



A 股投资策略周报

策略专题研究报告
证券研究报告

策略组

分析师：张弛（执业 S1130523070003）

zhangchi1@gjzq.com.cn

分析师：吴慧敏（执业 S1130523080003）

wuhuimin@gjzq.com.cn

构建 AI 图谱III：景气分级投资的估值体系

前期报告提要与市场聚焦

前期观点回顾：港股“狂飙”背后：哪些驱动因子与 A 股不一样？①港股“AI 含量”高，相关资产较 A 股更具“辨识度”；②港股指数级别上涨：核心 M1+M2 “双升”，增量资金包括：南下资金大规模流入、外资回流及香港金管局释放流动性。③空头回补回升情绪高涨。结构依然拥抱“AI”，重视“资讯科技（传媒、计算机），除 AI 产业浪潮”的叙事之外，相关科技类资产自身的“估值与盈利前景之间的匹配度”所蕴含的配置价值已经足够不错。

当下市场聚焦：1、民企座谈会释放出何种信号？对于市场有何影响？2、强势行情还能持续多久？3、如何构建 AI 景气分级投资与估值体系的平衡框架？中长期维度 AI 具备较大估值提升空间或依然享有较高估值的行业将有哪些？

民企座谈会提振市场信心，“春季躁动”进入白热化

本周市场关注度最高的莫过于 2 月 17 日召开的民营企业座谈会，在当下宏观环境仍然面临多重不确定性因素的背景下，无疑对于整体市场风险偏好能够起到较为明显的提振作用。与此同时，我们也观察到本次会议具备较高的含“科技”量，涉及的行业包括消费电子、半导体、汽车以及机器人等为代表的“新质生产力”赛道。我们继续维持前期观点，继续看好本轮“春季躁动”行情。不过考虑到：新、旧口径下的 M1 同比以及市场有效流动性均边际放缓，我们建议后续可重点关注：①2 月 PMI 订单指数；②2 月 PMI 生产指数；以及③国内 M1。倘若上述数据继续回落，叠加届时市场情绪透支过大，预计强势行情亦将迎来终结。

构建 AI 景气分级投资与估值的平衡框架

A 股的历史投资规律显示，市场对于高景气组合的估值容忍度较高；而当盈利低增长或增速边际放缓时，需要考虑盈利和估值的匹配度。结合产业投资周期来看，随着科技产业步入“市场共识的高景气阶段”，观察其基本面和估值的变化，呈现出两点规律：（1）景气投资 10%~15%的“第一阶段”：“景气向上、估值向上”对应“戴维斯双击”，结束时点往往对应“估值见顶回落”。估值见顶的时间重点关注：①产品渗透率进入 15%+；②盈利增速拐点；③估值三年滚动分位数达到 100%。（2）景气投资 15%~20%的“第二阶段”：在行业“维持景气状态”的背景下，盈利贡献占据主导地位并继续对股价上涨形成有效支撑。期间，可能出现：①估值波动率上升且三年滚动分位数可能回落至 50%-60%；②ROE 滞后于股价顶点，且供需格局逆转可能冲击盈利能力。

对应至当下，AI 产业叙事下，我们如何对 AI 产业链环节进行筛选？（1）短期视角下，建议优先关注当前估值水平相对较低的细分板块，包括：光芯片、HBM、雷达以及智能驾驶等；（2）中期维度下，建议：①优先关注“利润增速尚未释放+capex 明显扩张”的细分行业，包括：智能体、GPU、英伟达产业链及智能座舱等，意味着市场对于行业盈利增速的预期尚未迎来拐点，“低估值+高估值容忍度=最大估值上升空间”。②次选“利润增速高企+capex 明显扩张”的细分行业，包括：光芯片及新型显示技术等，预计“较高估值+高估值容忍度=估值维持高企甚至仍有一定上升空间”。③“静待 Capex 扩张”的类别中，关注 2025 年预期增速持续边际改善的细分板块，包括智能手表、AI 手机等。

风格及行业配置：“春季躁动”尚未结束，AI 配置正当时

“春季躁动”尚未结束，维持重视中小盘科技成长机会，聚焦 TMT+机械。建议：（一）基于 AI 景气投资图谱，中长期重点看好：①光芯片、②光模块和③新型显示技术。（二）AI 主题投资正当时，短期聚焦：①Deep seek 大模型及相关基础设施、零部件；②低空经济+无人驾驶；③Peek 材料；④AI 消费电子，包括眼镜、手机、音响等；⑤AI 软件应用，教育、医疗、金融。

风险提示

美国经济“硬着陆”加速确认，超出市场预期；国内出口放缓超预期。



内容目录

一、前期报告提要与市场聚焦.....	4
二、策略观点及投资建议.....	4
2.1 民企座谈会提振市场信心，“春季躁动”进入白热化.....	4
2.2 构建 AI 景气分级投资与估值的平衡框架.....	5
2.3 风格及行业配置：“春季躁动”尚未结束，AI 配置正当时.....	10
三、市场表现回顾.....	10
3.1 市场回顾：宽基指数全面走强，一级行业板块分化.....	10
3.2 市场估值：宽基指数估值全面上涨，海外估值跌多涨少.....	13
3.3 市场性价比：主要指数配置性价比相对较高.....	14
3.4 盈利预期：盈利预期普遍下调.....	17
四、下周经济数据及重要事件展望.....	19
五、风险提示.....	19

图表目录

图表 1：新、旧口径下 M1 均同比回落.....	4
图表 2：市场有效流动性亦边际放缓.....	4
图表 3：业绩增速与估值的交叉组合发现，高增速通常对应高估值；而低增长组合下，低估值组合超额收益更为明显.....	5
图表 4：业绩增速变化与估值交叉组合发现，景气“加速成长”对应高估值；“边际放缓”对应估值重要性提升.....	6
图表 5：2009-2010 年智能手机产业周期重消费电子的股价、估值与基本面的表现.....	7
图表 6：2020-2021 年新能源汽车产业周期行业的股价、估值与基本面的表现.....	8
图表 7：以消费电子（左）、电池（右）为例，景气投资“第二阶段”，估值分位数回落至 50%-60% 水平.....	9
图表 8：景气视角研判，当下光模块、光芯片、新型显示技术等具备景气趋势.....	10
图表 9：基于“盈利预期”和“估值分位数”两大视角，对 AI 产业中的景气行业做进一步筛选.....	10
图表 10：本周（02.17-02.21）国内宽基指数全面走强，海外指数表现上涨居多.....	12
图表 11：本周（02.17-02.21）一级行业板块分化，通信、机械设备、电子涨幅居前，煤炭行业领跌.....	13
图表 12：本周（02.17-02.21）A 股主要指数估值全面上涨，海外主要指数估值下跌为主.....	14
图表 13：本周（02.17-02.21）各行业估值跌多涨少.....	14
图表 14：万得全 A ERP 高于“滚动均值”.....	15
图表 15：上证指数 ERP 高于“滚动均值”.....	15
图表 16：沪深 300 ERP 高于“滚动均值”.....	15
图表 17：创业板指 ERP 高于“1 倍标准差上限”.....	15
图表 18：万得全 A 股债收益差低于“2 倍标准差下限”.....	15
图表 19：上证指数股债收益差低于“1 倍标准差下限”.....	15
图表 20：沪深 300 股债收益差低于“2 倍标准差下限”.....	16
图表 21：创业板指股债收益差低于“2 倍标准差下限”.....	16
图表 22：金融的 ERP 低于“滚动均值”.....	16



图表 23: 周期的 ERP 高于“滚动均值”	16
图表 24: 消费的 ERP 低于“滚动均值”	16
图表 25: 成长的 ERP 高于“滚动均值”	16
图表 26: 金融股债收益差低于“2 倍标准差下限”	17
图表 27: 周期股债收益差低于“1 倍标准差下限”	17
图表 28: 消费股债收益差低于“2 倍标准差下限”	17
图表 29: 成长股债收益差低于“2 倍标准差下限”	17
图表 30: 本周 (02.17-02.21) 主要指数盈利预期普遍下调	18
图表 31: 本周 (02.17-02.21) 行业盈利预期普遍下调, 非银金融逆势上调	18
图表 1: 下周全球主要国家核心经济数据一览	19
图表 2: 下周全球主要国家经济事件一览	19



一、前期报告提要与市场聚焦

前期观点回顾：港股“狂飙”背后：哪些驱动因子与 A 股不一样？①港股“AI 含量”高，相关资产较 A 股更具“辨识度”；②港股指数级别上涨：核心 M1+M2 “双升”，增量资金包括：南下资金大规模流入、外资回流及香港金管局释放流动性。③空头回补回升情绪高涨。结构依然拥抱“AI”，重视“资讯科技（传媒、计算机），除 AI 产业浪潮”的叙事之外，相关科技类资产自身的“估值与盈利前景之间的匹配度”所蕴含的配置价值已经足够不错。

当下市场聚焦：1、民企座谈会释放出何种信号？对于市场有何影响？2、强势行情还能持续多久？3、如何构建 AI 景气分级投资与估值体系的平衡框架？中长期维度 AI 具备较大估值提升空间或依然享有较高估值的行业将有哪些？

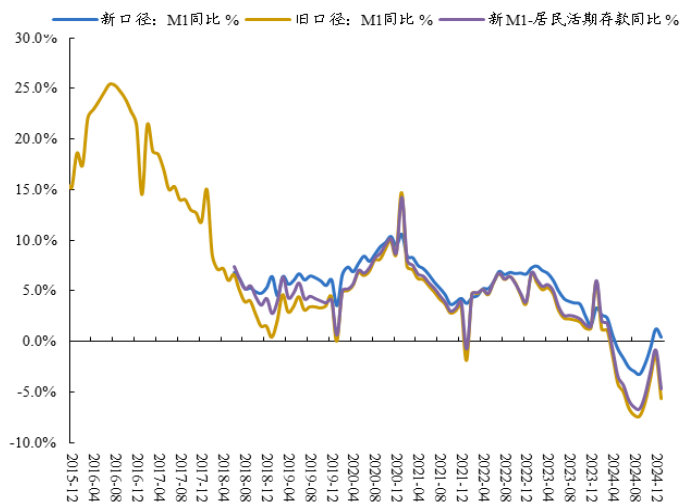
二、策略观点及投资建议

2.1 民企座谈会提振市场信心，“春季躁动”进入白热化

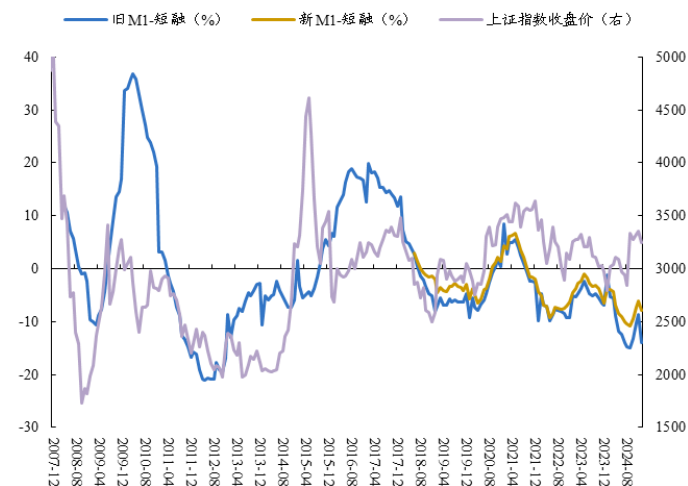
民企座谈会提振信心，本轮“科技”含量高。本周市场关注度最高的莫过于 2 月 17 日召开的民营企业座谈会，强调民营经济发展前景广阔大有可为，民营企业和民营企业家大显身手正当其时。当下民营企业在我国宏观经济中已经占有一定的分量，A 股 5000 多家上市公司中有 63% 以上的企业属于民营企业，与此同时，国家高新技术企业中民营企业有 42 万多家，占比超 92%。而在当前宏观环境仍然面临内部有效需求不足、外部全球景气周期下行以及关税风险上升等多重不确定性因素的背景下，此次会议无疑对于整体市场风险偏好能够起到较为明显的提振作用。实际上，这与 2018 年 11 月民企座谈会所面临的宏观背景存在一定的相似性，彼时内部宏观去杠杆、外部中美贸易摩擦不断加剧，而从最终结果上来看民企座谈会确实也一定程度上增强了市场信心，A 股市场在 2018 年底逐步企稳并于 2020Q2 年后迎来牛市。此外，此次参会的企业代表中，我们也观察到具备较高的“科技”含量，涉及的企业包括消费电子、半导体、汽车以及机器人等为代表的“新质生产力”赛道。短期视角下，以 Deepseek 为代表的 AI 大模型引发中国科技股重估，叠加短期民企座谈会对于市场信心的提振，市场风险偏好的回暖有望继续对 A 股的估值扩张形成支撑；中期维度下，当前我国宏观经济正向高质量发展阶段转型的过程中，无论是海外的历史经验还是 AI 产业周期的爆发，以 AI 为代表的新质生产力方向或将继续享受宏观产业结构变迁的红利。

