

4月策略观点 财报寻迹，主题突围

策略研究 · 深度报告

证券分析师：王开
021-60933132
wangkai8@guosen.com.cn
S0980521030001

证券分析师：陈凯畅
021-60375429
chengkaichang@guosen.com.cn
S0980523090002

➤ 市场复盘及大势研判：四月决断整体偏震荡

- 三月以来市场“先扬后抑”，成交额回落至1.2万亿附近，年报披露高峰期，叠加特朗普关税问题影响，市场避险情绪初现端倪。风格和行业层面，价值强于成长，大盘强于小盘，有色金属领涨一级行业，TMT领跌。
- 分子端：CPI小幅回踩拖累价格弹性，分子端修复出现波折，BCI企业利润前瞻指数回落同样系价格弹性所致，企业经营状况指数连续三个月提升、销售前瞻指数高于往年同期，后续“量”（营收）修复或领先于“价”（利润）。2025年3月EPMI指数环比上行10.6个点至59.6，环比上行幅度为剔除极端季节效应后的上限，中游制造业、战略性新兴产业前期分子端景气水平偏低的情况有较为明显的改善。月末工业企业利润、PMI数据确认分子端修复趋势“胜率”较高，但赔率弹性即修复中枢高度仍有限。
- 分母端：进入3月，两融资金整体买入强度持续下降，先行下降的是“融资买入额\两市成交额”这一融资买入强度指标，三月下旬以来两融余额触顶回落。两融资金在A股市场的介入强度在下降，市场在对科技成长一致定价后，当前再度出现较大预期差。

➤ 中观行业：1Q25利润同比弱修复，中枢高度有限

- 上游：有色景气向上，近一月2025年报增速预测快速上调超过10pct，贵金属、铜、铝价格均上涨；石油石化增速平稳，化工预计内部分化较大，煤炭业绩增速预测下调。
- 中游制造：1) 电力设备出口数据转弱，投资者对风电一季报或存隐忧；2) 机械设备景气改善确定性强，通用设备、专用设备预期大单位数增长，运输设备制造业、仪器仪表制造业爆发力较强；3) 汽车整体景气度延续，1-2月汽车制造业利润同比11.7%，半钢胎开工率到达季节性高点，销售端量的提升有望进一步向收入确认传导。
- 下游消费：1) 食品饮料方面，大众品、复调、啤酒等强于白酒，整体预计一级行业小单位数增长；2) 纺服分化，品牌服饰制造收入利润或较4Q24有改善，纺织制造预计收入端在高单位数到小双位数增长，利润端弱于收入端；3) 家居受制于前期交房，后续基本面好转仍需依赖政策催化；2) 造纸与纸制品业1Q24基数较高，龙头停机减产有助于后续行业格局演变，预计1Q25增速或为负。
- TMT：工业企业利润和中信板块整体口径下的增速较为相近，1-2月计算机、通信和其他电子设备制造业利润同比转负，产能周期建设恢复时间更早的电子行业优势相对明显，部分细分板块上市企业一季报预告高增。
- 低协方差红利：1Q25整体小幅分化，水电>火电>核电，水电受益于汛期提前+发电量同比确认，预计价维度的掣肘整体可控。

➤ 风格主线：科技成长有所出清，静待新一轮“超额主升”

- 1) 长期逻辑上，产业转型指向科技成长板块的长期机遇，横跨一个盈利周期维度看，风格占优背后是业绩支撑，科技板块长周期内相对大盘的业绩增速差、ROE轧差有望走阔；2) 短期交易层面，3月中的TMT成交占比高点在45%，当前下降至25%，“成交额占比/自由流通市值占比”当前为1.06，本轮高点接近2，主升浪过程中的实际情绪支撑位大约在上一轮情绪高点回撤50%左右，不同计算口径下三月下旬至三月末出清幅度都在40%以上，情绪风险缓释。大策略容量的TMT细分行业两融交易仍在降温，情绪出清完成后有望迎来新一轮“超额主升”。

➤ 配置建议：“高低切”、“确定性”与“超额主升”

- 1) 四月决断的业绩线索：短期拥抱大盘价值，行业层面上游有色、工业金属，中游机械设备、仪表制造、汽车，下游大众品，TMT中电子略占优，低协方差红利优选水电
- 2) 现金流因子维持韧性（绝对收益+超额收益）
- 3) 若科技完成情绪面出清叠加宽松落地，优先关注一季报支撑较强的细分板块（PCB、SOC等）；海洋经济、深海科技仍有主题交易机会

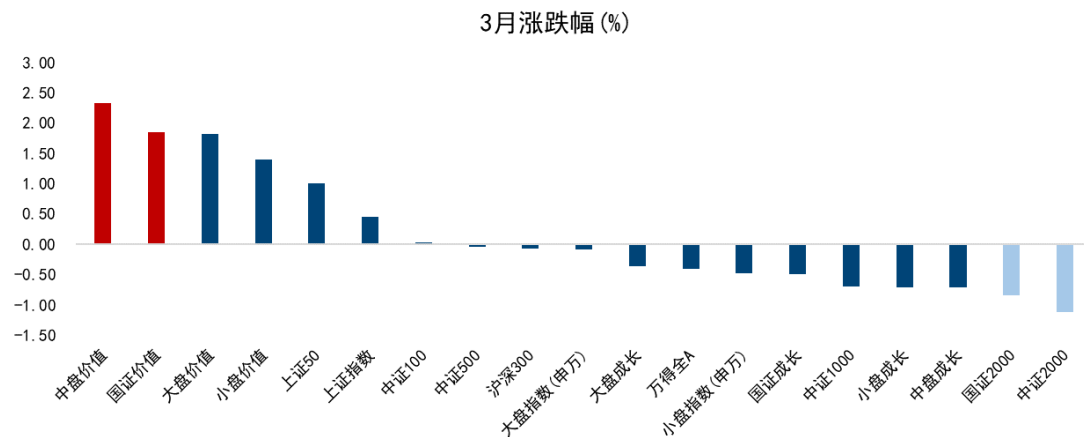
➤ 风险提示：美联储货币政策不确定性；海外地缘政治冲突加剧；文中提及个股均为客观数据梳理，不构成投资推荐的依据。

- [**01**] 大势&全球配置：如何看待4月市场走势
- [**02**] 中观行业：如何展望一季报
- [**03**] 风格探讨：科技成长如何看
- [**04**] 热门主题：海洋经济

市场回顾：避险情绪现端倪，市场弱势震荡

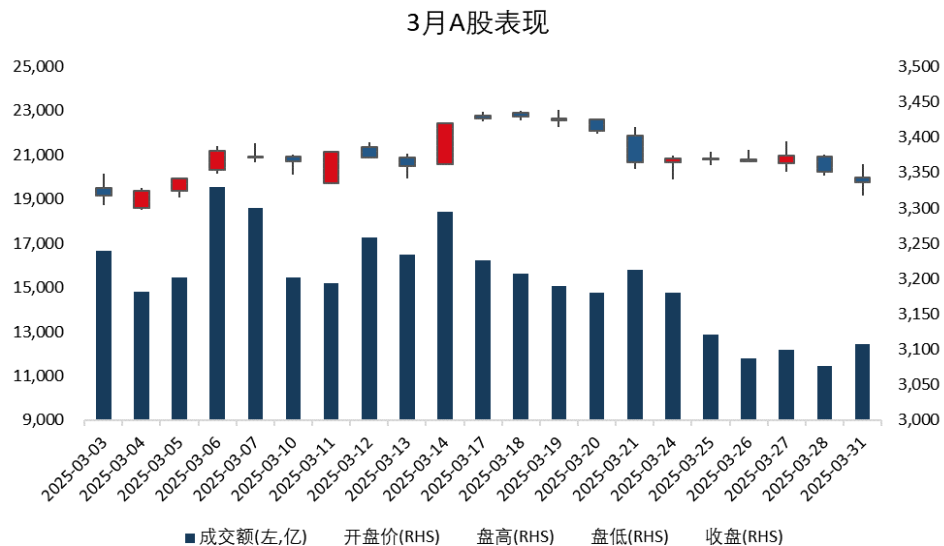
- **A股交投情绪下降，成交额回落至1.2万亿附近。**3月份A股市场成交额在月初上升，于6日达到最高值约19500亿元，随后呈现下降趋势。月初两会提振市场交投情绪，随后年报披露高峰期，叠加特朗普关税问题影响，市场避险情绪初现端倪。
- **价值强于成长，大盘强于小盘。**风格层面，长期估值水位较低的中盘价值3月表现更坚挺，中证2000、国证2000领跌风格指数，大盘整体强于小盘。
- **有色金属领涨一级行业，TMT领跌。**3月有色金属上涨7.75%，领涨全部一级行业，家电、美护、煤炭、社服涨幅超过3%，通信、电子、计算机跌幅超过3.5%，前期超涨的TMT3月中旬后回调明显。

图：3月A股宽基指数涨跌幅变化（%）



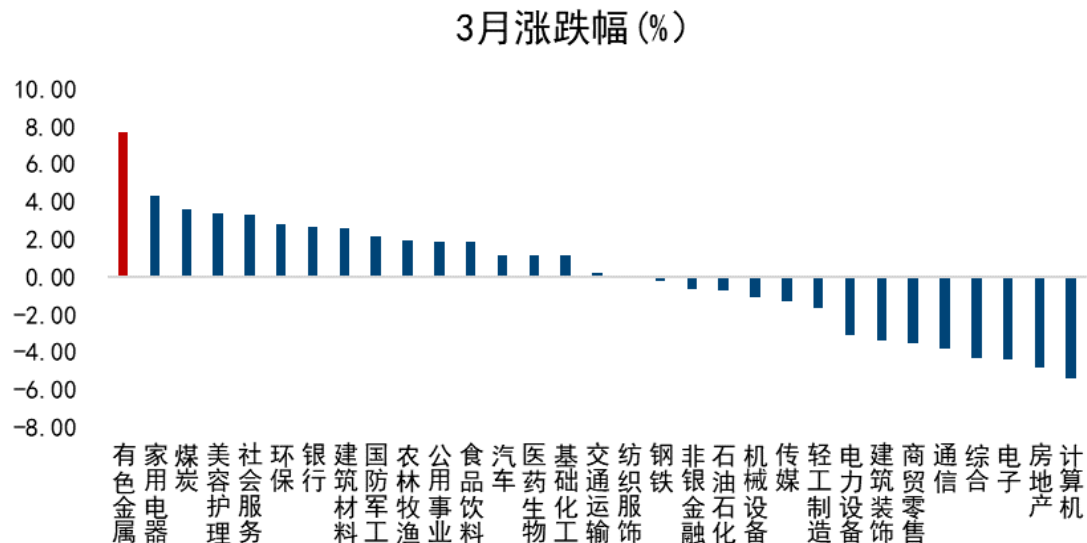
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：3.3-3.28 A股市场日K线图



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：3月一级行业涨跌幅变化（%）

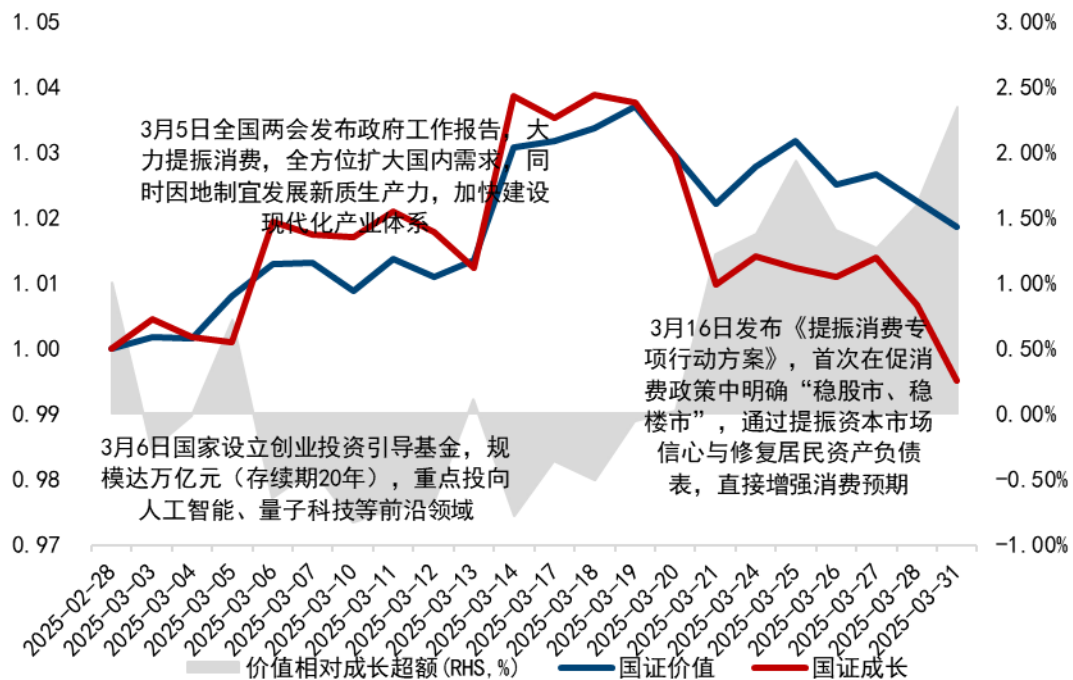


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

市场回顾：价值强于成长，大盘反超小盘

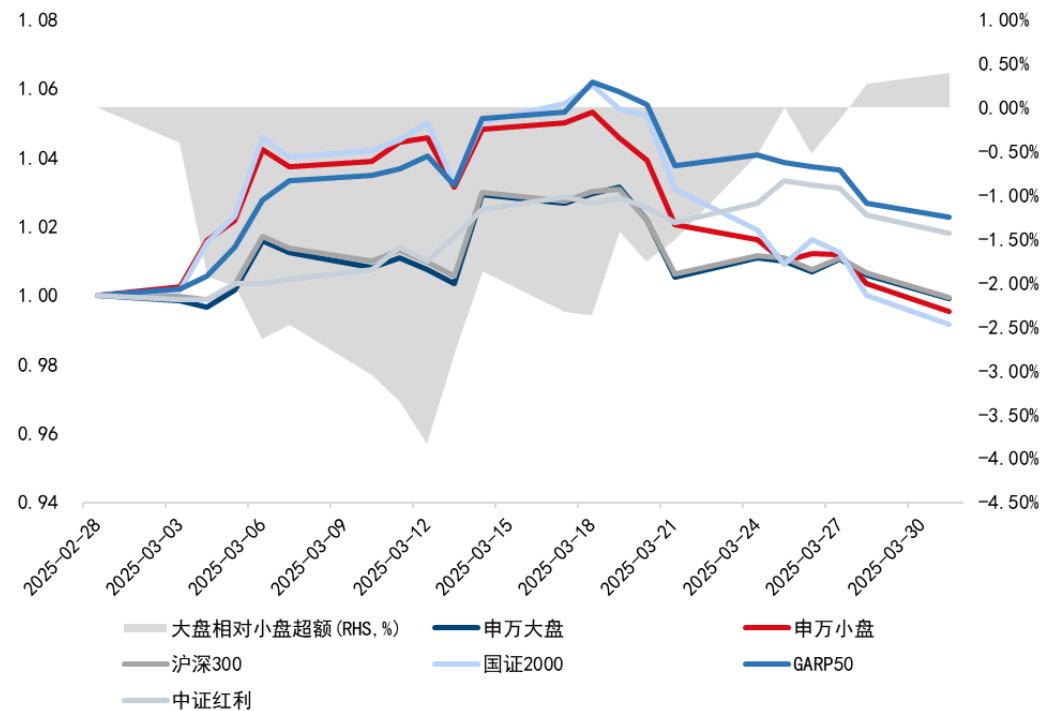
- 风格层面价值占优，超额2.3%+。3月两会政府工作报告提出大力提振消费、3月6日创立万亿级创业投资引导基金、3月16日发布《提振消费专项行动方案》，通过一系列配套方案提振消费预期。政策发布后在3月下旬市场的主跌段中，更偏均衡价值的消费相对科技成长整体跌幅较小。
- 大小盘风格方面，大盘反超小盘，GARP占优。3月以来市场出现了一定程度的风格切换，以3月18日左右为分界线，前期小盘和GARP策略相对大盘风格跑出较大超额，下跌过程中，小盘呈现对称式下跌，GARP全月上涨2.26%，在市场上涨中维持弹性，下跌中展现韧性。

图：价值相对成长超额



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：大盘相对小盘超额

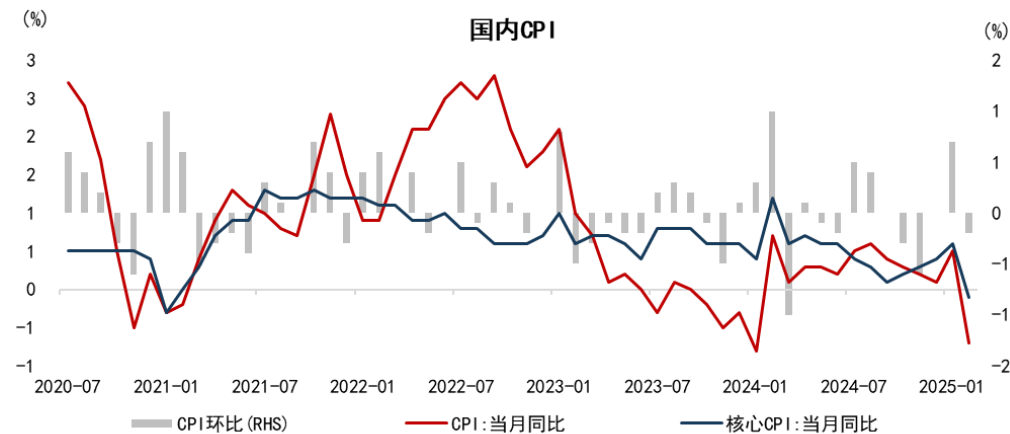


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

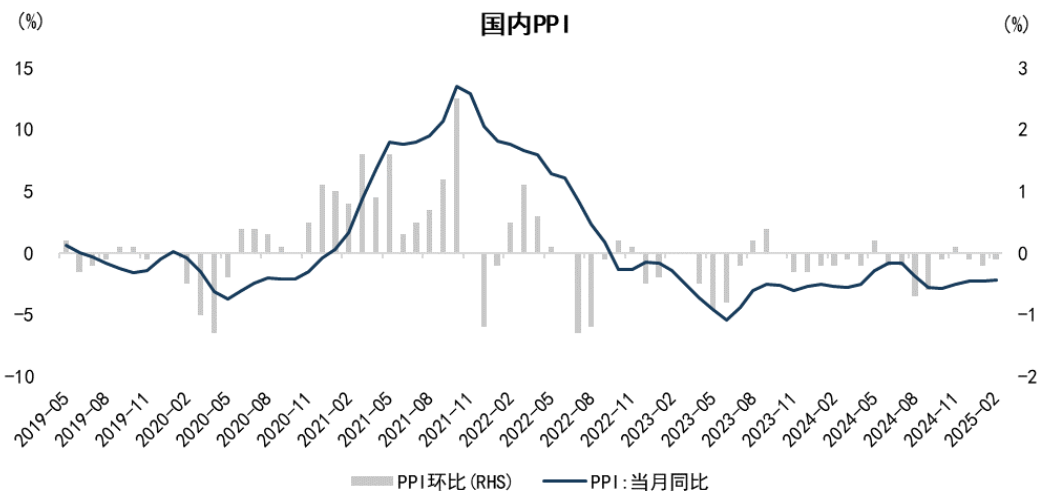
分子端：CPI小幅回踩拖累价格弹性，前瞻指数整体偏强

- **CPI小幅回踩拖累价格弹性，分子端修复出现波折。**2025年2月CPI同比-0.7%、PPI同比-2.2%，在去年10月触底回升后再次出现震荡波折。PPI整体结构特征与高频数据一致性较强，上游资源品出现分化，中游占比较大的通用设备、汽车下行，光伏设备及元器件制造同比下滑幅度超过13%对中游价格弹性拖累明显。从国新办对《政府工作报告》解读会相关表述看，政策端后续或推动供求关系优化，实现价格弹性恢复。
- **前瞻指数整体偏强，3月BCI企业利润前瞻指数为49.4，低于前值51.3，主要系价格弹性所致；企业经营状况指数连续三个月提升、销售前瞻指数高于往年同期，后续营收层面或存在修复。**

图：国内CPI 2025年2月小幅回踩

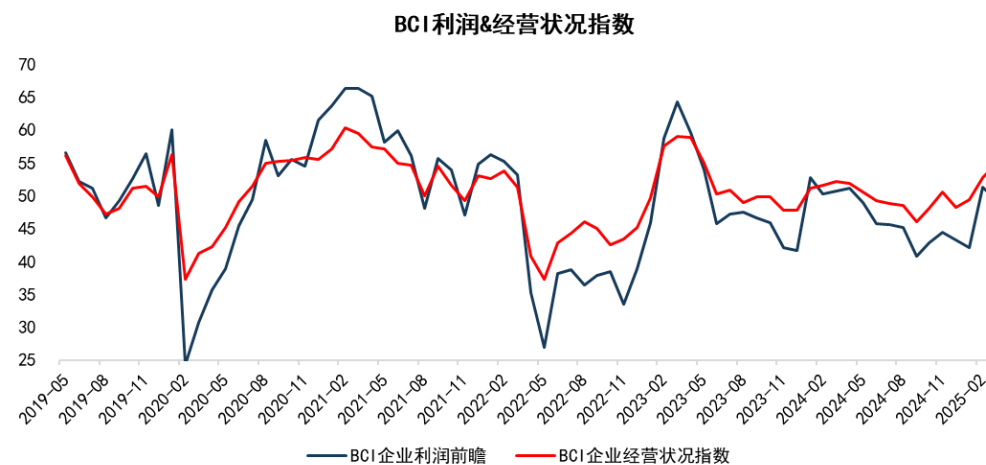


图：PPI同比-2.2%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：BCI企业利润与经营状况前瞻指数有所回升



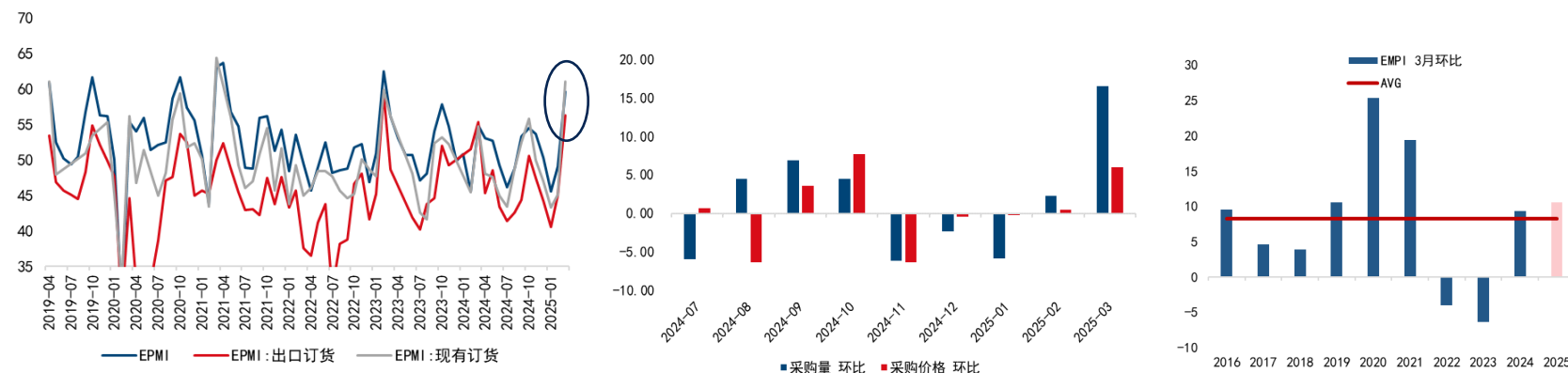
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

分子端：EPMI显著上行，战略新兴产业景气反弹

- 2025年3月EPMI指数环比上行10.6个点至59.6，环比上行幅度为剔除极端季节效应后的上限。
- 分项指标看，生产、需求、量价均有较为明显的改善。订货、出口指标环比分别上行13.7和11.6个点，生产环比上行超过20个点，生产指标与产品订货轧差为3.3，橡胶前值回升7.6个点，中游制造业出清在行业自律整治内卷式竞争过程中持续演绎。
- 中游制造业、战略性新兴产业前期分子端景气水平偏低的情况有较为明显的改善。

图：EPMI数据一览



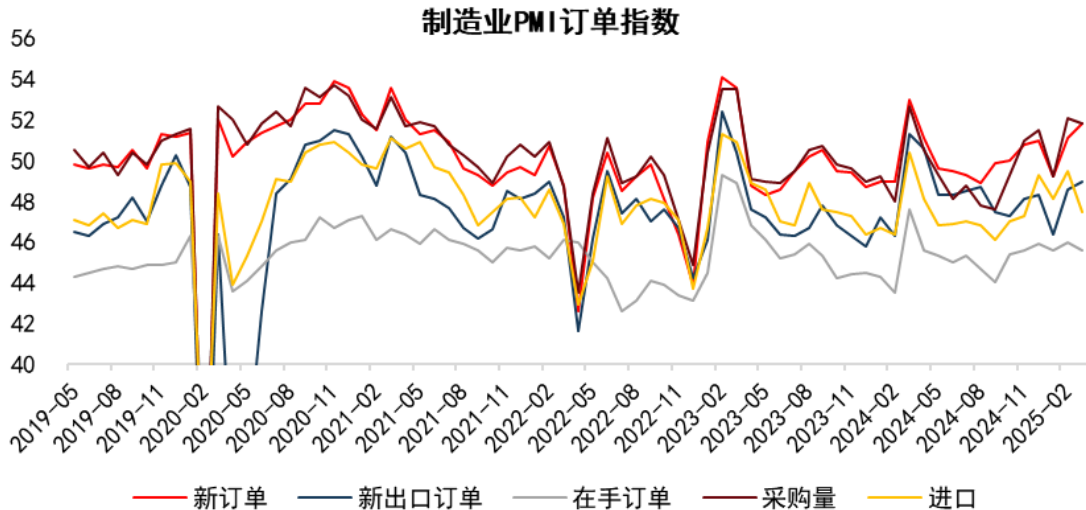
	中国:EPMI	中国:EPMI:产品订货	中国:EPMI:自有库存	中国:EPMI:生产量	中国:EPMI:就业	中国:EPMI:研发活动	中国:EPMI:采购价格	中国:EPMI:进口	中国:EPMI:用户库存	中国:EPMI:现有订货	中国:EPMI:采购量	中国:EPMI:出口订货
2023年12月	49.80	48.10	51.40	51.20	49.30	-	-	49.10	-	-	49.60	-
2024年1月	50.80	50.50	53.60	54.90	47.30	54.50	53.10	43.20	-	-	50.50	-
2024年2月	45.50	42.60	55.00	44.10	46.50	54.70	56.70	51.40	43.60	45.40	41.50	51.50
2024年3月	54.80	56.40	52.80	58.90	53.90	56.40	53.40	53.30	49.70	54.70	60.70	55.30
2024年4月	53.00	53.30	54.70	58.70	50.00	57.50	59.30	49.60	50.00	48.10	56.70	45.30
2024年5月	52.70	54.00	51.90	56.90	52.00	57.20	58.60	49.60	53.20	47.60	52.10	48.50
2024年6月	49.30	48.10	49.90	53.80	50.40	57.00	52.50	48.40	51.90	45.00	48.60	43.40
2024年7月	46.10	43.70	44.60	48.50	48.80	53.10	53.20	42.10	44.40	43.40	42.70	41.40
2024年8月	48.80	46.80	52.30	49.30	51.30	56.60	46.90	43.40	49.00	48.80	47.20	42.60
2024年9月	53.30	53.60	52.70	56.30	53.50	54.20	50.50	43.90	48.90	52.50	54.10	44.40
2024年10月	54.50	56.10	53.00	58.80	53.10	54.50	58.20	44.10	50.80	55.80	58.60	50.50
2024年11月	53.60	54.70	49.60	58.20	50.10	53.70	51.90	42.70	46.90	49.90	52.50	47.50
2024年12月	50.30	47.60	54.10	52.70	49.50	54.90	51.50	40.30	51.20	47.00	50.20	44.20
2025年1月	45.60	44.10	49.00	43.40	44.70	51.50	51.30	37.30	49.50	43.30	44.40	40.50
2025年2月	49.00	50.70	46.50	46.10	48.60	55.80	51.80	43.20	48.50	45.10	46.70	45.00
2025年3月	59.60	64.40	52.90	67.70	54.40	55.30	57.80	56.30	48.80	61.00	63.20	56.30

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

分子端：工业企业利润、PMI数据确认分子端弱复苏在途

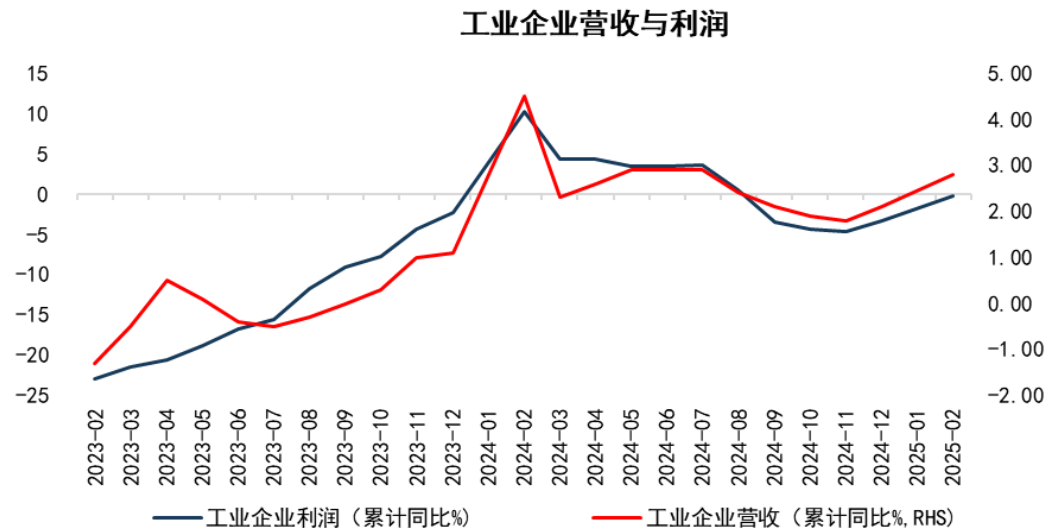
- 3月制造业PMI50.5,环比上行0.3个点,服务业PMI50.3,环比上行0.3个点,建筑业PMI环比上行0.7个点至53.4,商务活动环比上升0.4个点至50.8。
- 具体到制造业细分项上,出口订单、新订单小幅走高,在手订单整体维持稳定。高技术制造业、中小企业相对偏强、环比改善,产业政策之于新兴产业、两新政策之于汽车、家电等领域的景气提振初见成效。部分中上游原材料环比走弱既有商品价格拖累,也有基建整体支撑力度不足的因素。
- 工业企业利润方面,2025年1-2月工业企业营收同比增长2.8%,相较于2024年全年有进一步的边际提升,净利润同比同样延续了过去三个月以来的修复态势。从具体的结构上看,两新政策相关受益产业利润增速弹性较强,消费品制造利润占比同样有小幅提升。当前工业企业收入利润数据折射出的分子端修复趋势确定性较强,但增速中枢仍低,整体仍旧是“弱复苏在途”的局面。

图：2025年3月PMI数据



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2025年2月工业企业营收与利润

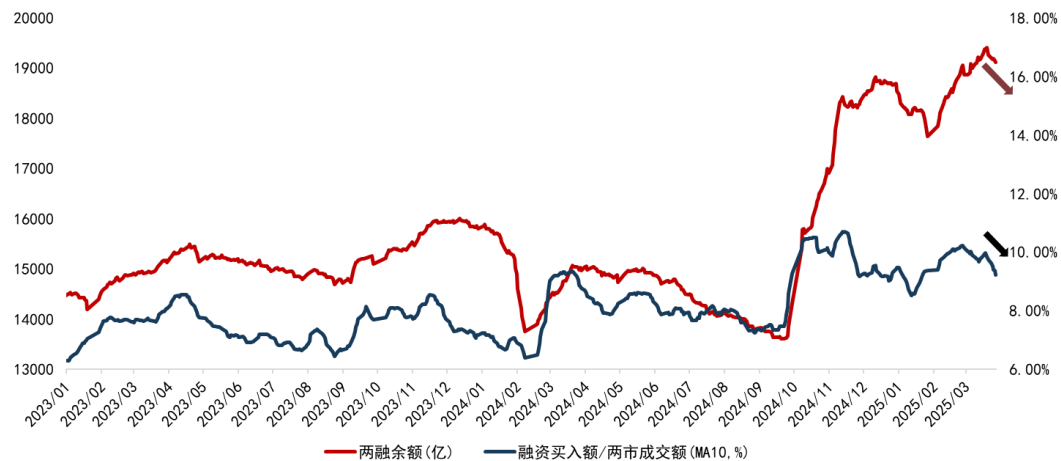


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

分母端：两融余额、融资买入强度均有所下降

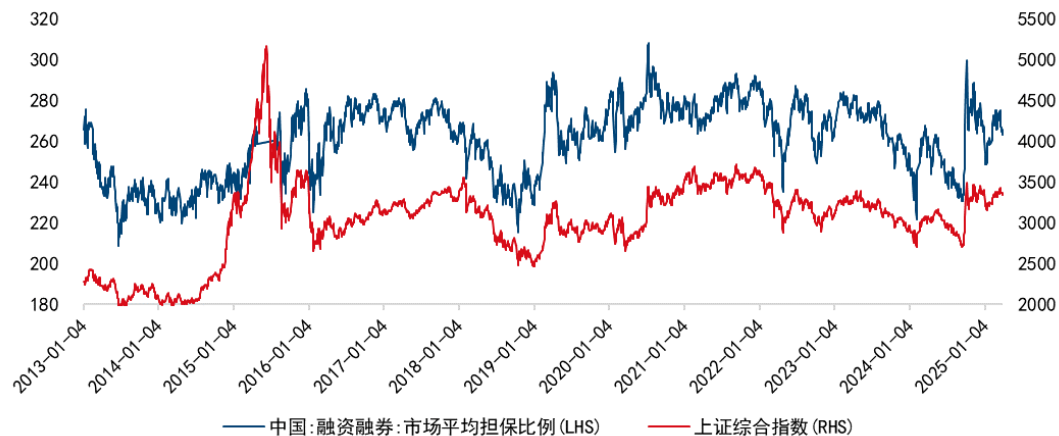
- 春节以后的1个多月内，市场成交额维持相对高位，两融资金是核心贡献项之一。进入3月，我们看到两融资金整体买入强度持续下降，先行下降的是“融资买入额/两市成交额”这一融资买入强度指标，三月下旬以来两融余额触顶回落。
- 从成交额和融资融券市场平均担保比例看，两融资金在A股市场的介入强度在下降，市场在对“科技成长”一致定价后，当前再度出现较大预期差。

图：两融余额、融资买入强度均有所下降



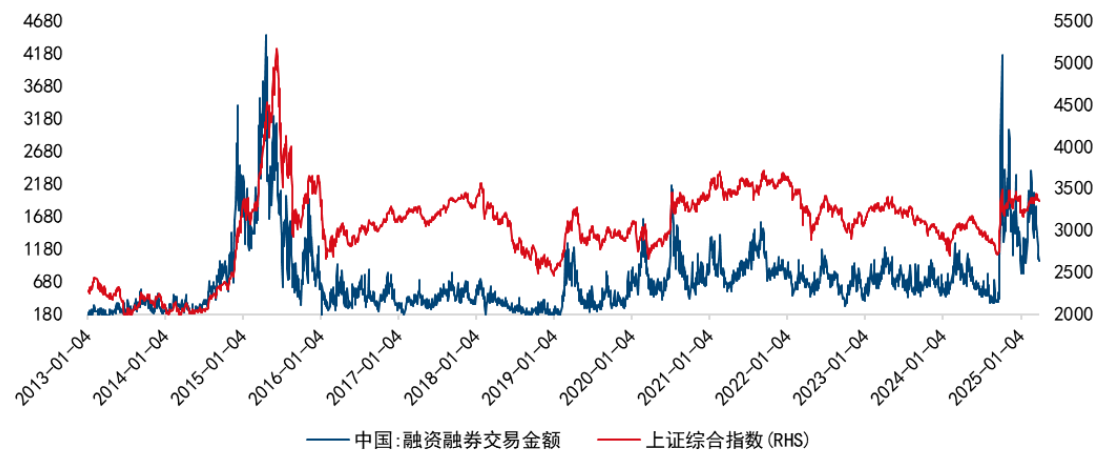
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：融资融券市场平均担保比例下降



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：两融成交金额快速下降



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

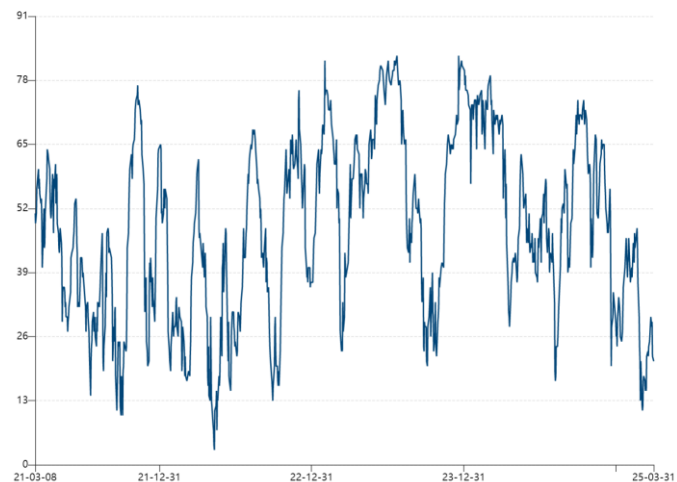
分母端：A股整体估值收敛，全球风偏回落

- A股主要宽基指数近一年整体估值水平较上周有所收缩，PE、PB、PS多数高于60%分位数，PCF位于近三年50%-75%分位数。中盘价值中短期分位数水平依然占优，其中PB、PS、PCF滚动一年分位数水平分别为18.67%、22.41%、51.45%。三年分位数视角，PB、PCF分位数水平整体低于PE、PS，中盘价值估值分位数水平依然占优。五年分位数视角，小盘成长估值分位数水平较高，均在70%以上。

图：核心宽基与风格宽基估值分位数情况

- 全球风偏方面，美国贪恐指数一度下滑至2022年以来的最低水平，三月中下旬有所反弹后，近一周再次回归下行通道。对等关税将在下周开始，全球风险资产“Risk off”提前开启。

图：美国贪恐指数重回下行通道



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

类别	指数名称	滚动1年分位数				滚动3年分位数				滚动5年分位数			
		PE	PB	PS	PCF	PE	PB	PS	PCF	PE	PB	PS	PCF
核心宽基	上证指数	67.22	69.71	77.18	59.75	89.13	67.68	92.43	59.15	74.07	45.75	80.31	35.51
	万得全A	70.95	75.93	77.80	74.27	89.82	50.07	92.64	57.36	57.89	30.64	61.31	34.43
	沪深300	58.51	68.88	68.88	52.28	81.71	55.16	88.86	50.89	54.42	35.09	59.70	30.55
规模	上证50	68.05	75.93	84.23	85.06	88.45	48.56	94.77	74.97	60.69	34.35	89.93	45.00
	中证100	61.00	68.05	79.67	92.12	87.07	48.56	82.67	90.65	89.60	65.73	54.91	65.90
	中证500	88.80	85.48	82.37	75.93	96.29	95.05	94.15	92.02	84.15	62.88	71.18	65.65
	中证1000	69.29	84.65	90.04	91.29	85.69	44.98	91.33	81.02	69.78	27.00	55.74	54.34
	国证2000	84.23	87.55	88.17	82.16	70.15	69.19	96.08	82.67	69.61	55.57	90.63	74.32
风格	国证价值	43.57	45.23	69.92	50.62	81.02	79.09	90.03	67.13	71.26	55.57	94.01	40.30
	国证成长	65.15	60.58	77.18	73.03	61.76	38.86	52.13	50.76	37.08	23.33	31.30	30.47
	大盘指数(申万)	59.96	75.10	76.14	52.28	72.01	44.43	92.09	49.93	48.02	26.67	61.35	29.98
	小盘指数(申万)	70.12	85.06	79.67	80.50	90.10	93.54	93.26	93.54	87.99	61.85	89.43	85.30
	大盘成长	39.42	47.30	71.78	61.83	43.33	32.74	50.34	45.39	26.01	19.65	30.22	27.25
	大盘价值	50.62	59.34	83.40	50.62	83.63	86.52	94.50	69.19	74.24	66.02	96.70	41.54
	中盘成长	99.59	76.76	19.09	84.23	96.84	37.96	6.33	54.47	65.07	22.79	8.09	36.91
	中盘价值	93.36	18.67	22.41	51.45	97.25	17.61	36.59	33.84	86.95	17.92	60.12	31.96
小盘成长	76.35	88.80	87.76	89.63	91.61	95.19	95.94	96.56	79.93	72.58	97.56	97.94	
小盘价值	62.24	87.97	84.65	82.16	74.14	92.30	94.91	91.47	72.50	58.13	65.32	79.69	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

德国股市：财政刺激与全球比较优势下的上涨逻辑

- 德国股市在2025年开年以来延续了此前的快速上涨态势。过去三年，我们对德国股市进行了详细梳理和分析，并在2024年底的全球大类资产配置展望中将德国股市置于全球权益市场的首位。（1）2022年6月研究发现，投资德国和瑞士隐形冠军企业股票可获超额收益。自2020年以来，德国隐形冠军指数多数时间跑赢DAX指数，波动更小，但2021年底因中小盘股走弱而受限。（2）2024年6月观察发现，德国DAX指数以工业为主导，汽车、化工和机械制造是支柱产业。其收益主要来自盈利和分红，估值贡献为负。
- 财政刺激是德国股市上涨的主要驱动力。3月18日，德国联邦议院通过数千亿欧元财政方案，修订《基本法》，放宽债务上限，支持基础设施、国防和气候保护支出。海外地缘问题和全球碎片化加深了欧元区宽财政前景，为德国股市上涨提供了基本面支撑。当前DAX指数估值17.9倍，欧元区在“有衰退风险、无通胀压力”的优势下，欧洲股市复苏前景更为明朗。

图：德国市场 2022 年底以来迎来长期上涨



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

全球安全资产冲击与黄金的长期配置价值

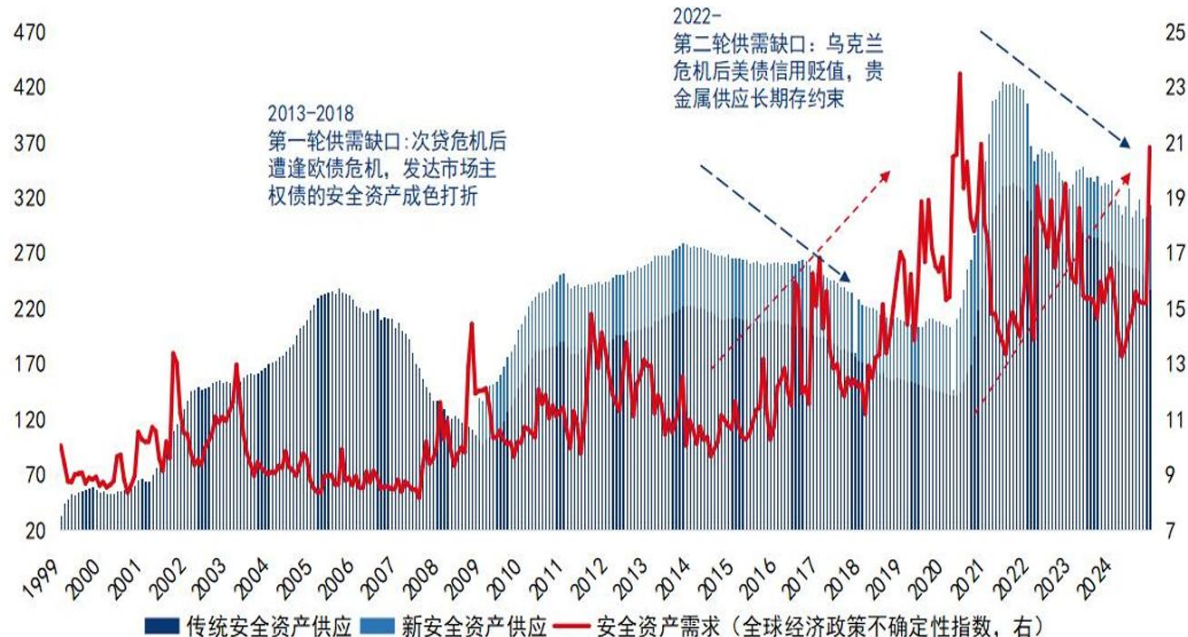
- 2022年后，黄金价格与货币属性逐渐脱钩，主要因海外地缘冲突增加黄金需求。乌克兰危机、中东局势动荡及特朗普加征关税等“黑天鹅”事件常态化。2022年乌克兰危机首月金价涨幅达6.66%，2023年巴以冲突期间黄金波动率指数十天内跳升近30%。美欧主导的SWIFT制裁体系加速多极货币秩序重构，黄金作为非主权属性的“无国籍货币”，在地缘博弈中成为国家储备多元化和民间财富保值的核心载体。
- 过去二十年，全球安全资产经历两次系统性冲击，导致避险资产不足。第一次是次贷危机和欧债危机，发达市场主权债避险属性受损，信用属性下降，传统安全资产供给增速与避险需求扩张背离，主权债受财政约束，私营部门资产信用溢价波动，供给弹性弱化。第二次是美国关税预期扰动下，全球避险储备资产需求激增，LME现货流动性趋紧，引发技术性逼空，加剧市场波动风险。
- 展望未来，全球避险资产不足背景下，我们对黄金的长期看好思路不变，即便短期调整，黄金价格仍有乐观空间。我们的观点基于避险属性的长期配置思路，而非短线择时。

图：黄金价格走势屡创新高



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：全球安全资产不足的逻辑是金价长期上涨的主要原因



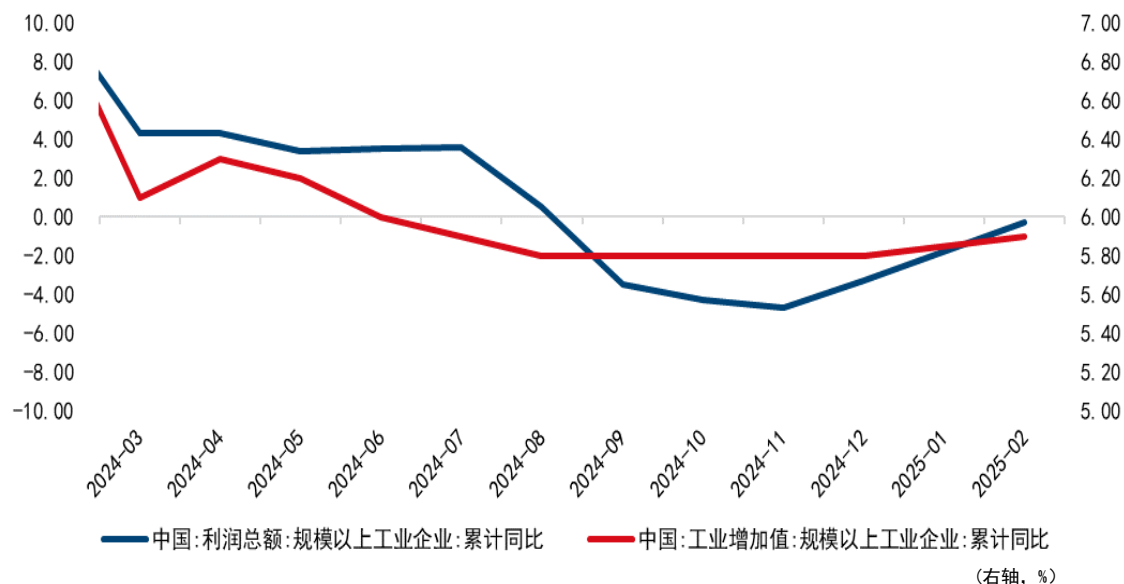
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- [01] 大势&全球配置：如何看待4月市场走势
- [02] 中观行业：如何展望一季报
- [03] 风格探讨：科技成长如何看
- [04] 热门主题：海洋经济

概览：慢修复在途

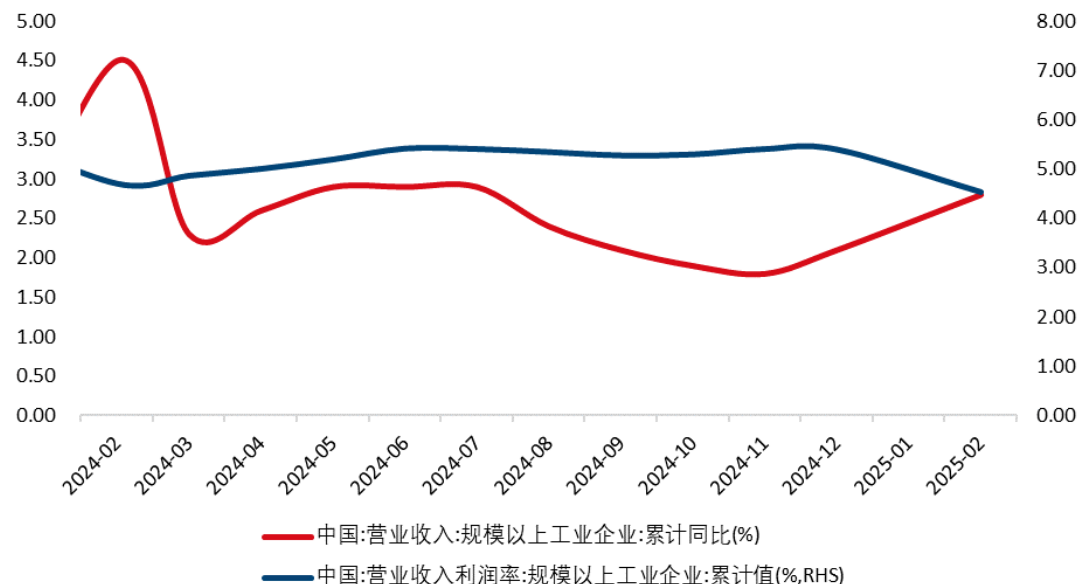
- 1-2月工业企业利润总额-0.3%，2024年Q4以来累计同比修复相对明显，工业增加值保持稳定增长。2025年1-2月工业企业营收同比2.8%，较2024年11月、2024年12月的1.8%、2.1%有一定回升，但营收利润率下滑至4.53%，低于2022-2024年的季节性，2022-2024年1-2月营收利润率分别为5.97%、4.60%和4.86%。
- 综合对比11月、12月的情况看，12月由于盈利、营收单月增速存在较为明显的跳升，11月的数据参考权重有效性更高，25年以来相较2024年11月在量价维度仍旧有确定性较强的小幅修复。
- 4月2日特朗普政府发布对各国基于对等关税框架的调查结果及加征税率，鉴于当前关税税率超过“对等”水平，中国在本轮受到的增量影响相对较小，分子端仍具备一定的稳定性。

图：工业企业利润、工业增加值同比边际修复



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：工业企业营收累计同比修复，但营收利润率1Q25处于下行通道

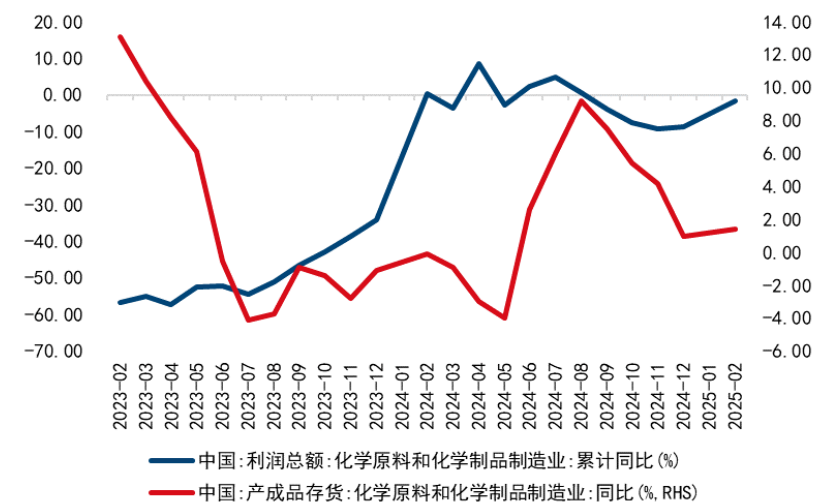


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

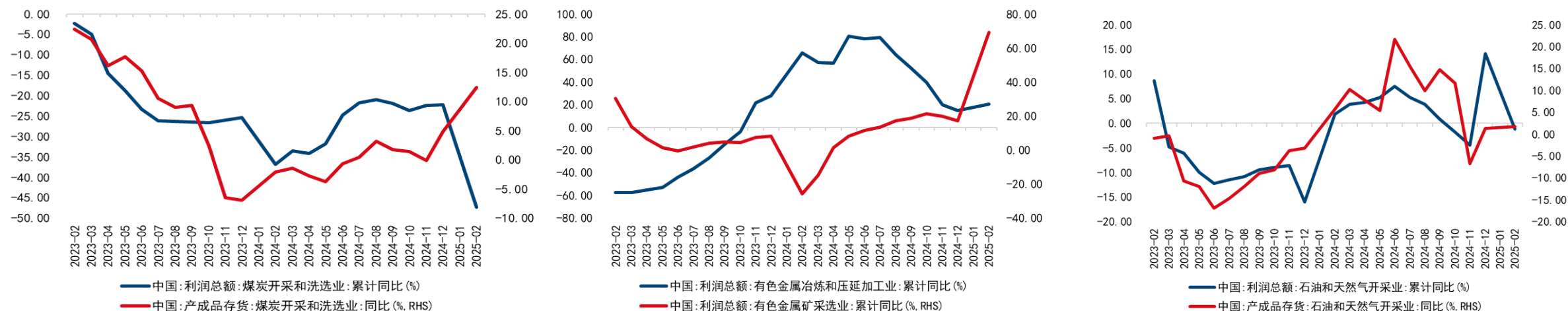
上游资源

- 煤炭：近期动力煤价格环比下降，炼焦煤价格环比基本持平，1-2月数据看，煤炭开采与洗选业工业企业利润同比快速走弱至47.3%，产成品存货同比上升至12.4%，年报净利润预测趋势近一月持续下调。
- 有色：有色金属上市企业财报表现与有色金属冶炼压延加工业、有色金属矿采选业表现相关，1-2月上述两个口径利润同比分别为20.5%、69.1%，行业景气向上，近一月2025年报增速预测快速上调超过10pct，贵金属、铜、铝价格均上涨。
- 化工：2025年1-2月工业企业利润同比-1.5%，较2024年下半年修复趋势明显，0附近的增速与上市企业年报整体分化的结构呼应，预计细分板块一季报分化较大，部分细分板块快速完成出清
- 石油石化：1-2月工业企业利润增速、产成品存货增速分别为-1.1%、1.7%，一季报预计板块增速平稳。

图：化工中观高频指标变化情况



图：煤炭、有色、石化中观高频指标变化情况



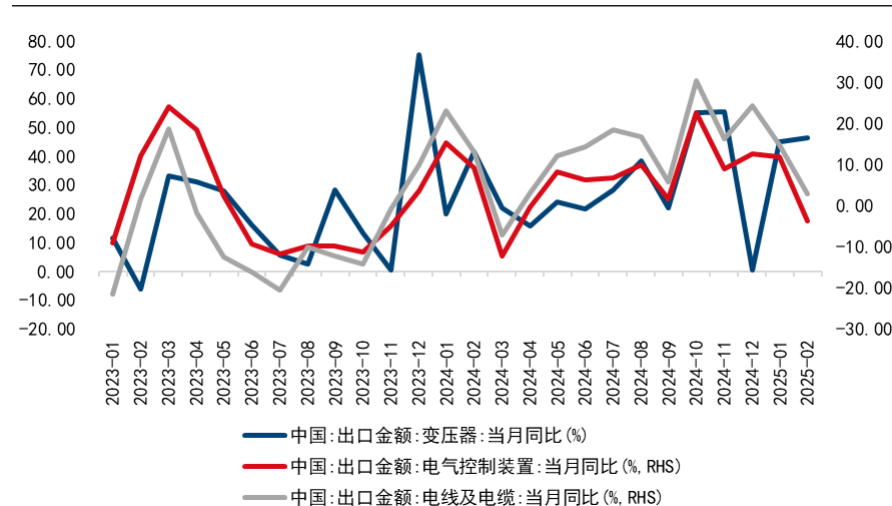
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

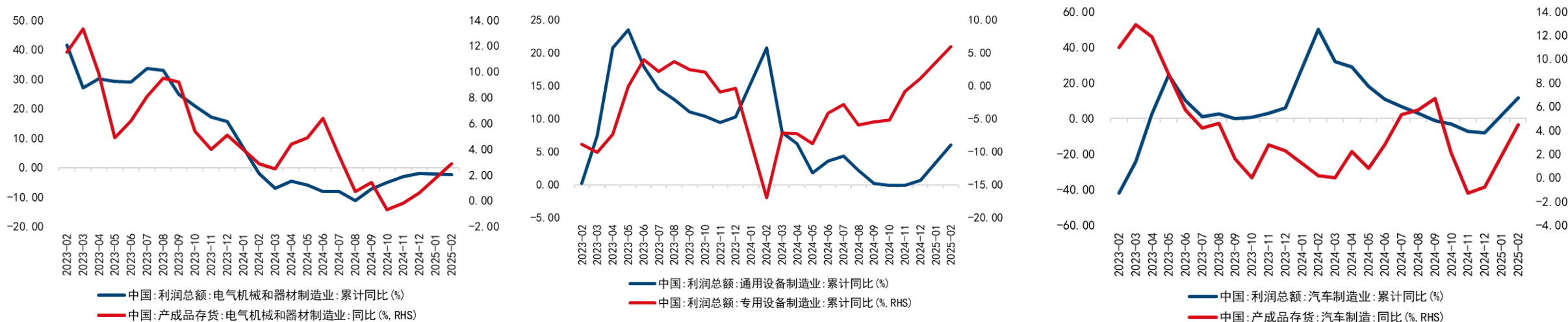
中游制造

- 电力设备：电气机械和器材制造业1-2月利润总额同比在-2.4%，较3Q24-4Q24有所好转，但近期海缆、塔筒管桩、铸锻件、风机、风电零部件等板块均大幅跑输，在深海科技情绪反复的情况下，投资者仍对风电板块一季报存在忧虑。从出口数据看，电气控制、线缆2025年以来出口趋势均转弱。
- 机械设备：景气改善确定性强，预计1Q25利润10%以内温和增长。从通用设备、专用设备领域的工业企业利润情况看，2024年Q4基本可以视为微观企业景气拐点，1-2月机械设备相关领域利润同比在6%左右，预计上市公司业绩在前期基数不高的情况下呈现幅度相近的温和增长。铁路、船舶、航空航天及其他运输设备制造业、仪器仪表制造业1-2月工业企业利润同比大幅增长，考虑基数效应后，一季报的业绩爆发性及双位数增长确定性仍可期待。
- 汽车：1-2月汽车制造业利润同比11.7%，产成品存货同比4.5%，综合半钢胎开工率等中观数据看，行业整体景气度延续，销售端量的提升有望进一步向收入确认传导。

图：变压器、电气开关、线缆出口增速



图：电新、机械、汽车高相关性工业企业口径1-2月表现情况

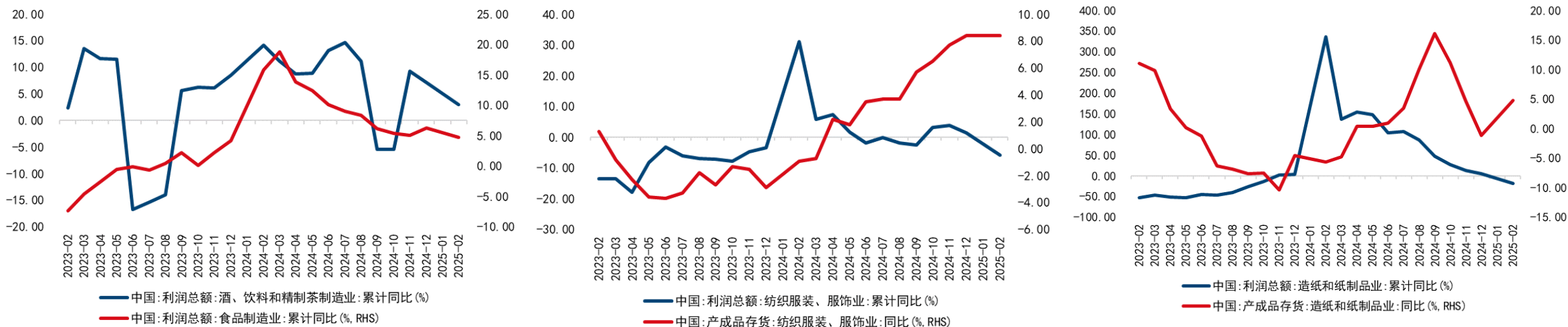


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

下游消费

- 食品饮料：1-2月食品制造业、饮料制造业利润总额同比分别为4.7%和3%，一季度细分板块预计仍将出现较大分化，考虑到1Q24行业净利润增速在10%+，整体法口径预计1Q25净利润增速小单位数增长。白酒春节动销温和复苏但节后转淡，板块1Q25预计普遍降速。大众品、啤酒、复调分化，去库后“轻装上阵”、B端表现较好的企业有望实现高增。
- 纺服：工业企业利润同比转负，结合国信纺服行业团队观点预计一季报整体分化。1) 品牌服饰：一季度目前从品牌流水端来看增长也呈现向好趋势，尤其 1-2 月增速相对较好，3 月受天气波动影响销售增速略有放缓，一季度收入增速也基本相较去年四季度有所改善。2) 纺织制造：虽然去年一季度基数普遍较高，但大部分制造企业预计收入端增速仍在高单位数到双位数；利润率方面，去年中游制造公司一季度普遍处于高基数，今年一季度预计会受到新产能投产拉低整体产效、产品结构变化等各方面影响利润率同比下滑，故利润端增速普遍低于收入端；上游棉纺、毛纺公司预计单价和毛利率同比上涨，利润增速好于收入增速。
- 轻工：1) 家居受制于前期交房，后续基本面好转仍需依赖政策催化；2) 造纸与纸制品业1Q24基数较高，龙头停机减产有助于后续行业格局演变，预计1Q25增速或为负。

图：食饮、纺服、轻工高相关性工业企业口径1-2月表现情况

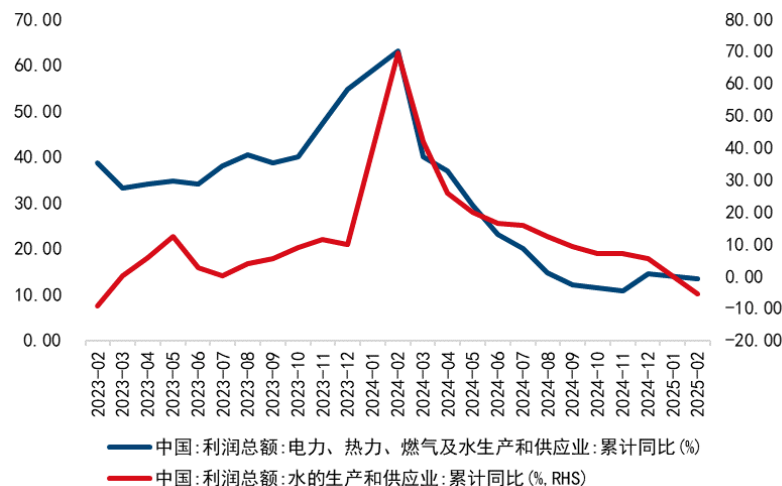
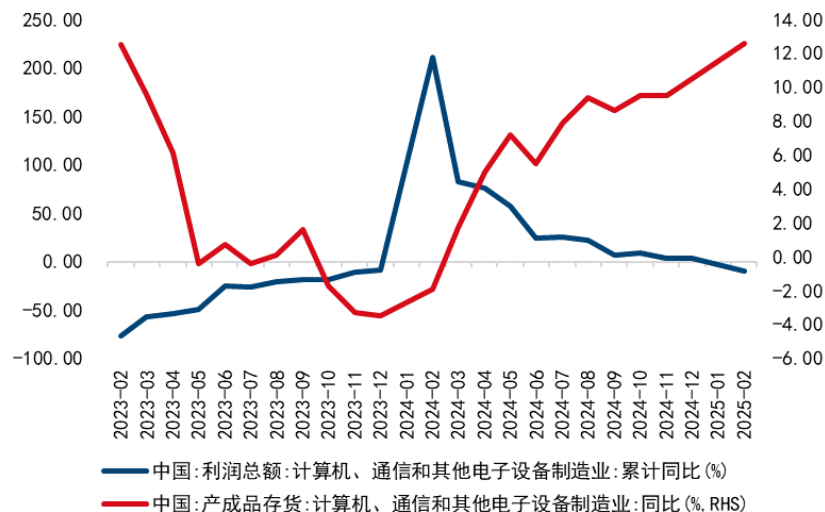


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

- TMT：工业企业利润和中信板块整体法口径下的增速较为相近，1-2月计算机、通信和其他电子设备制造业利润同比转负，短期的资本开支、商业战略向未来利润表传导无法在1Q25显现，产能周期建设恢复时间更早的电子行业优势相对明显，部分细分板块上市企业一季报预告高增。
- 低协方差红利资产：无论是电热燃气水生产供应、还是水生产供应独立口径下的业绩利润同比表现都较为平淡，前期（1Q24）同比基数较高的情况下，预期1Q 25出现分化，具体而言：1）火电：煤价、电价、电量是影响火电板块业绩的三大因子，其中电价1Q25回落，煤价降幅带来了火电燃料成本的下降，部分企业的经营压力有望缓解。由于煤炭价格降幅大于电价降幅，预期火电一季报相对稳健。2）水电：同样将利润拆解到“量×价”维度，1-2月我国水电发电量同比增长 4.5%，今年3月15日的入汛日期亦较往年提早半个月以上，预期水电一季度整体表现优异，价维度带来的业绩掣肘整体可控；3）核电：得益于装机规模较去年同比增长，1-2月核电发电量同比增长 7.7%，利用小时数同比也有提升，两核业绩分化，两广市场化电价回落导致广核“价”维度冲击较中国核电更大。

图：TMT利润总额同比转负

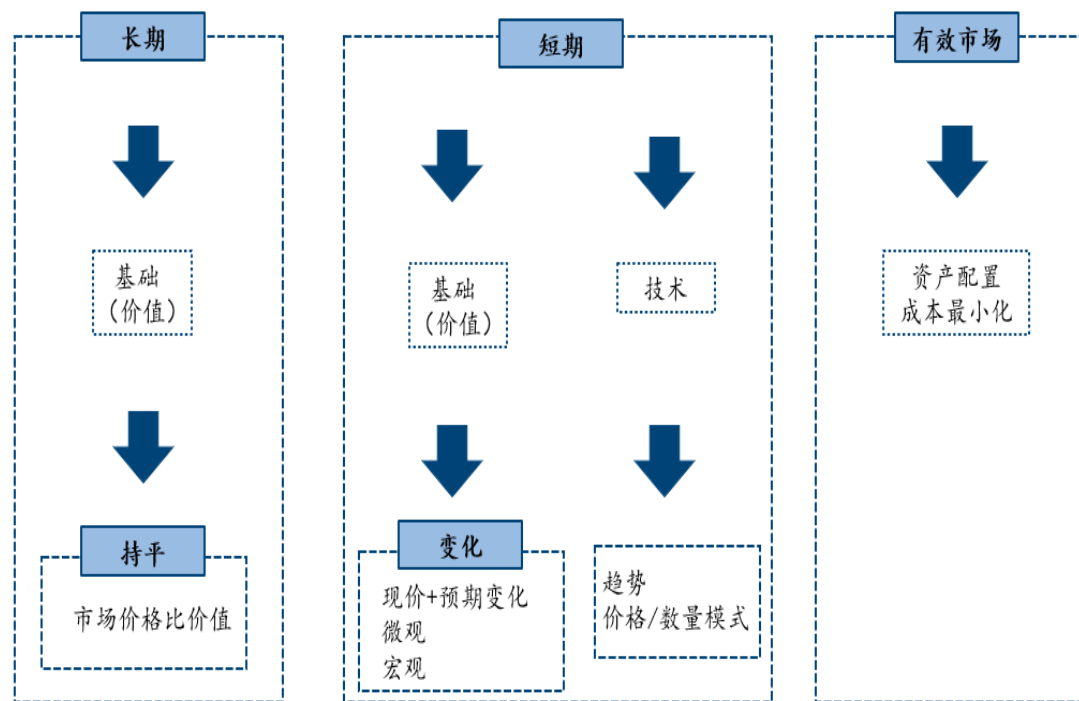


- [01] 大势&全球配置：如何看待4月市场走势
- [02] 中观行业：如何展望一季报
- [03] 风格探讨：科技成长如何看
- [04] 热门主题：海洋经济

龙头公司的护城河：产业技术驱动和价值投资阶梯跃升

- 按照有效市场假说，企业遵循成本最小化原则，越是节约成本的企业越是能增厚利润获得市场份额，而实际的价值投资上技术的突破往往大幅节约成本，如带来生产经营量价模式的新变化。长期来看，技术进步催生的产业生产效率提振才是股票长期制胜的关键所在，在这个过程中龙头公司形成垄断地位、获得利润增值更是符合价值投资第三阶段的含义。

图：价值投资的范式示意图



资料来源：布鲁斯·C.N. 格林沃尔德（2020）《价值投资：从格雷厄姆到巴菲特的头号法则》[M]，中国人民大学出版社，国信证券经济研究所绘制

图：价值投资四种阶段的分类和含义阐释

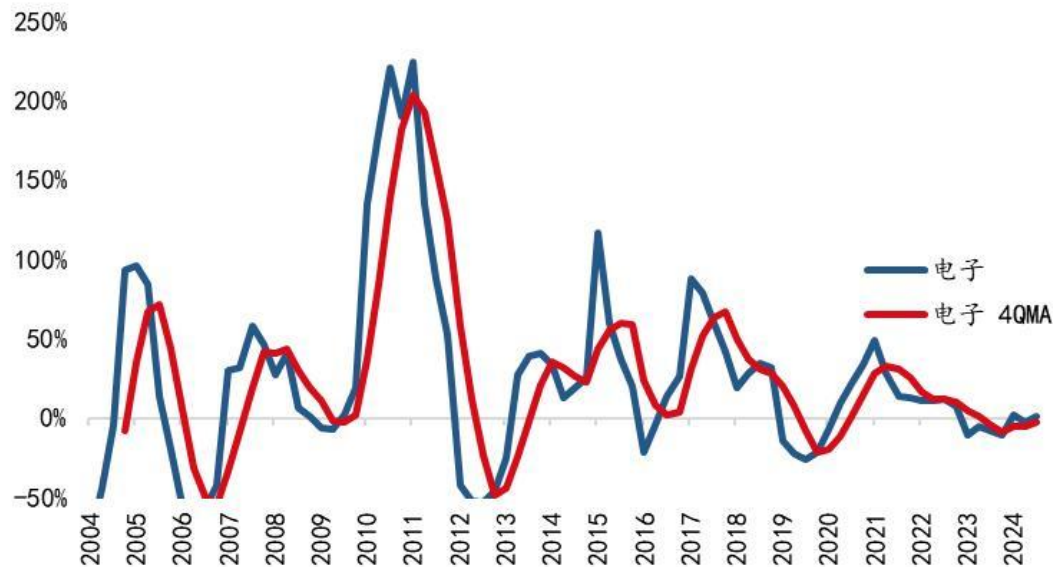
内容/阶段	清算价值 (Liquidation Value)	重置价值 (Replacement Value)	特许经营价值 (Franchise Value)	有效成长 (Sustainable Growth)
含义	清算价值是指公司如果立即停止运营并出售所有资产(包括固定资产、库存、应收账款等)，在偿还所有债务后，股东能够获得的价值。	重置价值是指重新建立一个与目标公司相同规模和业务的企业所需的成本，包括购买设备、建设工厂、开发品牌等。	特许经营价值是指企业因其独特的竞争优势(如品牌、专利、市场份额、客户忠诚度等)而获得的超额盈利能力。	有效成长是指企业在不依赖过度融资或牺牲盈利能力的情况下，通过内生增长(如提高效率、扩大市场份额、创新等)实现的可持续增长。
计算方法	清算价值 = 资产的市场价值 - 负债。	重置价值通常基于资产的当前市场价值，而非账面价值。	特许经营价值通常体现在企业的长期现金流折现中，难以精确量化。	有效成长通常通过收入增长率、利润增长率和资本回报率(ROIC)等指标衡量。
适用场景	通常用于评估陷入困境或破产的企业，判断其资产是否足以覆盖债务并为股东提供剩余价值。	适用于评估重资产行业(如制造业、房地产等)的企业。	适用于拥有强大护城河的企业(如可口可乐、苹果等)。	适用于评估成长型企业，尤其是那些能够将增长转化为股东价值的企业。
投资意义	如果市场价格低于清算价值，可能存在安全边际，投资者可以以低于资产价值的价格买入，符合格雷厄姆提出的“捡烟蒂法则”。	如果市场价格低于重置价值，说明公司可能被低估，因为购买股票比重新建立企业更划算。	特许经营价值高的企业通常能够长期保持高利润率，是价值投资者青睐的对象。	有效成长的企业能够为股东创造长期价值，是价值投资中“成长与价值结合”的重要体现。
特点	保守估值，适合风险厌恶型投资者。	反映公司资产的当前市场价值，适合评估资产价值被低估的公司。	反映公司的长期盈利能力，适合评估具有持续竞争优势的公司。	反映公司的长期增长潜力，适合评估具有高质量盈利和良好管理能力的公司。

资料来源：布鲁斯·C.N. 格林沃尔德（2020）《价值投资：从格雷厄姆到巴菲特的头号法则》[M]，中国人民大学出版社，国信证券经济研究所绘制

增速差/ROE 轧差有望实现新一轮拐头向上，科技成长长期不弱

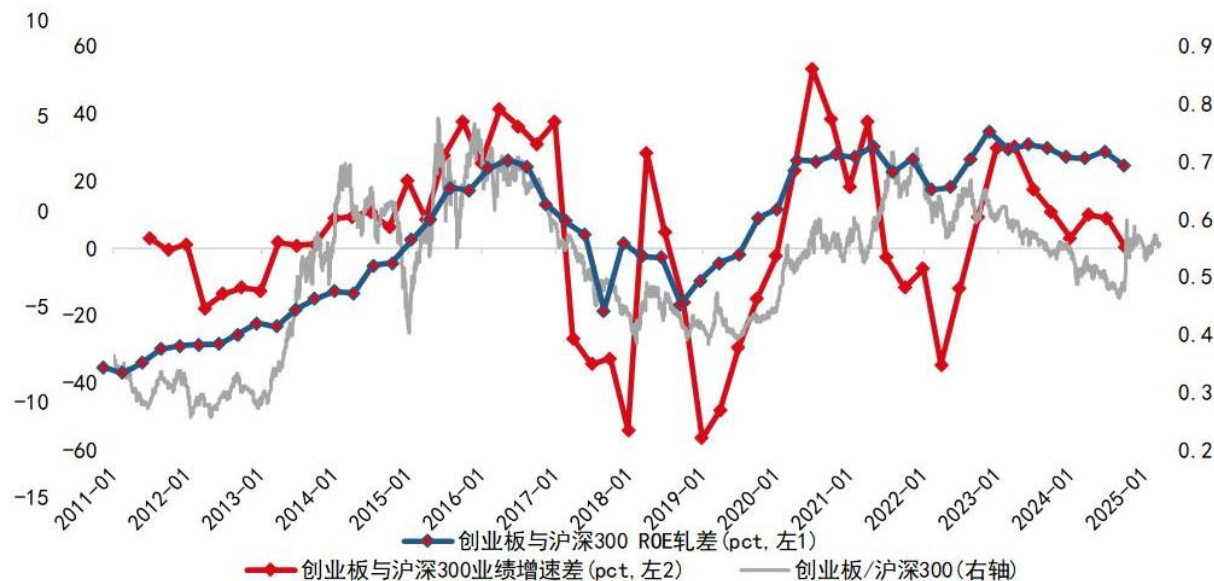
- 从一个盈利周期维度进行风格研判，背后的业绩因素是核心支撑。创业板在2014年外延式并表的过程中，相对沪深300的业绩增速差快速扩张，股价表现的反映领先于增速差，呈现“先拔估值，业绩接续”的多阶段行情演绎。2025年“财政发力→价格弹性增加→ROE提升”传导链条明晰，AH分子端有望提升，稳固 β 。科技板块长周期内相对大盘的业绩增速差、ROE轧差有望走扩，对风格占优的持续性形成支撑。
- 从产能周期视角看制造业内部，购建固定资产支出增速反映产能建设，固定资产净值增速反映产能建成投放，从资本支出到固定资产的增加，是产能形成的周期长度，当前中游制造业几乎看不到整体产能建设或产能投放的恢复，没有系统性景气修复的情况下，产能先出清、产能投放先恢复的先获胜，科技领域部分细分赛道符合条件。

图：科技领域中，电子行业产能建设连续三季度回升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中期层面风格占优背后是业绩相对趋势占优

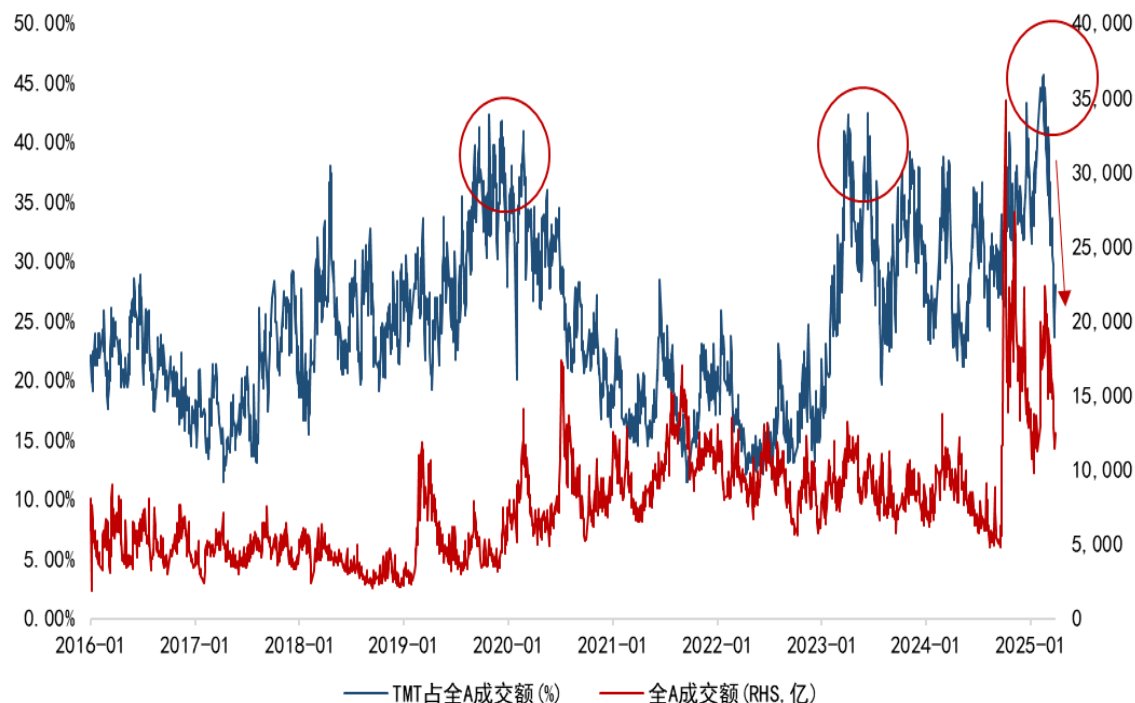


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

高低切交易下，情绪层面的短期掣肘近期有所缓解

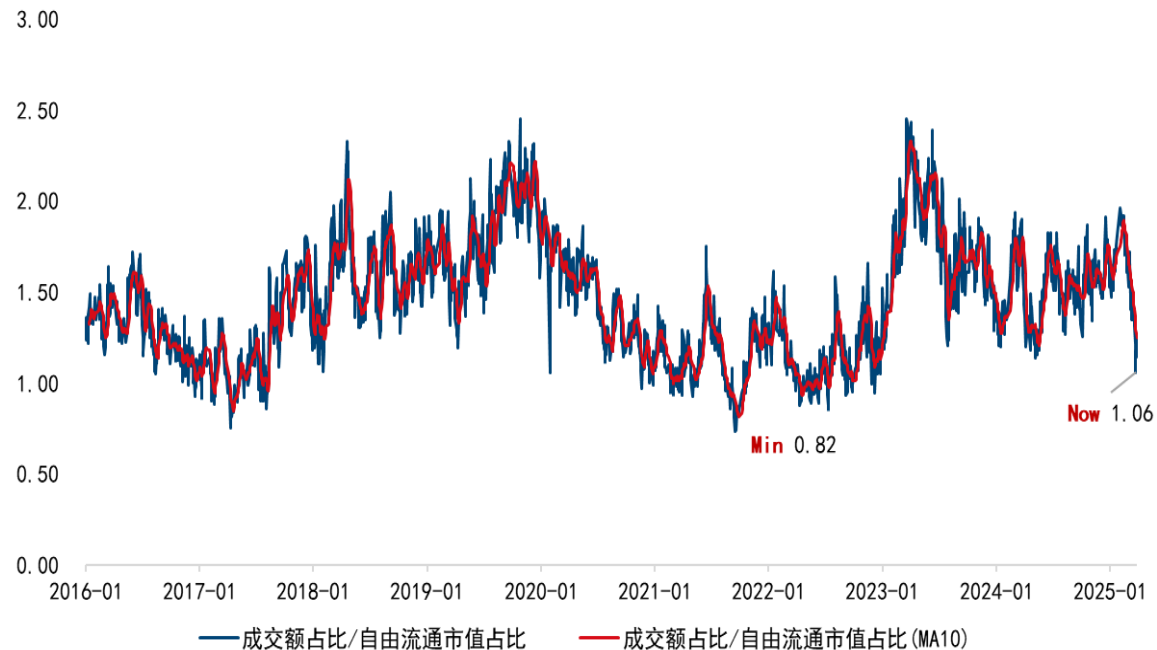
- 以电子、通信、计算机、传媒四个申万一级统计，本轮成交额高点大约占全A的45%，三月最后一周，TMT成交额占比在快速下降至25%附近，滚动10日成交占比回落至30%附近。在《“四月决断”：交易高低切、拥抱“超额主升”》中，我们提出主升浪过程中的实际情绪支撑位大约在上一轮情绪高点回撤50%左右，成交额视角下当前TMT短期风险大幅出清。
- 从成交额/自由流通市值比看，TMT在过去五年的实际情绪支撑位对应的比值为0.82，在2019-2021年主升浪期间对应的比值为0.7，成交额占比/自由流通市值占比当前为1.06，本轮高点接近2，这一计算口径下的情绪出清幅度同样超过40%，情绪层面的短期掣肘有所缓解。

图：市场交投情绪走弱，TMT成交额快速下降



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：当前TMT成交额占比/自由流通市值比回落至1.06（最低值0.82）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

大流通市值的TMT细分行业两融交易仍在降温

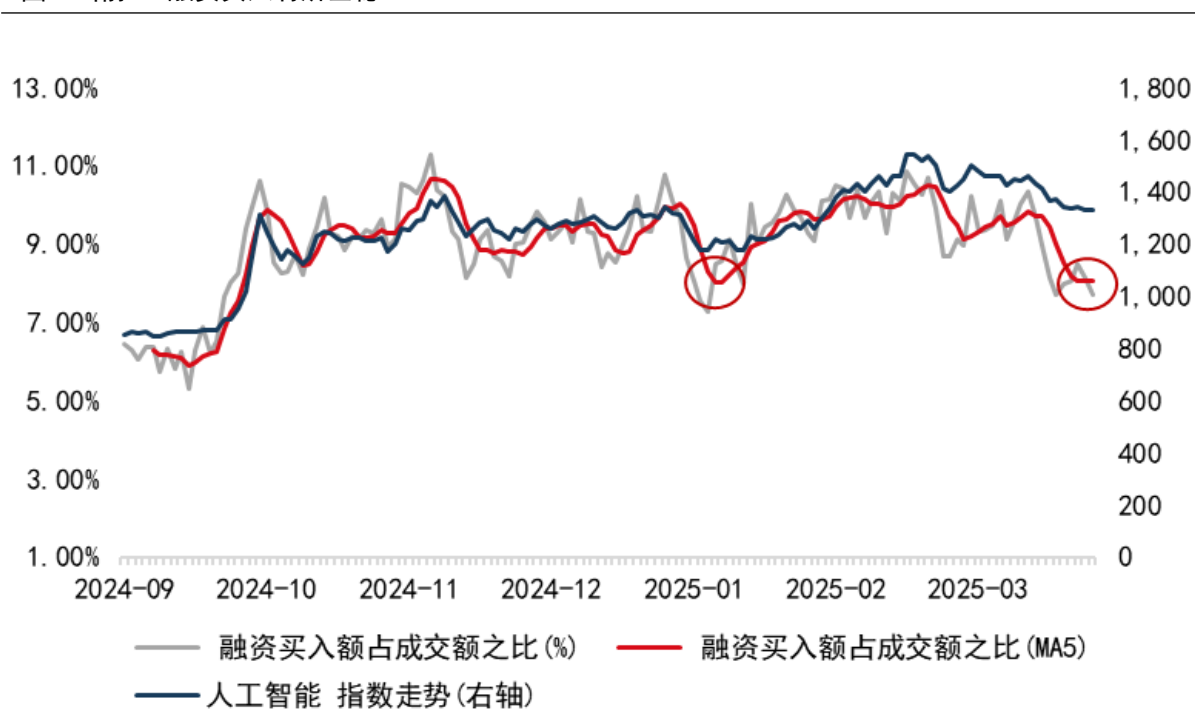
- AI本轮行情从短期交易层面上看，与融资买入额占比高度相关，融资买入额拐头向下往往是短期回撤的同频或领先指标。本轮TMT融资买入额占比高位在10%以上，当前活回落至7.7%，五日均线回落至8%附近。
- 我们观测个股数量较多、自由流通市值较大的10个TMT三级行业，从测算结果看仅有数字芯片设计、半导体设备、横向通用软件融资买入额占比5日均线小幅企稳回升，IT服务、消费电子、其他计算机设备、PCB两融情绪仍处于非常明显的下行通道中。

图：TMT细分行业自由流通市值

行业	个股数量	自由流通市值(亿)	2025 Q1 日均成交额(亿)	2025Q1 涨跌幅(%)
数字芯片设计	48	10047.9	514.4	11.0
IT服务Ⅲ	119	8349.0	826.2	11.8
消费电子零部件及组装	78	7828.2	430.3	4.0
垂直应用软件	98	6468.2	551.8	4.9
通信网络设备及器件	36	4348.0	349.2	-11.9
其他计算机设备	60	4205.6	308.4	1.5
横向通用软件	35	3747.0	226.5	14.4
面板	38	3703.3	117.6	-4.2
半导体设备	20	3474.6	101.0	3.9
印制电路板	41	3466.7	238.2	10.6
游戏Ⅲ	26	2779.5	163.6	7.7
模拟芯片设计	34	2425.2	104.9	3.6
安防设备	24	2248.2	67.0	2.0
电子化学品Ⅲ	33	1801.9	72.1	4.8
通信终端及配件	29	1609.9	127.2	7.2
集成电路封测	12	1538.8	80.5	-6.8
光学元件	25	1508.1	107.7	4.4
LED	30	1470.6	90.6	-1.7
分立器件	18	1440.0	63.9	-4.9
被动元件	15	1349.2	47.2	-0.4

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

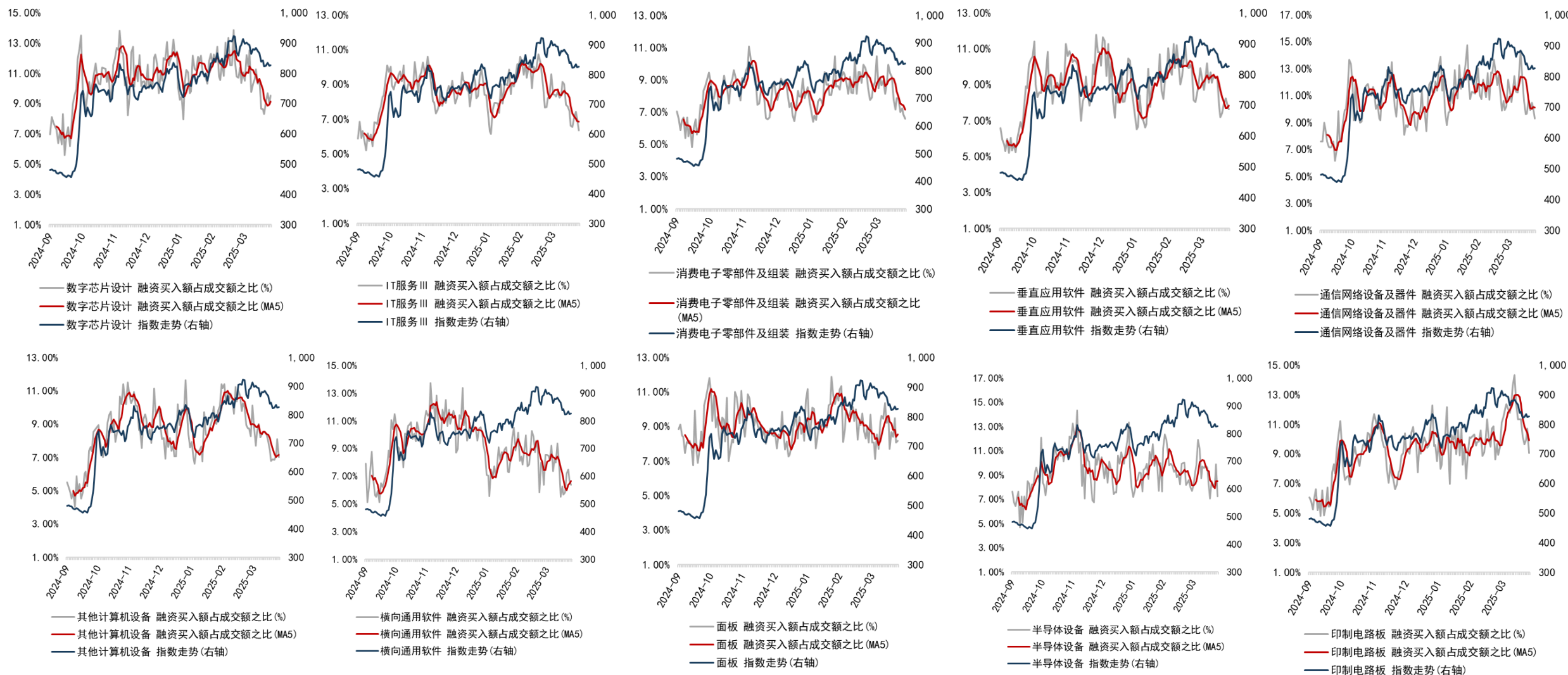
图：当前TMT融资买入有所企稳



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

大流通市值的TMT细分行业两融交易仍在降温

图：TMT细分行业自由流通市值



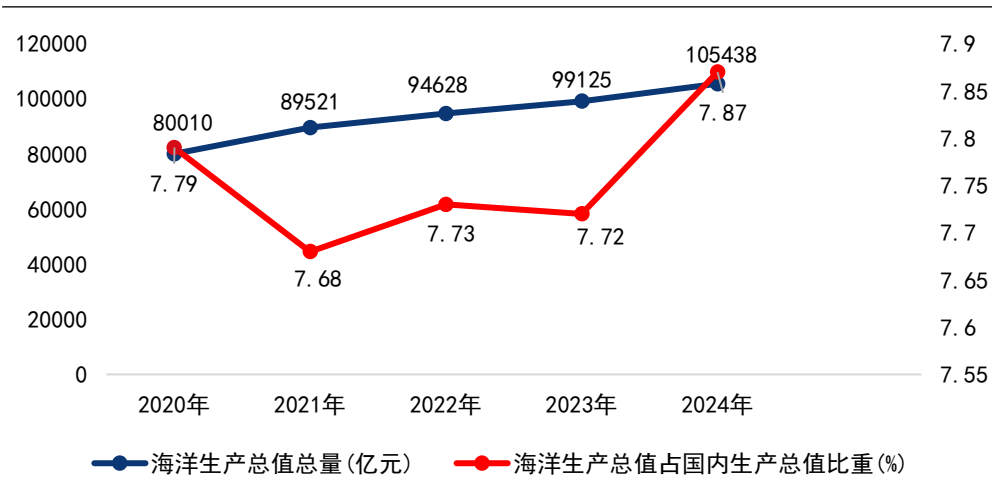
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- [01] 大势&全球配置：如何看待4月市场走势
- [02] 中观行业：如何展望一季报
- [03] 风格探讨：科技成长如何看
- [04] 热门主题：海洋经济

海洋经济产业概览

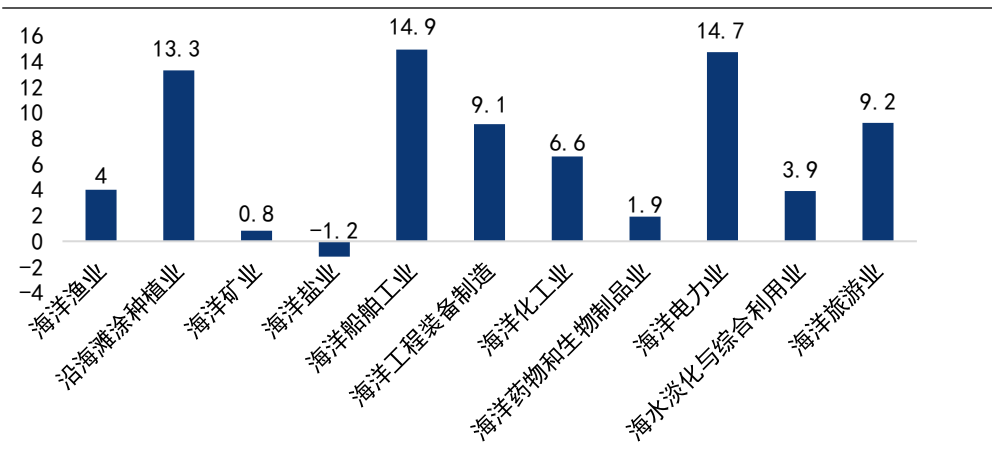
- 海洋经济占GDP比重7.8%，对国民经济增长贡献率0.4个百分点。
- 近五年复合增长率约6%，高于国民经济增速。

图：2020-2024年中国海洋生产总值



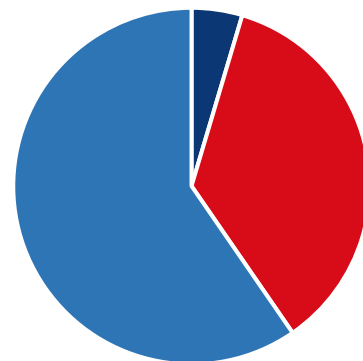
资料来源：中华人民共和国自然资源部，国信证券经济研究所整理

图：2024年细分产业增速对比



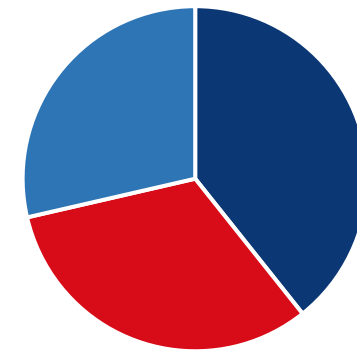
资料来源：中华人民共和国自然资源部，国信证券经济研究所整理

图：2024年产业结构占比



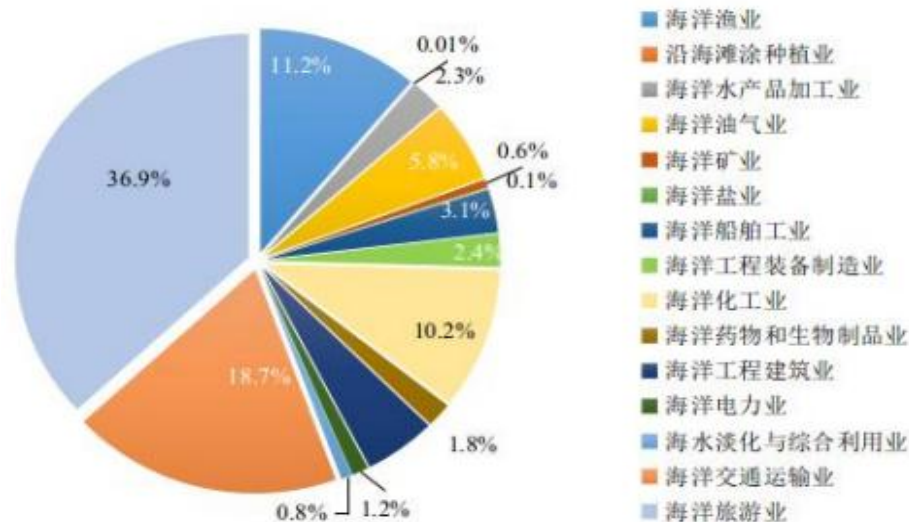
资料来源：中华人民共和国自然资源部，国信证券经济研究所整理

图：2024年三大海洋经济圈产值占比



资料来源：中华人民共和国自然资源部，国信证券经济研究所整理

图：2024年中国海洋经济统计公报



资料来源：中华人民共和国自然资源部，国信证券经济研究所整理

海洋经济产业政策概览

- 近年来，国家和地方政府密集出台一系列政策推动海洋经济发展。《“十四五”海洋经济发展规划》为海洋经济的发展提供了宏观指导和战略规划，而《海洋环境保护法（2024修订）》则为海洋环境保护提供了法律保障，促进了海洋经济的可持续发展。
- 《“十四五”海洋经济发展规划》明确培育壮大海洋新能源、海洋工程装备等新兴产业，优化提升海洋渔业、海洋船舶工业等传统优势产业，加强海洋科技创新，推动海洋经济高质量发展。
- 《海洋环境保护法》在多个方面进行了创新和完善，其中最为突出的亮点包括：强化污染防治，明确责任主体；加强海洋生态保护，维护生物多样性；完善监管机制，强化执法力度。同时，该法还建立了海洋环境保护跨部门协调委员会，由环保、海洋局、渔业部门等多个相关部门组成，主要任务是解决海洋保护工作中存在的部门壁垒问题，优化资源配置，统一行动指导。

图：《海洋环境保护法（2024修订）》的影响

强化监管框架和技术整合

法条具体化与处罚机制的优化

环保标准的严格化与科学化

跨部门协调机制的建立与优化

资料来源：中华人民共和国生态环境部，国信证券经济研究所整理

表：《“十四五”海洋经济发展规划》的成效与挑战

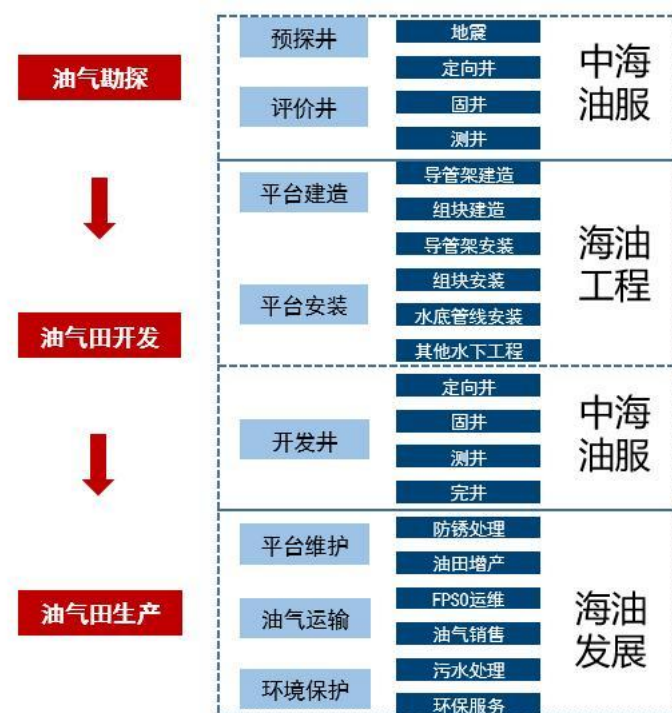
	详细内容
经济增长与结构优化	2024年海洋生产总值达到105438亿元，较上年增长5.9%，拉动国民经济增长0.4个百分点，呈现强劲发展势头。其中，海洋产业增加值43733亿元，海洋科研教育增加值6653亿元，海洋公共管理服务增加值17209亿元，带动海洋相关产业增加值37843亿元。这表明海洋经济对国民经济增长的拉动作用进一步显现。
重点产业发展	海洋制造业增加值31829亿元，占海洋生产总值比重超三成，“压舱石”作用持续显现。海洋船舶工业全年实现增加值1370亿元，比上年增长14.9%，以修正总吨计的新承接海船订单量、海船完工量和手持海船订单量国际市场份额首次全部超过50%。海洋工程装备制造业持续回暖，国际市场份额连续7年保持全球首位，全年实现增加值1032亿元，比上年增长9.1%。
海洋服务业贡献	海洋服务业增加值62849亿元，占海洋生产总值比重为59.6%，拉动海洋经济增长3.6个百分点，高于上年0.1个百分点。海洋旅游市场持续升温，邮轮旅游热度高涨，海洋旅游业全年实现增加值16135亿元，比上年增长9.2%。海洋交通运输业保持较快增长，外需回升带动集装箱市场需求旺盛，海运贸易航线网络不断织密，全年实现增加值8194亿元，比上年增长7.4%。
区域协同与开放合作	大湾区方面，深圳积极实施《海洋产业集群行动计划》，致力于发展海洋工程和航运服务产业集群，力图打造千亿级的产业规模。这一行动计划将有助于提升深圳在海洋经济领域的竞争力，推动海洋产业的集群化发展。 长三角方面，上海和宁波在强化其国际航运中心的地位上不断努力。上海国际航运中心枢纽地位日益巩固，小洋山北作业区、东方枢纽上海东站开工建设，国际航运公会上海代表处等功能性机构落户。2023年，上海港集装箱吞吐量达到4915.8万标准箱、连续14年排名世界第一。 此外，根据国家发展和改革委员会发布的信息，中国设立了多个海洋经济发展示范区，如山东威海海洋经济发展示范区，旨在发展远洋渔业和海洋牧场，推动传统海洋渔业转型升级和海洋生物医药创新发展。
未来挑战	海洋科技资源不足，对于核心技术与关键配件的自主研发与生产能力需要进一步加强。海洋经济开发方式粗放，海洋生态系统退化，资源开发利用程度需提高。产业结构的深度调整需要加快，以适应海洋经济发展的新要求。

资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所整理

重点产业环节：深海资源开发

- **我国深海油气开发潜力巨大。**海洋油气资源探明率较低，勘探潜力较大。随着海洋油气开发装置与技术的不断发展，开发海洋油气的经济性不断提高，推动油气开采从浅水走向深水。。目前海上石油贡献了我国大部分石油增量，海洋油气仍将是增储上产重点方向。南海是世界上主要产油区之一，我国主权面积占三分之二，中国海洋公目前在南海的勘探开采主要集中于南海北部，截至 2023 年底，中国海油南海西部油田储量为 861.9 百万桶，净产量为 221573 桶/日，南海东部储量达到 892.6 百万桶油当量，东部合计净产量 375232 桶/天，其中包括多个深水、超深水油气田。南海北部深水区及南海中南部油气勘探前景广阔。
- **开发深海油气战略意义、现实意义深远。**2025 年政府工作报告中指出：“深入推进战略性新兴产业融合集群发展。开展新技术新产品新场景大规模应用示范行动，推动商业航天、低空经济、深海科技等新兴产业安全健康发展。”深海科技有望进入产业化快速推进阶段。2024 年海洋油气全年增加值为 2542 亿元，占全国海洋生产总值的 5.8%。深海油气开发兼具战略价值和商业价值，在政策及一系列科研项目推动下，深海油气开发有望快速发展，并取得较高经济利益，海洋油气企业有望受益。
- **近年来，我国油气装备技术研发突飞猛进，一系列大国重器为非常规、超深层油气资源开发利用提供了有力技术支撑。**在石油钻采装备方面，形成了以超深井钻机、大深度修井机、旋转导向系统等为代表的系列化新产品，带压作业装备全面实现国产化，连续管作业装备基本满足国内油气田生产需求，无水压裂、电驱压裂装备日益成熟。在海洋油气装备方面，“海洋石油981”深水半潜式钻井平台、“蓝鲸”号7500吨级全回转起重船、最新半潜式钻井平台“深蓝探索”、旋转导向钻井系统等支撑海洋油气开发不断向深水、超深水迈进，成为我国重要的能源增长极。

图：海洋油气开发过程及主要油服公司业务分工



图：海洋石油981



资料来源：中国海油官网，国信证券经济研究所整理

图：深蓝探索钻井平台



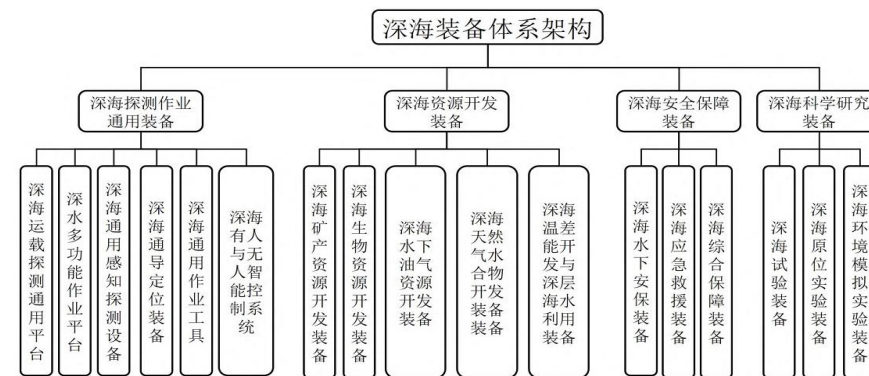
资料来源：中国海油官网，国信证券经济研究所整理

资料来源：立鼎产业研究院，国信证券经济研究所整理

重点产业环节：深海高端装备

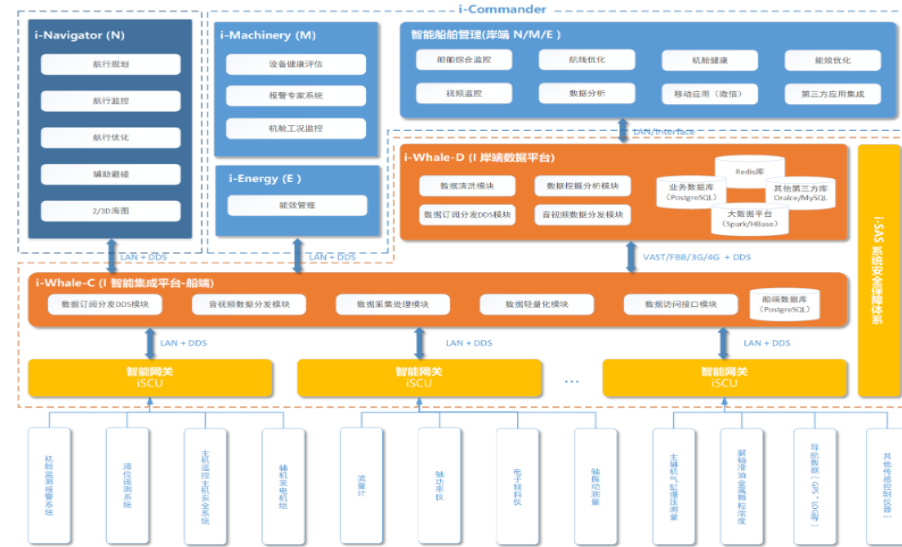
- 2025年政府工作报告首次将“深海科技”列为战略性新兴产业，标志着我国深海资源开发与装备制造正式进入国家顶层设计框架。政策端配套实施“深渊计划”等国家级科研项目，推动深海探测、资源开发、装备制造全产业链协同发展。深海科技作为核心驱动力，有望成为经济增长新引擎。技术层面，我国已实现多项突破，包括“梦想”号大洋钻探船（11000米钻深）、“奋斗者”号载人潜水器（万米作业）及“蓝鲸”系列深海钻井平台，耐压材料、深海传感器等核心技术逐步国产化，为商业化开发奠定基础。
- AI技术深度赋能深海科技，智能算法优化资源勘探（如多金属结核、可燃冰分布预测），仿生机器人、无人潜航器（AUV）提升作业效率。同时，深海数据中心（IDC）、海底通信网络等新兴应用加速试点，推动产业向高附加值领域延伸。当前，我国已形成覆盖探测、开发、装备、生态保护的全产业链，预计2025年市场规模达3.25万亿

图：深海装备体系架构



资料来源：《我国深海装备技术发展研究》，赵羿羽，孟德鑫，王传荣等(2024)，国信证券经济研究所整理

图：智能船整体方案



资料来源：海兰信官网，国信证券经济研究所整理

图：万米级载人潜水器“奋斗者”



资料来源：新华社，国信证券经济研究所整理

图：海南三亚深海科技创新公共平台项目



资料来源：新华社官网，国信证券经济研究所整理

- 一、美联储货币政策不确定性；
- 二、海外地缘政治冲突加剧；
- 三、文中提及上市公司和相关股票均为历史梳理，不构成投资推荐的依据。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032