

2025年01月11日

短期可能见底，聚焦科技

投资要点

- ◆ **牛市期间的中短期调整见底的信号是出现积极的政策或事件、情绪指标和领涨行业调整充分。**（1）牛市期间出现的中短期调整时间和幅度不一：2018年以来牛市期间的9次中短期调整幅度在2%-14%左右。（2）牛市期间中短期调整见底的信号是积极的政策或事件出现、情绪指标和领涨行业调整充分。一是积极的政策或事件出现可能加速市场见底，如2019年8月初美联储降息、2020年11月拜登胜选、2021年12月央行连续降准降息、2024年12月政治局会议定调积极等。二是情绪指标调整充分也是见底信号之一：全A换手率回落至1.0%-1.5%、上证综指PE分位数回落至40%以下、200日均线以上个股占比回落至50%以下、全A成交额回落40%-60%左右。三是调整前涨幅前10的行业平均调整幅度可能达到5.5%左右。
- ◆ **政策依然偏积极、海外风险事件扰动有限、情绪指标和强势行业调整已较充分，A股短期可能见底。**（1）短期积极的政策依然可能进一步出台和实施：首先，经济政策上，中央财政已预下达资金810亿，设备更新和以旧换新政策规模和适用品种扩大逐步落地；其次，资本市场政策上，新一期互换便利和再贷款回购政策实施。（2）短期外部风险扰动相对有限：首先，特朗普上台后立即对华加征关税依然面临不确定性；其次，即使特朗普上台后对华加征关税，对国内影响也相对有限。（3）当前情绪指标调整幅度已较充分：2024年11月以来全A成交额下降幅度约为61%、换手率回落至1.4%、上证综指PE分位数回落至45%左右、200日均线以上个股占比回落至60%左右。（4）前期领涨行业调整已较充分：2024/11/26-2024/12/10领涨的商贸零售、传媒、机械在2024/12/11以来调整达9.4%、16.0%、10.8%。
- ◆ **短期进一步调整空间有限，可能见底。**（1）分子端：经济延续弱修复，盈利回升趋势不变。一是高频数据显示经济仍延续弱修复趋势：地产周销售同比增速继续大幅回升，石油沥青装置和螺纹钢开工率有所回落。二是10-11月工业企业利润增速继续回升，A股年报预告逐步开启。（2）流动性：短期维持宽松。一是美国就业数据走弱，人民币汇率进一步贬值压力有限。二是历史经验上央行在1月或2月实施的降准基本在春节前落地，今年节前也可能降准。三是股市资金节前可能弱修复，中证2000再下跌5%以上才能触发大规模融资预警风险。（3）风险偏好：特朗普可能加征关税对市场情绪有扰动，但国内政策对风险偏好仍有支撑。
- ◆ **短期继续逢低配置科技、部分消费等行业。**（1）短期科技和消费可能仍是配置主线。一是复盘历史，牛市期间短期调整时低估值稳定类行业占优，调整后高景气及政策导向型行业相对占优；二是短期内如果调整见底，AI相关的科技行业仍可能是景气度最高的行业，提振内需政策下部分消费行业也可能受益。（2）成长中的传媒、计算机、医药生物、军工等，消费中的社会服务、美容护理等行业短期调整较多且估值性价比比较高，值得关注。（3）短期建议逢低配置：一是政策和产业趋势向上的传媒（AI应用）、计算机（自动驾驶、数据要素）、电子（消费电子、半导体）、通信（算力）、机械（机器人）、军工；二是可能受益于政策的食物、商贸零售、社服、纺服、家电；三是基本面可能改善的电新、医药等。
- ◆ **风险提示：历史经验未来不一定适用，政策超预期变化，经济修复不及预期。**

定期报告

分析师

邓利军

 SAC执业证书编号：S0910523080001
 denglijun@huajinsec.cn

报告联系人

张欣诺

zhangxinnuo@huajinsec.cn

报告联系人

张诗瀑

zhangshipu@huajinsec.cn

相关报告

连续剧烈博弈之后风险偏好选择向下，休整期或已经事实性开启-华金证券新股周报
 2025.1.5

春季行情还有吗？ 2025.1.4

新股二级交投持续呈现显著的分歧，当前或正处于关键方向选择窗口-华金证券新股周报
 2024.12.30

一月可能继续震荡偏强，中小盘成长占优
 2024.12.28

1月金股推荐 2024.12.25



内容目录

一、周度聚焦：调整到位了吗？	4
（一）牛市期间市场的中短期回调见底信号是什么？	4
（二）A股短期可能见底	6
二、周度策略：短期进一步调整空间有限，可能见底	7
（一）分子端：经济延续弱修复，盈利回升趋势不变	7
（二）流动性：短期维持宽松	8
（三）风险偏好：政策预期提振风险偏好	10
三、行业配置：短期继续逢低配置科技、部分消费等行业	11
（一）短期调整后科技、消费依然占优	11
（二）成长中的传媒等和消费中的休闲服务等短期值得关注	13
（三）短期建议关注：科技成长、部分消费及高股息	15
四、风险提示	17

图表目录

图 1：牛市行情中出现调整的基本面指标及政策、事件一览	4
图 2：牛市行情中出现调整的情绪指标一览	5
图 3：牛市行情调整前期涨幅前 10 的行业调整期间跌幅靠前	6
图 4：牛市行情调整前期涨幅前 10 的行业调整期间涨跌幅一览	6
图 5：地缘政治风险指数处于相对低位	7
图 6：当前前期涨幅靠前的行业本轮跌幅已经较大	7
图 7：一二三线城市地产销售增速大幅回升	8
图 8：水泥和玻璃指数有所回落	8
图 9：石油沥青装置和螺纹钢开工率有所回落	8
图 10：历史经验上专项债发行节奏可能在下半年加快	8
图 11：人民币汇率维持稳定	9
图 12：美国新增 ADP 就业人数有所回落	9
图 13：近期融资主要流入通信、交运等行业	10
图 14：模型估算当前融资并无大幅流出风险	10
图 15：本周（截至到 1/8）被动基金小幅净流入	10
图 16：近期稳增长政策持续落地	11
图 17：牛市短期调整时，低估值稳定类行业占优	12
图 18：牛市短期调整后，高景气及政策导向型行业较为占优	12
图 19：DIX 指数自 2024 年 12 月上涨了 13.7%	13
图 20：2025 年 1 月我国软件业务收入同比增长 10.7%	13
图 21：2024/12/11-2025/1/10 期间各行业涨跌幅一览	13
图 22：成长行业核电设备、分立器件、光伏设备等跌幅较大、预期营收较高、市场情绪处于中性水平	14
图 23：当前跨境电商、化妆品制造及其他、其他纺织等消费行业具备估值性价比（截止 2025/1/10）	15
图 24：2024 年 12 月 32、43、55 寸液晶电视面板价格持平	16
图 25：2024 年 11 月光缆产量同比跌幅收窄 0.8%	16
图 26：2024 年 11 月家用电器音像器材零售同比为 22%	16

图 27：12 月乘用车厂商零售、批发销量累计同比分别为 11%和 16%.....	16
--	----

一、周度聚焦：调整到位了吗？

（一）牛市期间市场的中短期回调见底信号是什么？

牛市期间的中短期调整见底的信号是出现积极的政策或事件、情绪指标和领涨行业调整充分。（1）牛市期间出现的中短期调整时间和幅度不一。一是复盘 2018 年以来牛市期间市场出现的中短期调整，发现共有 9 段，分别是：2019/4/22-2019/6/6、2019/7/3-2019/8/6、2019/9/16-2019/11/29、2020/7/14-2020/11/2、2021/2/18-2021/5/7、2021/6/2-2021/7/28、2021/9/14-2021/11/10、2024/10/8-2024/11/1、2024/11/8-2024/11/26。二是牛市期间的 9 次中短期调整持续时间在 13-74 个交易日，上证综指调整幅度在 2%-14% 左右。（2）牛市期间中短期调整见底的信号是积极的政策或事件出现、情绪指标和领涨行业调整充分。具体来看：

一是积极的政策或事件出现可能加速市场见底。首先，牛市行情中出现可能受政策收紧、外部负面事件发生扰动，例如：2019 年 4 月 16 日央行提出“把好货币供应总闸门”货币政策转紧，5 月 9 日美国政府宣布对从中国进口的 2000 亿美元清单商品加征的关税税率由 10% 提高到 25%，8 月 1 日特朗普称拟对 3000 亿美元中国输美商品加征 10% 关税；2021 年二季度中美关系紧张；2024 年 10 月美国大选即将结束，特朗普支持率较高等均导致市场出现短期调整。其次，若积极的政策出台或事件发生，则可能加速市场见底回升，例如：2019 年 8 月初美联储实施降息，11 月 12 日特朗普表示与中国的第一阶段协议将很快达成；2020 年 11 月 3 日拜登胜选；2021 年 12 月央行接连降准降息；2024 年 12 月 9 日政治局召开会议，货币政策、稳定股市表述明显超出市场预期等，均推动市场见底回升。

图 1：牛市行情中出现调整的基本面指标及政策、事件一览

调整开启	调整结束	上证涨跌幅 (%)	持续交易日 (天)	制造业 PMI (%)	商品房销售增速 (%)	社零增速 (%)	政策/外部事件
2019/4/22	2019/6/6	-13.54	31	49.4→49.4	17.9→9.9	8.6→9.8	4月16日央行提出“把好货币供应总闸门”；5月9日宣布自次日起美国加征的关税税率提高；6月14日，央行加强对中小银行流动性支持
2019/7/3	2019/8/6	-8.75	25	49.7→49.5	2.6→1.4	7.6→7.5	8月1日特朗普称拟于9月1日起对3000亿美元中国输美商品加征10%关税；美联储降息
2019/9/16	2019/11/29	-5.25	50	49.3→50.2	2.4→2.1	7.2→8.0	10月31日美联储降息；11月12日特朗普在纽约经济俱乐部发表演讲表示与中国的第一阶段协议将很快达成
2020/7/14	2020/11/2	-6.34	74	51.4→52.1	9.5→6.2	4.3→5.0	8月24日创业板注册制首批企业上市；11月3日拜登胜选
2021/2/18	2021/5/7	-6.46	53	51.1→51.0	40.6→14.7	17.7→12.4	中美关系紧张；4月政治局会议表态积极
2021/6/2	2021/7/28	-7.26	40	50.9→50.4	1.5→8.8	12.1→8.5	-
2021/9/14	2021/11/10	-6.00	35	49.2→50.1	-23.0→-19.8	4.9→3.9	11月15日，北交所正式开市；12月7日，央行决定下调支农再贷款、支小再贷款利率0.25个百分点；12月15日，央行降准
2024/10/8	2024/11/1	-1.93	19	50.1→50.3	-5.9→12.3	4.8→3.0	美国大选即将结束，特朗普支持率较高
2024/11/8	2024/11/26	-6.08	13	50.3→50.3	12.3→12.3	3.0→3.0	12月9日，政治局召开会议，货币政策、稳定股市表述明显超出市场预期

资料来源：华金证券研究所，wind（注：月频数据取起止日期当月数据进行比较；日频数据取起止日期当日数据进行比较；分位数从 2005 年起计算）

二是情绪指标调整充分也是见底信号之一。首先牛市中情绪过热可能导致市场回调，9次中有7次回调开始时全A换手率处于1.2%至4.2%的高位，9次上证PE分位数在40%至70%左右，200日均线以上个股占比有6次在60%以上的高位。其次若情绪指标调整到位，可能预示着即将见底，如全A换手率回落至1.0%至1.5%左右，上证PE分位数调整到40%以下，200日均线以上个股占比回落至50%以下，同时全A成交额从高点回落至低点的幅度在40%至60%左右，可能指向短期调整基本到位。

图2：牛市行情中出现调整的情绪指标一览

调整开启	调整结束	上证涨跌幅 (%)	持续交易日 (天)	全A换手率 (%)	全A成交额回落幅度 (%)	上证PE分位数 (%)	200日均线以上个股占比 (%)
2019/4/22	2019/6/6	-13.54	31	1.6→0.8	53.02	47.4→25.6	91.9→46.1
2019/7/3	2019/8/6	-8.75	25	0.9→1.0	37.78	39.7→22.2	61.3→32.2
2019/9/16	2019/11/29	-5.25	50	1.1→0.6	46.06	38.1→23.2	51.6→21.3
2020/7/14	2020/11/2	-6.34	74	2.4→1.0	69.12	56.3→53.3	79.7→46.7
2021/2/18	2021/5/7	-6.46	53	1.2→1.3	49.60	70.2→43.3	26.5→29.9
2021/6/2	2021/7/28	-7.26	40	1.3→1.5	12.96	50.6→42.2	38.7→37.0
2021/9/14	2021/11/10	-6.00	35	1.9→1.2	43.11	44.7→37.2	62.6→45.0
2024/10/8	2024/11/1	-1.93	19	4.2→3.0	60.11	56.1→45.3	84.4→73.7
2024/11/8	2024/11/26	-6.08	13	3.2→1.7	51.16	52.7→44.9	85.4→81.0

资料来源：华金证券研究所，wind（注：月频数据取起止日期当月数据进行比较；日频数据取起止日期当日数据进行比较；分位数从2005年起计算）

三是调整前涨幅前10的行业在调整期间平均调整幅度可能达到5.5%左右。我们将9次牛市短期调整期前的上行期中，涨幅在前10的行业列出，与其在牛市调整期间涨幅排名进行比较发现，牛市行情调整前期涨幅前10的行业，在调整期间跌幅均较为靠前：整体看，调整前涨幅前10的行业在调整期间平均调整幅度为-5.5%，最低可达到-33%左右；牛市行情调整前的上行期涨幅前3的行业，调整期间平均涨幅排名在全行业20左右，平均调整幅度-9.3%；牛市行情调整前的上行期涨幅前5的行业，调整期间平均涨幅排名在全行业18左右，平均调整幅度-7.5%；因此，前期涨幅较大行业在后期调整中跌幅靠前可能预示本轮行情调整结束。

图 3：牛市行情调整前期涨幅前 10 的行业调整期间跌幅靠前

上期涨幅前 10	回调期涨幅排 10 名	上期涨幅前 10	回调期涨幅排 10 名	上期涨幅前 10	回调期涨幅排 10 名	上期涨幅前 10	回调期涨幅排 10 名	上期涨幅前 10	回调期涨幅排 10 名
2019/4/20	2019/4/22	2019/6/12	2019/7/3	2019/8/14	2019/9/16	2020/5/18	2020/7/14		
2019/4/22	2019/6/6	2019/7/3	2019/8/6	2019/9/16	2019/11/29	2020/7/14	2020/11/2		
基础化工	29	社会服务	15	农林牧渔	21	国防军工	25		
电子	28	医药生物	28	银行	22	计算机	16		
通信	6	环保	8	有色金属	27	通信	18		
综合	14	国防军工	5	公用事业	16	传媒	8		
社会服务	24	非银金融	21	房地产	7	电子	2		
环保	2	家用电器	1	美容护理	15	电力设备	6		
公用事业	16	电子	14	交通运输	18	基础化工	23		
农林牧渔	5	美容护理	24	钢铁	13	医药生物	11		
石油石化	1	计算机	13	商贸零售	21	综合	17		
商贸零售	25	机械设备	20	社会服务	19	建筑材料	9		
上期涨幅前 10	回调期涨幅排 10 名	上期涨幅前 10	回调期涨幅排 10 名	上期涨幅前 10	回调期涨幅排 10 名	上期涨幅前 10	回调期涨幅排 10 名	上期涨幅前 10	回调期涨幅排 10 名
2020/12/14	2021/2/18	2021/5/6	2021/6/2	2021/7/30	2021/9/14	2024/9/10	2024/10/8	2024/10/21	2024/11/8
2021/2/18	2021/5/7	2021/6/2	2021/7/28	2021/9/14	2021/11/10	2024/10/8	2024/11/1	2024/11/8	2024/11/26
有色金属	27	煤炭	17	计算机	26	公用事业	26	计算机	25
商贸零售	10	钢铁	15	美容护理	30	银行	20	商贸零售	12
传媒	20	石油石化	22	非银金融	24	交通运输	24	房地产	10
医药生物	7	公用事业	28	电力设备	7	石油石化	29	轻工制造	6
电子	15	基础化工	29	房地产	14	煤炭	30	社会服务	15
社会服务	14	有色金属	1	通信	8	农林牧渔	23	综合	5
非银金融	17	环保	18	电子	12	纺织服饰	25	环保	3
电力设备	1	建筑装饰	4	传媒	1	汽车	18	国防军工	13
汽车	4	建筑材料	25	机械设备	2	基础化工	21	电力设备	9
国防军工	8	交通运输	19	国防军工	11	轻工制造	17	建筑装饰	4