维持前期观点，继续看好本轮“春季躁动”行情。不过，考虑到：1 月份金融数据显示，新、旧口径下的 M1 同比均出现边际放缓，尤其是旧口径下的 M1 同比边际放缓幅度更大（主要受到企业活期存款回落的拖累），近期以“M1-短融”所衡量的市场有效流动性亦边际放缓。我们建议后续可重点关注：①2 月 PMI 订单指数；②2 月 PMI 生产指数；以及③国内 M1。倘若上述数据继续回落，叠加届时市场情绪透支过大，预计强势行情亦将迎来终结。

图表1：新、旧口径下 M1 均同比回落



图表2：市场有效流动性亦边际放缓



来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所



2.2 构建 AI 景气分级投资与估值的平衡框架

基于已发布报告《构建 AI 图谱 II：AI 景气分级投资框架》，我们以核心产品的渗透率为“锚”对当下的 AI 产业链进行投资分级：主题投资与景气投资，并对当下适用于“景气投资”逻辑的 AI 产业细分赛道进行筛选。尽管行业进入景气阶段，投资者对于估值的容忍度提升，但在投资的过程中，随着行业景气增速与估值的共振扩张后，景气增速的变化与估值表现如何？我们何时需要开始关注景气与估值的平衡？

历史经验显示，景气投资适用于 A 股市场。逻辑上讲，行业景气度向上对应至财务数据的表现形态上，通常体现为盈利高增长、盈利增速加速向上或者困境反转等形式。因此，我们可将归母净利润增速及其增速变化分别与估值水平（PB 和 PE）进行分组并回测，结果显示：

（1）市场对于高景气组合的估值容忍度较高。观察两组数据发现：①盈利增速在 30% 以上时，无论是绝对收益还是相对收益来看，高估值与低估值组合的收益率差距均不是特别明显，尤其是增速呈现 100% 以上的高增长时，估值所带来的差异性更小。②盈利增速加速成长时，如盈利增速变化幅度在 50% 以上，高低估值组合均充分展示了其组合收益率的向上弹性，具备明显的超额收益。这意味着，当行业进入高景气状态（高业绩增长或者持续超预期的盈利增速改善）时，对应至当下市场通常愿意给予较高的估值溢价。换言之，在行业景气高增阶段，即便当下估值高企，组合依然有可能获得超额收益。

（2）当盈利低增长或增速边际放缓时，需要考虑盈利和估值的匹配度。同样观察两组数据发现，在两种情况下：①盈利仅能实现低增长或同比增速的环比增长幅度相对较低；②盈利增速边际放缓且幅度在 0-20% 区间内时，可能会出现难以匹配极高的估值水平，此时市场对于估值的容忍度下降，通常体现为估值中枢在中间或者较低水平的组合超额收益率相对较高。这意味着，从 A 股的历史规律上来看，高估值需要有高增长或者持续超预期的业绩增速相匹配；反之，倘若出现增速不及预期或者边际放缓时，我们则需要开始关注景气与估值的平衡，适当降低估值水平的预期。

图表3：业绩增速与估值的交叉组合发现，高增速通常对应高估值；而低增长组合下，低估值组合超额收益更为明显

中位数		PB 分组									
归母净利润增速	100%以上	27.63	37.31	48.58	32.01	39.49	18.47	38.27	23.81	32.78	21.12
	50%-100%	25.93	28.96	34.40	37.40	41.04	22.09	27.49	42.01	21.16	20.54
	30%-50%	22.41	24.23	27.98	29.33	33.65	22.28	28.37	31.58	24.34	15.69
	20%-30%	8.58	15.73	25.62	24.62	19.46	16.01	28.81	25.87	17.39	9.38
	10%-20%	6.43	9.77	14.61	16.01	20.47	17.49	21.06	23.09	14.14	12.81
	0%-10%	3.79	5.35	7.70	14.47	5.74	15.12	18.48	14.57	10.10	9.73
负增长		-0.01	-5.02	-3.56	5.56	4.57	5.93	7.99	7.73	5.03	1.22
年化收益率		PB 分组									
归母净利润增速	100%以上	23.0	28.6	33.6	31.9	33.6	28.8	32.2	32.0	34.7	32.2
	50%-100%	26.5	29.0	29.6	31.5	35.9	30.3	32.7	36.3	27.4	27.1
	30%-50%	20.0	22.2	25.2	28.3	26.4	22.9	23.9	30.8	24.0	21.4
	20%-30%	12.7	14.5	15.8	20.8	17.4	21.2	22.5	23.8	21.6	25.4
	10%-20%	5.0	5.8	8.9	15.5	16.6	20.3	15.8	18.9	16.2	19.2
	0%-10%	0.7	3.1	9.2	12.0	8.9	14.2	17.0	13.4	18.4	16.3
负增长		-1.2	-3.6	-0.7	3.6	3.7	5.8	5.9	7.8	8.8	9.4
中位数		PE 分组									
归母净利润增速	100%以上	35.3	36.4	48.5	44.5	38.8	37.7	46.0	42.6	35.7	12.0
	50%-100%	14.3	25.2	41.5	32.1	41.2	41.7	43.0	35.5	27.9	23.9
	30%-50%	20.6	19.3	28.8	28.1	33.2	33.4	34.5	33.5	27.4	18.1
	20%-30%	11.7	9.1	17.6	17.6	23.9	19.3	29.9	28.2	10.5	16.4
	10%-20%	6.9	11.6	13.0	15.4	19.1	14.4	22.5	18.7	10.1	5.0
	0%-10%	3.1	11.7	15.1	4.7	11.6	14.9	19.4	12.3	12.6	22.3
负增长		1.0	2.7	1.3	2.4	0.3	6.0	2.5	-0.4	-4.9	2.3
年化收益率		PE 分组									
归母净利润增速	100%以上	27.8	32.3	36.0	41.5	47.7	41.2	43.3	41.1	40.1	23.8
	50%-100%	13.6	21.0	26.9	35.7	40.8	38.1	40.3	40.0	25.7	29.2
	30%-50%	14.2	14.0	19.6	26.6	28.6	27.2	33.1	31.6	20.9	24.8
	20%-30%	13.4	10.3	16.9	13.4	21.2	20.0	19.7	26.9	13.3	20.4
	10%-20%	5.4	11.1	12.3	10.1	12.2	17.1	19.2	16.1	10.2	24.6
	0%-10%	6.2	7.5	7.0	8.8	11.2	13.3	15.4	13.5	6.4	17.6
负增长		5.9	3.8	2.1	1.4	1.9	4.1	1.7	3.2	7.0	11.9

来源：Wind、国金证券研究所；注：（1）左边表格对应绝对收益，右边表格对应各组合相对万得全 A 的超额收益率；（2）PB 和 PE 的“1-10”组对应当年的估值数据由高到低进行分组。分组完成后：PB 的估值数据均大于 0，即“1-10”对应高估值至低估值；PE 分组主要是最后一组（对应“10”），PE 均在 0 以下但横向比较估值分位数在 10% 以上（仅 2011 年末和 2017 年末例外），即在剔除估值负值较大组合的同时，“1-9”组对应高估值至低估值，而第“10”组并不代表低估值。



图表4：业绩增速变化与估值交叉组合发现，景气“加速成长”对应高估值；“边际放缓”对应估值重要性提升

PB分組										
中位数	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
100%以上	21.14	22.03	38.69	27.46	33.42	11.95	36.19	21.34	28.79	18.68
[50%, 100%]	17.67	25.57	28.52	25.82	37.84	20.65	23.22	26.99	19.32	16.04
[30%, 50%]	9.52	20.58	26.03	31.55	25.27	20.46	25.67	26.60	17.97	15.62
[20%, 30%]	35.58	15.91	8.47	17.81	20.57	15.81	20.02	30.12	16.15	5.18
[10%, 20%]	16.57	27.76	22.13	19.83	25.59	14.20	27.01	16.94	16.95	5.44
[0%, 10%]	13.76	20.72	24.64	25.12	17.46	22.88	14.44	13.69	15.37	15.62
[-10%, 0%]	21.20	19.01	13.40	20.19	15.10	9.75	16.00	16.83	11.42	5.89
[-20%, -10%]	15.96	9.23	14.28	11.31	14.85	16.83	13.50	14.27	8.03	5.66
[-30%, -20%]	7.32	-1.96	10.69	12.38	16.23	16.23	18.16	22.48	12.64	12.10
[-50%, -30%]	2.41	2.97	4.10	9.93	11.18	10.85	10.45	18.45	12.66	4.61
[-100%, -50%]	-0.66	-3.74	3.30	10.17	3.01	13.80	12.15	2.69	12.30	9.80
-100%以下	6.54	1.39	2.16	10.08	8.06	11.52	11.08	7.07	4.90	-0.03
PE分組										
中位数	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
100%以上	16.92	22.36	25.63	25.55	29.88	22.77	28.13	27.87	29.81	27.60
[50%, 100%]	16.03	23.78	21.93	23.25	25.66	25.70	25.61	31.05	25.92	20.83
[30%, 50%]	7.80	18.09	23.94	21.26	24.16	23.23	21.67	25.10	21.20	23.57
[20%, 30%]	18.11	24.34	14.99	13.72	18.41	16.72	23.50	23.40	18.23	13.71
[10%, 20%]	18.41	15.22	13.86	24.56	20.40	21.74	22.42	21.04	21.80	16.27
[0%, 10%]	14.33	14.25	10.53	17.06	14.71	19.74	17.56	15.31	19.66	19.61
[-10%, 0%]	12.37	16.25	14.47	14.53	13.79	14.24	18.90	21.19	13.42	13.04
[-20%, -10%]	8.76	6.62	14.25	12.07	12.56	13.01	15.60	14.88	16.65	11.95
[-30%, -20%]	10.91	5.25	8.77	11.77	5.90	14.56	10.46	15.82	13.25	16.26
[-50%, -30%]	1.84	3.18	7.57	10.39	5.47	10.24	8.87	15.46	15.00	14.08
[-100%, -50%]	1.94	2.41	3.01	7.00	8.39	13.50	10.00	7.92	12.11	13.88
-100%以下	5.54	-0.10	5.38	10.13	8.12	8.97	9.05	9.13	11.48	10.63
PB分組										
中位数	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
100%以上	1.54	13.98	13.17	7.05	17.71	9.67	14.28	9.59	19.30	14.12
[50%, 100%]	4.23	16.18	9.05	17.04	10.64	9.08	13.24	22.30	12.03	13.32
[30%, 50%]	1.93	4.38	4.55	7.42	7.62	12.51	1.72	15.18	5.41	7.05
[20%, 30%]	3.55	6.09	3.10	6.05	6.84	3.04	13.06	11.73	3.79	5.97
[10%, 20%]	6.82	3.18	-2.94	7.41	9.27	7.20	8.62	2.25	11.52	10.79
[0%, 10%]	4.71	0.76	3.43	6.28	5.38	5.98	6.16	2.49	7.35	8.24
[-10%, 0%]	-1.95	2.17	-2.31	0.58	-0.92	1.03	3.37	9.70	3.05	4.35
[-20%, -10%]	1.94	-4.03	0.70	-1.75	1.86	2.48	4.40	5.32	1.41	3.77
[-30%, -20%]	-1.94	-4.90	1.16	1.10	-1.91	3.87	-2.96	4.60	3.32	7.42
[-50%, -30%]	-3.79	-10.59	0.73	-9.15	-4.24	-1.36	2.14	3.37	3.30	3.30
[-100%, -50%]	-8.30	-12.09	-3.69	-4.66	0.74	-0.40	-0.99	-0.84	4.58	5.16
-100%以下	-2.56	-12.19	-1.64	-1.94	-2.38	0.56	0.74	1.77	0.44	-1.70
PE分組										
中位数	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
100%以上	5.80	11.24	14.50	14.43	18.76	11.65	17.01	16.75	18.69	16.48
[50%, 100%]	4.91	12.66	10.81	12.13	14.54	14.58	14.49	19.93	14.80	9.71
[30%, 50%]	-3.32	6.97	12.82	10.14	13.44	12.11	10.55	13.98	10.88	12.44
[20%, 30%]	8.75	5.81	3.87	2.59	9.29	5.60	12.38	12.28	7.11	2.59
[10%, 20%]	7.29	4.10	2.74	13.44	9.28	10.62	11.30	9.92	10.67	10.71
[0%, 10%]	3.21	3.13	-0.59	5.94	3.59	8.62	6.44	4.19	8.54	8.88
[-10%, 0%]	1.25	5.13	3.35	3.41	2.67	3.12	7.78	10.07	2.30	1.92
[-20%, -10%]	-2.36	-4.50	3.13	0.95	1.43	1.88	4.48	3.76	5.53	4.97
[-30%, -20%]	-0.21	-5.87	-2.35	0.65	0.34	3.44	-0.66	4.70	2.13	9.28
[-50%, -30%]	-9.29	-7.94	-3.55	-0.73	-5.65	-0.88	-2.25	4.34	3.88	2.26
[-100%, -50%]	-9.18	-8.71	-8.11	-4.12	-2.73	0.38	-1.13	-3.20	0.99	2.76
-100%以下	-5.58	-11.23	-5.74	-0.99	-3.00	-2.15	-2.07	-1.99	0.36	-0.49
PE分組										
中位数	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
100%以上	29.46	23.33	41.32	29.13	36.31	36.53	37.31	28.04	26.34	12.64
[50%, 100%]	16.78	21.51	28.62	31.34	29.95	31.19	29.00	18.53	15.88	19.52
[30%, 50%]	12.29	25.64	21.83	21.81	23.65	26.55	27.40	20.92	11.52	12.05
[20%, 30%]	10.22	14.58	19.82	23.90	20.63	17.58	26.66	19.18	14.18	-8.48
[10%, 20%]	3.43	23.58	20.01	11.02	22.73	17.11	26.23	25.87	8.27	-1.27
[0%, 10%]	10.12	16.17	27.74	20.73	18.72	22.36	21.43	18.05	11.64	-10.29
[-10%, 0%]	3.51	9.67	10.31	22.07	26.82	17.24	17.22	7.49	3.32	12.87
[-20%, -10%]	7.68	3.65	12.93	13.56	13.22	16.12	9.38	6.40	1.44	11.65
[-30%, -20%]	9.06	8.63	14.40	17.92	7.72	15.90	13.33	2.74	5.32	4.65
[-50%, -30%]	-4.02	9.65	4.68	16.09	6.16	15.22	7.75	10.94	-1.55	34.77
[-100%, -50%]	-0.22	10.52	3.96	7.10	5.40	5.53	5.60	-0.62	-2.63	9.76
-100%以下	4.15	11.47	8.39	5.05	2.41	0.05	0.02	2.62	-2.44	3.18
PE分組										
中位数	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
100%以上	24.06	29.02	30.16	32.93	39.04	34.93	32.59	30.26	25.82	23.40
[50%, 100%]	12.74	15.41	24.63	28.10	33.21	28.20	26.86	27.68	18.98	12.99
[30%, 50%]	9.95	15.94	16.85	20.60	22.25	25.16	28.97	35.23	18.60	13.45
[20%, 30%]	10.80	16.67	15.41	18.34	19.39	19.71	23.20	30.89	22.35	2.46
[10%, 20%]	7.88	17.84	16.48	13.76	19.30	22.31	27.92	24.00	12.99	2.27
[0%, 10%]	6.98	7.30	17.61	14.08	19.19	19.68	21.23	18.04	18.69	-14.08
[-10%, 0%]	7.58	10.69	12.34	14.65	19.28	17.28	16.74	13.42	6.50	24.26
[-20%, -10%]	7.40	3.38	12.55	12.28	11.68	13.64	9.90	15.22	7.58	5.91
[-30%, -20%]	4.43	6.63	12.66	8.97	8.62	13.77	12.55	10.26	6.03	11.33
[-50%, -30%]	0.71	6.87	4.33	7.56	12.53	8.52	10.20	7.83	-4.01	24.74
[-100%, -50%]	9.62	9.59	3.05	6.36	7.04	9.44	9.04	4.00	-2.40	21.80
-100%以下	9.24	8.97	8.48	6.63	3.96	4.68	3.11	5.81	8.09	15.78
PE分組										
中位数	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
100%以上	12.94	17.90	19.04	21.81	27.91	23.81	21.46	19.14	14.70	12.28
[50%, 100%]	1.62	4.29	13.50	16.98	22.09	17.08	15.74	16.56	6.81	3.04
[30%, 50%]	-1.17	4.82	5.73	9.48	11.13	14.04	17.84	24.11	5.92	-0.97
[20%, 30%]	-3.73	5.55	4.29	7.22	8.27	8.59	12.08	12.36	15.97	5.89
[10%, 20%]	2.33	6.72	5.36	2.63	8.18	11.18	16.80	12.88	11.38	5.39
[0%, 10%]	-4.14	-3.82	6.49	2.96	8.07	8.56	10.11	6.92	9.50	2.74
[-10%, 0%]	-3.54	-0.43	1.22	3.53	8.16	6.16	5.62	2.29	4.89	14.49
[-20%, -10%]	6.35	-7.74	1.43	1.16	0.55	2.51	-1.22	4.10	5.97	-6.58
[-30%, -20%]	-6.69	-4.49	1.54	-2.16	-2.50	2.65	1.43	-0.87	-1.18	17.34
[-50%, -30%]	-10.42	-4.25	-6.79	-3.56	1.41	-2.60	-0.92	-3.29	-5.62	7.34
[-100%, -50%]	-1.50	-1.54	-8.07	-4.76	-4.08	-1.68	-2.08	-7.12	-3.45	9.42
-100%以下	-1.88	-2.15	-2.64	-5.49	-4.17	-6.44	-8.01	-5.31	-3.03	5.83

