

“政策底”之下的牛市起点 ——2024年A股行情深度复盘

证券分析师：陈刚

执业证书编号：S0600523040001

邮箱：cheng@dwzq.com.cn

研究助理：林煜辉

执业证书编号：S0600124060012

邮箱：linyh@dwzq.com.cn

研究助理：孔思迈

执业证书编号：S0600124070019

邮箱：kongsm@dwzq.com.cn

2025年1月27日

注：本报告所涉及个股/公司仅代表与产业或交易热点有关联，所引述资讯/数据/观点仅以展示为目的，不构成投资建议，个股层面请参照东吴证券研究所各行业组所推荐标的。

“政策底”之下的牛市起点——2024年A股行情深度复盘

➤ 市场整体走势、风格、行业、估值情况分析：

- **大势方面**，2024年A股形成“双底”形态，在宏观政策转向后探底回升，万得全A年涨幅达到10%；
- **风格方面**，全年来看大盘相对占优，沪深300、上证50等指数涨幅靠前，大盘价值年涨幅大幅领先；但9.24以来，成长风格反弹斜率更大；
- **行业方面**，2024年行业表现呈现“杠铃”的特征，银行、公用等红利资产表现靠前；科技方向的通信、电子也跑出明显超额；大消费表现分化，“两新”分支（家电/汽车）以及商贸零售涨幅靠前；
- **涨跌归因**：2024年、尤其是9.24以来，指数涨幅主要由估值贡献
- **估值情况**：截至2024年末，万得全A市盈率为18.5，处于2010年以来60%历史分位，较2023年末明显提升；上证50、沪深300、科创50估值扩张明显；创业板指估值分位数偏低、有进一步抬升空间；
- **流动性水平与增量资金**：2024年全A量能中枢为1.08万亿，9.24以来日均成交额达到2.08万亿；增量资金一方面是险资等中长期资金通过ETF入市，另一方面是9.24以来的活跃资金（两融余额提升）。

➤ 市场重要政策梳理及阶段性走势复盘：

- 阶段I（1.1-2.5）——风险事件集中释放后年初急跌；
- 阶段II（2.6-5.20）——政策组合拳打出，年后反弹；
- 阶段III（5.21-9.18）——基本面复苏偏缓、海外推迟降息，指数震荡走弱；
- 阶段IV（9.19-12.31）——海内外政策迎来共振，“牛市起点”显现。

“政策底”之下的牛市起点——2024年A股行情深度复盘

➤ 2024年A股细分交易线索回顾:

- **AI**: 2024年第一波行情始于春节后, 海外Sora的问世和NV业绩超预期下, AI走出美股映射性行情, 随后3月国产模型Kimi出圈强化国产AI“追赶”逻辑; 年内第二波行情始于11月初海外AI应用业绩增长下的映射, 随后在12月初字节豆包出圈、OpenAI的12场发布会等催化下, AI应用板块持续走强; 12月中旬, AI板块高切低、软切硬, 资金交易推理侧算力, 算力各分支(ASIC、数据中心电源、有源AEC等)均有表现;
- **泛AI(人形机器人/自动驾驶)**: 11月初人形机器人酝酿独立行情、11月末正式开启上攻; 自动驾驶行情启动于7月初, 但囿于存量博弈的大盘环境, 行情聚焦资金龙头、板块效应一般;
- **自主可控**: 6-7月, 资金对于自主可控的关注主要在半导体产业链, “科特估”行情启动; 8-9月, 市场交易华为(海思/鸿蒙/鲲鹏)、信创等泛自主可控分支; 10月下旬-11月初, 美国大选前夕, “特朗普”交易再次升温, 资金一方面短暂规避外销占比高的科技品种, 另一方面强化了科技“自主”链条;
- **新质生产力**: 低空经济成为“新质生产力”的具象化板块, 3月初正式发酵; 4月下旬, 新质生产力行情高切低、向外扩散至合成生物、量子科技;
- **并购重组**: 9.24之前为个股零星行情; “并购六条”发布, 并购相关标的开启普涨; 11月中旬之后, 由于重组标的变多, 行情开始分化; 12月中旬, 中小市值指数见顶, 重组指数回落。

➤ 风险提示:

- 国内经济复苏节奏不及预期; 海外降息节奏及特朗普政府对华政策不确定性风险; 地缘政治事件“黑天鹅”; 政策理解不到位。



■ 市场整体走势、风格、行业、估值情况分析

■ 市场阶段性走势复盘

■ 细分交易线索回顾

■ 2024年强势个股表现

■ 风险提示

A股2024市场复盘：宏观政策转向后A股探底回升

✓ 2024年A股形成“双底”形态，在宏观政策转向后探底回升，万得全A年涨幅达到10%

万得全A指数2024年走势图

5600

5400

5200

5000

4800

4600

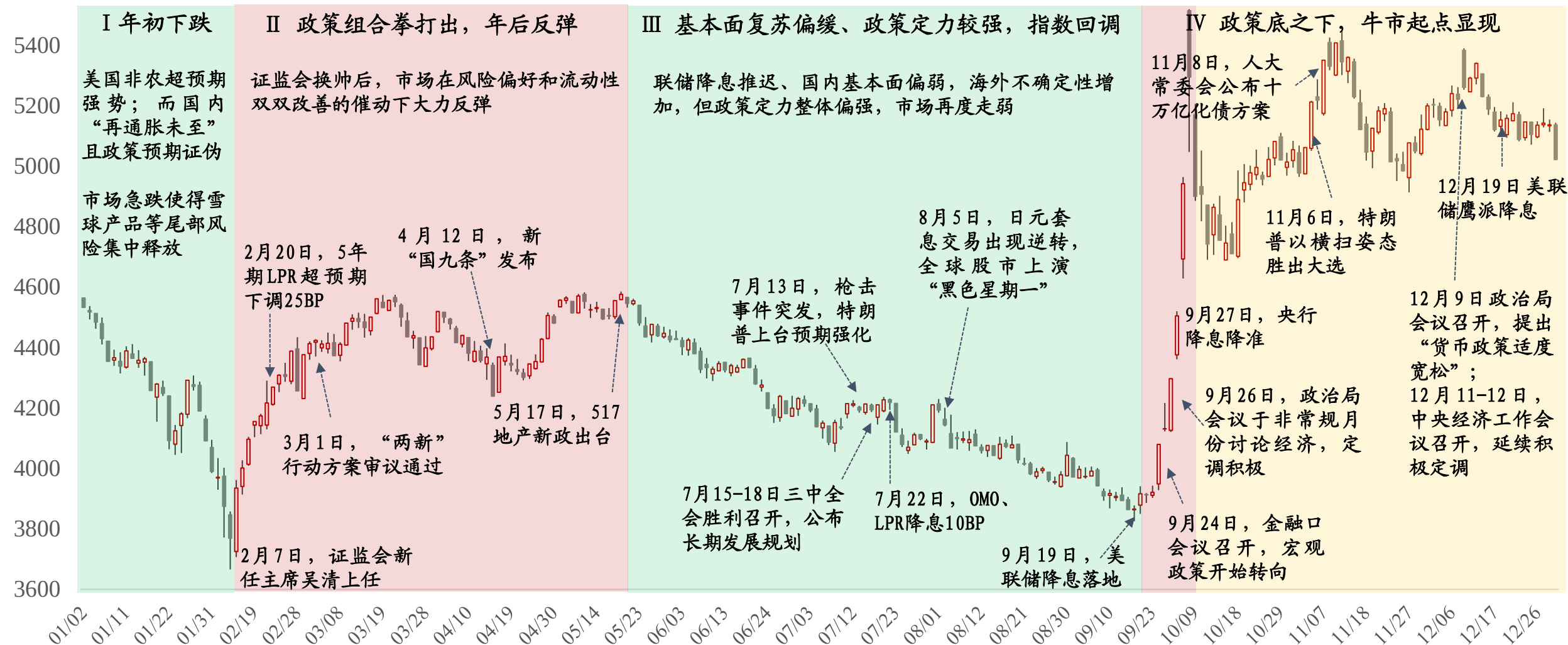
4400

4200

4000

3800

3600



注：本报告所涉及个股/公司仅代表与产业或交易热点有关联，所引述资讯/数据/观点仅以展示为目的，不构成投资建议，个股层面请参照东吴证券研究所各行业组所推荐标的。
数据来源：Wind，东吴证券研究所

指数&风格：2024全年来看大盘、价值更优，924以来风格发生切换

- ✓ **大盘优于小盘**：2024全年来看大盘相对占优，核心蓝筹指数如沪深300、上证50等指数涨幅靠前。
 - 9月24日以来，小微盘表现出更好的弹性，北证50在9-10月累涨近80%。
- ✓ **价值优于成长**：红利和双创板块在2024年均有阶段性的超额表现。但整体来看，大盘价值指数的年涨幅仍然大幅领先于其他指数。
 - 9月24日以来，成长风格反弹的斜率更大，科创50自9.24至2024年底涨幅超50%，创指涨幅接近40%

图：A股不同风格指数2024年全年及各月涨跌情况

指数名称	年涨跌幅 (%)	2024年9月24日至 年底涨跌幅 (%)	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
大盘价值	26.88	17.2	4.61	5.42	-0.49	2.49	1.74	-0.66	-1.41	-1.73	15.07	-3.90	-0.66	4.88
科创50	16.07	53.8	-19.62	17.94	-5.57	0.62	-3.16	-4.19	4.40	-6.62	25.67	11.13	3.91	-1.83
中证A50	15.54	21.2	-5.61	8.71	0.77	2.30	-1.19	-3.55	-0.43	-2.34	22.02	-3.90	-0.42	0.93
上证50	15.42	19.7	-3.09	7.05	0.07	2.04	-0.08	-2.73	-0.81	-1.69	17.99	-4.44	-0.31	2.28
沪深300	14.68	22.5	-6.29	9.35	0.61	1.89	-0.68	-3.30	-0.57	-3.51	20.97	-3.16	0.66	0.47
创业板指	13.23	39.9	-16.81	14.85	0.62	2.21	-2.87	-6.74	0.28	-6.38	37.62	-0.49	2.75	-3.71
中证A500	12.98	23.7	-8.79	10.70	0.86	1.88	-1.18	-3.81	-0.64	-3.64	21.63	-1.50	0.12	-0.25
上证指数	12.67	21.9	-6.27	8.13	0.86	2.09	-0.58	-3.87	-0.97	-3.28	17.39	-1.70	1.42	0.76
中证红利	12.31	16.0	2.21	6.59	-0.61	2.21	3.09	-5.55	-4.48	-3.30	15.23	-6.67	1.37	3.51
万得全A	10.00	28.1	-12.59	9.67	1.35	1.02	-1.21	-5.13	0.27	-3.97	22.21	2.28	1.34	-1.96
万得微盘	10.00	41.9	-21.28	-4.61	13.18	-5.09	0.83	-8.33	3.42	1.62	24.21	11.54	9.93	-7.83
深证成指	9.34	28.8	-13.77	13.61	0.75	1.98	-2.32	-5.51	-1.07	-4.63	26.13	0.58	0.19	-1.86
小盘价值	7.58	18.8	-4.97	9.74	-1.02	5.20	-0.78	-7.95	-2.06	-4.39	20.80	-1.91	0.26	-2.48
大盘成长	7.58	26.4	-12.92	12.02	2.50	0.59	-1.58	-5.73	-1.60	-2.73	25.70	-2.98	0.30	-1.53
中证500	5.46	27.4	-13.49	13.83	-1.13	2.93	-2.44	-6.89	-1.14	-5.06	23.80	2.75	-0.84	-2.16
中证1000	1.20	33.3	-18.72	11.69	1.81	1.03	-2.59	-8.58	-0.14	-5.31	23.32	7.14	1.18	-3.74
中证2000	-2.14	35.8	-20.97	5.97	6.21	-2.93	-2.20	-9.15	-0.17	-3.78	22.49	9.73	3.96	-4.98
小盘成长	-2.27	29.3	-18.10	14.09	-1.83	2.77	-0.86	-8.66	-1.33	-5.54	24.56	1.92	1.47	-4.66
北证50	-4.14	73.0	-22.52	9.73	-8.11	-3.73	-5.24	-8.11	1.26	-8.85	34.60	43.80	1.25	-19.08

注：本报告所涉及个股/公司仅代表与产业或交易热点有关联，所引述资讯/数据/观点仅以展示为目的，不构成投资建议，个股层面请参照东吴证券研究所各行业组所推荐标的。6

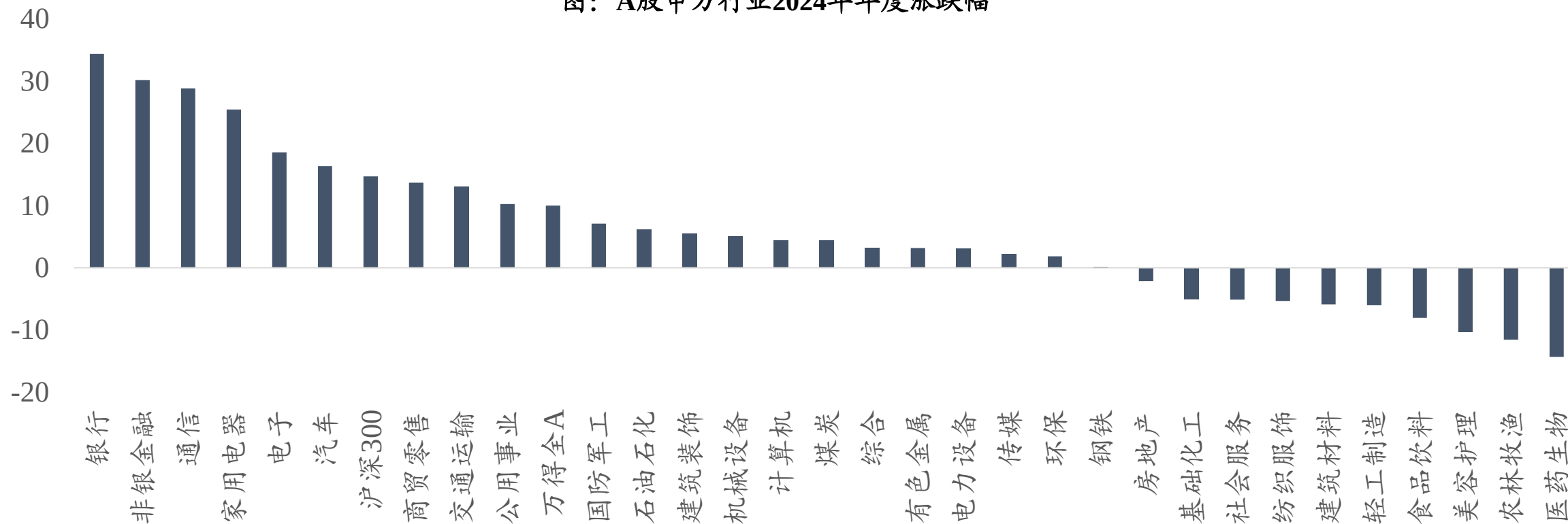
数据来源：Wind，东吴证券研究所

A股行业：红利和科技领涨，大消费表现分化

✓ 2024年行业涨跌幅呈现出较为明显的“杠铃”的特征

- 以大金融、公用事业为代表的红利资产表现靠前，银行领涨申万一级行业。
- 科技方向的通信、电子也相对沪深300跑出了较为明显的超额收益
- 大消费板块表现分化，家电、汽车（“两新”政策+出海逻辑）以及商贸零售（消费政策催化）涨幅靠前，而医药、农牧、美护、食品等板块领跌

图：A股申万行业2024年年度涨跌幅



注：本报告所涉及个股/公司仅代表与产业或交易热点有关联，所引述资讯/数据/观点仅以展示为目的，不构成投资建议，个股层面请参照东吴证券研究所各行业组所推荐标的。7

数据来源：Wind，东吴证券研究所

市场参与者&涨跌归因：市场由估值驱动，情绪指数自924以来大幅跑赢

- ✓ 2024年、尤其是9.24以来，指数涨幅主要由估值贡献。在海内外政策走向共振宽松、资本市场改革政策持续出台、基本面弱复苏但政策预期空间打开的背景下，市场交易流动性逻辑，估值驱动下指数走强。
- ✓ 拔估值行情下，散户、游资、量化等活跃资金有更好的赚钱效应，9.24以来市场情绪指数领跑。

图：A股市场主要指数估值涨幅及贡献情况

主要指数	2024年指数涨幅（%）	2024年PE涨幅（%）	924至年底PE涨幅(%)	924至年底PE贡献(%)
万得全A	10.0	11.2	18.6	66.2
上证指数	12.7	16.1	14.2	64.9
创业板指	13.2	19.4	34.3	86.0
科创50	16.1	88.1	76.5	142.3
深证成指	9.3	19.0	21.8	75.4
北证50	-4.1	66.0	91.1	124.8
中证A500	13.0	19.8	15.5	65.2
沪深300	14.7	19.1	12.7	56.5
中证500	5.5	26.2	35.1	128.1
中证1000	1.2	3.7	20.9	62.7
中证2000	-2.1	22.2	62.0	173.3
上证50	15.4	21.8	10.2	51.7
中证红利	12.3	29.5	6.1	38.1
大盘成长	7.6	19.4	6.0	22.6
大盘价值	26.9	28.4	6.9	39.9
小盘成长	-2.3	18.8	23.4	79.9
小盘价值	7.6	2.0	11.2	59.7

注：估值贡献为估值涨幅/指数涨幅计算得出

注：本报告所涉及个股/公司仅代表与产业或交易热点有关联，所引述资讯/数据/观点仅以展示为目的，不构成投资建议，个股层面请参照东吴证券研究所各行业组所推荐标的。8

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：A股市场参与者涨跌情况

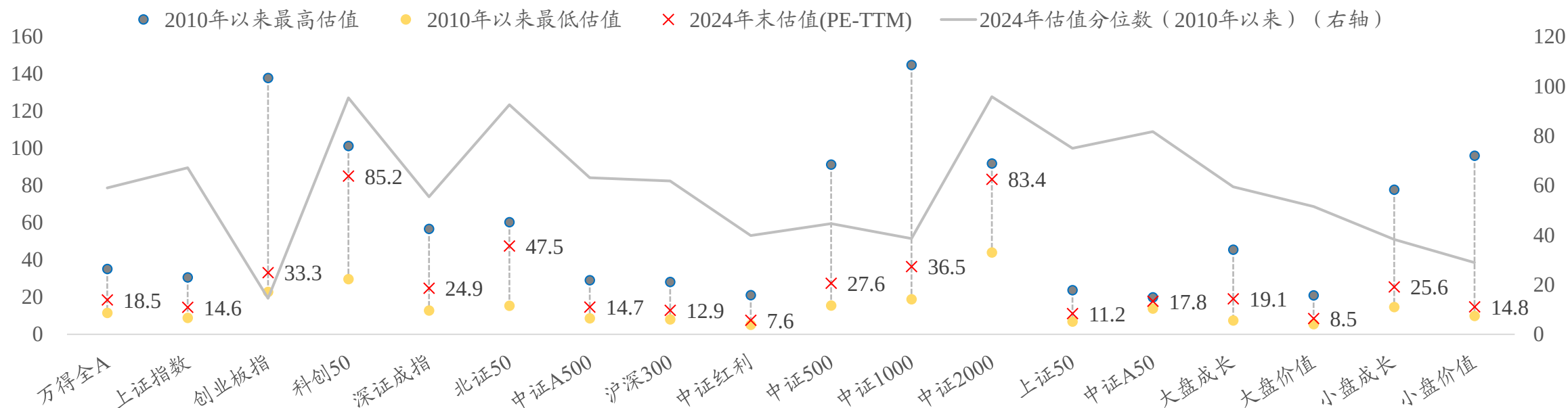
Wind代码	指数名称	2024年涨跌幅（%）	2024年9月24日至年底涨跌幅（%）
884196.WI	国家队指数	19.78	15.27
8841159.WI	社保重仓指数	9.18	16.93
8841101.WI	陆股通重仓指数	9.40	22.36
8841178.WI	私募重仓指数	9.21	35.91
8841141.WI	基金重仓指数	5.08	25.28
8841730.WI	市场情绪指数	-10.10	45.67
8841388.WI	万得全A等权指数	3.37	38.46
8841719.WI	全A平均股价指数	-5.02	37.74
881001.WI	万得全A	10.00	28.08
2024年全部A股	上涨股票数	上涨比例	涨幅中位数（%）
	2222	41.26%	-5.26

注：“国家队”主要包括：最新报告期，汇金公司、证金公司、5只证金公司定制公募基金（南方消费活力灵活配置、易方达瑞惠灵活配置、招商丰庆灵活配置、华夏新经济灵活配置基金和嘉实新机遇基金）、10只中证金融资产管理计划、梧桐树投资、北京凤山投资以及北京坤藤投资买入的股票，并按照持仓市值降序排列，将持仓市值累计占比85%的股票纳入。

A股估值：全A估值回升至2010年以来中高水平，创业板指仍被明显低估

- ✓ 截至2024年末，万得全A的市盈率为18.5，处于2010年以来近60%历史分位数，较2023年末明显提升
- ✓ 主要宽基指数中，上证50、沪深300等核心蓝筹指数以及科技链条的科创50估值扩张明显
- ✓ 创业板指的市盈率也迎来小幅修复，但整体仍处于2010年以来极低历史分位水平，估值有进一步抬升空间

图：A股不同板块、风格、市值指数估值情况



	万得全A	上证指数	创业板指	科创50	深证成指	北证50	中证A500	沪深300	中证红利	中证500	中证1000	中证2000	上证50	中证A50	大盘成长	大盘价值	小盘成长	小盘价值
2024年末PE（倍）	18.5	14.6	33.3	85.2	24.9	47.5	14.7	12.9	7.6	27.6	36.5	83.4	11.2	17.8	19.1	8.5	25.6	14.8
2024年末PE分位数（%）	59.1	67.2	14.5	95.4	55.5	92.6	63.2	61.9	39.9	44.6	38.6	95.8	75.0	81.7	59.5	51.5	38.3	29.0
2023年末PE（倍）	16.7	12.5	27.8	45.3	20.9	28.6	12.3	10.9	5.9	21.8	35.2	68.2	9.2		16.0	6.6	21.5	14.5
2023年末PE分位数（%）	34.9	31.5	4.8	46.8	35.4	71.8	25.7	19.3	8.6	15.7	31.0	84.2	19.2		41.9	17.2	22.7	26.8

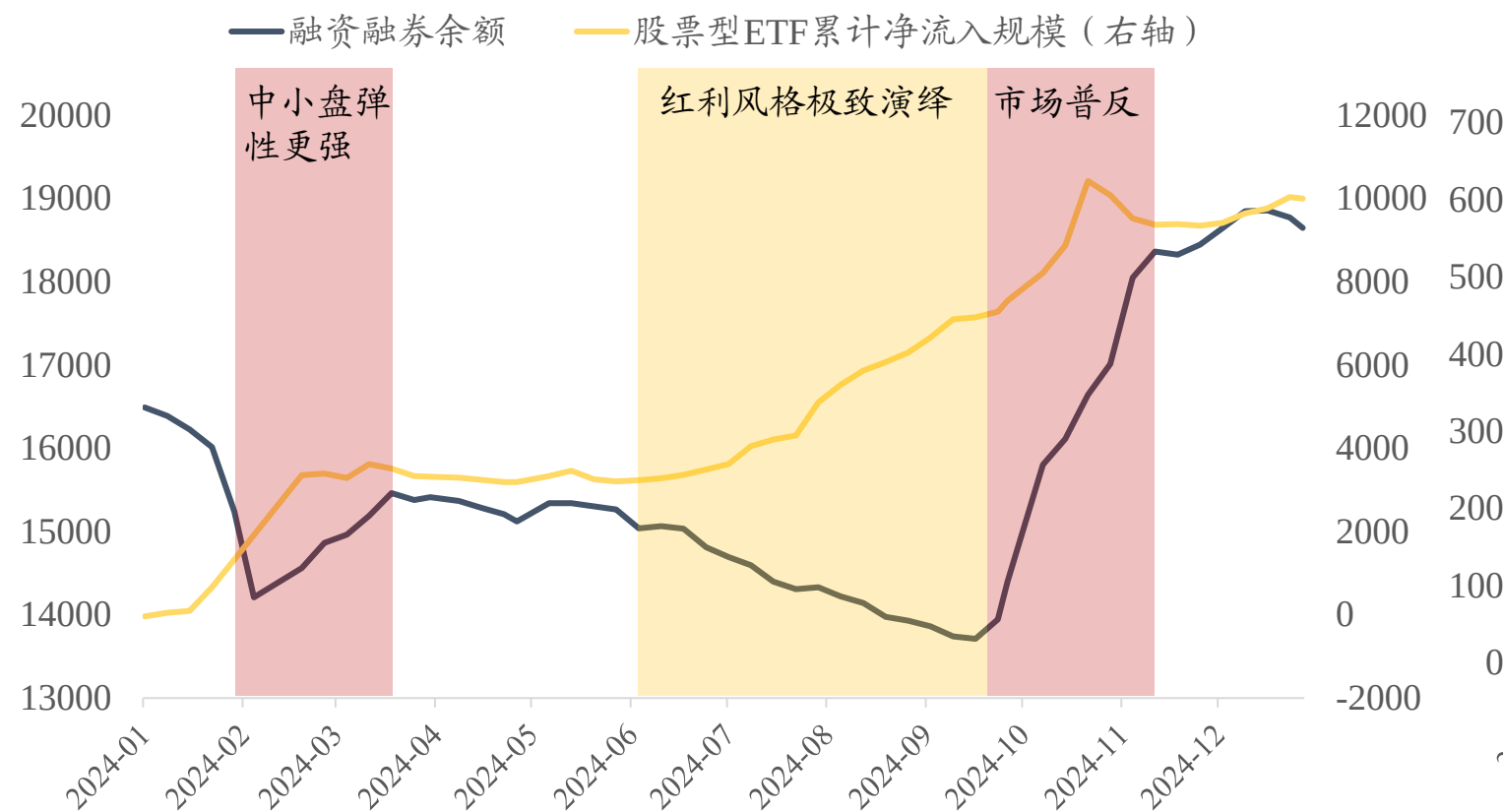
注：本报告所涉及个股/公司仅代表与产业或交易热点有关联，所引述资讯/数据/观点仅以展示为目的，不构成投资建议，个股层面请参照东吴证券研究所各行业组所推荐标的。9

数据来源：Wind，东吴证券研究所；表中历史分位数为2010年以来历史分位数

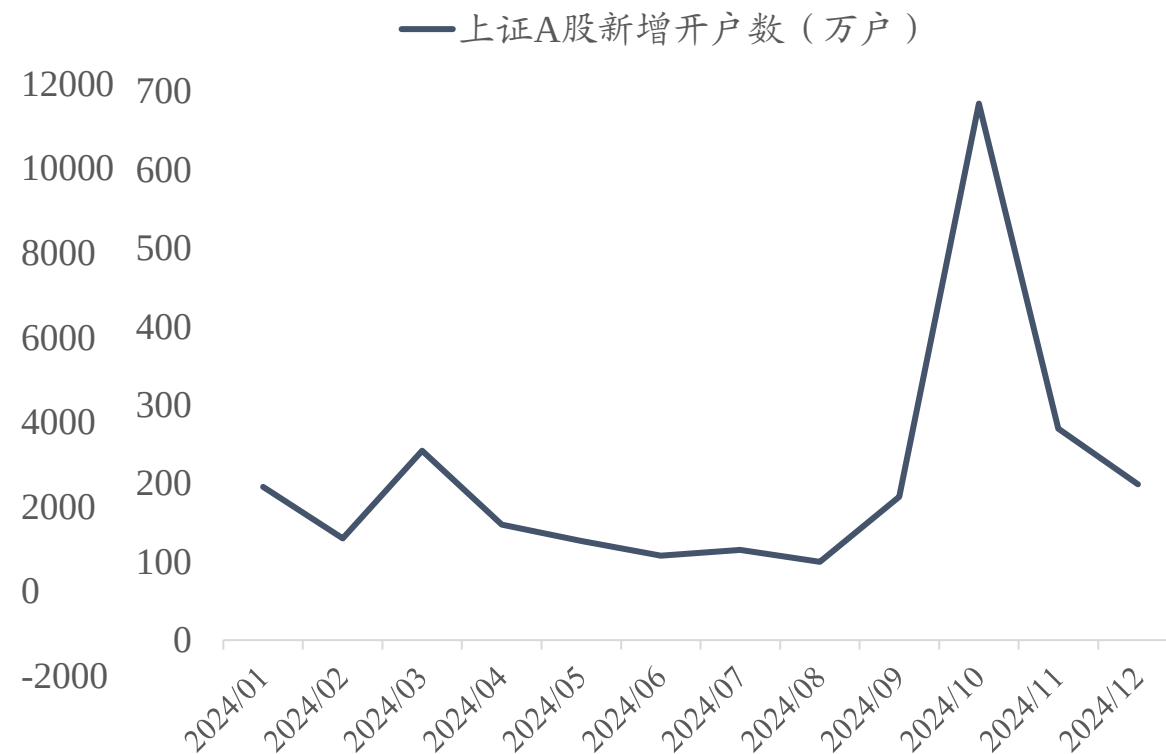
资金透视：中长期资金及活跃资金积极入市，推动风格溢价的形成

- ✓ 2024年全A量能中枢为1.06万亿，9.24以来日均成交额达到1.82万亿
- ✓ 增量资金入市推动红利资产以及科技链条阶段性风格溢价的形成
 - 以险资为代表的中长期资金通过ETF入市，这些资金更偏好低波、高息的红利资产
 - 9.24以来，两融余额、散户新增开户数大幅提升，这些活跃资金追逐科技主题行情

图：ETF和活跃资金是2024年市场的两类重要增量资金（单位：亿元）



图：2024年10月是A股开户高峰



注：本报告所涉及个股/公司仅代表与产业或交易热点有关联，所引述资讯/数据/观点仅以展示为目的，不构成投资建议，个股层面请参照东吴证券研究所各行业组所推荐标的。10

数据来源：Wind，东吴证券研究所



■ 市场整体走势、风格、行业、估值情况分析

■ 市场阶段性走势复盘

■ 细分交易线索回顾

■ 2024年强势个股表现

■ 风险提示

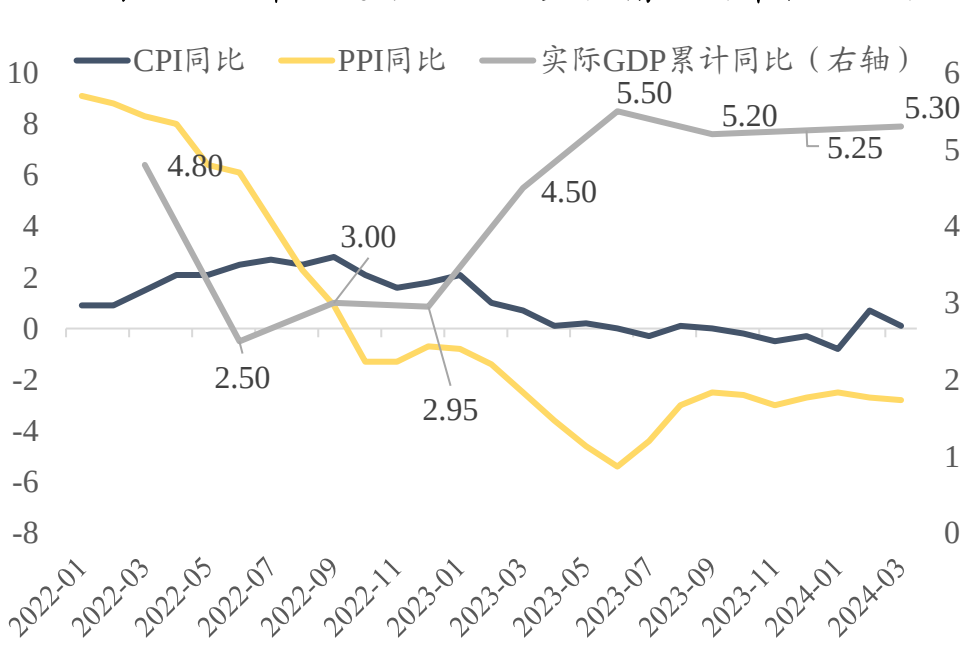
阶段I（2024.1.1-2024.2.5）——风险事件集中释放后年初急跌

- ✓ 2024开年风险事件频发，叠加岁末年初的季节效应，市场整体风险偏好出现回落
 - 风险事件：2024年初全球风险事件频发导致市场避险情绪升温。
 - 季节效应：岁末年初是业绩预告窗口，资金选择偏谨慎，而机构调仓需求也加剧了盘面的不确定性
- ✓ 分子分母端均受到压制，大盘难以维持2023年末的涨势，开年出现大幅回落
 - 分子端：年初公布的CPI、PPI数据显示“再通胀迟迟未至”，但随后GDP超预期完成（2023年全年经济增速达5.2%）使得市场的宽货币的政策预期被证伪，基本面交易缺乏空间
 - 分母端：美国非农超预期强劲（2023年12月新增21.6万人，预期17.1万人），美债利率反弹至4.1%

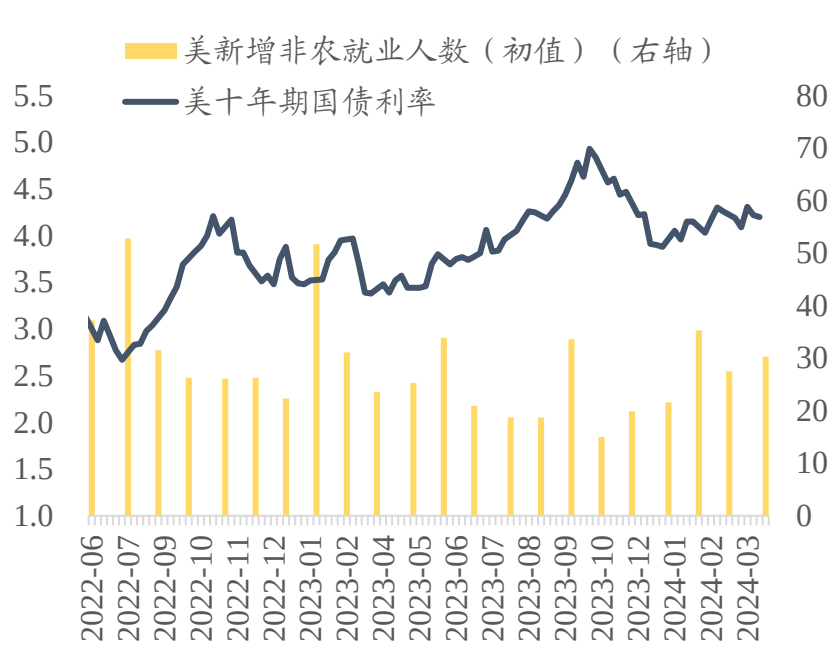
图：开年风险事件

时间	事件
1月1日	日本西海岸地震
1月2日	韩国在野党党首李在明遇刺
1月2日	中东占据升温，哈马斯政治局副主席身亡
1月2日	索马里兰政府强硬拒绝埃塞俄比亚的索马里兰港口协议
1月2日	俄罗斯向乌克兰加强进攻，五天内发射了500架无人机及导弹
1月3日	伊朗克尔曼省会城市克尔曼市发生连环爆炸案
1月5日	朝鲜周五在韩国西部边境岛屿附近发射了200多枚炮弹
1月12日	美军方击沉也门胡塞武装船
1月11日	布隆迪政府与卢旺达冲突升温，宣布关闭与卢旺达边界

图：2024年初通胀、GDP数据情况（单位：%）



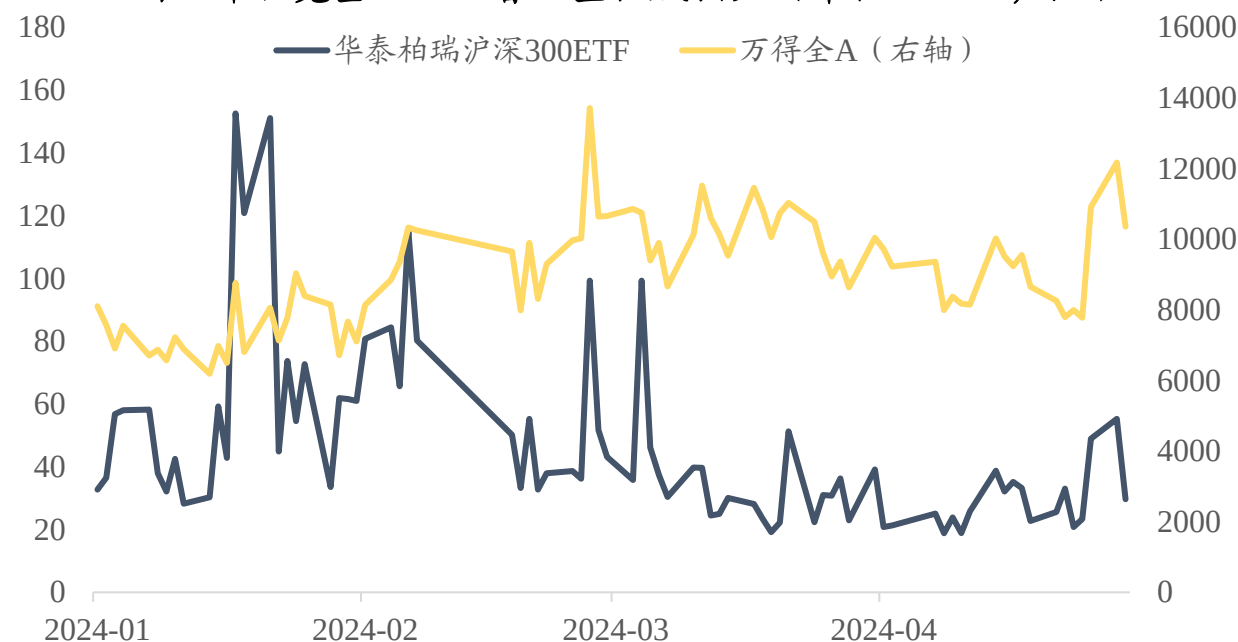
图：2024年初美债利率反弹（单位：%；万人）



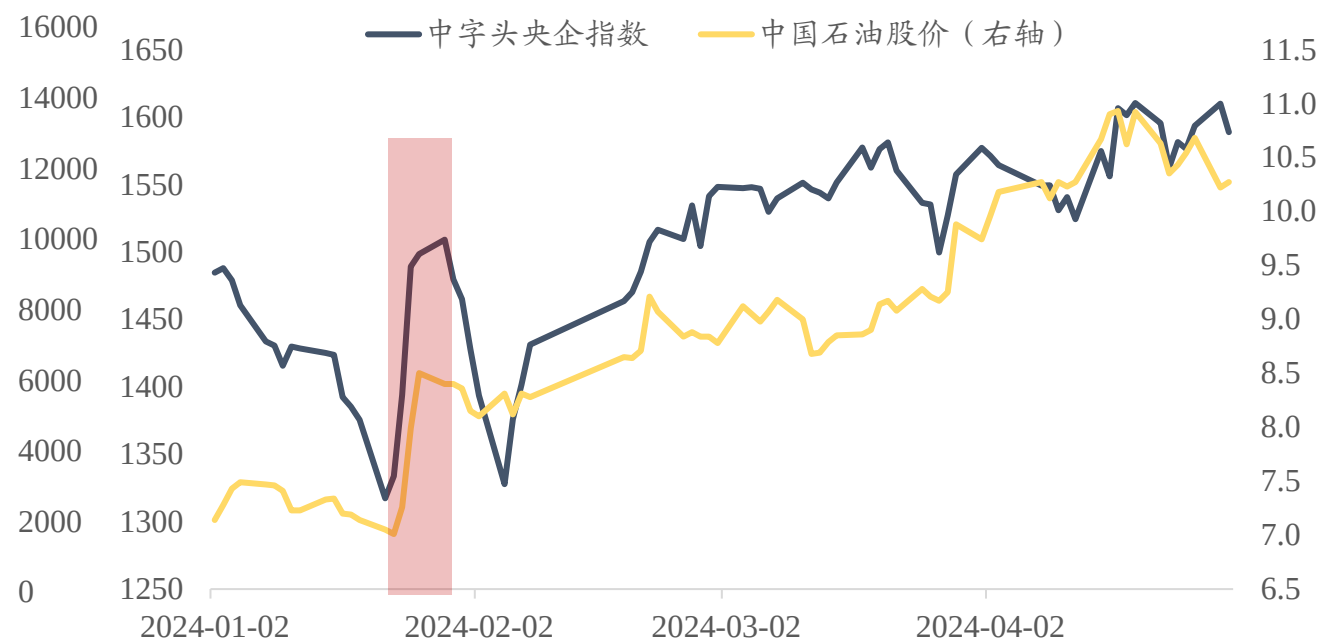
阶段I（2024.1.1-2024.2.5）——风险事件集中释放后年初急跌

- ✓ 指数急跌导致雪球产品等尾部风险集中释放，沪指在1月22日跌破2800点
 - 1月16日、22日，全A均有超5000只个股下跌。大盘急跌使得雪球、量化中性策略等产品的尾部风险集中释放，进一步拖累指数走势
- ✓ 而在市场普跌的背景下，具备防御属性的红利资产走强，中字头权重走出罕见长阳
 - 在风险偏好走弱、市场普跌的背景下，具备防御属性的红利资产成为资金交易的共识。同时增量ETF资金入市也对红利权重的走强有积极意义
 - 1月24日，国资委称进一步研究将市值管理纳入央企负责人业绩考核，次日中国石油罕见涨停

图：年初宽基ETF显著放量托底指数（单位：亿元；点）



图：中国石油在1月25日涨停（单位：点；元/股）



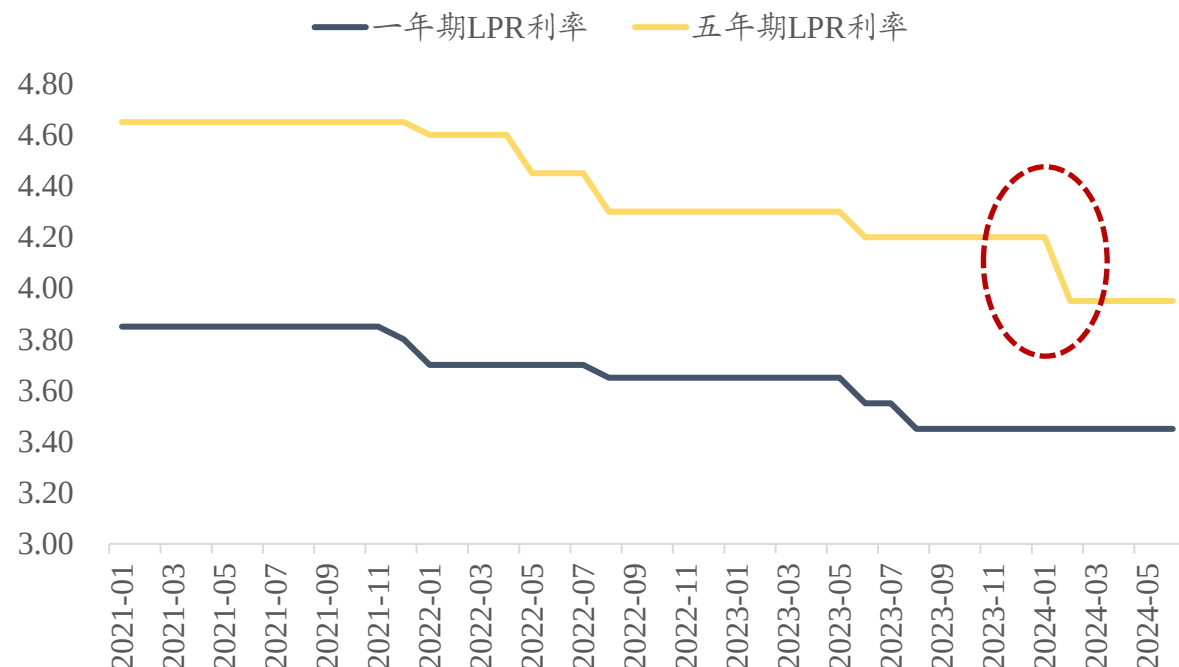
注：本报告所涉及个股/公司仅代表与产业或交易热点有关联，所引述资讯/数据/观点仅以展示为目的，不构成投资建议，个股层面请参照东吴证券研究所各行业组所推荐标的。13

数据来源：Wind，东吴证券研究所

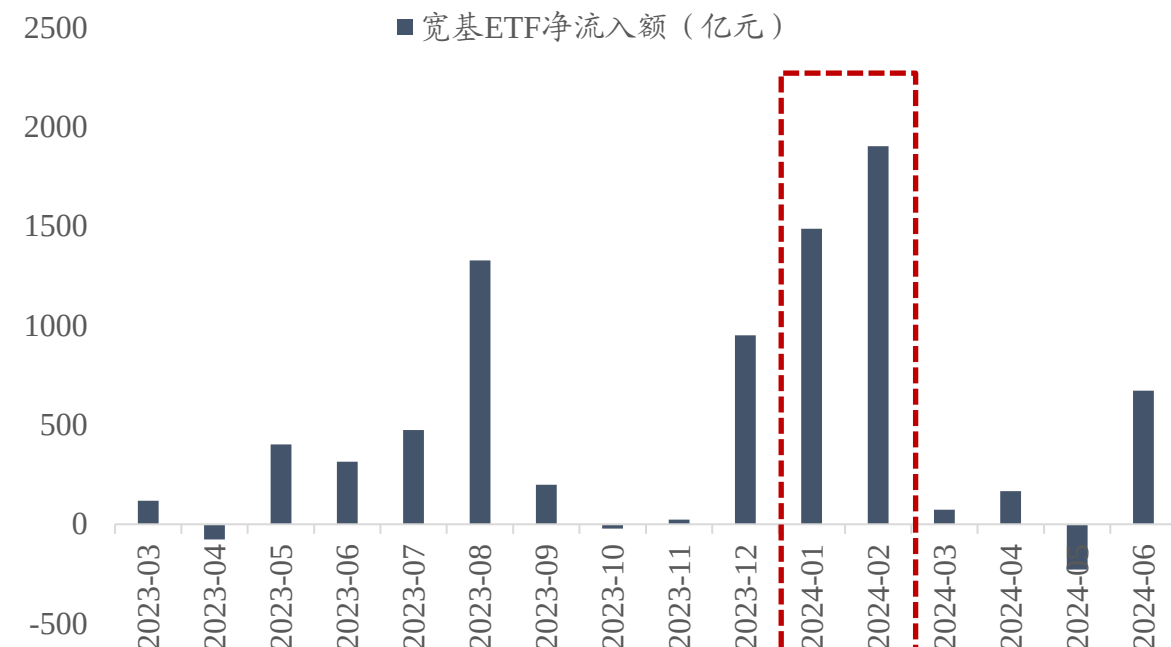
阶段II（2024.2.6-2024.5.20）——政策组合拳打出，年后反弹

- ✓ 2月6日-3月20日，指数节后快速反弹，这一区间指数走势的主要驱动逻辑是：
 - 风险偏好：2月7日吴清上任证监会主席，有力提振了市场信心；同时市场面临经济数据真空期
 - 流动性：宏观层面，央行降准、调降5年期LPR利率25BP；微观层面，稳定资金借道ETF入市，北向加速回流，场内做多动能活跃
- ✓ 反弹期间，市场交易有边际产业/政策催化的AI应用（Sora）、低空经济、汽车和家电（两新政策）以及周期品种（涨价逻辑）

图：2024年2月5年期LPR超预期调降25BP（单位：%）



图：2024年年初宽基ETF显著放量（单位：亿元）



注：本报告所涉及个股/公司仅代表与产业或交易热点有关联，所引述资讯/数据/观点仅以展示为目的，不构成投资建议，个股层面请参照东吴证券研究所各行业组所推荐标的。14

数据来源：Wind，东吴证券研究所

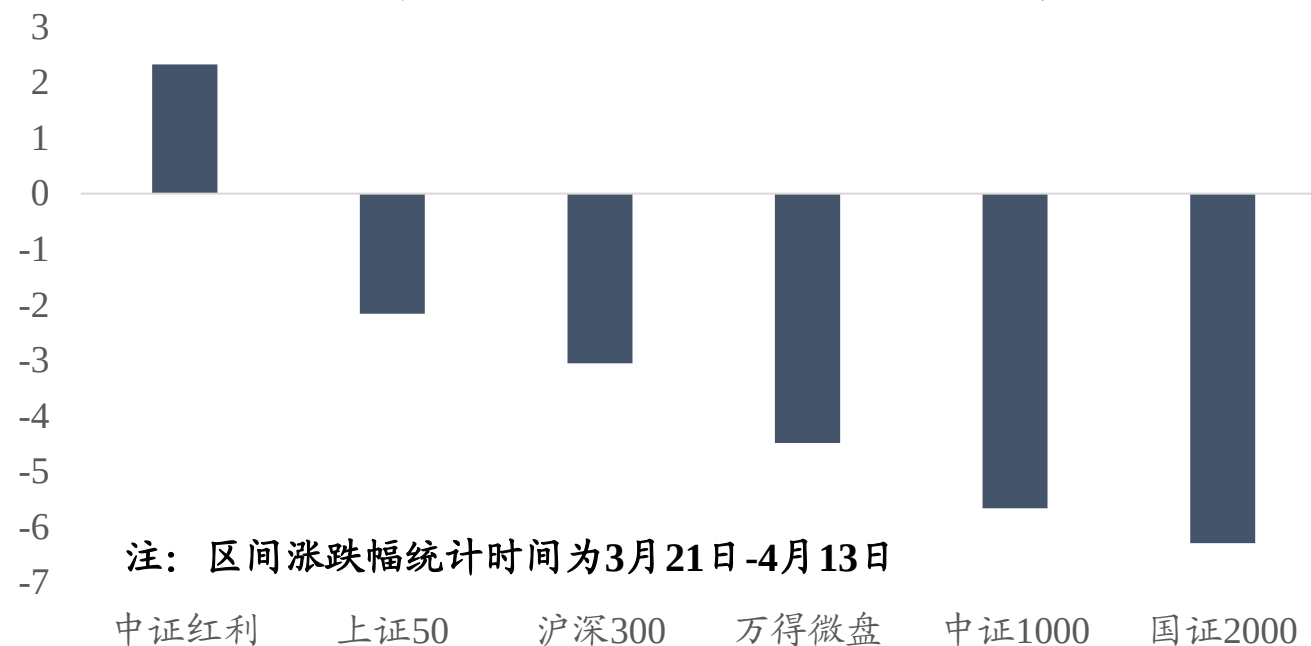
阶段II（2024.2.6-2024.5.20）——政策组合拳打出，年后反弹

- ✓ 3月21日-4月13日，指数反弹暂歇，这一区间指数走势的主要驱动逻辑是：
 - 临近4月业绩披露期，主题交易退潮，市场更聚焦基本面和业绩兑现
 - 3月22日汇率出现异常波动（3月18-3月22日为超级央行周、瑞士央行意外降息推动美元走强，对非美货币造成压力），离岸人民币汇率跌近500点，挫伤市场风险偏好、影响市场对流动性的预期
- ✓ 调整期间，大小盘走势明显分化，蓝筹指数受益于周期股为代表的红利板块；而风险偏好承压，流动性收紧背景下，小盘股回调

图：3月22日，人民币汇率出现异常波动



图：调整期间中证红利逆势收涨，大盘相对抗跌（单位：%）



注：区间涨跌幅统计时间为3月21日-4月13日

阶段II（2024.2.6-2024.5.20）——政策组合拳打出，年后反弹

- ✓ 4月15日-5月20日，指数行至阶段性高点，这一区间指数走势的主要驱动逻辑是：
 - 4月12日，十年一度的新“国九条”颁布，有力地提振了市场的情绪
 - 4月伊始，地方房地产调控政策密集出台。“517”新政出台后，地产板块共振指数到达高点
 - 全球资本再配置，A&H估值洼地得到外资回补，加速指数的上行
- ✓ 本轮反弹区间，地产链相关的板块涨幅靠前

图：新“国九条”部分内容梳理

	《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》
总体要求	未来5年，基本形成资本市场高质量发展的总体框架到2035年，基本建成具有高度适应性、竞争力、普惠性的资本市场，投资者合法权益得到更加有效的保护到本世纪中叶，资本市场治理体系和治理能力现代化水平进一步提高， 建成与金融强国相匹配的高质量资本市场
改革发展	更好服务高质量发展， 促进新质生产力发展。
投资者群体	推动中长期资金入市，大幅提升权益类基金占比，建立BTF快速审批通道 ；优化保险资金投资政策环境；完善全国社会保障基金、基本养老保险基金投资政策；提升企业年金、个人养老金投资灵活性；鼓励银行理财和信托资金积极参与资本市场
上市制度	提高主板、创业板上市标准，完善科创板科创属性评价标准，扩大现场检查覆盖面，强化发行上市全链条责任，加大发行承销监管力度，严查欺诈发行等违法违规问题
退市制度	建立健全不同板块差异化的退市标准体系
市场机构	证券基金机构：引导行业机构树立正确经营理念，处理好功能性和盈利性关系；积极培育良好的行业文化和投资文化 私募机构：制定私募证券基金运作规则
交易监管	完善对异常交易、操纵市场的监管标准，加强对高频量化交易监管

图：4月以来地产政策梳理

时间	城市/政策/会议	主要内容
4月以来	长沙、成都、西安、杭州、珠海等多个城市	松绑限购政策
4月下旬	北京	对五环外商品房和离婚购房政策进行优化，放宽购买条件
4月30日	中共中央政治局	统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展
5月6日	深圳	分区对购房政策进行放宽，对符合成立时间、纳税金额、人员雇佣要求的企业开放商品住房购房许可
5月17日	央行、金融监管总局	取消房贷利率下限； 下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点； 首套住房商业性个人住房贷款最低首付比例调整为不低于15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付比例调整为不低于25%
5月28日	上海	调整优化住房限购政策，扩大可购房区域，取消离异购房合并计算住房套数规定
5月29日	广州	限购政策优化调整、信贷政策优化完善、住房公积金政策调整完善等一系列政策“组合拳”

图：4月全球资金再配置，A&H迎来修复（单位：倍）



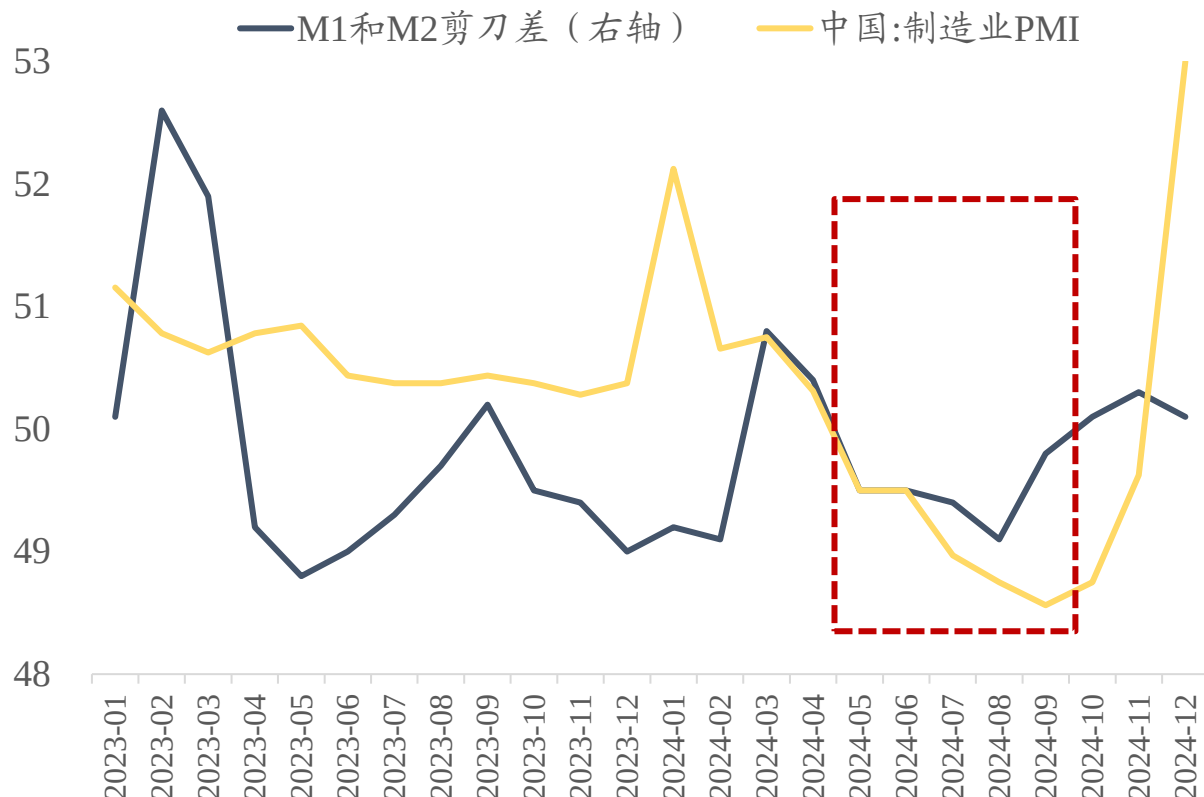
注：本报告所涉及个股/公司仅代表与产业或交易热点有关联，所引述资讯/数据/观点仅以展示为目的，不构成投资建议，个股层面请参照东吴证券研究所各行业组所推荐标的。
数据来源：Wind，证监会官网，各地政府网站，东吴证券研究所

阶段III（2024.5.21-2024.9.18）——基本面复苏偏缓、海外推迟降息，指数震荡走弱

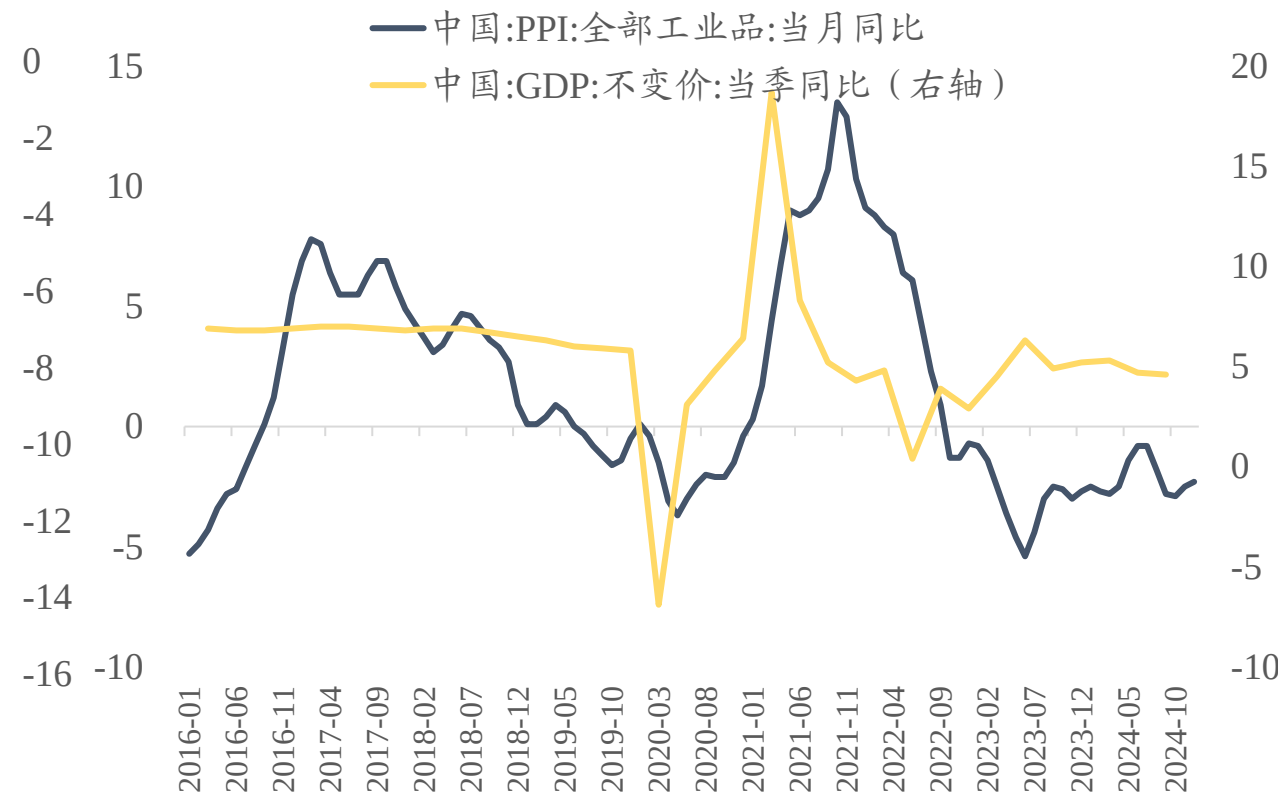
✓ 经济基本面复苏偏缓、市场预期转弱是本轮下跌的主因

- 517地产新政落地后，地产高频数据并未得到明显的改善，对经济的刺激作用也相对有限
- 金融“挤水分”进行时，5月公布的4月金融数据显示M1同比转负，宽货币向宽信用传导仍有堵塞
- 经济基本面复苏偏缓，总量层面量价呈现双弱的状态

图：领先指标PMI、M1和M2剪刀差均指向经济复苏偏缓（单位：%）



图：基本面复苏偏缓，总量层面量价双弱（单位：%）



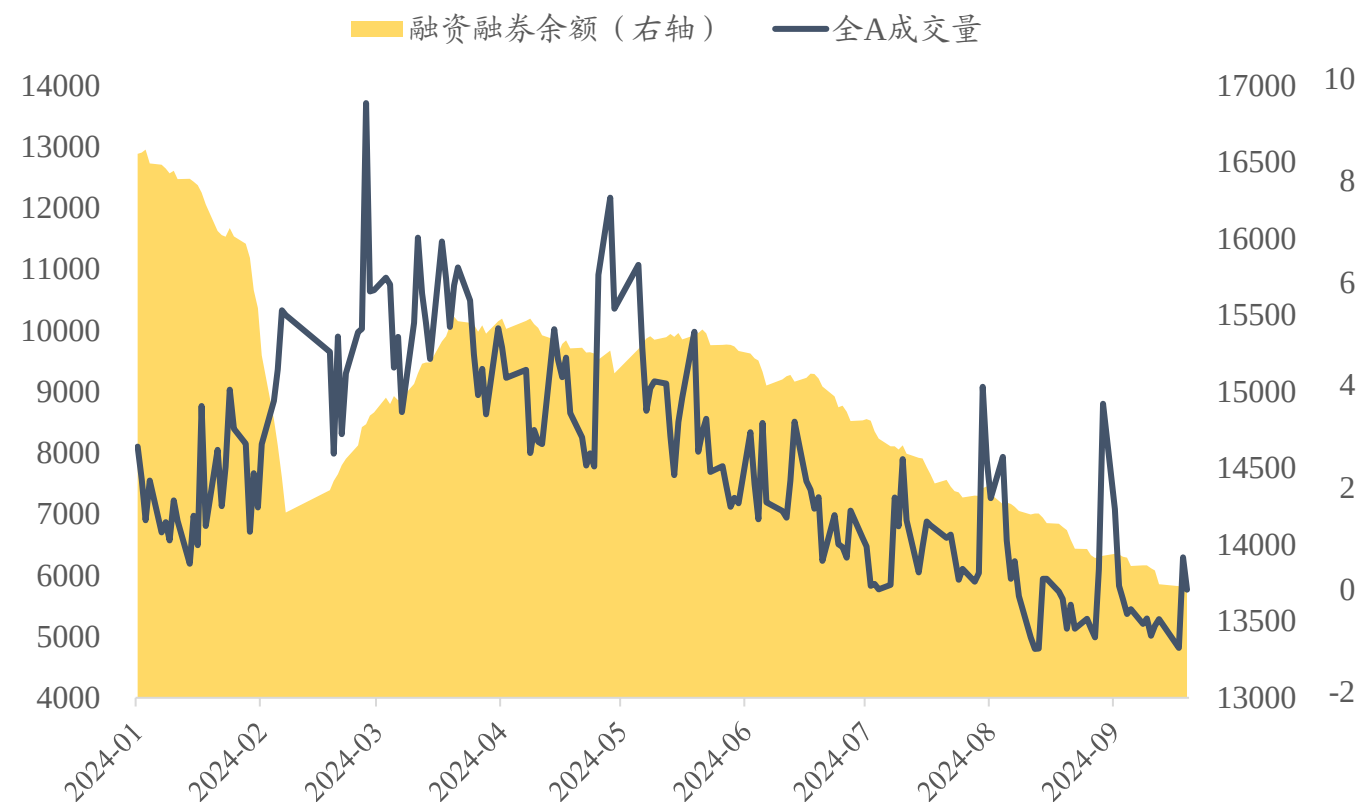
注：本报告所涉及个股/公司仅代表与产业或交易热点有关联，所引述资讯/数据/观点仅以展示为目的，不构成投资建议，个股层面请参照东吴证券研究所各行业组所推荐标的。17

数据来源：Wind，东吴证券研究所

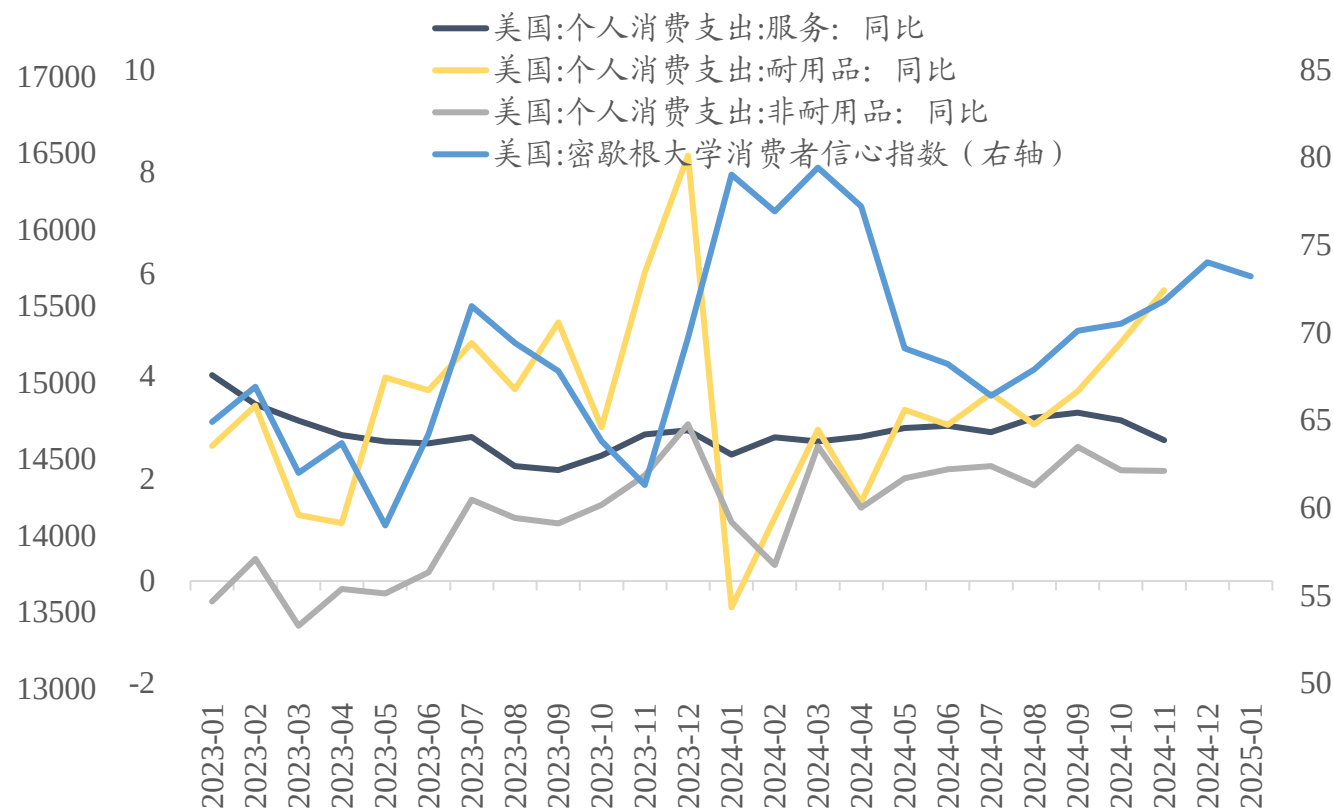
阶段III（2024.5.21-2024.9.18）——基本面复苏偏缓、海外推迟降息，指数震荡走弱

- ✓ 资本市场进入改革“阵痛期”，在一定程度上挫伤活跃资金的积极性
- ✓ 海外联储降息节奏不及预期以及政治不确定性提升对A股风险偏好造成一定影响
 - 在强劲的消费支撑下，美国通胀和经济维持韧性，中美利差高位运行，限制了我国的政策空间
 - 特朗普“枪击事件”以及哈里斯接替拜登选举都加大了政治不确定性

图：5月以来全A量能中枢下行，两融余额也不断下滑（单位：亿元）



图：美国消费表现强劲（单位：%；点）



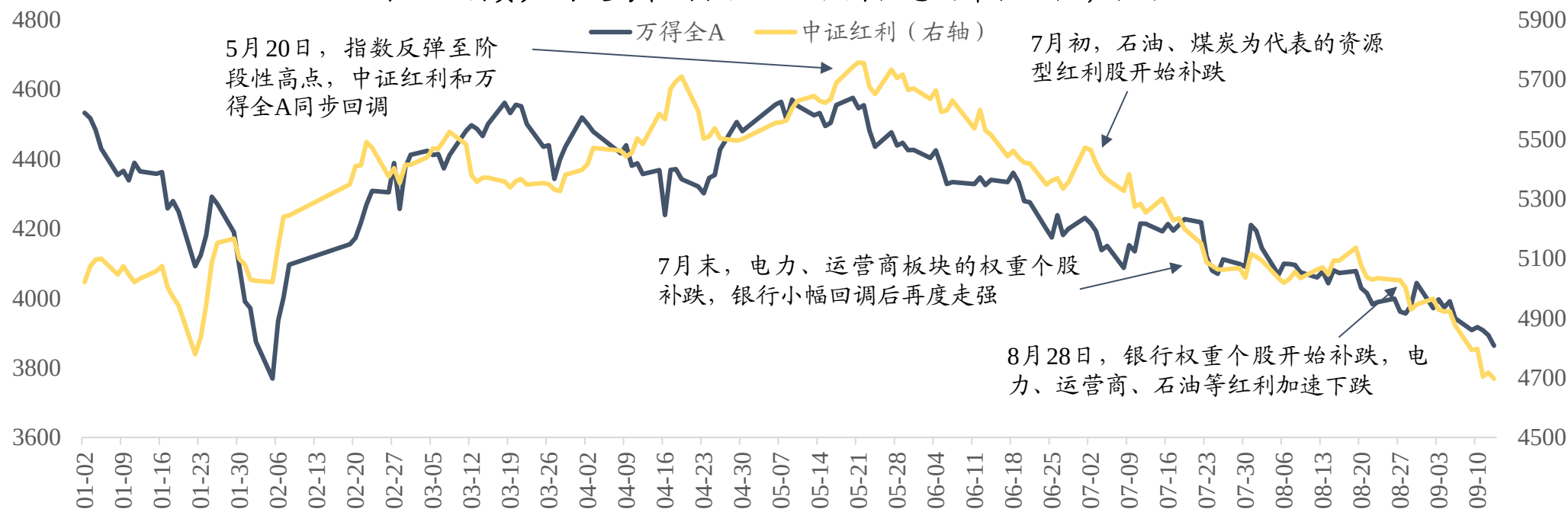
注：本报告所涉及个股/公司仅代表与产业或交易热点有关联，所引述资讯/数据/观点仅以展示为目的，不构成投资建议，个股层面请参照东吴证券研究所各行业组所推荐标的

数据来源：Wind，东吴证券研究所

阶段III（2024.5.21-2024.9.18）——基本面复苏偏缓、海外推迟降息，指数震荡走弱

- ✓ 基本面偏弱复苏、海外不确定性加剧等因素强化了红利风格，ETF资金的流入使得红利风格极致演绎
 - 5月以来，红利资产表现呈现“缩圈”走势，中证红利指数在5月20日左右与全A共振来到高点
 - 7月初，以石油、煤炭为代表的资源型红利出现补跌现象
 - 7月下旬，电力、运营商板块的权重个股补跌
 - 8月28日，最为稳健的银行板块也开始补跌
- ✓ 虽然红利风格的强势维持了近乎整个下跌阶段，但以果链为代表的消费电子、华为主题、自动驾驶、低空经济等科技题材依然有轮动表现

图：红利资产的交易在5月后呈现缩圈状态（单位：点；点）



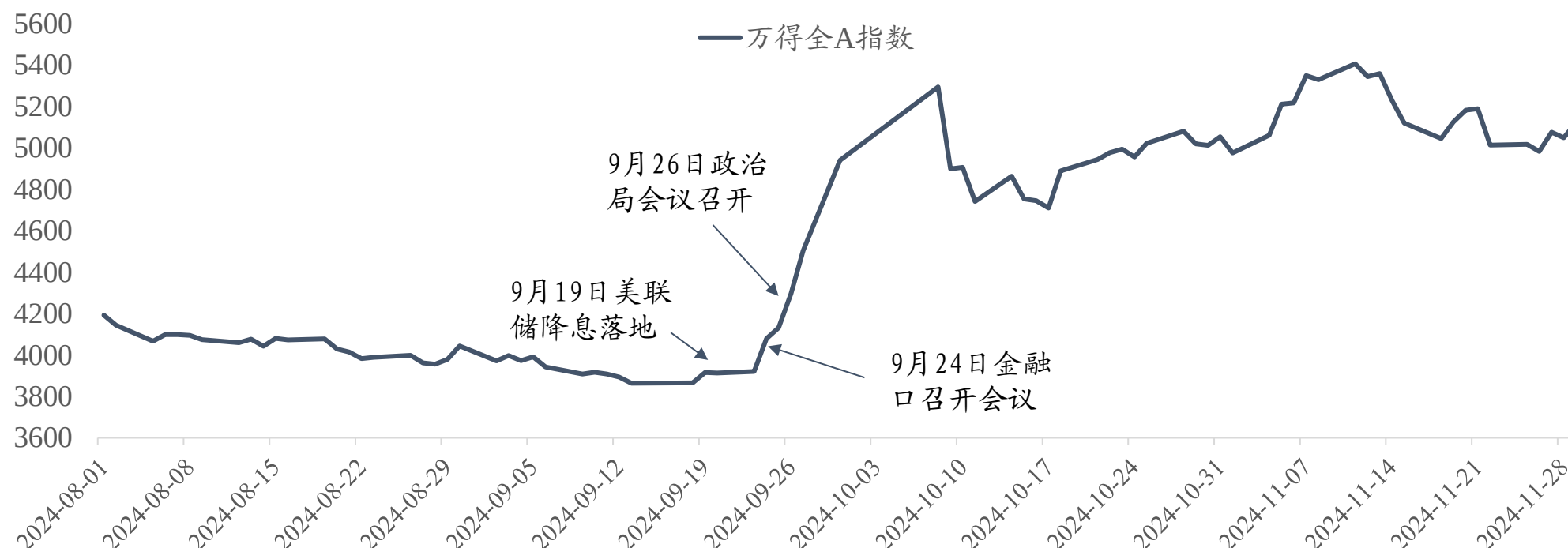
注：本报告所涉及个股/公司仅代表与产业或交易热点有关联，所引述资讯/数据/观点仅以展示为目的，不构成投资建议，个股层面请参照东吴证券研究所各行业组所推荐标的。19

数据来源：Wind，东吴证券研究所

阶段IV（2024.9.19-2024.12.31）——海内外政策迎来共振，“牛市起点”显现

- ✓ 9月19日美联储降息落地，随后我国宏观政策转向，市场演绎普反行情，小微盘、科创弹性较好
 - 9月19日，美联储降息50BP，开启了降息周期
 - 9月24日，金融口召开会议，针对货币、资本市场、房地产推出系列政策，标志着宏观政策开始转向
 - 9月26日，政治局会议召开，于非常规月份讨论经济，意义非凡，定调积极
 - 9月27日，盘前央行降准降息落地
- ✓ 但节后由于非理性预期扰动以及筹码的压制，同时海外联储再度转鹰，美债利率回升，指数震荡调整

图：万得全A走势图与关键事件/会议时间点（单位：点）



阶段IV（2024.9.19-2024.12.31）——海内外政策迎来共振，“牛市起点”显现

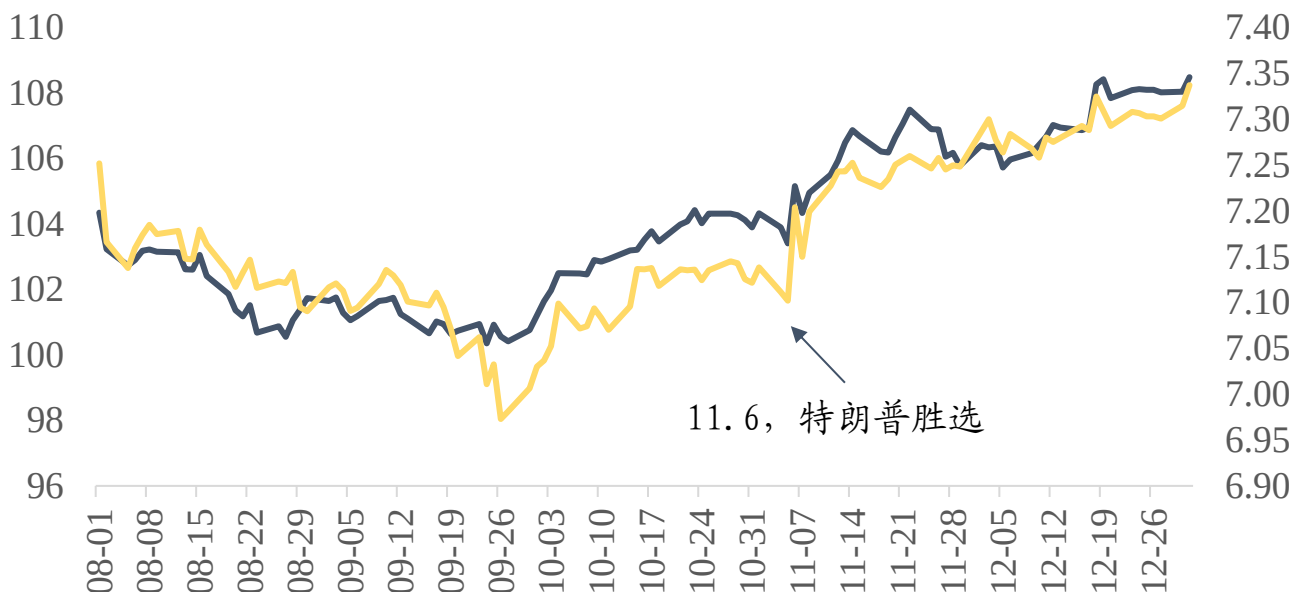
- ✓ 10月18日-11月26日，指数走出第一轮冲高回落，泛科技领涨，顺周期主题在冲顶阶段有更好表现
 - 总书记“中国式现代化，科技要打头阵”，“人生能有几回搏”等发言刺激下，科创板带领大盘反攻，开启了为期一周的反弹
 - 10月末大盘再度进入震荡整理阶段，等待随后的重要宏观事件落地
 - 11月初美联储降息落地、特朗普横扫胜选，海外不确定性部分落地；同时11月8日人大常委会推出10万亿化债资源，指数伴随着政策预期落地共振到达高点
- ✓ 随后在特朗普交易的影响下，美元走强虹吸全球流动性，A股资金选择兑现，市场开始回落

图：11月7日后美元大幅走强（单位：点；\$/¥）

图：人大常委会推出十万亿化债资源

—美元指数 —即期汇率:美元兑离岸人民币(USDCNH)（右轴）

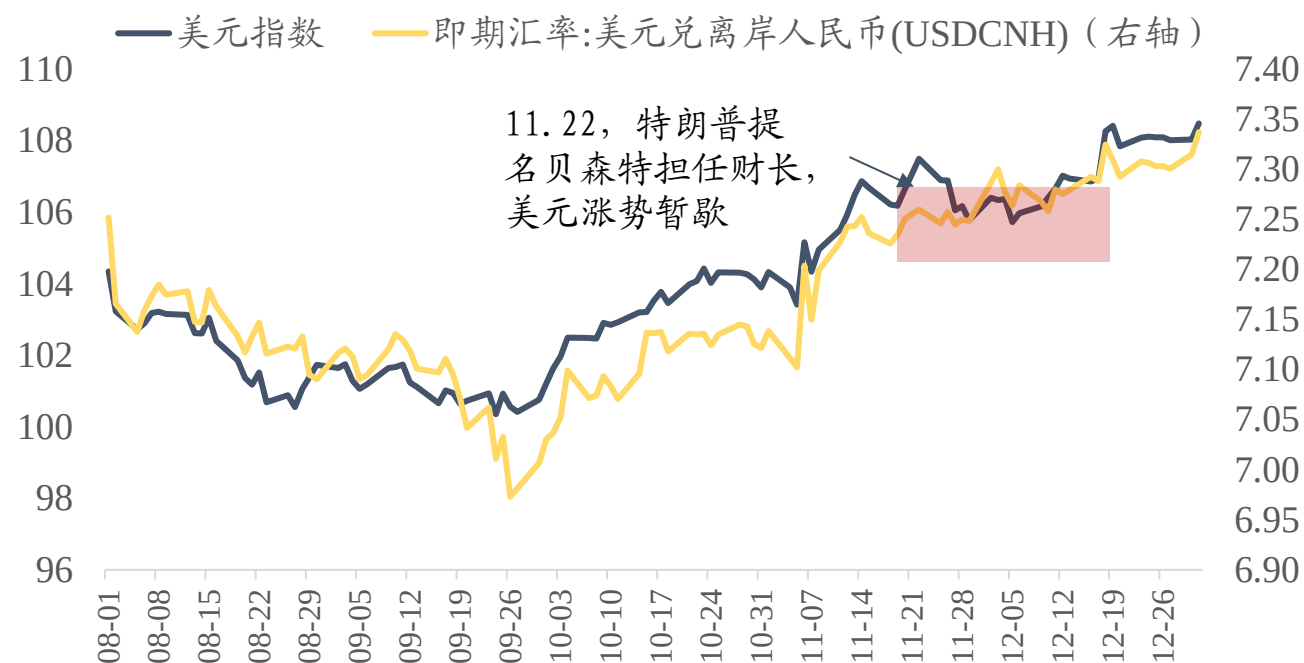
12万亿化债资源	具体内容
新增专项债限额	新增6万亿地方政府专项债务限额，2024-2026年期间每年安排2万亿。地方政府可以通过发行专项债对高息债务进行置换
放宽专项债限制	2024-2028连续五年安排8000亿，共计4万亿专项债用于置换隐性债务。此处并未有增量债，是对专项债使用范围的放宽
棚改隐性债务	针对2029年及以后到期的、由于棚改产生的隐性债务正常到期



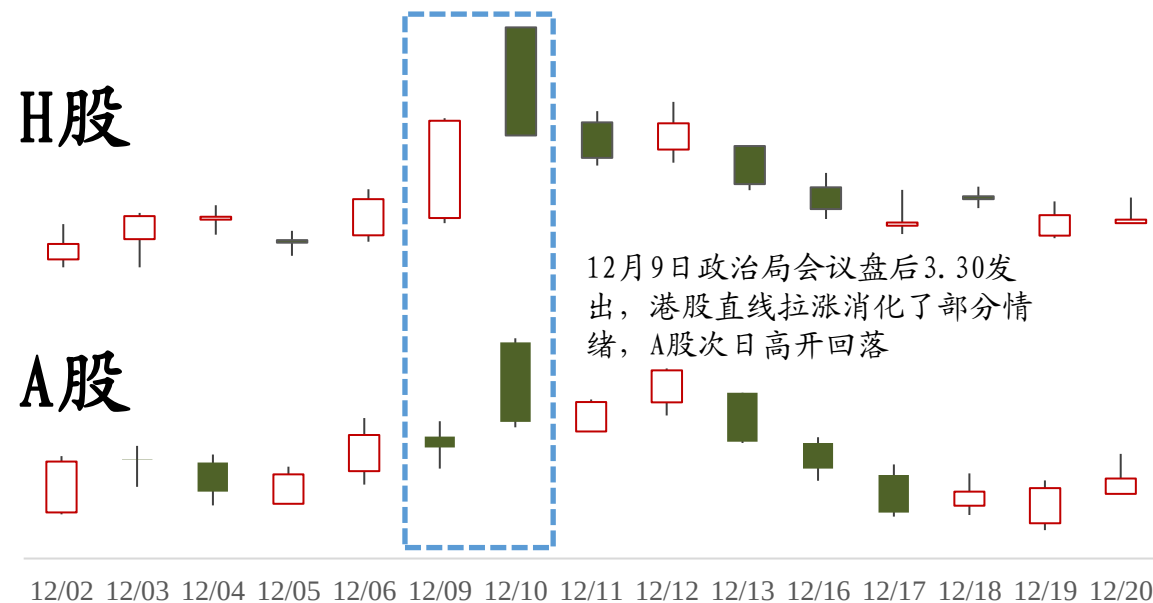
阶段IV（2024.9.19-2024.12.31）——海内外政策迎来共振，“牛市起点”显现

- ✓ 11月27日-12月31日，新一轮政策博弈行情下指数再次冲高回落，风格呈现出杠铃特征，红利、主题占优
 - 11月22日，特朗普提名贝森特担任财长，随后“贝森特交易”开启，美元涨势转为震荡
 - 临近12月，政策博弈行情再度开启，市场风险偏好有所修复
 - 12月9日政治局会议召开，货币政策基调转为“适度宽松”，同时强调“稳住楼市、股市”，随后的中央经济工作会议延续积极定调。但由于通稿盘后发出，情绪有所消化，隔夜A股表现为高开回落
- ✓ 随后在监管对热门股进行立案调查、岁末年初资金面边际趋紧以及降息降准落空等因素影响下，A股出现指数和情绪层面的双重调整。而债市则在“适度宽松”的基调下走牛，呈现出鲜明的股债跷跷板效应

图：贝森特被提名后，美元涨势暂歇（单位：点；\$/¥）



图：A&H股市在政治局会议前后K线图对比（单位：点）



注：本报告所涉及个股/公司仅代表与产业或交易热点有关联，所引述资讯/数据/观点仅以展示为目的，不构成投资建议，个股层面请参照东吴证券研究所各行业组所推荐标的

数据来源：Wind，东吴证券研究所



■ 市场整体走势、风格、行业、估值情况分析

■ 市场阶段性走势复盘

■ 细分交易线索回顾

■ 2024年强势个股表现

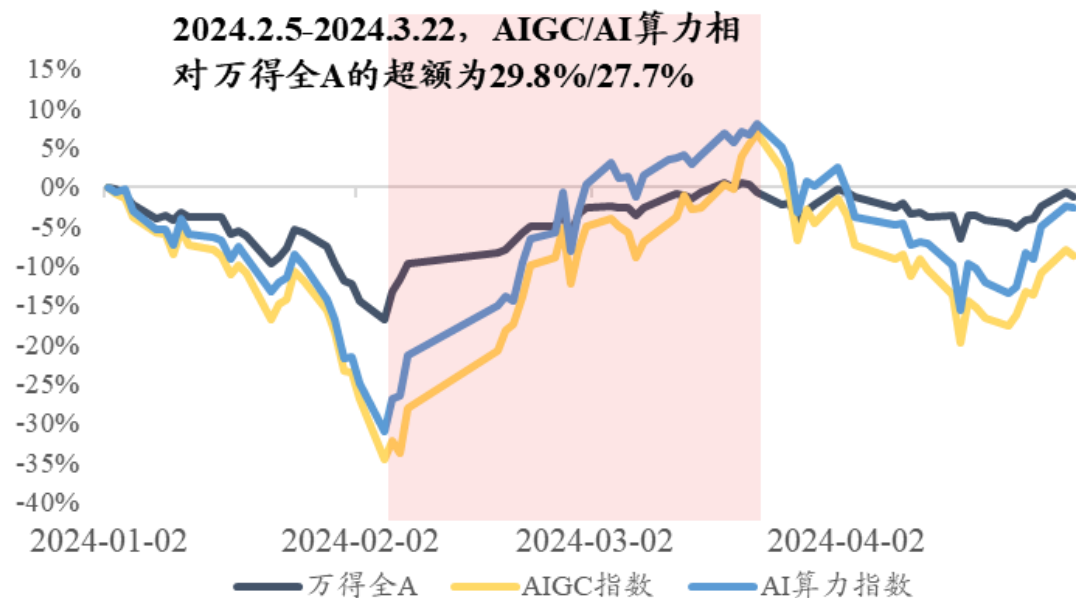
■ 风险提示

细分行情复盘：AI

✓ 2024年第一波AI行情始于春节后，海外Sora的问世和NV业绩超预期构成初步催化，AI走出美股映射性行情；随后3月国产模型Kimi出圈强化国产AI“追赶”逻辑。

- AI软件应用端与AI算力行情节奏基本保持一致、共振上涨
- Sora出圈后，市场交易“推理侧算力需求天花板提升”
- 2024年2月21日英伟达公布第四财季财报，再次超越市场预期，NV2024年1月4日-3月25日区间涨幅接近100%；NV业绩同时彰显了北美算力产业链基本面坚实以及国产算力缺口的增加（NV来自中国区的收入占比由20+%下滑至个位数）
- 算力通信方面，GB200 集群增加高速铜缆用量，博通扩大铜缆覆盖范围，“铜连接”分支走强

图： 2024年2月上旬-3月下旬，AI软硬件相对大盘跑出明显超额



图： 2024年2月5日-3月22日AI板块涨幅居前的个股

证券代码	证券简称	2024年2月5日-3月22日区间涨跌幅 (%)	证券代码	证券简称	2024年2月5日-3月22日区间涨跌幅 (%)
300781.SZ	因赛集团	132.5	688256.SH	寒武纪-U	67.1
603533.SH	掌阅科技	118.1	600602.SH	云赛智联	66.6
603516.SH	淳中科技	108.8	002229.SZ	鸿博股份	65.3
688787.SH	海天瑞声	90.7	300857.SZ	协创数据	63.7
301085.SZ	亚康股份	81.3	300394.SZ	天孚通信	63.1
300182.SZ	捷成股份	77.2	301052.SZ	果麦文化	60.3
002281.SZ	光迅科技	77.0	300738.SZ	奥飞数据	60.0
300442.SZ	润泽科技	76.9	300053.SZ	航宇微	58.2
603019.SH	中科曙光	75.7	688111.SH	金山办公	57.1
601138.SH	工业富联	75.5	300229.SZ	拓尔思	54.8
300502.SZ	新易盛	75.2	603496.SH	恒为科技	54.6
300364.SZ	中文在线	72.2	300785.SZ	值得买	54.2
002837.SZ	英维克	70.8	002315.SZ	焦点科技	53.2
301025.SZ	读客文化	70.7	688228.SH	开普云	52.7
300474.SZ	景嘉微	68.4	300308.SZ	中际旭创	52.6

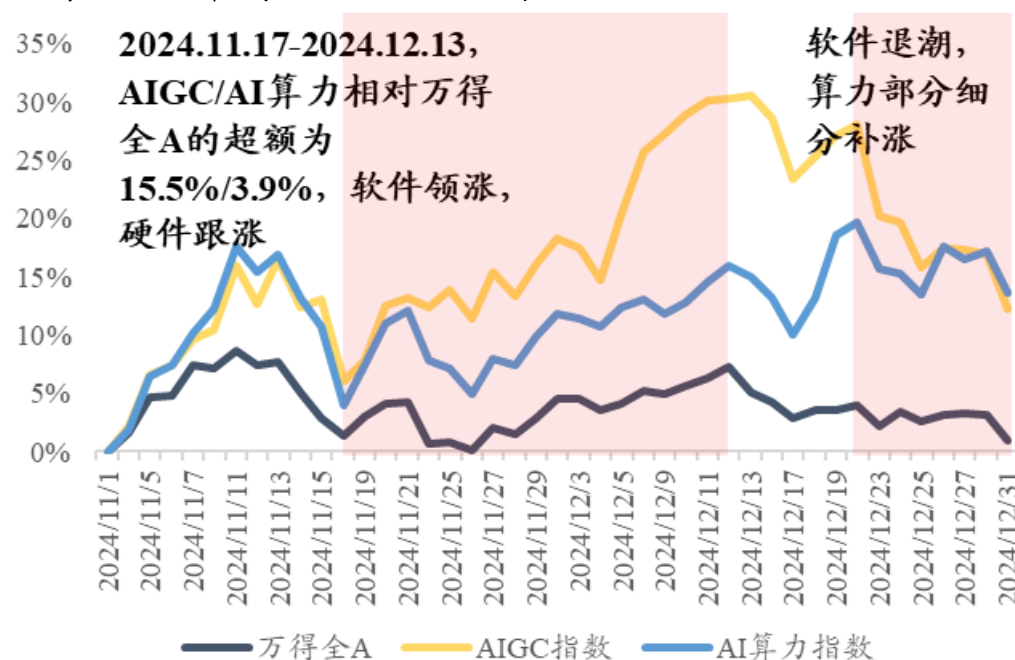
注：本报告所涉及个股/公司仅代表与产业或交易热点有关联，所引述资讯/数据/观点仅以展示为目的，不构成投资建议，个股层面请参照东吴证券研究所各行业组所推荐标的 24

数据来源：Wind，东吴证券研究所

细分行情复盘：AI

- ✓ 2024年第二波AI行情始于11月初海外AI应用（广告AppLovin和电商Shopify）业绩增长下的映射，以及AI Agent新进展提振（智谱和Claude3.5，以及OpenAI等即将入局）
- ✓ 随后在12月初字节豆包出圈、OpenAI的12场发布会等催化下，AI应用板块持续走强。
- ✓ 12月中旬，AI板块高切低、软切硬（端侧AI、AI算力），博通等ASIC公司业绩发酵、资金交易推理侧算力；有源AEC在Scale Up兴起的趋势下跑出超额，12月末，数据中心电源等算力低位分支出现补涨

图：2024年11月初-12月中旬，AI 软件相对大盘跑出明显超额；12月中旬后，硬件行情“后劲”更足



图：2024年11月初-12月中旬AI板块涨幅居前的个股

	证券简称	2024年11月1日-12月13日区间涨跌幅 (%)	证券代码	证券简称	2024年11月1日-12月13日区间涨跌幅 (%)
002354.SZ	天娱数科	125.5	300044.SZ	赛为智能	36.2
688787.SH	海天瑞声	101.4	688228.SH	开普云	35.3
301171.SZ	易点天下	78.6	300494.SZ	盛天网络	32.6
000681.SZ	视觉中国	72.5	300245.SZ	天玑科技	29.5
300071.SZ	福石控股	69.9	300249.SZ	依米康	28.6
603516.SH	淳中科技	64.4	605168.SH	三人行	28.2
600556.SH	天下秀	58.8	300229.SZ	拓尔思	27.0
002315.SZ	焦点科技	52.4	601929.SH	吉视传媒	26.7
603533.SH	掌阅科技	50.2	601360.SH	三六零	25.6
300442.SZ	润泽科技	49.9	688256.SH	寒武纪-U	25.2
300465.SZ	高伟达	48.8	300612.SZ	宣亚国际	23.3
300785.SZ	值得买	47.0	002757.SZ	南兴股份	22.4
600228.SH	返利科技	40.9	002117.SZ	东港股份	22.0
300857.SZ	协创数据	40.7	688111.SH	金山办公	21.9
600986.SH	浙文互联	37.8	300182.SZ	捷成股份	21.5

注：本报告所涉及个股/公司仅代表与产业或交易热点有关联，所引述资讯/数据/观点仅以展示为目的，不构成投资建议，个股层面请参照东吴证券研究所各行业组所推荐标的

数据来源：Wind，东吴证券研究所

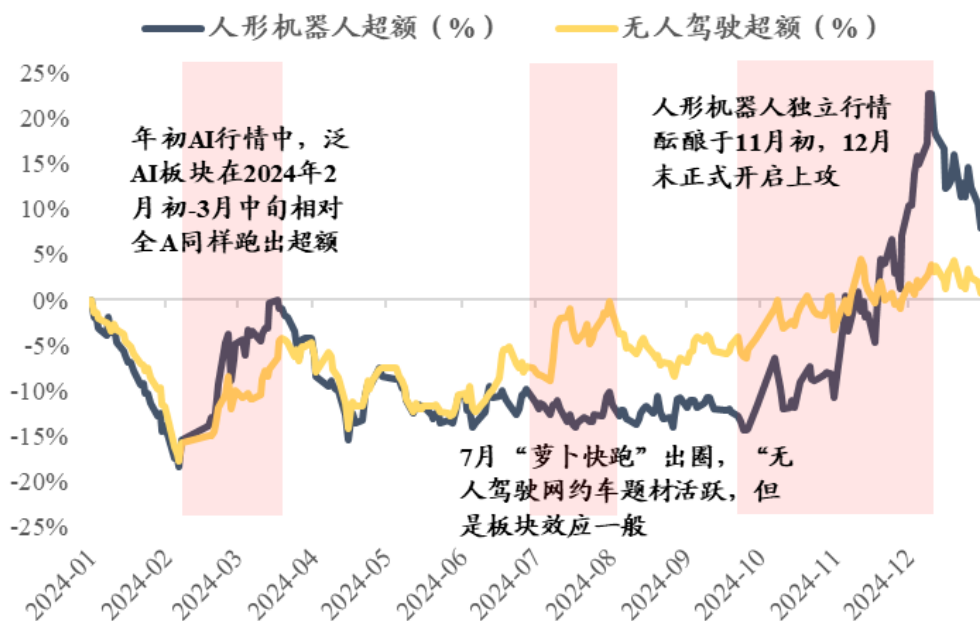
细分行情复盘：泛AI（机器人和智驾）

✓ 泛AI（人形机器人和自动驾驶）在2月初-3月中旬的AI行情中同样跑出超额

✓ 独立行情方面：

- 机器人行情酝酿于11月初，“国内大厂加速布局人形机器人”的产业趋势得到资金认可；11月29日，Optimus最新视频中灵巧手自由度增加，人形机器人开启“九连阳”行情，期间涨幅近24%，重庆等地方政府加码机器人产业构成新催化
- 自动驾驶行情启动于7月初，百度萝卜快跑在武汉全无人订单大增、引发市场关注，但囿于大盘存量博弈的环境，行情聚焦“无人驾驶网约车”概念的资金龙头（如“大众交通”），整体板块效应一般

图：泛AI超额走势（相对万得全A）



图：11月初-12月末人形机器人板块个股表现

证券代码	证券简称	2024年11月1日-12月31日涨跌幅 (%)	证券代码	证券简称	2024年11月1日-12月31日涨跌幅 (%)
688165.SH	埃夫特-U	175.6	603819.SH	神力股份	29.1
300607.SZ	拓斯达	95.5	603583.SH	捷昌驱动	26.6
603662.SH	柯力传感	92.8	002896.SZ	中大力德	26.4
002403.SZ	爱仕达	73.0	688160.SH	步科股份	24.8
300718.SZ	长盛轴承	70.6	688255.SH	凯尔达	23.9
003021.SZ	兆威机电	59.5	688218.SH	江苏北人	22.9
603009.SH	北特科技	45.0	688686.SH	奥普特	22.6
688322.SH	奥比中光-UW	44.6	002747.SZ	埃斯顿	22.0
688320.SH	禾川科技	40.5	002892.SZ	科力尔	19.0
300100.SZ	双林股份	34.6	603666.SH	亿嘉和	18.8
300660.SZ	江苏雷利	32.8	688017.SH	绿的谐波	18.6
871478.BJ	巨能股份	32.2	300222.SZ	科大智能	17.8
300024.SZ	机器人	32.0	603015.SH	弘讯科技	17.6
002576.SZ	通达动力	29.9	300403.SZ	汉宇集团	16.6
688698.SH	伟创电气	29.7	002527.SZ	新时达	16.3

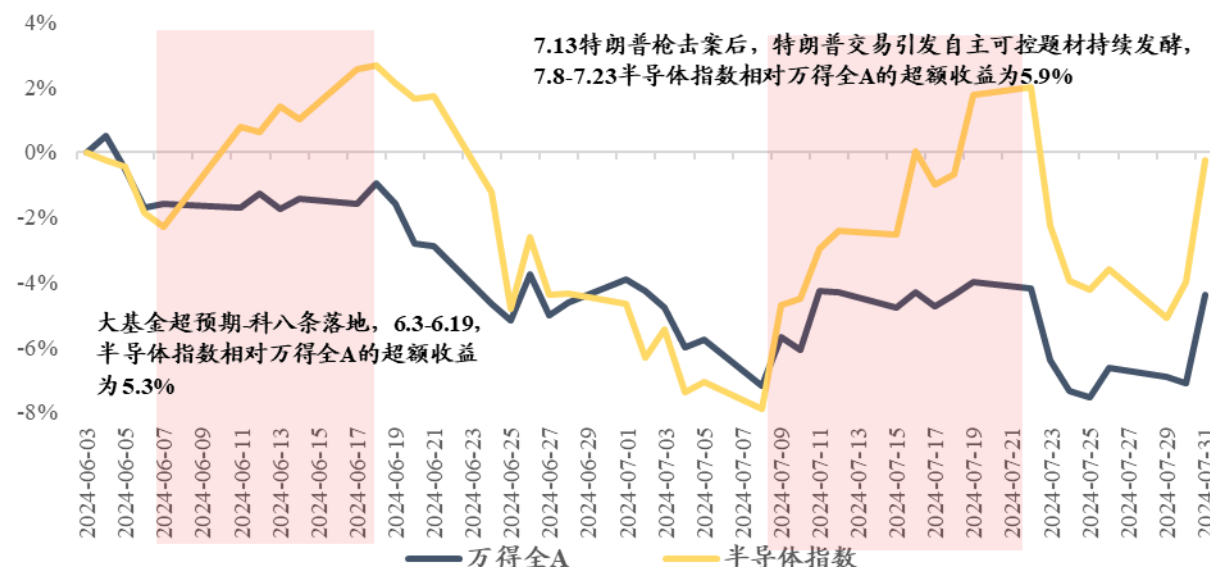
注：本报告所涉及个股/公司仅代表与产业或交易热点有关联，所引述资讯/数据/观点仅以展示为目的，不构成投资建议，个股层面请参照东吴证券研究所各行业组所推荐标的 26

数据来源：Wind，东吴证券研究所

细分行情复盘：自主可控

- ✓ 6-7月，资金对于自主可控的关注主要在半导体产业链，“科特估”行情启动
- ✓ 5月末-6月上旬半导体板块已经开始活跃，启动于大基金三期规模超预期；“科八条”发布后开始回落
 - 公开资料显示，大基金三期于2024年5月24日成立，超预期注资规模3440亿元，超过了大基金一期、二期募资总和（1387亿、2042亿），并且超过了当时美国《芯片法案》直接财政补助规模（390亿美元，约合2800亿元人民币）
 - 6月19日，《关于深化科创板改革 服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》（简称“科八条”）发布
- ✓ 7月13日“枪击”事件后，特朗普胜选的预期强化，资金交易自主可控，随后三中全会公报中“安全”词频明显提升；月中拜登政府拟加码半导体设备封锁的消息扰动不断
- ✓ 整体而言，6-7月在大盘环境承压之下，芯片半导体产业链跑出超额，但绝对收益呈波段式

表：2024年6-7月以半导体为核心的“自主可控”行情反复演绎



注：本报告所涉及个股/公司仅代表与产业或交易热点有关联，所引述资讯/数据/观点仅以展示为目的，不构成投资建议，个股层面请参照东吴证券研究所各行业组所推荐标的 27

数据来源：Wind，东吴证券研究所

细分行情复盘：自主可控

- ✓ 8-9月，市场交易华为（海思/鸿蒙/鲲鹏）、信创等泛自主可控分支
- ✓ 8月中旬开始，资金提前交易9月的海思全连接大会与华为全连接大会，大盘存量博弈环境下，市场聚焦高辨识度个股（如深圳华强），板块效应并不明显
- ✓ 9月资金向信创、鸿蒙、网络安全的分支扩散，首先是9月中旬开始市场博弈纯血鸿蒙月末发布预期，随后黎巴嫩通信设备爆炸以及福建信创改造项目设计方案通过等一系列事件催化下，“自主可控”行情升温

表：2024年9月，“华为”产业动态密集

时间	事件
9月3日	珠峰超充站发布会暨超充联盟正式商用仪式于9月3日启动
9月5日	荣耀9月5日参加2024德国柏林消费电子展，面向全球正式推出折叠屏 Magic V3等旗舰产品
9月6日	2024全球AI芯片峰会 (GACS 2024) 于9月6-7日在北京盛大举办
9月9日	首届华为海思全联接大会官宣9月9日举行，同时举行星闪及鸿蒙峰会
9月10日	苹果公司于北京时间9月10日凌晨1点举行秋季新品发布会
9月10日	在华为见非凡品牌盛典上，华为首款三折叠屏手机发布
9月19日	AIAC 2024人工智能应用大会于9月19日在北京举办
9月19日	第九届华为全联接大会 (HUAWEI CONNECT 2024) 于9月19日-21日在上海世博展览馆和世博中心举办
9月27日	2024中国算力大会于9月27日至29日在河南郑州举行
10月22日	HarmonyOS NEXT（纯血鸿蒙）正式发布

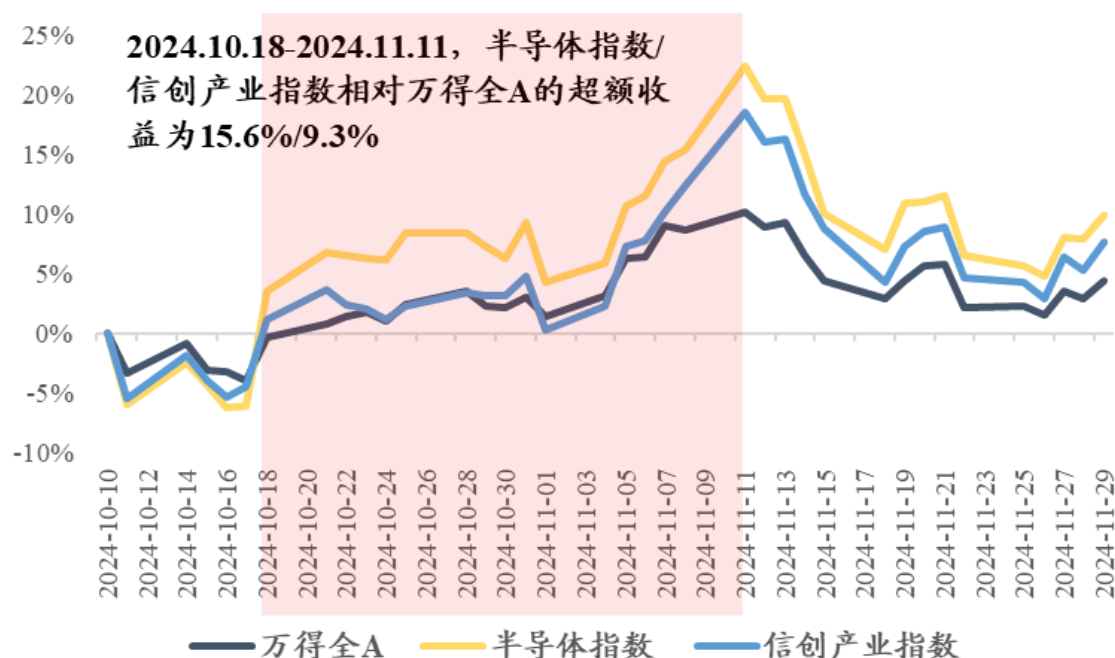
表：2024年8月中旬-9月下旬，“泛自主可控”方向强势标的

证券代码	证券简称	2024年8月15日-9月23日 区间涨跌幅 (%)	证券代码	证券简称	2024年8月15日-9月23日 区间涨跌幅 (%)
000062.SZ	深圳华强	265.1	002819.SZ	东方中科	20.3
000158.SZ	常山北明	102.6	002017.SZ	东信和平	20.2
000948.SZ	南天信息	59.1	002771.SZ	真视通	19.1
000004.SZ	国华网安	46.3	688036.SH	传音控股	18.6
002261.SZ	拓维信息	44.9	300339.SZ	润和软件	18.4
603189.SH	网达软件	41.7	301236.SZ	软通动力	17.3
300047.SZ	天源迪科	35.1	301270.SZ	汉仪股份	17.3
300379.SZ	东方通	33.7	600718.SH	东软集团	16.8
300866.SZ	安克创新	31.6	300588.SZ	熙菱信息	16.8
300663.SZ	科蓝软件	29.0	002279.SZ	久其软件	16.1
300369.SZ	绿盟科技	27.8	300608.SZ	思特奇	14.9
300598.SZ	诚迈科技	25.7	688023.SH	安恒信息	13.7
600536.SH	中国软件	22.4	300348.SZ	长亮科技	13.5
600839.SH	四川长虹	21.0	600449.SH	宁夏建材	12.9
600525.SH	长园集团	20.7	603232.SH	格尔软件	12.6

细分行情复盘：自主可控

- ✓ 10月下旬-11月初，美国大选前夕，“特朗普”交易再次升温，资金一方面短暂规避外销占比高的科技品种，另一方面强化了科技“自主”链条
- ✓ 10月，华为Mate70为首的国产手机、国产算力（昇腾概念股、寒武纪）和芯片制造龙头公司（中芯国际）持续新高；信创、网络安全等分支在11月初开启补涨
- ✓ 稀土、超硬材料作为“出口反制”分支，股价展现出较大弹性

表：2024年10月下旬-11月上旬，“自主可控”交易升温



表：2024年11月下旬-12月中旬，“泛自主可控”方向强势标的

代码	简称	11.18-12.13涨跌幅(%)	代码	简称	11.18-12.13涨跌幅(%)
430139.BJ	华岭股份	163.0	688702.SH	盛科通信-U	62.6
301297.SZ	富乐德	140.6	688058.SH	宝兰德	62.4
000066.SZ	中国长城	122.4	600745.SH	闻泰科技	61.7
839725.BJ	惠丰钻石	119.5	600171.SH	上海贝岭	59.9
688568.SH	中科星图	92.7	688206.SH	概伦电子	58.6
300046.SZ	台基股份	76.3	688584.SH	上海合晶	57.9
688361.SH	中科飞测	72.9	300102.SZ	乾照光电	57.5
002156.SZ	通富微电	72.9	688512.SH	慧智微-U	56.3
688549.SH	中巨芯-U	71.1	688662.SH	富信科技	56.3
688262.SH	国芯科技	68.4	600172.SH	黄河旋风	55.1
603019.SH	中科曙光	68.0	688172.SH	燕东微	55.1
301269.SZ	华大九天	67.5	688691.SH	灿芯股份	54.7
301095.SZ	广立微	64.6	688409.SH	富创精密	54.4
600536.SH	中国软件	62.9	688072.SH	拓荆科技	54.3
688066.SH	航天宏图	62.6	688012.SH	中微公司	49.9

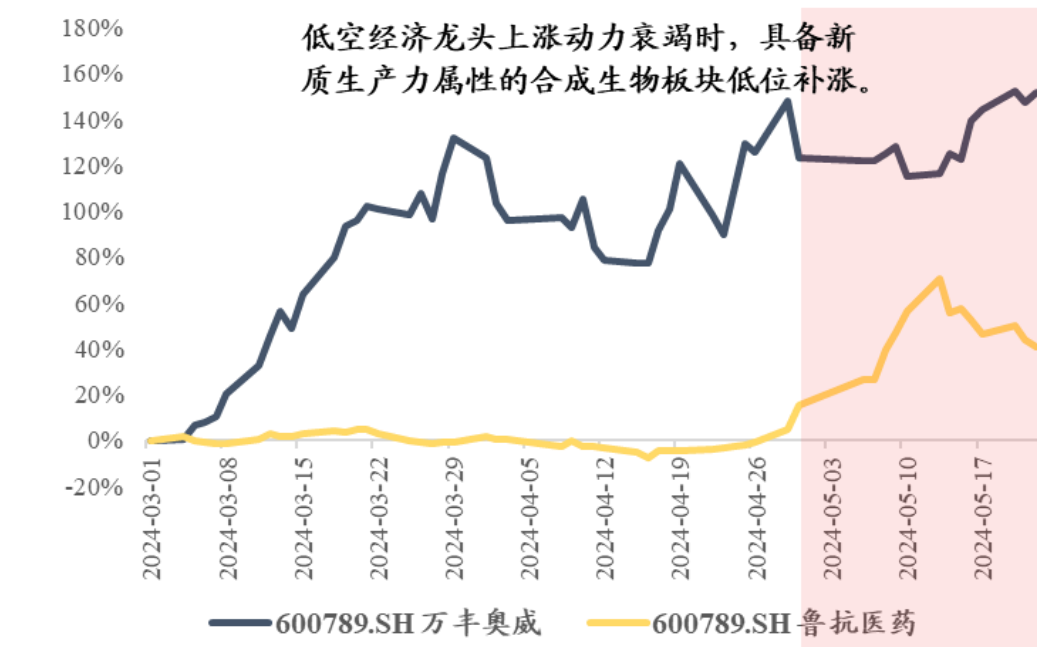
注：本报告所涉及个股/公司仅代表与产业或交易热点有关联，所引述资讯/数据/观点仅以展示为目的，不构成投资建议，个股层面请参照东吴证券研究所各行业组所推荐标的

数据来源：Wind，东吴证券研究所

产业趋势交易复盘：新质生产力

- ✓ 低空经济成为“新质生产力”的具象化板块，3月初正式发酵
 - 低空经济首次出现在2023年末中央经济工作会议通稿中；2024年3月初“两会”期间政府工作报告中再次提及
 - 民航局和地方政策纷纷跟进，产业事件密集（如3月18日亿航智能无人驾驶载人航空器上架淘宝）
- ✓ 4月下旬，新质生产力行情高切低、向外扩散至合成生物、量子科技
- ✓ 10月，在外部不确定性增强之下，科技行情一方面聚焦自主可控，另一方面交易“以我为主”的泛科技细分如数据要素、低空经济等，但“新质生产力”的板块效应并不强

图：新质生产力方面，2024年3月低空经济相对大盘跑出明显超额，4月下旬开始合成生物龙头补涨



表：2024年3月-5月下旬，“新质生产力”方向强势标的

代码	简称	03.01-05.22涨跌幅 (%)	代码	简称	03.01-05.22涨跌幅 (%)
300107.SZ	建新股份	206.2	002111.SZ	威海广泰	57.3
300411.SZ	金盾股份	198.8	600990.SH	四创电子	51.1
002085.SZ	万丰奥威	156.3	003029.SZ	吉大正元	50.6
688631.SH	莱斯信息	139.2	300159.SZ	新研股份	48.0
300719.SZ	安达维尔	137.9	000420.SZ	吉林化纤	47.8
001696.SZ	宗申动力	118.6	688070.SH	纵横股份	47.0
000099.SZ	中信海直	111.9	002544.SZ	普天科技	42.4
600843.SH	上工申贝	98.0	603766.SH	隆鑫通用	38.6
603739.SH	蔚蓝生物	69.5	002023.SZ	海特高新	32.5
300975.SZ	商络电子	68.7	002773.SZ	康弘药业	32.3
300900.SZ	广联航空	65.8	300791.SZ	仙乐健康	31.0
300424.SZ	航新科技	64.1	000555.SZ	神州信息	30.6
603261.SH	立航科技	62.7	603025.SH	大豪科技	29.6
688027.SH	国盾量子	60.9	001366.SZ	播恩集团	26.5
301301.SZ	川宁生物	60.2	688089.SH	嘉必优	24.9

注：本报告所涉及个股/公司仅代表与产业或交易热点有关联，所引述资讯/数据/观点仅以展示为目的，不构成投资建议，个股层面请参照东吴证券研究所各行业组所推荐标的。
 数据来源：Wind，东吴证券研究所

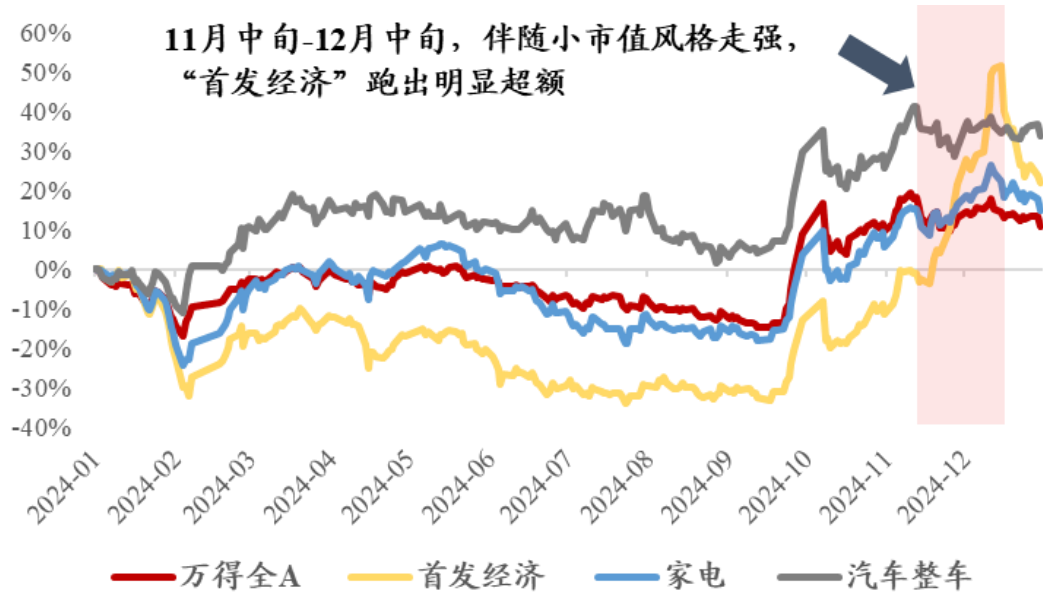
细分行情复盘：消费

- ✓ 2024年，消费板块表现分化明显
- ✓ 强势方向：汽车、家电受益于“以旧换新”的财政支持实现“戴维斯双击”，休闲零食、首发经济等新消费分支在年末受中央经济工作会议的表述提振实现大涨，其中“首发经济”涉及行业分散，行情主要由估值驱动
 - 2024年12月中央经济工作会议将“大力提振消费”置于次年经济工作首位，并提出“积极发展首发经济”
- ✓ 受地产和基建投资增速制约，白酒板块基本面承压，显著跑输全A

图：2024年“以旧换新”板块表现分化明显，“两新”分支、新消费、零售类跑出超额

指数	2024年涨跌幅（%）	PE-TTM	
		2024年初	2024年末
汽车	38.66	27.74	32.33
首发经济	22.67	367.08	692.20
零食(申万)	19.76	31.50	34.21
家电	14.66	14.17	16.76
零售	11.55		82.96
万得全A	10.00	16.67	18.53
旅游出行	4.11		195.40
大消费	4.03	22.82	22.28
家居用品(申万)	-8.33	21.40	20.39
餐饮	-10.09		
白酒	-15.49	25.81	19.90
医药商业精选	-20.53	15.63	15.86

图：以“首发经济”为代表的新消费分支跑出超额（单位：%）



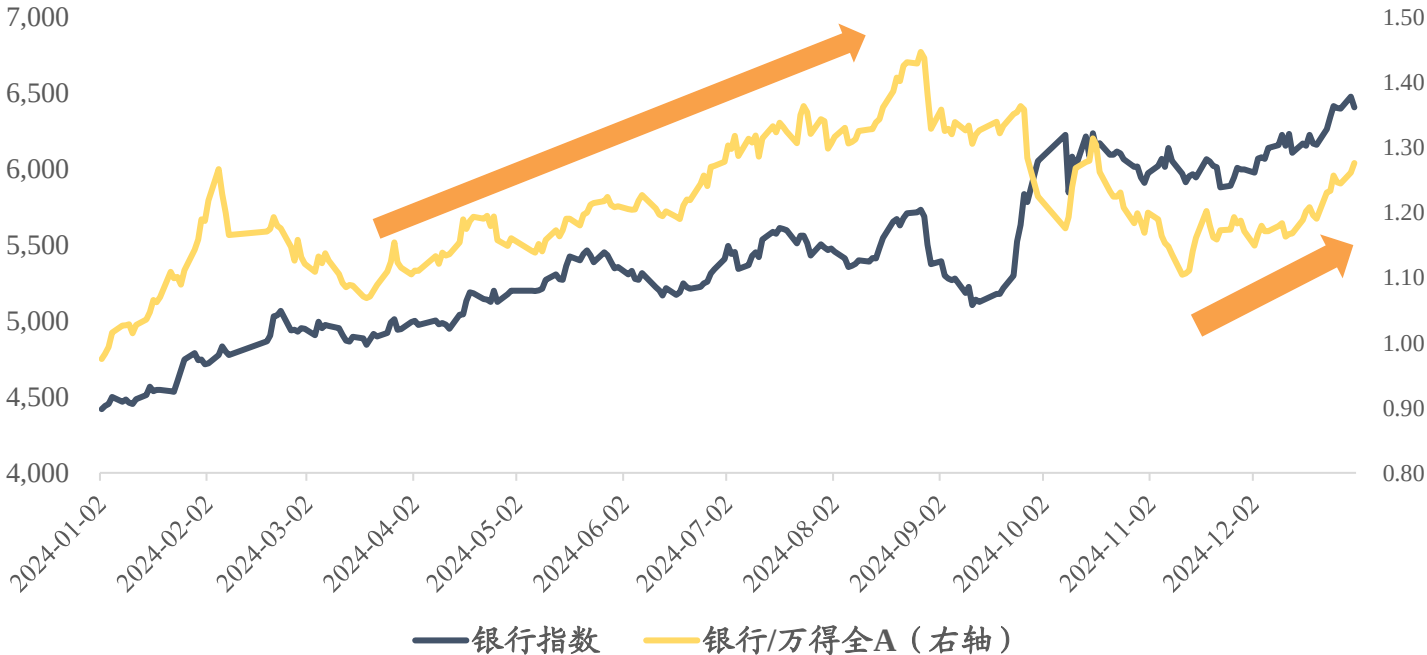
细分行情复盘：红利

- ✓ 2024年，中证红利相对万得全A的超额收益仅2.3%，但银行、白电、港口等细分超额收益高于20%，而煤炭等基本面承压的板块超额为负
- ✓ 市场对于红利板块的选择依然更加注重“盈利稳定性”
- ✓ 3月下旬-8月末，银行板块相对万得全A持续走强
 - 除9-11月出现大幅波动外，四大行年内基本为趋势行情，不断创新高

表：高股息板块2024年表现

指数名称	2024年 涨跌幅 (%)	2024年相对 万得全A超额 收益 (%)	近12个月股息率 (截至2025年1月15 日收盘, %)
国有大型银行 II	39.77	29.77	6.29
白色家电	39.09	29.08	3.93
城商行 II	36.00	26.00	5.89
农商行 II	33.10	23.10	5.27
股份制银行 II	30.45	20.45	5.59
航运港口	21.93	11.92	3.63
铁路公路	19.52	9.51	3.43
房屋建设 II	19.09	9.08	4.12
基础建设	7.88	-2.12	3.05
煤炭开采	7.10	-2.91	6.39
出版	6.68	-3.33	3.49
燃气 II	6.15	-3.85	3.42
厨卫电器	4.72	-5.28	4.92
炼化及贸易	4.62	-5.38	4.68
物流	-0.24	-10.25	3.31
服装家纺	-5.36	-15.36	4.60
装修建材	-5.70	-15.70	3.31
中药 II	-6.63	-16.63	3.05
家居用品	-8.33	-18.34	3.09
照明设备 II	-9.14	-19.15	3.07
饰品	-12.03	-22.03	3.92
白酒 II	-13.10	-23.11	3.58
食品加工	-13.98	-23.98	3.86
非金属材料 II	-27.81	-37.82	3.99

图：2024年3月下旬-8月末，银行板块超额持续走扩



细分行情复盘：并购

✓ 9月24日“并购六条”发布，A股新一轮并购潮开启（上一轮为2014-2016年）

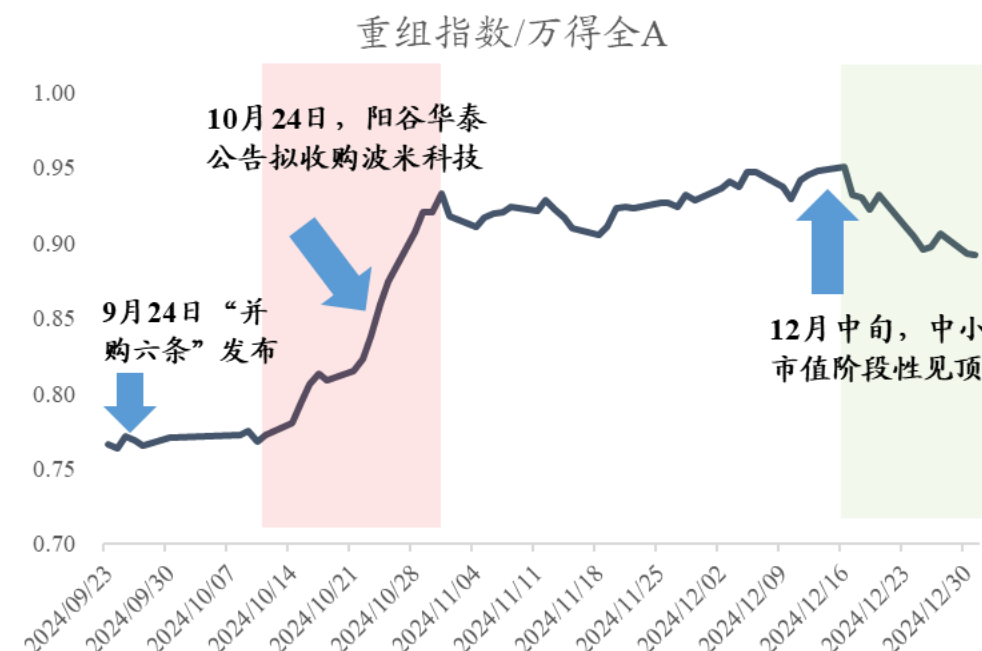
✓ 行情演绎

- 9.24之前：个股零星行情（如保变电气国有股份无偿划转，8月末开始上涨）
- 9.24-11月上旬——普涨行情，其中：
 - 9.24-10.9，跟随大盘普涨；10.10后，大盘整固，重组指数跑出超额
 - 10月24日市场预期的阳谷华泰公告拟收购波米科技后，并购行情走向阶段高潮
- 11月中旬之后——重组标的变多，行情开始分化，收购资产质量和性价比决定行情高度&持续性
- 12月中旬，中小市值指数见顶，重组指数回落

表：2024年9月24日以来重要的中央、地方并购重组政策

日期	主体	文件/会议/事件	主要内容
2024/12/10	上海市人民政府	《上海市支持上市公司并购重组行动方案（2025—2027年）》印发	力争到2027年，落地一批重点行业代表性并购案例，在集成电路、生物医药、新材料等重点产业领域培育10家左右具有国际竞争力的上市公司，形成3000亿元并购交易规模，激活总资产超2万亿元；加快培育集聚 并购基金 。引入专业赛道市场化并购基金管理人，吸引集聚市场化并购基金，符合条件的纳入股权投资基金设立快速通道。 用好100亿元集成电路设计产业并购基金，设立100亿元生物医药产业并购基金。
2024/11/27	深圳市委金融办	《深圳市推动并购重组高质量发展的行动方案（2025—2027）（公开征求意见稿）》印发	提出到2027年底，推动深圳境内外上市公司质量全面提升、总市值突破15万亿元；推动并购重组市场持续活跃，完成并购重组项目总数量突破100单、交易总价值突破300亿元，形成一批优秀并购重组案例。同时提出14条重要措施，包括建立上市公司并购重组标的项目库、 联通香港资本市场打通境内外并购资源、支持上市公司开展并购业务“走出去” 等。
2024/09/24	证监会	发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》（并购六条）；修订《上市公司重大资产重组管理办法》等规则，同步公开征求意见	“并购六条”内容包括： 支持上市公司向新质生产力方向转型升级、鼓励上市公司加强产业整合、进一步提高监管包容度、提升重组市场交易效率、提升中介机构服务水平、依法加强监管

图：9月24日以来重组指数相对万得全A的表现



注：本报告所涉及个股/公司仅代表与产业或交易热点有关联，所引述资讯/数据/观点仅以展示为目的，不构成投资建议，个股层面请参照东吴证券研究所各行业组所推荐标的

数据来源：Wind，上海市政府官网，“深圳政府在线”网站，证监会官网，东吴证券研究所



■ 市场整体走势、风格、行业、估值情况分析

■ 市场阶段性走势复盘

■ 细分交易线索回顾

■ 2024年强势个股表现

■ 风险提示

附录：2024年涨幅前50名标的

表：剔除2024年新上市标的后，2024年涨幅排名1-25的标的

序号	证券代码	证券简称	上市时间	所属申万二级行业	2024年涨跌幅(%)	近五年估值分位数(%) 以2024年末收盘价计算	2024前三季度归母净利润增速(%)
1	688256.SH	寒武纪-U	2020-07-20	半导体	387.6	-	10.3
2	300561.SZ	汇金科技	2016-11-17	软件开发	367.5	-	-182.4
3	300641.SZ	正丹股份	2017-04-18	化学制品	347.3	1.9	2949.4
4	830799.BJ	艾融软件	2020-07-27	软件开发	293.4	95.0	8.4
5	300757.SZ	罗博特科	2019-01-08	自动化设备	288.4	96.6	119.9
6	002085.SZ	万丰奥威	2006-11-28	汽车零部件	287.5	97.3	5.1
7	834765.BJ	美之高	2021-07-05	家居用品	286.7	99.9	13.9
8	001696.SZ	宗申动力	1997-03-06	通用设备	282.8	97.0	4.8
9	300377.SZ	赢时胜	2014-01-27	软件开发	258.0	89.3	-258.9
10	300563.SZ	神宇股份	2016-11-14	通信设备	248.7	98.2	67.8
11	688183.SH	生益电子	2021-02-25	元件	245.3	85.4	1157.0
12	002130.SZ	沃尔核材	2007-04-20	其他电子II	238.6	83.0	36.4
13	300290.SZ	荣科科技	2012-02-16	IT服务II	234.2	96.0	-181.1
14	300493.SZ	润欣科技	2015-12-10	其他电子II	232.2	90.2	15.7
15	002625.SZ	光启技术	2011-11-03	航空装备II	226.0	51.5	20.1
16	600889.SH	南京化纤	1996-03-08	化学纤维	208.3	-	-64.3
17	603360.SH	百傲化学	2017-02-06	农化制品	205.8	95.9	-10.1
18	000099.SZ	中信海直	2000-07-31	航空机场	200.7	97.6	0.3
19	000759.SZ	中百集团	1997-05-19	一般零售	199.3	-	-309.4
20	688018.SH	乐鑫科技	2019-07-22	半导体	196.5	44.8	188.1
21	839790.BJ	联迪信息	2022-09-02	IT服务II	190.6	97.7	336.6
22	301259.SZ	艾布鲁	2022-04-26	环境治理	190.4	-	-1043.9
23	603099.SH	长白山	2014-08-22	旅游及景区	182.2	91.6	-2.5
24	600171.SH	上海贝岭	1998-09-24	半导体	180.5	89.2	282.6
25	688656.SH	浩欧博	2021-01-13	医疗器械	179.4	96.0	-31.2

注：本报告所涉及个股/公司仅代表与产业或交易热点有关联，所引述资讯/数据/观点仅以展示为目的，不构成投资建议，个股层面请参照东吴证券研究所各行业组所推荐标的 35

数据来源：Wind，东吴证券研究所

附录：2024年涨幅前50名标的

表：剔除2024年新上市标的后，2024年涨幅排名26-50的标的

序号	证券代码	证券简称	上市时间	所属申万二级行业	2024年涨跌幅(%)	近五年估值分位数(%) 以2024年末收盘价计算	2024前三季度归母净利润增速(%)
26	002779.SZ	中坚科技	2015-12-09	专用设备	174.9	80.1	-19.4
27	871245.BJ	威博液压	2022-01-06	工程机械	172.7	99.8	19.9
28	832522.BJ	纳科诺尔	2023-11-16	电池	171.6	94.9	30.0
29	301091.SZ	深城交	2021-10-29	工程咨询服务II	170.5	92.7	13.2
30	300489.SZ	光智科技	2015-07-01	光学光电子	170.2	-	81.1
31	300100.SZ	双林股份	2010-08-06	汽车零部件	167.6	31.5	274.0
32	300085.SZ	银之杰	2010-05-26	软件开发	167.1	-	-16.2
33	300622.SZ	博士眼镜	2017-03-15	专业连锁II	165.1	99.0	-14.5
34	300779.SZ	惠城环保	2019-05-22	环境治理	164.8	89.7	-68.1
35	603009.SH	北特科技	2014-07-18	汽车零部件	164.4	98.7	111.0
36	301004.SZ	嘉益股份	2021-06-25	家居用品	161.2	50.0	69.2
37	003001.SZ	中岩大地	2020-10-13	专业工程	156.4	97.5	192.4
38	837592.BJ	华信永道	2023-07-10	软件开发	154.4	90.2	31.7
39	002851.SZ	麦格米特	2017-03-06	其他电源设备II	152.1	99.9	-14.8
40	688631.SH	莱斯信息	2023-06-28	软件开发	148.7	84.8	29.1
41	603516.SH	淳中科技	2018-02-02	计算机设备	146.7	92.0	344.5
42	300333.SZ	兆日科技	2012-06-28	计算机设备	146.1	-	92.6
43	300870.SZ	欧陆通	2020-08-24	其他电源设备II	144.4	31.3	264.9
44	002693.SZ	双成药业	2012-08-08	化学制药	144.1	-	-2234.8
45	834415.BJ	恒拓开源	2020-07-27	软件开发	141.2	95.3	-8.4
46	603499.SH	翔港科技	2017-10-16	包装印刷	140.8	58.4	298.2
47	002583.SZ	海能达	2011-05-27	通信设备	138.8	-	70.5
48	000564.SZ	供销大集	1994-01-10	一般零售	136.3	-	70.7
49	300502.SZ	新易盛	2016-03-03	通信设备	134.7	42.1	283.2
50	000158.SZ	常山北明	2000-07-24	IT服务II	133.6	-	-118.4

注：本报告所涉及个股/公司仅代表与产业或交易热点有关联，所引述资讯/数据/观点仅以展示为目的，不构成投资建议，个股层面请参照东吴证券研究所各行业组所推荐标的 36

数据来源：Wind，东吴证券研究所



■ 市场整体走势、风格、行业、估值情况分析

■ 市场阶段性走势复盘

■ 细分交易线索回顾

■ 2024年强势个股表现

■ 风险提示

- 国内经济复苏节奏不及预期：经济复苏节奏不及预期可能会加剧市场不确定性；
- 海外降息节奏及特朗普政府对华政策不确定性风险：或对A股资金面造成负面影响；
- 地缘政治事件“黑天鹅”：地缘政治风险或使国内外局势趋于紧张；
- 政策理解不到位：对宏观政策理解不到位可能在分析其影响时形成误判

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527

注：本报告所涉及个股/公司仅代表与产业或交易热点有关联，所引述资讯/数据/观点仅以展示为目的，不构成投资建议，个股层面请参照东吴证券研究所各行业组所推荐标的。39.cn

东吴证券 财富家园