



Research and
Development Center

热点可能会扩散

——行业配置主线探讨

2025年2月21日

证券研究报告

策略研究

策略专题报告（深度）

樊继拓 策略首席分析师
执业编号：S1500521060001
联系电话：+86 13585643916
邮箱：fanjituo@cindasc.com

李畅 策略分析师
执业编号：S1500523070001
联系电话：+86 18817552575
邮箱：lichang@cindasc.com

热点可能会扩散

2025 年 2 月 21 日

核心结论：

- **港股走强代表机构资金活跃，容易带来热点轮动扩散。**由于板块差异和投资者结构的差异，导致从短期的角度，港股往往会更反映机构投资者的预期。近期投资者观察到港股走强，这说明去年 10 月中旬以来海外机构投资者减仓的过程大概率已经结束，可能带来港股月度或者季度的走强。2025 年 1 月中旬以来外资回流的原因除了季节性资金回流、数据空窗期、中美贸易担心缓和等因素外，还有一个重要的驱动因素是 DeepSeek 横空出世让全球投资者开始关注中国互联网资产。从板块表现来看分化较大，领涨的板块集中在 AI 产业链相关的 TMT。当前外资相比内资偏悲观的情绪已经修复到 2020 年以来偏乐观的状态。我们认为，3 月两会后到 4 月中，开春后的经济数据、盈利一季报数据开始逐步披露，机构型资金不一定再局限于成长主题，可能开始基于高频盈利数据布局，部分价值板块也有补涨机会。
- **春节之后经济预期可能会发生乐观变化，带来投资机会扩散。**季节性规律显示，历年春节后到 3 月经济高频数据通常偏强，3 月“两会”召开也会对经济和政策预期有所提振。2025 年 1 月社融数据总量实现“开门红”，体现了财政政策前置发力的效果，后续稳增长政策落地效果有望逐步显现。我们认为，同时考虑到春节后到 3 月的资金格局往往不错，如果经济预期发生乐观变化，流动性相对充裕的背景下有利于投资热点继续扩散，部分顺周期、受政策积极影响较大的板块可能受益。
- **政策大力度引导中长期资金入市，构建完善指数化投资生态。**2025 年 1 月 22 日中央金融办等六部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》（以下简称《实施方案》）。我们认为《实施方案》的落地短期有利于提振市场预期和风险偏好。长期有望给资本市场带来持续、稳定、专业的增量资金，有利于资本市场平稳运行。中长期资金偏好配置金融、红利等大盘、价值类板块。长期来看也有利于资金支持新质生产力发展。（2）价值类板块有望受益于市值管理驱动的投资机会。2024 年以来资本市场改革提速，改革方向也有从融资端向投资端转变的迹象，上市公司市值管理政策加码推行节奏加快。我们认为，在市值管理政策驱动下，相关价值类主题有望活跃，建议关注以下方向：并购重组、破净、股份回购相关标的。
- **未来 1 个月配置建议：港股互联网（海外波动加大+中国资产配置意愿上升）> AI（新赛道+DeepSeek 催化）> 金融地产（等待验证春节后地产数据）**



- **未来3个月配置建议：**AI&消费电子（新赛道+成长股中的价值股）>上游周期（产能格局好+前期涨幅和预期低）>消费（政策支持力度大）>出海（长期逻辑好+美国贸易政策影响低于预期）
- **成长：**DeepSeek 带来中国互联网资产关注度提高，AI 主题短期活跃。后续成长风格中可以关注两个方面：一是传媒互联网&消费电子，可以看作成长风格中偏价值的方向进行配置；二是AI 等新的产业方向。DeepSeek 的出现说明AI 的进步速度依然很快，并没有进入瓶颈。如果验证到商业模式落地的临界点，可能成为牛市中新的主线，在此之前或可做波段。
- **金融地产：**金融地产是最受益于积极政策导向的板块之一，在政策影响下有年度基本面改善的可能。2025 年1 月以来一、二线城市房地产销售有降温的趋势，后续等待地产销售数据进一步验证。
- **消费：**长期逻辑可能出现变化，政策补贴有望短期提振需求，但提振的时间效果尚不确定。可以关注部分具有较强高分红属性的细分行业，如家电。
- **上游周期：**我们认为 2025 年商品价格如果开启新一轮上涨，大概率需要需求接力。当前上游周期偏弱的原因之一是煤炭价格仍在持续下行。如果后续随着需求的复苏开启新一轮商品涨价，估值有望基于 ROE 更高的波动范围实现跃升。
- **一级行业具体配置方向：**（1）成长：AI（新赛道）&港股互联网&消费电子（补贴政策+成长中偏价值的方向）；（2）金融地产：银行（大盘价值风格+红利+防御）>证券（政策受益+上涨行情中弹性大）&保险（基本面改善）；（3）消费：家电（ROE 稳定+现金流充裕）；（4）上游周期：有色金属&石油石化（产能格局好+原油价格高位震荡，后续需求回升带来弹性）。
- **风险因素：**宏观经济下行风险；房地产市场下行风险；稳增长政策不及预期风险；历史数据不代表未来。



目录

一、市场主线风格探讨：热点可能会扩散	6
1.1 港股走强代表机构资金活跃，容易带来热点轮动扩散	6
1.2 春节之后经济预期可能会发生乐观变化，带来投资机会扩散	8
1.3 政策引导中长期资金入市，价值板块存在市值管理驱动的投资机会	10
1.4 风格和行业供需格局分析及配置建议	13
1.4.1 成长：DeepSeek 带来中国互联网资产关注度提高，AI 主题活跃	16
1.4.2 金融地产：政策导向积极，等待地产数据验证	16
1.4.3 消费：估值上台阶空间不大，或可关注高现金流行业	17
1.4.4 上游周期：短期关注红利价值，长期等待需求接力	17
1.4.5 出海：长期逻辑强，短期美国贸易政策影响低于预期	17
1.5 PB-ROE 模型度量行业估值性价比	18
二、市场表现跟踪	20
2.1 市场表现回顾：2025 年以来成长风格表现强	20
2.2 市场情绪跟踪：1 月中旬以来板块成交和涨跌分化扩大	22
三、宏观、中观基本面跟踪	26
3.1 投资	26
3.2 外需	26
3.3 工业	26
3.4 通胀	27
3.5 上游：资源品	28
3.6 中游：建材、机械设备	29
3.7 下游：房地产、消费	29
风险因素	31

表目录

表 1：历年两会前后股市表现（单位：%）	10
表 2：大类行业基本面情况及季度配置顺序	13
表 3：申万一级行业长期基本面格局&未来 1 年供需状态分析	14
表 4：PB-ROE 度量的一级行业估值与基本面匹配情况（单位：%）	19

图目录

图 1：港股走势比 A 股强，大多是季度行情的信号（单位：点数）	6
图 2：港股投资者结构中以机构投资者为主（单位：%）	7
图 3：A 股投资者中个人投资者持股市值占比较高（单位：%）	7
图 4：全部港股市值行业分布（单位：%）	7
图 5：全部 A 股市值行业分布（单位：%）	7
图 6：2021 年以来 AH 股比值一直维持在 130-155 的区间震荡（单位：点数）	8
图 7：春节后到 3 月 PMI 通常会有明显回升（单位：%）	9
图 8：花旗中国经济意外指数经济预期高点通常出现在 3 月（单位：点）	9
图 6：社融规模数据一般在年初表现最好（单位：亿元）	9
图 7：新增人民币贷款一般在年初表现最好（单位：亿元）	9
图 11：保险基金重仓流通股持仓市值分布（单位：%）	11
图 12：社保基金重仓流通股持仓市值分布（单位：%）	11
图 13：2025 年以来成长风格表现强（单位：倍）	20
图 14：2025 年以来小盘指数表现强（单位：%）	20
图 15：2025 年以来中证 1000 指数表现强（单位：%）	20
图 16：2025 年以来亏损股指数表现强（单位：%）	20
图 17：过去 1 个月一级行业涨跌幅（单位：%）	21
图 18：一级行业 2025 年盈利预测调整幅度（单位：%）	21
图 19：一级行业 PE 和 PB 估值分位（单位：%）	21
图 20：过去 1 个月领涨板块估值较高（单位：%）	21
图 21：1 月以来一级行业成交量占比（5 日 MA）标准差回升（单位：%）	22
图 22：1 月中旬以来一级行业涨跌幅标准差回升（单位：%、点）	22

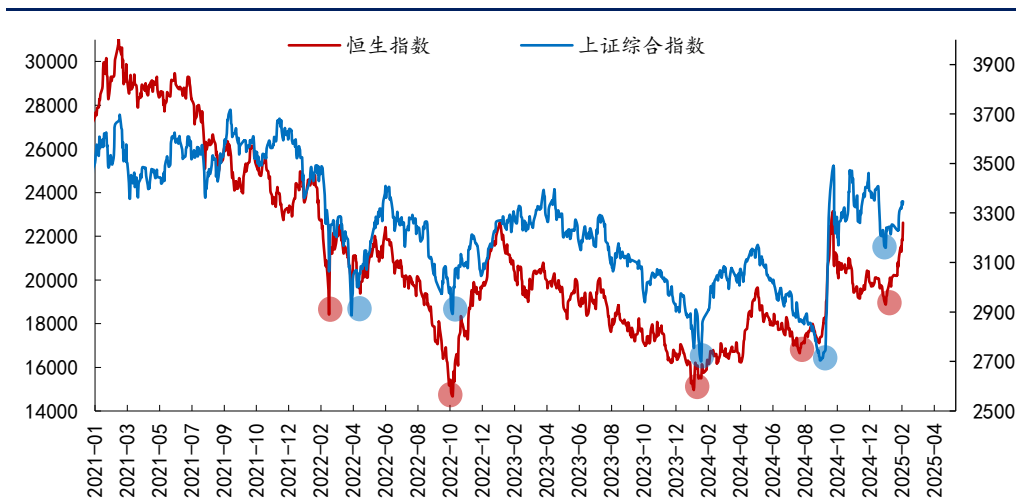
图 23: 新能源车日均换手率 (单位: %, 倍)	23
图 24: 半导体日均换手率 (单位: %, 倍)	23
图 25: 计算机日均换手率 (单位: %, 倍)	23
图 26: 传媒日均换手率 (单位: %, 倍)	23
图 27: 医药生物日均换手率 (单位: %, 倍)	23
图 28: 食品饮料日均换手率 (单位: %, 倍)	23
图 29: 煤炭日均换手率 (单位: %, 倍)	24
图 30: 有色金属日均换手率 (单位: %, 倍)	24
图 31: 银行日均换手率 (单位: %, 倍)	24
图 32: 建筑日均换手率 (单位: %, 倍)	24
图 33: 1 月北向资金持仓占流通市值比例 (单位: %)	25
图 34: 1 月北向资金持仓占流通市值比例环比变化 (单位: pct)	25
图 35: 核心资产上涨股票数占比 (单位: %)	25
图 36: 核心资产估值回升 (单位: 倍)	25
图 37: 2024 年 12 月制造业、基建、地产投资同比增速下降 (单位: %)	26
图 38: 2024 年 12 月上游利润占比下降 (单位: %)	26
图 39: 美国 2025 年 1 月 CPI 回升至 3% (单位: %)	26
图 40: 2024 年 12 月我国出口金额当月同比回升 (单位: %)	26
图 41: 2024 年 12 月工业增加值和利润总额当月同比回升 (单位: %)	27
图 42: 2025 年高炉开工率平稳 (单位: %)	27
图 43: 2025 年 1 月 CPI 增速小幅回落, 核心 CPI 环比上升 (单位: %)	27
图 44: 2025 年 1 月 PPI 降幅环比持平但仍负增 (单位: %)	27
图 45: 猪肉价格、蔬菜价格下降 (单位: 元/公斤)	28
图 46: 鸡蛋价格、白条鸡价格下降 (单位: 元/公斤)	28
图 47: 煤炭库存处于高位、螺纹钢库存回升 (单位: 万吨)	28
图 48: 铝、锌库存持续下降, 铜库存企稳 (单位: 万吨)	28
图 49: 2025 年 1 月玻璃价格回升、水泥价格回落 (单位: 元/吨, 点)	29
图 50: 2024 年 12 月挖掘机销量同比下降 (单位: %)	29
图 51: 2025 年以来 30 大中城市商品房成交面积回落 (单位: 万平米, %)	29
图 52: 2024 年 12 月社会消费品零售总额当月同比增速回升 (单位: %)	29
图 53: 2025 年 1 月汽车销量增速回落 (单位: %)	30
图 54: 2025 年 1 月新能源车销量渗透率为 39% (单位: %)	30

一、市场主线风格探讨：热点可能会扩散

1.1 港股走强代表机构资金活跃，容易带来热点轮动扩散

港股走势比A股强，大多是季度行情的信号。2025年1月13日以来AH股反转上行，至2025年2月19日约1个月时间内，恒生指数涨幅达到21.6%，相对于上证指数超额收益达到15.5%。这是2024年10月以来的第一次出现港股整体走势比A股更强。从2022年以来的历史经验来看，历次季度行情的起点附近，均能够看到港股比A股更强。2022年3月15日恒生指数企稳，但上证综指跌到了4月底，随后迎来季度上涨。2022年11月港股开启反弹，力度比A股更强，也是季度上涨的标志。2024年2月恒生指数比上证综指领先半个月见底，2024年8月恒生指数比上证综指领先一个月见底。

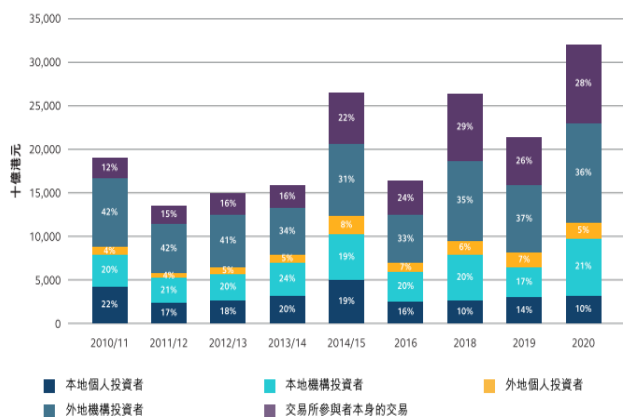
图 1：港股走势比A股强，大多是季度行情的信号（单位：点数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