来源：Wind、国金证券研究所；注：(1) 左边表格对应绝对收益，右边表格对应各组合相对万得全A的超额收益率；(2) PB和PE的“1-10”组对应当年的估值数据由高到低进行分组。分组完成后：PB的估值数据均大于0，即“1-10”对应高估值至低估值；PE分组主要是最后一组（对应“10”），PE均在0以下但横向比较估值分位数在10%以上（仅2011年末和2017年末例外），即在剔除估值负值较大组合的同时，“1-9”组对应高估值至低估值，而第“10”组并不代表低估值。

结合产业周期本身来看，随着核心产品渗透率向上突破10%、业绩迎来释放期，产业逐步发展成为“市场共识的高景气行业”，在此阶段我们所采取的投资方法论通常以景气投资为主。当然，在投资的过程中，更为重要的是如何把握景气与估值的平衡。如同前文A股市场规律所呈现出来的结果一般，在产业投资中该结论是否同样有效？这里，我们复盘历史上各产业周期下（包括2009-2010年智能手机、2013-2015年移动互联网、2019-2020年5G时代以及2020-2021年新能源等）成长股行情演绎过程中基本面和估值的变化，总结出以下规律：

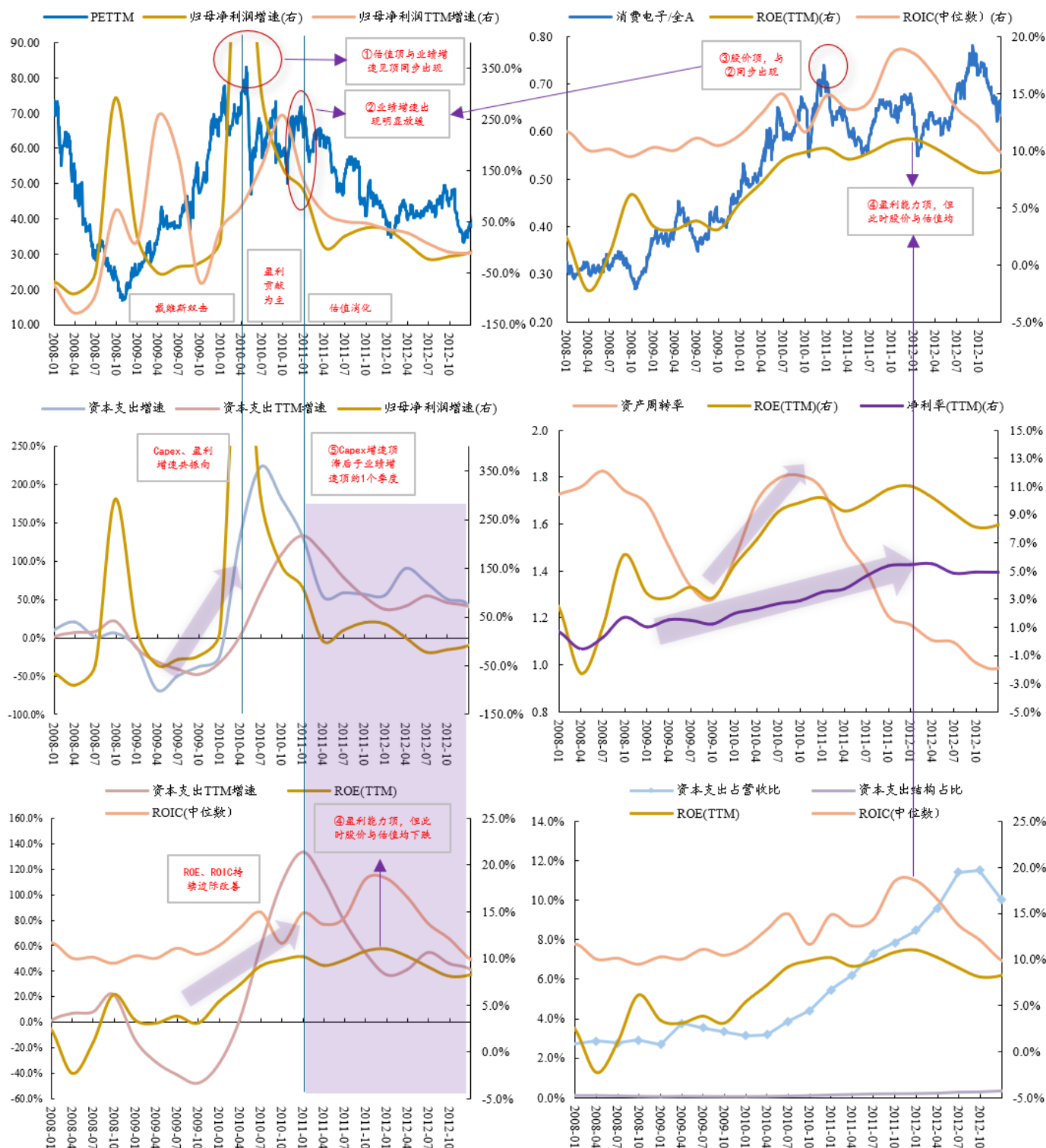
(1) 景气投资10%~15%的“第一阶段”：“景气向上、估值向上”对应“戴维斯双击”，该阶段结束时往往对应“估值见顶回落”。随着核心产品渗透率步入10%以上，高盈利增长往往吸引更多的参与者进入该行业，我们可以观察到成长行业往往对应Capex和盈利增速共振扩张的“供需双升”阶段，期间往往伴随着ROE和ROIC所代表的盈利能力的持续改善。对应至股价层面，盈利增速向上和估值扩张共同带动股价呈现“流畅向上”的“戴维斯双击”行情。不过，值得关注的是，随着股价的上涨，由于估值本身反映的是市场对于未来的高成长预期，一旦盈利增速出现阶段性见顶，估值可能会率先出现见顶回落。通常情况下，估值见顶的时间往往对应：①核心产品渗透率步入15%+；②短期的盈利增速在快速爆发后出现阶段性见顶；③以历史为鉴，三年滚动分位数下，市盈率往往到达100%的分位数水平且可能会持续一段时间。典型的如智能手机，在2010年4月下旬消费电子进入行情的高潮阶段，以市盈率（PETTM）所表征的估值水平最高达到83倍，此前股价均走出了“戴维斯双击”的行情，创下显著的超额回报；而随着渗透率向15%逼近以及消费电子归母净利润增速的短期“触顶”，估值开始迎来拐点。

(2) 景气投资15%~20%的“第二阶段”：“盈利高企，估值下修”，该阶段估值或回落至50%左右分位数。尽管盈利增速已经出现阶段性见顶但绝对增速水平依然维持高位，且ROE和ROIC为代表的回报率均呈现趋势性上行，因此依然会吸引更多企业进入该行业，



表现为 Capex 增速可能继续维持扩张状态；与此同时，在表现“不错”的盈利增速下，盈利贡献占据主导地位并继续对股价上涨形成有效支撑。值得关注的是：①在此期间，估值波动率上升，并且随着股价见顶，按照三年滚动观察，估值分位数水平可能回落至 50%左右；②以 ROE 和 ROIC 为代表的盈利能力指标通常滞后于股价见顶时间，但随着前期的资本开支带来产能释放和 Capex 增速的拐头回落（往往预示着供需格局恶化），供需局面逆转可能导致资产周转率向下、净利率放缓，进而对 ROE 形成冲击。典型的以智能手机、新能源汽车（包括产业链环节如电池）为例，在估值见顶并经历短期的回落之后，其股价依然呈现上升且以盈利贡献为主，存在继续创下新高的机会，而股价顶点的出现通常对应至渗透率向上突破 20%且盈利增速出现“显著”放缓。

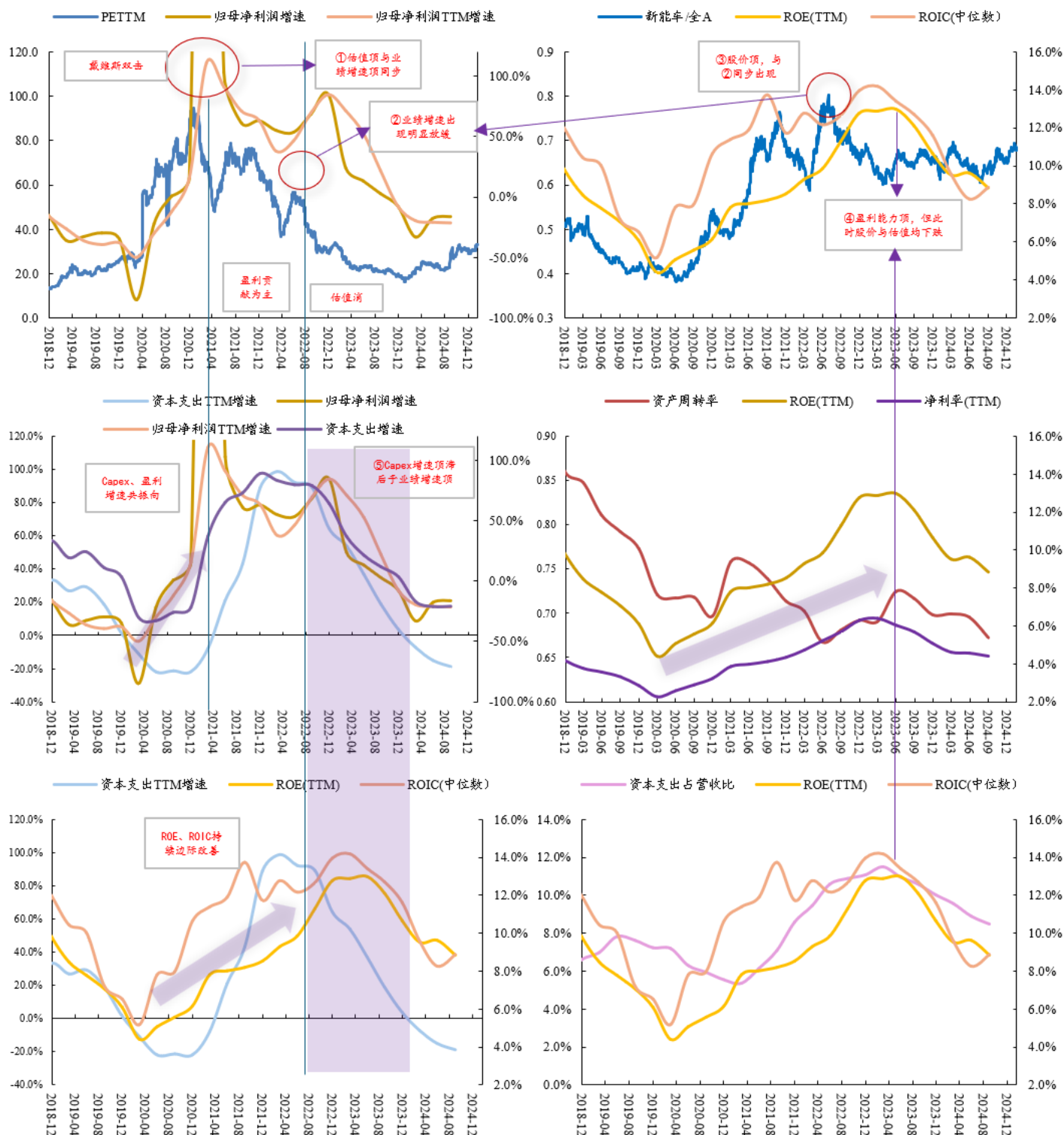
图表5：2009-2010 年智能手机产业周期重消费电子的股价、估值与基本面的表现



来源：Wind、国金证券研究所



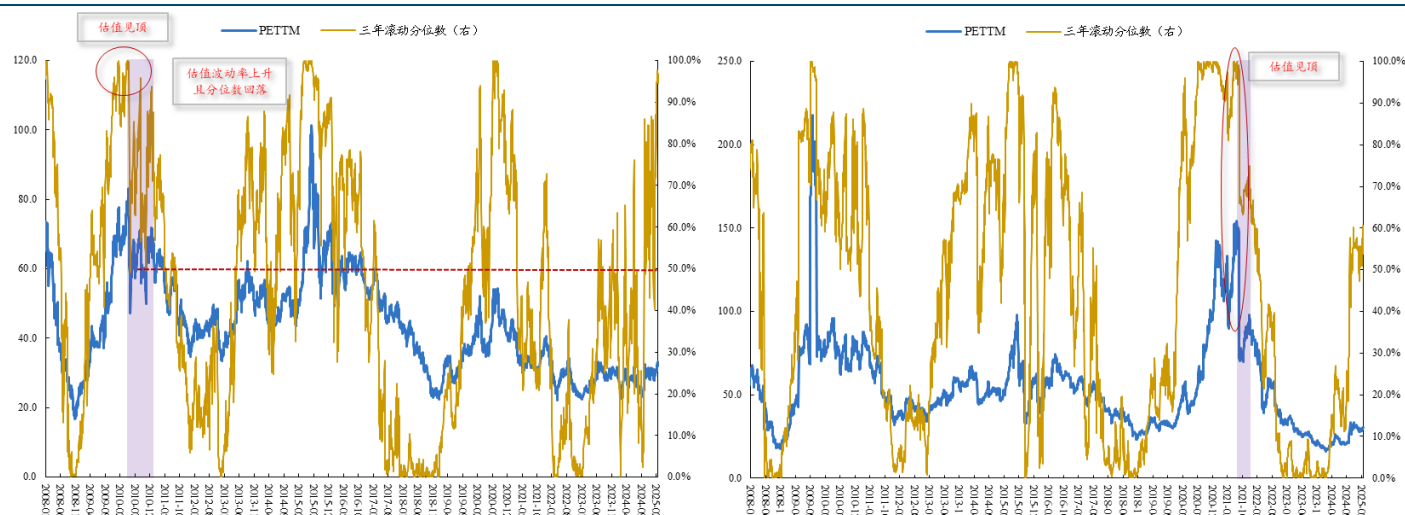
图表6: 2020-2021 年新能源汽车产业周期行业的股价、估值与基本面的表现



来源: Wind、国金证券研究所



图表7：以消费电子（左）、电池（右）为例，景气投资“第二阶段”，估值分位数回落至50%-60%水平



来源：Wind、国金证券研究所；注：左边图对应消费电子；右边的图对应电池行业。

对应至当下，AI 产业叙事下，我们如何对 AI 产业链环节进行筛选？基于我们已经发布的报告《构建 AI 图谱 II：AI 景气分级投资框架》中的核心结论，我们从中观渗透率以及微观财务两大维度出发对 AI 产业链中的景气环节进行筛选，建议首选“具备景气趋势”和次选“静待 Capex 扩张”的细分板块。考虑到：（1）无论是 A 股历史景气投资规律还是产业投资“二阶段”的历史经验均显示，未来预期增速的放缓可能带来“估值拐点”的出现，此时投资者需要面临景气与估值的重新匹配，估值可能重回至历史分位数约 50% 水平；（2）在经历本轮 Deepseek 所带来的科技股重估行情之后，不可否认的是确实部分板块的估值已经来到了历史相对高位水平，当前具备景气投资机会的 AI 产业细分板块在 2025 年是否依然具备投资价值则成为了眼下投资者的困惑。因此，我们结合估值维度对已筛选出来的“具备景气趋势”和“静待 Capex 扩张”的细分板块做进一步的筛选：

（1）短期视角下，建议优先关注当前估值水平相对较低的细分板块，意味着在本轮“春季躁动”行情当中，相比估值已经处于高位的板块而言，其估值或仍有较大的扩张弹性，包括：光芯片、HBM、雷达以及智能驾驶等。

（2）中期维度下，建议：①优先关注“利润增速尚未释放+capex 明显扩张”的细分行业，包括：智能体、GPU、英伟达产业链及智能座舱等，意味着市场对于行业盈利增速的预期尚未迎来拐点，“低估值+高估值容忍度=最大估值上升空间”。②次选“利润增速高企+capex 明显扩张”的细分行业，包括：光芯片及新型显示技术等。意味着这类行业盈利底部回升，基数效应已经录得较大增长，考虑到资本开支仍在提速且仍具备较多空间，预计“较高估值+高估值容忍度=估值维持高企甚至仍有一定上升空间”。③在“静待 Capex 扩张”的类别中，关注 2025 年预期增速持续边际改善的细分板块，包括智能手表、AI 手机等，或将受益于行业景气的持续改善；而以传感器为代表的细分板块，由于预期盈利增速存在较大幅度的边际放缓，需要关注行业景气的持续性以及 Capex 能否顺利迎来扩张。

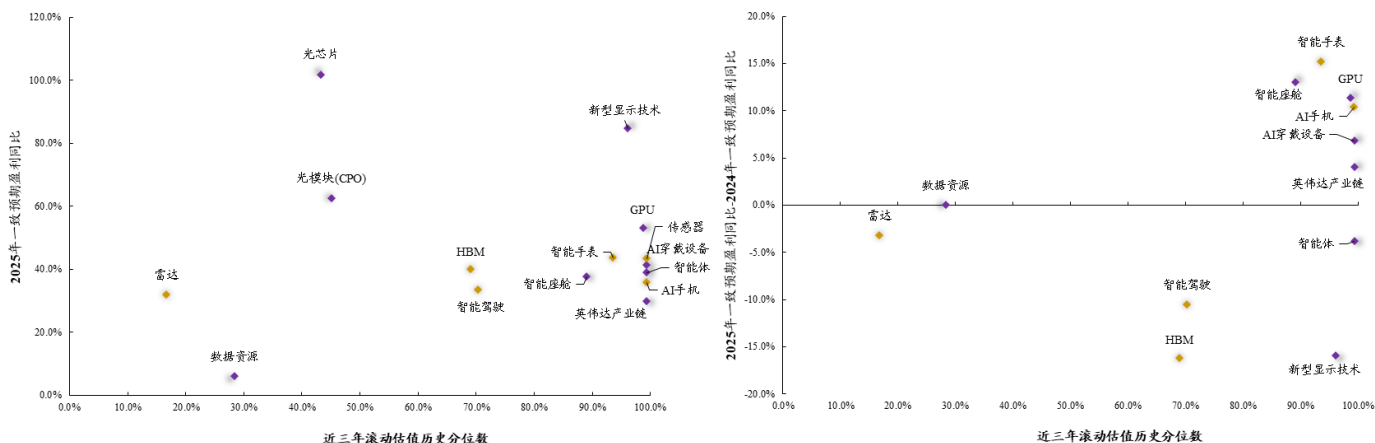


图表8：景气视角研判，当下光模块、光芯片、新型显示技术等具备景气趋势

AI产业	筛选结果	营收同比 24Q3	近5期 趋势	利润同比 24Q3	近5期 趋势	资产周转 率24Q3	近5期 趋势	毛利率 24Q3	近5期 趋势	现金流同 比24Q3	近5期 趋势	现金流占 比24Q3	近5期 趋势	ROE.TTM 24Q3	近5期 趋势	资本开支 同比24Q3	近5期 趋势
智能体	具备景气趋势	5.0%	↑	12.7%	↓	25.7%	↓	25.6%	↑	382.2%	↑	24.3%	↑	3.8%	↓	32.9%	↑
数据资源	具备景气趋势	3.9%	↓	4.6%	↑	50.8%	↓	28.8%	↑	-2.0%	↓	25.4%	↓	10.2%	↑	1.2%	↑
GPU	具备景气趋势	16.7%	↑	-12.8%	↑	27.8%	↑	19.6%	↓	-3.9%	↓	21.3%	↓	3.0%	↓	13.2%	↑
英伟达产业链	具备景气趋势	18.3%	↑	19.7%	↑	92.1%	↑	16.9%	↓	-21.4%	↑	8.0%	↓	10.8%	↑	17.6%	↑
光模块(CPO)	具备景气趋势	37.5%	↑	84.1%	↑	70.8%	↑	31.3%	↑	-33.4%	↑	6.7%	↓	14.5%	↑	72.8%	↑
光芯片	具备景气趋势	37.8%	↑	206.7%	↑	38.4%	↑	33.2%	↑	-11.6%	↑	7.7%	↓	4.9%	↑	14.7%	↑
新型显示技术	具备景气趋势	5.5%	↑	121.9%	↑	51.5%	↑	15.1%	↑	31.8%	↑	15.1%	↑	2.6%	↑	4.4%	↑
智能座舱	具备景气趋势	11.0%	↑	35.0%	↑	77.1%	↑	15.1%	↑	29.7%	↑	9.2%	↑	5.8%	↑	8.5%	↑
HBM	静待Capex扩张	13.3%	↑	70.2%	↑	73.7%	↑	14.6%	↑	74.8%	↑	10.0%	↑	7.2%	↑	-15.5%	↓
传感器	静待Capex扩张	7.5%	↑	15537.3%	↑	69.7%	↑	17.9%	↑	7.2%	↓	10.0%	↓	6.4%	↑	-9.5%	↑
雷达	静待Capex扩张	5.7%	↑	7.1%	↓	55.5%	↑	19.4%	↑	-297.5%	↓	7.2%	↑	3.4%	↑	0.7%	↓
智能手表	静待Capex扩张	7.1%	↑	23.3%	↑	66.0%	↑	16.5%	↑	21.4%	↑	14.2%	↑	5.7%	↑	-2.2%	↑
AI手机	静待Capex扩张	12.8%	↑	16.1%	↑	83.0%	↑	16.1%	↑	-6.4%	↓	12.2%	↓	9.4%	↑	-13.9%	↓
智能驾驶	静待Capex扩张	10.9%	↑	42.3%	↑	89.4%	↑	16.9%	↑	13.3%	↓	8.4%	↓	9.5%	↑	-11.4%	↑
智能音箱	静待量价改善	7.4%	↓	59.4%	↑	107.2%	↓	14.7%	↑	27.2%	↑	9.4%	↑	12.0%	↑	-3.4%	↑
无人驾驶	静待量价改善	8.0%	↓	17.8%	↓	80.3%	↓	17.5%	↑	14.6%	↑	11.0%	↑	8.7%	↑	-21.1%	↓
华为昇腾	静待量价改善	6.3%	↑	38.6%	↑	79.5%	↓	20.2%	↓	54.8%	↑	3.0%	↑	3.7%	↓	44.7%	↑
高通连接	静待量价改善	9.5%	↓	8.8%	↓	102.4%	↓	13.7%	↓	50.0%	↓	9.4%	↑	12.5%	↓	-10.5%	↓
TWS耳机	静待量价改善	2.8%	↓	-15.5%	↑	88.0%	↓	15.7%	↑	14.7%	↓	11.3%	↑	9.6%	↓	-11.0%	↓
微软合作商	静待量价改善	15.2%	↑	-20.0%	↓	93.2%	↑	19.7%	↓	-11.2%	↓	6.7%	↓	5.3%	↓	15.2%	↑
数据中心	静待量价改善	7.7%	↑	-42.5%	↓	62.7%	↓	19.8%	↓	13.8%	↑	5.2%	↓	3.3%	↓	23.0%	↑
液冷服务器	静待量价改善	28.3%	↑	23.9%	↑	99.9%	↑	13.5%	↓	-54.0%	↓	2.6%	↓	7.8%	↑	0.5%	↑
IDC(算力租赁)	静待量价改善	12.7%	↑	38.1%	↑	64.5%	↑	20.8%	↑	-15.1%	↓	14.5%	↓	5.8%	↑	13.6%	↑
云计算	静待量价改善	7.9%	↑	-0.7%	↑	75.7%	↑	22.9%	↓	-12.4%	↓	5.1%	↓	5.2%	↑	4.2%	↑
华为鲲鹏	静待量价改善	7.1%	↑	-17.9%	↓	84.3%	↑	17.4%	↓	11.4%	↓	4.8%	↓	3.3%	↓	1.2%	↑
光通信	静待量价改善	8.9%	↑	18.0%	↓	74.1%	↑	25.8%	↓	23.5%	↑	7.5%	↑	11.2%	↑	4.7%	↓
ASIC芯片	静待量价改善	9.8%	↑	-48.0%	↓	36.0%	↑	31.5%	↓	-2.4%	↑	14.7%	↓	2.6%	↓	20.6%	↑
边缘计算	静待量价改善	14.1%	↑	43.2%	↑	73.2%	↑	30.3%	↓	-14.0%	↓	7.9%	↓	10.9%	↑	17.6%	↑
射频及天线	静待量价改善	13.2%	↑	-28.5%	↓	61.1%	↑	19.8%	↓	-30.0%	↓	11.3%	↓	5.0%	↑	-12.3%	↓
AIPC	静待量价改善	14.3%	↑	-14.3%	↑	60.8%	↑	23.9%	↓	-12.3%	↑	6.9%	↓	4.7%	↓	7.7%	↑

来源：wind、国金证券研究所；注：通过成分股整体法测算，并进行历史回溯。

图表9：基于“盈利预期”和“估值分位数”两大视角，对AI产业中的景气行业做进一步筛选



来源：Wind、国金证券研究所；注：图中紫色对应“具备景气趋势”的细分行业；土黄色对应“静待 Capex 扩张”的细分行业；估值数据截至 2025 年 2 月 21 日。

2.3 风格及行业配置：“春季躁动”尚未结束，AI 配置正当时

“春季躁动”尚未结束，维持重视中小盘科技成长机会，聚焦 TMT+机械。建议：（一）基于 AI 景气投资图谱，中长期重点看好：①光芯片、②光模块和③新型显示技术。（二）AI 主题投资正当时，短期聚焦：①Deep seek 大模型及相关基础设施、零部件；②低空经济+无人驾驶；③Peek 材料；④AI 消费电子，包括眼镜、手机、音响等；⑤AI 软件应用，教育、医疗、金融。

三、市场表现回顾

3.1 市场回顾：宽基指数全面走强，一级行业板块分化

A 股方面，本周（02.17-02.21）市场整体全面走强。科创 50（+7.1%）、中证 1000（+3.2%）、创业板指（+3.0%）相对走强，主要宽基指数呈现全面上涨态势；其中上证 50（+0.8%）、上证综指（+1.0%）、沪深 300（+1.0%）涨幅靠后。主要风格指数上涨为主，宁组合（+5.4%）、小盘成长（+3.4%）指数涨幅居前，大盘价值（-1.1%）、小盘价值（-



0.2%) 逆势下跌。本周大盘全面走强，其原因主要在于国际投资者对中国资产的热情持续升温。外资机构看好中国政府对民营企业的支持政策，其积极态度有助于提升国内企业的信心。在政策预期积极、科技创新行业快速发展、资产稳定性凸显等因素综合作用下，海外对冲基金等交易型资金加速流向中国市场，成为部分市场的阶段性主力，正循环效应初步形成。

行业方面，本周（02.17-02.21）一级行业板块分化。其中通信（+8.1%）、机械设备（+7.8%），电子（+7.0%）等行业涨幅居前。煤炭（-4.3%），传媒（-1.8%），房地产（-1.6%），有色金属（-1.5%）等行业领跌。领涨行业原因：（1）通信：山东省正式启动万兆光网试点工作，从居民消费、工业生产、园区应用三个方面试点发展万兆光网业务，相关板块受益；（2）机械设备：四部门联合发布《2025 年农业机械报废更新补贴政策》，扩大政策覆盖范围、单机最高补贴额度，直接拉动农机设备采购需求，利好相关上市公司；（3）电子：以 DeepSeek 为代表的大模型推动生成式 AI 在手机、PC、人形机器人等端侧设备加速落地，叠加手机硬件创新与升级，消费电子行业涨势强劲。领跌行业原因：（1）煤炭：主要系煤炭行业供强需弱。随着煤矿全面恢复生产，整体市场煤炭供应量逐步增加。但从需求端看，上周气温略有回升，电厂日耗速度缓慢，对市场煤需求不佳。

海外权益市场方面，本周（02.17-02.21）全球主要经济体权益指数下跌为主，其中恒生国企指数（+4.0%）、恒生指数（+3.8%）、韩国综合（+2.5%）涨幅居前；澳洲（-3%）、纳斯达克（-2.5%）、道琼斯（-2.5%）等指数跌幅明显。

大宗商品方面，本周（02.17-02.21）大宗商品价格全面上涨。波罗的海干散货指数（+23.9%）、NYMEX 天然气（+14.3%）、DCE 铁矿石（+3.0%）、LME 锌（+2.7%）等大宗商品价格指数领涨。领涨大宗品的主要原因：（1）波罗的海干散货指数：船舶板块运费普遍上涨。包括好望角型船、巴拿马型船和超灵便型船的运费均有所上涨，表明市场对干散货运输的需求全面增加。（2）NYMEX 天然气：近期气象数据显示，美国部分地区将迎来较为严寒的天气，直接推动了市场对天然气的需求预期。



图表10: 本周 (02.17-02.21) 国内宽基指数全面走强, 海外指数表现上涨居多

板块	简称	最新值	涨跌幅 (%)				过去5年历史分位数 (%)	过去20年历史分位数 (%)
			周环比 (%)	月环比 (%)	年初以来 (%)	2024年 (%)		
A股	宽基指数							
	科创50	1094.8	7.1	12.1	10.7	16.1	93.0	93.0
	中证1000	6449.2	3.2	9.2	8.2	1.2	48.1	70.1
	创业板指	2281.5	3.0	8.0	6.5	13.2	42.6	75.5
	深证成指	10991.4	2.3	6.7	5.5	9.8	39.0	62.9
	中证500	6057.1	1.8	7.5	5.8	5.5	47.0	74.0
	中证800	4323.4	1.2	4.8	2.8	12.2	47.0	74.0
	沪深300	3978.4	1.0	3.8	1.1	14.7	45.0	78.0
	上证综指	3379.1	1.0	4.2	0.8	12.7	71.8	82.7
A股	上证50	2682.2	0.8	3.8	-0.1	15.4	42.3	69.9
	风格指数							
	宁组合	35382.1	5.4	13.9	11.3	-3.0	40.0	80.1
	小盘成长	4912.1	3.4	8.0	8.2	-2.3	34.5	64.8
	茅指数	466392.1	2.9	8.1	6.2	7.8	45.1	86.2
	大盘成长	4215.8	1.6	4.6	2.5	7.6	29.3	77.2
	小盘价值	6499.7	-0.2	3.2	0.1	7.6	56.2	81.0
	大盘价值	7851.4	-1.1	1.3	-2.8	26.9	82.7	94.5
海外权益	恒生国企指数	8666.7	4.0	18.4	18.9	26.4	64.1	29.2
	恒生指数	23477.9	3.8	16.8	17.0	17.7	62.9	64.8
	韩国综合	2654.6	2.5	5.4	10.6	-9.6	62.5	90.6
	法国CAC40	8154.5	-0.3	4.9	10.5	-2.2	98.1	99.5
	英国富时	8659.4	-0.8	1.3	6.0	5.7	99.0	99.7
	日经225	38776.9	-1.0	-0.6	-2.8	19.2	88.7	97.1
	德国DAX	22287.6	-1.0	5.9	11.9	18.8	99.5	99.8
	标普500	6013.1	-1.7	-0.6	2.2	23.3	97.2	99.3
	道琼斯	43428.0	-2.5	-1.4	2.1	12.9	96.2	99.0
	纳斯达克	19524.0	-2.5	-1.2	1.1	28.6	97.1	99.2
	澳洲	8296.2	-3.0	-1.3	1.7	7.5	96.2	99.0
商品	波罗的海干散货指数	981.0	23.9	5.7	-1.6	-52.4	11.3	24.2
	NYMEX天然气	4.3	14.3	13.3	17.2	44.5	76.3	77.1
	DCE铁矿石	838.5	3.0	4.3	7.9	-20.0	60.3	78.6
	LME锌	2920.0	2.7	0.2	-2.0	12.5	56.5	77.3
	CBOT大豆	1057.3	2.1	-0.9	4.6	-22.2	24.7	55.2
	CBOT玉米	504.8	1.7	3.0	10.1	-2.7	49.7	69.7
	COMEX黄金	2949.6	1.7	6.9	11.7	27.4	99.6	99.9
	LME铝	2675.5	1.4	1.1	4.9	7.1	86.2	88.9
	LME铅	2002.5	1.0	1.6	2.6	-5.7	28.2	40.2
	CBOT小麦	604.5	0.8	8.2	9.6	-12.3	39.5	58.1
	CZCE白糖	6004.0	0.5	3.9	0.9	-5.7	66.5	75.3
	LME铜	9515.5	0.4	2.5	8.5	2.6	78.4	93.1
	LME镍	15480.0	0.1	-3.7	1.0	-7.8	14.8	40.5
	COMEX白银	32.8	-0.1	4.2	12.3	21.6	98.9	94.8
	ICE WTI原油	70.1	-0.9	-7.6	-1.7	-0.5	36.0	48.9
	ICE布油	73.9	-1.2	-6.9	-1.1	-2.9	35.6	50.3

来源: Wind、国金证券研究所



图11：本周（02.17-02.21）一级行业板块分化，通信、机械设备、电子涨幅居前，煤炭行业领跌

板块	行业	最新值	涨跌幅（%）				过去5年历史分位数（%）	过去20年历史分位数（%）
			周环比（%）	月环比（%）	年初以来（%）	2024年（%）		
TMT	通信	3387.1	8.1	12.8	13.7	28.8	100	98.6
中游制造	机械设备	1739.0	7.8	11.6	14.6	5.0	95.3	95.4
TMT	电子	5032.5	7.0	10.6	13.5	18.5	88.8	97.2
下游消费	汽车	7265.9	3.7	10.7	13.2	16.3	100	99.7
TMT	计算机	5440.5	3.2	27.7	23.4	4.4	90.6	93.9
中游制造	电力设备	7351.6	2.9	4.8	3.4	3.1	39.7	83.8
中游制造	国防军工	1468.0	2.7	4.8	-0.5	7.1	42.1	74.2
中游制造	环保	1692.2	2.2	5.0	1.0	1.9	21.4	31.9
下游消费	医药生物	7506.3	1.9	7.3	3.9	-14.3	15.2	62.5
上游周期	基础化工	3402.3	1.2	4.3	3.7	-5.1	31.7	77.2
下游消费	社会服务	8300.5	0.9	6.7	3.9	-5.1	27.2	81.5
中游制造	钢铁	2156.3	0.3	6.4	2.6	0.2	34.5	35.3
-	综合	2746.2	0.2	0.3	0.5	3.2	73.8	78.9
中游制造	公用事业	2274.9	0.2	0.9	-5.0	10.2	58.4	63.7
金融	非银金融	1823.9	0.1	3.7	-2.3	30.2	61.8	73.1
下游消费	食品饮料	17119.7	0.1	-0.2	-4.7	-8.0	12.2	78.1
下游消费	农林牧渔	2482.5	-0.4	1.8	-1.9	-11.6	6.8	53.5
下游消费	轻工制造	2023.7	-0.4	2.1	-0.2	-6.0	14.5	45.4
中游制造	建筑装饰	1925.8	-0.5	2.8	-3.3	5.6	22.3	40.1
下游消费	家用电器	8511.3	-0.8	0.5	0.8	25.4	80.4	95.1
下游消费	美容护理	4318.1	-0.8	1.2	-0.9	-10.3	8.1	51.6
下游消费	纺织服饰	1468.1	-0.9	1.1	-1.8	-5.3	13.7	18.9
中游制造	建筑材料	4289.9	-1.0	-0.1	-2.3	-5.9	8.5	44.5
上游周期	交通运输	2143.9	-1.0	-0.8	-4.9	13.0	25.1	37.0
金融	银行	3898.6	-1.1	1.2	-0.3	34.4	89.6	96.3
下游消费	商贸零售	2144.2	-1.1	0.5	-4.2	13.7	24.3	16.6
上游周期	石油石化	2188.9	-1.4	-0.9	-5.5	6.2	32.2	46.8
上游周期	有色金属	4593.6	-1.5	1.4	6.4	3.2	53	79.2
金融	房地产	2087.5	-1.6	-0.9	-3.2	-2.1	14.4	16.2
TMT	传媒	739.0	-1.8	16.8	14.6	2.2	82.2	69.1
上游周期	煤炭	2534.5	-4.3	-4.8	-12.8	4.4	41.1	57.8

来源：Wind、国金证券研究所

3.2 市场估值：宽基指数估值全面上涨，海外估值跌多涨少

A 股方面，本周（02.17-02.21）A 股主要宽基指数全面上涨。其中上证 50（+0.4%）、中证 800（+0.6%）等指数估值涨幅较小，科创 50（+6.7%）、中证 1000（+3.5%）等指数涨幅居前。从过去 20 年 PE-TTM 历史分位数来看，创业板指、深圳成指处于较低历史分位数水平。风格指数方面，宁组合（+5.4%）、小盘成长（+3.2%）等指数本周估值涨幅居前，但宁组合仍处于历史中等分位数。海外方面，本周海外市场主要指数估值下跌为主，澳洲（+8%）、韩国综合（2.4%）、恒生国企指数（+2.0%）、恒生指数（+1.7%）逆势上涨，不过，以恒生指数为代表的当前估值依然处于历史较低分位数水平。

行业方面，本周（02.17-02.21）各行业估值跌多涨少。从 PE-TTM 来看，通信（+7.9%）、机械设备（+7.6%）、电子（+7.0%）行业估值涨幅靠前。煤炭（-4.3%）、房地产（-1.6%）等行业估值领跌。



图12：本周（02.17-02.21）A股主要指数估值全面上涨，海外主要指数估值下跌为主

板块	简称	PE最新值	PE涨跌幅 (%)				过去5年历史分位数 (%)	过去20年历史分位数 (%)	PB最新值	PB涨跌幅 (%)		
			周环比 (%)	月环比 (%)	年初以来 (%)	2024年 (%)				周环比 (%)	月环比 (%)	年初以来 (%)
A股	科创50	93.2	5.7	11.3	9.4	88.1	99.5	99.5	5.1	6.7	10.3	10.3
	深证成指	26.1	1.5	6.9	5.1	19.0	50.2	61.0	2.4	2.1	7.7	7.7
	中证1000	39.2	3.5	9.0	7.4	3.7	74.8	52.6	2.2	3.4	9.3	9.3
	中证800	14.4	0.6	4.6	0.2	18.6	71.2	52.3	1.5	0.8	5.0	5.0
	上证50	11.0	0.4	4.4	-2.0	21.8	71.1	51.4	1.2	0.3	4.6	4.6
	中证500	29.1	2.8	6.9	5.6	26.2	88.6	48.0	1.9	2.6	7.1	7.1
	沪深300	12.8	0.5	4.1	-1.0	19.1	63.0	46.0	1.4	0.6	4.5	4.5
	上证综指	14.6	0.8	4.8	0.1	16.1	82.2	45.0	1.4	0.9	5.1	5.1
	创业板指	35.2	2.7	5.4	5.8	19.4	36.4	18.3	4.4	4.2	8.7	8.7
	大盘成长	19.3	1.1	4.8	0.7	19.4	32.8	60.7	2.8	1.1	5.1	5.1
风格指数	小盘成长	27.5	3.2	7.7	7.4	18.8	82.6	47.3	2.5	3.4	8.0	8.0
	大盘价值	8.2	-0.7	3.1	-4.0	28.4	78.5	42.7	0.9	-0.7	3.4	3.4
	茅指数	18.9	1.7	-3.0	-6.1	7.4	15.4	40.2	3.0	1.7	-8.2	-8.2
	小盘价值	14.7	-0.3	3.5	-1.1	2.0	60.7	28.1	1.1	-0.3	3.9	3.9
	宁组合	32.6	5.4	12.4	14.1	27.2	35.5	15.5	5.0	5.4	18.1	18.1
	道琼斯	32.0	-1.9	-5.3	-4.7	30.8	96.5	98.8	8.8	-2.1	-5.3	-5.3
海外	标普500	27.6	-2.6	-4.3	-3.0	14.4	67.8	93.0	5.1	-2.3	-2.5	-2.5
	纳斯达克	43.2	-5.2	-8.5	-5.4	6.4	65.2	86.7	6.6	-2.2	-4.4	-4.4
	澳洲	20.2	3.0	7.5	10.7	10.9	61.6	66.9	-	-	-	-
	英国富时	16.8	-2.7	-5.7	-12.1	84.8	58.7	62.5	1.8	-1.0	0.9	0.9
	恒生国企指数	9.4	2.0	16.6	13.5	17.6	69.2	53.0	1.0	3.2	17.9	17.9
	韩国综合	14.0	2.4	4.2	10.7	-34.6	35.0	46.4	0.9	2.2	4.5	4.5
	法国CAC40	16.8	-4.9	0.9	7.2	13.5	61.7	43.0	2.0	-2.5	1.8	1.8
	恒生指数	10.3	1.7	15.2	12.6	11.6	64.0	41.1	1.1	3.2	16.8	16.8
	日经225	19.0	-1.0	1.7	0.7	-4.7	44.7	33.7	1.9	-1.6	-5.9	-5.9

来源：Wind、国金证券研究所

图13：本周（02.17-02.21）各行业估值跌多涨少

板块	行业	PE最新值	PE涨跌幅 (%)				过去5年PE历史分位数 (%)	过去20年PE历史分位数 (%)	PB最新值	PB涨跌幅 (%)				过去5年PB历史分位数 (%)	过去20年PB历史分位数 (%)
			周环比 (%)	月环比 (%)	年初以来 (%)	2024年 (%)				周环比 (%)	月环比 (%)	年初以来 (%)	2024年 (%)		
A股	计算机	85.2	3.2	31.6	31.8	11.7	99.3	96.7	4.6	3.2	29.2	29.5	14.0	92.2	72.8
	电子	62.0	2.0	10.9	18.1	18.1	99.6	80.2	4.0	2.2	11.0	18.1	35.0	67.8	77.9
	房地产	35.6	-1.6	2.5	-3.3	194.9	94.0	77.8	0.7	-2.8	1.4	-1.4	4.3	15.9	3.4
	钢铁	27.2	0.3	6.4	4.6	22.2	98.4	77.4	0.9	0.0	6.7	3.3	8.3	40.1	19.5
	汽车	28.9	3.7	12.0	16.8	2.7	53.4	72.4	2.7	3.8	12.0	16.8	15.9	98.6	71.4
	综合	59.5	0.2	0.7	0.0	19.9	87.4	69.4	1.6	0.0	0.6	0.6	2.2	42.7	15.1
	机械设备	35.1	2.6	12.5	17.4	7.9	100.0	68.7	2.7	2.3	12.2	17.2	6.9	79.9	50.1
	国防军工	66.9	1.0	4.0	2.7	35.7	78.6	64.2	3.0	1.0	3.8	2.4	2.7	34.5	47.7
	商贸零售	34.5	-1.4	2.2	-6.6	28.2	80.3	59.2	1.7	-1.1	2.4	-6.5	1.8	55.0	21.2
	通信	37.4	2.9	10.6	15.6	16.3	76.1	51.3	3.1	3.0	10.6	16.0	11.3	97.7	77.6
	建筑材料	24.1	-0.9	0.9	-0.7	42.4	95.0	46.3	1.1	-0.9	0.9	-0.9	-5.9	8.0	1.7
	基础化工	24.1	1.1	4.7	5.8	7.4	71.2	41.5	1.8	1.1	5.2	5.8	2.7	24.1	13.0
	传媒	43.6	-1.2	19.6	17.5	2.1	84.2	41.3	2.8	-1.4	19.7	17.7	4.3	88.6	28.7
	美容护理	32.9	-0.8	2.5	-0.1	11.7	22.4	32.3	3.0	-1.0	2.4	-0.3	-15.7	9.2	32.7
	家用电器	15.3	-0.8	2.1	1.5	22.6	57.4	32.0	2.5	-0.8	2.4	1.6	4.2	41.5	48.1
	美容护理	32.9	-0.8	2.5	-0.1	11.7	22.4	30.2	3.0	-1.0	2.4	-0.3	-15.7	9.2	32.7
	交通运输	16.3	-1.0	0.4	-1.5	19.3	65.1	30.2	1.3	-0.8	0.8	-1.5	2.2	17.8	8.2
	非银金融	16.4	0.1	4.5	2.8	16.0	78.0	29.4	1.3	0.0	4.8	3.2	27.9	52.8	11.4
	煤炭	10.8	-4.3	-3.9	-10.6	36.8	81.8	29.2	1.2	-4.8	-4.1	-10.6	3.5	25.0	14.0
	轻工制造	24.9	-0.6	4.3	1.1	-12.4	41.9	28.4	1.7	-0.6	4.3	0.6	-7.6	17.7	17.5
	医药生物	31.8	1.9	7.6	5.6	8.9	56.4	28.2	2.6	1.6	8.0	5.8	-10.5	16.7	14.6
	石油石化	15.6	-1.4	-0.1	-3.2	9.5	68.9	27.8	1.2	-0.8	0.0	-3.2	3.2	12.1	2.6
	银行	6.0	-1.0	3.3	2.2	36.8	59.5	22.1	0.5	0.0	3.8	3.8	25.6	52.1	11.3
	有色金属	19.7	-1.5	1.5	8.0	15.0	40.8	17.2	2.1	-1.8	1.4	7.6	2.5	26.2	18.7
	建筑装饰	9.5	-0.5	3.7	0.0	16.8	52.6	13.5	0.7	0.0	4.2	0.0	4.1	14.2	3.1
	环保	20.8	2.2	6.5	0.2	3.5	44.5	11.1	1.4	2.2	6.0	2.2	2.9	22.0	4.9
	纺织服饰	19.8	-1.0	1.8	-2.1	-13.0	20.3	8.9	1.6	-1.2	1.9	-1.8	-4.6	15.6	10.4
	食品饮料	19.9	0.1	1.7	-2.8	-15.1	7.1	8.1	4.2	0.2	1.7	-3.0	-14.5	7.8	36.8
	农林牧渔	22.2	-0.2	2.8	0.3	-55.8	26.5	5.7	2.3	-0.4	2.7	-0.4	-14.8	4.1	13.4
	公用事业	16.7	0.2	1.3	-2.0	-8.9	3.4	4.9	1.5	0.0	1.4	-2.6	3.4	26.4	8.5
	社会服务	24.3	0.8	8.6	4.3	-52.9	11.1	2.4	3.0	1.0	8.9	4.6	11.4	25.4	20.4

来源：Wind、国金证券研究所

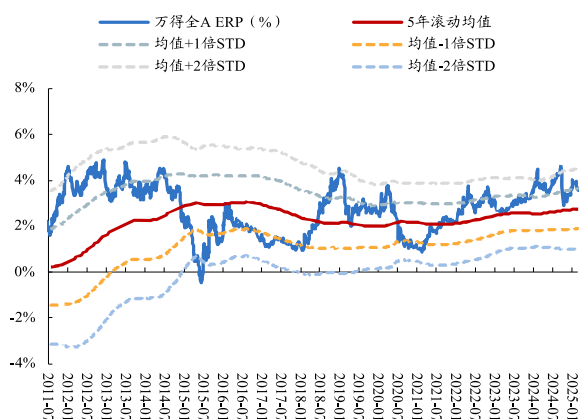
3.3 市场性价比：主要指数配置性价比相对较高

指数方面，本周（02.17-02.21）主要宽基指数的 ERP 水平有所回落，按照五年滚动来看，创业板指高于“1 倍标准差上限”，万得全 A、沪深 300、上证指数均高于“滚动均值”。股债收益差方面，按照五年滚动来看，万得全 A、沪深 300、创业板指的股债收益差均低于“2 倍标准差下限”，上证指数的股债收益差低于“1 倍标准差下限”。

风格方面，本周（02.17-02.21）主要风格指数的 ERP 水平下跌为主，按照五年滚动来看，金融、消费低于“滚动均值”，周期、成长高于“滚动均值”。股债收益差全面下行，除成长股外，金融、周期、消费风格指数的股债收益差指标均有所下跌。按照五年滚动来看，周期风格指数低于“1 倍标准差下限”，金融、消费、成长风格指数低于“2 倍标准差下限”。

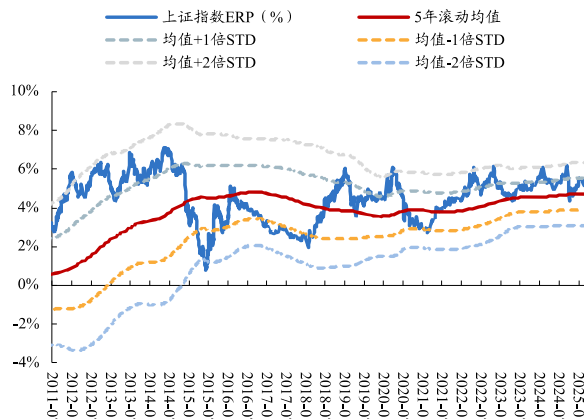


图表14: 万得全A ERP 高于“滚动均值”



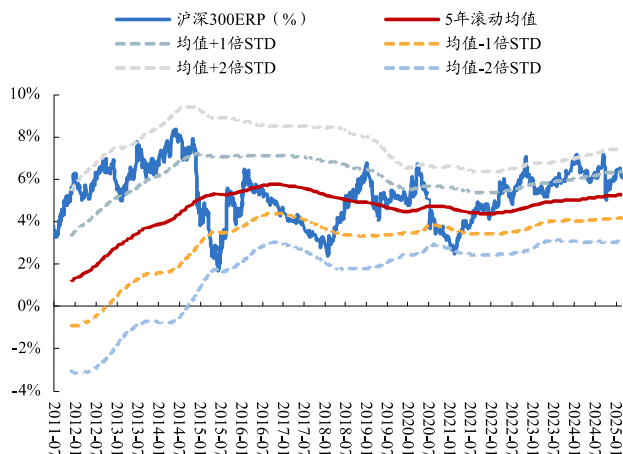
来源: Wind、国金证券研究所

图表15: 上证指数 ERP 高于“滚动均值”



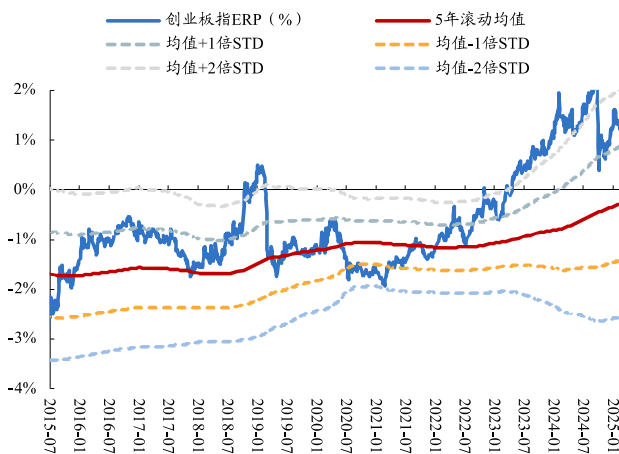
来源: Wind、国金证券研究所

图表16: 沪深300 ERP 高于“滚动均值”



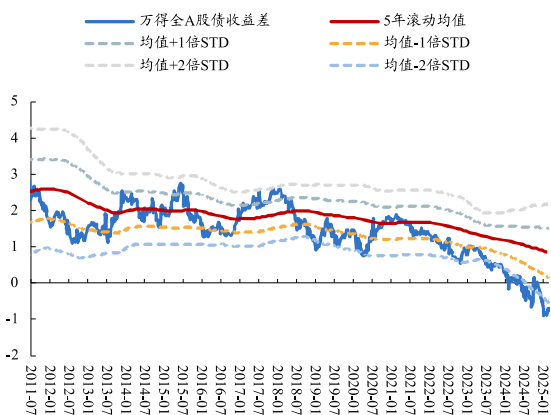
来源: Wind、国金证券研究所

图表17: 创业板指 ERP 高于“1倍标准差上限”



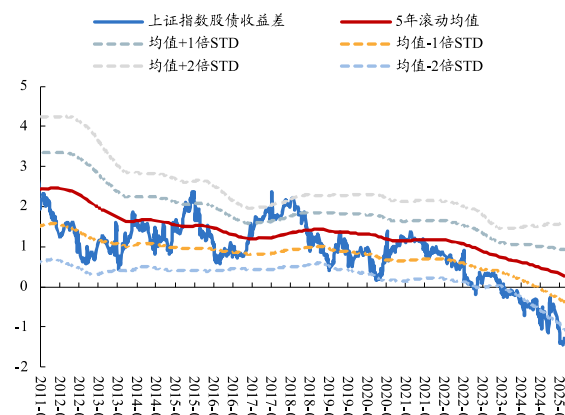
来源: Wind、国金证券研究所

图表18: 万得全A 股债收益差低于“2倍标准差下限”



来源: Wind、国金证券研究所

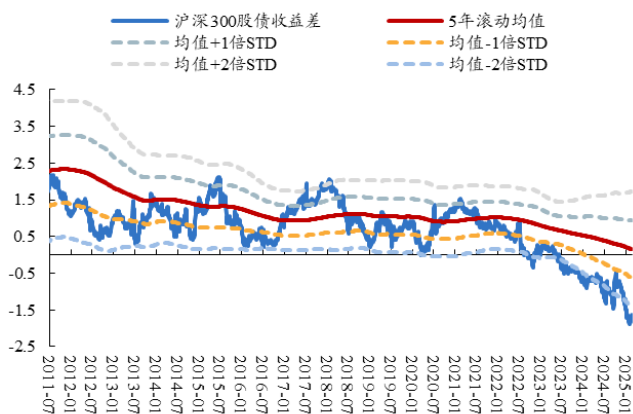
图表19: 上证指数 股债收益差低于“1倍标准差下限”



来源: Wind、国金证券研究所

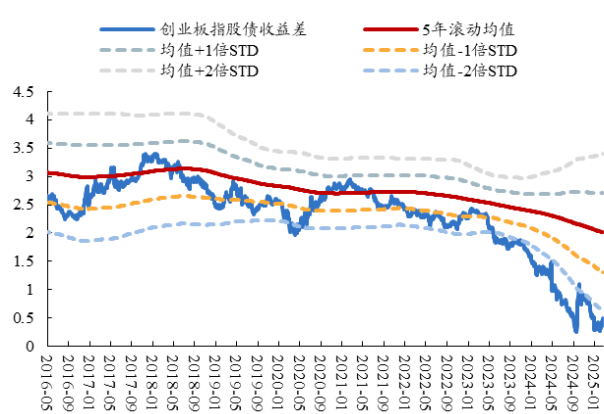


图20: 沪深 300 股债收益差低于“2 倍标准差下限”



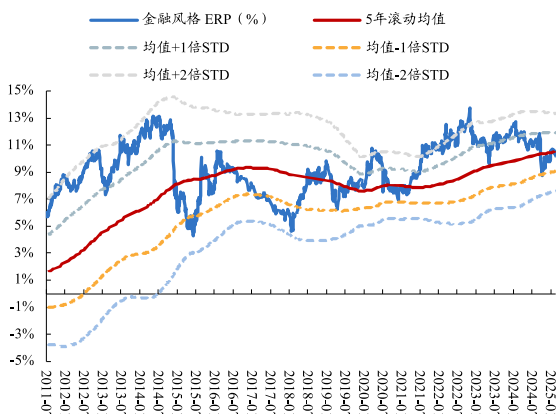
来源: Wind、国金证券研究所

图21: 创业板指股债收益差低于“2 倍标准差下限”



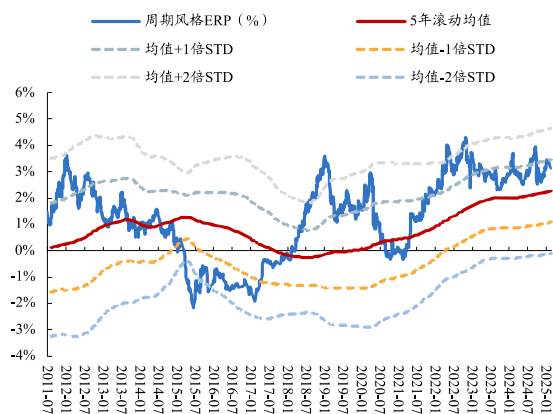
来源: Wind、国金证券研究所

图22: 金融的 ERP 低于“滚动均值”



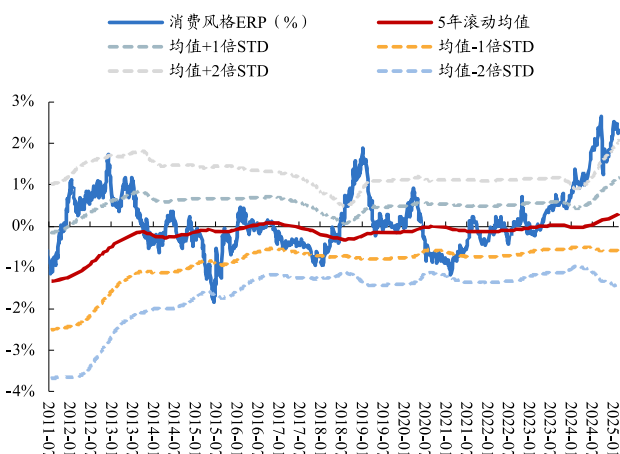
来源: Wind、国金证券研究所

图23: 周期的 ERP 高于“滚动均值”



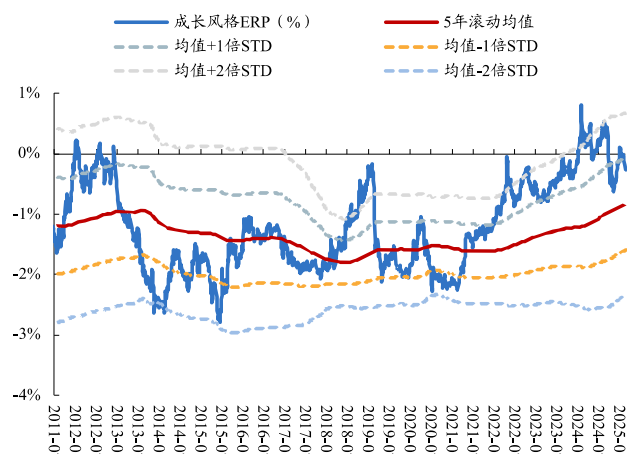
来源: Wind、国金证券研究所

图24: 消费的 ERP 低于“滚动均值”



