天风证券 TF SECURITIES

# 行业比较周报

证券研究报告

2025 年 01 月 16 日

## 2025 年度主线的三种可能性

作者

吴开达 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524030001
wukaida@tfzq.com

孙希民 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524110002
sunximin@tfzq.com

相关报告

1 《投资策略：政策与大类资产配置周观察-特朗普“百日新政”将临》2025-01-14

2 《投资策略：投资策略-继续冬藏》2025-01-12

3 《投资策略：行业比较周报-“强预期、弱现实”行情如何演绎？》2025-01-12

**核心结论：市场可能已经通过“预投票”将 25 年的主线“降维”为三类情景：①低估红利继续崛起；②字节 AI 催化下的科技；③消费股的估值修复和消费分层逐步复苏。红利回撤常在有强势产业趋势出现的时候，因此低估红利的高度取决于 AI 产业趋势的进展，而 AI 产业趋势的进展又取决于 AI 应用端和消费端的突破，只靠 AI 硬件端，产业趋势长期估值高度或受限：制造业板块给与长期高估值的核心矛盾是其成长性无法线性外推，高成长后的高 CAPEX 引致行业格局恶化+技术迭代下，两年后产业趋势就可能会消失；而消费龙头的成长性常可以“线性外推”，这也构成 25 年消费板块估值修复的一大逻辑。**

在 24 年末中央经济会议后全 A 整体弱势，而相对全 A 超额表现排名前 5 的分别是银行（低估红利）、通信（AI 科技）、家电、商贸零售和社服（部分消费板块），可对应三类演绎逻辑：**①低估红利继续崛起；②字节 AI 催化下的科技；③消费股的估值修复和消费分层逐步复苏。**

**银行 2024 年和国债利率的相关性出现变化，或反映银行等低估红利板块的逻辑“升格”：**1）2020-2023 年，银行板块的交易逻辑更多是“大盘价值类的顺周期股票”，反映对经济基本面的预期，银行股走势和十年期国债利率方向大致同步。2）2024 年的不同点在于银行板块和十年期国债利率突然转为负相关，且 R 方达 61%，可大致理解为国债利率解释了银行股 61%的涨跌变动；**这一现象反映了银行板块逻辑的“升格”：从“大盘价值类的顺周期股票”变为“一类国债利率下行下不得不超配的生息资产”，这一逻辑在险资等绝对收益资金为主要边际主体时会格外显著。**

**低估红利风格大多数时候能有绝对收益，但两类情况会有绝对回撤：一是成长产业趋势强劲，争夺资金，可能引起回撤**；例如 2012/6-2012/12、2013/3-2013/12、2019/3-2020/3。二是中证红利前期涨幅较大+股市整体大跌共振，虽然红利理论上是避险板块，但本质仍是股票，受股市贝塔影响；因此这类情况会引起较大的回撤；例如 2015/6-2016/1、2018/1-2018/10、2024/6-2024/9。25 年低估红利的高度需要关注 AI 产业趋势，而这一点从 24H2 以来也较为明显：核心红利品种（工商银行和长江电力）逐渐“符号化”，其涨跌和自身的红利逻辑相对脱钩，涨跌特征变为在主题行情、产业趋势弱势时“被动上涨”，在产业趋势行情强势时“被动横盘”。

**AI 产业趋势 25 年的表现取决于 AI 应用端的进度。**我们将中证 800 中的制造业和消费龙头分别筛选出来，对所有公司 2021 年/2023 年扣非净利润增速进行统计，发现制造业公司的高成长在统计意义上而言无法持续，制造业企业 2021 年增速高公司在 2023 年并无更高增速。而如果对比消费龙头则可以发现，消费龙头的成长性可以进行“线性外推”。**因此，AI 板块演绎大行情时（例如 23 年 3-5 月和 24 年 9-10 月），都出现软逻辑（应用和消费场景代表的传媒）领头的特征；而 25 年 AI 产业趋势的高度，也需要关注 AI 应用端和消费端是否能出现龙头公司，掌握较多 AI 应用和消费场景，其护城河类似腾讯、茅台、伊利等龙头，其他竞争对手很难通过资本支出快速取代。**

**行业配置建议：赛点 2.0 仍在第二阶段拉锯，春节归来攻坚，等待消费“看涨期权”。**市场宽幅震荡，主题行情剧烈波动下机构较难参与，在春节归来基本面改善验证之前，切忌追高卖低。“强预期，弱现实”的第二阶段，政策驱动与主题轮动，科技主题+低波红利的杠铃行情演绎。以宏观叙事而对消费过分悲观反而是一种风险，消费板块投资的核心因子是估值，在当前消费板块低估值、利率下行、政策催化下复苏周期抬头（哪怕是很弱的斜率），三大核心条件都适宜的背景下，我们对消费成为 2025 年一大投资主线不悲观，重视恒生互联网。

