

静水流深

报告日期: 2025-02-23

分析师: 郑小霞

执业证书号: S0010520080007

电话: 13391921291

邮箱: zhengxx@hazq.com

分析师: 刘超

执业证书号: S0010520090001

电话: 13269985073

邮箱: liuchao@hazq.com

分析师: 张运智

执业证书号: S0010523070001

电话: 13699270398

邮箱: zhangyz@hazq.com

分析师: 任思雨

执业证书号: S0010523070003

电话: 18501373409

邮箱: rensy@hazq.com

主要观点:

● 市场对“两会”政策的预期将回归现实，预计政府工作报告总体定调将符合市场预期，同时经济基本面边际变化微弱，海外风险扰动有限，因此市场无明显向下风险，亦缺乏显著向上动能，呈高位小幅波动。配置上，3月市场将重回轮动，本轮成长科技行情接近尾声、宜逐步兑现。3月可关注高胜率强季节性基建优势品种（月中前），有政策催化的医药、汽车、家电，以及短期有性价比、中长期有战略性配置价值的银行保险。

● 市场观点：上下可控，高位波动

3月市场有望在高位上小幅波动，无明显向下风险，亦缺乏显著向上动能。和2月相比，环境上最大的变化在于市场对“两会”政策的期待将向现实回归，预计总体定调难超预期，产业政策可能有亮点。而经济基本面边际变动不大，出口维持偏高增速但较去年Q4收窄，商品消费边际变化不大、服务消费弱复苏，投资端增速边际收窄。同时海外风险扰动有限，美加征关税风险推迟至4月，美联储预计维持利率不变，均在市场预期内。整体而言市场无明显向下风险，亦缺乏显著向上动能，呈高位小幅波动。

“两会”定调与政策举措预计难超预期，关注产业政策可能亮点。3月初两会政府工作报告将明确今年政策定调与举措。①总量政策整体规模恐难超预期。②关注产业政策可能亮点，主要是综合整治“内卷式”竞争和支持科技创新。海外方面，美国加征关税风险推迟至4月，美联储3月预计维持利率不变，对A股整体影响较为有限。

经济基本面边际变动不大，关注首份宏观经济数据。结合春节数据和高频数据，1-2月基本面边际变化不大。“抢出口”带动生产端企稳，消费复苏依然缺乏“加速度”。因而，重点关注3月中旬公布的1-2月年内首份宏观经济数据。预计1-2月，社零同比增长5%左右，固定资产投资累计同比增长2.1%，其中制造业投资累计同比5.2%、基建投资增速6.0%、地产投资增速-6.2%，出口同比5.5%；2月CPI同比-0.2%、PPI同比-2%。

3月仍有宽货币窗口，但当下流动性对市场影响较小。3月存宽货币可能，降准概率大于降息，但市场当下并不聚焦流动性，短端资金利率上升对债券市场影响大于股票市场。2月信贷数据仍存不确定性，超季节性缩量概率较大。

● 行业配置：成长科技接近尾声，市场机会回归轮动

3月市场预计将呈现高位震荡、小幅波动，同时DS、机器人等催化下的成长科技板块已经累积了高位涨幅，并出现了本轮阶段性主题行情尾声的迹象。因此在3月的配置上将较2月出现显著的结构变化，预计将从AI相关的明确主线走向整体以轮动为主。具体机会上，其中近期强势的成长科技板块不宜追高、更适合逐步兑现收益、等待下次重磅催化剂开启新一轮机会。3月配置上更加重视前期滞涨或低估叠加有催化的逻辑，建议关注三条主线。

其中成长科技板块仍是全年最重要、最频繁的主题机会所在，但本轮阶段性主题行情预计已近尾声。一是本轮泛TMT板块的涨幅以及估值百分位已经处于过去历史可比情况下的区间上限；二是本轮成长科技板块的高位股

相关报告

1. 策略周报《信贷开门红为行情加力》
2025-02-16
2. 策略周报《乘势而上，不负春华》
2025-02-09
3. 策略周报《外部风险缓释提振市场，弹性成长和季节性基建正当时》2025-02-04
4. 策略月报《正值春光好时节》2025-01-26

已经出现了至少 2 次跳水，此前类似主题行情下通常也出现了 2-3 次高位跳水，随着跳水次数增加意味着市场分歧逐渐增大；三是近日成长科技板块的机会出现扩散，即从计算机、传媒扩散至通信、电子，这与过去几次主题性行情尾声时扩散规律基本一致；四是近日出现了板块龙头补涨，这也是行情尾声的一种现象。因此当前泛 TMT 板块已经处于本轮行情尾声，在市场情绪下不排除板块有短期冲高，但持续性和空间已十分受限，且按照过去案例经验，一轮行情结束后的回调通常将在 20% 以上。

第一条主线是强季节性效应的基建优势品种。春节假期至 3 月中旬，基建开工链条存在稳定规律的强季节效应机会，且和景气基本面无关，支撑来自于“两会”政策预期支撑。重点关注基建中 8 个胜率赔率皆优领域，包括工程咨询服务、环保设备、专业工程、环境治理、非金属材料、水泥、通用设备、金属新材料。春节以来正在持续演绎。

第二条主线是有政策催化的领域，重点关注医药、汽车、家电。其中医药有望出现阶段性估值修复，源于财联社报道的“完善药品价格形成机制”和“医保支持创新药高质量发展”两份文件正在征求意见。汽车、家电则是源于以旧换新政策的进一步明确以及优异的效果。在前期整体滞涨的背景下，市场高位震荡，同时有政策催化，有望迎来一波阶段性机会。

第三条主线是市场震荡下的银行保险性价比及中长期战略配置价值。一方面，若 3 月市场真如我们预期高位震荡，对银行保险等权重股有稳定及短期换仓的性价比。二方面《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》中诸多举措都有力提升银行保险的中长期投资价值。

● 风险提示

2 月社融信贷或经济数据大幅不及或超预期；“两会”宏观政策大幅不及或超预期；美国对华政策超预期严厉等。

正文目录

1 市场观点：上下可控，高位波动	4
1.1 “两会”定调与政策举措恐难超预期，关注产业政策可能亮点	4
1.2 经济基本面边际变动不大，关注首份宏观经济数据	5
1.3 3月存宽货币可能，当下流动性对市场影响较小	8
2 成长科技临近尾声，市场机会回归轮动	8
2.1 成长科技仍是全年最重要的主题机会方向，但本轮 DS 阶段性主题机会已近尾声	9
2.2 主线一：春节至3月中旬可持续把握工程咨询服务、环保设备等8个具有强季节性效应的基建优势品种	13
2.3 主线二：有政策催化的领域，重点关注医药、汽车和家电	14
2.4 主线三：具有中长期战略配置价值的银行、保险	15
风险提示：	16

