

消费主线是否迎来机会？

报告日期：2025-03-16

主要观点

分析师：郑小霞

执业证书号：S0010520080007

电话：13391921291

邮箱：zhengxx@hazq.com

分析师：刘超

执业证书号：S0010520090001

电话：13269985073

邮箱：liuchao@hazq.com

分析师：张运智

执业证书号：S0010523070001

电话：13699270398

邮箱：zhangyz@hazq.com

分析师：任思雨

执业证书号：S0010523070003

电话：18501373409

邮箱：rensy@hazq.com

●“两会”政策落地预期再起，促消费、宽货币落地概率加大，有望对冲外部加征关税风险扰动，对市场形成一定提振。配置上仍是轮动，消费的主线行情未至，继续沿着前期滞涨、低估值的方向布局可能迎来轮动的机会，关注短期有性价比、中长期有战略配置价值的银行、保险，以及有政策催化的医药、汽车（不含零部件）、家电（不含零部件）。

●市场观点：内部政策预期改善提振风险偏好

“两会”政策落地预期再起，对市场风险偏好形成一定提振。3月17日将公布的1-2月经济数据预计略低于预期。但近期促生育、支持消费信贷等政策逐步落地，市场对“两会”政策落地预期再起，后续还有消费提振专项行动新闻发布会和宽货币降息降准可能性。海外风险扰动无边际变化，3月美联储议息会议预计不降息并维持后续降息谨慎态度，特朗普对华加征关税维持“逐月加征、小幅提升”节奏，但并非是A股主要矛盾。因此内部政策预期提振对冲海外风险扰动，有望对市场形成一定提振。

市场热点 1：如何预期1-2月经济数据及近期政策？3月17日将公布1-2月宏观经济数据，根据社融、通胀及高频数据看，预计整体略低于预期。但近期促生育、支持消费信贷、央行降息降准表态等，市场对“两会”政策落地预期再起。3月17日下午国新办新闻发布会还将介绍提振消费专项行动相关政策及宽货币政策窗口。结合当前内外部经济金融形势，提振消费专项行动值得期待，降准概率较大、但降息存在不确定性。

市场热点 2：如何预期3月美联储议息会议及近期海外风险扰动？虽然美国通胀数据略有下降，但3月议息会议预计美联储将继续维持不降息并对后续降息持谨慎态度，整体符合市场预期。特朗普对华加征关税符合“逐月加征、小幅抬升”特点，未来一段时间仍是贯穿A股的外部风险扰动但并非是主导因素。整体看，海外风险边际变动有限，不会成为当前市场的掣肘因素。

●行业配置：消费主线行情未至，行业仍是轮动时

3月第2周消费板块尤其是食品饮料和服务类消费涨幅领先，前期强势的科技股回调，我们提出的3月行业整体轮动的判断持续被证实。目前市场向上、向下的动能和风险均有限，大格局仍是高位震荡，同时各风格、行业基本面变化有限，因此行业上仍将继续维持快速轮动态势，前期滞涨和低估值的方向有望迎来轮动机会。具体行业机会上建议关注两条有望轮动的主线：1)市场震荡下具备配置性价比同时具备中长期战略配置价值的银行、保险。2)前期低估滞涨同时有政策催化的领域，重点关注医药、汽车（不含零部件）、家电（不含零部件）。

配置热点 1：如何看待近期消费轮动行情的持续性？本周消费板块尤其是食品饮料和服务类消费表现较好，原因在于：消费属于滞涨和低估值方向，在大盘高位震荡、行业轮动加速、消费政策提振和预期改善背景下迎来轮动补涨。后续展望上，考虑到一方面经济恢复力度仍弱、对后周期品种景气支撑有限。另一方面3月17日消费专项提振行动的政策力度将落地，市场预期将按之回归。参考如2024年7月政治局会议对消费尤其是服务消费定

相关报告

1. 策略周报《Manus 能否为科技股行情空中加油？—20250309 第10周》
2. 策略周报《如何预判本轮科技股调整时间和空间？—20250302 第9周》
3. 策略月报《静水流深—2025年3月A股市场研判及配置机会》2025-02-23

调超预期的行情，届时板块上涨持续时间约 0.5 个月、平均涨幅 6% 左右。因此我们认为消费的主线级行情未至，时间和空间都将有限，但内部存在继续轮动的可能。

配置热点 2：独家推荐的季节性基建 8 大优势领域今年收官表现如何？基建开工行情具备极强季节性效应即春节假期后至“两会”闭幕，在此期间我们对其中的 8 大优势领域进行了独家持续推荐。在今年的季节性效应期内，这 8 个优势方向整体表现良好，期间涨幅和相对上证收益分别：通用设备（18.6%、14.6%）、环保设备（11.6%、7.6%）、金属新材料（11.2%、7.2%）、工程咨询服务（9.3%、5.3%）、非金属材料（8.2%、4.2%）、环境治理（7.9%、3.9%）、专业工程（7.6%、3.6%）、水泥（2.2%、-1.7%）。8 大细分领域均取得正收益，7 个细分领域取得了超额收益。

● 风险提示

2 月经济数据大幅不及或超预期；美股持续性调整对全球资本市场偏好抑制的风险；美国对华政策超预期严厉等。

正文目录

1 市场观点：内部政策预期改善提振风险偏好	4
1.1 市场热点 1：如何预期 1-2 月经济数据及近期政策？	4
1.2 市场热点 2：如何预期 3 月美联储议息会议及近期海外风险扰动？	5
2 行业配置：消费主线行情未至，行业仍是轮动时	6
2.1 配置热点 1：如何看待近期消费轮动行情的持续性？	6
2.2 配置热点 2：独家推荐的季节性基建 8 大优势领域今年收官表现如何？	10
2.3 消费主线行情未至，行业仍是轮动时	12
风险提示：	12

图表目录

图表 1 2 月政府债券同比大幅多增	5
图表 2 企业信贷大幅走弱	5
图表 3 消费板块整体交投热度于本周五抬升	7
图表 4 多数消费板块仍处于滞涨+低估的状态	8
图表 5 多数消费板块仍处于滞涨+低估值的状态	9
图表 6 基建开工相关的 41 个细分领域性价比打分模型，前 8 大细分领域为优势方向	11
图表 7 除水泥外，其余 7 个重点推荐基建细分领域均取得了超额收益	11

1 市场观点：内部政策预期改善提振风险偏好

1.1 市场热点 1：如何预期 1-2 月经济数据及近期政策？

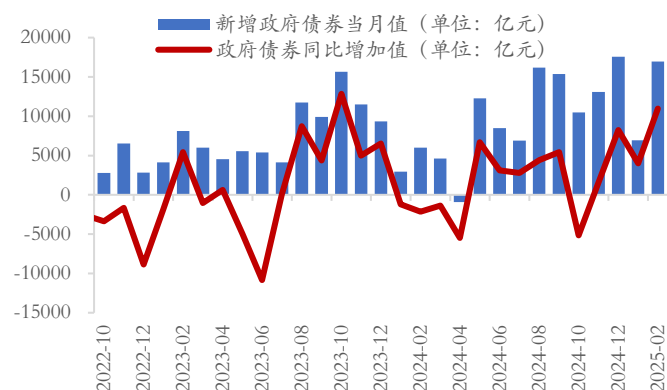
我们的观点：3 月 17 日将公布 1-2 月宏观经济数据，根据社融、通胀及高频数据看，预计整体略低于预期。但近期促生育、支持消费信贷、央行降息降准表态等，市场对“两会”政策落地预期再起。3 月 17 日下午国新办新闻发布会还将介绍提振消费专项行动相关政策及宽货币政策窗口。结合当前内外部经济金融形势，提振消费专项行动值得期待，降准概率较大、但降息存在不确定性。

市场对“两会”政策落地预期再起。市场当前等待 1-2 月年内首份宏观经济数据，但结合春节数据和 1-2 月已公布的高频数据看，1-2 月基本面边际变化不大。1-2 月数据显示“抢出口”带动生产端企稳、出口仍有韧性，但通胀数据偏弱，政策支持的商品消费情况较好，但服务类消费延续弱复苏态势，消费复苏依然缺乏“加速度”。地产虽然延续改善态势，但今年“小阳春”预计仍是历年季节性“小阳春”中偏弱的。经济数据公布后预计市场焦点将转向政策预期及落地节奏。目前从市场资金选择也可以看到投资者主要关注促消费方面的情况。此前 3 月 6 日发改委在新闻发布会上明确表示，多部门联合制定了《提振消费专项行动方案》很快将公布实施，国新办预计 3 月 17 日下午 3 时举行新闻发布会介绍提振消费有关情况。关注消费提振专项行动是否超预期，若超预期将有效提振市场信心和风险偏好。此外，近期央行强调今年将根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况决定降准降息时机。结合当前信贷需求较弱、经济数据难超预期等情况，我们预计近期宽货币落地可能性较大，工具选择上预计降准概率更大。

当前数据显示信贷需求偏弱问题进一步突出，3 月信贷情况仍有待观察，宽货币在路上。2 月新增社融 22333 亿元，同比多增 7374 亿元。社融存量同比 8.2%，较上月上升 0.2%。2 月社融存量同比较 1 月有所提升源于：①去年 2 月社融存量基数较低；②今年 2 月政府债给予较强支撑。分项来看，2 月政府债新增 16967 亿元，同比多增 10956 亿元，同时政府债券单项分项占整月新增社融的四分之三。企业债券当月值 1702 亿元，同比多增 279 亿元。而对 2 月社融增量造成拖累的则是信贷，企业部门贷款 10400 亿元，同比减少 5300 亿元，其中票据融资、短期贷款、中长期贷款当月值分别为 1693 亿元、3300 亿元、5400 亿元，同比分别增加 4460 亿元、减少 2000 亿元、减少 7500 亿元。除票据融资实现同比多增以外，其余分项均同比减少，尤其是企业中长期贷款项，以上数据显示银行端投放贷款的意愿较高、但企业投资扩产意愿走低。居民部门贷款当月值-3891 亿元，同比增加 2016 亿元，主要支撑来自于居民消费的短贷。其中短贷当月值-2741 亿元、同比增加 2127 亿元，中长期贷款当月值-1150 亿元，同比减少 112 亿元。2 月 M2 同比为 7.0%，与上月持平，但 M1

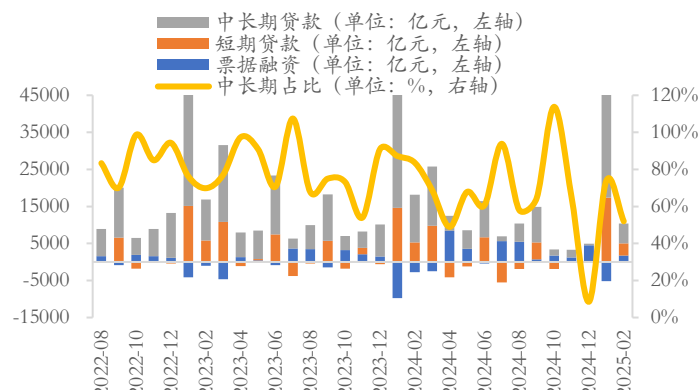
在调口径之后再次降低，2月为0.1%，较上月降低0.3%。2月金融数据显示信贷需求不足的问题较为突出，短期稳增长压力加大，预计3月接下来的时间内货币政策放松可能加快，降准概率加大。

图表1 2月政府债券同比大幅多增



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿元。

图表2 企业信贷大幅走弱



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿元、%。

1.2 市场热点 2：如何预期 3 月美联储议息会议及近期海外风险扰动？

我们的观点：虽然美国通胀数据略有下降，但 3 月议息会议预计美联储将继续维持不降息并对后续降息持谨慎态度，整体符合市场预期。特朗普对华加征关税符合“逐月加征、小幅抬升”特点，未来一段时间仍是贯穿 A 股的外部风险扰动但并非主导因素。整体看，海外风险边际变动有限，不会成为当前市场的掣肘因素。

3 月美联储议息会议不降息概率较大，关注特朗普加征关税风险反复。近期，美国 2 月非农就业数据小幅走弱，后续美国财政支出削减、逆全球化关税、移民减少可能会导致其未来增长和就业进一步弱化，对美国经济下行担忧风险加剧。通胀方面，2 月 CPI 及核心 CPI 均低于预期值，美国 2 月 CPI 同比 2.8%，低于前值 3% 和预期 2.9%；核心 CPI 同比 3.1%，低于前值 3.3% 和预期 3.2%。虽然通胀延续放缓并在当前水平上有所黏性，但 3 月 7 日美国货币政策论坛上，鲍威尔认为一些通胀分项价格仍保持高位，美联储不会因为一两次数据高于或者低于预期而过度反映，即短期内美联储不急于调整政策。预计美联储维持降息周期暂停、6 月再次启动的可能性较大。近期需要关注的是特朗普加征关税风险的持续反复。3 月 4 日，美国再次对中国出口商品加征 10% 政策落地、总税率升至 20%，我国采取相应反制措施、对美国的农产品加征关税。此外，特朗普 3 月 13 日在社交媒体上表示如果欧盟不取消对美国威士忌产品 50% 的关税，美方将很快对来自法国和其他欧盟国家的所有葡萄酒、香槟等酒类产品征收 200% 的关税。结合美国对墨、对加的关税“威胁”，当前与我们判

断一致：特朗普对华加征关税可能呈现“逐月加征”的特点，而对其他国家加征关税可能呈现持续拉锯和反复的特点。短期内特朗普对华加征关税的风险将成为贯穿市场的风险点，仍需持续观察。整体上看，海外风险（尤其是对华层面）边际变动有限，不会成为当前市场的掣肘因素。

2 行业配置：消费主线行情未至，行业仍是轮动时

2.1 配置热点 1：如何看待近期消费轮动行情的持续性？

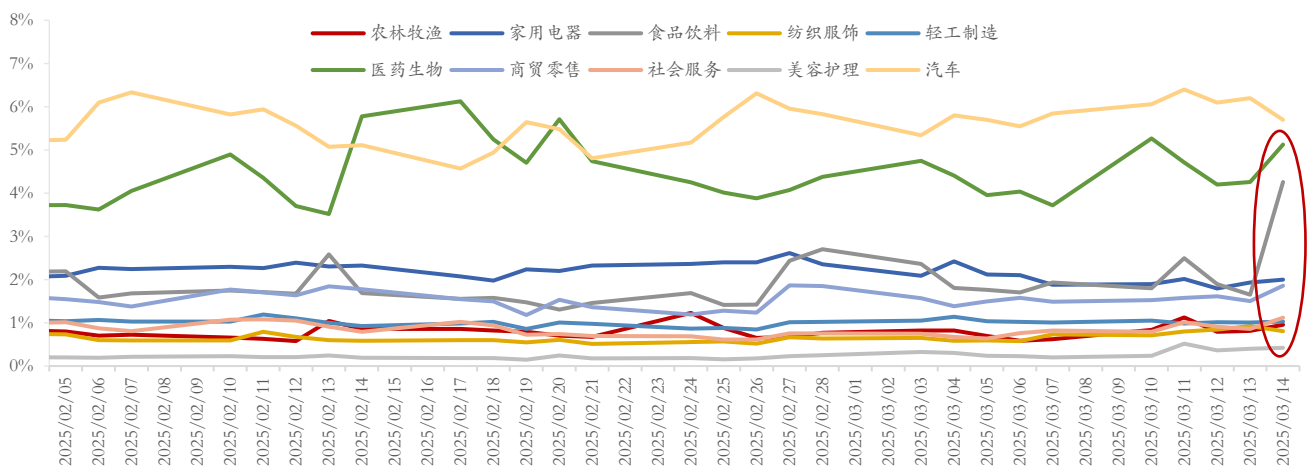
我们的观点：本周消费板块尤其是食品饮料和服务类消费表现较好，原因在于：消费属于滞涨和低估值方向，在大盘高位震荡、行业轮动加速、消费政策提振和预期改善背景下迎来轮动补涨。后续展望上，考虑到一方面经济恢复力度仍弱、对后周期品种景气支撑有限。另一方面 3 月 17 日消费专项提振行动的政策力度将落地，市场预期将按之回归。参考如 2024 年 7 月政治局会议对消费尤其是服务消费定调超预期的行情，届时板块上涨持续时间约 0.5 个月、平均涨幅 6% 左右。因此我们认为消费的主线级行情未至，时间和空间都将有限，但内部存在继续轮动的可能。

本周（3 月 10 日-3 月 14 日）消费板块涨幅整体靠前，美容护理、食品饮料、纺织服饰、社会服务、农林牧渔、国防军工、家用电器、医药生物、轻工制造分别上涨 8.2%、6.2%、4.0%、3.7%、2.8%、2.5%、1.9%、1.8%、1.8%，分别位于申万一级行业第 1、2、4、5、8、11、13、15、16 名。细分子行业中，饰品、渔业、个护用品、白酒、医药商业、饮料乳品、非白酒、休闲食品、酒店餐饮、化妆品涨幅居前，均涨超 4.8%。

消费政策预期再起，交投情绪有所升温。本周多项提振消费政策接续落地。3 月 14 日（周五），金融监管总局印发通知，要求金融机构发展消费金融，助力提振消费，更好满足消费领域金融需求，强调要求**①增加消费金融供给**。金融机构要围绕扩大商品消费、发展服务消费和培育新型消费。**②鼓励银行业金融机构在风险可控前提下**，加大个人消费贷款投放力度，合理设置消费贷款额度、期限、利率。**③开展个人消费贷款纾困**。以征信等记录为参考，对暂时遇到困难的借款人，合理商定贷款偿还的期限、频次。根据借款人申请，经审核合格后为符合条件的借款人提供续贷支持。**④优化消费金融环境**。银行业金融机构要规范消费贷款合同条款，明示最终综合融资成本。3 月 13 日（周四），呼和浩特市公布当地生育补贴细则，规定生育一孩的家庭将一次性获得 1 万元补贴；生育二孩的家庭将获得 5 万元补贴，分 5 年发放；生育三孩及以上的家庭将获得 10 万元补贴，分 10 年发放。根据《中国人

口和就业统计年鉴 2023》，2022 年中国总和生育率为 1.05，一孩生育率为 0.610，二孩生育率为 0.315，多孩生育率为 0.127。按此比例测算，2024 年全国出生人口为 954 万人，若年内能全国推广，在 2025 年出生人口增速为 0% 的保守测算下，今年全国生育补贴金额可达到 3296.1 亿元。另一方面，据国新网消息，国务院新闻办公室将于 3 月 17 日（下周一）下午 3 时举行新闻发布会，届时将邀请发改委、人力资源社会保障部、商务部等部门介绍提振消费有关情况，关于消费政策的预期发酵。周五在多项提振消费相关政策连续落地以及提振消费政策预期的背景下，部分消费板块成交额占全 A 的比例明显提升，交投情绪快速升温。

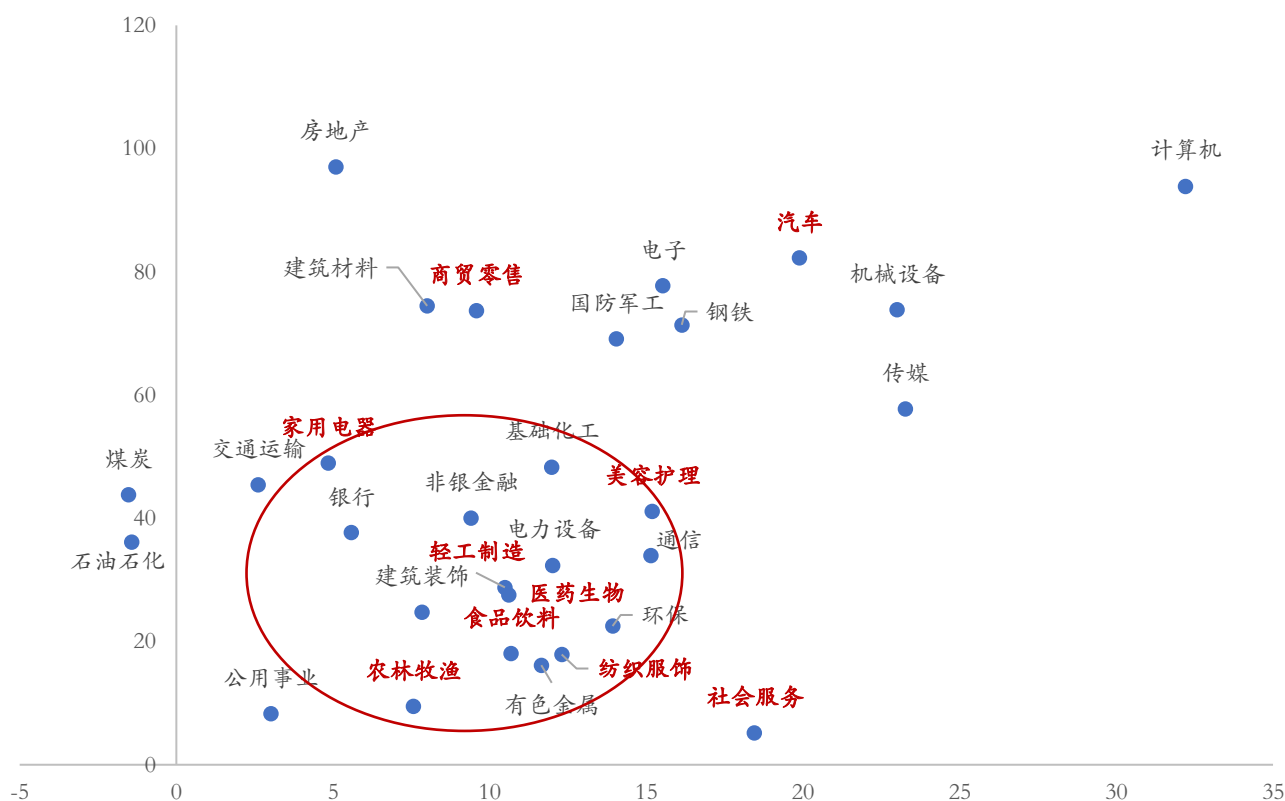
图表 3 消费板块整体交投热度于本周五抬升



资料来源：Wind，华安证券研究所。上图数据为消费类行业的成交量占市场总成交量的比例。

消费属于滞涨和低估值方向，在大盘高位震荡、行业轮动加速、消费类政策提振背景下迎来补涨。截至 3 月 14 日，当前低于近 15 年估值 30% 分位的消费板块有农牧（9.5%）、食饮（18.0%）、纺织服饰（17.9%）、轻工制造（28.8%）、医药生物（27.6%）、社会服务（5.2%），而上证指数估值以来到近 15 年 68.6% 分位；1 月 4 日至 3 月 14 日上证指数上涨 8.2%，涨幅低于上证的消费板块有农牧（7.6%）、家电（4.8%）。大部分消费板块仍具有低估值或滞涨的属性，根据我们对 3 月的判断，即经济基本面呈弱改善趋势、海外扰动风险有限以及成长主题性行情面临估值消化压力的情形下，大盘整体呈高位小幅波动态势，行业重回轮动行情，低估值、滞涨的板块有望迎来机会，消费板块本周、尤其是本周五在政策预期催化下出现轮动补涨。

图表 4 多数消费板块仍处于滞涨+低估的状态



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：横轴为 2025/1/14-2025/3/14 的区间涨跌幅，纵轴为 2010/1/1-2025/3/14 日的估值（PE）百分位，单位均为：%。

预计消费板块在政策和预期提振下将迎来阶段性轮动补涨，但由于当前居民消费整体未见明显改善，业绩支撑较弱，基本面接续政策概率较低，参照历史经验，消费方向轮动上涨行情持续时间和上涨空间幅度均较为有限。从近两年在中央政治局会议中政策表述超预期的行业涨跌表现来看，近两年在中央政治局会议中定调超预期的产业方向都出现了阶段性行情，如 2023 年 4 月人工智能表述超预期，随后约 1.5 个月相关板块平均涨幅接近 11%，最大涨幅接近 18%。如 2023 年 7 月资本市场和房地产表述超预期，相关板块上涨持续 0.5 个月，平均涨幅超 12%，最大涨幅接近 17%。如 2024 年 4 月房地产表述超预期，地产上涨约 1 个月，涨幅接近 18%。2024 年 7 月关于提振消费的表述超预期，相关服务类消费板块上涨时间在 0.5 个月左右，平均涨幅在 6% 左右，最大涨幅超过 12%。同时需要注意的是，我们认为复盘的四轮阶段性行情持续时间较短的原因在于，虽然政策表述超预期，但随后相关板块的基本面并未见到明显改善。典型案例为 2024 年 4 月份政策提振下的房地产行情，在后续还有 517 地产新政接力的情形下，地产板块的上涨行情也仅仅只持续了 1 个月左右。从地产基本面来看，房屋销售价格 2024 年 5-9 月期间仍处走低状态未见回升，70 大中城市新建商品住宅价格指数同比由 5 月的 -4.3% 一路下滑至 10 月的 -6.2%，环比则持续在 -0.7% 左右磨底震荡，导致基本面并未接力情绪回升下的估值修复行情。

本轮提振消费专项行动出台政策力度或许不弱，但考虑到今年春节期间消费数据仍然偏弱，板块基本面反转仍需要时间，如餐饮、社服等行业。以社服为例，2025 年春节黄金周期间内，国内接待游客总数同比增长 5.7%、旅游总收入同比增长 7.0%，增速弱于 2024、2017-2019 年同期水平，从酒店价格方面来看，2025 年 2 月 2 日海南 3 星级以上酒店散客价格指数（周）为 110.6，2024 年 2 月 18 日为 133.7、2021 年 2 月 21 日为 140.6，相较而言也处于偏弱水平，旅游出行需求改善偏弱。食品饮料方面，2024 年 12 月社零同比增速为 3.7%、2025 年春节期间茅台成交价低于 2024 年国庆的价格水平，多数据指示居民消费需求仍然较差，加上以价换量以及消费降级，如白酒等传统消费领域未来业绩仍有较大的不确定性。因此这种补涨的机会主要是取决于情绪提振下市场风险偏好持续改善的时间、空间，预计补涨行情持续时间偏短，呈脉冲式波动。

图表 5 多数消费板块仍处于滞涨+低估值的状态

2023 年 4 月政治局会议表述超预期相关板块累计涨幅							
时间	万得全 A	计算机	传媒	通信	电子		
T-20	0.80%	3.50%	-15.95%	-5.68%	7.79%		
T-10	2.76%	8.68%	-5.53%	1.84%	13.11%		
T-5	0.18%	3.63%	-8.32%	2.14%	5.86%		
T+5	-1.01%	-0.37%	-0.49%	-4.81%	-3.38%		
T+10	-1.59%	-5.09%	-8.41%	-7.34%	-1.57%		
T+20	-3.31%	0.03%	-4.54%	1.36%	2.26%		
最大涨幅	-0.42%	12.76%	6.63%	17.71%	6.32%		
2023 年 7 月政治局会议表述超预期相关板块表现							
时间	万得全 A	房地产	银行	非银金融			
T-20	-0.79%	-3.86%	0.96%	-3.21%			
T-10	1.04%	-1.35%	1.14%	-0.16%			
T-5	1.67%	-3.16%	0.77%	1.01%			
T+5	12.55%	7.65%	12.67%	3.76%			
最大涨幅	3.97%	13.98%	6.67%	16.39%			
2024 年 4 月政治局会议表述超预期相关板块表现							
时间	万得全 A		房地产				
T-20	-1.01%		4.45%				
T-10	-5.38%		-7.85%				
T-5	-4.00%		-8.35%				
T+5	1.62%		4.38%				
最大涨幅	1.67%		17.58%				
2024 年 7 月政治局会议表述超预期相关板块表现							
时间	万得全 A	食品饮料	纺织服饰	医药生物	商贸零售	社会服务	美容护理
T-10	-3.22%	-2.78%	-6.75%	-2.45%	-3.55%	-5.97%	-8.02%
T-5	-3.13%	-4.69%	-4.68%	-3.68%	-4.41%	-4.61%	-6.08%

T+5	0.29%	-2.48%	0.86%	-1.50%	2.37%	2.06%	1.10%
T+10	0.48%	-0.22%	3.02%	4.58%	5.94%	12.02%	5.23%
最大涨幅	3.45%	1.80%	3.94%	4.47%	6.36%	12.02%	6.69%

资料来源：Wind，华安证券研究所。注：2023 年 4 月政治局会议的 T 为 2023 年 4 月 28 日，2023 年 7 月政治局会议的 T 为 2023 年 7 月 24 日、2024 年 4 月政治局会议的 T 为 2024 年 4 月 30 日、2024 年 7 月政治局会议的 T 为 2024 年 7 月 24 日、时间间隔按交易日计算，标红行为催化行情最高点的各行业累计涨幅情况。参考报告为《下行压力缓和但上行仍有制约，配置重视“确定性”》2024/8/5

2.2 配置热点 2：独家推荐的季节性基建 8 大优势领域今年收官表现如何？

我们的观点：基建开工行情具备极强季节性效应即春节假期后至“两会”闭幕，在此期间我们对其中的 8 大优势领域进行了独家持续推荐。在今年的季节性效应期内，这 8 个优势方向整体表现良好，期间涨幅和相对上证收益分别：通用设备（18.6%、14.6%）、环保设备（11.6%、7.6%）、金属新材料（11.2%、7.2%）、工程咨询服务（9.3%、5.3%）、非金属材料（8.2%、4.2%）、环境治理（7.9%、3.9%）、专业工程（7.6%、3.6%）、水泥（2.2%、-1.7%）。8 大细分领域均取得正收益，7 个细分领域取得了超额收益。

基建开工行情时间固定具备极强规律性，通常发生在春节假日后至两会结束前后。开工行情相比春季行情有更强的起止时间确定性和更稳定的行情发生概率。在这段时间里固定的发生开工行情主要原因在于：一方面春节假期后，复工返工逐步增多，生产建设开工情况也将整体逐步好转从而带动相关行情的景气环比改善，这是由中国传统春节的假日效应决定的；另一方面由于中国存在开门红传统，因此市场在年初或者一季度往往会存在比较高的政策力度预期，这种预期的证实或者证伪往往需要等到两会结束前后，这样的政策预期环境也有助于开工季行情的演绎。

开工行情期间优势领域行业取得绝对收益和超额收益的概率高且稳定。赔率表示过去 9 年开工行情期间取得的相对 wind 全 A 的超额收益率均值，并将其作为赔率分值。胜率表示过去 9 年间取得超额收益的年份或次数，次数越多代表越稳定，并将其作为胜率分值。性价比得分 = 赔率分值 + 胜率分值，即如果某一行业在过去 9 年间取得的超额收益率越高并且取得超额收益率的次数越多，则配置价值越突出，越值得重点配置。而 8 大优势细分领域即为其中的佼佼者。根据赔率+胜率=性价比的打分模型，对 40 余个基建相关细分领域的过去 9 年季节期内表现，优选出 8 个赔率和胜率皆优的细分方向，分别是工程咨询服务、环保设备、专业工程、环境治理、非金属材料、水泥、通用设备、金属新材料。这 8 个细分领域往往能取得较好的绝对收益和超额收益，性价比最优。根据历史复盘显示，大部分与基建开工相关的二级

细分领域在开工行情期间，取得正收益或者超额收益与否与其本身的景气边际变化无关，包括水泥、金属新材料、燃气等。即景气边际改善并非行情的必备条件。

图表 6 基建开工相关的 41 个细分领域性价比打分模型，前 8 大细分领域为优势方向

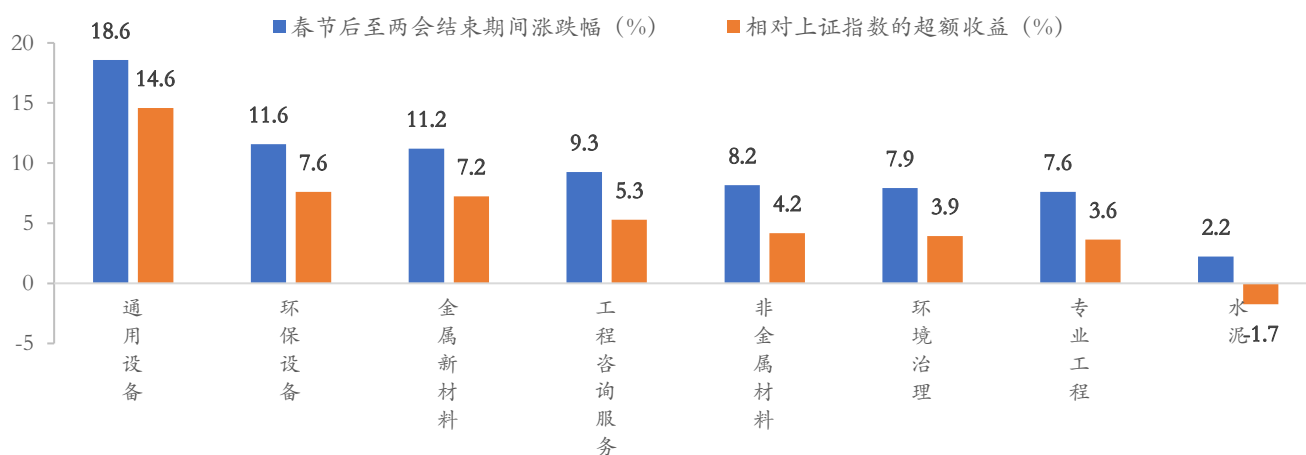
二级行业	9年平均收益率	超额收益率 9年均值(赔率)	次数 (胜率)	打分 性价比	二级行业	9年平均收益率	超额收益率 9年均值(赔率)	次数 (胜率)	打分 性价比
工程咨询服务	15.1%	7.6%	8	15.6	化学原料	10.2%	2.7%	5	7.7
环保设备	15.3%	7.8%	7	14.8	橡胶	9.0%	1.5%	6	7.5
专业工程	13.6%	6.1%	8	14.1	装修建材	8.8%	1.3%	6	7.3
环境治理	13.2%	5.7%	8	13.7	普钢	10.3%	2.8%	4	6.8
非金属材料	14.2%	6.7%	7	13.7	农化制品	8.8%	1.3%	5	6.3
水泥	13.1%	5.6%	7	12.6	轨交设备	8.7%	1.2%	5	6.2
通用设备	11.6%	4.1%	8	12.1	工程机械	8.3%	0.8%	5	5.8
金属新材料	12.4%	4.9%	7	11.9	煤炭开采	9.3%	1.8%	4	5.8
装修装饰	11.9%	4.4%	7	11.4	电力	8.0%	0.5%	4	4.5
燃气	11.8%	4.3%	7	11.3	焦炭	7.9%	0.5%	4	4.5
专用设备	11.4%	3.9%	7	10.9	玻璃纤维	8.1%	0.6%	3	3.6
塑料	12.0%	4.5%	6	10.5	铁路公路	6.8%	-0.7%	4	3.3
工业金属	11.3%	3.9%	6	9.9	物流	6.1%	-1.4%	4	2.6
基础建设	11.3%	3.8%	6	9.8	房地产开发	7.1%	-0.4%	3	2.6
冶钢原料	12.1%	4.6%	5	9.6	航空机场	7.0%	-0.5%	3	2.5
化学制品	9.0%	1.5%	8	9.5	化学纤维	6.9%	-0.6%	3	2.4
房屋建设	9.8%	2.3%	7	9.3	炼化及贸易	5.0%	-2.5%	3	0.5
航运港口	10.5%	3.0%	6	9.0	城商行	3.4%	-4.1%	3	-1.1
自动化设备	10.3%	2.8%	6	8.8	国有大型银行	2.3%	-5.2%	3	-2.2
油服工程	9.7%	2.2%	6	8.2	股份制银行	0.9%	-6.5%	1	-5.5
特钢	9.7%	1.7%	6	7.7					

性价比=赔率+胜率

资料来源：Wind，华安证券研究所。注：来源为 2025 年一季度策略报告《积极应变》2024/12/27

我们独家推荐的 8 大基建细分优势领域今年表现仍然良好。今年春节后至两会结束期间（2025 年 2 月 5 日至 2025 年 3 月 11 日），我们推荐的 8 大细分领域中有 7 个方向取得了超额收益，整体表现依旧较好，通用设备、环保设备、金属新材料、工程咨询服务、非金属材料、环境治理、专业工程、水泥涨跌幅分别为 18.6%、11.6%、11.2%、9.3%、8.2%、7.9%、7.6%、2.2%，相对上证指数的超额收益，14.6%、7.6%、7.2%、5.3%、4.2%、3.9%、3.6%、-1.7%，胜率为 100%，赔率达 87.5%。

图表 7 除水泥外，其余 7 个重点推荐基建细分领域均取得了超额收益



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：统计时间区间为 2025/2/5-2025/3/11

2.3 消费主线行情未至，行业仍是轮动时

3 月第 2 周消费板块尤其是食品饮料和服务类消费涨幅领先，前期强势的科技股回调，我们提出的 3 月行业整体轮动的判断持续被证实。目前市场向上、向下的动能和风险均有限，大格局仍是高位震荡，同时各风格、行业基本面变化有限，因此行业上仍将继续维持快速轮动态势，前期滞涨和低估值的方向有望迎来轮动机会。具体行业机会上建议关注两条有望轮动的主线：

第一条主线是市场震荡下具备配置性价比同时具备中长期战略配置价值的银行保险。一方面，我们坚持对 3 月市场高位震荡的判断，因此银行保险等权重股有稳定及短期换仓的性价比。二方面《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》中诸多举措都有力提升银行保险的中长期投资价值。

第二条主线是前期低估滞涨同时有政策催化的领域，重点关注医药、汽车（不含零部件）、家电（不含零部件）。其中医药有望出现阶段性估值修复，源于“完善药品价格形成机制”和“医保支持创新药高质量发展”两份文件征求意见。汽车、家电则是源于以旧换新政策进一步明确以及优异效果。在前期整体滞涨背景下，市场高位震荡，同时有政策催化，有望迎来一波阶段性机会。

风险提示：

2 月经济数据大幅不及或超预期；美股持续性调整对全球资本市场偏好抑制的风险；美国对华政策超预期严厉等。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差/5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6/12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6/12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6/12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差/5%至 5%；
- 减持—未来 6/12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出一未来 6/12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。