**风险提示：**1）过去历史经验仅供参考；2）风格分类仅供参考；3）政策出台和落地具备不确定性。

# 内容目录

1. 25 年主线的三种可能性 ..... 3
1.1. 低估红利的新逻辑与被动性 ..... 4
1.1.1. 低估红利的逻辑“升格” ..... 4
1.1.2. 低估红利的竞争对手是产业趋势 ..... 5
1.2. AI 产业逻辑取决于消费场景（应用和软件）催化 ..... 7
2. 行业比较之资金面 ..... 9
3. 行业利润预期&估值 ..... 10
3.1. PB-ROE 视角看行业 ..... 10
3.2. 申万一级行业预期利润&估值 ..... 11
4. 风格日历效应跟踪 ..... 12
5. 风险提示 ..... 13

# 图表目录

图 1：今年经济会议后市场走势与以往的“稳增长”定调时不同 ..... 3
图 2：24 年中央经济会议后 20 个交易日内，相对全 A 超额净值最高点排序前五行业 ..... 3
图 3：2024 年，和国债收益率负相关性最强的两个行业刚好在杠铃两侧：一个是 AI 科技逻辑的通信、一个是低估红利的银行 ..... 4
图 4：银行在 2024 年可能完成了逻辑的“升格” ..... 5
图 5：从中证红利的回撤规律来看，有两种情况红利显著回撤：1）产业趋势争夺资金，例如 2012H2（TMT）、2019/3-2020/3（新能源）；2）涨幅较大 ..... 6
图 6：核心红利品种的逻辑出现“被动化”：其上涨取决于弹性品种的情况 ..... 6
图 7：传媒（代表 AI 的应用逻辑）和通信（代表 AI 的硬件逻辑）相对走势体现出的信号：近两年主线是 AI 硬件，但 AI 行情如要大涨，需要应用的软逻辑配合 ..... 7
图 8：“硬件”逻辑的核心矛盾：制造业成长性无法线性外推，高成长后的高 CAPEX 引致行业格局恶化+技术迭代下，两年后成长优势消失 ..... 8
图 9：品牌消费品的商业模式决定了消费龙头的成长性可以进行“线性外推” ..... 9
图 10：2025 年 1 月 7 日-1 月 14 日，杠杆资金流入非银、汽车较多 ..... 10
图 11：各宽基与大类行业指数预期增速&PE（TTM）情况：全 A 的 PE-TTM 历史 45.8%分位 ..... 10
图 12：各宽基与大类行业指数 PB&ROE 情况：创业板表观性价比高 ..... 10
图 13：申万一级行业预期利润&估值 ..... 11
图 14：申万一级指数 PB&ROE 情况 ..... 11
图 15：沪深 300/中证 1000 相对走势的日历效应：12 月后，小盘占优行情或结束，大盘走强 ..... 12
图 16：国证成长/中证红利指数相对走势日历效应：12 月后成长或占优 ..... 12

## 1. 25 年主线的三种可能性

**我们在《中央经济工作会后的投资线索》（外发日期：2024 年 12 月 12 日）提出：***在中央经济会议后或存在一段“窗口期”，这一区间是“业绩真空期”，可以近似认为市场交易主线为中央经济会议所定调的精神，市场尝试筛选明年的结构主线，这段时间内的占优方向可能在下一年会反复表现，值得重视。*截至 2025 年 1 月 10 日，在 24 年末中央经济会议后全 A 整体弱势（图 1），而相对全 A 超额表现排名前 5 的分别是银行（低估红利）、通信（AI 科技）、家电、商贸零售和社服（部分消费板块），可对应三类市场真金白银投票选出的 25 年潜在主线：**①低估红利继续崛起；②字节 AI 催化下的科技；③消费股估值修复和消费分层逐步复苏[1]。本文将重点讨论 25 年这三类可能主线的演绎路径和占优条件。**

**图 1：今年经济会议后市场走势与以往的“稳增长”定调时不同**

资料来源：Wind，天风证券研究所；T=2024/12/11，以 T 定基为 100

**图 2：24 年中央经济会议后 20 个交易日内，相对全 A 超额净值最高点排序前五行业为银行、通信、家电、社服和商贸零售**

资料来源：Wind，天风证券研究所；T=2024/12/11，T 定基 100；以会后 20 个交易日内行业相对全 A 净值的最大值降序排序

[1] 关于消费分层逐步复苏的更多讨论，参见《让一部分人先消费起来》（外发日期：2025 年 1 月 2 日）

## 1.1. 低估红利的新逻辑与被动性

### 1.1.1. 低估红利的逻辑“升格”

从 2024 年行情来看，A 股和国债收益率负相关性最强的两个行业刚好在“杠铃策略”两侧：一个是 AI 科技逻辑的通信、一个是低估红利的银行（图 3）。

1）**通信作为 TMT 成长类中的代表板块，走势长期和十年期国债利率负相关，原因是 A 股成长风格主要驱动力是产业趋势+资金宽松**；其中产业趋势更多是中微观的行业景气爆发（例如新能源、半导体），往往独立于国债利率；而资金宽松下往往又利于成长风格[2]和国债利率下行。

