

万联晨会

2025 年 05 月 30 日 星期五

概览

核心观点

【市场回顾】
周四，A 股高开高走，上证指数收盘涨 0.7%，报 3363.45 点，深证成指涨 1.24%，创业板指涨 1.37%。沪深两市 A 股成交额约 1.19 万亿元人民币，超 4200 股上涨。申万行业方面，计算机行业领涨，美容护理行业领跌；概念板块方面，数字货币、电子身份证、跨境支付(CIPS)概念涨幅居前。港股方面，恒生指数收盘涨 1.35%，恒生科技指数涨 2.46%。美国三大股指小幅收涨，道指涨 0.28%，标普 500 指数涨 0.4%，纳指涨 0.39%。欧洲股市普遍下跌，亚太股市多数上涨。

【重要新闻】
【商务部：敦促美方停止对华歧视性限制措施 共同维护日内瓦高层会谈共识】5 月 29 日下午，商务部召开例行新闻发布会。发言人表示，中美日内瓦经贸会谈以来，双方利用多双边场合在多个层级就经贸领域各自关切保持沟通。近期，中方围绕美方在半导体领域滥用出口管制措施等做法，多次与美方进行交涉。中方再次敦促美方，立即纠正错误做法，停止对华歧视性限制措施，共同维护日内瓦高层会谈共识。

【商务部召开全国数智供应链建设工作推进会】近日，全国数智供应链建设工作推进会在京召开。会议深入贯彻落实党中央、国务院决策部署，落实《加快数智供应链发展专项行动计划》有关要求，交流经验做法，部署下一步重点工作。商务部副部长盛秋平出席会议并讲话。会议指出，数字化、智能化供应链建设是构建新发展格局的重要内容，是推动产业高质量发展的重要动能，是降低全社会物流成本的重要抓手，是打造强大国内市场的必然要求。要抓住数字经济、人工智能发展机遇，发挥领军企业带动作用，筑牢技术基座，完善标准体系，健全治理机制，“一链一策”推动重点领域数智供应链建设。要加强统筹协调，优化政策环境，鼓励探索创新，做好典型推广，推动数智供应链工作取得实效。

研报精选

2025Q1 食品饮料重仓比例持续下降，细分板块重仓比例多数呈下行趋势
业绩增速明显放缓，啤酒、调味品、肉制品、白酒营收利润双增长

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,363.45	0.70%
深证成指	10,127.20	1.24%
沪深 300	3,858.70	0.59%
科创 50	986.30	1.61%
创业板指	2,012.55	1.37%
上证 50	2,690.89	0.29%
上证 180	8,544.55	0.59%
上证基金	6,906.74	0.13%
国债指数	224.38	-0.06%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	42,215.73	0.28%
S&P500	5,912.17	0.40%
纳斯达克	19,175.87	0.39%
日经 225	38,432.98	1.88%
恒生指数	23,573.38	1.35%
美元指数	99.28	-0.60%

主持人： 夏清莹
Email: xiaqy1@wlzq.com.cn

核心观点

【市场回顾】

周四，A股高开高走，上证指数收盘涨0.7%，报3363.45点，深证成指涨1.24%，创业板指涨1.37%。沪深两市A股成交额约1.19万亿元人民币，超4200股上涨。申万行业方面，计算机行业领涨，美容护理行业领跌；概念板块方面，数字货币、电子身份证、跨境支付（CIPS）概念涨幅居前。港股方面，恒生指数收盘涨1.35%，恒生科技指数涨2.46%。美国三大股指小幅收涨，道指涨0.28%，标普500指数涨0.4%，纳指涨0.39%。欧洲股市普遍下跌，亚太股市多数上涨。

【重要新闻】

【商务部：敦促美方停止对华歧视性限制措施共同维护日内瓦高层会谈共识】5月29日下午，商务部召开例行新闻发布会。发言人表示，中美日内瓦经贸会谈以来，双方利用多双边场合在多个层级就经贸领域各自关切保持沟通。近期，中方围绕美方在半导体领域滥用出口管制措施等做法，多次与美方进行交涉。中方再次敦促美方，立即纠正错误做法，停止对华歧视性限制措施，共同维护日内瓦高层会谈共识。

【商务部召开全国数智供应链建设工作推进会】近日，全国数智供应链建设工作推进会在京召开。会议深入贯彻落实党中央、国务院决策部署，落实《加快数智供应链发展专项行动计划》有关要求，交流经验做法，部署下一步重点工作。商务部副部长盛秋平出席会议并讲话。会议指出，数字化、智能化供应链建设是构建新发展格局的重要内容，是推动产业高质量发展的重要动能，是降低全社会物流成本的重要抓手，是打造强大国内市场的必然要求。要抓住数字经济、人工智能发展机遇，发挥领军企业带动作用，筑牢技术基座，完善标准体系，健全治理机制，“一链一策”推动重点领域数智供应链建设。要加强统筹协调，优化政策环境，鼓励探索创新，做好典型推广，推动数智供应链工作取得实效。

分析师 夏清莹 执业证书编号 S0270520050001

研报精选

2025Q1 食品饮料重仓比例持续下降，细分板块重仓比例多数呈下行趋势

——食品饮料行业跟踪报告

投资要点：

食品饮料重仓比例下降，超配比例小幅降低：根据2025Q1基金重仓持股数据（本文剔除港股标的），食品饮料行业重仓基金为3757家，环比减少263家；重仓持股总市值为2931.99亿元，环比下降160.55亿元；重仓比例为4.24%，环比下降0.33pcts。相较于历史水平，食品饮料行业当前重仓比例低于5年均值（7.22%），仍有较大的上升空间。在31个申万一级行业中，食品饮料行业当前重仓比例排名较上季度上升一位至第2名。2025Q1食品饮料行业重仓持股市值占重仓持股总市值的比例为11.35%，环比-0.37pcts。行业超配比例为5.38%，环比-0.23pcts。

分板块：白酒板块持续回落，大众品板块重仓比例多数呈下行趋势。2025Q1白酒板块自2024Q4大幅下降后，持续回落，重仓比例为3.71%，环比-0.23pcts；大众品板块：食品加工板块重仓比例0.06%，环比不变，其余子板块均回落，其中饮料乳品重仓环比下降0.04pcts至0.25%，休闲食品板块环比下降0.05pcts至0.05%，调味发酵品重仓比例环比小幅下降0.02pcts至0.05%，非白酒重仓比例环比下降0.02pcts至0.11%。除了调味发酵品、休闲食品和食品加工板块处于低配水平，其余细分板块均处于超配水平。板块

超配比例分别为白酒 5.71%（环比-0.15pcts），调味发酵品-0.32%（环比+0.01pcts），饮料乳品 0.09%（环比-0.04pcts），非白酒 0.05%（环比-0.02pcts），休闲食品-0.04%（环比-0.05pcts），食品加工-0.11%（环比+0.02pcts）。

分个股：食品饮料重仓比例 TOP10 白酒个股占据 7 个席位，龙头重仓比例普遍下降。2025Q1，食品饮料板块重仓比例前十合计重仓比例为 3.95%（环比-0.27pcts），贵州茅台、五粮液、山西汾酒居食品饮料基金重仓比例前 3 名，TOP10 中白酒个股占据 7 个席位；基金重仓比例环比上升幅度前 5 个股仅有立高食品为非白酒个股，其余均为白酒个股，分别是山西汾酒，今世缘，泸州老窖，水井坊；基金重仓比例下降幅度前 5 个股仅有伊利股份与青岛啤酒为非白酒个股，其余分别为五粮液，洋河股份，古井贡酒。

投资建议：扩内需政策加码，叠加上游原材料价格普遍下降，食品饮料行业业绩有望逐步向好，估值有望修复。建议关注：①白酒行业：当前白酒行业处于库存去化阶段，2025 年白酒商务需求在经济刺激政策下有望回暖，宴席需求存在 2024 年“寡春”导致的婚宴回补需求以及高考人数增加所带来的升学宴需求，需求增加有望缓解行业库存压力。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。从细分赛道来看，理性消费环境下，中端和大众价位白酒逐渐显现优势，预计 2025 年复苏弹性更大，建议重点关注。②大众食品：需求回暖和成本下降是主旋律，2025 年扩内需政策加码，餐饮复苏有望带动餐饮产业链需求的回暖，此外，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、啤酒、零食、调味品等行业。

风险因素：1. 政策风险；2. 食品安全风险；3. 经济增速不及预期风险。

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

业绩增速明显放缓，啤酒、调味品、肉制品、白酒营收利润双增长 ——食品饮料行业 2025Q1 业绩综述报告

投资要点：

整体：食品饮料板块业绩增速明显放缓，业绩增速排名下降。2025Q1 食品饮料行业实现营收 3266.07 亿元（YoY+2.46%），归母净利润 815.05 亿元（YoY+0.28%），营收和归母净利润增速在申万 31 个一级子行业中分别排名第 15 和第 19，营收增速较 2024Q1 下降 4.32pcts，归母净利润增速较去年同期下降 15.68pcts，同时毛利率与净利率同比下降，费用率则相对稳健。

业绩增速：零食、啤酒和调味发酵品营收增速靠前，啤酒、调味发酵品和肉制品利润增速靠前。啤酒、调味发酵品、肉制品、白酒营收和归母净利润均实现同比正增长。零食、啤酒和调味发酵品营收增速位居前列，营收增速分别为 30.96%、3.73%、3.46%；啤酒、调味发酵品和肉制品归母净利润增速排名前三，归母净利润增速分别为 10.89%、7.31%和 7.30%。