图表目录

图表 1 春季扰动下，乘用车批发与零售数据变动较大	6
图表 2 节后小商品价格暂未更新	6
图表 3 高炉、轮胎和 PX 开工率整体偏高	6
图表 4 粗钢产量春节后继续上行	6
图表 5 1月食品价格维持低位	7
图表 6 加征关税担忧缓解，有色金属价格反弹	7
图表 7 临近春节，水泥价格季节性回落	7
图表 8 2月30城商品房周销售面积同比有所回落	7
图表 9 2月中旬后，短端资金利率再次上行	8
图表 10 2月10Y国债利率延续上行	8
图表 11 本轮计算机涨幅已经接近 SORA 行情下的涨幅	11
图表 12 除电子外，其余板块估值百分位接近可比情况的最高水平	11
图表 13 本轮 AI 催化行情下高位股已出现>2次以上的高位跳水现象	12
图表 14 高位股出现加速跳水现象	12
图表 15 成长科技在催化剂带动下的上涨行情末期会扩散至滞涨方向，资金对主线的关注模糊化	13
图表 16 基建开工相关的前8大优势细分领域	14
图表 17 基建开工前8大优势细分领域表现整体优于上证	14
图表 18 1月家电分品类线上均价	15
图表 19 春节后汽车销量快速回升	15
图表 20 银行板块个股2024年业绩有望维持较高增速	16
图表 21 社融信贷实现开门红	16

1 市场观点：上下可控，高位波动

1.1 “两会”定调与政策举措恐难超预期，关注产业政策可能亮点

关注“两会”定调与政策举措，总量政策恐难超预期，关注产业政策可能亮点。

3月初将召开两会，政府工作报告有望明确今年政策总体定调与具体举措。①**总量政策在两会审定后有望披露更多细节，但整体规模恐难超预期。**一是社会发展目标和政策量级可能不会出现显著变化。从地方“两会”已公布的情况来看，全年GDP目标大致在5%左右。总量政策力度快速增强概率较小，2024年政府工作报告确定未来几年连续发行超长期特别国债，或表明涉及到未来几年的常态化工作部署，即使消费品“以旧换新”等政策效果值得肯定，但政策也会采取循序渐进的方式提升力度。二是财政政策当前工作重点可能在清欠、专项债收储等具体领域。如春节过后，广东省多地先后发布了专项债收购闲置土地的公示，率先打响土地收储重启“第一枪”。截至2月11日，广东省内15城公告中涉及土地总数量超160宗/土地使用面积超680万平方米，拟收购价格合计超350亿元。本轮收储的主要特点如下：被收储土地中住宅用地占比超过50%，商办用地占比超30%，各地块成交时间集中在2020-2024年，占比超过80%，被收储的房企绝大多数为地方国企，部分地块存在溢价收购。结合上述特点判断，第一轮专项债闲置土地收购主要偏向于支持地方国企，或标明当前收储依然主要与地方政府化债有关。三是关于货币政策适度宽松的表述，实际上是对去年以来“支持性”货币政策的追认，类似于2008年大规模宽松政策概率不大。

②**关注产业政策可能亮点。**一方面，去年年底中央经济工作会议提出综合整治内卷式竞争，具体举措和方向值得关注。另一方面，在中美博弈加剧背景下，支持科技创新也有望获得更多政策支持，特别是地方“两会”普遍提及的都提到人工智能、机器人、生物制造这三大领域。并且，经过一年的时间，“新质生产力”的概念和产业方向逐步清晰，相应的政策举措指向性也可能进一步提升。此外，人大代表的建议以及政协委员的提案也值得关注，特别是药品问题、劳资关系、社会保障等相关民生领域。

美国加征关税风险推迟至4月，美联储3月预计维持利率不变。美国东部时间2月13日，美国总统特朗普签署了总统备忘录，提出实施对等关税，将根据五个不同方面针对每个贸易伙伴进行定制，包括：其对美国产品征收的关税、不公平税收、其政策对美国企业和消费者造成的成本、汇率情况，以及美国贸易代表办公室认定的任何其他不公平贸易做法。由于“定制化”需求，因而对等关税不会立即生效，这意味着备忘录签署标志着美国政府将启动相应的研究和审查程序，特朗普指示美国商务部长提名人霍华德·卢特尼克、贸易代表提名人贾米森·格里尔、财政部长斯科

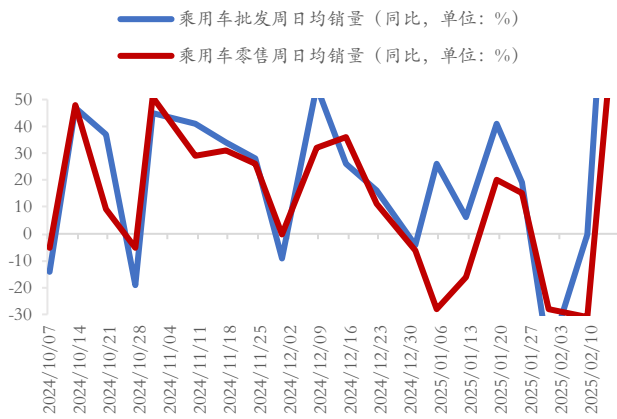
特·贝森特和国土安全部长克里斯蒂·诺姆等人推动相关工作。对此，美国商务部长提名人霍华德·卢特尼克预测，新关税将于4月2日实施。考虑到2月以来美国加征关税的速度和幅度整体弱于特朗普竞选口号，并且关税作为谈判筹码的特点持续提升，整体上看美国大范围加征关税的概率明显下降，当仍需关注3月美国关税政策可能的变化。此外，3月美联储议息会议预计维持利率不变，除非失业率明显反弹，否则上半年降息概率偏低。2月19日公布了1月美联储与议息会议纪要，对于降息依然维持谨慎态度。其中，美联储对于通胀的预测没有太大变化，2025年通胀水平可能与2024年相当，后续有望逐步下降，并于2027年达到中长期通胀目标2%。同时，美联储官员认为现阶段政策取决于未来数据的变化，换言之，随着1月份美联储决定维持利率不变，本轮“预防式降息”可能已经结束，后续政策利率调整可能更多地是与数据调整同步、甚至滞后于美国经济数据的变化。

1.2 经济基本面边际变动不大，关注首份宏观经济数据

经济基本面边际变动不大，关注首份宏观经济数据。结合春节数据和1-2月已公布的高频数据看，1-2月基本面边际变化不大。“抢出口”带动生产端企稳，消费复苏依然缺乏“加速度”。因而，重点关注3月中旬公布的1-2月年内首份宏观经济数据。预计1-2月，社零同比增长5%左右，固定资产投资累计同比增长2.1%，其中制造业投资累计同比5.2%、基建投资增速6.0%、地产投资增速-6.2%，出口同比5.5%；2月CPI同比-0.2%、PPI同比-2%。

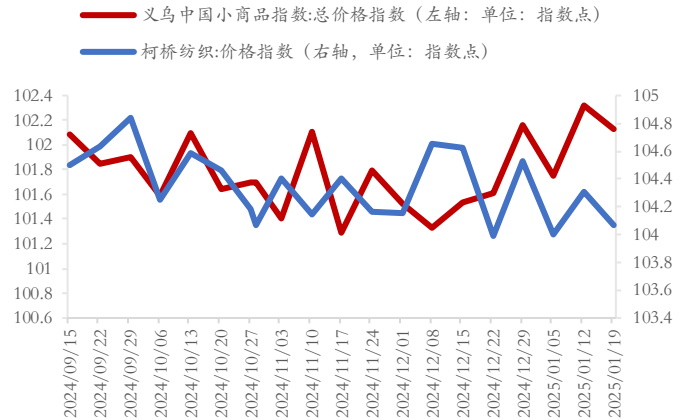
商品消费维持较高增速，服务类消费略有修复。2月前两周乘用车批发和零售当周日均销量平均值分别为3.85万辆和3.77万辆，同比分别增长75.3%和17.77%，春节错位因素下，乘用车同比数据大幅走强，合并1-2月来看乘用车同比销售增速较12月有所提升，可能与开年后消费品“以旧换新”政策接续有关。受开工时点影响，节后小商品价格暂未更新，但考虑到出口和春节零售维持较高景气，预计价格有望回升。可选服务类消费在春节期间得到一定提振，但未见明显改善。1月、2月电影票房周均收入较去年同期大幅增长107.14%和61.2%，但主因电影时长延长和前期电影表现不佳导致需求集中释放所致，春节后新上映电影票房相对不佳；海南旅游3星以上酒店散客价2月同比增长1.3%，旅游需求也出现一定改善。目前来看，1-2月得到政策支持的商品消费有望延续2024Q4较高增速，但其余消费和服务类消费延续弱复苏态势。

图表 1 春季扰动下，乘用车批发与零售数据变动较大



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %

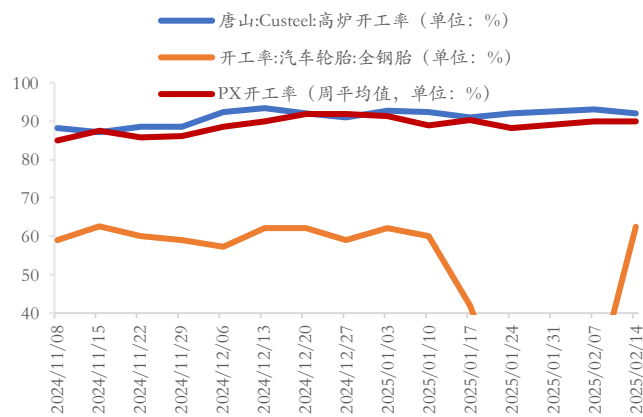
图表 2 节后小商品价格暂未更新



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 点

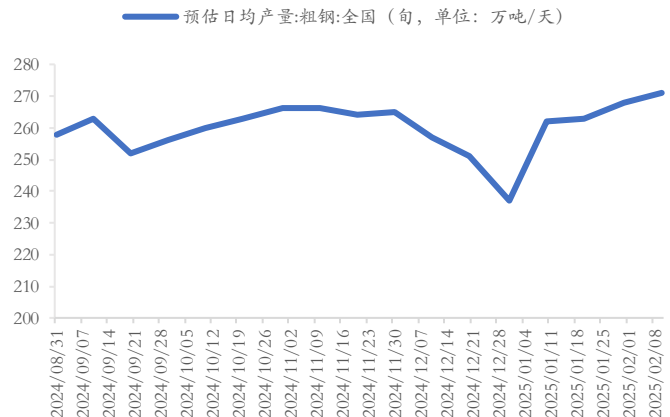
节后复工态势良好，“抢出口”继续提振生产端。2月春节后复工态势良好，汽车全钢胎开工率回升至60%以上，唐山高炉开工率维持在92%左右，PX开工率小幅提升至90%左右。2月钢材预估日产量较12月环比有所提升，后续基建类项目开工提速可期。2月前三周周均集装箱吞吐量为536万标准箱，受春季影响环比较上月有所回落，1-2月同比增速大致在9%左右，较12月11.4%略有回落、但维持较高水平，表明“抢出口”态势延续。总的看，节后复工态势良好，“抢出口”继续提振生产端，预计1-2月工业增加值维持4.5%左右较高增速。

图表 3 高炉、轮胎和PX开工率整体偏高



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %

图表 4 粗钢产量春节后继续上行

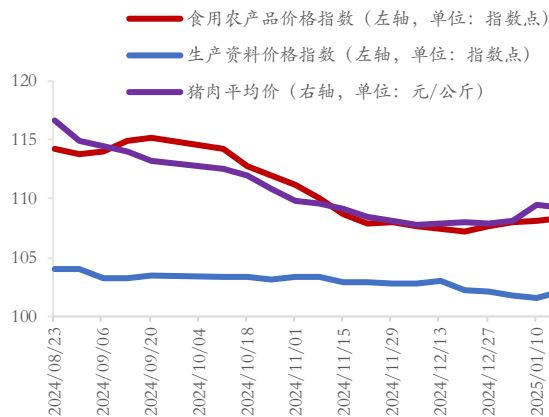


资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 万吨/天

通胀方面，春节月份“错位”影响下，CPI恐跌入负值。猪肉价格略有下降，2月前两周猪肉均价27.91元/公斤，但春节结束后价格出现下行态势，与去年2月均值同比上涨9.3%、较上月回落约5个百分点。春节结束后，2月食用农产品价格指数有所下降，同时出行、酒店等服务类领域价格同比有望回落。考虑到今年春节与

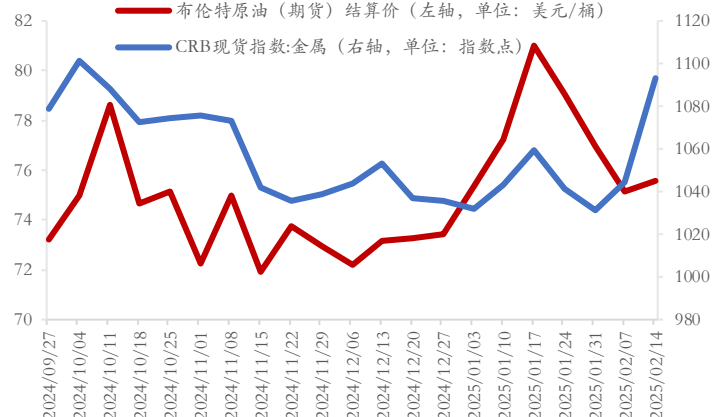
去年在月份上“错位”，故预计2月CPI同比有望可能跌入负值区间。1月美国就业数据维持韧性，特朗普短期内加征关税风险延后，市场对于原油与金属价格信心有所提升，但受今年冬季气候偏暖影响国内Q5500煤炭价格跌至760元/吨附近。考虑基数影响后，预计2月PPI同比降幅约-2%左右，降幅较1月有所收窄。

图表5 1月食品价格维持低位



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%、元/公斤

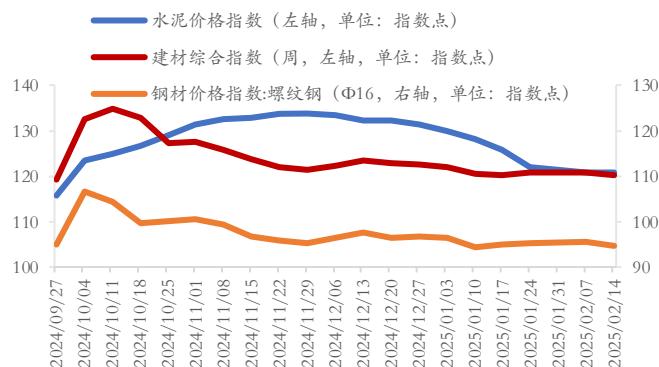
图表6 加征关税担忧缓解，有色金属价格反弹



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：美元/桶、指数点

地产销售延续改善态势，今年出现“小阳春”概率较大。2月，建材价格较上月变动不大，可能与近期项目有序开工有关，但考虑到今年春节较去年时间上靠前，整体上开工提速依然可期。地产销售在春节期间有所走弱，特别是新房销售有所弱化，2月前三周30城商品房销售面积同比下降29.8%，与上月15%相比进一步下滑。我们认为，地产销售改善态势有望延续，今年出现“小阳春”概率较大。一线城市二手住宅销售价格环比上涨0.1%，涨幅比上月回落0.2个百分点。二线城市新建商品住宅销售价格环比由上月持平转为上涨0.1%，为2023年6月以来首次上涨。三线城市新建商品住宅环比下降0.2%，降幅与上月相同。整体上，房价在1月延续温和回升态势，有望带动销售进一步回暖。

图表7 临近春节，水泥价格季节性回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点

图表8 2月30城商品房周销售面积同比有所回落

指标(2月各周)	第4周	第3周	第2周	第1周	1月累计值
成交面积(万平方米)	-	120.02	65.71	13.68	687.25
同比	-	1012.08	-13.37	-93.07	-15.02
其中：一线	-	30.23	17.26	1.49	206.76
同比	-	1097.14	57.33	-96.23	-3.03
二线	-	60.94	34.07	10.44	309.46
同比	-	804.06	-27.78	-90.61	-29.09
三线	-	28.86	14.38	1.75	171.03
同比	-	1789.58	-18.76	-96.26	7.53

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万平方米、%。注：因Wind涉及30城统计口径调整，二线、三线城市与此前可比性弱化

1.3 3月存宽货币可能，当下流动性对市场影响较小

3月存宽货币可能，但市场当下并不聚焦流动性，短端资金利率上升对债券市场影响大于股票市场。2月LPR利率与上月持平，此外2月MLF到期5000亿元，预计央行仍将延续缩量操作。2月以来10年期国债利率延续小幅上行的趋势，在央行引导利率向上的基调下，预计后续仍将维持震荡向上的趋势。需要注意的是尽管2月18日至21日逆回购净投放量较大、近5000亿元，但近期短端资金利率再度上行。我们认为主要来源于：①2024年四季度货币政策执行报告强调视实际情况调整优化政策力度和节奏，宽货币预期退后；②MLF缩量续作预期影响。但当下股票市场并不聚焦流动性，预计短期资金利率上行对于债券市场的影响将大于股票市场。此外全国两会临近，3月仍存宽货币的可能，预计降准概率将高于降息。

2月信贷仍存不确定性，超季节性缩量概率较大。1月社融当月值7.06万亿元，同比5866亿元；社融存量同比增速为8.0%，与上月持平。总体来看信贷如期实现“开门红”。各分项中，信贷、企业债券、政府债券均同比增加。企业信贷中长期贷款同比多增，结束了连续10个月同比负值的情况，释放积极信号；但居民端信贷较弱。需要注意的是，在1月信贷开门红的季节性规律下，对2月的信贷产生“虹吸效应”。当下来看，2月信贷仍存不确定性，信贷超季节性缩量的概率较大。

图表9 2月中旬后，短端资金利率再次上行



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

图表10 2月10Y国债利率延续上行



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

2 成长科技临近尾声，市场机会回归轮动

3月市场预计将呈现高位震荡、小幅波动，同时DS、机器人等催化下的成长科技板块已经累积了高位涨幅，并出现了本轮阶段性主题行情尾声的迹象。因此在3月的配置上将较2月出现显著的结构变化，预计将从AI相关的明确主线走向整体以

轮动为主。具体机会上，其中近期强势的成长科技板块不宜追高、更适合逐步兑现收益、等待下次重磅催化剂开启新一轮机会。3月配置上更加重视前期滞涨或低估叠加有催化的逻辑，建议关注三条主线。

其中成长科技板块仍是全年最重要、最频繁的主题机会所在，但本轮阶段性主题行情预计已近尾声。一是本轮泛TMT板块的涨幅以及估值百分位已经处于过去历史可比情况下的区间上限；二是本轮成长科技板块的高位股已经出现了至少2次跳水，此前类似主题行情下通常也出现了2-3次高位跳水，随着跳水次数增加意味着市场分歧逐渐增大；三是近日成长科技板块的机会出现扩散，即从计算机、传媒扩散至通信、电子，这与过去几次主题性行情尾声时扩散规律基本一致；四是近日出现了板块龙头补涨，这也是行情尾声的一种现象。因此当前泛TMT板块已经处于本轮行情尾声，在市场情绪下不排除板块有短期冲高，但持续性和空间已十分受限，且按照过去案例经验，一轮行情结束后的回调通常将在20%以上。

第一条主线是强季节性效应的基建优势品种。春节假期至3月中旬，基建开工链条存在稳定规律的强季节性效应机会，且和景气基本面无关，支撑来自于“两会”政策预期支撑。**重点关注基建中8个胜率赔率皆优领域，包括工程咨询服务、环保设备、专业工程、环境治理、非金属材料、水泥、通用设备、金属新材料。**春节以来正在持续演绎。

第二条主线是有政策催化的领域，重点关注医药、汽车、家电。其中医药有望出现阶段性估值修复，源于财联社报道的“完善药品价格形成机制”和“医保支持创新药高质量发展”两份文件正在征求意见。汽车、家电则是源于以旧换新政策的进一步明确以及优异的效果。在前期整体滞涨的背景下，市场高位震荡，同时有政策催化，有望迎来一波阶段性机会。

第三条主线是市场震荡下的银行保险性价比及中长期战略配置价值。一方面，若3月市场真如我们预期高位震荡，对银行保险等权重股有稳定及短期换仓的性价比。二方面《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》中诸多举措都有力提升银行保险的中长期投资价值。

2.1 成长科技仍是全年最重要的主题机会方向，但本轮DS阶段性主题机会已近尾声

泛TMT：成长科技板块存在估值继续抬升的压力，本轮由DS催化的主题阶段性行情已经接近尾声，不宜追高、建议逐渐兑现收益。一是本轮泛TMT板块的整体涨幅与估值分位已经接近历史可比情况下的区间上限；二是本轮DS催化行情下成长科技板块高位股已经出现了至少2次跳水现象，泛TMT板块调整压力愈发凸显；三是

临近成长科技行情阶段性尾声时，市场情绪开始极致演绎，上涨主线开始扩散至前期滞涨方向，可认是情绪推动的行情泡沫化下对主线关注的模糊化，本轮行情已经出现由 AI 端侧应用主线向前期滞涨的算力端扩散、高市值公司补涨。因此本轮行情预计临近尾声，但在全年背景看，在政策愈发重视科技、国内 AI 应用端得突破且有望加速落地的背景下，中长期内成长板块仍是全年最重要、最频繁的主题机会方向，下一轮的行情需待本轮估值压力消化后新出现重磅催化剂时将重新启动。

