

# 万联晨会

2025年12月09日 星期二

## 概览

### 核心观点

#### 【市场回顾】

周一 A 股三大指数集体收涨，截止收盘，沪指收涨 0.54%，深成指收涨 1.39%，创业板指收涨 2.6%。沪深两市成交额 20365.14 亿元。申万行业方面，通信、综合、电子领涨，煤炭、石油石化、食品饮料领跌；概念板块方面，共封装光学、F5G 概念、光纤概念涨幅居前，天津自贸区、草甘膦、青蒿素跌幅居前。港股方面，恒生指数收跌 1.23%，恒生科技指数收涨 0%；海外方面，美国三大指数集体收跌，道指收跌 0.45%，标普 500 收跌 0.35%，纳指收跌 0.14%。

#### 【重要新闻】

【中共中央政治局召开会议，分析研究 2026 年经济工作】会议强调，明年经济工作要坚持稳中求进、提质增效，继续实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度，切实提升宏观经济治理效能。要坚持内需主导，建设强大国内市场；坚持创新驱动，加紧培育壮大新动能；坚持改革攻坚，增强高质量发展动力活力；坚持对外开放，推动多领域合作共赢；坚持协调发展，促进城乡融合和区域联动；坚持“双碳”引领，推动全面绿色转型；坚持民生为大，努力为人民群众多办实事；坚持守牢底线，积极稳妥化解重点领域风险。

【2025 年前 11 个月，我国货物贸易进出口总值 41.21 万亿元人民币，同比增长 3.6%】海关总署发布数据显示，2025 年前 11 个月，我国货物贸易进出口总值 41.21 万亿元人民币，同比增长 3.6%。其中，出口 24.46 万亿元，增长 6.2%；进口 16.75 万亿元，增长 0.2%。11 月份，我国货物贸易增速回升，进出口总值 3.9 万亿元，增长 4.1%。其中，出口 2.35 万亿元，增长 5.7%；进口 1.55 万亿元，增长 1.7%。

### 研报精选

政策表述积极，经济稳中求进

AI 技术创新与供需格局变化，共同驱动存储景气周期

吴清主席致辞的学习体会：行业格局或加速优化，业务发展空间广阔

医保赋能多方合力，共促创新药高质量发展

#### 国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,924.08	0.54%
深证成指	13,329.99	1.39%
沪深 300	4,621.75	0.81%
科创 50	1,350.80	1.86%
创业板指	3,190.27	2.60%
上证 50	3,019.36	0.58%
上证 180	9,982.52	0.49%
上证基金	7,129.93	0.11%
国债指数	224.42	-0.10%

#### 国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	47,739.32	-0.45%
S&P500	6,846.51	-0.35%
纳斯达克	23,545.90	-0.14%
日经 225	50,581.94	0.18%
恒生指数	25,765.36	-1.23%
美元指数	99.09	0.10%

主持人： 陈雯

Email: chenwen@wlzq.com.cn

## 核心观点

## 【市场回顾】

周一 A 股三大指数集体收涨，截止收盘，沪指收涨 0.54%，深成指收涨 1.39%，创业板指收涨 2.6%。沪深两市成交额 20365.14 亿元。申万行业方面，通信、综合、电子领涨，煤炭、石油石化、食品饮料领跌；概念板块方面，共封装光学、F5G 概念、光纤概念涨幅居前，天津自贸区、草甘膦、青蒿素跌幅居前。港股方面，恒生指数收跌 1.23%，恒生科技指数收涨 0%；海外方面，美国三大指数集体收跌，道指收跌 0.45%，标普 500 收跌 0.35%，纳指收跌 0.14%。

## 【重要新闻】

【中共中央政治局召开会议，分析研究 2026 年经济工作】会议强调，明年经济工作要坚持稳中求进、提质增效，继续实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度，切实提升宏观经济治理效能。要坚持内需主导，建设强大国内市场；坚持创新驱动，加紧培育壮大新动能；坚持改革攻坚，增强高质量发展动力活力；坚持对外开放，推动多领域合作共赢；坚持协调发展，促进城乡融合和区域联动；坚持“双碳”引领，推动全面绿色转型；坚持民生为大，努力为人民群众多办实事；坚持守牢底线，积极稳妥化解重点领域风险。

【2025 年前 11 个月，我国货物贸易进出口总值 41.21 万亿元人民币，同比增长 3.6%】海关总署发布数据显示，2025 年前 11 个月，我国货物贸易进出口总值 41.21 万亿元人民币，同比增长 3.6%。其中，出口 24.46 万亿元，增长 6.2%；进口 16.75 万亿元，增长 0.2%。11 月份，我国货物贸易增速回升，进出口总值 3.9 万亿元，增长 4.1%。其中，出口 2.35 万亿元，增长 5.7%；进口 1.55 万亿元，增长 1.7%。

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

## 研报精选

## 政策表述积极，经济稳中求进

## ——12 月政治局会议点评

事件：2025 年 12 月 8 日，中共中央政治局会议召开，分析研究 2026 年经济工作。

2026 年为“十五五”开局之年，经济质、效发展并重。会议提及 2025 年经济总体平稳、稳中有进，新质生产力稳步发展，重点领域风险化解有取得积极进展。2026 年将着力推动高质量发展，稳中求进的工作总基调不变，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长，“十五五”开局之年预期经济增速目标仍将设定在 5% 左右。

政策定调更加积极有为，锚定重点领域。宏观政策强调增强前瞻性、针对性、协同性，持续扩内需、优化供给，预期消费、民生领域将出台更多政策，“反内卷”政策仍将持续，推动改善供求关系。持续防范化解重点领域风险方面，预期仍将围绕地方化债、房地产、中小金融机构开展。宏观政策提及“切实提升宏观经济治理能效”，预期政府投资在注重民生的同时也将兼顾效率。

财政政策延续更加积极，逆周期、跨周期调节力度有望加强。财政政策表述延续了 2025 年“更加积极”的定调。财政赤字率有望维持，地方专项债有望同比抬升，超长期特别国债预期将持续发行。政策强调了加大逆周期、跨周期调节力度，有

望给基建、制造业相关行业带来较大托举，基建的“压舱石”作用有望发力。地方化债在2026年仍将是财政重点工作，在扩内需方面，支持两重、两新的特别国债发行有望扩容。

货币政策延续适度宽松，配合财政政策发力。宏观政策的前瞻性、协同性将在货币政策上显现，政策将根据经济变动调整更加灵活，配合财政政策打好组合拳。央行将延续国债买卖等操作来平抑政府发展带来的流动性波动。对于“五大篇章”相关工作仍是央行重点扶持方向，总量工具的降准降息空间受到约束，对于科技、消费等领域的结构性政策工具有望进一步增加。

扩内需重要性提升，更多政策有望出台。会议提出坚持内需主导，更多促消费、投资的政策有望出台。为应对海外政策、需求变动的不确定性，扩大内需对于我国的重要性日益增强。消费补贴政策有望延续，政策将注重扩展更多消费场景，服务消费有望受到更多政策覆盖，生育、养老等民生领域有望出台更多政策，财政资金对于民生的投放将增加。

创新驱动产业发展，因地制宜发展新质生产力。我国高质量发展的转型期，政策高度关注科技创新，“十五五”规划中明确了重点产业方向，预期后续围绕相关产业的政策扶持将加强，新质生产力将成为我国经济发展的重要新动能。

风险因素：海外贸易政策变动超预期，我国政策推行和落地不及预期，居民信心持续偏弱。

分析师 于天旭 执业证书编号 S0270522110001

## AI 技术创新与供需格局变化，共同驱动存储景气周期 ——AI 产业系列深度报告

行业核心观点：

存储市场规模较大，有望迎来以 AI 驱动的新一轮景气周期：据 CFM 闪存市场数据显示，2025Q3 全球存储市场规模创造季度历史新高，且已连续两个季度增长，其中 DRAM 市场规模环比增长 24.7%至 400.37 亿美元，NAND 市场规模环比增长 16.8%至 184.22 亿美元。当前存储芯片有望迎来以 AI 驱动的新一轮景气周期，需求拉动力更强、存储技术迭代进一步加速、供给端产能调控策略升级，同时短期供给端新增产能有限，供需缺口有望维持，本轮存储行业涨价持续性或更强。

投资要点：

服务器存储受益于云厂商资本开支加速，端侧存储有望持续扩容：全球八大核心云服务提供商 2025 年以来均加大资本投入以响应 AI 数据中心与云端运算的旺盛需求，根据 TrendForce 集邦咨询预测，2025 年全球八大云厂商资本支出总额年增率预计为 65%，并预期 2026 年行业仍将维持积极投资节奏，合计资本支出将突破 6000 亿美元，年增率达 40%。资本支出的持续扩张有望全面带动 AI 服务器需求升温，进而拉动存储器等上游供应链需求。在存储器下游应用中，服务器存储占比有望进一步提升，NAND 领域，算力中心积极应用超高容量 eSSD 提升性能、降低能耗；DRAM 方面，随着支持 DDR5 的处理器平台渗透率提升、搭载 AI 加速芯片的 AI 服务器出货放量，服务器 DDR5 及 HBM 需求快速增长。同时，2024-2025 年全球手机及 PC 出货量持稳，AI 手机、AIPC 等智能终端加速渗透，端侧存储有望持续扩容。

技术创新驱动存储市场成长，供给端调控产能致 DDR4 等供不应求：HBM、DDR5 引领高端 DRAM 市场，其中 HBM 技术持续迭代，存储容量与带宽不断提升，主流 AI 加速卡多数采用 HBM 配置方案，有望推动 HBM 市场规模稳步增长；DDR5 在企业级与数据中心客户的应用规模有望持续提升。NAND 市场方面，QLC NAND 技术逐步成熟，兼顾大容量、低功耗、高性能的 QLCSSD 成为企业级存储新星，渗透率有望提升。AI 为存储旺盛需求，存储大厂调整产能规划至 HBM 等高端环节，减产或停供 DDR4 等传统产品，使相关产品价格大幅上扬。

存储市场集中度较高，国产存储技术突破有望提升出货量，产业链迎来发展机遇：全球存储市场集中度较高，竞争格局较为稳定，三星、SK 海力士、美光等厂商稳居前列。国产 DRAM 龙头厂商长鑫存储已实现 DDR5/LPDDR5X 的技术突破与产品供应，出货量有望逐步攀升。国产 NANDFlash 龙头厂商长江存储已实现 QLC、TLC 等多款产品的技术突破。AI 驱动、技术创新叠加供需格局变化，国内存储厂商、模组厂商有望充分受益于存储新一轮景气周期。此外，存储景气周期有望推动存储厂商提升资本开支，上游半导体设备有望受益。

投资建议：AI 浪潮持续推进，云厂商资本开支加速，服务器存储需求旺盛；同时 AI+ 消费终端等应用加速渗透，端侧存储持续扩容，存储行业有望迎来以 AI 驱动的新一轮景气周期。1) 存储原厂，需求端迎来 AI 强驱动，供给端存储厂商产能调控叠加技术创新加速，行业供需缺口或进一步扩大，产品价格上涨态势有望延续，关注存储厂商盈利能力提升带来的投资机遇；同时国内存储厂商技术持续突破，国产份额有望提升，关注存储行业国产替代的投资机遇。2) 存储模组厂商，国内存储模组厂商毛利率有所回升，同时备货力度持续加大，叠加下游终端需求改善，模组厂商盈利能力有望改善，关注模组厂商业绩转暖的投资机遇。3) 上游设备供应商，存储景气周期有望推动存储厂商提升资本开支，提振上游半导体设备行业需求，建议关注设备领域龙头厂商。

风险因素：中美科技摩擦加剧；AI 应用发展不及预期；国产技术突破不及预期；下游终端需求不及预期；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

## 吴清主席致辞的学习体会：行业格局或加速优化，业务发展空间广阔 ——证券 II 行业快评报告

事件：

中国证券业协会第八次会员大会 12 月 6 日在北京举行，证监会主席吴清出席会议，并作了题为《加快打造一流投资银行和投资机构更好助推资本市场高质量发展》的讲话。

投资要点：

差异化特色化发展导向下，行业格局或加速优化。吴清主席提到，头部机构要进一步增强资源整合的意识和能力，用好并购重组机制和工具，力争在“十五五”时期形成若干家具有较大国际影响力的头部机构。吴清主席同时强调，一流投行不是头部机构的“专属”“专利”，中小机构也要把握优势、错位发展，在细分领域、特色客群、重点区域等方面集中资源、深耕细作，努力打造“小而美”的精品投行、特色投行和特色服务商。监管政策将强化分类监管、“扶优限劣”，对优质机构适当“松绑”，进一步优化风控指标，适度打开资本空间和杠杆限制，对中小券商、外资券商在分类评价、业务准入等方面探索实施差异化监管，促进特色化发展。我们认为：1) 自 2024 年《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》提出支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式做优做强以来，业内并购重组事件频现，涉及头部机构的包括国泰君安合并海通证券、中金公司拟合并东兴证券及信达证券等，在政策进一步强调推动下，相关并购重组或加速推进；2) 相比海外知名投行，目前国内头部券商杠杆率较低，适度打开杠杆限制将有助于提升其资本利用率、ROE 水平，向国际一流投行迈进；3) 中小券商有望迎来更多差异化特色化发展相关的政策支持和引导。

支持创新，推动国际化，业务发展空间广阔。吴清主席指出，证券行业要在风险可控基础上，不断创新金融产品、服务和组织架构，更好满足各类投资者和市场需求，并表示将和行业协会一道，畅通证券业创新试点工作机制。吴清主席还提到，要提升跨境金融综合服务能力，有条件的机构要稳步推进国际化和“一带一路”沿线布局。在经济和人口结

构转型、利率中枢下移、国际金融格局变化的大环境下，证券行业潜在业务空间广阔，我们预计将来有更多支持创新、国际化的具体措施出台，推动券商加速挖掘潜在增量业务，催化业绩增长。

投资建议：展望未来，证券行业仍有广阔的增量业务空间，在全面深化资本市场改革，推动行业高质量发展进程中，头部券商有望通过并购重组以及提高杠杆率进一步做优做强，中小机构在差异化特色化发展上也有望迎来更多具体政策支持和引导，看好券商业绩继续提升、估值修复。具体标的上，建议关注头部券商中估值相对较低的标的、并购重组潜在受益标的，以及在细分赛道上表现突出的中小券商。

风险因素：政策推进不及预期；监管趋严；行业竞争加剧；地缘政治风险；宏观经济复苏不及预期等。

分析师 王如冰 执业证书编号 S0270524010003

## 医保赋能多方合力，共促创新药高质量发展 ——医药生物行业快评报告

行业核心观点：

2025年12月7日，2025创新药高质量发展大会召开，国家医保局、人力资源社会保障部印发《国家基本医疗保险、生育保险和工伤保险药品目录》以及《商业健康保险创新药品目录》。

投资要点：

新版医保药品目录发布，新增50种1类创新药。2025年医保药品目录公布，此前共有127个目录外产品参与谈判竞价，最终新增药品114种，成功率为88%，高于去年的76%，其中50种为1类创新药。本次调整后，目录内药品总数增至3253种，其中西药1857种、中成药1396种。新版目录自2026年1月1日起正式执行。今年以来，中国批准上市的创新药截止到目前发布已经达到69个，远超过去年全年48个，再次创造了历史新高。从研发审评上市到医保支付，全链条支持创新药的发展。

首版商保创新药目录发布，增加高值创新药的可及性。首版商保创新药目录发布，共纳入18家药企的19种药品，既有CAR-T等肿瘤治疗药品，也有神经母细胞瘤、戈谢病等罕见病治疗药品，还有社会关注度较高的阿尔茨海默病治疗药品。该19种药品不纳入医保基金支付范围，不计入医保定点机构基本医保自费率指标及集采可替代品种监测范围，可不纳入医保按病种付费范围，与基本医保形成较好的互补衔接，推动商业健康保险与基本医保错位发展，为建立多层次医疗保障体系奠定基础，增加高值创新药的可及性。

医保赋能多方合力，共促创新药高质量发展。新版医保药品目录和首版商保创新药目录的协同发布，共同构建“医保保基本，商保补高端”的创新药支付新格局。既解决了患者“用不起”的痛点，又为药企提供了可持续发展的创新回报机制，成为推动中国创新药产业高质量发展的强大引擎。未来，随着政策落地执行以及商保创新药目录不断丰富和扩容，将加速我国走向全球创新药研发高地，共促创新药高质量发展。

风险因素：行业政策变化风险；商保创新药目录落地执行不及预期风险。

分析师 宣潇君 执业证书编号 S0270522020002

### 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