



万联晨会

2025 年 06 月 24 日 星期二

概览

核心观点

【市场回顾】
周一 A 股三大股指低开高走，上证指数上涨 0.65%，报 3381.58 点；深证成指上涨 0.43%，报 10,048.39 点；创业板指上涨 0.39%，报 2017.63 点。A 股两市全天成交额 1.12 万亿元人民币，南向资金净买入 78.95 亿港元。A 股两市个股普遍上涨，超 4200 只个股上涨。申万行业方面，计算机、国防军工及煤炭行业领涨，食品饮料及家用电器行业跌幅居前；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，同花顺出海 50、超级品牌概念指数跌幅居前。恒生指数上涨 0.67%，恒生科技指数上涨 1.05%；美国三大股指集体收涨，道指上涨 0.89%，报 42,581.78 点，标普 500 指数上涨 0.96%，报 6025.17 点，纳指上涨 0.94%，报 19,630.97 点。欧洲股市及亚太主要股指普遍下跌。

【重要新闻】
【政协第十四届全国委员会常务委员会第十二次会议在京开幕】围绕“进一步深化经济体制改革，推进中国式现代化”协商议政。国务院副总理何立峰应邀出席会议并作报告。他表示，中共二十届三中全会强调要发挥经济体制改革牵引作用，统筹各领域改革。要围绕构建高水平社会主义市场经济体制、健全推动经济高质量发展体制机制、构建支持全面创新体制机制、健全宏观经济治理体系、完善高水平对外开放体制机制、深化生态文明体制改革等方面，切实抓好改革任务落实。

研报精选

行稳致远
逆变器出口：5 月出口整体稳定，亚洲市场保持高增长
电力设备出口：变压器、开关市场表现稳定，电缆出口持续高增长

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,381.58	0.65%
深证成指	10,048.39	0.43%
沪深 300	3,857.90	0.29%
科创 50	961.49	0.38%
创业板指	2,017.63	0.39%
上证 50	2,684.78	0.41%
上证 180	8,542.24	0.32%
上证基金	6,911.16	0.07%
国债指数	225.54	0.03%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	42,581.78	0.89%
S&P500	6,025.17	0.96%
纳斯达克	19,630.97	0.94%
日经 225	38,354.09	-0.13%
恒生指数	23,689.13	0.67%
美元指数	98.42	-0.29%

主持人： 潘云娇
Email: panyj@wlzq.com.cn

核心观点

【市场回顾】

周一 A 股三大股指低开高走，上证指数上涨 0.65%，报 3381.58 点；深证成指上涨 0.43%，报 10,048.39 点；创业板指上涨 0.39%，报 2017.63 点。A 股两市全天成交额 1.12 万亿元人民币，南向资金净买入 78.95 亿港元。A 股两市个股普遍上涨，超 4200 只个股上涨。申万行业方面，计算机、国防军工及煤炭行业领涨，食品饮料及家用电器行业跌幅居前；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，同花顺出海 50、超级品牌概念指数跌幅居前。恒生指数上涨 0.67%，恒生科技指数上涨 1.05%；美国三大股指集体收涨，道指上涨 0.89%，报 42,581.78 点，标普 500 指数上涨 0.96%，报 6025.17 点，纳指上涨 0.94%，报 19,630.97 点。欧洲股市及亚太主要股指普遍下跌。

【重要新闻】

【政协第十四届全国委员会常务委员会第十二次会议在京开幕】围绕“进一步深化经济体制改革，推进中国式现代化”协商议政。国务院副总理何立峰应邀出席会议并作报告。他表示，中共二十届三中全会强调要发挥经济体制改革牵引作用，统筹各领域改革。要围绕构建高水平社会主义市场经济体制、健全推动经济高质量发展体制机制、构建支持全面创新体制机制、健全宏观经济治理体系、完善高水平对外开放体制机制、深化生态文明体制改革等方面，切实抓好改革任务落实。

分析师 潘云娇 执业证书编号 S0270522020001

研报精选

行稳致远

——2025 年中期银行业投资策略报告

投资要点：

行业整体经营继续承压：2025 年一季度，42 家上市银行营业收入和归母净利润同比增速分别为-1.7%和-1.2%，增速均转负。整体看，营收增速的下行是制约盈利增速放缓的核心因素。一季度利息净收入和手续费净收入同比降幅明显收窄。在规模增长保持稳健的情况下，净息差降幅边际收窄是利息净收入同比降幅收窄的主要支撑因素。而负债端成本明显压降则对息差降幅边际收窄起到了重要作用。支出端，包括业务费用、拨备以及所得税同比负增长，均对盈利增速产生正向贡献。

政策友好叠加资金面助力，或驱动行情延续：2025 年一季度货币政策执行报告中在下一阶段货币政策主要思路中提到，“平衡好支持实体经济与保持银行体系自身健康性的关系”，以及“降低银行负债成本”，对银行息差端的重视度提升。低利率环境下，当前 10 年期国债收益率在 1.65%左右，一年期存款挂牌利率已经降至 1%以下，对比当前 A 股银行业平均 4%左右的股息率，以及稳定的分红预期，从大类资产配置的角度看，银行股仍有一定的吸引力。监管鼓励保险资金加大入市力度以及《公募基金高质量发展行动方案》的推出，上述资金的买入有助于夯实板块估值下限。展望 2025 年下半年，由于外部不确定性较大，以及银行息差压力，货币政策预计维持“适度宽松”状态，政策转向的压力不大，不过年内再次降息的概率或在降低。降准方面，预计仍有一次调整，用于补充流动性缺口。

净息差或逐季改善：贷款方面，过去几年，银行业整体信贷增速持续下行。居民端需求疲弱，对公新增信贷占比持续走高。受到负债以及信用成本约束，国有大行的新增信贷占比提升，传统对公贷款投放较好的银行信贷增速也保持高位。展望 2025 年，受债务置换因素的影响，我们预计整个信贷表观增速或仍有放缓可能，而对公业务优势行仍可保持

稳定的规模增长。2025 年一季度净息差下行，不过降幅呈现收窄态势，负债端成本压降则对息差降幅边际收窄起到了重要作用。随着负债端成本的进一步优化，以及政策的呵护，我们预计后续季度净息差有望逐季改善。2023 年末信用成本率已经降至 0.8% 以下，此后降幅逐步收窄，拨备对业绩的贡献逐步回落。预计 2025 年拨备计提力度继续大幅下行的概率不大，拨备对利润的支撑相对有限。

投资策略：2025 年 1 月 2 日-2025 年 6 月 13 日，银行指数（中信）整体上涨 11.8%，跑赢沪深 300 指数 13.6 个百分点。当前银行指数对应的 PB 为 0.68 倍。银行板块呈现整体上涨格局，区域行的表现相对较优。2025 年一季度，由于重定价因素集中体现，拉低了银行净息差，叠加债券市场波动对非息收入的影响，银行板块业绩增速下滑。考虑到存款重定价对息差的正向贡献以及债市波动或下降，我们预计营收和利润增速有望逐步修复。从人民币大类资产配置的角度看，考虑到当前银行板块股息率仍具有吸引力，以及监管鼓励保险资金加大入市力度以及《公募基金高质量发展行动方案》的推出，资金持续增配银行板块方向明确。另外，上述资金的持续配置有助于夯实板块估值下限。展望未来增量资金有助于支撑板块行情持续。

风险因素：宏观经济下行，企业偿债能力超预期下降，对银行的资产质量造成较大影响；宽松的货币政策对银行的净息差产生负面影响；监管政策持续收紧也会对行业产生一定的影响等。

分析师 郭懿 执业证书编号 S0270518040001

逆变器出口：5 月出口整体稳定，亚洲市场保持高增长 ——电力设备行业跟踪报告

核心观点：2025 年 6 月 20 日，海关总署发布 2025 年 5 月逆变器出口数据。整体来看，2025 年 5 月，我国逆变器出口金额为 59.65 亿元，环比增长 3.35%，同比增长 7.84%，同环比保持稳定增长。2025 年 1-5 月，我国逆变器累计出口金额为 238.90 亿元，同比增长 8.98%，市场表现稳定。分地区来看，亚洲市场持续高景气，5 月出口同环比高增长，印度、巴基斯坦等新兴国家户储需求稳健，中东地区大储出口放量，对沙特、阿联酋出口 5 月环比显著增长；欧洲地区表现稳定，出口金额同比基本持平，德国市场表现较好，实现同比高增长；美洲地区受关税政策影响，环比整体企稳，但出口金额同比有所回落；非洲地区同比保持增势，其中，南非市场整体有所波动，尼日利亚市场保持稳定，同比实现高增长。展望后市，随着市场走向旺季，出口有望保持稳定增势。当前，新兴市场表现向好，亚非国家户储出口有望保持增势；欧洲地区市场逐步回暖，需求有望持续回升；美国市场大储需求较强，但受制于关税政策变动，不确定增加。

投资要点：

2025 年 5 月逆变器出口金额保持稳定增长。2025 年 5 月，我国逆变器出口金额为 59.65 亿元，环比增长 3.35%，同比增长 7.84%，同环比保持稳定增长。累计出口金额来看，2025 年 1-5 月，我国逆变器累计出口金额为 238.90 亿元，同比增长 8.98%，市场表现稳定。

分到达地区来看：

亚洲：2025 年 5 月，我国对亚洲地区逆变器出口金额为 22.63 亿元，环比增长 19.45%，同比增长 30.19%，市场表现较好。分国家来看，2025 年 5 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 1.95、2.39、3.16、2.87 亿元，分别同比+71.99%、+224.31%、-0.89%、-37.22%。整体来看，亚洲市场保持高景气，印度、巴基斯坦等新兴国家户储需求向好，同比有所回落，但环比整体保持稳定；中东地区大储项目开始放量，其中，阿联酋国家出口金额增势较强，而沙特地区由于大储项目周期影响，波动较大，月环比实现大幅回升。

欧洲：2025 年 5 月，我国对欧洲地区逆变器出口金额为 24.04 亿元，环比下降 9.15%，同比增长 0.12%，整体保持稳定。分国家来看，2025 年 5 月，我国对德国、荷兰、英国、波兰逆变器出口金额分别为 6.06、9.68、1.12、0.59 亿元，分别同比+129.28%、-25.36%、-7.00%、-12.20%。对德国出口表现较好，继续实现同比高增长，而对英国、荷兰、波兰出口同比有所下滑。

其他地区：北美市场环比企稳，非洲市场同比正增长

北美：环比整体企稳，同比持续回落。2025 年 5 月，我国对北美地区逆变器出口金额为 1.58 亿元，环比+7.47%，同比-23.64%。其中，2025 年 5 月，我国对美国逆变器出口金额为 1.30 亿元，环比+4.67%，同比-19.70%，环比整体企稳，但受加征关税影响，出口金额同比持续回落。

拉丁美洲：拉美市场表现一般，同比持续回落。2025 年 5 月，我国对拉美地区逆变器出口金额为 6.00 亿元，环比+22.93%，同比-18.71%。分国家来看，2025 年 5 月我国对巴西、墨西哥逆变器出口金额分别为 3.29、0.28 亿元，分别同比-44.29%、-21.58%，环比表现稳定，但同比持续大幅回落。

非洲地区：南非市场有所波动，尼日利亚市场表现稳定。2025 年 5 月，我国对非洲地区逆变器出口金额为 4.12 亿元，环比-17.67%，同比+30.94%。其中，2025 年 5 月，我国对南非、尼日利亚逆变器出口金额分别为 1.21、0.91 亿元，分别环比-25.08%、+8.20%，同比-12.36%、+50.80%。南非市场整体有所波动，尼日利亚市场保持稳定，同比实现高增长。

分发货地来看：

2025 年 5 月，我国广东、浙江、安徽、江苏逆变器出口金额分别为 22.97、14.26、9.39、6.60 亿元，分别环比+14.24%、+2.14%、+7.42%、-4.89%，同比+0.24%、+1.32%、+17.29%、+15.70%。各地区出口环比整体稳定，广东、浙江、安徽地区环比持续增长，江苏地区环比有所波动，同比实现高增速。

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，但当前美国加征关税，不确定性增加，后续发展仍需观察；（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

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

核心观点：2025 年 6 月 20 日，海关总署发布 2025 年 5 月电力设备出口数据。2025 年 5 月，电力设备出口表现稳定，5 月合计出口金额为 71.43 亿元，环比下降 9.51%，同比增长 35.17%，1-5 月累计出口金额达到 332.77 亿元，同比增长 35.53%。细分产品来看，变压器出口保持稳定，出口同比高增长，环比小幅回调，其中，拉美地区表现较好，同环比实现高增速；电表出口整体稳定，同环比有所回调，欧洲保持同比正增长，亚洲、非洲地区则同比下滑；开关出口环比有所回落，同比保持高增速，我国对亚洲、非洲、欧

洲、拉美的开关出口金额均实现同比正增长；电缆出口表现稳健，4月出口金额创新高后，5月出口环比有所回落，同比保持高增长，其中，亚洲市场表现亮眼，5月出口创新高，欧洲、非洲、拉美市场保持稳定。展望后市，2025年1-5月电力设备出口表现持续向好，随着市场进入夏季，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，拉美地区明显回升

5月出口同比保持高增长，环比有所回落。2025年5月，我国变压器出口金额为33.42亿元，环比下降3.80%，同比增长30.25%，环比小幅回调，同比保持高增长。2025年1-5月，我国变压器累计出口金额为164.64亿元，同比增长46.22%，市场表现稳健。

分到达地区来看，非洲地区同环比回落，拉美地区同环比回升。2025年5月，我国对亚洲、非洲、欧洲、北美的变压器出口金额分别为13.02、3.00、8.55、2.15亿元，分别同比+28.84%、-29.68%、+24.83%、+4.71%，我国对亚洲、欧洲、北美地区变压器出口同比正增长，对非洲地区出口同环比明显下滑。另外，我国对拉美地区出口实现同环比回升，环比增长73.75%，同比增长164.24%。

电表：出口有所回调，欧洲市场保持稳健

5月出口有所回调。2025年5月，我国电表出口金额为9.42亿元，环比下降4.22%，同比下降2.36%，同环比有所回调。全年来看，2025年1-5月，我国电表累计出口金额为44.04亿元，同比增长10.50%。

分到达地区来看，欧洲保持同比正增长，亚洲、非洲地区有所下滑。亚洲、非洲、欧洲是我国电表出口的主要市场。2025年5月，我国对亚洲、非洲、欧洲的电表出口金额分别为3.32、2.30、3.09亿元，分别同比-17.72%、-10.46%、+15.14%，欧洲地区出口保持同比正增长，市场表现稳健，亚洲、非洲地区同比有所下降。

开关（>1kV）：出口同比保持高增速，欧洲地区表现稳定

5月出口环比有所回落，同比保持高增速。2025年5月，我国开关出口金额为6.66亿元，环比-9.36%，同比+18.38%，出口金额环比持续回落，同比保持高增长。2025年1-5月，我国开关累计出口金额为33.60亿元，同比增长24.85%，保持稳定增长。

分到达地区来看，欧洲市场表现稳定，亚洲、非洲、拉美市场环比有所回落。2025年5月，我国对亚洲、非洲、欧洲、拉美的开关出口金额分别为4.56、0.25、0.96、0.58亿元，分别同比+7.61%、+29.72%、+97.85%、+36.35%，欧洲市场表现稳定，同环比实现高增速，亚洲、非洲、拉美市场环比有所回落，同比保持正增长。

电缆（>1kV）：市场表现稳健，亚洲出口创新高

电缆5月出口保持稳健，实现同比高增长。2025年5月，我国电缆出口金额为21.93亿元，环比-19.37%，同比+86.96%，市场同比保持高增速，由于4月出口创新高，环比有所回落。全年来看，2025年1-5月，我国电缆累计出口金额为90.50亿元，同比+36.75%，保持稳定高增速。

分到达地区来看，亚洲5月出口创新高，欧洲、非洲、拉美市场保持同比高增长。2025年5月，我国对亚洲、非洲、欧洲、拉美的电缆出口金额分别为11.98、1.67、3.26、2.14亿元，分别同比+141.67%、+58.60%、+150.86%、+41.03%，亚洲市场表现稳健，同环比实现高增速，5月出口创新高，欧洲市场由于4月高基数，5月环比有所回落，同比保持高增长，非洲、拉美市场环比相对稳定，同比实现高增速。

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

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