



月度市场策略：拨开云雾见天日

展望二季度，我们预计港股市场将呈现“前低后高”的走势，因此投资布局上需要对杠铃结构进行迭代升级，优化选股，并动态调整权重。

- **为何“前低”？短期关税政策不确定性或加大市场波动……**特朗普表示将于4月2日宣布大规模关税措施，侧重于对等关税，即根据不同国家对美国产品的关税及其他贸易壁垒，逐一设定对应的关税税率。但其多次暗示美国部分贸易伙伴可能获得豁免或减免。如果对等关税政策广泛实施，无疑会造成全球资本市场的波动，且前期市场普遍低估了特朗普在本次任期内推动其政策主张的决心，认为关税更多是他用来谈判的筹码，不会波及美国的盟友。因此，在市场预期发生改变的情况下，贸易摩擦升温将导致全球避险情绪上升。
- **……预计对情绪面的影响较基本面更大。**根据我们分析，美国加征关税将对海外收入比例较高的出口型行业较为利空，而中方的反制措施可能对国内相关行业的进口商影响较大。然而，出口型企业在港股上市的数量较少，他们来自美国的收入在港股所有上市公司的总收入占比也极低，所以关税政策对港股基本面的实际影响相对有限。在情绪面转弱的情况下，市场风格将会从成长股切换至价值股，那些前期涨幅过快且估值偏高的行业及个股可能出现回调，进而带动大盘走弱。拉长时间看，尽管关税政策仍面临较多不确定因素，我们倾向认为其对市场情绪、资金流、经济和企业基本面等方面的影响相对短期。如果部分业绩确定性较强的优质个股在市场波动中出现超跌，或提供逢低布局的机会，但仍需注意对冲风险。
- **何以“后高”？情绪面+基本面+资金面有望驱动港股走势向好。**
情绪面：在关税政策陆续落地后，市场的不确定性得以降低，有助于投资者风险偏好和情绪的提升，关注点有望重新回归经济和企业基本面上。
基本面：去年四季度以来实施了一系列稳增长和扩内需政策，政策刺激成效将逐步反映在基本面上，推动国内经济企稳回升，带动企业盈利持续改善。在本次业绩期，多个非科技类行业和企业都提及了人工智能的赋能将有助于降本增效和盈利改善。在业绩期结束后，盈利预期有望企稳并重回上升通道。
资金面：由于前期美股在投资组合的仓位集中度偏高，全球资金再配置的需求日益凸显。如果市场情绪进一步回暖、政策刺激基本面持续复苏、赚钱效应更明显，将吸引主动型外资把中国资产的配置从低配提升至标配，外资有望成为港股市场重要的增量资金来源之一。此外，根据市场一致性预期，美联储有望在6月份重启降息，有利于改善港股流动性。
- **投资策略上需对杠铃结构进行迭代升级。**如果市场情绪走弱，可加大杠铃结构中红利端的配置权重，其不但能提供稳定的现金流、抵御市场波动，还能提供额外的收益。选股上，红利端可聚焦现金流稳健、分红可持续、估值偏低的行业，适当规避周期性行业。如果市场情绪回暖，可加大杠铃结构中科技端的配置权重，有望增加组合的成长性，提升投资回报。选股上，科技端可精选具备护城河的AI龙头公司，同时关注AI产业链中技术层和应用层的机会。
- **投资风险：**政策刺激不及预期，地缘政治紧张局势升级，流动性趋紧。

赖烨烨

首席策略分析师

Melody_lai@spdbi.com

(852) 2808 6441

2025年3月28日



扫码关注浦银国际研究

目录

焦点图表	4
月度中国市场回顾.....	6
估值：港股仍有估值优势	9
盈利增长：今年盈利预期重新被小幅下调	12
资金流向：外资回流加速	14
行业配置、轮动与风格切换.....	17
短期投资交易策略：把握确定性机会	20
二季度港股市场或呈现“前低后高”的走势	20
如何把握确定性机会？	22

图表目录

图表 1：17 个优质港股央企国企高息股	4
图表 2：港股 AI 概念公司梳理	5
图表 3：3 月，主要中国股指涨幅收窄	6
图表 4：过去一月，MSCI 中国指数各板块涨跌不一，前期涨幅较多的板块出现回调，比如信息技术、医疗健康受估值收缩下跌	7
图表 5：恒生综合指数也是呈现类似的态势，在估值扩张驱动下，材料、必选消费板块涨幅领先，但信息技术、电信服务受估值收缩下跌	7
图表 6：沪深 300 指数情况类似，板块受估值驱动为主，信息技术、医疗健康和电信服务板块回调幅度较大	8
图表 7：相对于全球主要市场，中国股票指数性价比凸显	9
图表 8：目前主要中国股票指数的估值较此前有所修复，但仍处于合理水平	10
图表 9：MSCI 中国指数前瞻市盈率	10
图表 10：恒生指数前瞻市盈率	10
图表 11：上证综指前瞻市盈率	11
图表 12：近期 AH 溢价收窄至均值以下，目前为 32%	11
图表 13：去年以来，港股股份回购加速	11
图表 14：.....港股 ROE 不断提升	11
图表 15：主要中国股指 2025 年/2026 年盈利增长预期：A 股和中概股较领先	12
图表 16：MSCI 中国 2025/2026 年的 EPS 增长一致预期：过去一个月小幅下调	13
图表 17：恒生指数 2025/2026 年的 EPS 增长一致预期也呈现类似趋势	13
图表 18：上证综指 2025/2026 年的 EPS 增长一致预期大体保持平稳	13
图表 19：过去一月全球主要市场海外资金流向	14
图表 20：3 月，外资维持净流入，被动型外资加速净流入中国内地股市	15

图表 21: 3 月, 国内资金净流出较 2 月明显收窄	15
图表 22: 3 月, 外资大幅净流入港股.....	15
图表 23:主要由被动型外资驱动.....	15
图表 24: 3 月以来南向资金净流入保持强劲.....	16
图表 25:在港股成交额占比保持在高位.....	16
图表 26: MSCI 中国指数各板块估值	17
图表 27: 近一月, 可选消费、材料、电信服务板块盈利预期上调幅度领先, 但工业和房地产板块 下调幅度较大	18
图表 28: 恒生综合指数轮动热力图	18
图表 29: 沪深 300 指数轮动热力图	19
图表 30: 3 月, 成长股继续跑赢价值股	19
图表 31:但大盘股和小盘股并无明显分化.....	19
图表 32: 美元走势对人民币汇率形成一定压力	20
图表 33: 中国出口型企业的表现受到中美贸易摩擦的影响较大.....	20
图表 34: 17 个优质港股央企国企高息股	22
图表 35: 港股 AI 概念公司梳理.....	23

焦点图表

图表 1：17 个优质港股央企国企高息股

股票代码	股票名称	行业	总市值 (亿港元)	成交额 (亿港元)	ROE (%)	股息率 (%)	市盈率 (倍)
0939.HK	建设银行	银行	16,876	21.0	11%	10%	4.6
1398.HK	工商银行	银行	19,745	16.6	10%	9%	5.0
0998.HK	中信银行	银行	3,399	2.0	9%	9%	5.0
1658.HK	邮储银行	银行	5,047	3.3	9%	9%	5.9
3988.HK	中国银行	银行	13,571	12.3	9%	8%	5.8
1288.HK	农业银行	银行	16,729	7.1	9%	8%	5.7
0941.HK	中国移动	电讯服务	17,802	21.9	10%	6%	12.1
0267.HK	中信股份	综合企业	2,793	2.4	8%	6%	4.5
1339.HK	中国人保	保险	1,862	1.7	10%	6%	4.2
2318.HK	中国平安	保险	8,595	23.6	10%	6%	6.4
2388.HK	中银香港	银行	3,330	3.7	11%	5%	8.7
1336.HK	新华保险	保险	888	4.4	9%	5%	3.2
2328.HK	中国财险	保险	3,234	4.2	11%	5%	9.5
0728.HK	中国电信	电讯服务	5,280	5.9	7%	5%	15.1
0762.HK	中国联通	电讯服务	2,662	6.9	5%	5%	12.2
2338.HK	潍柴动力	商业用车及货车	1,361	2.2	12%	5%	11.3
6886.HK	华泰证券	证券及经纪	1,262	1.1	7%	5%	7.4

注：数据截至 2025 年 3 月 27 日，市值为近 3 个月日均平均市值，成交额为近 3 个月日均平均成交额。计价货币为港元。
资料来源：iFinD、Bloomberg、浦银国际

