

海外不确定因素阶段性落地，春节行情或已提前启动

报告摘要

核心观点：

- ◆ 我们在 2025 年宏观策略年度报告中指出，预计 2025 年上半年 A 股走势将更均衡地反映内外部政策对于国内经济的影响。中央经济工作会议后，市场聚焦海外两大不确定因素，即美联储降息的不确定和中美关系的不确定。美国 12 月核心 CPI 环比增速放缓，国家副主席韩正将出席于 1 月 20 日举行的特朗普总统就职典礼，两大不确定性因素的负面影响或均进入阶段性的尾声。同时 12 月经济数据亮点较多，5% 目标顺利完成，市场焦点有望逐步切换回国内两会刺激政策。结合此前我们对市场复盘，A 股在春节前一周至两会平均表现为较明显的正收益，或因市场提前交易两会政策。因此 A 股经过此前调整，当前海外不确定因素逐步落地后，本次春节行情或已提前启动。
- ◆ 当前，2024 年经济数据已全部公布，短期内市场将集中回顾分析 2024 年经济形势并对 2025 年提出展望。同时，1 月下旬 A 股将进入年报业绩预告密集披露期，因此短期市场或将重回基本面。截至 1 月 17 日，2024 年年报共 472 家上市企业披露业绩预告，预警 285 家，预喜 172 家，预喜占比仅 36.44%。但目前披露率仅 8.76%，远低于 2023 年 51.45% 的最终披露率，因此后续或还有一定变化。
- ◆ 2025 年宏观策略年度报告中我们提出，在 A 股盈利底之前，哑铃策略或为最优选择。短期市场或将重回基本面，在哑铃策略的具体行业选择上，当前建议优选基本面改善幅度大的行业。但由于当前已披露业绩预告的上市企业总数较少，难以覆盖大部分申万二级行业，我们以万得一致预测净利润 4 周变化率作为盈利预期改善指标来筛选行业。

作者

董忠云 分析师
SAC 执业证书：S0640515120001
联系电话：010-59562478
邮箱：dongzy@avicsec.com

符畅 分析师
SAC 执业证书：S0640514070001
联系电话：010-59562469
邮箱：fuyyjs@avicsec.com

王玉茜 分析师
SAC 执业证书：S0640524050001
联系电话：
邮箱：wangyx@avicsec.com

庞晨 研究助理
SAC 执业证书：S0640124040009
联系电话：
邮箱：pangc@avicsec.com

王警仪 研究助理
SAC 执业证书：S0640123090015
联系电话：
邮箱：wangjybj@avicsec.com

相关研究报告

中航策略周报：《今年有望再次演绎春节行情》
中航宏观策略年度报告：《2025 年步入内外部政策角力期，等待盈利底驱动新一轮行情》
中航策略周报：《分红和退市新规即将实施，哪些行业有望受益》
中航策略周报：《A500 基金热度持续，哪些行业有望获益》
中航策略周报：《经济数据改善，政策提稳住股市，市场将在经历波动后或走强》
中航策略周报：《中央经济工作会议有望提振市场信心，短期市场或将继续走强》

市场走势：

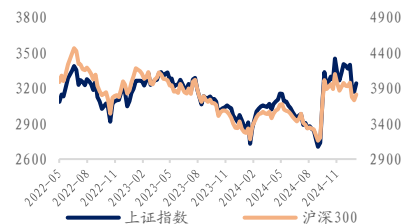
股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

- ◆ 科技成长板块方面，筛选高盈利预期改善且高现金流改善的科技行业，二者同步增长体现景气水平改善兼备速度和质量，资金流充裕有助于保持行业未来增长预期的可持续性，二者结合更加充分衡量行业经营水平。根据得分结果筛选出申万一级行业前三依次为医药生物、通信、电子，申万二级行业前五依次为化学制药、其他电源设备Ⅱ、电子化学品Ⅱ、IT 服务Ⅱ、通信设备。
- ◆ 高股息板块方面，筛选高盈利预期改善、高股息率且分红潜力高的行业，我们建议关注以下行业国有大型银行Ⅱ、厨卫电器、照明设备Ⅱ。
- ◆ 中航证券军工组判断，短期内，商业航天发射和卫星星座建设将继续作为航天产业的重要驱动因素，事件刺激的敏感度将保持高位，卫星产业相关的上市公司仍将持续受到高度关注。



投资建议：

- ◆ 海外不确定因素逐步落地后，本次春节行情或已提前启动。中期看，提振消费、扩大内需和科技创新引领新质生产力发展被列为 2025 年前两大工作任务，内需板块和自主可控有望成为市场中期主线。

本周市场回顾：

根据同花顺数据，本周市场整体上涨，上证指数（2.31%）、深证成指（3.73%）、沪深 300（2.14%）、科创 50（1.61%）、创业板指（4.66%）、中证 500（4.06%）、中证 1000（5.35%），均表现较强。行业风格上，成长风格表现较强，上涨 4.72%。分行业来看，申万一级行业中社会服务、传媒、计算机表现较强，分别上涨 6.39%、6.16%、6.14%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所上升，日均成交金额为 12008.31 亿元，较上周增加 587.43 亿元。估值方面，A 股整体市盈率为 18.11 倍，较上周上涨 2.93%。

正文：

我们在 2025 年宏观策略年度报告中指出，预计 2025 年上半年 A 股走势将更均衡地反映内外部政策对于国内经济的影响。中央经济工作会议后市场聚焦海外两大不确定因素，即美联储降息的不确定和中美关系的不确定。美国 12 月核心 CPI 环比增速放缓，国家副主席韩正将出席于 1 月 20 日举行的特朗普总统就职典礼，两大不确定性因素的负面影响或均进入阶段性的尾声。同时我国 12 月经济数据亮点较多，5%目标顺利完成，市场焦点有望逐步切换回国内两会刺激政策。结合此前我们对市场复盘，A 股在春节前一周至两会平均表现为较明显的正收益，或因市场提前交易两会政策。因此 A 股经过此前调整，当前海外不确定因素逐步落地后，本次春节行情或已提前启动。

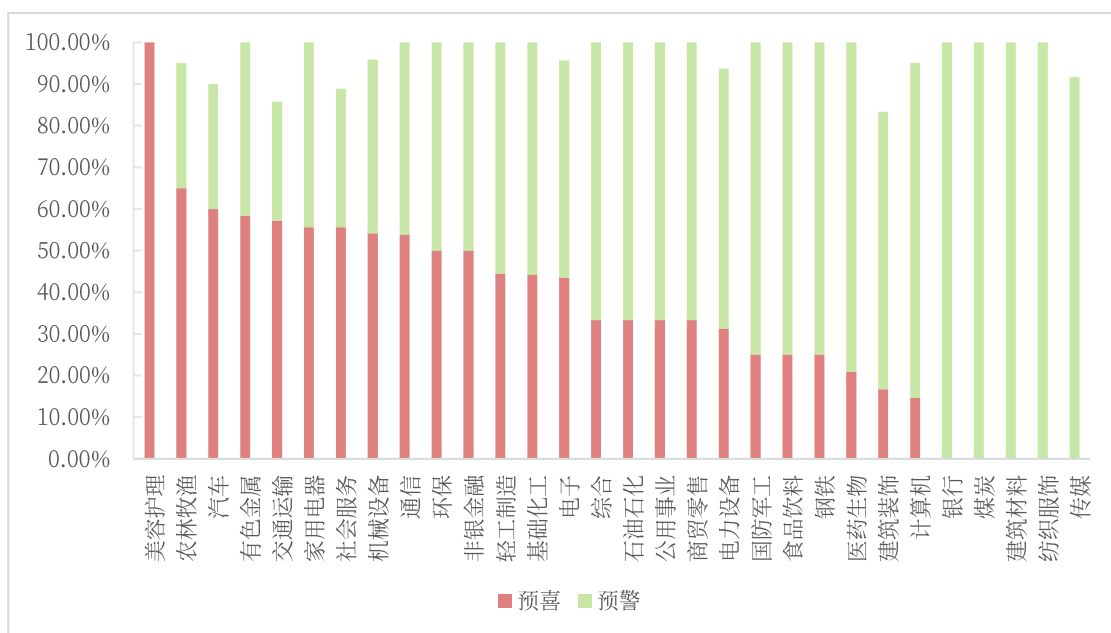
1 月 17 日上午，统计局发布 2024 年 12 月经济数据亮点较多，5%目标顺利完成，工增、社零数据回升且好于预期，地产销售面积降幅持续收窄，前期经济刺激政策已经逐步传导至基本面。去年四季度 GDP 超预期增长 5.4%，带动全年 GDP 增长 5.0%，顺利完成全年目标。月度数据上看，12 月工业增加值、消费增速均较前值回升且好于市场预期，刺激消费相关政策有所显效，但投资累计增速表现相对较弱，制造业、基建和房地产分项增速均较前值小幅下滑。房地产投资依然是明显拖累，但商品房销售面积累计增速继续回升，后续在政策持续发力下，有望传导至新开工与地产投资的回升。

1 月 17 日，外交部发言人宣布，应美方邀请，国家主席习近平特别代表、国家副主席韩正将赴美国首都华盛顿出席于 1 月 20 日举行的特朗普总统就职典礼。此外，1 月 15 日，美国 12 月核心 CPI 环比增速放缓，市场对美国再通胀预期或阶段性减弱。

当前，2024 年经济数据已全部公布，短期内市场将集中回顾分析 2024 年经济形势并对 2025 年提出展望。同时，1 月下旬 A 股将进入年报业绩预告密集披露期，因此短期市场或将重回基本面。截至 1 月 17 日，2024 年年报共 472 家上市企业披露业绩预告，目前披露率仅 8.76%，远低于 2023 年 51.45%的最终披露率，因此后续或还有一定变化。据已披露的数据，预警 285 家，预喜 172 家，预喜占比仅 36.44%。2024 年可比口径的预告净利润下限较 2023 年报实际净利润同比下降 51.29%，预告净利润上限同比下降 21.94%，平均同比下降 36.61%。

分行业看，截至 1 月 17 日，申万一级行业中，美容护理、农林牧渔、汽车、有色金属和交通运输等行业预喜占比较高，银行、煤炭、建筑材料、纺织服饰、传媒等行业预警占比较高。

图1 申万一级行业上市公司预警预喜对比（单位：%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：预喜包括预增、略增、续盈、扭亏，预警包括预减、略减、续亏、首亏，数据截至 1 月 17 日）

2025 年宏观策略年度报告中我们提出，在 A 股盈利底之前，哑铃策略或为最优选择。短期市场或将重回基本面，在哑铃策略的具体行业选择上，当前建议优选基本面改善幅度大的行业。但由于当前已披露业绩预告的上市企业总数较少，难以覆盖大部分申万二级行业，我们以万得一致预测净利润 4 周变化率作为盈利预期改善指标来筛选行业。

科技成长板块方面，筛选高盈利预期改善且高现金流改善的科技行业，二者同步增长体现景气水平改善兼备速度和质量，资金流充裕有助于保持行业未来增长预期的可持续性，二者结合更加充分衡量行业经营水平。首先确定科技成长细分行业。在市场各家机构编制的科技成长类指数中，中证科技领先指数从行业竞争维度选取沪深市场 100 只高研发强度、高盈利能力以及高成长能力的科技行业上市公司证券作为指数样本，编制规则较为符合我们的筛选标准，选择该指数样本的申万二级行业分布作为科技成长板块中的主要细分行业。其中，共包含 8 个申万一级行业，25 个申万二级行业。然后，筛选指标以万得一致预测净利润 4 周变化率筛选盈利预期改善行业，以 2024 年三季度经营现金流净额同比筛选现金流改善行业，观察盈利预期改善情况与现金流改善情况并综合评分。根据得分结果筛选出高盈利预期改善且高现金流改善科技行业，申万一级行业前三依次为医药生物、通信、电子，申万二级行业前五依次为化学制药、其他电源设备 II、电子化学品 II、IT 服务 II、通信设备。

表1: 高盈利预期改善且高现金流改善科技成长类申万一级行业

申万一级行业	万得一致预测净利润 4 周变化率	2024Q3 经营现金流净额同比	高盈利预期改善且高现金流改善综合得分 ↑
医药生物	-0.52%	-4.90%	15
通信	0.00%	-9.03%	14
电子	-0.96%	-10.75%	9
电力设备	-0.70%	-41.86%	8
国防军工	-2.57%	-8.74%	8
美容护理	-0.91%	-28.79%	8
计算机	-1.48%	-14.96%	6
传媒	-1.32%	-49.09%	4

数据来源: Wind, 中航证券研究所整理 (注: 高盈利预期改善指万得一致预测净利润 4 周变化率高, 高现金流改善指 2024 年三季度经营现金流净额同比高; 中证科技领先指数涉及的 8 个申万一级行业按分别两个指标由高到低排序, 数值最高的 8 分, 最低得 1 分, 综合得分为两个指标得分之和, 因此理论得分范围为 2~16 分; 数据截至 1 月 16 日)

表2: 高盈利预期改善且高现金流改善科技成长类申万二级行业

申万一级行业	万得一致预测净利润 4 周变化率	2024Q3 经营现金流净额同比	高盈利预期改善且高现金流改善综合得分 ↑
化学制药	2.56%	31.53%	43
其他电源设备 II	-0.01%	683.04%	43
电子化学品 II	0.43%	30.83%	39
IT 服务 II	1.26%	17.05%	38
通信设备	0.02%	3.09%	32
医疗器械	-0.42%	34.01%	32
电网设备	-0.03%	-7.49%	29
电池	-0.18%	3.37%	28
航空装备 II	-0.35%	14.28%	26
军工电子 II	-2.39%	33.25%	26
半导体	-1.26%	28.43%	26
其他电子 II	-8.28%	199.39%	25
消费电子	-0.09%	-54.49%	24
数字媒体	0.79%	-127.71%	24
光学光电子	-45.84%	37.11%	23
元件	-0.34%	-17.70%	22
软件开发	-6.61%	27.05%	19
广告营销	-0.31%	-84.72%	18
计算机设备	-0.16%	-306.91%	17
游戏 II	-2.17%	-8.74%	17
医疗服务	-2.04%	-28.73%	16
风电设备	-1.16%	-78.29%	15
生物制品	-2.69%	-60.90%	11
光伏设备	-6.27%	-98.51%	7

数据来源: Wind, 中航证券研究所整理 (注: 高盈利预期改善指万得一致预测净利润 4 周变化率高, 高现金流改善指 2024 年三季度经营现金流净额同比高; 中证科技领先指数涉及的 25 个申万二级行业按分别两个指标由高到低排序, 数值最高的 25 分, 最低得 1 分, 综合得分为两个指标得分之和, 因此理论得分范围为 2~50 分; 数据截至 1 月 16 日)

高股息板块方面，筛选高盈利预期改善、高股息率且分红潜力高的行业。以万得一致预测净利润 4 周变化率筛选盈利改善行业；高股息率是分红率较高且拥挤度相对较低的综合体现，以近 12 个月股息率筛选高股息行业。筛选出高盈利预期改善、高股息行业：物流、照明设备Ⅱ、食品加工、水泥、非金属材料Ⅱ、国有大型银行Ⅱ、厨卫电器。进一步结合此前周报《分红和退市新规即将实施，哪些行业有望受益》中筛选高潜在分红能力的行业，即 ROE 稳定性高（标准差小）、资本开支低（资本支出/折旧和摊销低）、账上现金充足（经营活动产生的现金流量净额/营业收入高），我们建议关注以下行业即国有大型银行Ⅱ、厨卫电器、照明设备Ⅱ。

表3: 高盈利预期改善、高股息率且分红潜力高的行业

申万二级行业	万得一致预测净利润 4 周变化率↓	申万二级行业	潜在分红能力排名 (三项综合得分) ↓	申万二级行业	近 12 个月股息率 ↓
物流	3.87%	国有大型银行Ⅱ	1	煤炭开采	6.33%
工程机械	2.75%	农商行Ⅱ	2	国有大型银行Ⅱ	6.22%
化学制药	2.56%	城商行Ⅱ	3	城商行Ⅱ	5.78%
饲料	2.33%	电视广播Ⅱ	4	股份制银行Ⅱ	5.49%
照明设备Ⅱ	1.50%	出版	5	农商行Ⅱ	5.15%
文娱用品	1.42%	保险Ⅱ	6	厨卫电器	4.67%
IT 服务Ⅱ	1.26%	白色家电	7	炼化及贸易	4.65%
数字媒体	0.79%	一般零售	8	服装家纺	4.52%
贸易Ⅱ	0.64%	化学制药	9	房屋建设Ⅱ	4.11%
食品加工	0.59%	环境治理	10	非金属材料Ⅱ	4.04%
电子化学品Ⅱ	0.43%	饮料乳品	11	饰品	3.95%
非白酒	0.32%	非白酒	12	白色家电	3.92%
金属新材料	0.28%	房地产服务	13	食品加工	3.88%
专业服务	0.27%	厨卫电器	14	白酒Ⅱ	3.63%
轨交设备Ⅱ	0.19%	元件	15	航运港口	3.63%
证券Ⅱ	0.16%	光学光电子	15	出版	3.48%
油服工程	0.08%	乘用车	17	铁路公路	3.44%
黑色家电	0.08%	航海装备Ⅱ	17	燃气Ⅱ	3.44%
专用设备	0.06%	照明设备Ⅱ	19	物流	3.37%
水泥	0.05%	汽车零部件	20	装修建材	3.31%
化学制品	0.03%	家居用品	21	中药Ⅱ	3.08%
工业金属	0.03%	消费电子	22	家居用品	3.06%
橡胶	0.03%	文娱用品	23	基础建设	3.05%
通信设备	0.02%	包装印刷	24	照明设备Ⅱ	3.02%
调味发酵品Ⅱ	0.02%	油服工程	25	饮料乳品	3.01%
厨卫电器	0.02%	通信设备	26	保险Ⅱ	2.98%
旅游及景区	0.02%	种植业	27	能源金属	2.92%
商用车	0.01%	专用设备	28	水泥	2.91%
---	---	装修建材	29	小家电	2.88%
---	---	环保设备Ⅱ	30	休闲食品	2.82%
---	---	动物保健Ⅱ	31	通信服务	2.76%
---	---	计算机设备	32	特钢Ⅱ	2.67%
---	---	炼化及贸易	33	医药商业	2.66%
---	---	电机Ⅱ	34	玻璃玻纤	2.62%
---	---	纺织制造	35	冶钢原料	2.57%

数据来源：Wind，中航证券研究所整理（注：增速改善行业指万得一致预测净利润4周变化率最高的申万二级行业，截至1月16日数据，仅28个申万二级行业盈利预期改善。高股息行业指近12个月股息率最高的35个申万二级行业。分红潜力筛选为将全部134个申万二级行业按照三个维度打分，近五年ROE标准差越小、2023年报资本支出/折旧摊销越小、2023年报经营现金流/营业收入越大，则得分越高。若三个纬度有一个处于后50名，或2023年归母净利润为负，则剔除该行业。筛选出的35个行业按照行业分红率由小到大排序。数据截至1月16日。）

站在当前时点，中航证券军工组判断，短期内，商业航天发射和卫星星座建设将继续作为航天产业的重要驱动因素，事件刺激的敏感度将保持高位，卫星产业相关的上市公司仍将持续受到高度关注。展望2025年航天板块：1. 商业航天板块，卫星星座的建设提速有望催化多家相关企业的利润表改善，特别是卫星制造板块。2025年，伴随多款商业火箭新型号即将首飞，巨型卫星互联网星座建设有望提速，相关商业航天板块的上市公司的关注度有望提升，特别是卫星制造板块有望迎来基本面改善叠加估值提升的“戴维斯双击”；2. 航天防务板块，全年维度上基本面有望逐季度改善。虽然行业尚未迎来明确的复苏拐点，但2025年作为“十四五”末年，全年维度上航天防务订单的修复落地确定性较强，相关上市公司的基本面在2025年更有望呈现出逐季度改善的特点。

投资建议：

海外不确定因素逐步落地后，本次春节行情或已提前启动。中期看，提振消费、扩大内需和科技创新引领新质生产力发展被列为2025年前两大工作任务，内需板块和自主可控有望成为市场中期主线。

风险提示：

- 1.国内政策推行不及预期；
- 2.地缘政治事件超预期；
- 3.海外流动性宽松不及预期；

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券策略团队: 站在总量研究的高度, 以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维, 对实际投资更具指导意义。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637