

2025年03月08日

三月延续震荡偏强，均衡配置

定期报告

投资要点

◆ **复盘历史，A股3月下半月上漲概率高于上半月，基本面的影响有所上升。**复盘2010年以来的A股3月表现，可以看到：（1）3月下半月上漲概率更高：上证综指3月下半月上漲概率达60.0%，而上半月上漲概率仅为46.7%。（2）影响A股3月上半月走势的核心因素是政策和外部事件，而基本面对A股3月下半月的走势影响更大。一是政策和外部事件是影响3月上半月走势的核心因素：积极的政策或外部事件可能提振A股，如2015和2016年3月初央行降息降准、2020/3/3美联储降息；反之则A股表现可能偏弱，如2013和2014年3月地产调控政策、2022年2月底俄乌冲突爆发等。二是基本面是影响A股3月下半月走势的核心因素：如2015、2016、2021、2022、2023年3月中旬公布的2月份制造业PMI、地产销售和工业企业盈利等增速出现改善，上证综指在3月下半月都出现上漲；反之则可能A股可能表现偏弱。三是负面的外部事件出现也会导致A股3月下半月偏弱。

◆ **政策宽松和基本面可能修复使得A股3月可能延续震荡偏强走势。**（1）从影响市场走势的三因素来看，3月基本面可能修复、政策和流动性宽松，A股可能震荡偏强。一是短期经济基本面可能延续修复趋势。二是3月政策维持宽松，外部风险有限：首先，政府工作报告明确确定调政策发力，多部委进一步细化政策落实，3月政策大概率维持宽松；其次，3月俄乌美谈判可能进一步达成协议。三是3月流动性大概率维持宽松：首先，美国3月制造业PMI回落、新增非农就业人数低于预期，美元持续回落；其次，央行表态择机降息降准，3月国内仍可能降准；最后，3月外资、融资及中长期资金流入股市可能进一步上。 （2）从盈利信用框架来看，3月盈利可能继续修复、信用可能筑底企稳，A股可能震荡偏强。一是3月盈利可能延续修复趋势：首先，2月PPI及其领先指标有所回升，显示工业企业盈利回升趋势可能延续；其次，3月财政发力政策可能逐步落地实施，可能导致盈利继续修复。二是3月信用可能筑底企稳：首先，中长贷周期来看，今年3-4月份可能见底；其次，中长贷结构来看，3月基建加速和地产销售企稳可能推动中长贷增速企稳。

◆ **3月行业配置：建议均衡配置科技、补涨的成长、部分消费和顺周期等行业。**（1）科技仍可能是配置主线：一是历史经验上3月政策导向以及产业趋势向上的行业相对占优；二是当前来看，政策支持的方向是科技和消费，产业趋势上行的方向是科技。（2）部分消费和顺周期3月也有配置机会：一是历史经验上3月中下旬业绩偏好的行业表现相对占优；二是今年一季报相对偏好的行业可能是消费和部分顺周期行业。（3）3月配置可能转向均衡：一是历史经验上两会后一至两个月内TMT相对大盘大概率没有超额收益，要有超额收益需要持续不断的产业趋势催化；而核心资产相对大盘大概率有超额收益。二是今年3月来看，科技产业催化仍可能不断，仍可能有一定超额收益；核心资产估值偏低，基本面可能边际改善，大概率有超额收益。（4）3月建议均衡配置：一是政策和产业趋势向上的电子（半导体、消费电子）、机械（机器人）、传媒（AI应用）、通信（算力）、计算机（自动驾驶、数据要素）；二是政策支持和基本面可能边际改善的消费（家电、汽车、食品、社服、商贸）；三是基本面可能改善和补涨的医药、电新、部分顺周期（有色、化工）。

◆ **风险提示：历史经验未来不一定适用，政策超预期变化，经济修复不及预期。**

分析师

邓利军

SAC执业证书编号：S0910523080001

denglijun@huajinsec.cn

报告联系人

张欣诺

zhangxinnuo@huajinsec.cn

报告联系人

苏雪儿

suxueer@huajinsec.cn

相关报告

政策进一步细化和落实，股市慢牛延续
2025.3.7

明确定调政策发力，科技仍是主线 2025.3.5

今年两会值得关注的方向有哪些？

2025.3.3

春季行情未完，进入后半段 2025.3.1



内容目录

一、3月市场可能震荡偏强	3
(一) 3月下半月上涨概率高于上半月，基本面的影响上升	3
(二) 政策宽松叠加基本面修复，3月可能延续震荡偏强走势	4
二、3月行业配置：建议均衡配置科技、部分消费和顺周期	7
(一) 科技仍可能是配置主线	7
(二) 部分消费和顺周期3月也有配置机会	9
(三) 3月配置可能转向均衡	12
(四) 3月继续均衡配置科技、消费、补涨的成长和部分顺周期	13
三、风险提示	15

图表目录

图 1：3月下半月市场走强概率更高，逻辑转向分子端	4
图 2：制造业 PMI 可能继续修复	5
图 3：商品房成交面积增速明显回升	5
图 4：近期多部门政策落地响应	6
图 5：地缘政治风险指数处于低位	6
图 6：美国 2 月失业率有所上升	6
图 7：公开市场操作货币投放存在一定季节效应	6
图 8：DR007 利率维持低位	7
图 9：微观资金 3 月的季节效应	7
图 10：PPI 及其领先指标有所回升	7
图 11：企业中长贷及居民中长贷增速仍在下探	7
图 12：2014-2024 年 3 月份（以两会为节点）TOP5 占优行业一览	8
图 13：2015-2018 年 3 月份（以两会为节点）涨跌幅 TOP5 和归母净利润增速 TOP5 占优行业	10
图 14：2021-2024 年 3 月份（以两会为节点）涨跌幅 TOP5 和归母净利润增速 TOP5 占优行业	11
图 15：自 2025 年 1 月 13 日以来中信一级行业市场涨跌幅、PE 及业绩增速预期一览（按业绩增速排名）	12
图 16：季节效应下，两会后一至两个月 TMT 相较核心资产没有超额收益	13
图 17：2024 年 12 月半导体销售额同比增长 3%	14
图 18：智能手机出货量逐月回升	14
图 19：2025 年 1 月乘用车零售 213.3 万辆	14
图 20：2024 年 12 月商品零售额同比增速有所回暖	14
图 21：2024 年 12 月中国风电发电新增设备容量累计同比增长 6%	15
图 22：2024 年 12 月中国有色金属产业景气指数上升	15

一、3月市场可能震荡偏强

（一）3月下半月上漲概率高于上半月，基本面的影响上升

复盘历史，A股3月下半月上漲概率高于上半月，基本面的影响有所上升。复盘2010年以来的A股3月表现，可以看到：（1）3月下半月上漲概率更高。因3月中旬两会闭幕，且基本面数据逐步披露，我们分为上半月（3/1-3/15）和下半月（3/16-3/31）进行讨论，发现下半月上证综指上漲概率更高，达60%，而上半月上漲概率仅为46.7%左右。（2）影响A股3月上半月走势的核心因素是政策和外部事件，而基本面对A股3月下半月的走势影响更大。一是政策和外部事件是影响3月上半月走势的核心因素：积极的政策或外部事件可能提振A股，如2015/3/1央行降息、2016/3/1央行降准、2020/3/3美联储降息等，当年3月上半月上证综指均走强；反之则A股表现可能偏弱，如2013/2/26国五条发布、2014年两会收紧地产政策、2022年2月底俄乌冲突爆发等，均对上半月市场走势有负面影响。二是基本面是影响A股3月下半月走势的核心因素：首先，1-2月的经济数据多在3月中旬披露，上半月仍为基本面数据的空窗期；其次，下半月市场表现受基本面影响明显，例如2015、2016、2021、2022、2023年3月中旬公布的2月份制造业PMI、地产销售和工业企业盈利等增速出现改善，上证综指在3月下半月都出现上漲，反之2012、2018、2019、2020、2024年受基本面数据转弱影响，下半月市场表现较上半月明显偏弱。三是负面的外部事件出现也会导致A股3月下半月偏弱，例如2017/3/16和2018/3/22美联储加息、2018/3/23起美国对自中国进口的钢铁和铝产品全面征税、2020年3月全球疫情爆发等。

图 1：3 月下半月市场走强概率更高，逻辑转向分子端

年份	3/1-3/15上证涨跌幅 (%)	3/16-3/31上证涨跌幅 (%)	PMI	商品房销售面积累计同比 (%)	工业企业盈利累计同比 (%)	DR007分位数 (%)	上证PE分位数 (%)	政策/外部事件
2010	-2.46	4.44	55.8→52	-	-	11.5→9.2	89.7→87.9	美联储继续QE
2011	-0.30	1.10	52.9→52.2	10.1→13.8	0→34.28	73.7→55.8	72.5→66.1	2012/3/11福岛地震核泄漏
2012	-2.25	-4.68	50.5→51	4.9→14	25.35→-5.2	85.5→83.3	18.9→13	两会GDP预期增长目标八年来首次低于8%
2013	-3.69	-1.83	50.4→50.1	1.8→49.5	5.27→17.17	93.1→74.9	19.8→11.6	2013/2/26地产端《国五条》发布
2014	-2.53	1.45	50.5→50.2	17.3→-0.1	12.15→9.43	81.6→92.8	2.2→1.2	两会地产端政策持续收紧
2015	1.89	11.12	49.8→49.9	-7.6→-16.3	3.3→-4.2	95.6→91.3	51.2→69.9	2015/3/1央行降息；两会财政政策扩张
2016	6.56	4.87	49.4→49	6.5→28.2	-2.3→4.8	50.3→61.4	26.6→47.2	2016/3/1央行降准；两会提出适度扩大财政赤字，主要用于减税降费
2017	0.00	-0.59	51.3→51.6	22.5→25.1	8.5→31.5	71.1→92.2	68.8→66.1	2017/3/16美联储加息
2018	0.97	-3.71	51.3→50.3	7.7→4.1	21→16.1	80.7→90.7	58.9→52.8	2018/3/23起美国对自中国进口的钢铁和铝产品全面征税；3/22美联储加息
2019	2.75	2.28	49.5→49.2	1.3→-3.6	10.3→-14	78.2→76.8	31.6→40.2	3月底中美经贸高级别磋商举行，贸易摩擦缓和；两会推进国企改革
2020	0.25	-4.75	50→35.7	-0.1→-39.9	-3.3→-38.3	39.4→38.4	22.2→14	2020/3/3、3/16美联储降息；全球疫情爆发
2021	-2.54	0.64	51.3→50.6	2.6→104.9	4.1→178.9	37.1→49.8	64.3→55.9	2021/3/12拜登政府向华为供应商发出通知，对华为的5G禁令再度升级
2022	-11.51	6.14	50.1→50.2	1.9→-9.6	34.3→5	51.5→73	36.4→23.3	2022/3/17美联储加息；2月底俄乌冲突爆发
2023	-0.50	0.29	50.1→52.6	-24.3→-3.6	-4→-22.9	57.2→89.3	35.9→37.3	2023/3/23美联储加息；3/27央行降准
2024	1.31	-0.44	49.2→49.1	-8.5→-20.5	-2.3→10.2	26.5→41.6	28.9→32.7	两会财政发力超预期

资料来源：华金证券研究所，wind（注：因3月中公布2月经济数据，月频数据取1月及2月数据比较，若无1月数据则取前一年12月数据比较；日频数据取2月和3月最后一个交易日数据比较；分位数计算从2005年起）

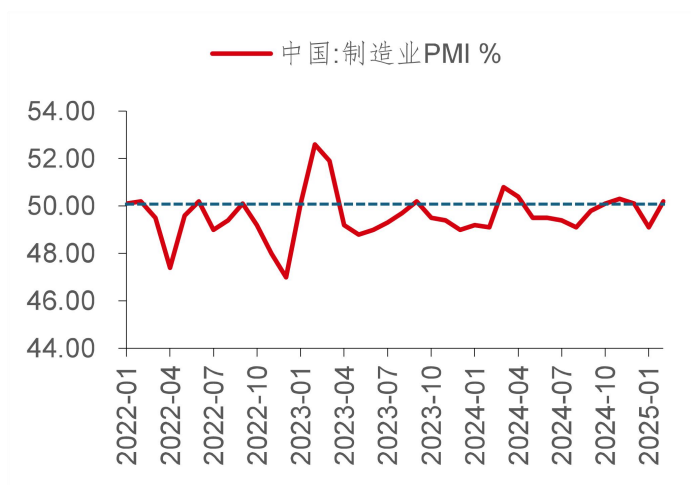
（二）政策宽松叠加基本面修复，3月可能延续震荡偏强走势

从影响市场走势的三因素来看，3月基本面可能修复、政策和流动性宽松，A股可能震荡偏强。具体来看：

短期经济基本面可能延续修复趋势。（1）领先指标上，2月PMI有所改善，尤其是装备和高技术制造业PMI持续改善。一是2月制造业PMI录得50.2%，已较1月的49.1%有明显修复，经济景气水平有所回升。二是具体来看，重点行业PMI持续改善，例如装备制造业PMI和高技术制造业PMI分别为50.8%和50.9%，比1月分别上升0.6和1.6个百分点，结构持续优化下PMI有望维持在扩张区间。（2）高频数据上，2月的一、二、三线城市商品房成交面积增速均出现大幅改善，水泥和玻璃价格出现回升。一是从日频数据加总来看，今年2月的一线、二线和三线城市商品房成交面积增速均出现大幅改善，分别为65.1%、17.2%、38.2%，因此今年3月中披露的1-2月地产销售增速可能有明显回升。二是原材料角度，水泥和玻璃价格指数短期均出现一定回升，同时水泥发运率仍在回升周期内，或指向开工逐步恢复下商品房需求同步改善，地产端可能继续边际修复。（3）春节刺激下2月消费增速可能回升。一是今年春节期间消费数据向好：首先，商务部数据显示，2025年春节假期前四天，全国重点零售与餐饮企业销售额同比提升5.4%，重点监测的餐饮企业营业额增长5.1%，均较去年有明显提升；其次，影视方面，今年春节档上映的《哪吒之魔童闹海》创下中国影史记录，截至3月4日《哪吒之魔童闹海》累计

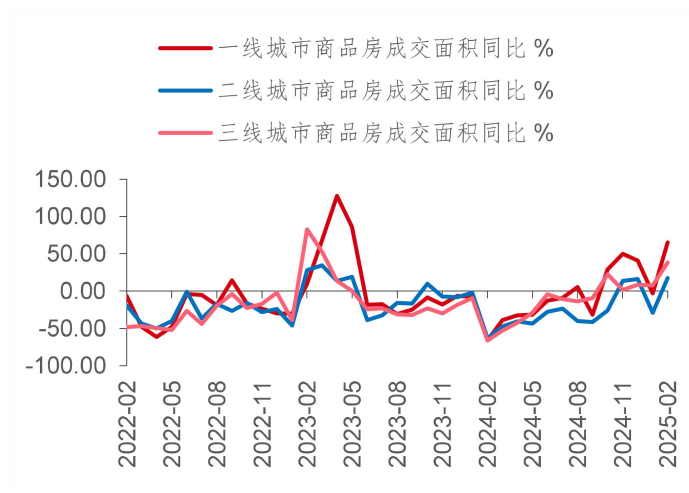
报收票房（含预售及海外票房）超 20 亿美元，成为首部票房超 20 亿美元亚洲电影，今年 1-2 月居民消费需求高增下社零增速可能迎来大幅修复。

图 2：制造业 PMI 可能继续修复



资料来源：华金证券研究所，wind

图 3：商品房成交面积增速明显回升



资料来源：华金证券研究所，wind

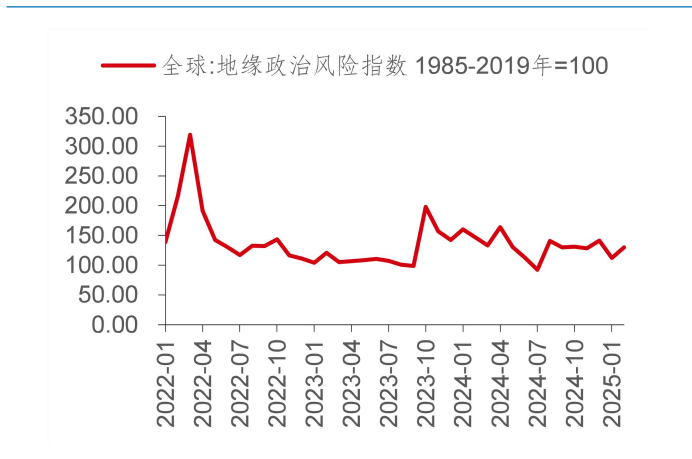
3 月政策维持宽松，外部风险有限。（1）政府工作报告明确定调政策发力，多部委进一步表态细化政策落实，3 月政策大概率维持宽松。一是两会政策总基调积极超预期，对于经济增长的重视程度上升：首先政策制定上提出发展和安全并重，同时明确提出 2024 年“9.26”以来实施的稳增长政策方向不变，紧抓存量和增量政策落实下经济增长预期可能迎来明显修复；其次明确实施更加积极的财政政策，今年赤字率、赤字规模、超长期特别国债等均较去年有明显上调，财政支出力度明显加大。二是多部委进一步表态细化政策落实，宏观政策和资本市场政策发力方向明确，此外国家金融监督管理总局发布《关于进一步扩大金融资产投资公司股权投资试点的通知》，通过将金融资产投资公司股权投资范围扩大至试点城市所在省份、支持符合条件的商业银行发起设立金融资产投资公司、支持保险资金参与金融资产投资公司股权投资试点以发挥股权投资对科技创新和民营企业发展的支持作用。（2）3 月俄美乌谈判可能进一步达成协议，美对华再度加征关税已落地。一是近期俄乌谈判迎来一定进展，特朗普下令暂停对乌克兰所有军事援助，俄乌冲突可能即将迎来尾声，地缘冲突有所缓和。二是美对华关税再度加征，国内市场反应已逐步钝化：首先，3 月 4 日生效的美国关税措施除了对绝大多数加拿大和墨西哥商品加征 25% 关税，还有在此前已对中国商品加征 10% 关税的基础上，再额外加征 10%，特朗普上台后再度践行单边主义政策，采取极端措施进行贸易保护，对美国自身商品价格和通胀有强烈影响；其次，关税加征对我国影响已经逐步减轻，在近年关键技术持续突破、自主可控领域显著发展的环境下，美国“围追堵截”式打压已逐步失效，且市场预期也已经充分反应，外部负面风险事件再度落地概率有限。

图 4：近期多部门政策落地响应

出台部门	政策简述
国家金融监督管理总局 国家知识产权局 国家版权局	决定在北京市、上海市、江苏省、浙江省、广东省、四川省、深圳市、宁波市开展知识产权金融生态综合试点工作。到2027年，试点地区基本建成服务便捷高效、信息共享畅通、体制机制完备的知识产权金融生态综合试验区，结合各地实际构建各具创新特色、运行良好高效的知识产权金融生态体系，总体形成知识产权、产业、金融良性互动的工作局面。
国家金融监督管理总局	为更好发挥股权投资对科技创新和民营企业发展的支持作用，3月5日，金融监管总局发布《关于进一步扩大金融资产投资公司股权投资试点的通知》，从以下三方面进一步扩大试点：一是将金融资产投资公司股权投资范围扩大至试点城市所在省份；二是支持符合条件的商业银行发起设立金融资产投资公司；三是支持保险资金参与金融资产投资公司股权投资试点。
国务院国资委	为进一步完善企业国有资产交易制度，提升国有资产流转配置效率和规范性，近日，国务院国资委修订印发了《企业国有资产交易操作规则》。此次《规则》修订主要体现在以下方面：一是完善企业国有资产交易操作规范内容；二是全面提高资源流转配置效率；三是有效保障交易相关各方权益。
国家发展改革委 民政部 财政部 自然资源部 住房城乡建设部 农业农村部 国家卫生健康委 市场监管总局	国家发改委等八部门印发《促进普惠养老服务高质量发展的若干措施》，其中提到培育发展服务机构。支持各类经营主体发展连锁化、集团化普惠支持型养老机构。以健康养老为主业和具有康养业务板块的中央企业、地方国有企业要在品牌创建、服务标准、设施运营、人员培养等方面发挥引领作用。

资料来源：华金证券研究所整理

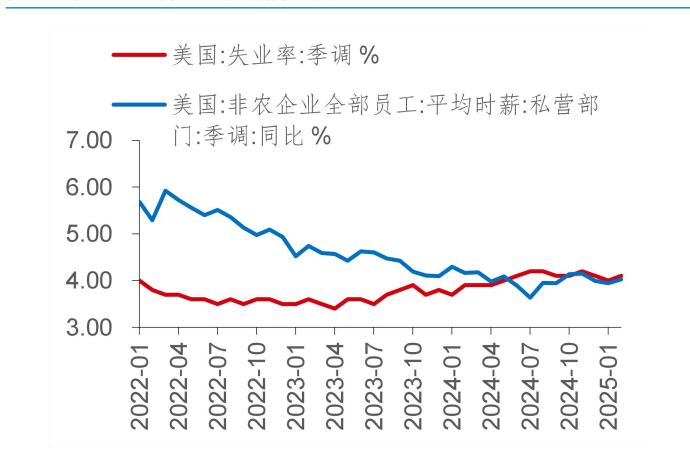
图 5：地缘政治风险指数处于低位



资料来源：华金证券研究所，wind

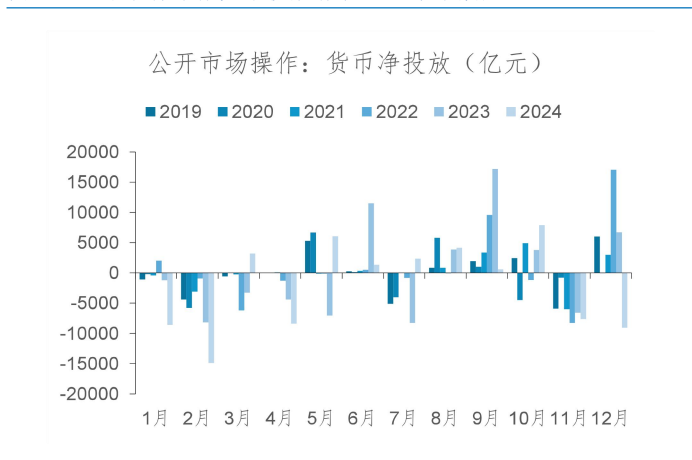
3月流动性大概率维持宽松。(1) 宏观流动性维持宽松。一是海外方面，2月美国制造业 PMI 小幅下滑至 50.3（前值为 50.9），同时就业数据略有降温，2月失业率小幅上升至 4.1%（前值为 4.0%），为 2024 年 11 月以来新高，同时新增非农就业人数维持在 15 万人左右的低位（去年同期为 27.5 万），美国年内降息 3 次的预期上升。二是国内方面：首先 3 月资金面可能有所宽松，历史经验来看央行 3 月公开市场操作可能投放一定流动性；其次近期利率水平维持低位，DR007 自 2005 年以来分位数维持在 20% 左右的位置，较前期高点明显下降；最后央行继续表态择机降息降准，在保增长政策导向下 3 月国内仍可能降准。(2) 3 月外资、融资及中长期资金流入股市可能进一步上升。一是历史经验来看，3 月微观资金净流入 A 股概率较大，统计 2014 年以来的 11 年中外资、融资和新发基金表现来看，陆股通净流入 8 次（仅 2020 年疫情爆发及 2022 年俄乌冲突下当月为净流出），融资净流入 8 次，3 月资金流入均值分别为 8.2 亿元、430.6 亿元、731.7 亿份。二是今年来看，3 月微观资金仍可能净流入：首先两会对于地产政策做出进一步升级细化，地产端可能企稳下有助于改善市场信心，推动资金流入；其次引入中长期资金入市政策基调不变，后续机构资金流入空间十分充裕。

图 6：美国 2 月失业率有所上升



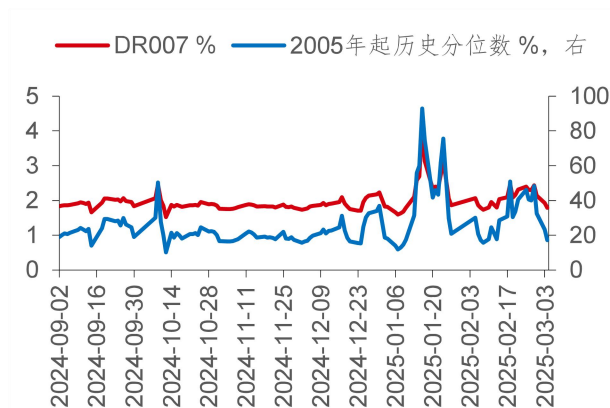
资料来源：华金证券研究所，wind

图 7：公开市场操作货币投放存在一定季节效应



资料来源：华金证券研究所，wind

图 8: DR007 利率维持低位



资料来源: 华金证券研究所, wind

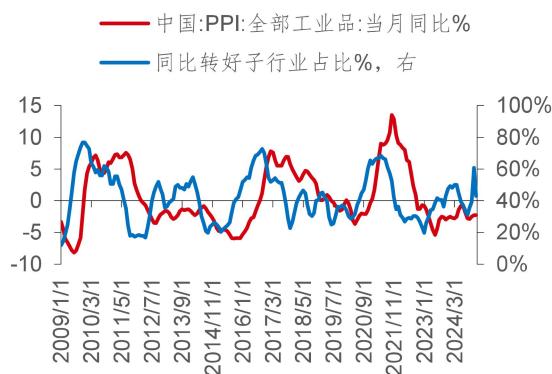
图 9: 微观资金 3 月的季节效应

年份	外资净流入 (亿元)	融资净流入 (亿元)	偏股型基金成立份额 (亿份)
2014	0.00	89.78	233.28
2015	97.79	3341.40	1088.22
2016	108.26	277.80	205.04
2017	111.71	116.60	541.07
2018	97.13	55.20	489.31
2019	43.56	1167.20	542.04
2020	-678.73	-404.54	1458.53
2021	187.11	-206.57	2295.08
2022	-450.83	-504.31	449.72
2023	354.40	248.93	478.48
2024	219.85	555.16	268.40
均值	8.20	430.60	731.74

资料来源: 华金证券研究所, wind

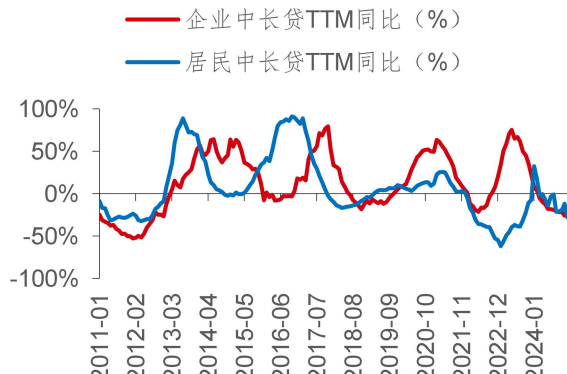
从盈利信用框架来看, 3 月盈利可能继续修复、信用可能筑底企稳, A 股可能震荡偏强。(1) 3 月盈利可能延续修复趋势。一是历史经验来看, 工业企业盈利与 PPI 趋势一致, 当前 PPI 及其领先指标有所回升, 显示工业企业盈利回升趋势可能延续。二是根据我们在年度策略《方兴未艾——A 股 2025 年策略展望》中所述, 财政政策发力可能扭转盈利趋势, 而两会政府工作报告中对于财政政策表述十分积极, 3 月财政发力政策可能逐步落地实施, 可能导致盈利继续修复。(2) 3 月信用可能筑底企稳。一是历史经验来看, 中长贷下行周期持续 11-23 个月左右, 本轮中长贷增速于 2023 年 7 月见顶, 今年 3-4 月份可能见底。二是中长贷结构来看, 今年专项债预算的扩张, 基建项目加速落实下有望推动企业中长贷增速回升, 此外当前政策明确助力房地产市场起跌回稳的基调下, 短期地产销售企稳回升可能推动 3 月居民中长期企稳。

图 10: PPI 及其领先指标有所回升



资料来源: 华金证券研究所, wind

图 11: 企业中长贷及居民中长贷增速仍在下探



资料来源: 华金证券研究所, wind

二、3 月行业配置: 建议均衡配置科技、部分消费和顺周期

(一) 科技仍可能是配置主线

历年 3 月政策导向以及产业趋势向上的行业占优。通过复盘 2014 年-2023 年 (因 2020 年两会在 5 月份召开, 故剔除) 历年 3 月份以两会为节点 TOP5 占优的行业, 我们发现: (1) 两

会前后政策导向和高景气的行业持续占优。历年3月多有两会召开，政策导向下相关行业表现占优。具体来看，2014年两会提出“加大棚改、提高大城市保障房比例、推进公租房和廉租房并轨”等政策，房地产及相关产业链如建材、化工等行业受益明显，涨幅居前。2015年两会强调互联网科技创新政策，计算机行业在两会前表现强势。2018年两会聚焦经济增长和民生工程等方向，医疗改革等政策推动医药行业表现占优，同时人工智能、5G等科技创新政策发布，助力电子与计算机行业在两会后继续走强。2019年两会聚焦提振消费、科技创新、民营经济发展等方向，计算机行业、食品饮料、商贸零售等行业在两会后表现突出。2021年两会提出“碳达峰、碳中和”目标，新能源产业及传统高能耗行业的调整与升级成为关注点，电力设备及新能源行业在两会前后表现突出。2022年两会提出“地产调控有优化空间”，房地产行业及上下游产业链受益，建筑、家电在两会前后表现较好。2023年两会强调创新驱动发展、传统制造业升级和提振消费等政策导向，科技、传媒及部分制造业表现占优。（2）两会后若经济基本面出现较强修复预期则顺周期相关行业可能占优。如2019年聚焦提振消费、科技创新、民营经济发展等方向，经济基本面改善预期带动消费行业表现，两会后食品饮料、商贸零售、轻工制造等消费行业，以及农林牧渔、综合等行业表现较好。2022年地产调控政策的优化，直接带动了房地产及相关产业链的发展，建筑、地产、煤炭等顺周期行业涨幅靠前。

图 12：2014-2024 年 3 月份（以两会为节点）TOP5 占优行业一览

排名	2014		2015		2016		2017		2018	
	两会前	两会后	两会前	两会后	两会前	两会后	两会前	两会后	两会前	两会后
TOP1	食品饮料	房地产	计算机	建筑	建筑	计算机	家电	煤炭	医药	国防军工
TOP2	房地产	建材	轻工制造	消费者服务	非银行金融	传媒	电子	建筑	计算机	计算机
TOP3	基础化工	银行	纺织服装	计算机	银行	综合	食品饮料	消费者服务	综合金融	医药
TOP4	纺织服装	交通运输	商贸零售	电力设备及新能源	纺织服装	电力设备及新能源	通信	交通运输	电力设备及新能源	通信
TOP5	综合金融	煤炭	农林牧渔	通信	通信	通信	轻工制造	家电	通信	农林牧渔
排名	2019		2021		2022		2023		2024	
	两会前	两会后	两会前	两会后	两会前	两会后	两会前	两会后	两会前	两会后
TOP1	农林牧渔	食品饮料	钢铁	电力及公用事业	煤炭	房地产	通信	传媒	电力设备及新能源	有色金属
TOP2	综合	消费者服务	煤炭	建筑	农林牧渔	农林牧渔	计算机	计算机	有色金属	汽车
TOP3	计算机	轻工制造	电力及公用事业	纺织服装	建筑	煤炭	建筑	电子	通信	农林牧渔
TOP4	电力设备及新能源	房地产	建筑	医药	综合	医药	传媒	通信	计算机	轻工制造
TOP5	机械	纺织服装	银行	食品饮料	医药	银行	交通运输	家电	机械	食品饮料

资料来源：华金证券研究所，wind

今年3月来看，政策导向和高景气的行业指向科技和部分消费。当前来看，政策支持的方向是科技和消费，产业趋势上行的方向是科技。（1）科技方面：首先，政策端对科技创新的支持力度不断加大，从国家战略到地方政策，一系列扶持措施持续落地。近期，今年两会进一步聚焦新质生产力，会议提出“培育壮大新兴产业、未来产业”，推动商业航天、低空经济等新兴产业安全健康发展，培育生物制造、量子科技、具身智能、6G等未来产业。其次，业内催化带动科技产业趋势不断上行。目前，科技板块核心动能聚焦 DeepSeek 技术突破与机器人产业链量产

催化。一是 DeepSeek 以其低成本、高性能模型推动 AI 开发门槛大幅下降，推动投资者重新评估中国科技企业潜力，相关科技股盈利预期上修；二是近期机器人板块催化不断，如特斯拉 Optimus 量产在即、Figure 人形机器人 30 天速成物流分拣展现强大场景适应性，叠加国内企业（华为、宇树科技）技术追赶，驱动核心部件国产替代加速以及量产配套需求爆发。产业催化带动科技行业景气度持续上行。中长期视角下，AI 技术驱动的产业变革趋势明确，随着技术迭代与应用的深化，相关领域具备广阔的发展空间和投资潜力。（2）消费方面：一是两会报告将“大力提振消费”放在重点工作之首；二是明确提出实施提振消费专项行动，安排 3000 亿元支持消费品以旧换新，因此与此相关的家电、汽车、消费电子、食品饮料、社服、商贸零售等行业可能受益。

（二）部分消费和顺周期 3 月也有配置机会

部分消费和顺周期 3 月也有配置机会。一是历史经验上 3 月中下旬业绩偏好的行业表现相对占优。通过复盘 2015 年-2024 年 3 月份以两会截至时间为节点，涨跌幅 TOP5 和归母净利润增速 TOP5 占优行业发现：3 月中下旬业绩表现较好的行业占优。具体来看，2015 年消费者服务、计算机和电力设备及新能源行业归母净利润增速在 30 个一级行业中排名前十，涨跌幅在 30 个一级行业中排名前四。2016 年计算机、农林牧渔、综合一级电力设备及新能源行业归母净利润增速在 30 个一级行业中排名前五，对应的行业涨跌幅来看，计算机、综合以及电力设备及新能源排名前五，农林牧渔行业涨跌幅排名第十。2017 年煤炭行业归母净利润增速在 30 个一级行业中排名第二，行业涨跌幅排名第一；电子行业归母净利润增速在 30 个一级行业中排名第八，行业涨跌幅排名第九。2019 年房地产和机械行业的归母净利润增速和行业涨跌幅均排名前十。2022 年医药行业归母净利润增速在 30 个一级行业中排名第 5，行业涨跌幅排名第四。2023 年计算机、消费者服务、农林牧渔以及商贸零售等行业归母净利润增速在 30 个一级行业中排名前十，其对应的行业涨跌幅也排名靠前。2024 年涨跌幅排名前五的行业如汽车、农林牧渔、轻工制造以及食品饮料的归母净利润增速排名也均在前十里面。二是今年一季报相对偏好的行业可能是消费和部分顺周期行业。我们将 2025 年 1 月 13 日以来中信一级行业的涨跌幅、PE 以及对应行业业绩增速进行排序，从 2025 年万得一致性营收增速预期来看，金融、计算机、电子和汽车等行业业绩增速预期较高，食品饮料、有色金属等行业业绩增速相对较好。

图 13：2015-2018 年 3 月份（以两会为节点）涨跌幅 TOP5 和归母净利润增速 TOP5 占优行业

排名	2015				2016			
	两会前		两会后		两会前		两会后	
	涨跌幅排名	Q1归母净利润增速(%)排名	涨跌幅排名	Q1归母净利润增速(%)排名	涨跌幅排名	Q1归母净利润增速(%)排名	涨跌幅排名	Q1归母净利润增速(%)排名
TOP1	计算机	有色金属	建筑	有色金属	建筑	计算机	计算机	计算机
TOP2	轻工制造	非银行金融	消费者服务	非银行金融	非银行金融	农林牧渔	传媒	农林牧渔
TOP3	纺织服装	交通运输	计算机	交通运输	银行	综合	综合	综合
TOP4	商贸零售	综合	电力设备及新能源	综合	纺织服装	轻工制造	电力设备及新能源	轻工制造
TOP5	农林牧渔	消费者服务	通信	消费者服务	通信	电力设备及新能源	通信	电力设备及新能源
TOP6	基础化工	纺织服装	房地产	纺织服装	家电	纺织服装	汽车	纺织服装
TOP7	医药	电力及公用事业	机械	电力及公用事业	食品饮料	有色金属	电子	有色金属
TOP8	电力设备及新能源	计算机	纺织服装	计算机	机械	传媒	机械	传媒
TOP9	消费者服务	电力设备及新能源	轻工制造	电力设备及新能源	建材	国防军工	基础化工	国防军工
TOP10	建材	电子	商贸零售	电子	传媒	房地产	农林牧渔	房地产
排名	2017				2018			
	两会前		两会后		两会前		两会后	
	涨跌幅排名	Q1归母净利润增速(%)排名	涨跌幅排名	Q1归母净利润增速(%)排名	涨跌幅排名	Q1归母净利润增速(%)排名	涨跌幅排名	Q1归母净利润增速(%)排名
TOP1	家电	石油石化	煤炭	石油石化	医药	建材	国防军工	建材
TOP2	电子	煤炭	建筑	煤炭	计算机	钢铁	计算机	钢铁
TOP3	食品饮料	钢铁	消费者服务	钢铁	综合金融	消费者服务	医药	消费者服务
TOP4	通信	建材	交通运输	建材	电力设备及新能源	有色金属	通信	有色金属
TOP5	轻工制造	有色金属	家电	有色金属	通信	房地产	农林牧渔	房地产
TOP6	房地产	基础化工	食品饮料	基础化工	建材	基础化工	电力设备及新能源	基础化工
TOP7	基础化工	轻工制造	医药	轻工制造	消费者服务	石油石化	房地产	石油石化
TOP8	计算机	电子	电力及公用事业	电子	机械	食品饮料	综合金融	食品饮料
TOP9	汽车	机械	电子	机械	电子	机械	机械	机械
TOP10	机械	农林牧渔	银行	农林牧渔	非银行金融	医药	建筑	医药

资料来源：华金证券研究所，wind

图 14：2021-2024 年 3 月份（以两会为节点）涨跌幅 TOP5 和归母净利润增速 TOP5 占优行业

排名	2021				2022			
	两会前		两会后		两会前		两会后	
	涨跌幅排名	Q1归母净利润增速(%)排名	涨跌幅排名	Q1归母净利润增速(%)排名	涨跌幅排名	Q1归母净利润增速(%)排名	涨跌幅排名	Q1归母净利润增速(%)排名
TOP1	钢铁	计算机	电力及公用事业	计算机	煤炭	有色金属	房地产	有色金属
TOP2	煤炭	汽车	建筑	汽车	农林牧渔	煤炭	农林牧渔	煤炭
TOP3	电力及公用事业	交通运输	纺织服装	交通运输	建筑	交通运输	煤炭	交通运输
TOP4	建筑	有色金属	医药	有色金属	综合	基础化工	医药	基础化工
TOP5	银行	石油石化	食品饮料	石油石化	医药	医药	银行	医药
TOP6	纺织服装	钢铁	轻工制造	钢铁	交通运输	电力设备及新能源	非银行金融	电力设备及新能源
TOP7	建材	消费者服务	电力设备及新能源	消费者服务	纺织服装	石油石化	传媒	石油石化
TOP8	综合	基础化工	国防军工	基础化工	商贸零售	国防军工	综合	国防军工
TOP9	商贸零售	机械	建材	机械	房地产	食品饮料	综合金融	食品饮料
TOP10	传媒	电子	银行	电子	食品饮料	通信	建材	通信
排名	2023				2024			
	两会前		两会后		两会前		两会后	
	涨跌幅排名	Q1归母净利润增速(%)排名	涨跌幅排名	Q1归母净利润增速(%)排名	涨跌幅排名	Q1归母净利润增速(%)排名	涨跌幅排名	Q1归母净利润增速(%)排名
TOP1	通信	计算机	传媒	计算机	电力设备及新能源	电子	有色金属	电子
TOP2	计算机	综合金融	计算机	综合金融	有色金属	农林牧渔	汽车	农林牧渔
TOP3	建筑	消费者服务	电子	消费者服务	通信	轻工制造	农林牧渔	轻工制造
TOP4	传媒	农林牧渔	通信	农林牧渔	计算机	电力及公用事业	轻工制造	电力及公用事业
TOP5	交通运输	非银行金融	家电	非银行金融	机械	交通运输	食品饮料	交通运输
TOP6	石油石化	电力设备及新能源	商贸零售	电力设备及新能源	电子	食品饮料	消费者服务	食品饮料
TOP7	国防军工	商贸零售	食品饮料	商贸零售	石油石化	家电	国防军工	家电
TOP8	电子	电力及公用事业	消费者服务	电力及公用事业	电力及公用事业	机械	传媒	机械
TOP9	电力及公用事业	传媒	农林牧渔	传媒	家电	石油石化	基础化工	石油石化
TOP10	商贸零售	食品饮料	石油石化	食品饮料	国防军工	汽车	电力设备及新能源	汽车

资料来源：华金证券研究所，wind

图 15：自 2025 年 1 月 13 日以来中信一级行业市场涨跌幅、PE 及业绩增速预期一览（按业绩增速排名）

行业	涨跌幅（%）	PE	业绩增速预期（%）
综合金融	23.3%	40.9	38.2%
计算机	37.2%	121.4	13.1%
电子	17.7%	96.9	12.2%
汽车	17.6%	35.5	9.9%
国防军工	9.4%	72.3	9.3%
有色金属	7.8%	21.4	7.5%
机械	20.6%	38.7	6.7%
家电	0.4%	17.2	6.2%
通信	13.4%	25.3	4.8%
消费者服务	12.2%	39.6	4.5%
食品饮料	4.1%	23.0	4.2%
交通运输	1.9%	18.6	4.1%
非银行金融	6.8%	21.1	4.0%
轻工制造	9.6%	29.7	3.7%
纺织服装	7.9%	24.0	3.5%
电力及公用事业	2.6%	19.5	2.8%
石油石化	-2.8%	10.8	2.7%
医药	10.1%	38.7	2.5%
传媒	24.1%	42.9	2.2%
农林牧渔	4.9%	0.0	2.0%
基础化工	12.0%	31.5	2.0%
银行	3.2%	6.4	-0.6%
建筑	7.9%	9.1	-1.0%
电力设备及新能源	11.3%	25.3	-3.3%
煤炭	-7.1%	9.0	-5.0%
商贸零售	7.1%	57.2	-5.0%
钢铁	12.9%	29.4	-5.1%
建材	5.9%	20.9	-7.3%
综合	8.8%	0.0	-9.4%
房地产	7.9%	562.4	-13.3%

资料来源：华金证券研究所，wind

（三）3 月配置可能转向均衡

3 月配置可能转向均衡。历史经验上，两会后至一两个月内 TMT 相对大盘大概率没有超额收益，要有超额收益需要持续不断的产业趋势催化；而核心资产相对大盘大概率有超额收益。通过复盘我们发现：（1）两会后至一两个月内 TMT 相对大盘大概率没有超额收益，要有超额收益需要持续不断的产业趋势催化。具体来看，两会后一个月仅 2016、2018、2021 以及 2023 年 TMT 相较核心资产具有超额收益。2016 年供给侧改革背景下，传统行业产能出清，政策转向支持新兴技术（如 5G、半导体），叠加 4G 向 5G 过渡期的设备升级需求，TMT 板块获得资金青睐。2018 年金融去杠杆边际缓和，流动性宽松，成长风格占优，同时，中美贸易摩擦加剧，国产替代逻辑强化，两会明确支持科技创新，政策导向下对自主可控技术预期升温，TMT 等高弹性板块受益。2021 年全球半导体供需失衡，叠加“双碳”政策推动，TMT 板块的半导体、光伏设备等细分领域表现突出。2023 年 AI 技术突破（ChatGPT 爆火）叠加政策加码数字经济，两会提出“加快发展人工智能”，TMT 板块成为投资焦点。（2）核心资产相对大盘大概率有超额收益。

具体来看，两会后两个月仅 2013、2014 以及 2015 年 TMT 相较核心资产具有超额收益。2013-2015 年是 4G 普及和移动互联网爆发的黄金期，TMT 行业基本面持续改善（如手游、互联网金融），业绩逐步兑现，产业趋势持续强化下，支撑中长期超额收益。同时，“互联网+”写入 2015 年政府工作报告，出台电商税收优惠、互联网金融试点等一系列政策优惠，政策导向叠加产业趋势持续强化，TMT 板块表现占优。除 2013-2015 年外，核心资产相对大盘大概率有超额收益。今年 3 月来看，科技产业催化仍可能不断，仍可能有一定超额收益；核心资产估值偏低，基本面可能边际改善，大概率有超额收益。

图 16：季节效应下，两会后一至两个月 TMT 相较核心资产没有超额收益

时间	两会后一个月			两会后第2个月		
	TMT指数相对万得全A超额收益 (%)	茅指数相对万得全A超额收益 (%)	中证红利相对万得全A超额收益 (%)	TMT指数相对万得全A超额收益 (%)	茅指数相对万得全A超额收益 (%)	中证红利相对万得全A超额收益 (%)
2013	0.4	1.4	-1.9	8.4	5.0	-1.8
2014	-2.6	-1.8	1.3	1.1	0.4	-0.4
2015	0.6	-6.1	3.1	8.4	-6.8	-6.8
2016	6.0	-4.8	-6.2	-3.0	6.9	3.7
2017	-5.8	3.0	3.2	-2.6	10.6	2.5
2018	6.6	1.0	-2.1	-4.3	6.8	1.9
2019	-2.9	1.4	3.2	-1.8	5.7	-0.2
2020	1.8	7.4	-6.9	-5.3	7.5	-3.5
2021	2.3	-0.3	1.5	-4.0	1.3	3.8
2022	-4.3	-0.8	8.8	-5.0	3.2	-0.4
2023	8.7	0.4	-0.3	-3.1	-3.4	8.9
2024	-4.6	-1.1	-0.6	-5.3	3.3	0.9

资料来源：华金证券研究所，wind

（四）3 月继续均衡配置科技、消费、补涨的成长和部分顺周期

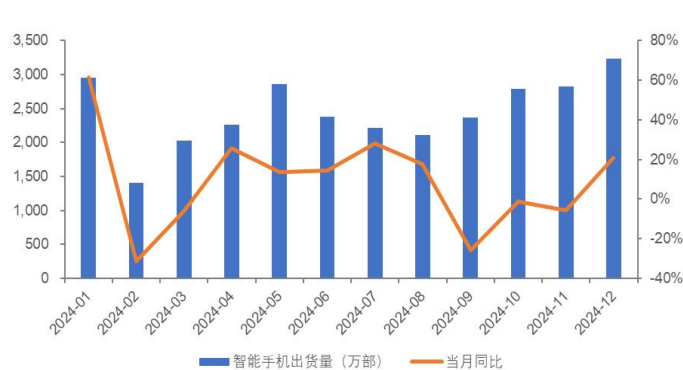
3 月建议均衡配置政策和产业趋势向上的电子、机械、传媒、通信、计算机。（1）电子：半导体方面，半导体产业正迎来周期拐点，高性能计算、5G 通信和智能汽车等新兴领域的需求推动了市场回暖，2024 年 12 月中国半导体销售额为 155.3 亿美元。消费电子方面，2024 年消费电子行业经历去库存后，终端需求逐渐复苏，2025 年有望在 AI 赋能下带动消费电子终端创新，同时叠加以旧换新政策推动，行业终端需求有望持续增长。（2）机器人：人形机器人催化频出，如 FigureAI 发布 VLA 大模型 Helix，仅用 500 小时机器人数据集即实现家庭场景泛化能力，未来随着 AI 技术进步与产业链协同，机器人有望在工业、服务等领域加速渗透，未来增长潜力巨大，行业成长性较高。（3）传媒：传媒板块近期处于估值相对低位。腾讯、百度等多产业头部公司陆续接入 Deepseek，持续推动“AI+ ”应用加速落地。Apple Intelligence 预计 4 月登陆国行 ios 设备，阿里、百度等均参与集成，端侧 AI 再迎催化。（4）通信：算力方面，国内政策支持和自主可控推动下加速国产算力产业链的发展，受到 AI、云计算等技术发展的推动，算力需求持续增长，行业前景广阔，企业有望从算力需求的增长中受益。（5）计算机：自动驾驶方面，技术突破带来的成本降低和性能提升，市场对高阶智驾需求快速增长，推动相关企业及供应链快速发展。数据要素方面，2024 年我国软件业务收入 137276 亿元，同比增长 10.0%。

图 17：2024 年 12 月半导体销售额同比增长 3%



资料来源：华金证券研究所，wind

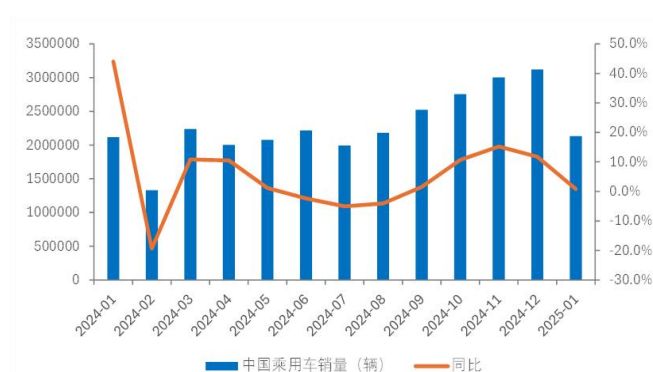
图 18：智能手机出货量逐月回升



资料来源：华金证券研究所，wind

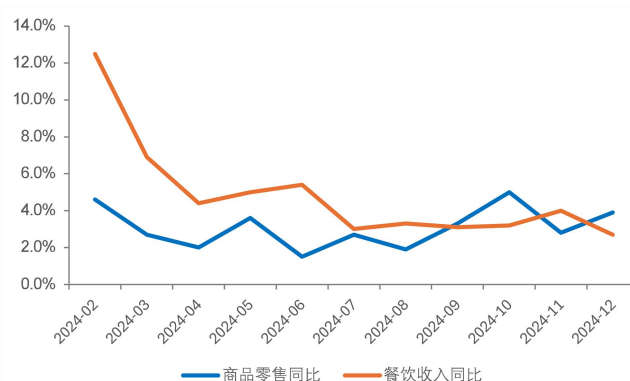
3 月建议均衡配置政策支持和基本面可能边际改善的消费。一是以旧换新政策加力推动商品消费,家电、消费电子等行业可能受益。消费品以旧换新支持资金从去年的 1500 亿元增加到 3000 亿元,同时扩大“换新”补贴的品类范围,家电从“8+N”类增加到“12+N”类,增设了手机、平板、智能手表(手环)“购新补贴”。二是加大服务消费供给和创新服务消费场景可能推动相关消费上升,餐饮、养老、旅游、体育等相关的食品、社服、商贸零售等行业可能有配置机会。三是多部门联合制定《提振消费专项行动方案》将于近期发布。随着消费支持政策陆续落地,有望进一步刺激消费需求。

图 19：2025 年 1 月乘用车零售 213.3 万辆



资料来源：华金证券研究所，wind

图 20：2024 年 12 月商品零售额同比增速有所回暖



资料来源：华金证券研究所，wind

3 月建议均衡配置基本面可能改善和补涨的医药、电新、部分顺周期。(1) 医药：一是节后美股 AI 医疗标的股份 Tempus AI 强势上涨叠加国内 Deepseek 情绪带动,催动国内 AI 医疗相关标的的公司股价快速上行,带动医药情绪回升。二是近期《关于完善药品价格形成机制的意见(征求意见稿)》、《关于医保支付创新药高质量发展的若干措施》第二轮征求意见稿流出,支持创新药行业高质量发展,政策边际改善明显。三是两会工作报告明确提出“健全药品价格形成机制,制定创新药目录,支持创新药发展。完善中医药传承创新发展机制,推动中医药事业和产业高质量发展”,因此相关的创新药和中药可能受益。(2) 电新：一是板块已经长期充分调整,新能源超跌逻辑驱动下可能有相应配置机会;二是根据第二届中国全固态电池创新发展高峰论坛的共识,

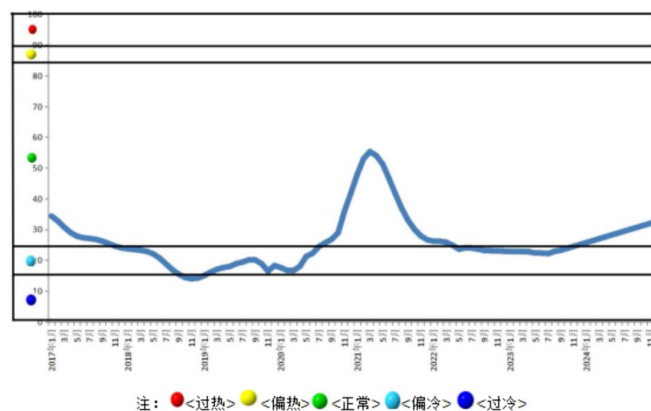
硫化物固态电解质匹配高镍三元正极和硅碳负极的技术路径已成为主流方向。短期半固态电池装车进展、全固态电池样品推出均有望带来催化效应，推动行业景气改善。细分方向来看，风电方面，2024 年 12 月中国发电新增设备容量累计同比增长 6%；储能与电力方面，工业和信息化部等八部门正式发布《新型储能制造业高质量发展行动方案》，政策利好下叠加海外需求驱动，储能行业有望迎来新发展。（3）有色：全球经济复苏预期增强、通胀升温以及绿色能源转型带来的结构性需求支撑。供给端，受地缘政治、环保限产和资源品位下降等因素影响，部分金属供应持续受限，叠加全球库存处于低位，供需格局偏紧；同时，美国加征关税以及全球供应链重构背景下，金属资源供需区域错配加剧，进一步推升价格弹性。此外，美元走弱、通胀预期升温以及新能源产业链对金属需求的长期拉动，为板块提供持续驱动力。（4）化工：化工板块当前估值仍处低位，中长期配置性价比凸显。从供需来看，供给端近几年资本开支及在建产能增速放缓，但存量产能及在建产能仍需时间消化；需求端，2025 年随政策刺激效果显现、终端产业回暖，内需潜力有望释放，行业或迎复苏起点，成本减压及需求改善的下游环节或率先复苏。

图 21: 2024 年 12 月中国风电发电新增设备容量累计同比增长 6%



资料来源：华金证券研究所，wind

图 22: 2024 年 12 月中国有色金属产业景气指数上升



资料来源：华金证券研究所，有色新闻

三、风险提示

- 1.历史经验未来不一定适用：文中相关复盘具有历史局限性，不同时期的市场条件、行业趋势和全球经济环境的变化会对投资产生不同的影响，过去的表现仅供参考。
- 2.政策超预期变化：经济政策受宏观环境、突发事件、国际关系的影响可能超预期或者不及预期，从而影响当下分析框架下的投资决策。
- 3.经济修复不及预期：受外部干扰、贸易争端、自然灾害或其他不可预测的因素，经济修复进程可能有所波动，从而影响当下分析框架下的投资决策。

分析师声明

邓利军声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn