

万联晨会

2025 年 07 月 03 日 星期四

概览

核心观点

【市场回顾】

周三 A 股三大指数集体收跌，截止收盘，沪指收跌 0.09%，深成指收跌 0.61%，创业板指收跌 1.13%。沪深两市成交额 13767.27 亿元。申万行业方面，钢铁、煤炭、建筑材料领涨，电子、通信、国防军工领跌；概念板块方面，低辐射玻璃、硅能源、特钢概念涨幅居前，兵装重组概念、脑机接口、EDR 概念跌幅居前。港股方面，恒生指数收涨 0.62%，恒生科技指数收跌 0.64%；海外方面，美国三大指数涨跌不一，道指收跌 0.02%，标普 500 收涨 0.47%，纳指收涨 0.94%。

【重要新闻】

【国家发改委近日安排超 3000 亿元支持 2025 年第三批“两重”建设项目】至此，今年 8000 亿元“两重”建设项目清单已全部下达完毕。

【美国 6 月 ADP 就业人数意外减少 3.3 万人，自 2023 年 3 月以来首次负增长】预期为增长 9.8 万人，5 月份数据在向下修正后仅增加 2.9 万人。服务业就业在 6 月份减少 6.6 万个就业岗位，遭遇自疫情以来的最大降幅。美国利率期货完全消化美联储 9 月降息预期。

研报精选

芯声澎湃，精彩纷呈

6 月游戏版号发放创新高，腾讯加码 FPS 赛道，《鹅鸭杀》通过审批

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,454.79	-0.09%
深证成指	10,412.63	-0.61%
沪深 300	3,943.68	0.02%
科创 50	982.64	-1.22%
创业板指	2,123.72	-1.13%
上证 50	2,722.55	0.18%
上证 180	8,706.33	0.15%
上证基金	6,936.17	-0.04%
国债指数	225.80	0.06%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	44,484.42	-0.02%
S&P500	6,227.42	0.47%
纳斯达克	20,393.13	0.94%
日经 225	39,762.48	-0.56%
恒生指数	24,221.41	0.62%
美元指数	96.78	0.14%

主持人： 陈雯

Email: chenwen@wlzq.com.cn

核心观点

【市场回顾】

周三 A 股三大指数集体收跌，截止收盘，沪指收跌 0.09%，深成指收跌 0.61%，创业板指收跌 1.13%。沪深两市成交额 13767.27 亿元。申万行业方面，钢铁、煤炭、建筑材料领涨，电子、通信、国防军工领跌；概念板块方面，低辐射玻璃、硅能源、特钢概念涨幅居前，兵装重组概念、脑机接口、EDR 概念跌幅居前。港股方面，恒生指数收涨 0.62%，恒生科技指数收跌 0.64%；海外方面，美国三大指数涨跌不一，道指收跌 0.02%，标普 500 收涨 0.47%，纳指收涨 0.94%。

【重要新闻】

【国家发改委近日安排超 3000 亿元支持 2025 年第三批“两重”建设项目】至此，今年 8000 亿元“两重”建设项目清单已全部下达完毕。

【美国 6 月 ADP 就业人数意外减少 3.3 万人，自 2023 年 3 月以来首次负增长】预期为增长 9.8 万人，5 月份数据在向下修正后仅增加 2.9 万人。服务业就业在 6 月份减少 6.6 万个就业岗位，遭遇自疫情以来的最大降幅。美国利率期货完全消化美联储 9 月降息预期。

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

研报精选

芯声澎湃，精彩纷呈

——2025 年中期电子行业投资策略报告

行业核心观点：

2025 年以来申万电子行业跑赢沪深 300 指数，估值略高于近年中枢。SW 电子 2025 年 Q1 业绩向好，营收、归母净利润均创下近三年 Q1 新高。展望 2025 年下半年，建议把握半导体自主可控、AI 算力建设和终端创新的投资机遇。半导体自主可控方面，中美科技摩擦加剧，倒逼半导体国产替代进程加速，建议关注先进制程半导体产业链突破带来的投资机遇。AI 算力建设方面，AI 算力建设进入军备竞赛，AI 芯片、先进封装、存储芯片及 PCB 等赛道系算力底座的关键环节。AI 终端创新方面，随着 AI 浪潮持续推进，端侧硬件底座夯实、应用生态完善，AI 手机、AIPC 有望加速渗透，同时 AI 应用多点开花，用户规模加速增长，有望带来较大市场增量。

投资要点：

半导体自主可控：中美科技摩擦加剧，倒逼国产替代进程加速。中国大陆系全球最大半导体设备市场，晶圆厂扩建有望提振半导体设备行业需求，先进制程增长动能更强。我国先进制程设备、零部件及材料部分环节国产化率仍较低，国产替代空间较大。设备端，我国光刻机、量检测设备先进制程设备国产化率较低；上游零部件，阀门、泵类、密封圈等国产替代空间较大；材料端，目前我国在成熟制程材料领域国产化率已明显提升，但先进制程领域仍需突破，如高端光刻胶等材料仍较为依赖进口，建议关注先进制程半导体产业链突破带来的投资机遇。

AI 算力建设：为抢占 AI 产业发展制高点，AI 算力建设进入军备竞赛，AI 芯片、先进封装、存储芯片及 PCB 等赛道系算力底座的关键环节。芯片，随着 DeepSeek 以架构创新推动 AI 大模型平权，国内互联网厂商大力拥抱，政策面全面支持国产 AI 创新，国产 AI 芯片市场份额逐步提升；2) 先进封装，系超越摩尔定律的重要路径，Chiplet 等技术方案有望助力国产先进制程突破，国内封装厂商加速布局先进封装领域；

3) 存储芯片，海外存储大厂调整产能规划以优化供需格局，DRAM 原厂停供 DDR4 使相关产品价格大幅上扬，未来 DDR4 供需格局或仍维持紧平衡，NAND 原厂减产或停产亦推升 NANDFlash 产品价格，国内存储厂商有望受益于存储产品涨价浪潮；4) PCB，受益于全球 AI 算力建设需求，高多层板及 HDI 市场需求增速相对较快，国内 PCB 公司业务底蕴积累深厚，有望充分受益于 AI 算力建设需求。

AI 终端创新：“国补”政策与 AI 创新浪潮共同驱动消费终端增长。随着 AI 浪潮持续推进，端侧硬件底座夯实、应用生态完善，AI 手机、AIPC 有望加速渗透。1) AI 手机，AI 手机有望加速渗透智能手机市场，2025 年渗透率或超三成；中国大陆 AI 手机市场份额集中于头部品牌，苹果 AI 手机占智能手机出货比重较高；苹果、华为、小米等品牌厂商积极布局 AI 创新终端产品，创新迭代手机 SoC 芯片。2) AIPC，AI 笔记本电脑渗透率已超三成，AIPC 市场呈现一超多强格局；AI 应用多点开花，用户规模加速增长，目前爆款应用主要系 AI 聊天机器人，用户规模仅为千万量级，未来有望诞生若干亿量级的 AI 应用机遇，带来较大市场增量。

投资建议：中美科技摩擦加剧，倒逼国产替代进程加速，实现半导体产业链供应链自主可控势在必行。此外，AI 浪潮持续推进，算力建设方兴未艾，同时 AI 手机、AIPC 持续渗透，带来市场增量。建议把握半导体自主可控、AI 算力建设及终端创新的投资机遇。

1) 半导体设备及材料，建议关注先进制程半导体产业链突破带来的投资机遇，以及半导体设备、零部件及材料端优质龙头企业。2) AI 芯片，以华为昇腾为代表的国产 AI 芯片产品市场份额逐步提升，建议关注国内 AI 芯片龙头企业技术突破，带来国产份额的持续提升。3) 先进封装，Chiplet 等技术方案有望助力国产先进制程突破，建议关注在先进封装领域前瞻布局的龙头封测厂商。4) 存储芯片，国内存储厂商有望受益于存储产品涨价浪潮，建议关注优质存储芯片龙头企业。5) PCB，受益于全球 AI 算力建设需求，高多层板及 HDI 市场需求增速相对较快，建议关注国内 PCB 优质龙头企业。6) AI 手机，建议关注手机龙头厂商新品发布推动品牌出货提升，并提振产业链需求带来的投资机遇、AI 杀手级应用落地带来的投资机遇，以及手机算力芯片领域的龙头厂商。7) AIPC，建议关注在 AIPC 领域前瞻布局的整机、算力芯片、存储及应用厂商，以及国内打入全球 PC 供应链的零部件龙头厂商。

风险因素：中美科技摩擦加剧；AI 应用发展不及预期；国产技术突破不及预期；下游终端需求不及预期；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

6 月游戏版号发放创新高，腾讯加码 FPS 赛道，《鹅鸭杀》通过审批——传媒行业快评报告

行业事件：

2025 年 6 月 24 日国家新闻出版署公告 6 月份国产游戏版号及进口游戏版号，共有 147 款国产游戏和 11 款进口游戏过审。

投资要点：

6 月游戏版号发放量创新高，涵盖多类型产品与知名厂商。年初至今国产游戏合计通过审批 757 款，6 月份通过审批 147 款，较 5 月份增加 17 款，达到今年来版号数量发放峰值，包括恺英网络《斗罗大陆：魂师大作战》、电魂网络《爆爆军团》、巨人网络《无尽修仙》、百田信息《乱涂彩世界》、银汉科技《时空猎人·觉醒》、莉莉丝《帕萌战斗日记》、梨浦网络《墨境》、广州乐牛《万劫封仙》、易娱网络《缥缈历险记》、四三九九《神都奇缘》《指尖石器》等；年初至今进口游戏合计通过审批 55 款，6 月份通过审批 11 款，其

中包括了腾讯的《穿越火线：虹》和《战术小队：破晓攻势》、金山世游的《鹅鸭杀》、网易的《无主星渊》等。6月份游戏版号中，以下作品受到市场关注：

腾讯加注射击游戏赛道，两款FPS游戏《穿越火线：虹》、《战术小队：破晓攻势》同时获批游戏版号。《穿越火线：虹》为射击游戏CF系列IP新作，由天美琳琅天上和腾讯互娱K1合作部联合打造，优化了战术、配合、策略等，在玩法、地图、角色和武器方面全面焕新，值得注意的是琳琅天上工作室有着丰富的FPS游戏制作经验，旗下作品包括《逆战》、《三角洲行动》等，该游戏有望在工作室及IP影响力的加持下实现市场突破；《战术小队：破晓攻势》是由OffworldIndustries研发、腾讯代理发行，其主玩法为“50V50”百人同场的第一人称射击，作为《战术小队》(Squad)的国服版本，游戏在保留核心玩法架构的基础上，将在作战内容、装备操控机制、反外挂等方面进行全面升级，并基于虚幻5引擎重制部分地图、武器及角色模型。从此次版号的发放情况来看，腾讯分别自研、代理发行来押注两款FPS游戏，是对射击游戏赛道的看好，后续将会持续关注产品测试情况。

金山世游加码派对游戏赛道，《鹅鸭杀》移动端进口版号获批。《鹅鸭杀》作为全球现象级社交推理游戏，其核心玩法为“狼人杀+阵营对抗”。国内移动端的上线，为此前海外服务器卡顿、外挂泛滥等痛点提供了适配的保障，同时，通过本土化内容开发（如新增侦探猎场模式、优化社交互动功能），可以更好地对玩家需求精准触达。《鹅鸭杀》作为热门派对游戏，上线之后将是网易《蛋仔派对》、腾讯《元梦之星》的最大竞争对手。

投资建议：2025年6月游戏版号发放量创新高，结构覆盖多类型产品，重点厂商与创新项目均有体现。整体来看，供给端延续释放，版号常态化趋势稳固，行业修复节奏持续推进。建议关注具备产品储备、研发能力及题材多样化布局能力的头部厂商。

风险因素：政策监管风险、版号核发节奏不及预期、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

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