2）**银行 2024 年和国债利率的相关性出现变化，或反映银行等低估红利板块的逻辑“升格”**：a）2020-2023 年，银行板块的交易逻辑更多是“大盘价值类的顺周期股票”，反映对经济基本面的预期，银行股走势和十年期国债利率方向大致同步——如果把十年期国债利率作为市场定价出的全社会无风险利率，这一利率和经济的产出预期紧密相关，经济预期好转时，顺周期大盘价值股上涨、利率上行。b）2024 年的不同点在于银行板块和十年期国债利率突然转为负相关，且 R 方达 61%，可大致理解为国债利率下降解释了银行股 61%的上涨（图 3）；**这一现象反映了银行板块逻辑的“升格”：从“大盘价值类的顺周期股票”变为“一类国债利率下行下不得不超配的生息资产”**，这一逻辑在险资等绝对收益资金为主要边际主体时会格外显著。

**图 3：2024 年，和国债收益率负相关性最强的两个行业刚好在杠铃两侧：一个是 AI 科技逻辑的通信、一个是低估红利的银行**

资料来源：Wind，天风证券研究所

[2] 我们在《消费领涨主题行情反映了什么？》（外发日期：2024 年 12 月 19 日）中对各类板块资金敏感性的测算显示，成长风格需要更多流动性

图 4：银行在 2024 年可能完成了逻辑的“升格”

资料来源：Wind，天风证券研究所

### 1.1.2. 低估红利的竞争对手是产业趋势

**低估红利风格大多数时候能有绝对收益，但两类情况会有绝对回撤（图 5）：一是成长产业趋势强劲，争夺资金，可能引起回撤**；例如 2012/6-2012/12、2013/3-2013/12、2019/3-2020/3。**二是中证红利前期涨幅较大+股市整体大跌共振**，虽然红利理论上是避险板块，但本质仍是股票，受股市贝塔影响；因此这类情况会引起较大的回撤；例如 2015/6-2016/1、2018/1-2018/10、2024/6-2024/9。这是因为，红利板块内往往是成熟期行业，业绩弹性通常不大，依靠稳定的自由现金流、股东回报和估值安全边际提供投资价值，因而“涨多了就要回撤”的规律在红利风格上是更加适用的，可以理解为是“进三步退两步”的慢节奏品种。

**低估红利品种的强弱需要关注 AI 产业趋势，这一点从 24H2 以来也较为明显：核心红利品种逐渐“符号化”，其涨跌和自身的红利逻辑相对脱钩，涨跌特征变为在主题行情、产业趋势弱势时“被动上涨”，在产业趋势行情强势时“被动横盘”**。从核心红利品种（工商银行和长江电力）可以更清晰看出这一特征（图 6）。

图 5：从中证红利的回撤规律来看，有两种情况红利显著回撤：1）产业趋势争夺资金，例如 2012H2（TMT）、2019/3-2020/3（新能源）；2）涨幅较大

资料来源：Wind，天风证券研究所；300R 代表沪深 300 全收益指数，以 2011 年底定基为 1

图 6：核心红利品种的逻辑出现“被动化”：其上涨取决于弹性品种的情况

资料来源：Wind，天风证券研究所；注：各净值以 22 年 12 月底定基为 100

## 1.2. AI 产业逻辑取决于消费场景（应用和软件）催化

**AI 产业趋势 25 年的表现取决于 AI 消费场景（应用和软件）突破的进度。**23 年以来的 AI 产业趋势行情有两个主要特征：

1）从 23 年至今，AI 主要受益的通信、传媒板块走势分化，整体来说通信（主要是硬件和制造业）强于传媒（代表软件和应用、终端消费场景），背后反映的逻辑是**新兴产业趋势初期阶段、软件和终端消费场景尚未迎来爆发性突破下，集中交易“卖铲人”逻辑**——不管此后 AI 软件和应用场景是否能大面积出现，生产 AI 相关硬件的公司总会较为确定地受益于 AI 投资浪潮。

2）**在 23 年 3-5 月和 24 年 10-11 月两轮具备较大绝对收益的 AI 行情中，传媒阶段性跑赢通信，AI 行情如要大涨，需要应用的软逻辑配合领涨（图 7）。**

**图 7：传媒（代表 AI 的应用逻辑）和通信（代表 AI 的硬件逻辑）相对走势体现出的信号：近两年主线是 AI 硬件，但 AI 行情如要大涨，需要应用的软逻辑配合**

资料来源：Wind，天风证券研究所；以 2022 年 12 月底定基 100

**为何 AI 产业趋势内部有对“软”（应用与消费场景）、“硬”（制造业）的分化结构？为何我们认为 25 年 AI 产业趋势可能需要关注应用和消费端的突破？主要原因在于制造业的核心矛盾——制造业成长性无法线性外推，高成长后的高 CAPEX 引致行业格局恶化+技术迭代下，两年后产业趋势就可能会消失。**

