



万联晨会

2025 年 05 月 12 日 星期一

概览

核心观点

【市场回顾】
周五 A 股三大指数集体收跌，截止收盘，沪指收跌 0.3%，深成指收跌 0.69%，创业板指收跌 0.87%。沪深两市成交额 11918.86 亿元；申万行业方面，美容护理、银行、纺织服饰领涨，电子、计算机、国防军工领跌；概念板块方面，ST 板块、芬太尼、代糖概念涨幅居前，科创次新股、储存芯片、DRG/DIP 概念跌幅居前；港股方面，恒生指数收涨 0.4%，恒生科技指数收跌 0.93%；海外方面，美国三大指数涨跌不一，道指收跌 0.29%，标普 500 收跌 0.07%，纳指收涨 0%。

【重要新闻】
【中美经贸高层会谈 5 月 10 日至 11 日在瑞士日内瓦举行】中美经贸中方牵头人、国务院副总理何立峰在出席中方代表团举行的新闻发布会时表示，此次中美经贸高层会谈坦诚、深入、具有建设性，达成重要共识，并取得实质性进展。双方一致同意建立中美经贸磋商机制。中美双方将尽快敲定相关细节，并将于 5 月 12 日发布会谈达成的联合声明。何立峰说，在当前形势下，本次会谈受到国际社会高度关注。经过中美双方的共同努力，会谈富有成效，迈出了通过平等对话协商解决分歧的重要一步，为进一步弥合分歧和深化合作打下了基础、创造了条件。
【国家统计局发布 4 月 CPI、PPI 数据】国家统计局数据显示，4 月我国 CPI 环比由上月下降 0.4%转为上涨 0.1%，同比下降 0.1%，降幅与上月相同。核心 CPI 环比由平转涨，上涨 0.2%；同比上涨 0.5%，涨幅保持稳定。PPI 环比下降 0.4%，降幅与上月相同，同比下降 2.7%，降幅比上月扩大 0.2 个百分点。

研报精选

关注创新、出海、自主可控
2025Q1 电子基金加仓自主可控，配置呈现多元化态势

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,342.00	-0.30%
深证成指	10,126.83	-0.69%
沪深 300	3,846.16	-0.17%
科创 50	1,006.32	-1.96%
创业板指	2,011.77	-0.87%
上证 50	2,684.01	0.17%
上证 180	8,525.67	-0.24%
上证基金	6,869.46	-0.48%
国债指数	224.76	-0.01%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	41,249.38	-0.29%
S&P500	5,659.91	-0.07%
纳斯达克	17,928.92	0.00%
日经 225	37,503.33	1.56%
恒生指数	22,867.74	0.40%
美元指数	100.34	-0.30%

主持人： 冯永棋
Email: fengyq1@wlzq.com.cn

核心观点

【市场回顾】

周五 A 股三大指数集体收跌，截止收盘，沪指收跌 0.3%，深成指收跌 0.69%，创业板指收跌 0.87%。沪深两市成交额 11918.86 亿元；申万行业方面，美容护理、银行、纺织服饰领涨，电子、计算机、国防军工领跌；概念板块方面，ST 板块、芬太尼、代糖概念涨幅居前，科创次新股、储存芯片、DRG/DIP 概念跌幅居前；港股方面，恒生指数收涨 0.4%，恒生科技指数收跌 0.93%；海外方面，美国三大指数涨跌不一，道指收跌 0.29%，标普 500 收跌 0.07%，纳指收涨 0%。

【重要新闻】

【中美经贸高层会谈 5 月 10 日至 11 日在瑞士日内瓦举行】中美经贸中方牵头人、国务院副总理何立峰在出席中方代表团举行的新闻发布会时表示，此次中美经贸高层会谈坦诚、深入、具有建设性，达成重要共识，并取得实质性进展。双方一致同意建立中美经贸磋商机制。中美双方将尽快敲定相关细节，并将于 5 月 12 日发布会谈达成的联合声明。何立峰说，在当前形势下，本次会谈受到国际社会高度关注。经过中美双方的共同努力，会谈富有成效，迈出了通过平等对话协商解决分歧的重要一步，为进一步弥合分歧和深化合作打下了基础、创造了条件。

【国家统计局发布 4 月 CPI、PPI 数据】国家统计局数据显示，4 月我国 CPI 环比由上月下降 0.4% 转为上涨 0.1%，同比下降 0.1%，降幅与上月相同。核心 CPI 环比由平转涨，上涨 0.2%；同比上涨 0.5%，涨幅保持稳定。PPI 环比下降 0.4%，降幅与上月相同，同比下降 2.7%，降幅比上月扩大 0.2 个百分点。

分析师 蔡梓林 执业证书编号 S0270524040001

研报精选

关注创新、出海、自主可控 ——医药生物行业跟踪报告

行业核心观点：

年初以来，医药各子板块二级市场表现分化，2024 年年报和 2025 年一季报业绩整体承压，关注医药细分赛道结构性机会，重点关注创新、出海、自主可控方向。

投资要点：

子板块表现分化：2025 年年初至今，沪深 300 指数下跌 2.62%，申万医药指数上涨 1.14%，跑赢沪深 300 指数 3.76 个百分点，在申万一级行业中排名第 14。子板块表现分化，年初至今，生物医药板块中表现相对较好的二级子板块为化学制剂(+8.90%)、医疗服务(+2.79%)、医药商业(+0.41%)。表现相对较好的三级子板块为线下药店(+12.26%)、化学制剂(+9.22%)、原料药(+7.30%)、其他生物制品(+5.47%)。截至 2025 年 5 月 7 日，医药板块相对于全部 A 股的溢价率为 78.56%，处于正常水平，申万医药二级子行业市盈率水平从高到低依次为生物制品(31.28 倍)、医疗器械(29.96 倍)、化学制药(28.69 倍)、医疗服务(25.92 倍)、中药(23.07 倍)、医药商业(17.16 倍)。

2024 和 2025Q1 业绩整体下滑，多个子行业毛利率承压：医药研发外包和 2025 年一季度业绩整体下滑，多数子行业利润端承压，医疗研发外包 2025Q1 利润端增速亮眼。整体看，2025 年一季度收入端向好的子板块有医疗研发外包、医院、其他生物制品；利

润端向好的有医疗研发外包、医院、原料药、其他生物制品。多个子行业毛利率水平承压，其他生物制品子板块 2024 年净利率增速亮眼。整体看，毛利率水平排名靠前的子行业有其他生物制品、体外诊断、化学制剂、医疗设备等。净利率水平靠前的有血制品、医疗设备、医疗研发外包等。

投资建议：医药板块 2024 年和 2025 年一季度医药板块营收和归母净利润整体下滑，细分板块业绩分化，多数子行业利润端承压。整体看，2025 年一季度收入端向好的子板块有医疗研发外包、医院、其他生物制品；利润端向好的有医疗研发外包、医院、原料药、其他生物制品。2025 年以来，化学制药板块二级市场表现较好，市场关注度聚焦在创新驱动、国产替代、政策免疫等主线。建议关注：1) “创新+出海+国产替代”创新药主线，在技术壁垒高、技术迭代加速的细分领域选择标的，同时关注企业研发管线进展与商业化兑现能力；2) 地缘政治下供应链安全重要性提升，国产高端设备、关键原材料替代机会显著；3) 美联储降息周期下，Biotech 融资回暖给 CXO 企业带来订单增长机遇，关注具备全球化产能布局、新兴技术平台企业；4) 关注自主可控，行业竞争格局优化的赛道，如血制品、药店、中药等。

风险因素：研发进展不达预期风险、成本增加或价格下降带来的利润承压风险等、出口管制风险、行业竞争加剧风险等

分析师 黄婧婧 执业证书编号 S0270522030001

2025Q1 电子基金加仓自主可控，配置呈现多元化态势 ——电子行业跟踪报告

行业核心观点：

SW 电子 2025Q1 基金重仓比例环比上升，但超配比例环比有所下滑。SW 电子行业 2025 年 Q1 适配比例为 9.09%，环比+0.24pct，同比+1.70pct，处于历史较高水平；SW 电子行业 2025 年 Q1 基金重仓比例为 17.03%，环比+0.10pct，同比+4.95pct；SW 电子行业 2025 年 Q1 基金重仓超配比例为 7.94%，环比-0.15pct，同比+3.25pct。

投资要点：

Q1 前十大重仓股九成标的属于半导体行业，自主可控较受关注。按持股市值来看，SW 电子行业 2025 年 Q1 基金重仓的前十个股分别为中芯国际、寒武纪、海光信息、立讯精密、北方华创、中微公司、澜起科技、兆易创新、韦尔股份和芯原股份，仅由半导体和消费电子领域的标的组成，其中半导体领域的标的占比九成，表明机构较为关注半导体自主可控板块。

半导体自主可控、AI 算力及端侧应用等方向较受机构关注。从持股市值变动看，SW 电子行业 2025 年 Q1 基金重仓的前十大加仓股分别为芯原股份、澜起科技、胜宏科技、韦尔股份、翱捷科技、瑞芯微、北方华创、复旦微电、晶晨股份和兆易创新。从加仓股变化来看，AI 算力、端侧应用和自主可控等为近期机构重点关注的赛道，SW 电子行业 2025 年 Q1 前十大加仓股中，仅兆易创新获基金连续两个季度加仓，芯原股份、胜宏科技、韦尔股份、翱捷科技、瑞芯微和复旦微电均为近几个季度首次位列前十大加仓股，表明基金机构加仓标的趋向多元化。

机构持续加仓半导体自主可控板块，基金重仓配置集中度有所下降。以 A 股为分母，半导体仍处于超配，比例为 7.83%，已是连续三个季度环比上升。SW 电子行业 2025 年 Q1 基金重仓前 5、10 和 20 个股的市值占 SW 电子行业整体基金重仓市值的比例分别为 39.50%、57.89%和 72.46%，环比分别-6.92pct、-4.96pct 和-2.93pct，基金重仓配置重仓股的集中度环比有所下滑，表明基金配置呈现多元化趋势。

投资建议：从基金重仓配置偏好来看，半导体自主可控及端侧应用仍然是基金机构重点关注的方向。1) 半导体自主可控，在科技摩擦加剧的背景下，国内半导体厂商有望加快攻克重要领域“卡脖子”技术，国产替代需求有望进一步提升，建议关注半

导体自主可控的投资机遇。2) AI 算力，AI 浪潮持续推进并迈入大推理时代，国内互联网厂商资本开支加速，国产算力需求旺盛，建议关注国产算力产业链的投资机遇。3) AI 端侧应用，随着硬件底座夯实、模型部署成本下降以及应用生态日益完善，AI 端侧应用有望为传统消费电子市场带来较大增量，建议关注 AIPC、AI 手机及 AI 可穿戴等产业链的投资机遇。

风险因素：中美科技摩擦加剧；技术研发进程不及预期；国产产品性能不及预期；终端需求不及预期；市场竞争加剧；数据统计误差。

分析师 夏清莹 执业证书编号 S0270520050001

分析师 陈达 执业证书编号 S0270524080001

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