



# 策略周报

## 等待科技主线回归

内需政策及外部关税尚未明朗化之前，A股或延续震荡格局，市场风格轮动加快。

- **外部压力影响开始逐步显现，关注内需政策对冲节奏及关税进展。**五一假期，全球股指多数上涨，MSCI新兴市场涨幅优于发达市场；债市分化，美债利率上行，多数海外国债利率下行；主要商品价格多数下跌，原油受增产消息影响跌幅最大；美元指数小幅上行，但人民币汇率有所走强。美国相对强劲的就业市场及关税谈判的进展为假期期间大类资产表现的主导因素。3月工业企业利润延续去年12月以来的修复趋势，工业生产以量换价的特征依旧显著，一季度弱补库趋势仍未打破。而相较之下，反映国内需求前瞻指标的4月制造业PMI，则出现较为明显的回落反映前期“抢出口”阶段性结束，外部贸易不确定性对于生产及内需预期均产生了一定的影响。往后看，A股走势需要更加关注内需政策节奏及关税进展。二季度外需压力阶段性增加及关税影响的显性化或有望带来稳增长政策的发力时点。短期来看，在二者尚未明朗化之前，A股或延续震荡格局，市场风格轮动加快。配置方向上，内需与自主可控仍是当前配置两大主线。关税不确定性消化至市场预期企稳后，盈利因子有望重新主导市场，市场有望重回成长风格，AI产业链有望重回主线。
- **2024年年报业绩未能改善，2025年一季报业绩明显改善，两期营收改善偏慢。**全部A股/非金融2024年年报累计归母净利润同比增速分别为-2.3%/-12.9%，较2024Q3(-0.5%/-7.2%)下降-1.8/-5.7Pct。全部A股/非金融2025Q1累计业绩同比增速分别为3.6%/4.2%，较2024年年报(-2.3%/-12.9%)大幅提升5.8/17.1Pct。全部A股/非金融2025Q1单季业绩环比增速分别为90.3%/253.8%，非金融单季业绩环比增速创近年新高。全部A股/非金融2024年年报累计营收同比增速分别为-0.9%/-1.0%，较2024Q3(-1.0%/-1.8%)提升0.1/0.8Pct。全部A股/非金融2025Q1累计营收同比增速分别为-0.7%/-0.7%，较2024年年报(-0.9%/-1.0%)提升0.3/0.3Pct。**科技、制造是盈利修复主线。**年报及一季报来看，金融和上游利润占优的趋势止步，一季报盈利占比有所下行。消费盈利占比修复主要依靠农林牧渔行业周期修复。而中游制造和科技业的盈利修复，构成了一季报财报层面的主要线索。受益于“两新”政策，电子、家电、机械、家电等盈利得以持续修复。基数影响的贡献同样较大，房地产一季报明显减亏，电新受益于主要产品价格下行趋势放缓，减亏效应同样明显，传统中游制造行业如钢铁、建材、基础化工等在低基数下扭亏为盈，录得同比读数的较大反弹。科技行业受益于算力及AI产业趋势，硬科技方向景气高增延续，软科技方向则同比扭亏改善。
- **风险提示：**1) 政策落地不及预期，宏观经济波动超预期。2) 市场波动风险。3) 海外经济超预期衰退、流动性风险。

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

策略研究

证券分析师：王君  
(8610)66229061  
jun.wang@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：徐沛东  
(8621)20328702  
peidong.xu@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300518020001

证券分析师：郭晓希  
(8610)66229019  
xiaozi.guo@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300521110001

证券分析师：徐亚  
(8621)20328506  
ya.xu@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300521070003

证券分析师：高天然  
tianran.gao@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300522100001

## 目录

观点回顾 .....	4
大势与风格 .....	5
中观行业与景气 .....	8
假期市场总览 .....	14
风险提示 .....	15

## 图表目录

图表 1. 近期全球大类资产表现.....	5
图表 2. 本周国内外重点经济数据更新 .....	6
图表 3. 本周成长风格相对占优.....	6
图表 4. 当前市场风格因子表现.....	6
图表 5.3月工业企业利润及量价拆分 .....	6
图表 6. 4月制造业 PMI（单位：%） .....	6
图表 7. 当前国内弱补库趋势尚未打破.....	7
图表 8. 五一假期中国香港股市一级行业表现 .....	8
图表 9. 五一假期美国标普一级行业表现 .....	8
图表 10. 全 A/全 A 非金融累计营收、业绩增速概览 .....	9
图表 11. 大类行业占全 A/非金融累计净利润（TTM）比重变化.....	9
图表 12. 一级行业占全 A 非金融累计净利润（TTM）比重变化.....	10
图表 13. 一级行业营收、盈利增速概览 .....	10
图表 14. 历年“五一”假期首日票房表现 .....	11
图表 15. 2025 年一季报人工智能、自主可控产业链业绩表现优异 .....	12
图表 16. 人工智能、自主可控等当前处于较为合理的估值水平.....	12
图表 17. 人工智能和自主可控产业链环节业绩表现.....	13
图表 18. 中观行业比较表格 .....	13
图表 19. 五一假期期间国内外市场重要财经新闻整理 .....	14
图表 20. 五一长假期间外围市场重要股指涨跌情况.....	14

## 观点回顾

——**20240204《等待资金面问题缓解》**：被动卖出和购买意愿寡淡是当前资金面主要矛盾，经济数据修复将成为市场底部反转关键。

——**20240407《财报季关注盈利因子配置方向》**：强势非农数据或推后美联储降息时点，4月市场进入业绩窗口期及政策落地期，对盈利端的预期将有望迎来市场重新计价。

——**20240804《海外降息有望释放A股压力》**：海外衰退宽松交易渐起，政治局会议表述更为积极，权益市场短期或将迎来“东升西降”。

——**20241215《重回跨年配置行情主线》**：重要会议定调下，新兴消费与“AI+应用”作为跨年主线的线索明确。

——**20241216《重回科技主导产业——2025年度策略报告》**：盈利弱复苏，估值强支撑，科技和高端制造业有望成为市场主导。

——**20250209《指数与情绪共振：AI Infra向上重估》**：A股性价比优势凸显，DeepSeek产业驱动下，AI Infra有望率先反应。

——**20250216《DeepSeek行情的二阶段：聚焦云计算和AI应用》**：DeepSeek高性价比凸显之下，云计算正在成为大模型时代的“卖水人”。应用端重点关注医疗、企服、教育、办公、金融、营销等垂直领域。

## 大势与风格

美国相对强劲的就业市场及关税谈判的进展为假期期间大类资产表现的主导因素。五一假期，全球股指多数上涨，MSCI 新兴市场涨幅优于发达市场；债市分化，美债利率上行，多数海外国债利率下行；主要商品价格多数下跌，原油受增产消息影响跌幅最大；美元指数小幅上行，但人民币汇率有所走强。具体来看，美股三大股指均呈现不同程度的涨幅，主因为4月非农数据显示美国就业市场依旧延续相对韧性，投资者对于美国基本面的担忧有所缓解；与此同时最新披露的美国GDP数据显示一季度美国经济边际走弱，一季度GDP环比折年增速-0.3%，低于前值2.4%，“抢出口”带来的贸易逆差是拖累一季度美国GDP的主要因素。但由于此前市场已经有所计价，因此数据披露对于市场的影响较弱。此外，美国与全球各国的关税谈判进展也是假期期间全球投资者关注的焦点，中国商务部表示正在评估与美贸易谈判的可能性，市场情绪阶段性缓和。

**外部压力影响开始显现，弱补库趋势尚未打破。**3月工业企业利润延续去年12月以来的修复趋势，虽然3月PPI出现边际走弱迹象，但工业增加值持续加速回升，工业生产以量换价的特征依旧显著。库存周期的角度，3月产成品库存增速维持在2月以来的边际修复水平上，显示一季度弱补库趋势仍未打破。而相较之下，反映国内需求前瞻指标的4月制造业PMI，则出现较为明显的回落且呈现出产需双弱的局面，新出口订单和新订单指数均有明显下行，反映前期“抢出口”阶段性结束，外部贸易不确定性对于生产及内需预期均产生了一定的影响。

**往后看，A股走势需要更加关注内需政策对冲节奏及关税进展。**当前来看，一季度内需有所修复但修复持续性有待进一步稳固：一方面，一季度“抢出口”效应减弱，关税影响下4月产需预期出现较大程度的走弱。另一方面，国内价格趋势依旧偏弱，内需修复仍存较大不确定性。二季度外需压力阶段性增加及关税影响的显性化或有望带来稳增长政策的发力时点。短期来看，在二者尚未明朗化之前，A股或延续震荡格局，市场风格轮动加快。配置方向上，内需与自主可控仍是当前配置两大主线。关税不确定性消化至市场预期企稳后，盈利因子有望重新主导市场，市场有望重回成长风格，AI产业链有望重回主线。

图表 1. 近期全球大类资产表现

大类资产		本周涨跌幅(%)	4月涨跌幅(%)	年初以来涨跌幅(%)
股	MSCI发达市场	2.93	2.65	0.45
	MSCI新兴市场	3.30	2.89	5.37
	标普500	2.92	1.33	(3.31)
	日经指数	3.15	3.41	(7.68)
	万得全A	(0.00)	(3.15)	(1.31)
	恒生指数	2.38	(2.56)	12.19
汇	美元指数	0.46	(3.98)	(7.78)
	美元兑人民币	(0.07)	0.32	0.18
	美元兑日元	0.91	(3.34)	(7.78)
	欧元兑美元	(0.55)	4.47	9.15
商	CRB商品	(2.73)	(6.14)	(2.16)
	LME铜	0.06	(3.55)	6.81
	WTI原油	(7.36)	(18.33)	(18.60)
	伦敦金现	(0.84)	4.32	24.47
债	10Y美债收益率(Bps)	4.00	10.00	(25.00)
	10Y国债收益率(Bps)	(3.63)	(18.86)	(5.09)

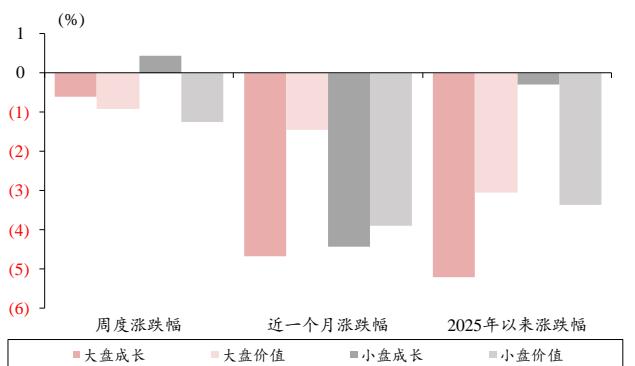
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 本周国内外重点经济数据更新

国家/地区	指标名称	前值	预测值	今值	环比变化
美国	第一季度实际GDP:季调:环比折年率(初值)(%)	2.4		-0.3	(2.7)
	第一季度实际个人消费支出:季调:环比折年率(%)	4		1.8	(2.2)
	第一季度PCE价格指数:季调(初值)(2017年=100)	124.5		125.6	1.1
	第一季度核心PCE价格指数:季调(初值)(2017年=100)	123.8		124.8	1.1
	3月核心PCE物价指数:同比(%)	3.0		2.7	(0.3)
	3月PCE物价指数:同比(%)	2.7		2.3	(0.4)
	4月ISM制造业PMI(%)	49		48.7	(0.3)
	4月平均时薪:季调(美元)	36.0		36.1	0.1
	4月失业率:季调(%)	4.2		4.2	0.0
欧盟	4月非农就业人口变动:季调(千人)	185		177	(8.0)
	3月欧元区:M3:同比(%)	3.9		3.4	(0.5)
	3月欧元区:M2:同比(%)	3.0		2.9	(0.1)
	3月欧元区:M1:同比(%)	3.4		3.5	0.1
	第一季度欧元区:实际GDP:季调:同比(初值)(%)	1.2	1	1.2	0.0
	第一季度欧元区:实际GDP:季调:环比(初值)(%)	0.2	0.2	0.4	0.2
	3月欧盟:失业率:季调(%)	5.8		5.8	0.0
	4月欧元区:CPI:同比(%):(初值)	2.2		2.2	0.0
	4月欧元区:核心CPI:同比(%):(初值)	2.4		2.7	0.3
中国	3月欧元区:失业率:季调(%)	6.2		6.2	0.0
	4月官方制造业PMI(%)	50.5		49	(1.5)

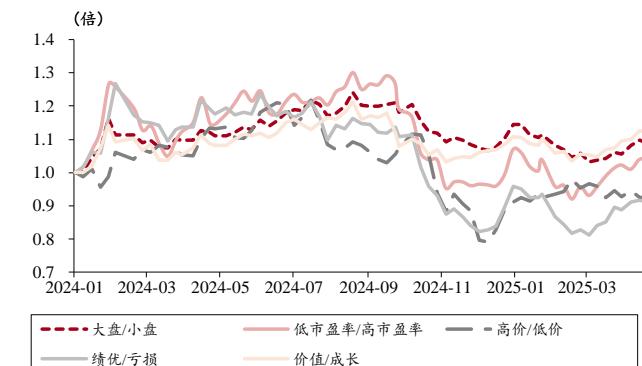
资料来源：万得，中银证券

图表 3. 本周成长风格相对占优



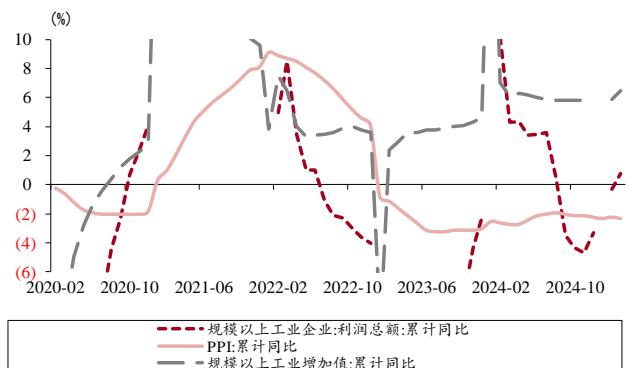
资料来源：万得，中银证券

图表 4. 当前市场风格因子表现



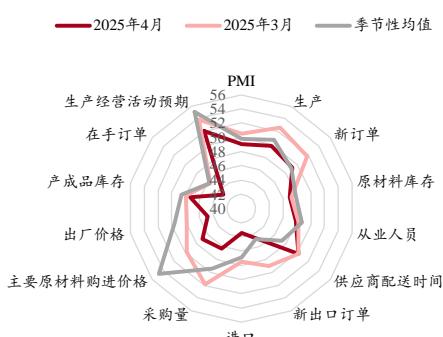
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 3月工业企业利润及量价拆分



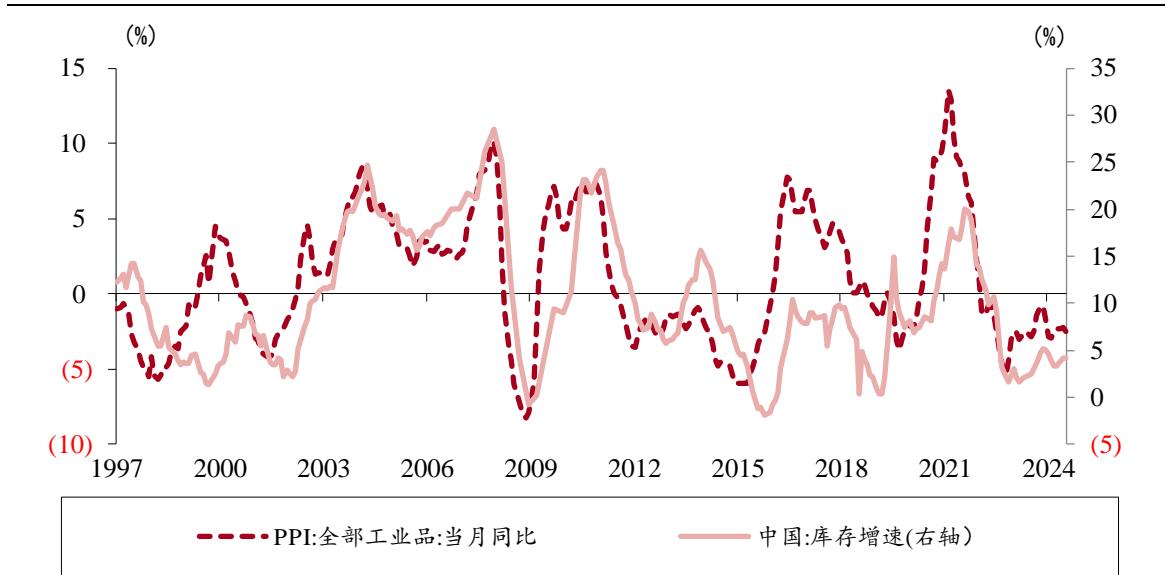
资料来源：万得，中银证券

图表 6. 4月制造业 PMI (单位: %)



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 当前国内弱补库趋势尚未打破

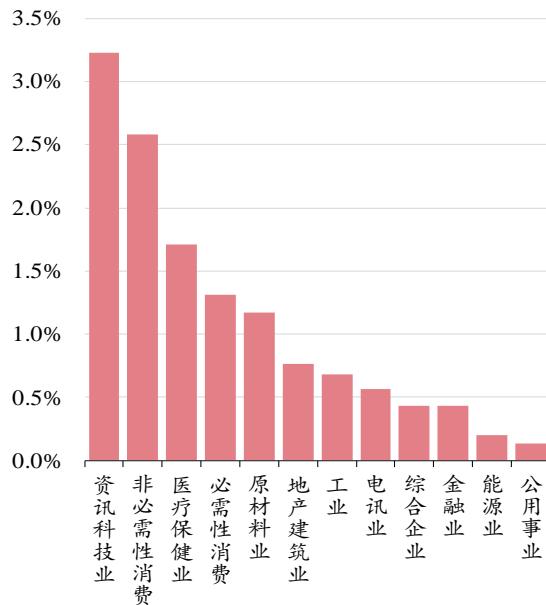


资料来源：万得，中银证券

## 中观行业与景气

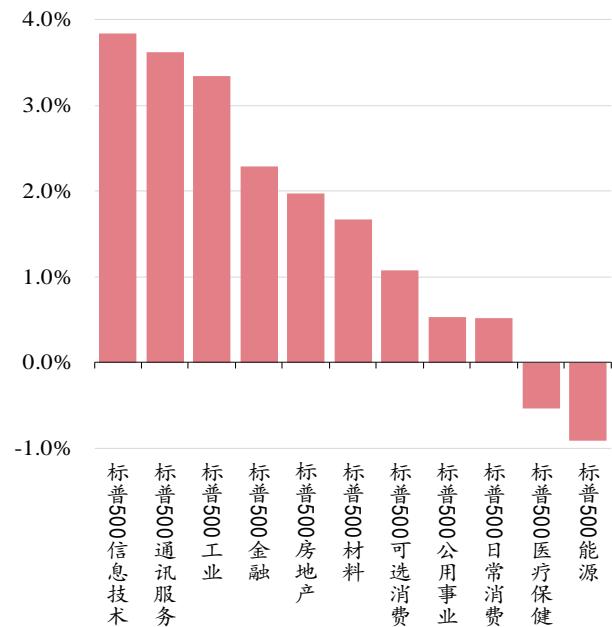
长假期间科技行业表现良好。五一长假期间，中国香港及主要海外市场表现良好，中国香港股市中资讯科技行业在风险偏好提升背景下，涨幅第一，相关防御类行业如公用事业、能源及金融业涨幅居后。美股市场中，信息技术行业同样涨幅领先。

图表 8. 五一假期中国香港股市一级行业表现



资料来源：万得，中银证券。注：5月1日至5月4日

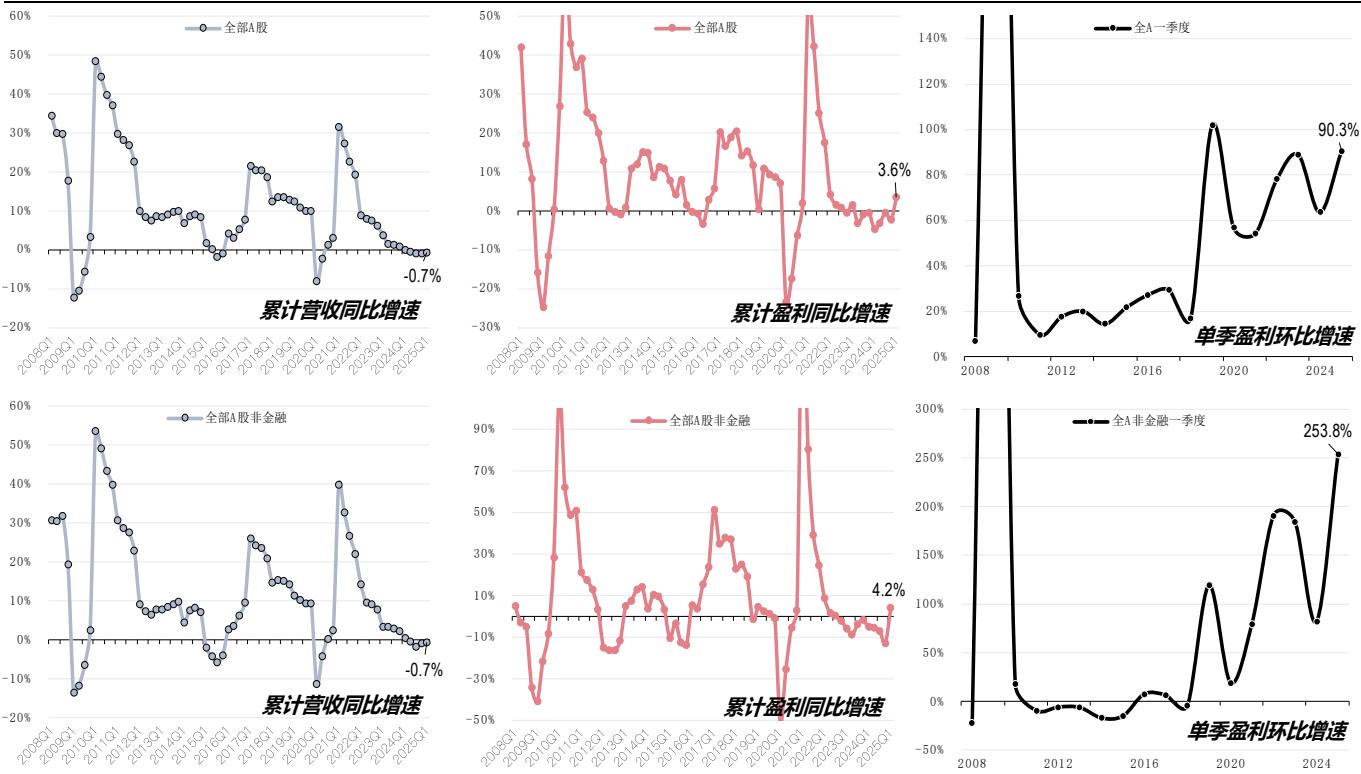
图表 9. 五一假期美国标普一级行业表现



资料来源：万得，中银证券。注：4月30日至5月4日

2024年年报业绩未能改善，2025年一季报业绩明显改善，两期营收改善偏慢。两市2024年年报及2025年一季报披露完成，全部A股/非金融2024年报累计归母净利润（下简称业绩）同比增速分别为-2.3%/-12.9%，较2024Q3（-0.5%/-7.2%）下降-1.8/-5.7Pct。全部A股/非金融2025Q1累计业绩同比增速分别为3.6%/4.2%，较2024年年报（-2.3%/-12.9%）大幅提升5.8/17.1Pct。全部A股/非金融2025Q1单季业绩环比增速分别为90.3%/253.8%，非金融单季业绩环比增速创近年新高。受2025Q1油价中枢下行影响，全部A股非金融非石油石化2025Q1累计业绩同比增速为6.2%，较2024年年报（-14.8%）大幅提升20.9Pct，好于全A非金融改善幅度。地产2025Q1财报减亏，全部A股非金融非地产2025Q1累计业绩同比增速为5.6%，较2024年年报（-7.2%）大幅提升12.9Pct，小于全A非金融改善幅度。全部A股/非金融2024年报累计营收同比增速分别为-0.9%/-1.0%，较2024Q3（-1.0%/-1.8%）提升0.1/0.8Pct。全部A股/非金融2025Q1累计营收同比增速分别为-0.7%/-0.7%，较2024年年报（-0.9%/-1.0%）提升0.3/0.3Pct。

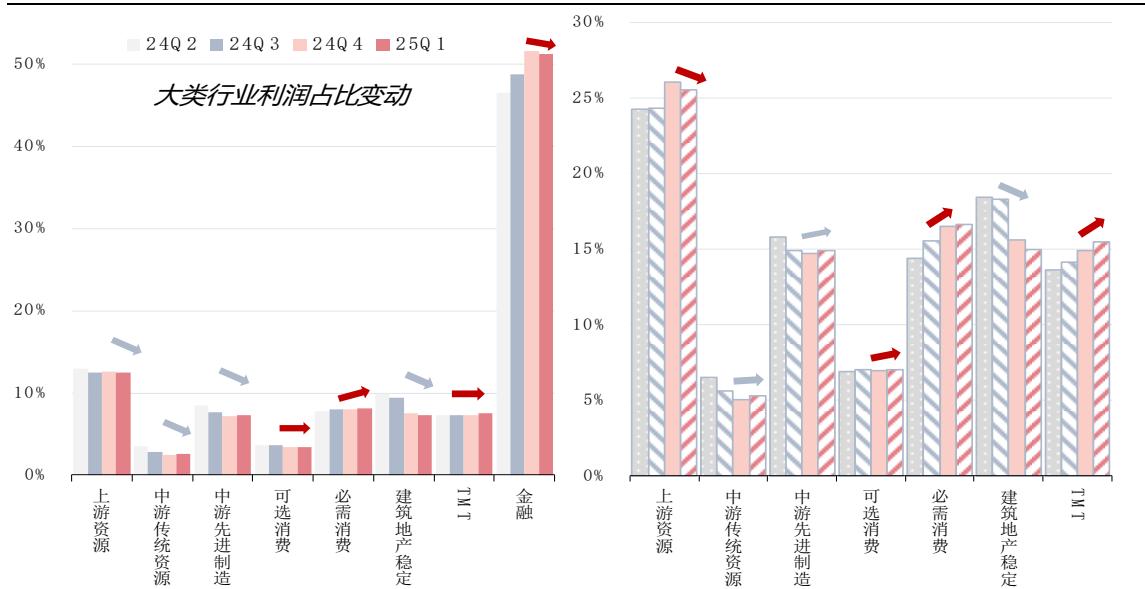
图表 10. 全 A/全 A 非金融累计营收、业绩增速概览



资料来源：iFinD，中银证券

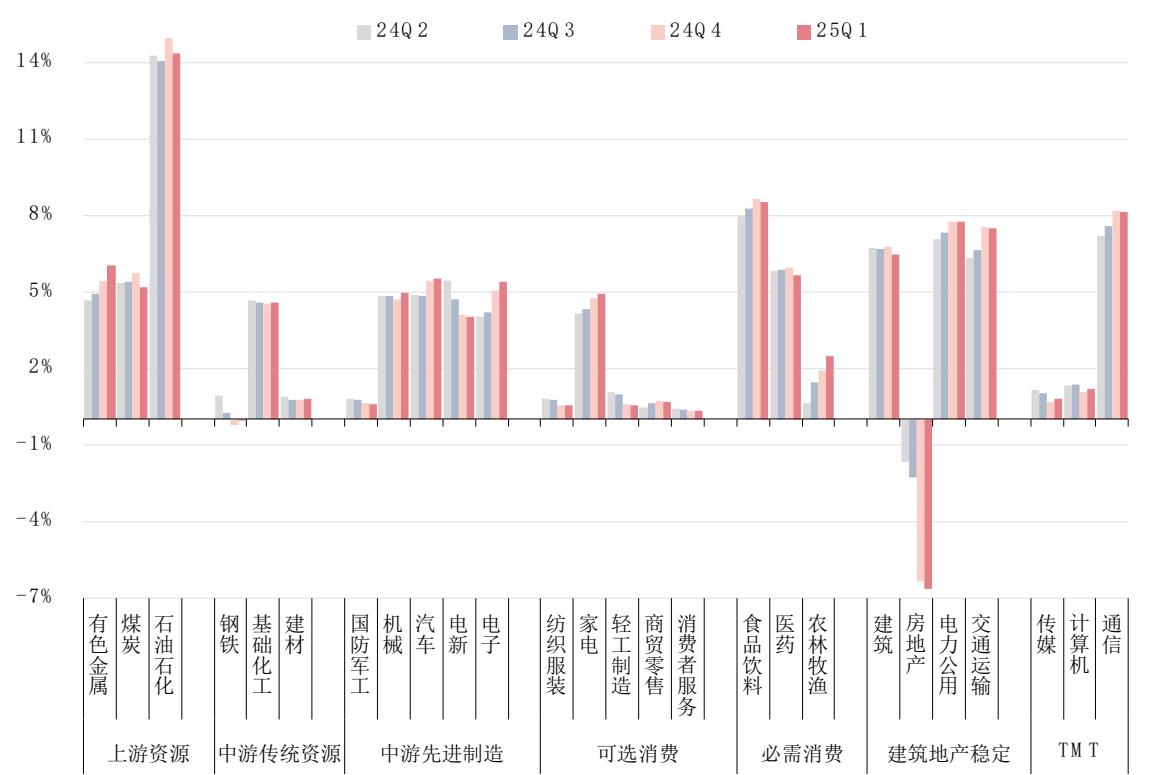
**科技、制造是盈利修复主线。**从2024年年报及2025年一季报来看，金融和上游利润占优的趋势止步，2025年一季报盈利占比有所下行。消费盈利占比修复主要依靠农林牧渔行业周期修复。而中游制造和科技业的盈利修复，构成了一季报财报层面的主要线索。上游除有色外，2025年一季度煤炭价格和油价中枢下行成为上游板块盈利下滑的主要拖累项。而受益于“两新”政策，电子、家电、机械、汽车等盈利得以持续修复。基数影响的贡献同样较大，房地产2025年一季报明显减亏，电新受益于主要产品价格下行趋势放缓，减亏效应同样明显，传统中游制造行业如钢铁、建材、基础化工等在低基数下扭亏为盈，录得同比读数的较大反弹。科技行业受益于算力及AI产业趋势，硬科技方向景气高增延续，软科技方向则同比扭亏改善。

图表 11. 大类行业占全 A/非金融累计净利润 (TTM) 比重变化



资料来源：iFinD，中银证券。注：左图为大类行业累计净利润 (TTM) 占全 A 盈利比，右图为占全 A 非金融比。

图表 12. 一级行业占全 A 非金融累计净利润 (TTM) 比重变化



资料来源：iFinD，中银证券

图表 13. 一级行业营收、盈利增速概览

大类&一级行业	单季营收同比增速			累计营收同比增速			单季净利润同比增速			累计净利润同比增速		
	24Q3	24Q4	25Q1	25Q1-24Q4(Pct)	24Q3	24Q4	25Q1	25Q1-24Q4(Pct)	24Q3	24Q4	25Q1	25Q1-24Q4(Pct)
上游资源	-5.7%	0.8%	-4.5%	-5.3	-1.4%	-0.9%	-4.5%	-3.6	-10.2%	-2.3%	-0.6%	1.7
有色金属	3.7%	15.4%	8.0%	-7.4	2.7%	5.7%	8.0%	2.3	9.3%	13.1%	66.0%	52.9
煤炭	-1.4%	4.9%	-18.3%	-23.2	-7.7%	-4.8%	-18.3%	-13.4	-9.5%	-5.5%	-28.4%	-22.9
石油石化	-9.9%	-5.4%	-6.8%	-1.4	-1.9%	-2.7%	-6.8%	-4.0	-16.4%	-7.0%	-6.9%	0.1
中游传统资源	-7.8%	-3.7%	-1.4%	2.3	-5.7%	-5.2%	-1.4%	3.8	-49.4%	-81.3%	22.0%	103.2
钢铁	-12.4%	-8.0%	-8.6%	-0.6	-8.2%	-8.2%	-8.6%	-0.4	-163.1%	-171.9%	378.1%	550.1
基础化工	-2.5%	4.5%	6.3%	1.8	-1.0%	0.3%	6.3%	6.0	-16.7%	-55.8%	4.2%	60.0
建材	-9.9%	-13.1%	-1.4%	11.6	-11.6%	-12.0%	-1.4%	10.6	-37.6%	-39.4%	261.8%	301.2
中游先进制造	-2.5%	5.5%	4.8%	-0.7	-0.7%	1.0%	4.8%	3.8	-25.4%	-49.4%	6.0%	55.4
国防军工	-12.2%	12.6%	-5.0%	-17.6	-8.8%	-2.2%	-5.0%	-2.8	-37.8%	-220.3%	-23.4%	197.0
机械	4.6%	5.0%	8.6%	3.6	4.3%	4.5%	8.6%	4.1	-12.4%	-51.0%	16.2%	67.2
汽车	0.2%	13.3%	6.2%	-7.1	5.0%	7.4%	6.2%	-1.1	-13.8%	22.8%	12.2%	-10.6
电力设备及新能源	-8.5%	-3.1%	1.9%	4.9	-8.6%	-7.0%	1.9%	8.9	-40.2%	-113.5%	-4.8%	108.7
电子	5.2%	20.5%	10.6%	-9.9	9.0%	12.3%	10.6%	-1.7	6.2%	81.6%	27.9%	-53.7
可选消费	-5.9%	0.8%	-2.8%	-3.6	-2.9%	-2.0%	-2.8%	-0.8	-3.9%	-60.4%	6.2%	66.6
纺织服装	0.5%	-0.7%	-1.7%	-1.0	2.5%	1.6%	-1.7%	-3.3	-36.3%	-244.2%	0.5%	244.7
家电	1.1%	8.6%	12.2%	3.6	4.3%	5.4%	12.2%	6.9	1.0%	11.6%	25.3%	13.6
轻工制造	-1.5%	-0.9%	-3.2%	-2.3	1.8%	1.0%	-3.2%	-4.2	-32.5%	-249.5%	-18.1%	231.4
商贸零售	-12.2%	-3.4%	-12.5%	-9.1	-9.1%	-7.8%	-12.5%	-4.7	118.8%	19.1%	-14.1%	-33.2
消费者服务	-4.3%	-1.9%	-0.8%	1.0	0.4%	-0.2%	-0.8%	-0.6	-21.4%	-2110.6%	-18.7%	2091.9
必需消费	-1.3%	2.2%	-0.8%	-3.0	-0.7%	0.0%	-0.8%	-0.9	17.6%	-9.9%	7.8%	17.8
食品饮料	-1.3%	1.7%	0.6%	-1.2	1.9%	1.8%	0.6%	-1.3	1.9%	-13.3%	-0.1%	13.2
医药	-2.3%	0.1%	-5.6%	-5.7	-0.9%	-0.7%	-5.6%	-4.9	-7.9%	-116.1%	-8.6%	107.5
农林牧渔	0.4%	6.5%	8.9%	2.4	-2.6%	-0.2%	8.9%	9.1	986.0%	131.5%	784.4%	653.0
建筑地产稳定	-7.4%	-3.5%	-4.0%	-0.6	-5.5%	-4.9%	-4.0%	0.8	-10.2%	-311.5%	-7.6%	304.0
建筑	-8.2%	-1.6%	-6.0%	-4.4	-5.1%	-4.1%	-6.0%	-1.9	-15.1%	-24.6%	-8.6%	16.0
房地产	-26.0%	-18.1%	-7.4%	10.6	-22.6%	-20.9%	-7.4%	13.5	-310.9%	-246.9%	-744.7%	-497.8
电力及公用事业	1.7%	-0.6%	-4.5%	-4.0	0.1%	-0.1%	-4.5%	-4.4	0.7%	-19.2%	5.0%	24.2
交通运输	-1.8%	5.8%	2.9%	-2.9	-0.1%	1.3%	2.9%	1.5	2.9%	72.0%	1.6%	-70.4
TMT	6.4%	10.3%	9.2%	-1.1	7.9%	8.6%	9.2%	0.6	3.2%	-12.4%	18.2%	30.6
传媒	-2.7%	-2.1%	4.6%	6.7	0.1%	-0.5%	4.6%	5.1	-32.8%	-235.1%	41.8%	276.9
计算机	16.4%	4.0%	22.2%	18.1	15.8%	12.0%	22.2%	10.1	-1.8%	-70.6%	64.3%	134.9
通信	3.3%	5.7%	1.6%	-4.1	3.8%	4.3%	1.6%	-2.7	10.8%	-1.3%	6.1%	7.4
金融	15.1%	-13.9%	-0.7%	13.2	4.7%	-0.4%	-0.7%	-0.3	25.3%	20.2%	2.9%	-17.3
银行	0.9%	3.8%	-1.7%	-5.5	-1.0%	0.1%	-1.7%	-1.8	3.5%	5.6%	-1.2%	-6.8
非银行金融	44.7%	-34.0%	1.6%	35.5	16.1%	-0.8%	1.6%	2.4	219.5%	863.3%	23.2%	-840.1

资料来源：iFinD，中银证券

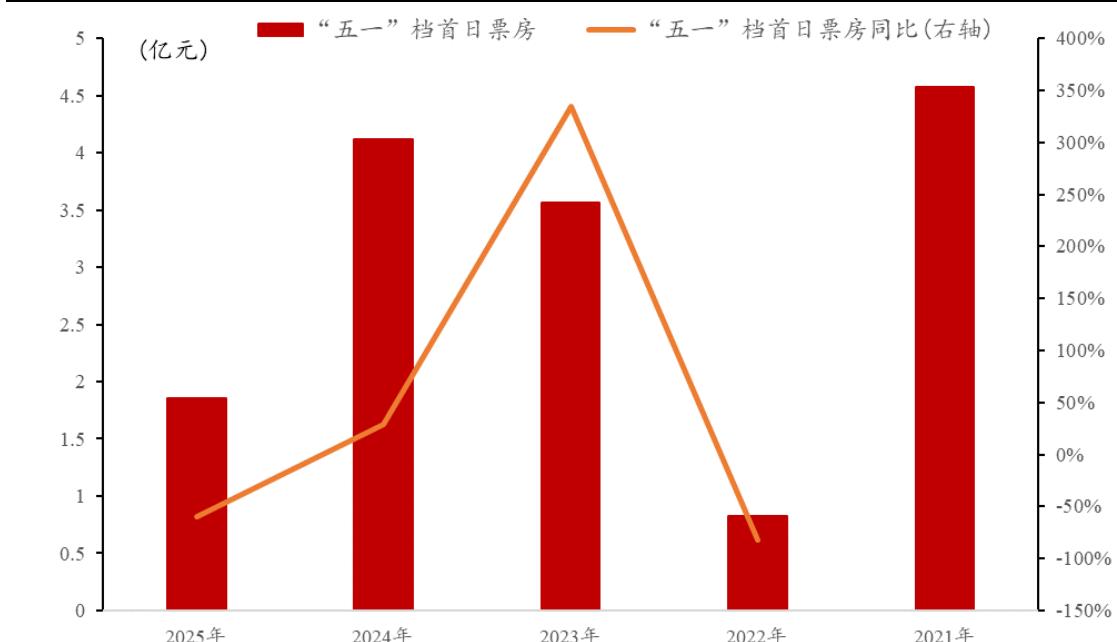
2025年“五一”假期旅游出行迎近年来小高峰。2025年“五一”假期首日，全社会跨区域人员流动量预计达到34095万人次，同比增长8.0%，其中铁路客运量预计2250万人次，同比增长8.7%；公路客运量预计31476万人次，同比增长7.8%；水路客运量预计135万人次，同比增长53.5%；民航客运量预计234万人次，同比增长9.1%。总体来看，“五一”假期首日人员流动维持较为活跃水平，全社会跨区域人员流动量同比水平基本与清明假期持平。

而从旅游预订情况来看，2025年“五一”假期旅游迎近年来小高峰，同程旅行发布的《2025年“五一”旅游趋势洞察报告》分析，今年“五一”假期旅行热度或达近3年峰值。途牛数据显示，“五一”假期境内游预订人次较去年同期增长超100%。“拼假策略”使得很多居民在“五一”假期实现了10-11天的长假，更长的假期促进了旅游市场的火热，也使得长线游更受到游客青睐，同程研究院统计，从出行距离来看，长距离出行占比攀升，1200公里以上的航线占比近70%，较去年同期增长3个百分点。

从机票情况来看，机票预订延续了此前的“量增价减”的特征，据航旅纵横数据，截至4月27日，“五一”假期国内航线机票预订量超过634万张，同比增长约23%；出入境航线预订量突破109万张，同比上涨24%，价格方面，同程研究院统计，今年“五一”期间，机票单程均价同比下降约11%。总体来看，“五一”假期“量增价减”态势延续，但量的增长幅度高于价的下降幅度，总体来看机票预订趋势向好。

**“五一”假期电影票房表现相对弱势。**2025年“五一档”首日票房约为1.85亿元，处于近年来的较低水平，较2024年同期下降59.5%，整体表现相对弱势。分影片来看，首日票房之中，《水饺皇后》、《猎金·游戏》、《人生开门红》分别列居前三位。

图表 14. 历年“五一”假期首日票房表现

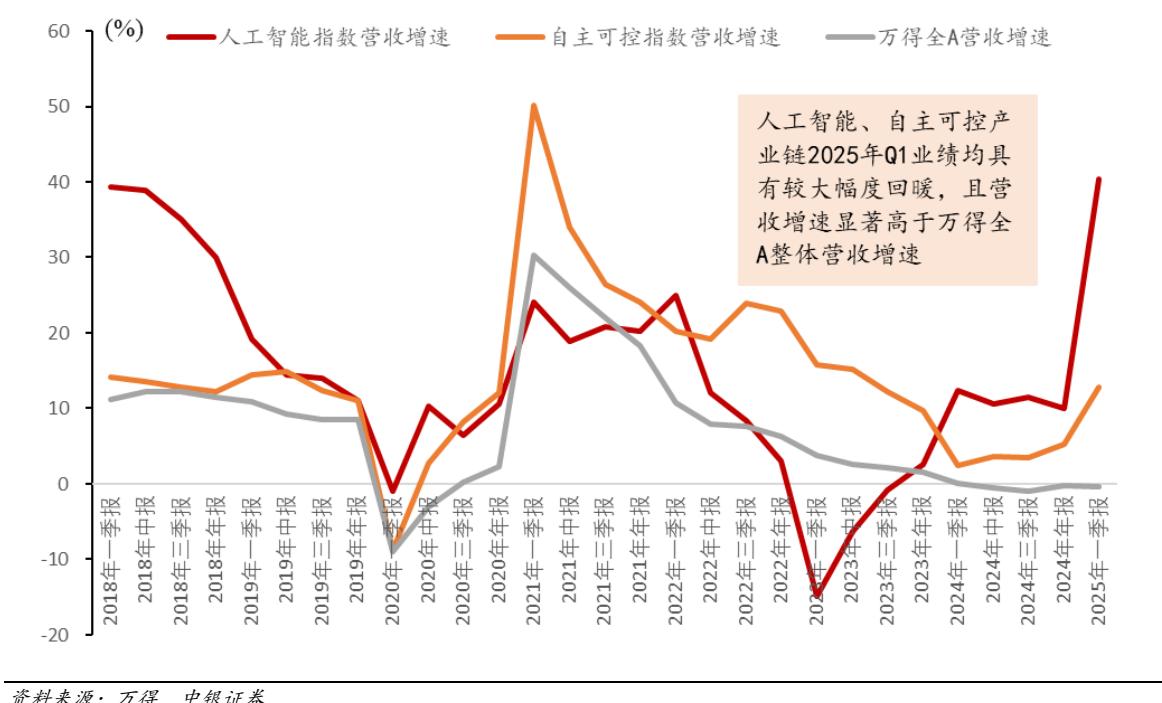


资料来源：猫眼专业版，中银证券

**2025年一季报，人工智能、自主可控产业链业绩表现优异，估值水平合理。**近期，A股2024年年报与2025年一季报披露完毕，综合来看，人工智能、自主可控产业链业绩表现优异，2025年一季报，人工智能指数、自主可控指数营收增速分别为40.30%、12.87%，均明显高于万得全A的-0.41%。

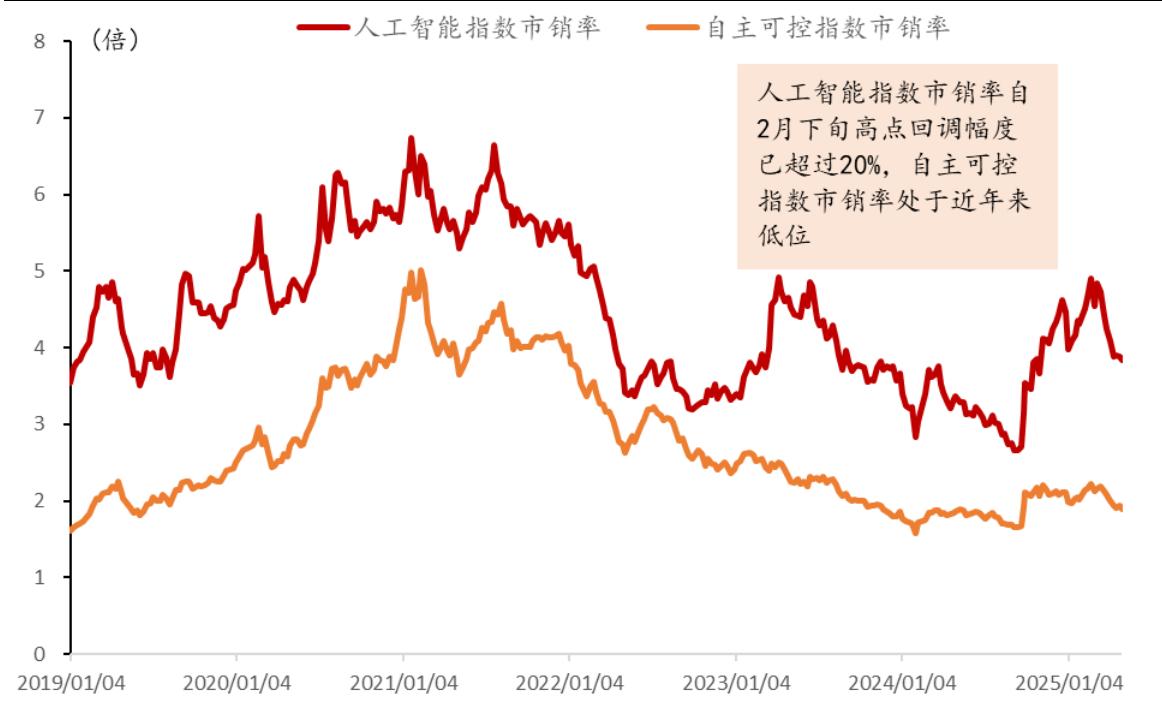
而从估值角度来看，人工智能指数在经历了持续的回调后，估值水平也有了较为明显的下降，市销率由2025年2月下旬的4.91倍下降至4月30日的3.84倍，调整幅度超过20%，自主可控指数市销率则是处于近年来的低位水平。综合来看，人工智能、自主可控产业链业绩表现优异，估值水平合理，当前具备较高的配置价值。

图表 15. 2025 年一季报人工智能、自主可控产业链业绩表现优异



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 人工智能、自主可控等当前处于较为合理的估值水平



资料来源：万得，中银证券

人工智能和自主可控产业链环节中，算力基础设施、AI 端侧、半导体产业链 2024 年报和 2025 年一季报业绩表现向好，特别是铜连接、光通信、算力芯片、SOC、存储、散热、代工、半导体设备、半导体材料、半导体制造等细分赛道表现较优，相关赛道投资机会值得关注。

图表 17. 人工智能和自主可控产业链环节业绩表现

	产业链环节	2024年年报归母净利润增速(%)	2024年年报营收增速(%)	2025年一季报归母净利润增速(%)	2025年一季报营收增速(%)
算力基础设施	服务器	4.10	7.14	24.99	7.14
	铜连接	21.00	21.03	81.36	21.03
	光通信	68.46	67.74	56.83	67.74
	算力芯片	46.69	52.40	75.33	52.40
云服务	IAAS/PAAS	8.76	-0.14	2.63	-0.14
	SAAS	-12.76	6.33	17.16	6.33
	网络安全	-126.32	-9.05	28.71	-9.05
AI端侧	SOC	149.13	36.76	86.51	36.76
	HBM	3.79	18.54	-2.82	18.54
	存储	398.65	52.69	54.64	52.69
	PCB	22.22	20.99	38.79	20.99
	电池	5.27	15.20	-156.78	15.20
	散热	3.65	22.10	79.57	22.10
“AI+应用”	代工	15.07	22.33	23.35	22.33
	“AI+营销”	-135.97	9.48	13.84	9.48
	“AI+企服”	3.59	-1.31	-30.10	-1.31
	“AI+办公”	24.84	12.40	9.75	12.40
	“AI+教育”	-22.99	-17.03	-20.50	-17.03
	“AI+金融”	23.65	3.93	112.83	3.93
AI agent	“AI+医疗”	-75.45	-9.73	-178.47	-9.73
	AI agent	1.96	2.33	-23.82	2.33
	半导体设备	3.86	35.82	25.67	35.82
半导体产业链	半导体材料	11.31	12.71	60.50	12.71
	半导体设计	-45.46	20.98	26.72	20.98
	半导体制造	-23.31	20.14	82.29	20.14
	半导体封测	68.40	21.24	2.94	21.24
信创	基础软件	-57.65	-0.98	17.07	-0.98
	应用软件	-25.78	-4.93	-6.71	-4.93
	系统集成与解决方案	13.98	5.83	36.15	5.83

资料来源：万得，中银证券

注释：各产业链环节归母净利润和营收增速由产业链环节内重点公司取中位数计算得来。

图表 18. 中观行业比较表格

	大类行业风格赋分	中观景气指标及景气预期赋分	盈利预期赋分	估值及交易拥挤度水平赋分	行业综合评分	行业配置推荐
计算机	4	4	5	2	38	高配
电子	3	4	5	3	36	高配
自动化设备	4	4	3	2	33	高配
新兴消费	3	2	5	4	33	高配
通信	3	4	5	1	33	高配
医药	4	3	3	2	31	高配
白酒	2	3	2	5	29	高配
社会服务	2	3	4	3	29	高配
能源金属	3	2	4	3	29	高配
家具家居	2	3	4	3	28	标配
家用电器	3	3	2	3	28	标配
纺织服装	3	3	4	1	28	标配
银行	2	2	5	3	28	标配
贵金属	2	3	4	2	28	标配
证券	3	2	2	4	28	标配
猪产业	3	1	3	5	27	标配
国防军工	3	2	4	2	27	标配
钢铁	2	1	5	4	27	标配
商贸零售	3	2	3	3	27	标配
传媒	3	2	5	1	27	标配
航运港口	4	3	0	3	27	标配
电力设备	2	2	5	2	26	低配
食品	2	3	3	2	26	低配
工程机械	2	2	3	4	25	低配
汽车	3	1	4	3	25	低配
建材	2	2	4	2	25	低配
建筑	2	2	3	3	25	低配
工业金属	2	1	3	4	24	低配
石油石化	2	2	2	4	23	低配
房地产	2	1	1	4	20	低配
公用事业	2	1	1	3	17	低配
煤炭	2	1	1	3	17	低配

资料来源：万得，中银证券

注释：行业综合评分=3\*大类行业风格赋分+3\*中观景气指标及景气预期赋分+2\*盈利预期赋分+2\*估值及交易拥挤度水平赋分，数据统计截至2025年4月30日

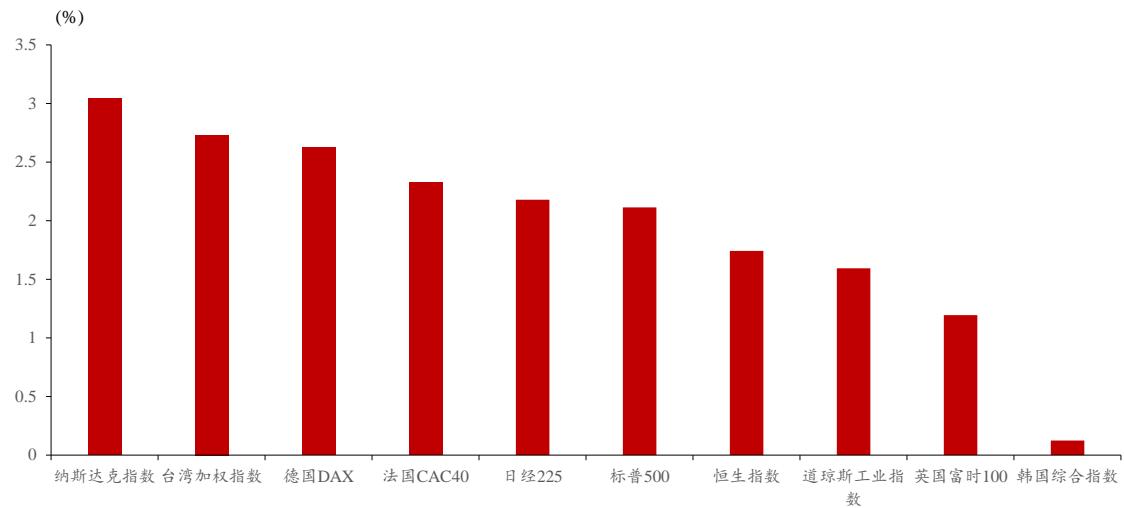
## 假期市场总览

图表 19.五一假期期间国内市场重要财经新闻整理

日期	事件
4月 30 日	上交所发布科创板成绩单，去年营收 1.42 万亿元。4月 30 日，上交所发布了 2024 年科创板公司经营业绩概览。数据显示，2024 年，科创板公司共实现营业收入 1.42 万亿元，同比增长 0.24%。近七成公司实现营业收入增长，同比增加 3.09 个百分点，其中 54 家公司增幅超过 50%，285 家公司营收创历史新高。全年共实现净利润 475.23 亿元，五成公司实现净利润增长，同比增加 7.17 个百分点。
4月 30 日	深交所：修订创业板指数编制方案。深交所公告，为进一步完善指数编制方法，提升指数可投资性，深圳证券交易所和深圳证券信息有限公司决定对创业板指数的编制方案进行以下修订：1、引入 ESG 负面剔除机制，在每次定期调整时剔除国证 ESG 评级在 B 级以下的股票；2、在指数计算中，设置权重调整因子，使单只样本股权重在每次定期调整时不超过 20%。本次修订于 2025 年 6 月 16 日起实施。
5月 1 日	日本央行 5 月 1 日在结束为期两天的货币政策会议后宣布，继续将政策利率维持在 0.5% 左右不变。这是日本央行继 3 月的货币政策会议后再次决定维持现行利率水平不变。日本央行行长植田和男表示，下次加息的时机将很大程度上取决于关税对经济的影响。
5月 1 日	美国海关和边境保护局当地时间 5 月 1 日证实，加拿大和墨西哥制造的汽车零部件属于《美加墨协议(USMCA)》的一部分，将免于 25% 的关税，该关税将于 5 月 3 日生效。
5月 1 日	特朗普称将禁止伊朗石油买家与美国做生意。美国总统特朗普 1 日在社交媒体上发文说，任何从伊朗购买石油或石化产品的国家或个人都将遭受美国制裁，将被禁止与美国做生意。特朗普说：“所有购买伊朗石油或石化产品的行为必须立即停止！任何从伊朗购买任何数量石油或石化产品的国家或个人都将立即受到‘二级制裁’。他们将不得以任何途径、方式或形式与美国做生意。”
5月 2 日	美国 4 月非农就业人数增加 17.7 万，预估为增加 13.8 万，前值为增加 22.8 万；美国 4 月失业率报 4.2%，市场预估为 4.2%，前值为 4.2%。
5月 3 日	在针对中国市场的 H2O 芯片遭美国政府禁售后，美国芯片大厂英伟达正加紧开发另一款符合美国出口规定的人工智能(AI)芯片，以继续保住其在中国的市场份额。据美媒报道，英伟达已向中国三家企业通报，正调整 AI 芯片设计，寻求在不触犯美国出口管制的前提下，继续向中国供应产品。
5月 4 日	特朗普在接受 NBC 采访时重申美联储应该降低利率，并称在美联储主席鲍威尔任期结束之前，不会罢免鲍威尔。

资料来源：人民日报、新华社、财联社等门户网站，中银证券：截至 2025/5/4

图表 20. 五一长假期间外围市场重要股指涨跌情况



资料来源：万得，中银证券：数据截至 2025/5/4

## 风险提示

- 1) 政策落地不及预期，宏观经济波动超预期。
- 2) 市场波动风险。
- 3) 海外经济超预期衰退、流动性风险。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

### 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

#### 公司投资评级：

- 买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

#### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## **风险提示及免责声明**

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## **中银国际证券股份有限公司**

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## **相关关联机构：**

### **中银国际研究有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话：  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### **中银国际证券有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### **中银国际控股有限公司北京代表处**

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### **中银国际(英国)有限公司**

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### **中银国际(美国)有限公司**

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### **中银国际(新加坡)有限公司**

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371