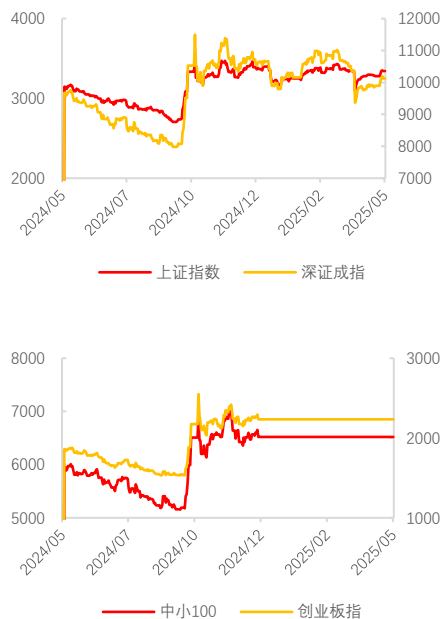


大盘指数



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师：黄子崑
SAC 登记编号：S1340523090002
Email: huangziyin@cnpsec.com

近期研究报告

《业绩之锚 2：A 股如何定价一季报中的超预期？》 - 2025.05.07

策略观点

行到水穷处，坐看云起时

● 投资要点

本周 A 股节后大涨后转为震荡，领涨方向包含了地缘冲突事件、国际贸易政策、产业发展突破、国内宏观政策 4 个交易逻辑，在 4 月底中央政治局会议政策预期落空后尚未找到一条交易主线。

A 股自去年 9.24 行情开始以来最大的特点在于走势和个人投资者情绪之间极强的关联性，受美国关税政策带来影响，当前个人投资者情绪指数已出现明显滑落。能够反映个人投资者动向的融资盘资金热度也出现明显下降。进入 4 月后融资盘资金出现大幅净流出，并在 4 月没有出现回补。融资盘成交额占 A 股整体的比例也出现了明显下降，融资盘成交热情同样出现下降。

能够提振 A 股投资者情绪的变量将更多来自政策端。若中美会谈指向贸易战形势缓和，那么将继 4.25 中央政治局国内稳增长政策预期落空之后将进一步打压市场对内需刺激政策的预期。而若中美会谈指向贸易战将继续进行，那么 4.25 中央政治局会议中“根据形势变化及时推出增量储备政策”的表态就可能加快落地。

展望后市，A 股情绪修复仍需契机，关注内需刺激政策出台节奏。当前个人投资者情绪已出现明显滑落，而一季报业绩超预期情况和过去两年基本持平，宏观软数据也出现一定下行压力，业绩和宏观基本面无能对 A 股形成有力支撑，能够提振 A 股投资者情绪的变量将更多来自政策端。当前政策端可能的变量都将和正在日内瓦举行的中美经贸高层会谈息息相关，从新华社《中国维护国际经贸秩序的立场坚定不移》的时评来看，其中“中方始终认为，任何对话谈判必须在相互尊重、平等协商、互惠互利的前提下开展”的表态指向中美会谈进展并不顺利。因此未来 A 股或将首先面临中美会谈进展不顺导致的情绪进一步下挫，内需刺激政策出台的节奏将决定 A 股能否再次走强。

配置方面，降准降息增强红利股性价比，内需交易须待风起。由于降准降息后国内信用利差有进一步下行的可能，类债资产比较视角下红利股性价比有望进一步增强，推荐银行、公路铁路、电力等纯红利股。内需交易在 4.25 中央政治局会议的政策预期落空后更需要明确的内需刺激政策出台作为催化，因此消费股的配置时机仍需等待。

● 风险提示：

经济数据不及预期、中美摩擦加剧、地缘冲突恶化、全球金融环境不稳定影响、上市公司盈利情况不及预期等。

目录

1 市场表现回顾.....	4
2 A 股情绪修复仍需契机，降准降息增强红利性价比.....	5
2.1 基本面难以支撑情绪修复，中美会谈结果定短期方向.....	5
2.2 降准降息增强红利性价比.....	8
3 后市展望及投资观点.....	9
4 风险提示.....	10

