

Manus 能否为科技股行情空中加油？

报告日期：2025-03-09

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

相关报告

1. 策略周报《如何预判本轮科技股调整时间和空间？—20250302 第9周》
2. 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

● 政府工作报告符合预期，市场关注点转向政策落地及效果验证，国内情况总体稳定。美对我国加征关税风险虽非 A 股主导因素但也会在某些时点形成扰动。因此市场将继续维持高位震荡。配置上仍是轮动，Manus 不改我们对科技股谨慎的态度，关注短期有性价比、中长期有战略配置价值的银行、保险，以及前期滞涨低估有政策催化的医药、汽车（不含零部件）、家电（不含零部件）。而强季节性基建优势品种正迎来收益兑现时机。

● 市场观点：内部稳定如预期、外部风险偶扰动，市场维持高位震荡

内部经济稳定政府符合预期、外部风险偶然扰动，市场继续维持高位震荡。政府工作报告总基调调整符合预期，经济主题记者会提及部分政策举措有望近期落地，后续市场关注点转向具体政策落地及宏观经济数据对政策效果的验证。1-2 月出口维持韧性但略低于预期。尽管美国加征关税“可谈判”特点突出，但从特朗普正式就职一个半月的关税政策动向看，对华加征关税可能符合其就职前团队透露的“逐月加征”特点，虽非当前 A 股的主导因素，但也会在某些时间点形成一定的风险扰动。

市场热点 1：如何看待“两会”政府工作报告、经济主题记者会及后续政策落地节奏？“两会”政府工作报告总定调整符合市场预期，经济主题记者会中提及的部分政策举措有望近期落地，如消费提振专项行动、降准、化解重点产业结构性矛盾推动落后低效产能退出等。后续市场对经济基本面的关注点将逐步转向对政策效果的观察和验证。

市场热点 2：如何看待 1-2 月出口数据及美国加征关税风险？1-2 月出口整体维持韧性，但略低于预期。结合集装箱吞吐量判断，1-2 月出口呈现一定“以价换量”特点，价格因素对出口存在拖累，同时劳动密集型产品如纺织服装等出口增速有所下滑，或表明美国加征关税的影响已逐步开始传导。同时，尽管美国加征关税“可谈判”特点突出，但就特朗普正式就职一个半月的关税政策动向来看，对华加征关税可能符合其就职前团队透露的“逐月加征”特点，仍然可能存在偶发性的风险扰动但并非是 A 股市场的主导因素。

● 行业配置：季节性基建收益正是兑现时，继续配置低估滞涨品种

3 月第 1 周我们强调的行业将回归轮动被证实，其中受 Manus 事件催化，成长科技板块涨幅再度领先，同时周期板块如有色、机械、钢铁，消费板块如汽车、社服也迎来轮动性表现。尽管 Manus AI 催化剂再现，但我们倾向于认为其催化效能有限难以对成长科技股形成新一轮上涨支撑，行业上仍然维持快速轮动的判断不变。具体行业机会上建议关注三条有望轮动的主线：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）。3) 正值收益兑现时机的强季节性基建优势品种。

配置热点 1：如何看待当前科技股位置及 Manus 能否为科技股再度上涨进行空中加油？Manus 为本周泛 TMT 板块上涨提供催化，但我们对本轮科技股行情仍然维持谨慎态度。一方面，Manus 革新性或远不及 Sora 和

DeepSeek，而 Manus 发布次日面临越来越多的质疑和泛 TMT 板块出现回调正好是最好的注解，因此 Manus 对科技板块的催化效能也许并不够强大。二方面，科技股见顶的迹象越发明显。包括一是当前相关板块尤其是计算机估值百分位继续处于天花板顶部，估值压力突出。二是高位股跳水现象愈发突出，本轮高位股已经出现平均 4 次单日大跌，超过前两次 AI 重磅催化剂下的平均跳水次数。三是板块扩散即从计算机、传媒扩散至通信、电子，以及板块龙头补涨均已出现，这在此前见顶时也有发生。三方面，历年 A 股春季行情终结的触发因素即美股阶段性调整风险已经出现，若春节行情结束，前期高涨的科技股将进一步面临领调压力。

配置热点 2：如何看待国防军工板块上涨的持续性？我们曾对军工行情进行过统计分析，发现其受创业板走势特征影响明显。若创业板同时满足“前期超跌、快速反弹、后未大跌”的特征时，军工见顶时间将滞后创业板见顶时间 1 个月左右，但若上述三个特征不完全满足时，军工见顶时间基本与创业板见顶时间一致。而当前军工仍在持续创新高（其余成长行业未创新高），对当前的军工行情后续研判上，已经符合两个特征，一是前期超跌，二是快速反弹，对于第三点“后未大跌”我们认为创业板指出现大幅回调的风险较小，因此国防军工未来仍有进一步上涨可能，假若 2 月下旬成为创业板的阶段性高点，则军工行情有望上涨至 3 月底。

