

固本强基，向新向好

——2025 年中期策略投资报告

2025 年 06 月 25 日

投资要点：

- **2025 上半年 A 股市场回顾：**年初以来同花顺全 A 走势呈现类“N”字型。上半年以来 A 股主要宽幅指数涨跌不一。从市场风格看，五大风格指数中，除稳定风格指数外，其余风格指数均上涨。分行业看，得益于消费提振政策对需求的刺激与国货美妆的加速发展，今年以来美容护理行业上涨 12.64%，位居申万一级行业第一。
- **A 股上市公司盈利能力边际改善、估值修复潜力大，具备配置吸引力：**从盈利看，25Q1A 股上市公司盈利增速边际回升，中游盈利水平相对稳定。分风格看，25Q1 消费风格盈利表现亮眼，成长及消费风格 ROE 较上期提升。从估值看，A 股主要股指估值分位数处于中位，具备配置吸引力。结合行业 ROE 一致预期分析，受益于政策利好、需求回暖、预期改善等因素共同作用，食品饮料、家用电器、社会服务等行业在 2025 年有较高的预期 ROE，显示市场对其利润增长仍保持信心。食品饮料、社会服务、家用电器、美容护理等行业 ROE 预期相对较高，且行业估值水平修复潜力大，配置价值凸显。
- **中长期入市力度加大，提振 A 股市场流动性：**资本市场方面，今年春节后，DeepSeek 大模型的出现引发了全球对人工智能技术的新认知，我国科技行业受到瞩目，带动市场投资热情回升，流动性改善，资金加速流入科技成长板块。4 月在中美关税摩擦冲击下，市场出现快速下行，但随着央行、金融监管总局、证监会等推出一揽子利好政策，着力稳定投资者预期，鼓励中长期资金入市，市场逐步回暖，资金净流出情况改善。系列新政策推动资本市场高质量发展，有助于增强市场信心，中长线资金持续加配 A 股，市场流动性有望进一步改善。
- **政策发力提振市场信心，市场情绪将继续修复：**海外方面，当前美国特朗普政府的政策变化持续影响全球经济及资金流动。最新关税政策调整后，中美经贸关系有所缓和，但仍需关注后续谈判进程及最终关税税率，或对 A 股投资者情绪产生扰动。国内方面，预计年内证监会、沪深京交易所将陆续出台配套政策，进一步加力支持资本市场高质量发展，对优化上市标准、服务实体经济、促进科技创新、提高投资者获得感等方面落实政策部署，有助于提振市场的长期信心，吸引长线资金布局 A 股。

分析师：

宫慧菁

执业证书编号：

S0270524010001

电话：

020-32255208

邮箱：

gonghj@wlzq.com.cn

相关研究

改革深化稳市场信心

政策加力支持金融开放与高质量发展

A 股市场流动性有望进一步改善

- **投资建议：**总体看，预计下半年我国经济内生增长动能继续回升、新质生产力加快发展，产业转型升级亮点频现，为资本市场投资提供新的配置机会。7月政治局会议或将释放更多提振经济的政策信号，利好市场信心的修复。宏观调控政策加力支持实体经济，或将创新工具支持资本市场平稳健康发展，资本市场流动性环境有望改善。下半年A股市场有望延续震荡上行，建议积极把握配置窗口期。投资风格方面，预计市场情绪与流动性总体向好，A股市场风格以绩优高景气成长与内需方向下的稳健大蓝筹为主线。可关注发展新质生产力方向下的科技成长板块；全方位扩大内需政策下的大消费产业链。
- **科技成长板块中寻找绩优高景气的“人工智能+”细分方向：**受益于AI技术在多个领域的广泛应用，AI+产业链景气度维持高位。一方面，国产人形机器人、智能驾驶系统及智能家居系统、AI搜索工具等AI产品的大规模应用，效率提升、体验升级和成本降低等优势显现，人工智能已从技术探索迈入规模化落地阶段。预计围绕AI的生态将趋于多元，AI+制造也促进我国供应链迈向高附加值环节，重塑全球供应链格局。另一方面，DeepSeek大模型出现，极大增强市场信心，被誉为国内创新体系从追赶到领先的缩影。在国产化率进一步提升的过程中，资本市场对AI+企业信心增强，推动新一轮AI估值重塑。在政策的大力支持下，未来技术有望持续突破，结合智能制造的完备供应体系和资本市场共同配合，有望推动我国经济向创新驱动型经济体发展。
- **全方位扩大内需下关注大消费板块中绩优、低估的龙头企业：**2025年以来我国以旧换新政策加力扩围，同时全方位扩大内需政策利好下，多地结合自身优势落实政策举措，提振居民消费。从宏观数据看，社零增速延续回升态势，多品类销售额同比持续增长。结合上市公司一季报看，多个大消费产业链中的细分行业业绩明显回暖，盈利能力提升。若上游原材料价格延续低位震荡，企业成本压力有望缓释，叠加国潮品牌崛起、IP经济火热，消费市场亮点持续涌现。预计围绕降低负担、多途径促进居民增收等政策举措将落地，进一步释放居民消费潜力。在需求回暖的带动下，业绩或将延续回升势头，大消费产业链有望继续引领内需市场扩张，助推我国向内需主导型经济转型。消费板块景气度有望维持高位，推动估值的修复，下半年有望形成戴维斯双击。
- **风险因素：**地缘政治风险；国内经济表现不及预期；技术进步不及预期；市场结构发生重大变化。

正文目录

1 2025 上半年 A 股表现回顾	5
1.1 市场走势：年初以来同花顺全 A 走势呈现类“N”字型	5
1.2 宽幅指数表现：主要指数涨跌互现	5
1.3 市场风格偏好和投资主线：低估值、小盘股、绩优股表现较优	6
1.4 估值水平：A 股主要股指估值分位数处于中位水平，具备配置吸引力	7
2 2025 年下半年市场环境展望	9
2.1 A 股盈利展望：Q1 盈利增速边际回升，消费风格盈利水平回升	9
2.2 流动性展望：中长期入市力度加大，提振 A 股市场流动性	13
2.3 风险偏好展望：政策发力提振市场信心，市场情绪将继续修复	15
2.4 投资风格展望：绩优高景气成长与大消费产业链双主线	20
3 配置主线推荐	20
3.1 科技成长板块中寻找绩优高景气的“人工智能+”细分方向	20
3.1.1 我国高度重视人工智能发展，政策支持力度加大，配套政策逐步完善	20
3.1.2 算力需求持续增长，AI 行业景气度维持高位	20
3.1.3 技术突破加快、国产化率提升，国内厂商有望受益	21
3.1.4 AI 技术突破及产品应用落地带动相关行业盈利能力提升	23
3.2 全方位扩大内需下关注大消费板块中绩优、低估的龙头企业	25
3.2.1 政策推动消费品以旧换新加力扩围	25
3.2.2 服务消费成为新亮点，政策支持力度加大	26
3.2.3 居民增收减负将成为未来持续提振消费的重要抓手	28
3.2.4 以旧换新政策刺激消费，商品零售同比增速走高	28
3.2.5 大消费产业链多个行业业绩同比提升	29
3.2.6 高景气行业估值处于历史分位中位偏低水平，配置具备性价比	31
4 风险因素	32
图表 1：2025 年以来同花顺全 A 走势	5
图表 2：2025 年以来 A 股主要指数涨跌幅（%）	6
图表 3：各风格指数涨跌幅（%）	6
图表 4：2025 年以来申万一级行业涨跌幅（%）	7
图表 5：A 股主要指数当前市盈率历史分位数（%）	8
图表 6：A 股主要指数当前市净率历史分位数（%）	8
图表 7：A 股一级行业当前市盈率较 2024 年末变化（%）	8
图表 8：A 股一级行业当前动态市盈率历史分位数和 ROE 一致预测值	9
图表 9：A 股单季度营业收入同比增速（%）	9
图表 10：A 股单季度归母净利润同比增速（%）	10
图表 11：A 股各板块净资产收益率 ROE-TTM（%）	10
图表 12：2025 年主要经济数据预测	11
图表 13：CPI、PPI 单月同比增速(%)	12
图表 14：各板块单季度归母净利润同比增速	12
图表 15：A 股主要指数净利润增速预测(%)	13
图表 16：主动偏股型公募基金资产净值（万亿元）	14
图表 17：偏股型基金新成立份额（亿份）	14

图表 18:	外资持股市值 (万亿元)	15
图表 19:	保险机构持股市值 (万亿元) 及仓位 (% , 右轴)	15
图表 20:	2025 年以来资本市场重要政策及举措汇总	16
图表 21:	A 股日成交额 (亿元) 和换手率 (% , 右轴)	18
图表 22:	2025 年以来申万一级行业日均换手率 (%)	18
图表 23:	沪深京三市的两融余额 (亿元) 及融资买入额占 A 股交易金额比例 (% , 右轴)	19
图表 24:	股债性价比 (%)	19
图表 25:	中国智能算力规模预测 (EFLOPS)	21
图表 26:	2025 年 3 月月活跃用户规模前五的 AI 原生 APP (万个)	21
图表 27:	近年来成立的国产 AI 芯片厂商及其基本信息	22
图表 28:	2025 年以来互联网大厂推理模型代表性布局	22
图表 29:	电子行业单季度归母净利润 (亿元) 及同比增速 (%)	23
图表 30:	半导体、消费电子及光学元件 (右轴) 行业单季度归母净利润同比增速 (%)	23
图表 31:	通信行业单季度归母净利润 (亿元) 及同比增速 (%)	24
图表 32:	电信运营商单季度归母净利润 (亿元) 及同比增速 (%)	24
图表 33:	物联网单季度归母净利润 (亿元) 及同比增速 (%)	24
图表 34:	2025 年消费品以旧换新政策变化	25
图表 35:	2025 年地区消费品以旧换新政策加力扩围领域	26
图表 36:	2025 年服务消费领域政策梳理	27
图表 37:	社会消费品零售额、固定资产投资及出口额累计同比 (%)	29
图表 38:	商品零售额当月值 (亿元) 及累计同比 (%)	29
图表 39:	2025 年 5 月各类限额以上单位商品零售额累计同比 (%)	29
图表 40:	消费领域行业 2025Q1 营业收入同比增速 (%)	30
图表 41:	消费领域行业 2025Q1 归母净利润同比增速 (%)	30
图表 42:	2025 年 5 月家用电器行业主要原材料月均价格较上年末变化 (%)	31
图表 43:	2025 年 5 月汽车行业主要原材料月均价格较上年末变化 (%)	31
图表 44:	消费板块各行业估值水平	31

1 2025 上半年 A 股表现回顾

1.1 市场走势：年初以来同花顺全 A 走势呈现类 “N” 字型

以同花顺全 A 走势看，今年以来市场表现可分为以下阶段：（1）1 月至 3 月中旬，国产大模型的技术突破带动科技成长板块交投热度提升，3 月市场情绪受两会召开与“两新两重”政策的影响持续回暖，A 股总体上涨；（2）3 月下旬至 4 月初，受美国对我国加征关税的影响，A 股由涨转跌；（3）4 月以来，关税政策逐步调整，伴随稳外贸、扩内需、促发展、稳就业等系列政策利好提振，同时央行、证监会等多措并举活跃资本市场，A 股市场投资者情绪再度得到提振，交投活跃度改善，A 股呈回升走势。

图表1：2025 年以来同花顺全 A 走势



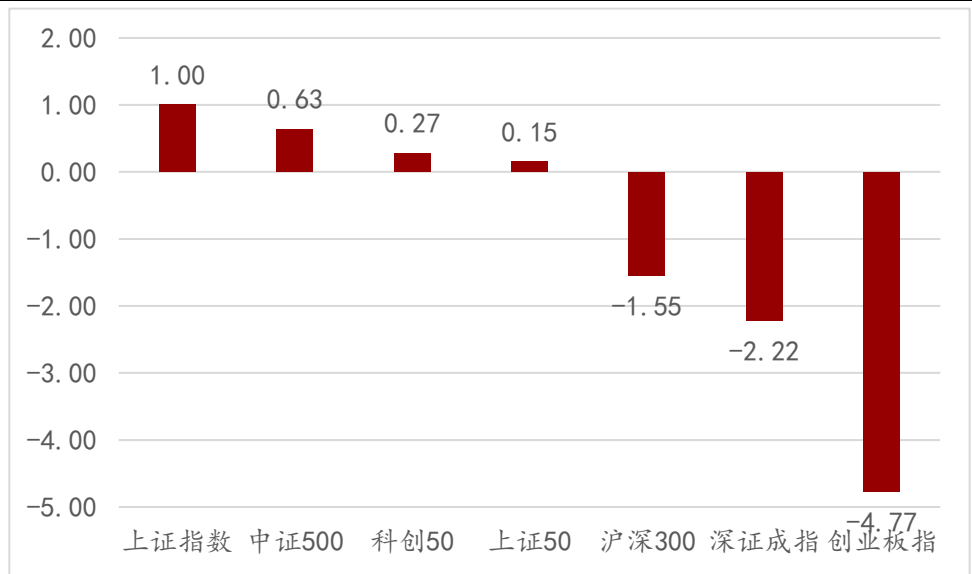
资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至 2025 年 6 月 6 日

1.2 宽幅指数表现：主要指数涨跌互现

截至 2025 年 6 月 6 日，今年以来上证综指涨 1.00%。A 股主要宽幅指数涨跌不一，其中，创业板指（-4.77%）跌幅最大，深证成指（-2.22%）次之。大盘蓝筹表现出现分化，上证 50 上涨 0.15%，沪深 300 下跌 1.55%。

图表2: 2025年以来A股主要指数涨跌幅(%)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 数据截至2025年6月6日

1.3 市场风格偏好和投资主线: 低估值、小盘股、绩优股表现较优

从市场风格看,截至2025年6月6日,五大风格指数中,除稳定风格指数外,其余风格指数均上涨。其中周期风格指数上涨4.76%,位列第一,消费风格指数(2.27%)和金融风格指数(2.24%)涨幅分别位列第二和第三。相较2024H2,稳定风格指数由涨转跌,其余风格板块涨幅收窄。分规模看,2025H1小盘指数上涨3.46%,大盘指数和中盘指数有所下跌。从估值水平看,低市盈率指数表现明显优于中、高市盈率指数,2025H1上涨3.26%。从业绩表现看,绩优股指数和微利股指数分别上涨5.02%、2.36%,亏损股指数下跌。

