

外部风险缓释提振市场，弹性成长和季节性基建正当时

报告日期： 2025-02-04

分析师： 郑小霞

执业证书号： S0010520080007

电话： 13391921291

邮箱： zhengxx@hazq.com

分析师： 刘超

执业证书号： S0010520090001

电话： 13269985073

邮箱： liuchao@hazq.com

分析师： 张运智

执业证书号： S0010523070001

电话： 13699270398

邮箱： zhangyz@hazq.com

分析师： 任思雨

执业证书号： S0010523070003

电话： 18501373409

邮箱： rensy@hazq.com

主要观点

● 春节期间特朗普加征关税、美联储暂停降息、国内消费数据未加速修复等都在市场预期内，但随后特朗普宣布对加拿大和墨西哥加征关税暂停实施，或表明相关举措可能存在缓和余地，外部风险缓释有望对市场偏好形成提振。配置上，高弹性成长科技包括泛 TMT、军工、机器人和强季节性效应的 8 大基建优势品种最佳，同时短中长期具备配置价值的银行保险也值得关注。

● 市场观点：外部风险缓释有望积极提振市场偏好

对节后市场继续保持乐观。内部看，春节期间出行消费数据未指向基本面加速修复，但在市场预期之中。外部看，特朗普签署总统行政令在 2 月 1 日对加拿大、墨西哥、中国三国加征关税，美联储在 1 月议息会议上如期暂停降息，均在市场预期之内。但随后特朗普宣布对加拿大和墨西哥加征关税暂停实施，或表明相关举措最终落地可能存在缓和，同时其表示将最近于周内与总书记通话探讨关税事宜或指向对华加征关税也有望缓和。整体来看，外部风险缓释有望对市场形成提振。

市场热点 1：如何看待春节期间外部风险的变化？ 特朗普签署总统行政令在 2 月 1 日对加拿大、墨西哥、中国三国加征关税，美联储在 1 月议息会议上如期暂停降息。但随后特朗普宣布对加拿大和墨西哥加征关税暂停实施，或表明相关举措最终落地可能低于其竞选口号，外部风险缓释有望对市场形成提振，后续重点关注美国加征关税、各国应对的细节。

市场热点 2：如何看待春节期间消费等数据？ 2025 年春节期间出行数据略低于 2024 年，剔除时长、排片等因素影响后电影票房表现并不十分强劲，整体上看居民部门消费复苏节奏未见明显改变。因此，经济复苏环比动能整体较节前变化不明显。

● 行业配置：高弹性成长和强季节性基建机会正当时

春节期间海外扰动落地但在市场预期内，国内消费数据亦基本符合预期，同时考虑到 2 月市场对“两会”政策预期渐起以及 DeepSeek、春晚机器人等重磅催化事件，因此对市场继续保持积极态度，各种机会将精彩纷呈、层出不穷。其中最重要的两类机会在于：1) 强催化事件下高弹性成长板块，包括泛 TMT、军工、机器人等；2) 强季节性效应的基建优势品种，包括工程咨询服务、环保设备、专业工程、环境治理、非金属材料、水泥、通用设备、金属新材料 8 个性价比最佳领域。同时短中长期具备配置价值的银行保险也值得关注。

配置热点 1：DeepSeek 如何影响 AI 板块的投资机会？ DeepSeek 已成现象级应用，最明显特征在于大幅节省算力和成本及性能优异且开源。对 AI 影响上，上游算力基建相关公司远期空间受一定制约，但目前仍面临算力整体不足的问题，仍是增量逻辑；下游应用随着成本和开发难度下降有望加速落地。同时考虑到 DeepSeek 带来较大估值提升催化能力，尤其在此前成长科技已经历一轮较大幅度回调基础上。因此整体而言，DeepSeek 的出现有望带来一波阶段性估值提升机会，泛 TMT 均可为，顺序上传媒、计算机优于通信、电子。

配置热点 2：如何看待正在演绎的基建开工季节性机会？ 从春节假期后到 3

相关报告

1. 策略月报《正值春光好时节》 2025-01-26
2. 策略周报《节前高股息占优》 2025-01-19
3. 策略周报《外部扰动敏感期，高股息有望进一步强化》 2025-01-12
4. 策略周报《节前高股息占优》 2025-01-05