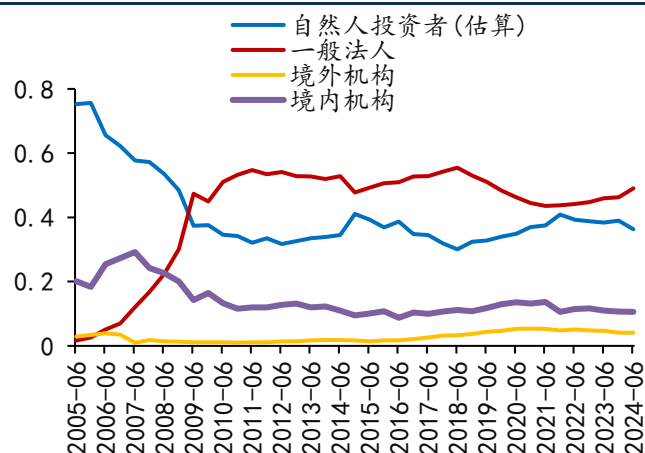
AH股投资者结构差异较大，港股以机构投资者为主，A股以个人投资者为主。根据港交所披露的2020年数据，港股市场投资者结构中，本地+外地个人投资者交易金额占比仅占15%，其余85%左右主要来自于机构投资者（包括交易所参与者本身的交易）。同时，外地投资者中欧美国家投资者占比48%左右，也处于较高水平。A股市场投资者结构中，截至2024年6月数据显示，境内外机构投资者持股市值占比只有14.7%，其中境内机构（包括公募基金、私募基金、保险公司、社保基金等各类机构）持股市值占比10.6%，境外机构持股市值占比则从2020年的高点5.4%下降到4.1%左右。个人投资者持股市值占比为36%，仍处在较高水平。在A股市场中，除了一般公司法人，个人投资者是市场主要的参与者。

图 2：港股投资者结构中以机构投资者为主（单位：十亿港元）



资料来源：港交所，信达证券研发中心

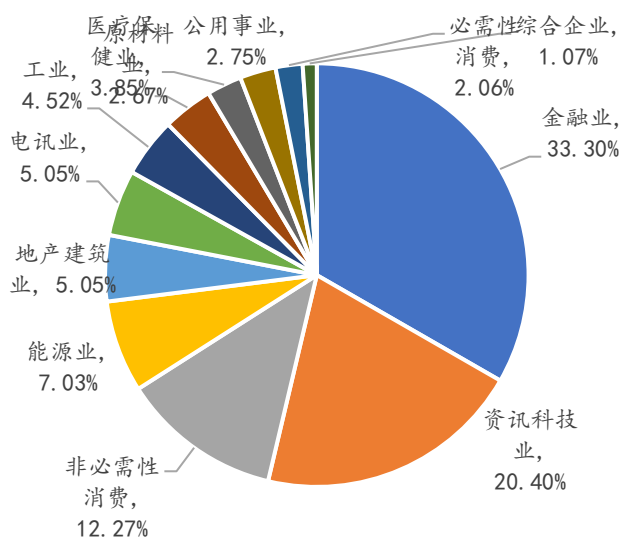
图 3：A 股投资者中个人投资者持股市值占比较高



资料来源：万得，信达证券研发中心

AH 股板块结构也存在差异，港股上市公司市值分布较集中于金融和互联网龙头。A 股上市公司市值分布相对分散且均匀。截至 2025 年 2 月 19 日，港股中市值排名前 10% 的公司总市值占全部港股近 91%。从全部港股的行业分布来看，占市值权重排名前三的行业分别是金融（市值占比 33.3%）、资讯科技（TMT 为主，市值占比 20.4%）以及非必须消费（市值占比 12.27%），前三大行业合计市值占比达到 66%。相比之下，A 股上市公司市值分布相对分散且均匀。截至 2025 年 2 月 19 日占市值权重排名前三的行业，电子、电力设备、医药生物合计市值占比仅 26.7% 左右。港股中金融板块加上地产建筑板块市值占比合计达到 38%，而 A 股中金融地产类板块市值占比合计仅为 15%。港股市场行业分布更偏向低估价值。

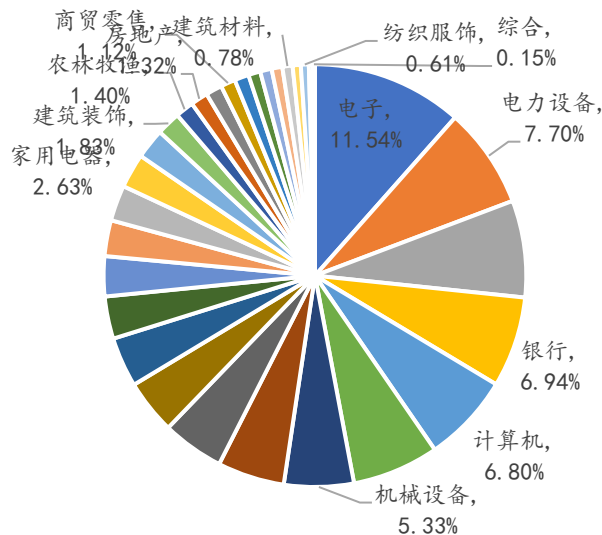
图 4：全部港股市值行业分布（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

注：行业分类标准为恒生行业分类，截止日期 2025 年 2 月 19 日

图 5：全部 A 股市值行业分布（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

注：行业分类标准为申万一级行业分类，截止日期 2025 年 2 月 19 日

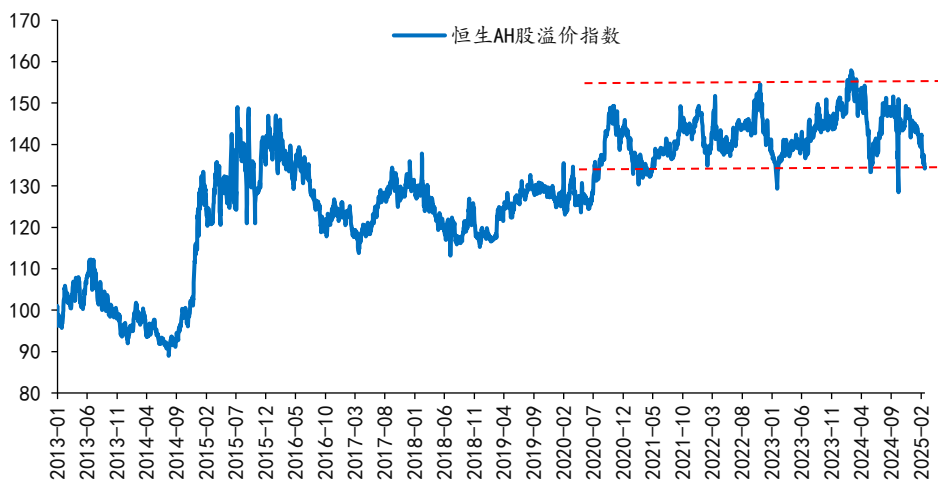
由于板块差异和投资者结构的差异，导致从短期的角度，港股往往会更反映机构投资者的预期。近期投资者观察到港股走强，这说明去年 10 月中旬以来海外机构投资者减仓

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 7

的过程大概率已经结束，可能带来港股月度或者季度的走强。2025 年 1 月中旬以来外资回流的原因除了季节性资金回流、数据空窗期、中美贸易担心缓和等因素外，还有一个重要的驱动因素是 DeepSeek 横空出世让全球投资者开始关注中国互联网资产。因此从板块表现来看分化较大，领涨的板块集中在 AI 产业链相关的 TMT。

2021 年以来，虽然恒生指数整体表现比上证综指更弱，但如果以同时在 A 股和港股上市的股票来看，AH 股比值一直维持在 130-155 的区间震荡。截至 2025 年 2 月 19 日，AH 股溢价指数重新回到 134 的较低水平。这说明外资相比内资偏悲观的情绪已经修复到 2020 年以来偏乐观的状态。我们认为，3 月两会后到 4 月中，开春后的经济数据、盈利一季报数据开始逐步披露，机构型资金不一定再局限于成长主题，可能开始基于高频盈利数据布局，部分价值板块也有补涨机会。

图 6：2021 年以来 AH 股比值一直维持在 130-155 的区间震荡（单位：点数）

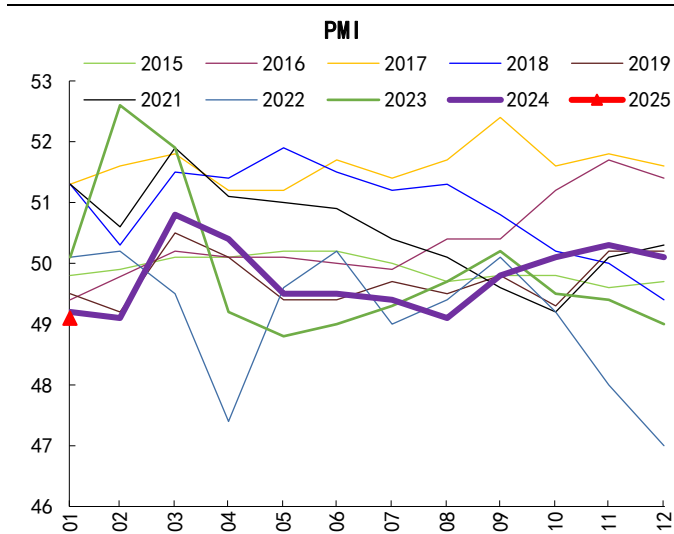


资料来源：万得，信达证券研发中心

1.2 春节之后经济预期可能会发生乐观变化，带来投资机会扩散

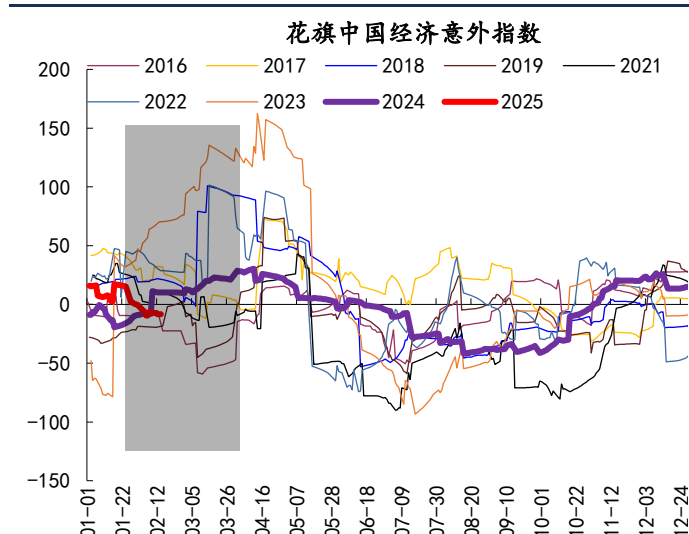
每年宏观经济数据的季节性规律表现为，每年 Q1 经济数据大概率会超预期，3 月容易出现经济预期短期高点。以经济意外指数来看，每年经济预期高点多出现在 Q1，通常是 3 月。每年春节后到 3 月，PMI 数据一般会有较为明显的回升。我们认为主要有以下原因：（1）Q1 经济数据有春节假期的扰动，波动通常较大。春节假期所在月份工业生产通常放缓。春节假期之后，尤其是 3 月，随着节后复工复产和天气转暖，加上基数的影响，经济预期大概率转好。而到了 Q2，在春节错位扰动影响消散后，经济通常会向实际增长水平回归。（2）Q1 两会召开往往对经济预期有提振作用，Q2 政策预期对经济的影响开始下降。

图 7：春节后到 3 月 PMI 通常会有明显回升（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 8：花旗中国经济意外指数经济预期高点通常出现在 3 月（单位：点）

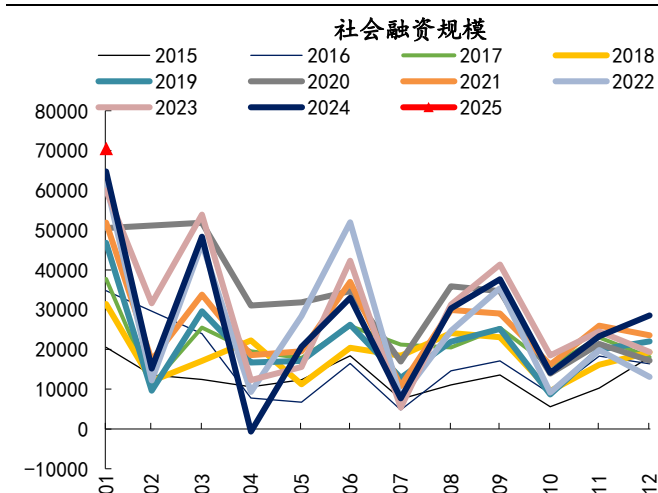


资料来源：万得，信达证券研发中心

人民币贷款和社融规模数据一般年初的时候表现较好，2025 年 1 月社融数据偏强。

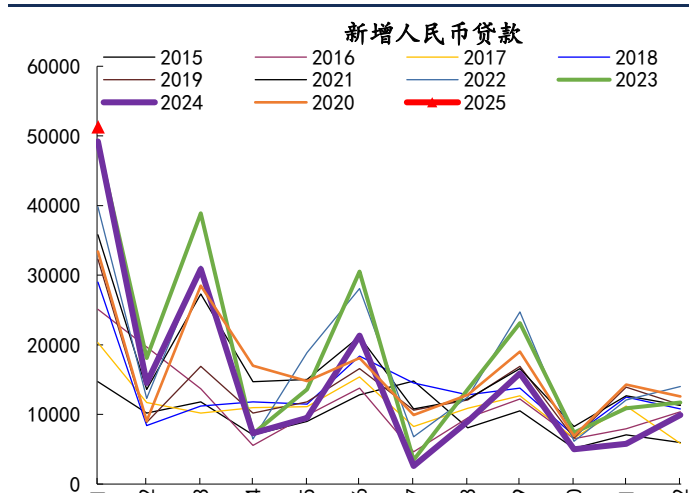
商业银行往往出于“开门红”的考虑，在当年年初集中进行信贷投放，因此人民币贷款和社融规模数据通常在 1 月出现全年的高点。2025 年 1 月的社融数据虽然结构分化，但总量依然偏强，社融规模增量为 7.06 万亿元，比上年同期多增 5866 亿元。1 月信贷表现也比较强劲，新增人民币贷款 5.13 万亿元，比上年同期多增 2100 亿元。主要贡献是企业贷款同比多增 1500 亿元，有所回暖。1 月社融总量表现较强，主要受益于积极的财政政策前置发力，以及银行多数项目储备于年初释放。

图 9：社融规模数据一般在年初表现最好（单位：亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 10：新增人民币贷款一般在年初表现最好（单位：亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

3 月两会召开前，市场对经济和政策预期通常会有所提高。3 月初-3 月中旬召开的“两会”，通常会奠定全年政策基调。根据我们从 2008-2024 年两会召开前后的市场表现统计，在会议召开前的 1 个月（2 月），政策预期升温影响下市场风险偏好提升，万得全 A 指数上涨概率较大，涨幅中位值、平均值为 2.85%、3.61%。在会议召开期间，政策预期兑现可能导致万得全 A 指数大概率下跌。会议召开后的 1 个月（3

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 9

月中-4月中)，万得全A指数上涨概率再次提高。

表 1：历年两会前后股市表现（单位：%）

	会议起始日期	会议结束日期	万得全A指数表现		
			会议召开前1个月	会议召开期间	会议召开后1个月
2008年两会	2008/3/3	2008/3/18	-3.20%	-19.59%	-12.62%
2009年两会	2009/3/3	2009/3/13	4.97%	2.58%	19.14%
2010年两会	2010/3/3	2010/3/14	4.28%	-2.42%	5.45%
2011年两会	2011/3/3	2011/3/14	8.17%	1.01%	2.95%
2012年两会	2012/3/3	2012/3/14	7.78%	-2.59%	-4.28%
2013年两会	2013/3/3	2013/3/17	5.01%	-4.69%	-2.90%
2014年两会	2014/3/3	2014/3/13	1.42%	-1.46%	5.22%
2015年两会	2015/3/3	2015/3/15	2.53%	2.46%	27.61%
2016年两会	2016/3/3	2016/3/16	4.58%	-1.11%	13.03%
2017年两会	2017/3/3	2017/3/15	2.85%	1.06%	-0.55%
2018年两会	2018/3/3	2018/3/20	-7.29%	2.13%	-4.16%
2019年两会	2019/3/3	2019/3/15	17.35%	3.15%	7.24%
2020年两会	2020/5/21	2020/5/28	1.76%	-1.80%	7.47%
2021年两会	2021/3/4	2021/3/16	-3.31%	-5.64%	0.66%
2022年两会	2022/3/4	2022/3/11	0.73%	-5.11%	-4.18%
2023年两会	2023/3/4	2023/3/13	-0.33%	-2.48%	2.61%
2024年两会	2024/3/4	2024/3/11	14.16%	1.54%	-0.68%
中位值			2.85%	-1.46%	2.61%
平均值			3.61%	-1.94%	3.65%

资料来源：万得，信达证券研发中心

季节性规律显示，历年春节后到3月经济高频数据通常偏强，3月“两会”召开也会对经济和政策预期有所提振。2025年1月社融数据总量实现“开门红”，体现了财政政策前置发力的效果，后续稳增长政策落地效果有望逐步显现。我们认为，同时考虑到春节后到3月的资金格局往往不错，如果经济预期发生乐观变化，流动性相对充裕的背景下有利于投资热点继续扩散，部分顺周期、受政策积极影响较大的板块可能受益。

1.3 政策引导中长期资金入市，价值板块存在市值管理驱动的投资机会

政策大力度引导中长期资金入市，构建完善指数化投资生态。2025年1月22日中央金融办等六部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，并召开新闻发布会，实施方案重点引导商业保险资金、全国社会保障基金、基本养老保险基金、企业年金基金、公募基金等中长期资金进一步加大入市力度。结合新闻发布会，《实施方案》核心内容包括：

一是提升实际投资比例。对公募基金，明确公募基金持有A股流通市值未来三年每年至少增长10%。对商业保险资金，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，这也意味着将每年至少为A股新增几千亿的长期资金。第二批保险资金的长期股票投资试点将在2025年上半年落实到位，规模不低于1000亿元，后续还将逐步扩大。

二是延长考核周期。进一步提出公募基金、国有商业保险公司、基本养老保险基金、年金基金等都要全面建立实施三年以上长周期考核，大幅降低国有商业保险公司当年度经营指标考核权重，细化明确全国社保基金五年以上长周期考核安排。

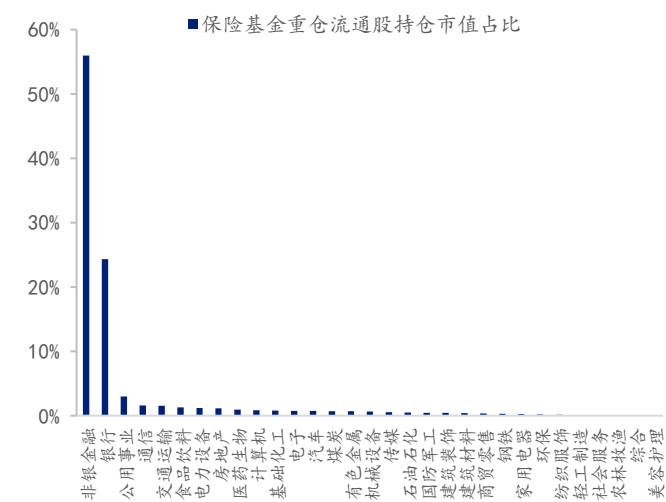
三是优化资本市场投资生态。包括引导上市公司加大股份回购力度，落实一年多次分红政策。推动上市公司加大股份回购增持再贷款工具的运用。允许公募基金、商业保险资金、基本养老保险基金、企（职）业年金基金、银行理财等作为战略投资者参与上市公司定增等措施。

1月26日，证监会印发《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》，提出优化ETF注册发行安排、降低指数基金投资成本等12项具体举措。《行动方案》的主要目标是，推动资本市场指数化投资规模和比例明显提升，加快构建公募基金行业主动投资与被动投资协同发展、互促共进的新发展格局；强化指数基金资产配置功能，稳步提升投资者长期回报，为中长期资金入市提供更加便利的渠道，助力构建资本市场“长钱长投”生态，壮大理性成熟的中长期投资力量。

中长期资金是资本市场重要的专业投资力量，是维护资本市场平稳健康运行的“压舱石”“稳定器”。《实施方案》一方面是前期政策层面推动解决中长期资金总量不足、结构不优、引领作用发挥不够充分等问题延续和落地。2024年4月发布的新“国九条”即对于推动中长期资金入市提出了包括完善适配长期投资的基础制度，构建支持“长钱长投”的政策体系。2024年9月，《关于推动中长期资金入市的指导意见》提出，建设培育鼓励长期投资的资本市场生态；大力发展权益类公募基金，支持私募证券投资基金稳健发展；着力完善各类中长期资金入市配套政策制度等。另一方面《实施方案》在中长期资金来源、考核机制方面进行了升级，进一步打通中长期资金入市的堵点和卡点。我们认为短期有利于提振市场预期和风险偏好。长期有望给资本市场带来持续、稳定、专业的增量资金，有利于资本市场平稳运行，健康发展。

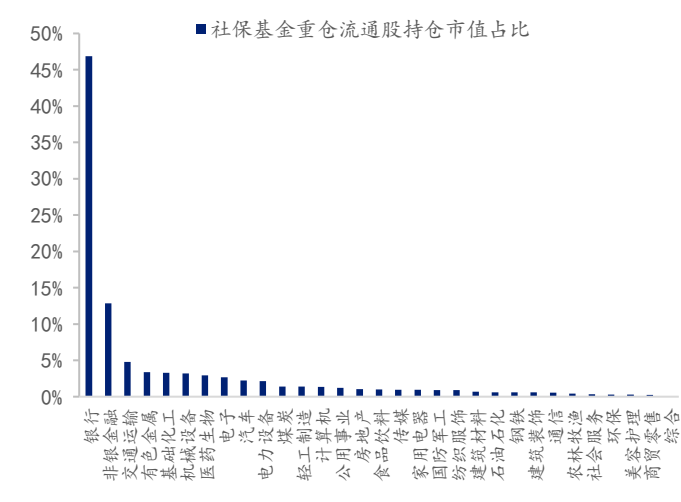
中长期资金偏好配置金融、红利等大盘、价值类板块。从中长期资金历史配置偏好来看，保险资金由于“短资产、长负债”的结构，追求绝对收益，风险偏好较低，注重资产的安全性和流动性，偏好配置大盘蓝筹、红利、价值类板块。从2024年Q3持仓市值占比来看，配置方向以非银金融、银行、公用事业、通信、交通运输为主。社保资金期限长，资金来源稳定，比较注重长期投资、价值投资、责任投资。从2024年Q3持仓市值占比来看，配置方向也相对集中于银行、非银金融、交通运输等行业。

图 11：保险基金重仓流通股持仓市值分布（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 12：社保基金重仓流通股持仓市值分布（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心



从长期来看，耐心资本是长期资本、是更为安全的投资资本，也是战略资本。耐心资本可以成为反映新质生产力发展的风向标，引领资本向发展新质生产力聚集。我们认为，新质生产力方向长期也有望受益于中长期资金入市，包括新一代信息技术（5G、物联网、云计算、大数据、人工智能等）、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车等关键领域。

价值类板块有望受益于市值管理驱动的投资机会。2024年以来资本市场改革提速，改革方向也有从融资端向投资端转变的迹象，上市公司市值管理政策加码推行节奏加快。2024年4月，资本市场新“国九条”提出“推动上市公司提升投资价值”。2024年9月，证监会发布《上市公司监管指引第10号——市值管理（征求意见稿）》，并于2024年11月正式稿落地。《指引》（正式稿）明确了市值管理的定义、目标、相关主体的责任和义务、市值管理的主要方式等，同时对主要指数成分股公司和长期破净公司的市值管理制度作出专门要求。2024年12月，国务院国资委发布《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》，这是证监会之后国资委在央企层面发布的市值管理指导性意见。

我们认为，在市值管理政策驱动下，相关价值类主题有望活跃，可关注以下方向：

（1）并购重组：市值管理重要工具，重点支持央国企和双创企业。并购重组新政的特征是：发展新质生产力（转型）+央国企龙头进阶（升级）。我们认为新政核心具备以下三个特征：一是充分发挥资本市场服务于新质生产力发展的功能，加大政策对于科创并购的支持力度，提高对重组估值包容性。二是鼓励上市公司加强产业整合。三是严把注入资产质量关，加大对“借壳上市”的监管力度，从严打击“炒壳”行为。投资方向：2024年至今首次披露重组计划+央国企&科创+前期涨幅&估值低。

（2）破净：市值管理新规助力低估价值股合理回归。（1）根据《上市公司监管指引第10号——市值管理》第八条和第九条，就主要指数成份股公司和长期破净公司作出专门要求。一部分基本面相对较好，盈利能力稳健，资产质量优良的被低估央国企来说，可能存在较大的估值修复空间。我们认为对于长期破净股或可关注以下几方面机会：一是部分资产质量好、盈利能力强的破净公司，尤其是部分传统行业如银行、钢铁等行业的龙头企业 and 央国企。二是关注目标明确、执行力度强、计划切实可行的公司。三是部分破净股仍然具备较强的分红能力，能够给投资者带来稳定的现金回报。投资方向：长期破净+PB低于行业平均+主要指数成份+前期涨幅&估值低。

（3）股份回购：回购增持再贷款助力资本市场良性发展。股份回购是加强市值管理的重要工具之一。从美股的经验来看，股票回购成为支撑美股走牛的重要力量之一，在经济受到外部风险冲击的阶段股票回购能够对股市起到较好的托底作用。股票回购增持再贷款为回购提供低成本资金，尤其有利于央企市值管理。投资方向：央国企+前期涨幅低+破净。

1.4 风格和行业供需格局分析及配置建议

未来 1 个月配置建议：港股互联网（海外波动加大+中国资产配置意愿上升）> AI（新赛道+DeepSeek 催化）> 金融地产（等待验证春节后地产数据）

未来 3 个月配置建议：AI&消费电子（新赛道+成长股中的价值股）> 上游周期（产能格局好+前期涨幅和预期低）> 消费（政策支持力度大）> 出海（长期逻辑好+美国贸易政策影响低于预期）

表 2：大类行业基本面情况及季度配置顺序

行业	长期基本格局	未来 1 年供需格局	绝对估值状态	相对估值状态
金融地产	受到地产长期下行压制；	稳增长持续发力，虽然较难使行业长期格局完全扭转，但经济出现失速风险的可能性降低，我们认为对 ROE 预期稳定和存量资产重估均有利。资本市场活跃度提高，有利于非银金融利润提升。	低	低
消费	需求下降除了受经济周期的影响，可能还受人口、收入等长期因素影响；	消费补贴政策持续推进。需求修复的弹性和空间不确定性大；仅靠政策补贴较难推动消费行业景气度的大幅回升。	低	低
上游周期	碳中和长期压制产能，之前 10 年产能建设不足，可能存在产能周期。	2025 年海外经济可能偏强，中国经济逐步摆脱下滑的压力，但尚需时间，经济修复可能要等下半年。	偏低	高
中游材料	没有明显的产能建设不足问题，传统下游受房地产长周期下行影响，中国产能全球替代。	国内需求稳定尚需时间。政策可能催化主题性的机会。	中等	中等偏低
成长	AI、军工、机器人等新的成长产业机会逐渐显现。	半导体周期上行；消费补贴扩容利好消费电子；AI 重点关注下游应用能否突破；新能源产能压力尚未完全消化。	中等	中等
稳定类	竞争格局稳定，股息率高，成长性较弱。	我们预计基本面年度弹性不大，重点关注国企改革等主题性机会。	中等	高
未来 1 个月配置建议	港股互联网（海外波动加大+中国资产配置意愿上升）> AI（新赛道+DeepSeek 催化）> 金融地产（等待验证春节后地产数据）			
未来 3 个月配置建议	AI&消费电子（新赛道+成长股中的价值股）> 上游周期（产能格局好+前期涨幅和预期低）> 消费（政策支持力度大）> 出海（长期逻辑好+美国贸易政策影响低于预期）			
2025 年度配置建议	新赛道（AI、军工）；新逻辑（高 ROE、ETF 权重）；政策影响下的主题（房地产、破净个股市值管理）			

