



万联晨会

2025 年 05 月 06 日 星期二

概览

核心观点

【市场回顾】
上周三 A 股三大指数涨跌不一，截止收盘，沪指收跌 0.23%，深成指收涨 0.51%，创业板指收涨 0.83%。沪深两市成交额 11691.25 亿元。申万行业方面，计算机、汽车、传媒领涨，银行、钢铁、建筑材料领跌；概念板块方面，减速器、华为盘古、ML0ps 概念涨幅居前，自由贸易港、染料、天津自贸区跌幅居前。港股方面，5 月 2 日，恒生指数收涨 1.74%，恒生科技指数收涨 3.08%；海外方面，5 月 5 日，美国三大指数集体收跌，道指收跌 0.24%，标普 500 收跌 0.64%，纳指收跌 0.74%。

【重要新闻】
【“五一”假期，全国消费市场繁荣活跃】 商务部商务大数据监测，假期全国重点零售和餐饮企业销售额同比增长 6.3%。假期前四天，汽车以旧换新补贴申请量超 6 万份，带动新车销售 88 亿元；消费者购买 12 大类家电产品 356 万台，带动销售 119 亿元；购买手机等数码产品 242 万件，带动销售 64 亿元。

【中国人民银行行长潘功胜出席并主持东盟与中日韩财长和央行行长会】会议一致通过了在清迈倡议多边化下新设以人民币等可自由使用货币出资的快速融资工具相关安排，并明确了清迈倡议机制化下一步讨论方向。潘功胜指出，引入可以人民币等非美元可自由使用货币出资的快速融资工具，既拓展了清迈倡议的可用资源，凸显了区域特色，也标志着国际货币体系多元化在本地区的积极进展，具有突破性意义。

研报精选

政治局会议强调持续稳定和活跃资本市场
3 月快递行业数据跟踪点评
五一档内容供给多元，《人生开门红》预测票房领跑
Q1 收入表现稳健，颐莲同比快速增长
公司业绩向好，奶油产品收入增速亮眼
产品力持续提升，2025Q1 归母净利润同比+44%
营收利润双增长，中高端及以上产品销量增速更高
新项目驱动增长，轻资产业务亮眼

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,279.03	-0.23%
深证成指	9,899.82	0.51%
沪深 300	3,770.57	-0.12%
科创 50	1,012.42	0.85%
创业板指	1,948.03	0.83%
上证 50	2,633.16	-0.47%
上证 180	8,390.97	-0.17%
上证基金	6,772.72	0.21%
国债指数	224.73	0.05%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	41,218.83	-0.24%
S&P500	5,650.38	-0.64%
纳斯达克	17,844.24	-0.74%
日经 225	36,045.38	0.00%
恒生指数	22,504.68	1.74%
美元指数	107.31	-0.58%

主持人： 李晨熾
Email: licw@wlzq.com.cn

核心观点

【市场回顾】

上周三 A 股三大指数涨跌不一，截止收盘，沪指收跌 0.23%，深成指收涨 0.51%，创业板指收涨 0.83%。沪深两市成交额 11691.25 亿元。申万行业方面，计算机、汽车、传媒领涨，银行、钢铁、建筑材料领跌；概念板块方面，减速器、华为盘古、ML0ps 概念涨幅居前，自由贸易港、染料、天津自贸区跌幅居前。港股方面，5 月 2 日，恒生指数收涨 1.74%，恒生科技指数收涨 3.08%；海外方面，5 月 5 日，美国三大指数集体收跌，道指收跌 0.24%，标普 500 收跌 0.64%，纳指收跌 0.74%。

【重要新闻】

【“五一”假期，全国消费市场繁荣活跃】商务部商务大数据监测，假期全国重点零售和餐饮企业销售额同比增长 6.3%。假期前四天，汽车以旧换新补贴申请量超 6 万份，带动新车销售 88 亿元；消费者购买 12 大类家电产品 356 万台，带动销售 119 亿元；购买手机等数码产品 242 万件，带动销售 64 亿元。