● 风险提示

2 月社融信贷或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：内部稳定如预期、外部风险偶扰动，市场维持高位震荡	4
1.1 市场热点 1：如何看待“两会”政府工作报告、经济主题记者会及后续政策落地节奏？	4
1.2 市场热点 2：如何看待 1-2 月出口数据及美国加征关税风险？	5
2 行业配置：季节性基建收益正是兑现时，继续配置低估滞涨品种	7
2.1 配置热点 1：如何看待当前科技股位置及 MANUS 能否为科技股再度上涨进行空中加油？	7
2.2 配置热点 2：如何看待国防军工板块上涨的持续性？	10
2.3 季节性基建收益正是兑现时，继续配置低估滞涨品种	11
风险提示：	12

图表目录

图表 1 春节错位因素下，2 月 CPI 受食品价格下降拖累	5
图表 2 2025 年 5 月之前猪肉价格基数维持低位	5
图表 3 “抢出口”态势延续，3 月出口增速小幅为正	6
图表 4 自动数据处理设备与集成电路是本月出口主要增量	6
图表 5 本周泛 TMT 板块并未突破前两周的高位水平	9
图表 6 高位股加速现象已经非常突出，并且平均跳水次数已经远大于前两次催化行情下的次数	9
图表 7 智能体=大模型（LLMs）+规划（PLANNING）+记忆（MEMORY）+工具使用（TOOLS）	9
图表 8 AI 协同的三种模式	9
图表 9 当市场变动的三个特征均满足时，军工顶将滞后创业板顶约 1 个月左右	11

1 市场观点：内部稳定如预期、外部风险偶扰动，市场维持高位震荡

1.1 市场热点 1：如何看待“两会”政府工作报告、经济主题记者会及后续政策落地节奏？

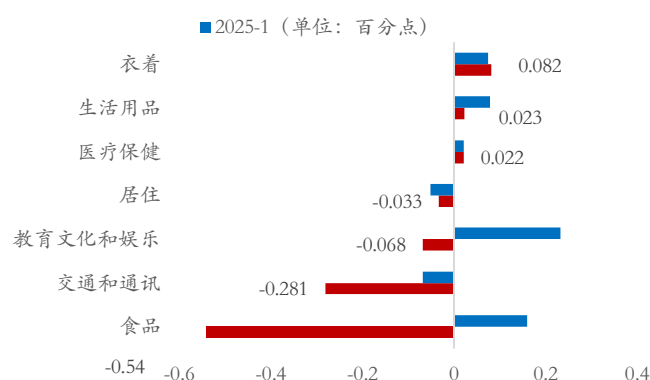
我们的观点：“两会”政府工作报告总定调整体符合市场预期，经济主题记者会中提及的部分政策举措有望近期落地，如消费提振专项行动、降准、化解重点产业结构性矛盾推动落后低效产能退出等。后续市场对经济基本面的关注点将逐步转向对政策效果的观察和验证。

“两会”政府工作报告整体符合市场预期，经济主题新闻发布会中提及的部分政策举措有望在近期落地值得关注。我们在点评报告《政策靠前发力，把握行业轮动机会》（2025-03-05）指出，2025 年发展主要预期目标除居民消费价格涨幅较 2024 年 3%左右有所下调之外，其余与上年保持一致，也与此前地方政府“两会”释放的信号一致、符合市场预期。政策力度与节奏上看，财政政策较 2024 年进一步加码，新增债务规模达到 2.9 万亿元；货币政策定调延续中央经济工作会议定调“社会融资规模、广义货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”；政策节奏上明确“出台实施政策要能早则早、宁早勿晚”，靠前发力可期。总的看，今年政府工作报告提出的宏观经济 5%增长目标、财政政策增量 2.9 万亿元、适度宽松的货币政策适时降准降息等，均在市场预期之内。3 月 6 日，经济主题新闻发布会中提及的部分政策举措有望在近期落地，值得关注。主要是：①促消费方面，政府工作报告只提及了消费提振专项行动，对此发改委在新闻发布会上明确，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。②改造提升传统产业方面，发改委指出，近期国务院常务会研究了化解重点产业结构性矛盾的政策措施，**将分行业出台具体方案，推动落后低效产能退出**。③货币政策方面，央行指出目前金融机构存款准备金率平均为 6.6%、还有下行空间，中央银行向商业银行提供的结构性货币政策工具资金利率也有下行空间，因而短期内**降准和结构性工具降息概率较大**。后续，市场将逐步转向对政策托底宏观经济效果的验证，关注 3 月 17 日公布的 1-2 月宏观经济数据。

2 月通胀数据偏弱，宏观经济仍需政策加码发力。①2 月 CPI 同比-0.7%，较上月回落 1.2 个百分点。本月服务类 CPI 同比-0.4%较上月大幅下降 1.5 个百分点，核心 CPI 同比-0.1%也较上个月回落 0.7 个百分点。因去年春节在 2 月而今年春节主要在 1 月末，春节错位因素导致核心 CPI、服务类 CPI 同比大幅下降，飞机票和旅游价格同比分别下降 22.6%和 9.6%，合计影响 CPI 同比下降约 0.27 个百分点。同时，春

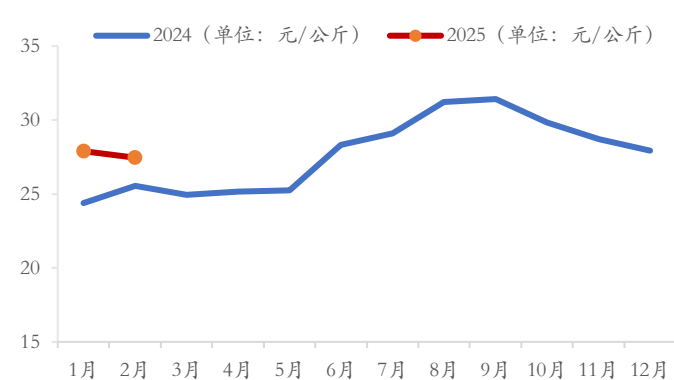
节需求带动下食品项对 CPI 拉动贡献由贡献 0.16 个百分点转为拖累 0.54 个百分点（Wind 统计口径）。展望 3 月，春节错位因素结束后 CPI 同比有望逐步改善。②2 月 PPI 同比下降 2.2%，降幅较收窄 0.1 个百分点。2 月 PPI 环比延续下降，原因在于：一是受假日及低温天气等因素影响，建筑项目停工较多；二是煤炭生产整体稳定，价格同比延续下降。三是国际油价波动传导带动国内石油相关行业价格下行。我们认为，当前受全球需求拖累大宗商品价格难言反弹，3 月基数有所回落，预计 3 月 PPI 同比降幅恐小幅收窄至-2%左右。

图表 1 春节错位因素下，2 月 CPI 受食品价格下降拖累



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：百分点

图表 2 2025 年 5 月之前猪肉价格基数维持低位



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：元/公斤。注：报告发布当月为已公布数据计算获得。

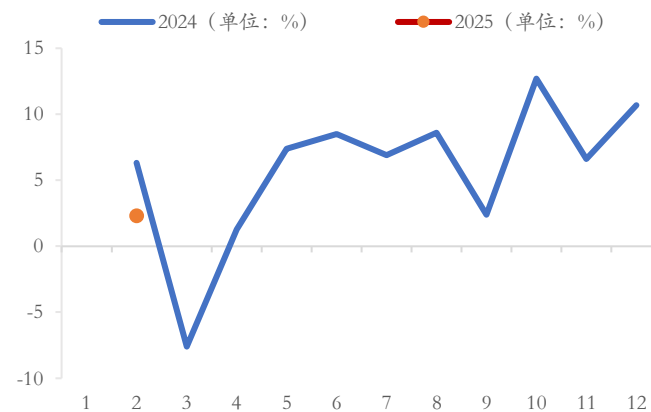
1.2 市场热点 2：如何看待 1-2 月出口数据及美国加征关税风险？

我们的观点：1-2 月出口整体维持韧性，但略低于预期。结合集装箱吞吐量判断，1-2 月出口呈现一定“以价换量”特点，价格因素对出口存在拖累，同时劳动密集型产品如纺织服装等出口增速有所下滑，或表明美国加征关税的影响已逐步开始传导。同时，尽管美国加征关税“可谈判”特点突出，但就特朗普正式就职一个半月的关税政策动向来看，对华加征关税可能符合其就职前团队透露的“逐月加征”特点，仍然存在偶发性的风险扰动但并非是 A 股市场的主导因素。

对美“抢出口”延续，一季度出口维持韧性。1-2 月出口额 5399.4 亿美元，同比增长 2.3%，增速较去年 12 月回落 8.4 个百分点，但出口仍维持一定韧性。但与高频数据中的外贸集装箱吞吐量 9%以上增速相比，出口增速低于外贸集装箱吞吐量指向的数量因素，或表明 1-2 月出口价格因素存在一定拖累，呈现出一定的“以价换量”的特点。我们认为，美国对华出口商品加征关税最终按照“逐月加征”的概率较大（详见后文分析），出口增速下行压力可能 Q2 至 Q3 开始逐步显现。①从出口国别来看，东盟出口增速 5.4%、依然是出口增速的主要贡献；美国同比为 2.9%、依

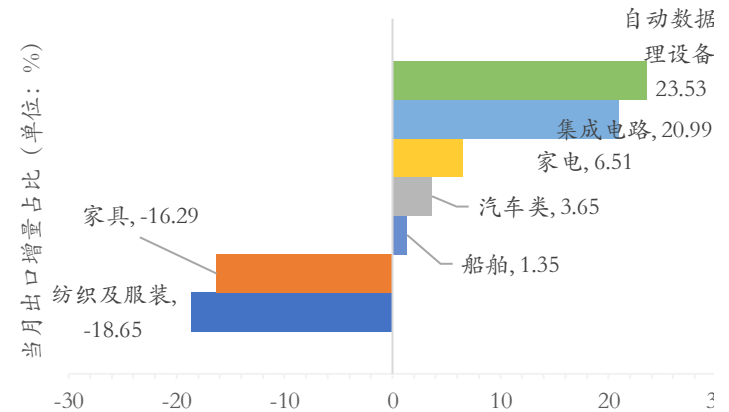
然延续“抢出口”特征，略高于欧盟 1.01%。②从出口商品结构来看，各类商品出口增速出现明显分化。其中，消费电子类中的自动数据处理设备（10.14%）、集成电路（11%）以及家电（6.03%）维持较高增速，但劳动密集型产品和地产链条商品增速明显下滑，特别是灯具（-22.62%）、箱包（-20.91%）、鞋靴（-18.82%），汽车（2.47%）维持中等增速。1-2 月出口增量贡献来自于自动数据处理设备、集成电路和家电三大项。短期内，对美“抢出口”态势有望延续，后续取决于美国对华关税政策调整。

图表 3 “抢出口”态势延续，3 月出口增速小幅为正



资料来源：Wind，华安证券研究所。

图表 4 自动数据处理设备与集成电路是本月出口主要增量



资料来源：Wind，华安证券研究所。

美国加征关税“可谈判”特点突出，短期内加征风险依然持续反复，需继续跟踪。3月4日，美国再次对中国出口商品加征 10% 政策落地，我国采取相应反制措施，对农产品加征关税。3月4日，加拿大总理特鲁多宣布，对从美国进口的产品征收 25% 的报复性关税。但美国方面有所让步，表示可能对于汽车产业豁免加征关税，随后美国正式宣布对符合“美国-墨西哥-加拿大协定”（美墨加协定）优惠条件的商品予以免税，对从加拿大进口的不符合美墨加协定优惠条件的能源、钾肥产品征收 10% 关税。由于美国已同意暂停对加拿大符合美墨加协定出口的产品征收关税，直至 4 月 2 日。因此，加拿大不会在 4 月 2 日之前对美国商品征收第二阶段报复性关税，并继续努力以取消所有关税。就特朗普正式就职一个半月的关税政策动向来看，对华加征关税可能符合其就职前团队透露的“逐月加征”特点，而美国对其他国家加征关税可能呈现持续拉锯和反复的特点。此外，2 月美国非农就业数据走弱，也反映美国经济下行风险加剧，连同关税风险加剧对美股的冲击，失业率回升至 4.1%，高于预期和前值 4.0%；新增非农就业人数 15.1 万人，低于市场预期 16 万人。**加征关税风险持续反复，叠加数据显示美国经济走弱风险有所累积，对美国经济衰退担忧风险加剧，持续冲击美股，可能形成风险因素、仍需继续跟踪。**

2 行业配置：季节性基建收益正是兑现时，继续配置低估滞涨品种

2.1 配置热点 1：如何看待当前科技股位置及 Manus 能否为科技股再度上涨进行空中加油？

我们的观点：Manus 为本周泛 TMT 板块上涨提供催化，但我们对本轮科技股行情仍然维持谨慎态度。一方面，Manus 革新性或远不及 Sora 和 DeepSeek，而 Manus 发布次日面临越来越多的质疑和泛 TMT 板块出现回调正好是最好的注解，因此 Manus 对科技板块的催化效能也许并不够强大。二方面，科技股见顶的迹象越发明显。包括一是当前相关板块尤其是计算机估值百分位继续处于天花板顶部，估值压力突出。二是高位股跳水现象愈发突出，本轮高位股已经出现平均 4 次单日大跌，超过前两次 AI 重磅催化剂下的平均跳水次数。三是板块扩散即从计算机、传媒扩散至通信、电子，以及板块龙头补涨均已出现，这在此前见顶时也有发生。三方面，历年 A 股春季行情终结的触发因素即美股阶段性调整风险已经出现，若春节行情结束，前期高涨的科技股将进一步面临领调压力。

本周（3 月 3 日-3 月 7 日）泛 TMT 板块涨幅相对靠前，计算机、传媒、通信、电子分别上涨 6.7%、5.2%、2.8%、2.7%，分别位于申万一级行业第 3、5、8、9 名。细分子行业中，软件开发、教育、广告营销、游戏、IT 服务领涨，均涨超 6%。

本周成长科技板块主要在两个因素推动下市场情绪被再度提振。一是政策对科技的支持力度进一步加大。3 月 6 日，在经济主题记者会上，央行行长表示将优化科技创新和技术改造再贷款政策，再贷款规模将从 5 千亿扩大到 8 千至 1 万亿元，并将降低再贷款利率，扩大再贷款支持范围并保持财政贴息力度。同时发改委主任表示将设立国家创业投资引导基金，存续期达 20 年，预计将吸引带动地方、社会资本近 1 万亿元，并会引导向人工智能、量子科技、未来能源、生物医药等领域聚焦。二是催化剂事件频现，再次阶段性带动成长科技板块热度。3 月 6 日，Monica 宣布推出全球首款 AI Agent（自主智能体）产品 Manus AI，将诸多模型混合，达成类似于多种任务处理的综合性使用效果，并称其性能超越 OpenAI 同层次大模型；同时阿里发布开源模型 QwQ-32B，宣称性能与 DeepSeek-R1 持平，并可支持消费级显卡本地部署，极大的降低了本地运行的难度与成本。

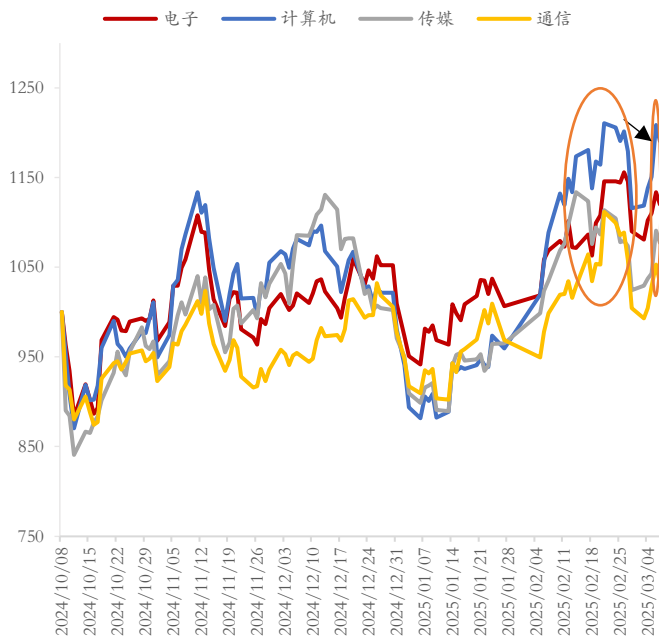
但 Manus 的革新性或弱于 Sora 和 DeepSeek，对成长科技的催化作用预计很难形成持续性或板块上涨幅度。AI Agent 是包含一个或多个大模型，具备一定综合任务处理性能与编排能力，与人类直观行为更加相近的综合复杂系统，即将大模型作

为处理模块，进行类人化的处理流程。其与大模型属于共生关系，大模型为 AI Agent 提供了认知能力和工具调用接口，而 AI Agent 则利用大模型或多款工具去完成任务，重点在于解决如何处理的问题，核心是任务分配与协作，以实现更加智能化、自动化的应用场景。3月6日，Monica 宣布推出 AI Agent 产品 Manus AI，并称其性能超越 OpenAI 同层次大模型。但实际来看，其并没有基础算法创新，并且研发团队人员在公开声明中表示，目前的 Manus 离正式交付时想实现的体验差距较大，模型幻觉、运行速度方面都还有很大提升空间，并且由于其采用邀请内测的模式，导致大部分业内人士无法实际体验并对其性能做出客观评价，并且从部分反馈来看，Manus 处理任务的速度也偏慢。从热度来看，虽然当前国内讨论热度高，但国外的热度相对较低。当前市场已经对 Manus 的效用出现一定质疑，虽然 Manus 的发布将带动国内大模型厂商加快研发 AI Agent 的进度，但若 Manus 实际落地效果不及市场预期且未有其他厂商快速跟进，其对成长科技板块的催化将偏向于短而促的影响，成长科技板块在前期已经累计较高涨幅的背景下，后续相关板块仍然存在较大的估值消化调整压力。从市场反应来看，计算机、传媒、通信、电子在 Manus 发布当日（2025/3/6）单日分别上涨 5.0%、4.6%、2.4%、2.1%，但次日（2025/3/7）便分别下跌 1.4%、1.2%、1.9%、1.2%，也从侧面印证其对泛 TMT 板块的持续催化效应有待进一步验证。

泛 TMT 板块见顶迹象仍然丰富而明显，且高位股跳水现象愈发突出，叠加美股持续调整对 A 股春季行情的外部风险传导，我们依然对当前位置的科技股持谨慎态度。近半个月以来，我们一直强调成长科技板块是全年最重要主题机会这个判断不变，但本轮阶段性主题行情已近尾声。判断本轮成长科技行情接近尾声的主要依据在于四方面：一是本轮泛 TMT 板块的涨幅以及估值百分位已经处于过去历史可比情况下的区间上限；二是本轮成长科技板块的高位股已经出现了至少 4 次跳水，此前类似主题行情下通常仅出现了 2-3 次高位跳水，意味着市场分歧度已经处于历史高位；三是近日成长科技板块的机会出现扩散，即从计算机、传媒扩散至通信、电子，这与过去几次主题性行情尾声时扩散规律基本一致；四是出现了板块龙头补涨，也是行情尾声迹象。

当前高位股加速跳水的现象已经非常明显和频繁，在 Windows Copilot 行情（2023 年 5 月 15 日至 2023 年 6 月 20 日）以及 Sora 行情（2024 年 2 月 6 日至 2024 年 3 月 22 日）中，Copilot 行情下涨幅前十个股总共出现 18 次大跌情形，平均每只个股出现 1.8 次单日内下跌超 5% 的情形，Sora 行情下涨幅前十个股总共出现 29 次大跌情形，平均每只个股出现 2.9 次单日内下跌超 5% 的情形。本轮行情下（2025 年 1 月 7 日至 2025 年 3 月 7 日），高位股总计已出现 42 次大跌情形，平均每只个股已出现 4.2 次单日内下跌超 5% 的情形，已经出现多次大幅调整现象，明显超过前两次 AI 重磅催化剂出现情形下高位股的平均跳水次数，并且调整的频率较月报《静水流深》中的统计而言再次加速，反映出当前成长科技板块可能面临着越来越大的调整压力。

图 表 5 本周泛 TMT 板块并未突破前两周的高位水平



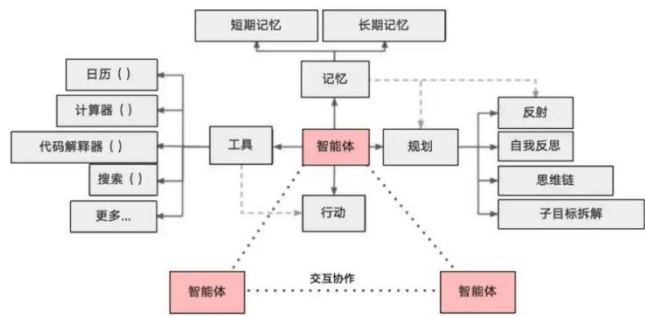
资料来源：Wind，华安证券研究所。注：均标准化处理，以 2024/10/8 日为 1000 点

图 表 6 高位股加速现象已经非常突出，并且平均跳水次数已经远大于前两次催化行情下的次数

日期/个股名称	839493.BJ 华信科技	600289.SH ST信通	300766.SZ 泰日星源	301396.SZ 富泰科技	300251.SZ 光庭光电	688316.SH 普云科技	300344.SZ 立方爱科	839030.BJ 立方爱科	301382.SZ 海防电子	300454.SZ 源信盛
2025-01-07	4.2	0.0	1.5	2.7	2.3	4.3	1.1	8.4	3.2	2.1
2025-01-08	-1.5	0.0	4.7	-0.9	0.2	-2.0	-1.8	-1.5	-0.1	-1.4
2025-01-09	0.7	0.0	-5.8	0.4	-1.1	0.5	0.7	1.7	1.2	1.1
2025-01-10	-5.2	0.0	-9.1	-1.5	-2.1	-4.2	19.9	-1.4	-4.6	-1.8
2025-01-13	-4.2	0.0	3.2	-2.3	2.2	2.0	13.6	-5.2	0.7	0.5
2025-01-14	10.2	5.0	7.3	6.6	3.8	7.0	19.9	12.2	5.8	3.4
2025-01-15	0.2	4.8	0.9	-1.6	-1.0	-1.4	5.7	-0.4	1.0	-0.6
2025-01-16	1.2	5.1	0.7	-1.3	0.4	1.7	20.1	0.9	3.4	0.8
2025-01-17	0.9	4.8	-4.1	-1.7	4.0	-0.5	-14.2	-4.0	1.7	0.8
2025-01-20	0.2	5.1	0.7	1.8	0.9	1.0	-0.3	-1.1	7.8	3.2
2025-01-21	3.2	4.8	3.2	0.7	-0.2	0.3	9.7	-1.1	1.1	3.2
2025-01-22	-4.7	5.0	2.5	-1.9	0.9	-1.0	1.4	-5.1	-2.8	-0.2
2025-01-23	-2.7	5.2	7.9	0.2	0.8	1.5	-19.2	-0.9	2.4	0.4
2025-01-24	4.6	4.9	4.0	5.4	-0.2	6.8	-8.2	3.3	4.2	0.9
2025-01-27	17.0	5.1	20.0	-0.3	0.3	-2.2	-13.8	-0.2	0.9	0.4
2025-01-28	30.0	5.2	20.0	2.3	20.0	20.0	3.2	4.2	2.5	5.1
2025-02-06	9.8	4.9	20.0	2.3	18.0	20.0	9.2	11.2	5.5	7.8
2025-02-07	30.0	-2.5	15.1	0.9	3.4	20.0	2.5	6.7	4.1	7.6
2025-02-10	30.0	5.1	20.0	1.1	20.0	20.0	2.5	15.4	4.7	7.6
2025-02-11	20.8	4.9	8.6	-3.5	20.0	20.0	-3.8	6.0	-2.3	-2.9
2025-02-12	-1.8	4.9	5.6	-0.2	20.0	20.0	20.0	8.0	9.3	7.5
2025-02-13	17.1	5.0	1.3	20.0	20.0	-2.9	20.1	-8.6	10.6	7.8
2025-02-14	-5.7	5.0	-8.5	20.0	20.0	6.4	7.8	-0.1	0.2	20.0
2025-02-17	-5.3	5.0	5.5	11.0	-14.6	-7.4	-9.2	-2.1	-1.8	-5.3
2025-02-18	3.2	0.0	9.5	15.8	-6.3	-4.2	20.0	-3.8	-8.7	-2.0
2025-02-19	18.0	0.0	17.8	-2.7	4.7	4.0	-0.2	2.2	0.8	4.3
2025-02-20	-8.0	0.0	-11.3	-3.0	-5.9	3.4	-0.9	-4.2	0.1	1.4
2025-02-21	-3.0	5.0	-1.7	12.4	2.2	-2.2	-0.1	10.2	3.0	15.3
2025-02-24	-13.9	5.0	-15.0	-16.1	-3.2	-15.2	-10.3	-6.0	20.0	-5.5
2025-02-25	3.3	5.0	2.4	-3.7	-9.6	1.6	1.5	-3.2	16.5	-1.8
2025-02-26	-0.1	4.9	-1.2	0.1	0.1	2.7	13.8	1.9	-3.3	4.1
2025-02-27	-5.1	-4.9	0.6	0.6	-0.9	-2.1	-4.1	-1.9	8.1	-4.9
2025-02-28	2.6	-5.0	2.0	20.0	-1.5	-4.1	-12.0	-6.2	2.7	-7.1
2025-03-03	-8.2	5.0	-1.2	10.0	2.3	-6.9	2.9	2.4	-5.5	-0.5
2025-03-04	-1.0	5.0	-5.4	0.5	-4.0	1.3	2.1	10.5	-3.0	2.5
2025-03-05	17.3	4.9	8.1	20.0	0.3	2.7	6.8	-0.8	12.0	5.1
2025-03-06	-2.4	5.1	0.7	6.5	2.5	3.0	20.0	30.0	3.0	14.5
2025-03-07	-9.6	5.0	-7.0	-6.5	-3.9	-3.3	-7.8	30.0	-4.4	5.0

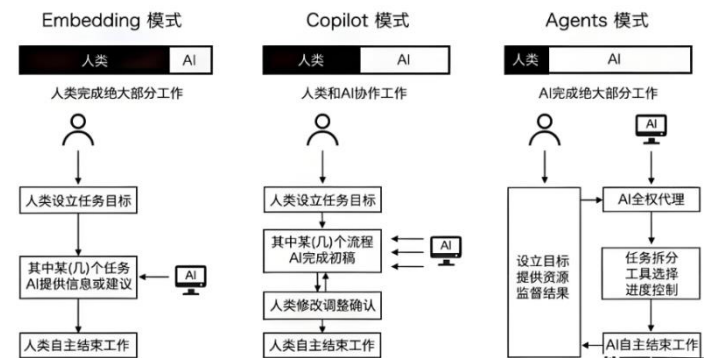
资料来源：Wind，华安证券研究所。注：标红为单日跌幅大于 5%，高位股从 2025/1/7-2025/3/7 期间泛 TMT 板块中涨幅前 10 的个股

图 表 7 智能体=大模型 (LLMs)+规划 (Planning)+记忆 (Memory)+工具使用 (Tools)



资料来源：《LLM Powered Autonomous Agents》Lilian Weng，华安证券研究所。

图 表 8 AI 协同的三种模式



资料来源：《AI 应用落地关键技术：AI Agent》，华安证券研究所。

美股持续下跌对 A 股春季行情终结的风险传导也会越来越突出。我们在上周周报《如何预判本轮科技股调整时间和空间？》中更新了近年春季行情和美股表现的对应关系，总结到美股下跌不仅是春季行情结束必不可少的外部冲击，更是 A 股春季行情结束的触发因素，在过去 7 年的春季行情终结前后约 1 周时间内，均出现了美股阶段性下跌行情。而当前美股也出现了持续下跌的风险，A 股本轮春季行情可能基本到位。近三周以来，纳斯达克指数持续调整，2025 年 2 月 20 日至 2025 年 3 月

7 日，纳斯达克指数下跌 9.3%，已经具备春季躁动终结的触发条件。若 A 股出现高位震荡甚至大幅波动将对前期强势的科技股形成更大的压力。

2.2 配置热点 2：如何看待国防军工板块上涨的持续性？

我们的观点：我们曾对军工行情进行过统计分析，发现其受创业板走势特征影响明显。若创业板同时满足“前期超跌、快速反弹、后未大跌”的特征时，军工见顶时间将滞后创业板见顶时间 1 个月左右，但若上述三个特征不完全满足时，军工见顶时间基本与创业板见顶时间一致。而当前军工仍在持续创新高（其余成长行业未创新高），对当前的军工行情后续研判上，已经符合两个特征，一是前期超跌，二是快速反弹，对于第三点“后未大跌”我们认为创业板指出现大幅回调的风险较小，因此国防军工未来仍有进一步上涨可能，假若 2 月下旬成为创业板的阶段性高点，则军工行情有望上涨至 3 月底。

本周（3 月 3 日-3 月 7 日）国防军工板块上涨 7.0%，位于申万一级行业第 2。细分行业中绝大多数板块涨幅居前，军工电子、航天装备、航空装备、地面兵装分别大涨 8.4%、7.7%、7.1%、6.6%，航海装备表现相对较弱，仅上涨 1.9%。且本周国防军工板块持续上涨，并且截至 3 月 7 日，成长板块（泛 TMT+电力设备+国防军工）中，仅国防军工再创新高。

我们曾在专题报告《如何利用市场特征识别军工行情的确定性机会》对 37 段军工行情进行过统计分析，发现军工受创业板走势特征影响明显。可总结为：若当创业板满足“前期超跌、快速反弹、后未大跌”的特征时（前期超跌，指创业板反弹前经历过一波 20%以上跌幅；快速反弹，指创业板反弹过程中涨幅在 10%/月以上；后未大跌，指创业板见顶后 1 个月内没出现过 10%以上的跌幅。），军工见顶时间将滞后创业板见顶时间 1 个月左右。若上述三个特征不完全满足时，军工见顶时间基本与创业板一致，在过去的 31 段行情中大多数都是此种情形。从整体复盘来看，37 段行情中有 6 段行情同时满足上述特征，都无一例外地出现了军工顶滞后市场顶 1 个月左右的情形。相反地，另外 31 段行情至少有一项特征不满足，其中有 30 段行情军工见顶时间与市场见顶时间同步，甚至提前，仅有 1 段行情军工顶滞后 20 天。

军工滞后见顶特征对当下国防军工板块的走势判断具有参考意义。从前期超跌、快速反弹、后未大跌三个特征来看，当前已经符合两个特征，一是前期超跌：从 2024 年 10 月 8 日创业板见顶至 2025 年 1 月 10 日见底期间，创业板指跌幅为 22.5%，符合前期超跌（跌幅大于 20%）的特征；二是快速反弹，2025 年 1 月 10 日至 2025 年 2 月 21 日，创业板指在 24 个交易日内上涨 15.5%，符合快速反弹（反弹过程中涨幅在 10%/月以上）特征。但需要注意的是，第三个特征，即创业板指是否有大跌风险（创业板见顶后 1 个月内出现 10%以上跌幅）仍存一定不确定性，在月报《静水流

深》中，由于成长科技主题行情临近阶段尾声，春季行情有被终结风险，同时预计宏观经济数据变化不大，我们判断 3 月市场有望在高位上小幅波动，无明显向下风险，亦缺乏显著向上动能，若维持该假设条件下，创业板后续上涨空间不大但大跌风险也相对有限，若 2025 年 2 月 21 日即为创业板指阶段性见顶时间点，军工见顶行情将滞后市场见顶时间 1 个月左右，即国防军工未来仍有进一步上涨空间，并且上涨行情有望持续至 3 月底。但若科技板块超调带动成长风格显著回调，导致创业板大幅下跌，那么后续国防军工上涨空间有限。

图 9 当市场变动的三个特征均满足时，军工顶将滞后创业板顶约 1 个月左右

序号	创业板行情	前期创业板超跌？ (跌超 20%)	创业板快速反弹？ (涨超 10%/月)	行情结束后未大跌？ (1 月内跌超 10%)	军工顶较市场顶关系	滞后期内表现对比
1	起 2023/10/24 止 2023/11/6	-28.65%	19.24%/月 (14 天)	-7.93%	滞后 0.5 个月	军工 4.25% 创业板 -1.94% 超额 6.19%
2	起 2022/12/26 止 2023/1/30	-21.53%	11.94%/月 (1 个月 6 天)	-7.80%	滞后 1 个月余	军工 5.39% 创业板 -6.98% 超额 12.36%
3	起 2022/4/27 止 2022/7/7	-38.39%	13.74%/月 (2 个月 11 天)	-7.75%	滞后 1 个月余	军工 5.3% 创业板 -4.5% 超额 9.8%
4	起 2020/3/24 止 2020/7/13	-20.12%	15.72%/月 (3 个月 21 天)	-9.23%	滞后 1 个月余	军工 19.76% 创业板 -6.52% 超额 26.28%
5	起 2019/2/1 止 2019/3/12	-34.54%	31.73%/月 (1 个月 12 天)	-8.27%	滞后 1 个月余	军工 7.96% 创业板 -3.88% 超额 11.85%
6	起 2011/1/26 止 2011/2/17	-20.60%	18.17%/月 (23 天)	-4.57%	滞后 20 天	军工 2.36% 创业板 -2.51% 超额 4.87%

资料来源：Wind，华安证券研究所。来自专题报告《如何利用市场特征识别军工行情的确定性机会》

2.3 季节性基建收益正是兑现时，继续配置低估滞涨品种

3 月第 1 周我们强调的行业将回归轮动被证实，其中受 Manus 事件催化，成长科技板块涨幅再度领先，同时周期板块如有色、机械、钢铁，消费板块如汽车、社服也迎来轮动性表现。尽管 Manus AI 催化剂再现，但我们倾向于认为其催化效能有限难以对成长科技股形成新一轮上涨支撑，行业上仍然维持快速轮动的判断不变。具体行业机会上建议关注三条有望轮动的主线：

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。

第三条主线是正值收益兑现时机的强季节性基建优势品种。春节假期至3月中旬，基建开工链条存在稳定规律的强季节效应机会，且和景气基本面无关，支撑来自于“两会”政策预期支撑。当前两会政策预期落地，时间临近3月中旬，因此正是兑现该链条收益的时间节点。包括**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**。

风险提示：

2月社融信贷或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—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。