月中旬的两会闭幕期间的 1-1.5 个月内，存在很强规律性的基建开工相关方向季节性机会，过去近 10 年的同期均是如此。从 40 余个基建相关方向中根据过去历史表现优选出 8 个赔率和胜率皆优的细分领域，分别是工程咨询服务、环保设备、专业工程、环境治理、非金属材料、水泥、通用设备、金属新材料，这些方向整体表现最佳且春季开工行情的演绎并不依赖于景气改善。

● 风险提示

春节消费和 1 月社融信贷投放数据不及预期；宏观政策预期难以集中或展开；美国对华政策超预期严厉；外部出现新变故等。

正文目录

1. 市场观点：外部风险缓释积极提振市场偏好	4
1.1 市场热点 1：如何看待春节期间外部风险的变化？	4
1.2 市场热点 2：如何看待春节期间消费等数据？	4
2 行业配置：高弹性成长和强季节性基建机会正当时	5
2.1 配置热点 1：DEEPSEEK 如何影响 AI 板块的投资机会？	5
2.2 配置热点 2：如何看待正在演绎的基建开工季节性机会？	7
2.3 高弹性成长和强季节性基建机会正当时	8
风险提示：	9

图表目录

图表 1 DEEPSEEK-R1 模型在多项测试中的评分接近甚至超过 OPENAI-01	5
图表 2 DEEPSEEK 的使用成本远低于 OPENAI-01 系列	6
图表 3 基建开工相关的 41 个细分领域性价比打分模型，前 8 大细分领域为优势方向	7

1. 市场观点：外部风险缓释积极提振市场偏好

1.1 市场热点 1：如何看待春节期间外部风险的变化？

我们的观点：特朗普签署总统行政令在 2 月 1 日对加拿大、墨西哥、中国三国加征关税，美联储在 1 月议息会议上如期暂停降息。但随后特朗普宣布对加拿大和墨西哥加征关税暂停实施，或表明相关举措最终落地可能低于其竞选口号，外部风险缓释有望对市场形成提振，后续重点关注美国加征关税、各国应对的细节。

加征关税暂停实施，外部风险缓释有望对市场形成提振。①1 月美联储议息会议如期暂停降息，会议声明删除了劳动力市场“有所缓和”的表述、改为失业率“稳定”，删除了“通胀目标取得进展”的表述、重申通胀“仍然偏高”，因而短期内重启降息还有待观察。②2 月 1 日，美国总统特朗普签署行政令，对进口自墨西哥、加拿大两国的商品加征 25% 的关税（其中对加拿大能源产品的加税幅度为 10%），对所有进口自中国的商品在现有关税基础上加征 10% 的关税。上述举措与特朗普在就职典礼上的讲话保持一致。但随后特朗普宣布对加拿大和墨西哥加征关税暂停实施，或表明相关举措最终落地可能低于其竞选口号，外部风险缓释有望对市场形成提振，后续重点关注美国加征关税的细节。整体上看，加征关税暂停实施，外部风险缓释有望对市场形成提振。

1.2 市场热点 2：如何看待春节期间消费等数据？

我们的观点：2025 年春节期间出行数据略低于 2024 年，剔除时长、排片等因素影响后电影票房表现并不十分强劲，整体上看居民部门消费复苏节奏未见明显改变。因此，经济复苏环比动能整体较节前变化不明显。

除票房外 2025 年春节消费出行数据略低于 2024 年，居民部门消费复苏节奏未见明显改变。①因春节假期增加 1 天以及节前可以通过休假延长假期等因素影响，2025 年春节期间出行数据有所回落。根据交通部数据初步测算，2025 年春节 8 天假期全国铁路客运量大致在 9570 万人左右，低于 2024 年 9946 万人。同时，今年官方媒体对于旅游数据报道少于去年。部分地区旅游数据较 2024 年有所增长，如上海春节假日前四天本市共接待游客 943.5 万人次、同比增长 7.61%；四川省文旅厅数据显示截至 2 月 1 日 15 时，全省纳入统计的 A 级旅游景区接待游客 683.29 万人次，实现门票收入 7415.03 万元，与去年同期（正月初四）同口径相比分别增长 5.85%、2.50%。但考虑到报道量减少，全国旅游出行增速预计不容乐观，②从电影票房收入来看，根据灯塔专业版数据推算，2025 年春节全国电影票房收入有望达 90 亿元以

上，较去年 80 亿元左右明显增加。但考虑到 2025 年春节档电影平均时长较 2024 年增加近 30 分钟，对应成本、票价、排片等因素出现明显变化，以及之前几个假期电影票房表现不佳，难言居民可选消费超预期。

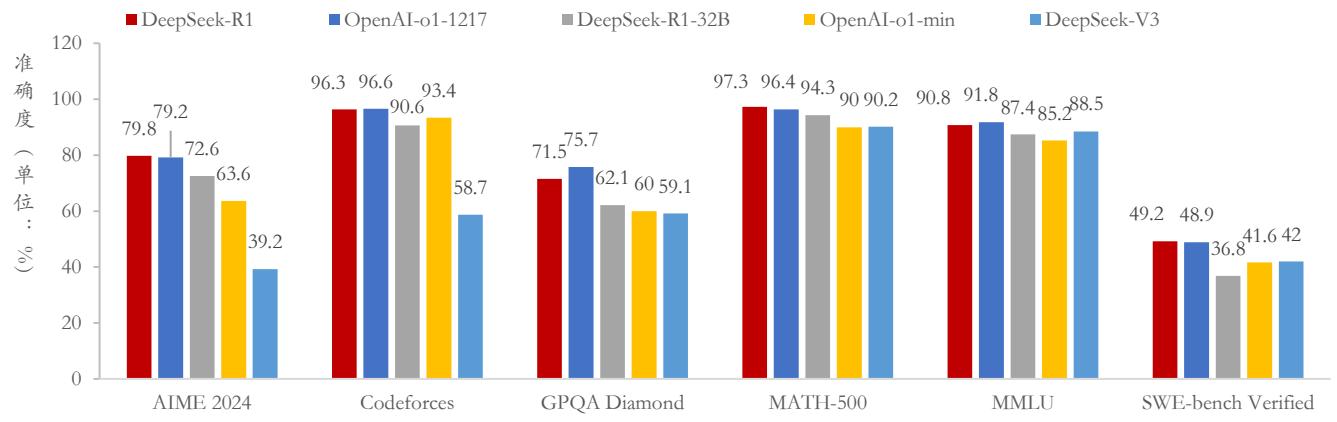
2 行业配置：高弹性成长和强季节性基建机会正当时

2.1 配置热点 1：DeepSeek 如何影响 AI 板块的投资机会？

我们的观点：DeepSeek 已成现象级应用，最明显特征在于大幅节省算力和成本及性能优异且开源。对 AI 影响上，上游算力基建相关公司远期空间受一定制约，但目前仍面临算力整体不足的问题，仍是增量逻辑；下游应用随着成本和开发难度下降有望加速落地。同时考虑到 DeepSeek 带来较大估值提升催化能力，尤其在此前成长科技已经历一轮较大幅度回调基础上。因此整体而言，DeepSeek 的出现有望带来一波阶段性估值提升机会，泛 TMT 均可为，顺序上传媒、计算机优于通信、电子。

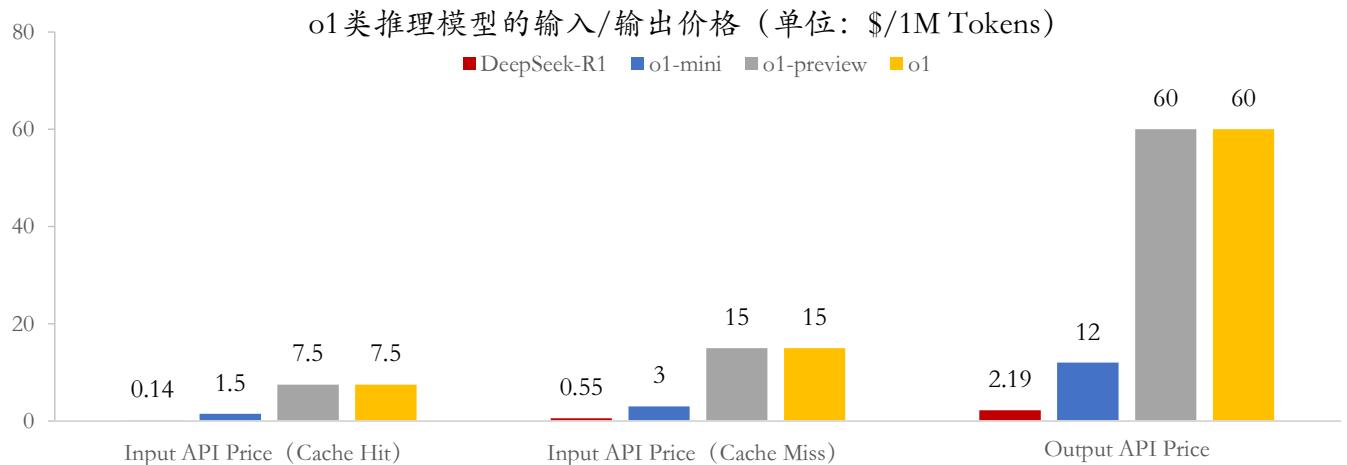
DeepSeek 在测试性能上表现优异，并且在使用成本上具有非常明显的性价比优势。2025 年 1 月 20 日，幻方量化旗下 AI 公司深度求索 (DeepSeek) 正式发布 DeepSeek-R1 模型。Appfigures 的数据显示，1 月 26 日，DeepSeek 最新推出的 AI 聊天机器人登上苹果应用商店 (App Store) 下载量榜首，同时 Sensor Tower 的数据显示自 1 月 28 日以来，DeepSeek 的下载量还占据了 Android Play Store 美国区的榜首位置，接近 OpenAI 的 ChatGPT 首次发布时 900 万次下载量的两倍。DeepSeek 在多项性能评估上接近甚至超过 OpenAI-o1，其在 2024 年 AIME (美国数学邀请赛) 测试中分别取得了 79.8% 的准确率，与 OpenAI-o1 的 79.2% 水平相当；在 MATH-500 测试中，DeepSeek-R1 以 97.3% 的准确率略超 o1 的 96.4%；在编程领域，该模型在 Codeforces 平台上获得了 2029 的评分，超过了 96.3% 的人类程序员，与 o1-1217 的 2061 评分仅有小幅差距；在通用知识评测方面，MMLU (大规模多任务语言理解) 测试中达到 90.8% 的准确率，略低于 o1 的 91.8%。根据 DeepSeek 介绍，去年发布的 DeepSeek-V3 模型的预训练费用只有 557.6 万美元，在 2048 块英伟达 H800 GPU (针对中国市场的低配版 GPU) 集群上运行 55 天完成，R1 的训练成本与 V3 接近，或在 600 万美元上下，而低训练成本直接带动使用成本大幅降低，DeepSeek 相较 OpenAI-o1 取得了非常明显的性价比优势，输入 Token 仅收取 0.55 美元/百万，输出则收取 2.19 美元/百万，输入、输出价格仅有 OpenAI-o1 价格的 3.7% 不到。

图表 1 DeepSeek-R1 模型在多项测试中的评分接近甚至超过 OpenAI-o1



资料来源：Wind，华安证券研究所。

图表2 DeepSeek 的使用成本远低于 OpenAI-o1 系列



资料来源：Wind，华安证券研究所。

在训练、使用成本大幅降低以及完全开源的冲击之下，上游算力基建相关的公司需求预期可能会下降，AI 大模型公司盈利模式受到一定质疑导致 AI 中上游企业股价下跌。在芯片性能的限制之下，DeepSeek-R1 用极低的训练成本达到了媲美 OpenAI-o1 的性能，过去被认为需要研发高投入、算力基建高投入才能训练出更好的大模型的模式开始受到质疑，与算力基建相关的芯片企业业绩预期短期内承压；而由于 DeepSeek-R1 附带详细的技术报告并完全开源，且采用 MIT 许可协议，意味着任何人可以自由使用、修改并用于商业化，AI 大模型相关公司闭源“护城河”的盈利模式也有所动摇。在盈利模式、业绩预期承压等负面冲击影响下，短期内 AI 相关的中上游公司股价出现明显回调，1 月 27 日，英伟达、台积电股价单日分别大跌 17%、13%，中芯国际、寒武纪单日分别下跌 4%、7%。

电子、通信板块短期受到冲击，但中长期看需求端仍有成长空间。DeepSeek 在报告中提到，较低的训练成本并没有包早期的探索和研究成本，也没有涵盖相关的

开销以及折旧费用，在寻找到有效的模型训练方式之前，仍需要大量的测试实验，这些过程也非常依赖于芯片，因此可能训练成本的下降短期会冲击算力芯片的投入需求，但从长期看，由于性价比的进一步提升以及模型开源的模式下，部分企业将会逐渐使用 AI 模型，基数的增加也将带动芯片的整体需求上升从而形成对冲。1月初成长科技股已经出现一定回调，近期在需求端预期下降的阶段性冲击下继续下跌，但中长期看需求端仍有支撑，短期的回调反而带动估值性价比提升。

应用端有望加速落地，计算机、传媒等 AI 下游板块受到一定提振。AI 大模型的训练成本降低将带动应用端的使用成本进一步下降，并在开源且自由化调参的模式下降低了企业以及应用端开发者对于 AI 的使用门槛，热门应用的落地有望得到进一步加速，参考 Sora 发布后的成长板块行情，DeepSeek-R1 发布也可视作为现象级应用出现的催化剂事件，从而提振计算机、传媒等 AI 下游板块的交投情绪。

2.2 配置热点 2：如何看待正在演绎的基建开工季节性机会？

我们的观点：从春节假期后到 3 月中旬两会闭幕期间的 1-1.5 个月内，存在很强规律性的基建开工相关方向季节性机会，过去近 10 年的同期均是如此。从 40 余个基建相关方向中根据过去历史表现优选出 8 个赔率和胜率皆优的细分领域，分别是工程咨询服务、环保设备、专业工程、环境治理、非金属材料、水泥、通用设备、金属新材料，这些方向整体表现最佳且春季开工行情的演绎并不依赖于景气改善。

赔率表示过去 9 年开工行情期间取得的相对 wind 全 A 的超额收益率均值，并将其作为赔率分值。胜率表示过去 9 年间取得超额收益的年份或次数，次数越多代表越稳定，并将其作为胜率分值。性价比得分 = 赔率分值 + 胜率分值，即如果某一行业在过去 9 年间取得的超额收益率越高并且取得超额收益率的次数越多，则配置价值越突出，越值得重点配置。而 8 大优势细分领域即为其中的佼佼者。根据赔率+胜率=性价比的打分模型，对 40 余个基建相关细分领域的过去 9 年季节期内表现，优选出 8 个赔率和胜率皆优的细分方向，分别是工程咨询服务、环保设备、专业工程、环境治理、非金属材料、水泥、通用设备、金属新材料。这 8 个细分领域往往能取得较好的绝对收益和超额收益，性价比最优。

根据历史复盘显示，大部分与基建开工相关的二级细分领域在开工行情期间，取得正收益或者超额收益与否与其本身的景气边际变化无关，包括水泥、金属新材料、燃气等。即景气边际改善并非是行情的必备条件。

图表 3 基建开工相关的 41 个细分领域性价比打分模型，前 8 大细分领域为优势方向

二级行业	9年平均收益率	超额收益率 9年均值(赔率)	次数 (胜率)	打分 性价比	二级行业	9年平均收益率	超额收益率 9年均值(赔率)	次数 (胜率)	打分 性价比
工程咨询服务	15.1%	7.6%	8	15.6	化学原料	10.2%	2.7%	5	7.7
环保设备	15.3%	7.8%	7	14.8	橡胶	9.0%	1.5%	6	7.5
专业工程	13.6%	6.1%	8	14.1	装修建材	8.8%	1.3%	6	7.3
环境治理	13.2%	5.7%	8	13.7	普钢	10.3%	2.8%	4	6.8
非金属材料	14.2%	6.7%	7	13.7	农化制品	8.8%	1.3%	5	6.3
水泥	13.1%	5.6%	7	12.6	轨交设备	8.7%	1.2%	5	6.2
通用设备	11.6%	4.1%	8	12.1	工程机械	8.3%	0.8%	5	5.8
金属新材料	12.4%	4.9%	7	11.9	煤炭开采	9.3%	1.8%	4	5.8
装修装饰	11.9%	4.4%	7	11.4	电力	8.0%	0.5%	4	4.5
燃气	11.8%	4.3%	7	11.3	焦炭	7.9%	0.5%	4	4.5
专用设备	11.4%	3.9%	7	10.9	玻璃玻纤	8.1%	0.6%	3	3.6
塑料	12.0%	4.5%	6	10.5	铁路公路	6.8%	-0.7%	4	3.3
工业金属	11.3%	3.9%	6	9.9	物流	6.1%	-1.4%	4	2.6
基础建设	11.3%	3.8%	6	9.8	房地产开发	7.1%	-0.4%	3	2.6
冶钢原料	12.1%	4.6%	5	9.6	航空机场	7.0%	-0.5%	3	2.5
化学制品	9.0%	1.5%	8	9.5	化学纤维	6.9%	-0.6%	3	2.4
房屋建设	9.8%	2.3%	7	9.3	炼化及贸易	5.0%	-2.5%	3	0.5
航运港口	10.5%	3.0%	6	9.0	城商行	3.4%	-4.1%	3	-1.1
自动化设备	10.3%	2.8%	6	8.8	国有大型银行	2.3%	-5.2%	3	-2.2
油服工程	9.7%	2.2%	6	8.2	股份制银行	0.9%	-6.5%	1	-5.5
特钢	9.7%	1.7%	6	7.7					性价比=赔率+胜率

资料来源：Wind，华安证券研究所。注：来源为2025年一季度策略报告《积极应变》2024/12/27

2.3 高弹性成长和强季节性基建机会正当时

春节期间海外扰动落地但在市场预期内，国内消费数据亦基本符合预期，同时考虑到2月市场对“两会”政策预期渐起以及DeepSeek、春晚机器人等重磅催化事件，因此对市场继续保持积极态度，各种机会将精彩纷呈、层出不穷。其中最重要的两类机会在于有强催化事件下的高弹性成长板块和具备强规律性的基建季节性行情，同时短中长期具备配置价值的银行保险也值得关注。具体地：

第一条主线是高弹性成长科技，包括泛TMT、军工、机器人等。随着海外扰动落地，国内宏观政策预期渐起，节后市场有望展开新一波阶段性反弹，同时在DeepSeek、春晚机器人等重磅事件的催化加持下，在成长科技板块当前整体较为低位位置基础上，有望演绎出高上涨弹性。

第二条主线是强季节性效应的基建优势品种。在春节假期后至3月中旬的1-1.5个月时间内，基建开工链条存在稳定规律的强季节效应机会，这种机会与基本面和景气无关，行情支撑主要来自于估值即对“两会”政策的预期支撑。重点关注基建中8个胜率赔率皆优的领域，包括工程咨询服务、环保设备、专业工程、环境治理、非金属材料、水泥、通用设备、金属新材料。

第三条主线是仍然估值低+业绩强劲的银行保险。银行、保险历史估值百分位不足20%，无论横向或纵向角度均处低位。同时2024年业绩预告显示，银行、保险业绩均强劲，尤其是保险净利润同比增速维持高两位数增长甚至翻倍。再者从《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》中诸多举措都有力提升银行保险的中长期投资价值。无论从短期还是中长期，银行保险均具备良好配置价值。

风险提示：

春节消费和1月社融信贷投放数据不及预期；宏观政策预期难以集中或展开；美国对华政策超预期严厉；外部出现新变故等。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差/5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6/12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6/12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6/12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差/5%至 5%；

减持—未来 6/12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6/12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。