

万联晨会

2025 年 05 月 16 日 星期五

概览

核心观点

【市场回顾】
周四 A 股三大指数集体收跌，截止收盘，沪指收跌 0.68%，深成指收跌 1.62%，创业板指收跌 1.92%。沪深两市成交额 11522.45 亿元；申万行业方面，美容护理、煤炭、公用事业领涨，计算机、通信、电子领跌；概念板块方面，NMN 概念、合成生物、宠物经济概念涨幅居前，华为盘古、DRG/DIP、华为昇腾概念跌幅居前；港股方面，恒生指数收跌 0.79%，恒生科技指数收跌 1.56%；海外方面，美国三大指数涨跌不一，道指收涨 0.65%，标普 500 收涨 0.41%，纳指收跌 0.18%。

【重要新闻】
【国务院召开做强国内大循环工作推进会】国务院总理李强在会上强调，要深刻认识和准确把握当前经济形势，把发展的战略立足点放在做强国内大循环上，以国内大循环的内在稳定性和长期成长性对冲国际循环的不确定性，推动我国经济行稳致远，努力实现高质量发展。
【我国城市更新顶层设计出台】中办、国办近日印发《关于持续推进城市更新行动的意见》，提出八方面主要任务，其中包括：推进城镇老旧小区整治改造，开展完整社区建设，推进老旧街区、老旧厂区、城中村等更新改造，加强城市基础设施建设改造等。这意味着中国大力实施城市更新按下“加速键”。

研报精选

重仓配置低配有所修复，游戏板块仍为市场关注重点
4 月挖掘机海内外销量同比齐增长，装载机内销表现亮眼
2024Q4 及 2025Q1 业绩增速走高
下游需求稳健，锂电板块 Q1 业绩整体回升

国内市场表现		
指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,380.82	-0.68%
深证成指	10,186.45	-1.62%
沪深 300	3,907.20	-0.91%
科创 50	1,000.97	-1.26%
创业板指	2,043.25	-1.92%
上证 50	2,740.30	-0.49%
上证 180	8,647.15	-0.72%
上证基金	6,935.65	-0.93%
国债指数	224.59	0.01%

国际市场表现		
指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	42,322.75	0.65%
S&P500	5,916.93	0.41%
纳斯达克	19,122.32	-0.18%
日经 225	37,755.51	-0.98%
恒生指数	23,453.16	-0.79%
美元指数	100.71	-0.17%

主持人： 冯永棋
Email: fengyql@wlzq.com.cn

核心观点

【市场回顾】

周四 A 股三大指数集体收跌，截止收盘，沪指收跌 0.68%，深成指收跌 1.62%，创业板指收跌 1.92%。沪深两市成交额 11522.45 亿元；申万行业方面，美容护理、煤炭、公用事业领涨，计算机、通信、电子领跌；概念板块方面，NMN 概念、合成生物、宠物经济概念涨幅居前，华为盘古、DRG/DIP、华为昇腾概念跌幅居前；港股方面，恒生指数收跌 0.79%，恒生科技指数收跌 1.56%；海外方面，美国三大指数涨跌不一，道指收涨 0.65%，标普 500 收涨 0.41%，纳指收跌 0.18%。

【重要新闻】

【国务院召开做强国内大循环工作推进会】国务院总理李强在会上强调，要深刻认识和准确把握当前经济形势，把发展的战略立足点放在做强国内大循环上，以国内大循环的内在稳定性和长期成长性对冲国际循环的不确定性，推动我国经济行稳致远，努力实现高质量发展。

【我国城市更新顶层设计出台】中办、国办近日印发《关于持续推进城市更新行动的意见》，提出八方面主要任务，其中包括：推进城镇老旧小区整治改造，开展完整社区建设，推进老旧街区、老旧厂区、城中村等更新改造，加强城市基础设施建设改造等。这意味着中国大力实施城市更新按下“加速键”。

分析师 蔡梓林 执业证书编号 S0270524040001

研报精选

重仓配置低配有所修复，游戏板块仍为市场关注重点 ——传媒行业跟踪报告

行业核心观点：

2025 年 Q1SW 传媒行业指数上升 6.37%，资金保持高活跃度，估值（PE-TTM）震荡调整，跑赢近七年均值水平。从 2025 年 Q1 的基金重仓配置情况看，SW 传媒行业仍处于低配，以 SW 传媒行业重仓为基准，游戏板块及广告营销板块受到市场关注，维持超配，基金重仓配置集中，抱团现象较为显著。

投资要点：

传媒行业重仓配置维持低配，游戏及广告营销板块仍为市场关注重点。2025 年 Q1SW 传媒行业的适配比例为 1.71%，基金重仓比例为 1.04%，低配比例为 0.68%，环比来看有所修复。以 SW 传媒行业重仓为基准，游戏板块与广告营销维持超配，其余子板块持续低配。

游戏板块占据前十大重仓股主要部分，市场关注度较高。从持股市值来看，2025 年 Q1SW 传媒行业的前十大重仓股分别为分众传媒、恺英网络、芒果超媒、巨人网络、完美世界、神州泰岳、光线传媒、昆仑万维、三七互娱、上海电影，游戏行业占据 6 席。从行情表现看，前十大重仓股股价 2025 年 Q1 表现存在差异，光线传媒表现亮眼，股价上升 123.83%。

基金重仓配置集中，抱团现象显著。2025 年 Q1SW 传媒行业基金前 5、前 10、前 20 大重仓股的市值占整体 SW 传媒行业基金重仓市值的比例分别为 80.00%、79.41% 和 93.66%，较 2024 年 Q4 环比分别-0.09pct、+0.73pct、-0.14pct，抱团现象较为显著。

投资建议：从 2025 年 Q1SW 传媒行业的基金重仓配置及估值水平看，估值水平明显有所修复，行业整体仍处于低配区间，存在较大提升空间，游戏及广告营销领域头部公司是机构关注的核心，建议关注游戏版号储备丰富、布局 AI 应用的游戏公司，数字营销及梯媒领域龙头公司。

风险因素：监管政策趋严；新游延期风险；新游表现不及预期；技术发展不及预期；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

4 月挖掘机海内外销量同比齐增长，装载机内销表现亮眼 ——机械设备行业快评报告

行业事件：

近日，中国工程机械工业协会公布最新统计数据，4 月销售各类挖掘机 22,142 台，同比增长 17.6%，4 月销售各类装载机 11,653 台，同比增长 19.2%。

投资要点：

4 月中国挖掘机海内外销量同比齐增长。据中国工程机械工业协会对挖掘机主要制造企业统计，2025 年 4 月销售各类挖掘机 22,142 台，同比增长 17.6%。其中国内销量 12,547 台，同比增长 16.4%；出口量 9,595 台，同比增长 19.3%。2025 年 1-4 月，共销售挖掘机 83,514 台，同比增长 21.4%。其中国内销量 49,109 台，同比增长 31.9%；出口 34,405 台，同比增长 9.02%。电动化方面，4 月销售电动挖掘机 25 台。

4 月中国装载机内销表现亮眼。据中国工程机械工业协会对装载机主要制造企业统计，2025 年 4 月销售各类装载机 11,653 台，同比增长 19.2%。其中国内销量 7,191 台，同比增长 35.4%；出口量 4,462 台，同比下降 0.18%。2025 年 1-4 月，共销售各类装载机 42,220 台，同比增长 16%。其中国内销量 23,570 台，同比增长 27.8%；出口量 18,650 台，同比增长 3.87%。电动化方面，4 月销售电动装载机 2,924 台。