注：（1）相对估值为行业 PB/万得全 APB

（2）红色字体代表利好因素，绿色字体代表利空因素。

资料来源：万得，信达证券研发中心



表 3：申万一级行业长期基本面格局&未来 1 年供需状态分析

板块	行业	长期基本面格局	未来 1 年供需格局	综合评价
周期	煤炭	长期资本开支不足。	产能释放比较有限。国内需求修复尚需时间。	有色金属&石油石化（商品涨价前红利价值，产能格局好+需求回升带来弹性） 商品价格长期来看主要受产能格局的影响，但在 1-2 年的时间范围内受库存周期的影响更大。我们认为从价格波动的规律和产能格局来看，商品价格依然处于产能周期景气向上的过程中。 我们认为 2025 年商品价格如果开启新一轮上涨，大概率需要需求接力。但这个过程可能还需要一定时间。当前上游周期偏弱的原因之一是煤炭价格仍在持续下行。如果后续随着需求的复苏开启新一轮商品涨价，估值有望基于 ROE 更高的波动范围实现跃升。
	石油石化	长期资本开支不足。	海外经济可能仍偏强。中美原油需求进一步增长有不确定性；自愿原则下 OPEC+减产可能不及预期。	
	基础化工	中国产能的全球替代。	存在产能释放压力，国内需求修复尚需时间。	
	钢铁	国内政策对产能控制。	国内需求修复尚需时间。可能有政策性主题行情。	
	有色金属	长期产能不足，新能源带来增量需求，全球政治经济变局重塑黄金定价逻辑。	海外经济可能仍偏强；美联储降息节奏不确定可能导致价格波动大。	
	建筑材料	国内政策对产能控制。	二手房销售回暖和政策补贴提振消费建材需求；供给冲击仍存，但可能有边际改善。	
	机械设备	存量替换大周期告一段落，新兴行业有增量，部分细分领域有出海和国产替代逻辑。	低空经济、人形机器人、3C 设备等高成长相关细分领域受益于政策支持、自主可控，AI 应用落地等因素，可能逐步有业绩兑现。特朗普关税政策可能影响出口链。国内需求修复尚需时间。	
消费	汽车	新能源车加速了中国汽车产业链的进口替代，出口竞争力提高。	整车需求受益于以旧换新补贴政策。自主品牌出海进入海外设厂布局阶段。自动驾驶、机器人等概念可能带来新的增量。国内需求修复的时间和弹性不确定；新能源车渗透率逐渐接近 50%；特朗普关税政策可能影响出口链。	建议关注：家电（ROE 稳定+现金流充足） 长期逻辑可能出现变化，政策补贴有望短期提振需求，但提振的时间效果尚不确定。受消费升级尚未进一步证明和房地产长周期下行等因素的影响，大部分消费板块 ROE 中枢可能较 16-21 年下降。估值抬升空间或有限。消费板块中，家电优势在于 ROE 比较稳定。同时，家电板块具备高自由现金流的特征，竞争格局稳定，资本开支下降，具备积极分红的特质，有望实现估值系统性提升。
	家用电器	出口竞争力强，小家电消费升级，传统家电受制于房地产长期下行。	“以旧换新”政策支持需求。白电板块兼具安全边际和高分红、高现金流可能带来的弹性。人民币贬值利好出口企业盈利修复。地产销售全面恢复仍需时间。特朗普关税政策可能影响出口链。	
	社会服务	部分子行业集中度提高，但核心壁垒还在构建。	并购重组活跃度提高背景下部分景区有望受益；冰雪旅游等主题行情阶段性活跃；酒店行业供给端出清后景气筑底回升；国内需求修复的时间和弹性不确定。	
	食品饮料	品牌壁垒强，高 ROE，但连续高估值带来竞争加剧，消费升级长期逻辑暂时没有进一步证明。	餐饮需求受益于消费券发放；乳制品库存较低；量贩零食渠道拓展速度较快；白酒需求复苏仍需时间；	
	医药生物	人口老龄化，进口替代，集采常态化，政策监管趋严，海外制裁可能成为黑天鹅。	二级市场可能回暖带动国内投融资情况改善；地方化债有利于推动医疗设备采购需求回升；政策支持创新药发展；集采和反腐仍然可能对行业预期有扰动。	
	农林牧渔	行业集中度提升，规模化养殖替代散养。但这一轮猪周期去产能力度可能不够。	猪价上行，成本下降，有利于养殖板块盈利改善；粮食安全主题；能繁母猪补栏速度偏慢；种业或仍处于产能出清过程中。	
	美容护理	国产品牌替代。	医美新材料、新产品的上市可能带来增量需求；渠道变革的加成减弱；顺周期行业，社零增速放缓，国内需求修复的时间和弹性不确定。	
	商贸零售	国产品牌替代，直播等新渠道重构产业结构。	IP 消费需求增长；传统零售竞争格局改善；AI 赋能板块主题行情。国内需求修复的时间和弹性不确定。特朗普关税政策可能影响出口链。	
	纺织服饰	国产品牌替代，出口竞争力提高，毛利率较低。	家纺补贴推进；体育产业政策支持；海外库存水平较健康，头部厂商集中度提高；顺周期行业，社零增速放缓，国内需求修复的时间和弹性不确定。	
	轻工制造	地产长期下行压制需求增量，存量依赖消费升级和集中度提升。	“以旧换新”政策支持家居需求；部分细分行业仍有产能过剩压力；地产销售全面恢复仍需时间。特朗普关税政策可能影响出口链。	



稳定	建筑装饰	长期增长空间不大，ROE 中枢缓慢下降。双碳、一带一路可能提高景气度。	稳增长发力，订单增加。化债力度加大有利于资产负债表修复。	建议关注：银行（大盘价值风格+红利+防御）>证券（政策受益+上涨行情中弹性大）&保险（基本面改善） 宏观政策基调积极，两会临近政策预期有望提升。金融地产是最受益于积极政策导向的板块之一，在政策影响下有年度基本面改善的可能。春节后到 3 月宏观经济数据季节性偏强，经济预期可能有积极变化。2025 年以来一二线城市房地产销售有所降温，等待地产数据验证。 非银金融板块中，证券直接受益于金融政策变化，保险基本面改善后可能会有弹性。
	交通运输	航空产能出清，航运超级周期可能已结束，快递物流竞争格局一般。	公路铁路等高股息板块受益于利率下降；促消费政策支持航空需求；直营快递竞争格局较好；快递件量基数高；海运可能出现供需紧张缓解；国内需求修复的时间和弹性不确定；跨境物流受特朗普关税政策影响不确定。	
	公用事业	长期空间关注电价改革等政策。	并购重组活跃度提升有利于部分公司整合优质资产；成本压制有所缓解；总量层面增量逻辑不多。	
金融地产	非银金融	股市注册制、财富管理，但由于加杠杆难度大，基本面稳步回升，弹性小。保险受到代理人去产能和去杠杆负面影响可能也到了尾声了。	熊转牛拐点弹性大，短期基本面压制接近尾声。	建议关注：AI（新逻辑、DeepSeek 催化）&港股互联网&消费电子（补贴政策+成长股中的偏价值方向） DeepSeek 带来中国互联网资产关注度提高，AI 主题短期活跃。牛市中风格通常会在震荡期完成切换。我们认为当前可能是牛市第二波上涨的早期，AI、机器人等新逻辑再次表现出弹性。但后续还会面临两会前后博弈性资金离场、4 月季报验证的考验。根据历史经验在市场震荡末期，大概率会提前观察到风格转向大盘。 我们认为后续成长风格中可以关注两个方面：一是传媒互联网&消费电子，或可以看作成长风格中偏价值的方向进行配置；二是 AI 等新的产业方向。DeepSeek 的出现说明 AI 的进步速度依然很快，并没有进入瓶颈。如果验证到商业模式落地的临界点，可能成为牛市中新的主线。在此之前或可做波段。
	银行	金融去杠杆，房住不炒，压制收入和利差。	降息对利润有压制，稳增长促使信贷扩张。	
	房地产	房住不炒，人口周期下行。	各地房地产政策不断宽松；部分城市二手房销售有回暖迹象；地产销售全面恢复仍需时间。	
成长	电力设备	ESG、碳中和等政策长期有利于新能源，新能源车渗透率提升速度较快。长期需求强。	行业资本开支在 2021 年之后快速提升，产能密集释放期尚未消化完成。库存周期可能触底。	建议关注：AI（新逻辑、DeepSeek 催化）&港股互联网&消费电子（补贴政策+成长股中的偏价值方向） DeepSeek 带来中国互联网资产关注度提高，AI 主题短期活跃。牛市中风格通常会在震荡期完成切换。我们认为当前可能是牛市第二波上涨的早期，AI、机器人等新逻辑再次表现出弹性。但后续还会面临两会前后博弈性资金离场、4 月季报验证的考验。根据历史经验在市场震荡末期，大概率会提前观察到风格转向大盘。 我们认为后续成长风格中可以关注两个方面：一是传媒互联网&消费电子，或可以看作成长风格中偏价值的方向进行配置；二是 AI 等新的产业方向。DeepSeek 的出现说明 AI 的进步速度依然很快，并没有进入瓶颈。如果验证到商业模式落地的临界点，可能成为牛市中新的主线。在此之前或可做波段。
	国防军工	中美关系越来越复杂，国防现代化建设进入重要阶段，部分重要装备进入放量阶段。	需求增长稳定；“十四五”收官之年订单周期有望带来业绩切换；库存周期触底可能上行。	
	通信	5G 基站建设也已出现一段高速增长，但 5G 应用尚在探索普及阶段。	运营商资本开支少，利润稳定；AI 有望驱动资本开支提高；算力产业链国产化需求。	
	电子	半导体国产替代仍有较大的发展空间，VR/AR 还处在产业初期，还不是重点增长点，汽车电子国产替代速度快。	半导体周期回升；消费电子补贴提振需求；AI 应用如果有突破利好硬件需求增长。	
	计算机	AI、机器人、智能驾驶等新的产业逻辑逐步显现，数字经济高速发展。	政策支持低空经济、数字经济；化债有利于 to G 需求复苏；AI 对盈利的影响方向较明确，节奏不确定。传统计算机下游需求和经济相关性强；	
	传媒	AI 应用空间广泛，元宇宙空间广阔。监管政策整体偏严。	AI 赋能游戏、教育等新应用形态落地可期；线上需求受宏观经济影响小；港股互联网竞争格局清晰，前期人员出清后有利于利润释放；文化产业出海有望持续，但也可能受到海外政策的扰动。平台经济监管常态化。	

注：红色字体代表利好因素，绿色字体代表利空因素。

资料来源：万得，信达证券研发中心



1.4.1 成长：DeepSeek 带来中国互联网资产关注度提高，AI 主题活跃

DeepSeek 带来中国互联网资产关注度提高，AI 主题短期活跃。DeepSeek 的出现，再一次让我们见识到了技术进步在某些时候往往会有自我强化的加速度。所以从长期逻辑的角度，DeepSeek 加快了 AI 技术进步的速度。DeepSeek 横空出世，使得全球投资者对中国互联网资产关注度提高，AI 主题短期活跃。但从另一个角度看，AI 产业链的利润兑现更加不确定，后续重点关注应用端的变化。

牛市中风格通常会在震荡期完成切换。在震荡后期，低价股策略（主题行情）容易失效，且牛市期间的震荡期大概率是大小盘风格转变的拐点。当切换完成一段时间后（1-3 个月），指数通常会在新风格的带领下开启第二波上涨。我们认为当前可能是牛市第二波上涨的早期，AI、机器人等新逻辑再次表现出弹性。但后续还会面临两会前后博弈性资金离场、4 月季报验证的考验。根据历史经验在市场震荡末期，大概率会提前观察到风格转向大盘。

我们认为后续成长风格中可以关注两个方面：一是传媒互联网&消费电子，估值尚未达到历史高位，产业方面也有政策支持，如果能够观察到 ROE 在稳定的范围内波动，或可以看作成长风格中偏价值的方向进行配置；二是 AI 等新的产业方向。DeepSeek 的出现说明 AI 的进步速度依然很快，并没有进入瓶颈。如果验证到商业模式落地的临界点，可能成为牛市中新的主线。在此之前或可做波段。

1.4.2 金融地产：政策导向积极，等待地产数据验证

宏观政策基调积极，两会临近政策预期提升。2024 年年底中央政治局会议和中央经济工作会议对 2025 年宏观政策的定调均积极。2025 年以来，稳增长政策将持续发力。例如，2025 年 1 月 10 日国新办举行“中国经济高质量发展成效系列”新闻发布会上，财政部副部长表明 2025 年将把握力度、效率、时机，实施更加积极的财政政策。1 月 20 日国务院总理李强主持召开专家、企业家和教科文卫体等领域代表座谈会中也强调，要实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，努力培育更多新的经济增长点。随着 3 月两会临近，宏观政策预期也有望逐渐升温。金融地产是最受益于积极政策导向的板块之一，在政策影响下有年度基本面改善的可能。

春节后到 3 月宏观经济数据季节性偏强，经济预期可能有积极变化，等待地产数据验证。2025 年 1 月社融数据超预期偏强，体现了财政政策前置发力的效果。季节性规律显示历年春节后到 3 月宏观经济预期通常会有乐观变化，有利于经济相关板块表现。房地产板块受益于地产政策宽松，基本面变化方向是有利的，但 2025 年以来一、二线城市房地产销售有所降温，需要等待地产数据改善持续性的验证。

非银金融板块中，证券直接受益于金融政策变化，保险基本面改善后可能会有弹性。证券行业直接受益于金融政策变化，同时受益于牛市中成交量放大，虽然 ROE 大幅回升难度比较大，但有望出现边际改善。保险行业最近几年受到利率下降、产品结构调整、房地产市场下行影响，虽然 ROE 也有下降，但如果影响盈利的负面因素有所改善，反而可能会有弹性。从 2024 年三季度来看保险基本面已经出现较大幅度改善。



1.4.3 消费：估值上台阶空间不大，或可关注高现金流行业

长期逻辑可能出现变化，政策补贴有望短期提振需求，但提振的时间效果尚不确定。受消费升级尚未进一步证明和房地产长周期下行等因素的影响，大部分消费板块 ROE 中枢可能较 16-21 年下降。因此估值波动下限可能要低于 16-21 年的估值下限，或者 PB 底部震荡的时间可能拉长。消费板块的年度基本面虽然有扩内需政策支持的影响，但需求修复的弹性和空间仍有较大的不确定性。我们认为在长期逻辑较难进一步验证的情况下，仅靠政策补贴较难推动消费行业景气度的大幅回升，因此估值上台阶空间可能不大。

消费板块中，可以关注部分具有较强高分红属性的细分行业，如家电。家电优势在于 ROE 比较稳定。2004-2010 年是家电 ROE 大幅抬升的阶段，之后的竞争格局基本稳定，即使有 2011-2015 年的经济下台阶和最近 3 年的房地产下降的影响，家电 ROE 都没有受到太多影响。从内需来看，“以旧换新”政策有望对全年家电消费需求形成支撑。我们认为，同时考虑到家电的很多公司还有出海逻辑的加持，ROE 下降的概率较低，是较好的投资机会。同时，家电板块具备高自由现金流的特征，竞争格局稳定，资本开支下降，具备积极分红的特质，有望实现估值系统性提升。

1.4.4 上游周期：短期关注红利价值，长期等待需求接力

商品价格长期来看主要受产能格局的影响，但在 1-2 年的时间范围内受库存周期的影响更大。我们认为从价格波动的规律和产能格局来看，商品价格依然处于产能周期景气向上的过程中。2024 年上游资源品价格震荡走弱，我们认为主要原因是库存周期的下降。但从价格波动的幅度来看相对可控，我们认为这与行业长期资本开支不足带来的产能格局改善有关。根据历史经验，每一轮 2 年左右商品上涨的初期，商品价格大多是领先 GDP 的，所以商品刚开始涨价时，大多感觉到是库存周期或供给原因主导的。历史上商品牛市底部可能会出现领先需求回升（GDP、库存周期）1-2 个季度的情况。但商品价格较难在 1 年以上维度和 GDP 走势背离。展望未来，我们认为 2025 年商品价格如果开启新一轮上涨，大概率需要需求接力。考虑到美国制造业补库周期已经开启，特朗普的减税、财政扩张等政策主张对经济的支撑以及消费的回暖，我们认为 2025 年海外经济走弱的风险不大。国内稳增长政策落地的效果有望逐渐显现，但这个过程可能还需要一定时间。

商品涨价前关注红利价值，商品涨价后关注弹性。以煤炭为代表的上游资源品近期走弱主要受到价格下行的影响。在商品涨价前煤炭等上游资源品受益于低估值、高股息优势仍然存在配置机会。如果后续随着需求的复苏开启新一轮商品涨价，估值有望基于 ROE 更高的波动范围实现跃升。

1.4.5 出海：长期逻辑强，短期美国贸易政策影响低于预期

出口强较重要的催化因素是海外的高通胀。最近 2 年出海是 A 股较热门的投资热点之一，但如果我们观察出口的数据，其实从 2020 年就已经开始出现明显中枢的回升。从时间点上来看，2020 年的情况是，2018 年开始的中美贸易冲突有所缓和，国内房地产销售增速下降尚未开始。2020 年之后全球最大的变化是疫情和部分国家的通胀，但疫情的影响减弱后，出口数据依然很强，可能是通胀的影响。我们认为背后的原因可能是，当没有通胀或温和通胀的时候，很多国家的内部供需错配不明显，出口商品要想打开新的市场很难。但如果很多国家存在通胀，则意味着存在着明显的供需错配，通过进出口缓解供需错

配很多时候比增加产能更容易。所以制造业有优势的经济体更容易在全球通胀上行期出口大幅增长。

美国关税靴子落地，美国贸易政策影响低于预期。美国总统特朗普2月1日签署行政令，对进口自中国的商品加征10%的关税。从最终变化来看，美国对中国关税上调比例好于投资者预期。我们认为，鉴于目前海外投资者对中国资产配置比例较低，中国有充足的经验应对美国贸易政策，而且2018-2019年中美贸易政策调整，并没有趋势性影响中国总的出口量。所以，美国贸易政策的变化，大概率对中国资本市场的影响会较小。考虑到较好的估值性价比，全球资本市场的波动甚至可能还会有利于中国资产。未来1年内出海相关板块的负面影响可能在于美国关税政策变化，正面影响可能在于美国库存周期回升。

1.5 PB-ROE 模型度量行业估值性价比

我们用 PB-ROE 模型度量行业在可比盈利水平下基于长期盈利能力低估或高估的程度。我们采用5年期和10年期PB和ROE历史分位数，剔除不同行业的盈利和估值绝对水平差异的影响。ROE分位数-PB分位数越高，说明相对于历史上较高的盈利水平，该行业当前被低估程度较高。反之，ROE分位数-PB分位数越低，说明相对于历史上较低的盈利水平，该行业当前被高估的程度较高。

(1) 周期板块中，上游资源品煤炭、石油石化、有色金属均有低估，中游周期制造中的钢铁、建材、机械社保则有一定程度的高估。截至2月19日煤炭、石油石化估值均较1月有所下降，过去5年和10年PB分位数低于ROE分位数。有色金属估值较1月有所上升，但当前仍为低估状态。钢铁、建材、机械设备高估情况更明显。

(2) 成长板块中，TMT的估值继续大幅提高，高估程度进一步扩大。新能源、军工估值处于历史偏低水平，高估程度有所减少。截至2月19日，TMT板块的PB均提升到历史高位水平，整体处于高估状态。军工和电力设备的PB估值水平处于过去5年和过去10年20%-30%的偏低水平，虽然ROE也处在历史低位，但高估程度有所减少。我们认为成长板块后续可能出现分化，建议关注ROE能够出现回升从而消化高估值的细分行业。

(3) 消费板块整体仍处于低估状态，估值较1月变化不大。当前存在一定程度高估的行业为汽车、家用电器、医药生物、商贸零售。截至2月19日，消费板块PB分位数较1月变化不大。汽车当前PB分位数处于历史90%以上的偏高水平。其余大部分消费板块的PB分位数处于过去5年10%-20%左右的水平。农林牧渔、食品饮料、社会服务、纺织服饰等板块由于ROE相对稳定，目前的PB水平仍存在一定低估，但需要注意ROE波动范围收窄后，估值抬升空间或有限。

(4) 金融地产估值较1月变化不大，银行仍有一定的高估。截至2月19日金融板块的PB分位数处于过去5年中等偏上水平。房地产PB分位数相对较低，处于过去5年17%分位水平。非银金融由于三季报ROE分位数出现了明显改善，在一定程度上消化了估值提升，当前并未出现明显高估。银行当前仍有一定的高估。

(5) 稳定类板块PB略有下降，当前除建筑装饰外整体低估。稳定类板块PB较1月略有下降，当前整体低估。建筑行业PB估值稳定在历史低位，但ROE受房地产和基建投资的影响较大处于低位，目前仍有一定程度的高估。

表 4：PB-ROE 度量的一级行业估值与基本面匹配情况（单位：%）

板块	行业	PB, 过去 10 年分位数 (%)	PB, 过去 5 年分位数 (%)	ROE, 过去 10 年分位数 (%)	ROE, 过去 5 年分位数 (%)	ROE 分位数-PB 分位数(10 年)	ROE 分位数-PB 分位数(5 年)
周期	煤炭	27.1	26.0	51.2	33.3	24.11	7.31
	石油石化	6.0	12.0	82.9	66.6	76.86	54.55
	基础化工	18.3	21.1	36.5	28.5	18.21	7.42
	钢铁	23.3	36.4	19.5	4.7	(3.76)	(31.73)
	有色金属	24.9	25.1	73.1	47.6	48.21	22.48
	建筑材料	3.9	7.9	2.4	4.7	(1.53)	(3.18)
	机械设备	57.4	74.2	53.6	28.5	(3.78)	(45.72)
消费	汽车	88.3	95.6	51.2	90.4	(37.12)	(5.23)
	家用电器	23.0	38.7	26.8	19.0	3.79	(19.70)
	社会服务	12.2	21.6	68.2	95.2	56.02	73.58
	食品饮料	15.6	7.6	95.1	90.4	79.46	82.77
	医药生物	6.8	13.6	4.8	9.5	(2.00)	(4.11)
	农林牧渔	2.1	4.2	53.6	61.9	51.48	57.65
	美容护理	16.2	8.3	51.2	47.6	35.05	39.31
	商贸零售	42.5	53.3	36.5	71.4	(5.98)	18.14
	纺织服饰	10.2	15.5	53.6	80.9	43.36	65.39
	轻工制造	16.4	17.7	21.9	28.5	5.54	10.80
稳定	建筑装饰	7.0	14.1	4.8	9.5	(2.25)	(4.61)
	交通运输	9.4	17.7	39.0	66.6	29.59	48.90
	公用事业	21.7	29.9	68.2	80.9	46.49	51.03
	环保	10.5	21.0	26.8	33.3	16.31	12.30
金融	非银金融	25.8	51.7	31.7	52.3	5.87	0.57
	银行	26.0	52.1	4.8	9.5	(21.20)	(42.56)
	房地产	8.4	16.7	9.7	19.0	1.34	2.25
成长	电力设备	32.0	26.2	12.1	4.7	(19.87)	(21.46)
	国防军工	36.7	29.0	56.0	19.0	19.33	(10.04)
	通信	66.4	94.1	97.5	95.2	31.08	1.06
	电子	65.3	66.0	29.2	28.5	(36.11)	(37.55)
	计算机	71.5	88.7	4.8	9.5	(66.71)	(79.20)
	传媒	60.3	85.8	41.4	61.9	(18.88)	(23.91)
其他	综合	28.6	42.6	9.7	19.0	(18.94)	(23.62)

注：PB 为截至 2025 年 2 月 19 日数值，ROE 为 2024 年三季报数值。

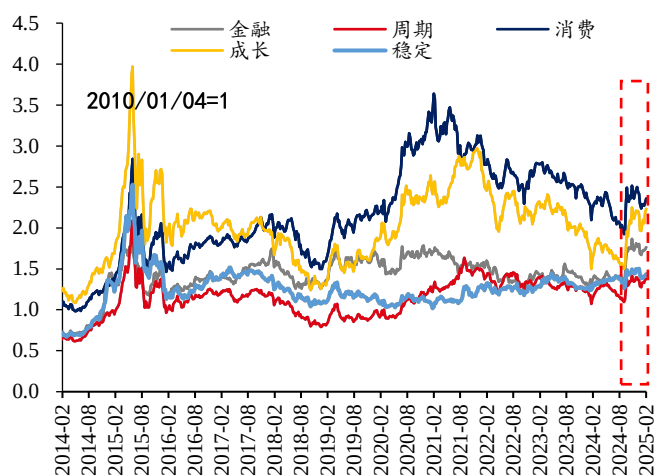
资料来源：万得，信达证券研发中心

二、市场表现跟踪

2.1 市场表现回顾：2025 年以来成长风格表现强

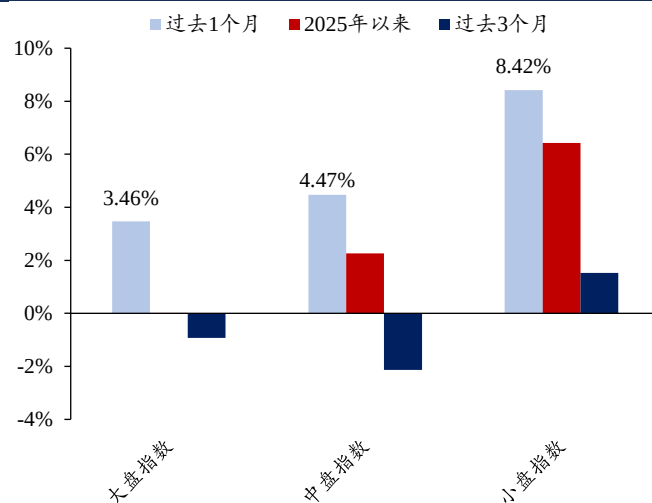
从市场风格来看，2025 年以来成长风格表现强。主要风格板块中，2025 年 1 月 1 日-2 月 19 日成长风格涨幅 7.9%，周期风格次之，涨幅 3.1%，稳定风格跌幅 2.6%。从大小盘风格来看，2025 年以来小盘指数表现最强，过去 1 个月小盘风格持续强化。从主要指数涨跌幅来看，2025 年以来中证 1000 表现最强，过去 1 个月创业板指和中证 1000 涨幅居前。2025 年以来亏损股指数继续走强，绩优股指数则继续下跌。

图 13：2025 年以来成长风格表现强（单位：倍）



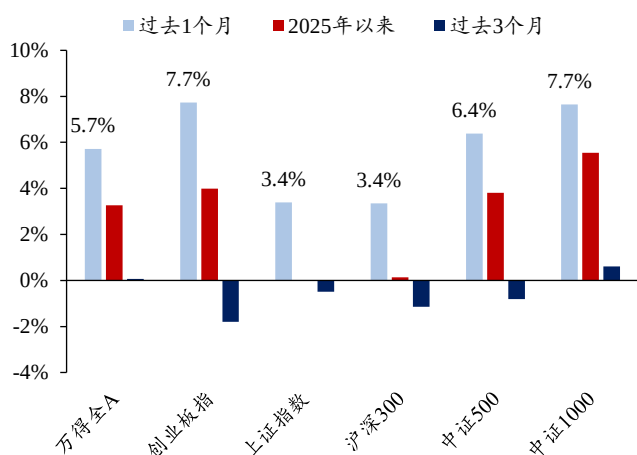
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 14：2025 年以来小盘指数表现强（单位：%）



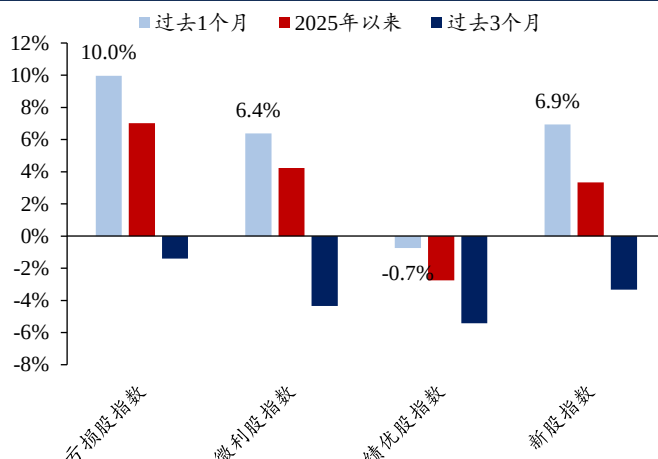
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 15：2025 年以来中证 1000 指数表现强（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

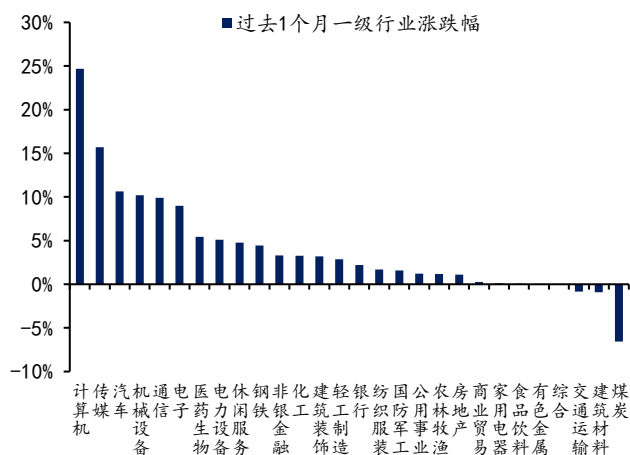
图 16：2025 年以来亏损股指数表现强（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

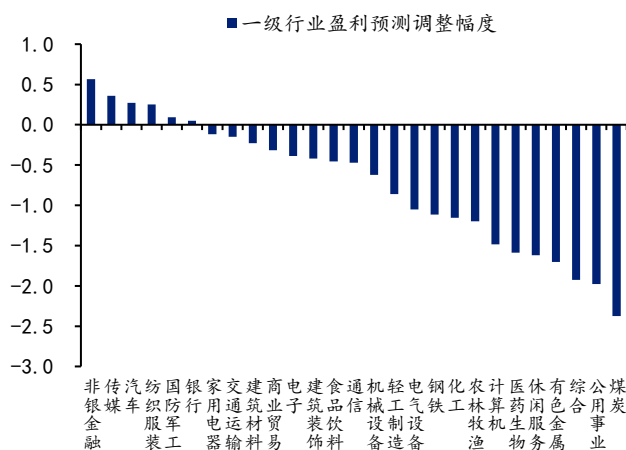
行业表现方面，过去1个月，申万一级行业中计算机、传媒、汽车、机械设备、通信领涨。截至2月19日，2025年盈利预测上调幅度居前的有非银金融、传媒、汽车，煤炭、公用事业、有色金属2025年盈利预测下调幅度居前。

图 17: 过去 1 个月一级行业涨跌幅 (单位: %)



资料来源：万得，信达证券研发中心

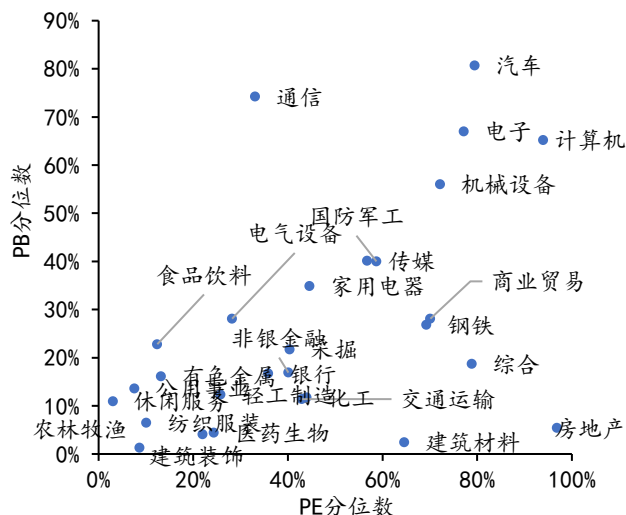
图 18：一级行业 2025 年盈利预测调整幅度（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

注：统计截止日期2月19日

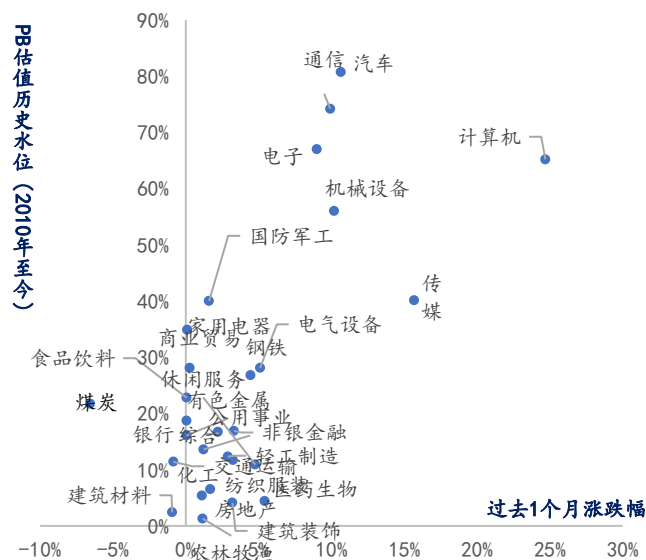
图 19：一级行业 PE 和 PB 估值分位（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

注：统计截止日期2月19日

图 20：过去 1 个月领涨板块估值较高（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

注：统计截止日期2月19日

2.2 市场情绪跟踪：1月中旬以来板块成交和涨跌分化扩大

1月中旬以来一级行业成交量和涨跌幅分化均扩大。1月中旬以来指数反转上行后，申万一级行业成交量占比标准差和涨跌幅标准差均不断上升。截至2月19日申万一级行业成交量占比标准差为2.68%，较1月初2%的低点上升0.68个百分点。截至2月19日一级行业涨跌幅标准差为8.1%，较1月13日4.8%的低点上升3.3个百分点。

图 21：1 月以来一级行业成交量占比（5 日 MA）标准差回升（单位：%）



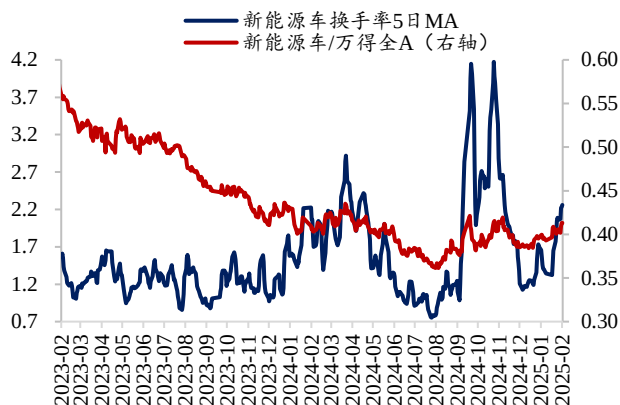
图 22：1 月中旬以来一级行业涨跌幅标准差回升（单位：%点）



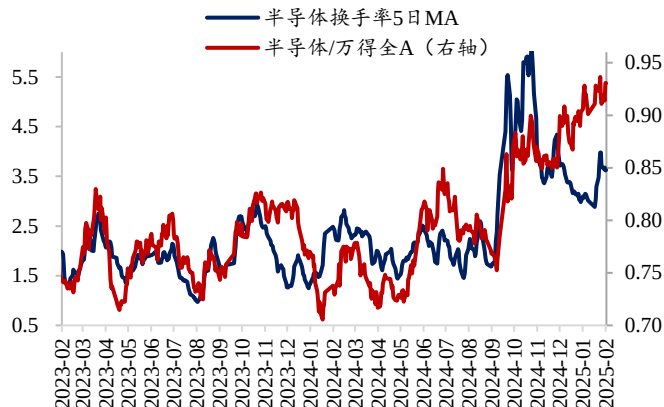
资料来源：万得，信达证券研发中心

资料来源：万得，信达证券研发中心

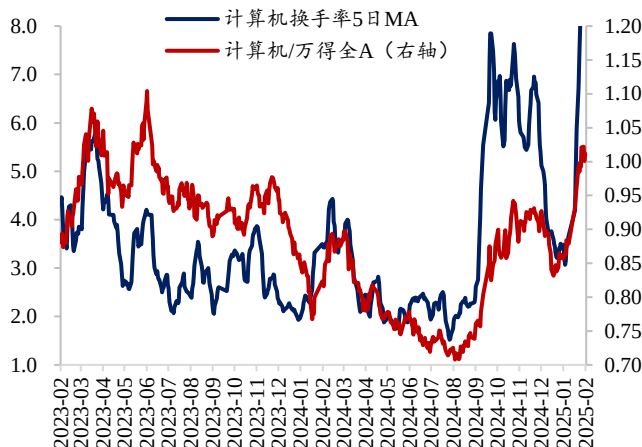
从换手率来看，TMT 换手率快速上升到历史高位水平，交易拥挤情况较为突出。消费、周期、红利板块换手率则大多下降。（1）TMT 换手率大多达到 2010 年以来历史最高水平。截至 2 月 19 日，新能源车换手率（5 日 MA）为 2.24%，处于 2010 年以来 74.7%的分位水平。半导体换手率（5 日 MA）为 3.62%，处于 2010 年以来 91.3%的分位水平。计算机换手率（5 日 MA）为 8.54%，处于 2010 年以来 99.8%的分位水平。传媒换手率（5 日 MA）为 6.54%，处于 2010 年以来 99.4%的分位水平。（2）消费板块换手率较 1 月初有下降。截至 2 月 19 日，食品饮料换手率（5 日 MA）为 1.85%，处在 2010 年以来 81.2%的分位水平。医药生物换手率（5 日 MA）为 2.32%，处在 2010 年以来 86.6%的分位水平。（3）周期板块换手率较 1 月初有下降。截止 2 月 19 日，煤炭行业换手率（5 日 MA）为 1.12%，处于 2010 年以来 66.2%的分位水平；有色金属换手率（5 日 MA）为 1.69%，处于 2010 年以来 60%的分位水平。（4）银行换手率较 1 月初下降，建筑换手率略有提升。截至 2 月 19 日，银行行业换手率（5 日 MA）为 0.25%，处于 2010 年以来 80.4%的分位水平；建筑行业换手率（5 日 MA）为 1.56%，处于 2010 年以来 81%的分位水平。

图 23：新能源车日均换手率（单位：%、倍）


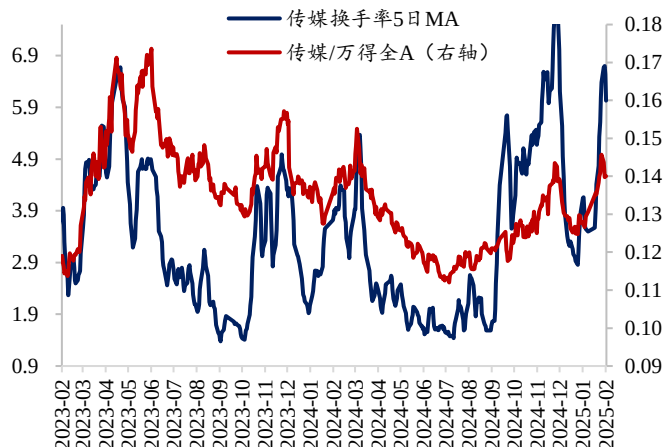
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 24：半导体日均换手率（单位：%、倍）


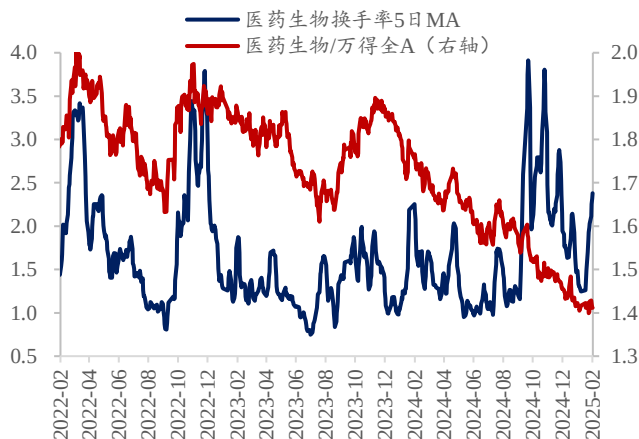
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 25：计算机日均换手率（单位：%、倍）


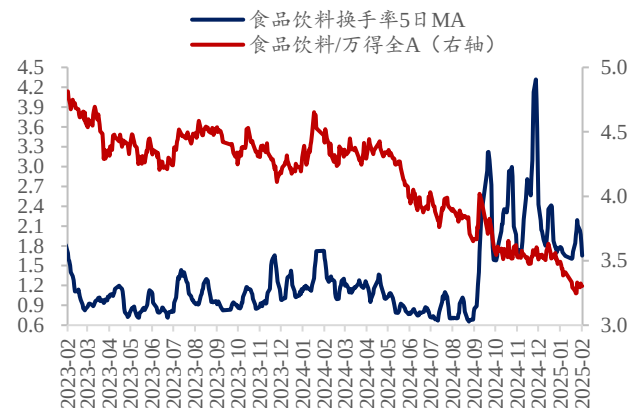
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 26：传媒日均换手率（单位：%、倍）


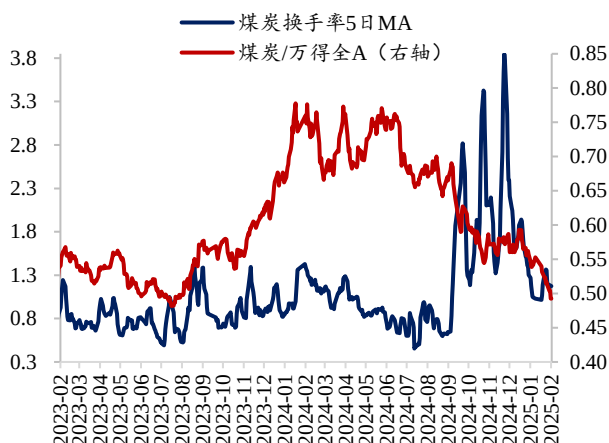
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 27：医药生物日均换手率（单位：%、倍）


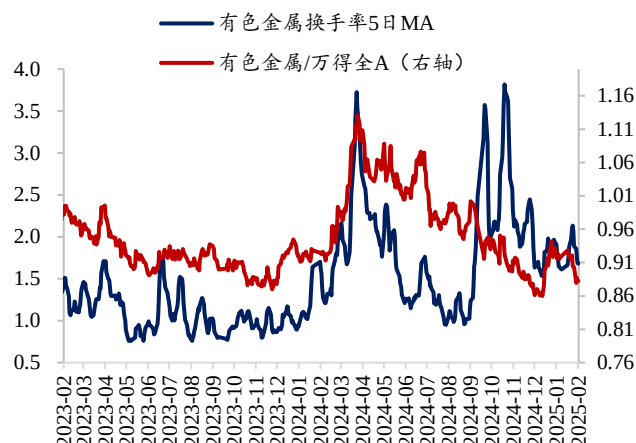
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 28：食品饮料日均换手率（单位：%、倍）


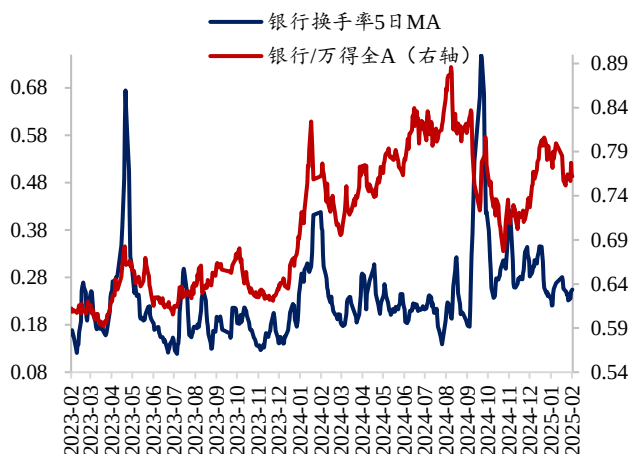
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 29：煤炭日均换手率（单位：%、倍）


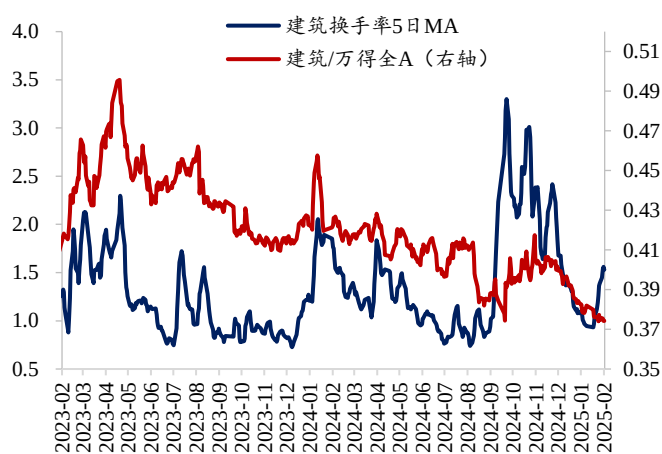
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 30：有色金属日均换手率（单位：%、倍）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 31：银行日均换手率（单位：%、倍）


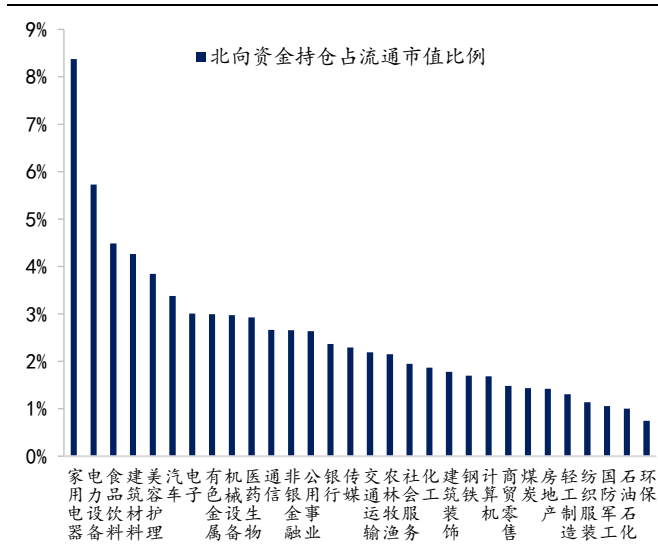
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 32：建筑日均换手率（单位：%、倍）


资料来源：万得，信达证券研发中心

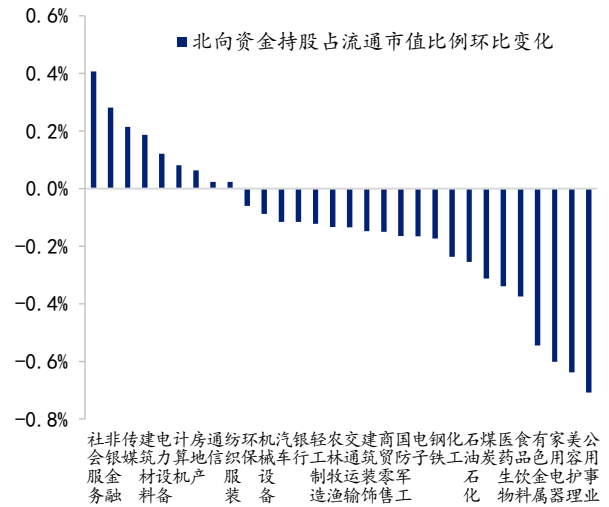
2025 年 1 月北向资金持仓占流通市值比例居前的行业为家用电器、电力设备、食品饮料。北向资金加仓的行业主要为社会服务、非银金融、传媒。而减仓的行业主要为公用事业、美容护理、家用电器。

图 33：1 月北向资金持仓占流通市值比例（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

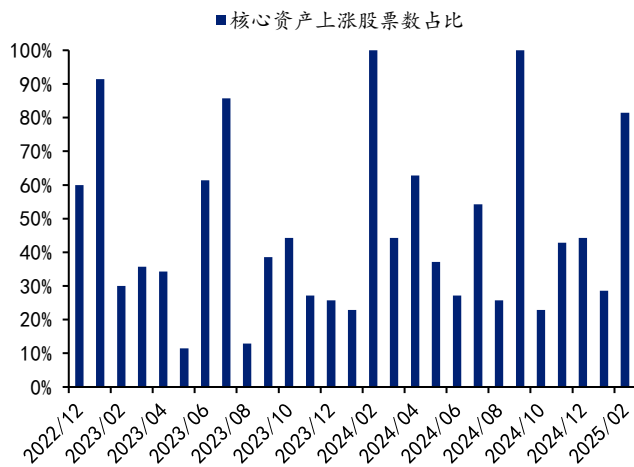
图 34：1 月北向资金持仓占流通市值比例环比变化（单位：pct）



资料来源：万得，信达证券研发中心

2025 年 1 月核心资产上涨股票占比回落，但截至 2025 年 2 月 19 日核心资产上涨股票占比回升。核心资产估值回升至接近 2010 年以来平均值水平。

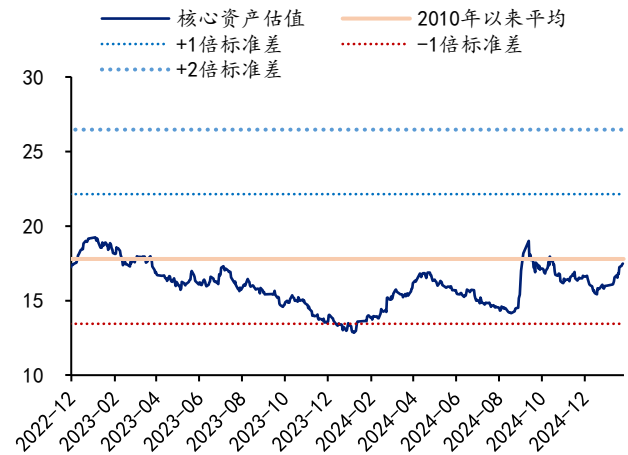
图 35：核心资产上涨股票数占比（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

注：2 月数据截至 2 月 19 日。

图 36：核心资产估值回升（单位：倍）

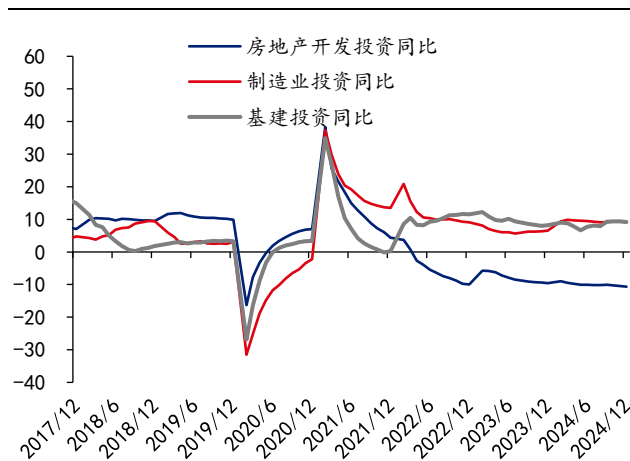


资料来源：万得，信达证券研发中心

三、宏观、中观基本面跟踪

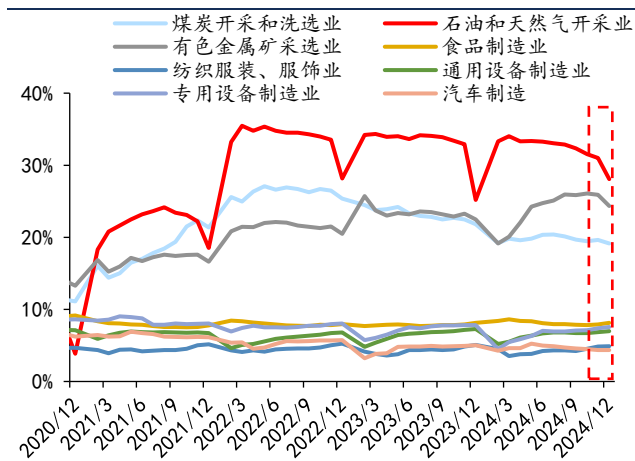
3.1 投资

图 37：2024 年 12 月制造业、基建、地产投资同比增速下降（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

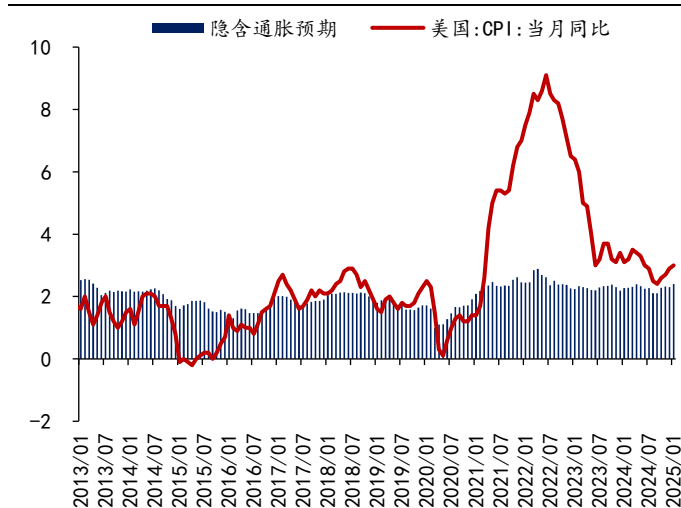
图 38：2024 年 12 月上游利润占比下降（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

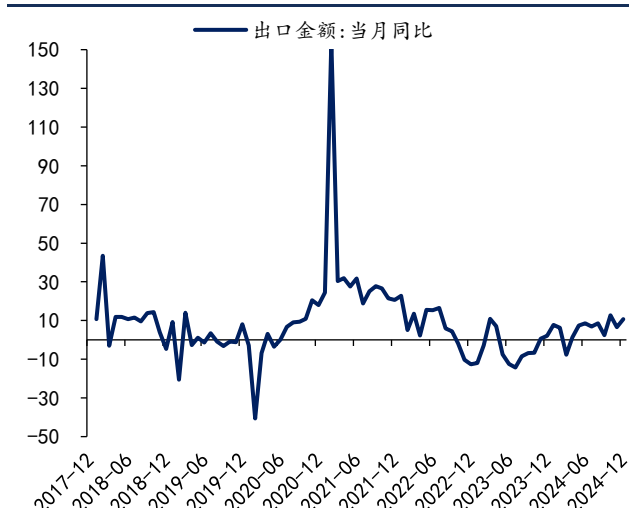
3.2 外需

图 39：美国 2025 年 1 月 CPI 回升至 3%（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

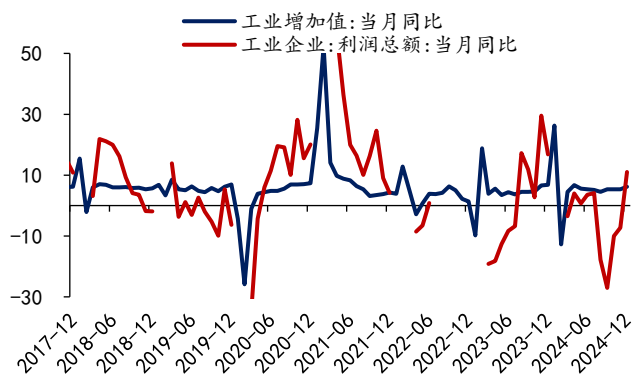
图 40：2024 年 12 月我国出口金额当月同比回升（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

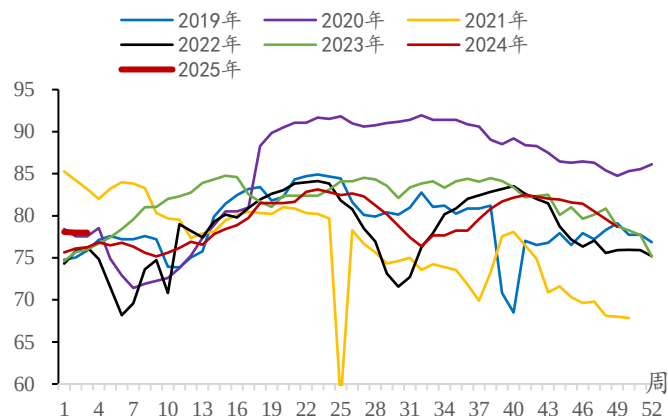
3.3 工业

图 41：2024 年 12 月工业增加值和利润总额当月同比回升（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

