

A股进入牛市II阶段：成因和方向

定期报告

——A股2025年中期策略展望

当前中国经济总需求增速结束三年低迷和下行，进入增速稳定波动率降低的新时代，市场正在消灭高内在回报率股票，从而引发A股重新估值，叠加下半年增量资金有望形成正反馈机制，A股有望进入牛市第二阶段。股票类型选择上，选择高内在回报率高的质量类股票例如300质量、500质量成长等指数是稳健的选择；而在指数突破上行的赛道也是这个阶段弹性的选择。市场空间大、低渗透率的方向包括AI硬件及应用，人形机器人，固态电池，半导体国产化，可控核聚变，军贸出海，新消费。左手高质量股票，右手大空间赛道的新哑铃型是下半年配置选择。资金面上，预计下半年风险偏好回暖，供需双向改善。风格层面，增量资金类型是关键，四季度可能成为风格拐点。景气度方面，关注现金流改善、扩大内需、科技创新三条线索。

- **五年周期牛市三阶段论：成因与逻辑。** 中国经济和资本上的政策，有一个相对隐性5年周期规律，每一轮上行周期可以大致分为触底逆袭、突破上攻和背驰上涨三个阶段。牛市阶段I是资本市场政策、货币政策、经济政策和外部环境的共振，彼时盈利出现拐点，社融和信贷止跌回升，资金以存量加仓为主，场外增量有限；阶段II往往是企业盈利改善、产业趋势纵深推进等基本面的力量驱动，此时社融或M2增速从底部回升至一定阈值，资金加速流入市场形成正反馈；阶段III往往呈现盈利加速上行，经济过热、政策和流动性收紧的特征，这一阶段社融和信贷大多冲高回落，开户数和融资余额下行，成交额放缓，体现为背驰上涨。通过复盘可以发现，进入牛市阶段II的条件是1) A股盈利增速加速改善；2) 信贷社融加速改善，从底部明显回升；3) 经济环境中有渗透率明显加速的产业趋势。
- **本轮牛市进入阶段II的条件：消灭高内在回报率股票，引发A股估值重估。** 2025年中国经济进入真正意义上的新常态，总需求增速结束三年低迷和下行，进入增速稳定波动率降低的新时代，A股自由现金流收益率不断提升。而2018年以来，在经济结构调整和资产荒的大背景下，无风险利率持续下行，此后银行股股息率相对无风险利率利差收敛，以及沪深300非金融建筑的自由现金流和SIRR相对无风险利率利差收敛下行对应的就是估值的提升。据估算，沪深300指数总市值增幅在17~58%之间。此外，本轮增量资金的正反馈机制，不仅会对市场走势产生显著影响，也会对市场风格的演变起到关键作用。这个逻辑之下，高质量类股票可能会估值修复和提升空间更大，是重要的选股方向。
- **牛市II阶段风格和行业特征：新抱团的方向。** 牛市阶段II，容易出现增量资金的正反馈和资金的“抱团”，市场往往会选择当时的主线或者赛道进行投资。从当前市场空间的角度来看，满足市场空间大、渗透率低、加速提升的方向包括AI硬件及应用，人形机器人，固态电池，信创半导体国产化，可控核聚变，军贸出海，新消费。
- **风格展望：增量资金类型是关键，四季度可能成为风格拐点。** 进入下半年后，外部流动性有望逐渐改善，预计美元指数可能延续相对弱势，美债收益率可能从高位震荡到下行，待9月前后市场交易美联储降息预期将强化美元指数和美债利率下行趋势，有利于市场风险偏好提升和成长风格表现。增量资金情景一：在宏观环境明显变化之前，已形成赚钱效应的私募基金可能继续主导小盘风格，同时有融资资金、散户等活跃资金跟随，容易形

相关报告

《政策、增量资金和产业趋势的交响乐——A股2025年度投资策略展望》

《幽而复明：高质量增长与双龙头策略——A股2024年中期策略展望》

《大分化时代与大创新周期 —— A股2024年投资策略》

《科技革命投资范式与科技周期上行拐点 —— A股2023年中期投资策略》

《新时代、新周期、新思路 —— A股2023年投资策略展望》

《从喧嚣到平淡、静候新起点 —— A股2022年投资策略展望》

张夏 S1090513080006

zhangxia1@cmschina.com.cn

涂婧清 S1090520030001

tujingqing@cmschina.com.cn

陈星宇 S1090522070004

chenxingyu@cmschina.com.cn

田登位 S1090524080002

tiantengwei@cmschina.com.cn

李昊阳 S1090524120005

lihaoyang1@cmschina.com.cn

郭佳宜 S1090525040003

guojiayi@cmschina.com.cn

杨晨 (研究助理)

yangchen4@cmschina.com.cn

王德健 (研究助理)

wangdejian@cmschina.com.cn

成小盘风格与增量资金的正反馈效应，推动指数上行。情景二：如果国内经济基本面能够持续改善，叠加美债收益率回落，可能吸引外资回流，并带动基金发行回暖形成正反馈，驱动市场转向大盘风格，拐点可能在四季度后。

- **港股策略：**下半年港股市场在增量资金足、行业结构优的环境下，有望再度走出结构性牛市。从资金角度看，港股市场相较于 A 股市场交易集中度高，更多的增量资金集中在头部的少数标的，资金的“抱团”行为更加坚实，往往在上涨时能打出锐度。此外，即将到来的美元降息周期也更加利好香港市场。从行业组成来看，港股“新经济”含量更高，且“新经济”行业资产更轻。宏观稳增长背景下，结构更新的港股市场可能存在更多机会。风格展望方面，建议 6-8 月更多关注受益于流动性的偏中小市值风格，9 月后再度回红利+大盘科技的哑铃策略。
- **流动性展望：风险偏好回暖下的供需双向改善。**展望 2025 年下半年，随着外部流动性改善和国内政策进一步发力，市场风险偏好将继续回暖，资金供给端的规模有望较 2025 年上半年继续改善，其中私募、融资、个人投资者、行业 ETF 在市场风险偏好改善阶段有望继续活跃；若经济基本面在政策发力下迎来实质性改善，外资也有望回流。资金需求端在市场改善后整体小幅回升，IPO、再融资、股东减持等或较 2025 年上半年小幅回升。综合供需测算，2025 年下半年 A 股资金或净流入约 5000 亿元。
- **行业景气趋势及配置建议：关注现金流改善、扩大内需、科技创新三条线索。**结合宏观经济环境、中观景气和业绩、产业趋势发展，推荐下半年重点围绕以下三条线索布局：**第一：围绕现金流改善的高质量因子驱动领域**，如工程机械、饮料乳品、食品加工、化学制药、乘用车、工业金属等；**第二：内需发力、新型消费领域**，如估值性价比较高的游戏、化妆品、个护用品、互联网电商、数字媒体、文娱用品、休闲食品、饲料等；**第三：受益于科技创新周期及国内自主可控政策加码的领域**，如计算机设备、自动化设备、半导体、国防军工等。重点推荐关注计算机、机械设备（工程机械、自动化设备）、国防军工、有色金属、医药生物（化学制药）等行业。
- **A 股盈利展望：**下半年预计出口承压，但财政仍有发力空间，叠加较低基数效应，预计 A 股盈利有望实现“V”型修复。驱动因素上，预计内需发力、库存回补、利润率小幅回升是盈利改善的主要驱动。A 股盈利增速中性假设下四个季度的累计盈利增速为：3.2%、2.6%、3.0%、3.8%。大类行业来看，2025 年盈利增速相对较高的板块预计主要集中在信息技术、消费服务、中游制造等领域。盈利能力方面，2025 年下半年 ROE 预计窄幅波动。
- **产业趋势及政策展望：**基于科技和政策双轮驱动的逻辑，赛道方向，我们认为 2025 年下半年需要重点关注科技和医药两大方向的投资机会。科技方面，海外制裁不断趋紧，国内自主可控逻辑持续演绎，AI 产业链国内外协同催化。医药方面，创新药和 CXO 研发能力持续提升，国际化进程不断推进，在国产医药技术突破频次加快的同时，政策端协同跟进加强产业推力。**政策端：下半年政策端重点关注三大主题——十五五规划、整治内卷式竞争、丙类目录落地。**当前“十五五”规划编制工作已经开始，新质生产力、科技创新、民营经济或成为编制重点。整治内卷式竞争方面，分行业化解产业结构性矛盾的政策尚未出台，有望尽快落地；可重点关注炼油、钢铁、煤化工、氧化铝、新能源汽车、光伏等行业。产业政策方面，下半年可重点关注丙类目录的设立。

风险提示：经济数据不及预期，政策理解不全面，海外政策超预期收紧

正文目录

一、五年周期牛市三阶段论：成因与逻辑	5
1、五年周期与牛市三阶段论	5
(1) A股五年周期理论简述	5
(2) 牛市三阶段论：成因与复盘	6
2、牛市三阶段与盈利、信贷、增量资金的关系	8
(1) 牛市三阶段和盈利的关系	9
(2) 牛市三阶段和货币、信贷的关系	9
(3) 牛市三阶段和增量资金的关系	10
3、历史几轮A股进入牛市阶段II的催化剂，成因	12
4、本轮牛市进入阶段II的原因是全新的逻辑链	13
(1) 经济增长模式自2025年发生根本性变化，盈利增速转正并加速改善的条件目前并不具备	13
(2) 自由现金流大幅改善带来的权重指数内在回报加速提升，带来权重指数内在回报率的提升，在低利率环境和资产荒背景下收益率的下行，指数突破上行的关键力量	15
(3) 上述逻辑成立的背景下，质量类指数有望引领指数向上突破	19
5、增量资金正反馈机制	22
(1) ETF：ETF可能是形成正反馈的关键力量之一	23
(2) 私募：量化私募目前呈现持续流入的态势，可能成为高净值客户流入的对象	24
(3) 个人投资者：个人投资者追涨是形成正反馈的重要力量	25
(4) 保险：增量资金相对稳定，但配置权益资产的比例有提升的空间	26
(5) 外资：美债收益率下行可能是外资加速流入的关键力量	26
二、牛市II阶段风格和行业特征：新抱团的方向	28
1、牛市三阶段的风格和行业特征	28
(1) 牛市阶段I：政策驱动，小盘占优，券商军工计算机领涨	28
(2) 牛市阶段II：资金驱动，赛道为王	28
(3) 牛市阶段III：盈利驱动，顺周期占优	29
2、主线思维和赛道投资是牛市阶段II的主攻方向：低渗透率、大市场空间	29
(1) 低渗透率、大市场空间的主线或者赛道是牛市阶段II的主攻方向	29
(2) 抱团加速：历史复盘	36
3、本轮牛市II阶段的赛道选择	36
三、风格展望：四季度可能成为风格拐点	37
1、外部流动性：弱美元+美债利率前高后降	37
2、国内宏观环境：宽松环境延续，静待盈利改善	38
3、增量资金：两种情景下的市场风格演绎	39
4、总结	46
四、港股策略：资金足、结构优带来的结构性牛市	47
1、上半年港股市场简要复盘	47
2、下半年港股市场展望：资金足、结构优带来的结构性牛市	48
(1) 资金结构：港股更多的增量资金作用于更为集中的头部标的	48
(2) 南下资金有望延续净流入趋势	49
(3) 港股更受益于弱美元，享受降息周期带来的估值提升	52

(4) 港股市场结构更优：全面的工业指数 VS 新经济指数	53
(5) 关于 AH 溢价的再思考	54
(6) 风格展望与行业推荐	57
五、2025 年下半年股市流动性展望	58
1、资金供给端：私募基金主导、融资资金、散户等活跃资金跟随	58
2、资金需求端：市场改善后资金需求规模或将回升	64
六、A 股盈利展望与行业配置——盈利“V”型修复，配置聚焦三条线索	68
1、业绩测算：2025 年全 A/非金融及两油 3.8%/7.2%	68
2、2025 年下半年行业景气趋势判断	72
3、行业配置三条线索：现金流改善、内需消费、科技创新	77
七、产业趋势与政策：技术和政策双轮驱动，科技与医药齐头并进	89
1、核心逻辑：技术和政策双轮驱动，聚焦渗透率核心指标	89
2、医药	92
(1) 创新药技术密集突破，审批和出海提速提量	92
(2) CXO 估值处于低位，业绩拐点已现且稳步向好	95
3、人工智能	97
(1) 海外 AI 进展对国内持续映射	97
(2) 国产 AI 自主可控逻辑持续演绎	102
4、主题投资——可控核聚变迈入发展关键期，稳定币法案促落地	113
(1) 自主可控且有显著增量预期，可控核聚变迈入发展关键期	113
(2) 香港颁布稳定币法案，《稳定币条例》正式成为法例	114
八、政策端：下半年重点关注的三大政策方向	116
1、十五五规划	116
2、整治“内卷式”竞争	117
3、丙类目录的建立	119

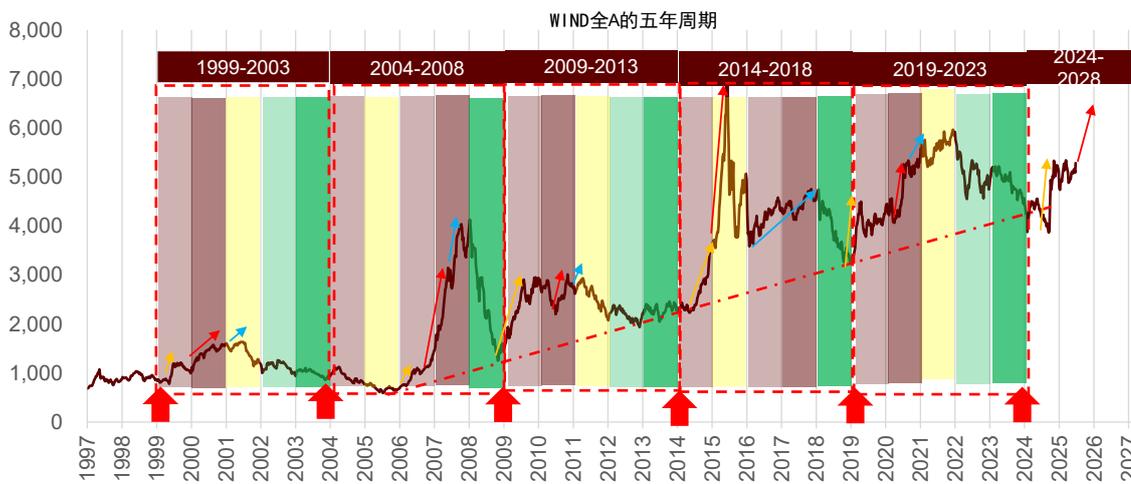
一、五年周期牛市三阶段论：成因与逻辑

1、五年周期与牛市三阶段论

(1) A股五年周期理论简述

我们从去年下半年开始，提出了 A 股的五年周期规律；在中国经济和政治进程中，最重要的是每五年一遇的党的代表大会。对于每一次党的代表大会召开之前，党中央在前一年的年度中央经济工作会议中，都会明确要求以优异的成绩来迎接来年的党的代表大会的召开。

图 1：过去股票市场遵循着近期五年左右周期的运行规律



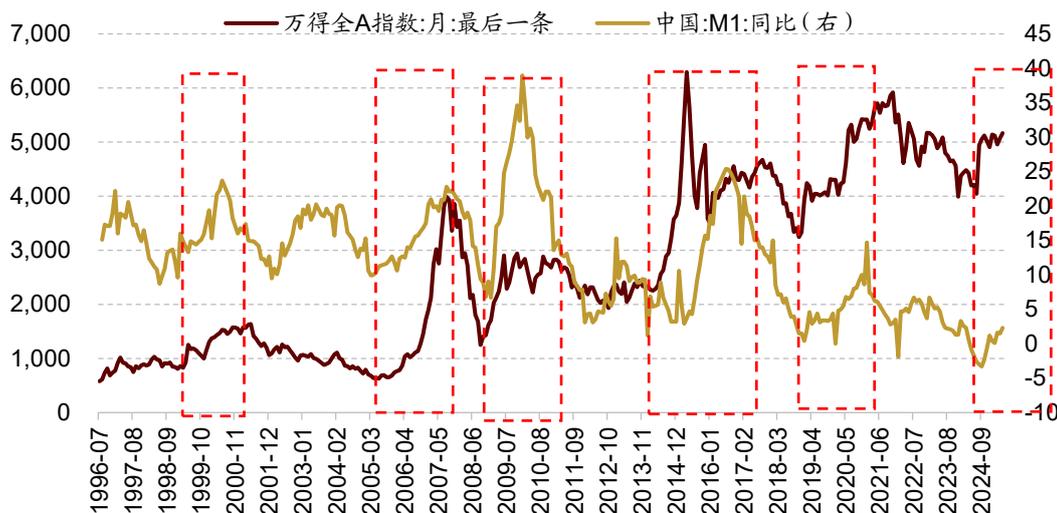
资料来源：Wind，招商证券

我们在此前的多篇报告里面论述过理解中国经济和资本上的政策，有一个相对隐性 5 年周期规律。

因此，无论是经济政策还是资本市场政策，通常都会在会议召开前两年左右出现拐点并开始逐步发挥作用。以货币政策和经济稳增长政策为例，若这些政策得到有效实施并直接促进经济发展，一个显著的标志便是 M1 增速的明显回升。通过观察历史数据，我们可以发现，在过去二十多年里，M1 增速的拐点分别出现在 1999 年初、2004 年底、2009 年初、2014 年初以及 2019 年初，这些年份恰好遵循了“逢 9 逢 4”的规律。这表明，在“逢 9 逢 4”的年份，政策往往全面趋向宽松，为接下来两年的经济改善奠定了坚实基础。

当然，随着经济政策的逐步发力并显现成效，市场在关键时间节点上也迎来了重要拐点。具体而言，这些拐点分别出现在 1999 年年初、2004 年年底、2009 年年初、2014 年年底以及 2019 年年初。而观察当前形势，M1 增速极有可能在 2024 年 11 月或 12 月已经形成底部，与此同时，市场在 9 月底已呈现出显著反弹态势。这一系列动态表明，当前的股票市场似乎依然遵循着五年周期的运行规律。

图 2: 过去股票市场遵循着近期五年左右周期的运行规律, 其中 M1 增速回升是标志

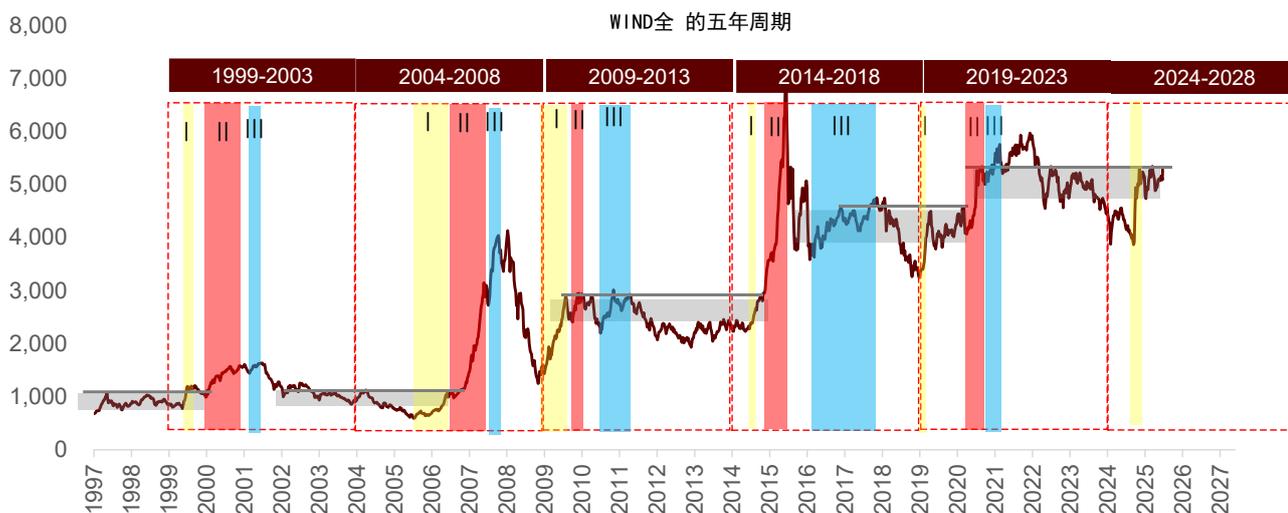


资料来源: Wind, 招商证券

(2) 牛市三段论: 成因与复盘

每五年周期的上行周期中, 时间从 2.5~3 年不等。每一轮上行周期可以大致分为三个阶段。当然阶段的划分有一定主观性, 我们对于过去每五年的周期的上行周期如下图所示。

图 3: 每五年周期的上行周期中可以大致分为三个阶段



资料来源: Wind, 招商证券

三个阶段大致可以分为触底逆袭、突破上攻和背驰上涨, 且各阶段的驱动因素都不一样。

● 阶段一: 触底逆袭

市场在经历了前期漫长的下跌后, 能够逆转市场行情的主要就是政策或者外部环境的变化。政策主要包括资本市场政策、货币政策和经济政策。

资本市场政策往往体现为对资本市场支持性政策, 例如 1999 年推出“搞活资本市场六项建议”, 2005 年启动股权分置改革和对券商的重组, 2014 年推出新国九条。或者推出新的板块; 例如 2009 年推出创业板、2019 年推出科创板。

资本市场政策的出炉, 对于改变市场悲观预期有着重要的帮助, 重要资本市场政策出台前后, 往往会形成指数的历史性大底。

货币政策在市场见底的过程中也起着重要作用, 但是货币政策需要累计效应, 市场见底往往是经历了连续货币政策的

宽松，例如连续多次的降准降息之后。

经济政策也非常关键，重要的经济刺激政策和改革政策可以扭转对经济和盈利的悲观预期，从历史来看，重要经济刺激政策是扭转中国经济走势和企业盈利的关键。

除此之外，外部环境改善，尤其是美元流动性的改善，也成为 A 股见到大底的重要原因。

总的来看，市场见到历史大底，进入牛市阶段 I——触底逆袭，是资本市场政策、货币政策、经济政策、外部环境的共振。

阶段 I 的特征，核心是政策扭转悲观预期，因此阶段 I 往往行情演绎得比较快，短则持续一个月，长则半年到一年左右。

阶段 I 结束往往是触达了关键的前期成本密集成交区域——扭亏阻力位。部分资金在快速反弹“解套”后，会形成比较大的止盈的抛售。从而使市场从快速上行进入震荡甚至是阶段性调整。

表 1: 阶段一的成因与复盘

阶段一：触底逆袭						
起始	1999/5/18	2005/6/3	2009/1/1	2014/5/21	2019/1/4	2024/9/24
结束	1999/6/29	2006/6/15	2009/8/4	2014/12/15	2019/4/4	2024/10/8
资本市场政策	5月19日，搞活资本市场六项建议	启动股权分置改革、汇金出资对银河证券进行重组、华夏证券重组启动	创业板设立的制度出台	新国九条出炉	科创板政策宣布	一行一局一会新闻发布会公布诸多政策；926政治局会议，政策全面发力
货币政策	前期连续降息，利率维持低位	人民币汇率改革，后续人民币持续升值	08年底连续降息	设立PSL等新货币投放和货币工具，后设立MLF	连续降准	连续降准降息
经济政策	开启住房体制改革	银行业注资和股份制改革，银行信贷投放能力大幅提升	四万亿刺激政策出炉	棚改货币化全面提速	民营企业纾困	财政政策发力，政府债券加快发行
外部环境	亚洲金融危机结束（香港金融保卫战的胜利）	热钱涌入中国	美国着手解决次贷危机，QE1开启	"一带一路"的提法出炉	美联储进入降息周期	美联储阶段性降息
WIND全A	66.5	61.5	106.9	58.2	39.6	35.0
沪深300		57.1	108.3	52.1	37.0	32.5
上证指数	63.2	51.0	90.7	47.1	31.7	27.0

资料来源：Wind、招商证券

● 阶段二：突破上攻

市场在经历了快速上行后，会在前期密集成交区域形成震荡或者调整，调整的时间或短或长。市场需要经过充分换手后，“被套”的资金明显减少，而调整阶段买入的投资逐渐进入浮盈阶段。此时，市场在不断聚焦向上的力量。

但是，市场真正能够有效突破扭亏阻力位，需要股票本身发生变化。从历史来看，市场有效突破扭亏阻力位进入牛市阶段 II，往往是基本面的力量。重要的信号都是盈利增速转正并加速改善。唯一一个例外是 2015 年，进入牛市阶段 II 完全是杠杆资金趋势的自我强化或者正反馈。

企业盈利的改善是经济改善的结果，因此，在宏观指标上，经济数据的加速改善，例如新增社融的明显回升，M1 等货币数据的明显回升也是重要的信号。

除此之外，在经济改善的同时，往往伴随着大型产业趋势的发展，大型产业趋势的特征是低渗透率，政策支持，关键技术和产品的变化带来渗透率预期的快速提升。大型产业趋势也是阶段 II 的核心进攻方向。报告的第三部分将会进行详细论述。

在企业盈利改善、产业趋势纵深推进的背景下，市场终于突破了“扭亏阻力位”。此时，市场普遍进入浮盈的状态，此时，投资者心态从扭亏为盈，转变为对未来更多盈利的期待。由于转为盈利状态后，投资的信心将会持续提升，投资者会进一步加大对盈利方式和投资工具的投入力度——可能是直接买股票、融资买股票或者买基金。

于是市场进入到“浮盈赚钱——加仓——资金驱动市场进一步上涨——继续加仓”的经典正反馈，金融市场的大级别行情无一不是依靠这种正反馈机制。

第二阶段结束的标志，往往是政策的转变，可能是针对资本市场快速上涨的降温措施，也可能是宽松政策的边际收敛，例如 2007 年 530 提高股票交易印花税，2015 年 5 月对于融资融券规范监管和对于场外配资的规范；2010 年 4 月对房地产政策的收紧，货币政策方面央票的重启发行；2020 年 7 月也出现了货币政策边际收敛，对场外配资等也加大了监管力度。

但是此时，企业的盈利可能仍在改善过程中，市场估值可能还算合理，而投资者的浮盈已经相当大。

表 2：阶段二的成因与复盘

阶段二：突破上攻					
起始	2006/8/7	2009/9/29	2015/1/31	2020/3/23	预计 2025 年下半年
结束	2007/5/29	2010/4/12	2015/6/12	2020/7/13	
企业盈利	盈利增速转正	盈利增速转正	未改善	盈利拐点出现	盈利拐点出现，自由现金流加速改善
经济趋势	经济数据加速改善	经济数据加速改善	平稳	社融加速改善，经济数据加速改善	平稳
产业趋势	房地产、基建提速	消费电子、医药、食品饮料	移动互联网、工业 4.0	电动车、消费升级、CXO、半导体	AI 应用、创新药出海、新消费、固态电池、军贸出海/可控核聚变
增量资金	热钱、居民买基金	-	杠杆资金	外资、居民买基金加速	居民、量化、外资、ETF
WIND 全 A	235.9	20.0	98.3	32.5	
沪深 300	235.6	12.7	55.3	32.8	
上证指数	176.1	13.2	60.9	25.4	

资料来源：Wind、招商证券

● 阶段三：背驰上涨

当政策的边际变化导致市场出现调整，此时投资者面临两方面的情况，一方面，经济仍处在较好的状态，上市公司盈利增速往往在加速上行，基本面加速改善；而且前期由于浮盈丰厚，市场整体风险偏好仍在，市场仍在酝酿向上的力量。另外一方面，由于经济中已经有明显的过热的迹象，因此政策和流动性已经明显收紧。

因此，市场仍然保持上行的趋势，但是往往成交量已经大不如前，呈现一种“背驰式上涨”的特征。此时前期的增量资金仍可能呈现加速流入的态势，但是其他增量资金可能已经趋于谨慎。

阶段 III 的结束，也就意味着大的上行周期的结束，往往是盈利增速见顶，同时利率已经明显攀升，信贷社融等经济领先指标已经转弱。最终，基本面见顶和流动性恶化终结了市场上行趋势，进入下行趋势。

表 3：阶段三的成因与复盘

阶段三：背驰上涨				
起始	2007/7/6	2010/7/6	2016/1/29	2020/9/24
结束	2007/10/16	2011/4/18	2017/11/13	2021/2/18
企业盈利	盈利增速加速冲顶	盈利增速加速冲顶	盈利增速加速冲顶	盈利增速加速冲顶
经济趋势	过热、通胀	过热、通胀	过热、通胀	过热、通胀
货币政策	走向紧缩	走向紧缩	走向紧缩	走向紧缩
增量资金	基金-加速	-	外资-加速	基金-加速
WIND 全 A	61.5	106.9	58.2	39.6
沪深 300	57.1	108.3	52.1	37.0
上证指数	51.0	90.7	47.1	31.7

资料来源：Wind、招商证券

2、牛市三阶段与盈利、信贷、增量资金的关系

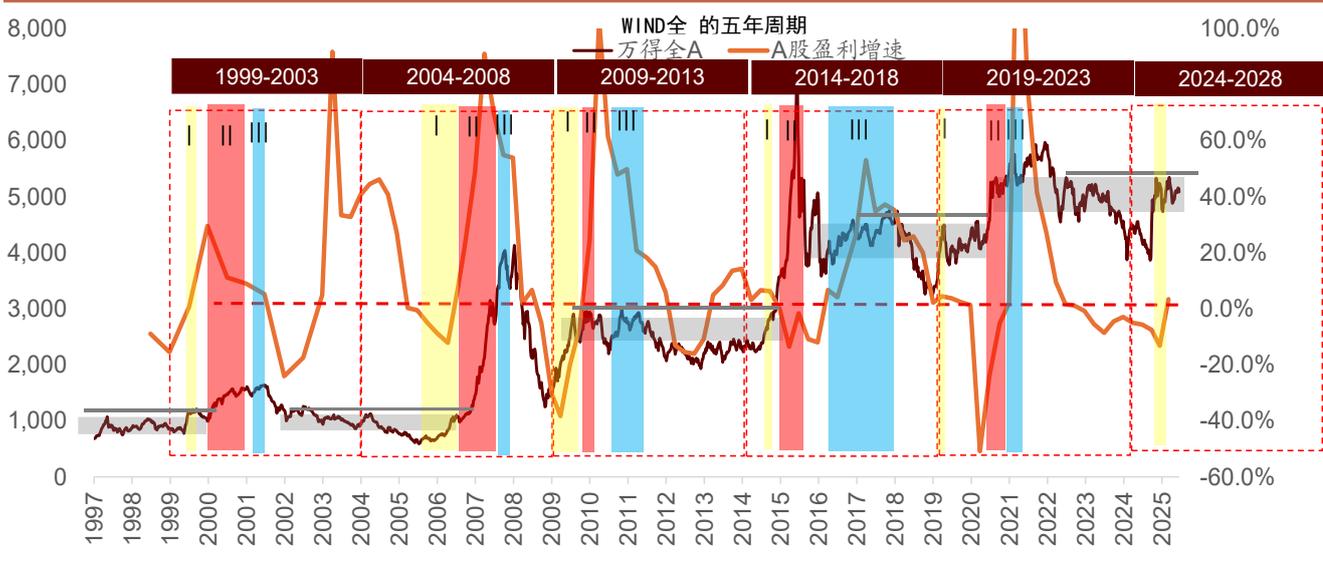
(1) 牛市三阶段和盈利的关系

盈利的恶化和低迷，是“逢九逢四”政策转折的重要原因，因此，牛市进入第一阶段，往往是在盈利低迷和政策的拐点出现。牛市阶段 I 发生时，企业盈利仍较为低迷，但是政策驱动之下，盈利出现拐点。

牛市进入阶段 II，在过去五轮周期中，有四次都是盈利增速触底回升加速转正；只有 2015 年这一次，是纯粹流动性和杠杆资金的自我强化。

而牛市阶段 III，无一例外不是盈利加速冲高出现拐点。

图 4: 牛市三阶段与盈利的关系



资料来源: Wind, 招商证券

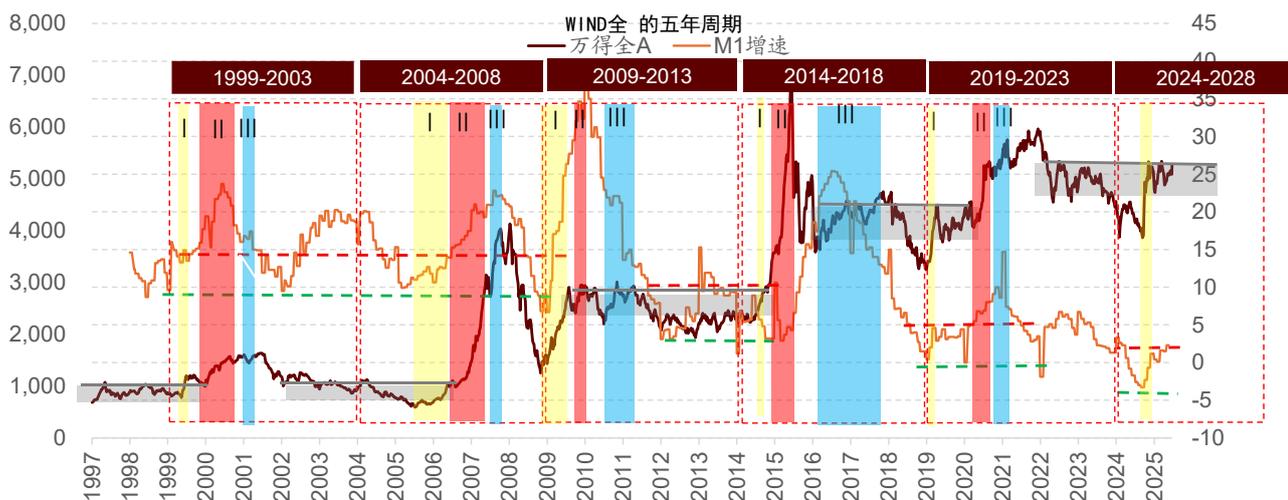
(2) 牛市三阶段和货币、信贷的关系

进入牛市阶段 I，往往是政策影响的结果，而衡量政策是否有效，有很多种标准。社融信贷和 M1 增速，毫无疑问是非常重要的信号。如果持续的货币政策宽松或者财政政策发力，真正开始见效的信号，从社融和信贷的角度来看，社融和信贷将会止跌回升，从货币增速的角度来看，货币增速 M1 将会见底回升。

而进入牛市阶段 II，当社融或 M2 增速从底部回升至一定阈值，触发更强烈的信贷回升和货币回升的信号，则成为指数能够突破上行的关键动力之一。

在牛市阶段 III，由于政策已经发生了转变，经济出现过热迹象，信贷或 M1 增速过高，则会触发政策的转变，因此在阶段三，往往伴随着社融和信贷冲高回落，当信贷和社融增速冲高回落，指数也将会见到相应的高点。

图 5: 牛市三阶段和货币与信贷的关系



资料来源: Wind, 招商证券

(3) 牛市三阶段和增量资金的关系

在牛市阶段 I, 政策逆转带来市场快速反弹, 此时多数情况下为存量客户的加仓, 往往看不到太多场外增量资金。具体体现为, 市场快速反弹时, 开户数脉冲式回升, 但是随着市场陷入震荡, 又很快回到相对低迷的状态。

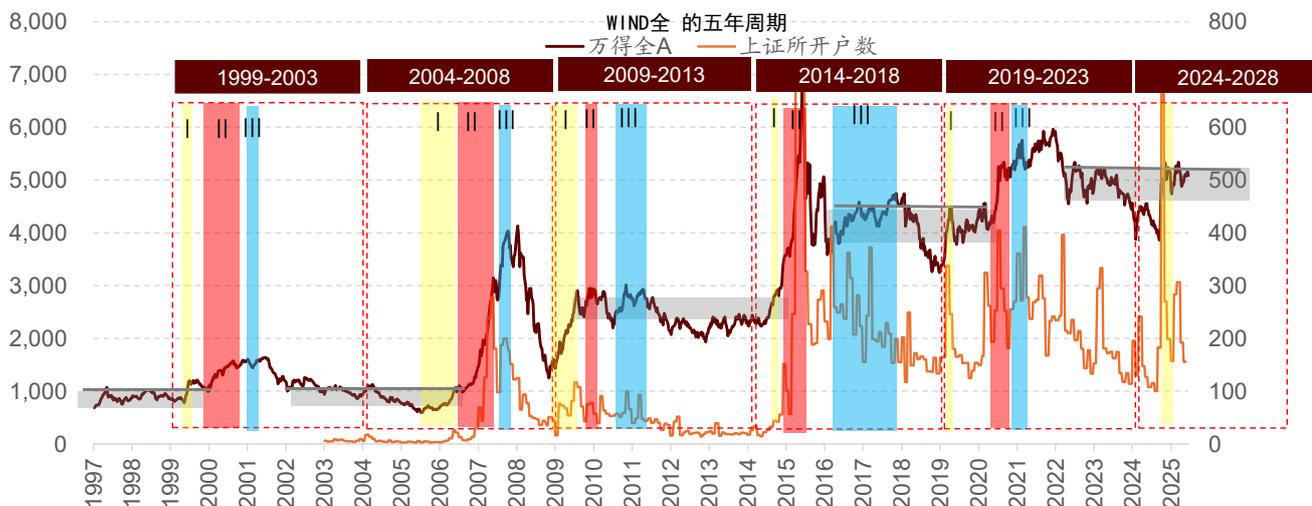
存量客户在市场反弹时快速加仓, 融资余额规模短期快速攀升, 成为阶段 I 上行的重要动力之一。

基金申购几乎没有太大变化, 尽管也有客户开始申购基金, 但是由于接近扭亏阻力位时, 基金赎回压力较大, 总的来看, 在阶段 I, 基金净流入规模会非常有限。

总体来看, 牛市阶段 I, 以存量加仓为主, 场外增量资金有限, 而又由于有前期扭亏阻力位的存在, 在被套资金扭亏后有卖出和赎回压力, 整体增量资金会比较有限。

在突破了扭亏阻力位后, 对于投资者来说, 赚钱效应开始凸显。投资者普遍从相对谨慎保守的状态, 转为积极乐观, 甚至逐渐转为激进。

图 6: 牛市三阶段与上证所开户数量



资料来源: Wind, 招商证券

进入牛市阶段 II, 开户数大幅攀升, 银证转账会大幅增加, 个人投资者加速入场; 与此同时, 融资余额也开始大幅攀升; 基金流入大幅放量, 进入资金正反馈阶段。呈现“资金流入——市场上涨——驱动资金进一步流入”的强烈正反馈。

馈。这个过程只要不被政策或者其他外力阻断，可以推动指数上行较大的幅度。牛市阶段 II 呈现明显的资金驱动的特征。

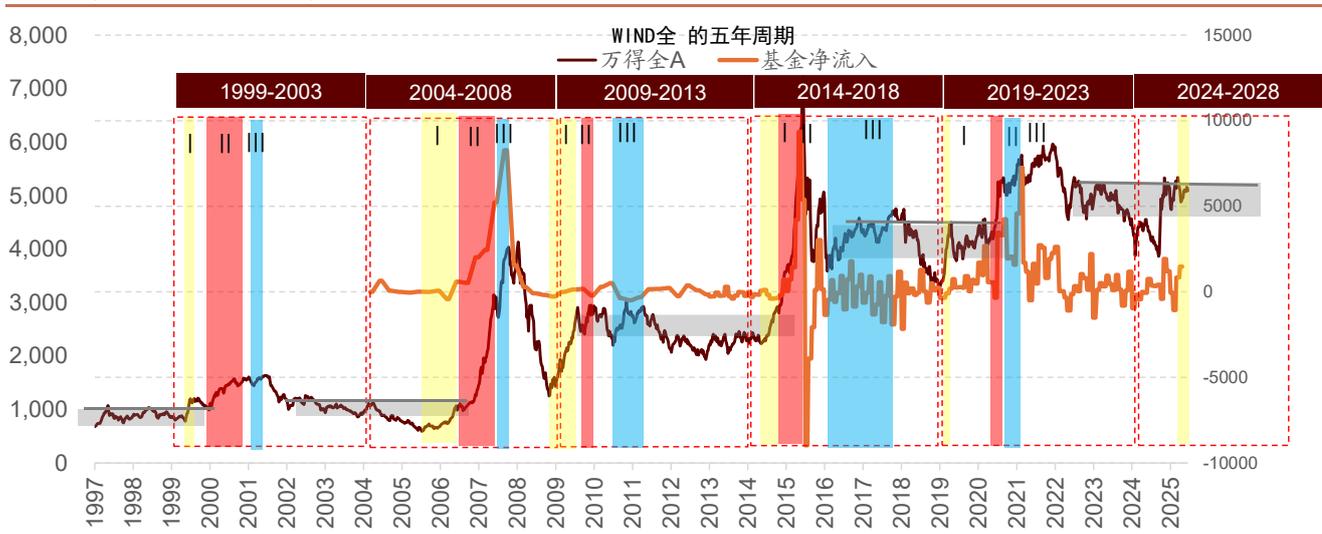
当市场快速上行，引发监管层担忧后，就可能会触发对市场的政策转变。

2007 年 5 月 29 日深夜，财政部宣布上调印花税，530 市场大跌，牛市阶段 II 告一段落；

2015 年 5 月开始，对融资融券监管逐渐趋严规范，6 月 12 日，中国证监会就修订后的《证券公司融资融券业务管理办法》向社会公开征求意见；同时，对场外配资监管趋严，6 月 12 日发布《关于加强证券公司信息系统外部接入管理的通知》。6 月 12 日也成为 2015 年市场见顶之日，2014 年开始的牛市阶段 II 告一段落。

2020 年 7 月 8 日，证监会一次性曝光 258 家非法场外配资平台名单，要求券商全面自查信息系统外部接入；7 月 11 日，当时的银保监会明确要求银行保险机构不得违规参与场外配资。这一系列监管信号让人回忆起 2015 年。因此，牛市阶段 II 结束。

图 7：牛市三阶段与基金净流入



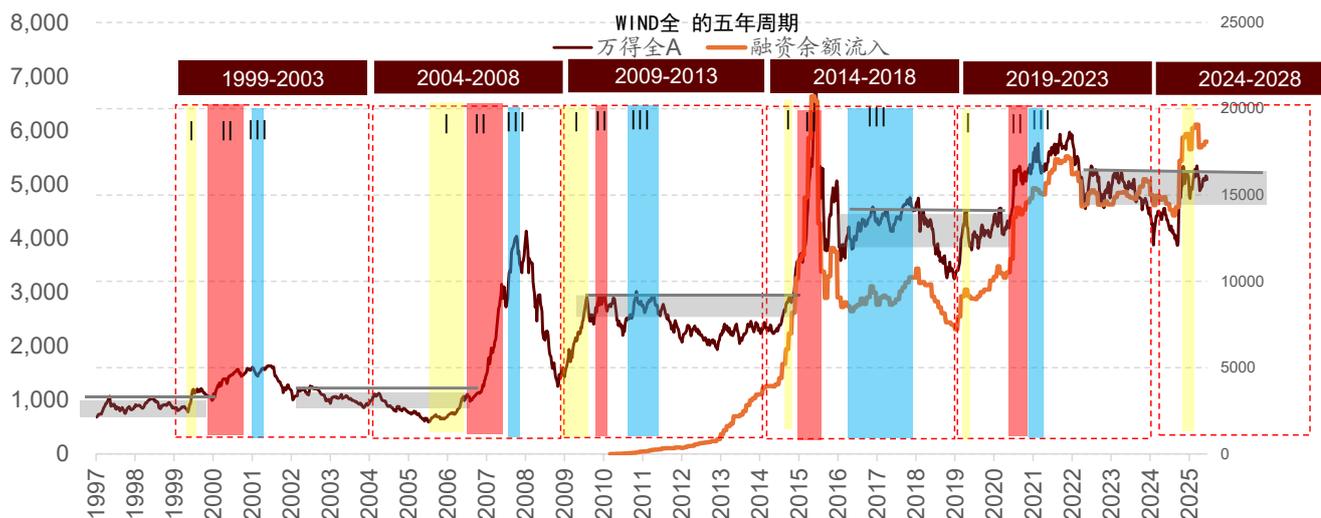
资料来源：Wind，招商证券

牛市阶段 II 的结束，源自于政策阻断了资金的正反馈的机制，阻止市场进一步走向过热。

牛市阶段 II 的结束，并不意味着牛市的结束，此时赚钱效应仍在，基本面仍在，因此，增量资金仍在流入。但是我们可以看到，在牛市阶段 III，开户数明显低于牛市阶段 II，融资余额增加非常少；

但是，由于前期基金净值表现优秀，新发基金受到追捧，此时会出现批量“日光基”“配售基”“百亿基”，基金流入规模仍然很大。出现上述信号，尽管市场还在加速上涨，但是行情随时可能接近尾声。

图 8：牛市三阶段与融资余额流入



资料来源：Wind，招商证券

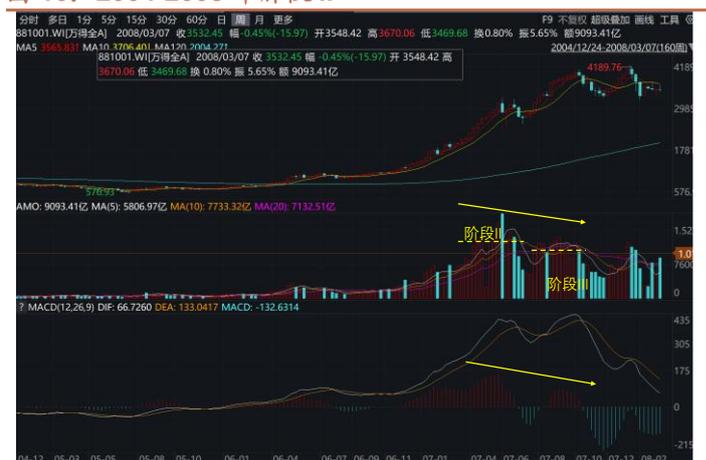
阶段 III 的增量资金要少于阶段 II，日均成交金额要显著低于阶段 II，体现为背驰上涨。

图 9：1999-2003 年阶段 II



资料来源：Wind，招商证券

图 10：2004-2008 年阶段 II



资料来源：Wind，招商证券

图 11：2014-2018 年阶段 II



资料来源：Wind，招商证券

图 12：2019-2023 年阶段 II



资料来源：Wind，招商证券

3、历史几轮 A 股进入牛市阶段 II 的催化剂，成因

从上述的复盘我们可以看出，过去几轮进入牛市阶段 II 的条件是：

- A 股盈利增速加速改善；
- 信贷社融加速改善，从底部明显回升；
如果没有盈利和信贷社融的加速改善，则一定需要有很强的资金面推动的力量。
- 同时，当时经济环境中有渗透率明显加速的产业趋势；

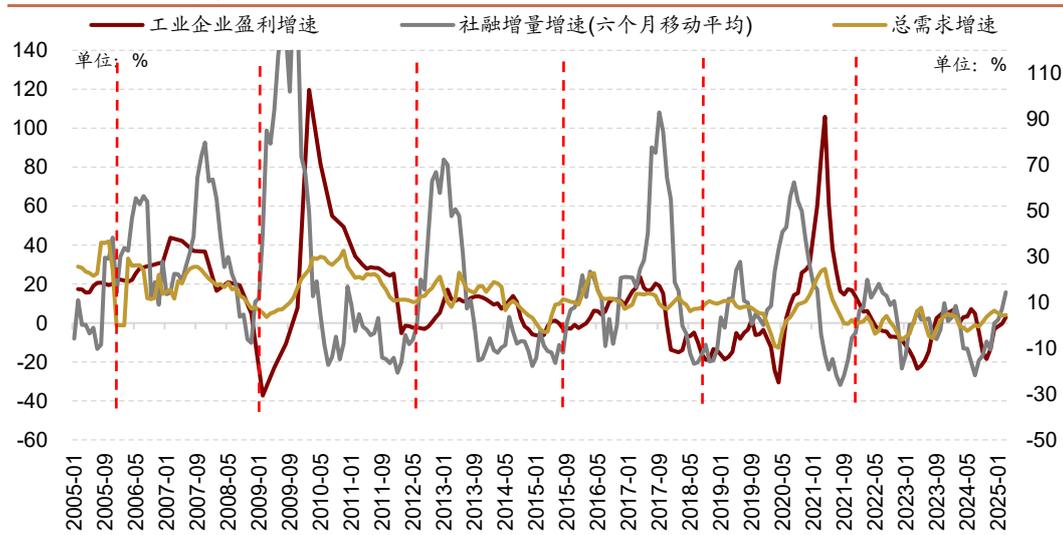
4、本轮牛市进入阶段 II 的原因是全新的逻辑链

(1) 经济增长模式自 2025 年发生根本性变化，盈利增速转正并加速改善的条件目前并不具备

曾经的中国在房地产、基建、制造业的驱动下，体现为三年半的信用周期，这种信用周期是中国经济特有的发展模式与金融体系共同作用的结果。房地产、基建和制造业是中国经济增长的重要贡献和组成部分，而它们的投资和发展又高度依赖信贷资金的支持。

然而，随着 2021 年房地产调控进一步趋紧，地方政府化债大幕开启，地产融资和地方政府融资告别了高增长时代。自 2021 年下半年开始，随着房地产风险和地方政府债务风险的化解，新增社融增速进入了持续三年的下行周期。这一轮下行不同于以往历史，整个周期延续了三年。新增社融增速下行的背后，是房地产销售额和政府融资的持续下滑，这导致中国经济的总需求受到拖累，过去三年持续处于较为低迷的状态。

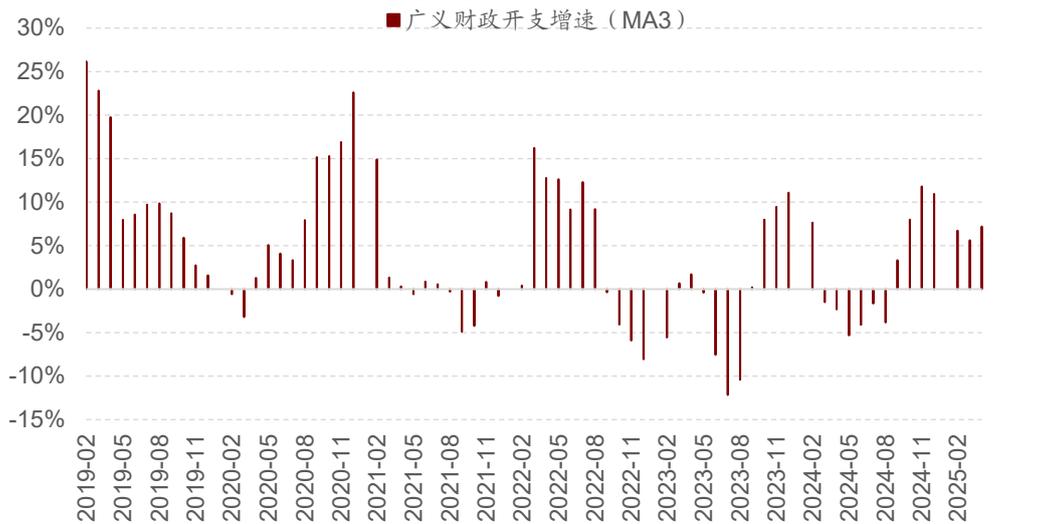
图 13：中国总需求和新增社融增速结束了三年下行周期后，大周期波动结束，进入低增速低波动的新常态



资料来源：Wind，招商证券

2024 年 9 月召开的“924 会议”成为一个关键的转折点。会议后，财政政策转向扩张，政府加大对房地产的支持力度，推动房地产销售逐步企稳，同时地方政府财政支出增速也开始回升。整体来看，这些措施带动总需求增速出现回升。但是本次 924 会议的转折与往常有着显著的不同，虽然仍然伴随着政府债务的扩张带来的财政支出的回升，但是，化债大背景下地方政府的投资并未大规模回升，也没有去刺激房地产销售和地产融资并未大规模回升，制造业领域提“防内卷”竞争，制造业融资并未如期回升。2025 年，我们无法期待信用周期如过去一样大幅回升，带来中国总需求的大幅改善，中国经济的信用周期规律开始弱化。

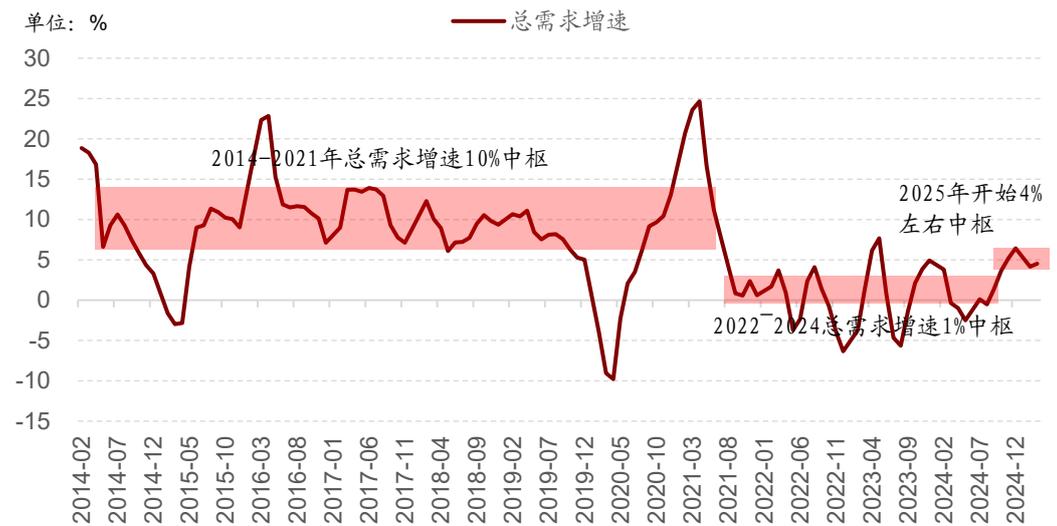
图 14: 2024 年三季度开始财政支出走向扩张



资料来源: Wind, 招商证券

自去年第四季度以来, 随着财政政策的发力, 总需求增速触底, 维持在约 4% 左右的小幅波动, 这或将成为中国经济未来较长时期内的“新常态”。也就是说, 总需求增长既有政策托底防止大幅下滑, 也因房地产和出口压力限制了向上的弹性。由此, 中国经济正从以大周期波动为特征的阶段, 逐步迈向一个稳定增长、低波动的新阶段。

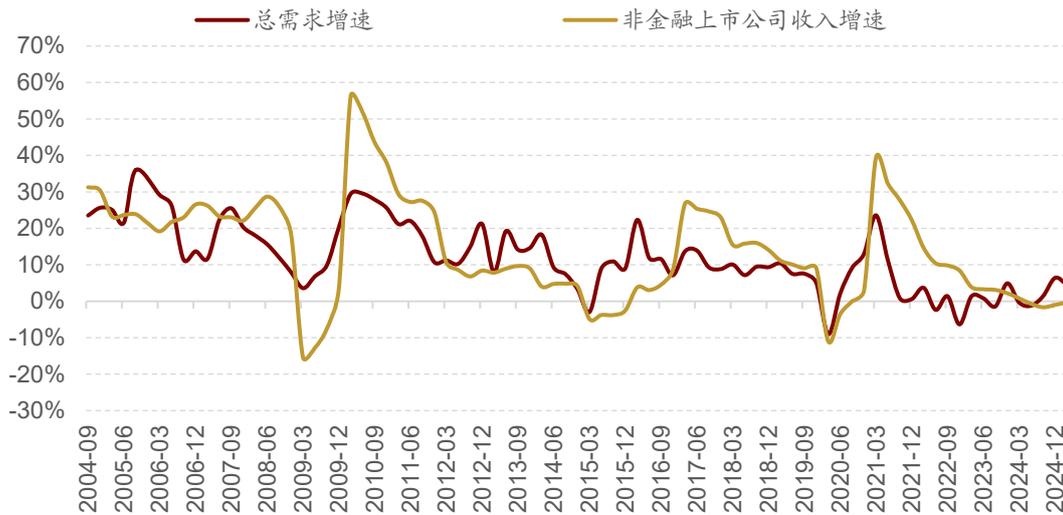
图 15: 中国经济在 2024 年四季度结束三年需求回落周期, 进入到一个平稳的新常态



资料来源: Wind, 招商证券

在此背景下, 上市公司收入增速小幅反弹至 0 附近, 结束了下行周期。但是我们也很难期待上市公司的收入增速再像此前一样有很大弹性。在今年的年报及一季报披露结束之后, 我们已经看到了上市公司的收入增速结束了下行, 但是跟往常不一样, 上市公司的收入增速并未具备向上大幅回升的条件, 而是会保持在 0~5% 之间的波动, 这有可能会成为未来的一个常态。

图 16: 上市公司收入增速保持在 0~5% 之间低位波动可能成为未来常态



资料来源: Wind, 招商证券

上市公司的盈利增速也反弹转正，到一季度非金融口径上市公司增速转为 4.5% 正增长。按照过去的框架看，今年年报及一季报披露后，盈利增速转正，可能满足了进入牛市阶段 II 的条件。

但是，这一次我们可以明显判断，由于整体经济缺乏大幅回升的动力，政府融资和开支增加可以维持总需求的基本稳定但是无法推动盈利增速大幅改善。因此，从这个推理角度来看，本轮又不同于 2006 年，2009 年，2020 年盈利增速的反弹转正。

图 17: 年报及一季报盈利增速转正，进入低增速中枢，低波动的时代



资料来源: Wind, 招商证券

因此，从盈利的角度来看，本轮很难呈现盈利增速加速改善，触发股票市场的戴维斯双击进入牛市阶段 II 的关键条件。

(2) 自由现金流大幅改善带来的权重指数内在回报加速提升，带来权重指数内在回报率提升，在低利率环境和资产荒背景下收益率的下行，指数突破上行的关键力量

因此，在过去 20 年的投资框架中，上市公司的经营成果主要用于资本开支，回报股东的比例较低。二级市场投资者关注的并不是企业能分给股东多少钱，而是收入和利润的增速，赚钱的方式主要依靠市场情绪和估值变化带来的股价上涨，而非企业的真实回报。

但这种情况在 2024 年开始发生了重大变化。2021 年至 2023 年经历了高资本开支后，2024 年企业面临激烈的内卷

竞争和局部产能过剩，商品价格大幅下跌，利润快速下行，PPI 整体为负增长。在此背景下，上市公司纷纷削减资本开支，政策导向也从鼓励大规模制造业投资，转向化解内卷竞争。受这两大因素影响，上市公司的资本开支出现了负增长。然而，2024 年上市公司并未因此提升对股东的实际回报，因为同期经营活动现金流净额也是负增长。也就是说，尽管资本开支收缩，但经营流量净额下滑更快，分给股东的真实回报反而下降。这一局面在 2024 年年报及一季报披露的数据中出现了转折。

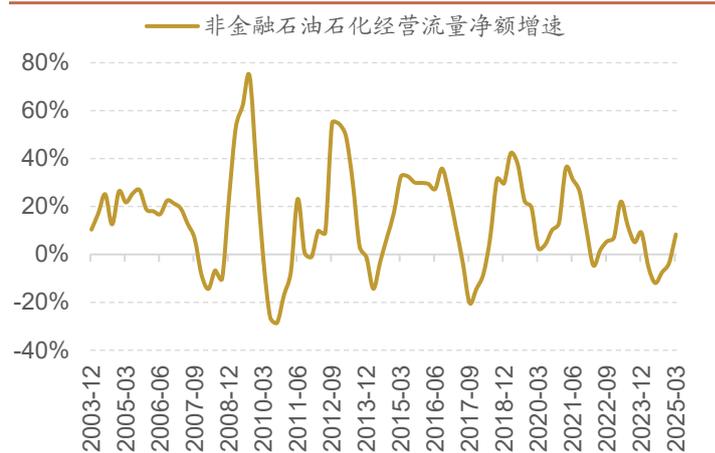
随着财政政策加力，总需求开始回升，上市公司经营流量净额反弹。与以往不同的是，尽管经营流量净额改善，上市公司的资本开支依然呈负增长。无论是内部出于防范内卷、降低扩张，还是外部面临关税冲击，企业都变得更谨慎，不再盲目投入资本开支，经营现金流边际改善，资本仍处收缩趋势。这标志着 A 股市场投资逻辑正发生深刻变化。

图 18: 上市公司非金融石油石化口径的资本开支 (TTM) 持续负增，进入系统性的下行周期



资料来源: Wind, 招商证券

图 19: 上市公司非金融石油石化口径经营流量净额增速明显反弹



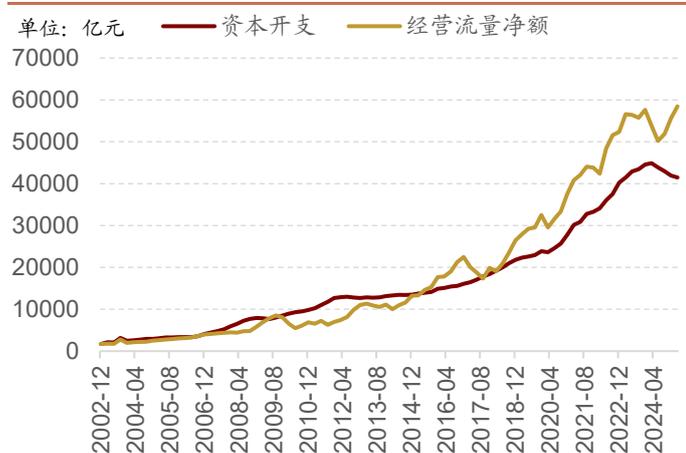
资料来源: Wind, 招商证券

■ 上市公司经营流量净额和资本开支出现罕见的“背离”，自由现金流占经营现金流量净额创历史新高

如此一来，当我们用“经营流量净额减去资本开支”来衡量股东能获得的真实回报时，这一指标实际上就是财务学中广为人知的自由现金流。从自由现金流除以经营流量净额的比值来看，自去年四季度至今年一季度，该指标大幅反弹，达到了 29.1%，创下历史新高。

从下图可以看到，这是少见的上市公司经营流量净额上行、而资本开支却持续下行的局面。这意味着上市公司经营成果的分配机制已发生根本变化——公司不再一味追求规模扩张和大规模资本开支，而是更加重视提升对股东的真实回报。因此，我们判断，自由现金流占经营流量净额的比值有望自 2025 年起开始进入系统性的上升通道。

图 20: 上市公司经营流量净额和资本开支出现罕见的“背离”



资料来源: Wind, 招商证券

图 21: 上市公司在年报和一季报经营流量净额增速有望触底反弹 (以 FCF-TTM 衡量)



资料来源: Wind, 招商证券

■ 2025 年是 A 股投资史上重要的转折点

因此，2025 年将成为 A 股投资史上极为重要的转折点。从这一年起，市场不再寄望于盈利的大幅增长，而是更关注上市公司自由现金流的持续、显著改善。

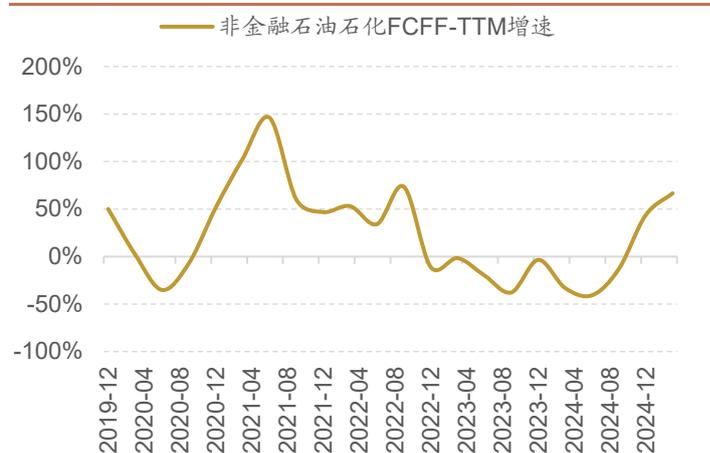
从最新年报与一季报来看，无论是以“经营流量净额减资本开支”计算的自由现金流（FCF），还是以企业 FCFF 计算的自由现金流，其增速都出现了大幅反弹，呈现出明显的上行拐点。

