

2025 年中期策略报告

多重角力下的突围选择

在科技重估、关税冲击、政策储备等多维度下，怎么配 A 股才能成功突围？

- **大类资产：弱补库中后期，A 股确定性更强。**基于周期理论的改进 BL 模型，2025 年下半年，股票资产配置比例可适度提升，与此同时，适度下调商品资产的配置比例，债券资产维持上限配置比例。下半年全球弱补库进入中后期，大类资产方面，中长期去美元进程已经开启，去美元化大趋势下，美元替代逻辑仍将演绎。补库周期的基准假设下，风险资产 > 避险资产，去美元大逻辑下，贵金属有望持续走强。国内资产方面，内需止跌弱修复的基准假设下，A 股相对占优。需要警惕四季度地缘政治风险及美债危机的潜在可能。
- **A 股大势及风格：维持 A 股盈利弱修复，估值强支撑的预判。**下半年 A 股估值端仍有望维持较强的支撑作用，伴随着弱美元周期的开启，A 股在全球“去美元化+估值洼地”共振下迎来资金面改善与结构性重估行情。年内 A 股或仍延续箱体震荡格局，节奏上可结合情绪指数进行波段操作。风格上，基于我们的风格因子模型，下半年市场占优风格为：小市值、强反转、高估值、高盈利。其中小市值与强反转确定性最高，高估值因子存在季度间波动。TMT 为代表的新兴成长类资产小市值因子暴露更为显著，下半年科技主线有望跑赢。此外，宽基指数上，可关注中证 500 及中证 2000。
- **科技行业是指数突围的高概率选择。**在“类平准”资金坚决维护资本市场稳定的承诺，以及政策储备及释放预期仍然较为充分的背景下，下半年，全 A 指数下行风险相对可控，市场需要关注并作出预案的是 1) 如何应对震荡区间，或 2) 如何应对潜在的上行风险。行业配置情景假设一：震荡区间背景：把握幅度有限的第二波行情。行业配置情景假设二：上行突破背景：供给侧预期带动指数共振上行。
- **2025 年下半年大类行业比较：科技、必选消费、金融等风格或相较其他大类行业占优。**科技与高端制造是本轮中周期的主导产业，大类风格行业比较来看，AI、人型机器人产业趋势催化明确，行业兼具高成长弹性且景气趋势向好。必选消费行业具有较强的防御属性和稳定性溢价，同时部分行业如创新药、新兴消费等具备较强的成长属性。券商、金融科技等有望受益于公募基金增配与“稳定币”概念。软硬科技为代表的科技和高端制造业、必选消费以及券商、金融科技等有望成为 2025 年下半年较为占优的行业风格。2025 年下半年 AI 行业配置模型输出：Top10 行业也以成长和消费风格为主。Top10 分别为：通信、非银金融、医药生物、传媒、国防军工、电子、计算机、电力设备、社会服务、商贸零售，主要集中在成长和消费风格。
- **行业配置回归弹性，重视成长消费。**从大类风格、中观景气度与景气预期、盈利预期、估值及交易拥挤度水平四个维度给各个行业赋分，建议 2025 年下半年高配电子、新兴消费、通信、国防军工、计算机、自动化设备、医药、证券、金融科技、传媒等行业。
- **策略专题：本轮中美贸易争端在 5 月日内瓦谈判达成阶段性协议，部分关税取消。**若后续谈判顺利推进，有望推动全球经济合作和出口恢复，增强外资信心；若谈判受阻，科技脱钩等问题或加大 A 股波动。港股市场在资金流入、估值修复和政策支持下，展现出较强的投资潜力，南向资金持续流入及中概股回流或将进一步促进市场增长。港股有望在科技、AI、创新药等新兴行业的带动下形成新增长点，并对 A 股产生积极影响。
- **风险提示：周期定位出现偏差；盈利判断存在误差；估值超预期下行；中周期主导产业业绩下滑超预期；贸易摩擦进一步加剧。**

相关研究报告

《策略周报》20250629

《1-5 月工业企业利润数据点评》20250629

《稳定币、“影子联储主席”与避险资产》20250629

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格
策略研究

证券分析师：王君

(8610)66229061

jun.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：徐沛东

(8621)20328702

peidong.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518020001

证券分析师：郭晓希

(8610)66229019

xiaoxi.guo@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110001

证券分析师：徐亚

(8621)20328506

ya.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070003

证券分析师：高天然

tianran.gao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522100001

目录

1 周期定位及大类资产	5
1.1 基于周期理论的改进 BL 模型.....	5
1.2 周期定位：弱补库进入中后期.....	5
1.3 大类资产预判：中长期去美元化进程开启，可适度提升 A 股配置比例	7
2 A 股大势及风格	9
2.1 上半年行情回顾.....	9
2.2 大势：中国资产重估进行时	12
2.3 风格：小市值强势延续，科技成长有望跑赢	14
3 科技行业是指数突围的高概率选择.....	16
3.1 行业配置情景假设一：震荡区间背景：把握幅度有限的第二波行情	16
3.2 行业配置情景假设二：上行突破背景：供给侧预期带动指数共振上行	17
4 2025 年下半年大类行业比较.....	19
5 中观景气跟踪与景气预期展望.....	21
5.1 科技产业趋势延续：AI 产业链景气验证，行情可期.....	21
5.2 消费新逻辑演绎：创新药价值重估，新消费景气演绎	23
5.3 高端制造：人形机器人量产突破.....	25
6 策略专题	27
6.1 中美关系：波折与再平衡.....	27
6.2 港股的配置机遇.....	29
7 风险提示	33

图表目录

图表 1. 基于模型输出的组合历史收益率回测（单位：%）	5
图表 2. 中美库存周期	6
图表 3. OECD 领先指标显示补库周期仍将延续	6
图表 4. 期限利差领先库存增速拐点	6
图表 5. 抢进口以及 DOGE 裁员减支拖累美国一季度 GDP	7
图表 6. 开年以来出口及消费对国内 GDP 增长起到正向拉动	7
图表 7. 长波萧条期孕育货币秩序的改变	7
图表 8. 资产配置模型输出下半年国内资产配置比例	8
图表 9. 上半年 A 股走势回顾	9
图表 10. BOCIASI A 股情绪指标	10
图表 11. 2025H1 行业轮动特点：“老双翼”到“新双翼”	11
图表 12. 2025H1 行业趋势特点：“杠铃策略”加速缩圈	12
图表 13. 库存周期与非金融 A 股盈利高度相关	13
图表 14. 弱美元带来非美资产重估机会	13
图表 15. 下半年 A 股 ERP 或将延续区间震荡	13
图表 16. 下半年 A 股盈利估值预测	14
图表 17. 上半年 A 股风格表现	15
图表 18. 2025 年 A 股风格预测	15
图表 19. 科技成长类资产小市值风格属性更强	15
图表 20. 科技行业是指数突围的高概率选择	17
图表 21. 近期部分产品价格下跌趋势企稳	18
图表 22. 大类行业对比表	19
图表 23. AI 行业配置模型输出 Top10 行业	20
图表 24. 2025 年下半年高配行业推荐表	21
图表 25. 国内云厂商加大资本开支力度但一定程度受限于供应链稳定	22
图表 26. 国产算力芯片厂商存货及订单正在逐季修复	22
图表 27. “AI+应用”六大赛道重点指标跟踪	23
图表 28. AI 产业链主要环节业绩表现	23
图表 29. 主要中国创新药企 ASCO 年会重点产品进展（部分）	24
图表 30. 新消费重点赛道及个股	25
图表 31. 人形机器人各细分环节绝对&相对收益走势	26
图表 32. 2025 年中美贸易摩擦回顾	27
图表 33. 世界稀土产业发展情况	28
图表 34. 稀土相关指数变动情况	28
图表 35. 南向交易净买入额及增速	29
图表 36. 南向资金占港股成交额情况	29

图表 37. 内地市场和港股市场成交额.....	29
图表 38. 港股各机构持股比例变动情况.....	29
图表 39. 恒生指数 12 个月动态 PE.....	30
图表 40. 恒生科技指数 12 个月动态 PE.....	30
图表 41. 恒生 AH 股溢价指数情况.....	30
图表 42. 恒生 AH 股溢价指数成分股行业占比.....	30
图表 43. 潜在回归中概股当前状况.....	31
图表 44. 历史上三轮典型的外资增配中国资产行情.....	32

1 周期定位及大类资产

1.1 基于周期理论的改进 BL 模型

我们的大类资产配置模型是基于周期嵌套理论改良版 BL 模型。模型基于不同周期定位下的大类资产的表现，将市场均衡观点进行贝叶斯修正，输出满足既定条件的最优资产组合，模型输出可显著提升组合夏普比率。

Black-Litterman (BL) 模型是一种融合市场共识与主动观点的资产配置框架，它以市场均衡收益率为基准，将投资者对大类资产的主观观点与市场先验预期收益率相结合，并利用贝叶斯方法修正预期收益分布，进而形成新的后验预期收益率；最终生成既尊重市场整体定价逻辑又体现战术倾向的组合权重，有效解决传统均值-方差模型对输入参数过度敏感导致的极端配置问题，又可基于不同的优化目标得到组合最优资产配置比例。

改良版 BL 模型可显著提升组合夏普比率。我们以股债商品三大类资产为例，结合周期嵌套框架对大类资产收益率进行预判，并输入 BL 模型，针对股债商三类资产的轮动策略做基本的定量输出及回测。

模型输入主要为：各类资产历史日度收益率（滚动 3 年）、当前市场各类资产仓位、未来各资产收益率主观观点。

模型限制条件为：债券资产仓位上限不得超过 95%。

基于此条件下的模型输出历史回测结果如下表：基于 BL 模型输出的资产组合表现相较等权组合更为稳健，2008 年以来，组合年度收益率均值达到 4.9%，与此同时组合年度获取正收益的胜率明显提升。BL 模型输出的资产配置组合有效提升了组合夏普比率。

图表 1. 基于模型输出的组合历史收益率回测（单位：%）

年份	基于库存周期观点输入	预知观点输入	等权组合	年份	基于库存周期观点输入	预知观点输入	等权组合
2008	10.69	10.71	(32.18)	2017	(0.61)	(0.61)	4.16
2009	1.94	1.95	53.08	2018	9.35	9.36	(6.37)
2010	2.7	2.7	3.5	2019	5.39	5.4	19.26
2011	4.71	4.71	(9.98)	2020	4.23	4.24	13.88
2012	2.89	2.89	6.35	2021	6.57	6.57	13.98
2013	(2.39)	(2.39)	(1.72)	2022	3.24	3.26	1.57
2014	10.44	10.52	14.38	2023	5.05	5.05	3.94
2015	8.06	8.12	14.56	2024	8.8	8.81	11.71
2016	3	3.01	11.78				

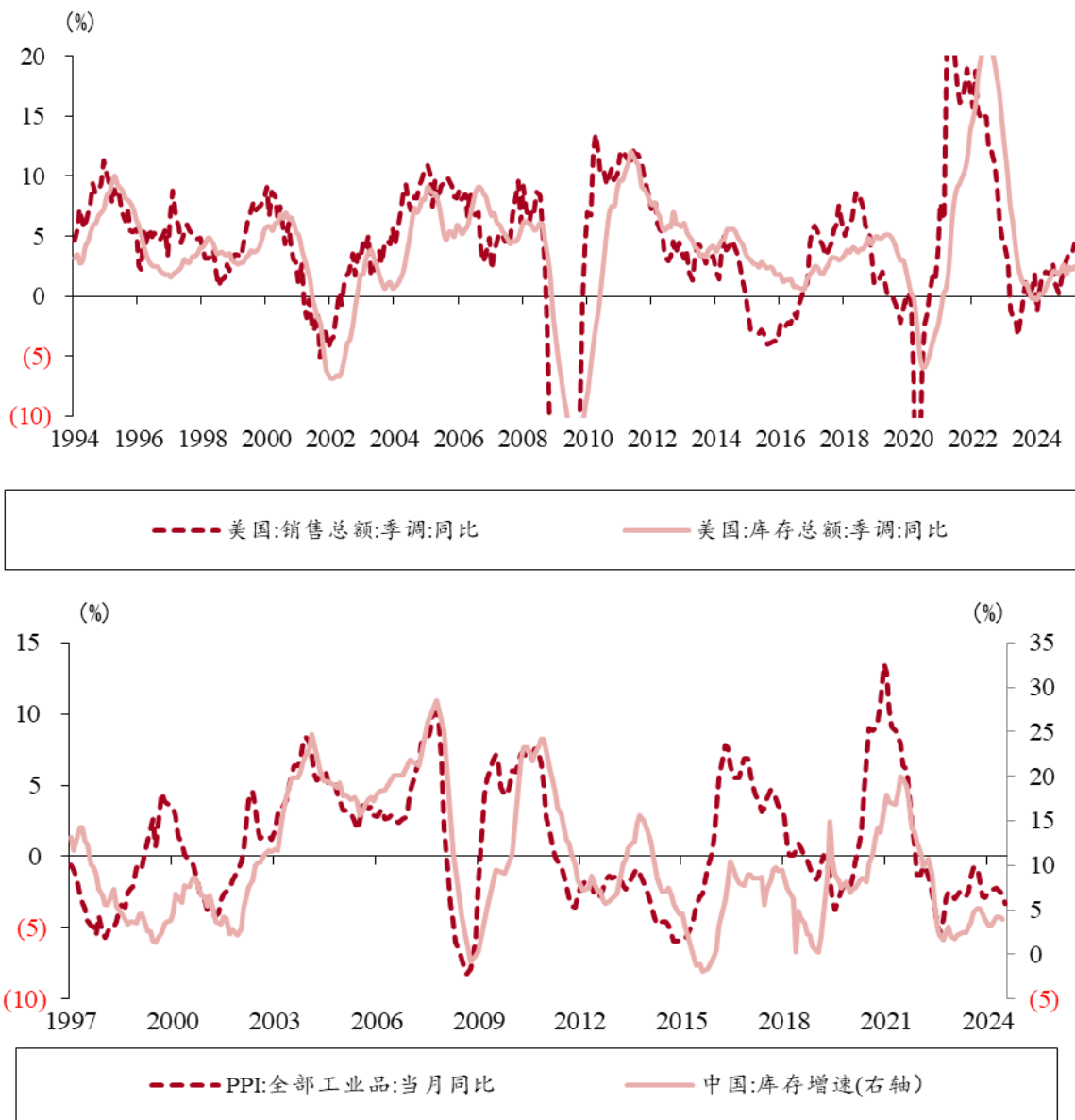
资料来源：万得，中银证券

我们输入模型的资产观点主要基于周期定位理论。下半年周期定位及资产预判简要逻辑如下：

1.2 周期定位：弱补库进入中后期

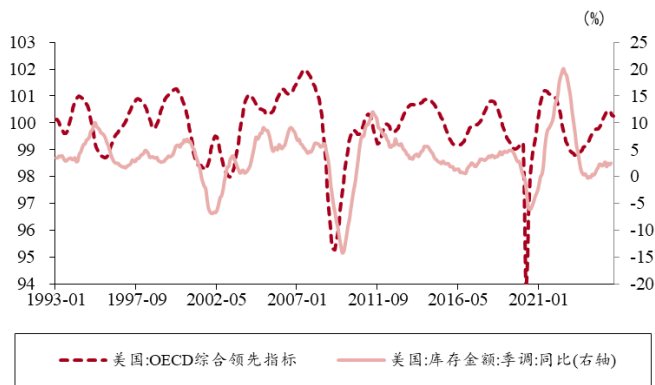
本轮中美补库分别开始于 2023 年末及 2024 年初，当前，中美两国的补库存周期或已进入中后期阶段。企业进一步大规模补库的动能或面临减弱。领先指标来看或仍有 1-2Q 的持续性，但年末及明年初或面临去库拐点。基本面角度，当前美国基本面有韧性，但特朗普关税及减税政策进展增添了不确定性。一季度抢进口以及 DOGE 裁员减支拖累一季度 GDP，下半年这两方面因素有望得到不同程度的缓和。一方面，特朗普减税政策或使得美重回财政扩张路径，另一方面，下半年关税不确定性有望降低，但需警惕关税落地对美通胀及需求的影响。此外，本轮短周期接近尾声，双赤字压力下美中长期经济下行担忧增加。国内方面，经济修复程度偏弱，但政策方向较为确定，市场中长期担忧有望得到一定程度修正。开年以来，“两新”政策及外需韧性对国内经济的提振效应显著。下半年地产投资大概率依旧为拖累项，消费提振有待新一轮以旧换新政策，外需韧性假设下制造业投资及进出口年内或有韧性。

图表 2. 中美库存周期



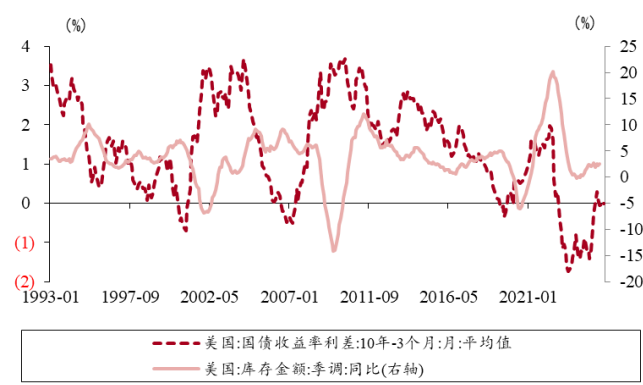
资料来源: 万得, 中银证券

图表 3. OECD 领先指标显示补库周期仍将延续



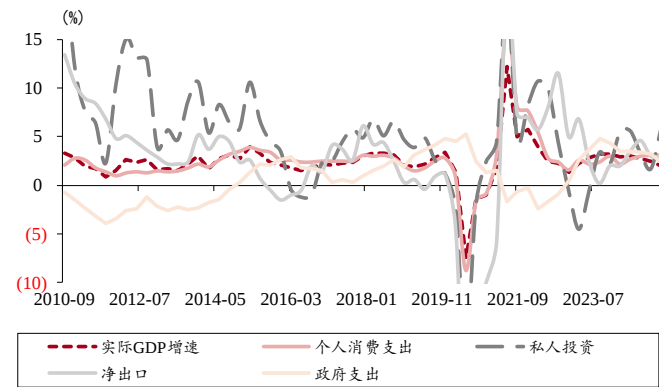
资料来源: 万得, 中银证券

图表 4. 期限利差领先库存增速拐点



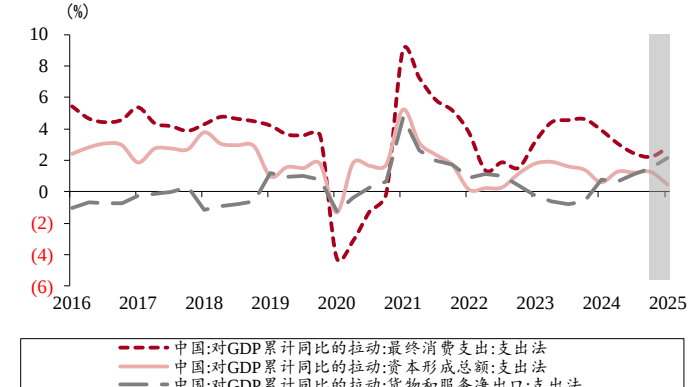
资料来源: 万得, 中银证券

图表 5. 抢进口以及 DOGE 裁员减支拖累美国一季度 GDP



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 开年以来出口及消费对国内 GDP 增长起到正向拉动



资料来源：万得，中银证券

1.3 大类资产预判：中长期去美元化进程开启，可适度提升 A 股配置比例

展望下半年，我们认为中长期去美元进程已经开启。时点上早于我们此前预期，但结合长波萧条期中后程的周期定位，全球货币体系或面临秩序重塑的过程。本轮美元中期走弱源于三方面因素：产业链重构下的增长差收窄、债务驱动的信用裂痕、政策不确定性的信任崩塌。1) 短期来看，美国“滞胀”固化的同时中国经济结构转换期增长动能偏弱问题得到一定程度的缓释，美-非美经济体增长动能差距在弥合。2) 长期来看，美国基本面衰退风险在增加，美国面临中周期维度的下行。双赤字压力下，货币政策的调节作用正在减弱。3) 政策不确定性使得美元信任面临瓦解。特朗普关税政策直接推升进口成本，而减税政策刺激需求但压制供给，形成“通胀-增长”悖论，美联储政策独立性受挫加剧美元信用风险。因此，去美元化大周期开启，但经历了二季度以来的加速下行，短期美元加速走弱趋势或有所趋缓。去美元化大趋势下，美元替代逻辑仍将演绎。黄金中长期走强趋势不改，与此同时，白银、欧日货币都可能阶段性扮演“美元替代品”角色。

图表 7. 长波萧条期孕育货币秩序的改变

长周期 (康波)	起止	长波繁荣	长波衰退	长波萧条	长波回升	持续时间 (年)	国际货币体系
第一波	1782-1845	1782-1802	1815-1825	1825-1836	1838-1845	64	1870 年以前:前金本位时期
第二波	1845-1892	1845-1866	1866-1873	1873-1883	1883-1892	48	1870-1914:英国主导下的金本位时代
第三波	1892-1948	1892-1913	1914-1929	1929-1937	1937-1948	57	1914 - 1944:战争与混乱期
第四波	1948-1991	1948-1966	1966-1973	1973-1982	1982-1991	44	1944 - 1971:美国主导下的布雷顿森林体系
第五波	1991-?	1991-2009	2009-2020	2020-			1971 年后:浮动汇率与美元信用本位

资料来源：周金涛《涛动周期论》，中银证券

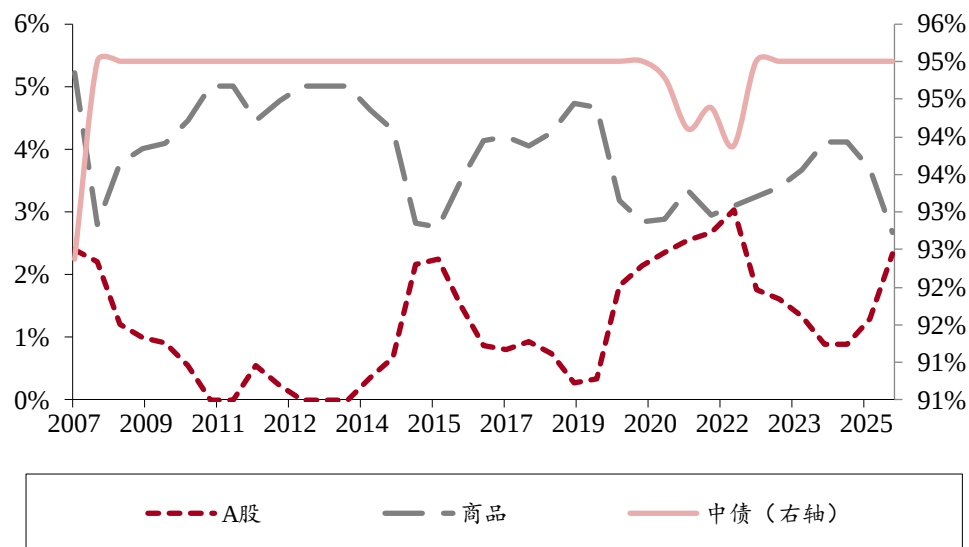
风险资产内部，A 股确定性更强。当前中美风险资产所面临的环境互为镜像。基本面方面，中美差异正在弥合。美国基本面韧性犹在，但政策不确定性高且对基本面影响偏负面，与此同时基本面中长期走弱担忧升温；国内基本面修复虽仍存在分化，但政策方向确定且提振效用显著，内需中长期担忧得到明显缓和。资金面上，全球去美元化趋势下，美元资产面临资金边际流出；而 A 股资金面环境相对积极：美元走弱利好非美资产、国内剩余流动性充裕、类平准基金提供支撑。当前美股已经修复至 4 月点位，后面面临政策落地及基本面数据验证的考验，短期面临一定调整可能性。反之当前 A 股下行风险较低，国内政策储备充裕，是具备较强赔率的资产。

总体来看，下半年，补库周期的定位下，风险资产>避险资产，去美元大逻辑下，贵金属有望持续走强。国内资产方面，内需止跌弱修复的基准假设下，A 股相对占优。

需要警惕四季度地缘政治风险及美债危机的潜在可能。四季度随着补库周期趋于尾声，金融市场或面临流动性冲击，而美债市场面临供给失衡以及信任危机带来的需求减少。深层诱因在于特朗普关税政策推升美国通胀预期，压缩美联储降息空间，而两党财政扩张协议将进一步恶化债务可持续性——10 年期收益率若突破 4.8% 阈值，可能触发养老金止损与全球资产重定价。此外，中东危局或引爆“原油断流”，地缘冲突风险若出现超预期升温或影响全球风险偏好进而带来流动性冲击。

基于上述条件下的模型输出显示：2025 年下半年，股票资产配置比例可适度提升，与此同时，适度下调商品资产的配置比例，债券资产维持上限配置比例。

图表 8. 资产配置模型输出下半年国内资产配置比例



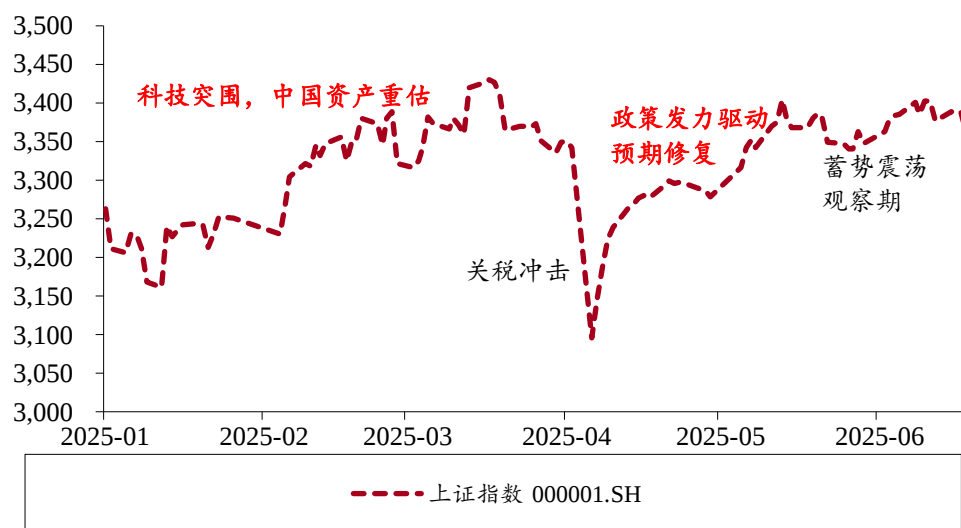
资料来源：万得，中银证券

2 A 股大势及风格

2.1 上半年行情回顾

2025 年上半年 A 股呈现“科技资产重估-关税冲击-政策修复-震荡蓄势”四阶段行情。1) 第一阶段（1-3 月）：中国科技资产重估行情。这一阶段“去特朗普”交易使得美元见顶回落，弱美元环境叠加中国科技资产重估的叙事，A 股迎来了基本面预期与估值的双重共振行情，科技板块特别是 AI 和机器人产业链表现突出。2) 第二阶段（4 月）：外部冲击下的剧烈调整。4 月初特朗普“对等关税”冲击全球金融市场，A 股三大指数呈现先抑后扬的走势。结构上，出口链（电子、纺织）承压，高股息板块（电力、银行）成为避险选择。3) 第三阶段（5 月）：政策发力驱动修复行情。5 月 A 股冲高回落，沪指一度突破 3400 点。政治局会议定调“新质生产力”扶持、超长期特别国债发行、“一行一局一会”落地一系列增量政策，各方加力推动政策落地见效，市场预期进一步修复。4) 第四阶段（6 月）：结构分化与轮动加速。6 月市场进入政策落地观察期，市场整体呈现震荡盘整格局，行业板块轮动加快。创新药、新消费与科技板块先后占优。

图表 9. 上半年 A 股走势回顾



资料来源：万得，中银证券

行业方面：2025 年上半年，A 股整体情绪呈现“N 字型”。行业轮动层面最大的结构特点是“老双翼”（AI/机器人）向“新双翼”（创新药/新消费）进行轮动。行业趋势层面最大的结构特点是科技和红利主导的“杠铃策略”纷纷向小微盘及银行股进行“缩圈”。

究其原因来看，除了产业趋势外，资金面的因素成为“杠铃策略”双向缩圈的主要表现原因，更深层的因素为大部分行业相对景气仍然较为缺乏。1) 新兴产业沃土。新兴产业蓬勃发展，参考此前消费电子、新能源产业链发展规律，新兴产业蓬勃发展初期对应的是众多小微企业孕育成为中大型企业的产业进程，近年来无论是人工智能产业亦或是人形机器人产业，都符合产业层面小微盘股活跃的历史经验特征。2) 指数增强产品及私募量化类产品的发行加速。以公募类增强型股票型基金发行占比来看，今年上半年在绝对规模及占比两个层面都有显著提升，这也意味着相关管理人在配置基准成分股外亦有配置下沉获取超额收益的需求。另一方面，私募基金今年上半年备案数量亦有显著提高，其中量化类私募产品的备案占比绝对值同样维持在高位。3) “类平准”资金“锁住”小微盘下跌空间。我们将小微等权指数及其相对沪深 300 指数的相对收益走势与十五大 ETF 超额买入力度这一指标进行对比，从数据呈现的结果来看，自 2023 年 10 月 23 日中央汇金公司官宣买入 ETF 并扩大 ETF 增持范围后，这种“下行市”或“震荡市”中下沿触及后的宽基 ETF 放量行为，成为了近两年市场具备一定“确定性”的资金面主线线索。

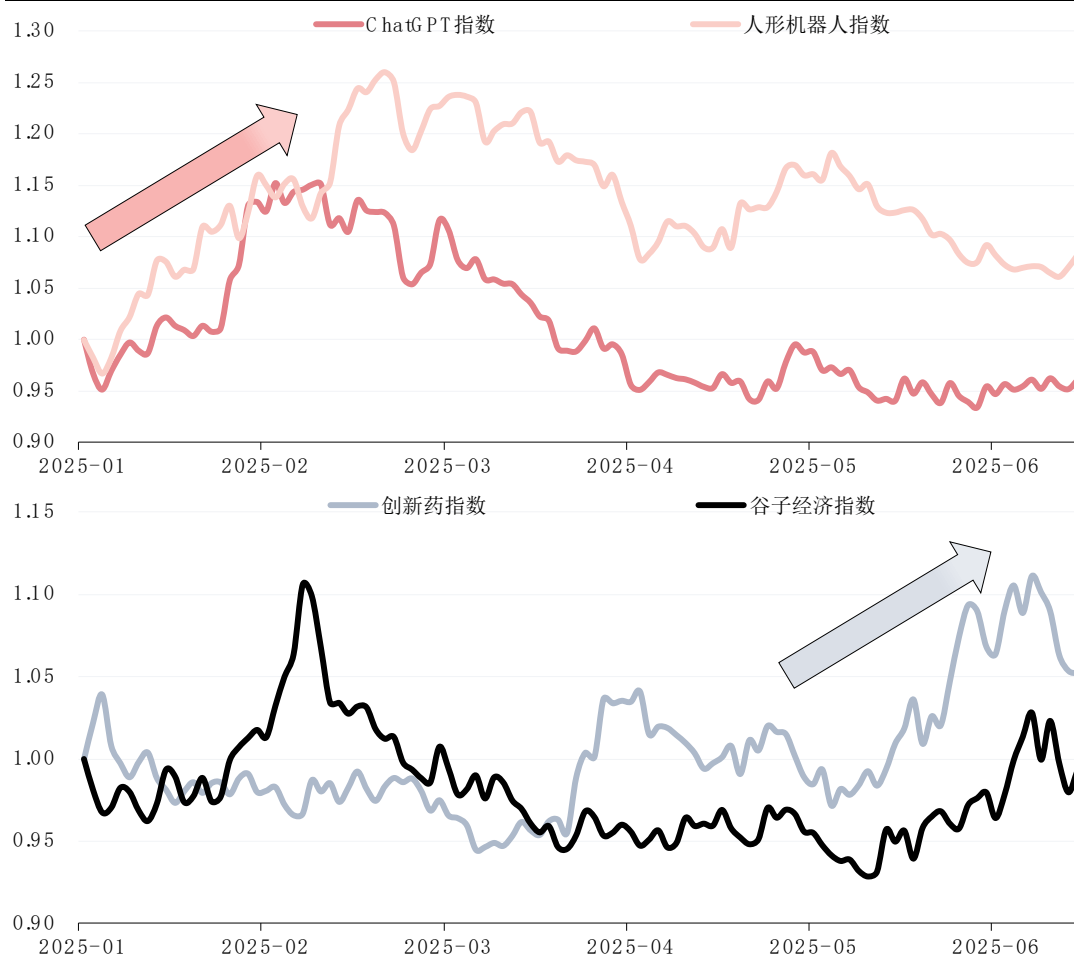
在这一背景下，除了持续受益的银行等沪深 300 权重公司外，这种资金面的呵护同样给小微指数赋予了一种明显的利好——下行空间阻断的逻辑，即如果是市场调整引发的小微盘调整，当市场整体在资金面助力稳定后，小微盘同样会受益，下行趋势结束。如果是小微盘自身调整，即小微盘持续下跌并引发市场整体恐慌情绪蔓延之后，同样有望迎来资金面的助力。无论是哪一种情况，较为清晰的线索都指向近两年小微盘的驱动逻辑已发生明显变化，即在宽基 ETF 放量行为持续存在的时代背景下，小微盘的下行空间相较此前，其下行风险敞口已被较大幅度缩窄。

图表 10. BOCIASI A 股情绪指标



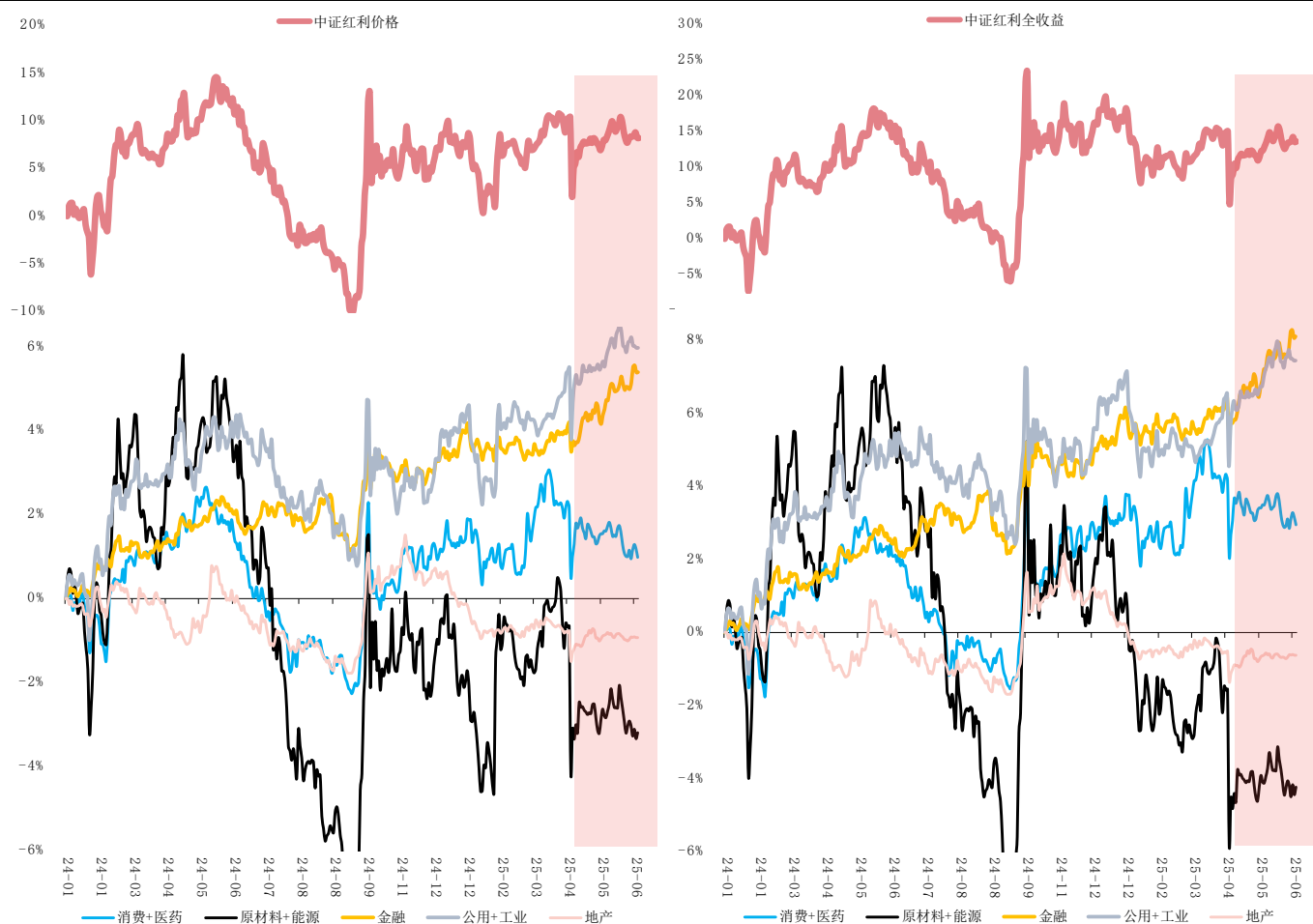
资料来源：万得，中银证券。注：右轴单位为点

图表 11. 2025H1 行业轮动特点：“老双翼”到“新双翼”



资料来源：万得，中银证券

图表 12. 2025H1 行业趋势特点：“杠铃策略”加速缩圈



资料来源：万得，中银证券；注：下图为各行业成分股对中证红利价格/全收益指数的贡献幅度

2.2 大势：中国资产重估进行时

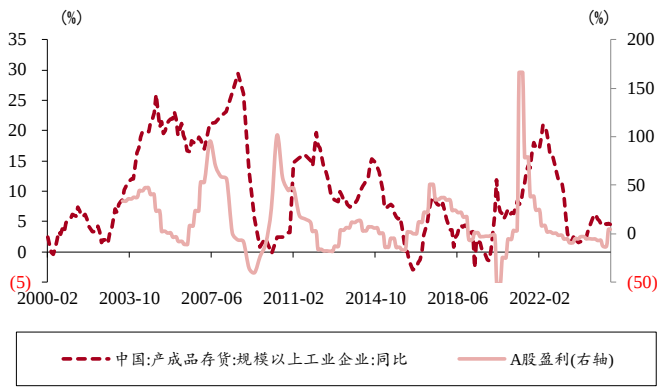
盈利贡献有待提升，估值强支撑有望延续。我们在年度策略中提到，2025 年 A 股将迎来盈利弱复苏，估值强支撑的行情。上半年以来（截至 2025 年 6 月 15 日）A 股行情主要由估值主导，其中，一季度盈利呈现小幅正贡献，二季度估值正贡献更为显著，而基于库存周期与 A 股盈利的相关性，我们预计 A 股盈利年内仍有小幅修复的可能。下半年随着价格阶段性企稳，企业盈利有望得到阶段性提升。但考虑到特朗普关税政策落地对全球需求的影响，小幅下调全年盈利贡献预测，我们预计 2025 年下半年全 A 盈利增速 0-5%，估值贡献 0-7%，全 A 涨幅中值约为 7%。

风偏小幅修复。我们预计在信用环境小幅修复、货币相对宽松的假设下，下半年市场风险偏好有望小幅修复至接近 Q1 高点，但或呈现季度间波动。ERP 来衡量的话，均值+1STD 下沿水平为情绪修复上限。除去年 Q4 市场情绪阶段性冲破过这个阈值之外，今年以来，市场情绪基本都是围绕在 4 月低点与+1STD 这个区间震荡。我们预计下半年市场风偏仍将维持这一区域内箱体震荡，幅度上呈现小幅上行。

资金面强支撑，中国资产重估进行时。下半年 A 股估值端仍有望维持较强的支撑作用。一方面，去年 9 月以来，市场对于中长期内需动能的担忧得到了明显缓和，当前政策储备充裕、态度呵护市场，市场风偏难以下探至 2025 年 4 月低点。此外，当前 A 股资金面环境呈现三重积极支撑：其一，国内剩余流动性持续充裕，资产荒逻辑强化权益配置吸引力；其二，类平准基金与险资增量形成托底力量；其三，弱美元环境驱动全球资本再平衡。伴随着弱美元周期的开启，A 股在全球“去美元化+估值洼地”共振下迎来资金面改善与结构性重估行情。

节奏上，下半年或呈现前高后低的局面。三季度市场或迎来政策及盈利预期的阶段性修复，年末需警惕海外风险因素冲击及基本面下行风险。基准假设下半年市场仍将维持区间震荡的格局。政策及基本面环境决定上行空间，海外负面冲击下资金面有望展现较强支撑。节奏上可结合情绪指数进行波段操作。

图表 13. 库存周期与非金融 A 股盈利高度相关



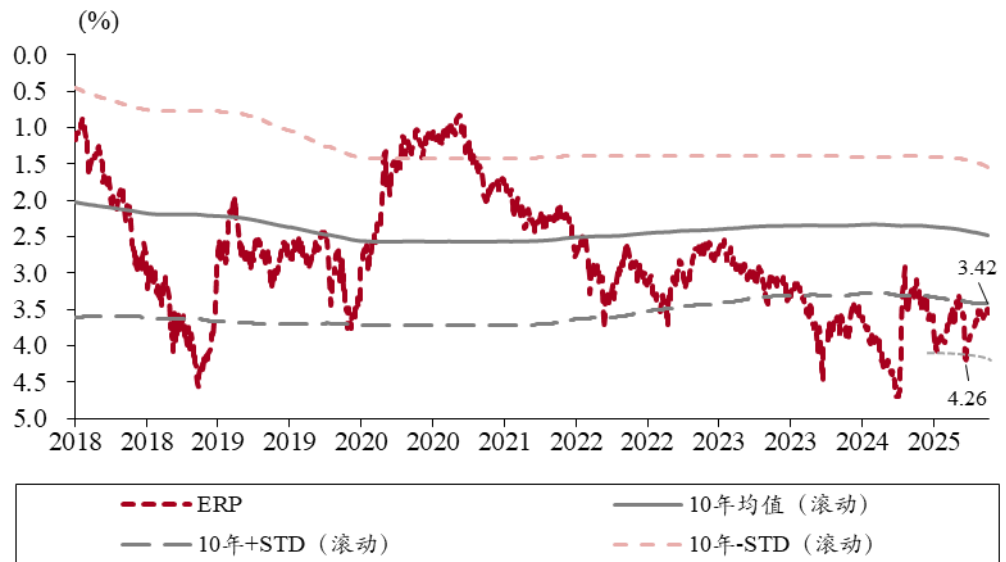
资料来源: 万得, 中银证券

图表 14. 弱美元带来非美资产重估机会



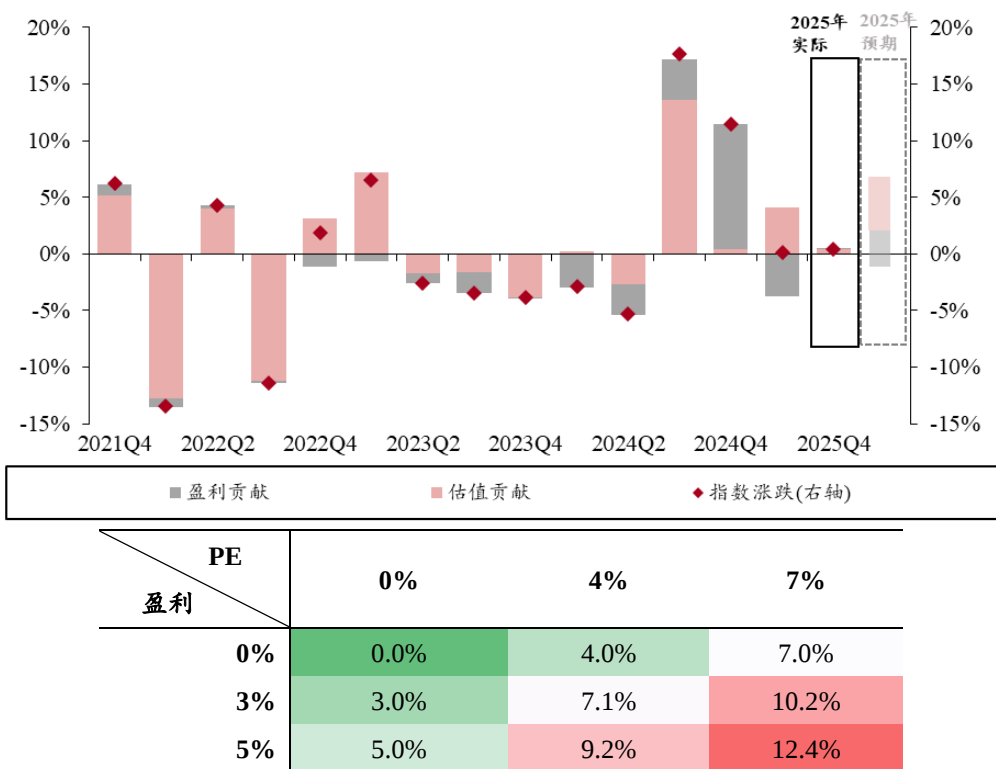
资料来源: 万得, 中银证券

图表 15. 下半年 A 股 ERP 或将延续区间震荡



资料来源: 万得, 中银证券

图表 16. 下半年 A 股盈利估值预测



资料来源：万得，中银证券

2.3 风格：小市值强势延续，科技成长有望跑赢

我们在深度报告《风格制胜 3》中构建了市值、估值、盈利、动量四大关键维度的风格因子模型。我们的风格因子体系是基于自下而上的方式构建的因子组合，不仅可以为市场内个股精准刻画风格标签，解读当前市场运行逻辑；还能一定程度上预判未来占优的风格因子组合，模型输出结果既可应用于宽基指数配置，也能直接生成具备特定风格特征的底层股票组合。

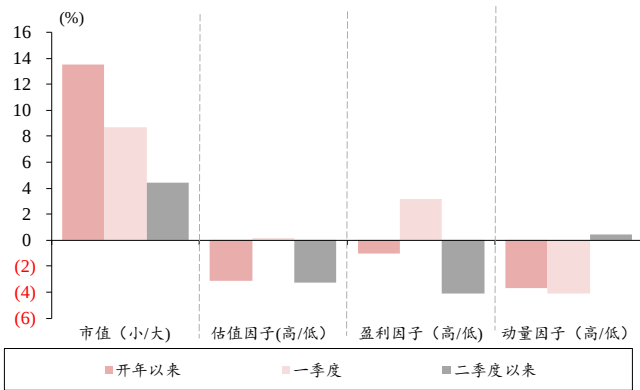
开年以来，市场风格表现为小市值最优，高估值、强反转、弱盈利次之。小市值风格的强势从 Q1 延续到 Q2，成为市场最为确定的超额收益方向。此外，一季度高盈利风格表现突出，估值因子超额收益并不显著；二季度以来盈利因子显著走弱，与此同时高估值风格成为市场主要占优方向。近年来个股层面的强反转效应今年得到延续，二季度以来稍有缓和。基于风格因子框架的定量模型，盈利因子与经济周期高度相关，剩余流动性与市值因子高度相关，估值因子与市场情绪高度相关。因此，开年以来市场风格表现的背后反映了市场对于流动性充裕而基本面预期偏弱的隐含计价。

小市值强势延续，科技成长有望跑赢。基于我们的风格因子模型，下半年市场占优风格为：**小市值、强反转、高估值、高盈利**。其中小市值与强反转确定性最高，高估值因子存在季度间波动，高盈利因子的阶段性修复仍存在一定不确定性。结合我们不同行业的风格因子暴露测算，TMT 为代表的新兴成长类资产小市值因子暴露更为显著，下半年科技主线有望跑赢。此外，宽基指数上，可关注中证 500 及中证 2000。

模型假设条件为：1) 货币环境上，下半年有望维持在 5 月双降以来的相对宽松的合意水平。2) 信用环境上，维持信用磨底弱修复的预判，节奏上会呈现靠前发力，也就是上半年略强，下半年平稳的状态。3) 基本面维度，以 PPI 衡量的话，我们认为下半年会迎来止跌甚至小幅修复。4) 市场层面，结合上文所述，我们认为市场情绪有望小幅修复至接近 Q1 高点。

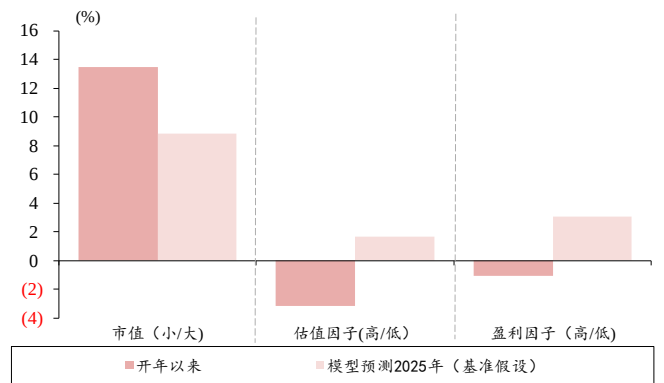
基于以上宏观假设，我们认为下半年小市值风格仍将成为市场最为确定性的风格方向。此外，高估值或总体占优，但或结合市场风偏震荡存在季度间波动（前低后高）；盈利因子或存在阶段性预期修复。需要指出的是，小市值因子确定性较高但短期计价较为充分，年中或存在调整可能性。盈利因子分歧较大但赔率较高，目前市场尚未计价 PPI 止跌预期，我们认为下半年基准假设下 PPI 会迎来止跌弱修复，但时点和幅度上可能相对滞后，其对于盈利因子的指示作用取决于修复幅度和预期的持续性。

图表 17. 上半年 A 股风格表现



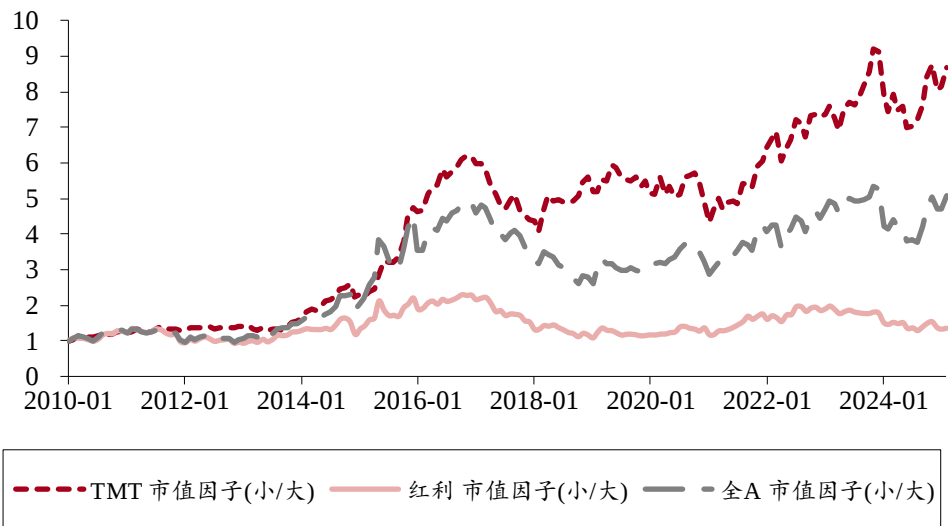
资料来源：万得，中银证券

图表 18. 2025 年 A 股风格预测



资料来源：万得，中银证券

图表 19. 科技成长类资产小市值风格属性更强



资料来源：万得，中银证券

3 科技行业是指数突围的高概率选择

在“类平准”资金坚决维护资本市场稳定的承诺，以及政策储备及释放预期仍然较为充分的背景下，下半年，全 A 指数下行风险相对可控，市场需要关注并作出预案的是 1) 如何应对震荡区间，或 2) 如何应对潜在的上行风险。

3.1 行业配置情景假设一：震荡区间背景：把握幅度有限的第二波行情

基于 A 股市场特征历史经验回溯（2005-2023 年）来看，再困难的投资年份，A 股年内都存在至少两波行情。非走牛年份外，可参考的 A 股投资困难年份（震荡市为主）及更困难的年份（单边下跌市为主），这一历史规律均未被打破。从特征来看，机会属性分为两种：一种是震荡市（困难）年份中的 10% 机会，如 2005 年、2010 年、2013 年、2022 年。另一种是单边下跌市（更困难）中的超跌反弹属性的 10% 机会，典型如 2008 年、2011 年、2018 年。2012 年是非典型意义的单边下跌年份，在 2012 年初春躁第一波行情（2 月）结束后，随即转入 9 个月的单边下跌，直至 12 月份指数大幅上行修复。2023 年同样是一次反弹（2 月）和一次大级别反转行情（9-10 月）。

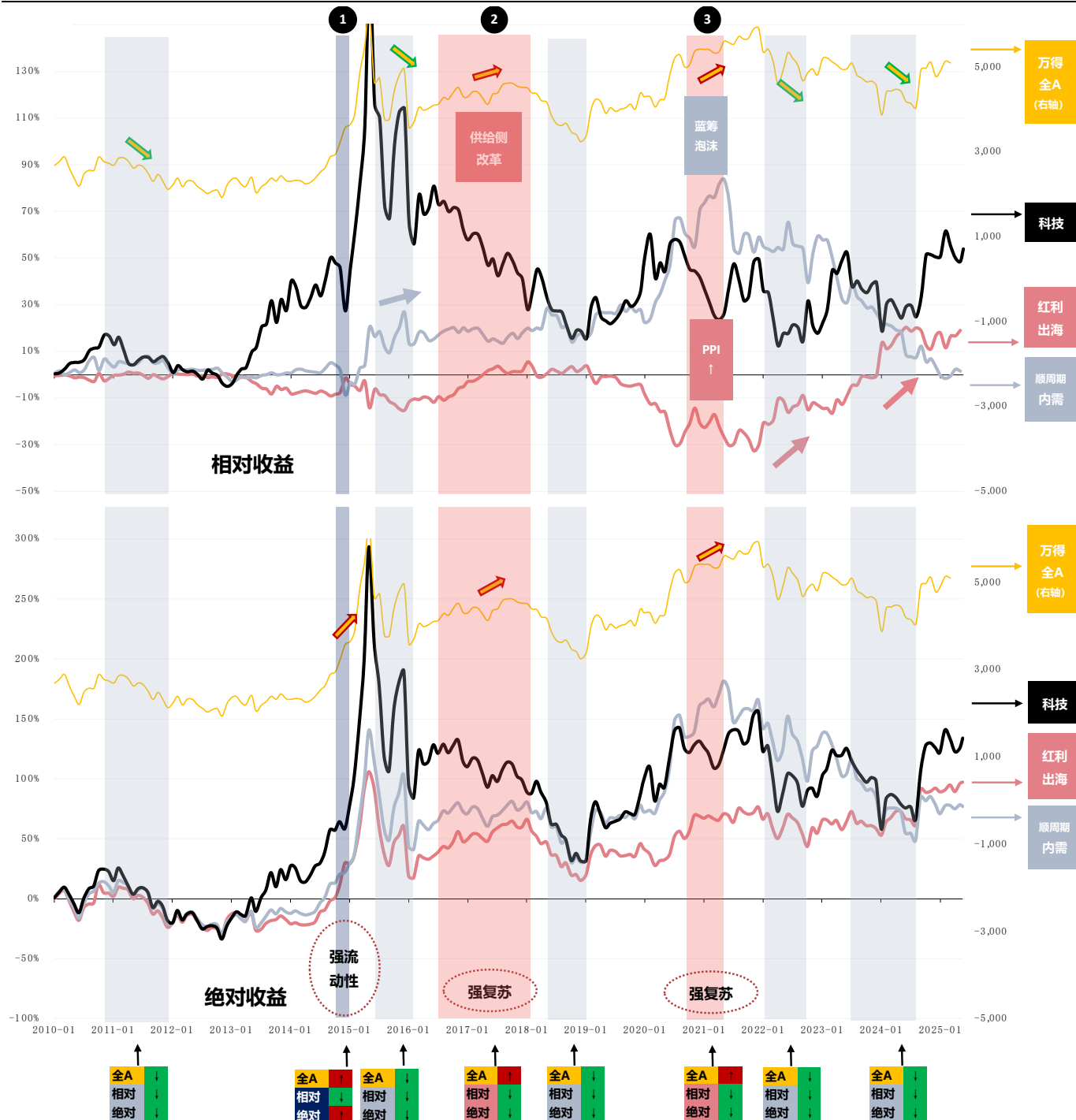
在震荡市的情景假设下，科技行业是指数突围的高概率选择。如果将行业分为科技、红利及内需顺周期三大类方向，回顾历史上三大类方向对于 A 股整体走势的贡献来看，如果下半年全 A 指数存在年内第二波行情的机会，即脱离震荡区间，或再度从震荡区间下沿向上沿迈进，科技作为主要的贡献（突围）方向是高概率选择。历史上全 A 指数依靠红利行业或内需顺周期行业带动向上的组合仅有两种情况：

一是宏观强复苏环境：1) 第一次（下图区间序号 2）是 2016 年年中，彼时供给侧改革极大提升了传统企业的盈利能力，宏观环境进入强复苏阶段，资源品行业上涨韧性抵消了科技绝对收益下跌的影响，并促使全 A 指数小幅抬升。2) 第二次（下图区间序号 3）发生在 2020 年底，彼时科技行业开启调整，但以茅指数、宁组合为代表的顺周期内需行业开启“泡沫化”上涨过程，同时彼时双碳转型进入传统能源短缺的坎坷阶段，PPI 明显上涨，周期资源品行业同样涨幅明显，两者共同发力抵消了科技下行的影响，这一阶段同样处于新冠疫情后的强复苏阶段。

二是场内流动性非常充沛：科技相对收益下行，但全 A 指数仍能向上的历史经验仅发生在 2014 年底（下图区间序号 1），彼时市场微观流动性非常充沛，这是科技相对收益下行后，指数仍能企稳（非强复苏环境）的另一种可能性。

从 2025 年下半年宏观判断及场内流动性两个角度的判断来看，上述两种条件出现的概率相对较低，难以复现 2014 年底、2016 年-2017 年、2020 年-2021 年由红利或者内需顺周期行业上行带动全 A 指数突破的情况。

图表 20. 科技行业是指数突围的高概率选择



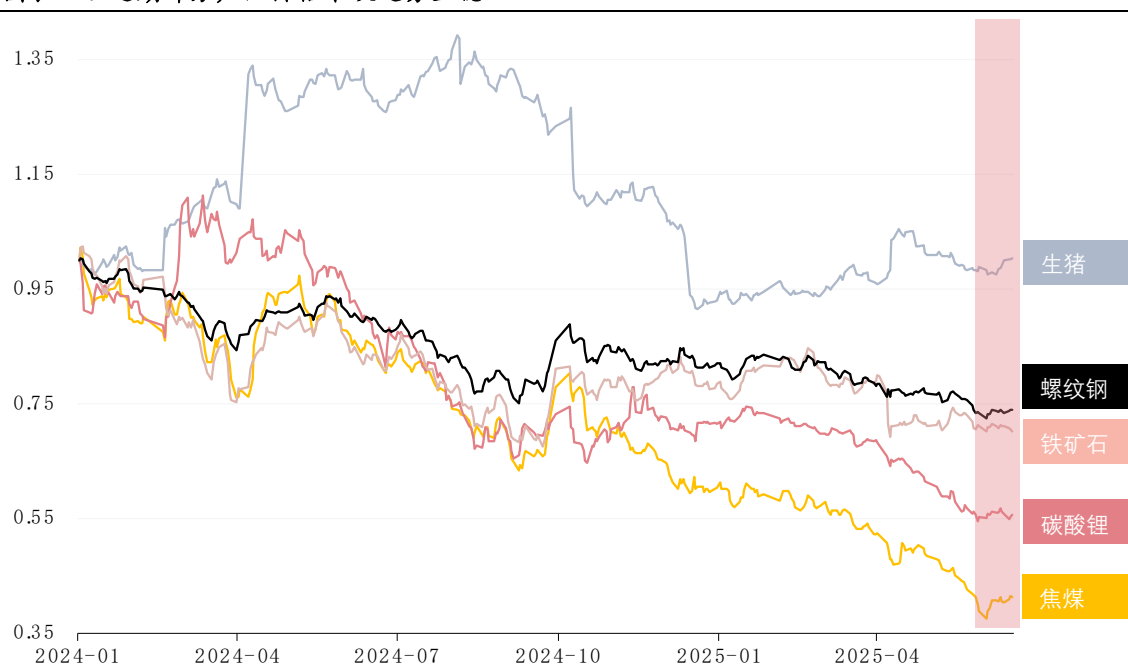
资料来源：万得，中银证券

3.2 行业配置情景假设二：上行突破背景：供给侧预期带动指数共振上行

如果考虑潜在的上行风险，那么内需行业或者红利资源品行业指数能否向上并发挥托举指数的重任，是必须要考虑的问题。历史经验来看，需要更大力度的逆周期或供给侧政策配合，虽然当前上述两项政策以较大力度形式出现的概率较低，但一旦出现也就意味着全 A 潜在上行风险的出现。在行业层面，或会形成红利受益供给侧改善，顺周期受益于政策及政策预期，科技受益风险偏好提升这一经典“权重搭台，成长唱戏”的上行格局。

当前内需行业及周期资源品行业恰处于上述政策发力的预期阶段，我们已经初步观察到一些积极的信号，这些信号值得重视。例如，猪肉价格方面，据财联社 6 月 17 日报道，此前多家头部猪企接相关部门要求暂停能繁母猪扩产，出栏体重也需要控制在 120 公斤左右。近期多家猪企参加了“生猪生产调度会”，在减母猪、降体重、控二育的背景下，会议提出了具体的生猪生产调控目标，将对全国能繁母猪存栏量在现有基础上调减 100 万头左右，降至 3950 万头。汽车价格方面，中国汽车工业协会发布“维护公平竞争秩序，促进行业健康发展”倡议书，工信部表态将加大汽车行业“内卷式”竞争整治力度，推动产业结构优化调整，加强产品一致性抽查，配合相关部门开展反不正当竞争执法，采取必要的监管措施。硅料方面，今年的 SNEC 展会期间，协鑫科技联席 CEO 兰天石与财联社等媒体交流时透露，目前行业龙头企业正在牵头，通过“直接出资+债务”的模式，成立一家由专业管理人员运营的公司，通过收购实现产能出清和产出可控，再通过利润偿付负债，进而推动行业产能的有序退出。针对潜在的上述上行风险，如果对于供给侧变化的把握及其对应胜率仍有顾虑，以配置券商/互联网金融行业进行应对的策略效果或同样不弱。

图表 21. 近期部分产品价格下跌趋势企稳



资料来源：万得，中银证券

4 2025 年下半年大类行业比较

2025 年下半年大类行业比较: 科技、必选消费、金融等风格相较其他大类行业占优。周期定位来看, 科技与高端制造是本轮中周期的主导产业, 也是当前第二库存周期补库阶段相对占优的行业风格, AI、人型机器人产业趋势催化明确, 行业兼具高成长弹性且景气趋势向好。必选消费行业具有较强的防御属性和稳定性溢价, 同时部分行业如创新药、新兴消费等具备较强的成长属性, 在海外不确定性因素仍存、同时内需一定程度回暖、新兴消费趋势催化之下, 部分必选消费赛道有望充分受益。此外, 券商等非银金融板块本身在机构配置中相对低配, 公募基金考核基准调整之下有望受益, 美元信用风险提升之下, 去美元化趋势有望持续, “稳定币”概念有望持续受益, 金融科技板块或将受到催化, 同时券商、金融科技等高 beta 行业则有望受益于 A 股整体的行情。

大类风格行业比较来看, 流动性宽松周期、经济预期保持一定韧性的背景下, 顺周期及价格驱动类行业如资源品、建筑地产、可选消费等弹性预计弱于软硬科技、必选消费等, A 股市场盈利估值共振之下, 公用事业等防御风格行业表现预计也弱于受到盈利、估值双催化的成长、消费风格, 硬科技为代表的科技和高端制造业、必选消费以及券商、金融科技等有望成为 2025 年下半年较为占优的行业风格。

图表 22. 大类行业对比表

	周期定位	业绩预期	估值水平	中观景气	关注行业	综合结论
硬科技	衰退后期占优	75.44%	20.16%	2025 年预期宽松流动性之下, 科技板块具备成长弹性。产业趋势上, AI 产业与制造业升级也为科技和高端制造业带来高弹性的成长空间。	机器人、国防军工、通信、电子、无人驾驶	↑
软科技	扩张前期占优	3522.70%	31.57%	产业趋势上, AI 应用正在加速落地, 海外部分 AI 应用已有盈利兑现形成明确海外映射, 同时国产替代逻辑之下, 信创等赛道也有望充分受益, 预期层面与盈利弹性层面, 行情均可能会有所催化。	计算机、传媒	↑
公用事业	衰退后期/扩张前期占优	-14.78%	30.00%	2025 年以来市场扰动因素较多, 部分区间内风险偏好受到一定压制, 但总体经济表现出较强韧性, 后市风险整体可控, 公用事业的强防御属性体现或不明显。	——	——
周期资源品	扩张后期占优	9.66%	42.47%	资源品行业景气的决定性因素主要在于需求端, 取决于经济特别是地产基建的修复强度, 2025 年以来财政如期发力, 但地产基建的修复需要时间, 政策预期催化之下, 周期资源品可能具有阶段性行情, 但基本面的全面修复仍需观察下游需求强度。	——	——
可选消费	扩张前期占优	15.49%	36.94%	2025 年以来社零同比呈现稳健回暖态势, 政策补贴发力是可选消费板块特别是大宗消费的主要驱动力, 内需的进一步发力仍取决于出口的强弱, 部分行业如汽车等仍处于产能出清阶段。	——	——
必选消费	衰退前期占优 (部分行业扩张前期占优)	19.88%	30.00%	必选消费行业具有较强的防御属性和稳定性溢价, 同时部分行业如创新药、新兴消费等具备较强的成长属性, 在海外不确定性因素仍存、风险偏好压制, 同时内需一定程度回暖、新兴消费趋势催化之下, 部分必选消费赛道有望充分受益。	创新药、新兴消费、纺织服装、美容护理等	↑
建筑地产	衰退前期占优	420.84%	2.89%	地产基建产业链仍然是财政政策发力的主要方向, 2025 年相关支持政策有望进一步发力, 但考虑地产本身库存去化的周期性与政策落地的时滞问题, 相关行业基本面的修复可能仍是相对滞后的。	——	——
金融风格	衰退后期占优	-3.36%	38.67%	券商等非银金融板块本身在机构配置中相对低配, 公募基金考核基准调整之下有望受益, 美元信用风险提升之下, 去美元化趋势有望持续, “稳定币”概念有望持续受益, 金融科技板块或将受到催化, 同时券商、金融科技等高 beta 行业则有望受益于 A 股整体的行情。	券商、金融科技	↑

资料来源: 万得, 中银证券

注释: 估值水平为市盈率分位数, 起始日期为 2020 年 6 月 17 日, 截止日期 2025 年 6 月 17 日, 业绩预期为 2025 年预测净利润增速, 统计日期为 2025 年 6 月 18 日;

2025 年下半年 AI 行业配置模型输出: Top10 行业以成长和消费风格为主。根据中银策略基于 XGBoost 模型的 AI 行业配置系统, 我们通过对 2025 年下半年的宏观因子进行预测, 结合截至 2025 年 6 月 18 日的情绪及业绩因子, 输出了对于 2025 年下半年占优行业的预测。因子假设如下:

- PPI 同比: -0.5%, 下半年工业品价格预计呈现回暖态势但仍相对弱势, 同比仍于负区间。
- CPI 同比: 0.5%, 物价维持温和态势, 下半年同比预期有小幅回暖。
- 美国 10 年期国债收益率: 美债信用风险之下, 预期美债将处于相对高位, 预计值 4.8%。
- 中国 10 年期国债收益率: 货币政策宽松预期延续、经济基本面预计保持韧性之下, 10 年期国债收益率预计基本与 2025 年 6 月水平持平, 约 1.7%。

- 社零增速、商品房销售面积：政策发力效果逐步显现，投资、内需趋于改善之下，预计相关指标同比有温和回暖。
- 市场风险偏好：上半年中美摩擦、地缘冲突压制风险偏好，但中美摩擦之中中国的主导优势逐渐显现，美债信用风险虽然可能存在短时冲击，但长期来看反而利好新兴市场，综合判断市场风险较上半年略有回暖。

中银策略 AI 行业配置模型 Top10 分别为：通信、非银金融、医药生物、传媒、国防军工、电子、计算机、电力设备、社会服务、商贸零售，主要集中在成长和消费风格。

图表 23. AI 行业配置模型输出 Top10 行业

排序	行业	2025年以来涨跌幅(%)	市盈率分位数(%)	2025年Q1归母净利润增速(%)	2025年预测净利润增速(%)
1	通信	3.56	46.07	6.68	12.64
2	非银金融	-4.09	29.09	21.30	5.26
3	医药生物	6.54	69.63	-12.21	31.62
4	传媒	9.01	80.66	38.65	110.05
5	国防军工	4.41	96.69	-24.98	118.41
6	电子	-0.70	75.04	31.18	63.66
7	计算机	3.61	92.31	2309.86	249.79
8	电力设备	-5.06	39.42	-12.48	128.11
9	社会服务	0.84	20.45	-23.38	39.17
10	商贸零售	-5.26	88.68	-9.76	42.80

资料来源：万得，中银证券

注释：统计数据截至 2025/6/18，市盈率分位数为近 5 年分位数

5 中观景气跟踪与景气预期展望

综合主观行业比较分析与 AI 行业配置模型，成长、消费风格均为 2025 年下半年值得关注的重点赛道。从大类风格、中观景气度与景气预期、盈利预期、估值及交易拥挤度水平四个维度给各个行业赋分，进一步进行中观行业比较。

- **大类行业比较赋分：**宏观经济背景适宜行业风格，行业有较为明确的产业催化的赋 4 分，行业景气程度较大依赖于政策的针对性发力，且盈利的兑现预计将会相对滞后的赋 2-3 分。
软硬科技赋 4 分，必选消费赋 3-4 分，金融风格赋 3 分，周期资源品、基建地产、可选消费等赋 2 分。
- **中观景气指标及景气预期赋分：**结合中观指标判断行业当前的景气位置，再结合对后续的景气预期打分，综合来看，当前中观景气弱，行业暂时不具有明显景气催化的行业赋 1 分；当前中观景气弱，但 2025 年受政策催化等影响，行业可能一定程度受益的赋 2 分；当前中观景气虽处底部出现回暖或反弹信号且 2025 年仍有进一步催化预期或中观景气处于中高水平但 2025 年景气度预期回落的赋 3 分；中观景气程度处于中位水平且 2025 年仍有进一步催化预期的赋 4 分；中观景气程度处于中位水平且 2025 年高景气度有望延续的赋 5 分。
- **盈利预期赋分：**基于自下而上万得一致预期汇总，对比行业的利润预期增速，判断明年各行业盈利位置及潜在跃迁方向，进而赋分。行业盈利预期居于行业前 7 名赋 5 分，居于行业 8-14 名赋 4 分，15-21 名赋 3 分，22-27 名赋 2 分，其余赋 1 分。
- **估值及交易拥挤度水平赋分：**估值基于三年滚动分位进行打分，交易拥挤度基于三年滚动成交额占比分位数打分。两者均是居于行业 8-14 名赋 4 分，15-21 名赋 3 分，22-27 名赋 2 分，其余赋 1 分。之后按照估值权重 70%，交易拥挤度权重 30%计算加权平均赋分。

对四大因素进一步加权赋分，取大类风格占比 30%、中观景气指标及景气预期占比 30%、盈利预期分占比 20%、估值及交易拥挤度占比 20%进行综合赋分，我们得到各个行业的综合评分。经过综合打分，建议 2025 年下半年高配电子、新兴消费（涉及商贸零售、纺织服装、社会服务等细分赛道）、通信、国防军工、计算机、自动化设备、医药、证券、金融科技、传媒等行业。

图表 24. 2025 年下半年高配行业推荐表

行业	大类行业风格赋分	中观景气指标及景气预期赋分	盈利预期赋分	估值及交易拥挤度水平赋分	行业综合评分	主观风格及中观赋分逻辑	行业配置推荐
电子	4	3	5	3	37	2025 年 AI 端侧加速落地，中美科技摩擦或将加剧，国产替代板块也有望受益。	高配
新兴消费	4	2	5	4	36	经济结构转型期、库存周期扁平化时段，类日本，消费呈现性价比/娱乐消费/国潮趋势催化，相关行业也有持续景气验证。	高配
通信	4	4	5	1	36	2025 年算力基础设施投资同比维持高增速，行业处于高景气。下游端侧和应用密集落地有望进一步催化算力产业链。	高配
国防军工	4	3	5	1	33	中美摩擦持续，新一批订单预期落地之下，行业景气度有望迎来反弹。	高配
计算机	4	3	3	2	31	自主可控产业链、算力产业链整体景气度表现较优，2025 年 AI 应用有望逐渐进入商业化落地阶段，行业有望受到进一步催化，自主可控产业链强化趋势也有望延续。	高配
自动化设备	4	3	3	2	30	人型机器人进入景气投资阶段，产业趋势有望逐渐验证，海外映射有望持续催化行情。	高配
医药	4	4	2	1	30	中国创新药企出海进展顺利，国际竞争力不断增强，同时国内政策支撑催化创新药价值重估。	高配
证券	3	3	2	4	30	券商等非银金融板块本身在机构配置中相对低配，公募基金考核基准调整之下有望受益，美元信用风险提升之下，去美元化趋势有望持续，“稳定币”概念有望持续受益，金融科技板块或将受到催化，同时券商、金融科技等高 beta 行业则有望受益于 A 股整体的行情。	高配
传媒	4	4	2	1	30	AI 产业趋势正在持续强化，传媒板块兼具 AI 应用海外映射及业绩反转逻辑催化	高配

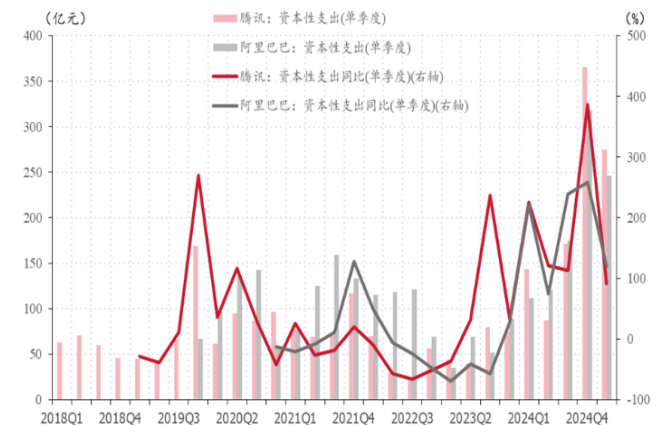
资料来源：万得，中银证券。注释：统计数据截至 2025/6/13

5.1 科技产业趋势延续：AI 产业链景气验证，行情可期

国内算力基础设施悲观预期正在逐步扭转，产业链正在景气上行验证期。一方面海外算力需求维持旺盛，北美四大云厂商（微软、谷歌、meta、亚马逊）财报显示，四大云厂商资本开支仍然维持较高增速，一季度四公司合计资本性支出达 693 亿美元，同比增长 64.01%，同比增速基本与 2024 年四季度持平，处于历史较高水平。英伟达 2025 年 Q1 业绩同样验证了这一点，尽管受到美国政府出口限制的压力，但业绩表现依旧亮眼，英伟达第一财季整体营收同比增长 69%，达到 441 亿美元，其中数据中心营收同比增长 73%。

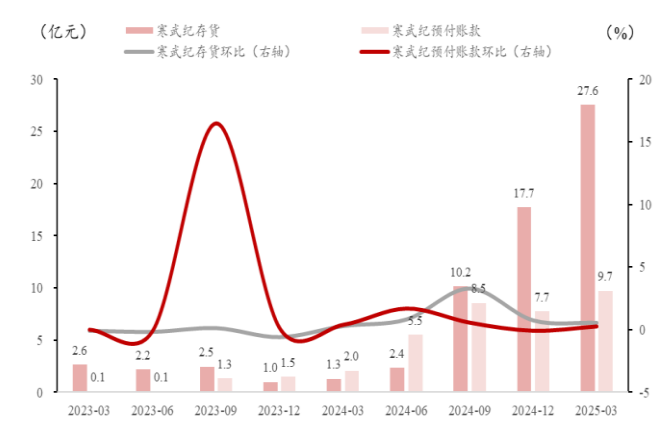
另一方面，国内算力基础设施悲观预期也已经逐步扭转，此前腾讯、阿里等国内云厂商龙头资本开支环比均有较大回落，但在当前的 AI 强产业趋势之下，资本开支回落有中美科技摩擦、算力芯片限制出口等带来的供应链稳定问题，但更多是影响节奏而非趋势。并且，从国内算力芯片厂商来看，其存货及订单正在逐季修复，能够侧面印证国产算力基础设施产业链的景气回暖，国产算力正在修复悲观预期差，值得关注。**算力基础设施端重点关注：英伟达链、国产算力、云计算等。**

图表 25. 国内云厂商加大资本开支力度但一定程度受限
于供应链稳定



资料来源：万得，中银证券

图表 26. 国产算力芯片厂商存货及订单正在逐季修复



资料来源：万得，中银证券

AI 眼镜、AI 手机等 AI 端侧产品正在进入加速落地期，产品迭代升级之下产业链有望受到拉动。近期端侧 AI 眼镜产品密集推出，5 月 27 日雷鸟推出 AR 眼镜雷鸟 X3 Pro，产品重量仅为 76g，产品内置通义独家定制的第一视角多模态大模型，成为支持可视化 Live AI 交互的 AR 眼镜。5 月 30 日雷神 AI 眼镜正式发售，6 月 17 日，Rokid 带来了其最新款 Rokid Glasses 智能眼镜。AI 手机方面，大模型正在加速嵌入手机端，据字节火山引擎大会，全球 top10 的手机厂商中，已有 9 家与火山引擎建立了深度合作关系，而产品形态也丰富多样，如“AI 意图搜索”、智能绘图、问答 Agent 等，AI 手机的形态正在探索之中，后续大模型的深度嵌入或将从软件和硬件端改变智能手机产品逻辑，而智能手机向“AI 手机”进化的过程中，更强的芯片、更高的存储、电量、散热需求是较为确定的趋势。

AI 应用端具备海外映射催化与渗透率提升催化，AI agent 作为生产力核心形态正加速落地。AI 应用端来看，海外应用龙头如“AI+企服”龙头 Palantir、“AI+医疗”龙头 Tempus 以及“AI+营销”龙头 Applvin 在 2025 年 Q1 均有不错的营收表现，国内 AI 应用有望受益于海外映射。

近期微软、谷歌等海外科技龙头公司相继召开产业大会，AI agent 成为核心共识与竞争焦点。微软 Build 2025 开发者大会上，微软旗下的代码托管平台 GitHub 首次发布了异步编程智能体，直接嵌入 GitHub 中，用户可以将耗时久且枯燥的任务交由 Copilot 执行。谷歌则在其 2025 年 I/O 开发者大会上展示了 Project Astra 计划，该产品是为安卓手机打造“全能 AI 助手”。这款“全能 AI 助手”不仅具备智能对话能力，还能理解用户所处情境，主动制定解决方案，并代表用户采取行动。例如在用户遇到自行车刹车问题后，Astra 能在线查找用户手册，翻到相关页面，甚至打开 YouTube 应用播放维修教程视频。根据 6 月 11 日-6 月 12 日字节火山引擎大会，豆包大模型与火山引擎 AI 云已经渗透到手机制造、汽车、金融、教育等多个行业，自 2024 年 5 月首次正式对外发布以来，豆包大模型的日均 tokens 使用量从最初的约 1200 亿快速增长，到 2023 年 3 月突破 12.7 万亿，再到今年 5 月底的 16.4 万亿，AI 应用渗透率加速提升，并且此次大会 Agentic AI 同样成为热点话题，字节明确以“Agent 构建”为核心导向，帮助企业基于大模型搭建自己的 Agent，进而实现规模化商业应用。AI 应用正从概念走向深度集成与任务执行，智能体（Agent）作为下一代交互与生产力核心的形态正加速落地。

图表 27. “AI+应用”六大赛道重点指标跟踪

赛道	重点跟踪指标	重点跟踪指标最新数据
“AI+教育”	多邻国付费用户数/同比	2025年第一季度，多邻国付费用户数为1030万，同比增长40%
	多邻国月活跃用户数/同比	2025年第一季度，多邻国月活跃用户数为1.3亿，同比增长33%
	Gauth MAU/MAU环比	2025年4月，Gauth月活跃用户数为671万，环比降低7.74%
“AI+办公”	Microsoft 365 商业版营收增速	2025年第一季度，Microsoft365商业版营收增速16%
	WPS 付费用户数/同比	截至2024年12月31日，WPS付费用户数为4170万，同比增长17.5%
	金山办公ARPU/同比	截至2024年12月31日，金山办公ARPU为109.14，同比降低0.7%
“AI+金融”	同花顺营收/营收同比	截至2025年3月31日，同花顺营收为7.48亿元，同比增长20.9%
“AI+营销”	Applovin营收/营收同比	截至2025年3月31日，Applovin营收为14.84亿美元，同比增长40.25%
	蓝色光标营收/营收同比	截至2025年3月31日，蓝色光标营收为142.58亿元，同比降低9.66%
	易点天下营收/营收同比	截至2025年3月31日，易点天下营收为9.29亿元，同比增长93.18%
“AI+企服”	Palantir营收/营收同比/总资产净利率	截至2025年3月31日，Palantir营收为8.84亿美元，同比增长39.34%，总资产净利率为3.27%
	Salesforce营收/营收同比/总资产净利率	截至2025年3月31日，Salesforce营收为91.33亿美元，同比增长10.74%，总资产净利率为1.56%
	A股重点“AI+企服”公司营收/营收同比	截至2025年3月31日，A股重点“AI+企服”公司营收为32.29亿元，同比增长1.68%
“AI+医疗”	Tempus营收/营收同比	截至2025年3月31日，Tempus营收为2.56亿美元，同比增长75.38%
	A股重点“AI+医疗”公司营收同比	截至2025年3月31日，A股重点“AI+医疗”公司营收同比降低5.43%

资料来源：万得，中银证券

AI 产业链景气趋势持续验证，国内算力基础设施悲观预期正在逐步扭转，产业链正在景气上行验证期，无论是英伟达链还是国产算力均迎来景气催化。AI 眼镜、AI 手机等 AI 端侧产品正在进入加速落地期，产品迭代升级之下产业链有望受到拉动。AI 应用端具备海外映射催化与渗透率提升催化，AI agent 作为生产力核心形态正加速落地。关注产业链核心赛道，包括光通信、服务器、算力芯片、云计算、DOC、存储、PCB、AI agent 等。

图表 28. AI 产业链主要环节业绩表现

产业链环节		2024年年报归母净利润增	2024年年报营收	2025年一季报归母净利润	2025年一季报营收	市销率分位数 (%)
		速(%)	增速(%)	增速(%)	增速(%)	
算力基础设施	服务器	4.10	7.14	24.99	7.14	50.42
	铜连接	21.00	21.03	81.36	21.03	82.88
	光通信	68.46	67.74	56.83	67.74	50.18
	算力芯片	46.69	52.40	75.33	52.40	59.40
	IAAS/PAAS	8.76	-0.14	2.63	-0.14	81.92
云服务	SAAS	-12.76	6.33	17.16	6.33	53.29
	网络安全	-126.32	-9.05	28.71	-9.05	55.57
	SOC	149.13	36.76	86.51	36.76	81.32
AI端侧	HBM	3.79	18.54	-2.82	18.54	27.96
	存储	398.65	52.69	54.64	52.69	53.17
	PCB	22.22	20.99	38.79	20.99	77.01
	电池	5.27	15.20	-156.78	15.20	38.53
	散热	3.65	22.10	79.57	22.10	15.00
“AI+应用”	代工	15.07	22.33	23.35	22.33	10.39
	"AI+营销"	-135.97	9.48	13.84	9.48	65.06
	"AI+企服"	3.59	-1.31	-30.10	-1.31	57.84
	"AI+办公"	24.84	12.40	9.75	12.40	24.01
	"AI+教育"	-22.99	-17.03	-20.50	-17.03	80.06
	"AI+金融"	23.65	3.93	112.83	3.93	73.11
	"AI+医疗"	-75.45	-9.73	-178.47	-9.73	70.78
AI agent	AI agent	1.96	2.33	-23.82	2.33	79.37

资料来源：万得，中银证券

注释：市销率分位数统计时间区间为2022年1月1日-2025年6月19日

5.2 消费新逻辑演绎：创新药价值重估，新消费景气演绎

出海进展+政策支撑+港股映射，创新药价值正在重估。基本面层面：出海进展+政策支撑催化创新药价值重估。经过多年孵化，中国创新药企产品的国际竞争力正在提升。2025 年 ASCO 年会上中国创新药企共贡献 73 项口头报告，并首次有 11 项入选“最新突破摘要”（LBA）。与此同时，中国创新药企出海也正在加速，2025 年第一季度，中国创新药 license-out（海外授权）交易已有 41 起，总金额达 369.29 亿美元，仅 3 个月就接近 2023 年全年水平。与此同时，国内政策环境的持续改善为创新药行业提供了双重支撑。一方面，政策层面趋向保护创新药企利润空间，强化质量评估而非“唯低价论”；另一方面，国家药品监督管理局审评审批效率也有较为明显的提升。

交易层面，港股映射催化，创新药仍具长期投资价值。“18A”政策催化下，医疗企业密集赴港上市，这些企业聚焦前沿、代表着未来的医疗产业方向，受到市场广泛关注，同时作为离岸市场，美元贬值、资金回流新兴市场之下，港股也受到资金催化，港股创新药板块表现亮眼，映射逻辑下，A股创新药也受到一定带动。综合来看，创新药受到基本面与交易面多重催化，后续行情仍然可期。

图表 29. 主要中国创新药企 ASCO 年会重点产品进展（部分）

公司	药物/技术	关键数据/进展	适应症
百济神州	BG-C9074 (B7-H4 ADC)	靶向B7-H4蛋白的拓扑异构酶抑制剂抗体偶联药物, 在B7-H4阳性晚期实体瘤患者中展现出可控的安全性/耐受性特征	多种实体瘤
	BG-68501 (CDK2i)	细胞周期蛋白依赖性激酶2抑制剂, 早期阶段数据展现出良好的安全性/耐受性特征	乳腺癌
	泽尼达妥单抗 (HER2双抗)	国内首款获批的HER2双抗药物, ASCO展示新适应症数据	HER2阳性肿瘤
信达生物	IBI363 (PD-1/IL-2双抗)	IBI363在首批探索的非小细胞肺癌、结直肠癌、黑色素瘤三项免疫耐药及冷肿瘤中, 报道了令人鼓舞的I/II期临床数据, 从肿瘤响应到长期生存获益, 全面地展现了IBI363在各适应症的突破性临床研究结果	多种实体瘤
	IBI343 (CLDN18.2 ADC)	I期研究显示, IBI343具有可控的安全性和令人鼓舞的疗效性	晚期胰腺导管腺癌
恒瑞医药	瑞康曲妥珠单抗 SHR-A1811 (HER2 ADC)	研究结果表明, SHR-A1811在HER2阳性和HER2低表达的晚期唾液腺癌中显示出有希望的疗效, 并具有可控的安全性	唾液腺癌
	SHR-1826 (c-MET ADC)	恒瑞自主研发的靶向药物, 研究结果表明, SHR-1826在重度经治的实体瘤患者中展现出良好的安全性和耐受性; 在NSCLC患者中表现出富有前景的抗肿瘤活性和持久缓解的潜力	多种实体瘤
康方生物	PD-1/CTLA-4 卡度尼利单抗	卡度尼利联合方案对比化疗可大幅度延长患者的总生存获益(中位总生存期延长39%)和降低死亡风险(全人群死亡风险降低38%), 同时对于肿瘤治疗客观缓解和远期生存的获益非常突出	胃癌
	PD-1/VEGF 双抗依沃西单抗	“头对头试验”中疗效优于全球畅销抗癌药默沙东的帕博利珠单抗	多种实体瘤
中国生物制药	贝莫苏拜单抗+安罗替尼	全球首个在PD-1单抗联合化疗一线治疗sq-NSCLC中取得阳性结果的III期研究, 直接挑战了现有治疗标准	非小细胞肺癌
	TQB2102 (HER2双抗ADC)	全球尚无同类产品上市, 而TQB2102在HER2低表达乳腺癌等领域的早期数据已显示潜力, 有望填补临床空白	HER2阳性乳腺癌

资料来源：百济神州官网，每日经济新闻，网易新闻，邻医网，新浪财经，医药魔方，医脉同道，中国网财经，中银证券

经济结构转型期催化新消费产业趋势，性价比消费、娱乐经济等景气演绎。20 世纪 90 年代后的日本消费呈现出四大趋势：1）“性价比”消费崛起；2）低成本“宅”娱乐产业热度提升；3）“失业潮”驱动职教需求提升；4）新兴户外消费兴起。近年来，我国处于经济结构转型期、库存周期扁平化特征较为明显，消费结构与消费趋势也出现了一定的变化，贡献了新的投资机会。“性价比”消费呈现崛起态势，特别是折扣零售、量贩零食、跨境电商、国货美妆等平价消费赛道景气度向好；“娱乐经济”消费热度不断提升；户外运动消费崛起的趋势也较为明显。同时，国内多家新消费公司，如蜜雪集团、布鲁可、古茗等登陆港股且表现亮眼，A 股新消费赛道有望持续受到港股映射的带动。

当前新消费产业趋势仍在，择机配置仍具机会。重点关注折扣零售、量贩零食、跨境电商、国货美妆、娱乐经济、户外消费等赛道。图表为折扣零售、量贩零食、跨境电商、国货美妆、娱乐经济、户外消费等新消费赛道重点个股。

图表 30. 新消费重点赛道及个股

证券代码	证券名称	总市值(20250613) (亿元)	市盈率(TTM) (倍)	2024年营收 增速(%)	2024年归母净利润 增速(%)
9896.HK	名创优品	435.47	16.39	48.12	47.97
PDD.O	拼多多	1,427.88	10.33	59.04	87.31
603708.SH	家家悦	65.30	51.55	2.77	-3.26
600729.SH	重庆百货	128.62	9.49	-9.75	0.46
300592.SZ	华凯易佰	44.37	60.68	38.42	-48.77
002803.SZ	吉宏股份	56.91	30.14	-17.41	-47.28
301381.SZ	赛维时代	79.14	45.20	56.55	-36.19
002315.SZ	焦点科技	128.07	26.33	9.31	19.09
002847.SZ	盐津铺子	237.59	36.08	28.89	26.53
002991.SZ	甘源食品	58.35	17.28	22.18	14.32
003000.SZ	劲仔食品	62.09	21.76	16.79	39.01
300972.SZ	万辰集团	331.29	65.98	247.86	453.95
600223.SH	福瑞达	88.85	37.78	-13.02	-19.73
2145.HK	上美股份	276.03	32.72	62.08	69.42
603193.SH	润本股份	145.21	47.01	27.61	32.80
603983.SH	丸美股份	173.15	47.30	33.44	31.69
9992.HK	泡泡玛特	3,660.86	108.47	106.92	188.77
0325.HK	布鲁可	430.95	-99.51	155.61	-94.59
002292.SZ	奥飞娱乐	156.15	-54.47	-0.86	-404.66
9999.HK	网易-S	6,557.68	18.70	1.77	0.96
002605.SZ	姚记科技	122.99	23.25	-24.04	-4.17
2097.HK	蜜雪集团	2,086.01	43.54	22.29	41.41
1364.HK	古茗	592.17	37.09	14.54	36.95
2555.HK	茶百道	138.16	27.10	-13.78	-58.55
300005.SZ	探路者	76.88	90.70	14.44	48.50
603908.SH	牧高笛	22.87	27.60	-10.42	-21.57

资料来源：万得，中银证券
 注释：数据统计时间截至 2025 年 6 月 13 日

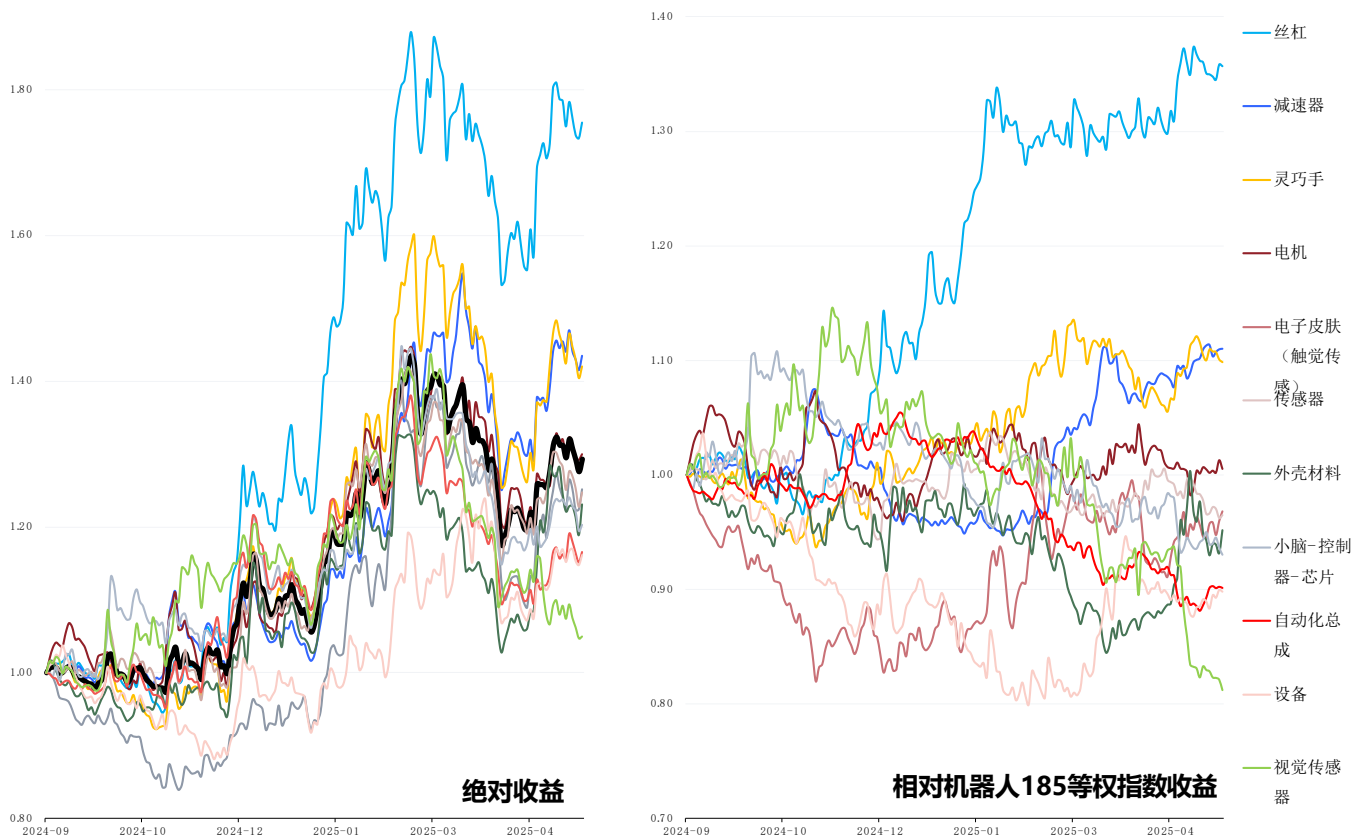
5.3 高端制造：人形机器人量产突破

人形机器人产业已迈入量产元年。主要厂家量产时间表逐渐明晰，行业正经历从实验室走向规模化应用的关键转折阶段。政策层面，工业和信息化部印发《人形机器人创新发展指导意见》，政策从技术创新、场景开放、生态培育等多维度发力，加速人形机器人产业化进程。应用场景层面，多元化趋势愈发明朗。行业呈现特种场景→工业场景→民用场景的渐进式渗透特征。2025 年，工业制造与物流仓储已成为人形机器人行业最快落地的领域，特斯拉 Optimus 已用于工厂流水线作业，Agility Robotics 的 Digit 机器人同样开始应用于仓储搬运。同时，家庭服务、医疗陪护等 C 端场景也在加速探索。

在大国科技竞争背景下，我国较为领先的工业、消费电子及汽车产业链为人形机器人行业的硬件发展垫定了良好的基础。我们认为，对于处于产业趋势初期阶段的行业而言，较大的成长性空间是投资逻辑层面关注的首要重点，下沉到细分行业选择时，通过价值量空间进行筛选的逻辑或依然有效。本轮人形机器人迈入产业趋势前期阶段后，细分方向中呈现了较为明显的涨幅差异，即丝杠>减速器>灵巧手>电机>电子皮肤>力传感器>外壳材料>其他的特点。这与当前相关方向的价值量空间较为匹配，价值量较大的丝杆/力传感器/灵巧手/传感器等涨幅居前。就下一个阶段而言，增量零部件环节是投资主线，需重点关注具备成熟技术卡位优势及技术路线变化背景下有望突围的企业。

除了硬件产业链的价值培育外，人形机器人产业的第二增长曲线在于软件生态的构建与完善。成熟产业链带来的硬件技术差距逐步弥合过程中，人形机器人差异化竞争将更多体现在感知、决策与交互能力上，即高度依赖 AI 大模型与专用算法的发展。重点关注“大脑”（具身智能大模型）与“小脑”（运控系统）环节。

图表 31. 人形机器人各细分环节绝对&相对收益走势



资料来源：万得，中银证券。注：2024 年 9 月 2 日净值为 1

6 策略专题

6.1 中美关系：波折与再平衡

6.1.1 中美贸易争端的历程与关键节点

本轮中美贸易争端的动因植根于深层，美国长期面临较大的贸易逆差，尤其是对中国的贸易逆差，使得美国政府关注到中国在某些领域的产业政策，特别是在高科技领域的补贴和市场准入限制，加剧了不平衡的贸易关系。同时，美国的制造业面临产能过剩和劳动力成本上升等问题，因此美国希望通过加征关税，改善贸易关系，促进国内制造业的复苏。特朗普政府提出的“美国优先”政策，重点通过贸易保护主义措施来促进美国就业和制造业，限制中国及其他国家的低价商品进入美国市场，这成为了与中国贸易摩擦的重要原因之一。

美国对中国采取了两大主要措施。首先，通过**关税壁垒**，特朗普政府旨在通过提高关税水平来**减轻贸易逆差**，并要求中国在知识产权保护、强制技术转让等方面进行改革，在 2025 年 4 月关税水平达到了 145%。其次，美国还通过实施**技术封锁与市场准入限制**，尤其是针对中国的科技企业如华为和中兴进行**制裁**，从而**限制中国企业在全球价值链中的扩展**，特别是在高科技领域。中国则采取了反制措施，包括对美国商品加征高达 125% 的关税，特别是在农产品、汽车和半导体等领域。

图表 32. 2025 年中美贸易摩擦回顾



资料来源：券商中国，中国政府网，中银证券 注：时间轴对应时间均为北京时间

中美之间的贸易谈判历经波折，关键节点为 2025 年 5 月 12 日的日内瓦谈判。中美双方在该谈判中达成了阶段性协议，部分关税得到了减免。美国暂停加征 24% 的关税 90 天（美当地时间 4 月 2 日加征），仅保留 10% 关税，并取消了 91% 关税（美当地时间 4 月 8 日和 4 月 9 日加征）；中方取消对美国商品加征的共计 91% 的反制关税；针对美“对等关税”的 34% 反制关税，相应暂停其中 24% 的关税 90 天，剩余 10% 的关税予以保留。谈判缓解了市场的紧张情绪，并为双方进一步的谈判提供了空间。此外，在北京时间 6 月 9 日开始的中美高层谈判中，中美双方在原则上达成协议框架，落实了两国元首北京时间 6 月 5 日通话共识以及日内瓦会谈共识达成了框架。

未来中美贸易争端可能会集中在高技术领域，尤其是半导体和人工智能等技术竞争上。随着两国战略竞争加剧，经济脱钩的风险增大。中国将加强与其他经济体的合作，推动多边贸易体系建设，并争取更多的全球经济话语权。虽然短期内美国通过关税增加了财政收入，但也导致了美国消费者成本上升，尤其是中低收入家庭的消费能力下降。中美贸易争端对科技板块影响较大，尤其是半导体和 5G 等相关股票，因美国的制裁和技术封锁受到波动。然而，随着中国在高科技领域的创新和产业升级，一些科技龙头股可能受益，推动新能源等板块增长。虽然 A 股市场将面临短期波动，但长期看，中国的技术自主和产业升级有望带来新的增长机会。

6.1.2 乐观情景：谈判顺利推进，落地前景可期

若在中美谈判顺利推进的乐观情景下，全球经济合作有望进一步加深，或将带动出口和出海链的修复。中美两国若在贸易政策和技术合作方面达成协议框架并放宽各类限制性政策，或将有助于缓解因中美贸易摩擦所带来的不确定性，进一步推动全球供应链的稳定发展。随着国际合作加速，外贸恢复将迎来新的机遇，尤其是中国在全球供应链中的战略地位得到进一步提升。部分跨国公司或将更加依赖中国市场，尤其是在调整电子制造、汽车、消费品等领域的生产和销售布局时。将带动出口导向型企业的增长，并促进外贸相关行业的复苏和发展。

全球投资环境的改善将为资本市场注入更多流动性，吸引更多外国资本流入。随着中美贸易争端的缓解，市场风险溢价下降，投资者风险偏好上升，避险情绪减弱，人民币资产吸引力增强，将推动外资加速流入。外资机构和全球投资者更倾向增配以人民币计价的资产，特别是在高科技、创新和绿色能源等领域。这些行业的前景在政府各类扶持政策的驱动下，能够不断提升自身的产业竞争力（尤其以 5G、人工智能、半导体、量子计算等为代表的新兴技术的发展），拓展新的市场需求，形成新的经济增长点，推动中国经济高质量发展。政府通过补贴、税收优惠和研发支持等措施，推动绿色技术创新，积极促进绿色转型。这一系列政策措施将使得市场对科技创新和绿色能源领域的投资信心得到提升，并进一步吸引全球投资者的关注。

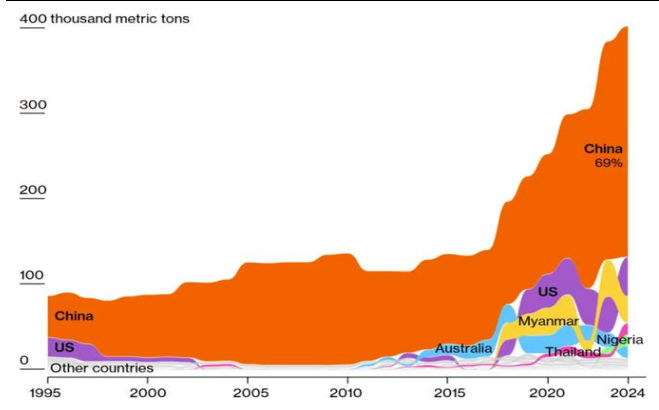
在这一乐观情景下，A 股市场将受到外部市场改善和政策支持的双重利好。外贸恢复和全球供应链重构将为中国企业提供更多的市场机会，尤其是在出口导向型行业和跨国企业的本土化生产方面。技术创新和绿色能源等新兴行业的快速发展，或将成为 A 股市场的新亮点。随着市场信心的回升和资金流入量的增加，A 股整体估值有望进一步上升，尤其是科技、创新、环保和绿色能源等前景广阔的行业。中国市场作为全球投资的热土，将进一步巩固其在全球经济中的重要地位，并推动经济朝着高质量方向持续发展。

6.1.3 悲观情景：谈判受阻，协议面临落实难题

若在谈判受阻、协议落实难题的悲观情境下，A 股市场或将面临多重压力。在科技自主可控与创新驱动政策方面，在政策推进过程中可能受到阻碍。全球经济不确定性增加，尤其是在中美科技脱钩的背景下，技术和产业链的调整可能会导致中国科技行业创新步伐放缓。同时若国际合作困难，外资进入困难，中国企业在研发、技术引进和高端制造等领域的进展或将受阻，A 股中以科技股为代表的创新驱动型企业或将面临业绩增速放缓和估值回调的双重压力。可能会导致投资者对于科技板块的投资热情减退，资本流出明显，会影响整体市场的活跃度。

其次，稀土供应链的调整可能对相关行业产生直接影响。稀土资源作为全球科技与产业链的关键资源，在消费电子、可再生能源、国防装备、高科技医疗及精密制造领域，都发挥着不可替代的作用。根据美国地质调查局（USGS）的数据，中国拥有全球最大稀土储量，约 4400 万吨，占全球总量的三分之一以上。这种“资源+技术”的双重垄断，在全球产业链重构和供应链再平衡的过程中，让中国掌握了关键筹码。然而，稀土行业面临产能过剩和国际贸易不确定性等风险，可能导致稀土相关企业面临生产成本上升、需求减少及盈利预期下滑。此外，国际市场对稀土需求的波动和全球供应链的多元化发展，也可能对中国稀土企业造成压力，进而影响 A 股市场稀土及其相关板块的稳定性。

图表 33. 世界稀土产业发展情况



资料来源：美国地质调查局，中银证券

图表 34. 稀土相关指数变动情况



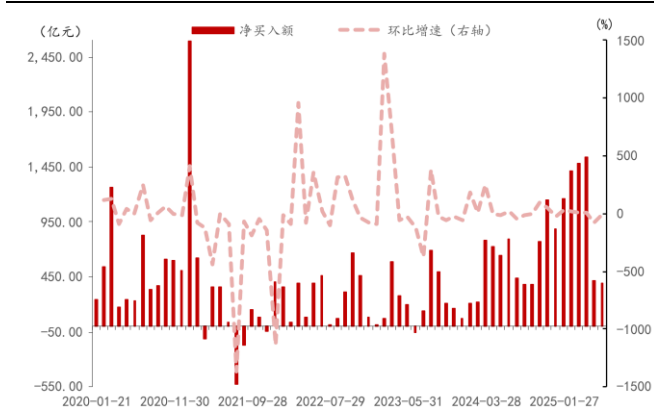
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券；注：数据截至 2025/06/17

6.2 港股的配置机遇

6.2.1 港股通南向资金动向及投资结构变动

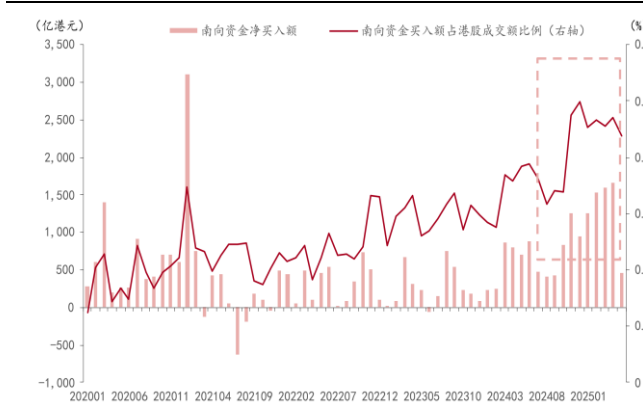
根据同花顺 iFinD 数据显示，截至 2025 年 6 月 17 日，今年以来南向资金净流入金额已达到 6397.77 亿元，相较于 2024 年全年净流入金额 7379.79 亿元，仅相差 982.03 多亿元。2025 年第一季度，南向资金净买入金额为 4047.50 亿元，为互联互通机制开通以来单季度最高净买入，较去年同期增长了 234.93%。自 2024 年起，南向资金持续净流入且规模逐步扩大，2024 年第一季度以来已经连续六个季度净流入超过 1000 亿元。

图表 35. 南向交易净买入额及增速



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券；注：数据截至 2025/06/17

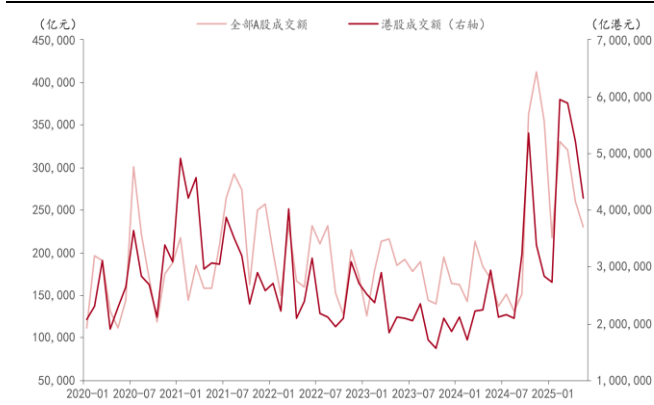
图表 36. 南向资金占港股成交额情况



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券；注：数据截至 2025 年 5 月底

今年以来更多资金选择南下流入港股市场。港股凭借低估值和业绩优势吸引大量南下资金。本轮南向资金流入始于 2024 年 10 月，春节后开始加速，呈现出规模大、速度快的现象，与此同时，资金流入的增速也出现大幅上升，向资金的流入对港股市场的成交量和市场结构产生了明显的推动作用。

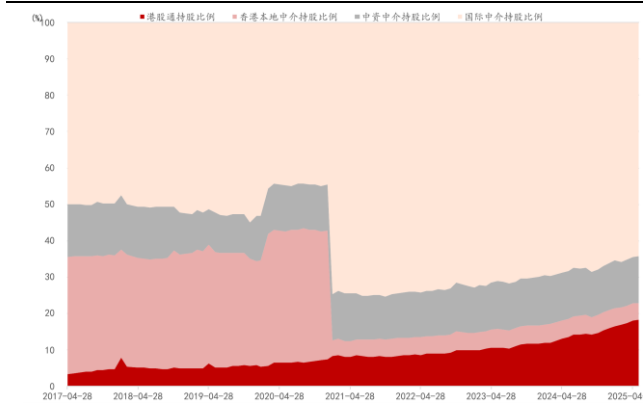
图表 37. 内地市场和港股市场成交额



注：数据截至 2025 年 5 月底

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 38. 港股各机构持股比例变动情况



注：数据截至 2025 年 5 月底

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

在港股市场的主要参与者有三个：一是南向资金，定价权在稳步提升；二是海外资金，在港股市场中的占比有所下降，仍占据主导地位；三是本地资金，即香港本地的投资者和机构。其中南向资金和外资是重要的增量资金，对港股的涨跌的影响较大。从整体趋势来看，内地市场的成交额在大多数时间段内普遍高于港股市场，内地市场在 2024 年初出现几次小高峰，市场活跃度有明显提升。港股整体波动趋势与 A 股有所相似，但在 2024 年 9 月后，受政策以及外部资金流动的影响，港股波动幅度要高于 A 股。与此同时，南向资金在港股市场的占比呈逐渐上升的趋势，尤其是在 2020 年以后，南向资金的比例显著提高，反映了港股市场日益受到中国大陆资金的青睐。特别是在 2021 年以后，南向资金在港股市场的份额不断增加，表明香港市场在资本市场双向开放和国际化的背景下，逐渐成为中国资本市场的重要组成部分。南向资金的流入不仅提升了港股市场的活跃度，也对其市场结构和波动性产生了显著影响。

2019 年起，港股通的持股比例开始上升，尤其在 2021 年后，大陆资金在港股市场的影响力大幅增强，但是国际资本的参与增幅较小，可能受到资本市场的双向开放的影响。随着大陆资本的不断流入，港股市场或将迎来新的机遇，尤其是在资本市场双向开放、政策不断放宽的大背景下，港股不仅吸引了大量来自中国大陆的资金，还进一步增强了与全球资本的联动性。港股作为一个国际化的市场，具备了更高的流动性和多元化的投资机会。随着中国经济的稳步增长和香港金融市场的成熟，港股将成为投资者拓展亚洲市场、捕捉全球投资机会的理想平台。尤其是对于寻求稳健回报与多元化资产配置的投资人，港股提供了一个兼具成长性和稳定性的优质投资选择。

6.2.2 港股估值面：估值的修复

恒生指数动态 PE 从 2025 年春节假期前的 9.1x 修复至 10.5x 的历史均值附近；恒生科技动态 PE 从 2025 年春节假期前的 20.5x 开始下降，后一直位于历史均值以下。

图表 39. 恒生指数 12 个月动态 PE



注：数据区间为 2015/06/18—2025/06/18

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 40. 恒生科技指数 12 个月动态 PE

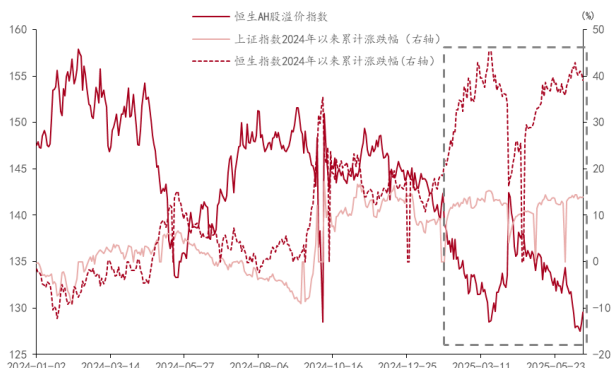


注：数据区间为 2020/07/27—2025/06/18

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

截至 6 月 18 日，6 月 16 日，恒生 AH 股溢价指数创下 5 年来新低，跌至 127.51 点。该点位相较 2024 年年末下跌幅度超过 10%。自 2025 年以来，AH 股溢价指数总体不断下跌，并于 3 月 19 日跌至 128.68 点，随后一度回升到 142 点。但从 4 月 9 日以来，指数持续下滑，并在 6 月 16 日再度刷新低点。相较之下，2024 年 2 月，AH 股溢价指数一度达到 157.89 点。AH 股溢价指数反映的是在中国内地和中国香港两地同时上市公司的股票价格差异，AH 股溢价指数持续下行趋势背后的表现原因是区间内 H 股表现好于 A 股，深层原因则是受政策、市场情绪和行业发展趋势影响。

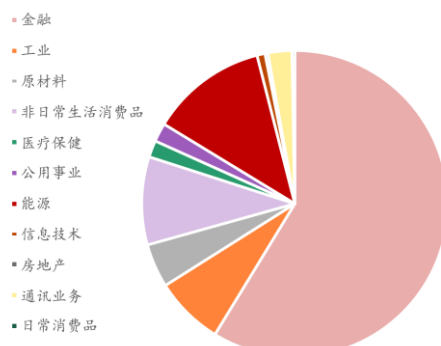
图表 41. 恒生 AH 股溢价指数情况



注：数据区间为 2024/01/02—2025/06/18

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 42. 恒生 AH 股溢价指数成分股行业占比



注：数据截至 2025/06/18

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

6.2.3 中概股回流贡献潜在空间，助推优质资产表现

在地缘政治冲突的背景下，在美中概股面临被摘牌的风险，香港资本市场凭借其制度适配性和政策包容性，成为中概股理想的“回归港湾”。4月13日，香港特别行政区政府财政司司长陈茂波发文表示，特区政府亦正积极吸纳全球各地优质发行人来港上市，目前本港已建立便利已在海外上市的企业在港进行“双重主要上市”或“第二上市”的监管框架。针对全球最新变化，证监会和港交所已做好准备，若在海外上市的中概股希望回流，必须让香港成为它们首选的上市地。港交所亦会加紧做好在东盟和中东市场的联系和推广工作，吸引更多当地优质企业来港上市，同时汇聚更多国际资金到港，进一步提升香港国际金融中心的实力和地位。

图表 43. 潜在回归中概股当前状况

美股股票代码	美股股票简称	当前总市值 (亿美元)	所属行业	美股股票代码	美股股票简称	当前总市值 (亿美元)	所属行业
PDD.O	拼多多	1451.59	非日常生活消费品	LX.O	乐信	11.88	金融
FUTU.O	富途控股	170.08	金融	MVST.O	微宏控股	14.09	信息技术
YMM.N	满帮	122.58	工业	DAO.N	网易有道	10.46	非日常生活消费品
VIPS.N	唯品会	75.79	非日常生活消费品	MOMO.O	挚文集团	13.80	通讯业务
TAL.N	好未来	63.32	非日常生活消费品	JKS.N	晶科能源	10.29	信息技术
ATAT.O	亚朵	42.49	非日常生活消费品	UXIN.O	优信	7.90	非日常生活消费品
HSAL.O	禾赛	24.16	信息技术	GOTU.N	高途	9.73	非日常生活消费品
RLX.N	雾芯科技	26.44	日常消费品	DQ.N	大全新能源	9.48	信息技术
JOYY.O	欢聚	26.25	通讯业务	HUYA.N	虎牙	8.65	通讯业务
FINV.N	信也科技	24.10	金融	SVM.A	希尔威	9.39	原材料
VNET.O	世纪互联	14.64	信息技术	XYF.N	小赢科技	7.31	金融
IQ.O	爱奇艺	16.27	通讯业务	JFIN.O	嘉银科技	8.84	金融
OPRA.O	欧朋浏览器	16.63	信息技术	CSIQ.O	阿特斯太阳能	7.10	信息技术
TIGR.O	老虎证券	14.75	金融	CYD.N	玉柴国际	8.15	工业
LOT.O	路特斯科技	14.92	非日常生活消费品	MSC.N	新濠影汇	5.92	非日常生活消费品
ACMR.O	盛美	16.09	信息技术	YRD.N	宜人智科	5.26	金融

注：测算数据截至 2025/06/18

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

港交所推出了包括“第二上市”和“双重主要上市”等多样化路径，为中概股提供了避险渠道，同时也为其带来更多资金支持。随着南向资金的持续流入以及“科企专线”等制度创新的推进，香港市场对中概股的吸引力显著增强。据香港交易所最新上市要求，截至 2025 年 6 月 18 日，预计有 32 只中概股，总市值达 2268.36 亿美元，有望在香港进行“双重主要上市”或“第二上市”，为香港市场带来优质的资金流入。中概股的回流将使港股市场的新经济比重不断上升，优化港股的行业结构，使港股市场的指数运行更能反映中国经济增长和转型的实际情况，有望吸引更多投资者的关注，吸引更多南向资金、ETF 配置与国际长期资本参与，持续活跃港股市场。

回顾港股市场，恒生科技因自身优质资产的成长性均有较好的涨幅，优质资产的上市能够推动港股市场流动性的改善。2019 至 2022 年期间，受 2018 年中美贸易摩擦及 2020 年疫情冲击的双重影响，港股市场触底反弹。在此背景下，国内采取了逆周期的货币和财政政策，同时美联储实施了非常规的宽松措施。2020 年和 2021 年，港股的日均成交额分别为 1036.47 亿元和 1380.32 亿元，较前一年分别增长了 63.50% 和 33.18%。

6.2.4 港股映射，助推A股热度

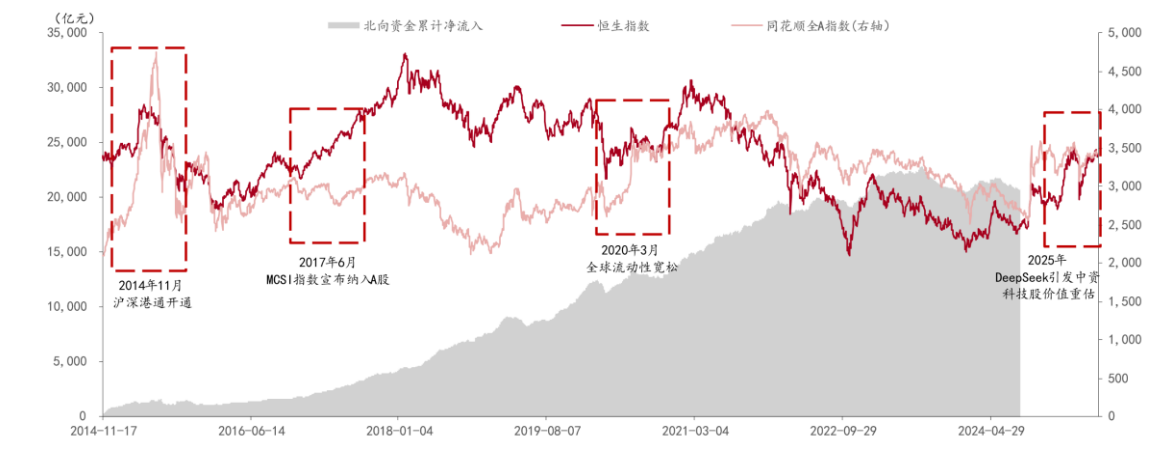
A股或可借到港股东风，随着港股估值吸引力提升，外资持续流入，尤其是在科技和消费领域的强劲增长，港股市场展现出较高的投资潜力。港股的高股息资产配置价值及其行业结构优化为投资者提供了相对低风险且稳健的回报，而A股市场在类似的外部因素作用下，可能会出现共振。A股的逐渐“港股化”趋势可以通过历史上三轮外资增配中国资产的行情来看港股对A股的映射作用。

1) 2014年沪深港通开通：2014年互联互通预期升温，港股率先上涨，港元汇率多次触及强方兑换保证，反映国际资金大量流入港股市场。与此同时，A股面临信用风险暴露、央企退市、创业板估值过高及小盘股抛压等问题，表现为宽幅震荡。沪深港通于2014年11月正式开通，外资持续流入A股，从而推动A股上涨，然而港股由于“杠杆牛”特征，A股的反弹幅度更大，特别是在计算机、军工、建筑和机械等行业的表现，凸显了港股的引领作用。

2) 2017年MSCI指数扩容：2016年年底，美联储加息预期结束后，港股率先上涨，反映了市场的提前反应。然而，A股在加强对举牌行为监管的背景下，依然处于调整期。2017年6月，MSCI扩容事件引导A股底部回升。到2017年11月，A股见顶，而港股涨幅更大，尤其是蓝筹股和白马股的表现优于A股，消费品、家电和有色等行业表现突出，说明港股对A股变动逻辑起到了先行作用。

3) 2020年全球流动性宽松：2020年4月，全球疫情阶段性缓解，加上流动性宽松政策的出台，A股和H股迎来了共振行情。北向资金的成交额占比进一步提升，至2021年2月行情见顶。此时，港股与A股的走势同步，港股与核心资产的表现更为突出，尤其是在社会服务、食品饮料、电气新能源、美容护理和有色金属等行业，港股成为A股指引，且表现出强大的引领作用。

图表 44. 历史上三轮典型的外资增配中国资产行情



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

当前港股正处于重估的蓄势阶段，我们预计此次港股牛市将为A股市场带来信心回升的机会。年初以来港股大趋势跑赢A股，且本轮港股行情相较A股更为占优，主要源于港股部分资产与当前AI应用、新消费等产业趋势相关度更高，集中在互联网、新消费、创新药、红利等板块。从周期性角度看，内需边际修复与产能出清进入“冲刺期”，科技、装备等企业表现较为出色，这种重估效应可通过港股流动性改善吸引全球配置资金，从而外溢至A股，使得A股获得更多的资金关注，尤其是那些与港股表现相关的科技、消费及金融板块，从而对A股产生正面影响。

7 风险提示

1) 周期定位出现偏差，海外经验借鉴失效，依据历史数据归纳的结论参考意义有限或失效。2) 盈利判断存在误差，估值超预期下行。3) 部分统计归纳数据基于历史数据，不能代表未来表现。4) 逆周期政策不及预期，宏观经济超预期下行。5) 中周期主导产业业绩下滑超预期。6) 新兴产业趋势发展不及预期。7) 贸易摩擦进一步加剧。

披露声明

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

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

评级体系说明

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

公司投资评级：

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

行业投资评级：

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

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

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

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

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

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

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

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

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

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

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

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

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

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

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

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

中银国际证券有限公司

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

中银国际控股有限公司北京代表处

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

中银国际(英国)有限公司

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

中银国际(美国)有限公司

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

中银国际(新加坡)有限公司

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