

回归基本面，均衡配置——A股二季度策略展望

华金证券研究所策略组

分析师：邓利军S0910523080001



本报告仅供华金证券客户中的专业投资者参考
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

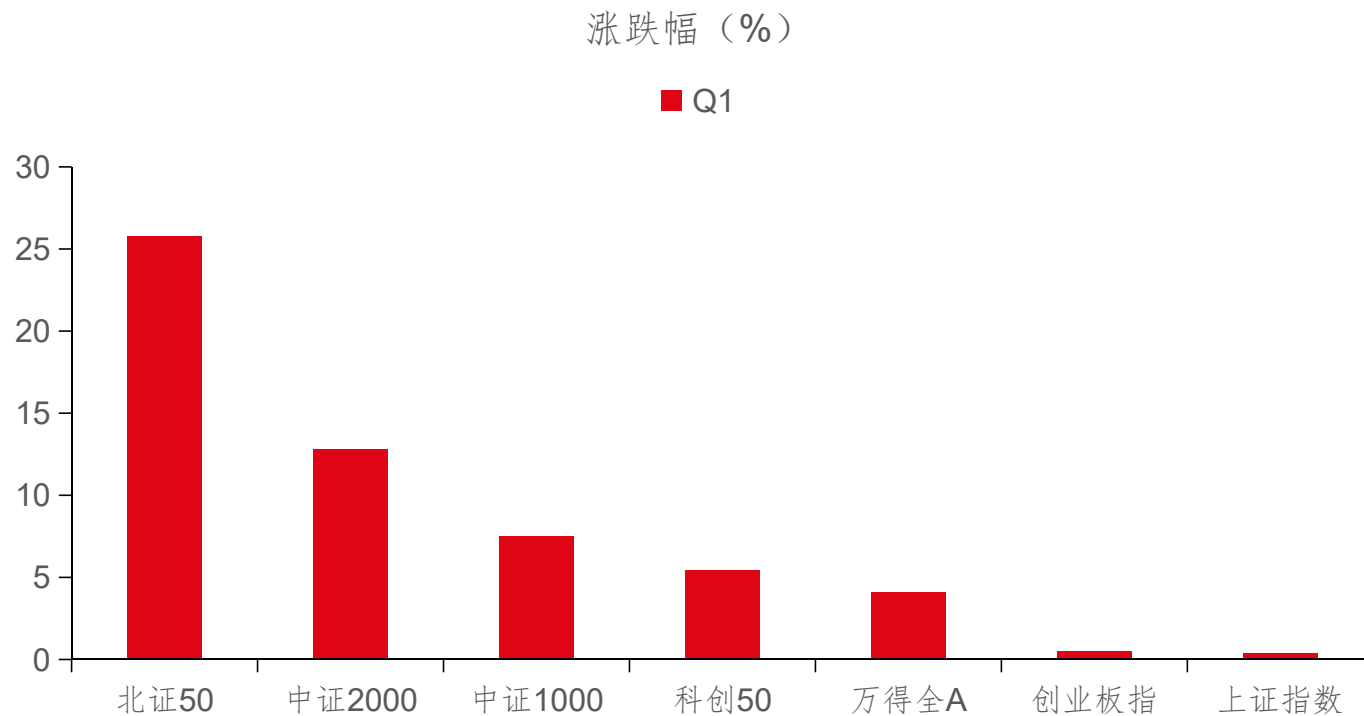
- ◆ **一、回顾与展望：一季度春季行情火爆，中小盘占优；二季度预计回归基本面，慢牛行情依旧。**
- ◆ **二、二季度市场主线：盈利上行、信用回升，A股延续震荡偏强走势。**
 - (1) 宏观环境：美加征关税对我国基本面和流动性的影响有限；财政发力下二季度投资、消费增速可能回升。
 - (2) 市场主线：政策发力下盈利二季度可能继续回升；二季度基建和地产修复可能使得企业和居民中长贷增速都可能回升。历史经验上盈利、信用双上时A股走势震荡偏强；高景气的行业表现相对占优。
 - (3) 市场趋势和节奏：二季度A股可能延续震荡偏强趋势，5、6月份表现可能相对偏强。
- ◆ **三、影响二季度市场走势的核心因素：盈利修复、外资流入、中美博弈。**
- ◆ **四、二季度行业配置：均衡配置科技、核心资产和顺周期。**
 - (1) 二季度行业风格：二季度风格偏均衡。一是盈利信用双上时成长和顺周期表现相对偏强。二是历史上二季度消费、部分顺周期、非TMT成长相对占优。
 - (2) 二季度大类行业：科技仍是主线，核心资产和部分顺周期也可能有配置机会。一是科技依然是配置主线；科技并不过热，科技行情中后期基本面因素影响加大。二是二季度经济和盈利修复预期上升，核心资产和部分顺周期可能有配置机会。
 - (3) 二季度行业配置：建议关注TMT、军工、机械、医药、食品饮料、电新、有色金属和基础化工等行业。一是计算机、电子、汽车和国防军工2025年预计营收增速较高等，航海装备、计算机设备、通信设备等行业PEG较低。二是综合估值、盈利等，核心资产建议关注医药、食品饮料、电新、家电等。三是顺周期中建议关注有色金属、基础化工等行业。
- ◆ **五、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、模型失效风险**

01. 回顾与展望：二季度 可能回归基本面

1.1 回顾与展望：一季度春季行情火爆

- ◆ 2025年元旦之后，市场行情逐步修复，春季行情来临，全A成交额维持在1.5万亿左右的高位，北证50、科创50等小盘指数领涨。

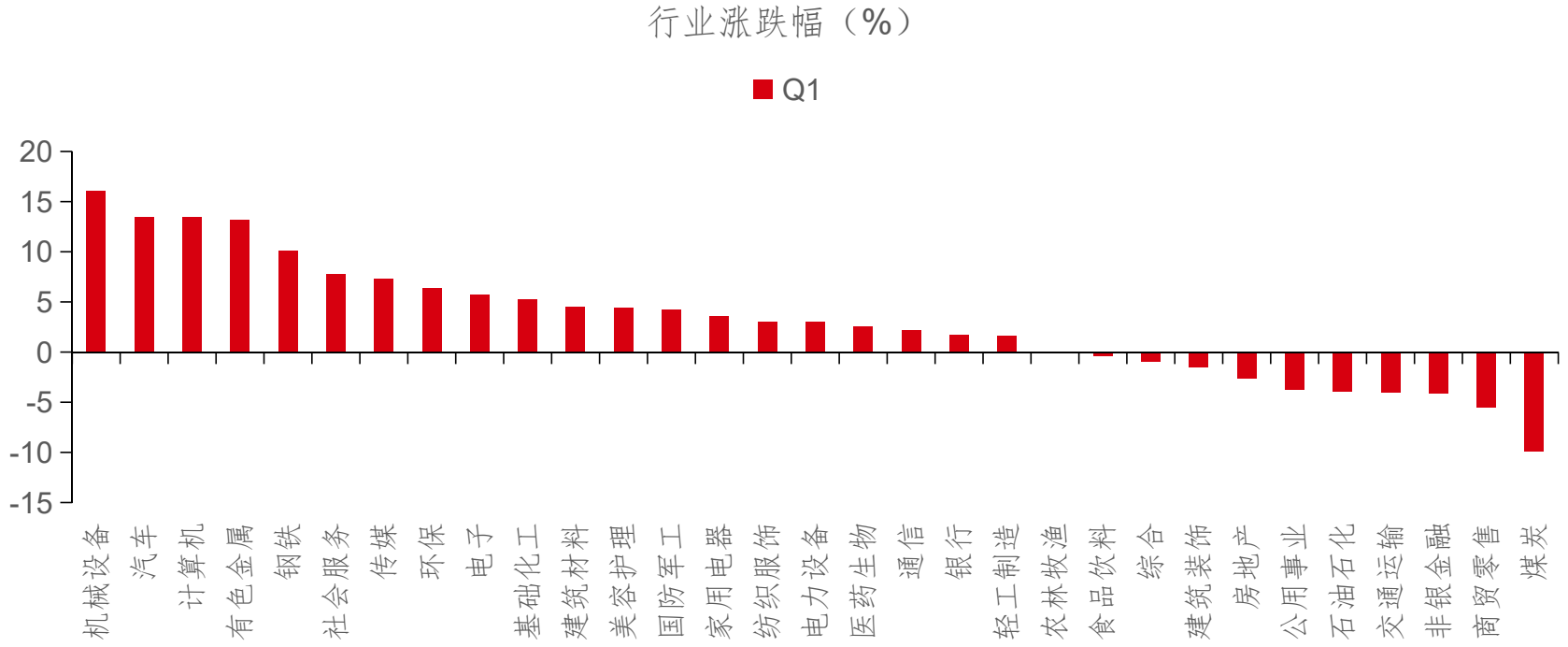
2025年一季度小盘指数表现更好



1.2 回顾与展望：二季度回归基本面，慢牛行情依旧

- ◆ 行业上，2025年一季度DS及机器人催化下计算机、机械设备领涨；煤炭、石化等红利相关板块表现明显偏弱，市场主线是科技成长。
- ◆ 展望二季度，预计A股市场可能回归基本面，延续震荡偏强的慢牛走势；行业配置上更趋均衡，科技、核心资产、顺周期等都可能配置机会。

2025年一季度机械、汽车、计算机领涨



02. 二季度市场主线：政策发力效果显现，盈利和信用可能回升

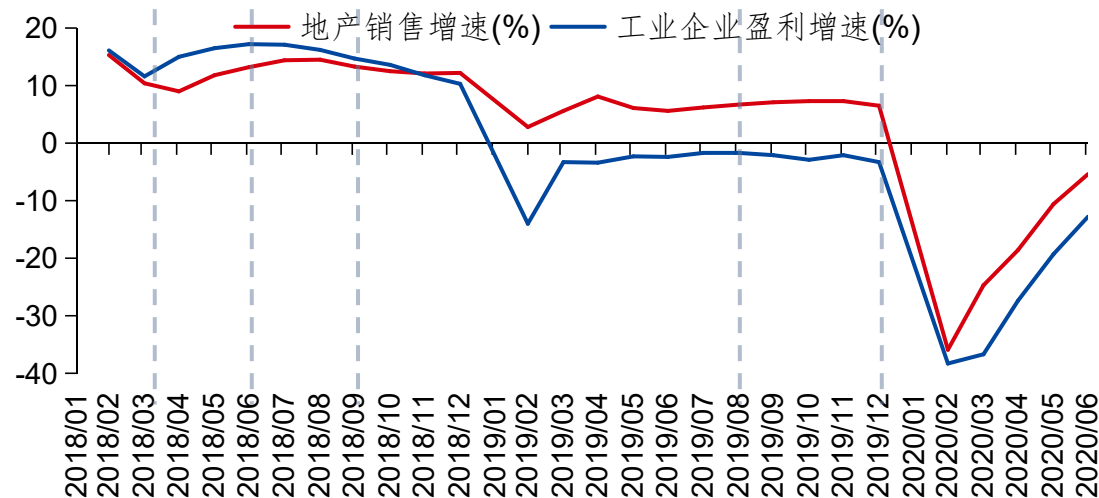
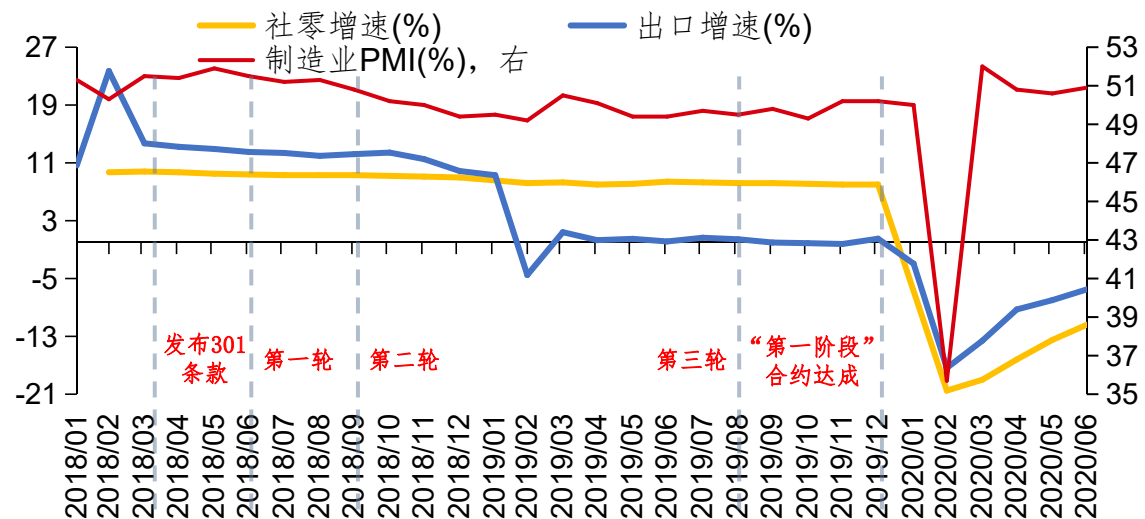
2.1 宏观环境：加征关税对我国基本面、流动性影响有限

◆ 美国关税加征对我国基本面、流动性影响有限。

(1) 复盘来看，2018年美国加征关税对我国出口和美国营收占比较高的公司盈利有一定影响

一是经济数据方面，2018年美国关税加征后，短期经济数据表现并不完全偏弱，我国地产销售、盈利增速等仍有所回升；但在第二轮加征关税落地后出口增速出现明显回落，在2020年疫情的影响下进一步大幅回落。

历史经验来看，关税加征对我国出口有一定影响



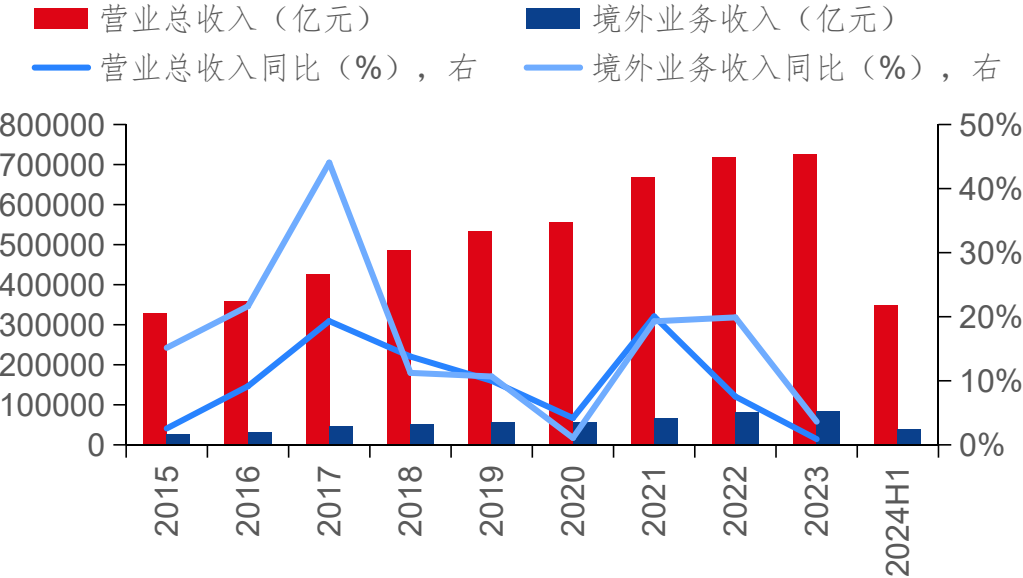
2.1 宏观环境：加征关税对我国基本面、流动性影响有限

◆ 历史经验上，美国关税加征对我国出口有一定影响。

(1) 复盘来看，2018年美国加征关税对我国出口和美国营收占比较高的公司盈利有一定影响。

二是盈利方面，2018年美国加征关税对美国营收占比高的公司盈利有一定影响。首先，整体来看，2018年非金融A股营业收入同比增速、海外业务收入同比增速在加征关税后均有一定程度的回落。其次，在美对华加征关税期间美国营收占比高的公司（全A主营构成地区前5名中多次出现美洲、北美、美国等关键词的公司）的盈利增速在2018年第三季度第二轮关税落地后出现较大回落（个股组合盈利增速从80.4%下滑至7.9%），而后开始逐步修复。

A股非金融企业海外收入同比增速在加征关税后回落



美国营收占比高的个股盈利在加征关税期间有所回落



2.1 宏观环境：加征关税对我国基本面、流动性影响有限

◆ 美国关税加征对我国基本面、流动性影响有限。

(2) 复盘来看，2018年美国加征关税叠加美联储连续加息，国内“宽货币紧信用”延续全年。

一是2018年美联储连续加息叠加加征关税，人民币汇率承压明显。首先，2018年3月22日美联储第一轮加息20BP，2018年3月23日美对华301调查报告发布，2018年6月14日、9月27日和12月20日美联储再次分别加息25BP。其次，随着美联储连续加息和美国对华加征关税，美元指数逐步走强，人民币汇率承压明显。

人民币汇率在2018年美国加征关税期间有所承压



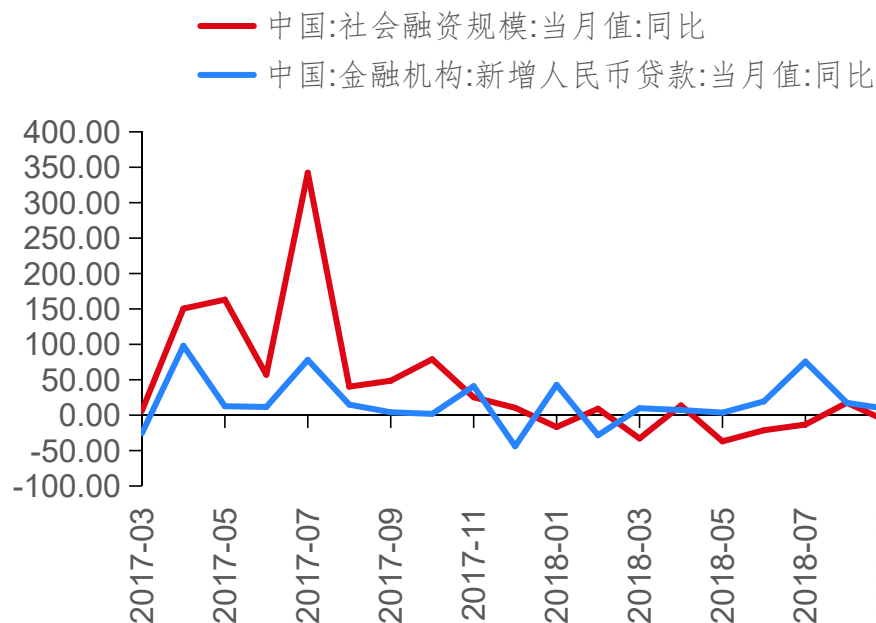
2.1 宏观环境：加征关税对我国基本面、流动性影响有限

◆ 美国关税加征对我国基本面、流动性影响有限。

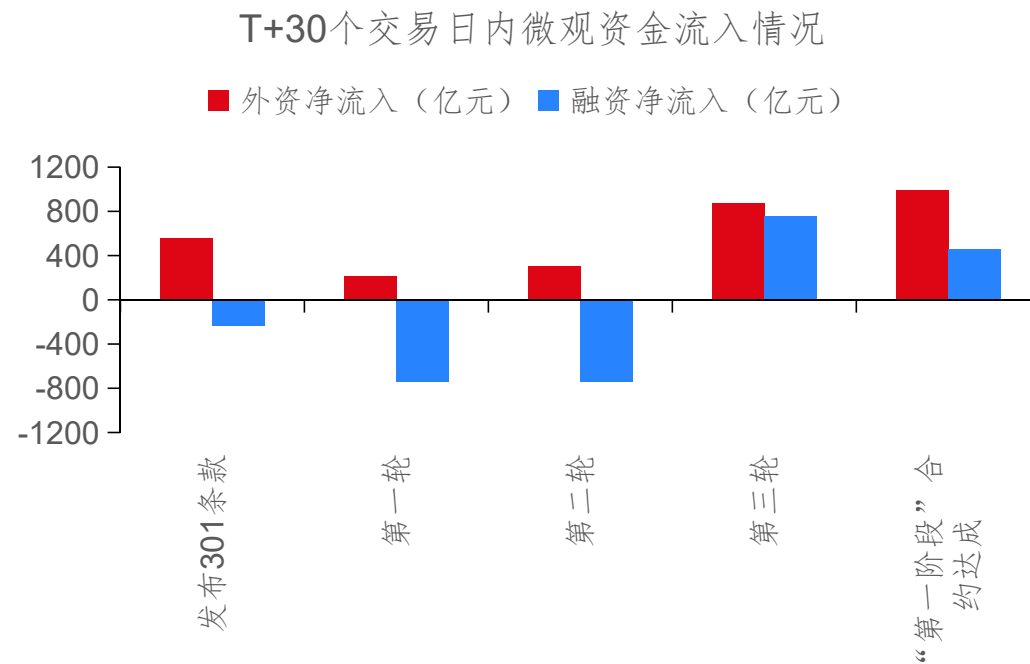
(2) 复盘来看，2018年美国加征关税叠加美联储连续加息，国内“宽货币紧信用”延续全年。

二是国内“宽货币紧信用”延续全年，股市情绪资金流出，但外资流入。首先，2018年央行于7月、10月多次实施降准，但社融和信贷增速持续回落，“宽货币、紧信用”延续全年。其次，USTR发布301条款、前三轮关税落地、“第一阶段”合约达成等事件落地后30个交易日内融资有3次净流出，平均流出99.2亿元；但加征关税对外资流入没有影响，5次外资均为净流入，平均流入586.8亿元。

2018年社融信贷增速维持低位



关税落地后外资维持净流入



2.1 宏观环境：加征关税对我国基本面、流动性影响有限

◆ 当前来看，美国加征关税对我国经济增长和流动性影响有限。

(1) 科技突破和提振内需政策下，美国加征关税对我国经济增长影响有限。

一是以DeepSeek、宇树科技等为代表的科技突破使得美国加征关税、技术封锁等对我国科技和经济的影响有限。

二是今年两会政府工作报告明确提出“外部环境可能对我国贸易、科技等领域造成更大冲击”，后续稳增长政策方向进一步加强，政策发力叠加出口链的逐步转移，美国加征关税对我国经济增长影响有限。

当前我国部分半导体材料国产化进程已经有所突破

产品类别	国外领先企业	国内领先企业	国产化率
硅材料	信越化学、SUMCO	沪硅产业、中环股份、立昂微、中晶科技	8英寸国产化率55%，12英寸国产化率10%
工艺化学品	霍尼韦尔、住友化学	江化微、格林达	G3及以上国产化率约10%
光掩膜	各大晶圆厂、Toppan	清溢光电、路维光电、菲利华	晶圆厂自产为主
光刻胶	JSR、TOK	华懋科技、彤程新材、南大光电、晶瑞电材、上海新阳	高端国产化率约10%
CMP抛光材料	DOW、Cabot	鼎龙股份、安集科技	抛光液约30%、抛光垫约20%
电子气体	空气化工、林德集团	华特气体、金宏气体、雅克科技	国产化率约15%
靶材	霍尼韦尔、日矿金属	江丰电子	国产化程度较高

两会政府工作报告对当下形势判断对比

	2024	2025
形势判断	世界经济增长动能不足，地区热点问题频发，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升。我国经济持续回升向好的基础还不稳固，有效需求不足，部分行业产能过剩，社会预期偏弱，风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，国际循环存在干扰。部分中小企业和个体工商户经营困难。就业总量压力和结构性矛盾并存，公共服务仍有不少短板。一些地方基层财力比较紧张。科技创新能力还不强。重点领域改革仍有不少硬骨头要啃。生态环境保护治理任重道远。安全生产的薄弱环节不容忽视。	从国际看，世界百年变局加速演进，外部环境更趋复杂严峻，可能对我国贸易、科技等领域造成更大冲击。 世界经济增长动能不足，单边主义、保护主义加剧，多边贸易体制受阻，关税壁垒增多，冲击全球产业链供应链稳定，对国际经济循环造成阻碍。 地缘政治紧张因素依然较多，影响全球市场预期和投资信心，加剧国际市场波动风险。从国内看，经济回升向好基础还不稳固，有效需求不足，特别是消费不振。部分企业生产经营困难，账款拖欠问题仍较突出。群众就业增收面临压力。民生领域存在短板。一些地方基层财政困难。社会矛盾化解和风险防范工作还需要加强。政府效能和依法行政能力有待提升。一些工作协调配合不够，有的政策落地偏慢、效果不及预期。有的部门服务观念不强、办事效率不高。一些干部乱作为、不作为、不善为，一些领域和地方腐败问题依然多发。 我们既要正视困难问题，更要坚定发展信心。

2.1 宏观环境：加征关税对我国基本面、流动性影响有限

◆ 当前来看，美国加征关税对我国经济增长和流动性影响有限。

(2) 美国加征关税对国内流动性影响较小。

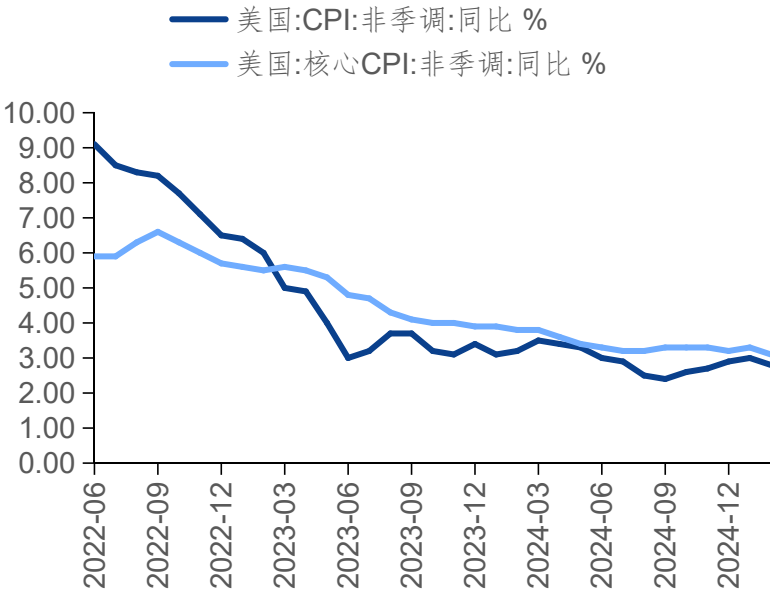
一是海外方面，2018年美联储多次加息导致美元指数强势；而今年美国经济增长、通胀、就业等均有走弱趋势，年内降息周期未完，CME预测2025年美联储降息3次，此外美国国内政策不确定性和债务风险上升也导致美元指数短期走弱，海外对国内流动性宽松的掣肘较小。

二是国内方面，2018年国内处于去杠杆、紧信用的过程中；而今年保增长政策方向明确，央行多次表态择机降准降息，国内降准空间也较大，因此加征关税对国内流动性影响较小。

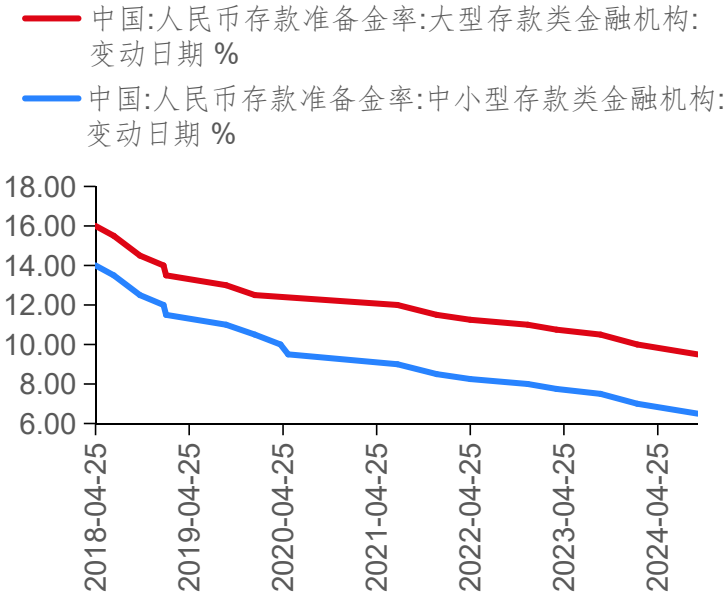
CME预测今年可能降息3次

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2025/3/19					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	99.0%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	18.0%	81.8%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	11.2%	57.3%	31.4%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.8%	26.4%	48.7%	21.0%	0.0%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.3%	17.4%	39.8%	32.1%	8.4%	0.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	6.6%	23.9%	37.6%	25.2%	6.0%	0.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	3.2%	13.9%	29.6%	32.4%	17.2%	3.5%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	4.4%	15.6%	29.9%	30.7%	15.6%	3.1%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.2%	1.6%	7.4%	19.4%	30.1%	26.7%	12.3%	2.3%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.3%	2.1%	8.5%	20.4%	29.8%	25.4%	11.4%	2.0%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.1%	0.6%	3.0%	10.2%	21.8%	29.2%	23.4%	10.0%	1.8%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.1%	0.8%	3.8%	11.4%	22.6%	28.6%	21.9%	9.1%	1.6%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.1%	0.7%	3.3%	10.1%	20.7%	27.5%	23.1%	11.3%	2.9%	0.3%
2026/10/28	0.0%	0.1%	0.7%	3.1%	9.5%	19.7%	26.9%	23.5%	12.4%	3.6%	0.5%
2026/12/9	0.1%	0.8%	3.4%	10.1%	20.1%	26.7%	22.8%	11.9%	3.4%	0.5%	0.0%

美国CPI同比继续下探



国内降准仍有较大空间



2.2 宏观环境：财政发力下二季度投资、消费增速可能回升

◆ 投资：二季度基建、制造业投资增速可能维持一定高位，地产投资增速可能筑底企稳。

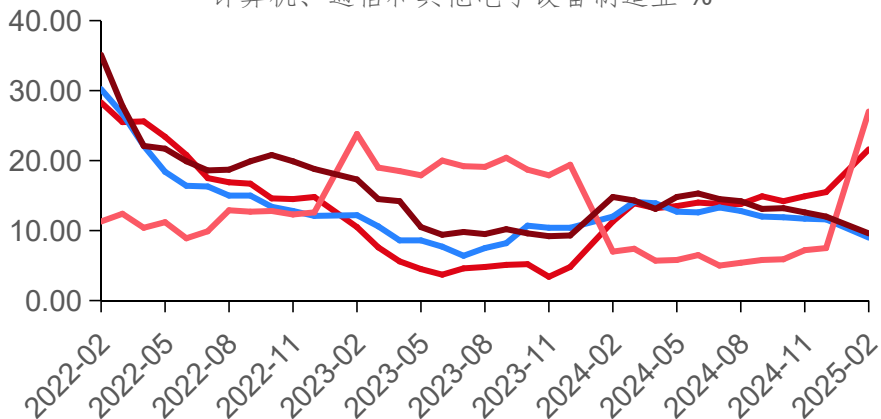
(1) 制造业投资增速可能继续回升。一是2025年1-2月制造业投资增速继续回升，结构上汽车、通用设备等投资增速继续上升至20%以上的高位；二是伴随“两新”、“两重”政策的进一步实施，同时政策对于科技创新领域的大力支持持续，二季度制造业投资增速可能维持高位。

(2) 基建投资增速可能边际改善。一是今年前两个月全国地方政府债券发行约1.9万亿元，其中新增债券发行约0.8万亿元（同比增长39%），再融资债券发行约1.1万亿元（同比增长约188%），地方隐性债务风险加速化解，投资建设项目可能加速落地。二是二季度为传统开工旺季，基建项目实物工作量有望形成，基建投资增速可能进一步回升。

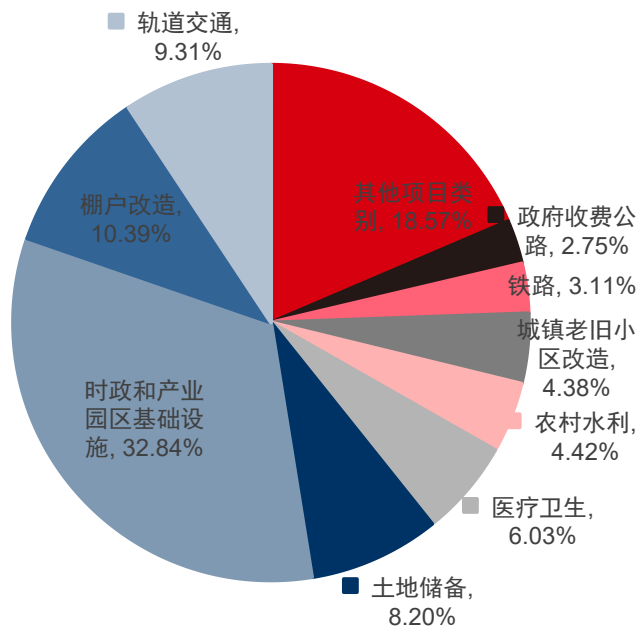
汽车、通用设备等投资增速维持高位

固定资产投资完成额累计同比

通用设备制造业 %
专用设备制造业 %
汽车制造业 %
计算机、通信和其他电子设备制造业 %



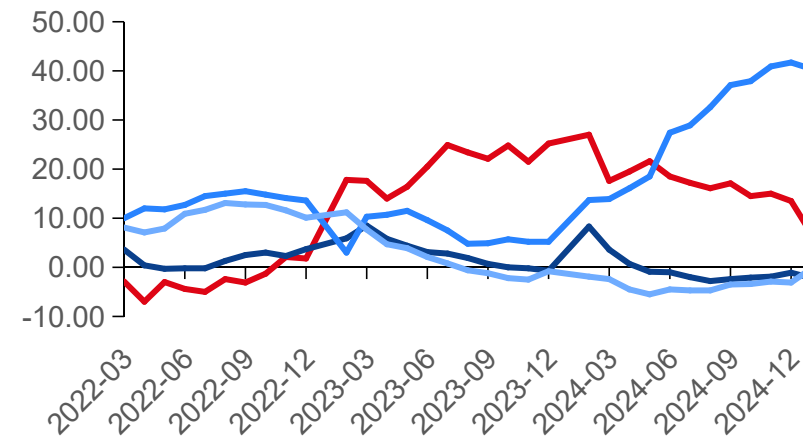
今年新增专项债多投向基建



水利投资增速维持高位

固定资产投资完成额累计同比

铁路运输业 %
道路运输业 %
水利管理业 %
公共设施管理业 %



2.2 宏观环境：财政发力下二季度投资、消费增速可能回升

◆ 投资：二季度基建、制造业投资增速可能维持一定高位，地产投资增速可能筑底企稳。

(3) 地产投资增速可能筑底企稳。

一是政策方面，政治局会议和两会均强调“稳楼市”，并给予“存量收购”更为宽松的政策空间，存量住房贷款利率、首付比例降低仍有空间，政策落实下有望减轻购房者负担，进而推动地产投资增速企稳。

二是高频数据显示政策实施效果较好，2025年2月一线、二线、三线城市商品房成交面积增速分别为65.05%、17.24%、38.16%，政策效果显现。

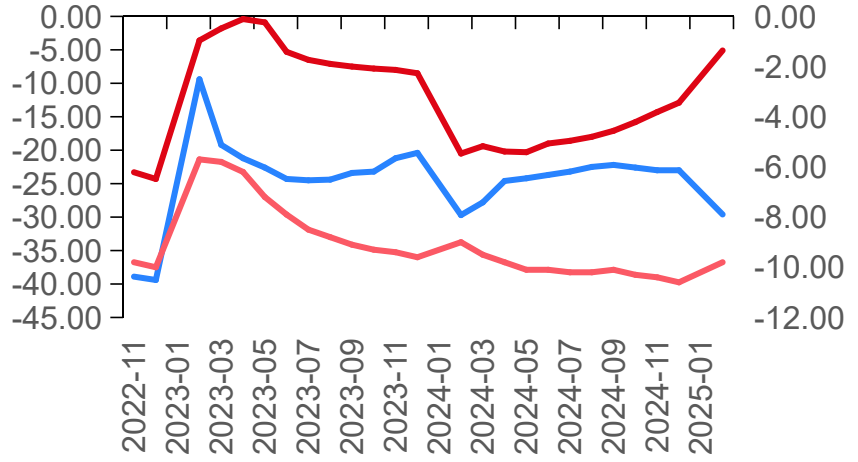
三是二季度来看，销售旺季叠加政策效果显现，二季度商品房销售增速可能继续有所回升，因此地产投资增速可能企稳。

地产销售增速已经出现改善迹象

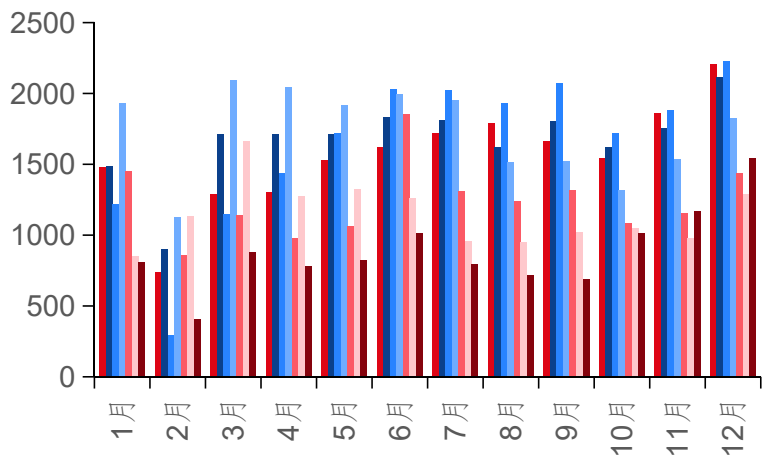
二季度为地产销售旺季

一二三线商品房成交面积增速均在回升

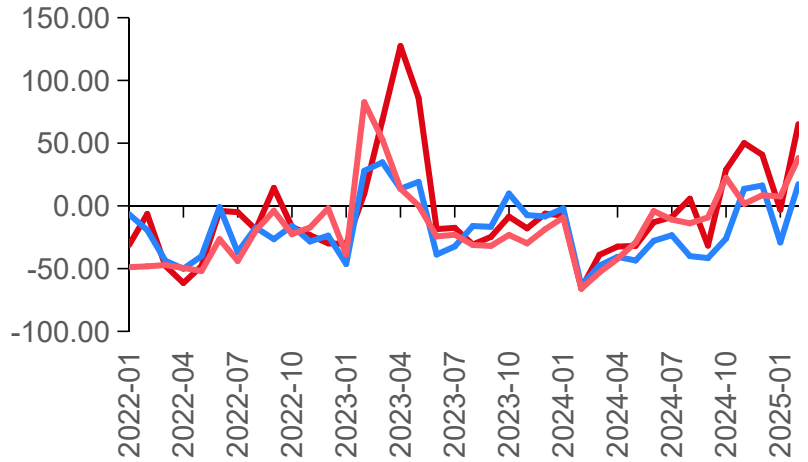
— 中国:商品房销售面积:累计同比 (%)
— 中国:房屋新开工面积:累计同比 (%)
— 中国:房地产开发投资完成额:累计同比, 右 (%)



中国:30大中城市:成交面积:商品房:月:合计数值
■ 2018 ■ 2019 ■ 2020 ■ 2021 ■ 2022 ■ 2023 ■ 2024



— 一线城市:成交面积:商品房:同比 %
— 二线城市:成交面积:商品房:同比 %
— 三线城市:成交面积:商品房:同比 %



2.2 宏观环境：财政发力下二季度投资、消费增速可能回升

◆ 出口：二季度出口增速可能面临回落压力，但结构改善趋势延续。

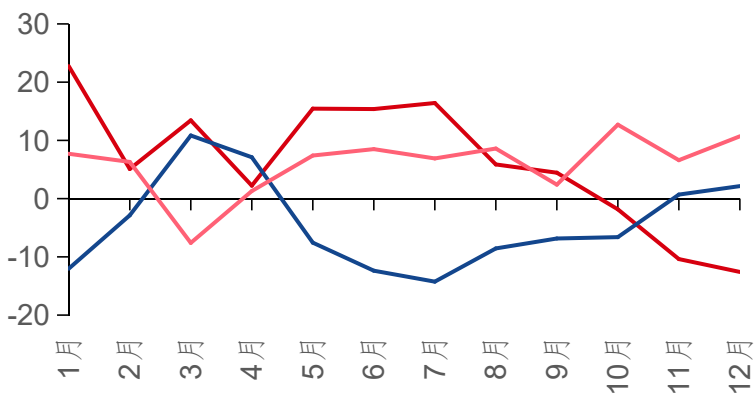
(1) 二季度出口增速可能面临回落压力：一是美国两次加征关税的累积效应可能显现；二是去年二季度出口增速较高，高基数效应下今年二季度出口同比增速可能面临一定压力。

(2) 二季度出口结构可能继续改善：一是当前我国对东盟出口金额占比较高，对新兴市场（如非洲、东盟、拉美等地区）出口占比上升，对美国、欧盟、日本出口均有所回落；二是2月机电产品和汽车出口增速大幅回落，集成电路和高新技术产品出口增速维持高位且进一步上行，高端制造业出口仍有较强韧性。

2024Q2出口增速较高

中国:出口金额:当月同比 (%)

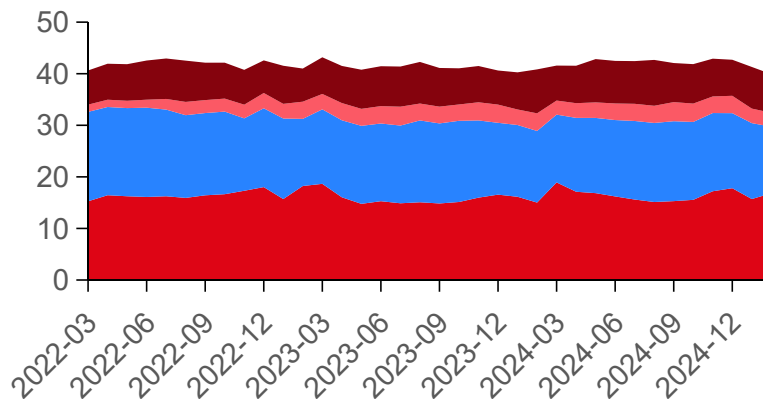
— 2022 — 2023 — 2024



当前我国对东盟出口金额占比高于对美出口占比

出口金额占比

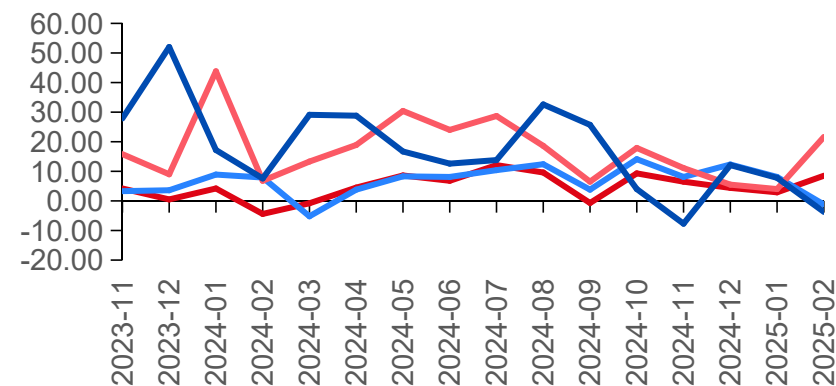
■ 东盟 (%) ■ 美国 (%)
■ 俄罗斯 (%) ■ 拉丁美洲 (%)



我国高端产品出口增速仍较高

出口金额同比

— 高新技术产品 % — 机电产品 %
— 集成电路 % — 汽车包括底盘 %



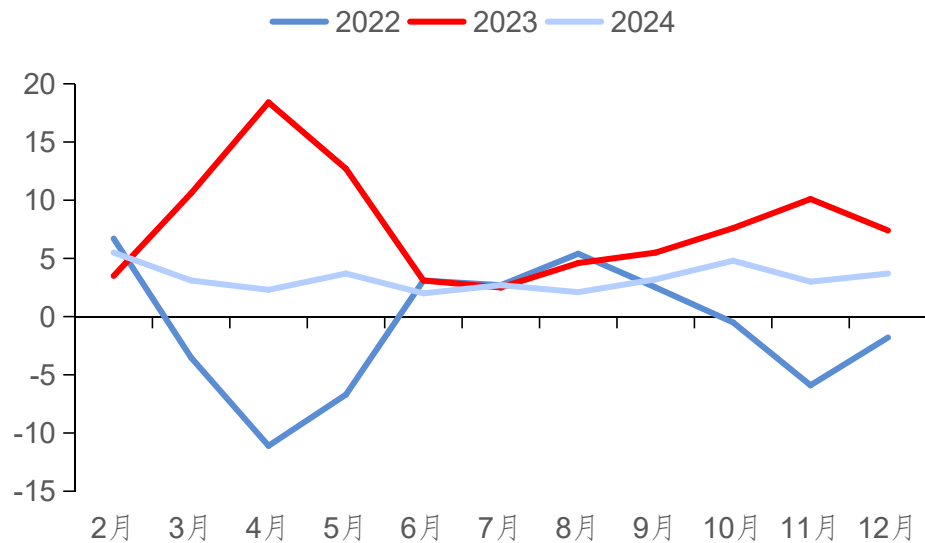
2.2 宏观环境：财政发力下二季度投资、消费增速可能回升

◆ 消费：二季度社零增速可能有所回升。

- (1) 基数效应上，去年二季度社零增速处于相对低位，基数效应较低可能使得今年二季度消费增速有所回升。
- (2) 政策上，促消费政策重要性凸显。两会政府工作报告中明确将促消费、扩内需作为2025年政府工作的首要任务，政策重视度明显上升，后续“两新”政策补贴规模范围进一步扩大下消费增速仍可能修复。
- (3) 消费信心上，近期消费者信心指数有所回升，同时居民可支配收入增速也维持高位，消费信心后续有望逐步修复。

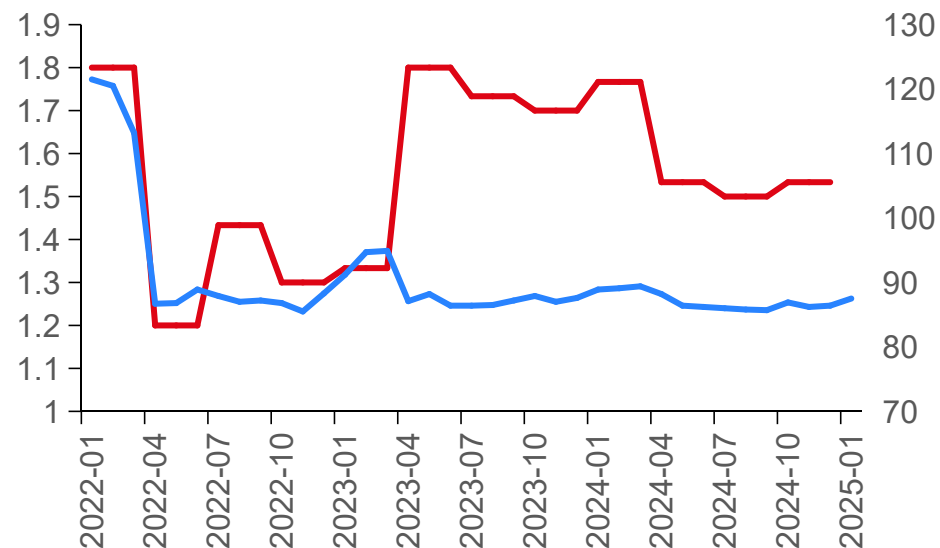
2024Q2社零增速基数较低

中国:社会消费品零售总额:当月同比 (%)



消费者信心指数有所回升

中国:城镇居民人均可支配收入:累计同比:月:均值 (%)
中国:消费者信心指数,右

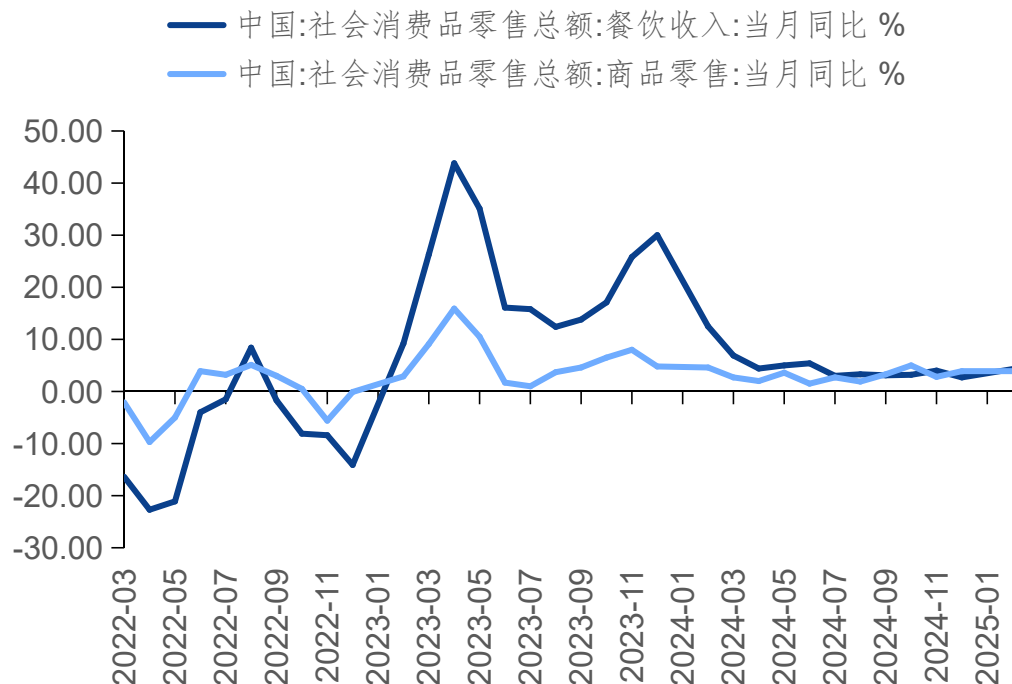


2.2 宏观环境：财政发力下二季度投资、消费增速可能回升

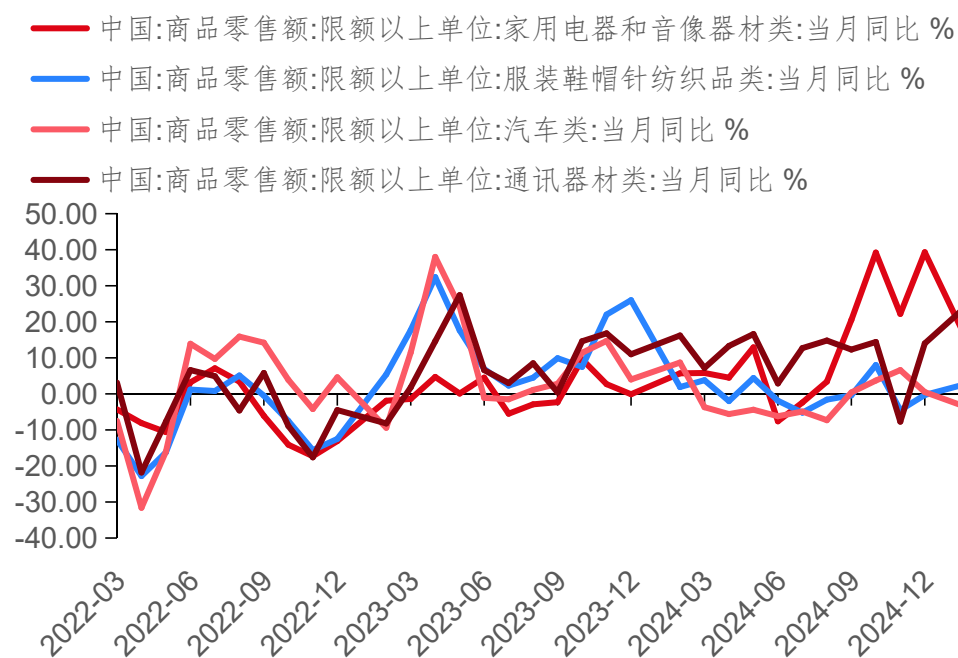
◆ 消费：二季度社零增速可能回升。

(4) 结构上，二季度服务和商品消费都可能有所回升。一是今年1-2月，商品零售和餐饮收入增速在消费旺季下均有所回升；后续来看，在鼓励激发新型消费需求、丰富消费场景等政策措施下餐饮等服务消费增速在二季度可能继续回升。二是在以旧换新政策推动下今年1-2月家电、通讯器材等消费增速继续回升，但汽车类零售增速有所回落；后续来看，以旧换新政策继续加力扩围，叠加“618”等因素推动，商品消费在二季度也可能继续回升。

商品零售、餐饮收入增速拐头向上



通讯器材消费增速维持高位



2.3 市场主线：政策发力下信用先回升，盈利有迟滞

◆ 政策发力下信用先回升，盈利有迟滞。

(1) 2008年11月“四万亿”计划出台，2009年8月盈利增速才开始回升。

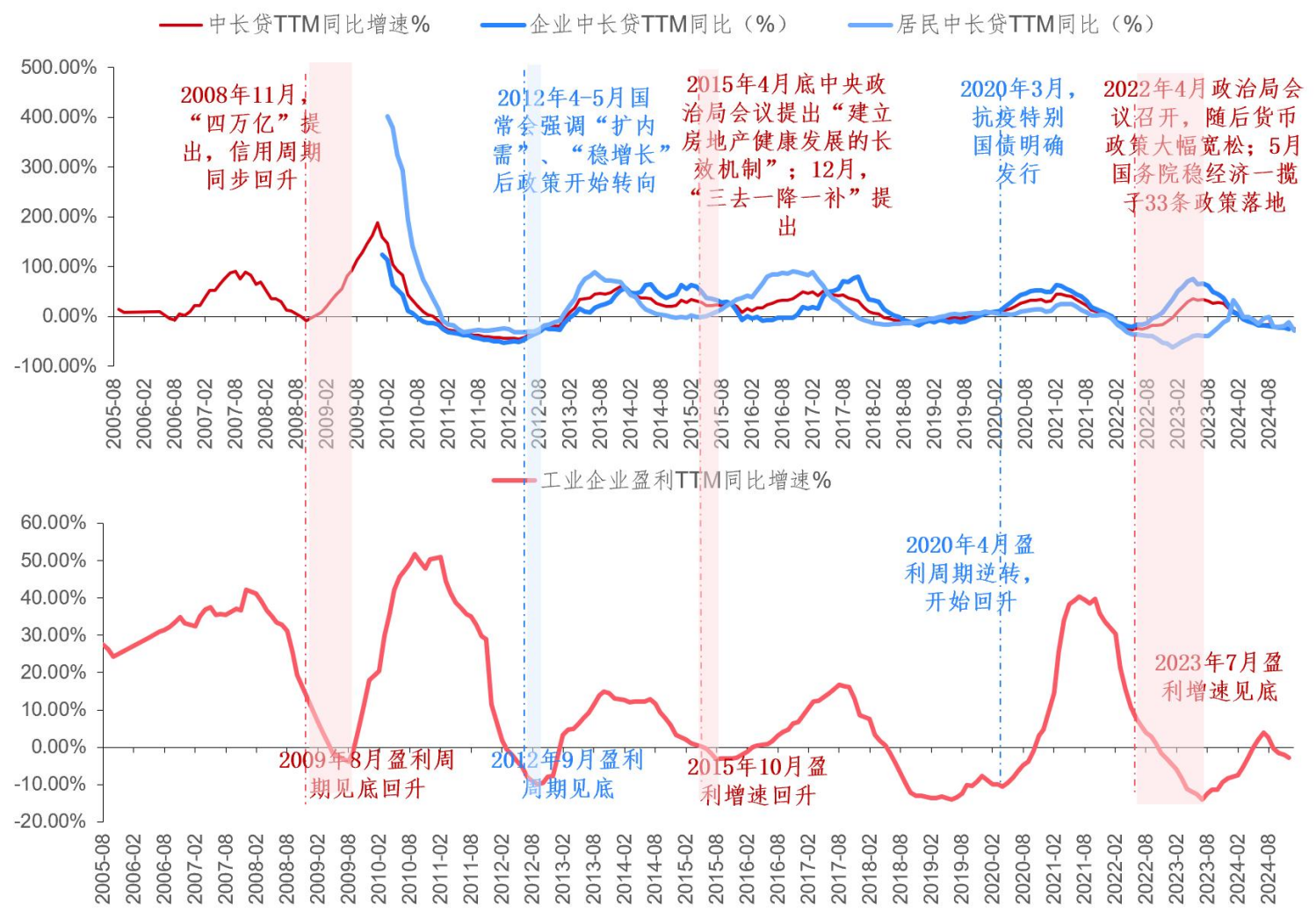
(2) 2012年4-5月国常会定调“稳增长”，6月、7月连续降息两次，9月盈利销售拐点开始出现。

(3) 2015年4月底中央政治局会议提出“建立房地产健康发展的长效机制”，10月开始盈利增速回升。

(4) 2020年3月，抗疫特别国债发行，当月企业中长贷增速大幅改善，4月盈利速开始回升。

(5) 2022年4月稳经济一揽子33条政策落地，基建投资增速同步回升，但盈利周期直至2023/7才见底，核心原因在于2023年上游原材料成本高企，同时下游需求放缓挤压所致。

政策发力下信用先回升，盈利有迟滞



2.3 市场主线：政策发力下信用先回升，盈利有迟滞

◆ 政策实施后基建投资同步改善，消费滞后改善。

地产政策效果多滞后、投资出口增速基本同步回暖

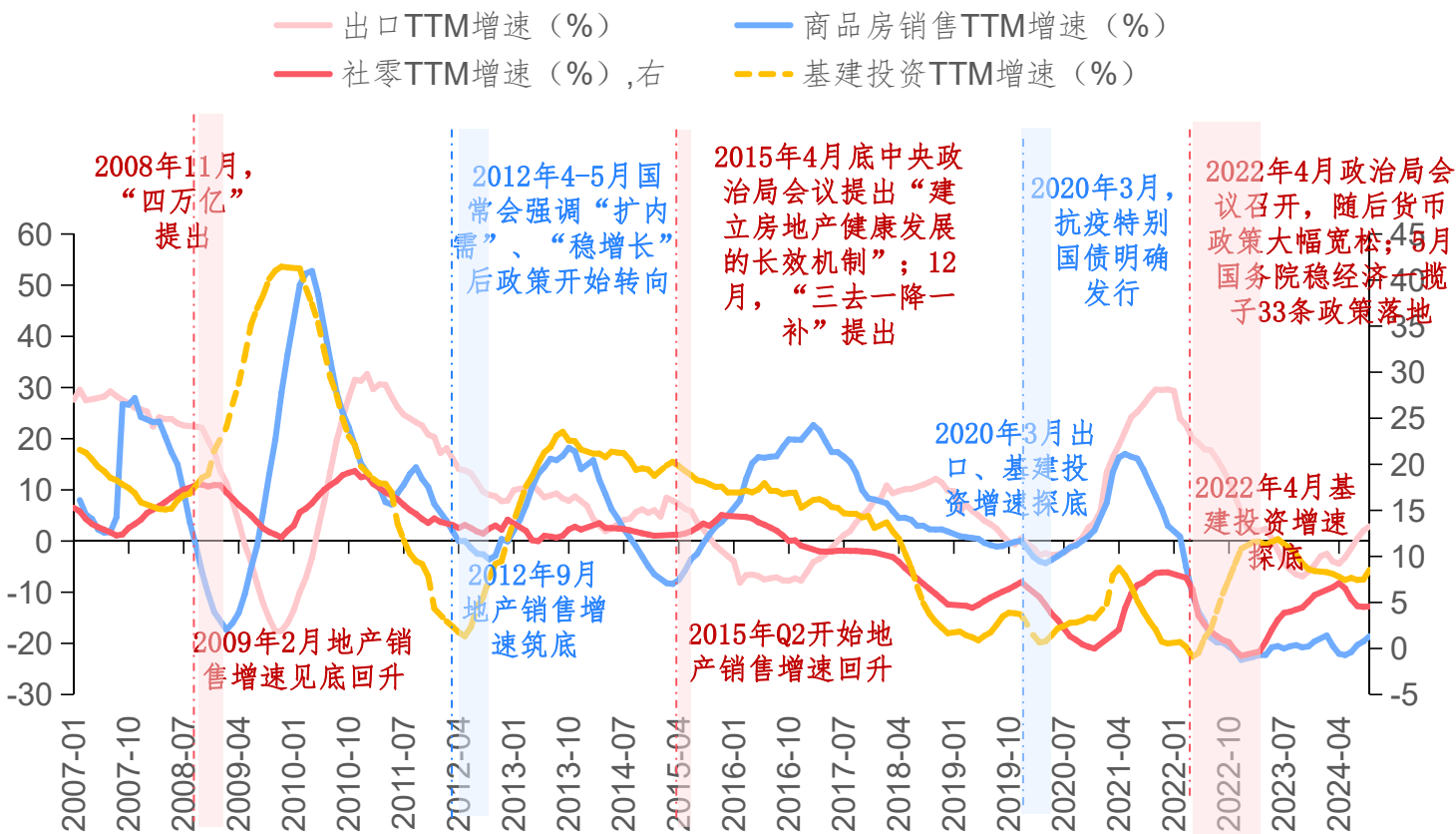
基建投资增速与信用周期同步改善，消费增速与盈利周期同步改善，滞后于信用周期：

(1) 2008年11月“四万亿”计划出台，基建投资增速率先回升，直到2009年2月地产销售增速才开始回升，社零增速到2009年底才回升

(2) 2012年4-5月国常会定调“稳增长”，基建投资增速同步回升，9月地产销售拐点开始出现；

(3) 2020年3月，抗疫特别国债发行，当月出口和基建投资增速开始回升，4月地产销售增速见底；

(4) 2022年4月政治局会议后稳经济一揽子33条政策落地，基建投资增速同步开始回升，直至2023年10月消费增速开始回升。



2.3 市场主线：盈利、信用二季度可能回升

◆ 政策发力推动盈利周期回升。

(1) 政策发力下盈利二季度可能继续回升：

一是从库存周期来看，库存低点领先盈利高点12-18个月左右；当前来看库存可能已于2023年12月见底，因此盈利可能在2025年年中见顶，考虑到当前库存仍处低位，二季度盈利可能继续处于回升周期中。

二是从价格周期来看，PPI同比增速与盈利增速基本同步，而PPI领先指标（当月转好子行业占比）领先PPI6个月左右；当前来看，PPI领先指标在去年9月底出现见底回升，显示今年3月开始PPI可能出现回升，二季度盈利增速也因此可能继续回升。

PPI领先指标拐头回升



库存仍在低位



2.3 市场主线：盈利、信用二季度可能回升

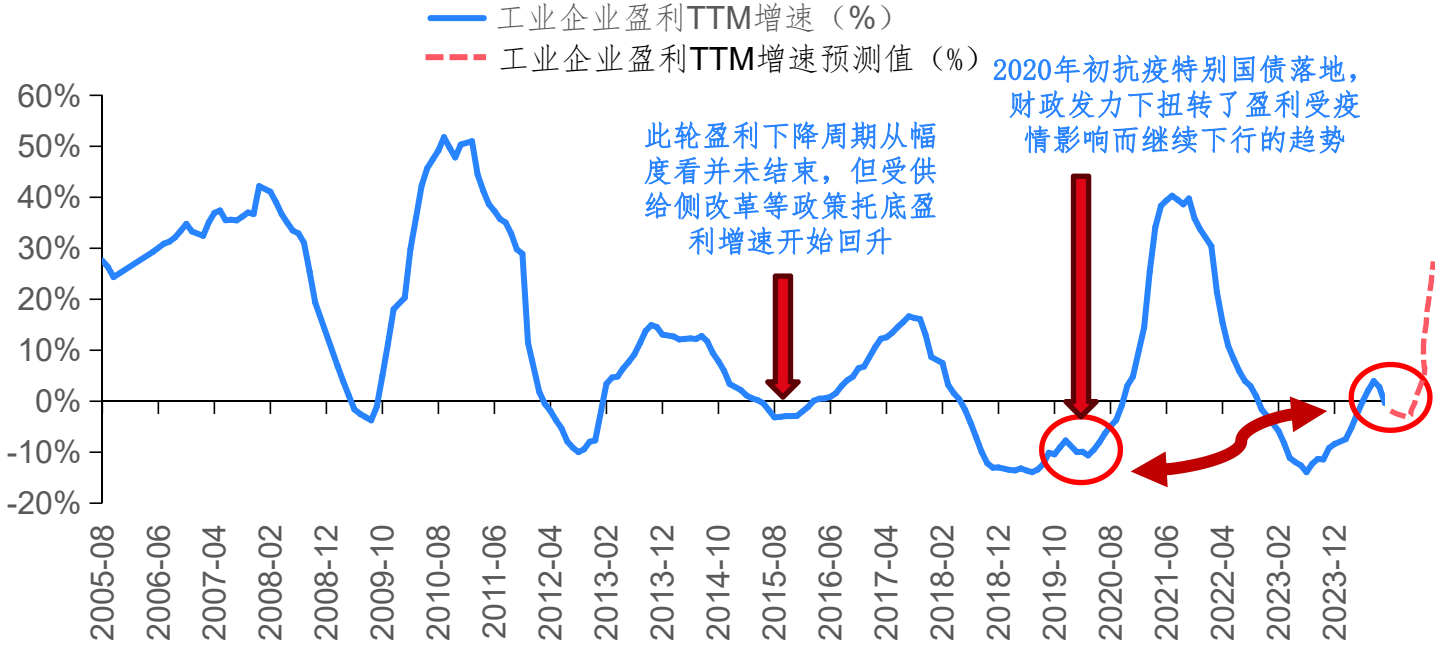
◆ 政策发力下推动盈利周期回升。

(2) 财政政策发力下二季度盈利可能回升：

一是历史经验上，财政发力可能使盈利周期提前见底或维持高位：首先，盈利周期可能维持高位筑顶1-2个季度，如2010/9-2010/12、2013/9-2014/5、2021/6-2021/11等；其次，财政政策发力可能导致盈利周期发生变化：如2016年初供给侧改革政策使盈利周期提前见底回升，2020年抗疫特别国债和扩内需政策使盈利见底回升。

二是今年来看，两会进一步明确财政发力，尤其是二季度财政发力政策可能落实，盈利可能继续回升，上升周期大概率未完。

工业企业盈利增速后续可能继续回升



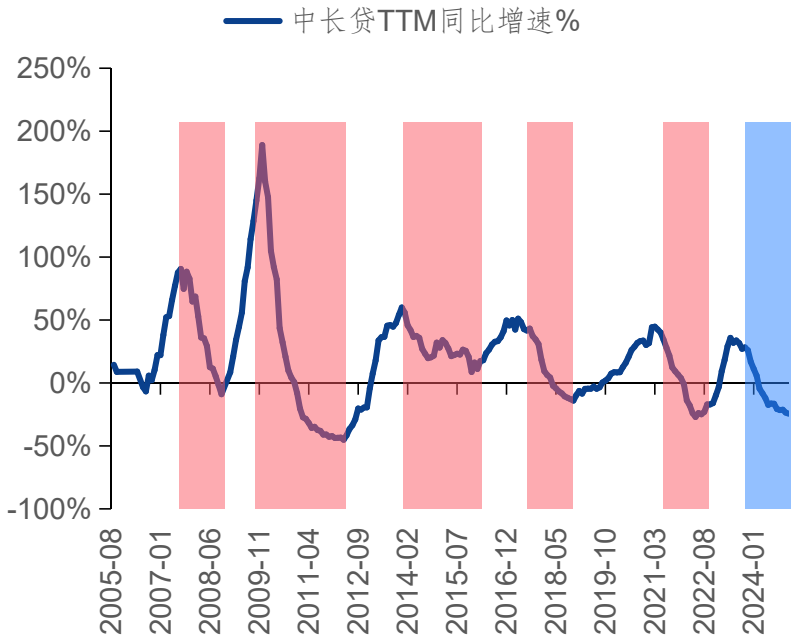
2.3 市场主线：盈利、信用二季度可能回升

◆ 二季度信用可能筑底回升。

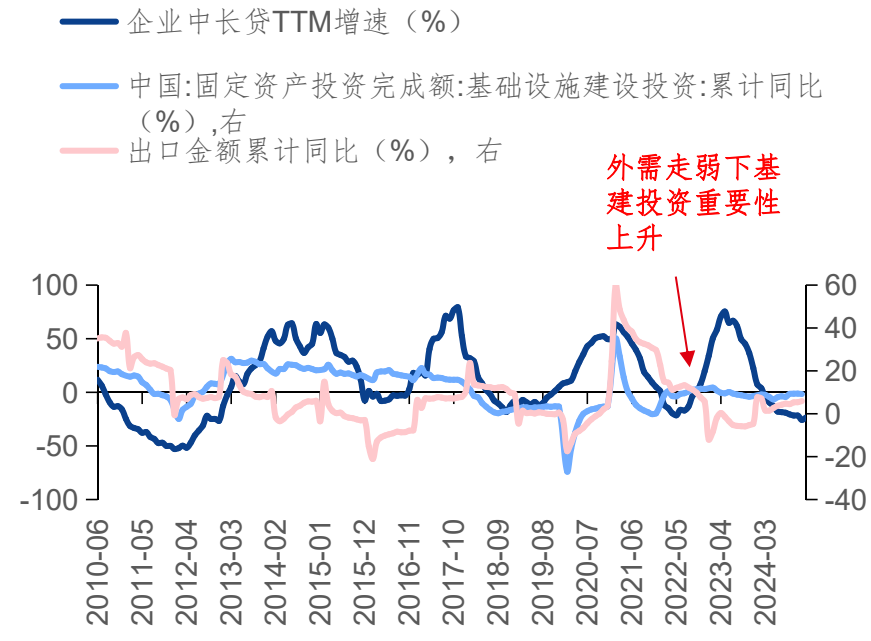
(1) 信用周期来看，历史上中长贷增速下行周期持续11-23个月左右，本轮中长贷增速在2023年7月已见顶，且接近前几轮周期的底部水平，因此Q2可能筑底回升。

(2) 信用结构看（中长贷=企业中长贷+居民中长贷）：首先，企业中长贷与基建投资相关性较强，二季度财政发力、专项债规模上升使得基建项目可能加速落地，叠加施工旺季，因此二季度企业中长贷增速可能回升；其次，居民中长贷与房贷相关性较强，当前地产销售已经边际回暖，预计二季度居民中长贷增速可能企稳有所回升。

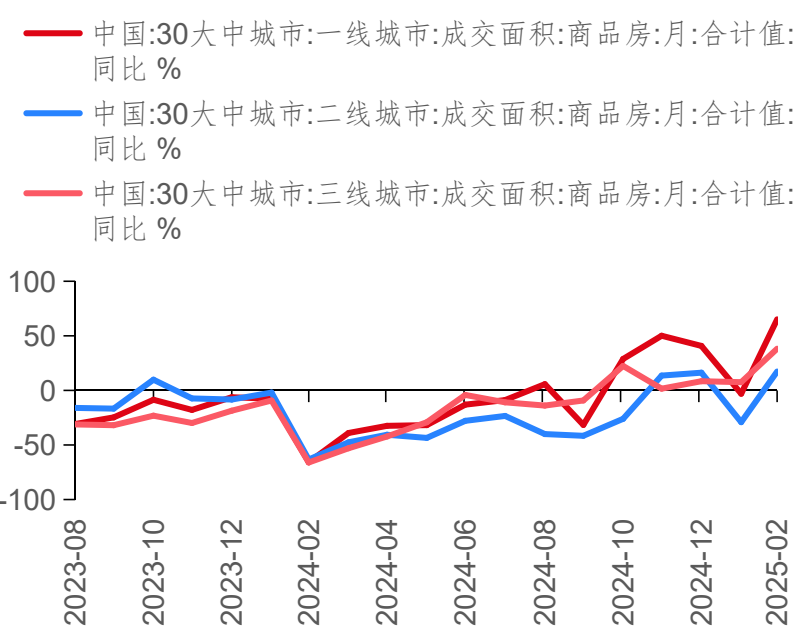
中长贷下行周期一般在11-23个月左右



企业中长贷与基建投资、出口增速相关性强



一、二、三线城市地产销售出现回升迹象



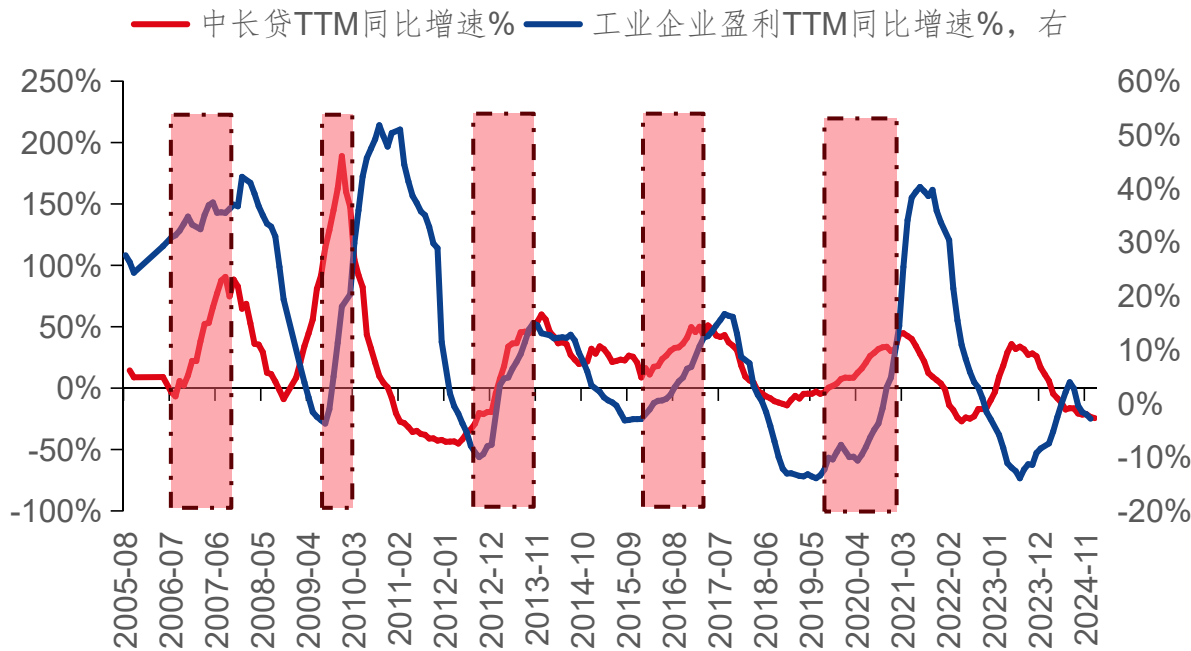
2.4 主线复盘：盈利、信用回升时市场表现较强

◆ 盈利信用双上时，A股表现均较强。

(1) 2005年以来盈利信用双上共有5次，分别为2006/9-2007/8、2009/8-2009/12、2012/9-2013/12、2016/2-2017/4、2018/11-2021/3。

(2) 盈利信用双上期间信用上升幅度大于盈利上升幅度，且期间内A股表现较强：5次上证综指均上涨，除2013年行情受钱荒影响导致大盘表现偏弱（但创业板仍偏强）外，其余阶段内上证综指涨幅均在10%以上。

历史上盈利信用双上有5段



盈利信用双上时上证综指均走强

开始	结束	持续时间 (月)	上证涨跌幅 (%)	创业板指涨 跌幅 (%)	中证1000涨 跌幅 (%)	信用变化幅 度 (%)	盈利变化幅 度 (%)
2006/9	2007/8	12	197.81	-	219.89	84.78	3.33
2009/8	2009/12	5	14.56	-	29.22	74.75	21.78
2012/9	2013/12	16	1.43	89.15	33.45	80.24	23.05
2016/2	2017/4	15	14.00	-8.15	2.29	39.91	13.66
2018/11	2021/3	17	34.06	110.14	36.30	58.69	38.44

2.4 主线复盘：盈利上行、信用回升时大盘及绩优小盘占优

◆ 盈利上行、信用回升时大盘及绩优小盘占优。

(1) 大盘表现相对偏强，主要受盈利改善驱动：如2006年市值前20%的大盘、2009年市值前20-40%的中大盘、2018-2021年市值前20%的大盘均领涨。

(2) 绩优小盘表现也相对占优，主要受估值提升驱动：如2016-2017年、2018-2021年市值前80%-100%的小盘领涨，且盈利提升幅度并不大，主要由估值提升驱动。

盈利上行、信用回升时大盘及部分小盘占优

市值	2006/9/30		2009/8/31		2012/9/30		2016/2/29		2018/11/30	
	2007/8/31		2009/12/31		2013/12/31		2017/4/30		2021/3/31	
	涨跌幅 (%)	盈利提升 (%)	涨跌幅 (%)	盈利提升 (%)	涨跌幅 (%)	盈利提升 (%)	涨跌幅 (%)	盈利提升 (%)	涨跌幅 (%)	盈利提升 (%)
80%-100%	139.1	92.0	25.3	25.8	19.6	(124.3)	38.9	21.7	138.3	(108.8)
60%-80%	166.0	92.2	27.2	160.0	21.6	(31.2)	37.9	(33.2)	12.0	(71.4)
40%-60%	198.6	(19.5)	29.9	174.1	36.4	(10.9)	31.9	31.2	28.3	(69.5)
20%-40%	241.4	426.1	31.8	286.1	41.1	18.3	25.7	529.4	55.7	7.4
前20%	318.9	1151.1	20.0	618.9	43.3	(17.5)	30.3	140.9	123.4	20.5

注：市值按照从大到小排序，前20%算大盘

2.4 主线复盘：盈利信用双上时高景气行业占优

◆ 盈利上行、信用回升时当时高景气的周期、科技及消费表现相对占优。

(1) 2006-2007年高景气的周期行业领涨：2007年中国经济和投资均处于高速增长阶段，拉动了钢铁、有色金属、房地产等周期行业的需求，因此当时高景气的有色金属、钢铁、房地产等行业领涨。

(2) 2009、2012-2013年高景气的科技行业表现较强：2009年经济回升后消费电子产品（如手机、电脑等）需求回升，智能手机浪潮下电子行业景气度较高，表现较强；2013年移动互联网浪潮推动应用和软件需求爆发，计算机景气度上升，表现较强。

(3) 2016-2017、2018-2021年高景气的消费行业表现相对占优：2016-2017年供给侧结构性改革之后，消费对经济拉动的效应上升，家电、食品饮料等景气度上升，表现偏强；2019-2021年消费升级趋势下食品饮料、消费者服务等行业景气度较高，表现较强。

盈利上行、信用回升时部分顺周期、科技及消费较为占优

2006/9/30		2009/8/31		2012/9/30		2016/2/29		2018/11/30	
2007/8/31		2009/12/31		2013/12/31		2017/4/30		2021/3/31	
有色金属	411.3	电子	55.8	计算机	95.9	家电	52.2	食品饮料	207.7
钢铁	358.7	家电	46.6	家电	67.2	食品饮料	44.1	消费者服务	146.2
房地产	351.7	汽车	42.1	国防军工	53.0	建筑	38.0	电力设备及新能源	116.7
非银行金融	350.8	计算机	36.1	电子	44.7	建材	27.6	电子	99.8
煤炭	335.2	商贸零售	30.9	综合	43.3	钢铁	23.6	建材	97.6
建材	307.3	食品饮料	30.3	医药	43.1	电子	22.4	家电	89.6
汽车	260.7	医药	27.4	通信	38.9	汽车	22.0	医药	80.1
银行	256.7	纺织服装	26.6	汽车	38.0	石油石化	20.8	农林牧渔	69.5
机械	255.1	建材	24.8	轻工制造	37.0	基础化工	18.8	基础化工	68.0
商贸零售	250.5	通信	24.3	电力设备及新能源	33.2	银行	18.4	国防军工	63.0

2.5 二季度A股走势预判：可能延续震荡偏强趋势

◆ 市场趋势：二季度盈利信用有望同步改善，A股可能延续震荡偏强趋势。

- (1) 盈利：从库存和价格周期来看，二季度盈利上升周期可能延续，同时政策发力可能使盈利维持在高位或继续上行。
- (2) 信用：二季度基建项目逐步落地，政策宽松推动地产销售有所回升，企业和居民中长贷增速都可能回升。
- (3) 市场主线：A股二季度可能处于盈利信用双上的环境中，历史经验上A股表现震荡偏强。
- (4) 政策提升信心从而导致基本面修复和A股估值提升的中长期慢牛逻辑在二季度大概率不会改变。

◆ 市场节奏：2025年5、6月可能相对偏强

- (1) 2025年4年一季度经济数据和A股一季报逐步披露，可能有一定压力，4月底政治局会议的政策定调值得关注。
- (2) 2025年6月美联储可能降息，海外流动性宽松。
- (3) 2025年5月迎来五一小长假，届时经济数据可能有一定修复，配合财政发力强化基本面修复预期。

◆ 行业方向：二季度大盘和小盘可能占优，部分顺周期、科技及消费有配置机会。

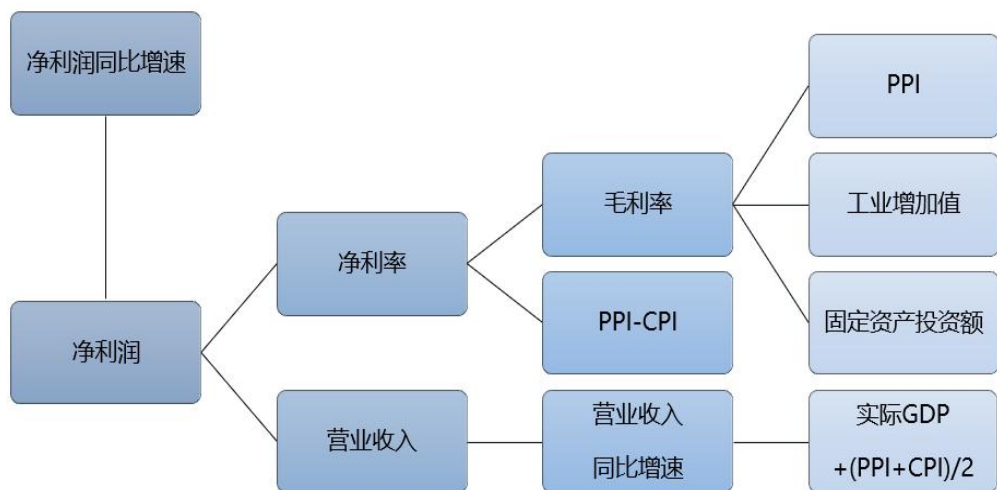
- (1) 历史经验上，盈利上行、信用回升时高景气的行业相对占优；二季度经济修复预期下顺周期、科技、消费行业的景气都可能有所回升。
- (2) 二季度来看，科技、核心资产和部分顺周期都可能有配置机会：一是政策发力和产业趋势上行共同推动新质生产力相关的TMT、军工、机械、电新、汽车、医药等大科技行业依然是配置主线；二是可能受益于政策发力下经济修复和外资流入的医药、食品饮料、家电等核心资产也值得关注；三是部分顺周期如有色金属和基础化工也有阶段性配置机会。

03. 影响二季度A股走势 的因素：盈利修复、外资 流入和中美博弈

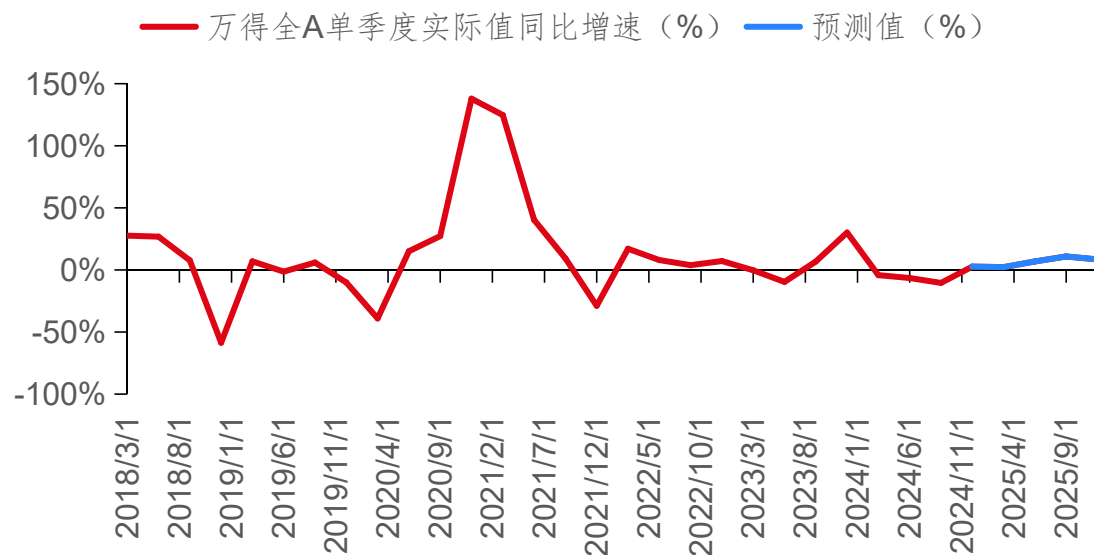
3.1 A股盈利测算：二季度盈利可能继续修复

- ◆ 预测方法: 结合自上而下的盈利预测模型和自下而上的行业盈利增速预测。
- ◆ 预计2025Q2、Q3、Q4全A净利润同比增速分别为6.83%、10.85%、8.47%，**全年净利润同比增速为6.95%**。

盈利预测框架



全A盈利预测及其实值



3.2 流动性：融资和外资大幅流出风险不大

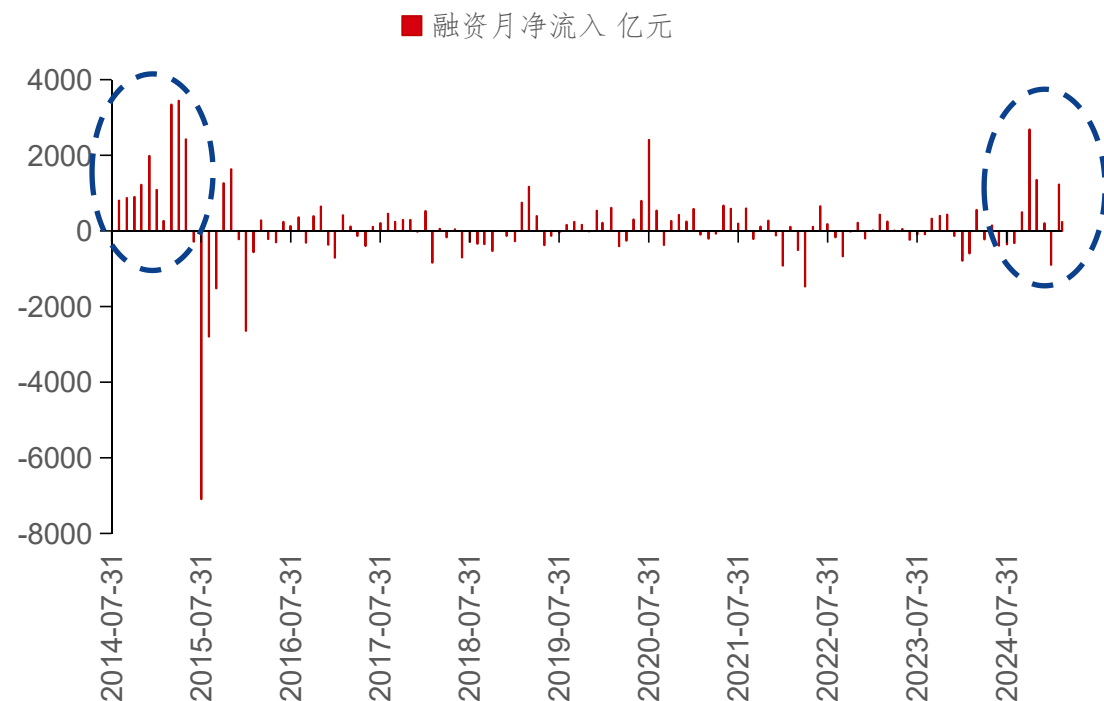
◆ 二季度政策发力导致经济盈利修复下，微观资金可能继续流入。

(1) 历史上盈利信用双上期间，外资、融资、新发基金平均流入3984.8亿元、3523.0亿元、9429.6亿份；今年二季度A股大概率处于盈利信用均修复的环境中，比照历史经验，外资、融资等资金可能维持流入趋势。

盈利信用双上期间微观资金均大幅流入

开始	结束	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)
2006/9	2007/8	-	-	5655.96
2009/8	2009/12	-	-	1442.57
2012/9	2013/12	-	2749.68	1264.61
2016/2	2017/4	1154.15	370.10	4127.52
2018/11	2021/3	6815.44	7449.34	34657.49

融资相较此前牛市行情仍有流入空间



3.2 流动性：融资和外资大幅流出风险不大

◆ 二季度政策发力导致经济盈利修复下，微观资金可能继续流入。

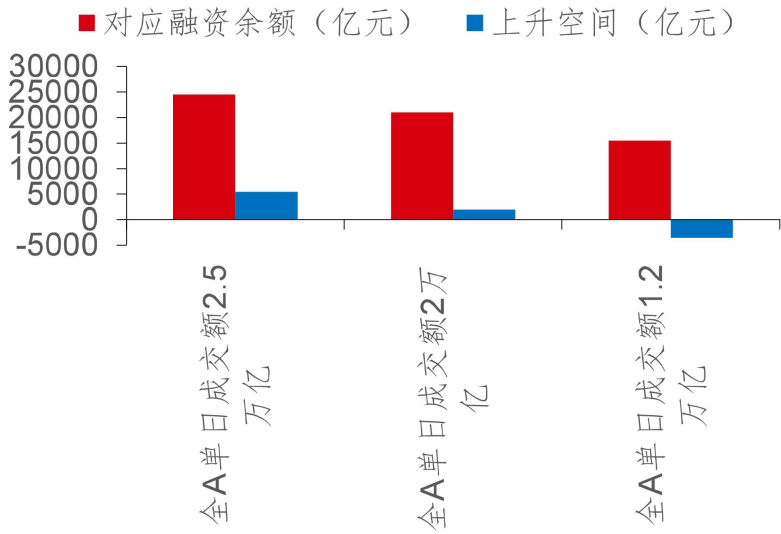
(2) 经济修复预期上升下二季度融资和外资大幅流出风险不大：首先，以全A成交额达到2万亿左右推算，融资可能达2万亿左右；其次，本轮陆股通成交额上升幅度（61.7%）与2024年（64.1%）类似，预计今年春季行情期间陆股通流入可能在900亿左右，考虑到二季度经济修复预期上升，外资大幅流出的风险不大。

(3) 二季度保险等机构资金可能继续流入A股：一是从2025年起每年新增保费的30%用于投资A股，据测算2025年至2030年期间，年均险资潜在入市资金约在900至1100亿元左右；二是当前保险资金投资A股权益的比例仍在13%左右，处于低位。

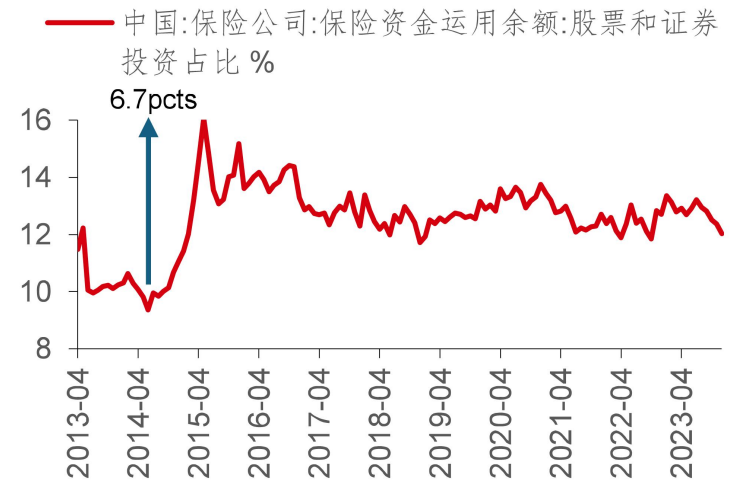
推算本轮外资净流入规模可能在900亿元左右

成交额低点日期	成交额高点日期	区间交易日天数	成交额上升幅度 (%)	陆股通流入规模 (亿元)	陆股通日均流入规模 (亿元)
2020/2/14	2020/2/28	11	75.39	-185.24	-16.84
2020/12/29	2021/2/18	32	75.99	931.20	29.10
2022/2/21	2022/2/24	4	56.74	-127.97	-31.99
2022/12/30	2023/1/30	16	129.30	1312.39	82.02
2024/4/25	2024/5/6	5	64.11	343.89	68.78
2025/1/21	2025/2/21	18	61.73	900(E)	50(E)

测算全A成交额对应融资流入空间



2015年牛市中险资投资股票和证券比例上升近7个百分点

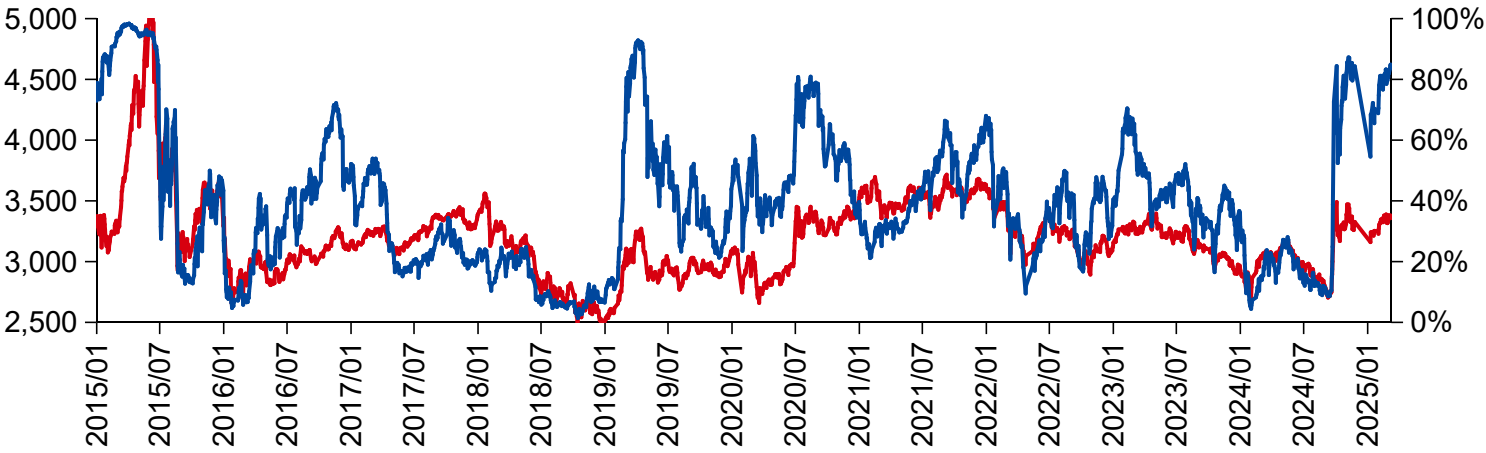


3.3 估值情绪：股市估值性价比仍较高

◆ 情绪处于中性偏高水平，估值处于中性偏低水平，均离牛市高点有一定的空间。

当前市场情绪处于较高水平

— 上证综合指数 — 全部A股-MA200以上个股占比，右

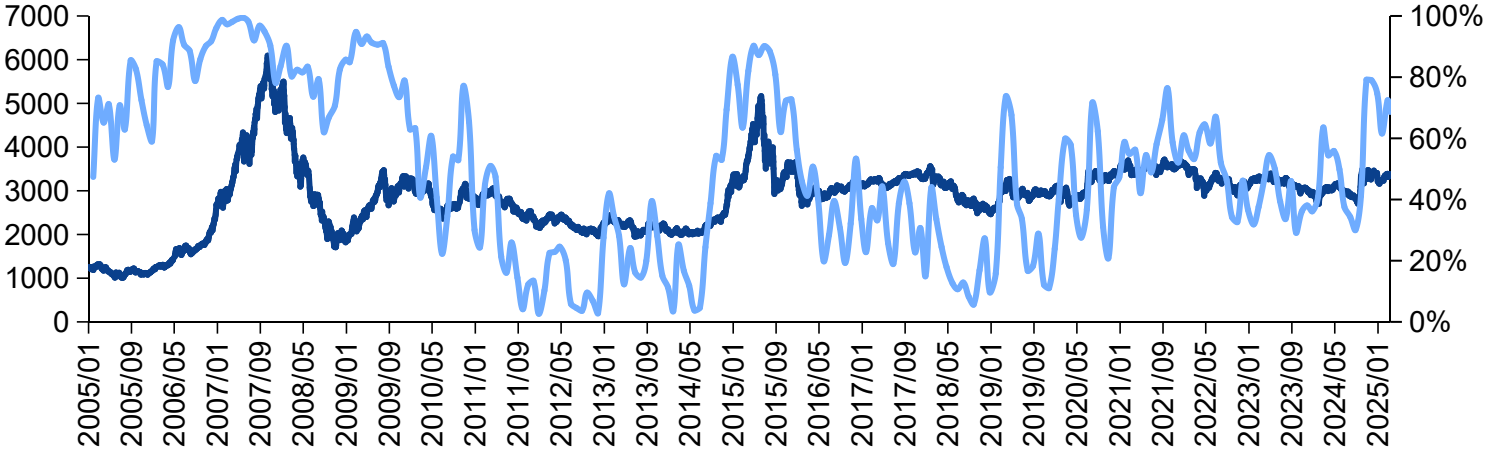


(1) 情绪来看：

一是当前MA200日均线以上个股占比约为86%左右，已处于较高位置。

二是当前上证综指换手率分位数月均值已经处于接近70%的中高位，较2024/8底部位置提升40%，市场情绪偏高。

— 上证综合指数 — 上证换手率分位数月均值，右



3.3 估值情绪：股市估值性价比仍较高

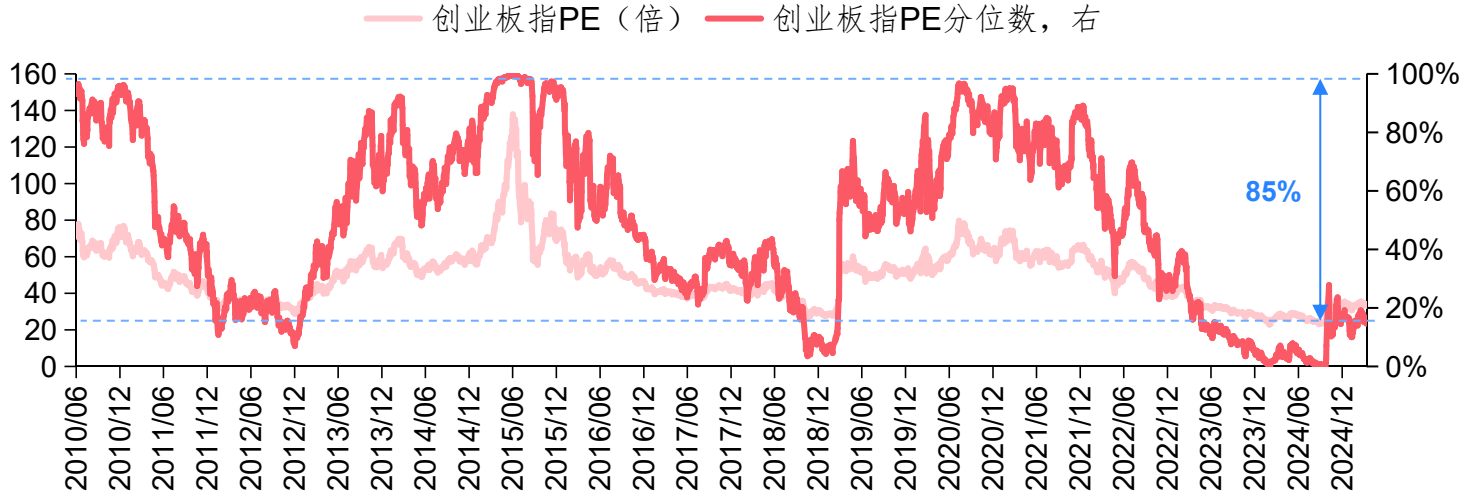
◆ 情绪处于中性偏高水平，估值处于中性偏低水平，均离牛市高点有一定的空间。

指数估值上升空间较大

(2) 估值来看：

一是当前上证综指PE为14.4倍，历史分位数约为50%，相较牛市时超过20倍的估值（80%以上的历史分位数）仍有一定的空间。

二是当前创业板指PE为32倍，历史分位数不足15%，较牛市高点时100倍以上（历史分位数在100%附近）有较大的空间。



3.3 估值情绪：中美博弈对市场情绪可能有一定扰动

◆ 美国对华加征关税对A股影响逐步弱化。

(1) 比照2018年关税加征路径，A股受加征关税的影响在后期已逐步弱化。

美国对华加征关税对A股影响逐步弱化



3.3 估值情绪：中美博弈对市场情绪可能有一定扰动

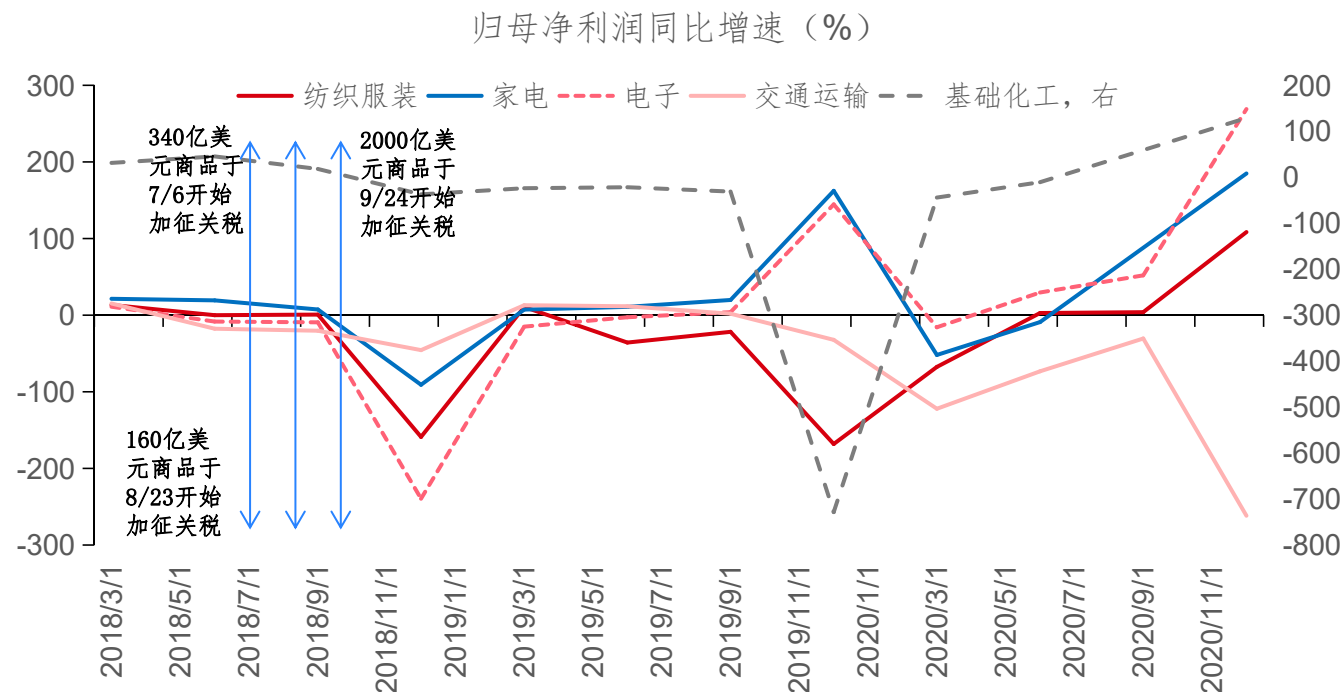
◆ 美国加征关税对出口和相关行业盈利可能有一定影响。

(2) 加征关税对出口依赖度高的行业二季度盈利可能有一定影响。一是历史经验上，2018-2023年以来出口依赖度（境外营收/总营收占比）较高的电子、家电、纺服、交运、化工等行业在2018/9/24起加征10%的关税后四季度盈利增速大幅回落；二是今年来看，2-3月美国对华商品已加征20%的关税，出口依赖度较高的行业在二季度盈利增速可能面临回落压力。

近年境外营收占比较高行业集中于电子、家电等

境外营收占比排名（除金融）						
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1	电子	电子	电子	电子	电子	电子
2	家电	家电	家电	家电	家电	家电
3	综合	纺织服装	纺织服装	纺织服装	纺织服装	汽车
4	交通运输	交通运输	基础化工	基础化工	基础化工	纺织服装
5	基础化工	基础化工	交通运输	轻工制造	轻工制造	机械
6	纺织服装	轻工制造	轻工制造	有色金属	汽车	基础化工
7	轻工制造	电力设备及新能源	电力设备及新能源	电力设备及新能源	机械	电力设备及新能源
8	机械	综合	有色金属	汽车	有色金属	轻工制造
9	电力设备及新能源	机械	综合	机械	电力设备及新能源	有色金属
10	汽车	有色金属	汽车	综合	综合	综合

出口依赖度高行业对于多轮、大面积关税加征较为敏感



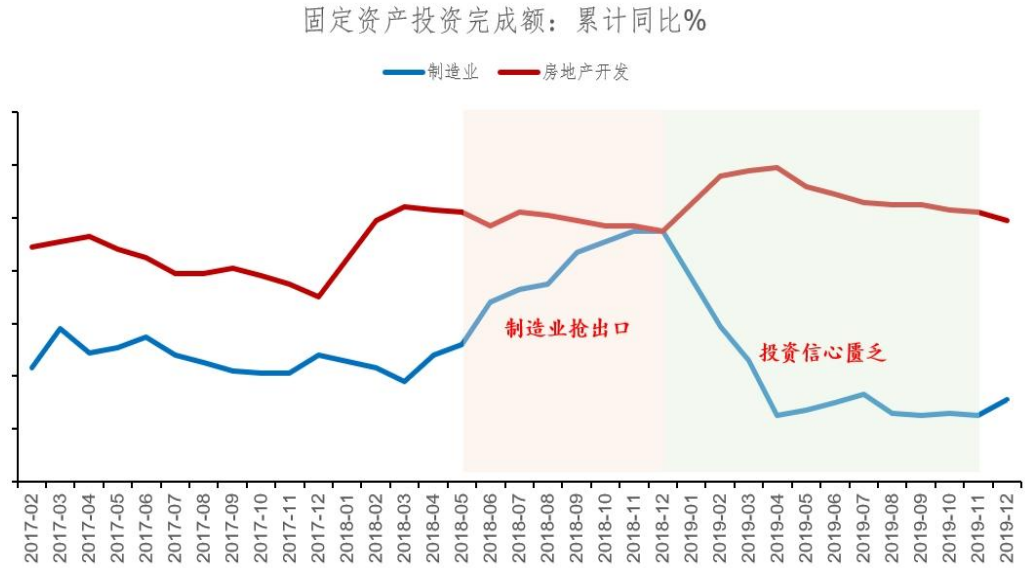
3.3 估值情绪：稳增长政策实施仍对市场情绪有支撑

◆ 二季度稳增长政策落地实施仍可能对市场情绪有支撑。

(1) 总量政策上，财政发力和货币宽松政策可能进一步实施。一是财政政策上，二季度基建项目落地实施可能加速，同时化债、地产收储等政策也可能落地实施；二是货币政策上，央行强调“择机降准降息”，二季度在美联储可能降息的背景下，降准甚至降息等宽松政策可能实施。

(2) 行业政策上，提振消费和鼓励科技创新的政策可能进一步出台和落地实施。一是以旧换新和鼓励新型消费、服务消费等提振消费的政策在二季度可能进一步加力实施；二是制造业尤其是高端制造业可能面临加征关税的压力，而发展新质生产力、科技创新等政策导向不变，相关的支持政策在二季度可能进一步出台和实施。

美国加征关税可能使得制造业投资信心受损



培育新质生产力的若干财政发力点

新质生产力方向	“新兴氢能、商业航天、低空经济、量子技术、智能网联汽车” + “智能机器人、具身智能、6G”
创投支持	组建国家创业投资引导基金，带动地方资金、社会资本近1万亿元
融资支持	扩大再贷款规模，从目前5000亿元扩大到8000-10000亿元
金融支持	创新推出债券市场的“科技板”，支持发行科技创新债券
市场支持	实施提振消费专项行动，安排3000亿元支持消费品以旧换新，扩大补贴范围
人才支持	落实科教兴国战略，聚焦建设高质量教育体系、尖端人才培养、推进高水平科技自立自强

04. 行业配置：均衡配置 科技、核心资产和顺周期

4.1 风格：盈利信用双上期间成长和顺周期表现相对偏强

◆ 盈利信用双上期间成长和顺周期表现相对偏强。

盈利信用双上期间成长、消费、周期风格相对占优

风格	2006/9/30	2009/8/31	2012/9/30	2016/2/29	2018/11/30
涨跌幅	2007/8/31	2009/12/31	2013/12/31	2017/4/30	2021/3/31
成长	173.3	32.5	64.6	74.8	202.1
金融	300.2	26.1	37.3	30.4	41.6
稳定	205.5	21.2	28.9	46.5	52.1
消费	197.5	32.5	47.8	47.0	92.6
周期	244.1	29.2	43.0	53.0	75.3

(1) 2006.9-2007.8期间金融、周期风格领涨；

(2) 2009.8-2009.12期间消费、成长风格表现相对占优；

(3) 2012.9-2013.12期间成长、消费风格领涨；

(4) 2016.2-2017.4期间成长、周期风格表现偏强；

(5) 2018.11-2021.3期间的成长、消费风格领涨。

4.1 风格：二季度风格偏均衡

◆ 历史上二季度消费、部分顺周期、非TMT成长相对占优。

(1) 2017、2018、2019、2020和2022年食品饮料、家电、消费者服务表现相对占优：2021年前受益居民收入提升、消费升级，相关行业需求上升，行业表现较强。

(2) 2018、2020医药行业表现较好：2020年受新冠疫情影响，医疗需求激增，相关企业业绩大幅提升，行业表现较好。

(3) 2020、2022年电力设备及新能源表现较好：2020年以来“双碳”目标下，新能源和新能源车需求大幅上升，相关行业表现较强。

(4) 2017、2018、2019、2021、2022、2024年煤炭、钢铁、有色金属等周期行业表现较好：2017年供给侧改革政策叠加2022年俄乌冲突，导致周期相关行业，特别是煤炭石油等能源供给紧张，价格上涨，相关行业表现较强。

二季度消费、部分顺周期、非TMT成长相对占优

涨跌幅	2017	2018	2019	2020
	Q2 (涨幅前十)	Q2 (涨幅前十)	Q2 (涨幅前十)	Q2 (涨幅前十)
TOP1	家电	食品饮料	食品饮料	消费者服务
TOP2	食品饮料	消费者服务	家电	医药
TOP3	非银行金融	石油石化	银行	食品饮料
TOP4	银行	医药	消费者服务	电子
TOP5	电子	家电	非银行金融	传媒
TOP6	房地产	煤炭	煤炭	电力设备及新能源
TOP7	煤炭	纺织服装	有色金属	计算机
TOP8	医药	钢铁	建材	家电
TOP9	电力及公用事业	交通运输	交通运输	商贸零售
TOP10	汽车	汽车	农林牧渔	基础化工
涨跌幅	2021	2022	2023	2024
	Q2 (涨幅前十)	Q2 (涨幅前十)	Q2 (涨幅前十)	Q2 (涨幅前十)
TOP1	电力设备及新能源	消费者服务	通信	银行
TOP2	电子	汽车	家电	电力及公用事业
TOP3	综合	食品饮料	传媒	交通运输
TOP4	汽车	电力设备及新能源	机械	煤炭
TOP5	基础化工	家电	电力及公用事业	电子
TOP6	医药	煤炭	汽车	家电
TOP7	有色金属	交通运输	银行	通信
TOP8	计算机	基础化工	国防军工	石油石化
TOP9	煤炭	机械	纺织服装	有色金属
TOP10	国防军工	建材	非银行金融	国防军工

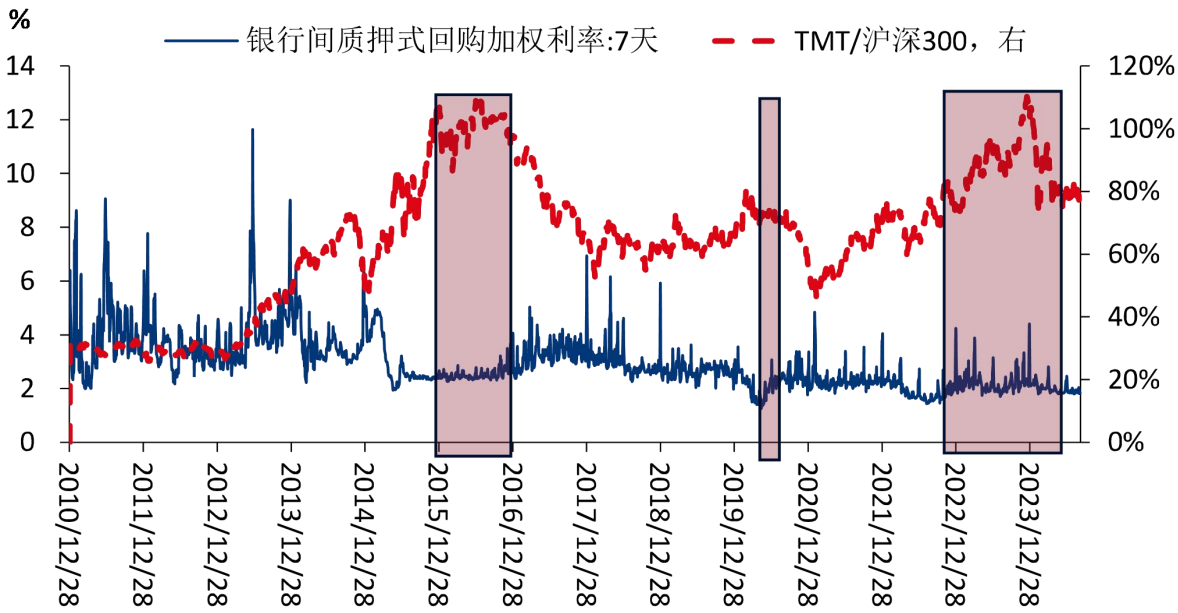
4.2 大类行业：科技仍是主线方向

◆流动性宽松、政策支持、产业趋势催化等导致科技相对占优的条件在二季度难改变。

(1) 复盘2010年以来7次TMT指数相对沪深300有超额收益的时期，TMT获得超额收益需要具备的条件：流动性宽松、政策支持、产业趋势催化等。

(2) 二季度来看，这三个条件难改变：一是科技创新的支持政策二季度大概率持续；二是二季度美联储可能降息，国内可能降息降准，流动性大概率维持宽松；三是人形机器人、AI大模型等国内外产业趋势在二季度可能进一步上升。

历史上，流动性宽松时TMT与周期相对沪深300有超额收益



TMT指数相对沪深300有超额收益主要受产业和政策催化推动

开始时间	结束时间	TMT指数涨跌幅 (%)	沪深300涨跌幅 (%)	TMT指数相对沪深300超额收益 (%)	纳斯达克涨跌幅 (%)	产业/政策催化
2013/2/20	2014/9/30	131.6	-8.7	140.3	39.8	苹果发布iOS7、微软发布了Xbox One；半导体周期见底回升
2015/1/8	2016/6/29	100.3	-13.5	113.8	2.8	国务院印发《中国制造2025》
2018/2/5	2018/4/9	12.7	-9.8	22.4	-4.0	工业互联网峰会召开；两会提出深入实施创新驱动发展战略
2018/10/30	2019/4/1	53.1	29.2	24.0	11.0	三大运营商2019年5G投资预算超300亿
2019/8/5	2020/3/10	35.1	8.9	26.2	4.3	科技部发布《国家新一代人工智能创新发展试验区建设工作指引》
2021/2/4	2022/1/12	33.5	-11.7	45.2	11.6	《新型数据中心发展三年行动计划》、《5G应用“扬帆”行动计划》发布
2022/5/5	2023/12/13	51.8	-16.1	67.9	13.6	《生成式人工智能服务管理暂行办法》发布；ChatGPT引领AI大模型浪潮

4.2 大类行业：科技仍是主线方向

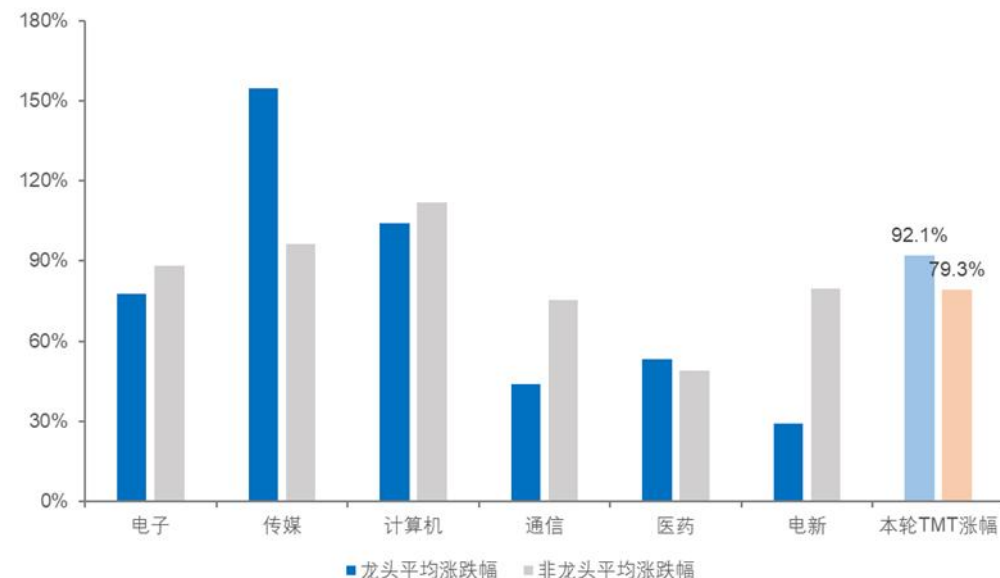
◆ 科技行情短期情绪偏高，但并不过热。

(1) 大科技行情中，TMT成交额占比/TMT总市值占比最高值在2.2-3.4倍左右。通过对比TMT、医药、新能源等行业成交额占比/总市值占比数据来看：成长行情中，电新、TMT的板块成交额占比/板块总市值占比最高值在2.2-3.4倍左右，医药板块成交额占比/板块总市值占比约在1.5-8.0倍左右。而本轮（从2024年9月18日开始）TMT成交额占比/TMT总市值占比最高值在2.2倍，远低于前几轮行情。(2) TMT行业轮动还未完成：首先，历史上成长行情（TMT、电新、医药）处于中后期时，除传媒和医药行业外，龙头股（全行业市值前5名）涨幅均低于非龙头股涨幅；其次，2024年9月18日至今，TMT非龙头股涨幅在79.3%，龙头股涨幅在92.1%，行业轮动未完成。

大科技行情中，TMT成交额占比/TMT总市值一览

行业	开始时间	结束时间	成交额占比/市值占比
TMT	2012/12/3	2015/12/22	3.4
	2019/2/1	2021/11/5	2.9
	2024/9/18	2025/2/26	2.2
医药	2009/7/22	2010/11/29	1.5
	2013/1/4	2014/9/22	4.7
	2019/1/14	2020/8/3	8.0
电新	2019/11/25	2021/10/25	2.1

成长行业当前非龙头股涨幅低于龙头股涨幅



4.2 大类行业：科技仍是主线方向

- ◆ 历史经验上，科技牛市中后期，业绩对行情的影响加大。

科技行情中后期基本面因素影响更大

(1) 科技牛市前期，产业趋势是核心驱动力，季报盈利增速影响较小：如2013Q1和2014Q1、Q2、Q3的计算机，2013Q2和2014Q3的通信，2013Q3的传媒，2014Q4的电子，业绩增速偏低，但表现偏强；而2013Q1、Q4和2014Q1、Q4的传媒，2013Q2、2014Q1的电子，2013Q4和2014Q1、Q4的通信，业绩增速偏高，但表现偏弱。

(2) 科技牛市中后期，业绩确定性成为推动行业继续走强的关键，季报盈利增速影响逐步显著，如2015Q1的电子和计算机，2015Q2的传媒和电子，业绩和涨幅同步偏高。

(3) 科技牛市后期，业绩下行对股价形成较大压力，季报盈利增速下行到一定程度后股价会出现反弹。

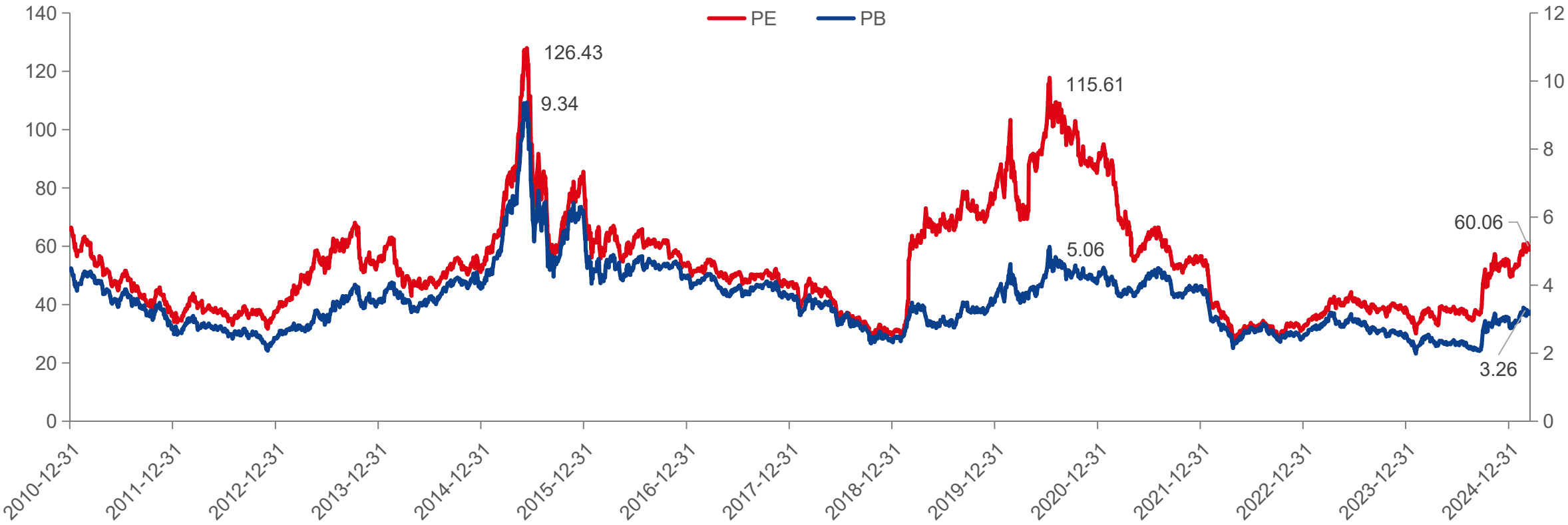
科技行业	前期							
	2012/12/31-2013/3/31		2013/3/31-2013/6/30		2013/6/30-2013/9/30		2013/9/30-2013/12/31	
	涨跌幅	业绩增速	涨跌幅	业绩增速	涨跌幅	业绩增速	涨跌幅	业绩增速
电子	16.8	40.3	2.0	35.5	20.6	36.1	0.6	138.4
传媒	13.2	21.7	31.1	30.7	76.1	24.3	-17.3	32.3
计算机	14.3	0.6	5.4	14.6	43.9	39.7	5.9	8.9
通信	14.9	34.8	6.7	-2.0	30.9	3,691.1	-6.1	440.4
TMT指数	13.2	30.3	6.2	34.3	35.3	72.0	2.4	67.4
科技行业	前期							
	2013/12/31-2014/3/31		2014/3/31-2014/6/30		2014/6/30-2014/9/30		2014/9/30-2014/12/31	
	涨跌幅	业绩增速	涨跌幅	业绩增速	涨跌幅	业绩增速	涨跌幅	业绩增速
电子	-2.2	26.4	8.9	22.8	21.1	19.8	-7.5	-8.2
传媒	-1.7	42.0	8.0	48.1	13.5	24.0	-0.4	18.0
计算机	6.9	2.7	13.6	12.9	29.1	4.4	3.6	54.4
通信	2.4	57.6	9.1	47.4	23.1	-12.9	-0.7	24.3
TMT指数	8.6	52.0	14.2	26.3	28.3	27.1	-5.0	75.2
科技行业	中期				后期			
	2014/12/31-2015/3/31		2015/3/31-2015/6/30		2015/6/30-2015/9/30		2015/9/30-2015/12/31	
	涨跌幅	业绩增速	涨跌幅	业绩增速	涨跌幅	业绩增速	涨跌幅	业绩增速
电子	47.1	28.3	31.7	27.3	-28.7	0.7	44.4	-0.7
传媒	61.5	6.0	20.3	35.2	-30.3	29.0	35.6	22.6
计算机	98.4	30.1	19.6	23.6	-32.1	-7.9	54.0	66.2
通信	59.1	-2.9	33.3	12.2	-25.1	30.2	46.1	33.9
TMT指数	58.2	15.7	34.8	32.8	-23.1	9.2	53.4	3.1

注：表格中数据为行业季度归母净利润同比增速（%）

4.2 大类行业：科技仍是主线方向

◆ 科技行业估值仍未达历史最高。一是历史上13-15年科技牛市年间，PE最高达到126.4倍，PB最高达到9.3倍；18-20年科技牛市期间，PE最高达到115.6倍，PB最高达到5.1倍。二是年初至今，科技行业PE最高达到60.1倍，PB最高达到3.3倍，与历史最高仍有一定差距。

年初至今科技行业估值离历史高点仍有一定差距



4.2 大类行业：二季度核心资产也可能有配置机会

◆ 二季度美债收益率可能维持回落趋势，国内经济修复预期可能上升，核心资产估值可能回升。

(1) 二季度美债收益率可能维持回落趋势，核心资产估值可能回升。一是核心资产估值与美债收益率呈一定的负相关性，若美债收益率回落则对核心资产估值有提振作用。二是2025年美联储降息节奏可能受到特朗普加征关税后物价可能回升的影响，但经济放缓趋势下降息周期难结束，美联储年内降息3次仍是大概率，二季度可能降息；此外，特朗普对外政策的摇摆以及美国债务风险上升导致美元信用受损；美元和美债收益率二季度可能延续回落趋势，A股核心资产估值可能提升。

十年期美债收益率走势与茅指数呈现明显负相关性

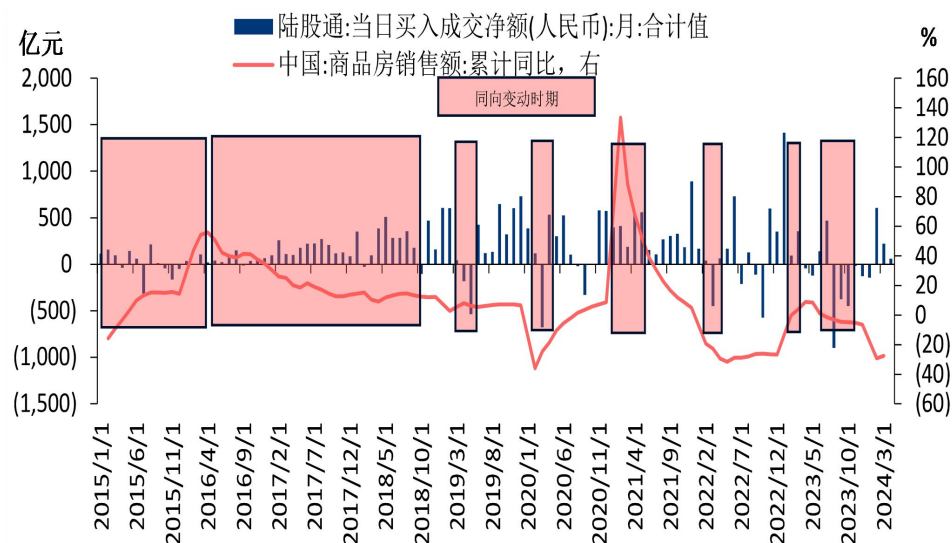


4.2 大类行业：二季度核心资产也可能有配置机会

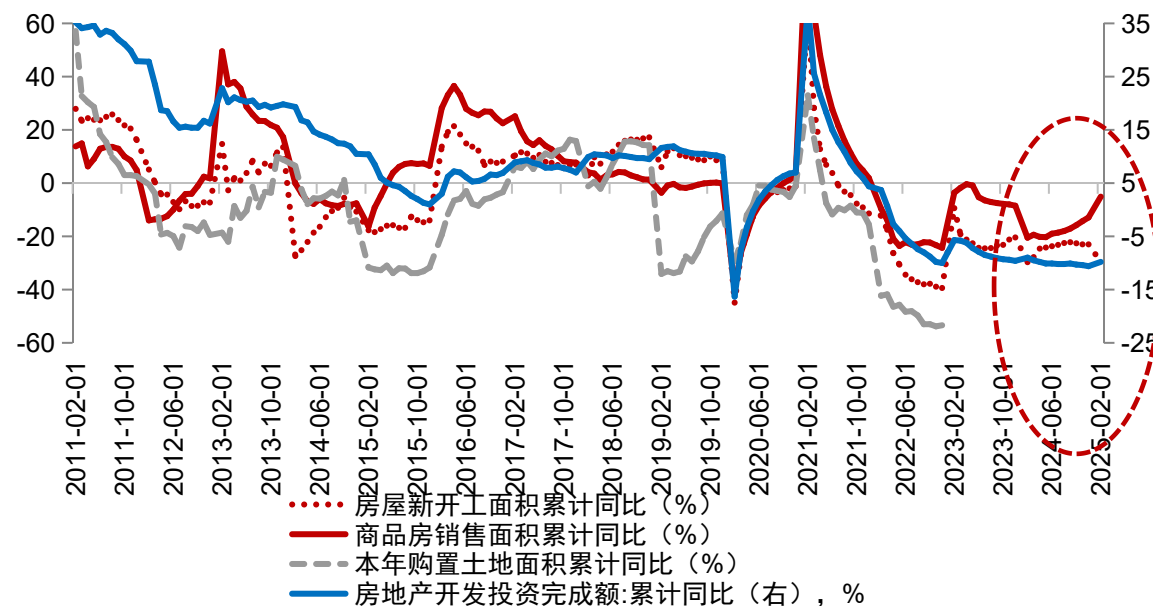
◆ 二季度美债收益率可能维持回落趋势，国内经济修复预期可能上升，核心资产估值可能回升。

(2) 二季度国内经济基本面可能修复，核心资产可能有配置机会。一是2015年以来国内地产销售增速与外资净流入额成一定正相关关系。二是二季度政策发力下，国内经济修复预期可能上升，核心资产可能有配置机会：首先，持续宽松的政策后地产销售已经出现比较明显的回升，二季度随着政策的持续落地实施，地产销售可能继续企稳回升；其次，二季度随着基建项目加速落地、以旧换新等提振消费政策实施、货币进一步宽松等，经济修复预期可能上升，外资可能继续流入，核心资产可能有配置机会。

外资流入规模与商品房销售金额累计同比增速成正相关



自5月以来商品房销售额同比降幅保持收敛趋势



4.2 大类行业：二季度核心资产也可能有配置机会

◆ 二季度核心资产可能补涨。

(3) 核心资产可能受益于补涨逻辑。

一是历史复盘来看，一季度涨幅靠后的行业，二季度表现可能相对占优：近八年除2023年以外，一季度涨幅靠后的10个行业中，至少有两个行业二季度涨跌幅排名位居前10，如2018、2019、2021、2022年有4个一季度涨幅靠后的行业进入二季度涨幅前10。

二是当前核心资产涨幅相对靠后：2025年1月13日至今，家电、食品饮料、医药生物、电力设备、基础化工等行业涨幅相对靠后，二季度可能补涨。

一季度涨幅靠后的行业二季度补涨逻辑占优

2017		2018		2019		2020	
Q1 (涨幅后十)	Q2 (涨幅前十)	Q1 (涨幅后十)	Q2 (涨幅前十)	Q1 (涨幅后十)	Q2 (涨幅前十)	Q1 (涨幅后十)	Q2 (涨幅前十)
综合金融	家电	综合	食品饮料	银行	食品饮料	石油石化	消费者服务
计算机	食品饮料	煤炭	消费者服务	电力及公用事业	家电	家电	医药
纺织服装	非银行金融	非银行金融	石油石化	建筑	银行	非银行金融	食品饮料
农林牧渔	银行	农林牧渔	医药	石油石化	消费者服务	煤炭	电子
传媒	电子	电力设备及新能源	家电	汽车	非银行金融	消费者服务	传媒
商贸零售	房地产	汽车	煤炭	钢铁	煤炭	银行	电力设备及新能源
房地产	煤炭	钢铁	纺织服装	煤炭	有色金属	有色金属	计算机
非银行金融	医药	食品饮料	钢铁	消费者服务	建材	房地产	家电
综合	电力及公用事业	建筑	交通运输	有色金属	交通运输	交通运输	商贸零售
基础化工	汽车	电力及公用事业	汽车	交通运输	农林牧渔	钢铁	基础化工
2021		2022		2023		2024	
Q1 (涨幅后十)	Q2 (涨幅前十)	Q1 (涨幅后十)	Q2 (涨幅前十)	Q1 (涨幅后十)	Q2 (涨幅前十)	Q1 (涨幅后十)	Q2 (涨幅前十)
国防军工	电力设备及新能源	电子	消费者服务	房地产	通信	综合	银行
非银行金融	电子	国防军工	汽车	消费者服务	家电	医药	电力及公用事业
通信	综合	汽车	食品饮料	综合	传媒	电子	交通运输
计算机	汽车	食品饮料	电力设备及新能源	银行	机械	房地产	煤炭
汽车	基础化工	家电	家电	电力设备及新能源	电力及公用事业	计算机	电子
电子	医药	机械	煤炭	交通运输	汽车	基础化工	家电
家电	有色金属	电力设备及新能源	交通运输	建材	银行	国防军工	通信
传媒	计算机	计算机	基础化工	商贸零售	国防军工	综合金融	石油石化
食品饮料	煤炭	传媒	机械	农林牧渔	纺织服装	纺织服装	有色金属
综合金融	国防军工	轻工制造	建材	基础化工	非银行金融	轻工制造	国防军工

4.3 绩优成长筛选：计算机、电子、军工等营收增速较高

◆ 计算机、电子、汽车和国防军工2025年预期营收增速较高。

- (1) 23Q4-24Q3营收增速平均较高的行业是计算机、电子、汽车和机械。
- (2) 2025年预期营收增速较高的行业是计算机、电子、汽车和国防军工。

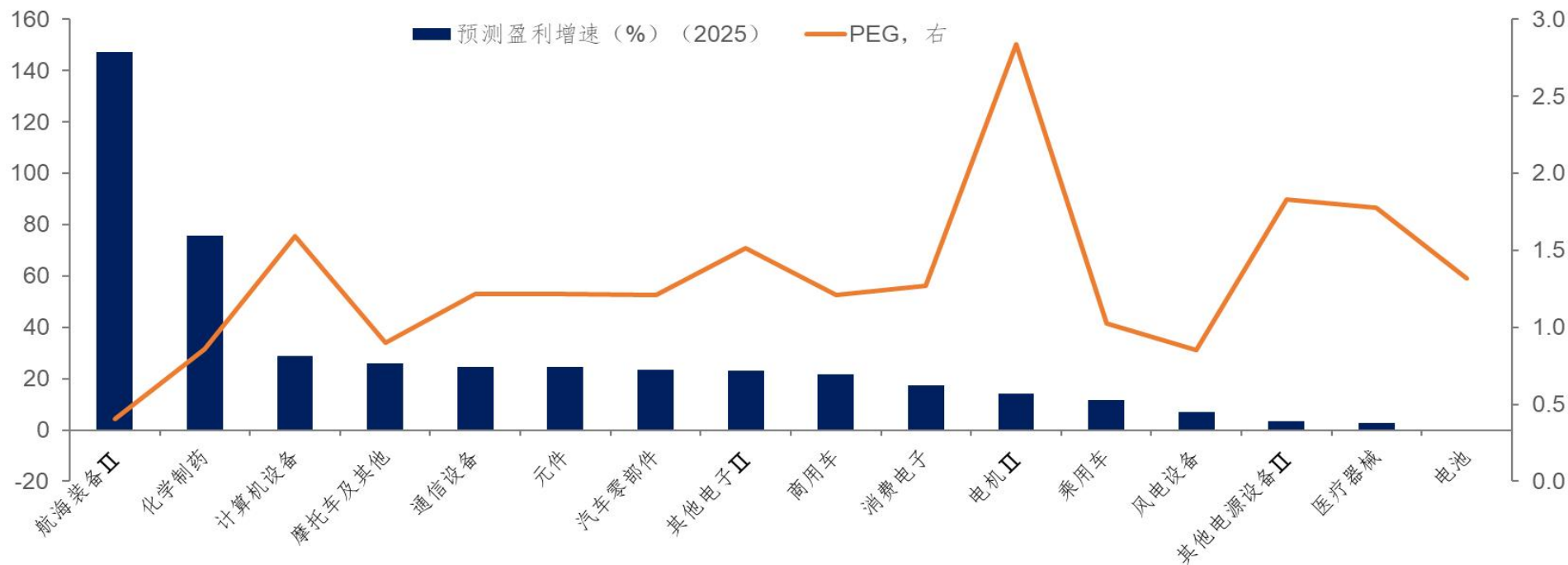
成长行业营收增速情况（按照2025年wind一致预期营收增速从高到低排序）

行业	营收增速（%）						2025预期营收增速（%）
	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	平均营收增速（%）		
计算机	2.6	8.9	15.5	15.9	10.7	12.9	
电子	-1.9	11.0	11.3	11.6	8.0	12.1	
汽车	17.2	8.8	7.8	5.0	9.7	9.8	
国防军工	5.8	-2.1	-7.1	-11.4	-3.7	8.6	
机械	6.7	6.0	4.5	4.6	5.5	6.6	
通信	5.3	5.0	4.1	3.8	4.6	4.8	
医药	1.6	-0.6	-0.3	-0.2	0.1	2.2	
传媒	5.5	3.6	1.7	0.2	2.7	1.6	
电力设备及新能源	16.8	-9.7	-9.0	-9.0	-2.7	-4.1	

4.3 绩优成长筛选：航海装备、计算机设备、计算机设备等PEG较低

- ◆ 航海装备、化学制药、计算机设备、摩托车、通信设备等行业2025年预期盈利增速较高和PEG较低。
- ◆ 以wind一致预期的2025年盈利增速为基础来筛选出PEG<1的行业：一是摩托车、化学制药、风电设备以及航海装备等PEG偏低；二是航海装备、化学制药、计算机设备、摩托车、通信设备、元件等行业2025年盈利增速预计较高。

当前成长板块PEG与2025年预测业绩情况（按PEG由高到低排序，截止2025/3/13）



4.3 核心资产筛选：建议关注家电、食品饮料和医药

◆ 二季度建议关注核心资产中的家电、食品饮料和医药。

- (1) 估值：核心资产均处于估值低位，其中家电、食品饮料、基础化工相对较低。
- (2) 盈利预期：家电、食品饮料近3个季度盈利增速较高；家电、食品饮料、医药、基础化工2025年预期盈利增速较高。

核心资产估值、盈利、资金情况一览（按照预测盈利增速从高到底排序）

行业		估值		盈利增速		持仓	
证券代码	证券简称	PE估值	市盈率分位数 (%)	近三季度均值 (%)	2025 (E)	24Q3基金持仓	分位数
CI005016.WI	家电	16.5	34.4	4.5	6.1	5.4%	84.1%
CI005019.WI	食品饮料	22.8	14.2	1.6	4.0	9.1%	39.0%
CI005018.WI	医药	40.5	52.4	-0.4	2.2	11.2%	47.5%
CI005006.WI	基础化工	35.0	45.6	-0.9	1.8	2.9%	43.9%
CI005011.WI	电力设备及新能源	50.4	66.0	-9.1	-4.4	12.3%	89.0%

4.3 顺周期筛选：建议关注有色金属、基础化工

◆ 二季度建议关注盈利预期增速较高且估值性价比较高的有色金属、基础化工等行业。

(1) 经济修复预期带来盈利预期回升：顺周期行业与宏观经济高度相关，经济修复直接带动其需求增长和盈利改善，建议关注2025年盈利预期增速较高的汽车、有色金属、机械、轻工制造、电力、石油石化和基础化工。

(2) 低估值可能面临修复：随着盈利预期改善，顺周期相关行业的低估值可能有所修复，建议关注估值性价比较高的有色金属、石油石化、建筑等行业。

顺周期行业筛选 (按照)

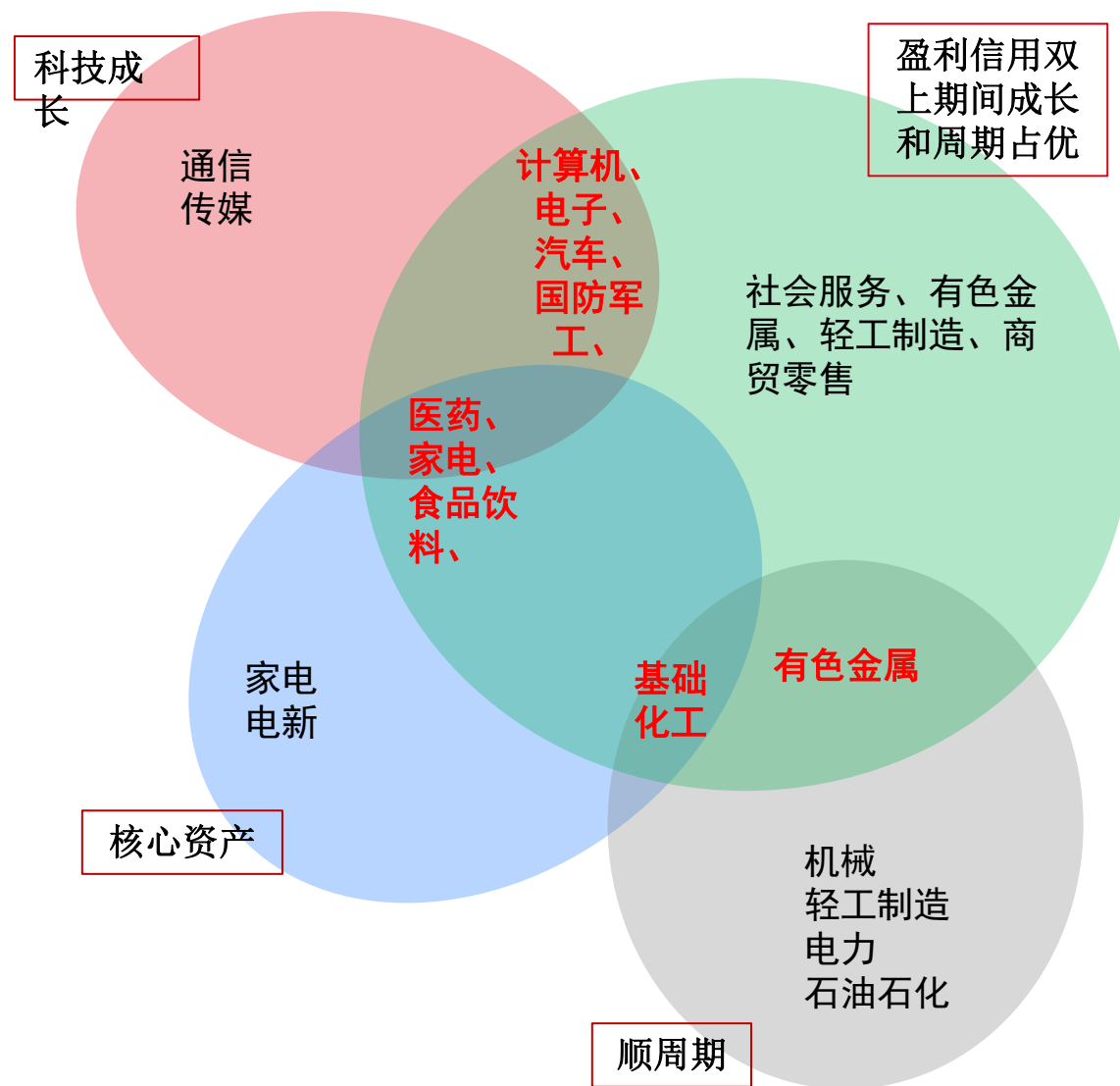
证券代码	证券简称	PE	市盈率分位数%	市净率分位数%	股息率(近12个月)%	近三季度营业收入增速均值(%)	2025预期营业增速(E)
CI005013.WI	汽车	35.0	68.9	71.8	1.3	5.1	9.8
CI005003.WI	有色金属	22.2	27.7	27.5	1.8	2.6	7.2
CI005010.WI	机械	41.2	64.4	39.4	1.2	4.8	6.6
CI005009.WI	轻工制造	32.1	32.5	17.4	2.2	1.7	3.4
CI005004.WI	电力及公用事业	18.3	14.2	19.1	2.6	-0.2	2.8
CI005001.WI	石油石化	11.0	12.3	24.5	4.7	-1.6	2.7
CI005006.WI	基础化工	35.0	45.6	18.3	1.6	-0.9	1.8
CI005021.WI	银行	6.3	40.0	16.3	6.3	-1.0	-0.6
CI005007.WI	建筑	10.2	24.4	3.8	2.8	-4.9	-1.0
CI005002.WI	煤炭	11.7	42.8	38.8	6.5	-7.9	-4.7
CI005005.WI	钢铁	145.1	95.6	28.2	2.2	-8.6	-5.3
CI005008.WI	建材	37.8	70.1	3.3	2.9	-12.8	-7.2

4.4 二季度行业配置建议：均衡配置科技、核心资产和周期

◆**二季度行业风格：二季度风格偏均衡。**一是盈利信用双上期间小盘和大盘相对占优，成长和顺周期表现相对偏强。二是历史经验来看，二季度消费、部分顺周期、非TMT成长相对占优。

◆**二季度大类行业：科技仍是主线方向，核心资产和部分顺周期也可能有配置机会。**一是流动性宽松、政策支持和产业趋势上行导致科技相对占优的条件不会变，二季度科技依然是配置主线。二是二季度财政发力和货币宽松等政策可能落地实施，经济修复预期可能上升，同时美联储可能进一步降息，外资可能流入，核心资产可能有配置机会。三是经济修复预期叠加供给偏紧，部分顺周期行业也可能有配置机会。

◆**二季度行业配置：建议关注TMT、机械、军工、医药、汽车、食品饮料、有色金属和基础化工等行业。**（1）科技成长方面，二季度建议关注预期营收增速和估值性价比较高的计算机、军工、电子、汽车等行业：一是计算机、电子、汽车和国防军工2025年预期营收增速较高等；二是航海装备、化学制药、计算机设备、摩托车、通信设备等行业PEG较低。（2）核心资产方面，综合估值、盈利等角度，二季度建议关注医药、食品饮料和家电等行业。（3）顺周期方面，建议关注预期盈利增速和估值性价比较高的有色金属、基础化工等行业。



- ◆ 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。
- ◆ 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。
- ◆ 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全部责任，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