来源: Wind、国金证券研究所

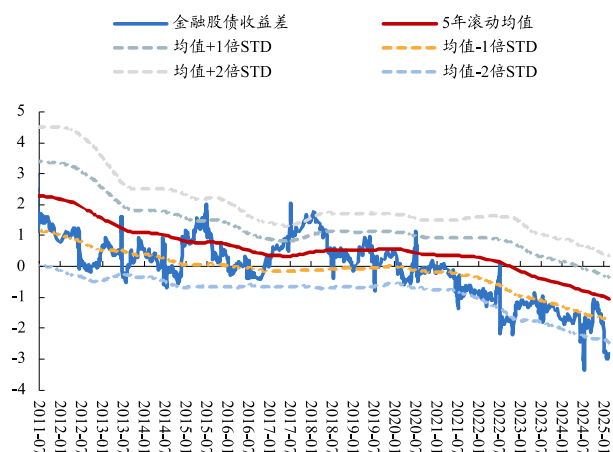
图25: 成长的 ERP 高于“滚动均值”



来源: Wind、国金证券研究所

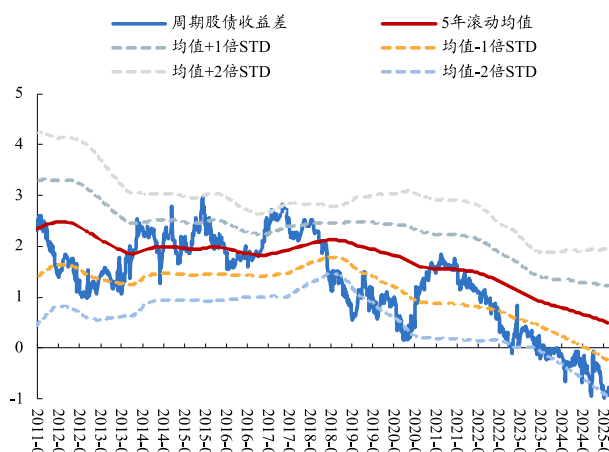


图表26: 金融股债收益差低于“2倍标准差下限”



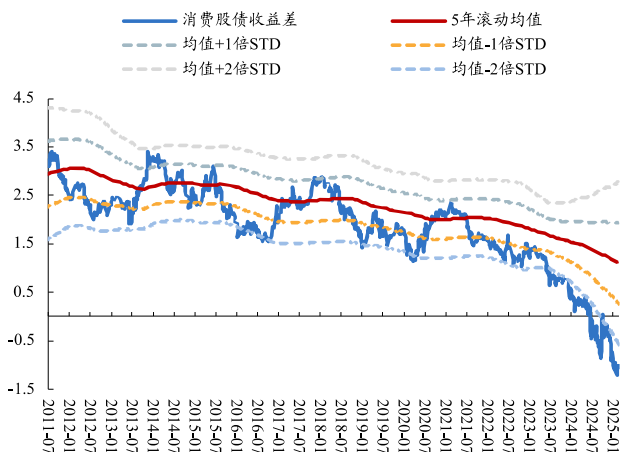
来源: Wind、国金证券研究所

图表27: 周期股债收益差低于“1倍标准差下限”



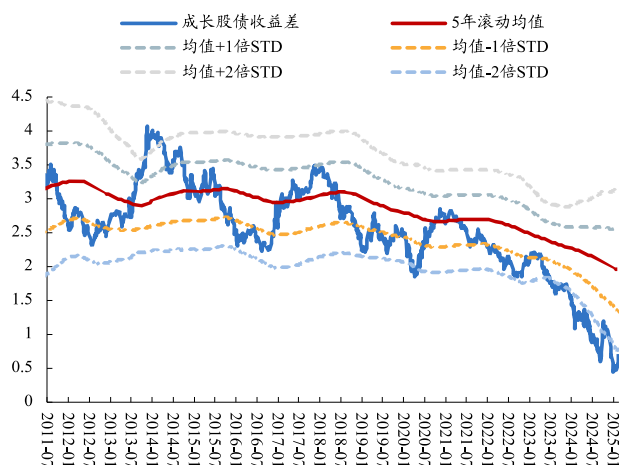
来源: Wind、国金证券研究所

图表28: 消费股债收益差低于“2倍标准差下限”



来源: Wind、国金证券研究所

图表29: 成长股债收益差低于“2倍标准差下限”



来源: Wind、国金证券研究所

3.4 盈利预期: 盈利预期普遍下调

指数方面, 本周(02.17-02.21)主要指数盈利预期下调为主。主要宽基指数中, 创业板指(-4.78%)、深证成指(-0.97%)、中证1000(-0.88%)盈利预期下跌幅度较大; 主要风格指数中, 小盘成长(-0.3%)、小盘价值(-0.1%)盈利预期下跌幅度较大。

行业方面, 本周(02.17-02.21)各行业盈利预期普遍下调。传统消费中农林牧渔(-12.2%)盈利预期下调幅度较大; 周期板块中钢铁(-6.1%)、国防军工(-3.1%)盈利预期下调幅度较大; 成长板块中计算机(-1.8%)、美容护理(-1.6%)跌幅居前; 金融板块中, 非银金融(+0.7%)盈利预期逆势上调。


图表30：本周（02.17-02.21）主要指数盈利预期普遍下调

板块	指数	当前预测 2024EPS	近一周 变化	近一个月 变化	年初至今变 化	2025年预测 EPS	2023年实际 EPS
宽基 指数	上证指数	0.80	-0.02%	-0.6%	-0.8%	0.80	0.76
	深证成指	0.74	-0.97%	-2.8%	-3.2%	0.74	0.70
	沪深300	1.10	-0.08%	-0.8%	-1.0%	1.10	1.03
	创业板指	1.36	-4.78%	-5.3%	-5.4%	1.36	1.21
	中证500	0.43	-0.50%	-1.2%	-1.8%	0.43	0.41
	科创50	0.50	-0.36%	-4.8%	-5.1%	0.50	0.68
	上证50	1.18	0.16%	-0.3%	-0.4%	1.18	1.08
	中证800	0.95	-0.15%	-0.9%	-1.1%	0.95	0.89
风格 指数	中证1000	0.36	-0.88%	-2.9%	-3.5%	0.36	0.27
	大盘成长	1.29	0.0%	-0.4%	-0.5%	1.29	1.27
	大盘价值	1.20	0.1%	-0.3%	-0.3%	1.20	1.11
	小盘成长	0.61	-0.3%	-1.4%	-2.3%	0.61	0.54
	小盘价值	0.46	-0.1%	-0.3%	-0.9%	0.46	0.39
	茅指数	3.60	0.0%	2.6%	2.5%	3.60	3.00
	宁组合	2.98	0.0%	-0.1%	0.1%	2.98	2.99

来源：Wind、国金证券研究所

图表31：本周（02.17-02.21）行业盈利预期普遍下调，非银金融逆势上调

风格 板块	行业	当前预测 2024EPS	近一周 变化	近一个月 变化	年初至今变 化	2025年预测 EPS	2023年实际 EPS
周期	煤炭	1.04	-0.2%	-0.7%	-1.0%	1.04	1.24
	有色金属	0.61	-0.2%	-0.9%	-1.4%	0.61	0.53
	交通运输	0.42	0.1%	-1.2%	-3.4%	0.42	0.37
	基础化工	0.43	-0.4%	-1.9%	-2.3%	0.43	0.37
	石油石化	0.87	0.0%	-0.3%	-0.3%	0.87	0.79
	钢铁	0.03	-6.1%	-7.2%	-8.5%	0.03	0.13
	建筑材料	0.32	-0.7%	-1.7%	-2.3%	0.32	0.40
	建筑装饰	0.62	0.0%	-0.2%	-4.4%	0.62	0.62
	电力设备	0.48	-1.0%	-4.5%	-4.7%	0.48	0.73
	机械设备	0.37	-0.6%	-1.8%	-1.7%	0.37	0.33
	国防军工	0.28	-3.1%	-8.0%	-10.1%	0.28	0.26
	公用事业	0.46	-0.1%	-0.6%	-1.3%	0.46	0.40
	环保	0.31	-0.2%	2.3%	0.0%	0.31	0.25
传统 消费	汽车	0.66	-0.3%	-1.7%	-1.8%	0.66	0.54
	家用电器	1.41	0.0%	-0.1%	-0.1%	1.41	1.36
	纺织服饰	0.39	-0.7%	-1.2%	-1.3%	0.39	0.35
	商贸零售	0.16	-1.5%	-4.0%	-4.9%	0.16	0.11
	食品饮料	2.37	0.0%	-0.2%	-0.2%	2.37	2.18
	社会服务	0.31	-0.2%	-1.4%	-1.8%	0.31	0.18
	农林牧渔	0.38	-12.2%	-13.5%	-14.2%	0.38	-0.04
	轻工制造	0.36	-0.7%	-1.2%	-1.4%	0.36	0.33
成长	医药生物	0.55	-0.3%	-1.9%	-2.1%	0.55	0.48
	美容护理	0.77	-1.6%	-4.7%	-4.8%	0.77	0.68
	电子	0.39	-0.6%	-1.9%	-2.5%	0.39	0.25
	计算机	0.23	-1.8%	-1.0%	-2.3%	0.23	0.14
	传媒	0.16	-0.4%	-8.6%	-9.3%	0.16	0.22
	通信	0.97	-0.5%	-0.5%	-0.5%	0.97	0.85
金融	房地产	-0.18	0.0%	-73.3%	-86.9%	-0.18	-0.12
	银行	1.11	0.0%	0.0%	-0.1%	1.11	1.11
	非银金融	0.99	0.7%	0.2%	-0.5%	0.99	0.65
综合		-0.20	0.0%	-3.0%	-7.0%	-0.20	-0.25

来源：Wind、国金证券研究所



四、下周经济数据及重要事件展望

图表1：下周全球主要国家核心经济数据一览

日期	国家/地区	指标	前值	预测值
2025/3/1	中国	2月官方制造业PMI	49.1	48.4
2025/2/24	欧盟	1月欧盟:CPI:同比(%)	2.7	
2025/2/24	欧盟	1月欧元区:CPI:环比(%)	0.4	
2025/2/24	欧盟	1月欧元区:CPI:同比(%)	2.4	
2025/2/24	欧盟	1月欧盟:核心CPI:同比(%)	2.9	
2025/2/27	欧盟	1月欧元区:M3:同比(%)	3.34	
2025/2/27	欧盟	1月欧元区:M2:同比(%)	2.49	
2025/2/27	欧盟	1月欧元区:M1:同比(%)	1.58	
2025/2/26	美国	1月新屋销售:季调:折年数(千套)	698	
2025/2/27	美国	2月22日初请失业金人数:季调((人)	219000	
2025/2/27	美国	第四季度实际GDP:季调:环比折年率(预估)(%)	3.1	
2025/2/27	美国	第四季度GDP价格指数(预估):季调(2017年=100)	125.54	
2025/2/27	美国	第四季度实际GDP:季调:折年数(预估)(十亿美元)	23400.3	
2025/2/27	美国	第四季度PCE价格指数:季调(预估)(2017年=100)	123.75	
2025/2/27	美国	第四季度个人消费支出:季调:折年数(预估)(十亿美元)	16113.04	
2025/2/27	美国	第四季度核心PCE价格指数:季调(预估)(2017年=100)	122.96	
2025/2/28	美国	1月个人消费支出:季调(十亿美元)	20387.16	
2025/2/28	美国	1月人均可支配收入:折年数:季调(美元)	64621	
2025/2/28	美国	1月核心PCE物价指数:同比(%)	2.79	
2025/2/28	美国	1月PCE物价指数:同比(%)	2.55	
2025/2/28	美国	1月核心PCE物价指数:环比(%)	0.16	
2025/2/24	德国	2月IFO景气指数:季调(2015年=100)	85.1	
2025/2/25	德国	第四季度现价GDP:季调(百万欧元)	1078075	
2025/2/28	德国	1月失业率:季调(%)	3.4	
2025/2/28	德国	1月失业人数:季调(千人)	1520	
2025/2/28	德国	2月CPI:环比(%) (初值)	-0.2	
2025/2/28	德国	2月CPI:同比(%) (初值)	2.3	

来源: Wind、国金证券研究所

图表2：下周全球主要国家经济事件一览

日期	国家/地区	事件
2025-02-25	英国	2月英国央行货币政策委员丁格拉发表讲话
2025-02-26	美国	2月26日EIA公布周度能源报告
2025-02-26	美国	2月美联储理事巴尔发表讲话

来源: Wind、国金证券研究所

五、风险提示

(1) 美国经济“硬着陆”加速确认，超出市场预期，将导致国内出口增速明显放缓，国内资产端加速下行；从而再次影响居民、企业资产负债表恶化，掣肘市场表现；

(2) 国内出口放缓超预期，背后是全球经济景气下行，或导致国内通缩风险持续扩大。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究