

策略周评 20250323

一季报前瞻，有哪些景气的线索？

2025 年 03 月 23 日

■ “四月决断”来临，市场更关注行业景气线索

A 股历来都会进行“4 月决断”，市场也从预期驱动转向基本面交易。2-3 月市场整体处于数据真空期，这一阶段上市公司业绩报告尚未密集披露，导致定价缺乏基本面锚点，基于行业景气的交易可能会因为缺乏弹性而显得吸引力不足。在此期间，具备产业叙事想象力、关注远期基本面、且符合活跃资金偏好的主题板块凭借高赔率的博弈特征成为市场主线。以“小盘成长指数”和“沪深 300 指数”分别代表“主题交易”和“基本面组合”，在过去 10 年中，2-3 月主题交易的胜率高达 80%，而 4 月仅有 20%。

进入 4 月，上市公司开始集中披露业绩报告，同时两会和政治局会议召开对全年经济发展作出指引，市场会基于微观企业盈利和宏观政策基调对股价进行修正。科技主题分支往往处于新技术渗透初期，盈利兑现度不足，因此在 3 月末、4 月初可能会阶段性退潮。当前我们也观察到春季躁动期间表现强势的科技主题，如人形机器人、AI 算力等方向已经开始回调；业绩超额兑现的公司尽管享受增速溢价，却难以避免资金在博弈业绩时产生的行情波动；而基本面更扎实的绩优公司在 4 月更容易跑出超额。

■ 基本面视角，哪些方向景气有边际改善？

总量弹性受限背景下，聚焦结构性景气方向。2025 年 1-2 月经济实现了良好开局，结构上延续了“供给偏强、需求偏弱”。以全年经济发展目标 5% 为基准来看，供给侧工业增加值增速达到 5.9%，高于实际 GDP 目标增速，而需求侧的社零、出口和投资增速均低于 5%。反映到物价层面，1-2 月 CPI、PPI 增速仍在低位。从金融领先指标来看，社融结构显示市场化需求偏弱，指向经济内生动能不足；M1 和 M2 剪刀差仍处于低位，表明总量经济向上弹性不高，需要挖掘结构性的景气线索，把握确定性机会。

分大类板块来看，我们认为可以关注以下的景气方向：

➢ 上游资源品：有色金属、小金属及部分化工品种迎来涨价

一季度有色金属基于涨价逻辑，景气凸显。贵金属方面，美国关税政策摇摆叠加 2 月通胀、消费等经济数据进一步放缓，市场对美联储降息及美国经济衰退预期均有升温，提振金银价格。工业金属方面，铜铝走势延续强势。截至 3 月 21 日，铜价年内已上涨接近 10%，上涨动力主要来自 1) 国内外供给端收缩风险；2) 新能源、AI 算力等增加铜需求；3) 关税政策短期催化库存向美国转移，推动价格上涨。铝价也呈现稳中有升态势，需求边际改善明显，库存持续去化，伴随旺季到来基本面改善。

小金属景气度显著回升，主要受供给扰动和出口限制双重因素驱动。国内方面，稀土、钨、锑等战略金属的出口管制政策有望放大供需缺口；海外方面，刚果（金）2 月暂停钴出口及 Bisie 锡矿停产对供给端产生较大影响，提振市场价格。

有机硅、硫磺、蛋氨酸在内的部分化工品种供需格局向好，价格上行。年初以来，硫酸价格涨势迅猛，钛白粉及磷化工产业链价格受成本支撑力度增强；有机硅在终端需求改善与行业扩产趋势放缓的双重作用下，价格呈底部回升趋势；蛋氨酸方面，随着新兴市场需求增长叠加海外产能退出，国内现货价格稳中有升。

➢ 中游制造：抢装驱动下，光伏景气改善；工程机械挖机周期上行

抢装驱动下，需求有望集中释放，推动光伏产业链涨价。今年年初，国家能源局、发改委印发的两项政策文件，4 月 30 日、5 月 31 日成为关键的政策节点，光伏行业迎来抢装潮。国家能源局数据显示，1-2 月国内光伏新增装机 39.47GW，同比增长 7%，延续了近年来稳步扩张的态势。下游需求激增叠加企业前期降低排产、库存收紧，产业链价格迎来反弹，其中组件价格春节后持续攀升。据 infolink 统计，截至 3 月 12 日当周，N 型

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

研究助理 蒋琚逸

执业证书：S0600123040067

jiangji@dwzq.com.cn

研究助理 林煜辉

执业证书：S0600124060012

linyh@dwzq.com.cn

相关研究

《并购重组跟踪（十一）》

2025-03-17

《美股尚在“排毒”，“西降”还不至于——全球市场观察系列》

2025-03-17

182TOPCon 组件均价已涨至 0.72 元/W，分布式 TOPCon 组件均价达 0.73 元/W，较节前分别上涨 4.4%和 5.8%。硅料、硅片及电池片环节部分型号价格也同步上调。量价齐升有望推动板块业绩在一季度集中释放，但仍要关注抢装潮后需求能否持续。

挖机迎来国内外需求共振，景气有望超预期改善。内销方面，扣除春节影响后，1-2 月国内挖机累计销量同比增长 51.4%，远超年初市场预期。挖机内需好转主要原因：1) 设备更新政策对挖机销量有刺激效用；2) 更新替换周期对需求有明显拉动。外需方面，2 月挖机出口近 8000 台，同比增速达 12.7%，1-2 月累计出口增速为 7.4%。新兴市场持续维持高景气、欧美市场需求回暖，挖机外销有望持续改善。中长期来看，随着国内外需求迎来共振，行业 β 将持续向上。

► 下游消费：国补方向延续景气；可选消费迎来复苏

新一轮国补扩容，景气扩散至更多品类。1-2 月社零数据显示，国补品类仍然有良好表现，补贴刺激钝化尚不明显，扩容品类弹性更佳。具体来看，限额以上品类实现高增长的是通讯器材 (+26.2%)、文化办公用品 (+21.8%)、家具 (+11.7%)、电器 (+10.9%)，均是新一轮消费品以旧换新的受益品种，其中以手机 (属于通讯器材) 和电脑 (属于文化办公用品) 为代表的电子产品接替家电成为了高弹性品种。可选消费迎来复苏，主要品类增速改善。可选消费的几个主要品类并没有政策支撑，更能反映真实需求。纺服、化妆品、金银珠宝的增速较去年 12 月实现改善，表征后续消费复苏或有持续性。

► 金融地产：非银景气较高，地产后端优于前端，水泥价格上涨

金融板块中，一季度非银景气较优，保险“开门红”，券商则受益于市场成交活跃。保险开年“开门红”表现亮眼，1-2 月太保寿险及新华保险累计保费收入分别同比增长 9.1%、29%，负债端改善；投资端看，长债利率快速上行，十年期国债收益率提升至 3 月 21 日的 1.84%，较年初上行 22bp，利好增量固收投资收益表现。券商受益于市场活跃度提升。年初以来，沪深两市日均成交额一度超 2 万亿，明显高于去年同期水平；两融市场活跃度提升，近 7 周杠杆资金维持净流入态势，截至 2025 年 3 月 20 日，两融余额达 1.94 万亿元。

地产服务板块景气相对优于开发端。年初新房销售依然低迷，但二手房市场结构性回暖趋势初现。2 月份全国新房销售面积累计同比下降 5.1%，较 12 月当月同比下滑 4.6pct，整体仍偏承压；一线城市二手房价企稳，提示地产景气有结构性回温，叠加政策刺激下消费潜在回暖，后端地产服务板块或较前端开发有相对优势。

建筑建材方面，水泥需求回升，价格延续上涨态势。年初以来，水泥需求端基建领域逐步发力，春节后需求进一步复苏，供给端部分大厂熟料线停窑且库存偏低，推动价格上行。

► TMT：消费电子延续复苏，存储芯片供需格局迎来改善

消费电子延续复苏：消费电子相关品类纳入国补范围，今年一季度正式实施，加速库存去化；同时新品持续推出，以华为折叠屏手机、AI 手机为代表的新品迭代也有望拉动终端需求。Counterpoint 报告预计 2025 年第一季度，中国市场的手机出货量同比增长超过 10%，突破 8000 万部。需求放量给产业链业绩带来弹性。

存储芯片供需格局迎来改善。供给侧，2024 年末全球存储厂商减产去库；需求侧，一方面云厂商资本开支指引较为积极，AIDC 基建进入扩张期，企业级存储产品如 HBM、eSSD、DDR5 等需求旺盛；另一方面 AI 手机、PC、穿戴设备等产品存储容量持续提升，拉动边缘侧算力需求。随着供需格局的改善，部分存储产品已经迎来涨价，海外大厂纷纷宣布将在 4 月提价、涨幅可观，板块有望量价齐升。

■ 盈利预测视角下，市场预期哪些板块业绩上修？

统计全 A 上市公司 2 月 21 日以来每周 2025 年预测净利润近 1 周变化率（万得一致预测数据：考察截止日盈利预测较上周盈利预测的变化情况，>0 为上修，<0 为下修，=0 为预测维持），通过计算当周全 A 各行业业绩获得上修公司数量/预测变动公司数量，可以提供观察板块景气边际变化情况的一个视角。

截至 3 月 21 日，根据 25E 净利润近 1 周变化率情况，业绩预期改善较为明显的行业主要是有色金属、交通运输、建筑材料、房地产等。

■ 总结而言

市场将进入“4 月决断”，绩优公司更容易跑出超额。结合基本面和盈利预测视角，我们认为一季度业绩景气的方向主要集中在：1）上游有色金属、小金属以及有机硅、硫磺、蛋氨酸等化工品；2）中游光伏产业链和工程机械；3）下游可选消费以及国补受益品类；4）金融地产板块的非银、地产后端、建材行业的水泥；5）TMT 板块的消费电子、存储方向。

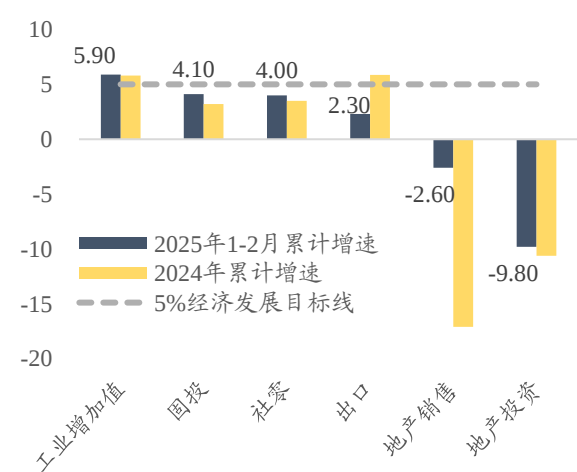
■ 风险提示：国内经济复苏速度不及预期；联储降息不及预期；宏观政策力度不及预期；科技创新不及预期；地缘政治风险。

图1：过去十年，2-3月小盘成长跑赢沪深300的概率为80%，而4月跑赢概率仅有20%（单位：%）

小盘成长相对沪深300超额收益率	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	胜率
2-3月	16.15	6.41	-0.70	9.25	13.89	-1.88	5.28	0.07	2.26	1.99	80%
4月	-2.94	-1.25	-2.64	-0.98	-5.06	-1.17	1.80	-8.52	-3.28	0.88	20%
5月	20.84	-0.43	-7.98	-4.92	-0.88	2.62	2.01	7.20	2.67	-0.18	50%

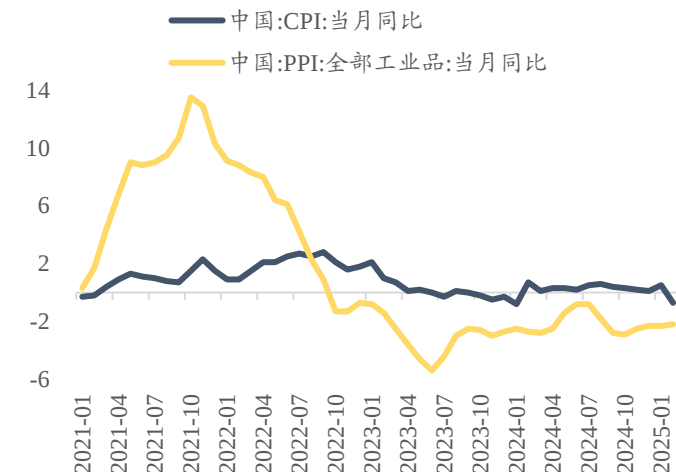
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：经济延续“供给偏强，需求偏弱”（单位：%）



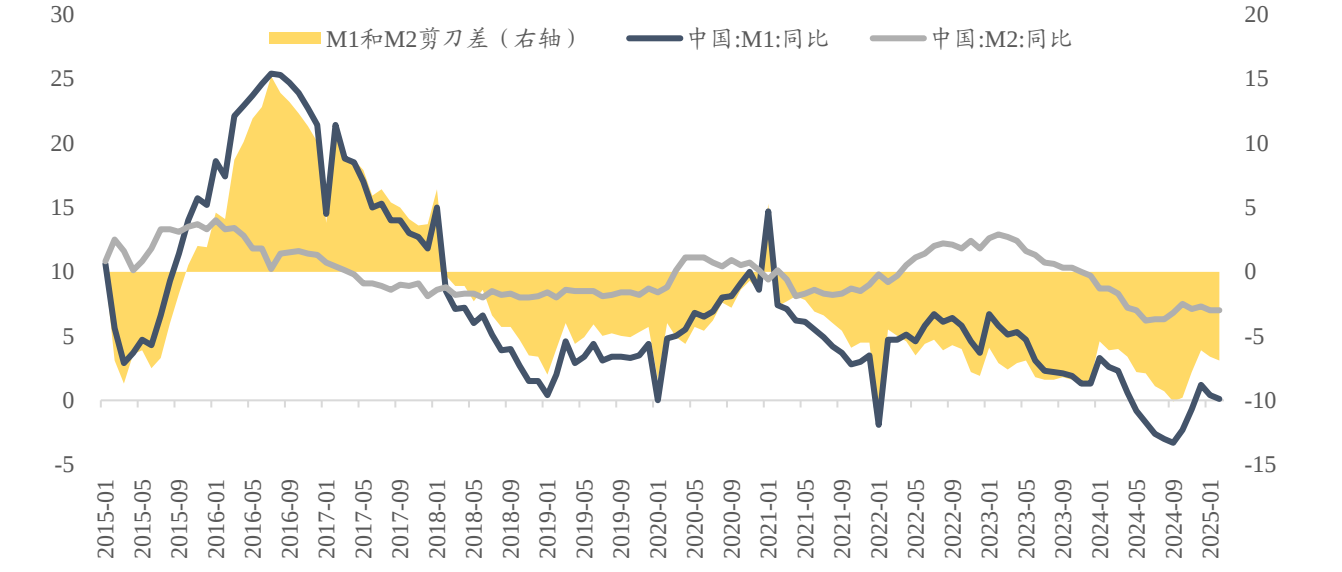
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：需求不足反映到物价层面是CPI、PPI承压（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：领先指标M1和M2剪刀差仍在低位，总量经济向上的弹性不足（单位：%）



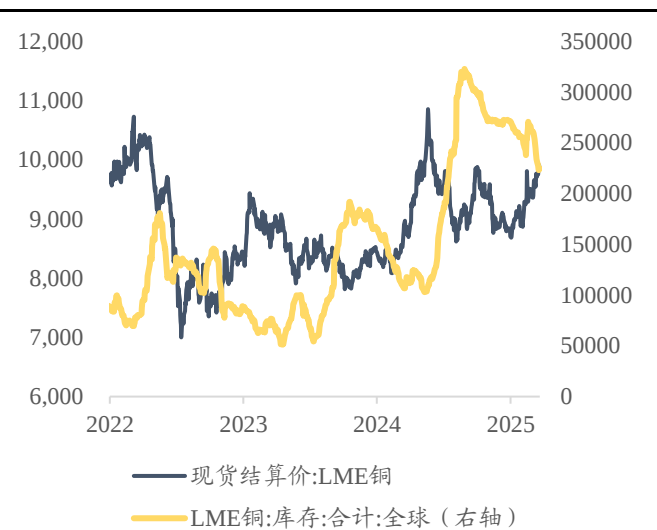
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：铝价走势与电解铝产能(单位：美元/吨；万吨/月)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：铜价走势与全球库存(单位：美元/吨；吨)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：部分化工品价格变动

化工品	指标	价格单位	最新价格	较2024年年末涨跌幅	较2024年中涨跌幅
PVC	期货收盘价(活跃合约):PVC	元/吨	5030	-4.9%	-16.9%
粘胶	中国:市场价:粘胶短纤(1.5D/38mm)	元/吨	13650	-0.4%	2.6%
维生素	中国:市场报价:维生素A(50万IU/g,国产)	元/千克	98	-28.7%	12.0%
	中国:市场报价:维生素E(50%,国产)	元/千克	122.5	-14.0%	55.1%
蛋氨酸	北京:单价:固体蛋氨酸	元/千克	21.75	9.6%	0.5%
乙二醇	中国:华东地区:市场价(中间价):乙二醇	元/吨	4445	-8.3%	-4.2%
橡胶	期货收盘价(活跃合约):天然橡胶	元/吨	17045	-4.3%	14.0%
硫酸	中国:市场价:硫酸(98%)	元/吨	562.3	19.8%	57.2%
钛白粉	中国:现货价:钛白粉(金红石型)	元/吨	14860	3.9%	-1.9%
尿素	中国:现货价:尿素(46%)	元/吨	1820	7.7%	-21.6%
MDI	中国:华东地区:市场价(中间价):二苯基甲烷二异氰酸酯(桶装)	元/吨	18100	-2.9%	-2.2%
醋酸	中国:现货价:醋酸	元/吨	2650	-4.0%	-10.2%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：最新价格截至 2025 年 3 月 21 日

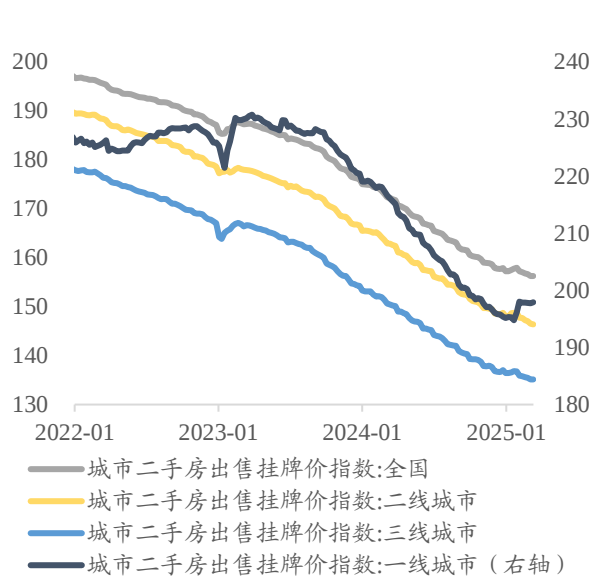
图8：限额以上商品数据（单位：%；pct）

同比增速		2024年2月	2024年12月	2025年2月	较去年同期（pct）	较上月环比（pct）
板块分类	限额以上总额	6.2	4.2	4.4	(1.8)	0.2
必选消费	粮油、食品	9.0	9.9	11.5	2.5	1.6
	烟酒	13.7	10.4	5.5	(8.2)	(4.9)
	饮料	6.9	-8.5	-2.6	(9.5)	5.9
	日用品	-0.7	6.3	5.7	6.4	(0.6)
可选消费	化妆品	4.0	0.8	4.4	0.4	3.6
	金银珠宝	5.0	-1.0	5.4	0.4	6.4
	纺织服装	1.9	-0.3	3.3	1.4	3.6
	通讯器材	16.2	14.0	26.2	10.0	12.2
地产链条	家电	5.7	39.3	10.9	5.2	(28.4)
	建材	2.1	0.8	0.1	(2.0)	(0.7)
	家具	4.6	8.8	11.7	7.1	2.9
汽车	汽车	8.7	0.5	-4.4	(13.1)	(4.9)
	石油及制品	5.0	-2.8	0.9	(4.1)	3.7
其他文娱	文化办公用品	-8.8	9.1	21.8	30.6	12.7
	中西药品	2.0	-0.9	2.5	0.5	3.4

数据来源：Wind，东吴证券研究所

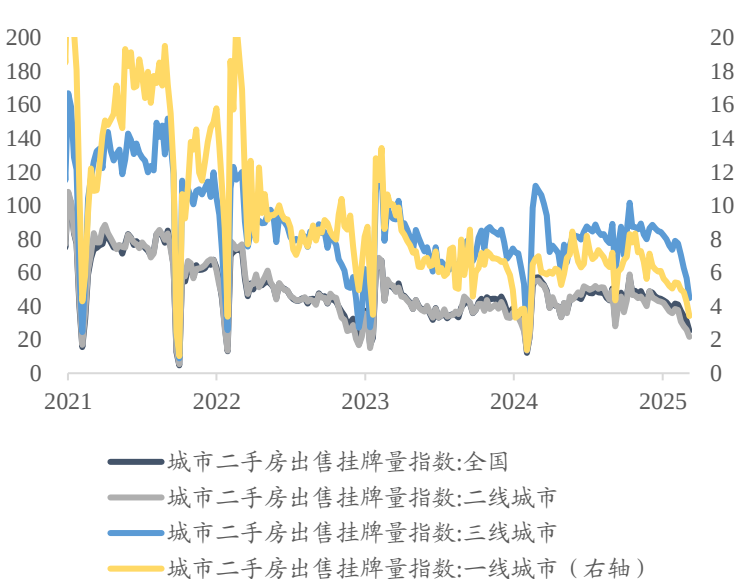
注：2024年2月和2025年2月均为累计同比增速，2024年12月为当月同比增速

图9：年初以来一线城市二手房价企稳（单位：点）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：二手房出售挂牌量仍偏承压（单位：点）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：年初以来，水泥需求回升，价格延续上涨态势（单位：点）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12：申万一级行业 2025 年预测净利润上修公司比例（单位：%）

申万一级行业2025年预测净利润上修公司比例					
申万一级行业	截至2/21	截至2/28	截至3/7	截至3/14	截至3/21
有色金属	45.00%	38.64%	41.94%	64.71%	75.00%
交通运输	46.15%	32.26%	26.09%	37.50%	66.67%
建筑材料	54.55%	39.13%	75.00%	50.00%	62.50%
房地产	0.00%	14.29%	35.71%	0.00%	57.14%
电力设备	48.84%	42.27%	40.91%	49.15%	52.78%
汽车	55.00%	42.37%	44.44%	38.46%	52.63%
家用电器	66.67%	42.42%	33.33%	36.36%	50.00%
通信	25.00%	38.46%	36.84%	43.75%	50.00%
环保	25.00%	35.71%	23.08%	40.00%	50.00%
国防军工	47.06%	37.84%	41.38%	45.45%	46.15%
机械设备	33.96%	23.21%	36.51%	40.48%	44.44%
非银金融	71.43%	81.48%	88.89%	100.00%	42.86%
轻工制造	19.05%	25.64%	20.00%	27.27%	38.46%
电子	48.05%	33.85%	35.71%	50.00%	37.78%
医药生物	36.36%	25.95%	22.68%	28.13%	33.33%
商贸零售	30.00%	29.41%	14.29%	80.00%	33.33%
银行	16.67%	60.87%	55.56%	25.00%	33.33%
基础化工	28.95%	35.06%	34.09%	42.31%	33.33%
传媒	22.22%	39.29%	31.58%	46.15%	33.33%
计算机	41.46%	44.16%	37.88%	29.41%	29.63%
建筑装饰	50.00%	14.81%	22.22%	33.33%	28.57%
美容护理	30.00%	40.00%	30.77%	14.29%	25.00%
石油石化	60.00%	16.67%	25.00%	-	25.00%
公用事业	23.53%	42.86%	29.41%	14.29%	25.00%
社会服务	16.67%	22.73%	23.08%	12.50%	20.00%
纺织服饰	27.27%	19.23%	0.00%	27.27%	18.18%
食品饮料	32.14%	25.45%	26.32%	38.89%	16.67%
钢铁	33.33%	40.00%	42.86%	50.00%	0.00%
煤炭	25.00%	54.55%	28.57%	40.00%	0.00%
农林牧渔	42.86%	28.57%	50.00%	14.29%	0.00%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：行业 25 年预测净利润上修比例计算时分子为上修公司数量，分母为（上修公司+下修公司）数量；石油石化截至 3 月 14 日当周并未有上修/下修公司

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>