我们将中证 800 中的制造业和消费龙头分别筛选出来，对所有公司 2021 年/2023 年扣非净利润增速进行统计，发现制造业公司的高成长在统计意义上而言无法持续，制造业企业 2021 年增速高公司在 2023 年并无更高增速（图 8，上），主要原因在于制造业的特性使得“高成长赛道→高 CAPEX→产能增加→行业格局恶化”的路径较为通畅（图 8，下）。**估值的本质是未来永续现金流折现与当期利润的比值，给予高估值，需要行业格局和现金流能“看得很远”，只有硬件和制造业的产业趋势，很难长期给予高估值。**

**如果对比消费龙头则可以发现，消费龙头的成长性可以进行“线性外推”（图 9）。**我们在《消费 2025 需要继续悲观吗？》（外发日期：2024 年 12 月 27 日）指出，成熟消费板块的需求侧相对稳定，很难产生类似科技板块“AI 应用”、“人型机器人”等产业趋势。

但也正因如此，消费龙头行业格局更稳定，对应的是长期较高且低波动的 ROE、较高的经营容错率，现金流可以看得很远，通常应给予高估值。因此，AI 板块演绎大行情时（例如 23 年 3-5 月和 24 年 9-10 月），都出现软逻辑（应用和消费场景代表的传媒）领头的特征；而 25 年 AI 产业趋势的高度，也需要关注 AI 应用端和消费端是否能出现龙头公司，掌握较多 AI 应用和消费场景，其护城河类似腾讯、茅台、伊利等龙头，其他竞争对手很难通过资本支出快速取代。

图 8：“硬件”逻辑的核心矛盾：制造业成长性无法线性外推，高成长后的高 CAPEX 引致行业格局恶化+技术迭代下，两年后成长优势消失

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：品牌消费品的商业模式决定了消费龙头的成长性可以进行“线性外推”

资料来源：Wind，天风证券研究所；消费龙头定义：中证 800 指数中的消费（中信风格）公司，取权重前 50

## 2. 行业比较之资金面

图 10：2025 年 1 月 7 日-1 月 14 日，杠杆资金流入电子、通信较多

资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

## 3. 行业利润预期&估值

截至 2025 年 1 月 13 日（下同），A 股总体 PE(TTM)为 17.5 倍，2012 年以来 45.8%分位；创业板指 PE（TTM）估值为 31.3 倍，2012 年以来 16.8%分位；从一致预期角度来看，全 A 总体 PE（2024E）为 16.95 倍，总体 PE（2025E）为 17.15 倍，分别为 2012 年以来 36.9%、39.8%分位。

图 11：各宽基与大类行业指数预期增速&PE（TTM）情况：全 A 的 PE-TTM 历史 45.8%分位

| 数据截止2025/1/13 | 归母净利增速 | | | PE | | | PE分位 | | | PE-TTM | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 基于分析师一致预测 | 2023A | 2024E | 2025E | 2023A | 2024E | 2025E | 2023A | 2024E | 2025E | 当前 | 历史最高 | 历史最低 | 历史中位 | 当前分位 | 24E较最低 | 24E较中位 | 25E较最低 | 25E较中位 |
| 全A | -0.18% | -4.79% | -1.17% | 16.13 | 16.95 | 17.15 | 21% | 37% | 40% | 17.53 | 32.51 | 12.47 | 17.72 | 46% | -26% | 5% | -27% | 3% |
| 创业板指 | -0.63% | 4.16% | 10.70% | 33.84 | 32.49 | 29.35 | 21% | 19% | 13% | 31.35 | 76.69 | 23.45 | 44.99 | 17% | -28% | 38% | -20% | 53% |
| 科创板 | -33.45% | -10.51% | 50.72% | 75.77 | 84.67 | 56.18 | 75% | 93% | 30% | 120.46 | 138.17 | 21.87 | 61.85 | 96% | -74% | -27% | -61% | 10% |
| 沪深300 | 0.30% | -6.31% | -4.91% | 11.10 | 11.85 | 12.46 | 10% | 31% | 53% | 12.43 | 17.45 | 10.23 | 12.34 | 52% | -14% | 4% | -18% | -1% |
| 中证500 | -6.85% | -4.51% | 8.28% | 23.37 | 24.47 | 22.60 | 39% | 47% | 32% | 26.21 | 50.89 | 16.24 | 24.92 | 60% | -34% | 2% | -28% | 10% |
| 中证1000 | -9.45% | 5.84% | 12.64% | 29.42 | 27.80 | 24.68 | 11% | 8% | 5% | 34.58 | 85.31 | 19.36 | 37.50 | 34% | -30% | 35% | -22% | 52% |
| 市值维度 500亿以上 | 1.67% | -5.33% | -5.34% | 10.74 | 11.34 | 11.98 | 19% | 42% | 61% | 11.77 | 19.94 | 9.34 | 11.61 | 54% | -18% | 2% | -22% | -3% |
| 市值维度 200-500亿 | 3.02% | -9.90% | 9.25% | 21.64 | 24.01 | 21.98 | 52% | 68% | 55% | 19.78 | 32.72 | 14.86 | 21.45 | 31% | -38% | -11% | -32% | -2% |
| 市值维度 50-200亿 | -17.50% | 4.48% | 18.30% | 43.77 | 41.89 | 35.41 | 88% | 86% | 81% | 23.96 | 52.20 | 16.26 | 24.03 | 49% | -61% | -43% | -54% | -32% |
| 上游原料 | -21.48% | -9.82% | 1.91% | 14.94 | 16.56 | 16.25 | 48% | 60% | 59% | 13.92 | 42.96 | 10.13 | 15.05 | 31% | -39% | -9% | -38% | -7% |
| 中游制造 | -7.43% | -8.84% | 18.03% | 29.49 | 32.34 | 27.40 | 50% | 62% | 36% | 28.49 | 41.95 | 19.97 | 29.66 | 43% | -38% | -8% | -27% | 8% |
| 下游消费 | 14.09% | 5.38% | 5.31% | 31.39 | 29.79 | 28.29 | 85% | 81% | 71% | 21.33 | 39.04 | 17.51 | 26.37 | 10% | -41% | -11% | -38% | -7% |
| 金融房建 | 1.40% | -7.28% | -9.11% | 7.54 | 8.13 | 8.95 | 37% | 55% | 77% | 7.77 | 10.80 | 5.87 | 8.00 | 42% | -28% | -2% | -34% | -11% |
| 支持服务 | 63.30% | 10.77% | -1.21% | 24.88 | 22.46 | 22.74 | 78% | 61% | 61% | 19.28 | 29.68 | 16.17 | 21.21 | 24% | -28% | -6% | -29% | -7% |

资料来源：Wind，天风证券研究所；注：考虑经济结构改革因素，沪深指数各分位数计算从 2012 年起始，下同

### 3.1. PB-ROE 视角看行业

图 12：各宽基与大类行业指数 PB&ROE 情况：创业板表观性价比高

| 数据截止2025/1/13 | PB | | | | | ROE | | | | | PB-ROE分位 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 当前 | 历史最高 | 历史最低 | 历史中位 | 当前分位 | 当前 | 历史最高 | 历史最低 | 历史中位 | 当前分位 | |
| 全A | 1.49 | 2.56 | 1.26 | 1.75 | 13% | 8% | 12% | 8% | 10% | 3% | 10% |
| 创业板指 | 3.82 | 9.51 | 3.01 | 4.89 | 16% | 12% | 15% | 8% | 12% | 57% | 41% |
| 科创板 | 3.60 | 9.31 | 2.58 | 4.72 | 16% | 3% | 25% | 3% | 8% | 0% | 15% |
| 沪深300 | 1.33 | 1.92 | 1.15 | 1.47 | 18% | 11% | 13% | 10% | 12% | 5% | 13% |
| 中证500 | 1.72 | 3.25 | 1.38 | 1.90 | 23% | 7% | 10% | 6% | 7% | 13% | 10% |
| 中证1000 | 1.92 | 4.25 | 1.54 | 2.50 | 12% | 6% | 9% | 4% | 6% | 31% | 20% |
| 500亿以上 | 1.32 | 2.49 | 1.13 | 1.43 | 20% | 11% | 14% | 11% | 12% | 5% | 15% |
| 200-500亿 | 1.78 | 3.17 | 1.59 | 2.29 | 7% | 9% | 13% | 9% | 10% | 2% | 5% |
| 50-200亿 | 1.79 | 3.84 | 1.40 | 2.13 | 12% | 7% | 11% | 7% | 8% | 10% | 2% |
| 上游原料 | 1.45 | 2.64 | 1.22 | 1.57 | 25% | 10% | 15% | 4% | 10% | 56% | 31% |
| 中游制造 | 2.51 | 4.56 | 1.97 | 2.89 | 22% | 9% | 12% | 8% | 10% | 9% | 13% |
| 下游消费 | 2.63 | 5.14 | 2.26 | 3.40 | 8% | 12% | 15% | 11% | 13% | 21% | 13% |
| 金融房建 | 0.78 | 1.51 | 0.65 | 1.02 | 26% | 10% | 17% | 10% | 12% | 4% | 22% |
| 支持服务 | 1.86 | 3.12 | 1.59 | 2.17 | 13% | 10% | 12% | 8% | 10% | 23% | 10% |

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 3.2. 申万一级行业预期利润&估值

**图 13：申万一级行业预期利润&估值**

| 数据截止2025/1/13 | | 归母净利增速 | | | PE | | | PE分位 | | | PE-TTM | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 基于分析师一致预测 | | 2023A | 2024E | 2025E | 2023A | 2024E | 2025E | 2023A | 2024E | 2025E | 当前 | 历史最高 | 历史最低 | 历史中位 | 当前分位 | 24E较最低 | 24E较中位 | 25E较最低 | 25E较中位 |
| 上游原料 | 基础化工 | -45.59% | -2.31% | 18.58% | 32.33 | 33.10 | 27.91 | 90% | 91% | 84% | 20.66 | 40.32 | 12.18 | 20.30 | 55% | -63% | -39% | -56% | -27% |
| | 钢铁 | -13.20% | -33.57% | 20.02% | 34.28 | 51.60 | 42.99 | 92% | 92% | 92% | 15.05 | 71.21 | 5.74 | 13.19 | 63% | -89% | -74% | -87% | -69% |
| | 有色金属 | -28.47% | -1.96% | 10.04% | 19.24 | 19.62 | 17.83 | 26% | 27% | 22% | 16.01 | 82.85 | 13.60 | 32.25 | 13% | -31% | 64% | -24% | 81% |
| | 建筑材料 | -30.32% | -28.27% | 13.54% | 30.85 | 43.00 | 37.88 | 0% | 0% | 0% | 19.18 | 28.04 | 8.24 | 14.48 | 73% | -81% | -66% | -78% | -62% |
| | 煤炭 | -26.01% | -24.08% | -6.10% | 9.13 | 12.02 | 12.80 | 36% | 72% | 78% | 11.65 | 39.56 | 6.08 | 9.68 | 68% | -49% | -19% | -52% | -24% |
| | 石油石化 | -2.50% | -3.25% | -4.69% | 8.40 | 8.68 | 9.11 | 6% | 8% | 13% | 11.39 | 44.19 | 7.53 | 18.23 | 33% | -13% | 110% | -17% | 100% |
| 中游制造 | 电子 | -31.30% | 19.61% | 24.53% | 58.66 | 49.04 | 39.38 | 0% | 94% | 73% | 41.99 | 55.93 | 19.32 | 35.94 | 84% | -61% | -27% | -51% | -9% |
| | 电力设备 | -14.00% | -37.87% | 47.27% | 28.16 | 45.33 | 30.78 | 44% | 93% | 52% | 24.45 | 57.43 | 15.48 | 29.64 | 24% | -66% | -35% | -50% | -4% |
| | 机械设备 | 3.24% | 4.79% | 8.29% | 26.90 | 25.67 | 23.70 | 61% | 50% | 32% | 24.20 | 50.41 | 17.58 | 25.71 | 35% | -31% | 0% | -26% | 8% |
| | 国防军工 | 103.18% | 7.04% | 22.25% | 67.83 | 63.37 | 51.84 | 76% | 72% | 42% | 55.46 | 90.82 | 27.82 | 53.78 | 56% | -56% | -15% | -46% | 4% |
| | 通信 | 5.85% | -2.26% | -3.15% | 13.87 | 14.20 | 14.66 | 1% | 2% | 6% | 20.73 | 29.63 | 12.17 | 20.11 | 56% | -14% | 42% | -17% | 37% |
| 下游消费 | 农林牧渔 | -134.10% | 2007.69% | 18.95% | -247.82 | -11.76 | -9.88 | 100% | 0% | 0% | 21.54 | 55.62 | 13.73 | 25.82 | 20% | -217% | -320% | -239% | -361% |
| | 汽车 | 50.60% | 7.49% | 12.76% | 23.72 | 22.07 | 19.57 | 65% | 58% | 47% | 22.77 | 52.31 | 12.16 | 20.09 | 61% | -45% | -9% | -38% | 3% |
| | 家用电器 | 14.10% | -3.53% | -2.33% | 13.40 | 13.89 | 14.22 | 11% | 15% | 18% | 14.79 | 27.54 | 11.30 | 16.47 | 23% | -19% | 19% | -21% | 16% |
| | 食品饮料 | 18.69% | -2.94% | -3.30% | 29.08 | 29.96 | 30.99 | 45% | 51% | 57% | 20.53 | 61.15 | 17.15 | 29.81 | 4% | -43% | -1% | -45% | -4% |
| | 纺织服饰 | 90.34% | -10.96% | 2.03% | 23.62 | 26.53 | 26.00 | 82% | 94% | 90% | 18.18 | 29.04 | 13.15 | 18.27 | 48% | -50% | -31% | -49% | -30% |
| | 轻工制造 | 19.94% | -2.68% | 6.31% | 29.68 | 30.50 | 28.69 | 90% | 92% | 87% | 19.08 | 34.90 | 13.87 | 23.55 | 16% | -55% | -23% | -52% | -18% |
| | 医药生物 | -18.49% | 3.50% | 9.60% | 41.86 | 40.44 | 36.90 | 94% | 91% | 80% | 25.13 | 51.75 | 21.67 | 32.23 | 12% | -46% | -20% | -41% | -13% |
| | 社会服务 | 208.13% | 22.86% | 7.05% | 53.98 | 43.94 | 41.05 | 63% | 47% | 42% | 21.32 | 88.99 | 17.09 | 45.36 | 4% | -61% | 3% | -58% | 11% |
| | 传媒 | 154.56% | -19.70% | 10.09% | 32.20 | 40.10 | 36.43 | 77% | 90% | 86% | 23.98 | 48.40 | 17.29 | 25.40 | 42% | -57% | -37% | -53% | -30% |
| | 美容护理 | 48.94% | -0.59% | 8.89% | 52.94 | 53.26 | 48.91 | 95% | 95% | 90% | 29.15 | 64.60 | 13.03 | 31.24 | 44% | -76% | -41% | -73% | -36% |
| 金融房建 | 房地产 | -12.93% | -47.02% | 76.37% | -20.89 | -39.43 | -22.36 | 100% | 0% | 0% | 20.28 | 24.47 | 6.27 | 11.56 | 96% | -116% | -129% | -128% | -152% |
| | 银行 | 1.47% | -12.43% | -10.36% | 4.80 | 5.48 | 6.12 | 15% | 33% | 57% | 6.21 | 8.12 | 4.18 | 5.97 | 65% | -24% | 9% | -32% | -2% |
| | 非银金融 | -0.92% | 35.03% | -8.22% | 16.44 | 12.18 | 13.27 | 50% | 3% | 9% | 14.08 | 25.49 | 9.83 | 16.41 | 17% | -19% | 35% | -26% | 24% |
| | 建筑装饰 | 9.64% | -12.94% | -7.66% | 9.64 | 11.08 | 12.00 | 61% | 72% | 74% | 7.55 | 18.82 | 6.05 | 8.80 | 19% | -45% | -21% | -50% | -27% |
| 支持服务 | 计算机 | -13.97% | 31.43% | 17.01% | 106.91 | 81.34 | 69.52 | 0% | 0% | 0% | 41.88 | 63.51 | 29.24 | 45.35 | 35% | -64% | -44% | -58% | -35% |
| | 环保 | -6.45% | 13.73% | 1.94% | 27.23 | 23.94 | 23.49 | 77% | 73% | 73% | 17.10 | 38.16 | 12.85 | 19.42 | 20% | -46% | -19% | -45% | -17% |
| | 公用事业 | 72.98% | 6.98% | -3.27% | 15.97 | 14.93 | 15.43 | 27% | 8% | 16% | 16.70 | 25.09 | 13.02 | 17.33 | 40% | -13% | 16% | -16% | 12% |
| | 交通运输 | 70.21% | 10.49% | -6.62% | 16.63 | 15.05 | 16.12 | 58% | 45% | 53% | 14.21 | 22.22 | 7.96 | 15.65 | 36% | -47% | 4% | -51% | -3% |
| | 商贸零售 | 325.38% | -2.87% | 6.82% | 72.56 | 74.71 | 69.93 | 100% | 0% | 0% | 25.22 | 43.33 | 15.96 | 26.73 | 39% | -79% | -64% | -77% | -62% |