本轮成长科技板块的阶段性主题机会已经出现见顶信号，临近行情尾声：一是当前泛 TMT 板块的整体涨幅与估值分位水平已经接近历史可比情况下的区间上限。借鉴过去两次 AI 重磅催化剂出现时的泛 TMT 板块 20%-40%涨幅水平以及估值百分位，当前电子、传媒、通信最大涨幅已经高于 20%，计算机最大涨幅 37%，已经接近 40%区间上限，并且除电子外，计算机、通信已处于可比情况下的最高水平附近，其中传媒板块已经明显超过 Windows Copilot 以及 Sora 行情下的最大估值分位水平。同时基于历史复盘下总结的泛 TMT 估值分位天花板水平，当前计算机和传媒板块也已至估值分位压力位。

统计自 2023 年二季度以来两次较明显的 AI 重磅催化剂出现下泛 TMT 板块的表现，在 2023 年 5 月 Copilot（AI 付费订阅）的催化下，TMT 板块整体上涨，其中电子、计算机、传媒、通信最大涨幅分别为 12.88%、19.92%、22.05%、27.57%，收盘价最高点估值百分位分别为 51.01%、93.04%、77.81%、37.52%。（区间为 2010 年 1 月 1 日-2025 年 2 月 21 日，下同）；2024 年 2 月 19 日 OpenAI 推出文生视频大模型 Sora，此期间，电子、计算机、传媒、通信最大涨幅分别为 33.05%、41.28%、42.78%、36.05%，收盘价最高点估值百分位分别为 45.00%、61.05%、40.54%、32.16%。而本轮 DeepSeek 催化下，截至 2025 年 2 月 21 日，电子、计算机、传媒、通信由近期低点开始算起，最大涨幅分别达到了 21.71%、37.27%、27.47%、23.19%，整体已经达到可比情况下的涨幅中位水平，其中计算机涨幅已经接近可比的峰值。

从估值百分位上看，根据我们的复盘报告显示，对于泛 TMT 板块来讲，估值抬升空间是决定行情能走多远的关键一环。从过去的演绎经验来看，计算机的估值百分位天花板在 90%左右、通信的估值百分位天花板在 70%左右、传媒的估值百分位天花板在 80%左右，这可能是一个比较重要的行情和估值考验关口，越是接近这个位值，其性价比和潜力越低。而电子的估值百分位天花板在 70-75%左右可能是一个比较重要的估值考验关口，但也许并非是电子行情的考验关口，因为当电子行业的估值百分位到达这一关口时，更多属于是行情支持因素转换的一个关口，行情的支撑将从估值切换为业绩，即届时哪怕估值到达天花板，也并不意味着行情结束。当前泛 TMT 板块中，电子、计算机、传媒、通信近期最大估值百分位分别达到了 51%、93%、78%、38%，计算机和传媒的拔估值空间也已经有限，若计算机和传媒板块出现回调，届时也将会对泛 TMT 板块整体带来调整压力。同时也可以从另一个角度验证估值，与 AI 重磅催化剂出现时的可比情形作比对，除电子外，计算机、通信已处于可比情

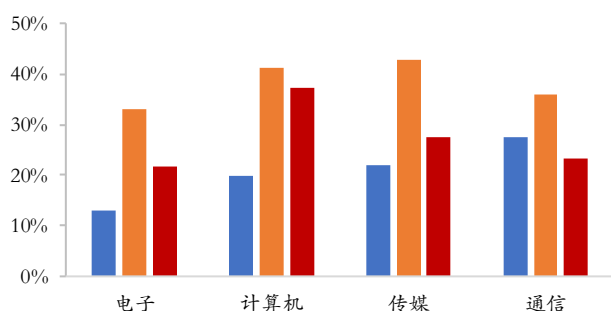
况下的最高水平附近，其中传媒板块已经明显超过 Windows Copilot 以及 Sora 行情下的最大估值分位水平。

图表 11 本轮计算机涨幅已经接近 Sora 行情下的涨幅

图表 12 除电子外，其余板块估值百分位接近可比情况的最高水平

历次AI重磅催化剂出现时泛TMT板块最大涨幅对比

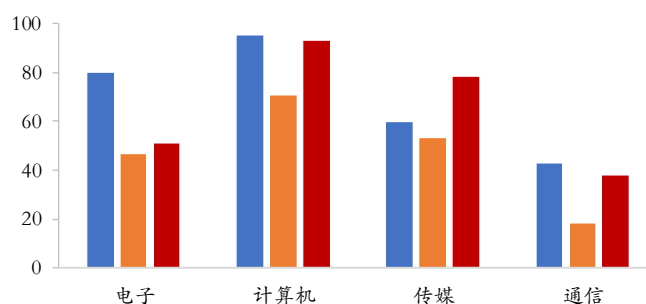
■ Windows Copilot行情 ■ Sora行情 ■ DeepSeek行情（截至2025.2.21）



历次AI重磅催化剂出现时泛TMT板块PE百分位对比

(单位: %)

■ Windows Copilot行情 ■ Sora行情 ■ DeepSeek行情（截至2025.2.21）

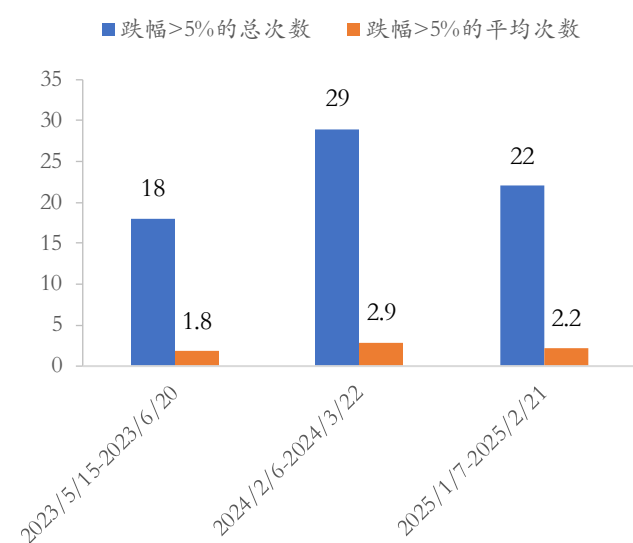


资料来源：Wind，华安证券研究所。

资料来源：Wind，华安证券研究所。注：估值百分位测算区间为 2010/1/1-2025/2/21

二是本轮 DeepSeek 催化行情下成长科技板块高位股已经出现了至少 2 次跳水现象，泛 TMT 板块调整压力愈发凸显。根据复盘，AI 重磅催化剂出现时泛 TMT 快速上涨行情的末期，高位股会出现跳水现象，即单日跌幅大于 5% 时的频率有加速趋势，且在行情的完整区间内一般会出现 2-3 次的跳水现象。统计 Windows Copilot 行情（2023 年 5 月 15 日至 2023 年 6 月 20 日）以及 Sora 行情（2024 年 2 月 6 日至 2024 年 3 月 22 日）下高位股的跳水次数，Copilot 行情下涨幅前十个股总共出现 18 次大跌情形，平均每只个股出现 1.8 次单日下跌超 5% 的情形，Sora 行情下涨幅前十个股总共出现 29 次大跌情形，平均每只个股出现 2.9 次单日下跌超 5% 的情形。本次 DeepSeek 行情下（2025 年 1 月 7 日至 2025 年 2 月 21 日），高位股总计已出现 22 次大跌情形，平均每只个股已出现 2.2 次单日下跌超 5% 的情形，已经出现多次大幅调整现象，并且调整的频率加快，已反映当前成长科技板块面临较大调整压力。

图 表 13 本 轮 AI 催 化 行 情 下 高 位 股 已 出 现 >2 次 以 上 的 高 位 跳 水 现 象 图 表 14 高 位 股 出 现 加 速 跳 水 现 象



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：总次数为历次统计区间泛 TMT 板块中涨幅前 10 的个股跌幅>5%的次数，平均次数在此基础上除以个股数量（10）

日期/个股名称	839493.BJ	300766.SZ	300251.SZ	688316.SH	838924.BJ	688158.SH	835305.BJ	600289.SH	300344.SZ	002261.SZ
2025-01-07	4.2	1.5	2.3	4.3	4.4	1.8	4.2	0.0	1.1	0.6
2025-01-08	-1.5	4.7	0.2	-2.0	1.7	0.0	-0.9	0.0	-1.8	-2.8
2025-01-09	0.7	-5.8	-1.1	0.5	0.9	-0.4	1.8	0.0	0.7	0.1
2025-01-10	-5.2	-9.1	-2.1	-4.2	-4.3	-4.8	-5.1	0.0	19.9	-3.2
2025-01-13	-4.2	3.2	2.2	2.0	-3.0	1.5	-1.4	0.0	13.6	0.1
2025-01-14	10.2	7.3	3.8	7.0	9.9	8.2	10.8	5.0	19.9	7.0
2025-01-15	0.2	0.9	-1.0	-1.4	-1.1	-1.7	0.1	4.8	5.7	-1.8
2025-01-16	1.2	0.7	0.4	1.7	4.4	0.0	0.6	5.1	20.1	1.1
2025-01-17	0.9	-4.1	4.0	-0.5	-3.0	-0.6	-1.8	4.8	-14.2	-1.2
2025-01-20	0.2	0.7	0.9	1.0	-0.5	0.5	-0.5	5.1	-0.3	-1.0
2025-01-21	3.2	3.2	-0.2	0.3	2.6	0.7	0.9	4.8	9.7	-0.8
2025-01-22	-4.7	2.5	0.9	-1.0	-1.7	-1.5	-4.4	5.0	1.4	-1.2
2025-01-23	-2.7	7.9	0.8	1.5	-0.5	0.8	1.9	5.2	-19.2	-0.8
2025-01-24	4.6	4.0	-0.2	6.8	5.8	5.2	6.8	4.9	-8.2	3.5
2025-01-27	17.0	20.0	0.3	-2.2	-2.1	-1.4	1.2	5.1	-13.8	-3.9
2025-02-05	30.0	20.0	20.0	20.0	9.1	20.0	28.5	5.2	3.2	10.0
2025-02-06	9.8	20.0	18.0	20.0	3.1	20.0	0.4	4.9	9.2	10.0
2025-02-07	30.0	15.1	3.4	20.0	13.2	20.0	7.0	-2.5	2.5	10.0
2025-02-10	30.0	20.0	20.0	20.0	30.0	20.0	30.0	5.1	2.5	10.0
2025-02-11	20.8	8.6	20.0	20.0	30.0	-2.7	0.4	4.9	-3.8	10.0
2025-02-12	-1.8	5.6	20.0	20.0	-6.2	8.5	-3.4	4.9	20.0	10.0
2025-02-13	17.1	1.3	20.0	-2.9	-4.1	10.9	3.0	5.0	20.0	0.9
2025-02-14	-5.7	-8.5	20.0	6.4	-3.1	14.4	30.0	5.0	7.8	10.0
2025-02-17	-5.3	5.5	-14.6	-7.4	20.0	0.4	-3.5	5.0	-9.2	-4.3
2025-02-18	3.2	9.5	-6.3	-4.2	-14.0	2.7	2.0	0.0	20.0	8.1
2025-02-19	18.0	17.8	4.7	4.0	4.3	1.1	7.9	0.0	-2.2	5.7
2025-02-20	-8.0	-11.3	-5.9	3.4	4.7	-8.0	-6.5	9.9	-0.9	4.5
2025-02-21	-3.0	-1.7	-2.2	-2.2	30.0	4.6	0.9	5.0	-0.1	10.0

资料来源：Wind，华安证券研究所。注：标红标准为单日跌幅大于 5%，高位股为 2025/1/7-2025/2/21 期间泛 TMT 板块中涨幅前 10 的个股

三是临近成长科技行情阶段性尾声时，市场情绪开始极致演绎，上涨主线开始扩散至前期滞涨方向，可认是情绪推动的行情泡沫化下对主线关注的模糊化，本轮行情已经出现由 AI 端侧应用主线向前期滞涨的算力端扩散的迹象。复盘历次催化剂出现时泛 TMT 板块内部的行业轮动情况，ChatGPT-4 行情末期由计算机、传媒扩散至电子和通信板块；Copilot 行情下，通信主线仍然清晰，但其余三个方向均有过阶段性强势表现；Sora 行情末期由电子、通信板块轮动至计算机和传媒；本轮 DeepSeek 行情下，AI 端侧应用主线，即计算机、传媒板块的强势已经出现向电子、通信扩散的迹象。

四是泛 TMT 板块中的大市值个股也出现补涨迹象。一般在成长科技快速上涨行情阶段，内部弹性最大的通常为中小市值方向，如 Copilot、Sora 行情的末尾阶段，涨幅前十的个股绝大部分市值也仅仅只处于 50-200 亿元区间，属于典型的小市值股票。但在行情末尾的扩散阶段，不仅会出现板块间的扩散，通常也会出现高市值公司补涨的迹象，而本周（2 月 17 日-2 月 21 日）涨幅最好的方向是以科创 50 为代表的中、大市值股票，如周五寒武纪、中国联通等典型的大市值个股涨停，总体而言当前泛 TMT 内部的扩散现象已经较为明显。

图表 15 成长科技在催化剂带动下的上涨行情末期会扩散至滞涨方向，资金对主线的关注模糊化

CHATGPT-4行情					Copilot行情						
行业/日期	2023/03/14	2023/03/20	2023/03/27	2023/04/03	行业/日期	2023/05/15	2023/05/22	2023/05/29	2023/06/05	2023/06/12	2023/06/19
	2023/03/17	2023/03/24	2023/03/31	2023/04/07		2023/05/19	2023/05/26	2023/06/02	2023/06/09	2023/06/16	2023/06/20
电子	0.9	7.0	-1.2	6.7	电子	5.2	-0.1	2.2	-2.1	4.0	1.5
计算机	0.6	6.7	1.2	5.5	计算机	0.0	-1.0	6.4	-0.4	6.1	4.3
传媒	3.8	11.0	2.4	3.6	传媒	-5.6	-3.0	9.7	2.8	4.5	1.5
通信	0.6	3.7	-1.5	7.9	通信	3.1	0.4	6.3	2.9	7.0	4.1

