



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：周翰（执业 S1130523110003）
zhou_han@gjzq.com.cn

“增长型红利”的优势逻辑与筛选框架

前期报告提要与市场聚焦

前期观点回顾：全球关税战升级，权益市场维持“高波动”状态。4月2日美国“对等关税”发布后，中美之间关税战持续升级，欧盟也宣布了对美国的关税反制措施。特朗普 2.0 关税政策将大概率加速美国“硬着陆”甚至“滞胀”。国内基本面“转弱”可能正在逐步演绎，叠加海外风险攀升，将可能导致居民、企业资产负债表再次面临走弱风险。我们维持市场“波动率”或趋于上行的观点，中小盘成长风格将“切换”至大盘价值防御，持续周期至少在1季度，直至“盈利底”迹象出现。

当下市场聚焦：1、如何淡化特朗普关税“噪音”？ 2、三月国内经济数据及政治局会议解读？ 3、全球权益市场的潜在风险及建议？ 4、增长型红利的优势逻辑？ 5、如何系统性筛选增长型红利组合？

重视美国“衰退”趋势下，权益市场潜在“高波动”风险

淡化特朗普“噪音”，重视“趋势”影响。三个核心趋势：一是美国经济衰退趋势不会因“关税”改变，当美国实际失业率突破“4.4%”时基本确认美国经济已经衰退；二是美国“通胀高企”背后是 2020 年 QE 的“后遗症”，只能通过“弱化”美国居民资产负债表解决，亦不会因“关税”而改变；三是美国“关税谈判”难以在短期内全部达成，只要有“关税”影响势必加剧美国经济“衰退”甚至“滞胀”进程。国内 3 月经济数据发布，“量增价跌”的格局依然凸显，基本面“转弱”可能正在逐步演绎。这意味着，不仅美股，A 股、港股均将面临着未来基本面下行压力甚至叠加情绪及流动性陷阱的二次、三次冲击。故我们维持市场“波动率”或趋于上行的观点，中小盘成长风格将“切换”至大盘价值防御，持续周期至少在 1 季度，直至“盈利底”迹象出现；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。

增长型红利有望受益于“息差”主动扩张

定义上，“增长型红利”资产指那些“牺牲部分股息率，通过资本开支扩张带来潜在盈利改善的细分行业或公司，这一类型的标的不仅当下的股息率水平不错，未来在分红率稳定及盈利预期改善的影响下，有望推动潜在股息率上升，主动扩大与无风险利率的“息差”，故有望受到市场青睐给予其更高估值”，当下的核心推荐逻辑有二：①围绕财政发力预期的政策端，寻找相对的确性。财政政策在老基建及推动居民可支配收入改善等领域的发力值得期待。②“增长型红利”讲究股息率上升预期，可以避免静态估值陷阱。此外，相较于传统红利类资产，“增长型红利”当下也更具“性价比”。具体的筛选框架中，需要兼顾“红利”和“增长”两个维度，我们的综合筛选模型最终聚焦以下五个因子：①股息率具备相对优势；②分红比率稳定、持续；③经营性现金流充裕；④ROE 水平稳定或向上；⑤Capex 增速或占比趋于扩张。回测结果来看，2016 年至今季频调仓（每年的一季报、中报和三季报披露后的首个交易日调仓），综合筛选模型组合的绝对收益录得 125.5%，显著跑赢同期万得全 A（22.9%）和沪深 300（19.5%）等主流宽基指数，也优于仅依赖股息率单因子构建的纯红利组合（103.7%）。

风格及行业配置：成长明显分化，价值将逐步占优

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。

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

1、前期报告提要与市场聚焦.....	4
2、策略观点及投资建议.....	4
2.1 重视美国“衰退”趋势下，权益市场潜在“高波动”风险.....	4
2.2 增长型红利有望受益于“息差”主动扩张.....	6
2.3 风格及行业配置：成长明显分化，价值将逐步占优.....	11
3、市场表现回顾.....	12
3.1 市场回顾：国内宽基指数涨多跌少，海外权益指数普涨.....	12
3.2 市场估值：A股主要指数估值涨多跌少，海外权益指数估值普涨.....	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
4、下周经济数据及重要事件展望.....	20
5、风险提示.....	21

图表目录

图表 1： 3月出口在低基数和抢出口推动下高增.....	5
图表 2： 3月进口金额同比下滑.....	5
图表 3： 3月工业增加值高增长，但产销率偏低.....	5
图表 4： 消费品以旧换新驱动社零增速抬升.....	5
图表 5： “两重”拉动固定资产投资增速上行.....	5
图表 6： GDP增速高于预期，但平减指数同比仍为负数.....	5
图表 7： 大力发展消费是今年国内经济政策的核心之一.....	6
图表 8： 近期高层对于政策进一步发力的表述积极.....	6
图表 9： “增长型红利”可以避免股息率陷阱，在传统的红利属性外，还有一定的成长性.....	7
图表 10： 国有大型银行的最新 PE 分位数录得 94.8%.....	8
图表 11： 长江电力的最新 PE 分位数录得 77.3%.....	8
图表 12： 中证红利的最新 PE 分位数录得 46.4%.....	8
图表 13： 静态来看，“增长型红利”也更具性价比优势.....	8
图表 14： 股息率因子的有效性较好.....	9
图表 15： 分红比率因子的有效性较好.....	9
图表 16： ROE 因子的有效性较好.....	9
图表 17： 经营现金流因子的有效性较好.....	9
图表 18： CAPEX 因子的有效性近年来明显改善.....	9
图表 19： 三大运营商是“增长型红利”的典型代表.....	9
图表 20： “增长型红利”的综合筛选模型在历史上的回测效果较为出色.....	10
图表 21： A股“增长型红利”标的筛选结果示例（仅展示部分标的）.....	11
图表 22： 港股“增长型红利”标的筛选结果示例（仅展示部分标的）.....	11
图表 23： 本周（4.21-4.25）国内宽基指数涨多跌少，海外权益指数普涨.....	13
图表 24： 本周（4.21-4.25）一级行业涨多跌少，汽车领涨，食品饮料领跌.....	14



图表 25:	本周 (4.21-4.25) A 股主要指数估值涨多跌少, 海外权益指数估值普涨	15
图表 26:	本周 (4.21-4.25) A 股各行业估值多数上涨, 农林牧渔领涨, 通信领跌	15
图表 27:	万得全 A ERP 高于 “1 倍标准差上限”	16
图表 28:	上证指数 ERP 略低于 “1 倍标准差上限”	16
图表 29:	沪深 300 ERP 高于 “1 倍标准差上限”	16
图表 30:	创业板指 ERP 高于 “1 倍标准差上限”	16
图表 31:	万得全 A 股债收益差低于 “2 倍标准差下限”	16
图表 32:	上证指数股债收益差低于 “2 倍标准差下限”	16
图表 33:	沪深 300 股债收益差低于 “2 倍标准差下限”	17
图表 34:	创业板指股债收益差低于 “2 倍标准差下限”	17
图表 35:	金融的 ERP 高于 “1 倍标准差下限”	17
图表 36:	周期的 ERP 高于 “1 倍标准差下限”	17
图表 37:	消费的 ERP 高于 “1 倍标准差上限”	17
图表 38:	成长的 ERP 高于 “1 倍标准差下限”	17
图表 39:	金融股债收益差低于 “2 倍标准差下限”	18
图表 40:	周期股债收益差高于 “2 倍标准差下限”	18
图表 41:	消费股债收益差低于 “2 倍标准差下限”	18
图表 42:	成长股债收益差低于 “2 倍标准差下限”	18
图表 43:	本周 (4.21-4.25) 主要指数盈利预期分化	19
图表 44:	本周 (4.21-4.25) 各行业盈利预期多数下调	19
图表 45:	下周全球主要国家核心经济数据一览	20
图表 46:	下周全球主要国家重要财经事件一览	20



1、前期报告提要与市场聚焦

前期观点回顾：全球关税战升级，权益市场维持“高波动”状态。4月2日美国“对等关税”发布后，中美之间关税战持续升级，欧盟也宣布了对美国的关税反制措施。特朗普2.0关税政策将大概率加速美国“硬着陆”甚至“滞胀”。国内基本面“转弱”可能正在逐步演绎，叠加海外风险攀升，将可能导致居民、企业资产负债表再次面临走弱风险。我们维持市场“波动率”或趋于上行的观点，中小盘成长风格将“切换”至大盘价值防御，持续周期至少在1季度，直至“盈利底”迹象出现。

当下市场聚焦：1、如何淡化特朗普关税“噪音”？2、三月国内经济数据及政治局会议解读？3、全球权益市场的潜在风险及建议？4、增长型红利的优势逻辑？5、如何系统性筛选增长型红利组合？

2、策略观点及投资建议

2.1 重视美国“衰退”趋势下，权益市场潜在“高波动”风险

淡化特朗普“噪音”，重视“趋势”影响。由美国发起的全球关税战继续演绎，继中国、欧盟等对美国发动反制措施后，4月10日美国总统特朗普宣布对75个国家实施90天的关税暂缓期。目前已有部分国家开始与美国就关税问题开展谈判，尤其是美国传统盟友日本的谈判进程备受市场关注，但根据最新情况显示，主要国家与美国就关税问题的第一轮谈判没有取得实质性进展。各国在90天内落实与美国的关税谈判结果并非易事，而中美之间目前也尚未有正式开启谈判的迹象，意味着困扰权益市场的“关税政策不确定性”并未解除。我们判断未来市场的三大核心趋势：一是美国经济衰退趋势不会因“关税”改变，当美国实际失业率突破“4.4%”时基本确认美国经济已经衰退；二是美国“通胀高企”背后是2020年QE的“后遗症”，只能通过“弱化”美国居民资产负债表解决，亦不会因“关税”而改变；三是美国“关税谈判”难以在短期内全部达成，只要有“关税”影响势必加剧美国经济“衰退”甚至“滞胀”进程。

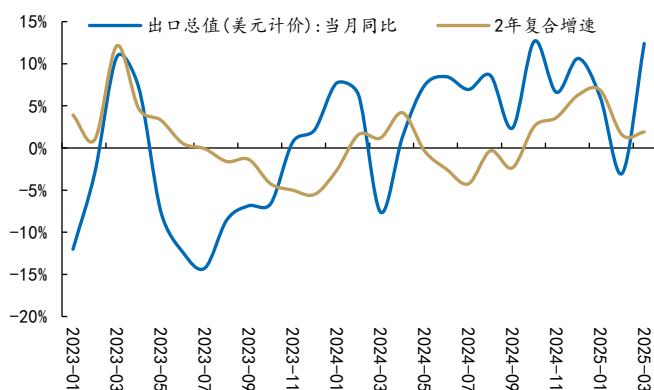
我们重申观点，参考关税1.0的经验，本轮特朗普2.0关税政策将大概率加速美国“硬着陆”甚至“滞胀”，从关税战情况来看，美国通胀上行风险和增长下行风险或将远胜于上一轮贸易摩擦期间，“滞胀”风险严重升温，主要基于：①更广的加征范围和更大的加征幅度已经得到印证，或将显著推升美国进口关税税率；②可能招致贸易伙伴的“报复性”关税，由此对美国经济的负面含义是更大的；③美联储降息周期受到通胀水平的“掣肘”；④美国财政扩张受到“利息占比高企”掣肘；⑤高关税壁垒下，全球贸易活动收缩，经济景气下行，亦会加速美国失业率恶化，具体详见报告《特朗普关税2.0，将加速美国“衰退”与美股趋势性调整》。

国内方面，“量增价跌”形势凸显。3月份经济数据已经陆续发布，其中：1) 3月出口同比增长12.4%，主要受低基数（去年同期为-7.6%）以及抢出口的影响，两年复合增速为1.9%，已从去年底今年初的6%以上的增速回落明显；2) 3月进口同比下滑4.3%，整体维持弱势状态，表明国内需求仍有待提升；3) 在抢出口支撑下，3月规模以上工业增加值同比增长7.7%，增速环比抬升明显，但与此同时可以看到产销率下滑至93.0%，为近年来新低；4) 受消费品以旧换新政策的拉动，3月社零增速同比达到5.9%，家电、家具、汽车等耐用品销售增速环比提升明显；5) 受“两重”政策的拉动，一季度设备工器具购置投资同比增长19%，驱动1-3月整体固定资产投资增速提升至4.2%；6) 一季度GDP同比增长5.4%，超出市场预期，但GDP平减指数同比下滑0.8%，连续八个季度为负，国内物价压力仍较大。综合而言，3月国内经济量强价弱的格局仍在延续，需求投资受政策驱动的特征明显，目前数据尚未明显受到关税战的冲击，后续面临的压力或边际放大，届时货币、财政发力的可能性将进一步抬升。事实上，从刚刚召开的4月政治局会议通稿来看，“加紧实施”、“用好用足”、“超常规逆周期调节”、“增量储备政策”等措辞，也表达了“在外部环境面临逆风因素的背景下，政策取向将更加积极”的含义。

维持A股、港股波动率上升风险观点。回到当下的A股、港股市场定价层面，国内基本面“转弱”可能正在逐步演绎，叠加海外风险攀升，将可能导致居民、企业资产负债表再次面临走弱风险。这将进一步抑制居民、企业的信用释放，加大M1下行风险。显然，基本面可能“转弱”叠加M1下行，意味着企业“分子”、“分母”端均面临调整压力。这意味着，不仅美股，A股、港股均将面临着未来基本面下行压力甚至叠加情绪及流动性陷阱的二次、三次冲击。故我们维持市场“波动率”或趋于上行的观点，中小盘成长风格将“切换”至大盘价值防御，持续周期至少在1季度，直至“盈利底”迹象出现；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。

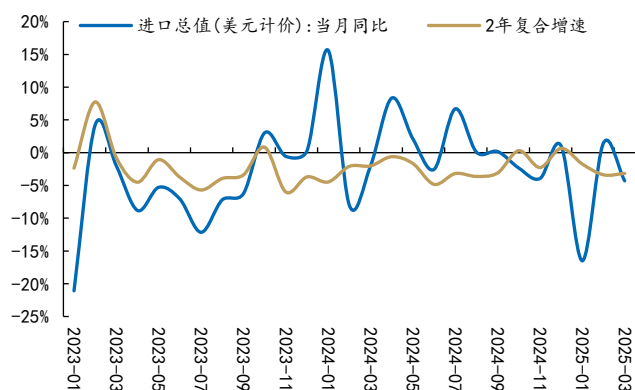


图表1：3月出口在低基数和抢出口推动下高增



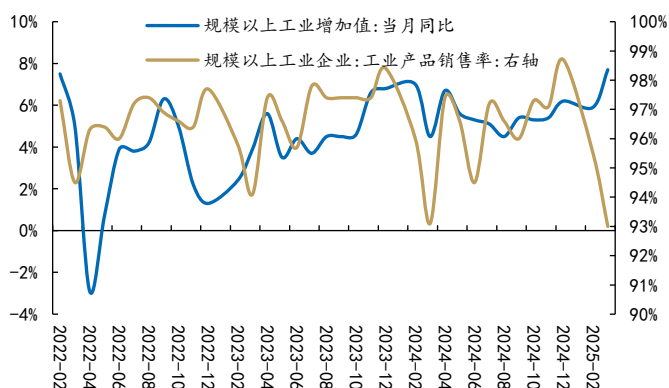
来源：Wind、国金证券研究所

图表2：3月进口金额同比下滑



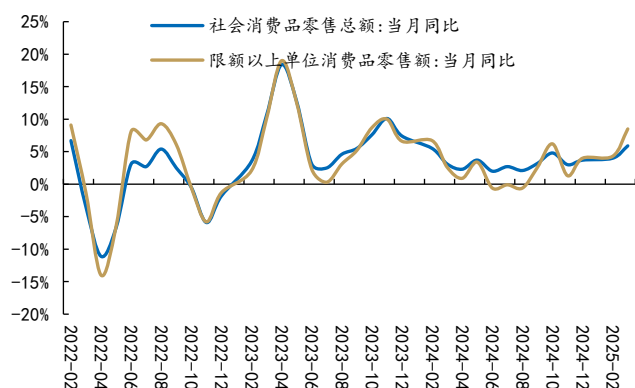
来源：Wind、国金证券研究所

图表3：3月工业增加值高增长，但产销率偏低



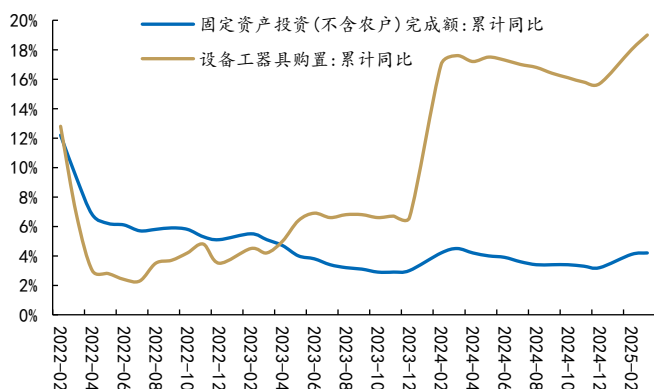
来源：Wind、国金证券研究所

图表4：消费品以旧换新驱动社零增速抬升



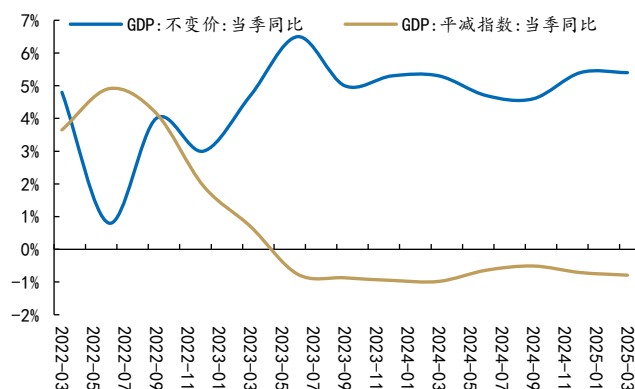
来源：Wind、国金证券研究所

图表5：“两重”拉动固定资产投资增速上行



来源：Wind、国金证券研究所

图表6：GDP增速高于预期，但平减指数同比仍为负数



来源：Wind、国金证券研究所



2.2 增长型红利有望受益于“息差”主动扩张

基于对整体市场“波动率”或趋于上行的判断，我们从3月中上旬以来持续推荐黄金股、创新药和增长型红利这三类防御周期中的优选方向，其中前两者的核心逻辑已经分别在《2025年黄金股：底部布局，一飞冲天》和《2025年港股创新药：从主题到景气，不可错失的主线》两篇报告中予以讨论，本篇我们重点提示增长型红利类资产在当下时点的配置机会。定义上，这一类资产是指那些“牺牲部分股息率，通过资本开支扩张带来潜在盈利改善的细分行业或公司，这一类型的标的不仅当下的股息率水平不错，未来在分红率稳定及盈利预期改善的影响下，有望推动潜在股息率上升，主动扩大与无风险利率的“息差”，故有望受到市场青睐给予其更高估值”。逻辑上而言，“增长型红利”背后的核心驱动因素有二：

(1) 围绕财政发力预期的政策端，寻找相对的确定性。大力发展消费是今年国内经济政策的核心之一。去年底的中央经济提出要大力提振消费，全方位扩大国内需求，加力扩围实施“两新”政策，创新多元化消费场景，扩大服务消费，促进文化旅游业发展，积极发展首发经济、冰雪经济、谷子经济等。年初以来，消费品“以旧换新”政策则“加力扩围”，包括安排超长期特别国债3000亿元支持消费品以旧换新，相比上年增量1500亿元；同时将手机、平板等纳入补贴范围。因此，全年角度来看，消费板块的增长机会值得重视。另一方面，受关税战的冲击，国内二季度经济不确定性上升，政策发力或箭在弦上。近期高层对于政策进一步发力的表述积极，强调“对症下药、集中施策，及时推出有力有效的政策举措”、“各方面政策措施早出手、快出手”等。因此，若接下来经济数据走弱，财政政策在老基建及推动居民可支配收入改善等领域的发力值得期待，“三大运营商”、建筑装饰、建筑材料、工程机械及服务性消费等板块存在投资机会。

图表7：大力发展消费是今年国内经济政策的核心之一

时间	会议/政策	主要内容
2024年12月12日	中央经济工作会议	大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。实施提振消费专项行动，推动中低收入群体增收减负，提升消费能力、意愿和层级。适当提高退休人员基本养老金，提高城乡居民基础养老金，提高城乡居民医保财政补助标准。加力扩围实施“两新”政策，创新多元化消费场景，扩大服务消费，促进文化旅游业发展。积极发展首发经济、冰雪经济、银发经济。加强自上而下组织协调，更大力度支持“两重”项目。适度增加中央预算内投资。加强财政与金融的配合，以政府投资有效带动社会投资。及早谋划“十五五”重大项目。大力实施城市更新。实施降低全社会物流成本专项行动。
2025年1月5日	《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》	1、加力推进设备更新，包括：加大重点领域设备更新项目支持力度（支持范围进一步扩展至电子信息、安全生产、设施农业等领域）；加力实施设备更新贷款贴息；加快存量设备评估诊断和项目储备；加强老旧营运船舶报废更新项目实施；扩围支持老旧营运货车和农业机械报废更新；提高新能源城市公交车及动力电池更新补贴标准。2、扩围支持消费品以旧换新，包括：（1）扩大汽车报废更新支持范围，如新纳入符合条件的国四排放标准燃油乘用车；（2）加力支持家电产品以旧换新。继续支持冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机、微波炉、净水器、洗碗机、电饭煲等4类家电产品纳入补贴范围；（3）实施手机等数码产品购新补贴，包括手机、平板、智能手表手环；（4）积极支持家装消费品换新；（5）加快推进电动自行车以旧换新。
2025年3月12日	政府工作报告	大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。促进消费和投资更好结合，加快补上内需特别是消费短板，使内需成为拉动经济增长的主动力和稳定锚。（1）实施提振消费专项行动，包括：安排超长期特别国债3000亿元支持消费品以旧换新；扩大健康、养老、助残、托幼、家政等多元化服务供给；创新和丰富消费场景，加快数字、绿色、智能等新型消费发展等。（2）积极扩大有效投资，包括更大力度支持“两重”建设等。
2025年3月16日	《提振消费专项行动方案》	（1）城乡居民增收促进行动：促进工资性收入合理增长、拓宽财产性收入渠道、多措并举促进农民增收、扎实解决拖欠账款问题。（2）消费能力保障支持行动：加大生育养育保障力度、强化教育支撑、提高医疗保障能力、保障重点群体基本生活。（3）服务消费提质惠民行动：优化“一老一小”服务供给、促进生活服务消费、扩大文旅旅游消费、推动冰雪消费、发展入境消费、稳步推进服务业扩大开放。（4）大宗消费更新升级行动：加大消费品以旧换新支持力度、更好满足住房消费需求、延伸汽车消费链条。（5）消费品质提升行动：强化消费品牌引领、支持新型消费加快发展、提高内外贸一体化水平。（6）消费环境改善提升行动：保障休息休假权益、营造放心消费环境、完善城乡消费设施。（7）限制措施清理优化行动：有序减少消费限制、持续优化营商环境。（8）完善支持政策：加强促消费政策协同联动、强化投资对消费的支撑作用、发挥财政政策引导带动作用、强化信贷支持、完善消费配套保障措施。

来源：中国政府网等，国金证券研究所

图表8：近期高层对于政策进一步发力的表述积极

时间	会议活动	主要内容
2025年4月17日	李强主持国务院第十三次专题学习	要找准政策重点，善于抓住有风向标作用的问题，对症下药、集中施策，及时推出有力有效的政策举措。要讲究政策时机，在一些关键的时间窗口，推动各方面政策措施早出手、快出手，对预期形成积极影响。要把握政策力度，必要时敢于打破常规，打好“组合拳”，让市场真正有获得感。
2025年4月15日	李强在北京市调研	要深入实施提振消费专项行动，在稳就业、促增收、强保障等方面下更大功夫，进一步提升消费能力、增强消费意愿，培育壮大内需增量市场。收购存量商品房用作保障性住房，是促进房地产市场止跌回稳、保障和改善民生的重要抓手。要落实好各项相关政策，在收购主体、价格和用途方面给予城市政府更大自主权，并及时研究推出新的支持措施。要深入推进城市更新，加力实施城中村和危旧房改造，通过多种方式盘活存量、优化增量。要聚焦城市新市民、住房困难群众关切，调整完善相关政策，支持居民刚性和改善性住房需求。
2025年4月9日	李强主持召开经济形势专家和企业座谈会	面对国内外形势的新变化，做好二季度和下一步经济工作尤为重要，各项工作都要持续加力、更加给力。要实施好更加积极有为的宏观政策，靠前发力推动既定政策尽快落地见效，根据形势需要及时推出新的增量政策，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性。要做大做强国内大循环，把扩大内需作为长期战略，加大力度稳就业促增收，在抓好消费品以旧换新的同时加快释放服务消费潜力，推动科技创新和产业创新融合发展，以高质量供给引领需求、创造需求。

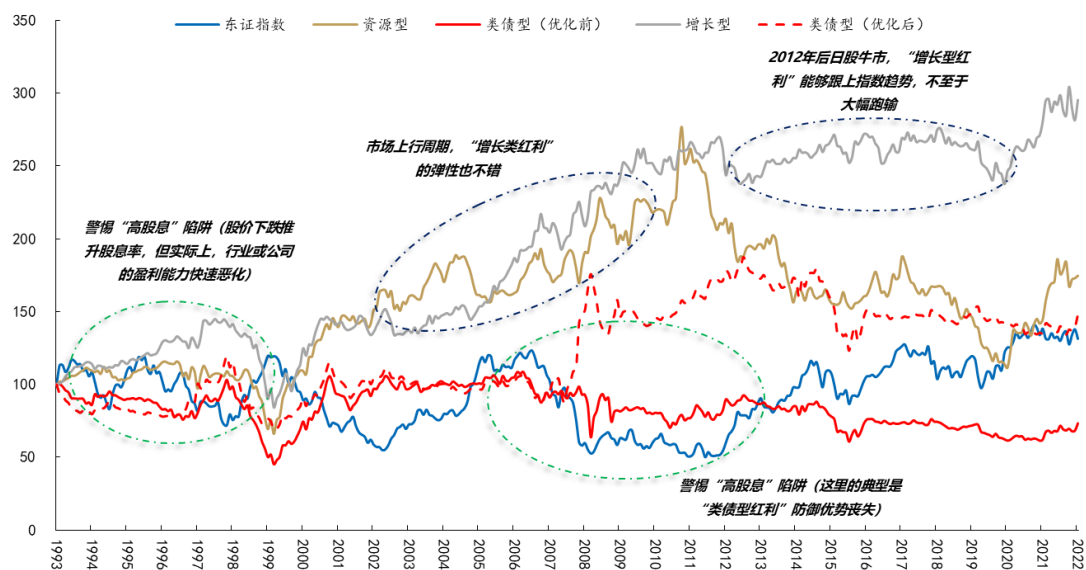
来源：中国政府网等，国金证券研究所



(2)“增长型红利”讲究股息率上升预期，可以避免静态估值陷阱。如果单纯地以“股息率”高低进行筛选，很容易陷入“估值陷阱”，即当下的静态股息率水平并不“真实”，背后实际上是公司的盈利能力即将或正在面临快速恶化，因此要么股价下跌是对盈利预期恶化的提前反映，进而推高了股息率；要么当下看似不错的分红水平的持续性由于盈利前景的“转弱”而无法得到保障。事实上，我们对红利策略表现不错且受到大家关注度也比较高的“日本市场”做了回测，也确实发现了传统红利资产由于“股息率陷阱”而丧失防御优势的现象，比如典型的参考 1996-1998 年由于地产泡沫破裂拖累的建筑板块、2007-2008 年次贷危机拖累下的金融行业、2015-2016 年“负利率”引发盈利前景恶化担忧的银行板块等。相比较下，“增长型红利”提供好的股东回报的同时，还能够拥有一定的增长潜力，因此投资者不单纯局限于分红带来的现金流，还能够享受到公司一定的成长性空间，因此这一类资产的相对收益持续占优。

相较于传统红利类资产，“增长型红利”当下也更具“性价比”。横向比较来看，一些典型的红利资产在经历过去两到三年的大幅跑赢后，当下的估值水位已然来到了一个相对偏高的水位，以具有代表性的国有大型银行、长江电力、中证红利指数为例，三者的 PE-TTM 分位数分别为 2016 年初至今的 94.8%、77.3%、46.4%，而我们测算的“增长型红利”资产（基于我们筛选的“增长型红利”标的所属的申万行业做等权平均，其中主要包括家用电器、食品饮料、纺织服饰、轻工制造、商贸零售、社会服务、建筑材料、建筑装饰、通信服务、汽车、工程机械、美容护理等）的 PE-TTM 分位约为 37.3%左右。实际上，如果进一步考虑两者盈利前景的差异（“增长型红利”的盈利弹性将明显优于传统的红利类资产），后者的“性价比”优势或更得以凸显。

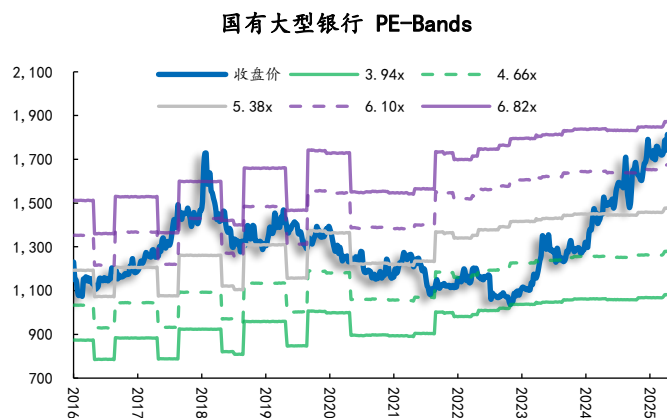
图9：“增长型红利”可以避免股息率陷阱，在传统的红利属性外，还有一定的成长性



来源：Bloomberg，国金证券研究所（注：我们将日本股市中的红利资产进一步分为了“类债型”、“资源型”和“增长型”，其中“增长型红利”资产的表现明显占优）

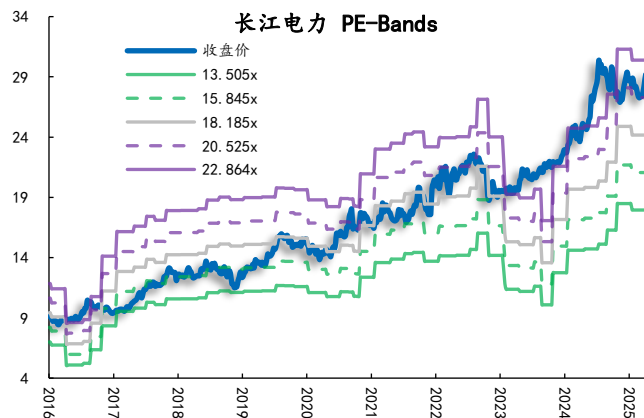


图表10：国有大型银行的最新PE分位数录得94.8%



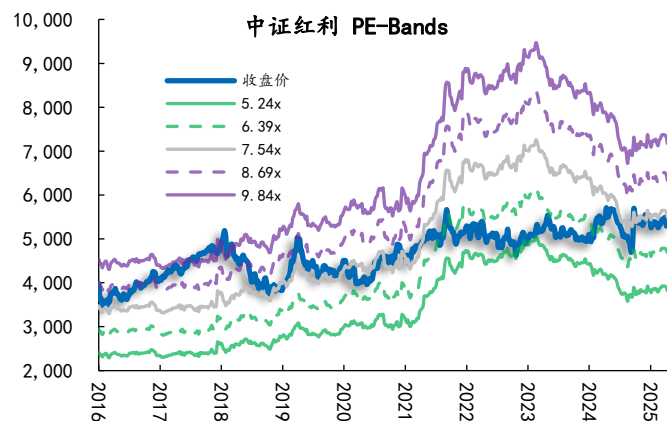
来源：Wind，国金证券研究所

图表11：长江电力的最新PE分位数录得77.3%



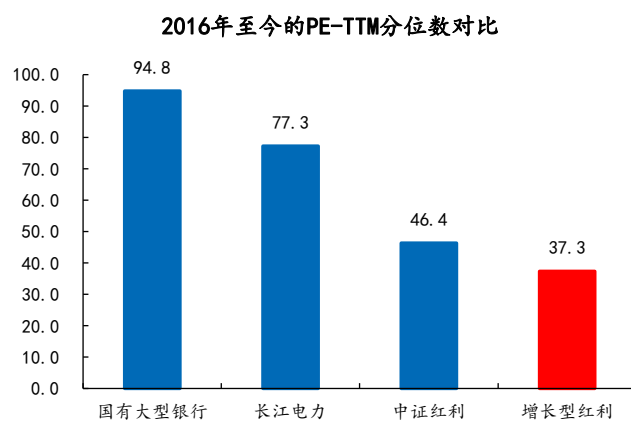
来源：Wind，国金证券研究所

图表12：中证红利的最新PE分位数录得46.4%



来源：Wind，国金证券研究所

图表13：静态来看，“增长型红利”也更具性价比优势



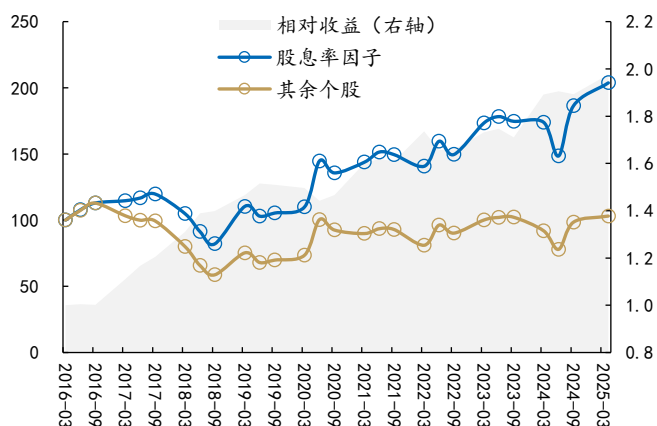
来源：Wind，国金证券研究所

“增长型红利”资产的筛选框架构建，兼顾“红利+增长”因子。基于我们对“增长型红利”资产的定义，定量筛选因子的选择需要兼顾“红利”和“增长”两个维度，以满足“牺牲部分股息率，通过Capex扩张带来潜在盈利改善，进而保障股息率的持续性和提升空间”的目标，最终聚焦于以下五个因子：①股息率具备相对优势（当下较高或者趋势改善）；②分红有持续性（保证持续分红，且波动率小或者趋势改善）；③经营性现金流充裕（波动率小或者趋势改善）；④ROE水平有保障（波动率小或者趋势改善）；⑤Capex增速或占比趋于扩张（趋势改善）。在我们定义的“增长型红利”资产所属大类行业范围内，分别对上述五个因子进行了回测，2016年至今采用季频调仓（每年3次，一季报、中报和三季报披露后的首个交易日进行调仓），效果上来看，因子的有效性都得到了验证。并且值得注意的是，对于Capex这一因子而言，我们认为是“增长型红利”资产的一个关键，典型的例子就是三大运营商。在享有不错的静态股息率的同时，三大运营商受益于产业趋势的加持，作为AI基础设施建设者，Capex扩张带来“第二增长曲线”，未来分红的持续性也大概率能够得以保证，过去两年多至今的股价表现无疑反映了众多投资者对其的青睐。

我们最终回测了上述五个因子的综合筛选模型，2016年至今季频调仓（每年3次，一季报、中报和三季报披露后的首个交易日进行调仓），至今的绝对收益录得125.5%，同期万得全A、沪深300的收益分别为22.9%、19.5%，基于股息率单因子构建的纯红利组合收益为103.7%。

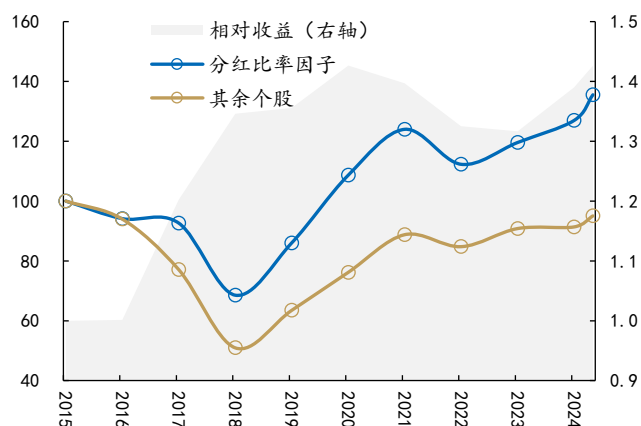


图表14: 股息率因子的有效性较好



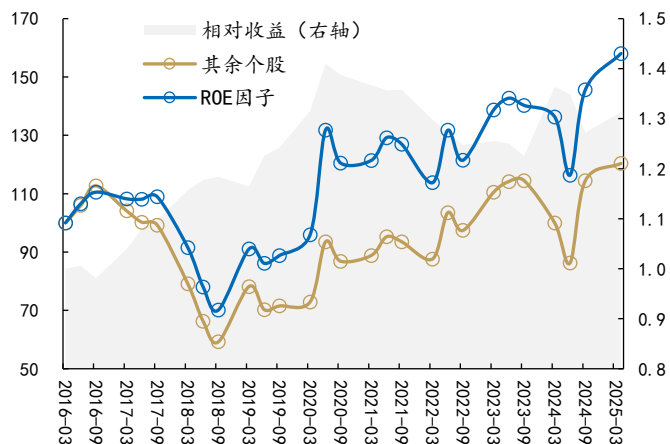
来源: Wind, 国金证券研究所 (注: “其余个股”指在“增长型红利”的大类行业范围内, 不满足筛选条件的其余标的)

图表15: 分红比率因子的有效性较好



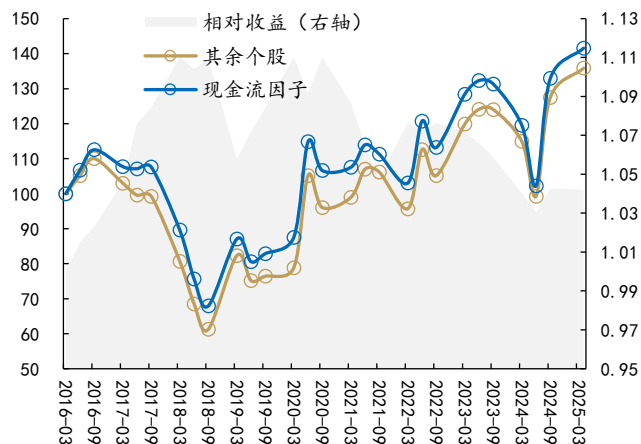
来源: Wind, 国金证券研究所 (注: “其余个股”指在“增长型红利”的大类行业范围内, 不满足筛选条件的其余标的)

图表16: ROE 因子的有效性较好



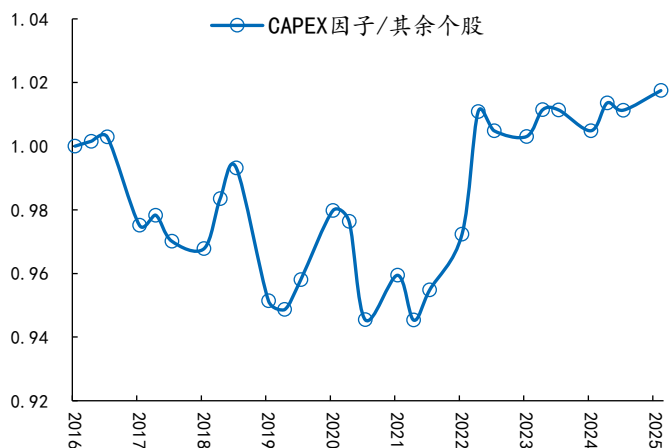
来源: Wind, 国金证券研究所 (注: “其余个股”指在“增长型红利”的大类行业范围内, 不满足筛选条件的其余标的)

图表17: 经营现金流因子的有效性较好



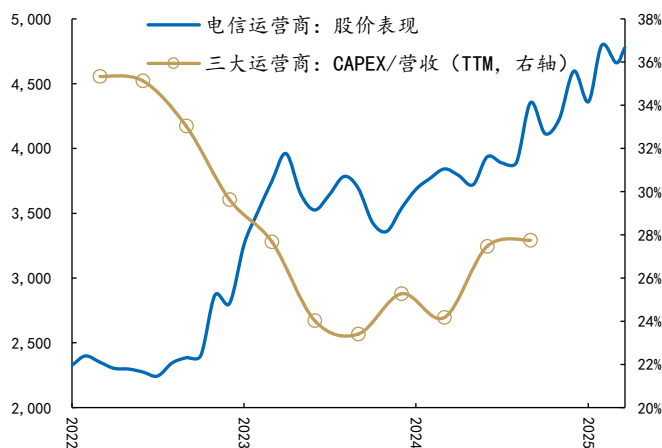
来源: Wind, 国金证券研究所 (注: “其余个股”指在“增长型红利”的大类行业范围内, 不满足筛选条件的其余标的)

图表18: CAPEX 因子的有效性近年来明显改善



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: “其余个股”指在“增长型红利”的大类行业范围内, 不满足筛选条件的其余标的)

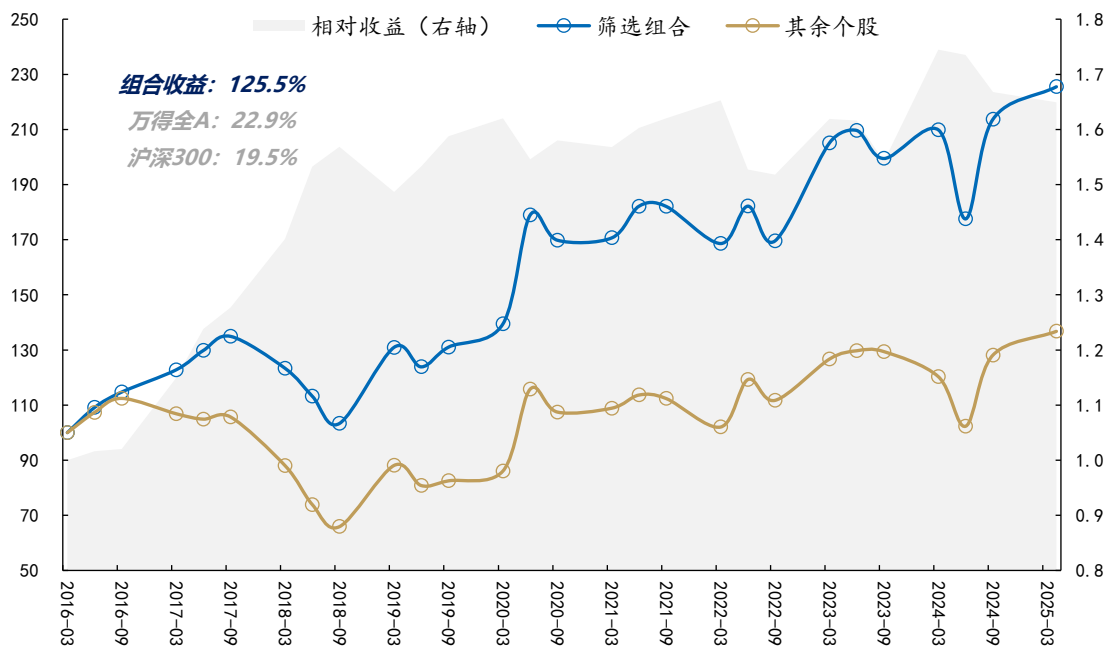
图表19: 三大运营商是“增长型红利”的典型代表



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: “其余个股”指在“增长型红利”的大类行业范围内, 不满足筛选条件的其余标的)



图表20：“增长型红利”的综合筛选模型在历史上的回测效果较为出色



来源：Wind，国金证券研究所（注：“其余个股”指在“增长型红利”的大类行业范围内，不满足筛选条件的其余标的）

基于上述因子有效性的回测结果，并结合当下最新的财报数据，我们作了如下定量筛选：

- ① 经营性现金流相对充裕：经营性现金流净额趋势改善（OCF-TTM 同比增速趋势向上或最新一期边际改善且增速为正）或波动稳定（OCF-TTM/营收-TTM 的比值最新一期为正且趋势向上或者这一比值的波动率在筛选范围中位于前 30%分位数）
- ② 股东回报率 ROE 水平有保障：ROE-TTM 趋势改善（最新一期的 ROE-TTM 为正且趋势向上）或波动稳定（最新一期的 ROE-TTM 为正且波动率在筛选范围中位于前 30%分位数）
- ③ CAPEX 趋于扩张：CAPEX-TTM 同比增速最新一期为正且趋势向上或者 CAPEX-TTM/营收-TTM 比重最新一期为正且趋势向上
- ④ 股息率具备相对优势：最新一期的股息率-TTM 在筛选范围中位于前 20%或者最新一期的股息率-TTM 在筛选范围中位于前 30%且同时满足趋势向上
- ⑤ 分红有持续性：最新一期的分红比率为正且趋势改善或者最新一期分红比率为正且分红比率的波动率在筛选范围中位于前 50%分位数
- ⑥ 加分项：最新一期财报季的盈利同样呈现改善趋势

最终筛选的“增长型红利”标的如下（仅展示部分供参考）：

（注：考虑到 A 股与港股市场财报披露规则的差异，筛选过程中“趋势”的定义为 A 股取最近 5 个财报季，港股取最近 3 个财报季，且均要求所选的趋势范围内均有数据，若无则剔除；“波动率”的计算方法使用过去财报季的变异系数进行计算）



图表21: A股“增长型红利”标的筛选结果示例(仅展示部分标的)

代码	简称	一级行业	领域	利润同比 24Q4	近5期 综合判断	经营现金流 同比24Q4	近5期 综合判断	ROE-TTM 24Q4	近5期 综合判断	资本开支同 比24Q4	近5期 综合判断	股息率-TTM 24Q4	近5期 综合判断	分红比率 2024	近5期 综合判断
600050.SH	中国联通	通信	通信服务	16.3%	↑	-9.9%	↑	5.5%	↑	52.0%	↑	2.7%	↑	33.2%	↑
601728.SH	中国电信	通信	通信服务	11.0%	↑	86.7%	↑	7.3%	↑	7.9%	↑	3.6%	↑	46.3%	↑
600941.SH	中国移动	通信	通信服务	4.7%	↑	38.7%	↑	10.2%	↑	-28.1%	↑	3.9%	↑	36.9%	↑
603697.SH	友友食品	食品饮料	消费	258.0%	↑	258.2%	↑	8.9%	↑	103.9%	↑	5.0%	↑	127.8%	↑
000848.SZ	承德露露	食品饮料	消费	27.0%	↑	0.6%	↑	19.4%	↑	-2.0%	↑	4.5%	↑	66.0%	↑
600600.SH	青岛啤酒	食品饮料	消费	-0.8%	↑	53.4%	↑	15.0%	↑	17.2%	↑	2.5%	↑	63.9%	↑
605337.SH	李子园	食品饮料	消费	13.9%	↑	2.0%	↑	12.3%	↑	48.7%	↑	4.4%	↑	81.8%	↑
605338.SH	巴比食品	食品饮料	消费	39.2%	↑	-50.7%	↑	12.2%	↑	317.3%	↑	2.3%	↑	46.8%	↑
831039.BJ	国义招标	社会服务	消费	0.9%	↑	82.3%	↑	10.4%	↑	392.2%	↑	3.7%	↑	68.3%	↑
002967.SZ	广电计量	社会服务	消费	145.2%	↑	42.8%	↑	10.6%	↑	-11.2%	↑	2.4%	↑	63.7%	↑
603199.SH	九华旅游	社会服务	消费	41.8%	↑	36.8%	↑	12.3%	↑	10.5%	↑	2.3%	↑	40.5%	↑
605098.SH	行动教育	社会服务	消费	25.8%	↑	36.8%	↑	27.9%	↑	-156.5%	↑	7.0%	↑	66.2%	↑
603708.SH	家家悦	商贸零售	消费	27.5%	↑	-583.0%	↑	5.5%	↑	87.0%	↑	2.6%	↑	52.4%	↑
600710.SH	苏美达	商贸零售	消费	9.4%	↑	-51.3%	↑	15.3%	↑	-108.6%	↑	3.5%	↑	41.9%	↑
601061.SH	中信金属	商贸零售	消费	7.6%	↑	235.6%	↑	10.2%	↑	-426.1%	↑	2.1%	↑	35.7%	↑
002315.SZ	焦点科技	商贸零售	消费	15.1%	↑	4.2%	↑	18.0%	↑	239.4%	↑	3.7%	↑	77.3%	↑
002303.SZ	美盈森	轻工制造	消费	83.0%	↑	-59.4%	↑	6.3%	↑	-135.9%	↑	15.9%	↑	239.3%	↑
002014.SZ	永新股份	轻工制造	消费	41.7%	↑	-73.4%	↑	18.1%	↑	-443.4%	↑	5.0%	↑	81.2%	↑
300993.SZ	玉马科技	轻工制造	消费	26.8%	↑	-24.4%	↑	12.9%	↑	1.5%	↑	2.4%	↑	16.3%	↑
605255.SH	天普股份	汽车	消费	100.7%	↑	23.1%	↑	4.0%	↑	67.6%	↑	3.5%	↑	89.2%	↑

来源: Wind, 国金证券研究所(注: 蓝色底色代表“最优一类资产”, 即最新一期的盈利同样在改善)

图表22: 港股“增长型红利”标的筛选结果示例(仅展示部分标的)

证券代码	证券简称	所属行业	利润TTM 同比	近3期趋势	现金流TTM 同比	近3期 综合判断	ROE-TTM (%)	近3期 综合判断	CAPEX-TTM 同比	近3期 综合判断	股息率-TTM (%)	近3期 综合判断	分红比率 (%)	近5年 综合判断
0762.HK	中国联通	通信HK	7.7%	↑	-14.6%	↑	5.79	↑	7.2%	↑	5.05	↑	59.82	↑
0728.HK	中国电信	通信HK	6.1%	↑	3.2%	↑	7.37	↑	7.6%	↑	5.22	↑	71.78	↑
3996.HK	中国能源建设	建筑HK	2.9%	↑	13.8%	↑	7.41	↑	43.1%	↑	4.19	↑	19.20	↑
1890.HK	中国科培	教育HK	11.8%	↑	21.4%	↑	17.40	↑	18.7%	↑	10.00	↑	29.28	↑
1157.HK	中联重科	工程机械HK	-2.9%	-	-37.1%	↑	6.21	↑	112.3%	↑	5.80	↑	73.94	↑
0868.HK	信义玻璃	建材HK	-32.2%	-	35.8%	↑	9.62	↑	20.3%	↑	5.61	↑	47.68	↑
1981.HK	华夏控股	教育HK	145.9%	-	0.5%	↑	4.15	↑	-31.4%	↑	4.08	↑	100.17	↑
1044.HK	恒安国际	婴童HK	-19.7%	-	-22.4%	↑	11.13	↑	-2.7%	↑	7.32	↑	70.76	↑
0303.HK	伟易达	婴童HK	-0.9%	-	-9.2%	↑	25.94	↑	-9.3%	↑	9.83	↑	98.71	↑
0142.HK	第一太平	食品饮料HK	19.0%	-	0.3%	↑	15.77	↑	12.4%	↑	5.06	↑	23.24	↑
0168.HK	青岛啤酒股份	食品饮料HK	-0.4%	-	81.6%	↑	15.38	↑	29.5%	↑	4.19	↑	69.07	↑
0220.HK	统一企业中国	食品饮料HK	8.5%	-	77.1%	↑	13.81	↑	24.4%	↑	5.10	↑	100.00	↑
0291.HK	华润啤酒	食品饮料HK	-10.0%	-	63.4%	↑	15.29	↑	9.2%	↑	3.00	↑	51.91	↑
0506.HK	中国食品	食品饮料HK	1.1%	-	93.4%	↑	13.79	↑	5.0%	↑	5.31	↑	49.73	↑

来源: Wind, 国金证券研究所(注: 蓝色底色代表“最优一类资产”, 即最新一期的盈利同样在改善; 绿色底色则仅满足我们定义的“增长型红利”五个筛选条件)

2.3 风格及行业配置: 成长明显分化, 价值将逐步占优

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。



3、市场表现回顾

3.1 市场回顾：国内宽基指数涨多跌少，海外权益指数普涨

A 股方面，本周（4.21-4.25）宽基指数涨跌参半，中证 1000（1.8%）领涨、科创 50（-0.4%）领跌；一级行业涨多跌少，汽车（4.9%）领涨，食品饮料（-1.4%）领跌。主要宽基指数中，中证 1000（1.8%）、创业板指（1.7%）、深成指（1.4%）涨幅居前，科创 50（-0.4%）、上证 50（-0.3%）跌幅居前。主要风格指数涨多跌少，宁组合（2.3%）、小盘价值（1.5%）和小盘成长（1.5%）涨幅居前。本周市场呈现缩量震荡修复，主要原因在于①本周一（4月21日）最新的一年期和五年期贷款市场报价利率（LPR）保持持平，短期的降息降准预期落空，LPR已连续6个月维持不变。②特朗普多次表态对华关税或有所缓和，但具体关税政策仍未见落地，叠加财报季临近末尾和五一节假日临近，市场资金风险偏好趋于谨慎。

行业方面，本周（4.21-4.25）一级行业涨多跌少，汽车（4.9%）、美容护理（3.8%）、基础化工（2.7%）领涨，食品饮料（-1.4%）、房地产（-1.3%）、煤炭（-0.6%）领跌。领涨行业原因：（1）汽车：上海车展密集发布多款新车，市场预期终端需求有望提振；上海五部门联合发布汽车置换补贴细则，政治局会议提出加大资金支持力度，扩围提质实施“两新”政策，加力实施“两重”建设，内需持续巩固汽车相关消费。美国多次释放对华关税政策暖意，叠加此前欧盟和中国已同意研究为中国制造的电动汽车设定最低价格，取代欧盟 2024 年对中国电动车加征关税的方案，为中国车企出海释放重大利好。（2）美容护理：4月25日召开的中共中央政治局会议指出，要提高中低收入群体收入，大力发展服务消费，增强消费对经济增长的拉动作用。同时，近日，多地相继出台或部署了新一轮扩内需促消费政策，支持各地开展促销活动，假期经济升温。（3）基础化工：板块一季报大面积报喜，已披露一季报的 184 家基础化工公司中，61%实现归母净利润同比增长。相关产品价格上涨带动利润转好，部分化工品价格显著上涨，此外，在关税博弈背景下，之前美国发布的对等关税豁免清单中，萤石、氢氟酸等 10 余种氟化工产品被豁免，这有利于制冷剂产品出口。领跌行业原因：（1）食品饮料：多家食品饮料行业公司业绩暴雷，如舍得酒业在 2025 年第一季度业绩表现欠佳，收入与净利润均出现大幅下滑。数据显示，其营业收入为 15.76 亿元，与去年同期相比下降了 25.14%，净利润回落到 3.46 亿元，降幅高达 37.1%。（2）房地产：4月25日政治局会议表述为：“加力实施城市更新行动，有力有序推进城中村和危旧房改造。加快构建房地产发展新模式，加大高品质住房供给，优化存量商品房收购政策，持续巩固房地产市场稳定态势。”房地产板块暂未迎来增量政策支持。（3）煤炭：港口煤价持续下跌，港口库存积压严重，同时煤炭消费淡季带动需求端疲软。

海外权益市场方面，本周（4.21-4.25）全球主要经济体权益指数普涨，纳斯达克指数（6.7%）、德国 DAX 指数（4.9%）呈现增长态势；澳洲指数（1.9%）、英国富时指数（1.7%）等指数相对偏弱。

大宗商品方面，本周（4.21-4.25）大宗商品价格涨跌参半，波罗的海干散货指数（8.9%）、LME 铝（3.0%）和 LME 锌（2.7%）涨幅居前，而 ICE 布油（-3.1%）、CBOT 小麦（-3.1%）和 NYMEX 天然气指数（-2.7%）则跌幅居前。领涨大宗商品的主要原因：（1）波罗的海干散货指数：得益于所有船舶板块运价的集体走强，三大船舶板块运价均实现同步攀升。（2）LME 铝：受益于库存减少，价格偏强。4月22日，伦敦金属交易所（LME）数据显示铝注册仓单 252075 吨；注销仓单 179625 吨，减少 2600 吨；铝库存 431700 吨，减少 2450 吨。（3）LME 锌：受益于锌精矿加工费预计小幅上调。国内汽车产销正增长，基建稳定增长，家电表现良好，地产数据降幅缩窄。市场预期今年精矿供应明显改善，冶炼供应可能恢复，前期锌价的回落已部分消化产量增长预期。领跌大宗商品的主要原因：（1）ICE 布油：受制于来自于“对等关税”的不确定性叠加特朗普对鲍威尔“解职论”背景下市场对美国资产的信心下滑，美元指数 3 年以来首次跌破 98。美元、美债、美股“三杀”，黄金不断突破新高，宏观恐慌指数仍处高位。（2）CBOT 小麦：受制于冬小麦产区的降雨改善。（3）NYMEX 天然气指数：暖冬效应延续，产量创纪录，且未来两周天气温和，需求低于此前预期。



图表23：本周（4.21-4.25）国内宽基指数涨多跌少，海外权益指数普涨

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	中证1000	5939.5	1.8	-5.9	-0.3	1.2	23.0	61.2
	创业板指	1947.2	1.7	-9.2	-0.1	13.2	18.7	58.9
	深证成指	9917.1	1.4	-6.9	-4.8	9.8	19.5	41.6
	中证500	5627.2	1.2	-5.4	-1.7	5.5	25.4	64.1
	中证800	4089.4	0.6	-4.1	-3.2	12.2	25.4	64.1
	上证综指	3295.1	0.6	-2.2	-1.7	12.7	57.8	77.2
	沪深300	3787.0	0.4	-3.7	-3.8	14.7	25.5	66.6
	上证50	2648.8	-0.3	-1.6	-1.3	15.4	37.5	66.9
	科创50	1004.6	-0.4	-2.6	1.6	16.1	65.4	65.4
	宁组合	31213.8	2.3	-10.1	-1.8	-3.0	24.2	75.2
	小盘价值	6356.3	1.5	-4.7	-2.1	7.5	39.9	74.4
	小盘成长	4476.7	1.5	-6.8	-0.7	-2.3	16.6	53.7
	茅指数	430625.8	1.3	-6.5	-2.0	7.8	24.7	81.1
	大盘成长	3922.3	0.9	-5.6	-4.6	7.6	18.1	68.4
	大盘价值	7899.4	-0.3	-1.4	-2.2	26.9	83.6	95.0
海外权益	纳斯达克	17382.9	6.7	-4.9	-10.0	28.6	85.7	96.4
	德国DAX	22242.5	4.9	-3.8	11.7	18.8	97.2	99.3
	标普500	5525.2	4.6	-4.4	-0.1	23.3	86.9	96.7
	日经225	35705.7	2.8	-5.5	-10.5	19.2	76.9	94.2
	恒生指数	21980.7	2.7	-5.8	9.5	17.7	58.7	48.3
	韩国综合	2546.3	2.5	-2.7	6.1	-9.6	44.1	85.7
	道琼斯	40113.5	2.5	-5.8	-5.7	12.9	86.1	96.5
	澳洲	7968.2	1.9	0.3	-2.3	7.5	88.2	97.0
	英国富时	8415.3	1.7	-2.9	3.0	5.7	95.3	98.8
商品	波罗的海干散货指数	1373.0	8.9	-16.2	37.7	-52.4	29.8	44.0
	LME铝	2437.5	3.0	-6.6	-4.5	7.1	56.7	73.6
	LME锌	2645.5	2.7	-11.0	-11.2	12.5	31.5	66.2
	LME铜	9360.0	1.9	-7.4	6.8	2.5	68.8	90.1
	COMEX白银	33.0	1.7	-3.4	12.9	21.6	97.2	94.5
	LME铅	1945.0	1.2	-6.7	-0.4	-5.7	14.7	32.6
	CBOT大豆	1059.3	1.1	5.7	4.8	-22.2	24.7	55.3
	DCE铁矿石	709.0	0.4	-8.9	-8.8	-20.0	14.3	55.0
	CZCE白糖	5974.0	0.4	-1.3	0.4	-5.7	62.1	74.2
	COMEX黄金	3330.2	0.1	10.1	26.1	27.4	99.5	99.8
	LME镍	15490.0	-0.8	-4.2	1.1	-7.8	12.0	40.6
	CBOT玉米	484.0	-1.3	5.7	5.6	-2.7	43.1	66.8
	ICE WTI原油	62.5	-2.4	-9.0	-12.4	-0.5	20.0	39.4
	NYMEX天然气	3.2	-2.7	-18.5	-13.1	44.5	57.6	53.2
	CBOT小麦	544.8	-3.1	0.3	-1.2	-12.3	13.2	43.9
	ICE布油	65.8	-3.1	-9.1	-11.8	-2.9	19.6	36.0

来源：Wind、国金证券研究所



图表24：本周（4.21-4.25）一级行业涨多跌少，汽车领涨，食品饮料领跌

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 (%)		
下游消费	汽车	6837.0	4.9	-4.2	6.5	16.3	94	98.0
下游消费	美容护理	4600.6	3.8	1.6	5.6	-10.3	16	58.7
上游周期	基础化工	3335.4	2.7	-4.7	1.7	-5.1	23.3	73.0
中游制造	机械设备	1575.9	2.7	-8.7	3.8	5.0	76.7	86.6
中游制造	公用事业	2375.4	2.4	1.6	-0.8	10.2	78.4	71.6
中游制造	电力设备	6517.2	2.4	-10.9	-8.4	3.1	20.2	77.2
下游消费	家用电器	8225.3	2.3	-6.8	-2.6	25.4	67.7	91.9
下游消费	轻工制造	1948.4	1.9	-4.1	-3.9	-6.0	11.2	40.5
中游制造	钢铁	2147.6	1.6	-7.0	2.2	0.2	30.7	34.0
上游周期	有色金属	4641.0	1.5	-6.6	7.5	3.2	54	79.9
下游消费	纺织服饰	1460.8	1.4	-3.4	-2.3	-5.3	13.6	17.8
上游周期	石油石化	2135.0	1.3	-4.3	-7.8	6.2	21.4	40.0
TMT	通信	2730.0	1.3	-7.7	-8.3	28.8	88.8	86.3
金融	非银金融	1705.0	1.2	-4.4	-8.6	30.2	52.8	65.4
下游消费	医药生物	7199.8	1.2	-2.2	-0.3	-14.3	9.8	57.4
中游制造	环保	1675.3	1.0	-4.8	0.0	1.9	21	30.4
TMT	计算机	4402.2	1.0	-8.3	-0.1	4.4	39.9	67.7
TMT	电子	4301.4	0.8	-6.8	-3.0	18.5	56.2	88.5
中游制造	建筑装饰	1872.6	0.8	-3.6	-6.0	5.6	16.8	36.2
-	综合	2599.0	0.6	-2.6	-4.9	3.2	44.9	71.1
中游制造	建筑材料	4406.6	0.2	-2.6	0.4	-5.9	14.2	47.2
中游制造	国防军工	1415.7	0.2	-6.0	-4.0	7.1	29	69.5
上游周期	交通运输	2148.4	0.1	-1.3	-4.7	13.0	24.8	36.8
下游消费	商贸零售	2127.0	0.1	1.9	-5.0	13.7	25.1	15.8
TMT	传媒	638.9	-0.1	-5.6	-0.9	2.2	47.7	52.8
下游消费	农林牧渔	2608.5	-0.2	2.9	3.1	-11.6	15.9	56.3
金融	银行	4029.9	-0.4	0.0	3.1	34.4	94.6	98.1
下游消费	社会服务	8213.2	-0.5	-4.7	2.8	-5.1	22.5	80.4
上游周期	煤炭	2548.7	-0.6	-4.8	-12.3	4.4	40	57.7
金融	房地产	2061.3	-1.3	-0.3	-4.5	-2.1	14.2	15.1
下游消费	食品饮料	17803.6	-1.4	-0.6	-0.9	-8.0	13.5	78.4

来源：Wind、国金证券研究所

3.2 市场估值：A股主要指数估值涨多跌少，海外权益指数估值普涨

A股方面，本周（4.21-4.25）A股主要宽基指数估值涨跌参半，科创50（-4.9%）、上证50（-0.6%）估值领跌，深成指（3.5%）、中证1000（2.4%）估值领涨。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，大盘价值（-0.9%）、茅指数（0.0%）估值跌幅居前，小盘成长（15.8%）、小盘价值（7.1%）估值涨幅居前。海外方面，本周海外市场主要指数估值普涨，道琼斯指数（5.0%）、纳斯达克（3.6%）领涨，英国富时指数（1.7%）、恒生国企指数（2.5%）估值涨幅落后；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（4.21-4.25）各行业估值多数上涨。从PE来看，农林牧渔（+11.9%）行业估值涨幅明显，而通信（-2.9%）、食品饮料（-1.5%）行业的估值则略有回落。



图表25：本周（4.21-4.25）A股主要指数估值涨多跌少，海外权益指数估值普涨

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	94.9	-4.9	-5.8	11.4	88.1	96.6	96.8	4.5	-1.3	-3.2
	深证成指	24.8	3.5	-0.5	-0.4	19.0	34.0	55.1	2.1	0.8	-7.0
	上证50	10.7	-0.6	-0.3	-4.4	21.8	60.0	47.3	1.2	-0.5	-1.1
	中证1000	37.2	2.4	-3.3	2.0	3.7	61.9	42.8	2.0	1.3	-6.1
	中证800	13.7	0.3	-2.3	-4.3	18.6	52.1	42.6	1.4	0.0	-3.9
	中证500	28.0	2.5	-2.4	1.7	26.2	81.2	42.6	1.8	0.6	-5.9
	上证综指	14.1	0.2	-2.2	-3.2	16.1	69.9	39.8	1.3	0.1	-3.1
	沪深300	12.3	0.0	-1.9	-5.2	19.1	48.4	38.8	1.3	-0.1	-3.3
	创业板指	29.0	0.3	-10.0	-12.8	19.4	18.8	7.6	3.6	1.3	-10.1
	小盘成长	30.0	15.8	9.9	17.2	18.8	88.0	59.4	2.2	0.5	-7.8
风格指数	大盘成长	17.7	0.9	-5.1	-7.4	19.4	21.8	52.7	2.6	0.7	-6.6
	大盘价值	8.2	-0.4	0.7	-3.6	28.4	79.7	44.2	0.9	-0.6	-1.0
	小盘价值	15.7	7.1	1.3	5.8	2.0	77.0	37.1	1.1	0.5	-5.6
	茅指数	17.7	0.0	-3.9	-12.4	7.4	6.4	31.6	2.8	-0.1	-3.5
	宁组合	27.2	4.9	-8.1	-4.8	27.2	22.5	7.3	4.3	5.8	-7.2
海外	道琼斯	27.5	5.0	-6.2	-18.1	30.8	61.5	93.1	7.8	4.6	-4.9
	标普500	24.7	2.7	-6.2	-13.0	14.4	38.5	83.7	4.7	4.0	-4.1
	纳斯达克	36.9	3.6	-5.5	-19.2	6.4	27.3	69.1	5.8	5.8	-3.3
	英国富时	16.7	1.7	-3.3	-12.7	84.8	54.2	61.5	1.8	1.7	-3.3
	恒生国企指数	9.2	2.5	-4.0	10.2	17.6	64.3	49.7	1.0	2.1	-5.1
	韩国综合	13.4	2.5	-3.7	5.5	-34.6	31.2	41.8	0.9	2.3	-3.3

来源：Wind、国金证券研究所

图表26：本周（4.21-4.25）A股各行业估值多数上涨，农林牧渔领涨，通信领跌

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	4.4	4.6	20.6	11.7	92.2	94.2	3.7	0.8	-8.5	4.3	4.0	45.0	39.7
	钢铁	32.1	8.2	5.4	23.2	22.2	100.0	81.5	1.0	1.1	-5.0	4.3	3.3	41.3	20.9
	房地产	36.5	2.3	0.5	-0.7	194.9	94.3	78.9	0.7	0.0	2.9	1.4	4.3	20.6	4.4
	国防军工	72.5	6.5	5.4	11.3	35.7	92.5	74.8	2.9	0.3	-6.1	-1.0	7.7	25.1	43.3
	商贸零售	35.8	0.8	3.1	-3.2	28.2	83.6	62.9	1.7	0.0	1.2	-7.1	1.8	51.9	20.9
	电子	52.4	0.7	-7.9	-0.3	18.1	80.6	62.0	3.4	0.3	-8.1	-0.3	55.0	52.7	55.9
	汽车	25.3	4.4	-8.7	2.5	2.7	24.7	61.3	2.5	4.2	-6.0	7.3	15.9	82.4	60.2
	机械设备	30.9	2.5	-11.8	3.6	7.9	75.8	55.8	2.4	2.6	-10.1	5.7	6.9	48.9	37.6
	建筑材料	27.3	4.2	3.8	12.1	42.4	99.3	54.9	1.1	0.0	-3.5	0.9	55.9	11.6	2.5
	美容护理	38.3	10.0	9.8	16.3	11.7	32.5	52.4	3.2	2.3	0.3	4.6	15.7	12.9	36.6
	基础化工	24.0	2.9	-3.4	5.3	7.4	67.6	41.0	1.8	1.7	-6.4	1.7	22.7	15.2	9.0
	综合	44.1	2.7	-24.5	-25.9	19.9	37.0	38.3	1.5	0.0	-6.4	-6.4	22.2	39.3	12.3
	传媒	38.7	1.3	-3.7	4.3	2.1	68.8	33.7	2.4	0.0	-5.8	2.1	4.3	50.2	18.1
	社会服务	41.7	-0.6	24.0	79.1	52.9	19.9	33.6	2.9	-0.3	-4.5	4.3	1.4	25.5	20.1
	煤炭	11.0	0.1	-2.5	-9.0	36.8	82.2	31.1	1.2	-0.8	-4.8	-9.8	3.5	23.8	14.8
	美容护理	38.3	10.0	9.8	16.3	11.7	32.5	27.8	3.2	2.3	0.3	4.6	15.7	12.9	36.6
	轻工制造	24.5	3.5	-1.7	-0.5	-12.4	37.2	27.1	1.7	1.8	-2.9	-1.2	27.6	14.6	15.3
	石油石化	15.4	3.0	-3.2	-4.5	9.5	65.2	26.6	1.2	0.9	-5.7	-7.2	3.2	4.4	1.0
	银行	6.1	-0.3	0.8	4.8	36.8	68.9	25.3	0.5	-1.8	0.0	3.8	25.6	54.1	11.6
	家用电器	14.6	1.9	-7.9	-3.2	22.6	43.3	24.9	2.4	2.1	-8.0	-3.6	4.2	23.8	40.2
	医药生物	30.7	3.8	-0.2	1.9	8.9	52.4	24.1	2.5	0.8	-2.4	1.2	10.5	11.7	12.7
	建筑装饰	10.1	5.8	4.9	6.3	16.8	77.0	21.6	0.7	1.4	-4.0	-2.7	4.1	10.5	2.2
	通信	29.3	-2.9	-11.9	-9.3	16.3	24.9	21.1	2.4	-0.8	-10.0	-9.3	11.3	73.1	50.8
	环保	22.4	-0.6	3.8	7.8	3.5	75.1	19.9	1.4	0.7	-5.4	0.7	2.9	21.0	4.6
	电力设备	29.1	4.9	-8.3	-3.8	84.2	38.2	19.6	2.2	1.9	-12.2	-7.3	3.0	9.0	11.4
	有色金属	19.3	0.9	-8.1	6.3	15.0	38.7	16.1	2.1	0.0	-8.8	5.1	2.5	18.8	16.3
	纺织服装	20.3	3.4	-2.1	0.5	-13.0	30.2	12.4	1.6	0.6	-5.8	-3.0	24.6	13.2	9.3
	食品饮料	20.9	-1.5	0.1	2.0	-15.1	11.6	10.4	4.4	-1.6	-0.7	0.7	14.5	10.4	40.2
	非银金融	13.9	0.9	-8.8	-12.4	16.0	25.4	9.7	1.2	0.8	-5.4	-2.4	27.9	46.2	9.9
	公用事业	17.6	2.7	3.8	3.0	-8.9	16.6	8.7	1.5	2.7	2.0	2.0	3.4	43.6	14.9
	农林牧渔	20.8	11.9	8.2	-5.9	55.8	25.4	5.4	2.3	-8.0	-1.7	1.3	14.8	6.2	14.1

来源：Wind、国金证券研究所

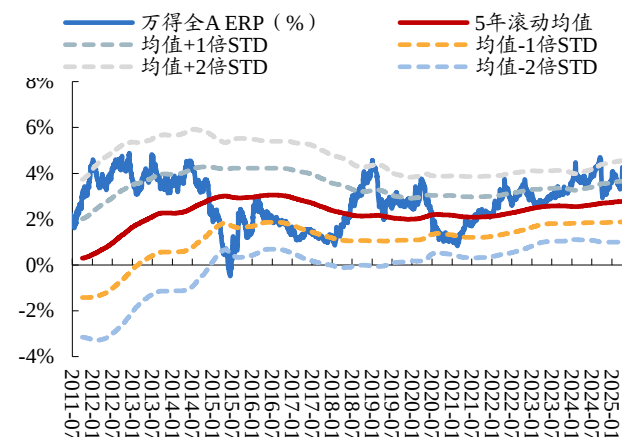
3.3 市场性价比：主要指数配置性价比相对较高

指数方面，本周（4.21-4.25）主要宽基指数的ERP呈震荡上行趋势，按照五年滚动来看，万得全A、沪深300、创业板指均高于“1倍标准差上限”，上证指数略低于“1倍标准差上限”。股债收益差全面下跌，按照五年滚动来看，万得全A、上证指数、沪深300、创业板指均低于“2倍标准差下限”。

风格方面，本周（4.21-4.25）主要风格指数的ERP呈上升趋势。按照五年滚动来看，金融、周期、成长、消费风格指数均高于“1倍标准差下限”，其中消费风格指数高于“1倍标准差上限”。股债收益差全面下跌，按照五年滚动来看，金融、消费、成长风格指数股债收益差均低于“2倍标准差下限”，周期风格指数股债收益差高于“2倍标准差下限”。

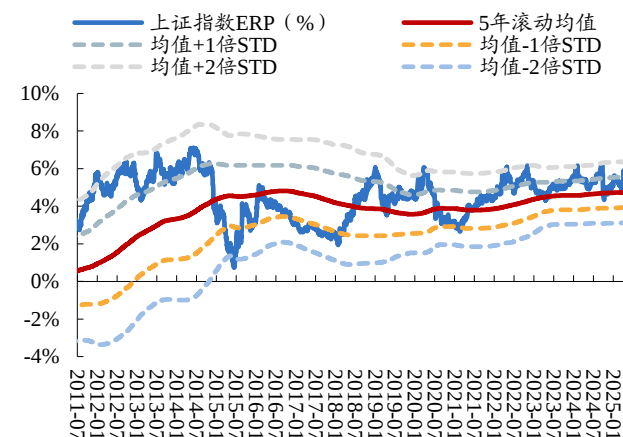


图表27: 万得全A ERP 高于“1倍标准差上限”



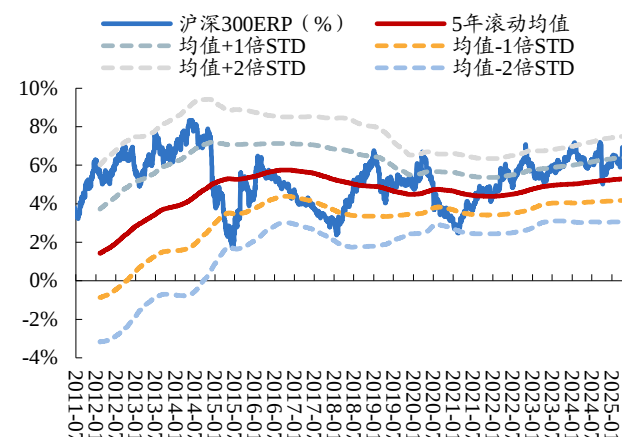
来源: Wind、国金证券研究所

图表28: 上证指数 ERP 略低于“1倍标准差上限”



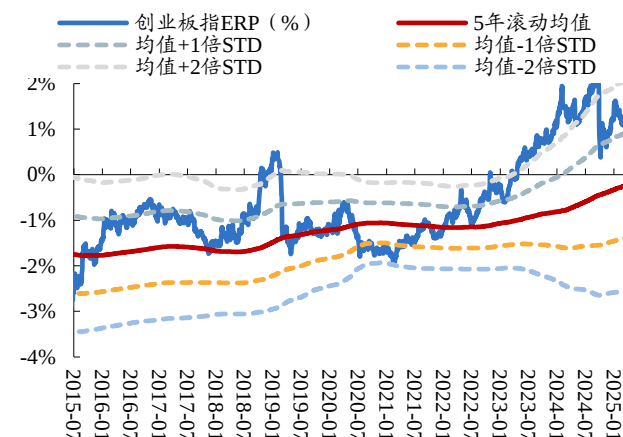
来源: Wind、国金证券研究所

图表29: 沪深300 ERP 高于“1倍标准差上限”



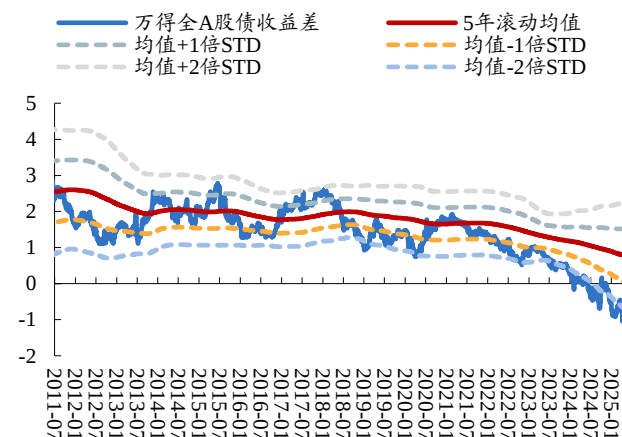
来源: Wind、国金证券研究所

图表30: 创业板指 ERP 高于“1倍标准差上限”



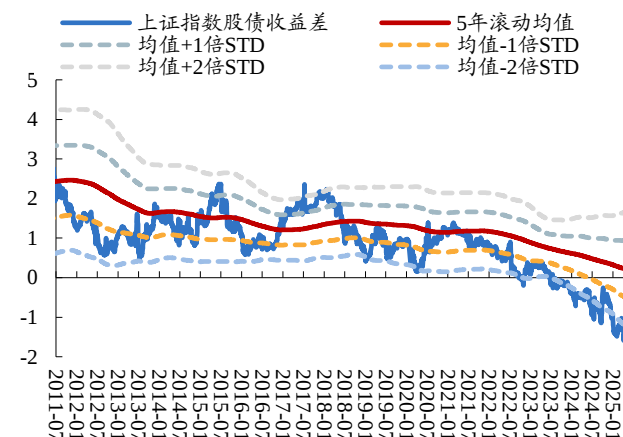
来源: Wind、国金证券研究所

图表31: 万得全A 股债收益差低于“2倍标准差下限”



来源: Wind、国金证券研究所

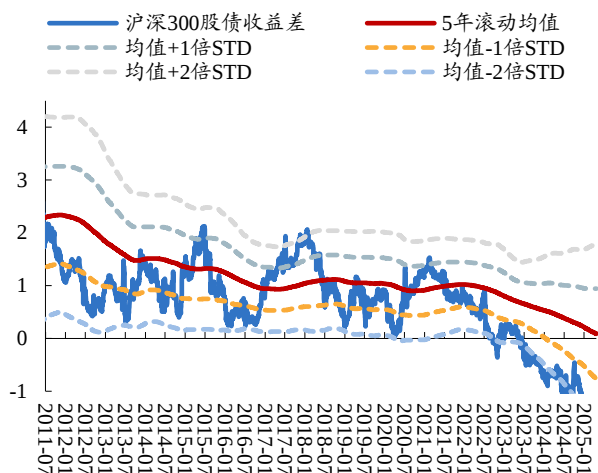
图表32: 上证指数 股债收益差低于“2倍标准差下限”



来源: Wind、国金证券研究所

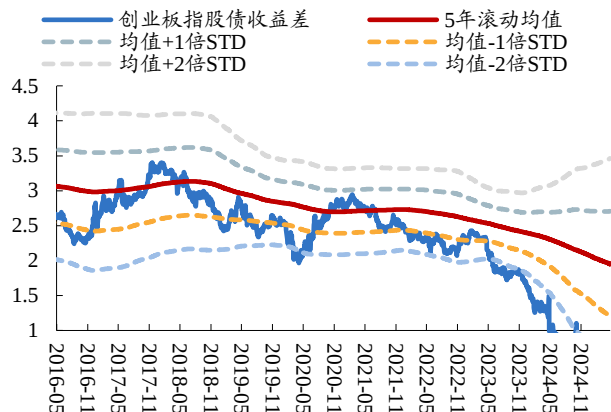


图表33：沪深300股债收益差低于“2倍标准差下限”



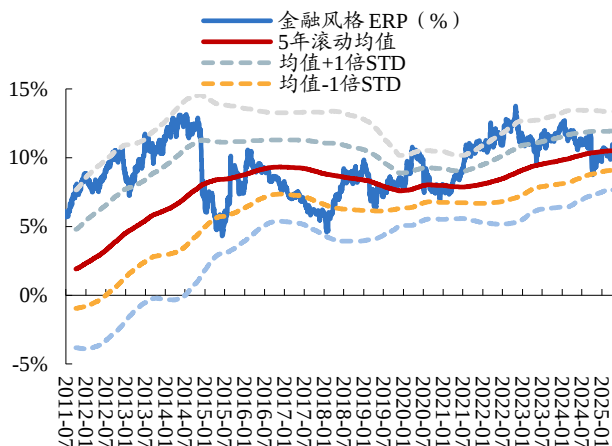
来源：Wind、国金证券研究所

图表34：创业板指股债收益差低于“2倍标准差下限”



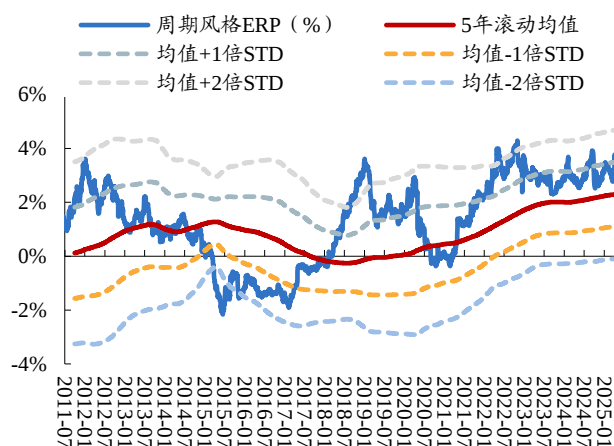
来源：Wind、国金证券研究所

图表35：金融的ERP高于“1倍标准差下限”



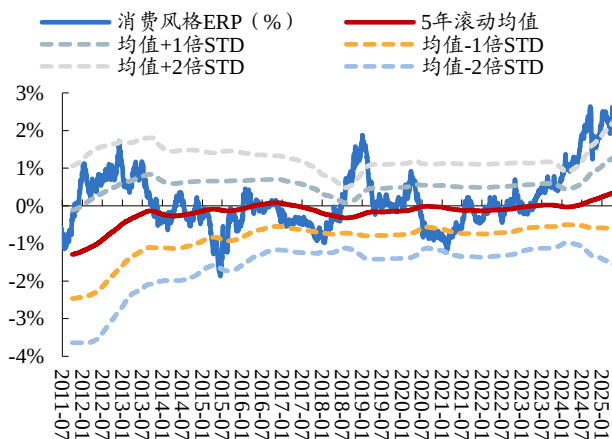
来源：Wind、国金证券研究所

图表36：周期的ERP高于“1倍标准差下限”



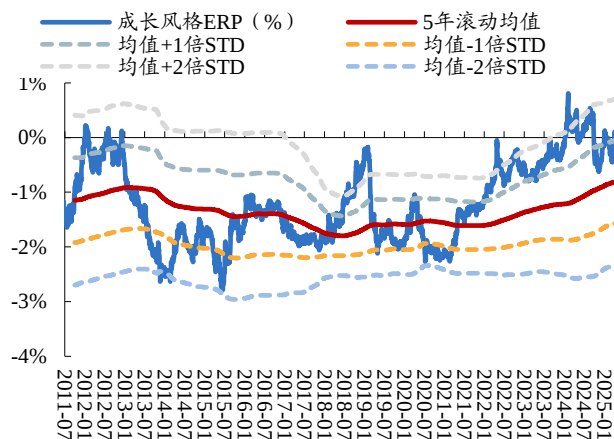
来源：Wind、国金证券研究所

图表37：消费的ERP高于“1倍标准差上限”



来源：Wind、国金证券研究所

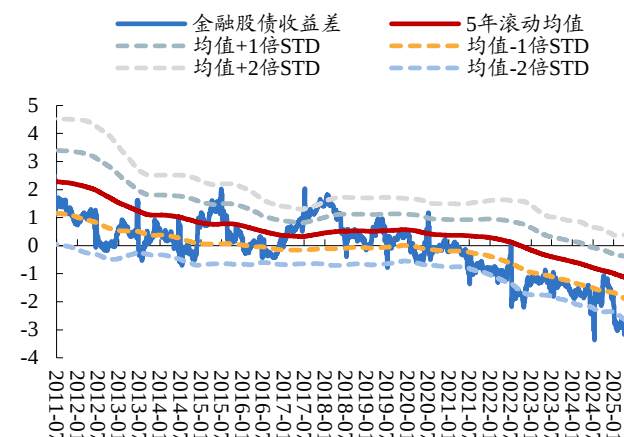
图表38：成长的ERP高于“1倍标准差下限”



来源：Wind、国金证券研究所

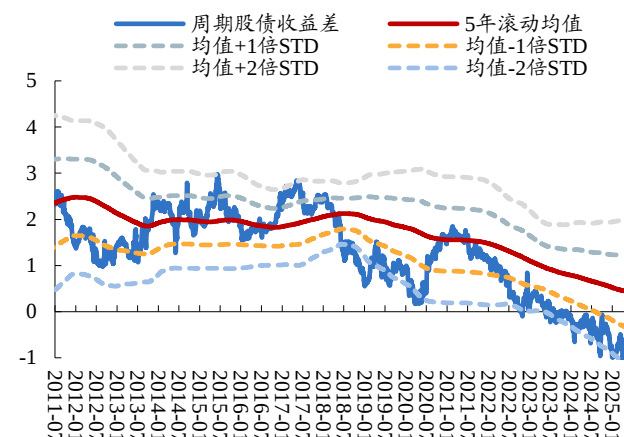


图表39：金融股债收益差低于“2倍标准差下限”



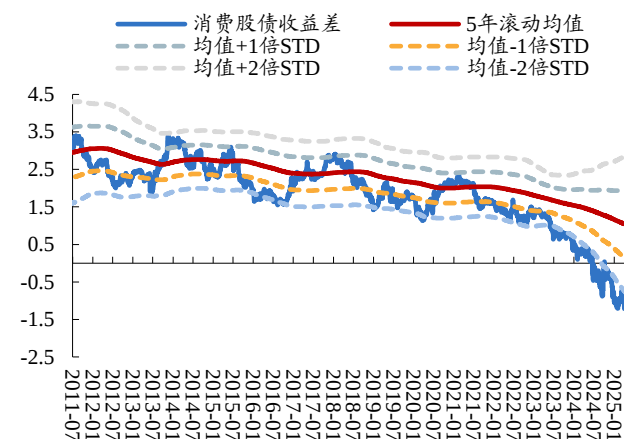
来源：Wind、国金证券研究所

图表40：周期股债收益差高于“2倍标准差下限”



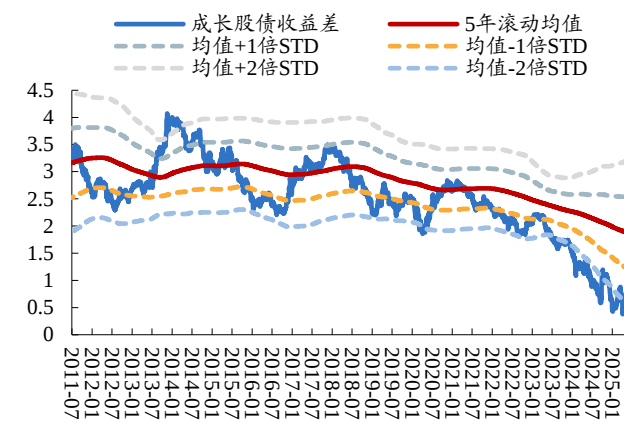
来源：Wind、国金证券研究所

图表41：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42：成长股债收益差低于“2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（4.21-4.25）主要指数盈利预期分化。主要宽基指数中，科创 50（4.58%）、创业板指（1.88%）和沪深 300（0.27%）盈利预期上调幅度居前；中证 1000（-4.84%）、中证 500（-3.18%）、深证成指（-0.99%）盈利预期下调幅度居前；主要风格指数中，大盘价值（0.1%）、茅指数（0.0%）盈利预期上调较多；小盘成长（-3.1%）、宁组合（-0.7%）盈利预期下调较多。

行业方面，本周（4.21-4.25）各行业盈利预期多数下调。周期板块中，有色金属（0.3%）盈利预期上调幅度最大，钢铁（-217.9%）盈利预期显著下调；传统消费板块中，社会服务（-21.6%）、轻工制造（-6.5%）盈利预期降幅居前；成长板块中，电子（1.6%）盈利预期上调幅度最大，美容护理（-20.4%）盈利预期降幅较大；金融板块中，房地产（-10.7%）盈利预期显著下调。


图表43: 本周 (4.21-4.25) 主要指数盈利预期分化

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
宽基 指数	上证指数	0.78	-0.34%	-0.9%	-3.1%	0.78	0.76
	深证成指	0.67	-0.99%	-5.6%	-12.9%	0.67	0.70
	沪深300	1.09	0.27%	-0.2%	-1.9%	1.09	1.03
	创业板指	1.30	1.88%	0.2%	-9.3%	1.30	1.21
	中证500	0.38	-3.18%	-8.2%	-14.6%	0.38	0.41
	科创50	0.49	4.58%	4.7%	-7.5%	0.49	0.68
	上证50	1.18	0.10%	0.5%	0.0%	1.18	1.08
	中证800	0.93	-0.08%	-1.0%	-3.3%	0.93	0.89
	中证1000	0.31	-4.34%	-9.0%	-18.4%	0.31	0.27
	大盘成长	1.26	-0.3%	-2.1%	-3.2%	1.26	1.27
风格 指数	大盘价值	1.19	0.1%	0.0%	-1.0%	1.19	1.11
	小盘成长	0.51	-3.1%	-6.3%	-17.8%	0.51	0.54
	小盘价值	0.42	-0.3%	-2.9%	-7.7%	0.42	0.39
	茅指数	3.64	0.0%	0.7%	13.3%	3.64	3.00
	宁组合	2.95	-0.7%	0.1%	-1.2%	2.95	2.99

来源: Wind、国金证券研究所

图表44: 本周 (4.21-4.25) 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	0.99	-1.6%	-2.7%	-5.1%	0.99	1.24
	有色金属	0.58	0.3%	-1.5%	-5.7%	0.58	0.53
	交通运输	0.41	-0.8%	-2.7%	-6.7%	0.41	0.37
	基础化工	0.38	-0.6%	-5.2%	-12.1%	0.38	0.37
	石油石化	0.79	-0.5%	-5.5%	-8.9%	0.79	0.79
	钢铁	-0.03	-217.9%	-345.0%	-176.1%	-0.03	0.13
	建筑材料	0.24	-1.1%	-17.5%	-27.5%	0.24	0.40
	建筑装饰	0.55	-3.8%	-10.7%	-15.6%	0.55	0.62
	电力设备	0.39	-9.1%	-10.3%	-23.5%	0.39	0.73
	机械设备	0.34	-4.8%	-6.1%	-10.6%	0.34	0.33
	国防军工	0.19	-13.5%	-28.1%	-40.9%	0.19	0.26
	公用事业	0.43	-1.1%	-4.6%	-7.3%	0.43	0.40
	环保	0.24	-7.0%	-17.5%	-21.9%	0.24	0.25
传统 消费	汽车	0.62	-1.7%	-3.4%	-7.6%	0.62	0.54
	家用电器	1.39	0.6%	-0.7%	-1.7%	1.39	1.36
	纺织服饰	0.36	-2.1%	-5.2%	-8.8%	0.36	0.35
	商贸零售	0.13	-2.9%	-8.7%	-25.8%	0.13	0.11
	食品饮料	2.33	-0.5%	-0.6%	-2.1%	2.33	2.18
	社会服务	0.15	-21.6%	-50.6%	-53.7%	0.15	0.18
	农林牧渔	0.55	32.4%	45.2%	21.7%	0.55	-0.04
	轻工制造	0.25	-6.5%	-27.4%	-30.1%	0.25	0.33
成长	医药生物	0.44	-7.5%	-10.0%	-20.2%	0.44	0.48
	美容护理	0.57	-20.4%	-22.3%	-29.7%	0.57	0.68
	电子	0.36	1.6%	-0.3%	-10.8%	0.36	0.25
	计算机	0.12	-19.8%	-30.9%	-51.0%	0.12	0.14
	传媒	0.15	-0.9%	1.7%	-18.9%	0.15	0.22
	通信	0.96	0.8%	0.8%	-0.9%	0.96	0.85
金融	房地产	-0.45	-10.7%	-79.5%	-374.2%	-0.45	-0.12
	银行	1.13	0.1%	1.1%	1.5%	1.13	1.11
	非银金融	1.05	0.3%	4.9%	6.0%	1.05	0.65
综合		-0.17	4.0%	17.8%	8.8%	-0.17	-0.25

来源: Wind、国金证券研究所



4、下周经济数据及重要事件展望

图表45：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
2025-04-30	中国	4月官方制造业PMI	50.5	
2025-04-30	中国	贷款市场报价利率(LPR):1年	3.6	
2025-04-30	中国香港	3月M1:同比(%)	11.33	
2025-04-30	中国香港	3月M2:同比(%)	10.36	
2025-04-30	中国香港	3月M3:同比(%)	10.36	
2025-04-30	欧盟	第一季度欧元区:实际GDP:季调:环比(初值)(%)	0.2	
2025-04-30	欧盟	第一季度欧元区:实际GDP:季调:同比(初值)(%)	1.2	
2025-04-30	美国	4月新增ADP就业人数:季调(人)	155,000.00	
2025-04-30	美国	第一季度核心PCE价格指数:季调(初值)	123.76	
2025-04-30	美国	3月核心PCE物价指数:环比(%)	0.37	
2025-04-30	美国	3月PCE物价指数:同比(%)	2.54	
2025-05-01	美国	4月26日初请失业金人数:季调((人)	222,000.00	
2025-05-01	美国	4月ISM制造业PMI	4.10	
2025-05-02	美国	4月失业率:季调(%)	4.2	
2025-05-02	欧盟	4月欧元区:核心CPI:同比(初值)	2.4	
2025-05-02	欧盟	4月欧元区:CPI:同比(初值)	2.2	

来源：Wind、国金证券研究所

图表46：下周全球主要国家重要财经事件一览

日期	国家/地区	事件
2025-04-28	美国	4月联合国经济及社会理事会年会,期间与世行,IMF,WTO和UNCTAD举行高级别特别会议
2025-04-29	欧盟	4月欧洲央行管委霍尔茨曼发表讲话
2025-04-30	美国	4月30日EIA公布周度能源报告
2025-05-01	日本	5月日本央行公布利率决议
2025-05-01	日本	5月日本央行公布前景展望报告
2025-05-01	日本	5月日本央行行长植田和男召开货币政策新闻发布会
2025-05-02	欧盟	5月欧洲央行公布经济公报
2025-05-03	美国	5月02日CFTC公布周度持仓报告

来源：Wind、国金证券研究所



5、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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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