

2025 年 05 月 03 日

证券研究报告|策略研究|策略点评

二季度国内对冲政策有望提速，沿政策发力方向布局

报告摘要

核心观点：

- ◆ 或因 2024 年 9 月政策转向以来政策效果超预期，中美关税不确定性较强的预期下企业自发“抢出口”行为，3 月工业企业数据中实际库存延续补库态势，但结构上较明显看到以价换量，改善持续性仍需跟踪。4 月份 PMI 为美国“对等关税”落地以来的国内首个经济数据，制造业 PMI 环比下降 1.5pct 至 49.0%，重回荣枯线之下，结构上产需双弱。关税或是 4 月份影响经济数据的主要变量。
- ◆ 与此同时，国内对冲政策有望提速，此前既定政策中的大部分将在二季度落地，并根据形势变化及时出台增量储备政策，或将对二季度 A 股业绩形成一定支撑。全方位扩大国内需求为 2025 年首要工作任务，近期已出台多项相关政策，预期内需消费为对冲政策主要发力方向之一。
- ◆ 前期政策效果超预期以及“抢出口”效应的带动的经济改善同样体现在上市公司一季报中，企业盈利明显改善。全部 A 股和全部 A 股非金融 2025 年一季度营收增速为负，较 2024 年增速有所回落，但仍高于目前的本轮低点 2024 年三季度，其中金融板块营收呈现相对较强的韧性。全部 A 股和全部 A 股非金融一季度盈利能力大幅改善并均转正，非金融板块获得强力修复。
- ◆ 对比主要板块业绩情况，多数板块从 2024 年四季度同比负增转变成 2025 年一季度正增长。其中，上证主板改善幅度较缓，深证主板和创业板大幅改善，仅科创板和北证 50 成份 2025 年一季度负增长。大小盘股视角下，小盘股在一季度的绝对增速和改善幅度均优于大盘股。

作者

董忠云	分析师
SAC 执业证书：S0640515120001	
联系电话：010-59562478	
邮箱：dongzy@avicsec.com	
符旸	分析师
SAC 执业证书：S0640514070001	
联系电话：010-59562469	
邮箱：fuyyjs@avicsec.com	
庞晨	研究助理
SAC 执业证书：S0640124040009	
联系电话：	
邮箱：pangc@avicsec.com	
王警仪	研究助理
SAC 执业证书：S0640123090015	
联系电话：	
邮箱：wangjybj@avicsec.com	
杨子萌	研究助理
SAC 执业证书：S0640124060008	
联系电话：	
邮箱：yangzm@avicsec.com	

相关研究报告

中航策略周报：《强化底线思维，谋定而后动，哑铃风格有望回归》

中航策略周报：《4 月政治局会议临近，政策博弈线索有哪些》

中航策略周报：《复盘上轮贸易摩擦，本轮中方更具博弈优势》

中航策略周报：《关税“风浪”起？清风拂山岗》

中航策略周报：《四月决断》

中航策略周报：《外部震荡、内部改善，A 股、港股独立行情有望延续》

股市有风险 入市需谨慎

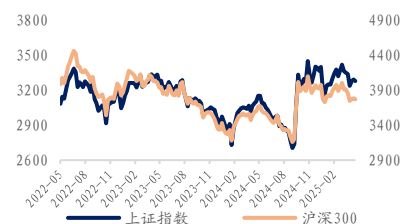
中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

- ◆ 估值处于相对低位分位数且 2025Q1 利润同比增速较 2024Q4 改善较快的行业，即高利润改善且低估值行业，包括农林牧渔、轻工制造、社会服务、电力设备、纺织服饰等，建议关注。

市场走势：



投资建议：

- ◆ 中美关税相互加码的最差时刻或已经过去，但关税冲突将如何演绎和对中国经济的实际影响仍存在不确定性。二季度既定政策有望提速，内需消费或为对冲政策重点发力方向之一，哑铃风格或将回归，同时建议沿政策发力方向布局。此外，依旧可关注国债、黄金在回调后的配置价值。

