

万联晨会

2025 年 03 月 27 日 星期四

概览

核心观点

【市场回顾】周三 A 股三大指数小幅调整。截至收盘，上证综指跌 0.04%，深成指跌 0.05%，创业板指跌 0.26%。全市场成交额 11802 亿元，较上日减少 1073 亿元。全市场超 3500 只个股上涨。板块题材上，养殖业、机器人、化工板块涨幅居前；银行、中船系概念股跌幅居前。

【重要新闻】

【2025 年中央部门预算集中向社会公开】3 月 26 日，2025 年中央部门预算公开内容涵盖部门总体收支预算情况、财政拨款收支预算情况以及重点事项说明等。具体包括：一是部门收支总表、财政拨款收支总表等 9 张报表。二是对预算收支增减变化、机关运行经费安排、“三公”经费、政府采购、国有资产占用、预算绩效管理、提交全国人大审议的项目等情况予以说明，并对专业性较强的名词进行解释。财政部有关负责人表示，近年来预算公开工作取得显著成效，预算公开的深度和广度不断拓展，预算数据已基本实现“应公开尽公开”，财政透明度明显提升，为建立现代预算制度提供了重要支撑。

【国资委：中央企业人工智能产业发展将进一步提速加力】3 月 25 日，在国务院国资委召开的中央企业“人工智能+”媒体通气会上，国务院国资委规划发展局相关负责人表示，目前，中央企业人工智能产业发展将进一步提速加力。该负责人表示，国务院国资委持续深化中央企业 AI+专项行动，指导央企紧盯发展态势、服务国家战略，全力当好国家智算基础设施的重要供给者、人工智能赋能千行百业的重要破题者、产业体系化布局的重要组织者，着力提升中央企业在人工智能领域全方位的能力，在应用、算力、数据、模型等人工智能产业重点领域取得积极成效。

研报精选

电子：供需格局优化或推动存储价格调涨，AI 端侧渗透有望提振需求

计算机：深化央企“AI+”专项行动，推动我国 AI 产业高质量发展

通信：国内头部云厂商加大资本开支，三大运营商算力 Capex 占比提升

人形机器人：Tesla 人形机器人生产目标进一步明确，1X 计划部署 NEO Gamma 至用户家庭早期测试

交通运输：1-2 月航空数据跟踪点评

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,368.70	-0.04%
深证成指	10,643.82	-0.05%
沪深 300	3,919.36	-0.33%
科创 50	1,029.05	-0.26%
创业板指	2,139.90	-0.26%
上证 50	2,677.31	-0.54%
上证 180	8,582.43	-0.28%
上证基金	7,005.14	-0.15%
国债指数	222.76	0.08%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	42454.79	-0.31%
S&P500	5712.20	-1.12%
纳斯达克	17899.01	-2.04%
日经 225	38027.29	0.65%
恒生指数	23483.32	0.60%
美元指数	104.68	0.45%

主持人： 宫慧菁

Email: gonghj@wlzq.com.cn

电力设备：逆变器出口：新兴市场表现稳健，亚洲市场同比高增长

电力设备：电力设备出口：变压器和开关表现稳健

交通运输：1-2 月快递行业数据跟踪点评

核心观点

【市场回顾】周三 A 股三大指数小幅调整。截至收盘，上证综指跌 0.04%，深成指跌 0.05%，创业板指跌 0.26%。全市场成交额 11802 亿元，较上日减少 1073 亿元。全市场超 3500 只个股上涨。板块题材上，养殖业、机器人、化工板块涨幅居前；银行、中船系概念股跌幅居前。

【重要新闻】

【2025 年中央部门预算集中向社会公开】3 月 26 日，2025 年中央部门预算公开内容涵盖部门总体收支预算情况、财政拨款收支预算情况以及重点事项说明等。具体包括：一是部门收支总表、财政拨款收支总表等 9 张报表。二是对预算收支增减变化、机关运行经费安排、“三公”经费、政府采购、国有资产占用、预算绩效管理、提交全国人大审议的项目等情况予以说明，并对专业性较强的名词进行解释。财政部有关负责人表示，近年来预算公开工作取得显著成效，预算公开的深度和广度不断拓展，预算数据已基本实现“应公开尽公开”，财政透明度明显提升，为建立现代预算制度提供了重要支撑。