图表3: 各风格指数涨跌幅(%)

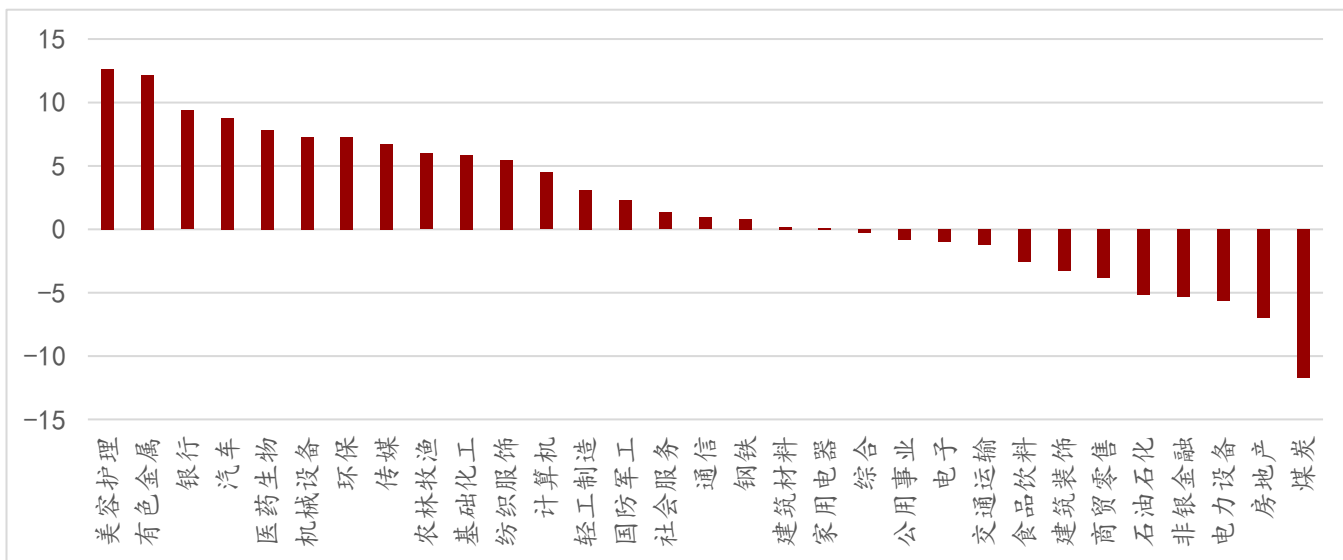
分类	指数	2025H1	2024H2	2024H1	2023H2	2023H1
风格	金融	2.24	30.65	2.79	30.15	-0.71
	周期	4.76	9.35	-1.38	3.93	1.28
	消费	2.27	13.06	-13.23	-7.12	-2.59
	成长	1.92	27.49	-14.74	-5.97	8.11
	稳定	-0.61	8.24	8.74	9.20	10.09
规模	大盘指数	-1.49	14.84	0.72	3.57	-2.18
	中盘指数	-2.64	12.95	-4.49	-4.23	-0.59
	小盘指数	3.46	19.91	-14.86	-8.22	6.68
估值	高市盈率指数	0.52	30.76	-15.65	-3.36	1.62
	中市盈率指数	0.75	15.75	-12.07	-6.41	-3.82
	低市盈率指数	3.26	11.09	8.25	11.11	0.50
股价	高价股指数	-1.18	16.16	-11.72	-11.34	-8.07
	中价股指数	7.27	16.70	-9.88	1.04	10.98
	低价股指数	0.20	53.51	-22.32	17.60	1.45
业绩	绩优股指数	5.02	37.53	-26.06	-0.28	0.79
	微利股指数	2.36	27.73	-16.29	0.01	7.06
	亏损股指数	-1.51	6.65	-13.38	-18.18	-10.80

资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 数据截至2025年6月6日

分行业看，截至2025年6月6日，得益于消费提振政策对需求的刺激与国货美妆的加速发展，今年以来美容护理行业上涨12.64%，位居申万一级行业第一。美国“对等关税”的政策不确定性引发市场避险情绪进而推升金价，同时“两新”政策带动工业金属下游需求，有色金属（12.16%）行业涨幅位列第二。煤炭（-11.68%）、房地产（-6.97%）等行业跌幅较大。

图表4：2025年以来申万一级行业涨跌幅（%）



资料来源：同花顺，万联证券研究所

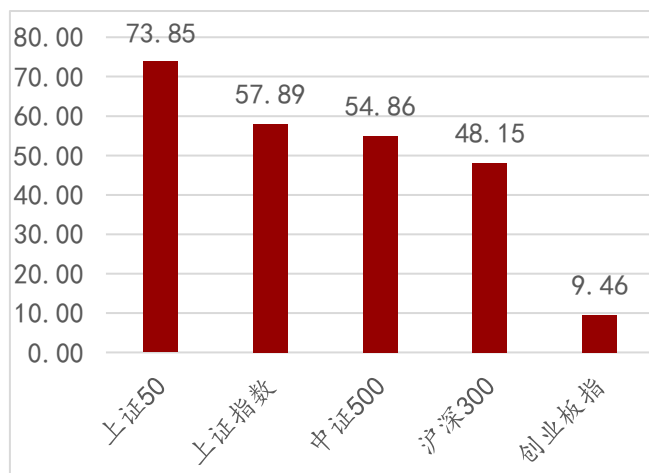
注：数据截至2025年6月6日

从市场走势与行业涨跌幅看，2025年以来以下领域表现较好：1）美容护理、汽车等行业受提振内需政策红利明显；2）在金价创历史新高、避险情绪发酵等影响下，有色金属、银行等板块表现持续强势；3）设备更新及“两重”项目建设加快，下游需求有支撑，机械设备等板块实现上涨。

1.4 估值水平：A股主要股指估值分位数处于中位水平，具备配置吸引力

截至2025年6月6日，A股主要股指市盈率均较2024年年末有所回落，当前估值处于近十年来历史分位数的中位水平。从市盈率角度看，上证50当前市盈率处于历史70%-75%分位数区间，上证指数、中证500当前市盈率分位数分别位于历史55%-60%、50%-55%区间，创业板指当前市盈率历史分位数最低，仅为9.46%。从市净率角度看，除上证50以外，当前A股主要股指市净率均低于历史50%分位数水平，其中沪深300（11.72%）当前市净率历史分位数最低。

图表5: A股主要指数当前市盈率历史分位数(%)

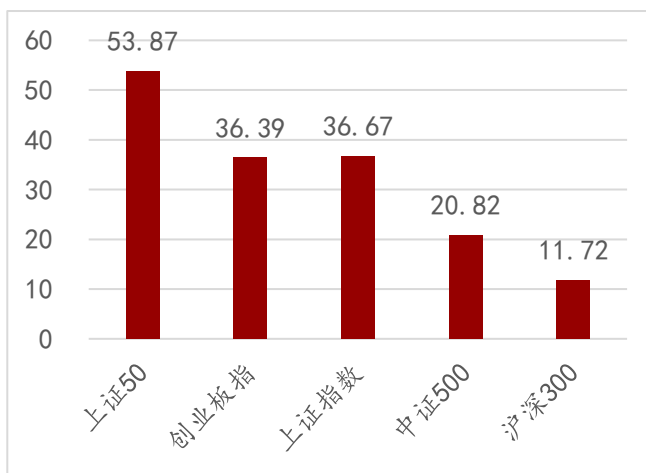


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 数据截至2025年6月6日, 历史分位数起点时间为2015年6月6日

注: 数据提取规则为: 剔除负值, TTM基准日为报表截止日期

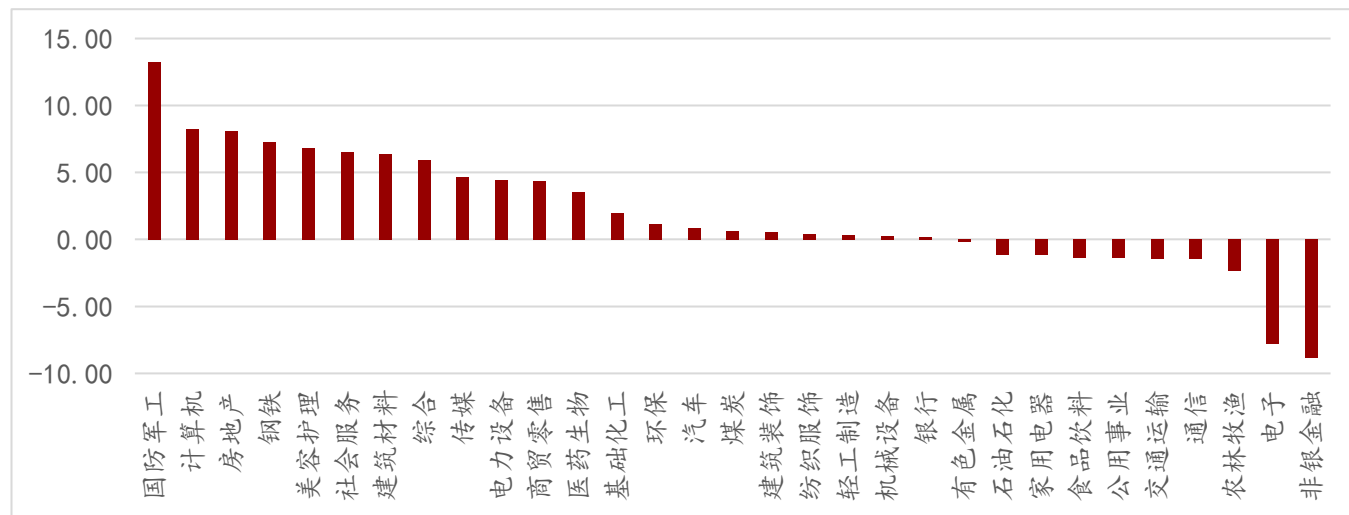
图表6: A股主要指数当前市净率历史分位数(%)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

分行业看,截至2025年6月6日,与2024年末相比,申万一级行业市盈率表现分化,市盈率提升的行业包括国防军工、计算机、房地产、钢铁、美容护理等行业,需求回暖、政策支持力度加大、行业景气度回升均是提振因素;非银金融、电子、农林牧渔等行业估值降幅较大。

图表7: A股一级行业当前市盈率较2024年末变化(%)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 数据截至2025年6月6日

结合行业ROE一致预期分析,截至2025年6月6日,受益于政策利好、需求回暖、预期改善等因素共同作用,食品饮料、家用电器、社会服务等行业在2025年有较高的预期ROE,显示市场对其利润增长仍保持信心。值得关注的是,食品饮料、社会服务、家用电器、美容护理等行业ROE预期相对较高,且行业估值水平修复潜力大,配置价值凸显。

图表8: A股一级行业当前动态市盈率历史分位数和ROE一致预测值



资料来源: Wind, 同花顺, 万联证券研究所

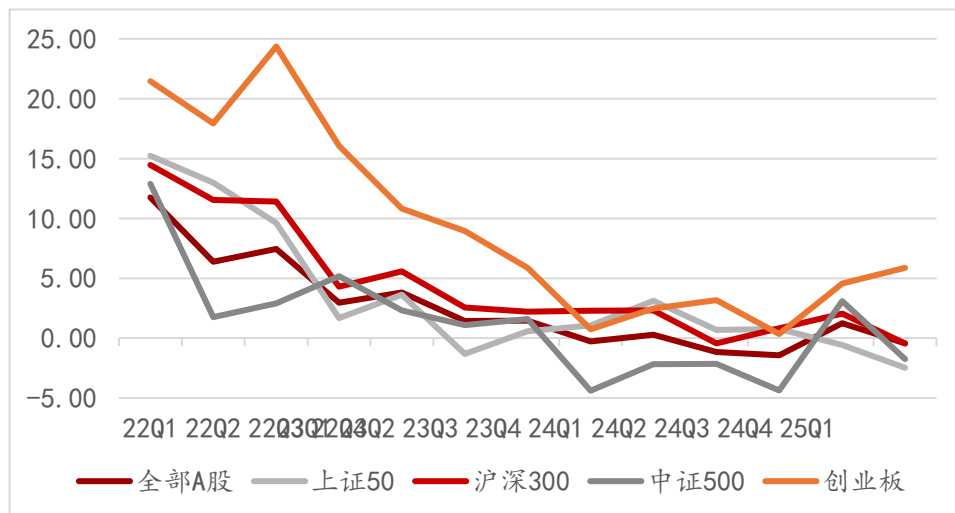
注: 数据截至2025年6月6日

2 2025年下半年市场环境展望

2.1 A股盈利展望: Q1盈利增速边际回升, 消费风格盈利水平回升

营收端: 25Q1同花顺全A营收同比小幅回落。在主要指数中, 创业板营收同比小幅增长, 表现较好。2025Q1同花顺全A营收达16.84万亿元, 营收同比增速较24Q1下降0.71pct至-0.43%。边际上看, 全部A股营收环比下降12.36%。分指数看, 上证50/沪深300/中证500/创业板25Q1营业收入分别为4.98万亿元/10.23万亿元/2.61万亿元/0.95万亿元, 25Q1营收同比增速分别为-2.48%/-0.45%/-1.76%/5.88%, 较2024年四季度营收增速均下降。

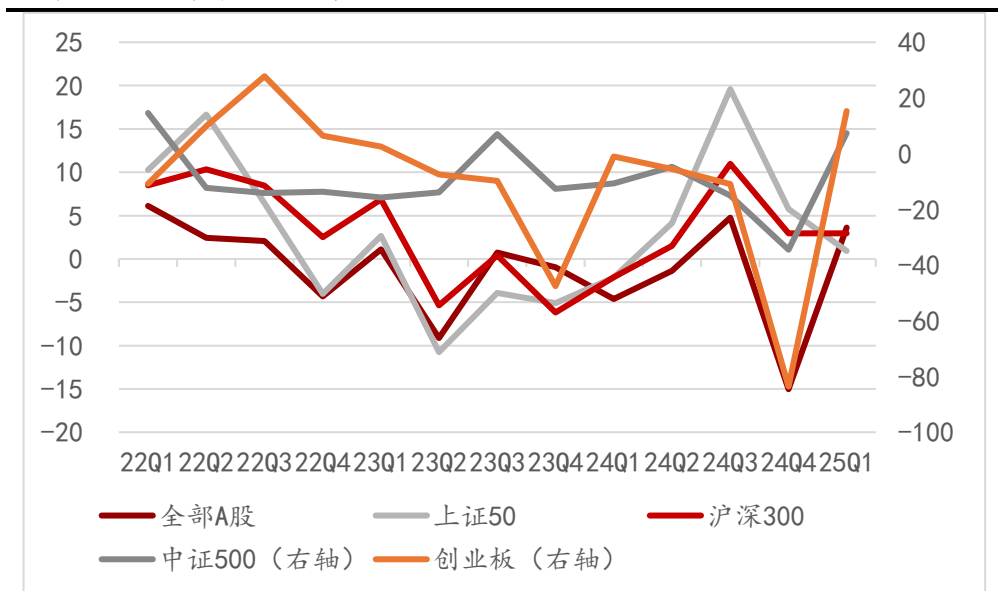
图表9: A股单季度营业收入同比增速 (%)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

利润端：A股归母净利润同比改善明显。2025Q1同花顺全A归母净利润为1.49万亿元，同比增长3.61%，增速较24Q1提升8.24pct。分指数看，2025Q1上证50/沪深300/中证500/创业板归母净利润分别为6,393.70亿元/12,053.09亿元/1,345.53亿元/715.44亿元，25Q1归母净利润同比增速分别为0.90%/2.96%/7.41%/15.29%。环比看，主要指数一季度归母净利润较2024Q4均有所提升，其中创业板指利润环比增幅最大。

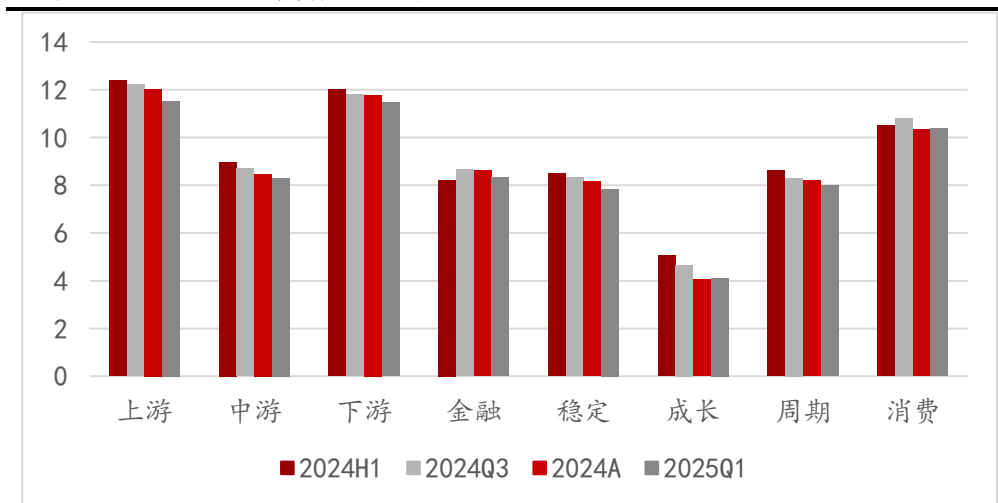
图表10: A股单季度归母净利润同比增速(%)



资料来源：同花顺，万联证券研究所

从上中下游不同板块盈利情况看，截至2025年一季报数据，中游行业ROE水平相对稳定，ROE较2024Q4波动较小。分风格看，25Q1消费风格盈利表现亮眼，一季度ROE达10.39%。从变动情况看，多数风格ROE较2024年四季度有所下降，但成长及消费风格ROE较上期分别提升6.74pct和5.72pct。

图表11: A股各板块净资产收益率ROE-TTM(%)



资料来源：同花顺，Wind，万联证券研究所

注：数据提取规则为：ROE(TTM, 整体法)

按不变价格计算,2025年一季度我国GDP同比增长5.4%,比2024年四季度环比增长1.2%,国民经济实现良好开局。在推动经济结构转型升级方面,新质生产力加快培育,高质量发展向新向好。预计随着政策效应持续释放,在供给端,生产供给有望维持较快增长。一季度我国规模以上工业增加值同比增长6.5%,比2024年全年加快0.7个百分点。预计下半年景气度维持平稳,制造业继续向高技术、绿色化等方向迈进。

在需求侧,全方位扩大内需的政策提振下,国内需求不断扩大。一季度社零、固定资产投资增速均实现回升。消费方面,今年以来“以旧换新”政策覆盖范围进一步扩大,着力提升市场主体的支出意愿。预计政策将从居民的工资性收入、财产性收入,定向补贴/激励等维度继续发力,改善居民收入现金流,疏通消费堵点。固定资产投资方面,“两重”建设提速,2025年已安排近5,000亿元,支持沿长江交通基础设施、农业转移人口市民化、高标准农田建设、城市地下管网、“三北”工程等一批重大项目建设。

4月以来中美经贸关系再生波澜。美国“对等关税”政策损害全球贸易环境。中美在日内瓦发表联合声明后,阶段性缓和了双边关系。短期内我国出口下行压力降低。但当前全球贸易保护主义和逆全球化抬头,未来谈判进程及最终关税税率仍将对我国出口产业链造成扰动。外部压力或促使我国加快产业结构调整 and 升级步伐,推动企业加大研发投入,提高产品技术含量和附加值,增强出口商品的国际竞争力。同时,我国将进一步扩大内需市场,降低经济增长对外部市场的依赖。

通胀方面,PPI方面,全球贸易环境的不确定性加大,部分国际大宗商品价格下行,对相关行业价格带来影响。其中,黑色建材和石油化工品或受拖累。CPI方面,前五月CPI同比下降0.1%,物价水平稳中偏弱。央行在一季度货币政策执行报告中指出,我国实体经济供强需弱的矛盾持续存在,主要价格指标低位运行。值得注意的是,在服务消费需求回暖、消费场景创新的共同带动下,文旅、出行服务等价格或有所回升。

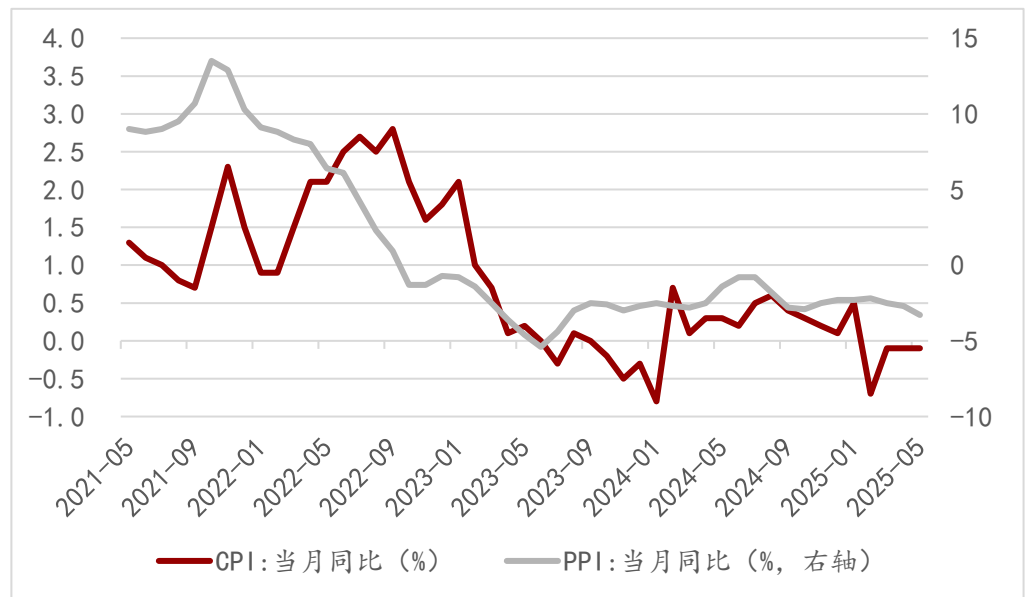
图表12: 2025年主要经济数据预测

指标	2025F	2024	2023	2022	2021	2020
经济						
GDP (%)	4.41	5.00	5.40	3.10	8.6	2.3
工业增加值 (%)	4.80	5.80	4.60	3.60	9.6	2.8
固定资产投资 (%)	4.10	3.20	3.00	5.10	4.9	2.9
固定资产投资: 制造业 (%)	8.00	--	6.48	9.10	13.5	-2.2
固定资产投资: 基础设施建设 (%)	8.70	4.40	5.90	9.40	0.4	0.9
固定资产投资: 房地产开发 (%)	-8.10	-10.60	-9.60	-10.00	4.4	7
社会消费品零售 (%)	4.05	3.50	7.20	-0.20	12.5	-3.9
进口 (%)	-2.37	1.10	-5.53	0.74	30.05	-0.6
出口 (%)	-1.63	5.84	-4.67	5.58	29.62	3.62
贸易差额 (亿美元)	7,014.00	9,914.08	8,221.03	8,379.27	6366.1	5239.9
通胀						
CPI (%)	-0.07	0.20	0.20	2.00	0.9	2.5
PPI (%)	-2.10	-2.20	-3.00	4.10	8.1	-1.8
金融数据						
M2 (%)	7.60	7.30	9.70	11.80	9	10.1
人民币贷款 (%)	7.00	7.60	10.60	11.10	11.6	12.8
社会融资规模 (亿元)	361,000.00	322,559.00	355,875.00	320,096.00	313509	348633
1年期MLF利率 (%)	1.90	2.00	2.50	2.75	2.95	2.95
1年期存款利率 (%)	1.25	1.50	1.50	1.50	1.5	1.5
1年期贷款利率 (%)	--	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35
1年期LPR (%)	2.88	3.10	3.45	3.65	3.8	3.85
5年期LPR (%)	3.38	3.60	4.20	4.30	4.65	4.65
美元/人民币	7.19	7.19	7.08	6.96	6.38	6.52

资料来源: Wind, 万联证券研究所

注: 数据截至2025年6月4日

图表13: CPI、PPI单月同比增速(%)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 数据截至2025年5月

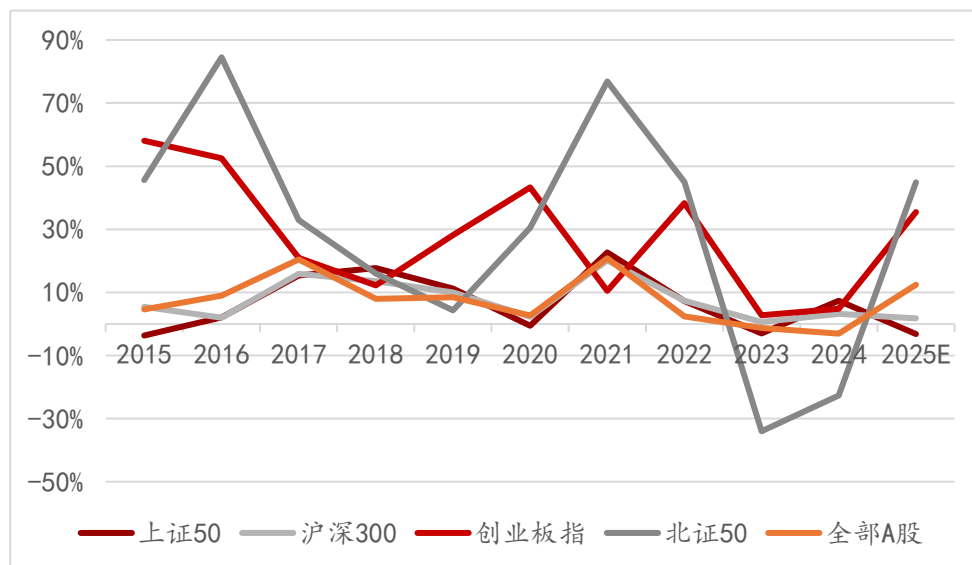
图表14: 各板块单季度归母净利润增速(%)

板块	2021Q1	2022Q1	2023Q1	2024Q1	2025Q1
上游	2.18%	0.43%	-0.34%	-0.42%	1.61%
中游	249.51%	11.55%	0.60%	6.28%	-1.57%
下游(可选消费)	202.19%	-9.96%	14.23%	2.70%	3.13%
下游(必选消费)	49.01%	-54.83%	28.58%	31.99%	469.69%
下游(公共服务)	84.81%	-41.70%	47.13%	22.61%	1.46%
TMT	252.61%	-13.41%	1.83%	-15.16%	186.46%
周期	23.81%	-7.19%	18.02%	-27.24%	-189.62%
其他	-49.10%	612.76%	-13.25%	-75.07%	203.36%

资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

下半年随着国内经济延续回升向好,企业经营环境的改善有望带来盈利能力和现金流继续温和修复。截至5月31日预测数据,预计2025年全部A股净利润增速回升至约12%,多数A股宽幅指数2025年预测净利润同比正增长。伴随着成本压力缓释,需求增长偏强的领域如汽车、电子产品等实物消费、服务消费、设备更新等领域预计盈利改善幅度较大。

图表15: A股主要指数净利润增速预测(%)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 数据截至2025年5月31日

注: 2025年为预测值

2.2 流动性展望: 中长期入市力度加大, 提振 A 股市场流动性

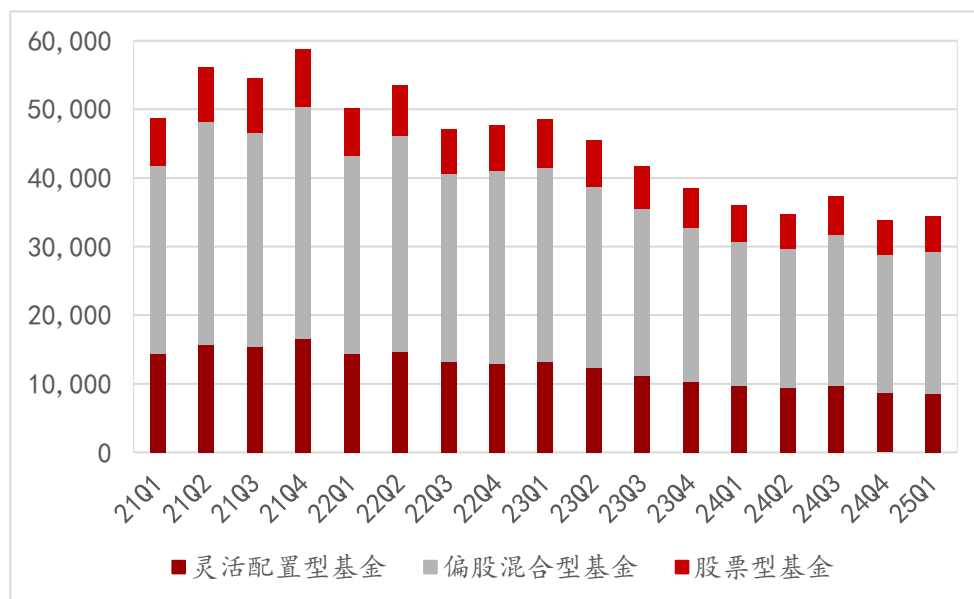
今年以来央行货币政策采取“适度宽松”的基调, 国内宏观流动性延续偏宽松格局。数量政策方面, 5月央行降准0.5个百分点, 释放中长期流动性约1万亿元。同时, 阶段性将汽车金融公司、金融租赁公司的存款准备金率从5%降至0%, 增强对特定领域的信贷供给能力。此次降准后, 金融机构加权平均存款准备金率降至6.2%。价格政策方面, 一是央行下调7天期逆回购操作利率10bp至1.4%, 带动LPR同步下行; 二是将各类专项结构性工具利率下调25个基点至1.5%, 预计每年可节约银行资金成本150-200亿元; 三是将个人住房公积金贷款利率下调25bp, 其中五年期以上首套房利率降至2.6%, 预计每年节省居民利息支出超200亿元。

除月末时点有所扰动外, 银行间资金利率持续低位运行。央行在一季度货币政策执行报告中表示, 将灵活把握政策实施的力度和节奏, 保持流动性充裕, 推动社会综合融资成本下降。发挥好货币政策工具总量和结构双重功能, 坚持聚焦重点、合理适度、有进有退, 引导金融机构加力支持科技金融、绿色金融、普惠小微、扩大消费、稳定外贸等。

资本市场方面, 央行优化两项资本市场支持工具, 合并额度至8,000亿元, 并宣布将创设科技创新债券风险分担工具。今年春节后, DeepSeek大模型的出现引发了全球对人工智能技术的新认知, 我国科技行业受到瞩目, 带动市场投资热情回升, 流动性改善, 资金加速流入科技成长板块。3月市场有所回调, 资金呈现净流出态势。4月在中美关税摩擦冲击下, 市场出现快速下行, 但随着央行、金融监管总局、证监会等推出一揽子利好政策, 着力稳定投资者预期, 鼓励中长期资金入市, 市场逐步回暖, 资金净流出情况改善。

展望下半年, 系列新政策推动资本市场高质量发展, 有助于增强市场信心, 以中央汇金公司、保险资金等为代表的中长线资金持续加配A股, 市场流动性有望进一步改善。下半年美联储或开启降息, 全球资本流向或出现变化。随着A股上市公司盈利预期回暖、估值性价比仍较高, A股对外资具备吸引力。

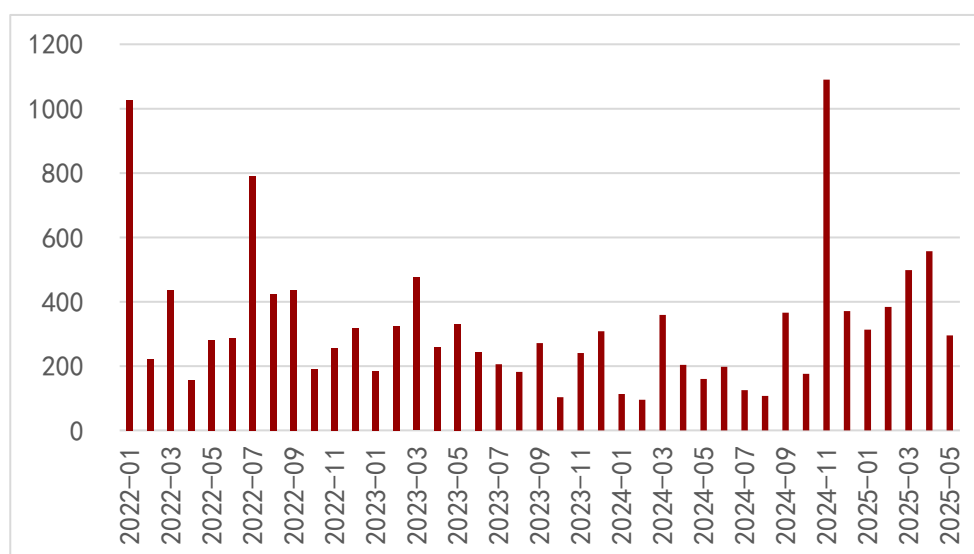
图表16: 主动偏股型公募基金资产净值(万亿元)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 数据截至2025年5月31日

图表17: 偏股型基金新成立份额(亿份)

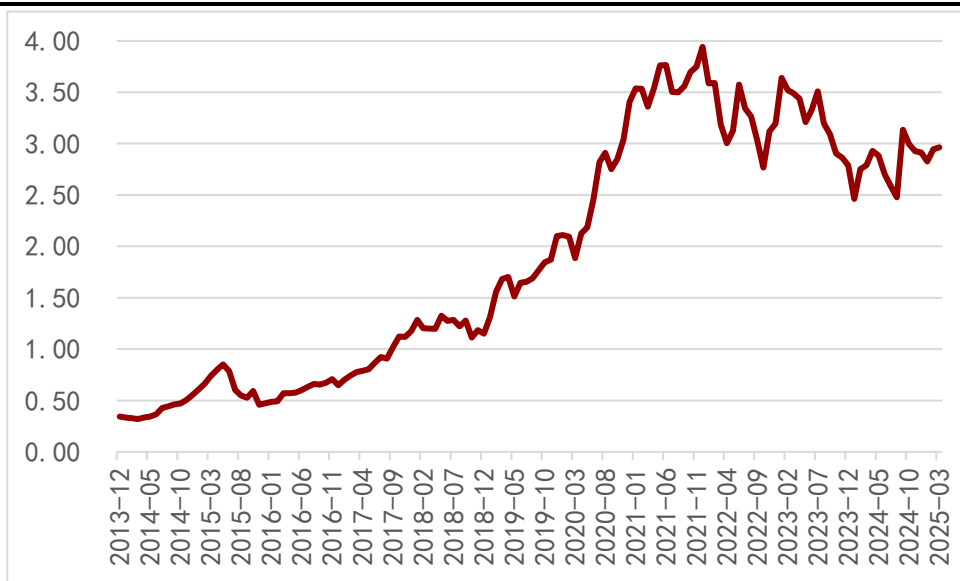


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 数据截至2025年5月31日

截至2025Q1, 外资持股市值达到2.97万亿元, 同比2024年Q1增加6.29%, 总体呈现回升态势。保险机构持股市值自2024年Q1以来也有所上行, 截至2025年Q1, 保险机构持股市值为2.82万亿元, 同比2024年Q1增长44.62%。仓位比例达到8.07%, 较2024年年末提升0.77pct。

图表18: 外资持股市值(万亿元)

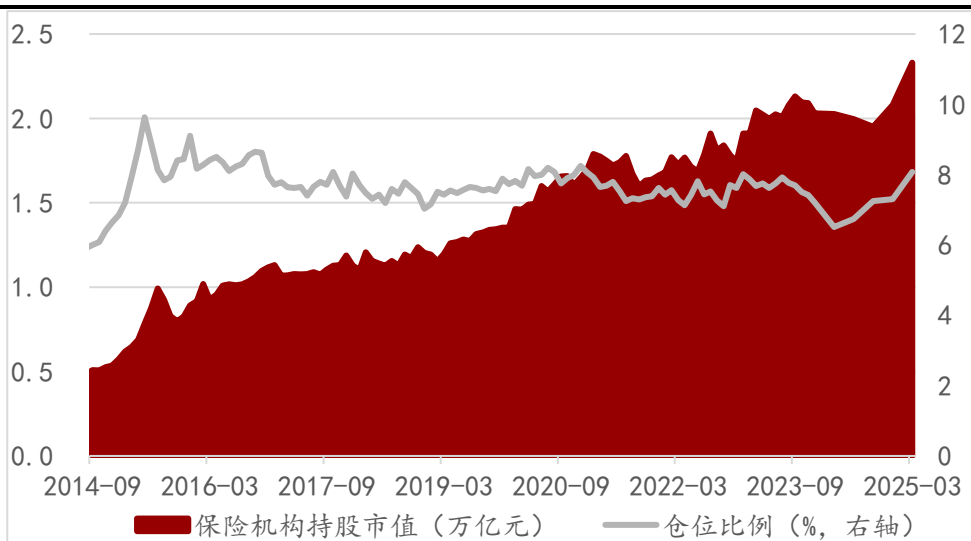


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 数据截至2025年3月31日

注: 外资持股市值口径为: “境外机构和个人持有境内人民币金融资产: 股票”

图表19: 保险机构持股市值(万亿元)及仓位(%，右轴)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 数据截至2025年3月31日

注: 保险机构持股市值口径为: 2023年12月31日以前, 按照“保险业: 资金运用余额: 投资: 股票和证券投资基金”, 其中股票按60%比例估算保险机构的持有规模; 2024年开始使用“财产险公司: 资金运用余额: 股票”和“人身险公司: 资金运用余额: 股票”的合计值来估算保险机构的持股市值及仓位。

2.3 风险偏好展望: 政策发力提振市场信心, 市场情绪将继续修复

从外部看, 全球经济面临增长动能不足、贸易保护主义加剧和地缘政治紧张等挑战。地缘政治风险频发一定程度上压抑了投资者的风险偏好, 推动黄金等避险资产价格上涨。当前美国特朗普政府的政策变化持续影响全球经济及资金流动。最新关税政策

调整后，中美经贸关系有所缓和，但仍需关注后续谈判进程及最终关税税率，或对A股投资者情绪产生扰动。

今年以来，美联储已连续三次议息会议宣布联邦基金利率维持在4.25%-4.50%区间不变。最新议息纪要显示，联储官员认为美国经济前景的不确定性进一步加剧，失业率上升和通胀上升的风险抬头。政府政策最终的调整幅度及其对经济的影响高度不确定。若下半年美联储重启降息进程，美债收益率预计将高位回落。全球资金流向或发生变化，有利于缓解人民币汇率面临的外部压力。对于A股市场而言，外资参与热情或增加。

国内方面，年初以来央行、金融监管总局、证监会等多措并举，推动市场长远健康发展，落实2024年12月中央经济工作会议及2025年4月政治局会议提出的稳股市要求，先后发布了《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》、《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》、《推动公募基金高质量发展行动方案》等新政策。同时，在两会专题记者会、“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”有关情况介绍会、投资者座谈会等多场合持续推动中长期资金入市、提高上市公司质量、着重加强投资者保护。预计年内证监会、沪深京交易所将陆续出台配套政策，进一步加力支持资本市场高质量发展，对优化上市标准、服务实体经济、促进科技创新、提高投资者获得感等方面落实政策部署，有助于提振市场的长期信心，吸引长线资金布局A股。

图表20：2025年以来资本市场重要政策及举措汇总

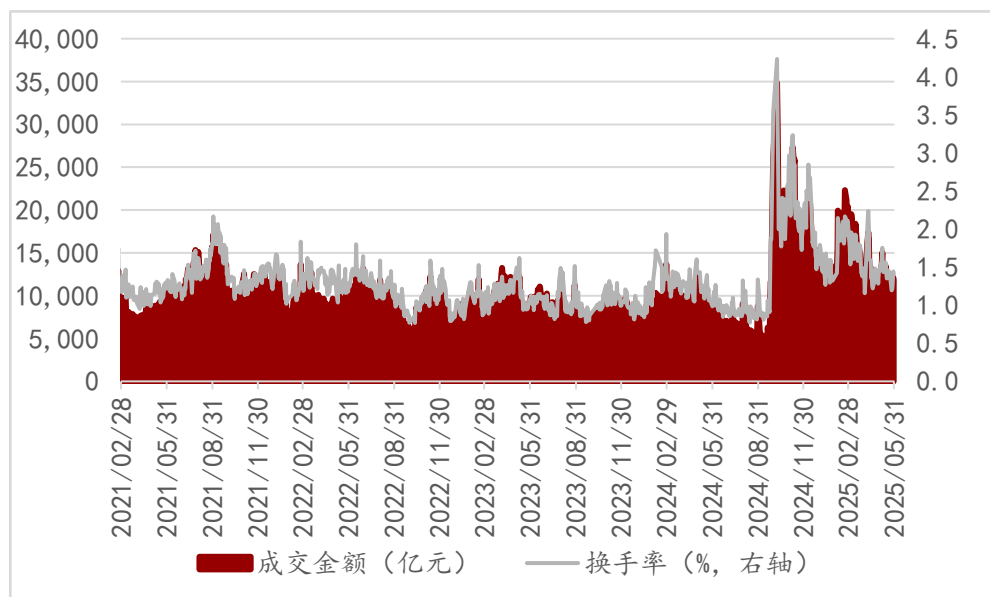
发布机构	时间	会议/政策/事件	内容
证监会	2025/1/22	中央金融办 中国证监会 财政部 人力资源社会保障部中国人民银行 金融监管总局联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》	《方案》主要举措包括：提升商业保险资金 A 股投资比例与稳定性；优化全国社会保障基金、基本养老保险基金投资管理机制；提高企（职）业年金基金市场化投资运作水平；提高权益类基金的规模和占比，建立基金管理人、基金经理与投资者的利益绑定机制，提升投资者获得感，推动私募证券投资基金运作规则落地；优化资本市场投资生态，引导上市公司加大股份回购力度，落实一年多次分红政策，推动上市公司加大股份回购增持再贷款工具的运用。
证监会	2025/2/7	关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见	《实施意见》要求，要加强对科技型企业全链条全生命周期的金融服务，支持优质科技型企业发行上市，加大多层次债券市场对科技创新的支持力度；丰富资本市场推动绿色低碳转型的产品制度体系；提升资本市场服务普惠金融效能，完善资本市场服务中小微企业制度安排，更好满足居民多元化投资需求；推动资本市场更好满足多元化养老金融需求；加快推进数字化、智能化赋能资本市场。
证监会	2025/2/8	证监会召开投资者座谈会	座谈中，投资者代表围绕进一步严把上市公司入口关、更加精准支持优质企业上市、正确看待并健全量化交易监管、深化公募基金改革、等提出了意见建议。证监会党委书记、主席吴清强调，证监会将坚持问需于市场、问计于市场、问道于市场，牢牢把握中小投资者占绝大多数的基本市情，持续加强与各类投资者沟通，及时回应投资者关切，进一步推动上市公司增强回报投资者的意识和能力，不断健全投资者保护长效机制，努力营造融资更规范、投资更安心的市场生态环境，推动资本市场高质量发展不断迈上新台阶。
新华网	2025/3/6	十四届全国人大	记者会上，中国证券监督管理委员会主席吴清介绍，这一年来，

		三次会议经济主题记者会	中国证监会系统性重塑基础制度和监管底层逻辑，投资者预期和市场信心都在明显改善：在强监管、保护投资者方面，坚持严监严管；在防风险、稳信心方面，打出了积极推动更多增量资金入市等一系列“组合拳”；在抓改革、促高质量发展方面，围绕服务科技创新和新质生产力发展，出台“科技十六条”“科创板八条”等举措。吴清表示，中国证监会将从大力度培育长期资本耐心资本、加大支持科创的金融产品服务供给等方面着手，积极研究、不断完善支持新质生产力发展的体制机制和产品服务体系。
中国政府网	2025/4/25	中共中央政治局召开会议 分析研究当前经济形势和经济工作 中共中央总书记习近平主持会议	会议指出，要坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，统筹国内经济工作和国际经贸斗争，坚定不移办好自己事，坚定不移扩大高水平对外开放，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性。会议指出，要持续稳定和活跃资本市场。
中国政府网	2025/5/7	国务院新闻办就“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”有关情况举行发布会	发布会上，中国证监会主席吴清介绍，证监会将重点抓好几件事：第一，近期将出台深化科创板、创业板改革政策措施，在市场层次、审核机制、投资者保护等方面进一步增强制度包容性、适应性。第二，抓紧发布新修订的《上市公司重大资产重组管理办法》，更好发挥资本市场并购重组主渠道作用。第三，大力发展科技创新债券，完善增信支持；大力推动中长期资金入市，协同各方继续提升各类中长期资金入市规模和占比。
证监会	2025/5/7	推动公募基金高质量发展行动方案	《方案》旨在推动公募基金行业实现高质量发展，优化基金运营模式，提升投资者获得感，加强监管体系建设，促进行业健康发展。《方案》提出了几点主要措施，包括：优化基金运营模式，建立健全基金公司收入报酬与投资者回报绑定机制；完善行业考核评价制度，全面强化长周期考核与激励约束机制；大力提升公募基金权益投资规模与占比，促进行业功能发挥；促进行业高质量发展，加快建设一流投资机构。

资料来源：中国政府网，证监会，新华网，万联证券研究所整理

截至5月31日，2025年A股日均成交额为14,013.88亿元，较2024年日均成交额提升31.81%。杠杆资金方面，2025年一季度A股市场两融余额冲高后有所回落，二季度以来较为稳定。两融交易额占A股总成交额比例自年初震荡下滑，市场风险偏好仍有改善空间。预计下半年随着企业经营业绩预期改善、市场流动性回升，投资者情绪有望继续回暖。分行业看，通信、计算机和机械设备行业交投热情较高，换手率在申万一级行业中排名居前。展望下半年，科技成长板块中继续关注技术取得新突破，应用落地带来新的热点，TMT领域市场关注度或维持高位。此外，全方位扩大内需的政策提振下，“两重两新”政策扩围发力，设备购置及汽车、家电等消费赛道或将维持较高景气度，同时，服务消费等新需求涌现，有望成为亮点吸引资金配置。

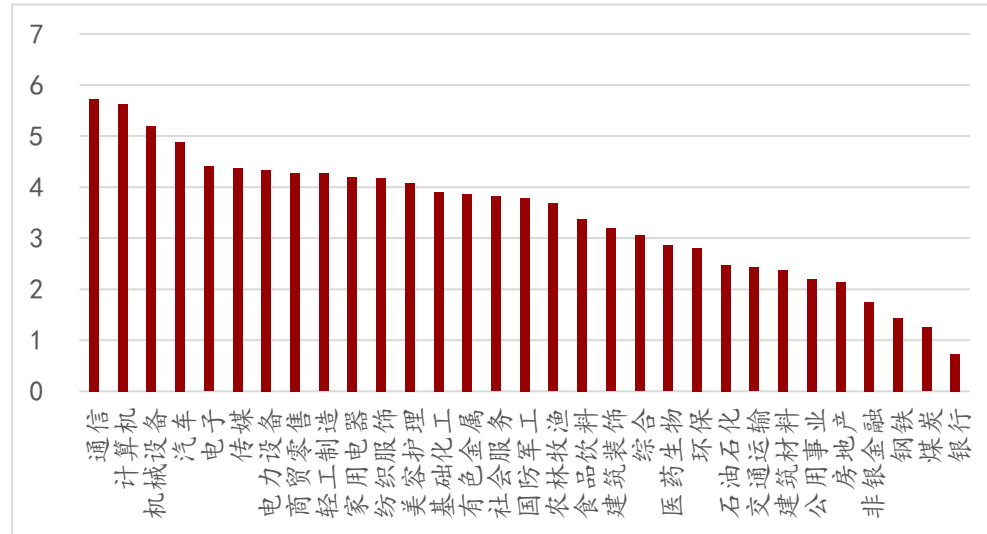
图表21: A股日成交额(亿元)和换手率(%，右轴)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 数据截至2025年5月31日

图表22: 2025年以来申万一级行业日均换手率(%)

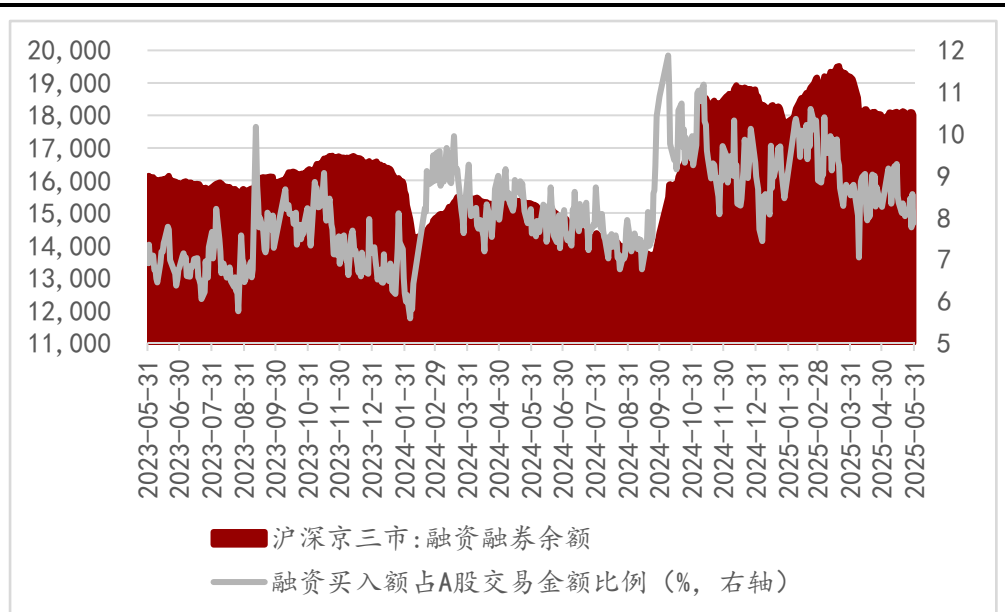


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 数据截至2025年5月31日

注: 计算方式为取算术平均

图表23: 沪深京三市的两融余额（亿元）及融资买入额占A股交易金额比例（%，右轴）

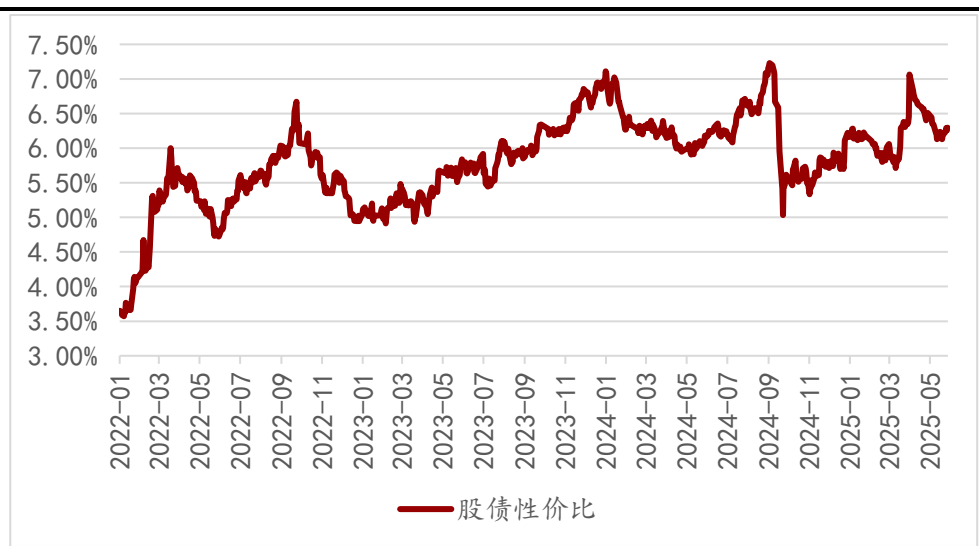


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 数据截至2025年5月31日

截至5月31日, 当月股债性价比日均值为6.25%, 今年4月初, 受中美贸易摩擦升级影响, 股债性价比再次触及2022年以来的高位, 随后呈回落态势。展望下半年, 国内经济有望延续回升向好, 在成本压力缓释、需求预期扩张下, A股上市公司业绩的改善预期增强。随着流动性回升, A股中枢抬升动能有望进一步积聚, 当前仍是权益配置窗口期。

图表24: 股债性价比 (%)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 数据截至2025年5月31日

注: 股债性价比计算公式=1/沪深300指数PE-10年期国债收益率

2.4 投资风格展望：绩优高景气成长与大消费产业链双主线

今年一季度我国经济实现良好开局，国内经济延续向新向好态势，全方位扩大内需等政策效果显现，科技创新持续取得突破，宏观调控更加积极有为，预计将高质量完成“十四五”规划目标任务，有望带动企业盈利预期改善。年初至今多项资本市场新政落地，体现国家对资本市场发展的高度重视。证监会进一步推动资本市场高质量发展，在引导中长期资金入市、提高上市公司质量、优化制度设计、加强投资者权益保护等方面持续发力。截至2025年5月末，今年上证综指呈现震荡上行走势。一季度主要指数集体上行，科创类指数表现较优。3月A股有所调整，市场交投热情有所回落。4月初受美国对等关税政策影响，投资者情绪较低，主要指数快速下行。但一揽子支持政策迅速出台，有力有效稳住市场，中央汇金公司为代表的中长期资金发挥类平准基金作用，市场流动性快速修复。4月中旬以来A股主要指数表现分化，大盘蓝筹表现较优，中小创持续震荡。市场风格有所变化。

总体看，预计下半年我国经济内生增长动能继续回升、新质生产力加快发展，产业转型升级亮点频现，为资本市场投资提供新的配置机会。7月政治局会议或将释放更多提振经济的政策信号，利好市场信心的修复。宏观调控政策加力支持实体经济，或将创新工具支持资本市场平稳健康发展，资本市场流动性环境有望改善。下半年A股市场有望延续震荡上行，建议积极把握配置窗口期。投资风格方面，预计市场情绪与流动性总体向好，A股市场风格以绩优高景气成长与内需方向下的稳健大蓝筹为主线。可关注发展新质生产力方向下的科技成长板块；全方位扩大内需政策下的大消费产业链。

3 配置主线推荐

3.1 科技成长板块中寻找绩优高景气的“人工智能+”细分方向

3.1.1 我国高度重视人工智能发展，政策支持力度加大，配套政策逐步完善

中共中央政治局4月25日下午就加强人工智能发展和监管进行第二十次集体学习。中共中央总书记习近平在主持学习时强调，面对新一代人工智能技术快速演进的新形势，要充分发挥新型举国体制优势，坚持自立自强，突出应用导向。习近平强调，人工智能作为新技术新领域，政策支持很重要。

在今年两会政府工作报告中，人工智能与产业的融合发展被进一步强调。报告要求激发数字经济创新活力。持续推进“人工智能+”行动，将数字技术与制造优势、市场优势更好结合起来，支持大模型广泛应用。

在政策方面，当前已有就发展人工智能产业的直接支持性政策，国内部分重点城市也积极布局人工智能产业。同时就加快构建科技金融体制，有力支撑高水平科技自立自强也出台了一系列金融支持政策，对人工智能产业发展提供资金支持。

随着我国科技创新步伐继续加快，科创成果与技术迭代将更加紧密地与产业发展融合，孕育新的商业模式，进一步释放需求潜能。

3.1.2 算力需求持续增长，AI行业景气度维持高位

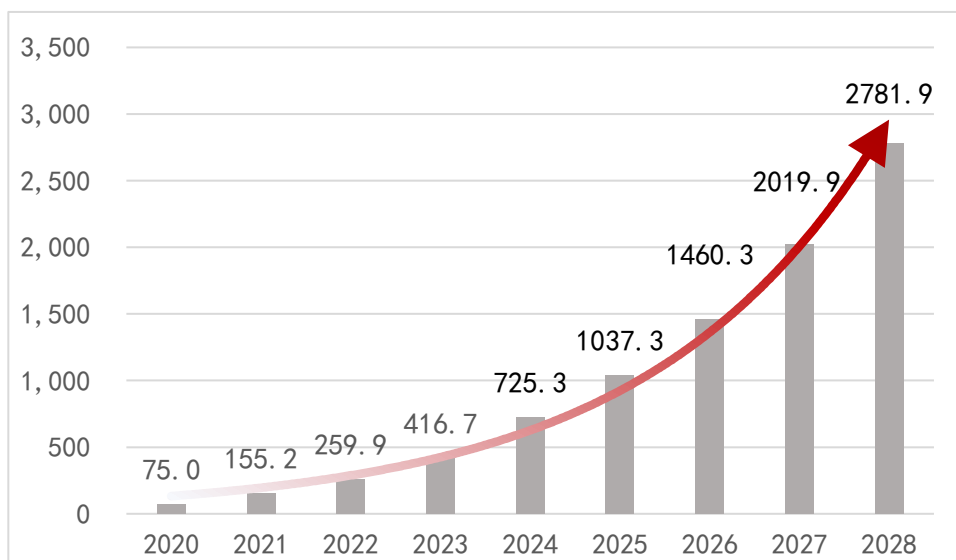
我国算力需求持续高速增长，目前基础模型训练仍是推动生成式AI需求增长的主要动力，而应用层需求正加速增长。在训练侧，目前大模型仍在沿着Scaling Law的路径持续升级。同时，推理大模型的加速布局也将抬升后训练阶段的算力投入，并进一步推动训练侧需求增长。

在推理侧，AI应用有望迎来爆发式增长，一方面，DeepSeekR1大模型的突破将大幅降

低应用开发和部署门槛，进而加速AI应用渗透；另一方面，Agent等出现加速企业级AI落地，Manus等应用备受市场关注。

从产业链下游看，国内互联网企业以及智算中心对AI算力需求日益增加。根据IDC数据，2026年，中国智能算力规模将达到2024年的两倍，市场规模将达到337亿美元，为2024年的1.77倍。同时随着DeepSeek大幅降低应用开发和部署门槛，推理侧需求将成为推动AI算力增长的重要增量，有望逐渐成为AI算力增长的主要驱动力。

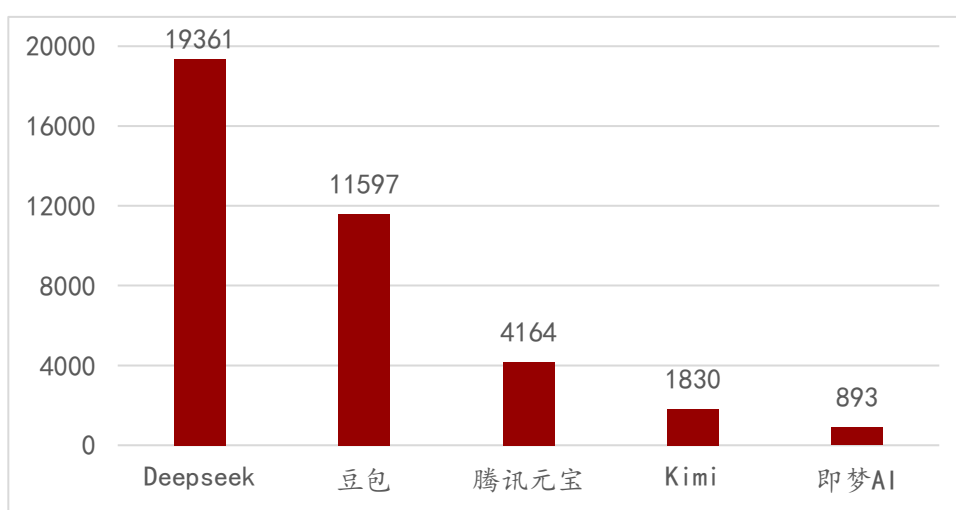
图表25: 中国智能算力规模预测（EFLOPS）



资料来源: IDC, 万联证券研究所

今年3月，AI原生APP活跃用户数破2.7亿，同比增长536.8%，月人均使用时长达123.6分钟，同比增长32.7%。在3月推出的通用智能体Manus的4月月活用户数已达到71万。预计随着AI Agent应用逐步落地，将推升推理侧算力需求。

图表26: 2025年3月月活跃用户规模前五的AI原生APP（万个）



资料来源: QuestMobile AI产业研究院, 万联证券研究所

3.1.3 技术突破加快、国产化率提升，国内厂商有望受益

国内互联网厂商大模型训练主要基于英伟达A、H等系列芯片。近年来美国芯片出口管制政策持续加码，英伟达主力AI芯片出口我国受限。4月中美经贸摩擦升级。美方单边主义行为及“科技封锁”的战略倒逼我国加快科技自主创新，推动本土产业链加快进口替代，重构市场格局。在科技领域，国内AI产业具有庞大的市场替代空间。若全球地缘政治风险加剧，未来美国芯片出口管制政策或将进一步收紧，芯片国产化预计将提速。在技术方面，以华为昇腾、海光信息、寒武纪、昆仑芯为代表的国产厂商的自研AI芯片正在快速突破性能、塑造生态，加速追赶并替代海外竞品。产品种类越来越丰富，在各细分市场占有率已经逐步提升。国产化有望成为推动国产AI算力快速增长的主要驱动力。预计在关税扰动、国家政策支持叠加供应链合作下，未来几年中国模拟芯片自给率将快速提高。

图表27：近年来成立的国产AI芯片厂商及其基本信息

厂商	成立时间	创造团队主要背景
昆仑芯	2011	百度等
海光信息	2014	中科院计算所等
寒武纪	2016	中科院计算所等
燧原科技	2018	AMD等
平头哥	2018	阿里巴巴、中天微、达摩院等
华为昇腾	2018（首款芯片发布）	华为等
壁仞科技	2019	商汤科技、英伟达、AMD、华为等
摩尔线程	2020	英伟达等
沐曦	2020	AMD等

资料来源：国际电子商情，爱企查，新浪财经，东方财富网，36氪，财联社，DoNews，万联证券研究所

在大模型方面，国内头部互联网厂商持续投入大模型训练、持续迭代大模型，在DeepSeek引发大模型的效率革命后，其他科技巨头加快布局推理模型，技术实力不断提高，模型性能得到市场认可。

图表28：2025年以来互联网大厂推理模型代表性布局

厂商	发布时间	模型/产品	主要特点
科大讯飞	2025年1月	讯飞星火X1	在中文数学能力方面居于国内领先地位，率先在教育、医疗等实际需求领域获得应用
百度	2025年3月	文心大模型X1	深度思考模型，具备“长思维链”，擅长中文知识问答、文学创作、逻辑推理等
腾讯	2025年3月	混元T1	吐字快、擅长超长文处理的强推理模型
阿里巴巴	2025年4月	Qwen3	国内首个混合推理模型，参数量仅为DeepSeek-R1的1/3，登顶全球最强开源模型
字节跳动	2025年4月	豆包1.5	采用MoE架构，延迟低、支持多模态，具备视觉推理能力

资料来源：财经网，人民网，新浪财经，万联证券研究所

在AI应用方面，DeepSeek推动应用开发及部署成本下降，AI应用正加速落地。以AI眼镜为例，2025年各大厂商积极发布AI&AR眼镜新品：百度发布小度AI眼镜，小米发布其首款AI智能眼镜、华为发布鸿蒙智行智能眼镜新品。各厂商的产品竞争有望加速AI眼镜的技术迭代，推动成本下降以及提升消费者认知。

3.1.4 AI技术突破及产品应用落地带动相关行业盈利能力提升

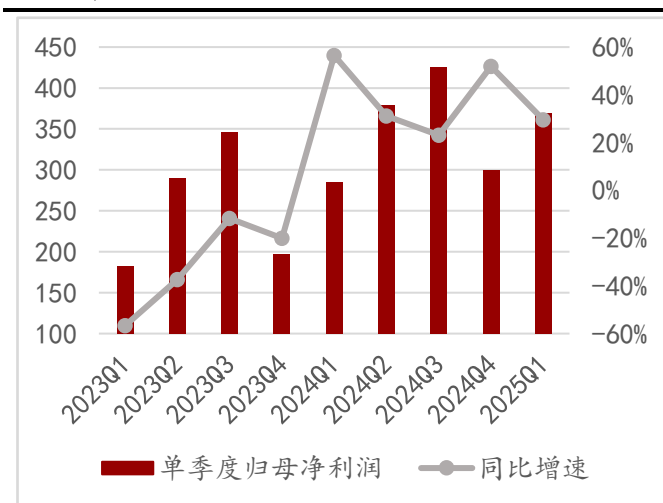
电子行业方面，AI技术的渗透与国产替代进程的加速带动电子行业业绩回升。25Q1电子行业营收同比增长17.84%，归母净利润同比增长29.55%，增速均维持较高水平。从行业细分来看，25Q1半导体、元件及消费电子行业表现较好。

半导体方面，AI需求推动先进逻辑及存储芯片增长，国内头部云厂商加大AI基础设施投资，国产芯片需求受提振。半导体行业25Q1营收同比增长16.04%，归母净利润同比增长35.44%。

消费电子方面，AI带来的应用创新促进消费终端需求增长，我国消费者对电子产品的消费热情走高，带动电子整机生产和销售加快。

光学元件方面，在人工智能领域延续高景气的背景下，光模块作为算力基础设施集群扩展中的基础组件，伴随算力规模扩张，呈现速率提升，需求快速增长的格局。2025Q1光学元件行业归母净利润同比增长31.12%。

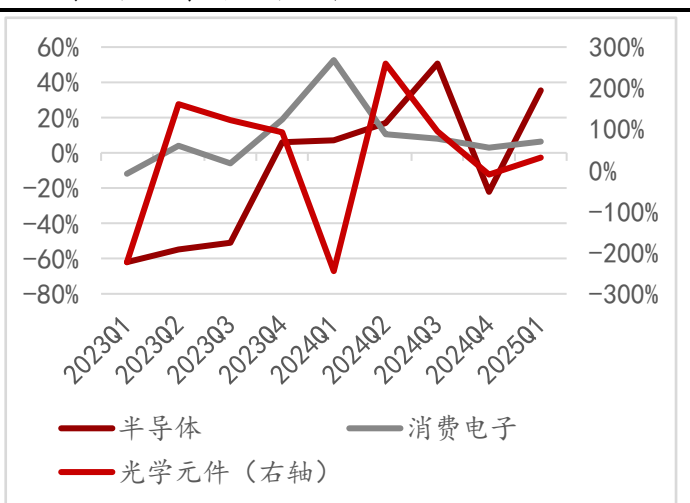
图表29：电子行业单季度归母净利润（亿元）及同比增速（%）



资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2025年6月11日

图表30：半导体、消费电子及光学元件（右轴）行业单季度归母净利润同比增速（%）



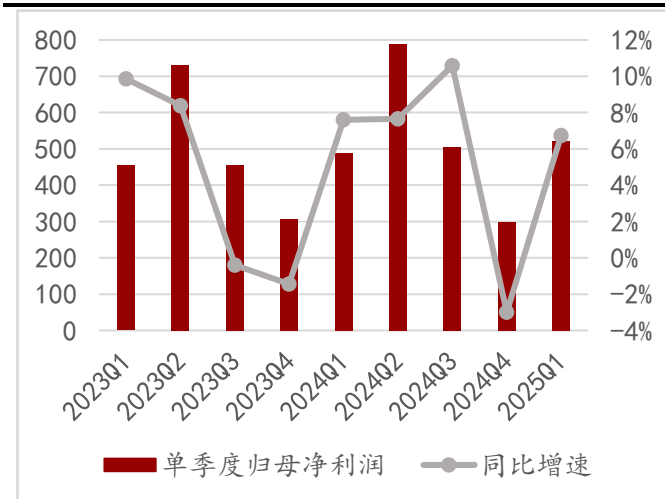
资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2025年6月11日

通信行业方面，在AI大模型迭代加速、算力等领域资本支出加大等利好因素的影响下，相关产品经历速率升级、智能化升级周期，盈利能力有所提升。25Q1通信行业公司归母净利润同比增长6.74%。从行业细分来看，电信运营商25Q1表现较好。

电信运营商方面，AI的快速发展驱动运营商云计算、数据中心等业务，三大运营商在算力与AI领域的投入已取得经济收益，三大运营商延续稳健增长态势，归母净利润同比增长3.56%。

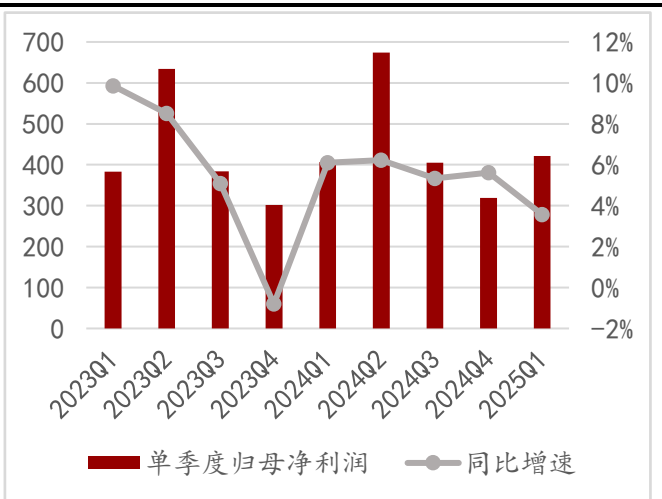
图表31: 通信行业单季度归母净利润(亿元)及同比增速(%)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 数据截至2025年6月11日

图表32: 电信运营商单季度归母净利润(亿元)及同比增速(%)

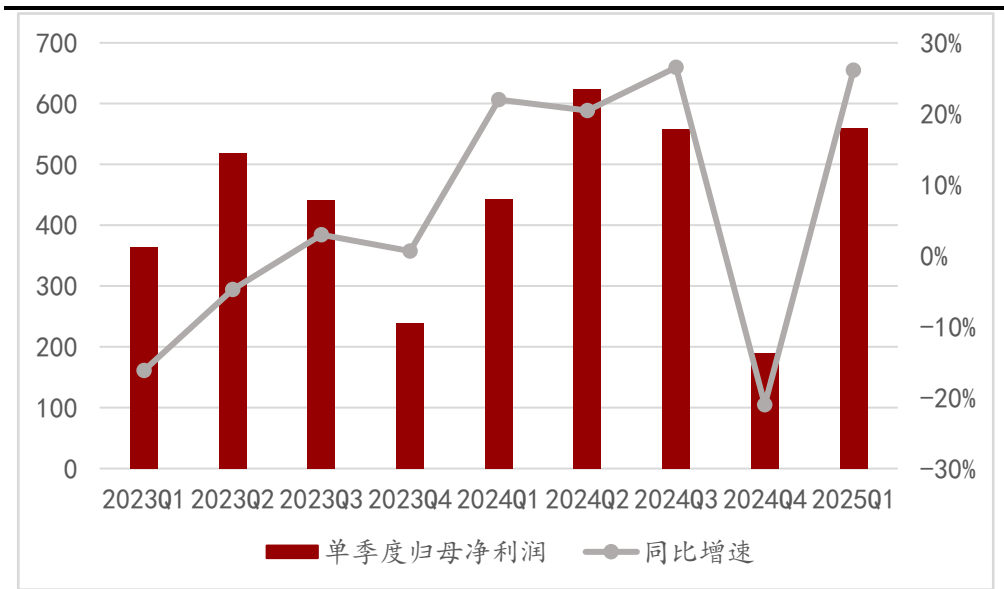


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 数据截至2025年6月11日

物联网方面, 随着AI与物联网的深度融合, AIoT (人工智能物联网) 市场增长迅猛, 汽车电子、工业视觉以及各类机器人等新兴应用快速增长。2025Q1, 同花顺物联网指数(885312.TI)营业收入同比增长15.75%, 归母净利润同比增长26.12%。

图表33: 物联网单季度归母净利润(亿元)及同比增速(%)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 数据截至2025年6月11日

受益于AI技术在多个领域的广泛应用, AI+产业链景气度维持高位。一方面, 国产人形机器人、智能驾驶系统及智能家居终端工具等AI产品的大规模应用, 效率提升、体验升级和成本降低等优势显现, AI+制造探索迈入规模化落地阶段。预计围绕AI的生态将趋于多元, AI+制造也促进我国供应链迈向高附加值环节, 重塑全球供应链格局。另一方面, DeepSeek大模型出现, 极大增强市场信心, 被誉为国内

创新体系从追赶到领先的缩影。在国产化率进一步提升的过程中，资本市场对AI+企业信心增强，推动新一轮AI估值重塑。在政策的大力支持下，未来技术有望持续突破，结合智能制造的完备供应体系和资本市场共同配合，有望推动我国经济向创新驱动型经济体发展。

3.2 全方位扩大内需下关注大消费板块中绩优、低估的龙头企业

3.2.1 政策推动消费品以旧换新加力扩围

《提振消费专项行动方案》明确今年需加大消费品以旧换新支持力度，用好超长期特别国债资金，支持地方加力扩围实施消费品以旧换新。资金方面，根据2025年政府工作报告，今年用于支持“两新”政策的超长期特别国债资金增至5,000亿元，并将在消费品领域优先支持大宗耐用消费品以旧换新。

支持范围和实施机制方面，根据《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》，汽车换新方面，国四排放标准燃油车新增纳入报废更新补贴范围，全国汽车置换更新最高补贴限额标准得到规范；家电方面，今年享受以旧换新补贴的家电产品新增4类，每位消费者购买空调产品补贴件数增至3件。消费品扩围方面，手机、平板、智能手表（手环）等数码产品、电动自行车、家装消费品被新增纳入购新补贴支持。

图表34：2025年消费品以旧换新政策变化

具体领域	政策变化
特别国债支持力度及资金分配侧重点	1、安排超长期特别国债 5,000 亿元支持大规模设备更新和消费品以旧换新，较 2024 年增加 2,000 亿元。 2、资金分配侧重点明确，各地区要聚焦重点领域，优先支持大宗耐用消费品以旧换新，探索补贴政策与金融支持联动，充分发挥政策资金撬动作用，推动高质量耐用消费品更多进入居民生活。
汽车报废更新	1、将符合条件的国四排放标准燃油乘用车纳入可申请报废更新补贴的旧车范围。 2、报废要求新增 2012 年 6 月 30 日前（含当日，下同）注册登记的汽油乘用车、2014 年 6 月 30 日前注册登记的柴油及其他燃料乘用车，允许报废的新能源乘用车注册登记日期延长至 2018 年 12 月 31 日。
汽车置换更新	明确购买新能源乘用车单台补贴最高不超过 1.5 万元，购买燃油乘用车单台补贴最高不超过 1.3 万元。
家电产品以旧换新	1、新纳入微波炉、净水器、洗碗机、电饭煲等 4 类家电产品。 2、补贴比例与金额与 2024 年相同，补贴件数变化，每位消费者最多可补贴 3 件空调产品。2024 年已享受某类家电产品以旧换新补贴的个人消费者，2025 年购买同类家电产品可继续享受补贴。

手机等数码产品购新补贴	对个人消费者购买手机、平板、智能手表手环等3类数码产品（单件销售价格不超过6000元），按产品销售价格的15%给予补贴，每位消费者每类产品可补贴1件，每件补贴不超过500元。
家装消费品换新	加大个人消费者在开展旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造过程中购置所用物品和材料的补贴力度，积极促进智能家居消费等，补贴品类、标准、限额和实施方式由有关部门指导各地区结合实际合理确定。
电动自行车以旧换新	对个人消费者交售用于报废的老旧电动自行车并换购新车的，给予以旧换新补贴；对交售用于报废的老旧锂离子蓄电池电动自行车并换购铅酸蓄电池电动自行车新车的，可适当加大补贴力度。电动自行车以旧换新补贴标准由有关部门指导各地区结合实际合理制定。

资料来源：中国政府网，万联证券研究所

注：政策截至2025年6月16日

2025年“两新”政策在财政资金分配、汽车置换更新、家装消费品更新、电动自行车更新领域给予了地区一定的执行自主空间，在目前已正式发布的提振消费行动方案的22个省份中，已有10个地区针对上述内容予以明确，并对具体领域做出加力扩围行动。

图表35：2025年地区消费品以旧换新政策加力扩围领域

	财政资金分配	汽车置换更新	家装消费更新	电动自行车更新
山东	✓			
浙江	✓	✓	✓	✓
辽宁	✓			
吉林	✓		✓	✓
四川				
河南			✓	
宁夏				
广西			✓	
福建			✓	
内蒙古			✓	

资料来源：中国政府网，万联证券研究所

注：政策截至2025年6月16日

3.2.2 服务消费成为新亮点，政策支持力度加大

服务消费为消费提振提供增量市场。2024年8月，国务院印发《关于促进服务消费高质量发展的意见》，部署服务消费提质扩容。今年以来，养老服务、家政服务、文化旅游、健康消费、入境消费方面已相继出台具体措施及方案。《提振消费专项行动方案》提出优化“一老一小”服务供给、促进生活服务消费、扩大文体旅游消费、推动冰雪消费、发展入境消费、稳步推进服务业扩大开放的6大举措进一步明确提升服务消费品质的重点方向。

图表36：2025年服务消费领域政策梳理

政策	内容	时间
《关于进一步培育新增长点繁荣文化和旅游消费的若干措施》	《若干措施》从丰富消费惠民举措、满足不同年龄群体消费需求、扩大特色优质产品供给、培育消费场景、创新产业政策、优化消费环境 6 个方面提出 18 项具体措施。	2025. 1. 13
《提振消费专项行动方案》	《方案》提出优化“一老一小”服务供给、促进生活服务消费、扩大文体旅游消费、推动冰雪消费、发展入境消费、稳步推进服务业扩大开放 6 条政策措施。	2025. 3. 16
《促进健康消费专项行动方案》	《方案》提出提升健康饮食消费水平、优化特殊食品市场供给、丰富健身运动消费场景、大力发展体育旅游产业、增强银发市场服务能力、壮大新型健康服务业态、引导健康产业多元发展、强化药店健康促进功能、组织健康消费促进活动、宣传推广健康理念知识 10 方面重点任务。	2025. 4. 7
《关于促进家政服务消费扩容升级若干措施的通知》	《若干措施》围绕提升服务供给质量、促进便利消费、完善支持政策、优化消费环境 4 个方面提出了 12 项重点举措。	2025. 4. 9
《服务消费提质惠民行动 2025 年工作方案》	《工作方案》围绕加强政策支持、开展促进活动、搭建平台载体、扩大对外开放、强化标准引领、优化消费环境等 6 个方面提出 48 条具体任务举措，既涵盖了餐饮、住宿、健康、文化娱乐、旅游休闲、体育赛事等主要行业领域，也包括了旅游列车、空中游览、跳伞飞行、超高清电视、微短剧等新业态、新场景。	2025. 4. 16
《关于进一步优化离境退税政策扩大入境消费的通知》	《通知》从推动离境退税商店增量扩容、丰富离境退税商品供给、提升离境退税服务水平 3 个方面共提出 8 条政策举措。	2025. 4. 26

资料来源：中国政府网，万联证券研究所

注：政策截至2025年6月16日

以新业态新模式引领的新型消费将成消费提质增量的关键动能。《提振消费专项行动方案》明确，需加大对消费新业态新模式的有效投资，支持生活服务消费和文旅旅游消费的多业态融合发展和多元化消费场景创新，支持推广消费新业态新模式以强化消费品牌引领。在消费品质提升行动中，《行动方案》强调深入实施数字消费提升行动，开展“人工智能+”开辟高成长性消费新赛道，开展健康消费专项行动，有序发展低空经济，进而支持新型消费加快发展。银发经济、首发经济、冰雪经济、夜间经济、直播经济、会展经济、赛事经济、演艺经济8类新型消费业态贯穿《行动方案》之中，并已成为各地政府工作报告的高频内容。

在提振服务消费、丰富消费场景、培育新型消费等方面，全国多地涌现各具特色的实践案例：

（1）赛事经济方面，上海结合自身赛事承办优势，提出将推动体育赛事进商圈、进街区、进景区，并支持围绕重大赛事设计开发特色主题旅游产品，根据2025年上海市

国际国内体育赛事计划，上海将举办171项国际国内体育赛事。

(2) 冰雪经济方面，吉林省提出推动重点滑雪度假区农文旅一体化发展，推动各地大力开发系列“乐冰娱雪”产品。

(3) 邮轮经济方面，上海支持邮轮旅游产品与本市旅游景点、长三角旅游景点联动，打造从船上到岸上的消费场景。2025年1-2月，上海浦江海关共监管访问港邮轮10艘次，进出境旅客6,225人次，同比分别增长2.3倍、2.7倍。2025年6月12日上海国际邮轮节在吴淞口国际邮轮港正式启动，开启了一系列覆盖商旅文体展、串联城市消费的消费邮轮主题活动。

(4) 低空经济方面，河南针对低空消费产品及配套服务的开发与完善提出了具体方向，2025年4月18日，2025中国（郑州）低空经济与无人机产业展览会在郑州举行，以“无人智能，豫你同行”为主题，共同聚焦低空经济与无人机产业发展新态势。

3.2.3 居民增收减负将成为未来持续提振消费的重要抓手

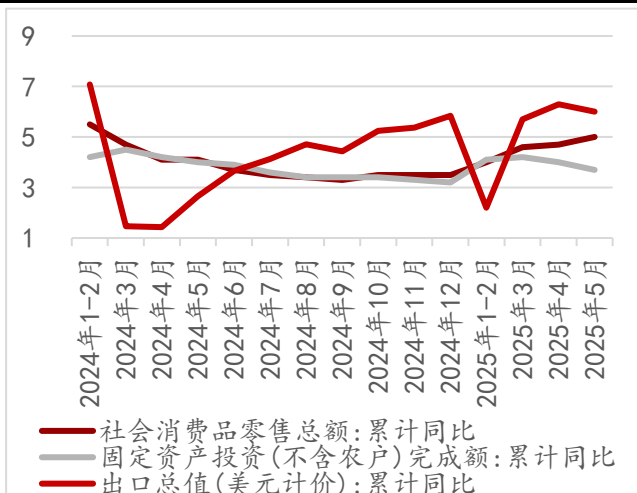
居民增收减负成为消费提振的首要抓手。2024年中央经济工作会议中，明确将实施提振消费专项行动，推动中低收入群体增收减负，提升消费能力、意愿和层级作为2025年全方位扩大国内需求的首要举措。

2025年3月16日，国务院印发《提振消费专项行动方案》，其中将城乡居民增收促进行动和消费能力保障支持行动置于前列，提出以稳就业确保居民工资性收入合理增长，以稳股市和稳楼市拓宽居民财产性收入，通过加大生育养育保障力度、提高医疗养老保障能力、保障重点群体基本生活减轻居民消费负担，增强居民消费能力和消费意愿。此外，《行动方案》鼓励金融机构在风险可控的前提下加大个人消费贷款投放力度，对符合条件的个人消费贷款给予财政贴息。2025年5月，国务院发布《关于完善中国特色现代企业制度的意见》，提出将完善企业收入分配制度，再度提及推动企业健全工资合理增长机制。上述举措有助于进一步减轻居民负担、提振居民收入增长预期，释放居民消费的潜力。

3.2.4 以旧换新政策刺激消费，商品零售同比增速走高

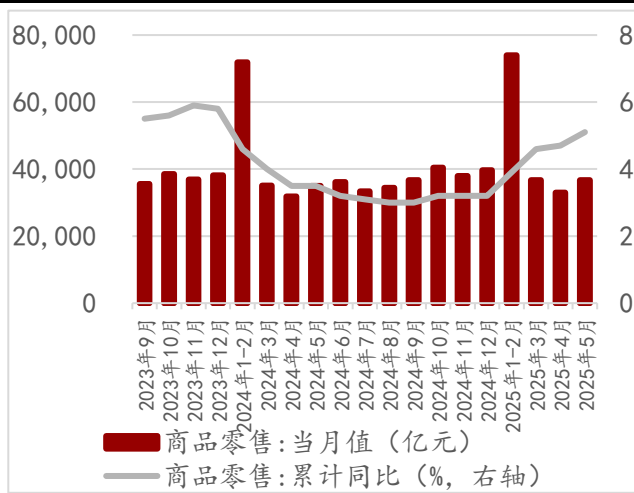
在利好政策发力下，终端零售消费实现连续增长。从主要指标看，2025年1-5月社会消费品零售总额同比增长5%。在商品消费领域，1-5月商品零售额同比增长5.10%，其中限额以上单位商品零售额为74,166亿元，同比增长6.40%。宏观消费数据回暖有望转化为A股消费企业的业绩增长。在国货品牌崛起、Z世代消费扩容、新型消费模式涌现等趋势下，消费板块有望迎来基本面与估值的同步修复。

图表37: 社会消费品零售额、固定资产投资及出口额累计同比 (%)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所
注: 数据截至2025年6月16日

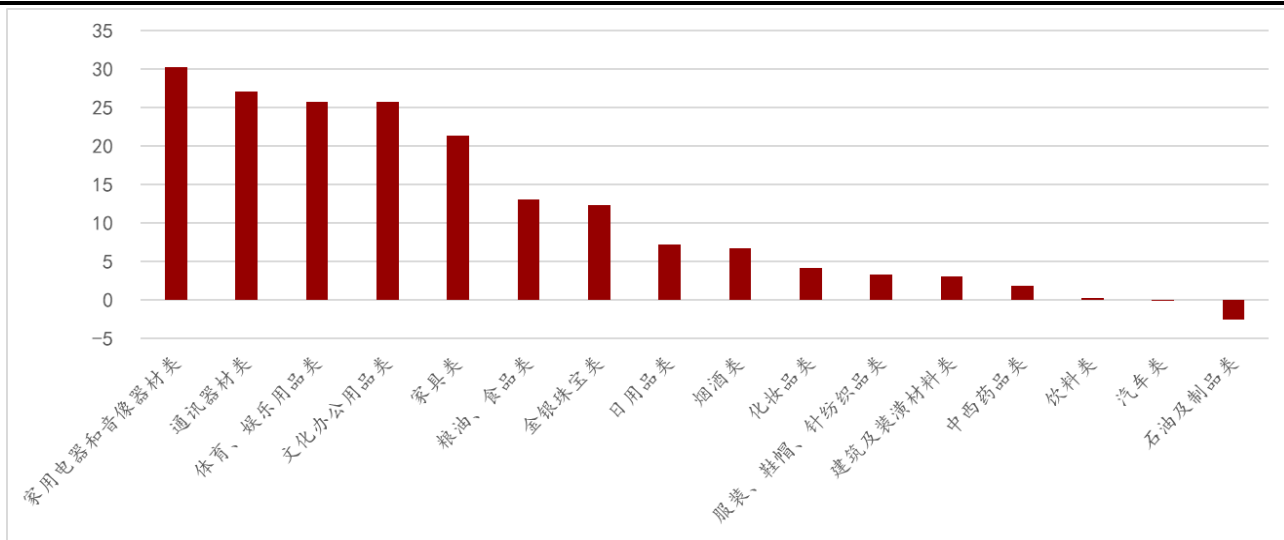
图表38: 商品零售额当月值(亿元)及累计同比 (%)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所
注: 数据截至2025年6月16日

在消费品以旧换新政策带动下, 限额以上单位商品中, 1-5月家用电器和音像器材类 (30.20%)、通讯器材类 (27.10%) 零售额同比增速居前。体育、娱乐、文化用品类新消费零售额同比增速均超过20%。随着“国补”的扩围加力, 同时多地叠加地方补贴, 家电、数码产品、家装等品类消费增长持续高速增长, 也提振相关产业链上市公司业绩。

图表39: 2025年5月各类限额以上单位商品零售额累计同比 (%)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所
注: 数据截至2025年6月16日

3.2.5 大消费产业链多个行业业绩同比提升

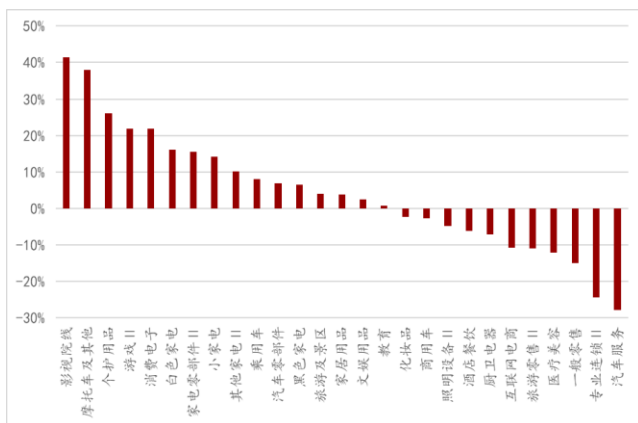
受益于以旧换新政策的加力扩围, 一季度商品消费领域家用电器和汽车行业业绩表现良好, 服务消费领域IP经济带动传媒板块业绩提升。

家用电器方面，以旧换新政策驱动内销增长，关税冲击带来一定的抢出口效应，带动行业一季度业绩增速走高。25Q1家用电器营收同比增长13.65%，归母净利润同比增长25.29%。从细分行业看，白色家电、黑色家电、小家电行业业绩表现均较好。

汽车方面，2025年汽车报废与置换更新政策加力扩围，多家车企推出新的智驾大模型，驱动行业智能化发展，激发消费潜力。25Q1汽车营业收入同比增长6.02%，归母净利润同比增长10.07%。细分领域中，乘用车、汽车零部件行业业绩表现较好。

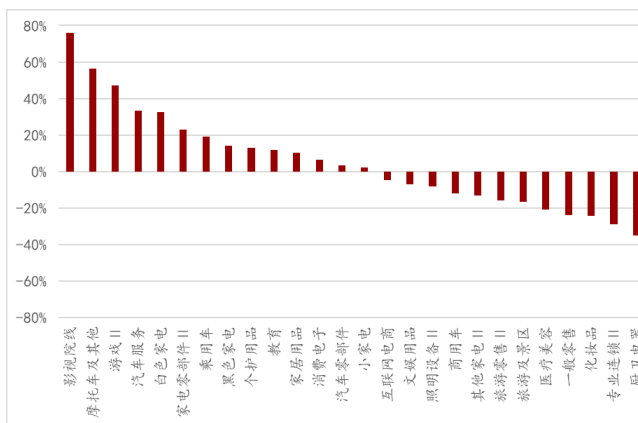
传媒方面，具备IP消费属性的细分领域拉动行业业绩增长。25Q1传媒行业营业收入同比增长5.26%，归母净利润同比增长38.33%。细分领域中，春节档院线爆火驱动影视院线行业业绩增速走高，游戏Ⅱ行业也保持高景气度。

图表40: 消费领域行业2025Q1营业收入同比增速 (%)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所
注: 数据截至2025年6月16日

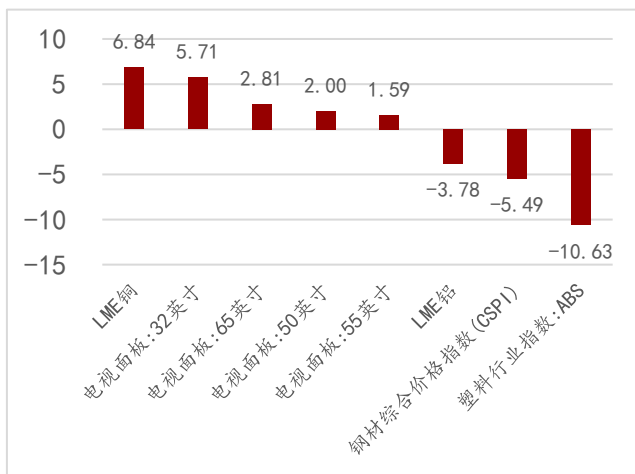
图表41: 消费领域行业2025Q1归母净利润同比增速 (%)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所
注: 数据截至2025年6月16日

除需求回升、产品更新等因素外，部分原材料价格下行也减轻了上市公司成本压力。具体看，25Q1汽车和家用电器行业成本压力有所缓解。汽车行业中，塑料、钢材和LME铝价格分别较上年末下跌10.63%、5.49%、3.78%。家用电器行业中，除电解铜外，其余主要原材料价格均明显回落，其中电池级碳酸锂、顺丁橡胶、热轧卷板原材料价格降幅均超10%。

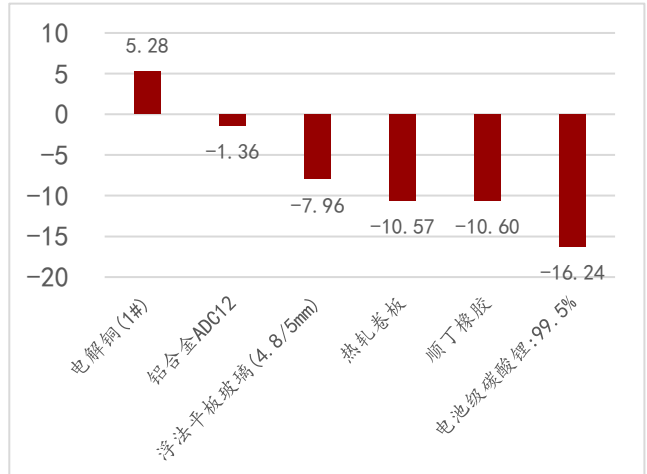
图表42: 2025年5月家用电器行业主要原材料月均价格较上年末变化(%)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 数据截至2025年6月16日

图表43: 2025年5月汽车行业主要原材料月均价格较上年末变化(%)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 数据截至2025年6月16日

3.2.6高景气行业估值处于历史分位中位偏低水平, 配置具备性价比

从估值看, 多个业绩回升幅度较大的消费行业估值水平处于历史分位数中部或偏低水平。截至2025年6月16日, 汽车行业子行业中零部件、摩托车及其他PE及PB均处于近十年来的中位数水平附近。家用电器行业PE为13.86倍, 处于近十年来约11.68%的分位数水平, 当前值较2024年末下降8.18%。从家电子行业看, 黑色家电估值处于历史中位数水平, 其余子行业估值均低于近十年来的30%分位数水平。传媒行业截止日PE为27.65倍, 较上年末下降0.54%, 当前估值处于近十年来中位数水平。其中游戏II、影视院线行业PE处于近十年来39.98%、57.38%的分位数水平。

图表44: 消费板块各行业估值水平

代码	板块名称	截止日PE-TTM (倍)	截止日PB (倍)	当前PE-TTM估值距2024年末差距 (%)	当前PB估值距2024年末差距 (%)	PE-TTM近十年历史分位数水平 (%)	PB近十年历史分位数水平 (%)
801080	电子	42.29	3.51	-6.28	-0.06	66.98	40.17
801085	消费电子	23.50	2.93	-8.55	-0.11	25.63	22.16
801880	汽车	28.06	2.80	21.97	0.19	83.15	92.09
801093	汽车零部件	22.38	2.38	5.75	0.06	34.46	49.44
801092	汽车服务	30.91	1.75	2.16	-0.05	57.25	61.54
801881	摩托车及其他	24.05	3.07	4.81	0.08	37.61	52.33
801095	乘用车	36.12	3.35	44.43	0.38	91.75	96.21
801096	商用车	21.59	2.37	-6.85	-0.02	46.65	90.25
801110	家用电器	13.86	2.29	-8.18	-0.10	11.68	4.19
801111	白色家电	10.86	2.11	-12.00	-0.15	4.70	3.05
801112	黑色家电	25.91	2.24	-5.96	-0.03	62.37	76.26
801113	小家电	22.15	3.26	-1.76	-0.06	16.43	3.40
801114	厨卫电器	16.03	1.99	-14.14	-0.05	17.68	9.06
801115	照明设备II	18.58	1.70	1.13	-0.01	6.99	6.08
801116	家电零部件II	28.52	3.09	6.23	0.05	23.85	28.80
801200	商贸零售	27.32	1.76	-6.06	-0.02	66.16	46.01
801202	贸易II	17.83	1.43	-6.85	0.17	46.32	27.02
801203	一般零售	28.92	1.54	-3.22	-0.04	64.31	42.13
801204	专业连锁II	50.92	3.32	-20.66	-0.13	89.80	80.74
801206	互联网电商	25.64	2.70	-1.89	0.06	33.13	76.61
801210	社会服务	31.96	2.80	1.84	0.03	27.22	13.24
801219	酒店餐饮	31.13	1.80	-3.86	-0.11	27.08	2.75
801993	旅游及景区	34.21	3.14	2.89	0.05	26.93	56.89
801994	教育	60.59	4.50	7.22	0.09	65.81	49.06
801760	传媒	27.65	2.49	-0.54	0.09	49.10	46.30
801764	游戏II	26.09	3.34	21.75	0.26	39.98	59.67
801766	影视院线	48.62	3.55	-47.50	0.23	57.38	74.64

资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 数据截至2025年6月16日

2025年以来我国以旧换新政策加力扩围，同时全方位扩大内需政策利好下，多地结合自身优势落实政策举措，提振居民消费。从宏观数据看，社零增速延续回升态势，多品类销售额同比持续增长。结合上市公司一季报看，多个大消费产业链中的细分行业业绩明显回暖，盈利能力提升。若上游原材料价格延续低位震荡，企业成本压力有望缓释，叠加国潮品牌崛起、IP经济火热，消费市场亮点持续涌现。预计围绕降低负担、多途径促进居民增收等政策举措将落地，进一步释放居民消费潜力。在需求回暖的带动下，业绩或将延续回升势头，大消费产业链有望继续引领内需市场扩张，助推我国向内需主导型经济转型。消费板块景气度有望维持高位，推动估值的修复，下半年有望形成戴维斯双击。

4 风险因素

地缘政治风险；国内经济表现不及预期；技术进步不及预期；市场结构发生重大变化。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场