资料来源：华金证券研究所，wind

图 4：牛市行情调整前期涨幅前 10 的行业调整期间涨跌幅一览

上期涨幅前 10	回调期涨跌幅%	上期涨幅前 10	回调期涨跌幅%	上期涨幅前 10	回调期涨跌幅%	上期涨幅前 10	回调期涨跌幅%	上期涨幅前 10	回调期涨跌幅%
2019/4/20	2019/4/22	2019/6/12	2019/7/3	2019/8/14	2019/9/16	2020/5/18	2020/7/14		
2019/4/22	2019/6/6	2019/7/3	2019/8/6	2019/9/16	2019/11/29	2020/7/14	2020/11/2		
基础化工	-22.6	社会服务	-9.6	农林牧渔	-9.1	国防军工	-14.9		
电子	-21.5	医药生物	-13.0	银行	-9.2	计算机	-6.7		
通信	-15.0	环保	-7.9	有色金属	-11	通信	-7.9		
综合	-17.6	国防军工	-6.3	公用事业	-7	传媒	-1.1		
社会服务	-20.5	非银金融	-11.1	房地产	-4.5	电子	16.4		
环保	-9.1	家用电器	3.8	美容护理	-7.5	电力设备	-0.6		
公用事业	-18.4	电子	-9.6	交通运输	-13	基础化工	-12.0		
农林牧渔	-14.2	美容护理	-11.3	钢铁	-6.4	医药生物	-4.1		
石油石化	-8.3	计算机	-9.2	商贸零售	-9.1	综合	-6.9		
商贸零售	-20.7	机械设备	-10.9	社会服务	-8.1	建筑材料	-2.6		
上期涨幅前 10	回调期涨跌幅%	上期涨幅前 10	回调期涨跌幅%	上期涨幅前 10	回调期涨跌幅%	上期涨幅前 10	回调期涨跌幅%	上期涨幅前 10	回调期涨跌幅%
2020/12/14	2021/2/18	2021/5/6	2021/6/2	2021/7/30	2021/9/14	2024/9/10	2024/10/8	2024/10/21	2024/11/8
2021/2/18	2021/5/7	2021/6/2	2021/7/28	2021/9/14	2021/11/10	2024/10/8	2024/11/1	2024/11/8	2024/11/26
有色金属	-13.9	煤炭	12.4	计算机	-19.8	公用事业	-4.5	计算机	-8.9
商贸零售	2.4	钢铁	11.9	美容护理	-33.3	银行	-1.6	商贸零售	-5.2
传媒	-8.5	石油石化	-11.1	非银金融	-13.5	交通运输	-3.3	房地产	-4.9
医药生物	6.0	公用事业	-11.7	电力设备	1.1	石油石化	-6.2	轻工制造	-3.5
电子	-2.6	基础化工	-2.0	房地产	-5.7	煤炭	-6.8	社会服务	-5.6
社会服务	-2.0	有色金属	-13.9	通信	0.5	农林牧渔	-2.6	综合	-3.5
非银金融	-6.7	环保	-1.4	电子	-5.1	纺织服饰	-3.8	环保	-1.9
电力设备	32.7	建筑装饰	32.7	传媒	13.0	汽车	-0.5	国防军工	-5.4
汽车	11.9	建筑材料	-15.8	机械设备	12.6	基础化工	-1.9	电力设备	-4.8
国防军工	3.6	交通运输	0.0	国防军工	-4.8	轻工制造	-0.4	建筑装饰	-1.9

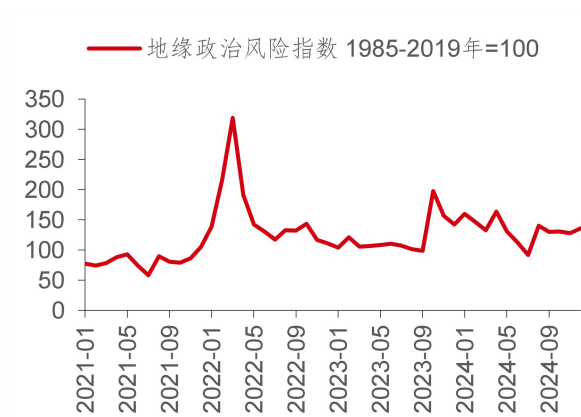
资料来源：华金证券研究所，wind

（二）A 股短期可能见底

政策依然偏积极、海外风险事件扰动有限、情绪指标和强势行业调整已较充分，A 股短期可能见底。（1）短期积极的政策依然可能进一步出台和实施。首先，经济政策上：以旧换新和设

备更新政策仍在大力推动落地，近期多部门加力扩围实施“两新”，举措包括扩大汽车报废更新支持范围，完善汽车置换更新补贴标准，将微波炉等 4 类家电产品纳入补贴范围等，此外中央财政已预下达资金 810 亿元，后续政策仍可能加速落地，此外赤字率和国债发行规模提升等两会相关的政策预期也可能上升。其次，资本市场政策上：在“新国九条”的基调下，新一期互换便利和再贷款回购政策实施、近期金融管理部门还对股票回购增持再贷款落地有关政策进行了调整优化，后续中长期资金入市、加大分红和提升上市公司质量等政策也可能不断落地实施。（2）短期外部风险扰动相对有限。首先，近期特朗普在海湖庄园举行新闻发布会，提到了多项上任后将实施的政令和改革，包括北约军费、通货膨胀、非法移民等多个政治议题，但并未明确提到对华关税问题，特朗普上台后立即对华加征关税依然面临不确定性。其次，即使特朗普上台后对华加征关税，在我国产业链优化、自主可控领域技术持续突破、国产化水平逐步提升下对国内影响也相对有限。（3）当前情绪指标调整幅度已较充分。一是成交额来看，从 2024/11 开始，全 A 单日成交额最高为 2.7 万亿，最低不足 1.1 万亿，下降幅度约为 61%，已接近历史调整的最大值，成交额缩量幅度来看可能调整已到位。二是换手率回落至 1.4% 左右、上证综指 PE 分位数回落至 45% 左右、200 日均线以上个股占比回落至 60% 左右，均已达历史上调整后的平均水平。（4）行业来看，前期领涨行业调整已较充分：2024/11/26-2024/12/10 期间领涨的商贸零售、传媒、机械设备、纺织服饰、计算机在 2024/12/11-2025/1/10 已调整达 -9.4%、-16.0%、-10.8%、-7.4%、-16.6%。

图 5：地缘政治风险指数处于相对低位



资料来源：华金证券研究所，wind

图 6：当前前期涨幅靠前的行业本轮跌幅已经较大

2024/11/26	本轮上行期		2024/12/11	本轮调整期	
2024/12/10	涨跌幅	排名	2025/1/10	涨跌幅	排名
商贸零售	11.6	1	商贸零售	-9.4	14
传媒	9.4	2	传媒	-16.0	30
机械设备	8.9	3	机械设备	-10.8	21
纺织服饰	7.7	4	纺织服饰	-7.4	10
计算机	7.3	5	计算机	-16.6	31

资料来源：华金证券研究所，wind

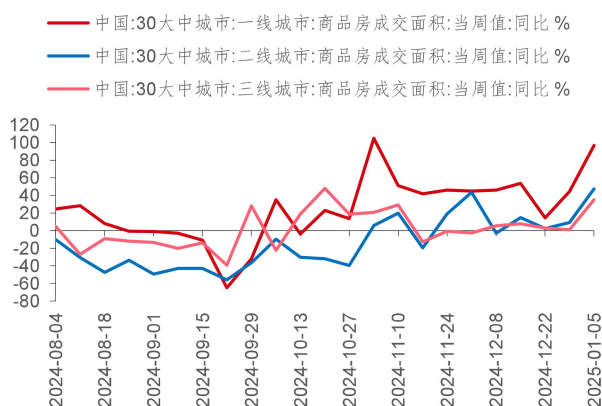
二、周度策略：短期进一步调整空间有限，可能见底

（一）分子端：经济延续弱修复，盈利回升趋势不变

经济延续弱修复，盈利回升趋势不变。（1）高频数据显示经济仍延续弱修复趋势。一是短期内地销售边际向好：首先，最新一线、二线、三线城市商品房当周成交面积同比分别录得 96.8%、47.4%、35.2%，地产销售迎来“开门红”；其次，二手房成交数据来看，一线城市仍修复较快，例如据上海链家数据，2024 年上海二手房累计成交金额同比增长 24%、成交套数同比增长 21%、成交均价同比持平，以量换价趋势有所凸显；最后，原材料角度出发，近期可能受开工淡季影响

水泥价格指数及南华玻璃指数均出现一定回落，当前房地产市场整体仍以去库为主，后续地产政策供需两端协同发力下房市可能迎来拐点。二是石油沥青装置和螺纹钢开工率有所回落：首先，受开工淡季、假期等因素扰动，近期石油沥青装置、螺纹钢周度开工率均出现一定回落；其次，企业预警通数显示（截至1月6日）已有云南、贵州、四川、海南、重庆等15个地区披露了2025年一季度地方债发行计划，今年专项债发行规模和节奏均可能提升下有望拉动基建项目快速落地，带动投资和消费的改善。（2）10-11月工业企业利润增速继续回升，年报预告逐步开启，A股盈利回升趋势不变。首先，工业企业利润方面，10-11月的利润增速为-8.7%，高于7-9月工业企业利润增速的-13.6%，增速提升了5.0%，因此四季度A股盈利增速大概率继续回升。其次，A股盈利方面，当前全部A股年报披露率不及0.1%，加权平均归母净利润增速为-1.1%，低于三季报的-0.3%，但高于2023年年报-1.8%，盈利呈现修复趋势。

图7：一二三线城市地产销售增速大幅回升



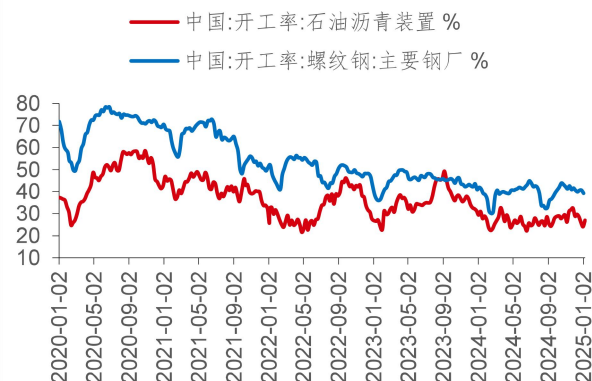
资料来源：华金证券研究所，wind

图8：水泥和玻璃指数有所回落



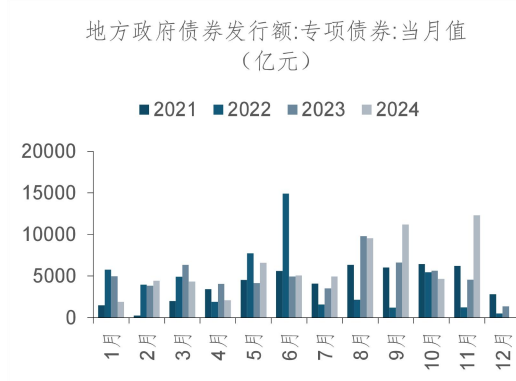
资料来源：华金证券研究所，wind

图9：石油沥青装置和螺纹钢开工率有所回落



资料来源：华金证券研究所，wind

图10：历史经验上专项债发行节奏可能在下半年加快



资料来源：华金证券研究所，wind

（二）流动性：短期维持宽松

海内外流动性短期维持宽松。（1）美国就业数据走弱，人民币汇率进一步贬值压力有限。一是美国就业数据结构性回落：首先，12月ADP私营部门就业数据显示美国就业岗位增速和薪酬

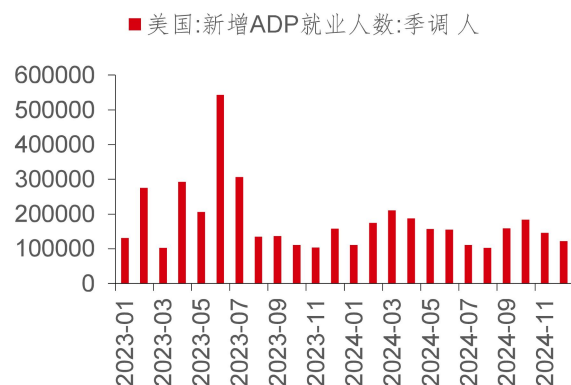
涨幅同步趋缓的态势，报告称经季节性调整后 12 月新增 12.2 万个岗位（前值为 14.6 万），为自去年 8 月以来的最小增幅，薪酬增速同比增长 4.6%，也是 2021 年 7 月以来最低的增速；其次，12 月非农新增就业人数达 25.6 万人（前值下修至 21.2 万人），非农私营部门平均时薪同比增速略有下降（3.97%→3.93%），美国就业数据结构性降温。二是美元指数受特朗普上台实施新政、海外地缘冲突等因素影响持续走强，高点已突破 109，但人民币汇率在政策落地推动经济修复的预期下维持相对稳定，汇率进一步贬值压力有限。（2）国内节前降准预期偏强。一是历史经验来看，央行若在 1 月或 2 月实施降准，多在春节前进行，例如 2015 年、2019 年、2020 年和 2024 年。二是受年初资金面紧张、信贷需求较大、政府债发行前置等因素影响下降准的迫切性明显上升，同时在近期发布的货币政策委员会 2024 年第四季度例会内容中，以及 2025 年中国人民银行工作会议均再次提到“择机降准降息”，因此节前央行大概率进一步放宽货币政策。

图 11：人民币汇率维持稳定



资料来源：华金证券研究所，wind

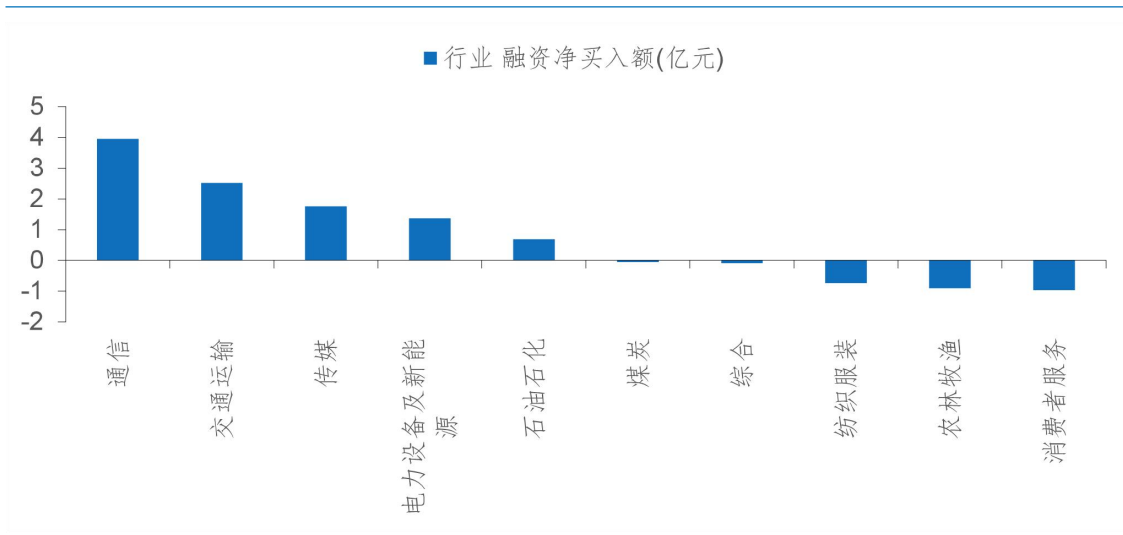
图 12：美国新增 ADP 就业人数有所回落



资料来源：华金证券研究所，wind

股市资金节前可能弱修复。（1）当前融资并无大幅流出风险。一是数据上，本周（截至到 1/9，下同）融资净流出 126 亿元（前值为-370.7 亿元），流出规模有小幅收窄，流入行业上来看仍以市场热度较高的科技成长为主，例如通信（4 亿元）、传媒（1.8 亿元）、电力设备及新能源（1.4 亿元），后续中小盘成长行情可能延续下融资大概率继续流入。二是风险规模测算上，中证 2000 再下跌 10%才会有一定融资的流出风险：首先，以 2025/1/9 中证 2000 收盘价（2276.3）为例，假设平仓线 130%，警戒线 150%，杠杆率为 2.25，且在 2023/8/27 证监会新规将 A 股融资保证金最低比例由 100%降低至 80%后，计算可得维持担保比例为 180%，因此股价需分别下跌 17%、28%至警戒线和平仓线；其次，分别计算当前点位、进一步下跌 5%和 10%的时达到警戒线的成本和平仓线的成本点位，并统计 2024/12 以来对应有风险的融资额（即达到警戒线和平仓线的风险额），当前中证 2000 触及警戒线的风险额约为 68 亿，再下跌 5%后将会有 757 亿元的融资额触及警戒线，而节前中小盘调整幅度可能相对有限下融资大概率不会发生大幅流出。（2）新发基金份额仍在小幅上升。首先，本周新成立偏股型基金份额共 16.9 亿份（前值为 99.63 亿份），节前基金发行节奏可能放缓。其次，ETF 方面，本周全市场小幅净申购赎回份额为 66.1 万份，被动基金规模后续可能随着春季行情开启逐步修复。

图 13：近期融资主要流入通信、交运等行业



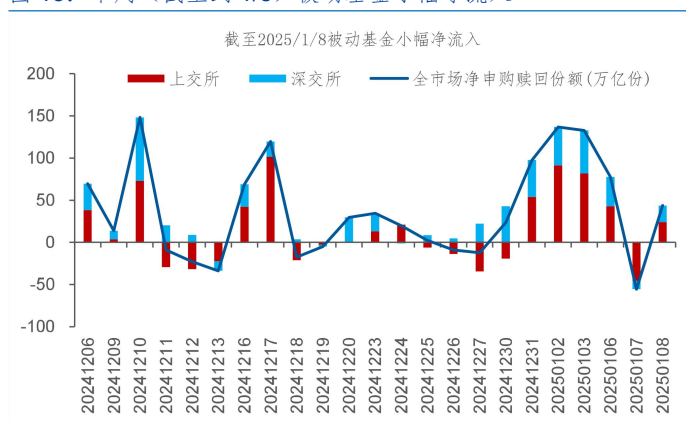
资料来源：华金证券研究所，wind

图 14：模型估算当前融资并无大幅流出风险

	中证2000点位	20250108点位	再下跌5%	再下跌10%
点位	起始	2206.91	2096.56	1986.22
	达到警戒线的成本点位	2648.29	2515.88	2383.46
	达到平仓线的成本点位	3055.72	2902.94	2750.15
对应有风险的融资额 (亿元)	当前点位		当前再下跌5%后新增的风险额	当前再下跌10%后新增的风险额
	达到警戒线的融资额	68.04	757.40	1078.33
	达到平仓线的融资额	0.00	0.00	0.00

资料来源：华金证券研究所，wind

图 15：本周（截至到 1/8）被动基金小幅净流入



资料来源：华金证券研究所，wind

（三）风险偏好：政策预期提振风险偏好

特朗普可能对华加征关税对市场情绪有扰动，但国内促消费等政策对风险偏好仍有支撑。（1）特朗普上台后可能颁布新政、美联储 1 月放缓降息节奏等外部因素可能影响市场情绪。一是特朗普即将上台后颁布一系列新政，涉及范围可能包括财政支出、移民问题、国际贸易等诸多方向，并可能再次对华加征关税，届时将对市场情绪形成扰动，但长期来看，在国内自主可控技术不断突破下，对我国制造业影响相对有限。二是美联储 1 月大概率暂停降息，就业和经济数据可能推动美国降息节奏放缓，对全球市场风险偏好可能有一定冲击，但即便美元指数走强，在国内受政策推动导致经济修复预期回升的环境下，人民币汇率也大概率维持稳定，海外压力对国内流动性宽松的掣肘相对有限。（2）稳增长政策落地预期等依然对风险偏好有支撑。首先，国务院新闻办公室举行政策例行吹风会上，多部门介绍加力扩围实施“两新”，具体涉及几个方面：一是享受以旧换新补贴的家电产品将由 2024 年的 8 类增加到 2025 年的 12 类，单件最高可享受销售价格 20% 的补贴；二是中央财政已预下达 2025 年消费品以旧换新资金 810 亿元；三是尽快出台汽车、

家电、家装厨卫、电动自行车、手机等数码产品五个领域的实施细则；四是央行将安排 1000 亿元专项额度来支持科技型中小企业获得首贷融资。其次，稳地产政策逐步落地：中央方面，提出目标到 2029 年，养老服务网络基本建成，预计与养老服务网络配套的设施将会提振；省级层面，福建出台楼市新政，提出要优化住房供应和加快实施城中村改造，并鼓励推出购房补贴来促进商品房销售，而厦门对为来厦求职、实习的大学生开放免费住宿政策等，稳地产举措不断实施下推动基本面改善预期修复。

图 16：近期稳增长政策持续落地

	部门/省市	政策/事件
国务院政策例行吹风会	发改委	享受以旧换新补贴的家电产品由去年的8类增加到2025年的12类，单件最高可享受销售价格20%的补贴。将每位消费者购买空调产品最多补贴1件增加到3件，特别是还顺应群众的期待实施手机等数码产品购新补贴。此外，继续大力支持家装消费品换新和电动自行车以旧换新。
	财政部	已预下达2025年消费品以旧换新资金810亿元
	商务部	会同有关部门尽快出台汽车、家电、家装厨卫、电动自行车、手机等数码产品五个领域的实施细则；进一步优化补贴申请审核和资金拨付流程
	央行	进一步优化再贷款流程 扩大设备更新贷款规模
	市场监管总局	支撑“两新”工作取得更大成效
稳地产政策逐步落地	中共中央、国务院	提出目标到2029年，养老服务网络基本建成，服务能力和水平显著增强，扩容提质增效取得明显进展，基本养老服务供给不断优化。
	福建省住建厅	发布《促进2025年一季度房地产市场发展良好开局的若干措施》，提到优化住房供应和促进商品房销售两方面
	厦门	推出“一张床”免费住宿保障政策，累计3768名大学生免费入住”“大学生‘5年5折租房’已发放租金补贴8.07亿元，惠及22.6万人（次）

资料来源：华金证券研究所整理

三、行业配置：短期继续逢低配置科技、部分消费等行业

（一）短期调整后科技、消费依然占优

牛市期间短期调整时，低估值稳定类行业占优。我们将 9 次牛市短期回调时期涨幅排名前五的行业列出，总结特征发现：（1）低估值稳定类行业表现较好。整体来看，牛市短期回调时期部分消费、周期行业表现占优，如 2019 年受益于猪周期下的农林牧渔、及保增长政策及老破旧小区改造下的食品饮料、建筑材料，2020 年受益于新能源趋势的汽车，2024 年受益于内需补贴加码及出口转暖的纺织服装。（2）政策导向型行业整体占优。如 2019.4 受益于中央政治局强调扩内需、释放居民消费潜力下的食品饮料、美容护理，2019.9 受益于老破旧小区改造下的建筑材料，2020.7 受益于地方政府对购买新能源汽车给予高额补贴下的汽车，2021.2 受益于在产能置换政策加码及“碳达峰、碳中和”目标推动下供给受限而需求不减推动价格上涨的钢铁、煤炭，2021.6 受益于双碳政策下走强的电力设备及推动上游景气回升的有色金属，2021.9 受益于第二轮的冻猪肉收储即将启动的农林牧渔。

牛市短期调整后，高景气及政策导向型行业较为占优。我们将 9 次牛市短期回调后反弹时期涨幅排名前五的行业列出，总结特征发现：（1）高景气行业较为占优。如 2019.6 受益于科创板正式开板下走强的非银金融，2019.8 受益于华为首款 5G 手机华为 Mate20X5G 正式开售下走强的电子、计算机，2019.11 受益于国庆档期电影市场综合票房同比大幅增长下走强的传媒；（2）政策导向型行业整体占优。如 2019.4 受益于猪周期下走强的农林牧渔及中央政治局强调扩内需、释放居民消费潜力下的食品饮料，2020.11 受益于疫情宽松货币政策刺激及经济修复预期抬升的有色金属，2021.11 受益于银保监会也表示将指导银行保险机构做好对房地产和建筑业的金融服务，合理发放房地产开发贷款的建筑材料，2024.11 受益于消费以旧换新政策加码下走强的商贸零售，食品饮料。

图 17：牛市短期调整时，低估值稳定类行业占优

筑底反弹前 涨幅TOP5	2019/4/22 2019/6/6	2019/7/3 2019/8/6	2019/9/16 2019/11/29
1	食品饮料 -6.9	农林牧渔 3.8	建筑材料 1.8
2	银行 -8.3	电子 -3.7	银行 1.6
3	农林牧渔 -9.1	美容护理 -4.5	电子 -0.2
4	有色金属 -12.7	国防军工 -5.2	食品饮料 -0.5
5	美容护理 -14.1	银行 -6.3	医药生物 -0.7
筑底反弹前 涨幅TOP5	2020/7/14 2020/11/2	2021/2/18 2021/5/7	2021/6/2 2021/7/28
1	汽车 17.5	钢铁 32.7	电力设备 18.2
2	电力设备 16.4	煤炭 27.0	有色金属 12.5
3	家用电器 14.3	纺织服饰 12.4	电子 10.1
4	食品饮料 4.5	环保 11.9	钢铁 6.2
5	基础化工 3.5	公用事业 10.3	基础化工 5.4
筑底反弹前 涨幅TOP5	2021/9/14 2021/11/10	2024/10/8 2024/11/1	2024/11/8 2024/11/26
1	农林牧渔 13.0	环保 9.5	纺织服装 -1.8
2	电力设备 12.6	电子 7.5	传媒 -1.9
3	食品饮料 6.5	计算机 6.2	轻工制造 -1.9
4	国防军工 3.8	建筑装饰 6.1	银行 -3.5
5	汽车 3.2	国防军工 5.8	石油石化 -3.5

资料来源：华金证券研究所，wind

图 18：牛市短期调整后，高景气及政策导向型行业较为占优

筑底反弹期间 涨幅TOP5	2019/6/6 2019/7/21	2019/8/6 2019/9/20	2019/11/29 2020/1/13
1	非银金融 10.9	电子 25.8	传媒 23.0
2	食品饮料 10.3	计算机 18.2	电子 22.8
3	社会服务 9.4	医药生物 14.4	有色金属 19.9
4	国防军工 8.0	食品饮料 13.0	计算机 19.1
5	医药生物 6.5	传媒 12.0	汽车 16.8
筑底反弹期间 涨幅TOP5	2020/11/2 2020/12/17	2021/5/7 2021/6/21	2021/7/28 2021/9/11
1	有色金属 20.1	国防军工 15.1	煤炭 46.4
2	食品饮料 14.9	汽车 14.2	钢铁 34.3
3	石油石化 13.3	计算机 14.0	有色金属 23.2
4	社会服务 11.1	通信 11.8	公用事业 22.7
5	煤炭 9.8	电力设备 11.3	基础化工 19.8
筑底反弹期间 涨幅TOP5	2021/11/10 2021/12/25	2024/11/1 2024/12/16	2024/11/26 2025/1/10
1	建筑材料 13.6	商贸零售 27.0	家用电器 6.8
2	公用事业 13.1	综合 15.4	银行 6.7
3	煤炭 11.9	传媒 15.3	通信 2.3
4	食品饮料 11.6	纺织服饰 14.3	电子 1.4
5	传媒 10.7	社会服务 12.5	综合 1.2

资料来源：华金证券研究所，wind

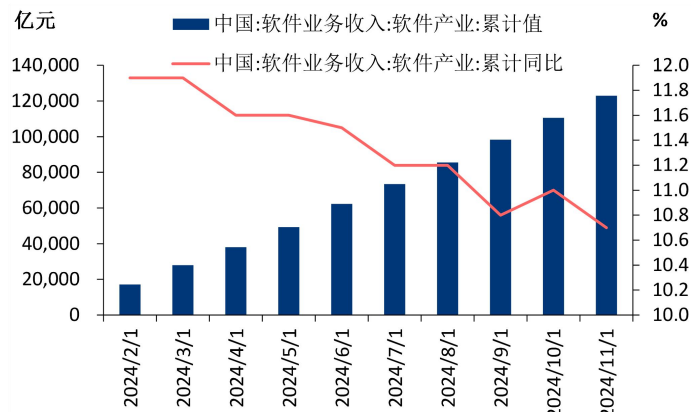
短期科技和消费可能是配置主线。一是复盘历史，牛市期间短期调整时低估值稳定类行业占优，调整后高景气及政策导向型行业相对占优；二是短期内如果调整见底，AI 相关的科技行业仍可能是景气度最高的行业，提振内需政策下部分消费行业也可能受益：其一，科技方面，新质生产力政策与 AI 周期共振下的科技成长值得关注，当下 CEMS 会议展现头戴设备和智能眼镜带来革命性的体验下 AI 推动的电子产品革新潮有望拉动行业需求回升；反映 DRAM 整体价格的 DXI 指数（DRAM 产值指数）自 2024 年 12 月持续上涨，表明市场进一步回暖；国产软件方面，2025 年 1 月我国软件业务收入同比增长 10.7%，2024 年来国产软件业务收入均维持在 10% 以上高位，国产替代趋势下软件行业增长有望进一步提升。其二，消费方面，数据来看，11 月餐饮收入同比上行 0.8 个百分点至 4.0%，随着政策加码，叠加各地出台消费券促餐饮等措施，基本面修复确定性较高；11 月单位家用电器和音像器材类商品的零售额同比增长高达 22.2%，补贴促进消费成效较为显著，11 月家用电器出口金额同比及利润总额同比均为正增长，家电内外销售同步向好推动利润提升，内需政策进一步加码下相关消费行业景气有望进一步提升。

