

万联晨会

2025 年 06 月 27 日 星期五

概览

核心观点

【市场回顾】
周四 A 股三大股指震荡收跌，上证指数下跌 0.22%，报 3448.45 点；深证成指下跌 0.48%，报 10,343.48 点；创业板指下跌 0.66%，报 2114.43 点。A 股两市全天成交额 1.58 万亿元人民币，南向资金净买入 52.85 亿港元。A 股两市个股普遍下跌，超 3400 只个股下跌。申万行业方面，银行、通信及国防军工行业领涨，汽车及非银金融行业跌幅居前；概念板块方面，兵装重组概念及电子身份证概念指数涨幅居前，光刻机及共享单车概念指数跌幅居前。恒生指数下跌 0.61%，恒生科技指数下跌 0.26%；美国三大股指集体收涨，道指上涨 0.94%，报 43,386.84 点，标普 500 指数上涨 0.8%，报 6141.02 点，纳指上涨 0.97%，报 20,167.91 点。欧洲股市及亚太主要股指普遍上涨。

【重要新闻】
【国家发改委：第三批消费品以旧换新资金将于 7 月下达】6 月 26 日，国家发展改革委政策研究室副主任李超表示，将于今年 7 月份下达今年第三批消费品以旧换新资金。同时，将协调有关方面，坚持更加注重持续性和均衡性原则，分领域制定落实到每个月、每一周的国补资金使用计划，保障消费品以旧换新政策全年有序实施。

【国际清算银行报告：稳定币未能满足货币的三个关键测试】在题为《下一代货币和金融体系 (The next-generation monetary and financial system)》的报告中，国际清算银行表示，代币化代表着一项变革性创新，它既能改善旧事物，又能赋能新事物。它为跨境支付、证券市场及其他领域的新格局铺平了道路。以中央银行储备、商业银行货币和政府债券为中心的代币化平台可以为下一代货币和金融体系奠定基础。稳定币在代币化方面展现出一些前景，但在单一性、弹性和完整性这三个关键测试中，仍未达到成为货币体系支柱的要求。

研报精选

5 月社零总额同比+6.4%，增速同比、环比均有提升
固态电池设备关键环节，前中段引领突破
内有支撑，外有应对

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,448.45	-0.22%
深证成指	10,343.48	-0.48%
沪深 300	3,946.02	-0.35%
科创 50	989.97	-0.57%
创业板指	2,114.43	-0.66%
上证 50	2,738.47	-0.34%
上证 180	8,704.98	-0.28%
上证基金	6,933.52	-0.06%
国债指数	225.45	0.03%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	43,386.84	0.94%
S&P500	6,141.02	0.80%
纳斯达克	20,167.91	0.97%
日经 225	39,584.58	1.65%
恒生指数	24,325.40	-0.61%
美元指数	97.15	-0.54%

主持人： 潘云娇
Email: panyj@wlzq.com.cn

核心观点

【市场回顾】

周四 A 股三大股指震荡收跌，上证指数下跌 0.22%，报 3448.45 点；深证成指下跌 0.48%，报 10,343.48 点；创业板指下跌 0.66%，报 2114.43 点。A 股两市全天成交额 1.58 万亿元人民币，南向资金净买入 52.85 亿港元。A 股两市个股普遍下跌，超 3400 只个股下跌。申万行业方面，银行、通信及国防军工行业领涨，汽车及非银金融行业跌幅居前；概念板块方面，兵装重组概念及电子身份证概念指数涨幅居前，光刻机及共享单车概念指数跌幅居前。恒生指数下跌 0.61%，恒生科技指数下跌 0.26%；美国三大股指集体收涨，道指上涨 0.94%，报 43,386.84 点，标普 500 指数上涨 0.8%，报 6141.02 点，纳指上涨 0.97%，报 20,167.91 点。欧洲股市及亚太主要股指普遍上涨。

【重要新闻】

【国家发改委：第三批消费品以旧换新资金将于 7 月下达】6 月 26 日，国家发展改革委政策研究室副主任李超表示，将于今年 7 月份下达今年第三批消费品以旧换新资金。同时，将协调有关方面，坚持更加注重持续性和均衡性原则，分领域制定落实到每个月、每一周的国补资金使用计划，保障消费品以旧换新政策全年有序实施。

【国际清算银行报告：稳定币未能满足货币的三个关键测试】在题为《下一代货币和金融体系（Thenext-generationmonetaryandfinancialsystem）》的报告中，国际清算银行表示，代币化代表着一项变革性创新，它既能改善旧事物，又能赋能新事物。它为跨境支付、证券市场及其他领域的新格局铺平了道路。以中央银行储备、商业银行货币和政府债券为中心的代币化平台可以为下一代货币和金融体系奠定基础。稳定币在代币化方面展现出一些前景，但在单一性、弹性和完整性这三个关键测试中，仍未达到成为货币体系支柱的要求。