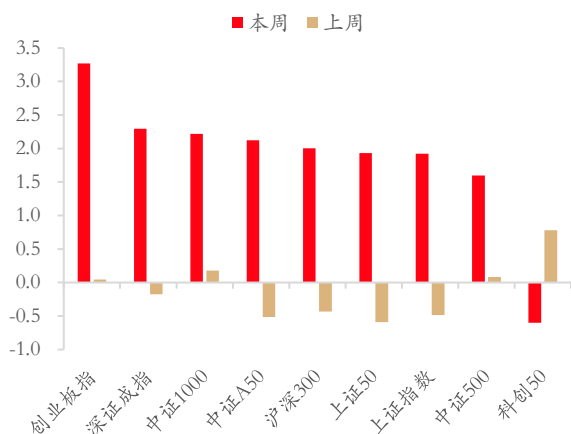
图表目录

图表 1: 主要股指周收益率 (%)	4
图表 2: 主要风格和大小盘指数周收益率 (%)	4
图表 3: 申万一级行业周收益率 (%)	5
图表 4: 个人投资者情绪指数 (%) 与万得全 A 指数	5
图表 5: 融资盘成交占全 A 比 (%) 和自 2024.9.24 以来累计净买入 (亿元)	6
图表 6: 万得全 A 归母净利及营业收入当季同比 (%)	7
图表 7: 个股一季报业绩超预期情况 (%)	7
图表 8: 2025 年一季报申万一级行业业绩预期调整情况 (%)	7
图表 9: 中国制造业 PMI 及订单分项 (%)	8
图表 10: 社零及固投累计同比 (%)	8
图表 11: 银行股息率拆解 (%) 及银行指数相对走势	9

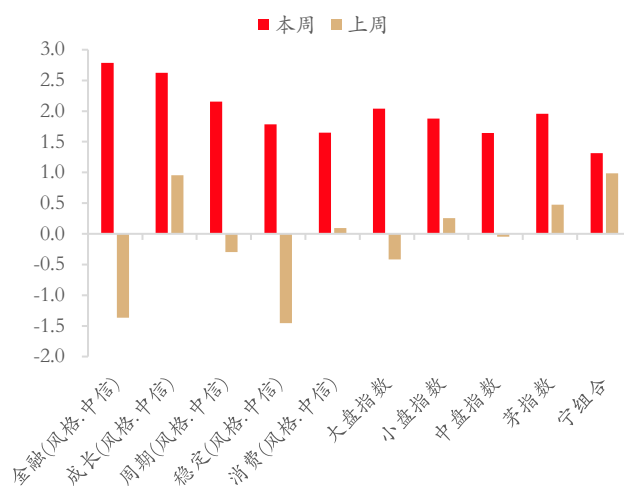
1 市场表现回顾

本周 A 股节后大涨后转为震荡。本周主要股指中除科创 50 外均有上涨，其中创业板指涨 3.27% 排名第一，其余主要指数之间涨幅差异不大。风格方面，金融风格领先，稳定和消费风格涨幅较小。市值风格方面，本周大盘优于小盘优于中盘，但市值风格之间的差异并不明显。本周代表核心资产和成长龙头的茅指数和宁组合均有上涨，但相对主要指数并无优势。

图表1：主要股指周收益率(%)



图表2：主要风格和大小盘指数周收益率(%)