Sora行情							DeepSeek行情						
行业/日期	2024/02/06	2024/02/19	2024/02/26	2024/03/04	2024/03/11	2024/03/18	行业/日期	2025/01/07	2025/01/13	2025/01/20	2025/01/27	2025/02/10	2025/02/17
	2024/02/08	2024/02/23	2024/03/01	2024/03/08	2024/03/15	2024/03/22		2025/01/10	2025/01/17	2025/01/24	2025/02/07	2025/02/14	2025/02/21
电子	12.7	6.0	7.0	0.6	0.8	1.7	电子	2.9	4.1	2.8	3.0	0.3	7.0
计算机	13.3	11.6	7.5	-2.1	2.4	2.5	计算机	0.1	6.1	4.0	11.8	7.8	3.2
传媒	10.3	13.4	3.6	-2.5	3.3	9.4	传媒	-0.9	6.2	2.0	7.3	9.5	-1.8
通信	9.1	11.1	6.0	2.6	1.3	1.8	通信	-0.6	6.1	5.2	-1.1	3.0	8.1

资料来源：Wind，华安证券研究所。注：统计值为区间涨跌幅，单位为%

2.2 主线一：春节至3月中旬可持续把握工程咨询服务、环保设备等8个具有强季节性效应的基建优势品种

基建链：从春节假期后到3月中旬两会闭幕期间的1-1.5个月内，存在规律性的基建开工相关方向的季节性机会。

赔率表示过去9年开工行情期间取得的相对wind全A的超额收益率均值，并将其作为赔率分值。胜率表示过去9年间取得超额收益的年份或次数，次数越多代表越稳定，并将其作为胜率分值。性价比得分 = 赔率分值 + 胜率分值，即如果某一行业在过去9年间取得的超额收益率越高并且取得超额收益率的次数越多，则配置价值越突出，越值得重点配置。而8大优势细分领域即为其中的佼佼者。根据赔率+胜率=性价比的打分模型，对40余个基建相关细分领域的过去9年季节期内表现，优选出8个赔率和胜率皆优的中万二级行业细分方向，分别是工程咨询服务、环保设备、专业工程、环境治理、非金属材料、水泥、通用设备、金属新材料。这8个细分领域往往能取得较好的绝对收益和超额收益，性价比最优。

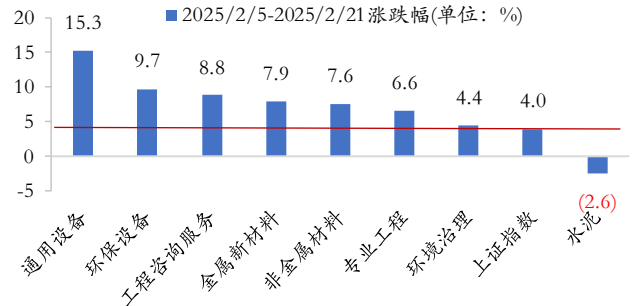
根据历史复盘显示，大部分与基建开工相关的二级细分领域在开工行情期间，取得正收益或者超额收益与否与其本身的景气边际变化无关，包括水泥、金属新材料、燃气等。即景气边际改善并非是行情的必备条件。因此虽然由于今年政府将工作重点放在化债方向，从而对基建投资造成了一定挤压，导致今年开年基建领域整体景气度偏低，但根据数据回测，我们推荐的8大领域整体表现仍然较为优异，2025年2月5日至2025年2月21日期间，通用设备、环保设备、工程咨询服务、金属新材料、非金属材料、专业工程、环境治理分别上涨了15.3%、9.7%、8.8%、7.9%、7.6%、6.6%、4.4%，均优于上证指数4.0%的涨幅，仅水泥下跌2.6%，8个推荐行业中有7个行业取得超额收益，胜率仍然较高。

图表 16 基建开工相关的前 8 大优势细分领域

二级行业	9年平均 收益率	超额收益率	
		9年均值(赔率)	次数(胜率)
工程咨询服务	15.1%	7.6%	8
环保设备	15.3%	7.8%	7
专业工程	13.6%	6.1%	8
环境治理	13.2%	5.7%	8
非金属材料	14.2%	6.7%	7
水泥	13.1%	5.6%	7
通用设备	11.6%	4.1%	8
金属新材料	12.4%	4.9%	7

资料来源：Wind，华安证券研究所。注：报告来源为 2025 年一
季度策略《积极应变》20241216

图表 17 基建开工前 8 大优势细分领域表现整体优于上证



资料来源：Wind，华安证券研究所。

2.3 主线二：有政策催化的领域，重点关注医药、汽车和家电

医药生物：医保等民生政策支持进一步加码，药企压力有望缓解。

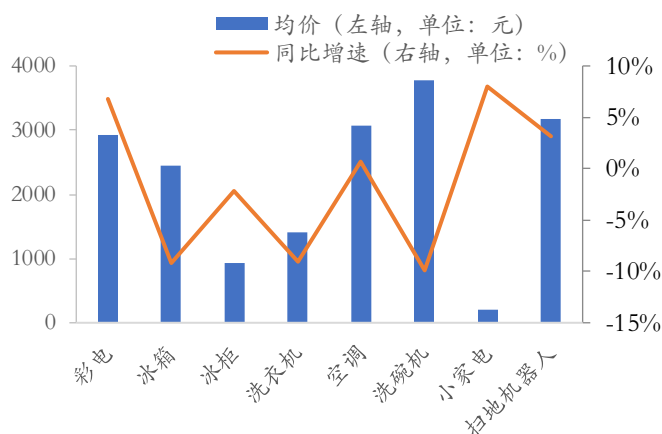
化债和产业政策协同发力背景下药企现金流有望出现改善。据财联社报道，业内流传的两份征求意见稿，一份名为《关于完善药品价格形成机制的意见（征求意见稿）》（以下简称《意见》），另一份为《关于医保支持创新药高质量发展的若干措施》（第二轮征求意见稿）（以下简称《措施》）。《意见》提到允许职工医保个人账户购买覆盖高水平创新药的保险产品、允许事业单位使用财政资金购买商业保险等，创新药多元支付政策加速落地，如将符合条件的高水平创新药纳入商业健康保险药品目录；医药企业向非医保定点医药机构供应谈判药品的市场价格可不受支付标准约束等。《措施》对于完善创新药支付标准和价格管理、优化医保目录管理设立丙类医保目录、支持创新药加快应用、构建多元支付体系等方面都有进一步的细化。《意见》、《措施》从商业保险、药品目录、支付和结算方式等多个方面的措施进一步细化，落地执行难度降低，且后续若有财政补贴进入上报基金池有望进一步解决药品的销售价格难题。征求意见稿的发布后医药领域政策预期再度升温，若两会后相关政策持续落地或披露更多细节，医药板块业绩预期有望得到提振。同时自去年三季度业绩披露后，医药板块业绩利空已经靴子落地，业绩对与指数的负面影响正在边际减缓。政策发力情形下对药企现金流的恢复状况需保持关注，以进一步确认基本面的改善信号。

汽车、家电：以旧换新政策持续发力，提振内需的政策导向下业绩有望保持韧性。

消费品以旧换新政策加力，对汽车、家电品类的拖动作用继续显现。2025 年 1 月 8 日，发改委、财政部发布《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》，享受以旧换新补贴的家电产品由 2024 年的 8 类（冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机）增加到 2025 年的 12 类

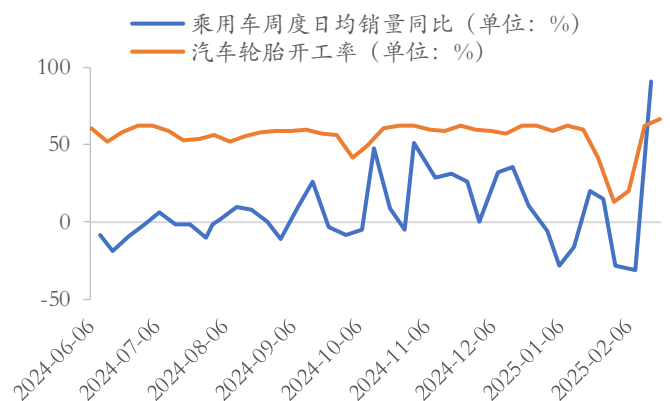
（新增微波炉、净水器、洗碗机、电饭煲）。在具体补贴标准上，个人消费者购买上述 12 类家电中 2 级能效或水效标准的产品，补贴标准为产品销售价格的 15%；1 级能效或水效标准的产品，补贴标准为产品销售价格的 20%；同时扩大了汽车报废更新支持范围，将符合条件的国四排放标准燃油乘用车纳入可申请报废更新补贴的旧车范围，个人消费者报废 2012 年 6 月 30 日前（含当日，下同）注册登记的汽油乘用车、2014 年 6 月 30 日前注册登记的柴油及其他燃料乘用车，或 2018 年 12 月 31 日前注册登记的的新能源乘用车，并购买纳入《减免车辆购置税的新能源汽车车型目录》的新能源乘用车或 2.0 升及以下排量燃油乘用车，购买新能源乘用车单台补贴 2 万元、购买 2.0 升及以下排量燃油乘用车单台补贴 1.5 万元。商务部在 2 月 20 日召开的新闻发布会上表示，受以旧换新政策带动，相关行业保持较快增长势头，截至 2 月 19 日 24 时，超 397 万名消费者购买 12 大类家电以旧换新产品超 487 万台，今年以来，全国报废汽车回收量同比增长约 35%，新能源乘用车零售量同比增速超 20%。2024 年年底的中央经济工作会议将提振内需放在重要工作任务首位，今年两会有望在消费领域继续出台相关政策，汽车、家电等重点扶持领域的业绩有望保持一定韧性。

图表 18 1 月家电分品类线上均价



资料来源：奥维云网，华安证券研究所。

图表 19 春节后汽车销量快速回升



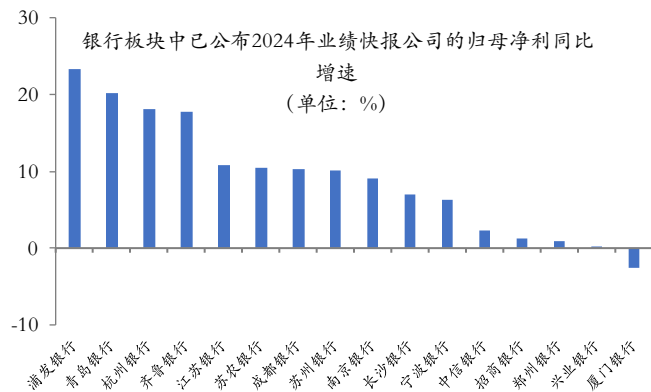
资料来源：Wind，华安证券研究所。

2.4 主线三：具有中长期战略配置价值的银行、保险

1 月信贷和社融数据超市场预期，银行、保险板块 2024 年业绩预增确定的个股较多，银行、保险板块业绩有支撑。1 月社融当月值 7.06 万亿元，同比 5866 亿元，市场预期值在 6-7 万亿元左右，新增人民币贷款为 5.13 万亿元，市场预期值为 4-5 万亿元左右，信贷和社融数据均略高于预期值，各分项中，信贷、企业债券、政府债券均同比增加。同时申万二级保险板块中 6 只个股中当前已有 5 家披露 2025 年业绩预告，其中中国人保、中国人寿、新华保险、中国太保归母净利增速预计分别为 75%-95%、100%-120%、175%-195%、55%-70%，4 家 2024 年净利润均实现显著增长。同时银行板块已披露业绩快报的 16 家公司中，有 15 家 2024 年归母净利润实现正增

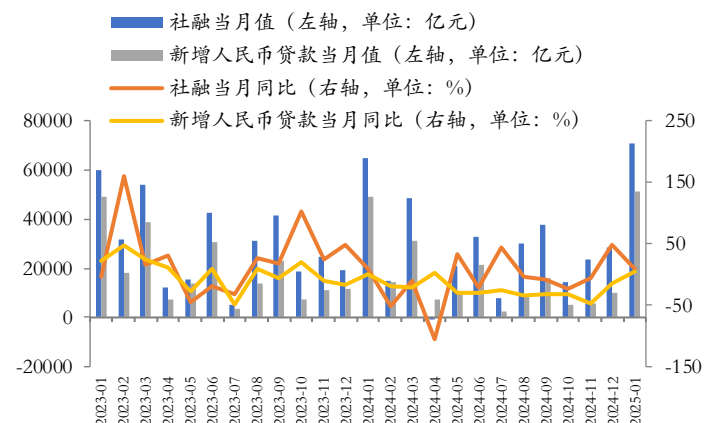
长。

图表 20 银行板块个股 2024 年业绩有望维持较高增速



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

图表 21 社融信贷实现开门红



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

政策积极推动中长期资金入市，银行、保险受益。2025 年 1 月 22 日中央金融办、证监会等六部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》。政策核心聚焦于促长线资金入市、稳短期市场波动、落价值投资实效。一是明确稳步提高中长期资金投资 A 股规模和比例安排，目的在于促长线资金入市；二是延长中长期资金的考核周期，目的是减少市场短期博弈和波动，强化中长期价值投资理念；三是对公募基金实施改革，以增强投资稳定性和减小市场波动。考核周期延长将有效提升险资入市的意愿以及承受波动的能力，保险资金作为典型的稳定型长周期资金，入市有助于推动资本市场回升，也有望实现正反馈带动保险资产的保值增值，同时银行股作为典型的高股息板块也较为契合险资的投资需求，保险、银行股有望实现良性互动。

两会结束后政策预期落地后，市场或呈现高位小幅震荡，银行的稳定性将得到凸显。2025 年 1 月 1 日至 2025 年 2 月 21 日期间，共有 15 天上证指数出现单日下跌，此期间银行在申万一级行业的排名进入前 15 的次数共计 9 次，概率高达 60%，其中进入前 5 的次数高达 7 次，概率为 47%，银行在市场走势疲软环境下的抗跌属性较强。两会结束后，政策预期将有所降温，带动市场风险偏好以及交投情绪阶段性下行，偏震荡行情下以银行为代表的红利等板块避险属性将有望得到凸显。

风险提示:

2 月社融信贷或经济数据大幅不及或超预期；“两会”宏观政策大幅不及或超预期；美国对华政策超预期严厉等。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。