



万联晨会

2025 年 09 月 04 日 星期四

概览

核心观点

【市场回顾】
周三，A 股三大指数走势分化，上证指数收盘跌 1.16%，报 3813.56 点，深证成指跌 0.65%，创业板指涨 0.95%。沪深两市 A 股成交额约 2.36 万亿元人民币，超 4300 股下跌。申万行业方面，综合、通信领涨，国防军工行业领跌；概念板块方面，芬太尼、BC 电池涨幅居前。港股方面，恒生指数收盘跌 0.60%，恒生科技指数跌 0.78%。美国三大股指收盘涨跌不一，道指跌 0.05%，标普 500 指数涨 0.51%，纳指涨 1.02%。欧洲股市三大股指收盘全线上涨，亚太股市涨跌不一。

【重要新闻】
【财政部与中国人民银行联合工作组召开第二次组长会议，共同保障财政政策、货币政策更好落地见效】为推动实施更加积极有为的宏观政策，加强财政政策与货币政策协调配合，财政部与中国人民银行联合工作组召开第二次组长会议。财政部党组成员、副部长廖岷，中国人民银行党委委员、副行长邹澜出席会议并讲话。会议充分肯定了去年联合工作组成立以来部、行协同配合取得的成效，并就金融市场运行、政府债券发行管理、央行国债买卖操作和完善离岸人民币国债发行机制等议题进行了深入研讨。双方一致认为财政政策与货币政策的协同发力，为应对当前复杂多变的市场环境、推动经济持续回升向好提供了有力保障。下一步，要继续积极发挥部、行联合工作组机制作用，深化合作，加强协同，持续推动我国债券市场平稳健康发展，共同保障财政政策、货币政策更好落地见效。

研报精选

A 股中报盈利能力有所修复
2025H1：港股创新药业绩向好，BD 和商业化驱动资产重估
业绩增长稳健，筹划 H 股上市加快全球化布局
单季业绩增速回正 中期分红方案落地

国内市场表现		
指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,813.56	-1.16%
深证成指	12,472.00	-0.65%
沪深 300	4,459.83	-0.68%
科创 50	1,306.48	-1.64%
创业板指	2,899.37	0.95%
上证 50	2,960.99	-1.07%
上证 180	9,822.14	-0.82%
上证基金	7,084.50	-0.20%
国债指数	225.18	0.05%

国际市场表现		
指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	45,271.23	-0.05%
S&P500	6,448.26	0.51%
纳斯达克	21,497.73	1.02%
日经 225	41,938.89	-0.88%
恒生指数	25,343.43	-0.60%
美元指数	98.14	-0.26%

主持人： 陈达
Email: chenda@wlzq.com.cn

核心观点

【市场回顾】

周三，A股三大指数走势分化，上证指数收盘跌1.16%，报3813.56点，深证成指跌0.65%，创业板指涨0.95%。沪深两市A股成交额约2.36万亿元人民币，超4300股下跌。申万行业方面，综合、通信领涨，国防军工行业领跌；概念板块方面，芬太尼、BC电池涨幅居前。港股方面，恒生指数收盘跌0.60%，恒生科技指数跌0.78%。美国三大股指收盘涨跌不一，道指跌0.05%，标普500指数涨0.51%，纳指涨1.02%。欧洲股市三大股指收盘全线上涨，亚太股市涨跌不一。

【重要新闻】

【财政部与中国人民银行联合工作组召开第二次组长会议，共同保障财政政策、货币政策更好落地见效】为推动实施更加积极有为的宏观政策，加强财政政策与货币政策协调配合，财政部与中国人民银行联合工作组召开第二次组长会议。财政部党组成员、副部长廖岷，中国人民银行党委委员、副行长邹澜出席会议并讲话。会议充分肯定了去年联合工作组成立以来部、行协同配合取得的成效，并就金融市场运行、政府债券发行管理、央行国债买卖操作和完善离岸人民币国债发行机制等议题进行了深入研讨。双方一致认为财政政策与货币政策的协同发力，为应对当前复杂多变的市场环境、推动经济持续回升向好提供了有力保障。下一步，要继续积极发挥部、行联合工作组机制作用，深化合作，加强协同，持续推动我国债券市场平稳健康发展，共同保障财政政策、货币政策更好落地见效。财政部、中国人民银行相关司局负责同志参加会议。

分析师 陈达 执业证书编号 S0270524080001

研报精选

A股中报盈利能力有所修复

——策略跟踪报告

投资要点：

1 全部A股：2025H1归母净利润实现同比增长。从已披露2025年中报数据的A股上市公司整体业绩表现看，2025H1全A营收总额同比基本持平，盈利能力有所修复。从营收情况看，全部A股上市公司2025年中报营收同比微幅增长0.01%，增速较2024年同期回升1.16pct。从利润水平看，全部A股上市公司中报归母净利润同比增长3.36%，增速较2024年同期提高4.95pct。从2025Q2单季度情况看，A股上市公司单季度营收总额、归母净利润同比均实现增长。

