



万联晨会

2025 年 09 月 12 日 星期五

概览

核心观点

【市场回顾】
周四 A 股三大股指大幅上涨，上证指数上涨 1.65%，报 3875.31 点；深证成指上涨 3.36%，报 12,979.89 点；创业板指上涨 5.15%，报 3053.75 点。A 股两市全天成交额 2.44 万亿元人民币，南向资金净买入 189.89 亿港元。A 股两市个股普遍上涨，超 4000 只个股上涨。申万行业方面，31 个申万一级行业均上涨，其中通信、电子及计算机行业领涨；概念板块方面，CPO 指数及覆铜板概念指数涨幅居前，CRO 指数及医疗服务精选概念指数跌幅居前。恒生指数下跌 0.43%，恒生科技指数下跌 0.24%；美国三大股指集体收涨，道指上涨 1.36%，报 46,108.00 点，标普 500 指数上涨 0.85%，报 6587.47 点，纳指上涨 0.72%，报 22,043.07 点。欧洲股市及亚太股市主要股指普遍上涨。

【重要新闻】
【国新办举行国务院政策例行吹风会介绍全国部分地区实施要素市场化配置综合改革试点有关情况】国务院同意自即日起 2 年内开展北京城市副中心、苏南重点城市、杭甬温、合肥都市圈、福厦泉、郑州市、长株潭、粤港澳大湾区内地九市、重庆市、成都市等 10 个要素市场化配置综合改革试点，原则同意有关实施方案。向用人主体授权，以企业年金、股权、期权等综合薪酬为重点，探索人才市场化配置，探索跨境收支便利化，支持北京城市副中心试点银行在审慎展业、落实“了解客户、了解业务、尽职审查”原则基础上，在跨境贸易人民币结算以及资本项目人民币收入境内依法合规使用等方面，为符合条件的优质诚信专业服务业机构提供便利化服务。

研报精选

基数作用加强，核心通胀缓步上行
营收利润双提升，旅游景区边际向好
7 月挖掘机与装载机销量延续增长趋势

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,875.31	1.65%
深证成指	12,979.89	3.36%
沪深 300	4,548.03	2.31%
科创 50	1,326.03	5.32%
创业板指	3,053.75	5.15%
上证 50	2,983.08	1.48%
上证 180	9,919.03	1.79%
上证基金	7,111.58	0.39%
国债指数	224.65	-0.02%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	46,108.00	1.36%
S&P500	6,587.47	0.85%
纳斯达克	22,043.07	0.72%
日经 225	44,372.50	1.22%
恒生指数	26,086.32	-0.43%
美元指数	97.53	-0.32%

主持人： 潘云娇
Email: panyj@wlzq.com.cn

核心观点

【市场回顾】

周四 A 股三大股指大幅上涨，上证指数上涨 1.65%，报 3875.31 点；深证成指上涨 3.36%，报 12,979.89 点；创业板指上涨 5.15%，报 3053.75 点。A 股两市全天成交额 2.44 万亿元人民币，南向资金净买入 189.89 亿港元。A 股两市个股普遍上涨，超 4000 只个股上涨。申万行业方面，31 个申万一级行业均上涨，其中通信、电子及计算机行业领涨；概念板块方面，CPO 指数及覆铜板概念指数涨幅居前，CRO 指数及医疗服务精选概念指数跌幅居前。恒生指数下跌 0.43%，恒生科技指数下跌 0.24%；美国三大股指集体收涨，道指上涨 1.36%，报 46,108.00 点，标普 500 指数上涨 0.85%，报 6587.47 点，纳指上涨 0.72%，报 22,043.07 点。欧洲股市及亚太股市主要股指普遍上涨。

【重要新闻】

【国新办举行国务院政策例行吹风会介绍全国部分地区实施要素市场化配置综合改革试点有关情况】国务院同意自即日起 2 年内开展北京城市副中心、苏南重点城市、杭甬温、合肥都市圈、福厦泉、郑州市、长株潭、粤港澳大湾区内地九市、重庆市、成都市等 10 个要素市场化配置综合改革试点，原则同意有关实施方案。向用人主体授权，以企业年金、股权、期权等综合薪酬为重点，探索人才市场化配置，探索跨境收支便利化，支持北京城市副中心试点银行在审慎展业、落实“了解客户、了解业务、尽职审查”原则基础上，在跨境贸易人民币结算以及资本项目人民币收入境内依法合规使用等方面，为符合条件的优质诚信专业服务业机构提供便利化服务。

分析师 潘云娇 执业证书编号 S0270522020001

研报精选

基数作用加强，核心通胀缓步上行

——8 月通胀数据点评

事件：8 月 CPI 同比由 0%降至-0.4%，市场预期-0.2%，环比 0%；PPI 同比由-3.6%降至-2.9%，市场预期-2.9%，环比 0%。

食品项拖累 CPI 表现，核心 CPI 稳步增长。食品项下探幅度较大，高基数影响明显，环比增幅弱于季节性均值。非食品项同比上行，核心 CPI 同比稳步上行，服务项、消费品均上涨。

猪肉价格拖累作用再度加大，高基数下蔬菜同比回落显著。夏季高温天气持续，猪肉仍处于消费淡季，生猪产能依然旺盛，能繁母猪存栏数近期波动较小。牛羊肉价格同比上行，水产、鸡蛋价格同比回落。蔬菜价格环比季节性上行，但涨幅弱于季节性，去年同期部分地区洪涝灾害严重影响蔬菜产量，同比大幅回落。

非食品项中，燃油分项回落，暑期尾声出行需求转弱相关价格环比下行，政策利好支撑耐用品价格表现。国际油价中枢回落，交通工具用燃料环比增速转负。家用器具、交通工具同比增速上行，消费补贴政策带来一定提振。服务项同比整体延续上行，开学临近出游需求回落，机票、酒店价格季节性下降，民生服务消费支出分化，医疗保健、教育服务同比小幅上行，家庭服务同比小幅下降，服务项价格整体刚性持续。

PPI 跌幅收窄，环比转平，生产资料改善为主要驱动，年内首次结束负增。采掘工业、原材料工业、加工工业同环比增速均上行，生活资料仍有拖累，一般日用品、耐用消费品价格同比回落，原材料、加工工业对下游消费品传导依然有限。

反内卷政策效果逐步显现，煤炭、黑色金属产业链明显上行，受国际油价影响，原油产业链增速放缓，开工偏弱非金属矿增速回落。反内卷政策带动相关行业价格率先修复，黑色产业链受到提振最为显著。夏季高温天气持续，建筑施工依然处于淡季，非金属矿开采和加工同比均回落，环比负增。海外贸易的不确定性下，下游高端制造业出口预期受到影响，价格边际放缓。

生产端受反内卷拉动作用较强，需求端提振仍有待关注。8月通胀数据受到基数作用影响较大，CPI食品分项表现弱于季节性带来一定拖累，短期受到猪价和原油价格拖累，CPI增速预期依然偏弱，需求端的促消费政策力度和效果仍需持续关注。反内卷对PPI的推动作用较强，预期跌幅将持续收窄，开工端的修复程度、出口不确定性增加将带来一定制约，预期年内延续低位修复，增速回正仍有难度。

风险因素：美国降息节奏和幅度不及预期，居民消费、购房需求疲弱，关税政策调整超预期。

分析师 于天旭 执业证书编号 S0270522110001

营收利润双提升，旅游景区边际向好 ——社会服务行业 2025H1 业绩综述报告

投资要点：

社会服务板块上半年营收利润双提升，业绩排名居前。2025 年上半年上市公司业绩公布，社会服务板块营收利润双双提升，营业收入合计 954.36 亿元，同比增长 5.44%，在申万一级行业中排名第 9；归母净利润合计 48.70 亿元，同比增长 1.13%，在申万一级行业中排名第 16。

旅游及景区板块：2025 上半年旅游及景区板块实现营收 166.10 亿元，同比+4.39%，归母净利润 10.41 亿元，同比-4.30%。在居民旅游出行需求持续复苏以及政策支持的双重驱动下，旅游及景区公司营收回暖。从五一黄金周旅游数据来看，居民旅游热情高涨，旅游市场持续回暖，240 小时免签入境停留时间叠加新推出的离境退税“即买即退”优惠政策陆续出台，共同推动入境人数再攀高峰。调休工作日的减少使得更多游客选择拼假开启早鸟游或节末错峰游，推动长线游目的地表现亮眼，各地创新和丰富消费场景，以多元供给激发消费潜力、市场活力，为游客带来深度体验。

酒店餐饮板块：2025 年上半年酒店餐饮板块实现营收 140.56 亿元，同比-3.40%，归母净利润 7.08 亿元，同比-40.36%。板块个股普遍业绩不佳，仅首旅酒店归母利润同比增长，其他个股上半年均亏损或利润同比下降。上半年消费需求偏弱影响板块利润承压，下半年如果消费环境回暖拉动餐饮业务复苏，板块业绩仍有改善空间。

投资建议：为支撑经济平稳增长，提振消费、扩大内需成为核心路径。下沉市场潜力持续释放夯实消费基础，海外拓展开辟新增量空间，同时服务消费占比接近 50%临界点，预计将加速成为居民消费主体。经济增长动能转换驱动消费顺周期β行情，有效需求释放与服务结构优化创造系统性机遇。下半年，国家对外免签政策的落实与优化对旅游市场的带动作用仍将持续；市内免税店落地也同样为免税行业带来新的发展机遇；县域商业体系逐步健全，下沉化市场利好将渐渐浮现，酒店与连锁餐饮行业有望加速扩张；教育领域有望成为人工智能应用的代表性落地场景，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。

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

7 月挖掘机与装载机销量延续增长趋势

——机械设备行业快评报告

行业事件:

近日，中国工程机械工业协会公布最新统计数据，7月销售各类挖掘机17,138台，同比增长25.2%；7月销售各类装载机9,000台，同比增长7.41%。

投资要点:

7月中国挖掘机海内外销量同比齐增长。据中国工程机械工业协会对挖掘机主要制造企业统计，2025年7月销售各类挖掘机17,138台，同比增长25.2%。其中国内销量7,306台，同比增长17.2%；出口量9,832台，同比增长31.9%。2025年1—7月，共销售挖掘机137,658台，同比增长17.8%；其中国内销量72,943台，同比增长22.3%；出口64,715台，同比增长13%。电动化方面，7月销售电动挖掘机9台。

7月中国装载机内外销量延续增长趋势。据中国工程机械工业协会对装载机主要制造企业统计，2025年7月销售各类装载机9,000台，同比增长7.41%。其中国内销量4,549台，同比增长2.48%；出口量4,451台，同比增长13%。2025年1—7月，共销售各类装载机73,769台，同比增长12.8%；其中国内销量40,171台，同比增长20.4%；出口量33,598台，同比增长4.85%。电动化方面，7月销售电动装载机2,391台。

目前工程机械行业正呈现较为明显的复苏态势，其增长由国内需求回暖和海外出口扩张双轮驱动，展现出较强的韧性和发展潜力。从内需看，国内市场需求呈现“淡季不淡”的特征，这主要得益于基建投资的托举（如水利工程大规模投入）以及设备更新政策的推动。从出口看，出口市场保持稳健增长，尤其在“一带一路”共建国家表现突出。中国产品凭借高性价比和优质售后，全球渗透率正逐步提升，行业龙头如三一重工、徐工机械等海外布局成效显著，并且行业正朝着智能化、绿色化、高端化转型。

投资建议：国内市场方面，未来在设备更新、地方政府化债等政策推动下，国内需求有望加速复苏。出口方面，我国工程机械主机厂进行海外布局多年，国产工程机械产品具备性价比优势，国内主机厂在海外市场的竞争力持续提升。在国内外需求共振的情况下，工程机械行业需求有望不断改善，当前工程机械行业呈现“内外需共振+技术升级”的特点，建议关注具备市场优势以及积极布局海外市场的优质公司。

风险因素：下游地产、基建投资不及预期风险，政策落地不及预期风险，行业竞争加剧风险，国际贸易摩擦风险，人民币汇率波动风险。

分析师 蔡梓林 执业证书编号 S0270524040001

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