【国资委：中央企业人工智能产业发展将进一步提速加力】3 月 25 日，在国务院国资委召开的中央企业“人工智能+”媒体通气会上，国务院国资委规划发展局相关负责人表示，目前，中央企业人工智能产业发展将进一步提速加力。该负责人表示，国务院国资委持续深化中央企业 AI+专项行动，指导央企紧盯发展态势、服务国家战略，全力当好国家智算基础设施的重要供给者、人工智能赋能千行百业的重要破题者、产业体系化布局的重要组织者，着力提升中央企业在人工智能领域全方位的能力，在应用、算力、数据、模型等人工智能产业重点领域取得积极成效。

分析师 宫慧菁 执业证书编号 S0270524010001

研报精选

供需格局优化或推动存储价格调涨，AI 端侧渗透有望提振需求 ——电子行业快评报告

行业核心观点：

2024 年 Q4 以来，存储原厂积极调控产能以实现库存逐步去化，在原厂干预下存储供给格局有所优化，同时 AI 端侧产品的加速渗透有望推动存储需求提升，进而带动存储整体供需格局改善。

投资要点：

存储库存去化顺利，原厂宣布产品价格有望调涨：2024 年由于存储行业供给端库存压力较大，产品价格整体维持震荡下行态势，至 2024 年 Q4 原厂减产干预后，存储库存去化顺利，价格逐步企稳。根据 TrendForce 集邦咨询预测，1) NANDFlash 方面，原厂减产叠加消费电子品牌提前备货，PC、智能手机和数据中心重建库存，预计 2025 年第二季度价格有所回升，ClientSSD 价格季增 3-8%，EnterpriseSSD 持平，eMMC 和 UFS 价格持平，而 NANDFlashWafer 则季增 10-15%。2) DRAM 方面，因 HBM3e 放量和库存去化，均价或季增 3-8%，其中 PC/ServerDRAM 价格持平，eDRAM 的 LPDDR5X 价格有望季增 0-5%，而 ConsumerDDR4 受新基建推动可能季增) 原厂供应策略方面，根据闪存市场微信公众号，近日存储原厂闪迪向客户发送涨价函称，由于存储行业供需状态变化，所有面向渠道和消费类产品将于 2025 年 4 月 1 日起涨价 10%，且不排除后续季度还有涨价。根据钛

媒体硅基世界报道，其他存储原厂美光、三星和 SK 海力士预计也将于 4 月对闪存价格进行调整，其中美光预计提高旗下闪存产品价格超 10%。

AI 端侧产品加速渗透，有望推动消费级存储需求提升：以 DeepSeek 为代表的开源大模型有望凭借其低成本部署、高性能推理等特点，推动生成式 AI 在手机、PC、眼镜等端侧设备加速落地。SK 海力士认为 2025 年 AIPC、AI 手机将加速渗透，预计 AIPC/AI 手机渗透分别达到 30%-40%/约 30%。IDC 预计，2025 年全球智能眼镜市场预计出货 1205 万台，同比增长 18.3%。我们认为随着 AIPC、AI 手机及 AI 可穿戴产品等端侧设备的加速渗透，消费级存储需求有望提升，例如 16/24/32GB DRAM 将得到广泛采用以支持 AI 应用，高性能嵌入式存储如 LPDDR5X/LPDDR5T 的需求有望增长。

投资建议：我们认为 2025 年第二季度全球存储芯片市场有望呈现结构性复苏态势，主要受益于 DeepSeek 技术降低 AI 部署成本加速端侧设备渗透，进一步提升存储芯片需求，同时原厂调整供应策略有望维持产品价格稳中有升态势，建议关注存储芯片设计、模组及 IDM 等领域的龙头公司。

风险因素：中美科技摩擦加剧；AI 端侧渗透不及预期；AI 应用发展不及预期；技术研发不及预期；市场竞争加剧。

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

深化央企“AI+”专项行动，推动我国 AI 产业高质量发展 ——计算机行业快评报告

事件：

2025 年 2 月 19 日，国务院国资委召开中央企业“AI+”专项行动深化部署会；2025 年 3 月 25 日会议上，国务院国资委规划发展局有关负责人表示“国务院国资委将继续深化央企“AI+”专项行动”。

投资要点：

中央企业“AI+”专项行动一周年成效显著，聚焦场景落地和算力建设。2024 年 2 月 19 日，国务院国资委召开“AI 赋能产业焕新”中央企业人工智能专题推进会，在会上强调“中央企业要把发展人工智能放在全局工作中统筹谋划，深入推进产业焕新，加快布局和发展人工智能产业”，要“开展 AI+专项行动”，明确了中央企业在“人工智能+”行动中的核心地位和领头作用。2025 年 2 月 19 日，国务院国资委召开中央企业“AI+”专项行动深化部署会。会议指出，“近年来国务院国资委全力推动中央企业融入国家算力布局，与龙头民企、科研机构深化合作，一批高价值行业应用场景落地，智能算力供给能力显著提升，数据集建设稳步推进，大模型构建加速追赶，在人工智能关键领域取得系列积极进展”。可以看出，过去一年中央企业的“AI+”专项行动主要聚焦在人工智能的场景应用落地、智算基础设施的建设以及 AI 大模型等关键核心技术环节的研发突破。

国资央企仍为“人工智能+”行动的核心要素构成，加强 AI 应用落地和中长期资金注入。会议强调，“国资央企要抓住人工智能产业发展的战略窗口期，强化科技创新，聚焦关键领域加快掌握‘根技术’，坚定攻关大模型，积极参与开放生态建设，推动产生更多‘从 0 到 1’的原始创新，加速推进成果转化和产业化发展。要强化深度赋能，瞄准战略意义强、经济收益高、民生关联紧的高价值场景，强化行业协同、扩大开放合作，加大布局突破力度。要夯实算力基座，为技术突破、应用落地提供有力支撑。要突破数据难题，分批构建重点行业数据集，建设好通用基础数据集，做强做优数据产业”。会议要求，“要加大资金投入，坚持产投结合、以投促产，持续壮大发展人工智能的长期资本、战略资本、耐心资本”。我们认为，中央企业在未来的“人工智能”中仍起到核心推动作用，将继续加强算力基础设施建设和数据产业建设，为人工智能的应用落地构建坚实基础。此外，中央企业还将发挥引领作用，促进中长期资金注入人工智能产业。

三个“更加突出”明确央企“AI+”专项行动深化方向。在2025年3月25日的会议上，国务院国资委规划发展局有关负责人表示“国务院国资委将继续深化央企‘AI+’专项行动，更加突出应用领航，更加突出数据赋能，更加突出智算筑基，深化与各方协同合作，为加快推动我国人工智能产业高质量发展作出更大贡献”。我们认为此次会议提出的“三个突出”进一步明确了央企“AI+”专项行动的深化方向，建议关注AI应用场景落地、数据要素产业的优化发展以及智算基础设施的建设三个方向。

投资建议：会议表明“中央企业人工智能产业发展将进一步提速加力”，我们认为国资央企需求规模大、产业配套全、应用场景多等优势将继续助力我国AI产业的发展。建议关注：1) 智算中心等算力基础设施的建设；2) 重点产业领域数据要素资源的开发利用；3) 国产AI大模型技术突破推动AI应用加速落地对产业需求的提振；4) 中央企业引领中长期资金注入为人工智能产业带来的投资机遇。

风险提示：智算中心建设进度不及预期；数据供给质量不及预期；行业智能化应用不及预期。

分析师 夏清莹 执业证书编号 S0270520050001

国内头部云厂商加大资本开支，三大运营商算力 Capex 占比提升 ——通信行业快评报告

事件：

近期，国内的头部云厂商阿里巴巴、腾讯以及三大运营商中国联通、中国移动、中国电信，在最新财报及业绩交流会中披露了资本开支的历史投入及未来计划。

投资要点：

国内头部云厂商2024年资本开支大幅提升，创历史新高。根据国内头部云厂商阿里巴巴和腾讯最新的财报及业绩会披露显示，两者2024自然年的资本开支投入金额均大幅增长，2024Q4单季度的资本开支投入金额均突破300亿元人民币。具体的：1) 阿里巴巴2024自然年的资本开支投入约725.13亿元人民币，同比大幅增长197.04%；其中2024Q4单季度的资本开支约317.75亿元人民币，环比增长81.66%，同比大幅增长258.76%。2) 腾讯2024自然年的资本开支投入约767.6亿元人民币，同比大幅增长221.27%；其中2024Q4单季度的资本开支达365.78亿元人民币，环比大幅增长114%，同比大幅增长386%。两家公司2024Q4单季度的资本开支投入均超过了自身2023全年的资本开支投入总额，创历史新高，反映出了国内头部云厂商持续加大资本开支投入的战略方向。

在资本开支的未来规划上，阿里及腾讯均明确聚焦在AI领域，两者2025年的资本开支均有望超千亿。具体的：1) 阿里巴巴公告宣布，计划未来三年将投入至少人民币3800亿元人民币(530亿美元)，用于建设云计算和AI基础设施。若按每年平均投入计算，2025年的资本开支投入有望超过1200亿元人民币。2) 腾讯总裁刘炽平在业绩交流会上表示，2024年Q4资本开支大幅增长的主要原因是购买了更多GPU以满足推理需求，2025年计划进一步增加资本支出，预计占收入的低两位数百分比。腾讯2024年的营收增速约8%，假设2025年的收入增速保持8%，按照低两位数百分比(通常为10%-20%)的中值15%计算，2025年的资本开支预计约1070亿元人民币。

三大运营商优化资本开支结构，算力投资占比提升。根据三大运营商2024年报披露，三大运营商的总资本开支均同比下滑，但算力领域的资本开支持续提升，且伴随资本开支结构的持续优化，算力领域的资本开支占比有望进一步提升。具体的：1) 中国联通2024年算力领域的资本开支投资同比上升19%；2025年算力投资预计同比增长28%，呈现加速增长趋势。2) 中国移动在业绩发布会表示，2025年在算力领域的资本开支预计为373亿元，占比预计提升至25%。其中智算规模计划超34EFLOPS，主要是以预训练资源为主，而对于推理资源将根据市场需求进行投资，不设上限。3) 中国电信在业绩会上表示，2025年资本开支将会有结构性的调整，预计在算力方面实现22%的增长，但不设限，

将根据客户的需求和根据市场发展的情况进行灵活调度。我们认为推理侧需求将会是拉动算力投资增长的核心动能，三大运营商将持续优化资本开支结构，算力投资占比有望持续提升，且投资金额也将保持增长趋势。

投资建议：从国内头部云厂商及三大运营商最新披露的资本开支规划，我们认为国内的智算需求仍将持续上行，同时随着算力需求从训练侧向推理侧的转移趋势，也将进一步加速 AI 大模型的应用场景落地，建议关注：1) 国内资本开支的加大投入对算力产业链需求的提振，包括智算中心建设、服务器、光模块、光芯片等；2) 生成式 AI 应用的加速落地对推理侧智算需求的进一步提振；3) AI 应用端的加速落地。

风险因素：资本开支投入规模不及预期；国产智算中心建设不及预期；AI 应用落地不及预期。

分析师 夏清莹 执业证书编号 S0270520050001

Tesla 人形机器人生产目标进一步明确，1X 计划部署 NEO Gamma 至用户家庭早期测试

——人形机器人行业快评报告

行业事件：

近日，Tesla 进一步明确了人形机器人 Optimus 的生产节奏，1X 计划在 2025 年底前将数百至数千台 NEOGamma 部署至用户家庭进行早期测试。

投资要点：

特斯拉细化了人形机器人 Optimus 量产目标，预计 2025 年年产 5,000 台。近日，特斯拉召开了一场特斯拉全员大会，马斯克在会上明确表示，今年的生产目标是制造 5,000 台 Optimus，这一目标相较此前马斯克提到的“数千台”更为具体，并且公司已经订购了足够的零部件，足以支撑今年生产 10,000 至 12,000 台机器人，但由于这是一款新产品，爬产需要过程。到 2026 年，特斯拉计划将 Optimus 的年产量提高至 50,000 台。特斯拉尚未明确 Optimus 的具体商用场景，初期可能以工业场景为主。长期来看，若单价能降至 2 万美元，将推动消费级市场爆发，但当前目标量级可能仍以企业客户为主。特斯拉的产能规划体现了其在人形机器人领域的战略决心，技术优势和供应链布局为其提供了基础支撑，但量产目标的实现仍需克服技术验证、供应链协同和市场需求匹配等挑战。若进展顺利，Optimus 或将成为特斯拉继电动汽车后的又一增长引擎，并推动整个人形机器人行业的标准化与规模化进程。

1X 计划在 2025 年底前将数百至数千台 NEOGamma 部署至用户家庭进行早期测试。1X 公司近期发布的 NEOGamma 人形机器人通过其完全学习的控制堆栈实现了家庭场景下的远程操作与自主任务执行能力，展示了擦桌子、整理物品、衣物清洗等复杂家务动作。NEOGamma 定位为“家庭贴心助手”，其设计兼顾安全性与低噪音，适配老年人和儿童共处场景。1X 计划在 2025 年底前将数百至数千台 NEOGamma 部署至用户家庭，收集真实环境数据优化模型，用户可控制公司员工访问机器人周围环境的权限，平衡数据训练与隐私保护。1X 与英伟达的合作通过技术协同与场景创新，将 NEOGamma 打造为兼具实用性与情感交互的家庭机器人标杆，其技术突破不仅推动行业向智能化、人性化发展，也为消费级人形机器人的商业化路径提供了重要参考。未来需持续关注量产成本控制、用户接受度、隐私安全及伦理合规等挑战。

投资建议：2025 年有望迎来人形机器人商业化量产元年，特斯拉、OpenAI、宇树等企业人形机器人行业的持续投入有望驱动行业迭代加速并不断突破，人形机器人量产并实现大规模应用迎来曙光，商业化落地可期。目前，成本仍是制约人形机器人大规模普及应用的重要因素之一，建议关注受益于人形机器人大规模应用的国产零部件优质企业。

风险因素：人形机器人进展不及预期风险、下游需求不及预期风险、市场竞争加剧风险。

分析师 蔡梓林 执业证书编号 S0270524040001

1-2 月航空数据跟踪点评 ——交通运输行业快评报告

行业核心观点：

2025 年 1-2 月民航客运量保持增长态势，国内需求提振政策持续发力，节后公商务出行活动需求释放有望推动行业需求提升；供给端，行业机队引进速度预计维持低速；此外，当前油价下降有助于降低行业运营成本，航空业有望在供给约束及需求增长下迎来票价修复，推动航空公司盈利修复，维持行业“强于大市”评级。

投资要点：

春运客运量创新高，民航旅客运输总量增长 7.4%：2025 年 1-2 月民航总周转量实现 257 亿吨公里，同比增长 10.5%，其中国内航线同比增长 3.7%，国际航线增长 25.8%。2025 年 1-2 月客运量实现 1.26 亿人次，同比增长 5.5%，较 2019 年同期增长 17.9%，其中国际航线完成 1284 万人次，同比增长 38.6%，客运规模恢复至 2019 年同期的 106.6%，国内航线客运量同比增长 2.8%，较 2019 年增长 19.3%。从上市航空公司数据角度来看，六家上市航空公司 1-2 月 RPK 和 ASK 同比分别变动+8.5%和+6.4%，其中国内航线同比变动+1.1%和-1.1%，国际航线同比变动+36.8%和+33%。根据航班管家数据显示，2025 年春运期间（1.14-2.22）民航旅客运输总量同比增长 7.4%，为历年春运最高水平。

2025 年春运民航经济舱平均票价下降 11.3%。根据航班管家数据显示，2025 年春运期间，民航经济舱（含税）平均票价达 874.9 元，同比下降 11.3%，从票价变化趋势角度看，进入正月之后票价一直低于 24 年，春运末期票价与 24 年相近。后期随着节后公商务出行需求提升，票价有望回升。

客座率水平持续提升，但整体提升幅度持续收窄：1-2 月民航客座率为 84%，较 2024 年提升 0.7pct，高于 2019 年水平（83.2%）。从上市航空公司数据角度来看，六家上市航空公司 1-2 月客座率为 83.8%，较 2024 年提升 0.81pct，六家上市航空公司表现有所分化，其中三大航司客座率较 2024 年水平进一步提升，海航/春秋/吉祥航空较 2024 年客座率水平有所回落。六家上市航空公司国内航线客座率为 85.5%，较 2024 年提升 1.17pct，国际航线为 79.7%，较 2024 年上升 0.35pct。

1-2 月六家上市航空公司运营飞机数量共增 23 架。截至 2025 年 2 月末，六家上市航空公司运营飞机数量为 3278 架，较上年末增长 0.7%，共计增加 23 架飞机，其中东航/南航/国航运营飞机数量分别增加 8 架/6 架/4 架、海航增加 3 架、吉祥增加 2 架，供给端受约束，预计后续机队引入速度保持低速增长。

风险因素：经济修复不及预期、国际航线修复不及预期、油价大幅波动、汇率大幅波动、航空安全等。

分析师 潘云娇 执业证书编号 S0270522020001

逆变器出口：新兴市场表现稳健，亚洲市场同比高增长 ——电力设备行业跟踪报告

核心观点：2025 年 3 月 20 日，海关总署发布 2025 年 1-2 月逆变器出口数据。整体来看，1-2 月逆变器出口表现较为稳定，2025 年 1-2 月，我国逆变器累计出口金额为 76.32

亿元，同比增长 5.97%。分月份来看，由于春节假期等因素影响，2 月出口金额较 1 月份环比有所下滑。分地区来看，亚洲市场保持高景气，1-2 月出口同比高增长，其中，印度、巴基斯坦等新兴国家户储需求回升，中东地区大储项目开始放量；欧洲地区出口金额则连续回落，同环比均表现为负增长，市场表现较弱；北美市场 1 月表现较好，2 月明显回落，2 月出口金额同比-50.34%；非洲市场表现稳健，其中，南非市场出现回暖迹象，2 月出口金额同环比明显回升。展望后市，1-2 月为逆变器出口传统淡季，3 月份开始，随着春节假期等因素消除、市场走向旺季，出口表现有望逐步增强。当前，新兴市场表现向好，亚非国家户储出口有望保持增势；欧美地区 2 月表现较弱，3 月有望随着需求提升，逐步回暖。

投资要点：

2025 年 1 月、2 月逆变器出口金额保持同比正增长。2025 年 1 月、2 月，我国逆变器出口金额分别为 43.89、32.43 亿元，分别同比增长 9.10%、2.01%，1 月、2 月逆变器出口金额均保持同比正增长，同时，由于春节假期等因素影响，2 月出口金额较 1 月份环比有所下滑。累计出口金额来看，2025 年 1-2 月，我国逆变器累计出口金额为 76.32 亿元，同比增长 5.97%，市场表现较为稳定。

分到达地区来看：

亚洲：亚洲市场保持高景气，1-2 月出口同比高增长。2025 年 1 月、2 月，我国对亚洲地区逆变器出口金额分别为 16.79、11.95 亿元，分别同比增长 35.05%、25.10%，市场表现较好。分国家来看，2025 年 2 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 1.07、1.02、3.02、1.88 亿元，分别同比+694.87%、+68.60%、+67.44%、+19.15%。整体来看，亚洲各地区市场保持高景气，印度、巴基斯坦等新兴国家户储需求回升，较去年年底明显增长；中东地区大储项目开始放量，沙特、阿联酋国家出口金额同比高增长。

欧洲：出口数据连续两个月回落，德国、英国同比实现正增长。2025 年 1 月、2 月，我国对欧洲地区逆变器出口金额分别为 13.73、10.83 亿元，分别环比下降 14.80%、21.07%，分别同比下降 11.29%、11.61%。2025 年 1-2 月，欧洲出口金额连续回落，同环比均表现为负增长，市场表现较弱。分国家来看，2025 年 2 月，我国对德国、荷兰、英国、波兰逆变器出口金额分别为 1.61、4.45、0.72、0.20 亿元，同比+15.84%、-11.06%、+26.40%、-47.15%。欧洲国家出口表现分化，对波兰出口金额同比下降幅度较大，德国、英国表现相对较好，同比实现正增长。

北美：市场 1 月表现较好，2 月明显回落。2025 年 1 月、2 月，我国对北美地区逆变器出口金额分别为 2.36、0.88 亿元，分别同比+34.30%、-50.34%。其中，2025 年 1 月、2 月，我国对美国逆变器出口金额分别为 2.15、0.77 亿元，分别同比+30.17%、-49.23%。

拉丁美洲：拉美市场表现一般，巴西墨西哥市场同比回落。2025 年 1 月、2 月，我国对拉美地区逆变器出口金额为 5.78、4.45 亿元，分别同比+1.58%、-7.58%。分国家来看，2025 年 2 月我国对巴西、墨西哥逆变器出口金额分别为 2.81、0.07 亿元，分别环比-17.52%、-73.47%，同比-25.87%、-86.47%。

非洲地区：市场表现稳健，南非市场回暖。2025 年 1 月、2 月，我国对非洲地区逆变器出口金额为 3.33、3.30 亿元，分别同比增长 3.21%、61.07%。其中，2025 年 2 月，我国对南非、尼日利亚逆变器出口金额为 1.68、0.52 亿元，分别环比+134.44%、-35.11%，同比+93.30%、+50.35%。南非市场出现回暖迹象，2 月出口金额同环比明显回升。

大洋洲：市场 1 月表现较好。2025 年 1 月、2 月，我国对大洋洲地区逆变器出口金额分别为 2.13、1.16 亿元，分别同比+29.04%、-14.18%。其中，2025 年 2 月，我国对澳大利亚逆变器出口金额为 1.12 亿元，环比下降 42.92%，同比下降 15.45%。

分发货地来看：

2025 年 2 月，我国广东、浙江、安徽、江苏逆变器出口金额分别为 11.46、7.40、5.80、4.63 亿元，分别环比-27.01%、-33.28%、-8.30%、-25.86%，同比-4.74%、+0.24%、

-2.63%、+24.50%。广东、安徽逆变器出口同比小幅下滑，浙江、江苏逆变器出口同比正增长。

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；（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：变压器和开关表现稳健 ——电力设备行业跟踪报告

核心观点：2025年1月20日，海关总署发布2025年1-2月电力设备出口数据。2025年1-2月，电力设备出口表现稳健，其中，变压器和开关出口表现较好，电表和电缆有所波动。细分来看，变压器1月和2月出口同比均保持高增长，2月较1月出口金额有所下滑，主要是春节等因素影响；电表1月出口高增长，2月环比回落，2025年1-2月，我国电表累计出口金额同比保持正增长，但增长幅度有所收窄；开关出口整体明显增长，其中，我国对亚非欧地区的变压器出口表现较好；电缆出口表现有所波动，1-2月累计出口金额同比基本持平。展望后市，2025年1-2月电力设备出口表现向好，随着市场逐步进入旺季，下游需求提升，出口有望保持增势。

投资要点：

变压器（>16kVA）：市场表现稳健，亚欧及美洲市场同比高增长

市场表现稳健，1-2月出口同比保持高增长。2025年1月、2月，我国变压器出口金额分别为37.41、28.12亿元，分别同比增长71.39%、63.56%，1月和2月出口同比保持高增长，环比来看，2月较1月出口金额有所下滑，主要是春节等因素影响。2025年1-2月，我国变压器累计出口金额为65.53亿元，同比增长67.94%。

分到达地区来看，我国对亚欧和美洲的变压器出口表现较好，对非洲出口有所波动。2025年1月，我国对亚洲、欧洲、北美、拉美的变压器出口金额分别同比+72.57%、+74.59%、+71.87%、+103.05%。2025年2月，我国对亚洲、欧洲、北美、拉美的变压器出口金额分别同比+163.56%、+22.06%、+76.15%、+40.61%。我国对亚欧和美洲地区出口表现较好，1月、2月均实现同比高增长，而我国对非洲地区出口金额有所波动。2025年1月、2月，我国对非洲的变压器出口金额分别为4.58、0.80亿元，分别同比+52.80%、-47.48%。

电表：1月出口高增长，2月环比回落

1月出口高增长，2月环比有所回落。2025年1月，我国电表出口金额为11.27亿元，环比增长16.73%，同比增长20.54%。2025年2月，我国电表出口金额为6.21亿元，环比下降44.92%，同比下降4.54%。我国1月电表出口表现较好，同环比均实现正增长，2月出口环比明显回落。全年来看，2025年1-2月，我国电表累计出口金额为17.48亿元，同比增长10.26%，同比保持正增长，但增长幅度有所收窄。

分到达地区来看，1月亚非欧地区同比正增长，2月均回落。亚洲、非洲、欧洲是我国电表出口的主要市场。2025年1月，我国对亚洲、非洲、欧洲的电表出口金额分别为

4.75、2.68、3.00 亿元，分别同比增长 15.08%、39.36%、8.43%。2025 年 2 月，我国对亚洲、非洲、欧洲的电表出口金额分别为 1.95、1.89、1.68 亿元，分别同比-15.71%、+2.00%、-6.01%。1 月亚非欧地区均实现同比正增长，2 月则有所回落，其中，亚洲地区回落幅度相对较大。

开关(>1kV)：整体明显增长，亚洲、非洲以及欧洲地区表现较好

1-2 月出口同比明显增长。2025 年 1 月、2 月，我国开关出口金额分别为 6.81、4.73 亿元，分别环比+5.72%、-30.54%，同比+18.23%、+28.06%。2025 年 1-2 月，我国开关累计出口金额为 11.54 亿元，同比增长 22.07%，同比明显增长。

分到达地区来看，我国对亚非欧地区的开关出口表现较好。2025 年 1 月，我国对亚洲、非洲、欧洲的开关出口金额分别同比+19.74%、+5.30%、+45.48%。2025 年 2 月，我国对亚洲、非洲、欧洲的开关出口金额分别同比+30.47%、+149.03%、+19.01%。整体来看，我国对亚洲、非洲和欧洲出口表现较好，1 月、2 月均同比正增长，对拉美出口表现一般，出口金额较 2024 年底明显下滑。2025 年 1 月、2 月，我国对拉美地区开关出口金额分别为 0.43、0.31 亿元，分别同比-24.73%、-11.60%。

电缆(>1kV)：出口有所波动，拉美地区表现较好

电缆表现有所波动，1-2 月累计出口金额同比基本持平。2025 年 1 月、2 月，我国电缆出口金额分别为 14.50、11.43 亿元，分别环比-2.19%、-21.19%，同比+21.79%、-20.48%，1 月、2 月表现有所波动。全年来看，2025 年 1-2 月，我国电缆累计出口金额为 25.93 亿元，同比下降 1.33%。

分到达地区来看，我国对拉美地区的电缆出口表现较好。2025 年 1 月、2 月，我国对拉美开关出口金额分别为 1.37、1.50 亿元，分别同比+54.13%、+38.69%，1 月、2 月均实现同比高增长。拉美地区以外，各地区表现分化。2025 年 1 月，我国对非洲、欧洲的电缆出口表现较好，出口金额分别同比+24.23%、+189.12%。2025 年 2 月，我国对亚洲的电缆出口相对稳定，出口金额同比+45.81%。

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、产品口碑、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

1-2 月快递行业数据跟踪点评

——交通运输行业快评报告

行业核心观点：

网上零售需求有望在国内消费需求提振政策支持下加快释放，叠加行业小件化趋势等因素影响预计行业件量增长有一定保障，但行业价格竞争局面预计短期内较难改变，但受成本约束以及监管引导等因素影响预计后续价格下降空间有限，当前行业主要个股估值处于历史相对低位，建议积极关注估值修复机会。

投资要点：

2025 年 1-2 月实物商品网上零售额增速有所回落：2025 年 1-2 月实物商品网上零售额为 1.86 万亿元，同比+5%，较 2024 年增速下降 1.5pct，占社会消费品零售总额的比重为 22.30%，较 2024 年下降 4.25pct。中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》，以增收减负提升消费能力，以高质量供给创造有效需求，以优化消费环境增强消费意愿，随着政策的实施落地，消费需求有望加快释放。

小件化及电商促销等因素推动下快递件量维持较高增速，叠加竞争压力单件价格仍下行：1-2月规上快递业务收入实现2210.40亿元，同比+11.20%，增速较2024年-2.6pct，业务量实现284.8亿件，同比+22.40%，增速较2024年+0.9pct，单件均价为7.76元/件，较2024年均价进一步有所下降。

市场集中度进一步提升，圆通单价下降幅度最小：根据国家邮政局公布数据，2月快递服务品牌集中度指数（CR8）为87.1%，环比进一步提升。从上市企业来看，顺丰控股/韵达股份/圆通速递/申通快递1-2月业务量分别为22.46/38.23/41.14/37.22亿票，同比分别增长16.7%/26.5%/21.3%/30.6%，头部快递公司件量保持较快增长，同时价格竞争压力预计短期较难扭转，顺丰控股/韵达股份/圆通速递/申通快递1-2月件均价分别为15.1/1.99/2.34/2.05元/件，同比分别下降9.6%/12.5%/5.5%/7.3%，较2024年均价分别变动-2.8%/-3.0%/+2.2%/-0.1%，圆通快递单价表现同比降幅最小，较2024年均价有一定回升。

风险因素：经济修复不及预期、消费需求不及预期、行业竞争加剧、行业增速不及预期等。

分析师 潘云娇 执业证书编号 S0270522020001

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