【中国人民银行行长潘功胜出席并主持东盟与中日韩财长和央行行长会】会议一致通过了在清迈倡议多边化下新设以人民币等可自由使用货币出资的快速融资工具相关安排，并明确了清迈倡议机制化下一步讨论方向。潘功胜指出，引入可以人民币等非美元可自由使用货币出资的快速融资工具，既拓展了清迈倡议的可用资源，凸显了区域特色，也标志着国际货币体系多元化在本地区的积极进展，具有突破性意义。

分析师 蔡梓林 执业证书编号 S0270524040001

研报精选

政治局会议强调持续稳定和活跃资本市场 ——2025 年 4 月策略月报

投资要点：

14 月 A 股主要指数先抑后扬：4 月初受美国对等关税政策影响，A 股主要指数下跌，其后我国宣布一系列政策利好，带动市场信心回暖，A 股主要指数逐步回升。截至 4 月 25 日收盘，上证综指收报 3,295.06 点，较 3 月末下跌 1.22%。分结构看，本月 A 股主要股指下跌。其中，创业板指跌幅最大，下跌 7.44%，中证 500 指数次之（-3.94%）。

1 市场流动性仍较为平稳：截至 4 月 25 日，本月 A 股限售解禁规模略有回升，新成立的偏股型基金份额环比小幅减少，但 4 月 A 股市场重要股东转为净增持，中央汇金等中长期资金入市力度加大，市场流动性仍较为平稳。

1 市场风险偏好有所回落：4 月初受到中美贸易摩擦扰动，A 股投资者信心回落，风险偏好走弱。从杠杆资金表现看，4 月 A 股融资买入额、融资余额下降，市场交易趋于保守。随着一揽子稳外贸、扩内需的政策陆续出台，同时宏观调控政策基调积极，市场交投热度有所修复。科技成长板块如 AI 硬件、消费电子等受益于国产替代进程预期加快，修复弹性较大。后续关税政策不确定性较大，或仍将对投资者情绪带来扰动。

1 大势研判及行业配置建议：从外部环境看，本轮美国全面加征对等关税的政策，损害了全球贸易的稳定，加剧了各国博弈的复杂性和长期性。短期内关税对我国出口或带来一定冲击，扩内需、稳外贸等政策需加力支持经济增长。从国内经济基本面看，一季度我国主要经济指标继续改善，国民经济实现良好开局。当前我国新质生产力发展持续加快，带动经济结构升级调整。“两新两重”政策持续发力，预计将继续促进消费、投资增速回升，我国经济高质量发展向新向好的趋势不会改变。从就业形势看，一季度我国就业形势

保持总体稳定，全国城镇新增就业人数快于时序进度。预计政策继续降低居民负担，促进居民收入合理增长，带动消费回暖，提振信心。从宏观调控政策看，整体基调更为积极，央行副行长邹澜表示下阶段将继续实施好适度宽松的货币政策，加力支持实体经济。同时将适时降准降息，保持流动性充裕。

1 资本市场方面，政治局会议强调持续稳定和活跃资本市场，预计政策将更大力度支持资本市场长期健康发展，政策工具将更为丰富。支持中长期资金入市、增强多层次市场体系的包容性、提振市场活跃度与投资者信心等举措将继续落地，有望促进市场风险偏好改善。建议关注：1）“两新两重”政策持续加力，机械设备、大消费产业链龙头公司有望受益；2）我国新质生产力持续发展，国产替代进程有望加快，关注科技成长板块中取得技术突破、需求预期扩张的细分行业。

1 风险因素：海外经济陷入衰退；国内经济复苏力度较弱；政策成效未如预期。

分析师 宫慧菁 执业证书编号 S0270524010001

3 月快递行业数据跟踪点评 ——交通运输行业快评报告

行业核心观点：

受益于“以旧换新”等提振内需政策支持网上零售额保持稳定增长，带动快递件量保持较高增速。各家主要快递企业对市场份额扩张的诉求仍较强烈，价格竞争仍持续，预计短期内较难改变，但是随着成本约束等条件的限制，对于提供更高服务质量的企业预计将更具优势，当前行业主要个股估值处于历史相对低位，建议积极关注估值修复机会。