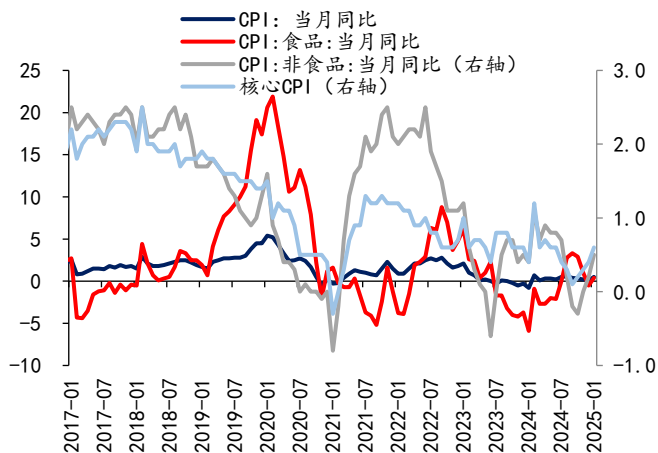
图 42：2025 年高炉开工率平稳（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

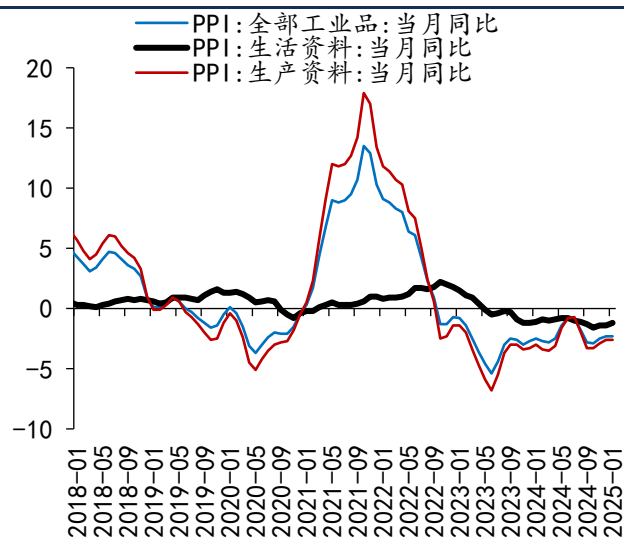
3.4 通胀

图 43：2025 年 1 月 CPI 增速小幅回落，核心 CPI 环比上升（单位：%）

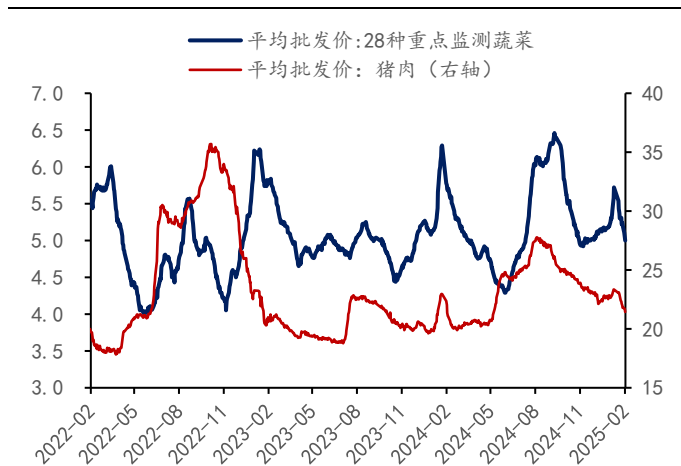


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 44：2025 年 1 月 PPI 降幅环比持平但仍负增（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

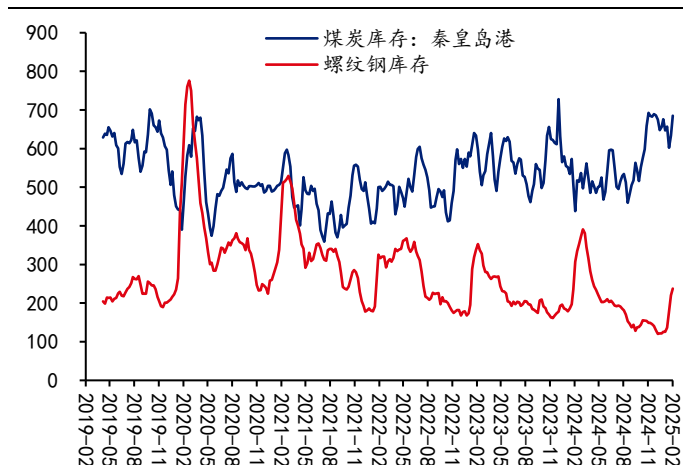
图 45：猪肉价格、蔬菜价格下降（单位：元/公斤）


资料来源：万得，信达证券研发中心

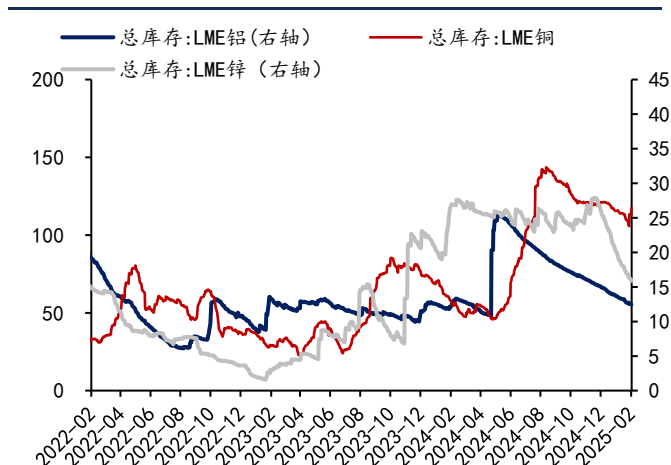
图 46：鸡蛋价格、白条鸡价格下降（单位：元/公斤）


资料来源：万得，信达证券研发中心

3.5 上游：资源品

图 47：煤炭库存处于高位、螺纹钢库存回升（单位：万吨）


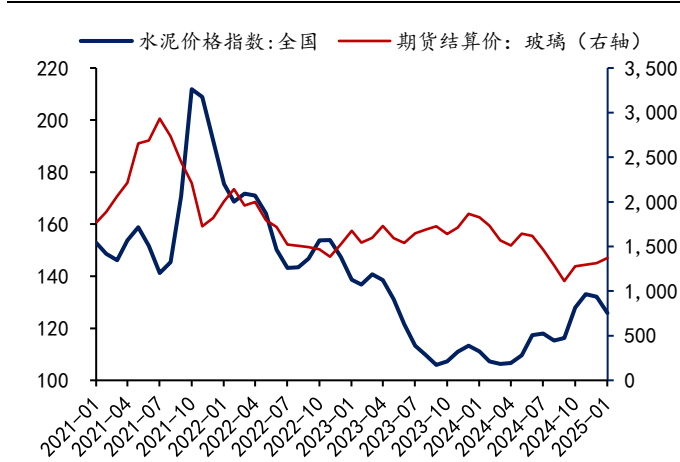
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 48：铝、锌库存持续下降，铜库存企稳（单位：万吨）


资料来源：万得，信达证券研发中心

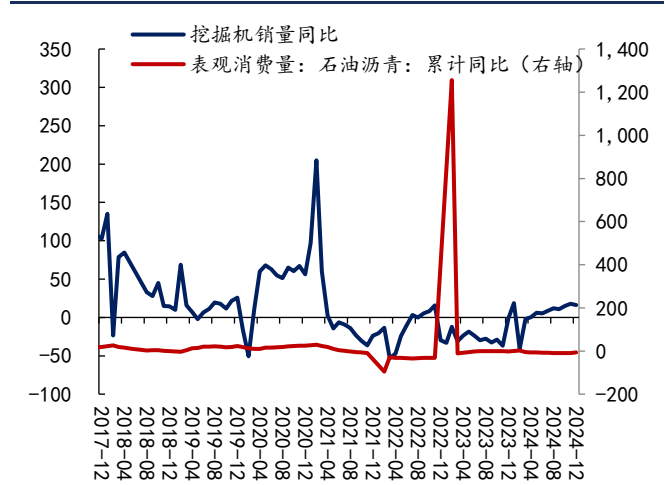
3.6 中游：建材、机械设备

图 49：2025 年 1 月玻璃价格回升、水泥价格回落（单位：元/吨，点）



资料来源：万得，信达证券研发中心

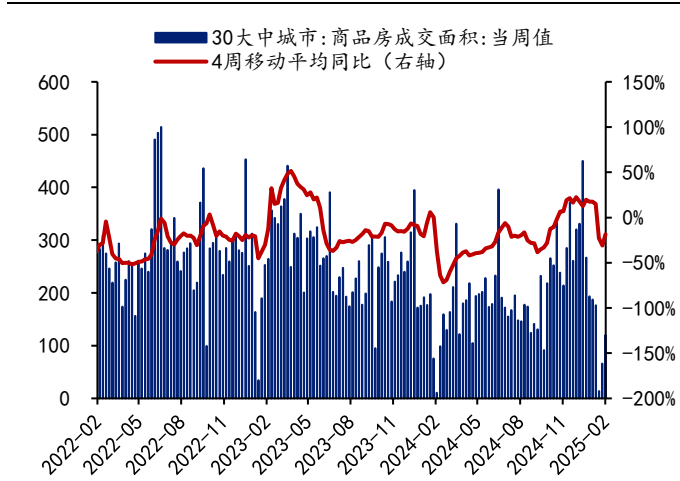
图 50：2024 年 12 月挖掘机销量同比下降，石油沥青表观消费量同比增速仍负增（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

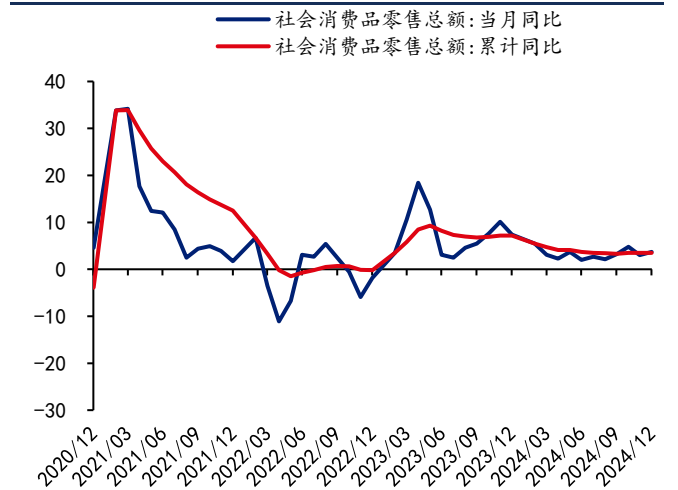
3.7 下游：房地产、消费

图 51：2025 年以来 30 大中城市商品房成交面积回落（单位：万平米，%）



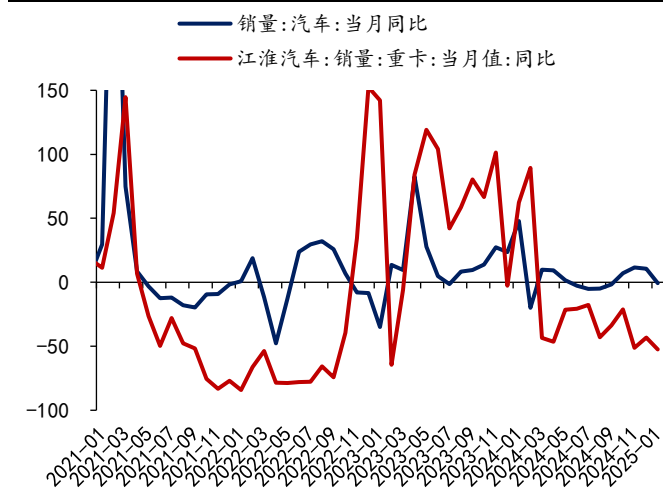
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 52：2024 年 12 月社会消费品零售总额当月同比增速回升（单位：%）



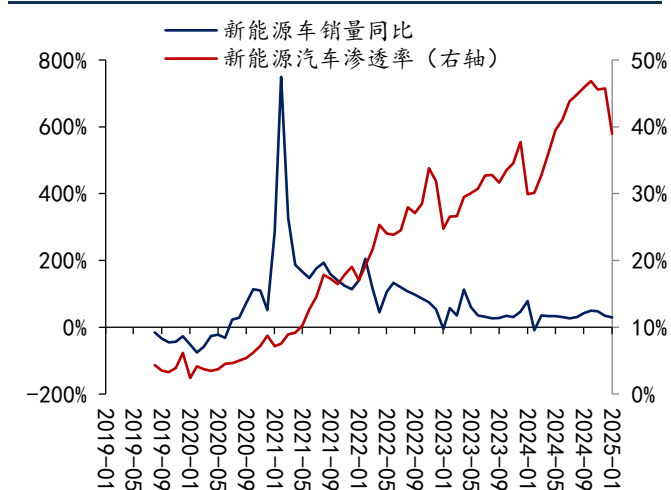
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 53：2025 年 1 月汽车销量增速回落（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 54：2025 年 1 月新能源车销量渗透率为 39%（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

风险因素

宏观经济下行风险：受国内宏观经济政策变化以及国际环境日趋复杂严峻的影响，宏观经济存在超预期下行风险。

房地产市场下行风险：房地产政策落地效果及后续推出强度可能不及预期、外部环境变化、房企信用风险事件可能出现超预期冲击，房地产市场基本面存在超预期下行风险。

稳增长政策不及预期风险：宏观经济政策逆周期调节需要根据经济运行情况动态调整，可能存在稳增长政策落地不及预期的风险。

历史数据不代表未来：报告结论基于历史规律总结的部分，历史经验可能失效。

研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，10 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。代表观点：2021 年 12 月《V 型大震荡》，2022 年 4 月《V 型反转》，2022 年 12 月《先 Beta，再 Alpha》。

李畅，华东师范大学世界经济硕士，4 年宏观策略研究经验，2021 年 6 月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。