



月度市场策略：如何布局“阳春三月”？

- **AI 技术突破提升市场乐观情绪，港股在本轮反弹中一枝独秀。** AI 大模型 DeepSeek R1 的发布打破了全球 AI 竞争格局，引发全球投资者对于中国资产的重估，市场乐观情绪明显提升。2 月 17 日，习近平总书记出席民营企业座谈会并发表重要讲话，反映出对民营经济的高度重视。该会议有助于提振企业家信心，改善市场风险偏好，提升民营企业估值水平。参会企业不少来自于科技和消费行业，细分领域包括人工智能、机器人、半导体、互联网、新能源汽车产业链、消费电子等，反映决策层对新质生产力相关领域较为关注。多方面利好使得市场乐观情绪快速上升，推动中国市场股指明显反弹，港股市场领涨。
- **中国资产中长期价值重估正在进行时。** 我们认为，AI 技术突破引发的估值修复仅是全球投资者对中国资产价值重估的起点。民营企业正积极布局发展先进制造业、新能源、数字经济、人工智能等战略性新兴产业，有望成为新一轮科技革命和产业转型的重要力量，从而驱动他们中长期的估值重塑。短期来看，如果有超预期的政策刺激出台，有望进一步提振市场情绪，进而推升估值水平。建议重点关注 3 月初召开的两会，届时有望开启新一轮政策刺激周期。
- **全球资金再平衡，中国市场重获资金青睐。** 去年录得净流入较大的市场，1 月 30 日至 2 月 19 日净流入大幅收窄或转为净流出，比如美股和印度股市，同时资金开始净流入前期布局偏低的欧洲和中国市场。我们认为，资金再平衡背后的逻辑主要源于中国大语言模型 DeepSeek 取得的突破打破了 AI 竞赛只属于美国的叙事。目前，外资在中国股市的仓位仍然偏低，**外资仍有较大的回流空间**。中国市场在全球主要股票市场中具备较高性价比，因其盈利增速较强，估值水平更低，若赚钱效应提升，短期有望吸引外资持续回流。
- **把握“两会”前后交易窗口期。** 我们对过去十年中国市场“两会”期间及之后的表现进行分析，发现中国市场在两会结束后一个月（3 月中至 4 月中）均录得正回报，A 股较港股表现稳健；市场风格切换和板块轮动较快，成长股较价值股赢率更高，信息科技板块的表现相对更佳，高弹性和前期落后板块涨幅领先。由于 A 股受到政策面的利好更直接，资金面更充裕，市场情绪提升下，**A 股短期有望迎来补涨**。
- **短期投资交易策略：关注 A 股算力产业链上的细分板块和个股。** 前期涨幅较大的云服务商均在港股上市，我们预计 2025 年或开启 AI 基建超级周期，有望带来算力产业链上游的增量需求，细分赛道包括服务器与硬件供应商、数据中心（IDC）服务供应商、云计算与软件服务商、网络设备与解决方案提供商、芯片与半导体相关的企业、AI 与大数据相关企业、能源与制冷相关企业等。相关细分行业公司大多在 A 股上市，部分公司前期市场关注度仍偏低，预计接下来将受到资金的追捧。中期来看，受益于 AI 的发展，港股云服务商的估值有望持续提升。
- **投资风险：政策刺激不及预期，地缘政治紧张局势升级，流动性趋紧。**

赖烨烨

首席策略分析师

Melody_lai@spdbi.com

(852) 2808 6441

2025 年 2 月 25 日



扫码关注浦银国际研究

浦银国际

策略月报

如何布局“阳春三月”？

目录

焦点图表	4
月度中国市场回顾.....	5
估值：AI 技术突破开启了中国资产价值重估	8
盈利增长：预期下调趋势或已暂告一段落	11
资金流向：外资仍有较大回流空间.....	13
行业配置、轮动与风格切换.....	16
短期投资交易策略：如何布局“阳春三月”？	19
如何把握“两会”前后交易窗口期？	19
本轮 AI 行情接下来将如何轮动？	22

图表目录

图表 1：中国算力产业链上的 A 股公司梳理	4
图表 2：过去一月，主要中国股指大幅反弹，港股和中概股反弹幅度较大	5
图表 3：过去一月，MSCI 中国指数中，估值扩张驱动信息技术、电信服务和可选消费表现较佳，而能源、公用事业受估值收缩下跌	6
图表 4：恒生综合指数中，在估值扩张驱动下，信息技术、可选消费和医疗健康板块涨幅领先 ...	6
图表 5：沪深 300 指数情况类似，板块受估值驱动为主，信息技术、医疗健康和电信服务板块领涨	7
图表 6：相对于全球主要市场，中国股票指数性价比凸显	9
图表 7：目前主要中国股票指数的估值较此前有所修复，但仍处于合理水平	9
图表 8：MSCI 中国指数前瞻市盈率	10
图表 9：恒生指数前瞻市盈率	10
图表 10：上证综指前瞻市盈率	10
图表 11：近期 AH 溢价大幅收窄，目前为 34%	10
图表 12：主要中国股指 2025 年/2026 年盈利增长预期：A 股和中概股较领先	11
图表 13：MSCI 中国 2025/2026 年的 EPS 增长一致预期：过去一个月小幅上调	12
图表 14：恒生指数 2025/2026 年的 EPS 增长一致预期也呈现类似趋势	12
图表 15：上证综指 2025/2026 年的 EPS 增长一致预期大体保持平稳	12
图表 16：全球主要市场海外资金流向（1 月 30 日至 2 月 19 日）	13
图表 17：过去一月，外资由净流出转为净流入，被动型外资加速净流入中国内地股市	14
图表 18：2 月以来，国内资金由净流入转为净流出，是过去 5 年以来最大月度净流出	14
图表 19：外资从净流入转向净流出港股本土股	14
图表 20：.....主要由被动型外资驱动	14

图表 21: 2 月以来南向资金净流入保持强劲.....	15
图表 22:在港股成交额占比进一步上升.....	15
图表 23: MSCI 中国各板块: 信息技术、材料和公用事业板块 2025 年 EPS 增速较为领先, 医疗健康、信息技术和可选消费板块 2026 年 EPS 增速较为领先	16
图表 24: 近一月, 信息技术板块盈利预期上调幅度领先, 而房地产和能源板块下调幅度较大 ...	17
图表 25: 恒生综合指数轮动热力图	17
图表 26: 沪深 300 指数轮动热力图	18
图表 27: 过去一月, 成长股大幅跑赢价值股	18
图表 28:小盘股明显跑赢大盘股.....	18
图表 29: 历次“两会”期间及之后主要中国股指表现.....	19
图表 30: 历次“两会”期间 MSCI 中国成长股和价值股的表现.....	20
图表 31: 历次“两会”期间 A 股各板块表现: 家庭与个人用品、半导体与设备、软件服务表现较佳, 但保险和多元金融表现较弱	20
图表 32: 历次“两会”期间港股各板块表现: 消费板块表现较弱	20
图表 33: 历次“两会”结束后一周和一月内 A 股板块表现.....	21
图表 34: 历次“两会”结束后一周和一月内港股板块表现.....	21
图表 35: 浦银国际港股情绪指数与恒生综指的走势 (相关系数: 0.76)	22
图表 36: 过去一月, 港股大幅跑赢 A 股.....	23
图表 37:港股波动率快速上行, 但 A 股波动率则呈下行趋势	23
图表 38: DeepSeek-R1 发布至今港股板块表现.....	24
图表 39: DeepSeek-R1 发布至今 A 股板块表现	24
图表 40: 中国算力产业链上的 A 股公司梳理.....	25

焦点图表

图表 1：中国算力产业链上的 A 股公司梳理

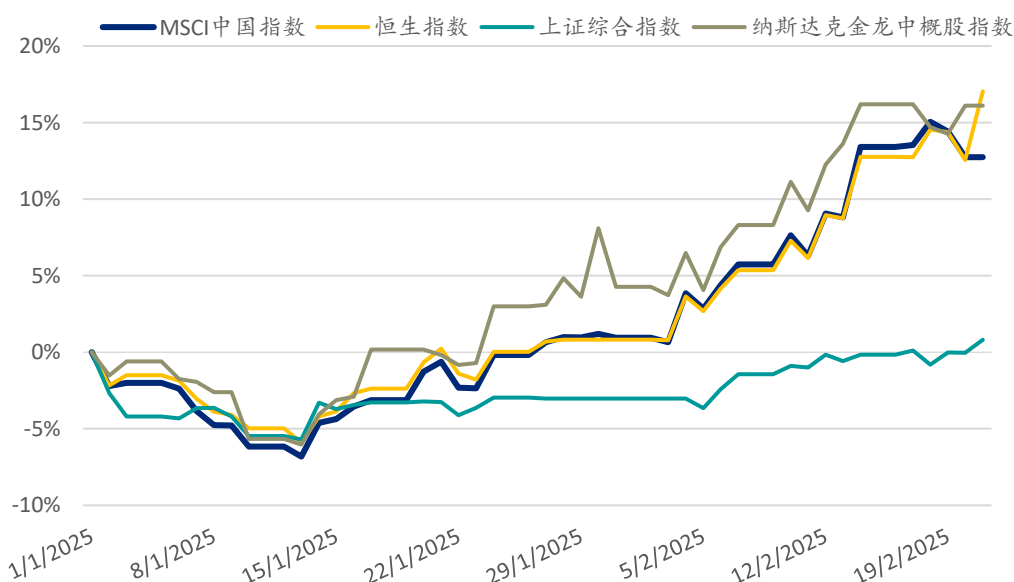
公司名称	股票代码	算力产业链细分行业	市值（亿元）	日均成交额（亿元）	期间表现（%）
宁德时代	300750.SZ	能源与制冷	12,134	66.7	10%
海光信息	688041.SH	芯片与半导体	3,648	42.0	19%
寒武纪	688256.SH	芯片与半导体	3,098	59.2	25%
科大讯飞	002230.SZ	AI 与大数据	1,285	43.9	16%
中科曙光	603019.SH	服务器与硬件	1,126	56.5	19%
宝信软件	600845.SH	数据中心（IDC）服务	1,068	13.6	34%
华勤技术	603296.SH	服务器与硬件	1,025	10.5	41%
浪潮信息	000977.SZ	服务器与硬件	997	89.8	36%
紫光股份	000938.SZ	服务器与硬件	927	42.6	28%
澜起科技	688008.SH	芯片与半导体	882	28.5	16%
用友网络	600588.SH	云计算与软件	601	26.6	76%
锐捷网络	301165.SZ	网络设备与解决方案	482	8.1	21%
东华软件	002065.SZ	云计算与软件	447	29.9	100%
纳思达	002180.SZ	芯片与半导体	390	4.1	6%
英维克	002837.SZ	能源与制冷	355	14.3	23%
数据港	603881.SH	数据中心（IDC）服务	242	21.5	115%
拓尔思	300229.SZ	AI 与大数据	238	33.1	46%
每日互动	300766.SZ	AI 与大数据	237	53.1	260%
广联达	002410.SZ	云计算与软件	235	7.8	30%
汉得信息	300170.SZ	云计算与软件	220	50.4	84%
科华数据	002335.SZ	数据中心（IDC）服务	219	15.8	50%
科华数据	002335.SZ	能源与制冷	219	15.8	50%
东方国信	300166.SZ	AI 与大数据	152	18.0	32%
星网锐捷	002396.SZ	网络设备与解决方案	139	7.1	18%
申菱环境	301018.SZ	能源与制冷	136	6.3	25%
亿田智能	300911.SZ	数据中心（IDC）服务	66	3.0	78%
世纪恒通	301428.SZ	云计算与软件	51	5.5	46%

