



A 股投资策略周报

策略专题研究报告
 证券研究报告

策略组

分析师：张弛（执业 S1130523070003）
 zhangchi1@gjzq.com.cn

分析师：吴慧敏（执业 S1130523080003）
 wuhuimin@gjzq.com.cn

2025 年港股创新药：从主题到景气，不可错失的主线

前期报告提要与市场聚焦

前期观点回顾：2025 年黄金股：底部布局，一飞冲天。“分子&分母”端共振走弱，维持市场“波动率”趋于上升的观点，中小盘成长风格将“切换”至大盘价值防御；考虑 A 股“市场底”已现+AI 产业逻辑催化，预计部分科技成长依然具备结构性机会。重点推荐黄金股，静待美国“硬着陆”，或将有望迎来“戴维斯双击”。

当下市场聚焦：1、如何看待开年经济数据表现？2、如何解读美联储最新的 3 月 FOMC？3、市场“波动率”上升，哪些资产可以应对？4、创新药板块的驱动逻辑有哪些？5、港股和 A 股的创新药板块之间如何做选择？

国内基本面修复边际转弱，美国“滞胀”风险升温，市场“波动率”上升

国内基本面修复边际转弱，开年经济数据看似“偏强”的背后，“供强需弱”的格局仍在延续，依赖“政策补贴”拉动的消费复苏持续性面临考验，出口未来需要面临“关税压力”和“全球经济景气下行”的挑战，私人部门内生动能的修复依然是关键，这也是我们期待二季度开始，财政政策能够在“资产端”发力的重要原因。海外 3 月 FOMC 上更新的 SEP 表明，美国“滞胀”风险进一步升温，当下美联储或出于对“胀”的担忧不得不暂停降息周期，这反而可能加快美国经济衰退风险从“担忧”向“现实”的转换。对应至 A 股市场定价来看，分子端存在边际走弱迹象，同时企业“盈利底”（最快可能在 2025Q3 出现）尚未到来，分子端对于股价的贡献力度偏弱，甚至短期在基本面边际“转弱”阶段风险偏好亦可能再次回落，叠加流动性的边际走弱均将对估值扩张形成制约。故，我们继续维持前期观点，市场“波动率”或延续回升。

市场“波动率”上升，重点推荐：创新药

创新药：短看毛利率修复，长看营收改善，驱动逻辑有三：（1）AI 赋能之下，研发周期缩短、成本下降、效率提升等，均将从中期维度提振创新药企的 IRR 水平，板块或将有希望迎来新的成长逻辑；（2）全球医药产业投融资活动回暖，有利创新药企融资现金流改善，在行业投融资周期的显著上行阶段，创新药板块在资本市场上的表现往往都较为出色，比如参考上一轮 2019 年-2021 年期间，与此同时，2025 年美债利率中枢大概率下移，或进一步利好创新药企融资活动回暖趋势延续，提振板块估值；（3）静待财政发力，创新药企业存在毛利率修复空间，一方面，“丙类目录”为代表的行业政策发布在即或是板块估值和情绪修复的重要催化，另一方面，“社保注资”或是财政发力的选项之一，从而能够减轻医保支付压力，带动基本医疗保险支出增速持续回暖，创新药板块的营收增速将有望迎来向上拐点，毛利率亦有望修复。港股创新药的“估值扩张弹性、空间”或强于 A 股。一则，更高的“研发费用率”和“海外收入占比”表明，港股创新药行业的“含金量”更高，同时板块整体净利润增速自 2023H1 以来持续领先于 A 股，结合盈利前景预测来看，这一比较优势将有望延续。二则，港股创新药行业对美债利率更加敏感，更受益于海外流动性宽松后对估值层面的提振。三则，港股创新药行业在估值层面也更具“性价比”优势，结合更好的基本面相对优势，也意味着潜在的估值弹性或更大。

风格及行业配置：成长明显分化，价值逐步占优

建议：（一）减持：“渗透率 10%以下”仅靠流动性、情绪驱动的 AI 端侧；（二）增配：有业绩贡献或者潜在出业绩的结构性科技成长方向，包括：（1）渗透率 10%~15%的成长；（2）AI 基础设施建设，将受益于产业 Capex 及国内财政扩张支持。

（三）超配：三大运营商、基建及消费等“增长型红利”资产。（四）黄金股，受益于金价上涨趋势，有望迎来“戴维斯双击”；（五）创新药，短看毛利率改善及 IRR 回升，中长期营收亦有望迎来改善。

风险提示

美国经济“硬着陆”加速确认，超出市场预期；国内出口放缓超预期。



内容目录

一、前期报告提要与市场聚焦.....	4
二、策略观点及投资建议.....	4
2.1 国内基本面修复边际转弱，美国“滞胀”风险升温，市场“波动率”上升.....	4
2.2 市场“波动率”上升，重点推荐：创新药.....	5
2.3 风格及行业配置：成长明显分化，价值逐步占优.....	11
三、市场表现回顾.....	12
3.1 市场回顾：国内宽基指数全面收跌，海外权益指数涨多跌少.....	12
3.2 市场估值：A股主要指数估值全面下调，海外权益指数估值多数收涨.....	14
3.3 市场性价比：主要指数配置性价比相对较高.....	15
3.4 盈利预期：盈利预期多数下调.....	18
四、下周经济数据及重要事件展望.....	21
五、风险提示.....	22

图表目录

图表 1：商品消费分化暗示消费复苏“持续性”有待考验.....	5
图表 2：美国“滞胀”风险进一步升温.....	5
图表 3：AI 对于创新药企业的赋能之下，研发周期缩短、成本下降等有望提振 IRR.....	5
图表 4：AI 或将帮助医药企业缩短研发周期（30%-50%）和降低研发成本（30%-50%）.....	6
图表 5：AI 对于医药研发各环节研发周期和成本的影响程度.....	6
图表 6：全球医疗产业投融资活动的“回暖”信号出现.....	7
图表 7：融资活动回暖也有利于创新药板块的股价表现.....	7
图表 8：历次降息周期开启，创新药均有不错超额收益.....	7
图表 9：创新药板块估值与十年美债利率呈负相关.....	7
图表 10：若降息周期继续，美债利率中枢大概率下移.....	8
图表 11：压降美债利率也能够减轻政府偿债压力.....	8
图表 12：“社保注资”或是“财政扩张”的路径之一.....	8
图表 13：医保支出增速回暖有望带动板块营收改善.....	8
图表 14：港股创新药行业的“含新量”更高，盈利增长前景更具优势.....	9
图表 15：港股创新药行业的估值水平与十年期美债实际利率的负相关性较 A 股更加明显.....	10
图表 16：在美债利率趋势性下行阶段，港股创新药行业的弹性也更大.....	10
图表 17：估值层面，港股创新药行业也更具“性价比”优势.....	11
图表 18：本周（3.17-3.21）国内宽基指数全面收跌，海外权益指数涨多跌少.....	13
图表 19：本周（3.17-3.21）一级行业多数下跌，石油石化领涨、计算机领跌.....	14
图表 20：本周（3.17-3.21）A 股主要指数估值全面下调，海外权益指数估值涨跌不一.....	15
图表 21：本周（3.17-3.21）A 股各行业估值多数下跌，农林牧渔和计算机领跌.....	15
图表 22：万得全 A ERP 高于“滚动均值”.....	16
图表 23：上证指数 ERP 高于“滚动均值”.....	16
图表 24：沪深 300 ERP 高于“滚动均值”.....	16



图表 25: 创业板指 ERP 高于“1 倍标准差上限”	16
图表 26: 万得全 A 股债收益差触及“2 倍标准差下限”	16
图表 27: 上证指数股债收益差触及“2 倍标准差下限”	16
图表 28: 沪深 300 股债收益差触及“2 倍标准差下限”	17
图表 29: 创业板指股债收益差触及“2 倍标准差下限”	17
图表 30: 金融的 ERP 低于“滚动均值”	17
图表 31: 周期的 ERP 高于“滚动均值”	17
图表 32: 消费的 ERP 高于“1 倍标准差上限”	17
图表 33: 成长的 ERP 高于“滚动均值”	17
图表 34: 金融股债收益差低于“2 倍标准差下限”	18
图表 35: 周期股债收益差低于“1 倍标准差下限”	18
图表 36: 消费股债收益差低于“2 倍标准差下限”	18
图表 37: 成长股债收益差低于“1 倍标准差下限”	18
图表 38: 本周 (3.17-3.21) 主要指数盈利预期多数下调	19
图表 39: 本周 (3.17-3.21) 各行业盈利预期多数下调	20
图表 40: 下周全球主要国家核心经济数据一览	21
图表 41: 下周全球主要国家重要财经事件一览	21



一、前期报告提要与市场聚焦

前期观点回顾：2025 年黄金股：底部布局，一飞冲天。“分子&分母”端共振走弱，维持市场“波动率”趋于上升的观点，中小盘成长风格将“切换”至大盘价值防御；考虑 A 股“市场底”已现+AI 产业逻辑催化，预计部分科技成长依然具备结构性机会。重点推荐黄金股，静待美国“硬着陆”，或将有望迎来“戴维斯双击”。

当下市场聚焦：1、如何看待开年经济数据表现？2、如何解读美联储最新的 3 月 FOMC？3、市场“波动率”上升，哪些资产可以应对？4、创新药板块的驱动逻辑有哪些？5、港股和 A 股的创新药板块之间如何做选择？

二、策略观点及投资建议

2.1 国内基本面修复边际转弱，美国“滞胀”风险升温，市场“波动率”上升

国内基本面修复边际转弱，维持市场“波动率”上升的判断。开年经济数据看似“偏强”的背后，“供强需弱”的格局仍在延续，1-2 月工业增加值同比+5.9%，服务业生产指数+5.6%，均表明供给层面的数据偏强。不过，从需求侧来看，基本面修复还是面临内生动能相对不足的问题：一则，依赖“政策补贴”拉动的消费复苏持续性面临考验，1-2 月社零同比增速从前值的+3.7%回升至+4.0%，但结构上来看，商品消费开始分化，受益于第一轮“以旧换新”补贴拉动的家电（+39.3%→+10.9%）、汽车（+0.5%→-4.4%）零售开始转弱，补贴范围扩大后的电子类产品则增长亮眼，比如通讯器材类（+14.0%→+26.2%）等；此外，服务消费实则也在边际放缓，1-2 月的服务零售额累计同比从前值的+6.2%回落至+4.9%。因此，一旦后续政策拉动作用消退后，居民内生动能的修复仍然是关键，这也是我们期待二季度开始，财政政策能够在“资产端”发力的原因之一。二则，1-2 月出口同比从 2024 年的+5.9%放缓至+2.3%，未来出口一方面需要面临“关税压力”的挑战，特朗普上任至今已经两次对华加征“10%关税”，4 月对等关税的最终落地结果也即将揭晓，另一方面倘若美国经济“衰退风险”暴露后，全球经济景气下滑也将构成外需层面的压力。三则，1-2 月固定资产投资增速+4.1%，较 2024 年的+3.2%明显回暖，但相较于 5%左右的整体经济增速或偏低，未来出口承压或也可能拖累其中近年来持续表现有韧性的制造业分项。综合而言，开年经济数据一定程度上暗示基本面修复边际转弱，分子端预期边际下修或导致市场波动率再次回升。