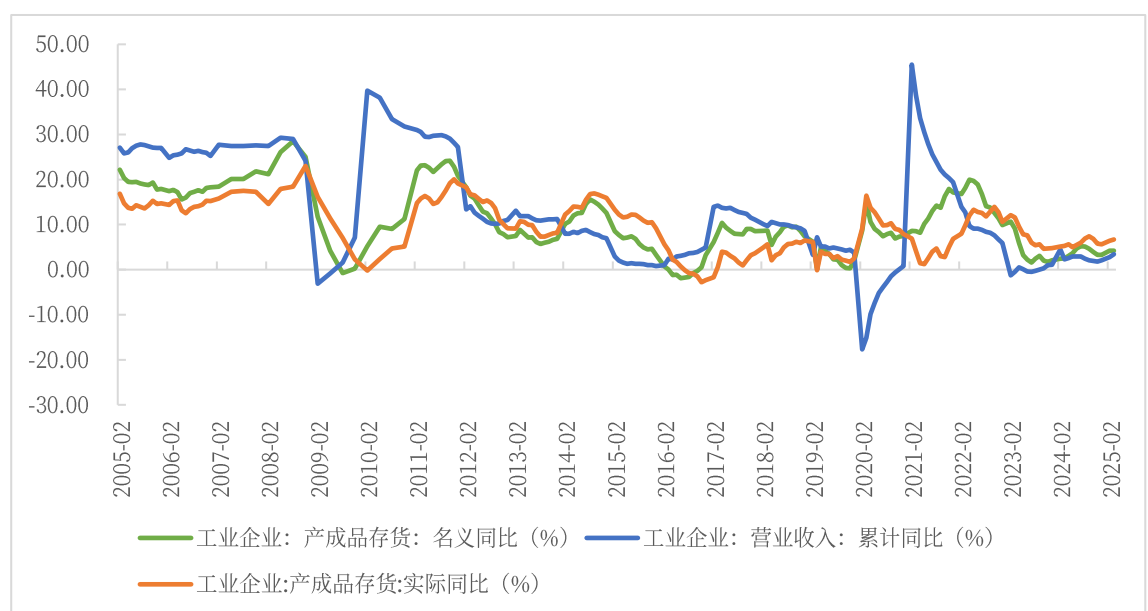
本周市场回顾：

根据同花顺数据，本周市场表现分化，上证指数（-0.49%）、深证成指（-0.17%）、沪深300（-0.43%）表现较弱；科创50（+0.78%）、创业板指（+0.04%）、中证500（+0.08%）、中证1000（+0.18%）表现较强。行业风格上，成长风格表现较强，上涨0.95%；稳定风格表现较弱，下跌1.45%。分行业来看，申万一级行业中传媒、计算机、美容护理表现较强，分别上涨2.69%、2.47%、2.46%；房地产、综合、社会服务表现较弱，分别下跌3.04%、2.75%、2.63%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为11038.70亿元，较上周减少427.66亿元。估值方面，A股整体市盈率为18.51倍，较上周上涨1.33%。

正文：

结合此前我们分析，或因2024年9月政策转向以来政策效果超预期，中美关税不确定性较强的预期下企业自发“抢出口”行为，3月份经济数据持续改善。3月工业企业数据中实际库存延续补库态势，与该结论相互印证，但结构上较明显看到以价换量，说明持续性仍需跟踪。1-3月工业企业营收累计同比增长3.4%，较1-2月的2.8%上升0.6pct，延续改善态势。量价拆分来看，量增价减，以价换量。1-3月工业增加值累计同比6.5%，较1-2月的5.9%上升0.6pct，供给延续改善；2月PPI同比-2.5%，降幅重新走阔，结束了2024年11月以来的降幅缩窄趋势。名义库存同比录得4.2%，与1-2月持平；实际库存由于PPI降幅走阔而有所回升，较前值上升0.3pct，延续此前的补库态势。

图1 工业企业营收与库存情况



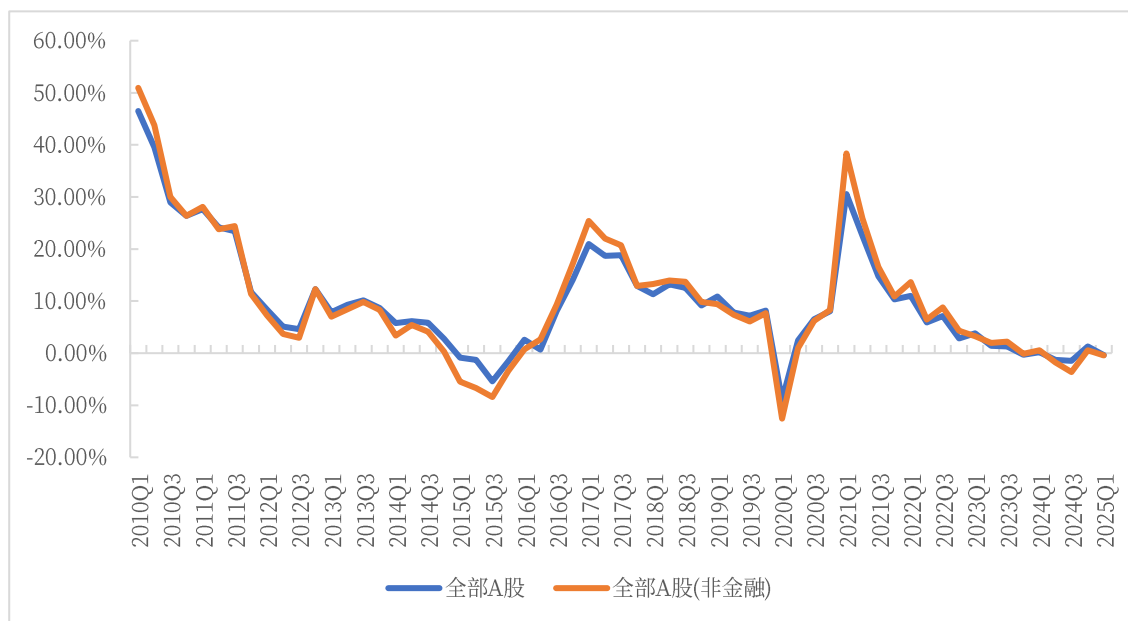
资料来源：Wind，中航证券研究所整理

4 月份 PMI 为美国“对等关税”落地以来的国内首个经济数据，受到市场关注。4 月制造业 PMI 环比下降 1.5pct 至 49.0%，重回荣枯线之下，结构上产需双弱。生产指数环比下降 2.8pct 至 49.8%，新订单指数环比下降 2.6pct 至 49.2%，其中新出口订单下降 4.3pct 至 44.7%。由此来看，关税或是 4 月份影响经济数据的主要原因。

与此同时，国内对冲政策有望提速，此前既定政策中的大部分将在二季度落地，并根据形势变化及时出台增量储备政策，或将对二季度 A 股业绩形成一定支撑。4 月 28 日国新办发布会指出，加力推动既定政策落地见效，包括提振消费专项行动、用好今年国家层面 5 万亿元投资资金、加快设立国家创业投资引导基金，等等，这些政策大部分将在二季度落地；充分备足预案，不断完善稳就业稳经济的政策工具箱，根据形势变化及时出台增量储备政策。全方位扩大国内需求为 2025 年首要工作任务，近期已出台多项相关政策，预期内需消费为对冲政策主要发力方向之一。

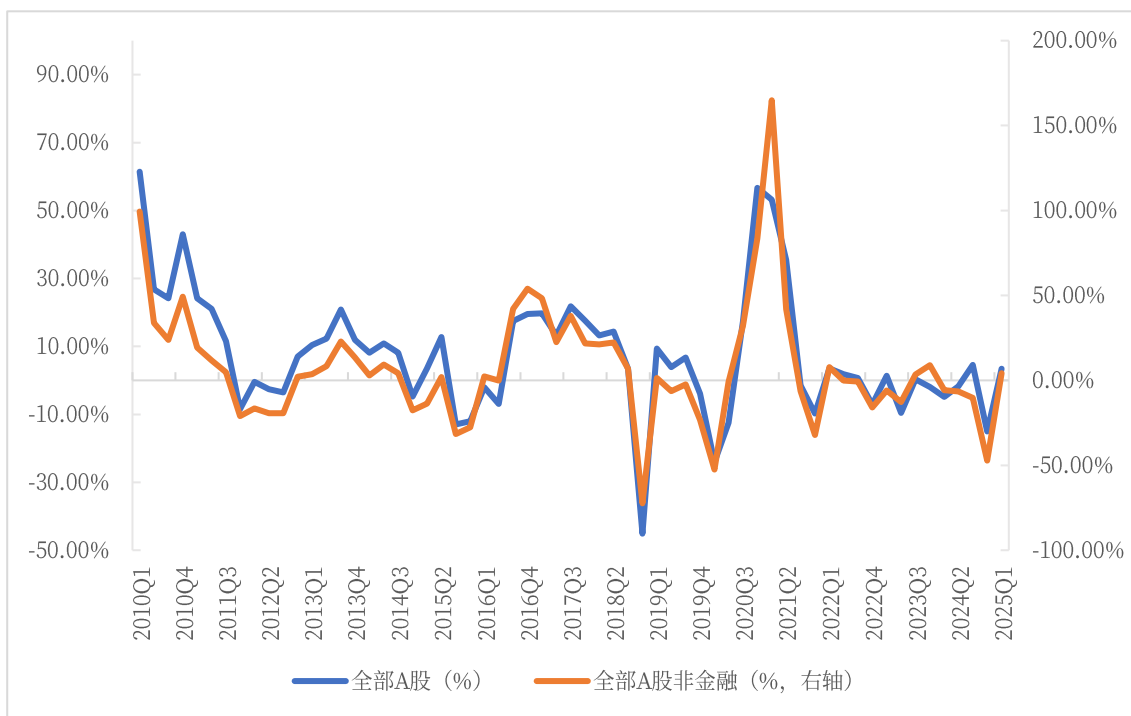
前期政策效果超预期以及“抢出口”效应的带动的经济改善同样体现在上市公司一季报中，企业盈利明显改善。全部 A 股和全部 A 股非金融 2025 年一季度营收增速为负，较 2024 年增速有所回落，但仍高于目前的本轮低点 2024 年三季度，其中金融板块营收呈现相对较强的韧性。全部 A 股和全部 A 股非金融一季度盈利能力大幅改善并均转正，非金融板块获得强力修复。整体法口径下，2025 年一季度全部 A 股/非金融单季度营收同比增速仍在底部，同比增速分别为-0.37%和-0.46%，环比分别减少 1.67pcts 和 1.00pct；一季度归母净利润同比增速分别为 3.47%和 4.17%，环比分别增长 18.50pcts 和 51.30pcts。

图2 上市企业单季度营收同比增速（单位：%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

图3 上市企业单季报归母净利润同比增速（单位：%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

对比主要板块业绩情况，多数板块从 2024 年四季度同比负增转变成 2025 年一季度正增长。其中，上证主板改善幅度较缓，深证主板和创业板大幅改善，仅科创板和北证 50 成份 2025 年一季度负增长。上证主板归母净利润同比增速为 2.24%，较上一季度转正，环比增加 2.80pcts，略有改善；深证主板表现亮眼，增速达 12.99%，较四季度环比增加 131.66pcts，改善显著。创业板和科创板业绩同样大幅改善，创业板业绩增速达 15.43%，环比增加 103.46pcts；科创板一季度归母净利润同比为-63.04%，但降幅大幅缩窄，环比增加 21.32pcts。大小盘股视角下，小盘股在一季度的绝对增速和改善幅度均优于大盘股。中证 1000 的增速为 4.47%，环比增加 83.47pcts，显示出明显的复苏态势；而沪深 300 的净利润增速 2.89%，较四季度环比减少 0.10pct，仍延续下降趋势。

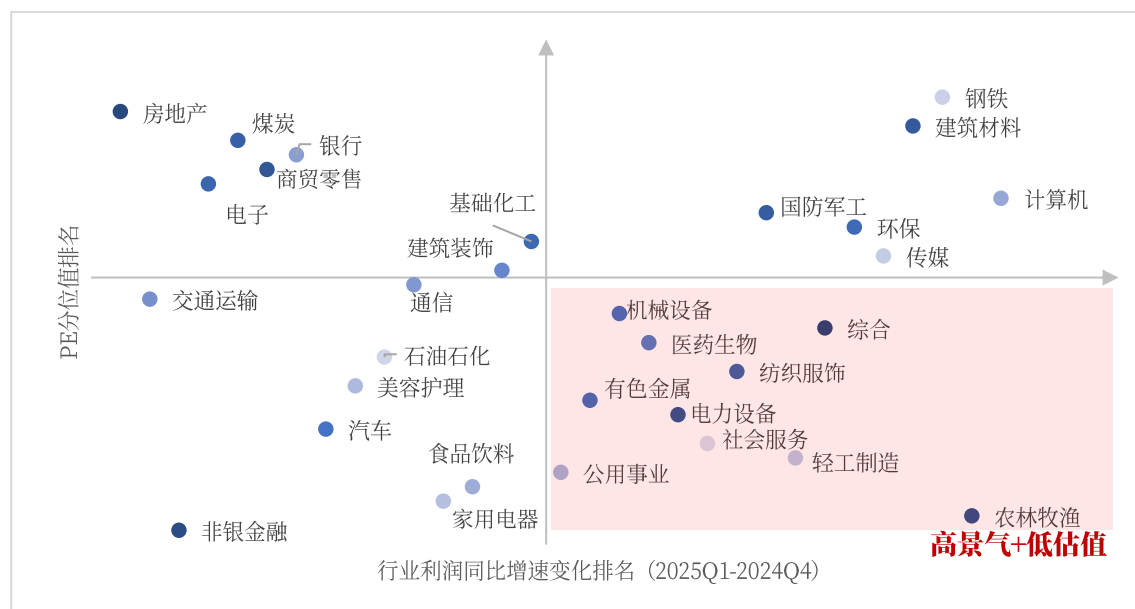
表1: 2025Q1 主要板块业绩表现 (单位: %; pcts)

板块名称	Q1单季度归母 净利润同比	Q4单季度归母 净利润同比	边际变化	近4季度归母净利润同比增速变化
全部A股	3.47%	-15.03%	18.50pcts	
全部A股(非金融)	4.17%	-47.13%	51.30pcts	
全部A股(非金融石油石化)	5.15%	-51.98%	57.13pcts	
上证主板	2.24%	-0.55%	2.80pcts	
深证主板	12.99%	-118.67%	131.66pcts	
创业板	15.43%	-88.03%	103.46pcts	
科创板	-63.04%	-84.35%	21.32pcts	
沪深300	2.89%	2.98%	-0.10pct	
中证1000	4.47%	-79.00%	83.47pcts	
北证50成份	-21.31%	1.56%	-22.87pcts	

资料来源: Wind, 中航证券研究所整理

建议关注高利润改善且低估值行业。我们以 2025 年一季度行业归母净利润增速较 2024 年四季度的变化来衡量行业景气边际改善幅度, 以行业市盈率处于近五年的历史分位数来横向对比个各行业的估值处于相对的高位或低位。估值处于相对低位分位数且 2025Q1 利润同比增速较 2024Q4 改善较快的行业包括农林牧渔、轻工制造、社会服务、电力设备、纺织服饰、综合、医药生物、机械设备、有色金属、公用事业。

图4 2025 年一季度行业景气度+估值分位



资料来源: Wind, 中航证券研究所整理 (注:截至 2025 年 4 月 30 日, 取 31 个申万一级行业近五年 PE 分位值并进行排序得出 PE 分位值排名; 取各行业 2025Q1 及 2024Q4 单季度归母净利润同比增速差值计算行业利润同比增速变化并进行排名; 二者均沿坐标轴由小到大排序)

投资建议：

中美关税相互加码的最差时刻或已经过去，但关税冲突将如何演绎和对中国经济的实际影响仍存在不确定性。二季度既定政策有望提速，内需消费或为对冲政策重点发力方向之一，哑铃风格或将回归，同时建议沿政策发力方向布局。此外，依旧可关注国债、黄金在回调后的配置价值。

风险提示：

- 1.国内政策推行不及预期；
- 2.地缘政治事件超预期；
- 3.海外流动性宽松不及预期；

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券策略团队：站在总量研究的高度，以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维，对实际投资更具指导意义。

销售团队：

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558

传 真：010-59562637