

万联晨会

2025 年 05 月 15 日 星期四

概览

核心观点

【市场回顾】
周三 A 股三大指数集体收涨，截止收盘，沪指收涨 0.86%，深成指收涨 0.64%，创业板指收涨 1.01%。沪深两市成交额 13165.99 亿元；申万行业方面，非银金融、交通运输、食品饮料领涨，国防军工、美容护理、机械设备领跌；概念板块方面，中韩自贸区、航运概念、自由贸易港概念涨幅居前，HJT 电池、BC 电池、TOPCON 电池概念跌幅居前；港股方面，恒生指数收涨 2.3%，恒生科技指数收涨 2.13%；海外方面，美国三大指数涨跌不一，道指收跌 0.64%，标普 500 收涨 0.72%，纳指收涨 0.72%。

【重要新闻】
【美国调整对华加征关税】于美东时间 5 月 14 日凌晨 0 时 01 分，美国撤销对中国商品加征的共计 91%的关税，调整实施 34%的对等关税措施，其中 24%的关税暂停加征 90 天，保留剩余 10%的关税。同时，美方还将对中国小额包裹的国际邮件从价税率由 120%下调至 54%，撤销原定于 6 月 1 日起将从量税由每件 100 美元调增为 200 美元的措施。
【央行发布 4 月社融数据】央行发布数据显示，4 月末，我国社会融资规模存量同比增长 8.7%，M2 余额同比增长 8%，较上月增速加快。今年前四个月，人民币贷款增加 10.06 万亿元，社会融资规模增量 16.34 万亿元。4 月，企业新发放贷款平均利率约 3.2%，比上月低约 4 个基点，保持历史低位水平。据《金融时报》，今年以来，存款向理财搬家现象明显减少，对 M2 增速形成上拉效应。业内人士对此表示，长期看，M2 增速宜作为观测性指标。

研报精选

七部门印发科技金融体制政策，加快推进高水平科技自立自强
板块行情回暖，部分龙头股业绩亮眼

国内市场表现		
指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,403.95	0.86%
深证成指	10,354.22	0.64%
沪深 300	3,943.21	1.21%
科创 50	1,013.77	0.41%
创业板指	2,083.14	1.01%
上证 50	2,753.78	1.69%
上证 180	8,709.72	1.18%
上证基金	7,000.70	0.99%
国债指数	224.58	-0.03%

国际市场表现		
指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	34,429.88	-0.64%
S&P500	4,071.70	0.72%
纳斯达克	11,461.50	0.72%
日经 225	27,820.40	-0.14%
恒生指数	23,640.65	2.30%
美元指数	100.98	-0.01%

主持人： 冯永棋
Email: fengyq1@wlzq.com.cn

核心观点

【市场回顾】

周三 A 股三大指数集体收涨，截止收盘，沪指收涨 0.86%，深成指收涨 0.64%，创业板指收涨 1.01%。沪深两市成交额 13165.99 亿元；申万行业方面，非银金融、交通运输、食品饮料领涨，国防军工、美容护理、机械设备领跌；概念板块方面，中韩自贸区、航运概念、自由贸易港概念涨幅居前，HJT 电池、BC 电池、TOPCON 电池概念跌幅居前；港股方面，恒生指数收涨 2.3%，恒生科技指数收涨 2.13%；海外方面，美国三大指数涨跌不一，道指收跌 0.64%，标普 500 收涨 0.72%，纳指收涨 0.72%。

【重要新闻】

【美国调整对华加征关税】于美东时间 5 月 14 日凌晨 0 时 01 分，美国撤销对中国商品加征的共计 91% 的关税，调整实施 34% 的对等关税措施，其中 24% 的关税暂停加征 90 天，保留剩余 10% 的关税。同时，美方还将对中国小额包裹的国际邮件从价税率由 120% 下调至 54%，撤销原定于 6 月 1 日起将从量税由每件 100 美元调增为 200 美元的措施。

【央行发布 4 月社融数据】央行发布数据显示，4 月末，我国社会融资规模存量同比增长 8.7%，M2 余额同比增长 8%，较上月增速加快。今年前四个月，人民币贷款增加 10.06 万亿元，社会融资规模增量 16.34 万亿元。4 月，企业新发放贷款平均利率约 3.2%，比上月低约 4 个基点，保持历史低位水平。据《金融时报》，今年以来，存款向理财搬家现象明显减少，对 M2 增速形成上拉效应。业内人士对此表示，长期看，M2 增速宜作为观测性指标。

分析师 蔡梓林 执业证书编号 S0270524040001

研报精选

七部门印发科技金融体制政策，加快推进高水平科技自立自强 ——电子行业快评报告

行业核心观点：

近日，科技部等七部门印发《加快构建科技金融体制有力支撑高水平科技自立自强的若干政策举措》，旨在做好科技金融大文章，加快构建同科技创新相适应的科技金融体制，支撑高水平科技自立自强和科技强国建设。

投资要点：

统筹推进资本市场等政策工具，撬动更多金融资源支持科技创新：本次政策提出统筹推进多项政策工具，创业投资方面，提出设立“国家创业投资引导基金”，拓宽创业投资资金来源，优化国有创业投资考核评价机制，健全创业投资退出渠道；货币政策和财政政策方面，提出用好用足结构性货币政策工具，建立银行信贷支持科技创新的专项机制，发挥财税政策作用；资本市场方面，提出进一步增强资本市场对于科技创新企业的支持力度，健全债券市场服务科技创新的支持机制。我们认为科技金融作为金融“五大篇章”之首，在因地制宜发展新质生产力，加快建设现代化产业体系，推动科技创新和产业创新融合发展中发挥着重要作用，本次政策统筹推进创业投资、资本市场等政策工具，有望推动金融机构加大对科技创新的支持力度，撬动更多金融资源支持科技创新，形成多元化、多层次、多渠道的科技投入格局，引导长期资本、耐心资本和优质资本进入科技创新领域。

央地联动推进全国科技金融工作，进一步发挥举国体制优势：本次政策进一步提出在全国范围内推广“创新积分制”，鼓励金融机构运用创新积分更好了解企业创新能力，健全创新积分制与科技创新和技术改造再贷款、专项担保计划联动实施机制；推动区域科技金融创新实践，包括重点支持北京、上海、粤港澳大湾区国际科技创新中心和成渝地区、

武汉、西安等区域科技创新中心，先行先试有关科技金融创新政策等；此外，进一步推动科技金融开放合作，包括支持外商投资境内科技型企业，提高外资在华开展股权投资、创业投资便利性等。我们认为本次政策有望加强对国家实验室、科技领军企业等国家战略科技力量的金融服务，为国家重大科技任务和科技型中小企业提供有力的金融支持，进一步发挥举国体制优势，加速关键核心技术突破，推动科技成果转化及商业模式落地，形成“科技-产业-金融”良性循环。

投资建议：本次政策旨在加快建设具有中国特色的科技金融体系，建议关注：1）新质生产力是推动我国高质量发展和经济增长的重要新动能，科技金融政策赋能新质生产力发展，关注传统产业改造升级、新兴产业和未来产业培育壮大带来的投资机遇；2）科技摩擦加剧背景下，我国亟需实现产业链供应链自主可控，举国体制优势下核心关键技术领域有望逐步突破，关注国产替代加速带来的投资机遇。

风险因素：贸易摩擦加剧；科技摩擦加剧；下游需求不及预期；技术研发不及预期；市场竞争加剧。

分析师 夏清莹 执业证书编号 S0270520050001

分析师 陈达 执业证书编号 S0270524080001

板块行情回暖，部分龙头股业绩亮眼

——化妆品行业 2024 年年报及 2025 年一季报业绩综述

行业核心观点：

受内外部环境、消费需求恢复等因素的影响，化妆品行业整体业绩表现较为疲软，但部分公司凭借优秀的产品力、灵活的营销手法等实现了营收和归母净利润的亮眼增长。未来随着经济逐步复苏、促消费政策的陆续出台，期待下半年需求端的进一步修复。中长期来看，部分国货美妆企业提升研发投入，在国潮崛起背景下凭借出众的产品力脱颖而出；同时近年来行业监管趋严，利好合规龙头企业。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。

投资要点：

行情表现：2025 年 1 月 1 日-2025 年 5 月 6 日，化妆品板块上涨 29.07%，大幅跑赢沪深 300 指数 32.28 个 pct。其中，原料/代工/代运营/品牌板块分别-20.37%/28.39%/28.25%/31.08%。个股方面，芭薇股份领涨代工板块；若羽臣领涨代运营板块；锦波生物、丸美生物、上海家化领涨品牌板块。

财务表现：（1）营收&净利润：原料板块业绩承压，代运营板块表现分化，品牌端珀莱雅、丸美生物、锦波生物业绩增长亮眼，上海家化、福瑞达和华熙生物业绩短期承压。（2）毛利率&净利率：公司盈利水平表现分化，青松股份、凯淳股份、若羽臣、珀莱雅盈利能力提升，其中，青松股份主因公司持续推进化妆品原料创新研究及产品配方优化，不断提升产品品质，同时降低产品成本，增强产品竞争力。（3）存货周转率&营运资金周转率：原料板块科思股份营运能力略有下降；代工板块表现较好，青松股份、嘉亨家化和芭薇股份的存货周转率均超过 4 次，芭薇股份营运资金周转率居化妆品板块个股之首；代运营板块丽人丽妆的营运能力下降；品牌板块贝泰妮、珀莱雅、上海家化、拉芳家化、福瑞达、锦波生物存货周转率均同比提升。（4）收入现金比&净现比：绝大多数个股收入现金比大于 1。

估值情况：个股估值水平分化。2025 年，化妆品重点个股一致预测对应的 PE 值差距较大，拉芳家化、若羽臣、华熙生物、上海家化 PE 值较高，分别为 64/49/49/46 倍，科思股份、敷尔佳 PE 较低，分别为 17/18 倍。

风险因素：宏观经济复苏不及预期风险、行业竞争加剧风险、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