

春季行情持续与科技风潮扩散 ——2025年3月策略观点



分析师：张宇生

执业证书编号：S0930521030001

2025年3月2日



证券研究报告

- **核心问题一：指数反映了哪些预期？** 2月份A股市场整体表现较好，赚钱效应也有所提升。不过从市场风格以及资金层面来看，市场风格偏科技成长方向，增量资金也更多来自非机构投资者。市场对于国内政策以及经济的预期并没有出现显著变化，而对于海外因素的担忧则有所收敛。
- **核心问题二：科技的交易热度与内部轮动。** 1月中旬以来，科技板块仍是市场的核心主线。向后看，科技板块仍然值得重点关注，资本开支的上行可能推动科技产业新一轮景气度回升，机构对科技板块的配置也有较大的提升空间。不过需要注意的是，科技板块目前的交易拥挤度达到了历史相对高位，根据历史经验，投资者或需关注科技板块内部轮动的可能。
- **核心问题三：科技风潮的扩散方向。** 从往年规律来看，A股春季行情中可能会出现双主线的情况。当前市场情绪较为积极，叠加诸多利好因素，科技风潮有望扩散。历史来看，春季行情主线的方向通常与政策有关。而消费是当前政策发力的重点方向，未来有望迎来催化。因此，可重点关注受益于以旧换新政策方向及服务消费方向，如家电、消费电子、社会服务、商贸零售等。此外，地产链或许也将有阶段性机会。
- **A股市场：春季行情仍将持续。** 今年春季行情的驱动因素仍未发生根本性变化，未来在政策与经济数据的催化之下，春季行情仍然有望持续。短期市场面临的风险或许主要来自于海外政策的变化，部分风险事件及重要的时间节点或值得关注。结构上，市场风格或将在均衡与成长之间轮动，重点关注成长与泛消费两条主线。
- **港股市场：短期弹性之选。** 近期港股市场表现出了较强的弹性，南下资金与海外资金也持续流入港股市场。港股市场估值虽有上行，但配置性价比仍在，同时港股市场整体以及龙头个股业绩预期仍未出现显著变化，其估值或仍存在一定的修复空间。向后看，短期内港股或仍将保持较高的弹性，但中期需关注政策催化以及经济数据的验证情况。
- **风险提示：** 历史规律失效；中美关系波动压制市场风险偏好；政策落地进度不及预期；市场情绪显著回落。

- 1、三个市场关注的核心问题
- 2、A股市场：春季行情持续
- 3、港股市场：短期弹性之选
- 4、风险提示

1.1 核心问题一：指数反映了哪些预期？

- 2月A股市场先扬后抑，大部分宽基指数收涨。随着市场情绪逐步回升，叠加日历效应，2月A股市场表现亮眼，上证指数、万得全A分别上涨2.2%、4.7%。从其余宽基指数来看，2月大部分宽基指数均上涨，科创50、中证2000指数分别上涨13.0%、9.5%，领涨主要宽基指数，而中证红利则小幅下跌。

图1：2月A股市场表现亮眼

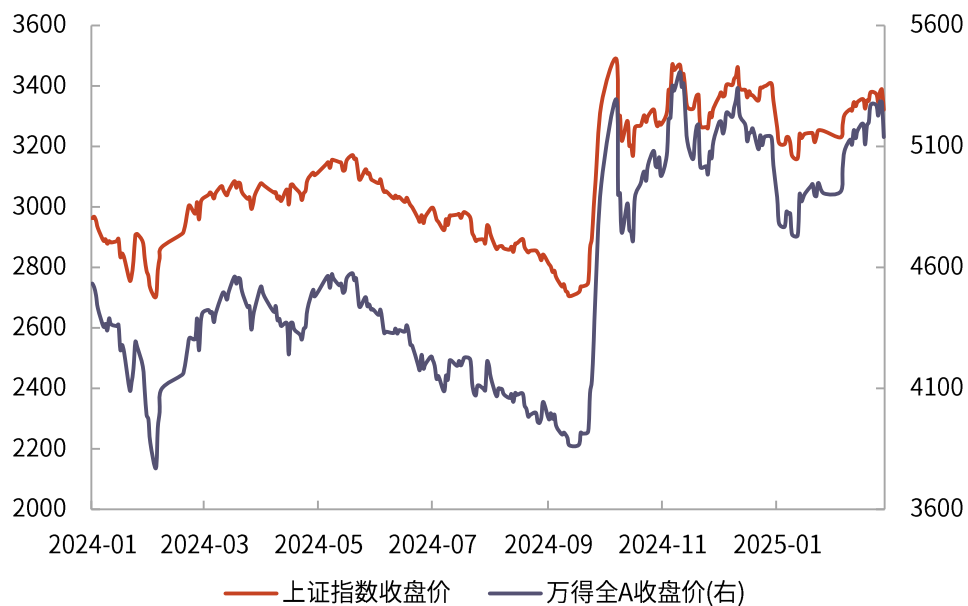
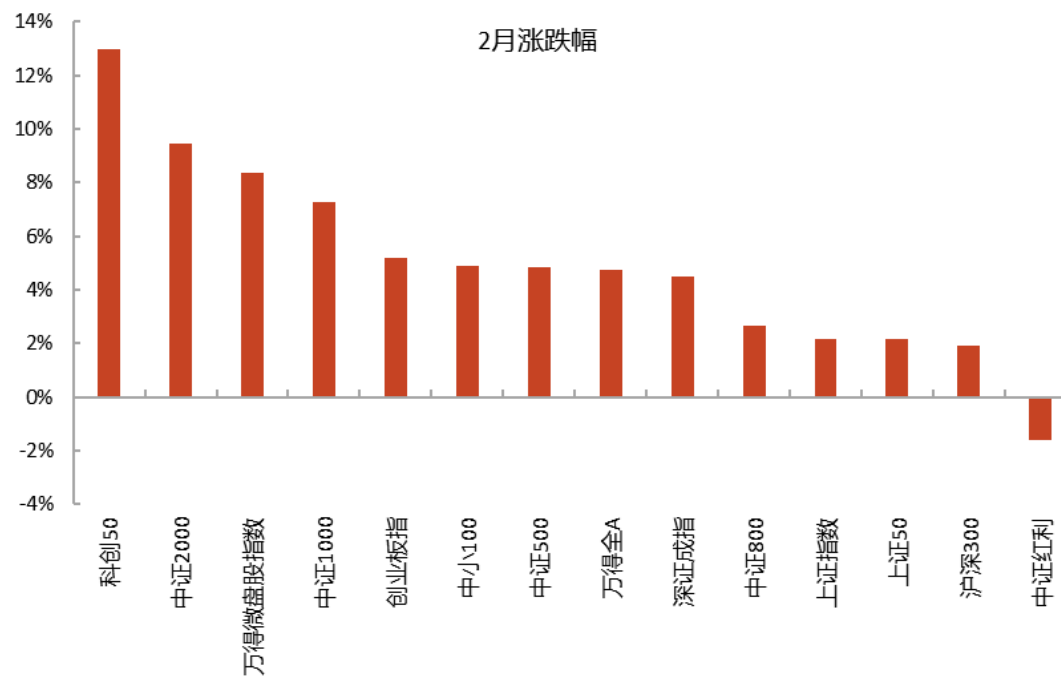


图2：2月大部分主要宽基指数上涨



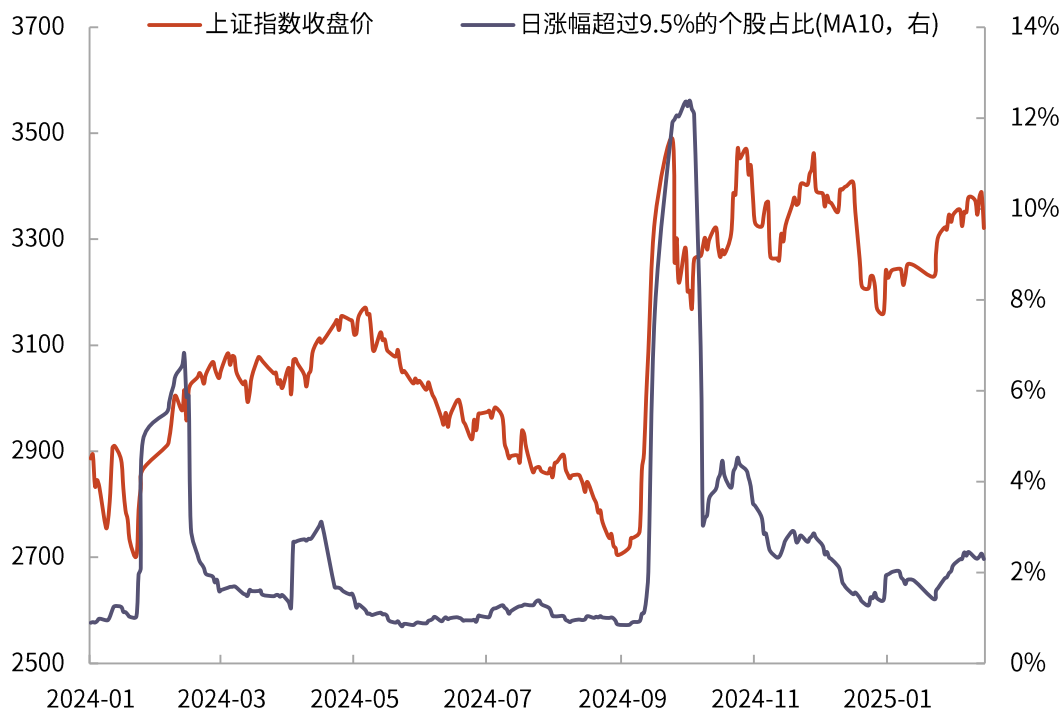
资料来源：Wind，光大证券研究所

资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2025/2/28

1.1 核心问题一：指数反映了哪些预期？

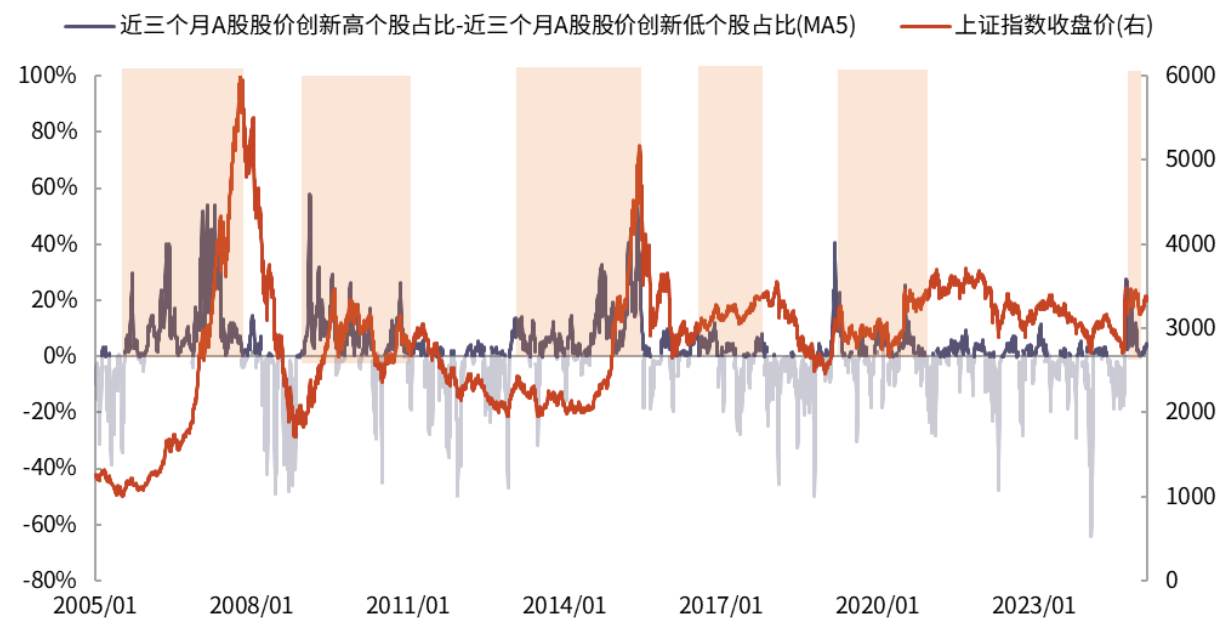
- 2月市场赚钱效应提升。从个股股价创新高的比例以及涨幅相对较高的个股占比等指标来观测市场的赚钱效应，2月A股市场赚钱效应有所提升。具体来看，2月日涨幅超过9.5%的个股比例较1月有所提升。并且，近期个股股价创新高的比例较前期低点有所回升。

图3：近期日涨幅超过9.5%的个股比例回升



资料来源：iFind、Wind，光大证券研究所 注：数据截至2025/2/28

图4：近期个股股价创新高的比例回升

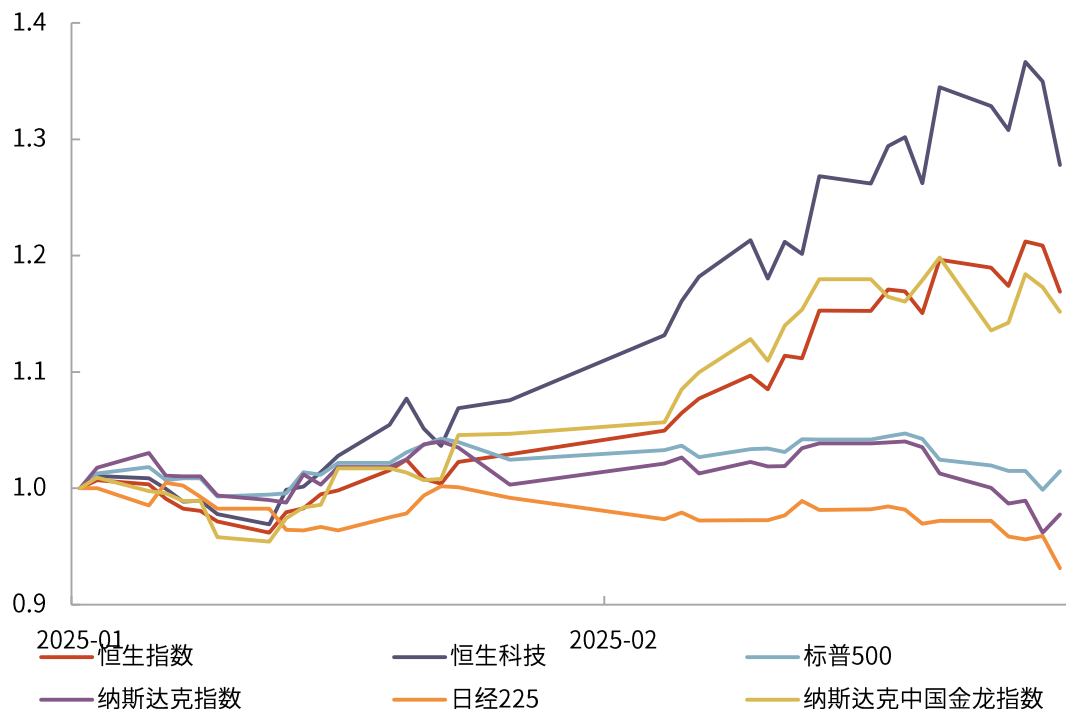


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2025/2/28

1.1 核心问题一：指数反映了哪些预期？

- 1月中旬以来，中国资产整体有不错表现。从市场表现来看，1月中旬以来，中国资产整体表现较好。1月14日至2月28日，恒生指数、恒生科技以及纳斯达克中国金龙指数分别上涨21.5%、31.9%、20.7%，涨幅显著高于日经225、纳斯达克指数、标普500等指数同期的涨幅。此外，近期人民币汇率压力也有所缓解。

图5：1月中旬以来，港股以及中概股的表现强于美股和日股



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：以上数据是将各指数2025/1/2收盘价标准化为1后得到，数据截至2025/2/28

图6：近期人民币汇率压力有所缓解

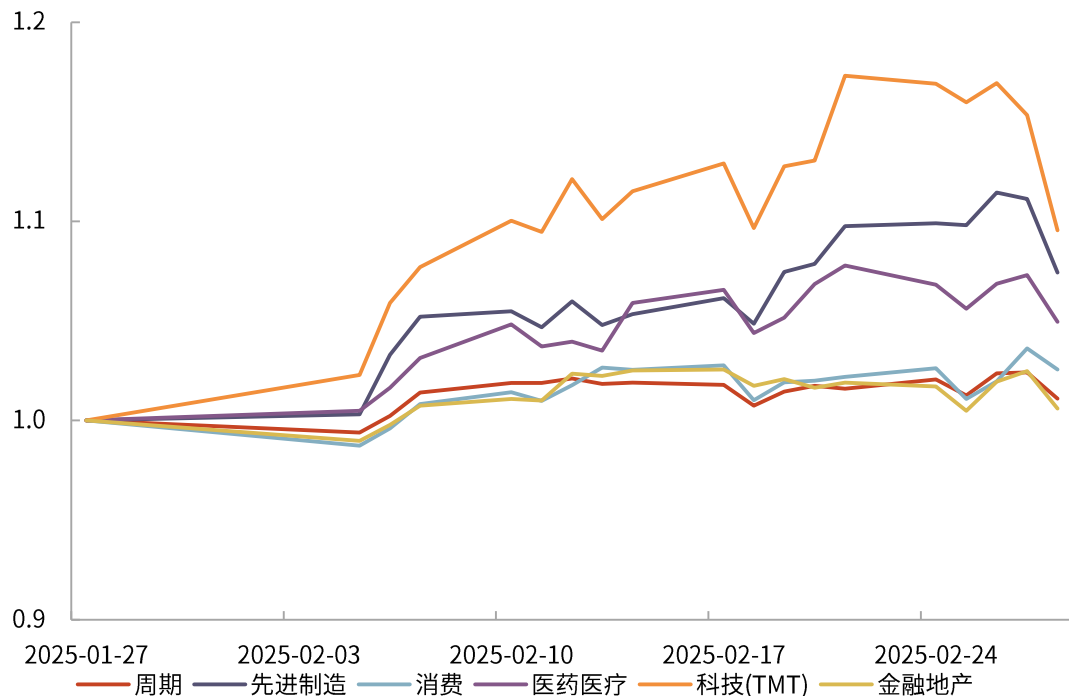


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2025/2/28

1.1 核心问题一：指数反映了哪些预期？

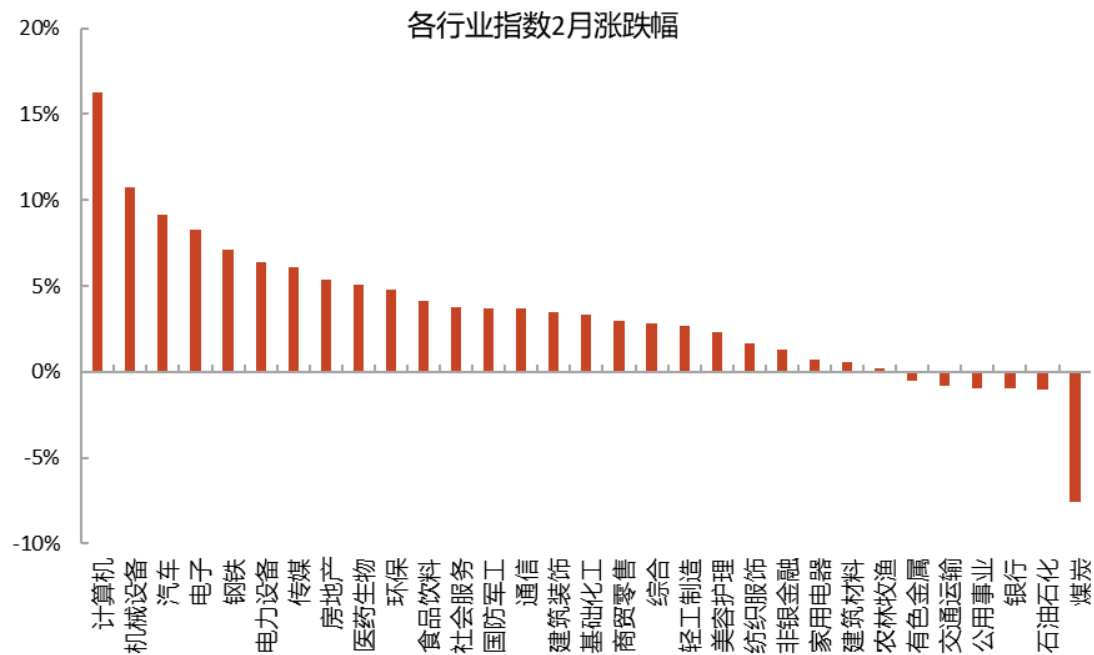
➤ 2月科技板块表现亮眼。从市场风格来看，2月市场风格偏科技成长，2月TMT、先进制造分别上涨9.5%、7.4%，而金融地产、周期、消费等板块则分别上涨0.6%、1.1%、2.6%。分行业来看，2月计算机、机械设备、汽车、电子等行业涨幅居前，而煤炭、石油石化、银行、公用事业等行业则跌幅居前。

图7：2月科技板块表现亮眼



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：以上数据是将各指数2025/1/27收盘价标准化为1后得到，数据截至2025/2/28

图8：2月计算机、机械设备等行业涨幅居前



资料来源：Wind，光大证券研究所

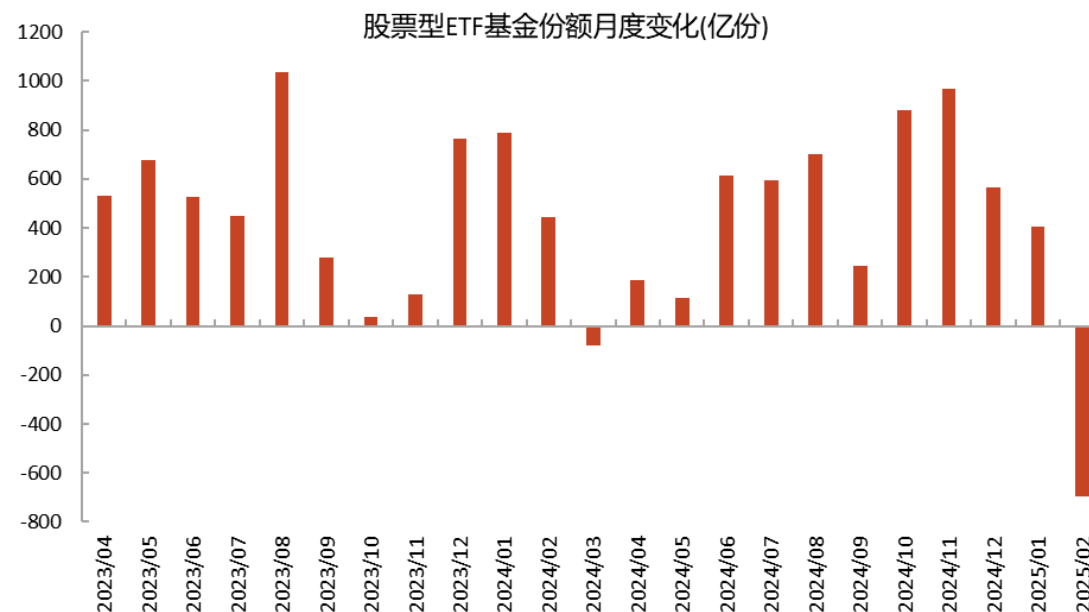
1.1 核心问题一：指数反映了哪些预期？

- 政策仍积极发力，但政策出台节奏相对平稳，市场的政策预期未出现明显波动。2月以来，政策仍积极发力。2月10日，国务院常务会议指出，提振消费是扩大内需、做大做强国内大循环的重中之重。2月17日，总书记在民营企业座谈会上强调，新时代新征程民营经济发展前景广阔、大有可为，广大民营企业和民营企业家大显身手正当其时。整体来看，当前政策仍积极发力，但政策出台节奏相对平稳，市场的政策预期未出现明显波动。此外，从ETF基金份额来看，2月股票型ETF基金份额环比下降明显。

表1：政策仍积极发力，但政策出台节奏相对平稳

| 政策、会议或事件 | 日期 | 部分内容 |
|------------------|-------|--|
| 十四届全国人大常委会第十四次会议 | 2月24日 | 会议听取了全国人大宪法和法律委员会主任委员信春鹰作的关于民营经济促进法草案修改情况的汇报。草案二审稿进一步体现党中央关于构建高水平社会主义市场经济体制、优化民营经济发展环境等要求；增加规定国务院和县级以上地方人民政府定期向本级人大常委会报告促进民营经济发展情况；进一步充实完善法治保障相关内容；增加相关规定发挥行业协会商会在促进民营经济发展中的作用等。 |
| 国务院常务会议 | 2月21日 | 会议指出，发展服务贸易和服务消费是稳外贸、扩内需的重要抓手。要着力创新提升服务贸易，全面实施跨境服务贸易负面清单，主动对接国际高标准经贸规则，在电信、教育、文化、医疗、金融等领域研究推出一批新的开放举措。积极促进服务出口，提升我国服务企业国际市场开拓和国际化服务能力。 |
| 民营企业座谈会 | 2月17日 | 总书记在民营企业座谈会上强调，新时代新征程民营经济发展前景广阔、大有可为，广大民营企业和民营企业家大显身手正当其时。 |
| 《2025年稳外资行动方案》 | 2月17日 | 扩大电信、医疗、教育等领域开放试点；落实全面取消制造业领域外资准入限制要求；优化国家服务业扩大开放综合试点示范；推动生物医药领域有序开放；鼓励外资在华开展股权投资；持续打造“投资中国”品牌；加大外资企业境内再投资支持力度；扩大鼓励外商投资产业范围；取消外商投资性公司使用境内贷款限制。 |
| 国务院常务会议 | 2月10日 | 会议指出，提振消费是扩大内需、做大做强国内大循环的重中之重。要切实转变观念，把提振消费摆到更加突出位置。要大力支持居民增收，促进工资性收入合理增长，拓宽财产性收入渠道，提升消费能力。 |

图9：2月股票型ETF基金份额环比下降



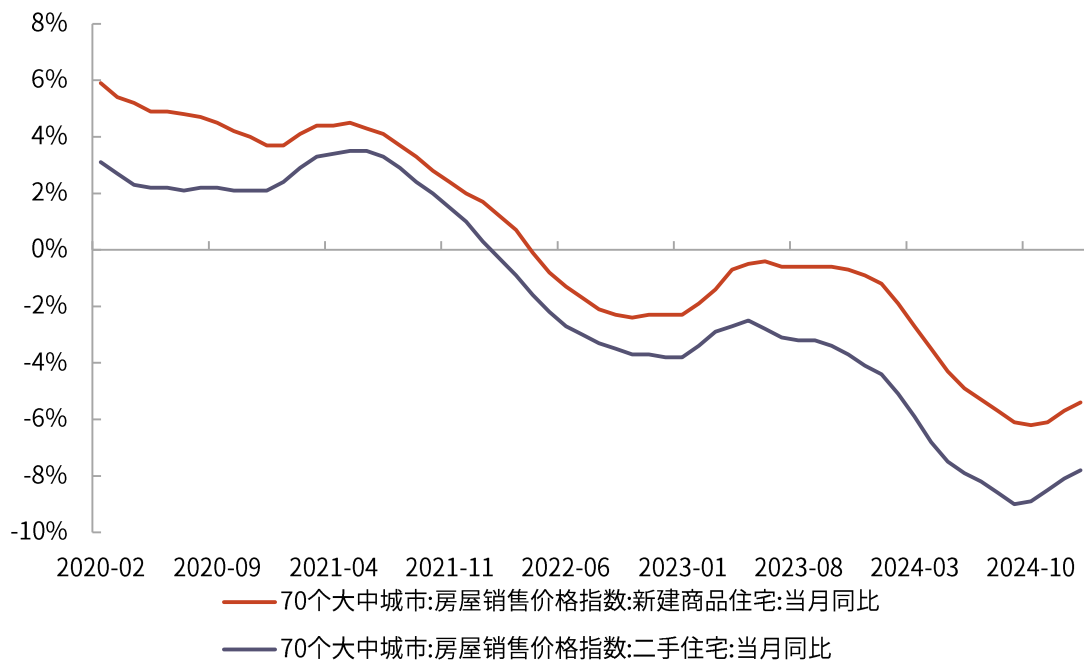
资料来源：国务院官网，光大证券研究所整理

资料来源：Wind，光大证券研究所

1.1 核心问题一：指数反映了哪些预期？

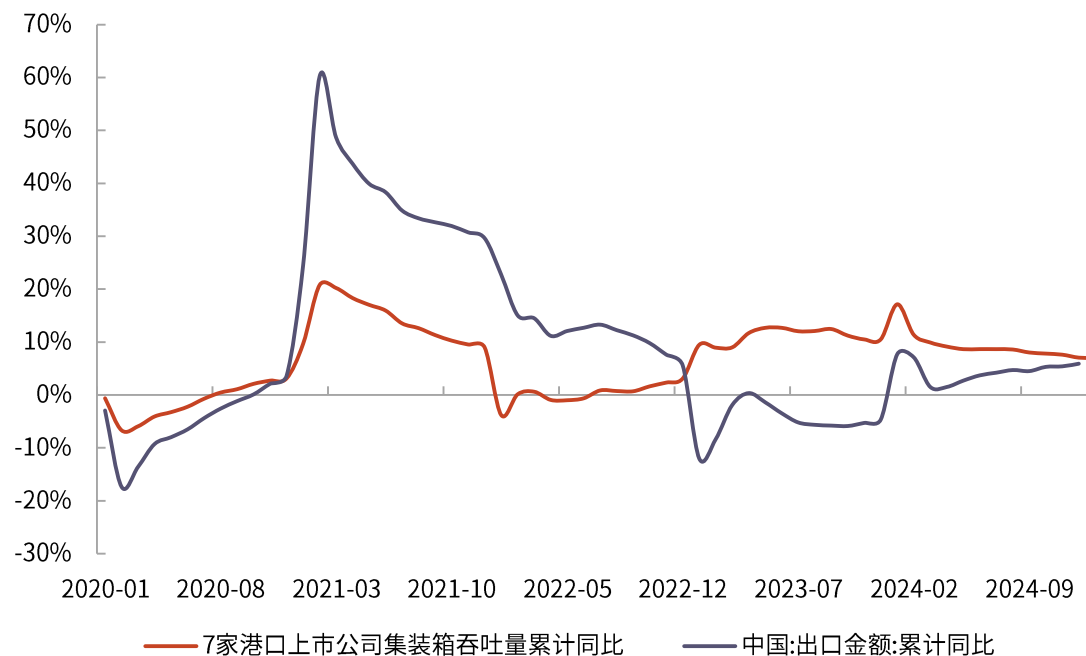
- **部分经济数据温和回升。**从部分经济数据来看，1月70个大中城市新建商品住宅和二手住宅销售价格指数同比跌幅较去年12月均收窄0.3pct，改善幅度相对温和。此外，从1月部分港口类上市公司集装箱吞吐量的情况来看，1月出口或仍保持韧性。因此，整体来看，当前部分经济数据呈现温和改善的趋势。

图10：近期房地产价格同比跌幅收窄



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2025/01

图11：集装箱吞吐量情况或指向1月出口保持韧性



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：图中7家港口类上市公司主要包括上港集团、中远海运港口、宁波港、北部湾港、招商局港口、广州港、招商港口，集装箱吞吐量数据截至2025/01，出口数据截至2024/12

1.1 核心问题一：指数反映了哪些预期？

- 2月地方政府专项债加速发行，高频经济数据温和改善。对比过去几年1月地方政府专项债的发行情况，2025年1月地方政府专项债发行节奏相对偏缓，而2月地方政府专项债发行速度加快。从部分高频经济数据来看，截至2025年2月28日，主要钢厂螺纹钢开工率较前期低点有所回升，但处于过去几年相对较低的水平。

图12：2月地方政府专项债加速发行

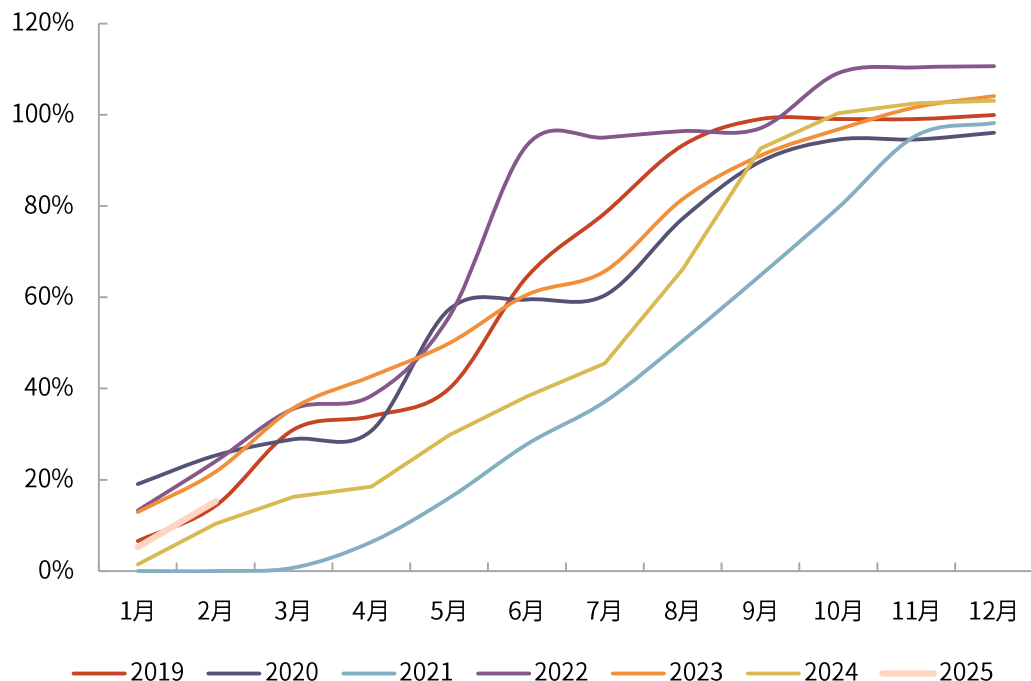
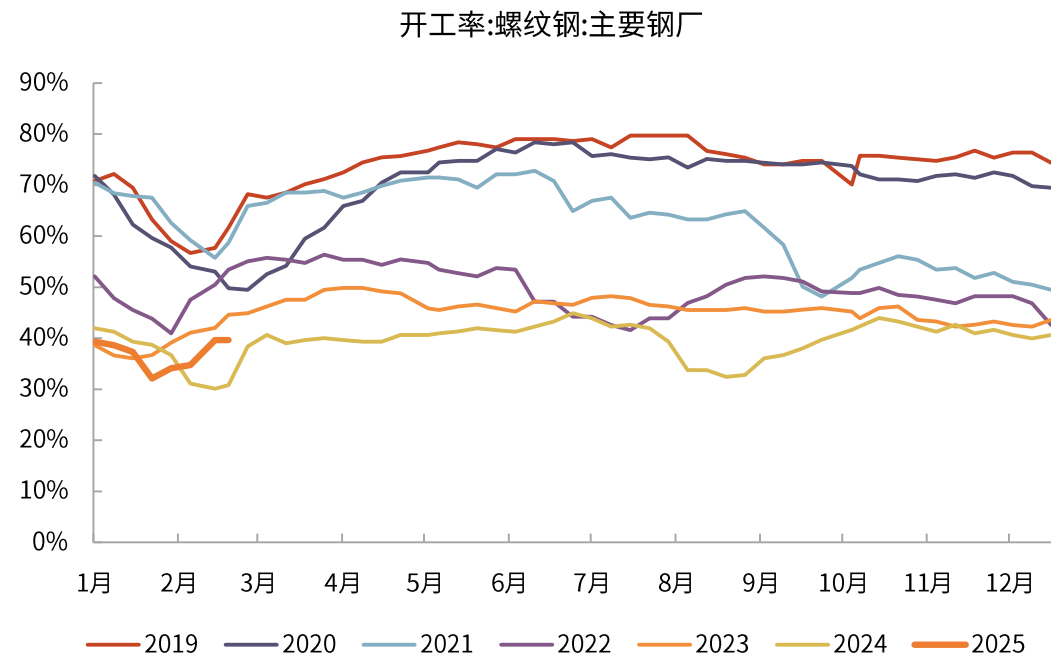


图13：近期螺纹钢开工率温和回升



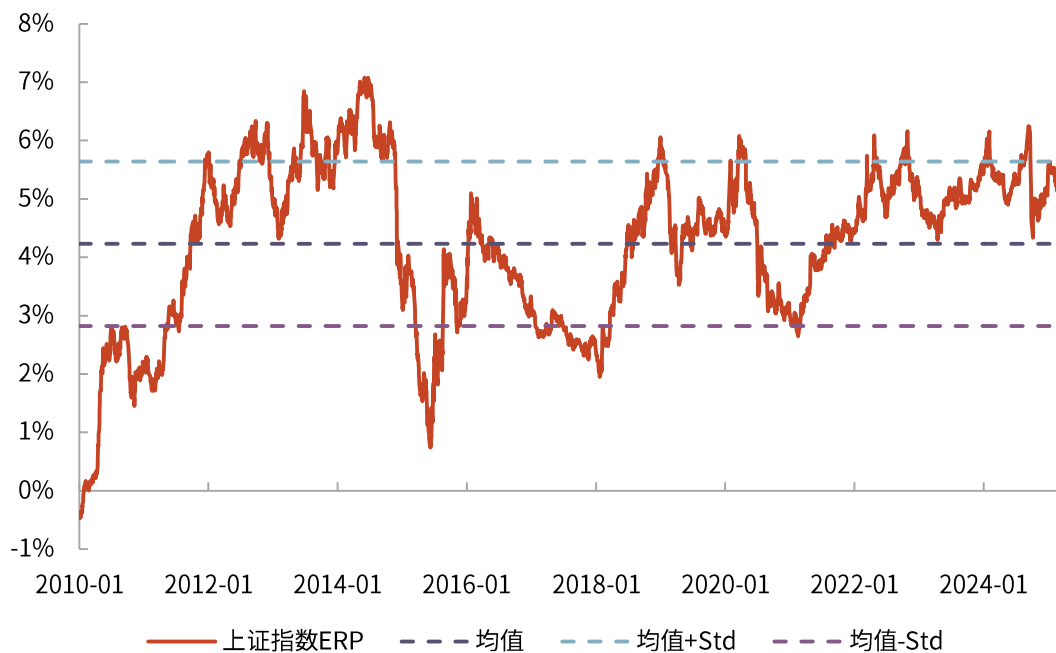
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：以上数据为当年地方政府债券实际累计发行额占当年预期目标的比例，其中2025年地方政府专项债预期目标假定与2024年相同，数据截至2025/02

资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2025/2/28

1.1 核心问题一：指数反映了哪些预期？

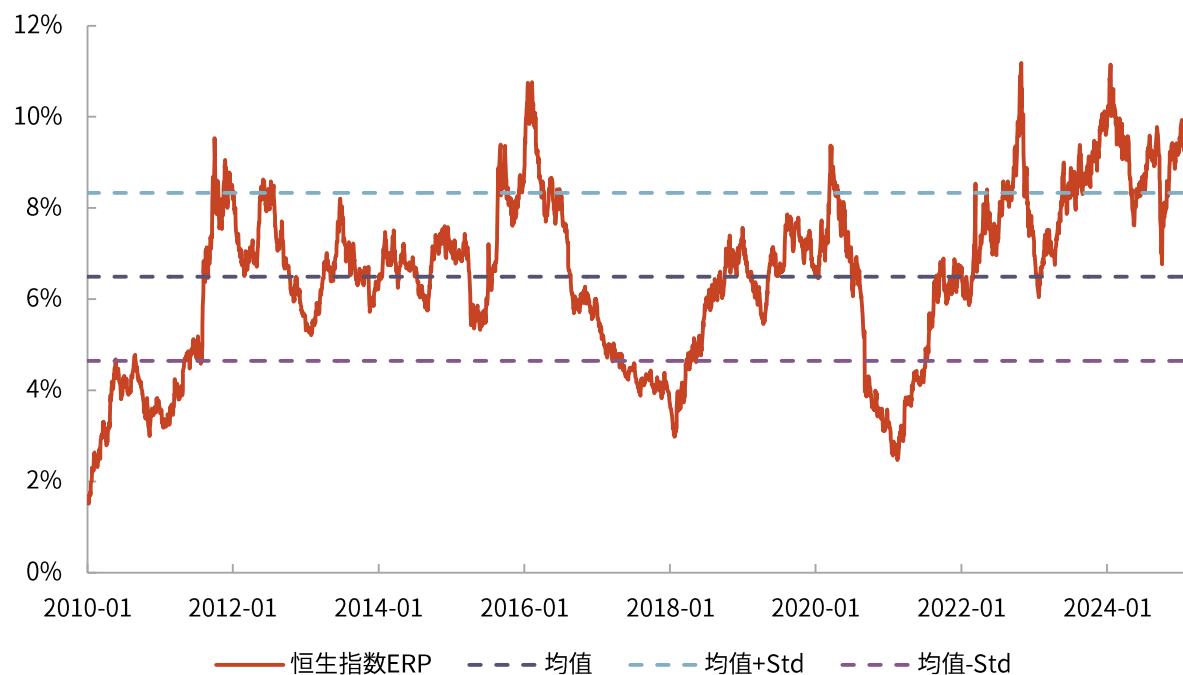
- 虽然前期市场上涨明显，但当前市场指数估值仍不高，仍具有一定的性价比。从股债性价比来看，截至2025年2月28日，恒生指数和上证指数的股债性价比均高于2010年以来的均值，略低于2010年以来均值正一倍标准差。因此，从股债性价比来看，当前A股及港股或仍具有一定的性价比。

图14：近期上证指数ERP处于相对高位



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：上证指数ERP=1/上证指数PE-10年期国债收益率，数据截至2025/2/28

图15：近期恒生指数ERP处于相对高位



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：恒生指数ERP=1/恒生指数PE-10年期国债收益率，数据截至2025/2/28

1.1 核心问题一：指数反映了哪些预期？

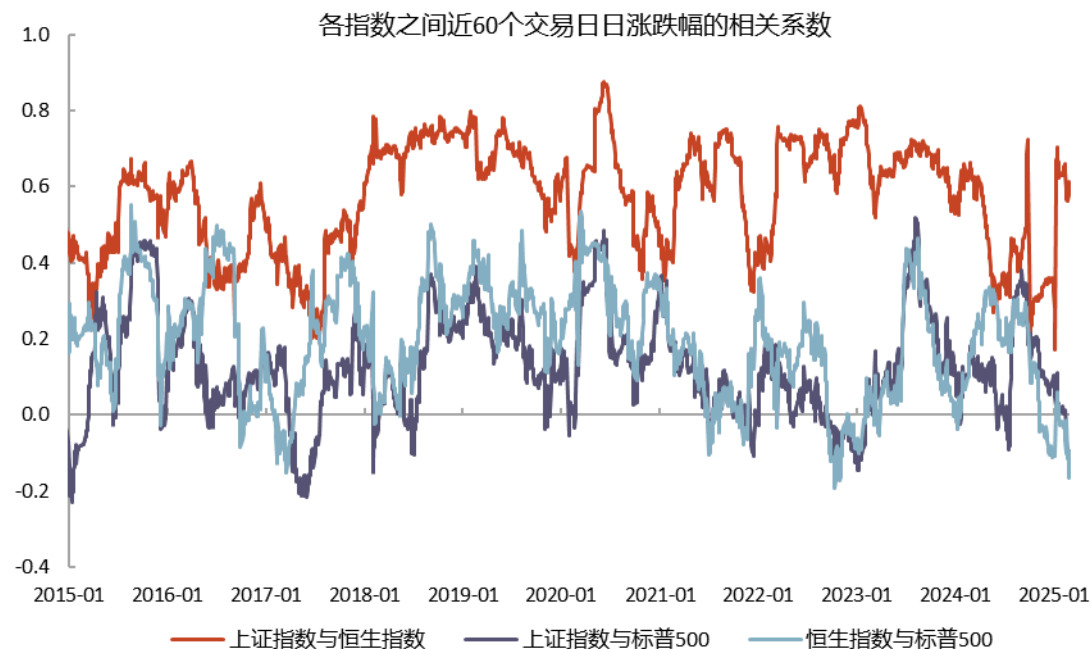
- 2月以来，市场对于外部冲击的反应逐步钝化。2月1日，美国总统特朗普签署行政令，对进口自中国的商品加征10%的关税，但市场的反应逐步钝化，特朗普对华加征关税并未显著影响市场风险偏好。并且从A股、港股及美股的相关性来看，近期A股与港股行情的相关性提升，而与美股行情的相关性下降。

表2：近期美国加征关税动作频频

| 海外政策类型 | 相关内容 |
|---------|---|
| 特朗普关税政策 | 当地时间2月27日，美国白宫国家经济委员会主任凯文·哈西特在采访中表示，在4月1日一份有关关税的研究结果出炉后，美国总统特朗普将决定关税政策。此外，同日美国总统特朗普宣布，其提议对墨西哥和加拿大的进口商品征收的关税将于3月4日正式生效，同时，对中国商品的关税也将在同一天额外增加10%。 |
| | 当地时间2月26日，美国总统特朗普在内阁会议上表示，美国将从4月2日起对进口自墨西哥的商品和进口自加拿大的非能源类商品征收25%的关税。特朗普还称，预计将很快宣布对欧盟输美商品加征关税。 |
| | 特朗普2月24日称，对墨西哥和加拿大加征关税的计划将“如期推进”。 |
| | 2月1日，美国总统特朗普签署行政令，对进口自中国的商品加征10%的关税。 |
| 美联储降息 | 2月11日，美联储主席鲍威尔出席参议院金融、住房和城市事务委员会听证会，鲍威尔重申无需急于调整利率。 |
| | 2月27日，克利夫兰联邦储备银行行长贝丝·哈马克表示，她预计美联储的政策利率将暂时保持不变，因为市场正在寻找通胀压力正在回落至2%目标的证据。 |

资料来源：新华社、环球网、金融界、央视新闻、财联社等，光大证券研究所整理

图16：近期A股与港股的相关性提升，而与美股的相关性下降

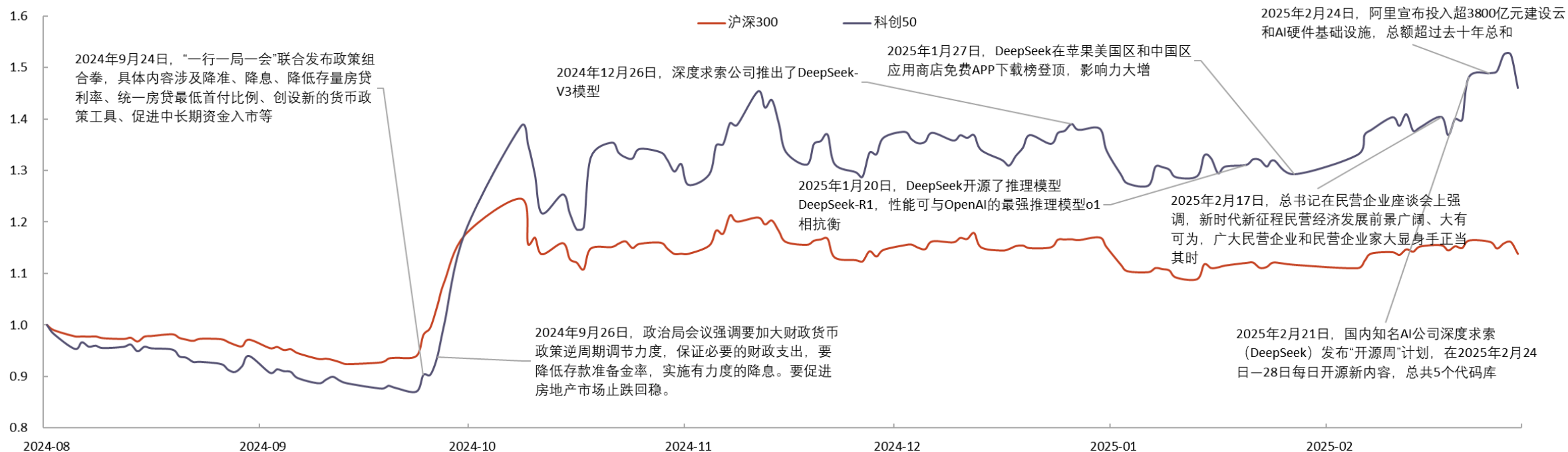


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2025/2/28

1.2 核心问题二：科技的交易热度与内部轮动

- 1月中旬以来，科技板块仍是市场的核心主线。1月20日，DeepSeek开源了推理模型DeepSeek-R1，性能可与OpenAI的最强推理模型o1相抗衡；1月27日，DeepSeek在苹果美国区和中国区应用商店免费APP下载榜登顶，影响力大增。随着新一轮人工智能浪潮掀起，投资者对科技板块关注度显著提升，1月中旬以来，科创板表现亮眼。

图17：1月中旬以来，科技板块仍是市场的核心主线



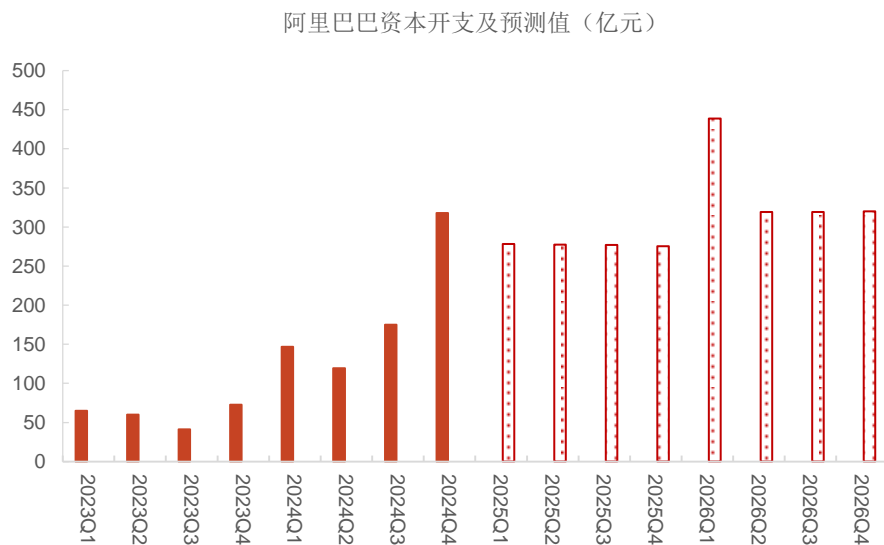
资料来源：国务院官网、新华网、人民邮电报、Wind等，光大证券研究所整理
创50指数2024/8/1收盘价标准化为1后得到，数据截至2025/2/28

注：图中折线图是将沪深300、科

1.2 核心问题二：科技的交易热度与内部轮动

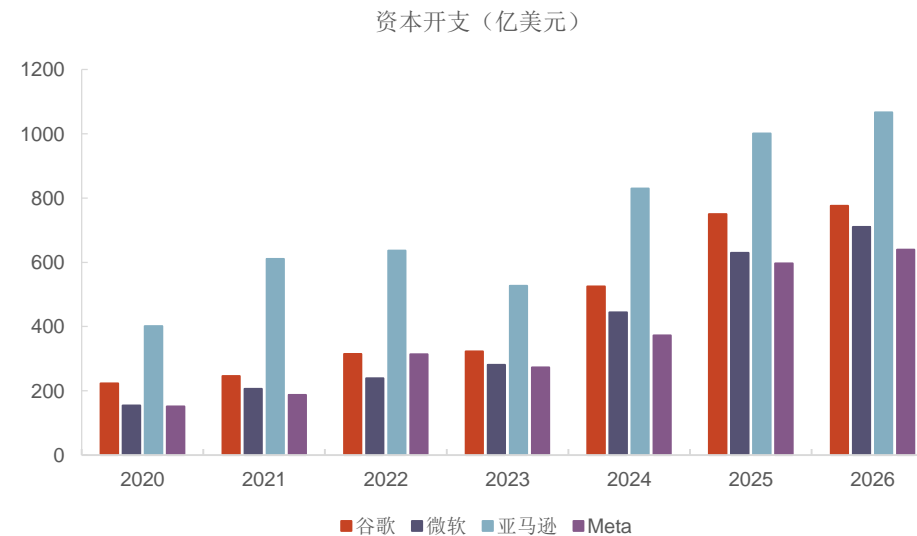
- 向后看，中期科技板块或仍值得重点关注。受DeepSeek大幅降低推理端成本影响，AI在应用方面未来有望取得快速发展及普及。阿里巴巴集团CEO吴泳铭表示，AI时代对于基础设施有明确而巨大的需求，将积极投资于AI基础设施建设，未来三年在云和AI的基础设施投入预计将超越过去十年的总和。而海外主要云计算厂商的资本开支也在持续增加。从产业趋势的角度来看，资本开支的持续扩张有望打开科技板块长期增长空间，中期科技板块或仍值得投资者重点关注。

图18：阿里巴巴未来或大幅增加资本开支



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所。虚线柱体表示彭博一致预期预测值

图19：海外云大厂资本开支或也将持续增加

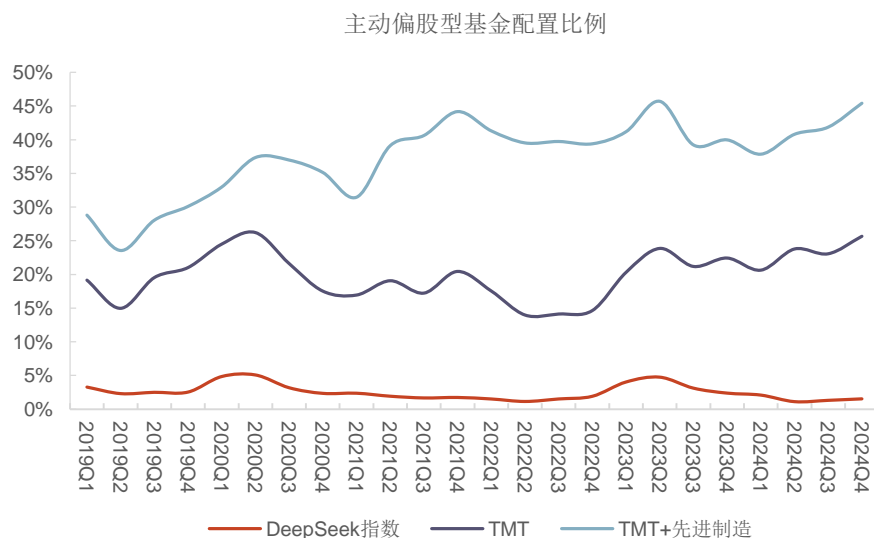


资料来源：Bloomberg，光大证券研究所。2025及2026年数据为彭博一致预期预测值

1.2 核心问题二：科技的交易热度与内部轮动

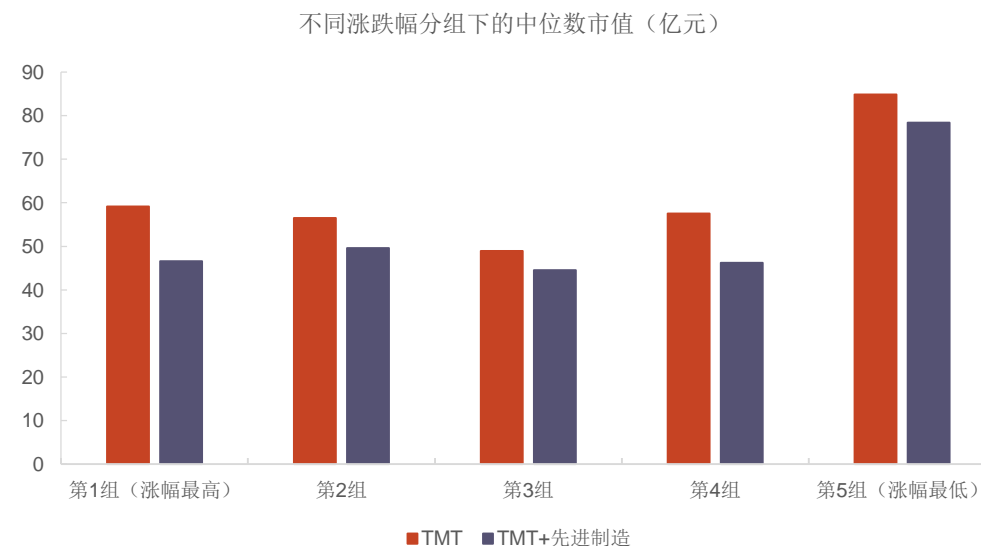
- 基金对科技板块的配置比例或仍有提升空间，并且本轮科技行情中涨幅较高的个股以中小市值为主。主动偏股型基金对于科技板块的整体配置比例处于历史相对较高的水平，不过其对驱动本轮科技行情的板块的配置比例却相对较低，例如其对于DeepSeek指数成份股的配置比例相对较低，甚至处于历史偏低水平。此外，从本轮科技行情的结构特征来看，涨幅靠前的个股大多为中小市值股票，而非大市值股票，这或许同样意味着机构在本轮科技行情中可能并没有取得超额收益。

图20：基金对于AI相关领域的配置情况



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：数据截至2024Q4

图21：本轮科技行情领涨的主要为中小市值股票

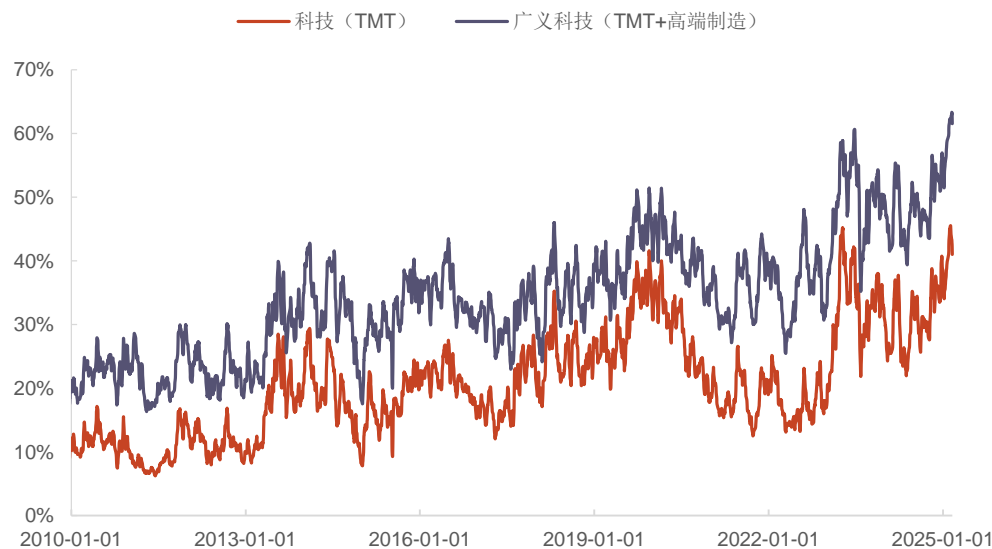


资料来源：Wind，光大证券研究所。注：根据2月涨跌幅大小将个股分为五组，第一组涨幅最高，其次为第二组，以此类推，纵轴表示每组中的个股在2月1日市值的中位数

1.2 核心问题二：科技的交易热度与内部轮动

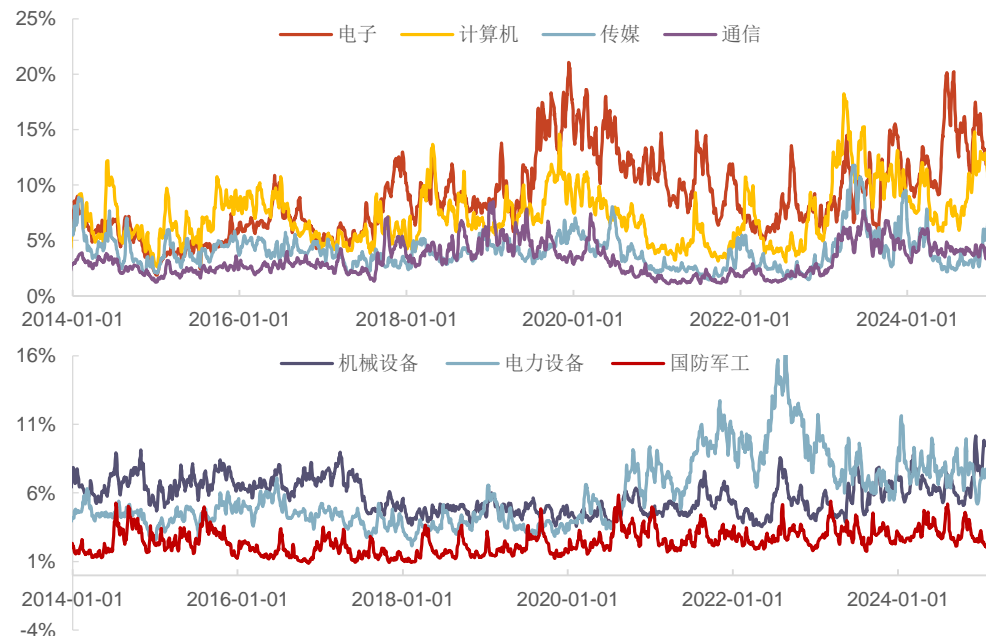
- ▶ 不过科技板块目前的交易拥挤度也到了历史高位。受科技板块行情火热的影响，其交易拥挤度近期也创下新高，正处于2010年以来的历史高位。截至2月28日，TMT板块的成交额占A股市场的比例（5MA）为41.0%，而TMT+高端制造的成交额占A股市场的比例（5MA）为61.5%。
- ▶ 分行业来看，计算机、通信、机械设备拥挤度分位数相对较高，国防军工则相对较低。从具体行业来看，科技板块内部的交易热度也存在分化，截至2月28日，相对而言，计算机、通信、机械设备的交易拥挤度分位数较高，过去250个交易日的分位数分别为94%、88%及100%，而国防军工行业的交易拥挤度则较低，过去250个交易日的分位数仅为10%。

图22：科技板块交易拥挤度目前较高



资料来源：wind，光大证券研究所，纵轴表示板块成交额占全市场的比例，并进行了5日移动平均；数据截至2025年2月28日

图23：科技板块分行业交易拥挤度



资料来源：wind，光大证券研究所，纵轴表示板块成交额占全市场的比例，并进行了5日移动平均；数据截至2025年2月28日

1.2 核心问题二：科技的交易热度与内部轮动

➤ 关注科技板块内部轮动的可能。从以往成长板块占优时的情况来看，成长板块内部也存在一定的轮动现象，这种轮动既有可能是大类板块间的轮动，如从TMT到新能源、军工，也可能是板块内部的轮动，如AI内部。今年来看，不排除科技板块内部也会出现轮动，对于前期相对滞涨的国防军工、电力设备等行业，投资者可保持关注。

图24：军工、电新等其他成长方向相对于TMT板块明显滞涨

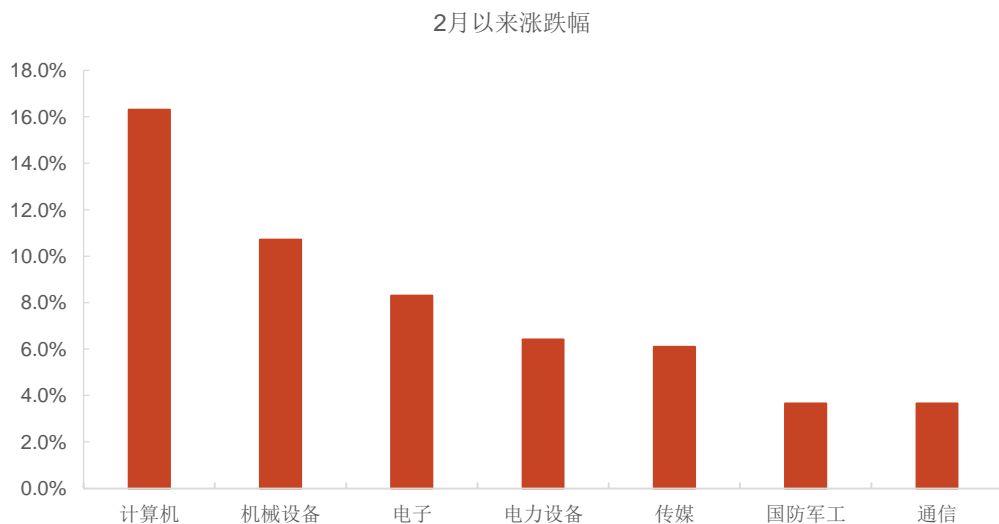


表3：以往的成长行情中也存在内部轮动的情况

| 大类板块间的轮动：从TMT到新能源、军工 | | | | | | | |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|
| | 电子 | 计算机 | 通信 | 传媒 | 电力设备 | 国防军工 | 机械设备 |
| 2019年1月 | 1.8% | 0.9% | -1.3% | -3.9% | 4.3% | 2.0% | 0.7% |
| 2019年2月 | 28.8% | 28.0% | 27.9% | 25.7% | 17.1% | 22.2% | 19.2% |
| 2019年3月 | 7.7% | 15.0% | 5.6% | 6.0% | 7.5% | 10.8% | 9.4% |
| 2019年4月 | -5.5% | -7.3% | -2.3% | -7.6% | -5.1% | -7.3% | -4.7% |
| 2019年5月 | -8.4% | -5.6% | -8.8% | -9.1% | -5.8% | -1.6% | -5.7% |
| 2019年6月 | 3.2% | 2.3% | 3.5% | 0.3% | -1.4% | -0.1% | 2.0% |
| 2019年7月 | 7.0% | -1.4% | -3.8% | -2.7% | 0.6% | 5.0% | -0.4% |
| 2019年8月 | 4.4% | 3.1% | -5.3% | 0.3% | -1.4% | 4.6% | -4.6% |
| 2019年9月 | 7.6% | 3.6% | 5.5% | 2.0% | 1.4% | -6.9% | 3.0% |
| 2019年10月 | 0.2% | 1.1% | -1.9% | 2.1% | -2.7% | -4.8% | -2.1% |
| 2019年11月 | 3.6% | -2.9% | -4.2% | -1.2% | 1.6% | -1.7% | -1.3% |
| 2019年12月 | 10.5% | 7.7% | 8.2% | 11.8% | 8.0% | 5.7% | 8.9% |
| 2020年1月 | 13.5% | 7.7% | 1.5% | 2.6% | 5.4% | 3.2% | -1.2% |
| 2020年2月 | 5.4% | 10.6% | 11.1% | 1.8% | 1.7% | 0.9% | 1.2% |
| 2020年3月 | -20.4% | -12.8% | -7.9% | -10.8% | -8.1% | -8.4% | -6.7% |
| 2020年4月 | 11.4% | 7.6% | 1.9% | 5.6% | 10.0% | 7.4% | 4.9% |
| 2020年5月 | -1.5% | -2.3% | -5.9% | 2.4% | -0.7% | 0.4% | 1.1% |
| 2020年6月 | 19.2% | 11.5% | 7.8% | 16.6% | 10.7% | 3.0% | 6.2% |
| 2020年7月 | 10.8% | 6.4% | 3.3% | 7.4% | 21.2% | 27.8% | 12.6% |
| 2020年8月 | -1.3% | -0.3% | -0.8% | 3.0% | 1.8% | 7.0% | 4.9% |
| 2020年9月 | -6.1% | -8.8% | -10.3% | -8.1% | 2.2% | -4.8% | -4.1% |
| 2020年10月 | 1.4% | -3.0% | -2.6% | -2.9% | 6.5% | -4.2% | 1.6% |
| 2020年11月 | 4.0% | -2.7% | 2.3% | -2.1% | 1.6% | 8.1% | 4.8% |
| 2020年12月 | 0.9% | -1.3% | -6.7% | -5.0% | 19.9% | 10.9% | 3.5% |
| 2021年1月 | 1.4% | -4.8% | -7.3% | -0.1% | 5.7% | -10.2% | 1.4% |
| 板块内部的轮动：大模型→应用→算力 | | | | | | | |
| | 计算机 | 传媒 | 通信 | 电子 | | | |
| 2023年1月 | 12.8% | 5.1% | 9.2% | 9.5% | | | |
| 2023年2月 | 5.7% | 4.2% | 8.6% | -0.4% | | | |
| 2023年3月 | 14.7% | 22.7% | 9.2% | 5.9% | | | |
| 2023年4月 | -7.0% | 13.1% | 3.5% | -7.5% | | | |
| 2023年5月 | 0.0% | -4.5% | 1.4% | 2.3% | | | |
| 2023年6月 | 0.2% | -1.5% | 10.9% | 1.6% | | | |

资料来源：Wind，光大证券研究所。注：数据截至2025/2/28

资料来源：Wind，光大证券研究所

1.3 核心问题三：科技风潮的扩散方向

- 从往年规律来看，春季行情中可能会出现双主线的情况。从往年春季行情来看，大多数时候市场体现为单一主线，但是也有过出现双主线的情况，例如2015年春季行情，成长及消费板块表现均较好，而在2020年的春季行情中，消费及成长板块表现也较好。
- 当前市场情绪较为积极，叠加诸多利好因素，春季行情或许也会出现两条主线。当前市场情绪较为积极，市场成交额整体保持高位，较高的市场成交额有望同时容纳多条主线。且向后看，受两会政策催化、AI叙事短期难证伪等因素影响，市场情绪未来很可能仍将保持活跃，今年的春季行情很有可能也会出现两条主线。

表4：春季行情中有时会出现双主线行情

| 春季行情月份 | 涨幅靠前方向 | 涨幅第1 | 涨幅第2 | 涨幅第3 | 涨幅第4 | 涨幅第5 | 涨幅第6 |
|---------|--------|------|------|------|------|------|------|
| 2015年3月 | 成长+消费 | 计算机 | 社会服务 | 建筑装饰 | 电力设备 | 纺织服饰 | 商贸零售 |
| 2016年3月 | 成长 | 非银金融 | 电力设备 | 国防军工 | 计算机 | 机械设备 | 电子 |
| 2017年2月 | 周期 | 建筑材料 | 家用电器 | 建筑装饰 | 轻工制造 | 钢铁 | 通信 |
| 2018年1月 | 地产链 | 房地产 | 银行 | 家用电器 | 石油石化 | 煤炭 | 钢铁 |
| 2019年2月 | TMT | 电子 | 计算机 | 通信 | 传媒 | 环保 | 有色金属 |
| 2020年4月 | 消费+成长 | 社会服务 | 电子 | 电力设备 | 美容护理 | 食品饮料 | 建筑材料 |
| 2021年2月 | 周期 | 房地产 | 环保 | 钢铁 | 农林牧渔 | 石油石化 | 社会服务 |
| 2022年2月 | 周期 | 有色金属 | 煤炭 | 基础化工 | 石油石化 | 钢铁 | 公用事业 |
| 2023年1月 | 成长 | 有色金属 | 计算机 | 电力设备 | 汽车 | 机械设备 | 电子 |
| 2024年2月 | TMT | 通信 | 计算机 | 电子 | 传媒 | 美容护理 | 汽车 |

1.3 核心问题三：科技风潮的扩散方向

➤ 历史来看，主线的方向通常与政策因素有关。影响春季行情行业表现的因素有很多，如政策、超跌反弹、产业催化、外部刺激等，其中，政策或许是主要影响因素，过去10年中涨幅靠前的方向有8次都与政策因素相关。政策的影响之所以重要，或许主要是因为春季行情往往处于业绩及数据的真空期，且一季度会召开全国两会，市场容易对政策预期进行发酵。

表5：政策或是影响主线的核心因素

| 春季行情月份 | 涨幅靠前方向 | 催化因素 | 涨幅第1 | 涨幅第2 | 涨幅第3 | 涨幅第4 | 涨幅第5 | 涨幅第6 |
|---------|--------|---|------|------|------|------|------|------|
| 2015年3月 | 成长+消费 | 政策催化： 国务院总理李克强3月5日在作2015年政府工作报告时首次提出要制定“互联网+”行动计划，并提到加快培育消费增长点 | 计算机 | 社会服务 | 建筑装饰 | 电力设备 | 纺织服饰 | 商贸零售 |
| 2016年3月 | 成长 | 超跌反弹： 1月市场跌幅明显，3月反弹时，跌幅大的行业涨幅通常更大 | 非银金融 | 电力设备 | 国防军工 | 计算机 | 机械设备 | 电子 |
| 2017年2月 | 地产链 | 政策催化： 2016年12月中央经济工作会议指出明年要继续深化供给侧结构性改革，深入推进“三去一降一补” | 建筑材料 | 家用电器 | 建筑装饰 | 轻工制造 | 钢铁 | 通信 |
| 2018年1月 | 地产链 | 政策催化： 2017年12月中央经济工作会议指出深化供给侧结构性改革；要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展 | 房地产 | 银行 | 家用电器 | 石油石化 | 煤炭 | 钢铁 |
| 2019年2月 | TMT | 政策催化： 2019年1月23日，中央全面深化改革委员会第六次会议审议通过了《在上海证券交易所设立科创板并试点注册制总体实施方案》、《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》 | 电子 | 计算机 | 通信 | 传媒 | 环保 | 有色金属 |
| 2020年4月 | 消费+成长 | 政策催化： 4月8日零时武汉离汉通道管控正式解除 | 社会服务 | 电子 | 电力设备 | 美容护理 | 食品饮料 | 建筑材料 |
| 2021年2月 | 周期 | 政策催化： 2020年9月，习近平总书记在第七十五届联合国大会上明确提出2030年“碳达峰”与2060年“碳中和”目标；12月中央经济工作会议指出做好碳达峰、碳中和工作 | 房地产 | 环保 | 钢铁 | 农林牧渔 | 石油石化 | 社会服务 |
| 2022年2月 | 周期 | 外部刺激： 2022年2月爆发俄乌冲突 | 有色金属 | 煤炭 | 基础化工 | 石油石化 | 钢铁 | 公用事业 |
| 2023年1月 | 成长 | 政策催化+产业催化： 2022年12月中央经济工作会议指出加快建设现代化产业体系；2022年11月30日能够对话的GPT-3.5发布 | 有色金属 | 计算机 | 电力设备 | 汽车 | 机械设备 | 电子 |
| 2024年2月 | TMT | 政策催化+超跌反弹： 2024年1月31日，习近平在中共中央政治局第十一次集体学习时强调，加快发展新质生产力，扎实推进高质量发展 | 通信 | 计算机 | 电子 | 传媒 | 美容护理 | 汽车 |

资料来源：中国政府网、新华社等，wind，光大证券研究所整理

1.3 核心问题三：科技风潮的扩散方向

- 消费是当前政策发力的重点方向，未来有望迎来催化。从近期的重要会议来看，消费是当前政策发力的重点领域，2024年12月中央经济工作会议将“提振消费”放在2025年经济工作重点任务的首位，而2024年12月政治局会议中也明确提到“大力提振消费，全方位扩大国内需求”，全国各个地区近期也在积极出台各类促消费政策。随着两会的临近，市场的关注点或会逐渐向政策领域倾斜，消费板块有望迎来政策的催化。

表6：中央经济工作会议将提振消费及发展新质生产力排在前列

| 2024年12月中央经济工作会议重点任务 |
|--------------------------------|
| 一是大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。 |
| 二是以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系。 |
| 三是发挥经济体制改革牵引作用，推动标志性改革举措落地见效。 |
| 四是扩大高水平对外开放，稳外贸、稳外资。 |
| 五是有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线。 |
| 六是统筹推进新型城镇化和乡村全面振兴，促进城乡融合发展。 |
| 七是加大区域战略实施力度，增强区域发展活力。 |
| 八是协同推进降碳减污扩绿增长，加紧经济社会发展全面绿色转型。 |
| 九是加大保障和改善民生力度，增强人民群众获得感幸福感安全感。 |

资料来源：中国政府网，光大证券研究所整理

表7：近期各地促消费政策情况

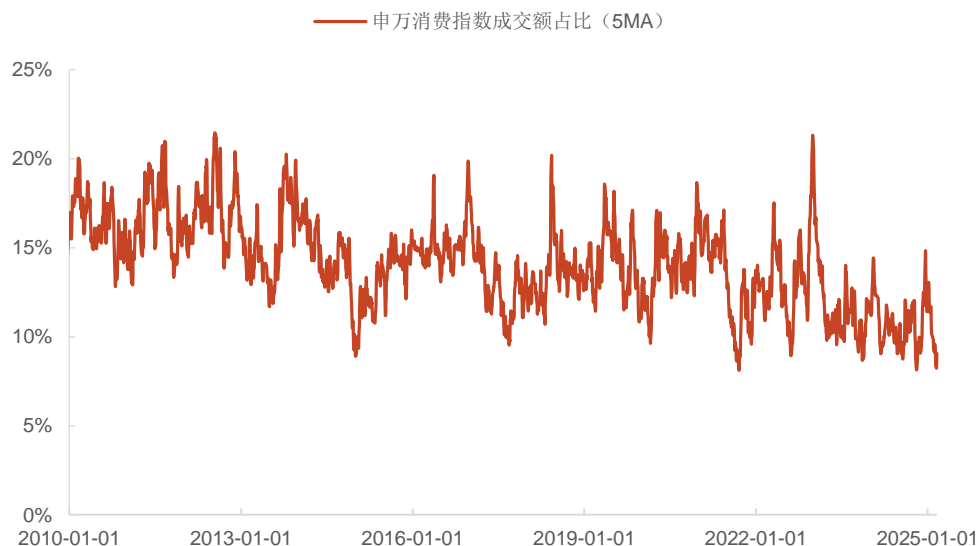
| 地区 | 时间 | 政策内容 |
|-----|-----------|---|
| 上海 | 2025/1/14 | 市政府常务会研究，优化发放方式，做好2025年“乐·上海”服务消费券发放，今年要继续发挥“乐·上海”服务消费券的作用，更大力度聚人气、促消费、稳增长 |
| 江西 | 2025/2/11 | 印发《江西省2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新工作方案》，通过增加资金规模、扩大支持范围、优化实施机制等，加力扩围实施“两新”政策 |
| 辽宁 | 2025/2/11 | 2025年，省商务厅聚力商务高质量发展，实施提振消费专项行动，开展“乐购辽宁惠享美好”系列促消费活动，全年举办各类促消费活动不少于4000场 |
| 内蒙古 | 2025/2/13 | 全区商务工作会议日前在呼和浩特市召开。会议提到，持续开展促消费活动，力争全年各类消费促进活动带动消费500亿元以上。 |
| 山东 | 2025/2/25 | 2025年山东强化财政资金撬动作用，统筹财政、金融、平台、厂家、商家等“五种资源”，形成政策合力，推出惠民利企“政策包”约90亿元，推动形成新一轮消费热潮 |

资料来源：地方政府网站，界面新闻等，光大证券研究所整理

1.3 核心问题三：科技风潮的扩散方向

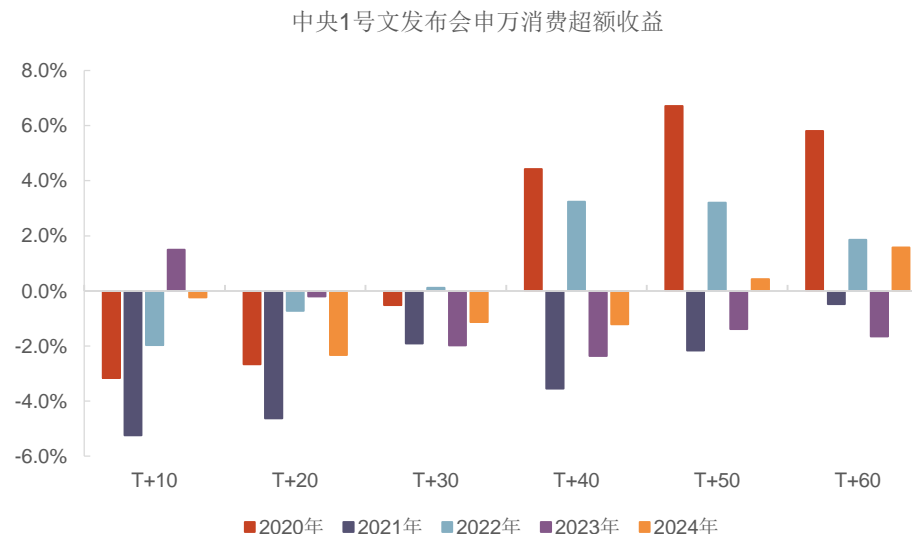
- 消费板块当前交易拥挤度也较低，即使政策预期落空下行风险也有限。与科技板块的高拥挤有所不同，消费板块整体的交易拥挤度较低，截至2月28日，消费板块的成交额占A股市场的比例（5MA）处于2010年以来的低位。较低的交易拥挤度意味着即使政策预期出现落空，股价发生踩踏的可能性也较低，下行风险相对有限。
- 行业方面，可重点关注以旧换新及服务消费，如家电、消费电子、社会服务、商贸零售等。当前消费政策主要围绕以旧换新及服务消费展开，相关行业值得关注。以旧换新方面，参考1月15日国务院新闻办会议发言内容，可关注家电、家装、消费电子等行业；服务消费方面，参考《关于促进服务消费高质量发展的意见》，可关注社会服务、传媒、商贸零售、医药生物等。

图25：消费板块当前交易拥挤度正处于历史相对低位



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至2025/2/28

图26：一号文公布后消费板块表现情况

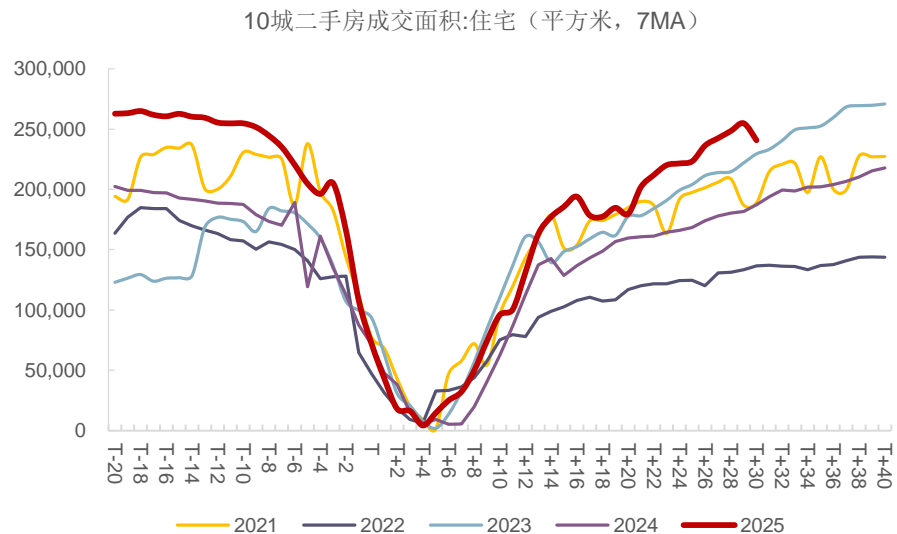


资料来源：Wind，光大证券研究所。T表示中央一号文件发布时间，T+10表示发布会10个交易日内，以此类推

1.3 核心问题三：科技风潮的扩散方向

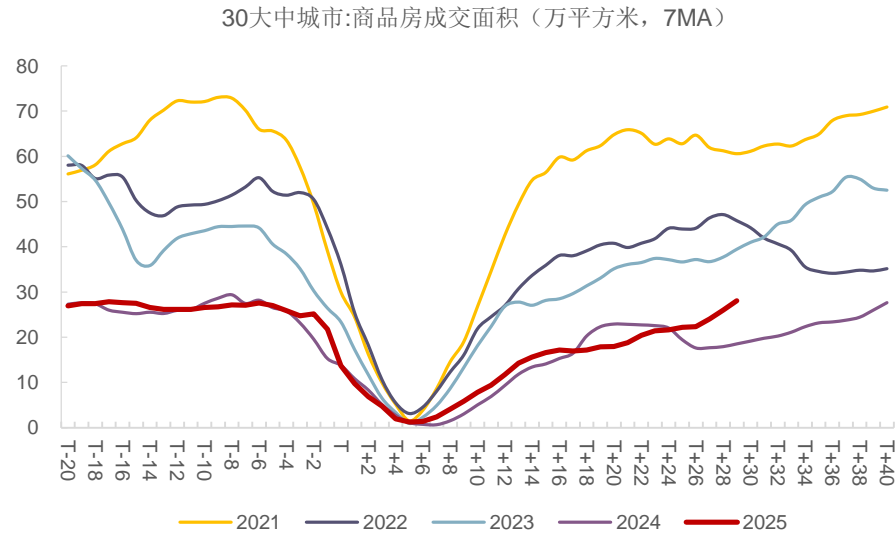
泛消费领域的机会或许也值得关注，如地产链。今年春节以来，虽然新房的成交面积仍然较为低迷，但是二手房销售数据出现了明显的好转，销售面积相比于最近几年出现了一定的抬升。二手房销售数据的好转或许意味着楼市正在回暖，政策效力真正逐渐显现。行业景气出现好转迹象，叠加房地产领域可能也会有政策的催化，地产链的投资机会或许也值得投资者关注。

图27：二手房销售数据近期表现较好



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：T表示春节，T+1表示春节后1天，以此类推；数据截至2025/2/28

图28：新房成交数据还有待回暖



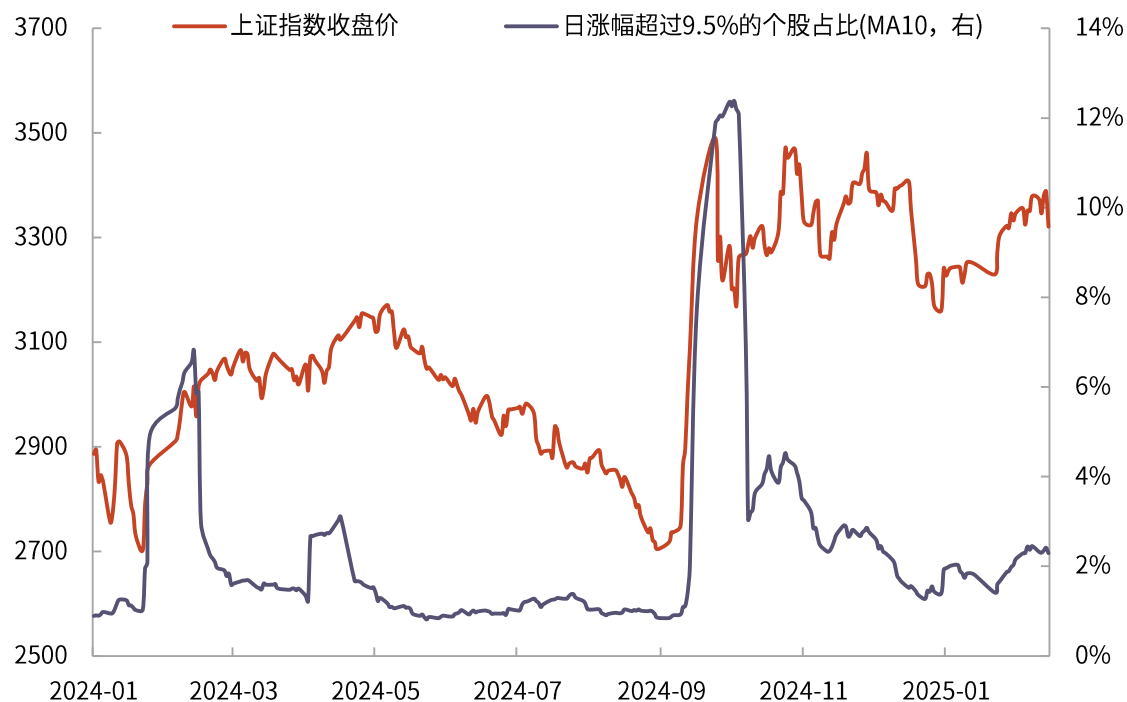
资料来源：Wind，光大证券研究所。注：T表示春节，T+1表示春节后1天，以此类推；数据截至2025/2/27

- 1、三个市场关注的核心问题
- 2、A股市场：春季行情持续**
- 3、港股市场：短期弹性之选
- 4、风险提示

2.1 春季行情仍将持续

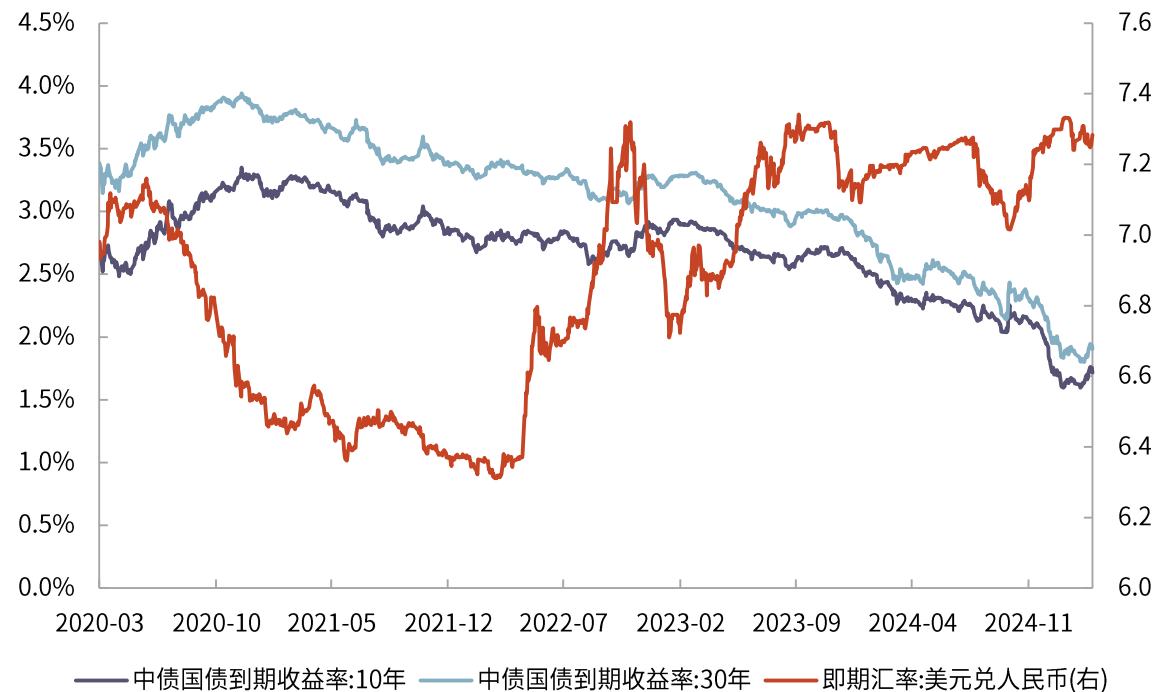
- 随着市场赚钱效应提升以及人民币汇率外部压力缓解，增量资金有望持续流入推动市场估值抬升。近期市场赚钱效应有所提升，且人民币汇率外部压力缓解，长端利率回升，多因素叠加有望吸引增量资金持续流入，进一步推动市场估值抬升。

图29：近期市场赚钱效应提升



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2025/2/28

图30：近期人民币汇率外部压力缓解，长端利率回升

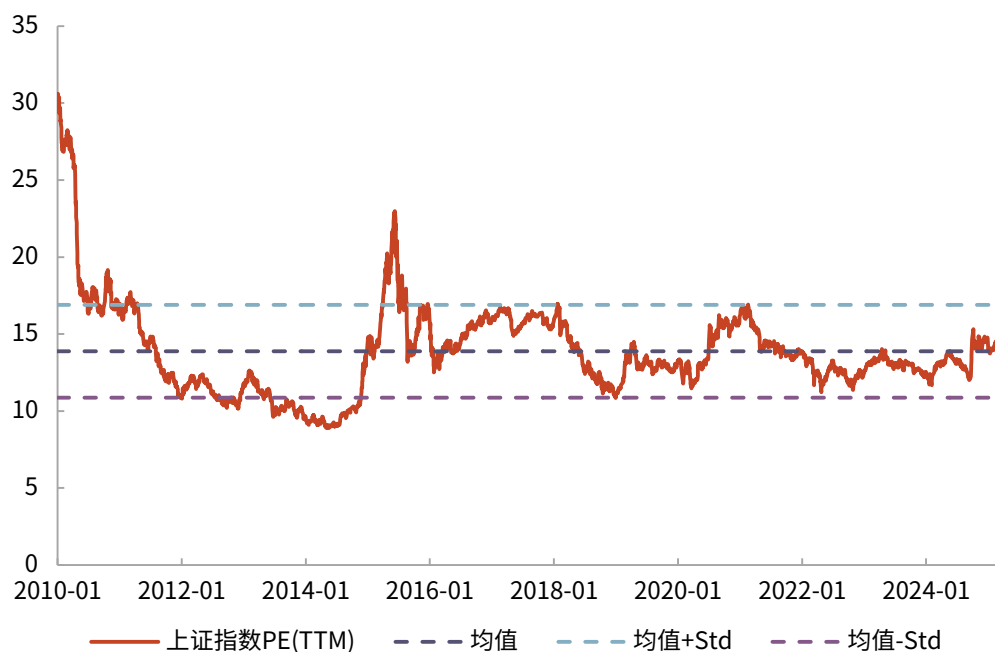


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2025/2/28

2.1 春季行情仍将持续

- 短期市场面临的风险或许主要来自于海外政策的变化。当前市场估值仍相对不高，截至2025年2月28日，上证指数PE估值位于其2010年以来的均值附近。此外，当前经济温和改善，国内政策积极发力，因此，市场所面临的风险或主要来自于外部，未来需关注特朗普关税政策以及美联储降息节奏。

图31：当前市场估值处于2010年以来的均值附近



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2025/2/28

表8：海外政策不确定性仍相对较高

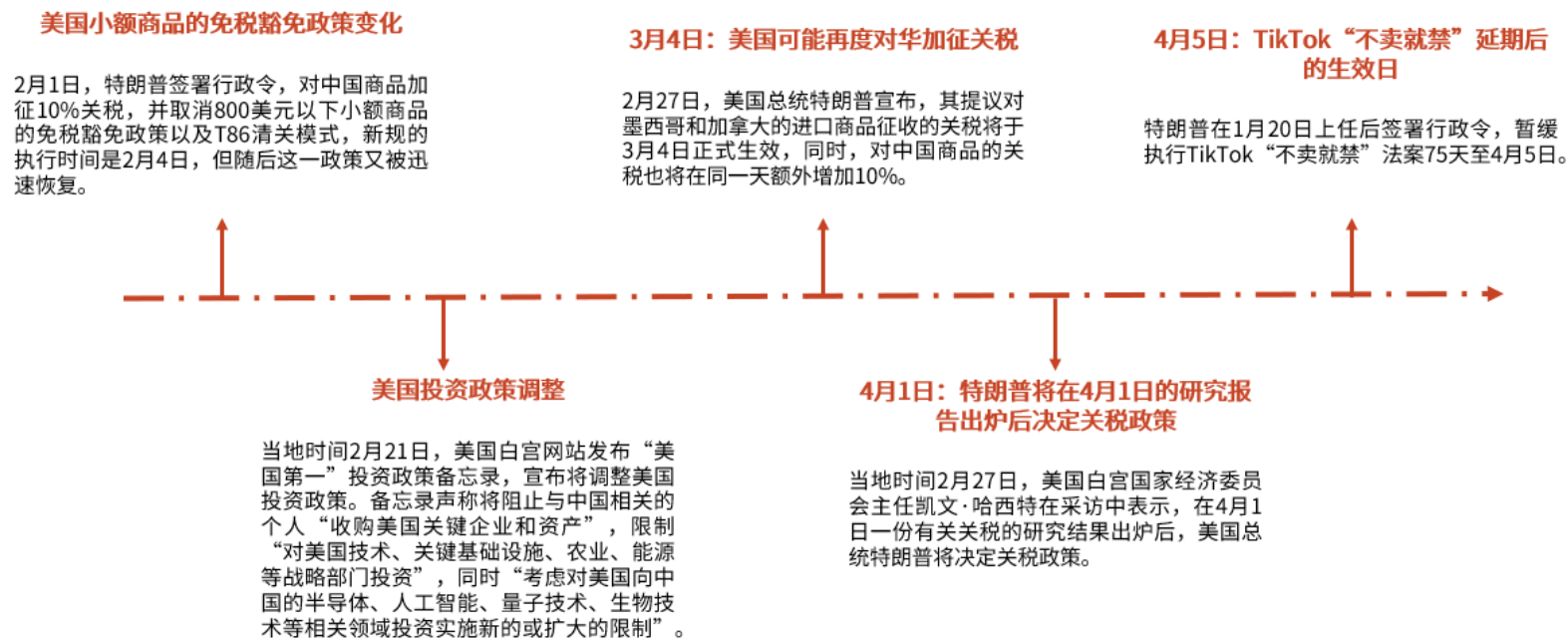
| 海外政策类型 | 相关内容 |
|---------|---|
| 特朗普关税政策 | 当地时间2月27日，美国白宫国家经济委员会主任凯文·哈西特在采访中表示，在4月1日一份有关关税的研究结果出炉后，美国总统特朗普将决定关税政策。此外，同日美国总统特朗普宣布，其提议对墨西哥和加拿大的进口商品征收的关税将于3月4日正式生效，同时，对中国商品的关税也将在同一天额外增加10%。 |
| | 当地时间2月26日，美国总统特朗普在内阁会议上表示，美国将从4月2日起对进口自墨西哥的商品和进口自加拿大的非能源类商品征收25%的关税。特朗普还称，预计将很快宣布对欧盟输美商品加征关税。 |
| | 特朗普2月24日称，对墨西哥和加拿大加征关税的计划将“如期推进”。 |
| | 2月1日，美国总统特朗普签署行政令，对进口自中国的商品加征10%的关税。 |
| 美联储降息 | 2月11日，美联储主席鲍威尔出席参议院金融、住房和城市事务委员会听证会，鲍威尔重申无需急于调整利率。 |
| | 2月27日，克利夫兰联邦储备银行行长贝丝·哈马克表示，她预计美联储的政策利率将暂时保持不变，因为市场正在寻找通胀压力正在回落至2%目标的证据。 |

资料来源：新华社、环球网、金融界、央视新闻、财联社等，光大证券研究所整理

2.1 春季行情仍将持续

- **部分风险事件及重要的时间节点或值得关注。**2月27日，美国总统特朗普宣布，其提议对墨西哥和加拿大的进口商品征收的关税将于3月4日正式生效，同时，对中国商品的关税也将在同一天额外增加10%。当地时间2月27日，美国白宫国家经济委员会主任凯文·哈西特在采访中表示，在4月1日一份有关关税的研究结果出炉后，美国总统特朗普将决定关税政策。此外，未来美国小额商品的免税豁免政策以及投资政策调整可能的变化也值得关注。

图32：部分风险事件及重要的时间节点或值得关注



2.2 关注成长和泛消费两条主线

➤ 结构上，成长和泛消费两条主线或值得关注。从历史来看，2010-2024年计算机、通信、电子等行业在2月份的涨幅均值高于其余行业。且从2012-2024年（除2015、2022年）A股“春季躁动”行情期间来看，计算机、通信、电子等行业也有不错的表现。此外，当前政策在促消费方向积极发力，受益于政策发力的家用电器、商贸零售等行业或值得关注。

图33：机械设备、计算机、电力设备等行业在A股“春季躁动”行情期间表现较好

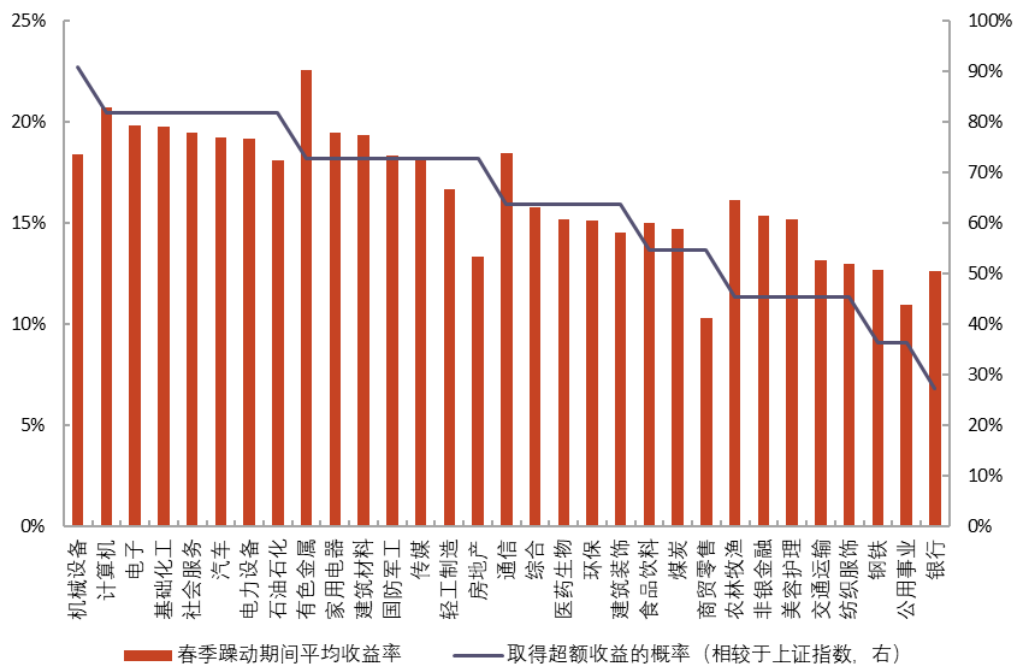


表9：政策在消费方向积极发力

| 会议 | 日期 | 部分内容 |
|------------|-----------|--|
| 全国电子商务工作会议 | 2月24日至25日 | 会议强调，在线上线下融合上发力，着力营造良好电商生态，扩大数字消费，赋能产业转型；在国内国际联动上发力，高水平扩大电商领域制度型开放，高质量推进“丝路电商”合作，建强电商产供应链；在商务领域数字化转型上发力，提升数字商务三年行动质效，增强数字化治理能力，为商务高质量发展贡献电商力量。 |
| 国务院常务会议 | 2月21日 | 会议指出，发展服务贸易和服务消费是稳外贸、扩内需的重要抓手。打造一批服务贸易综合改革开放平台，拓展服务贸易、数字贸易多双边和区域合作。要推动服务消费高质量发展，实施服务消费提质惠民行动，支持服务消费场景创新、业态融合、产业集聚，完善文化旅游、餐饮住宿、养老托育、数字消费等领域标准。 |
| 国务院常务会议 | 2月10日 | 会议指出，提振消费是扩大内需、做大做强国内大循环的重中之重。要切实转变观念，把提振消费摆到更加突出位置。要大力支持居民增收，促进工资性收入合理增长，拓宽财产性收入渠道，提升消费能力。 |

资料来源：Wind，光大证券研究所 注：以上数据为2012-2024年（除2015、2022年）上证指数“春季躁动”行情期间各行业指数的情况，排除2022年是因为2022年A股“春季躁动”行情不明显，排除2015年是为了避免牛市期间极端数据的影响

资料来源：国务院官网，光大证券研究所整理

2.3 市场风格：情绪未来预计将维持高位

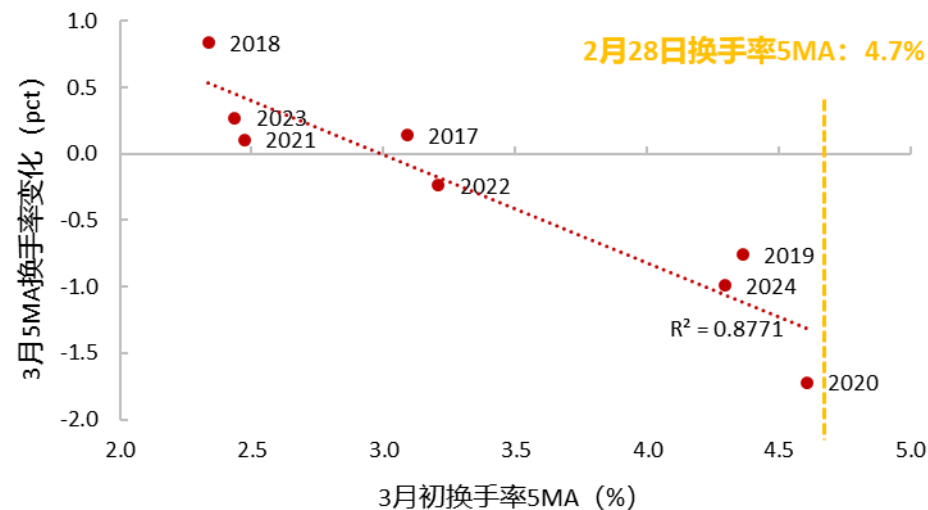
- 当前市场交易活跃，市场情绪2月份呈现上行趋势。受春节后市场情绪回暖、DeepSeek催化、中美关系缓和等因素影响，2月份市场情绪出现回暖，A股换手率呈现明显的上行趋势，市场交易较为活跃。
- 科技叙事短期难证伪，叠加本轮情绪上行更加缓和，3月市场情绪有望在高位维持。往年来看，3月初的换手率与当月变化存在一定负相关性，这意味着当前较高的换手率可能会存在一定回调压力。不过当前的市场情绪也存在较强的支撑，一方面，DeepSeek 的催化或许会带来市场对于中国资产的重估，且各类科技叙事逻辑短期还难以证伪。另一方面，相比于去年9月底，本轮市场情绪上升相对较为温和，并没有出现过于极端的情绪，这意味着市场情绪上行的持续性可能会比此前更强。综合来看，我们认为市场情绪3月份有望在高位维持。

图34：市场情绪2月份呈现上行趋势，且上行较为缓和



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至2025年2月28日

图35：往年来看，月初换手率与当月变化存在一定负相关性

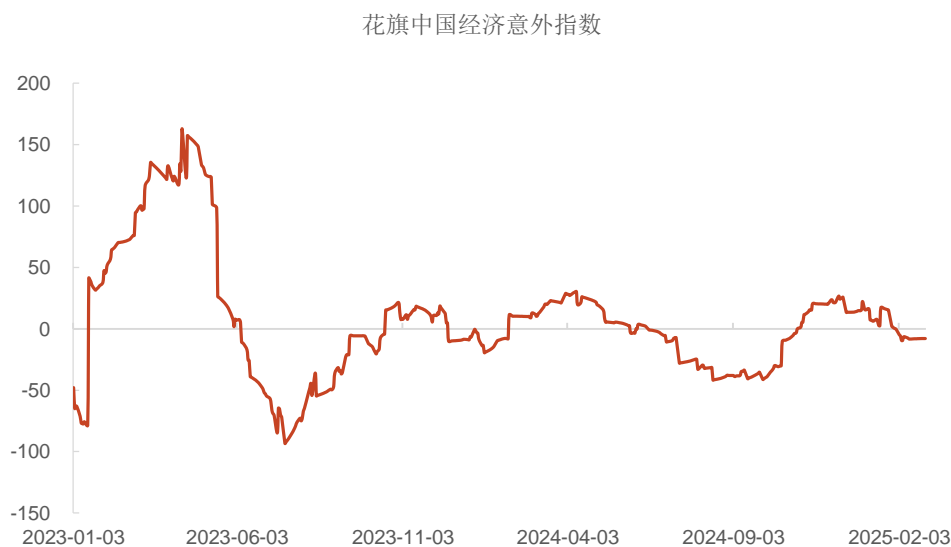


资料来源：wind，光大证券研究所

2.3 市场风格：现实或在“强现实”及“弱现实”间波动

- 当前正处在经济数据披露的真空期，市场对于经济现实的预期存在分化。2月份正处于经济数据披露的真空期，大多数经济数据尚未进行披露。整体来看，市场对于国内经济的预期存在一定分化。从花旗中国经济意外指数来看，其近期呈现出一定的下行趋势，而从10年期国债到期收益率的走势来看，近期则出现了一定的反弹。
- 受两会召开及经济数据陆续公布影响，未来经济或在“强现实”及“弱现实”之间波动。3月份国内各项经济数据将正常进行披露，且将召开全国两会，受经济数据披露、政策表态和投资者预期波动的影响，我们认为经济现实目前存在较大的不确定性，可能会在“强现实”及“弱现实”之间来回波动。

图36：花旗中国经济意外指数近期出现了一定回落



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：截至2025/2/27

图37：10年期国债到期收益率近期有所上行

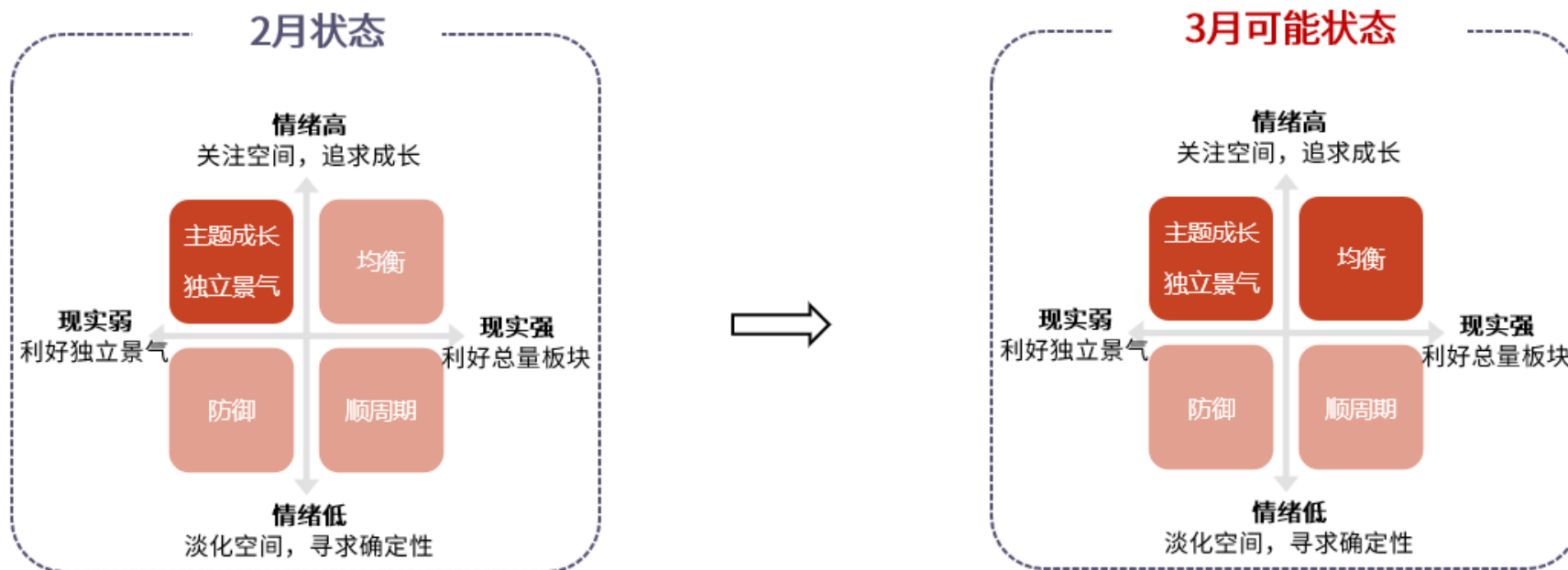


资料来源：Wind，光大证券研究所。注：截至2025/2/28

2.3 市场风格：3月或在成长与均衡之间轮动

- 市场在未来或将处于“强现实、强情绪”或“弱现实、强情绪”情景，对应于成长与均衡风格的轮动。结合前文分析，市场情绪在科技叙事短期难证伪，叠加本轮情绪上行更加缓和的背景下有望在高位维持，而经济现实受政策表态及投资者预期影响，可能会在“强现实”及“弱现实”之间出现波动。总体而言，未来市场或将处于“强现实、强情绪”或“弱现实、强情绪”情景，风格或将在成长及均衡之间进行轮动。

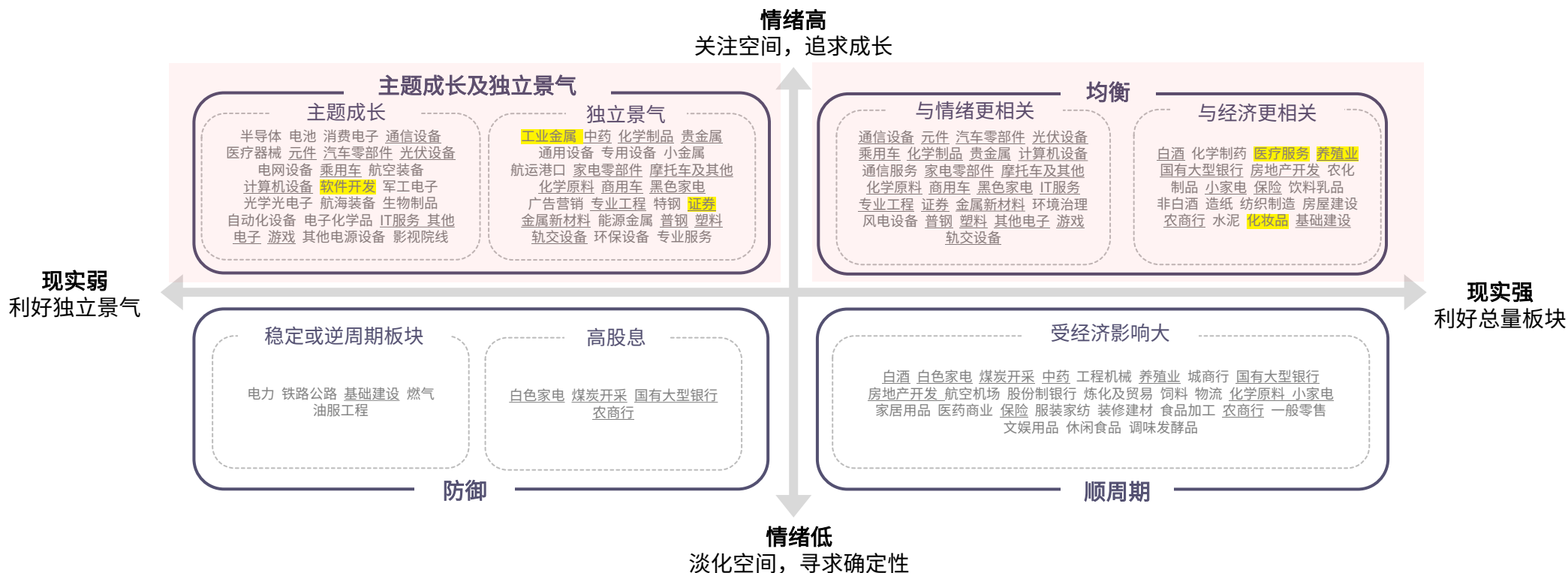
图38：未来市场风格或在成长与均衡之间轮动



2.4 细分行业推荐

- 细分行业方面，主题成长独立景气风格行业关注证券、工业金属（铜/电解铝）、软件开发（AI）等，均衡风格关注养殖业（生猪）、医疗服务、化妆品等。结合交易信号、财务数据、行业研究员观点等指标，主题成长独立景气风格行业中，3月建议重点关注证券、工业金属（铜/电解铝）、软件开发（AI）等。均衡风格板块中，3月建议重点关注养殖业（生猪）、医疗服务、化妆品等。

图39：建议关注的细分行业（黄底色）



2.4.1 主题成长、独立景气风格行业推荐：证券

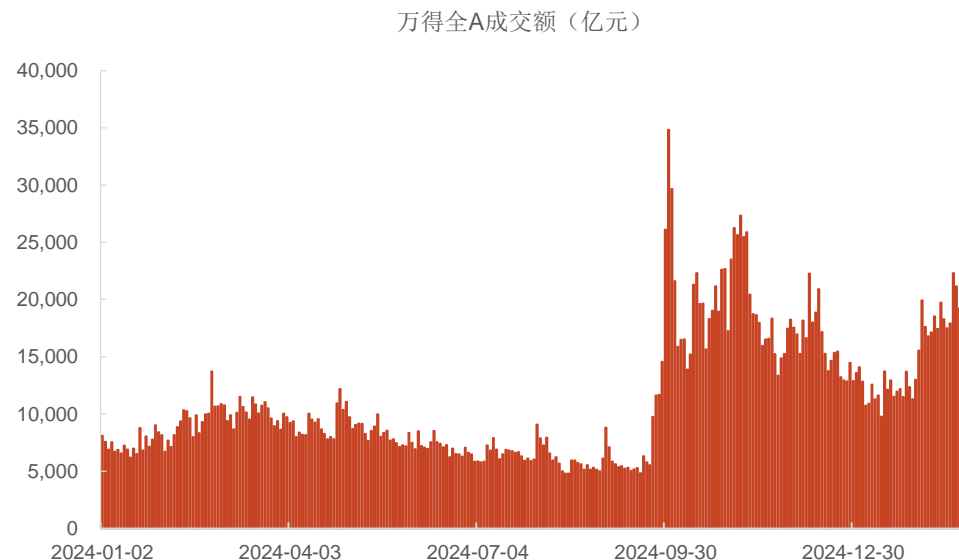
- **并购重组预期催化下，券商板块值得关注。**24年3月15日，证监会发布《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》并指出“适度拓宽优质机构资本空间，支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式做优做强”。24年9月25日，中国证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，从六个方面对并购重组做出指引。在监管鼓励券商并购重组的大背景下，未来或许会看到更多的政策出台，以及实际的并购重组事件。并购重组预期催化下，券商板块值得投资者关注。
- **此外，当前市场成交额整体处于高位，也有利于证券行业景气改善。**
- **风险提示：市场成交量大幅下降；并购重组政策催化不及预期；市场风险偏好明显回落。**

表10：《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》(2024/9/25)主要内容

| 领域 | 主要内容 |
|--------------------|---|
| 支持上市公司向新质生产力方向转型升级 | 证监会将积极支持上市公司围绕战略性新兴产业、未来产业等进行并购重组，包括开展基于转型升级等目标的跨行业并购、有助于补链强链和提升关键技术水平的未盈利资产收购，以及支持“两创”板块公司并购产业链上下游资产等，引导更多资源要素向新质生产力方向聚集。 |
| 鼓励上市公司加强产业整合 | 资本市场在支持新兴行业发展的同时，将继续助力传统行业通过重组合理提升产业集中度，提升资源配置效率。对于上市公司之间的整合需求，将通过完善限售期规定、大幅简化审核程序等方式予以支持。同时，通过锁定期“反向挂钩”等安排，鼓励私募基金积极参与并购重组。 |
| 进一步提高监管包容度 | 证监会将在尊重规则的同时，尊重市场规律、尊重经济规律、尊重创新规律，对重组估值、业绩承诺、同业竞争和关联交易等事项，进一步提高包容度，更好发挥市场优化资源配置的作用。 |
| 提升重组市场交易效率 | 证监会将支持上市公司根据交易安排，分期发行股份和可转债等支付工具、分期支付交易对价、分期配套融资，以提高交易灵活性和资金使用效率。同时，建立重组简易审核程序，对符合条件的上市公司重组，大幅简化审核流程、缩短审核时限、提高重组效率。 |
| 提升中介机构服务水平 | 活跃并购重组市场离不开中介机构的功能发挥。证监会将引导证券公司等机构提高服务能力，充分发挥交易撮合和专业服务作用，助力上市公司实施高质量并购重组。 |
| 依法加强监管 | 证监会将引导交易各方规范开展并购重组活动、严格履行信息披露等各项法定义务，打击各类违法违规行，切实维护重组市场秩序，有力有效保护中小投资者合法权益。 |

资料来源：中国政府网，光大证券研究所整理

图40：市场成交额目前整体处于高位

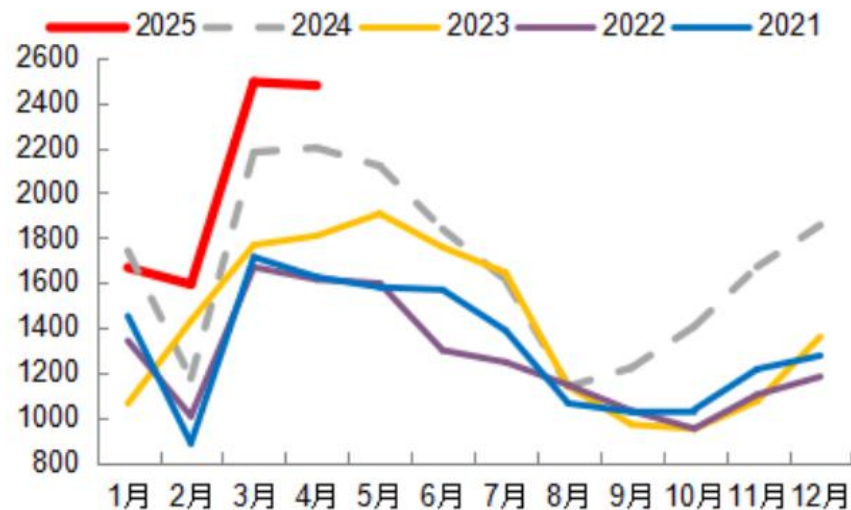


资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2025年2月28日

2.4.2 主题成长、独立景气风格行业推荐：工业金属（铜/电解铝）

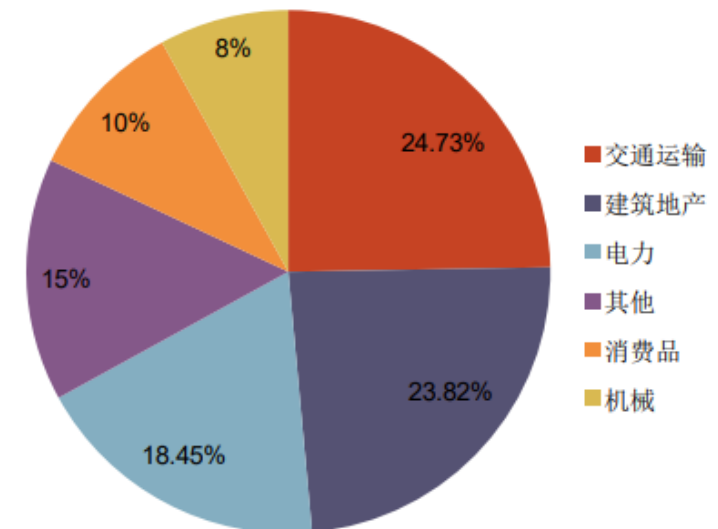
- **铜精矿现货延续紧张，继续看好铜价上行。**截至2025年2月21日，SHFE铜价77020元/吨，环比上周-1.4%；LME铜价9516美元/吨，环比上周+0.5%。(1)宏观：本周COMEX铜价下跌、LME铜价微涨，关税问题影响逐步消化，我们认为当前市场对于强势美元、关税问题对铜价的压制已基本定价。(2)供需：TC继续创新低，铜精矿供应延续紧张，线缆企业开工率正逐步恢复；全球铜精矿产量增速2025H1将放缓，中国电网需求稳定，家用空调2025年2-4月排产延续高增长，看好铜价上行。
- **“新三样”需求有望对冲地产下滑，支撑电解铝价格中枢上移。**2024年铝下游需求结构中，交通运输和建筑地产占比最高分别为24.7%和23.8%。2024年2月-5月，地产竣工面积累计同比下滑幅度均超过20%，但月度铝均价从2024年2月的18806元/吨上升为2024年5月的20784元/吨，表明新能源车、光伏、电池箔等“新三样”的需求仍对铝价有较强支撑。根据我们的测算，2024-2026年国内电解铝供需格局呈现紧平衡且不断向好趋势，2024-2026年分别为过剩49万吨、过剩24万吨以及短缺35万吨，铝价中枢有望上移。
- **风险提示：**下游需求不及预期的风险；供给释放超预期风险；市场风险偏好大幅下降。

图41：家用空调月度产量及排产数据（万台）



资料来源：产业在线，光大证券研究所（2021/1-2025/1为实际产量，2025/2-2025/4为排产数据）

图42：2024年电解铝下游国内消费量分布



资料来源：百川盈孚，光大证券研究所

2.4.3 主题成长、独立景气风格行业推荐：软件开发（AI）

- **DeepSeek有望激发新一波人工智能创新浪潮。**据新华社报道，中国人工智能（AI）企业深度求索（DeepSeek）日前发布其最新开源模型DeepSeek-R1，用较低的成本达到了接近于美国开放人工智能研究中心（OpenAI）开发的GPT-o1的性能。这一进展破解了全球人工智能产业长期以来“堆算力”的路径依赖，其影响波及资本市场，业界人士认为，DeepSeek模型有望激发一波创新浪潮，推动全球AI继续进步。
- **风险提示：**交易过度拥挤；AI发展进程不及预期；市场风险偏好大幅下降。

表11：在目前大模型主流榜单中，DeepSeek-V3与世界上最先进的闭源模型不分伯仲

DeepSeek-V3 的综合能力

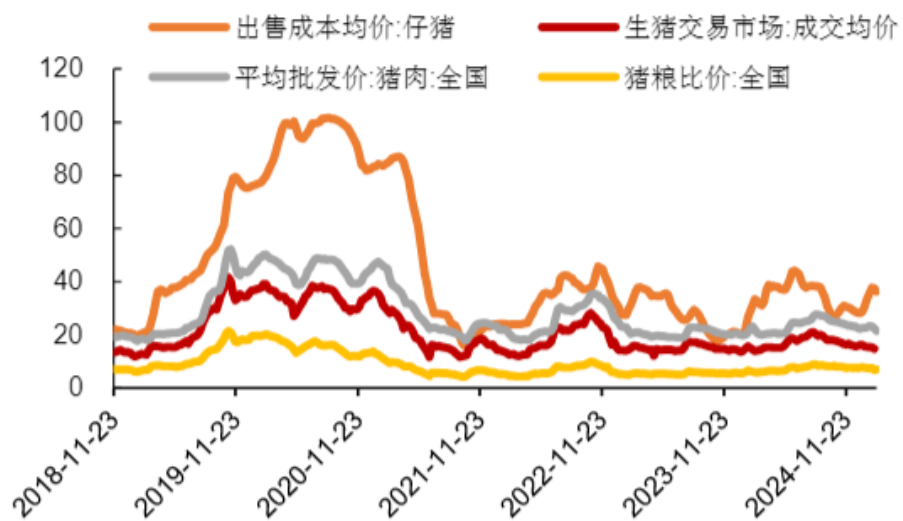
DeepSeek-V3 在推理速度上相较历史模型有了大幅提升。
在目前大模型主流榜单中，DeepSeek-V3 在开源模型中位列榜首，与世界上最先进的闭源模型不分伯仲。

| Benchmark (Metric) | DeepSeek V3 | DeepSeek V2.5 | Qwen2.5 | Llama3.1 | Claude-3.5 | GPT-4o |
|----------------------------|-------------|---------------|----------|-------------|-------------|-------------|
| | | 0905 | 72B-Inst | 405B-Inst | Sonnet-1022 | 0513 |
| Architecture | MoE | MoE | Dense | Dense | - | - |
| # Activated Params | 37B | 21B | 72B | 405B | - | - |
| # Total Params | 671B | 236B | 72B | 405B | - | - |
| MMLU (EM) | 88.5 | 80.6 | 85.3 | 88.6 | 88.3 | 87.2 |
| MMLU-Redux (EM) | 89.1 | 80.3 | 85.6 | 86.2 | 88.9 | 88.0 |
| MMLU-Pro (EM) | 75.9 | 66.2 | 71.6 | 73.3 | 78.0 | 72.6 |
| DROP (3-shot F1) | 91.6 | 87.8 | 76.7 | 88.7 | 88.3 | 83.7 |
| English | | | | | | |
| IF-Eval (Prompt Strict) | 86.1 | 80.6 | 84.1 | 86.0 | 86.5 | 84.3 |
| GPOA-Diamond (Pass@1) | 59.1 | 41.3 | 49.0 | 51.1 | 65.0 | 49.9 |
| SimpleQA (Correct) | 24.9 | 10.2 | 9.1 | 17.1 | 28.4 | 38.2 |
| FRAMES (Acc.) | 73.3 | 65.4 | 69.8 | 70.0 | 72.5 | 80.5 |
| LongBench v2 (Acc.) | 48.7 | 35.4 | 39.4 | 36.1 | 41.0 | 48.1 |
| HumanEval-Mul (Pass@1) | 82.6 | | | | | |
| LiveCodeBench (Pass@1-COT) | 40.5 | | | | | |
| LiveCodeBench (Pass@1) | 37.6 | | | | | |
| Code | | | | | | |
| Codeforces (Percentile) | 51.6 | | | | | |
| SWE Verified (Resolved) | 42.0 | | | | | |
| Aider-Edit (Acc.) | 79.7 | | | | | |
| Aider-Polyglot (Acc.) | 49.6 | | | | | |
| AIME 2024 (Pass@1) | 39.2 | | | | | |
| Math | | | | | | |
| MATH-500 (EM) | 90.2 | | | | | |
| CNMO 2024 (Pass@1) | 43.2 | | | | | |
| Chinese | | | | | | |
| CLUEWSC (EM) | 90.9 | | | | | |
| C-Eval (EM) | 86.5 | | | | | |
| C-SimpleQA (Correct) | 64.1 | | | | | |

2.4.4 均衡风格行业推荐：养殖业（生猪）

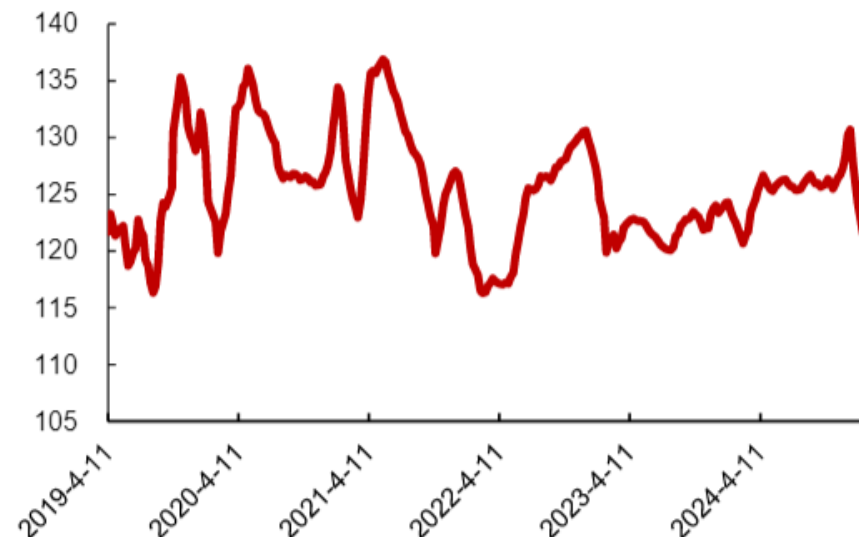
- **本周猪价上涨。**根据博亚和讯，2月21日全国外三元生猪均价为14.77元/kg，周环比上涨1.03%，15公斤仔猪均价35.17元/公斤，周环比下跌4.82%。根据涌益咨询数据，本周商品猪出栏均重为125.68kg，周环比上升0.64kg。屠宰场冻品库容率为12.43%，环比上升0.19pct。从均重水平来看，市场库存水平正逐步修复，支撑猪价表现。但由于近月猪价压力仍然明显，周内随着猪价上涨，二育补栏情绪缓和，商品猪出栏积极性提升。
- **生猪：箭在弦上。**预期交易充分背景下，生猪养殖板块当前安全边际较大，结合前期新生仔猪量来看，25Q1商品猪出栏压力较大，上半年可能开启去产能交易。当前行业仍处于盈利的高低切换期，重点推荐出栏、成本兑现度高的养殖企业。
- **风险提示：**畜禽价格不及预期；畜禽疫病大规模爆发；原材料价格大幅波动。

图43：生猪价格（元/公斤）



资料来源：同花顺 ifind，光大证券研究所，注：数据时间为2018-11-16至2025-02-21

图44：商品猪出栏均重（公斤）



资料来源：涌益咨询，光大证券研究所，注：数据时间为2019-04-11至2025-02-20

2.4.5 均衡风格行业推荐：医疗服务

- 中国AI行业大发展，AI+医疗赛道有望迎来拓宽。2025 年春节期间，幻方量化开发的 AI模型 DeepSeek-R1和阿里巴巴的 AI 模型通义千问旗舰模型 Qwen2.5-Max 相继问世，引发世界对中国 AI 领域进展的关注。其中，DeepSeek以较低的训练成本和使用成本，可以达到对标甚至超越海外顶尖大语言模型的表现水准，进一步带动行业巨头降价。与此同时，多家国际公司如亚马逊、英伟达、Perplexity宣布接入 DeepSeek，国内各大厂商也纷纷宣布进行对接。Qwen2.5-Max 则展现了AI模型能力的进一步拓展，其涵盖了自然语言处理、图像生成、数据分析等多个方面，可以应用于教育、金融、医疗等多个行业。我们认为 AI大模型成本的快速下降与性能的快速提升，也将导致其在医疗领域的进一步落地，建议密切关注“AI+医疗”相关概念。
- 风险提示：控费政策超预期；研发失败风险；政策支持不及预期。

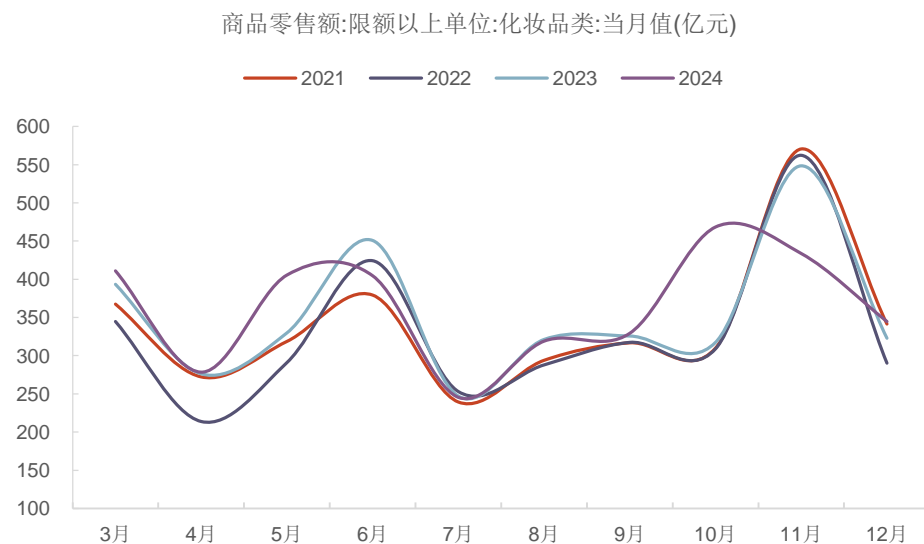
图45：DeepSeek-R1模型在多个基准测试中的表现超越OpenAI-o1模型的两个版本mini和0912

| Model | Math benchmarks | | | Bio, physics & chemistry | Code benchmarks | | Higher is better |
|----------------------------|-----------------|---------|-------------|--------------------------|-----------------|-------------|------------------|
| | AIME 2024 | | MATH-500 | GPQA Diamond | LiveCode Bench | CodeForces | |
| | pass@1 | cons@64 | pass@1 | pass@1 | pass@1 | rating | |
| OpenAI-o1-mini | 63.6 | 80.0 | 90.0 | 60.0 | 53.8 | 1820 | |
| OpenAI-o1-0912 | 74.4 | 83.3 | 94.8 | 77.3 | 63.4 | 1843 | |
| RL only → DeepSeek-R1-Zero | 71.0 | 86.7 | 95.9 | 73.3 | 50.0 | 1444 | |
| SFT + RL → DeepSeek-R1 | 79.8 | | 97.3 | 71.5 | 65.9 | 2029 | |

2.4.6 均衡风格行业推荐：化妆品

- 3月为化妆品消费旺季，叠加潜在的促消费政策催化，行业股价表现值得期待。受到3月节日效应影响，电商平台往往会在3月围绕女性消费场景推出各种主题大促活动，以此促进消费，从直观数据上来看，化妆品在3月份的销售额通常也较高。除了旺季因素对于股价的催化之外，当前消费是政策发力的重点方向，未来或许会有一系列促消费政策陆续出台，这对于行情而言也有望产生催化。
- 风险提示：化妆品销售情况不及预期；行业竞争加剧；促消费政策力度不及预期。

图46：3月为化妆品销售旺季之一

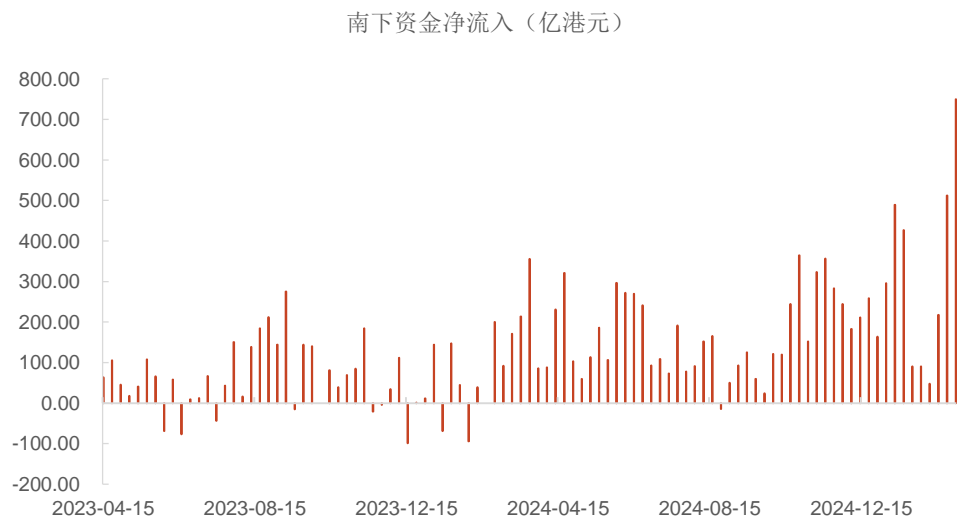


- 1、三个市场关注的核心问题
- 2、A股市场：春季行情持续
- 3、港股市场：短期弹性之选
- 4、风险提示

3.1 南下资金维持大幅流入趋势

- 2月南下资金延续流入趋势。DeepSeek引发市场对中国资产重估，港股市场持续上行。南下资金大幅流入港股市场，月度合计净流入金额达到1528亿港元，较1月规模继续扩大。
- 近期南下资金持续流入科技板块。从资金的偏好来看，近一个月南下资金主要买入互联网、智能驾驶、芯片、AI医疗等行业相关的公司，与近一年南下资金净买入的个股相比，南下资金对银行股的偏好有所降低。

图47：今年以来，南下资金持续流入港股市场



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截止至2025年2月28日

表12：近期南下资金更多的流入科技板块

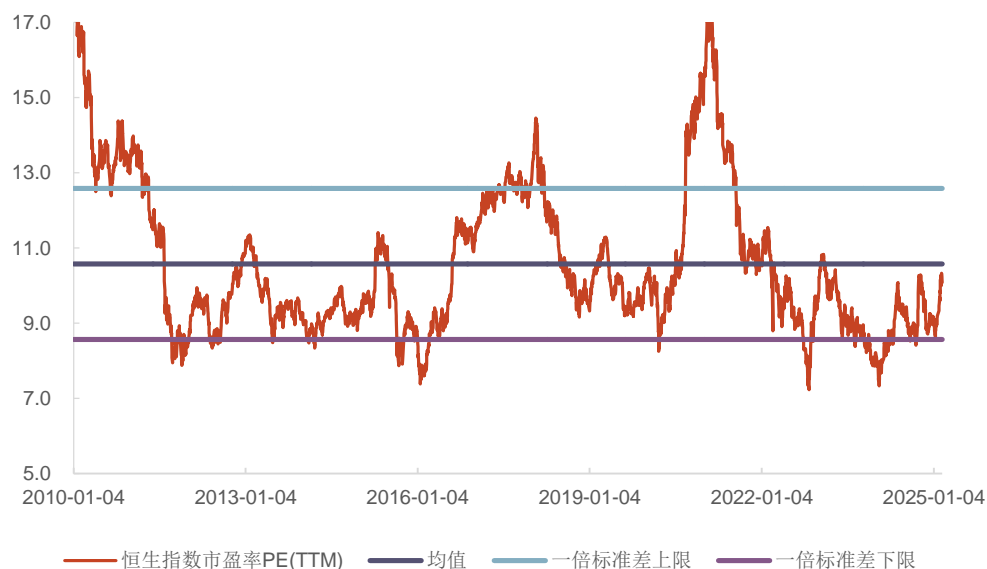
| 近一年南向资金净买入个股排名 | | | 近一个月南向资金净买入个股排名 | | |
|----------------|--------|----------|-----------------|--------|----------|
| 股票代码 | 股票简称 | 净买入（亿港元） | 股票代码 | 股票简称 | 净买入（亿港元） |
| 9988.HK | 阿里巴巴-W | 1252 | 9988.HK | 阿里巴巴-W | 421 |
| 0700.HK | 腾讯控股 | 713 | 0941.HK | 中国移动 | 66 |
| 0941.HK | 中国移动 | 405 | 2800.HK | 盈富基金 | 61 |
| 3988.HK | 中国银行 | 328 | 0981.HK | 中芯国际 | 35 |
| 0981.HK | 中芯国际 | 275 | 1024.HK | 快手-W | 28 |
| 1810.HK | 小米集团-W | 221 | 2828.HK | 恒生中国企业 | 23 |
| 1398.HK | 工商银行 | 167 | 2015.HK | 理想汽车-W | 19 |
| 0939.HK | 建设银行 | 165 | 0175.HK | 吉利汽车 | 15 |
| 2318.HK | 中国平安 | 58 | 0241.HK | 阿里健康 | 15 |
| 2015.HK | 理想汽车-W | 52 | 1398.HK | 工商银行 | 10 |

资料来源：Wind，光大证券研究所测算，数据截止至2025年2月26日

3.2 港股估值水平仍有配置性价比

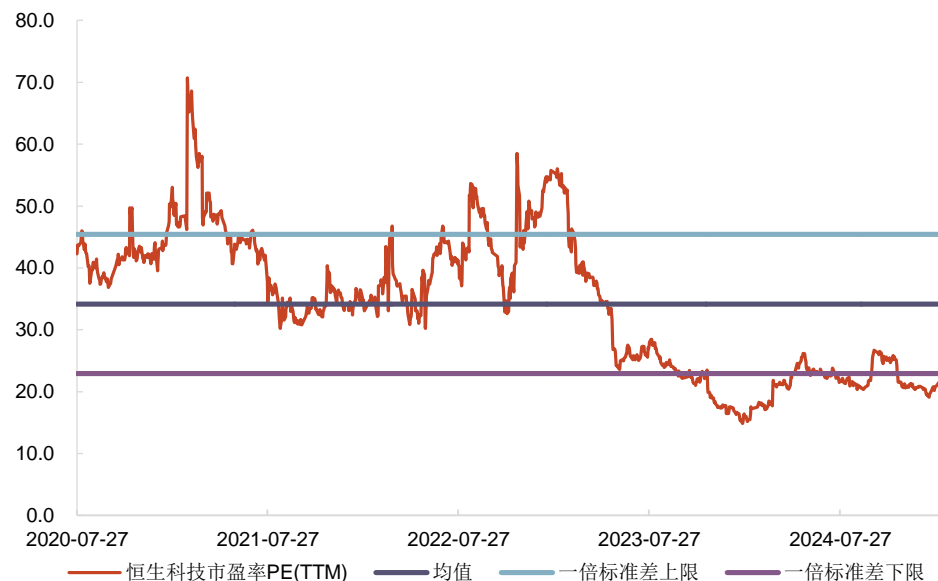
- 2月港股估值回升明显，但配置性价比仍在。2月港股各指数估值普涨，当前恒生指数PE_TTM位于2010年以来的均值附近，而恒生科技指数的估值则回升至2010年以来的均值负一倍标准差附近。

图48：当前恒生指数的PE估值回升至2010年以来均值附近



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：均值为2010年以来的均值，数据截止至2025年2月26日

图49：当前恒生科技指数的PE估值回升至2010年以来均值负一倍标准差附近



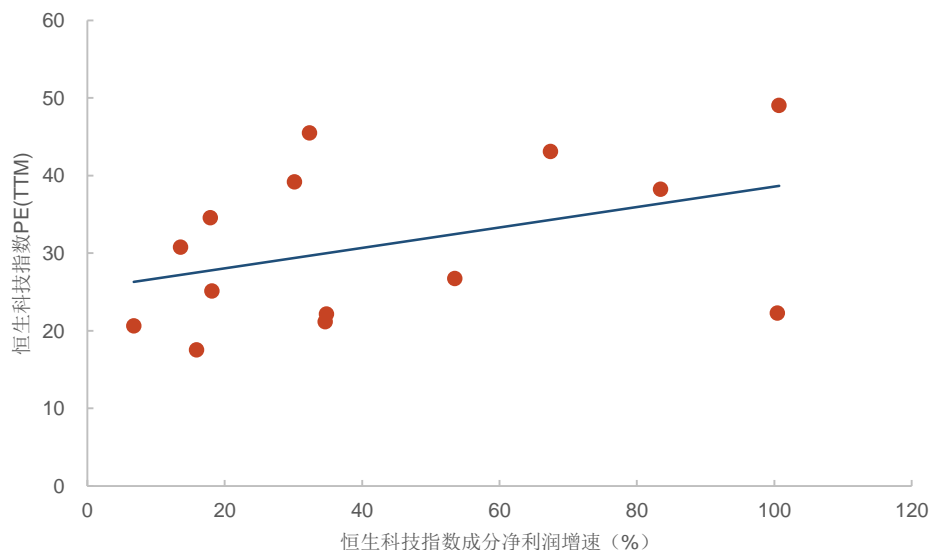
资料来源：Wind，光大证券研究所

注：均值为2010年以来的均值，数据截止至2025年2月26日

3.3 港股成长龙头在本轮行情中或更加受益

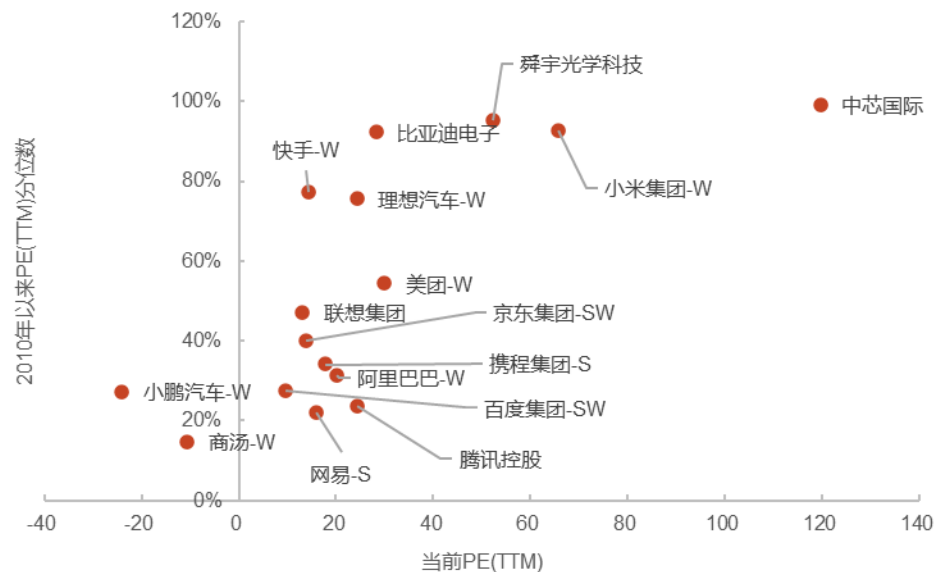
- 历史来看，恒生科技指数估值与其业绩表现有一定相关性。历史来看，恒生科技指数业绩与其估值存在一定相关性，更好的业绩表现有望刺激恒生科技估值修复。
- 当前港股科技龙头估值配置性价比仍较高。从港股科技龙头估值来看，截至2025年2月26日，大部分科技龙头估值PE(TTM)仍处于2010年以来的均值之下，配置性价比较高，其中腾讯控股、阿里巴巴-W以及百度集团-SW 2010年以来的估值分位数分别为24%、32%以及28%。

图50：历史来看，恒生科技指数估值与其业绩表现有一定相关性



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截止至2024Q4

图51：当前港股科技龙头的估值分位数情况

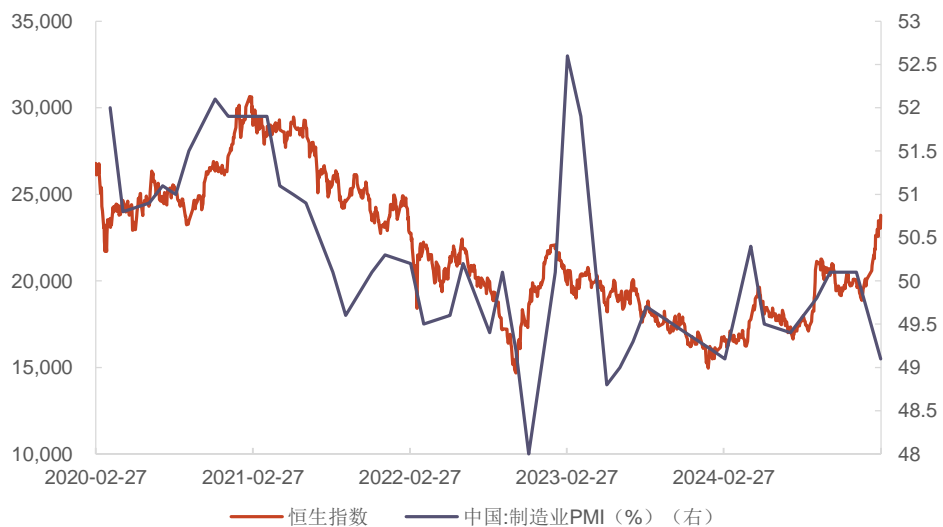


资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截止至2025年2月26日

3.4 期待春季之后的政策催化与数据验证

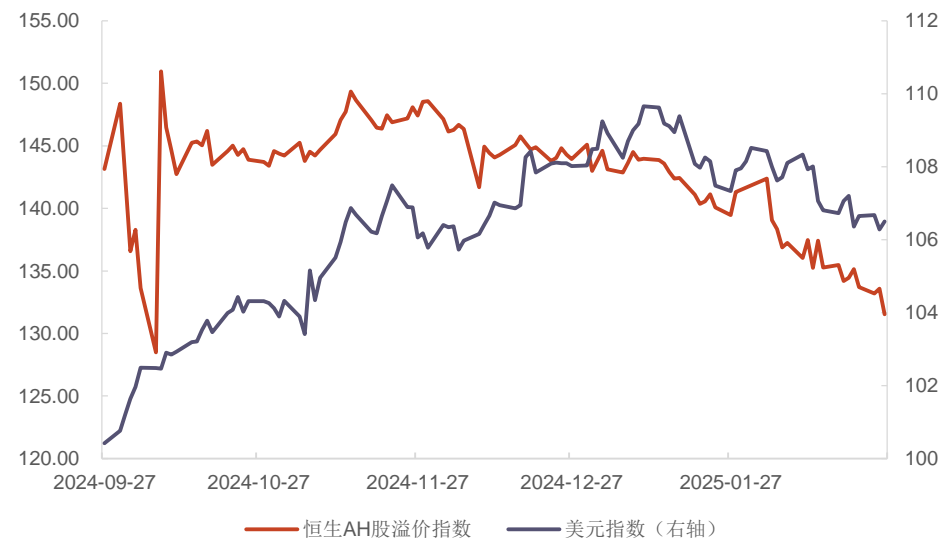
➤ 关注3月政策催化以及经济数据的验证情况。短期来看，未来影响市场情绪的重要因素是3月初“两会”对财政扩张节奏和消费提振力度的政策定调，同时科技创新、新质生产力相关政策也是中短期需要关注的重点。如果“两会”中部分政策超预期，本轮上涨行情或仍将继续维持。长期来看，在AI产业化加速、基本面预期上修、全球资金轮动的背景下，即使短期有事件性的风险因素扰动，港股仍有望延续反转行情。

图52：恒生指数与制造业PMI指数相关性较强



资料来源：Wind，光大证券研究所，恒生指数收盘价截止至2025年2月26日，PMI数据截至2025年1月

图53：恒生AH股溢价与美元指数同时回落，处于合理区间



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2025年2月26日

3.5 光大证券港股建议关注列表

表13：光大证券港股建议关注列表

| | 证券名称 | 行业 | EPS (元) | | 逻辑 |
|---------|----------|------|---------|---------|---|
| | | | 2024(E) | 2025(E) | |
| 9988.HK | 阿里巴巴-W | 商贸零售 | 7.40 | 8.01 | 淘天表现亮眼，云业务加速发展 1、公司3QFY2025营收同增7.6%,归属于普通股股东净利润同增239.1% 2、变现提升举措展现效果，云业务进一步加速增长 |
| 0981.HK | 中芯国际 | 电子 | 0.10 | 0.14 | 国补和产业回流驱动25Q1营收指引强劲，看好毛利率持续改善 1、25Q1营收指引强劲，毛利率超预期 2、在地制造驱动中国区表现优异，12英寸规模持续扩大 3、预期2025H1增长强劲，看好国家消费刺激政策+产业链回流+汽车等AI端侧新需求带动 4、12英寸产线稳步扩产，2025年Capex同比持平 |
| 0700.HK | 腾讯控股 | 传媒 | 26.96 | 29.39 | 游戏&微信生态驱动营收增速稳健，经营杠杆持续释放 1、我们预测公司24Q4实现营业收入1681.7亿元 (YoY+8.4%) 2、游戏：我们预计24Q4增值服务业务收入766.1亿元，YoY+10.9% 3、社交网络：我们预计24Q4E社交网络营收290.9亿元，YoY+3.1%，受微信小游戏增长驱动，小游戏商业化成熟，PC端、视频号等多场景具备潜力 4、网络广告：我们预计24Q4E广告营收337.4亿元，YoY+13.2%，增速相较于24Q3有所回落 5、金融科技与企业服务：我们预计金科企服营收558.4亿元，YoY+2.7%，增长稳健 |
| 3896.HK | 金山云 | 计算机 | -0.06 | 0.04 | 3Q24调整EBITDA率实现9.8%，来自小米&金山软件生态的收入有望加速增长 1、持续赋能小米&金山生态系统，2025-27三年框架协议收入上限总额达113亿元 2、3Q24公有云营收回归双位数增长，AI布局已初见成效 3、行业云持续深耕优势细分领域，重视项目的盈利能力+可持续性 |
| 3888.HK | 金山软件 | 计算机 | 1.55 | 1.86 | “生生不息”的金山软件，2025年游戏+办公+云业务前景向好 1、游戏业务：坚持精品战略，做深做透经典剑侠情缘系列，《剑网3》历经15年持续展现韧性，全平台打通带动老玩家回归；不断布局拓展新品类，2025年多款游戏有望上线 2、办公业务：ToB/ToC双订阅制转型已有效果，WPS AI 2.0发布开启AI商业化，2025年信创节奏有望改善，长期海外C端仍大有可为 3、联营公司1：金山云盈利能力持续改善，未来3年来自小米&金山软件生态的收入有望加速增长 4、联营公司2：猎豹移动短期尚处亏损状态，但AI转型正在持续推进 |
| 0992.HK | 联想集团 | 计算机 | 0.13 | 0.14 | FY25Q3业绩大幅增长，ISG业务扭亏为盈 1、受高端PC/智能手机销售推动，IDG（智能设备业务集团）收入持续保持双位数同比增长 2、FY25Q3 ISG（基础设施方案集团）收入连续三个季度创新高，实现扭亏为盈 3、FY25Q3 SSG（方案服务）业务收入持续双位数同比增长 |
| 0268.HK | 金蝶国际 | 计算机 | 0.05 | 0.11 | 经营现金流维持高增，25年盈利拐点向上 1、公司基本面保持稳健，坚持订阅优先，持续推进云订阅服务 2、公司坚持AI优先战略，旨在提升产品力，形成稳固护城河 |
| 9660.HK | 地平线机器人-W | 电子 | -0.13 | -0.02 | 国内领先的智驾解决方案供应商，软硬件深度协同助力扩大市场份额 1、地平线机器人是领先的ADAS+AD解决方案供应商，于2024年10月登陆香港联交所上市 2、智能驾驶行业空间广阔，ADAS+AD渗透率持续提升 3、公司致力于“软硬协同发展”，在高门槛智驾芯片领域拥有先发优势，我们看好公司市场份额提升趋势 |

- 1、三个市场关注的核心问题
- 2、A股市场：春季行情持续
- 3、港股市场：短期弹性之选
- 4、风险提示

❑ 历史规律失效

❑ 中美关系波动压制市场风险偏好

❑ 政策落地进度不及预期

❑ 市场情绪显著回落

衷心
感谢

光大证券研究所



策略研究团队

首席分析师

张宇生

🏆 执业证书编号: S0930521030001

☎ 电话: 021-52523806

✉ 邮件: zhangys@ebscn.com

分析师

王国兴

🏆 执业证书编号: S0930524070013

☎ 电话: 021-52523868

✉ 邮件: wangguoxing@ebscn.com

分析师

郭磊

🏆 执业证书编号: S0930524060002

☎ 电话: 021-52523659

✉ 邮件: guolei66@ebscn.com

联系人

张卓然

☎ 电话: 021-52523418

✉ 邮件: zhangzhuoran@ebscn.com

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A股市场基准为沪深300指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普500指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于1996年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界500强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。