

策略周评 20250614

创新药和新消费之后，还能买什么板块？

2025年06月14日

■ 今年以来大盘两轮上涨行情中板块轮动存在明显差异

2025年以来大盘的两轮上涨行情在空间和时间维度都具备相似性。第一轮“东升西落”行情始于美元见顶回落，弱美元和中国科技资产重估双重叙事驱动下，全A量价齐升。第二轮行情是中美贸易摩擦冲击下大盘形成“黄金坑”，随后国家队积极入市、稳市政策陆续出台修复市场预期，外部方面中美关税边际改善，市场反弹。两轮行情虽时空相似，但板块轮动特征差异显著。

从轮动面积来看，第二轮行情的轮动面积更大。以申万一级行业相较全A有超额收益的比例衡量，第一轮行情聚焦于算力和人形机器人，超额收益行业比例仅45.2%；第二轮超跌反弹中，存量资金在反关税、军工、新消费、创新药等方向轮动，超额收益行业比例超60%，轮动范围显著拓宽。

从轮动高度来看，第一轮行情的轮动高度更高。统计相对万得全A跑出超额收益的行业，这些行业的平均超额收益达到7.8%，计算机、传媒等领涨行业的区间最大涨幅分别达41%、33%；第二轮因板块轮动加速且资金存量博弈，平均超额收益出现下降，且领涨板块区间最大涨幅均未超过30%。

■ 在新一轮行情展开前，电风扇式的主题轮动仍将持续

4月以来的反弹行情中市场轮动混乱且缺乏主线，核心因宏观因素扰动市场预期：1) 关税冲击下中美摩擦存在进一步升级可能，致使市场风险偏好受挫；2) 关税影响下国内经济承压，企业盈利复苏节奏趋缓；3) 地缘局势升温加剧市场不确定性；4) 区别于第一轮科技重估逻辑，当前缺乏能催化行情展开的新叙事。在这些因素的扰动下，市场预期偏弱，沪指超跌反弹后仅围绕关税冲击前位置窄幅震荡，难以实现实质性突破；同时增量资金匮乏，一个直观的体现是融资余额未随指数修复至关关税冲击前的水平。因此，当前市场处于存量博弈的状态，表现相对无序。而从短期来看，“电风扇”式的主题轮动仍将持续。

■ 创新药、新消费等热门主题短期可能已经到达阶段性顶部

在“电风扇”式的轮动行情中，把握高切低节奏是获取超额收益的关键，而当前创新药、新消费等热门主题可能已经阶段性见顶。以创新药为例，近期板块的走强固然存在强基本面因素支撑，但也不乏资金面驱动——部分欠配创新药的资金产生踏空焦虑，“FOMO”情绪成为行情阶段性加速的重要力量，板块演绎也从最初的核心标的上涨到低位挖掘/后排套利标的普涨，呈现出阶段性见顶的信号。中长期维度来看，我们依然看好低利率环境下创新药BD出海进入商业收获期，板块中枢上移，基本面优质的创新药标的将获得显著超额。但对于重视时间成本的投资者而言，在短期波动思维下，板块的容错率随着交易拥挤度提升开始下降，在“守住胜利果实”的心态下，部分资金逐渐选择止盈。同时，新消费板块的成交额占比也从高位回落，表明资金开始流出，选择性价比更高的方向。从近期算力通信、传媒修复、AI端侧开始活跃等现象亦能够看出，部分资金已经有意愿进行高切低。

■ 创新药、新消费见顶后，建议关注AI推理算力及应用、可控核聚变、军工、商业航天、固态电池及深海科技等泛科技方向机会

➤ AI算力：推理算力景气超预期

北美AIDC基建高景气度持续，海外AI推理算力需求旺盛有望带动国内算力通信、PCB供应链订单持续高增。伴随模型轻量化趋势及场景应用加速落地，推理测重要性显著提升，据IDC估计，2026年推理测算力需求在算力需求总量中占比将超过60%。北美主要厂商对于AIDC基建收益比依旧保持乐观，美国四大CSP厂商亚马逊、微软、谷歌及Meta25Q2资本开支指引分别同比增长57.7%/28.0%/37.7%/95.7%，同时在推理需求持续增长下，全球ASIC芯片龙头博通新一季财报表现亮眼，北美算力强景气叙事

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

研究助理 林煜辉

执业证书：S0600124060012

linyh@dwzq.com.cn

研究助理 孔思迈

执业证书：S0600124070019

kongsm@dwzq.com.cn

相关研究

《并购重组跟踪（二十三）》

2025-06-09

《中美通话，资产空间待打开——全球市场观察系列》

2025-06-08

延续。产业进展方面，博通 Tomahawk 6 交换机系列进展超出市场预期，英伟达 GB200 订单景气且 GB300 出货在即，同时英伟达在中东、欧洲拟新建大规模数据中心，B30 在中国区接受程度值得期待，北美以外地区亦有望贡献新一轮算力资本开支增量。国内算力链厂商估值此前受关税及“AI 降本影响算力需求增速”的叙事影响有所承压，随悲观预期修复，板块存在补涨机会。