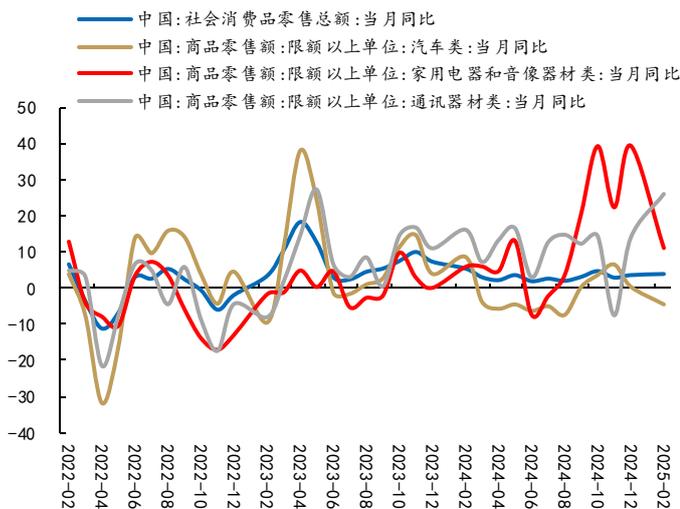
美国“滞胀”风险进一步确认，联储降息受限或加快“衰退风险”暴露。3 月 FOMC 上，“经济前景不确定性”和“关税通胀”成为焦点，联储官员在最新的 SEP 中认为增长风险显著倾向于下行、失业率风险显著倾向于上行，表达了对于美国经济“滞胀”风险升温的担忧，点阵图一定程度上佐证了联储的降息自由度继续受限，详见我们的 3 月 FOMC 点评《美国降息受限或加快衰退风险暴露》。我们倾向于认为，当下美联储或出于对“胀”的担忧不得不暂停降息周期，这反而可能加快美国经济衰退风险从“担忧”向“现实”的转换，届时一旦确认“硬着陆”，美联储继续推进降息周期甚至更大幅度的降息仍是基准情形，我们持续关注的失业率或仍是决定降息时机的核心指标，最新 SEP 中对 2025 年 4.4%的预测提供了一个重要参考阈值。

回到当下的 A 股市场定价层面来看，在短期市场情绪透支过大，而分子端存在边际走弱的迹象，同时企业“盈利底”（基于 M1 和 PPI 的领先性来看，最快可能在 2025Q3 出现）也尚未到来之前，分子端对于股价的贡献力度偏弱，甚至短期在基本面边际“转弱”阶段风险偏好亦可能再次回落，叠加流动性的边际走弱均将对估值扩张形成制约。故，我们继续维持前期观点，市场“波动率”或再次回升，中小盘成长风格将“切换”至大盘价值防御；考虑 A 股“市场底”已现+AI 产业逻辑催化，预计科技成长依然具备部分结构性机会。



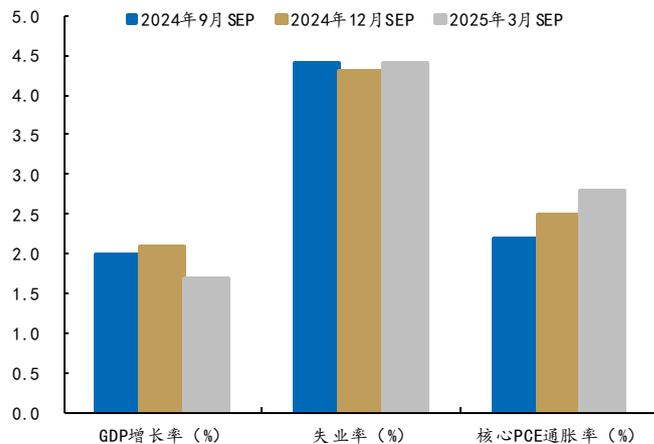
图表1: 商品消费分化暗示消费复苏“持续性”有待考验

图表2: 美国“滞胀”风险进一步升温



来源: Wind, 国金证券研究所

2025年主要经济指标预测 (单位: %)



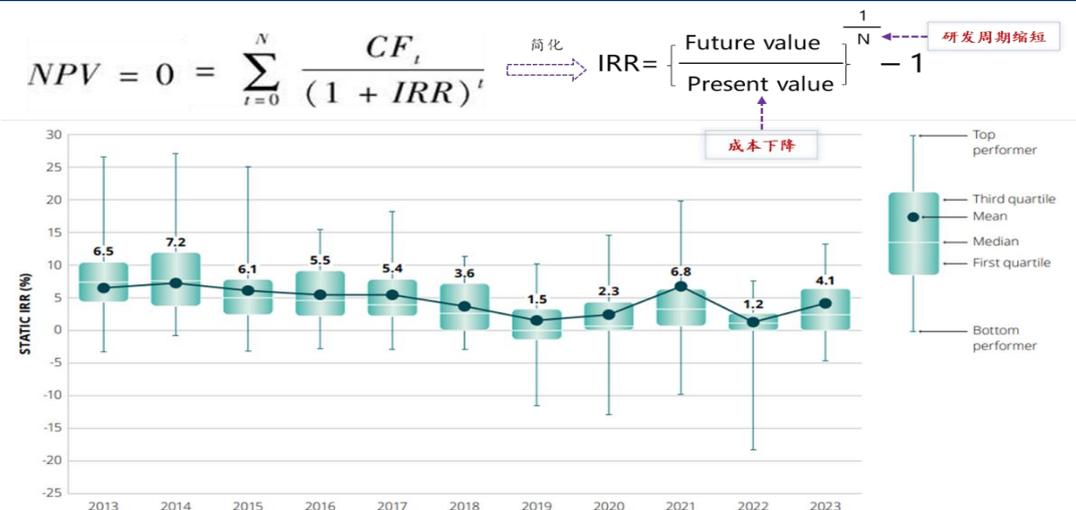
来源: Wind, FRB, 国金证券研究所

2.2 市场“波动率”上升, 重点推荐: 创新药

2.2.1 创新药: 短看毛利率修复, 长看营收改善

(1) AI 赋能之下, 创新药企业 IRR 中期存在改善逻辑。开年以来 DeepSeek 的爆发带动“AI+”市场情绪高涨, AI 对于创新药企业的赋能自然也成为市场关注的方向之一。尤其是随着龙头企业如恒瑞医药、复星医药等宣布接入 DeepSeek 平台, 用于企业运营管理、研发设计等, 或将有助于企业实现提质增效。实际上, 根据相关咨询机构的研究¹, 在三种不同的情景下, 模型均表明 AI 可以帮助企业缩短从药物发现至临床前的研发时间, 并大幅降低研发成本。例如, 在情景 1 (New molecule for difficult or poorly understood target) 当中, AI 可以帮助企业将研发周期由原来的 8-11 年缩短至 5-7 年, 并使其成本下降幅度达 25%-30%。对应至以 IRR (内部收益率) 所衡量的医药企业回报率层面, 在企业全生命周期现金流维持不变的情况下, 研发周期缩短 (图表 3 简化版本公式中的“N”下降)、成本下降 (初始投资减少) 以及效率的提升等, 均将从中期维度提振企业的 IRR 水平, 创新药企业或将有希望迎来新的成长逻辑。

图表3: AI 对于创新药企业的赋能之下, 研发周期缩短、成本下降等有望提振 IRR



来源: Deloitte、国金证券研究所; 注: 图中的 IRR 数据为德勤针对研发支出排名前 20 的生物制药企业的相关数据测算得出, 以评估各家企业处于临床晚期阶段研发管线的回报率。

¹ BCG, 《Unlocking the potential of AI in Drug Discovery》。

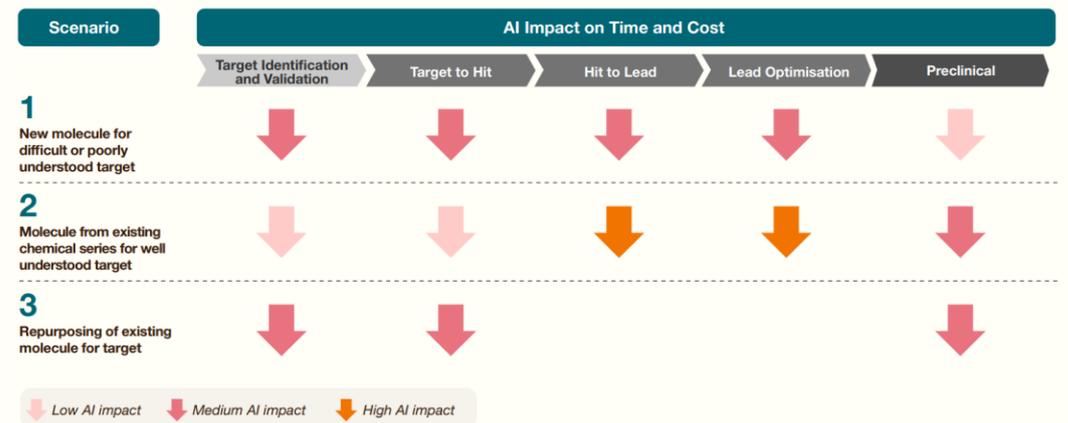


图表4: AI 或将帮助医药企业缩短研发周期 (30%-50%) 和降低研发成本 (30%-50%)

Scenario		Time to PCC (y)	Cost to PCC (\$M)
1	New molecule for difficult or poorly understood target	Baseline ¹ 8 - 11	35 - 55
	AI - enabled workflow	5 - 7 35-40% ↓	25 - 40 25-30% ↓
2	Molecule from existing chemical series for well understood target	Baseline ¹ 5 - 8	25 - 40
	AI - enabled workflow	3 - 4 40-50% ↓	15 - 20 40-50% ↓
3	Repurposing of existing molecule for target	Baseline ¹ 3 - 5	15 - 30
	AI - enabled workflow	2 - 3 30-40% ↓	10 - 15 30-50% ↓

来源: BCG、国金证券研究所

图表5: AI 对于医药研发各环节研发周期和成本的影响程度



来源: BCG、国金证券研究所

(2) 全球医药产业投融资活动回暖, 亦有利创新药企融资现金流改善, 从而提振估值。2024 年全年, 全球医疗健康产业的融资总额为 582 亿美元左右, 同比+1.39%, 经历了 2022、23 两年连续大幅度的萎缩后 (2021/2022/2023 的融资总额分别为 1270 亿/729 亿/574 亿美元), 同比增速企稳转正标志着投融资活动的边际回暖信号。创新药企业由于自身业务固有的高研发成本、漫长的开发周期以及极高的失败风险等特征, 对外部融资活动表现出高度的依赖性, 融资可得性和融资条件直接影响着行业的创新速度和范围。结合股价表现来看, 在行业投融资周期的明显上行阶段, 创新药板块在资本市场上的表现往往都较为出色, 比如参考上一轮 2019-2021 年的上行阶段, 并且股价表现对投融资活动的回暖往往还具备一定的领先性。

