

万联晨会

2025 年 05 月 26 日 星期一

概览

核心观点

【市场回顾】
上周五，A 股三大股指全线下跌，上证指数收跌 0.94%报 3348.37 点，深证成指跌 0.85%，创业板指跌 1.18%。两市 A 股成交额 1.18 万亿元人民币，超 4200 股下跌。申万行业方面，仅汽车、医药生物及基础化工行业上涨，计算机行业领跌；概念板块方面，可控核聚变、CRO 概念领涨，兵装重组、中韩自贸区概念跌幅居前。港股方面，香港恒生指数涨 0.24%；恒生科技指数跌 0.09%。海外方面，美国三大股指全线收跌，道指跌 0.61%，标普 500 指数跌 0.67%，纳指跌 1.00%。欧洲股市全线下跌，亚太股市涨跌不一。

【重要新闻】
【央行、外汇局：境外上市募集资金、减持或转让股份所得资金原则上应汇回境内】5 月 23 日，中国人民银行发布消息称，为完善并统一境内企业境外直接上市相关跨境资金管理，提升境内企业跨境融资便利化水平，扎实推进高水平对外开放，中国人民银行、国家外汇管理局起草了《关于境内企业境外上市资金管理有关问题的通知（征求意见稿）》，并向社会公开征求意见。注册在境内的股份有限公司（“境内企业”）经中国证监会备案，直接境外发行上市或发行境外存托凭证的相关资金管理事宜，适用上述通知。中国人民银行、国家外汇管理局及其分支机构对境内企业境外上市涉及的业务登记、账户开立与使用、跨境收支、资金汇兑等行为实施监督、管理与检查。
【特朗普：建议 6 月 1 日起对欧盟征 50%的关税】当地时间 23 日，美国总统特朗普在其社交媒体上表示，建议从 2025 年 6 月 1 日起对欧盟直接征收 50%的关税。但如果产品在美国制造或生产，则无需缴纳关税。

研报精选

A 股一季报业绩边际改善
4 月社零总额同比+5.1%，增速环比略有下降

国内市场表现		
指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,348.37	-0.94%
深证成指	10,132.41	-0.85%
沪深 300	3,882.27	-0.81%
科创 50	980.58	-1.02%
创业板指	2,021.50	-1.18%
上证 50	2,711.85	-0.80%
上证 180	8,583.04	-0.77%
上证基金	6,905.96	-0.09%
国债指数	224.57	-0.00%

国际市场表现		
指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	41,603.07	-0.61%
S&P500	5,802.82	-0.67%
纳斯达克	18,737.21	-1.00%
日经 225	37,160.47	0.47%
恒生指数	23,601.26	0.24%
美元指数	99.11	-0.85%

主持人： 李中港
Email: lizg@wlzq.com.cn

核心观点

【市场回顾】

上周五，A股三大股指全线下跌，上证指数收跌0.94%报3348.37点，深证成指跌0.85%，创业板指跌1.18%。两市A股成交额1.18万亿元人民币，超4200股下跌。申万行业方面，仅汽车、医药生物及基础化工行业上涨，计算机行业领跌；概念板块方面，可控核聚变、CRO概念领涨，兵装重组、中韩自贸区概念跌幅居前。港股方面，香港恒生指数涨0.24%；恒生科技指数跌0.09%。海外方面，美国三大股指全线收跌，道指跌0.61%，标普500指数跌0.67%，纳指跌1.00%。欧洲股市全线下跌，亚太股市涨跌不一。

【重要新闻】

【央行、外汇局：境外上市募集资金、减持或转让股份所得资金原则上应汇回境内】5月23日，中国人民银行发布消息称，为完善并统一境内企业境外直接上市相关跨境资金管理，提升境内企业跨境融资便利化水平，扎实推进高水平对外开放，中国人民银行、国家外汇管理局起草了《关于境内企业境外上市资金管理有关问题的通知（征求意见稿）》，并向社会公开征求意见。注册在境内的股份有限公司（“境内企业”）经中国证监会备案，直接境外发行上市或发行境外存托凭证的相关资金管理事宜，适用上述通知。中国人民银行、国家外汇管理局及其分支机构对境内企业境外上市涉及的业务登记、账户开立与使用、跨境收支、资金汇兑等行为实施监督、管理与检查。

【特朗普：建议6月1日起对欧盟征50%的关税】当地时间23日，美国总统特朗普在其社交媒体上表示，建议从2025年6月1日起对欧盟直接征收50%的关税。但如果产品在美国制造或生产，则无需缴纳关税。

分析师 李中港 执业证书编号 S0270524020001

研报精选

A股一季报业绩边际改善

——策略跟踪报告

投资要点：

全部A股：2024年归母净利润同比有所下降，2025Q1实现回升：截至2025年4月30日，2024年全A营收总额同比回落，盈利能力小幅走弱。从营收情况看，全部A股上市公司2024年年报营收同比减少0.83%，增速较2023年年报下降1.75pct。从利润水平看，全部A股上市公司年报归母净利润同比下降2.34%，增速较2023年同期下降1.24pct。从营收情况看，全部A股上市公司2025Q1营收总额环比减少12.37%，单季度增速较24Q4下降20.47pct，为2023年以来最低水平。从利润水平看，全部A股上市公司2025Q1归母净利润同比增长89.76%，增速较24Q4提高138.22pct，归母净利润环比表现明显改善。

宽基指数：2024年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，2024年A股主要宽幅指数营收同比表现不一。其中创业板指营收同比增长0.74%，沪深300营收同比增长0.21%。总体来看，主要宽幅指数营收同比增速波动幅度较小。归母净利润方面，大盘蓝筹类指数盈利能力表现稳健。值得注意的是，创业板指数在2024年实现归母净利润同比增长5.63%，业绩修复势头转好。创业板指基本面整体改善，特别是权重的科技和医药板块景气度向好，盈利弹性增强。

一级行业：扩大内需政策提振下，大消费产业链利润增速提升：年报显示，营收增速方面，在申万一级行业中，2024年电子、社会服务行业营收同比增速排名靠前。上游行业中营收增速表现不一，有色金属、基础化工行业营收同比增长幅度较大，2024年

金价显著走高，带动贵金属板块销售回暖，营收规模扩大。中游行业中机械设备、轻工制造行业 2024 年营收同比实现增长。2024 年以来我国推动“两重”项目建设，设备以旧换新的政策利好下，机械设备需求回暖，营收实现回升。归母净利润方面，12 个一级行业归母净利润实现同比正增长。下游行业归母净利润表现相对较好，其中汽车、商贸零售实现较高增长，家用电器、食品饮料等行业归母净利润同比增长幅度均超过 5%。2024 年以来，随着“以旧换新”政策出台，汽车、家电等消费品需求受到提振，同时业务加速出海，海外扩张提供新的增长点。多因素利好下，上市公司盈利能力有所回升。

投资建议：2024 年年报及 2025 年一季报显示，A 股业绩整体呈现改善势头，行业间表现仍有分化。业绩预期改善有助于稳定市场情绪，减少短期波动。盈利模式稳定、具有核心竞争力的企业拥有护城河优势。在全方位扩大内需政策指引下，可特别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）科技成长板块，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，业绩改善预期提升。（2）扩大内需的方向，大消费产业链中汽车、家电等行业中挖掘成本优势突出、需求扩张较快的头部公司。（3）周期板块中，预计非银行业业绩维持改善势头，房地产行业下滑幅度有望收窄，估值修复潜力较大，具备配置性价比。

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

4 月社零总额同比+5.1%，增速环比略有下降 ——2025 年 4 月社零数据跟踪报告

投资要点：

总体：2025 年 4 月社零同比+5.1%，增速同比提升 2.8pcts，但环比略有下降。4 月我国社会消费品零售总额 37,174 亿元，同比增长 5.1%，增速较 2024 年 4 月提升 2.8pcts，但较 2025 年 3 月回落 0.8pcts。①按消费类型分类：商品零售和餐饮收入增速较上月均有所下降。2025 年 4 月商品零售同比+5.1%，较 3 月增速-0.8pcts；餐饮收入同比+5.2%，较 3 月增速-0.4pcts；4 月限上企业商品零售额同比+6.6%，较 3 月增速-2.0pcts。②按地区分类：城镇和乡村社零增速均环比有所下降，城镇增速高于乡村。2025 年 4 月城镇消费品零售额同比+5.2%，较 3 月增速下降 0.8pcts；4 月乡村消费品零售额同比+4.7%，较 3 月增速下降 0.6pcts。

细分：金银珠宝类、家用电器和音像器材类、家具类、体育娱乐用品类、文化办公用品类、通讯器材类增速亮眼。2025 年 4 月份，限额以上单位 16 类商品中，1 类商品（石油及制品类）为负增长，其余为正增长；较 2025 年 3 月增速来看 8 类商品（日用品类、饮料类、烟酒类、服装鞋帽类、家具类、通讯器材类、汽车类、体育娱乐类）零售额同比增速回落，6 类商品（粮油食品类、中西药品类、化妆品类、金银珠宝类、家用电器和音像类、文化办公用品类）保持正增长且增幅扩大，1 类商品（建筑类）由负转正增长，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（+14.0%）、日用品类（+7.6%）、中西药品类（+2.6%），其中日用品类增速有所下降，粮油食品类和中西药品类增速有所上升。②可选：饮料类（+2.9%）、烟酒类（+4.0%）、服装鞋帽类（+2.2%）、家具类（+26.9%）、通讯器材类（+19.9%）、汽车类（+0.7%）、体育娱乐类（+23.3%）增速回落，化妆品类（+7.2%）、金银珠宝类（+25.3%）、家用电器类（+38.8%）、文化办公类（+33.5%）保持正增长且增幅扩大，建筑类（+9.7%）由负转正增长，石油及制品类（-5.7%）负增长且跌幅扩大。

网上：1-4 月线上零售额累计同比+7.7%，较 2024 年同期-3.8pcts，占全国网上零售额 47,419 亿元，占比 29.3%。其中，

实物商品网上累计零售额为 39,265 亿元，同比增长 5.8%，在实物商品网上零售额中，吃类/穿类/用类商品分别增长 14.6%/0.5%/5.5%。

投资建议：2025 年 4 月社会消费品零售总额同比增速较去年同期提升 2.8pcts，但较 2025 年 3 月略有回落，下降 0.8pcts，其中金银珠宝类、家用电器和音像器材类、家具类、体育娱乐用品类、文化办公用品类、通讯器材类增速亮眼，一方面受国内消费补贴政策影响，家电、家具、消费电子类产品消费回暖；另一方面在 4 月期间，美国对外多国大幅加征关税的背景下，黄金作为避险资产引发国内黄金投资热情，也带动了金银珠宝类商品消费的提升；除上述 2 类以及石油制品类消费品外，其余 13 类消费品同比增速大致趋于稳定并保持正向增长，我们判断与出台的扩内需政策支持有关，扩内需为 2025 年的头号重点工作任务，随着政策持续落地和显效，预计消费行业还会进一步回暖。投资建议：

（1）食品饮料：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。

（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，休假制度的落实与优化对旅游市场的带动作用仍将持续，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

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