注：数据截至 2 月 21 日。期间表现为 2025 年 1 月 20 日至 2 月 21 日。计价货币为人民币。
资料来源：iFinD，浦银国际

月度中国市场回顾

AI 技术突破提升市场乐观情绪，港股在本轮反弹中一枝独秀。AI 大模型 DeepSeek R1 的发布打破了全球 AI 竞争格局，引发全球投资者对于中国资产的重估，市场乐观情绪明显提升。2 月 17 日，习近平总书记出席民营企业座谈会并发表重要讲话，民营企业座谈会是 2018 年 11 月以来再次召开，反映出对民营经济的高度重视。该会议有助于提振企业家信心，改善市场风险偏好，提升民营企业估值水平。参会企业不少来自于科技和消费行业，细分领域包括人工智能、机器人、半导体、互联网、新能源汽车产业链、消费电子等，反映决策层对新质生产力相关领域较为关注。多方面利好使得市场乐观情绪快速上升，推动中国市场股指明显反弹。2025 年 1 月 20 日-2 月 21 日，MSCI 中国指数上涨 14%，上证综合指数上涨 4%，纳斯达克金龙中概股指数上涨 16%，恒生指数上涨 18%（图表 2）。与去年“924”的普涨行情不同，本轮 AI 行情中板块分化十分明显。MSCI 中国指数中，估值扩张驱动信息技术、电信服务和可选消费表现较佳，而能源、公用事业受估值收缩下跌。恒生综合指数中，在估值扩张驱动下，信息技术、可选消费和医疗健康板块涨幅领先。沪深 300 指数板块亦受估值驱动为主，信息技术、医疗健康和电信服务板块领涨（图表 3-5）。

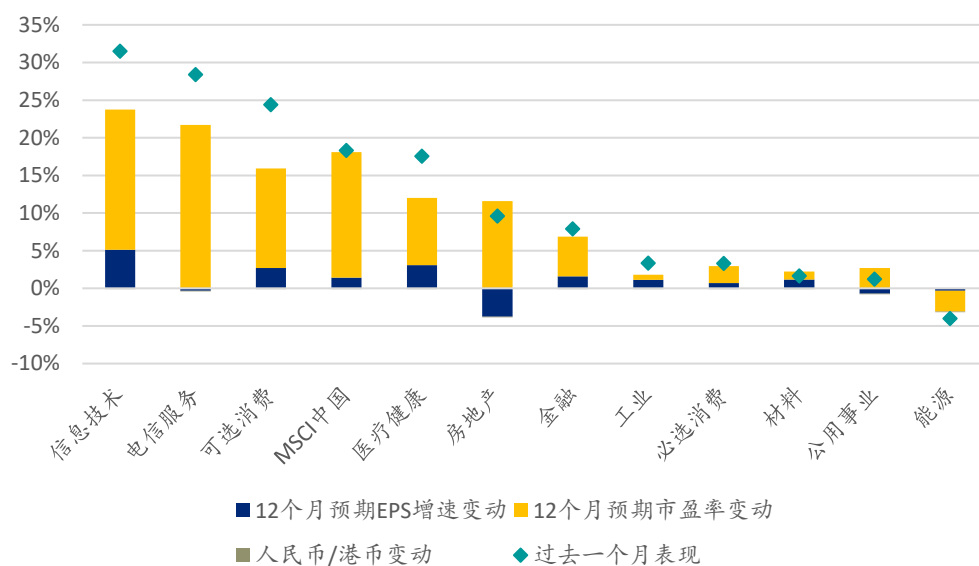
图表 2：过去一月，主要中国股指大幅反弹，港股和中概股反弹幅度较大



注：数据截至 2025 年 2 月 21 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

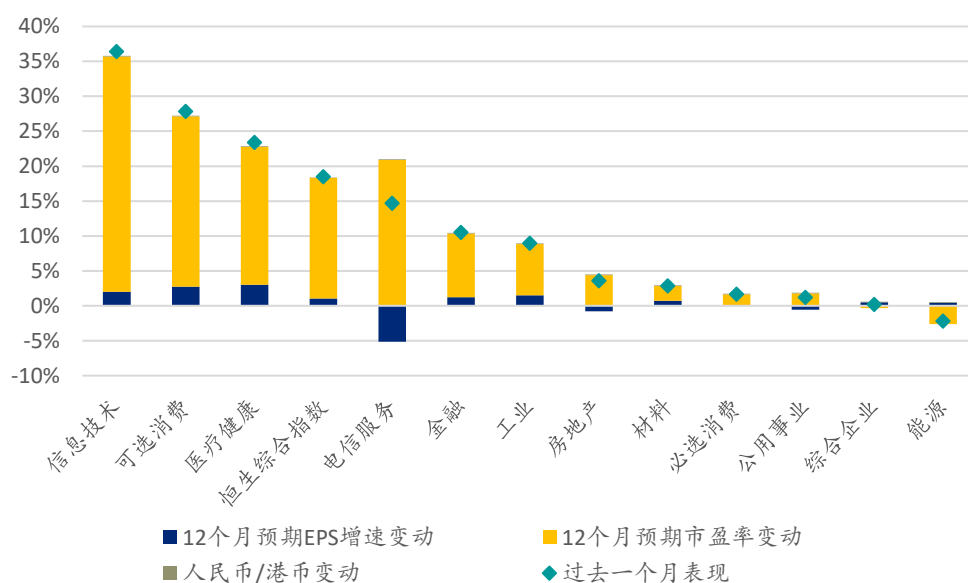
图表 3: 过去一月，MSCI 中国指数中，估值扩张驱动信息技术、电信服务和可选消费表现较佳，而能源、公用事业受估值收缩下跌



注：数据截至 2025 年 2 月 21 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

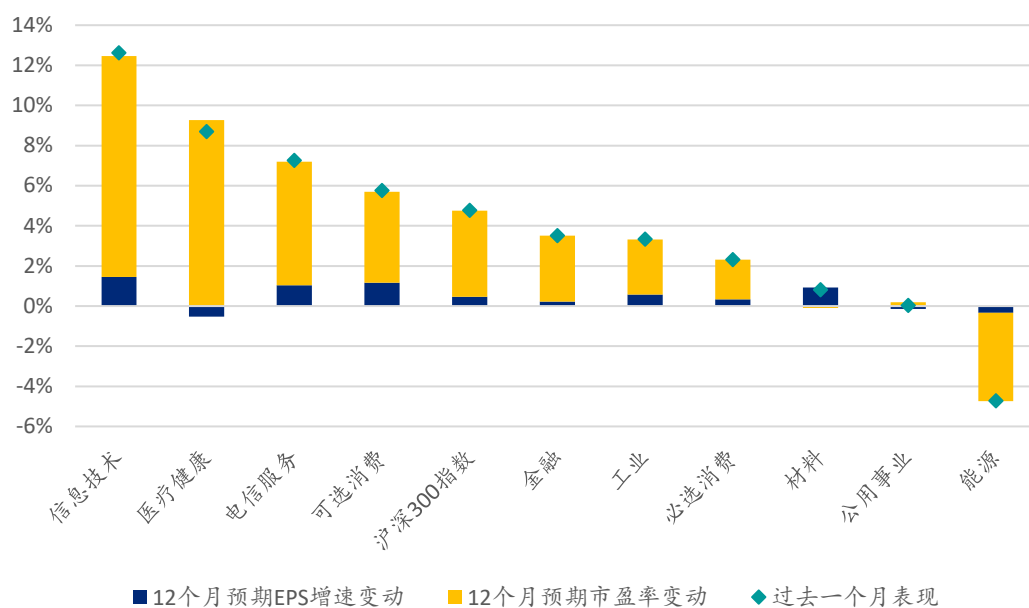
图表 4: 恒生综合指数中，在估值扩张驱动下，信息技术、可选消费和医疗健康板块涨幅领先



注：数据截至 2025 年 2 月 21 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5：沪深 300 指数情况类似，板块受估值驱动为主，信息技术、医疗健康和电信服务板块领涨



注：数据截至 2025 年 2 月 21 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

估值：AI 技术突破开启了中国资产价值重估

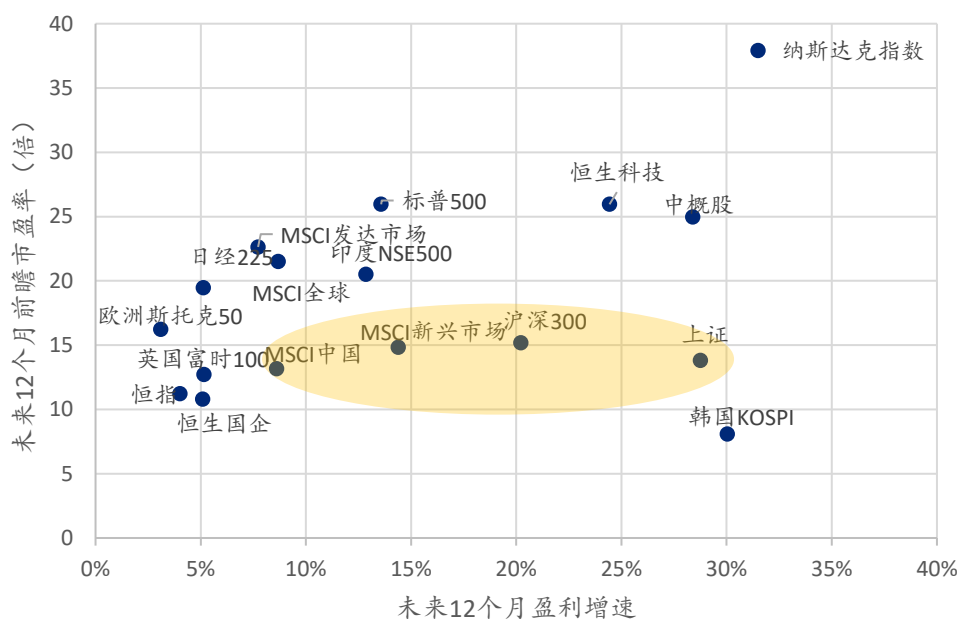
AI 大模型 DeepSeek R1 引发投资者对中国资产的重估。AI 大模型 DeepSeek R1 的发布打破了全球 AI 竞争格局，引发全球投资者对于中国资产的重估，市场乐观情绪明显提升。2 月 17 日，习近平总书记出席民营企业座谈会并发表重要讲话，民营企业座谈会是 2018 年 11 月以来再次召开，反映出对民营经济的高度重视。该会议有助于提振企业家信心，改善市场风险偏好，提升民营企业估值水平。参会企业不少来自于科技和消费行业，细分领域包括人工智能、机器人、半导体、互联网、新能源汽车产业链、消费电子等，反映政策层对新质生产力相关领域较为关注。

我们认为，**AI 技术突破引发的估值修复仅是全球投资者对中国资产价值重估的起点。**民营企业正积极布局发展先进制造业、新能源、数字经济、人工智能等战略性新兴产业，有望成为新一轮科技革命和产业转型的重要力量，驱动他们中长期的估值重塑。短期来看，如果有超预期的政策刺激出台，有望进一步提振市场情绪，进而推升估值水平，建议重点关注 3 月初召开的两会，届时有望开启新一轮政策刺激周期。

经过前期上涨后，港股的估值水平仍位于合理水平。目前，相对于全球主要股票市场，中国市场相对优势较为明显，盈利增速较强劲，估值水平更低（图表 6-7）。截至 2025 年 2 月 21 日，MSCI 中国指数和恒生指数的前瞻市盈率分别为 11.1 倍和 10.2 倍，分别位于过去五年均值负 0.1 倍和正 0.2 倍标准差附近，依然位于合理水平（图表 8-9）。上证综指前瞻市盈率在 12.2 倍，高于其过去五年均值 0.8 个标准差（图表 10）。

AH 溢价中期或将进一步收窄。截至 2025 年 2 月 21 日，AH 溢价为 34%，接近过去十年的均值水平，较去年底的 43% 明显收窄，但港股相对 A 股仍有较大折扣，反映港股依然具备配置价值（图表 11）。从全年的维度上看，美联储将在年内进一步降息，中美利差缩窄有利于港股估值的修复。如果接下来中美关系缓和，海外不确定性逐步降低，AH 溢价有望进一步收窄。然而，短期 AH 溢价仍有扩大的空间。截至 2025 年 2 月 21 日，本轮 AI 行情港股的走势较 A 股更强，在 151 个同时在 A 股和港股上市的个股中，有 114 个港股涨幅超过 A 股（占比 76.1%），涨幅较 A 股高 10% 的有 19 只，我们预计那些前期涨幅落后于港股的 A 股标的短期有望出现补涨。

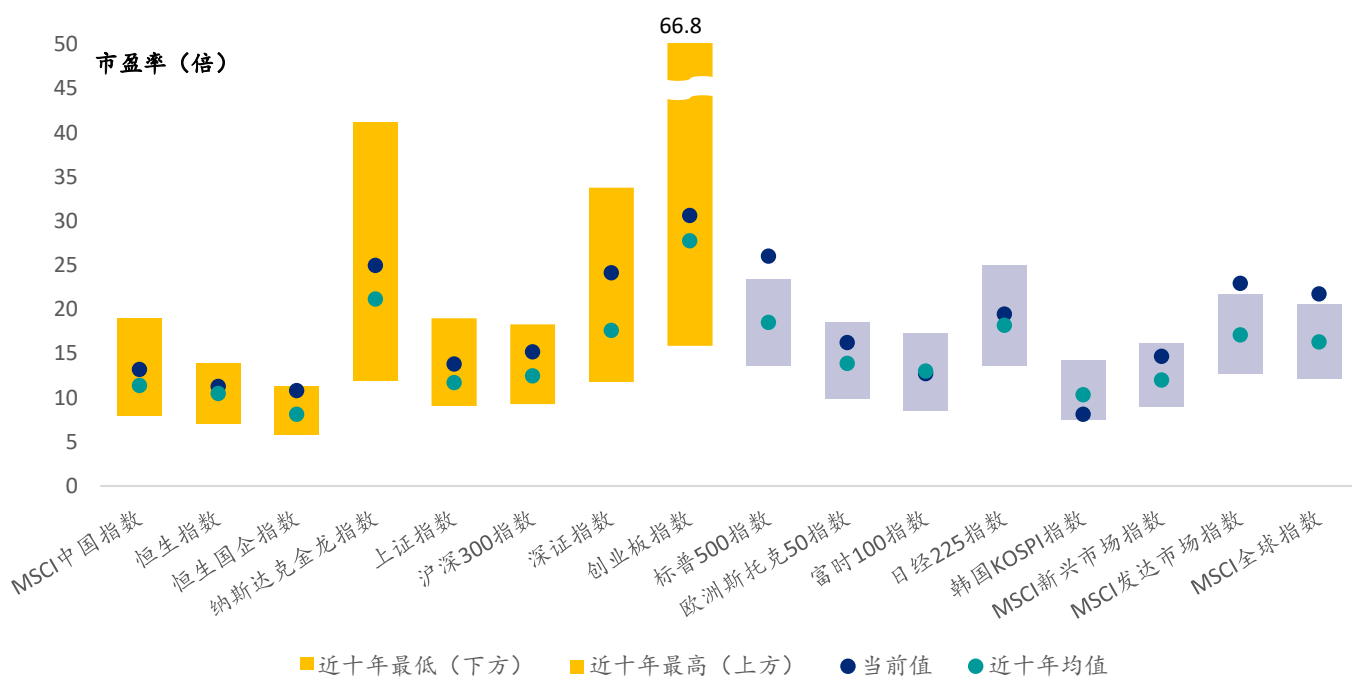
图表 6：相对于全球主要市场，中国股票指数性价比凸显



注：数据截至 2025 年 2 月 21 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 7：目前主要中国股票指数的估值较此前有所修复，但仍处于合理水平



注：数据截至 2025 年 2 月 21 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 8：MSCI 中国指数前瞻市盈率



注：数据截至 2025 年 2 月 21 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 9：恒生指数前瞻市盈率



注：数据截至 2025 年 2 月 21 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

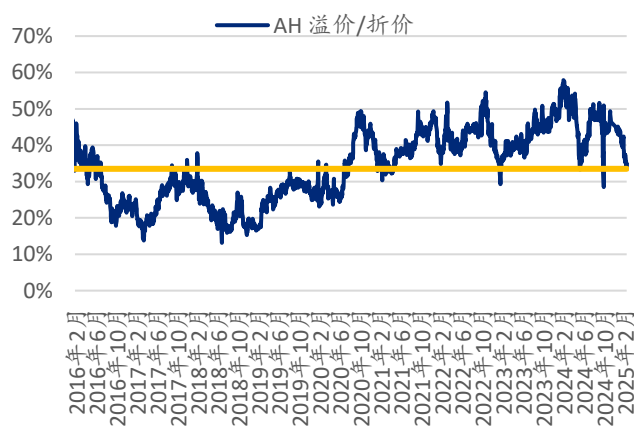
图表 10：上证综指前瞻市盈率



注：数据截至 2025 年 2 月 21 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 11：近期 AH 溢价大幅收窄，目前为 34%



注：数据截至 2025 年 2 月 21 日。

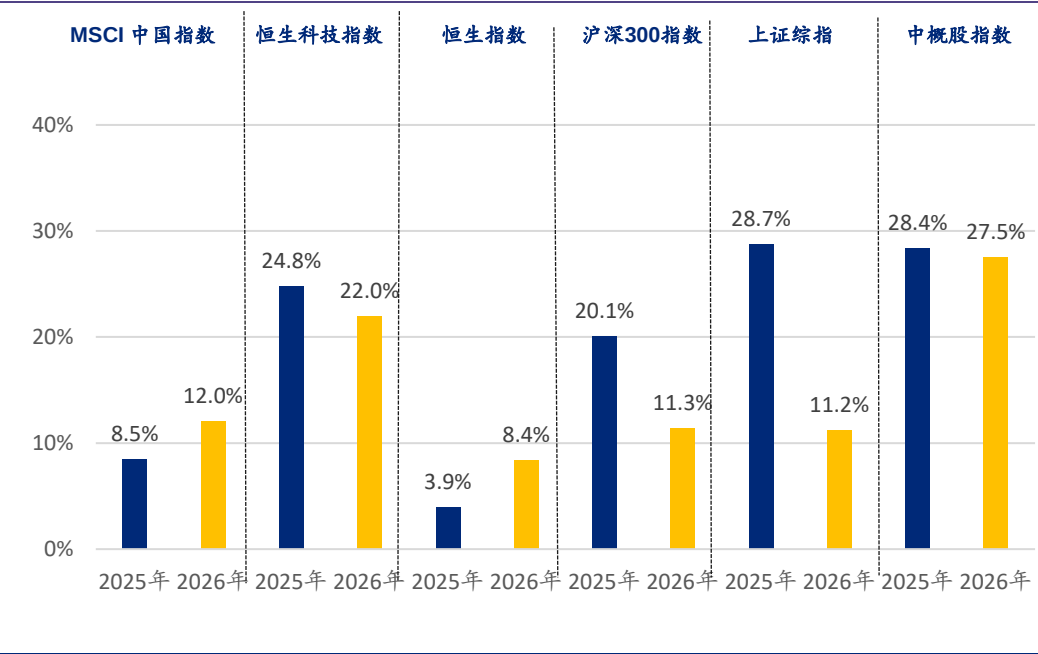
资料来源：Bloomberg、浦银国际

盈利增长：预期下调趋势或已暂告一段落

分析师开始小幅上调今年预期盈利增速。根据彭博，近期卖方分析师小幅上调 MSCI 中国指数 2025 年预期盈利增速至 8.5%，维持 2026 年盈利增速预期在 12.0%。微幅上调恒生指数 2025 年/2026 年预期盈利增速至 3.9%/8.4%。下调上证综合指数 2025 年预期盈利增速至 28.7%，维持 2026 年盈利增速预期在 11.2%。追踪在美上市中概股的纳斯达克中国金龙指数 2025 年预期盈利增速维持在 28.4%，微幅上调 2026 年盈利增速预期至 27.5%（图表 12-15）。

