

万联晨会

2025 年 10 月 13 日 星期一

概览

核心观点

【市场回顾】
周五 A 股低开低走，上证指数跌 0.94%报 3897.03 点，深证成指跌 2.7%，创业板指跌 4.55%，科创 50 跌 5.61%；沪深两市成交额 2.52 万亿元。申万行业方面，建筑材料、煤炭、纺织服饰等领涨；电子、电力设备、计算机等领跌。概念板块方面，兵装重组概念、2025 三季报预增、天津自贸区等上涨，国家大基金持股、中国 AI50、MCU 芯片等下跌。港股方面，香港恒生指数收盘跌 1.73%报 26290.32 点，恒生科技指数跌 3.27%，恒生中国企业指数跌 1.8%；海外方面，美国三大股指全线收跌，道指跌 1.9%，标普 500 指数跌 2.71%，纳指跌 3.56%；欧洲三大股指收盘全线下跌；亚太主要股指收盘涨跌不一。

【重要新闻】
【商务部回应近期中方相关经贸政策措施指出，中国的稀土出口管制不是禁止出口，对符合规定的申请将予以许可。中方事先已就措施可能对供应链产生的影响进行了充分评估，并确信相关影响非常有限】
中方注意到美方宣布将对中方加征 100%关税的有关情况，美方的行为严重损害中方利益，严重破坏双方经贸会谈氛围，中方对此坚决反对。动辄以高额关税进行威胁，不是与中方相处的正确之道。对于关税战，中方的立场是一贯的，我们不愿打，但也不怕打。如果美方一意孤行，中方也必将坚决采取相应措施，维护自身正当权益。

【国新办举行“高质量完成‘十四五’规划”系列主题新闻发布会】
国新办举行“高质量完成‘十四五’规划”系列主题新闻发布会，住建部相关负责人介绍，目前全国房地产白名单项目贷款的审批金额已超 7 万亿元。存量住房市场规模持续扩大，全国已有 15 个省区市二手住宅的交易量超过新房；将会同有关部门研究制定若干个落实中央城市工作会议精神的配套文件，且正在研究让老房子通过改造成为“好房子”。

研报精选

现制饮品行业系列报告二：从“规模之战”到“价值之锚”
必选食品饮料行业利润正增长，可选消费行业表现平淡
血制品 9 月月报：表现弱于大盘，继续关注头部企业浆站和研发进展

国内市场表现		
指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,897.03	-0.94%
深证成指	13,355.42	-2.70%
沪深 300	4,616.83	-1.97%
科创 50	1,452.68	-5.61%
创业板指	3,113.26	-4.55%
上证 50	2,974.85	-1.51%
上证 180	10,133.16	-1.80%
上证基金	7,147.88	-0.39%
国债指数	224.35	-0.05%

国际市场表现		
指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	45,479.60	-1.90%
S&P500	6,552.51	-2.71%
纳斯达克	22,204.43	-3.56%
日经 225	48,088.80	-1.01%
恒生指数	26,290.32	-1.73%
美元指数	99.40	0.00%

主持人：黄婧婧
Email: huangjj@wlzq.com.cn

核心观点

【市场回顾】

周五 A 股低开低走，上证指数跌 0.94% 报 3897.03 点，深证成指跌 2.7%，创业板指跌 4.55%，科创 50 跌 5.61%；沪深两市成交额 2.52 万亿元。申万行业方面，建筑材料、煤炭、纺织服饰等领涨；电子、电力设备、计算机等领跌。概念板块方面，兵装重组概念、2025 三季报预增、天津自贸区等上涨，国家大基金持股、中国 AI50、MCU 芯片等下跌。港股方面，香港恒生指数收盘跌 1.73% 报 26290.32 点，恒生科技指数跌 3.27%，恒生中国企业指数跌 1.8%；海外方面，美国三大股指全线收跌，道指跌 1.9%，标普 500 指数跌 2.71%，纳指跌 3.56%；欧洲三大股指收盘全线下跌；亚太主要股指收盘涨跌不一。

【重要新闻】

【商务部回应近期中方相关经贸政策措施指出，中国的稀土出口管制不是禁止出口，对符合规定的申请将予以许可。中方事先已就措施可能对产供应链产生的影响进行了充分评估，并确信相关影响非常有限】中方注意到美方宣布将对中方加征 100% 关税的有关情况，美方的行为严重损害中方利益，严重破坏双方经贸会谈氛围，中方对此坚决反对。动辄以高额关税进行威胁，不是与中方相处的正确之道。对于关税战，中方的立场是一贯的，我们不愿打，但也不怕打。如果美方一意孤行，中方也必将坚决采取相应措施，维护自身正当权益。

【国新办举行“高质量完成‘十四五’规划”系列主题新闻发布会】国新办举行“高质量完成‘十四五’规划”系列主题新闻发布会，住建部相关负责人介绍，目前全国房地产白名单项目贷款的审批金额已超 7 万亿元。存量住房市场规模持续扩大，全国已有 15 个省市二手住宅的交易量超过新房；将会同有关部门研究制定若干个落实中央城市工作会议精神精神的配套文件，且正在研究让老房子通过改造成为“好房子”。

分析师 黄婧婧 执业证书编号 S0270522030001

研报精选

现制饮品行业系列报告二：从“规模之战”到“价值之锚”

——社会服务行业深度报告

行业核心观点：

新茶饮市场高速增长进入尾声，茶饮企业同质化竞争愈发激烈，未来行业竞争将由高单价、重营销的爆款模式转变为高频次、细水长流的经营模式。在二级市场逐渐回归理性后，新茶饮上市公司的股价表现将更显著地受到企业战略与下沉市场匹配度的驱动。随着一二线市场渐趋饱和，下沉市场仍将是未来一段时间内的核心增长引擎，其潜力不仅在于门店数量扩张，更在于供应链效率、成本控制及区域密度的精细化运营。新茶饮企业想要实现价值增长，在产品端，应响应消费者日益功能化、精细化的健康诉求，从被动规避健康争议走向以研发驱动、主动定义健康新茶饮的发展新阶段；在生产端，应探索建设原材料供应链体系，形成品牌壁垒与竞争优势；在需求端，可以通过结合当地特色与优势及文化输出主动向海外拓展市场。建议持续关注具有突出品牌特色和成本控制优势，能在激烈竞争中稳固市场份额的新茶饮企业。

投资要点：

行业发展趋势：门店扩张步伐放缓，展望消费频次提升。新茶饮行业从规模化扩张转向高质量发展，门店增速放缓但人均消费杯量较海外仍有巨大提升空间，驱动因素从价格升级切换至消费频次提升。同质化竞争加剧背景下，市场集中度持续提高，马太效应显现，拥有强大供应链管控能力、深耕下沉市场并具备清晰品牌定位的头部企业更具竞争优势。

二级市场表现：股价走势分化，下沉市场占优。二级市场表现显著分化，凸显“高端承压、下沉占优”的行业趋势。早期上市企业如奈雪的茶、茶百道普遍遭遇破发，2025年蜜雪集团上市后强势表现重振信心。业绩对比表明，深耕下沉市场的蜜雪集团、古茗等展现出更优的费用控制和盈利水平。当前二级市场情绪已从初期的狂热转向理性，更关注企业真实的经营能力与盈利模式的可持续性。

企业价值增长：产品创新、供应链强化与海外拓展。行业迈入精细化运营阶段，企业价值增长依靠三大核心驱动力。产品创新上，竞争焦点已从基础成分“做减法”转向功能性成分“做加法”，通过添加具有明确功能性的天然成分等强化健康属性，以差异化价值突破同质化困境。供应链强化是成本与规模制胜关键，头部企业通过自建采购、生产、物流体系实现端到端控制，构筑起平价高质产品的坚实壁垒。海外拓展成为重要增量，尤以高增长潜力的东南亚市场为重点，成功关键在于克服供应链本地化挑战，并借助文化赋能实现从产品输出到生活方式传播的升级。

风险因素：消费恢复不及预期风险，行业竞争加剧风险，食品安全风险。

分析师 叶柏良 执业证书编号 S0270524010002

必选食品饮料制造行业利润正增长，可选消费行业表现平淡 ——轻工制造行业快评报告

事件：

2025年9月27日，国家统计局公布1—8月份全国规模以上工业企业利润数据。

投资要点：

18月规模以上工业企业利润改善明显。从利润端来看，2025年1-8月份，全国规模以上工业企业实现利润总额46,929.7亿元，同比+0.9%，相比1-7月，增速提升2.6个百分点，由负转正。其中，8月份规模以上工业企业利润同比+20.4%，较7月增速提升21.9个百分点，工业企业当月利润改善明显。从收入端来看，2025年1-8月份，全国规模以上工业企业实现营业收入896,231.9亿元，同比+2.3%，较1-7月增速持平。

1 必选食品饮料制造行业利润正增长，可选消费行业表现平淡。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4个行业1-8月规模以上工业企业利润实现同比正增长，其中农副食品加工利润同比+11.8%，其余9个行业利润同比负增长，5个行业同比下滑超过10%。其中，造纸行业同比-18.8%、纺织服装业同比-17.9%、家具制造业同比-16.7%、木材加工同比-12.4%。相比1-7月增速而言，酒饮料茶、化纤、造纸业同比增速有所提升，分别+22.7/+4.0/+3.1个百分点。

1 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1-8月规模以上工业企业实现利润总额同比+0.9%，相比1-7月增速提升2.6个百分点，利润端有所改善。从消费品制造业细分行业看，1-8月必选食品饮料制造行业利润同比正增长，可选消费行业表现平淡。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。③餐饮服务：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，金价有望持续上涨。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

血制品 9 月月报：表现弱于大盘，继续关注头部企业浆站和研发进展 ——生物制品行业跟踪报告

行业核心观点：

9 月血制品板块表现弱于大盘，主要是行业短期业绩承压，叠加市场情绪变化所致。长期持续关注头部企业浆站和研发进展。

投资要点：

19 月血制品表现弱于大盘：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，血制品板块下跌 4.86%。

1 行情分析：2025 年以来血制品股价下跌，主要是行业短期业绩承压，叠加市场情绪变化所致。血制品产品价格下滑导致公司毛利率下滑，带来现金流压力，血制品公司短期存在业绩压力；另外，市场担忧血制品集采降价、进口白蛋白竞争与关税政策影响。长期看，血制品行业处于整合加速的阶段，头部企业通过并购做大做强。

1 血制品赛道建议关注：1）血制品企业浆站资源与整合能力：上游浆站资源仍是核心壁垒。拥有强采浆能力、丰富产品线和高效整合能力的龙头企业，更有可能在行业洗牌中胜出；2）血制品企业产品结构的升级：血制品企业正致力于提升凝血因子类等高毛利产品的比例，并布局重组产品和皮下注射免疫球蛋白等新型产品，有利于优化收入结构，抵御价格波动风险；3）血制品产品未来几个月价格变化；4）植物源或酵母表达系统制备的重组人血清白蛋白等新技术进展。整体来说，长期重点关注浆站资源丰富、综合运营能力强、且在高附加值产品研发上走在前列的头部公司。

1 风险因素：血浆开采进展不达预期风险、并购整合带来商誉减值等风险等

分析师 黄婧婧 执业证书编号 S0270522030001

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