图 22: 上市公司非金融石油石化口径的 FCF (TTM) 增速大幅反弹



资料来源: Wind, 招商证券

图 23: 上市公司非金融石油石化口径的 FCFF (TTM) 增速大幅反弹



资料来源: Wind, 招商证券

在这样的背景下，上市公司的自由现金流收益率大幅反弹，FCF 计算的自由现金流收益率攀升至 3% 的高位。而以 FCFF 计算的自由现金流收益率攀升至 2% 以上，创下历史新高。

图 24: 全部上市公司的自由现金流收益率 (以 FCF-TTM 衡量) 大幅反弹



资料来源: Wind, 招商证券

图 25: 上市公司在年报和一季报经营流量净额增速有望触底反弹 (以 FCFF-TTM 衡量)



资料来源: Wind, 招商证券

我们前期报告《重估 A 股的基本原理：权重指数篇》中详细论述了本轮进入牛市阶段 II 的基本面逻辑——在资产荒和低利率环境下，市场正在消灭高内在回报率股票，引发 A 股估值重估。

第一，2025 年中国经济进入真正意义上的新常态，总需求增速结束三年低迷和下行，进入增速稳定波动率降低的新时代。与此同时，也结束过去 20 年基于地产、基建、制造业投资驱动经济的信用周期模式。在这种经济环境下，上市公司收入利润增速进入低增速，低波动的新常态。基于过去大周期波动的 A 股投资理论逐渐出现明显局限性。而这种环境下，企业经营现金流量净额同比增加，却开始削减资本开支，上市公司经营成果分配向着股东倾斜。因此，A 股的自由现金流占经营现金流量净额比例持续提升，自由现金流收益率不断提升。

第二，沪深 300 指数可以分为银行，非金融建筑以及建筑非银几个板块。银行股内在回报率主要是股息率，非金融建筑内在回报率考虑自由现金流收益率和静态内在回报率（SIRR）。2018 年以来，在经济结构调整和资产荒的大背景下，开始出现无风险利率持续下行，信用利差和期限利差依次下行的情况。经营情况稳定后，银行股息率稳定，看

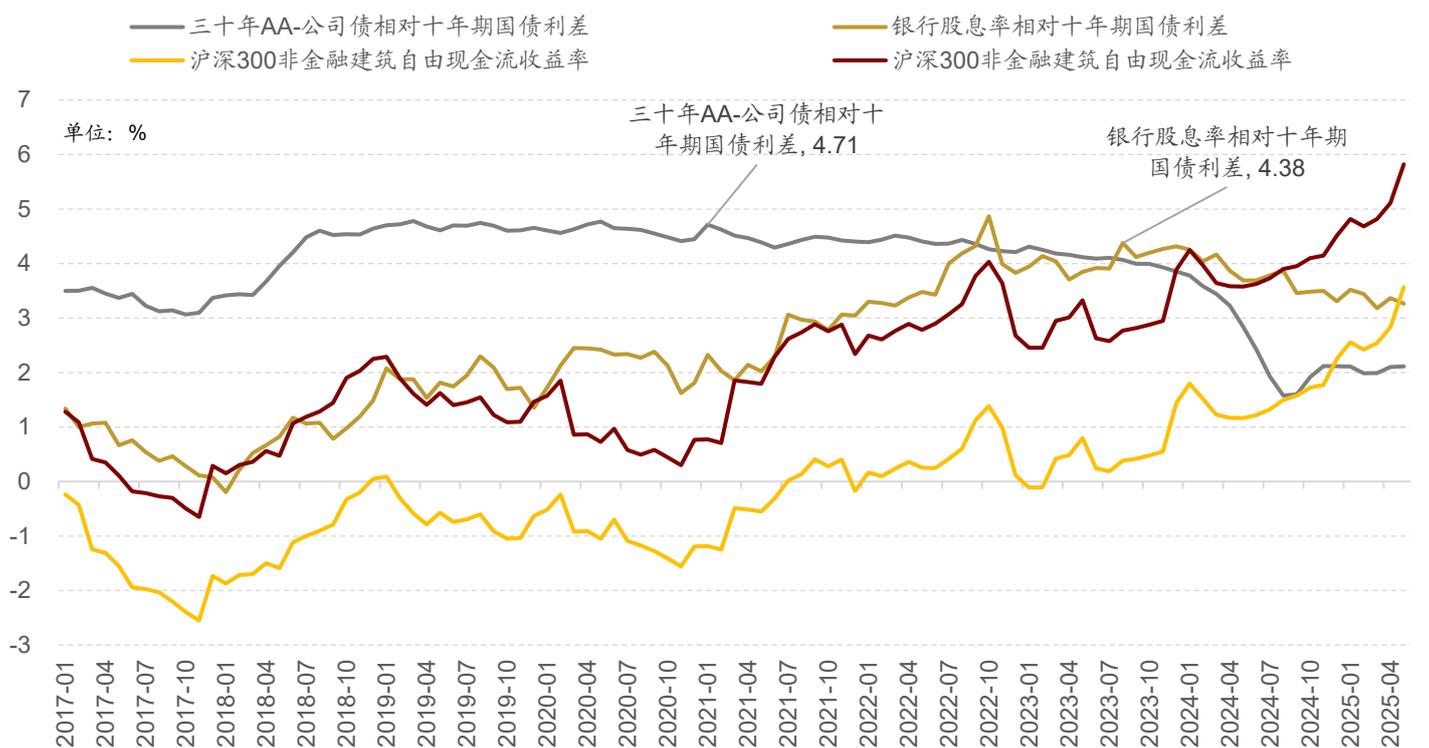
成类固收资产，在 2023 年 7 月之后开启了股息率相对无风险利率利差下行。最后下行的是沪深 300 非金融建筑的自由现金流和 SIRR 相对无风险利率利差下行。这种利差收敛下行对应的就是估值的提升。

■ 在稳定经营假设时，沪深 300 非金融建筑也将会类似一个类固收证券

如果只是单纯看沪深 300 非金融建筑股息率，只有 3% 不存在太大的重估的空间，但是我们说上市公司给股东的真实经营成果是自由现金流，其中股息只是自由现金流形成派息的一部分，除此之外，上市公司还可以用自由现金流进行回购，不进行分配的自由现金流积累之后，最终不作资本开支，也会以某种形式回馈给投资者，因此我们说给股东的真实回报，对于非金融建筑公司来说应该考虑自由现金流收益率，更进一步，如果考虑上市公司内生成长性，就应该考虑远期永续增长之后的现金流贴现率，也就是我们报告前面所说的 SIRR。

在 2022 年至 2024 年，由于经济呈现下行压力，上市公司经营流量净额增速恶化，同时资本开支较高，因此上市公司的自由现金流水平较低，自由现金流收益率也较低，此时沪深 300 指数整体是呈现整体持续杀估值的状态。投资者也没有用自由现金流收益率的视角来看待沪深 300 非金融建筑的投资价值。但是自 2024 年四季度政策转向之后，非金融上市公司的现金流量净额明显改善，资本开支持续下行。在未来经济稳定的假设之下，沪深 300 非金融建筑的上市公司将会呈现经营流量净额稳步改善，资本开支稳步下行的局面。如此一来，沪深 300 非金融建筑的自由现金流收益率攀升至 4.5%，年内将会攀升至 5.2%，而考虑以 ROE 衡量的永续盈利增速之后，到年底沪深 300 非金融建筑的 SIRR 将会攀升至 7.4%。

图 26: 在未来经济稳定的假设之下，沪深 300 非金融建筑的自由现金流收益率年内将会攀升至 5.2%



资料来源: Wind、招商证券

理解银行股作为一个类固收的资产相对容易理解，理解沪深 300 非金融建筑也是一个类固收，有一定的认知差，同时也需要持续稳定的经济数据和企业盈利作为逻辑强化的信息。因此，随着时间的推移，经济数据持续稳定和盈利持续稳定的假设被投资者所认知。那么前面所描述的银行股股息率的下行逻辑，将会完全适用于沪深 300 非金融建筑的 FCF 收益率和 SIRR 下行的逻辑。

我们认为，一个银行股的股息率和一个非金融建筑股的自由现金流收益率在经济和上市公司经营状态稳定时，本质是等价的。银行股股息率本轮下行的终点，也可能就是非金融建筑自由现金流收益率和 SIRR 下行的终点。是否考虑公司的永续增长假设，对股价上行空间的测算有着重要影响。

当以 SIRR 计算沪深 300 非金融建筑的到期回报率时，由于考虑到经营性现金流的增长，类似浮息收益债权的逻辑，应该相对收益的品种有一个额外的风险补偿和利差。参考历史数据，SIRR 相对十年期国债利差额外提高 40~140BP，

对应的利差水平为 2.4~3.9%。

表 4: 银行收益率下行和沪深 300 非金融建筑 FCF 收益率下行的空间

单位: %	银行股息率	沪深 300 非金融建筑 FCF 收益率	沪深 300 非金融建筑 SIRR
当前水平 (年内预期水平)	4.4	5.1	7.4
相对十年期国债利差	2.8	3.5	5.8
十年期国债利率	1.6	1.6	1.6
目标利差上限	2.5	2.5	3.9
目标利差下限	2	2	2.4
收益率上限	4.1	4.1	5.5
收益率下限	3.6	3.6	4.0
假设成立时最小涨幅	7.3%	24.4%	34.5%
假设成立时最大涨幅	22.2%	41.7%	85.0%

资料来源: Wind, 招商证券

那么根据银行板块, 非金融建筑板块的市值占比, 我们可以还原不同假设下, 沪深 300 的理论涨幅。

表 5: 不同假设下沪深 300 的理论涨幅 (以 2025 年 6 月 25 日收盘价计算)

日期	银行指数成份	沪深 300 成份	沪深 300 非金融建筑
2025/6/25	144,679	561,279	350,154
假设成立时最小涨幅对应的市值	155,265	657,269	435,557
假设成立时最大涨幅对应的市值	176,830	891,061	647,785
假设成立沪深 300 指数成分市值理论增幅最小		17.1%	
假设成立沪深 300 指数成分市值理论增幅最大		58.8%	

资料来源: Wind, 招商证券

第三, 我们参考历史数据, 和参考债券品种的利差数据可以估算, 沪深 300 银行股息率合理下行的区间是 4.1~3.6%, 收益率下行到这个水平对应的市值增幅是 20~36%; 沪深 300 非金融建筑的自由现金流收益率和 SIRR 如果也下降到类似的水平, 则对应的市值增幅 36~80%。不考虑非银建筑的市值增加, 沪深 300 在各种假设成立时, 理论的市值增幅是 22~61%。这是理论的沪深 300 按照类固收利差收敛的方式计算的理论市值增幅。

第四, 上述假设没有考虑沪深 300 自由现金流收益率占比提升的空间, 过去 15 年沪深 300 在中国经济增速远高于发达国家水平, 盈利增速接近发达国家水平的背景下大幅跑输了发达国家的权重指数。与上市公司大规模进行资本开支制约了盈利能力提高, 以及给股东的真实内在回报较低有关。参考发达国家过去十年平均的资本开支强度和自由现金流占比, 沪深 300 指数自由现金流仍有较大的提升空间。

如果未来随着经济趋于稳定, 尽管 GDP 增速中枢下移, 盈利增速中枢下移, 但是强化上市公司减少资本开支的行动, 从而提升自由现金流占经营现金流量净额的比例, 目前发达国家 FCF/经营现金流量净额平均值为 53.5%, 沪深 300 非金融建筑是 35%, 如果未来五年, 沪深 300 指数非金融建筑这一比例提升至 54%, 在经营现金流量净额稳定, 上市公司也稳定保持 5.2%较高的自由现金流收益率的条件下, 那么沪深 300 非金融建筑的市值增幅为 52%。这是单纯由于内在价值增加所带来的理论涨幅。

(3) 上述逻辑成立的背景下, 质量类指数有望引领指数向上突破

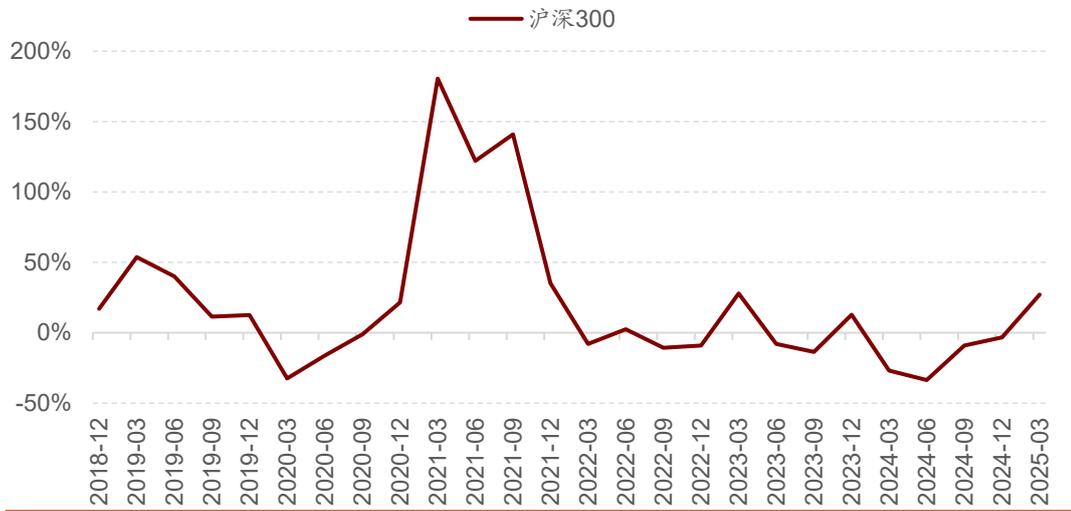
因此, 衡量一个公司给投资者带来的真实回报的三个层次分别是股息率、自由现金流收益率和 SIRR

因此, 高质量的股票, 本质就是高 SIRR, 给股东创造的永续增长的自由现金流最大的股票。

为何过去四年质量类指数超额收益持续回落, 为何在一季度开始触底?

2021年一季度，沪深300自由现金流增速持续回落，源自于经营现金流量增速下滑和资本开支高企，相当于沪深300内在价值增速在持续回落，在这种情况下，沪深300质量类股票表现持续落后。

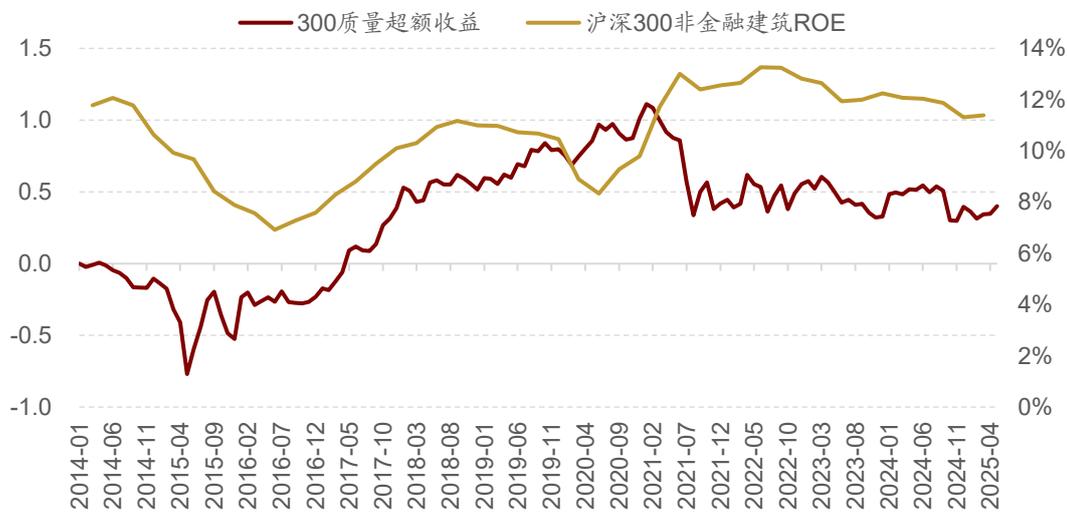
图1：沪深300的FCF增速持续回落至2024年三季度后迎来拐点



资料来源：Wind，招商证券

在盈利能力指标方面，沪深300非金融建筑的ROE在2021年上半年结束了上行，2022年开始持续下行，到2024年年报及一季报ROE开始触底回升的迹象。

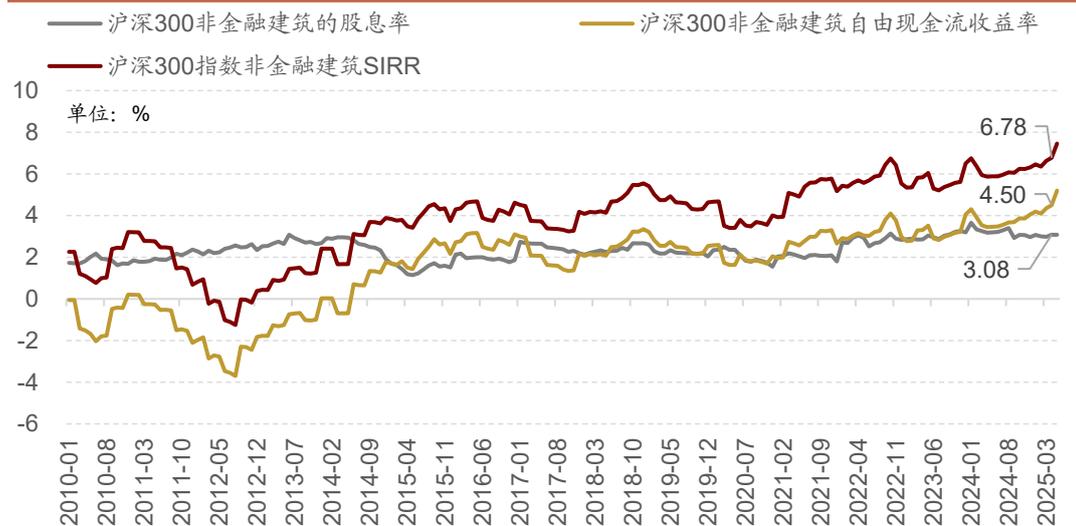
图2：沪深300非金融建筑的ROE出现触底回升的迹象



资料来源：Wind，招商证券

随着经济稳定，龙头上市公司经营趋于稳定，现金流量净额开始稳定增长，资本开支却稳定下降，自由现金流收益率持续攀升。

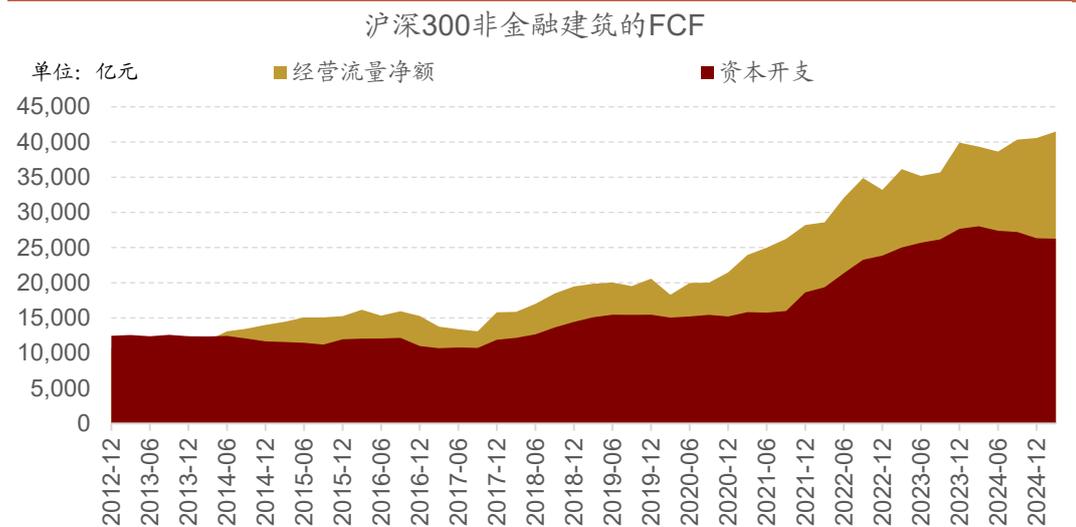
图 3: 沪深 300 非金融建筑的股息率、自由现金流收益率和 SIRR (TTM 值)



资料来源: Wind、招商证券

目前沪深 300 非金融建筑的净现金流净额 TTM 增速是 5%，资本开支下降的速度 TTM 是-6%。因此，如果今年年内上市公司沪深 300 非金融建筑的净现金流净额和资本开支仍然保持当前的趋势，我们可以计算到年底时，沪深 300 非金融建筑的自由现金流将会进一步扩大，对应的自由现金流率将会进一步提升。

图 4: 经营流量金额和资本开支的裂口扩大，意味着上市公司 FCF 快速改善



资料来源: Wind、招商证券

在考虑了年内经营流量净额变动趋势和资本开始变动趋势之后，以当前市场衡量或 300 非金融建筑的自由现金流率为 5.2%，SIRR 为 7.5%。

表 6: 质量类指数中 ROE 最高，SIRR 最高的是 300 质量成长

指数代码	指数简称	自由现金流收益率	SIRR	ROE
931155.CSI	300 质量成长	6.80%	10.60%	15.20%
931375.CSI	300 质量低波	6.80%	10.40%	14.60%
932316.CSI	300 红利质量	7.00%	9.80%	11.20%
000919.CSI	300 价值	6.60%	8.70%	9.70%
930740.CSI	300 红利低波	6.40%	8.70%	9.40%
932018.CSI	300 红利增长	4.70%	8.40%	15.10%
000821.CSI	沪深 300 红利	6.30%	8.30%	10.00%
000918.CSI	300 成长	4.20%	7.80%	14.40%
000300.SH	沪深 300	4.50%	6.70%	9.90%

资料来源：Wind，招商证券

在3月中下旬开始，质量类指数表现较高，很可能就是我们去年下半年以来一直倡导的，以长期内在回报为基础进行投资，买入高自由现金流收益率，高SIRR的股票，在年报及一季报披露后，开始被市场逐渐所接受。

在系列指数里面，ROE最高，SIRR最高的是300质量成长，也正好是4月底以来表现最好的指数。

对比了300质量系列之后，我们的直观感受是，300质量成长更加接近2017年兴起的“核心资产”的概念。而这个组合也恰恰是我们提出的SIRR最高指数。

因此，我们在《重估A股的基本原理：权重指数篇——A股投资启示录（二十九）》中描述了未来两年重估A股权重股的逻辑，类固收的资产，一旦收益率下行，就会对应估值上行，这埋下了沪深300等权重指数重股的引子，基于内在回报率这种收益率下行带来的重估，空间最大的毫无疑问就是SIRR最高的指数。我们估计沪深300在未来两年上行的空间在17~58%之间。这个逻辑下，权重指数内部，毫无疑问，重估时弹性最大的就是最高SIRR的300质量成长。

5、增量资金正反馈机制

要形成增量资金正反馈机制，需要指数突破前面所说的扭亏阻力位，从过去五年密集成交区域来看，上证指数扭亏阻力为3450点左右，而WIND全A指数为5400点左右。

图 27：从过去五年密集成交区域来看，上证指数扭亏阻力为 3450 点左右



资料来源：Wind，招商证券

图 28: WIND 全 A 指数扭亏阻力为 5400 点左右

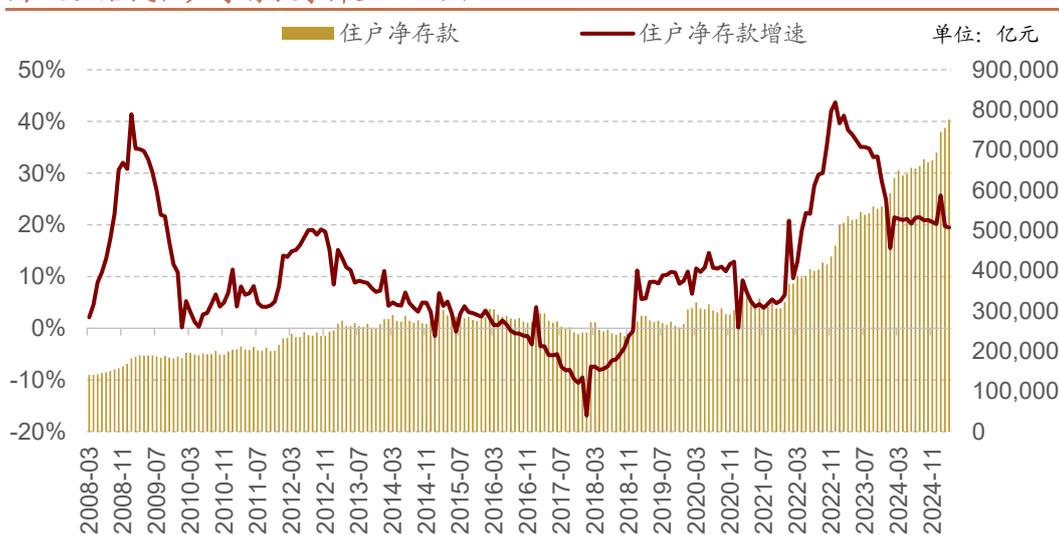


资料来源: Wind、招商证券

在本轮行情中，具体是哪类资金率先形成正反馈，成为主导的增量资金，不仅对市场走势产生显著影响，也对市场风格的演变起到了关键作用。

而资金来源，除了外资之外，根本的来源还是居民的待投资金。一旦市场突破了关键的阻力位，形成上行趋势，会强化股票的赚钱效应，从而推动居民资金通过直接投资或者购买公私募方式进入股票市场。

图 29: 居民住户净存款攀升至 77 万亿



资料来源: Wind、招商证券

(1) ETF: ETF 可能是形成正反馈的关键力量之一

首先，从过去两年增量资金的属性来看，ETF 扮演了十分重要的角色。一方面，国家队在多次市场快速调整期间大幅增持 ETF，有效稳定了市场，成为重要的“压舱石”资金。另一方面，近年来被动投资理念逐渐为普通投资者和基民所接受，ETF 凭借便捷、低成本的特性，在市场多轮反弹和上涨过程中持续吸引资金流入。尤其是 2024 年 9 月 24 日以来，ETF 市场规模的迅速扩张，为行情的快速上行提供了关键的增量资金。由此可见，在国家队通过 ETF 加大托底，以及居民投资理念逐步向被动、指数化转变的背景下，若本轮行情出现突破，ETF 很可能继续成为推动市场上涨的核心增量资金，并形成正反馈机制。

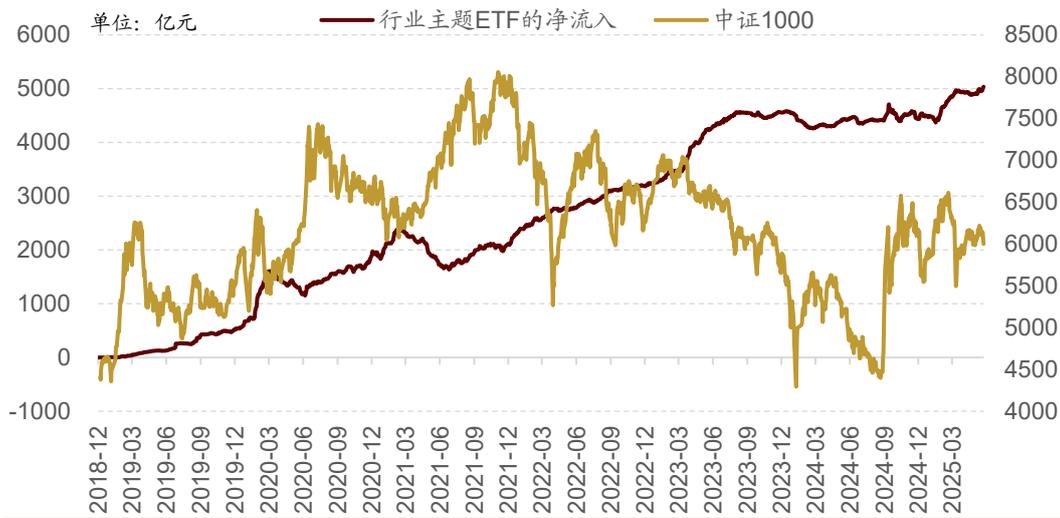
图 30: ETF 市场规模的迅速扩张, 为行情的快速上行提供了关键的增量资金



资料来源: Wind、招商证券

此外, 随着行业主题 ETF 的不断丰富, 投资者可选择的 ETF 产品种类大幅增加。与此同时, A 股上市公司数量的持续增长也显著提高了个股投资的难度。在市场出现系统性机会或行业性机会时, 越来越多的投资者倾向于通过 ETF 而非直接投资个股来把握机会。这导致一旦市场有效突破前期阻力位、步入加速上涨阶段, 而某些行业表现突出时, 相关行业 ETF 的规模有望实现快速扩张, 进而形成行业或者主题性质自我强化的正反馈机制。

图 31: 行业主题 ETF 净流入和中证 1000 指数



资料来源: Wind、招商证券

(2) 私募: 量化私募目前呈现持续流入的态势, 可能成为高净值客户流入的对象

在 2020 年, 上证指数突破前期重要阻力位并快速上涨的过程中, 私募基金发挥了重要作用。当时, 基金规模的扩张主要集中在主动管理型私募。自 2021 年起, 随着量化私募的崛起, 由于 A 股市场上市公司数量众多, 利用量化和高频策略获取超额收益的机会增多, 量化私募规模持续扩张。在 2021 年至 2023 年期间, 量化私募对中小市值风格的市场偏好产生了显著影响。

进入 2024 年, 量化私募的发展面临一定挑战和阻力, 2024 年九月之后, 随着量化私募基金的超额收益能力逐步回升, 其规模重新进入扩张阶段。而在今年整体风格偏中小占优的背景下, 量化私募普遍取得了较好的业绩。若市场进一步向上突破, 鉴于量化私募在过去几年表现出上涨稳健、下行风险可控的特点, 越来越多投资者开始认可并选择这类策略, 量化私募有望进一步扩大规模。此外, 本轮行情如能成功突破关键阻力位, 预计将吸引更多高净值客户通过量化或主动私募方式参与 A 股投资。

图 32: 私募基金与万得全 A



资料来源: Wind、招商证券

(3) 个人投资者: 个人投资者追涨是形成正反馈的重要力量

在过去 A 股大级别行情演绎过程中, 个人投资者一直发挥着重要作用。例如, 2007 年的“超级牛市”以及 2015 年的“杠杆牛市”时期, 个人投资者大量开户和加杠杆, 是当时市场关键的增量资金来源。随着中国资本市场的发展, 机构投资者占比逐步提升, 个人投资者在行情中的角色也发生了变化。近年来, 个人投资者更多作为“跟随者”或行情推动者, 成为增量资金正反馈机制中的重要一环, 但其影响力不再具有决定性或前瞻性作用。

然而, 如果市场能够有效突破牛市阻力位, 通常会引发居民开户数和融资金额的大幅增加, 成为推动市场阶段性加速上行的力量。

图 33: 上证所开户数与万得全 A



资料来源: Wind, 招商证券

图 34: 融资余额与万得全 A



资料来源: Wind, 招商证券

不过, 我们也可以看到, 在融资融券被严格监管的环境下, 2016 年之后融资余额占 A 股自由流通市值的比例基本保持了相对稳定的比例, 也就意味着, 市场加杠杆的资金基本跟市场上涨的节奏一致。

图 35: 融资余额占 A 股自由流通市值的比例基本保持相对稳定



资料来源: Wind、招商证券

(4) 保险: 增量资金相对稳定, 但配置权益资产的比例有提升的空间

保险保费稳定增长, 为保险提供了稳定的资金应用来源, 而保险配置权益资产的比例相对稳定, 因此保险的增量资金相对稳定。

不过在当前推动长线增量资金入市的监管政策指引下, 未来保险投资权益资产比例配置有望提升, 可能成为推动行情发展的重要的边际资金。

图 36: 保险股票和基金投资占资金应用的比重保持相对稳定

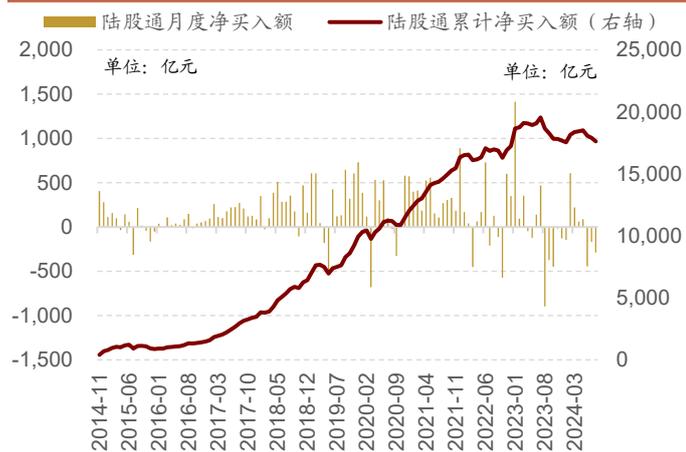


资料来源: Wind、招商证券

(5) 外资: 美债收益率下行可能是外资加速流入的关键力量

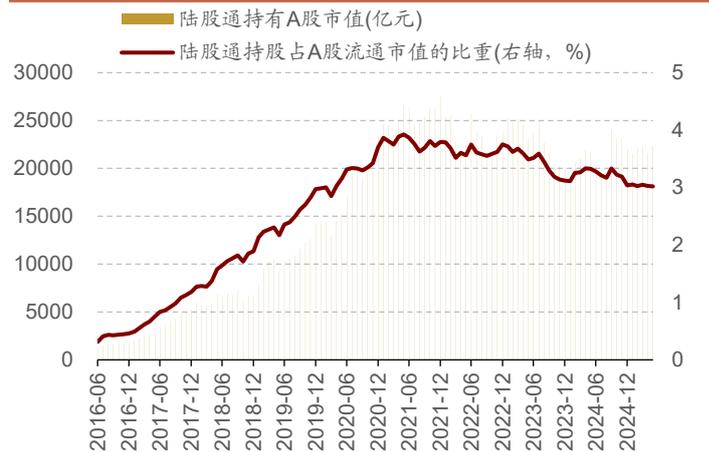
2023 年至 2024 年 8 月外资整体净流出 A 股, 主要原因可归结为两方面: 一是中国经济偏弱运行, 工业企业盈利持续两位数负增长, 外资对企业盈利增长的持续性和稳定性产生担忧。二是美债收益率较高, 银行股和沪深 300 非金融建筑都没有相对吸引力。银行股虽因高股息吸引部分资金, 但其盈利模式受房地产风险敞口和经济增速放缓的压制。2023 年后美国十年期国债收益率长期维持在 3.3%-5% 的相对高位, 处于沪深 300 非金融建筑 FCF 收益率上方运行, 因此, 银行股和沪深 300 非金融建筑都缺乏吸引力, 外资相应减少对 A 股市场的投资。

图 37: 2023-2024/8 期间外资整体净流出



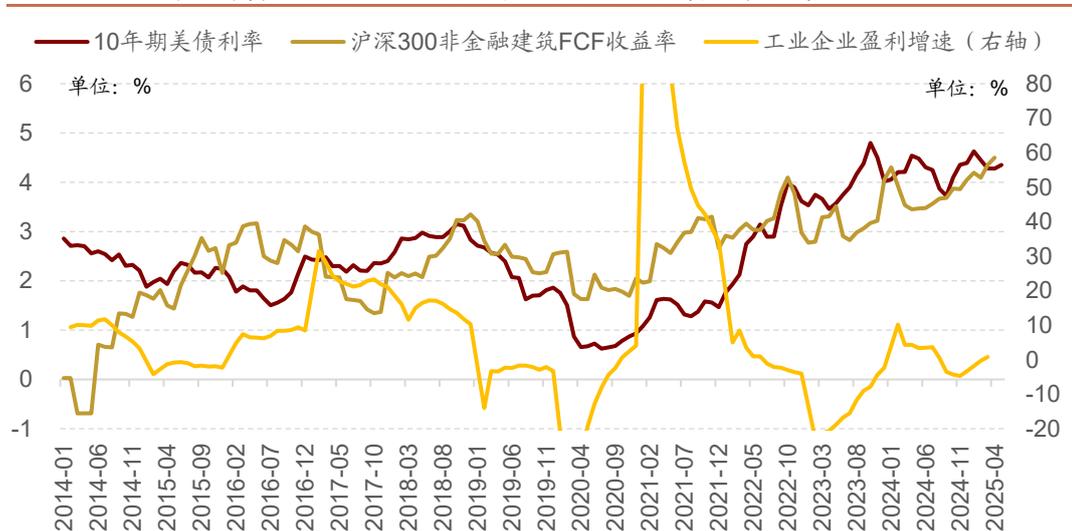
资料来源: Wind, 招商证券

图 38: 外资持有 A 股流通市值及其占比



资料来源: Wind, 招商证券

图 39: 2023 年后外资不增持 A 股主要由于盈利较差和美债利率较高



资料来源: Wind, 招商证券

自 2024 年四季度政策转向之后，非金融上市公司的现金流量净额明显改善，资本开支呈现持续下行。在未来经济稳定的假设之下，沪深 300 非金融建筑的上市公司将会呈现经营流量净额稳步改善，资本开支稳步下行的局面。如此一来，沪深 300 非金融建筑的自由现金流收益率攀升至 4.5%，年内将会攀升至 5.2%，而考虑以 ROE 衡量的永续盈利增速之后，到年底沪深 300 非金融建筑的 SIRR 将会攀升至 7.4%。

未来随着美国通胀回落，美联储继续降息，一旦美债收益率下行到 3% 以下，沪深 300 非金融建筑板块 FCF 收益率相对美债收益率提升，那么外资也会买 A 股，成为推动 A 股重估发生的重要力量。

二、牛市 II 阶段风格和行业特征：新抱团的方向

1、牛市三阶段的风格和行业特征

(1) 牛市阶段 I：政策驱动，小盘占优，券商军工计算机领涨

从前面的分析我们可以看出，当政策转折带来指数见底反弹进入牛市阶段 I。往往是基本面较差，但是政策带来了流动性和风险偏好的大幅提升。因此，从风格的角度来看，多数情况下，触底回升的反弹，都是受益于流动性和风险偏好改善的小盘风格相对占优。

行业层面，流动性和风险偏好驱动时，典型的代表性行业就是券商为代表的非银、计算机、国防军工、电子，这几个行业都具有典型的风险偏好驱动的特征。

而市场进入阶段 I，大反弹阶段哪些行业占优也与当时的时代特征相关性比较高，2005 年，2009 年，2014 年中国尚处在房地产投资、基建投资空间较大的时间阶段。因此，阶段 I 类似有色、钢铁周期性行业往往因为有价格弹性，也表现较好。

表 7：牛市阶段 I 小盘风格相对占优，非银、计算机、国防军工等表现较好

开始阶段	2005/6/3	2009/1/1	2014/5/21	2019/1/4	2024/9/24
结束阶段	2006/6/15	2009/8/4	2014/12/15	2019/4/4	2024/10/8
领涨风格	小盘	小盘	小盘	小盘	小盘
领涨行业	国防军工	煤炭	非银金融	计算机	美容护理
	有色金属	有色金属	钢铁	农林牧渔	计算机
	电力设备	汽车	建筑装饰	食品饮料	非银金融
	食品饮料	房地产	交通运输	电子	电子
	商贸零售	国防军工	国防军工	非银金融	电力设备
	非银金融	钢铁	公用事业	建筑材料	传媒
	机械设备	非银金融	计算机	基础化工	医药生物

资料来源：Wind，招商证券

(2) 牛市阶段 II：资金驱动，赛道为王

当市场进入到牛市阶段 II，风格和行业则出现了显著的不同特征。每一次风格和行业表现均带有较强的时代的特征。这个阶段按照我们上文的论述，往往是盈利加速改善的，同时流动性和风险偏好也加速改善。

那么此时，市场选择的共性特征，就是在那个时代盈利增速相对较高，同时还因为渗透率较低从而具有较大空间的行业和赛道。

牛市阶段 II，容易出现增量资金的正反馈和资金的“抱团”，资金正反馈和抱团的方向一定是当时空间相对最大，成长性最好，不容易受到估值约束的行业，也就是说，就算估值因为资金行为出现一定程度的泡沫化是“可以理解”的。因此，我们也说，牛市阶段 II 市场往往会选择当时的主线或者赛道进行投资。

表 8：牛市阶段 II 市场往往会选择当时的主线或者赛道进行投资

开始阶段	2006/8/7	2009/9/29	2015/1/31	2020/3/23
结束阶段	2007/5/29	2010/4/12	2015/6/12	2020/7/13
领涨风格	均衡	小盘	小盘	大盘成长
	地产链（周期核心）	消费、医药、消费电子	TMT、小盘（科技核心）	核心资产
领涨行业	纺织服饰	计算机	计算机	社会服务
	房地产	电子	传媒	食品饮料
	建筑材料	环保	轻工制造	美容护理
	非银金融	社会服务	纺织服饰	医药生物

钢铁	传媒	通信	商贸零售
汽车	综合	电力设备	电子
美容护理	美容护理	电子	传媒

资料来源: Wind, 招商证券

(3) 牛市阶段 III: 盈利驱动, 顺周期占优

牛市阶段 III, 多数情况下为顺周期。

在 2021 年之前的中国经济, 最终在政策的发力背景下, 都会转向以房地产基建制造业投资为代表的投融资驱动, 进入强复苏, 此时, 经济加速改善, 经济呈现过热的态势, 大宗商品价格上涨, 通胀升温。牛市阶段 III 上涨的行业多数情况下都是受益通胀升温的行业。除此之外, 后周期属性的部分消费行业如食品饮料、家电等在这个阶段也往往表现较好。

表 9: 牛市阶段 III 顺周期以及后周期属性的部分消费行业表现较好

开始阶段	2007/7/6	2010/7/6	2016/1/29	2020/9/24
结束阶段	2007/10/16	2011/4/18	2017/11/13	2021/2/18
领涨风格	均衡 顺周期	小盘 顺周期	小盘 顺周期	大盘成长 顺周期
领涨行业	有色金属	有色金属	食品饮料	石油石化
	煤炭	建筑材料	家用电器	有色金属
	非银金融	机械设备	电子	社会服务
	钢铁	煤炭	有色金属	电力设备
	石油石化	国防军工	建筑材料	食品饮料
	银行	家用电器	钢铁	美容护理
	交通运输	建筑装饰	非银金融	基础化工

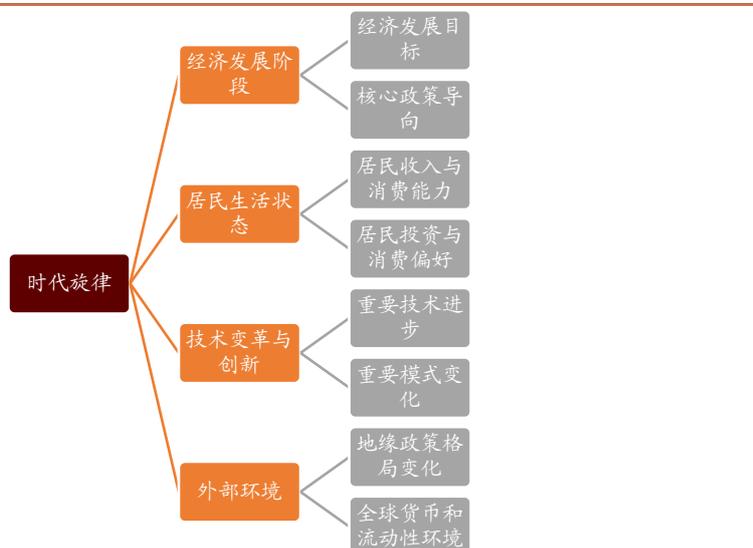
资料来源: Wind, 招商证券

2、主线思维和赛道投资是牛市阶段 II 的主攻方向: 低渗透率、大市场空间

(1) 低渗透率、大市场空间的主线或者赛道是牛市阶段 II 的主攻方向

在牛市阶段 II, 带有明显的资金驱动的特征, 容易形成增量资金的正反馈, 加之风险偏好改善, 这个市场最偏好低渗透率大空间, 渗透率能够加速提升的主线或者赛道。

图 40: 主线出现的原因



资料来源：招商证券整理

以上领域具有一定内在联系和相关性的行业出现了渗透率改善或者较长时间周期向上带来的业绩持续改善，从而出现持续向上的超额收益。这种级别的主线，称为一级主线或者时代主线，一级主线持续的时间一般在 3-5 年，判断并把握一级主线就可以更有效的去把握不同阶段能够明显战胜市场的细分行业。我们在《赛道投资启示录》也把这些隶属于一级主线或者时代主线中的渗透率加速提升的相关细分行业称之为“赛道”。

图 41：过去二十年一级主线的五次大的变迁（图中曲线代表相关指数相对 WIND 全 A 的超额收益比率）



资料来源：招商证券整理

注“本报告中所使用的“超额收益”或者“超额收益比率”，计算的方法是，找到行业指数超额收益出现的起点，定义为 T0 后续计算超额收益比率用（某行业指数 T 时刻点位/某行业指数 T0 时刻点位）/（WIND 全 A 指数 T 时刻点位/WIND 全 A 指数 T0 时刻点位）这么处理的原因是使得超额收益的比例可比

按照超额收益出现的大类行业类别，我们大致可以将过去二十年 A 股总结为出现了五次一级主线：

- 2003 年 11 月~2007 年 11 月，高速投资时代：顺周期
- 2009 年 8 月~2012 年 9 月，第一次消费崛起：消费医药
- 2013 年 1 月~2015 年 6 月，移动互联浪潮和并购时代：TMT
- 2016 年 2 月~2020 年 7 月，供给侧改革、进击外资与第二次消费崛起：核心资产
- 2021 年 2 月~2022 年 9 月，能源革命：新旧能源

一级主线切换往往伴随着市场大的调整，经历上一个时代一级主线的反复和新的一级主线崛起，A 股的大的调整以及大的调整过程中和随后超额收益行业的变化，构成了一级主线切换的窗口期。

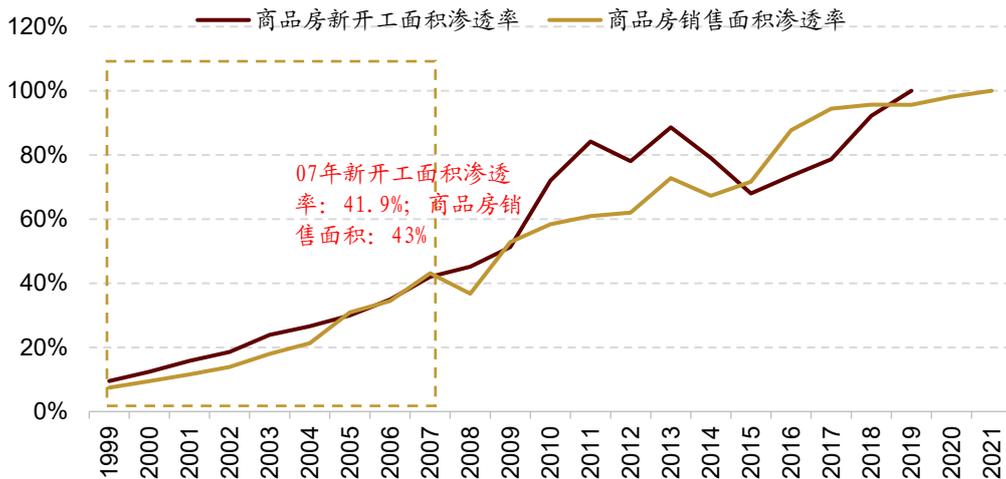
如何选择阶段 II 的最强方向，从过去四轮市场的选择来看，都是选择了当时的赛道或者主线。

● 2006.11~2007.05 地产链与投资链

2006 年进入牛市阶段 II，市场的选择就是房地产及地产链，从渗透率的视角来看，彼时是房地产销售及投资渗透率快速攀升接近 40%左右的阶段。

用我们的渗透率框架来看，98 年的住房体制改革彻底改变了房地产供应格局，商品房全面取代福利分房，商品房的渗透率开始快速攀升，到 2021 年中国商品房的销售面积和销售金额都达到了 18 万亿的历史高点，按照目前的趋势，要未来要超过 2021 年的销售面积和销售金额可能需要花相当长的时间。回过头来看，如果以 2021 年的商品房销售面积和新开工面积作为 100%销售渗透率。98 年住房体制改革后，商品房销售渗透率快速提升，在 2000 年就突破了 10，2007 超过 40%。

图 42: 住房体制改革后, 商品房销售和新开工面积渗透率加速提升

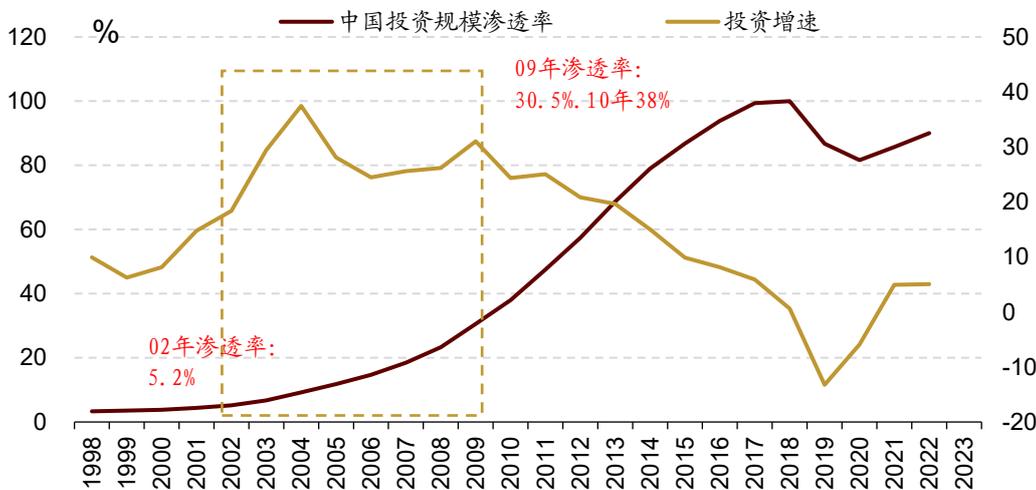


资料来源: Wind、招商证券

注: 本处渗透率计算的方式均以 2021 年中国地产销售最高的年份作为渗透率计算的依据, 当年的渗透率=当年的销售或者新开工面积/2021 年地产销售峰值年份的销售面积或者新开工面积。

99 年开始, 在地产、制造业和基建的共振之下, 投资增速持续攀升, 到 2018 年投资总规模达到 63.5 万亿, 此后国家统计局公布的总投资规模并未再超过这个数据。以 2018 年投资规模作为 100% 渗透率, 则 2002 年渗透率突破 5% 后快速攀升, 至 2009 年渗透率突破 30%, 到 10 年达到 38% 接近 40%, 而中国的投资增速自 2010 年开始进入明显的下行周期, 而 2006~2007 年正是投资渗透率加速上行的阶段。

图 43: 投资规模渗透率在 2002 年之后加速提升, 到 2009 年达到 30% 以上

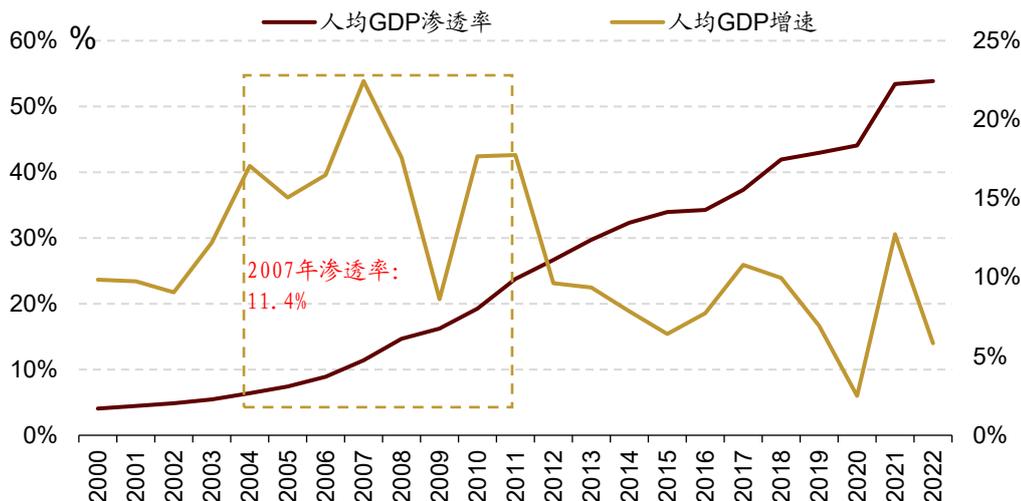


资料来源: Wind、招商证券整理

● 2009.09~2010.04 消费、医药、消费电子——第一次消费崛起

而 2007~2009 年左右, 中国 GDP 增速越过 3000 美元, 而彼时典型中等发达国家如西班牙、捷克、葡萄牙、希腊、匈牙利人均 GDP 平均为 23000 美元左右, 2007 年中国人均 GDP 达到 2,693 美元, 与中等发达国家人均 GDP 水平比例正式突破了 10%。2007~2012 年中国人均 GDP 增速均保持了超过 10% 以上的增速。

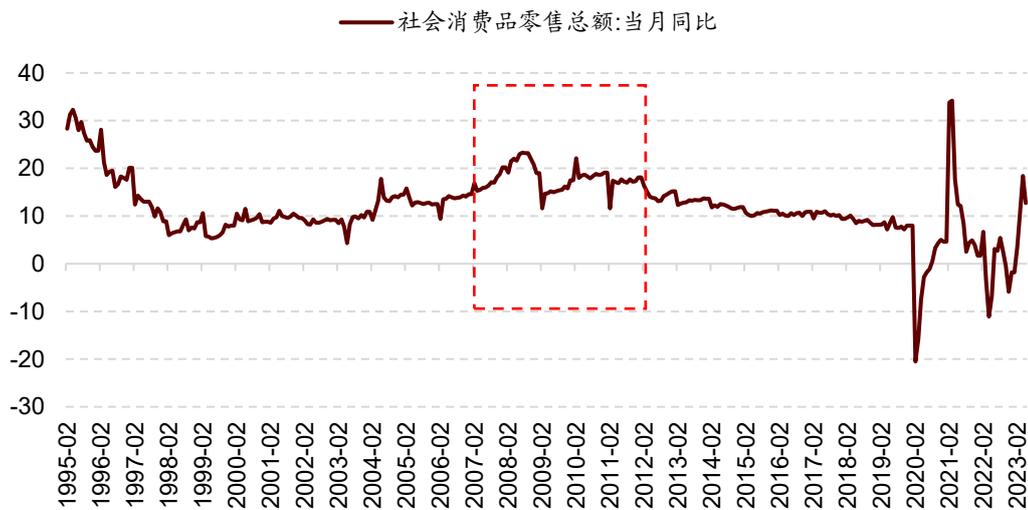
图 44: 消费成为主线的关键因素, 人均 GDP 渗透率的快速提升



资料来源: 《A 股投资启示录》, 招商证券整理

从 2004 年开始, 国内 GDP 高增, 社会零售增速也一路攀升, 不过 2004~2007 年大家更加关注的是投资, 在 2008~2009 年经历了四万亿刺激之后, 大家普遍开始认为中国靠投资驱动的时代可能已经过去了, 而此时, 人均 GDP 刚刚突破 3000 美金, 与中国二十世纪中叶达到中等发达国家水平的目标 23000 美金左右, 渗透率刚刚过 10%, 还有很大的增长空间, 因此, 消费开始成为 2009 年开始的核心赛道。

图 45: 社零增速在 2007~2012 年处在最高增速中枢



资料来源: WIND, 招商证券

● 2014.12~2015.06 移动互联网浪潮

2013 年开始, 移动互联网的商业版图迎来全面爆发。

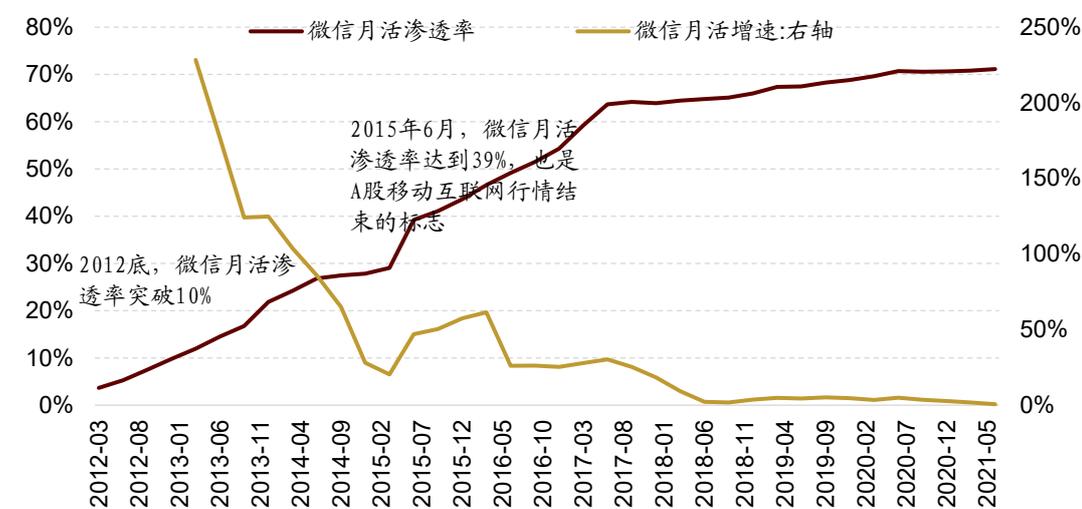
其中, 最具标志性的就是微信。微信在 2012 年底, 宣称月活用户数突破了 1 亿, 以中国全部人口来计算用户渗透率超过 10%。突破 10% 之后, 微信的用户数量迎来了大爆发, 从 2013 年到 2016 年基本保持了 50% 以上的增速。

微信的爆发, 成为移动互联网时代的重要入口级应用, 后来我们在科技革命范式里面, 反复强调了操作系统和入口对于信息技术普及的重要作用, 微信就是中国移动互联网应用的重要入口。微信让国内用户第一次全面体验到移动即时通讯带来的便利, 直接催生了移动社交的时代, 带动了大量新用户进入移动互联网。微信引领产品和商业创新, 微信不断推出语音/视频通话、朋友圈、小程序等创新功能, 成为产品创新的典范。例如微信支付和支付宝一起推动移动支付普及, 微信和支付宝帮助移动支付真正进入中国主流生活, 为其他本地生活服务场景奠定了基础。

通过企业号、公众平台和小程序等功能, 微信成为了连接用户和服务的重要平台。它不仅为企业和用户之间建立了关

键的移动连接通道，还成为了用户接触各类服务的主要平台，涵盖了社交、信息、娱乐、生活服务等多个领域。微信的成功成为了中国商业互联网发展的典范之一，并推动了整个行业进行产品和商业模式创新。

图 46: 微信月活渗透率超过 10%，从而成为激活移动互联网应用的重要里程碑

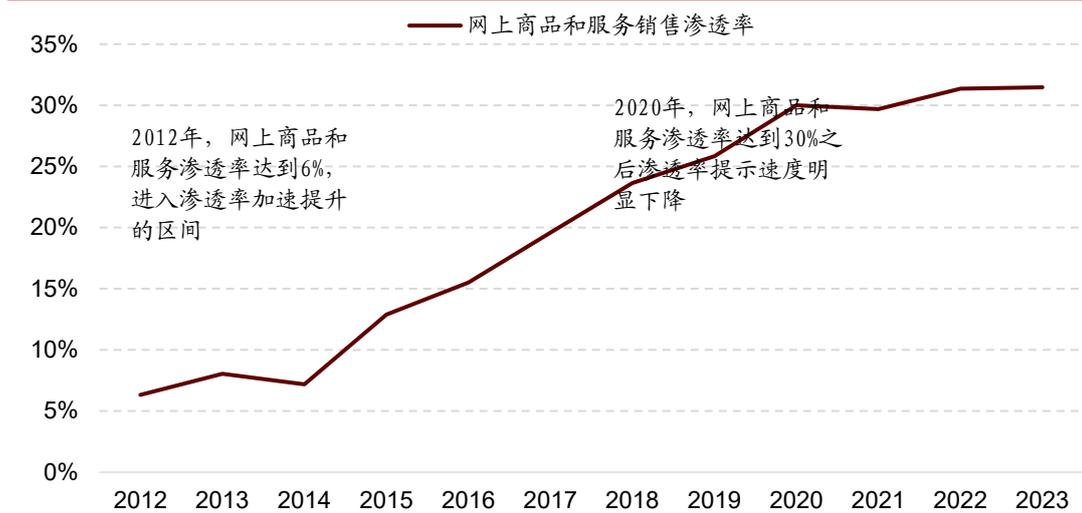


资料来源：腾讯公司公告，Wind，招商证券整理

随着互联网技术的成熟和移动互联网的兴起，2012年至2013年间，网上商品和服务的渗透率仅为6%。从2014年开始，这一数字进入了快速增长的阶段，到2020年，网上商品和服务的渗透率达到了30%，销售额达到了11.7万亿。然而，从2020年开始，渗透率的增长速度明显放缓。由于商品和服务的渗透率不太可能达到100%，因此在网上交易方便的商品和服务已经全面在线上销售之后，剩下的商品则面临一些困难，例如汽车、金银首饰等大件或贵重商品，消费者仍然更倾向于线下交易。因此，在考虑到某些领域的终极渗透率不太可能达到100%的情况下，我们不能完全依赖股价表现来判断渗透率水平，35%至40%的危险区间可能不适用。

随着2020年网上商品和服务的渗透率达到30%，许多电商公司的股价在2021年初达到了顶峰，随后一直呈现下跌趋势。

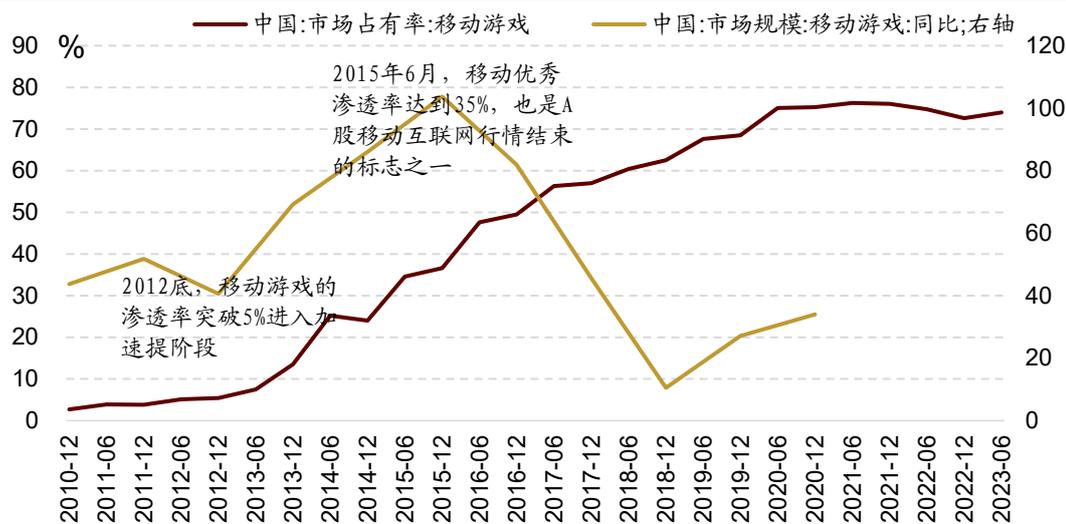
图 47: 网上商品和服务销售的渗透率在 2012 年突破 5%



资料来源：Wind，招商证券整理

随着3G-4G的发展以及手机操作系统的完善，手游也迎来了大爆发。2012年底，移动游戏的渗透率正式突破5%，进入加速爆发阶段，直到2015年6月，渗透率突破了35%。这一信号也成为当年移动互联网行情结束的重要标志。

图 48: 手游的渗透率在 2012 年底突破 5%，进入加速渗透提升的阶段



资料来源: Wind, 招商证券整理

除了移动社交、网上购物、移动购物、手游、移动理财等应用之外，移动互联网开始改造全社会的各个环节，除此之外，打车出行、餐饮外卖、共享经济、移动医疗都迎来了渗透率的加速提升和产业变革。

● 2020.03~2020.07 消费升级、5G 和自主可控

前文已经提到，2014 年 11 月的央行货币政策执行报告中，已经确认了棚改货币化，2015 年 6 月国务院颁布《关于进一步做好城镇棚户区改造及配套设施建设有关工作的意见》对棚改货币化进行了更加具体的安排，2015 年下半年开始，棚改开始提速。

图 49: 2015 年在 PSL 支撑下，棚改规模大幅攀升



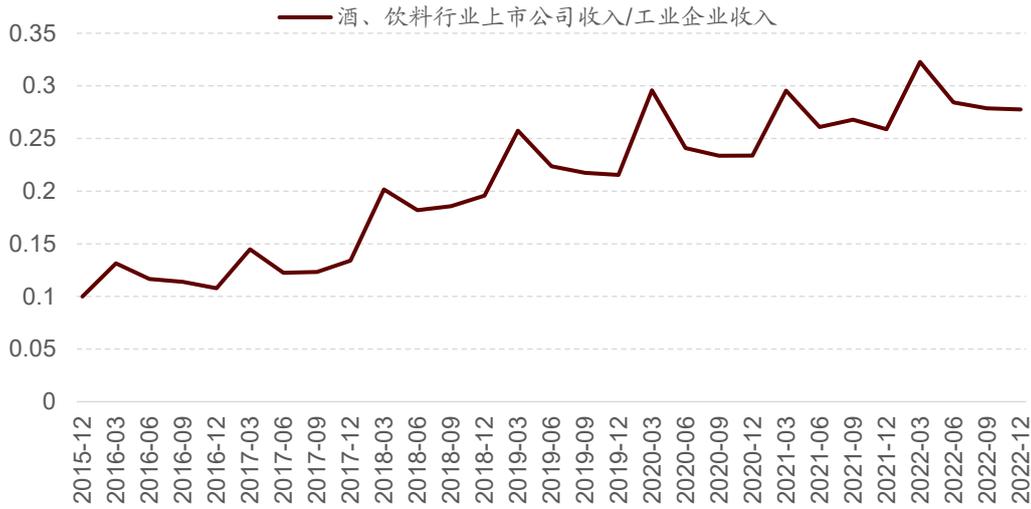
资料来源: WIND, 招商证券整理

随着棚改的推动，房地产的价格不断上行，而且是全局性的上涨，这显著增加了居民的财产性收入。除了通过棚改货币化和房地产去库存带来的房地产价格上涨，另一个改变居民收入的因素是精准扶贫政策。2015 年底的中央经济工作会议提出了“打好脱贫攻坚战，坚持精准扶贫、精准脱贫”的目标，开始支持收入最低的居民群体。

棚改的货币化安置、精准扶贫对于最低收入群体的支持，加上房价上涨带来的财产性收入，2019~2021 年基金净值上涨带来的财产性收入的共同作用，使得 2016~2021 年消费对于经济的贡献持续提升，为建成一个更高水平的小康社会做出了重要贡献。

2016 年白酒食品饮料的行情一直能持续到 2021 年一季度，从上市公司/工业企业收入渗透率的角度来看，非常吻合标准的赛道思维的投资框架。

图 50: 酒饮料上市公司的占工业企业收入的“渗透率”在 2016 年开始突破 10%



资料来源: WIND, 招商证券整理

2014~2018 年半导体国产化的进展相对比较缓慢, 期间国产半导体渗透率都在 10% 以下徘徊。真正的转折点开始于 2019 年的 5 月。

2019 年 5 月 15 日, 美国商务部宣布, 将华为及其子公司列入出口管制的“实体名单”。这个决定震惊世界, 6 月 7 日, 谷歌停止华为使用谷歌全家桶 GMS 服务, 自此之后, 美国及美国公司不断加码对华为的制裁力度。

而作为反击, 5 月 17 日凌晨, 华为旗下的芯片公司宣布“多年备胎一夜转正”, 华为海思开始大规模给华为供货。华为内部国产替代提速。与此同时, 华为的国产化需求还带动了一系列国产半导体供应商的出货, 2019 年下半年之后, 国产半导体在国内销量加速提升。

对于国产半导体渗透率提升的另外一个关键变化和重要贡献是科创板的推出, 2018 年 11 月, 总书记在上海参加进博会时。宣布在上交所推出科创板并试点注册制, 2019 年 7 月科创板第 1 批, 25 家公司注册。2019 年 7 月份之后大量的半导体公司在科创板上市, 通过资本市场获得融资, 实现更快的突破和发展。为国产半导体渗透率的提升提供了重要的资金条件。

根据我们测算的指标, 从 2019 年开始半导体国产化率快速提升, 突破了 10%, 到 2022 年, 国产半导体渗透率超过了 20%。不过目前来看, 半导体国产化率尚低于 30%, 因此, 未来国产化率的快速提升仍有一定的空间。因此, 虽然 5G 及 5G 应用的行情在 2020 年 7 月告一段落。但是由于国产半导体在 2020 年 2021 年都没有超过 30%, 半导体的行情一直持续到 2021 年 7 月, 随着全球半导体整体增速见顶而进入下行周期。

图 51: 国产半导体渗透率在 2019 年突破了 10%

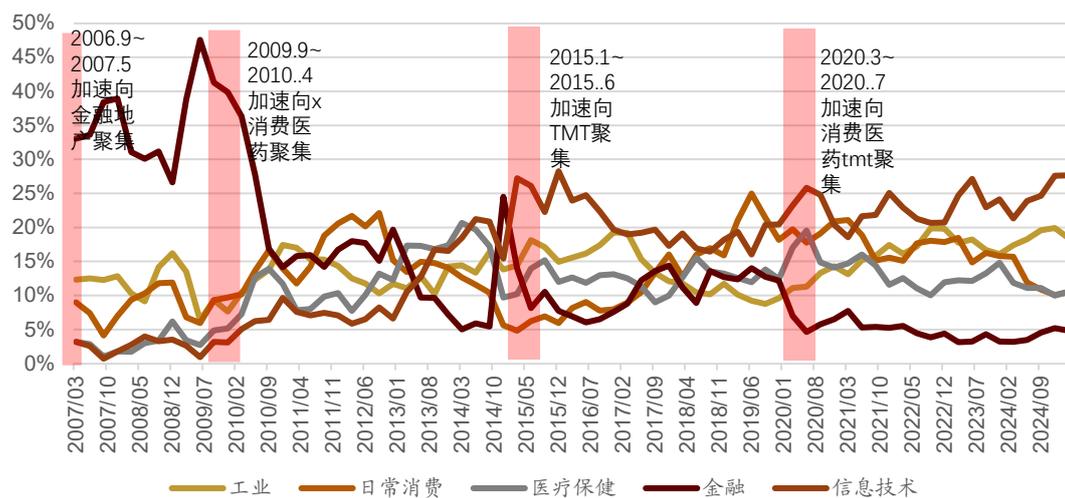


资料来源: Wind, 招商证券整理

(2) 抱团加速: 历史复盘

在牛市阶段 II 增量资金加速流入的过程, 还会形成资金向某一个方向聚集, 形成类似“抱团效应”, 以公募基金在基金为代表, 在每一轮市场在加速上行的牛市阶段 II, 也会向着当时主攻方向进行“聚集”, 进一步强化了当时占优主线和赛道的表现。

图 52: 主动偏股性公募基金在历次牛市阶段 II 聚集的方向

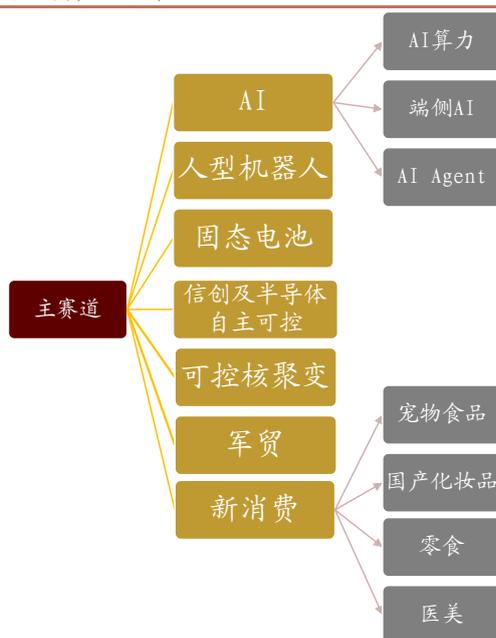


资料来源: Wind, 招商证券整理

3、本轮牛市 II 阶段的赛道选择

从当前市场空间的角度来看, 满足市场空间大、低渗透率的, 加速提升的方向包括 AI 硬件及应用, 人形机器人, 固态电池, 信创半导体国产化, 可控核聚变, 军贸出海, 新消费。

图 53: 本轮牛市第二阶段的赛道选择



资料来源: 招商证券整理

三、风格展望：四季度可能成为风格拐点

1、外部流动性：弱美元+美债利率前高后降

进入下半年，受美国经济转弱预期和美欧央行货币政策错位等因素影响，预计美元指数将继续保持弱势。

下半年美国经济增长可能进一步放缓，主要受到关税政策不确定性对美国需求和投资的抑制，且 6 月美联储议息会议对经济预期的调整进一步显示了未来的滞胀风险。相比今年 3 月的预测，6 月的经济展望中，美联储进一步调低了 2025 年的经济增速预期（1.7%→1.4%），调高了 PCE 预期（2.7%→3%），调高了核心通胀预期（核心 PCE: 2.8%→3.1%），同时调高了 2025 年的失业率预期（4.4%→4.5%）。

在关税的不确定影响下，美联储内部对未来的降息路径分歧加大。美联储仍保持了对年内降息 2 次的预期，但预测年内不降息的官员人数增加 3 人至 7 人，预测年内降息 2 次的为 8 人，表明美联储内部对降息预期的分歧。6 月议息会议后，市场对 7 月不降息的预期从 85.5% 提升至 90% 以上，对 9 月降息的预期从 56.4% 小幅提升至 57.9%，且继续维持年内两次降息预期，整体降息预期变化不大。

图 54：美联储加息预期点阵图（本期：2025/6/18；上一期：2025/3/19）



资料来源：美联储，iFind，招商证券

往后去看，进入三季度后，关税的影响在美国通胀和增长数据可能逐渐得到体现，在美国重要经济数据出炉前后，市场将修正对美联储 9 月的降息预期，或增大美元指数、美债收益率的波动，从而构成对 A 股的阶段性扰动。但考虑到美国经济增长放缓趋势，下半年美联储重启降息概率仍较大。

而相比之下，欧洲央行的降息周期正接近尾声，下半年美欧货币政策的错位可能推动美元指数下行。6 月欧央行降息后，欧洲央行行长克拉加德表示，欧洲央行一年来第八次下调利率后，该行正接近其降息周期尾声。相比之下，美联储更关注硬数据的表现，下半年美联储重启降息的概率增大，目前市场预期美联储年内降息两次，9 月可能成为美联储降息的重要观察时点。货币政策的错位可能推动美元指数下行。

图 55：未来随着美国经济放缓将推动美元指数下行

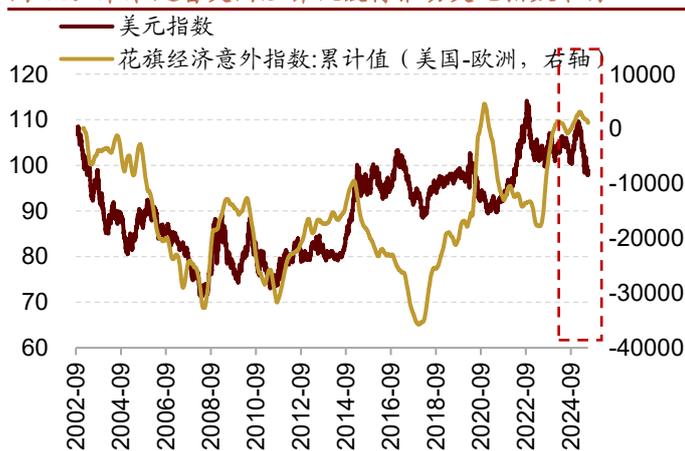
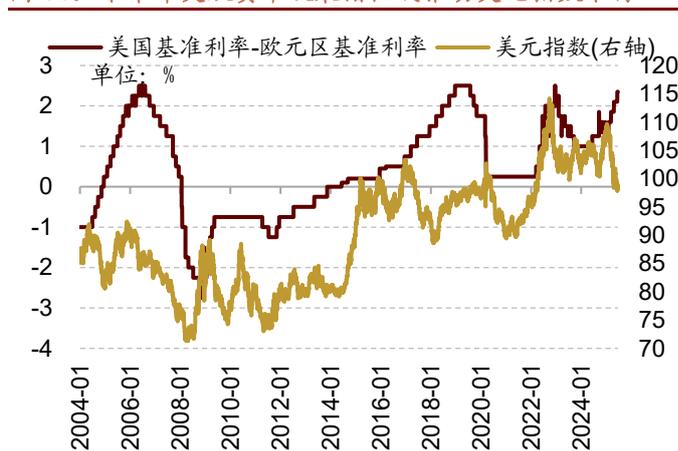


图 56：下半年美欧货币政策错位或推动美元指数下行



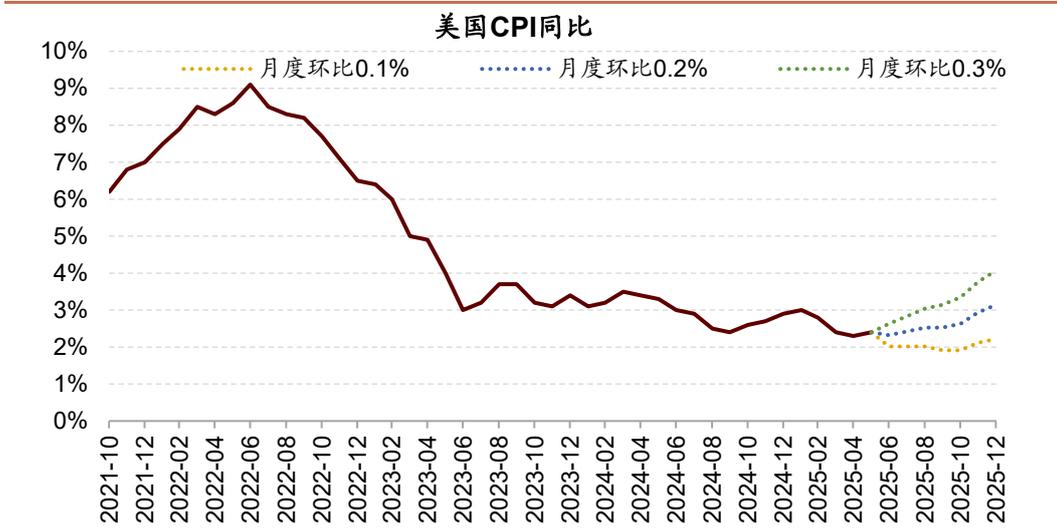
资料来源: Wind、招商证券

资料来源: Wind、招商证券

就美债收益率而言,美国通胀反弹风险及调整债务规模上限将导致美债收益率高位震荡,待美联储开启降息可能引导美债利率逐渐下行。

一方面,关税影响逐渐显现叠加下半年高基数效应减弱,预计美国通胀或在未来出现上行。

图 57: 未来美国通胀或阶段性上行



资料来源: Wind, 招商证券

另一方面,美国债务上限谈判隐含的“X-Date”可能在 8 月左右,届时美国政府不得不通过提高债务上限或者暂停债务上限来避免债务违约,在此之后美债净发行规模可能会出现短期快速增加,回收流动性,带动美债利率出现短期的向上脉冲。这两个因素可能导致短期之内美债利率维持高位震荡的格局。

图 58: 债务上限问题解决后,政府债券发行短期增加,可能带动美债利率阶段性上行



资料来源: Wind, 招商证券

综合以上,进入下半年后,预计美元指数可能延续相对弱势,美债收益率则从高位震荡到下行,待 9 月前后市场开始交易美联储降息预期将强化美元指数和美债利率下行趋势。整体而言,下半年的外部流动性有望逐渐改善,从而逐渐有利于市场风险偏好提升和成长风格表现。

2、国内宏观环境: 宽松环境延续, 静待盈利改善

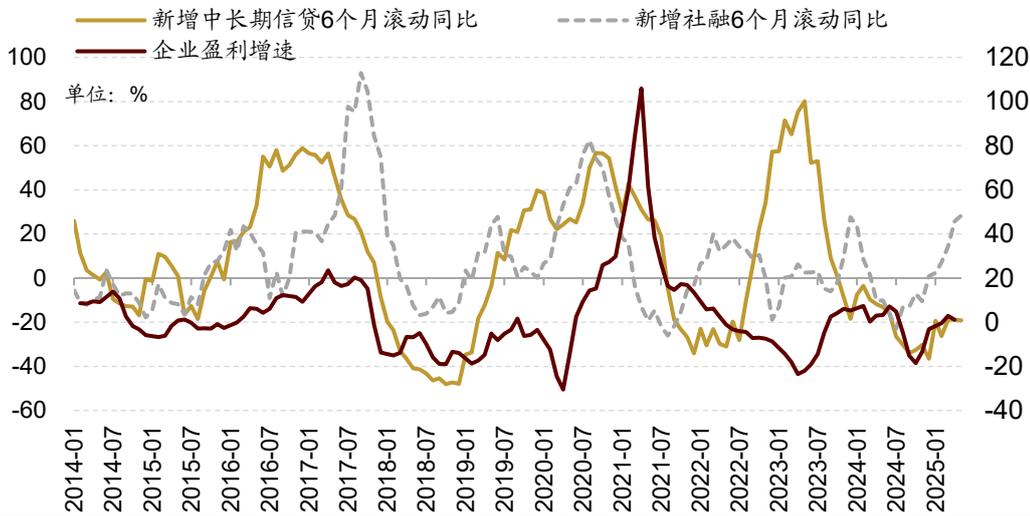
下半年宏观大概率延续政策支持下的稳定增长、温和复苏状态,盈利改善的持续性有待观察。

在年初以及 5 月关税缓和后,美国抢进口和中国抢出口效应明显,考虑到全球经济增长放缓,且美国透支了年内的进

口需求，预计下半年我国出口压力渐增。在此情况下，完成全年经济增长目标有赖于内需发力。

从金融数据看，当前社融增速很高，但主要依赖政府部门发债，下半年受到政府债券的高基数效应影响，社融增速大概率整体回落。且当前的社融结构偏弱，信贷需求不足，中长期信贷（居民和企业的中长期贷款+委托信托贷款）仍处于负增状态。在此情况下，实体经济可能整体延续政策推动下的温和复苏。

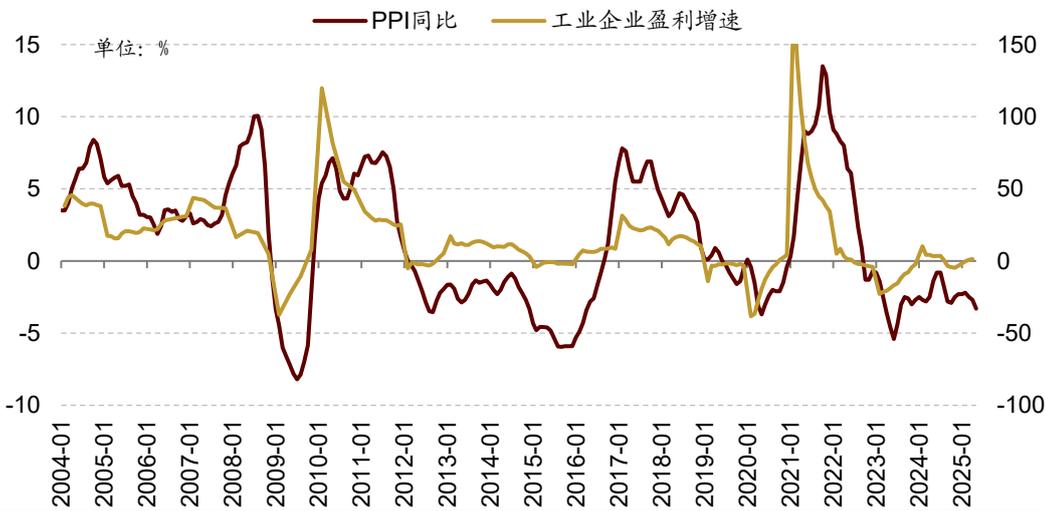
图 59：社融结构性高增，实体经济融资需求偏弱



资料来源：Wind，招商证券

企业盈利方面，今年一季度 A 股上市公司盈利增速转正，但短期受价格低迷以及关税影响，企业盈利仍承压，市场对未来盈利改善的持续性存疑。根据 Wind 一致预测，7 月开始 PPI 增速有望止跌企稳，并从四季度开始实现转正，而 PPI 关系着企业盈利增速走势，预计企业盈利增速到四季度才能得以改善。

图 60：企业盈利的持续改善有待于 PPI 的好转



资料来源：Wind，招商证券

3、增量资金：两种情景下的市场风格演绎

增量资金结构是近两年市场呈现“红利+小盘成长”杠铃结构的重要原因，背后对应了市场整体净增量资金有限情况下，以保险资金、ETF 和量化私募、散户等资金为主要增量的两头结构。

今年以来，一季度公募基金整体仍净流出，主要增量资金来自保险和散户。其中，保险资金偏爱红利资产，而量化、散户等资金则主要偏好小盘股。在市场增量资金有限、外部扰动不断、国内经济温和增长的环境下，红利资产风格进一步缩圈至银行，小盘股风格进一步缩圈至微盘股，两种截然相反的风格向着更加极致化的方向演绎。

要打破当前这种风格局面，可能需要有持续的增量资金流入，那么下半年会迎来增量资金吗？增量资金来自哪里？

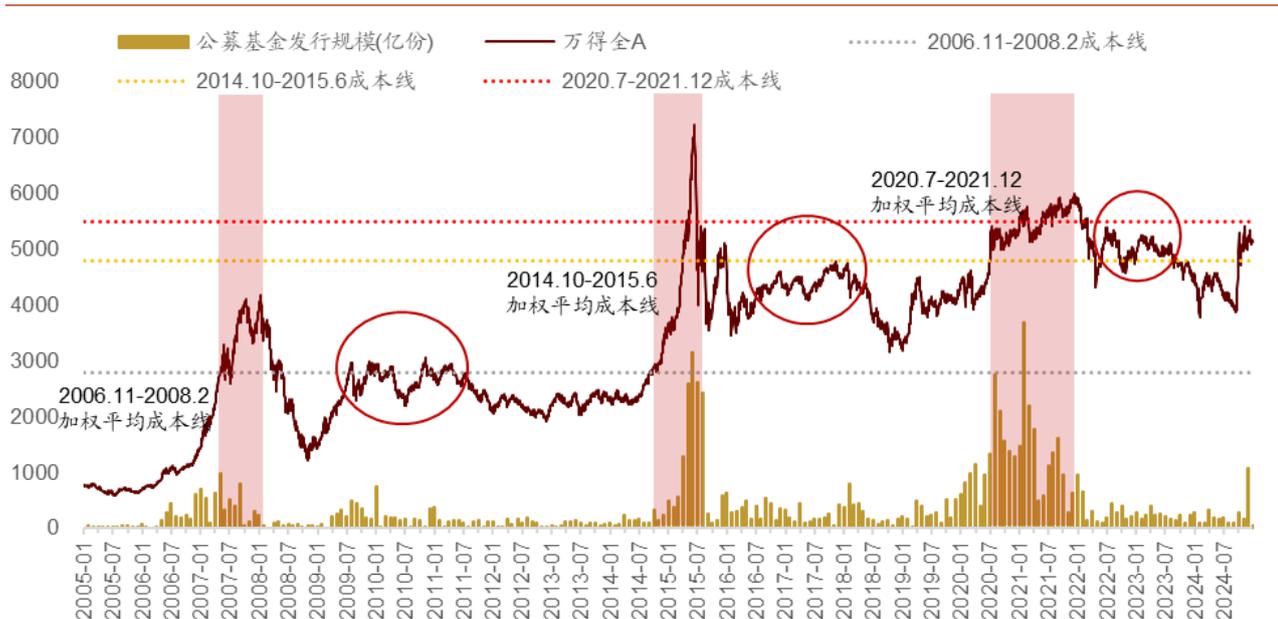
表 10: 2019 年以来 A 股增量资金供需结构 (单位: 亿元)

分类	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q1
公募基金	1343	14988	11832	4863	3517	7067	-1232
主动基金	601	14770	9612	1011	-2472	-4401	-718
被动基金	742	218	2220	3852	5989	11468	-514
私募证券基金	1012	6171	11441	-2182	706	-2099	162
保险	1593	2505	1183	1358	2014	2710	1285
外资	3517	2089	4322	900	437	748	134
银行理财	370	603	676	-205	-118	450	-94
信托	-277	-537	-537	7	941	394	0
社会保障类	776	1220	1497	975	1189	864	220
融资净买入	2565	4765	2300	-2675	1348	2545	534
股票回购	1189	937	1513	1326	1054	1580	294
银证转账	3621	3600	2400	570	-1970	440	1222
资金供给	15709	36344	36625	4936	9119	14699	2526
IPO	2534	4811	6030	5223	3591	572	166
增发	1341	5476	6769	6054	3879	1029	528
配股	168	627	345	634	132	18	0
重要股东净减持	3417	6279	5051	4140	3062	393	392
佣金及印花税	2018	3235	4066	3525	2927	2395	837
融资利息	719	988	1294	1219	1212	913	279
资金需求	10197	21415	23555	20794	14799	5320	2202
资金净流入	5512	14929	13070	-15858	-5018	9379	324

资料来源: Wind, 招商证券

居民资金属于偏右侧的资金，所以公募基金发行扩张往往出现在市场赚钱效应明显改善之后。根据扭亏阻力位效应，新一轮公募基金发行规模扩张要等到市场有效突破上一轮基金密集发行区间的成本线，这就需要有一类资金来启动行情推动指数突破扭亏阻力位，进而吸引更多居民资金通过公募基金入市。例如，2013-2015 年是随着两融政策放松、融资资金持续涌入带动 A 股上涨，2014 年四季度初融资资金和散户资金加速涌入，万得全 A 突破扭亏阻力位，带动公募基金发行回暖，走出指数级别行情。2019-2021 年那一轮，2020 年随着货币政策宽松，公募基金发行逐渐回暖，2020Q2 外资持续流入推动指数上行，2020 年 6 月融资资金也加速流入，共同推动指数在 7 月初突破扭亏阻力位。

图 61: 基金发行回暖有待于市场突破上一轮的基金密集发行区间成本线



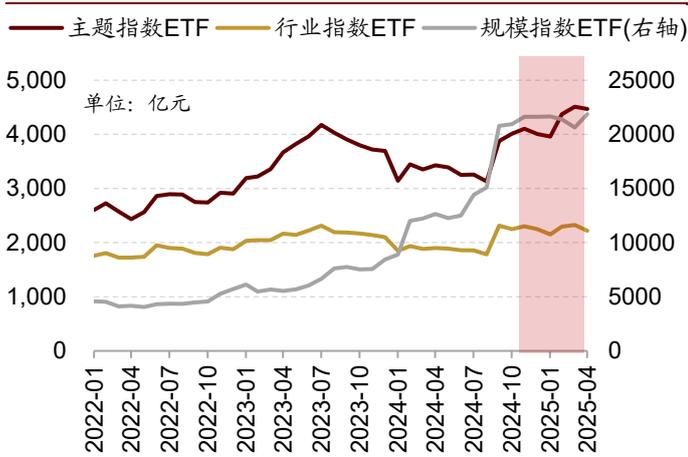
资料来源: Wind, 招商证券

就 ETF 而言，按照资金来源，ETF 其实可以分为两部分。

一部分是中央汇金购买的 ETF。中央汇金购买 ETF 对市场托而不举，主要是维稳作用，且中央汇金入市是非常常态化操作，因此其对市场的影响主要体现在阶段性提振投资者情绪和带动大盘风格（中央汇金主要购买沪深 300 等宽基指数 ETF）。

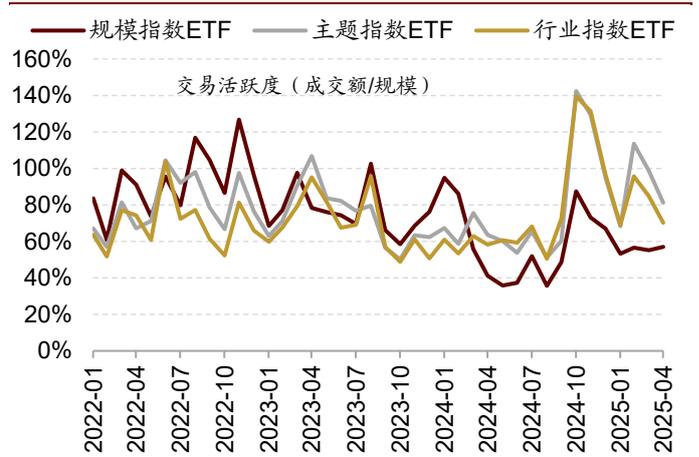
另一部分是市场化资金购买 ETF。2025 年 4 月底，全市场股票 ETF 跟踪的指数数目达到 352 个，其中主题类指数多达 210 个，今年以来，主题指数 ETF 规模扩张，而规模指数 ETF 规模基本平稳；主题和行业指数 ETF 成交活跃度明显提升并超过了宽基指数 ETF，表明越来越多资金通过主题行业 ETF 参与到市场的结构性、快速轮动行情中。而市场化资金购买 ETF 是相对分散的，无论行业还是个股都相对分散，ETF 投资者并没有特定的风格偏好且经常进行波段操作，因此尽管 ETF 也会进行逆向投资，但很难在左侧形成合力启动行情。市场化资金购买 ETF 对市场风格缺少明确的方向性影响，更多是对市场指数或某个方向的强化加速作用。

图 62：今年以来规模指数 ETF 规模基本平稳，而主题指数 ETF 规模明显扩张



资料来源：Wind、招商证券

图 63：2024 年以来主题和行业类 ETF 交易更活跃



资料来源：Wind、招商证券

那么，这次推动指数上行的资金力量可能来自哪里呢？

情景一：宏观变量出现明显变化之前，可能延续私募基金主导的小盘风格，融资资金、散户等活跃资金跟随形成正反馈，推动指数上行。

今年以来，中证 1000 股指期货多次出现深度贴水的情况，这与资金博弈加剧后，投资者对中小盘股的对冲需求激增有一定关系。

今年 4 月 21 日，中证 1000 股指期货年化基差率（MA10）达到 -22.73%，目前（6 月 20 日）为 -18.37%，处于近几年高位。中证 1000 股指期货深度贴水，与小微盘股不断走高的行情密切相关。随着小微盘股票屡创新高，其波动风险增大，再加上外部环境不确定性增大，投资者担心未来收益回撤，便通过卖出股指期货对冲风险。近两年的量化产品多集中投资于小微盘股，而中证 2000 和微盘股缺乏相应的对冲工具，投资者通过中证 1000 股指期货来满足对冲需求。另外，2024 年以来股票市场中性策略产品规模快速增长，中性策略需通过卖出股指期货对冲现货多头风险。这导致中证 1000 股指期货空头压力骤增，进一步放大 IM 贴水幅度。

股指期货深度贴水后，对市场有何影响？指数走势如何？

首先，股指期货深度贴水后，中性策略产品的对冲成本明显提高，将压低中性策略产品的投资收益率。

另外，股指期货深度贴水后，指数表现存在一定差异。一种情况下，中证 1000 股指期货大幅贴水过程可能伴随着指数下行，且基差率早于指数触底回升，贴水幅度会随着指数上行而逐渐收窄，也就是在深度贴水之后不久，指数会有阶段性上涨，例如，2022 年 9 月、2024 年 1 月、2024 年 4 月、2025 年 4 月，中证 1000 股指期货深度贴水后，指数在后期有上涨。但也有不同的情况，2024 年 7 月、2025 年 3 月，期货深贴水的位置对应了指数的短期高点，在贴水收窄过程中指数调整。

因此，当前中证 1000 股指期货深贴水，主要是对冲需求增加，一定程度反映市场对小微盘的谨慎情绪，但并不意味着在后续股指期货基差均值回复的过程中指数就会调整，关键还是在于市场对外部风险、国内基本面的预期变化。

图 64: 中证 1000 股指期货深度贴水



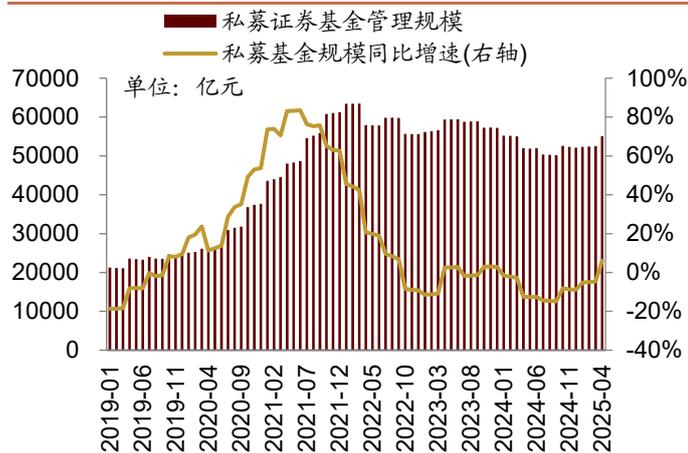
资料来源: Wind, 招商证券

注: 此处将中证 1000 和中证 2000 指数进行标准化处理, 以 2022 年 7 月 29 日为 1000。

今年以来私募基金市场持续回暖, 新增备案规模及产品数量均呈现强劲增长态势。截至 2025 年 4 月, 私募证券投资基金管理规模 5.51 万亿元, 同比上升 6.06%, 较年初扩大 2968 亿元。年内累计新增备案私募证券产品达 3565 只, 同比增长 39.86%, 其中 4 月单月备案 1189 只, 同比增速高达 41.38%, 表明在 4 月市场受关税影响调整背景下, 高净值个人投资者逆势布局力度明显加大。

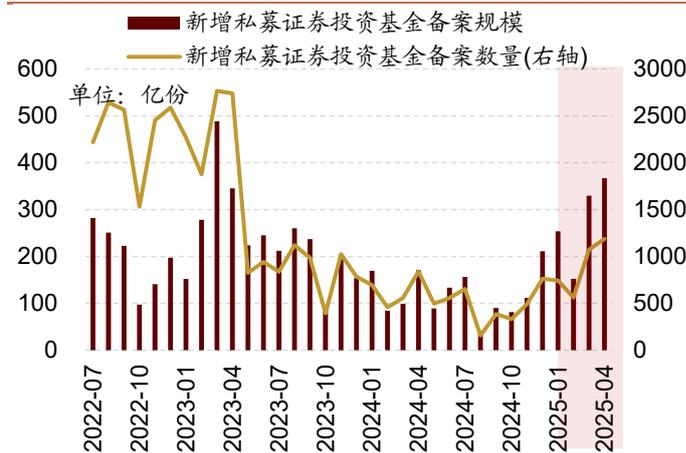
并且在产品类型上, 量化私募产品占比较高。根据私募排排网数据, 2025 年以来量化私募产品备案总数达 1930 只, 占全市场私募证券产品备案总量的 44.26%, 股票策略中的量化产品主要来自于指数增强策略 (股票量化多头), 年内备案产品 850 只, 占到备案股票量化产品总量的 63.48%。

图 65: 私募证券投资基金规模继续回升



资料来源: Wind, 招商证券

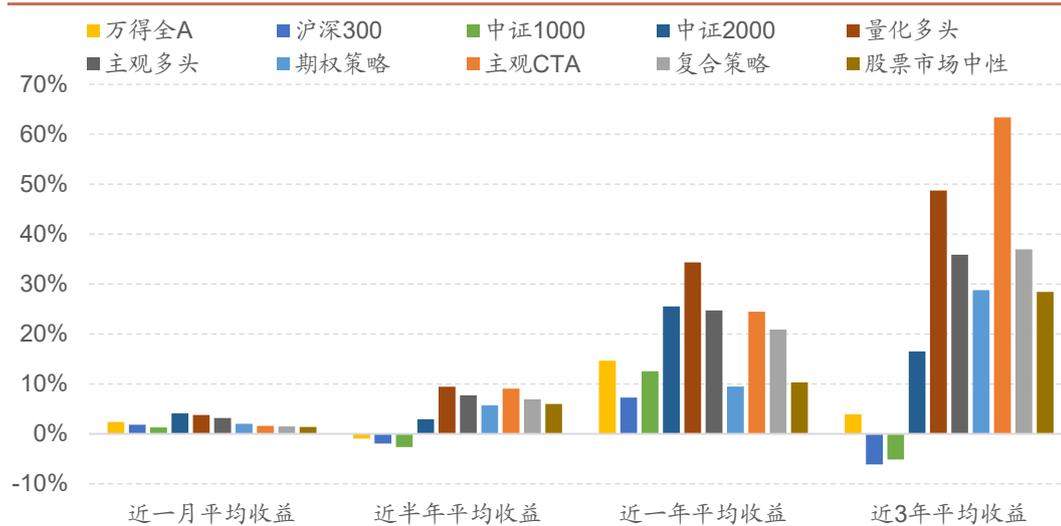
图 66: 私募基金新增备案情况



资料来源: Wind, 招商证券

之所以私募基金市场能够回暖, 主要还是因为私募基金形成了明显的赚钱效应, 在资产荒背景下, 吸引了高净值人群积极认购。具体来看, 近三年来私募基金投资收益可观, 尤其量化多头策略私募基金平均收益率遥遥领先, 远超股票市场指数, 近一年量化多头策略平均收益 34.46%; 近三年平均收益 48.74%。

图 67: 近三年私募基金赚钱效应明显, 量化多头策略收益领先



资料来源: 私募排排网、Wind, 招商证券

注: 数据截止 2025 年 5 月 31 日, 除指数外, 其他为各类策略的私募基金平均收益

往后去看, 在宏观变量出现明显变化驱动市场风格切换之前, 私募产品的赚钱效应还能持续, 并且从历史看, 私募基金、融资余额、散户资金存在显著的正向联动关系, 尤其是在市场上行阶段呈现相互强化的特征。私募基金(尤其是量化对冲基金)需通过融资融券实现多空策略和套利交易, 例如通过融资加仓放大收益, 因此私募基金规模扩张带来的杠杆需求会驱动融资余额上升。个人投资者开户数与融资资金之间同样存在较为显著的正相关关系, 一方面高净值投资者开通融资融券账户后, 可直接通过杠杆放大投资规模, 另一方面开户数增长通常反映市场信心增强, 投资者风险偏好提升, 从而形成“开户激增→融资活跃→市场上涨→吸引更多开户”的正反馈循环。在这些资金的强化作用下, 当前的小市值风格可能进一步演绎。

图 68: 私募基金与融资资金相关性较高



资料来源: Wind、招商证券

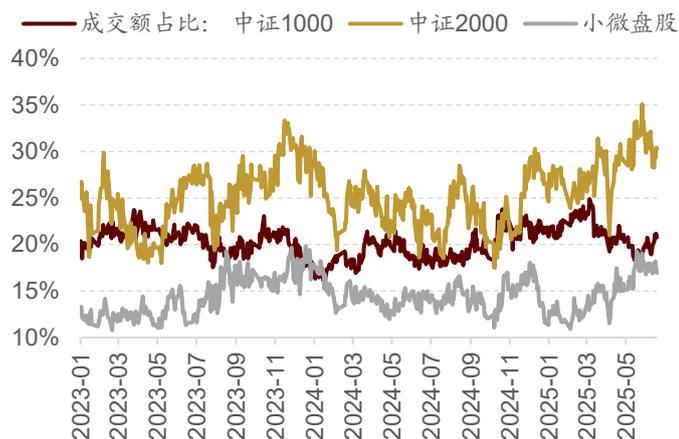
不过, 今年以来, 中证 2000、小微盘成交额占比不断走高, 小微盘开始面临交易拥挤的问题。与此同时, 大小盘的相对估值也已经来到了最近两年的低位, 分化程度高。尽管这些指标并不意味着风格会就此反转, 但是随着小市值风格演绎越来越极致, 大小盘分化程度可能进一步突破历史极值, 同时也会积累更强的均值回归力量。

图 69: 融资资金与个人投资者开户数相关性较高



资料来源: Wind、招商证券

图 70: 小微盘成交额占比不断走高



资料来源: Wind、招商证券

图 71: 大小盘行情分化显著



资料来源: Wind、招商证券

情景二: 如果国内经济基本面能够持续改善, 叠加美债收益率回落, 可能吸引外资回流, 推动 A 股上行突破阻力位, 并吸引居民资金流入, 带动基金发行回暖形成正反馈, 驱动市场转向大盘成长风格。

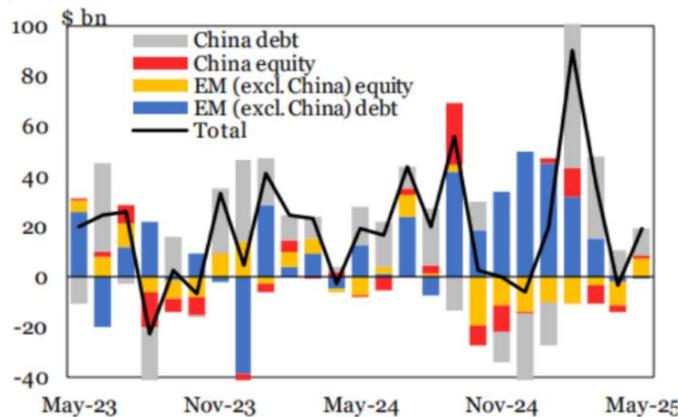
近几年外资持股在 A 股占比持续下滑, 到今年一季度已经降至 4.05%, 与 2019 年 10 月左右的水平基本相当。根据 IIF 的数据, 2024 年 9 月外资明显加仓中国权益资产, 但之后又纷纷流出, 直到今年 2 月在 Deep Seek 引领的 AI 叙事催化下, 外资再度明显流入, 但之后又转流出。由此可见, 近几年流入 A 股的外资整体以偏交易型资金为主, 基本在短期流入后又转流出, 目前长期配置型资金未见明显流入。

图 72: 外资持股占比已降至 2019 年 10 月以来最低水平



资料来源: Wind、招商证券

图 73: 今年外资主要在 2 月阶段性流入中国权益资产



资料来源: IIF、招商证券

不过越往后, 如果以下因素出现积极变化, 外资回流的概率将增加。

第一, 根据前述分析, 未来美元有望延续弱势, 弱美元环境下新兴市场的表现基本优于发达市场, 这就导致全球资产配置再平衡, 外资会对加大对新兴市场的配置力度。在当前外资对 A 股配比已经来到历史低位的情况下, 外资有望回流。

图 74: 弱美元环境下新兴市场比发达市场更有吸引力



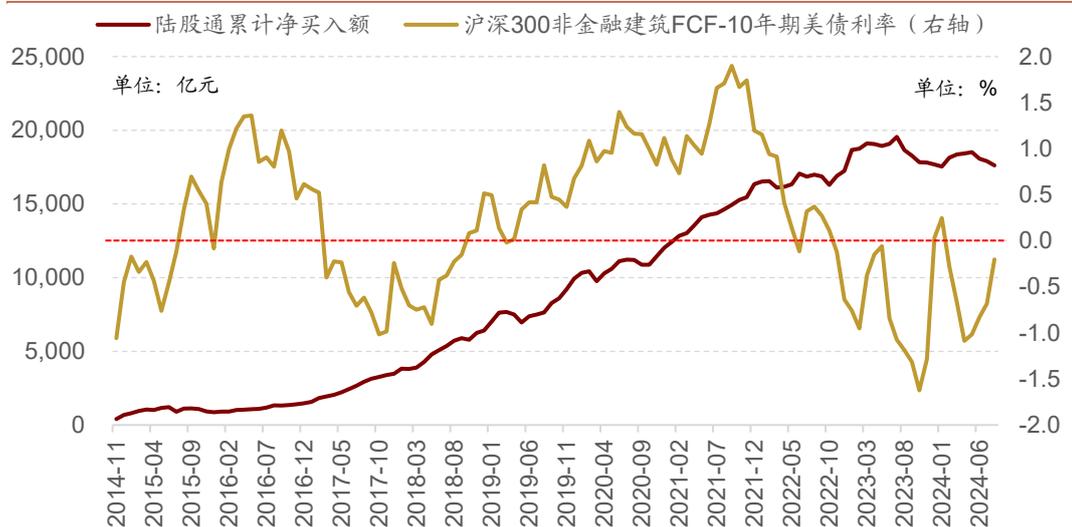
资料来源: Wind, 招商证券

第二, 美债收益率回落后, 外资可能重新回流。

自 2024 年四季度政策转向之后, 非金融上市公司的现金流量净额明显改善, 资本开支呈现持续下行。在未来经济稳定的假设之下, 沪深 300 非金融建筑的上市公司将会呈现经营流量净额稳步改善, 资本开支稳步下行的局面。如此一来, 沪深 300 非金融建筑的自由现金流收益率攀升至 4.5%, 年内将会攀升至 5.2%, 而考虑以 ROE 衡量的永续盈利增速之后, 到年底沪深 300 非金融建筑的 SIRR 将会攀升至 7.4%。

而下半年美联储重启降息的概率较大, 一旦美债收益率下行到 3% 以下, 沪深 300 非金融建筑板块 FCF 收益率相对美债收益率提升, 那么外资可能重新回到 A 股, 成为推动 A 股重估发生的重要力量。

图 75: 外资在美债收益率下行后可能会重新回到 A 股

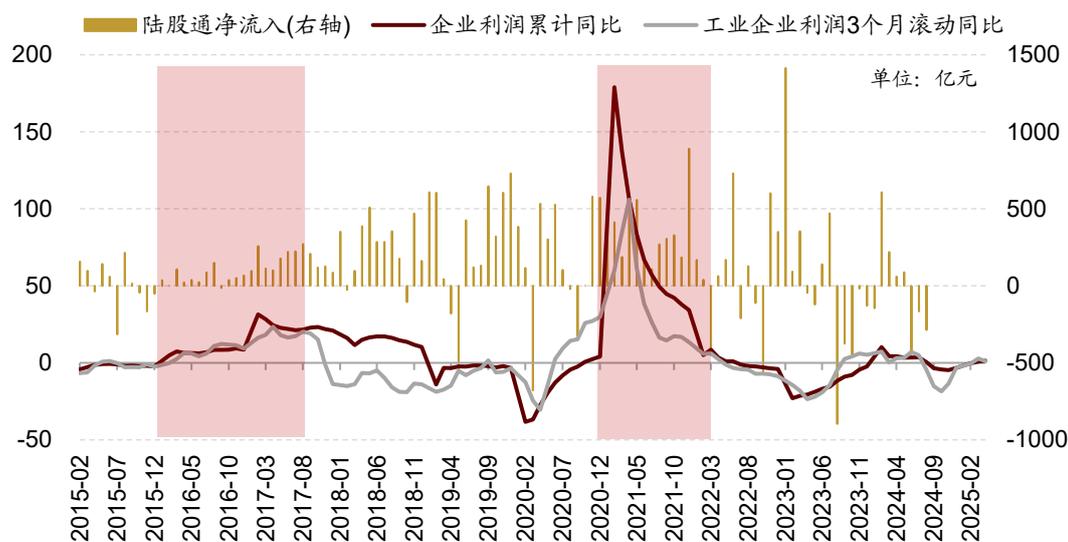


资料来源: Wind, 招商证券

第三, 关税政策增大了我国乃至全球的经济增长压力, 但国内政策空间仍大, 经济增长有韧性, 全年大概率能够实现经济增长目标。不过目前市场对经济增长的信心不足, 再加上 CPI、PPI 持续低位, 企业盈利短期承压, 一定程度制约了外资的回流。因此外资的持续流入或者说配置型外资的流入可能要等到 PPI 好转带动企业盈利改善, 时点大概率在四季度以后。

总结来说, 如果国内经济能够持续改善, 叠加美债收益率回落, 则可能驱动外资回流 A 股, 将对市场情绪形成明显提振, 从而吸引更多增量资金入市, 并推动市场从当前的小市值风格转向大盘风格。

图 76：长线外资回流 A 股或有待于企业盈利的改善（2018-2019 年的大幅流入一定程度与 A 股纳入国际市场指数并扩容有关）



资料来源：Wind，招商证券

4、总结

进入下半年后，外部流动性有望逐渐改善，预计美元指数可能延续相对弱势，美债收益率则从高位震荡到下行，待 9 月前后市场开始交易美联储降息预期将强化美元指数和美债利率下行趋势，从而逐渐有利于市场风险偏好提升和成长风格表现。下半年国内宏观环境大概率延续政策支持下的稳定增长、温和复苏状态，盈利改善的持续性有待观察。

今年以来在增量资金有限环境下，“红利+小盘成长”的市场进一步缩圈。要打破当前这种风格局面，可能需要有持续的增量资金流入。

情景一：宏观变量出现明显变化之前，可能延续私募基金主导的小盘风格，融资资金、散户等活跃资金跟随形成正反馈，推动指数上行。今年以来，私募基金形成了明显的赚钱效应，带动私募基金市场明显回暖。历史上看，私募基金、融资余额、散户资金存在显著的正向联动关系，尤其是在市场上行阶段具备相互强化的特征。展望下半年，在宏观变量出现明显变化驱动市场风格切换之前，私募产品的赚钱效应还能持续，则有望形成与小盘风格的正反馈，同时也会吸引融资资金、散户和短线 ETF 等活跃资金跟随，驱动小市值风格进一步演绎。

情景二：如果国内经济基本面能够持续改善，叠加美债收益率回落，可能吸引外资回流，并带动基金发行回暖形成正反馈，驱动市场转向大盘风格。在当前外资对 A 股配比已经来到历史低位的情况下，如果下半年美元指数和美债收益率回落，将有利于外资回流。节奏上，长线外资的流入可能要等到 PPI 好转带动企业盈利改善，时点大概率在四季度以后。

综合来说，展望下半年，短期市场可能延续私募基金主导的小盘风格；直到外部流动性改善、经济基本面回暖进一步确认，外资可能回流，届时将引导市场逐渐转向大盘成长风格，拐点可能在四季度。

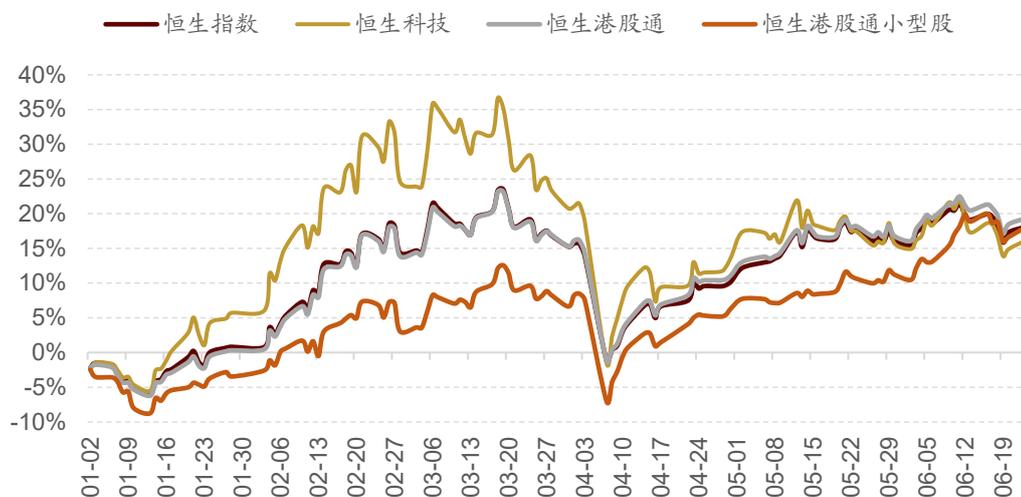
四、港股策略：资金足、结构优带来的结构性牛市

1、上半年港股市场简要复盘

港股年初至今呈现震荡上行的走势，具体可以拆分为四阶段行情：

- 1) 年初至三月中旬，DeepSeek 带来的中国科技资产重估，港股市场普涨，其中恒生科技领涨。
- 2) 三月中旬至四月初，美国在全球范围内掀起关税战，全球风险资产受到压制，港股抹去年内全部涨幅。
- 3) 四月中旬至五月中旬，中美在关税问题上逐渐达成共识，港股逐步修复。
- 4) 五月中旬至今，Hibor 位于历史最低水平，市场流动性充裕，指数横盘但小盘股表现较好。

图 77：港股主要指数年初至今涨跌幅

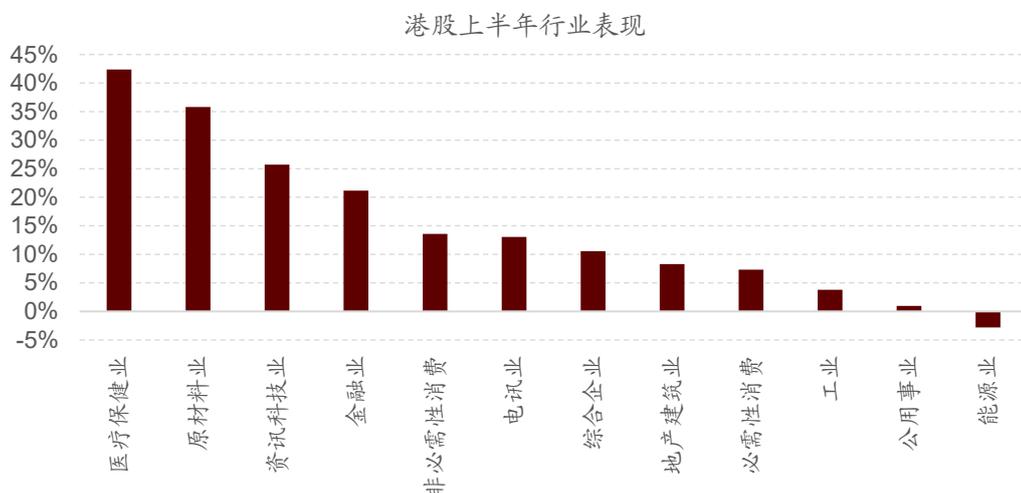


资料来源：Wind、招商证券

注：成交额数据取自 2025/1/1-2025/6/20

分行业看，港股上半年的涨幅较为集中。其中医药板块表现最优，先后经历了 2 月初的估值修复，以及 5 月以来大额 BD 催化的基本面驱动行情，整体表现一枝独秀；原材料行业主要受益于黄金价格突破历史新高；作为哑铃策略的两端，金融与科技板块均有较为可观的涨幅。而传统行业的表现较为平淡，能源业由于原油与煤炭价格拖累，在普涨的市场中录得 2.8% 的跌幅。

图 78：港股上半年行业涨跌幅



资料来源：Wind、招商证券

注：成交额数据取自 2025/1/1-2025/6/20

2、下半年港股市场展望：资金足、结构优带来的结构性牛市

总体来看，下半年港股市场在增量资金足、行业结构优的环境下，有望再度走出结构性牛市。

从资金角度看，港股市场相较于 A 股市场交易集中度高，更多的增量资金集中在头部的少数标的，资金的“抱团”行为更加坚实，往往在上涨时能打出锐度，而 A 股的增量资金相对较为有限，更多表现为轮动行情，并且小微盘成交额占比达历史新高。南向资金是本轮港股牛市的重要推手，并且其中机构参与程度大幅提升，往后看南向资金有望延续净流入趋势。此外，即将到来的美元降息周期也更加利好香港市场，历史上港股市场表现与美元指数高度负相关，美元降息周期中港股往往表现较好，主要由于美元潮汐以及香港的联系汇率制度。

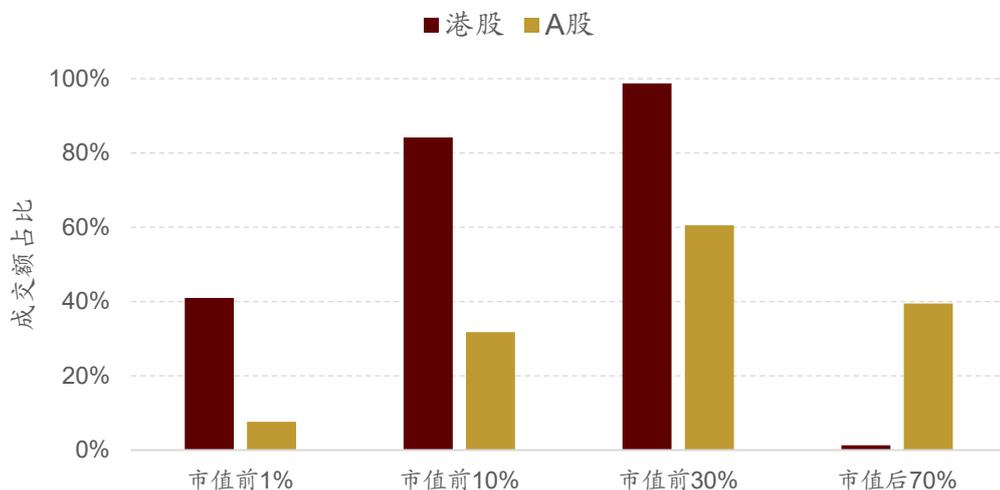
从行业组成来看，A 股行业覆盖更加平衡、港股更加聚焦金融与科技。港股“新经济”含量更高，且“新经济”行业资产更轻。在当前地产仍待企稳信号、制造业产能利用率下滑、地方基建项目开工较缓的背景下，传统老经济增长空间相对有限，投资者更加关注科技、新消费等“新经济”带来的结构性机会。整体来看，港股市场新、老经济各占一半，老经济主要集中在银行与保险等金融行业，而 A 股老经济占比 58%。宏观稳增长背景下，结构更新的港股市场可能存在更多机会。

风格展望方面，建议 6-8 月更多关注受益于流动性的偏中小市值风格，9 月后再度回红利+大盘科技的哑铃策略。主要催化因素有：1) 6-8 月，海外存在较多不确定性，可能对港股市场估值产生压制。2) 偏中小市值风格更受益于当前宽松的流动性环境。3) 8 月基本面催化可能较为密集。

(1) 资金结构：港股更多的增量资金作用于更为集中的头部标的

相较于 A 股市场，港股市场的交易集中度非常高。港股主板中市值前 1% 的 24 只个股占据市场 40% 的成交额，99% 的成交额集中在市值排名前 30% 的股票上。而 A 股市场小盘股的交易活跃度较高，市值前 1% 的 54 只个股仅占市场成交额的 8%，而市值排名 70% 以后的个股总市值均不超过 100 亿，却获得了市场中 40% 的交易活跃度。

图 79：港股市场交易集中度高，而 A 股小市值标的成交十分活跃

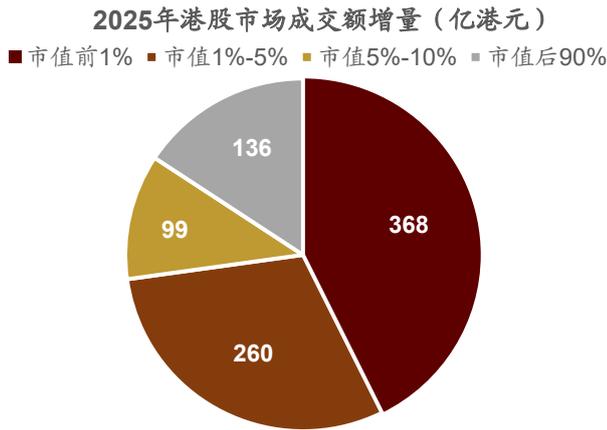


资料来源：Wind、招商证券

注：成交额数据取自 2025/1/1-2025/6/20

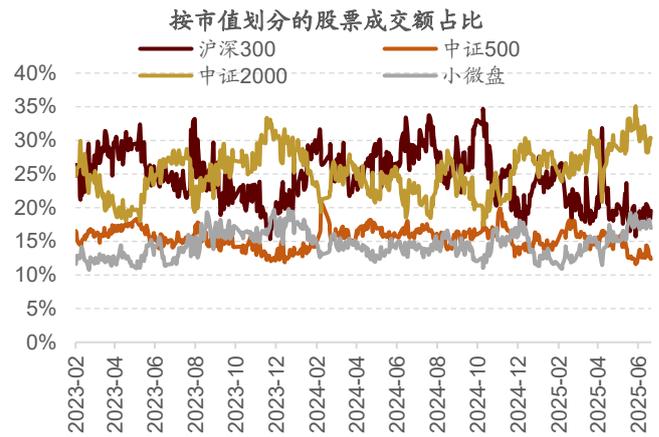
港股增量资金集中力量办大事，A 股增量资金不足时容易产生轮动行情。2025 年港股市场在科技资产重估热潮与南向资金快速涌入的背景下活跃度显著提升，日均成交额上升至 1885 亿港元，相较于 2024 年的 1023 亿港元有显著增加。并且港股市场成交额增量主要来自于头部公司，市值前 10% 的公司贡献了 85% 的成交额增量。而 A 股方面增量资金略有不足，市场成交额始终徘徊在 1 万亿附近，并且小微盘的占比来到历史新高，行情轮动速度加快。

图 80: 港股增量资金集中在头部公司



资料来源: Wind、招商证券

图 81: A股增量资金不足, 小微盘成交额占比上升



资料来源: Wind、招商证券

(2) 南下资金有望延续净流入趋势

南向资金的大量流入是港股资金面的坚实支撑。从总量上来看,南向资金持续流入港股市场,2025年至今已流入6535亿港元,2020年以来更是累计净流入3万亿港元。从影响力来看,南向资金占港股成交额比重持续上升,目前香港市场超四成的成交额由南向资金贡献。

图 82: 南向资金持续流入港股市场



资料来源: Wind、招商证券

图 83: 南向资金占港股成交额比重持续上升



资料来源: Wind、招商证券

从流入方向看,南向资金主要采取红利+科技的“哑铃”策略。将南向资金拆分至大类行业,可以发现今年以来南向资金的流入具有明显的红利+科技的哑铃特征,第一大流入方向为非必须性消费(主要为阿里、美团等互联网大厂),而以高股息属性著称的金融业也获得了超过2000亿港元的净买入。相比之下,其他方向的外向资金流入则较为有限。

表 11: 南向资金净买入方向估算

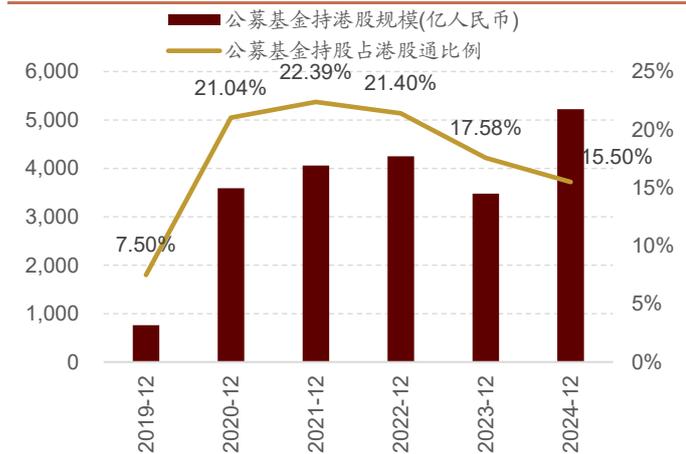
	1月	2月	3月	4月	5月	6月
综合企业	11	-1	7	15	5	14
公用事业	69	57	53	107	14	35
地产建筑业	64	3	99	59	5	40
金融业	413	309	529	305	330	256
电讯业	128	90	125	70	85	5
医疗保健业	42	134	158	322	83	197
资讯科技业	990	134	307	276	-436	-324
非必需性消费	-36	703	769	736	82	200
工业	37	13	75	86	0	75
必需性消费	41	5	5	21	6	33
原材料业	36	18	119	63	0	12
能源业	142	-13	42	150	102	103