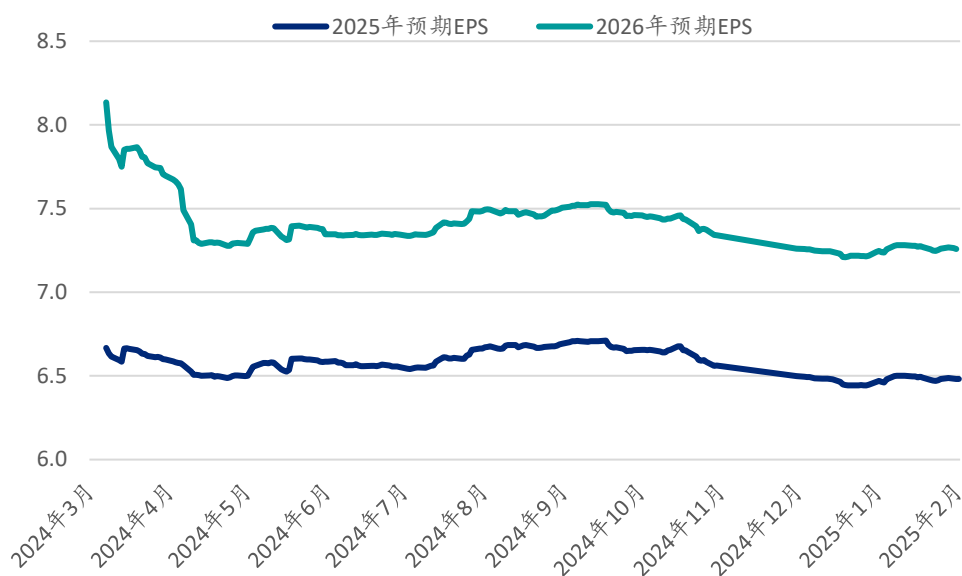
盈利下调趋势或暂告一段落。去年四季度以来，多个重磅政策陆续出台落地，政策刺激的成效正在逐渐显现，有助于改善去年四季度及今年上半年的企业盈利增长。根据彭博的一致预期，预计今年上半年企业盈利增长或将有所改善。如果政策支持在今年继续发力，政策成效逐步显现，中国经济基本面进入复苏通道，我们预计盈利增长预期下调趋势有望扭转，届时盈利增长或将重新成为市场向上的主导力量。

图表 12：主要中国股指 2025 年/2026 年盈利增长预期：A 股和中概股较领先



注：数据截至 2025 年 2 月 21 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

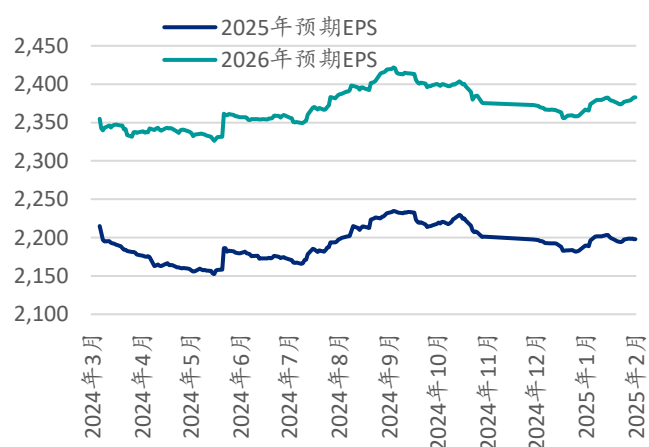
图表 13: MSCI 中国 2025/2026 年的 EPS 增长一致预期: 过去一个月小幅上调



注: 数据截至 2025 年 2 月 21 日。

资料来源: Bloomberg、浦银国际

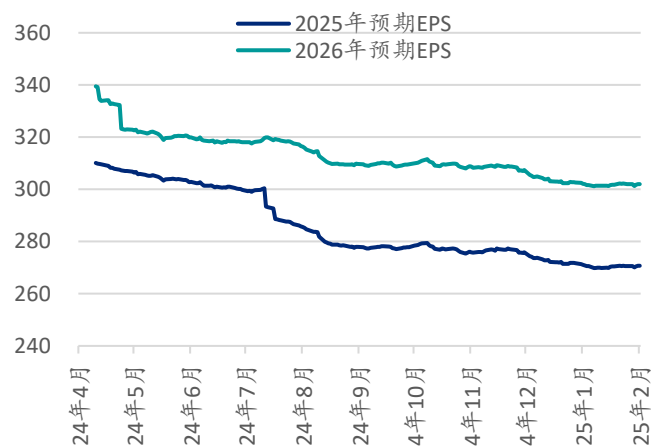
图表 14: 恒生指数 2025/2026 年的 EPS 增长一致预期也呈现类似趋势



注: 数据截至 2025 年 2 月 21 日。

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 15: 上证综指 2025/2026 年的 EPS 增长一致预期大体保持平稳



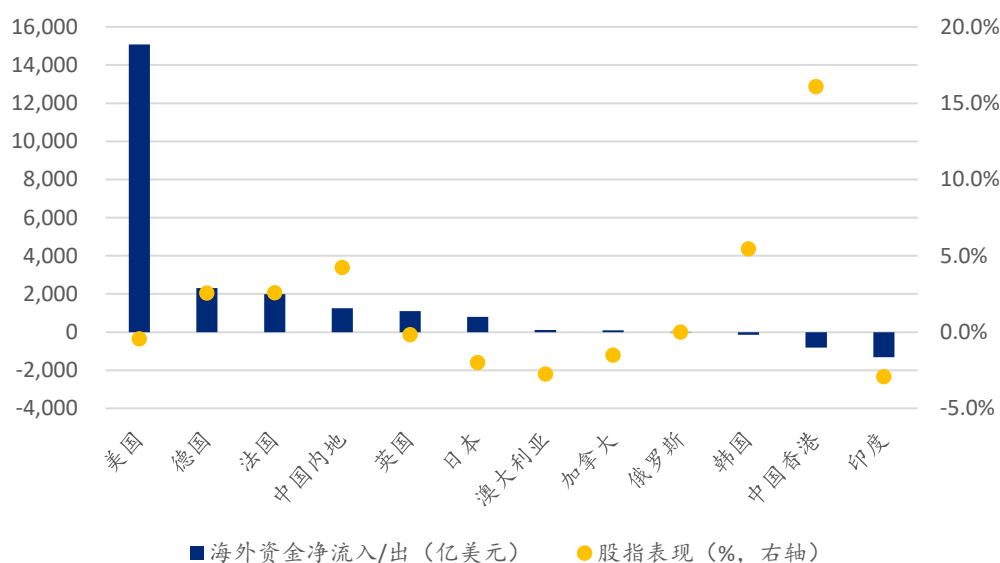
注: 数据截至 2025 年 2 月 21 日。

资料来源: Bloomberg、浦银国际

资金流向：外资仍有较大回流空间

全球资金再平衡，中国市场重获资金青睐。在 1 月 30 日至 2 月 19 日期间，去年录得净流入较大的市场，2 月以来净流入大幅收窄或转为净流出，美股净流入 150 亿美元，较 1 月同期净流入 273 亿美元明显收窄，而印度股市净流出 13.2 亿美元。全球资金开始净流入欧洲和中国市场。欧洲市场在 1 月已转为净流入，2 月至今加速净流入。2 月至今中国市场从净流出转为净流入 13 亿美元，是去年 10 月以来的首次净流入。在去年年底，大多数市场参与者的共识是美股会继续跑赢全球其他市场，大型科技企业依然领涨，因此不少机构都超配了美股，尤其是 AI 相关的大科技股，资金对于其他市场的布局相对偏低。然而，中国大语言模型 DeepSeek 取得的突破打破了 AI 竞赛只属于美国的叙事，同时 4Q24 业绩中 AI 对美股大科技公司的贡献未能满足市场的高预期，部分资金开始把仓位从前期拥挤度较高的市场调整至拥挤度较低、情绪改善的市场。从表现上看，前期涨幅领先的美股、日股和印度股市回调幅度较大，而处于估值洼地的港股则表现最为亮眼（图表 16）。

图表 16：全球主要市场海外资金流向（1 月 30 日至 2 月 19 日）



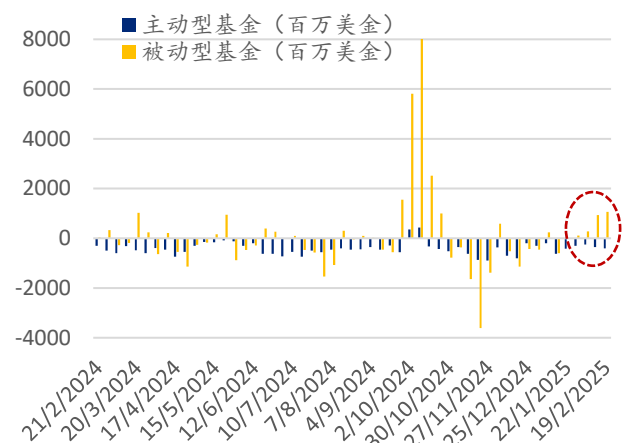
注：数据截至 2025 年 2 月 19 日。

资料来源：EPFR、Bloomberg、浦银国际

外资有望在短期维持净流入趋势。根据 EPFR，1 月 30 日至 2 月 19 日，外资由净流出转为净流入中国市场，主要由被动型外资驱动。期间共有 12.5 亿美元外资净流入中国市场（可比同期净流出 15.8 亿美元），其中主动基金净流出放缓至 10.1 亿美元，被动基金大幅净流入 22.6 亿美元（图表 17）。目前，外资在中国股市的仓位仍然偏低，**外资仍有较大的回流空间**。中国市场在全球主要股票市场中的性价比更高，因其盈利增速较强，估值水平更低，若市场情绪明显改善，赚钱效应提升的情况下，短期有望吸引外资持续回流。

本土资金从净流入转为净流出。根据 EPFR，2025 年 1 月 30 日至 2025 年 2 月 19 日，共有 125.5 亿美元的国内资金净流出中国股市，主要为被动型基金，是过去 5 年以来的最大月度净流出，可比同期为净流入 30.2 亿美元（图表 18）。由于在本轮行情中板块分化十分明显、板块轮动较快，市场参与者倾向于先赎回 ETF 来把握板块和个股的机会，使得追踪主要大盘指数的 ETF 净赎回意愿较强。

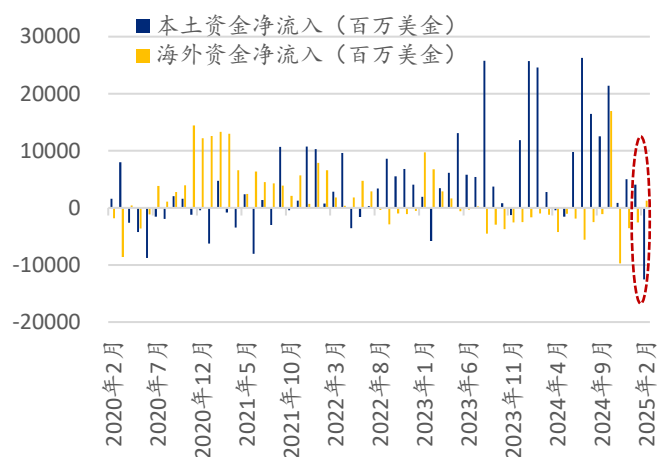
图表 17：过去一月，外资由净流出转为净流入，被动型外资加速净流入中国内地股市



注：数据截至 2025 年 2 月 19 日。

资料来源：EPFR、浦银国际

图表 18：2 月以来，国内资金由净流入转为净流出，是过去 5 年以来最大月度净流出

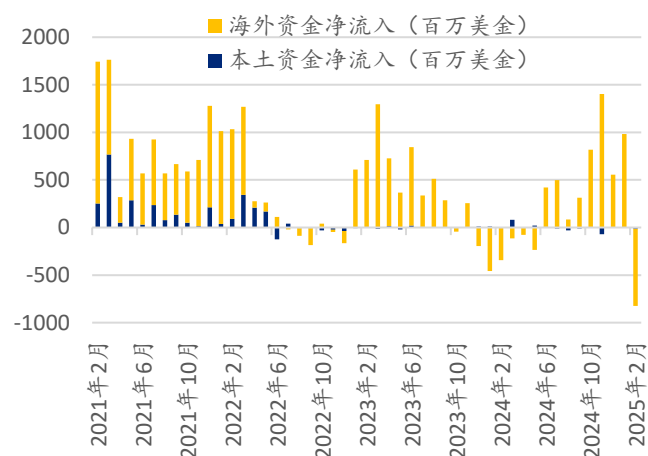


注：数据截至 2025 年 2 月 19 日。

资料来源：EPFR、浦银国际

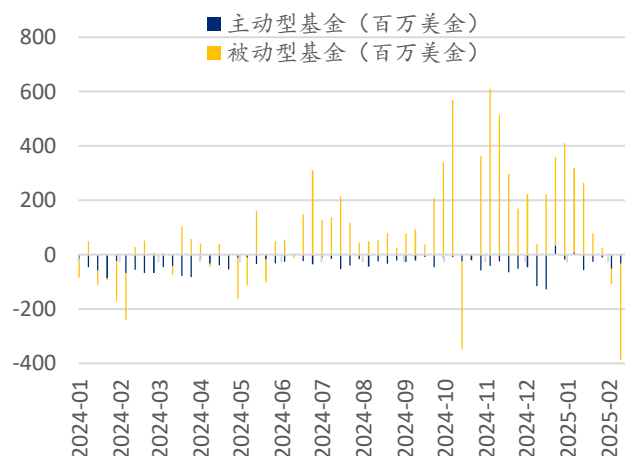
外资转向净流出港股本土股，由被动型基金驱动。从过往的资金流向来看，海外资金流向的变动对港股市场的资金面影响较大。根据 EPFR，1 月 30 日至 2 月 19 日，外资和本土资金均净流出港股本土股，本土资金录得净流出 0.1 亿美元，外资净流出港股市场约 8.1 亿美元，结束了过去连续 7 个月的净流入。外资净流出由被动型基金驱动，其中主动基金净流出 1.0 亿美元，被动基金净流出 7.1 亿美元（图表 19-20）。

图表 19：外资从净流入转向净流出港股本土股.....



注：数据截至 2025 年 2 月 19 日。资料来源：EPFR、浦银国际

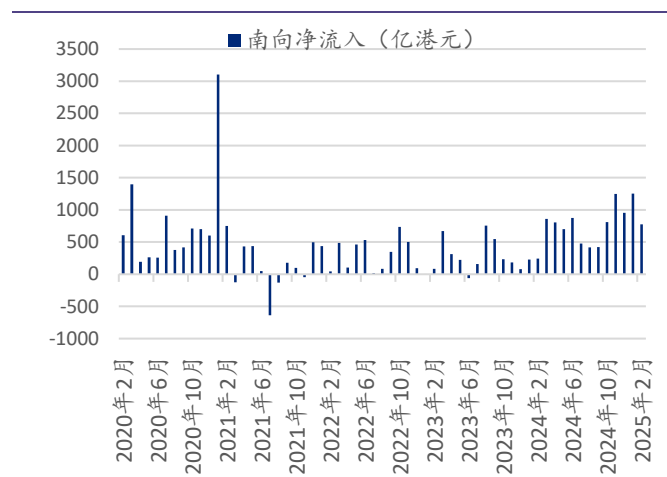
图表 20：.....主要由被动型外资驱动



注：数据截至 2025 年 2 月 19 日。资料来源：EPFR、浦银国际

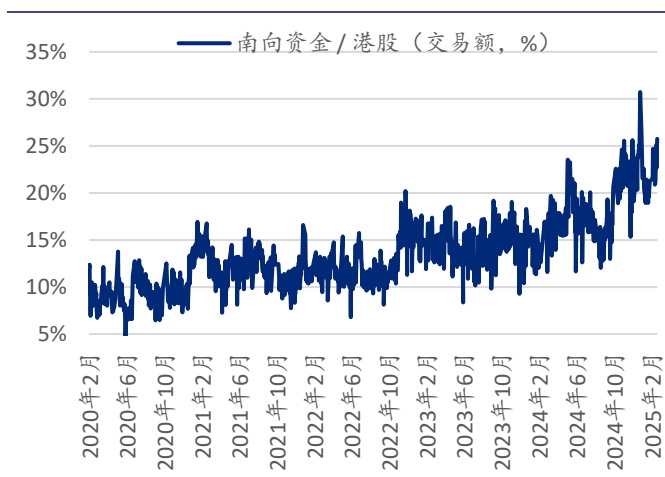
南向资金净流入保持强劲。截至 2 月 21 日，2 月以来南向资金累计净流入 778 亿港元，日均净流入 60 亿港元，较 1 月日均净流入 70 亿港元有所下降，但仍保持强劲，反映内地投资者对港股的兴趣十分浓厚（图表 21）。南向资金成交额占比有所上升，在港股定价权进一步上升。截至 2 月 21 日，2 月南向资金的当月日均成交额在港股占比为 25.8%，较 1 月底的 21.2% 持续提升（图表 22）。

图表 21：2 月以来南向资金净流入保持强劲.....



注：数据截至 2025 年 2 月 21 日。资料来源：EPFR、浦银国际

图表 22：.....在港股成交额占比进一步上升



注：数据截至 2025 年 2 月 21 日。资料来源：EPFR、浦银国际

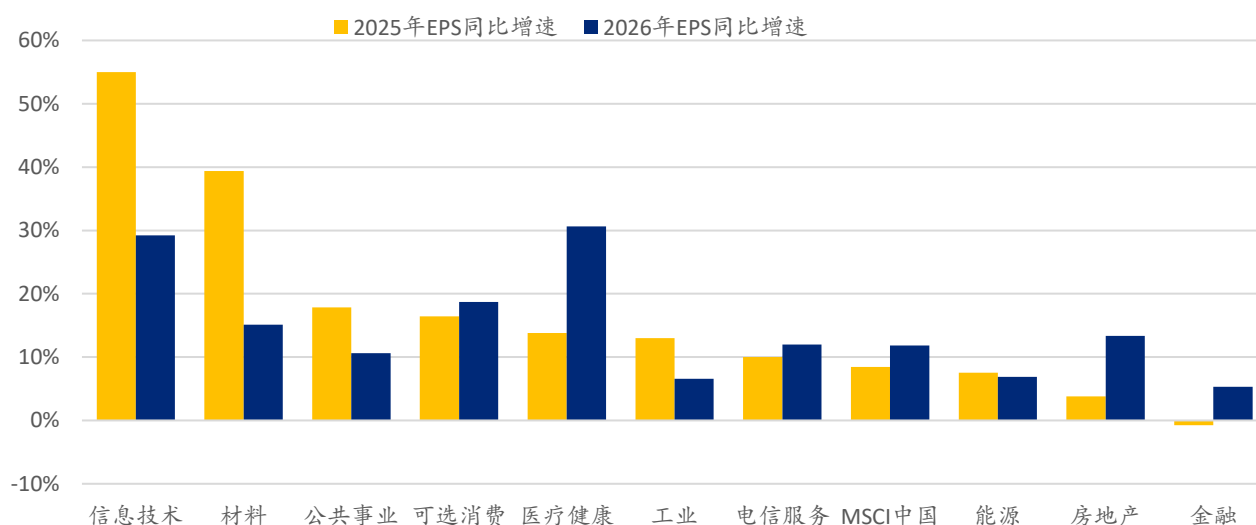
行业配置、轮动与风格切换

市场情绪改善下，短期关注信息技术、消费、医疗健康等板块估值修复的机会。信息技术行业有望受益于中美 AI 行业估值差的进一步收缩。AI 产业链相关个股主要集中在 A 股，而港股的 AI 概念股主要集中在互联网巨头、新能源汽车龙头以及纯 AI 公司。在市场情绪向好的背景下，那些估值仍然偏低的板块有望在短期内继续得到修复，尤其是前期涨幅落后的板块有望出现补涨的机会。目前，信息技术、可选消费和医疗健康板块的前瞻市盈率仍低于其过去五年均值，这些板块今明两年预期盈利增长较为强劲（图表 23-24）。中长期建议关注驱动中国未来经济增长的行业，如高端和先进制造业、人工智能、新能源和可再生能源、新兴消费和服务消费等。

近期行业轮动中信息技术行业的动能较强。我们使用相对旋转图（Relative Rotation Graph, RRG）来直观地显示板块轮动。X 轴代表相对强度（RS-Ratio），而 Y 轴衡量该相对强度的势头（RS-Momentum）。RRG 图利用这两个指标界定出四象限，领先、转弱、落后和改善。恒生综合指数板块分化明显，信息技术保持强势，能源、电信服务、材料、工业持续改善，但消费和房地产较为落后（图表 25）。沪深 300 指数的情况类似，信息技术、可选消费和电信服务动能较强，但必选消费、医疗健康、工业的动能较为落后（图表 26）。

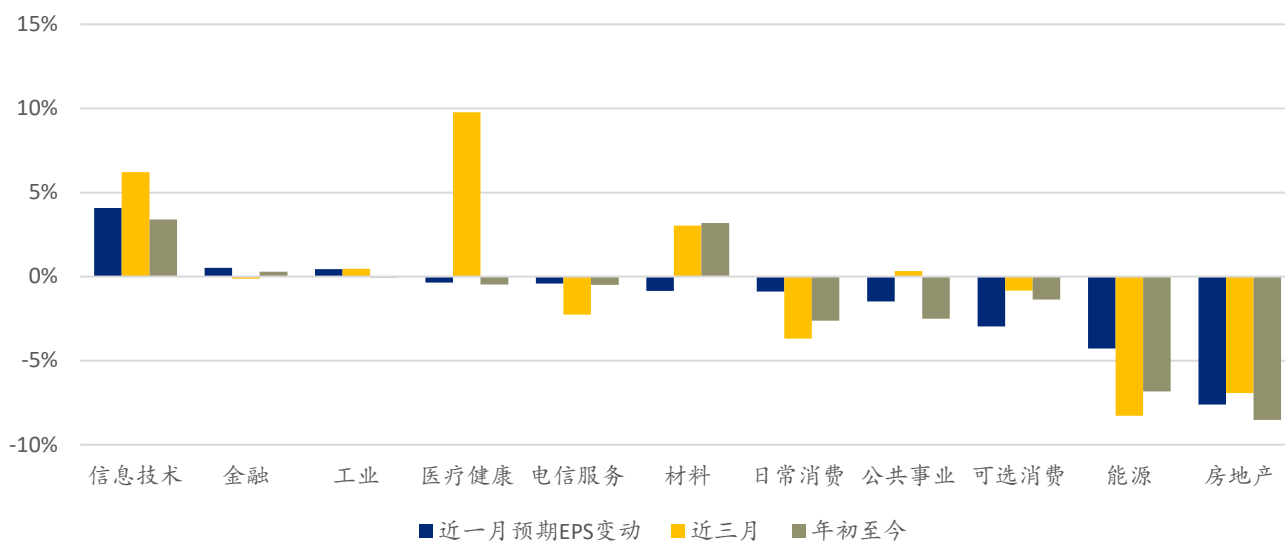
短期小盘成长股将持续占优。过去一个月，投资者风险偏好大幅上升，成长股大幅跑赢价值股，小盘股跑赢大盘股（图表 27-28）。我们预期在市场情绪持续向好的驱动下，投资者风险偏好将会提升，小盘成长风格仍将占优。然而，需要注意风格切换，部分短期涨幅过快、基本面较差的个股可能面临一定的回调压力，若市场波动快速上升，价值股或将重新受到投资者的青睐。

图表 23：MSCI 中国各板块：信息技术、材料和公用事业板块 2025 年 EPS 增速较为领先，医疗健康、信息技术和可选消费板块 2026 年 EPS 增速较为领先



注：数据截至 2025 年 2 月 21 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 24：近一月，信息技术板块盈利预期上调幅度领先，而房地产和能源板块下调幅度较大

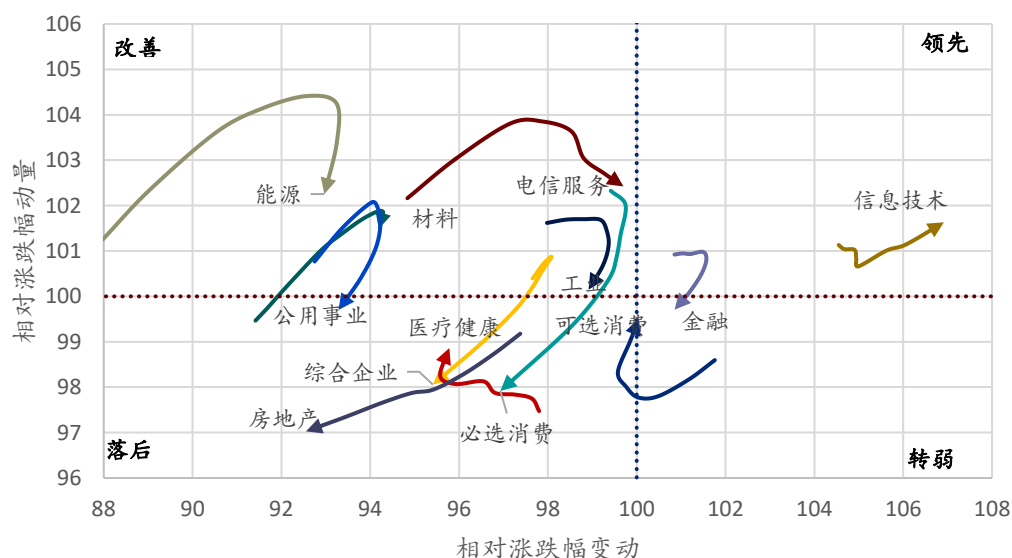


注：数据截至 2025 年 2 月 21 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

行业轮动热力图

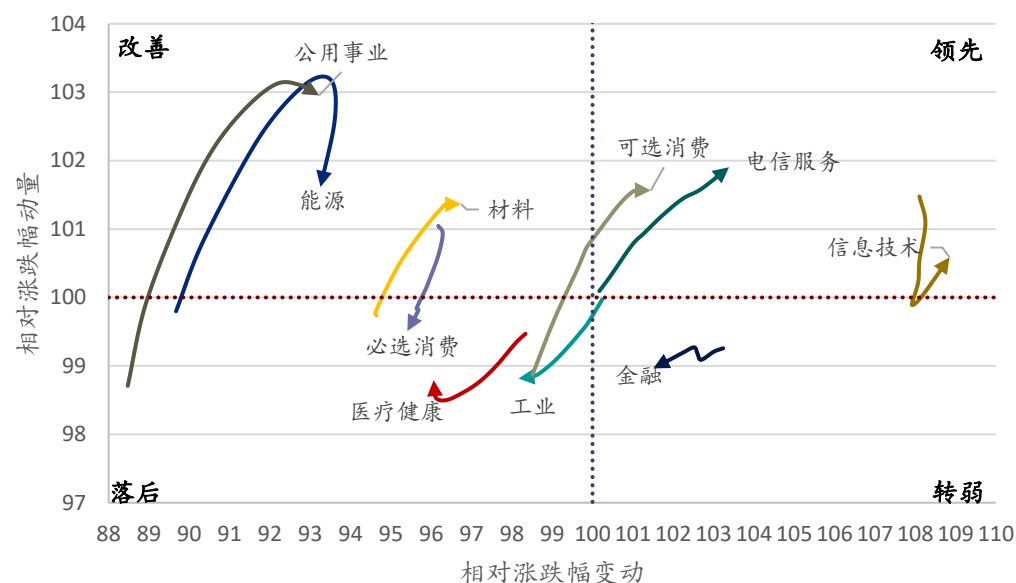
我们使用相对旋转图 (Relative Rotation Graph - RRG) 来跟踪行业轮动。其中 X 轴代表相对强度 (RS-Ratio)，而 Y 轴衡量该相对强度的势头 (RS-Momentum)。行业所处的位置取决于其相对于基准指数的强度和动量，各行业在图上一按照顺时针方向移动。相对旋转图分为四个象限，领先 (右上象限)、转弱 (右下象限)、落后 (左下象限)、改善 (左上象限)。由于行业轮动较快，我们主要观察过去 8 周的短期趋势。

图表 25：恒生综合指数轮动热力图



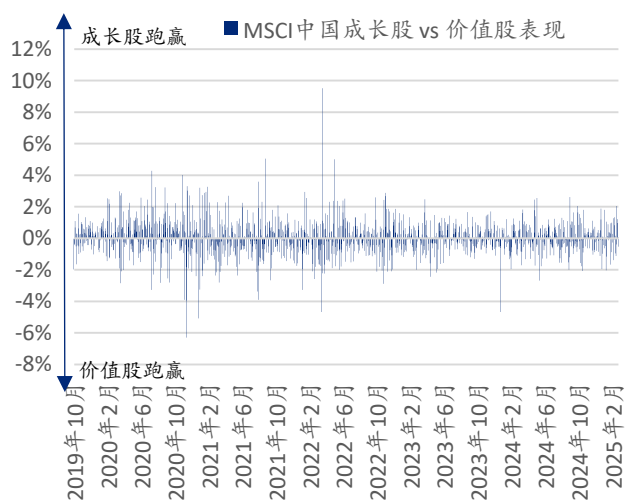
注：数据截至 2025 年 2 月 21 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 26：沪深 300 指数轮动热力图



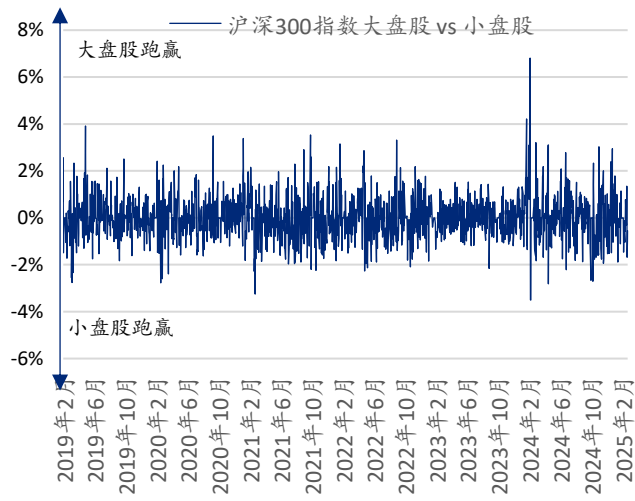
注：数据截至 2025 年 2 月 21 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 27：过去一月，成长股大幅跑赢价值股



注：数据截至 2025 年 2 月 21 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 28：.....小盘股明显跑赢大盘股



注：数据截至 2025 年 2 月 21 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

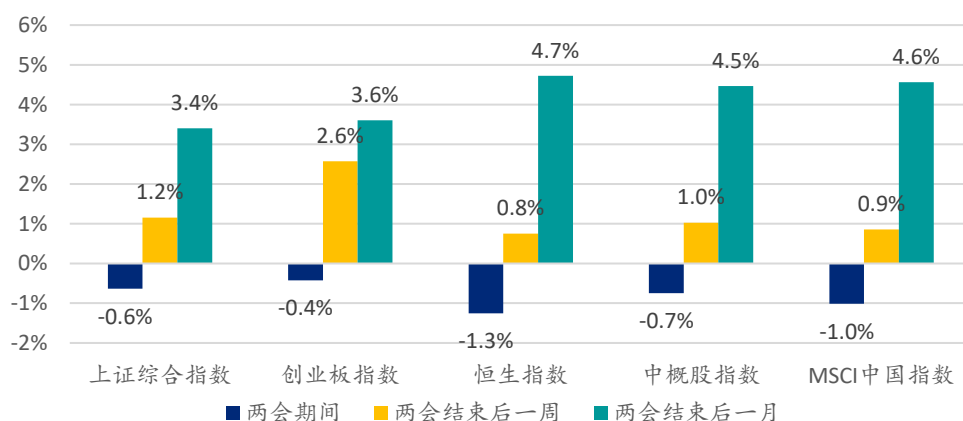
短期投资交易策略:如何布局“阳春三月”?

• 如何把握“两会”前后交易窗口期?

A 股较港股和中概股的波动更低。我们对 2014 年-2024 年“两会”召开期间、以及结束后的短期表现进行了分析，发现在“两会”召开期间，主要中国股指的平均表现较弱，离岸中国指数较 A 股大盘和创业板的跌幅更大。然而，在“两会”结束后一周和一个月内中国主要股指均录得正回报，离岸中国股指的相对涨幅更高(图表 29)。由于 A 股受到政策面的利好更直接，资金面更充裕，在市场情绪提升下，我们预期 **A 股短期有望迎来补涨**。

- **市场风格出现明显切换，成长风格赢率较高。**回顾 2014 至 2024 年“两会”期间，平均来看，成长股与价值股均录得下跌，但成长股相对价值股表现更佳。“两会”结束后一周内，价值股涨幅较成长股更高。“两会”结束后一个月内，成长股小幅跑赢价值股(图表 30)。
- **在“两会”期间，信息科技板块(硬件+软件)表现相对较佳。**A 股中家庭与个人用品、半导体与设备、软件服务等板块表现较佳，但保险和多元金融表现较为疲弱(图表 31)。港股所有板块均录得下跌，其中耐用消费品、技术硬件和公用事业等板块相对抗跌，但消费者服务、日常消费品零售、汽车零部件等板块跌幅较大(图表 32)。
- **“两会”结束后，短期高弹性和前期落后板块涨幅领先。**在“两会”结束后一周和一个月内，所有 A 股板块均录得正回报。“两会”结束后一周内，媒体、运输、软件与服务等板块领涨。“两会”结束后一个月内，软件服务、房地产和多元金融领涨(图表 33)。港股中，“两会”结束后一周和结束后一个月内，高弹性板块如软件服务板块领涨，前期落后板块如日常消费品零售、房地产等板块涨幅较大(图表 34)。

图表 29: 历次“两会”期间及之后主要中国股指表现



注: 数据为 2014 年-2024 年历次“两会”期间 A 股各板块涨跌幅的平均值。

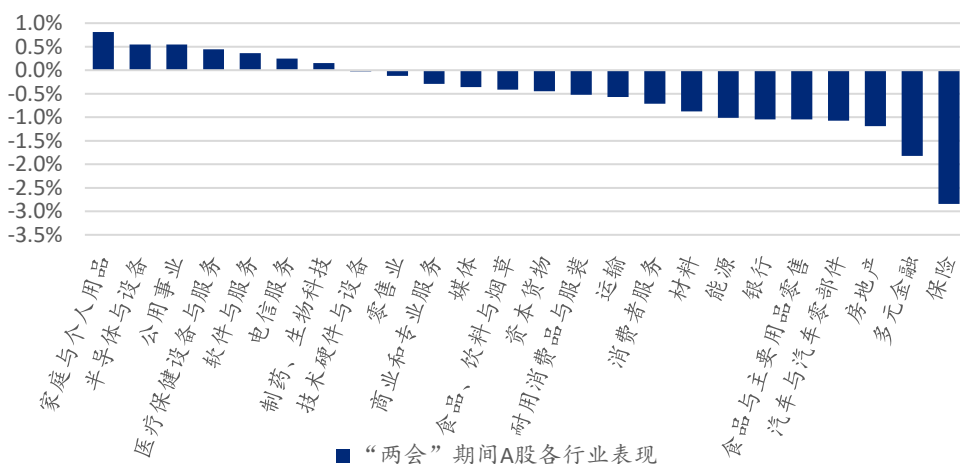
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 30: 历次“两会”期间 MSCI 中国成长股和价值股的表现

	两会期间		两会结束后一周		两会结束后一月	
	成长	价值	成长	价值	成长	价值
2014	-2.7%	0.8%	-1.5%	-2.0%	5.0%	-11.1%
2015	-3.6%	-2.2%	2.3%	6.8%	17.6%	18.0%
2016	1.6%	4.3%	1.8%	-0.3%	5.2%	6.1%
2017	1.0%	2.4%	2.2%	0.1%	2.0%	0.6%
2018	5.6%	4.5%	-2.4%	-7.7%	-3.6%	-8.4%
2019	0.2%	-2.0%	0.3%	-2.9%	2.8%	3.4%
2020	0.9%	1.0%	0.0%	0.0%	5.1%	18.9%
2021	-1.1%	-2.6%	0.4%	3.9%	-0.7%	-9.5%
2022	-6.2%	-18.2%	4.2%	26.3%	3.2%	18.6%
2023	-4.4%	-8.0%	-3.5%	-0.7%	3.3%	0.1%
2024	0.9%	1.9%	0.9%	1.1%	3.3%	0.3%
平均值	-0.7%	-1.6%	0.4%	2.2%	3.9%	3.4%

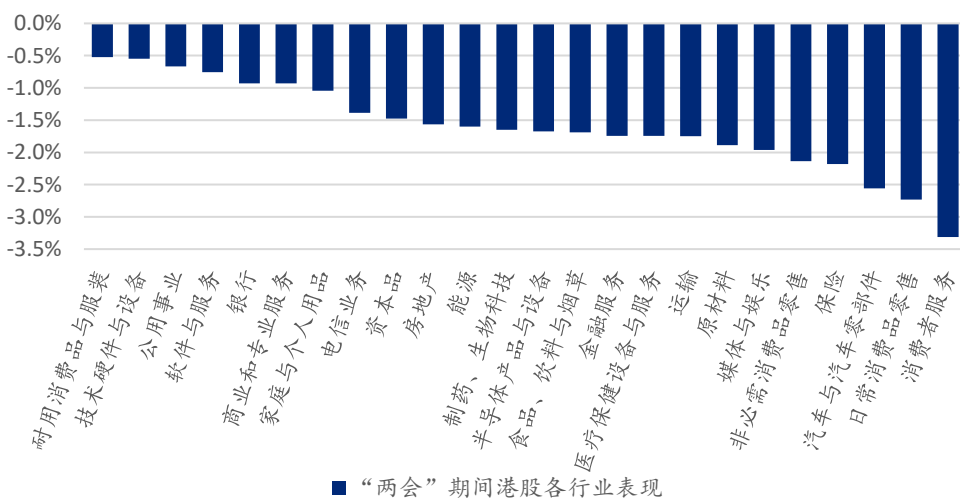
注：数据为 2014 年-2024 年历次“两会”期间 MSCI 中国成长股与 MSCI 中国价值股的涨跌幅。资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 31: 历次“两会”期间 A 股各板块表现：家庭与个人用品、半导体与设备、软件服务表现较佳，但保险和多元金融表现较弱



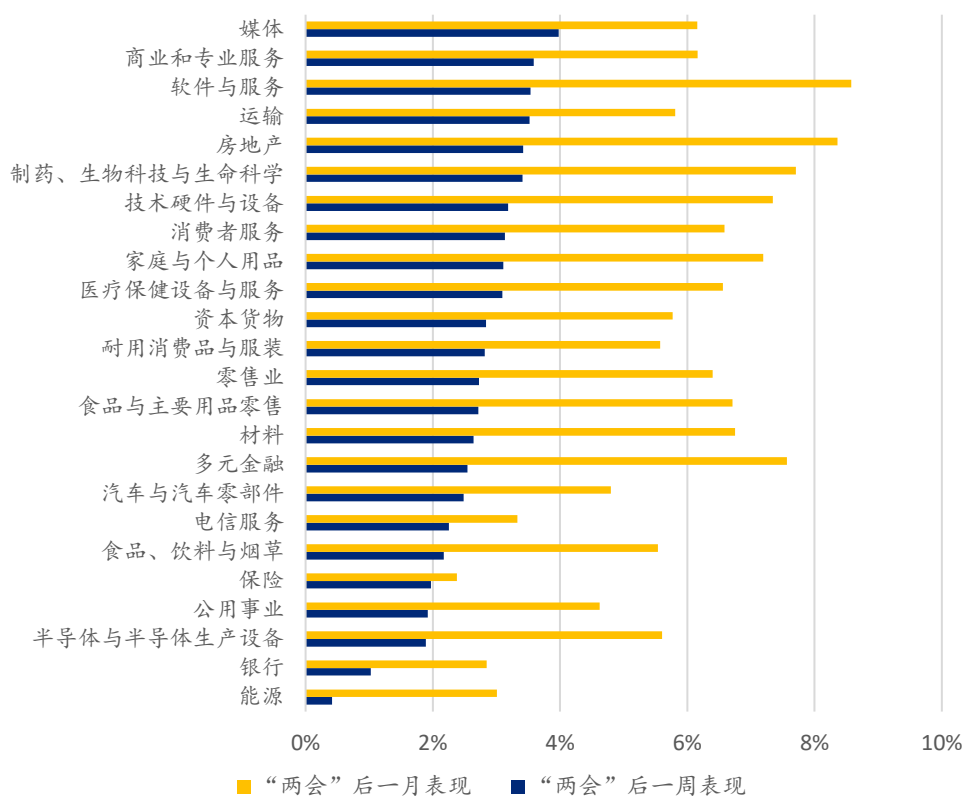
注：数据为 2014 年-2024 年历次“两会”期间 A 股各板块涨跌幅的平均值。资料来源：iFinD，浦银国际

图表 32: 历次“两会”期间港股各板块表现：消费板块表现较弱



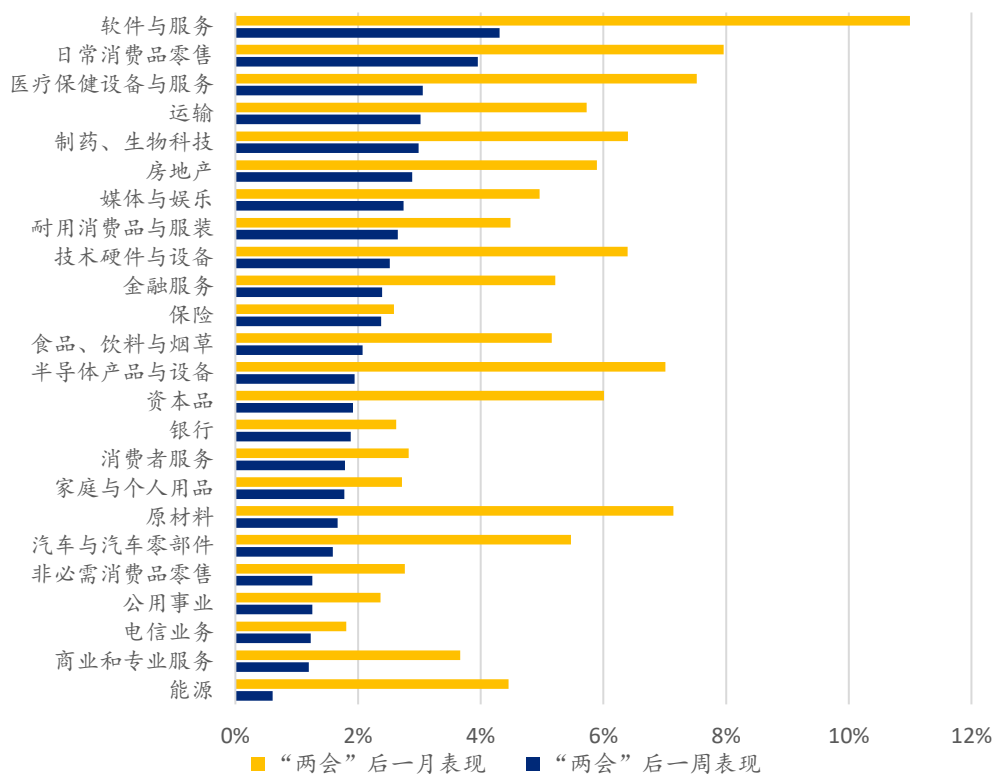
注：数据为 2014 年-2024 年历次“两会”期间 A 股各板块涨跌幅的平均值。资料来源：iFinD，浦银国际

图表 33: 历次“两会”结束后一周和一月内 A 股板块表现



注：数据为 2014 年-2024 年历次“两会”结束后一周和一月内 A 股各板块涨跌幅的平均值。资料来源：iFinD，浦银国际

图表 34: 历次“两会”结束后一周和一月内港股板块表现



注：数据为 2014 年-2024 年历次“两会”结束后一周和一月内 A 股各板块涨跌幅的平均值。资料来源：iFinD，浦银国际

● 本轮 AI 行情接下来将如何轮动？

DeepSeek 大幅提振市场情绪。目前，我们构建的港股市场情绪指数的读数为 0.26, 位于其过去一年移动平均值正 1.5 倍标准差附近, 处于偏乐观水平, 但仍未达到去年“924”行情的峰值（正 2 倍标准差）。近期，AI 大模型 DeepSeek 取得的突破引发全球投资者对于中国资产的重估，市场情绪显著改善。相对于全球主要股市，港股的估值偏低，修复空间较大。展望后市，未来关税政策仍将面临较多不确定因素，若发生负面事件将短期推升投资者避险意愿。我们预计特朗普 2.0 时代，关税更多是谈判的工具。虽然投资者在初始阶段仍持悲观态度，但这些负面情绪将较 2018 年中美贸易摩擦更容易被资本市场消化。当市场计入较多悲观预期，出现积极变化的门槛或降低，任何正面事件的出现都将显著提振市场情绪。接下来，如果中国 AI 技术有进一步突破、中美关系明显缓和，“两会”后有更多超预期政策出台，有望进一步推高市场乐观情绪。目前，情绪指数已触达 1.5 倍标准差，短期市场获利回吐的压力将有所上升，投资交易策略建议把握行业和个股 Alpha 的机会。

图表 35：浦银国际港股情绪指数与恒生综指的走势（相关系数：0.76）

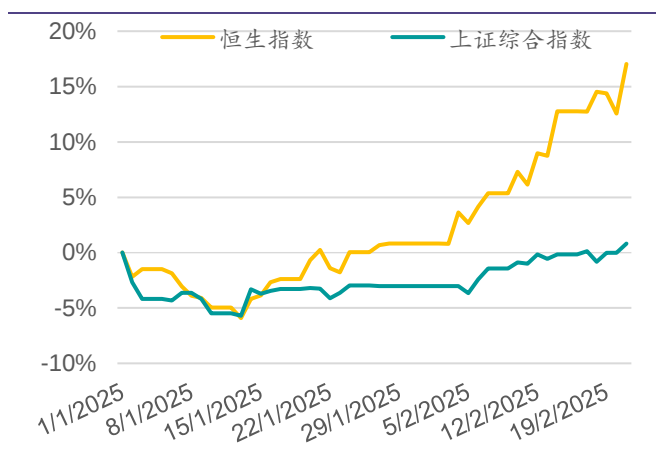


注：数据截至 2025 年 2 月 21 日。

资料来源：Bloomberg、EPFR、HKEx、iFinD、浦银国际

本轮中国 AI 行情中，港股较 A 股反弹幅度更大。1 月 20 日，深度求索（DeepSeek）正式发布 DeepSeek R1 模型。它改变了 AI 大语言模型路径，即不再单纯靠“堆算力”，而是靠优化算法来实现更好的效果。同时，它的出现打破了全球 AI 的竞争格局，AI 主题投资也不只聚焦于美股大科技股，中美 AI 行业估值差明显收窄。我们对 DeepSeek R1 发布至今港股和 A 股的表现进行分析，发现港股反弹的幅度明显超过 A 股。1 月 20 日至 2 月 21 日，恒生指数上涨了 17.8%，上证综指上涨了 4.2%。同期，科技属性较强的恒生科技指数上涨 27.5%，而科创 50 指数上涨 13.1%。伴随着快速上涨，港股市场波动度明显上行，而 A 股波动度反而呈现下行趋势（图表 36-37）。

图表 36：过去一月，港股大幅跑赢 A 股.....



注：数据截至 2025 年 2 月 21 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 37：.....港股波动率快速上行，但 A 股波动率则呈下行趋势



注：波动率为过去 20 天历史波动率。数据截至 2025 年 2 月 21 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

本轮中国 AI 行情中，相对于 A 股，港股相关的标的更受资金追捧。其中，涨幅居前的板块主要有 1) AI 产业链中基础层相关的板块，如硬件设备、半导体产品与设备等；2) 技术层相关的板块，如电信运营商、可选消费品分销与零售（云服务和大数据提供商、互联网龙头的市值占比最高）、软件服务等；和 3) 应用层相关的板块，如媒体与娱乐、汽车与零部件等。前期表现落后的板块弹性较大，尤其是医疗健康（包括生物制药、医疗保健）出现明显补涨。A 股行业中，软件服务、媒体与娱乐、汽车与零部件板块涨幅领先，但能源、运输、日常消费品分销和零售板块则录得下跌（图表 38-39）。

图表 38: DeepSeek-R1 发布至今港股板块表现



注：数据分析期间为 2025 年 1 月 20 日至 2 月 21 日，行业分类使用 GICS 二级分类。
资料来源：iFinD、浦银国际

图表 39: DeepSeek-R1 发布至今 A 股板块表现



注：数据分析期间为 2025 年 1 月 20 日至 2 月 21 日，行业分类使用 GICS 二级分类。
资料来源：iFinD、浦银国际

短期 AI 行情将轮动至 A 股算力产业链上的细分板块和个股。前期涨幅较大的云服务商均在港股上市，而在上周阿里巴巴召开的财报电话会上，管理层表示他们未来三年的资本支出将超过过去十年总和，合计至少 3800 亿元(每年约为 1300 亿元)。我们预计 2025 年或开启 AI 基建超级周期，有望增加算力产业链上游的需求，比如服务器与硬件供应商、数据中心（IDC）服务供应商、云计算与软件服务商、网络设备与解决方案提供商（含交换机、路由器、光模块、光纤连接器）、芯片与半导体相关的企业、AI 与大数据相关公司、能源与制冷相关企业等。这些行业公司大多在 A 股上市，且前期市场关注度仍偏低，预计接下来将受到资金的追捧（图表 40）。

图表 40：中国算力产业链上的 A 股公司梳理

公司名称	股票代码	算力产业链细分行业	市值（亿元）	日均成交额（亿元）	期间表现（%）
宁德时代	300750.SZ	能源与制冷	12,134	66.7	10%
海光信息	688041.SH	芯片与半导体	3,648	42.0	19%
寒武纪	688256.SH	芯片与半导体	3,098	59.2	25%
科大讯飞	002230.SZ	AI 与大数据	1,285	43.9	16%
中科曙光	603019.SH	服务器与硬件	1,126	56.5	19%
宝信软件	600845.SH	数据中心（IDC）服务	1,068	13.6	34%
华勤技术	603296.SH	服务器与硬件	1,025	10.5	41%
浪潮信息	000977.SZ	服务器与硬件	997	89.8	36%
紫光股份	000938.SZ	服务器与硬件	927	42.6	28%
澜起科技	688008.SH	芯片与半导体	882	28.5	16%
用友网络	600588.SH	云计算与软件	601	26.6	76%
锐捷网络	301165.SZ	网络设备与解决方案	482	8.1	21%
东华软件	002065.SZ	云计算与软件	447	29.9	100%
纳思达	002180.SZ	芯片与半导体	390	4.1	6%
英维克	002837.SZ	能源与制冷	355	14.3	23%
数据港	603881.SH	数据中心（IDC）服务	242	21.5	115%
拓尔思	300229.SZ	AI 与大数据	238	33.1	46%
每日互动	300766.SZ	AI 与大数据	237	53.1	260%
广联达	002410.SZ	云计算与软件	235	7.8	30%
汉得信息	300170.SZ	云计算与软件	220	50.4	84%
科华数据	002335.SZ	数据中心（IDC）服务	219	15.8	50%
科华数据	002335.SZ	能源与制冷	219	15.8	50%
东方国信	300166.SZ	AI 与大数据	152	18.0	32%
星网锐捷	002396.SZ	网络设备与解决方案	139	7.1	18%
申菱环境	301018.SZ	能源与制冷	136	6.3	25%
亿田智能	300911.SZ	数据中心（IDC）服务	66	3.0	78%
世纪恒通	301428.SZ	云计算与软件	51	5.5	46%

注：数据截至 2 月 21 日。期间表现为 2025 年 1 月 20 日至 2 月 21 日。计价货币为人民币。

资料来源：iFinD，浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