工程机械行业呈现“内需改善+出口增长”双重驱动。4 月工程机械平均工作时长 90.1 小时（同比+3.2%），开工率 62%，显示下游需求稳健。从内需来看，挖掘机寿命一般为 8-10 年，上一轮周期购置的设备进入更新阶段，同时城市更新与保障房建设政策逐步落地，支撑中大型挖机需求，叠加环保政策推动老旧设备淘汰，形成刚性需求。从出口来看，中东、东南亚、非洲等新兴市场基建需求旺盛，国产设备性价比优势显著，主机厂通过“一带一路”及新兴市场拓展，叠加传统市场（欧洲、美洲）需求复苏，出口持续增长。4 月挖掘机和装载机销量的增长印证了工程机械行业的复苏趋势，内需反弹与出口扩张形成合力，电动化则成为结构性亮点。

投资建议：国内市场方面，未来在设备更新、地方政府化债等政策推动下，国内需求有望加速复苏。出口方面，我国工程机械主机厂进行海外布局多年，国产工程机械产品具备性价比优势，国内主机厂在海外市场的竞争力持续提升。在国内外需求共振的情况下，工程机械行业需求有望不断改善，当前工程机械行业呈现“内外需共振+技术升级”的特点，建议关注具备市场优势以及积极布局海外市场的优质公司。

风险因素：下游地产、基建投资不及预期风险，政策落地不及预期风险，行业竞争加剧风险，国际贸易摩擦风险，人民币汇率波动风险。

分析师 蔡梓林 执业证书编号 S0270524040001

2024Q4 及 2025Q1 业绩增速走高 ——家用电器行业跟踪报告

行业核心观点:

24Q4 在内销政策驱动、外销高景气的双重助推下家电业绩明显回升，25Q1 在关税战扰动下抢出口效应叠加以旧换新政策加力实施，推动家电行业业绩进一步走高；展望后市，内销方面，以旧换新政策延续，产业在线 5-7 月内销排产数据保持稳健增长，预期 Q2 内销表现或保持稳定增长；外销方面，近期中美撤销 91%关税并暂停 24%关税，关税对家电外销的压力得到缓解，同时我国家电外销对美敞口较小，叠加前期关税战对市场预期影响较充分，预计 Q2 外销增长或将保持平稳，我们维持行业“强于大市”评级。建议关注受益于关税战风险缓释的出口链相关标的、经营稳健具有高股息率的白电龙头标的等。

投资要点:

家电 2024 年度业绩增速较上一年回落，较前三季度回升：收入端，2024 年度家用电器行业营业收入规模为 15,238.3 亿元，同比增长 5.6%，增速较前三季度有所提升。分行业来看，小家电（9.1%）> 家电零部件（7.9%）> 白电（6.2%）> 黑电（3.1%）> 厨卫电器（-2.7%）> 照明设备（-3.0%），各个子板块的营收增速较 2024 年前三季度均有所提升或降幅收窄，黑电、小家电和家电零部件增速较 2023 年进一步提升。利润端，2024 年度家用电器行业实现归母净利润规模约为 1177.2 亿元，同比增长 7.5%，较前三季度增速有所提升。从细分行业角度来看，2024 年白电保持利润双位数增长，表现亮眼。小家电、黑电、家电零部件及厨卫电器 2024 年归母净利润增速较前三季度均有所提升或降幅收窄，而白电和照明设备增速略有下降或降幅略有扩大。季度行业业绩走势来看，内外销双重驱动下 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%；从毛利率角度来看，2024Q4 及 2025Q1 家用电器行业毛利率水平为 22.49%/23.63%，同比 -5.37pct/-1.62pct，环比 -2.40pct/+1.14pct。

以旧换新政策持续驱动内销增长，25Q1 关税不确定预期下抢出口效应明显：（1）以旧换新政策延续，家电内销增速保持较高位。2024 年及 2025 年 Q1 我国社零总额同比分别增长 3.5%和 4.6%，其中家电类同比分别增长 12.3%和 19.3%。从月度数据角度来看，随着以旧换新政策落地，2024 年 9 月起家电和音响器材类商品零售额增速明显提升，并保持在较高位。（2）外销，受关税战扰动 Q1 抢出口效应明显，Q2 迎来关税战缓和期外销增速预计或保持相对平稳。在关税不确定性影响下，2025 年 1-4 月家用电器出口金额（人民币计价）同比增速达到 6.6%，5 月 12 日中美两国发布日内瓦经贸会谈联合声明，中美取消 91%的关税，暂停 24%关税，对家电出口形成直接利好，25Q2 家电出口增速或保持平稳。

风险因素：关税战反复、原材料价格波动、人民币汇率波动、出口不及预期、地产链相关政策落地不及预期、业绩不及预期、数据统计偏差等。

分析师 潘云娇 执业证书编号 S0270522020001

下游需求稳健，锂电板块 Q1 业绩整体回升 ——电力设备行业跟踪报告

行业核心观点:

2024 年，由于锂电产业链竞争加剧，叠加行业去库影响，产业链业绩整体承压。2024 年，锂电产业链上市公司营业收入合计实现 7672.85 亿元，同比下降 11.84%；归母净利润为 591.35 亿元，同比下降 2.32%。

2025 年 Q1，在以旧换新政策驱动下，新能源汽车产销量稳定增长，带动锂电产业链业绩边际改善，营收和归母净利润实现同比回升。2025 年 Q1，锂电产业链整体营业收入为 1871.07 亿元，同比增长 14.82%；净利润为 171.55 亿元，同比增长 33.81%。

投资要点:

电池环节：在下游需求提升趋势下，一季度电池业绩表现稳健，营收及归母净利润实现同比增长，环比下滑则主要系季节性因素影响。2025 年 Q1，电池环节营业收入为 1232.52 亿元，同比增长 9.58%，环比下降 18.30%；归母净利润为 153.15 亿元，同比增长 30.16%，环比下降 6.29%。

正极材料：2025 年 Q1，下游需求回升，锂电产业链排产活跃，正极环节营收同比增长，亏损幅度明显收窄。2025 年 Q1，正极环节营收为 259.71 亿元，同比增长 21.21%；归母净利润为 -1.86 亿元，亏损同比收窄 47.37%。

负极材料：2025 年 Q1 负极材料营收及盈利水平回升，业绩明显修复。2025 年 Q1，负极材料营收为 146.36 亿元，同比增长 19.56%，环比下降 10.09%，归母净利润为 10.71 亿元，同比增长 40.48%，环比增长 433.92%。

其他环节：隔膜环节持续承压，电解液及辅材呈现回升趋势，其中，结构件表现稳健，铜箔铝箔一季度扭亏转盈。2025 年 Q1，隔膜厂商营业收入为 36.18 亿元，同比增长 18.92%，归母净利润为 0.73 亿元，同比下降 72.59%；2025 年 Q1，电解液厂商营业收入为 59.56 亿元，同比下降 31.35%，归母净利润为 4.06 亿元，同比增长 25.95%；2025 年 Q1，结构件公司实现营收 51.39 亿元，同比增长 22.13%，归母净利润 4.70 亿元，同比增长 26.23%；铜箔铝箔公司实现营收 85.34 亿元，同比增长 69.84%，归母净利润 0.07 亿元，扭亏转盈。

投资建议：2025 年，在以旧换新政策驱动下，新能源汽车产销量稳定增长，带动锂电需求提升。一季度以来，锂电产业链排产活跃，材料价格逐步企稳回暖，公司业绩呈现回升趋势；而下游电池环节持续表现稳健，盈利水平稳定。展望后市，（1）随着上游碳酸锂价格逐步触底企稳，终端下游新能源车销量增长，锂电中游材料厂商业绩有望持续修复，电池、结构件环节公司盈利有望持续增强，建议积极关注中游材料环节公司业绩修复投资机会，以及电池环节市占率提升、盈利能力增强的龙头个股；（2）新兴技术产业化加速，固态电池、高压密磷酸铁锂等新技术快速发展，下游车企、电池厂商持续加大加快布局，建议关注新兴技术产业化带动的投资机会。

风险因素：下游需求不及预期、行业竞争加剧、原料价格大幅波动、新兴技术产业化不及预期、统计偏差等。

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