资料来源: Wind、招商证券

注: 净买入金额采用港股通持仓变化*区间成交金额测算, 估算值可能存在误差

从结构来看, 南向资金存量主要为个人投资者。在港股通中, 截止 2024 年末, 公募基金持股规模 5222 亿人民币, 占港股通持股总规模的比例为 15.5%, 此前在 2020-2022 年期间, 占比超过 20%。保险也是港股通投资中的重要机构投资者, 2017 年 6 月证监会消息显示, 当时保险资金通过港股通投资港股规模占保险全部股票投资的比例约为 16.23%。近些年保险大举加仓港股银行股, 预计该比例进一步提升。假设保险机构的股票投资中 20% 为通过港股通投资港股的规模, 则据此计算, 2024 年末, 保险机构所持港股通市值在港股通全部持股规模中占比为 14.4%。

图 84: 港股通中公募基金规模占比



资料来源: Wind、招商证券

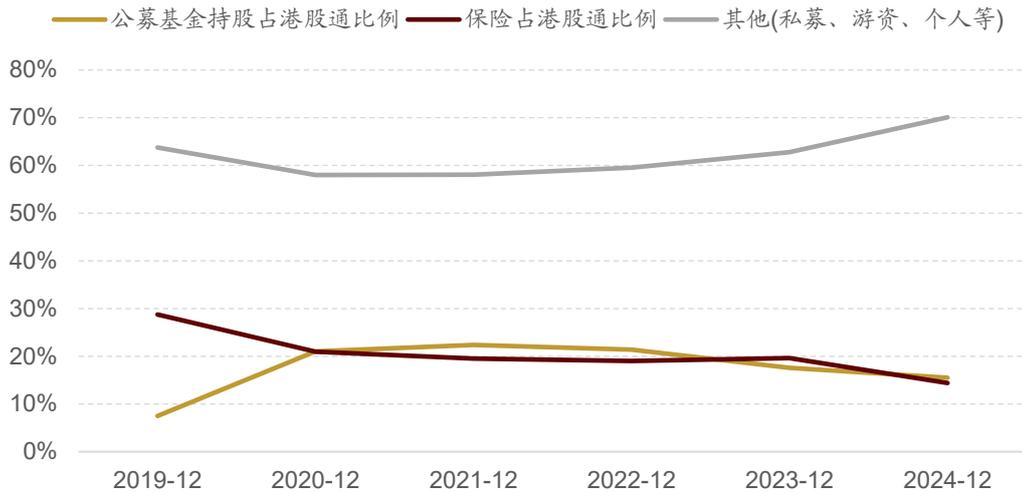
图 85: 港股通中保险资金规模占比



资料来源: Wind、招商证券

注: 保险的股票投资中, 港股投资占比按照 20% 估算

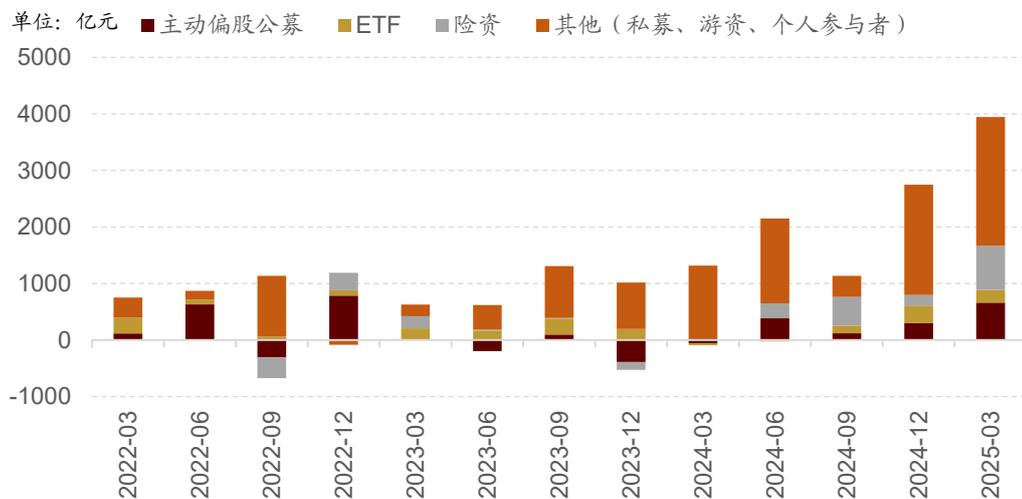
图 86: 过去个人投资者可能是南向资金的主力



资料来源: Wind、招商证券

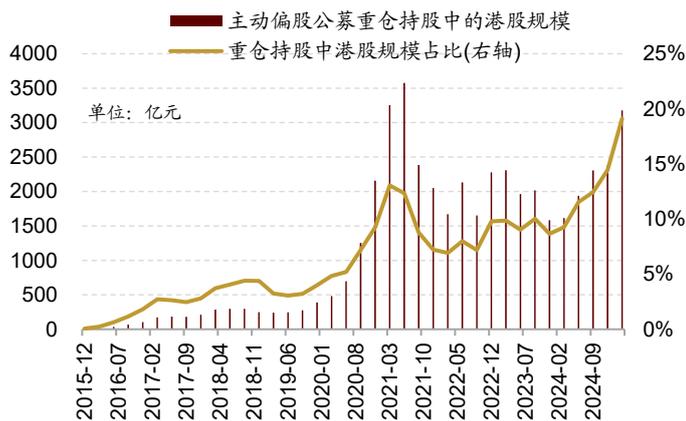
从结构来看,本轮行情南向资金中机构参与度提升。与过去不同的是,在今天的行情中,机构投资者成为南向资金的主要力量。公募基金方面,截至 2025 年一季度数据,公募基金重仓持股中港股的规模达 3178 亿元,持仓占比也达到 19% 的新高,同时腾讯首次超越宁德时代,成为公募第一大重仓股。险资方面,港股的高股息资产仍然具有较高的配置价值,今年以来险资频繁举牌港股银行,按照权益资产中 20% 的港股配置比例估算,一季度险资对于港股的增持超 700 亿。

图 87: 本轮行情南向资金中机构参与度增加



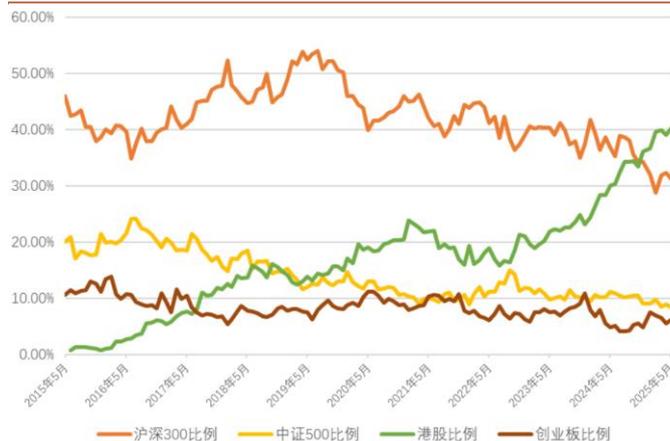
资料来源: Wind、招商证券

图 88: 公募基金对于港股配置比例不断提升



资料来源: Wind、招商证券

图 89: 私募基金对港股配置比例不断提高



资料来源: 华润信托、招商证券

注: 此处仅统计华润信托阳光私募指数成分基金, 可能与全部私募持仓存在偏差

(3) 港股更受益于弱美元，享受降息周期带来的估值提升

整体来看，港股走势与美元指数相关性更高。从历史表现来看，港股走势与美元指数具有强相关性，2015 年以来相关系数为 -0.96，美元指数走低期间港股市场的表现往往较好，而 A 股市场走势与美元指数相关性相对较弱。

图 90: 港股与美元指数强相关



资料来源: Wind、招商证券

图 91: A 股与美元指数的相关性较弱



资料来源: Wind、招商证券

港股市场与美元指数的高度相关，主要由于美元潮汐以及香港的联系汇率制度。一方面，当美元走弱时，出于对更高回报的追求，资金倾向于由美国市场回流至全球其他市场，特别是经济增长潜力较强的新兴市场，这一被称为“美元潮汐效应”的资金流动模式便会显现。作为与中国经济密切关联、且流动性优异的离岸市场，香港股市常常是国际资金流入的重要目标之一，海外增量资金的流入对指数有支撑。另一方面，香港采取盯住美元的联系汇率制度，在美国降息周期时香港市场也将处于“宽货币”的状态，低利率及充裕的流动性利好股票市场。A 股方面，由于外资在 A 股的定价权弱于在港股市场，且中美利率政策并不同步，因此弱美元阶段港股会更大程度受益于宽松的美元流动性。

图 92: 香港利率跟随美国利率变动

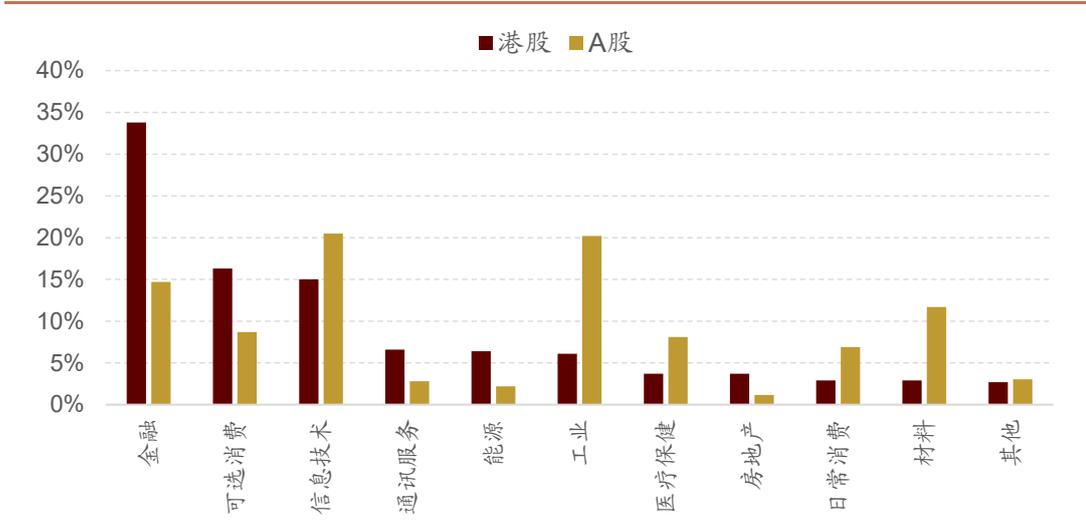


资料来源: Wind、招商证券

(4) 港股市场结构更优: 全面的工业指数 VS 新经济指数

从行业组成来看, A 股行业覆盖更加平衡、港股更加聚焦金融与科技。从万得一级行业来看, 金融业为港股第一大权重, 占比达到 34%, 可选消费(主要为阿里、美团等平台经济)占比 16%, 信息技术占比 15%。A 股行业覆盖更加均衡, 前四大行业分别为信息技术(21%)、工业(20%)、金融(15%)、材料(12%)。

图 93: 港股与 A 股行业分类对比

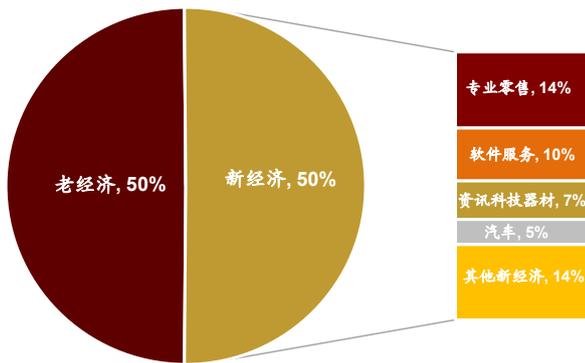


资料来源: Wind、招商证券

港股“新经济”含量更高。在当前地产仍待企稳信号、制造业产能利用率下滑、地方基建项目开工较缓的背景下, 传统老经济增长空间相对有限, 投资者更加关注科技、新消费等“新经济”带来的结构性机会。整体来看, 港股市场新、老经济各占一半, 老经济主要集中在银行与保险等金融行业, 而 A 股老经济占比 58%。

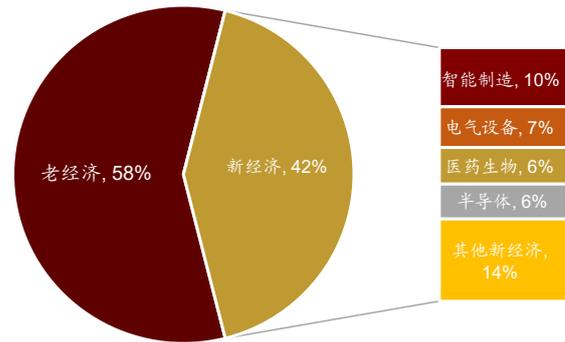
港股“新经济”行业资产更轻。港股的新经济组成主要为平台型的互联网公司、消费电子和智能汽车公司, 整体来看资产相对较轻。相比之下 A 股的新经济更加聚焦硬科技, 制造的占比相对更高, 典型的代表如智能制造、电气设备和半导体。

图 94: 港股行业分布



资料来源: Wind、招商证券
注: 数据截至 2025 年 6 月

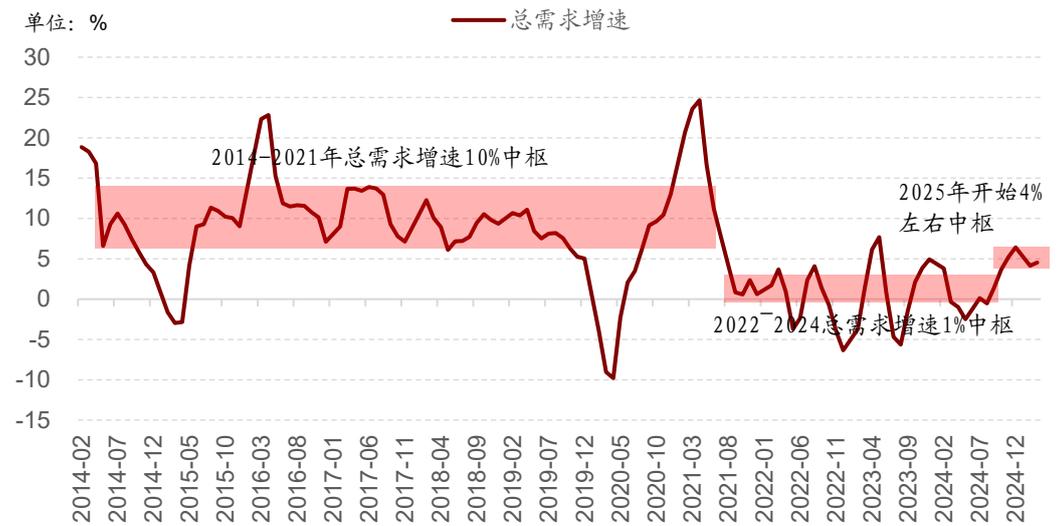
图 95: A 股行业分布



资料来源: Wind、招商证券
注: 数据截至 2025 年 6 月

宏观稳增长背景下，结构更新的港股市场可能存在更多机会。如前文所分析，自去年第四季度以来，总需求增速触底维持在约 4% 左右的小幅波动，这或将成为中国经济未来较长时期内的“新常态”。也就是说，总需求增长既有政策托底防止大幅下滑，也因房地产和出口压力限制了向上的弹性。由此，中国经济正从以大周期波动为特征的阶段，逐步迈向一个稳定增长、低波动的新阶段。在总需求稳定的背景下，与宏观经济联系更加密切的老经济较难保持高增速，而结构更新的港股市场可能存在更多机会。

图 96: 中国经济在 2024 年四季度结束三年需求回落周期，进入到一个平稳的新常态



资料来源: Wind, 招商证券

(5) 关于 AH 溢价的再思考

历史上，A 股相对 H 股的溢价基本是长期存在的，恒生 AH 溢价指数长期处于 100 以上。导致 AH 溢价的因素有很多，包括市场流动性、投资者结构、交易机制等。2024 年以来 AH 溢价的快速收窄主要受益于南下资金的持续大规模流入，带动港股市场流动性改善。当前 AH 溢价指数已经来到 2020 年以来的历史低位，未来 AH 溢价进一步收窄还是触底回升，主要有以下几个考量因素。

第一，南下资金流向。如果市场当前持续资产荒，红利+赛道主题轮动风格延续，则南下资金可能继续涌入港股，进一步改善港股市场流动性，从而带动 AH 溢价向下靠近 2019-2020 年的低点。

图 97：2024 年以来 AH 持续收窄



资料来源：Wind、招商证券

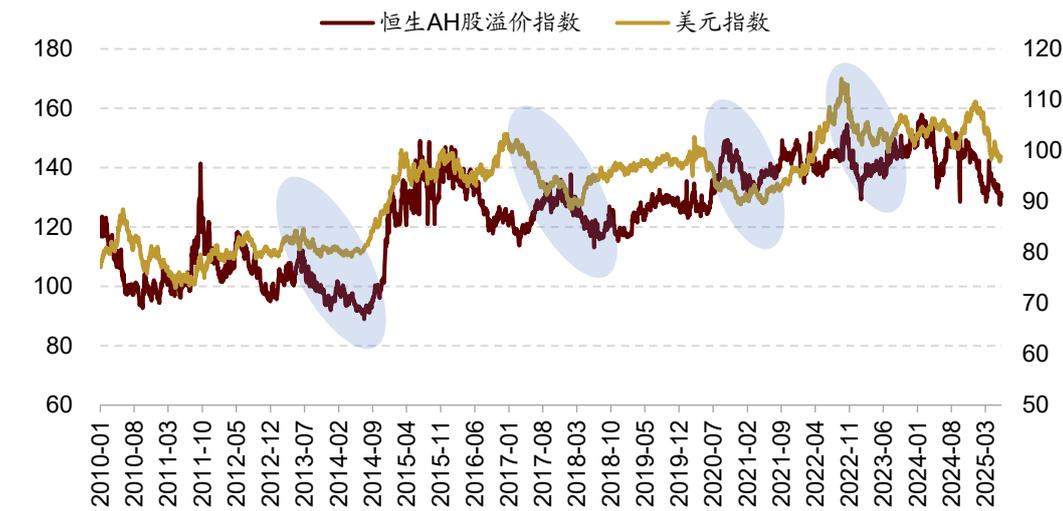
图 98：2024 年以来 AH 溢价与南下资金节奏高度相关



资料来源：Wind、招商证券

第二，美元指数回落过程将有利于 AH 溢价收窄，主要是美元指数回落后，港股相比 A 股表现出更大的弹性。往后去看，美元指数大概率延续弱势，将有利于 AH 溢价的收窄。

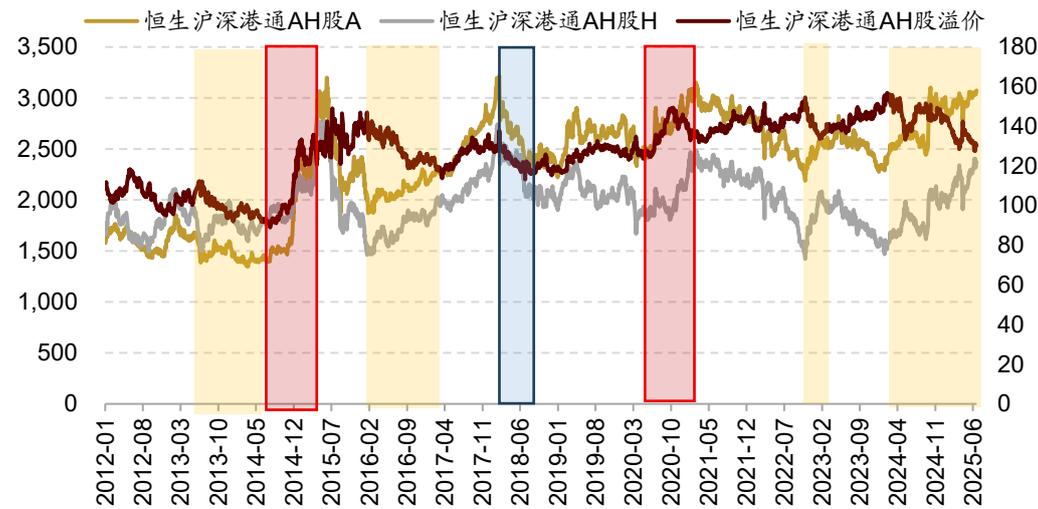
图 99：美元指数回落往往带动 AH 溢价收窄



资料来源：Wind、招商证券

第三，2013 年以来，AH 溢价的收窄主要是通过港股涨幅超过 A 股来实现的（图中黄色区域），也就是说，恒生 AH 溢价收窄，多对应了 A 股和港股上涨，这些阶段基本也对应了美元指数回落。但是在牛市进入到加速阶段后，A 股往往跑赢港股而导致溢价率扩大，比如 15 年、20-21 年（图中红色区域）。往后去看，国内货币政策力度以及美联储降息节奏可能是影响 AH 溢价走势的一个重要因素。

图 100: 2024 年以来 AH 溢价收窄的背后是港股涨幅超过 A 股 (图中黄色区域)



资料来源: Wind, 招商证券

第四, 越来越多优质 A 股公司在港股上市, 为港股带来更多投资机会。目前已经提交港股上市申请的 A 股还有 30 多家, 这些公司有望在下半年陆续在港股上市。今年以来, 多家优质 A+H 公司上市后, 港股估值高于 A 股, 这可能成为未来推动 AH 溢价收窄的一个因素。

表 12: A 股上市公司计划赴港上市申请情况 (截至 2025.6.23)

证券简称	A 股代码	申万一级行业	A 股上市日期	A 股总市值(亿元,2025/5/30)	提交的港股上市申请时间	申请状态
迈威生物	688062.SH	医药生物	2022-01-18	94.71	2025-01-06	处理中
国际实业	000159.SZ	电力设备	2000-09-26	25.57	2025-01-13	处理中
均胜电子	600699.SH	汽车	1993-12-06	250.33	2025-01-16	处理中
安井食品	603345.SH	食品饮料	2017-02-22	245.78	2025-01-20	通过聆讯
百利天恒	688506.SH	医药生物	2023-01-06	1207.73	2025-01-21	处理中
天岳先进	688234.SH	电子	2022-01-12	257.83	2025-02-24	处理中
先导智能	300450.SZ	电力设备	2015-05-18	312.14	2025-02-25	处理中
江波龙	301308.SZ	电子	2022-08-05	298.35	2025-03-21	处理中
蓝思科技	300433.SZ	电子	2015-03-18	1010.01	2025-03-31	通过聆讯
东鹏饮料	605499.SH	食品饮料	2021-05-27	1664.04	2025-04-03	处理中
南华期货	603093.SH	非银金融	2019-08-30	79.37	2025-04-17	处理中
中伟股份	300919.SZ	电力设备	2020-12-23	291.15	2025-04-22	处理中
三只松鼠	300783.SZ	食品饮料	2019-07-12	111.48	2025-04-25	处理中
广和通	300638.SZ	通信	2017-04-13	199.17	2025-04-25	处理中
纳芯微	688052.SH	电子	2022-04-22	260.54	2025-04-25	处理中
剑桥科技	603083.SH	通信	2017-11-10	97.78	2025-04-28	处理中
晶澳科技	002459.SZ	电力设备	2010-08-10	302.50	2025-04-28	处理中
赛力斯	601127.SH	汽车	2016-06-15	2221.70	2025-04-28	处理中
三一重工	600031.SH	机械设备	2003-07-03	1595.84	2025-05-22	处理中
牧原股份	002714.SZ	农林牧渔	2014-01-28	2209.14	2025-05-27	处理中
紫光股份	000938.SZ	计算机	1999-11-04	687.28	2025-05-29	处理中
杰华特	688141.SH	电子	2022-12-23	134.51	2025-05-30	处理中
大族数控	301200.SZ	机械设备	2022-02-28	155.48	2025-05-30	处理中
和辉光电	688538.SH	电子	2021-05-28	325.05	2025-04-23	处理中
兆易创新	603986.SH	电子	2016-08-18	745.74	2025-06-19	处理中
兆威机电	003021.SZ	电力设备	2020-12-04	247.55	2025-06-18	处理中
美格智能	002881.SZ	通信	2017-06-22	112.97	2025-06-18	处理中

宇信科技	300674.SZ	计算机	2018-11-07	163.41	2025-06-18	处理中
视源股份	002841.SZ	电子	2017-01-19	229.82	2025-06-17	处理中
新奥股份	600803.SH	公用事业	1994-01-03	587.21	2025-06-16	处理中
沃尔核材	002130.SZ	电子	2007-04-20	245.68	2025-06-16	处理中
广合科技	001389.SZ	电子	2024-04-02	203.35	2025-06-11	处理中

资料来源: ifind, 招商证券

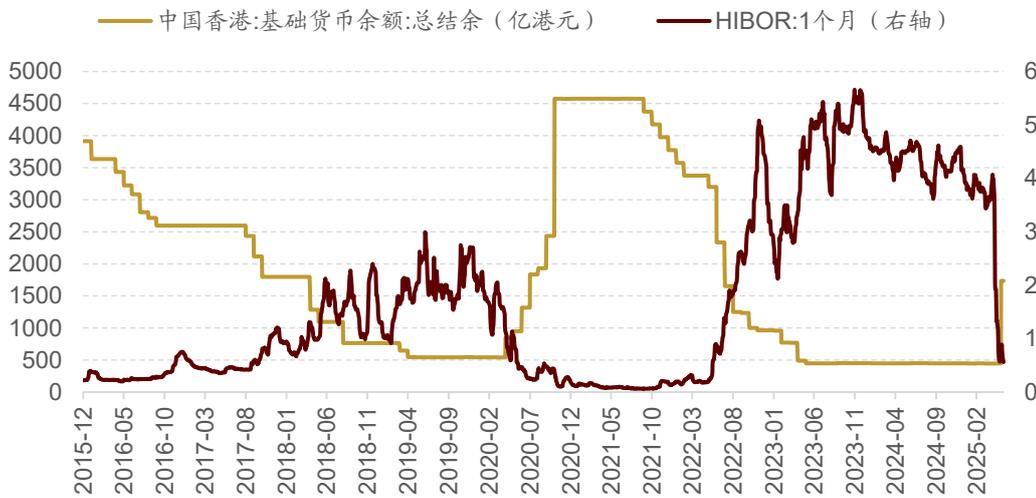
(6) 风格展望与行业推荐

风格展望方面, 建议 6-8 月更多关注受益于流动性的偏中小市值风格, 9 月后再度回红利+大盘科技的哑铃策略, 主要原因如下:

1) 6-8 月, 海外存在较多不确定性, 可能对港股市场估值产生压制。最大的不确定性来自于特朗普政府对于关税问题的反复, 上半年全球市场饱受其困扰, 目前虽然阶段性缓解, 但世界其他地区的关税税率将于 7 月份正式确认、8 月份则是中美关税暂缓的最后期限, 或将进行新一轮谈判。此外, 美联储降息节奏仍然存在摇摆, 9 月的议息会议或将定调降息周期开始时点。

2) 偏中小市值风格更受益于当前宽松的流动性环境。5 月初港币触及强方兑换保证后, 香港金管局维稳汇率释放大量流动性, 稳定了即期汇率, 但也导致香港银行体系港元流动性过于充裕。银行体系总结余大幅增加, 截至 5 月底香港基础货币余额中收市总结余项目大幅增加至 1734 亿港元, 充裕的资金供给使得香港银行同业拆借利率显著下降, 隔夜 HIBOR 甚至跌至历史新低。而偏中小市值风格更受益于当前宽松的流动性环境, 恒生中小型股指数 5 月中旬至今较恒生指数超额收益明显, 后续看中小盘风格有望延续。

图 101: 充裕的流动性使得 HIBOR 快速下行



资料来源: Wind, 招商证券

3) 8 月基本面催化可能较为密集。往后看, 八月中旬港股头部科技公司业绩披露, 其收入、利润、OPEX 等核心指标是验证 AI 景气、开启新一轮科技行情的重要推手; DeepSeek R2、智能驾驶等新产业趋势的突破也有望助力科技板块重回上升区间。

行业推荐方面, AI 与红利仍然作为配置的基本盘, 此外需要关注创新药、智能驾驶等方向的机会。

五、2025 年下半年股市流动性展望

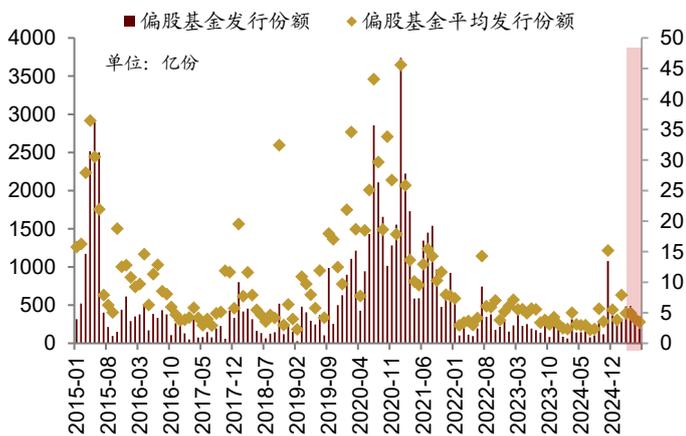
风险偏好回暖下的供需双向改善。展望 2025 年下半年，随着外部流动性改善和国内政策进一步发力，市场风险偏好将继续回暖，资金供给端的规模有望较 2025 年上半年继续改善，其中私募、融资、个人投资者、行业 ETF 在市场风险偏好改善阶段有望继续活跃；若经济基本面在政策发力下迎来实质性改善，外资也有望回流。资金需求端在市场改善后整体小幅回升，IPO、再融资、股东减持等或较 2025 年上半年小幅回升。综合供需测算，2025 年下半年 A 股资金或净流入约 5000 亿元。

1、资金供给端：私募基金主导、融资资金、散户等活跃资金跟随

➤ 主动基金

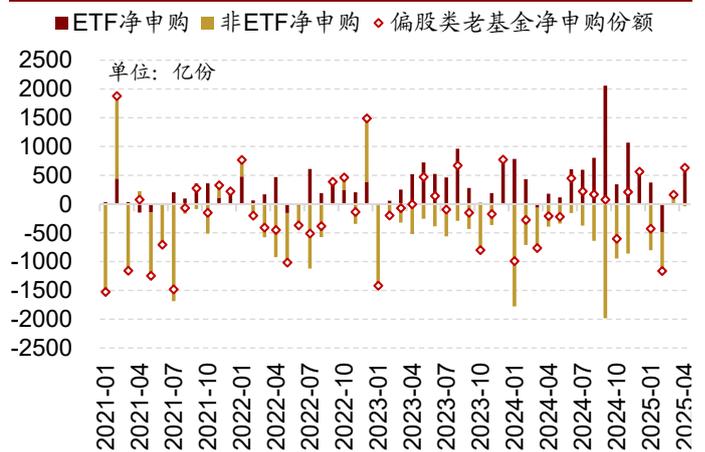
2025 年以来，权益市场表现向好，投资者风险偏好也有所提升，推动主动基金业绩回暖，公募基金发行整体低位回升。截止 6 月 20 日，2025 年上半年主动偏股类公募基金共发行 311 亿份。2025 年上半年主动偏股类老基金由 1-2 月净赎回转为 3-4 月净申购。综合考虑老基金净申购，则 2025 年 Q1 主动偏股公募基金贡献增量资金约-718 亿元。

图 102：主动偏股公募基金发行仍处于相对低位



资料来源：Wind、招商证券

图 103：2025 年 3-4 月主动偏股老基金转为净申购



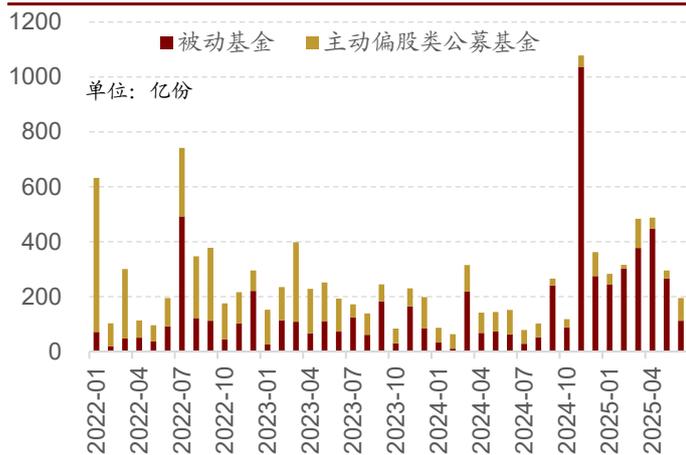
资料来源：Wind、招商证券

展望 2025 年下半年，预计主动基金发行规模与 2024 年下半年接近，假设按照月均 50 亿的规模计算，则下半年新发主动基金为 300 亿元。老基金申赎方面，预计 2025 年下半年主动基金赎回情况会有所放缓，申购赎回或保持均衡。综合考虑新发行与老基金申赎，估算 2025 年下半年主动基金贡献增量资金为 300 亿元。

➤ 被动基金

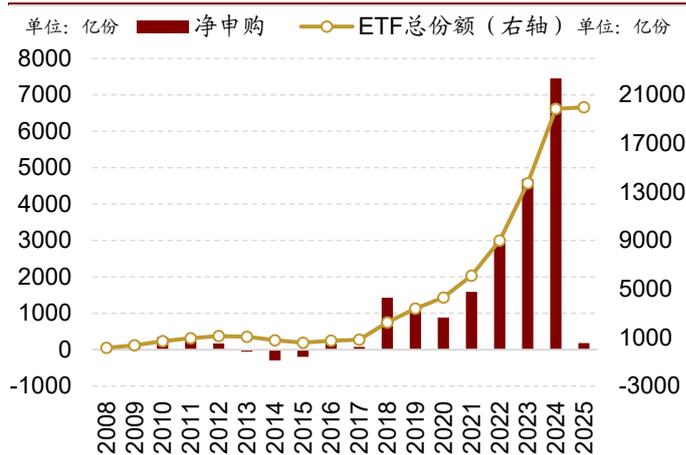
2025 年以来，被动基金发行延续火热，1-6 月包含 ETF 联接基金在内的被动基金整体新发规模合计 1749 亿元，占全部新发偏股基金比重为 85%，较去年同比增长 279%，被动化趋势延续。今年以来股票型 ETF 整体未能成为市场主力增量资金，1-6 月 ETF 仅净申购 180 亿份，对应净流入 181 亿元。综合考虑新发行被动基金，则 1-6 月被动基金贡献增量资金约 1629 亿元。需要说明的是，因为 ETF 联接基金在建仓期会将股票组合换购成目标 ETF，并体现为 ETF 申赎带来的份额变动，故为了避免重复，这里统计增量资金时的被动基金发行规模不包含 ETF 联接基金。

图 104: 今年以来被动基金发行仍然占据绝对比例



资料来源: Wind、招商证券

图 105: 2025 年 1-6 月股票型 ETF 小幅净申购

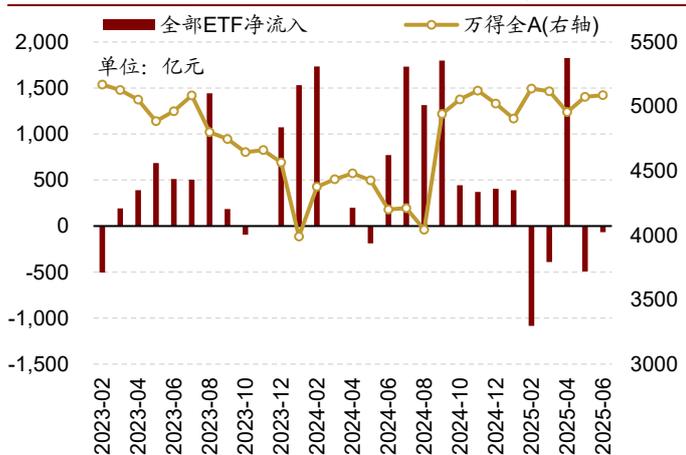


资料来源: Wind、招商证券

从结构上看，股票型 ETF 资金迎来分化：规模指数型 ETF 净流出，行业主题 ETF 逆势吸金。截至 6 月 20 日，规模指数型 ETF 净流出 435 亿元，而行业指数 ETF 净流入 615 亿元，资金偏好行业主题 ETF 反映出投资者对结构性机会的追逐，行业类 ETF 成为参与热点轮动和产业趋势的重要工具。

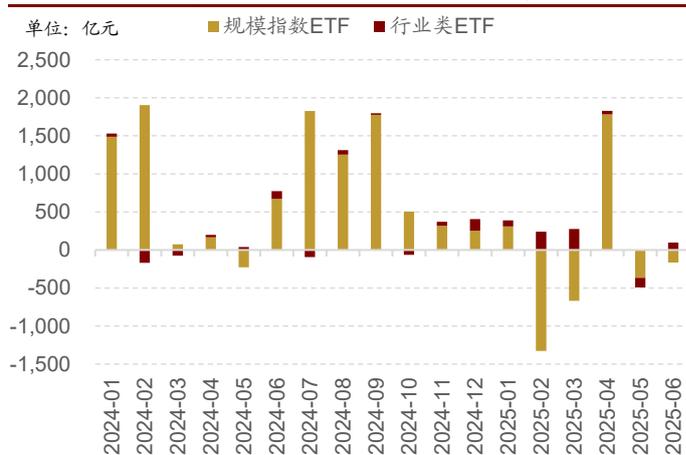
展望 2025 年下半年，若市场震荡上行，股票型 ETF 整体有望小幅净流入，结构上宽基指数 ETF 或有望继续净赎回，但行业类 ETF 有望继续净申购，为市场贡献结构性增量资金。按照上半年 ETF 月均 30 亿元净流入估算，同时考虑上半年被动指数基金月均发行 229 亿元，则 2025 年下半年被动基金有望净流入约 1500 亿元。

图 106: 2025 年以来股票型 ETF 整体小幅净流入



资料来源: Wind、招商证券

图 107: 2025 年行业类与规模指数类 ETF 净流入分化



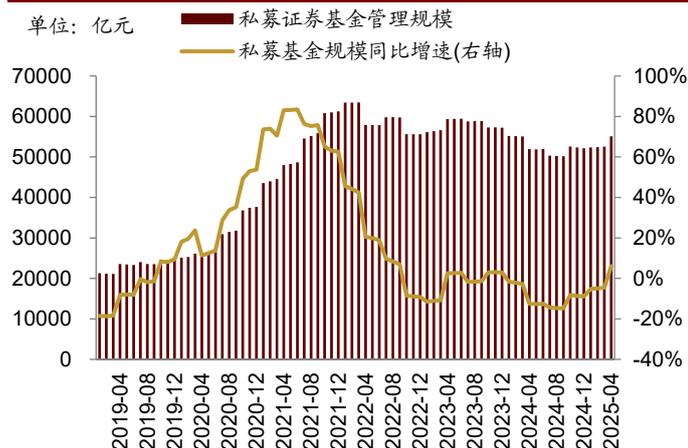
资料来源: Wind、招商证券

➤ 私募基金

2025 年中国私募基金市场显著回暖，新增备案规模及产品数量均呈现强劲增长态势。截至 2025 年 4 月，私募证券投资基金管理规模 5.51 万亿元，同比上升 6.06%，较年初扩大 2968 亿元。截至 2025 年 4 月，年内累计备案私募证券产品达 3565 只，同比增长 39.86%，其中 4 月单月备案 1189 只，同比增速高达 41.38%，结合 4 月市场受关税影响大跌背景，说明高净值个人投资者 4 月逆势布局力度明显加大。

从策略分布来看，股票量化策略市场热度较高。根据私募排排网数据，2025 年以来量化私募产品备案总数达 1930 只，占全市场私募证券产品备案总量的 44.26%，股票策略中的量化产品主要来自于指数增强策略（股票量化多头），年内备案产品 850 只，占到备案股票量化产品总量的 63.48%。

图 108: 私募证券投资基金规模继续回升



资料来源: Wind、招商证券

展望 2025 年下半年, A 股有望继续企稳回升, 私募基金有望继续为市场贡献增量资金, 尤其是量化策略有望为小微盘股提供流动性, 从而形成小微盘风格增量资金与赚钱效应的正反馈。假设 2025 年私募证券投资基金规模同比增速回升至 10% 附近, 私募仓位以当前水平为基础, 则据此估算, 2025 年下半年私募证券投资基金可能贡献增量资金 1084 亿元。

► 保险资金

2025 年以来, 中国保险行业保费收入增速明显放缓, 尤其人身险领域表现疲软, 主要由于预定利率下调的滞后效应。2024 年人身险产品预定利率从 3.0% 下调至 2.5%, 消费者为锁定高收益集中投保, 导致需求被提前消耗。经济增速放缓背景下, 居民可支配收入增长有限, 保险作为非必需支出被压缩。截至 2025 年 Q1, 保险资金运用余额 34.9 万亿元, 同比增速 17%; 较年初增长了 5%。其中投资股票和基金的比例 12.79%, 相比年初提升了 0.44%。据此估算, 2025 年 Q1 保险资金贡献增量资金约 1286 亿元。

展望 2025 年下半年, 预计保费收入和保险资金运用余额预计保持温和增长, 假设全年保险资金运用余额规模增速 5%, 股票投资比例以目前的 8.07% 计算, 则 2025 年下半年有望带来增量资金约 1400 亿元。

图 110: 2025 年以来保费收入增速有所放缓



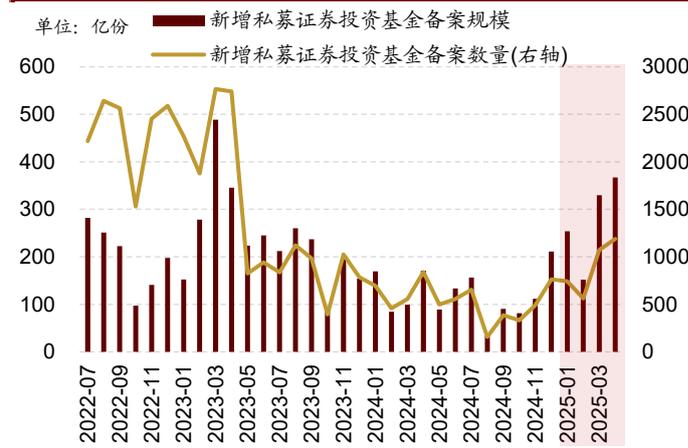
资料来源: Wind、招商证券

► 境外资金

2025 年上半年受关税扰动和国内经济预期变化的影响, 外资集中在年初 1-2 月增持中国股票。根据交易所公布的一季度北向资金持股明细, 我们估算 2025Q1 北向资金净流入 A 股 134 亿元。

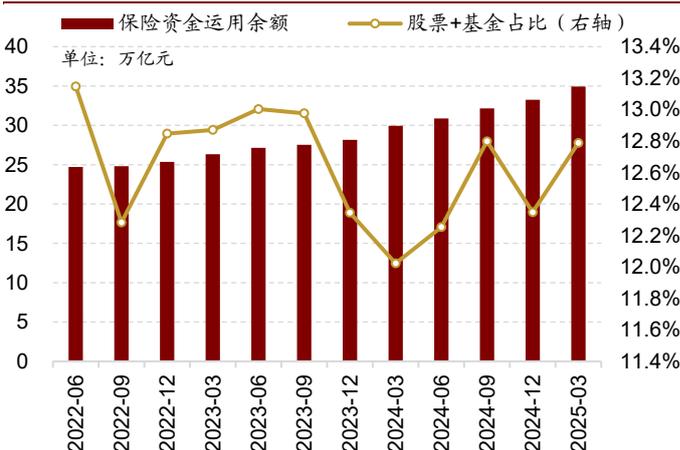
展望 2025 年下半年, 预计美联储将逐步降息, 预计美元指数和美债收益率将继续震荡下行。外围流动性环境边际改

图 109: 私募基金新增备案情况



资料来源: Wind、招商证券

图 111: 2025 年 Q1 险资股票投资比例继续回升



资料来源: Wind、招商证券

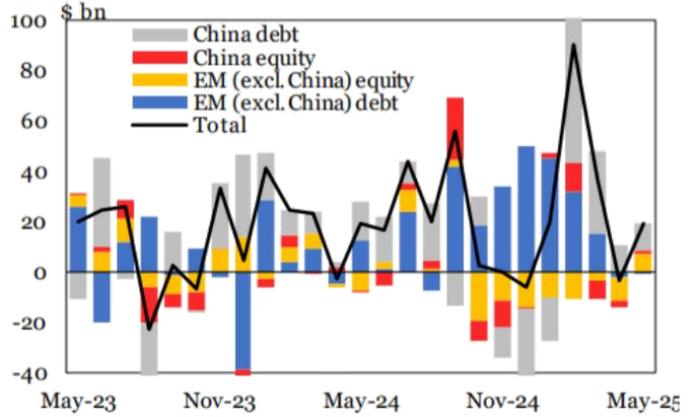
善，外资有望维持净流入趋势。保守估计境外机构和个人持有境内股票资产占流通市值比重提升 0.1%，预计 2025 年下半年，外资净流入约 800 亿元。

图 112: 25Q1 外资持股占 A 股流通市值比重继续回升



资料来源: Wind、招商证券

图 113: 2025 年外资仅 1、2、5 月小幅净流入中国股市

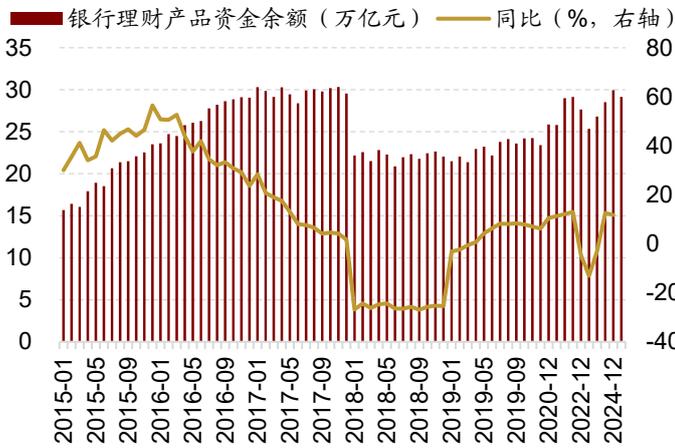


资料来源: IIF、招商证券

➤ 银行理财产品

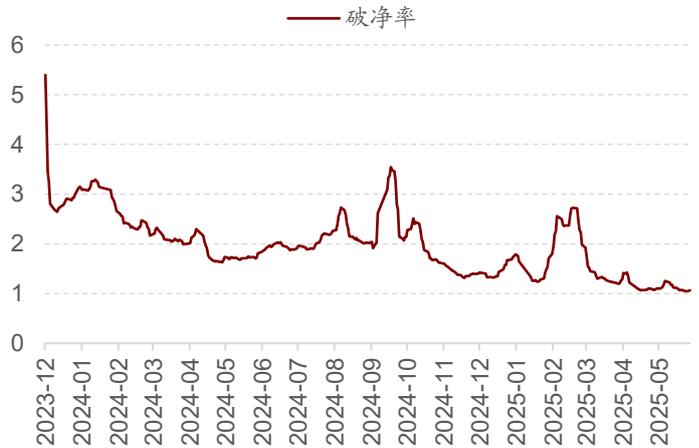
2025 年 Q1 理财规模萎缩，银行理财规模 29.14 万亿元，较年初下降 0.81 万亿。一季度理财规模萎缩，主要与年初理财产品业绩比较基准集中下调，同时一季度 10 年期国债收益率回升理财净值有所下降导致理财产品破净率回升居民赎回理财，此外一季度股市表现较好，对居民存款也有分流作用。另外，根据银行理财 2024 年年报数据，2024 年末银行理财对权益资产的配置比例约 2.58%，据此估算，2024 年银行理财贡献增量资金约-10 亿元。

图 114: 2025 年 Q1 银行理财规模有所回落



资料来源: Wind、招商证券

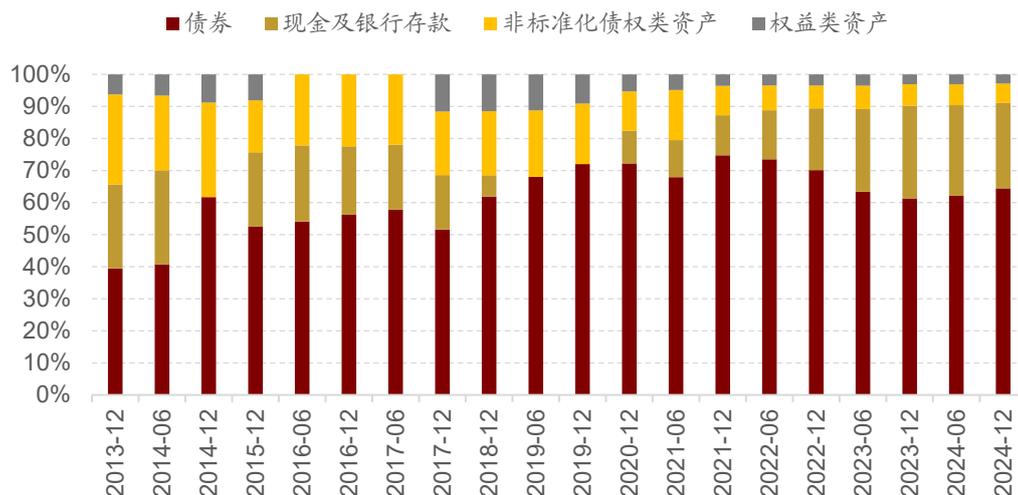
图 115: 2025Q1 银行理财产品破净率有所回升



资料来源: Wind、招商证券

展望 2025 年，由于存款利率继续走低，叠加内外部环境改善带来市场投资机会增加，权益类理财产品发行增加，预计银行理财规模有望延续稳步回升的趋势。保守假设 25 年年末理财产品投资资产余额增长 10%，权益投资比例以 2.58% 为基础，则 2025 年下半年银行理财有望为股市带来增量资金规模约 400 亿元。

图 116: 2024 年下半年银行理财权益配比有所下降



资料来源: Wind, 招商证券

信托产品

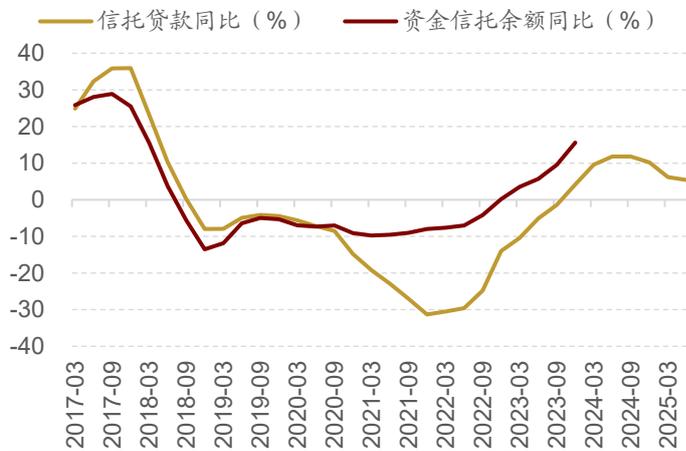
截止 2024 年年末, 资金信托余额 22 万亿元, 较 2023 年年初增加 4.88 万亿元; 其中投资股票的比例为 3.25%, 较 2023 年初有所下降。根据 2024 年末信托贷款余额及其占资金信托的比例估算, 2025 年 6 月资金信托规模约为 22.56 万亿元。据此估算, 2025 年上半年信托贡献增量资金约 100 亿元。展望 2025 年下半年, 考虑到信托贷款同比已经冲高回落, 假设资金信托余额全年同比增速回落至 15%, 投资股票比例以目前 3.25% 为基础, 则 2025 年下半年信托产品对股市增量贡献规模为 110 亿元。

图 117: 资金信托规模有所扩大



资料来源: Wind, 招商证券

图 118: 资金信托余额规模增速继续回落



资料来源: Wind, 招商证券

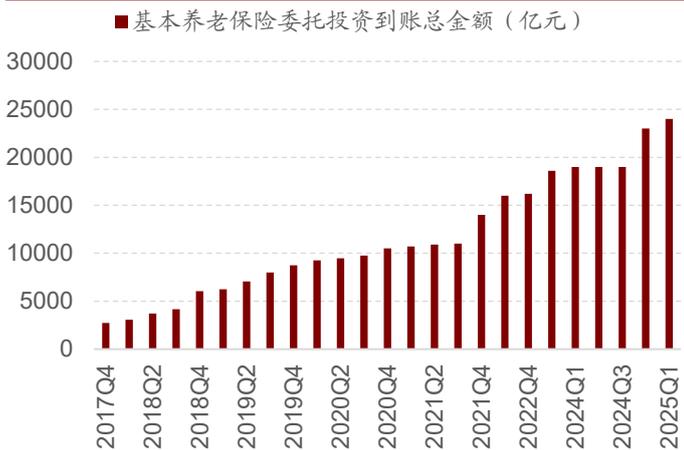
社会保障资金

不考虑股份划转的情况下, 社保基金的资金来源主要包括彩票公益金分配和中央财政预算拨款。2023 年彩票公益金收入 1519.17 亿元, 参考历史分配情况, 其中约 30% 用于补充社保基金, 则估算 2024 年彩票公益金分配给社保基金的规模为 455 亿元。中央财政预算拨款每年约 200 亿元, 股票投资比例按照 20% 计算, 则 2024 年社保基金贡献增量资金 495 亿元。

基本养老保险基金方面, 截至 2025 年 3 月底, 全国基本养老保险基金委托投资规模 2.4 万亿元, 较 2024 年末提高了约 1000 亿元。假设股票投资比例 20%, 则保守估计全年增量资金规模 200 亿元。

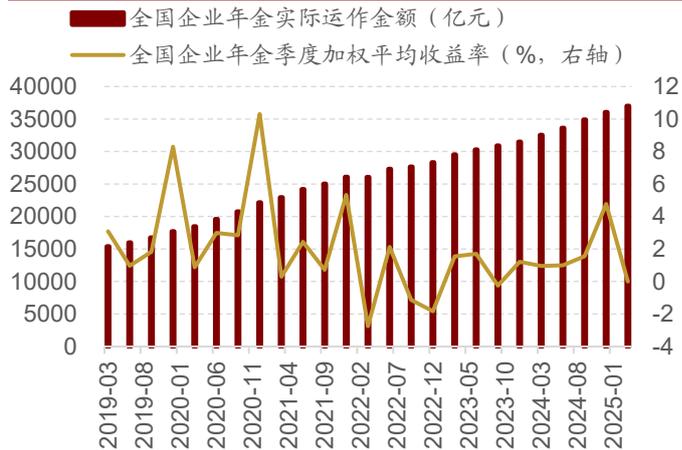
截至 2025 年一季度末, 全国企业年金实际运作金额为 3.70 万亿元, 按照 8% 的股票投资比例计算, 2025 一季度贡献增量资金约 76 亿元, 保守估计 2025 年下半年增量资金规模 150 亿元。

图 119: 基本养老保险基金委托投资持续推进



资料来源: Wind、招商证券

图 120: 全国企业年金实际运作金额持续增长



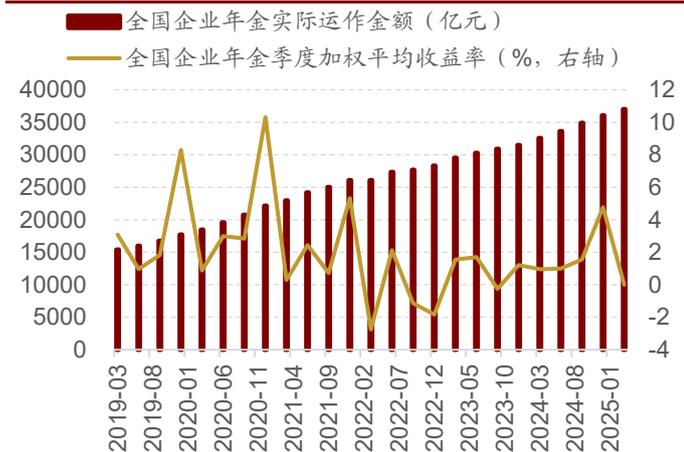
资料来源: Wind、招商证券

人社部数据显示,截至 2024 年年底,全国 31 个省(自治区、直辖市)、新疆生产建设兵团和中央单位职业年金基金投资运营规模 3.11 万亿元。相比 2023 年底的 2.56 万亿元增加了 5500 亿元,增速 21.5%。假设职业年金投资股票比例与企业年金相当为 8%,则 2024 全年贡献增量资金约 440 亿元。综合以上各类保障类资金,大概能够维持年均 1439 亿元相对稳定的增量贡献。

就个人养老金而言,人社部数据显示,截至 2024 年 6 月 12 日,全国已经有 6000 多万人开通了个人养老金账户。以 6000 万开户人数为基数,若按实际缴存人数 2000 万(1/3)和人均 2000 元估算,实际储存总额约为 400 亿元。截至 2024 年 11 月末,已有 7279 万人开通个人养老金账户。以 7279 万开户人数为基数,若按实际缴存人数 2426 万(1/3)和人均 2000 元估算,实际储存总额约为 485.2 亿元。据此估算 2024 年下半年个人养老金新增缴费规模可能 80 亿元。但是考虑到当前我国个人养老金制度的发展仍处于起步阶段,实际投资人数较少,缴费金额较低。初期按照股票投资比例 5%估算,则全年给股市带来增量资金约 4 亿元,边际贡献相对有限。

综合养老金三支柱,预计 2025 年全年可以带来增量资金规模合计约 1443 亿元,对应 2025 年下半年增量资金规模约 700 亿元。

图 121: 企业年金规模



资料来源: Wind、招商证券

图 122: 职业年金规模

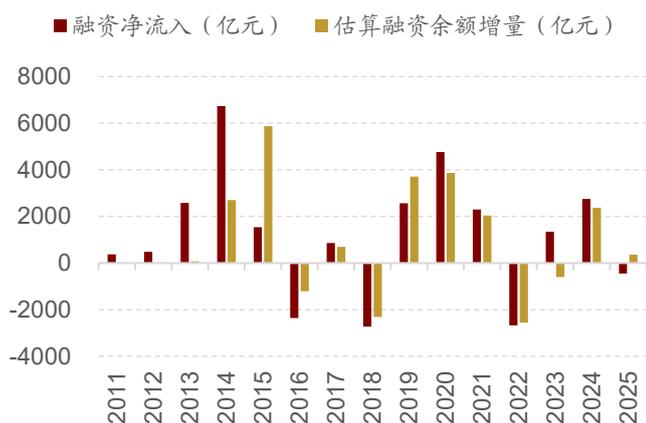


资料来源: 人社部、招商证券

➤ 融资资金

截至 6 月 19 日,2025 年内融资资金净流出 450 亿元,目前融资余额占 A 股流通市值的比例约 2.46%。融资资金整体属于顺势资金,其资金流向主要取决于市场表现。展望 2025 年下半年,假设我们在前文中的逻辑能够如期兑现,股票市场企稳回升,参考历史,2019 年以来融资余额占 A 股流通市值的比例平均为 2.28%左右,据此估算,则 2025 年下半年融资资金有望净流入 1500 亿元。

图 123: 融资净买入和估算增量对比



资料来源: Wind、招商证券

注: 估算的融资余额增量为通过市场涨幅和融资余额占流通市值比例估算的结果

股票回购

2025 年 1-6 月上市公司回购规模中枢有所上移, 截至 6 月 20 日目前年内累计回购规模约 725 亿元。2024 年发布的《上市公司监管指引第 10 号—市值管理》明确鼓励股份回购, 而 2025 年初出台的《关于推动中长期资金入市的实施方案》进一步推动企业运用股票回购增持再贷款工具。中国人民银行设立的股票回购专项贷款政策已显著降低企业融资成本, 进一步加速回购进程。展望 2025 年下半年, 综合考虑前述三个因素, 假设按照 2024 年月均回购约 150 亿元计算, 保守估计下半年回购规模约 900 亿元。

图 125: 2025 年以来上市公司回购规模中枢上移



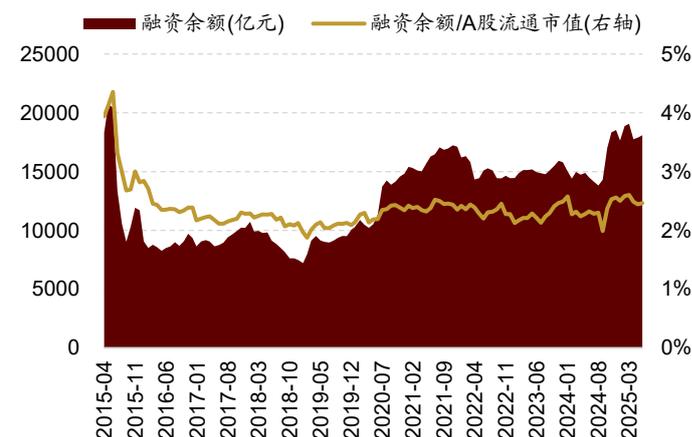
资料来源: Wind、招商证券

2、资金需求端: 市场改善后资金需求规模或将回升

IPO

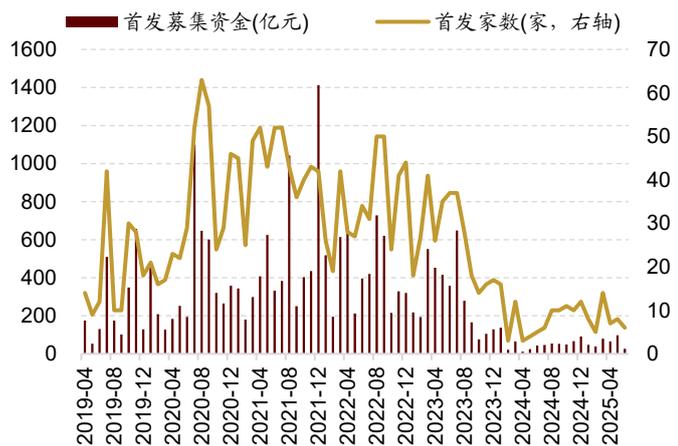
2025 年以来 IPO 规模整体小幅回升。以发行日期为参考, 截至 6 月 20 日年内累计共有 48 家公司进行 A 股 IPO 发行, 对应融资规模 355 亿元。其中主板、创业板、科创板、北交所分别 IPO 规模 175 亿元、106 亿元、54 亿元、20 亿元, 主板及创业板 IPO 规模占比较高。展望 2025 年下半年, 考虑到市场有望继续震荡上行, IPO 发行节奏继续保持常态, 随着 A 股定位由融资市向投资市转变, 预计 2025 年下半年 IPO 规模维持平稳, 如果按照月均 100 亿元计算, 则预计下半年 IPO 规模合计约 600 亿元。