图表 2：港股 AI 概念公司梳理

公司名称	股票代码	恒生三级行业	市值（亿港元）	日均成交额（百万港元）
AI 行业龙头公司				
腾讯控股	0700.HK	数码解决方案服务	46,835	17,624
阿里巴巴	9988.HK	线上零售商	24,721	14,478
中芯国际	0981.HK	半导体	5,010	7,064
快手	1024.HK	互动媒体及服务	2,438	3,358
百度集团	9888.HK	互动媒体及服务	2,668	1,267
金山云	3896.HK	互联网服务及基础设施	304	1,137
AI 技术和应用相关公司				
小米集团	1810.HK	电讯设备	12,983	12,662
美团	3690.HK	线上零售商	9,946	7,675
比亚迪	1211.HK	汽车	12,587	4,477
网易	9999.HK	游戏软件	5,425	1,159
京东集团	9618.HK	线上零售商	5,240	2,234
携程集团	9961.HK	旅游及观光	3,421	1,463
理想汽车	2015.HK	汽车	2,209	1,949
小鹏汽车	9868.HK	汽车	1,505	1,960
腾讯音乐	1698.HK	影视娱乐	1,943	16
联想集团	0992.HK	电脑及周边器材	1,409	1,170
地平线机器人	9660.HK	数码解决方案服务	1,011	414
京东健康	6618.HK	药品分销	1,075	625
阿里健康	0241.HK	药品分销	795	981
蔚来	9866.HK	汽车	683	225
哔哩哔哩	9626.HK	互动媒体及服务	652	1,079
商汤	0020.HK	数码解决方案服务	551	1,227
金山软件	3888.HK	应用软件	509	511
金蝶国际	0268.HK	应用软件	470	789
万国数据	9698.HK	互联网服务及基础设施	396	311
同程旅行	0780.HK	旅游及观光	464	207
阅文集团	0772.HK	出版	271	215
第四范式	6682.HK	数码解决方案服务	232	479
黑芝麻智能	2533.HK	数码解决方案服务	147	436
创新奇智	2121.HK	数码解决方案服务	23	91

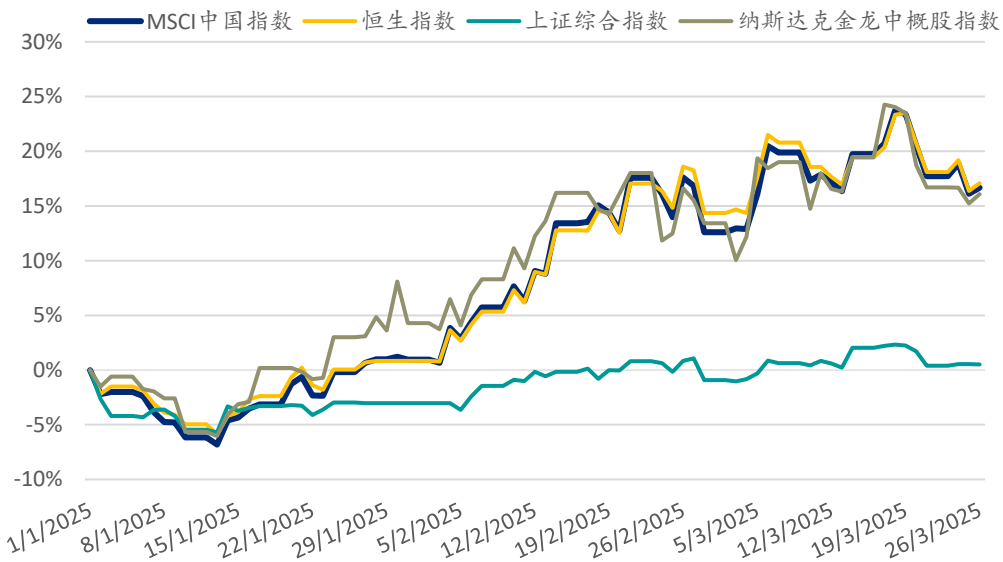
注：数据截至 2025 年 3 月 27 日。成交额为近 3 个月日均平均成交额。计价货币为港元。

资料来源：iFinD、浦银国际

月度中国市场回顾

经过快速上涨后,过去一月主要中国股指涨幅收窄。3月是业绩密集公布期,市场关注点重回企业基本面,虽然整体业绩持续改善,但部分公司业绩未能满足投资者前期过高的期待,导致股价出现回调。同时,在AI大模型突破后,市场静待更多AI领域的新技术突破,乐观市场情绪有所消化,前期涨幅较大的板块出现了回调。截至3月26日,3月MSCI中国指数上涨4%,上证综合指数上涨1%,纳斯达克金龙中概股指数上涨2%,恒生指数上涨2% (图表3)。MSCI中国指数的各板块涨跌不一,前期涨幅较多的板块回调幅度较大,比如信息技术、医疗健康等受估值收缩而下跌。同期,恒生综合指数和沪深300指数也是呈现类似趋势(图表4-6)。

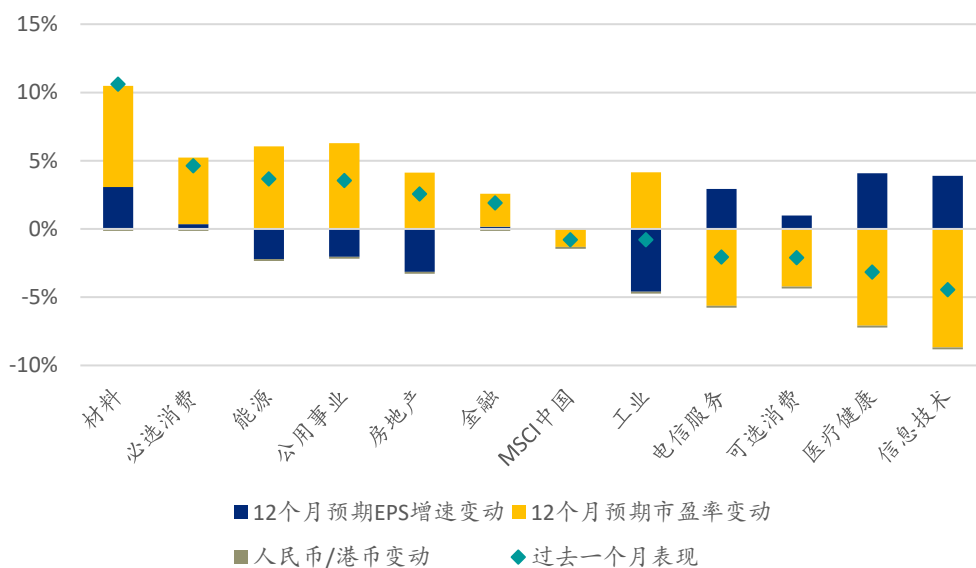
图表 3: 3月,主要中国股指涨幅收窄



注: 数据截至2025年3月26日。

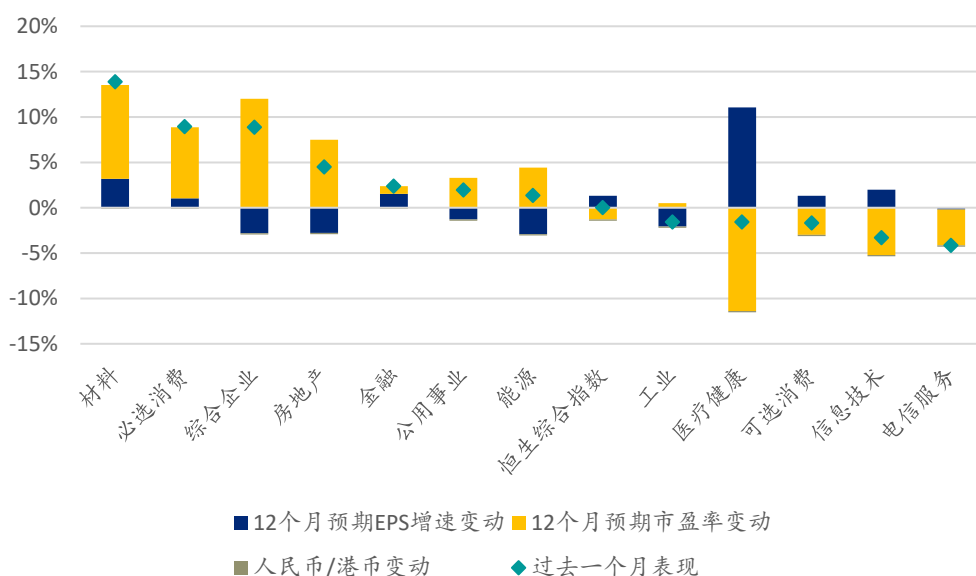
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: 过去一月，MSCI 中国指数各板块涨跌不一，前期涨幅较多的板块出现回调，比如信息技术、医疗健康受估值收缩下跌



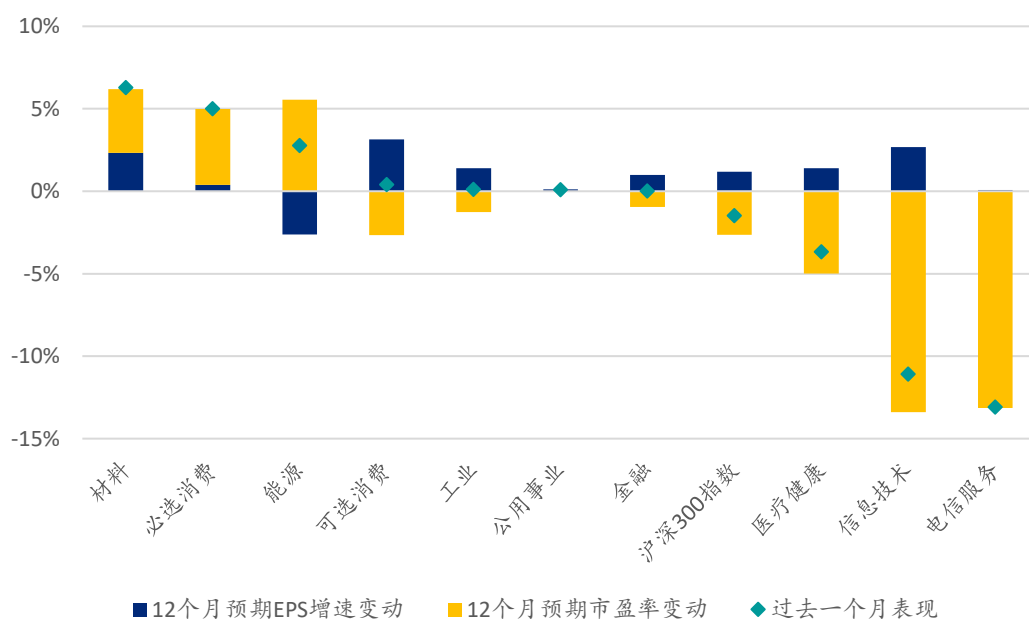
注：数据截至 2025 年 3 月 26 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5: 恒生综合指数也是呈现类似的态势，在估值扩张驱动下，材料、必选消费板块涨幅领先，但信息技术、电信服务受估值收缩下跌



注：数据截至 2025 年 3 月 26 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 6: 沪深 300 指数情况类似, 板块受估值驱动为主, 信息技术、医疗健康和电信服务板块回调幅度较大



注: 数据截至 2025 年 3 月 26 日。

资料来源: Bloomberg、浦银国际

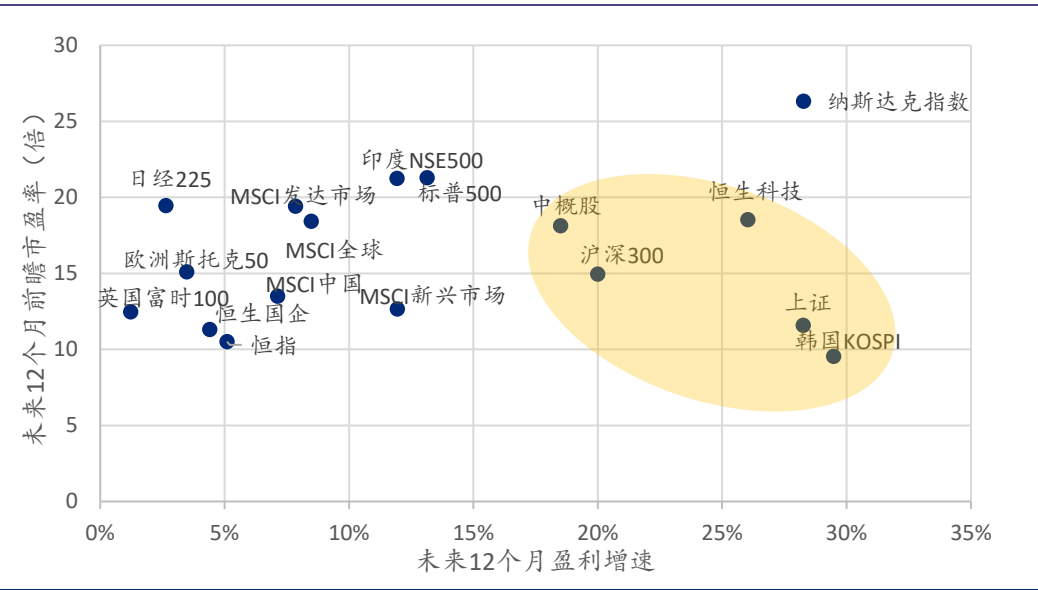
估值：港股仍有估值优势

从全球主要股市上看，港股仍是价值洼地。目前，相对于全球主要股票市场，中国市场相对优势较为明显，盈利增速较强劲，估值水平更低。截至 2025 年 3 月 26 日，MSCI 中国指数和恒生指数的前瞻市盈率分别为 11.3 倍和 10.3 倍，分别位于过去五年均值负 0.1 倍和正 0.2 倍标准差附近，依然位于合理水平。上证综指前瞻市盈率为 12.2 倍，高于其过去五年均值 0.8 个标准差。反观全球其他主要股票市场指数，标普 500 指数的前瞻市盈率为 20.7 倍，MSCI 新兴市场指数的前瞻市盈率为 12.3 倍。而科技属性较强的恒生科技指数的前瞻市盈率为 17.6 倍，位于其过去五年均值负 0.8 倍标准差附近，显著低于纳斯达克指数的 25.7 倍（图表 7-11）。

AH 溢价中期或将进一步收窄。截至 2025 年 3 月 26 日，AH 溢价收窄至过去十年均值以下，读数为 32%，较 2 月底的 34% 进一步收窄，但港股相对 A 股仍有折扣，反映港股依然具备配置价值（图表 12）。近期，南向资金在港股的定价权呈现上升趋势，有助于 AH 溢价在中期收窄。从全年的维度上看，美联储将在年内进一步降息，中美利差缩窄有利于港股估值的修复。如果接下来中美关系缓和，海外不确定性逐步降低，AH 溢价有望进一步收窄。

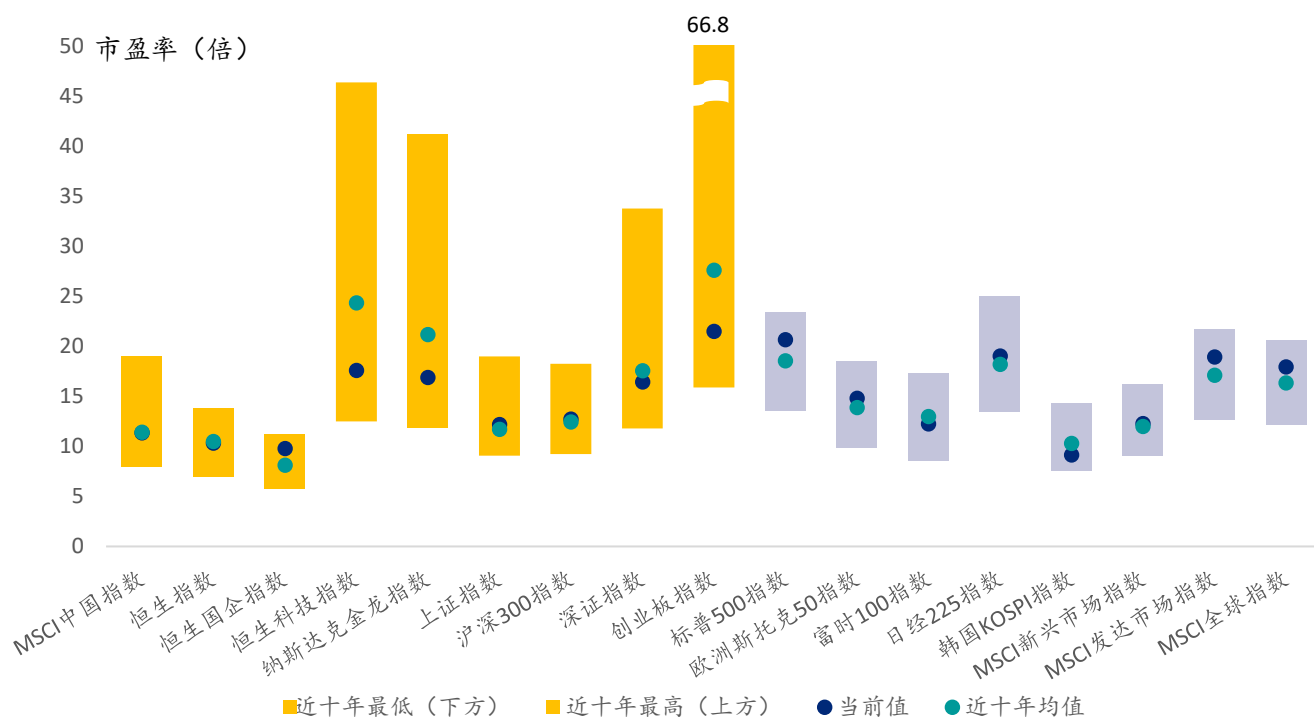
港股 ROE 有望持续改善，有助于港股估值提升。根据 iFinD，2024 年共有 281 家港股公司实施回购，回购总金额为 2,665 亿港元，较 2023 年回购金额同比增长 211%（图表 13）。大部分公司进行回购后，会将所回购的股份注销，降低公司股份基数。这有利于提升每股盈利和 ROE 等财务指标。目前，恒生指数未来 12 个月的 ROE 提升至约 11%（图表 14），在港股公司维持较高回购水平下有望持续改善。

图表 7：相对于全球主要市场，中国股票指数性价比凸显



注：数据截至 2025 年 3 月 26 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 8：目前主要中国股票指数的估值较此前有所修复，但仍处于合理水平



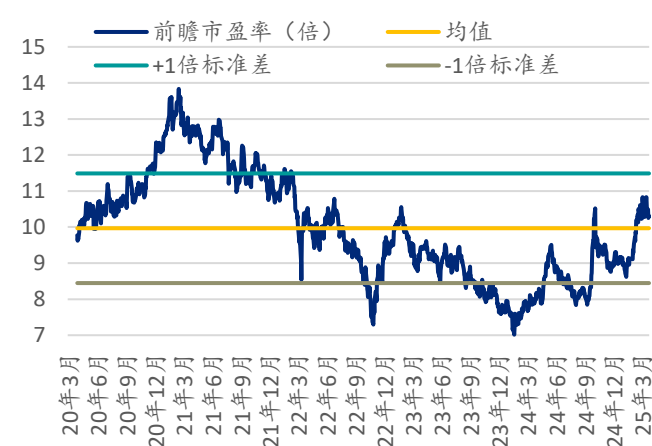
注：数据截至2025年3月26日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 9：MSCI 中国指数前瞻市盈率



注：数据截至2025年3月26日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 10：恒生指数前瞻市盈率



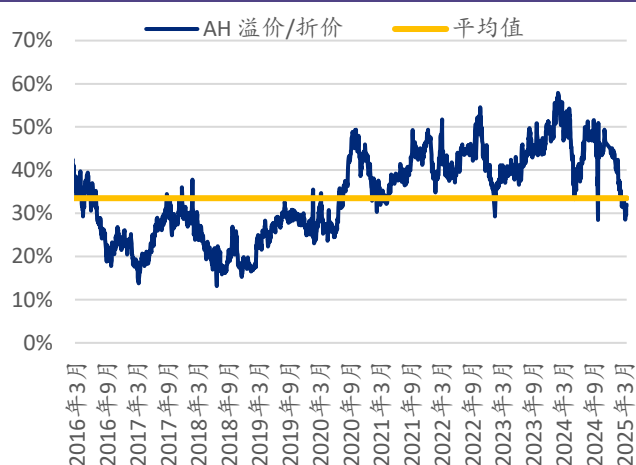
注：数据截至2025年3月26日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 11: 上证综指前瞻市盈率



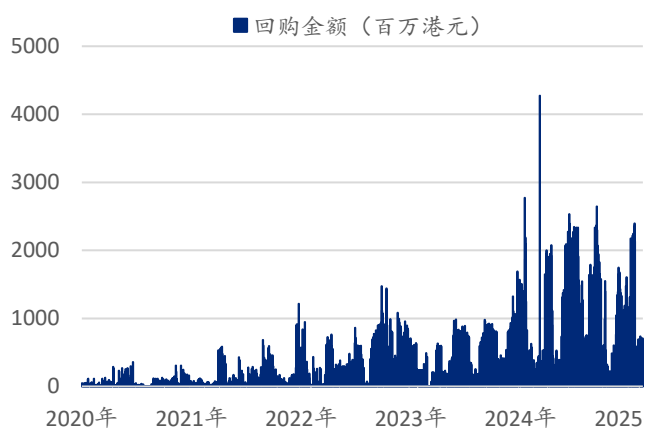
注：数据截至 2025 年 3 月 26 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 12: 近期 AH 溢价收窄至均值以下, 目前为 32%



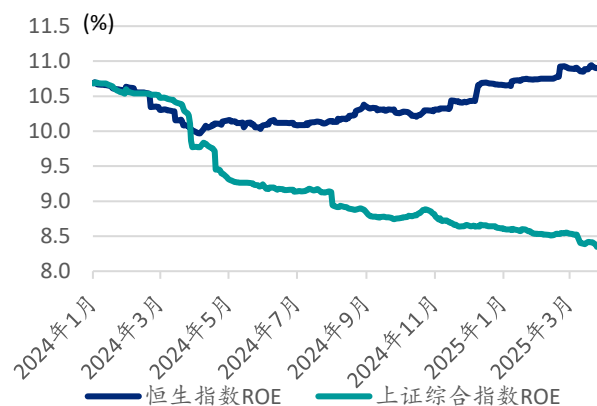
注：数据截至 2025 年 3 月 26 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 13: 去年以来, 港股股份回购加速.....



注：数据截至 2025 年 3 月 12 日。
资料来源：iFinD、浦银国际

图表 14:港股 ROE 不断提升



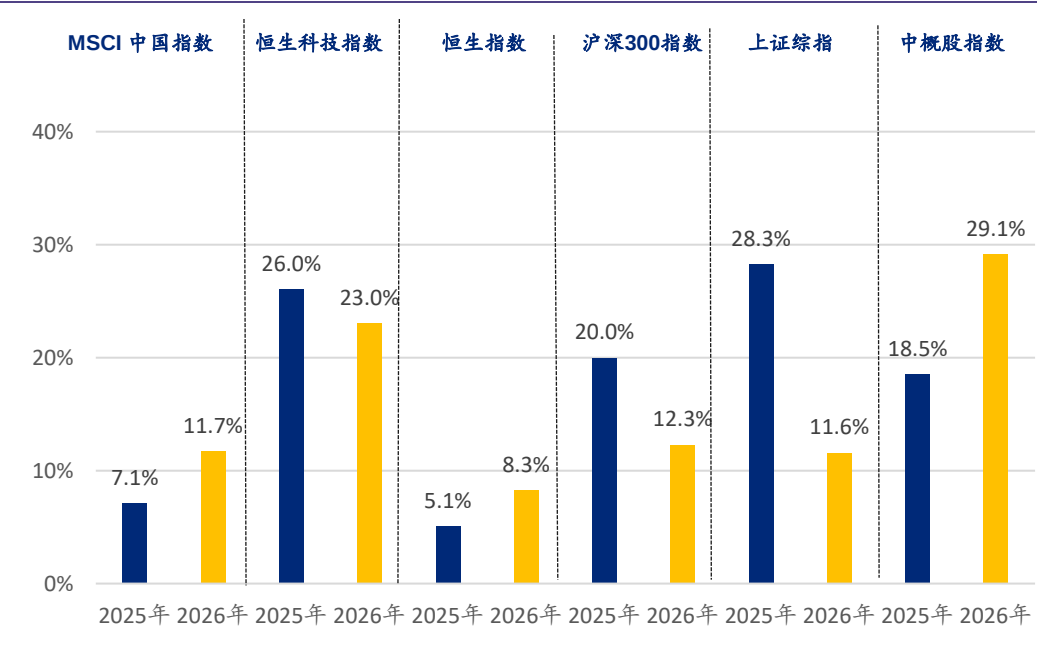
注：数据截至 2025 年 3 月 26 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

盈利增长：今年盈利预期重新被小幅下调

进入业绩期，分析师重新小幅下调今年预期盈利增速。根据彭博，近期卖方分析师下调 MSCI 中国指数 2025 年/2026 年预期盈利增速至 7.1%/11.7%。上调恒生指数 2025 年预期盈利增速至 5.1%，但微幅下调 2026 年预期盈利增速至 8.3%。微幅下调上证综合指数 2025 年预期盈利增速至 28.3%，上调 2026 年盈利增速预期至 11.6%。追踪在美上市中概股的纳斯达克中国金龙指数 2025 年预期盈利增速下调至 18.5%，上调 2026 年盈利增速预期至 29.1%（图表 15-18）。

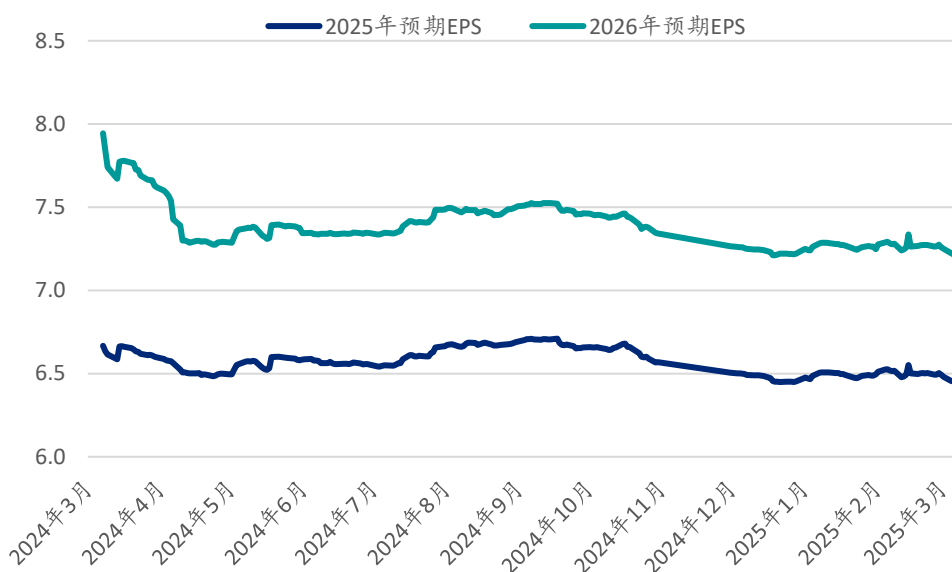
盈利下调有望在业绩期后暂告一段落。去年四季度以来，多个重磅政策陆续出台落地，政策刺激的成效正在逐渐显现，有助于改善今年上半年的企业盈利增长。根据彭博的一致预期，预计今年上半年企业盈利增长或将有所改善。如果政策支持在今年继续发力，政策成效逐步显现，中国经济基本面进入复苏通道，我们预计盈利增长预期有望重回上升趋势，届时盈利增长或将重新成为市场向上的主导力量。

图表 15：主要中国股指 2025 年/2026 年盈利增长预期：A 股和中概股较领先



注：数据截至 2025 年 3 月 26 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 16: MSCI 中国 2025/2026 年的 EPS 增长一致预期: 过去一个月小幅下调



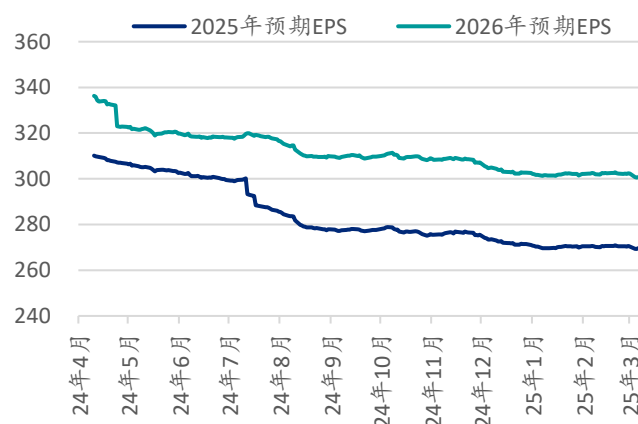
注: 数据截至 2025 年 3 月 26 日。
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 17: 恒生指数 2025/2026 年的 EPS 增长一致预期也呈现类似趋势



注: 数据截至 2025 年 3 月 26 日。
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 18: 上证综指 2025/2026 年的 EPS 增长一致预期大体保持平稳

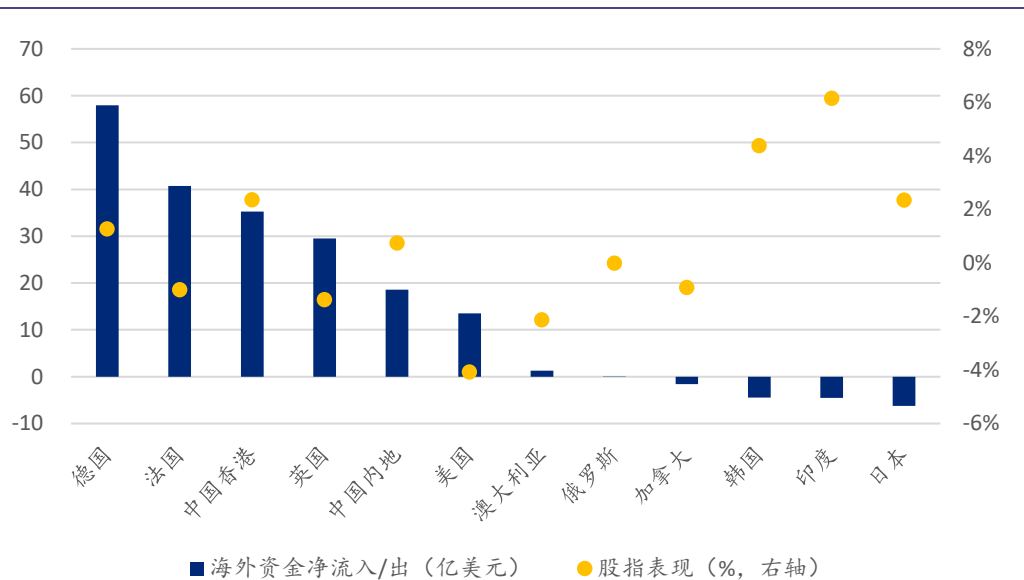


注: 数据截至 2025 年 3 月 26 日。
资料来源: Bloomberg、浦银国际

资金流向：外资回流加速

全球资金再平衡，中国市场重获资金青睐。过去一月（2月27日至3月26日），外资仓位再平衡趋势愈发明显，去年录得净流入较大的市场净流入大幅收窄或转为净流出，比如美股净流入收窄至13.5亿美元（2月同期净流入202亿美元），而印度股市净流出4.5亿美元，日本股市净流出6.2亿美元。同时，全球资金加速净流入欧洲和中国市场。欧洲市场中，德国股市和法国股市分别录得净流入57.9亿和40.7亿美元。中国内地市场录得净流入18.6亿美元，为连续第二个月录得净流入，中国香港市场录得净流入35.3亿美元。部分资金继续把仓位从前期拥挤度较高的市场调整至拥挤度较低、情绪改善的市场。从表现上看，前期涨幅领先的美股回调幅度较大，而处于估值洼地的港股依然表现较佳（图表19）。

图表 19：过去一月全球主要市场海外资金流向

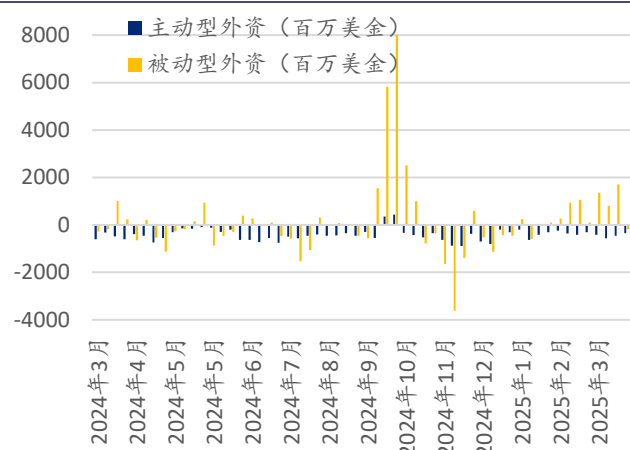


注：数据截至2025年3月26日。
资料来源：EPFR、Bloomberg、浦银国际

外资有望在短期维持净流入趋势。根据EPFR，过去一月（2月27日至3月26日），外资加速净流入中国市场，主要由被动型外资驱动。期间共有18.6亿美元外资净流入中国市场（可比同期净流入10.4亿美元），其中主动基金净流出18.0亿美元，被动基金大幅净流入36.6亿美元（图表20）。目前，外资在中国股市的仓位仍然偏低，外资仍有较大的回流空间。中国市场在全球主要股票市场中的性价比更高，因其盈利增速较强，估值水平更低，若市场情绪明显改善，赚钱效应提升的情况下，短期有望吸引外资持续回流。

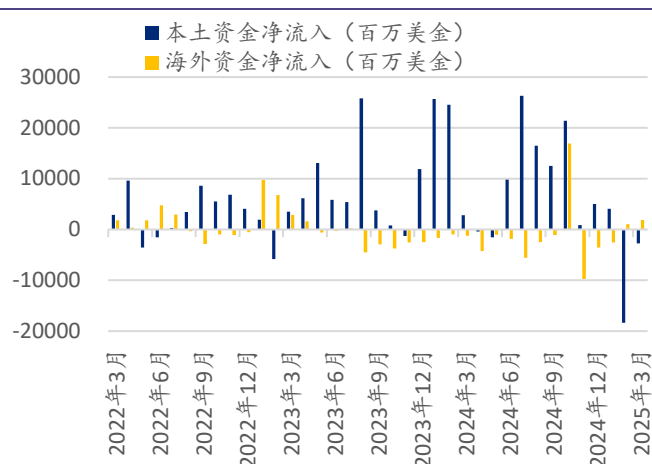
本土资金净流出明显放缓。根据 EPFR, 过去一月(2 月 27 日至 3 月 26 日), 共有 27.6 亿美元的国内资金净流出中国股市, 较 2 月同期的净流出 183.3 亿美元显著收窄, 主要以被动型资金为主(图表 21)。由于在本轮行情中板块分化十分明显、板块轮动较快, 市场参与者倾向于先赎回 ETF 来把握板块和个股的机会, 使得追踪主要大盘指数的 ETF 净赎回意愿较强。

图表 20: 3 月, 外资维持净流入, 被动型外资加速净流入中国内地股市



注: 数据截至 2025 年 3 月 26 日。资料来源: EPFR、浦银国际

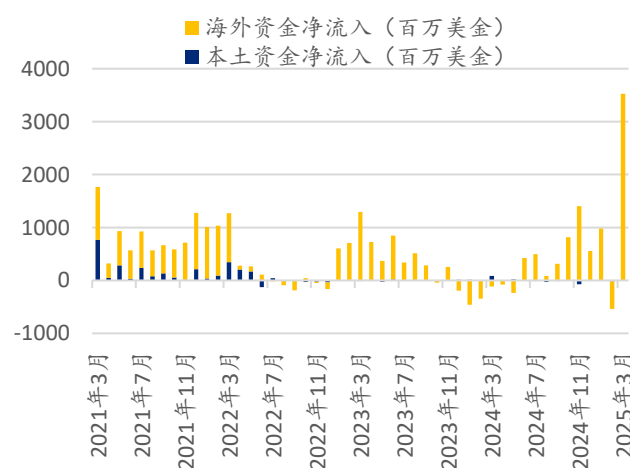
图表 21: 3 月, 国内资金净流出较 2 月明显收窄



注: 数据截至 2025 年 3 月 26 日。资料来源: EPFR、浦银国际

外资转向净流入港股本土股, 由被动型资金驱动。从过往的资金流向来看, 海外资金流向的变动对港股的资金面影响较大。根据 EPFR 过去一月(2 月 27 日至 3 月 26 日), 本土资金录得净流出 200 万美元(可比同期: 净流出 0.1 亿美元), 外资净流入港股市场约 35.3 亿美元, 而 2 月同期净流出 5.2 亿美元, 反映出 2 月出现短暂的净流出并不能改变外资持续配置港股的趋势。外资净流入由被动型资金驱动, 其中主动基金净流出 1.7 亿美元, 被动基金大幅净流入 36.9 亿美元(图表 22-23)。

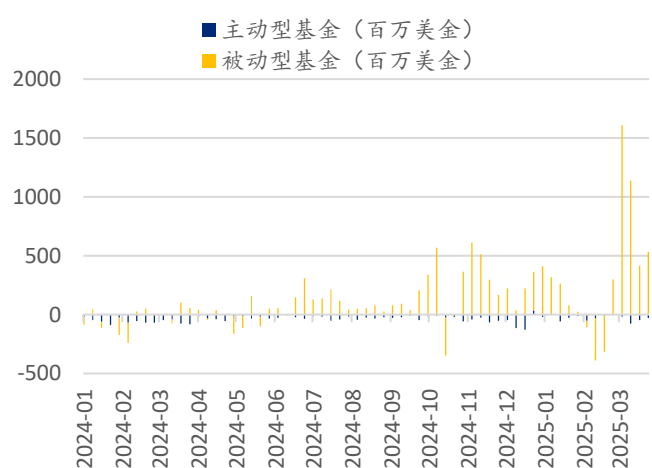
图表 22: 3 月, 外资大幅净流入港股.....



注: 数据截至 2025 年 3 月 26 日。

资料来源: EPFR、浦银国际

图表 23:主要由被动型外资驱动



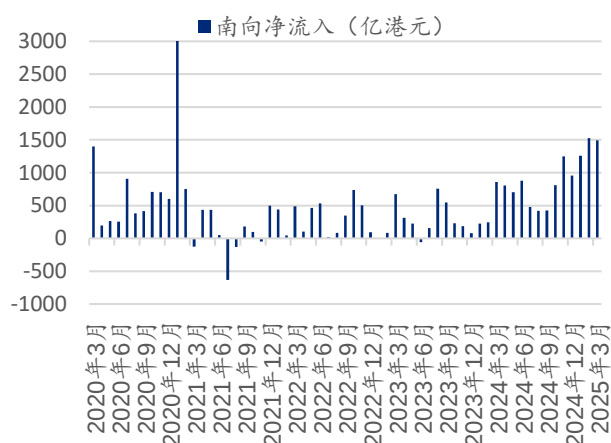
注: 数据截至 2025 年 3 月 26 日。

资料来源: EPFR、浦银国际

南向资金净流入保持强劲。截至3月27日，3月南向资金累计净流入1,491亿港元，日均净流入78.5亿港元，较2月日均净流入84.9亿港元有所下降，但仍保持强劲。值得注意的是，3月10日，南向资金录得净流入296亿港元，为港股通开通以来单日最高净流入，反映出近期内地投资者对港股的兴趣仍较浓厚（图表24）。

南向资金成交额占比持续上升，在港股定价权进一步上升。截至3月27日，3月南向资金的当月日均成交额在港股占比为21.5%，较2月日均成交额的21.9%略有下降，但仍位于高位（图表25）。我们观察到在中长期资金入市引导、AH溢价等多个因素驱动下，国内险资和公募基金正加快在港股的布局，有望成为南向资金的增量来源，提升南向资金的稳定性。从个股上看，近期南向资金较为偏好AI概念受益股，大多为互联网、电信和智驾行业龙头。

图表 24：3月以来南向资金净流入保持强劲……



注：数据截至2025年3月27日。

资料来源：EPFR、浦银国际

图表 25：……在港股成交额占比保持在高位



注：数据截至2025年3月27日。

资料来源：EPFR、浦银国际

行业配置、轮动与风格切换

短期关注本轮行情落后板块的估值修复机会。在本轮行情初期，信息技术行业受益于中美 AI 行业估值差的进一步收缩。港股的 AI 概念股涨幅居前，比如互联网巨头、新能源汽车龙头以及纯 AI 公司等。我们预计，在市场情绪向好的背景下，那些估值仍然偏低的板块有望在短期内继续得到修复，尤其是前期涨幅落后的板块有望出现补涨的机会。目前，可选消费、医疗健康、材料等板块的前瞻市盈率和前瞻市净率均低于其过去五年均值，且他们未来两年预期盈利增速较为强劲，短期有望迎来估值修复的机会（图表 26）。过去一月，可选消费、材料、电信服务板块的盈利预期上调幅度领先，但工业和房地产板块下调幅度较大（图表 27）。中长期建议关注驱动中国未来经济增长的行业，如高端和先进制造业、人工智能、新能源和可再生能源、新兴消费和服务消费等。

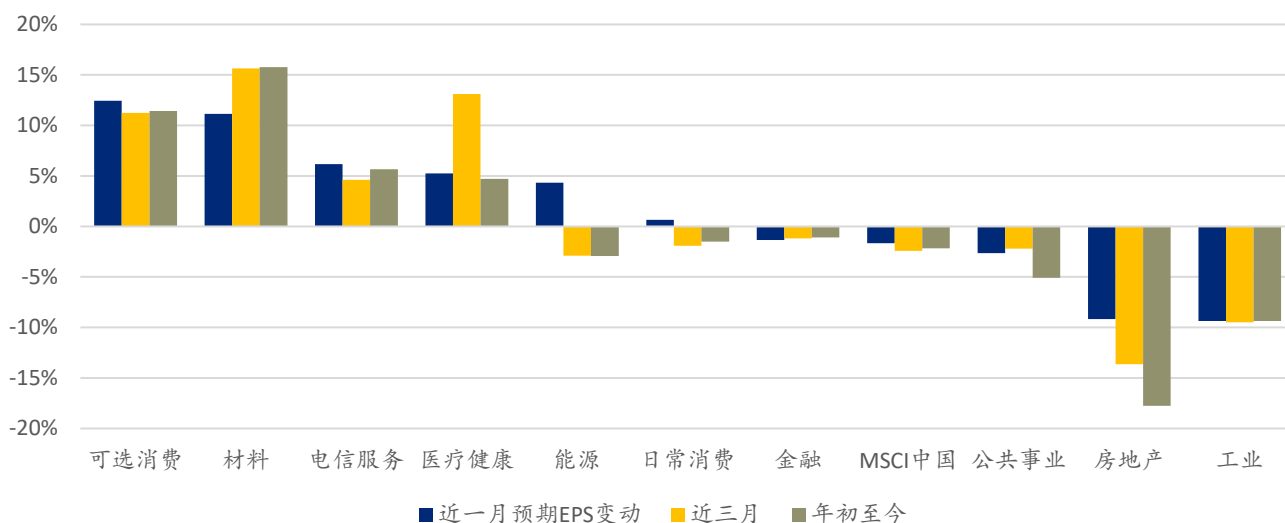
近期行业轮动中信息技术行业保持较强动能。我们使用相对旋转图(Relative Rotation Graph, RRG)来直观地显示板块轮动。X 轴代表相对强度(RS-Ratio)，而 Y 轴衡量该相对强度的势头(RS-Momentum)。RRG 图利用这两个指标界定出四象限，领先、转弱、落后和改善。恒生综合指数板块分化明显，信息技术和可选消费保持强势，材料、医疗健康有所改善，但大部分板块落在落后区间，包括能源、电信服务、工业和房地产等（图表 28）。沪深 300 指数中，可选消费动能较强，材料、公用事业、必选消费、医疗健康有所改善，但信息技术、电信和金融动能转弱，能源和工业的动能较落后（图表 29）。

图表 26：MSCI 中国指数各板块估值

	必选消费	可选消费	能源	金融	医疗健康	工业	信息技术	材料	电信服务	公用事业	房地产
前瞻市盈率											
当前	19.9	14.2	7.9	6.0	31.2	9.3	44.0	9.2	16.5	10.2	18.9
过去五年	25.0	28.1	8.0	5.1	43.9	9.2	23.1	10.6	22.5	10.3	7.8
过去十年	24.4	24.2	13.0	6.0	33.0	9.5	26.1	11.0	19.4	11.1	7.5
前瞻市净率											
当前	3.3	2.3	0.8	0.6	2.4	1.0	3.9	1.4	2.9	1.1	0.7
过去五年	4.6	3.0	0.7	0.6	3.6	1.0	2.8	1.4	2.3	1.1	0.7
过去十年	3.9	2.9	0.8	0.7	3.3	1.0	3.8	1.2	1.9	1.3	0.9
2023-2026 年 EPS	8.8%	23.0%	2.6%	1.9%	11.8%	4.7%	31.4%	17.0%	15.9%	8.8%	9.2%
年复合增长率											
ROE	16.4%	14.5%	10.2%	10.8%	11.9%	10.5%	8.9%	10.7%	15.4%	10.1%	5.3%
股利收益率	2.9%	1.0%	7.4%	5.1%	1.3%	3.9%	0.5%	2.7%	1.0%	4.8%	4.8%

注：数据截至 2025 年 3 月 26 日。市盈率/市净率高于其过去五年均值用粉红色突出，市盈率/市净率低于其过去五年均值用绿色突出。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 27：近一月，可选消费、材料、电信服务板块盈利预期上调幅度领先，但工业和房地产板块下调幅度较大

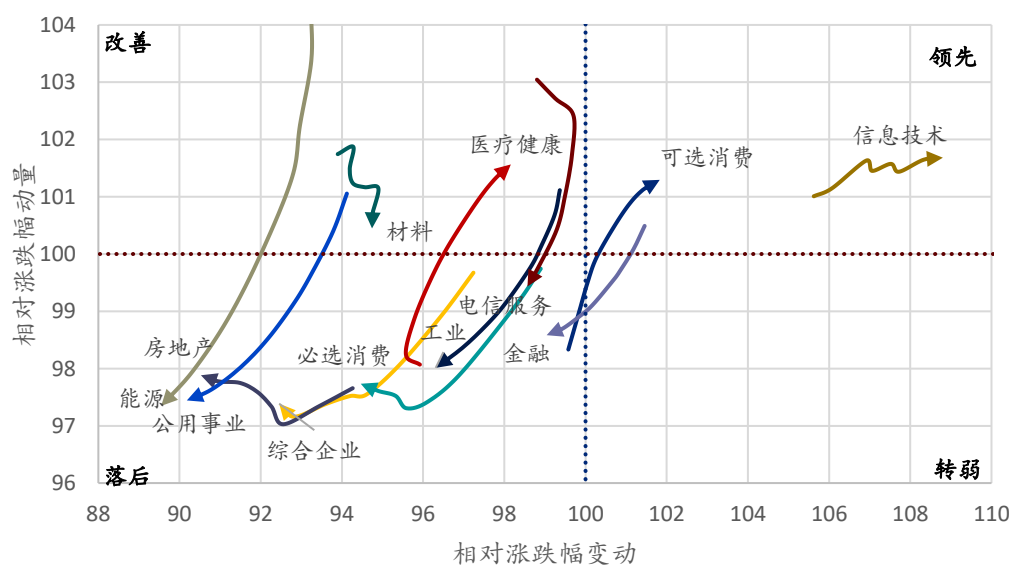


注：数据截至 2025 年 3 月 26 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

行业轮动热力图

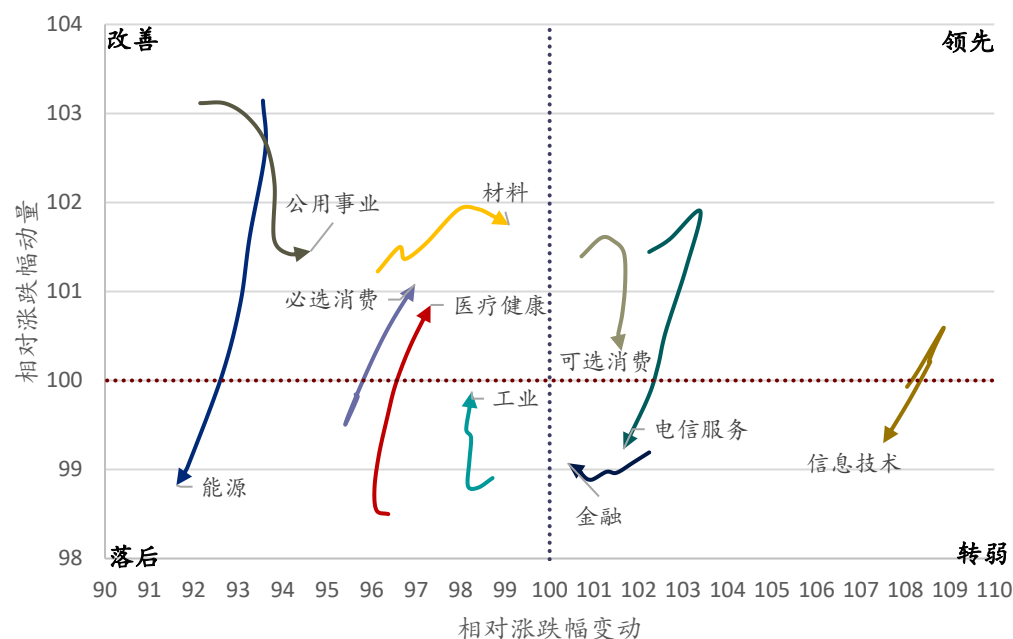
我们使用相对旋转图（Relative Rotation Graph - RRG）来跟踪行业轮动。其中 X 轴代表相对强度(RS-Ratio)，而 Y 轴衡量该相对强度的势头(RS-Momentum)。行业所处的位置取决于其相对于基准指数的强度和动量，各行业在图上一按照顺时针方向移动。相对旋转图分为四个象限，领先（右上象限）、转弱（右下象限）、落后（左下象限）、改善（左上象限）。由于行业轮动较快，我们主要观察过去 8 周的短期趋势。

图表 28：恒生综合指数轮动热力图



注：数据截至 2025 年 3 月 26 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

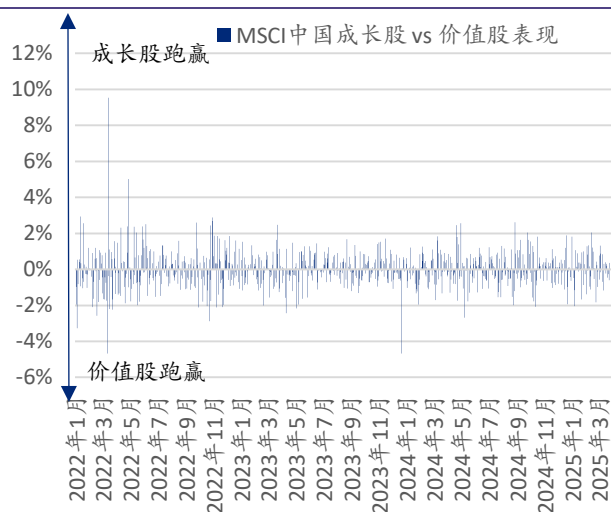
图表 29：沪深 300 指数轮动热力图



注：数据截至 2025 年 3 月 26 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

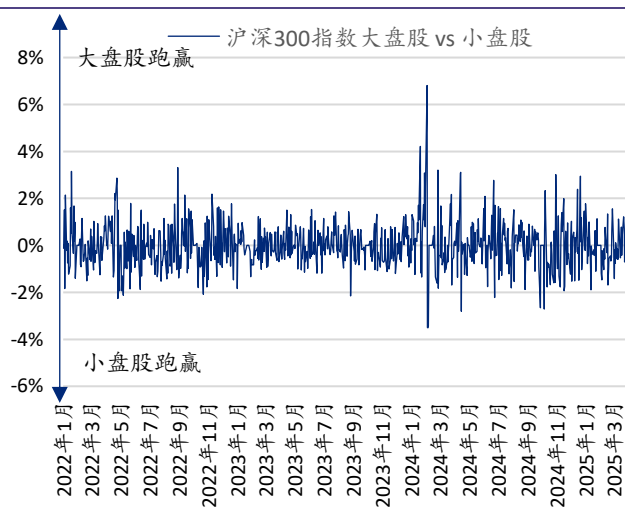
短期需注意风格切换。过去一个月，投资者风险偏好大幅上升，成长股大幅跑赢价值股，但大盘股和小盘股并无明显分化（图表 30-31）。我们预期在市场情绪持续向好的驱动下，投资者风险偏好将会提升，成长风格仍将占优。然而，如果市场情绪走弱，风格可能从成长股切换至价值股。部分短期涨幅过快、基本面较差的个股将面临一定的回调压力，若市场波动快速上升，价值股或将重新受到投资者的青睐。

图表 30：3 月，成长股继续跑赢价值股



注：数据截至 2025 年 3 月 26 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 31：.....但大盘股和小盘股并无明显分化



注：数据截至 2025 年 3 月 26 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

短期投资交易策略：把握确定性机会

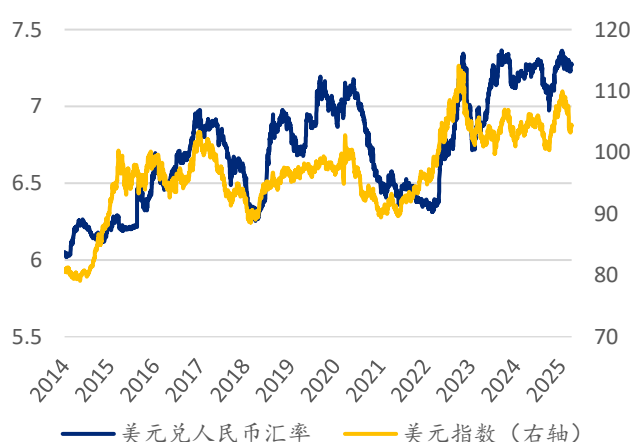
● 二季度港股市场或呈现“前低后高”的走势

为何“前低”？

短期关税政策不确定性或加大市场波动。特朗普表示将于4月2日宣布大规模关税措施，侧重于对等关税，即根据不同国家对美国产品的关税及其他贸易壁垒，逐一设定对应的关税税率。但其多次暗示美国部分贸易伙伴可能获得豁免或减免。如果对等关税政策广泛实施，无疑会造成全球资本市场的波动，且前期市场普遍低估了特朗普在本次任期内推动其政策主张的决心，认为关税更多是他用来谈判的筹码，不会波及美国的盟友。因此，在市场预期发生改变的情况下，贸易摩擦升温将导致全球避险情绪上升。

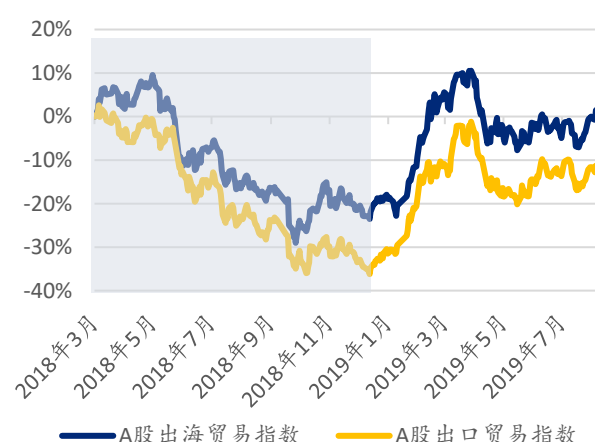
若美对华关税加码，将对人民币汇率、市场情绪、风险偏好和资金流等方面都产生负面影响（图表 32）。根据我们此前的分析，美国加征关税将对海外收入比例较高的出口型行业较为利空，而中方的反制措施可能对国内相关行业的进口商影响较大（图表 33）。然而，由于出口型企业在港股上市的数量较少，他们来自美国的收入在港股所有上市公司的总收入占比也极低，所以关税政策对港股基本面的实际影响相对有限。在情绪面转弱的情况下，市场风格将会从成长股切换至价值股，那些前期涨幅过快且估值偏高的行业及个股可能出现回调，进而带动大盘走弱。

图表 32：美元走势对人民币汇率形成一定压力



注：数据截至2025年3月26日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 33：中国出口型企业的表现受到中美贸易摩擦的影响较大



注：阴影为中美贸易摩擦持续升级阶段。资料来源：Bloomberg、浦银国际

拉长时间看，尽管关税政策仍面临较多不确定因素，我们倾向认为其对市场情绪、资金流、经济和企业基本面等方面的影响相对短期。如果部分业绩确定性较强的优质个股在市场波动中出现超跌，或提供逢低布局的机会，但仍需注意对冲风险。

何以“后高”？

我们预计，在市场情绪好转、盈利增长重回上升通道、流动性更加充裕的情况下，港股市场的走势有望向好。

情绪面：在关税政策陆续落地后，市场的不确定性得以降低，有助于投资者风险偏好和情绪的提升，关注点有望重新回归经济和企业基本面上。

基本面：虽然在3月业绩公布密集期，我们观察到中国主要股指今明两年的盈利预期受到分析师的小幅下调。然而，去年四季度以来实施了一系列稳增长和扩内需政策，政策刺激成效将逐步反映在基本面上，推动国内经济企稳回升，带动企业盈利持续改善。在本次业绩期，多个非科技类行业和企业都提及了人工智能的赋能将有助于他们降本增效和盈利改善。因此，预计短期的下调并不会改变盈利预期回暖的趋势，在业绩期结束后，盈利预期有望企稳并重回上升通道。

资金面：由于前期美股在投资组合的仓位集中度偏高，全球资金再配置的需求日益凸显。目前，回流的外资主要以被动型基金为主，主动型外资尚未出现回流的迹象。截至1月底，主动型外资在中国股市的仓位仍然低于基准指数，后续具备较大的回流空间。如果市场情绪进一步回暖、政策刺激基本面持续复苏、赚钱效应更明显，将吸引主动型外资把中国资产的配置从低配提升至标配，外资有望成为港股市场重要的增量资金来源之一。此外，根据市场一致性预期，美联储有望在6月份重启降息，有利于改善港股流动性。

● 如何把握确定性机会？

我们正处于以 AI 驱动的科技革命发展期，在整体经济持续复苏，利率下行趋势不变的情况下，红利价值股+科技成长股的杠铃策略依然有效。但需对杠铃结构进行迭代升级，优化选股，并动态调整权重。如果市场情绪走弱，可加大杠铃结构中红利端的配置权重，其不但能提供稳定的现金流、抵御市场波动，还能提供额外的收益。选股上，红利端聚焦现金流稳健、分红可持续、估值偏低的行业，适当规避周期性行业。如果市场情绪回暖，可加大杠铃结构中科技端的配置权重，有望增加组合的成长性，提升投资回报。选股上，科技端精选具备护城河的 AI 龙头公司，同时关注 AI 产业链中技术层和应用层的机会。

红利端：聚焦现金流稳健、分红可持续、估值偏低的非周期性行业。在本轮行情中，电信、券商、银行、保险的龙头股表现较佳，红利端在此次结构性行情中仍提供了额外收益。在利率持续下行的趋势下，资金有望流入风险资产，优质高息股的收益确定性相对更高。接下来中国央行仍有降息的空间，有望进一步利好高息股的表现。海外不确定性仍存。从历史表现看，优质的高息股在波动市场中通常回撤较小，呈现出较好的防御性。目前，港股高息股估值已从去年高位回落，市场对于交易过于拥挤的担忧有所减轻，若市场短期有波动，可能会提供更好的入场机会。选股方面，我们需迭代升级，精选基本面稳健、流动性较好，估值合理的央国企高息股，并适当规避周期性行业，如能源、建材等。下面，我们精选出 17 个港股优质高息股供投资者参考（图表 34）。

图表 34：17 个优质港股央国企高息股

股票代码	股票名称	行业	总市值 (亿港元)	成交额 (亿港元)	ROE (%)	股息率 (%)	市盈率 (倍)
0939.HK	建设银行	银行	16,876	21.0	11%	10%	4.6
1398.HK	工商银行	银行	19,745	16.6	10%	9%	5.0
0998.HK	中信银行	银行	3,399	2.0	9%	9%	5.0
1658.HK	邮储银行	银行	5,047	3.3	9%	9%	5.9
3988.HK	中国银行	银行	13,571	12.3	9%	8%	5.8
1288.HK	农业银行	银行	16,729	7.1	9%	8%	5.7
0941.HK	中国移动	电讯服务	17,802	21.9	10%	6%	12.1
0267.HK	中信股份	综合企业	2,793	2.4	8%	6%	4.5
1339.HK	中国人保	保险	1,862	1.7	10%	6%	4.2
2318.HK	中国平安	保险	8,595	23.6	10%	6%	6.4
2388.HK	中银香港	银行	3,330	3.7	11%	5%	8.7
1336.HK	新华保险	保险	888	4.4	9%	5%	3.2
2328.HK	中国财险	保险	3,234	4.2	11%	5%	9.5
0728.HK	中国电信	电讯服务	5,280	5.9	7%	5%	15.1
0762.HK	中国联通	电讯服务	2,662	6.9	5%	5%	12.2
2338.HK	潍柴动力	商用车及货车	1,361	2.2	12%	5%	11.3
6886.HK	华泰证券	证券及经纪	1,262	1.1	7%	5%	7.4

注：数据截至 2025 年 3 月 27 日，市值为近 3 个月日均平均市值，成交额为近 3 个月日均平均成交额。计价货币为港元。

资料来源：iFinD, Bloomberg, 浦银国际

科技端：精选具备护城河的 AI 龙头公司。本轮 AI 行情主要是由科技板块的大幅上涨带动了大盘的上涨。领涨的板块主要有 1) AI 产业链中基础层相关的板块，如硬件设备、半导体产品与设备等；2) 技术层相关的板块，如电信运营商、可选消费品分销与零售（云服务和大数据提供商、互联网龙头的市值占比最高）、软件服务等；和 3) 应用层相关的板块，如媒体与娱乐、汽车与零部件等。对于投资者而言，在快速变化的行业环境中，选择具备确定性护城河的公司就显得极其重要。**我们梳理出 6 个具有中长期配置价值的港股 AI 行业龙头公司。**而更多高效、便宜的 AI 模型有望出现，这不仅有助于 AI 应用的广泛普及，还将催生更多的商业模式。AI 产业链中技术层及应用层的机会也值得关注。**我们梳理出 24 个短期有望受到资金青睐的 AI 技术和应用相关的港股公司，**供投资者参考（图表 35）。

图表 35：港股 AI 概念公司梳理

公司名称	股票代码	恒生三级行业	市值（亿港元）	日均成交额（百万港元）
AI 行业龙头公司				
腾讯控股	0700.HK	数码解决方案服务	46,835	17,624
阿里巴巴	9988.HK	线上零售商	24,721	14,478
中芯国际	0981.HK	半导体	5,010	7,064
快手	1024.HK	互动媒体及服务	2,438	3,358
百度集团	9888.HK	互动媒体及服务	2,668	1,267
金山云	3896.HK	互联网服务及基础设施	304	1,137
AI 技术和应用相关公司				
小米集团	1810.HK	电讯设备	12,983	12,662
美团	3690.HK	线上零售商	9,946	7,675
比亚迪	1211.HK	汽车	12,587	4,477
网易	9999.HK	游戏软件	5,425	1,159
京东集团	9618.HK	线上零售商	5,240	2,234
携程集团	9961.HK	旅游及观光	3,421	1,463
理想汽车	2015.HK	汽车	2,209	1,949
小鹏汽车	9868.HK	汽车	1,505	1,960
腾讯音乐	1698.HK	影视娱乐	1,943	16
联想集团	0992.HK	电脑及周边器材	1,409	1,170
地平线机器人	9660.HK	数码解决方案服务	1,011	414
京东健康	6618.HK	药品分销	1,075	625
阿里健康	0241.HK	药品分销	795	981
蔚来	9866.HK	汽车	683	225
哔哩哔哩	9626.HK	互动媒体及服务	652	1,079
商汤	0020.HK	数码解决方案服务	551	1,227
金山软件	3888.HK	应用软件	509	511
金蝶国际	0268.HK	应用软件	470	789
万国数据	9698.HK	互联网服务及基础设施	396	311
同程旅行	0780.HK	旅游及观光	464	207
阅文集团	0772.HK	出版	271	215
第四范式	6682.HK	数码解决方案服务	232	479
黑芝麻智能	2533.HK	数码解决方案服务	147	436
创新奇智	2121.HK	数码解决方案服务	23	91

注：数据截至 2025 年 3 月 27 日。成交额为近 3 个月日均平均成交额。计价货币为港元。

资料来源：iFinD，浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