2025 年美债利率中枢下移, 或进一步利好创新药企融资活动回暖趋势延续。考虑到前述创新药企对外部融资的高度依赖性, 同时美元计价的融资市场在全球范围内规模庞大, 因此美债利率通过影响创新药企的融资成本等条件, 与板块估值往往呈一定的负相关性。经验上来看, 历次美联储降息周期开启后, 美债利率趋于回落, 无论是 A 股还是港股的创新药行业均存在上涨机会且具备超额收益。当下, 我们正处于美联储自 2024 年 9 月开启的新一轮降息周期中, 2025 年美债利率中枢下移的驱动因素或主要来自以下两点:

- ① 美国经济从目前的“滞胀”风险升温到最终走向“硬着陆”依旧是我们的基准判断, 这意味着尽管当下美联储或出于对“胀”的担忧, 降息自由度受限, 但后续在“衰退风险”确认后, 将必然重新推进降息周期, 甚至采取更大幅度的宽松。历次美联储降息周期开启后, 十年期美债利率中枢均趋于下移, 经济恶化速度越快、程度越大, 利率下行幅度或也更大。相较于 1990s 以来的 6 轮降息周期 (不

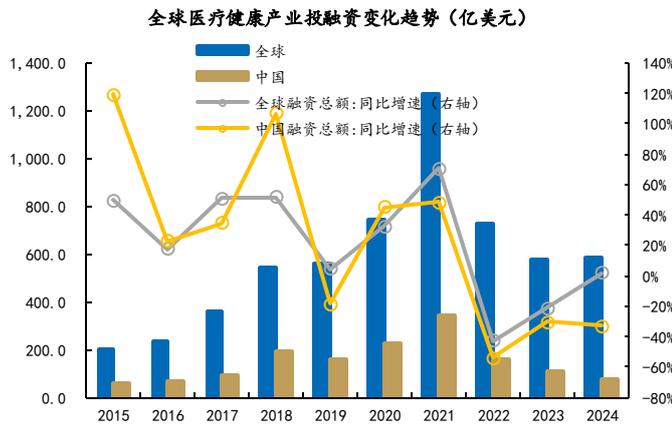


含本轮)，本轮首次降息后的美债利率中枢显著偏高，一方面是对美国增长韧性的定价，但另一方面或也表明，衰退风险暴露后的中枢下修较为确定。

- ② 十年期美债利率受到特朗普和美国财长贝森特的高度关注，此前的媒体采访中，新财长贝森特有过直接表态：“特朗普总统和我都专注于10年期美债，他并没有施压美联储降息。”²考虑到贝森特“3-3-3”政策主张中包括到2028年将联邦预算赤字降到3%的目标，及当下接近历史高位的联邦政府利息支出占比，通过压低美债利率以减轻债务付息压力，进而一定程度上起到财政整顿的效果，或是特朗普的潜在政策路径之一。数据上看，联邦政府的利息支出占比、付息债务的平均利率均与十年期美债利率走势高度挂钩。此外，更低的“财政赤字”目标也能够通过压降期限溢价来推动美债利率中枢下行。

图表6: 全球医疗产业投融资活动的“回暖”信号出现

图表7: 融资活动回暖也有利于创新药板块的股价表现

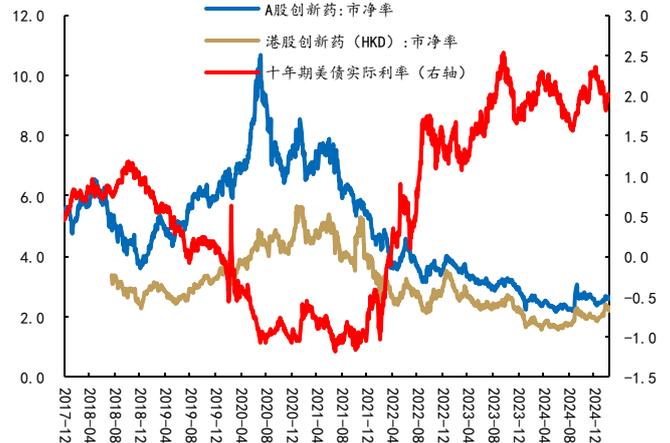
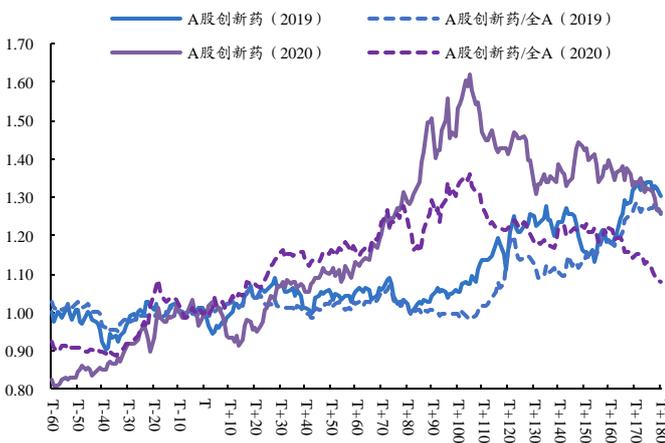


来源: 动脉智库, 国金证券研究所

来源: 动脉智库, 国金证券研究所

图表8: 历次降息周期开启, 创新药均有不错超额收益

图表9: 创新药板块估值与十年美债利率呈负相关



来源: Wind, Bloomberg, 国金证券研究所

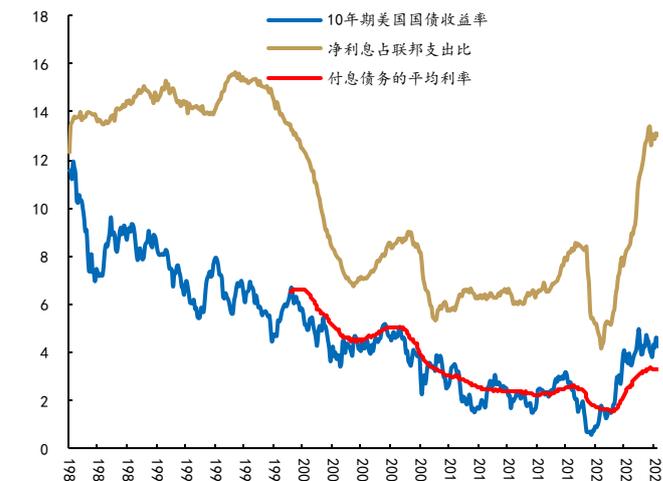
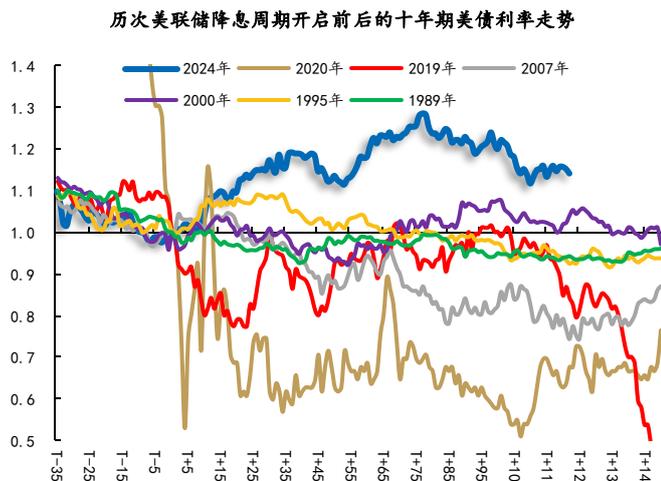
来源: Wind, Bloomberg, 国金证券研究所

² <https://www.cnbc.com/2025/02/06/bessent-says-trump-is-focused-on-the-10-year-yield-wont-push-fed-to-cut-rates.html>



图表10: 若降息周期继续, 美债利率中枢大概率下移

图表11: 压降美债利率也能够减轻政府偿债压力



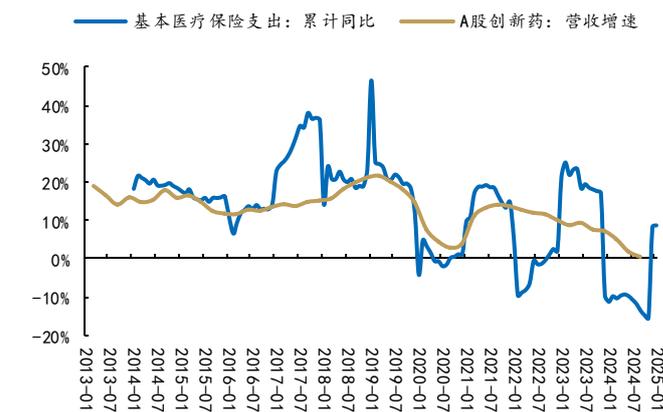
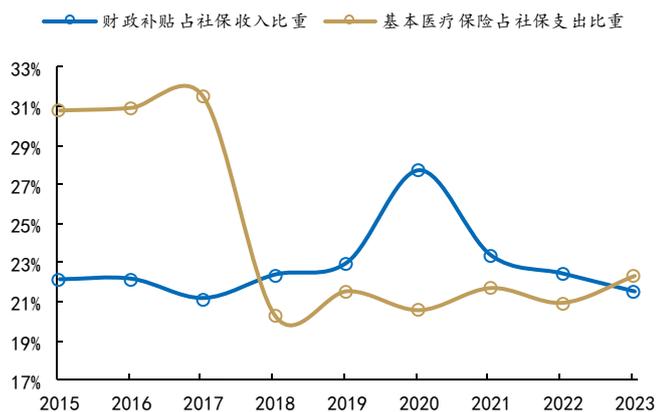
来源: Wind、Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Wind、Bloomberg, 国金证券研究所

(3) 静待财政发力, 创新药企业存在毛利率修复空间。自 2024 年 7 月发布《全链条支持创新药发展实施方案》之后, 2025 年 1 月国家医保局新闻发布会上提及丙类目录 (主要聚焦创新程度很高、临床价值巨大、患者获益显著) 计划于今年年内发布第一版; 两会政府报告中提及“制定创新药目录, 支持创新药和医疗器械发展”, 政策支撑有望从中期维度带动行业加速发展的同时, 也是板块估值和情绪修复的重要催化。此外, 考虑到二季度开始“财政扩张”大概率成为市场关注焦点, 社保注资或是潜在的财政发力路径之一。数据上看, 2023 年社保基金收入中来自财政补贴部分的占比约为 21.5%, 社保基金支出中基本医疗保险支出 (不包括个人部分) 占比 22.3%。倘若“社保注资”能够减轻医保支付压力, 带动基本医疗保险支出增速持续回暖, 创新药板块的营收增速 (已经连续 12 个季度下滑) 将有望迎来向上拐点, 毛利率亦有望修复。

图表12: “社保注资”或是“财政扩张”的路径之一

图表13: 医保支出增速回暖有望带动板块营收改善



来源: Wind、Bloomberg, 国金证券研究所

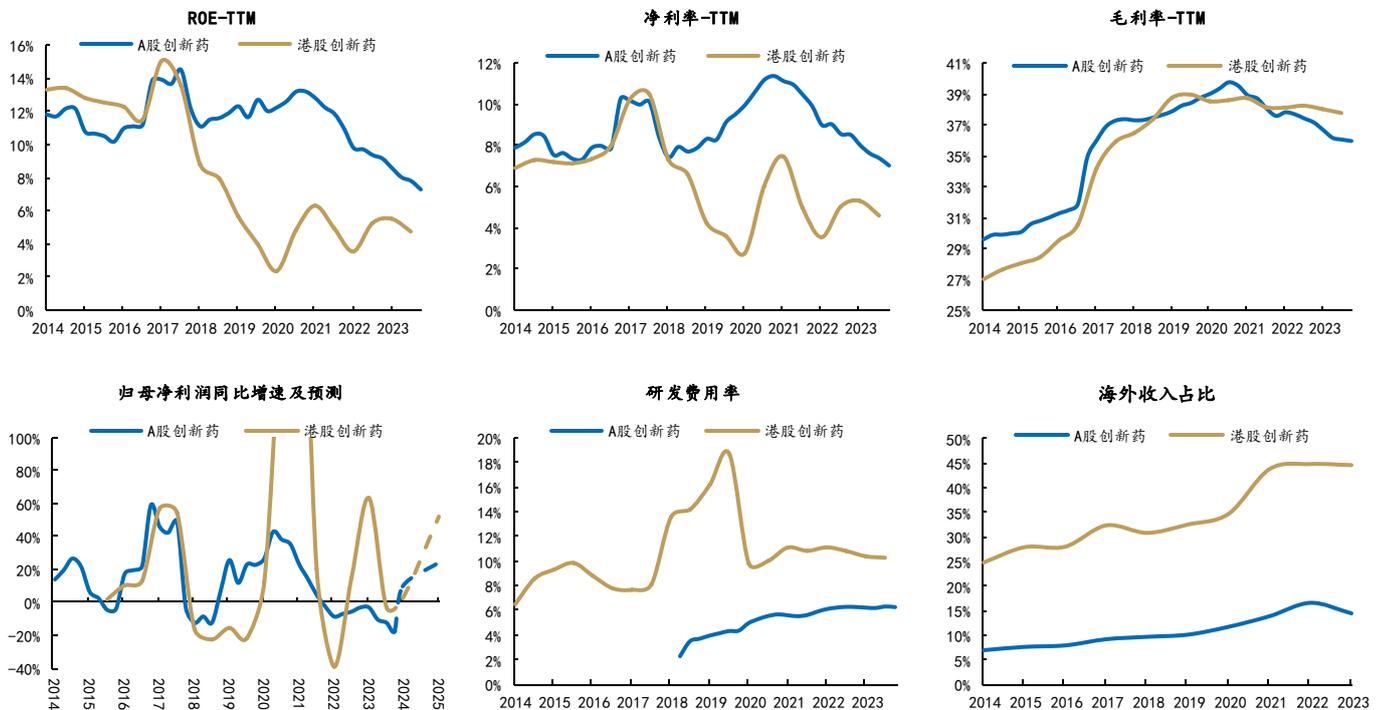
来源: Wind、Bloomberg, 国金证券研究所



2.2.2 港股创新药的“估值扩张弹性、空间”或强于A股

港股创新药行业的“含新量”更高，盈利增长前景更具优势。从绝对水平上来看，港股创新药行业的整体 ROE 水平（成分股整体法计算）低于 A 股，做进一步拆分后发现，港股创新药行业的整体毛利率水平高于 A 股，ROE 的落后主因“研发费用率”显著高于 A 股（2024H1 港股 10.2% vs A 股 6.2%），进而导致净利率因子成为主要拖累。不过，考虑到创新药行业的新药研发等核心业务依赖于高额的研发成本和研发投入的持续增长，行业整体更高的“研发费用率”或一定程度上反映了港股创新药企更强的潜在竞争优势；同时，在国内各类控费政策的压制下，越来越多的国内创新药企选择出海，这一路径既是通过进入支付能力更强的市场打开新的增长空间，同时也是企业产品国际竞争力的体现，从“海外业务收入占比”表征的出海能力上来看，港股同样显著更高（2023 年港股 44.6% vs A 股 14.4%）。综合以上两点，港股创新药行业的“含新量”较 A 股或更高一些。另一方面，盈利层面，港股创新药也具备比较优势，板块的整体净利润增速自 2023H1 以来持续领先于 A 股，同时结合盈利前景预测来看，这一比较优势也将有望延续。

图表 14：港股创新药行业的“含新量”更高，盈利增长前景更具优势

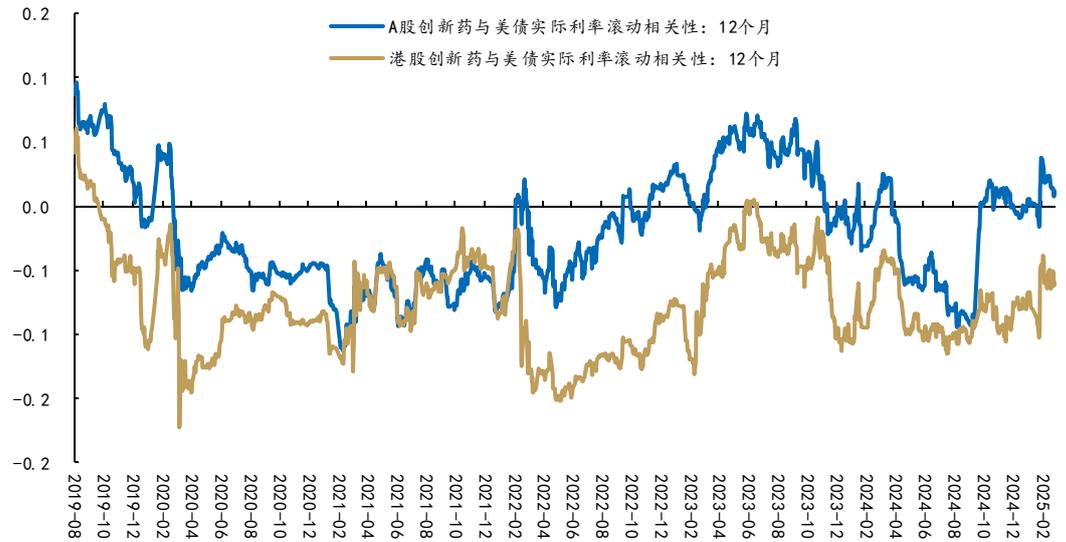


来源：Wind、Bloomberg，国金证券研究所（注：左下角图片中的虚线代表预测值，所有“财务数据”均采用板块成分股汇总计算）

港股创新药行业对美债利率更加敏感，更受益于海外流动性宽松。一方面，拉长时间维度来看，港股创新药行业的估值水平与十年期美债实际利率的负相关性较 A 股更加明显；另一方面，我们测算了自 2018 年以来美债利率呈现趋势性下行的几个阶段中，港股和 A 股创新药行业估值水平对于美债实际利率下行的敏感性系数，同样佐证了港股创新药行业更加受益于美债实际利率下行带来的海外流动性的宽松。逻辑上来说，作为离岸市场的港股，也天然更加受益于海外投资者对于中国资产配置的“回补”。

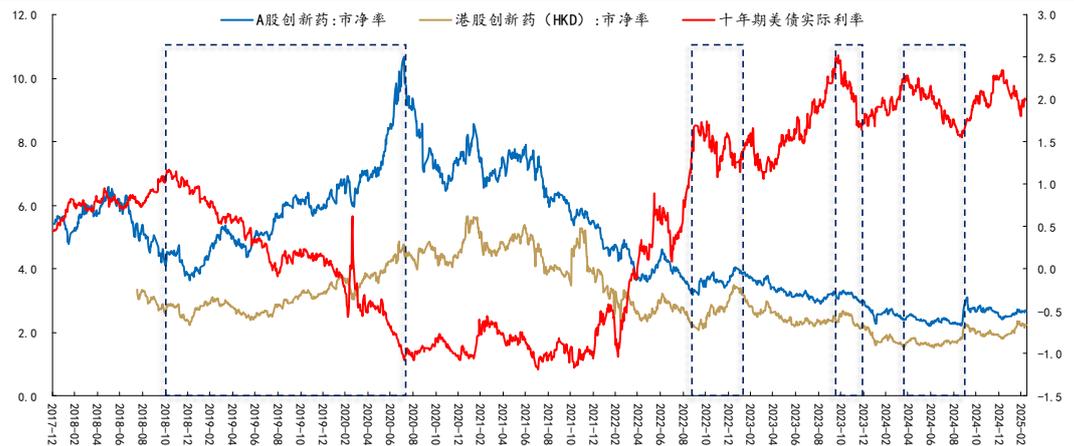


图表15: 港股创新药行业的估值水平与十年期美债实际利率的负相关性较A股更加明显

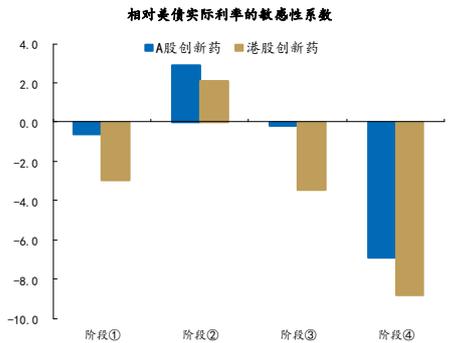


来源: Wind、Bloomberg, 国金证券研究所

图表16: 在美债利率趋势性下行阶段, 港股创新药行业的弹性也更大



	阶段①	阶段②	阶段③	阶段④
起始时间	2018-11	2022-10	2023-10	2024-04
结束时间	2020-08	2023-02	2023-12	2024-09
美债利率下行幅度 (bps)	269	72	107	97
实际利率贡献	223	35	81	66
通胀预期贡献	46	37	26	31
A股创新药超额收益	77.86%	5.25%	1.95%	-5.83%
港股创新药超额收益	59.32%	10.42%	2.76%	6.87%
A股创新药对美债实际利率敏感性系数	-0.640	2.887	-0.209	-6.870
港股创新药对美债实际利率敏感性系数	-2.955	2.109	-3.471	-8.818



来源: Wind、Bloomberg, 国金证券研究所



估值层面，港股创新药行业也更具“性价比”优势。从两地创新药行业指数的估值比价来看（选取波动性相对小的“市净率”指标），港股创新药持续低于A股，经历了近年来的修复后，最新估值大约是A股的80%左右。考虑到行业指数中成分股的差异，我们选取两个指数中共有的、且在AH两地均上市的成分股进行了测算，无论市盈率还是市销率视角下，无论使用简单算术平均还是市值加权平均，港股创新药企的估值大约是A股的50%左右。结合前文中有关基本面和分母端敏感性两个角度的讨论，港股创新药企的“含新量”更高，盈利前景更为占优，同时对海外美债利率的下行又更为敏感，那么估值层面的“性价比”优势或也意味着潜在的估值弹性或更大。

图表17: 估值层面，港股创新药行业也更具“性价比”优势



来源：Wind、Bloomberg，国金证券研究所

2.3 风格及行业配置：成长明显分化，价值逐步占优

建议：（一）减持：“渗透率 10%以下”仅靠流动性、情绪驱动的 AI 端侧；（二）增配：有业绩贡献或者潜在出业绩的结构性科技成长方向，包括：（1）光芯片、智能座舱、GPU 及新型显示技术等；（2）AI 基础设施建设，将受益于产业 Capex 及国内财政扩张支持。（三）超配：三大运营商、基建及消费等“增长型红利”资产。（四）黄金股，受益于金价上涨趋势，有望迎来“戴维斯双击”；（五）创新药，短看毛利率改善及 IRR 回升，中长期营收亦有望迎来改善。



三、市场表现回顾

3.1 市场回顾：国内宽基指数全面收跌，海外权益指数涨多跌少

A 股方面，本周（3.17-3.21）宽基指数全面收跌，科创 50（-4.2%）、创业板指（-3.3%）领跌；一级行业多数收跌，计算机（-5.3%）、传媒（-5.0%）、电子（-4.1%）领跌。主要宽基指数中，科创 50（-4.2%）、创业板指（-3.3%）、深证成指（-2.6%）、中证 1000（-2.5%）跌幅居前。主要风格指数全面收跌，大盘成长（-2.9%）、小盘成长（-2.8%）和茅指数（-2.5%）。本周市场震荡调整，市场情绪有所降温，原因在于：①中国人民银行维持 3 月 LPR 不变；②行业层面，部分高位板块因短期估值压力及政策预期变化出现资金流出，前期涨幅较大的成长板块遭遇资金获利了结；③国际局势动荡，美国对华关税政策及欧洲反制措施，加剧市场对全球贸易活动收缩的担忧。

行业方面，本周（3.17-3.21）一级行业多数收跌，计算机（-5.3%）、传媒（-5.0%）领跌，石油石化（+1.5%）、建筑材料（+1.4%）领涨。领涨行业原因：（1）石油石化：OPEC+宣布俄罗斯、伊拉克等七国将延长补偿性减产至 2026 年 6 月，此外上海市发布《海洋产业发展规划》，市场预期深海油气勘探开发将加速，带动石油板块企业订单增长和业绩改善；（2）建筑材料：《提振消费专项行动方案》提出持续推动房地产市场止跌回稳、适时降低住房公积金贷款利率等众多举措，科技股获利盘兑现后，资金转向高股息、低估值的建材龙头股推动板块估值修复。领跌行业原因：（1）计算机：计算机在年初因 AI 等主题持续上涨，积累了较高的估值溢价，随着市场风险偏好降温，资金选择兑现收益，导致板块回调；（2）传媒：《提振消费专项行动方案》明确支持游戏、电竞及衍生品消费，但地方细则尚未出台，短期难以转化为业绩增量。此外光线传媒周跌 7.05%，主力资金合计净流出 12.74 亿元，体现出过度依赖爆款作品的结构性风险。

海外权益市场方面，本周（3.17-3.21）全球主要经济体权益指数涨多跌少，韩国综合（+3.0%）、澳洲（+1.8%）领涨；恒生国企指数（-1.5%）、恒生指数（-1.1%）领跌。

大宗商品方面，本周（3.17-3.21）大宗商品价格多数下跌，ICE WTI 原油（+2.2%）、CBOT 玉米（+2.0%）领涨，DCE 铁矿石（-3.8%）、NYMEX 天然气（-3.5%）则跌幅居前。领涨大宗商品的主要原因：（1）ICE WTI 原油：美国对伊朗实施新制裁，本次制裁实体涉及中国地方炼油厂等，叠加中东冲突再起，中东原油供应链扰动加剧。此外，OPEC+要求俄罗斯等七国减产以平衡市场，计划持续至 2026 年 6 月，进一步收紧供应预期；（2）CBOT 玉米：美国出口销售数据强劲，此外土耳其将以降低关税的方式为 100 万吨玉米进口发放配额。领跌大宗商品的主要原因：（1）DCE 铁矿石：多国调整钢铁产品进口政策，其中印度商务部已提议对多种钢铁产品征收 12% 的临时“保障性”关税，韩国将采取措施防止规避该国对进口钢铁产品征收的反倾销税的行为，欧盟将收紧钢铁进口配额从 4 月 1 日起将进口量再减少 15%；（2）NYMEX 天然气：3 月中下旬通常为北美供暖季尾声，气温回升导致居民采暖需求系统性下降。



图表18: 本周 (3.17-3.21) 国内宽基指数全面收跌, 海外权益指数涨多跌少

板块	简称	最新值	涨跌幅 (%)				过去5年历史分位数 (%)	过去20年历史分位数 (%)
			周环比 (%)	月环比 (%)	年初以来 (%)	2024年 (%)		
A股	上证综指	3364.8	-1.6	1.2	0.4	12.7	68.8	81.5
	中证500	5971.9	-2.1	2.2	4.3	5.5	41.0	71.1
	中证800	4256.4	-2.2	0.6	0.7	12.2	41.0	71.1
	沪深300	3914.7	-2.3	0.0	-0.5	14.7	38.1	74.6
	上证50	2675.4	-2.4	0.9	-0.4	15.4	41.3	69.1
	中证1000	6405.6	-2.5	4.3	7.5	1.2	44.6	69.2
	深证成指	10687.6	-2.6	0.7	2.6	9.3	31.7	57.0
	创业板指	2152.3	-3.3	-1.4	0.5	13.2	29.5	67.4
	科创50	1042.9	-4.2	3.1	5.5	16.1	81.2	81.2
	风格指数	小盘价值	6644.0	-0.9	3.4	2.3	7.6	68.8
大盘价值		7925.9	-0.9	0.0	-1.8	26.9	85.6	95.6
宁组合		34654.7	-2.2	4.0	9.0	-3.0	36.9	79.2
茅指数		458278.0	-2.5	1.9	4.3	7.3	39.5	84.8
小盘成长		4824.5	-2.8	2.6	7.0	-2.3	32.4	63.0
大盘成长		4136.3	-2.9	0.6	0.6	7.6	25.4	74.6
海外权益	韩国综合	2643.1	3.0	0.6	10.2	-9.6	61.2	90.3
	澳洲	7932.1	1.8	-6.5	-2.8	7.5	87.9	96.9
	日经225	37677.1	1.7	-4.1	-5.6	19.2	81.2	95.3
	法国CAC40	8094.2	0.8	-1.4	9.7	-2.2	96.0	99.0
	英国富时	8702.0	0.8	-0.7	6.5	5.7	98.5	99.6
	标普500	5662.9	0.4	-7.6	-3.7	23.3	90.6	97.6
	德国DAX	22999.2	0.1	0.7	15.5	18.8	99.3	99.8
	纳斯达克	17691.6	-0.4	-11.7	-8.4	28.6	87.9	96.9
	恒生指数	23689.7	-1.1	3.1	18.1	17.7	64.3	66.5
恒生国企指数	8742.4	-1.5	3.2	19.9	26.4	65.5	29.5	
商品	ICE WTI原油	68.0	2.2	-4.6	-4.6	-0.5	29.0	45.6
	CBOT玉米	467.8	2.0	-6.8	2.0	-2.7	36.9	64.3
	COMEX黄金	3052.8	1.7	3.5	15.6	27.4	99.8	99.9
	ICE布油	71.7	1.6	-5.4	-3.9	-2.9	28.4	45.8
	LME铜	9910.0	1.3	4.6	13.0	2.6	91.2	97.6
	CZCE白糖	6078.0	0.9	1.6	2.2	-5.7	70.2	76.6
	CBOT小麦	556.3	-0.1	-8.0	0.9	-12.3	18.8	47.2
	CBOT大豆	1013.8	-0.2	-2.4	0.3	-22.2	18.6	47.5
	LME铝	2657.0	-0.9	-0.4	4.1	7.1	83.9	88.0
	LME铅	2049.5	-0.9	2.7	5.0	-5.7	37.4	47.2
	COMEX白银	34.1	-0.9	2.2	16.7	21.6	99.3	96.3
	LME镍	16215.0	-1.5	5.6	5.8	-7.8	25.5	47.3
	LME锌	2919.0	-1.8	1.2	-2.0	12.5	55.5	77.0
	波罗的海干散货指数	1635.0	-2.0	94.4	64.0	-52.4	47.9	54.4
	NYMEX天然气	4.0	-3.5	-1.2	9.0	44.5	72.0	71.1
DCE铁矿石	757.5	-3.8	-6.3	-2.5	-20.0	28.7	63.0	

来源: Wind、国金证券研究所



图表19: 本周 (3.17-3.21) 一级行业多数下跌, 石油石化领涨、计算机领跌

板块	行业	最新值	涨跌幅 (%)				过去5年历史分位数 (%)	过去20年历史分位数 (%)
			周环比 (%)	月环比 (%)	年初以来 (%)	2024年 (%)		
上游周期	石油石化	2224.2	1.5	0.7	-3.9	6.2	41.7	52.2
中游制造	建筑材料	4590.2	1.4	7.5	4.5	-5.9	20.5	52.5
下游消费	家用电器	8747.2	1.2	3.7	3.6	25.4	86.1	96.5
中游制造	环保	1783.1	1.2	7.8	6.4	1.9	35.6	38.5
中游制造	公用事业	2305.4	0.8	0.6	-3.8	10.2	65.4	66.4
金融	银行	3976.4	-0.2	0.1	1.7	34.4	92.5	97.4
中游制造	钢铁	2314.3	-0.2	8.3	10.1	0.2	56	46.5
上游周期	交通运输	2163.7	-0.2	0.7	-4.0	13.0	29.1	38.2
中游制造	建筑装饰	1961.2	-0.2	2.3	-1.5	5.6	30.1	42.7
下游消费	汽车	7285.3	-0.8	4.9	13.5	16.3	99.2	99.5
中游制造	机械设备	1762.7	-0.8	8.9	16.1	5.0	96.2	95.9
上游周期	煤炭	2616.9	-0.9	1.6	-9.9	4.4	45.9	59.9
下游消费	农林牧渔	2532.7	-0.9	2.9	0.1	-11.6	10.3	54.8
金融	房地产	2100.0	-1.2	1.1	-2.7	-2.1	14.9	16.0
下游消费	社会服务	8609.7	-1.2	7.0	7.8	-5.1	30.5	82.5
中游制造	国防军工	1536.7	-1.2	10.2	4.2	7.1	58.1	80.2
下游消费	纺织服装	1541.0	-1.3	6.1	3.1	-5.3	24.4	23.3
上游周期	基础化工	3454.5	-1.3	3.7	5.3	-5.1	34.7	79.0
-	综合	2706.8	-1.4	-0.5	-1.0	3.2	65.2	76.5
下游消费	医药生物	7404.6	-1.4	1.9	2.5	-14.3	13.4	60.7
下游消费	轻工制造	2060.0	-1.5	3.1	1.6	-6.0	18.4	47.3
中游制造	电力设备	7327.6	-1.7	2.7	3.0	3.1	37.9	83.4
上游周期	有色金属	4888.4	-1.8	7.9	13.2	3.2	69.4	85.9
金融	非银金融	1788.7	-3.3	0.1	-4.2	30.2	57.5	70.4
TMT	通信	3043.7	-3.9	-3.4	2.2	28.8	96.8	96.1
下游消费	商贸零售	2115.3	-4.0	1.3	-5.5	13.7	23	15.7
下游消费	食品饮料	17887.3	-4.0	5.4	-0.4	-8.0	15.6	78.9
下游消费	美容护理	4550.4	-4.1	7.9	4.4	-10.3	12.7	57.2
TMT	电子	4688.3	-4.1	0.4	5.8	18.5	74.8	93.6
TMT	传媒	691.6	-5.0	-3.1	7.3	2.2	67.3	62.0
TMT	计算机	4999.5	-5.3	-2.2	13.4	4.4	70.4	84.6

来源: Wind、国金证券研究所

3.2 市场估值: A股主要指数估值全面下调, 海外权益指数估值多数收涨

A股方面, 本周 (3.17-3.21) A股主要宽基指数估值全面下调, 科创50 (-10.2%)、创业板指 (-5.0%)、深证成指 (-3.7%) 估值领跌。从过去20年PE-TTM历史分位数来看, 创业板指处于较低历史分位数水平。风格指数中, 宁组合 (-4.3%)、小盘成长 (-3.5%) 估值跌幅居前。海外方面, 本周海外市场主要指数估值多数收涨, 韩国综合 (+2.8%)、澳洲 (+1.6%) 估值涨幅居前, 恒生国企指数 (-2.1%)、恒生指数 (-1.8%) 估值下调; 道琼斯、标普500估值处于过去20年较高历史分位数水平。

行业方面, 本周 (3.17-3.21) 各行业估值多数下跌。从PE来看, 环保 (+1.7%) 和房地产 (+1.4%) 行业估值领涨, 而农林牧渔 (-16.3%)、计算机 (-5.2%) 和传媒 (-5.0%) 行业的估值领跌。



图表20: 本周 (3.17-3.21) A股主要指数估值全面下调, 海外权益指数估值涨跌不一

板块	简称	PE最新值	PE涨跌幅 (%)				过去5年历史分位数 (%)	过去20年历史分位数 (%)	PB最新值	PB涨跌幅 (%)	
			周环比 (%)	月环比 (%)	年初以来 (%)	2024年 (%)				周环比 (%)	月环比 (%)
A股	科创50	102.3	-10.2	15.6	20.0	88.1	98.8	98.8	4.8	-3.5	-0.9
	深证成指	25.3	-3.7	-2.0	1.6	19.0	39.1	56.9	2.3	-2.8	-0.8
	中证1000	38.8	-2.3	1.4	6.3	3.7	72.8	50.6	2.2	-1.9	1.9
	中证800	14.1	-2.1	-1.2	-1.7	18.6	61.7	48.2	1.4	-2.1	-0.8
	上证50	10.7	-2.0	-1.8	-4.1	21.8	61.7	47.8	1.2	-1.9	-1.7
	中证500	28.8	-1.8	0.5	4.4	26.2	85.9	46.4	1.9	-1.9	0.6
	上证综指	14.4	-1.6	-0.1	-0.7	16.1	77.9	43.7	1.4	-1.7	-0.1
	沪深300	12.5	-2.1	-1.5	-3.0	19.1	57.1	43.0	1.4	-2.1	-1.2
	创业板指	32.4	-5.0	-3.4	-2.5	19.4	27.9	12.9	4.1	-4.3	-4.6
	大盘成长	19.0	-2.7	-0.1	-0.6	19.4	30.5	58.9	2.8	-2.6	-0.6
	小盘成长	27.2	-3.5	0.8	6.3	18.8	81.1	45.7	2.4	-2.8	0.8
	大盘价值	8.1	-0.5	-1.1	-4.6	28.4	75.8	41.5	0.9	-0.8	-1.4
风格指数	茅指数	18.5	-2.7	-0.9	-8.2	7.4	13.0	37.3	2.9	-3.2	-1.7
	小盘价值	15.1	-0.5	3.5	2.0	2.0	69.3	32.5	1.1	-0.6	2.6
	宁组合	30.9	-4.3	-2.4	8.0	27.2	30.4	12.3	4.7	-3.7	-2.2
	道琼斯	29.2	0.4	-0.9	-13.0	30.8	80.3	96.0	8.2	0.4	-9.9
	标普500	26.1	0.5	-7.8	-8.3	14.4	54.0	88.8	4.8	0.5	-8.3
	纳斯达克	38.8	0.3	-3.1	-15.1	6.4	33.8	74.6	6.0	-0.1	-11.5
海外	英国富时	17.1	0.9	0.7	-10.3	84.8	63.0	64.7	1.8	0.2	-1.0
	恒生国企指数	9.5	-2.1	2.0	14.6	17.6	71.6	54.1	1.0	-1.2	4.1
	澳洲	18.6	1.6	4.6	2.0	10.9	52.0	51.2	-	-	-
	韩国综合	13.9	2.8	-1.7	9.5	-34.6	34.9	45.0	0.9	2.2	-2.1
	恒生指数	10.2	-1.8	0.1	11.7	11.6	61.1	40.0	1.1	-1.2	2.8

来源: Wind、国金证券研究所

图表21: 本周 (3.17-3.21) A股各行业估值多数下跌, 农林牧渔和计算机领涨

板块	行业	PE最新值	PE涨跌幅 (%)				过去5年PE历史分位数 (%)	过去20年PE历史分位数 (%)	PB最新值	PB涨跌幅 (%)				过去5年PB历史分位数 (%)	过去20年PB历史分位数 (%)
			周环比 (%)	月环比 (%)	年初以来 (%)	2024年 (%)				周环比 (%)	月环比 (%)	年初以来 (%)	2024年 (%)		
A股	计算机	78.0	-5.2	-5.1	20.6	11.7	92.8	94.3	4.2	-5.4	-5.0	8.7	14.0	78.8	62.0
	房地产	36.7	1.4	2.5	-0.3	94.9	95.0	79.2	0.7	0.0	0.0	0.0	4.3	17.4	3.7
	钢铁	29.6	-0.2	9.7	13.7	22.2	99.8	79.2	1.0	-1.0	8.5	0.9	3.3	60.2	27.7
	电子	57.7	-4.1	-3.0	9.8	18.1	94.4	72.3	3.8	-4.1	-2.8	9.9	35.0	62.8	69.6
	汽车	28.8	-1.3	1.9	16.5	2.7	51.7	72.1	2.7	-1.1	2.3	6.8	55.9	97.6	71.3
	国防军工	70.1	-1.3	8.0	7.5	35.7	86.4	70.5	3.2	-1.2	8.2	7.5	7.7	44.1	53.1
	机械设备	35.4	-1.2	4.0	18.6	7.9	99.0	68.9	2.7	-1.1	4.2	8.9	5.9	79.6	51.2
	综合	58.0	-1.4	-2.2	-2.4	19.9	82.8	67.7	1.6	-1.3	-1.3	-0.6	22.2	41.8	14.3
	商贸零售	34.3	-3.7	0.3	-7.4	28.2	78.1	58.4	1.7	-3.4	0.0	-7.6	11.8	51.5	20.2
	建筑材料	27.2	-0.5	12.6	11.8	42.4	99.3	54.7	1.2	0.9	7.4	6.4	35.9	20.1	4.3
	基础化工	24.4	-1.3	2.4	7.3	7.4	73.3	42.9	1.9	-1.6	2.2	6.9	-2.7	27.0	14.4
	美容护理	35.0	-3.2	7.9	6.4	11.7	25.2	40.3	3.2	-4.2	6.3	4.9	-15.7	13.3	36.6
	通信	34.2	-3.9	-3.7	5.8	16.3	61.4	37.7	2.8	-3.8	-6.1	8.7	31.3	87.4	67.4
	传媒	40.9	-5.0	-4.0	10.2	2.1	76.7	37.6	2.6	-5.1	-4.4	0.1	4.3	73.7	23.9
	家用电器	15.8	1.3	3.5	4.4	22.6	61.9	34.9	2.6	1.2	3.6	4.4	14.2	50.8	51.3
	煤炭	11.3	0.0	3.4	-6.9	36.8	86.3	33.1	1.2	0.0	3.4	-6.8	33.5	28.9	16.8
	交通运输	16.5	-0.3	0.9	-0.2	19.3	68.0	31.9	1.3	-0.8	0.8	-0.8	7.2	21.9	9.7
	石油石化	15.8	1.1	0.4	-2.2	9.5	71.1	29.4	1.2	0.8	0.8	-2.4	3.2	15.6	3.5
	轻工制造	25.1	-1.6	1.0	2.0	-12.4	43.7	29.3	1.7	-1.7	2.4	8.0	37.6	21.8	20.3
	电力设备	31.7	-2.8	-0.5	4.6	34.2	43.8	28.0	2.4	-2.0	0.0	5.2	3.0	25.6	22.4
	医药生物	31.0	-2.6	-0.1	2.9	8.9	52.7	24.9	2.5	-1.9	0.8	4.1	-10.5	15.0	13.8
	银行	6.1	0.0	0.8	4.4	36.8	68.3	24.7	0.6	0.0	1.9	5.8	25.6	55.9	12.0
	非银金融	15.4	-4.8	-5.0	-3.3	16.0	55.9	20.7	1.3	-2.2	1.6	4.0	27.9	54.7	11.8
	有色金属	20.9	-1.6	6.9	15.0	15.0	47.9	20.3	2.3	-1.7	7.1	4.6	32.5	38.5	24.9
	环保	22.0	1.7	6.5	5.9	3.5	65.4	17.0	1.5	1.4	6.4	7.9	2.9	36.3	8.2
	建筑装饰	9.7	-0.2	1.2	2.0	16.8	61.3	16.0	0.8	0.0	1.4	1.4	4.1	18.2	3.9
	纺织服装	20.9	-0.8	5.7	3.6	-13.0	34.5	15.8	1.7	-1.1	5.5	3.6	-4.6	35.7	18.7
	食品饮料	20.8	-4.0	4.2	1.3	-15.1	10.4	9.9	4.4	-4.1	4.3	1.2	-14.5	10.2	40.7
	公用事业	17.0	0.6	1.0	-0.5	-8.9	6.2	5.6	1.5	1.4	1.4	-0.7	3.4	35.1	11.3
	农林牧渔	19.1	-16.3	-13.9	-13.7	-55.8	18.5	4.0	2.3	-0.9	1.8	1.8	-14.8	6.2	14.2
	社会服务	25.3	-1.5	5.9	8.7	-52.9	14.1	3.1	3.1	-1.3	5.9	8.5	1.4	30.3	24.1

来源: Wind、国金证券研究所

3.3 市场性价比: 主要指数配置性价比相对较高

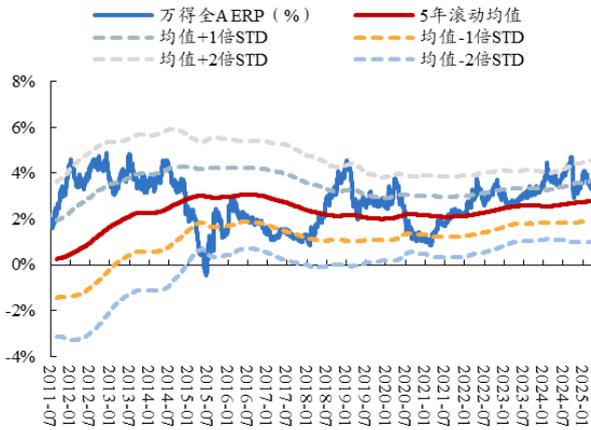
指数方面, 本周 (3.17-3.21) 主要宽基指数的 ERP 呈上行趋势, 按照五年滚动来看, 万得全 A、上证指数、沪深 300、创业板指均高于“滚动均值”, 创业板指高于“1 倍标准差上限”。股债收益差多数下行, 按照五年滚动来看, 万得全 A、上证指数、沪深 300、创业板指均触及“2 倍标准差下限”。

风格方面, 本周 (3.17-3.21) 主要风格指数的 ERP 多数呈上行趋势。按照五年滚动来看,



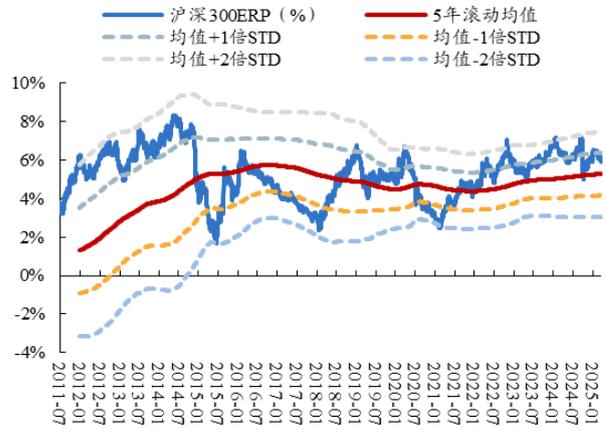
金融风格指数低于“滚动均值”，周期、消费、成长风格指数均高于“滚动均值”，其中消费高于“1倍标准差上限”。股债收益差多数数下行，按照五年滚动来看，金融、消费风格指数低于“2倍标准差下限”，成长、周期风格指数低于“1倍标准差下限”。

图表22: 万得全A ERP 高于“滚动均值”



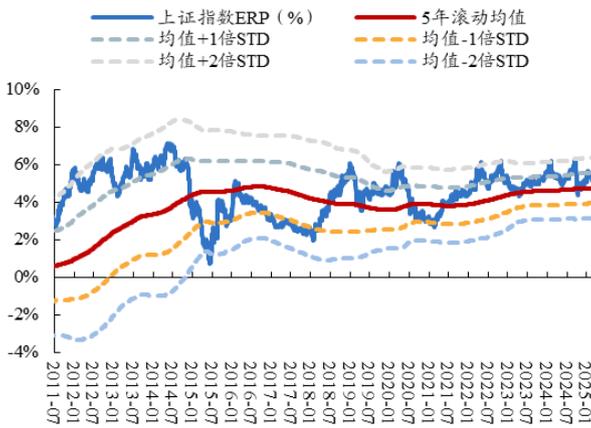
来源: Wind、国金证券研究所

图表23: 上证指数 ERP 高于“滚动均值”



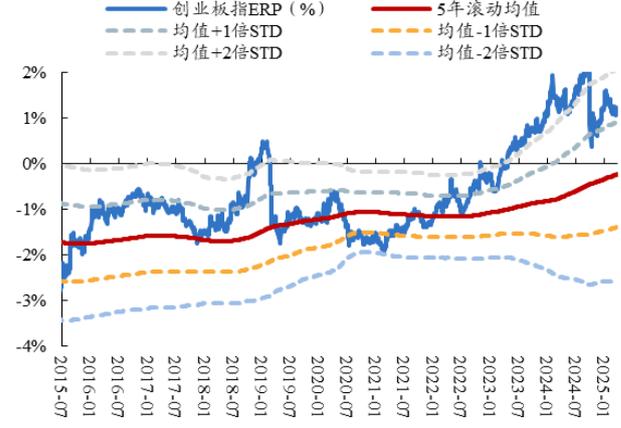
来源: Wind、国金证券研究所

图表24: 沪深300 ERP 高于“滚动均值”



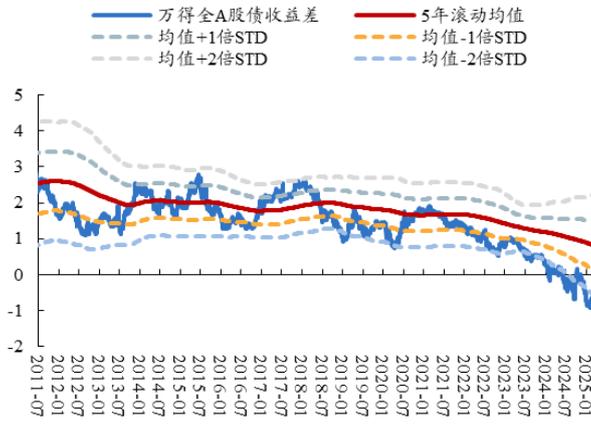
来源: Wind、国金证券研究所

图表25: 创业板指 ERP 高于“1倍标准差上限”



来源: Wind、国金证券研究所

图表26: 万得全A 股债收益差触及“2倍标准差下限”



来源: Wind、国金证券研究所

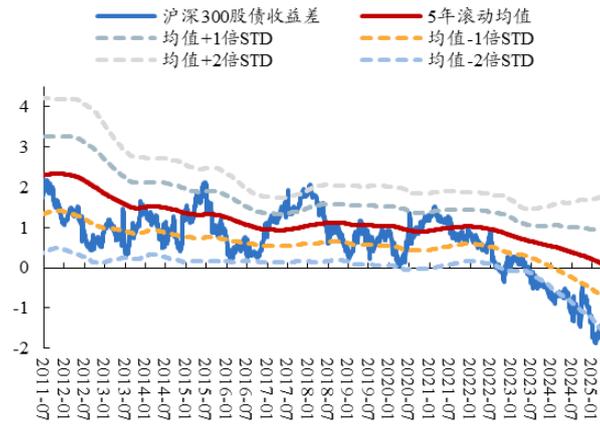
图表27: 上证指数 股债收益差触及“2倍标准差下限”



来源: Wind、国金证券研究所

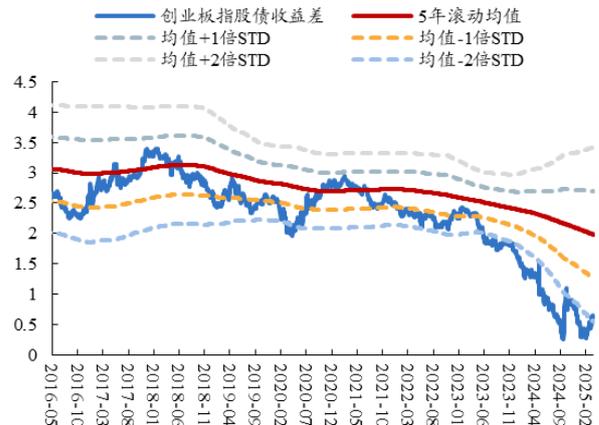


图表28: 沪深300股债收益差触及“2倍标准差下限”



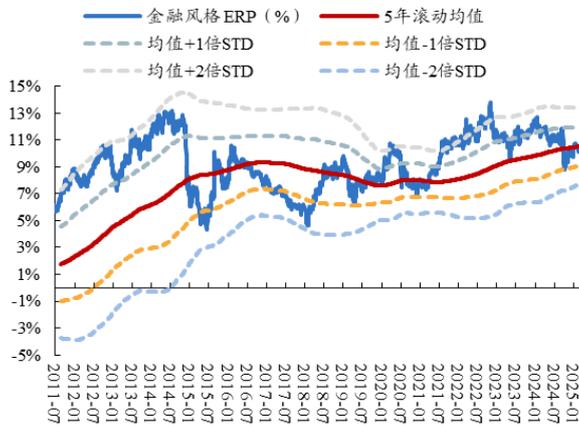
来源: Wind、国金证券研究所

图表29: 创业板指股债收益差触及“2倍标准差下限”



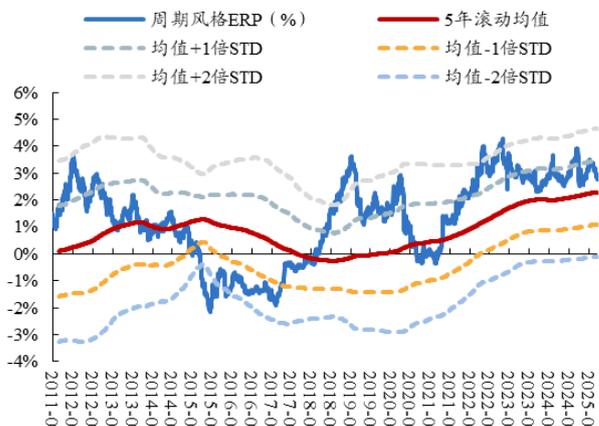
来源: Wind、国金证券研究所

图表30: 金融的ERP低于“滚动均值”



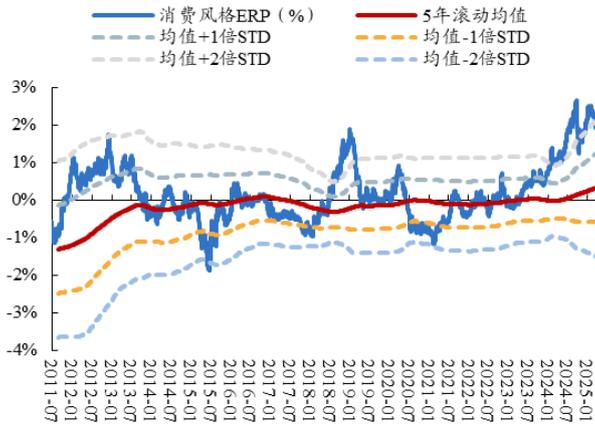
来源: Wind、国金证券研究所

图表31: 周期的ERP高于“滚动均值”



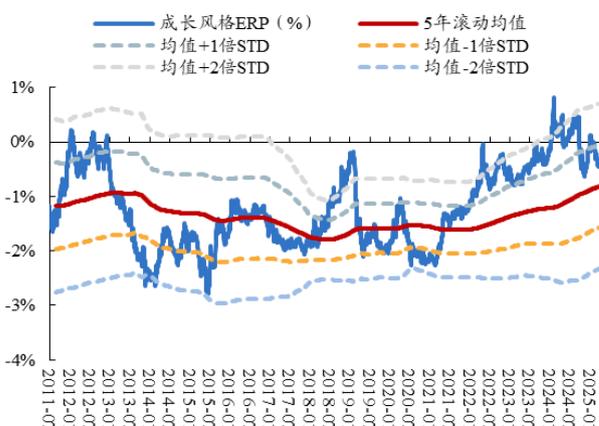
来源: Wind、国金证券研究所

图表32: 消费的ERP高于“1倍标准差上限”



来源: Wind、国金证券研究所

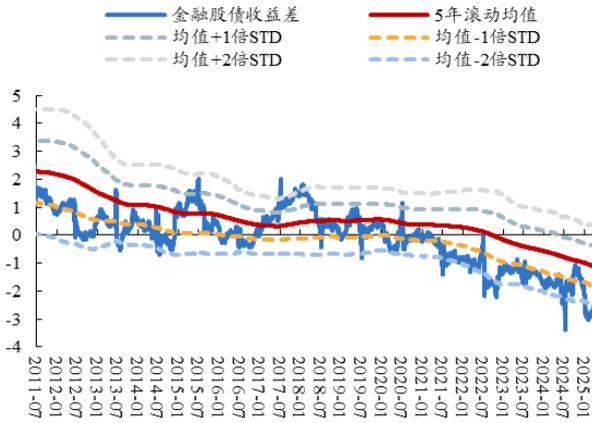
图表33: 成长的ERP高于“滚动均值”



来源: Wind、国金证券研究所



图表34: 金融股债收益差低于“2倍标准差下限”



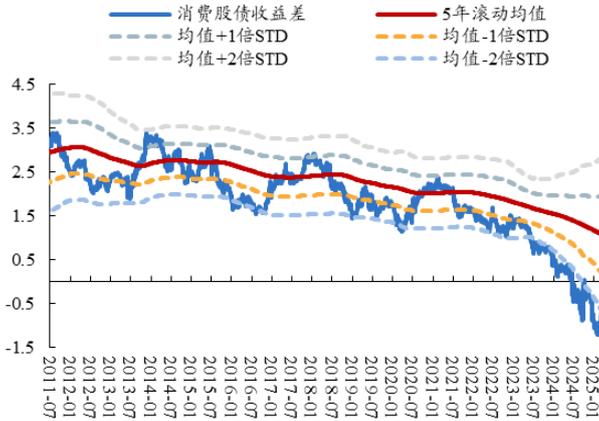
来源: Wind、国金证券研究所

图表35: 周期股债收益差低于“1倍标准差下限”



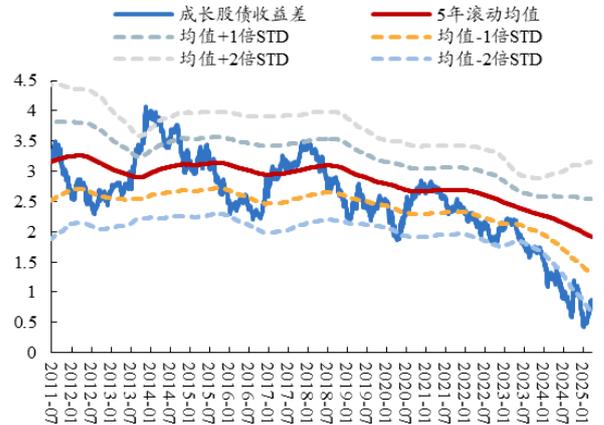
来源: Wind、国金证券研究所

图表36: 消费股债收益差低于“2倍标准差下限”



来源: Wind、国金证券研究所

图表37: 成长股债收益差低于“1倍标准差下限”



来源: Wind、国金证券研究所

3.4 盈利预期: 盈利预期多数下调

指数方面, 本周(3.17-3.21)主要指数盈利预期多数下调。主要宽基指数中, 中证500(-0.62%)、深证成指(-0.54%)、创业板指(-0.45%)盈利预期下调幅度居前; 主要风格指数中, 宁组合(-0.8%)、小盘成长(-0.5%)盈利预期下调较多。

行业方面, 本周(3.17-3.21)各行业盈利预期多数下调。周期板块中, 钢铁(-9.5%)盈利预期显著下调; 传统消费板块中, 轻工制造(-0.5%)、商贸零售(-0.4%)、纺织服饰(-0.4%)盈利预期微跌; 成长板块中, 仅传媒(+1.6%)录得上涨, 美容护理(-1.1%)盈利预期领跌; 金融板块中, 房地产(-4.5%)、非银金融(-1.5%)盈利预期下调。



图表38: 本周 (3.17-3.21) 主要指数盈利预期多数下调

板块	指数	当前预测 2024EPS	近一周 变化	近一个月 变化	年初至今 变化	2025年预测 EPS	2023年实 际EPS
	上证指数	0.79	-0.30%	-1.3%	-2.1%	0.79	0.76
	深证成指	0.72	-0.54%	-4.4%	-6.9%	0.72	0.70
	沪深300	1.09	-0.26%	-0.7%	-1.6%	1.09	1.03
宽基 指数	创业板指	1.30	-0.45%	-6.8%	-9.3%	1.30	1.21
	中证500	0.41	-0.62%	-4.7%	-6.4%	0.41	0.41
	科创50	0.46	-5.17%	-6.9%	-11.7%	0.46	0.68
	上证50	1.18	-0.27%	0.1%	-0.4%	1.18	1.08
	中证800	0.94	-0.31%	-1.1%	-2.1%	0.94	0.89
	中证1000	0.34	-0.18%	-6.5%	-9.7%	0.34	0.27
	大盘成长	1.28	-0.1%	-0.8%	-1.4%	1.28	1.27
	大盘价值	1.20	-0.4%	-0.5%	-0.8%	1.20	1.11
风格 指数	小盘成长	0.55	-0.5%	-9.4%	-11.4%	0.55	0.54
	小盘价值	0.44	-0.4%	-3.4%	-4.2%	0.44	0.39
	茅指数	3.61	-0.1%	0.3%	12.8%	3.61	3.00
	宁组合	2.93	-0.8%	-1.9%	-1.8%	2.93	2.99

来源: Wind、国金证券研究所



图表39: 本周 (3.17-3.21) 各行业盈利预期多数下调

风格板块	行业	当前预测 2024EPS	近一周 变化	近一个月 变化	年初至今 变化	2025年预测 EPS	2023年实 际EPS
周期	煤炭	1.02	-0.9%	-1.5%	-2.5%	1.02	1.24
	有色金属	0.59	0.0%	-2.7%	-4.0%	0.59	0.53
	交通运输	0.42	-0.3%	-0.9%	-4.2%	0.42	0.37
	基础化工	0.41	-0.2%	-5.3%	-7.4%	0.41	0.37
	石油石化	0.86	0.0%	-1.4%	-1.7%	0.86	0.79
	钢铁	0.01	-9.5%	-59.2%	-62.1%	0.01	0.13
	建筑材料	0.30	0.4%	-7.2%	-9.3%	0.30	0.40
	建筑装饰	0.61	0.0%	-1.0%	-5.3%	0.61	0.62
	电力设备	0.43	-1.4%	-10.4%	-14.4%	0.43	0.73
	机械设备	0.36	-0.3%	-2.6%	-4.2%	0.36	0.33
	国防军工	0.26	-0.5%	-8.1%	-16.9%	0.26	0.26
	公用事业	0.45	-0.1%	-1.5%	-2.7%	0.45	0.40
	环保	0.30	-1.9%	-4.4%	-4.4%	0.30	0.25
	传统消费	汽车	0.64	-0.2%	-3.1%	-4.7%	0.64
家用电器		1.40	-0.1%	-1.0%	-1.1%	1.40	1.36
纺织服饰		0.38	-0.4%	-2.6%	-3.8%	0.38	0.35
商贸零售		0.15	-0.4%	-10.4%	-13.8%	0.15	0.11
食品饮料		2.35	-0.1%	-0.9%	-1.2%	2.35	2.18
社会服务		0.30	0.1%	-4.5%	-6.1%	0.30	0.18
农林牧渔		0.37	-0.3%	-15.0%	-17.0%	0.37	-0.04
轻工制造		0.35	-0.5%	-2.3%	-3.7%	0.35	0.33
成长	医药生物	0.50	-0.6%	-9.3%	-11.2%	0.50	0.48
	美容护理	0.73	-1.1%	-4.9%	-9.1%	0.73	0.68
	电子	0.36	-0.3%	-8.2%	-10.5%	0.36	0.25
	计算机	0.20	-0.7%	-13.4%	-15.3%	0.20	0.14
	传媒	0.14	1.6%	-13.1%	-21.1%	0.14	0.22
	通信	0.95	-0.3%	-1.2%	-1.7%	0.95	0.85
金融	房地产	-0.24	-4.5%	-37.0%	-156.0%	-0.24	-0.12
	银行	1.12	-0.1%	0.3%	0.2%	1.12	1.11
	非银金融	1.00	-1.5%	1.6%	1.1%	1.00	0.65
综合	-0.20	0.0%	-3.7%	-11.0%	-0.20	-0.25	

来源: Wind、国金证券研究所



四、下周经济数据及重要事件展望

图表40：下周全球主要国家核心经济数据一览

日期	国家/地区	指标	前值	预测值
2025-03-25	中国	3月中期借贷便利(MLF):投放:1年:当月值(亿元)	3000	
2025-03-25	中国	3月中期借贷便利(MLF):利率:1年	2	
2025-03-27	中国	2月工业企业利润:累计同比(%)	-3.3	
2025-03-28	中国	第四季度经常账户差额:当季值:正式数(亿美元)	1476	
2025-03-28	中国	第四季度对外金融资产(亿美元)	102129	
2025-03-28	中国	第四季度对外金融负债(亿美元)	70312	
2025-03-28	中国	第四季度国际投资净头寸(亿美元)	31817	
2025-03-28	中国	2月服务贸易差额:当月值(亿美元)	-227.07	
2025-03-27	欧盟	2月欧元区:M3:同比(%)	3.67	
2025-03-27	欧盟	2月欧元区:M2:同比(%)	2.9	
2025-03-27	欧盟	2月欧元区:M1:同比(%)	2.68	
2025-03-25	美国	2月新屋销售:季调:折年数(千套)	657	
2025-03-27	美国	3月22日初请失业金人数:季调(人)	223000	
2025-03-27	美国	第四季度实际GDP:季调:环比折年率(终值)(%)	3.1	2.3
2025-03-27	美国	第四季度GDP价格指数(终值):季调(2017年=100)	125.54	
2025-03-27	美国	第四季度实际GDP:季调:折年数(终值)(十亿美元)	23400.3	
2025-03-27	美国	第四季度PCE价格指数:季调(终值)(2017年=100)	123.75	
2025-03-27	美国	第四季度个人消费支出:季调:折年数(终值)(十亿美元)	16113.04	
2025-03-27	美国	第四季度核心PCE价格指数:季调(终值)(2017年=100)	122.96	
2025-03-28	美国	2月个人消费支出:季调(十亿美元)	20381.77	
2025-03-28	美国	2月人均可支配收入:折年数:季调(美元)	65045	
2025-03-28	美国	2月核心PCE物价指数:同比(%)	2.65	
2025-03-28	美国	2月PCE物价指数:同比(%)	2.51	
2025-03-28	美国	2月核心PCE物价指数:环比(%)	0.28	

来源: Wind、国金证券研究所

图表41：下周全球主要国家重要财经事件一览

日期	国家/地区	事件
2025-03-26	美国	3月26日EIA公布周度能源报告
2025-03-25	欧盟	3月欧洲央行管委武伊契奇发表讲话
2025-03-27	欧盟	3月欧洲央行执委奇波洛内发表讲话
2025-03-27	欧盟	3月欧洲央行副行长金多斯发表讲话
2025-03-27	欧盟	3月欧洲央行银行监管委员会主席布赫做介绍性发言
2025-03-27	欧盟	3月欧洲央行管委维勒鲁瓦发表讲话
2025-03-28	欧盟	3月欧洲央行管委温施发表讲话
2025-03-28	欧盟	3月欧洲央行管委艾斯科里瓦发表讲话
2025-03-29	欧盟	3月欧洲央行执委施纳贝尔发表讲话

来源: Wind、国金证券研究所



五、风险提示

- (1) 美国经济“硬着陆”加速确认，超出市场预期，将导致国内出口增速明显放缓，国内资产端加速下行；从而再次影响居民、企业资产负债表恶化，掣肘市场表现；
- (2) 国内出口放缓超预期，背后是全球经济景气下行，或导致国内通缩风险持续扩大。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究