览

核心观点

【市场回顾】
周一 A 股大幅低开后顽强回升，上证指数跌 0.19%报 3889.5 点，深证成指跌 0.93%，创业板指跌 1.11%；沪深两市成交额 2.35 万亿元。申万行业方面，有色、环保、钢铁等领涨；汽车、家用电器、美容护理等领跌。概念板块方面，稀土永磁、兵装重组概念、光刻机等上涨，短剧游戏、减速器、AI PC 等下跌。港股方面，香港恒生指数收盘跌 1.52%报 25889.48 点，恒生科技指数跌 1.82%；海外方面，美国三大股指全线收涨，道指涨 1.29%，标普 500 指数涨 1.56%，纳指涨 2.21%；欧洲三大股指收盘小幅上涨；亚太主要股指收盘多数下跌。

【重要新闻】
【中方对美船舶收取特别港务费今起正式施行】交通运输部办公厅印发《对美船舶收取船舶特别港务费实施办法》，其中提到，从事国际海上运输、靠泊中国港口并符合下列条件之一的船舶，船方或其代理人应当缴纳船舶特别港务费：（一）美国的企业、其他组织和个人拥有船舶所有权的船舶；（二）美国的企业、其他组织和个人运营的船舶；（三）美国的企业、其他组织和个人直接或间接持有 25%及以上股权（表决权、董事会席位）的企业、其他组织拥有或运营的船舶；（四）悬挂美国旗的船舶；（五）在美国建造的船舶。前款第一项至第四项中由中国建造的船舶免于缴纳。仅进入中国船厂修理的空载船舶，以及其他经认定予以豁免的船舶免于缴纳。
【据海关统计，今年 9 月，我国货物贸易进出口 4.04 万亿元，同比增长 8%】其中，出口 2.34 万亿元，增长 8.4%；进口 1.7 万亿元，增长 7.5%，连续 4 个月同比双增长。第三季度，我国货物贸易进出口同比增长 6%，已连续 8 个季度实现同比增长。9 月中国稀土出口 4000.3 吨，连续第三个月出现下滑。

研报精选

线下药店 9 月月报：行业在政策承压下尚处修复阶段，关注企业经营基本面改善
国内游“量增价减”，跨境游双向升温

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,889.50	-0.19%
深证成指	13,231.47	-0.93%
沪深 300	4,593.98	-0.50%
科创 50	1,473.02	1.40%
创业板指	3,078.76	-1.11%
上证 50	2,967.21	-0.26%
上证 180	10,120.64	-0.12%
上证基金	7,142.98	-0.07%
国债指数	224.51	0.07%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	46,067.58	1.29%
S&P500	6,654.72	1.56%
纳斯达克	22,694.61	2.21%
日经 225	48,088.80	-1.01%
恒生指数	25,889.48	-1.52%
美元指数	99.27	0.29%

主持人：黄婧婧
Email: huangjj@wlzq.com.cn

核心观点

【市场回顾】

周一 A 股大幅低开后顽强回升，上证指数跌 0.19% 报 3889.5 点，深证成指跌 0.93%，创业板指跌 1.11%；沪深两市成交额 2.35 万亿元。申万行业方面，有色、环保、钢铁等领涨；汽车、家用电器、美容护理等领跌。概念板块方面，稀土永磁、兵装重组概念、光刻机等上涨，短剧游戏、减速器、AI PC 等下跌。港股方面，香港恒生指数收盘跌 1.52% 报 25889.48 点，恒生科技指数跌 1.82%；海外方面，美国三大股指全线收涨，道指涨 1.29%，标普 500 指数涨 1.56%，纳指涨 2.21%；欧洲三大股指收盘小幅上涨；亚太主要股指收盘多数下跌。

【重要新闻】

【中方对美船舶收取特别港务费今起正式施行】交通运输部办公厅印发《对美船舶收取船舶特别港务费实施办法》，其中提到，从事国际海上运输、靠泊中国港口并符合下列条件之一的船舶，船方或其代理人应当缴纳船舶特别港务费：（一）美国的企业、其他组织和个人拥有船舶所有权的船舶；（二）美国的企业、其他组织和个人运营的船舶；（三）美国的企业、其他组织和个人直接或间接持有 25% 及以上股权（表决权、董事会席位）的企业、其他组织拥有或运营的船舶；（四）悬挂美国旗的船舶；（五）在美国建造的船舶。前款第一项至第四项中由中国建造的船舶免于缴纳。仅进入中国船厂修理的空载船舶，以及其他经认定予以豁免的船舶免于缴纳。

【据海关统计，今年 9 月，我国货物贸易进出口 4.04 万亿元，同比增长 8%】其中，出口 2.34 万亿元，增长 8.4%；进口 1.7 万亿元，增长 7.5%，连续 4 个月同比双增长。第三季度，我国货物贸易进出口同比增长 6%，已连续 8 个季度实现同比增长。9 月中国稀土出口 4000.3 吨，连续第三个月出现下滑

分析师 黄婧婧 执业证书编号 S0270522030001

研报精选

线下药店 9 月月报：行业在政策承压下尚处修复阶段，关注企业经营基本面改善

——医药商业行业跟踪报告

行业核心观点：

9 月线下药店板块表现弱于大盘，主要因为行业在医保政策承压、集采等政策环境下尚处于修复状态，行业供给侧出清加速、企业聚焦提升单个门店经营效率，长期利好行业健康发展。在行业集中度提升，处方外流趋势下，关注企业经营基本面改善情况。

投资要点：

19 月线下药店多数上市公司股价下跌：9 月，医药生物（申万）指数下跌 1.71%，跑输沪深 300 指数；医药细分板块表现分化大，三级子行业中医药研发外包，医疗设备，其他生物制品三个子行业指数上涨，其余子行业指数均下跌，线下药店板块下跌 1.70%，多数上市公司股价下跌。

1 线下药店行业估值处历史低位 10 月 10 日，线下药店指数市盈率为 23.01 倍，2020/2021/2022/2023/2024 年以来市盈率分位数分别为 25.12%、34.87%、44.18%、57.93%、69.01%，估值水平已处于 5 年来的低位。

1 行情分析：线下药店板块自 2024 年下半年开始持续跑输大盘，主要因为在医保政策持续承压，医保资金监管趋严背景下，市场担心药店客流和医保收入会大幅流失，导致估值被压到历史低位；同时，集采政策导致药品价格下降，市场也担心影响药店毛利率水平。2025 年以来，线下药店板块历经一波上涨后（主要是因为上半年市场认为监管部门对医保药店的规范化管理政策趋于稳定，不确定性减少，叠加“业绩预期驱动”），下半年开始步入回调（主要是因为中报业绩不达预期），估值和业绩戴维斯双杀。

1 投资建议：处方外流长期逻辑不变，处方外流推动药店行业长期发展。龙头药店凭借其强大的院边店布局、专业药事服务能力和供应链体系，在承接处方外流中占据明显优势。另外，在行业供给侧出清不断推进下，行业集中度提升，在监管趋严和竞争加剧的背景下，中小型连锁和单体药店的经营压力增大，为大型连锁龙头提供了通过并购进一步整合市场的机会。关注三季报数据。

1 风险因素：处方外流进展不达预期风险，门店提质增效不达预期风险，门店扩张进度不达预期风险等。

分析师 黄婧婧 执业证书编号 S0270522030001

国内游“量增价减”，跨境游双向升温 ——旅游行业 2025 年国庆黄金周数据快评报告

事件：

10 月 9 日，文旅部公布 2025 年国庆中秋假期旅游数据。经文旅部数据中心测算，国庆中秋假日 8 天，全国国内出游 8.88 亿人次，较 2024 年国庆节假日 7 天增加 1.23 亿人次；国内出游总花费 8090.06 亿元，较 2024 年国庆节假日 7 天增加 1081.89 亿元。

投资要点：

1 黄金周旅游市场“量增价减”，居民消费偏好趋于理性：今年国庆与中秋假期叠加形成 8 天黄金周，推动旅游市场热度持续攀升。假期全国日均出游人次达 1.11 亿，较去年国庆假期微增 1.57%；日均出游总花费为 1011.26 亿元，同比增长 1.01%，整体规模稳中有升。然而，在经济承压的背景下，旅游消费呈现“量增价减”特征，人均日消费仅为 113.88 元，较去年同期下降 12.98%，反映居民出行预算趋于谨慎。今年以来旅游人均消费呈现逐季回落态势，国庆人均日花费较春节假期的 168.91 元下降 32.58%，平价出行趋势进一步凸显。

1 跨境旅游表现亮眼，“双向奔赴”趋势增强：今年国庆黄金周期间，跨境旅游市场表现显著优于国内游，中外游客呈现“双向奔赴”。国家移民管理局数据显示，假期全国出入境人员达 1634.3 万人次，日均 204.3 万人次，较去年同期提升 11.5%。结构上看，内地居民出入境 916.5 万人次，同比增长 9.6%；港澳台居民出入境 574.4 万人次，增长 12.2%；外国人出入境 143.4 万人次，增幅达 21.6%，国际往来加速恢复。出境游方面，热门目的地机票预订量同比增长超 30%，其中青少年及大学生群体预订增幅超过 50%；入境游也表现活跃，外籍旅客预订国内机票量增长超 30%，覆盖城市范围扩展至近百个，我国国际旅游吸引力与影响力持续增强。

1 投资建议：在当前支撑经济平稳增长、提振内需成为核心路径的背景下，服务消费正加速迈向居民消费主体地位，各细分领域将持续受益于政策红利，建议关注以下方向：

（1）文旅：入境旅游与青少年旅游需求双轮驱动，建议重点关注入境游旅行社龙头及适配春秋假出行节奏的景区标的；（2）体育：赛事经济带效应显著，围绕赛事衍生出的旅游、餐饮、IP 产品等消费潜力十足，建议关注赛事运营与相关服务领域的体育公司；（3）教育：政策明确支持非学科类培训与职业教育发展，建议关注相关细分领域的教育龙头企业在政策东风下的成长机遇。

1 风险因素：1、自然灾害和安全事故风险。2、政策风险。3、宏观经济不及预期风险。

分析师 叶柏良 执业证书编号 S0270524010002

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