

万联晨会

2025 年 08 月 01 日 星期五

概览

核心观点

【市场回顾】

周四 A 股三大指数集体收跌，截止收盘，沪指收跌 1.18%，深成指收跌 1.73%，创业板指收跌 1.66%。沪深两市成交额 19357.5 亿元。申万行业方面，计算机、通信、综合领涨，钢铁、有色金属、房地产领跌；概念板块方面，液冷服务器、智谱 AI、辅助生殖涨幅居前，特钢概念、低辐射玻璃、金属铅跌幅居前。港股方面，恒生指数收跌 1.6%，恒生科技指数收跌 0.69%；海外方面，美国三大指数集体收跌，道指收跌 0.74%，标普 500 收跌 0.37%，纳指收跌 0.03%。

【重要新闻】

【国家网信办约谈英伟达，要求其就对华销售的 H20 算力芯片漏洞后门安全风险问题进行说明并提交相关证明材料】近日，英伟达算力芯片被曝出存在严重安全问题。此前，美议员呼吁要求美出口的先进芯片必须配备“追踪定位”功能。美人工智能领域专家透露，英伟达算力芯片“追踪定位”“远程关闭”技术已成熟。针对安全问题，英伟达回应：“网络安全对我们至关重要。NVIDIA 的芯片不存在‘后门’，并不会让任何人有远程访问或控制这些芯片的途径。”

【一批新规 8 月 1 日起正式实施】其中，香港《稳定币条例》正式生效，这是全球首个针对法币稳定币的全面监管框架；《贵金属和宝石从业机构反洗钱和反恐怖融资管理办法》明确，现金购买黄金等贵金属超 10 万元需上报。8 月 1 日起实施的新规还有《中药饮片标签管理规定》《化妆品安全风险监测与评价管理办法》以及新版《职业病分类和目录》等。

研报精选

基金股票配置仓位持续提升

经济运行稳中有进，高质量发展取得新成效

25Q2 美护基金持仓比例进一步提升，个护、医美处于超配区间

电力设备出口：开关、电缆市场表现稳定，变压器出口持续高增长

2025Q2 基金加大算力配置，AI PCB 为重点关注方向

行业盈利边际修复，固态电池突破加速

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,573.21	-1.18%
深证成指	11,009.77	-1.73%
沪深 300	4,075.59	-1.82%
科创 50	1,047.87	-1.01%
创业板指	2,328.31	-1.66%
上证 50	2,775.99	-1.54%
上证 180	9,031.72	-1.69%
上证基金	6,985.87	-0.17%
国债指数	225.63	0.07%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	44,130.98	-0.74%
S&P500	6,339.39	-0.37%
纳斯达克	21,122.45	-0.03%
日经 225	41,069.82	1.02%
恒生指数	24,773.33	-1.60%
美元指数	99.82	0.94%

主持人：李晨熾

Email: licw@wlzq.com.cn

核心观点

【市场回顾】

周四 A 股三大指数集体收跌，截止收盘，沪指收跌 1.18%，深成指收跌 1.73%，创业板指收跌 1.66%。沪深两市成交额 19357.5 亿元。申万行业方面，计算机、通信、综合领涨，钢铁、有色金属、房地产领跌；概念板块方面，液冷服务器、智谱 AI、辅助生殖涨幅居前，特钢概念、低辐射玻璃、金属铅跌幅居前。港股方面，恒生指数收跌 1.6%，恒生科技指数收跌 0.69%；海外方面，美国三大指数集体收跌，道指收跌 0.74%，标普 500 收跌 0.37%，纳指收跌 0.03%。

【重要新闻】

【国家网信办约谈英伟达，要求其就对华销售的 H20 算力芯片漏洞后门安全风险问题进行说明并提交相关证明材料】近日，英伟达算力芯片被曝出存在严重安全问题。此前，美议员呼吁要求美出口的先进芯片必须配备“追踪定位”功能。美人工智能领域专家透露，英伟达算力芯片“追踪定位”“远程关闭”技术已成熟。针对安全问题，英伟达回应：“网络安全对我们至关重要。NVIDIA 的芯片不存在‘后门’，并不会让任何人有远程访问或控制这些芯片的途径。”

【一批新规 8 月 1 日起正式实施】其中，香港《稳定币条例》正式生效，这是全球首个针对法币稳定币的全面监管框架；《贵金属和宝石从业机构反洗钱和反恐怖融资管理办法》明确，现金购买黄金等贵金属超 10 万元需上报。8 月 1 日起实施的新规还有《中药饮片标签管理规定》《化妆品安全风险监测与评价管理办法》以及新版《职业病分类和目录》等。

分析师 蔡梓林 执业证书编号 S0270524040001

研报精选

基金股票配置仓位继续提升

——策略跟踪报告

投资要点：

2025 年二季度股票型及混合型净值高位回落：截至 6 月 30 日，市场基金总体净值提升至 33.65 万亿元。其中，股票型和混合型基金净值合计占全部基金净值的 22.28%，净值分别较一季度降低 0.06%、0.66%。

基金股票配置仓位延续回升：从基金持仓看，2025 年二季报显示，全市场整体基金仓位为 78.09%。分类型看，偏股混合型基金仓位为 78.78%，较 2025 年一季度末回升 1.98pct，普通股票型基金仓位为 84.89%，较 2025 年一季度末回升 1.91pct。

各类型公募基金收益率表现不一：2025 年二季报显示，全部基金总体收益率变动幅度较小，三个月总体收益率为 1.76%。各类型公募基金收益率表现不一，其中，QDII（6.98%）、混合型基金（2.02%）和股票型基金（1.94%），对比一季报看，股票型基金收益率有所回落。

投资建议：从基金持仓看，截至二季度末，普通股票型、偏股混合型基金仓位继续提升，基金权益配置比例增加，显示公募基金对股票市场信心增强。政策加力推动中长期资金入市，更好发挥资本市场稳定器作用，公募基金也将为维护市场平稳运行贡献力量。

从基金重仓及加仓情况看，重仓股方面，二季报前 20 大重仓股行业分布较为稳定，

新增通信行业个股，基金重仓股涨跌互现。加仓股方面，二季度前 20 大加仓股主要集中在医药生物、银行和电子行业，前 20 大加仓股普遍实现上涨，其中 TMT 板块个股表现优异，算力投资需求增长、AI 应用落地以及国内科技自主可控等利好因素助推板块上涨。同时，金融板块受系列政策利好提振，行业景气度回暖，叠加高股息策略表现强势，板块二季度受到市场关注。医药板块创新药领域在行业政策鼓励、产品创新得到认可及海外授权密集落地的带动下，成为二季度公募基金增持方向。展望三季度，从产业方向看，发展新质生产力仍为主线逻辑，硬科技领域国产替代进程有望提速，科技创新应用落地将带来更多配置机遇。结合中报业绩高景气方向，可关注行业景气度回升、技术取得突破、业绩改善幅度较大的科技创新细分行业。

风险因素：数据统计偏差；国内经济表现不及预期；企业盈利不及预期；监管政策变化。

分析师 宫慧菁 执业证书编号 S0270524010001

经济运行稳中有进，高质量发展取得新成效 ——策略快评报告

投资要点：

7 月 30 日，中共中央政治局召开会议，决定 10 月召开二十届四中全会，研究关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议。此次政治局会议还分析研究当前经济形势，并部署下半年经济工作。

对当前经济形势，会议认为，我国经济运行稳中有进，高质量发展取得新成效。今年上半年我国 GDP 同比增长 5.3%，超过全年目标值，国民经济呈现稳中向好的态势。关于下半年经济工作，会议强调保持政策连续性稳定性，并强调了增强灵活性预见性，更有效的为实现经济社会发展目标服务。

在宏观政策方面，会议强调宏观政策要持续发力、适时加力。要落实落细更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充分释放政策效应。与 4 月政治局会议相比，此次会议对于宏观政策更加强调的是“落实落细”，更为重视现有政策的执行效果。同时，强调了政策的持续性和根据经济的表现适时加力，保持满足经济的发展需要，又不过度刺激经济，充分发挥宏观政策运用的持续性和灵活性。

在扩大内需方面，会议强调要有效释放内需潜力。会议强调深入实施提振消费专项行动，在扩大商品消费的同时，培育服务消费新的增长点。更好的释放内需潜力是当前经济发展的重点工作之一，预计下半年在扩大商品消费和培育服务消费新增长点方面均会发力。在投资方面，会议要求高质量推进“两重”项目建设。据央视网消息，截至今今年 6 月末，2025 年 8000 亿元“两重”建设项目清单已全部下达完毕，在“强基础、补短板、惠民生”等领域精准发力。预计下半年“两重”项目建设加快或将带动固定资产投资增速稳中有升。

在产业发展方面，会议指出坚持以科技创新引领新质生产力发展，推动科技创新和产业创新深度融合。预计政策仍将多措并举加快培育新兴支柱产业与孵化未来产业，提升我国产业的创新含量和在全球产业链中的核心地位，实现产业结构转型升级，增强经济增长新动能。

在“反内卷”治理方面，会议要求推动市场竞争秩序持续优化。依法依规治理企业无序竞争。推进重点行业产能治理。规范地方招商引资行为。与 4 月会议相比，本次会议着重强调了“规范治理无序竞争”、“推进重点行业产能治理”等内容。从 7 月 1 日中央财经委员会第六次会议，到近期国务院常务会议和相关行业主管部门座谈会，“反内卷”成为市场关注热点。预计下半年对“内卷”的治理将深入推进，在减少地方“补贴”竞赛、规范企业主体行为、强化行业自律等方面预计将出台相关规范政策。

在外资外贸方面，会议强调要扩大高水平对外开放，稳住外贸外资基本盘。与 4 月

会议相比，此次会议加大对外贸企业的关注。新提出“强化融资支持”、“优化出口退税”、“建设高水平自贸试验区”等表述，对深化对外开放、稳外贸具有积极意义。中美双方谈判进程仍具有不确定性，未来仍需关注关税税率的变化及围绕部分行业的调查对外贸产业链的冲击。

在资本市场方面，会议要求增强国内资本市场的吸引力和包容性，巩固资本市场回稳向好势头。展望下半年，资本市场延续高质量发展基调，资本市场涉及“两创板”的改革正在密集落地。进一步增强资本市场对科技创新和新质生产力发展的制度包容性、适应性，有助于更好发挥资本市场枢纽功能，推动科技创新和产业创新融合发展。

投资建议：政治局会议对下半年经济工作进行部署。会议宏观政策强调持续发力、适时加力，重点是落实现有政策执行效果。会议强调有效释放内需潜力，产业发展方面坚持要以科技创新引领新质生产力发展。强调“反内卷”式竞争。资本市场巩固回稳向好势头，预计下半年 A 股市场仍能保持向好表现。建议关注：（1）新质生产力发展持续加快，战略性新兴产业与未来产业具备广阔发展空间，积极把握科技成长板块的配置机遇。（2）政策强调释放内需潜力，关注消费板块服务消费领域的新亮点。此外，“两重”投资项目带来的产业链上下游发展新机遇，有望打开增长空间。

风险因素：地缘政治冲突加剧；政策效果未如预期；市场环境发生重大变化；投资者情绪波动。

分析师 徐飞 执业证书编号 S0270520010001

分析师 宫慧菁 执业证书编号 S0270524010001

25Q2 美护基金持仓比例进一步提升，个护、医美处于超配区间 ——美容护理行业 2025Q2 基金持仓分析报告

投资要点：

美容护理行业：25Q2 基金配置比例环比进一步提升。2025Q2，SW 美容护理行业流通 A 股市值合计为 2770.65 亿元，环比 25Q1 提升 8.99%，其中，美容护理基金持股总市值为 82.61 亿元，基金配置比例（美容护理行业基金持股总市值/全行业基金持股总市值）为 0.32%，环比 25Q1 提升 0.05pcts，超配比例为-0.02%，环比 25Q1 提升 0.03pcts，仍然处于低配区间。

子板块：个护、医美处于超配区间，化妆品低配比例仍然较低。（1）个护用品：个护用品板块 21Q3-22Q3 基金配置比例处于历史低位，22Q4 后出现回升，25Q2 基金配置比例为 0.08%（环比-0.01pct），超配比例为 0.01%，相较 25Q1 有所回落（环比-0.02pct）。

（2）化妆品：化妆品板块 22Q3 之后的基金配置比例开始下滑，25Q1 降至 0.04%，25Q2 为 0.06%（环比+0.02pct）。化妆品超配比例在 23Q1 由正转负，进入低配区间，25Q2 超配比例下滑至-0.11%。（3）医疗美容：基金对医疗美容板块的配置比例在 22Q4 达到历史峰值 0.53%，之后开始震荡下行，25Q2 为 0.18%（环比+0.05pct）。医疗美容板块超配比例 22Q4 之后开始下滑，25Q2 超配比例为 0.08%。

个股：锦波生物、爱美客、百亚股份位居重仓比例前三。2025Q2，美容护理板块重仓比例前十合计重仓比例为 0.11%（环比+0.01pct）。从个股来看，23Q2-24Q1 期间，爱美客、珀莱雅、科思股份稳居美容护理基金重仓比例前 3 名，随后科思股份重仓比例开始降低。25Q2 前 3 名为锦波生物、爱美客、百亚股份。

投资建议：2025Q2 美容护理行业基金配置比例为 0.32%，环比 25Q1 提升 0.05pcts，超配比例为-0.02%，环比 25Q1 提升 0.03pcts，仍然处于低配区间。2025 年政府工作报告提出大力提振消费，将扩大内需提升至十大任务之首；同年 3 月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》，从需求端和供给端发力，多举措激发国内消费潜力，政策利好下建议关注：1）化妆品&医美：短期来看，个股业绩出现分化；中长期来看，颜值经济下医美、化妆品仍存在较大需求空间，相关部门多次出台监管政

策，行业洗牌趋势下利好合规化妆品、医美龙头公司；2) 个护用品：大健康理念普及下，消费者对个人健康和护理愈发重视，同时细分领域不断扩大。建议关注产品矩阵丰富、研发能力强的个护用品龙头公司。

1 风险因素：政策风险、行业竞争加剧风险、产品质量安全风险、经济增速不及预期风险。

分析师 李滢 执业证书编号 S0270522030002

电力设备出口：开关、电缆市场表现稳定，变压器出口持续高增长 ——电力设备行业跟踪报告

核心观点：2025 年 7 月 20 日，海关总署发布 2025 年 6 月电力设备出口数据。2025 年 6 月，电力设备出口表现稳定，6 月合计出口金额为 78.96 亿元，环比增长 10.55%，同比增长 43.01%，1-6 月累计出口金额达到 411.73 亿元，同比增长 36.90%。细分产品来看，变压器出口保持稳定，出口同比高增长，环比明显回升，其中，北美地区表现较好，出口金额创新高，同环比实现高增速；电表出口整体回调，拉美地区同环比回升，亚洲、非洲、欧洲地区则同比下滑；开关出口同比保持高增速，我国对亚洲、欧洲开关出口金额实现同比正增长，非洲地区则同比下滑，拉美地区市场表现亮眼，出口创新高；电缆出口表现稳健，同比保持高增长，其中，亚洲市场表现较好，6 月出口同比高增长，北美地区明显回升。展望后市，2025 年 1-6 月电力设备出口表现持续向好，随着电力设备安装和更新进入旺季，出口有望保持增势。

投资要点：

变压器 (>16kVA)：市场同比保持高增长，北美地区出口创新高

6 月出口同比保持高增长，环比明显回升。2025 年 6 月，我国变压器出口金额为 42.21 亿元，环比增长 26.31%，同比增长 63.04%，环比明显回升，同比保持高增长。2025 年 1-6 月，我国变压器累计出口金额为 206.85 亿元，同比增长 49.36%，市场表现稳健。

分到达地区来看，北美地区出口金额创新高，亚非欧地区实现同比高增长。2025 年 6 月，我国对亚洲、非洲、欧洲、北美的变压器出口金额分别为 16.60、3.41、10.40、5.89 亿元，分别同比增长 40.78%、77.26%、112.54%、110.64%，我国对北美地区出口金额创新高，对亚洲、非洲、欧洲地区变压器出口同比均实现高速增长，非洲地区同环比回升。另外，拉美地区由于 5 月基数高，6 月出口环比有所回落，环比下降 11.87%，同比增长 9.11%。

电表：出口持续回落，拉美地区明显回升

6 月出口持续回落。2025 年 6 月，我国电表出口金额为 8.96 亿元，环比下降 4.83%，同比下降 22.03%，同环比有所回调。全年来看，2025 年 1-6 月，我国电表累计出口金额为 53.00 亿元，同比增长 3.22%。

分到达地区来看，拉美地区同环比明显回升，亚洲、非洲、欧洲地区有所下滑。亚洲、非洲、欧洲是我国电表出口的主要市场。2025 年 6 月，我国对亚洲、非洲、欧洲的电表出口金额分别为 2.72、2.45、2.81 亿元，分别同比-18.71%、-41.48%、-8.03%，亚洲、非洲、欧洲地区同比有所下降，拉美地区出口实现同环比正增长，环比+98.10%、同比+20.47%，市场整体回升。

开关 (>1kV)：出口同比保持高增速，拉美地区同环比高增长

6 月出口环比有所回升，同比保持高增速。2025 年 6 月，我国开关出口金额为 6.82 亿元，环比+2.43%，同比+30.90%，出口金额环比有所回升，同比保持高增长。2025 年 1-6 月，我国开关累计出口金额为 40.41 亿元，同比增长 25.83%，保持稳定增长。

分到达地区来看，拉美地区出口创新高，亚洲、欧洲地区有所回落。6 月，我国对亚洲、非洲、欧洲、拉美的开关出口金额分别为 4.22、0.29、0.81、1.10 亿元，分别同比+20.79%、-4.60%、+26.23%、+119.73%，拉美地区表现良好，同环比实现高增

长，出口金额创新高，亚洲、欧洲市场环比有所回落，同比保持正增长。

电缆(>1kV)：市场表现稳健，亚洲地区保持高增长

电缆 6 月出口保持稳健，实现同比高增长。2025 年 6 月，我国电缆出口金额为 20.97 亿元，环比-4.83%，同比+66.18%，市场同比保持高增速。全年来看，2025 年 1-6 月，我国电缆累计出口金额为 111.47 亿元，同比+41.46%，保持稳定高增速。

分到达地区来看，亚洲市场表现稳定，北美市场高增长。2025 年 6 月，我国对亚洲、非洲、欧洲、拉美的电缆出口金额分别为 11.14、1.88、2.45、1.47 亿元，分别同比+124.00%、+17.36%、+47.71%、-11.25%。亚洲市场表现稳健，同比实现高增速，由于 5 月出口创新高，6 月环比有所回落，同比保持高增速；欧洲市场 6 月环比持续回落，同比保持正增长；非洲市场环比相对稳定，同比实现高增速；拉美市场出口有所回调。另外，北美地区 6 月出口明显回升，出口金额达到 2.26 亿元，环比增长 106.04%，同比增长 10.99%。

投资建议：在能源转型的背景下，全球可再生能源装机快速增长，叠加电网设备换代升级，全球电网建设投资稳定增长。我国电力设备产品具备技术及成本优势，竞争力较强，在海外市场渗透率有望持续提升，变压器、电表、开关及线缆等产品出口有望持续受益。建议关注海外市场开拓顺利、技术领先的龙头个股。

风险因素：海外市场需求不及预期、全球电网投资不及预期、贸易政策变动、极端天气影响、行业竞争加剧、产品价格下行等。

分析师 蔡梓林 执业证书编号 S0270524040001

2025Q2 基金加大算力配置，AI PCB 为重点关注方向 ——电子行业跟踪报告

行业核心观点：

SW 电子 2025Q2 基金重仓比例、超配比例环比上升。适配比例方面，SW 电子行业 2025 年 Q2 适配比例为 8.95%，环比-0.14pct，同比+0.89pct，仍处于历史较高水平；基金重仓比例方面，SW 电子行业 2025 年 Q2 基金重仓比例为 17.22%，环比+0.19pct，同比+2.58pct；超配比例方面，SW 电子行业 2025 年 Q2 基金重仓超配比例为 8.27%，环比+0.33pct，同比+1.68pct。

投资要点：

2025Q2 基金机构关注 AI 算力建设及半导体自主可控，AIPCB 为主要加仓方向。按持股市值来看，SW 电子行业 2025 年 Q2 基金重仓的前十个股分别为中芯国际、寒武纪、海光信息、北方华创、中微公司、澜起科技、立讯精密、胜宏科技、兆易创新和沪电股份。从基金加仓标的看，AI 算力建设和半导体自主可控方向较受机构关注，前十大加仓股分别为胜宏科技、沪电股份、澜起科技、兆易创新、华虹公司、生益电子、工业富联、源杰科技、寒武纪和安集科技。1) AI 算力建设，胜宏科技、沪电股份及生益电子均为国内 PCB 龙头厂商，澜起科技为国内内存接口芯片龙头厂商，工业富联为 AI 服务器制造龙头厂商，源杰科技为国内光芯片龙头厂商，寒武纪为国内 AI 芯片龙头厂商，均受益于 AI 算力产业链加速建设；2) 半导体自主可控，华虹公司为国内晶圆制造龙头厂商之一，安集科技为半导体材料领先厂商，受益于半导体供应链自主可控及国产替代需求的提振。

元件板块超配比例大幅提升，基金重仓配置前五集中度有所下降。以全部 A 股为分母，元件板块 2025Q2 超配比例为 1.07%，环比大幅上升 0.75pct，主要系 AIPCB 方向较受基金机构关注。SW 电子行业 2025 年 Q2 基金重仓前 5 个股的市值占 SW 电子行业整体基金重仓市值的比例为 36.72%，环比-2.78pct，基金重仓配置前五大重仓股的集中度环比有所下滑，表明基金配置呈现多元化趋势。

投资建议：从基金重仓配置偏好来看，AI 算力建设和半导体自主可控为基金机构重点关注的方向。1) AI 算力建设，AI 浪潮持续推进并迈入大推理时代，算力建设推动 PCB 等产业链公司业绩转好，建议关注算力产业链业绩较好的龙头公司；同时，国内互联网

厂商资本开支加速，国产算力需求旺盛，建议关注国产算力产业链的投资机遇。2）半导体自主可控，在科技摩擦加剧的背景下，国内半导体厂商有望加快攻克重要领域“卡脖子”技术，推动产业链供应链自主可控，国产替代需求有望进一步提升，建议关注半导体自主可控的投资机遇。

风险因素：中美科技摩擦加剧；技术研发进程不及预期；国产产品性能不及预期；终端需求不及预期；市场竞争加剧；数据统计误差。

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

行业盈利边际修复，固态电池突破加速

——2025 年中期锂电行业投资策略报告

2025 年，在以旧换新等消费激励政策驱动下，我国新能源汽车产销量高速增长，叠加全球储能装机增势稳定，锂电产业链需求持续提升，盈利水平显著修复，龙头公司竞争优势增强。展望后市，锂电池产业链整体趋势向好，有望逐步进入周期复苏阶段，建议关注行业业绩修复、固态电池技术突破两大核心主线：（1）行业业绩修复：上半年，行业供需格局主要受需求端驱动，下游需求增势强劲，有力带动产业链回升。下半年，供给端改善有望加速，一方面，国内“反内卷”政策助力，行业竞争格局有望持续优化；另一方面，企业加速海外布局，资本支出回升，中国企业竞争力有望进一步增强，进而推动产业链供需平衡修复。当前行业估值处于近年低位，建议关注锂电行业龙头公司业绩修复带动估值回升的投资机会；（2）固态电池技术突破：固态电池产业化进程持续加速，现已进入“技术验证期”阶段，厂商中试线密集落地，有望持续带动产业链升级。建议关注在电池、电解质材料、正负极及辅材等关键材料环节布局领先且具备技术优势的企业。

投资要点：

需求端：新能源汽车+储能双驱动，锂电需求持续提升。（1）新能源汽车：2025 年，在以旧换新等消费政策驱动下，2025 年我国新能源汽车销量持续攀升，上半年呈现“淡季不淡”趋势，渗透率稳步提升，上半年新能源汽车销量同比增长 40.31%，渗透率达到 44.33%。同时，中国新能源汽车出口继续保持增势，出口表现亮眼，同比增长 75.21%。在新能源汽车内销及出口高增长驱动下，上半年动力电池产量同比增长 51.06%，销量同比增长 48.56%，实现高速增长；（2）储能：随着全球新型储能装机规模高速增长，储能成为锂电池出货量增长的重要动能之一。2025 年，国内储能行业从政策驱动向市场驱动发展，并网节点提前，而招投标规模保持高速增长，凸显下游需求韧性。海外方面，美国加征关税边际回落，出口渠道逐步修复，同时，欧洲库存去化完成，户储和大储能同步回暖，中东地区大储项目完成招标，逐步进入落地阶段，对全球储能装机形成多点支撑，有望带动我国电芯需求提升。

供给端：产业链盈利修复，竞争格局有望优化。2025Q1，在以旧换新政策驱动下，新能源汽车产销量稳定增长，带动锂电产业链业绩边际改善，产业链整体营业收入同比增长 14.82%，归母净利润同比增长 33.81%。资本支出方面，2023 年以来，锂电产业链季度资本支出持续收缩，连续 7 个季度维持同比负增长趋势，2025Q1 同比增速首次转正，产业链扩产阶段性回升，显示行业逐步复苏信号。政策方面，国家政府高度重视“内卷式”竞争整治，政策信号密集，有望推动行业整合出清，实现产业链的价值重构。竞争格局方面，锂电行业集中度提升，中国企业竞争力持续增强。在动力电池及储能电池全球出货量排行中，中国企业均占据领先地位，市占率稳步提升。同时，中国企业海外产能建设持续加速，竞争力有望进一步增强。

新技术：固态电池技术突破，多环节有望受益。固态电池具备高安全性，高能量密

度的核心优势，有望大幅提升锂电池性能，是锂电产业升级主要方向。细分环节来看：（1）电池环节：固态电技术驱动环节，布局厂商众多。在技术路线上，氧化物技术成熟，硫化物商业化潜力大，厂商多种技术路线协同布局；（2）电解质环节：固态电池增量环节，氧化物及硫化物电解质为企业主要布局方向，其中，氧化物电解质以 LLZO、LATP 为主，主要由上游材料厂商向下延伸布局，硫化物电解质则以 LGPS、LPSX 为主流选择方向，正极、隔膜等锂电材料厂商是重点布局企业。另外，硫化锂成本占比高，是硫化物电解质降本关键，有望成为硫化物路线突破重点；（3）负极材料：固态电池材料主要升级环节，硅碳负极理论质量容量高，是中短期的主要方案，金属锂负极具有高比容、低电位及导电性优异的优点，能够极大地提升电池的能量密度，是最具发展潜力的负极材料；（4）正极材料：固态电池正极材料体系开发主要集中在高镍三元正极、镍锰酸锂、富锂锰基等路线，短期三元材料厂商具备优势，富锂锰基是未来迭代方向；（5）辅材环节：导电剂是锂电池的关键辅助材料，其中，碳纳米管整体性能优异，适配硅基负极，未来在固态电池中应用有望提升，市场空间广阔；（6）设备环节：固态电池产线持续推进，设备环节有望率先受益，前段、中段设备是布局关键。其中，前段设备以干法电极设备为主，辊压机是核心设备。中段设备，叠片机适配性更高，有望替代卷绕机，实现渗透率提升，等静压机有望引入使用。

风险因素：下游需求不及预期、政策变动、新技术产业化进展不及预期、技术路线替代、行业竞争加剧等风险。

分析师 蔡梓林 执业证书编号 S0270524040001

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