

策略周评 20250302

如果成长高切低，应该买什么板块？

2025年03月02日

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

研究助理 林煜辉

执业证书：S0600124060012

linyh@dwzq.com.cn

研究助理 孔思迈

执业证书：S0600124070019

kongsm@dwzq.com.cn

虽然本周后半段科技板块迎来回调，但中长期仍是市场的交易主线。由于当前部分核心分支已经被给予了较高的估值，科技成长板块内部的轮动节奏将是后续行情的关键。在盈利空间尚未打开的情况下，市场转向基本面交易的条件尚未成熟。即便重要会议临近，但市场对于政策的预期已经回归理性，基于政策的博弈难以获得明显的超额收益。因此风格切换发生的概率仍较低，顺周期/红利风格在短期可能会有补涨的机会，但更多是市场资金再平衡的结果。

■ 科技成长风格仍然是市场交易的主线，短期板块内部迎来高切低

市场发生大级别风格切换的概率较低。在上周的周报《接下来市场如何轮动？》中，我们构建了轮动分析框架，分为三大层级：多空轮动—风格轮动—风格内部轮动。多空轮动需要明显的周期切换。自去年9月以来，政策底已现，市场进入了新一轮的“看多”周期。

风格轮动的核心变量美元已经筑顶。近年A股受美元周期影响加大，大级别风格切换的锚逐步从国内经济要素切换至全球流动性，核心变量是美元。随着中美货币政策从分歧走向共振宽松，美元已经实质性筑顶，A股进入科技成长风格占优的阶段。

同时产业趋势强劲，活跃资金积极入市也将强化科技成长风格。科技板块景气延续是行情开展的基础。DeepSeek破圈、国产机器人产业突破驱动科技风格的交易逻辑从过去的“海外映射”走向内生产业趋势，由“美股巨头上游供应商”向“本土巨头”产业链扩容。这将增加交易资金的承载量、也提高了业绩兑现的可能。中长期来看，面对逆全球化、大国博弈加剧，以及国内经济转型升级等挑战，“高水平科技自立自强”政策导向将延续，经济工作和金融资源进一步向科技型企业倾斜。随着科技行业的景气度不断提升，资产重估的叙事也有望在泛科技板块演绎。增量资金属性将强化市场风格。去年9月政策底以来，市场风险偏好显著提升，活跃资金积极入市，而ETF资金整体呈现净流出的态势，进而驱动市场风格从红利向成长切换。春节后，活跃资金和杠杆资金成为市场的主要增量。这一类资金更多关注行业动态、产业政策的边际变化以及叙事的可传播性，而非执着于基本面审美，因此更偏好小盘、科技题材。

短期来看，科技风格内部或迎来高切低。风格内部轮动嵌套于大级别的多空轮动和风格轮动当中，即在多空/风格轮动已完成基本切换且市场形成共识的情况下。如2020-2022年的新能源产业链内部就经历了“电池化学品/锂电→风电/光伏→其他边缘品种”的轮动表现。在流动性充裕环境下，核心板块已充分定价，致使产业内部交易向配套/边缘领域传导扩散。本轮AI行情中，云计算、机器人等核心分支被赋予较高的估值后，资金也开始尝试向低位板块轮动。

■ 顺周期/红利风格或只有短期补涨的机会

市场转向基本面交易的条件尚未成熟，顺周期风格或只有短期补涨的机会。一方面去年四季度增量政策密集落地，但向基本面传导仍有时滞，对年报和一季报的影响相对有限。另一方面，由于宏观经济表现出韧性，两会政策大幅超预期的可能性并不大，这意味着未来半年到一年向上预期的盈利空间也并未打开。因此，市场转向基本面交易的条件尚未成熟，顺周期板块的补涨更多是短期政策博弈和市场风格阶段性平衡的结果。

红利资产的收益相对有限。在《股债息差视角下红利资产的交易空间》中我们提出，红利风格更加锚定十年期国债，“类债”属性是交易的核心逻辑。当前十年期国债利率难以复刻24年末下行的速率和斜率，因此红利资产的绝对收益相对有限。同时在经济基本面不断复苏、外部因素扰动有限的背景下，市场也难以赋予安全资产过高的估值溢价。

■ 如果成长风格高切低，应该买什么板块？

相关研究

《人工智能、机器人等主题ETF加大净流入——资金流向和中短线指标体系跟踪（七）》

2025-02-24

《并购重组跟踪（八）》

2025-02-24

综合本轮行情涨幅、成交拥挤度以及板块估值分位数，目前云计算、宇树机器人、DeepSeek、影视院线已同时出现短期资金面超买，建议关注泛科技板块中的固态电池、低空经济、创新药、存储、消费电子、智驾。

➤ **固态电池：电池板块低估值+产业化节奏明确+与机器人、低空经济等前沿产业发展关系紧密**

电池板块（SW 二级）市盈率（PE-TTM）目前位于近 10 年约 25%分位，固态电池分支多数标的仍属于电池板块，在板块基本面磨底的情况下估值进一步下探的空间有限。产业端，宁德、比亚迪、丰田等将在 2027 年进行固态电池示范装车或小规模生产，中国电动汽车百人会相关负责人亦表示全固态电池预计 2027 年开始装车，固态电池产业化节奏已经逐渐清晰。逻辑角度，固态电池具有高能量密度、高安全性和长寿命循环等优势，有助于人形机器人和低空飞行器提高灵活性和续航时间从而加速商用，亦即固态电池与近期最热门板块具有一定的逻辑承接性。此外，宁德时代计划 2025H1 赴港上市，或对板块构成情绪面提振。

➤ **低空经济：从顶层规划阶段逐渐走向产业落地，政策预期较强**

低空经济正走向产业落地阶段。自 2024 年两会期间低空经济首次写入政府工作报告，低空经济顶层政策不断完善，各地的“低空经济”项目也在密集落地。根据 2024 年 12 月《国务院办公厅关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》，专项债券用作项目资本金范围有所扩大，纳入低空经济、商业航天等新型基础设施领域，并将项目资本金上限比例从 25%提高到 30%。截至目前，全国已有 30 个省份将“低空经济”发展规划写入了 2025 年政府工作报告，2025 年地方财政有望加大对于低空经济基础设施建设方面的投入，同时投资者对于 2025 年中央层面自上而下的政策支持预期较高。

➤ **创新药产业链：出海加速+政策支持+AI 赋能**

创新药出海进程提速，根据中国医药创新促进会，2024 年国内企业 BD 交易总额达 635 亿美元、创历史新高。政策端全链条支持创新药产业发展。1 月 17 日医保局表示计划于 2025 年内发布第一版丙类目录，支付端利好有望年内落地，此外市场预期药品价格形成机制有望得到政策支持不断完善。此外，DeepSeek-R1 的出现加速了 AI 低成本商业化，多家创新药巨头已经在药物研发等方面使用 AI 技术赋能，创新效率有望进一步提升。目前创新药板块自 2020 年高点已经下跌 42%，PE 分位数约为近 5 年来 57%、上行空间较大，随板块盈利能力改善和政策力度增强，板块估值有望向上修复。

➤ **存储：AI 带来增量需求+周期底部向上**

2024 年末，海外存储原厂陆续减产、库存延续去化，减产效果预计 2025Q2 将有所体现，其中 DDR5 价格已经从 2 月中旬开始上涨，存储周期拐点在即。AI 技术降本增效，手机、PC 等端侧硬件智能化进程提速，为存储芯片带来长期增长空间。

➤ **消费电子：AI 端侧创新周期+春季新品发布+以旧换新补贴**

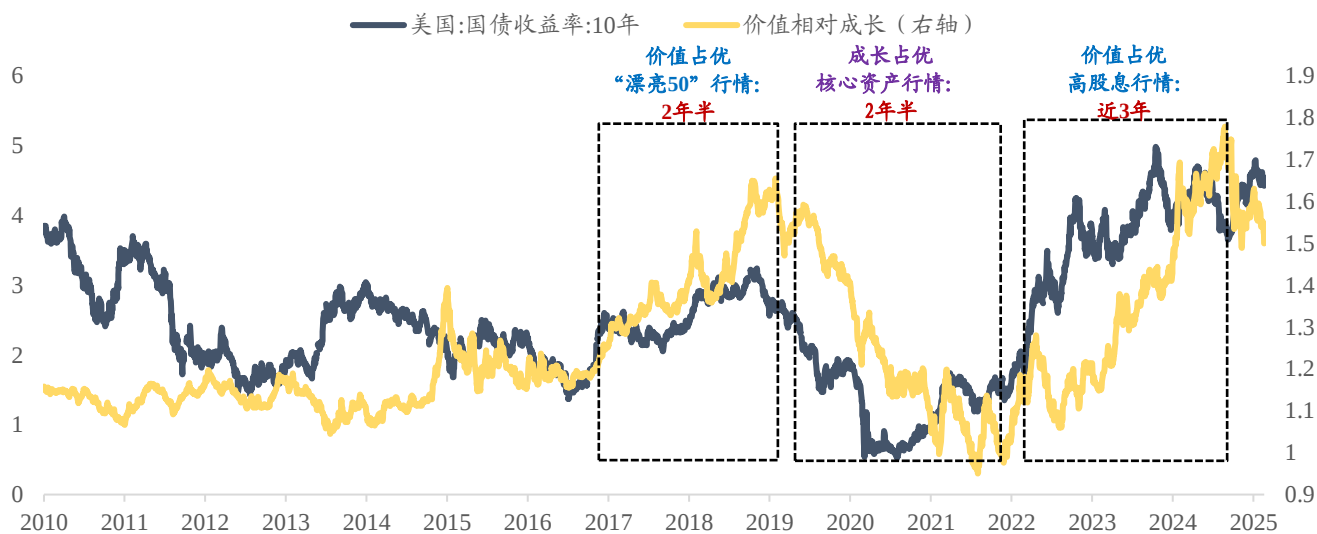
AI 模型能力提升赋能端侧硬件迭代，供给侧创新将拉动换新需求，同时 AI 眼镜等新硬件形态将迎来新产品密集催化。3 月上旬和下旬将分别举行 MWC 大会（世界移动通信大会）和 AWE 大会（中国家电及消费电子博览会），多款智能终端新品的亮相或构成边际催化。此外，今年“两新”政策加力扩容，手机、平板、智能手表（手环）首次纳入国补，其中苹果亦推出了新一代 iPhone SE、售价在国补价格限制范围内。本轮科技行情中，果链标的相对滞涨，部分来自关税不确定性压制，2 月 24 日苹果宣布未来 4 年将在美国投资 5000 亿美元，由于特朗普上一届任期内苹果通过在美国投资实现关税豁免，市场预期本次苹果关税压力亦有可能缓解，待美国方面政策逐渐明晰后，板块情绪有望迎来改善。

➤ **智驾：比亚迪入局推动智驾平权**

比亚迪 2 月 10 日发布“天神之眼”高阶智驾系统，将高阶智驾下沉至 10 万元左右车型，作为新能源车市占率龙头，比亚迪的入局和定价战略将带来“鲶鱼效应”，推动其余车企加速智能化，相应的上游智驾芯片、车载 CIS、激光雷达等环节获得增量需求；此外近期 FSD 入华后因缺乏本土训练数据，出现“水土不服”现象，且其定价相对高于市场预期，相应的市场对于智驾一梯队本土车企的信心有望提升。

- 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: 美债是 A 股的风格之锚 (单位: %; 倍)



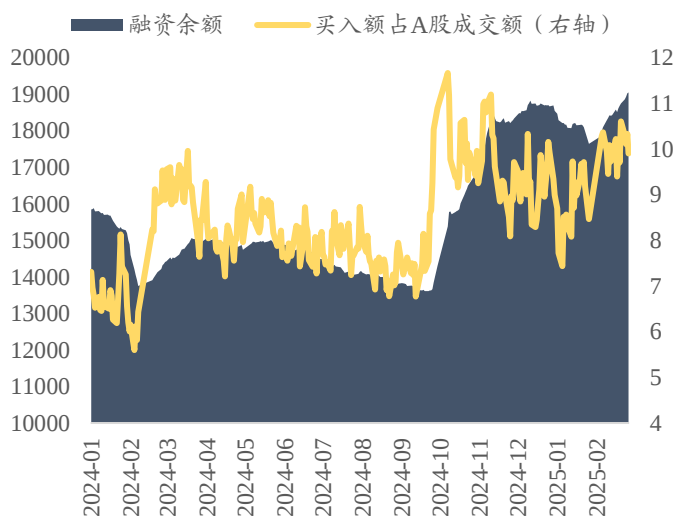
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2024 年 10 月至今, ETF 净流出 (单位: 亿元)



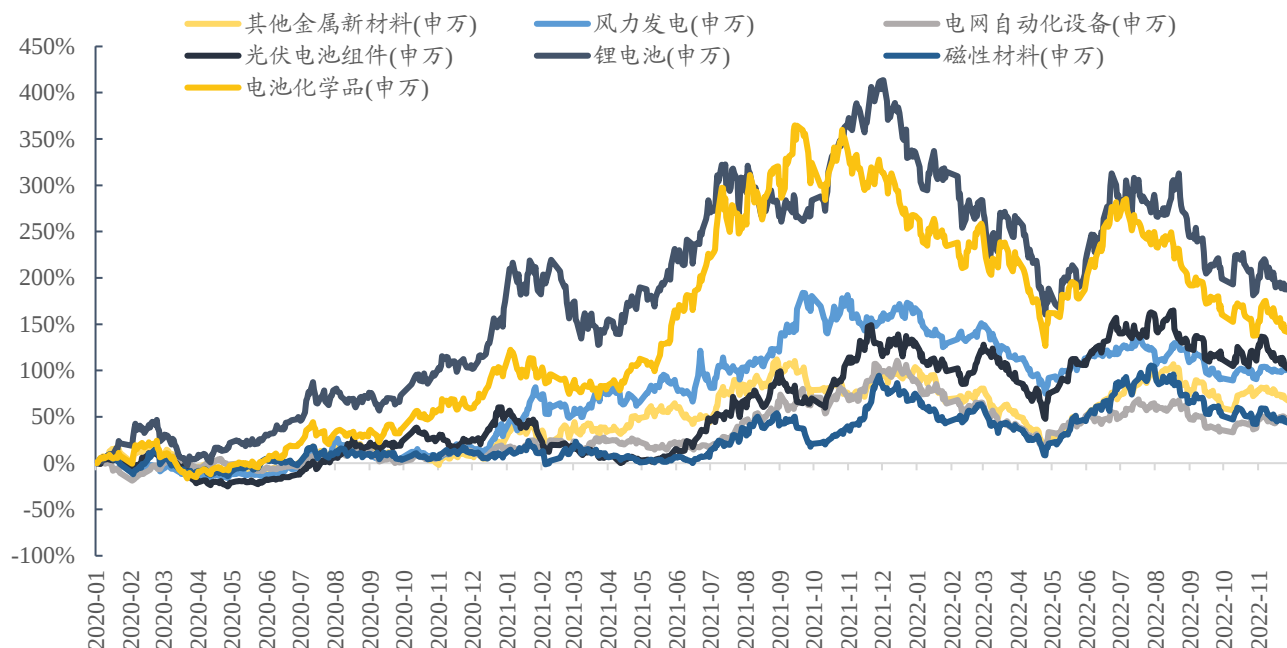
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 截至 2 月 27 日, 融余额突破 1.9 万亿 (单位: 亿元; %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4：2020-22年期间新能源产业链内部“电池化学品/锂电—风电/光伏—其他边缘品种”轮流表现（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：图中数据为2020年初以来的累计涨跌幅

表1：从SW二级行业看，本轮行情中影视院线、IT服务、电机、软件开发和通信服务涨幅已经较高且成交相对拥挤（表中仅包含具有成长属性的SW二级行业）

指数代码	指数简称	1月13日至2月28日涨跌幅(%)	近2周成交额/2月28日自由流通市值	近10年市盈率分位数	综合得分	指数代码	指数简称	1月13日至2月28日涨跌幅(%)	近2周成交额/2月28日自由流通市值	近10年市盈率分位数	综合得分
801103.SI	IT服务II	32.20	1.49	95.43	0	801153.SI	医疗器械	9.04	0.30	34.88	3
801766.SI	影视院线	28.92	1.48	95.27	0	801767.SI	数字媒体	8.87	1.06	18.00	2
801731.SI	电机II	28.36	1.51	75.73	1	801151.SI	化学制药	8.59	0.29	39.20	3
801104.SI	软件开发	28.02	1.14	88.97	0	801765.SI	广告营销	8.49	1.06	58.27	2
801223.SI	通信服务	22.23	1.00	42.72	1	801743.SI	地面兵装II	6.93	0.46	59.11	3
801764.SI	游戏II	20.32	0.93	67.12	2	801735.SI	光伏设备	6.87	0.37	48.13	3
801156.SI	医疗服务	18.60	0.57	23.94	3	801082.SI	其他电子II	6.72	1.21	73.88	2
801095.SI	乘用车	17.13	0.28	84.16	2	801152.SI	生物制品	6.22	0.21	27.56	3
801101.SI	计算机设备	17.08	0.84	27.83	3	801741.SI	航天装备II	6.00	0.36	72.40	3
801093.SI	汽车零部件	15.69	0.75	42.68	3	801769.SI	出版	5.94	0.76	64.20	3
801085.SI	消费电子	15.27	0.73	40.48	3	801206.SI	互联网电商	5.81	0.66	36.23	3
801081.SI	半导体	14.53	0.60	71.12	3	801102.SI	通信设备	5.45	0.94	26.43	3
801737.SI	电池	12.17	0.38	25.06	3	801738.SI	电网设备	5.37	0.44	37.10	3
801733.SI	其他电源设备II	11.03	0.96	70.90	3	801083.SI	元件	4.68	0.71	54.92	3
801745.SI	军工电子II	10.15	0.55	75.02	3	801736.SI	风电设备	1.84	0.42	92.43	2
801092.SI	汽车服务	10.12	0.43	78.51	3	801742.SI	航空装备II	-0.08	0.28	33.77	3
801084.SI	光学光电子	10.01	0.63	70.73	3	801096.SI	商用车	-0.74	0.46	73.62	3
801086.SI	电子化学品II	9.80	0.54	58.77	3	801744.SI	航海装备II	-1.45	0.30	15.53	3

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：“近2周成交额”衡量成交拥挤度，是指数在2月17日-28日的区间累计成交额；“近10年市盈率分位数”以最新收盘日2月28日进行计算，口径为PE（TTM）

综合得分：指数在1.13-2.28涨幅小于20%赋分1，否则赋分0；指数近2周成交额与2月28日自由流通市值之比小于1赋分1，否则赋分0；指数近10年市盈率分位数小于80%赋分1，否则赋分0，综合得分为前述3项的加总

表2：从 Wind 热门板块指数看，本轮行情中半导体、创新药、消费电子、通用航空（低空经济）、算力通信、商业航天、固态电池、光伏等拥挤度和涨幅相对前排板块（如云计算、机器人）更低

证券简称	1月13日至2月28日涨跌幅（%）	近2周成交额/2月28日自由流通市值	总得分	证券简称	1月13日至2月28日涨跌幅（%）	近2周成交额/2月28日自由流通市值	总得分	证券简称	1月13日至2月28日涨跌幅（%）	近2周成交额/2月28日自由流通市值	总得分
DeepSeek	72.23	1.34	0	消费电子代工	28.76	0.41	2	脑机接口	16.86	0.77	2
IDC(算力租赁)	48.75	1.40	0	操作系统	27.06	0.97	2	CRO	16.60	0.40	2
云计算	46.00	1.30	0	工业互联网	25.73	0.58	2	汽车芯片	16.51	0.69	2
宇树机器人	43.17	1.94	0	存储器	24.68	0.87	2	高速铜连接	15.59	0.73	2
AI算力	42.21	1.19	0	小米汽车	24.09	0.22	2	虚拟电厂	15.44	0.49	2
华为鲲鹏	30.96	1.31	0	AIPC	23.33	0.74	2	第三代半导体	15.21	0.45	2
国产软硬件	30.37	1.00	0	ASIC芯片	22.84	0.69	2	消费电子产业	15.15	0.48	2
网络安全	30.17	1.12	0	机器视觉	22.48	0.65	2	半导体产业	14.96	0.62	2
人形机器人	30.51	0.57	1	固态电池	20.90	0.27	2	半导体设备	14.40	0.47	2
智慧医疗	28.43	1.36	1	半导体精选	18.75	0.56	2	苹果	13.36	0.45	2
华为HMS	27.13	1.29	1	BC电池	18.02	0.37	2	创新药	12.16	0.25	2
数据安全	26.89	1.16	1	英伟达产业链	17.98	0.69	2	先进封装	11.79	0.69	2
华为鸿蒙	25.70	1.67	1	光芯片	17.84	0.94	2	晶圆产业	11.70	0.34	2
网络游戏	22.88	1.28	1	锂电池	17.83	0.35	2	通用航空	11.11	0.61	2
多模态模型	19.80	1.07	1	锂电正极	17.67	0.51	2	商业航天	10.55	0.56	2
抖音豆包	18.83	1.51	1	华为平台	17.35	0.61	2	挖掘机	10.54	0.19	2
谷子经济	16.97	1.30	1	车路云	17.20	0.74	2	卫星互联网	10.20	0.53	2
液冷服务器	16.63	1.30	1	智能驾驶	17.07	0.55	2	军工信息化	9.68	0.41	2
首发经济	11.65	1.34	1	近期定增	17.05	0.71	2	光模块(CPO)	6.72	0.95	2

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：“近2周成交额”衡量成交拥挤度，是指数在2月17日-28日的区间累计成交额

综合得分：指数在1.13-2.28 涨幅小于30%赋分1，否则赋分0；指数近2周成交额与2月28日自由流通市值之比小于1赋分1，否则赋分0，综合得分为前述2项的加总

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>