

万联晨会

2025 年 06 月 03 日 星期二

概览

核心观点

【市场回顾】周五 A 股三大指数下跌。截至收盘，上证综指跌 0.47%，深成指跌 0.85%，创业板指跌 0.96%。全市场成交额 11642 亿元，较上日减少 492 亿元。全市场超 4100 只个股下跌。板块题材上，创新药、养殖业、军工装备板块涨幅居前；可控核聚变、人形机器人板块跌幅居前。

【重要新闻】
【国家统计局公布 2025 年 5 月中国采购经理指数运行情况】5 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 49.5%，比上月上升 0.5 个百分点，制造业景气水平改善。非制造业商务活动指数为 50.3%，比上月下降 0.1 个百分点，仍高于临界点，非制造业总体延续扩张。综合 PMI 产出指数为 50.4%，比上月上升 0.2 个百分点，表明我国企业生产经营活动总体继续保持扩张。

【美国贸易代表办公室延长对中国 301 条款关税的部分豁免】美国贸易代表办公室 6 月 1 日宣布，延长对中国在技术转让、知识产权和创新方面的行为、政策及做法的 301 调查中的豁免期限。豁免期限原定于 2025 年 5 月 31 日到期，现已延长至 2025 年 8 月 31 日。

研报精选

电力设备：电力设备出口：市场整体稳健，电缆出口表现亮眼
社会服务：重仓比例回升，基金低位布局
大消费产业链：大消费重仓比例持续回落，其中社服、商贸零售、美护板块重仓比例环比提升
电力设备：逆变器出口：4 月出口高增长，亚非欧市场表现稳健

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,347.49	-0.47%
深证成指	10,040.63	-0.85%
沪深 300	3,840.23	-0.48%
科创 50	977.03	-0.94%
创业板指	1,993.19	-0.96%
上证 50	2,678.70	-0.45%
上证 180	8,511.07	-0.39%
上证基金	6,903.30	-0.05%
国债指数	224.48	0.04%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	42,305.48	0.08%
S&P500	5,935.94	0.41%
纳斯达克	19,242.61	0.67%
日经 225	37,470.67	-1.30%
恒生指数	23,157.97	-0.57%
美元指数	98.70	-0.74%

主持人： 宫慧菁
Email: gonghj@wlzq.com.cn

核心观点

【市场回顾】周五 A 股三大指数下跌。截至收盘，上证综指跌 0.47%，深成指跌 0.85%，创业板指跌 0.96%。全市场成交额 11642 亿元，较上日减少 492 亿元。全市场超 4100 只个股下跌。板块题材上，创新药、养殖业、军工装备板块涨幅居前；可控核聚变、人形机器人板块跌幅居前。

【重要新闻】

【国家统计局公布 2025 年 5 月中国采购经理指数运行情况】5 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 49.5%，比上月上升 0.5 个百分点，制造业景气水平改善。非制造业商务活动指数为 50.3%，比上月下降 0.1 个百分点，仍高于临界点，非制造业总体延续扩张。综合 PMI 产出指数为 50.4%，比上月上升 0.2 个百分点，表明我国企业生产经营活动总体继续保持扩张。

【美国贸易代表办公室延长对中国 301 条款关税的部分豁免】美国贸易代表办公室 6 月 1 日宣布，延长对中国在技术转让、知识产权和创新方面的行为、政策及做法的 301 调查中的豁免期限。豁免期限原定于 2025 年 5 月 31 日到期，现已延长至 2025 年 8 月 31 日。

分析师 宫慧菁 执业证书编号 S0270524010001

研报精选

电力设备出口：市场整体稳健，电缆出口表现亮眼 ——电力设备行业跟踪报告

核心观点：2025 年 5 月 20 日，海关总署发布 2025 年 4 月电力设备出口数据。2025 年 4 月，电力设备出口表现稳健，4 月合计出口金额为 78.93 亿元，环比增长 27.44%，同比增长 52.84%，1-4 月累计出口金额达到 261.34 亿元，同比增长 35.63%。细分产品来看，变压器出口增势较强，1-4 月出口均保持同比高增长，非洲地区 4 月出口创新高；电表市场表现稳健，同环比高增长，亚洲和欧洲市场表现较好；开关出口整体稳定，环比有所回落，同比保持高增长，亚洲、欧洲、拉美地区表现稳定，非洲市场同比有所回落；电缆出口表现亮眼，4 月出口金额创近年月度新高，主要系欧洲 4 月出口大增影响。展望后市，2025 年 1-4 月电力设备出口表现持续向好，随着市场逐步进入旺季，海外需求提升，出口有望保持增势。

投资要点：

变压器（>16kVA）：市场增势较强，非洲地区出口创新高

市场表现稳健，4 月出口同环比高增长。2025 年 4 月，我国变压器出口金额为 34.74 亿元，环比增长 12.22%，同比增长 41.94%，同比保持高增长。2025 年 1-4 月，我国变压器累计出口金额为 131.22 亿元，同比增长 50.93%，市场表现稳健。

分到达地区来看，非洲市场表现亮眼，4 月出口金额创新高。2025 年 4 月，我国对亚洲、非洲、欧洲、北美的变压器出口金额分别为 13.87、5.05、7.85、4.04 亿元，分别同比+18.00%、+143.73%、+53.41%、+28.78%，我国对各地区变压器出口均实现同比高增长，其中非洲地区表现亮眼，从今年 2 月份以来，非洲出口金额持续增长，4 月出口金额创新高。

电表：整体表现稳健，亚欧地区表现亮眼

4月出口表现稳健，同比增速提升。2025年4月，我国电表出口金额为9.65亿元，环比增长28.83%，同比增长34.39%，市场表现稳健，同环比高增长。全年来看，2025年1-4月，我国电表累计出口金额为34.62亿元，同比增长15.32%，同比增速提升。

分到达地区来看，4月亚欧地区增速较高，非洲地区整体企稳。亚洲、非洲、欧洲是我国电表出口的主要市场。2025年4月，我国对亚洲、非洲、欧洲的电表出口金额分别为3.52、1.93、3.50亿元，分别同比+33.59%、+1.40%、+58.67%，亚洲和欧洲市场增速较高，自2月以来持续回升，非洲市场整体企稳，同环比回归增长趋势。

开关(>1kV)：出口同比保持高增速，亚欧拉美地区表现稳定

4月出口环比有所回落，同比保持高增速。2025年4月，我国开关出口金额为7.34亿元，环比-8.82%，同比+24.71%，由于3月出口金额创新高，4月出口金额环比有所回落，同比保持高增长。2025年1-4月，我国开关累计出口金额为26.94亿元，同比增长26.56%，保持稳定增长。

分到达地区来看，我国对亚洲、欧洲、拉美地区的开关出口表现较好，非洲市场环比回升，同比持续下滑。2025年4月，我国对亚洲、非洲、欧洲、拉美的开关出口金额分别为4.89、0.46、0.82、0.85亿元，分别同比+28.90%、-38.68%、+10.58%、+144.92%，亚洲、欧洲、拉美市场表现稳定，同比实现高增速，非洲市场环比有所回升，但同比持续下滑。

电缆(>1kV)：市场表现亮眼，欧洲出口创新高

电缆表现回暖，4月市场表现亮眼，出口增势较强。2025年4月，我国电缆出口金额为27.20亿元，环比+76.21%，同比+92.88%，市场增势较强，4月出口创新高。全年来看，2025年1-4月，我国电缆累计出口金额为68.57亿元，同比+25.93%，实现正增长。

分到达地区来看，欧洲市场创新高。2025年4月，我国对亚洲、非洲、欧洲、北美的电缆出口金额分别为8.45、1.60、12.03、1.73亿元，分别同比+35.95%、-23.27%、+1012.31%、-26.98%，亚洲市场表现稳健，同比实现高增速，欧洲市场表现亮眼，出口创新高，北美、非洲市场环比相对稳定，但同比有所回落。

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

重仓比例回升，基金低位布局

——社会服务行业 2025Q1 基金持仓分析报告

行业核心观点：

2025Q1 社会服务基金重仓比例 0.12%，环比提升 0.012pcts，在申万一级行业中排名与 2024Q4 持平，当前重仓比例低于历史平均水平，反弹空间较大。分板块来看，酒店餐饮重仓比例保持低位，旅游及景区重仓比例小幅反弹，专业服务与教育板块重仓比例均有提升。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。

投资要点：

社服行业重仓比例环比回升。根据 2025Q1 基金重仓持股数据，社会服务行业重仓基金 403 家，环比增加 75 家，持股总市值为 80.10 亿元，环比增加 9.46 亿元；重仓比例为 0.12%，环比增加 0.012pcts。在 31 个申万一级行业中，社服重仓比例排名为第 28 位，与上一季度相同，处于较后位次。相较于历史水平，社服行业当前重仓比例远低于 5 年均值（0.50%），有较大的反弹空间。

分板块：旅游类板块超配比比例回升。酒店餐饮重仓比例自 2021 年起快速提升，2022Q2 到达高点后回落，2025Q1 重仓比例为 0.03%，环比基本保持不变；旅游及景区重仓比例 2021Q2 至今总体处于低位，2025Q1 为 0.03%，环比上一季度基本持平。专业服务与教育板块重仓比例均有小幅提升，专业服务重仓比例为 0.05%，教育重仓比例为 0.01%，体育板块重仓比例仍有待提升。板块超配比比例分别为酒店餐饮 0.01%（环比+0.01pcts），旅游及景区-0.07%（环比+0.02pcts），专业服务-0.04%（环比+0.01pcts），教育-0.10%（环比持平）。

分个股：酒店餐饮个股持有基金数普遍上升。2025Q1 社服板块重仓比例前十个股合计比例为 0.105%，较 2024Q4 提升 0.01pcts。细分来看，其中专业服务板块占据 5 席，酒店餐饮板块占据 2 席，旅游及景区占据 2 席。社会服务板块中，基金重仓比例环比上升幅度前 5 个股包括苏试试验、祥源文旅、广电计量、北京人力、科锐国际，其中 4 只为专业服务公司，仅祥源文旅为旅游公司。基金重仓比例环比下降幅度前 5 个股包括华测检测、首旅酒店、九华旅游、锦江酒店、信测标准，其中 2 只为专业服务公司、3 只为旅游类公司。

风险因素：自然灾害和安全事故风险，政策风险，宏观经济不及预期风险。

分析师 叶柏良 执业证书编号 S0270524010002

大消费重仓比例持续回落，其中社服、商贸零售、美护板块重仓比例环比提升——大消费行业 2025Q1 基金持仓分析

投资要点：

大消费板块重仓比例持续回落，超配比比例也有所下降。2025Q1 大消费板块重仓比例持续下降，环比下降 0.43pcts 至 7.01%，重仓比例处于历史低位，远低于历史重仓比例平均值 11.56%。大消费板块重仓持股市值占比有所下降，重仓持股市值占重仓持股总市值的比例为 18.81%（环比-0.33pcts），超配比比例回落，为 5.83%（环比-0.13pcts）。

分行业：大消费板块重仓比例环比内部分化明显，社会服务、商贸零售、美容护理板块重仓比例环比提升，其他行业重仓比例均环比下降。2025Q1 社会服务、商贸零售、美容护理重仓比例小幅上升，其余行业重仓比例均有所下降。其中，食品饮料行业重仓比例环比-0.33pcts，在全部一级行业中上升至第二名；家用电器行业重仓比例环比-0.04pcts，在全部一级行业中下降至第八名。家用电器、食品饮料仍处于超配水平，其余行业处于低配水平。

分个股：全市场个股持仓 TOP20 中大消费板块占据 4 个席位，增加 1 个席位，大消费板块中食品饮料个股重仓比例分化明显。2025Q1 全市场基金重仓比例 TOP20 个股中大消费板块占据 4 个席位，其中食品饮料占据 3 席（贵州茅台、五粮液、山西汾酒），家用电器占据 1 席（美的集团）。大消费板块基金重仓比例提升幅度前 10 个股包括 3 只食品饮料个股（山西汾酒、今世缘、泸州老窖）、2 只家用电器个股（石头科技、海信视像）、2 只商贸零售个股（小商品城、重庆百货）、1 只纺织服饰个股（海澜之家）、1 只美容护理个股（锦波生物）、1 只农林牧渔个股（中宠股份）。基金重仓比例下降幅度前 10 个股包括 4 只食品饮料个股（五粮液、伊利股份、洋河股份、青岛啤酒）、1 只家用电器个股（美的集团、格力电器）、1 只农林牧渔个股（牧原股份）、1 只商贸零售个股（中国中免）、1 只纺织服饰个股（华利集团）、1 只轻工制造个股（索菲亚）。

投资建议：整体来看，当前国内消费需求仍显弱势，扩内需为 2025 年的头号重点工作任务，去年底以来政府部门出台了系列提振消费政策，随着政策持续落地和显效，预计消费行业有望进一步回暖。（1）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。（2）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。（3）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。（4）食品饮料：①白酒行业：当前白酒行业处于库存去化阶段，2025 年白酒商务需求在经济刺激政策下有望回暖，宴席需求存在 2024 年“寡春”导致的婚宴回补需求，以及高考人数增加所带来的升学宴需求，需求增加有望缓解行业库存压力。预计随着渠道库存逐步出清，市场有望提前于白酒企业报表端业绩拐点而迎来向上拐点。从细分赛道来看，理性消费环境下，中端和大众价位白酒逐渐显现优势，预计 2025 年复苏弹性更大，建议重点关注。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、啤酒、零食、调味品等行业。

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

逆变器出口：4 月出口高增长，亚非欧市场表现稳健 ——电力设备行业跟踪报告

核心观点：2025 年 5 月 20 日，海关总署发布 2025 年 4 月逆变器出口数据。整体来看，4 月全球逆变器出口 57.72 亿元，环比增长 27.70%，同比增长 17.04%，4 月全球逆变器出口数据表现亮眼，同环比持续回升，实现高增速。2025 年 1-4 月，我国逆变器累计出口金额为 179.24 亿元，同比增长 9.37%，保持稳定。分地区来看，亚洲市场延续稳定增长趋势，4 月出口同环比高增长，印度、巴基斯坦等新兴国家户储需求持续回升；欧洲地区回升趋势显著，出口金额同环比高增长，德国市场回升趋势较强；美洲地区受关税政策影响，出口金额有所回落。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 4 月逆变器出口金额同环比高增长。2025 年 4 月，我国逆变器出口金额为 57.72 亿元，环比增长 27.70%，同比增长 17.04%，同环比高速增长。累计出口金额来看，2025 年 4 月，我国逆变器累计出口金额为 179.24 亿元，同比增长 9.37%，市场表现稳定。

分到达地区来看：

亚洲：2025 年 4 月，我国对亚洲地区逆变器出口金额为 18.95 亿元，环比增长 14.80%，同比增长 18.45%，市场表现较好。分国家来看，2025 年 4 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 0.12、1.66、2.73、3.58 亿元，分别同比-91.39%、+133.17%、+0.86%、+2.99%。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回升，需求保持稳定；中东地区大储项目开始放量，其中，阿联酋国家出口金额保持稳定，而沙特地区由于大储项目周期影响，3 月、4 月出口金额均有所回落。

欧洲：2025 年 4 月，我国对欧洲地区逆变器出口金额为 26.46 亿元，环比增长 49.18%，同比增长 25.87%，欧洲市场需求强劲回升，出口金额保持高速增长。分国家来看，2025 年 4 月，我国对德国、荷兰、英国、波兰逆变器出口金额分别为 6.65、11.68、1.21、0.47 亿元，分别同比+190.79%、+1.03%、-0.80%、+24.01%。欧洲国家出口整体表现较好，对德国、波兰出口金额回升较快，同环比均实现高速增长，而对英国、荷兰出口表现相对稳定，同比基本持平，环比增长较快。

其他地区：北美市场出现回落，非洲市场表现稳健

北美：市场表现有所波动，4 月出口金额明显回落。2025 年 4 月，我国对北美地区逆变器出口金额为 1.47 亿元，环比-28.64%，同比-22.21%。其中，2025 年 4 月，我国对美国逆变器出口金额为 1.24 亿元，环比-22.15%，同比-17.90%，受加征关税影响，出口金额出现回落。

非洲地区：市场表现稳健，南非、尼日利亚市场同比高增长。2025 年 4 月，我国对非洲地区逆变器出口金额为 5.01 亿元，环比+38.02%，同比+113.13%。其中，2025 年 4 月，我国对南非、尼日利亚逆变器出口金额分别为 1.62、0.84 亿元，分别环比+78.44%、+33.18%，同比+76.67%、+78.72%。南非市场有所回升，尼日利亚市场同环比均保持高增长。

分发货地来看：

2025 年 4 月，我国广东、浙江、安徽、江苏逆变器出口金额分别为 20.10、13.96、8.74、6.94 亿元，分别环比+26.62%、+24.20%、+14.44%、+22.44%，同比+6.84%、+25.66%、+7.91%、+10.20%。随着逐步进入旺季，各地区出口金额同环比明显回升，广东、浙江地区出口金额环比保持高增速，主要受益于户储市场回升。

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

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