图 19: DIX 指数自 2024 年 12 月上涨了 13.7%



资料来源: 华金证券研究所, wind

图 20: 2025 年 1 月我国软件业务收入同比增长 10.7%

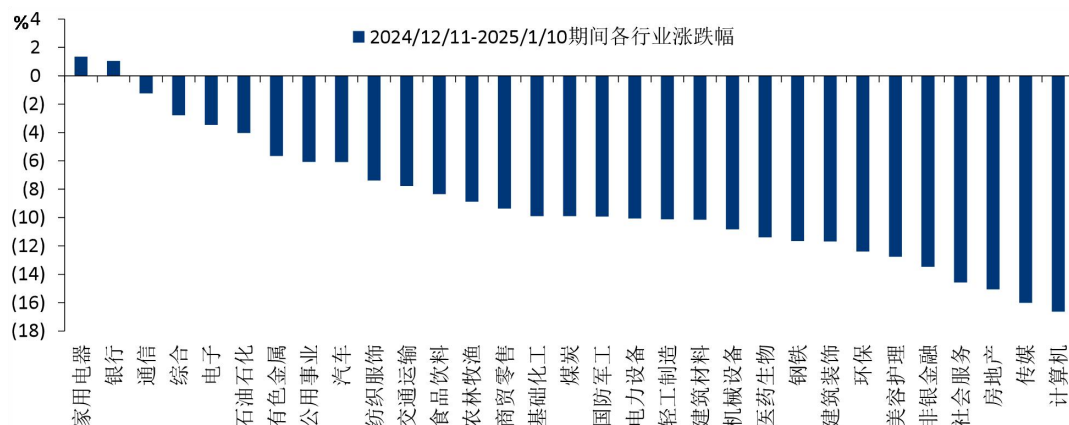


资料来源: 华金证券研究所, wind

(二) 成长中的传媒等和消费中的休闲服务等短期值得关注

成长行业中的核电设备、分立器件、光伏设备等跌幅较大、预期营收较高、市场情绪处于中性水平。一级行业方面, 2024/12/11-2025/1/10 期间, 当前计算机、传媒、生物医药、机械设备、军工跌幅较多, 后续反弹期间空间可能较大; 二级行业筛选方面, 2024/12/11-2025/1/10 期间, 我们将成长三级行业中跌幅在前 30% 的行业找出, 筛选出 wind 一致预测 2025 年营收增速为正的行业, 再将 PEG 估值小于 1 的行业进一步筛选, 关注核电设备、分立器件、光伏设备、风电、起重运输设备、其他运输设备、磷肥及磷化工、航空军工、机床设备、网络接配及塔设等 28 个 2024/11/1-2025/1/10 期间跌幅在成长行业前 50%、2025 预期盈利增速为正且估值较低的行业。

图 21: 2024/12/11-2025/1/10 期间各行业涨跌幅一览



资料来源: 华金证券研究所, wind

图 22：成长行业核电设备、分立器件、光伏设备等跌幅较大、预期营收较高、市场情绪处于中性水平

代码	中信行业	2024/12/11-至今涨跌幅%	预期营收增速% (2025)	PEG
CI005458.WI	核电设备	-30.8	22	0.10
CI005539.WI	分立器件	-21.0	16	0.14
CI005459.WI	光伏设备	-18.1	30	0.18
CI005284.WI	风电	-12.6	11	0.55
CI005463.WI	起重运输设备	-12.5	10	0.00
CI005470.WI	其他运输设备	-12.3	19	0.25
CI005412.WI	磷肥及磷化工	-12.3	2	0.86
CI005287.WI	航空军工	-12.1	13	0.47
CI005462.WI	机床设备	-11.3	10	0.47
CI005555.WI	网络接配及塔设	-11.1	60	0.47
CI005478.WI	综合能源设备	-10.8	9	0.23
CI005562.WI	基础软件及管理办公软件	-10.7	13	0.45
CI005570.WI	产业互联网平台服务	-10.7	8	0.00
CI005559.WI	网络规划设计和工程施工	-10.4	7	0.00
CI005320.WI	生物医药III	-10.3	1	0.00
CI005547.WI	显示零组	-10.3	15	0.48
CI005316.WI	化学原料药	-10.2	8	0.48
CI005277.WI	船舶制造	-9.9	10	0.43
CI005502.WI	服务综合	-9.5	6	0.69
CI005540.WI	半导体材料	-9.5	24	0.78
CI005460.WI	3C设备	-9.4	16	0.78
CI005267.WI	工程机械III	-9.3	6	0.78
CI005276.WI	铁路交通设备	-9.1	5	0.54
CI005472.WI	输变电设备	-9.1	11	0.54
CI005322.WI	医疗器械	-7.9	6	0.54
CI005477.WI	储能	-7.7	4	0.53
CI005567.WI	云软件服务	-7.3	10	0.53
CI005546.WI	面板	-7.2	8	0.00

资料来源：华金证券研究所，wind

跨境电商、化妆品制造及其他、其他纺织等消费行业跌幅较大，且具备估值性价比。一级行业方面，2024/12/11-2025/1/10 期间，当前社会服务、美容服务跌幅较多，后续反弹期间空间可能较大；二级行业方面，2024/12/11-2025/1/10 期间，我们将消费三级行业中跌幅在前 50% 的行业列出，进一步将其中 wind 一致预测 2025 年盈利增速为正的行业筛选出，最后再将 PE(TTM) 估值小于 50 的行业进一步筛选，关注跨境电商、化妆品制造及其他、其他纺织、金属包装、纺织服装设备、塑料包装、烘焙食品、预加工食品、酒店、纸包装等 17 个前四个季度盈利增速为正、预期盈利增速为正且估值较低的行业。

图 23：当前跨境电商、化妆品制造及其他、其他纺织等消费行业具备估值性价比（截止 2025/1/10）

代码	消费行业	2024/12/11-至今 涨跌幅%	平均盈利增 速（%）	预期盈利增 速（2025E）	估值
	三级				PE
852062.SI	跨境电商	-23.6	330.2	7.1	48.0
859821.SI	化妆品制造及其他	-20.6	84.9	1.9	42.9
851316.SI	其他纺织	-20.1	22.5	23.3	28.1
851423.SI	金属包装	-16.9	119.8	18.0	26.4
850721.SI	纺织服装设备	-16.0	60.6	23.2	23.9
851424.SI	塑料包装	-15.9	11.9	11.3	25.1
851282.SI	烘焙食品	-14.9	6.3	11.4	27.4
851246.SI	预加工食品	-14.7	4.6	1.3	21.8
852121.SI	酒店	-14.4	129.2	18.1	24.9
851425.SI	纸包装	-14.4	-21.7	-6.9	40.4
852112.SI	自然景区	-12.8	66.1	3.0	42.5
851413.SI	特种纸	-12.6	72.7	39.3	25.3
859822.SI	品牌化妆品	-12.6	14.6	6.6	29.4
851314.SI	印染	-12.6	18.7	15.9	15.7
851439.SI	卫浴制品	-11.9	31.8	31.7	27.0
851242.SI	调味发酵品III	-11.5	29.9	0.3	22.8
851251.SI	白酒III	-11.0	16.3	11.5	20.3

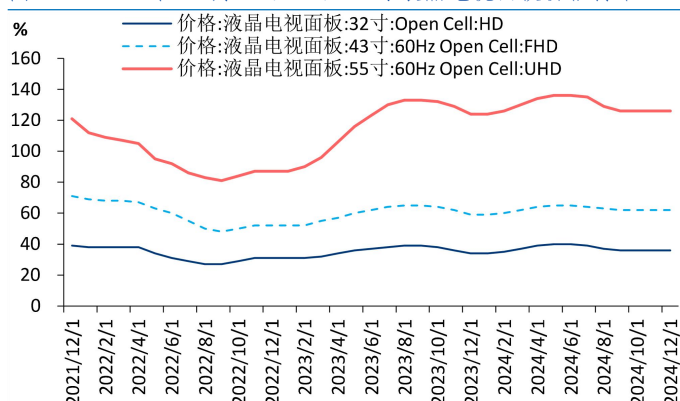
资料来源：华金证券研究所，wind

（三）短期建议关注：科技成长、部分消费及高股息

逢低配置政策导向和产业趋势向上的 TMT、机械及军工。（1）传媒方面：AI 应用方面，阿里与雷鸟达成战略合作将产品接入通义大模型，国内顶级大模型接入 AI 眼镜，加速国内 a lot 产品竞争水平；游戏方面，据《2024 年中国游戏产业报告》，2024 年中国移动游戏市场实际销售收入同比增长 5.01%，再创市场收入新纪录，主要得益于头部长青游戏表现稳定，以及多部热门移动游戏新品跨端发行，政策端持续补贴以手机、平板等为主体的移动设备，供给侧让利消费者，叠加跨端优质内容禀赋，有望多线共振赋能 AI 应用和游戏景气上升。（2）计算机方面：智能驾驶方面，《北京市自动驾驶汽车条例》将于 2025 年 4 月 1 日起施行，《条例》为 L3 级及以上自动驾驶汽车市场主体提供清晰、透明、可预期的制度规范，政策支持下行业布局向好；数据要素方面，山西建投城市运营集团、曲靖交投集团、山西建投二建集团成功完成数据资产入表，各省加快数据要素如表落地下行业景气提升。（3）电子方面：消费电子方面，12 月液晶电视面板价格与上月持平，32 寸、43 寸、55 寸液晶电视面板价格同比分别上行 5.9%、5.1%、1.6%；半导体方面，CES 展上英伟达 RTX 50 系列显卡采用 Blackwell 架构，主要面向游戏玩家、创作者和开发者，AI 驱动渲染取得突破下行业景气向上。（4）通信方面：算力基建方面，近期三部门联合发布《国家数据基础设施建设指引》推进“点、链、网、面”体系化推进算力网络工作 持续提升算网综合供给能力，数据上，截止 2024 年 9 月底，我国在用算力中心超过 880 万标准机架，算力总规模达 268EFLOPS，政策支持下算力基建完善建设下为 AI 各类产品更迭实现赋能；光缆方面，1-11 月光缆产量累计值为 245.19 百万芯千米，同比跌幅收窄 0.8 个百分点至-18.70%。（5）军工、机械方面：机器人方面，产业端，特斯拉人形机器人“擎天柱”将实现小批量生产，国内人形机器人头部企业也将 2025 年视作人形机器人的“量产元年”如乐聚机器人首条产线预计可年产 200 台人形机器人，优必选也计划加大 Walker 系列人形机器人的交付量，中短期催化不

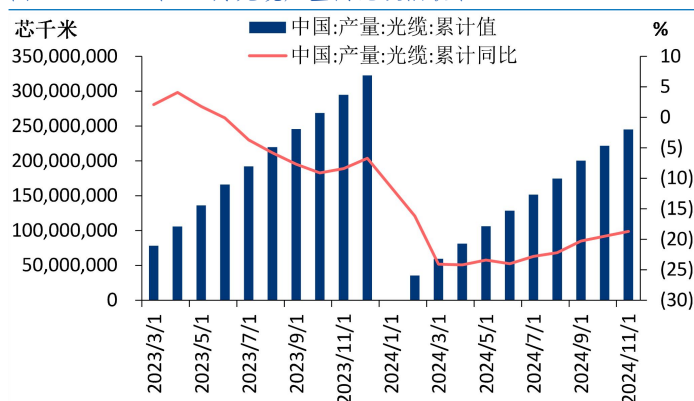
断；产能端，11月工业机器人产品产量同比高达29.3%，处于今年来较高位置，需求上升下行业基本面向好。

图 24：2024 年 12 月 32、43、55 寸液晶电视面板价格持平



资料来源：华金证券研究所，wind

图 25：2024 年 11 月光缆产量同比跌幅收窄 0.8%



资料来源：华金证券研究所，wind

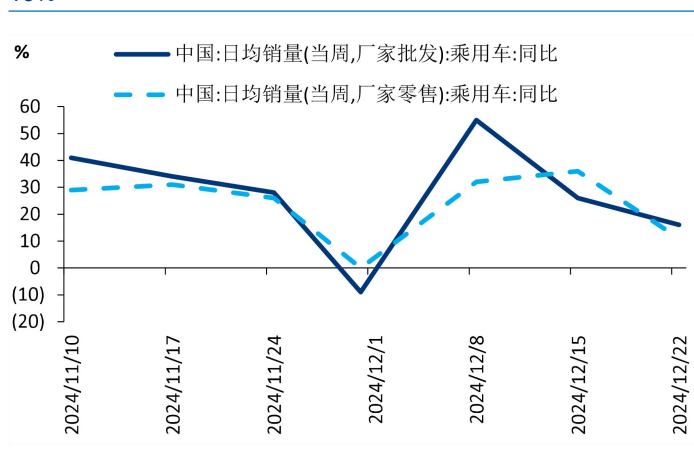
逢低配置可能受益于政策的食物、商贸零售、社服、纺织。一是食品饮料行业，11月酒、饮料和精制茶制造业利润总额累计同比大幅上升至9.3%，上升了14.7pcts，随各地出台消费券促餐饮等措施，基本面修复确定性较高。二是商贸零售，2024年1-11月实物商品网络零售增长稳定，增速达6.8%，以旧换新、数字产品是亮点，据商务大数据监测，油烟机、智能家居系统网络零售额同比分别增长62.7%、22.2%，网络服务消费增长较快，增速达18.3%，其中在线餐饮、在线旅游同比分别增长48.2%、18.2%。三是社服行业，11月社会消费品零售总额同比3.0%，突出表现在非房地产相关耐用品及非耐用可选品类别中如通讯器材、纺织服装和化妆品，消费补贴的耐用品需求刺激作用维持强劲。四是纺织服装，2024年1-11月纺织服装、服饰业利润总额为549.5亿元，同比上涨3.9%，内外销同步回暖下纺织行业利润修复。五是汽车行业，截止2024年12月22日，12月乘用车厂商零售、批发销量累计同比分别为11%和16%，年初旺季叠加厂商冲量，由于以旧换新政策截止日期将至，12月汽车消费有望延续强势。六是家电，2024年11月家用电器音像器材零售同比为22%，9-11月连续三月维持在20%以上同比增速，消费政策扩容下行业内需有望维持增长，量价齐升推动企业盈利改善。

图 26：2024 年 11 月家用电器音像器材零售同比为 22%



资料来源：华金证券研究所，wind

图 27：12 月乘用车厂商零售、批发销量累计同比分别为 11% 和 16%



资料来源：华金证券研究所，wind

逢低布局基本面可能低位改善的电新、医药等。(1) 电新行业：风电方面，11月风电发电新增设备容量同比增速达 25.0%，处于今年下半年来最高；近期陆上风电项目获得积极推动，2024 年 12 月 31 日-2025 年 1 月 4 日期间，国内风电机组招标公告共发布 5 条，共计项目容量 221.1MW，项目施工地点分别位于河北、江苏、安徽 3 个省，项目均为陆上风电类型。储能与电力方面，11 月电网基本建设投资完成额累计同比增速为 18.7%，较 10 月小幅放缓；近期中核汇能及新华发电 2025-2026 年度储能集中采购开标，本次集中采购招标的储能系统预估总容量为 12GWh，短期催化不断。(2) 医药行业：创新药方面，政策方面，国务院办公厅日前印发《关于全面深化药品医疗器械监管改革促进医药产业高质量发展的意见》提出到 2027 年，建成与医药创新和产业发展相适应的监管体系，到 2035 年药品医疗器械质量安全、有效、可及得到充分保障，医药产业具有更强的创新创造力和全球竞争力，基本实现监管现代化；“十四五”以来，我国国产创新药数量和质量齐升，共有 113 个国产创新药获批上市，是“十三五”获批新药数量的 2.8 倍，市场规模达 1000 亿元，国内医药产业供给侧持续优化升级。

四、风险提示

- 1.历史经验未来不一定适用：文中相关复盘具有历史局限性，不同时期的市场条件、行业趋势和全球经济环境的变化会对投资产生不同的影响，过去的表现仅供参考。
- 2.政策超预期变化：经济政策受宏观环境、突发事件、国际关系的影响可能超预期或者不及预期，从而影响当下分析框架下的投资决策。
- 3.经济修复不及预期：受外部干扰、贸易争端、自然灾害或其他不可预测的因素，经济修复进程可能有所波动，从而影响当下分析框架下的投资决策。

分析师声明

邓利军声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn