

2025年03月21日

# 春季行情结束的标志和行业方向

## 定期报告

### 投资要点

◆ **历史上导致春季行情结束的核心因素是政策收紧、外部负面事件、基本面转弱等。**

(1) 2010年以来有7次春季行情在两会后结束，且行情末期指数多上涨。(2) 导致春季行情结束的核心因素是政策转紧、外部负面冲击、基本面预期转弱等。一是政策收紧以及负面因素是导致春季行情结束的核心：2011年4月央行加息提准、欧债危机，2012年4月地产政策收紧等。二是基本面预期转弱也会导致春季行情结束，如：2012年1-2月工业企业利润增速大幅回落等。三是情绪指标见顶回落也可能导致春季行情结束：首先，春季行情结束前全A成交额下降20%-45%左右；其次，领涨行业成交额占比最高20%-35%左右，换手率均值最高2.5%-6%。

◆ **当前来看，春季行情可能进入尾声。**(1) 政策仍偏积极，外部负面因素有限。一是两会后稳增长政策持续落地实施，政策仍偏积极。二是外部负面因素有限：首先，俄乌冲突可能结束；其次，美短期难对华再加征关税。(2) 经济和盈利延续弱修复趋势。一是经济数据上，1-2月消费和地产投资增速有所回升，但出口增速小幅回落。二是盈利上，一季度企业盈利可能继续处于回升周期中。(3) 情绪指标显示春季行情可能进入尾声。一是整体指标上，全A成交额从高点至低点的降幅为33.8%，达到历史上春季行情结束时的水平。二是行业指标上，1月13日至今涨幅前5的行业成交额占全A的比最大为40.1%，换手率均值最大值为6.2%，均已达历史高位水平；短期内周期和消费等已出现一定补涨。(4) 短期流动性可能维持宽松。

◆ **当前已进入春季行情末期，补涨的成长、消费和部分顺周期等行业可能相对占优。**

(1) 复盘历史，春季行情中科技率先启动，后期轮动至消费和周期等行业。首先，前期科技率先启动，如2015年的计算机、通信，2019年电子，2024年的计算机、通信，涨幅均处于前5；其次，后期占优行业逐步转向建筑建材、房地产、基础化工、有色金属等周期行业和家电、消费者服务等消费行业。(2) 复盘2012年以来的春季行情结束前一周以及后两周的行业表现，可以看到：消费和部分周期行业相对占优，如2012、2016、2017、2019年春季行情结束前后，家电、食品饮料等消费行业和有色金属、基础化工等周期行业涨幅均处于前5。(3) 当前来看，补涨的成长、消费和周期短期可能相对占优。一是从2025/3/11至今，食品饮料、家电、有色金属、煤炭等消费和周期行业涨幅居前，符合春季行情末期的行业轮动特征；二是短期面临业绩期，但政策和流动性维持宽松，补涨的成长也可能相对偏强。

◆ **行业配置：短期继续均衡配置补涨的成长、部分消费和顺周期等行业。**(1) 短期估值性价比较高的成长、消费和周期都可能配置机会：一是历史上春季行情末期消费和部分周期行业表现占优。二是当前来看，摩托车、航空航天、纺织制造、化学制药、商用车等行业估值性价比较高。(2) 建议继续均衡配置：一是基本面可能边际改善的补涨成长，如军工、医药、电新；二是政策和产业趋势向上的调整后的科技，如消费电子、机器人、国产算力、自动驾驶、游戏；三是政策支持和基本面可能边际改善的消费（食品、社服、商贸）、部分顺周期（有色金属、化工）。

◆ **风险提示：历史经验未来不一定适用，政策超预期变化，经济修复不及预期。**

分析师

邓利军

SAC 执业证书编号：S0910523080001  
denglijun@huajinsec.cn

报告联系人

张欣诺

zhangxinnuo@huajinsec.cn

报告联系人

苏雪儿

suxueer@huajinsec.cn

### 相关报告

提振消费有望夯实 A 股慢牛趋势 2025.3.17

华金-策略-定期报告-美股调整对 A 股有何影响？ 2025.3.15

华金证券主题报告-长期主义的再进化-华商基金童立先生投资分析报告 2025.3.14

外力催化继续驱动板块活跃，但活跃周期后段震荡分化或将逐渐加剧-华金证券新股周报 2025.3.9



## 内容目录

一、春季行情结束的标志是什么？ .....	3
(一) 政策收紧、外部负面事件、基本面转弱可能使春季行情结束 .....	3
(二) 当前来看，春季行情可能进入尾声 .....	4
二、行业配置：短期补涨的成长和消费、周期都可能配置机会 .....	7
(一) 当前已进入春季行情末期，转向均衡配置 .....	8
(二) 短期继续均衡配置补涨的成长、消费和部分顺周期 .....	10
三、风险提示 .....	13

## 图表目录

图 1：春季行情尾声市场表现以及影响因素一览 .....	3
图 2：多地政府落实促消费政策 .....	4
图 3：消费者信心指数有所回升 .....	4
图 4：家电、通讯器材零售同比增速大幅回升 .....	5
图 5：地产投资增速降幅收窄 .....	5
图 6：2 月一线、二线、三线城市地产销售增速均出现回升 .....	5
图 7：出口美国金额占比继续下降 .....	5
图 8：消费和周期开始补涨 .....	6
图 9：美国 CPI 同比增速下降 .....	7
图 10：美元指数回落，人民币汇率延续走高 .....	7
图 11：春季行情尾声时微观资金多流入 .....	7
图 12：春季行情结束后短期微观资金也可能流入 .....	7
图 13：春季行情行业已轮动至周期和消费 .....	8
图 14：春季行情尾期消费及周期行业占优 .....	9
图 15：春季行情尾期消费及周期行业占优 .....	9
图 16：近 8 个交易日中信一级行业涨跌幅情况 .....	9
图 17：成长二级行业盈利增速、估值及成交额占比一览 .....	10
图 18：2024 年 12 月中国风电发电新增设备容量累计同比增长 6% .....	11
图 19：医药制造业营业收入和利润情况（亿元） .....	11
图 20：智能手机出货量逐月回升 .....	12
图 21：2025 年 1 月中国游戏市场收入 310.77 亿元，环比增长 7.54%，同比增长 27.65% .....	12
图 22：2025 年 2 月乘用车零售同比增速 36.2% .....	13
图 23：2025 年 1-2 月十种有色金属产量 1294 万吨，同比增长 1.4% .....	13

## 一、春季行情结束的标志是什么？

### （一）政策收紧、外部负面事件、基本面转弱可能使春季行情结束

复盘历史，导致春季行情结束的核心因素是政策收紧、外部事件偏负面、基本面预期转弱等。（1）2010年以来共有7次春季行情在两会后结束，结束日期分别是2011/4/18、2012/3/14、2015/4/30、2016/4/15、2017/4/11、2019/4/8、2024/5/20，且行情末期指数多上涨，仅2012年春季行情尾声时上证综指表现偏震荡。（2）导致春季行情结束的核心因素是政策转紧、外部负面事件发生、基本面预期转弱等。一是政策收紧以及负面事件扰动是导致春季行情结束的核心因素，如：2011年4月央行接连加息、提准下流动性紧缩，同时欧债危机继续蔓延压制市场情绪；2012年4月地产政策持续收紧；2015年年中证监会逐步开始清理场外配资；2016年4月16日美韩联合军演扰动地缘关系；2017年4月银监会政策频发加强金融监管；2019年5月9日美对华关税加码，2000亿美元清单商品加征的关税税率由10%提高到25%等。二是基本面预期转弱也会导致春季行情结束，如：2012年3月底公布的1-2月工业企业利润数据大幅回落，工业企业盈利增速从25.4%下降至-5.2%；2015年4月年报披露结束，全A盈利增速明显下滑，2014Q4归母净利润同比增速为-4.8%。三是情绪指标见顶回落也可能导致春季行情结束：首先，春季行情结束前期（时间定义为春季行情开启至春季行情结束前7个交易日）全A成交额下降幅度多在20%-45%左右；其次，春季行情前期领涨前5名行业成交额占比最高值在20%-35%左右，领涨前5名行业换手率均值最高值在2.5%-6%。

图1：春季行情尾声市场表现以及影响因素一览

春季行情结束	T/7交易日内上证涨跌幅 (%)	DR007分位数 (%)	PE分位数 (%)	全A成交额高点至低点调整幅度 (%)	陆股通日均净流入 (亿元)	融资日均净流入 (亿元)	领涨行业成交额占比最大值 (%)	领涨行业换手率最大值 (%)	政策/外部事件
2011/4/18	1.86	30.2→60.3	69.9→71.9	-28.5	-	1.6→3.4	31.42	2.89	4/6央行加息；4/17央行决定从2011年4月21日起提准；欧债危机蔓延
2012/3/14	-2.82	75.3→70.5	19.5→17	-35.5	-	1.0→4.9	28.54	2.09	3月底公布的1-2月工业企业利润数据大幅低于预期；地产政策继续收紧
2015/4/30	5.33	58.2→47.7	79.8→81.2	-27.9	3.3→2.5	126.9→132.9	27.68	6.04	2014年年报披露结束，全A盈利增速明显下滑；后证监会清查场外配资
2016/4/15	0.82	45.6→50.9	49.6→52	-35.5	2.7→6.9	-9.6→9.0	18.05	3.09	4/16美韩联合军演扰动地缘关系
2017/4/11	1.11	92.5→62.7	66.9→69.4	-22.8	9.2→4.2	2.1→4.7	25.10	2.31	4月银监会政策频发加强金融监管
2019/4/8	8.27	83.8→43.1	36.3→48.7	-44	21.3→11.3	29.9→53.5	28.58	4.91	5/9美对华关税加码，2000亿美元清单商品加征的关税税率由10%提高到25%
2024/5/20	1.36	22.4→18.2	42.3→43.3	-44.3	16.9→22.6	6.3→1.9	33.42	2.56	5/17地产新政落地后预期逐步兑现

资料来源：华金证券研究所，wind（注：DR007及PE分位数取T-7和结束当日数据比较；资金流入数据取春季行情前期和尾声两段日均数据比较；领涨行业成交额占比为涨幅TOP5行业占全A占比加总，换手率为TOP5行业均值）

## （二）当前来看，春季行情可能进入尾声

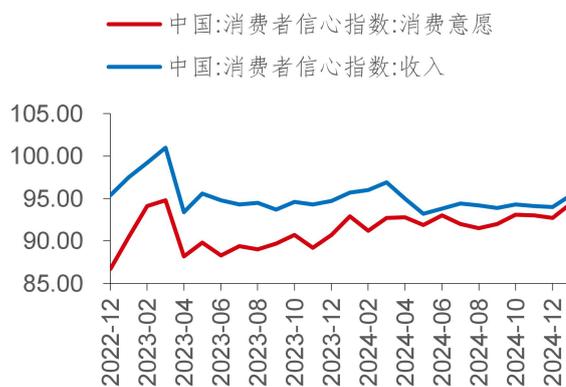
**政策仍偏积极，外部负面因素有限。**（1）两会后稳增长政策持续落地实施，政策仍偏积极。一是两会政府工作报告明确首要工作任务即为“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”，同时也强调要发展新质生产力、加快建设现代化产业体系。二是近期各部委及地方政府纷纷响应落实：首先上海浦东推出“史上最密集促消费活动”，谷子消费节7月开场，同时中国家电及消费电子博览会（AWE）将于3月20日至23日举办，主题定为“AI科技、AI生活”，多款人形机器人将首次亮相展会，新质生产力政策导向下新型消费有望获得提振；其次，浙江省印发了《浙江省大力提振和扩大消费专项行动实施方案》，提出七大行动共计29个方面具体举措；上海市海洋局也提出，上海将激发蓝色活力，做强现代海洋经济，通过完善现代海洋产业体系、谋划海洋经济创新示范2.0版、加强海洋经济运行监测与评估发展海洋新质生产力。（2）外部负面因素有限。一是俄乌冲突可能即将结束：近期白宫发布声明称，特朗普与普京通话，双方谈到了乌克兰冲突中和平与停火的必要性，且都同意这场冲突需要以持久和平结束，特朗普同时提议俄乌双方相互承诺30天内不攻击能源基础设施目标，普京对此倡议作出积极回应，并已立即向俄军下达相关指令，俄乌冲突缓和下可能提振市场风险偏好。二是美国“对等关税”落地仍需时日，短期难对华再加征关税：特朗普近日签署备忘录，要求相关部门确定与每个贸易伙伴的“对等关税”，美商务部长随后表示“对等关税”最早可能于4月2日开始征收，但根据公开资料，负责制定对等关税政策的美国贸易代表办公室只有200多名员工，同时特朗普还准备对汽车、半导体、制药等少数行业加征额外25%的固定关税，导致关税系统复杂性大幅上升，制定的周期明显拉长，因此短期内美对华关税政策难进一步加码，外部风险事件扰动相对有限。

图 2：多地政府落实促消费政策

地区/部门	政策细则
上海浦东	上海浦东推出“史上最密集促消费活动”，包括谷子消费、家电生活、时尚消费、会展经济等，围绕强IP引流，大力提振消费；中国家电及消费电子博览会（AWE）将于3月20日至23日，在新国际博览中心举办，作为亚洲规模最大、全球三甲的国际家电及消费电子展览会，本次展会将吸引超过1000家国内外知名品牌参展。今年主题定为“AI科技、AI生活”，多款人形机器人将首次亮相展会。
上海市海洋局	上海将激发蓝色活力，做强现代海洋经济。大力发展海洋新质生产力，提升海洋科技创新能力，打造现代海洋经济创新发展高地。一是完善现代海洋产业体系。二是谋划海洋经济创新示范2.0版。三是加强海洋经济运行监测与评估。
浙江省	浙江印发了《浙江省大力提振和扩大消费专项行动实施方案》，提出实施居民增收行动、居民减负行动、扩大大宗消费行动、促进服务消费行动、提升消费品质行动、优化消费环境行动、减少消费限制行动等七大行动共计29个方面具体举措。

资料来源：华金证券研究所整理

图 3：消费者信心指数有所回升

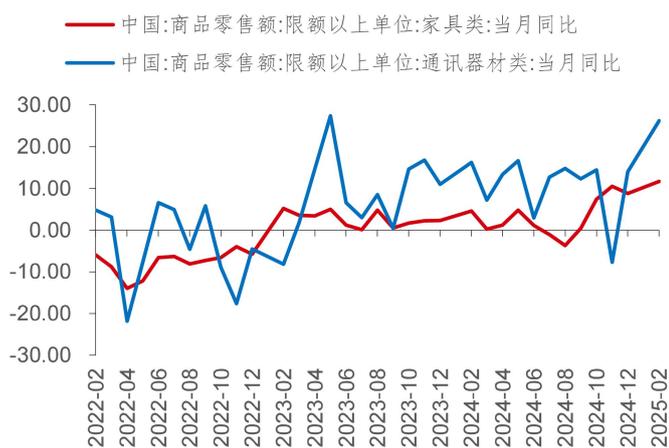


资料来源：华金证券研究所，wind

**经济和盈利延续弱修复趋势。**（1）经济数据边际修复。一是促消费政策拉动社零增速回升：今年1-2月社零同比增速上升至4.0%（前值为3.7%），受促消费政策配合消费旺季拉动较为明显；结构上，消费类型来看，1-2月份，商品零售同比增长3.9%，餐饮收入同比增长4.3%，餐饮收入增速略好于商品零售，可能受假期出行下文旅休闲活动增加所致，且线上消费需求仍较火热，1-2月全国网上零售额同比增长7.3%，具体商品来看，“两新”政策落地效果较好，1-2月限额以上单位通讯器材类、家具类商品零售额同比分别增长26.2%和11.7%，后续有望维持高位。二是地产政策效果也有所显现，投资增速回升：数据上，今年1-2月（下同）固定资产投资完成额同比回升4.1%（前值为3.2%），其中制造业及基建投资增速继续维持高位，增速均超过9%，

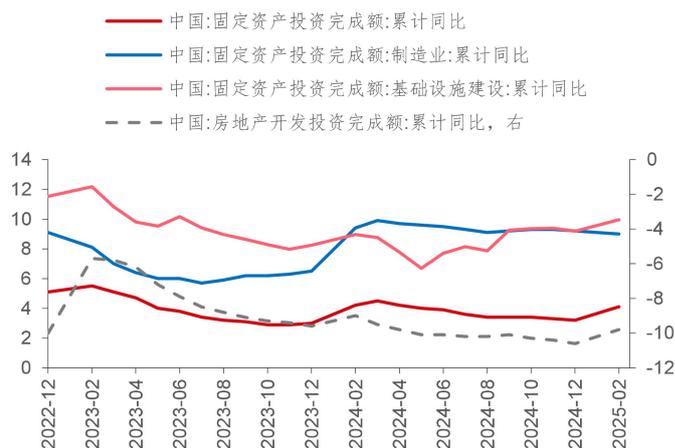
同时地产投资出现一定边际改善迹象，房地产开发投资完成额降幅收窄至-9.8%（前值为-10.6%），减轻了对投资整体的拖累；具体来看，高技术产业投资同比增长 9.7%，增速比 2024 年全年加快 1.7 个百分点，其中计算机及办公设备制造业投资增长 31.6%，航空、航天器及设备制造业投资增长 27.1%，重点领域投资加码推动实现制造业高质量发展，同时 2 月全国工程机械开工率为 35.1%，基建项目仍在抓紧落实推动实物工作量形成，此外地产销售增速继续回升，今年 2 月一线、二线、三线城市商品房成交面积同比增速分别为 65.1%、17.2%、38.2%，拉动投资增速降幅的进一步收窄。三是基数较高叠加美国加征关税 2 月出口增速小幅回落：2 月出口增速小幅回落至-3.0%（前值为 6.0%），受制于去年同期相对较高的基数及美国关税的落地；结构延续改善趋势，国别上对东盟国家的出口占比仍在上升，对美国出口占比受关税政策影响略有下滑，拉美、非洲等地区需求潜力仍待释放，产品上 1-2 月我国出口机电产品同比增长 5.4%，其中自动数据处理设备及其零部件增长 11.7%、集成电路增长 13.2%、汽车增长 3.7%，我国优势领域产品出口增速维持高位。（2）盈利上，一季度工业企业利润增速和 A 股盈利增速可能继续处于回升周期中。一是工业企业盈利增速降幅收窄，PPI 及其领先指标也有所回升下盈利上升周期可能未完。二是截至 2025/3/20，2024 年全 A 年报披露率在 20.7%左右，盈利正增长比例为 52.6%，整体法可比口径下已披露上市公司归母净利润同比增速为 8.1%，全 A 盈利可能仍在修复。

图 4：家电、通讯器材零售同比增速大幅回升



资料来源：华金证券研究所，wind

图 5：地产投资增速降幅收窄



资料来源：华金证券研究所，wind

图 6：2 月一线、二线、三线城市地产销售增速均出现回升

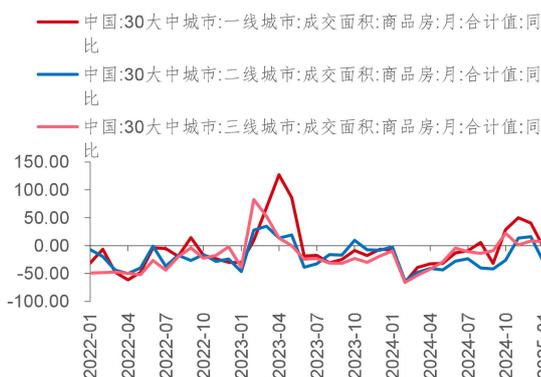
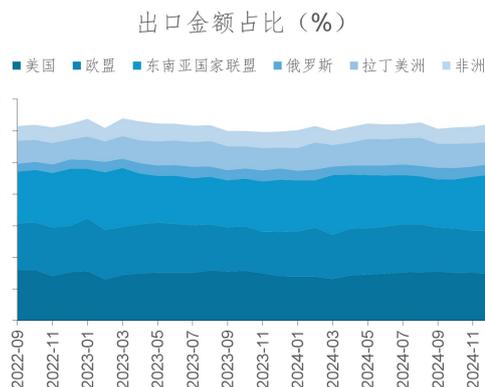


图 7：出口美国金额占比继续下降

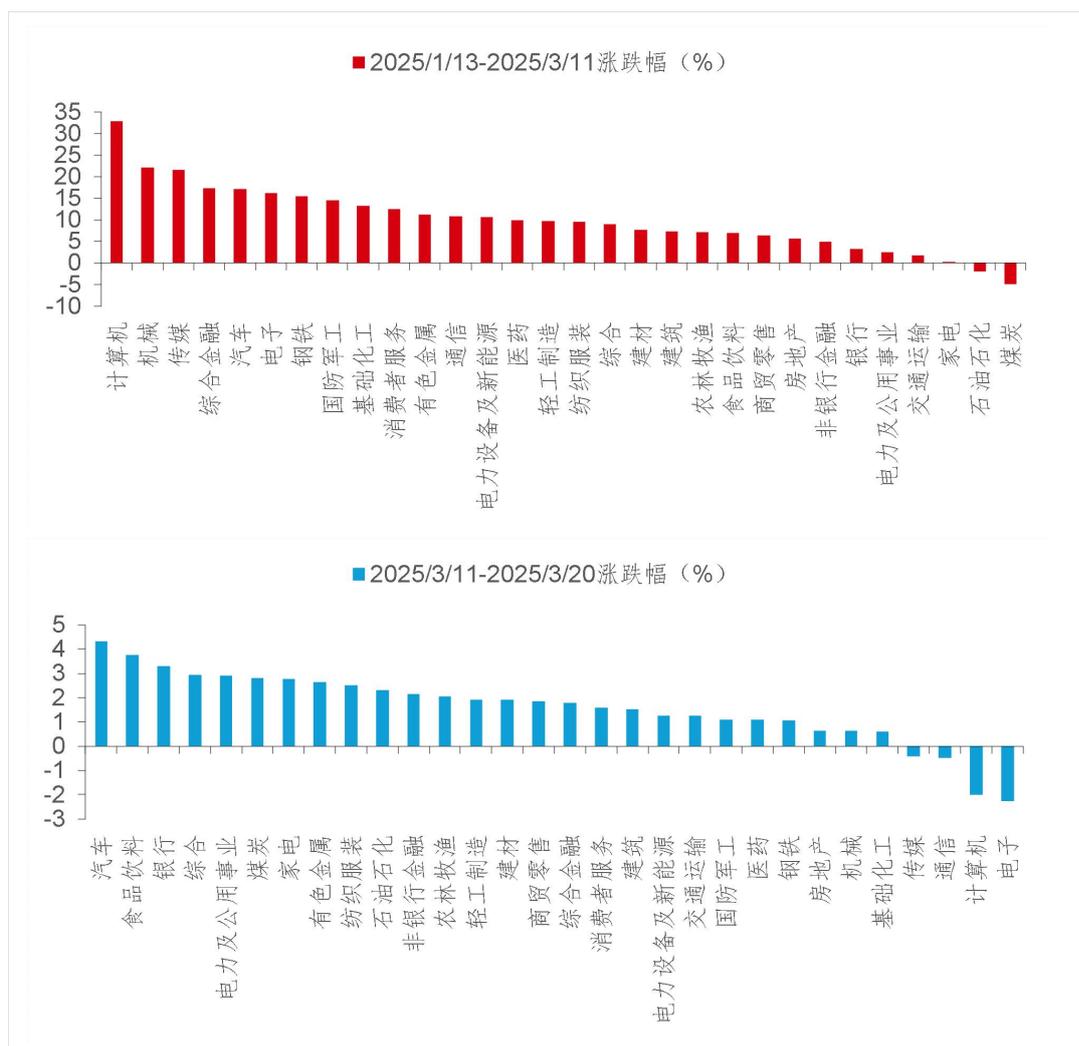


资料来源：华金证券研究所，wind

资料来源：华金证券研究所，wind

情绪指标显示春季行情可能进入尾声。(1) 整体情绪指标上，全 A 成交额下降幅度接近历史水平，当前高点至低点的下降幅度为 33.8%，已处于历史 20%-45% 的区间内，达到历史上春季行情结束时的水平。(2) 行业情绪指标上：一是今年春季行情从 1 月 13 日启动，截至 3 月 20 日涨幅前 5 名的中信一级行业分别是计算机、机械、汽车、传媒、综合金融，计算可得上述 5 个行业占全 A 成交额最大比例约为 40.1%，换手率均值最大值为 6.2%，均已超过历史上春季行情结束时的高位水平。二是行业轮动的视角来看，短期内周期和消费等板块已经出现一定补涨，行业轮动也可能完成。

图 8：消费和周期开始补涨

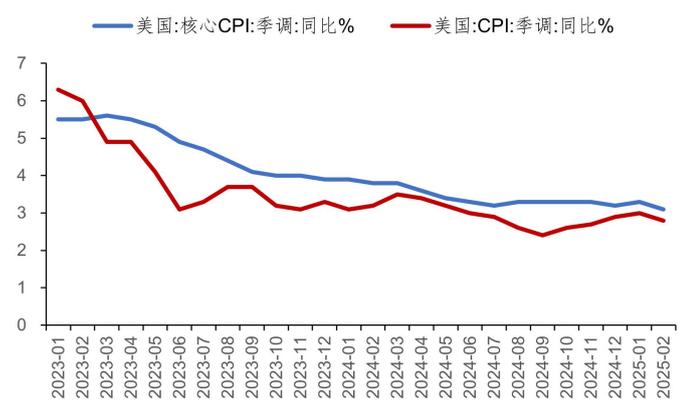


资料来源：华金证券研究所，wind

短期流动性维持宽松。(1) 海内外宏观流动性维持宽松。一是美联储年内降息 3 次的概率上升，美元指数走弱，对国内宽松掣肘下降：首先美国通胀和就业表现均低于预期，2 月 CPI 同比 +2.8% (前值 3.0%，预期 2.9%)，核心 CPI 同比 +3.1% (前值 3.3%，预期 3.2%)，季调后非农就业新增 15.1 万人 (预期 16 万人)，失业率增加 0.1pct 至 4.1%，进一步强化了年内降息 3 次的预期；其次，美元指数仍低位下探，市场对美国经济增速放缓的担忧加重，海外风险对国内宽松的掣肘进一步下降。二是国内央行短期内可能实施降准，3 月以来央行公开市场操作仍在回收

流动性，且3月仍有近4000亿元MLF到期，资金面偏紧张下央行可能进行货币政策宽松操作，当前准备金率下降空间充裕，因此可能择机降准。(2) 融资和外资短期可能维持流入趋势。一是历史经验上，春季行情末期微观资金多持续流入，外资、融资在2015、2016、2017、2019、2024年春季行情结束前7个交易日内均维持净流入，且若春季行情结束短期内微观资金也不会出现较大流出风险，可比口径下外资5年中有3次春季行情结束后7个交易日内净流入，融资6年中4次净流入。二是在近期地产端投资、销售均有一定边际改善的环境下，配合稳增长政策的持续落地，基本面修复预期上升，截至3月20日，本月融资流入超过530亿元，后续外资、融资等资金仍可能加速流入。

图 9: 美国 CPI 同比增速下降



资料来源：华金证券研究所，wind

图 10: 美元指数回落，人民币汇率延续走高



资料来源：华金证券研究所，wind

图 11: 春季行情尾声时微观资金多流入

年份	外资净流入 (亿元)	融资净流入 (亿元)	新成立偏股型基金份额 (亿份)
2011	-	-	55.24
2012	-	38.93	63.59
2015	20.14	1062.85	1200.93
2016	55.07	72.10	70.61
2017	33.57	37.50	126.49
2019	90.03	428.10	100.51
2024	158.06	15.47	15.72

资料来源：华金证券研究所，wind (注：统计区间为该年春季行情结束 T-7 个交易日)

图 12: 春季行情结束后短期微观资金也可能流入

年份	外资净流入 (亿元)	融资净流入 (亿元)	新成立偏股型基金份额 (亿份)
2011	-	-	78.03
2012	-	23.53	72.87
2015	36.39	698.10	534.76
2016	-24.80	279.20	71.88
2017	18.77	10.60	79.11
2019	-136.21	348.60	120.93
2024	19.27	-28.58	83.45

资料来源：华金证券研究所，wind (注：统计区间为该年春季行情结束 T+7 个交易日)

## 二、行业配置：短期补涨的成长和消费、周期都可能有配置机会

## （一）当前已进入春季行情末期，转向均衡配置

当前已进入春季行情末期，补涨的成长、消费和部分顺周期等行业可能相对占优。（1）复盘历史来看，春季行情中科技率先启动，后期轮动至消费和周期等行业。复盘 2015 年以来的春季行情行业轮动情况，可以看到：首先，前期科技率先启动，如 2015 年的计算机、通信，2019 年电子，2024 年的计算机、通信，前期表现均在涨幅前 5；其次，后期占优行业逐步聚集建筑、建材、房地产、基础化工及有色金属等周期行业和家电、消费者服务等消费行业。（2）复盘 2012 年以来的春季行情大跌时间点前一周以及后两周行业轮动情况，可以看到：消费及部分周期行业占优。如 2012 年、2016 年、2017 年以及 2019 年春季行情结束前后，家电、食品饮料等消费行业以及有色金属、基础化工等行业涨幅均居行业前五。其中，2012 年中国经济增速放缓，政策转向稳增长，消费刺激政策如家电下乡等持续落地，刺激行业需求，带动家电、食品饮料等消费行业表现。2016 年初市场经历“熔断”后企稳，供给侧改革全面启动（煤炭、钢铁去产能），房地产政策放松，带动煤炭等行业表现。同时，美联储加息放缓，大宗商品价格反弹，有色金属表现突出。2019 年中美贸易摩擦阶段性缓和，叠加国内降准降息，外资加速流入。同时，个税减免+增值税下调，社零增速企稳，食品饮料、家电等消费行业有所表现。（3）当前来看，补涨的成长、消费和周期短期可能相对占优。一是从 2025/3/11 至今，食品饮料、家电、有色金属、煤炭等消费和周期行业涨幅居前，符合春季行情末期的行业轮动特征；二是短期面临业绩期，但政策和流动性维持宽松，补涨的成长也可能相对偏强。

图 13：春季行情行业已轮动至周期和消费

前期	2015/2/9	2016/1/29	2017/1/17	2019/1/4	2024/2/5
涨跌幅前十	2015/3/21	2016/3/7	2017/2/28	2019/2/20	2024/3/28
TOP1	计算机	有色金属	建材	电子	计算机
TOP2	通信	煤炭	轻工制造	农林牧渔	有色金属
TOP3	纺织服装	钢铁	家电	家电	汽车
TOP4	交通运输	石油石化	综合	食品饮料	通信
TOP5	建筑	房地产	有色金属	建材	国防军工
TOP6	传媒	农林牧渔	电子	非银行金融	传媒
TOP7	消费者服务	食品饮料	建筑	电力设备及新能源	电子
TOP8	商贸零售	纺织服装	钢铁	计算机	机械
TOP9	电力设备及新能源	建材	机械	通信	电力设备及新能源
TOP10	轻工制造	建筑	通信	医药	基础化工
后期	2015/3/21	2016/3/7	2017/2/28	2019/2/20	2024/3/28
涨跌幅前十	2015/4/30	2016/4/15	2017/4/11	2019/4/8	2024/5/20
TOP1	建筑	计算机	建筑	基础化工	有色金属
TOP2	机械	通信	建材	计算机	基础化工
TOP3	交通运输	传媒	交通运输	农林牧渔	农林牧渔
TOP4	消费者服务	综合	国防军工	建材	家电
TOP5	通信	电力设备及新能源	电力及公用事业	轻工制造	房地产
TOP6	电力设备及新能源	机械	电子	综合	国防军工
TOP7	国防军工	纺织服装	综合	房地产	交通运输
TOP8	传媒	轻工制造	家电	非银行金融	建材
TOP9	石油石化	基础化工	房地产	食品饮料	煤炭
TOP10	房地产	电子	煤炭	机械	银行

资料来源：华金证券研究所，wind

图 14：春季行情尾期消费及周期行业占优

春季行情结束前一周	2012/1/4	2015/2/9	2016/1/29
涨跌幅前十	2012/2/8	2015/3/21	2016/3/7
TOP1	有色金属	建筑	有色金属
TOP2	综合	通信	综合
TOP3	非银行金融	机械	纺织服装
TOP4	家电	计算机	通信
TOP5	基础化工	交通运输	汽车
春季行情结束后两周	2012/2/8	2015/3/21	2016/3/7
涨跌幅前十	2012/3/14	2015/4/30	2016/4/15
TOP1	综合金融	计算机	银行
TOP2	银行	轻工制造	食品饮料
TOP3	食品饮料	传媒	综合金融
TOP4	有色金属	通信	家电
TOP5	钢铁	电力设备及新能源	煤炭

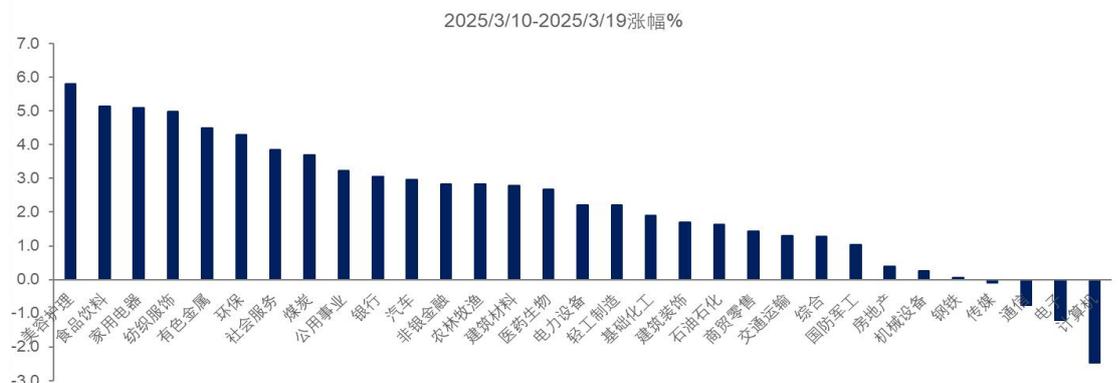
资料来源：华金证券研究所，wind

图 15：春季行情尾期消费及周期行业占优

春季行情结束前一周	2017/1/17	2019/1/4	2024/2/5
涨跌幅前十	2017/2/28	2019/2/20	2024/3/28
TOP1	建材	农林牧渔	有色金属
TOP2	建筑	计算机	国防军工
TOP3	家电	建材	基础化工
TOP4	交通运输	基础化工	汽车
TOP5	电子	食品饮料	通信
春季行情结束后两周	2017/2/28	2019/2/20	2024/3/28
涨跌幅前十	2017/4/11	2019/4/8	2024/5/20
TOP1	食品饮料	家电	煤炭
TOP2	家电	通信	电力及公用事业
TOP3	医药	煤炭	电子
TOP4	非银行金融	食品饮料	电力设备及新能源
TOP5	银行	汽车	交通运输

资料来源：华金证券研究所，wind

图 16：近 8 个交易日中信一级行业涨跌幅情况



资料来源：华金证券研究所，wind

短期继续均衡配置补涨的成长、部分消费和顺周期等行业。短期估值性价比较高的成长、消费和周期都可能配置机会：一是历史上春季行情末期消费和部分周期行业表现占优。二是当前来看，春季行情大概率接近尾声，且进入业绩披露期，建议关注业绩增速高，且估值性价比较高的行业。我们复盘成长二级行业的 2025 年业绩增速预期、PE/PB 历史分位数、PEG 及成交额占比等指标，按照 2025 年业绩增速排名，摩托车、航空航天、纺织制造、化学制药、商用车等行业估值性价比较高。

图 17：成长二级行业盈利增速、估值及成交额占比一览

代码	行业	25盈利增速预期	PE历史分位	PB历史分位	PEG	成交额占比分位
CI005838.WI	其他电子零部件 II	26.76	88.69	73.32	(246.24)	97%
CI005134.WI	兵器兵装 II	(5.48)	66.89	48.98	(39.33)	87%
CI005809.WI	电源设备	(11.96)	0.00	24.41	(32.27)	80%
CI005814.WI	电商及服务 II	(7.92)	0.00	98.13	(8.35)	0%
CI005188.WI	稀有金属	(8.44)	88.29	24.41	(7.96)	81%
CI005189.WI	其他钢铁	(1.34)	70.36	13.65	(6.09)	75%
CI005846.WI	媒体	0.54	90.87	89.08	(5.80)	84%
CI005849.WI	互联网媒体	2.73	21.09	31.12	(3.33)	74%
CI005840.WI	增值服务 II	3.13	0.00	98.13	0.00	90%
CI005139.WI	汽车销售及服务 II	(9.04)	97.73	30.49	0.00	0%
CI005137.WI	商用车	5.92	32.29	51.00	0.86	57%
CI005187.WI	油服工程	7.13	6.47	19.23	0.86	87%
CI005140.WI	摩托车及其他 II	14.07	38.73	62.45	0.91	38%
CI005152.WI	化学制药	6.14	52.20	15.12	1.06	21%
CI005810.WI	新能源动力系统	(4.06)	28.47	29.80	1.09	90%
CI005835.WI	元器件	17.26	96.80	58.74	1.10	99%
CI005136.WI	乘用车 II	12.14	80.29	84.63	1.12	65%
CI005842.WI	计算机设备	20.15	31.75	70.12	1.21	91%
CI005181.WI	通信设备	8.35	37.22	53.40	1.23	80%
CI005185.WI	纺织制造	6.63	37.18	44.58	1.28	24%
CI005138.WI	汽车零部件 II	7.85	63.64	68.94	1.37	100%
CI005836.WI	光学光电	3.46	57.02	56.40	1.58	87%
CI005837.WI	消费电子	12.47	66.15	54.29	1.58	88%
CI005845.WI	产业互联网	5.86	77.54	73.48	1.61	86%
CI005834.WI	半导体	16.81	94.38	49.84	1.70	91%
CI005154.WI	生物医药 II	(6.79)	91.93	19.20	2.33	7%
CI005808.WI	电气设备	8.62	54.37	57.41	2.36	98%
CI005155.WI	其他医药医疗	2.02	33.43	18.14	2.42	77%
CI005806.WI	通用设备	6.40	68.49	76.44	2.49	100%
CI005805.WI	专用机械	4.86	43.14	36.74	2.50	100%
CI005844.WI	云服务	10.76	79.59	60.76	2.58	99%
CI005839.WI	电信运营 II	3.96	61.07	95.16	2.70	98%
CI005153.WI	中药生产	(0.24)	12.71	16.02	2.77	1%
CI005848.WI	文化传媒	0.89	52.25	84.63	2.89	88%
CI005847.WI	广告营销	2.82	87.41	89.16	3.23	94%
CI005135.WI	其他军工 II	2.02	67.09	83.64	3.55	90%
CI005807.WI	仪器仪表 II	1.45	97.74	33.15	3.76	99%
CI005133.WI	航空航天	13.88	93.27	37.53	4.01	12%
CI005841.WI	通讯工程服务	4.26	94.23	99.69	7.13	99%
CI005843.WI	计算机软件	2.08	0.00	82.53	9.47	92%

资料来源：华金证券研究所，wind

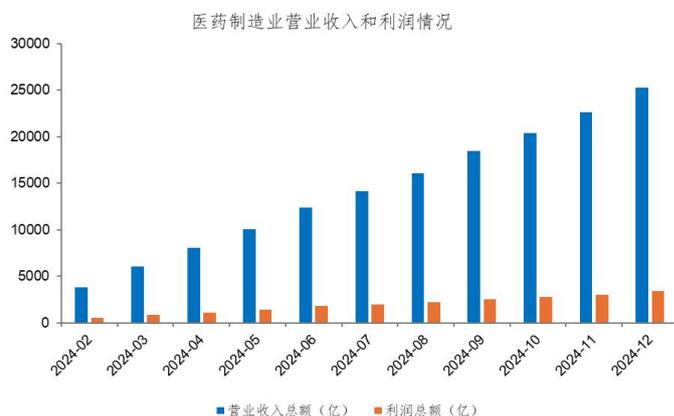
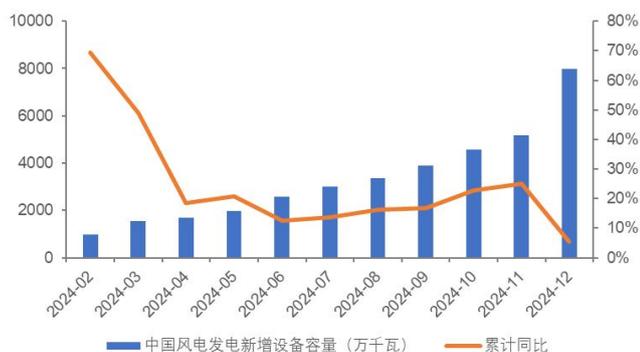
## （二）短期继续均衡配置补涨的成长、消费和部分顺周期

均衡配置基本面可能边际改善的补涨成长，如军工、医药、电新。（1）军工：近期，政府工作报告中明确提及 2025 年要“全力打好实现建军一百年奋斗目标攻坚战”，“抓好军队建设‘十四五’规划收官”，政府明确国防建设目标，需求确定性较高，有利于军工行业基本面进入快速

上行通道。同时，随着业绩快报逐步披露，悲观情绪释放。地缘政治复杂多变，军费投入稳定增长，需求订单有望逐步恢复，行业迎来边际改善。(2) 医药：一是近期《关于完善药品价格形成机制的意见（征求意见稿）》、《关于医保支付创新药高质量发展的若干措施》第二轮征求意见稿流出，支持创新药行业高质量发展，政策边际改善明显。二是两会工作报告明确提出“健全药品价格形成机制，制定创新药目录，支持创新药发展。完善中医药传承创新发展机制，推动中医药事业和产业高质量发展”，因此相关的创新药和中药可能受益。(3) 电新：一是板块已经长期充分调整，新能源超跌逻辑驱动下可能有相应配置机会；二是根据第二届中国全国固态电池创新发展高峰论坛的共识，硫化物固态电解质匹配高镍三元正极和硅碳负极的技术路径已成为主流方向。短期半固态电池装车进展、全固态电池样品推出均有望带来催化效应，推动行业景气改善。细分方向来看，风电方面，2024年12月中国发电新增设备容量累计同比增长6%；储能与电力方面，工业和信息化部等八部门正式发布《新型储能制造业高质量发展行动方案》，政策利好下叠加海外需求驱动，储能行业有望迎来新发展。

图 18: 2024 年 12 月中国风电发电新增设备容量累计同比增长 6%

图 19: 医药制造业营业收入和利润情况 (亿元)



资料来源：华金证券研究所，wind

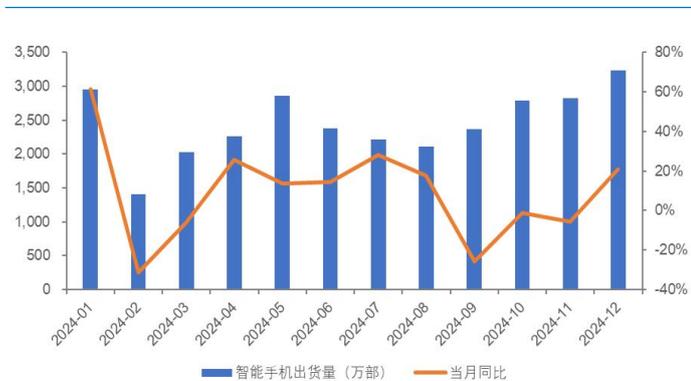
资料来源：华金证券研究所，国家统计局

政策和产业趋势向上的调整后的科技，如消费电子、机器人、国产算力、自动驾驶、游戏。

(1) 消费电子：消费电子终端需求逐渐复苏，2025 年有望在 AI 赋能下带动消费电子终端创新，叠加以旧换新政策推动，行业终端需求有望持续增长。短期来看，华为新产品发布催化下，有望提振行业情绪，建议关注华为相关产业链表现。(2) 机器人：人形机器人催化频出，未来随着 AI 技术进步与产业链协同，机器人有望在工业、服务等领域加速渗透，未来增长潜力巨大，行业成长性较高。(3) 通信：国产算力方面，国内政策支持和自主可控推动下加速国产算力产业链的发展，受到 AI、云计算等技术发展的推动，算力需求持续增长，行业前景广阔，企业有望从算力需求的增长中受益。互联网大厂与运营商资本开支大幅提升，阿里计划未来 3 年投入超 3800 亿元用于 AI 基础设施，腾讯、字节跳动等企业也同步增加资本开支。三大运营商（如中国移动 2025 年算力投资 373 亿元）将算力作为核心战略，推动智算规模快速扩张。(4) 自动驾驶方面：技术突破带来的成本降低和性能提升，市场对高阶智驾需求快速增长，推动相关企业及供应链快速发展。Robotaxi、物流配送、特定场景等应用逐步成熟，推动自动驾驶商业化加速落地。(5) 传媒：目前，游戏板块估值较低，叠加 AI 技术应用加速落地及政策预期改善，板块估值修复空间明确；政策层面，2025 年至今国家持续释放利好信号，版号发放常态化（如 2025 年 2 月单

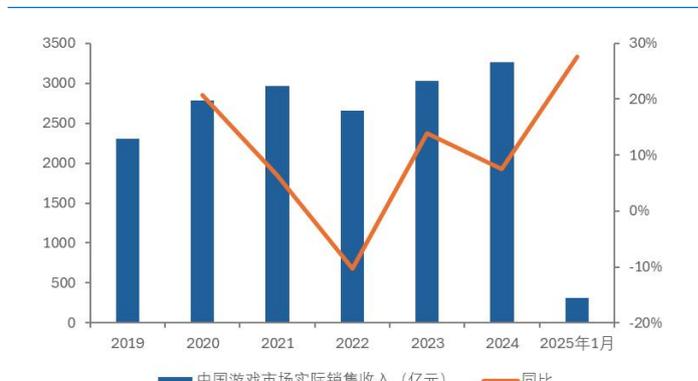
月发放国产及进口版号分别达 110 款和 3 款）和文化消费促进政策密集出台，行业政策友好度显著提升。

图 20：智能手机出货量逐月回升



资料来源：华金证券研究所，wind

图 21：2025 年 1 月中国游戏市场收入 310.77 亿元，环比增长 7.54%，同比增长 27.65%



资料来源：华金证券研究所，中国游戏产业研究专家委员会&伽马数据

**政策支持和基本面可能边际改善的消费（食品、社服、商贸）、部分顺周期（有色金属、化工）。**

**（1）消费：**一是以旧换新政策加力推动商品消费，家电、消费电子等行业可能受益。消费品以旧换新支持资金从去年的 1500 亿元增加到 3000 亿元，同时扩大“换新”补贴的品类范围，家电从“8+N”类增加到“12+N”类，增设了手机、平板、智能手表（手环）“购新补贴”。二是加大服务消费供给和创新服务消费场景可能推动相关消费上升，餐饮、养老、旅游、体育等相关的食品饮料、社服、商贸零售等行业可能有配置机会。三是 3 月 16 日，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》，方案可能提振消费增速和盈利预期，随着消费支持政策陆续落地，有望进一步刺激消费需求。

**（3）有色：**全球经济复苏预期增强、通胀升温以及绿色能源转型带来的结构性需求支撑。供给端，受地缘政治、环保限产和资源品位下降等因素影响，部分金属供应持续受限，叠加全球库存处于低位，供需格局偏紧；同时，美国加征关税以及全球供应链重构背景下，金属资源供需区域错配加剧，进一步推升价格弹性。此外，美元走弱、通胀预期升温以及新能源产业链对金属需求的长期拉动，为板块提供持续驱动力。

**（4）化工：**化工板块当前估值仍处低位，中长期配置性价比凸显。从供需来看，供给端近几年资本开支及在建产能增速放缓，但存量产能及在建产能仍需时间消化；需求端，2025 年随政策刺激效果显现、终端产业回暖，内需潜力有望释放，行业或迎复苏起点，成本减压及需求改善的下游环节或率先复苏。

图 22: 2025 年 2 月乘用车零售同比增速 36.2%



资料来源: 华金证券研究所, wind

图 23:2025 年 1-2 月十种有色金属产量 1294 万吨,同比增长 1.4%



资料来源: 华金证券研究所, 国家统计局

### 三、风险提示

- 1.历史经验未来不一定适用: 文中相关复盘具有历史局限性, 不同时期的市场条件、行业趋势和全球经济环境的变化会对投资产生不同的影响, 过去的表现仅供参考。
- 2.政策超预期变化: 经济政策受宏观环境、突发事件、国际关系的影响可能超预期或者不及预期, 从而影响当下分析框架下的投资决策。
- 3.经济修复不及预期: 受外部干扰、贸易争端、自然灾害或其他不可预测的因素, 经济修复进程可能有所波动, 从而影响当下分析框架下的投资决策。

## 分析师声明

邓利军声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金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。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn