

## 大事不过年，只争朝夕，春节行情有望持续

### 报告摘要

#### 核心观点：

- ◆ 当地时间1月20日，特朗普正式就任美国第47任总统，内外部政策对于国内经济影响角力正式拉开序幕。特朗普就职演讲以“美国优先”为主旨，边境、经济议题顺序高于贸易关税议题，演讲中提及中国较少。特朗普就职后对外透露认为中美关系非常良好，对中国“宁愿不用关税”，希望与中国达成贸易协议，该态度远好于此前市场的悲观预期。
- ◆ 国内政策方面，2024年924、926两大会议政策转向以来，部分已出台政策已经见效。2025年1月22日，六部委联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，并于1月23日召开国新办对有关情况进行解读。1月23日A股、港股集体高开，或因本次政策发布时间超出市场预期。当前外部不确定性持续，国内政策接踵而至，再次印证了政策稳住市场的紧迫感和决心，有助于缓解市场对于降息降准时点不及预期而引发的担忧。正如吴清主席开场白，大事儿不过夜，更不能过年，所以我们只争朝夕。我们预计后续各方面稳增长、稳住楼市股市政策的落地节奏也有望快于市场预期。
- ◆ 上市企业2024年报业绩预告盈利增速中位数下滑至历史较低水平，反应A股盈利底仍有待确认。分行业看，预喜率前20个申万二级行业中，净利润同比上下限远超市场中位数的行业为工程机械、证券Ⅱ、饲料、航空机场、橡胶等；预警率前20个行业中，净利润同比上下限远低于市场中位数的行业为冶钢原料、航天装备Ⅱ、影视院线、渔业、厨卫电器等。
- ◆ 根据2024年主动偏股型基金四季报，尽管2024年9月下旬A股开启了一波快速拉升并带动市场情绪，但2024年年末，主动偏股型基金的股票仓位和A股仓位均出现回落。此前我们策略周报

### 作者

董忠云 分析师  
SAC执业证书：S0640515120001  
联系电话：010-59562478  
邮箱：dongzy@avicsec.com

符旸 分析师  
SAC执业证书：S0640514070001  
联系电话：010-59562469  
邮箱：fuyyjs@avicsec.com

王玉茜 分析师  
SAC执业证书：S0640524050001  
联系电话：  
邮箱：wangyx@avicsec.com

庞晨 研究助理  
SAC执业证书：S0640124040009  
联系电话：  
邮箱：pangc@avicsec.com

王警仪 研究助理  
SAC执业证书：S0640123090015  
联系电话：  
邮箱：wangjybj@avicsec.com

### 相关研究报告

中航策略周报：《海外不确定因素阶段性落地，春节行情或已提前启动》

中航策略周报：《今年有望再次演绎春节行情》

中航宏观策略年度报告：《2025年步入内外部政策角力期，等待盈利底驱动新一轮行情》

中航策略周报：《分红和退市新规即将实施，哪些行业有望受益》

中航策略周报：《A500基金热度持续，哪些行业有望获益》

中航策略周报：《经济数据改善，政策提稳住股市，市场将在经历波动后或走强》

### 市场走势：

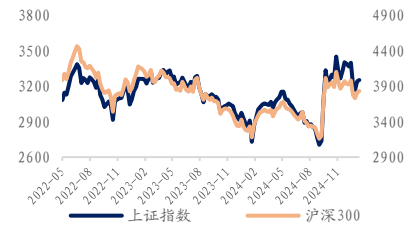
股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦  
中航证券有限公司  
公司网址：www.avicsec.com  
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

《ETF 或将逐渐掌握 A 股定价权》中提出，被动管理基金受到市场青睐，ETF 规模增长持续入市构成增量资金的重要来源之一，或将逐渐掌握 A 股市场定价权。本次主动偏股型基金减持也反映了近期公募基金在市场中的定价权有所下降。



- ◆ 从持仓比例历史分位数看，电子、汽车处于 2016 年以来历史最高水平，通信也处于 94.28% 的较高水平，反应主动偏股型基金更加青睐新质生产力方向。超配变化角度看，电子在超配变化中仍为最大增持行业，且增持比例较其他行业大幅领先。前三大超配降低行业为有色金属、通信、医药生物。

#### 投资建议：

- ◆ 海外不确定持续，国内稳增长政策接踵而至，本次春节行情或已提前启动。中期看，提振消费、扩大内需和科技创新引领新质生产力发展被列为 2025 年前两大工作任务，内需板块和自主可控有望成为市场中期主线。



本周市场回顾:

根据同花顺数据, 本周市场整体上涨, 上证指数 (0.33%)、深证成指 (1.29%)、沪深 300 (0.54%)、科创 50 (0.92%)、创业板指 (2.64%)、中证 500 (1.12%)、中证 1000 (1.65%), 均表现较强。行业风格上, 成长风格表现较强, 上涨 2.09%, 稳定风格表现较弱, 下跌 0.65%。分行业来看, 申万一级行业中通信、计算机、电子表现较强, 分别上涨 5.24%、3.95%、2.82%; 石油石化、食品饮料、煤炭表现较弱, 分别下跌 3.17%、2.10%、1.93%。市场情绪方面, 本周市场活跃度有所上升, 日均成交金额为 12329.50 亿元, 较上周增加 321.18 亿元。估值方面, A 股整体市盈率为 18.22 倍, 较上周上涨 0.60%。

正文:

当地时间 1 月 20 日, 特朗普正式就任美国第 47 任总统, 内外部政策对于国内经济影响角度正式拉开序幕。特朗普就职演讲以“美国优先”为主旨, 边境、经济议题顺序高于贸易关税议题, 演讲中提及中国较少。当地时间 1 月 20 日中午, 唐纳德·特朗普在华盛顿哥伦比亚特区国会大厦圆形大厅宣誓就任美国第 47 任总统并发表就职演说。移民方面, 宣布南部边境进入国家紧急状态, 立即制止所有非法入境行为。通胀与能源方面, 将指示内阁所有成员击败创纪录的通货膨胀, 并宣布国家能源紧急状态; 全力钻探, 美国将利用其石油储备来填补国家储备并推动出口, 结束拜登政府“绿色新政”。关税方面, 将建立“对外税务局”以对进口商品征收新关税。演讲之后, 特朗普签署了一系列行政命令, 包括将从 2 月 1 日起对从加拿大和墨西哥进口的商品征收 25% 的关税。

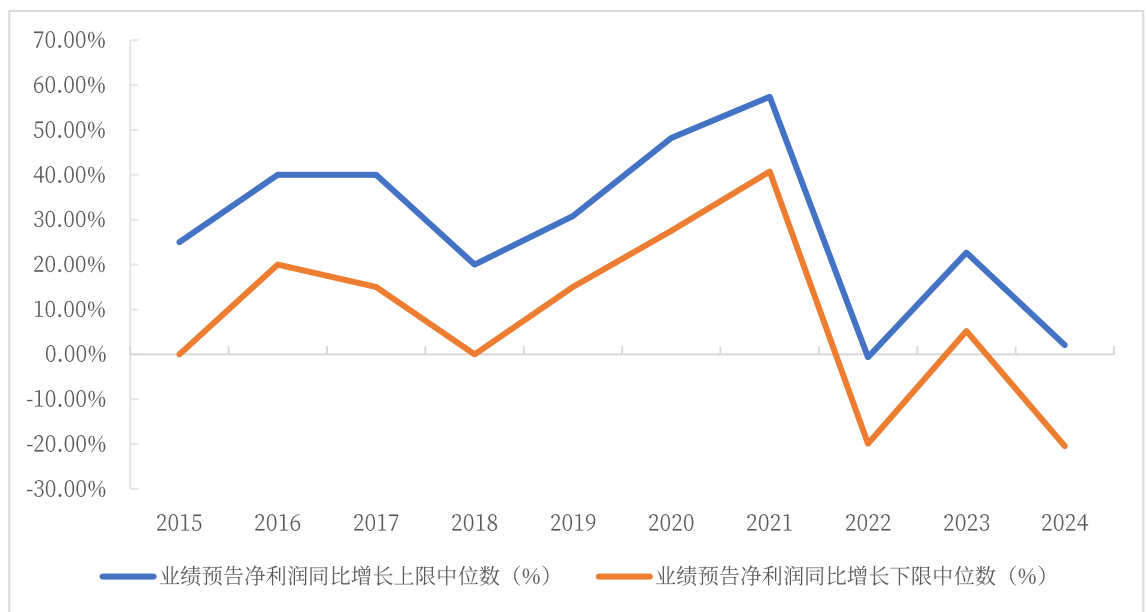
特朗普就职后对外透露认为中美关系非常良好, 对中国“宁愿不用关税”, 希望与中国达成贸易协议, 该态度远好于此前市场的悲观预期。当地时间 1 月 23 日, 美国总统唐纳德·特朗普在瑞士达沃斯举行的世界经济论坛 (WEF) 年会上发表网络讲话时表示, 已和中国国家领导人沟通, 特朗普认为中美关系非常良好, 希望与中国达成一项“公平”的贸易协议。此外, 据彭博社, 当地时间周四晚播出的福克斯新闻采访中, 美国总统特朗普表示: “我们对中国拥有一项非常强大的权力, 那就是关税, 但他们不想要关税。我宁愿不用关税。但这对中国来说是一项巨大的权力。”

国内政策方面, 2024 年 924、926 两大会议政策转向以来, 部分已出台政策已经见效。1 月 17 日上午, 统计局发布 2024 年 12 月经济数据亮点较多, 5% 目标顺利完成, 工增、社零数据回升且好于预期, 地产销售面积降幅持续收窄, 前期经济刺激政策已经逐步传导至基本面。1 月 22 日, 六部委联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》。本次政策是针对 2024 年 9 月 26 日中央金融办和证监会联合印发的《关于推动中长期资金入市的指导意见》的政策方案落地。1 月 23 日上午 9 时, 国新办举行新闻发布会, 五部门领导出席并介绍大力推动中长期资金入市, 促进资本市场高质量发展有关情况。当日 A 股、港股集体高开, 或因本次政策发布时间超出市场预期。当前外部不确定性持续, 国内政策接踵而至, 再次印证了政策稳

住市场的紧迫感和决心，有助于缓解市场对于降息降准时点不及预期而引发的担忧。正如吴清主席开场白，大事儿不过夜，更不能过年，所以我们只争朝夕。央行表示，下一阶段将适时推动工具扩面增量，相关企业和机构可以根据需要随时获得足够的中长期资金增加投资。我们预计后续各方面稳增长、稳住楼市股市政策的落地节奏也有望快于市场预期。

上市企业 2024 年报业绩预告盈利增速中位数下滑至历史较低水平，反应 A 股盈利底仍有待确认。从披露率来看，截至 2025 年 1 月 23 日，A 股年报预告 1888 家，披露率达 35.01%，相较 2024 年 1 月 23 日披露率 8.03% 大幅提升。总体来看，业绩预喜（预增、略增、续盈、扭亏）的企业共 619 家，占比 32.79%，相较去年预喜占比 78.79% 有所下降；预警（预减、略减、续亏、首亏）企业共 1257 家，占比 66.58%，相较去年预警占比 20.05% 已上升，但去年同期披露较少，样本数据或不具备代表性。截至 1 月 23 日，中位数法计算，2024 年报净利润同比增长率上限中位数为 2.05%，较 2023 年报上限中位数下滑 20.64pct，2024 年报净利润同比增长率下限中位数为 -20.44%，较 2023 年报下限中位数下滑 25.65pct。

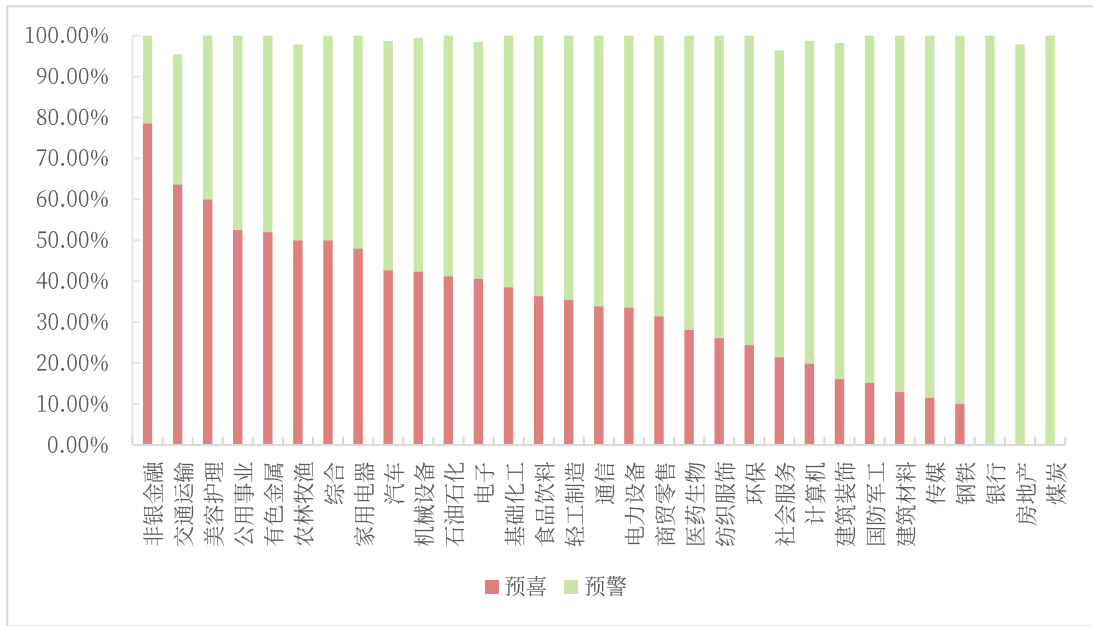
图1 业绩预告净利润同比增长上下限中位数（单位：%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：2024 年年报数据截止至数据截至 1 月 23 日，历年数据为历年同期年报预告数据）

分行业看，申万一级行业中，非银金融、交通运输、美容护理、公用事业、有色金属等行业预喜占比较高，达 78.57%、63.64%、60.00%、52.50%、52.00%；煤炭、银行、房地产、钢铁、传媒等行业预警占比较高，达 100.00%、100.00%、97.87%、90.00%、88.46%。进一步观察申万二级行业业绩预告按照预喜率和预警率的前 20 个行业。其中，预喜率前 20 个行业中，净利润同比上下限远超市场中位数的行业为工程机械、证券 II、饲料、航空机场、橡胶等；预警率前 20 个行业中，净利润同比上下限远低于市场中位数的行业为冶钢原料、航天装备 II、影视院线、渔业、厨卫电器等。

图2 申万一级行业上市公司预警预喜对比（单位：%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：预喜包括预增、略增、续盈、扭亏，预警包括预减、略减、续亏、首亏，数据截至1月23日）

表1: 预喜率前20的申万二级行业业绩预告表现

申万二级行业	预告率	预警率↑	预喜率↓	净利润同比上限 (%)	净利润同比下限 (%)
工程机械	9.68%	0.00%	100.00%	79.77%	57.30%
证券II	14.00%	14.29%	85.71%	298.58%	242.74%
饲料	35.29%	16.67%	83.33%	344.04%	308.92%
航空机场	41.67%	20.00%	80.00%	1623.29%	1378.64%
橡胶	20.00%	25.00%	75.00%	208.98%	143.37%
多元金融	13.33%	25.00%	75.00%	-46.08%	-71.75%
贵金属	33.33%	25.00%	75.00%	79.01%	65.73%
养殖业	54.55%	25.00%	75.00%	511.80%	482.83%
航运港口	20.00%	28.57%	71.43%	94.50%	93.92%
个护用品	50.00%	28.57%	71.43%	18.34%	-2.83%
电机II	52.63%	30.00%	70.00%	18.51%	12.64%
纺织制造	16.22%	33.33%	66.67%	75.48%	47.39%
化妆品	21.43%	33.33%	66.67%	229.38%	181.77%
保险II	50.00%	33.33%	66.67%	102.45%	85.20%
乘用车	37.50%	33.33%	66.67%	124.43%	107.76%
文娱用品	36.36%	37.50%	62.50%	336.28%	85.61%
其他电子II	26.32%	40.00%	60.00%	189.81%	94.08%
电子化学品II	44.12%	40.00%	60.00%	44.59%	13.16%
电力	29.59%	41.38%	58.62%	39.44%	17.86%
能源金属	46.67%	42.86%	57.14%	-183.46%	-238.98%

数据来源：Wind，中航证券研究所整理（注：申万二级行业，采用整体法同比口径计算净利润同比增速上限和下限，按预警率由低到高、预喜率由高到低排列，数据截至1月23日）

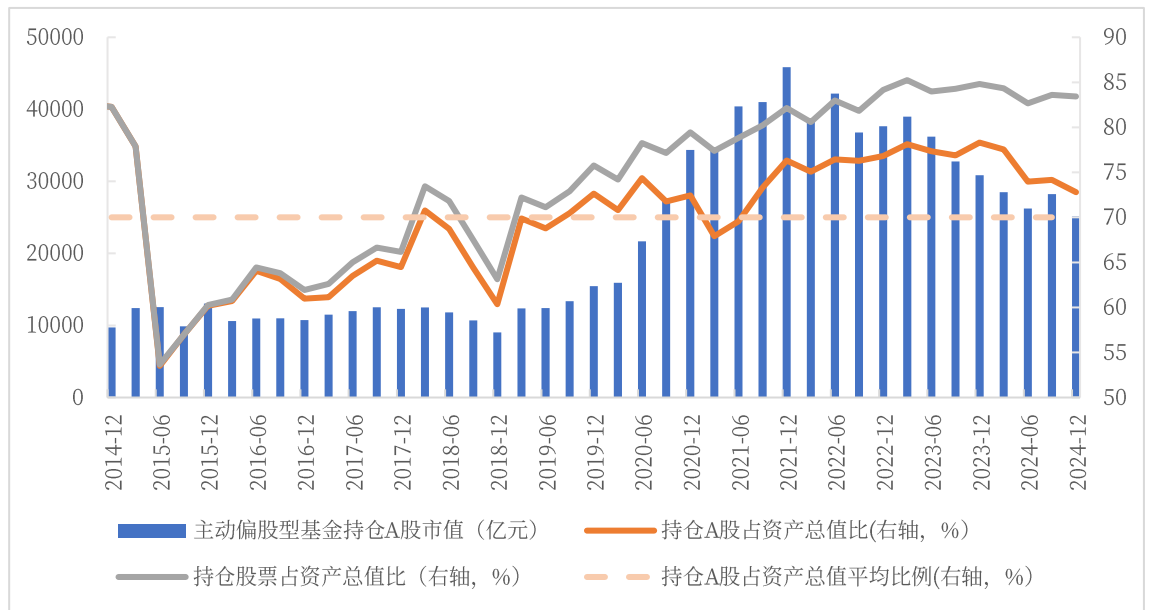
**表2：预警率前 20 的申万二级行业业绩预告表现**

申万二级行业	预告率	预警率↓	预喜率↑	净利润同比上限 (%)	净利润同比下限 (%)
冶钢原料	11.11%	100.00%	0.00%	-51.63%	-61.36%
航天装备 II	37.50%	100.00%	0.00%	-197.83%	-230.75%
房地产服务	55.56%	100.00%	0.00%	56.17%	37.86%
影视院线	50.00%	100.00%	0.00%	-588.96%	-704.88%
渔业	50.00%	100.00%	0.00%	-97.66%	-116.67%
厨卫电器	22.22%	100.00%	0.00%	-69.62%	-79.39%
焦炭 II	100.00%	100.00%	0.00%	-250.24%	-328.30%
电视广播 II	57.14%	100.00%	0.00%	1.51%	-28.50%
房屋建设 II	50.00%	100.00%	0.00%	-0.08%	-56.91%
军工电子 II	57.38%	100.00%	0.00%	-633.60%	-867.77%
农商行 II	10.00%	100.00%	0.00%	-1.15%	-1.15%
煤炭开采	26.67%	100.00%	0.00%	214.53%	193.96%
普钢	56.52%	100.00%	0.00%	-1517.55%	-1645.05%
房地产开发	44.00%	97.73%	0.00%	-408.89%	-572.75%
基础建设	33.33%	93.75%	0.00%	-217.44%	-332.72%
光伏设备	37.10%	91.30%	8.70%	-165.13%	-176.87%
医药商业	34.38%	90.91%	9.09%	-72.83%	-114.02%
游戏 II	40.74%	90.91%	9.09%	-817.00%	-1213.25%
风电设备	33.33%	88.89%	11.11%	-291.32%	-440.61%
水泥	37.50%	88.89%	11.11%	-279.71%	-395.65%

数据来源：Wind，中航证券研究所整理（注：申万二级行业，采用整体法同比口径计算净利润同比增速上限和下限，按预警率由低到高、预喜率由高到低排列，数据截至1月23日）

根据 2024 年主动偏股型基金四季报，尽管 2024 年 9 月下旬 A 股开启了一波快速拉升并带动市场情绪，但 2024 年年末，主动偏股型基金的股票仓位和 A 股仓位均较三季度出现回落。此前我们策略周报《ETF 或将逐渐掌握 A 股定价权》中提出，被动管理基金受到市场青睐，ETF 规模增长持续入市构成增量资金的重要来源之一，或将逐渐掌握 A 股市场定价权。本次主动偏股型基金减持也反映了近期公募基金在市场中的定价权有所下降。截至 1 月 23 日，2024 年主动偏股型基金四季度股票仓位相较三季度小幅回落，主动偏股型基金股票市值在资产总值中的占比达 83.43%，相较于 2024 年第三季度的 83.61% 小幅回落，但仍高于 2024 年二季度末的 82.66%；其中 A 股市值在资产总值中的占比为 72.79%，仍高于历史十年平均水平，但低于此前 2024 年三个季度末的 74.16%。

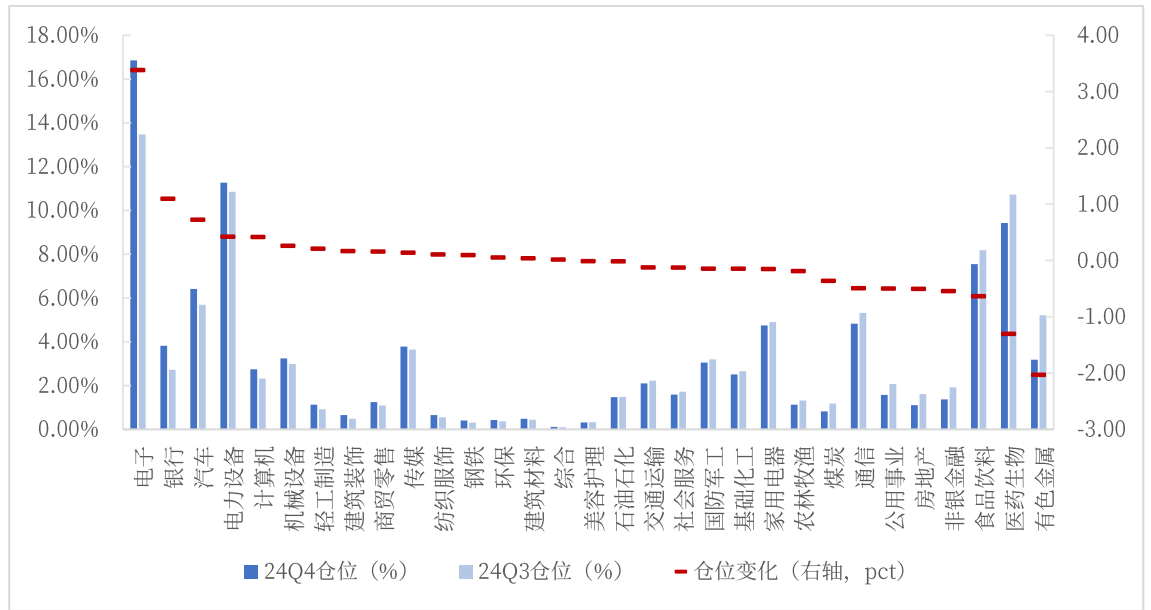
图3 2024Q4 主动偏股型基金 A 股仓位较 Q3 有所回落



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：主动偏股型基金包括普通股股票型、偏股混合型、灵活配置型，数据截至 2025 年 1 月 23 日）

根据 2024 年主动偏股型基金四季报，截至 2025 年 1 月 23 日，加仓最多的申万一级行业为电子、银行、汽车，较 2024 年三季度仓位分别增加 3.38pct、1.10pct、0.72pct；减仓最多的行业为有色金属、医药生物、食品饮料，三个行业较 24 年三季度分别减少 2.03pct、1.30pct、0.64pct。从持仓比例历史分位数看，电子、汽车处于 2016 年以来历史最高水平，通信也处于 94.28% 的较高水平，反应主动偏股型基金更加青睐新质生产力方向。超配变化角度看，电子在超配变化中仍为最大增持行业，且增持比例较其他行业大幅领先。基金持仓显示前三大超配增加行业为，电子、银行、汽车，增加比例分别为 2.06pct、0.82pct、0.58pct；前三大超配降低行业为有色金属、通信、医药生物，降低比例分别为 1.62pct、0.70pct、0.53pct。

图4 重仓股 2024Q4、2024Q3 主动偏股型基金行业仓位变化 (单位: %, pct)



资料来源: Wind, 中航证券研究所整理 (注: 主动偏股型基金包括普通股票型、偏股混合型、灵活配置型, 数据截至 2025 年 1 月 23 日)

表 3 : 2024Q4 主动偏股基金超配、行业配置比例变动

行业	主动偏股基金超低配比例		超配比例变动 ↓ (pct)		主动偏股基金配置比例		配置比例变动 (pct)		2024Q4配置比例历史分位数
	2024Q3	2024Q4	2024Q4-2023Q3	2024Q3	2024Q4	2024Q4-2024Q3	2024Q4-2024Q3		
电子	3.65%	5.71%	2.06	13.47%	16.85%	3.38	100.00%		
银行	-4.10%	-3.28%	0.82	2.72%	3.82%	1.10	45.71%		
汽车	1.36%	1.94%	0.58	5.69%	6.41%	0.72	100.00%		
电力设备	2.86%	3.41%	0.54	10.85%	11.27%	0.42	74.28%		
轻工制造	0.00%	0.18%	0.18	0.91%	1.12%	0.21	60.00%		
钢铁	-0.56%	-0.43%	0.13	0.31%	0.40%	0.10	71.42%		
建筑装饰	-1.42%	-1.31%	0.11	0.49%	0.65%	0.17	54.28%		
纺织服装	-0.08%	0.02%	0.10	0.55%	0.65%	0.11	51.42%		
传媒	1.68%	1.76%	0.08	3.65%	3.78%	0.14	77.14%		
建筑材料	-0.41%	-0.33%	0.08	0.44%	0.48%	0.04	8.57%		
石油石化	0.05%	0.13%	0.07	1.49%	1.47%	-0.01	80.00%		
基础化工	-1.71%	-1.66%	0.05	2.66%	2.51%	-0.15	8.57%		
美容护理	-0.04%	0.00%	0.03	0.33%	0.32%	-0.01	65.71%		
食品饮料	1.98%	1.99%	0.01	8.19%	7.55%	-0.64	14.28%		
环保	-0.47%	-0.46%	0.01	0.37%	0.42%	0.05	71.42%		
综合	-0.05%	-0.05%	-0.01	0.10%	0.11%	0.02	34.28%		
商贸零售	0.06%	0.05%	-0.01	1.09%	1.25%	0.16	45.71%		
机械设备	-1.90%	-1.91%	-0.01	2.98%	3.24%	0.26	40.00%		
交通运输	-0.79%	-0.83%	-0.05	2.22%	2.10%	-0.12	71.42%		
家用电器	2.16%	2.09%	-0.07	4.90%	4.75%	-0.15	68.57%		
农林牧渔	-0.26%	-0.33%	-0.07	1.32%	1.13%	-0.19	2.85%		
计算机	-2.98%	-3.09%	-0.11	2.32%	2.74%	0.42	8.57%		
社会服务	1.09%	0.97%	-0.12	1.72%	1.59%	-0.13	48.57%		
国防军工	0.35%	0.13%	-0.21	3.20%	3.05%	-0.15	71.42%		
煤炭	-0.21%	-0.43%	-0.22	1.18%	0.82%	-0.36	74.28%		
公用事业	-1.20%	-1.53%	-0.33	2.07%	1.57%	-0.50	74.28%		
房地产	0.08%	-0.28%	-0.36	1.61%	1.11%	-0.50	5.71%		
非银金融	-5.20%	-5.64%	-0.44	1.91%	1.37%	-0.54	14.28%		
医药生物	2.46%	1.93%	-0.53	10.73%	9.43%	-1.30	2.85%		
通信	2.41%	1.71%	-0.70	5.32%	4.83%	-0.49	94.28%		
有色金属	1.17%	-0.45%	-1.62	5.22%	3.19%	-2.03	51.42%		

资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：历史分位数统计时间区间取 2016 年至 2024 年四季度，按超配比  
例变动由高到低排列，数据截至 2025 年 1 月 23 日）

#### 投资建议：

海外不确定持续，国内稳增长政策接踵而至，本次春节行情或已提前启动。中期看，提振消费、扩大内需和科技创新引领新质生产力发展被列为 2025 年前两大工作任务，内需板块和自主可控有望成为市场中期主线。

#### 风险提示：

- 1.国内政策推行不及预期；
- 2.地缘政治事件超预期；
- 3.海外流动性宽松不及预期；

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。  
增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。  
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。  
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。  
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。  
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券策略团队: 站在总量研究的高度, 以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维, 对实际投资更具指导意义。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012  
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001  
曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637