图 124: 融资余额占 A 股流通市值比例有所下降



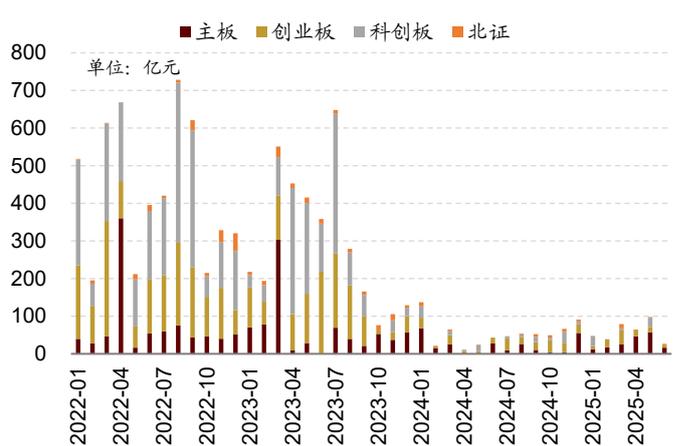
资料来源: Wind、招商证券

图 126: 2025 年上半年 IPO 规模小幅回升



资料来源: Wind、招商证券

图 127: 今年以来主板和创业板 IPO 规模占比较高

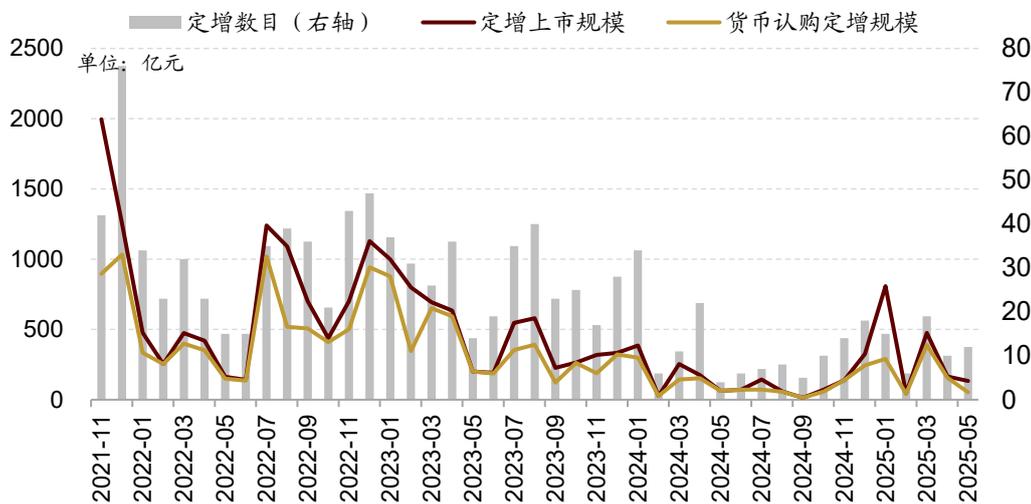


资料来源: Wind、招商证券

再融资

2025 年以来上市公司定增实施规模低位回升。以上市日期为参考，截止目前定增融资规模合计为 5819 亿元，其中货币认购定增规模 5104 亿元。展望 2025 年下半年，目前处于正常流程且为现金认购的增发项目合计募资规模为 4765 亿元，其中房地产行业的再融资项目 108 亿元，剔除募资规模小于 100 亿的项目、非房地产和非金融行业的不受(破净、破发、连续亏损)等约束的项目合计募资规模为 3249 亿元。但实际上因为还有募集资金投向、前次募集资金使用情况、财务性投资比例偏高等约束，实际不受限的项目会低于这个规模。因此，假设房地产行业的再融资项目都能够在 2025 年实施，以上统计到的非地产金融行业不受限项目中的 50%能够实施（剔除募资规模超过 100 亿的项目），则合计募集规模为 1700 亿元。

图 128: 2025 年以来上市公司定增实施规模整体有所回升



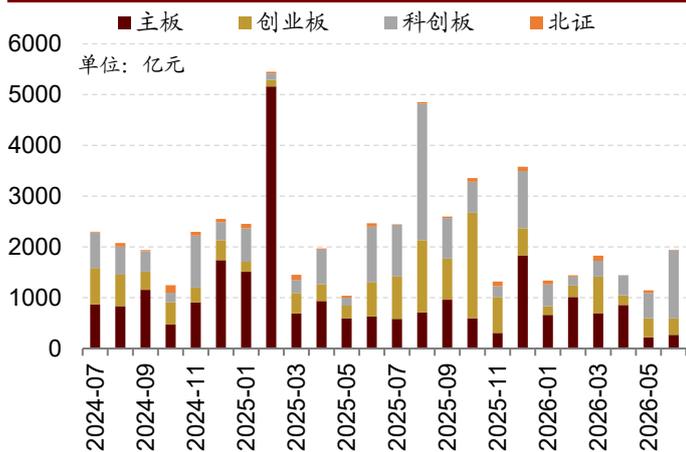
资料来源: Wind、招商证券（注: 数据公布有滞后，可能导致数据偏低）

此外，配股和优先股发行也会构成市场的资金需求。按发行日，年内配股和优先股发行 0 亿元。展望 2025 年下半年，目前已经处于证监会通过状态的配股项目预计募资规模近 400 亿元。

限售解禁与重要股东减持

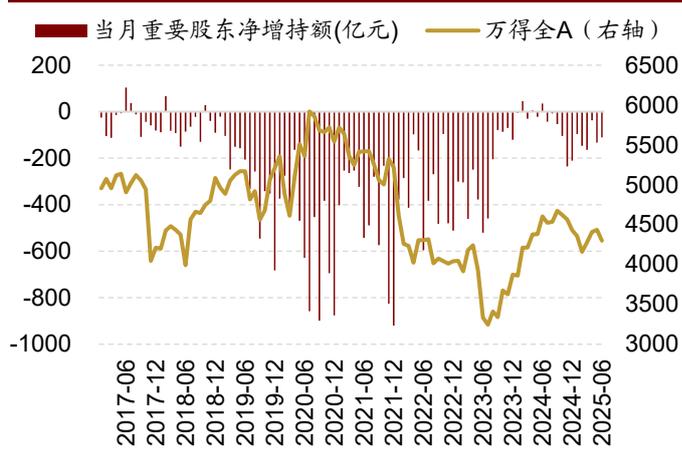
2025 年上半年重要股东二级市场减持整体有所扩大。截止 6 月 20 日年内重要股东二级市场累计增持 447 亿元，减持 1134 亿元，累计净减持 687 亿元，同比上升 23%。以截至 6 月 20 日收盘价格计算，2025 年下半年 A 股解禁规模 1.82 万亿元，相比 2025 年上半年解禁规模 1.48 万亿元有所上升。

图 129: 2025 年下半年解禁规模较上半年有所上升



资料来源: Wind、招商证券

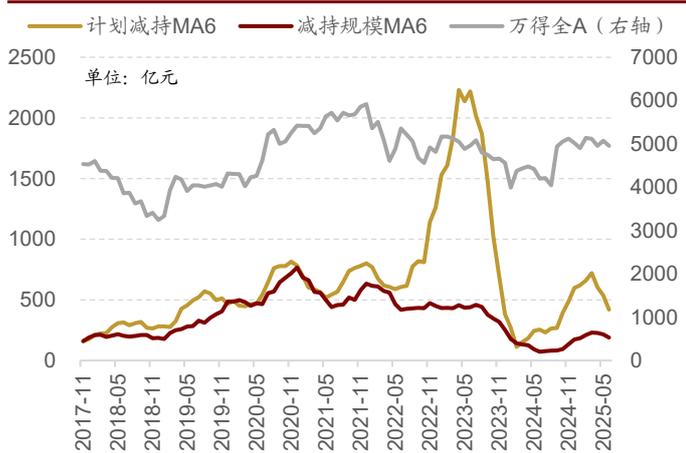
图 130: 25 年以来重要股东减持规模有所扩大



资料来源: Wind、招商证券

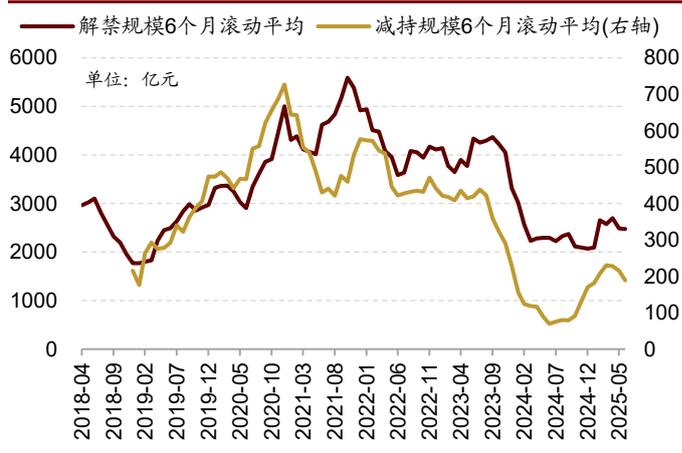
从历史数据来看,重要股东减持规模与 A 股走势存在高度相关性。减持规模 6 个月滚动平均规模与万得全 A 的相关系数高达 0.7,部分阶段减持的拐点相比 A 股的拐点存在一定时滞。另外重要股东减持规模与 A 股限售解禁规模高度相关,相关系数达到 0.79。展望 2025 年下半年,解禁规模上升后减持规模或相应回升,市场改善后重要股东减持动力也有所增加,综合两个因素,按照 2025 年上半年月均减持 120 亿元保守估计 2025 年下半年净减持规模为 720 亿元。

图 131: 股东减持&计划减持规模与 A 股表现高度相关



资料来源: Wind、招商证券

图 132: 重要股东减持规模与解禁规模高度相关



资料来源: Wind、招商证券

➤ 其他 (手续费、印花税、融资利息)

2025 年至今 A 股成交总额 139 万亿元,如果分别按照平均佣金费率 0.2‰、印花税率 0.5‰ 计算,则佣金费和印花税为 2079 亿元。融资余额平均约 1.8 万亿元,按照融资利率平均 6% 计算,则融资利息为 1101 亿元。展望 2025 年下半年,预计股市成交额会有所回升,假设成交额平均提高 10%,则佣金费和印花税约为 1650 亿元。平均融资余额根据前文的测算大约为 1.93 万亿,对应融资利息为 500 亿元。

表 13: 2025 年上半年股市流动性回顾与 2025 年下半年展望

资金供需	2025H1	2025H2E	核心假设及测算依据
主动基金	-566	300	展望 2025 年下半年,预计主动基金发行规模与 2024 年下半年接近,假设按照月均 50 亿的规模计算,则下半年新发主动基金为 300 亿元。老基金申赎方面,预计 2025 年下半年主动基金赎回情况会有所放缓,申购赎回或保持均衡。综合考虑新发行与老基金申赎,估算 2025 年下半年主动基金贡献增量资金为 300 亿元。
被动基金	1588	1500	展望 2025 年下半年,若市场震荡上行,股票型 ETF 整体有望小幅净流入,结构上宽基指数 ETF 或有望继续净流入,但行业 ETF 有望继续净申购,为市场贡献结构性增量资金。按照上半年 ETF 月均 30 亿元净流入估算,同时考虑上半年被动指数基金月均发行 229 亿元,则 2025 年下半年被动基金有望净流入约 1500 亿元。
私募基金	2256	1084	展望 2025 年下半年,A 股有望继续企稳回升,私募基金有望继续为市场贡献增量资金,尤其是量化策略有望为小微盘股提供流动性,从而形成小微盘风格增量资金与赚钱效应的正反馈。假设 2025 年私募证券投资基金规模同比增速回升至 10% 附近,私募仓位以当前水平为基础,则据此估算,2025 年下半年私募证券投资基金

			可能贡献增量资金 1084 亿元。
保险	1285	1400	展望 2025 年下半年，预计保费收入和保险资金运用余额预计保持温和增长，假设全年保险资金运用余额规模增速 10%，股票投资比例以目前的 8.07% 计算，则 2025 年下半年有望带来增量资金约 2817 亿元。
外资	134	800	展望 2025 年下半年，预计美联储将逐步降息，预计美元指数和美债收益率将继续震荡下行。外围流动性环境边际改善，外资有望维持净流入趋势。保守估计境外机构和持有境内股票资产占流通市值比重提升 0.1%，预计 2025 年下半年，外资净流入约 800 亿元。
银行理财	-94	400	展望 2025 年，由于存款利率继续走低，叠加内外部环境改善带来市场投资机会增加，权益类理财产品发行增加，预计银行理财规模有望延续稳步回升的趋势。保守假设 25 年年末理财产品投资资产余额增长 10%，权益投资比例以 2.58% 为基础，则 2025 年下半年银行理财有望为股市带来增量资金规模约 400 亿元。
信托	100	110	展望 2025 年下半年，考虑到信托贷款同比已经冲高回落，假设资金信托余额全年同比增速回落至 15%，投资股票比例以目前 3.25% 为基础，则 2025 年下半年信托产品对股市增量贡献规模为 110 亿元。
社会保障类	220	700	基本养老金、社保基金、企业年金和职业年金等历年增量规模相对稳定，综合养老金三支柱，预计 2025 年全年可以带来增量资金规模合计约 1443 亿元，对应 2025 年下半年增量资金规模约 700 亿元。
融资净买入	-490	1500	展望 2025 年下半年，假设我们在前文中的逻辑能够如期兑现，股票市场企稳回升，参考历史，2019 年以来融资余额占 A 股流通市值的比例平均为 2.28% 左右，据此估算，则 2025 年下半年融资金有望净流入 1500 亿元。
股票回购	741	900	展望 2025 年下半年，综合考虑前述三个因素，假设按照 2024 年月均回购约 150 亿元计算，保守估计下半年回购规模约 900 亿元。
银证转账	1222	2000	---
合计 (资金供给)	6397	10694	---
IPO	355	600	展望 2025 年下半年，考虑到市场有望继续震荡上行，IPO 发行节奏继续保持常态，随着 A 股定位由融资市向投资市转变，预计 2025 年下半年 IPO 规模维持平稳，如果按照月均 100 亿元计算，则预计下半年 IPO 规模合计约 600 亿元。
增发	1008	1700	假设房地产行业的再融资项目都能够在 2025 年实施，以上统计到的非地产金融行业不限项目中的 50% 能够实施（剔除募资规模超过 100 亿的项目），则合计募集规模为 1700 亿元。
配股+优先股	0	400	展望 2025 年下半年，目前已经处于证监会通过状态的配股项目预计募资规模近 400 亿元。
重要股东净 减持	687	720	展望 2025 年下半年，解禁规模上升后减持规模或相应回升，市场改善后重要股东减持动力也有所增加，综合两个因素，按照 2025 年上半年月均减持 120 亿元保守估计 2025 年下半年净减持规模为 720 亿元。
佣金及印花 税	1521	1650	展望 2025 年下半年，预计股市成交额会有所回升，假设成交额平均提高 10%，则佣金费和印花税约为 1650 亿元。
融资利息	551	500	平均融资余额根据前文的测算大约为 1.93 万亿，对应融资利息为 500 亿元。
合计 (资金需求)	4122	5570	---
净流入	2275	5124	---

资料来源：Wind，招商证券

六、A 股盈利展望与行业配置——盈利“V”型修复，配置聚焦三条线索

一季度在科技创新驱动和扩内需政策的助力下，A 股盈利超预期改善，下半年预计出口承压，但财政仍有发力空间，叠加较低基数效应，预计 A 股盈利有望实现“V”型修复。从盈利周期看，A 股一轮盈利周期大概 3-4 年，其中下行周期约 2-2.5 年，最近一轮盈利自 21 年高点放缓至 23 年中报，下行已经持续 9 个季度，23 年三季度小幅反弹后持续震荡，从时间维度上看，盈利有望迎来改善阶段。驱动因素上，预计内需发力、库存回补、利润率小幅回升是盈利改善的主要驱动。我们预计 2025 年的 A 股/非金融及两油上市公司累计业绩增速转正，实现温和增长。A 股盈利增速中性假设下四个季度的累计盈利增速为：3.2%、2.6%、3.0%、3.8%。大类行业来看，2025 年盈利增速相对较高的板块预计主要集中在信息技术、消费服务、中游制造等领域。

盈利能力方面，整体 A 股与非金融板块 ROE 自 21 年下半年开始持续下滑，在收入端疲软、企业加杠杆意愿较低等影响下，总资产周转率、销售净利率、资产杠杆均出现不同程度下降，截至 2024 年底 ROE 基本降至 2009 年以来的低位。展望 2025 年下半年，ROE 预计窄幅波动。由于价格端仍处于较低水平，销售净利率的改善预计相对有限；资产周转率在收入增速弱修复、总资产企稳回升的双重作用下预计相对稳定；宽货币、宽财政以及较低利率背景下，杠杆率预计窄幅波动向上。

行业配置方面，结合宏观经济环境、中观景气和业绩、产业趋势发展，推荐下半年重点围绕以下三条线索布局：**第一：围绕现金流改善的高质量因子驱动领域**，如工程机械、饮料乳品、食品加工、化学制药、乘用车、工业金属等；**第二：内需发力、新型消费领域**，如估值性价比较高的游戏、化妆品、个护用品、互联网电商、数字媒体、文娱用品、休闲食品、种植业、饲料等；**第三：受益于科技创新周期及国内自主可控政策加码的领域**，如计算机设备、自动化设备、半导体、国防军工等。综合以上重点推荐关注计算机、机械设备（工程机械、自动化设备）、国防军工、有色金属、医药生物（化学制药）等行业。

1、业绩测算：2025 年全 A/非金融及两油 3.8%/7.2%

周期时间维度：A 股一轮盈利周期大概 3-4 年，其中下行周期约 2-2.5 年。最近一轮 A 股盈利自 2020 年二季度启动上行阶段，2020 年下半年及 2021 年一季度为企业盈利的加速修复期，并在 2021 年上半年达到该轮盈利周期的高点；21 年下半年盈利进入放缓通道，22 年在国内疫情和国外地缘政治多重因素影响下，企业盈利持续探底，全 A 非金融净利润增速在 22 年四季度小幅转负。进入 2023 年，经济弱复苏，由于利润端修复的时滞，全 A/非金融石油石化业绩增速在中报降幅继续扩大，三季报盈利迎来触底回升，最近几个季度由于需求恢复不及预期，企业盈利窄幅波动，自 21 年高点放缓至 23 年中报，下行时间已经持续 9 个季度。最近几个季度由于信用周期驱动的减弱，A 股盈利波动收窄，但从时间维度上看，A 股盈利经历了较长时间的下跌，后续有望迎来改善阶段。

图 133：全 A 非金融两油的盈利增速进入底部区间时间较长，科技创新驱动叠加扩内需政策发力下有望企稳，2025 年盈利预计呈“V”型走势

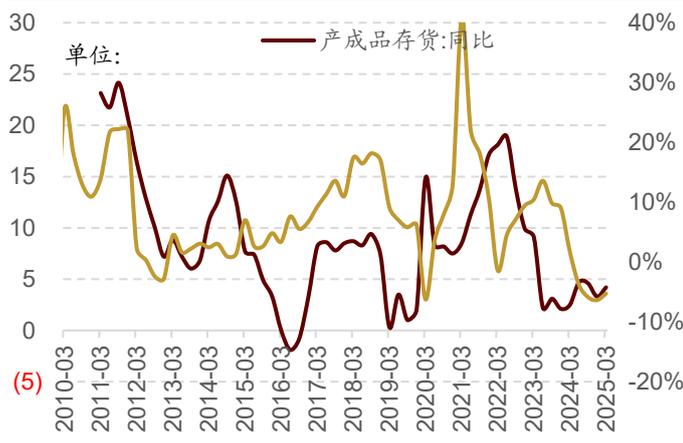


资料来源: Wind、招商证券

● 从驱动因素来看:

- 1) 出口预计前高后低, 整体贡献下滑 (↓);
- 2) 社零增速中枢今年以来有所提升, 考虑到目前生产和投资端增速有所放缓, 出口下半年面临较大不确定性, 预计扩内需政策进一步发力必要性提升, 乐观预期“两新”、消费券等扩内需政策有望提升社零 4 个百分点, 全年社零增速有望回升至 7% 左右, 对盈利的贡献相对较高 (↑);
- 3) 基建地产投资, 二季度基建投资增速有所收窄, 下半年为对冲出口下滑, 预计投资增速边际回升; 但地产去库存压力仍较大, 投资预计仍处于负增长, 整体投资端对盈利的提升预计有限 (→);
- 4) 库存方面, 目前工业企业产成品库存增速处于 2010 年以来 21% 的较低分位, 一季度库存增速略有回升。非金融上市公司资本开支增速经历了过去两年的持续下滑, 目前处于 2010 年以来 5% 分位, 供给端约束逐渐减轻。预计后续库存的回补, 对盈利带来小幅正向贡献 (↑)。
- 5) 利润率方面与 PPI 密切相关, PPI 同比自 2023 年转负以来持续负增长, 拖累盈利修复, 2024 年降幅收窄并在低位波动, 目前仍呈现下滑趋势, 后续随着流动性宽松, 预计降幅收窄; 短期难以对盈利产生正向贡献, 但拖累作用预计逐渐减弱 (→)。

图 134: 非金融上市公司资本开支和库存增速低位回升



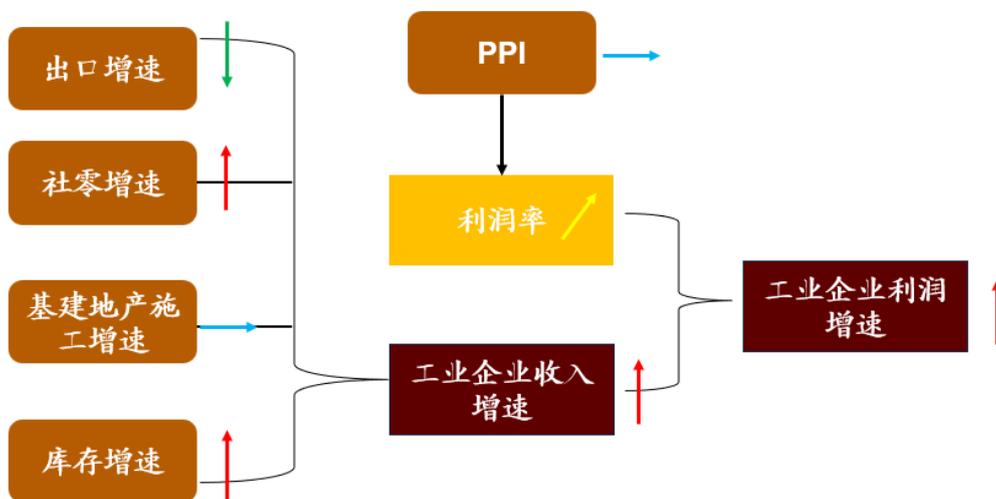
资料来源: Wind、招商证券

图 135: PPI 同比降幅收窄预计对盈利拖累减弱



资料来源: Wind、招商证券

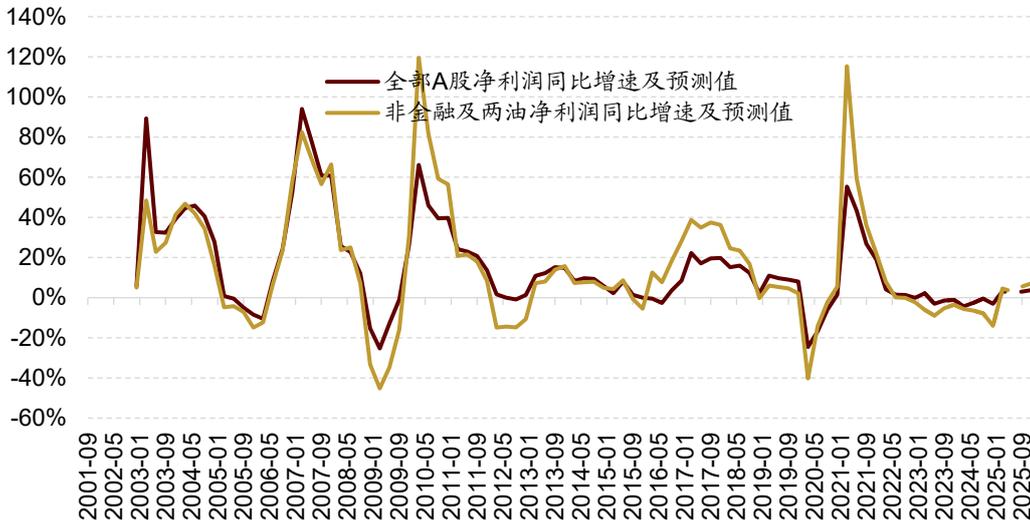
图 136: 全部 A 股和非金融及两油净利润累计同比增速及预测值



资料来源: Wind, 招商证券

- 空间上来看，参考工业企业盈利，随着一系列政策的出台，1-4月工业企业盈利延续改善趋势，二季度随着出口驱动的减弱，预计盈利阶段性震荡放缓；下半年财政扩张空间有望进一步提升，驱动盈利“V”型修复。预计2025年非金融全A增速在6.7%，节奏上预计考虑政策效果和低基数的影响的逐步显现，2025年业绩逐季改善预计二、三季度业绩增速放缓，四季度低位回升。我们预计全A全年累计增速3.8%；A股非金融及两油盈利增速：中性假设下，四个季度的累计盈利增速为4.5%、3.1%、5.6%、7.2%。

图 137: 全部 A 股和非金融及两油净利润累计同比增速及预测值

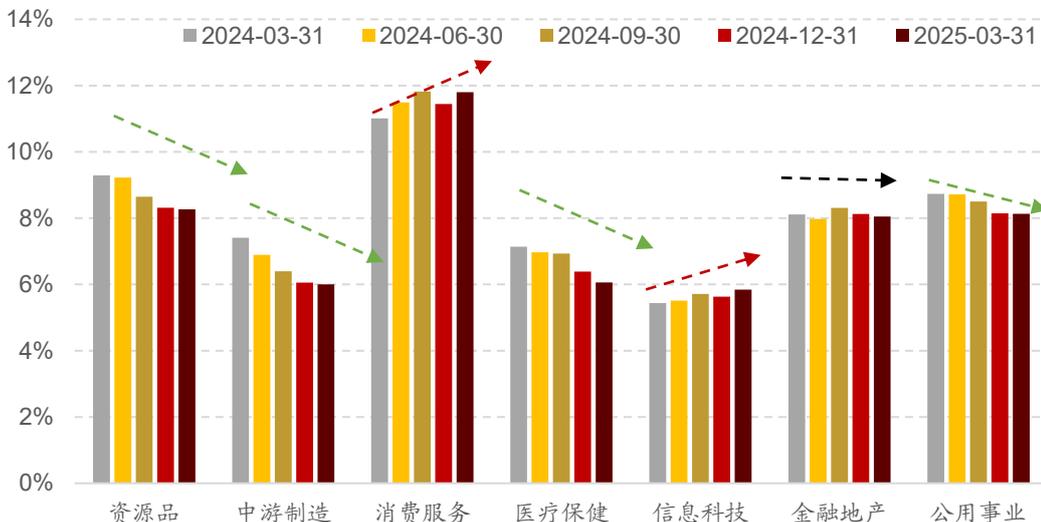


资料来源: Wind, 招商证券, 预测值与真实值可能有差异, 仅供参考

- 盈利能力方面，整体 A 股与非金融板块 ROE 自 21 年下半年开始持续下滑，在收入端疲软、企业加杠杆意愿较低等影响下，总资产周转率、销售净利率、资产杠杆均出现不同程度下降，截至 2024 年底 ROE 基本降至 2009 年以来的低位。2025 年一季度，全 A 整体 ROE 仍有小幅下探，非金融石油石化 ROE 略有小幅提升，展望 2025 年下半年，ROE 预计窄幅波动。由于价格端仍处于较低水平，销售净利率的改善预计相对有限；资产周转率在收入增速弱修复、总资产企稳回升的双重作用下预计相对稳定；宽货币、宽财政以及较低利率背景下，杠杆率预计窄幅波动向上。

大类板块，资源品、中游制造、医疗保健、公用事业板块 ROE (TTM) 环比呈下滑趋势，金融地产板块的 ROE (TTM) 基本探底企稳；信息科技、消费服务板块的 ROE (TTM) 稳步提升（主要为电子、通信、农林牧渔、商贸零售）。建议重点关注盈利有望反转的国防军工、传媒、计算机、美容护理等；以及高景气维持的电子、商贸零售、汽车、有色等。

图 138: 不同大类行业 ROE 对比及趋势



资料来源：Wind，招商证券

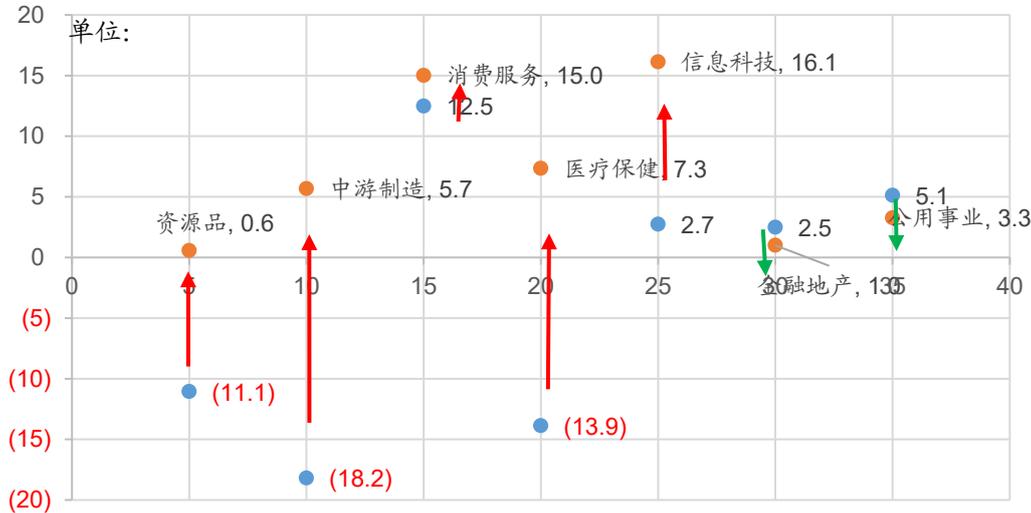
- 大类行业盈利增速方面，2025年盈利增速相对较高的板块预计主要集中在消费服务、信息技术、中游制造等领域；资源品、医疗保健板块相比2024年盈利中枢预计上行。消费服务领域在扩大内需政策持续发力背景下，预计仍保持两位数的较高增速；信息技术领域受益于新技术趋势的催化以及国产替代的加速推进，盈利增长确定性较高，其中计算机、传媒等有望实现低基数反转；中游制造随着供给端的逐渐出清，电力设备等对板块的拖累作用预计减弱，国防军工随着订单的落地，业绩增速有望由负转正；医疗保健领域一方面2024年基数较低，另一方面，创新药等景气上行，行业盈利有望低位修复；资源品板块相对分化，石油石化、有色金属等战略资源品，预计受地缘因素的扰动价格上涨，传统资源品由于需求端恢复仍存在不确定性，业绩预计仍承压。

表 14: A 股及大类行业净利润同比增速历史值及 2025 年分季度当季及累计同比测算值(%)

	当季同比 (A) %			当季同比 (E) %			累计同比 (A) %			累计同比 (E) %		
	2024Q3	2024 Q4	2025 Q1	2025 Q2	2025 Q3	2025 Q4	2024Q3	2024 Q4	2025 Q1	2025 Q2	2025 Q3	2025 Q4
全部 A 股	3.7	(15.7)	3.2	2.0	4.4	6.5	(0.5)	(3.0)	3.2	2.6	3.0	3.8
金融	26.2	12.6	2.9	2.8	(4.5)	2.0	9.3	10.2	2.9	2.9	0.6	0.8
非金融及两油	(10.5)	(50.2)	4.5	2.0	11.3	13.3	(7.8)	(14.0)	4.5	3.1	5.6	7.2
资源品	(19.1)	(14.4)	1.6	(3.9)	3.4	2.2	(10.3)	(11.1)	1.6	(1.8)	0.1	0.6
中游制造	(16.9)	(29.1)	0.9	2.4	8.5	12.3	(16.0)	(18.2)	0.9	1.8	3.9	5.7
消费服务	16.5	(11.8)	14.8	11.1	14.6	22.8	18.5	12.5	14.8	13.0	13.0	15.0
医疗保健	(13.6)	(111.2)	(12.2)	8.0	15.0	50.0	(7.3)	(13.9)	(12.2)	(1.6)	3.3	7.3
信息技术	2.0	(11.6)	19.4	13.6	15.5	19.0	5.1	2.7	19.4	15.9	15.2	16.1
金融地产	23.2	(10.5)	1.1	1.1	(0.4)	2.5	5.2	2.5	1.1	1.1	0.6	1.0
公用事业	(1.9)	(22.6)	6.2	(2.8)	6.1	12.6	8.4	5.1	6.2	1.2	2.8	3.3

资料来源：Wind，招商证券；预测数据综合自上而下宏观数据拟合和自下而上行业增速加权得到，与真实值可能会有偏差，仅供参考

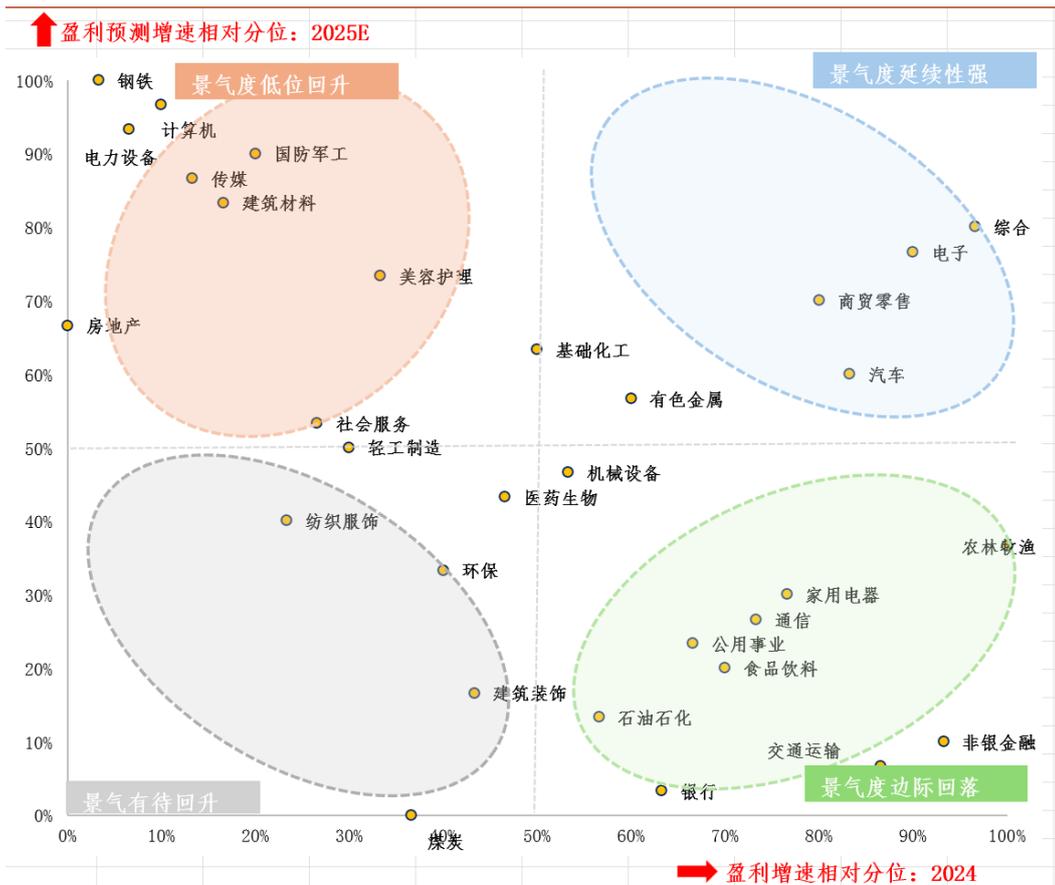
图 139: 大类行业盈利预计 2025 年相比 2024 年的变化



资料来源：Wind，招商证券；蓝色散点为 2024 年的预计增速，红色散点为 2025 年的预计增速，

- 分行业，统计一级行业 2024 全年和 2025 年全年的盈利增速在全部一级行业中的分位（取 Wind 一致预期），分别作为横纵两轴。根据盈利增速进行横向对比，考察景气水平的相对变化。可以看到，从相对视角：1) 盈利景气 2025 年预计提升的行业：电力设备、传媒、房地产、钢铁、建材等。2) 盈利景气 2025 年高位维持的行业：军工、汽车、计算机、电子、商贸零售等。

图 140：一级行业盈利预期增速相对位置



资料来源：Wind，招商证券；盈利增速采用 wind 一致盈利预期增速

2、2025 年下半年行业景气趋势判断

针对各个细分领域，本文筛选了对于超额收益具有正向贡献的中观景气指标，对该领域的景气趋势进行梳理和展望。整体而言，上游资源品上半年表现分化，小金属、贵金属及部分化工品价格坚挺，水泥等传统工业品价格承压，考虑到新能源、机器人等新兴领域需求持续增长，投资与基建预计仍然偏弱，预期下半年资源品或延续结构性改善趋势。中游制造业景气分化，低空经济、汽车、军工等政策提振行业表现亮眼，下半年预计景气仍有承压，传统与中高端制造预计延续分化，军工、半导体设备等国产替代领域确定性较高。消费服务受政策提振整体延续去年 9 月以来的修复态势，下半年暑期、节假日经济以及大促补贴催化不断，消费内生动能或逐步修复，新消费领域需求有望持续释放。医药板块，创新药催化不断，政策支持下，研发进展、获批上市与出海进程有望提速，器械盈利有望筑底。信息科技景气度相对较高，在海外制裁趋严，科技自立自强与核心零部件自主可控逻辑延续，AI Agent 加速落地，信创订单延续回暖的背景下，计算机、半导体设备等有望受益。

本文采用中观景气度、业绩情况、盈利预期、筹码分布、估值水平、交易分析、周期价值、赛道价值等维度，对于各个维度进行量化评分并赋予相应权重，得到各个行业的加权平均得分，由此筛选出业绩相对较好且景气度向上的行业。以下对于各个维度量化评分标准做出说明：

- 行业选择：以申万行业分类为基础，筛选出 60 个可进行高频跟踪的细分行业。
- 中观景气度：利用对于超额收益具有正向贡献的中观景气度指标进行标准化处理，得到每个行业的景气扩散指数 (PDI)，从而对各个行业的景气度进行横向量化对比。
- 业绩情况：根据目前该行业业绩所处的历史分位数和环比改善程度进行标准化打分处理。
- 盈利预期：采用分析师一致盈利预期 (修正后) 和环比改善程度进行标准化打分处理。
- 筹码分布：根据该行业公募持仓、陆股通持仓比例等历史分位数和环比改善程度进行标准化打分处理。

- **估值水平**: 根据目前该行业市盈率历史分位数和环比改善程度进行标准化打分处理。
- **交易分析**: 根据目前该行业换手率、交易集中度等指标的历史分位数和环比改善程度进行标准化打分处理。
- **周期阶段**: 参考招商策略团队的行业轮动示意图。
- **赛道价值**: 作为加分项引入。

最终对于以上指标赋予相应的权重，最终得到每个行业的加权平均得分。

表 15: 细分行业比较热力图 (基于中观景气、业绩情况、盈利预期、筹码分布、估值水平、交易分析、周期价值、赛道价值进行量化打分)

上游资源品	钢铁	↓	0.01	中游制造	汽车零部件	↑	0.80	消费服务	家用电器	↗	0.46
	煤炭	↗	0.19		乘用车	↑	0.63		家居用品	↗	0.65
	石油石化	↑	0.34		航空装备 II	↑	0.44		造纸	↓	0.51
	水泥	↓	0.19		军工电子 II	↑	0.28		纺织服饰	↗	0.58
	装修建材	→	0.37		基础建设	↓	0.37		美容护理	↑	0.28
	小金属	↑	0.32		通用设备	↗	0.46		养殖业	↗	0.53
	工业金属	↗	0.68		专用设备	↓	0.47		酒店餐饮	↑	0.61
	能源金属	↓	0.22		工程机械	→	0.44		商贸零售	↑	0.30
	化学纤维	↓	0.10		自动化设备	↑	0.61		化学制药	↑	0.55
	化学原料	↓	0.33		光伏设备	↓	0.69		生物制品	→	0.64
	化学制品	↗	0.36		风电设备	↗	0.52		医疗器械	↗	0.57
	农化制品	→	0.55		电池	↓	0.63		医疗服务	↗	0.71
	消费电子	↗	1.00		电网设备	↗	0.62		食品加工	↗	0.44
	信息科技	光学光电子	↑		0.24	交运	物流		→	0.53	白酒 II
半导体		↑	0.77	航空机场	↓		0.45	饮料乳品	↑	0.56	
通信设备		↗	0.67	航运港口	↑		0.56	调味发酵品 I	↗	0.11	
通信服务		↗	0.59	金融地产	银行	↗	0.43	装修装饰 II	→	0.19	
传媒		↑	0.65		房地产	↓	0.00	环保	→	0.51	
软件开发		↑	0.62		证券 II	↑	0.20	电力	↑	0.80	
计算机设备		↗	0.76		保险 II	→	0.64	燃气 II	↑	0.87	
1. 同一大类行业用相同颜色，暖色系为景气度高，冷色系为景气度低			2. 箭头为景气度环比变化：采用对行业超额收益有正向驱动的中观指标			3. 数据颜色深浅条代表量化得分：根据景气度、财报、资金青睐度、估值等加权打分得到，偏红代表景气度较好，偏绿代表景气度偏差					
综合得分偏低			↑ 高景气			1 整体得分较高					
综合得分一般			↗ 中等偏上			0 整体得分较低					
综合得分偏高			→ 景气维持								
综合得分较高			↓ 景气恶化								

资料来源: Wind, 招商证券

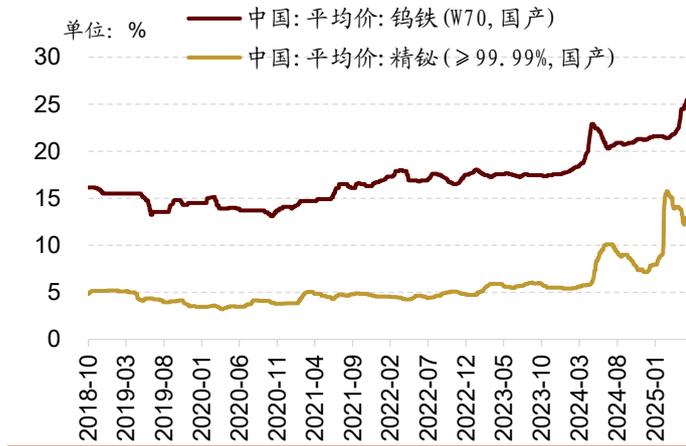
● **上游资源品：上半年表现分化，小金属、贵金属及部分化工品价格坚挺，水泥等传统工业品受制于下游需求疲软，价格承压**

上半年，上游资源品景气分化特征明显，小金属、贵金属等资源品持续较高景气，钢铁、水泥等传统工业品表现偏弱。小金属方面，受益于战略性稀缺、供给约束和下游需求拉动，稀土价格震荡上行；锑、锡等受益于供需缺口年初以来价格有所上涨，钨、铋等受益于出口管制价格中枢同比较大抬升。贵金属方面，受避险需求提升推动，价格上涨，成为上半年表现最亮眼的品种之一。工业金属方面，铝价受供应扰动领涨，铜价受基本面和政策面共振有所上涨。投资与基建地产驱动的传统资源品中，水泥、钢铁、煤炭等因供给过剩或需求不足价格均有承压。化工品表现分化，化纤供需格局优化但需求偏弱，价格有所承压；纯苯、甲醇等化学原料需求偏弱，价格下行；制冷剂受益于供给受限和下游家电等需求持续增长，价格坚挺，民爆受益于西部战略资源开发持续较高景气，农化受益于春耕需求价格多数上涨。能源方面，受 OPEC+产量调整计划、地缘冲突发酵等因素影响，油价震荡走高。

展望下半年，中美贸易关系或阶段性缓和，新能源、机器人等新兴领域需求持续增长，投资与基建预计仍然偏弱，上

游资源品或延续结构性改善趋势。伴随供给收紧叠加海外补库需求，小金属或维持坚挺；避险需求或边际放缓，但央行购金需求仍在，贵金属价格或区间震荡；工业金属库存低位，未来在政策与需求修复共振下，铜、铝等价格仍有上行空间；能源金属产能或持续出清，锂钴价格或持续筑底。由于大规模基建投资概率较低，地产新开工或持续负增长，水泥、钢铁需求或持续偏弱，煤炭短期可能受益于用电高峰。化工品方面，或延续结构分化，外需放缓，化纤价格或有承压，内生动能偏弱，多数化学原料、化学制品价格或有下行，制冷剂供需缺口仍在，价格有望坚挺，民爆供需格局或持续改善。

图 141: 钨、铋等小金属价格上涨



资料来源: Wind、招商证券

图 142: 制冷剂提价较为流畅



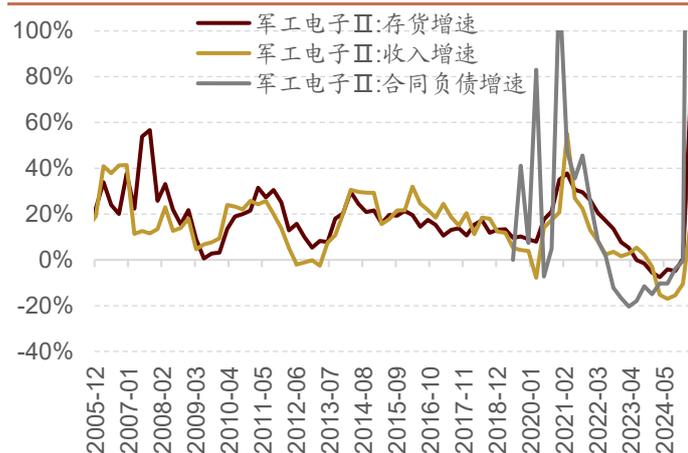
资料来源: Wind、招商证券

● **中游制造业: 上半年制造业景气分化, 低空经济、汽车、军工等政策提振行业表现亮眼; 下半年军工、半导体设备等国产替代领域确定性较高**

上半年, 中游制造业景气表现较为分化, 政策驱动与产业趋势交织下, 新兴领域加速回暖, 外部不确定性影响, 叠加国内经济复苏动能偏弱情况下, 部分行业产能仍然过剩, 价格端有所承压。新质生产力政策落地, 催化人形机器人、低空经济、固态电池等新兴领域产业化提速; 设备更新专项再贷款支持下, 工业母机、轨交设备等需求持续放量, 工业机器人产量三个月滚动同比增速趋势上行; 抢出口支撑下, 一季度通用、专用设备 PMI 持续回暖, 二季度有所放缓, 工程机械受益于年初专项债发行放量, 东南亚等需求旺盛, 但地产方面有较大拖累, 销量同比在 2 月达到高点后普遍有所回落; 汽车链受益于“以旧换新”政策与出口结构优化, 乘用车销量稳健增长, 新能源车需求持较高增长, 但价格战加剧拖累盈利, 汽车零部件出口订单在中美经贸关系阶段性缓和后有所回暖; 军工行业受“十四五”收官与订单批量落地支撑, 景气度迎来拐点; 而光伏产业链受价格下滑与库存积压拖累, 风电因招投标活跃有望逐步筑底回暖。

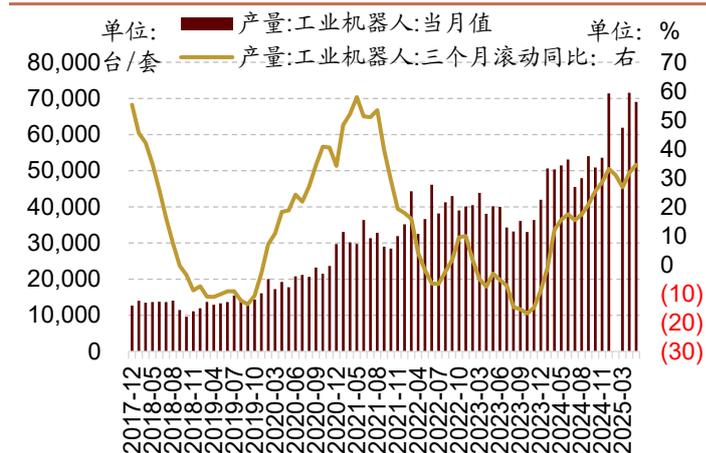
展望下半年, 中游制造领域供需结构有望持续优化, 传统与中高端制造预计延续分化。随着汽车“以旧换新”政策持续推进、智驾平权加速落地, 新能源汽车需求有望稳健增长; 低空经济在中央与地方政策支持下, 订单规模或延续增长态势; “十四五”收官催化, 军工行业订单或加速落地, 国产化率进一步提升, 外部地缘政治冲突不断背景下, 军贸景气或持续回暖; 自主可控与国产替代逻辑强化, 半导体设备产业链、工业母机等高端制造领域国产化率或持续提升; 风电项目规模持续扩容, 行业有望逐步筑底回暖。由于全球制造业景气下滑, 外需放缓, 叠加外部政治不确定性仍在, 出口大概率承压, 国内需求修复较为缓慢, 设备更新提振作用或边际减弱, 通用、专用设备、工程机械等需求或有效放缓。新能源与光伏产业链产能持续出清, 光伏装机同比增幅扩大, 需求有边际加速迹象, 供需调整下行业景气或迎反转。

图 143: 军工电子合同负债大幅上行



资料来源: Wind、招商证券

图 144: 工业机器人产量三个月滚动同比增幅扩大



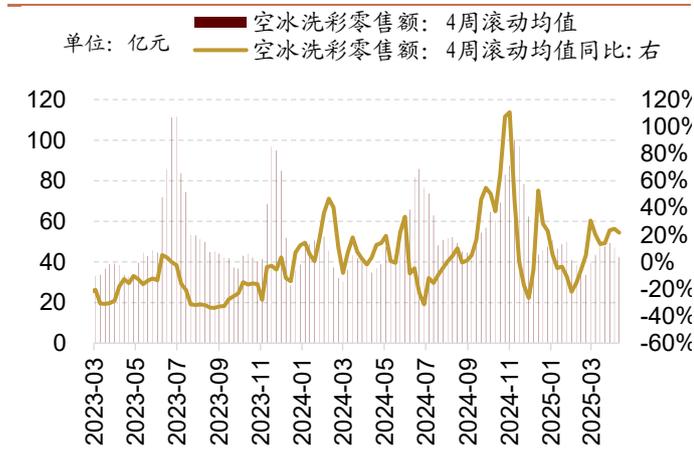
资料来源: Wind、招商证券

● **消费医药: 今年以来政策效应持续显现, 下半年需关注内生动能修复、盈利弹性较大的宠物经济、潮玩、医美等新消费领域以及创新药 BD 进程加速**

年初以来, “以旧换新” 加力扩围效果持续显现, 消费整体延续去年 9 月以来的修复态势, 社零增速延续回暖, 新一线城市贡献重要增量, 家电、通讯器材、金银珠宝等细分领域消费是主要驱动力。地产链方面, 除 3 月楼市小阳春阶段, 地产消费好于去年同期, 其它时段商品房消费仍然偏弱, 但在以旧换新和家装厨卫换新政策提振下, 家电消费持续回暖, 家具、建筑装潢消费明显好于去年 4 季度。必需消费品方面, 粮油食品、烟酒等受到假日经济催化, 宴请需求增长, 同比延续修复, 服装鞋帽维持稳健增长; 可选消费领域, 金银珠宝消费受益于金价上涨持续高景气, 日用品、化妆品消费也有回暖。此外, 新消费细分赛道实现较高增长, IP、潮玩、盲盒、宠物经济等需求较快复苏, 盈利弹性优于传统消费。医药领域, 创新药 BD 进程加速, 头部企业盈利回暖, 医疗器械招标数据持续增长, 高值耗材国产替代加速, 医疗服务需求偏弱, 部分刚性需求尚有支撑。

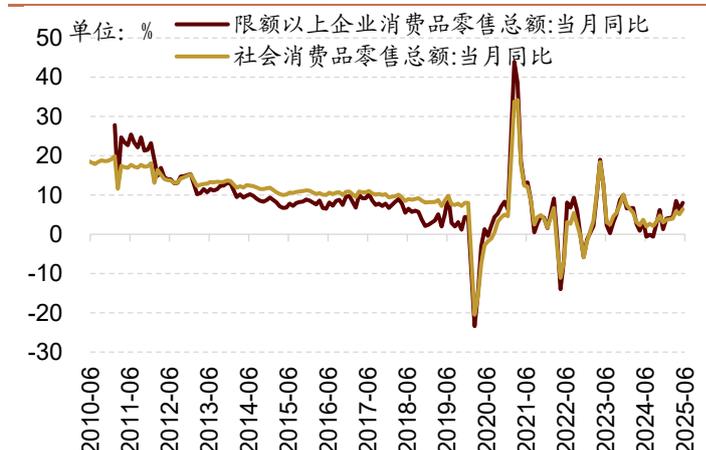
展望下半年, “以旧换新” 政策效果有望持续显现, 暑期、节假日经济以及大促补贴催化不断, 消费内生动能或逐步修复, 新消费领域需求有望持续释放。地产链方面, 商品房消费仍以刚需为主, 家具、家电的国补效应仍在, 增速或边际放缓, 智能家电、智能家居或较为亮眼。必需消费品有望维持韧性增长, 食品加工、调味发酵品需求刚性, 饮料乳品有望受益于高温天气的需求放量, 和库存的低位, 价格有望筑底回暖, 白酒需求有待复苏, 服装鞋帽受制于出口需求放缓, 景气有所承压。可选消费领域, 一线城市消费持续低迷, 新一线城市消费贡献重要增量, 县域消费扩容, 下沉市场以及高性价比产品需求有望持续增长, 考虑到消费是今年经济增长的主要支撑力, 政策有望进一步发力, 出行和服务消费景气有望延续。医药领域, 创新药催化不断, 政策支持下, 研发进展、获批上市与出海进程有望提速, 器械盈利有望筑底。

图 145: 家电零售增速或边际放缓



资料来源: Wind、招商证券

图 146: 社零增速震荡修复



资料来源: Wind、招商证券

● **金融地产：上半年银行息差压力缓解，地产消费持续偏弱，证券市场交投冲高后回落，下半年预期地产景气仍偏低，银行持续受益于高股息，证券板块或受益于经纪业务和投行业务的回暖**

上半年银行业景气边际修复，社融增速主要靠政府端发力，居民信贷需求仍待修复，一季度息差仍然承压，二季度伴随各大行下调存款利率，央行降息降准，息差压力边际改善；此外受益于高股息，行业自年初以来涨幅居前。房地产市场延续调整态势，3月楼市迎来“小阳春”后，商品房销售持续弱于去年同期，但地产销售同比降幅较去年四季度有明显收窄，新开工持续较高负增长，投资端和竣工端降幅持续扩大。证券市场交投情绪在2-3月春季行情演绎期间达到高点，随后震荡回落，市场在“平准”力量的作用下，下行风险可控，外资上调中国资产评级，并购主题延续，AI主题扩散，证券尤其是金融科技板块β效应凸显。保险方面，由于去年保费收入增速较高，高基数影响下，年初以来负债端增速中枢较去年明显回落，叠加利率波动，资产投资收益下行，行业盈利有所放缓。

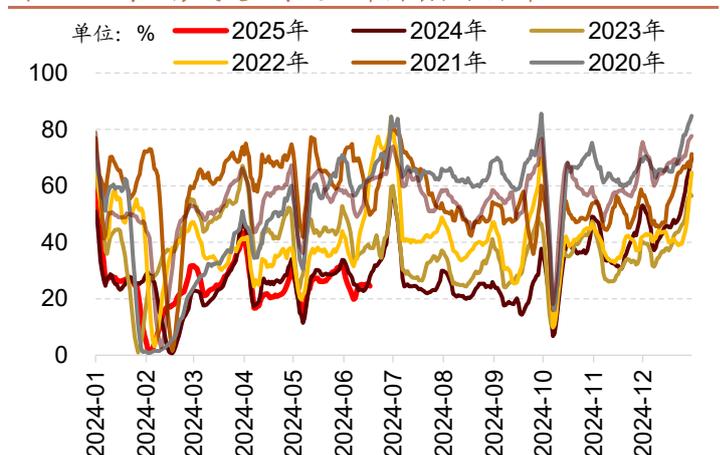
展望下半年，货币政策宽松预期强化，存款成本改善下息差压力有望继续缓解，但存款利率下行可能削弱产品吸引力，增大中小银行揽储压力。房地产市场继续止跌回稳，受益于政策端收储、城市更新等政策预期加速落地，房价有望逐步企稳，销售、新开工降幅或持续收窄。证券和保险行业受制于较高基数，盈利或持续放缓，其中证券受益于并购重组政策调整优化、AI和稳定币等主题催化，或存在结构性行情。

图 147：市场交投震荡下行



资料来源：Wind、招商证券

图 148：商品房成交处于近几年同期较低水平



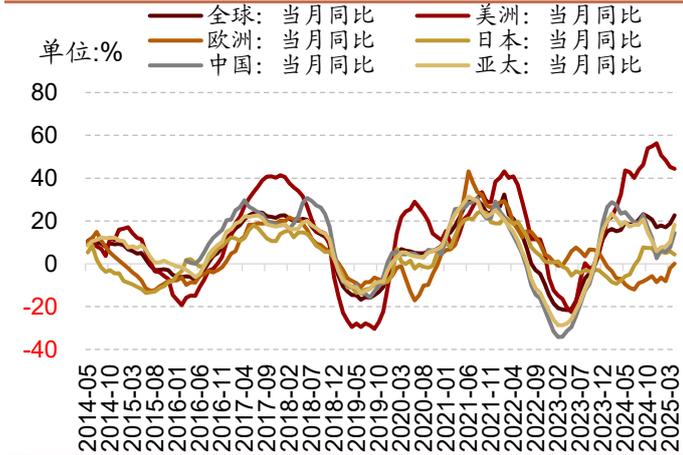
资料来源：Wind、招商证券

● **信息科技：算力需求持续高景气，AI Agent 加速落地，电子受益于周期复苏和国产替代加速，传媒领域游戏和文化出海进程持续，计算机受国产替代催化与信创订单回暖，下半年预期 AI 应用加速落地，自主可控逻辑强化之下板块持续高景气**

年初以来，TMT 领域在 AI 创新持续驱动下，产销均保持较高景气度，整体 TMT 制造业工业增加值保持 10% 以上增速。电子领域中受益于国补政策与端侧应用创新支撑，消费类需求边际回暖，中高端芯片需求旺盛，海外大厂逐步退出低端产能，DDR4 供不应求，价格大幅上涨；由于我国集成电路对美出口依赖度较低，集成电路出口增速持续扩大。通信领域算力租赁订单持续落地，北美云厂商持续扩大资本开支，需求持续较高景气，但此前基数较高，叠加 4 月开始光通信出口转负，外需放缓；运营商 5G 用户渗透率持续提升，云计算业务扩张，1-5 月电信主营业务收入同比增幅持续扩大。传媒领域表现分化，游戏审批常态化放量，盈利延续回暖，影视年初受益于春节档电影实现较高增长，此后票房收入同比增速持续放缓，广告营销、出版需求仍待进一步修复，板块整体受益于文化出海和 AI 应用持续落地等催化，年初以来有较高涨幅。

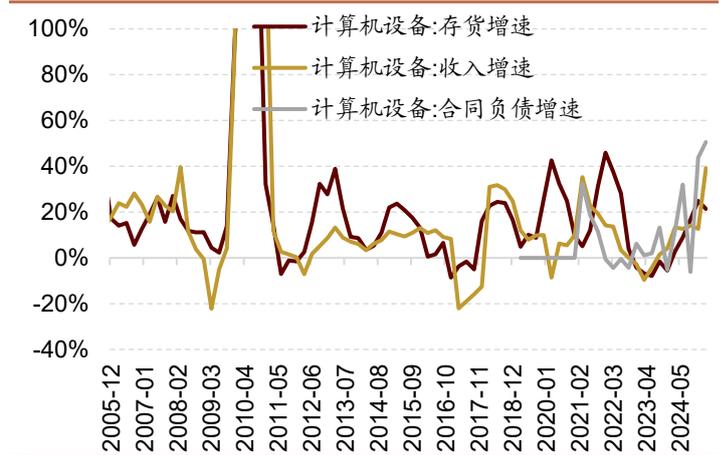
展望下半年，科技自立自强与核心零部件自主可控逻辑延续，AI Agent 加速落地，信创订单延续回暖，TMT 板块整体有望延续较高景气，计算机、半导体设备或受益。电子持续受益于国补政策，PC、手机需求有望继续回暖，高端芯片需求旺盛，低端存储器供需缺口仍然存在，半导体销额有望维持较高增速。通信光模块出口或持续承压，但算力基建或有提速，同时运营商持续受益于高股息，云业务等新兴业务收入延续放量，业绩有望改善。计算机或受益于 AI 应用不断落地，同时自主可控逻辑不断强化，大厂资本开支超预期，算力租赁订单、信创订单回暖，低基数效应下行业盈利有望持续改善。传媒领域文化出海进程持续，游戏行业流水趋势回暖，影视或受益于暑期档和国庆档票房放量，关键在于影片供给端质量提高。

图 149: 全球半导体销售额同比持续增长



资料来源: Wind、招商证券

图 150: 计算机设备合同负债增速明显回升



资料来源: Wind、招商证券

3、行业配置三条线索：现金流改善、内需消费、科技创新

● 2025 年行情与配置回顾

在 2024 年年末发布的《A 股 2025 年盈利与行业配置展望》中，我们提出 2025 年的行业配置应聚焦三个领域：一是供给侧改革，聚焦产能出清拐点临近的领域；二是外需风险敞口小、内需发力的领域；三是受益于科技创新周期及国内自主可控政策加码的领域。据此我们提出重点关注五个行业，分别是**电子、传媒、国防军工、家电、机械设备**。

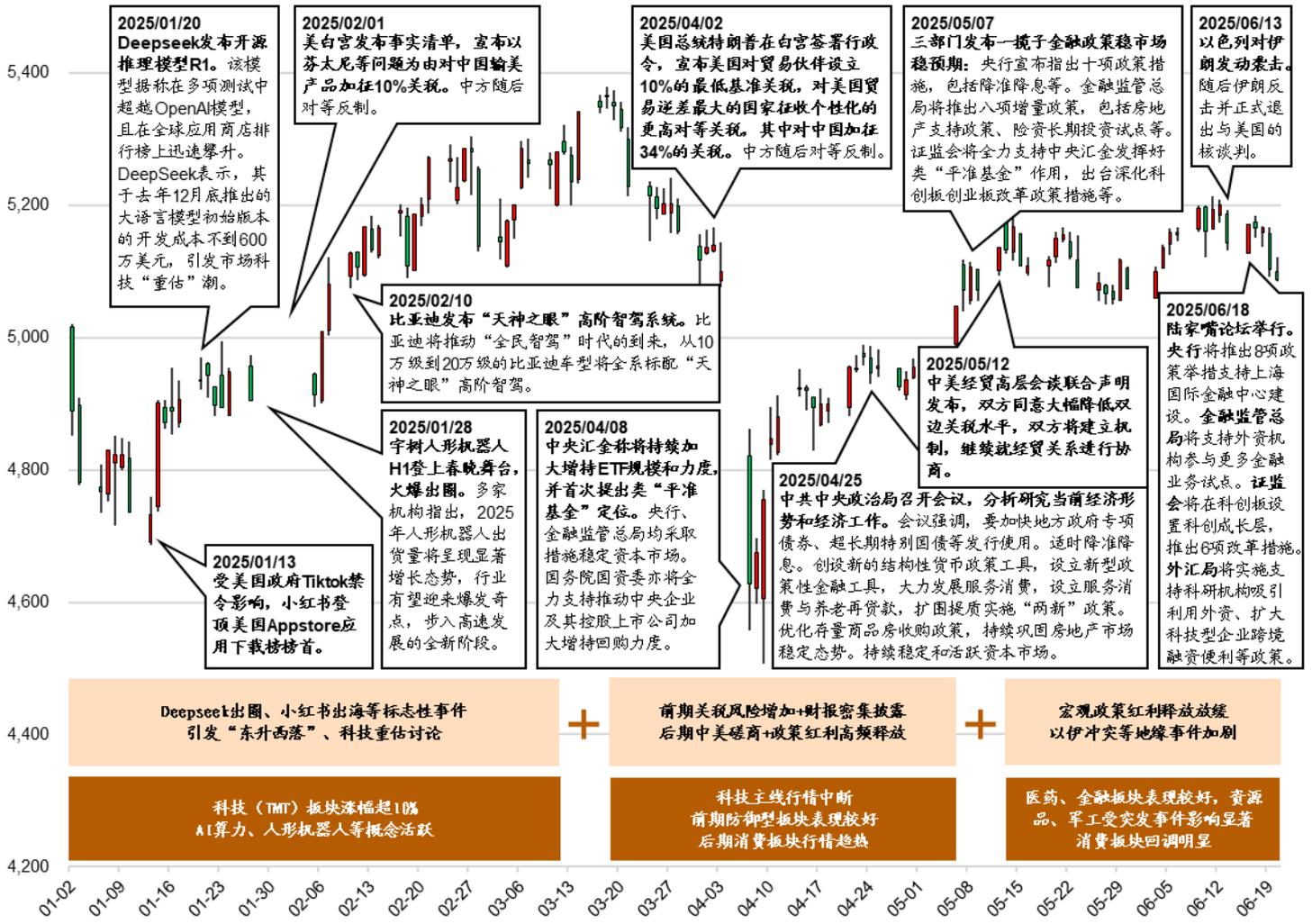
实际上，上半年 A 股行业轮动可大致分为三个阶段：

第一阶段为年初至 3 月中旬，这段时间 A 股表现围绕科技成长类行业展开，Deepseek 出圈、小红书出海等标志性事件引发“东升西落”、科技重估讨论，带动科技（TMT）板块涨幅超 10%，AI 算力、人形机器人等概念活跃；

第二阶段为 3 月下旬至 5 月前期，该时段前期海外关税与财报披露等因素对 A 股市场扰动较大，科技板块回落，防御型板块表现相对较好，后期市场超跌逐步修复，消费板块受到促消费稳内需政策导向以及新消费崛起等因素驱动，行情趋热，美容护理、家用电器、纺织服饰等行业表现亮眼；

第三阶段为 5 月后期至今，这段时间行业轮动缺乏主线，医药板块受创新药“出海+创新+盈利”三因素驱动表现较好，降息与高股息等因素驱动金融板块银行股涨幅较大，资源品板块部分行业与国防军工等受突发热点事件影响显著，消费板块回调明显。

图 151: 上半年万得全 A 指数走势及重要影响事件 (2025/1/2-2025/6/20)



资料来源: Wind, 招商证券

行业方面，基本面的变化在行业涨跌中扮演主要驱动，截至目前，有色、银行、传媒、汽车、机械设备等上半年涨幅居前。其中有色金属、传媒、汽车、农林牧渔、机械设备等指数与业绩同步上行，电力设备、建筑装饰、商贸零售、房地产、煤炭等业绩增速明显下滑的板块，跌幅相对较大。

表 16: 今年以来一级行业涨跌幅与基本面基本一致

行业	年初至今涨跌幅%	25Q1单季度盈利增速%	工业企业盈利% (1-4月同比)	其它影响	PE分位数 (过去十年)	总计
银行	14.1	(1.1)			68.8	红利以及股息驱动
有色金属	13.4	51.1	24.5		18.0	反应基本面
传媒	7.0	36.9		哪吒票房超预期、谷子经济	66.9	反应基本面
医药生物	5.5	(12.2)	(3.3)	BD、出海加速	43.8	事件催化和盈利改善预期驱动
汽车	5.4	10.4	(5.1)		57.7	反应基本面(出口敞口风险低+重催化)
美容护理	5.3	(14.0)			48.6	内需修复预期驱动
农林牧渔	4.6	751.6	45.6		4.7	反应基本面
机械设备	4.6	25.8	11.7		50.8	反应基本面
环保	4.6	4.8			63.1	政策驱动
基础化工	4.1	12.3	(4.4)	部分品类涨价较多	56.5	反应基本面
国防军工	3.3	(5.6)		地缘政治冲突不断	71.4	事件驱动
计算机	2.3	1287.9			90.6	基本面改善>涨幅
通信	1.9	7.0			21.2	业绩改善空间有限
纺织服装	1.1	(5.6)	(12.7)		46.2	基本面偏弱, 涨幅居中
轻工制造	0.4	(21.0)	(32.2)	家具消费数据回暖	54.7	基本面偏弱, 涨幅居中
电子	(1.0)	33.3	11.6	关税冲击+前期涨幅较高	68.2	基本面改善>涨幅
社会服务	(1.0)	6.7		假期催化	31.5	反应基本面
交通运输	(1.1)	2.0			38.2	业绩改善空间有限
钢铁	(1.3)	319.0	0.0	产能持续过剩	80.0	业绩触底回升
公用事业	(1.6)	6.4	4.4		13.4	业绩改善空间有限
石油石化	(1.9)	(7.7)	0.0		55.3	业绩与涨幅均下滑
建筑材料	(3.7)	331.3	(1.6)	地产消费疲软	68.0	基本面改善>涨幅
家用电器	(3.8)	26.0	15.4	关税冲击	15.4	基本面改善>涨幅
非银金融	(4.3)	19.9		市场成交回落	23.6	盈利放缓
电力设备	(5.7)	(14.1)			26.2	业绩与涨幅均下滑
建筑装饰	(6.2)	(7.9)			55.0	业绩与涨幅均下滑
商贸零售	(6.9)	(9.9)			77.0	业绩与涨幅均下滑
食品饮料	(7.7)	0.8	3.5	白酒价格指数下行	4.7	基本面偏弱, 涨幅一般
房地产	(9.6)	(246.6)			97.0	业绩与涨幅均下滑
煤炭	(11.7)	(29.6)	(48.9)		70.3	业绩与涨幅均下滑

资料来源: Wind、招商证券; 数据截至 2025/6/23

在跑赢万得全 A 的行业中, 1) 有色金属、农林牧渔、机械设备、基础化工对应我们所推荐的产能出清拐点临近领域, 该推荐领域整体行情表现较好; 2) 传媒、机械设备、通信对应我们所推荐的科技创新与自主可控领域, 但该领域中电子、计算机行业未能跑赢大盘, 行情表现分化; 3) 而在推荐的外需风险敞口小、内需发力领域, 仅有汽车、美容护理行业跑赢万得全 A, 部分行业如商贸零售、食品饮料、家用电器等跌幅较大, 整体行情表现较差。截至目前, 今年以来组合累计收益 9.84%, 相比 wind 全 A 取得 6.20% 的超额收益。

图 152: 今年以来组合累计收益 9.84%



资料来源: Wind、招商证券, 统计区间为 2025/1/1-2025/6/24

● 下半年配置展望

宏观环境和科技趋势来看, 2025 年预计与 2009 和 2019-2020 年有高度相似的特征。企业盈利预计小幅改善, 内外

流动性相对宽松，出口在外需偏弱或贸易政策不确定的影响下相对承压，同时新产业趋势不断突破。因此，行业选择的思路也高度相似。2009 年表现较好的主要是汽车、煤炭、有色、家电、电子等；2019-2020 年表现较好的主要是社会服务、电力设备、食品饮料、国防军工、美容护理。参考来看，行业选择方面，预计 2025 年科技创新、内需消费等相对占优。

表 17：2025 年宏观环境、科技趋势等方面与 2009 年和 2020 年存在高度相似

指标	2009 年	2019-2020 年	2025 年（预期）
企业盈利	小幅上行		
经济强度及通胀	经济弱复苏增长，物价处于相对低位		
货币政策	适度宽松	总体稳健，灵活适度	适度宽松，加强超常规逆周期调节
财政政策	积极的财政政策	更加积极的财政政策	
美元流动性	2008 年 11 月开启的 QE1 过程中，利率维持在 0.25%	2020 年 3 月起，为应对疫情风险，连续两次大幅降息 50bp 至 0.25%	2024 年 9 月开启的新一轮降息周期中，预计 2025 年第一季度仍将连续降息
科技创新	智能手机+移动互联网+云计算	智能驾驶+物联网+云计算	算力+AI+机器人
出口环境	需求偏弱，全球贸易指数同比下行，出口相对承压		
前期市场表现	2007 年前三季度市场大涨，进入 Q4 市场持续下跌，直至 2008 年 Q4 跌幅开始弱改善	2018 年市场大调整，震荡下跌，19 年 Q1 短暂大涨后连续两季度下跌，年末行情回暖，Q4 市场小幅上行	23 年 Q2-24 年 Q2 市场持续下跌，24 年 Q3 市场开始明显上行
全年指数表现 Wind 全 A	105.47%	25.62%	-
全年上证指数表现	79.98%	13.87%	-
全年风格表现	小盘成长	大盘成长	成长
最佳市场指数	中证 1000	创业板 50	
排名前五行业	汽车、煤炭、有色金属、家用电器、电子	社会服务、电力设备、食品饮料、国防军工、美容护理	TMT、人工智能产业、食品/商贸零售、汽车、家电等内需消费领域
排名末五行业	建筑装饰、公用事业、传媒、通信、电力设备	房地产、通信、建筑装饰、纺织服饰、银行	-

资料来源：Wind，招商证券

下半年，结合宏观经济环境、中观景气和业绩、产业趋势发展，推荐重点围绕以下三条线索布局：第一：围绕现金流改善的高质量因子驱动领域，如工程机械、饮料乳品、食品加工、化学制药、乘用车、工业金属等；第二：内需发力、新型消费领域，如估值性价比高的游戏、化妆品、个护用品、互联网电商、数字媒体、文娱用品、休闲食品、种植业、饲料等；第三：受益于科技创新周期及国内自主可控政策加码的领域，如计算机设备、自动化设备、半导体、国防军工等。综合以上重点推荐关注计算机、机械设备（工程机械、自动化设备）、国防军工、有色金属、医药生物（化学制药）等行业。

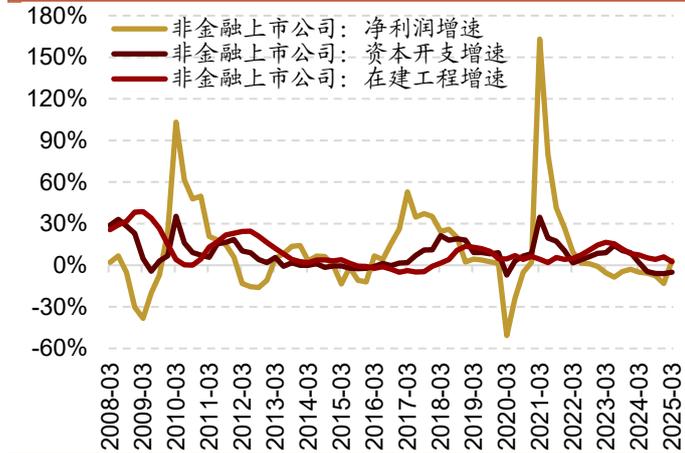
1) 行业配置主线一：聚焦自由现金流拐点、高质量因子驱动领域

我们曾在多篇报告中提到，从投资的本质出发，在非博弈背景下，投资获利的来源为公司当期盈利或者未来盈利的贴现。当经济稳定或弱复苏阶段，投资者试图寻找长期增长稳定，现金流稳定的行业。而自由现金流策略正适用于这种企业增长较为稳定，产品渗透率相对较高的阶段。此时企业大规模投入资本开支的阶段已经过去，因此稳健的自由现金流更能衡量企业的价值。企业如果拥有较高稳健的现金流，不仅代表其有较强的分红能力，也表示企业可以进行回购或再投资。而传统的红利策略则是企业已经将钱分给了投资者，无法再进行扩张投资等，因此更适用于企业较成熟，几乎没有增长空间的阶段。

目前，我国的经济环境决定了自由现金流策略更加适合于投资 A 股。在过去，中国经济周期波动由地产基建驱动的信贷周期决定，但自 2024 年起，经济发展模式转变，房地产市场逐步寻找新平衡点，地方政府债务增长受限，信用周期规律减弱，经济真正步入高质量增长阶段，企业盈利也进入较低增速、较低波动的时代。此时，企业大规模扩产动力受抑制，资本开支增速下滑，盈利趋于稳定，自由现金流的稳定性和可预期性更凸显其投资价值。在这种经济环境下，基于自由现金流的投资策略更能适应市场变化，为投资者带来稳定回报。

我们挑选在自由现金流、红利、质量三种价值策略中具有代表性的三个指数：国证自由现金流、中证红利与中证质量，取 2015 年至今为回测区间，计算其相对万得全 A 的超额收益。可以发现，在 2019 年之前，三个指数高度正相关，因此国内投资者不太区分质量、现金流和红利，被统称为价值板块。而 2019 年之后，质量和现金流以及红利开始分道扬镳，2019 年之后，国证自由现金流和中证质量甚至出现了负相关。而整体来看，基于自由现金流的选股策略是优于基于高股息的选股策略的，高自由现金流是一个更本质的策略。

图 153: 2024 年起，非金融上市公司呈现净利润增速低位震荡，资本开支增速转负，在建工程增速下滑的特点



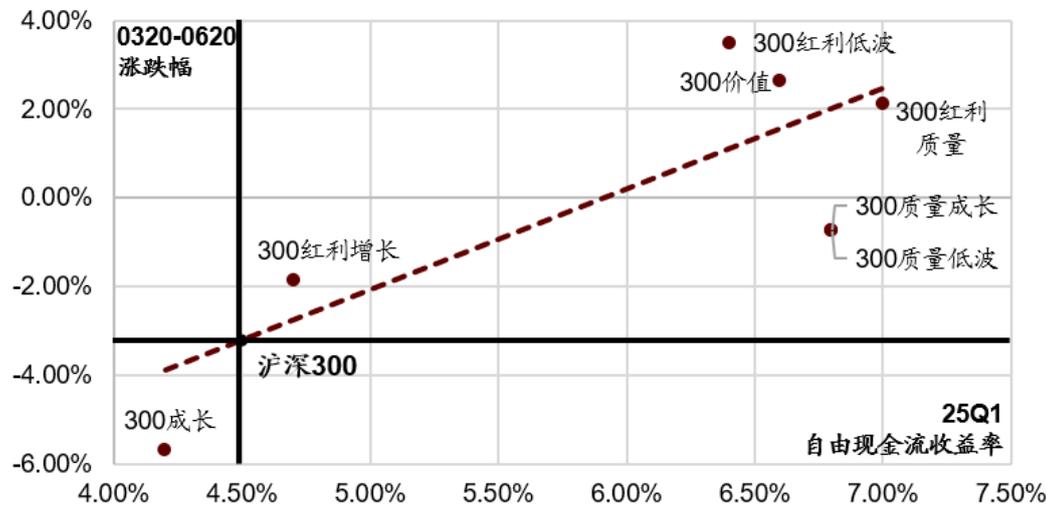
资料来源: Wind、招商证券

图 154: 从 10 年区间看，自由现金流策略能取得更优的超额收益，高自由现金流是一个更本质的策略



资料来源: Wind、招商证券

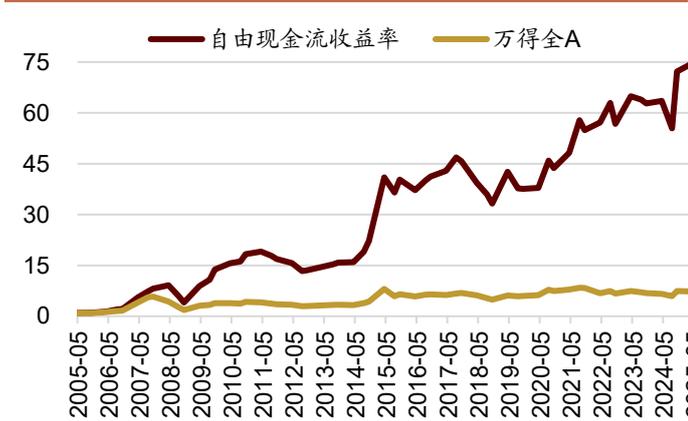
图 155: 近期 300 质量风格指数涨跌幅与 2025Q1 自由现金流收益率大致成正比



资料来源: Wind、招商证券

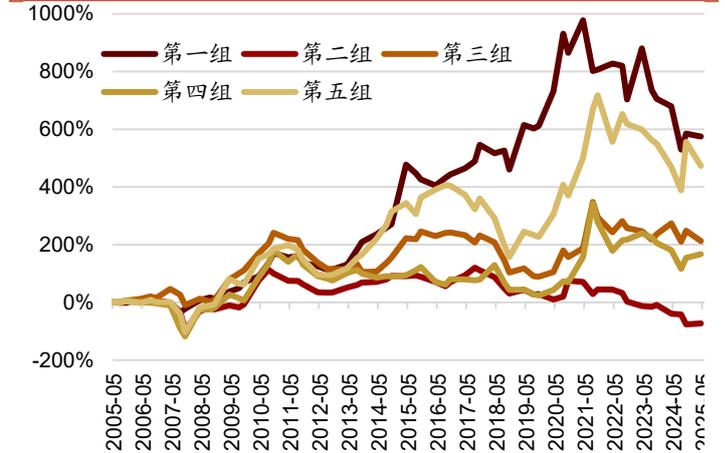
进一步地，我们利用自由现金流相关指标，自 2005 年 5 月起对 60 个重点关注行业（不含金融）进行行业回测，每期财报披露日，选取自由现金流收益率最高的前 5% 个股，截至目前相比万得全 A 取得明显的超额收益；行业层面，自由现金流占收入的比重较高的行业超额收益明显。尤其近两年在经济波动放缓、盈利弹性有限的环境下，自由现金流策略超额收益提升明显。

图 156: 自由现金流收益率策略选股回测, 2005 年以来相比 wind 全 A 超额收益显著



资料来源: Wind、招商证券; 以 2005/4/30 为回测起始点, 每年 4 月、8 月、10 月按区间选股进行等权重调仓, 每期成分股为自由现金流收益率 (TTM) (即自由现金流 (TTM)/总市值 (TTM)) 前 5% 个股

图 157: 自由现金流占收入比重高的行业超额收益明显



资料来源: Wind、招商证券; 此处将重点跟踪的 60 个行业按照自由现金流占收入比重, 由高到低分为六组, 每年 4 月、8 月、10 月调仓, 计算每组相比 wind 全 A 的超额收益

在此基础上, 我们梳理出自由现金流与总收入比值较高, 或者占比中枢明显改善的行业推荐重点关注, 典型的如: 工程机械、饮料乳品、食品加工、化学制药、乘用车、工业金属等。

图 158: 关注自由现金流占收入比较高或改善领域



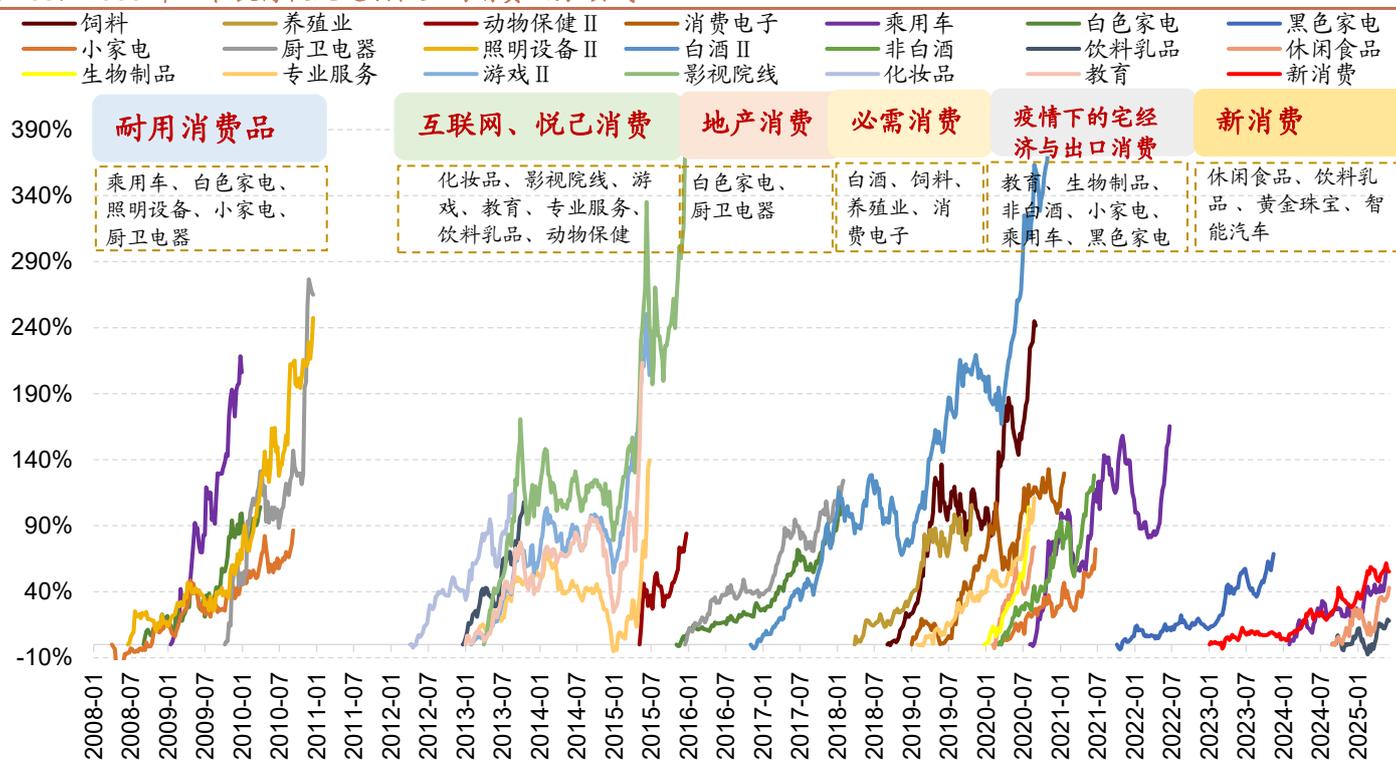
资料来源: Wind, 招商证券

2) 行业配置主线二: 内需发力、新消费方向

回顾过去几轮消费行情，2008年中国人均GDP超过3000美元，消费逐渐超越投资成为我国经济增长的最大支撑力量。2000年以后受工业化加速和对外开放进程加快的影响，我国经济增长主要由投资和出口驱动，彼时消费率持续下滑。随着人均GDP不断提高，08年超过3000美元，与中等发达国家人均GDP水平比例刚刚超过10%，消费率开始见底回升，消费发展趋势和空间都明显优于投资，逐渐成为我国经济增长的最大支撑力量。伴随消费的崛起，该领域下多个细分领域先后实现了较大的超额收益，例如2008-2010年的耐用消费品、2013-2015年的互联网消费以及悦己消费、2016-2017年的家电、2018-2020年的白酒、农产品等必需消费、2020-2022年的宅经济与出口消费以及2023年以来的新消费。

可以发现，驱动消费板块行情的因素往往是：1) 地产周期主导的时代变化，如2009年与2015年商品房消费快速增长下的家电获得了较高的超额收益；2) 人口结构和消费习惯或行为的变化，如2013年网民规模扩张与用网习惯向移动终端迁移，推动移动互联网相关消费崛起，2018年消费升级红利的释放，带动高端白酒放量增长，2020年疫情冲击，被迫居家消费、学习的方式驱动教育、非白酒等实现较高增长，2023年以来居民财富受房价下行影响以及收入增长放缓背景下，高性价比消费的崛起，以及2024年以来IP、潮玩等精神娱乐消费实现较快增长；3) 政策变化驱动，如2008年家电汽车下乡，2020年政策引导消费回流，2024年财政开支从基建投资端向消费需求端转换。

图 159: 2008 年以来获得较大超额收益的消费细分领域



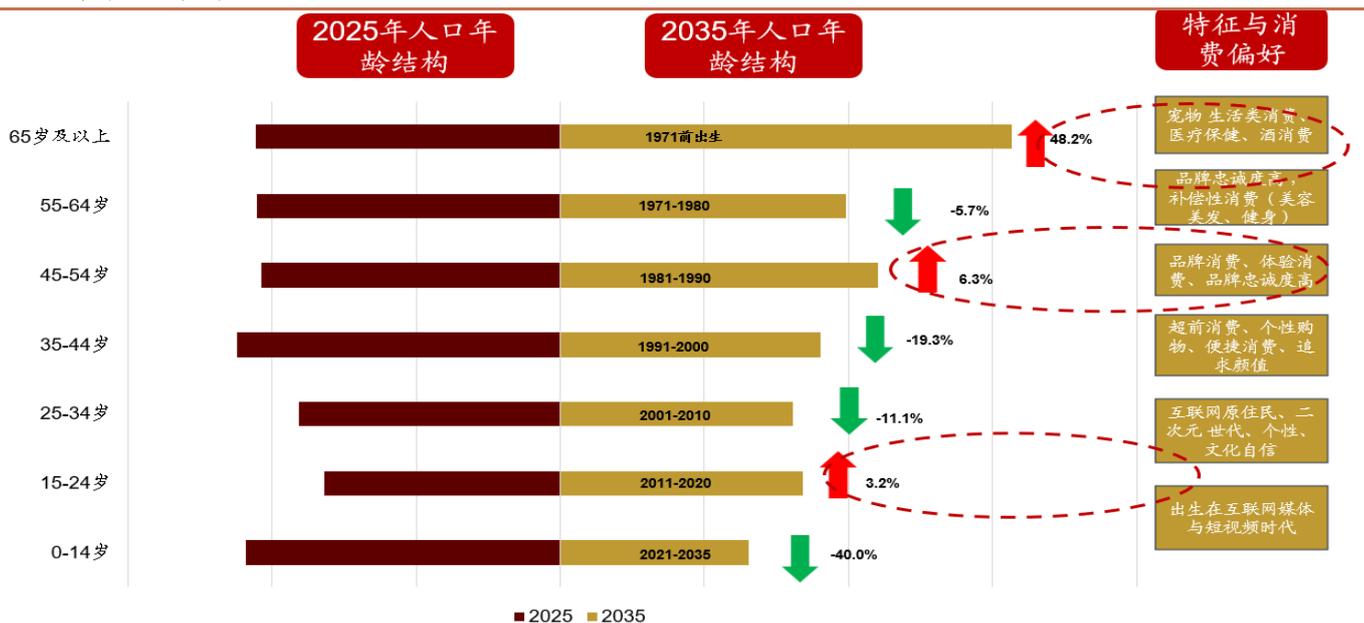
资料来源: Wind、招商证券; 注: 图示为指数相对于万得全 A 的累计超额收益

从我国地产和人口周期阶段来看，房贷利率下降，房地产周期下行，购房需求偏弱，后续地产消费占居民消费支出的比例预计持续下降；人口结构步入中度老龄化阶段，银发族（通常指60岁以上的老年人）和Z世代（90年代中叶及以后出生的人）将逐渐成为消费增长的主要力量。消费主力的消费观念方面，银发族注重通过消费来享受生活，热爱跟团游，同时养老服务、健康管理需求偏刚性，Z世代消费更加理性，注重性价比，愿意花时间参考其他消费者的评价和推荐，同时注重个性价值和自我价值，乐于为情绪价值买单。

政策方面，考虑到出口驱动的减弱，生产投资端提升空间有限，扩大内需成为政策重要发力点。虽然财政支出在扩张，但化债大背景下地方政府的投资并未大规模回升，也没有去刺激房地产销售和地产融资并未大规模回升，制造业领域提“防内卷”竞争，制造业融资并未如期回升，出口退税政策在部分领域有所退坡，而“以旧换新”、消费券政策等持续发力，政策发力重点聚焦消费，加速内循环。

在此背景下，消费医药领域仍然是我们配置的重要方向之一。结合人口结构、收入增速和消费观念来看，高频、可选、小额消费有望受益，如潮玩、谷子经济、宠物经济、智能小家电、休闲零食、饮料乳品、动漫游戏、旅游等。

图 160: 未来 10 年我国人口结构预测



资料来源：联合国《World Population Prospects 2024》，欧赛斯，招商证券

参考日本房地产泡沫破裂后的消费习惯演变和行情，性价比零售业和动漫产业、美妆和健康护理产业有望受益。

1990 年代初，日本泡沫经济破裂。股票和房地产崩盘导致经济增长疲软，企业和家庭的财富大幅下降，失业率不断上升。此时，日本消费者的消费观念开始由奢侈主义转向理性消费，折扣店、便利店以及性价比零售业态崛起，折价出售的临期商品、尾货和微瑕品反而受到消费者青睐。在品牌方面，日本消费者推崇“简单、实用、高性价比”的形象，“无印良品”（MUJI）等品牌大受欢迎。此外，在经济下行期，动漫和游戏等廉价易得的娱乐成为了日本消费者缓解精神压力的重要途径。1990 年代以来，日本动漫行业涌现出了《海贼王》等大量优质作品，并积极通过电视和互联网开拓海外市场，加上日本政府对漫画业的重点扶持，动漫行业市场规模迅速扩张。进入 21 世纪之后，日本经济仍处于低增长状态，而社会结构也发生了改变。老龄化加剧和女性劳动参与率不断提升的社会现象使得护理、保养和健康管理相关产业蓬勃发展，美妆等“健康实用”的产品占据优势。

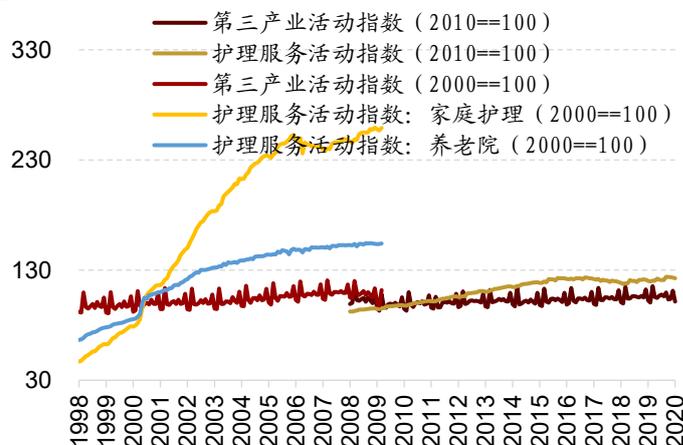
从日本消费模式的变迁史可以看出，消费行业的发展与经济周期、消费者观念、社会与人口结构以及政策导向等因素密切相关。在经济增速放缓期，性价比零售业和动漫产业迎合了消费者的新观念和精神需求，美妆和健康护理产业则顺应了社会人口结构的变化，从而实现了逆势放量增长。

图 161: 日本便利店数量快速上涨



资料来源：CEIC、招商证券

图 162: 21 世纪开始日本医疗护理领域持续高景气



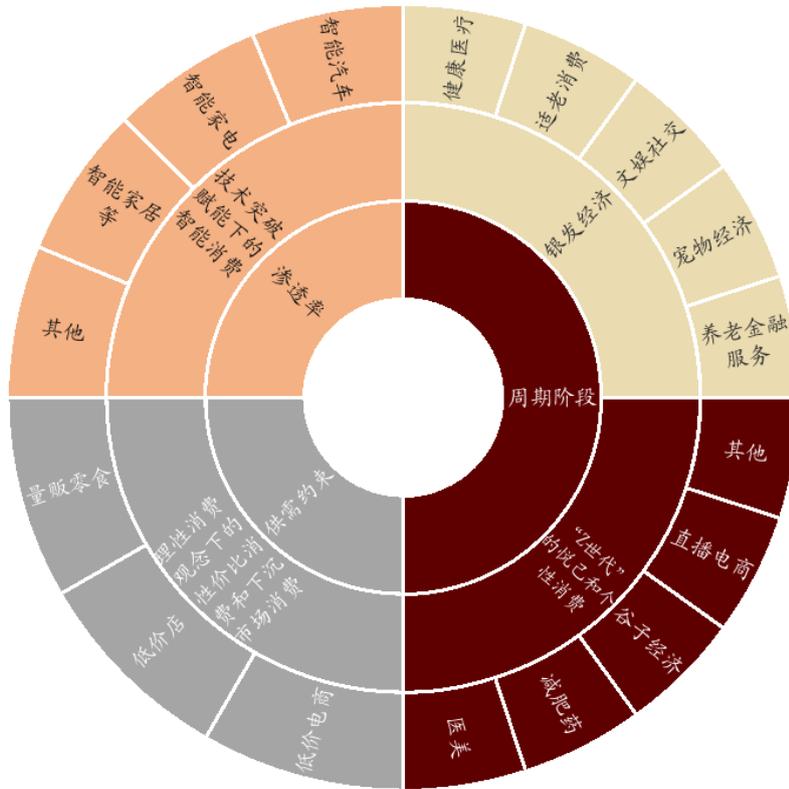
资料来源：CEIC、招商证券

综合我们经济发展结构变化、人口周期阶段以及海外的案例，当前重点推荐关注：1) 技术突破赋能下的智能消费，如智能汽车、智能家电、智能家居等；2) “Z 世代”的悦己和个性消费，如医美、减肥药、谷子经济、直播电商等；3) 银发经济：预计重点机会集中于健康医疗（医药、食品保健品、轻工（成人失禁）、适老消费（服装、智能家居、

预制菜、便利超市)、文娱社交、宠物经济及养老金融服务等领域。4) 理性消费观念下的性价比消费和下沉市场消费, 如量贩零食、低价店等。

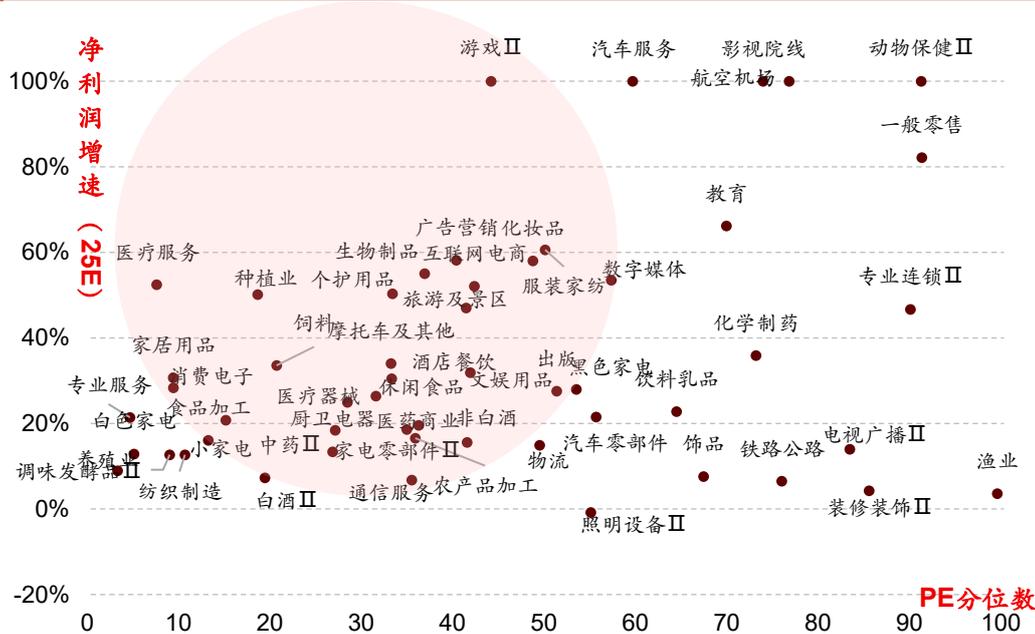
进一步结合盈利预测与估值, 下半年重点推荐关注: 游戏、化妆品、个护用品、互联网电商、数字媒体、文娱用品、休闲食品、种植业、饲料等。

图 163: 新消费投资策略及关注领域展望



资料来源: 招商证券整理

图 164: 消费行业 2025 年盈利预期增速与当前估值分位水平



资料来源: Wind、招商证券, 盈利增速超过 100% 取 100%

3) 行业配置主线三：自主可控与 A 应用领域

一方面，目前科技创新多点开花，国产替代与自主可控逻辑持续强化。制造业是一个国家经济发展的重要支柱，而产业链供应链的完整性和自主性是保障制造业可持续发展的关键，近年来政策端也发布了一系列有关强链补链的政策，加快解决“卡脖子”难题，支持国产替代。在百年未有之大变局、国际关系愈发复杂的今天，供应链安全将会成为未来很长一段时间我国关注的重要问题。

另一方面，AI 技术革命与政策驱动下，科技创新是国家战略和产业发展的确定性领域。国家持续加码算力基础设施投入，科技企业税收优惠政策持续加码，今年以来多地发布文件支持科技产业发展，近期国家安全部官微评论员也指出“科技安全是国家安全的重要组成部分”，资源不断向科技创新领域倾斜。同时，海外 AI 应用加速发展，AI 从工具跃升为生产力引擎，无论是从海外映射还是政策引导层面，科技创新仍然是下半年需要重点关注的领域。

综上所述，自主可控技术和科技创新产业有望加速推进，预期下半年 AI 应用、机器人、国防军工等领域有望持续受益。

● AI 应用

由于我国基础软件、工业软件对美国依赖度仍然较大，外部制裁趋严背景下，软件自主可控、网络安全、数据安全是自主可控和产业链供应链安全涉及的重要领域。同时，上半年软件产业利润持续回暖，AI 应用落地加速，豆包 AI、Deepseek 等应用活跃用户持续增长，渗透率实现 5%-10% 关键跃升，AI+文本、图片、音乐、视频应用逐步涌现，随着生成式 AI 和推理技术的快速发展，AI Agent 在 B 端企业服务场景中的应用潜力正在加速释放，国内 ERP 等企业也实现 AI 模块持续落地。板块景气回暖与自主可控逻辑有望在下半年形成共振。

图 165: 软件产业利润持续回暖



资料来源: Wind、招商证券

图 166: Deepseek 与豆包渗透率变化

	移动互联网用户	Deepseek 活跃用户	Deepseek 渗透率	豆包活跃用户	豆包渗透率
2025-03	157691	19361	12.28%	11597	7.35%
2024-12	157015			7523	4.79%
2024-09	156989			4197	2.67%
2024-07	155800			3042	1.95%
2024-03	153278			2328	1.52%

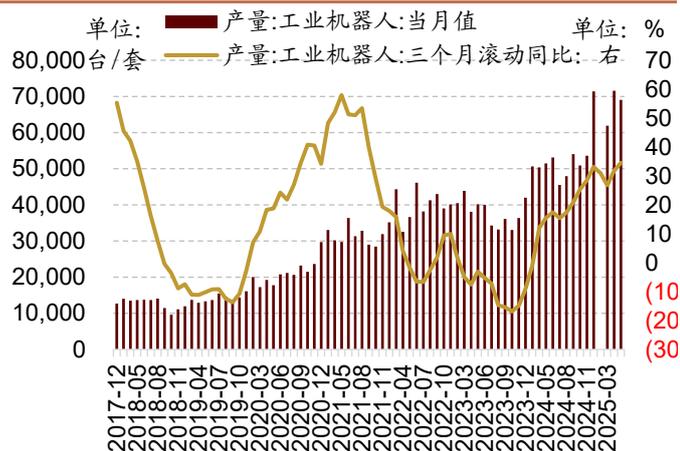
资料来源: Wind、QuestMobile、招商证券

● 机器人

人形机器人催化不断，行业景气持续回暖。上半年宇树科技成功完成核心运动控制算法的重大升级，显著提升了机器人的运动稳定性和环境适应能力，国际知名机器人公司 Figure 发布了新一代 AI 模型 Helix，该模型在机器视觉、自然语言处理和决策规划等方面取得突破性进展，使人形机器人的通用性能得到质的飞跃，马斯克在 X 平台直播发布旗下 xAI 公司研发的最新聊天机器人 Grok3，在数学推理、科学逻辑推理等多方面的性能表现上都超过或媲美 Gemini、DeepSeek 和 ChatGPT 等对手。行业景气持续回暖，5 月工业机器人产量三个月滚动同比增幅扩大，4 月工业机器人销售量累计同比增幅扩大。

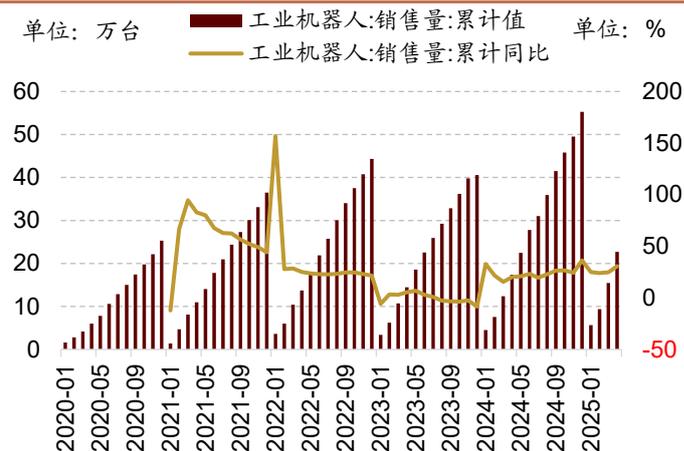
政策助力产业加速发展，消费场景或加速落地。工信部发文推动养老机器人试点，北京落地全球首个具身智能机器人 4S 店，武汉发文加快打造全国人形机器人专用传感示范地、场景应用优选地、智能制造集聚地。结合人口老龄化趋势，陪伴消费需求增长，养老机器人等消费场景有望加速落地。

图 167: 5 月工业机器人产量三个月滚动同比增幅扩大



资料来源: Wind、招商证券

图 168: 工业机器人销售量累计同比增幅扩大



资料来源: iFind、产业在线、招商证券

● 国防军工

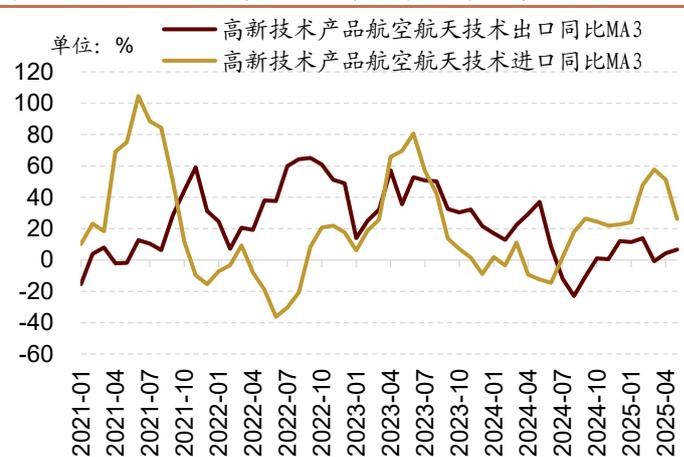
国内战略机遇与军贸扩张双重驱动，国防军工行业迎来关键发展期。据招商军工团队，全球军费、军贸总量进入扩张周期，近期北约各成员国同意将国内生产总值的 5% 用于军费开支；全球军贸交付总额中我国目前占比约 5.8%，从结构上来拆分，航空装备占比达 40% 以上，有人机、防空反导装备市场后续突破空间巨大。另一方面，2025-2027 年军工行业将迎来“十四五”规划冲刺期和“建军百年”目标关键节点，装备更新换代和实战化训练需求将持续释放。技术突破与产业化进程加速将催生新的增长点，“新质战斗力”建设聚焦隐身材料、智能化弹药和无人化装备等前沿方向，“新质生产力”发展则体现在商业航天、低空经济、国产大飞机和可控核聚变等战略性新兴产业领域，共同推动产业升级转型。

图 169: 我国航空航天器国内出口份额延续扩大



资料来源: Wind、招商证券

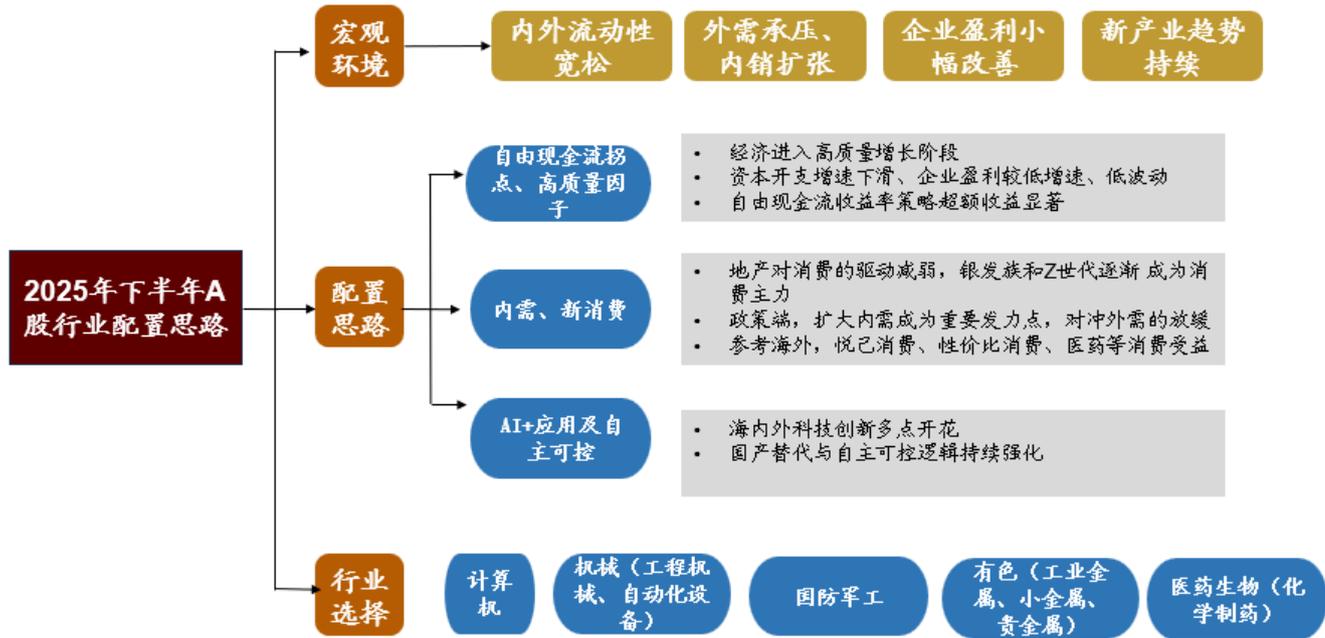
图 170: 航空航天技术出口三个月滚动同比增幅扩大



资料来源: Wind、招商证券

总结以上，2025 年下半年行业配置要点和线索如下所示:

图 171: 2025 年下半年行业配置思路



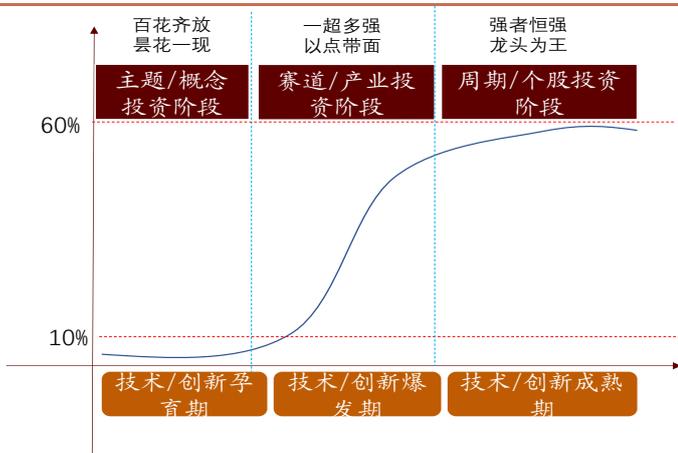
资料来源：Wind、招商证券

七、产业趋势与政策：技术和政策双轮驱动，科技与医药齐头并进

1、核心逻辑：技术和政策双轮驱动，聚焦渗透率核心指标

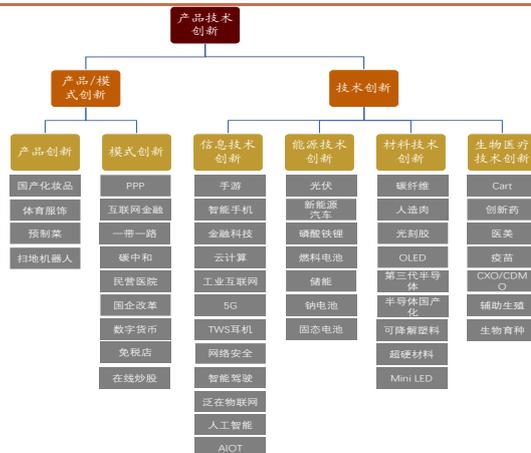
我们在《赛道投资启示录》中描述过赛道投资的基本原则，赛道是指在政策、消费习惯、产品创新或者技术进步的推动下，已经孕育出具有未来长期发展前景，但当下渗透率仍较低的产品、技术路径、业务模式，同时已经或者在可以预见的将来，能够体现在上市公司的财务报表上的业绩快速爆发，开始受到投资者的持续关注的产品发展趋势、技术路径趋势以及业务模式趋势。**渗透率达到 5~10%是投资的关键分水岭**，当一种产品、技术、模式渗透率超过 5~10%，成为可被验证的新产品、技术和商业模式，则很可能迎来渗透率的快速提升，此时，由于渗透率加速提升，相关上市公司收入和利润会迎来高速增长，因此，**核心逻辑是渗透率突破 5~10%是把握从主题/概念投资跃向赛道/产业趋势投资的关键**，在此基础上，若再具备重大技术突破与政策推动，则极大概率迎来行业景气度的持续上升。

图 172：产业趋势投资的三个阶段



资料来源：招商证券整理

图 173：A 股赛道发展的主要方式

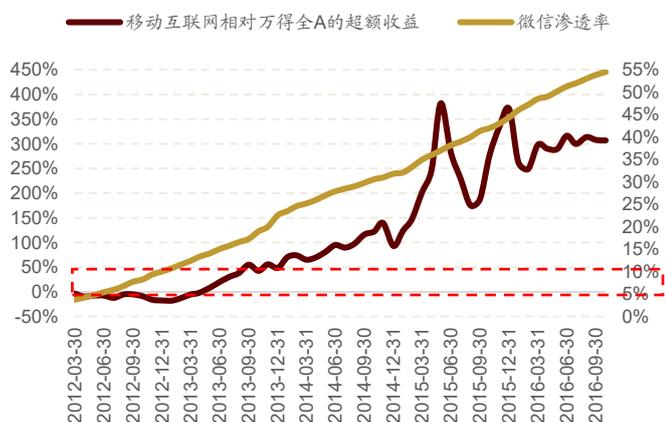


资料来源：招商证券整理

下面通过纵观近十多年内的三波行业涨势，不难看出每个阶段都是技术与政策双轮驱动，协同重要渗透率突破关键点位带来的长期上行通道。

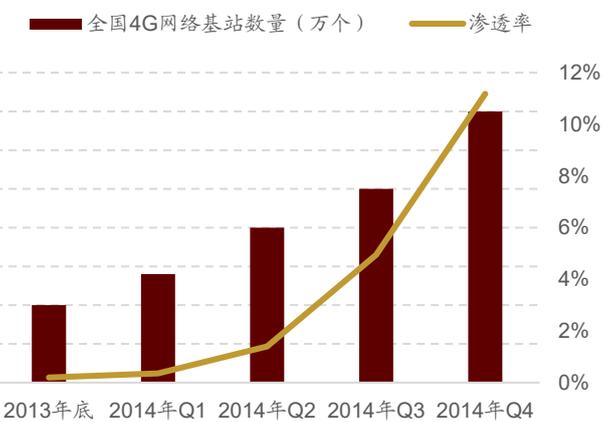
2013-2015 年移动互联网。2013 年 8 月微信支付功能及腾讯移动游戏（手游）平台功能同步上线。2013 年 3 月工信部部长苗圩在全国两会上表示，4G 牌照将于 2013 年底发放，此阶段内以三大运营商积极扩展其 4G 布局，带来基站等相关基建基础设施的高增，在配套基础设施完善后进一步向下辐射带来移动端用户蓬勃增长。行业龙头微信渗透率突破关键点位，工信部的加快部署带动 4G 网络基站数和用户数量同步激增，带起移动互联网的一轮行情。

图 174：微信渗透率突破带动移动互联网行情



资料来源：Wind、招商证券

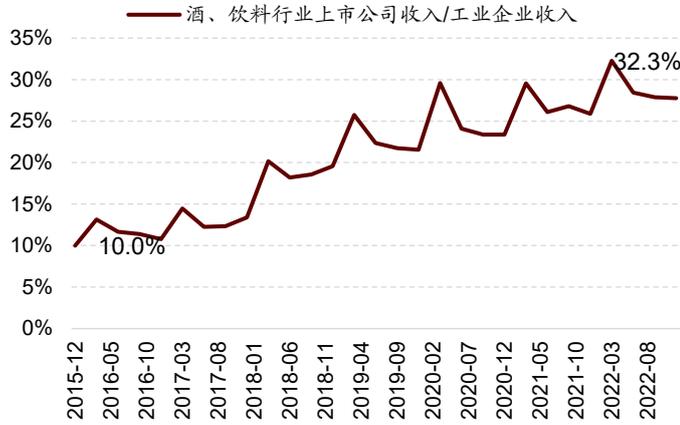
图 175：全国 4G 网络基站数量



资料来源：国家统计局、工信部、中国政府网、招商证券

2016-2020 年食品饮料。2016 年开始，居民选择中高端品牌的比例在提升，中高端白酒和食品饮料迎来涨价趋势。在量价齐升的背景下，上市公司酒和饮料占全部工业企业收入的比例提升。在此基础上中国酒业协会于 2016 年 4 月 13 日发布《中国酒业“十三五”发展指导建议》、发改委与工信部联合于 2017 年 1 月 5 日发布《关于促进食品工业健康发展的指导意见》，食品饮料行业迎来一段长时间上行。

图 176: 酒饮料上市公司的占工业企业收入的“渗透率”



资料来源: Wind、招商证券

图 177: 2016-2020 食品饮料走势



资料来源: Wind、招商证券

2020-2021 年新能源汽车:2020 年新能源车行情主要受到国内外的双轮驱动，欧洲新能源车产业政策持续加码，销量超预期;国内政策温和向好调整，相关财政补贴政策退坡增时，为新能源汽车的供需两端提供拉力。2019 年 7 月，特斯拉发布“汽车车架的多面一体成型铸造机和相关铸造方法”的专利，2020 年 9 月，特斯拉 CEO 埃隆·马斯克宣布将一体化压铸技术用于 Model Y 后车身底板的生产，计划用 2-3 个大型压铸件替换整个车身底板 370 余个结构件。这一举措可将下车体总成重量降低 30%，制造成本下降 40%。技术进步带来新能源车制造成本的下降，造车动力持续提振。同时，多款车相继问世，爆款车辆带动 TOC 端需求大幅走扩。具体来看是 2019 年，宁德时代在法兰克福展第一次公开展示了 CTP (Cell to Pack) 高效成组技术、2020 年 3 月 29 日，比亚迪发布“刀片电池”、2020 年 9 月，特斯拉在电池日上推出 CTC 技术等。

图 178: 电车销量渗透率与新能源汽车超额收益



资料来源: Wind、汽车之家、国家发改委、招商证券

图 179: 国内新能源汽车与汽车销量



资料来源: Wind、中汽协、国家发改委、招商证券

2022 年至今人工智能。海外映射:2022 年 11 月，OpenAI 基于 GPT-3.5 采用近端策略优化算法进行微调，突出强调为对话而生，推出了 ChatGPT，引爆大模型概念。美国当地时间 2024 年 2 月 15 日正式对外发布 Sora，该美国人工智能研究公司 OpenAI 发布的人工智能文生视频大模型，标志着人工智能在理解真实世界场景并与之互动的能力方面实现了飞跃。国内人工智能板块先后在 ChatGPT 诞生和 Sora 诞生后有过一大波超额收益。但是最终，因为繁荣的是美国的人工智能，而海外大模型都无法在中国使用，因此国内 AI 没有出现大规模应用的繁荣和渗透率加速提升，A 股除了光模块 (CPO) 板块跟随英伟达产业链实现了系统性超额收益。其他板块经过一番炒作之后回到了

原点。**芯片突破**：国际市场调研机构 TechInsights 2024 年数据显示，受 AI 训练所需算力激增，英伟达当时在 AI 芯片市场份额高达 65%，处于垄断地位，英伟达公布 2023Q4 季度（FY24Q4 财季）财报，其中数据中心单季度营收达 184 亿美元，同比+409%/环比+27%，创历史新高。算力突破下加速 AI 技术高速迭代。**国内转折点**：2025 年 1 月 20 日是幻方量化旗下大模型公司 DeepSeek 开源推出 DeepSeek-R1，代表我国正式大规模部署以大模型为首的 AI 应用端，多模态于智能体也紧随其后，今年年初短期内豆包大模型与 DeepSeek 渗透率双双突破 5~10%，2025 年 5 月 21 日工信部发布《算力互联互通行动计划》，AI 产业链相关政策部署也紧随其后。

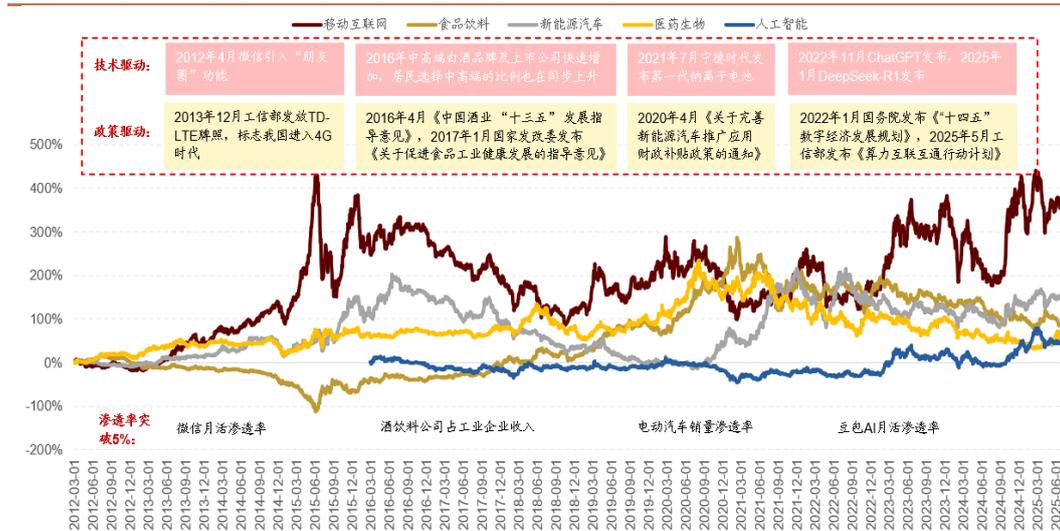
图 180: A 股相关板块的走势复盘



资料来源：Wind、NVIDIA、OpenAI、DeepSeek、招商证券

“5-10”渗透率被突破，超额收益迎来主升浪。在过去 10 多年产业趋势最典型的投资机会是 2013 年开始的移动互联网，2016 年开始的食品饮料，2020 年开始的电动车。移动互联网浪潮中，在微信月活渗透率突破 5%之后，移动互联网指数相对万得全 A 超额收益开始持续攀升，直至 2015 年三季度，渗透率突破 40%后，超额收益率逐渐接近尾声。食品饮料浪潮中，在 2016 年开始上市公司食品饮料公司在工业企业收入占比渗透率加速提升后，食品饮料相对万得全 A 的超额收益比例开始进入主升浪。接力食品饮料的板块是新能源汽车，核心渗透率是新能源汽车渗透率在 2020 年年中突破 5%后加速提升。总体来看，当渗透率突破 5-10%关键阈值，赛道迎来主升浪。

图 181: 技术驱动叠加政策驱动，渗透率突破迎来主升浪



资料来源：Wind、国家发改委、中国政府网、中国酒业协会、工业和信息化部、QuestMobile、汽车之家、招商证券

基于科技和政策双轮驱动的逻辑，赛道方向，我们认为 2025 年下半年需要重点关注科技和医药两大方向的投资机会。

科技方面，海外制裁不断趋紧，国内自主可控逻辑持续演绎，AI 产业链国内外协同催化。1) 海外制裁趋紧，但 AI

需求旺盛，政策推动自主可控发展，算力芯片和高端制造环节国产替代持续推进，相关领域有望受益。2) 国产替代与自主可控逻辑持续演绎，海外科技领域制裁趋严，国产算力需求持续提升，EDA 国产替代加速，叠加信创订单持续放量，相关领域有望持续受益。3) 大模型成本下降推动渗透率持续提升，近期火山引擎原动力大会启动，豆包大模型 1.6 亮相，实现了性能与性价比的双重飞跃，AI 云原生全栈服务发布，AI Agent 或加速落地。4) 行业持续高景气，4 月中国半导体销售额同比增幅扩大，5 月集成电路出口同比增幅扩大，液晶面板价格小幅上涨。

医药方面，创新药和 CXO 研发能力持续提升，国际化进程不断推进，在国产医药技术突破频次加快的同时，政策端协同跟进加强产业推力。1) 创新药催化不断，当前 ADA 会议召开，近期 JAK 抑制剂吉卡昔替尼、靶向药芦沃美替尼片等获批上市，据药通社，1-5 月有 34 款国产创新药在国内获批上市，而去年全年仅 37 款。2) 国际化进程不断推进，BD 合作和海外授权加速进行，据药智网，1-5 月创新药出海交易总额超 450 亿美元，全年规模有望创新高；3) 需求端持续复苏，医药制造业利润累计同比延续修复态势，5 月医药材及药品、医药制造业出口累计同比增幅扩大，中报盈利预期改善。4) 中央及地方密集出台创新药支持政策，如《关于优化创新药临床试验审评审批有关事项的公告（征求意见稿）》，落实包括创新药目录制定、审批提速及医保支付改革等。

图 182: 近期发布的主要大模型

大模型	Lab	发布时间
DeepSeek-R1	DeepSeek	2025年1月20日
Qwen2.5-Max	阿里云	2025年1月29日
文心大模型 4.5	百度	2025年3月16日
混元大模型 3.0	腾讯	2025年6月3日
盘古大模型 5.5	华为	2025年6月20日
ChatGPT5	OpenAI	预计今年夏天

资料来源: Wind、华为云、腾讯云、观察者网、招商证券

图 183: 部分国产药企 license-out 项目总结

时间	转让方	受让方	药品名称	靶点	总交易金额 (百万美元)	首付款 (百万美元)
2025年3月21日	和铂医药	阿斯利康	多特异性抗体疗法	多靶点	280	175
2025年3月24日	联邦制药	诺和诺德	GLP-1类长效三重激动剂	GLP-1	2000	200
2025年3月25日	恒瑞医药	默沙东	HRS-5346	Lp(a)	1970	200
2025年4月18日	橙帆医药	Ollin Biosciences	VBS-102 (FIC双特异性抗体)	FIC	≤ 440	首付款未披露
2025年5月20日	三生制药	辉瑞	SSGJ-707 (PD-1/VEGF双特异性抗体)	PD-1/VEGF	60000	1250

资料来源: Wind、招商证券

2、医药

(1) 创新药技术密集突破，审批和出海提速提量

从产业周期视角看，创新药板块通常经历“产品逻辑-临床数据-产品销售”三轮驱动。在 A 股及港股市场，由于投资者对预期变化反应更为前置，“产品逻辑”与“产品销售”阶段往往成为更具确定性的投资主线。具备原有现金流业务支撑并叠加创新药期权属性的企业，其估值底部更为稳固，更易获得不同风险偏好的资金认可，兼具防御与成长特质。

