

万联晨会

2025 年 08 月 20 日 星期三

概览

核心观点

【市场回顾】
周二，A 股缩量窄幅震荡，上证指数跌 0.02%报 3727.29 点，深证成指跌 0.12%，创业板指跌 0.17%。两市 A 股成交额 2.64 万亿元人民币，近 3000 股上涨。申万行业方面，综合、通信、食品饮料行业领涨，非银金融、国防军工行业领跌；概念板块方面，减速器、动物疫苗概念领涨，兵装重组、PEEK 材料概念领跌。港股方面，香港恒生指数跌 0.21%报 25122.9 点，恒生科技指数跌 0.67%。海外方面，美国股市三大股指收盘涨跌不一，道指涨 0.02%，标普 500 指数跌 0.59%，纳指跌 1.46%。欧洲股市全线上涨，亚太股市涨跌不一。

【重要新闻】
【个人养老金新增三种领取情形】人社部等五部门联合印发通知，明确自 9 月 1 日起，个人养老金新增患重大疾病、领取失业保险金、领取城乡最低生活保障金等 3 种领取条件，同时明确了具体的操作办法。参加人可以按月、分次或者一次性领取个人养老金。
【7 月份全国一般公共预算收入同比增长 2.6%】财政部发布数据显示，7 月份，全国一般公共预算收入 20273 亿元，同比增长 2.6%，增幅为年内最高，其中，税收收入 18018 亿元，增长 5%。今年前 7 个月，全国一般公共预算收入 135839 亿元，同比增长 0.1%，累计增幅首次转正；支出 160737 亿元，同比增长 3.4%。

研报精选

政策、关税多因素作用下，内需边际放缓
行业超配比例持续下降，风电设备板块关注度提升
7 月社零总额同比+3.7%，增速同比提升、环比下降
重仓比例回落，维持低位布局
茅台酒韧性强而系列酒承压，直销渠道增速亮眼
新品推出+新增山姆渠道，上半年收入快速增长

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,727.29	-0.02%
深证成指	11,821.63	-0.12%
沪深 300	4,223.37	-0.38%
科创 50	1,112.27	-1.12%
创业板指	2,601.74	-0.17%
上证 50	2,812.42	-0.93%
上证 180	9,215.80	-0.67%
上证基金	7,028.76	-0.10%
国债指数	225.14	-0.05%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	44,922.27	0.02%
S&P500	6,411.37	-0.59%
纳斯达克	21,314.95	-1.46%
日经 225	43,546.29	-0.38%
恒生指数	25,122.90	-0.21%
美元指数	98.28	0.12%

主持人： 李中港
Email: lizg@wlzq.com.cn

核心观点

【市场回顾】

周二，A 股缩量窄幅震荡，上证指数跌 0.02% 报 3727.29 点，深证成指跌 0.12%，创业板指跌 0.17%。两市 A 股成交额 2.64 万亿元人民币，近 3000 股上涨。申万行业方面，综合、通信、食品饮料行业领涨，非银金融、国防军工行业领跌；概念板块方面，减速器、动物疫苗概念领涨，兵装重组、PEEK 材料概念领跌。港股方面，香港恒生指数跌 0.21% 报 25122.9 点，恒生科技指数跌 0.67%。海外方面，美国股市三大股指收盘涨跌不一，道指涨 0.02%，标普 500 指数跌 0.59%，纳指跌 1.46%。欧洲股市全线上涨，亚太股市涨跌不一。

【重要新闻】

【个人养老金新增三种领取情形】人社部等五部门联合印发通知，明确自 9 月 1 日起，个人养老金新增患重大疾病、领取失业保险金、领取城乡最低生活保障金等 3 种领取条件，同时明确了具体的操作办法。参加人可以按月、分次或者一次性领取个人养老金。

【7 月份全国一般公共预算收入同比增长 2.6%】财政部发布数据显示，7 月份，全国一般公共预算收入 20273 亿元，同比增长 2.6%，增幅为年内最高，其中，税收收入 18018 亿元，增长 5%。今年前 7 个月，全国一般公共预算收入 135839 亿元，同比增长 0.1%，累计增幅首次转正；支出 160737 亿元，同比增长 3.4%。

分析师 李中港 执业证书编号 S0270524020001

研报精选

政策、关税多因素作用下，内需边际放缓

——7 月经济数据点评

事件：2025 年 7 月，工业增加值累计同比增速回落 1.1 个百分点至 5.7%。固投累计同比 1.6%，前值 2.8%，社零同比由上月的 4.8% 回落为 3.7%。

工业生产仍具韧性，关税、反内卷影响逐步显现。工业生产增速回落，天气给生产带来一定影响，关税不确定性下，工业产品出口韧性仍存。制造业整体放缓，下游高端制造生产多数回落，关税给下游行业带来影响较为明显，上游部分行业受到反内卷政策影响。反内卷大方向下，煤炭、钢铁、光伏等行业生产端已经有所调整。

生产相关服务业表现较好，暑期给生活相关服务业带来支撑。服务业生产、商务活动指数下滑，信息传输、软件和信息技术服务业与金融业保持上行，增速好于服务业整体表现。暑期给餐饮、出行、线下零售等服务业带来支撑，价格和基数影响同比表现。

地产投资增速低位下行，销售再度放缓。地产新开工仍处于磨底状态，施工、竣工再度下探。固投的建安工程增速转负，新开工偏弱的效果逐步显现，房地产销售“价”的跌幅相对“量”更大。二手房价格同比均继续下行，环比多数回落，短期价格修复动能不足，居民购房情绪相对疲弱。房企资金来源持续偏紧，销售端传导显现，房企拿地依然谨慎。

基建增速放缓，资金、项目仍有支撑。7 月部分城市的高温、台风等天气因素影响下，施工进入季节性淡季。地方化债的背景下，项目端的约束仍将持续。而两重资金仍将给后续基建投资带来支撑，雅下水电工程项目周期较长，将给基建投资带来支撑。

制造业投资增速放缓，受到关税、反内卷、设备更新前置等多重因素共同作用。关税政策的不确定性给出口带来一定压力，部分行业投资增速放缓。反内卷政策推动下，光伏等行业生产受到约束。前期设备更新政策资金到位较快，后续政策跟进边际走弱，给制造业带来的支撑减弱。

消费增速回落，汽车销售转弱带来拖累，暑期出行带来一定支撑，大型企业销售压力较大。暑期服务业消费保持景气，年中以旧换新资金支出进度放缓，叠加前期透支效应有所显现，需求端边际收敛。可选消费表现欠佳，汽车、地产下游的家电、家具家装回落，价格补贴进程放缓和透支效应下，部分耐用品消费增速放缓。必选消费多数上行，烟酒、饮料类消费增速上行幅度较大。

风险因素：关税政策发展超预期，地产和居民消费持续偏弱，政策推进和落地不及预期。

分析师 于天旭 执业证书编号 S0270522110001

行业超配比例持续下降，风电设备板块关注度提升

——电力设备行业跟踪报告

行业核心观点：

SW 电力设备超配比例持续回落。2025Q2，公募基金重仓 SW 电力设备行业的总市值为 1297.79 亿元，环比下降 11.62%，同比下降 22.50%；占基金重仓 A 股市值规模为 9.91%，环比下降 1.03pct，同比下降 0.66pct；超配比例为 3.98%，环比下降 0.85pct，同比下降 0.78pct，超配比例有所回落。

投资要点：

SW 电力设备行业 2025Q2 持仓市值占比、超配比例排名居前。2025Q2，SW 电力设备行业基金持仓市值占比为 9.91%，在 31 个申万一级行业中排第三，较一季度排名不变，仅次于电子（18.67%）、医药生物（10.92%）；超配比例为 3.98%，在 31 个申万一级行业中排第三，仅次于电子（9.77%）、医药生物（4.35%）；持有基金数为 186 个，在 31 个申万一级行业中排第四。

Q2 持仓集中度回升。从持仓集中度来看，2025Q2 公募基金重仓 SW 电力设备行业市值 TOP5、TOP10 和 TOP20 个股的持仓市值合计分别为 735.96、847.73、1004.05 亿元，持仓市值占比分别为 56.71%、65.32%、77.37%，分别环比+1.63、+0.60、+0.84pct，CR5、CR10、CR20 持仓集中度整体有所回升。

电池、光伏设备及电网设备板块基金持仓市值回落，风电设备板块则明显提升。细分板块方面，2025Q2，电池、光伏设备、电网设备板块基金持仓总市值位居行业前三，分别为 792.74、230.51、124.73 亿元，分别环比-4.83%、-26.00%、-21.57%，排名前三细分板块均有所回落。另外，风电设备板块表现较好，持股总市值超越其他电源设备板块，排名回升至第四；电机板块持仓市值则显著下降，主要受机器人概念热度下降影响。2025Q2，风电设备板块持仓总市值为 81.16 亿元，环比+50.84%，其他电源设备、电机板块持仓总市值分别为 54.20、14.44 亿元，环比分别下降 28.63%、58.93%。

从各个细分板块个股来看，（1）电池板块：个股持仓增减持情况分化，璞泰来、新宙邦、震裕科技、珠海冠宇、湖南裕能获增持，其余个股遭减持，其中龙头企业宁德时代、亿纬锂能、科达利分别遭减持 1182.40、487.78、301.78 万股，欣旺达遭减持最多，达到了 2599.63 万股；新宙邦、璞泰来则分别获增持 1320.41、689.95 万股；（2）光伏设备板块：光伏设备板块持仓遭减持状况整体有所缓解，爱旭股份、锦浪科技获明显增持，晶澳科技、隆基绿能和德业股份遭明显减持；（3）电网设备板块：电网设备板块整体获增持相对较多，思源电气、三星医疗、明阳电气及华通线缆遭减持，特锐德、宏发股份、神马电力等获增持；（4）风电设备板块：受益于海风项目加速落地，板块持续回暖，风电设备板块获增持较多，明阳智能、禾望电气、新强联获明显增持；（5）其他板块：其他电源设备及电机板块有所降温，科泰电源、中电电机获增持，其余个股均遭到减持。

投资建议：从基金重仓配置偏好来看，电力设备行业持仓总市值同环比下降，超配比例持续回落，持仓集中度有所回升。细分板块方面，电池、光伏设备及电网设备板块基金持仓市值回落，风电设备板块则明显提升，公募基金重仓电池、风电板块超配比例提升。

展望后市，(1) 锂电行业：在以旧换新政策驱动下，新能源电动车产销量稳定增长，带动锂电产业链需求回升，供需格局边际优化，建议积极关注锂电材料环节的龙头个股的盈利修复机会；(2) 风电设备：政府工作报告支持光伏、风电大基地建设，海风项目加速落地，风电装机量有望保持稳定增长，建议关注风电设备板块龙头个股；(3) 新兴技术方向：随着 AI 技术持续迭代进步，智算中心 AIDC 基础设施建设需求快速提升，带动供配电系统需求增长；固态电池技术产业化进程持续加速，有望带动锂电材料体系的升级；人形机器人技术发展加速，带动电机相关细分环节技术及需求提升，建议关注新兴技术催化带动的投资机会。

风险因素：下游需求不及预期；市场竞争加剧；国际贸易政策变动风险；数据统计误差。

分析师 蔡梓林 执业证书编号 S0270524040001

7 月社零总额同比+3.7%，增速同比提升、环比下降 ——2025 年 7 月社零数据跟踪报告

投资要点：

总体：2025 年 7 月社零同比+3.7%，增速同比提升、环比下降。2025 年 7 月我国社会消费品零售总额 38,780 亿元，同比增长 3.7%，较去年同期增速提升 1.0pcts，较 6 月增速环比下降 1.1pcts。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 7 月商品零售同比+4.0%，较 6 月增速环比-1.3pcts；餐饮收入同比+1.1%，较 6 月增速环比+0.2pcts，小幅回升。限上企业商品零售额同比+3.1%，较 5 月增速环比-2.4pcts。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。7 月城镇消费品零售额同比+3.6%，较 6 月增速环比-1.2pcts；7 月乡村消费品零售额同比+3.9%，较 6 月增速环比-0.6pcts。

细分：家用电器和音像器材类、家具类增速亮眼，均超+20%。2025 年 7 月份，限额以上单位 16 类商品中，3 类商品（石油及制品类、汽车类、建筑及装潢材料类）为负增长，其余为正增长，其中家用电器和音像器材类、家具类增速亮眼，均超+20%；较 2025 年 6 月增速来看，5 类商品（粮油食品类、家用电器和音像器材类、文化办公用品类、家具类、汽车类）零售额同比增速回落，4 类商品（金银珠宝类、日常用品类、体育娱乐类、通讯器材类）保持正增长且增幅扩大，2 类商品（汽车类、建筑及装潢材料类）零售额同比增速由正转负，1 类商品（石油及制品类）保持负增长且下降幅度进一步扩大。①必选：粮油食品类（+8.6%）、日用品类（+8.2%）、中西药品类（0.1%），3 类必选品零售额同比增速中粮油食品类小幅回落，日常用品类和中西药品类均有所上升，其中中西药品类从去年首次转负回升至正增长。②可选：饮料类（2.7%）、烟酒类（2.7%）、化妆品类（4.5%）、金银珠宝类（8.2%）、通讯器材类（14.9%）、体育娱乐类（13.7%）同比增速上升，汽车类（-1.5%）、建筑及装潢材料类（-0.5%）同比增速由正转负，家用电器和音像类（28.7%）、文化办公用品类（13.8%）、家具类（20.6%）、汽车类（-1.5%）增速回落，石油及制品类（-8.3%）保持负增长且下降幅度进一步扩大。网上：1-7 月线上零售额累计同比+9.2%。2025 年 1-7 月，全国网上零售额 86,835 亿元，同比+9.2%，较 2024 年同期增速-0.3pcts，占社会消费品零售总额的比重为 30.55%。其中，实物商品网上累计零售额为 70,790 亿元，同比增长 6.3%，在实物商品网上零售额中，吃类/穿类/用类商品分别增长 14.7%/1.7%/5.8%。

投资建议：2025 年 7 月社会消费品零售总额同比+3.7%，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，7 月份限额以上体育用品类零售额同比增长 13.7%；“国补”政策持续显效，限额以上单位家用电器和音像器材类零售额同比增长 28.7%，家具类增长 20.6%，通讯器材类增长 14.9%，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，随着政策逐步明晰，前期矫枉过正的情况逐步得到纠正，餐饮以及与餐饮相关的消费品零售规模回升。

投资建议：（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：近日，《育儿补贴制度实施方案》以及免除公办幼儿园学前1年保教费等政策的出台，有望直接拉动乳制品等婴幼儿相关消费需求；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，零食行业凭借渠道红利及电商流量加持，渠道优势仍然显著，建议关注乳制品、饮料、零食、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，中央进一步加大稳就业政策及外卖补贴和骑手保障的力度持续加码，消费者消费信心倍增，市场活力释放。推动扩大入境消费为免税行业带来新的增长点，健全县域商业体系利好下沉化市场加速扩张的酒店与连锁餐饮行业，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。（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

重仓比例回落，维持低位布局

——社会服务行业 2025Q2 基金持仓分析报告

行业核心观点：

2025Q2 社会服务基金重仓比例 0.09%，环比下降 0.03pcts，在申万一级行业中排名为第 30 位，较上一季度下降两个位次，处于全行业尾部。当前重仓比例远低于五年历史平均水平，反弹空间较大。分板块来看，酒店餐饮重仓比例保持低位，旅游及景区重仓比例小幅回落，专业服务重仓比例下跌，教育板块热度反弹提升。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。

投资要点：

社服行业重仓比例环比回落。根据 2025Q2 基金重仓持股数据，社会服务行业重仓基金 344 家，环比减少 59 家，持股总市值为 62.25 亿元，环比减少 17.86 亿元；重仓比例为 0.09%，环比-0.03pcts。在申万一级行业中，社服重仓比例排名为第 30 位，较上一季度下降两个位次，处于全行业尾部。相较于历史水平，社服行业当前重仓比例远低于 5 年均值（0.49%），有较大的反弹空间。

分板块：教育板块热度回弹。酒店餐饮重仓比例自 2021 年起快速提升，2022Q2 到达高点后回落，2025Q2 重仓比例为 0.02%，环比下跌 0.01pcts；旅游及景区重仓比例自 2021Q2 至今仍在低位，2025Q2 为 0.03%，环比小幅回落。专业服务经历下跌，重仓比例为 0.03%，教育板块重仓比例小幅提升至 0.01%，体育板块重仓比例仍有待提升。板块超配比例分别为酒店餐饮-0.02%（环比-0.03pcts），旅游及景区-0.08%（环比-0.01pcts），专业服务-0.08%（环比-0.04pcts），教育-0.08%（环比+0.02pcts）。

分个股：社服多数个股遭减仓。2025Q2 社服板块重仓比例前十个股合计比例为 0.072%，较 2025Q1 下降 0.03pcts。细分来看，其中专业服务板块占据 4 席，酒店餐饮板块占据 2 席，旅游及景区占据 3 席，教育占据 1 席。社会服务板块中，基金重仓比例环比上升幅度前 5 个股包括豆神教育、长白山、九华旅游、西域旅游与零点有数。其中 3 只为旅游及景区，仅零点有数为专业服务公司。基金重仓比例环比下降幅度前 5 个股包括华测检测、苏试试验、宋城演艺、锦江酒店以及首旅酒店，其中 2 只为酒店餐饮公司，2 只为专业服务公司，1 只为旅游类公司。

风险因素：自然灾害和安全事故风险，政策风险，宏观经济不及预期风险。

分析师 叶柏良 执业证书编号 S0270524010002

茅台韧性强而系列酒承压，直销渠道增速亮眼 ——贵州茅台（600519）点评报告

报告关键要素：

公司披露 2025 年半年度报告，公司 2025 年上半年实现营业总收入 910.94 亿元（YoY+9.16%），营业收入 893.89 亿元（YoY+9.10%），归母净利润 454.03 亿元（YoY+8.89%）。其中，2025Q2 实现营业总收入 396.50 亿元（YoY+7.26%），营业收入 387.88 亿元（YoY+7.28%），归母净利润 185.55 亿元（YoY+5.25%）。

投资要点：

盈利能力：毛利率、净利率均小幅下降。2025 年上半年公司销售毛利率/归母净利率分别为 91.30%/49.84%，同比 -0.46pcts/-0.12pcts，销售/管理费用率分别为 3.58%/4.06%，同比 +0.44pcts/-0.54pcts，其中销售费用率增长主要原因是本期广告宣传及市场费用增加。其中 2025Q2 公司销售毛利率/归母净利率分别为 90.42%/46.80%，同比 -0.26pcts/-0.90pcts，销售/管理费用率分别为 4.45%/4.48%，同比 +0.46pcts/-0.32pcts。

分产品：茅台酒增长亮眼，系列酒承压。2025 年上半年茅台酒收入为 755.90 亿元，YoY+10.24%，系列酒收入为 137.63 亿元，YoY+4.68%，均保持稳定增长。其中 2025Q2 公司茅台酒收入和系列酒收入分别为 320.32 亿元和 67.40 亿元，同比增速分别为 +10.99% 和 -6.53%，茅台酒收入增长亮眼，系列酒则承压，出现负增长。受渠道去库存以及“禁令”影响，2025 年上半年茅台酒终端酒价承压，公司 10.24% 的营收增速展示了其韧性。

分渠道：传统批发代理渠道增速趋缓，加大直销渠道投入。公司直销渠道包括自营和“i 茅台”等数字营销平台渠道，批发代理渠道包括社会经销商、商超、电商等渠道。2025 年上半年公司注重直销渠道投入，2025 年上半年公司直销/批发代理收入分别为 400.10/493.34 亿元，同增 18.62%/2.83%，占比分别为 44.78%/55.22%。公司 2025Q2 直销/批发代理实现营收 167.89/219.87 亿元，同比增长 16.52%/1.48%。其中“i 茅台”App 在 2025 年上半年实现营收 107.60 亿元，同比 4.98%。

盈利预测与投资建议：我们认为，当前行业处于筑底阶段，随着渠道库存的逐步出清以及“禁酒令”的影响得到缓解，白酒需求将逐步回升。公司作为高端白酒龙头，具备强大的品牌力和极深的护城河，业绩有望保持稳健增长。我们维持此前盈利预测，预计公司2025-2027年归母净利润941.79/1027.69/1121.35亿元，同比增长9.22%/9.12%/9.11%，对应EPS为74.97/81.81/89.27元/股，8月19日收盘价对应PE为19/18/16倍，维持“增持”评级。

风险因素：消费复苏不及预期风险，政策风险，宏观经济波动风险。

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

新品推出+新增山姆渠道，上半年收入快速增长 ——润本股份（603193）点评报告

报告关键要素：

2025年上半年，公司实现营收8.95亿元（同比+20.31%），归母净利润1.88亿元（同比+4.16%）。拟向全体股东每10股派发现金红利2.00元（含税）。

投资要点：

收入延续快速增长。2025H1，公司实现营收8.95亿元（同比+20.31%），收入快速增长主因：1）产品矩阵进一步丰富，25H1推出了更多防晒、控油祛痘系列产品；2）新增与山姆渠道的合作，非平台经销渠道实现快速增长；3）线上天猫、京东、抖音、拼多多等电商平台保持较高市占率。2025H1公司实现归母净利润1.88亿元（同比+4.16%），扣非归母净利润1.77亿元（同比+0.86%），增速较此前放缓，推测是由于毛利率同比下滑、销售费用同比增速快于收入增速、利息收入减少等影响所致。此外，2025H1经营性现金流净额为1.33亿元（同比-5.30%），主因山姆超市应收货款增加所致。

盈利能力同比下滑，销售费用率有所增加。2025H1，公司毛利率同比-0.63pcts至58.01%，净利率同比-3.25pcts至20.95%，盈利能力同比下滑。费用率方面，销售费用率同比+1.52pcts至30.25%，主因推广费和职工薪酬同比增加；管理/研发/财务费用率分别为1.81%/1.83%/-0.42%，同比分别-0.08/-0.15/+2.44pcts。

产品不断推陈出新，线下新增山姆渠道。分产品：2025H1，公司驱蚊/婴童护理/精油系列产品分别实现收入3.75/4.05/0.92亿元，同比分别+13.43%/+38.73%/-14.60%，毛利率分别同比-1.09/-0.53/-1.42pcts。此外，公司产品不断推陈出新，2025年上半年升级/新推出了40余款新产品，包括儿童防晒产品、童锁款定时加热器、青少年祛痘及洗护系列产品。分渠道：公司产品在天猫、京东、抖音、拼多多等电商平台保持较高的市场占有率，同时公司积极拓展线下渠道，25H1新增与山姆渠道的合作，非平台经销渠道收入实现快速增长。

盈利预测与投资建议：公司是国内知名婴童护理及驱蚊日化企业，随着未来研发赋能产品，新品不断推出上新，线下积极拓展KA和特通渠道。考虑到行业竞争与营销费用投放，我们调整此前的盈利预测，预计公司2025-2027年EPS分别为0.84/1.00/1.19元/股（调整前2025-2027年EPS分别为0.93/1.17/1.45元/股），对应2025年8月18日收盘价的PE分别为38/31/27倍，维持“买入”评级。

风险因素：宏观经济和消费恢复不及预期风险、行业竞争加剧风险、新品拓展不及预期风险、渠道拓展不达预期风险。

分析师 李滢 执业证书编号 S0270522030002

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