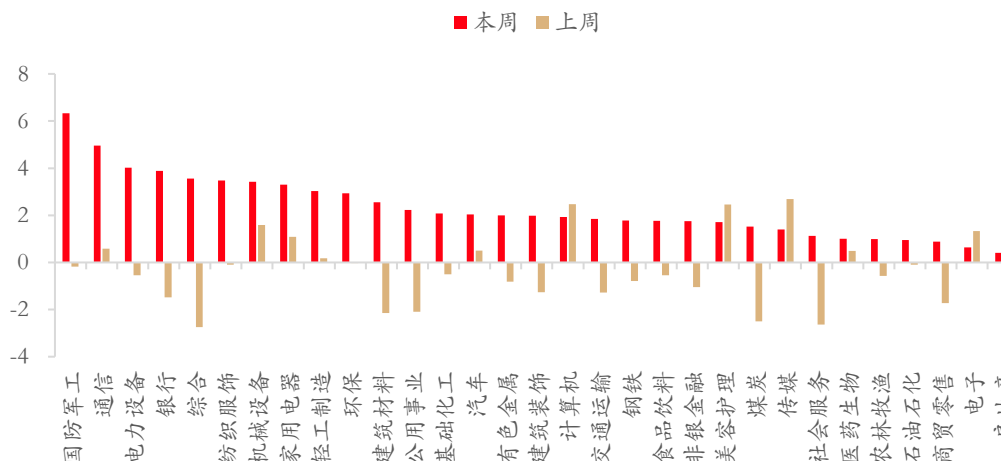


资料来源：Wind，中邮证券研究所

资料来源：Wind，中邮证券研究所

行业层面，交易逻辑纷乱，市场正在确认主线的前夕。本周国防军工、通信、电力设备、银行领涨。国防军工是受到了巴基斯坦空军 J-10CE 击落印度空军阵风战机影响，带动了市场对我国军工外销的乐观预期；通信行业中主要是光通信在中美贸易磋商得到证实后开始交易美对华关税松动；电力设备涨幅主要由电池厂商受固态电池概念发酵提供；而银行是典型的国内降息交易方向。本周领涨方向中包含了地缘冲突事件、国际贸易政策、产业发展突破、国内宏观政策 4 个交易逻辑，市场在 4 月底的中央政治局会议政策预期落空后尚未找到一条交易主线。

图表3：申万一级行业周收益率(%)



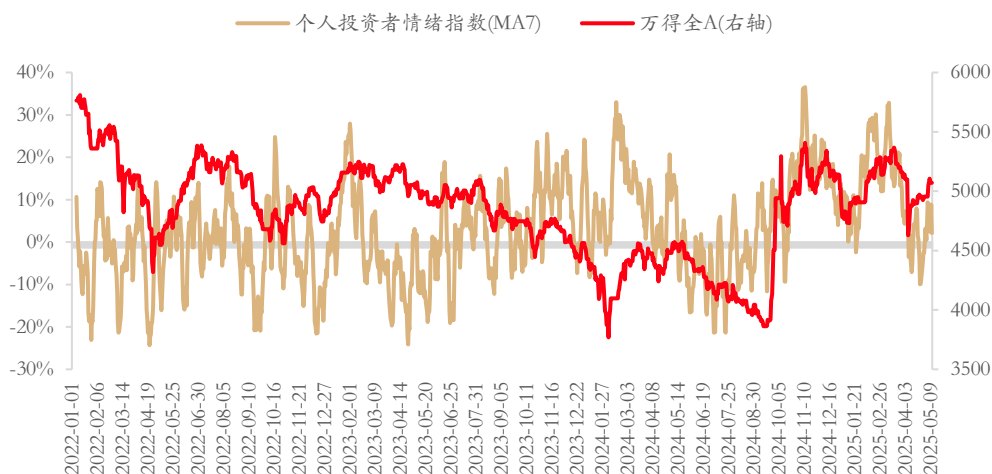
资料来源：wind，中邮证券研究所

2 A股情绪修复仍需契机，降准降息增强红利性价比

2.1 基本面难以支撑情绪修复，中美会谈结果定短期方向

A股投资者情绪明显回落。如图4所示为独家构建的个人投资者情绪指数和万得全A指数，值得注意的是A股自去年9.24行情开始以来最大的特点在于走势和个人投资者情绪之间极强的关联性，受美国关税政策带来影响，当前个人投资者情绪指数已出现明显滑落。

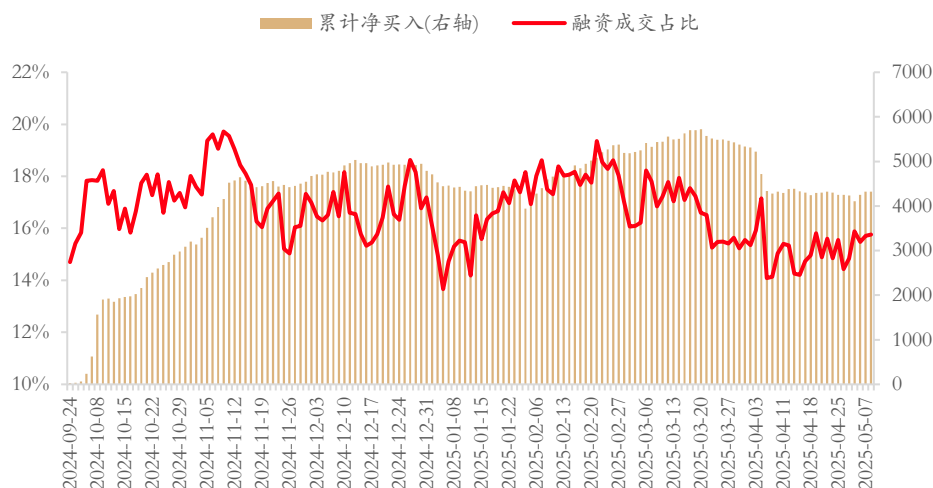
图表4：个人投资者情绪指数(%)与万得全A指数



资料来源：东方财富股吧，wind，中邮证券研究所

同时如图 5 所示，能够反映个人投资者动向的融资盘资金热度也出现明显下降。进入 4 月后出于对美国关税政策的担忧融资盘资金出现大幅净流出，并在整个 4 月中没有出现回补。融资盘成交额占 A 股整体的比例也出现了明显下降，融资盘的成交热情同样出现下降。