盈利能力：原材料价格下降叠加部分品类产品结构升级影响下，食品饮料子板块大部分盈利能力有所提升。2025 年一季度白酒/啤酒/其他酒类/调味发酵品/肉制品的毛利率和净利率均同比提升，其中毛利率同比为白酒+0.33pcts/啤酒+2.01pcts/其他酒类+1.40pcts/调味发酵品+1.65pcts/肉制品+0.19pcts，净利率同比为白酒+0.27pcts/啤酒+1.03pcts/其他酒类+0.56pcts/调味发酵品+0.63pcts/肉制品+0.83pcts；乳制品/软饮料毛利率提升，但净利率下降，其中毛利率同比+1.23pcts/+2.18pcts，净利率同比-2.07pcts/-1.26pcts；预加工食品毛利率下降，但净利率提升，毛利率同比-0.54pcts，净利率同比+0.22pcts；休闲零食/保健品毛利率和净利率均有所下降，毛利率同比-8.28pcts/-9.05pcts，净利率同比-4.36pcts。

白酒板块：营收与归母净利润同比略增，增速加速回落，高端白酒最具韧性，次高端白酒整体业绩下滑最严重。2025 年一季度白酒业绩增速降低，营收、归母净利润同比增

速分别为+1.68%/+2.26%，较去年同期增速减少 12.99pcts、13.49pcts。其中高端白酒最具韧性，市场占有率稳居高位，营收利润维持稳健增长。贵州茅台、五粮液和泸州老窖 2025Q1 营收同比+10.54%/+6.05%/+1.78%，归母净利润同比+11.56%/+5.8%/+0.41%。次高端白酒企业业绩明显下滑，行业分化加剧，2025 年一季度营收/归母净利润增速分别为-10.63%/-14.76%，其中今世缘、山西汾酒、水井坊业绩相对较好，营收和归母净利润均保持正增长，而舍得酒业、酒鬼酒和洋河股份营收和归母净利润均出现大幅下降。中低端白酒出现分化，整体业绩略有下滑，2025 年一季度营收/归母净利润增速分别为-2.18%/-1.03%，11 家公司中，有 5 家公司（古井贡酒、皇台酒业、老白干酒、金徽酒、口子窖）营收和归母净利润同比正增长，其中古井贡酒营收和归母净利润均取得 10%以上较高增长。白酒处于去渠道库存阶段，预计 2025 年业绩放缓仍会持续一段时间，但提振内需政策的实施有望加速库存的消化。

啤酒板块：啤酒营收利润同比均实现正增长，其中营收增速同比回升。2025Q1 营收归母净利润，分别同比+3.73%/+10.89%，啤酒板块营收增速从去年同期的负增长转为低个位数正增长，归母净利润维持增长态势但增速减缓。主要啤酒企业提升产品结构叠加小麦等原材料成本压力逐步缓解，啤酒板块盈利能力保持提升态势。其中龙头里面珠江啤酒、燕京啤酒业绩表现相对较好，营收正增长，归母净利润同比增长超 25%。预计在提振内需政策拉动下，2025 年行业营收能恢复正增长，同时产品结构升级、成本红利还将继续提升啤酒公司的盈利能力，净利润将仍能保持正增长。

大众品板块：业绩分化较为明显。2025 年一季度大众板块业绩分化明显。乳品中，妙可蓝多表现突出，营收和归母净利润同比增速分别为行业第一、第二，此外一鸣食品、贝因美、新乳业营收和归母净利润也都实现了正增长；软饮料中，东鹏饮料和泉阳泉的营收和归母净利润均取得 30%以上高增长；休闲零食中，有友食品、盐津铺子、西麦食品和立高食品表现亮眼，营收和归母净利润均取得 10%以上较高增长；调味品中，莲花控股营收和归母净利润均实现 35%以上高增长，另外日辰股份也在营收取得增长的情况下，归母净利润实现 35%以上高增长；肉制品中，光明肉业和华统股份在营收取得增长的情况下，归母净利润实现 65%以上高增长；预加工食品中，盖世食品、五芳斋和春雪食品在营收增长的基础上，归母净利润实现 15%以上较高增长；保健品中，金达威、百合股份和仙乐健康营收和归母净利润实现正增长。

投资建议：扩内需政策加码，叠加上游原材料价格普遍下降，食品饮料行业业绩有望逐步向好，估值有望修复。建议关注：①白酒行业：当前白酒行业处于库存去化阶段，2025 年白酒商务需求在经济刺激政策下有望回暖，宴席需求存在 2024 年“寡春”导致的婚宴回补需求以及高考人数增加所带来的升学宴需求，需求增加有望缓解行业库存压力。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。从细分赛道来看，理性消费环境下，中端和大众价位白酒逐渐显现优势，预计 2025 年复苏弹性更大，建议重点关注。②大众食品：需求回暖和成本下降是主旋律，2025 年扩内需政策加码，餐饮复苏有望带动餐饮产业链需求的回暖，此外，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、啤酒、零食、调味品等行业。

风险因素：1. 政策风险；2. 食品安全风险；3. 经济增速不及预期风险。

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