投资要点：

1 “以旧换新”政策持续带动线上消费，快递件量增速维持 20%+ 增速：2025 年一季度实物商品网上零售额为 3 万亿元，同比+5.7%，较 1-2 月增速提升 0.7pct，占社会消费品零售总额的比重为 24%，较 1-2 月提升 1.7pct。一季度规上快递业务收入实现 3456.40 亿元，同比+10.90%，增速较 1-2 月-0.3pct，业务量实现 451.4 亿件，同比+21.60%，增速较 1-2 月-0.8pct，单件均价为 7.66 元/件，较 1-2 月均价微降。3 月单月数据，规上快递业务收入实现 1,246.00 亿元，同比+10.4%，业务量实现 166.6 亿件，同比+20.30%，

1 市场份额争夺仍较激烈，价格端承压下降：根据国家邮政局公布数据，3 月快递服务品牌集中度指数（CR8）为 86.90%，环比下降 0.2pct。从上市企业来看，顺丰控股/韵达股份/圆通速递/申通快递 3 月业务量分别为 12.95/22.53/26.65/20.85 亿票，同比分别增长 25.4%/17.3%/22.5%/20.0%，市场价格竞争仍较激烈，市场份额扩张诉求仍较强，顺丰控股/韵达股份/圆通速递/申通快递 3 月件均价分别为 13.82/1.96/2.18/2.01 元/件，同比分别下降 11.7%/5.8%/7.6%/4.3%，整体单价仍承压。

1 风险因素：经济修复不及预期、线上消费需求不及预期、行业竞争持续加剧、成本上升、行业增速不及预期等。

分析师 潘云娇 执业证书编号 S0270522020001

五一档内容供给多元，《人生开门红》预测票房领跑 ——传媒行业跟踪报告

行业核心观点：

2025 年五一档共上映 10 部重点影片，包括《人生开门红》、《水饺皇后》、《雷霆特攻队》、《猎金·游戏》、《苍茫的天涯是我的爱》、《幽灵公主》、《大风杀》、《九龙城寨之围城》、《海底小纵队：海啸大危机》、《开心超人之逆世营救》。

投资要点:

票房回顾: 2024 年五一档市场维稳, 票房稳步上升。作为上半年最重要的黄金档期之一, 五一档在全年电影市场中占据关键位。从历年数据来看, 自 2018 年起五一档票房从 10.05 亿元逐步攀升至 2021 年的 16.73 亿元, 对全年票房的占比也由 1.66% 升至 3.56%; 2022 年由于缺乏头部影片支撑, 市场短期承压, 票房一度回落至 2.97 亿元, 占比降至 0.99%; 2023 年影院端复苏显著, 观影需求持续释放, 五一档票房回升至 15.21 亿元, 占比恢复至 2.82%; 2024 年五一档进一步向好, 票房稳步升至 15.28 亿元, 占比升至 3.60%。

1 内部结构: 五一档内容供给结构优化, 口碑、影片质量成就最终票房。2025 年五一档期上映影片 10 部, 涵盖动作、剧情、犯罪、动画等多元类型, 内容供给丰富、结构多样。相比较与去年预售票房数据, 今年预售票房表现较为平淡, 主要在于观众观影模式逐渐由激情消费转移至理性消费, 趋向于有选择性地观看电影, 更偏向于为口碑发酵的高质量电影买单, 故预售票房能够反映的更多的是演员号召力、题材吸引力等, 影片票房最终的决定性因素还是在于口碑及质量。我们预测 2025 年五一档期的票房前三名分别是《人生开门红》、《水饺皇后》、《雷霆特攻队》, 预测总票房将达到 14.10 亿元。从单个影片分析来看, 《人生开门红》由易小星执导, 延续其喜剧风格, 聚焦网红直播行业生态, 小人物逆袭叙事贴合当下社会情绪, 具备一定破圈可能, 或将成为档期内票房中坚力量, 预计贡献 4.06 亿元票房; 《水饺皇后》由刘伟强执导, 马丽、惠英红主演, 改编自“湾仔码头”创始人臧健和的真实经历, 讲述一位单亲母亲在异地创业卖水饺、逐步建立食品品牌的励志故事, 女性视角下的现实题材具备较强共鸣与票房转化潜力, 预期票房有望达到 2.52 亿; 《幽灵公主》为宫崎骏经典动画 IP, 艺术风格突出, 受众基础稳定, 市场预期票房在 1.13 亿元。

