

万联晨会

2025年03月24日 星期一

概览

核心观点

【市场回顾】

上周五，A股三大指数全线收跌，上证指数跌1.29%，报3364.83点，深证成指跌1.76%，创业板指跌2.17%。两市A股成交额约1.55万亿元人民币，超4000股下跌。申万行业方面，钢铁、石油石化行业领涨；概念板块方面，可燃冰、海工装备、中船系涨幅居前。港股方面，恒生指数收跌2.19%，报23,689.72点，恒生科技指数跌3.37%。美国三大股指略微反弹，道指涨0.08%，标普500指数涨0.08%，纳指涨0.52%。欧洲及亚太股市多数下跌。

【重要新闻】

【央行货币政策委员会建议加大货币政策调控强度】中国人民银行货币政策委员会2025年第一季度（总第108次）例会于近日召开。会议研究了下一阶段货币政策主要思路，建议加大货币政策调控强度，提高货币政策调控前瞻性、针对性、有效性，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机降准降息。保持流动性充裕，引导金融机构加大货币信贷投放力度，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。强化央行政策利率引导，完善市场化利率形成传导机制，发挥市场利率定价自律机制作用，加强利率政策执行和监督。推动社会综合融资成本下降。从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况，关注长期收益率的变化。畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率，防范资金空转。增强外汇市场韧性，稳定市场预期，加强市场管理，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

研报精选

春节假期效应叠加新品突出表现，1月游戏市场同比增长27.65%
大消费板块重仓比例持续回落，超配比例下降

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,364.83	-1.29%
深证成指	10,687.55	-1.76%
沪深300	3,914.70	-1.52%
科创50	1,042.89	-2.06%
创业板指	2,152.28	-2.17%
上证50	2,675.36	-1.58%
上证180	8,566.48	-1.46%
上证基金	7,025.97	-1.57%
国债指数	222.45	0.05%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	41,985.35	0.08%
S&P500	5,667.56	0.08%
纳斯达克	17,784.05	0.52%
日经225	37,677.06	-0.20%
恒生指数	23,689.72	-2.19%
美元指数	104.09	0.23%

主持人： 陈达

Email: chenda@wlzq.com.cn

核心观点

【市场回顾】

上周五，A股三大指数全线收跌，上证指数跌1.29%，报3364.83点，深证成指跌1.76%，创业板指跌2.17%。两市A股成交额约1.55万亿元人民币，超4000股下跌。申万行业方面，钢铁、石油石化行业领涨；概念板块方面，可燃冰、海工装备、中船系涨幅居前。港股方面，恒生指数收跌2.19%，报23,689.72点，恒生科技指数跌3.37%。美国三大股指略微反弹，道指涨0.08%，标普500指数涨0.08%，纳指涨0.52%。欧洲及亚太股市多数下跌。

【重要新闻】

【央行货币政策委员会建议加大货币政策调控强度】中国人民银行货币政策委员会2025年第一季度（总第108次）例会于近日召开。会议研究了下一阶段货币政策主要思路，建议加大货币政策调控强度，提高货币政策调控前瞻性、针对性、有效性，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机降准降息。保持流动性充裕，引导金融机构加大货币信贷投放力度，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。强化央行政策利率引导，完善市场化利率形成传导机制，发挥市场利率定价自律机制作用，加强利率政策执行和监督。推动社会综合融资成本下降。从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况，关注长期收益率的变化。畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率，防范资金空转。增强外汇市场韧性，稳定市场预期，加强市场管理，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

分析师 陈达 执业证书编号 S0270524080001

研报精选

春节假期效应叠加新品突出表现，1月游戏市场同比增长27.65% ——传媒行业跟踪报告

投资要点：

中国游戏市场：2025年1月游戏市场收入同比增长27.65%，环比增长7.54%。1) 中国整体游戏市场：实际销售收入310.77亿元，环比增加7.54%，同比上升27.65%。2) 移动游戏市场：实际销售收入为229.70亿元，环比增加7.75%，同比上升29.87%。由于春节假期提前至1月份，各大游戏春节活动紧密推出，用户活跃度提升，同时《燕云十六声》等新品表现不俗叠加长线产品稳定发力，本月游戏行业多个终端市场规模实现环比、同比共同增长。

全球游戏市场：市场收入同比、环比齐升，中国头部厂商稳定发力。2025年1月，全球手游玩家在AppStore和GooglePlay付费72.7亿美元，同比增长4.00%，环比增长4.15%，美中日三国收入占比前三；1月共有34家中国厂商跻身全球手游发行商收入榜TOP100，合计收入23.30亿美元，占TOP100发行商总收入的39.20%；1月中国手游发行商收入榜腾讯稳居榜首，网易、点点互动位列第二、第三。

榜单：游戏收入榜呈头部垄断，腾讯系游戏表现优异。国区AppStore iPhone端游戏收入榜TOP10中，腾讯占据7款，稳居市场主导地位。收入榜单头部前三名依次是腾讯系的《王者荣耀》、《和平精英》以及《穿越火线-枪战王者》。

出海：自研游戏出海收入上涨。1月，中国自主研发游戏海外市场实际销售收入为16.75亿美元，环比上涨2.72%，同比上涨28.65%。米哈游《原神》海外收入翻倍，创近两年新高，位列榜单第二。

1 投资建议：2025年国内游戏行业政策环境平稳，版号发放维持常态化，中国国内市场、自研游戏出海收入稳步增长，整体市场预期向好。建议关注版号储备丰富、研发能力较强、产品优质的头部公司。

1

风险因素：监管政策趋严、版号落地不及预期、新游延期上线及表现不及预期、新游流水不及预期、出海业务风险加剧、商誉减值风险。

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

大消费板块重仓比例持续回落，超配比例下降

——大消费行业 2024Q4 基金持仓分析

投资要点：

1 大消费板块重仓比例持续回落，超配比例也有所下降。2024Q4 大消费板块重仓比例持续下降，环比下降 0.70pcts 至 7.45%，重仓比例处于历史低位，远低于历史重仓比例平均值 11.72%。大消费板块重仓持股市值占比有所下降，重仓持股市值占重仓持股总市值的比例为 19.14%（环比-0.89pcts），超配比例回落，为 6.94%（环比-0.24pcts）。

1 分行业：除纺织服饰、商贸零售重仓比例环比提升之外，其他行业重仓比例均环比下降。2024Q4 纺织服饰和商贸零售重仓比例小幅上升，其余行业重仓比例均有所下降。其中，食品饮料行业重仓比例环比-0.42pcts，在全部一级行业中下降至第三名；家用电器行业重仓比例环比-0.19pcts，在全部一级行业中提升至第七名。家用电器、食品饮料仍处于超配水平，其余行业处于低配水平。

1 分个股：全市场个股持仓 TOP20 中大消费板块占据 3 个席位，丢失 2 个席位，大消费板块中食品饮料个股重仓比例分化明显。2024Q4 全市场基金重仓比例 TOP20 个股中大消费板块占据 3 个席位，其中食品饮料占据 2 席（贵州茅台、五粮液），家用电器占据 1 席（美的集团），山西汾酒、泸州老窖丢失 TOP20 席位。大消费板块基金重仓比例提升幅度前 10 个股包括 6 只食品饮料个股（伊利股份、东鹏饮料、青岛啤酒、舍得酒业、燕京啤酒、万辰集团）、2 只家用电器个股（美的集团、四川长虹）、1 只商贸零售个股（小商品城）、1 只农林牧渔个股（海大集团）。基金重仓比例下降幅度前 10 个股包括 6 只食品饮料个股（贵州茅台、五粮液、山西汾酒、泸州老窖、古井贡酒、迎驾贡酒），2 只家用电器个股（石头科技、海尔智家），2 只农林牧渔个股（温氏股份、牧原股份），总体来看，食品饮料个股重仓比例分化明显，其中大众食品个股重仓比例提升明显，白酒个股重仓比例下降显著。

1 投资建议：2024Q4 大消费板块重仓比例继续回落，目前于历史低位。分板块看，除纺织服饰、商贸零售环比增配，其余大消费子板块均为环比减配，家用电器、食品饮料处于超配水平。整体来看，当前国内消费需求仍显弱势，扩内需成为 2025 年的头号重点工作任务，近期政府部门出台了系列提振消费政策，利好顺周期的消费行业。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 年商务和宴席需求均有望回暖，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，建议关注业绩改善的乳制品、啤酒、零食、调味品等细分行业龙头。（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，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：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：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企业。(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。

1 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