

2025年02月28日

春季行情未完，进入后半段

定期报告

投资要点

- ◆ **增量资金流入还有空间，春季行情未完。**（1）分子端：长债收益率上行显示基本面改善预期上升。一是历史经验上，地产销售增速、固定资产投资增速等均与十年期国债收益率呈较为明显的正相关；二是节后国债收益率出现明显上行，后续地产销售、固定资产投资、消费增速等可能有所回升。（2）流动性：增量资金流入还有空间。一是宏观流动性短期维持宽松：首先，海外对国内宽松掣肘有限；其次，国内资金面近期偏紧，一季度仍可能降准降息。二是增量资金流入还有空间：首先，以全A成交额达到2万亿左右推算，融资可能还有1000亿左右的流入空间；其次，本轮陆股通成交额上升幅度（61.7%）与2024年（64.1%）类似，预计今年春季行情期间陆股通流入可能在900亿左右；再次，预计新发基金单月依然维持在200-400亿左右的水平，回升幅度有限；最后，险资等长期资金流入空间仍较大。（3）风险偏好：短期可能继续偏强。一是市场情绪指标仍处于中性水平：首先，股权风险溢价仍处于高位；其次，除科创50外，多数指数估值分位数均处于中性水平。二是外部事件对市场情绪有一定扰动。三是短期国内政策继续支撑风险偏好。
- ◆ **科技短期情绪偏高，但并不过热，调整后仍是逢低配置的机会。**（1）科技短期情绪偏高。一是TMT成交额占比已达46%，超过2009-2010、2013-2015、2019-2021年三轮科技行情的成交额占比最高值，接近2023-2024年科技行情中成交额占比最高达50%的水平；二是TMT成交额占比从30%提升到46%的速度快于前几轮科技行情。（2）科技行情短期并不过热，调整后仍是逢低配置机会。一是TMT成交额占比/TMT总市值占比明显低于前几轮科技行情：首先，成长行情中，TMT的板块成交额占比/板块总市值占比最高值在2.2-3.4倍左右，医药板块成交额占比/板块总市值占比约在1.5-8.0倍左右，电新板块成交额占比/板块总市值占比最高在2.1倍左右；其次，2024年9月18日至今TMT成交额占比/TMT总市值占比最高在2.2倍，远低于前几轮行情。二是TMT行业轮动还未完成：首先，历史上成长行情（TMT、电新、医药）处于中后期时，除传媒和医药行业外，龙头股（全行业市值前5名）涨幅均低于非龙头股涨幅；其次，2024年9月18日至今，TMT非龙头股涨幅在79.3%，龙头股涨幅在92.1%，行业轮动未完成。
- ◆ **科技仍是主线，短期继续关注调整后的科技、可能补涨的成长和消费等行业。**（1）短期科技仍是主线，消费和部分低估值红利也可能补涨。一是短期仍可能相对占优：首先，复盘历史，两会前后高景气的行业持续占优，两会后若经济基本面出现较强修复则顺周期相关行业可能占优；其次，短期人工智能、机器人等产业趋势不断上行持续推动科技行业景气上行，而经济基本面可能维持弱修复，顺周期相对占优的条件不满足。二是短期消费和部分低估值红利行业可能补涨：首先，历史经验上，春季行情期间前期涨幅靠后的行业在中后期表现可能相对偏强；其次，2025/1/13日至今煤炭、石化、银行等低估值红利和家电、食品饮料等消费行业涨幅靠后，可能补涨。（2）短期建议继续逢低配置：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）；二是基本面可能改善和补涨的电新、医药、商贸、社服、券商。
- ◆ **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@huajinsc.cn

报告联系人

张欣诺

zhangxinnuo@huajinsc.cn

报告联系人

苏雪儿

suxueer@huajinsc.cn

相关报告

人气产业链不断迎来新催化，新股次新板块
交投热度不减-华金证券新股周报
2025.2.23

春季行情进行中，风格不变 2025.2.23

板块表现略有分化但局部资金热度不减，新
股活跃周期预计未改-华金证券新股周报
2025.2.16

春季行情未完，科技占优延续 2025.2.16

节后风险偏好选择向上，板块新一轮活跃周
期或已开启-华金证券新股周报 2025.2.9



内容目录

一、还有哪些增量资金？科技是否过热？	3
（一）春季行情结束了吗？还有哪些增量资金？	3
1、分子端：长债收益率上行显示基本面改善预期上升	3
2、流动性：增量资金流入还有空间	4
3、风险偏好：短期可能继续偏强	6
（二）科技短期情绪偏高，但并不过热	7
1、科技短期情绪偏高	7
2、科技行情短期并不过热，调整后仍是逢低配置机会	8
二、行业配置：科技仍是主线，关注补涨的成长和蓝筹	9
（一）短期科技仍是主线，消费和部分低估值红利也可能补涨	9
（二）短期继续关注调整后的科技、可能补涨的成长和消费等行业	11
三、风险提示	13

图表目录

图 1：2 月 MLF 缩量 2000 亿元	3
图 2：DR007 利率抬升	3
图 3：十债收益率与地产销售增速呈正相关关系	3
图 4：十债收益率与固定资产投资增速呈正相关关系	3
图 5：美元指数出现回落	4
图 6：2 月央行公开市场操作回收流动性	4
图 7：推算本轮外资净流入规模可能在 900 亿元左右	5
图 8：测算全 A 成交额对应融资流入空间	5
图 9：2019 年核心资产行情中主动被动新发基金规模增长呈阶段性特点	5
图 10：预测新规下后续险资入市资金规模将逐步上升	6
图 11：2015 年牛市中险资投资股票和证券比例上升近 7 个百分点	6
图 12：创业板指、全 A 估值仍处低位	7
图 13：ERP 出现一定回落	7
图 14：各省促消费政策加速落地	7
图 15：TMT 成交额占比中枢持续上移且提升速度快于历史同期，高位震荡时市场交易热度受大盘影响	8
图 16：大科技行情中，TMT 成交额占比/TMT 总市值占比最高值在 2-4 倍左右	8
图 17：成长行情中后期的高位震荡行情中非龙头股可能补涨	9
图 18：两会前后高景气的行业持续占优，两会后会若经济基本面出现较强修复则顺周期相关行业可能占优	10
图 19：4 次春季行业轮动中前期跌幅前 5 行业及中后期涨幅前 5 名次一览	10
图 20：2025/1/13 日以来各行业涨跌幅	11
图 21：2024 年 12 月半导体销售额同比增长 3%	12
图 22：智能手机出货量逐月回升	12
图 23：2024 年 12 月中国风电发电新增设备容量累计同比增长 6%	12
图 24：2024 年 9.24 行情后带动市场交易额增加	12

一、还有哪些增量资金？科技是否过热？

（一）春季行情结束了吗？还有哪些增量资金？

1、分子端：长债收益率上行显示基本面改善预期上升

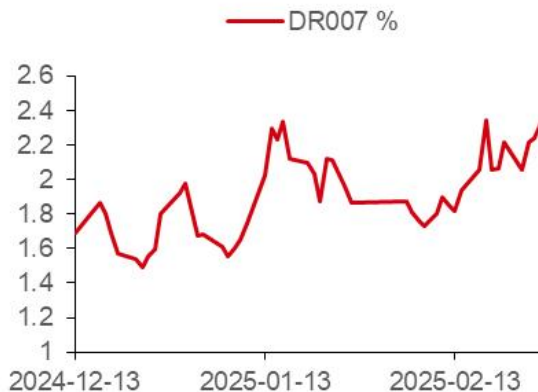
长债收益率上行显示基本面改善预期上升。一是历史经验来看，债市的表现往往一定程度上反映了基本面的预期，地产销售增速、固定资产投资增速均与十债收益率呈较为明显的正相关关系，尤其在 2020 年疫情后节奏均趋于一致，即经济预期向好时债市可能走弱。二是节后国债收益率出现明显上行，原因可能在于存单、信用债等多个品种长短端利差倒挂，2 月 MLF 缩量 2000 亿元，叠加 DR007 上探至 2.34% 左右的高位，短期内资金面边际收紧，此外更多是预期经济基本面有所改善，根据历史经验，后续地产销售、固定资产投资、消费增速等可能有所回升，基本面回暖预期较强。

图 1：2 月 MLF 缩量 2000 亿元



资料来源：华金证券研究所，wind

图 2：DR007 利率抬升



资料来源：华金证券研究所，wind

图 3：十债收益率与地产销售增速呈正相关关系



资料来源：华金证券研究所，wind

图 4：十债收益率与固定资产投资增速呈正相关关系

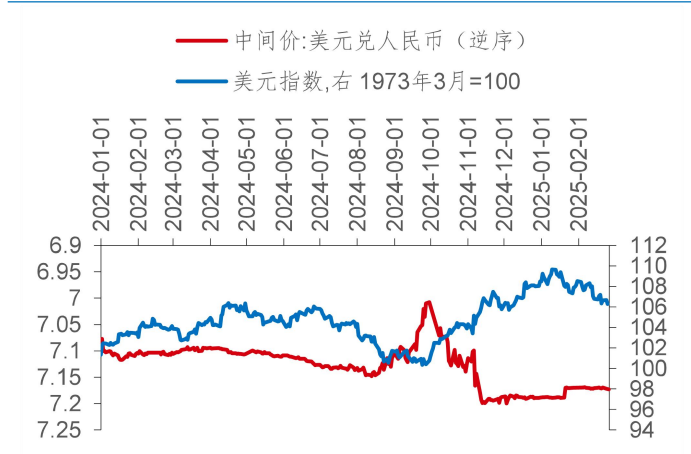


资料来源：华金证券研究所，wind

2、流动性：增量资金流入还有空间

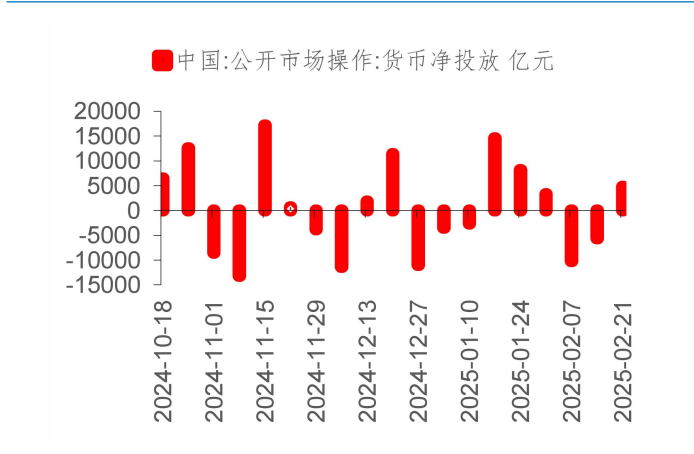
宏观流动性短期维持宽松。一是海外方面：首先近期美国经济、就业、通胀数据均出现一定程度回升，同时加征关税使通胀预期有所上升，有所扰动短期降息的节奏，CME 预测 3 月暂停降息的概率接近 100%，但最快可能于 6 月再度降息；其次受美国债务担忧等的影响美元指数走势依然偏弱，海外对国内宽松掣肘有限。二是国内方面，资金面近期偏紧张，2 月 MLF 缩量 2000 亿元，且央行公开市场操作回收流动性超过 11000 亿元，叠加在税期、政府债放量的环境下，货币政策进一步宽松的迫切性上升，一季度降准降息的预期仍较强。

图 5：美元指数出现回落



资料来源：华金证券研究所，wind

图 6：2 月央行公开市场操作回收流动性



资料来源：华金证券研究所，wind

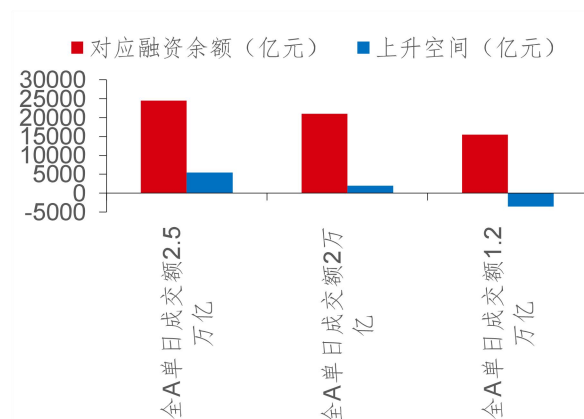
增量资金流入还有空间。（1）融资方面：通过回归分析推算，若本轮行情中全 A 成交额为 2 万亿，则对应融资可能净流入 1972 亿，1 月 13 日至今已经流入 971 亿，则剩余 1000 亿元左右的流入空间。（2）外资方面：比照 2020 年以来的春季行情中外资单日成交额均有明显上升趋势，幅度一般在 60%-80%左右，对照期间陆股通资金也多为净流入，仅 2020 年受疫情、2022 年受俄乌冲突爆发等利空事件影响下小幅流出，本轮陆股通成交额上升幅度（61.7%）与 2024 年（64.1%）类似，故预计今年行情期间陆股通日均流入 50 亿元，总流入规模约在 900 亿元左右。（3）新发基金方面：首先，比照 2019 年核心资产行情来看，基金份额的增长可划分为三个阶段，起步期（行情缓慢开启，新发基金份额小幅增长，约持续 1 年左右）、调整期（行情面临短期调整，新发基金份额回落，约持续 2 个月左右）、爆发期（行情在基本面确定性改善下迎来爆发，新发基金份额获大幅提升，约持续半年左右）；其次，去年 12 月至今单月新成立偏股型基金份额维持在 100-300 亿份左右，呈现稳定增加态势，预计后续新发基金单月依然维持在 200-400 亿左右的水平，低位可能有所回升，但回升幅度有限。（4）险资等长期资金流入空间仍较大。首先近期国新办提出对于商业保险资金，力争大型国有保险公司从 2025 年起每年新增保费的 30% 用于投资 A 股，根据往年数据后线性外推，可得 2025 年至 2030 年期间，年均的潜在险资潜在入市资金约在 900 至 1100 亿元左右，整体新增规模可能在 5000 亿元至 7000 亿元左右；其次比照 2015 年牛市，险资投资股票和证券的比例上升幅度约为 6.7 个百分点，假设本轮牛市上升 6.7-10pcts，并以 2024Q3 保险资金运用余额 321512 亿元计算，则增量资金规模约为 2 万亿至 3.5 万亿左右。

图 7：推算本轮外资净流入规模可能在 900 亿元左右

成交额低点日期	成交额高点日期	区间交易日天数	成交额上升幅度(%)	陆股通流入规模(亿元)	陆股通日均流入规模(亿元)
2020/2/14	2020/2/28	11	75.39	-185.24	-16.84
2020/12/29	2021/2/18	32	75.99	931.20	29.10
2022/2/21	2022/2/24	4	56.74	-127.97	-31.99
2022/12/30	2023/1/30	16	129.30	1312.39	82.02
2024/4/25	2024/5/6	5	64.11	343.89	68.78
2025/1/21	2025/2/21	18	61.73	900(E)	50(E)

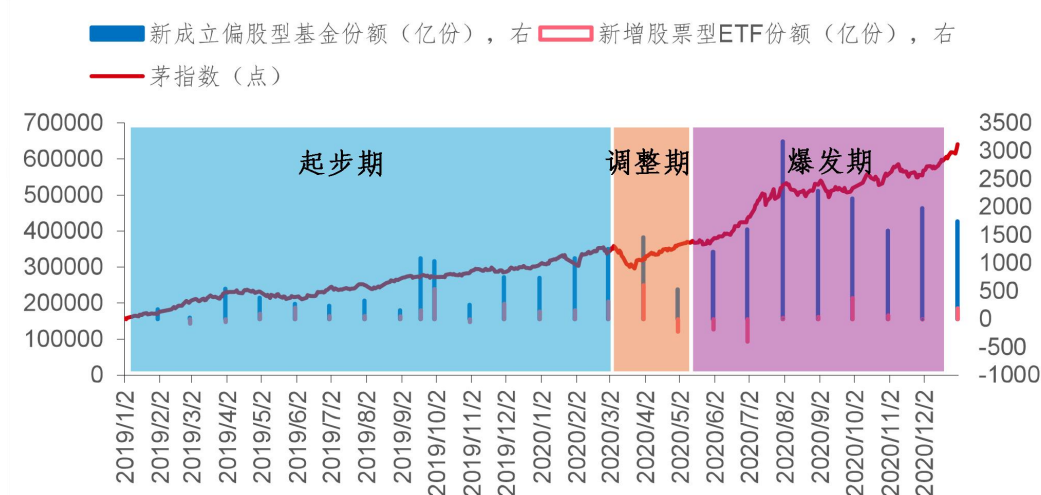
资料来源：华金证券研究所，wind（注：日均值计算取交易日；外资流入数据从 2014/11/7 开始）

图 8：测算全 A 成交额对应融资流入空间



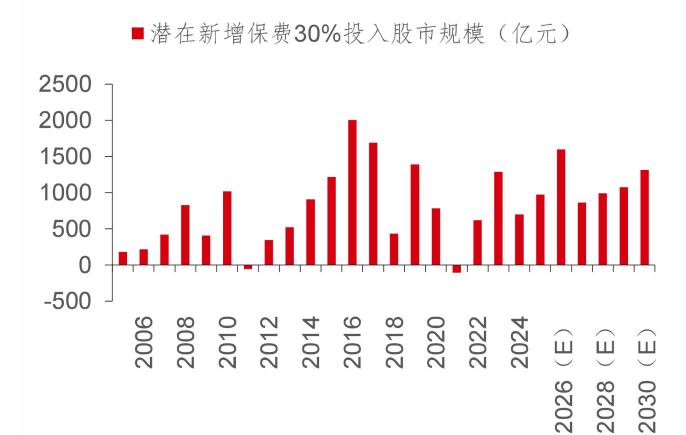
资料来源：华金证券研究所，wind

图 9：2019 年核心资产行情中主动被动新发基金规模增长呈阶段性特点



资料来源：华金证券研究所，wind

图 10：预测新规下后续险资入市资金规模将逐步上升



资料来源：华金证券研究所，wind

图 11：2015 年牛市中险资投资股票和证券比例上升近 7 个百分点

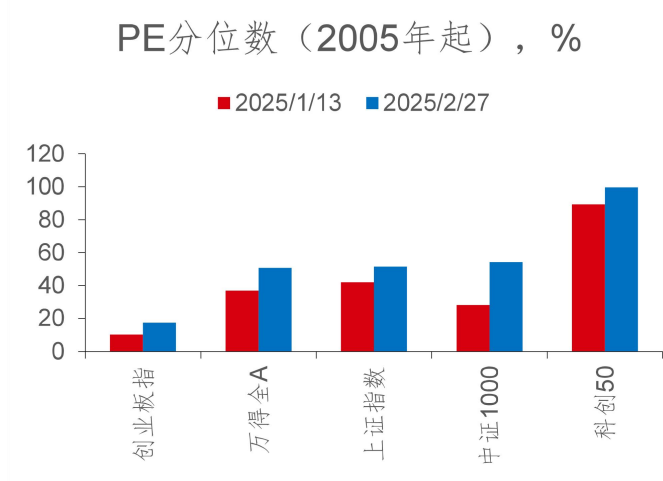


资料来源：华金证券研究所，wind

3、风险偏好：短期可能继续偏强

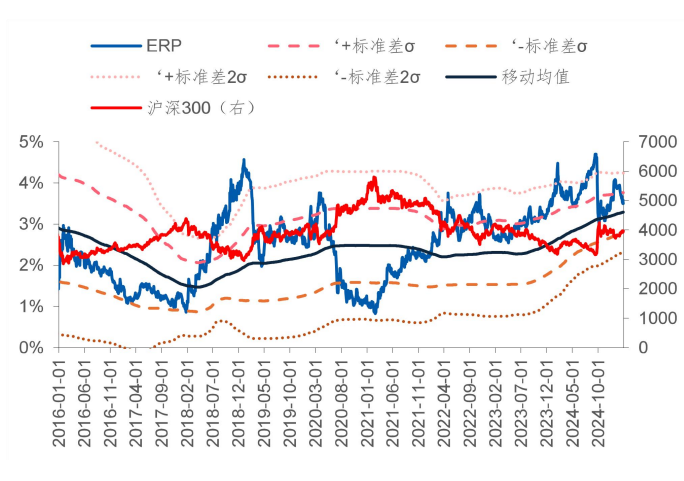
风险偏好短期可能继续偏强。（1）市场情绪指标仍处于中性水平。一是股权风险溢价来看，债市近期出现一定调整，ERP 短期回调至 3.5%，较前期 4.0% 左右的高位明显下降，权益市场情绪仍在改善，股市相对债券的性价比依然较高。二是估值来看，除科创 50 外多数指数估值分位数均处于中性水平：当前仅科创 50PE 分位数（2005 年起，下同）接近 100%，但创业板指估值分位数仅为 17.5%，处于极低位，其余指数如全 A、上证等 PE 分位数均在 50% 左右的中性位置，市场情绪并未过热。（2）特朗普可能对墨西哥等进一步加征关税对市场风险偏好有一定扰动。一是近期特朗普表示，美国将从 4 月 2 日起对进口自墨西哥的商品和进口自加拿大的非能源类商品征收 25% 的关税，并威胁对欧盟商品征收 25% 关税，同期欧洲多国领导人也在不同场合发声，表示如果美国加征关税，欧盟将做出反制措施予以回应，短期地缘风险可能加剧。二是资本市场来看，短期内纳指、道指均出现大幅回调，避险情绪主导下年初至今黄金价格持续上升，贸易摩擦对全球风险偏好存在一定扰动，同时可能导致欧盟和美国经济萎缩，进一步推高通胀压力。（3）短期国内宽松政策可能进一步出台和落实对风险偏好仍有支撑。一是各地政府促消费政策举措不断落地：山东省政府印发《关于提振消费的实施方案》，通过计划举办促消费活动、发放消费券、扩大“两新”补贴范围等方式扩大需求；青海省商务厅印发《青海省商务领域 2025 年提振消费专项行动方案》，重点针对提升服务消费、数字消费、绿色消费等方向做出规划，力争实现全省社会消费品零售总额增长 5% 以上等促消费任务目标等。二是民营经济方面，多部门政策加速落地，例如尽快修订出台新版市场准入负面清单、持续推进国家重大科研基础设施等向民营企业公平开放、支持民营企业积极参与“两重”建设和“两新”工作，均有望大力推动民营企业自主创新、转型发展，对市场情绪有一定支撑作用。

图 12：创业板指、全 A 估值仍处低位



资料来源：华金证券研究所，wind

图 13：ERP 出现一定回落



资料来源：华金证券研究所，wind

图 14：各省促消费政策加速落地

地区	政策
山东	省政府印发《关于提振消费的实施方案》，省有关部门同步印发十大行动计划，构建起“1+N”政策体系，为全省提振消费提供有力引领与支持，围绕6大方面提出20条措施与71项具体任务。包括计划举办重点促消费活动超1000场，省级筹集5000万元助力各市发放消费券，新增4类家电产品并实施数码产品购新补贴，举办超1000场文旅消费活动以及300场以上“齐鲁美食节”等重点活动等。
青海	省商务厅印发《青海省商务领域2025年提振消费专项行动方案》，提出通过开展消费品以旧换新，促进服务消费提升、数字消费提升、绿色消费提升、消费环境提升和举办消费促进活动6方面重点工作，推动商务领域提振消费工作落实落细，力争实现全省社会消费品零售总额增长5%以上等促消费任务目标。
新疆	新疆抓投资促消费稳外贸工作调度会议召开，强调要用好中央超长期特别国债资金等，研究出台更多消费补贴政策，努力补齐服务消费短板，深挖餐饮住宿、家政服务、养老托育消费潜力。要大力发展首发经济、冰雪经济、赛事经济等，加快培育数智消费、绿色消费、健康消费。要推动步行街、商圈设施改造和业态提升，加快建设充电站、换电站等基础设施，完善消费维权等制度，营造放心消费环境。要精准有效推进就业政策落实，拓宽农民增收渠道，完善多层次社会保障体系，落实带薪休假制度，促进假日消费。

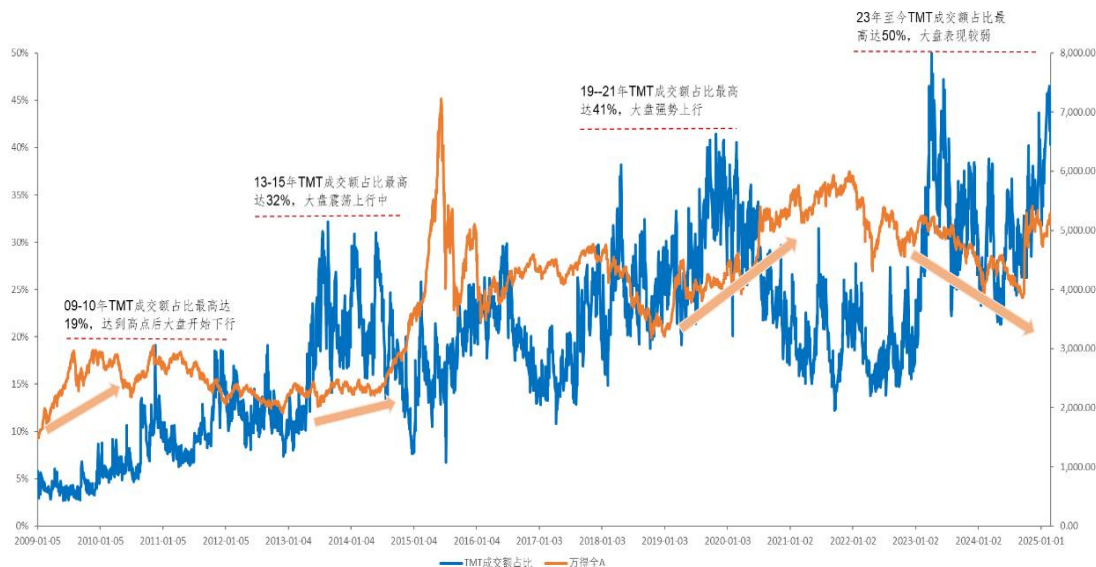
资料来源：华金证券研究所整理

（二）科技短期情绪偏高，但并不过热

1、科技短期情绪偏高

科技短期情绪偏高。(1)TMT 成交额占比已达 46%，超过 2009-2010、2013-2015、2019-2021 年三轮科技行情的成交额占比最高值，接近 2023-2024 年科技行情中成交额占比最高达 50% 的水平。(2) 成交额占比提升速度快于历史同期：与过往的科技产业周期相比，本轮 TMT 成交额占比的提升速度更快。例如，2010-2015 年从 19% 提升至 32%，用了约 4 年时间；而本轮 TMT 成交额占比从 30% 提升到 46% 的速度快于前几轮科技行情。

图 15: TMT 成交额占比中枢持续上移且提升速度快于历史同期, 高位震荡时市场交易热度受大盘影响



资料来源: 华金证券研究所, wind

2、科技行情短期并不过热, 调整后仍是逢低配置机会

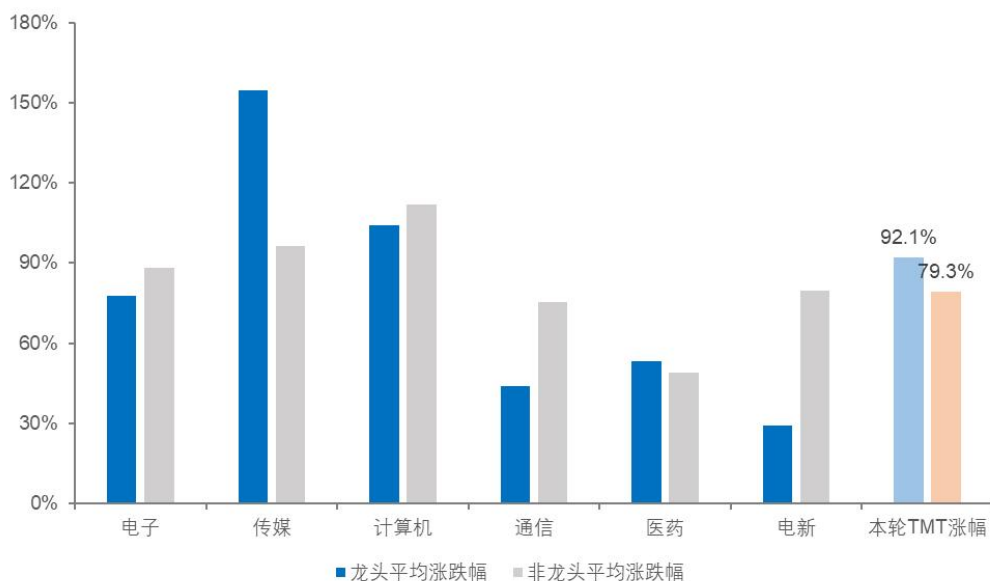
TMT 成交额占比/TMT 总市值占比明显低于前几轮科技行情。(1) 大科技行情中, TMT 成交额占比/TMT 总市值占比最高值在 2.2-3.4 倍左右。通过对比 TMT、医药、新能源等行业成交额占比/总市值占比数据来看: 成长行情中, 电新、TMT 的板块成交额占比/板块总市值占比最高值在 2.2-3.4 倍左右, 医药板块成交额占比/板块总市值占比约在 1.5-8.0 倍左右。而本轮(从 2024 年 9 月 18 日开始) TMT 成交额占比/TMT 总市值占比最高值在 2.2 倍, 远低于前几轮行情。(2) TMT 行业轮动还未完成: 首先, 历史上成长行情(TMT、电新、医药)处于中后期时, 除传媒和医药行业外, 龙头股(全行业市值前 5 名)涨幅均低于非龙头股涨幅; 其次, 2024 年 9 月 18 日至今, TMT 非龙头股涨幅在 79.3%, 龙头股涨幅在 92.1%, 行业轮动未完成。

图 16: 大科技行情中, TMT 成交额占比/TMT 总市值占比最高值在 2-4 倍左右

行业	开始时间	结束时间	成交额占比/市值占比
TMT	2012/12/3	2015/12/22	3.4
	2019/2/1	2021/11/5	2.9
	2024/9/18	2025/2/26	2.2
医药	2009/7/22	2010/11/29	1.5
	2013/1/4	2014/9/22	4.7
	2019/1/14	2020/8/3	8.0
电新	2019/11/25	2021/10/25	2.1

资料来源: 华金证券研究所, wind

图 17：成长行情中后期的高位震荡行情中非龙头股可能补涨



资料来源：华金证券研究所，wind

二、行业配置：科技仍是主线，关注补涨的成长和蓝筹

（一）短期科技仍是主线，消费和部分低估值红利也可能补涨

科技短期仍可能相对占优。复盘历史，两会前后高景气的行业持续占优，两会后若经济基本面出现较强修复则顺周期相关行业可能占优。通过复盘 2013 年-2024 年两会期间及两会后一个月行业内行业表现，可以发现：（1）两会前后高景气的行业持续占优，如 2016 年、2018 年、2023 年电子、传媒、计算机、通信等高景气行业在两会期间和两会后一个月涨幅居前。2024 年受大盘影响，周期等红利资产表现强势，虽然科技行业整体表现一般，但低空经济、算力等超前布局的未来产业走出独立行情。（2）两会后若经济基本面出现较强修复则顺周期相关行业可能占优，如 2013 年、2015 年、2016 年、2017 年、2018 年、2019 年、2020 年、2021 年、2022 年、2023 年、2024 年两会后一个月内，房地产、建材、建筑、电力及公用事业、煤炭、钢铁、农林牧渔、石油石化、基础化工等红利顺周期行业多次进入涨幅前五名。另外，如果短期人工智能、机器人等产业趋势不断上行持续推动科技行业景气上行，而经济基本面可能维持弱修复，顺周期相对占优的条件不满足，仍以产业趋势向上的行业为主，比如 2018 年、2020 年和 2023 年两会后一个月内，计算机、传媒、电子和通信等科技行业进入涨幅前五名。

图 18：两会前后高景气的行业持续占优，两会后若经济基本面出现较强修复则顺周期相关行业可能占优

排名	2013		2014		2015		2016		2017		2018	
	期间	+1个月	期间	+1个月	期间	+1个月	期间	+1个月	期间	+1个月	期间	+1个月
TOP1	电子	房地产	食品饮料	建材	轻工制造	建筑	银行	计算机	家电	建筑	医药	国防军工
TOP2	石油石化	家电	房地产	非银行金融	纺织服装	机械	非银行金融	综合	电子	交通运输	计算机	计算机
TOP3	综合金融	建材	基础化工	房地产	计算机	消费者服务	建筑	通信	通信	电力及公用事业	非银行金融	医药
TOP4	通信	建筑	纺织服装	煤炭	商贸零售	电力设备及新能源	食品饮料	电力设备及新能源	食品饮料	煤炭	综合金融	石油石化
TOP5	消费者服务	汽车	综合金融	交通运输	农林牧渔	交通运输	通信	基础化工	轻工制造	建材	通信	农林牧渔
排名	2019		2020		2021		2022		2023		2024	
	期间	+1个月	期间	+1个月	期间	+1个月	期间	+1个月	期间	+1个月	期间	+1个月
TOP1	农林牧渔	食品饮料	消费者服务	传媒	电力及公用事业	钢铁	医药	房地产	计算机	传媒	电力设备及新能源	有色金属
TOP2	综合	消费者服务	轻工制造	电子	钢铁	电力及公用事业	电力设备及新能源	煤炭	通信	计算机	有色金属	汽车
TOP3	计算机	家电	综合金融	医药	建筑	轻工制造	煤炭	银行	交通运输	电子	汽车	基础化工
TOP4	电力设备及新能源	基础化工	商贸零售	消费者服务	煤炭	纺织服装	食品饮料	农林牧渔	建筑	通信	钢铁	轻工制造
TOP5	轻工制造	房地产	钢铁	计算机	交通运输	医药	农林牧渔	建筑	传媒	石油石化	电力及公用事业	电力及公用事业

资料来源：华金证券研究所，wind

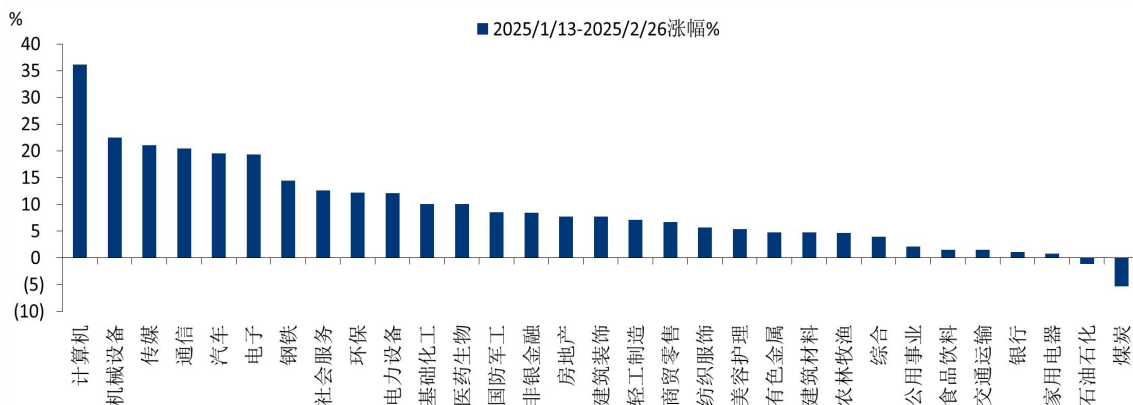
短期消费和部分低估值红利行业可能补涨。通过复盘 4 次春季行情前期、后期行业涨跌幅情况，可以发现春季行情期间前期涨幅靠后的行业在中后期表现可能相对偏强，分析数据来看：2011 年和 2024 年，春季行情前期涨幅靠后的行业像房地产、银行等行业在春季行情后半期进入涨幅前五。2015 年春季行情前期涨幅靠后食品饮料等消费行业在春季行情后半期进入涨幅前五。后续展望来看，通过整理本轮春季行情以来各行业的涨跌幅情况发现，2025/1/13 日至今煤炭、石化、银行等低估值红利和家电、食品饮料等消费行业涨幅靠后，可能补涨。

图 19：4 次春季行业轮动中前期跌幅前 5 行业及中后期涨幅前 5 名次一览

跌幅前五	2011/1/25	2015/2/9	2019/1/4	2024/2/5
	2011/2/14	2015/2/24	2019/1/24	2024/2/20
LAST1	房地产	银行	综合金融	建筑
LAST2	银行	石油石化	消费者服务	房地产
LAST3	石油石化	煤炭	建筑	纺织服装
LAST4	传媒	食品饮料	电力及公用事业	商贸零售
LAST5	消费者服务	轻工制造	交通运输	银行
涨幅前五	2011/3/3	2015/3/3	2019/3/15	2024/3/5
	2011/4/18	2015/4/28	2019/4/8	2024/5/20
TOP1	钢铁	建筑	钢铁	有色金属
TOP2	银行	机械	银行	农林牧渔
TOP3	煤炭	交通运输	煤炭	房地产
TOP4	房地产	通信	房地产	银行
TOP5	基础化工	消费者服务	基础化工	交通运输

资料来源：华金证券研究所，wind

图 20：2025/1/13 日以来各行业涨跌幅



资料来源：华金证券研究所，wind

（二）短期继续关注调整后的科技、可能补涨的成长和消费等行业

逢低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：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。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。（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需求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：智能驾驶方面，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 21：2024 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

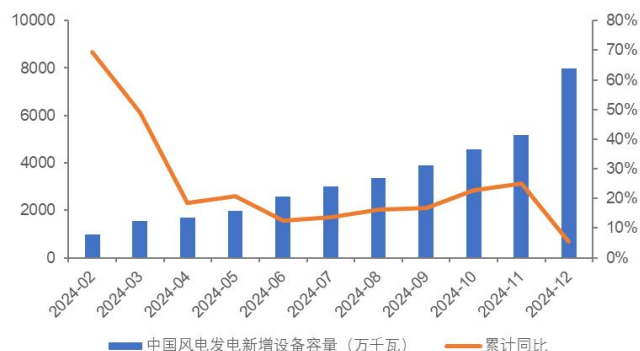
图 22：智能手机出货量逐月回升



资料来源：华金证券研究所，wind

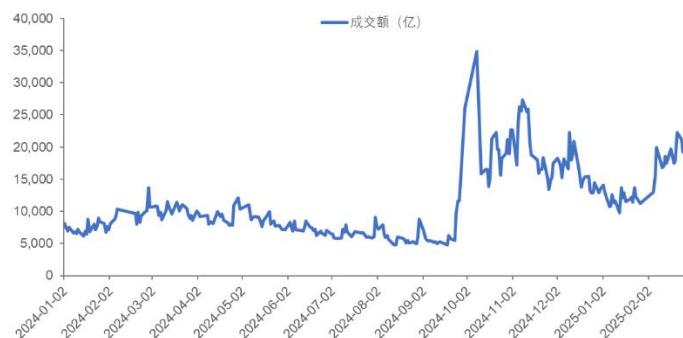
逢低配置基本面可能改善和补涨的电新、医药、商贸、社服、券商。（1）电新：风电方面，2024 年 12 月中国发电新增设备容量累计同比增长 6%；储能与电力方面，工业和信息化部等八部门正式发布《新型储能制造业高质量发展行动方案》，政策利好下叠加海外需求驱动，储能行业有望迎来新发展。（2）医药：节后美股 AI 医疗标的股份 Tempus AI 强势上涨叠加国内 Deepseek 情绪带动，催动国内 AI 医疗相关标的公司股价快速上行。政策端来看，国家出台一系列政策鼓励 AI 在医疗领域的应用，“AI+医疗”应用加速落地。另外，近期《关于完善药品价格形成机制的意见（征求意见稿）》、《关于医保支付创新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，关注创新药板块估值修复。（3）商贸和社服：从各地地方两会政府工作报告来看，扩内需及促消费是 2025 年经济工作的核心任务之一。随着消费券、以旧换新、国补等刺激消费政策频出，预计将进一步提振消费市场。（4）券商：一是证监会发布《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》，提出资本市场服务实体经济的具体举措，有望提振券商业务；二是 2025 年 2 月 28 日两市成交额已达 1.9 万亿左右，2024 年 9.24 行情后带动市场交易额增加，市场情绪回升下券商估值可能有提升。

图 23：2024 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 24：2024 年 9.24 行情后带动市场交易额增加



资料来源：华金证券研究所，wind

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