

万联晨会

2025 年 09 月 11 日 星期四

概览

核心观点

【市场回顾】

周三 A 股三大股指集体收涨，上证指数上涨 0.13%，报 3812.22 点；深证成指上涨 0.38%，报 12,557.68 点；创业板指上涨 1.27%，报 2904.27 点。A 股两市全天成交额 1.98 万亿元人民币，南向资金净买入 75.66 亿港元。A 股两市个股普遍下跌，超 2500 只个股下跌。申万行业方面，通信、电子及传媒行业领涨，电力设备及综合行业跌幅居前；概念板块方面，覆铜板指数及冰雪旅游概念指数涨幅居前，锂矿指数及锂电正极概念指数跌幅居前。恒生指数上涨 1.01%，恒生科技指数上涨 1.27%；美国三大股指涨跌不一，道指下跌 0.48%，报 45,490.92 点，标普 500 指数上涨 0.30%，报 6532.04 点，纳指上涨 0.03%，报 21,886.06 点。欧洲股市及亚太股市主要股指普遍上涨。

【重要新闻】

【国家统计局公布 2025 年 8 月份 CPI 和 PPI 数据】国家统计局公布数据显示，受基数走高影响和食品价格拖累，中国 8 月 CPI 环比持平，同比下降 0.4%，核心 CPI 同比上涨 0.9%，涨幅连续第 4 个月扩大。8 月 PPI 同比下降 2.9%，降幅比上月收窄 0.7 个百分点，为今年 3 月份以来首次收窄；环比由上月下降 0.2% 转为持平，结束连续 8 个月下行态势。

【国家发改委主任郑栅洁向全国人大常委会报告今年以来国民经济和社会发展规划执行情况】受国务院委托，国家发改委主任郑栅洁向全国人大常委会报告今年以来国民经济和社会发展规划执行情况。报告指出，做好下半年经济工作，要更好统筹国内经济工作和国际经贸斗争，统筹高质量发展和高水平安全，保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，有力促进国内国际双循环，统筹推进物价水平合理回升、社会就业大局稳定与经济增长，稳住经济基本盘，努力完成全年经济社会发展目标任务。

研报精选

高档啤酒销量增速亮眼，盈利能力稳步提升
公司业绩向好，主要产品保持较高增长

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,812.22	0.13%
深证成指	12,557.68	0.38%
沪深 300	4,445.36	0.21%
科创 50	1,259.10	1.09%
创业板指	2,904.27	1.27%
上证 50	2,939.59	0.37%
上证 180	9,744.99	0.26%
上证基金	7,083.78	0.06%
国债指数	224.70	-0.11%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	45,490.92	-0.48%
S&P500	6,532.04	0.30%
纳斯达克	21,886.06	0.03%
日经 225	43,837.67	0.87%
恒生指数	26,200.26	1.01%
美元指数	97.84	0.08%

主持人： 潘云娇

Email: panyj@wlzq.com.cn

核心观点

【市场回顾】

周三 A 股三大股指集体收涨，上证指数上涨 0.13%，报 3812.22 点；深证成指上涨 0.38%，报 12,557.68 点；创业板指上涨 1.27%，报 2904.27 点。A 股两市全天成交额 1.98 万亿元人民币，南向资金净买入 75.66 亿港元。A 股两市个股普遍下跌，超 2500 只个股下跌。申万行业方面，通信、电子及传媒行业领涨，电力设备及综合行业跌幅居前；概念板块方面，覆铜板指数及冰雪旅游概念指数涨幅居前，锂矿指数及锂电正极概念指数跌幅居前。恒生指数上涨 1.01%，恒生科技指数上涨 1.27%；美国三大股指涨跌不一，道指下跌 0.48%，报 45,490.92 点，标普 500 指数上涨 0.30%，报 6532.04 点，纳指上涨 0.03%，报 21,886.06 点。欧洲股市及亚太股市主要股指普遍上涨。

【重要新闻】

【国家统计局公布 2025 年 8 月份 CPI 和 PPI 数据】国家统计局公布数据显示，受基数走高影响和食品价格拖累，中国 8 月 CPI 环比持平，同比下降 0.4%，核心 CPI 同比上涨 0.9%，涨幅连续第 4 个月扩大。8 月 PPI 同比下降 2.9%，降幅比上月收窄 0.7 个百分点，为今年 3 月份以来首次收窄；环比由上月下降 0.2% 转为持平，结束连续 8 个月下行态势。

【国家发改委主任郑栅洁向全国人大常委会报告今年以来国民经济和社会发展规划执行情况】受国务院委托，国家发改委主任郑栅洁向全国人大常委会报告今年以来国民经济和社会发展规划执行情况。报告指出，做好下半年经济工作，要更好统筹国内经济工作和国际经贸斗争，统筹高质量发展和高水平安全，保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，有力促进国内国际双循环，统筹推进物价水平合理回升、社会就业大局稳定与经济增长，稳住经济基本盘，努力完成全年经济社会发展目标任务。

分析师 潘云娇 执业证书编号 S0270522020001

研报精选

高档啤酒销量增速亮眼，盈利能力稳步提升

——珠江啤酒（002461）点评报告

报告关键要素：

8 月 28 日，公司发布 2025 年半年度报告。报告显示，公司 2025 年上半年度实现营业收入 31.98 亿元（YoY+7.09%），归母净利润 6.12 亿元（YoY+22.51%），扣非归母净利润 5.87 亿元（YoY+23.31%）。其中 2025Q2 实现营业收入 19.71 亿元（YoY+4.96%），归母净利润 4.55 亿元（YoY+20.17%），扣非归母净利润 4.41 亿元（YoY+18.80%）。

投资要点：

毛利率、净利率均稳步提升，管理费用率略有增加，销售费用率、财务费用率、研发费用率均略有下滑。2025 年上半年公司毛利率为 51.85%，同比+2.81pcts；2025 年上半年公司净利率为 19.44%，同比+2.34pcts。其中 2025Q2 公司毛利率为 56.11%，同比+3.00pcts；2025Q2 公司净利率为 23.35%，同比+2.87pcts。毛利率和净利率提升明显，我们判断主要原因是原料成本下降以及产品结构升级所致。上半年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 4.29%/6.64%/2.97%/-2.65%，同比-0.10pcts/+0.26pcts/-0.13pcts/-0.47pcts，整体期间费用率略有下降。其中 2025Q2 公

司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别 13.36%/5.92%/2.85%/-2.22%，同比+0.30pcts/+0.53pcts/-0.28pcts/-0.86pcts。

商超、电商渠道发力，高档产品表现亮眼，华南地区表现好于其他地区。按渠道分类，按渠道看，公司 2025 上半年普通/商超/夜场/电商营收分别为 29.03 亿元/1.26 亿元/0.38 亿元/0.33 亿元，同比 +6.57%/+49.29%/-14.58%/+47.72%，占比分别为 93.66%/4.05%/1.23%/1.05%，普通渠道为主渠道，占比绝对领先；商超和电商渠道营收增速较快。按产品分类，公司高端产品主要为纯生啤酒、雪堡啤酒，中档产品主要为零度啤酒，大众化产品主要为传统啤酒等。2025 年上半年高档/中档/大众化产品营收分别为 23.64 亿元/5.35 亿元/2.01 亿元，同比+15.86%/-17.47%/+7.50%，占比分别为 76.25%/17.25%/6.49%，高档产品占比最高且增速第一。2025 上半年公司实现啤酒销量 73.41 万吨，同比增长 5.10%，啤酒营收同比增长 7.8%，啤酒吨价为 4222.38 元/吨，同比增长 2.58%。按地区分，2025 年上半年公司在华南地区/其他地区分别实现营收 30.17 亿元/1.80 亿元，同比+8.44%/-11.38%，占比分别为 94.36%/5.64%，华南地区为公司主要辐射地。2025 年上半年经销商净增加 39 家，其中广东地区增加 8 家。

丰富产品矩阵，产品力持续增强。公司围绕着“啤酒+”突破品牌边界，和体育、音乐、美食元素相融合，积极举办了万人珠江啤酒纯生音乐派对、珠江啤酒节、珠江琶醍美食节、潮流文化周等活动，还亮相广交会、参加糖酒会等行业展会，强化品牌辐射力。同时，积极推进“珠江啤酒+珠江琶醍”文旅双品牌建设，优化珠江·琶醍啤酒文化创意园区招商运营，强化“啤酒+”消费体验，擦亮其“夜经济”地标、美食地标及城市文旅消费名片。在产品研发上，公司把握高端化趋势，推出吉祥如意珠江啤酒 500mL 罐装、雪堡精酿白啤酒 980mL 罐装、12 度珠江啤酒 980mL 罐装等新产品，其中珠江 P9 获评中国酒业协会 2024 年度青酌奖酒类新品，持续推进柔性生产技术改造升级，助力产品结构优化。

盈利预测与投资建议：当前公司高端化持续进行，有望通过释放高档产品利润维持稳健增长，且 2024 年原材料成本下降红利有望延续到 2025 年，提升公司盈利能力，带动公司净利润保持提升。我们维持此前盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 9.51/10.21/11.10 亿元，同比增长 17.43%/7.29%/8.72%，对应 EPS 为 0.43/0.46/0.50 元/股，9 月 9 日收盘价对应 PE 为 25/23/21 倍，维持“增持”评级。

风险因素：市场变动风险，原材料供应及价格波动风险，行业竞争风险，食品安全风险。

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

公司业绩向好，主要产品保持较高增长

——立高食品（300973）点评报告

报告关键要素：

2025 年 8 月 29 日，公司发布 2025 年半年度报告。2025 年上半年公司实现营收 20.70 亿元（同比+16.20%），归母净利润 1.71 亿元（同比+26.24%），扣非归母净利润 1.67 亿元（同比+33.28%）；其中，2025Q2 单季度营收 10.24 亿元（同比+18.40%），归母净利润/扣非归母净利润分别为 0.82 亿元/0.80 亿元（同比+40.84%/+40.36%）。

投资要点：

2025 年上半年奶油收入增速超 28%，高端化战略成效展现。2025 年上半年冷冻烘焙食品营收 11.25 亿元，同比+6.08%，收入占比 54.35%；烘焙食品原料营收 9.33 亿元，同比增长 32.12%，收入占比 45.09%。公司紧跟行业发展机遇，持续优化产品结构，加大市场覆盖力度，公司营业收入规模稳健增长。其中烘焙品/酱料/其他烘焙原材料分别营收 5.58/0.83/1.42/1.51 亿元，同比+28.70%/+7.70%/+36.45%/+63.84%。主要为公司

稀奶油产品在良好市场反馈的影响下渠道深度和客户广度进一步提升，以及公司酱料核心餐饮连锁客户合作订单增长趋势良好。

餐饮、茶饮及新零售等创新渠道持续保持较快增长。2025 年上半年流通（经销商）渠道收入占比接近 50%，同比基本持平，主要是烘焙行业渠道多元化发展，传统流通渠道受到新渠道分流的影响。商超渠道收入占比约 30%，同比增长近 30%，主要是公司在核心商超客户上新的多款新品取得良好的销售表现；餐饮、茶饮及新零售等创新渠道收入占比略超 20%，合计同比增速约 40%，渠道结构占比进一步提升，主要得益于公司把握烘焙消费渠道多元化的趋势，向烘焙创新渠道针对性调整营销组织架构并投入更多资源，此外公司在供应链和食品安全板块为重客保供、食安评审等方面进行了针对性优化匹配。

受渠道和产品结构变化及原料成本上升影响，2025H1 毛利率有所下降：2025 年上半年公司毛利率同比下降 2.25pcts 至 30.35%。分产品来看，冷冻烘焙食品/奶油/水果制品/酱料/其他烘焙原材料毛利率分别为 32.26%/29.11%/31.91%/20.63%/29.93%，同比 +0.04%/-7.11%/+0.68%/-6.12%/-0.28pcts。2025 年上半年公司净利率同比上升 0.56pcts 至 8.05%。

费用管控得当，销售费用率和管理费用率明显下降：2025 年上半年，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 10.61%/5.57%/3.01%/0.65%，同比分别 -1.44%/-1.44%/-0.85%/+0.45pcts。其中财务费用增加主要是可转换债券利息费用支出资本化比例降低所致。2025Q2，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 11.14%/5.72%/3.41%/0.69%，同比分别 -0.88%/-1.74%/-0.76%/+0.47pcts。2025 年上半年成本、费用投入产出比提升，部分期间费用率同比下降，规模效应进一步释放利润空间。

1 盈利预测与投资建议：2024 年公司业绩恢复正增长，2025 年上半年保持向好势头，我国烘焙行业规模仍在增长中，同时冷冻烘焙原料的国产替代为国产品牌打开市场空间，公司业绩有望保持增长。我们维持此前盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 3.21/3.90/4.54 亿元，同比增长 19.70%/21.45%/16.56%，对应 EPS 为 1.89/2.30/2.68 元/股，9 月 9 日股价对应 PE 为 25/21/18 倍，维持“增持”评级。

风险因素：食品安全风险，原材料价格波动的风险，宏观环境变化致消费需求下降风险。

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