

证券研究报告

千磨万击还坚劲，任尔东西南北风

——A股市场2025年中期策略报告

证券分析师

魏伟 投资咨询资格编号：S1060513060001

陈骁 投资咨询资格编号：S1060516070001

张亚婕 投资咨询资格编号：S1060517110001

郝思婧 投资咨询资格编号：S1060521070001

蒋炯楠 投资咨询资格编号：S1060524120002

研究助理

靳旭媛 一般从业资格编号：S1060124070018

2025年6月25日

请务必阅读正文后免责声明

投资要点：千磨万击还坚劲，任尔东西南北风

- **市场回顾：中国市场的新叙事逻辑逐渐清晰。**上半年特朗普政策反复、关税博弈升级、地缘冲突不断共同加剧全球资产波动，黄金大涨，美元走弱，全球权益分化。中国资产受益于科技创新与基本面确定性，配置价值持续提升，新旧产业表现分化。一是小盘风格显著占优，大盘震荡，中证1000指数涨幅超过10%。二是新产业赛道活跃度显著提升，稳定币/DeepSeek/宠物经济/创新药/机器人概念涨幅超过20%。
- **市场整体环境：海外不确定性尚存，国内基本面夯实，中国资产配置价值提升。** 1) **外部不确定性因素延续发酵。**从传导机制来看对A股市场影响，海外风险仍会在短期内降低全球风险偏好，关税/地缘冲突构成短期扰动，但弱美元流动性中长期有助于推升涵盖中国资产在内的新兴市场估值。2) **国内基本面有韧性，企业盈利底部修复。**国内经济有望延续保持韧性，无风险利率维持低位波动，政策工具箱储备充足；企业盈利底部修复且呈现新分化，25Q1实体盈利转正，TMT利润增速靠前。
- **核心结构变量：新产业景气酝酿更多积极变化。** 1) **景气线索：科技/制造/消费新动能加快壮大。**结合宏观和财报数据来看，新兴产业景气在酝酿新一轮突破。一是AI科技景气延续改善，全球技术创新持续，国产AI制造/服务业空间打开；二是装备制造景气向上，产业升级叠加政策驱动，智能制造/设备更新景气上行；三是新消费趋势持续涌现，以旧换新政策持续发力显效。2) **融资线索：市场融资资源向新质生产力聚集，加快推动景气向上。**A股市场IPO（金额同比增长26.5%）+并购重组改革深化（重大同比增长3.3倍）+中资赴港融资热度加码互补新业态和出海（数量同比增长31%），向电力设备/汽车/机械/电子/生物医药/新消费行业倾斜，提供一二级联动的资金与估值支撑。
- **市场展望：凝聚新共识，布局新成长。** 1) **市场环境可类比于2019年下半年。**一是外部不确定性（关税、科技限制等）；二是盈利与景气，国内盈利底部修复，新兴产业景气加快向上，2018-19年全A非金融盈利增速分别为-6.2%、-4.2%，19年电力设备/机械/电子盈利增速在20%-32%。三是融资加大新兴产业倾斜（科创板）。映射到市场行情，2019年下半年开启新兴产业结构先行+大盘中枢抬升的行情，电子行业在2019年领涨。2) **结构上布局新成长的四条主线。**一是科技创新（国产AI/半导体/创新药等）；二是新消费（美容护理/休闲食品/户外体育等）；三是先进制造（汽车/智驾/军工/机械设备等）；四是有色金属（金/铜/稀土等）。此外，红利策略仍具逢低布局的配置价值（银行/保险等）。
- **风险提示：**国内宏观经济修复不及预期；特朗普政策及地缘政治风险超预期；海外资本市场波动加大。

投资要点

2025年下半年A股展望框架





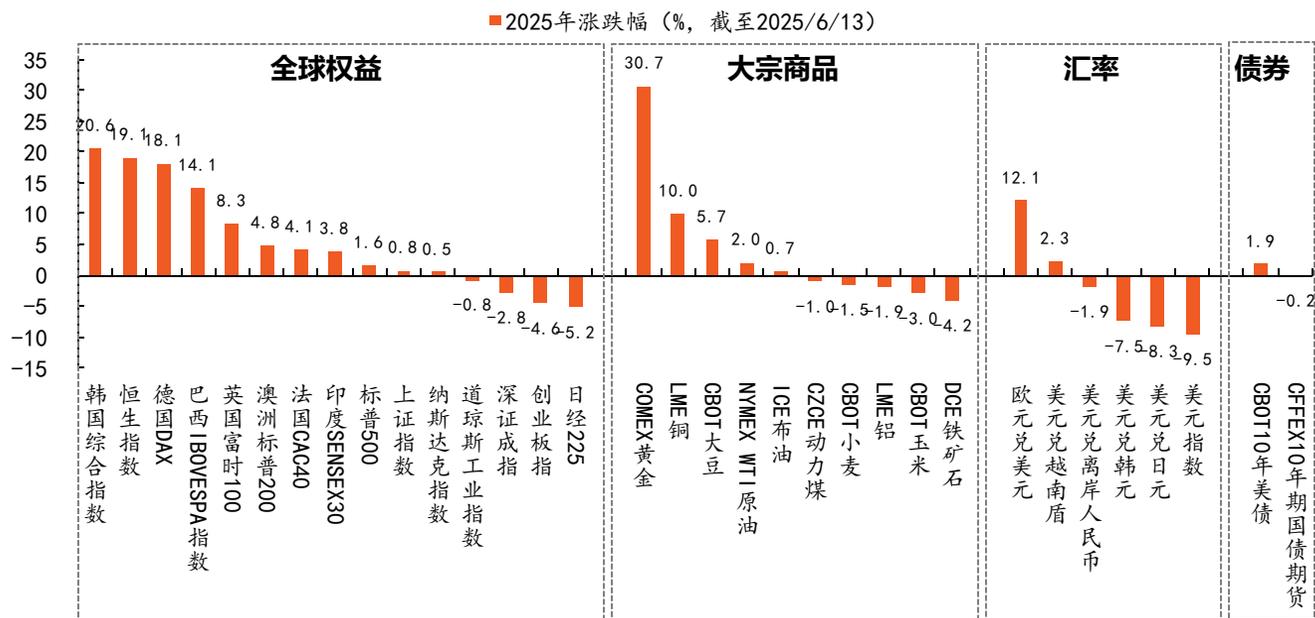
目录CONTENTS

- 市场回顾：市场新叙事逻辑逐渐清晰
- 市场环境：内外不确定性分化差异尚存
- 结构机会：新兴产业酝酿更多积极变化
- 投资展望：凝聚新共识，布局新成长

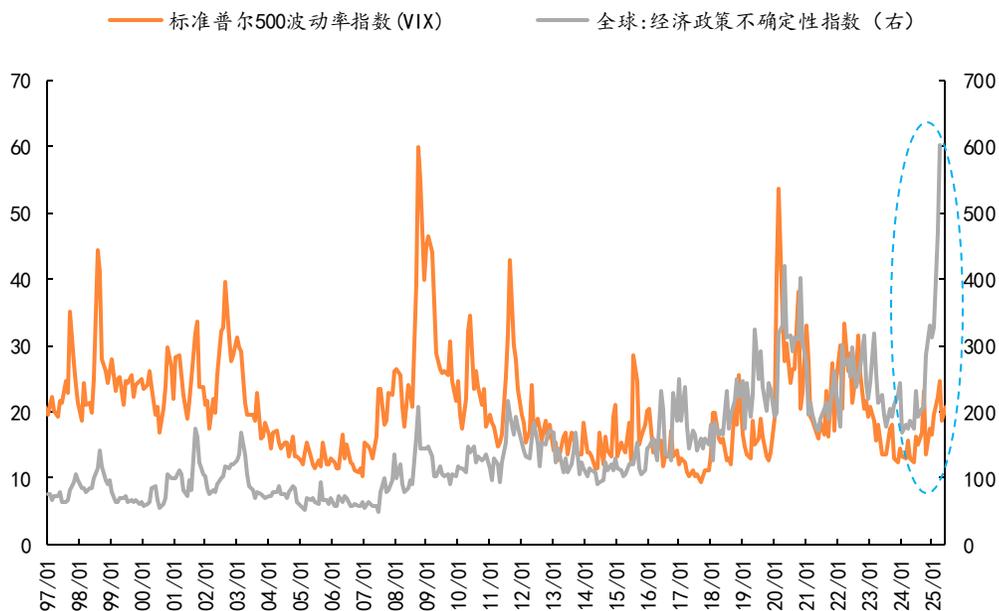
1.1 全球资产 | 回顾：黄金领涨，美元走弱，权益分化

- 全球经济政治格局迎来更多不确定性，特朗普政策反复、关税博弈升级、地缘冲突不断共同加剧全球资产波动。截至2025/6/13：
- 权益：全球权益表现分化，韩股、港股领涨，韩国综指、恒生指数分别上涨20.6%、19.1%；美股偏弱，纳指小幅上涨0.5%。
- 债券：中外债市分化，10Y美债利率先下后上，回升至4.4%高位，10Y中债先上后下，目前在1.6%-1.7%附近波动。
- 商品：金价涨幅达30.7%，铜价上涨10.0%，油价相对偏弱，部分农产品在供需扰动下价格也有小幅下跌。
- 汇率：美元指数下跌至98.1，美元走弱下多数非美货币有所升值，欧元相对美元升值12.1%，离岸人民币相对美元升值1.9%。

2025年初以来全球避险需求提升，黄金领涨大类资产



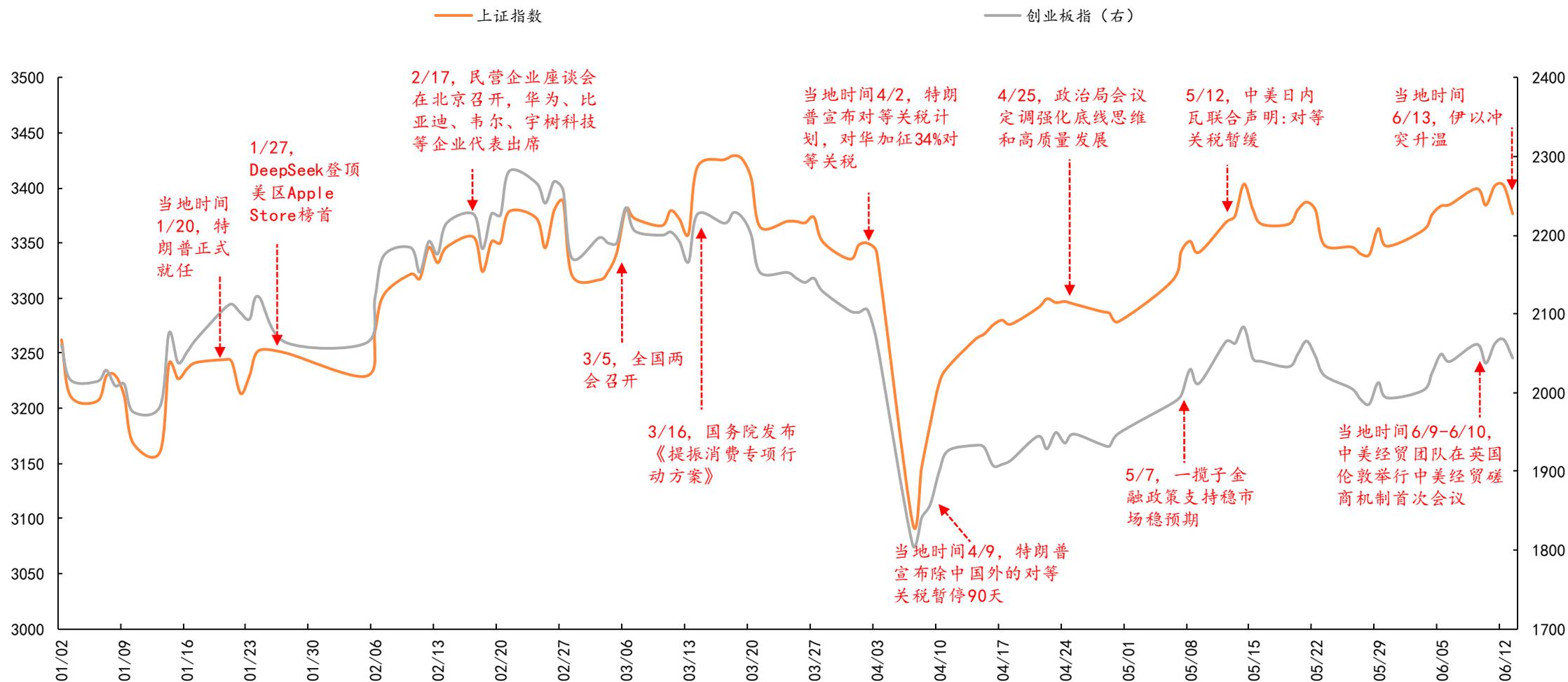
4月以来全球风险指飙升至历史高位



1.1 A股市场 | 回顾：聚焦新形式，适应新变化

▶ 尽管海外不稳定因素明显增多，但是中国资产受益于科技创新和政策托底，配置价值持续提升，市场运行总体稳中有进。

2025年上半年A股市场：聚焦新形式，适应新变化



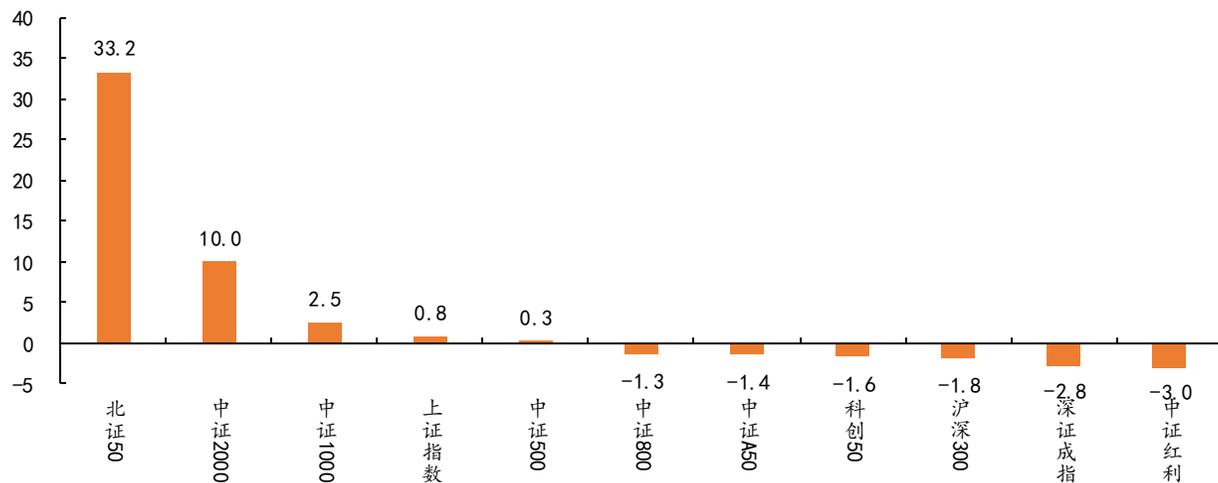
1.2 A股市场 | 风格：小盘风格占优

➤ **A股市场小盘风格表现居前。** 2025/1/1-2025/6/13期间，北证50指数涨幅达33.2%，万得微盘股指数涨幅达34.8%，小盘风格涨幅居前。从中信策略因子指数表现来看，上半年A股市场规模因子和成长因子胜率相对较高，且小盘股在不同策略下均表现占优。

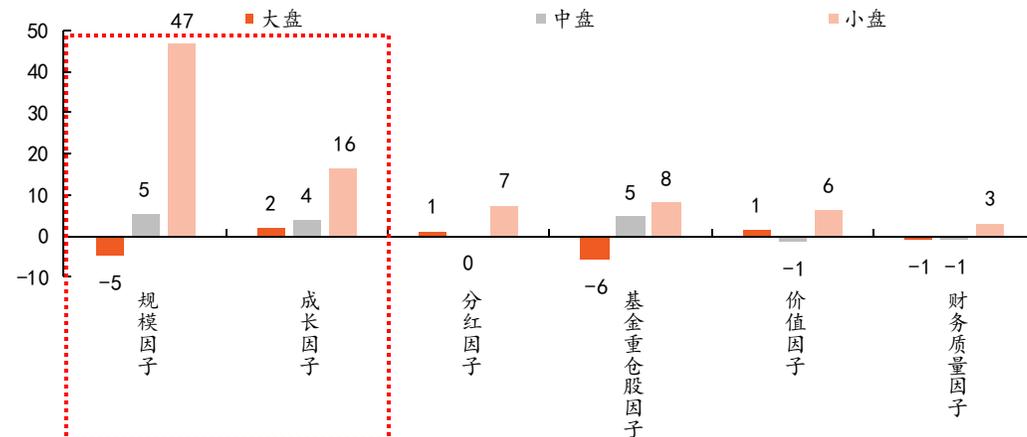
➤ **大盘及红利偏震荡。** 2025/1/1-2025/6/13期间，上证指数上涨0.8%，沪深300指数下跌1.8%，中证红利指数下跌3.0%。

⊙ **A股指数：上半年市场风格偏小盘，大盘红利偏震荡**

■ 2025年涨跌幅（%，截至2025/6/13）

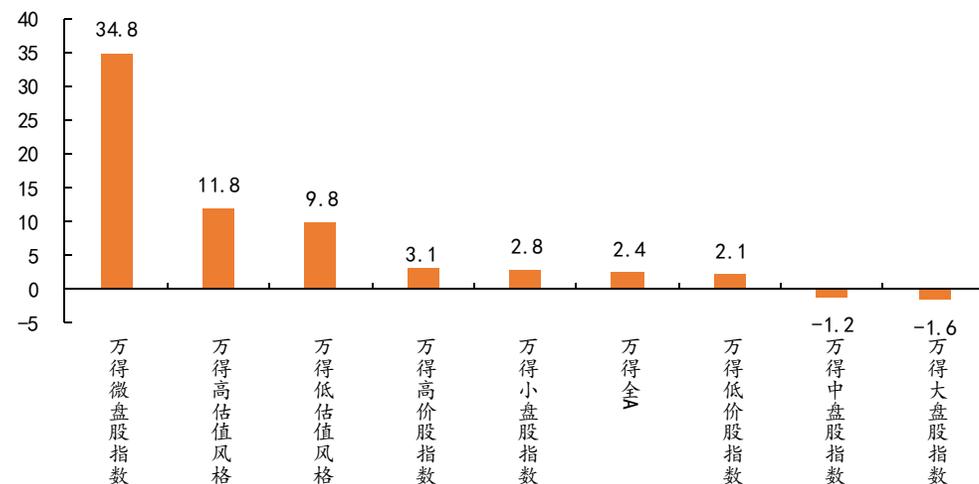


⊙ **中信策略因子指数涨跌幅：规模和成长因子占优（%，截至2025/6/13）**



⊙ **Wind风格指数：微盘股指数涨幅靠前**

■ 2025年涨跌幅（%，截至2025/6/13）



1.2 A股市场 | 行业：新兴产业活跃度显著提升

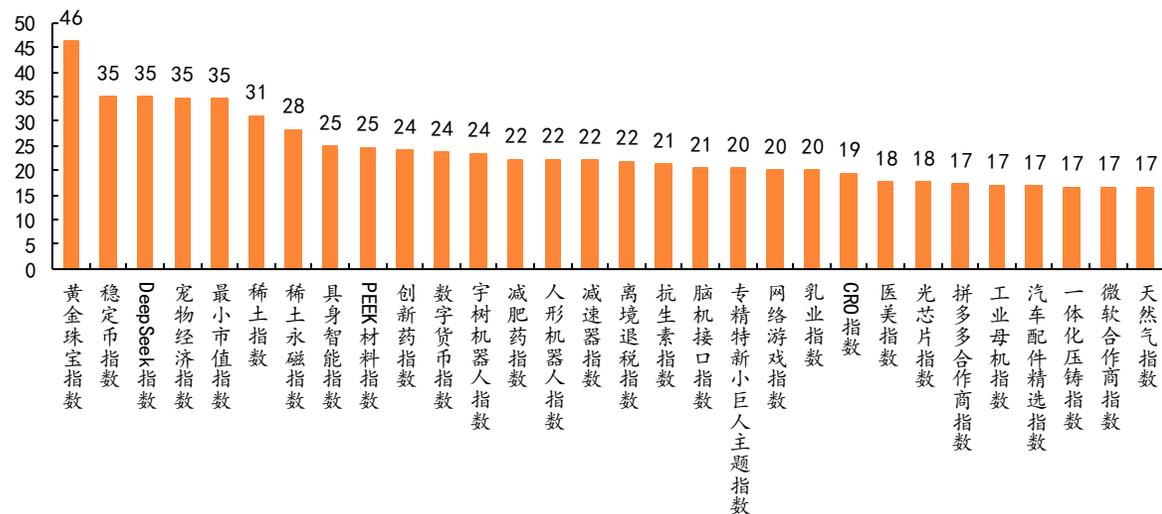
➤ 上半年行业表现新旧分化显著，黄金涨幅最高，红利缩圈银行。

2025/1/1-2025/6/13期间，有色金属、美容护理、银行、医药生物和传媒表现居前；煤炭、房地产、食品饮料、电力设备、商贸零售等传统行业则表现靠后。

➤ 以新兴产业为主的主题行情交易更为活跃。2025/1/1-2025/6/13期间，稳定币/DeepSeek/宠物经济/创新药/机器人概念涨幅超20%。

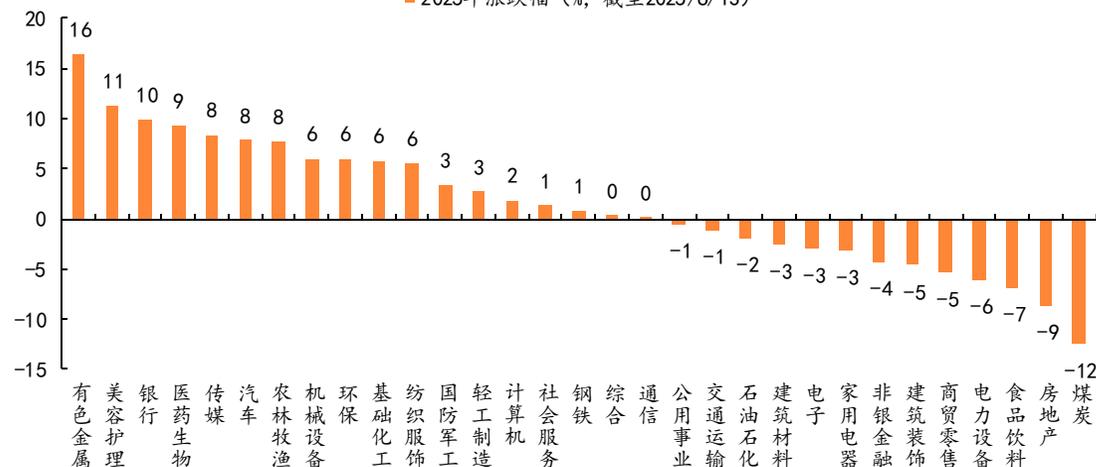
Wind概念：黄金珠宝/AI/新消费/关税博弈等概念涨幅靠前

2025年涨跌幅(%, 截至2025/6/13)



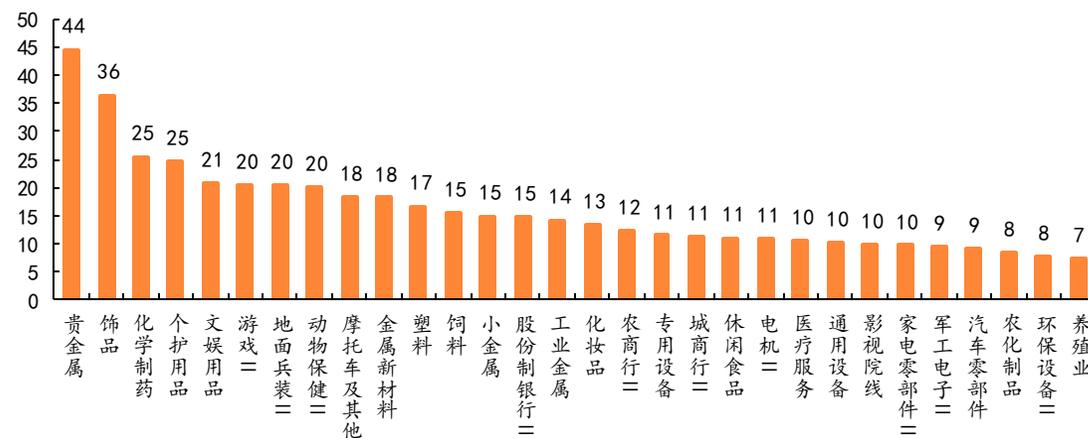
申万一级行业：表现分化

2025年涨跌幅(%, 截至2025/6/13)



申万二级行业：黄金首饰/制药/个护/文娱游戏涨幅靠前

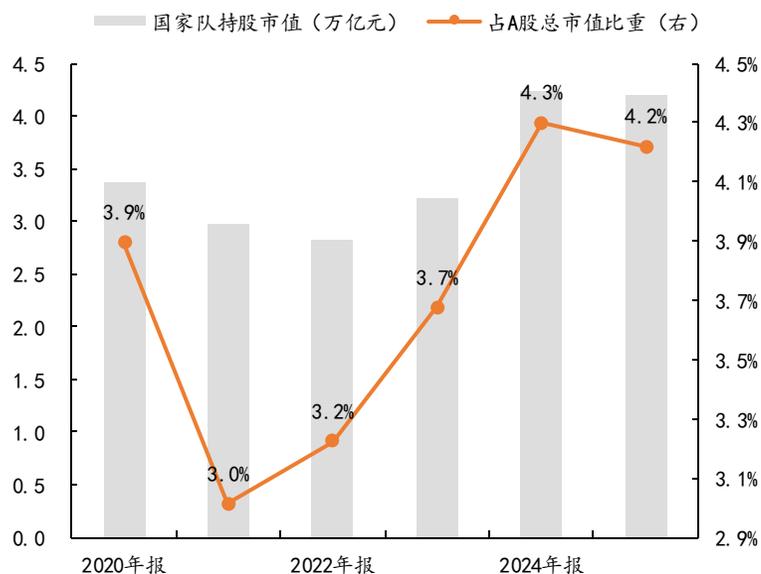
2025年涨跌幅(%, 截至2025/6/13)



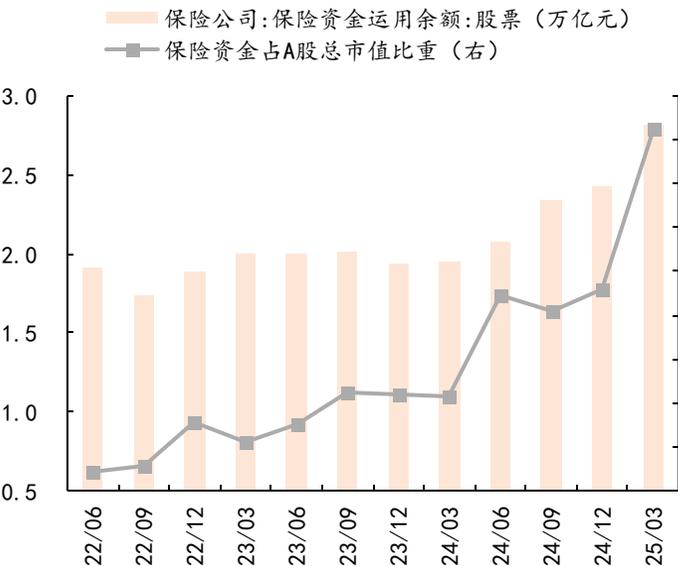
1.3 A股市场|资金：中长线资金稳市力量进一步增强

- 资本市场投资端改革+市场行情演变之下，2025年上半年权益市场的资金面也呈现出新变化：
- 第一，中长线资金改革深化，中央汇金、保险资金等中长线资金稳市力量进一步加强。2025年5月7日“一揽子金融政策”中着重提及发挥好市场各参与方稳市场功能，具体举措包括：全力支持中央汇金发挥类“平准基金”作用；加大保险资金等中长期资金入市改革，扩大保险资金长期投资试点范围，近期拟再批复600亿元，将保险资金股票投资的风险因子进一步调降10%；推动公募基金高质量发展等。实践上，2024-2025年中长线资金的权益配置比重持续提升。据Wind数据，截至2025年一季末，国家队持股市值占A股总市值比重达4.2%，保险资金持股市值占A股比重接近3%，均较2023年明显提升。ETF成为稳市资金平抑市场大幅波动的重要渠道。如4月初外部冲击加大时，汇金宣布加大ETF增持力度，4月11日当周股票型ETF净流入1675.1亿元。

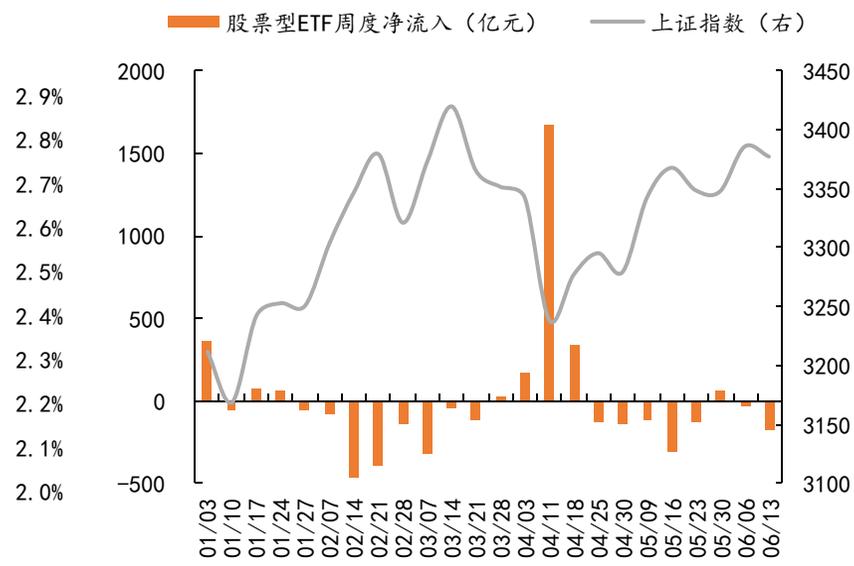
2024-25年国家队增加权益配置



2024-25年保险资金增加权益配置



稳市资金通过ETF平抑市场波动

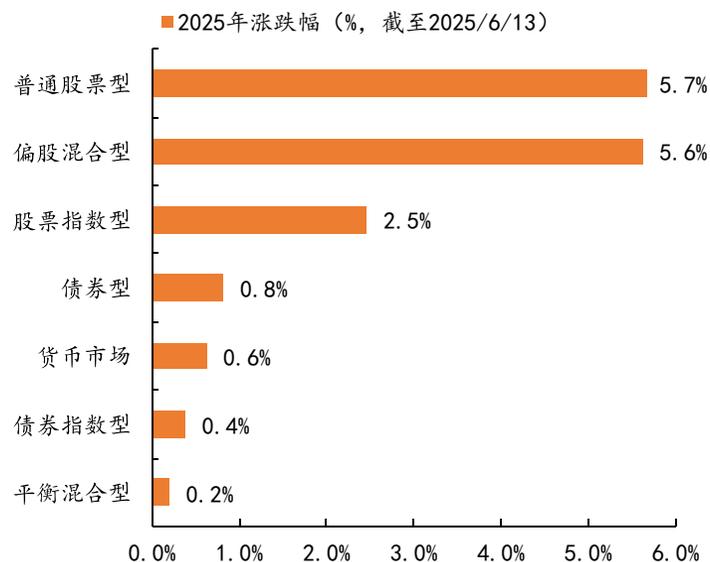


资料来源：Wind，中国政府网，证监会官网，平安证券研究所，注：保险公司为寿险公司与财险公司合计

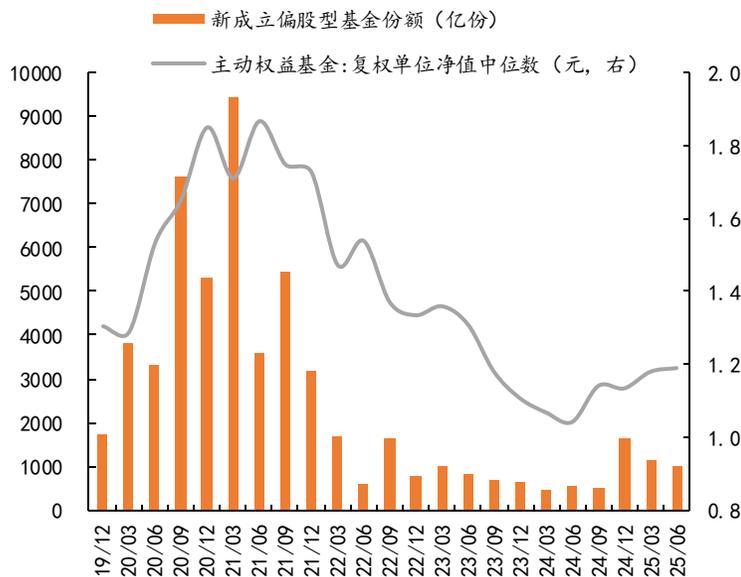
1.3 A股市场|资金：市场赚钱效应提升，主动权益+打新收益向好修复

- 第二，权益市场的赚钱效应有所提升，主动权益基金业绩、打新收益率向好修复。
- ①2025上半年，AI、机器人、北交所、创新药等主题行情轮番表现，主动权益基金业绩有所修复。截至6/13，普通股票型、偏股混合型基金指数年内分别上涨5.7%、5.6%，均高于股票指数型基金。增量资金的释放开始于赚钱效应的累积。目前主动权益基金单位净值已经较去年924以前有所修复。
- ②市场打新收益率持续提升，其中北交所、科创板尤为突出。截至6/13，2025年北交所新上市公司上市首日、上市后20日、上市以来涨跌幅分别达到295.5%、26.5%、439.2%，较2024年明显提升，科创板、主板的打新收益也在向上改善。

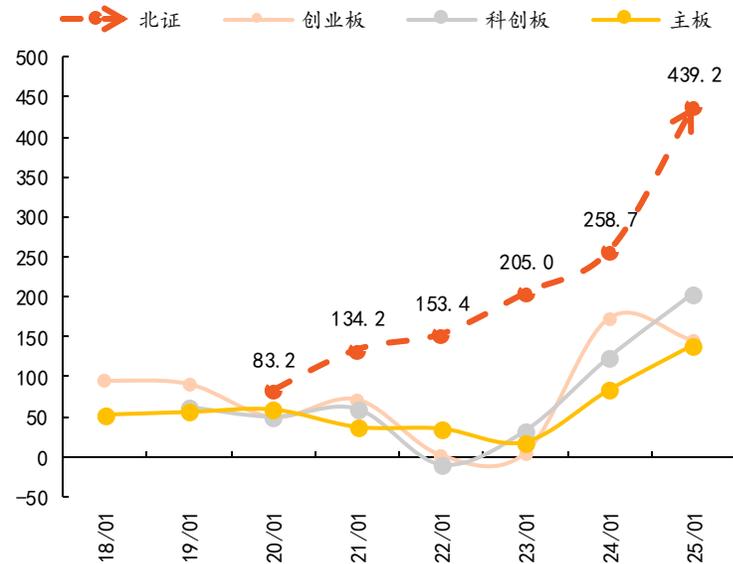
2025上半年股票型、偏股混合型基金收益居前



主动权益基金单位净值及新发偏股基金份额



A股历年新上市公司上市以来涨跌幅均值 (%)





目录CONTENTS

● 市场回顾：市场新叙事逻辑逐渐清晰

● 市场环境：内外不确定性分化差异尚存

● 结构机会：新兴产业酝酿更多积极变化

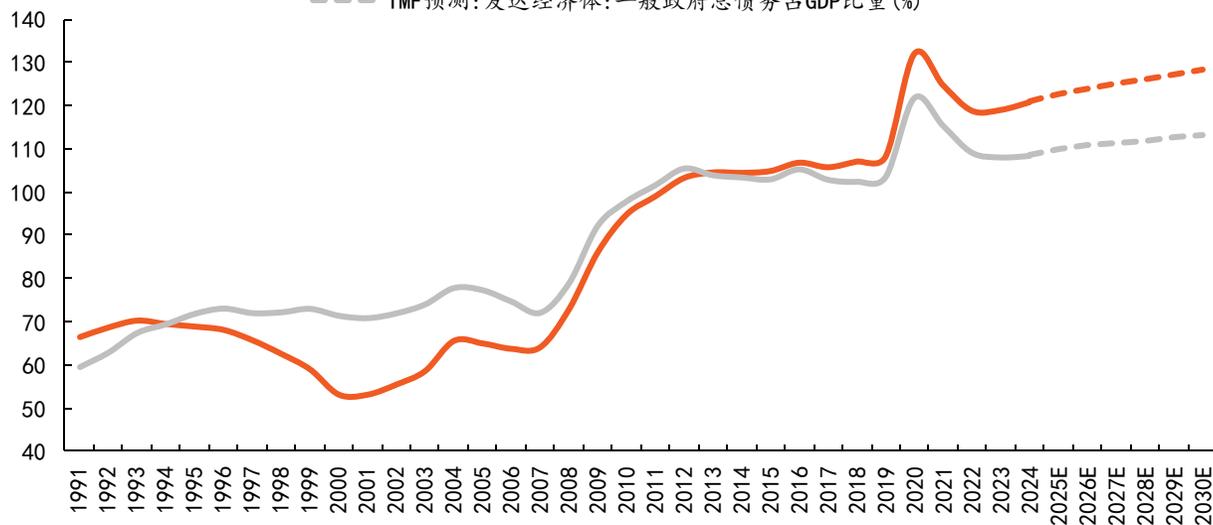
● 投资展望：凝聚新共识，布局新成长

2.1 海外基本面 | 不稳定性因素持续发酵，关税/地缘冲突仍构成扰动

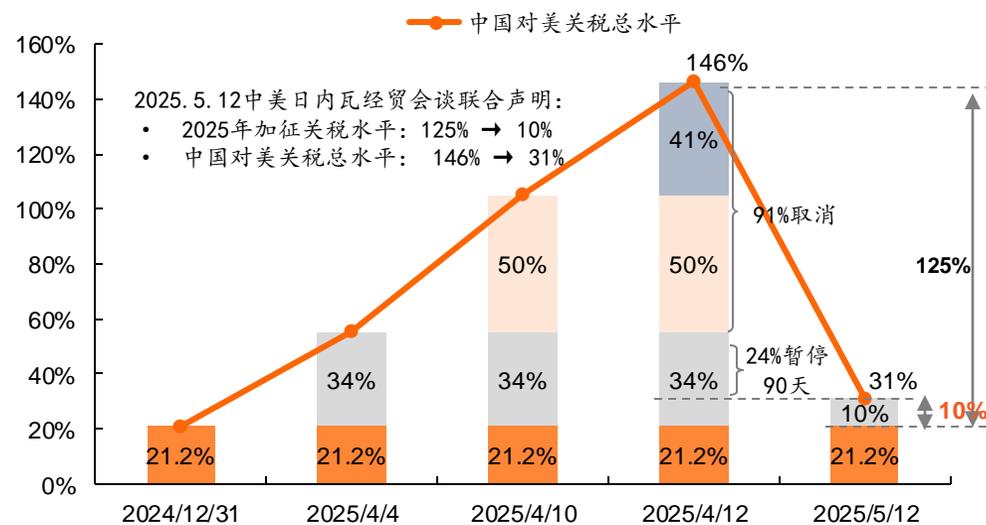
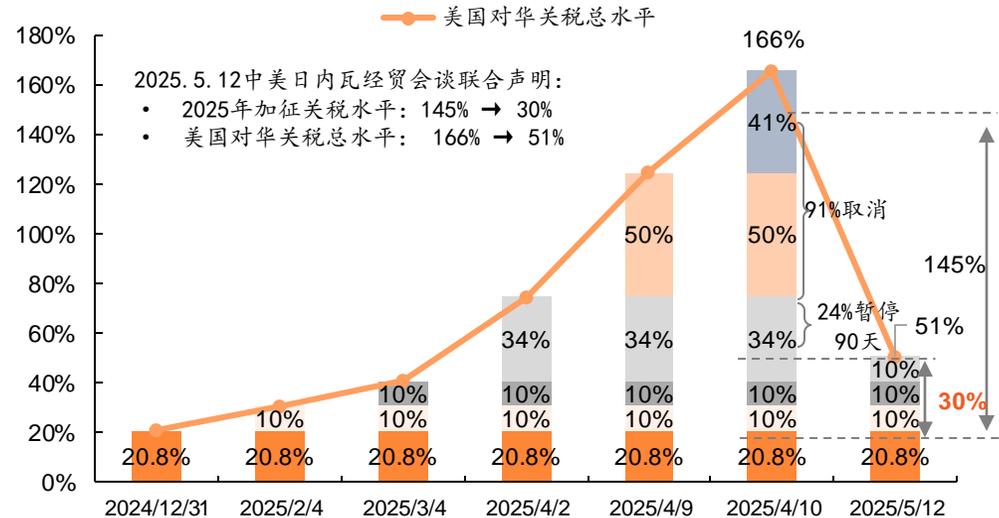
- 根据我们此前的外发报告《市场在交易哪些确定性？-20250608》，2025年以来国际环境更趋复杂，外部不确定性经历了从快速抬升到边际缓和的变化，但中长期仍然存在反复风险；对比之下，国内基本面确定性更显稀缺，弱美元格局也有助于资产流入非美市场，但关税与地缘冲突或仍构成阶段性市场扰动。
- 外部变量重点关注：1) 美国关税政策反复多变，全球贸易前景担忧仍存，出口企业盈利仍待观察；2) 美国财政压力+美元信用走弱的背景下，弱美元周期开启带来全球资产配置的变化；3) 全球地缘局势反复。

美国债务压力增加且与发达经济体的裂口走扩

- 美国: 占GDP比重: 一般政府总债务 (%)
- 发达经济体: 占GDP比重: 一般政府总债务 (%)
- - - IMF预测: 美国: 占GDP比重: 一般政府总债务 (%)
- - - IMF预测: 发达经济体: 一般政府总债务占GDP比重 (%)



中美双边关税税率变化

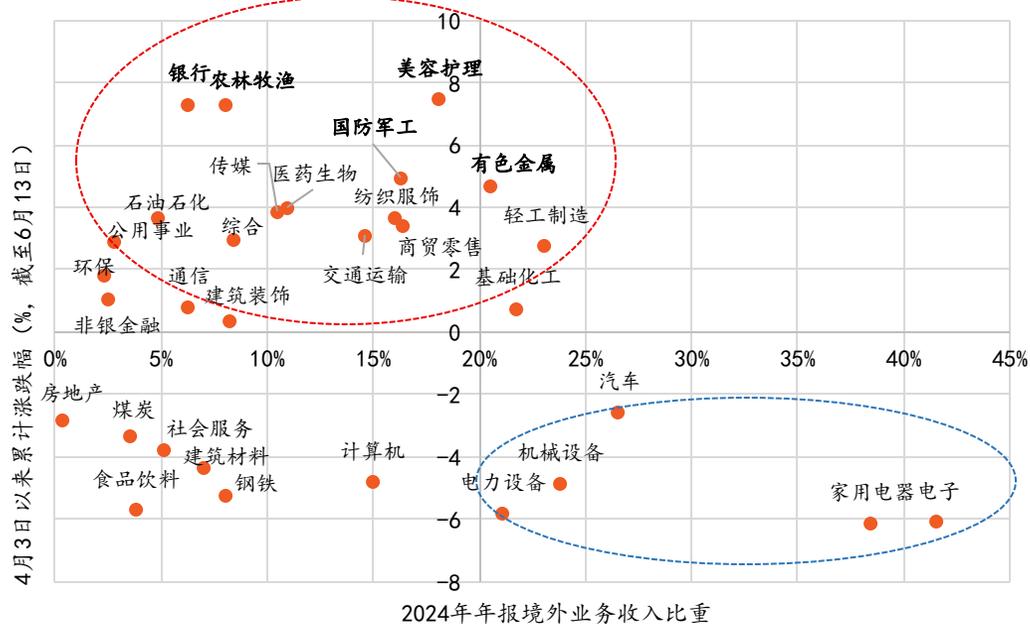


2.1 海外基本面 | 关税影响：银行+高景气产业能更快走出冲击

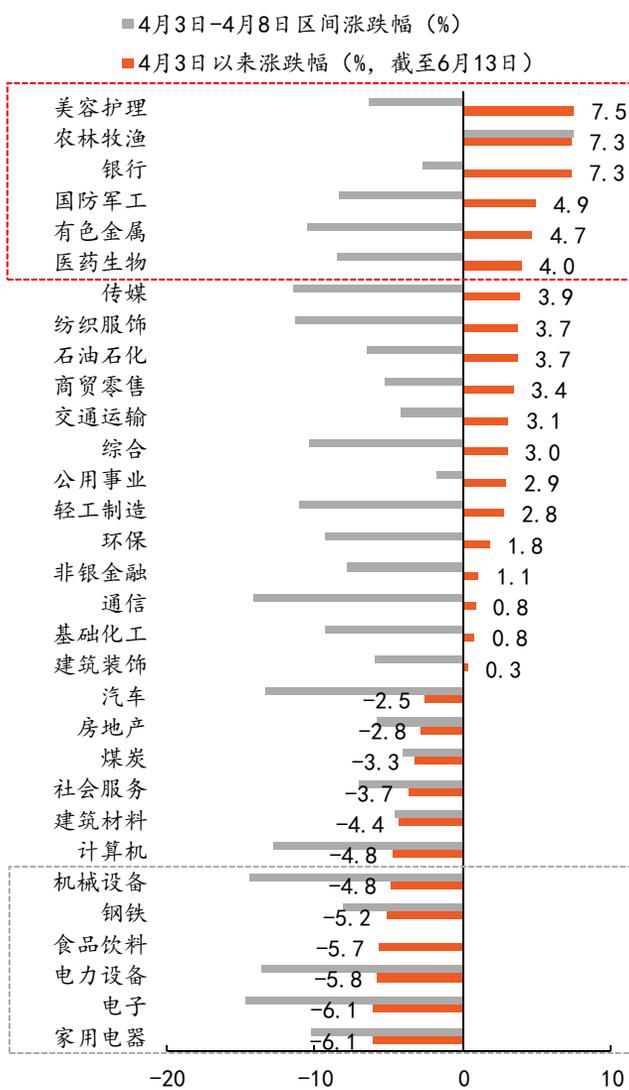
➤ A股市场已修复4月关税冲击，从美国宣布全球对等关税政策后的市场反应来看，国内银行（避险）+农业/稀土（反制）+高景气行业（科技+新消费）能更好更快走出冲击；但部分制造出口链（电子/家电）尚未完全修复。

➤ 4月3日-6月13日期间，银行、美容护理、农林牧渔、国防军工、有色金属的行业表现居前；稳定币、离境退税、数字货币、黄金珠宝、宠物经济等相关概念表现居前。

申万一级行业境外业务收入比重与指数4月3日以来涨跌幅



申万一级行业指数涨跌幅对比



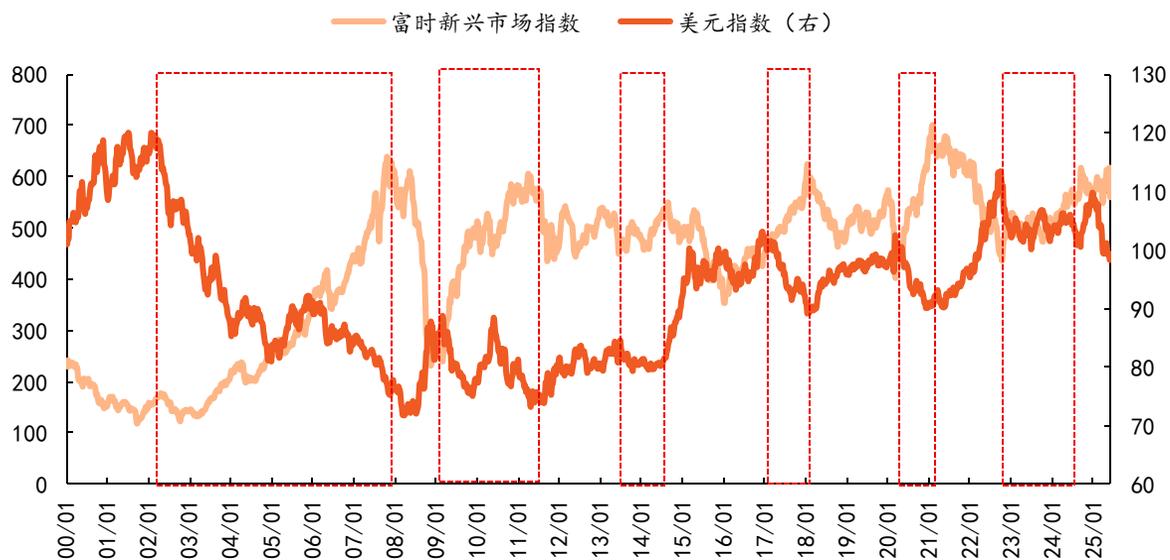
4月3日以来领涨的wind概念指数



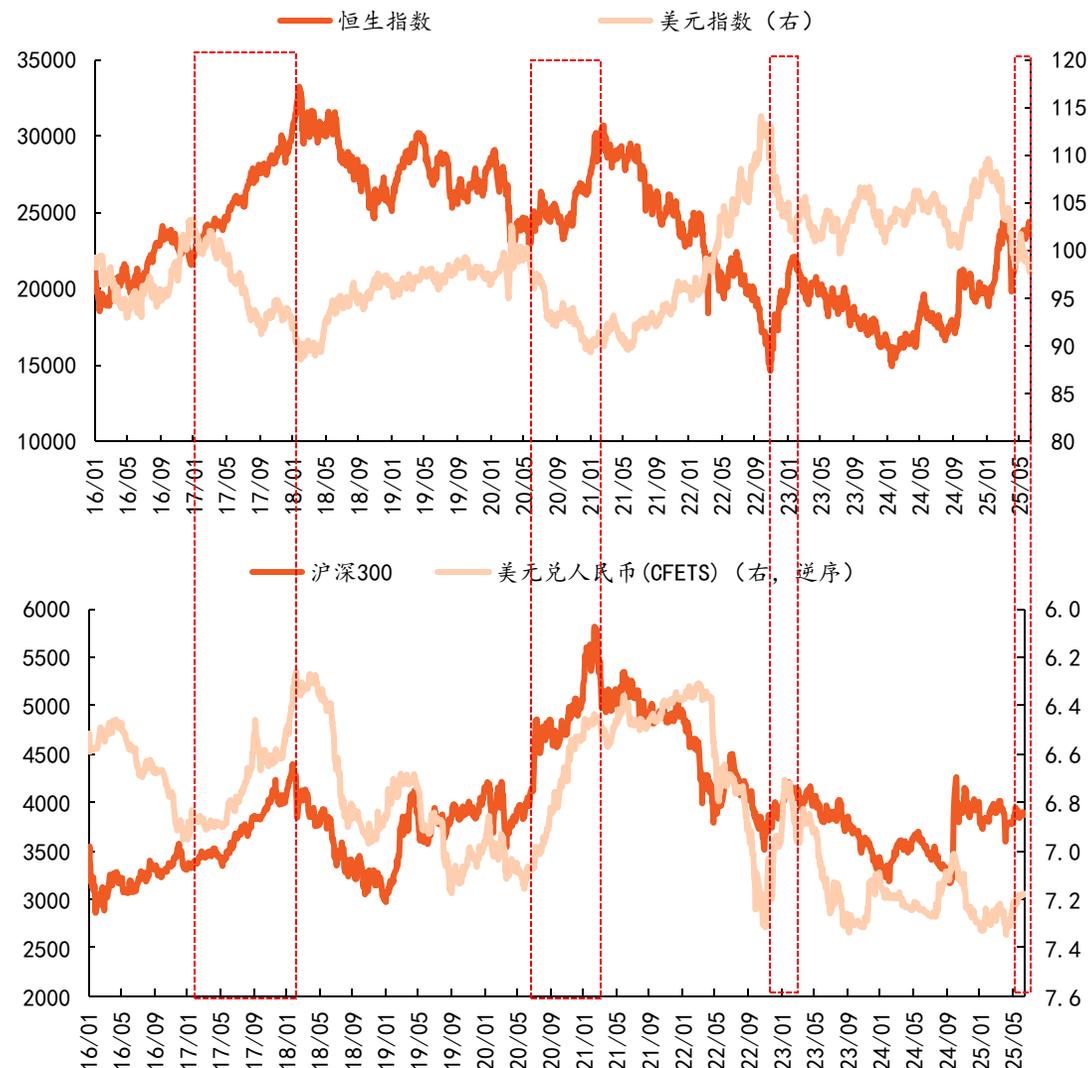
2.1 海外基本面 | 弱美元影响：弱美元格局中期利好新兴市场股市

- 弱美元影响持续，新兴市场权益资产将面临更加友好的市场环境。
- 历史上看，美元走弱阶段，新兴市场股市通常趋势上行，以最近一轮美元回落为例，2022年10月-2024年9月期间，美元指数累计下跌10%，富时新兴市场指数累计上涨34%。
- 从本轮来看，2025年2月以来，美元指数自108附近高点回落，截至6月13日，累计下跌9.6%，同期富时新兴市场指数累计上涨7.6%，恒生指数上涨18.1%，沪深300指数上涨1.2%。

弱美元阶段，新兴市场指数通常上行



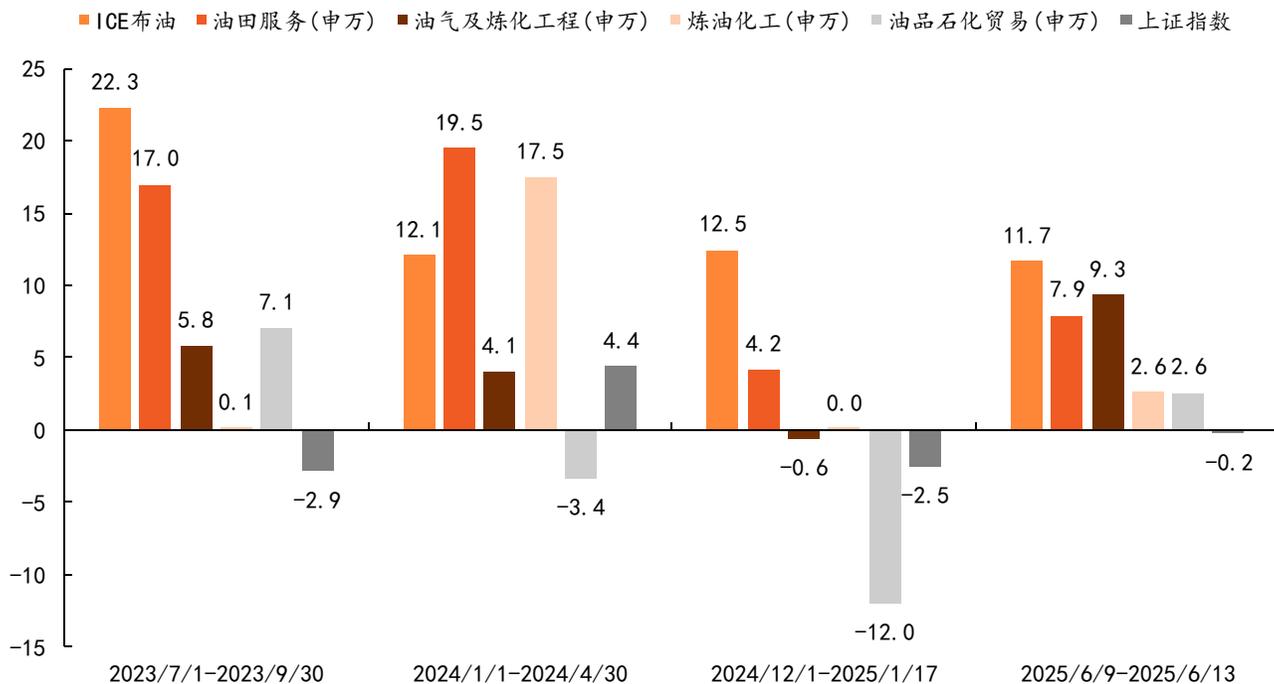
美元走弱、人民币兑美元升值阶段，港股A股通常上行



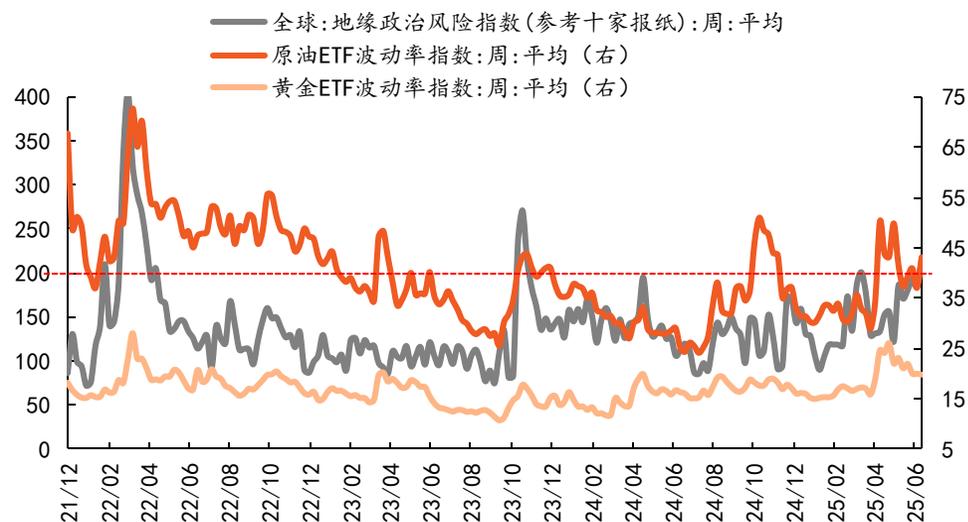
2.1 海外基本面 | 地缘冲突影响：黄金配置价值尚存，原油波动加大

- 地缘冲突的影响主要在全球风险偏好、大宗商品价格与军工产业景气。
- 局部冲突升级可能扰动短期市场风险偏好，黄金等避险资产相对占优。
- 俄乌、中东等局势反复可能放大原油价格波动，油价上行期权益市场中的油田服务、油气及炼化工程等板块通常也有相对表现。

● 油价上行期，油田服务等石油石化相关行业指数通常也有相对表现 (%)



● 全球地缘局势反复，年初以来油、金隐含波动率抬升



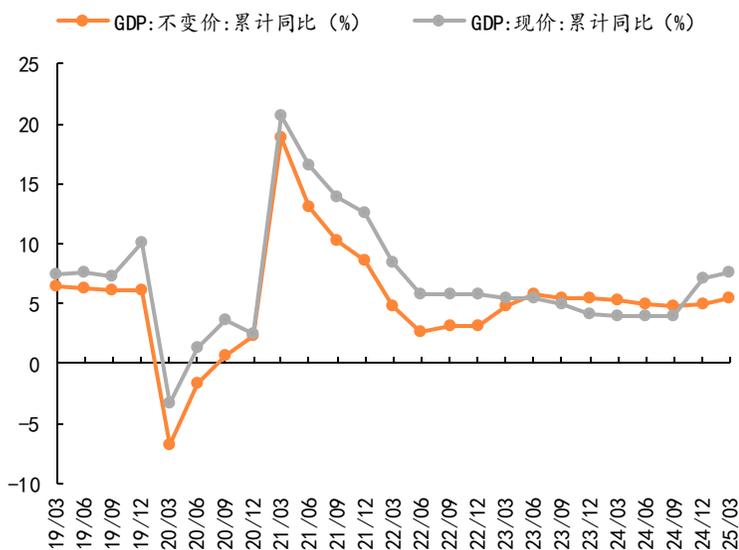
— 期货结算价(连续): 布伦特原油: 周: 平均 (美元/桶)
 — 期货结算价(活跃合约): COMEX黄金: 周: 平均 (右, 美元/盎司)



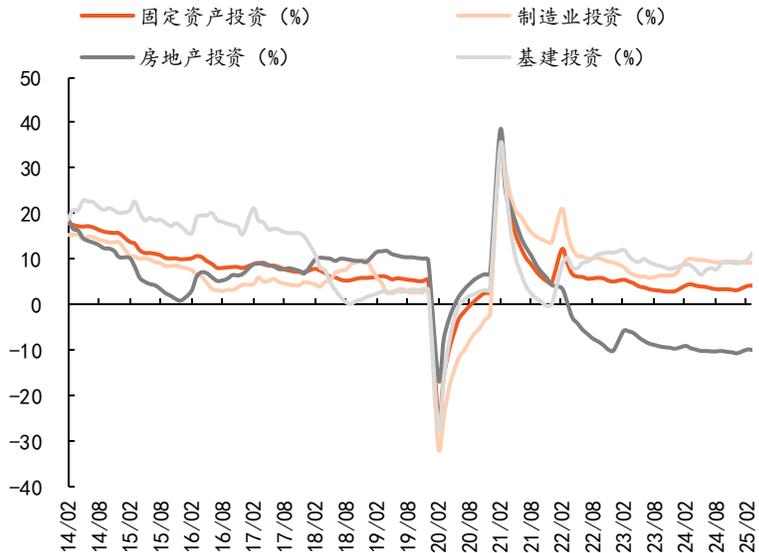
2.2国内基本面 | 经济指标呈现较强韧性

- 2025开年以来，我国宏观经济仍保持稳定增长，延续高质量向新向好发展态势。
- 一季度，实际GDP同比增长5.4%，高于去年全年的5%、去年同期的5.3%，各项生产需求指标仍保持较强韧性：
 - 1) 外需方面：出口保持韧性。5月出口同比增长4.8%，高附加值产品出口有韧性，集成电路、汽车出口同比分别增长33.7%、13.7%。
 - 2) 内需方面：“两新”政策及财政发力继续支撑消费、基建韧性，部分高技术行业扩产积极。5月社零同比增长6.4%，以旧换新消费品、文体娱乐消费增长较快。1-5月固定资产投资同比增长3.7%，其中，基建和制造业投资形成较好支撑，航空航天、计算机及办公设备制造业等高新技术产业投资保持20%以上的高增。地产方面，1-5月新建商品房销售面积同比为-2.9%，房地产投资同比下降10.7%。
 - 3) 生产方面：工业生产稳定增长，高技术产业表现较好。5月全国规上工业增加值同比增长5.8%，高技术产业同比增速达8.6%。

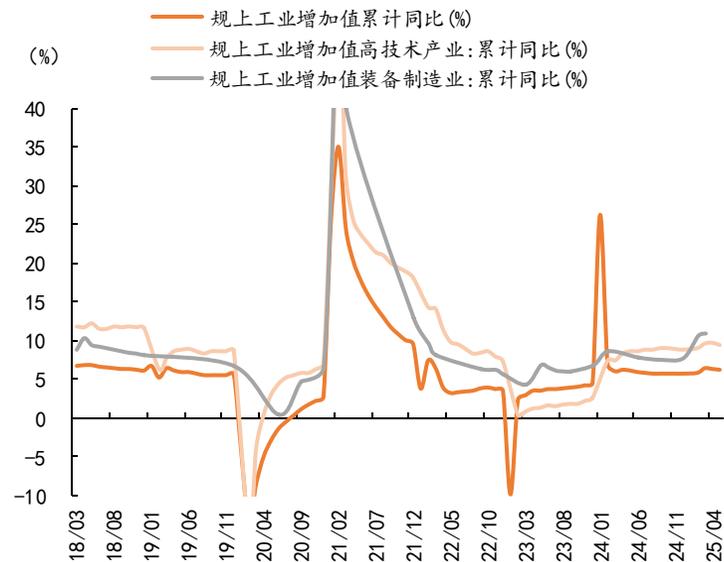
2025年一季度实际GDP同比增长5.4%



全国固定资产投资累计同比增速

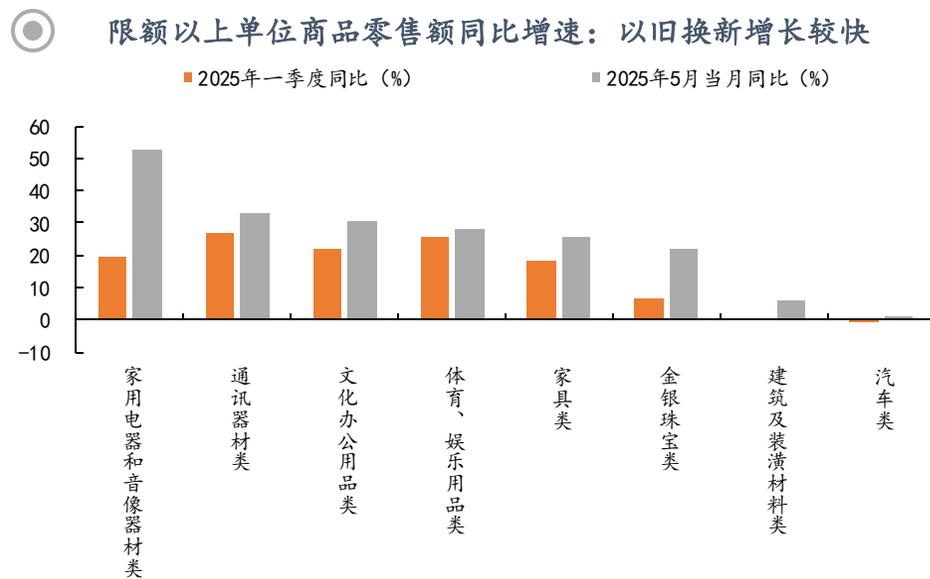
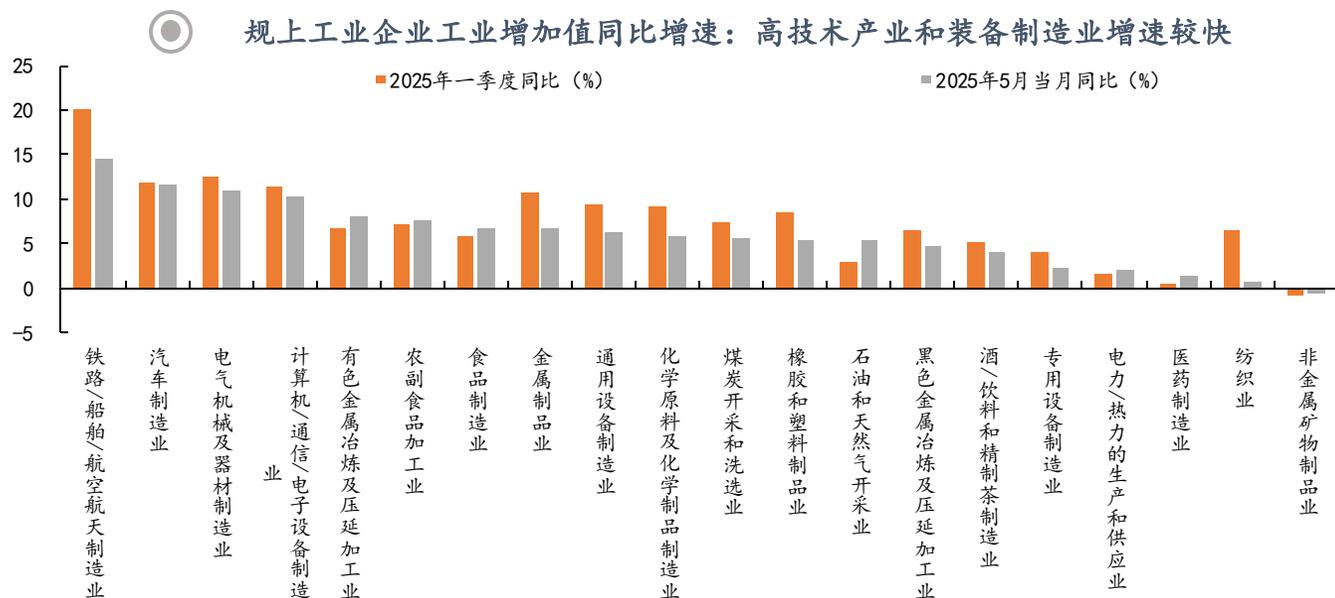


规上工业企业工业增加值同比增速



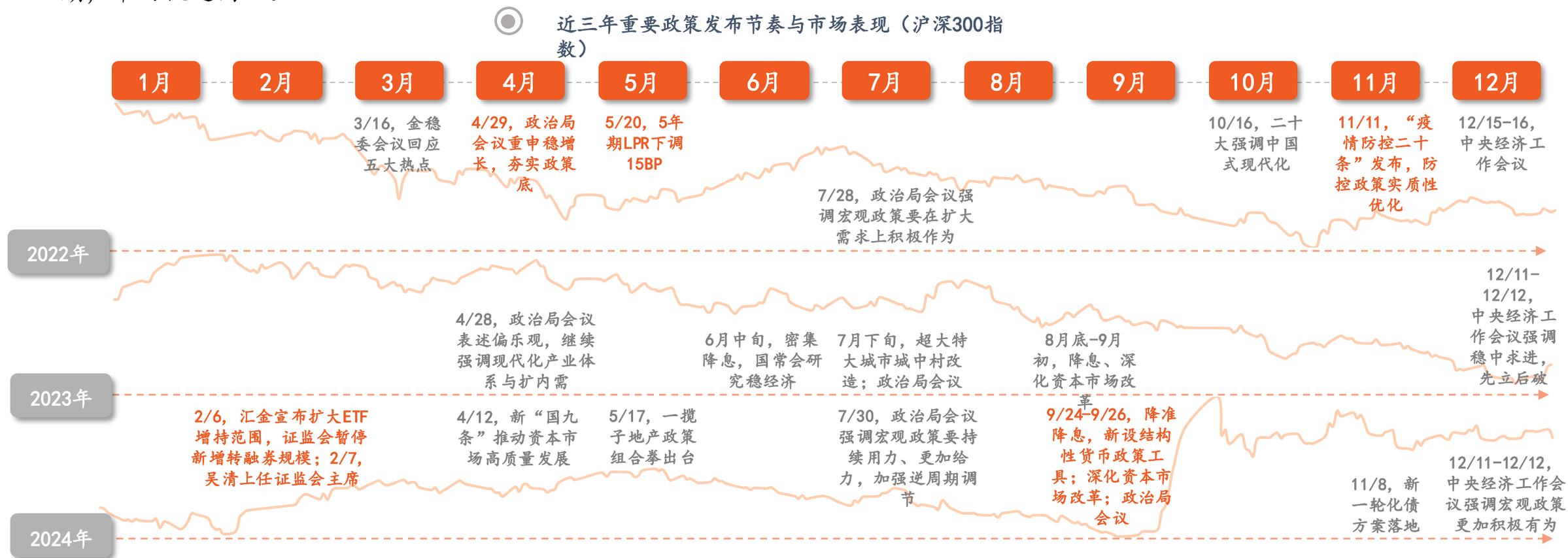
2.2国内基本面|高技术产业加快壮大，居民消费新趋势持续涌现

- ▶ 经济增长新亮点在于：高技术产业加快壮大，居民消费新趋势持续涌现。
- ▶ 一是受益于产业升级和政策支持，高技术产业和装备制造业稳步发展。交通运输/计算机/通信/电子制造业、信息服务业增加值较快增长。“两新”“两重”等政策支持带动下，汽车、电气机械等装备制造业稳步增长。
- ▶ 二是受益于政策支持和消费场景创新，居民消费新动能不断释放。一方面，以旧换新政策相关商品零售额增长较快。另一方面，居民消费结构不断升级，体育娱乐用品类、金银珠宝类商品零售额增长较快，悦己消费、高性价比、文娱服务、数字消费等消费新趋势持续涌现。



2.2 国内基本面 | 政策有定力，对冲有信心

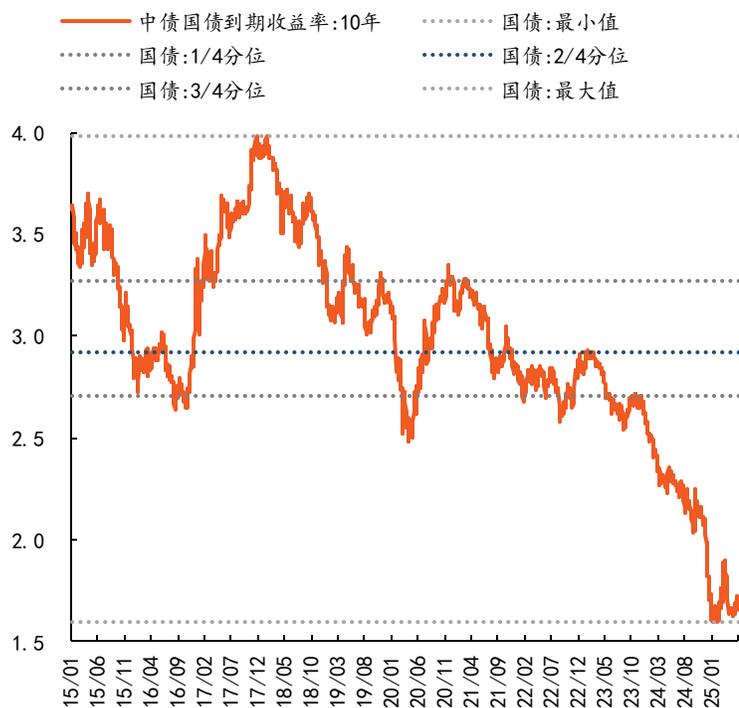
- 目前我国政策工具箱储备充足，根据基本面判断相机抉择，对冲外部不确定性信心充分。
- 从过往三年历史经验来看，政策密集发力预期较强，稳市场的重要性持续提升；下半年往往政策预期会相应提升。2023年8月底至9月初推出一揽子稳增长、稳市场政策；2024年初新“国九条”政策出台稳定市场；2024年“924”新一轮政策组合拳协同发力，提振预期，市场快速向上。



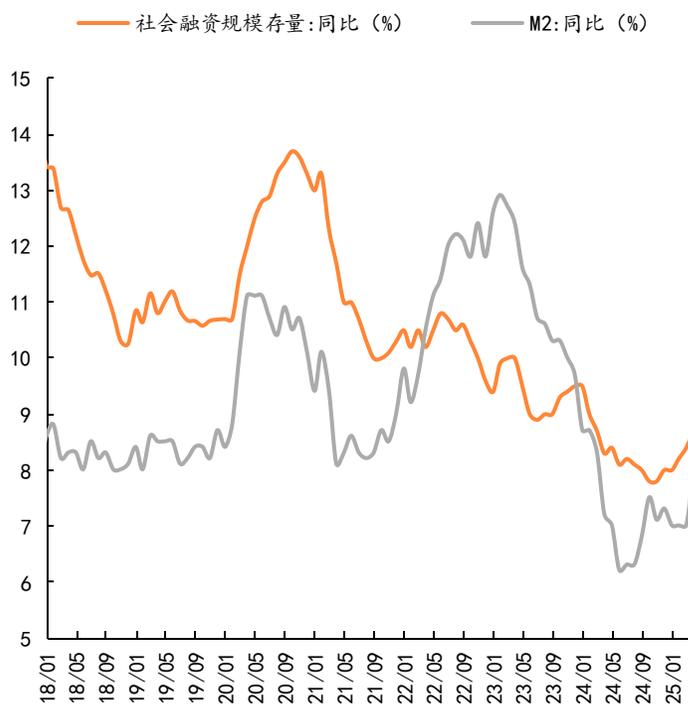
2.2国内基本面 | 无风险利率或延续低位震荡

➤ 展望下半年，无风险利率或延续低位震荡，人民币汇率有望保持双向波动。截至2025/6/13，上半年10Y国债在1.5%-1.9%区间，DR007在1.4%-2.4%区间，美元兑人民币中间价在7.17-7.22区间震荡。下半年一揽子政策有望持续带动宏观经济基本面企稳修复，无风险利率或延续低位震荡，人民币汇率也保持双向波动。

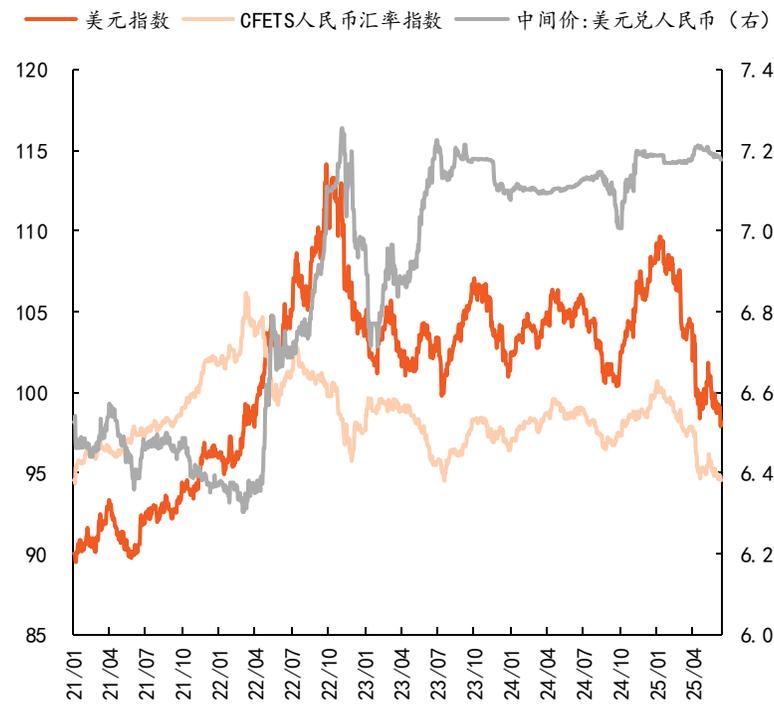
上半年10Y国债利率先上后下 (%)



上半年社融脉冲持续向上

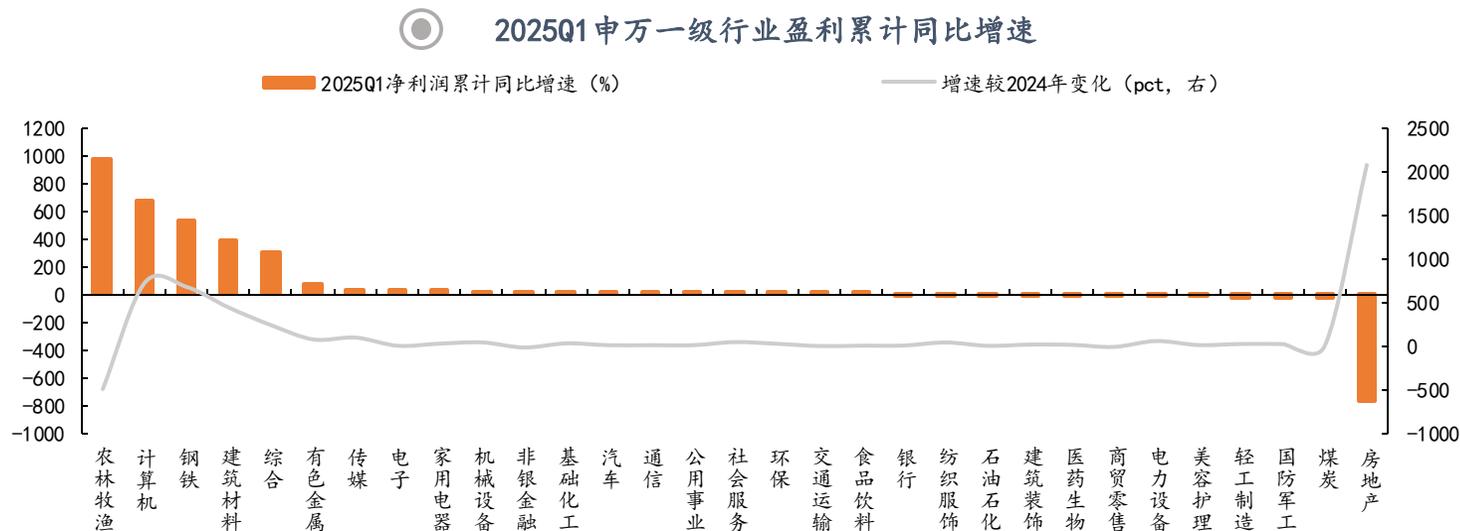
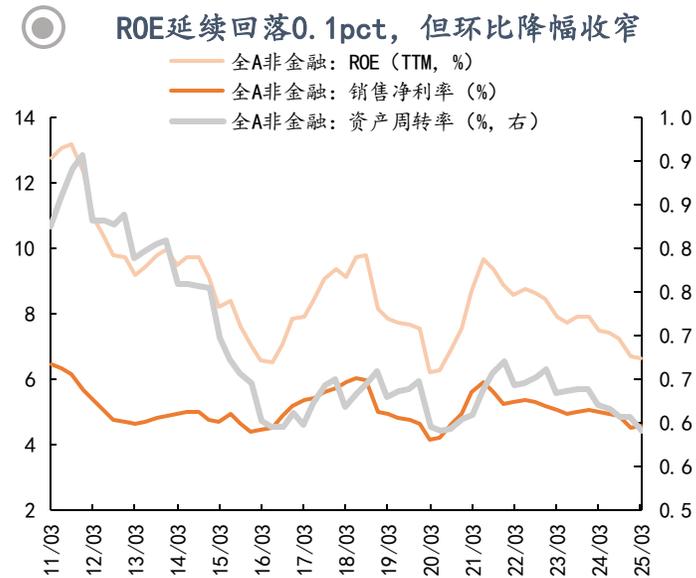
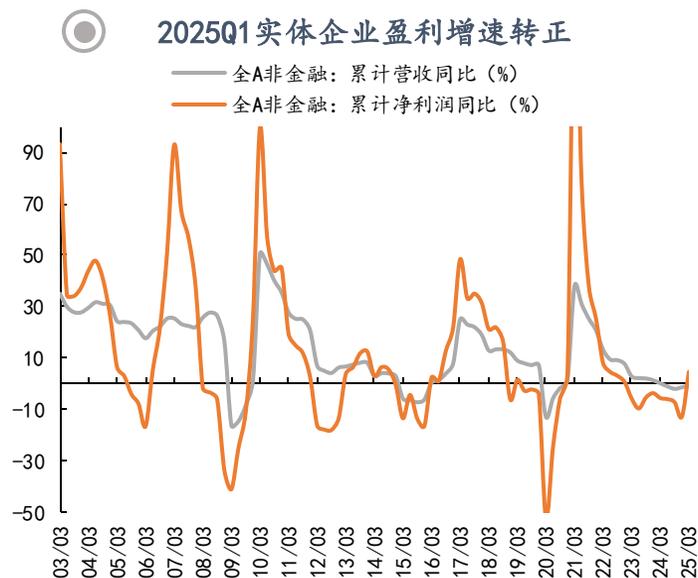


上半年人民币汇率保持基本稳定



2.2国内基本面|企业盈利：实体盈利增速转正，TMT景气改善显著

- 映射到企业盈利，今年一季度实体企业盈利增速转正，部分行业率先走出盈利改善。2025Q1上市公司盈利增速由负转正，全A非金融净利润累计同比增速为4.5%由负转正，较2024年提升17.5pct。
- 结构上看，行业盈利变化呈现三点特征：
 - 一是AI带动TMT景气居前。一季度计算机、传媒、电子行业盈利增速居前，其中计算机盈利增速达671.5%。
 - 二是“以旧换新”政策支持家电、汽车业绩韧性。一季度家电、汽车盈利分别增长25.3%、11.3%。
 - 三是低基数+部分商品涨价带动部分上游周期+中游制造边际改善。钢铁、建材、有色金属、基础化工、机械设备等行业盈利边际改善。





目录 CONTENTS

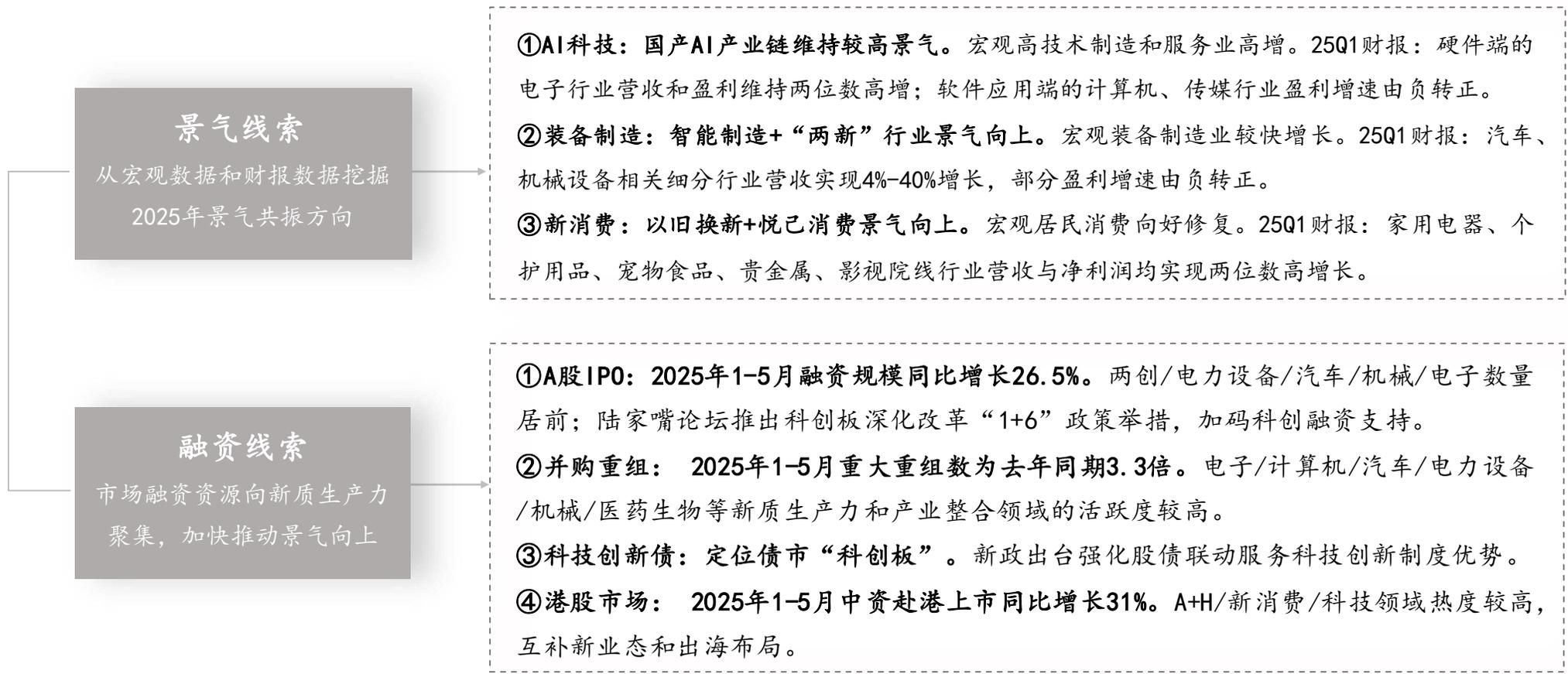
- 市场回顾：市场新叙事逻辑逐渐清晰
- 市场环境：内外不确定性分化差异尚存
- 结构机会：新兴产业酝酿更多积极变化
- 投资展望：凝聚新共识，布局新成长

3.0 结构机会 | 新兴产业酝酿更多积极变化

- 2025年下半年，我们从市场景气线索与融资线索挖掘市场结构性机会，新兴产业景气有望再向上突破。
- 根据我们此前的外发报告《策略动态跟踪报告-哪些行业景气在延续宏观和财报线索的共振改善？-20250609》：

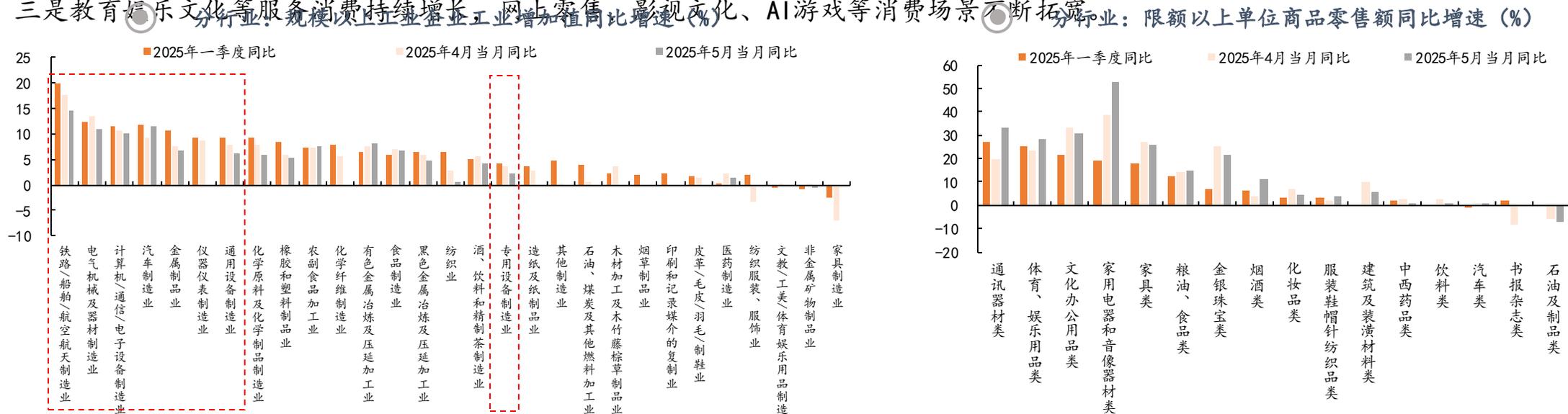
2025年下半年从市场与景气线索中挖掘机遇

结构机会



3.1 景气线索 | 宏观视角：科技/制造/消费新动能加快壮大

- 2025年以来，在外部环境波动之下，我国宏观经济仍保持稳定增长，延续高质量向新发展态势，科技/制造/消费新动能加快壮大。
- 1) 受益于人工智能等先进技术带动，高技术制造业和服务业加快发展。一季度高技术制造业增加值同比增长9.7%，信息传输、软件和信息技术服务业增加值增长10.3%。4-5月，高技术制造业增加值延续较快增长。
- 2) 受益于产业升级和“两新”“两重”政策支持，装备制造稳步发展。一季度装备制造业增加值同比增长10.9%，其中，铁路船舶航空航天、电气机械、汽车行业分别增长20.0%、12.4%、11.8%，通用设备、专用设备制造业分别增长9.4%、4.1%。4-5月装备制造业延续较快增长。
- 3) 受益于政策支持和消费场景创新，居民消费新动能不断释放。一是“以旧换新”政策支持家用电器、音像器材、文化办公用品、家具、通讯器材零售额实现较快增长。二是悦己消费、高质价比等新趋势表现向好，体育娱乐用品、粮油食品、金银珠宝、化妆品零售增长较快。三是教育娱乐文化等服务消费持续增长，网上零售、影视文化、AI游戏等消费场景不断拓宽。



3.1 景气线索 | 财报视角：新动能行业营收/盈利增长较快

- 根据我们此前的外发报告《策略动态跟踪报告-哪些行业景气在延续宏观和财报线索的共振改善？-20250609》，从财报线索来看，**AI科技、装备制造、新消费等新动能行业营收/盈利增长较快。**
- 从申万一级行业看，2025Q1电子、计算机、家用电器、机械设备、农林牧渔、美容护理、汽车、传媒等行业的营收实现较快增长（约5%-20%之间），增速位于各行业前列，且多数较2024Q4实现进一步提升、盈利表现也相对占优，反映出行业的生产需求向好，符合上述宏观层面观察到的景气线索。盈利预期方面，截至2025/5/30，申万一级行业中，仅综合、非银金融、传媒、家用电器行业的2025年预测净利润较一季度末小幅提升。
- **结合产业趋势，具体到细分二级行业：**
- **一是AI科技：**全球技术创新持续，国产AI制造/服务业的景气空间打开（电子/通信/计算机/传媒等）；
- **二是装备制造：**产业升级+政策驱动，智能制造/设备更新景气向上（汽车/机械等）；
- **三是新消费：**以旧换新景气延续，消费新趋势持续涌现（家电/美护/宠物/服务消费等）。

2025Q1 装备制造业和高技术产业上市公司的营收和净利润增速居前

申万一级行业	营业收入累计同比增速 (%)			归母净利润累计同比增速 (%)			资本开支累计同比增速 (%)		
	2024Q4	2025Q1	增速变化	2024Q4	2025Q1	增速变化	2024Q4	2025Q1	增速变化
电子	17.4	17.8	0.4	36.1	29.7	-6.4	6.1	6.0	-0.1
计算机	4.8	15.9	11.1	-51.9	671.5	723.4	-0.3	2.9	3.2
家用电器	4.7	12.8	8.1	7.1	25.3	18.2	0.8	-12.0	-12.8
机械设备	5.0	9.9	4.9	-8.2	24.2	32.4	-2.8	-0.2	2.7
农林牧渔	-1.6	8.1	9.7	1483.8	977.4	-506.4	-21.5	-21.6	-0.1
有色金属	5.8	7.9	2.1	1.7	68.2	66.5	-6.1	-7.3	-1.2
美容护理	2.6	6.9	4.3	-16.2	-14.4	1.8	16.4	-15.1	-31.5
汽车	6.6	5.7	-0.9	10.9	11.3	0.4	-7.2	12.5	19.7
传媒	0.0	5.6	5.6	-49.6	38.6	88.2	-13.1	-12.4	0.7
基础化工	2.6	5.6	2.9	-8.0	13.2	21.3	-17.8	-9.7	8.1
社会服务	6.9	4.0	-2.9	-31.1	5.1	36.2	-15.6	-24.5	-9.0
非银金融	16.0	3.9	-12.1	47.4	21.3	-26.1	23.6	-16.2	-39.8
环保	2.4	3.2	0.9	-13.3	3.1	16.4	-10.5	-18.1	-7.6
电力设备	-8.4	3.0	11.3	-61.6	-13.3	48.3	-23.1	-15.2	7.9
食品饮料	3.9	2.5	-1.4	5.5	0.3	-5.2	-7.7	-7.9	-0.2
通信	4.0	2.4	-1.5	6.2	6.8	0.5	-5.8	4.3	10.1
交通运输	-0.5	0.4	1.0	11.5	2.0	-9.5	9.7	-0.7	-10.5
轻工制造	0.8	-0.8	-1.6	-32.8	-18.9	14.0	-2.7	-9.5	-6.8
建筑材料	-12.4	-1.6	10.8	-48.5	384.0	432.5	-21.8	-30.4	-8.6
银行	0.1	-1.7	-1.8	2.3	-1.2	-3.5	8.4	-16.1	-24.5
综合	-3.1	-2.3	0.8	68.4	299.3	230.9	-7.5	4.1	11.6
医药生物	-1.0	-4.3	-3.3	-13.1	-9.0	4.2	-14.0	-15.9	-1.8
公用事业	-1.5	-4.5	-3.0	4.9	5.3	0.4	7.9	7.1	-0.8
建筑装饰	-4.0	-6.3	-2.3	-15.7	-8.5	7.2	-7.4	-20.7	-13.4
石油石化	-2.8	-6.8	-4.0	0.6	-6.4	-6.9	-6.4	-11.4	-5.1
房地产	-21.1	-7.8	13.3	-2850.9	-770.1	2080.8	-56.9	-37.5	19.4
钢铁	-9.6	-10.0	-0.4	-131.7	539.3	671.0	-14.0	12.9	26.9
商贸零售	-7.7	-10.1	-2.4	9.7	-9.7	-19.4	-14.9	-5.8	9.1
纺织服饰	-1.5	-13.3	-11.8	-37.4	-5.6	31.8	-16.1	-26.8	-10.7
国防军工	-1.1	-13.8	-12.7	-38.5	-25.9	12.7	2.0	-10.7	-12.6
煤炭	-5.1	-18.1	-13.0	-19.8	-28.2	-8.4	28.7	9.3	-19.4

3.1 景气线索 | AI科技：全球技术创新持续，国产AI制造/服务景气空间打开

- 根据我们此前的外发报告《策略动态跟踪报告-哪些行业景气在延续宏观和财报线索的共振改善？-20250609》，2025年以来，国产大模型DeepSeek为代表的技术创新加快AI技术普及和需求增长，中美主流科技巨头仍在加码AI算力资本开支。
- 一是AI算力需求支撑算力芯片、服务器等硬件领域高景气延续。2025Q1，半导体、通信设备、计算机设备行业的营收和净利润增速均维持在10%-40%的高增长区间内，行业高景气度延续。受益于AI芯片国产替代诉求提升，子行业数字芯片设计、半导体设备、印制电路板的营收和净利润增速在维持两位数高增的同时，资本开支增速进一步提升，反映企业经营预期和扩产意愿向好。
- 二是AI应用需求大幅增长带动IT、游戏等软件服务领域景气度改善，资本市场定价相对积极。2025Q1，计算机、传媒的营收增速达15.9%和5.6%，处于各行业前列且较2024年年报有所提升，净利润增速由负转正。二三级行业中，IT服务、横向通用软件、游戏行业的营收和净利润增速均较2024Q4有所提升，行业景气度明显改善。

AI科技领域：相关行业营收、净利润、资本开支增速及市场涨跌幅（%）

行业	2025年涨跌幅	营收增速趋势	净利润趋势	营收累计同比增速			归母净利润累计同比增速			资本开支同比增速		
				2024Q3	2024Q4	2025Q1	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2024Q3	2024Q4	2025Q1
电子	-4.5			18.0	17.4	17.8	31.6	36.1	29.7	5.4	6.1	6.0
半导体	-1.7			21.6	21.1	16.0	23.5	12.9	35.1	9.2	9.4	-9.1
半导体材料	-0.3			10.3	12.5	10.9	-12.9	-23.9	40.4	5.9	20.7	-11.1
数字芯片设计	3.3			32.9	28.2	20.3	188.9	213.6	20.6	24.5	22.5	29.7
模拟芯片设计	1.7			16.3	11.0	8.0	132.4	-130.3	172.6	25.2	-8.1	-40.0
半导体设备	-0.5			38.2	39.1	33.4	26.7	22.9	24.1	-7.1	5.8	16.0
元件	-1.8			18.2	17.6	23.6	24.3	21.7	46.1	-7.4	1.1	30.2
印制电路板	2.3			19.0	17.7	24.6	26.1	23.8	55.2	-7.1	1.3	35.5
电子化学品II	3.0			7.8	8.6	9.2	6.8	0.1	21.7	2.2	-1.7	-14.6
通信	-4.1			3.3	4.0	2.4	8.2	6.2	6.8	-0.5	-5.8	4.3
通信设备	-6.2			8.1	7.7	12.3	20.8	4.6	30.3	4.0	7.6	11.7
通信服务	1.5			2.3	3.1	0.4	6.2	6.5	2.7	-0.8	-6.7	3.7
计算机	1.7			6.2	4.8	15.9	-29.6	-51.9	671.5	1.6	-0.3	2.9
计算机设备	-3.4			14.1	12.7	39.0	11.2	11.0	12.1	-20.2	-15.8	-9.6
IT服务II	5.8			2.9	1.5	8.3	-71.7	-210.2	154.2	10.6	14.4	44.3
软件开发	1.7			2.2	1.1	1.0	-34599	-144.6	15.9	14.4	0.1	-20.2
横向通用软件	5.3			0.9	1.0	9.8	-32.3	-571.5	2.0	26.0	-2.6	-25.4
传媒	4.0			0.4	0.0	5.6	-32.6	-49.6	38.6	-5.6	-13.1	-12.4
游戏II	12.8			5.3	7.7	21.9	-30.6	-50.2	47.1	3.5	-28.2	-0.9
广告营销	0.6			6.5	3.9	-1.0	-7.8	9.5	12.2	-11.1	-15.3	29.5

资料来源：Wind，平安证券研究所外发报告《策略动态跟踪报告-哪些行业景气在延续宏观和财报线索的共振改善？-20250609》，注：2025年涨跌幅统计区间为2025/1/1-2025/5/30

3.1 景气线索 | 装备制造：产业升级+政策驱动，智能制造/设备更新景气向上

- 根据我们此前的外发报告《策略动态跟踪报告-哪些行业景气在延续宏观和财报线索的共振改善？-20250609》，2025年1-5月，我国装备制造业增加值维持较高增长，AI技术驱动的智能制造、“两新”“两重”政策支持行业景气向上。
- 一是AI技术创新加速制造高端化智能化转型，智能制造设备、机器人等领域景气向上改善。2025Q1智能制造相关的仪器仪表、工控设备、电机行业营收实现7%-25%之间的较高增长，增速较2024年报进一步提升，净利润均实现两位数增长，整体景气度向上改善。
- 二是受益于“两新”“两重”等政策支持，汽车、传统机械设备等行业的景气改善。2025Q1汽车置换更新和设备更新相关的汽车零部件、摩托车及其他、电动乘用车、通用设备、专用设备、工程机械、线缆部件及其他、风电零部件等行业营收实现4%-40%之间的较快增长，部分行业净利润增速由负转正、资本开支开始回升，整体景气度向好修复。此外，水利等基建投资相关的领域中，环保设备、水力发电行业的2025Q1营收实现正增，净利润均实现两位数增长且增速较2024年报进一步提升。

装备制造领域：相关行业营收、净利润、资本开支增速及市场涨跌幅（%）

行业	2025年涨跌幅	营收增速趋势	净利润趋势	营收累计同比增速			归母净利润累计同比增速			资本开支同比增速		
				2024Q3	2024Q4	2025Q1	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2024Q3	2024Q4	2025Q1
汽车	8.6			4.3	6.6	5.7	9.5	10.9	11.3	-15.5	-7.2	12.5
汽车零部件	10.7			6.1	6.4	6.6	20.0	16.8	5.2	0.8	0.8	-6.1
摩托车及其他	11.8			17.3	16.9	37.9	19.8	29.8	56.5	55.2	29.9	-9.2
乘用车	6.6			6.1	9.8	7.7	-1.3	4.7	19.3	-26.6	-12.9	25.6
电动乘用车	/			38.0	43.6	26.3	56.7	76.9	137.2	-28.3	-16.2	38.3
机械设备	6.3			4.3	5.0	9.9	-2.1	-8.2	24.2	-2.9	-2.8	-0.2
通用设备	10.9			10.4	12.0	6.5	-13.7	-23.7	27.9	-4.9	-2.2	4.8
仪器仪表	5.3			-0.6	-0.0	7.7	-13.2	-35.0	15.3	-25.5	-24.9	-6.8
金属制品	23.4			17.5	19.9	8.4	-19.4	-16.4	68.8	-17.7	-14.6	18.9
专用设备	10.7			1.4	2.6	4.6	-3.3	-14.3	16.5	-9.7	-6.8	-7.1
印刷包装机械	26.3			2.6	7.2	13.0	-11.3	-1.8	164.2	-24.8	-13.3	-16.8
其他专用设备	12.0			5.4	5.8	7.7	-20.5	-46.1	15.5	-18.6	-15.7	-5.6
工程机械	5.5			1.6	3.1	10.4	12.8	16.1	30.6	-12.2	-21.2	-13.9
工程机械附件	25.0			11.0	9.8	14.0	6.1	3.6	8.4	-19.3	-20.5	-43.8
自动化设备	2.3			8.9	5.8	11.4	-5.5	-20.1	-15.6	7.6	14.3	12.3
机器人	7.9			-2.5	-7.6	-16.7	-34.4	-135.8	-27.5	-17.7	-29.8	26.0
工控设备	6.8			16.8	14.1	24.2	-0.2	-7.2	27.2	5.8	28.2	22.2
国防军工	1.9			-5.2	-1.1	-13.8	-27.6	-38.5	-25.9	14.4	2.0	-10.7
地面兵装II	16.0			-14.4	-13.2	6.4	-56.2	-157.3	-109.5	-5.2	-10.1	15.4
军工电子II	6.8			-14.6	-11.3	-37.8	-55.3	-108.2	-67.2	-8.6	-13.8	-3.0
电力设备	-6.9			-10.5	-8.4	3.0	-54.4	-61.6	-13.3	-18.4	-23.1	-15.2
电机II	11.5			0.5	3.4	11.2	-13.4	6.1	14.4	-12.1	-8.3	-15.1
风电零部件	10.1			-19.5	-15.2	38.1	-54.5	-53.4	54.1	-20.6	-26.2	11.7
线缆部件及其他	11.0			8.0	8.1	9.9	-16.4	-30.4	-2.6	-9.0	-10.2	9.6
环保	6.8			3.1	2.4	3.2	3.2	-13.3	3.1	-3.2	-10.5	-18.1
环境治理	6.8			4.6	4.1	3.2	3.0	-11.5	1.9	-5.5	-14.5	-17.1
环保设备II	6.7			-2.8	-4.7	3.6	4.3	-26.7	13.1	20.9	28.7	-28.0
公用事业	-0.7			-0.9	-1.5	-4.5	8.7	4.9	5.3	9.8	7.9	7.1
电力	0.0			-1.4	-1.3	-5.3	8.9	7.4	5.7	10.2	8.2	6.5
水力发电	1.6			9.0	6.4	4.0	22.5	16.0	23.7	0.1	10.3	14.9

资料来源：Wind，平安证券研究所外发报告《策略动态跟踪报告-哪些行业景气在延续宏观和财报线索的共振改善？-20250609》，注：2025年涨跌幅统计区间为2025/1/1-2025/5/30

3.1 景气线索 | 新消费：以旧换新景气延续，消费新趋势持续涌现

- 根据我们此前的外发报告《策略动态跟踪报告-哪些行业景气在延续宏观和财报线索的共振改善？-20250609》，2025年1-5月，全国社零增速较去年全年有所回暖，居民消费结构呈现更多新趋势。
- 一是“以旧换新”加力扩围支持下，家电行业的高景气延续。2025Q1家用电器的营收和净利润分别同比增长12.8%和25.3%，行业高景气趋势延续。细分行业中，白色家电、黑色家电、小家电、家电零部件行业营收实现6%-16%之间的高增长，盈利表现也相对占优。
- 二是悦己消费、高质价比等新消费趋势表现突出，美容护理、金银珠宝、宠物经济行业的景气度改善。2025Q1，个护用品、贵金属、饲料、宠物食品、动物保健行业的营收实现10%-30%的高增长，部分行业的净利润增速由负转正。
- 三是文化娱乐类服务消费、数字消费需求继续增长，相关行业景气向好。2025Q1，影视院线、自然景区、电商服务行业的营收增速达4%-42%，且较2024年报进一步改善，部分行业盈利增速由负转正。

消费新趋势领域：相关行业营收、净利润、资本开支增速及市场涨跌幅（%）

行业	2025年涨跌幅	营收增速趋势	净利润趋势	营收累计同比增速			归母净利润累计同比增速			资本开支增速		
				2024Q3	2024Q4	2025Q1	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2024Q3	2024Q4	2025Q1
家用电器	1.9			4.3	4.7	12.8	5.4	7.1	25.3	-1.6	0.8	-12.0
白色家电	1.1			3.6	3.7	14.7	11.6	11.8	32.8	-4.3	-5.2	-12.7
黑色家电	1.6			8.2	7.0	6.5	-19.0	-1.3	14.3	7.6	-4.3	-51.5
小家电	3.0			6.7	9.2	14.1	-3.2	-1.5	2.2	-11.7	2.0	17.7
家电零部件II	11.0			7.9	10.1	15.5	-3.2	1.3	22.8	21.6	20.7	-15.6
食品饮料	-1.5			3.9	3.9	2.5	10.4	5.5	0.3	-13.6	-7.7	-7.9
饮料乳品	8.2			-5.9	-5.2	0.5	10.8	-8.2	-14.0	-20.3	-23.8	-16.7
软饮料	21.5			12.5	12.6	2.4	24.3	44.0	-3.8	13.2	26.0	67.9
休闲食品	10.1			29.5	30.1	19.5	9.8	6.6	-18.1	-6.8	9.0	-6.2
零食	13.9			58.0	56.1	31.0	26.9	24.5	-15.4	10.8	37.9	6.0
美容护理	10.9			2.7	2.6	6.9	-16.6	-16.2	-14.4	22.0	16.4	-15.1
个护用品	25.9			4.7	6.3	26.1	-43.9	-4.7	12.9	61.8	37.3	-31.0
化妆品	14.2			1.6	0.8	-2.3	-8.5	-31.7	-24.2	9.6	13.0	-4.1
农林牧渔	5.0			-3.9	-1.6	8.1	486.4	1483.8	977.4	-21.6	-21.5	-21.6
饲料	14.8			-10.3	-8.3	10.6	532.2	220.9	675.8	-19.7	-19.0	-13.4
宠物食品	52.2			20.9	19.3	22.9	88.2	77.8	28.3	53.7	46.3	-48.6
动物保健II	20.5			-2.2	6.5	23.9	-51.8	-61.0	32.8	-39.4	-38.7	-45.1
商贸零售	-5.1			-7.0	-7.7	-10.1	5.8	9.7	-9.7	-11.0	-14.9	-5.8
互联网电商	2.7			0.4	-0.0	-4.6	2100.4	304.1	-4.5	2.5	23.9	103.5
电商服务	17.5			-2.3	-1.1	4.6	-5.0	-1184.5	-41.9	-36.3	-40.7	32.7
社会服务	-0.7			9.0	6.9	4.0	29.2	-31.1	5.1	-16.4	-15.6	-24.5
旅游及景区	0.0			18.1	15.3	3.8	11.3	7.2	-16.5	7.2	17.6	13.7
自然景区	5.1			-0.5	1.6	12.8	-15.1	-46.9	6.3	47.3	57.1	18.6
宠物经济	28.9			-1.6	0.5	12.2	10.1	67.6	58.2	-0.3	-1.0	-45.9
贵金属	31.4			25.5	23.5	22.0	46.2	48.2	50.8	123.9	78.9	-18.9
影视院线	5.0			-14.3	-12.2	41.4	-69.0	-324.1	75.9	4.6	6.0	17.1

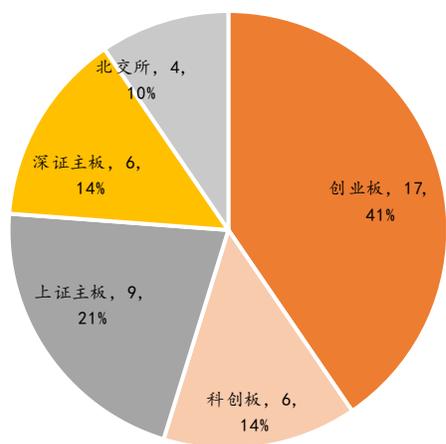
资料来源：Wind，平安证券研究所外发报告《策略动态跟踪报告-哪些行业景气在延续宏观和财报线索的共振改善？-20250609》，注：2025年涨跌幅统计区间为2025/1/1-2025/5/30

3.2 融资线索 | IPO：电力设备/汽车/机械/电子等热度居前

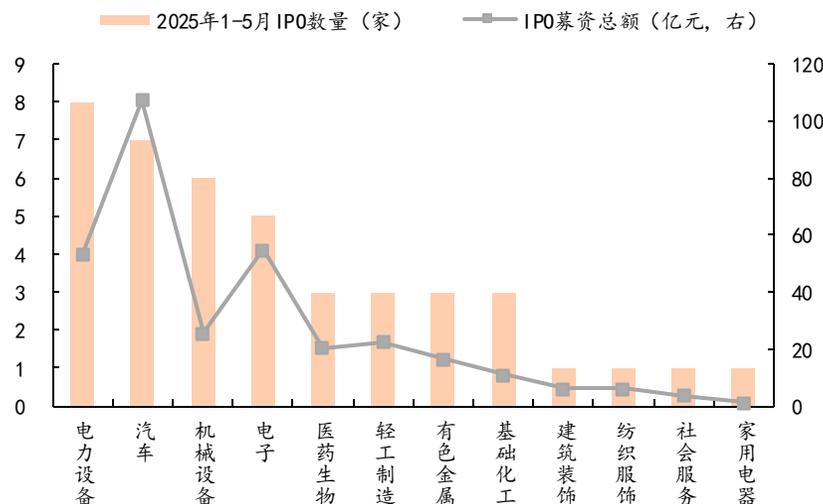
- 2025年，资本市场融资端改革深化，继续聚焦支持新质生产力，IPO、并购重组、科创债、港股的融资资源进一步向科创领域倾斜。
- 2025年以来，A股IPO数量和融资规模同比均有回暖，“科技”属性愈发显著，行业集中在电力设备、汽车、机械设备、电子等新质生产力领域。2025年1-5月，A股新发上市公司42家、合计募资328.5亿元，同比分别增长10.5%、26.5%；其中，创业板和科创板上市公司家数合计23家，占比55%，主板15家，北交所4家；行业分布上，电力设备、汽车、机械设备、电子、医药生物行业的IPO数量居前。
- 从最新政策表态看，后续两创板块、H+A上市模式有望加码对科技领域的融资支持。6月18日，陆家嘴论坛期间，证监会发布科创板深化改革的“1+6”政策措施，在科创板设置科创成长层，并重启适用未盈利企业上市标准；创业板同步启用第三套标准，支持优质未盈利创新企业上市。6月10日，两办发布《关于深入推进深圳综合改革试点深化改革创新扩大开放的意见》，首次明确“允许在港上市的粤港澳大湾区企业回归深交所上市”，港股优质科技公司回归A股融资的渠道打开。

2025年A股IPO板块分布

2025年1-5月IPO上市板分布（家）



2025年A股IPO行业分布



2025年监管层关于A股IPO相关政策表态

2025年6月
陆家嘴论坛

证监会主席吴清宣布推出**科创板深化改革的“1+6”政策措施**，在科创板设置科创成长层，并重启适用未盈利企业上市标准；创业板同步启用第三套标准，支持优质未盈利创新企业上市等。

2025年6月
两办

《关于深入推进深圳综合改革试点深化改革创新扩大开放的意见》，**首次明确“允许在港上市的粤港澳大湾区企业回归深交所上市”**。

2025年4月
政治局会议

持续稳定和活跃资本市场。创新推出债券市场的“科技板”。

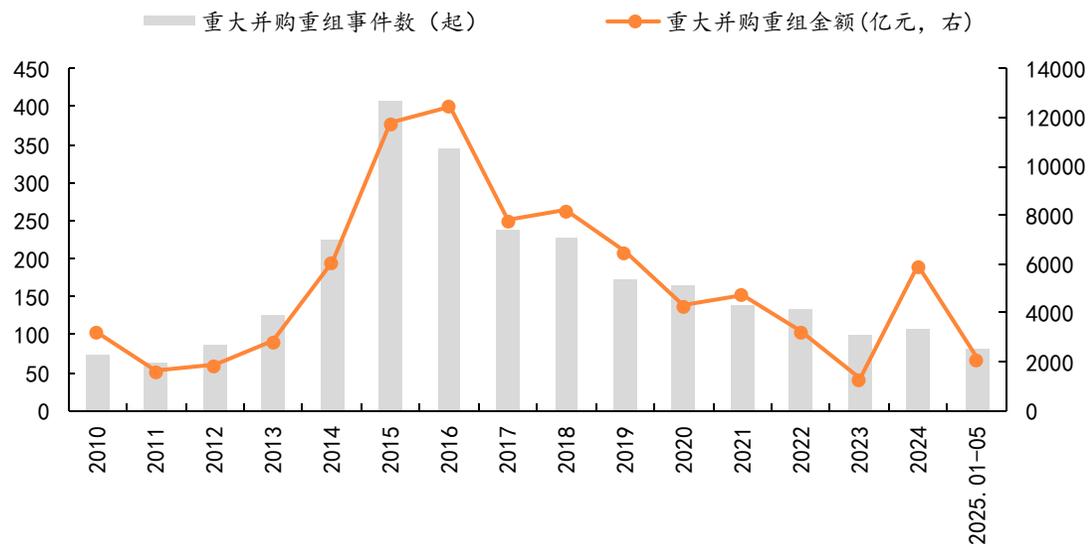
2025年3月
政府工作报告

深化资本市场投融资综合改革，大力推动中长期资金入市，加强战略性力量储备和稳市机制建设。改革优化股票发行上市和并购重组制度。加快多层次债券市场发展。

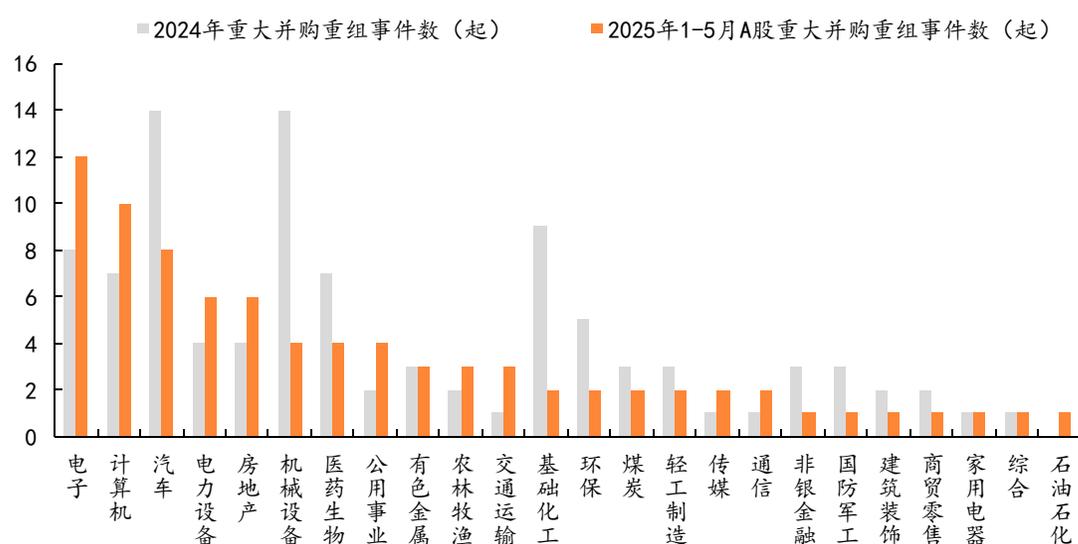
3.2 融资线索 | 并购重组：改革深化，新质生产力/产业整合的活跃度较高

- 2025年，资本市场并购重组改革继续深化，重视激发市场活力，支持新质生产力+产业整合。2024年9月，证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》（“并购六条”），提出支持跨行业并购和未盈利资产并购，支持上市公司吸收合并、传统行业上下游整合等政策举措，着力活跃并购重组市场。2025年5月，证监会进一步修订《上市公司重大资产重组管理办法》，从创新交易工具、提升监管包容度、设置重组简易审核程序等方面优化并购重组制度规定，进一步激发市场活力。
- 政策发布后，并购重组市场规模和活跃度提升，新质生产力方向热度较高。据证监会2025年5月16日披露，“并购六条”发布后，上市公司筹划资产重组的积极性进一步提升，2025年已披露超600单，是去年同期的1.4倍；重大资产重组约90单，是去年同期的3.3倍。行业上，据Wind数据，截至2025/5/31，2025年电子、计算机、汽车、电力设备、机械、医药等行业重大并购重组数量居前。

2024年以来上市公司并购重组活跃度提升



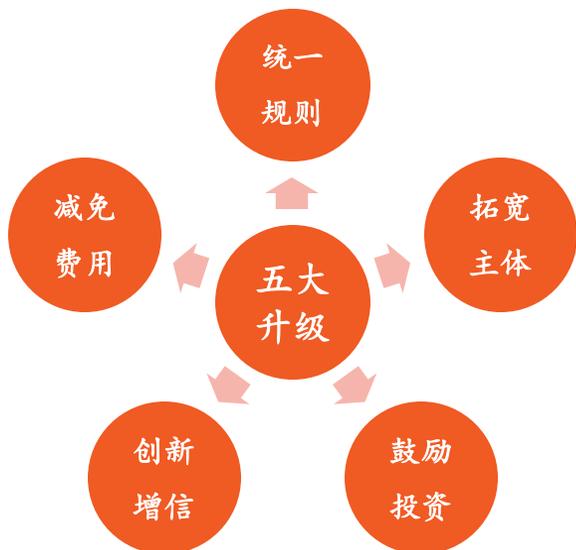
2025年电子/计算机/汽车/电力设备/机械/医药等行业并购重组活跃



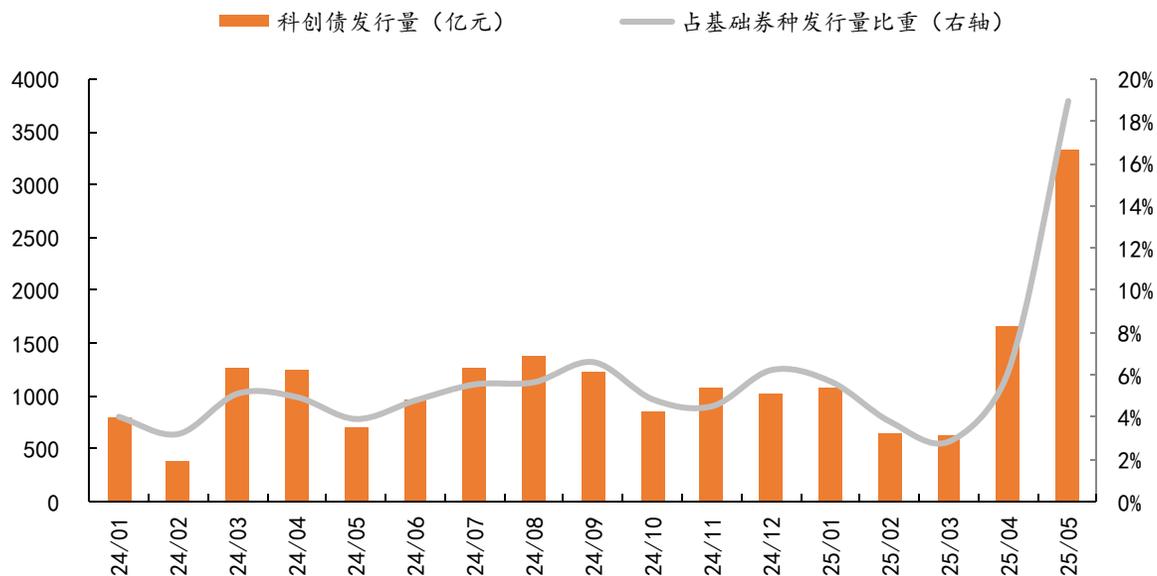
3.2 融资线索 | 科技创新债：新政出台，畅通科创企业融资全链条

- 根据我们此前的外发报告《策略深度报告-聚焦新形势，适应新变化——6月资本市场前瞻-20250604》，**科创债新政出台，五大方面体现政策升级**。2025年3月央行行长首次提到债市“科技板”，5月央行联合证监会正式推出了债市“科技板”，交易商协会和上交所分别出台债市“科技板”细则，科技部等七部委联合发文要求加快构建科技金融体制。科创债新政在统一规则、拓宽发行主体范围、创新增信举措、鼓励机构投资以及减免费用五大方面实现了政策升级，反映了主管部门对于债市支持科技创新的重视。
- **政策发布后，2025年5月科创债供需实现两旺**。截至5月27日，2025年5月科创债发行量达3339亿元，同、环比均上升；发行量占基础券种的比重为19%，而2022年以来的最高占比仅为6.6%。结构上看，新政后金融科创债占比上升至65%。

2025年科创债政策五大升级



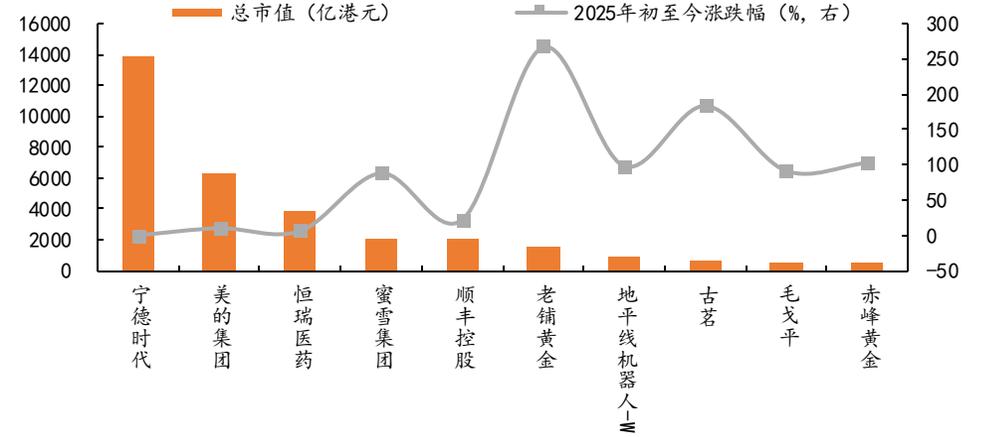
2025年5月科创债发行规模明显提升



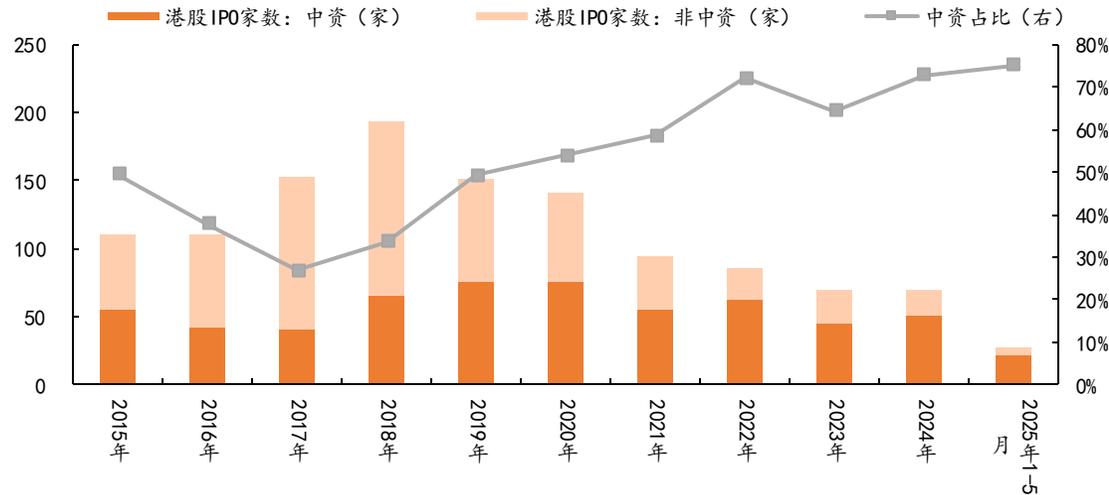
3.2 融资线索 | 港股市场：中资赴港上市加速，A+H/新消费/科技数量增加

- 境内外环境变化+政策支持下，近两年港股IPO也在回暖，中资企业增多。
- 2025年，中资企业赴港上市热度延续，A+H两地上市进程加快，科技+新消费领域热度较高。2025年1-5月，港股IPO达28家，同比增长33%；其中，中资企业21家，同比增长31%；新上市中资企业集中在消费者服务、电气设备、医药生物、硬件设备等领域。
- 此外，据中国金融信息中心梳理，深化全球化战略布局、加快海外业务发展是A股上市公司赴港上市的重要动力之一。

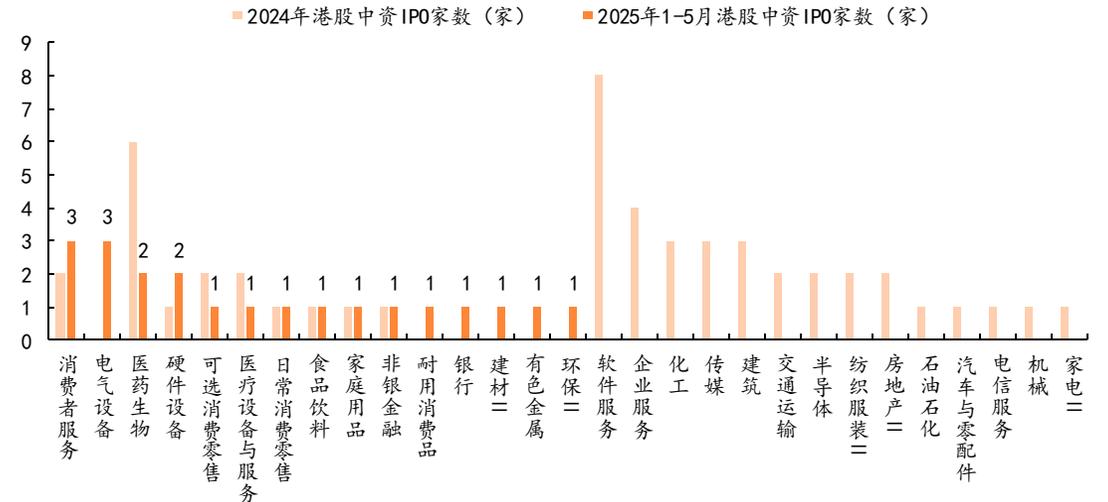
2024-25年港股新上市公司市值前十公司集中在科技+新消费



2024年以来港股IPO有所回暖，中资企业占比超七成



2025年港股中资企业IPO集中在新消费+科技领域





目录CONTENTS

- 市场回顾：市场新叙事逻辑逐渐清晰
- 市场环境：内外不确定性分化差异尚存
- 结构机会：新兴产业酝酿更多积极变化
- 投资展望：凝聚新共识，布局新成长

4.1 市场复盘 | 市场环境可类比于2019年下半年

- 2025年下半年市场环境可类比于2019年：一是外部环境均面临较多不确定性（关税、科技限制等）；二是国内盈利处于底部向上修复阶段，新兴产业景气加快向上，2018-19年全A非金融盈利增速为-6.2%、-4.2%，电力设备/机械/电子行业的2019年盈利增速在20%-32%之间。三是融资加大向新兴产业倾斜，科创板成立服务“硬科技”，2019年A股IPO家数同比增长94%，科创板占比超三成。
- 映射到市场行情，2019年下半年开启新兴产业结构先行+大选中枢抬升的行情。2019/6/1-12/31，上证指数涨5.2%，创业板指涨21.2%。

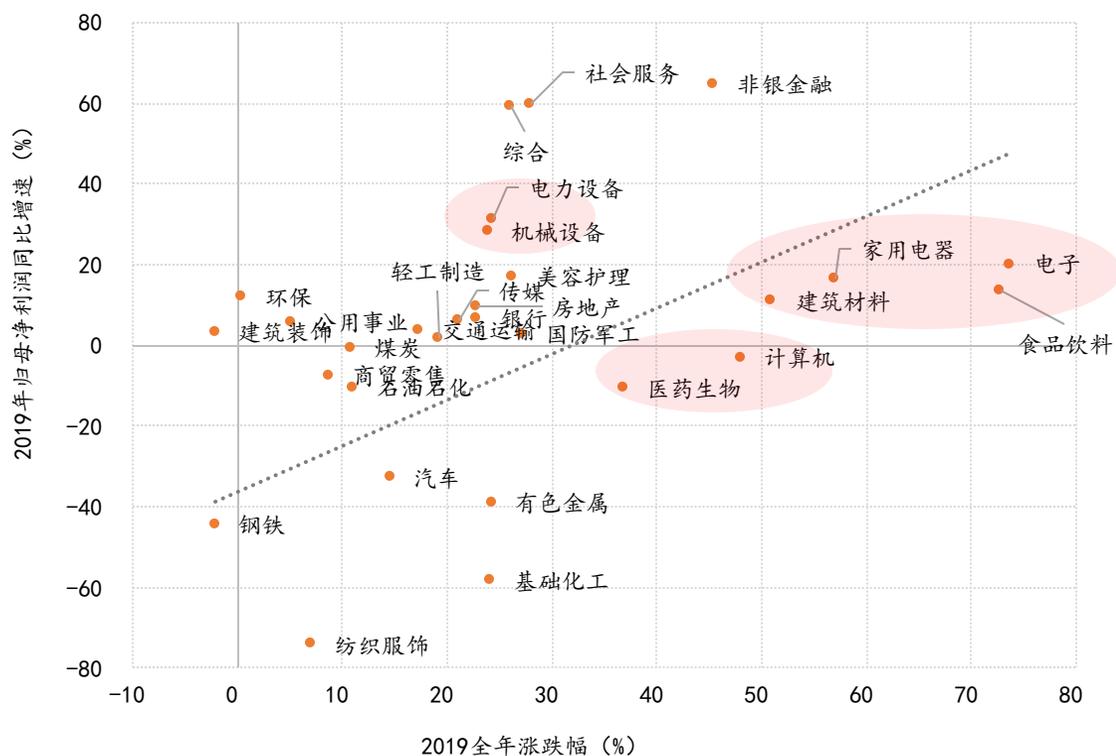
2019年A股行情复盘



4.1 市场复盘 | 交易景气，新兴产业结构性行情先行

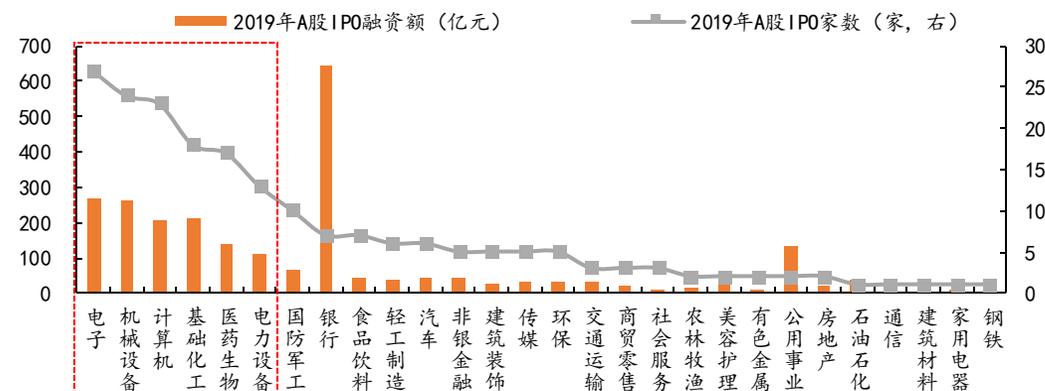
- 从行业表现来看，2019年市场围绕景气交易，电子为代表的新兴产业涨幅居前。①2019年电子/机械/电力设备行业的盈利增速居前（20%-32%之间），市场融资也加大向电子/机械/计算机/医药生物/电力设备等新兴产业倾斜，进一步推动景气向上，对应上述行业全年涨幅达20%-80%。②食品饮料/家用电器/建筑材料行业的盈利增速也相对韧性（10%-20%之间），对应全年涨幅达50%-80%。

2019年A股申万一级行业涨跌幅及盈利增速表现

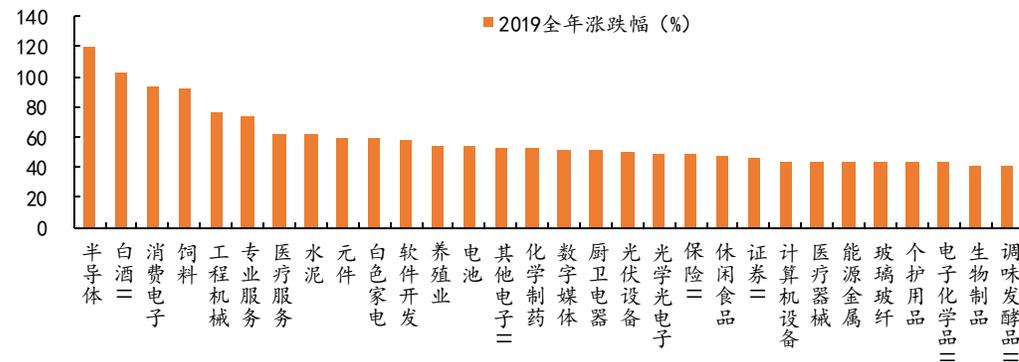


注：农林牧渔、通信行业2019年归母净利润同比增长分别为196.5%、-497.7%，涨幅分别为45%、20%，未在图中显示完全

2019年A股IPO数量和融资额行业分布



2019年A股涨跌幅前三十的申万二级行业



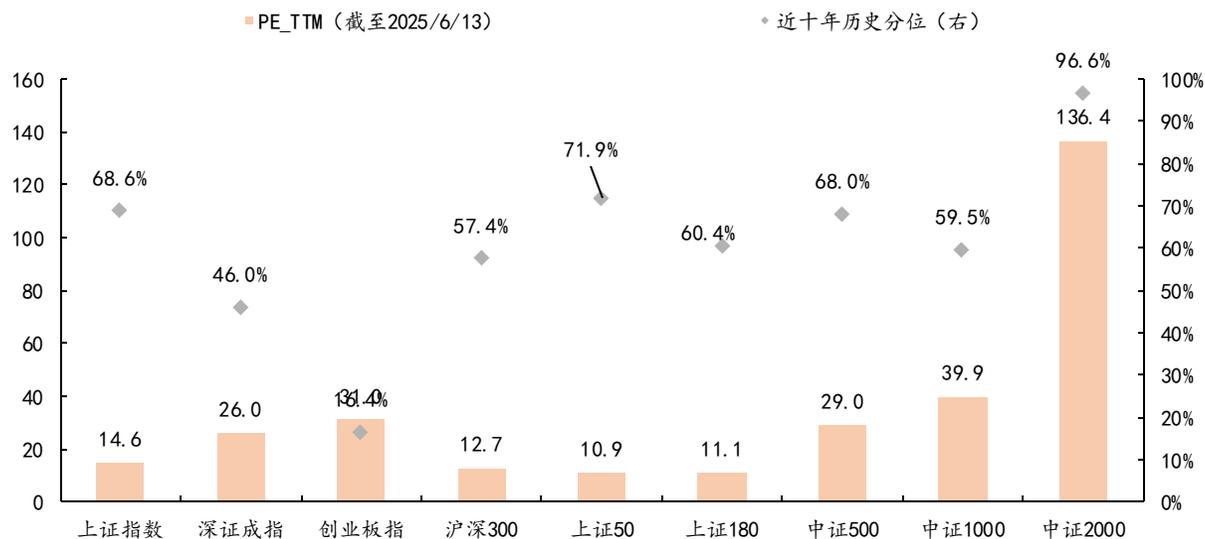
4.2 市场展望 | 布局新成长

➤ 综合来看，国内政策支持和产业向新向好发展有望继续支撑权益市场中中期向上空间。结构上建议关注四条主线：

➤ 一是AI科技（TMT）；二是新消费（美护/医药/户外体育等）；三是先进制造（汽车/智能驾驶/机器人/军工等）；四是有色金属（金/铜/稀土等）。

➤ 不过红利策略仍具逢低布局的配置价值。

● A股主要市场指数估值及历史分位（截至2025/6/13）



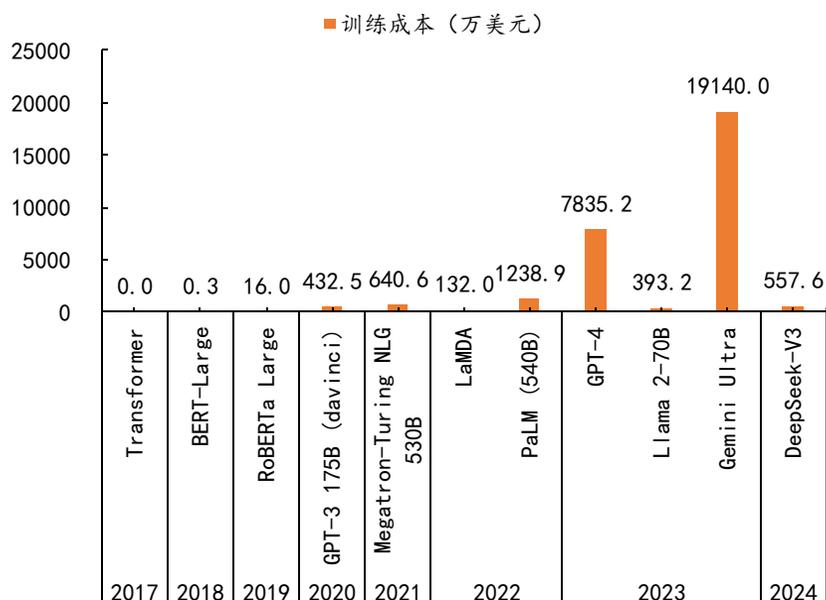
● 2025年A股申万一级行业市场表现（截至2025/6/13）

行业	区间涨跌幅	PE估值		PB估值	
	2025年涨跌幅 (%)	PE_TTM	历史分位	PB_LF	历史分位
有色金属	16.4	19.1	19.7%	2.2	33.7%
美容护理	11.3	39.5	54.0%	3.3	27.9%
银行	9.8	6.5	54.7%	0.6	31.0%
医药生物	9.3	34.9	49.7%	2.7	14.6%
传媒	8.4	41.2	68.3%	2.7	59.0%
汽车	7.8	25.8	60.5%	2.4	67.9%
农林牧渔	7.7	17.4	6.1%	2.4	7.2%
机械设备	6.0	31.0	54.6%	2.4	47.2%
环保	6.0	24.1	65.1%	1.5	19.0%
基础化工	5.8	24.6	58.6%	1.8	20.0%
纺织服装	5.5	25.5	52.8%	1.8	36.3%
国防军工	3.4	76.1	71.4%	3.1	46.4%
轻工制造	2.7	27.9	58.1%	1.7	23.0%
计算机	1.9	78.3	90.1%	3.8	41.7%
社会服务	1.3	41.5	34.0%	2.9	13.0%
钢铁	0.9	33.5	80.2%	0.9	26.1%
综合	0.3	40.5	31.9%	1.6	35.4%
通信	0.1	30.5	19.4%	2.7	55.6%
公用事业	-0.5	18.2	15.8%	1.5	29.5%
交通运输	-1.1	16.4	39.3%	1.3	13.6%
石油石化	-1.9	16.8	55.3%	1.2	10.2%
建筑材料	-2.6	25.5	68.4%	1.1	4.1%
电子	-2.9	49.3	65.8%	3.4	43.4%
家用电器	-3.2	13.6	16.2%	2.3	6.1%
非银金融	-4.2	14.1	23.7%	1.2	25.0%
建筑装饰	-4.6	10.6	57.4%	0.7	7.5%
商贸零售	-5.3	37.3	78.6%	1.8	48.1%
电力设备	-6.0	28.7	26.0%	2.2	22.5%
食品饮料	-6.8	20.7	5.1%	3.9	6.5%
房地产	-8.6	39.1	97.3%	0.7	9.5%
煤炭	-12.5	12.6	69.2%	1.2	25.4%

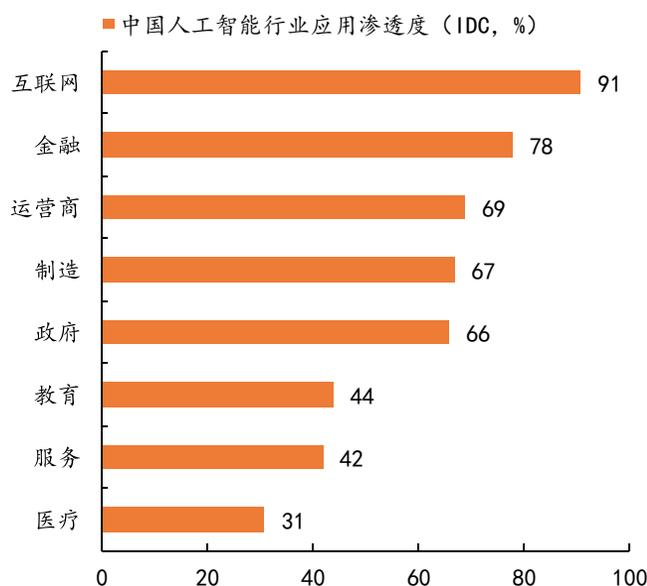
4.2 市场展望 | 人工智能：国产算力自主可控可期，垂类普及+端侧落地加速

- 今年年初以来，中国AI初创公司Deepseek引发全球关注，并对AI产业发展带来深远影响。
- **AI算力端：Deepseek突破高端算力依赖，国产算力自主可控未来可期，可重点关注国产AI算力细分领域（如GPU、云计算等）。**在通用算法框架下，算力是AI竞争的核心，Deepseek通过算法创新（混合专家MoE、强化学习、蒸馏等）显著降低了模型训练成本和算力消耗，冲击了海外科技公司“堆算力”的发展模式¹。
- **AI应用端：Deepseek进一步降低AI技术使用门槛，有望推动AI应用普及加速，重点关注AI垂类应用与端侧智能。**垂类应用方面，关注AI应用普及较快的互联网、金融、运营商以及有望加速普及的医疗、服务、教育、政府等行业²。端侧落地方面，一是高阶智驾有望加速渗透，头部车企积极布局高阶智驾普及；二是人形机器人作为AI、高端制造、新材料等先进技术重要载体，有望迎来量产。

DeepSeek V3的模型训练成本远低于海外顶尖大模型¹



AI在教育/服务/医疗领域有望加速渗透²



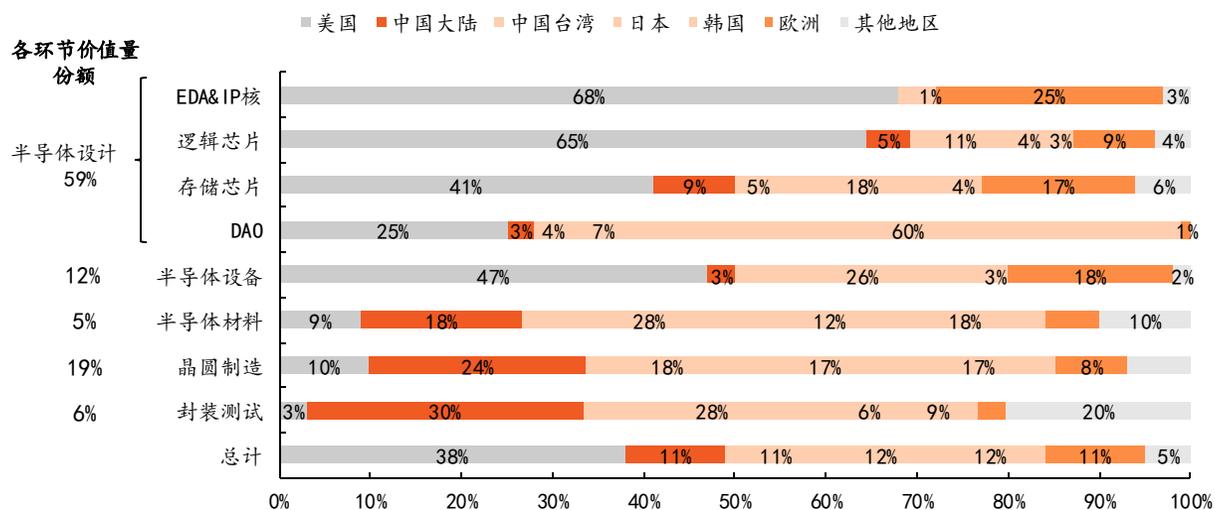
2019年以来A股和美股人工智能行情



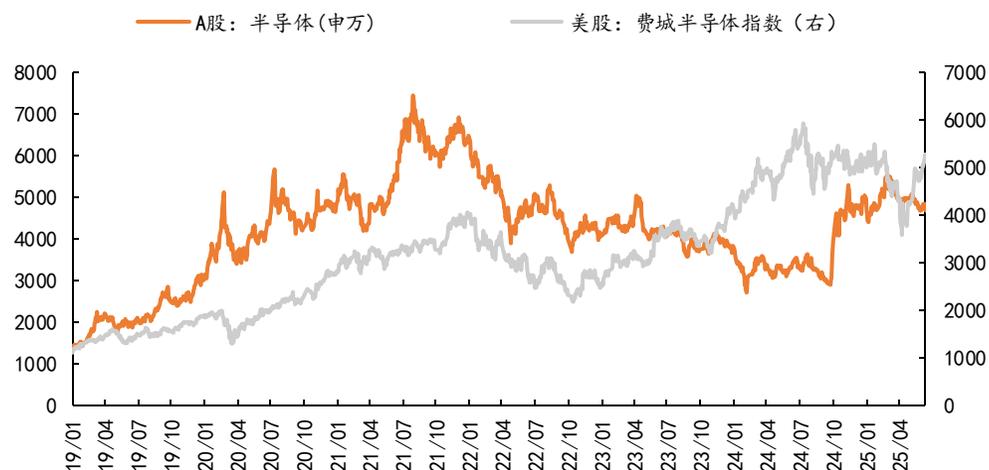
4.2 市场展望 | 半导体：产业加快自主可控

- 2019年以来，美国加大对华芯片封锁、鼓励本土半导体制造产能投资；中国则在致力于加快半导体产业链供应链自主可控。
- 目前，中国在半导体设计、设备、先进制程等方面的国产化仍有较大提升空间。据美国半导体产业协会2024年报告，我国在晶圆制造、封测领域的全球份额较高，但在设计、设备和先进制程的份额较低¹。2019年以来，A股已经培育出众多优秀半导体企业，但在整体收入规模、盈利能力等方面较美股仍有较大差距²。
- **重点关注：**全球半导体周期、国产替代、新技术等因素。

2022年全球半导体产业链各环节的价值量区域分布¹



2019年以来A股和美股半导体行情



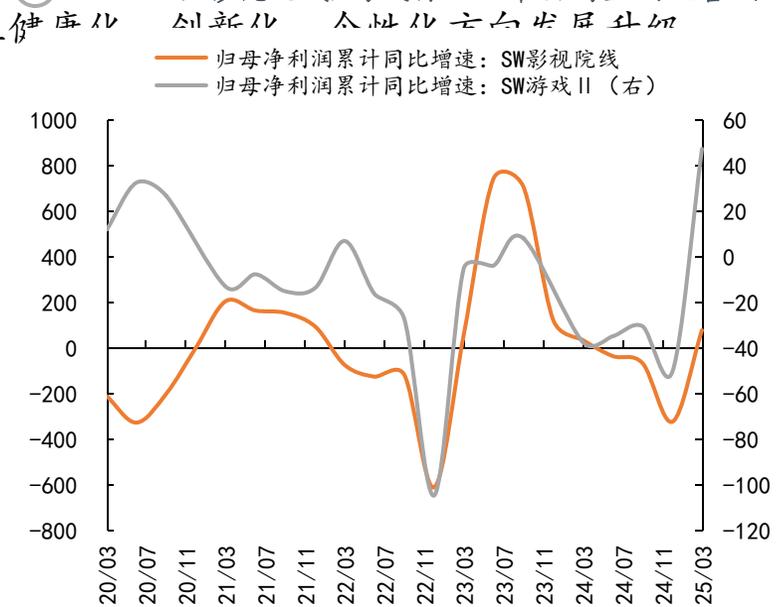
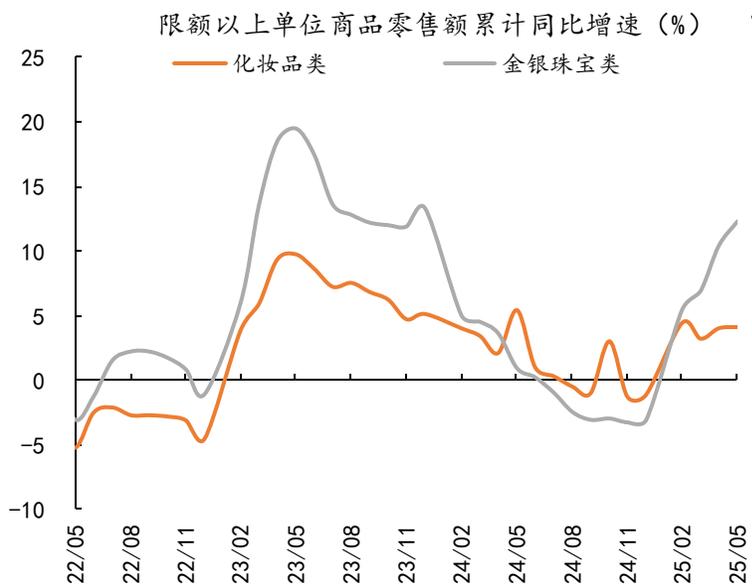
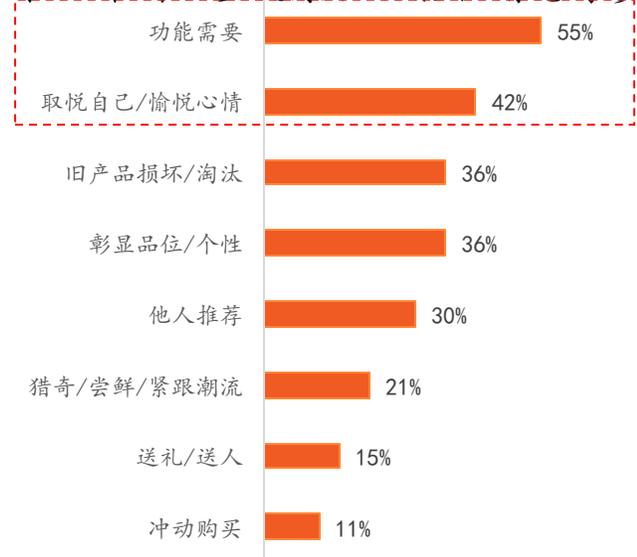
A股半导体代表公司收入规模和盈利能力较海外龙头仍有距离²

证券代码	证券简称	总市值(亿元, 截至2025/6/13)	2024年报营业收入(亿元)	2024年报归母净利润(亿元)	2024年报ROE_TTM(%)	2024年报销售毛利率(%)	2024年报销售净利率(%)
688041.SH	海光信息	3185.7	90.4	19.3	9.5	63.2	30.0
688256.SH	寒武纪-U	2525.2	11.7	-4.5	-8.3	56.6	-39.0
603501.SH	豪威集团	1515.2	256.9	33.2	13.7	29.3	12.8
603986.SH	兆易创新	789.6	73.2	11.0	6.7	37.7	15.0
688981.SH	中芯国际	6611.6	577.2	35.4	2.4	18.0	9.1
688012.SH	中微公司	1073.7	90.3	16.2	8.2	40.9	17.9
NVDA.O	英伟达	248623.1	4330.0	2115.2	69.2	72.7	48.8
600455.SH	博通	16.6	2.9	0.3	10.9	51.8	15.9
QCOM.O	高通	12192.8	2731.3	711.0	38.6	56.2	26.0
AMD.O	超威半导体	13517.7	1853.8	118.0	2.9	49.4	6.4
INTC.O	英特尔	6305.2	3817.6	-1348.4	-18.9	32.7	-36.2

4.2 市场展望 | 新消费：悦己/服务消费趋势升温，高质价比消费需求提升

- 居民消费结构转型深化，悦己消费、服务消费、高质价比消费趋势边际升温。根据MobTech《2024年【情绪经济】消费人群洞察》¹，功能需要、悦己成为消费者购物的主要动机，年轻人情绪消费的主要品类包括：旅行、游戏、文娱、文创潮玩、IP、宠物等¹。
- 一方面，IP潮玩、宠物经济、影视院线等悦己与服务消费市场热度较高。近年来中国宠物消费市场规模持续增长；IP潮玩不断破圈，泡泡玛特等相关上市公司营收和盈利持续向好；服务消费相关政策支持持续加码，同时优质产品进一步刺激居民相关消费需求。
- 另一方面，对于日常商品消费，居民更多关注性价比、高质量、多样化。一是居民对国货美妆个护、珠宝首饰的需求持续增长。

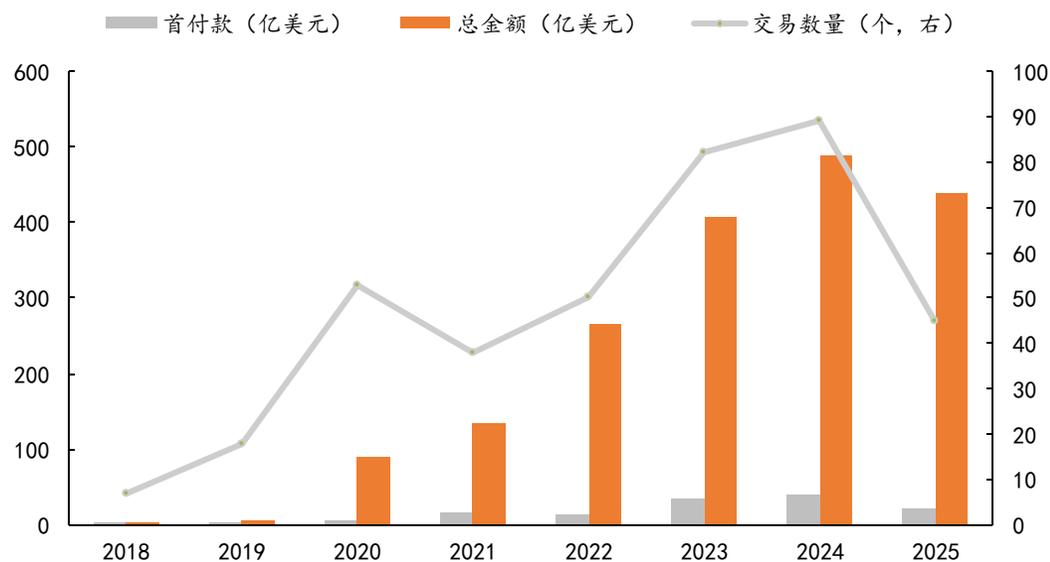
2025年1-5月，限额以上化妆品、金银珠宝类商品零售额同比增长4.1%、12.3%。二是居民对休闲餐饮提出健康等多样化需求，从追求口味到注重健康、功能、情感等多方



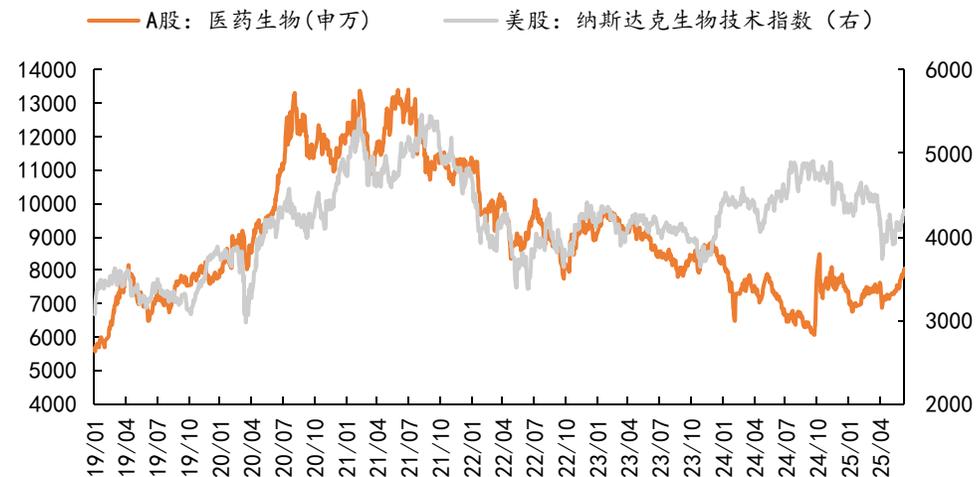
4.2 市场展望 | 医药生物：创新药研发和出海仍有较大前景空间

- 生物医药创新领域，美国更具优势，我国加快创新药研发与出海。
- 中国创新药正在重塑全球竞争格局。中国创新药由量变到质变，正在逐步重塑全球竞争格局，国产创新药BD交易火热，创新能力持续得到MNC认可¹。同时越来越多的创新药公司取得商业化突破，国产创新药已有如泽布替尼这样超10亿美元的产品诞生。
- 重点关注：药物研发进展、行政审批进度、产业政策等因素。

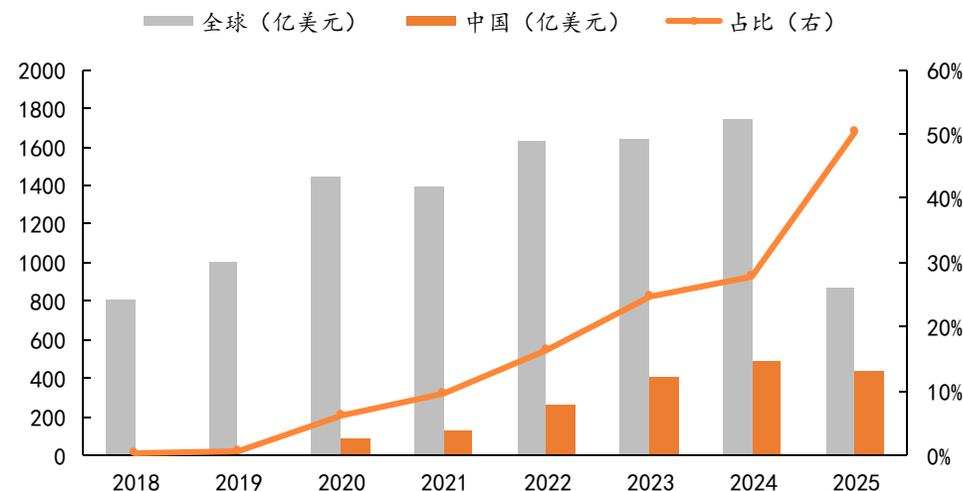
2018-2025.05 国产创新药 license-out 趋势¹ (截至2025/5/31)



2019年以来A股医药生物和美股生物技术指数表现



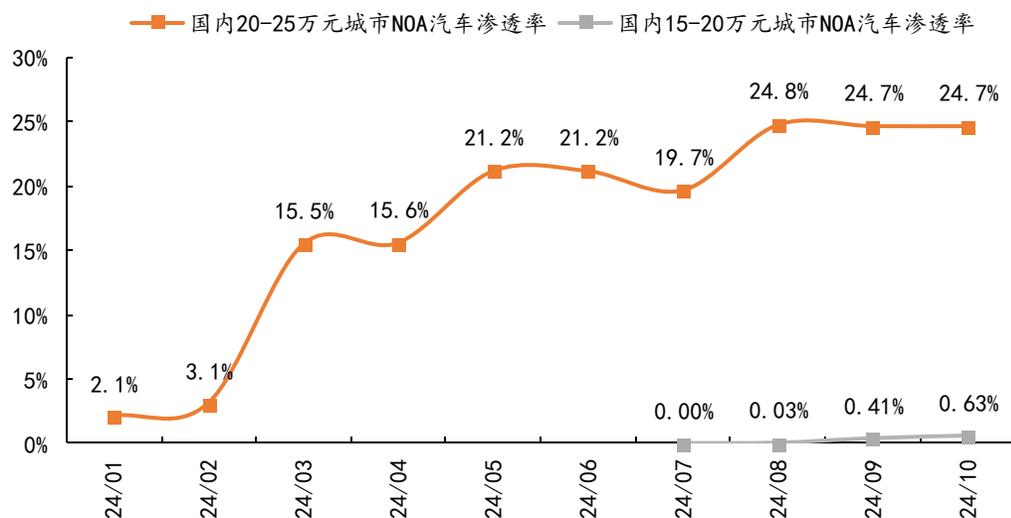
2018-2025.05 全球及中国创新药BD交易情况¹ (截至2025/5/31)



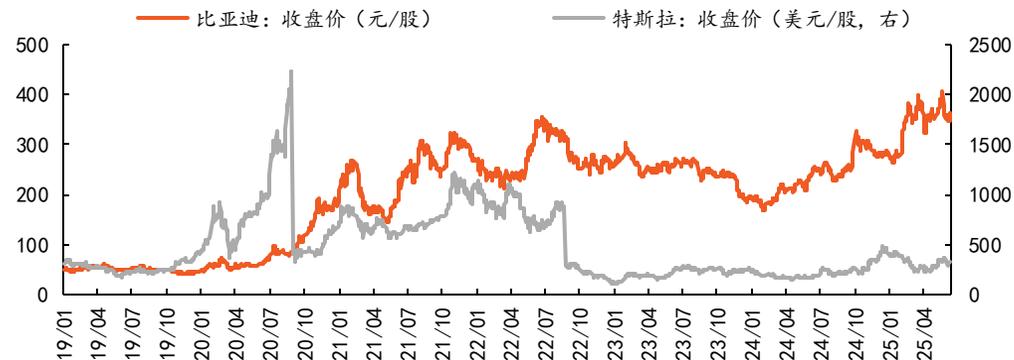
4.2 市场展望 | 新能源汽车/智能驾驶：我国前沿技术均具有领先优势

- 新能源汽车领域，中国产业竞争力全球领先，中美两国均致力于加快高阶智能驾驶的突破与普及。
- 2023年，全球新能源汽车销量排名前20企业中，中国有10家，合计份额达41.9%，较2020年提高17.9%；同期特斯拉的份额从16.0%下降至13.2%¹。2025年，中美主流车企加快布局智能驾驶。
- 重点关注：2019-2021年，资本市场行情受益于全球新能源汽车加速渗透；2022年之后，行情受行业竞争加剧等因素影响²。后续行情关注智能化进程、中国品牌出口出海进程。

◎ 20万元以下价格带城市NOA智能驾驶渗透率仍有提升空间²



◎ 2019年以来A股比亚迪和美股特斯拉股价表现



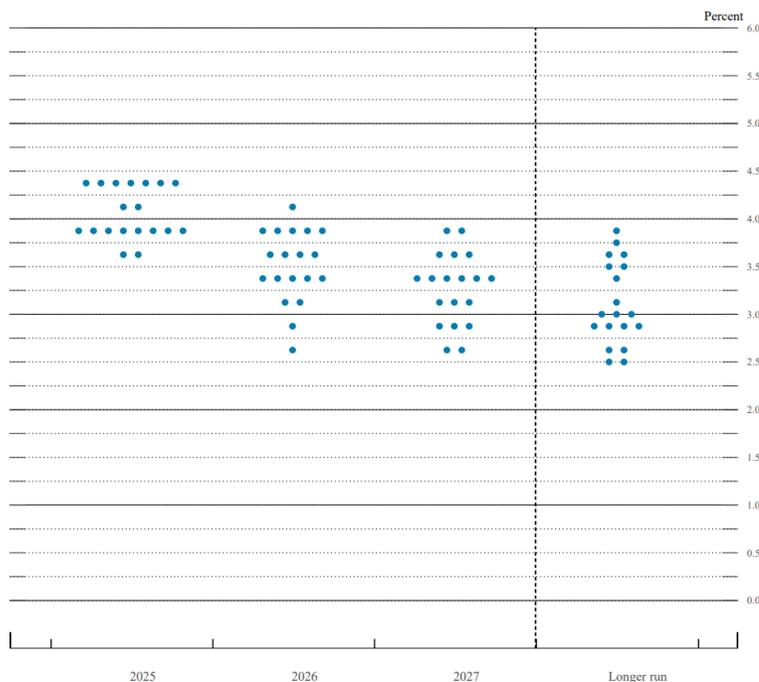
◎ 2020年和2023年全球新能源乘用车企业销量排名Top20¹

排名	2020年			排名	2023年		
	企业	国家	全球份额		企业	国家	全球份额
1	特斯拉	美国	16.0%	1	比亚迪	中国	21.0%
2	大众	德国	7.1%	2	特斯拉	美国	13.2%
3	比亚迪	中国	5.7%	3	宝马	德国	3.7%
4	上汽通用五菱	中国	5.5%	4	广汽埃安	中国	3.5%
5	宝马	德国	5.2%	5	大众	德国	3.5%
6	奔驰	德国	4.7%	6	上汽通用五菱	中国	3.5%
7	雷诺	法国	4.0%	7	理想	中国	2.8%
8	沃尔沃	德国	3.6%	8	奔驰	德国	2.7%
9	奥迪	德国	3.5%	9	长安	中国	2.6%
10	上汽	中国	3.2%	10	吉利	中国	2.4%
11	现代	韩国	3.1%	11	上汽	中国	2.0%
12	起亚	中国	2.8%	12	沃尔沃	德国	1.9%
13	标致	韩国	2.2%	13	奥迪	德国	1.9%
14	日产	日本	2.0%	14	起亚	中国	1.8%
15	广汽	中国	2.0%	15	现代	韩国	1.8%
16	长城	中国	1.8%	16	蔚来	中国	1.2%
17	丰田	日本	1.8%	17	福特	美国	1.2%
18	奇瑞	中国	1.5%	18	吉普	美国	1.2%
19	保时捷	德国	1.4%	19	丰田	日本	1.1%
20	蔚来	中国	1.4%	20	零跑	中国	1.1%
Top20合计			78.4%	Top20合计			74.1%
Top20中国企业份额			24.0%	Top20中国企业份额			41.9%

4.2 市场展望 | 有色金属：海外多重提振，高景气有望进一步扩散

➤ 金融+货币+商品属性共振，有色金属行业景气有望从以黄金为代表的贵金属向以铜为代表的工业金属扩散。1) 金融属性，弱美元周期开启，海外宽松环境持续（美联储6月会议点阵图显示下半年仍有降息可能¹），有色商品价格中枢有望受益上移；2) 货币属性，海外地缘问题未解，黄金等贵金属仍有配置价值；3) 商品属性，中期供给受限持续予以铜等工业金属支撑。

6月美联储点阵图显示下半年仍有降息可能¹ (%)

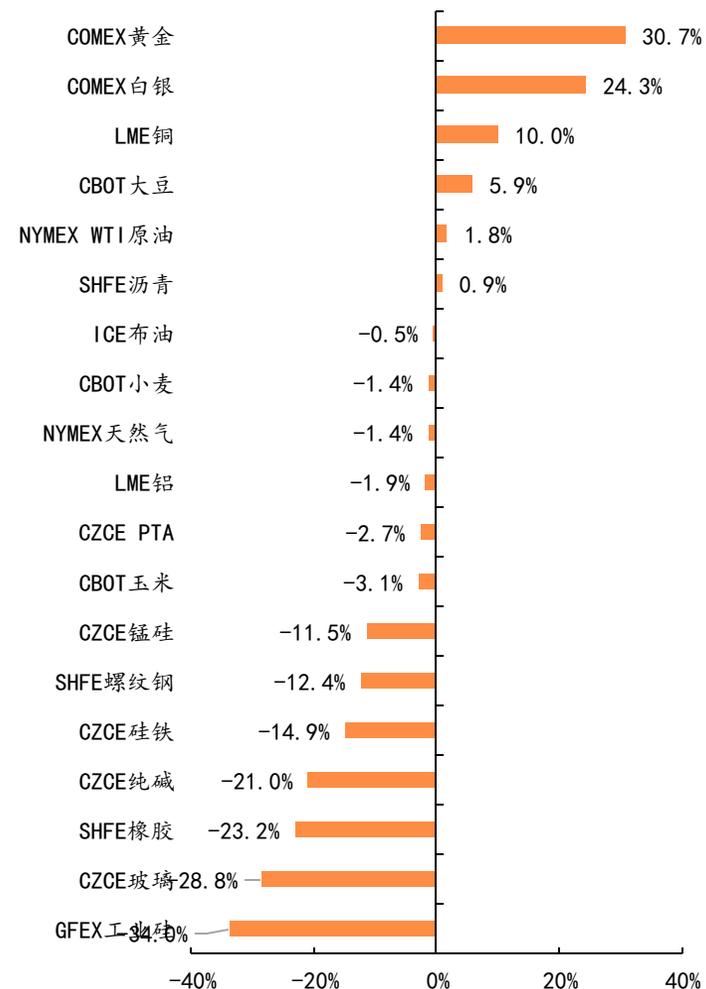


2024年以来金价、铜价震荡上行



2025年以来黄金/白银/铜等商品领涨

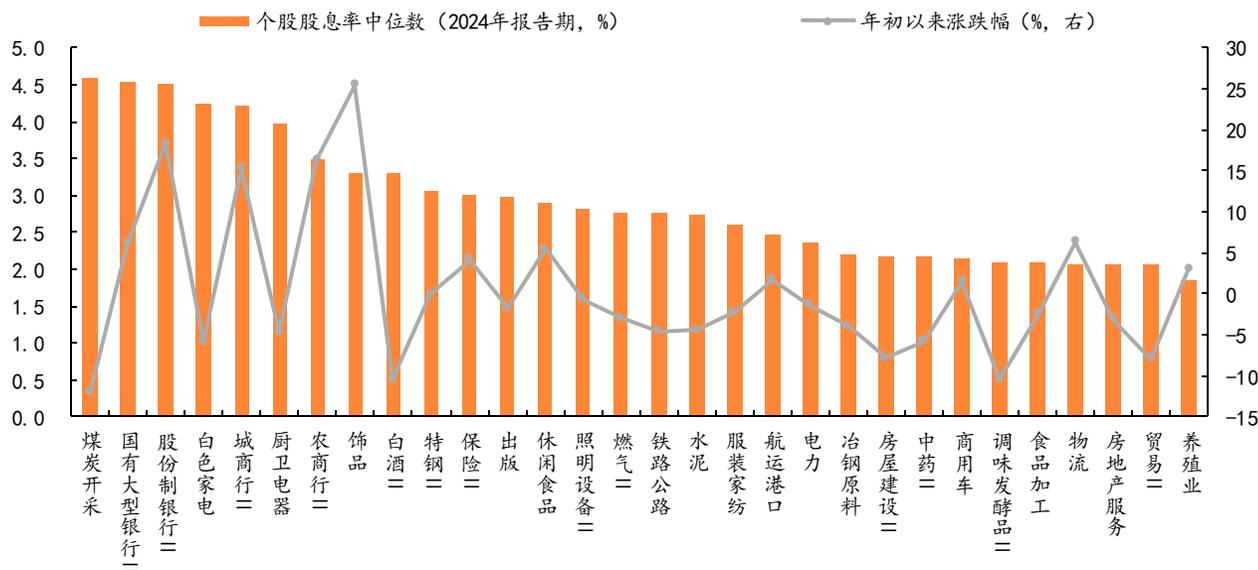
■ 结算价年涨跌幅（截至2025/06/13）



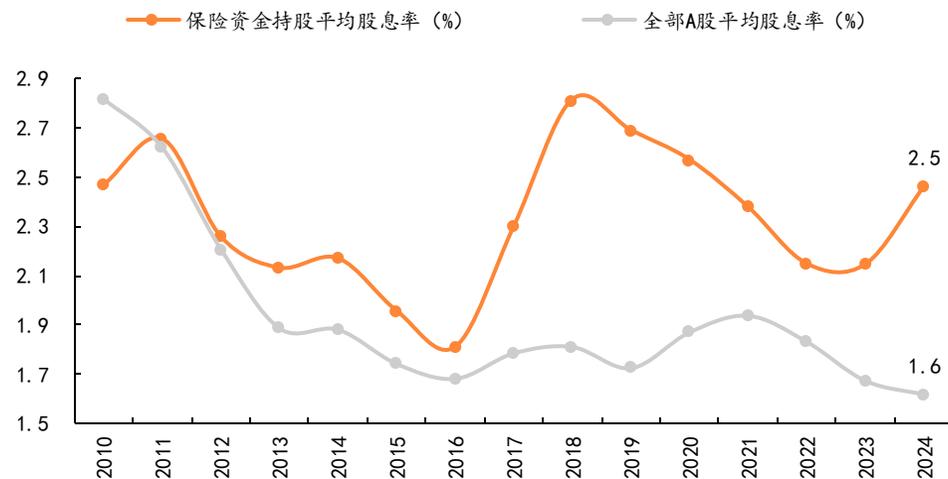
4.2 市场展望 | 红利策略：配置价值持续凸显

- 红利风格的配置价值仍在持续凸显。当前外部不确定性仍存，国内随着新“国九条”推动境内资本市场不断向投资型市场转型，中长期资金入市、增强市场内在稳定性长期可待，红利策略仍然具备逢低买入的稳健配置价值。
- 同时，红利策略的配置也注重行业再平衡。截至2025/6/13，煤炭开采/国有大型银行/股份制银行股息率超4.5%，但行业之间注重再平衡，从中证指数成分变动来看，银行占比在持续提高，煤炭、石油石化等行业占比在下降。

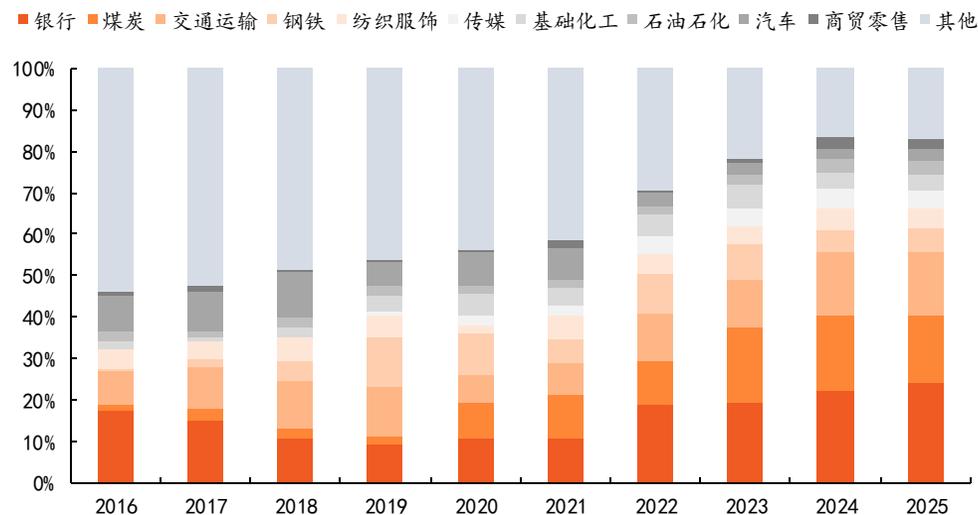
股息率前30的二级行业（截至2025/6/13）



保险资金配置高股息特征突出



中证红利成分行业分布：银行占比持续提高



风险提示

- **1. 国内宏观经济修复不及预期拖累企业盈利及分红能力。**如果宏观经济修复不及预期，上市公司的盈利将相应遭受负面影响，分红规模和持续性也将受到拖累。
- **2. 外部环境风险超预期。**特朗普贸易政策目前虽有所边际缓和，但长期仍存在反复风险，全球贸易环境仍面临不确定性。另外，俄乌、中东、印巴等地缘局势反复，若风险超预期演化，将对全球资本市场带来较大负面影响。
- **3. 海外资本市场波动加大。**随着我国资本市场对外开放的加强，外围市场的大幅波动也会给国内市场带来较大影响。若全球风险资产波动加大，则可能会波及国内A股市场的表现。

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2025版权所有。保留一切权利。