



万联晨会

2025 年 09 月 19 日 星期五

概览

核心观点

【市场回顾】
周四 A 股三大指数集体收跌，截止收盘，沪指收跌 1.15%，深成指收跌 1.06%，创业板指收跌 1.64%。沪深两市成交额 31347.7 亿元。申万行业方面，电子、通信、社会服务领涨，有色金属、综合、非银金融领跌；概念板块方面，FSG 概念、共封装光学（CPO）、铜缆高速连接领涨，金属铅、金属锌、黄金概念领跌。港股方面，恒生指数收跌 1.35%，恒生科技指数收跌 0.99%；海外方面，美国三大指数集体收涨，道指收涨 0.27%，标普 500 收涨 0.48%，纳指收涨 0.94%。

【重要新闻】
【DeepSeek-R1 论文登上《自然》封面】最新一期国际顶级期刊自然杂志中，DeepSeek-R1 推理模型研究论文登上封面。该论文由 DeepSeek 团队共同完成，梁文锋担任通讯作者，首次公开了仅靠强化学习就能激发大模型推理能力的重要研究成果。这是中国大模型研究首次登上自然杂志封面，也是全球首个经过完整同行评审并发表于权威期刊的主流大语言模型研究。

研报精选

8 月社零总额同比+3.4%，延续同比提升、环比下降趋势
板块业绩回暖 大行规模增速提升
服务消费迎政策助力，多措并举扩大内需

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,831.66	-1.15%
深证成指	13,075.66	-1.06%
沪深 300	4,498.11	-1.16%
科创 50	1,380.35	0.72%
创业板指	3,095.85	-1.64%
上证 50	2,912.83	-1.35%
上证 180	9,823.32	-1.08%
上证基金	7,113.39	-0.15%
国债指数	224.83	-0.03%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	46,142.42	0.27%
S&P500	6,631.96	0.48%
纳斯达克	22,470.73	0.94%
日经 225	45,303.43	1.15%
恒生指数	26,544.85	-1.35%
美元指数	97.35	0.49%

主持人： 叶柏良
Email: yeb1@wlzq.com.cn

核心观点

【市场回顾】

周四 A 股三大指数集体收跌，截止收盘，沪指收跌 1.15%，深成指收跌 1.06%，创业板指收跌 1.64%。沪深两市成交额 31347.7 亿元。申万行业方面，电子、通信、社会服务领涨，有色金属、综合、非银金融领跌；概念板块方面，FSG 概念、共封装光学（CPO）、铜缆高速连接领涨，金属铅、金属锌、黄金概念领跌。港股方面，恒生指数收跌 1.35%，恒生科技指数收跌 0.99%；海外方面，美国三大指数集体收涨，道指收涨 0.27%，标普 500 收涨 0.48%，纳指收涨 0.94%。

【重要新闻】

【DeepSeek-R1 论文登上《自然》封面】最新一期国际顶级期刊自然杂志中，DeepSeek-R1 推理模型研究论文登上封面。该论文由 DeepSeek 团队共同完成，梁文锋担任通讯作者，首次公开了仅靠强化学习就能激发大模型推理能力的重要研究成果。这是中国大模型研究首次登上自然杂志封面，也是全球首个经过完整同行评审并发表于权威期刊的主流大语言模型研究。

分析师 叶柏良 执业证书编号 S0270524010002

研报精选

8 月社零总额同比+3.4%，延续同比提升、环比下降趋势 ——2025 年 8 月社零数据跟踪报告

投资要点：

总体：2025 年 8 月社零同比+3.4%，增速同比提升、环比下降。2025 年 8 月我国社会消费品零售总额 39,668 亿元，同比增长 3.4%，较去年同期增速提升 1.3pcts，较 7 月增速环比下降 0.3pcts。①商品零售增速继续下降，餐饮收入增速较上月小幅回升。2025 年 8 月商品零售同比+3.6%，较 7 月增速环比-0.4pcts；餐饮收入同比+2.1%，较 7 月增速环比+1.0pcts，小幅回升。限上企业商品零售额同比+2.6%，较 7 月增速环比-0.5pcts。②按地区分类：城镇和乡村社零增速继续下降，乡村增速高于城镇。8 月城镇消费品零售额同比+3.2%，较 7 月增速环比-0.4pcts；8 月乡村消费品零售额同比+4.6%，较 7 月增速环比-0.1pcts。

细分：金银珠宝类、体育娱乐用品类、家具类增速亮眼，均超+15%。2025 年 8 月份，限额以上单位 16 类商品中，3 类商品（烟酒类、石油及制品类、建筑及装潢材料类）为负增长，其余为正增长，其中金银珠宝类、体育、娱乐用品类、家具类增速亮眼，均超+15%；较 2025 年 7 月增速来看，7 类商品（粮油食品类、烟酒类、日用品类、家用电器和音像器材类、家具类、通讯器材类、建筑及装潢材料类）零售额同比增速回落，其中 1 类商品（烟酒类）由正转负，1 类商品（建筑及装潢材料类）保持负增长且下降幅度进一步扩大；7 类商品（饮料类、服装、鞋帽、针纺织品类、化妆品类、金银珠宝类、体育娱乐类、中西药品类、文化办公用品类）保持正增长且增幅扩大，1 类商品（汽车类）零售额同比增速由负转正，1 类商品（石油及制品类）保持负增长但降幅收窄。①必选：粮油食品类（+5.8%）、日用品类（+7.7%）、中西药品类（0.9%），3 类必选品零售额同比增速中粮油食品类、日用品类增速回落，中西药品类增速略有上升。②可选：服饰类（服装、鞋帽、针纺织品类（3.1%）、化妆品类（16.8%）、体育娱乐类（16.9%）、文化办公用品类（14.2%）、石油及制品类（-8.0%）、汽车类（0.8%）同比增速上升，烟酒类（-2.3%）同比增速由正转负，家用电器和音像类（14.3%）、家具类（18.6%）、通讯器

材类(7.3%)增速回落,建筑及装潢材料类(-0.7%)保持负增长且下降幅度进一步扩大。网上:1-8月线上零售额累计同比+9.6%。2025年1-8月,全国网上零售额99,828亿元,同比+9.6%,较2024年同期增速+0.7pcts,占社会消费品零售总额的比重为30.82%。其中,实物商品网上累计零售额为80,964亿元,同比增长6.4%,在实物商品网上零售额中,吃类/穿类/用类商品分别增长15.0%/2.4%/5.7%。

投资建议:2025年8月社会消费品零售总额同比+3.4%,增速同比提升、环比下降。受暑期文旅消费需求释放影响,体育娱乐类消费活力持续增强,8月份限额以上体育用品类零售额同比增长16.9%;“国补”政策持续显效,8月份限额以上单位家用电器和音像器材类零售额同比增长14.3%,家具类增长18.6%,均延续年初以来两位数增长态势;同时,“禁酒令”的影响得到缓解,餐饮收入回升。

建议关注:(1)食品饮料:①白酒行业:我们判断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,可以静待投资机会。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,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:近年来国货美妆企业愈发重研发投入,不少国货品牌凭借出众的产品力脱颖而出,即便在行业需求疲软的背景下依然取得亮眼增长。年轻一代消费者对于国货美妆品牌的接受度逐渐提高,国货品牌有望进一步抢夺国外品牌的份额,实现市占率提升。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、消费复苏不及预期风险、宏观经济增长不及预期风险。

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

板块业绩回暖 大行规模增速提升

——银行业快评报告

投资要点:

归母净利润增速转正:42家上市银行,2Q单季度归母净利润同比增长3.0%,1H25归母净利润同比增长0.8%,较1Q25(-1.2%)由负转正。利润增速转正受益于营收的全面改善,1H25上市银行营收同比增长1.0%,增速较1Q25提升2.8个百分点,其中,净利息收入增速降幅收窄,净手续费收入及其他非息收入增速由负转正。不过,二季度拨备对利润出现拖累,减值损失同比增速转正。银行采取更加审慎的拨备计提政策。

净息差降幅收窄:1H25净息差为1.53%,较年初下降8BP,降幅较1H24的-14BP有所收窄。其中,国有大行、股份行、城商行和农商行净息差分别下降12BP、7BP、5BP和12BP。负债端成本压降则对息差降幅边际收窄起到了重要作用,1H25利息收入和利息支出分别同比下降6.8%和11.1%。

行业整体规模增速环比上升:1H25末,42家上市银行总资产同比增速为9.6%,环比上升2.1个百分点。其中,国有大行、股份行、城商行和农商行同比增速分别为5.3%、15.5%和6.9%,环比变动2.9%、0.1%、1.3%和-0.5%。

资产质量整体保持稳健，拨备覆盖率环比微幅下降：截至 1H25 末，42 家上市银行不良率为 1.23%，环比基本持平于 1Q25，关注率 1.67%，较年初下降 4BP，逾期率 1.46%，较年初上升 5BP。我们测算的加回核销后的不良生成率年化值为 0.95%，较年初下降 5BP。拨备覆盖率为 287.29%，环比下降 0.43 个百分点。

投资建议：2Q25 银行板块业绩改善，体现较强的经营韧性，业绩稳定性预期提升。2Q25 银行拨备计提力度的提升，或反映资产质量审慎预期，后续仍需关注资产质量的变动趋势。从人民币大类资产配置的角度看，考虑到当前银行板块股息率仍具有吸引力，以及监管鼓励保险资金加大入市力度以及《公募基金高质量发展行动方案》的推出，资金持续增配银行板块方向明确。另外，上述资金的持续配置有助于夯实板块估值下限。展望未来增量资金有助于支撑板块行情持续。

风险因素：宏观经济下行，企业偿债能力超预期下降，对银行的资产质量造成较大影响；宽松的货币政策对银行的净息差产生负面影响；监管政策持续收紧也会对行业产生一定的影响。

分析师 郭懿 执业证书编号 S0270518040001

服务消费迎政策助力，多措并举扩大内需 ——社会服务行业快评报告

事件：

9 月 16 日，商务部等 9 部门印发《关于扩大服务消费的若干政策措施》，提出五方面 19 条措施提振消费、扩大内需。

投资要点：

扩大服务消费政策细化升级。2024 年，我国服务消费支出占总消费支出的比重回升至 46%，已恢复至疫情前水平，并逐步接近 50%的关键节点，预计将进入快速增长阶段，成为居民消费结构中的主要组成部分。2024 年 8 月，国务院印发《关于促进服务消费高质量发展的意见》，明确提出“培育服务消费新增长点，为经济高质量发展提供有力支撑”。此次九部门联合推出的《关于扩大服务消费的若干政策措施》，可视为对《意见》的进一步细化与升级，具有以下突出特点：（1）突出跨部门协同：《措施》由九个部门联合制定，涵盖商务、教育、文旅、健康等多个关键领域，政策协调力度显著增强，体现出政府对推动服务消费扩容提质的坚定决心；（2）覆盖领域广泛：19 项具体措施基本涵盖文化、旅游、体育、教育、健康等服务消费重点领域，从平台建设、供给端、需求端和金融支持四个维度全面推动服务消费增长；（3）注重落地执行与可操作性：与《意见》相比，《措施》提出了更为细化且具操作性的政策条款，在多类支持举措中提出了一系列兼具创新性与实施性的具体做法。

政策举措维度多元，亮点突出。《措施》在支持服务消费增长的多个维度均有亮点提法，重点内容包括：（1）平台建设方面：明确“开展‘服务消费季’系列促消费活动”，聚焦贴近群众生活、需求潜力大、带动作用强的服务领域，预计将通过冰雪旅游、体育赛事、文化体验等多元主题打造品牌活动，拓展服务消费新场景；（2）供给端方面：覆盖文化 IP、文旅、体育、教育、家政、托育等多领域提出扩大开放、放宽限制的实质性措施，通过引入外部资本、市场化培育本土品牌双管齐下，丰富服务消费产品供给；（3）需求端方面：精准把握三大需求增量，通过扩大免签与加强国际推广吸引入境消费，结合人工智能与数字服务拓展消费形态，探索试行春秋假制度激发青少年消费潜力；（4）金融支持方面：综合运用专项债、社会资本、消费信贷、财政贴息等多类工具，共同为服务消费市场注入金融活水。

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。《关于扩大服务消费的若干政策措施》中多项举措最快有望

于四季度落地显效，服务消费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）潮玩：我国潮玩市场近年来快速扩容，覆盖全产业链、拥有优质 IP 资源、渠道布局广泛的潮玩企业有望实现强者恒强，建议关注潮玩龙头企业；（3）体育：赛事经济带动效应显著，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；（4）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。

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 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

分析师 李滢 执业证书编号 S0270522030002

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