

2025 年 6 月 13 日 星期五

分析师推荐

【东兴电力设备及新能源】光伏行业：静待供给侧优化，关注降银金属化新技术——光伏行业 2025 年中期策略（20250612）

静待行业自律+技术创新助力供给侧优化。抢装带动 25 年 Q1 业绩回暖，但全行业仍处于亏损阶段，产能出清仍在进行时。在此背景下，行业自律与技术创新成为破局关键。一方面，头部企业或将牵头建立产能规划协调机制，通过签订自律公约避免恶性竞争，引导资源合理配置；另一方面，新型电池技术量产效率持续提升，去银无银化技术突破，加速推动产线升级迭代。随着自律机制完善与技术革新，光伏行业有望加速淘汰落后产能，优化供给结构。

硅料与电池片环节将成行业供给侧优化的核心抓手。硅料环节一方面生产流程复杂，启停成本高昂，还原炉启停需经过高温冷却、气体置换等一系列操作，若停产时间长，还需进行吹扫排空、氮气保护等维护措施，进一步增加成本。另一方面，硅料行业头部厂商集中，技术实力强、规模大的同时，一体化程度相对低、利益相对一致，面临困境时，头部企业也更容易达成减产协议。电池片环节承担着光伏技术进步的重任，新技术不断涌现，各技术路线均需要持续技术迭代以维持自身产线竞争力。

降银成为光伏行业降本提效的重要方向。目前金属化降本主要包括两个方向：

（1）原材料端通过寻找新型导电非贵金属替代银浆达到降本目的，如铜电镀、铜浆料等技术是以低价的铜替代高价的银，从而降低金属化的成本；银包铜并不适用于主流高温工艺，而电镀铜设备投资太大，尚不具备经济性，若能解决好铜氧化、烧结扩散以及附着性问题，纯铜浆或为金属化降本理想方案。

（2）工艺端持续改进减少银浆用量，如 OBB 和叠栅技术通过调整电极主副栅的组织形式，减少电池片浆料的使用，从而降低成本并提高效率。叠栅取消了主副栅和焊带，利用三角导电丝和种子层进行导电，改变了传统栅线结构的电流收集路径，作为新一代平台化技术，叠栅的成熟度有望逐步提升。这些金属化新技术的应用，将给辅材环节将带来升级迭代或增量需求。

投资策略：新政驱动了“531”光伏抢装，边际上带动 Q1 产业链上下游各环节的利润修复。但由于抢装是下半年的需求前置，新政实施后，电价的不确定性叠加整体上网均价的下降预期，或使得下半年分布式项目投资意愿大幅下降，且当前来看，整体产业链仍处于产能过剩的大格局之下，在需求没有大幅增长的背景下，落后产能出清尚待时日，产业链利润修复的力度和持续性仍有待观察。我们认为，一、技术迭代快的电池片和高启停成本的硅料环节，尾部产能有望加速出清；二、随着行业供给侧自律力度加码，优势辅材龙头也将受益；三、关注需求高景气的储能 PCS 领域。推荐关注阳光电源，

本期编辑

分析师：石伟晶

021-25102907

执业证书编号：

shi_wj@dxzq.net.cn

S1480518080001

东兴证券研究所金股推荐

证券代码	证券简称
000881.SZ	中广核技
000975.SZ	山金国际
002891.SZ	中宠股份
003000.SZ	劲仔食品
09992.HK	泡泡玛特
600426.SH	华鲁恒升
603565.SH	中谷物流
688095.SH	福昕软件
688531.SH	日联科技

数据来源：《六月金股汇》2025 年 05 月 28 日，东兴证券研究所

相关标的德业股份也有望受益。

风险提示：需求端增长不及预期、行业竞争加剧超预期、公司成本/盈利改善不及预期、海外政策/地缘政治影响超预期。

（分析师：洪一 执业编码：S1480516110001 电话：0755-82832082 分析师：侯河清 执业编码：S1480524040001 电话：010-66554108 分析师：吴征洋 执业编码：S1480525020001 电话：010-66554045）

【东兴计算机】计算机行业 2025 年中期策略：AI Agent 引领计算机行业价值重估（20250610）

行业回顾：上半年计算机指数在 DeepSeek 等技术催化下跑赢大盘。纵向看，得益于一季度 DeepSeek 催化，计算机指数上半年跑赢大盘，截至 25 年 5 月 31 日，计算机行业指数自年初累计上涨 1.65%，跑赢沪深 300 指数 4.07pct。横向看，计算机板块上半年整体表现居中，收益率在申万一级 31 个子行业中排名第 14，并强于大盘走势，行业风格上今年上半年科技板块整体处于相对劣势。从市场表现来看，今年上半年计算机板块仍表现出极强弹性，一季度在技术驱动下跑出显著超额收益，后受风险偏好降低影响估值承压回撤，当前行业指数有所回升，整体处于震荡区间，并存在一定结构性分化。目前计算机板块估值处于中位偏高水平，机构持仓下滑趋势逐步企稳有望回升，行业整体风险度适中。

行业展望：AI Agent 板块政策、技术、需求多维共振，景气度持续上行。综合对过往走势的分析，我们当前认为对行业投资机会的把握应从基本面（政策、技术、中长期需求）、性价比（估值水平、筹码结构等综合判断）、吸引力（主题催化、风险偏好、流动性预期等综合分析）三大维度去综合分析判断。对于下半年计算机行业的投资展望，我们预期市场整体流动性相对宽裕，风险偏好稳中有升，机构对计算机板块的持仓意愿有所增强。当前科技自立自强与发展数字经济仍构筑板块政策主线，符合政策主题的人工智能与国产算力具备市场高关注度，技术端模型侧与海外龙头差距正在缩小，叠加国产算力逐步成熟；需求端部分传统行业亟需 AI Agent 等技术手段帮助其创收或提效，同时推理需求的爆发有望在当前早于颠覆性应用出现。基于此，我们认为具备景气度以及有望重塑计算机行业价值的 AI Agent 及相关领域将成为下半年板块核心投资机会。

投资策略：AI Agent 具备爆发潜力，有望重塑计算机行业价值，持续把握相关领域投资机遇。Agent 是大模型驱动的 AI 高阶应用形态，具备独立思考、自主执行和持续迭代三大核心能力，其核心组件包括大模型、规划、记忆和

工具使用能力。当前技术上在感知层、决策层和执行层仍存在数据质量、隐私保护等痛点，但 MCP 协议、A2A 互操作协议等技术突破，以及大模型推理成本降低，推动其商业可行性提升。预计我国 AI Agent 行业市场规模将从 2024 年的 1473 亿元增长至 2028 年的 3.3 万亿元，规模化应用逐步实现。从参与者的维度来看，AI Agent 行业参与者包括大模型创业厂商、互联网大厂、RPA/流程自动化厂商和传统数字化企业服务商，四类参与者各具技术、生态等优势。AI Agent 类型分为平台框架型和垂类应用型，前者提供全流程工具，后者聚焦行业场景，细分为解决方案型和功能型。从价值创造看，AI Agent 能提升高价值服务业生产力，在金融、教育、医疗、法律、零售等行业可显著节约成本或创造直接价值，推动 workflow 和交互效率变革。

我们认为 Agent 有望重塑计算机行业整体价值。首先带来国产算力需求提升（DeepSeek 对训练算力资源的节约，并未让整体算力需求减少，反而由于 AI Agent 等应用的落地，用于推理的 AI 芯片占比持续升高，同时由于推理环节对 AI 芯片性能要求较低，国产 AI 芯片被逐步投入使用，叠加英伟达出口受限，可能进一步推动国内 AI 芯片的结构发生变化），其次软件服务产业自身就是高人力成本服务业，AI Agent 能直接降本增效，有望推高行业毛利率中枢（当前 A 股计算机公司以 2B 项目制业务为主，人力成本为占相关公司营业成本的较大比例。从结果导向看，我们认为 AI Agent 的应用能大幅提升程序员工作效率，降低单项目人数投入或加快项目节奏，实现公司营运效率的提升以及盈利能力的释放，有望进一步推高行业毛利率中枢），最后 AI Agent 有望推动计算机公司商业模式升级（随着 AI Agent 与企业平台、企业软件深度结合，一方面厂商可通过增加提供 AI 功能直接提升项目或产品价值量，带来直接创收，同时由于 AI 模型在持续更新迭代，客户为能使用到最为先进的应用有意愿去接受订阅制的产品或允许软件厂商帮助其建设开放式平台，底层可接入多种大模型，软件厂商有望通过 Token 分销的模式赚取具备相对持续性的收入，实现商业模式的升级。再进一步，AI Agent 有望将软件产品的定位从“工具”升级为“劳动力”，实现结果导向型创收）。

AI Agent 当前具备爆发潜力，我们认为在相关领域具有布局的上市公司将有望持续受益于行业发展：1、平台类 AI Agent：科大讯飞、昆仑万维、商汤、第四范式等公司。2、垂类 AI Agent：1）办公/OA/ERP/CRM：金山办公、福昕软件、泛微网络、致远互联、金蝶国际、用友网络、能科科技、赛意信息、汉得信息等公司；2）金融/财税：同花顺、顶点软件、税友股份、宇信科技、中科金财、新致软件等公司；3）编程：卓易信息、普元信息等公司；4）教育：科大讯飞、佳发教育等公司；5）医疗：讯飞医疗科技、卫宁健康等公司；6）营销：迈富时等公司；7）司法：金桥信息、华宇软件等公司；8）端侧：中科创达、萤石网络等公司。3、国产算力：海光信息、寒武纪、浪潮信息、金山云等公司。

（分析师：张永嘉 执业编码：S1480523070001 电话：010-66554016）

重要公司资讯

- 1. 腾讯音乐：**与 TVB 宣布深化围绕大湾区娱乐与音乐方面的全方位战略合作。双方将聚焦整合音乐、科技、用户生态、影视 IP、内地与港澳地区及海外渠道等资源，探索“音乐+影视+科技”的创新生态模式。（资料来源：同花顺）
- 2. 宇视、云深处及小远三方达成战略合作。**杭州云深处科技有限公司、小远机器人有限公司及宇视科技在杭州签署战略合作协议。未来，三方将在城市应急、治安巡逻等关键领域展开全面深入的战略合作。此次合作旨在深度融合三方在智能感知、机器人平台与系统集成方面的优势，通过市场资源共享与技术研发共创，共同打造具备行业示范效应的智慧巡逻、巡检场景解决方案。（资料来源：同花顺）
- 3. 蜂助手：**拟 2.06 亿元购买丰当科技 30% 股权。本次交易完成后，蜂助手持有丰当科技的股权将由 4.83 亿股上升至 6.9 亿股，占总股本的比例由 70% 上升至 100%。蜂助手将以自筹资金支付交易金额。本次交易不涉及关联交易，不构成重大资产重组。（资料来源：同花顺）
- 4. 中国巨石：**拟通过技改将年产 8 万吨池窑拉丝生产线产能提升至年产 10 万吨，同时配建埃及煅烧白云石生产线。项目总投资 8997.91 万美元，其中生产线技改项目投资金额为 8314.69 万美元，煅烧白云石生产线投资金额为 683.22 万美元。项目建设周期为 1 年以内，预计可实现平均投资收益率为 29.78%。（资料来源：同花顺）
- 5. 西部黄金：**公司计划以自有资金和贷款现金收购新疆有色金属工业(集团)有限责任公司持有的新疆美盛矿业有限公司 100% 股权。本次交易价格为 16.55 亿元，较账面值溢价 1,421.66%。交易完成后，新疆美盛将成为西部黄金的全资子公司。该交易尚需自治区国资委审批及公司股东大会审议。（资料来源：同花顺）

经济要闻

- 1. 外交部：**应哈萨克斯坦共和国总统托卡耶夫邀请，国家主席习近平将于 6 月 16 日至 18 日赴哈萨克斯坦阿斯塔纳出席第二届中国—中亚峰会。（资料来源：同花顺）
- 2. 世界银行：**发布的最新一期中国经济简报分析指出，2025 年一季度，中国 GDP 同比增长 5.4%，政策支持助力消费提升、主要城市住房销售回暖。世界银行中国局局长华玛雅认为，在外部和国内经济挑战下，提振居民消费是保持中国经济增长的关键。加强对农民工和零工群体的保障，将有助于减少预防性储蓄需求，从而鼓励更多支出。这份名为《释放消费潜力》的简报显示，通过扩大公共投资规模、针对居民的定向支持等途径，更加积极的财政政策将支撑中国经济增长。简报分析认为，基础设施与制造业投资对政策支持的响应更为显著。在政府加快债券发行和资金拨付的支持下，2025 年前 4 个月基础设施投资增速较快。得益于大规模设备更新相关政策、对重点行业的定向扶持等，制造业投资也保持较快增长。（资料来源：同花顺）
- 3. 商务部：**要进一步扩大开放，放宽外资市场准入。商务部将与有关部门一起落实好《2025 年稳外资行动方案》，在云计算、生物技术、独资医院等领域加快开放试点，有序扩大其他服务领域的自主开放。用好现有的开放平台，比如自由贸易试验区、国家级经济技术开发区、国家服务业扩大开放综

合试点示范等，稳步扩大制度型开放。（资料来源：同花顺）

4. 国家税务总局：5月份，制造业销售收入占全国企业销售比重为30.1%，保持基本稳定，为经济增长提供重要支撑。其中，装备制造业销售收入同比增长7.5%，特别是铁路船舶航空航天设备、计算机通信设备、电气机械器材制造销售收入同比分别增长15.1%、13.1%和8.6%，保持较快增长。（资料来源：同花顺）

5. 湖南省财政厅：关于2025年省级预算调整方案(草案)的报告中提到，经积极争取，财政部分两批下达我省全年新增债务限额1823亿元，比上年增加101亿元，包括一般债务358亿元，专项债务1465亿元。第一批下达的1029亿元，包括一般债务179亿元；专项债务850亿元，已编入省级年初预算，提请省十四届人大三次会议审查批准。第二批下达的794亿元，全部编入此次预算调整方案。（资料来源：同花顺）

6. 上交所：6月11日，上交所组织召开“科创板八条”一周年投资端座谈会，基金管理人以及保险、券商、银行、银行理财子公司等机构代表参加。座谈会上，与会机构就科创板指数化投资、ETF高质量发展生态建设等话题进行探讨。在与会机构代表看来，当前境内指数化投资趋势正加速形成，科创板ETF日益成为投资者参与科创板投资的重要渠道，持续吸引资金流入“硬科技”企业。座谈会上，机构代表建议优化科创板ETF相关配套机制。对此，上交所相关负责人表示，正加快推动将科创板ETF纳入基金通平台转让，研究优化做市商机制、盘后固定价格交易机制，积极引导更多社会资金流向“新质生产力”等国家重点支持领域，满足广大投资者资产配置需求。（资料来源：同花顺）

7. 广州市：优化房地产政策，全面取消限购、限售、限价，降低贷款首付比例和利率。更好满足住房消费需求。扎实推进城中村及老旧小区改造，2025年计划推进新开工老旧小区改造超150个，更新住宅老旧电梯超9000台，完成城中村改造固定资产投资1000亿元。推进利用专项借款购买存量商品房作为安置房。持续优化住房公积金使用政策，支持缴存人在提取住房公积金支付购房首付款的同时申请住房公积金个人住房贷款，进一步优化租房提取政策措施。（资料来源：同花顺）

8. 香港证监会：继续与港交所合作，进一步吸引多元化的公司来港上市，提升国际竞争力，并降低交易成本、提升市场效率。在深化内联外通方面，梁凤仪表示，内地与香港市场互联互通机制跨越10年，重中之重仍然是深化两地市场的融合。未来，香港证监会将积极推进互联互通的扩容和优化，例如把人民币柜台纳入港股通等。（资料来源：同花顺）

9. 伊朗武装部队总参谋部：就以色列袭击伊朗发布一号公告。公告指出，13日，以色列采取侵略和冒险行动，袭击了伊朗的部分平民和军事区域，导致妇女和儿童以及军事人员在内的人员伤亡。伊朗武装部队总参谋部强烈谴责敌人的侵略行为，这一行为违背了所有国际准则。此外，伊朗武装部队将对发起这一行为的指挥官、实施者和支持者进行报复。（资料来源：同花顺）

10. 中国驻以色列大使馆：以色列对伊朗相关目标发动袭击，中东地区紧张局势加剧。目前，以政府已宣布进入紧急状态，关闭领空，停工停课。当地安全形势复杂严峻。中国驻以色列使馆特别提醒在以中国公民密切关注形势发展变化，保持镇定，务必提高警惕，做好防范导弹、火箭弹、无人机等各类袭击的准备，全面加强安全防范措施。非必要不外出，坚决避免前往军事单位、敏感机构等周边区域。保持联络畅通，切勿麻痹大意。如遇紧急情况，请及时报警并与中国驻以色列使馆取得联系。（资料来源：同花顺）

每日研报**【东兴宏观】非农乏善可陈，暑期消费或有一定支撑——5月美国非农数据点评（20250610）**

美国5月季调后非农就业增13.9万，预期13万，前值14.7万；失业率4.2%，预期4.2%，前值4.2%。

主要观点：

数据方面，支撑非农的四大行业（医疗、专业和商业服务、住宿餐饮、政府）仅剩医疗和住宿餐饮尚可。新增就业主要集中于教育和医疗（8.7万）、住宿餐饮（3.1万）、艺术娱乐（1.7万）、金融（1.3万）以及社会辅助（0.8万）。传统的主要支撑就业的专业和商业服务（-1.8万）以及政府（-0.1万）连续数月处于低迷状态。（图10）

暑期服务类消费可能较好。观光就业在5月有明显上涨，赌博就业速度也未见放缓。时薪同比增速4%，仍明显超过通胀速度，暑期消费仍有一定支撑。（图6、12）

劳动力市场仍处于较为僵化的状态。离职率、雇佣率和解雇率均处于低位状态，表明劳动力市场的流动性仍处于底部。周度的初请数据已连续数周小幅上升，若后者累计数据出现向上趋势，则是值得注意的负面信号。（图7、8、9、13）

劳动力市场往往滞后于经济数据以及金融市场的表现，因此不能以劳动力市场的数据来判断经济的拐点。

关税对经济属于外生的负面冲击，需要时间来慢慢体现在经济数据之中，类似于“外伤”转化为“内伤”需要时间。如果“外伤”不能及时消解，最终将影响经济有机运行。这与一般的经济危机不同。一般的经济危机往往是经济运行一段时间后自然集聚的问题集中爆发，即“内伤”显性化。因此，内生性问题出现时往往不可挽回，容易陷入经济衰退。

目前来看，关税的不确定性有所下降但尚未完全消失，市场可能最终接受基础性关税10%的结果。特朗普后续的政策为将2017年的减税政策永久化，并可能进一步降低税收。虽然对联邦政府的债务有恶化影响，但短期内，对经济有一定正面的刺激作用。

市场方面观点不变，流动性尚充裕。（图14）

风险提示：海外通胀超预期，海外经济衰退。

（分析师：康明怡 执业编码：S1480519090001 电话：021-25102911）

【东兴电子】电子行业2025年中期展望：AI浪潮推动电子行业进入新发展阶段，三大核心领域增长动能值

得关注 (20250612)

年初至 2025 年 6 月 4 日，电子行业指数（中信）跑赢创业板指数。我们分析认为年初受 DeepSeek 引领的开源模型创新浪潮驱动国内 AI 大模型产业价值重估，叠加终端侧 AI 应用的持续迭代升级，算力产业链一季度表现相对强劲。后续受特朗普美国关税政策影响，对电子板块形成较大干扰。2025 年初至 2025 年 6 月 4 日，电子板块指数涨幅在全行业指数（中信）中居前。2025 年 Q1 基金持有电子行业总市值为 5705.58 亿元，占流通 A 股市值比重下降至 4.78%；2025 年 Q1 电子板块基金持仓市值前十的公司其中半导体领域的标的占比高达 90%。2025Q1 基金持仓电子行业总市值在申万一级行业中排名第二。

展望未来，硬件创新周期叠加 AI 浪潮推动电子行业进入新发展阶段，三大核心领域增长动能明确看好方向如下：（1）晶圆代工（2）SoC（3）热管理材料：

（一）晶圆代工：受益于 AI 发展，服务器、数据中心与存储这成为增长最快的细分市场，全球半导体销售额到 2030 年总额将超过 1 万亿美元；芯片需求不断上升带动全球半导体晶圆厂产能持续增长，2024 年及 2025 年增长率分别为 6%和 7%。2025 年全球晶圆月需求量预计达到 11.2 百万片，到 2030 年增至 15.1 百万片。展望未来，受 AI 需求持续强劲的推动，全球晶圆代工行业有望实现持续增长，此外，消费电子、网络和物联网等非 AI 半导体应用需求预计将逐步复苏，这将为行业的增长趋势提供支撑。受益标的：中芯国际、华虹公司等。

（二）SoC：当前 AI 技术成为 SoC 架构的重要组成部分，为边缘设备提供了更强大的智能处理能力，AI 应用也持续向各行各业渗透多领域场景。移动设备、物联网设备和可穿戴设备对能效与紧凑尺寸日益增长的需求，正推动 SoC 在市场上的普及。随着人工智能（AI）和机器学习算法的不断进步，针对 AI 优化的 SoC 的发展势头迅猛。这些针对 AI 优化的 SoC 提供了边缘处理能力，即使在网络连接有限的区域，也能提升隐私保护水平并延长电池续航时间。汽车领域对支持高级驾驶辅助系统（ADAS）、自动驾驶和车载信息娱乐系统的 SoC 需求不断上升，正在显著推动 SoC 市场的增长。根据 MarketandMarket 预测，全球 SoC 市场规模将从 2024 年的 1384.6 亿美元增至 2029 年的 2059.7 亿美元，2024-2029 年复合年增长率（CAGR）为 8.3%。受益标的：瑞芯微、恒玄科技、全志科技、乐鑫科技、芯原股份等

（三）热管理材料：热管理材料导热、散热性能的高低很大程度上影响着消费电子产品运行的稳定性及可靠性。自 2024 年以来，为满足 AI 大模型的训练与推理需求，AI 终端器件算力呈指数级增长，以智能手机笔记本电脑、智能家居等消费电子产品内部器件发热量及散热需求显著提升。当前市场最大且发展最快的是 AI 手机和 AIPC。在端侧 AI 算力加码的情况下，热管理材料的散热效能对 AI 性能的稳定性及可靠性起到直接决定性作用。全球热管理市场的规模将从 2023 年约 159.8 亿美元增长到 2028 年的 264.3 亿美元，年均增长率为 10.5%，热管理材料需求有望快速增长。受益标的：思泉新材、领益制造、苏州天脉、飞荣达、中石科技等。

风险提示：产品价格波动、行业景气度下行、行业竞争加剧、中美贸易摩擦加剧。

（分析师：刘航 执业编码：S1480522060001 电话：021-25102913 研究助理：李科融 执业编码：S1480124050020 电话：021-65462501）

【东兴电力设备及新能源】锂电行业 2025 年中期投资策略：板块景气度回暖，固态电池、钠电有望迎来规模化应用节点（20250612）

25Q1 我们看到产业链终端需求仍维持较高增长态势，电池等环节在盈利向上同时收入端亦显现回暖，我们认为锂电板块整体景气度有所回升，同时固态电池等产业链新技术自 24 下半年出现多次催化推动行情逐步产生升力，25~26 年伴随着新技术商业化进程的持续推动，板块有望迎来利润端的修复与估值的提升，我们认为当前时点板块业绩稳健且兼具弹性，具备一定的配置价值。25H2 板块格局趋稳有望迎来基本面重归上升的机遇，同时固态电池等新技术商业化进程的提速以及低空、机器人等新应用领域增量需求有望形成持续催化，建议关注以下两个维度潜在的投资机会：

1、板块基本面走出底部向上的机遇

电池环节：当前格局在锂电产业链中表现较优且供给边际变化相对稳定，我们认为有望迎来营收利润同步上升的走势，同时有望持续受益于低空、机器人等新需求增量与固态电池等新技术的催化。头部企业差异化产品与极限制造能力仍将维持盈利端优势，部分二线厂商有望把握新客户增量订单以及产业链出海趋势实现量利高增。建议关注欧美产能即将进入收获期的国轩高科，同时宁德时代亦将广泛受益出海+差异化产品竞争带来的盈利优势。

材料环节：尽管在利润层面，锂电产业链内部分企业面临着利润率下滑，产能利润率低等状况，我们认为伴随持续的产能出清及新产品迭代，锂电材料各环节的集中度将进一步提升，利润水平有望回归。未来三元正极材料占比有望随着安全性能的提升而回升，且三元相关技术在半固态、钠电等领域仍有应用的可能，在材料环节我们看好三元正极，华友钴业等有望受益。

2、新技术对板块的潜在催化

固态电池：伴随 eVTOL 与人形机器人等领域逐步进入快速增长阶段，以及各企业对全固态电池相关技术方案与产业化应用时点的发布情况，我们认为在新需求的持续催化下，固态电池技术的应用落地有望提前驶入快车道，产业化进程已呈加速趋势，具有固态电池技术先发优势且应用端领先落地的电池企业将主要受益，建议关注全固态电池技术储备领先且半固态电池已具备产业化能力的国轩高科。

钠电池：钠电已突破规模化成本临界点，当前需求增长显著，尤其在极端环境储能和电动两轮车领域已实现规模化应用，同时产业链降本成效显著，上游材料自给率提升，中游兼容锂电产线，下游集成设计优化，全链成本优势凸显。预计宁德时代、华阳股份等企业将受益于钠电产业化应用快速渗透的进程。

风险提示：需求端增长不及预期、行业竞争加剧超预期、公司成本/盈利改善不及预期、海外政策/地缘政治影响超预期以及新技术产业化进程不及预期。

（分析师：洪一 执业编码：S1480516110001 电话：0755-82832082 分析师：吴征洋 执业编码：S1480525020001 电话：010-66554045 分析师：侯河清 执业编码：S1480524040001 电话：010-66554108）

【东兴有色金属】金属行业 2025 半年度展望（Ⅲ）：供需结构持续改善—小金属板块或显现底部抬升（20250610）

我们在 2025 年 6 月 6 日发布的报告《金属行业 2025 半年度展望（Ⅰ）：弱供给周期下的行业配置属性探讨—工业金属板块高景气度延续》及《金属行业 2025 半年度展望（Ⅱ）：供需结构强化叠加流动性周期切换—贵金属行业进入强景气周期》中，分别对工业金属板块的铜、铝和贵金属板块的黄金、白银及铂金进行了讨论。本文中，我们将对镁与锂两大行业的供给与需求状态进行研究，并对其未来变化进行预测，从而判断其供需结构的变化趋势。我们发现，镁行业供需或进入持续性紧平衡状态，而锂行业供给过剩状态或逐渐改善。

全球金属行业仍然处于弱供给周期。全球矿端有效供给增量显现刚性化特征，2024 年全球矿业上游勘探投入在金属价格整体高位背景下延续第二年回落，2024 年全球金属勘探投入已降 3%至 125 亿美元。尽管 3 年行业矿端平均资本投入周期数据暗示数年后金属行业的供给弹性或有释放空间，如 2021-2023 全球矿山领域年均勘探投入已升至 123.2 亿美元（累计上升 35.4%），该数据创 1997 年以来 9 个周期中第二高位，并触及 2009-2011 年该阶段水平（QE 时期）。但海外市场的高融资成本、有效矿山项目品位的弱化、全球政经环境挥发所带来的远期增长预期波动等，均令全球矿业项目上游支出环境恶化。从最新的数据角度观察，2024 年绿地勘探项目的数量占比已经降至创纪录低点（27.9 亿美元，占比降至 22.36%），但与之对应的在产矿区项目投入占比却持续增长（49.8 亿美元，占比 40%），数据充分显示全球矿业投资环境的复杂化令资本风险偏好出现的明显弱化（如 PAI 指数在 24Q3 已经降至 2016 年来最低）。考虑到绿地项目勘探投入的实质性减少将令实际产能释放的滞后效应更为显著，我们认为全球矿业的供给状态在 2028 年前或延续强刚性化特征。

全球金属行业供给增速整体刚性承压，全球矿端平均供给增速显著低于金属产出增速。从全球 28 种矿业项目年均产出增速观察，24 年矿端实际供给增速由 6.35%降至 2.22%，仅为近 30 年供给增速均值的 49.8%（1995-2024 年全球矿端供给平均年增速为 4.45%）。而从中国的金属实际产出角度观察，中国 10 种有色金属月度累计产量供给增速 2023-2024 年间均值为 6.79%（24 年均值降至 5.95%），整体维持于 2012 年至今产出增速的波动区间内，显示金属产出的供给增速仍呈周期性的偏刚性特点。

关注行业周期性、成长性及对冲性的配置价值。考虑到金属行业景气度及周期性配置的攀升，结合 2025 下半年全球流动性市场的宽松切换，我们认为金属行业仍需关注三条主线，分别是库存周期低迷但供需状态仍显强韧性的工业金属，行业成长属性强化下的需求弹性外扩的小金属，以及具有强对冲属性且供需基本面延续紧平衡的贵金属。三条主线分别代表了周期性（供给周期及库存周期），成长性（需求长期扩张）以及对冲性（“胀”与风险）的配置机会。

金属行业配置创新高，但四季度高位波动。有色金属行业基金持仓比例显著攀升，但 24 年呈现高位波动态势。近五年，有色金属基金持仓比例持续增长，由 20Q1 的 1.29%增至 24Q1 的 5.43%历史新高。其中，受供需结构偏紧及地缘政治风险加剧影响，市场预期有色行业在 24 年将较 23 年的业绩增速底部抬升（23 年营收+1.5%，归母净利润-25.21%），24Q1 有色持仓比例环比提升了 1.52PCT。至 24Q4，美联储降息预期落地，叠加经济疲软及下游需求偏弱（CPI、PPI 环比持续下滑），四季度持仓比例明显回落至 2.85%。分子板块观察，工业金属与贵金属与有色行业整体变化趋势相同，均在年内持仓占比创下新高后于四季度明显回落。其中，工业金属年内持仓比例由 23Q4 的 2.09%最高升至 24Q2 的 3.79%（铜增幅最为明显，同期由 1.54%升至 2.92%），但于 24Q4 回落至 1.82%；贵金属年内持仓比例由 23Q4 的 0.66%最高升至 24Q2 的 0.78%（黄金同期由 0.66%

增至 0.95%)，后于 24Q4 降至 0.40%。小金属与金属新材料板块基本维持稳定，分别由 23Q4 的 0.29% 降至 24Q4 的 0.22%，和由 0.14% 降至 0.11%。能源金属受锂行业产能过剩、价格下行影响，持仓比例持续近三年的下滑趋势，由 23Q4 的 0.73% 降至 24Q4 的 0.30%。

镁：镁行业供需或进入持续性紧平衡状态。中国原镁行业已逐渐形成镁新型现代产业集群，这有助行业规模效益的提升及盈利水平的修复，也意味着行业的发展将与新能源产业的发展形成有效共振。考虑到镁金属作为绿色及新质生产力产业发展的核心生产要素，绿色化、智能化、移动化及轻量化在产品应用端的持续拓展将推动镁行业下游需求的有效扩张，这或扭转行业产能利用率偏低现状并且进一步提升行业规模进入良性扩张态势。鉴于企业端原镁产能现有的建设规划与产能利用率的回升，我们认为 2024-2027 年间，全球原镁产量或由 112 万吨增至 200 万吨，其中中国原镁产量或由 102.6 万吨增至 175 万吨。在镁需求端，汽车轻量化发展或为全球镁金属需求带来大幅增量，而机器人行业、镁合金建筑模板、镁基储氢及低空经济等领域发展亦或为全球镁金属需求上行提供弹性。受益于镁金属轻量化、高密度、高强度等特性，其已成为新质生产力行业发展的核心生产要素。我们认为，2024-2027 年间，全球镁金属需求或由 2024 年的 112 万吨增长至 2027 年的 200.1 万吨，期间 CAGR 或达 21%。综合考虑，2025-2027 年间，全球原镁供需缺口或为 0.1/0.9/-0.1 万吨，全球原镁供需的紧平衡状态同样暗示镁行业已经显现周期性的底部特征。

镁板块相关标的：宝武镁业、星源卓镁。

锂：锂行业供需关系或持续改善。从供给端观察，盐湖提锂或为锂矿未来产出的关键变量。一方面，盐湖提锂资源储量丰富，占全球锂资源总量的 58%，而其 24 年产量占比仅为 39%，相对储量占比仍有提升空间。另一方面，从成本观察，盐湖提锂现金成本约为 2.2-3.5 万元/吨，显著低于锂云母提锂的 5-7 万元/吨，及锂辉石提锂的 6-8 万元/吨，具有成本优势。考虑到锂价持续下行对高成本矿企的锂产出影响，2025 年后锂矿端增量或逐渐缩减，而南美地区低成本盐湖提锂产出或决定全球锂供给弹性。我们预计 2024-2027 年间，全球锂供给或由 123.1 万吨 LCE 增至 186 万吨 LCE，期间 CAGR 或达 15%。其中，盐湖提锂产量或由 24 年的 47.5 万吨 LCE 增至 27 年的 84 万吨 LCE，期间 CAGR 或达 21%，对应供应占比或由 39% 升至 45%。从需求端观察，受益于新能源汽车发展带来的动力电池市场持续成长，以及新型电化学储能系统装机推动的储能锂电池需求的阶段性爆发，2024-2027 年间全球锂电池合计出货量或由 24 年的 1545GWh 增至 27 年的 2778GWh，对应碳酸锂消耗量或由 98 万吨增至 177 万吨。结合锂电池行业在碳酸锂需求中占比分析（2024 年：96%），全球碳酸锂合计需求量或由 24 年的 103 万吨增至 27 年的 184 万吨，期间 CAGR 或达 21%。综合考虑，锂供需结构或在 2025-2027 年间逐渐改善，期间供需平衡或分别达到 12.8/6/2 万吨 LCE，供应过剩状况持续减缓。

锂板块相关标的：天齐锂业、赣锋锂业、永兴材料、金银河。

风险提示：政策执行不及预期，利率超预期急剧上升，市场风险情绪加速回落，区域性冲突加剧及扩散。

（分析师：张天丰 执业编码：S1480520100001 电话：021-25102914 研究助理：闵泓朴 执业编码：S1480124060003 电话：021-65462553）

【东兴汽车】汽车行业 2025 年中期策略：汽车电动智能化趋势与自下而上研究策略（20250610）

销量跟踪：受益以旧换新政策，2025 年 1-4 月我国汽车销量同比增速提升。在以旧换新政策助力下，国内汽车市场逐渐回暖，24 年国庆旺季后国内市场汽车月度销量同比增速由负转正，2025 年 1-4 月，汽车国内销量为 812.3 万辆，同比增长 12%；2024 年汽车国内销量为 2557.7 万辆，同比增长 1.6%；2025 年 1-4 月，新能源汽车累计销量（含出口）430 万辆，同比增长 46.3%；2024 年新能源汽车累计销售 1286.6 万辆，同比增长 35.5%。2024 年新能源汽车渗透率提升至 40.9%，较 2023 年提升 9.3pct；2025 年 1-4 月新能源渗透率达 42.7%。出口方面，2025 年我国汽车 1-4 月出口 193.7 万辆，同比增长 6.02%；2024 年出口 585.9 万辆，同比增长 19.33%。2025 年 1-4 月新能源汽车出口 64.2 万辆，同比增长 52.49%；2024 年出口 128.4 万辆，同比增长 6.73%，汽车出口稳定增长，未来空间广阔。

智能化有望加速落地：智能化是汽车电动化的下半场，智能驾驶能力将决定车企未来的市场竞争力。随着具备智能能力汽车保有量的提升带来的数据资源的提升，算力、大模型等 AI 技术的迭代升级，智能驾驶有望从量变到质变，推动高阶自动驾驶加速落地。头部企业逐渐在训练数据、训练设施、智驾生态领域建立了领先优势。我们重点梳理了国内外头部公司特斯拉、华为在该领域的布局，以围绕头部智驾企业寻找投资机会。

板块业绩：乘用车板块业绩两端分化，头部效应明显。乘用车板块（中信行业分类，下同）在 2024 年/2025Q1 分别实现营业收入 20,634.82/4348.59 亿元，同比+9.79%/+7.39%；归母净利润为 598.32/140.92 亿元，同比+1.37%/+16.35%；扣非归母净利润为 346.47/114.92 亿元，同比-8.39%/+49.62%，24 年扣非净利同比减少主要因上汽、广汽业绩下滑所致，25Q1 的利润增长主要由比亚迪贡献。零部件板块盈利能力稳步回升。汽车零部件板块 2024 年/2025Q1 分别实现营业收入 9,661.16/2,344.26 亿元，同比+6.14%/7.40%；实现归母净利润 474.1/143.23 亿元，同比+10.29%/13.56%；实现扣非归母净利润 414.07/124.84 亿元，同比+10.54%/13.08%。

零部件企业盈利能力的不断回升是多数上市企业不断提升运营效率，控制成本费用的效果体现。汽车零部件企业作为夹在整车企业与上游大宗原材料（塑料、橡胶、金属材料等）之间制造业企业，既依赖于下游整车企业的车型销量，又不具备对上游大宗原材料议价能力。所在细分行业的格局和公司治理能力是决定零部件企业行稳致远的核心，是零部件企业获取超额收益的关键。

行情表现：汽车指数年初至今涨幅明显。2025 年 1 月 1 日至 6 月 9 日，上证指数上涨 1.43%，沪深 300 指数下跌 1.26%，中证 1000 上涨 4.39%，中证 2000 上涨 12.38%，市场整体风格偏向中小盘。汽车行业中，中信乘用车指数上涨 4.96%，中信汽车零部件指数上涨 14.32%。乘用车指数年初至今涨幅主要由权重比亚迪带动。汽车零部件板块今年以来表现远超大盘。我们认为汽车零部件行业的上涨一方面来自于企业盈利能力的提升，结合近期板块内部分公司开拓机器人相关业务，估值得到提升；另一方面，近期整体市场小市值股票涨幅较多，而汽车零部件板块中小市值公司居多，受益市场风格。

投资策略：整车板块，关注智能化：汽车智能化进入加速发展期，头部企业逐渐在训练数据、训练设施、智驾生态领域建立了领先优势。华为凭借在 ICT 领域技术积累，业务不断延伸至联结、计算等领域，致力于构建万物互联的智能世界。其在软件、硬件、芯片、终端、网络、云等领域均具备了较强的竞争力。汽车智能化的发展在多个场景下与 ICT 技术相匹配，经过前期大规模研发投入，华为在智能汽车领域逐步进入收获期。相

关受益标的为与华为深度合作的车企，包括智选车模式下的赛力斯（601127）、江淮汽车（600418）、北汽蓝谷（600733）、上汽集团（600104），以及 HI 模式下的长安汽车（000625）。

零部件板块，关注细分行业格局向好、公司治理能力较强的公司：我们重点研究的细分行业包括但不限于以下领域：1）汽车橡塑管路：我们看好川环科技（300547）和溯联股份（301397）。川环科技在管路类型多样、橡胶配方、工艺创新和成本费用控制等领域具备优势；溯联股份则在尼龙管路核心零部件快速接头等上处于国内领先地位。2）内燃机产业链：国内混动趋势明显，内燃机将以混动形式长期存在。我们更看好国内涡轮增压壳体企业科华控股（603161）、气门传动组核心供应商新坐标（603040）、国内气缸套龙头公司中原内配（002448）等。3）汽车电子行业：在汽车产业电动化与智能化深度融合的产业趋势下，电子电气架构革新推动汽车电子产品在整车中的渗透率不断提升，我们看好变速操纵控制系统龙头企业宁波高发（603788），公司强成本控制、高效率将持续领先。

风险提示：汽车行业景气度持续下行，汽车行业竞争持续加剧，主要原材料大幅上涨，相关产品新产品开拓不及预期。

（分析师：李金锦 执业编码：S1480521030003 电话：010-66554142 研究助理：曹泽宇 执业编码：S1480124040003 电话：17512502830）

【东兴煤炭】煤炭行业 2025 年中期投资策略：高股息与多频次高分红兼备，煤炭防御性红利价值凸显（20250609）

2025 年以来，国内经济缓慢修复，煤炭板块跌幅明显。2025 年初至 6 月 3 日，煤炭板块累计跌幅 11.98%。沪深 300 指数累计跌幅 2.11%，煤炭跑输沪深 300 指数 9.87 个百分点。

基本面展望：动力煤供强需弱，政策加码叠加煤炭两协会发布倡议书，煤价仍将反弹修复。2025 年 1-5 月煤炭价格持续下跌。暖冬影响居民用电表现较差，同时受到风光发电出力，火电需求同比走弱，供给受到山西增产+新疆持续贡献增量，供强需弱导致煤价持续下跌。长协煤政策颁布稳定动力煤价，煤炭协会出台倡议以来，长协价稳定，及时应对市场价的下滑。长协煤政策仍然是煤价的稳定器。2025 年 2 月 28 日，中国煤炭工业协会、中国煤炭运销协会发布倡议书，面对煤炭市场价格快速下滑，倡议书从“严格执行电煤合同严格兑现”等五个维度对煤炭行业发展提出倡议，有助于减少煤价非理性波动。2025 年 3 月起长协价高于市场价，长协政策有助于稳定煤炭价格。受暖冬和清洁能源挤压，火电超预期下滑，随着电煤和非电煤需求的叠加释放，将带动煤炭价格的触底反弹。2025 一季度，主要受暖冬用电需求偏弱影响，六大发电集团电力用煤量 6917.25 万吨，同比下降 1.76%，环比下降 8.36%。清洁能源挤压是火电超预期下滑的核心原因，2025Q1 动力煤用煤量和销量同比环比均降。伴随夏天旺季到来，电煤和非电煤需求的叠加释放，将带动煤炭价格的触底反弹。进口方面：受内贸煤与进口煤价格倒挂影响，关税恢复明确政策导向，2025 年进口或难有增量。进口煤是调控国内煤价的重要手段，主要目的是实现“煤和电两个产业的盈利平衡”。2024 年 1 月 1 日起，中国恢复煤炭进口关税，2025 年 2 月 28 日中国煤炭工业协会与中国煤炭运销协会发出煤炭行业倡议书，强调要严格控制低卡劣质煤炭进口和使用，维护煤炭进口秩序，促进市场供需平衡，2025 年及以后有望贯彻政策的真实导向，中国进口煤或难有增量。动力煤具备反弹基础，动力煤属于政策煤种，我们判断价格仍将反弹修复。主要原因包括：一是较低煤价将使地方财政压力加大，有望促成自上而下减产；较低煤价将使煤企亏现金而自发减产；二是电厂受限于“煤电价格联动机制”，在一定程度上保煤价即是保电价。预计 2025 年煤炭价格仍将维持窄

幅度、季节性波动，震荡走弱，且长协价格支撑性仍将偏强。

估值展望：估值有所上升但仍处于低位，叠加市值考核推进，核心价值有望提升。随着经济转型和政策加持，行业的决策模式，从依靠资本开支拉动净利润增长的决策模式，开始转向看重投入产出的投资回报率。资本市场的定价机制，将从单纯以净利润单一指标，转向更加看重股东回报的自由现金流，进而周期股的重估。煤炭板块的估值虽然有所上升，当前煤炭板块 PE 仍然处于较低水平。2025 年 6 月 3 日，当前煤炭板块 PE 为 11.26 倍，相较于历史低位（8.35 倍）有所上涨，但小于中位数 13.10 倍，仍然处于较低水平。当前煤炭板块 PB 有所上升，仍处于较低水平。2025 年 6 月 3 日，煤炭板块市净率 PB（MRQ）为 1.32 倍，小于中位数 1.65 倍，仍处于较低水平。自 2024 年 9 月为进一步引导上市公司关注自身投资价值，切实提升投资者回报，中国证监会就《上市公司监管指引第 10 号-市值管理（征求意见稿）》公开征求意见并于 11 月完成修订正式印发。2024 年 4 月国务院发布“新国九条”提出强化上市公司现金分红监管。在煤炭行业持续盈利的背景下，提高分红比例已成为行业普遍共识，同时煤炭行业作为国资重地，随着市值管理考核在央企及地方国企间陆续推进，结合国务院国资委提出的“一利五率”且重视 ROE 的考核方向，高分红有助于提升 ROE，煤炭上市公司分红水平有望持续提升，核心资产价值有望提升。

投资建议：考虑到关税政策或对中国出口及国内经济造成影响，利率下行，市场调整的多重挑战下，多频次高分红和高股息标的，适合充当投资收益的坚实底盘。2024 年 9 月政治局会议开启经济支持新篇章，当前稳经济的政策已经在持续出台，国内政策推动中长期资金入市，红利资产资金池有望持续扩容。2025 年 1 月 22 日六部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》主要举措包括推动商业保险资金、全国社会保障基金、基本养老保险基金投资、企（职）业年金等股票类资产投资比例提升；推动以上资金全面实行三年以上的长周期考核；优化资本市场投资生态。引导上市公司加大股份回购力度，落实一年多次分红政策。我们认为政策持续的推动下，有望增加保险、社保等长线资金入市的规模，同时完善长期考核机制，使得资金从追求短期收益转变为注重长期价值创造，而红利资产作为稳定低风险稳定分红回报的资产，有望继续得到长线资金的青睐，红利资产的资金池有望持续扩容，继续利好红利的投资策略。

考虑到关税政策或对中国出口及国内经济造成影响，利率下行，市场调整的多重挑战下，煤炭作为稳态高股息（竞争格局稳定、增速低、现金流稳定、高分红）的代表，拟增加分红频次，且煤炭等红利板块且国资背景风险小，仍适合充当投资收益的坚实底盘，尤其值得重点配置。

2025 年中期配置建议遵循以下思路：（1）行业龙头煤企凭借高比例长协销售、吨煤成本管控、公司治理水平等优势，展现出区别于传统周期行业的平稳，积极发挥“压舱石”作用。长久期盈利稳定性与盈利可预见性的优质龙头受益标的：中国神华、陕西煤业；（2）煤电联营一体化受益标的：电投能源、新集能源；（3）成长性突出：广汇能源、华阳股份、兖矿能源、淮北矿业。

风险提示：宏观经济复苏程度不及预期，行业面临有效需求不足，政策对煤炭供给影响不及预期、煤价波动不及预期的风险。

（分析师：莫文娟 执业编码：S1480524070001 电话：010-66555574）

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

以上内容来源于东兴证券研究报告的观点。

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。