资料来源：Wind，天风证券研究所

**图 14：申万一级指数 PB&ROE 情况**

| 数据截止2025/1/13 | | PB | | | | | ROE | | | | | PB-ROE分位 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 当前 | 历史最高 | 历史最低 | 历史中位 | 当前分位 | 当前 | 历史最高 | 历史最低 | 历史中位 | 当前分位 | |
| 上游原料 | 基础化工 | 1.76 | 3.87 | 1.51 | 2.47 | 6% | 9% | 18% | 8% | 11% | 6% | 0% |
| | 钢铁 | 0.88 | 1.97 | 0.72 | 1.10 | 6% | 6% | 19% | 2% | 8% | 24% | -19% |
| | 有色金属 | 2.02 | 4.50 | 1.75 | 2.58 | 14% | 13% | 18% | 4% | 8% | 72% | -58% |
| | 建筑材料 | 1.02 | 2.82 | 0.83 | 1.93 | 3% | 5% | 19% | 5% | 13% | 0% | 3% |
| | 煤炭 | 1.53 | 2.76 | 0.85 | 1.33 | 77% | 13% | 24% | 4% | 12% | 61% | 16% |
| | 石油石化 | 1.30 | 2.56 | 0.81 | 1.16 | 80% | 11% | 14% | 3% | 6% | 74% | 6% |
| 中游制造 | 电子 | 3.47 | 5.78 | 2.14 | 3.58 | 45% | 8% | 13% | 7% | 10% | 13% | 33% |
| | 电力设备 | 2.29 | 6.61 | 1.83 | 3.20 | 19% | 9% | 16% | 8% | 10% | 33% | -14% |
| | 机械设备 | 2.13 | 3.49 | 1.72 | 2.48 | 20% | 9% | 13% | 7% | 9% | 44% | -24% |
| | 国防军工 | 2.83 | 4.64 | 1.96 | 3.17 | 34% | 5% | 8% | 4% | 6% | 23% | 12% |
| | 通信 | 2.01 | 3.99 | 1.20 | 2.36 | 37% | 10% | 18% | 7% | 12% | 35% | 3% |
| 下游消费 | 农林牧渔 | 2.25 | 4.88 | 2.02 | 3.41 | 2% | 10% | 28% | 6% | 12% | 31% | -30% |
| | 汽车 | 2.23 | 3.66 | 1.46 | 2.25 | 48% | 10% | 15% | 7% | 10% | 42% | 6% |
| | 家用电器 | 2.50 | 4.63 | 2.22 | 3.14 | 12% | 17% | 23% | 15% | 18% | 12% | 0% |
| | 食品饮料 | 4.69 | 13.22 | 3.60 | 6.15 | 18% | 23% | 24% | 17% | 21% | 93% | -75% |
| | 纺织服饰 | 1.72 | 3.74 | 1.42 | 1.89 | 19% | 9% | 15% | 9% | 11% | 2% | 17% |
| | 轻工制造 | 1.84 | 4.20 | 1.49 | 2.60 | 5% | 10% | 15% | 8% | 12% | 21% | -16% |
| | 医药生物 | 2.55 | 6.39 | 2.27 | 3.95 | 3% | 10% | 15% | 10% | 12% | 2% | 2% |
| | 社会服务 | 2.61 | 5.72 | 2.09 | 3.42 | 12% | 12% | 13% | 4% | 8% | 94% | -82% |
| | 传媒 | 2.14 | 5.56 | 1.59 | 2.43 | 33% | 9% | 12% | 8% | 10% | 26% | 7% |
| | 美容护理 | 2.92 | 9.81 | 2.46 | 3.96 | 7% | 10% | 29% | 9% | 13% | 3% | 4% |
| 金融房建 | 房地产 | 0.74 | 2.61 | 0.60 | 1.25 | 8% | 4% | 16% | 3% | 13% | 0% | 0% |
| | 银行 | 0.64 | 1.19 | 0.49 | 0.75 | 34% | 10% | 17% | 10% | 12% | 1% | 33% |
| | 非银金融 | 1.35 | 2.35 | 1.06 | 1.71 | 26% | 10% | 20% | 6% | 11% | 34% | -8% |
| | 建筑装饰 | 0.77 | 2.29 | 0.63 | 1.04 | 5% | 10% | 13% | 10% | 12% | 0% | 5% |
| 支持服务 | 计算机 | 3.51 | 7.83 | 2.51 | 4.48 | 19% | 8% | 13% | 8% | 10% | 19% | 1% |
| | 环保 | 1.42 | 4.33 | 1.19 | 1.85 | 7% | 8% | 14% | 8% | 10% | 9% | -2% |
| | 公用事业 | 1.72 | 2.20 | 1.31 | 1.78 | 42% | 10% | 14% | 7% | 10% | 72% | -30% |
| | 交通运输 | 1.38 | 2.36 | 1.24 | 1.56 | 13% | 10% | 18% | 7% | 11% | 21% | -8% |
| | 商贸零售 | 1.73 | 3.20 | 1.19 | 2.25 | 18% | 7% | 10% | 6% | 9% | 13% | 5% |
| 其他 | 综合 | 1.44 | 4.41 | 0.96 | 1.57 | 27% | 3% | 9% | 3% | 6% | 0% | 0% |

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 4. 风格日历效应跟踪

图 15：沪深 300/中证 1000 相对走势的日历效应：12 月后，小盘占优行情或结束，大盘走强

资料来源：Wind，天风证券研究所（平均数、中位数意为按该指数历年的当日涨跌取平均数/中位数合成折线图，按 11 月 30 日定基为 100 进行复盘，选取范围为 2009 年以来）

图 16：国证成长/中证红利指数相对走势日历效应：12 月后成长或占优

资料来源：Wind，天风证券研究所（平均数/中位数意为按该指数历年的当日涨跌取平均数/中位数合成折线图，按 11 月 30 日定基为 100 进行复盘，选取范围为 2009 年以来）

## 5. 风险提示

1）过去历史经验仅供参考；2）风格分类仅供参考；3）政策出台和落地具备不确定性。

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

**一般声明**

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

**特别声明**

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

**投资评级声明**

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|---|---|---|---|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益-10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益-10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅-5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅-5%以下 |

**天风证券研究**


| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|---|---|---|---|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088 | 邮编：570102 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(0898)-65365390 | 电话：(8621)-65055515 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 传真：(8621)-61069806 | 传真：(86755)-82571995 |
| | | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |