



万联晨会

2025 年 07 月 31 日 星期四

概览

核心观点

【市场回顾】
周三 A 股三大指数涨跌不一，截止收盘，沪指收涨 0.17%，深成指收跌 0.77%，创业板指收跌 1.62%。沪深两市成交额 18439.65 亿元。申万行业方面，钢铁、石油石化、传媒领涨，电力设备、计算机、汽车领跌；概念板块方面，可燃冰、青蒿素、乳业涨幅居前，电子身份证、数字货币、移动支付跌幅居前。港股方面，恒生指数收跌 1.36%，恒生科技指数收跌 2.72%；海外方面，美国三大指数涨跌不一，道指收跌 0.38%，标普 500 收跌 0.12%，纳指收涨 0.15%。

【重要新闻】
【中共中央政治局召开会议，决定今年 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】会议强调，做好下半年经济工作，要保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性。要落实落细更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策。用好各项结构性货币政策工具，加力支持科技创新、提振消费、小微企业、稳定外贸等。在保障改善民生中扩大消费需求。依法依规治理企业无序竞争。推进重点行业产能治理。积极稳妥化解地方政府债务风险，严禁新增隐性债务，有力有序推进地方融资平台出清。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。
【今日凌晨，美联储连续第五次按兵不动，将联邦基金利率目标区间维持在 4.25%至 4.5%之间不变，符合预期】美联储主席鲍威尔表示现在就断言美联储是否会像金融市场预期的那样在 9 月下调联邦基金利率还为时过早。他说，在关税和通胀仍充满不确定性的情况下，当前的利率水平是合适的。鲍威尔表示，关税传导至价格的过程可能比之前预料的更慢，判断关税对通胀的影响仍然太早。

研报精选

行业上半年业绩预告表现平淡，“反内卷”下关注行业利润修复
2025H1 纺织服饰预盈率为 51%，关注关税协议落地和终端需求回暖预增占比提升，业绩持续向好
逆变器出口：亚洲地区增势稳定，北美市场回升
《育儿补贴制度实施方案》出台，关注相关消费产业链

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,615.72	0.17%
深证成指	11,203.03	-0.77%
沪深 300	4,151.24	-0.02%
科创 50	1,058.57	-1.11%
创业板指	2,367.68	-1.62%
上证 50	2,819.35	0.38%
上证 180	9,186.80	0.24%
上证基金	6,997.99	-0.06%
国债指数	225.47	0.00%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	44,461.28	-0.38%
S&P500	6,362.90	-0.12%
纳斯达克	21,129.67	0.15%
日经 225	40,654.70	-0.05%
恒生指数	25,176.93	-1.36%
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】

周三 A 股三大指数涨跌不一，截止收盘，沪指收涨 0.17%，深成指收跌 0.77%，创业板指收跌 1.62%。沪深两市成交额 18439.65 亿元。申万行业方面，钢铁、石油石化、传媒领涨，电力设备、计算机、汽车领跌；概念板块方面，可燃冰、青蒿素、乳业涨幅居前，电子身份证、数字货币、移动支付跌幅居前。港股方面，恒生指数收跌 1.36%，恒生科技指数收跌 2.72%；海外方面，美国三大指数涨跌不一，道指收跌 0.38%，标普 500 收跌 0.12%，纳指收涨 0.15%。

【重要新闻】

【中共中央政治局召开会议，决定今年 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】会议强调，做好下半年经济工作，要保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性。要落实落细更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策。用好各项结构性货币政策工具，加力支持科技创新、提振消费、小微企业、稳定外贸等。在保障改善民生中扩大消费需求。依法依规治理企业无序竞争。推进重点行业产能治理。积极稳妥化解地方政府债务风险，严禁新增隐性债务，有力有序有效推进地方融资平台出清。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。

【今日凌晨，美联储连续第五次按兵不动，将联邦基金利率目标区间维持在 4.25%至 4.5%之间不变，符合预期】美联储主席鲍威尔表示现在就断言美联储是否会像金融市场预期的那样在 9 月下调联邦基金利率还为时过早。他说，在关税和通胀仍充满不确定性的情况下，当前的利率水平是合适的。鲍威尔表示，关税传导至价格的过程可能比之前预料的更慢，判断关税对通胀的影响仍然太早。

分析师 蔡梓林 执业证书编号 S0270524040001

研报精选

行业上半年业绩预告表现平淡，“反内卷”下关注行业利润修复 ——轻工制造行业跟踪报告

投资要点：

轻工业绩预告表现平淡，预盈率为 46%。截至 2025 年 7 月 28 日，轻工制造行业共计 165 家 A 股公司，已有 54 家发布业绩预告，行业披露率为 33%，在消费八大行业中位列第 6；行业预盈率 46%，在消费八大行业中排行第 8。分具体业绩预告类型来看，受弱宏观环境、消费需求疲软等不利因素影响，17%的轻工公司 2025 年上半年首次出现亏损，同时仍有 37%的公司连续两年持续亏损。此外，预增/略增的公司占比分别为 17%/0%。对比 2024 年上半年，2025 年预增/略增的公司占比均下降。

造纸板块预盈率较高，包装印刷亏损比例下降。从披露率来看：4 个子板块披露率均未过半，造纸披露率为 39%，家居用品披露率为 36%，包装印刷披露率为 30%，文娱用品披露率为 23%。从预盈率来看：各子板块业绩分化明显，造纸板块已披露业绩预告的公司预盈率为 67%，行业盈利表现相对稳定。包装印刷/家居用品/文娱用品预盈率均未过半，分别为 43%/42%/40%。从子板块预告类型占比来看上半年，造纸已披露的公司预告业绩表现分化，预增/略增/预减/首亏/续亏公司数各为 1/0/3/2/2/1 家；文娱用品已披露的公司预告中，亏损占比为 60%，其中，首亏/续亏的公司占比分别为 0%/60%；预增比例为 20%，相较于 2024 年上半年的 17%有所上升；家居用品已披露的公司预告中，

预增/略增的公司数量占比分别为 15%/0%；包装印刷已披露的公司预告中，预增/略增的公司数量占比分别为 21%/0%，首亏占比为 7%。

投资建议：1）关注“反内卷”相关机会：2024 年 7 月，中共中央政治局会议首次提出要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争。2025 年 7 月 1 日，中央财经委员会第六次会议提出要依法依规治理企业低价无序竞争，推动落后产能有序退出，随后 7 月 28 日，广东省造纸行业协会发布“反内卷”倡议书，鼓励企业根据真实成本、合理利润进行定价，同时加快老旧设备的更新替换。我们认为，“反内卷”背景下造纸行业供给端落后产能出清，拉动行业供需回归平衡，未来企业盈利水平有望修复，建议关注受益于“反内卷”，具备产能规模和成本优势的造纸龙头企业；2）关注“两新”政策相关机会：国务院印发“两新”行动方案，明确了到 2027 年的“两新”工作目标任务。2024 年以来，超长期特别国债资金支持设备更新和消费品以旧换新行动，持续促进投资增长，激发消费活力。建议重点关注受益于“两新”政策的家居、家电龙头企业以及下游相关品类需求上涨的包装供应商。

风险因素：宏观经济恢复不及预期风险，行业竞争加剧风险，渠道拓展不及预期风险，原材料价格大幅波动风险。

分析师 李滢 执业证书编号 S0270522030002

2025H1 纺织服饰预盈率为 51%，关注关税协议落地和终端需求回暖 ——纺织服饰行业跟踪报告

投资要点：

2025H1 纺织服饰行业预盈率为 51%。截至 2025 年 7 月 28 日，纺织服饰行业共计 107 家 A 股公司，已有 43 家发布 2025 年上半年业绩预告，行业披露率为 40%，在消费八大行业中位列第二。在纺织服饰行业所有已发布业绩预告的公司中，预计盈利的公司数量为 22 家，行业预盈率 51%，在消费八大行业中排行第六。分具体业绩预告类型来看，受消费需求疲软等因素影响，相比于 2024 年同期，虽然 2025 年上半年纺织服饰板块首次亏损的上市公司占比由 2024 上半年的 22%小幅下降至 14%，但持续亏损的公司占比由 28%上升至 35%。此外，扭亏为盈的公司占比由 6%小幅上升至 12%，业绩预增的公司占比由 28%下滑至 23%，行业整体表现平淡。

子板块业绩表现分化，纺织制造板块预盈率较高。从披露率来看，服装家纺板块披露率接近 50%，纺织制造和饰品板块披露率分别为 32%/27%。从预盈率来看，纺织制造板块预盈率较高，有 6 家上市公司预计盈利，预盈率为 60%；饰品板块预盈率为 50%，服装家纺板块预盈率为 48%。从子板块预告类型占比来看，2025 年上半年纺织制造板块已披露业绩预告的公司中，预增占比由 55%下降至 40%，同时有 20%的公司首次出现亏损，续亏公司占比由 18%微升至 20%；服装家纺板块预增占比由 14%小幅上涨至 17%，首亏占比由 33%下降至 10%；饰品板块 4 家已披露业绩预告的上市公司中，预增、扭亏为盈，首亏，续亏分别占 1 家。

投资建议：展望后市，1）纺织制造：随着美国与其他国家关税协议的逐步达成，前期加征关税的悲观预期有望改善，建议关注具备成本和规模优势的上游纺织制造企业；2）服装家纺：受益于下游需求回暖，品牌力较强的服装家纺企业业绩有望持续修复；3）饰品：金价高位短期抑制黄金珠宝首饰需求，中长期看，黄金饰品工艺提升将进一步推动黄金首饰在多场景渗透率的提升，建议关注品牌势能强、渠道布局广泛、股息率高的黄金珠宝龙头企业。

风险因素：宏观经济恢复不及预期风险，原材料价格大幅波动风险，行业竞争加剧风险，汇率波动风险，统计偏误风险。

分析师 李滢 执业证书编号 S0270522030002

预增占比提升，业绩持续向好

——农林牧渔行业 2025H1 业绩预告综述

行业核心观点：

截至 2025 年 7 月 28 日，农林牧渔板块共有 54 家上市公司发布 2025 年半年度业绩预告，行业披露率为 48%。行业景气度整体向好，预盈率达 69%，预增公司占比提升，亏损公司占比下降。从二级子行业来看，除种植业板块表现不及去年外，其余板块均业绩向好，其中养殖业及动物保健板块表现亮眼，养殖业连续亏损的公司大幅减少，动物保健多数公司预计业绩大幅增长。当前养猪业正处于产能优化阶段，生猪产能调控举措逐渐起效，建议关注具备成本优势的生猪养殖龙头。

投资要点：

预增占比大幅提升，行业业绩持续向好：截至 2025 年 7 月 28 日，农林牧渔行业共计 113 家 A 股公司，已有 54 家发布业绩预告，行业披露率为 48%，在消费八大行业中排名居首。在所有已发布业绩预告的公司中，2025 年上半年农林牧渔行业预计盈利的公司数量为 37 家，行业预盈率 69%，在消费八大行业中排行第二。分具体业绩预告类型来看，行业趋势向上，预增占比由 10%大幅提升至 28%，同时有 4%的公司业绩略增。亏损占比由 41%下降至 31%，同时有 24%的公司扭亏为盈。整体来看，农牧行业预计盈利及增长的企业占比较上年同期均有提升，业绩持续向好。

多数板块表现良好，动物保健与养殖业最优：从披露率来看，林业、养殖业、渔业与饲料板块披露率过半，养殖业 21 家公司有 15 家已披露中报预告，农业综合 3 家公司均未披露。从预盈率来看，多数板块业绩表现良好，除林业板块已披露业绩公司全部预计亏损外，其余板块预盈率均过半。其中，动物保健与养殖业预盈率达 80%，农产品加工、渔业、饲料及种植业预盈率分别为 75%/75%/64%/57%。从子板块预告类型占比来看，2025 年上半年种植业板块表现弱于去年，已披露业绩预告的公司中预增占比由 33%下降至 29%，同时有 14%的公司首次出现亏损；饲料板块稳中向好，45%的公司实现扭亏为盈；农产品加工板块表现分化，预增占比由 20%提升至 50%，但有 13%的公司出现连续亏损；养殖业及动物保健板块表现亮眼，养殖业续亏占比由 33%下降至 7%，动物保健三分之二的公司预计业绩大幅增长。

风险因素：产业政策变化风险，成本上升风险，疫病防控风险，统计偏误风险。

分析师 叶柏良 执业证书编号 S0270524010002

逆变器出口：亚洲地区增势稳定，北美市场回升

——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 月逆变器出口数据。整体来看，2025 年 6 月，我国逆变器出口金额为 65.76 亿元，环比增长 10.23%，同比增长 0.92%，环比明显回升，同比保持稳定。2025 年 1-6 月，我国逆变器累计出口金额为 304.66 亿元，同比增长 7.13%，市场表现较好。分地区来看，亚洲市场保持高增长，6 月出口同环比正增长，主要系中东地区大储项目开始放量，沙特出口金额创新高，印巴户储则有所回落；欧洲地区表现稳定，出口金额同比基本持平，英国市场表现较好，实现同比高增长；美洲地区关税政策影响趋稳，环比明显回升，同比实现高增长；非洲地区保持增势，主要系南非、尼日利亚以外市场增长较快影响。展望后市，随着市场进入旺季，出口有望保持稳定增势。当前，新兴市场户储表现向好，中东地区大储项目持续放量，亚非地区出口有望保持增势；欧洲地区市场回暖，需求有望持稳；美国市场大储需求较强，关税政策影响有所减弱，出口有望保持增势。

投资要点：

2025 年 6 月逆变器出口金额环比回升。2025 年 6 月，我国逆变器出口金额为 65.76 亿元，环比增长 10.23%，同比增长 0.92%，环比明显回升，同比保持稳定。累计出口金额来看，2025 年 1-6 月，我国逆变器累计出口金额为 304.66 亿元，同比增长 7.13%，市场表现稳定。

分到达地区来看：

亚洲：中东大储放量，印巴户储有所回落。2025 年 6 月，我国对亚洲地区逆变器出口金额为 26.62 亿元，环比增长 17.61%，同比增长 9.55%，市场表现较好。分国家来看，2025 年 6 月，我国对沙特、阿联酋、印度、巴基斯坦逆变器出口金额分别为 4.69、2.15、3.42、2.41 亿元，分别同比+76.09%、+14.67%、-27.66%、-47.89%。整体来看，亚洲市场保持高增长，主要系中东地区大储项目开始放量，其中，阿联酋国家出口金额保持增势，沙特地区大储项目放量，5、6 月连续实现大幅增长，6 月出口金额创新高。印度、巴基斯坦等新兴国家户储需求向好，但 5、6 月有所回落。

欧洲：出口数据整体稳定，英国同比保持高增长。2025 年 6 月，我国对欧洲地区逆变器出口金额为 24.47 亿元，环比增长 1.79%，同比下降 0.76%，整体保持稳定。分国家来看，2025 年 6 月，我国对德国、荷兰、英国、波兰逆变器出口金额分别为 3.43、12.77、1.34、0.55 亿元，分别同比+5.35%、+9.51%、+30.60%、-59.86%。对德国出口环比有所下滑，同比保持正增长，对荷兰出口有所回升，对英国出口表现较好，实现同比高增长，而对波兰出口同比持续下滑。

其他地区：北美市场回升，非洲市场同比正增长

北美：环比明显回升，同比实现高增长。2025 年 6 月，我国对北美地区逆变器出口金额为 2.21 亿元，环比+39.51%，同比+9.55%。其中，2025 年 6 月，我国对美国逆变器出口金额为 2.03 亿元，环比+55.88%，同比+16.77%，环比明显回升，关税影响趋稳，出口金额同比实现高增长。

拉丁美洲：拉美市场环比持平，同比持续回落。2025 年 6 月，我国对拉美地区逆变器出口金额为 6.00 亿元，环比持平，同比-29.77%。分国家来看，2025 年 6 月我国对巴西、墨西哥逆变器出口金额分别为 3.43、0.27 亿元，分别同比-49.27%、-51.63%，环比表现整体稳定，但同比持续大幅回落。

非洲地区：南非市场持续回落，尼日利亚市场环比保持稳定。2025 年 6 月，我国对非洲地区逆变器出口金额为 4.14 亿元，环比+0.51%，同比+15.31%。其中，2025 年 6 月，我国对南非、尼日利亚逆变器出口金额分别为 0.83、0.84 亿元，分别环比-31.77%、-7.15%，同比-33.00%、-15.33%。南非市场持续回落，尼日利亚市场环比保持稳定，同比有所回落。非洲地区其他国家市场表现较好，支撑出口整体金额同比正增长。

分发货地来看：

广东出口同环比正增长，江苏出口创新高。2025 年 6 月，我国广东、浙江、安徽、江苏逆变器出口金额分别为 24.18、14.29、7.94、10.49 亿元，分别环比+5.29%、+0.22%、-15.48%、+59.08%，同比+1.14%、-20.82%、-20.21%、+35.28%。广东地区同环比正增长，江苏地区出口金额创新高，同环比高增长，浙江、安徽地区则同比有所回落，环比整体稳定。

注：各省份主要逆变器公司如下，广东（盛弘股份、禾望电气、华为）；江苏（固德威、上能电气）；浙江（德业股份、锦浪科技、艾罗能源、昱能科技、禾迈股份）；安徽（阳光电源）。

投资建议：长期来看，全球可再生能源装机快速增长，电网不稳定性增加，储能需求有望持续提升。分地区来看：（1）欧洲户储库存影响减弱，大储装机规模增长提速，接替户储增量，整体市场有望逐步回暖；（2）美国大储装机需求较大，储能项目并网有望加速，带动市场规模增长，当前美国关税影响有所减弱，出口有望保持增势；（3）新兴市场增长较快，印度、巴基斯坦、巴西、尼日利亚等国家户储空间广阔，有望为储能需求增长持续提供新动能；（4）中东可再生能源投资增长，储能项目投建加速，沙特、

阿联酋的大储装机有望保持稳定增长。建议关注海外布局完善、市场地位领先的龙头个股。

风险因素：海外市场需求不及预期、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

《育儿补贴制度实施方案》出台，关注相关消费产业链 ——商贸零售行业快评报告

事件：

2025 年 7 月 28 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《育儿补贴制度实施方案》，并要求各地区各部门结合实际认真贯彻落实。

投资要点：

全国性《育儿补贴制度实施方案》出台。2025 年 3 月 5 日，国务院总理李强在政府工作报告中指出要完善社会保障和服务政策，其中提到“制定促进生育政策，发放育儿补贴，大力发展托幼一体服务，增加普惠托育服务供给”，首次将“育儿补贴”写入政府工作报告中。在此背景下，2025 年 7 月 28 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《育儿补贴制度实施方案》，明确从 2025 年 1 月 1 日起，对符合法律法规规定生育的 3 周岁以下婴幼儿发放补贴，至其年满 3 周岁。从金额上来看，育儿补贴按年发放，现阶段国家基础标准为每孩每年 3600 元。其中，对 2025 年 1 月 1 日之前出生、不满 3 周岁的婴幼儿，按应补贴月数折算计发补贴。对按照育儿补贴制度规定发放的育儿补贴免征个人所得税。从资金来源来看，补贴资金由中央财政设立“育儿补贴补助资金”项目统筹，按比例对东部、中部、西部地区予以补助。

育儿补贴有助于缓解家庭的养育压力，促进人口长期均衡发展。近年来我国人口出生率持续走低，人口老龄化程度不断加深，优化人口结构问题迫在眉睫。2025 年 3 月政府工作报告首提“育儿补贴”，同年 7 月推出《育儿补贴制度实施方案》，这一系列政策动作表明了国家高层对于人口问题的高度重视，更标志着我国生育支持政策体系进入实质性落地阶段。从效用上来看，育儿补贴的发放直接减轻了家庭在养育孩子方面的经济负担，从一定程度上提振人民的生育意愿，长远看有助于缓解老龄化带来的社会压力，改善我国人口结构，有效激活经济发展动力。

投资建议：短期来看，育儿补贴的发放有助于直接刺激母婴相关的消费，建议关注婴童护理、乳制品、玩具、童装等行业；长期来看，生育补贴和相关育儿配套的完善有助于提振生育意愿，带动新生儿数量增长，建议关注母婴相关产业链如辅助生殖、基因检测、托育服务、教育等。

风险因素：宏观经济恢复不及预期风险、行业竞争加剧风险。

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