1 宽基指数：2025H1创业板指归母净利润修复表现亮眼。从A股主要指数看，营收方面，2025年中报显示，A股主要宽幅指数营收表现不一。其中，中小盘表现较优，北证A股、创业板指营收同比增长超过10%。科技成长板块景气度回升、需求回暖带动中小盘营收改善。归母净利润方面，2025H1中小盘指数盈利修复能力有所增强。其中创业板指数归母净利润同比增长14.82%，在主要宽基指数中排名领先。中证500、北证A股归母净利润同比增长约5%-6%，业绩修复势头转好。从归母净利润增速变动情况看，2025H1创业板、中证500指数归母净利润同比增速提升超过10pct，表现较为优异。权重的科技和医药板块景气度向好，盈利弹性增强。

1 一级行业：19个一级行业归母净利润实现正增长。从申万一级行业看，2025年中报显示，多个行业归母净利润实现同比正增长。农林牧渔、钢铁等行业归母净利润增速位

居前列，主要为低基数及成本下跌影响。非银金融归母净利润同比实现扭亏为盈。上游行业中，基础化工、钢铁、建筑材料行业利润逐步修复。下游行业归母净利润表现相对较好，汽车、家电、食品饮料等行业归母净利润同比增长。今年以来“以旧换新”政策加力扩围，汽车、家电等消费品需求继续回暖，上市公司业绩连续回升。TMT 板块中电子、传媒、计算机行业 2025H1 归母净利润均同比大幅增长。AI 产业的快速发展与科技领域的不断突破，带动 TMT 板块多个细分行业景气度维持高位。周期行业中，金融板块盈利水平实现修复。活跃资本市场的政策效果显现、市场信心增强，同时经营环境有所好转，利润水平回升。

1 投资建议：2025 年中报显示，A 股上市公司业绩延续改善势头，行业间表现仍有分化。业绩预期改善有助于增强投资者信心。盈利能力提升、经营模式稳定、具有核心竞争力的公司业绩表现出色，有望获得市场的认可。新质生产力加快培育，科技成长板块尤其 AI 产业链多个子行业发展迅速。全方位扩大内需主线延续，可关注在国内市场中需求回升的板块。在行业配置方面，建议关注：（1）把握科技成长板块配置机遇，随着 AI 产业链持续加快发展，电子、通信等行业景气度维持高位，业绩改善幅度较大。（2）扩大内需的方向，消费产业链中服务消费领域或加码发力，关注成本优势突出、需求扩张较快的头部公司。（3）周期板块中，预计金融板块业绩维持改善势头，估值有望修复。

1 风险因素：监管政策变化；国内经济增长不及预期；企业盈利修复偏慢；地缘政治风险加剧。

分析师 宫慧菁 执业证书编号 S0270524010001

2025H1：港股创新药业绩向好，BD 和商业化驱动资产重估 ——生物制品行业跟踪报告

行业核心观点：

2025 年上半年，港股创新药行业在经历前期调整后迎来强劲复苏，整体收入和利润大幅增长，驱动因素包括创新药出海加速、商业化放量及政策支持。

投资要点：

1 股价表现方面，2025 年以来港股创新药指数涨幅显著超越恒生综指，受 ASCO 会议数据催化、海内外 BD 合作及政策利好推动，年初以来（截至 2025 年 8 月 31 日），港股创新药指数上涨 108.64%，跑赢恒生综合指数 79.70 个百分点。个股表现突出，多个标的年初以来股价翻倍。业绩表现方面，行业收入稳健增长，利润高速增长。部分 biotech 实现扭亏为盈。

1 投资建议：经历了 4 年调整后，2025 年上半年创新药行业迎来复苏。股价方面，BD 交易、ASCO 会议公布积极数据等均为关键催化剂；企业收入和利润高增长主要由出海和商业化放量驱动，BD 收入成新增长引擎，多家 biotech 企业实现扭亏为盈；港股 18A 政策持续完善和科创板第五套标准启用改善创新药企业融资环境，提升流动性，有利于行业估值修复。下半年建议关注拥有差异化技术平台企业，如在免疫疾病领域双抗技术领先突破的企业；BD 交易预期强的企业，如拥有 PD-1 基础平台向多靶点迭代管线的企业；拥有新科技融合赛道的企业，如创新药与 AI 融合赛道；以及全球新兴疾病赛道，如阿尔茨海默病、GLP-1 类药物赛道，积极的临床数据催化相关资产重估。

1

风险因素：在研管线研发进度不及预期风险、核心产品价格下降超预期风险、集采影响超预期风险、地缘政治扰动超预期风险等

分析师 黄婧婧 执业证书编号 S0270522030001

业绩增长稳健，筹划 H 股上市加快全球化布局

——珀莱雅（603605）点评报告

投资要点：

25H1 业绩增长稳健，经营性现金流大幅增长。2025H1，公司实现营收 53.62 亿元（同比+7.21%），归母净利润 7.99 亿元（同比+13.80%），扣非归母净利润 7.71 亿元（同比+13.49%），业绩增长稳健。分季度看，25Q1/Q2 实现营收同比分别+8.13%/+6.49%，归母净利润同比分别+28.87%/+2.36%。2025H1，公司经营活动产生的现金流净额为 12.93 亿元，同比大幅增长 95.34%，主因应收账款占比下降以及应付账款上涨。

主品牌珀莱雅推出美白和防晒新产品线，多个子品牌快速增长。（1）珀莱雅：主品牌珀莱雅紧密围绕“深度贴近消费者需求”的核心策略，推动产品矩阵升级。2025H1，主品牌珀莱雅收入 39.79 亿元（同比-0.08%），占主营业务收入比例为 74.27%。2025H1，珀莱雅天猫旗舰店成交额获天猫美妆排名第 1，珀莱雅品牌成交额在抖音、京东美妆分别排名第 2、第 5。（2）彩棠：夯实“专业化妆师”品牌定位，不断向底妆品类扩张。2025H1，彩棠收入 7.05 亿元（同比+21.11%），占主营业务收入比例 13.17%。（3）OR：OR 持续深化“亚洲头皮健康养护专家”形象，提升品牌差异化竞争力。2025H1，OR 实现收入 2.79 亿元（同比+102.52%），占主营业务收入比例提升至 5.22%。（4）悦芙媞：以“年轻肌功效专研”为核心定位，产品线设计由“基础清洁”向“修红修护”的功效进阶，推出新品“修红精华 2.0”、“修红面膜”，618 活动期间实现快速增长。2025H1，悦芙媞实现收入 1.66 亿元（同比+3.31%），占主营业务收入比例为 3.11%。

降本增效成果显著，25H1 盈利能力同比提升。2025H1，公司毛利率同比提升 3.56 个 pct 至 73.38%，主因降本增效成果显著，运费费率下降、原料包材采购议价能力提升等；净利率同比提升 0.94 个 pct 至 15.41%。费用率方面，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 49.59%/3.31%/1.77%/-0.44%，同比分别+2.81/-0.23/-0.12/+0.05 个 pct。其中，销售费用率同比提升主因形象宣传费用率增加，包括 618 活动宣传力度和新品投放力度增加。

盈利预测与投资建议：公司是国货化妆品龙头企业，坚定实施 6*N 战略，能够敏锐洞察市场消费者需求，不断更新产品矩阵，近年来实现了业绩稳健增长。近期公司筹划 H 股上市，加快国际化布局。根据公司最新经营数据，小幅下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 17.84/20.30/22.88 亿元（调整前 2025-2027 年的归母净利润分别为 18.53/21.71/25.16 亿元），对应 2025 年 9 月 2 日收盘价的 PE 分别为 19/16/14 倍，维持“增持”评级。

风险因素：宏观经济下行风险、市场竞争加剧风险、品牌孵化不及预期风险。

分析师 李滢 执业证书编号 S0270522030002

单季业绩增速回正 中期分红方案落地

——招商银行（600036）点评报告

报告关键要素：

招商银行发布 2025 年中期业绩报告。

投资要点：

1 单季业绩增速转正：招商银行单季营收同比增速-0.4%，较 1Q 同比-3.1%的降幅收窄，归母净利润同比增速 2.7%，同比增速由负转正。1H25 营收同比增速为-1.7%，归母净利润同比增速为 0.3%。

1 中期分红方案落地：2025 年度中期利润分配现金分红金额占 1H25 归属于本行普通股股东净利润的比例为 35%。截至 1H2025 年末，公司核心一级资本充足率为 14%，保持较高水平。

1 资产质量基本保持稳健：截至 1H25 末，不良率 0.93%，环比下降 1BP，关注率和逾期率分别为 1.43%和 1.36%，环比变动 7BP 和-2BP。拨备覆盖率 410.93%，环比上升 0.9 个百分点。零售信贷不良率为 1.04%，环比上升 3BP，其中，信用卡、消费贷和小微贷款的不良率环比分别变动 0BP、27BP、13BP。

1 零售客户数和 AUM 保持较快增长：截至 1H25 末，招商银行零售客户数 2.16 亿户，同比增长 6.9%。管理零售客户总资产 16 万亿元，同比增长 12.9%。零售客户 AUM 持续稳步增长，以及零售金融财富管理相关业务销售规模有回升趋势，上半年财富管理相关手续费收入同比增速达到 11.9%。

1 盈利预测与投资建议：招商银行零售金融业务的经营韧性较高，在未来财富管理相关业务销售规模逐步回升的条件下，零售端财富管理相关的手续费净收入或将逐步企稳。根据最新财报数据，我们小幅调整了盈利预测，公司 2025 年-2027 年归母净利润同比增速为 0.72%/2.63%和 5.43%。综合考虑公司的业务发展情况以及估值等因素，维持公司增持评级。按照 9 月 2 日收盘价 43.44 元/股，对应的招商银行 2025 年-2027 年的 PB 估值分别为 1 倍/0.9 倍/0.84 倍。

风险因素：银行业整体受宏观经济、货币政策以及监管政策的影响较大，经济以及相关政策的变动，都将对银行的经营产生重要影响。包括净息差的变动、资产质量预期等。

分析师 郭懿 执业证书编号 S0270518040001

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