图表5：融资盘成交占全 A 比（%）和自 2024.9.24 以来累计净买入(亿元)

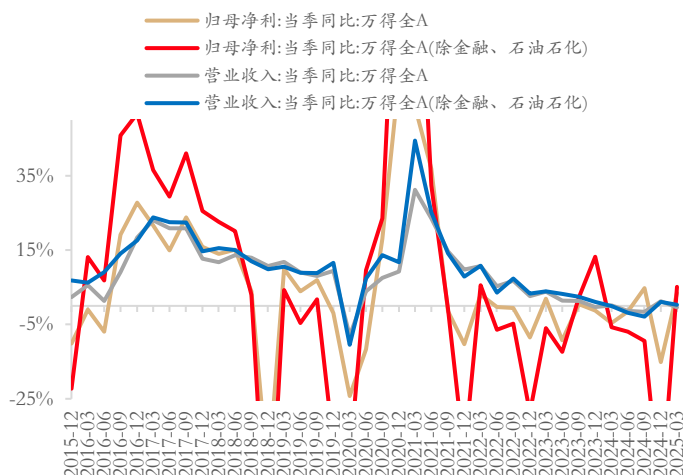


资料来源：东方财富股吧，wind，中邮证券研究所

于是当下 A 股整体走势需要回答的第一个问题也就浮现眼前：后续投资者情绪是否还有可能得到明显提振？

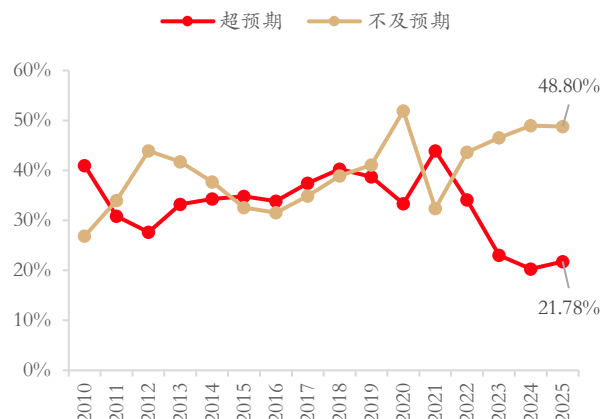
首先，A 股当下业绩基本面仍然承压，无法为市场情绪提供支撑。尽管如图 6 所示在 2025 年一季报中万得全 A 和万得全 A（除金融、石油石化）的净利增速均同比转正。但就 A 股市场更看重的业绩与预期关系而言，2025 年一季报个股业绩预期层面尚未出现明显好转的迹象。如图 7 所示的个股预期变化显示 2025 年的一季报中仍然缺乏惊喜，2025 年一季报个股业绩超预期占比为 21.78%虽然较 2024 年一季报的低位有所回升，但远低于 2010 年以来的历史中枢水平。并且行业层面 2025 年一季报也缺乏业绩验证的主线机会，如图 7 所示，所有申万一级行业在 2025 年一季报中业绩预期下调比率均高于上调比率，较 2024 年三季报边际转差。

图表6：万得全A归母净利及营业收入当季同比(%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

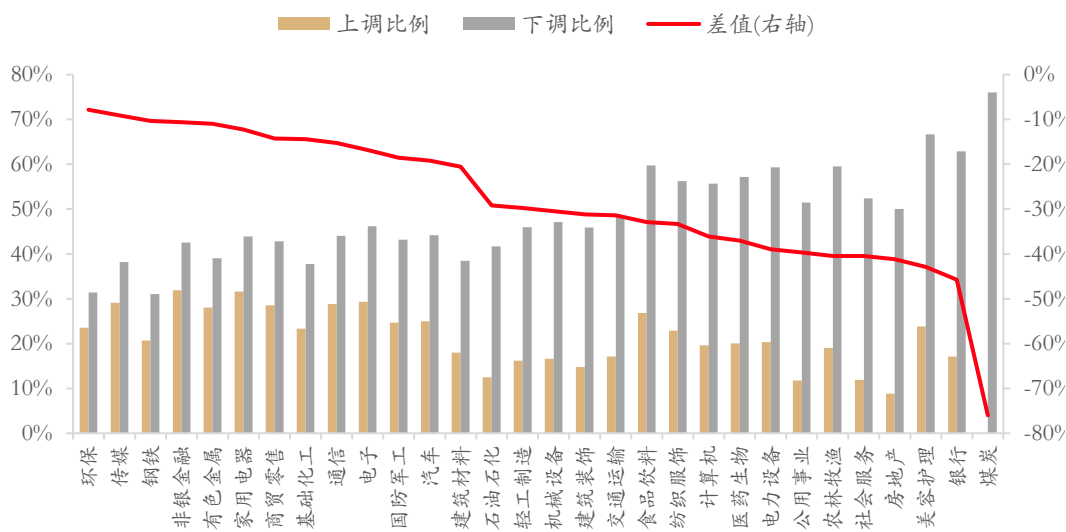
图表7：个股一季报业绩超预期情况(%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

行业层面 2025 年一季报仍缺乏业绩验证的主线机会。如图 8 所示，所有申万一级行业在 2025 年一季报中业绩预期下调比率均高于上调比率，较 2024 年三季报边际转差。

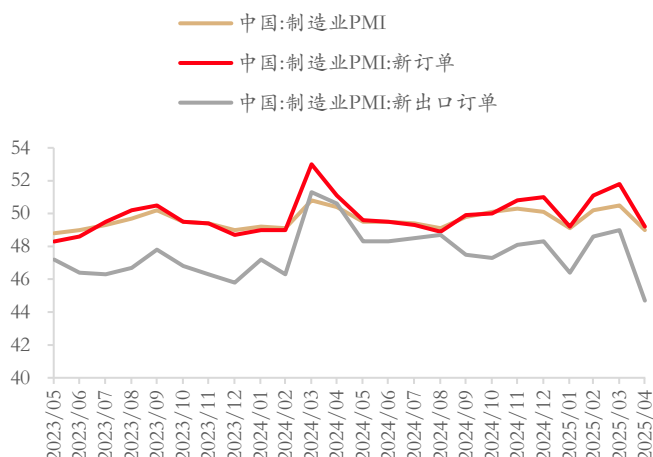
图表8：2025 年一季报申万一级行业业绩预期调整情况(%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

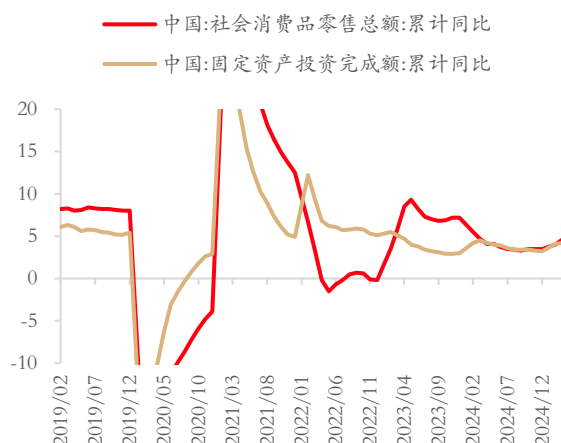
其次，美国对华关税影响尚未显现，宏观数据或有走弱风险。如图 9 所示为我国 PMI 及订单细项，在 4 月 PMI 数据出现大幅边际下行，制造业 PMI 再次跌破 50%荣枯线，其中新出口订单下行尤为显著。虽然社零和固投的累计同比增速均保持着边际上行态势，但以当前社零和固投累计同比<5%的增速显然无法对冲未来出口下行的确定不利影响。

图表9：中国制造业 PMI 及订单分项 (%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表10：社零及固投累计同比 (%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

于是能够提振 A 股投资者情绪的变量将更多来自政策端。当前政策端可能的变量都将和正在日内瓦举行的中美经贸高层会谈息息相关。若中美会谈指向贸易战形势缓和，那么将继 4.25 中央政治局国内稳增长政策预期落空之后将进一步打压市场对内需刺激政策的预期。而若中美会谈指向贸易战将继续进行，那么 4.25 中央政治局会议中“根据形势变化及时推出增量储备政策”的表态就可能加快落地。从新华社《中国维护国际经贸秩序的立场坚定不移》的时评来看，其中“中方始终认为，任何对话谈判必须在相互尊重、平等协商、互惠互利的前提下开展”的表态指向中美会谈进展并不顺利。因此未来 A 股或将首先面临中美会谈进展不顺导致的情绪进一步下挫，内需刺激政策出台的节奏将决定 A 股能否再次走强。

2.2 降准降息增强红利性价比

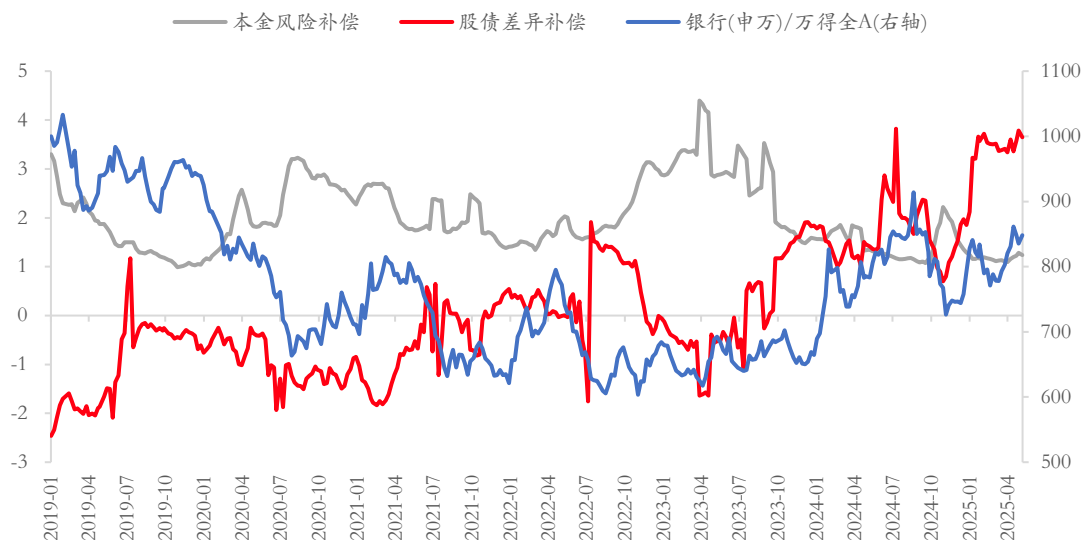
基于当前对 A 股情绪可能面临进一步下挫的判断，红利是否还有性价比就成了一个关键判断。根据我们的跨资产红利比价模型，以银行股为代表的纯红利资产在降准降息的背景下仍在合意区间。

我们进行跨资产对比的切入点是红利策略中“类债”的性质，将红利股的收益率拆解为股债两部分，即：

$$\text{红利股股息率} = \text{无风险利率} + \text{本金风险补偿} + \text{股债差异补偿}$$

其中无风险利率+ 本金风险补偿可视为债券部分，而股债差异补偿部分是红利股性价比的体现。如图 11 所示，以当前最满足股利永续增长假设的银行为例，其相对万得全 A 开始走强的背景就是股债差异补偿部分抬升，并且当前银行股的股债差异补偿仍处在高位。随着降准降息的落地，未来国内信用利差或进一步下行，这将有利于红利股性价比的进步提升。

图表11：银行股息率拆解 (%)及银行指数相对走势



资料来源：Wind，中邮证券研究所

3 后市展望及投资观点

展望后市，A 股情绪修复仍需契机，关注内需刺激政策出台节奏。当前个人投资者情绪已出现明显滑落，而一季报业绩超预期情况和过去两年基本持平，宏观数据也出现一定下行压力，业绩和宏观基本面无法对 A 股形成有力支撑，能够提振 A 股投资者情绪的变量将更多来自政策端。当前政策端可能的变量都将和正在日内瓦举行的中美经贸高层会谈息息相关，从新华社《中国维护国际经贸秩序的立场坚定不移》的时评来看，其中“中方始终认为，任何对话谈判必须在相互尊重、平等协商、互惠互利的前提下开展”的表态指向中美会谈进展并不顺利。因此未来 A 股或将首先面临中美会谈进展不顺导致的情绪进一步下挫，内需刺激政策出台的节奏将决定 A 股能否再次走强。

配置方面，降准降息增强红利股性价比，内需交易须待风起。由于降准降息后国内信用利差有进一步下行的可能，类债资产比较视角下红利股性价比有望进一步增强，推荐银行、公路铁路、电力等纯红利股。内需交易在 4.25 中央政治局会议的政策预期落空后更需要明确的内需刺激政策出台作为催化，因此消费股的配置时机仍需等待。

4 风险提示

经济数据不及预期、中美摩擦加剧、地缘冲突恶化、全球金融环境不稳定影响、上市公司盈利情况不及预期等。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048