► 传媒：AI 应用与文娱消费共振

模型平权显著降低 AI 应用开发门槛，爆款出现将成为行业奇点。DeepSeek-R1 的出现明显降低单位 token 价格，伴随开发成本的显著降低及大模型能力的非线性提升，赋能 AI 营销、AI 医疗、AI 游戏等应用快速发展；MCP 协议使得 Agent 突破“知识孤岛”，从“建议者”进化为“执行者”，AI 应用在人类生活中快速渗透。海外 AI 应用标的多数业绩超预期，当前国内仍处于 0-1 的萌芽阶段，A 股相关标的多，但作为泛科技低位分支亦有轮动机会。

新消费正向文体消费扩散。本轮新消费行情中，核心标的多在 H 股，A 股方面新式饮品/保健品、美护潮牌、量贩零食等方向均已有所表现，而 6 月起随“苏超联赛”火爆出圈，相关的体育、旅游标的跑出超额，行情向服务类新消费演绎，近期资本市场亦开始关注短剧出海、爆款电视剧等，文娱消费亦可能成为资金高切低的选择方向。

► 可控核聚变/核电：大国前沿科技竞争高地，实验堆招标提速

BEST 等实验堆项目推进加速，可控核聚变进入装置密集建设期。可控核聚变或为人类能源终极解决方案，当前已从科学可行性转向工程可行性验证阶段，虽然距离最终商业化应用仍需较长时间，但实验堆的加速建设已经为装置、材料等上游企业带来订单，板块已不再是单纯的“题材炒作”。5 月初 BEST 项目工程总装工作提前两个月正式启动，并计划于 2027 年全面建成并实现全球首次氦氖聚变发电演示，这一成果将显著加快产业链订单获取进展。核能也成为大国科技实力博弈的重要方向，5 月特朗普签署“核能复兴令”加快核电建设，欧盟委员会宣布，其核聚变能源战略将于 2025 年底正式发布，核能/核聚变的战略重要性提升对于板块情绪面亦将有所提振。

► 军工：中期困境反转+军贸增长机会

“十四五”收官之年军工订单集中兑现有望带来军工板块中期困境反转，印巴冲突验证军贸增长潜力。今年军工厂商面临关键装备“补交付”压力，订单集中兑现背景下，军工电子、导弹等细分领域的中期业绩有望得到提振。5 月印巴冲突过程中我国出口战机及防空系统的体系化作战能力得到实战检验，中国军贸的高性价比且无政治附加条款将吸引更多第三世界国家购买中国武器，近期印尼拟购买我国歼 10 战机亦验证国产武器装备出口潜力。此外，俄乌局势升级、以伊爆发冲突等地缘政治扰动频发对于军工板块亦构成短期催化。

► 商业航天：低轨卫星密集发射，火箭可回收技术发展助力产业降本

商业航天下半年将迎来密集发射期，可回收火箭技术突破将为行业持续带来降本提频效应。去年天兵科技天龙三号火箭事故影响基本被消化，倒逼行业加速建立了更完善的安全体系与技术验证流程，随着在海南文昌建成的国内首个商业航天发射场全面投入使用，今年下半年火箭发射次数将有显著提升。近期我国可回收火箭技术迎来突破，5 月 29 日，箭元科技元行者一号验证型火箭在东方航天港进行了首次飞行回收试验，以 Space X 的猎鹰 9 号为例，可回收火箭技术将显著降低单次发射成本，提升发射频率，对于商业航天产业链的发展提速至关重要。

► 固态电池：产业链进展超预期，固态电池进入中试关键期

固态电池在国家大力支持下，近半年产业链发展迅速。参考东吴电新组最新报告，从电芯端看，比亚迪、国轩高科、一汽集团 60Ah 车规级电芯已

下线，节奏时间早于预期半年左右。工信部项目预计 25 年底前进行中期审查，目前电池材料体系已定型，原材料性能已达量产要求，预计 25H2-26H1 进入中试线落地关键期，固态电池有望进入测试+设备迭代关键期。关注 6 月下旬全球固态电池大会、硫化锂与硫化物固态电池论坛期间产业新动态。

► 深海科技：高层重视海洋强国建设，政策增量仍可期

6 月 8 日新华社官方发布《总书记对海洋强国建设的战略指引》，指出海洋经济的“新”、“深”与“亲”，强调要推动海洋科技高水平自立自强及构建海洋命运共同体，在此战略指引下，国内后续有望推出相应政策推动深海经济发展，重点方向或包括深海采矿、深海油气开发、生物资源利用等。

■ 观点总结和配置建议

总结而言，我们认为在宏观叙事未发生改变时，短期主题轮动仍将持续。在“电风扇”式的轮动行情中，把握高切低节奏是获取超额收益的关键。虽然我们中长期依然看好低利率环境下创新药 BD 出海进入商业收获期，板块中枢上移，亦看好消费结构转变、供给创生需求下优质新消费公司通过新产品、新业态、新渠道在增速上跑赢居民消费总量，但从时间成本及行情波段视角看，当前创新药、新消费等热门方向可能已经阶段性见顶，从近期算力通信、传媒修复、AI 端侧开始活跃等现象亦能够看出，部分资金已经有意愿进行高切低。后续可以关注 AI 推理算力、文化传媒（AI 应用及文娱消费）、可控核聚变、军工、商业航天、固态电池及深海科技等泛科技方向机会。

■ 风险提示：国内经济复苏速度不及预期；联储降息不及预期；宏观政策力度不及预期；科技创新不及预期；地缘政治风险。

图1：今年以来，指数有两轮上涨（单位：点）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

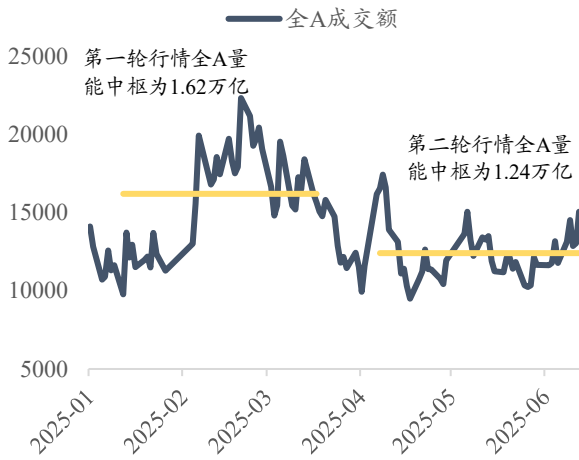
图2：两轮行情轮动强度指标对比（单位：%）

轮动强度指标	第一轮行情（1月13日至3月18日）		第二轮行情（4月8日至今）	
轮动面积	45.16%		61.29%	
轮动高度	7.76%		7.03%	
领涨行业涨幅	计算机	41.33%	传媒	28.10%
	传媒	32.88%	美容护理	27.99%
	机械设备	26.70%	纺织服饰	27.77%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：轮动面积为一级行业【区间自最低价的最大涨幅】相对万得全A有超额收益的比例；轮动高度计算方式为，统计一级行业【区间自最低价的最大涨幅】相对万得全A跑出超额收益的行业，计算这些行业的平均超额收益

图3: 2025年A股两轮反弹, 指数量能中枢有较大差别 (亿元)



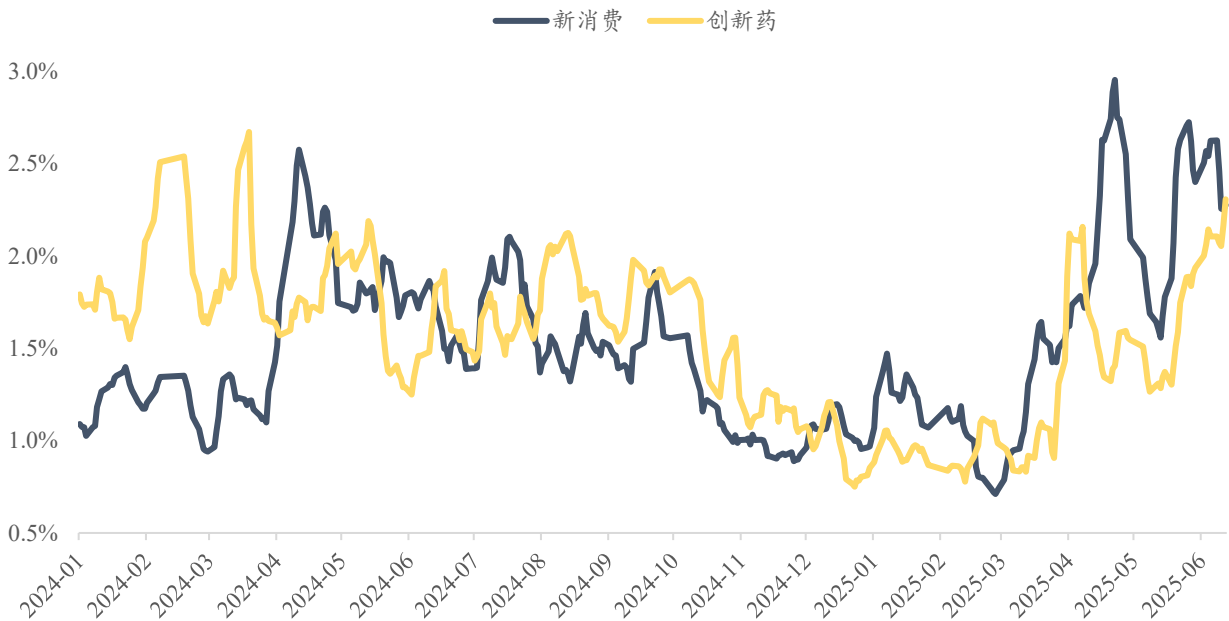
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 沪指已经回补缺口, 但融资余额并未恢复到此前水平 (点; 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 创新药、新消费主题的成交额占比情况 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 成交额占比采用移动五个交易日平均处理, 新消费板块包含黄金珠宝、美容护理、宠物经济、软饮料

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>