1 投资建议: 作为上半年最重要的黄金档期之一, 五一期间影片供给结构多元, 同时假期排片空间充足, 叠加观影热情持续恢复, 档期整体票房表现可期。建议关注优质影片核心制作方、出品方及影视院线相关头部公司。

1 风险因素: 电影口碑、质量不及预期; 影片延期风险; 电影声誉相关风险。

分析师 夏清莹 执业证书编号 S0270520050001

分析师 李中港 执业证书编号 S0270524020001

Q1 收入表现稳健, 颐莲同比快速增长

——福瑞达 (600223) 点评报告

投资要点:

2025Q1 收入表现稳健。2025Q1, 公司实现营收 8.76 亿元 (同比-1.63%), 归母净利润 0.51 亿元 (同比-14.10%), 扣非归母净利润 0.47 亿元 (同比-9.67%)。经营活动产生的现金流净额为-1.18 亿元 (去年同期为 0.38 亿元), 主因: 1) 为加强终端管控调整销售模式及结算方式, 销售收款减少; 2) 集中支付代言费; 3) 增加品牌专区服务、推广服务等。

毛利率有所优化, 研发和管理费用率提升。2025Q1 公司毛利率同比+0.46pcts 至 51.30%, 主要是受益于原料及添加剂业务毛利率的提升; 净利率同比-1.0pcts 至 7.20%。费用端方面, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 35.49%/4.72%/4.77%/-1.06%, 分别同比-0.77/+0.59/+1.08/-0.32pcts。

颐莲 Q1 收入同比快速增长, 原料及添加剂业务毛利率大幅提升。化妆品方面, 2025Q1 化妆品收入 5.26 亿元 (同比-3%), 毛利率 61.06% (同比-1.13pct)。其中, 颐莲收入 2.50 亿元 (同比+25%), 继续聚焦大单品策略, 多产品线精细化运营, 喷雾产品线官宣代言人张凌赫, 销量同比+69%; 瑗尔博士收入 2.36 亿元 (同比-19.7%), 益生品线官宣品牌挚友“十个勤天”, 闪充品线延续品牌的抗老心智定位; 珂谧聚焦“胶原抗老”卖点, 胶原品线加速孵化。医药方面, 2025Q1 收入 1.08 亿元 (同比-0.9%), 毛利率 54.80% (同比-0.10pct),

Q1 实现 2 款功能饮料上市；全渠道拓展，医院及 OTC 渠道新开发客户累计达 200 家。原料及添加剂方面，2025Q1 收入 0.86 亿元（同比+2.4%），毛利率 39.54%（+9.8pct）。原料业务持续强化科技创新，向高端化转型。

盈利预测与投资建议：公司聚焦大健康主业，化妆品稳步迭代，原料业务向高端化转型，医药板块调整后加速渠道拓展。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 2.83/3.17/3.60 亿元，对应 2025 年 4 月 30 日收盘价 PE 为 27/24/21 倍，维持“增持”评级。

风险因素：行业竞争加剧风险、渠道拓展不达预期风险、品牌品类拓展不达预期风险。

分析师 李滢 执业证书编号 S0270522030002

公司业绩向好，奶油产品收入增速亮眼 ——立高食品（300973）点评报告

报告关键要素：

2025 年 4 月 29 日，公司发布 2024 年年度报告和 2025 年第一季度报告。2024 年，公司实现营收 38.35 亿元（同比+9.61%），归母净利润 2.68 亿元（同比+266.94%），扣非归母净利润 2.54 亿元（同比+108.22%）；2025Q1 单季度营收 10.46 亿元（同比+14.13%），归母净利润/扣非归母净利润分别为 0.88 亿元/0.86 亿元（同比+15.11%/+27.30%）。

投资要点：

2024 年度奶油收入增速超 60%，坚定推行流通大单品战略。2024 年冷冻烘焙食品营收 21.33 亿元，同比减少 3.53%，收入占比 55.60%；烘焙食品原料营收 16.75 亿元，同比增长 32.74%，收入占比 43.67%，其中奶油/水果制品/酱料/其他烘焙原材料分别营收 10.58/1.66/2.25/2.26 亿元，同比+61.75%/-11.34%/-3.58%/+20.66%。2025Q1 冷冻烘焙食品收入占比约 60%，同比增长约 12%；烘焙食品原料收入占比约 40%，同比增长约 17%，其中 UHT 系列奶油产品仍保持上市以来较好的增长趋势，酱料类产品伴随公司顶尖客户定制服务水平的提升亦表现出较快增长。

餐饮、茶饮及新零售等创新渠道持续保持较快增长。2024 年流通（经销商）渠道收入占比约 57%，同比增长约 15%，主要是公司稀奶油产品满足客户对烘焙原料升级需求及具备国产替代品质，在该渠道的销售表现出色；商超渠道收入占比接近 25%，同比中个位数下滑，主要是公司在核心商超渠道部分产品上架安排进行周期性调整所致；餐饮、茶饮及新零售等创新渠道收入占比约 18%，合计同比增速约 20%，主要得益于公司把握烘焙消费渠道多元化的趋势，投入更多资源，积极开拓新渠道客户。2025Q1 流通饼房渠道收入占比略超过 40%，同比下降中单位数，下降主要因春节相比去年提前，经销商旺季备货有所前置；商超渠道收入占比略低于 40%，同比增长超过 40%，占比相比去年同期有较明显提升，主要原因为公司在服务顶尖客户定制策略的推动下新品数量及质量有所提升，此外公司积极把握商超调改趋势亦产生一定积极效果；餐饮及新零售渠道收入占比近 20%，同比增长超过 20%，继续保持较为理想的增长势头。

受渠道和产品结构变化及原料成本上升影响，2025Q1 毛利率有所下降：2024 年公司毛利率同比微增 0.08pcts 至 31.47%。分产品来看，冷冻烘焙食品/奶油/水果制品/酱料/其他烘焙原材料毛利率分别为 31.79%/33.26%/28.40%/25.61%/29.88%，同比+1.30/-5.77/-0.01/+2.24/-0.71pcts。2024 年公司净利率同比上升 4.85pcts 至 6.87%。2025Q1 公司毛利率为 29.99%，同比-2.60pcts，主要受渠道结构和产品结构变化，以及油脂类、乳制品类为代表的大宗原料采购价格上涨影响。净利率为 8.20%，同比-0.10pcts。

费用管控得当，销售费用率和管理费用率明显下降，公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 12.10%/6.68%/2.92%/0.39%，同比分别-1.44/-2.88/-1.30/+0.05pcts。其中管理费用率减少为会议及培训费、股份支付费用减少所致；

研发费用率减少主要是 2024 年研发项目较 2023 年有所减少，研发材料投入支出减少所致。2025Q1，公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 10.10%/5.41%/2.61%/0.61%，同比分别-2.00/-1.16/-0.94/+0.42pcts。销售和研发费用率下降同样受渠道结构影响，同时公司销售策略、产品研发等以产线为基本单元，费用投放、使用更为合理、精准；剔除股份支付费用后可比口径的管理费用率下降约 1.0%，与公司规模效应、费用预算控制等措施发挥积极效果有关。

1 盈利预测与投资建议：2024 年公司业绩恢复正增长，2025Q1 保持向好势头，我国烘焙行业规模仍在增长中，同时冷冻烘焙原料的国产替代为国产品牌打开市场空间，公司业绩有望保持增长。根据最新数据我们调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 3.21/3.90/4.54 亿元（更新前 2025-2026 年归母净利润为 2.91/3.38 亿元），同比增长 19.70%/21.45%/16.56%，对应 EPS 为 1.89/2.30/2.68 元/股，4 月 30 日股价对应 PE 为 23/19/16 倍，维持“增持”评级。

风险因素：食品安全风险，原材料价格波动的风险，宏观环境变化致消费需求下降风险。

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

产品力持续提升，2025Q1 归母净利润同比+44% ——潮宏基（002345）点评报告

投资要点：

1 2024 年净利润受商誉减值影响同比下滑，2025Q1 实现亮眼增长。2024 年，公司实现营收 65.18 亿元（同比+10.48%），归母净利润 1.94 亿元（同比-41.91%），扣非归母净利润 1.87 亿元（同比-38.72%），净利润下滑主因此前收购的菲安妮在 2024 年计提商誉减值损失 1.77 亿元，若剔除商誉减值影响，公司归母净利润同比-5.11%。2025Q1，公司实现营收 22.52 亿元（同比+25.36%），归母净利润 1.89 亿元（同比+44.38%）。

1 公司注重股东回报，近年分红比例高。2024 年度公司拟每 10 股派发现金红利 2.5 元（含税），加上半年度的分红，2024 年累计分红总额占归母净利润的比例为 160.59%。2019-2023 年，公司股息支付率分别为 109%/127%/51%/89%/67%。

珠宝业务产品力持续提升，线下门店逆势扩张。在悦己消费、情感消费、国潮文化崛起的趋势下，公司珠宝首饰产品设计升级，围绕“非遗”、“串珠”、“流行 IP”三个方向打造产品差异化，品牌势能不断强化。2024 年，时尚珠宝/传统黄金产品收入分别为 29.70/29.49 亿元，同比分别-0.63%/+30.21%。毛利率分别-1.91/+0.37pcts 至 28.76%/9.10%。渠道方面，公司珠宝业务的线下门店数逆势增长，2024 年末共有门店 1511 家（较期初净增长 111 家），直营/加盟店数分别为 239/1272 家（较期初分别-36/+147 家）。此外，公司不断升级门店形象，并成功进驻了 SKP、恒隆、太古里、万象城等国内顶级商圈。2024 年，潮宏基珠宝积极布局出海业务，先后在马来西亚吉隆坡 IOICitymall 和泰国曼谷 ICONSIAM 开设门店。

皮具业务承压，收入下滑 27%。2024 年公司皮具收入 2.70 亿元，同比-27.38%。皮具业务主要有品牌菲安妮，2014 年公司完成对菲安妮有限公司 100%股权的收购，形成商誉 11.63 亿元，2018 年后多次计提商誉减值准备，2024 年菲安妮的商誉账面价值 5 亿元。

1 2025Q1 净利率同比提升，期间费用管控良好。2024 年，公司毛利率/净利率分别为 23.60%/2.60%，同比分别-2.47/-2.99pcts；费用方面，销售费用率同比-2.34%至 11.69%，管理费用率、研发费用率、财务费用率微降。2025Q1，公司毛利率/净利率分别为 22.93%/8.43%，分别同比-1.99/+1.08pcts。销售费用率和管理费用率进一步下降。

1 盈利预测与投资建议：公司旗下珠宝品牌“潮宏基”引领国内珠宝设计潮流，近年来推出多款差异化产品系列。2024 年在需求偏弱的大背景下，公司门店逆势扩张，传统

黄金产品收入实现了快速增长。我们根据公司最新经营数据调整盈利预测，并引入 2027 年预测，预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 4.28/4.93/5.81 亿元（调整前预计 2025-2026 年归母净利润为 4.39/4.97 亿元），对应 2025 年 4 月 28 日股价的 PE 分别为 20/17/15 倍，维持“买入”评级。

风险因素：宏观经济恢复不及预期风险、行业竞争加剧风险、品牌品类拓展不达预期风险、原材料价格变动风险、渠道拓展不达预期风险。

分析师 李滢 执业证书编号 S0270522030002

营收利润双增长，中高端及以上产品销量增速更高 ——青岛啤酒（600600）点评报告

事件：

4 月 28 日，公司发布 2025 年第一季度报告。

投资要点：

营收利润双增长，中高端及以上产品销量增速相对更高。公司 2025 第一季度实现营业收入 104.46 亿元（YoY+2.91%），实现归母净利润 17.10 亿元（YoY+7.08%），实现扣非归母净利润 16.03 亿元（YoY+5.95%）。2025Q1 公司产品总销量为 226.1 万千升，同比+3.53pcts；产品吨价为 4616 元/千升，同比-0.68pcts。其中，主品牌青岛啤酒销量 137.5 万千升，同比+4.01%；中高端以上产品销量 101.1 万千升，同比+5.31%。

1 利润率提升，费用管控平稳。2025 第一季度公司毛利率为 41.64%，同比+1.20pcts，受益于大麦等啤酒原材料成本下降和产品结构升级，公司毛利率提升。费用端，2025 年第一季度公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 12.53%/3.20%/0.17%/-1.02%，同比-0.30pcts/-0.20pcts/-0.01pcts/+0.37pcts，相对保持稳定。受益于毛利率提升和期间费用率保持稳定，公司 2025 年第一季度净利率为 16.64%，同比+0.65pcts。

盈利预测与投资建议：短期来看，成本下降红利有望延续，餐饮复苏带动啤酒即饮渠道需求回暖，公司盈利有改善空间。长期来看，公司作为国产啤酒龙头，近年来在高端/超高端市场均加速布局，未来高端化和结构升级推动均价提升有较大空间，业务发展向好。我们维持此前盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 47.95/52.29/56.44 亿元，同比增长 10.35%/9.06%/7.95%，对应 EPS 为 3.51/3.83/4.14 元/股，4 月 29 日股价对应 PE 为 21/20/18 倍，维持“增持”评级。

风险因素：原材料及包材价格波动风险、行业竞争加剧风险、食品安全风险、经济复苏不及预期风险

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

新项目驱动增长，轻资产业务亮眼 ——宋城演艺（300144）2024Q4&2025Q1 业绩点评报告

事件：

4 月 25 日，公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。2024 年，公司实现营收 24.17 亿元（同比+25.49%），归母净利润 10.49 亿元，扣非归母净利润 10.32 亿元，扭亏为盈。

2025 年一季度，公司实现营收 5.61 亿元（同比+0.26%），归母净利润 2.46 亿元（同比-2.18%），扣非归母净利润 2.40 亿元（同比-3.88%）。

投资要点：

新项目持续爬坡，轻资产业务贡献增量。现场演艺项目中，新项目表现更加出色，2024 年新开业景区广东千古情录得收入 2.56 亿元，占营收比重超 10%；西安千古情与上海千古情营收分别同比增长 178.02%/18.25%。杭州宋城旅游区仍为营收占比最大的景区，2024 年实现收入 6.37 亿元，同比-2.71%。轻资产业务表现出色，2024 年实现收入 1.85 亿元，同比大幅增长 118.56%，营收占比提升至 7.65%，新开业的轻资产项目三峡千古情景区开业百天收入破亿元，拉动宜都旅游总收入可比口径增长超 40%。2025 年公司持续布局轻资产项目，落子青岛投资建设《丝路千古情》，新项目培育有望持续为公司带来业务增量。

广告投入增加推高销售费用率。2024 年，公司实现毛利率 67.60%，同比提升 1.25pct，销售费用率同比+1.22pct 至 5.79%，主因为公司各景区广告投入同比增加；管理/研发/财务费用率分别为 7.16%/1.70%/-1.32%，同比分别-0.47pct/+0.14pct/+0.39pct。2025Q1，公司毛利率同比下降 0.66pct 至 68.09%，销售/管理费用率分别为 7.13%/6.42%，同比分别+2.31pct/-1.44pct，净利率同比微降 0.44pct 至 45.10%。

1 盈利预测与投资建议：公司作为中国演艺行业的龙头企业，培育项目业绩爬坡，新项目持续布局，文旅综合体有望受益于国家及区域性的服务消费政策利好。我们根据最新业绩调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年的归母净利润为 11.63/12.95/14.17 亿元（调整前 2025-2026 年为 15.70/17.96 亿元），每股收益分别为 0.44/0.49/0.54 元/股，对应 4 月 29 日收盘价的 PE 分别为 21/19/17 倍，维持“增持”评级。

风险因素：消费复苏不及预期风险、宏观经济波动风险、新项目经营不及预期风险。

分析师 叶柏良 执业证书编号 S0270524010002

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