2025 年以来，创新药板块整体热度非常集中，且港股更胜一筹，近期板块内迎来现象级事件：1) 恒瑞医药完成港股上市且首日大涨 25%以上，A/H 溢价拉近至-8%；2) 三生制药 PD-1/VEGF 双抗以 12.5 亿美元首付款授权辉瑞，金额与时间均超市场预期。从今年全年维度来看，当前创新药的板块行情尚未完全释放，短期市场情绪扰动不改中长期趋势。建议重点布局“恒瑞医药（估值中枢重塑）+三生制药（出海期权的业绩与估值弹性）”模式。换言之，优选标的应具备主业利润保障带来的安全垫、估值提升空间与海外市场开拓的潜在催化，且对出海业务的兑现路径与时点要求可相对宽松，从而兼顾确定性与弹性。这类标的能够在市场对短期兑现预期相对温和的环境下，凭借基本面稳健与潜在国际化空间获得持续关注。

图 184: 三生制药相关公告

内幕消息公告

(1) 與輝瑞就PD-1/VEGF雙特異性抗體(SSGJ-707) 訂立許可協議； 及

(2) 輝瑞可能認購若干數目的本公司新股份

资料来源：三生制药官网，招商证券

历史线复盘：技术创新+市场开拓构建产业趋势行情

2018 年以来，创新药板块行情演绎大致经历以下几个阶段：（1）2018-2019 年：受 2018 年中美贸易摩擦升级影响，市场风险偏好下降，大盘普遍回调，医药板块因内需刚性特征，表现出较强的防御属性与相对超额收益。随后，受仿制药集采政策影响，仿创药企业业绩承压，板块整体处于消化政策冲击的调整期，股价普遍下行。（2）2019-2020 年：随着首个国产 PD-1 上市，免疫治疗成为产业主流方向，创新药板块迎来第一轮集中的行情演绎。（3）2020-2021 年 H1：在全球疫情及流动性宽松背景下，市场风险偏好显著提升，创新药板块估值整体抬升，相关指数与个股普遍上涨。（4）2021 年 H1-2022 年 H1：板块进入估值消化与调整阶段，市场关注由情绪驱动向基本面兑现转变，股价普遍承压。（5）2022 年 H1-至今：在大β震荡格局下，技术创新（GLP-1、ADC 等）与出海进展成为主导逻辑，具体而言，GLP-1 技术创新带动板块走出“2022-2023 年 H1”第一轮超额收益行情，ADC+创新药出海引导出“2025 年初至今”第二轮超额收益行情。

图 185: sw 化学制剂、sw 生物医药 2018 年以来的累计收益



资料来源：Wind，招商证券

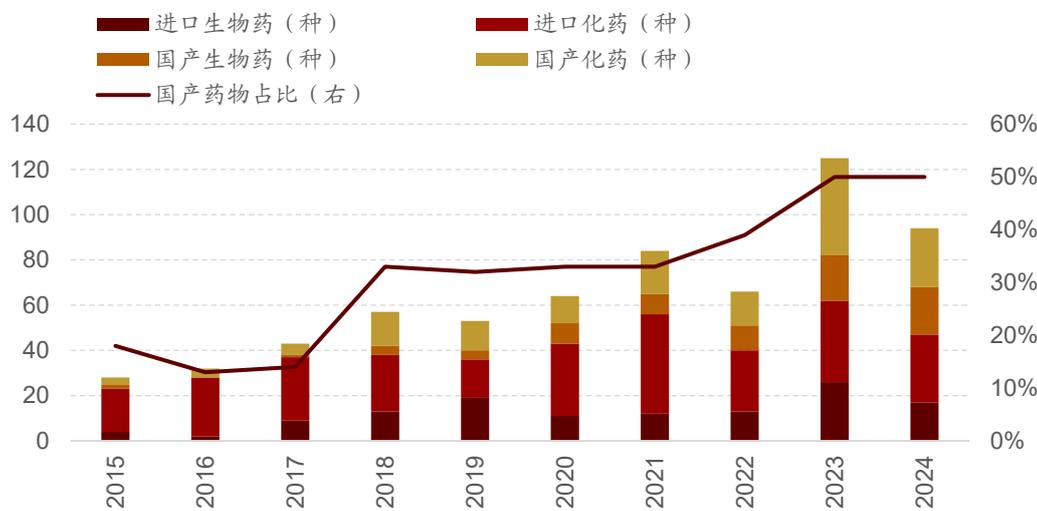
从申报放量、研发提效到技术突破：产业链竞争力持续走强

（1）**申报放量**：数据显示，2015-2024 年间，国内首次申报 NDA（新分子实体及复方，不含中药与疫苗）的创新药数量持续增长，且国产创新药占比提升可观，已占据国内创新药 NDA 申报总量的近半壁江山。

（2）**研发提效**：中国的创新药研发体系，所需时间与投入成本显著低于传统的“10 年、10 亿美元”范式。依托丰富的

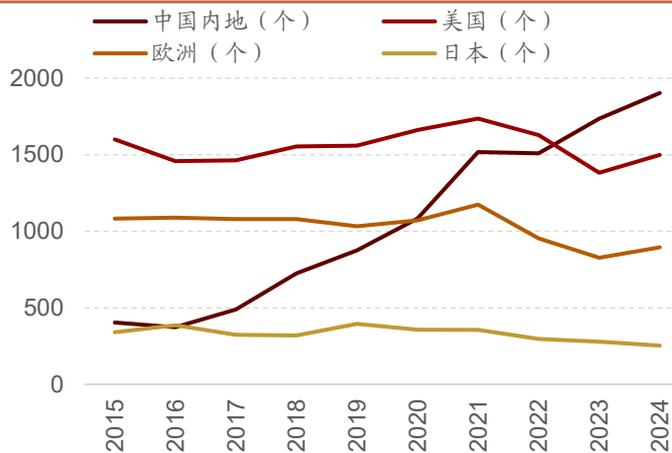
临床资源与高效的科研体系，中国已成为全球创新药早期研发的重要聚集地，并逐步发展成为跨国药企优选的合作与对外授权（BD）高地，展现出“创新药 BD 大超市”特征。数据显示，国内从 IND 申报到 NDA 获批的整体周期持续缩短，针对突破性疗法及附条件批准的品种审批效率进一步提升，产业链整体实现“多、快、好、省”。

图 186: 国内首次申报 NDA 的创新药数量与国产占比 (2015-2024 年)



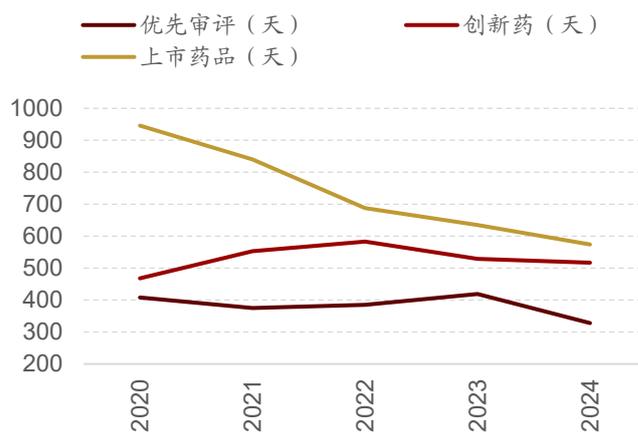
资料来源: 中国医药创新促进会 (PhIRDA), ByDrug, 东方财富网, 招商证券

图 187: 全球创新药临床试验地区分布 (2015-2024 年)



资料来源: 金融时报, Reuters, 招商证券

图 188: 历年中国获得加快上市的创新药上市申请获批用时



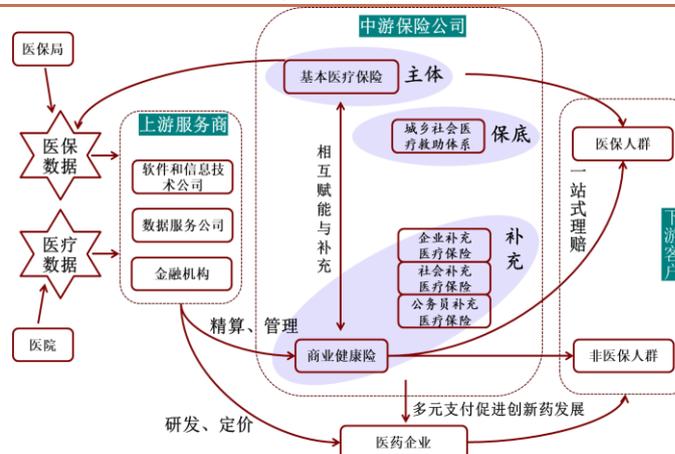
资料来源: Springer Nature, ByDrug, 招商证券

图 189: 历年中国获得加快上市的创新药 IND 获批用时



资料来源: Springer Nature, ByDrug, 招商证券

图 190: 创新药医保的商业价值变现模式



资料来源: 第一财经, 招商证券

(3) 技术突破: 前沿技术的持续突破不断开拓新的治疗空间, 催生新的临床需求。近年来, 免疫疗法、ADC、双抗、

核药、小核酸等技术领域持续取得进展，为创新药板块注入持续增长动能。同时，AI 技术的加持正在重塑新药研发范式，进一步拓展板块的成长边界。

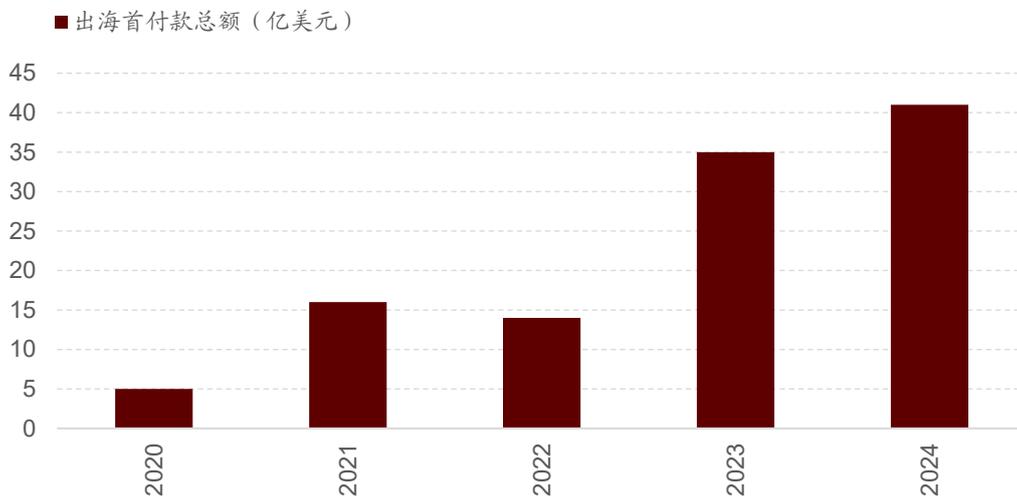
此外，医保仍然是创新药支付的主要渠道。在此基础上，商业保险对创新药支付的探索不断推进，正成为潜在的新增支付力量，为患者用药可及性与企业市场扩容带来新的增长空间。

➤ **出海提速势不可挡：全球化合作跻身产业新增长引擎**

“出海”成为中国创新药产业发展的必然选择。数据显示，2020-2024 年期间，国内创新药企在对外授权（BD）交易中的首付款总额由 5 亿美元跃升至 41 亿美元，这一强势增长侧面验证了中国药企在全球市场上的议价能力与技术价值。在出海模式上，直接授权（Out-Licensing）与新设公司（NewCo）双管齐下，并行助力项目在海外临床开发与市场拓展的加速推进。

自 2025 年以来，尽管全球贸易与地缘摩擦加剧，生物医药领域的 IP 交易仍未显著受限。伴随摩擦趋缓，出海逻辑将进一步回归供需本质——中国创新药企业需借助海外渠道与监管资源，以突破自身在国际化路径中的短板；而跨国药企（MNCs）则因专利悬崖与本土药价压力，急需优质、成本可控的早期管线补充。国内创新药项目正好契合后者需求，成为双方共赢的核心桥梁。

图 191：中国创新药企出海首付款总额显著增长（2020-2024 年）

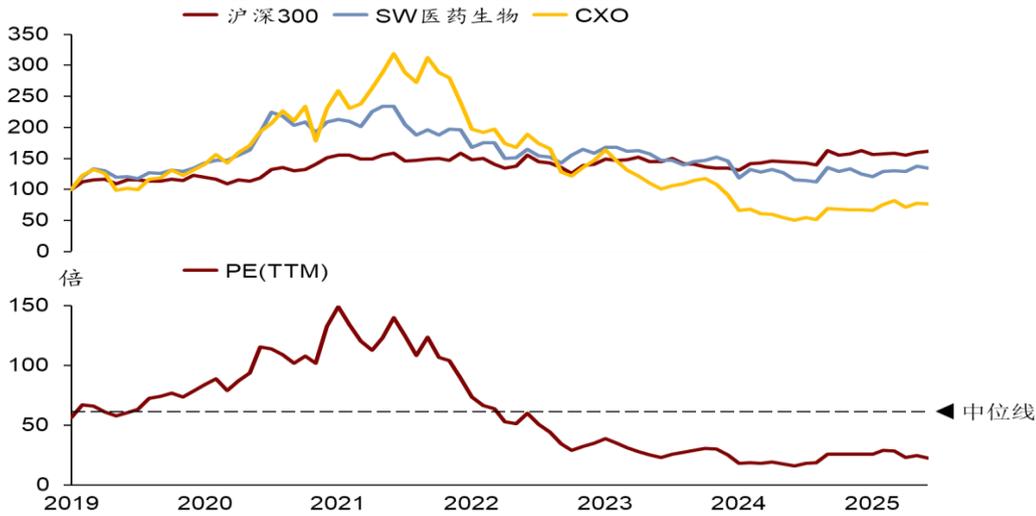


资料来源：BiotoChina, BioSpace, 招商证券

(2) CXO 估值处于低位，业绩拐点已现且稳步向好

前期 CXO 行业受到投融资波动、地缘政治等因素影响，板块估值整体下修，当前仍处于较低水位。

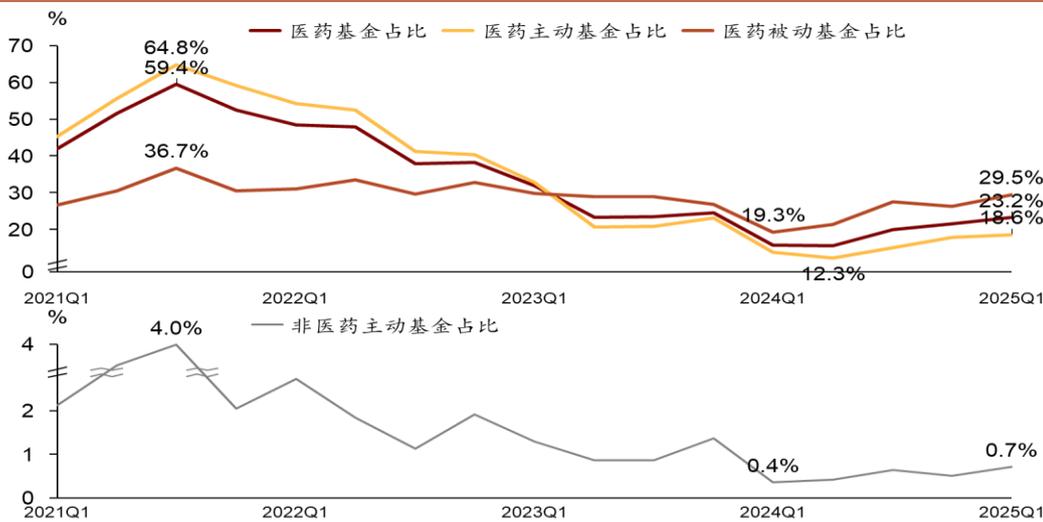
图 192: CXO 板块相对走势 (2019 年 1 月为 100) 以及板块 PE(TTM)



资料来源: Wind、招商证券

CXO 板块持仓比例呈上升趋势: 我们分析了 2021 年以来公募基金在 CXO 板块的持仓情况, 2021Q3 CXO 板块持仓比例达到阶段性高点, 届时医药主动基金、医药被动基金、非医药主动基金分别为 64.8%、36.7%、4.0%。后续 CXO 板块持仓比例波动性下降, 医药主动基金在 2024Q2 降至 12.3%, 后持续提升至 2025Q1 的 18.6%; 医药被动基金在 2024Q1 降至 19.3%, 后持续提升至 2025Q1 的 29.5%; 非医药主动基金在 2024Q1 下降至 0.36%, 2025Q1 增长至 0.72%。

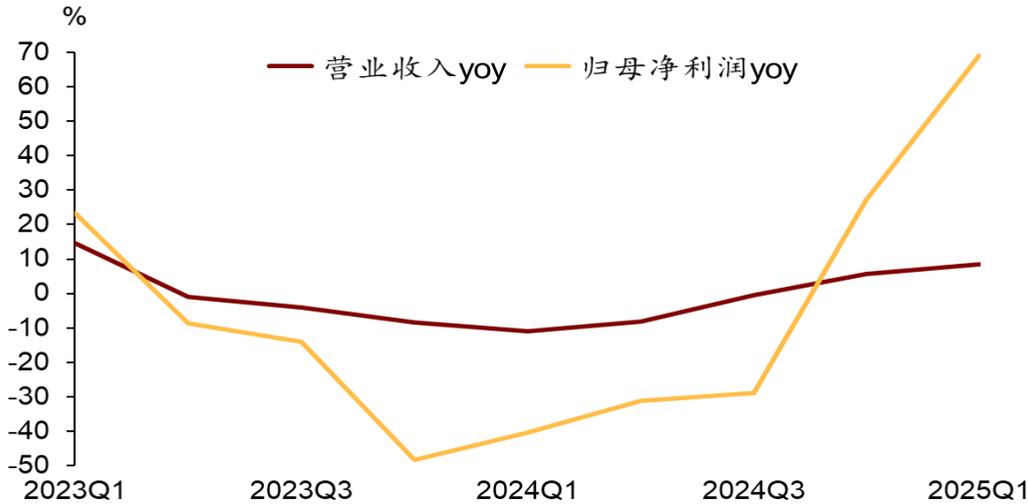
图 193: CXO 板块基金持仓情况



资料来源: Wind、招商证券

前期订单复苏得到验证, 业绩拐点已现且稳步向好: 在 2024 年度策略报告中, 我们提到“订单作为业绩的先行指标, 当前已经有不少企业表明订单端已经展现出积极的信号”。站在当前时点, CXO 板块收入端和利润端均持续改善, 2025Q1 收入同比增速恢复至 8.4%, 归母净利润在低基数下实现 69.1% 同比增长。

图 194: 2023Q1-至今 CXO 板块单季度收入及利润增速情况



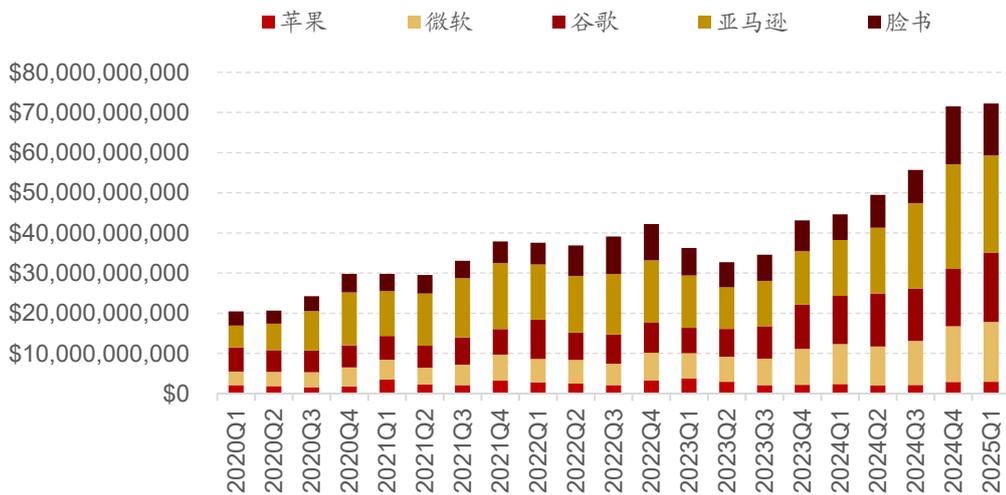
资料来源: Wind、招商证券

3、人工智能

(1) 海外 AI 进展对国内持续映射

2025 年第一季度，美国五大科技公司资本开支达 742.09 亿美元，同比增长 64%，虽环比微降 2 个百分点，但 AI 相关投资持续加码。Meta 以 102% 的增速领跑，并上调生成式 AI 及核心业务投资至 640-720 亿美元；亚马逊和苹果分别增长 74% 和 54%，微软增长 53% 但环比放缓，谷歌增速最弱为 43%。整体来看，尽管总支出略有调整，资本开支正加速向 AI 倾斜。

图 195: 2025 年美国五大科技公司加大资本投入



资料来源: Wind、招商证券

1) 人形机器人与自动驾驶

人形机器人

2022 年 4 月马斯克表示最早将于 2023 年开始生产第一个版本的 Optimus 人形机器人，代表人形机器人行情启动。而后一直到 2024 年上半年该板块均受人工智能和芯片两方面技术进展的影响而起伏，但该阶段由于国内从人工智能到人形机器人都无大规模应用，外围对我国映射有限，波动趋窄。直到 2024 年 10 月 22 日，重庆市经济信息委发布《重庆市“机器人+”应用行动计划（2024—2027 年）》，同期赛力斯等车企发布人形机器人的招聘岗位，2024 年

11月15日前海与宝安联合举办“AI向未来”人工智能应用创新成果发布会，会上宣布华为全球具身智能产业创新中心将启动运营，短期内众多大事件催化驱动人形机器人实现国别转换，国内人形机器人正式迎来行情。2025年1月8日，特斯拉CEO马斯克表示，2025年的目标是制造数千台人形机器人Optimus，如果一切进展顺利，2026年特斯拉的人形机器人产量将增加10倍，目标为生产5万到10万个人形机器人，以后或每年翻10倍。特斯拉与英伟达为代表的海外科技公司持续在人形机器人的脑与身，智与能上引领市场风向。

图 196: 2022 年 5 月至今人形机器人板块复盘



资料来源: Wind、Tesla、OpenAI、财联社、招商证券

2025 年上半年，全球机器人与自动驾驶产业进入技术爆发与商业化落地的加速周期。头部企业通过底层架构革新与跨领域融合，持续突破智能化边界：NVIDIA 密集迭代多模态基础模型（GR00T 系列、Cosmos Predict-2），以生成式 AI 重构机器人决策与自动驾驶训练范式；特斯拉凭借 Optimus 人形机器人三代技术跃迁与 Robotaxi 试点启动，打通“硬件迭代-场景验证-数据闭环”的产业路径；Waymo 则通过全球化运营扩张与技术本地化适配，验证高阶自动驾驶规模化商业潜力。

NVIDIA 方面，1月7日，NVIDIA 发布最新的 NVIDIA Drive Hyperion 平台，基于新一代 AGX Thor 芯片，集成了自动驾驶所需的感知、规划与控制功能。NVIDIA 还推出了 Cosmos 机器人平台，集成生成式 AI 模型以增强机器人对环境的理解和决策能力。3月18日，GTC 大会发布首个机器人基础模型 Isaac GR00T N1，随后在 2025 年 5 月 18 日的 Computex 展会上发布其升级版本 Isaac GR00T N1.5。N1 采用视觉-语言-动作架构，具备广泛的通用操作能力，已在多类人形机器人中部署应用。N1.5 则进一步增强了模型对复杂指令的理解与执行能力，并在适应新环境与多平台部署方面表现出更高的泛化性。6月11日，发布了全新 Cosmos Predict-2 世界基础模型，优化了未来世界状态预测能力，通过更强的上下文理解和更少的生成偏差，为自动驾驶后训练阶段提供更高质量的合成视频数据。

6月19日，埃隆·马斯克称特斯拉的第三代 Optimus 人形机器人将迎来重大改进，重点提升复杂任务执行能力与协调性，计划于 2026 年正式向公众推出 Optimus。自 2021 年 Optimus 项目问世以来，特斯拉凭借高效迭代策略，已成功推出两代产品，并在内部制造设施中广泛试用，积累了大量实践数据。第二代 Optimus 在性能上实现了全方位跃升，重量减轻约 9.98 千克，行走速度提升 30%，手部自由度增至 22 个，颈部活动范围显著扩大，且借助先进传感器与执行器，平衡与运动性能更为出色，电机控制精度的提高使其能够完成深蹲、跳舞等复杂动作。

➤ 自动驾驶

6月22日，特斯拉在美国得克萨斯州奥斯汀市启动无人驾驶出租车服务（Robotaxi）试点服务。特斯拉针对此次试点服务初期投入的车队规模约为 10-20 辆车，均基于 Model Y 车型改造，搭载特斯拉自研的视觉感知系统和 FSD（全自动驾驶）软件。特斯拉 Robotaxi 具备多重优势，核心优势包括：1）数据优势：截至 2025 年 3 月 28 日，特斯拉 FSD 累计行驶里程已经超过 36 亿英里。2）算力壁垒：特斯拉拥有 500 万辆具备 FSD 硬件和软件的车队以及 10 万个 GPU，形成难以复制的数据和算力优势。3）成本优势：特斯拉计划打破传统的汽车装配技术，采取类似于

“拼乐高”的方式生产 Robotaxi，有望大幅降低生产成本。

2025 年上半年，Alphabet 旗下 Waymo 在美国加州的运营面积进一步扩大，覆盖洛杉矶、旧金山及硅谷核心区域。目前 Waymo 已在旧金山、洛杉矶和奥斯汀地区提供商业化的无人驾驶出租车服务，总共拥有 700 多辆无人驾驶汽车，每周为乘客提供超过 25 万次的付费出行服务。同时重返纽约路测，并计划进入芝加哥、迈阿密等新城市。年初国际化首站落地东京，启动东京道路测绘，针对左侧通行、高密度交通等本地化挑战进行数据采集，为 L4 级自动驾驶落地铺路。

2) 算力芯片

今年以来从 GPU 升级、定制芯片、多样化边缘部署到超级数据中心全面提速，芯片生态、数据基础设施和商业模式同步演进，推动 AI 向系统级能力和全球性平台加速迈进。AI 通用算力快速演进。

目前来看，算力需求驱动 ASIC 与 AI-PCB 爆发式增长。随着谷歌、亚马逊等云巨头自研 ASIC 芯片的放量，预计 2025 年 ASIC 出货将突破 300 万张，2026 年延续高增长。AI 服务器与交换机对 PCB 的需求同步提升，ASIC 所需 PCB 价值量更高，拉动 AI-PCB 价值快速上行。目前多家 AI-PCB 厂商订单饱和，二三季度产能持续扩张，业绩高增长趋势明确。同时，NVIDIA GB200 及多款 ASIC 出货量增加，AI 服务器和交换机大量采用 M8 高频材料。

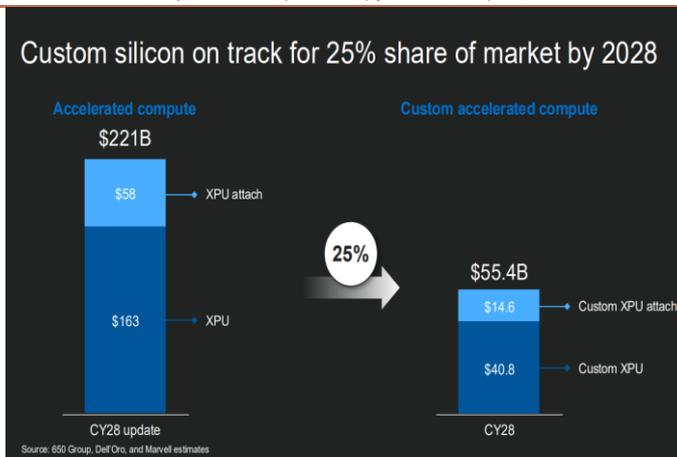
表 18: 美国四大云服务商自研 ASIC 情况

厂商	产品型号	发布年份	工艺制程	单颗算力 (TFLOPs) FP32/BF16	带宽 (GB/s)	显存 (GB)
Google	TPUv4	2021	7 nm	275	1200	32
	TPUv5p	2024	5 nm	459	2765	96
	TPUv6	2024	5 nm	926	1640	96
	TPUv7	2025	5 nm	4614 (FP8)	7200 (7.2 TB/s)	192
Amazon	Trainium1	2020	7 nm	189	820	32
	Trainium2	2023	7 nm	190 (FP16/BF16)	4000	32/96
	Inferentia1	2021	16 nm	64 (FP16/BF16)	50	8
Microsoft	Inferentia2	2023	7 nm	190 (FP16/BF16)	2050	32
	Maia100	2024	5 nm	800	1800	64
Meta	MTIA v1	2023	7 nm	51.2 (FP16)	176	128
	MTIA v2	2024	5 nm	177 (INT8)	205	128

资料来源: Google, Amazon, Microsoft, Meta, 招商证券

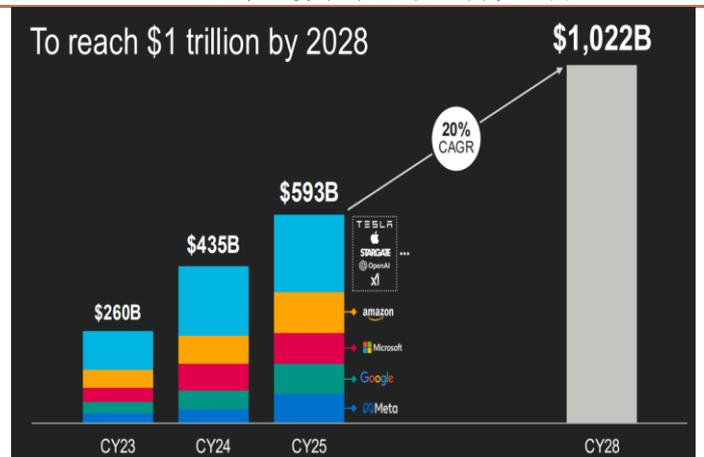
云巨头主导大模型迭代与基础设施跃迁。全球云服务商继续主攻模型规模和智能化，大模型训练推理需求剧增，推动数据中心从百兆瓦级向千兆瓦级跃迁。GPU、基板、硅光模块、光模块、电力设施等关键零部件成为产业制约瓶颈，供应链韧性受重视。英伟达持续推动“计算单元”概念，实现 GPU 与软硬件平台的高度集成，Meta、亚马逊等公司自研芯片强化生态闭环。

图 197: 2028 年 ASIC 将占 AI 算力 25% 市场份额



资料来源: Marvell, 招商证券

图 198: 云巨头数据中心资本开支将保持高速增长



资料来源: Marvell, 招商证券

3 月 19 日 NVIDIA 于 GTC 2025 大会上，宣布推出 Blackwell Ultra 芯片，其包括 GB300 NVL72 机架级解决方案和

NVIDIA HGX B300 NVL16 系统。GB300 NVL72 将 72 个 Blackwell Ultra GPU 与 36 个基于 Arm Neoverse 的 Grace CPU 相连，有效地充当一个大规模 GPU 来支持复杂问题解决并提高响应质量。基于现有 Blackwell 架构的 Blackwell Ultra 预计将比前代产品提供 1.5 倍的 AI 性能。

图 199: 英伟达 GPU 销量与走势



资料来源: Wind、NVIDIA、招商证券

同时 NVIDIA 宣布推出基于 Grace Blackwell 平台的 DGX Spark 与 DGX Station 两款个人 AI 超级计算机。DGX Spark 配备 GB10 芯片和 20 核 ARM 处理器，每秒可提供 1000 万亿次的 AI 计算能力，采用了 NVLink-C2C 互连技术，带宽达 273Gb/s，功耗为 170W，运行定制的 Linux 系统“DGXOS”。它能够本地部署 2000 亿参数的 AI 大模型，针对教育、科研和个人创作者等不同应用场景，满足广泛需求。另一款 DGX Station 则采用最新发布的 GB300 芯片，提供 20 PFLOPS（每秒千万亿次浮点运算）的处理能力。该机配备 72 核 Neoverse V2 CPU 和 Blackwell Ultra GPU，内存达到 784GB，确保在多任务和高性能计算环境下高效运行。此外，DGX Station 还集成了英伟达的 ConnectX-8 超级网卡，支持高达 800Gb/s 的网络速度，极大提升了数据传输效率。

6 月 13 日，AMD 发布 MI350 系列，性能超越 NVIDIA B200，并与 OpenAI 深化合作，支持大模型运行，推动开放架构兴起。AI 定制芯片百花齐放，云厂商与初创企业加速创新。据介绍，MI350 系列包含 MI350 和 MI355，两款芯片使用同样的硅片，区别在于 MI355 支持更高功率。以 MI355 为例，该芯片支持最新的数据格式，例如 FP4，使用最新的 HBM3E 内存，内存达 288GB，晶体管数量达 1850 亿个。

图 200: MI350 系列规格



资料来源: 财联社、招商证券

图 201: MI350 系列推理性能对比



资料来源: Wind、招商证券

谷歌于 4 月 9 日发布第七代张量处理器(TPU)Ironwood，该芯片是谷歌第一款专为推理而设计的加速器，用以支援大规模的思考和推理 AI 模型。博通在 6 月 3 日宣布推出最新一代数据中心交换机芯片 Tomahawk 6，这也是全球首

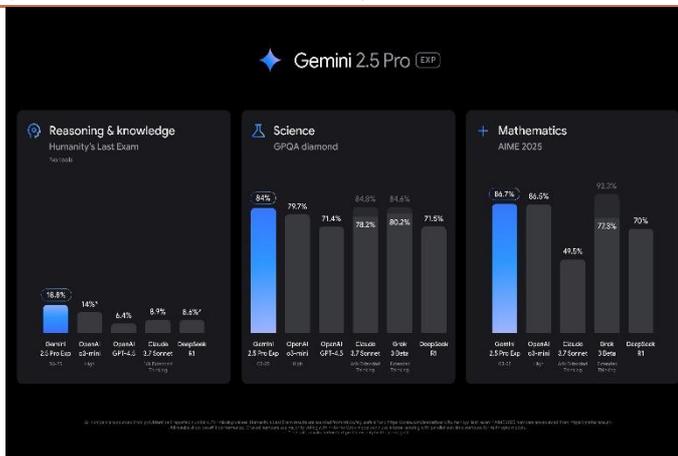
款单芯片交换容量达 102.4Tbps 的芯片。这一芯片的性能较现有以太网交换机翻倍，专为 AI 时代设计，可支持超大规模 GPU 集群的互联需求，单颗芯片即可驱动 10 万张 GPU 协同工作。其他初创企业如 d-Matrix、EnCharge、SiMa.ai 也纷纷推出高性能、结构创新的推理/边缘芯片，加速 AI 从通用训练向端侧多样化部署演进。

3) 海外的 AI 应用

AI 应用方面，2025 年上半年呈现“双轮驱动”：模型能力持续跃升、多模态与强推理成标配；同时产品化节奏加快，开发与部署工具加速标准化。AI 竞争正从单点突破走向系统集成与生态整合的新阶段。AI 大模型迭代加速，行业格局频繁更替。

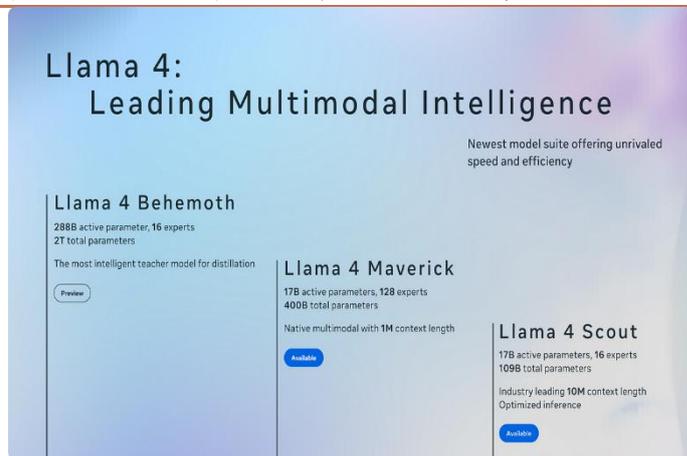
3 月 25 日 Google 宣布推出 Gemini 2.5 系列，实验版 Gemini 2.5 Pro 是该系列上线的首款推理模型。据介绍，实验版 Gemini 2.5 Pro 展示了强大的推理和代码能力，并拥有 Gemini 系列此前各模型所具有的全部功能。Google Gemini 2.5 Pro 支持 3 小时视频分析和百万 Token 上下文，多模态能力超越 OpenAI o3 模型，在 Google I/O 2025 大会上为其旗舰 AI 模型 Gemini 2.5 Pro 引入名为“深度思考”（Deep Think）的增强推理模式。该模式允许模型在回应前考虑多个假设和答案，从而提升其在复杂查询，特别是数学和编码相关任务上的表现。

图 202: Gemini 2.5 Pro 性能对比



资料来源：Google、招商证券

图 203: Llama4 的 Scout 和 Maverick 版本

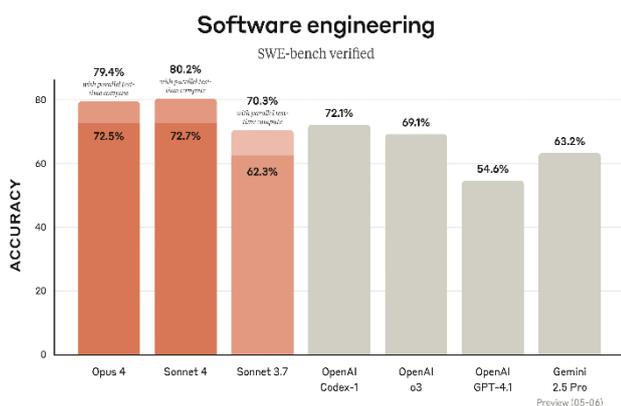


资料来源：Wind、招商证券

4 月 6 日，Meta 推出新一代 AI 模型集合 Llama 4。目前，Llama 4 拥有 Scout 和 Maverick 两个版本，均以开源形式发布。Meta 在声明中表示，Llama 4 是一个多模态 AI 系统，能够处理和整合文本、视频、图像、音频等多种数据类型，并能在不同格式之间实现内容转换。Maverick 模型需要英伟达 H100 DGX AI 平台或“同等性能的设备”来运行。然而，值得注意的是，Maverick 模型并不是像 OpenAI 的 o1 和 o3-mini 那样真正意义上的“推理模型”。相反，Maverick 模型在处理数据时采用了混合专家架构，将数据处理任务分解为子任务，并将它们委派给更小的、专门的“专家”模型。这种架构在训练和回答用户查询时具有更高的效率。Scout 的优势则在于总结文档和基于大型代码库进行推理。该模型支持 1000 万词元，这意味着它能够处理原始文本的片段，例如单词“fantastic”可以被拆分为“fan”、“tas”和“tic”。因此，一次可以处理“多达数百万字的文本”。这种处理能力使得 Scout 在处理大量数据时具有显著的优势。

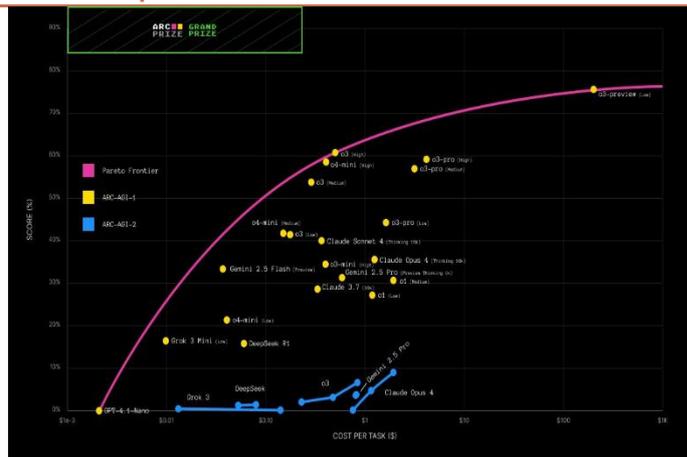
5 月 22 日，Anthropic 在公司首届“Code with Claude”开发者大会上推出了 Claude 4 系列的两款全新模型：Claude Opus 4 和 Claude Sonnet 4。Anthropic 称，Opus 4 在编码、研究、写作和科学发现方面突破了界限，而 Sonnet 4 作为 Sonnet 3.7 的即时升级，为日常用例带来了前沿性能。这两款全新混合推理模型能够根据需求在快速响应和深度思考模式间灵活切换，为编码、高级推理和多步骤工作流领域带来全新标准。据悉，两款模型可在复杂长时间推理任务中保持稳定性能，并能够将 AI agents 耗时数小时的任务浓缩至数分钟内完成。

图 204: I Claude 系列的 Opus4 与 Sonnet 性能展示



资料来源: Anthropic、招商证券

图 205: o3-pro 性能对比图



资料来源: Apidog 博客、招商证券

6月10日, OpenAI 正式推出 o3-pro 人工智能模型, 该模型是 OpenAI 今年初发布的 o3 推理模型的升级版。与传统 AI 模型不同, 推理模型可逐步推理解答问题, 在物理、数学和编程等领域表现得更可靠。根据 OpenAI 的内部测试, o3-pro 在主流人工智能基准测试中取得了亮眼成绩。在评估模型数学能力的 AIME 2024 测试中, o3-pro 的表现优于 Google 顶级模型 Gemini 2.5 Pro。

(2) 国产 AI 自主可控逻辑持续演绎

1) 国产算力

当前国产算力行业的发展环境正由一股强大的双引擎合力驱动。一方面, 持续且不断升级的外部技术出口管制, 特别是针对高端 AI 芯片的限制, 实质上切断了国内获取英伟达 A100/H100 等国际顶尖硬件的通路, 从而在市场上制造了一个巨大且紧迫的供给真空。此外, 美国也开始对中国产的先进 AI 芯片进行封锁, 在全球范围内禁止包含昇腾 910c 在内的多款芯片。另一方面, 国内大模型技术的飞速进步和 AI 应用的爆炸式增长, 点燃了对高性能计算前所未有的需求。供给侧的封锁与需求侧的爆发在此交汇, 使得国产算力从过去的备选方案, 一跃成为关乎产业发展命脉的战略必需品。

表 19: 部分拜登政府在 2025 年发布的影响国产算力的政策

发布日期	政策名称	主要内容摘要/影响	主要针对技术/产品
2025-01-13	人工智能扩散出口管制框架	扩大受控集成电路范围, 制使用超过 1026 次数计算操作训练的闭源 AI 模型权重	高性能 AI 模型, 先进计算集成电路
2025-01-16	对先进计算集成电路实施额外的尽职调查措施	对《人工智能扩散出口管制框架》进行了进一步修订, 还新增了 IC 设计与 OSAT 公司“白名单”制度并发布了首份“白名单”, 对代工厂、OSAT 公司新增了相应合规义务	高性能 AI 模型, 先进计算集成电路

资料来源: 美国有关政府部门、招商证券

表 20: 特朗普政府在废除拜登时期政策后发布的新政策

发布日期	政策名称	主要内容摘要/影响	主要针对技术/产品
2025-05-13	防止先进计算集成电路转用的行业指导	进一步追踪被禁止对华出口的可以被用于 AI 模型训练的 AI 芯片的流转及最终用户, 加强合规	先进计算集成电路, 军工产品
2025-05-13	美国商务部工业与安全局关于可能适用于训练人工智能模型的	将利用海外的数据中心训练中国 AI 模型的行为认定为违规	高性能国产 AI 模型训练, 国产 AI 生态

先进计算集成电路及其他商品的管控政策声明

2025-05-13	对中华人民共和国先进计算集成电路适用通用禁令 10 (GP10) 的指导意见	向行业警示使用中国先进计算集成电路的风险,包括特定的华为昇腾芯片,禁止使用特定华为芯片	昇腾 910B/C/D 出口及生态
------------	--	---	-------------------

资料来源: 美国有关政府部门、招商证券

面对这一局面, 国家政策层面做出了果断回应。以“自主可控”为核心的国家战略被提升至前所未有的高度, 并出台了一系列扶持政策, 旨在构建安全、可靠的本土产业链。这些政策通过政府及国企采购倾斜、加大研发投入补贴、提供金融支持等多种方式, 为整个国产算力产业链的长期发展注入了强劲而持久的政策东风。这种外压与内需的共振, 共同催生了国产算力产业的历史性发展机遇。

中国智能算力市场正迎来指数级增长期。多方数据显示, 这一趋势已然确立。根据《2025 年中国人工智能算力发展评估报告》, 2024 年, 中国通用算力规模达 71.5EFLOPS (EFLOPS 指每秒百亿亿次浮点运算次数), 同比增长 20.6%; 智能算力规模达 725.3EFLOPS, 同比增长 74.1%。2025 年, 中国通用算力规模预计达 85.8EFLOPS, 增长 20%; 智能算力规模将达 1037.3EFLOPS, 增长 43%, 远高于通用算力增幅。总体来看, 2023—2028 年中国智能算力规模和通用算力规模的五年年复合增长率预计分别达 46.2% 和 18.8%。从全球角度看, 算力的规模也在高速增长。

图 206: 全球算力快速增长



资料来源: Wind、招商证券

国产算力堆栈的核心是 AI 加速芯片。我们观察到, 国内头部厂商正通过不同的战略路径进行突围, 竞争的焦点已从单纯的性能参数比拼, 转向更为复杂和持久的生态系统之战。

长远来看, 中国算力市场的最终赢家, 将不仅取决于其芯片的浮点运算能力 (TFLOPS), 更取决于其软硬件生态系统的用户粘性与开发者壁垒。英伟达在全球的霸主地位, 正是建立在其 CUDA 软件生态这一深不可测的护城河之上。直接挑战 CUDA 的难度极高, 因此, 国内厂商另辟蹊径, 采取了差异化的生态构建策略。

海光信息的策略是务实的兼容性。通过提供 x86 架构和兼容“类 CUDA”环境的 DCU 产品, 海光极大地降低了习惯于英伟达技术栈的开发者 and 应用的迁移成本, 原本采取英伟达硬件的开发者可以在短期内无缝切换到海光硬件并继续开发, 生态完整。这是一种以市场为导向、旨在快速抢占存量市场份额的明智之举。

华为的策略是全栈垂直整合。从昇腾 (Ascend) 芯片、CANN 异构计算架构、超节点到盘古大模型, 华为提供了一个完全自主、深度优化的闭环解决方案。这种模式虽然初期转换成本较高, 但从长远看, 能够形成一个更稳固、更具防御性的生态系统。近期, 以 DeepSeek 为代表的诸多国产大模型成功适配国产芯片, 并且在多个测评中模型推理效

率超越英伟达硬件，是对整个国产软件生态建设的一次关键性验证，极大地提振了市场信心。

表 21: 国产算力龙头 AI 算力产品

厂商	核心产品	制程	性能指标 (FP16)	生态策略	对标产品
华为	昇腾 910C	7nm	780 TFLOPS	全栈自主 (芯片 + CANN + MindSpore + 云), 生态闭环	英伟达 H100
海光信息	深算二号	N/A	N/A	兼容 x86 指令集, 兼容“类 CUDA”环境 (ROCm), 生态迁移成本低	英伟达 A100
寒武纪	思元 370	7nm	96 TFLOPS	提供 MLU-Link 开发平台, 车云协同	英伟达 A100

资料来源: 华为、海光信息、寒武纪、招商证券

➤ 系统创新对决全球封锁: 昇腾算力的突围与挑战

面对单颗先进制程芯片的性能差距，华为正通过“系统工程创新”实现非对称追赶。其推出的 CloudMatrix 384 超节点集群，通过高效的自研互联架构将数百颗国产芯片的能力整合，不仅成功训练出准万亿参数大模型，更在 DeepSeek 等模型的实际推理测试中，展现出媲美甚至部分超越英伟达 H100 集群的系统吞吐量与性能。CloudMatrix384 超节点采用全对等互联架构，集成 384 颗昇腾 910C 和 192 颗鲲鹏 CPU，通过统一总线实现资源池化。系统级算力为英伟达 GB200 NVL72 的 1.7 倍，内存容量达 3.6 倍，内存带宽 2.1 倍。美国在 2025 年 5 月祭出更严厉的出口管制，新规首次将全球任何地方使用华为昇腾 910c 芯片的行为直接认定为违反其出口管制，旨在全球范围内孤立昇腾硬件、遏制其 CANN 生态发展。尽管面临全球封锁的风险，昇腾超节点已在中国电信等数据中心实现商用落地，并开始带动国内供应链发展。这标志着全球 AI 算力竞争已从单点芯片性能转向大规模系统效能、生态构建与产业链能力的全面对抗，华为的发展路径正重塑中美对立下的新算力格局。

图 207: 华为 910c 对比 Nvidia GB2000

Key Capabilities - Huawei Ascend 910C Cloud Matrix 384 vs Nvidia GB200 NVL72				
Chip and Package Level				
	Unit	GB200	Ascend 910C	Huawei vs Nvidia
BF16 dense TFLOPS	TFLOPS	2,500	780	0.3x
HBM capacity	GB	192	128	0.7x
HBM bandwidth	TB/s	8.0	3.2	0.4x
Scale Up Bandwidth	Gb/s uni-di	7,200	2,800	0.4x
Scale Out Bandwidth	Gb/s uni-di	400	400	1.0x
System Level				
	Unit	Nvidia GB200 NVL72	Cloud Matrix CM384	Huawei vs Nvidia
BF16 dense PFLOPS	PFLOPS	180	300	1.7x
HBM capacity	TB	13.8	49.2	3.6x
HBM bandwidth	TB/s	576	1,229	2.1x
Scale Up Bandwidth	Gb/s uni-di	64,800	134,400	2.1x
Scale Up Domain Size	GPUs	72	384	5.3x
Scale Out Bandwidth	Gb/s uni-di	28,800	153,600	5.3x
All-in System Power ¹	W	145,000	559,378	3.9x
All-in Power per BF16 dense FLOP	W/TFLOP	0.81	1.87	2.3x
All-in Power per memory bandwidth	W per TB/s	251.7	455.2	1.8x
All-in Power per memory capacity	kW/TB	10.5	11.4	1.1x

1. All-in System Power reflects comprehensive cluster power and is inclusive of scale-out networking, storage, etc.

资料来源: Semianalysis、招商证券

图 208: 华为 Atlas 计算集群



资料来源: 华为、招商证券

➤ 国产算力巨头整合, 打造自主可控产业闭环

近期，国产芯片设计龙头海光信息宣布将换股吸收合并服务器制造商中科曙光，旨在通过产业链垂直整合，构建从 CPU/DCU 核心芯片到服务器整机的国产算力产业闭环。近年来，海光信息的 CPU 产品凭借其独有的 x86 成熟生态的兼容，在以自主可控为目标的国产算力市场中已占据重要地位；同时，其 DCU 具有独特的 DTK 平台，其高度兼容现有主流的英伟达 CUDA 生态，在美国对华 AI 芯片出口管制的背景下，其兼容性良好的特点让其有效承接了国内大模型训练与推理带来的算力需求。此次合并预示着中国自主算力体系正迈向全产业链的协同发展。自去年 9 月以来，

在国产替代的逻辑下，海光信息的股价迎来飙升，并且在 2024 年到 2025 年表现良好，自 2024 年 9 月以来到至今实现了 72.34% 的涨幅，比同时间行业指数涨跌幅要高 22.18%（申万二级行业指数），表现远远领先同期沪深 300 和上证 500 指数。

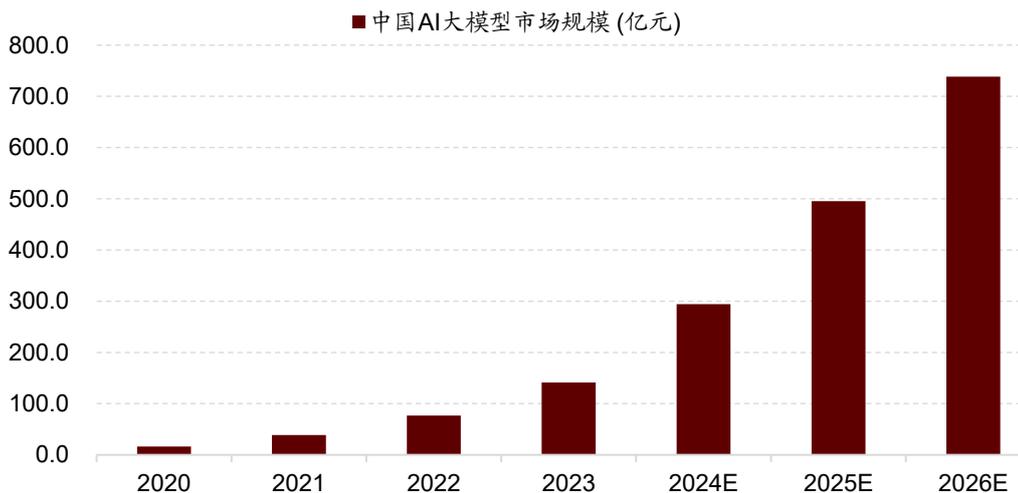
寒武纪思元 590 崭露头角，国产算力挑战英伟达

在阿里巴巴宣布千亿级 AI 基建投入、国家力推国产算力的背景下，国产 AI 芯片需求井喷，寒武纪也因此成为市场焦点之一。其最新的思元 590 芯片，在百度“文心一言”项目中获得应用，被视为挑战英伟达 A100 的关键产品。性能方面，思元 590 采用 7nm 工艺，性能接近英伟达 A100 的 80%；据百度内部测试，其性能在一些任务上优于华为昇腾 910，可一定程度替代 A100。在政策支持和巨大市场需求的推动下，寒武纪已实现单季度盈利，标志着国产高端 AI 芯片在商业化落地和追赶国际巨头的道路上迈出了重要一步。在今年，寒武纪在国产算力的浪潮下首次实现了单季度盈利，预示着国产替代算力市场的良好前景。

2) 大模型

中国的大模型产业在过去一年中经历了惊人的演进。行业已从早期单纯复刻 ChatGPT 等海外模型能力，迅速发展为一个充满活力、参与者众多且战略分明的成熟生态系统。市场规模正在以前所未有的速度扩张。根据艾媒咨询的《2024-2025 年中国 AI 大模型市场现状及发展趋势研究报告》预测，2024 年中国 AI 大模型市场规模约为 294.16 亿元，预计 2026 年将突破 700 亿元。

图 209：中国 AI 大模型市场高速增长

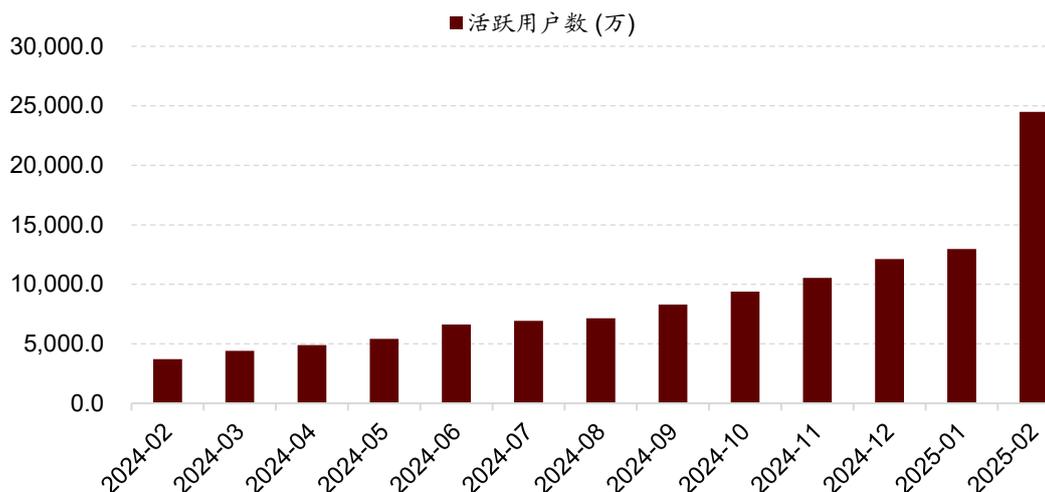


资料来源：艾媒数据中心、招商证券

在这一过程中，市场不再是追求更高基准测试分数的单一竞赛，而是出现了清晰的战略分化。这种分化是市场走向成熟的重要标志，表明企业正从追求通用技术能力转向构建基于自身核心优势的、可持续的商业模式。投资者在评估大模型公司时，必须超越技术参数，深入分析其所选战略路径的可行性。

第一条国产大模型的路径是面向大众市场的规模化扩张。拥有庞大现有用户群的互联网巨头，如字节跳动，正利用其强大的分发渠道和用户运营经验来推广其大模型应用。其核心商业模式可能建立在广告、增值服务以及提升现有生态系统用户粘性之上。这条路径的代表性公司为深度求索和字节跳动旗下的火山引擎。年初，DeepSeek 的爆火让整个国产大模型行业的用户群高速增长，这可以从 AI 原生 APP 整体月活跃趋势看出：在 1 月，随着 DeepSeek 的发布，整体月活跃用户环比增长了 88.9%。根据 QuestMobile 发布的 2025 年春季数据，DeepSeek 在 3 月拥有超 1.9 亿个用户，位列 MAU 亿级 APP 用户规模增长榜单首位。豆包拥有超 1.1 亿个用户，同比增长 864.35%，位列榜单第二。

图 210: AI 原生 APP 整体月活在 DeepSeek 爆火后断崖式增长



资料来源: QuestMobile、招商证券

第二条国产大模型的路径则是面向高价值行业的垂直化深耕。拥有深厚 B2B 客户关系和行业知识的企业，如华为，正致力于为特定行业打造专用大模型。其商业模式建立在企业级软件授权、解决方案咨询以及深度融入客户关键业务流程之上。

今年年初以来，国产大模型在技术与应用层面迎来密集更新，呈现“百花齐放”态势。以下这些国产大模型值得注意：DeepSeek 通过 0528 升级增强了模型的推理能力，在多个基准测试中表现突出。华为盘古 5.5 则发布了涵盖自然语言、视觉、多模态等领域的 718B 参数 MoE 架构大模型，并推出“世界模型”赋能自动驾驶等行业应用。火山引擎的豆包 1.6 系列不仅在高考等测试中取得高分，还发布了性能领先的视频生成模型，并凭借低价策略占据了显著市场份额。同时，MiniMax 开源了结合 MoE 与高效注意力机制的含权重 M1 模型，在实现超长上下文处理的同时降低了计算成本，大幅推动了开源社区的发展。

表 22: 主要国产 AI 大模型

模型名称	开发公司/机构	最新/最佳版本 (截至 2025 年 6 月)	主要特点与最新动态
盘古大模型 (Pangu)	华为云	盘古 5.5	全面升级了 NLP、CV、多模态、预测和科学计算五大基础模型。其 NLP 大模型为 718B 参数的 MoE 架构，在知识推理、工具调用和数学方面表现出色，推理效率提升 8 倍。CV 大模型参数达到 300 亿，是业界最大的视觉模型之一。
豆包大模型 (Doubao)	字节跳动 (火山引擎)	豆包 1.6	在推理、数学、指令遵循及 Agent 能力上均有较大提升。模型支持高达 256K 的上下文长度，并同步推出了视频生成模型 Seedance 1.0 pro。编程能力得到显著增强，已应用于字节内部 AI 编程产品。
DeepSeek 大模型	深度求索 (DeepSeek AI)	DeepSeek-R1-0528	持续保持快速迭代和开源贡献，其模型以高性价比和卓越性能著称。DeepSeek-R1 0528 性能出色，对标国际先进大模型
文心大模型 (ERNIE)	百度	文心一言 4.0	百度文心大模型的最新版本，于 2023 年 10 月发布后持续更新。在理解、生成、逻辑和记忆四大能力上全面提升。百度称其综合能力与 GPT-4 相比毫不逊色，并在中文处理上具备领先优势。其 App 已更名为“文小言”。
通义千问 (Qwen)	阿里云	qwen-max-0125	该版本在多项基准测评中表现优异，并在部分能力上超越了 GPT-4。同时，阿里云开源了 Qwen3、QwQ、Qwen2.5 等模型，并提供了丰富的 API 服务和极具竞争力的价格。
混元大模型 (Hunyuan)	腾讯	混元 TurboS	2025 年 5 月宣布全面升级，旗舰快思考模型 TurboS 和深度思考模型 T1 双双迭代。TurboS 在代码、数学等理科能力进入全球前列。同时发布了视觉深度推理模型 T1-Vision 和端到端语音通话模型混元 Voice，持续增强多模态能力。
MiniMax-M1	MiniMax	MiniMax-M1	M1 是全球首个开源的大规模混合注意力 (Hybrid-Attention) 推理模型。其总参数数量为 4560 亿，采用专家混合 (MoE) 架构，每次推理激活 459 亿参数。该模型具备卓越的长文本处理能力，支持高达 100 万个 token 的上下文长度和 8 万 token 的输出。通过创新的“闪电注意力” (Lightning Attention) 机制和 CISPO 强化学习算法，M1 在保持高性能的同时，大幅提升了计算效率和成本效益，尤其在软件工程、工具调用和长文本任务上表现突出。

资料来源: Wind, 招商证券

➤ **DeepSeek-R1 更新, 思考更深, 推理更强**

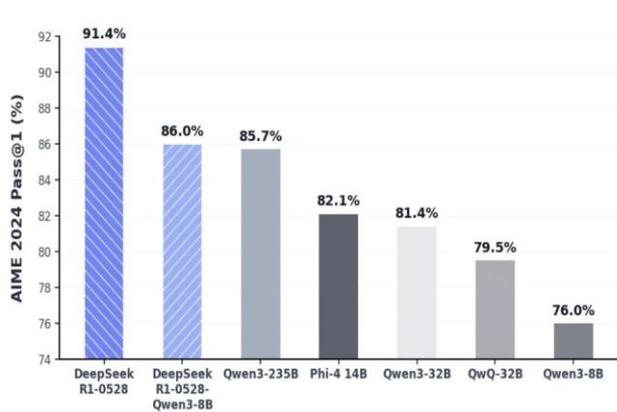
5月28日, DeepSeek 将其 R1 模型升级至 DeepSeek-R1-0528 版本。此次更新基于 DeepSeek V3 Base 模型, 通过投入更多算力进行后训练, 显著增强了模型的思维深度与推理能力。升级后的 R1 模型在数学、编程及通用逻辑等多个基准测试中表现出色, 成绩在国内模型中领先, 并接近国际顶尖模型水平, 其在 AIME 2025 测试中的准确率从 70% 大幅提升至 87.5%。此外, 新版本在改善“幻觉”问题(降低 45-50%)、增强长篇创意写作能力、支持工具调用以及前端代码生成等方面也进行了全面优化与提升。DeepSeek 也同时展示了使用了蒸馏 DeepSeek-R1-0528 思维链的模型 DeepSeek-R1-0528-Qwen3-8B, 在 AIME 2024 测试中表现与大参数模型 Qwen3-235B 性能相当, 展示了 DeepSeek-R1-0528 思维链在学术界和工业界的小型模型开发上的重大意义。

图 211: DeepSeek 在多项基准测试中名列前茅

Benchmarks	DeepSeek-R1-0528	OpenAI-o3	Gemini-2.5-Pro-0506	Qwen3-235B	DeepSeek-R1
AIME 2024 数字竞赛 pass@1	91.4	91.6	90.8	85.7	79.8
AIME 2025 数字竞赛 pass@1	87.5	88.9	83.0	81.5	70.0
GPQA Diamond 科学测试 pass@1	81.0	83.3	83.0	71.1	71.5
LiveCodeBench 代码生成 pass@1	73.3	77.3	71.8	66.5	63.5
Aider 代码编辑 pass@1	71.6	79.6	76.9	65.0	57.0
Humanity's Last Exam 推理与百科知识 pass@1	17.7	20.6	18.4	11.75	8.5

资料来源: DeepSeek、招商证券

图 212: DeepSeek 在 AIME 2024 测试中表现优秀



资料来源: DeepSeek、招商证券

➤ **华为发布新一代盘古大模型 5.5, 参数量巨大, 能力涵盖多个重要领域**

6月20日, 在 2025 年华为开发者大会上, 华为正式发布了盘古大模型 5.5。此次升级涵盖自然语言、计算机视觉、多模态、预测及科学计算五大基础模型。其中, 自然语言模型采用了 718B 的超大参数的 MoE 混合专家模型, 并独创自适应快慢思考合一的技术, 大幅提升推理效率。同时, 华为发布了业界最大的 300 亿参数视觉大模型, 以及能为自动驾驶和具身智能生成训练数据的“世界模型”, 旨在为智能驾驶等应用提供训练空间。盘古 5.5 在气象预报、能源预测等科学计算领域的应用也得到深化, 全系列模型均基于华为软硬件打造, 展示了其强大的全栈能力和在 AI 产业链自主可控方面的进步。

➤ **火山引擎推出豆包 1.6 系列家族模型 视频模型性能比肩 VEO3**

6月11日, 火山引擎在 FORCE 原动力大会上公布了全新一代豆包 1.6 系列家族模型以及视频生成模型 Seedance 1.0 pro。豆包 1.6 包含了 Doubao-Seed-1.6-thinking、Doubao-Seed-1.6 和 Doubao-Seed-1.6-flash 三个模型, 均支持多模态输入, 并实现了 256K 超长上下文。豆包 1.6 在复杂推理、数学竞赛等权威评测中跻身全球前列, 以高考全国新一卷数学为例, 豆包大模型取得了 144 分, 在大模型中居全国第一。豆包 1.6 的另一个核心亮点是增强了多模态理解与图形界面操作能力, 使模型具备了可操作真实世界应用的“行动力”, 如自动预订酒店或整理购物小票。火山引擎同时发布了的视频模型 Seedance 1.0 pro, 在文生视频和图生视频两项国际评测中均超越知名模型排名第一, 在 Artificial Analysis 测试中强于国际领先的 VEO3 视频模型。伴随模型升级, 火山引擎还宣布豆包大模型已占据中国公有云大模型市场 46.4% 的份额, 并推出极具颠覆性的低价策略, 综合成本大幅降低。结合其升级的 Agent 开发平台与 AI 云原生服务, 字节跳动正全面推动 AI 在各行业的深度应用与开发效率的提升。

图 213: 视频生成风格多样化



资料来源: 火山引擎, 招商证券

图 214: 视频生成样例



资料来源: 火山引擎, 招商证券

➤ **MiniMax 开源最新含权重模型 MiniMax-M1, 性能与效率双重突破**

1月16日, 国内 AI 公司 MiniMax 近日宣布, 正式开源其最新研发的大语言模型 **MiniMax-M1**, 并称其为全球首个开放权重的大规模混合注意力推理模型。该模型创新地结合了 MoE 专家架构与高效的 Lightning Attention 机制, 实现了性能与效率的显著突破。M1 模型原生支持高达 100 万 tokens 的超长上下文输入, 是 DeepSeek R1 的 8 倍, 但在处理长文本任务时, 其计算量仅为后者的四分之一, 形成了性能与效率的双重优势。此外, MiniMax 还提出了创新的 CISPO 强化学习算法提升训练效率与稳定性, 使其在软件工程、工具使用等基准测试中, 整体表现已达到甚至超越 DeepSeek-R1 等主流开源模型。

图 215: MiniMax-M1 在多项基准测试中表现领先

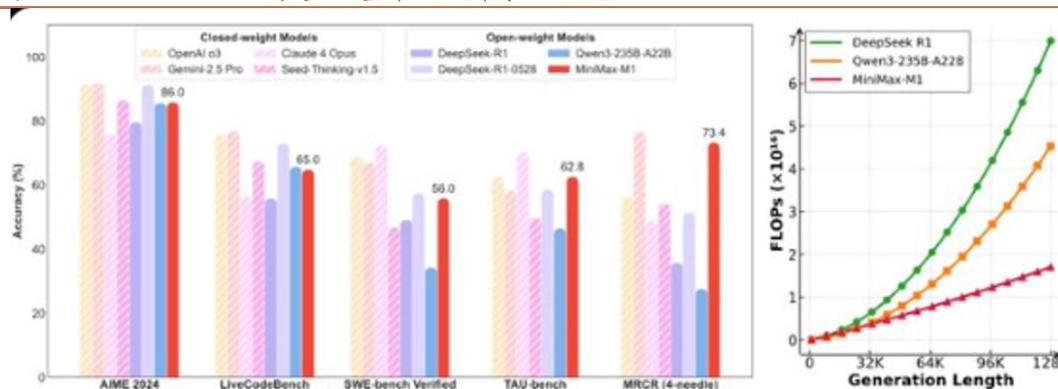


Figure 1 | Left: Benchmark performance comparison of leading commercial and open-weight model across competition-level mathematics, coding, software engineering, agentic tool use, and long-context understanding tasks. We use the MiniMax-M1-80k model here for MiniMax-M1. Right: Theoretic inference FLOPs scaling with generation length (# tokens).

