

5月策略观点

如何配底仓，如何找弹性

策略研究 · 专题报告

证券分析师：王开
021-60933132
wangkai8@guosen.com.cn
S0980521030001

证券分析师：陈凯畅
021-60375429
chengkaichang@guosen.com.cn
S0980523090002

➤ 大势研判&资产配置：如何应对外部不确定性

- 中国国内迅速出台稳增长措施（如降准、减税），基建、地产链（水泥、工程机械）成为护盘主力，中小创板块因流动性宽松预期率先反弹。长期看，贸易战加速了A股“自主可控”主线（半导体、新能源）的崛起，市场风格从外资主导转向内资驱动的科技成长股。
- 海外不确定博弈式交易的信息茧房：观测大盘指数、相关行业受到关税等海外冲击的影响意义并不大，长期格局重塑>短期交易扰动。上市公司普遍采取“降低直接敞口+成本转嫁+产能转移”的组合策略，短期冲击可控，但长期需关注全球产业链重构及技术竞争压力。
- 近期美债收益率走高，主要受美国通胀压力持续和美联储降息预期推迟的影响，美债收益率飙升也反映了市场对其信用风险和可持续性的担忧。美债可持续性和流动性因素的再权衡是黄金当前的定价逻辑，6月美债接续期是重要的观测时间窗口。印度股市估值高位回落但资金面仍有压力，风险端因素需要关注印巴冲突。

➤ 中观行业：数量口径整体改善，关注盈利能力驱动维度实际改善的行业

- 1) 整体上看，食品饮料、通信、家电龙头驱动板块整体，银行龙头相对承压；2) 半数以上行业收入端边际改善，利润改善主要在中游，农业、计算机、钢铁、建材整体法增速占优；3) 量价齐升”行业如下：有色金属、基础化工、机械设备、汽车、家电、社服、食品饮料、农林牧渔、电子、计算机、通信、传媒、非银、交运、环保；4) 近半数行业ROE改善，具体包括上游有色金属；中游机械设备、建筑材料；下游家电、农业；TMT电子、传媒、计算机。中游盈利能力压力较大；5) 速度&加速度层面，关注整体法增速边际改善0-50pct、中位数增速边际改善 0-50pct且中位数增速大于0的行业，其中1Q25业绩增速较高的包括摩托车、工程机械、其他电子、白色家电、元件、半导体、教育等；6) 盈利能力实质改善维度从两个思路出发，其一是关注连续两个季度ROE边际改善，且ROE本身较高的行业；其二是关注ROE的改善由利润率和周转率同时驱动的行业，具体而言一级行业中仅有农业、家电同时符合上述两个条件。

➤ 风格比较：加大底仓配置敞口，科技成长找弹性

- 1) 分子端：ROE仍处磨底过程，利润率回升对冲周转率下降，全A非金融资产周转率进一步回落至60.07%，供需恢复情况仍需时日。从边际变化维度看，不论是收入端还是利润端，中证1000、创业板、北交所2025年一季度修复趋势明显，沪深主板整体维持相对稳健，沪深300整体修复情况不及中证100，长期资本流入动能减弱的同时，大盘风格相对小盘的确定性优势不明显。全A两非在“关税大考”面前的基本面压力尚未显现，关注后续1-2个季度盈利能力的磨底状态，期间加大底仓配置敞口，并在科技成长中找弹性。
- 2) 加大底仓配置敞口：传统红利、红利低波、现金流因子有望实现“绝对收益+超额收益”双双占优，红利资产是长期视角下“不需要择时”的一类优质资产，长期年化收益和风险收益比指标优势明显，指数调仓更接近“低买高卖”，任意持有期视角下，红利资产平均收益和获得正收益的概率均较高，胜率赔率优势明显。如果分子端“高度不够”，“估值扩张”弹性有限，不依赖估值扩张的红利资产稳定性更强。
- 3) 弹性维度关注：相对消费而言赚钱效应刚从低位恢复的科技，一季度TMT板块细分行业ROE整体有所修复，元件、广告营销连续两个季度ROE边际抬升；半导体各细分板块中，数字芯片设计ROE快速上台阶（4%→6%）。从中短期情绪维度看，两融占成交比、超大单NIR指标对科技成长抓轮动有一定前瞻导向，IT服务、通信网络设备、半导体设备、数字芯片设计等处于两融情绪底部向上的过程中。

➤ 配置建议：杠铃占优

- 1) 加大底仓配置敞口：红利低波、港股红利略强于A股红利，现金流因子维持韧性（绝对收益+超额收益）
- 2) 基于微观流动性指标，关注AI和机器人中相对敏感的细分结构，AI算力确定性相对强。
- 风险提示：美联储货币政策不确定性；海外地缘政治冲突加剧；文中提及指数、个股均为历史梳理，不构成投资推荐的依据

- [01] 大势&全球配置：如何应对外部不确定性
- [02] 中观行业：年报一季报有哪些亮点
- [03] 风格探讨：如何配底仓，如何找弹性
- [04] 热门主题：哪些科技成长细分有望突出重围

上一轮海外不确定性的使用经验总结

- 按照上一轮美国所谓的“关税政策”中经验：
- 关税加征与科技制裁：**2018年美国对全球发动贸易战，对海外进口商品加征关税，并采取一些列无端手段悍然制裁新兴市场科技企业，A股短期暴跌。科技板块受冲击最大，半导体、通信等行业因供应链风险大幅回调，而农业、稀土等“反制概念股”短期逆势上涨。
- 市场情绪与外资行为：**贸易摩擦升级引发恐慌情绪，外资通过沪深港通加速流出，消费白马股因外资持仓集中遭遇抛售，拖累大盘指数。避险情绪推升黄金、公用事业等防御性板块。
- 政策对冲与风格切换：**中国国内迅速出台稳增长措施（如降准、减税），基建、地产链（水泥、工程机械）成为护盘主力，中小创板块因流动性宽松预期率先反弹。长期看，贸易战加速了A股“自主可控”主线（半导体、新能源）的崛起，市场风格从外资主导转向内资驱动的科技成长股。

图：历次海外贸易不确定性问题梳理复盘

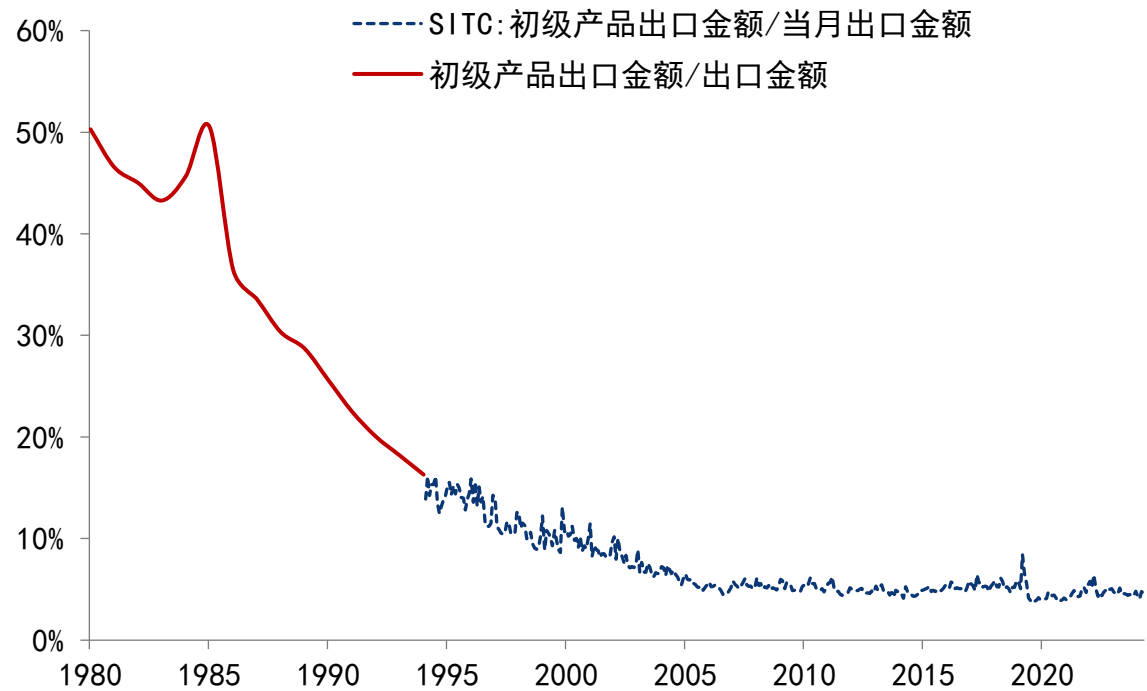
历史事件	宏观经济表现	股票市场及行业/板块表现
	美国通过《关税法》将2000+种商品关税提高50%	美股暴跌：道指跌至历史最低41点（1932年）
美欧贸易战（1930s）	全球40+国反制，1933年贸易额仅为1929年的1/3	全球股市联动：美国富时指数下跌33%，法国CAC指数跌幅超50%
	美国GDP下降30%，失业率超25%	行业分化：农业/制造业股是跌，黄金/国债避险需求激增
美欧贸易战（1960s）	欧共体对美国鸡肉加征高关税，美国反制对欧洲工农业品加税25%	农业股暴跌：美国养鸡业损失2800万美元（1962年）
	1964年美欧关税互降，但欧洲本土产业受美企中击	工业股分化：欧洲汽车/化工股承压，美国机械制造股受益于出口增长
美日贸易战（1980s）	美国对日汽车/电子产品加征100%关税，美日贸易逆差仍达567亿美元	日股长期低迷：日经指数1989年泡沫破裂后跌超60%
	日本产业空心化，通缩加剧	行业迁移：丰田/本田赴美建厂，日本半导体设备股上涨
		美股分化：科技股受关税冲击，军工/能源股上涨
第一次世界大战	欧洲工业产能下降50%，法国农业产量降58%，德国国民收入腰斩	美股波动：1914年道指单日跌7%，1915年重开后全年涨82%
	美国贸易顺差增加3倍，黄金储备占全球40%	军工领涨：美国钢铁股价涨400%，杜邦化工涨350%
第二次世界大战	美国军工产值从15亿飙升至600亿美元（1940-1944年），GDP年均增速10%	消费受损：英国食品零售利润率降60%
	日本工业生产降32.9%，德国战后经济崩溃	美股触底反弹：1942年中途岛战役后道指从92点涨至142点（1944年）
		军工股主导：波音/洛克希德股价涨幅超200%
		战败国股市崩溃：德国DAX日本日经指数战后关停

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

海外不确定性分析：忽略事件信号，长期趋势中寻找可验规律

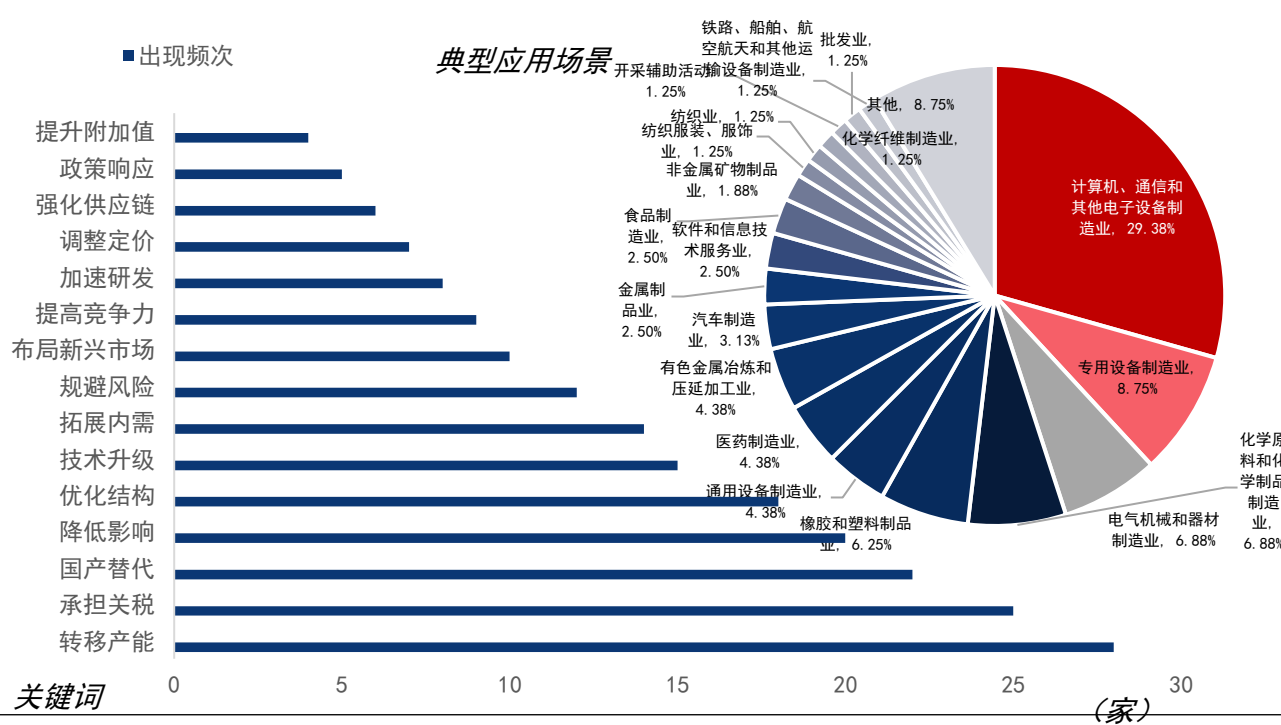
- 海外不确定博弈式交易的信息茧房：观测大盘指数、相关行业受到关税等海外冲击的影响意义并不大，长期格局重塑>短期交易扰动。
- 上市公司普遍采取“降低直接敞口+成本转嫁+产能转移”的组合策略，短期冲击可控，但长期需关注全球产业链重构及技术竞争压力。

图：初级产品出口占比收敛，高附加值出口份额提升



资料来源：Wind，ITC Trade Map，国信证券经济研究所整理

图：TMT制造等行业集中发布应对海外不确定性公告



资料来源：Wind，ITC Trade Map，国信证券经济研究所整理

美债高利率拆解：美债可持续性、特朗普衰退交易而非再通胀交易

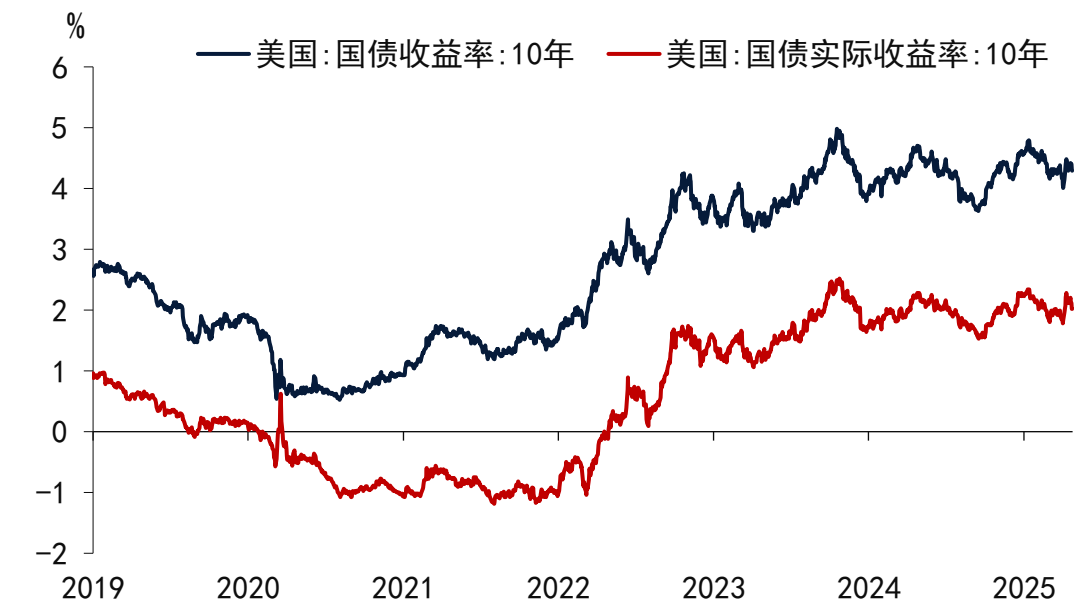
- **通胀粘性与美联储政策前景：**近期美债收益率走高，主要受美国通胀压力持续和美联储降息预期推迟的影响。尽管美联储此前暗示可能降息，但近期经济数据（如PCE通胀指标2月数据为2.5%，仍高于2%目标）显示通胀回落缓慢，导致市场重新定价利率路径，预计高利率将维持更久。此外，特朗普政府的关税政策加剧了输入性通胀担忧，进一步抑制了美联储宽松的空间。
- **美债供需失衡与美元计价资产的信用风险疑虑：**美债收益率飙升也反映了市场对其信用风险和可持续性的担忧。美国政府债务规模持续膨胀，而财政部近期国债拍卖遇冷，需求降至2023年以来最低，显示投资者对长期美债兴趣减弱。同时，对冲基金去杠杆化抛售美债，叠加海外投资者（如日本机构）减持，加剧了供需失衡，推高收益率。市场甚至开始质疑美债的“无风险资产”地位，进一步放大了抛售压力。

图：美国贸易财政双赤字和美元走势分裂加大，实际口径考虑流动性仍紧张



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：美债收益率高企，贸易摩擦再通胀压力逻辑让位于经济走弱不降息逻辑

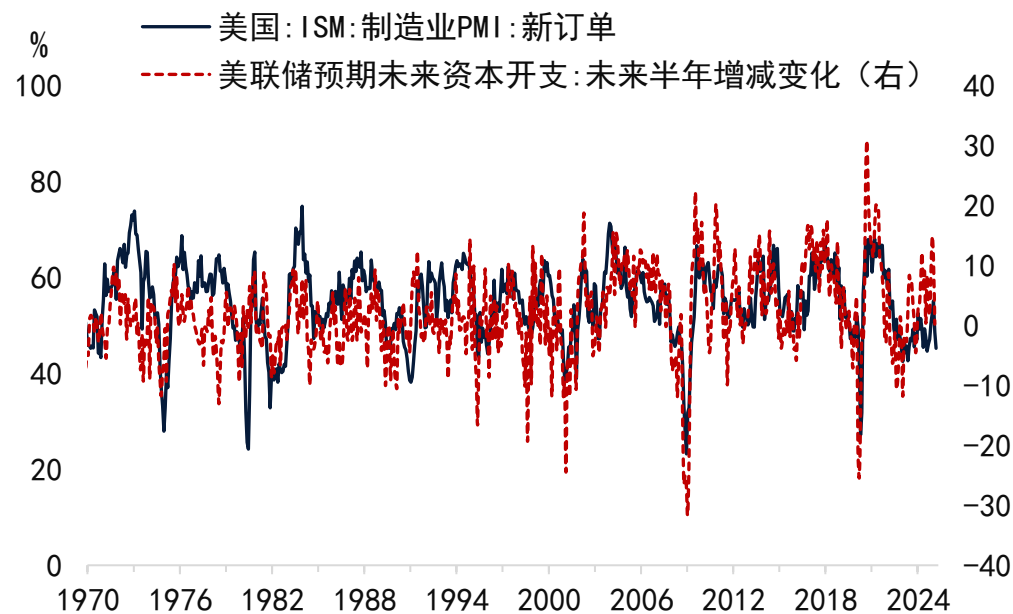


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

美国经济承压也是出口链和科技链低迷的成因

- 根据四大联储分行的未来资本开支调查，美国经济前景走弱。2025年3月最新数据已从1月份14.9的高点回落至0.2，跌至2024年初的前低水平，该指标和美国制造业订单数据密切相关，显示海外单边主义已经对美国实体企业造成了缩减开支的基本面扰动。
- 制造业投资和出口增速早期即出现背离，出口链走抢筹行情。外需链相关最为紧密的是制造业投资，出口对制造业投产有前瞻性，实际上从2024年初伊始，A股中游制造板块ROE和出口同比出现“分叉”，制造业投资仍然延续谨慎状态，而出口再度发力，有一定对海外不确定性的抢筹行情因素推动。

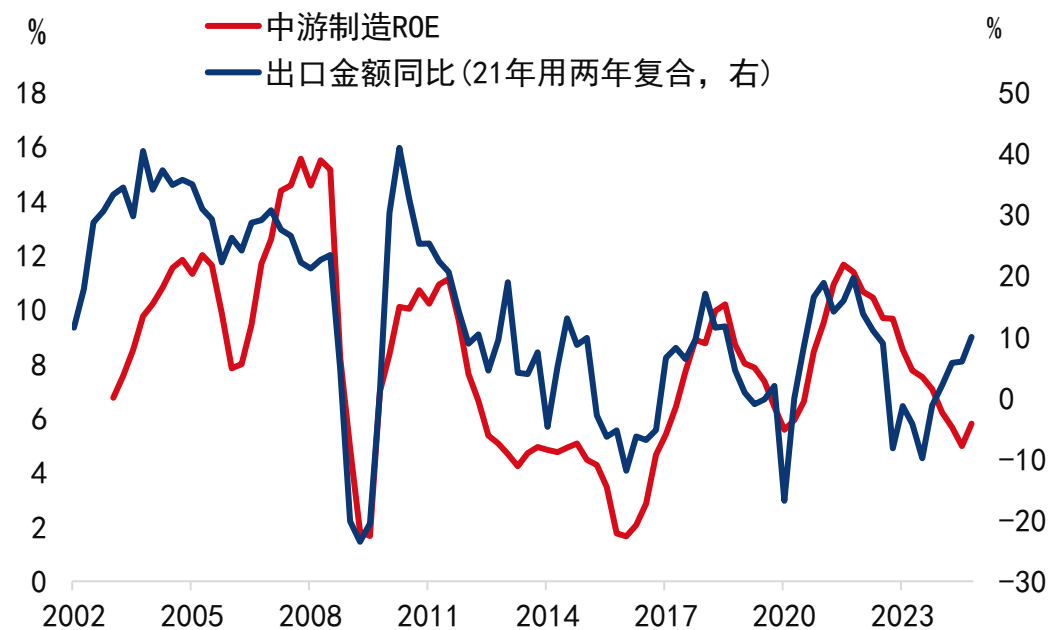
图：美国资本开支前瞻提示贸易风险导致美国实体企业承压



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：综合达拉斯、堪萨斯、里奇蒙德、费城联储的调查值数据得出。

图：中游制造板块和出口景气度在2024年即开始分叉



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

流动性压力凸显：科技向内需转换的重要约束

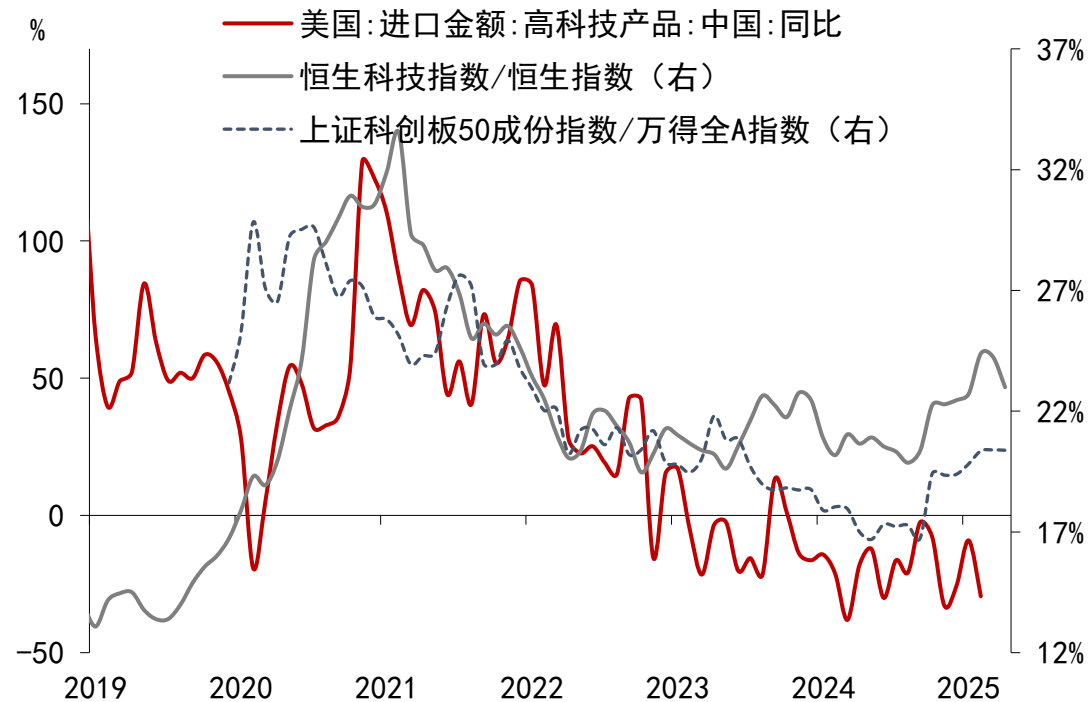
- 海外科技公司的支出前景受限，半导体指数同比增速放缓，按照资本周期定位基本面并无压力，反而是海外流动性紧张对科技行业构成压制。这种外需疲软导致海外科技股超额收益收窄，进而可能削弱产业链上中游对国内高附加值出口链（如半导体、机电类）的需求，行情从依赖外需的科技板块转向内需驱动领域。
- 美国从中国进口的高科技产品同比增速大幅波动，A/H股科技板块相对宽基指数走势仍有压力，凸显海外经济承压下科技消费属性的风险。随着外需不确定性增加，国内股市中科技板块的相对收益下滑，进一步印证市场逻辑正从“外需拉动”转向“内需支撑”，资金聚焦关注消费等内需主导行业。

图：海外科技公司支出前景受限，海外科技超跌来自流动性紧张



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图：科技股的另一面是海外的风险消费属性，和高附加值出口链挂钩

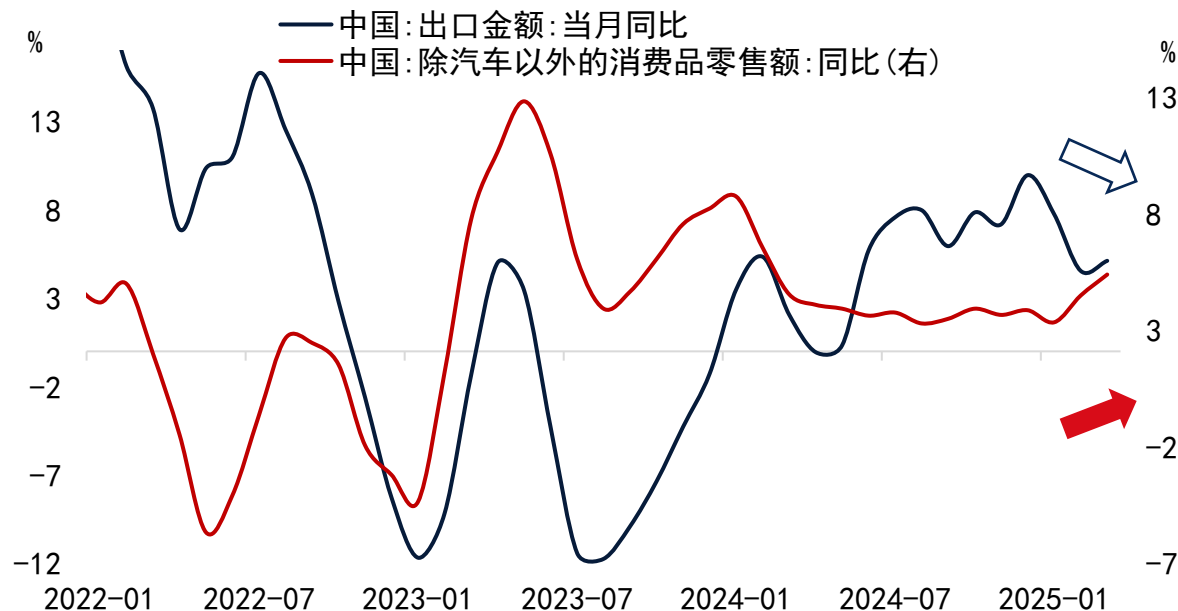


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

海外不确定性构成内外需切换的加速器

- 2022年以来出口增速波动下行（2023年后尤为明显），而内需消费增速相对稳健，两者剪刀差逐步收窄。这一趋势印证了经济动能正从外需主导转向内需驱动。海外不确定性（如地缘冲突、贸易壁垒）虽加剧了出口承压，但根本原因在于国内“双循环”战略的主动调整——政策引导下，消费对经济的支撑作用逐步强化，**内需替代效应显现**。
- 2023年后出口贸易指数相对全A超额收益收窄，而新消费（如国货、服务消费）和必选品（防御属性）跑赢大盘。这一结构性分化表明，市场已提前定价内需链的成长性与韧性。海外风险仅是加速了资本从外需敏感板块撤离，但内需崛起的内核在于国内产业升级与消费习惯变迁（如新消费渗透率提升），**政策与基本面共振才是长期主线**。
- 内外需切换是政策导向与经济规律的结果，海外不确定性仅加速了这一进程；配置上需淡化短期贸易扰动，关注内需链中具备**品牌力（新消费）与刚需属性（大众品）**的细分领域。

图：基本面交替：外需向内需动能切换，海外不确定性只是加速器



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：板块走势：外需链向内需链切换，新消费（成长）+必选大众品（防御）

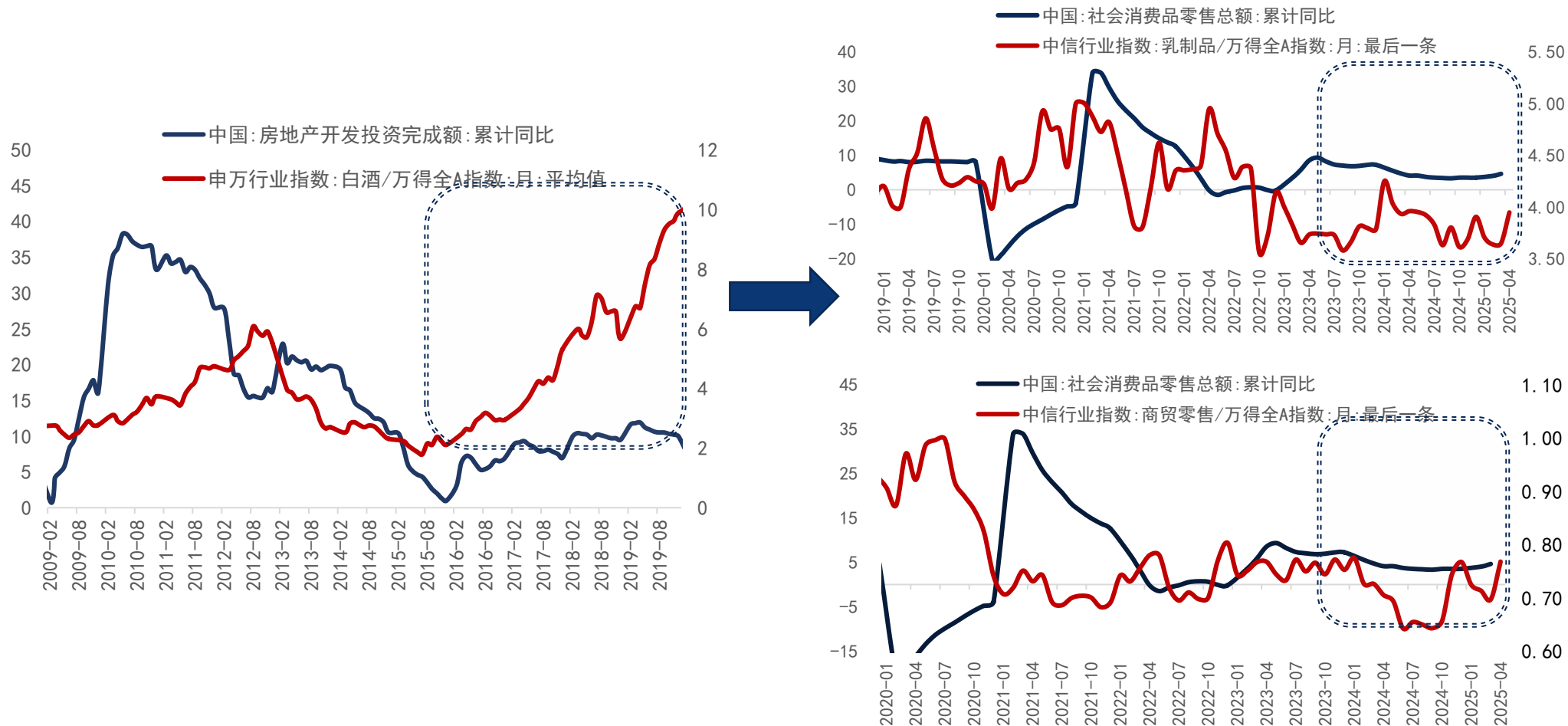


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

地产经济阶段驱动传统+高端消费，新经济阶段驱动大众消费

- 经济驱动引擎转变，消费行情从可选切向必选。经济基本面从地产驱动的年代（白酒和地产竣工端等行情）到供需双向发力的年代（软饮料、零售等大众品消费），消费品投资的对象也在出现迁移。

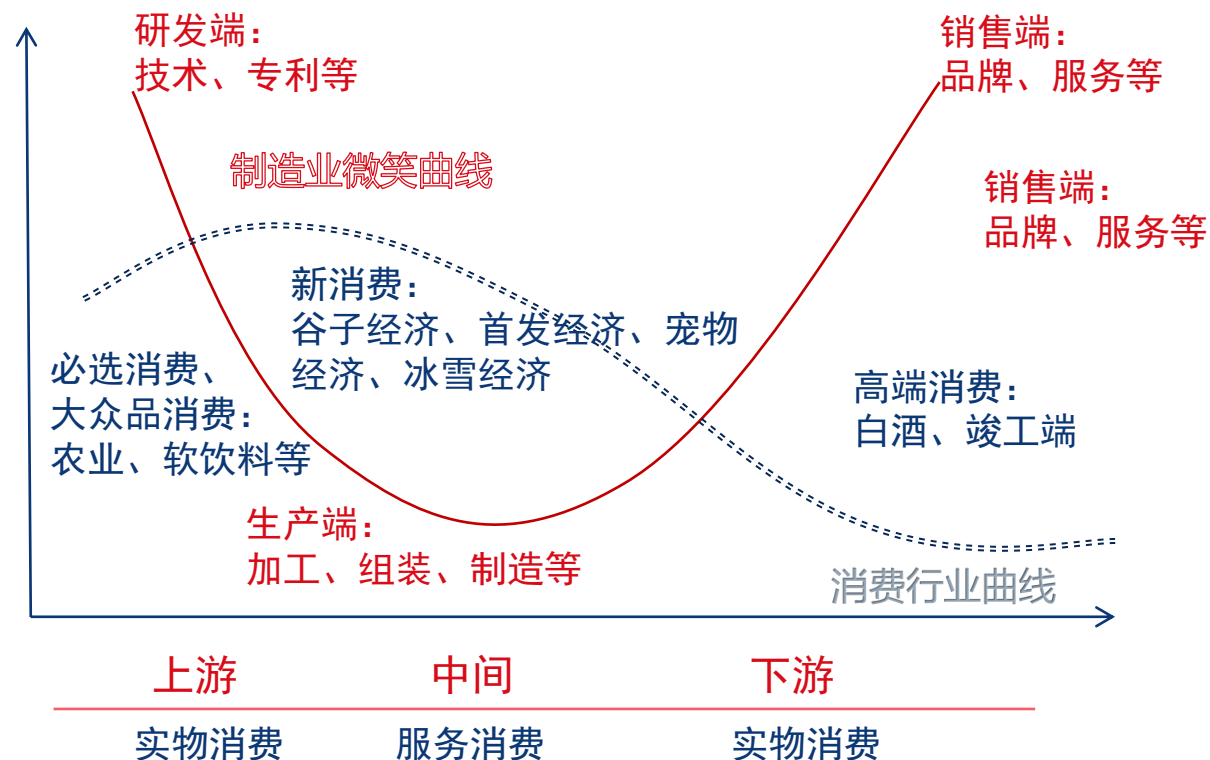
图：传统经济+高端消费到新经济+大众品消费&新消费的范式转移



微笑曲线：从制造业到消费板块的概念引申

- 微笑曲线揭示制造业盈利最丰厚的环节在两端：微笑曲线深刻揭示了制造业中盈利最为丰厚的环节位于两端：前端研发设计，因其高附加值特性；以及后端品牌服务，凭借高溢价优势。相比之下，中游代工组装环节的利润则显得尤为微薄。投资策略应聚焦于构建技术壁垒的企业或渠道龙头，历史经验表明，如半导体、新能源创新端及消费电子品牌端等领域，在过往市场周期中均曾一度成为股市中的佼佼者。
- 消费领域逻辑相通：**消费领域的逻辑与此相通，上游研发与IP，如芯片、化妆品原料等，以及下游渠道与品牌，诸如奢侈品、连锁餐饮等，均享有更高利润。中游代工与分销则因性价比低而逊色。投资需着重考量稀缺性资源，如专利、用户粘性，或规模效应，如渠道垄断领军企业。至于新消费，其遵循独立逻辑，传统消费则正从地产链及高端消费环节向大众消费品领域转型。

图：从制造业微笑曲线和消费业曲线看投资机会分配

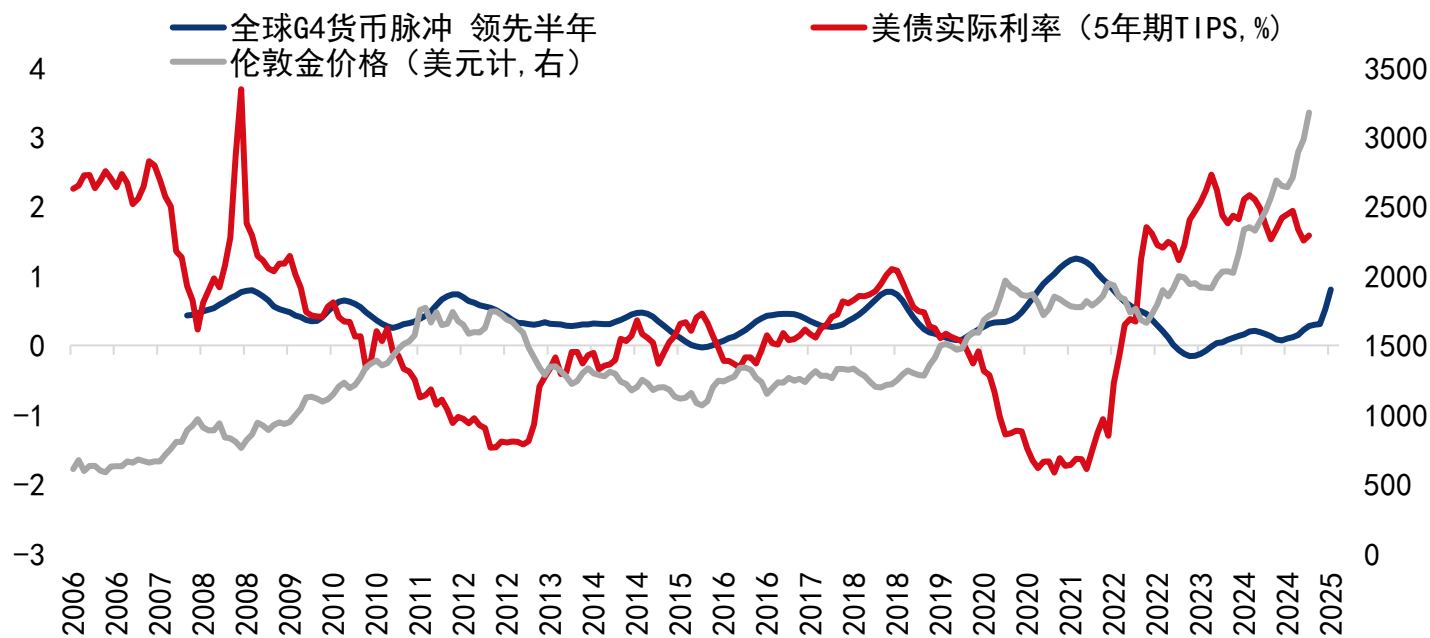


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

黄金价格的短期压力和长期利好

- 近期金价虽面临短期回调压力，但在避险需求的驱动下中长期依然向好。全球经济不确定性加剧，黄金作为避险资产备受青睐。投资者应密切关注市场动态，把握黄金配置的最佳窗口期。同时，多元化投资组合，分散风险，也是应对策略之一。在股市投资中，除了黄金之外，还可以考虑配置一些具有稳定收益的债券或股票，以平衡投资组合。此外，适时利用期权等衍生品进行对冲，也是降低市场波动影响的有效手段。
- 黄金定价逻辑：美债可持续性和流动性因素的再权衡。近期黄金暴涨动因并非来自美股资金外流，而是对美债可持续性的担忧寻求的避险情绪快速加剧，6月美债接续期是重要的观测时间窗口。

图：美联储迎来降息潮以缓解美债可持续性压力，是黄金价格的最大敌人

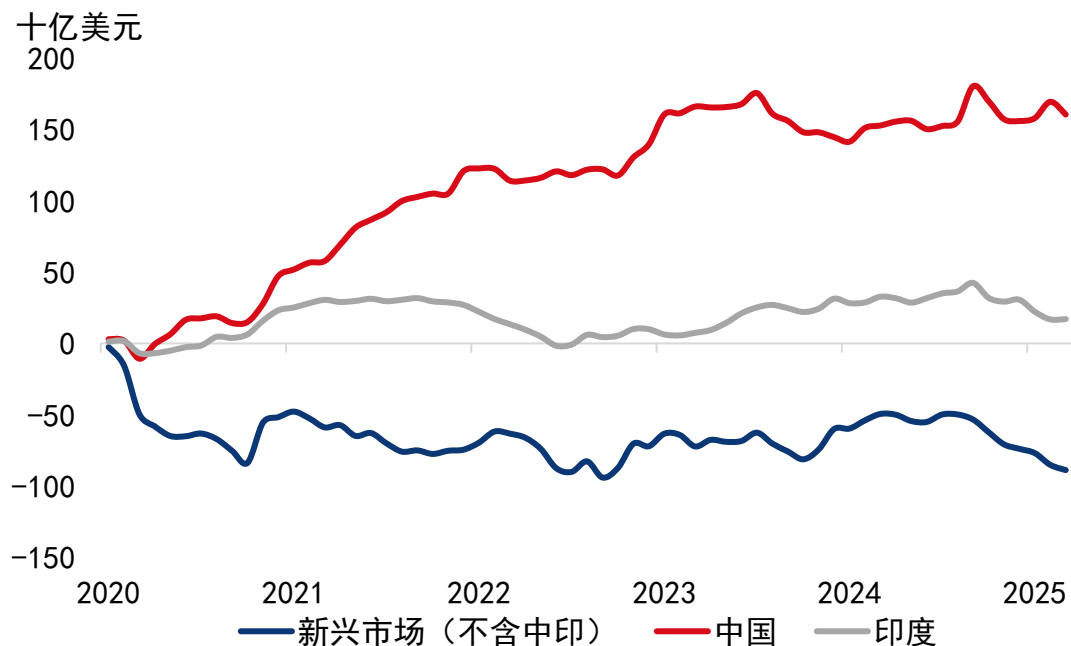


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

印度市场调整后如何看？

- 估值高位回落但是资金仍有压力：印度股市经过一年的下行后，核心股票指数SENSEX 30的市盈率跌入历史中位数和1/4分位数之间，在海外不确定性压力落地后虽然小幅反弹，但是资金面压力仍在，累积值口径看外资对印度股市仍处总和流出阶段，仅为贸易摩擦避险交易中短期的全球权益类资产避风港。
- 地缘因素带来的风险情绪来看，短期仍有一定压力：风险端因素需要关注印巴冲突。
- 中长期配置印度市场的逻辑在于博弈美国降息：印度市场外资主要来自美国，降息博弈流动性宽松对其利好。

图：新兴市场股市资金的趋势异同：印度股市中累积外部资金仍在流出



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：印度股市核心指数的PE估值位于历史1/4分位点和中位数之间



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- [01] 大势&全球配置：如何应对外部不确定性
- [02] 中观行业：年报一季报有哪些亮点
- [03] 风格探讨：如何配底仓，如何找弹性
- [04] 热门主题：哪些科技成长细分有望突出重围

一级行业长尾效应：餐饮、通信、家电龙头驱动，银行龙头承压

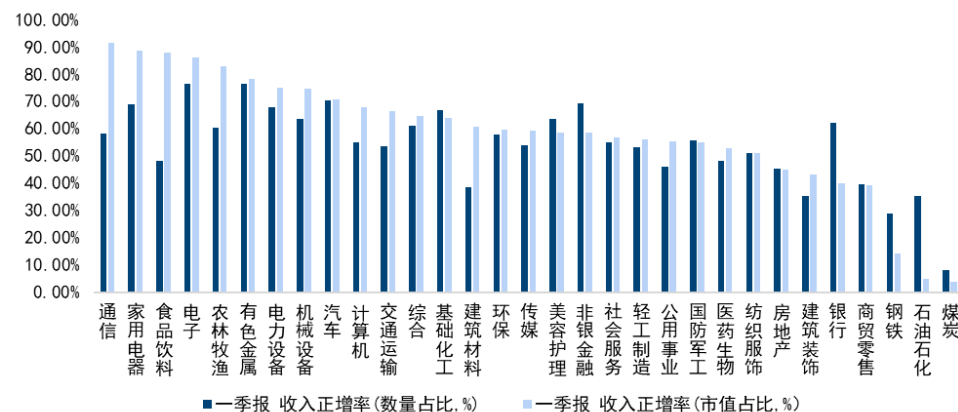
收入端：通信、食品饮料、农业、建材、石油石化、银行背离明显

通信、食品饮料、建材、农业市值口径下的收入正增率显著高于数量口径。具体来看，三大运营商1Q25营收增速均为正，移动（+0.02%）、电信（+0.01%）、联通（+3.88%）；建材行业市值排名top15成分股中的9只2025年一季度营收增速为正，对市值权重下的正增率起到拉动作用；农业中的三只千亿市值个股牧原、金龙鱼、温氏2025年一季度营收增速分别为37.2%、3.15%和11.3%；食品饮料行业主要依赖于市值top7成分股收入均正增。银行、石油石化数量口径下收入正增率远高于市值口径，其中工行、建行、招行1Q25收入为负，小幅拖累正增率；石油石化则主要受制于三桶油负个位数增速的拖累。

利润端：家电、餐饮、通信、农业等行业长尾效应明显，银行业龙头略承压

具体来看，家电板块中美的、格力、海尔2025年一季度净利润增速分别在38.02%、26.3%和14.95%，对整体法口径下的正增率起到较大提振作用；食品饮料逻辑类似，市值前五个股中，贵州茅台1Q25业绩增速11.56%，五粮液、汾酒、泸州老窖分别有个位数正增，海天味业一季度业绩增速接近15%，整体表现相对喜人；通信行业主要依赖于三大运营商个位数的稳健正增长；银行方面，国有四大行中仅有农行一季报业绩正增，其余三家均为-2%到-4%的小幅负增，龙头略承压的情况下，中小城农商行弹性更大，市值排名后50%的银行中仅有贵阳银行和厦门银行一季报业绩增速为正。

图：2025年一季报不同口径下的收入正增率一览

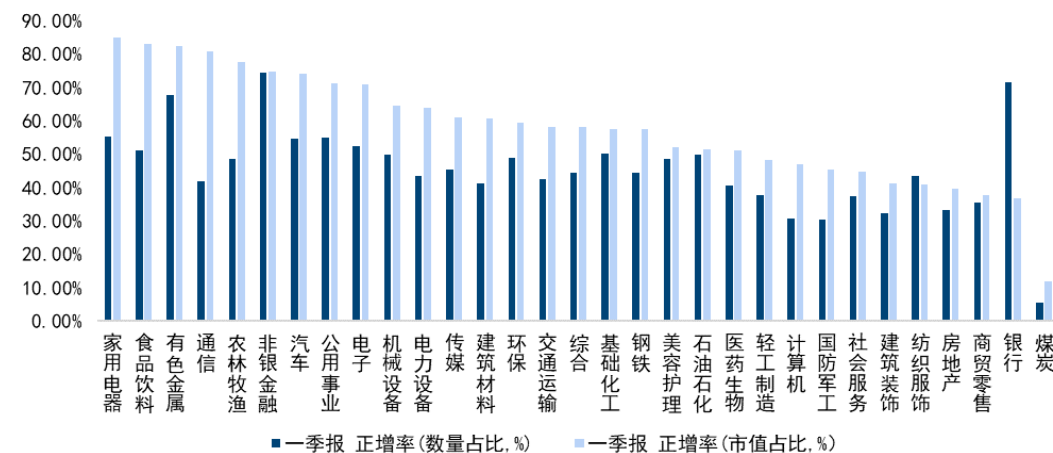


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

注：本页个股分析仅为长尾效应梳理，不涉及主观观点与推荐意见

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：2025年一季报各行业不同口径下的业绩正增率一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

一级行业收入：半数行业收入端边际改善



➤ 半数一级行业收入端边际改善，但量端维度高景气仍稀缺

中位数口径下收入增速在10%+的行业仅有电子(14.1%)、非银(13.6%)、有色(14.4%)，整体法口径下收入增速超过10%的行业仅有电子、计算机、家电；

相较2024年全年，一季度整体法、中位数口径下营收增速均有边际改善的一级行业达到15个，其中两者改善幅度均在5pct以上的一级行业包括电力设备、农业、房地产；两者均边际走弱的一级行业相对较多，包括石油石化、煤炭、钢铁、汽车、轻工制造、社会服务、食品饮料、医药、银行、公用事业，量端维度的绝对景气仍相对稀缺。

图：全部一级行业营收情况

营业收入		25Q1中位数 (已披露样本)	25Q1整体法 (已披露样本)	24Y中位数 (可比口径)	24Y整体法 (可比口径)	行业往季实际增速 (可比口径, 整体法)			行业往季实际增速 (可比口径, 中位数)			边际改善(整体法)	边际改善(中位数)	25Q1边际 改善信号	25Q1综合 披露率
大类行业	一级行业	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	24Q3	24H1	24Q1	24Q3	24H1	24Q1	25Q1-24Y	25Q1-24Y		
上游资源	石油石化	-4.1%	-6.7%	-2.2%	-2.8%	-2.0%	2.5%	5.7%	-1.7%	1.9%	4.0%	-4.0%	-12.9%	●	98.0%
	煤炭	-20.6%	-17.3%	-10.4%	-4.5%	-7.2%	-8.9%	-12.1%	-9.3%	-10.8%	-14.2%	-12.9%	-10.2%	●	100.0%
	有色金属	14.4%	8.0%	11.6%	5.9%	3.0%	2.4%	-3.4%	7.5%	8.5%	5.7%	2.1%	2.7%	●	99.3%
	钢铁	-9.8%	-10.0%	-8.1%	-9.5%	-9.0%	-7.2%	-5.4%	-6.6%	-5.7%	-6.3%	-0.6%	-1.7%	●	100.0%
中游材料 &制造	基础化工	7.9%	5.8%	5.6%	3.0%	2.2%	2.0%	-2.4%	4.4%	5.5%	2.4%	2.8%	2.3%	●	100.0%
	建筑材料	-6.5%	-1.6%	-9.0%	-12.4%	-11.7%	-13.0%	-18.1%	-7.8%	-6.4%	-4.1%	10.8%	2.4%	●	100.0%
	建筑装饰	-8.3%	-6.3%	-8.4%	-3.9%	-4.7%	-3.0%	1.6%	-7.5%	-6.7%	-6.0%	-2.4%	0.1%	●	100.0%
	机械设备	5.8%	9.9%	3.5%	5.1%	4.3%	3.5%	3.9%	2.5%	3.5%	3.2%	4.8%	2.3%	●	100.0%
	电力设备	9.0%	2.9%	3.2%	-8.3%	-10.5%	-10.1%	-11.6%	2.5%	3.3%	2.3%	11.2%	5.8%	●	100.0%
	国防军工	6.2%	0.0%	-2.3%	-0.4%	-4.7%	-3.2%	8.4%	-5.6%	-7.5%	-1.8%	0.4%	3.5%	●	100.0%
	汽车	7.8%	5.9%	8.8%	6.8%	4.5%	7.3%	8.5%	8.2%	11.1%	12.8%	-1.0%	1.0%	●	100.0%
下游 可选消费	家用电器	8.6%	13.7%	8.5%	5.6%	4.6%	6.3%	8.1%	6.0%	7.4%	8.0%	8.0%	0.0%	●	100.0%
	轻工制造	1.1%	-0.2%	3.5%	1.2%	1.6%	3.6%	6.3%	2.4%	4.1%	7.4%	-1.5%	-2.4%	●	100.0%
	商贸零售	-5.1%	-10.7%	-3.9%	-7.3%	-6.4%	-4.8%	-4.6%	-5.0%	-3.3%	-3.3%	-3.4%	-1.2%	●	99.0%
	社会服务	1.0%	4.2%	3.2%	7.3%	9.3%	11.0%	53.5%	3.8%	4.5%	10.3%	-3.1%	-2.2%	●	100.0%
下游 必选消费	美容护理	10.2%	6.9%	5.4%	2.6%	2.7%	2.9%	1.1%	8.7%	11.1%	9.7%	4.3%	4.7%	●	100.0%
	食品饮料	-1.2%	2.6%	0.2%	4.0%	4.0%	5.2%	8.0%	-0.1%	1.1%	4.2%	-1.5%	-1.5%	●	100.0%
	纺织服饰	0.2%	-13.3%	-0.4%	-1.4%	0.5%	5.4%	6.6%	0.1%	1.8%	3.8%	-1.8%	0.6%	●	100.0%
	医药生物	-1.7%	-4.7%	-0.9%	-1.3%	-0.4%	-0.7%	0.3%	-0.4%	0.3%	1.3%	-3.4%	-0.8%	●	99.0%
	农林牧渔	5.3%	8.2%	-0.5%	-1.6%	-3.7%	-4.5%	-4.8%	-2.4%	-4.4%	-6.2%	9.8%	3.9%	●	100.0%
TMT	电子	14.1%	17.6%	15.2%	17.4%	18.1%	17.4%	15.7%	14.1%	15.1%	15.2%	0.2%	-1.0%	●	99.6%
	计算机	2.5%	15.9%	-0.5%	4.8%	5.7%	7.1%	4.8%	0.3%	0.9%	3.8%	11.2%	3.0%	●	100.0%
	通信	3.7%	2.3%	0.3%	4.0%	3.4%	3.8%	4.6%	2.4%	3.0%	2.9%	-1.6%	3.4%	●	100.0%
	传媒	1.1%	5.7%	-3.3%	0.2%	0.8%	2.7%	5.1%	-4.1%	-2.1%	0.5%	5.5%	4.4%	●	99.2%
大金融	银行	1.8%	-1.7%	3.1%	0.1%	-1.0%	-2.0%	-1.7%	1.7%	2.3%	3.6%	-1.8%	-1.3%	●	100.0%
	非银金融	13.6%	4.1%	4.1%	1.3%	-2.4%	-15.9%	-27.1%	-0.8%	-5.1%	-14.0%	2.8%	9.6%	●	96.4%
	房地产	-4.0%	-7.5%	-19.1%	-21.0%	-23.2%	-22.0%	-14.3%	-24.1%	-30.1%	-15.0%	13.5%	15.2%	●	100.0%
环保公用	公用事业	-1.4%	-4.0%	0.8%	-1.2%	-0.8%	-1.6%	1.9%	2.2%	2.1%	5.0%	-2.8%	-2.2%	●	99.3%
	交通运输	0.3%	0.5%	4.3%	-0.5%	-2.8%	-2.0%	-1.3%	3.7%	4.5%	5.2%	1.0%	-4.1%	●	100.0%
	环保	1.4%	3.5%	-0.7%	-0.7%	-0.6%	1.8%	2.3%	-1.2%	1.6%	2.4%	4.2%	2.1%	●	100.0%
	综合	2.9%	-2.4%	1.7%	-2.8%	0.0%	1.4%	-2.0%	-2.3%	-11.1%	-8.6%	0.4%	1.2%	●	90.0%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

一级行业利润：边际改善在中游，有色&公用更稳健



➤ 。，但大多涉及基数影响，中位数层面仅非银、农业、钢铁超过20%

整体法口径下，2025年一季报业绩增速在30%+的行业包括：农林牧渔、计算机、钢铁、建筑材料、有色金属，除有色金属外另外四个行业基数牵引效应重

中位数口径下业绩增速超过20%的行业仅有钢铁（21.2%）、农业（27.2%）、非银金融（38.5%）

从边际变化的情况看，中位数口径下改善幅度居前的行业包括钢铁（+69.8pct）、房地产（+39.6pct）、传媒（+34.4pct）、建材（+29.9pct）以及农业（+28.1pct），2024Y、2025Q1业绩增速均为正，且2025Q1边际改善的行业仅有有色、公用事业

图：全部一级行业净利润情况

归母净利润		25Q1中位数	25Q1整体法	24Y中位数	24Y整体法	行业往季实际增速 (可比口径，整体法)			行业往季实际增速 (可比口径，中位数)			边际改善(整体法)	边际改善(中位数)	25Q1边际改善信号	25Q1综合披露率
大类行业	一级行业	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	24Q3	24H1	24Q1	24Q3	24H1	24Q1	25Q1-24Y	25Q1-24Y		
上游资源	石油石化	10.2%	-6.3%	8.6%	0.7%	1.5%	11.2%	10.5%	7.5%	15.6%	21.4%	-6.9%	1.6%	●	98.0%
	煤炭	-35.4%	-30.1%	-30.2%	-19.0%	-21.8%	-26.7%	-35.2%	-34.8%	-38.6%	-48.2%	-11.1%	-5.2%	●	100.0%
	有色金属	16.3%	69.2%	8.7%	2.0%	0.1%	-2.7%	-30.0%	6.9%	8.7%	7.7%	67.1%	7.6%	●	99.3%
中游制造	钢铁	21.2%	549.9%	-48.6%	-131.7%	-114.8%	-54.6%	-86.9%	-46.0%	-26.6%	-17.5%	681.6%	69.8%	●	100.0%
	基础化工	9.2%	13.4%	-3.0%	-7.9%	-7.3%	-5.4%	-15.0%	-3.8%	2.7%	-0.1%	21.4%	12.2%	●	100.0%
	建筑材料	3.7%	394.7%	-26.2%	-48.4%	-51.8%	-61.1%	-90.5%	-38.0%	-26.5%	-13.9%	443.1%	29.9%	●	100.0%
	建筑装饰	0.5%	-8.7%	-14.9%	-15.6%	-11.4%	-9.9%	-2.6%	-12.0%	-12.8%	-1.0%	6.9%	15.3%	●	100.0%
	机械设备	5.7%	23.9%	-4.3%	-8.3%	-2.1%	-4.3%	3.4%	-6.7%	-6.6%	2.7%	32.1%	10.0%	●	100.0%
	电力设备	5.9%	-13.1%	-17.3%	-61.5%	-54.4%	-55.9%	-53.7%	-17.8%	-18.6%	-12.5%	48.1%	23.2%	●	100.0%
下游可选消费	国防军工	-13.0%	-9.6%	-34.9%	-38.2%	-27.1%	-20.4%	-12.7%	-30.2%	-22.8%	-11.6%	28.6%	21.9%	●	100.0%
	汽车	5.5%	9.7%	7.3%	11.0%	9.6%	22.5%	18.7%	8.8%	15.4%	30.3%	-1.3%	-1.9%	●	100.0%
	家用电器	8.0%	25.3%	-0.1%	7.1%	5.5%	7.9%	10.1%	-2.4%	0.4%	20.4%	18.2%	8.1%	●	100.0%
	轻工制造	-10.2%	-17.9%	-4.0%	-31.9%	-3.2%	14.8%	46.7%	3.6%	10.4%	18.6%	13.6%	-6.3%	●	100.0%
	商贸零售	-8.0%	-9.7%	-16.9%	12.4%	5.9%	-19.6%	-22.3%	-16.7%	-12.9%	-4.8%	-17.6%	9.5%	●	99.0%
	社会服务	2.4%	5.8%	-5.0%	-31.4%	30.1%	92.6%	116.6%	-6.6%	-1.8%	7.6%	37.0%	7.4%	●	100.0%
下游必选消费	美容护理	1.4%	-14.5%	7.0%	-16.2%	-16.6%	3.2%	7.6%	-4.2%	6.1%	15.6%	1.7%	-5.6%	●	100.0%
	食品饮料	1.7%	0.3%	1.7%	5.5%	10.4%	14.0%	16.0%	1.7%	5.4%	10.1%	-5.2%	0.0%	●	100.0%
	纺织服饰	-0.4%	-5.5%	-16.0%	-37.3%	-7.4%	1.1%	7.4%	-15.2%	-9.1%	9.8%	31.8%	15.5%	●	100.0%
	医药生物	-4.0%	-12.0%	-4.8%	-13.0%	-7.2%	-2.6%	0.0%	-5.7%	0.1%	1.9%	1.5%	1.1%	●	99.4%
	农林牧渔	27.2%	988.0%	-0.9%	1486.4%	491.4%	189.0%	62.2%	-10.9%	-9.9%	-12.6%	-498.4%	281%	●	100.0%
	电子	12.4%	28.2%	6.5%	36.1%	31.8%	39.0%	54.6%	8.3%	12.1%	16.7%	-13.0%	5.6%	●	99.6%
TMT	计算机	6.0%	652.1%	-11.3%	-50.1%	-28.5%	-43.8%	-98.6%	-9.0%	-11.6%	-3.5%	702.1%	17.3%	●	100.0%
	通信	1.4%	6.8%	1.6%	6.2%	8.1%	7.3%	7.2%	1.9%	2.5%	1.9%	0.5%	-0.2%	●	100.0%
	传媒	8.4%	39.1%	-25.8%	-48.0%	-32.5%	-30.5%	-28.5%	-33.3%	-25.0%	-26.4%	88.3%	34.4%	●	99.2%
大金融	银行	2.3%	-1.2%	3.9%	2.3%	1.4%	0.4%	-0.6%	2.5%	3.1%	4.2%	-3.5%	-1.5%	●	100.0%
	非银金融	38.5%	21.6%	15.1%	61.0%	54.1%	8.0%	-13.3%	-2.3%	-13.3%	-23.4%	-39.4%	22.7%	●	97.6%
	房地产	-0.1%	-955.4%	-39.7%	-3305.2%	-148.1%	-128.5%	-92.5%	-40.5%	-46.5%	-37.7%	2349.8%	39.6%	●	100.0%
环保公用	公用事业	8.2%	6.1%	1.0%	5.3%	8.9%	17.4%	26.8%	6.0%	7.2%	10.4%	0.7%	7.2%	●	99.3%
	交通运输	-7.0%	2.2%	2.8%	11.5%	6.6%	10.2%	26.2%	0.1%	0.5%	5.1%	-9.3%	-9.8%	●	100.0%
	环保	6.1%	3.9%	-6.5%	-14.7%	3.4%	0.9%	13.3%	-0.8%	-7.0%	8.3%	18.6%	12.7%	●	100.0%
	综合	2.2%	469.3%	14.9%	69.1%	98.8%	82.8%	-250.5%	0.6%	-3.9%	3.7%	402.3%	-12.8%	●	90.0%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

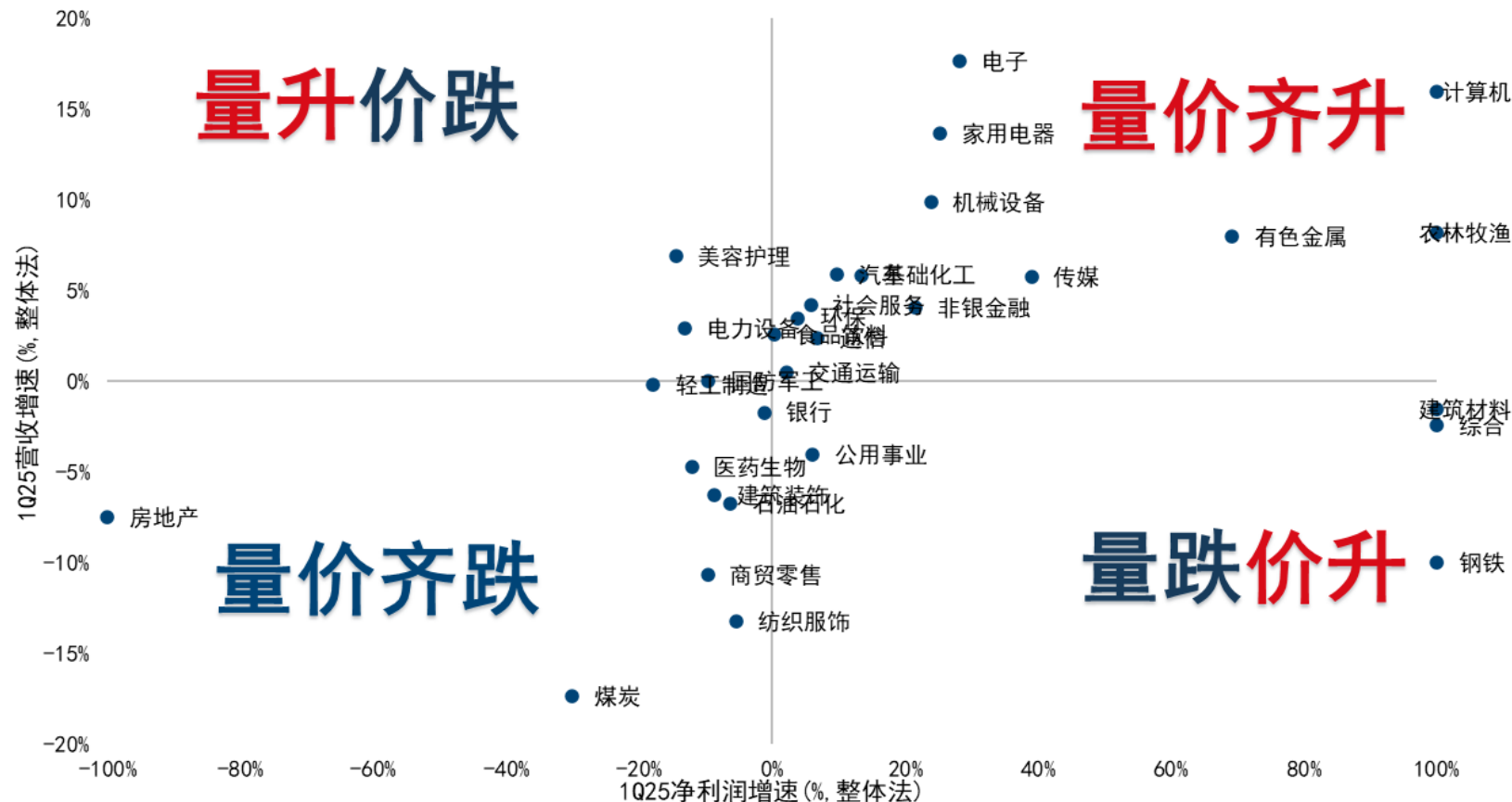
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

一级行业量价校准：半数行业量价齐升

➤ 以整体法下的营收反映“量”端变化、整体法下的利润增速反映“价”端变化，半数以上一级行业量价齐升：

- 1) “量价齐升”行业如下：有色金属、基础化工、机械设备、汽车、家电、社服、食品饮料、农林牧渔、电子、计算机、通信、传媒、非银、交运、环保
- 2) “量升价跌”行业如下：电力设备、美容护理、
- 3) “量跌价升”行业如下：建筑材料、钢铁、公用事业、综合
- 4) “量价齐跌”行业如下：石油石化、煤炭、建筑装饰、国防军工、商贸零售、医药生物、银行、地产、轻工制造

图：全部一级行业量价校准



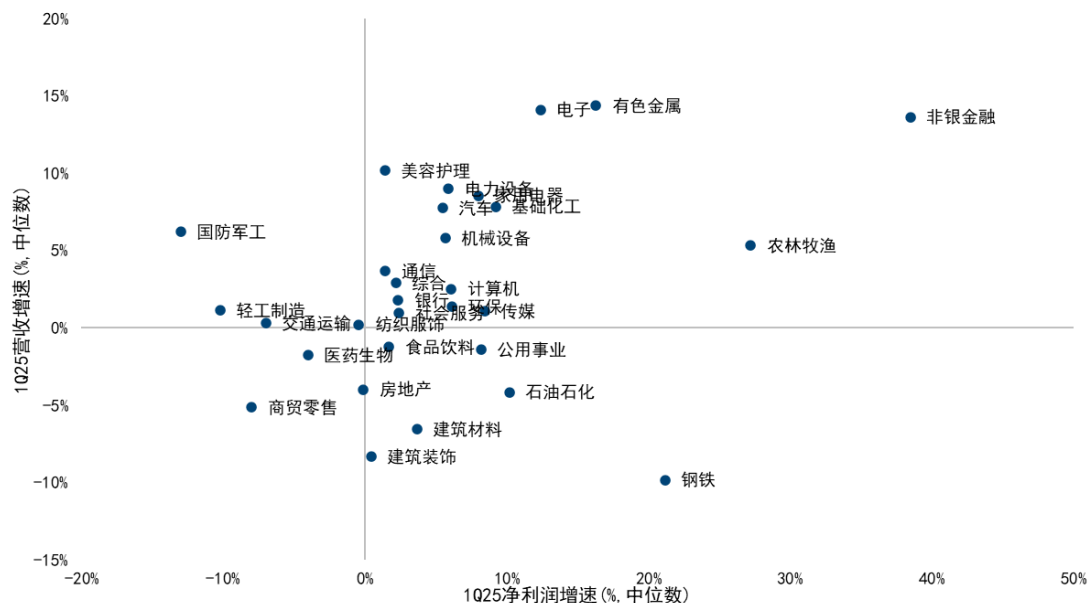
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

一级行业横向比较：微观层面初现改善

综合整体法&中位数边际变化看，微观层面初现改善

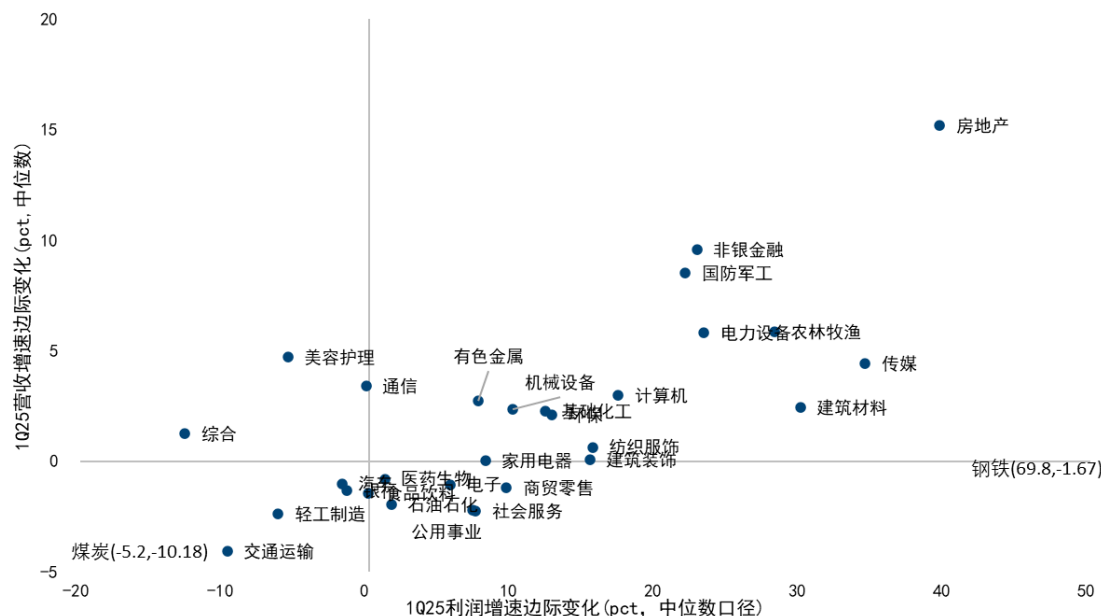
- 1) 相较2024Q3仅有电子、汽车、有色金属、公用事业、轻工制造、通信六个行业收入、利润中位数口径均正增的情况，1Q25新增基础化工、机械设备、电力设备、美容护理、社会服务、家用电器、农林牧渔、计算机、银行、传媒、非银、环保，原有行业中仅公用事业收入转负，微观企业层面各行业经营状况改善初现端倪；
- 2) 从边际变化情况看，有色金属、基础化工、机械设备、电力设备、家电、社服、农林牧渔、电子、计算机、传媒、非银、环保共计12个行业满足利润增速中位数为正、收入增速中位数为正，且利润增速边际改善5pct以上。
- 3) 房地产行业收入、利润增速中枢边际改善幅度最高，但主要系前期基数效应所致，1Q25收入增速、利润增速中位数分别为-3.96%和-0.10%，且整体法口径下受龙头拖累利润端呈现宽幅亏损。

图：全部一级行业营收、净利润增速中位数对比



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：全部一级行业营收、净利润增速中位数边际变化情况对比



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

一级行业:近半数行业ROE改善，中游盈利能力压力较大



- 31个一级行业中近半数行业ROE改善，具体分布情况看，上游有色金属；中游机械设备、建筑材料；下游家电、农业；TMT电子、传媒、计算机；
- 下行幅度较大的行业包括煤炭、食品饮料，两者均为盈利增速下滑导致的ROE宽幅下降；房地产2024年报ROE见底，当前小幅反弹但仍处低位；
- 从驱动因素看，可选消费净利率出现分化，中游制造ROE下滑主要受利润率与周转率共同拖累，农业毛利率&净利率改善幅度均较大。

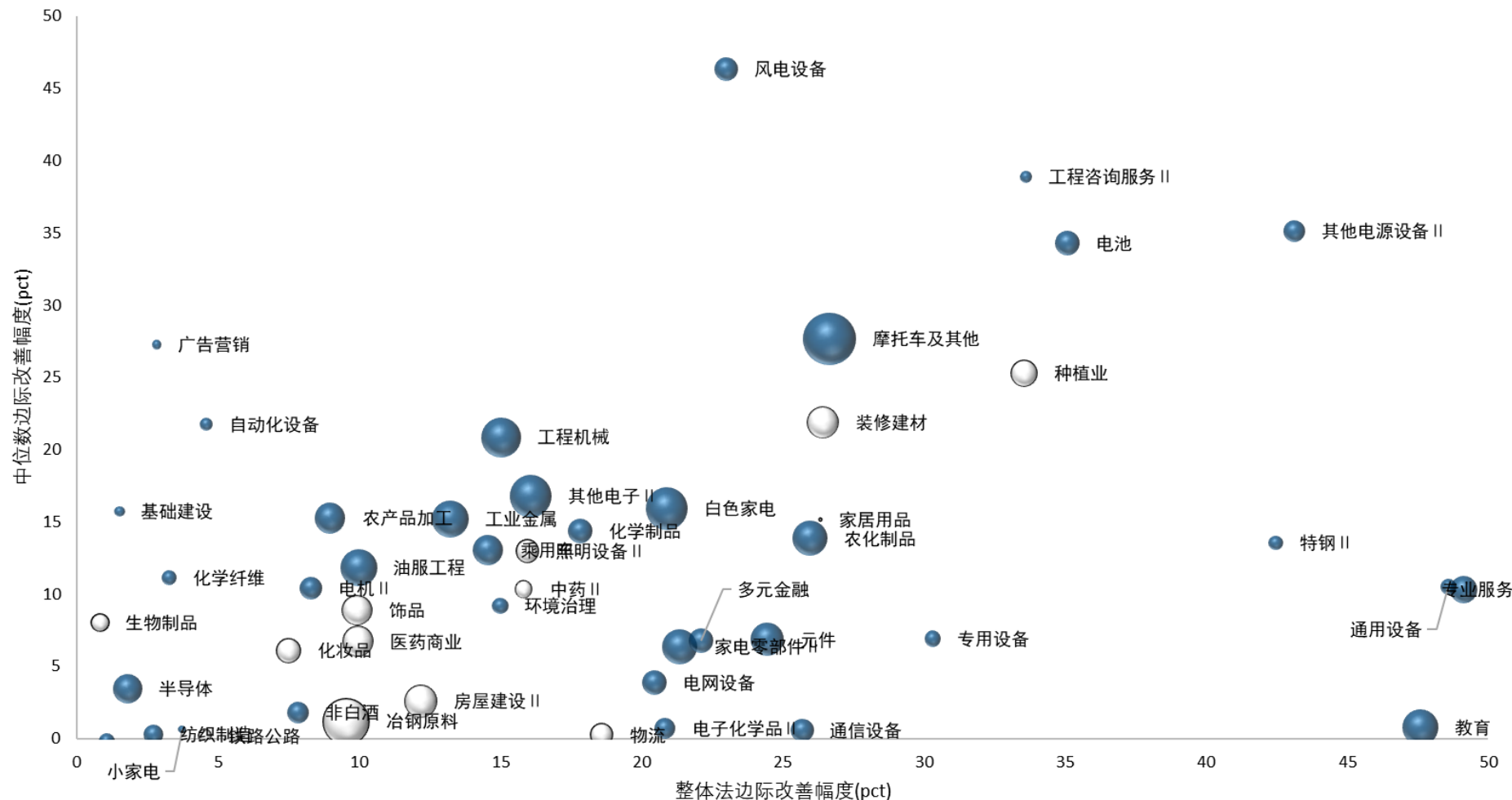
图：一级行业杜邦拆解

大类	一级行业	ROE (TTM, 整体法)				边际变化 (pct)		销售净利率 (TTM, 整体法)				边际变化 (pct)		总资产周转率 (TTM, 整体法)				边际变化 (pct)		权益乘数				边际变化	
		24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1
上游资源	石油石化	11.2%	10.7%	10.5%	10.0%	-0.26	-0.50	5.2%	5.0%	5.0%	5.0%	-0.01	-0.03	109.1%	104.9%	105.1%	100.8%	0.21	-4.30	1.98	2.02	1.97	1.97	-0.05	0.00
	煤炭	12.5%	11.9%	11.6%	10.4%	-0.24	-1.19	13.9%	13.6%	13.2%	12.7%	-0.40	-0.54	52.1%	51.8%	51.9%	48.8%	0.15	-3.09	1.74	1.68	1.69	1.69	0.01	-0.01
	有色金属	10.0%	10.0%	9.9%	10.8%	-0.09	0.95	5.3%	5.2%	5.0%	5.4%	-0.23	0.41	110.2%	109.4%	113.8%	111.0%	4.40	-2.76	1.73	1.74	1.73	1.80	-0.01	0.07
	钢铁	2.4%	0.3%	-1.0%	-0.5%	-1.36	0.51	1.3%	0.3%	-0.4%	-0.1%	-0.67	0.25	90.9%	87.4%	85.7%	82.9%	-1.70	-2.79	2.15	1.26	3.33	5.79	2.07	2.47
	基础化工	6.3%	6.1%	5.7%	5.9%	-0.39	0.18	5.3%	5.1%	4.8%	5.0%	-0.31	0.17	62.4%	61.8%	61.8%	61.2%	0.02	-0.57	1.89	1.93	1.92	1.93	-0.01	0.01
中游制造	建筑材料	3.3%	2.9%	2.7%	2.9%	-0.23	0.24	3.0%	2.7%	2.7%	2.9%	-0.06	0.24	46.3%	44.8%	43.1%	42.6%	-1.70	-0.41	2.38	2.35	2.29	2.32	-0.06	0.02
	机械设备	6.5%	6.4%	5.9%	6.1%	-0.50	0.24	6.3%	6.2%	5.7%	6.0%	-0.49	0.25	51.5%	51.4%	52.0%	52.4%	0.64	0.37	1.99	2.00	1.98	1.96	-0.02	-0.02
	建筑装饰	7.5%	7.2%	6.5%	6.3%	-0.64	-0.21	2.7%	2.7%	2.5%	2.5%	-0.20	0.00	61.8%	59.3%	58.5%	56.6%	-0.87	-1.82	4.57	4.56	4.56	4.56	0.00	0.00
	电力设备	6.6%	5.2%	3.9%	3.7%	-1.25	-0.19	4.7%	3.9%	2.9%	2.8%	-0.95	-0.11	58.0%	54.6%	53.3%	52.8%	-1.23	-0.56	2.43	2.44	2.51	2.51	0.07	0.00
	国防军工	3.8%	3.2%	2.6%	2.5%	-0.59	-0.15	4.8%	4.2%	3.5%	3.4%	-0.69	-0.12	38.8%	36.1%	36.5%	36.3%	0.45	-0.22	2.02	2.11	2.03	1.99	-0.08	-0.04
	汽车	8.2%	8.0%	8.1%	7.8%	0.03	-0.21	4.0%	4.0%	4.0%	4.1%	0.03	0.05	81.1%	78.4%	78.9%	79.7%	0.52	0.78	2.54	2.57	2.55	2.43	-0.02	-0.12
下游可选消费	家用电器	17.0%	15.6%	15.5%	15.7%	-0.11	0.15	7.8%	7.7%	8.0%	8.1%	0.22	0.19	83.5%	82.7%	81.6%	81.9%	-1.13	0.32	2.61	2.44	2.39	2.35	-0.05	-0.04
	轻工制造	7.2%	6.5%	4.4%	4.1%	-2.07	-0.36	5.4%	4.9%	3.3%	3.0%	-1.63	-0.26	67.4%	66.4%	65.7%	65.3%	-0.73	-0.43	1.97	1.99	2.05	2.06	0.06	0.01
	商贸零售	2.2%	3.1%	3.3%	3.4%	0.14	0.10	1.2%	1.7%	1.7%	1.8%	0.01	0.14	82.7%	81.0%	82.8%	80.2%	1.85	-2.59	2.18	2.29	2.32	2.28	0.03	-0.04
	社会服务	7.0%	7.2%	3.9%	3.7%	-3.35	-0.16	8.0%	8.5%	4.7%	4.6%	-3.77	-0.18	46.7%	46.8%	46.9%	47.9%	0.19	0.97	1.88	1.82	1.75	1.71	-0.07	-0.04
	美容护理	10.1%	8.2%	8.6%	8.0%	0.35	-0.62	10.9%	9.0%	9.3%	8.7%	0.36	-0.60	62.9%	61.2%	60.9%	61.6%	-0.24	0.70	1.47	1.50	1.51	1.48	0.01	-0.03
下游必选消费	食品饮料	22.2%	21.4%	20.9%	19.6%	-0.43	-1.35	21.7%	21.8%	21.2%	21.2%	-0.57	-0.01	70.0%	68.5%	66.4%	64.8%	-2.12	-1.63	1.47	1.43	1.48	1.42	0.05	-0.06
	纺织服饰	7.7%	7.9%	4.7%	5.0%	-3.16	0.35	5.6%	6.0%	3.6%	4.2%	-2.33	0.53	81.9%	80.3%	78.5%	74.3%	-1.79	-4.18	1.68	1.64	1.65	1.63	0.01	-0.02
	医药生物	6.9%	6.7%	6.3%	6.3%	-0.34	-0.03	6.7%	6.5%	6.2%	6.3%	-0.34	0.13	63.3%	63.2%	62.6%	60.9%	-0.63	-1.73	1.63	1.62	1.64	1.64	0.02	0.00
	农林牧渔	3.0%	6.9%	8.6%	11.3%	1.74	2.71	1.1%	2.9%	3.7%	5.0%	0.81	1.29	95.3%	94.1%	96.0%	97.5%	1.87	1.51	2.80	2.52	2.41	2.32	-0.10	-0.09
TMT	电子	4.9%	5.3%	5.6%	6.1%	0.30	0.56	3.5%	3.5%	3.6%	3.7%	0.12	0.08	67.2%	68.2%	70.1%	76.3%	1.93	6.18	2.09	2.21	2.20	2.17	-0.01	-0.02
	计算机	2.3%	2.4%	1.5%	1.8%	-0.95	0.27	2.1%	2.0%	1.3%	1.5%	-0.67	0.15	66.1%	65.7%	64.3%	67.4%	-1.36	3.13	1.70	1.85	1.72	1.74	-0.12	0.02
	通信	8.4%	8.7%	8.5%	8.5%	-0.19	-0.02	8.6%	8.8%	8.6%	8.8%	-0.18	0.12	56.8%	57.2%	57.0%	56.7%	-0.21	-0.26	1.72	1.73	1.74	1.72	0.00	-0.02
	传媒	4.3%	3.8%	2.9%	3.4%	-0.86	0.45	5.4%	4.7%	3.5%	4.0%	-1.20	0.55	49.4%	48.7%	48.9%	49.1%	0.21	0.20	1.61	1.65	1.71	1.70	0.06	-0.01
大金融	银行	9.2%	9.1%	9.0%	8.9%	-0.06	-0.15	38.0%	38.3%	38.4%	38.5%	0.11	0.06	2.0%	1.9%	1.9%	1.9%	-0.01	-0.08	12.22	12.14	12.10	12.41	-0.04	0.30
	非银金融	6.6%	9.1%	10.2%	10.3%	1.15	0.06	12.7%	16.1%	17.2%	17.9%	1.10	0.65	8.3%	8.7%	8.8%	8.6%	0.17	-0.19	6.28	6.48	6.70	6.64	0.22	-0.06
	房地产	-5.8%	-5.9%	-15.0%	-12.0%	-9.14	3.03	-3.7%	-4.0%	-10.4%	-9.0%	-6.43	1.39	21.1%	20.1%	19.6%	19.6%	-0.49	0.05	7.53	7.31	7.35	6.76	0.04	-0.60
支持性行业	公用事业	9.1%	8.8%	8.6%	8.5%	-0.21	-0.08	10.8%	10.6%	10.7%	11.0%	0.04	0.30	31.7%	31.3%	30.3%	29.6%	-1.00	-0.77	2.68	2.64	2.65	2.62	0.01	-0.03
	交通运输	7.8%	7.7%	7.9%	7.8%	0.23	-0.16	4.4%	4.5%	4.6%	4.6%	0.13	0.02	71.9%	70.3%	72.5%	70.3%	2.21	-2.22	2.49	2.45	2.38	2.39	-0.07	0.01
	环保	5.2%	5.3%	4.3%	4.3%	-0.96	0.02	7.8%	8.1%	6.8%	6.9%	-1.27	0.13	28.3%	27.8%	27.3%	27.2%	-0.50	-0.13	2.38	2.34	2.32	2.30	-0.03	-0.02
	综合	-6.6%	-6.3%	-3.3%	-2.7%	2.96	0.57	-4.3%	-4.2%	-2.2%	-1.8%	1.98	0.38	53.9%	53.4%	52.7%	52.0%	-0.77	-0.68	2.82	2.79	2.83	2.87	0.04	0.04

速度&加速度层面的行业比较

➤ 核心准绳：整体法增速边际改善0-50pct；中位数增速边际改善 0-50pct；中位数增速大于0

图：速度&加速度层面的细分行业比较

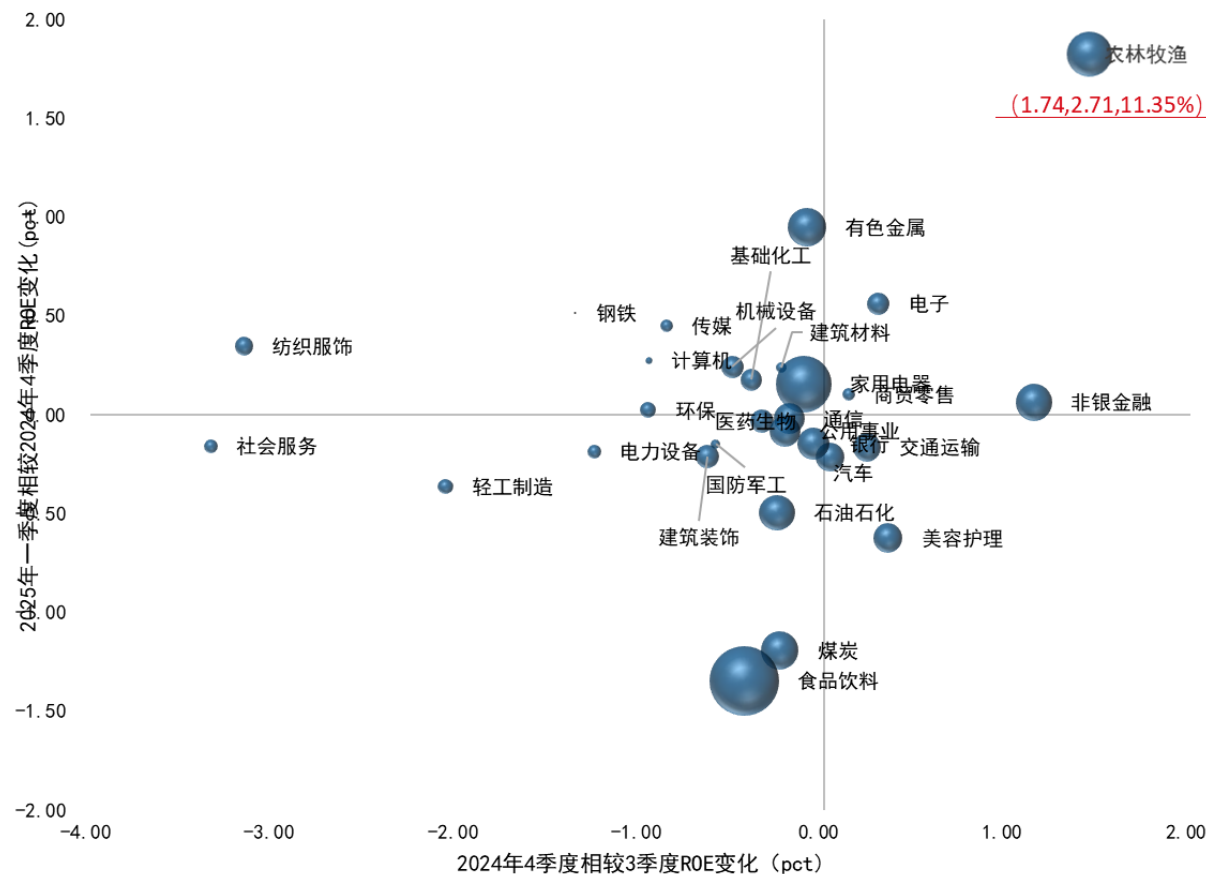


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理 注：空心气泡代表中位数口径下1Q25业绩增速为负

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

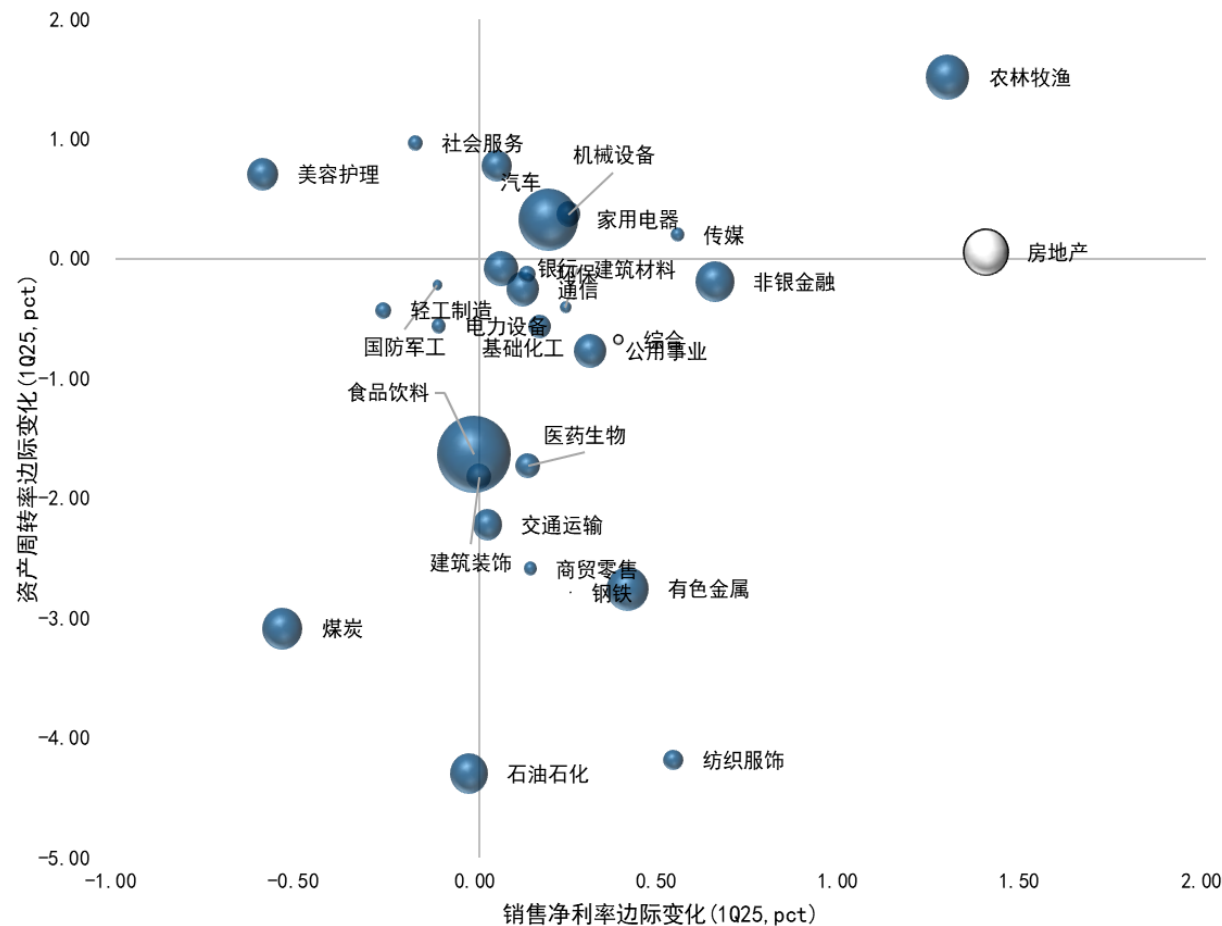
盈利能力实质性改善：ROE连续两个季度修复+驱动模式

图：ROE绝对水位 与 边际变化



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理 注：气泡大小为1Q25 ROE (TTM)

图：从修复模式看，关注利润率、周转率同步修复的行业（右上角）



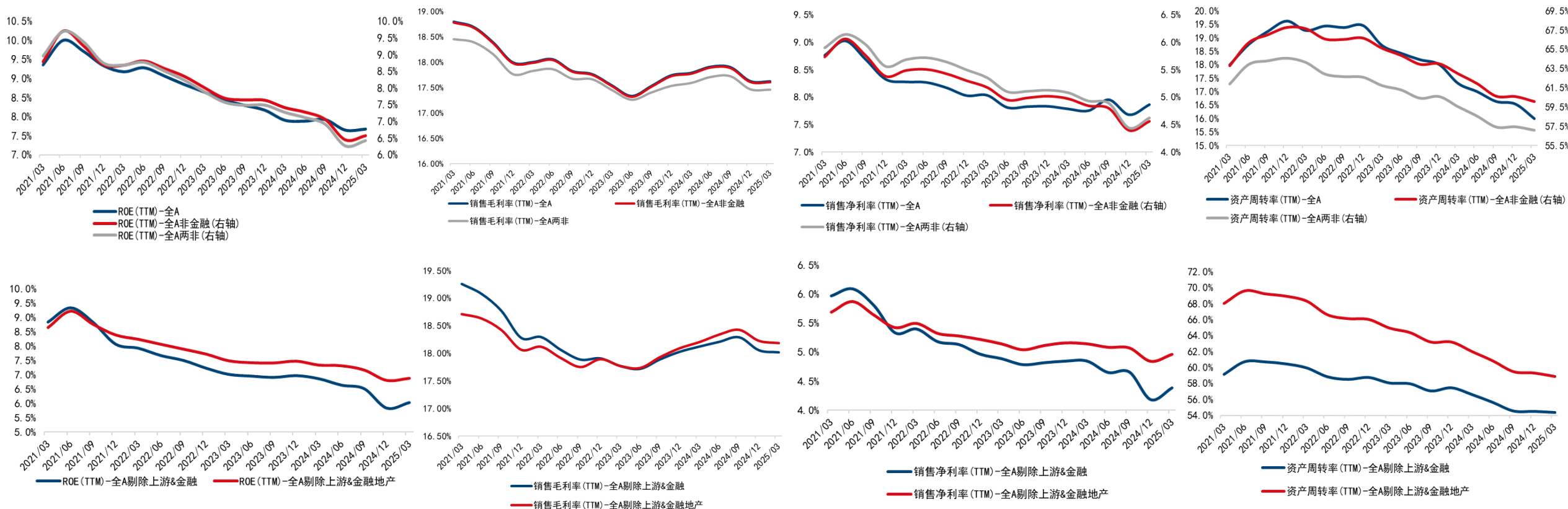
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理 注：气泡大小为1Q25 ROE (TTM)

- 【 01 】 大势&全球配置：如何应对外部不确定性
- 【 02 】 中观行业：年报一季报有哪些亮点
- 【 03 】 风格探讨：如何配底仓，如何找弹性
- 【 04 】 热门主题：哪些科技成长细分有望突出重围

分子端：ROE仍处磨底过程，利润率回升对冲周转率下降

- 1Q25 全A ROE企稳、全A非金融、两非、剔除上游&金融地产等口径ROE触底后小幅回升。2024年报全A两非ROE首次跌破6.5%，全A剔除金融&上游资源品口径对应ROE仅为5.84%，一季报较年报有所反弹，全A两非ROE (TTM) 回升0.16pct，全A剔除金融&上游ROE (TTM) 回升0.2pct；具体来看，一季度ROE的止跌回稳主要由利润率贡献，各计算口径下的销售净利率均有0.12pct以上的回升，但资产周转率仍处下行通道，全A非金融资产周转率进一步回落至60.07%，供需恢复情况仍需时日。

图：全A各类口径下的ROE、毛利率、净利率测算

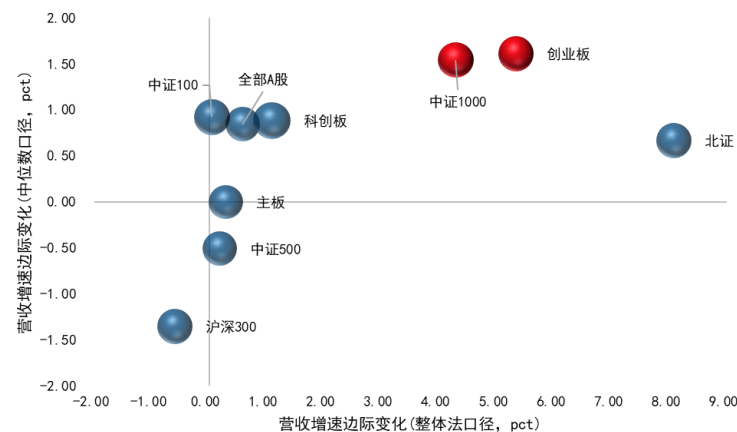


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

风格比较：中证1000修复明显，创业板存在一定长尾效应

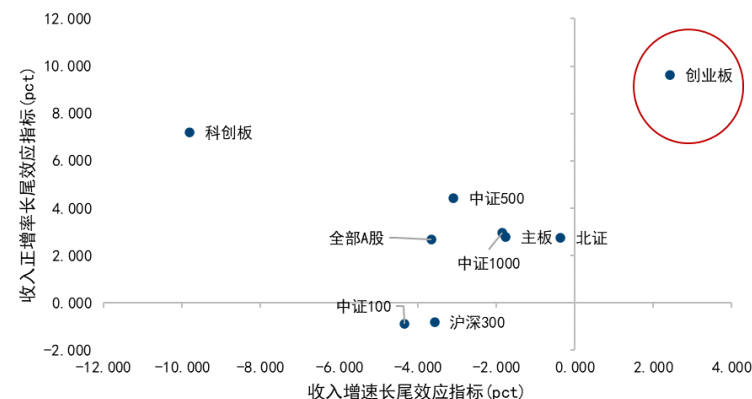
- 从业绩增速两个计算口径共同验证的结果看，不论是收入端还是利润端，中证1000、创业板、北交所2025年一季度修复趋势明显，沪深主板整体维持相对稳健，沪深300整体修复情况不及中证100。
- 从正增率和增速的长尾效应验证指标看，创业板长尾效应相对较强。其中收入端看，创业板市值权重下营收正增率超过71%，数量层面仅为61.7%，整体法口径收入增速高于中位数口径2.4pct；利润端看，创业板市值权重下营收正增率超过58%，数量层面仅为42.7%，整体法口径利润增速高于中位数口径15.5pct。

图：各上市板、核心宽基截面成分股营收增速与正增率比较



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理
注：气泡大小为数量占比口径下1Q25的收入正增率

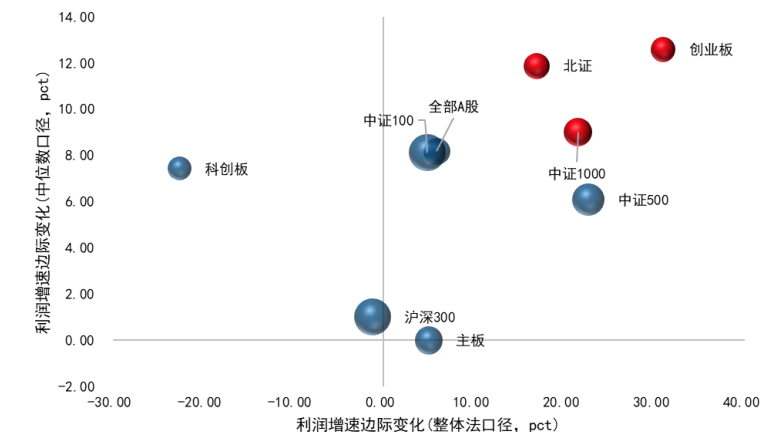
图：各上市板&核心宽基截面成分股长尾效应对比（收入端）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

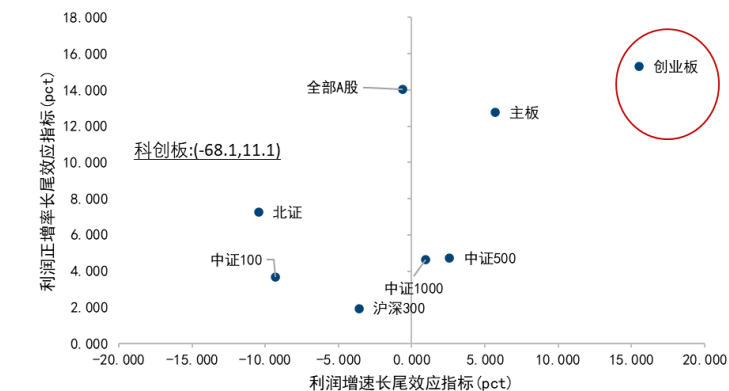
注：利润正增率口径需满足归母净利润大于0且增速大于0

图：各上市板、核心宽基截面成分股利润增速与正增率比较



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理
注：气泡大小为数量占比口径下1Q25的业绩正增率

图：各上市板&核心宽基截面成分股长尾效应对比（利润端）



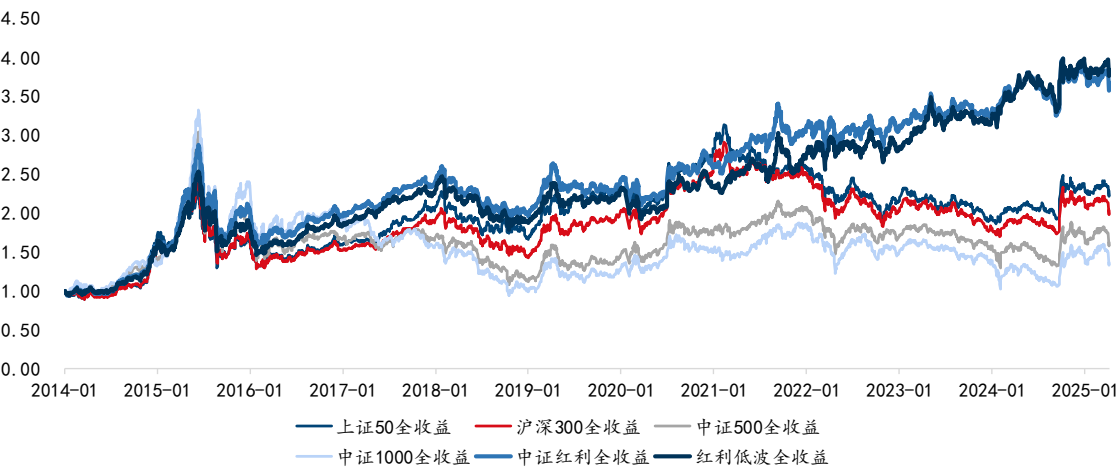
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

加大底仓配置敞口：泛红利&现金奶牛



- 红利资产是长期视角下“不需要择时”的一类优质资产，长期年化收益和风险收益比指标优势明显。红利类指数的调仓，更类似于低买高卖，而其他宽基或风格指数多以“高买低卖”的形式进行样本调整，上涨幅度过高导致股息率跟不上的红利资产，会在下一次调仓过程中被剔除，这也使得红利策略长期斜率稳定。
- 不论是在怎样的市场环境中，红利策略的年化夏普率大约在0.6附近，2022年以来的偏熊市叠加快速反弹后震荡的环境中，中证红利在夏普率上回落至0.3附近，但经过优化的红利低波夏普率仍能维持在0.65以上，远高于宽基指数±0.35左右的波动区间。

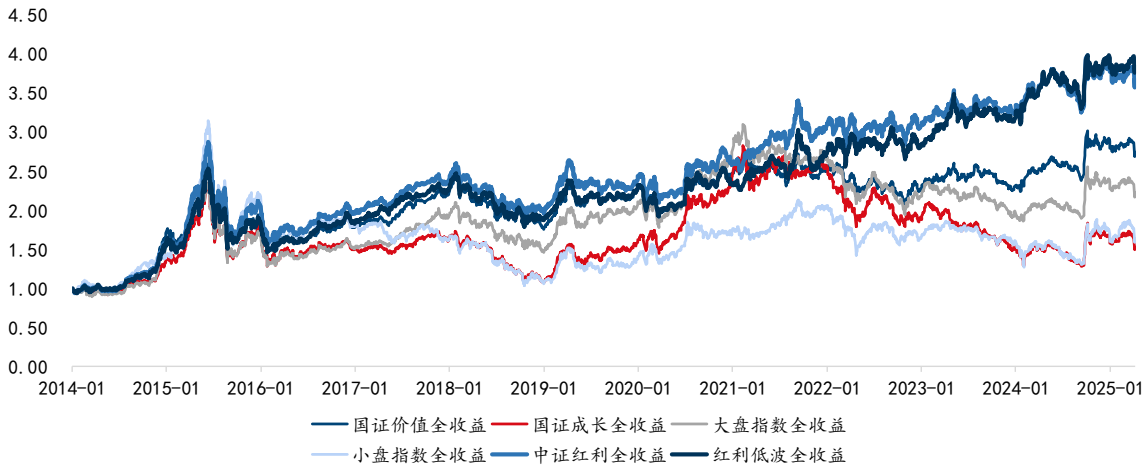
图：红利资产对比规模宽基体现其“不需要择时”的核心特征



		上证50全收益	沪深300全收益	中证500全收益	中证1000全收益	中证红利全收益	红利低波全收益
年化收益	2014年至今	7.67	6.58	4.36	2.80	12.59	13.04
	2019年至今	4.95	5.66	5.76	4.84	10.55	12.29
	2022年至今	-4.26	-6.80	-8.15	-10.05	5.65	11.49
	2022年至今	-4.26	-6.80	-8.15	-10.05	5.65	11.49
最大回撤	2014年至今	-43.80	-46.06	-64.14	-71.79	-45.66	-42.49
	2019年至今	-40.54	-41.56	-39.63	-45.58	-20.53	-19.66
	2022年至今	-28.12	-32.19	-37.27	-45.09	-14.53	-13.54
	2022年至今	-28.12	-32.19	-37.27	-45.09	-14.53	-13.54
夏普比率	2014年至今	0.39	0.34	0.24	0.19	0.64	0.68
	2019年至今	0.27	0.31	0.30	0.26	0.60	0.70
	2022年至今	-0.24	-0.36	-0.33	-0.33	0.32	0.66
	2022年至今	-0.24	-0.36	-0.33	-0.33	0.32	0.66
Calmar比率	2014年至今	0.18	0.14	0.07	0.04	0.28	0.31
	2019年至今	0.12	0.14	0.15	0.11	0.51	0.63
	2022年至今	-0.15	-0.21	-0.22	-0.22	0.39	0.85
	2022年至今	-0.15	-0.21	-0.22	-0.22	0.39	0.85

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理 注：数据截至2025年4月初

图：红利资产对比风格宽基同样体现了“不需要择时”的核心特征



		国证价值全收益	国证成长全收益	大盘指数全收益	小盘指数全收益	中证红利全收益	红利低波全收益
年化收益	2014年至今	9.60	3.87	7.48	4.49	12.59	13.04
	2019年至今	7.36	5.63	6.80	6.66	10.55	12.29
	2022年至今	2.65	-15.47	-5.99	-7.76	5.65	11.49
	2022年至今	2.65	-15.47	-5.99	-7.76	5.65	11.49
最大回撤	2014年至今	-42.99	-54.56	-45.43	-67.19	-45.66	-42.49
	2019年至今	-24.47	-54.52	-40.10	-40.17	-20.53	-19.66
	2022年至今	-21.27	-49.46	-30.60	-38.37	-14.53	-13.54
	2022年至今	-21.27	-49.46	-30.60	-38.37	-14.53	-13.54
夏普比率	2014年至今	0.50	0.22	0.39	0.25	0.64	0.68
	2019年至今	0.42	0.29	0.37	0.34	0.60	0.70
	2022年至今	0.15	-0.63	-0.32	-0.28	0.32	0.66
	2022年至今	0.15	-0.63	-0.32	-0.28	0.32	0.66
Calmar比率	2014年至今	0.22	0.07	0.16	0.07	0.28	0.31
	2019年至今	0.30	0.10	0.17	0.17	0.51	0.63
	2022年至今	0.12	-0.31	-0.19	-0.20	0.39	0.85
	2022年至今	0.12	-0.31	-0.19	-0.20	0.39	0.85

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理 注：数据截至2025年4月初

加大底仓配置敞口：泛红利&现金奶牛

- 任意持有期视角下，红利资产平均收益和获得正收益的概率均较高，胜率赔率优势明显。胜率角度，中证红利指数2010年以来任意时点建仓，滚动持有一年的胜率达到了60%+，高于各类核心宽基和风格指数，与质量低波胜率持平，进一步升级为红利低波策略后，在胜率上超过质量低波8pct。两年持有期维度，红利低波、中证红利、质量低波同样领跑宽基和风格指数，任意时点建仓两年后获得正收益概率在60%+。
- 三年维度和五年维度，红利策略将胜率提升至70%+和80%+，优势更为明显。各口径下，红利策略仅有三年持有期维度胜率小幅低于质量低波，整体胜率表现相对优秀。赔率角度我们考虑任意时点建仓滚动持有固定时间窗口（1年、2年、3年、5年）的区间收益中位数，整体上看，1年维度的排序依次为质量低波、红利低波、中证红利，2年维度的排序为红利低波、质量低波、中证红利，任意时点建仓持有1-2年时间维度下，红利策略胜率赔率综合优势凸显。

图：各上市板&核心宽基截面成分股长尾效应对比(收入端)

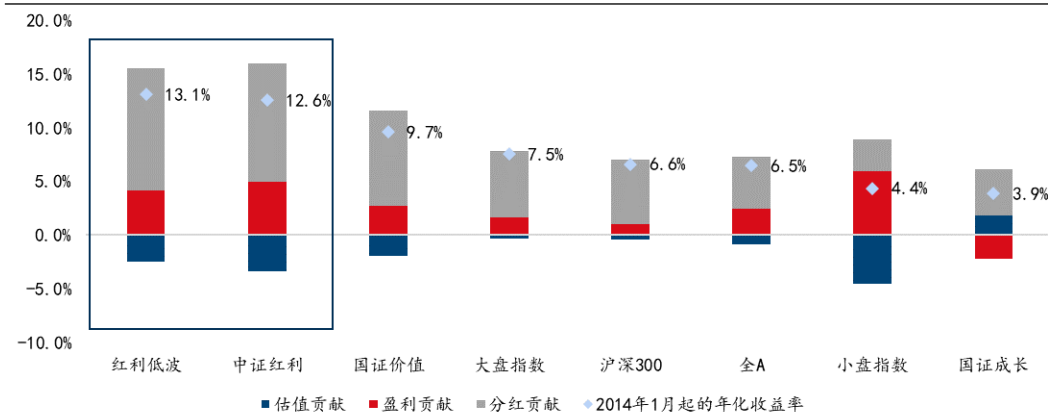
任意时间点 建仓持有胜率	中证红利	红利低波	上证指数	万得全A	上证50	沪深300	中证500	中证1000	质量低波	国证价值	国证成长	大盘指数	小盘指数
1年	60.7%	68.6%	47.5%	55.4%	44.7%	47.2%	51.8%	50.4%	60.7%	54.1%	50.4%	46.9%	49.6%
2年	62.9%	72.4%	43.4%	50.1%	54.4%	50.0%	45.2%	45.7%	62.1%	57.7%	45.3%	52.6%	47.4%
3年	71.6%	73.6%	52.7%	59.9%	57.6%	60.3%	51.2%	47.4%	75.3%	59.2%	56.3%	63.2%	48.5%
5年	83.5%	82.6%	61.3%	67.4%	67.6%	70.9%	57.7%	50.9%	80.9%	66.3%	64.5%	74.4%	53.1%
任意时间点建仓持 有收益率中位数(%)	中证红利	红利低波	上证指数	万得全A	上证50	沪深300	中证500	中证1000	质量低波	国证价值	国证成长	大盘指数	小盘指数
1年	3.1	5.4	-1.2	2.4	-2.4	-1.2	0.8	0.3	6.5	1.5	0.2	-1.8	-0.3
2年	7.0	10.1	-4.8	0.1	2.5	0.0	-3.2	-4.0	8.2	3.8	-4.1	1.9	-1.5
3年	12.1	16.6	1.7	13.0	14.5	13.2	1.2	-2.6	26.5	4.7	11.2	17.5	-1.5
5年	16.4	19.5	5.7	17.9	21.5	18.6	9.3	4.0	31.1	8.7	23.3	23.2	5.5

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

加大底仓配置敞口：泛红利&现金奶牛

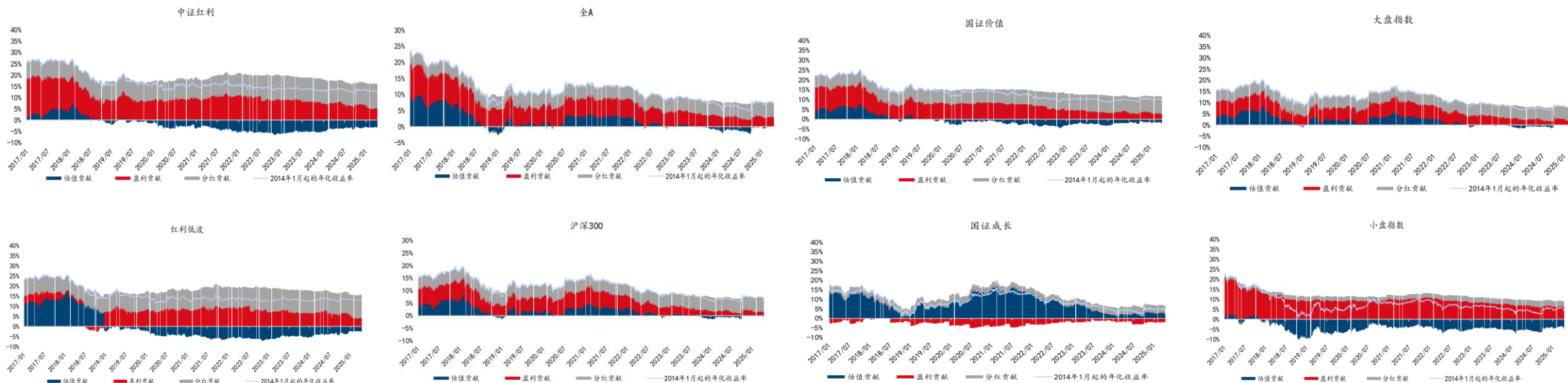
- 如果分子端“高度不够”，“估值扩张”弹性有限，不依赖估值扩张的红利资产稳定性更强。
- 从收益率拆解维度看，2014年至今红利低波、中证红利考虑分红再投资后的年化收益分别为13.1%、12.6%，其中红利低波估值贡献-2.4%、盈利贡献4.1%、分红贡献11.4%，中证红利估值贡献-3.4%、盈利贡献5.0%、分红贡献11.0%，分红对长期年化收益的贡献都超过10个点，显著高于其他宽基与风格指数。盈利贡献方面，红利策略分子端对年化收益的贡献长期维持在4%-5%左右，仅略低于小盘指数，高于其他核心宽基及风格。估值贡献方面，除国证成长以外，各类风格和宽基策略估值的长期贡献均为负，可见红利策略长期收益不依赖估值扩张。

图：核心宽基盈利估值分红贡献对比



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：各策略盈利估值分红贡献



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

现金奶牛：从产业周期+宏观周期找共振买点

当前A股大多数二级行业处于“成长期-成熟期-出清期”的某一个节点，现金奶牛企业往往明晰于成长往成熟期的过渡态，经受出清到衰退、衰退到二次成长的的优胜劣汰后，大浪淘沙出真正穿越周期的现金奶牛股票。

图：产业周期和现金奶牛诞生的关系

产业生命 周期阶段	集中度			战略型投资			盈利		现金流				分红	PE	现金奶牛
	企业数量	龙头市占率	行业内方差	资本开支	收购	资产负债率	ROE	增速	整体	经营活动	投资活动	筹资活动			
初创期	少	未定	小	低		低	低	高	负	-	-	+	低	低	蓄力期
成长期	增多	提升	大	高		上升	上升	高	波动增长	+	-	+	低	高	初露矛头
出清期	达高点后下滑	高	降低	降低		高	到高点且分化	到高点且分化	增长	+	-	-	上升	降低	经受考验后诞生
成熟期	减少	更高	进一步降低	低		降低	龙头稳定，其余下滑	龙头稳定，其余下滑	龙头增长	分化，龙头保持			龙头维持高	趋于稳定	第一批淘汰
二次成长期	少	保持高位	保持低位	低		低	降低	降低	降低	-	+	±	降低	上升	第二批淘汰

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

择时逻辑上，现金奶牛类股票大多走现金流贴现的价值投资逻辑，可以说“早买早享受”，最佳时点是在产业周期由成长向出清周期切换时优选个股基本面龙头（按照前文的范式分类），在产业走向成熟时及时淘汰基本面走弱者，在产业走向第二轮成长期时淘汰没有跟上节奏及时转型者。若能求得产业周期与宏观周期的共振，则是最佳路径。

真正现金奶牛企业往往具备穿越牛熊的韧性，长线投资回报确定性充足，只要及时筛选出真正商业模式够优秀的现金奶牛，且前向估值合理，都是较好的买点。

图：现金奶牛择时框架

	牛切熊	熊市	熊切牛	牛市	
成长期					
出清期	最劣，买入价格不够便宜且易经历回撤	次劣	最优，能抓住产业与宏观的共振，且在较低点买入	次优，能抓住产业与宏观的共振	买点：根据基本面优选个股龙头
成熟期	最优，宏观环境走弱前卖出	次劣	最劣，此时市场可能未给到合理估值	次优，在较高点及时脱手	卖点：淘汰市占率下滑、基本面走弱者
二次成长期	次优，在较高点及时脱手	次劣	最劣	最优，在宏观环境具备较好的β时卖出（估值或未回落）	卖点：淘汰未抓住第二轮成长者

资料来源：万得，国信证券经济研究所绘制

TMT细分行业盈利能力:4Q24普遍回落，1Q25小幅修复



- TMT方面，除广告营销、光学光电子、电视广播、元件外，其余细分行业2024年四季度ROE均有所回落，一季度TMT板块细分行业ROE整体有所修复，元件、广告营销连续两个季度ROE边际抬升；半导体各细分板块中，数字芯片设计ROE快速上台阶（4%→6%）。
- 从绝对数值看，TMT领域中消费电子与半导体设备仍具备ROE的绝对优势，通信设备、通信服务ROE略高于全A（7%-8%）且整体趋势稳健。

图：TMT行业杜邦拆解

大类	一级行业	细分行业	ROE (TTM, 整体法)				边际变化 (pct)		销售净利率 (TTM, 整体法)				边际变化 (pct)		总资产周转率 (TTM, 整体法)				边际变化 (pct)		权益乘数				边际变化	
			24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1
TMT	电子	半导体	3.6%	4.0%	3.8%	4.4%	-0.25	0.66	5.7%	6.1%	5.5%	5.7%	-0.55	0.17	36.1%	36.6%	37.4%	45.6%	0.80	8.15	1.78	1.80	1.82	1.70	0.02	-0.12
		其他电子II	3.8%	3.9%	3.2%	3.4%	-0.70	0.20	1.4%	1.5%	1.1%	1.2%	-0.38	0.04	126.6%	126.2%	130.1%	129.0%	3.9	-1.2	2.12	2.07	2.20	2.28	0.13	0.08
		元件	8.1%	8.3%	8.3%	8.9%	0.02	0.57	7.8%	7.9%	7.8%	8.2%	-0.10	0.38	61.5%	62.1%	63.3%	65.3%	1.24	1.96	1.68	1.69	1.68	1.66	-0.01	-0.02
		光学光电子	-1.6%	-1.0%	1.4%	1.9%	2.42	0.51	-1.3%	-1.5%	-0.1%	0.3%	1.47	0.40	47.4%	48.4%	49.4%	49.5%	1.04	0.07	2.57	1.36	-45.1	11.5	-46.5	56.6
		消费电子	11.2%	11.0%	10.8%	10.7%	-0.25	-0.09	4.3%	4.1%	3.9%	3.9%	-0.17	-0.09	129.0%	127.6%	132.9%	135.0%	5.3	2.1	2.01	2.10	2.05	2.05	-0.05	0.00
	计算机	电子化学品II	6.3%	6.2%	5.6%	5.7%	-0.59	0.13	9.6%	9.8%	8.9%	9.1%	-0.94	0.19	52.0%	46.6%	47.3%	48.0%	0.73	0.66	1.26	1.35	1.33	1.31	-0.02	-0.02
		计算机设备	6.8%	7.1%	7.0%	7.1%	-0.18	0.10	5.5%	5.6%	6.1%	5.8%	0.50	-0.35	63.4%	64.4%	65.2%	70.5%	0.79	5.35	1.95	1.98	1.75	1.74	-0.23	-0.01
		IT服务II	0.2%	0.1%	-1.5%	-1.0%	-1.58	0.53	0.6%	0.3%	-1.0%	-0.6%	-1.28	0.38	70.9%	70.4%	69.0%	71.1%	-1.45	2.09	0.56	0.31	2.22	2.27	1.91	0.05
		软件开发	0.5%	0.5%	-0.8%	-0.6%	-1.26	0.17	0.4%	0.3%	-1.0%	-0.9%	-1.31	0.12	63.3%	61.2%	57.8%	59.6%	-3.42	1.83	1.83	2.63	1.33	1.13	-1.30	-0.20
		通信设备	7.8%	8.4%	7.2%	7.9%	-1.14	0.65	5.9%	6.4%	5.5%	5.9%	-0.90	0.47	67.9%	68.7%	67.3%	68.0%	-1.35	0.66	1.95	1.91	1.97	1.95	0.05	-0.01
	通信	通信服务	8.5%	8.8%	8.8%	8.6%	-0.02	-0.14	9.3%	9.4%	9.4%	9.5%	0.00	0.05	54.7%	54.9%	54.9%	54.5%	-0.04	-0.45	1.68	1.70	1.70	1.68	0.00	-0.02
		游戏II	4.5%	3.9%	3.1%	3.8%	-0.85	0.78	7.2%	5.9%	3.8%	4.6%	-2.08	0.80	45.3%	46.3%	48.0%	49.8%	1.78	1.77	1.38	1.43	1.66	1.66	0.23	0.00
	传媒	广告营销	2.2%	2.0%	4.6%	4.8%	2.66	0.13	1.0%	0.9%	2.0%	2.1%	1.15	0.11	125.8%	125.5%	124.5%	125.2%	-0.99	0.73	1.76	1.78	1.83	1.77	0.05	-0.06
		影视院线	0.6%	-1.3%	-4.0%	-2.3%	-2.73	1.75	0.9%	-2.6%	-7.5%	-4.0%	-4.89	3.46	30.2%	28.0%	28.8%	31.0%	0.71	2.25	2.17	1.80	1.88	1.84	0.08	-0.04
		数字媒体	9.0%	8.5%	3.8%	3.7%	-4.72	-0.07	14.2%	13.8%	6.4%	6.5%	-7.39	0.05	44.3%	43.7%	40.8%	41.0%	-2.84	0.16	1.42	1.41	1.45	1.41	0.04	-0.04
		电视广播II	-2.1%	-1.9%	-1.2%	-1.2%	0.70	-0.03	-5.0%	-5.3%	-3.4%	-3.6%	1.89	-0.14	20.1%	20.0%	20.3%	20.2%	0.20	-0.04	2.06	1.77	1.71	1.69	-0.06	-0.02
		出版	9.5%	8.7%	6.8%	7.1%	-1.92	0.32	12.0%	11.4%	9.2%	9.9%	-2.16	0.70	50.0%	47.8%	48.0%	46.7%	0.17	-1.26	1.58	1.61	1.55	1.55	-0.06	0.00

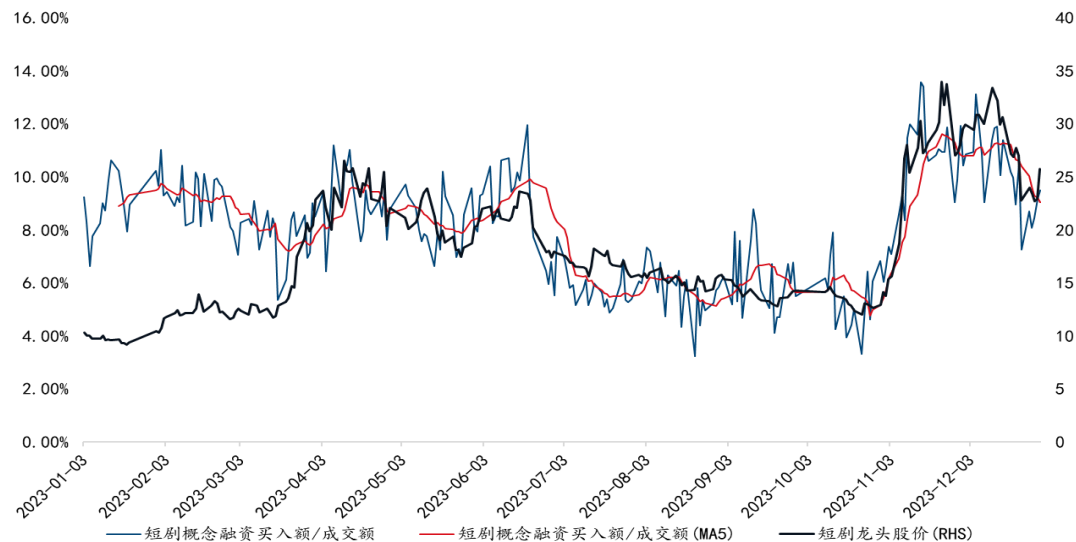
一级行业	二级行业	细分行业	ROE (TTM, 整体法)				边际变化 (pct)		销售净利率 (TTM, 整体法)				边际变化 (pct)		总资产周转率 (TTM, 整体法)				边际变化 (pct)		权益乘数				边际变化	
			24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1
电子	半导体	分立器件	2.8%	2.3%	-0.2%	0.0%	-2.51	0.20	2.7%	2.0%	-0.5%	-0.4%	-2.48	0.13	57.4%	59.3%	60.3%	60.1%	0.99	-0.20	1.81	1.93	0.80	0.16	-1.13	-0.64
		半导体材料	3.0%	3.4%	2.9%	3.2%	-0.47	0.27	4.9%	4.5%	2.6%	3.0%	-1.86	0.32	34.0%	34.0%	34.5%	34.7%	0.47	0.19	1.84	2.22	3.21	3.11	0.99	-0.10
		数字芯片设计	4.2%	5.3%	6.4%	6.7%	1.05	0.28	6.8%	8.3%	9.8%	10.0%	1.41	0.25	46.8%	48.1%	49.1%	49.9%	1.00	0.85	1.31	1.33	1.33	1.34	0.00	0.00
		模拟芯片设计	1.1%	0.8%	-0.1%	0.1%	-0.88	0.20	2.4%	1.7%	-0.3%	0.1%	-1.97	0.42	39.8%	39.8%	38.4%	39.2%	-1.39	0.74	1.15	1.16	0.98	1.89	-0.18	0.91
		集成电路制造	1.8%	2.0%	1.7%	0.5%	-0.25	-1.18	2.7%	3.3%	3.0%	-4.3%	-0.32	-7.30	17.4%	17.8%	18.3%	23.9%	0.56	5.60	3.74	3.31	3.08	-0.51	-0.22	-3.59
		集成电路封测	4.2%	4.4%	4.3%	4.3%	-0.05	0.01	4.4%	4.6%	4.4%	4.2%	-0.17	-0.19	51.9%	50.3%	51.7%	53.2%	1.42	1.50	1.80	1.88	1.88	1.92	0.00	0.03
		半导体设备	11.1%	11.9%	11.6%	11.8%	-0.27	0.17	17.6%	18.1%	16.9%	16.5%	-1.21	-0.34	38.0%	39.2%	41.1%	42.2%	1.86	1.12	1.66	1.68	1.68	1.69	0.00	0.01

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

两融和大单净流入(NIR)对科技成长抓轮动的前瞻导向

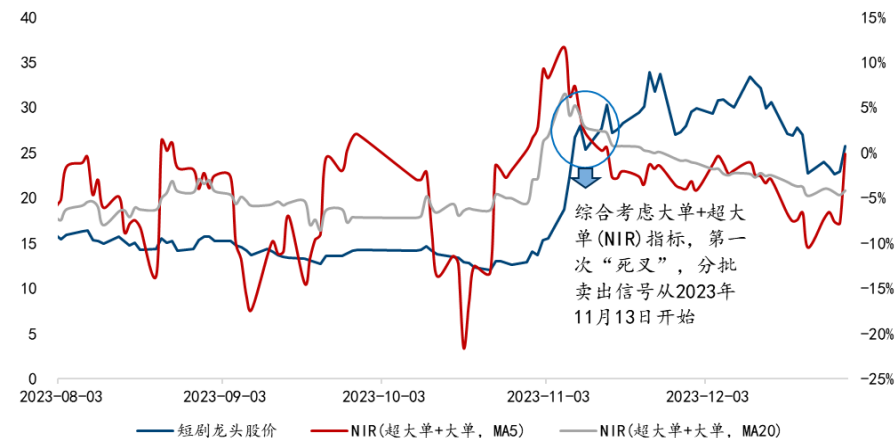
- 在前期报告对成长主题的中短期择时维度研究中，我们提出：两融和超大单 NIR 是更关键前瞻导向指标，具体使用上都是在“高点回落”后确立卖出信号，在“低点回升”过程中确立买入信号。
- 在实际应用中，对2023年短剧行情的择时判断可以看作是一个相对典型的案例：
- NIR指标上看，11月上旬出现分批卖出信号；
- 两融方面，综合5日快线和20日慢线看，快线高速回落形成的两融情绪“死叉”在2023年11月16日，除了最后一波加速赶顶外，对应的择时提示一定程度上能够锁住盈利。

图：短剧概念与短剧龙头股价情况



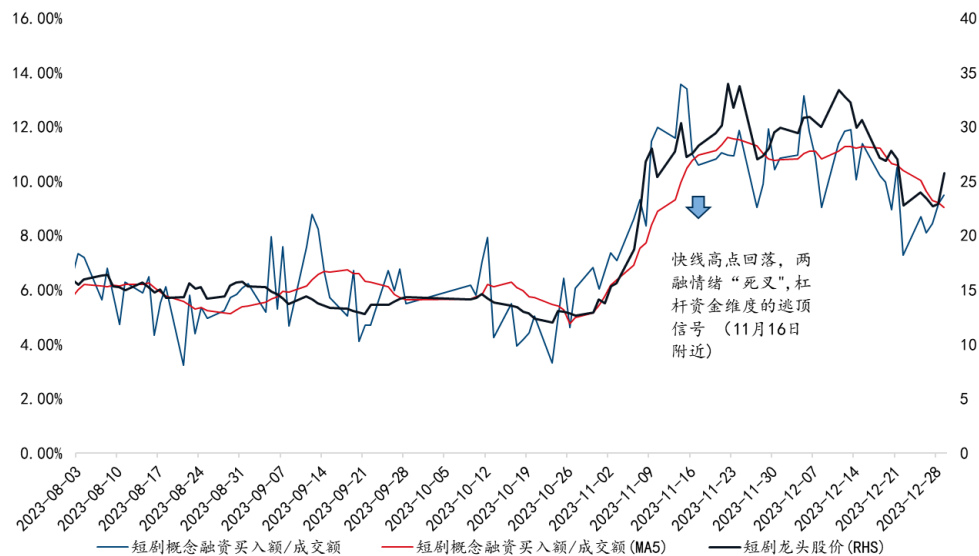
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：短剧龙头如何借助NIR指标顺利完成逃顶



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

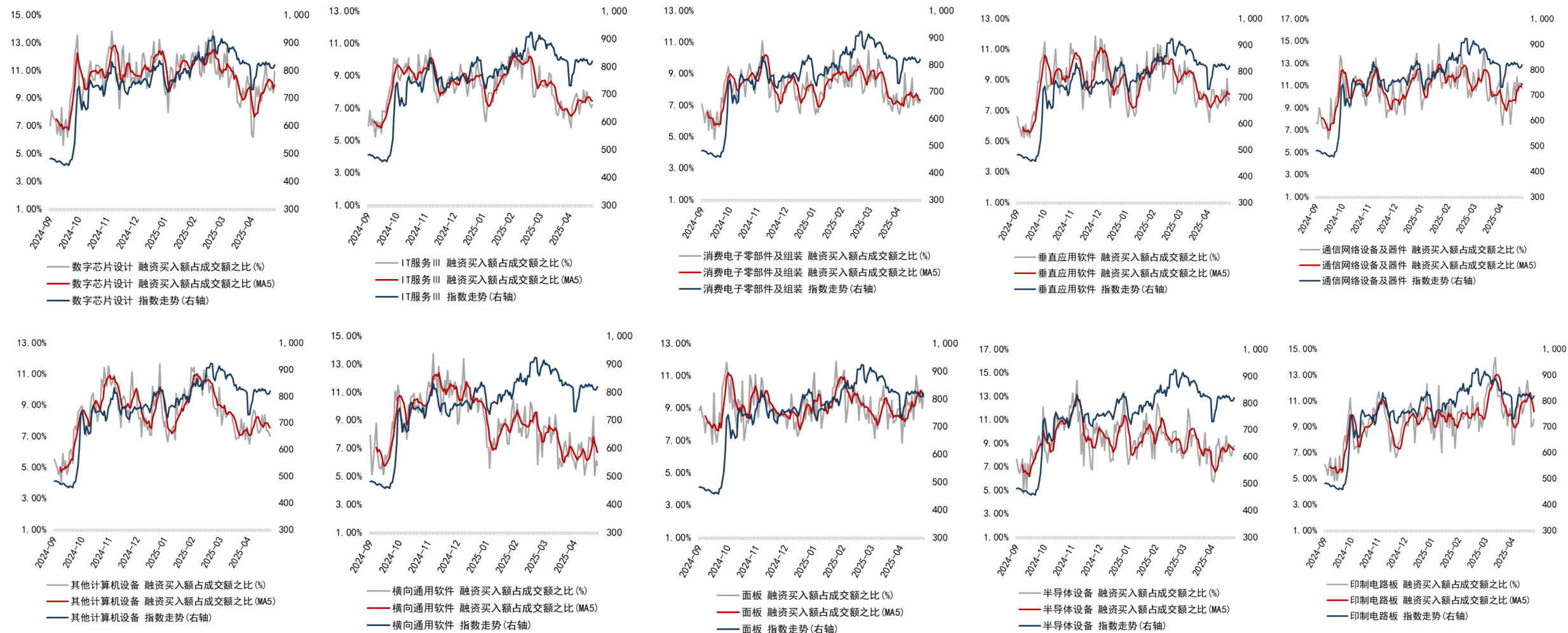
图：短剧龙头如何借助两融情绪顺利完成逃顶



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

TMT策略容量较大的细分赛道两融情绪汇总

图：TMT行业两融情绪4月触底反弹，当前仍位置不高



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

- [01] 大势&全球配置：如何应对外部不确定性
- [02] 中观行业：年报一季报有哪些亮点
- [03] 风格探讨：如何配底仓，如何找弹性
- [04] 热门主题：哪些科技成长细分有望突出重围

美国癌症研究协会(AACR)年会：医药前沿成果展示



- 2025年4月25日至4月30日，第116届美国癌症研究协会 (AACR) 年会在美国芝加哥举行。作为世界上规模最大的癌症研究会议之一，AACR 年会一直是癌症领域最新研究成果的重要展示平台，每年都会吸引来自世界各地的近20000名专业人士出席会议。而美国癌症研究协会（AACR）成立于1907年，是全球历史最悠久、规模最大的专注于癌症研究的科学组织。其使命是通过研究、教育、交流、合作、资助和宣传推动癌症预防与治疗。
- 该协会的本届年会将发布7000余项前沿研究摘要，众多创新药企业将展示其最新的科研成果和临床数据，为药物开发和投资决策提供关键线索，同时为科学家、医生、患者等提供交流最新进展的平台。111家中国医药企业将携246款创新药在此届大会亮相，其中ADC药物有86款，占比35%。

图：参与AACR大会的部分中国企业

公司名称	主要成果
信达生物	多项双抗、多抗及ADC肿瘤管线临床前数据，包括多个全球首创的双抗、多抗及ADC首次亮相
长江生命科技	癌症疫苗临床前研究最新数据
基石药业	5款创新药物的临床前成果，包括三抗CS2009、双抗CS2011及三款ADC分子（CS5006、CS5007、CS5005）
亚盛医药	高选择性FGFR2/3双重抑制剂ASN-7350
和誉	四项最新临床前研究，包括ABSK112、ABSK131及KRAS抑制剂
迈威生物	6项研究结果：7MW3711（B7-H3 ADC）、MF6（喜树碱类似物）、MW-C01/C02（CLDN1 ADC）、2MW7061（LILRB4xCD3双抗）、创新T细胞接合平台、7MW4911（cadherin 17 ADC）
苏州宜联生物医药有限公司	YL217（CDH17 ADC）、YL242（VEGF非内化ADC）、下一代双毒素ADC平台
正大天晴	7项研究，包括安罗替尼、艾贝格司亭α、派安普利单抗及TQB3002、TQB3019的临床前开发

资料来源：智通财经，AACR公司官网，国信证券经济研究所整理

图：多项临床试验的最新结果将在AACR大会上公布

分类	JS107	SHR-A1811
靶点	CLDN18.2	HER2
适应症	胃癌、胰腺癌等实体瘤	HER2 突变非小细胞肺癌
研究阶段	I 期	更新结果
研究结果	展现了显著的疗效，其 I 期临床试验数据将为后续的研究提供重要参考	取得了令人瞩目的成果，更新的临床数据进一步验证了该药物的疗效和安全性

资料来源：药时代，AACR公司官网，国信证券经济研究所整理

医药创新：中国药企携亮眼创新成果参与AACR大会



- 在第116届美国癌症研究协会 (AACR) 年会上，中国药企展现在癌症研究领域多项突出的创新成果。中国药企在ADC（抗体药物偶联物）领域取得显著的创新成果，双抗ADC、双毒素ADC等新型药物研发成果不断涌现。在ADC领域，中国药企在靶点选择、连接子设计和有效载荷优化等关键技术环节取得显著进展，部分研究已达到国际先进水平。例如，相关参会中国药企公布其ADC肿瘤管线的最新临床前数据，并展示了自主研发的三抗CS2009、双抗CS2011以及三款创新ADC分子（CS5005、CS5006、CS5007）的最新研究成果。
- 2025年AACR年会上，基石药业将公布CS5006及其他四款创新药物（包括三抗CS2009、双抗CS2011和ADC分子CS5005/5007）的临床前研究成果。基石药业自主研发的ADC药物CS5006（靶向ITGB4）在非小细胞肺癌等实体瘤中显示出显著潜力：ITGB4的高表达使其成为理想靶点，CS5006通过精准靶向ITGB4以递送毒素实现高效治疗。其临床前数据证实了抗肿瘤活性和安全性，其有为全球癌症患者提供新的治疗选择。

图：参与AACR大会的中国药企部分亮点成果展示

成果方向	企业	主要亮点	意义与前景
双毒素ADC新药	康弘药业	KH815成为全球首款进入临床阶段的双毒素ADC新药，结合两种毒素分子作用于肿瘤细胞不同靶点	为ADC药物研发开辟新方向，提高疗效并降低耐药性
热门靶点CDH17	博奥信等	10款相关ADC药物亮相，精准靶向CDH17高表达的消化道肿瘤细胞	在治疗胃癌、结直肠癌等消化道肿瘤方面具显著疗效和良好安全性，有望成为新标准
双抗与多抗ADC	复宏汉霖	展示抗PD-L1和抗VEGF双靶点的双特异性抗体HLX37及ADC技术平台	增强免疫系统抗肿瘤活性，改善肿瘤微环境，抑制血管生成，带来新的治疗选择
在双抗和单抗ADC	中国药企	研发成果涵盖GPC3、EGFR/MET、FR α 等热门靶点	展现强大研发实力，提供新的肿瘤治疗策略，具有较高治疗潜力
非内吞ADC	宜联生物	开发靶向游离VEGF的非内吞ADC，利用肿瘤微环境特异性酶释放毒素	突破传统ADC内吞限制，拓宽靶点选择范围，提高疗效和安全性
TCE-ADC	维立志博	DLL3/CD3 ADC新药LBL-058，结合DLL3和CD3双靶点实现协同抗肿瘤作用	提供突破实体瘤的新思路，提高疗效降低毒性，有望成为治疗小细胞肺癌等的突破性药物

资料来源：药时代，AACR公司官网，国信证券经济研究所整理

图：基石药业所展示的5款自主研发创新药物的最新临床前研究成果

药物名称	所属类别	靶点	研发亮点	目标适应症	临床进展
CS2009	三特异性抗体	PD-1、VEGFA及CTLA-4	优先结合肿瘤微环境中的PD-1/CTLA-4双阳性T细胞，提升疗效并降低系统性毒性，具有更强的抑瘤效力和突出的安全性	多种晚期癌症（非小细胞肺癌、卵巢癌、肾细胞癌等）	全球多中心I期临床试验正在澳大利亚开展
CS5006	ADC	ITGB4	同类首创，临床前研究显示强效抑瘤作用和良好的耐受性	非小细胞肺癌、头颈鳞状细胞癌、食管鳞状细胞癌等实体瘤	推动临床前开发及进入临床评估
CS2011	双特异性抗体	EGFR/HER3	协同阻断EGFR与HER3信号传导，显著增强抗肿瘤疗效，同时减少对正常组织的毒性	非小细胞肺癌、头颈鳞状细胞癌及结直肠癌等实体瘤	临床前研究阶段
CS5007	ADC	EGFR/HER3	基于公司自主知识产权的ADC平台，具备同类最佳的潜力	非小细胞肺癌、头颈鳞状细胞癌及结直肠癌等实体瘤	临床前研究阶段
CS5005	ADC	SSTR2	精准狙击SSTR2阳性肿瘤，展现出令人鼓舞的抗肿瘤活性	小细胞肺癌、神经内分泌癌、神经内分泌瘤等	临床前研究阶段
CS5008	ADC（研发中）	SSTR2/DLL3	同时靶向SSTR2与DLL3，旨在克服单靶点疗法难以突破的肿瘤异质性治疗瓶颈	小细胞肺癌、神经内分泌癌和神经内分泌瘤等	正在加速推进研发

资料来源：基石药业官方微信号，AACR官方期刊《Cancer Research》，国信证券经济研究所整理

特斯拉：Optimus机器人与Robotaxi完全自动驾驶汽车

- 特斯拉预计 2025 年在工厂部署数千个 Optimus 机器人，目标 2029 - 2030 年实现年产百万台，其试生产线位于弗里蒙特工厂，今年底数千台将在特斯拉工厂投入使用。Optimus 机器人几乎所有部件都是全新，除人工智能计算机外，其他部件暂无现成供应链，单价约 3 万美元。目前面临中国稀土永磁体出口限制问题，正在沟通获取许可，希望年底解决。其应用场景包括短期在工厂做零部件搬运、送咖啡等，长期主攻替代重复性工作及应用于特殊环境和火星探索等。
- 特斯拉计划 6 月在奥斯汀开始销售完全自动驾驶汽车并持续几个月，若在美国几个城市通过，可推广至其他城市，明年下半年有望部署百万台。马斯克及团队致力于实现完全自动驾驶功能，探索采用软件成本低的通用解决方案，，无人监督的自动驾驶可能今年年底在私人车上使用且正在测试中。同时，考虑不同地区设置本地化参数，但通用解决方案依然具有很好的扩展性，从中国 FSD 测试可看出其优势。

图：位于弗里蒙特工厂的特斯拉 Optimus 机器人试生产线



资料来源：特斯拉官网，国信证券经济研究所整理

图：特斯拉第一季度业绩电话会议对机器人与完全自动驾驶汽车的报告

项目分类	项目	信息内容
Optimus 机器人	生产计划	预计 2025 年在工厂部署数千个，目标 2029 - 2030 年实现年产百万台。试生产线位于弗里蒙特工厂，今年底数千台在特斯拉工厂投入使用
	产品特点	几乎所有部件都是全新的，除了特斯拉汽车中使用的人工智能计算机，其他如电机、齿轮箱等暂无现成供应链。单价大约在 3 万美元（约 22 万人民币）左右
	供应链问题	受中国稀土永磁体出口限制影响，正在与中国沟通获取许可，该永磁体用于机器人手臂中执行器部分，希望在年底解决此问题
	应用场景	短期在工厂做零部件搬运、送咖啡等“零工”；长期主攻替代重复性工作（如生产工厂和流水线的搬运、分拣、组装等），以及应用于特殊环境（如高温、有毒、辐射等），还有去火星的梦想
Robotaxi 完全自动驾驶汽车	推广计划	6月在奥斯汀开始销售完全自动驾驶汽车并持续几个月，若在美国几个城市通过，可推广至其他城市，计划明年下半年部署百万台
	技术发展	马斯克及团队专注于实现完全自动驾驶功能，采用通用解决方案而非基于规则或特定地图的方案，软件成本低。无人监督的自动驾驶可能今年年底之前在私人车上使用，目前在测试中，重视安全
	本地化情况	考虑不同地区设置本地化参数，如美国东北部暴风雪地区，但不影响通用解决方案原则。从中国 FSD 测试看，通用解决方案具有很好的扩展性

资料来源：华尔街见闻，特斯拉官网，国信证券经济研究所整理

- 一、美联储货币政策不确定性；
- 二、海外地缘政治冲突加剧；
- 三、文中提及指数、个股均为历史梳理，不构成投资推荐的依据

免责声明

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032