分析师 潘云娇 执业证书编号 S0270522020001

研报精选

5 月社零总额同比+6.4%，增速同比、环比均有提升

——2025 年 5 月社零数据跟踪报告

投资要点：

总体：2025 年 5 月社零同比+6.4%，增速同比、环比均有提升。2025 年 5 月我国社会消费品零售总额 41,326 亿元，同比增长 6.4%，较去年同期增速提升 2.7pcts，较 4 月增速上升 1.3pcts。①按消费类型分类：商品零售和餐饮收入增速较上月均有所上升。2025 年 5 月商品零售同比+6.5%，较 4 月增速+1.4pcts；餐饮收入同比+5.9%，较 4 月增速+0.7pcts。限上企业商品零售额同比+8.2%，较 4 月增速+1.6pcts。②按地区分类：城镇和乡村社零增速均环比有所回升，城镇增速高于乡村。2025 年 5 月城镇消费品零售额同比+6.5%，较 2025 年 4 月增速上升 1.3pcts；5 月乡村消费品零售额同比+5.4%，较 2025 年 4 月增速上升 0.7pcts。

细分：家用电器和音像器材类、通讯器材类、文化办公用品类、体育娱乐用品类、家具类、金银珠宝类增速亮眼20均超2025 年 5 月份，限额以上单位 16 类商品中，1 类商品（石油及制品类）为负增长15 类均为正增长；较 2025 年 4 月增速来看，7 类商品（中西药品类、饮料类、化妆品类、金银珠宝类、文化办公用品类、家具类、建筑类）零售额同比增速回落，8 类商品（粮油食品类、日用品类、烟酒类、服装鞋帽类、家

用电器和音像类、通讯器材类、汽车类、体育娱乐类)保持正增长且增幅扩大,1类商品(石油及制品类)保持负增长且下降幅度进一步扩大。①必选:粮油食品类(+14.6%)、日用品类(+8%)、中西药品类(+0.3%),其中中西药类增速有所下降,粮油食品类和日用品类增速有所上升。②可选:饮料类(+0.1%)、化妆品类(+4.4%)、金银珠宝类(21.8%)、文化办公用品类(30.5%)、家具类(25.6%)、建筑类(5.8%)增速回落,烟酒类(11.2%)、服装鞋帽类(4%)、家用电器和音像类(53.0%)、通讯器材类(33.0%)、汽车类(1.1%)、体育娱乐类(28.3%)保持正增长且增幅扩大,石油及制品类(-7.0%)保持负增长且下降幅度进一步扩大。

网上:1-5月线上零售额累计同比+8.5%。2025年1-5月,全国网上零售额60,402亿元,同比+8.5%,较2024年同期-3.9pcts,占社会消费品零售总额的比重为29.3%。其中,实物商品网上累计零售额为49,878亿元,同比增长6.3%,在实物商品网上零售额中,吃类/穿类/用类商品分别增长14.5%/1.2%/6.1%。

投资建议:2025年5月社会消费品零售总额同比+6.4%,增速同比、环比均有提升,其中家用电器和音像器材类、通讯器材类、文化办公用品类、体育娱乐用品类、家具类、金银珠宝类增速亮眼,均超+20%,一方面受国内消费补贴政策影响,家电、家具、消费电子类产品消费回暖;另一方面在近几个月,由于国际贸易、政治和军事冲突加剧,黄金作为避险资产引发国内黄金投资热情,也带动了金银珠宝类商品消费的提升。2025年中央安排超长期特别国债支持消费品以旧换新的资金总规模是3000亿元,上半年已分别下达两批共计1620亿元中央资金,支持地方做好一、二季度消费品以旧换新工作。下半年还有1380亿元中央资金将在三、四季度分批有序下达,同时地方也将相应配套和自行安排足够的地方资金,“国补”还将继续惠及广大消费者。随着政策持续落地和显效,预计消费行业还将保持回暖态势。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,近期全国由上至下推行的“禁酒令”可能会抑制宴请需求的回暖,延长库存去化的时间,需进一步观察“禁酒令”落地效果再进行判断。②大众食品:需求回暖和成本下降是主旋律,2025年扩内需政策加码,餐饮复苏有望带动餐饮产业链需求的回暖,此外,一些细分行业的原料成本处于下降通道或者底部区域,从而有利于利润释放和业绩向好,建议关注乳制品、饮料、零食、调味品等行业。(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,休假制度的落实与优化对旅游市场的带动作用仍将持续,推动扩大入境消费为免税行业带来新的增长点,健全县域商业体系利好下沉化市场加速扩张的酒店与连锁餐饮行业,教育领域有望成为人工智能应用的代表性落地场景,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:在全球贸易环境多变、美元信用体系受冲击的背景下,黄金作为避险资产的吸引力进一步提升,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:近年来国货美妆企业愈发重研发投入,不少国货品牌凭借出众的产品力脱颖而出,即便在行业需求疲软的背景下依然取得亮眼增长。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公司。(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。

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

固态电池设备关键环节，前中段引领突破

——电力设备行业深度报告

行业核心观点：

与传统液态锂电池相比，固态电池具备高安全性，高能量密度的关键优势，是锂电池产业升级的重要方向。当前，在国家政策支持、企业布局加速的推动下，固态电池正在进入快速发展阶段，产业化转折点即将到来，未来市场空间广阔。固态电池设备是锂电池产业链上游环节，在量产进程中有望率先受益。

投资要点：

常规锂电设备：前段中段设备价值占比高，涂布、卷绕机为核心设备。从工序流程来看，锂电生产工艺主要分为三个环节，分别为前段制片环节、中段装配环节以及后段测试环节。从细分环节市场规模结构分布来看，我国锂电设备前段、中段、后段设备市场占比分别为 44.05%、35.71%、20.24%，前段设备市场占比最高，其次为中段设备。细分来看，前段设备中，涂布机价值最大，占前段设备的 75%左右；中段关键设备为卷绕机，其价值占比达到 70%。

固态电池设备：与常规锂电设备区别集中在前段和中段。

(1) 前段设备：干法电极有望应用，辊压设备是关键。干法电极是一种新型的电极制备技术，与湿法工艺相比，干法电极工艺具备低成本、高效率、环保和能量密度提升的核心优势。对于固态电池制备而言，干法电极工艺不需要使用有机溶剂，这减少了与固态电解质发生副反应的风险，与电解质的兼容性更高，同时，干法工艺通过高压压实，使电极材料与固态电解质之间形成紧密接触，能够降低界面阻抗，提高离子传输效率，与固态电池的制造工艺高度契合。在制备工序上，干法电极制备主要分为干混、干涂、压延、分切四个步骤，其中压延、分切步骤与湿法电极制备方法基本一致，干混、干涂步骤设备有区别。在干法电极工艺中，压延是决定电极膜密度、均匀性和机械强度的核心工序，对电极片性能有重要影响。干法电极工艺对辊压设备的压实压力、精度和均匀度的要求更高。辊压设备有望成为核心设备，在设备性能、精度要求方面实现升级。

(2) 中段设备：固态电池适用于叠片，等静压机作用显著。固态电池存在“固-固”界面问题，影响电池性能。固态电池制备需要加压达到理想性能，而传统锂电生产中所涉及的热压、辊压等方式，提供压力有限且无法进行均匀施压，等静压机有望引入使用，提升材料致密度，解决界面缝隙和阻抗问题。当前等静压机处于早期研发阶段，海外企业进展领先，国内企业研发正在加速。另外，组装环节方面，卷绕工艺具备高效率、低成本优势，而叠片组装更适配于固态电池组装，能够兼容多种固态电解质并适配高压致密化工序。未来固态电池产线叠片机渗透率有望提升，逐步替代常规锂电生产线中的卷绕机。

(3) 后段设备：固态电池后段工艺与常规锂电池差异相对较小，主要是在设备性能参数上的升级。在固态电池生产线中，化成机、分容机等后段设备预计将随着固态电池电压平台变化，升级为高压化成机、高压分容机，而常规锂电设备中的注液机将被取消。

设备厂商加速布局，干法电极环节竞争激烈。随着各大车企、电池厂商持续加码固态电池研发，锂电设备厂商布局加速，技术快速突破。当前设备厂商核心布局环节包括整线装备、干法电极设备等。其中，先导智能、利元亨已掌握固态电池整线装备的制造工艺，具备多项核心技术；纳科诺尔、曼恩斯特、科恒股份等企业则积极布局干法电极设备环节，主要研发产品包括干法混料、干法涂布和干法辊压设备。

投资建议：

固态电池产业化进程加速，下游电池厂商投资有望提升，带动设备需求增长。与常规锂电池设备相比，前段、中段环节是固态电池设备更新升级的核心环节，其中，前段环节干法电极工艺有望应用，新增干混、干涂设备，且对辊压设备要求更高，有望推动设备性能升级；中段环节有望引入等静压机，解决界面缝隙和阻抗问题，同时，叠片设备与固态电池组装的适配性更高，渗透率有望提升。建议关注核心环节产品技术领先、布局完善、具备先发优势的设备厂商。

风险因素：产业化进展不及预期、下游需求不及预期、技术路线替代风险、政策变动风险等。

分析师 蔡梓林 执业证书编号 S0270524040001

内有支撑，外有应对 ——2025 年中期家用电器行业投资策略报告

行业核心观点：

内销方面，2024Q4 家电行业受益于以旧换新政策推动销量实现明显提升，2025 年以来以旧换新政策加码推进，行业内销仍继续保持较快增长，当前部分地区国补已经暂停，剩余专项债额度将在下半年持续接力下发，推动内销增长；地产后周期，家电更新需求占主导，同时地产政策持续宽松，基本面初现止跌回稳迹象，对地产后周期拖累边际减弱，随着二手房成交占比提升以及家电更新周期释放，对家电销售形成支撑；出口方面，2025Q1 由于关税战扰动，“抢出口”效应明显，出口增速保持增长，当前关税战反复对出口造成一定负面影响，但是我们也看到我国家电已经成长为全球第一大产销国，而对美依赖度较低，头部家电企业在全中国形成较为完善的生产基地布局，亦可对冲关税战冲击，同时，海外新兴经济体经济增速保持较快增长，家电渗透率持续提升，家电需求有望保持稳定增长，支撑我国家电出口；市场方面，受关税战扰动，上半年家用电器行业出现回落，但是当前板块估值已经处于历史较低位，配置性价比凸显，建议积极关注经营稳健全球化布局的白电龙头、地产风险缓释下地产后周期相关个股估值修复机会等。

投资要点：

12025H1 回顾：（1）市场方面，基金持仓回落及估值走低。2025 年一季度伴随以旧换新政策加码以及海外市场“抢出口”等综合影响下驱动板块上行，但随着关税战扰动，板块整体回落，家电上半年表现整体偏弱。内地公募基金重仓股持仓情况，2025 年 Q1 末公募基金重仓 SW 家用电器行业的总市值为 1203.66 亿元，环比 2024Q4 基本持平，占基金重仓 A 股市值规模 3.98%，高于标配比例 1.72pct，环比 2024Q4 末下降 0.1pct，连续两个季度出现回落。估值方面，根据 wind 历史 PE 数据来看，家用电器（申万）指数当前的估值水平仅 13.58（TTM）XPE，处于近十年估值低位，板块的配置性价比较高。（2）业绩方面，内外销双重带动下 24Q4 和 25Q1 业绩走高。2024Q4 及 2025Q1 营收增速明显提升，分别达到 8.6%和 13.7%；利润端，2024Q4 及 2025Q1 家用电器行业归母净利润同比增长 13.4%/24.6%；

内销：新增配置需求影响减弱，更新需求推动内销增长。（1）新增配置需求：预期竣工端下滑，住房新增配置需求仍承压。2024 年 10 月以来核心城市房地产市场初现止跌迹象，房地产行业销售在政策的大力支持下在 2025 年有望筑底企稳，2024 年竣工面积同比下降 27.70%，预计 2025 年竣工面积仍将进一步下行。我国大家电总保有量市场渗透率处于较高位，而其使用期限一般介于 8-12 年，早期购买的大家电已经进入更新周期。家电销售呈现去地产化趋势，从家用电器和音像器材类商品零售类值来看，尽管 2018 年起商品房销售增速回落，2018-2023 年家电类商品零售值并未受到显著影响，期间整体保持相对平稳；（2）更新需求：二手房市场成交占比提升，更新需求逐渐占主导。近几年二手房成交占比呈现明显提升的态势，房地产行业进入存量时代，二手房成交占比有望进一步抬升，奠定家电更新需求良好基础。我国在 2009 年-2011 年实施大规模家电以旧换新，期间家电销量显著增长，当时销售的家电至今已经进入更新周期。我们通过理论报废量数据及更新周期两种方法估算结果显示，大家电更新需求均已占到内销需求较高比重；（3）政策：以旧换新政策持续接力，推动内销需求释放并补贴品类扩围，继续助力消费需求释放，2025 年 Q1 家电和音像器材类商品零售额同比增长 24%。今年 1 月和 4 月已分

别下达两批共计 1620 亿元中央资金，支持地方做好一、二季度消费品以旧换新工作。后续还将有 1380 亿元中央资金在三、四季度分批有序下达。

出海：新兴市场渗透率提升有望支撑外销需求。2024 年家电出口量及出口金额分别同比增长 20.80%和 14.10%。2025 年 1-5 月受益于“抢出口”效应影响家电出口量及出口金额同比分别增长 6.1%和 2.2%，展望 2025 年家电外销，关税不确定性形成一定扰动，但是由于我国家电出口对美国依赖度有限，叠加新兴市场家电渗透率提升趋势延续，我国家电外销有望保持韧性。

1 风险因素：关税战反复、政策支持不及预期、地产持续下行、海外新兴市场需求不足、原材料价格波动、汇率大幅波动、数据统计偏差等。

分析师 潘云娇 执业证书编号 S0270522020001

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