资料来源: MiniMax, 招商证券

3) 国产机器人

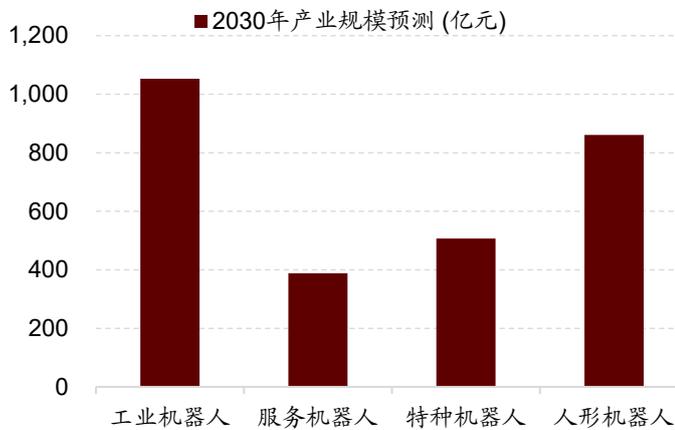
2025 年, 机器人产业正从形成期向扩张期过渡, 其中, 人形机器人赛道的前景尤为引人注目, 其产业化进程有望全面提速, 已成为全球科技巨头与资本市场的共识。多家权威研究机构均给出了极为乐观的长期预测。高盛在其《人形机器人专题报告》中, 将 2035 年全球市场规模 (TAM) 的预测从 60 亿美元大幅上调至 380 亿美元, 并预计届时全球出货量将达 140 万台。花旗银行的预测更为宏大, 认为到 2050 年全球市场规模可达 7 万亿美元。聚焦中国市场, 各大机构同样看好其增长潜力, 尽管具体预测数值存在差异, 但均指向了爆炸性增长的趋势。根据赛迪顾问的预测, 2030 年中国人形机器人市场规模预计为 861 亿元人民币。同时, 中商产业研究院的预测则更为激进, 认为 2029 年市场规模便可达 750 亿元, 并在 2035 年冲击 3000 亿元大关。多源数据的交叉印证, 共同描绘出一条陡峭的增长曲线。

中国之所以能在人形机器人这一前沿领域展现巨大潜力，离不开其在全球工业机器人市场中已建立的稳固根基。国际机器人协会（IFR）数据显示，2023年中国工厂的在运行工业机器人数量已增至175.5万台，占全球总存量（428.1万台）的四成以上，是绝对的核心引擎。到2030年，中国工业机器人市场规模预计将达1053亿元，持续为机器人产业提供技术、供应链和市场应用经验的深厚土壤。

在广阔的市场前景与坚实的产业基础之上，中国厂商正通过独特的商业模式加速产业化落地。区别于传统的高成本研发路径，以宇树科技为代表的企业，通过推出9.9万元的G1机器人等产品，意图复刻智能手机的“生态-成本”正循环，快速撬动庞大的开发者社区与早期市场，以应用创新驱动价值增长。

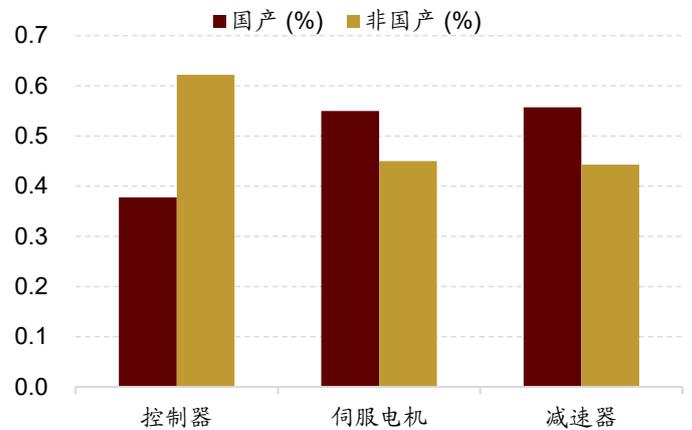
这一战略的成败，与核心零部件的成本控制和自主可控能力息息相关，这也是未来产业链的核心投资机遇所在。展望未来，随着技术迭代提速和国家政策扶持，人形机器人产业将步入高成长阶段。市场规模的扩张，本质上是成本下降和应用场景拓展的良性循环。因此，那些在控制器、伺服电机、减速器等核心零部件领域具备技术优势和国产替代能力的厂商，将有望深度分享这一历史性的产业红利。

图 216: 2030 年中国机器人产业规模预测 (亿元)



资料来源：赛迪顾问、英诺嘿呀研究、招商证券

图 217: 机器人核心零部件国产化率



资料来源：IFR、英诺嘿呀研究、招商证券

➤ 从网红空翻，春晚跳舞到资本独角兽：国产人形机器人领军者宇树科技筹备上市

继2024年完成全球首次电驱人形机器人后空翻后，中国机器人公司宇树科技在2025年3月再次展示其G1机器人完成更高难度的侧空翻，持续突破行业技术边界。其领先的技术实力正快速转化为商业成功，旗下宇树机器狗GO2等产品在春晚亮相后于诸多电商平台十分火爆，印证了其在消费级市场的强大吸引力。这一“技术突破+商业变现”的成功获得了顶级资本的强力背书：宇树科技近期完成了由腾讯、阿里、吉利等巨头联合领投的C轮融资，估值超百亿元人民币，成为行业独角兽。与此同时，公司完成股份制改造、增资并设立香港分公司等系列动作，推进IPO事宜。凭借其在四足机器人领域的深厚实力能力与人形机器人领域的快速进步，宇树引领国产机器人快速从技术研发走向资本市场。

➤ 技术降维与产业链优势，国产割草机“出海割草”

凭借技术降维打击与强大的产业链优势，中国割草机器人正“出海”席卷欧美庭院市场。这项市场的快速增长预示着未来成熟国产机器人大规模出海的可能，展示了广阔蓝海市场的潜力。根据Grand View Research数据，2023年全球割草机市场规模为323.1亿美元，预计2023年至2030年的年复合增长率为6.0%，其中，割草机器人在2030年市场规模将超159.37亿美元，渗透率料将达到33%。在割草机器人的设计上，国产厂商普遍摒弃了传统的预埋线方案，转向以RTK、视觉SLAM及车规级激光雷达等多传感器融合的自主导航技术，在产品性能上实现对海外传统品牌的超越。其核心竞争力在于，依托国内成熟的激光雷达、AI芯片等供应链，制造成本远低于海外品牌，从而在保证技术领先的同时具备价格优势。国产割草机器人有望在海外市场进一步进行大规模扩张，在全球市场里占据重要的地位。

4) 国产 AI Agent

AI Agent (人工智能体) 的出现, 标志着人工智能从“对话式 AI”向“自主系统”的范式跃迁。一个典型的 AI Agent 系统由四个核心组件构成: 作为“大脑”的大语言模型 (LLM)、负责任务分解和路径规划的规划模块、用于存储上下文和知识的记忆模块, 以及调用外部 API 或软件的工具使用模块。

这一转变最深远的影响在于, AI 的角色正从一个被动的“工具”演变为一个主动的“队友”。传统的 AI 工具, 如 ChatGPT, 需要用户给出明确的、一步步的指令。而 AI Agent, 仅需用户设定一个高阶目标, 它便能自主地分析问题、制定计划、执行一系列复杂步骤, 并在此过程中调用网络浏览器、数据库、应用程序接口等外部工具来完成任务。这种能力上的飞跃, 将 AI 的价值主张从“信息检索”和“内容生成”提升到了“自动化任务执行”的全新高度, 对未来的生产力乃至劳动力市场都将产生颠覆性影响。正是因为这种质变, 市场对 AI Agent 寄予了极高的期望, 其市场规模预测也极为庞大。投资逻辑也必须随之演进, 重点关注那些能够构建出可靠、可信、能处理真实世界复杂任务的 Agent 的公司。

中国 AI Agent 市场正迎来爆发期。国内科技巨头如百度、华为, 以及领先的 AI 创业公司如蝴蝶效应, 都在积极研发和部署各自的 Agent 产品。今年以来, 国产 AI Agent 领域涌现出众多突破性产品, 均致力于实现更高阶的自主任务执行能力。年初, 蝴蝶效应宣布自己发布的 Manus Agent 为“全球首款通用 AI Agent”, 其核心亮点在于能模拟人类 workflows, 直接操作电脑交付完整成果而非仅提供文本回复。除了 Manus 外, 月之暗面推出 Kimi-Researcher 也值得注意, 通过端到端强化学习训练, 专注于深度研究与信息整合, 能在包含数百步的复杂查询中自主探索与纠错, 刷新了相关技术基准的世界纪录。这些全新的 AI Agent 标志着国产 AI 正从内容生成向自主完成复杂任务的更高维度进化。

表 23: 国产主流 AI AGENT 落地情况与定位

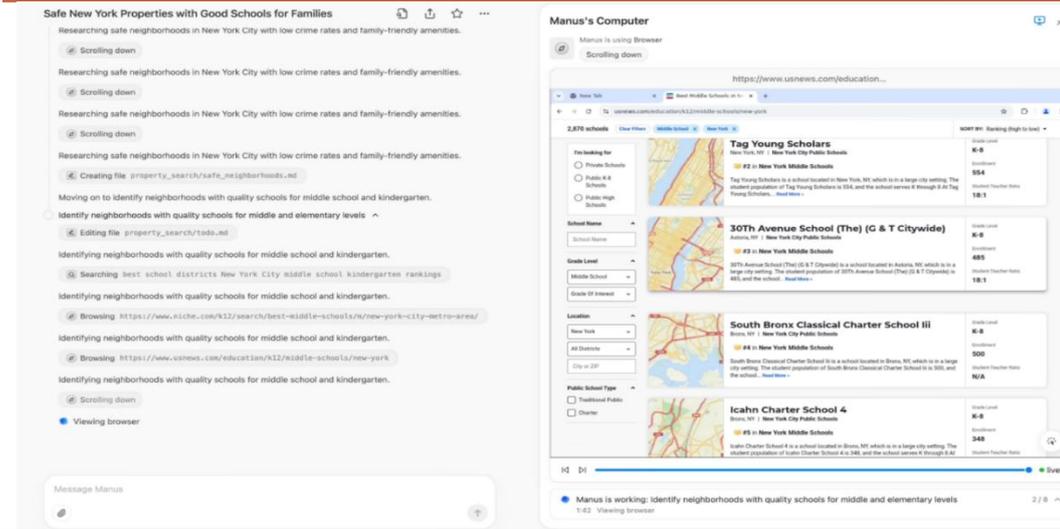
AI Agent 产品	开发商	主要落地情况与定位
Manus	蝴蝶效应	全球首批通用型 AI Agent 之一, 以其创新的架构引领行业。Manus 能够连接思想与行动, 自主规划、执行复杂任务并直接交付结果, 覆盖旅行规划、市场分析、简历筛选等多种专业场景。它已实现商业化, 提供不同层级的付费订阅服务。
字节扣子空间	字节跳动	作为字节跳动在 Agent 赛道的战略级产品, 其核心是利用豆包大模型的深度思考能力, 整合抖音、飞书等生态内工具, 提供一站式智能服务。
天工超级智能体	昆仑万维	主打“AI Office”, 深度聚焦办公生产力场景。能够一站式生成和处理文档、PPT、表格、网页、播客乃至音视频等多模态内容。其目标是显著提升职场人士的工作效率。
Kimi-researcher	月之暗面	Kimi 品牌的首款 Agent, 垂直深耕“深度研究”场景。专注于需要深度信息检索、分析、整合和报告撰写等专业任务。它采用异步执行方式, 投入更多时间进行推理和内容组织, 生成结构化、高可信度的研究报告。
百度心响	百度	定位为“通用超级智能体”的独立 App。核心是其“AI 任务完成引擎”, 通过多智能体协作, 帮助用户一键完成复杂的、多步骤的任务。

资料来源: 蝴蝶效应、字节跳动、昆仑万维、月之暗面、百度、招商证券

➤ Manus Agent: 全球首款完全自主通用 AI Agent

3月5日，北京蝴蝶效应科技有限公司发布其 AI 产品——Manus，称其为“全球首款通用 AI Agent”。Manus 建立在“Multiple Agent”多代理协作架构上，使其能够模拟人类的工作方式，自主理解、规划并执行复杂任务。在此架构下，Manus 实现了核心突破，最亮眼的是它不仅能够提供答案，更能直接操作电脑交付完整成果。其首个内测版本展示了处理文件、编写代码、访问数据库和网页等能力，将用户的指令转化为实际的行动和产出。此外，Manus 在 GAIA 基准测试中也表现优异，取得了超越 OpenAI 同类模型的 SOTA 成绩。它展示了强大的“任务执行”技能，可以完成简历筛选、股票分析、市场调研等复杂 workflows。Manus 的发布引发了高度关注，有望为 AI 应用开辟全新的方向。

图 218: Manus 可以在用户给出条件后自行筛选合适的房地产，不需要干预

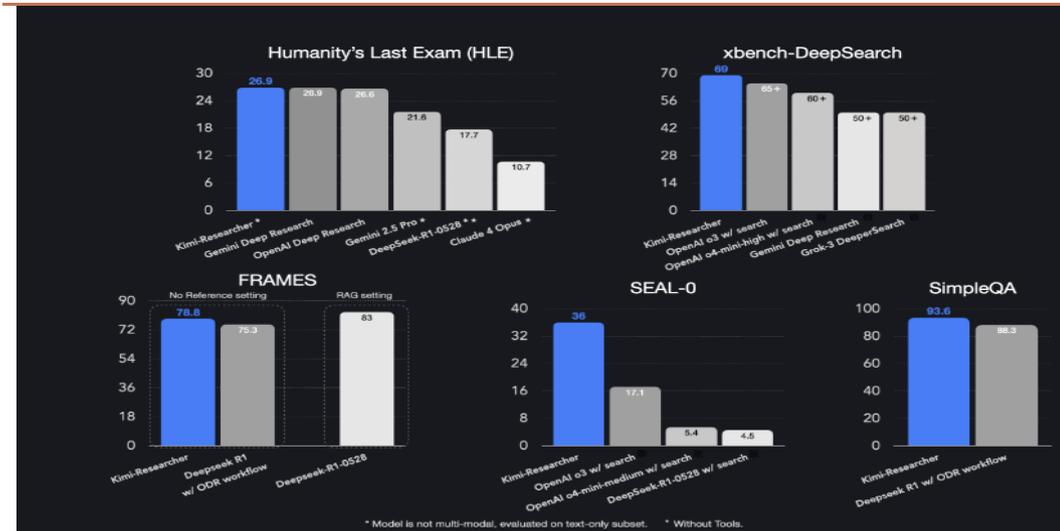


资料来源：蝴蝶效应、招商证券

➤ 月之暗面发布 Kimi-researcher 自主 agent，擅长多轮搜索和推理

6月22日，月之暗面在博客上发布并介绍了其自主智能体——Kimi-Researcher。Kimi-Researcher 建立在月之暗面自研的 Kimi 大模型之上，其核心技术创新在于完全通过“端到端智能体强化学习 (agentic RL)”进行训练，将规划、推理和工具使用等多种能力融于单一模型。在此方法下，Kimi-Researcher 在多轮复杂查询方面取得突破，最突出的是其强大的深度研究和信息整合能力。其发布的模型在“人类最后一场考试 (HLE)”基准上取得了 26.9% 的 Pass@1 成绩，创造了新的 SOTA 记录。此外，Kimi-Researcher 在性能上表现出色，能够无缝执行包含数十个步骤、访问数百个网页的深度研究任务。它还展示了令人印象深刻的“自主探索与纠错”能力，能处理高度模糊的指令并交叉验证信息以确保准确性。Kimi-Researcher 已开始逐步向用户开放，有望持续推动 AI 智能体技术的发展。

图 219: Kimi-researcher 在多个基准测试中领先



资料来源：月之暗面、招商证券

5) 无人物流车

无人物流车赛道正开启一个潜在规模超万亿的巨大市场，旨在解决快递和即时配送行业面临的劳动力成本高昂、招工难等核心痛点。当前物流总成本中末端配送环节占比高达 50%-60%，而无人配送车凭借其高效率和低运营成本，可将单件配送成本降低 60% 以上，展现出强大的经济替代效应。正是在此背景下，该领域正吸引大量资本涌入，头部企业如新石器、白犀牛等在 2024 至 2025 年均完成了重要的大额融资，行业正式进入商业爆发的前夜。

目前，行业的主流技术路径是 L4 级自动驾驶，并针对城市及半封闭园区内的中低速场景进行深度优化。其技术栈核心包括激光雷达、摄像头等多传感器融合感知方案、高精度地图定位以及强大的车载计算平台。一个决定性的进展是，技术降本成果显著。报道提及，新石器已将其主力车型的成本降至 7 万元级别，而九识智能等厂商的部分车型裸车价甚至低至 2 万元人民币，这为产业的大规模部署扫清了关键的成本障碍。

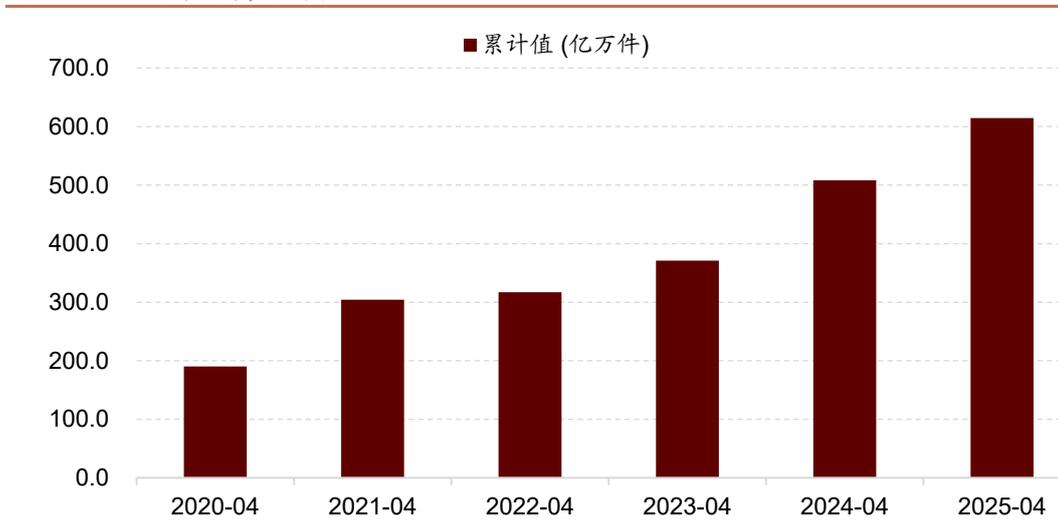
表 24: 自动驾驶等级分类

自动驾驶等级	场景限制	自动驾驶能力
L0	有限制	提供警报和辅助等功能，但不能控制车辆。
L1	有限制	在特定情况下，能够持续辅助控制方向盘或加减速中的一项。
L2	有限制	在特定情况下，能够同时辅助控制方向盘和加减速。
L3	有限制	在特定且允许的条件下，可以完全自动驾驶，并处理所有状况。驾驶员要随时准备接管。
L4	有限制	在限定的地理区域和条件下，完全自动驾驶，无需人类干预。
L5	无限制	在任何时间、任何地点、任何天气下，都能完成人类能做的所有驾驶任务。

资料来源：Wind、招商证券

一个显著的行业演进趋势是，产业重心正从早期的“最后一公里”小型配送机器人，转向经济价值更高的“中间一公里”大型物流车。早期的试点项目多集中于将包裹从社区站点送到用户手中的最后环节，但这一场景运营复杂，单次任务价值较低。而如今，头部厂商正在开发和部署载重能力更强的车辆。例如，新石器的产品线已扩展至载货空间达 12 立方米的轻卡级无人车，而白犀牛的第三代无人车装载量也达到 1 吨。从城市分拨中心到区域中转站的“中间一公里”运输，因其路线相对固定、货运量大，且能直接替代成本高昂的货车及司机，其投资回报模型更为清晰和吸引人。这种战略转移的成功，直接体现在了爆发式的订单量上。截至 2025 年中，九识智能在手订单已超 1 万台，新石器更是获得了来自顺丰等巨头的合计 3 万台订单。报告预测，2025 年中国无人配送车销量将突破 3 万辆，到 2030 年市场规模更将超过 600 亿元。这一战略重心的转移及市场反馈，标志着行业商业模式的成熟，正从技术验证转向追求最坚实的经济效益。

图 220: 快递市场高速增长



资料来源：智研咨询、招商证券

无人物流车市场正迅速向少数几家资金雄厚、已进入大规模商业化运营的头部企业集中。在此过程中，决定成败的关键因素已不再仅仅是技术本身，而是与大型物流合作伙伴的深度生态绑定。同时，政策的“松绑”也成为核心驱动力。报道强调，北京、上海等 20 个城市已入选国家“车路云一体化”试点，极大地推动了无人车上路许可的发放，为规模化运营提供了政策保障。

无人物流车是一个典型的 B2B 市场，其核心客户是顺丰、京东物流、菜鸟等物流巨头。这些巨头需要的不是孤立的车辆，而是一整套能够无缝嵌入其现有运营网络和软件系统的解决方案。白犀牛获得顺丰的战略领投，是这一“生态锁定”策略的最佳诠释。这笔投资不仅是资金注入，更是一份战略盟约，为白犀牛提供了宝贵的真实运营场景、海量数据反馈以及一个受保护的、可大规模扩张的商业化路径。这种深度绑定构筑了强大的竞争壁垒，独立的无人车供应商将很难与这种“无人车+物流巨头”的联盟相抗衡。因此，投资评估的天平必须向那些拥有高质量、深层次战略合作关系的企业倾斜。

➤ 成本骤降，无人物流驶入“快车道”

在成本大幅下降和政策支持的双重推动下，以 L4 级别为代表的无人物流车正在中国加速商业化落地，尤其在末端配送领域成效显著。无人物流车商业化加速的核心驱动力是成本的显著降低。一方面，由于使用低成本视觉方案，无人物流车的单车硬件成本大幅下探，一部分型号价格从百万元级别降至 10 万元以下，并且可能有进一步下探的空间。另一方面，无人化能有效减少末端配送成本中的人工成本。以新石器（Neolix）公司的 L4 无人车为例，其应用可使末端派送时效提升 20%-30%，单票运输成本降低 50% 以上。目前，赛道上不仅有新石器、九识智能等初创公司，也吸引了菜鸟、美团、京东物流等行业巨头布局。

➤ 九识智能获得测试牌照，加速“车路云一体化”进程

在行业加速发展的趋势下，许多厂商在测试路权方面取得了关键性进展。6 月 9 日，无人物流解决方案商九识智能（CiDi）在长沙湘江新区获得了 50 张无人车公开道路测试牌照。这一事实说明了地方政府对无人物流车持有的开放态度，以及无人物流车快速往实用阶段迈进的步伐。为加速商业化进程，九识智能与湖南本地的战略合作伙伴大和新能源合作，依托其本地化服务网络，共同推动这批牌照资源在快递物流、商贸配送等场景的实际应用。这种模式是地方政府开放路权、企业加速商业化的又一具体例证，也将实质性地助力长沙的“车路云一体化”建设。

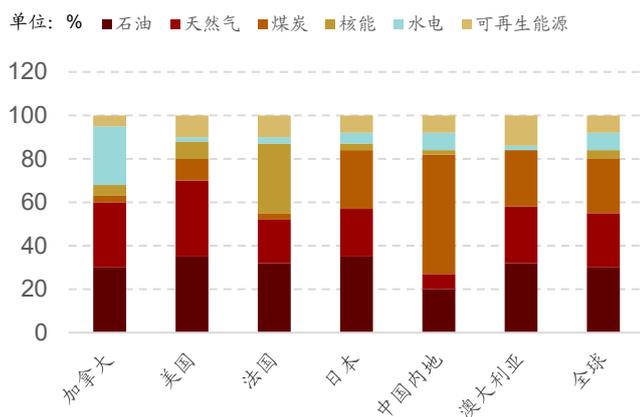
4、主题投资——可控核聚变迈入发展关键期，稳定币法案促落地

（1）自主可控且有显著增量预期，可控核聚变迈入发展关键期

我国核能消费量占比低于世界平均水平。据《世界能源统计年鉴（2023）》，核能在全世界一次能源消费量中的占比约为 4%，在我国的占比约为 2%，而在法国，其占比达到 32%。考虑到 2035 年，我国核电发电量占比要增至 10%，我们认为，我国核能消费量占比提升是必然的趋势。

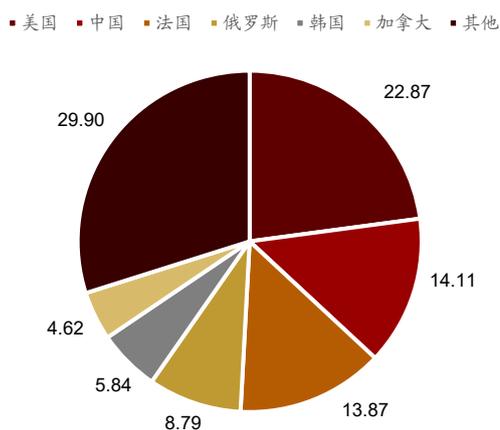
尽管在原理上，利用核聚变发电显著优于核裂变，但目前较成熟的用于发电的，是核裂变，核聚变发电仍然是个尚未解决的问题。根据今年 4 月 28 日中国核协发布《中国核能发展报告 2025》蓝皮书显示，截至目前，我国在运、在建和核准建设的核电机组共 102 台、装机容量达到 1.13 亿千瓦，核电总体规模首次跃居世界第一，其中，我国商运核电机组达到 58 台，总装机容量达 6096 万千瓦，仅次于美国。这些核电厂全部是以核裂变为基础的。核裂变发电，已经是主流的发电方式之一。

图 221: 全球及各国家各类一次能源消费量占比 (%)



资料来源:《世界能源统计年鉴》、招商证券

图 222: 各国家核电站数量占比 (%)



资料来源:《世界核电反应堆》、美国能源信息署、国家核安全局、法国电力公司、俄罗斯原子能集团、韩国能源部、国际能源署、国际原子能机构、招商证券

核能最主要的两个基本要求是: 可控、持续。研究表明核聚变反应释放的能量是核裂变的 4 倍以上, 1 公斤核聚变燃料产生的能量相当于 1000 万公斤化石燃料, 这种惊人的能量密度使核聚变成为最具潜力的能源选择。今年 4 月国家能源局明确将核聚变列为前沿技术研发重点, 提出“支持第四代核电技术、小型模块化反应堆、核聚变等前沿技术攻关”, 并且, **2025 年国家能源研发预算中, 核聚变专项经费同比增长 30%**, 重点支持超导材料、等离子体控制等核心技术。可以说目前我国的核聚变产业从项目建设, 到研发战略, 再到商业化落地, 都在可控和可持续上越行越远。

国内核聚变项目建设加速。3 月 9 日, CRAFT (聚变堆主机关键系统综合研究设施) 1/8 真空室及总体安装系统通过测试和验收。5 月 1 日, BEST (聚变能紧凑燃烧等离子体装置) 项目工程总装启动仪式举行, 较原计划提前两个月启动。该装置将在第一代中国人造太阳 EAST 装置基础上, 首次实现聚变能发电演示, 推动燃烧等离子物理研究, 为我国聚变能发展提供开创性支持。5 月 3 日, 央视报道 CRAFT 预计于 2025 年年底全面建成, 将成为国际聚变领域参数最高、功能最完备的综合性研究及测试平台, 将为聚变实验堆和工程堆核心部件的研发及建设保驾护航。

中国核聚变能研发“紧凑型聚变实验装置 (BEST)-聚变工程示范堆 (CFETR)-首个商业聚变堆”三步走战略。BEST 将在合肥原有的 EAST 的基础上首次演示聚变能发电, 引领燃烧等离子物理研究。BEST 项目主机系统共包含磁体系统、真空室、真空室内部件、内馈线、主机杜瓦、主机冷屏系统六大关键部分, 计划将于 2027 年完成, 将会成为世界首个紧凑型聚变能实验装置。BEST 为科研实验装置, 目标实现 $Q>1$ (净能量输出), Q 达到 20 或 30 以上才能够实现商业化, 但是目前来说能够实现 $Q>1$ 即是解决了世界性的一大难题。CRAFT 为综合性研究及测试平台, 目标为研发和验证聚变堆主机关键技术、材料和设备。主体部分由超导磁体及偏滤器研究系统两部分组成, 超导磁体研究系统包括 8 个子系统, 偏滤器研究系统包括 11 个子系统。CRAFT 全面建成后将成为国际聚变研究的标杆平台。预计十年内可实现聚变发电演示, 二十到三十年内有望实现商业化应用。

商业化进程加速, 核聚变板块已进入密集催化期。后续相关催化包括国光电气混合堆项目揭牌及潜在招标包括 BEST、CRAFT、星火一号、“中国环流三号”等项目密集招投标。以托克马克为代表的可控核聚变技术正处于快速发展的黄金时期, 实验堆的快速落地推动上游设备产业链的快速发展, 相关企业有望受益。

(2) 香港颁布稳定币法案,《稳定币条例》正式成为法例

5 月 21 日傍晚, 中国香港特区政府于 2024 年底提交的《稳定币条例草案》经香港立法会三读通过, 最终经过特首签署及法例刊宪之后便可以正式生效。至此, 香港成为全球首个为法币挂钩稳定币建立全面监管框架的司法管辖区。随后在于 5 月 30 日, 香港特别行政区政府在宪报刊登《稳定币条例》, 这意味着《稳定币条例》正式成为法例, 6 月 6 日, 香港特别行政区政府于宪报刊登《稳定币条例 (生效日期) 公告》, 指定 2025 年 8 月 1 日为《稳定币条例》

(第 656 章) 开始实施的日期。

图 223: 香港稳定币法案内容解构

《穩定幣條例草案》		
目錄		
條次		頁次
第 1 部		
專言		
1.	簡稱及生效日期.....	C3144
2.	釋義.....	C3146
3.	穩定幣的涵義.....	C3158
4.	指明穩定幣的涵義.....	C3162
5.	受規管穩定幣活動及相關詞句的涵義.....	C3164
6.	要約提供指明穩定幣及相關詞句的涵義.....	C3168
7.	持牌穩定幣活動及相關詞句的涵義.....	C3170
第 2 部		
規管涉及指明穩定幣的活動		
第 1 分部——涉及指明穩定幣的活動的限制		
8.	關乎進行受規管穩定幣活動的罪行.....	C3174
9.	關乎要約提供指明穩定幣的罪行.....	C3176

资料来源: 香港特别行政区宪报, 招商证券

图 224: 香港特区政府对稳定币监管进度表

时间	内容
2022 年 1 月	香港金管局发布《加密资产和稳定币的讨论文件》。
2023 年 1 月	香港金管局发布《加密资产和稳定币讨论文件》的咨询总结: 建议将与稳定币相关的若干活动纳入监管。
2023 年 12 月	香港财库局与香港金管局联合就订立稳定币发行人监管制度的立法, 向公众人士及持份者征求意见。
2024 年 3 月	香港金管局推出稳定币发行人“沙盒”。
2024 年 7 月	香港财库局与香港金管局就在香港实施法币稳定币发行人监管制度的立法建议, 联合发表咨询总结; 香港金管局公布稳定币公布首批“沙盒”参与者名单, 包括京东区块链科技(香港)有限公司、圆币创新科技有限公司等。
2024 年 12 月	香港特区政府在宪报刊登《稳定币条例草案》, 并于当月提交立法会进行首读。
2025 年 5 月	香港特区政府立法会三读通过《稳定币条例草案》; 《稳定币条例》在宪报刊登, 正式成为法例。
2025 年 6 月	宪报刊登《稳定币条例(生效日期)公告》, 指定《稳定币条例》于 8 月 1 日实施。

资料来源: 香港金管局, 招商证券

美东时间 6 月 5 日, 全球第二大挂钩美元稳定币 USDC 的发行商 Circle 正式在纽约证券交易所挂牌上市, 股票代码“CRCL”, 首日开盘价飙升 122.58% 至 69 美元, 盘中最高触及 103 美元, 最大涨幅达 234.68%, 可见广大投资者和机构对稳定币的狂热追逐, 印证了其必然是大势所趋。

Circle 于 2013 年 Circle 创立, 初期定位比特币兑换运营商, 致力于法币—加密货币实时通道建设, 2018 年与 Coinbase 合作推出稳定币 USDC, 转型稳定币发行商。截至 2025 年 5 月 23 日, USDC 流通量已超过 610 亿美元, 是全球第二大稳定币(仅次于 USDT), 数百万终端用户使用 USDC 进行支付、结算, 并将其作为数字美元价值存储手段。

图 225: USDC 流通市值(亿美元)

(亿美元)	2024	2023	2022
流通 USDC-期初	244.12	445.54	424.16
铸造	1413.42	958.33	1676.09
赎回	(1218.97)	(1159.75)	(1654.71)
净增加(减少)	194.45	(201.42)	21.38
流通 USDC-期末	438.57	244.12	445.54

资料来源: Circle 招股书, 招商证券

图 226: Circle 利润表(亿美元)

(亿美元)	2024	2023	2022
营业总收入	16.76	14.5	7.72
储备金收入	16.61	14.31	7.36
其它收入	0.15	0.2	0.36
分销和交易成本	10.11	7.2	2.87
其它成本	0.07	0.08	0.22
薪酬成本	2.63	2.96	2.13
一般管理费用	1.37	1	0.82
折旧 & 摊销	0.51	0.35	0.13
IT 基础设施成本	0.27	0.21	0.12
营销费用	0.17	0.37	0.79
净利润	1.56	2.68	-7.69
调整后 EBITDA	2.85	3.95	0.96

资料来源: Circle 招股书, 招商证券

同样在 Circle 公司上市之前, 美国参议院于今年 5 月通过了关于《引导和建立美国稳定币国家创新法案》(GENIUS 法案)的程序性投票, 该法案为稳定币建立了监管框架。特朗普总统对加密货币的发展也持开放态度。今年初上任后, 他立即签署行政令, 专门组建了总统数字资产市场工作组, 旨在巩固美国在数字金融领域的全球主导地位。特朗普还公开表态, 要全力推动美国成为全球加密货币发展的中心枢纽, 这也意味着稳定币将迎来自己的“黄金窗口期”, 逐步被国际层面接纳与使用。

稳定币的发展创新历程绝非仅此而已, 近年来, 稳定币市场已迈入全新阶段, 从底层技术创新到全球应用落地, 呈现出前所未有的增长态势。截至 2025 年, 全球稳定币流通量突破 2463 亿美元, 链上年交易量高达 35 万亿美元, 超越 Visa 等传统支付巨头。随着香港、美国、欧盟等地监管框架的逐步完善, 稳定币正从加密生态的附属品, 演变为全球金融基础设施的核心组件。未来, 伴随机构资金加速入场和链上结算规模扩张, 稳定币或将在跨境支付、DeFi、企业财资管理等领域发挥更大作用, 重塑全球资金流动格局。

八、政策端：下半年重点关注的三大政策方向

政策端来看，下半年政策端重点关注三大主题——十五五规划、整治内卷式竞争、丙类目录落地。具体来看，我国将于2026年开始实施“十五五”规划，当前“十五五”规划编制工作已经开始。从当前关于“十五五”规划编制的表态来看，增量信息相对有限，新质生产力、科技创新、民营经济或成为编制重点。后续随着编制工作深入，更多增量信息有望被披露。整治内卷式竞争方面，本轮整治“内卷式”竞争主要涉及了两大产业问题，一是产能结构性问题，二是公平竞争秩序的扰乱。从当前政策预期来看，分行业化解产业结构性矛盾的政策尚未出台，有望尽快落地。从发改委表态来看，可重点关注炼油、钢铁、煤化工、氧化铝、新能源汽车、光伏等行业。产业政策方面，下半年可重点关注丙类目录（商保目录）的设立。2024年12月，全国医疗保障工作会议在北京召开。会议首次正式提出了丙类目录的概念。今年1月，在国家医保局举办的新闻发布会上，国家医保局医药管理司司长黄心宇进一步透露丙类目录的工作安排，黄心宇表示“丙类目录与每年的基本医保药品目录调整同步开展，计划于今年年内发布第一版”。

1、十五五规划

我国将于2026年开始实施“十五五”规划，当前“十五五”规划编制工作已经开始。具体来看，5月19日，习近平近日对“十五五”规划编制工作作出重要指示强调，科学制定和接续实施五年规划，是我们党治国理政一条重要经验，也是中国特色社会主义一个重要政治优势。编制和实施“十五五”规划，对于全面落实党的二十大战略部署、推进中国式现代化意义重大。要坚持科学决策、民主决策、依法决策，把顶层设计和问计于民统一起来，加强调研论证，广泛凝聚共识，以多种方式听取人民群众和社会各界的意见建议，充分吸收干部群众在实践中创造的新鲜经验，注重目标任务和政策举措的系统性整体性协同性，高质量完成规划编制工作。

从当前关于“十五五”规划编制的表态来看，增量信息相对有限，新质生产力、科技创新、民营经济或成为编制重点。后续随着编制工作深入，更多增量信息有望被披露。

表 25：高层对十五五规划的表态梳理

	时间	具体情况
习近平	2025-04-30	4月30日，习近平总书记在上海主持召开“十五五”时期经济社会发展座谈会并发表重要讲话，强调要科学谋划“十五五”规划，聚焦实现社会主义现代化目标， 突出发展新质生产力 、推动高质量发展、统筹发展与安全、促进共同富裕，要求各地立足实际、服务全国大局，制定科学务实、切实可行的发展思路与政策举措。
李强	2025-05-09	5月9日，国务院总理李强主持召开国务院常务会议，学习贯彻习近平总书记在部分省市“十五五”时期经济社会发展座谈会上的重要讲话精神。会议强调，要准确把握党中央对“十五五”时期的阶段性要求，自觉对标对表，合理确定各领域目标任务，充分体现党中央战略意图。
国资委	2025-05-12	5月12日，国务院国资委党委召开扩大会议，深入学习贯彻习近平总书记在“十五五”规划座谈会上的重要讲话精神，强调要紧扣党中央赋予国资央企的战略使命，聚焦增强核心功能与竞争力，科学编制“十五五”规划。会议要求 以科技创新引领、实体经济为根基，深化改革、优化布局、发展新质生产力，推动国资央企高质量发展 。会议还强调要评估“十四五”成效，科学研判形势，制定具有进取性的目标，提升“五个价值”，优化战略性新兴产业和未来产业布局，加快关键核心技术攻关，抓实战略性重大项目，增强国有经济的战略支撑作用，为强国建设和民族复兴提供保障。张玉卓主持会议，国资委党委委员和相关部门负责人出席。
发改委	2025-05-14	在5月14日由国家发展改革委主任郑栅洁主持召开的民营企业座谈会上，郑栅洁明确指出，国家发展改革委将认真谋划编制好“十五五”规划纲要，作为统筹推进未来五年经济社会发展的重要工作之一。他强调，规划将注重回应企业关切、聚焦微观主体感受，在推动 民营经济发展 方面提供更具针对性、操作性的政策支撑。郑栅洁表示，发改委将在“十五五”编制过程中坚持政企常态化沟通机制，充分吸收企业意见建议，同时推动民营经济促进法的贯彻实施，并根据形势变化预研储备增量政策，确保既定支持措施早出台、早见效，切实帮助企业稳就业、稳市场、稳预期，为“十五五”开局营造良好环境。这一表态凸显了发改委在“十五五”规划编制中高度重视 民营经济的地位与作用 。
习近平	2025-05-19	5月19日，中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平近日对“十五五”规划编制工作作出重要指示强调，科学制定和接续实施五年规划，是我们党治国理政一条重要经验，也是中国特色社会主义一个重要政治优势。编制和实施“十五五”规划，对于全面落实党的二十大战略部署、推进中国式现代化意义重大。要坚持科学决策、民主决策、依法决策，把顶层设计和问计于民统一起来，加强调研论证，广泛凝聚共识，以多种方式听取人民群众和社会各界的意见建议，充分吸收干部群众在实践中创造的新鲜经验，注重目标任务和政策举措的系统性

时间

具体情况

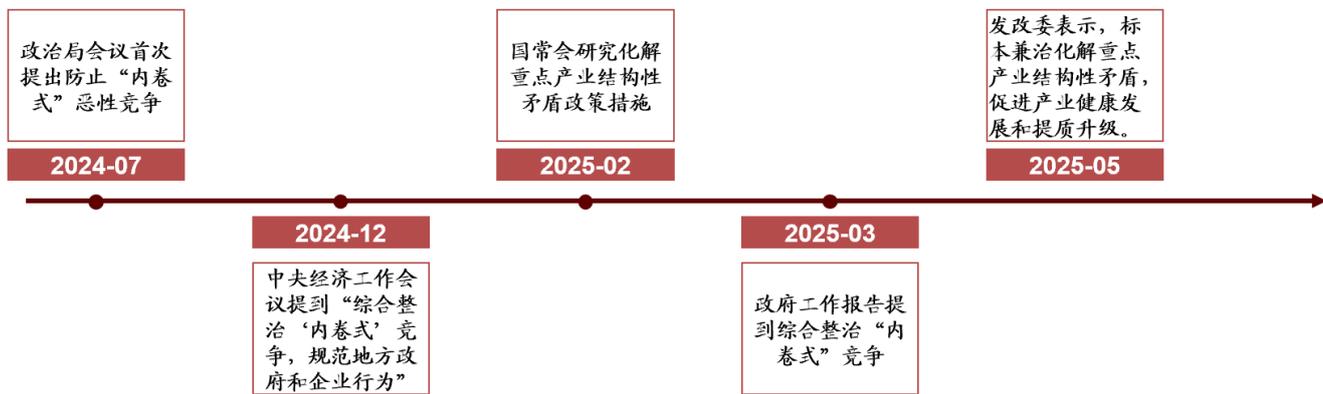
整体性协同性，高质量完成规划编制工作。我国将于 2026 年开始实施“十五五”规划，目前党中央正在组织起草“十五五”规划建议。根据习近平重要指示精神和规划建议起草工作安排，有关方面近期将通过多种形式征求干部群众、专家学者等对编制“十五五”规划的意见建议。

资料来源：新华社、中国政府网、求是网、招商证券

2、整治“内卷式”竞争

自 2024 年 7 月政治局会议首提“强化行业自律，防止‘内卷式’恶性竞争”后，整治“内卷式”竞争成为今年政府工作的一大重点，被写入政府工作报告。5 月发改委再提及整治“内卷式”竞争，并提及了一系列措施，标本兼治化解重点产业结构性矛盾，促进产业健康发展和提质升级。

图 227：涉及整治“内卷式”竞争的重要表态



资料来源：中国政府网、招商证券

从发改委的表态来看，本轮整治“内卷式”竞争主要涉及了两大产业问题，一是产能结构性问题，二是公平竞争秩序的扰乱。具体来看，今年 5 月，发改委表态“有一些行业出现结构性问题，有的盲目跟风投资，有的跟不上技术更新迭代节奏。一些企业陷入‘内卷式’竞争，有的以低价、超低价、甚至以低于成本价格销售，有的制假售假、以次充好。这些都突破了市场竞争的边界和底线，扭曲了市场机制，扰乱了公平竞争秩序，必须加以整治”。其中，盲目跟风投资、跟不上技术更新迭代，对应部分行业产能过剩、低端产能较多等产能结构性问题。“以低价、超低价、甚至以低于成本价格销售，有的制假售假、以次充好”主要涉及公平竞争秩序的扰乱。

从当前政策预期来看，分行业化解产业结构性矛盾的政策尚未出台，有望尽快落地。从发改委表态来看，不同行业的整治手段或不尽相同，炼油、钢铁等行业或主要通过化解存量过剩产能的手段进行优化；煤化工、氧化铝等行业或通过遏制产能盲目扩张的手段进行控制；新能源汽车、光伏等“新三样”行业或通过行业自律—即加强企业行为约束的方式来进行监督。

表 26：部分传统行业产能控制相关政策梳理

行业	时间	政策	产能标准
钢铁	2012-08	《钢铁行业规范条件（2012 年修订）》	新规要求钢铁企业的生产规模必须达到标准：2010 年普钢企业粗钢年产量 100 万吨及以上，特钢企业 30 万吨及以上，且合金钢比大于 60%（不含合金钢比 100% 的高速钢、工模具钢等专业化企业）。年产百万吨以下的粗钢企业将遭淘汰。
	2021-04	《钢铁行业产能置换实施办法》	建设炼铁、炼钢产能均须分别实施产能置换。置换过程中的退出产能数量，按照 2016 年国务院国资委、各省级人民政府上报国务院备案去产能实施方案的钢铁行业冶炼设备清单内产能数量核定；对 2016 年及以后建成的合法合规冶炼设备，退出产能数量按照《产能核算表》（附件 1）进行核定。置换过程中的建设产能数量，按照《产能核算表》进行核定。企业建设脱磷转炉须履行产能置换手续。建设非高炉炼铁、提钒转炉、回转窑-矿热炉（RKEF）等设备，产能核定须“一事一议”上报工业和信息化部。 大气污染防治重点区域严禁增加钢铁产能总量。未完成钢铁产能总量控制目标的省（区、市），不得接受其他地区出让的钢铁产能。

	2024-05	《钢铁行业节能降碳专项行动计划》	2024 年继续实施粗钢产量调控。到 2025 年底，钢铁行业能效标杆水平以上产能占比达到 30%，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出。
	2024-05	《2024-2025 年节能降碳行动方案》	加强钢铁产能产量调控。严格落实钢铁产能置换，严禁以机械加工、铸造、铁合金等名义新增钢铁产能，严防“地条钢”产能死灰复燃。2024 年继续实施粗钢产量调控。“十四五”前三年节能降碳指标完成进度滞后的地区，“十四五”后两年原则上不得新增钢铁产能。新建和改扩建钢铁冶炼项目须达到能效标杆水平和环保绩效 A 级水平。到 2025 年底，水泥熟料产能控制在 18 亿吨左右，能效标杆水平以上产能占比达到 30%，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出，水泥熟料单位产品综合能耗比 2020 年降低 3.7%。2024—2025 年，通过实施水泥行业节能降碳改造和用能设备更新形成节能量约 500 万吨标准煤、减排二氧化碳约 1300 万吨。
	2024-05	《水泥行业节能降碳专项行动计划》	严格落实水泥行业产能置换政策，依法依规淘汰落后产能，严禁违规新增产能。严格核定水泥项目备案产能，禁止以改造升级等名义随意扩大产能。统筹地方资源禀赋、区域供需平衡、资源环境承载能力等因素，推动水泥行业集聚化发展。
水泥			能效水平达不到现行版《工业重点领域能效标杆水平和基准水平》基准值、连续停产两年以上、2024 年以来连续两年每年运转天数不足 90 天，以及因债务纠纷等原因导致设备无法拆除或存在法院查封情况的产能等不能用于产能置换。
	2024-10	《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024 年本）》	严禁备案新增产能的水泥熟料、平板玻璃项目。确有必要新建、改建的，必须制定产能置换方案，实施等量或减量产能置换。位于国家大气污染防治重点区域和非大气污染防治重点区域产能置换建设项目置换比例分别不低于 2:1 和 1.5:1。产能置换比例按建设地点区域界定。
			用于新建项目置换的水泥熟料产能不能拆分转让，用于改建或补齐已建成项目的水泥熟料产能拆分转让不能超过两个项目。
			位于国家大气污染防治重点区域或前三年水泥熟料平均产能利用率低于 50% 的省份水泥熟料生产线开展产能置换，原则上不得从省外置换产能。
	2011-12	《铝工业“十二五”发展专项规划》	控制电解铝产能盲目扩张，按期淘汰 100 千安及以下预焙槽电解铝和落后再生铝产能。
电解铝	2025-03	《铝产业高质量发展实施方案（2025—2027 年）》	到 2027 年，电解铝行业能效标杆水平以上产能占比提升至 30% 以上，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出，清洁能源使用比例 30% 以上，新增赤泥的资源综合利用率 15% 以上。
			优化电解铝产能布局。坚持电解铝产能总量约束，优化电解铝产能置换政策实施，新置换电解铝项目应符合铝液交流电耗不高于 13000 千瓦时/吨、环保绩效 A 级等要求，鼓励采用 500kA 及以上电解槽，提高清洁能源使用比例。
			大气污染防治重点区域不再新增电解铝产能，鼓励电解铝产能向清洁能源富集、具有环境和能源容量地区转移，发展一批具有国际竞争力的绿色低碳铝产品。加强低碳冶炼等颠覆性技术攻关和示范应用，研究探索实施电解铝产能置换差异化政策。
	2012-01	《铝工业“十二五”发展专项规划》	限制氧化铝产能无序扩张。
氧化铝	2025-03	《铝产业高质量发展实施方案（2025—2027 年）》	大气污染防治重点区域不再新增氧化铝产能。
			新改扩建氧化铝项目须严格落实产业、土地、安全、环保等相关政策要求，能效须达到强制性能耗限额标准先进值和环保绩效 A 级水平，不再新建或扩建以一水硬铝石为原料的氧化铝生产线。原则上新建氧化铝项目（包括使用铝土矿生产氢氧化铝的项目）需有与产能相匹配的权益铝土矿产量，具有一定的赤泥综合利用能力。
			能效水平达不到现行版《工业重点领域能效标杆水平和基准水平》基准值、连续停产两年以上、2024 年以来连续两年每年运转天数不足 90 天，以及因债务纠纷等原因导致设备无法拆除或存在法院查封情况的产能等不能用于产能置换。
平板玻璃	2024-10	《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024 年本）》	严禁备案新增产能的水泥熟料、平板玻璃项目。确有必要新建、改建的，必须制定产能置换方案，实施等量或减量产能置换。
			位于国家大气污染防治重点区域和非大气污染防治重点区域平板玻璃产能置换比例分别不低于 1.25:1 和 1:1，产能置换比例按建设地点区域界定。
			因不可抗力原因被地方政府要求停产超过两年的平板玻璃生产线，其

产能于 2025 年 12 月底前可用于置换，2026 年 1 月 1 日后将不能用于置换。

到 2025 年底，全国原油一次加工能力控制在 10 亿吨以内，能效标杆水平以上产能占比超过 30%，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出。2024—2025 年，通过实施炼油行业节能降碳改造和用能设备更新形成节能量约 200 万吨标准煤、减排二氧化碳约 500 万吨。严格控制炼油产能规模，禁止以重油综合利用、原料预处理、沥青装置等名义变相新增炼油产能。严格新上项目能效准入，落实建设项目环境影响评价制度，新建和改扩建炼油项目须达到能效标杆水平和环保绩效 A 级水平，主要用能设备须达到能效先进水平。落实炼油行业产能减量置换政策，持续推进上大压小、上优汰劣，用于置换的产能须按要求及时关停并拆除主要生产设施。加快能效基准水平以下炼油产能节能降碳改造。加强炼油产能分析预警，合理调控成品油出口。支持炼化一体化企业优化生产布局，完善企业内部上下游产品匹配衔接。

每个示范区“十三五”期间 2000 万吨新增煤炭转化总量不再延续。确需新建的现代煤化工项目，应确保煤炭供应稳定，优先完成国家明确的发电供热用煤保供任务，不得通过减少保供煤用于现代煤化工项目建设。

新建年产超过 100 万吨的煤制甲醇项目，由省级政府核准。

炼油

2024-05

《炼油行业节能降碳专项行动计划》

煤化工

2023-06

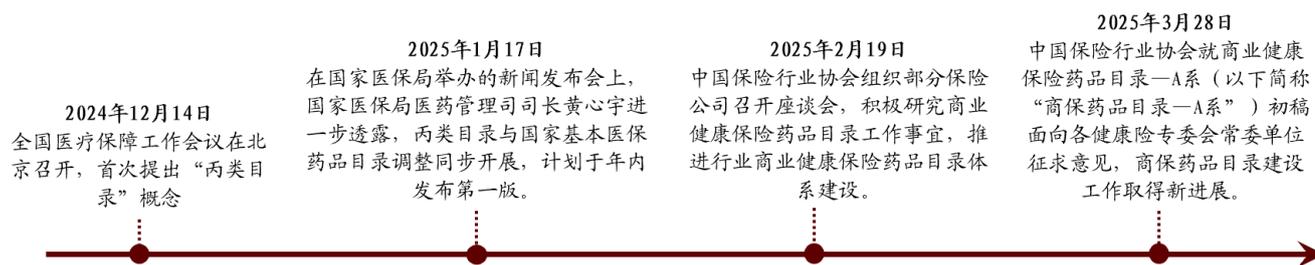
《关于推动现代煤化工产业健康发展的通知》

资料来源：中国政府网、工信部、发改委、招商证券

3、丙类目录的建立

产业政策方面，下半年可重点关注丙类目录（商保目录）的设立。2024 年 12 月 14 日，全国医疗保障工作会议在北京召开。会议提出“探索创新药的多元支付机制，支持引导普惠型商业健康保险及时将创新药品纳入报销范围，研究探索形成丙类药品目录，并逐步扩大至其他符合条件的商业健康保险。引导商业保险公司将健康险资金的一部分通过规范途径，加大对创新药械研发生产的投入。”此次会议首次正式提出了丙类目录的概念。今年 1 月 17 日，在国家医保局举办的新闻发布会上，国家医保局医药管理司司长黄心宇进一步透露丙类目录的工作安排，黄心宇表示“丙类目录与每年的基本医保药品目录调整同步开展，计划于今年年内发布第一版”。2 月 19 日，中国保险行业协会组织部分保险公司召开座谈会，积极研究商业健康保险药品目录工作事宜，推进行业商业健康保险药品目录体系建设。3 月 28 日，中国新闻网报道称中国保险行业协会就商业健康保险药品目录—A 系（以下简称“商保药品目录—A 系”）初稿面向各健康险专委会常委单位征求意见，商保药品目录建设工作取得新进展。

图 228：2025 年丙类目录有望落地



资料来源：国家医保局，保险业协会，中国政府网，证券日报，招商证券

创新药支付体系结构失衡，丙类目录出台支持创新药发展。我国的创新药械支付体系主要由基本医疗保险、商业健康保险和慈善援助基金等多元支付方式构成，但支付结构存在显著失衡问题：根据《中国创新药械多元支付白皮书（2025）》，2024 年我国创新药械市场规模估算金额达到 1,620 亿元，同比增长 16%，其中，医保基金支付约 710 亿元占比 44%；个人现金支付约 786 亿元占比 49%；商业健康保险支出约 124 亿元占比 7.7%。这种不均衡的支付结构不仅加重了患者负担，也使高昂的创新药品进一步加剧了医保基金的压力。同时，对于创新药企而言，新药研发具有投资大、周期长、风险高等特点，其收益只有通过支付端才能兑现，而当前我国医保谈判以大幅降价为主要手段，这种方式可能削弱药企的创新动力，尤其对高投入、长周期的原始创新药影响更为显著。因此，为了鼓励创新药的发展，2025 年国家医保局将研究探索制定丙类药品目录，促进创新药的市场准入和支付。根据国家医保局医药管理司

司长黄心宇的介绍，丙类目录作为基本医保药品目录的有效补充，聚焦因超出“保基本”功能定位暂时无法纳入医保目录但创新程度很高、具有显著临床应用价值、患者获益显著的药品。丙类目录的推出，通过商业医疗保险（如惠民保）覆盖临床急需、真实创新但价格较高的药品，既解决高值创新药的支付难题、弥补基本医保的不足，也加速新药上市并提高患者可及性，同时优化医疗资源配置、减轻患者负担，并鼓励企业研发创新。

图 229: 2017 年以来赔付支出增速大于保费收入增速

图 230: 创新药支付中商业健康险支付占比不足 8%

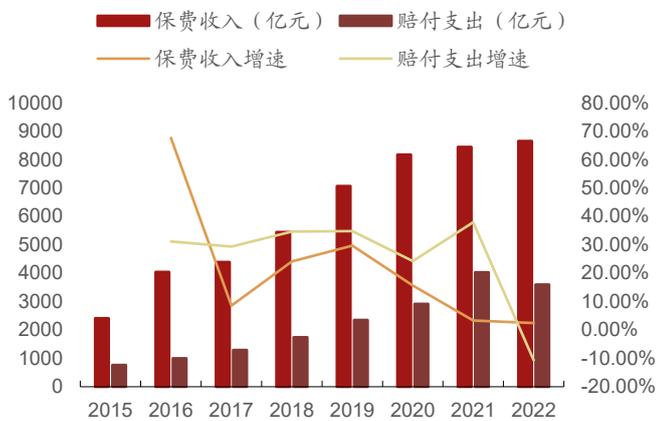
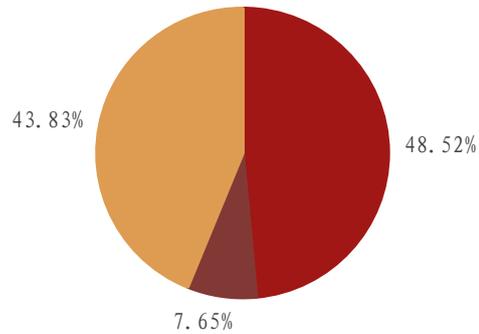


图 230: 创新药支付中商业健康险支付占比不足 8%



资料来源: 金融监管局、招商证券

资料来源: 保险行业协会、医保局、招商证券

具体而言，丙类目录通过建立健全 ABCDE 目录体系，逐步将医保目录外药品扩展覆盖至境内外药监局审批上市的所有药品（保留负面清单权利），给予消费者更加自由的选择权。其中，A 级目录覆盖药品范围较窄，主要适用于惠民保等基础性保险，为用户提供基础医疗保障；B 级目录适用于百万医疗险等产品，能满足经济型大众对部分创新药的需求，覆盖的药品范围比 A 级目录广一些；C 级目录的药品清单范围进一步扩大，适用于中端医疗险产品，可为有相应支付意愿以及保障需求的人群提供更全面、更优质的保障；D 级目录推测是在 C 级目录基础上，对保障范围或保障人群进行进一步细分或拓展，以满足特定群体的更高层次保障需求；E 级目录：覆盖范围最广，甚至可以覆盖所有前沿的创新药物和疗法，主要为高端型商业健康险产品服务，为有较高支付能力和特殊保障需求的人群提供极致的医疗保障。该体系突破医保限制，既满足不同消费层次的保障需求，又为创新药企提供支付端支持，有望实现医疗保障与商业保险的深度融合，推动多层次保障体系的全面落地。

表 27: 丙类目录各层级内容

录层级	对应产品类型	保障定位	药品覆盖范围	典型保障案例
A 系	惠民保	基础普惠型	国内高频使用药	肺癌靶向药奥希替尼、糖尿病用药二甲双胍
B 系	百万医疗险	中端进阶型	国内外创新药及特药（含医保谈判药品）	脊髓性肌萎缩症用药诺西那生钠注射液
C/D/E 系	中高端医疗险	精准定制型	全球前沿疗法（细胞治疗、基因疗法等）	CAR-T 疗法阿基仑赛注射液、日本癌症疫苗（通过试点或境外就医，部分适应症）

资料来源: 医保局, 中国保险业协会, 招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，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。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。