

# 策略专题

证券研究报告

2025年05月10日

## 市场后续主线的进一步思考

### 作者

吴开达 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110524030001  
wukaida@tfzq.com

孙希民 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110524110002  
sunximin@tfzq.com

### 相关报告

- 《投资策略：特朗普的美国“梦”与现实 - “新秩序”研究系列二》  
2025-05-08
- 《投资策略：风雨同舟浪自平-5月7日“一揽子金稳”国新办发布会点评》  
2025-05-07
- 《投资策略：中观景气度高频跟踪及运用-中观景气度数据库和定量模型应用》  
2025-05-05

**核心结论：**市场在磨底期筛选出的行业或可以作为新一轮主线的前瞻信号，而市场主线往往是一个长期逻辑。在特朗普 2.0 时期，我们判断**政策驱动、地缘博弈格局驱动、产业驱动**的逻辑可以构成长期逻辑。**消费的长期逻辑**为政策加码预期下的重估预期，基本面拐点或已经出现，宏观数据呈现诸多积极信号。**选股思路**分为两类，财报拐点出现+政策支持力度与确定性大+纯内需板块，财报拐点出现+政策与产业逻辑通畅+排除基数效应&外需影响。**自主可控的长期逻辑**为国家政策多年布局下的积累和顶层设计的重视，以及国内供给替代原先对美进口的供给的国产替代逻辑。**板块筛选上**，一是关注国内供给能力的提升维度，即国产化率能够加速提升的领域；二是产能周期视角看产能投放提速领域。

市场在磨底期筛选出的行业或可以作为新一轮主线的前瞻信号，而市场主线往往是一个长期逻辑。在特朗普 2.0 时期，我们判断政策驱动、地缘博弈格局驱动、产业驱动的逻辑可以构成长期逻辑。四月以来，市场已经“选择出”部分行业，**消费板块、军工**等行业涨幅靠前，**本文从政策、地缘格局、产业角度进一步讨论二季度市场结构性主线的长期逻辑和配置思路。**

### 内需消费：

**长期逻辑：**（1）**消费的核心逻辑是政策加码预期下的重估预期**，提振内需稳增长政策，是外部环境不确定性增强下的主要政策储备方向；化债疏压，财政支出结构优化。（2）**消费基本面拐点或已现**，宏观数据呈现诸多积极信号。

**配置思路：**（1）**财报拐点出现+政策支持力度与确定性大+纯内需板块**，一是政策基调明确，政策补贴力度明显抬升，二是财报积极线索出现，可视为一行情的前夕。根据政策补贴力度占营收比重，盈利增速和政策语调，服务业有望在二季度成为主线。（2）**财报拐点出现+政策与产业逻辑通畅+排除基数效应&外需影响板块**，这一类的本质是政策逻辑稍弱、产业逻辑不证伪下，财报基本面趋势有望向好。必选消费、可选消费的耐用消费品板块也有望走出结构性行情。

### 自主可控：

**长期逻辑：**（1）**国家政策多年布局下的积累**，顶层设计重视。（2）**国内供给替代原先对美进口的供给的国产替代逻辑。**

**配置思路：**（1）**关注国内供给能力的提升维度**，即国产化率能够加速提升的领域才具备进口替代能力。筛选对美进口依赖度较高且国内具备供给能力的板块，主要涉及**航空装备、医药以及部分机械行业**。（2）**产能周期视角看产能投放提速领域**，符合条件的细分赛道有**通信、机械设备**。

**风险提示：**1) 过去历史经验仅供参考；2) 风格分类仅供参考；3) 政策出台和落地具备不确定性。

## 内容目录

1. 市场后续主线的进一步思考 .....	3
1.1. 什么样的逻辑是长期逻辑? .....	3
1.2. 内需消费的长期逻辑和配置思路 .....	3
1.3. 自主可控的长期逻辑和配置思路 .....	8
2. 风险提示 .....	9

## 图表目录

图 1: 四月以来, 市场已经“选择出”部分行业, 消费板块、军工等行业涨幅靠前 .....	3
图 2: 一季度国家层面消费政策梳理 .....	4
图 3: 债务负担更低的省分社零增速更高 .....	4
图 4: 3 月社零凸显可选消费修复弹性 .....	5
图 5: Q1 居民支出增速 < 收入增速 (%) .....	5
图 6: 大多数消费行业长尾效应并不明显 .....	5
图 7: 盈利增速大于 5% 行业筛选 .....	6
图 8: 大消费板块划分 .....	6
图 9: 各省市提振消费方案中关于服务消费的措辞 (棕色为民生领域) .....	7
图 10: 大消费板块各申万二级行业 2024H1 海外收入占比 & 2024 年度一致预测净利润增速 (中位数) .....	7
图 11: 财报拐点出现 + 政策支持力度与确定性大 + 纯内需板块 .....	8
图 12: 财报拐点出现 + 政策与产业逻辑通畅 + 排除基数效应 & 外需影响 .....	8
图 13: 关注对美进口依赖度较高且国内具备供给能力的板块 .....	8
图 14: 自主可控板块资本开支增速 .....	9

## 1. 市场后续主线的进一步思考

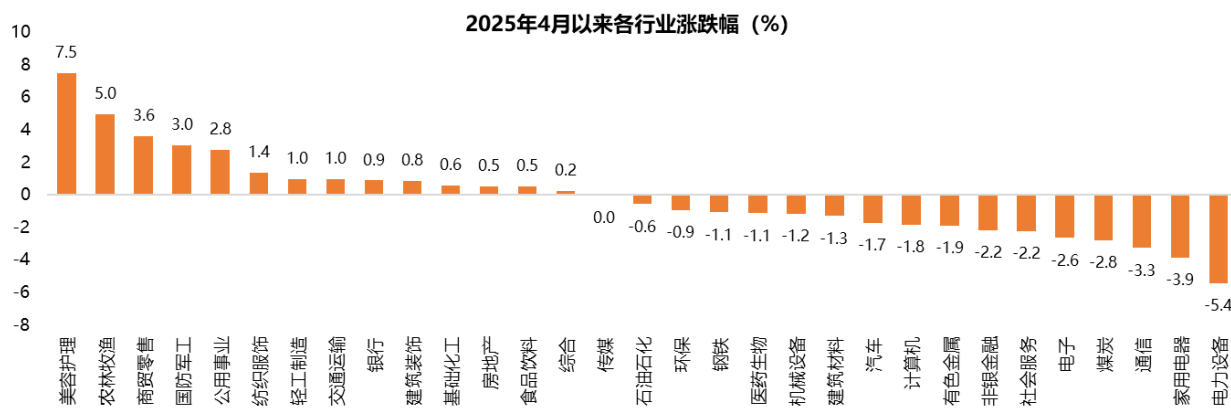
### 1.1. 什么样的逻辑是长期逻辑？

特朗普关税战 2.0 以来，美国软着陆叙事存在一定不确定性，而中国在关税摩擦具备韧性。在 2025 年 4 月 17 日的报告《特朗普关税战 2.0 的三大交易主线》中，我们围绕关税 2.0 判断二季度三个交易主线分别为**内需消费、自主可控与国产替代、错杀与转口贸易**。

2025 年 4 月 26 日的报告《震荡期后续主线的思考》中，我们判断市场在磨底期筛选出的行业或可以作为新一轮主线的前瞻信号，而市场主线往往是一个长期逻辑，当某行业本身不具备长期逻辑或行业的长期逻辑被证伪，由于短期逻辑与长期标准背离，尽管在磨底期上涨，但可能不会发展成为主线。在特朗普 2.0 时期，我们判断**政策驱动、地缘博弈格局驱动、产业驱动**的逻辑可以构成长期逻辑，政策端需把握主线，地缘博弈格局存在不确定性应用“底线思维”看待，产业逻辑关注能否反映供需格局长期改善下的财报基本面数据。

四月以来，市场已经“选择出”部分行业，消费板块、军工等行业涨幅靠前，**本文从政策、地缘格局、产业角度进一步讨论二季度市场结构性主线的长期逻辑和配置思路**。

图 1：四月以来，市场已经“选择出”部分行业，消费板块、军工等行业涨幅靠前



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 1.2. 内需消费的长期逻辑和配置思路

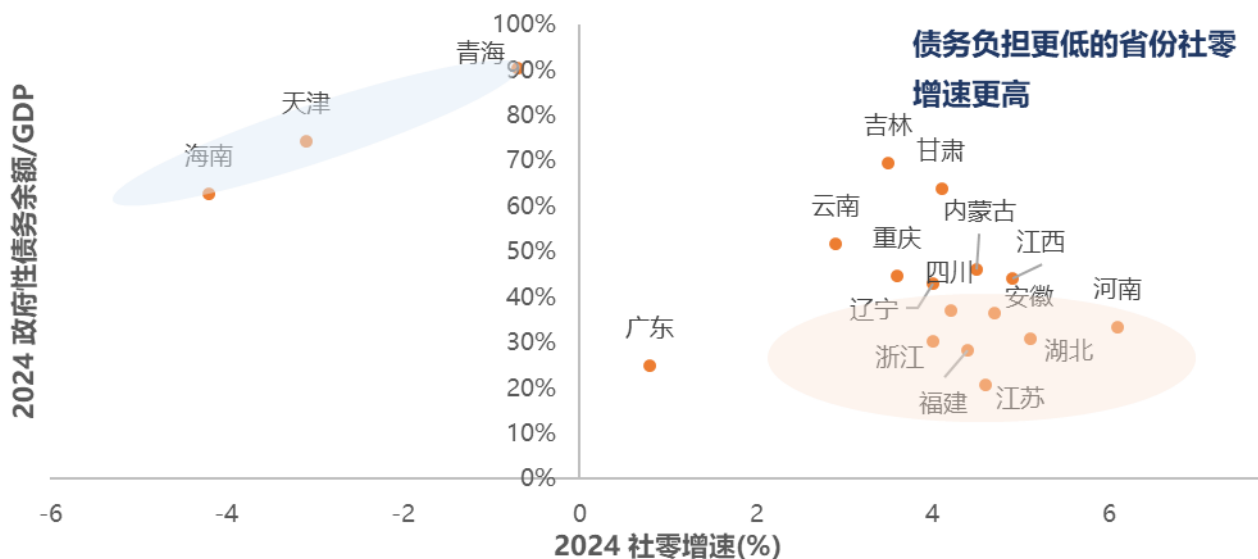
消费的第一个长期逻辑是政策加码预期下的重估预期。提振内需稳增长政策，是外部环境不确定性增强下的主要政策储备方向。2025 年《政府工作报告》把提振消费放在首要位置，3 月是消费政策密集发布期，两会、《提振消费专项行动方案》定基。4 月政治局会议，增强消费对经济增长的拉动作用以“稳市场”，各省份相继出台提振消费相关行动方案，促消费覆盖面扩大，消费政策细化逐步落地。

图 2：一季度国家层面消费政策梳理

日期	政府部门/媒体	政策操作	主要内容
2025/1/5	发改委、财政部	关于2025年大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	汽车家电家居补贴强度基本维持而范围有所扩大，新增手机等数码产品补贴类别。
2025/3/5	中国政府网	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。实施提振消费专项行动。制定提升消费能力、增加优质供给、改善消费环境专项措施，释放多样化、差异化消费潜力，推动消费提质升级。多渠道促进增收，推动中低收入群体增收减负，完善劳动者工资正常增长机制。安排超长期特别国债 3000 亿元支持消费品以旧换新。
2025/3/5	中国政府网	《政府工作报告》起草组成员答记者问	《政府工作报告》起草组成员、国务院研究室副主任陈昌盛表示，从部署看，《政府工作报告》提出了四项主要措施，以提振物价并实现这一目标：第一大逆周期宏观政策力度，通过综合财政货币政策改善供求关系。第二，着力提振消费，释放需求侧潜力。消费是最终需求，提振消费有利于带动国民经济和理顺价格。第三，加强和规范内卷式价格战。第四，更大力度稳住楼市和股市。
2025/3/16	中共中央办公厅、国务院	《提振消费专项行动方案》	方案要点包括：拓宽财产性收入渠道，多措并举稳住房地产；促进工资性收入合理增长；加大生育育养保障力度。研究建立育儿补贴制度；加大消费品以旧支持力度；延伸汽车消费链条；适时降低住房公积金贷款利率；扩大住房公积金使用范围；加速推动自动驾驶、智能穿戴、超高清视频等新技术新产品应用推广；强化投资对消费的支撑作用；保障劳动者休息休假权益，严格落实带薪年休假制度；鼓励有条件的地方结合实际探索设置中小学春秋假。
2025/3/23	中央财办、新华社	中国发展高层论坛 2025 年年会	中央财办主任韩文秀表示坚持把扩大内需作为长期战略，努力把消费打造成经济增长的主动力和压舱石。一是增强消费能力。在促进经济增长、提高劳动生产率基础上，增加城乡居民收入、优化收入分配结构，提升居民收入在国民收入中的比重，让消费者有钱消费。二是扩大服务消费。积极发展首发经济、冰雪消费、冰雪经济、银发经济，把文化旅游业发展成为重要的支柱产业。三是优化消费环境。要形成保护消费者权益的强大震慑，把每天都变成“3·15”，让消费者放心安心消费。四是减少后顾之忧。今年将提高城乡居民基础养老金最低标准、适当提高退休人员基本养老金，加快发展第三支柱养老保险等。今后还逐步提高公共服务和社会保障水平。
2025/3/5	发改委	《关于 2024 年国民经济和社会发展规划执行情况与 2025 年国民经济和社会发展规划草案的报告》	加大扩围实施“两新”政策。安排超长期特别国债 5000 亿元支持大规模设备更新和消费品以旧换新。进一步加大重点领域设备更新项目支持力度，加大设备更新贷款贴息，加快存量设备评估诊断和项目储备。
2025/3/6	商务部	十四届全国人大三次会议经济主题记者会	商务部部长王文涛表示如何做好扩消费：以旧换新，突出“加力扩围、惠民升级”。在去年政策基础上，按照中央部署，我们聚焦广大消费者实际需求，广泛听取了大家反映的意见，扩大了“换新”补贴的品类范围，家电从“8+N”类增加到“12+N”类，增设了手机、平板、智能手表（手环）“购新补贴”，截至 3 月 5 日，全国共收到 2025 年汽车报废更新补贴超 31 万份，汽车置换更新补贴申请超 70 万份，合计超过 100 万，超 940 万名消费者购买 12 大类家电以旧换新产品超 1200 万台、已有超 3400 万消费者申请了超 4200 万份手机等数码产品购新补贴。
2025/3/18	财政部、人社部、商务部、央行、市场监管总局	提振消费主题记者会	商务部：将组织开展汽车流通消费改革试点，积极支持有条件的地方在促进二手车高效流通、发展汽车后市场等方面先行先试，着力培育汽车消费的新增长点。
2025/2/19	新华社	市场监管总局等五部门关于印发《优化消费环境三年行动方案（2025—2027 年）》的通知	行动方案明确，在实施消费供给提质行动方面，提升实物消费质量、改善服务消费品质、创造更多消费场景；在实施消费秩序优化行动方面，严守消费安底线、整治市场秩序环境、规范市场竞争秩序、完善综合治理机制实施消费维权提效行动方面，强化消费纠纷源头解决、强化消费纠纷行政调解、强化消费司法保护、创新消费纠纷多元化解；在实施消费环境共治行动方面，落实企业主体责任、推动行业自律、加强消费组织建设和强化社会监督引导；在实施消费环境引领行动方面，突出创新引领、注重标杆带动、鼓励区域先行、深化国际合作。
2025/3/13	呼和浩特市人民政府	落实《关于促进人口集聚推动人口高质量发展的实施意见》育儿补贴项目实施细则及服务流程	发放育儿补贴实施细则如下：生育一孩一次性发放育儿补贴 10000 元；生育二孩发放育儿补贴 50000 元，按照每年 10000 元发放，直至孩子 5 周岁；三孩及以上发放育儿补贴 100000 元，按照每年 10000 元发放，直至孩子 10 周岁。
2025/3/18	财政部、人社部、商务部、央行、市场监管总局	提振消费主题记者会	目前，国家卫健委正在起草育儿补贴的具体操作方案，其他诸如扩大住房公积金使用范围、农村低收入人口增收行动等，相关职能部门也在积极推进。
2025/3/5	金管总局	李云泽参加全国两会“部长通道”集体采访	针对长期、大额消费需求，我们将研究提高消费贷款额度，延长消费贷款期限。
2025/3/14	金管总局	就发展消费金融助力提振消费工作答记者问	金融支持提振消费的主要内容： 一是增加消费金融供给。金融机构要围绕扩大商品消费、发展服务消费和培育新型消费，丰富完善金融产品和服务。 二是优化消费金融管理。鼓励银行业金融机构在风险可控前提下，加大个人消费贷款投放力度，合理设置消费贷款额度、期限、利率，优化资源配置。完善个人消费贷款尽职免责要求。 三是开展个人消费贷款纾困。银行业金融机构可根据借款人信用记录、还款保障，针对暂时遇到困难借款人，合理商定贷款偿还的期限、频次。 四是优化消费金融环境。银行业金融机构要规范消费贷款合同条款，明示最终综合融资成本。用好金融产品查询平台和金融消费者保护服务平台，便利消费查询使用。
2025/3/18	财政部、人社部、商务部、央行、市场监管总局	提振消费主题记者会	财政部：为进一步提振消费市场，中央财政拟通过财政贴息的方式，引导带动信贷资源支持消费市场稳健发展。对消费领域服务业经营主体贷款给予贴息支持，有力提升消费基础设施水平，加强服务人员的技能培训，增加优质服务供给。同时，对我国居民使用个人消费贷款进行的重点领域消费给予一定贴息支持，降低消费者信贷成本，提升人民群众的幸福感和获得感。
2025/3/21	金管局	《关于发展消费金融助力提振消费的通知》	《通知》明确，商业银行可根据客户还款能力和风险情况，实施差异化授信。对于信用良好、有大额消费需求的客户，个人消费贷款自主支付的金额上限阶段性从 30 万元提高至 50 万元，个人互联网消费贷款金额上限阶段性从 20 万元提高至 30 万元。在期限方面，针对有长期消费需求的客户，商业银行对个人消费的贷款期限可阶段性由不超过 5 年延长至不超过 7 年。
2025/3/24	卫健委	关于组织开展 2025 年人口高质量发展研究揭榜攻关活动的通知	《通知》提到，完善生育支持政策体系。基于多源数据和国内外比较的视角，分析当前我国生育医疗服务、生育假期、生育保险、育儿补贴、托育服务、住房、就业等支持措施实施现状及存在问题，开展政策效果评估，研究提出进一步完善生育支持措施、加强中长期政策储备的建议。

资料来源：中国政府网，新华社，国家金融监督管理总局，天风证券研究所

图 3：债务负担更低的省份社零增速更高

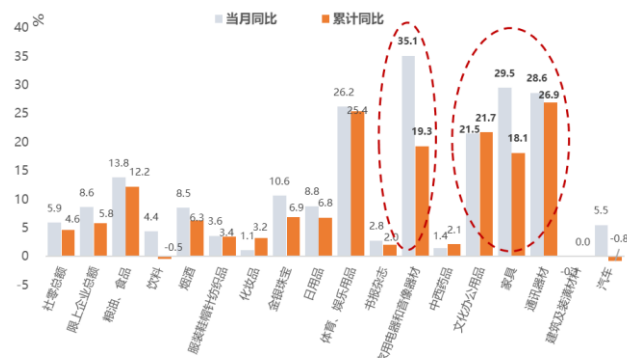


资料来源：Wind，天风证券研究所

消费的第二个长期逻辑是其基本面拐点或已经出现，宏观数据呈现诸多积极信号，而宏观消费数据的积极线索是来自微观消费者与企业主体的个体行为叠加。社零凸显可选消费修

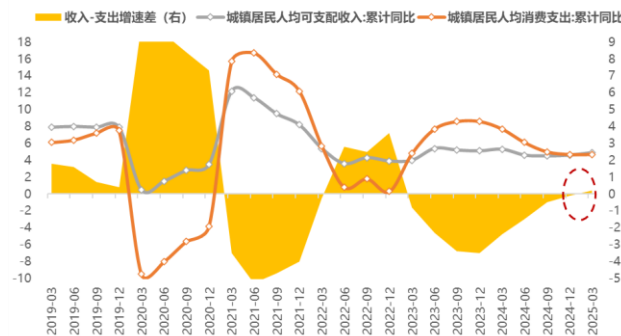
**复弹性，Q1 居民支出增速 > 收入增速确认数据好转的持续性。**3 月社零同比增长 5.9%，高于去年年度的 3.5%、今年前两个月的 4.0%，可选消费领域的家电、家具、通讯器材、体育娱乐用品、文化办公用品增速较高。而 Q1 城镇居民人均可支配收入增速八个月以来首次高于城镇居民人均消费支出增速，反映收入对消费支撑作用边际改善。**CPI 和社融数据同样展露积极线索。**3 月核心 CPI 同比增速回升，家用器具 CPI 环比达 2.8%，反映“以旧换新”政策支持起效；旅游分项降幅收窄；租房房租连续第二个月环比正增，同比降幅亦收窄。3 月社融新增 5.89 万亿，实体信贷同比明显改善，隐含企业融资环境回升、需求端结构性改善线索。

图 4：3 月社零凸显可选消费修复弹性



资料来源：Wind，天风证券研究所

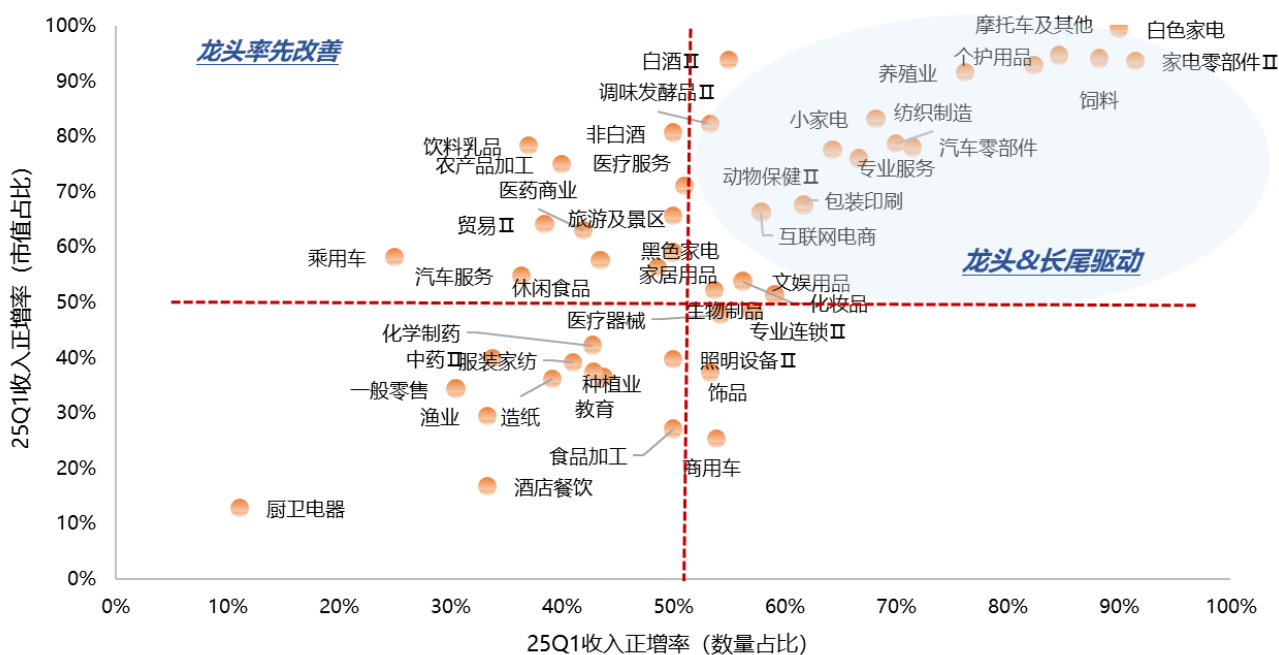
图 5：Q1 居民支出增速 < 收入增速 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

**配置思路，从一季报中寻找线索，指向消费范式迁移。**从正增率看驱动模式，大多数消费行业长尾效应并不明显，验证前文消费数据改善来自微观主体叠加，走整体驱动逻辑。走龙头率先改善逻辑多为食品饮料。从 ROE、盈利增速看边际改善，并从基数效应做排除法，筛选出行业分别为集中在必选消费、可选消费的耐用消费品板块，反映经济从地产驱动切换后，消费品也从白酒代表的传统消费向大众消费/新兴消费切换。

图 6：大多数消费行业长尾效应并不明显



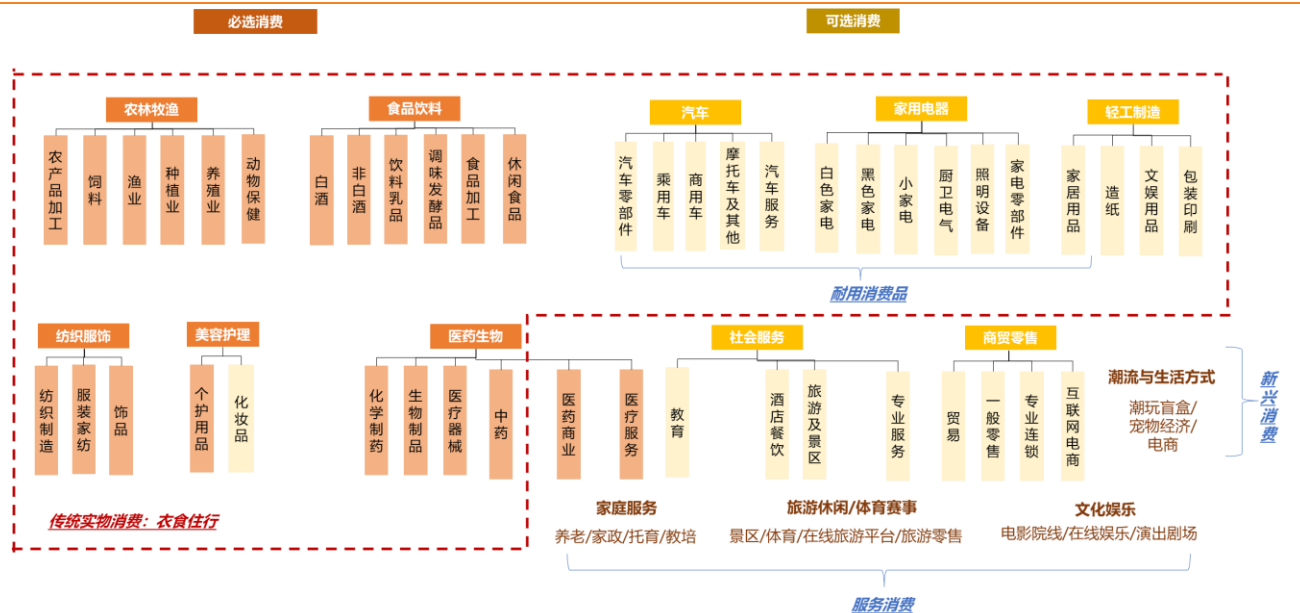
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：盈利增速大于5%行业筛选

一级行业	二级行业	ROE (TTM, %)			盈利增速(中位数, %)		盈利增速(市值加权, %)		收入正增率		排除低基数&ROE环比多降&正增率过低
		25Q1	24Q4	环比变动	25Q1	24Q1	25Q1	24Q1	数量占比	市值占比	
801092.SI	农林牧渔 养殖业	0.82	0.62	0.21	123.0	-11.8	420.1	-24.4	76%	92%	✗
801095.SI	农林牧渔 渔业	8.03	8.42	-0.39	63.4	-2.9	50.1	244.0	33%	29%	✗
801096.SI	农林牧渔 饲料	5.59	5.96	-0.36	56.1	32.2	74.8	75.8	88%	94%	✓
801881.SI	汽车 摩托车及其他	11.14	10.80	0.34	43.0	1.2	71.3	128.4	82%	93%	✓
801111.SI	家用电器 白色家电	19.12	20.07	-0.95	27.8	12.8	37.3	10.6	90%	100%	✓
801116.SI	汽车 汽车服务	10.55	10.48	0.07	22.9	-11.7	46.5	-12.6	36%	55%	✗
801202.SI	社会服务 教育	6.95	6.16	0.79	20.4	24.7	4.0	123.4	44%	36%	✗
801204.SI	家用电器 家电零部件II	4.85	5.49	-0.64	19.6	28.9	55.8	27.1	91%	94%	✓
801218.SI	农林牧渔 动物保健II	8.21	7.83	0.38	18.7	-52.7	423.0	-50.4	64%	78%	✗
801994.SI	美容护理 个护用品	-3.34	-3.44	0.10	15.6	28.1	-11.5	70.1	85%	95%	✗
801981.SI	农林牧渔 农产品加工	6.61	6.41	0.20	14.3	3.9	21.6	70.9	40%	75%	✓
801126.SI	汽车 乘用车	9.97	10.01	-0.04	14.1	-8.2	73.6	193.1	25%	58%	✗
801131.SI	社会服务 专业服务	9.34	9.45	-0.11	10.5	1.8	-116.9	-11.2	67%	76%	✗
801156.SI	商贸零售 贸易II	6.83	6.09	0.75	9.6	-27.6	106.1	-66.2	38%	64%	✗
801012.SI	汽车 商用车	3.14	3.28	-0.14	7.9	46.5	-76.6	119.2	54%	25%	✗
801014.SI	食品饮料 非白酒	13.12	11.48	1.64	7.1	28.1	18.9	20.0	50%	81%	✓
801015.SI	商贸零售 专业连锁II	-9.31	-9.19	-0.13	6.1	28.2	-6.2	12.5	57%	48%	✗
801017.SI	纺织服饰 纺织制造	21.86	16.91	4.96	5.8	18.7	9.7	32.8	70%	79%	✓
801018.SI	医药生物 医疗服务	2.48	2.04	0.44	5.7	-19.9	6.3	-27.7	51%	71%	✗

资料来源：Wind，天风证券研究所 注：最后一列排除标准为 24Q1 中位数与市值加权口径盈利增速均不小于 0，25Q1 数量与市值口径正增率至少有一个大于 50%，ROE (TTM) 环比变动不小于-1%

图 8：大消费板块划分



资料来源：Wind，天风证券研究所

从政策中寻找消费板块配置的政策线索，4月各省市消费政策细节落地，线索指向服务消费。一方面，各地对文旅消费、体育赛事和户外活动的支持范围扩大，支持力度加大，积极培育新型消费；另一方面，部分省市将消费政策与民生领域联动，政策支持医疗、养老、托育等，帮助城乡居民增收减负。

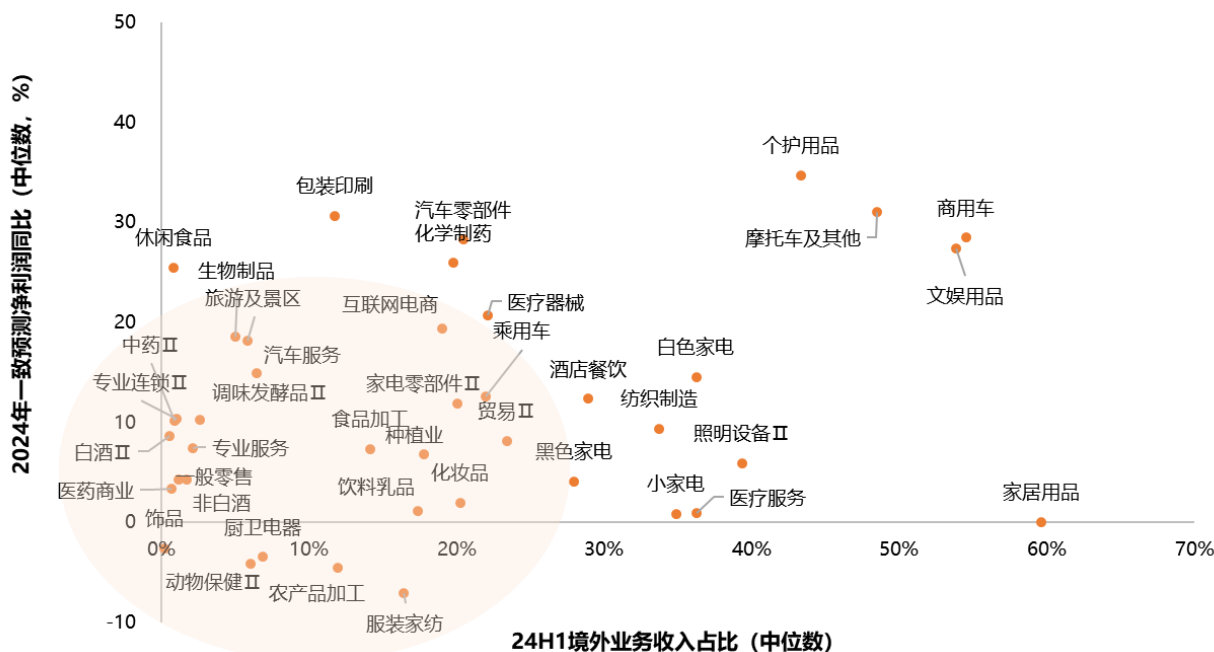
图 9：各省市提振消费方案中关于服务消费的措施（棕色为民生领域）

省市	具体举措
四川	结合重要节假日和重点消费促进活动，同步发放线上和线下餐饮、零售、川酒川茶等专项消费券。实施演艺赛事活动激励。实施重大文旅消费促进活动激励。
广西	<b>实施服务消费“提质惠民”行动</b> ：推动餐饮业高质量发展，促进住宿业升级发展，推动家政服务提质扩容，加快推动城市一刻钟便民生活圈试点建设。
海南	<b>消费回流能级提升行动</b> ：吸引高端医疗消费回流，塑造“留学海南”国际品牌。 <b>旅游消费提质扩容行动</b> ：大力发展海洋旅游，加快发展康养旅游，提升环岛旅游品质，建高质量户外运动目的地，促进民族特色乡村旅游。 <b>消费新场景培育行动</b> ：创新发展新型数字消费，拓展航天旅游消费，有序发展低空消费，因地制宜发展研学旅游，丰富精品会展演艺活动。 <b>消费能力保障行动</b> ：加大生育养育保障支持，优化教育资源供给，提升医疗养老保障水平，兜底重点群体基本生活。
河北	<b>城乡居民增收减负行动</b> ：稳定居民就业，促进居民增收，解决拖欠账款，加强生育保障，强化教育支撑，加强救助帮扶。 <b>服务消费提质惠民行动</b> ：完善养老服务，加强托育服务，优化医疗服务，提升生活服务，扩大文旅消费，激活体育消费，推动冰雪消费，发展入境消费。
云南	提出升级“旅居云南”消费、扩大入境消费、激活赛演消费、培育首发经济、提升餐饮消费、优化“一老一小”服务供给、促进“社区+”融合消费7项具体措施，支持“乐消费”；提出加力以旧换新、扩大住房消费2项具体措施，进一步把促消费和惠民生统筹起来；提出强化消费品牌引领、提高内外贸一体化水平、壮大新型消费3项具体措施，通过品牌引领、标准制修订、技术牵引等培育消费新增长，推动消费供给创新；提出保障休息休假权益、营造放心消费环境、完善消费基础设施3项具体措施，进一步提升消费体验，让群众放心、省心、舒心、安心。
重庆	<b>服务消费扩容工程</b> ：增强住餐消费质量、提升商业服务品质、促进文旅消费融合、提振体育服务消费、扩大开放服务消费。 <b>新型消费培育工程</b> ：涵盖首发经济、电子商务、特色消费、绿色经济、免税保税经济、数智消费6个领域
吉林	<b>积极促进居民增收</b> ：增加工资性收入，提高技能水平，拓宽财产性收入，增加农民收入。 <b>全力帮助居民减负</b> ：保障生育养育，健全医疗保障，帮扶重点群体。 <b>持续提升消费质量</b> ：挖潜文化和教育消费，支持旅游消费，推动体育消费，突出冰雪消费，丰富生活消费，促进银发消费。
安徽	在需求侧，着力促进 <b>居民增收减负</b> ，大力实施外来客源引留行动，全面激发消费需求；在供给侧，重点支持消费新业态新模式发展，加大消费新场景培育力度，引导首发经济、“人工智能+消费”、IP经济、户外运动等新兴消费加快发展，推动商贸零售、住宿餐饮、汽车家电等传统消费焕新升级，对省内开设首店、举办首演首秀活动、主办会展赛事和文化演艺活动、培育“皖美消费”新场景以及消费领域重大项目给予支持，以高质量供给引领创造消费新需求。

资料来源：各省市人民政府，央广网，财联社，天风证券研究所

此外，在配置消费板块时需考虑内需驱动强度，规避出口/出海方向以对冲关税影响。根据大消费板块各二级行业境外业务收入占比和 2024 年一直预测净利润同比进行筛选，重点关注农业、旅游业、食品饮料等内需板块。

图 10：大消费板块各申万二级行业 2024H1 海外收入占比&2024 年度一致预测净利润增速（中位数）



资料来源：Wind，天风证券研究所

总之，寻找消费板块的结构性机会，实际是在寻找哪些细分领域更具备长期逻辑，财务报表不可线性外推，则选股思路分为两类：

**财报拐点出现+政策支持力度与确定性大+纯内需板块：**一是政策基调明确，政策补贴力度明显抬升，二是财报积极线索出现，可视为一段行情的前夕。根据政策补贴力度占营收比重，盈利增速和政策语调，服务业有望在二季度成为主线。

**财报拐点出现+政策与产业逻辑通畅+排除基数效应&外需影响：**这一类的本质是政策逻辑稍弱、产业逻辑不证伪下，财报基本面趋势有望向好。必选消费、可选消费的耐用消费品板块也有望走出结构性行情。

图 11：财报拐点出现+政策支持力度与确定性大+ 纯内需板块

	政府补助占营收比重		25Q1 盈利增速 (平均值, %)
	25Q1	24Q4	
专业服务	2.29%	0.99%	1.30%
饮料乳品	0.65%	0.26%	0.39%
食品加工	0.49%	0.26%	0.22%
化妆品	0.88%	0.67%	0.21%
照明设备 II	0.84%	0.65%	0.19%
商用车	0.69%	0.50%	0.18%
旅游及景区	0.28%	0.22%	0.07%
专业连锁 II	0.09%	0.05%	0.04%

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：财报拐点出现+政策与产业逻辑通畅+排除基数效应&外需影响

二级行业	ROE (TTM)		盈利增速(中位数, %)		收入正增率	
	25Q1	环比变动	25Q1	24Q1	数量占比	市值占比
饲料	5.59	-0.36	56.1	32.2	88%	94%
摩托车及其他	11.14	0.34	43.0	1.2	82%	93%
白色家电	19.12	-0.95	27.8	12.8	90%	100%
汽车零部件 II	4.85	-0.64	19.6	28.9	91%	94%
农产品加工	6.61	0.20	14.3	3.9	40%	75%
非白酒	13.12	1.64	7.1	28.1	50%	81%
纺织制造	21.86	4.96	5.8	18.7	70%	79%

资料来源：Wind，天风证券研究所

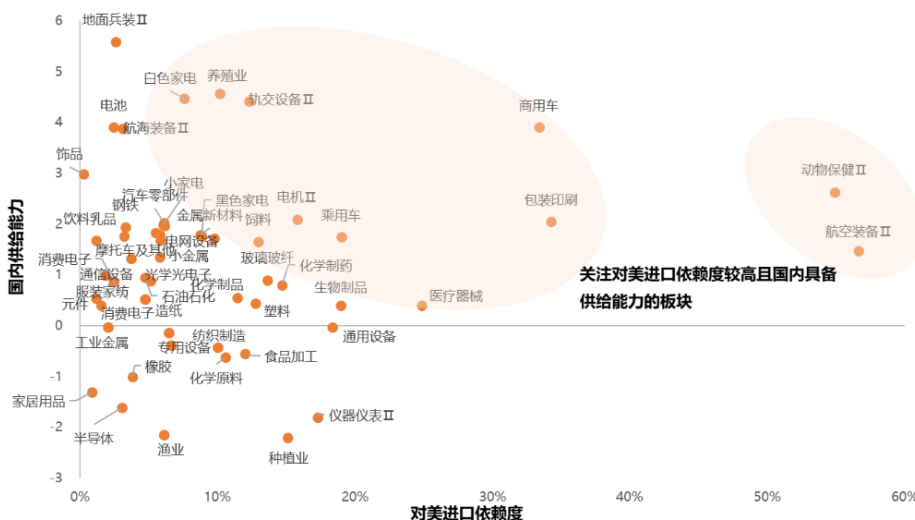
### 1.3. 自主可控的长期逻辑和配置思路

**自主可控的第一个逻辑是国家政策多年布局下的积累，顶层设计重视。**自主可控政策是重要国家战略，早在 2018 年 5 月，习近平总书记就提出“要以关键共性技术、前沿引领技术、现代工程技术、颠覆性技术创新为突破口，敢于走前人没走过的路，努力实现关键核心技术自主可控，把创新主动权、发展主动权牢牢掌握在自己手中”。现代化产业体系建设要求固链、补链、延链，顶层设计对自主可控领域重视程度高。

**自主可控的第二个逻辑是国产替代，**即中国对美反制措施可能推升中国对美进口商品价格，导致对美依赖度较高的商品种类出现供给缺口，国内供给端替代供给缺口下相关板块有望看到盈利驱动下的业绩改善。

**在板块的筛选上，需关注国内供给能力的提升维度，即国产化率能够加速提升的领域才具备进口替代能力。**在供给能力的衡量上，以板块 A 股上市公司总营收与板块对全球进口额的大小衡量，并进行对数化处理。A 股上市公司总营收代表该品类国内产量的规模，该比值可以度量国内总供给中的国产化水平。筛选对美进口依赖度较高且国内具备供给能力的板块，主要涉及农产品、航空装备、医药以及部分机械行业。

图 13：关注对美进口依赖度较高且国内具备供给能力的板块



资料来源：ITC，天风证券研究所 注：对美进口依赖度定义为 2024 年该行业中国对美国进口金额占中国对全球进口金额的比值，国内供给能力定义为 2023

年该行业 A 股营收与中国对全球进口金额比值的对数

**财报角度看配置线索**，产能周期视角可从购建固定资产支出增速和固定资产增速观测相关板块的产能建设或投放情况，当前大多数自主可控板块仍在产能出清阶段，产能率先出清完成、恢复投放的行业值得关注，**符合条件的细分赛道有通信、机械设备。**

图 14：自主可控板块资本开支增速

大类板块	一级行业	2025Q1		2024Q4		2025Q1较2024Q4变动		2025Q1较2024Q4变动		2011年以来历史分位数(2025Q1)	
		固定资产+在建工程	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	固定资产+在建工程	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	固定资产+在建工程	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	固定资产+在建工程	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	固定资产+在建工程	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
中游制造业	电力设备	8.2%	-23.8%	19.57%	-23.0%	-11.4%	-0.8%	低位下行	低位下行	3.5%	0.0%
	机械设备	5.1%	-2.7%	9.26%	-3.4%	-4.2%	0.7%	低位下行	低位上行	12.5%	23.2%
	电子	3.7%	3.2%	8.04%	5.9%	-4.3%	-2.7%	低位下行	低位下行	3.5%	35.7%
	通信	0.7%	-4.1%	1.10%	-5.8%	-0.4%	1.7%	低位下行	低位上行	39.2%	35.7%
	国防军工	6.1%	-0.1%	9.05%	3.7%	-2.9%	-3.7%	低位下行	低位下行	42.8%	14.2%
中游制造业	4.4%	-9.0%	9.08%	-8.0%	-4.7%	-1.0%	低位下行	低位下行	0.0%	3.5%	
支持服务	公用事业	-5.3%	8.2%	11.27%	9.9%	-16.5%	-1.6%	低位下行	高位下行	1.7%	66.0%
	环保	-14.9%	-14.0%	8.85%	-6.5%	-23.7%	-7.6%	低位下行	低位下行	3.5%	8.9%
	交通运输	-6.3%	4.5%	3.97%	8.2%	-10.3%	-3.7%	低位下行	高位下行	5.3%	50.0%
	商贸零售	-3.4%	-18.8%	-2.55%	-14.3%	-0.8%	-4.5%	低位下行	低位下行	1.7%	1.7%
	计算机	5.3%	-1.6%	10.75%	2.1%	-5.4%	-3.7%	低位下行	低位下行	3.5%	17.8%
	综合	-33.0%	-7.9%	4.53%	-5.3%	-37.5%	-2.6%	低位下行	低位下行	0.0%	32.1%
	支持服务	-5.6%	4.4%	8.74%	7.1%	-14.4%	-2.6%	低位下行	低位下行	1.7%	46.4%
全A非金融	0.8%	-7.5%	8.51%	-5.7%	-7.7%	-1.9%	低位下行	低位下行	0.0%	0.0%	

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 风险提示

1) 过去历史经验仅供参考；2) 风格分类仅供参考；3) 政策出台和落地具备不确定性。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com