

内需为盾，制造为矛 ——2025年A股策略展望

华泰研究

2024年11月04日 | 中国内地

年度策略

研究员 王以
SAC No. S0570520060001 wangyi012893@htsc.com
SFC No. BMQ373 +(86) 21 2897 2228

研究员 王伟光
SAC No. S0570523040001 wangweiguang@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

研究员 孙瀚文
SAC No. S0570524040002 sunhanwen@htsc.com
SFC No. BVB302 +(86) 21 2897 2228

研究员 方正韬
SAC No. S0570524060001 fangzhengtao@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

联系人 闫萌
SAC No. S0570123080015 yanmeng@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

2025年A股四大核心判断

第一，分子端不悲观；得益于渐行渐近的产能周期拐点，2025年A股盈利表现有望强于收入表现及国内宏观增长；同时，相对视角下，海外库存周期即将转入下行，而国内库存周期有望于4Q25率先复苏，较海外权益，A股分子端的相对表现由劣势转为优势。第二，短期内美国“顺周期式”宽财政预期带来的美元上行风险，或压制2025年上半年A股估值中枢，下半年可能有更好的β型机会。第三，2025年上半年哑铃风格占优，下半年大盘成长或有表现。第四，建议把握两条全年投资主线，内外需盈利剪刀差的反转、产能周期拐点，分别对应广义内需链、先进制造的战略配置机会。

迎接三周期的共振企稳年

A股盈利周期已下行逾三年，时间跨度长于以往，我们认为盈利周期并未“消失”，而是被“高维”因素暂时“熨平”，一为产能周期，二为地产建筑周期。展望2025年，对分子端不必过度悲观，我们有望见证A股盈利表现强于国内宏观增长表现、且领先于海外权益在下半年率先企稳：1) 库存周期：四季度财政脉冲上行，有望推动2Q25信用周期转入修复通道，对应4Q25国内新一轮库存周期领先于海外启动；2) 产能周期：供改有望在2Q25~4Q25初见成效，A股盈利趋势或强于收入趋势；3) 地产建筑周期：若地产销售在2025年下半年企稳，则A股盈利在2025年后半程复苏的能见度更高。

上半年有压力，下半年有机会

“924”政策组合拳以来，经过第一阶段的估值修复，当前A股整体PETTM稳定在18x左右、较其他新兴市场前向PB折价10%，我们认为定价合理，市场等待国内财政（影响信用周期及远期库存周期）、美国大选（影响美元周期）、供改成效、地产走势等谜底揭晓。基准情形下，当前至2025年上半年，美国“顺周期式”宽财政预期或为美元带来上行风险，A股绝对估值或有“颠簸”；2025年下半年，若美元出现阶段性调整窗口，叠加彼时信用周期改善、供给出清初现曙光、地产销售止跌，A股有望迎来第二轮估值中枢抬升机会，我们定量模型预计2025年末PETTM较当前上行空间约7%。

哑铃风格前程占优，大盘成长后程占优

基准情形下，当前至明年上半年，小盘+红利的哑铃风格占优：1) 当前至明年一季度，货币宽松有望加码，而通胀因子尚未复苏，国内剩余流动性短暂走阔，市场微观流动性活跃，而实体经济流动性的诉求尚不强，同时美元有上行风险，压制外资流入，上述两点均有利于小盘股表现；2) 美国“顺周期式”宽财政预期也会推高美债长端利率，红利板块较大盘成长更具优势。2025年下半年，风格可能切换至大盘成长：1) 伴随着库存周期的企稳，国内流动性分配环境转向“脱虚入实”或“虚实平衡”，大盘股环境好转，2) 供给出清初现曙光，大盘成长vs红利盈利向上拐点有望显现。

内需为盾，制造为矛

投资主线一：内外需盈利剪刀差的反转；海外库存周期上行接近尾声，而国内信贷周期有望自2Q25复苏，内外需相对趋势接近反转时机，高关税情形下反转斜率更大；从公募筹码/估值分位/全球比较来看，广义内需链的预期押注程度不高；关注现金流收益率较高的地产基建链（建材/厨电/家居/建筑）、内需消费（餐饮/美护/社服）。投资主线二：产能周期拐点；上市公司资本开支、现金储备等多角度可交叉验证，供改有望在2Q~4Q25初现成效；宽基基金的新能源持仓已降至标配；关注新能源等先进制造的估值修复机会。此外，亦可关注受益于利率曲线陡峭化的保险、盈利周期或触底的医药。

风险提示：地产下行压力超预期；财政政策力度低于预期；海外地缘风险。

正文目录

大势研判 — β 型机会在 2025 年下半年	6
迎接三周期的共振企稳年.....	6
盈利周期并未消失，而是被“高维”因素暂时“熨平”.....	6
#1 库存周期：“内生盈利”或自 4Q25 逐步复苏.....	10
#2 产能周期：供改或在 2Q25~4Q25 初见成效.....	12
#3 地产周期：销售面积有望在 2025 年下半年“止跌企稳”.....	15
估值中枢或呈“波浪式”运行.....	15
第一阶段估值修复已基本到位.....	15
2025 年绝对估值或“退一进二”，相对估值有望上修.....	18
风格研判 — 哑铃风格承先，大盘成长续后	21
市值风格：宽流动性下小盘短期占优，变局点在 25Q2.....	21
久期风格：贴现率扰动下短期红利风格或占优.....	22
盈利及估值预测—估值修复与盈利弹性或均在 2025 年下半年	23
盈利预测：预测非金融 25 年归母净利润增速约 5%.....	23
估值预测：预测 25 年 A 股合理市盈率中枢为 19.4x.....	26
地产“止跌企稳”下，25H2 起估值中枢有望抬升.....	26
全球视角下，A 股资产仍具备相对性价比.....	27
2025 年潜在投资主线	30
库存周期：内外需剪刀差的拐点.....	30
产能周期：25H2 产能周期拐点上新能源等先进制造的估值修复机会.....	35
利率周期：25H1 利率曲线陡峭化下非银或占优.....	39
地缘因素：共和党+统一国会的组合应对思路.....	43
生命周期：关注 AI 衍生的“奇点时刻”.....	46
AI：AI Agent 渗透率位于导入关键期，催化 AI PC/AI 手机进入奇点时刻。.....	46
AI 服务器：技术迭代带来的高端 AI 服务器渗透率即将进入奇点时刻.....	49
智能驾驶：商业化周期或逐步演进，即将进入奇点时刻.....	50
低空经济：eVTOL 渗透率或进入加速提升阶段.....	51
BC 电池：量产技术突破，渗透率或进入“奇点时刻”.....	52
风险提示.....	52

图表目录

图表 1：A 股盈利增速下行已超 3 年.....	6
图表 2：全球盈利周期在 2023 年“如期”开启弱复苏.....	6
图表 3：先进制造、地产基建链、医药的周期性“消失”，但出口链、TMT、内需消费的周期性仍存在.....	7
图表 4：“高维”因素 1：产能周期下行对先进制造盈利构成拖累.....	7
图表 5：“高维”因素 2：新旧动能的切换.....	8
图表 6：地产基建链仍是非金融第一大收入贡献，但较 2020 年峰值时期已有下降.....	8

图表 7: 剔除“高维”因素后 A 股盈利周期与全球接轨.....	9
图表 8: 存货周转率自 2Q24 起转向下行.....	9
图表 9: 补库现金流同比低位震荡.....	9
图表 10: 全球库存周期可能也已处于顶部区域.....	10
图表 11: 全球耐用品、电子元件、资本品的需求周期已经分化.....	10
图表 12: PCB 库存周期先行指标于 3Q24 转向下行.....	10
图表 13: 半导体库存周期先行指标于 3Q24 转向下行.....	10
图表 14: 信用周期是企业盈利的先行指标.....	11
图表 15: 财政扩张向信用扩张的传导约需 2 个季度.....	11
图表 16: 三季度以来的广义财政扩张有望带动 1Q25 起信用周期修复、3Q25 起“内生盈利”修复.....	12
图表 17: 广义制造业资本开支/营收的比值可能在 2025 年下半年跌破-1x 标准差阈值.....	13
图表 18: 光伏设备: 资本开支/折旧摊销目前处于 2.1x.....	13
图表 19: 能源金属: 资本开支/折旧摊销目前处于 2.5x.....	13
图表 20: 乘用车: 资本开支/折旧摊销目前处于 2.2x.....	14
图表 21: 化学制品: 资本开支/折旧摊销目前处于 2.0x.....	14
图表 22: 供给存压行业现金储备或在 2Q25~4Q25 间达到“关键水平”.....	14
图表 23: 2014 年光伏实际现金储备为负的公司占比峰值为 62%.....	14
图表 24: 2015 年锂矿实际现金储备为负的公司占比峰值为 56%.....	15
图表 25: 2016 年化学制品实际现金储备为负的公司占比峰值为 34%.....	15
图表 26: 一线已有企稳迹象, 三线下行趋势放缓, 二线仍面临压力.....	15
图表 27: 新房年化销售面积有望在 2025 年年中左右“止跌企稳”.....	15
图表 28: A 股风险溢价的双元模型——信用周期.....	16
图表 29: A 股风险溢价的双元模型——美元周期.....	16
图表 30: 我们曾在中期策略中提出, 基准情形下年末全 A 合理 PE 在 18x 左右.....	16
图表 31: 定性来看, 风险溢价是对盈利预期、流动性预期、政策预期的综合反映.....	17
图表 32: 当前 A 股风险溢价与 5 月持平, 处于合理水位.....	17
图表 33: A 股盈利预期自“924”以来企稳, 但低于 5 月.....	17
图表 34: A 股较其他新兴市场前向 PB 折价率从“924”前的 20%收敛至 10%.....	18
图表 35: 若特朗普减税主张落地, “顺周期式”宽财政或将进一步推高美元.....	19
图表 36: 美国两轮“顺周期式”宽财政阶段, 强美元均引发了主动配置型外资的流动.....	19
图表 37: 先进制造较海外可比公司 PB-ROE 存在明显“错配”, 地产链 ROE 预期显著低于海外可比公司.....	20
图表 38: 剩余流动性的短期变化指引短期小盘风格占优.....	21
图表 39: 美元前高后低, 亦指引短期小盘风格占优.....	21
图表 40: 美债长端利率短期或有剧烈上行风险, 更有利红利风格.....	22
图表 41: 2025 年成长-价值板块盈利剪刀差或现反转.....	22
图表 42: 剔除电力设备后的盈利增速趋势与工业企业利润基本一致.....	23
图表 43: 3Q24 电力设备板块盈利增速仍在底部区间.....	23
图表 44: 出口链、TMT 利润增速持续回升, 内需消费偏弱.....	23
图表 45: 但内需消费在全 A 的利润占比在提升.....	23
图表 46: 自上而下: 25 年全 A 非金融非电力设备企业营收增长 1.1%.....	24



图表 47: 自上而下: 25 年全 A 非金融非电力设备企业盈利增长 2.3%.....	24
图表 48: 全 A 非金融非电力设备盈利预测 (汇总)	25
图表 49: 电力设备板块盈利预测-分析师预测汇总法.....	25
图表 50: 高端制造、医药或将贡献 2025 年 A 股盈利回升的主要增量	25
图表 51: 预计 24 年全 A 非金融企业归母净利润增长+5.2%	25
图表 52: 前期财政脉冲或对明年 M1 有正面支撑.....	26
图表 53: 前期货币政策或对明年 M1 也有正面支撑	26
图表 54: 地产销售面积增速跌幅有望逐步收窄	26
图表 55: 基准情形下, 2025 年 A 股 ERP 预计回落到 3%	27
图表 56: 基准情形下, 2025 年 A 股对应合理市盈率估值约 19.4x.....	27
图表 57: 中国相对其他新兴市场 PB、ROE 均有折价	27
图表 58: 中国资产超额 ROE 与 PB 溢价率正相关.....	27
图表 59: PB-ROE 视角下, 高端制造、医药、内需消费国内头部公司较海外可比标的具备性价比	28
图表 60: 二级视角下的 PB-ROE 估值情况	29
图表 61: 10 月, 以制造业 PMI 中的新订单与新出口订单剪刀差衡量, 内外需剪刀差出现触底回升迹象	30
图表 62: 美国对中国加征关税的情景分析, 短期内加征 10% 的关税或将降低中国出口 2.5-3.7 个百分点	30
图表 63: 海外制造业 PMI 已持续回落 1Q, 我国出口有周期性下行压力	31
图表 64: 内需政策加码, 9 月广义财政支出明显加速	31
图表 65: 低关税情形下, 2025E 投资、消费及出口增速宏观预测.....	31
图表 66: 高关税情形下, 2025E 投资、消费及出口增速宏观预测.....	31
图表 67: 从自下而上的盈利预测看, 2025 年地产基建链和内需消费链相对出口链的盈利增速剪刀差可能回升.....	32
图表 68: 申万二级行业估值与筹码分位数比较, 内需消费链和地产基建链是低估值与低筹码的交集.....	33
图表 69: 内需消费链及地产基建链的库存周期筛选: 处于被动去库 or 主动补库的行业	33
图表 70: 食品加工: 存货周转率及补库现金流指引正面.....	34
图表 71: 调味发酵品: 存货周转率及补库现金流指引正面	34
图表 72: 以汽车和粮油食品作为可选品和必需品的代表, 可以观察到必需品的改善更滞后, 是经济复苏的因变量	34
图表 73: 亏损企业数量/金额同比持续负增长阶段通常对应产能利用率趋势回升	35
图表 74: 当前产能利用率/固定资产周转率明显低于 17-19 年均值且仍存在下行压力的行业主要包括建材、电新、医药、汽车、餐饮、电子等	35
图表 75: 主要行业固定资产周转率分位数 vs 资本开支/营收	36
图表 76: 考察估值、筹码水位, 光伏、化学制品、能源金属、军工电子等当前或已较充分计入供给侧压力	37
图表 77: 2011-2015 年煤炭 PB 最低降至 1.0x, 毛利率见底后回升	37
图表 78: 2012-2016, 工业金属 PB 最低降至 1.5x, 毛利率见底后回升	37
图表 79: 2010-2012 年面板 PB 最低降至 2.0x, 领先 ROE 拐点 1Q	38
图表 80: 2010-2012 年乘用车 PB 降至 1.5x, 领先 ROE 拐点 1Q	38
图表 81: 主动扩产且有一定持续性的行业筛选	38
图表 82: 被动去产且产能利用率有望继续提升的行业筛选	38
图表 83: 主动去产后期 (准出清) 行业筛选	39
图表 84: 联储降息周期中几乎均伴随美债期限利差扩张.....	39



图表 85: 6 月以来特朗普胜选概率上升阶段美债期限利差扩张	39
图表 86: 分母端, 25H1 长端美债利率上行或导致成长相对估值承压	40
图表 87: 分子端, 期限利差扩张对应美国经济预期改善	40
图表 88: 宽货币+宽财政或带动国内长端利率回升, 收益率曲线陡峭化	40
图表 89: 2004 年以来国内收益率曲线经过 14 轮陡峭化	40
图表 90: 复盘国内长端利率上行+期限利差扩张的典型区间, 风格上价值占优, 行业上非银和消费 (纺服/家电/商贸等) 占优	41
图表 91: 宏观量、经济预期、金融条件和利润率的拐点或渐次出现, 大金融有望迎来复苏确认行情	42
图表 92: 资产端+负债端共振向好或驱动保险超额收益	42
图表 93: 市场波动中枢和成交额抬升或驱动券商超额收益	42
图表 94: 选举结果概率分布: 共和党+统一国会 (37%) 及民主党+分裂国会 (28%) 为两个主流情形	43
图表 95: 特朗普在部分贸易及移民政策上有一定自主权, 而统一国会意味着其财政及其他贸易主张置信度上升	43
图表 96: 2018-19 年的经验显示, 投资者将加征关税视作一种系统性风险, 造成全 A fPE 的回落	44
图表 97: A 股仅有 1 轮典型的“自主可控”行情, 持续时间长 (2017-2021)、超额弹性大 (区间超额收益 385%)	45
图表 98: 主机厂合同负债+预收款情况	45
图表 99: 重点新兴产业当前渗透率水平概览	46
图表 100: 生成式 AI 发展的三个阶段	47
图表 101: AI agent 目前或处于渗透率 7% 的关键时期	47
图表 102: PC 是否 AI 化对用户换机意愿的影响	47
图表 103: PC 换机周期	47
图表 104: AI PC 相比于 PC, 增量价值主要集中于 CPU、DRAM 中	48
图表 105: 全球 AI 手机出货量及预测	48
图表 106: 中国 AI 手机出货量及渗透率预测	48
图表 107: 2024 年, AI 服务器出货量占服务器出货量占比或为 12%	49
图表 108: 英伟达 GB200 NVL72 液冷系统价值构成	50
图表 109: 2024-2026 年, 智能驾驶收入测算	50
图表 110: 根据 SAE 自动驾驶分级标准, 目前正从 L2 向 L3 加速迈进	51
图表 111: 2020-2025E 国内乘用车各级别自动驾驶渗透率	51
图表 112: HUD/天幕玻璃/毫米波雷达/激光雷达/空气悬架/线控制动 IBS 等智能驾驶核心零部件渗透率处于或将进入 5-20% 的“奇点时刻”	51
图表 113: 毫米波雷达市场规模	51
图表 114: 2026 年低空经济规模或突破万亿	52
图表 115: 2026 年 eVTOL 市场规模预计提升至 95 亿元	52
图表 116: 2025 年, BC 电池产量或进入快速提升阶段	52

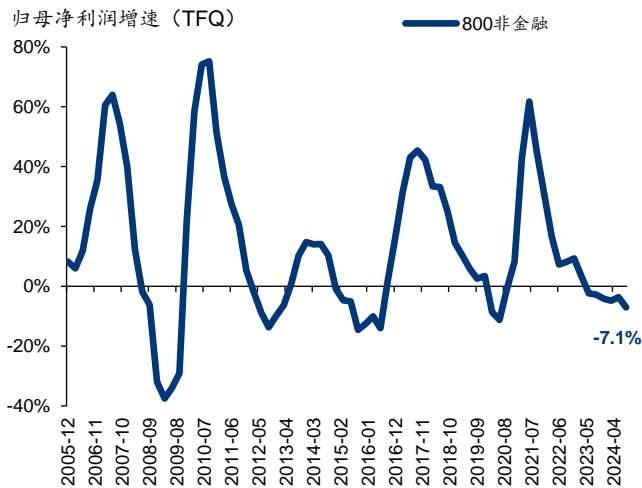
大势研判 — β 型机会在 2025 年下半年

迎接三周期的共振企稳年

盈利周期并未消失，而是被“高维”因素暂时“熨平”

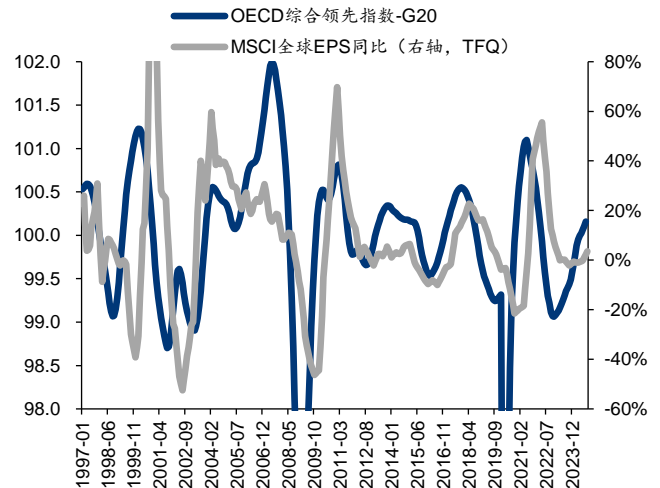
适逢 A 股三季报披露完成，投资者“并不意外地”发现，非金融板块盈利增速继续下行，以滚动四个季度计算，中证 800 非金融板块归母净利润同比已从 2021 年二季度下行了三年零一个季度，跨度比历史下行周期都要长。这与全球上市公司的总体盈利趋势产生了背离，MSCI 全球指数 EPS 同比自 2023 年三季度以来进入上行通道，与全球库存周期的先行指标的指引趋势一致（OECD 综合领先指标自 2023 年一季度以来上行）。由此，不少投资者质疑，A 股盈利周期是否仍然存在，对于投资是否仍有指引？

图表1：A 股盈利增速下行已超 3 年



资料来源：Wind，华泰研究

图表2：全球盈利周期在 2023 年“如期”开启弱复苏



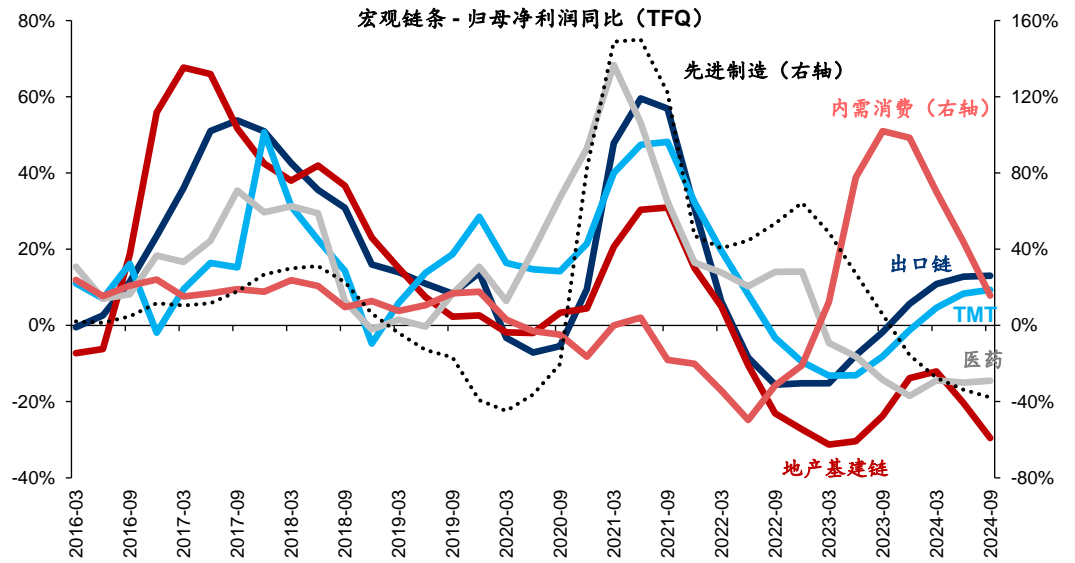
资料来源：Haver，Bloomberg，华泰研究

我们认为，A 股盈利周期并未“消失”，而是被“高维”的因素“熨平”。在多数语境下，我们探讨的企业盈利周期，与宏观维度上平均 3.5 年一轮的库存周期是近似的概念，是宏观到微观的映射。然而，在 3.5 年一轮的库存周期之上，还有 8~10 年一轮的产能周期、20 年一轮的地产建筑周期；更高维度的周期运行方向，会叠加在低维的库存周期方向之上，对盈利周期形成综合影响。这一综合影响的结果可能是，中期内由于高维周期处于下行阶段（且其下行阶段的持续时间甚至可能长于一轮完整的库存周期），尽管库存周期出现了正常上行的波段，在最终的企业盈利上也无法看到显著的上行阶段；表观上，投资者看到企业盈利增速超过预期时长期地持续下行，担忧周期“消失”。

作为盈利周期被暂时“熨平”的观点验证，我们提供四点观察：

第一，将 A 股非金融板块按照宏观因子驱动，拆分为六大链条，2022 年以来，先进制造、地产基建链、医药三大链条的盈利增速持续下行，而出口链、TMT、内需消费三大链条的盈利增速则出现了跟随全球库存周期式地“正常”周期波动。从微观来看，不同宏观逻辑链条的盈利周期性仍然广泛存在。

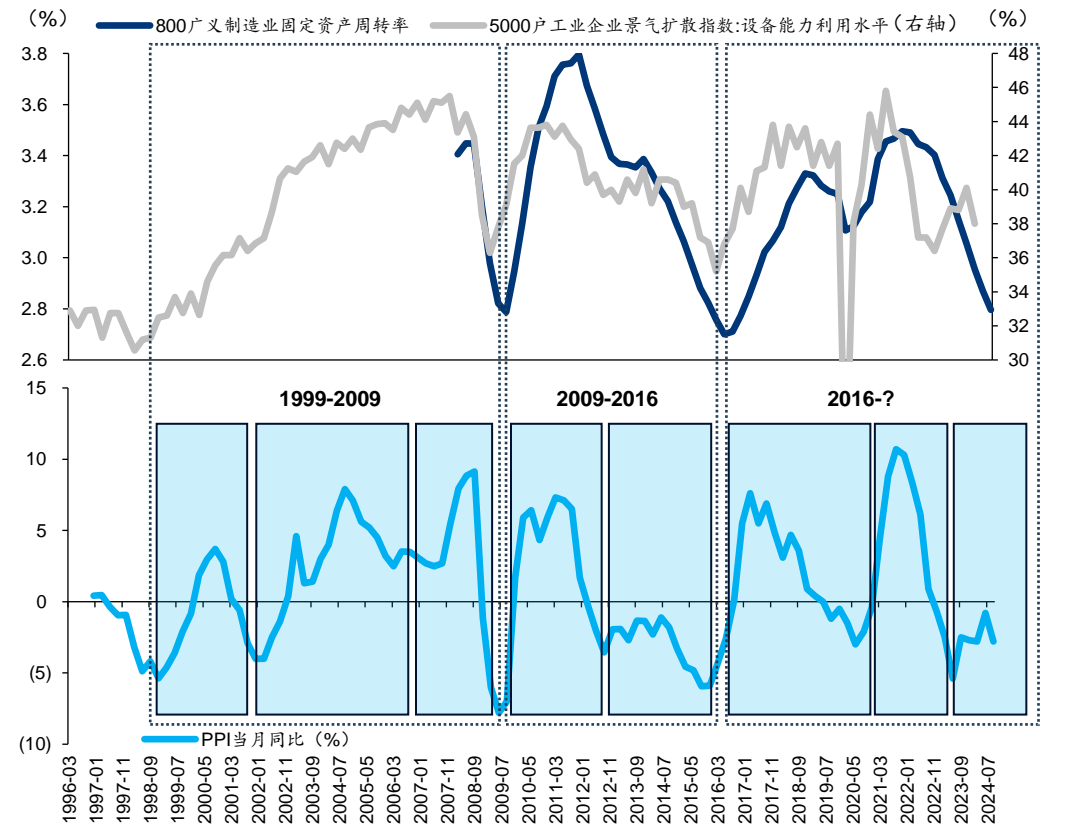
图表3：先进制造、地产基建链、医药的周期性“消失”，但出口链、TMT、内需消费的周期性仍存在



注：基于中证800成分股
资料来源：Wind, 华泰研究

第二，中国产能周期自2021年年末进入下行阶段，从发达经济体的经验来看，这一下行阶段往往持续3年左右，刚好覆盖一轮完整的库存周期。在微观上，本轮产能周期下行体现为，先进制造链的盈利周期性暂时“消失”。但反过来，凭借企业自下而上的自发式调整，及政府部门自上而下的宏观产能调控，产能周期下行阶段终会结束，此后，曾面临过剩压力的板块盈利周期性将会再度回归；我们认为本轮新产能周期的起点，大概率在明年二季度至四季度之间（参见我们在【产能周期：25H2 产能周期拐点上新能源等先进制造的估值修复机会】部分的深度分析）。

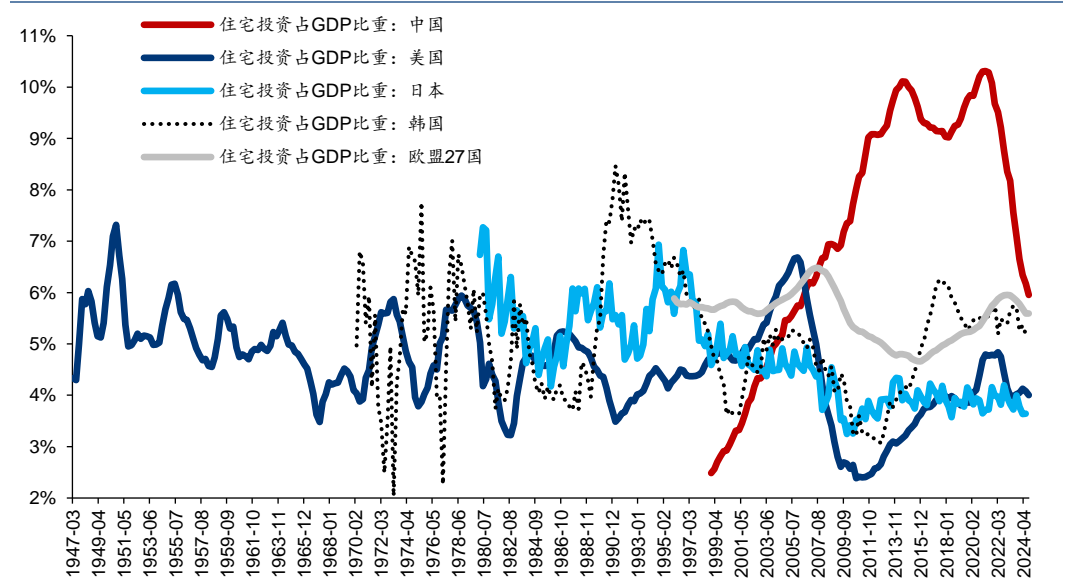
图表4：“高维”因素1：产能周期下行对先进制造盈利构成拖累



资料来源：Wind, 华泰研究

第三，地产大周期的变化、新旧动能的快速切换，在宏观和微观层面都有充分反映，为上市公司的盈利周期带来“阵痛”和“远方”。2021年下半年起，中国地产进入调整阶段；宏观维度上，住宅投资（包含土地购置费）占GDP比重已由2021年历史高点10.3%调整至6.0%（截至3Q24），尽管较美国、日本的水平（过去5年在4.0%左右）仍有一定距离，但已非常接近欧盟、韩国的水平（过去5年在5.5%左右）；微观维度上，A股非金融板块中，过去四个季度，地产基建链的累计收入占比为24%，尽管仍是第一大贡献板块，但较历史峰值（2020：35%）已有显著下行，与此同时，先进制造、内需消费、TMT、出口链、医药等代表新经济的领域收入占比则自2020年以来加速扩张。

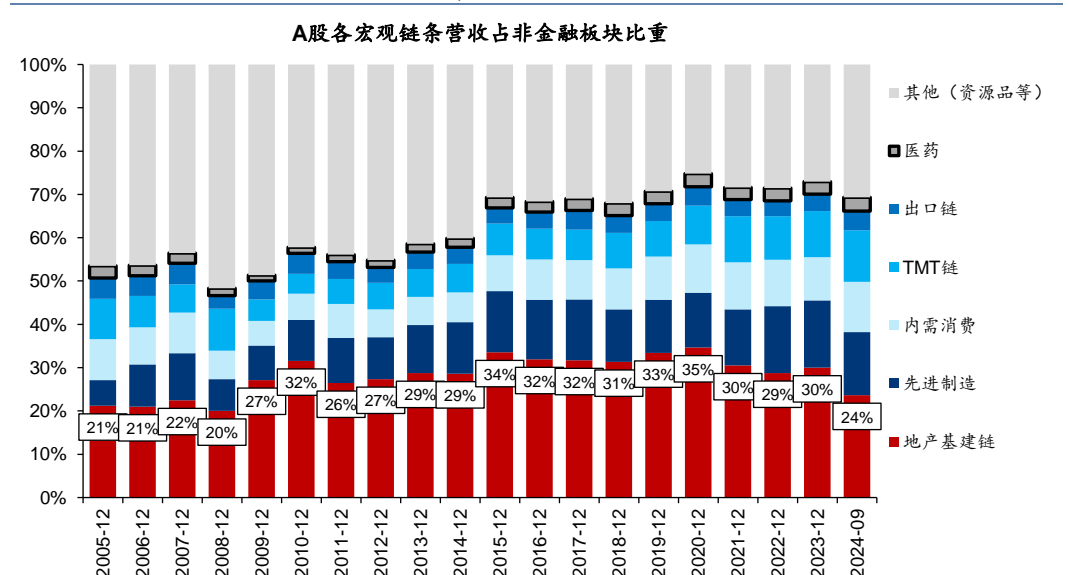
图表5：“高维”因素2：新旧动能的切换



注：中国住宅投资包含土地购置费；均为滚动四个季度（TFQ）口径

资料来源：Wind, CEIC, 华泰研究

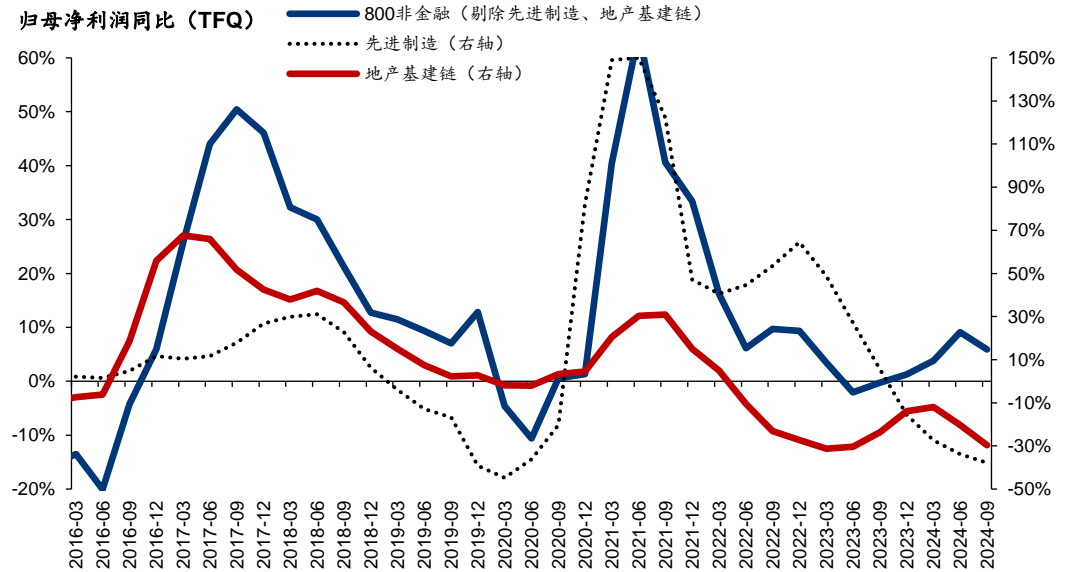
图表6：地产基建链仍是非金融第一大收入贡献，但较2020年峰值时期已有下降



注：基于中证800成分股

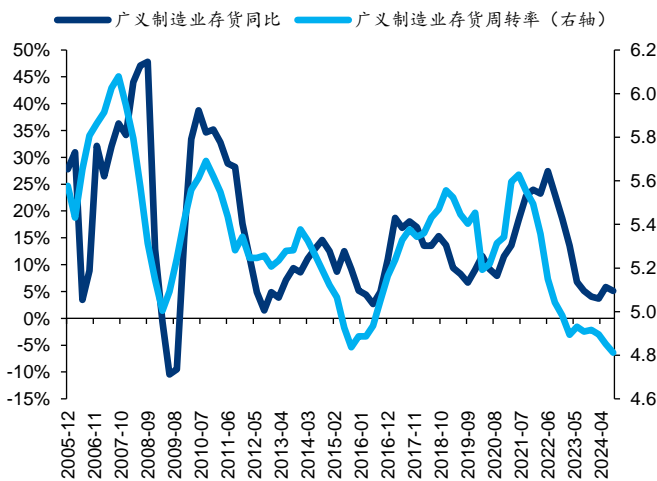
资料来源：Wind, 华泰研究

第四，剔除产能周期、地产建筑周期等“高维”因素的扰动后，A股盈利周期事实上与全球库存周期基本接轨，略微领先半步。2023年三季度以来，中证800非金融（剔除先进制造、地产基建链）归母净利润同比持续复苏，高点大概率已出现于2024年中报；通常盈利周期上行4-7个季度，在高维周期下行的压制下，本轮A股“真实”盈利周期上行了4个季度，为历史较短水平。

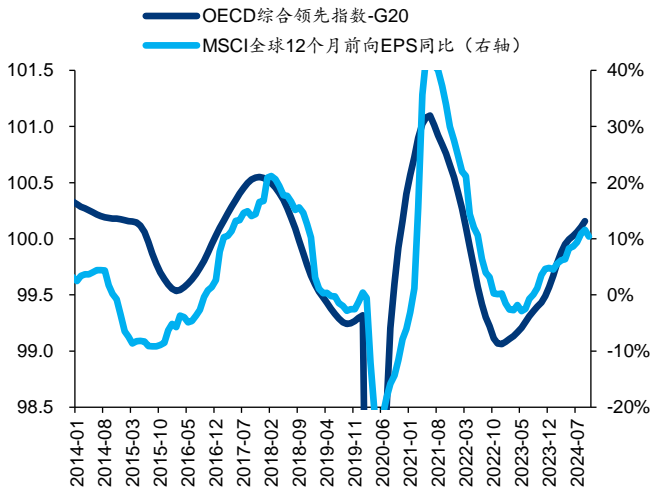
图表7：剔除“高维”因素后 A 股盈利周期与全球接轨


就去年三季度以来 A 股“真实”盈利周期高点或已出现在 2024 年中报的判断，我们的考量是：

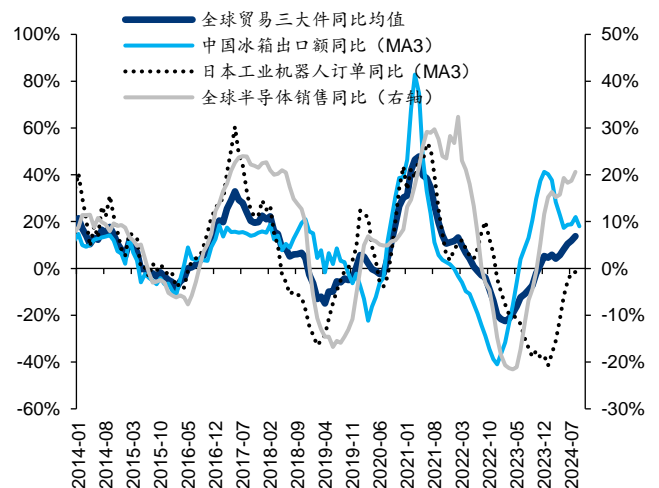
1) 微观财报视角下，先行指标指向国内库存周期在中期内将转向下行；中证 800 口径下广义制造业的存货周转率自 2Q24 起转向下行，存货周转率通常领先存货增速 1~3 个季度；补库现金流同比持续低位震荡，补库现金流通常领先存货增速 1~4 个季度。

图表8：存货周转率自 2Q24 起转向下行

图表9：补库现金流同比低位震荡

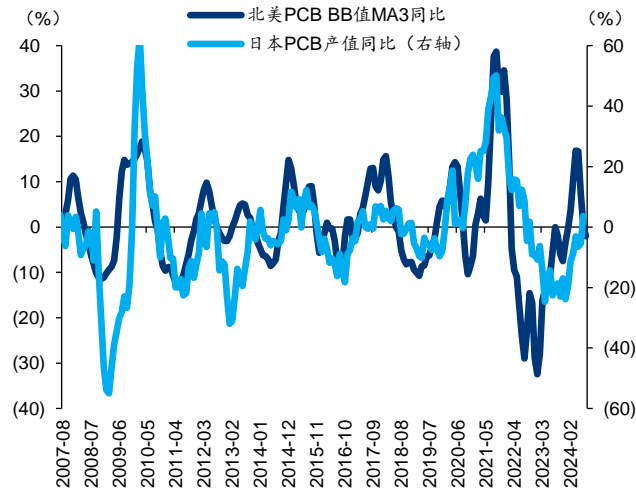

2) 中观产业视角下，先行指标指向出口链及 TMT——也即当前盈利增长的主要支撑项——在中期内盈利周期将转向下行；一方面，全球库存周期的领先指标、MSCI 全球指数前向 12 个月 EPS 同比已于 10 月开始回落，全球耐用品/电子元件/资本品的需求增长也开始出现显著分化，自 2023 年三季度以来的全球库存周期上行趋势，可能在 2025 年一季度进入尾声；另一方面，全球电子元器件库存周期的先行指标、北美 PCB 订单出货比 (Book-to-bill ratio) 于三季度以来转入周期下行，全球半导体库存周期的先行指标、费城半导体指数相对标普 500 的超额收益也于三季度以来持续收敛，上述指引 TMT 的周期性增长或在岁末年初见顶（与 AIGC、数据中心、智能驾驶等相关的结构性增长，则取决于产品/应用落地情况）。

图表10：全球库存周期可能也已处于顶部区域


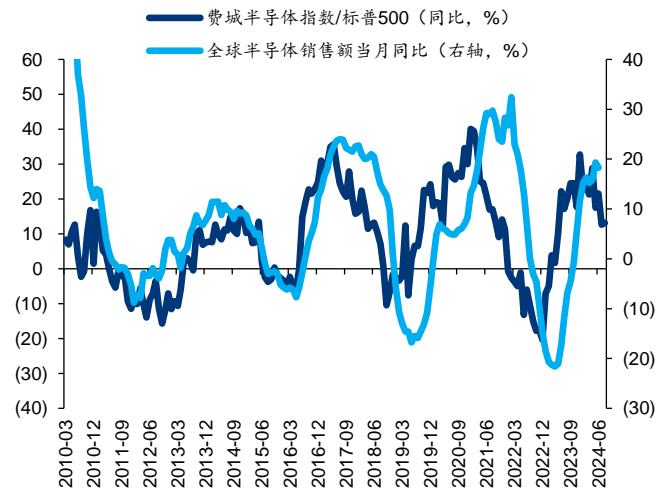
资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表11：全球耐用品、电子元件、资本品的需求周期已经分化


资料来源：Wind, 华泰研究

图表12：PCB库存周期先行指标于3Q24转向下行


资料来源：Wind, 华泰研究

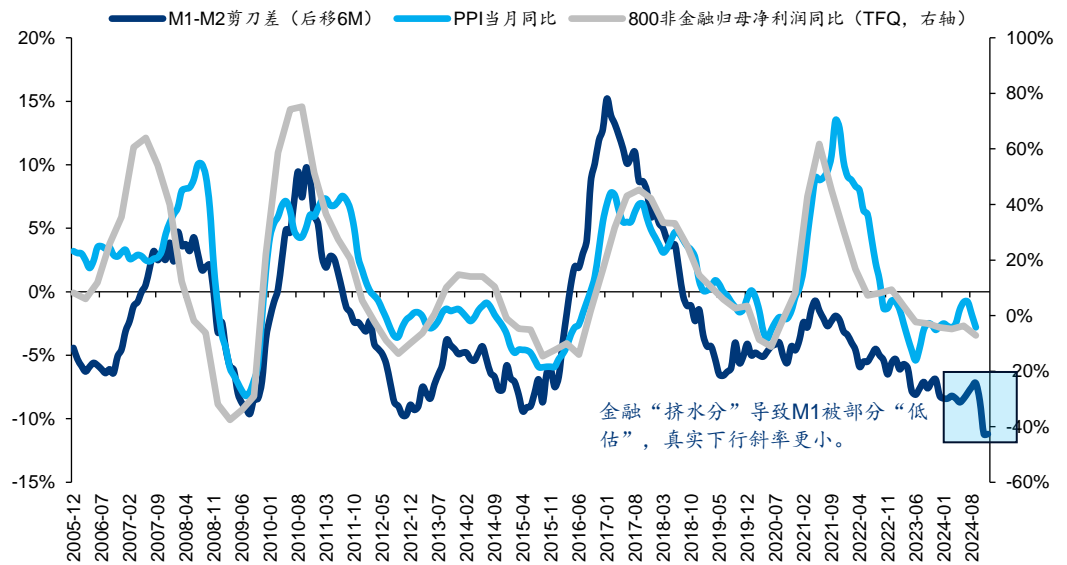
图表13：半导体库存周期先行指标于3Q24转向下行


资料来源：Wind, 华泰研究

#1 库存周期：“内生盈利”或自4Q25逐步复苏

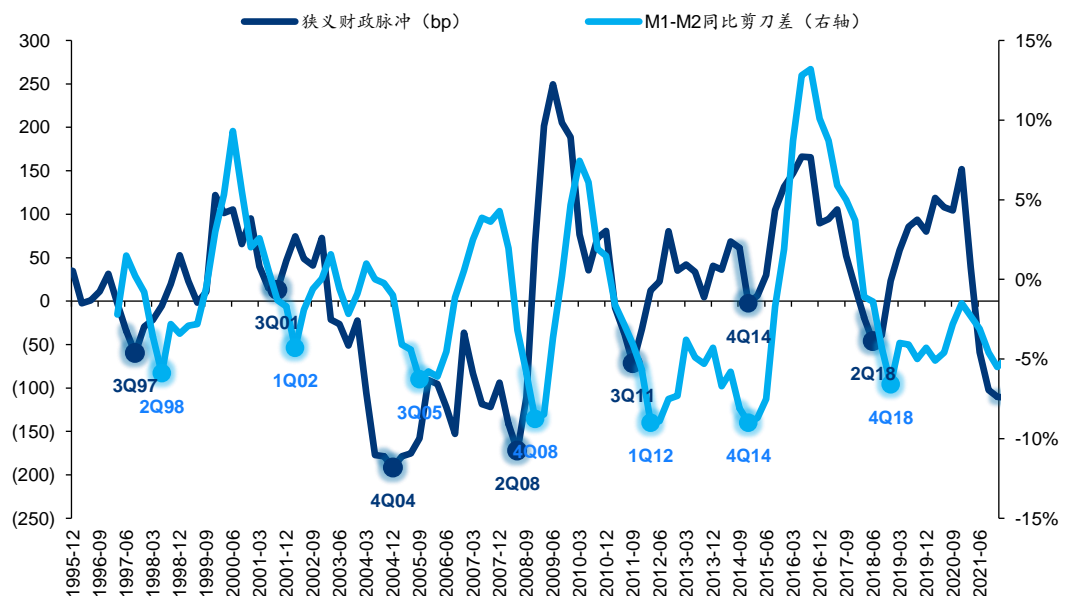
基于前文我们对A股盈利的拆解，向前看，对于企业盈利的定性判断，我们需依次分析内生实际库存周期趋势、产能周期趋势、地产周期趋势，分别对应A股非金融（剔除先进制造、地产基建链）盈利趋势、A股先进制造盈利趋势、A股地产基建链盈利趋势。

就内生实际库存周期而言，我们预计，2024年三季度至2025年三季度之间可能仍处于磨底阶段，2025年四季度起，进入复苏通道，政策→信用→库存周期的传导是前瞻判断库存周期的有效依据。信用周期的指标中，反映企业部门资金活化程度的M1-M2同比剪刀差，对国内库存周期、A股盈利周期具有约半年左右的领先性，尽管2024年二季度以来，受金融“挤水分”的影响，M1-M2同比剪刀差出现结构性变化（由于存款利率规范化，企业在银行体系的活期存款一部分转移向非银体系，从M1统计口径中流出），但在剔除金融“挤水分”影响后，M1-M2同比剪刀差至今能较好地预示库存周期及企业盈利周期的变化。

图表14：信用周期是企业盈利的先行指标


资料来源：Wind，华泰研究

而如何预判信用周期？借助政策周期进行分析。我们在《寻找波动中的“定力”》(2024.06.03)中提出，信用周期由财政脉冲、货币脉冲、新房销售共同驱动，其中，货币宽松向信用扩张的传导约四个季度，财政扩张向信用扩张的传导约两个季度，新房销售是影响信用周期的同步变量；在此前地产宽松、货币宽松均已落地、但效果有待显现的背景下，财政仍然大有可为，这也是投资者，尤其是外资投资者，更为关注财政政策的重要原因。

图表15：财政扩张向信用扩张的传导约需 2 个季度


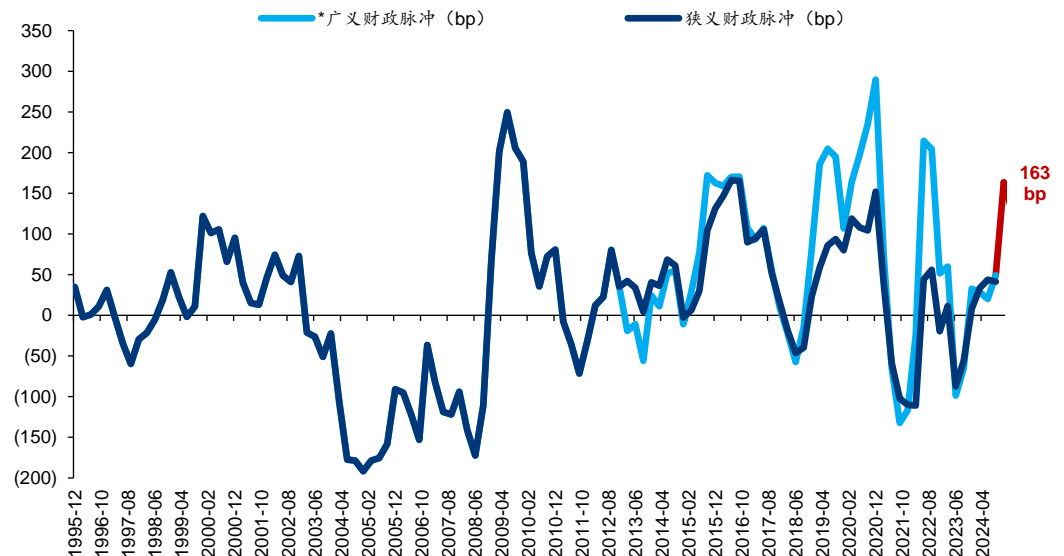
注：“财政脉冲”定义为过去四个季度财政赤字率与过去三年财政赤字率均值的差值；狭义口径仅包括第一本帐

资料来源：Wind，华泰研究

今年 10 月前，M1-M2 同比剪刀差处于同 2008 年、2014 年低谷期类似水平，彼时狭义财政赤字率（仅包含全国一般公共预算）较此前 3 年平均水平分别提升 250bp、170bp；而截至到三季度，狭义财政赤字率较此前 3 年平均水平提升 41bp，广义财政赤字率（包含全国一般公共预算和政府性基金收支）较此前 3 年平均水平提升 49bp，远低于 08 年、14 年时的财政力度，且也低于 2020 年（狭义财政赤字率、广义财政赤字率分别高出前 3 年平均水平 152bp、290bp），注意 2020 年时的信用收缩情况还要好于今年 10 月前。

不过，“924”政策组合拳以来，情况在发生变化，10月12日财政部新闻发布会表示，“中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间”，此表态意味着财政加力提效的概率在上升。华泰宏观团队认为，四季度起，广义财政开支或将出现显著提速（《内需温和回升，外围波动加大》）；按照同样口径测算，到今年四季度，广义财政赤字率将超过过去三年平均水平163bp，广义财政脉冲接近2015-2016的高峰水平；这意味着，在地产拖累不进一步扩大的前提下，信用周期（M1-M2同比剪刀差）的复苏可能在2025年二季度左右出现，库存周期（PPI等）的复苏、非先进制造&地产基建链A股企业盈利周期的复苏可能在2025年四季度左右体现。

图表16：三季度以来的广义财政扩张有望带动1Q25起信用周期修复、3Q25起“内生盈利”修复

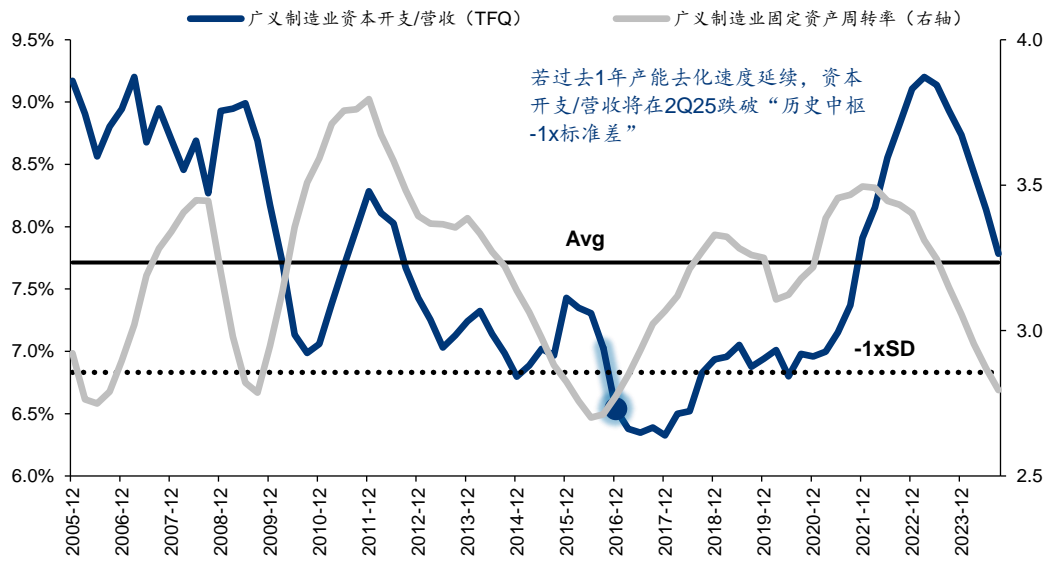


注：“财政脉冲”定义为过去四个季度财政赤字率与过去三年财政赤字率均值的差值；狭义口径仅包括第一本帐，广义口径包含第一和第二本帐；*广义财政脉冲在2012年以前未做季度披露
资料来源：Wind，华泰研究

#2 产能周期：供改或在2Q25~4Q25初见成效

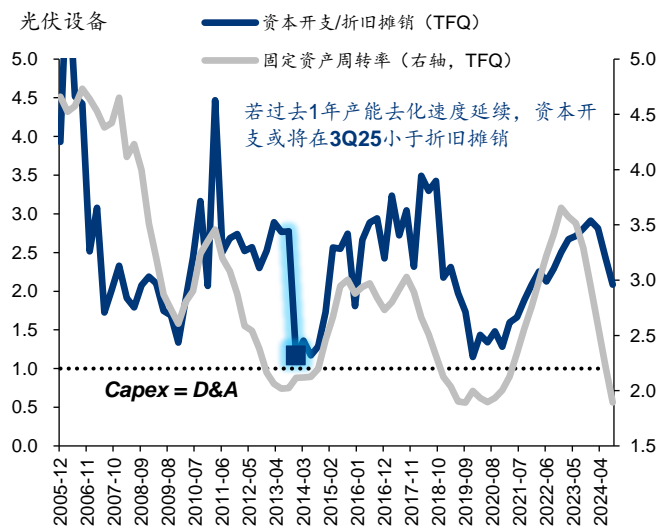
分析视角转向产能周期、先进制造的盈利周期。我们认为，底部拐点可能出现在2Q25~4Q25之间，基于资本开支/营收、资本开支/折旧摊销、实际现金储备三个视角的一致性指向。

第一，资本开支/营收视角。A股广义制造业资本开支/营收在5-10%区间范围内周期性波动，当跌破“中枢-1x标准差”以下时，供给加速收缩驱动产能利用率企稳回升，如2016年四季度；当回升至区间中枢以上时，供需再平衡导致产能利用率见顶回落，如2022年一季度。2023年二季度以来，广义制造业资本开支/营收趋势回落，近四个季度加速回落；若过去四个季度产能去化速度延续，广义制造业资本开支/营收或将在2Q25跌破“历史中枢-1x标准差”这一关键位置，对应产能利用率在2Q25企稳回升。

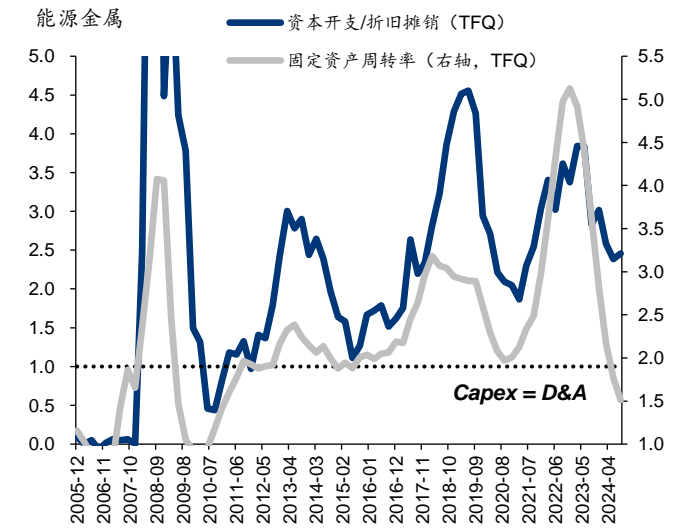
图表17：广义制造业资本开支/营收的比值可能在2025年下半年跌破-1x标准差阈值


注：基于中证800成分股
 资料来源：Wind，华泰研究

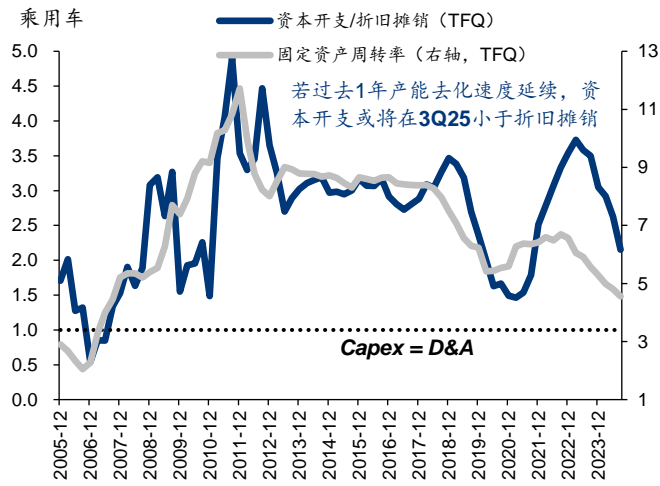
第二，资本开支/折旧摊销视角。不同行业的资本密集程度不同，资本开支/折旧摊销的中枢水平不同，重资产的行业高（如建筑装饰在4x左右），轻资产的行业低（如食品饮料在1.5x左右），但共性是，多数行业的资本开支/折旧摊销有均值回归特征，在一定范围波动，当资本开支/折旧摊销跌至区间下沿时、尤其是跌至接近1x时，往往对应强力的供给出清，以及产能周期的反转，如2014年一季度的光伏、2015~2016年间的工程机械、白酒、化工、钢铁。本轮供给侧压力较大的主体板块为光伏、能源金属（锂矿）、乘用车、化学制品等，其中，光伏、乘用车、化学制品的资本开支/折旧摊销已从3-4x的本轮高峰水平回落至2x左右，若过去四个季度产能去化速度延续，资本开支/折旧摊销有望在3Q25~4Q25跌破1x。

图表18：光伏设备：资本开支/折旧摊销目前处于2.1x


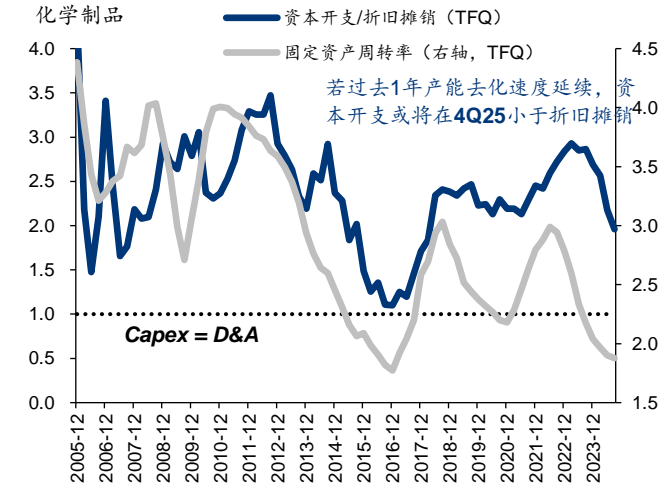
注：基于中证800成分股
 资料来源：Wind，华泰研究

图表19：能源金属：资本开支/折旧摊销目前处于2.5x


注：基于中证800成分股
 资料来源：Wind，华泰研究

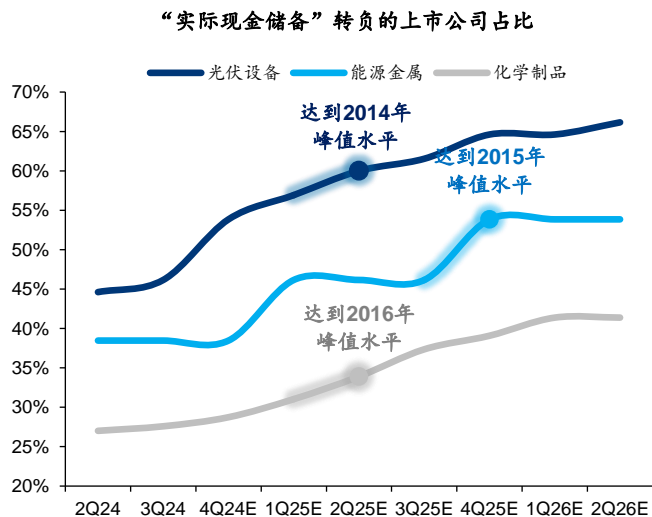
图表20：乘用车：资本开支/折旧摊销目前处于 2.2x


注：基于中证 800 成分股
资料来源：Wind，华泰研究

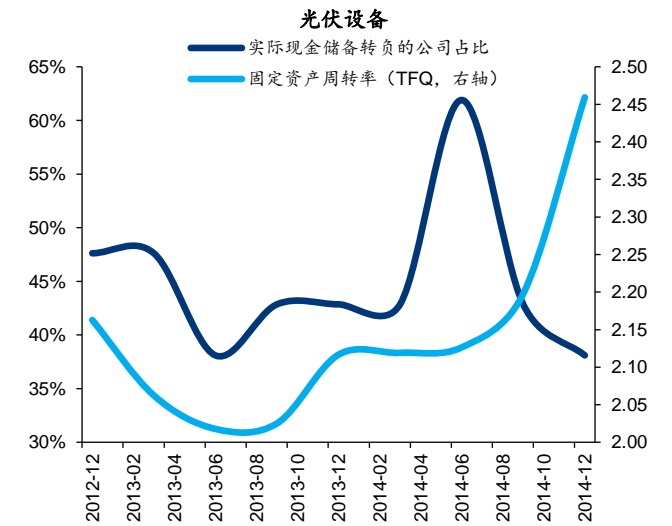
图表21：化学制品：资本开支/折旧摊销目前处于 2.0x


注：基于中证 800 成分股
资料来源：Wind，华泰研究

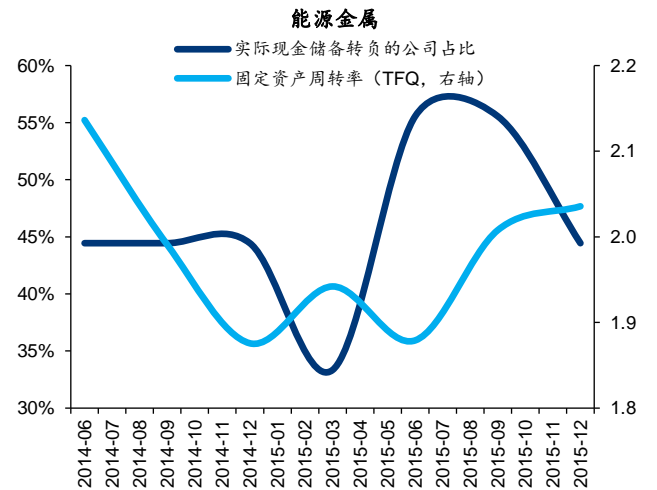
第三，实际现金储备视角。现金储备是企业产能扩张的“资本”，若现金储备面临压力，则产能扩张受限，极限情形下，实际现金储备转负，可能意味着产能退出、供给加速出清。我们参考华泰电力设备及新能源团队在《光伏全球巡礼中国篇：供需失衡，何时出清》（2024.09.28）中的测算方式，对过剩主体板块——光伏、能源金属、乘用车、化学制品的上市公司进行实际现金储备的路径预测估算，并将其与这些板块上一轮产能周期底部拐点的产业状态进行对比。我们发现，按照当前部分企业的经营性现金流亏损速度，在不出现大额筹资性现金流补充的情况下，2Q25~4Q25 间，光伏、能源金属、化学制品实际现金储备转负的上市公司比重将快速上升，可能达到“关键反转水平”（即跟该产业上一轮产能周期底部时期类似的水平）。

图表22：供给存压行业现金储备或在 2Q25~4Q25 间达到“关键水平”


注：实际现金储备=现金及等价物+交易性金融资产+1年内到期的非流动资产+应收账款及票据-（短期借款+1年内到期的非流动负债+应付账款及票据）
资料来源：Wind，华泰研究

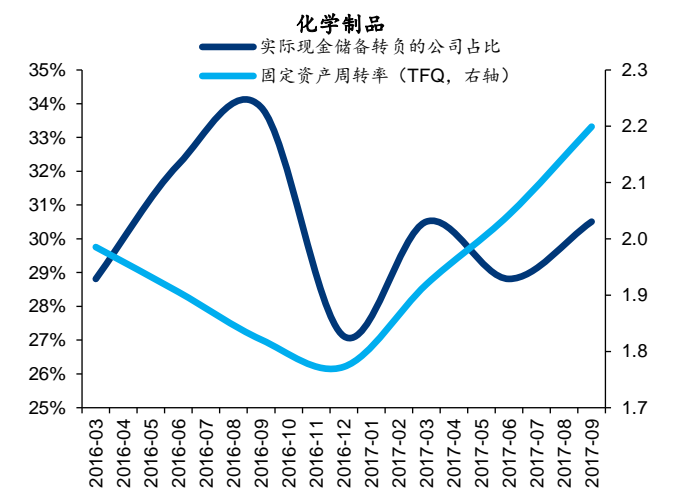
图表23：2014 年光伏实际现金储备为负的公司占比峰值为 62%


注：实际现金储备=现金及等价物+交易性金融资产+1年内到期的非流动资产+应收账款及票据-（短期借款+1年内到期的非流动负债+应付账款及票据）
资料来源：Wind，华泰研究

图表24：2015年轻矿实际现金储备为负的公司占比峰值为56%


注：实际现金储备=现金及等价物+交易性金融资产+1年内到期的非流动资产+应收账款及票据-（短期借款+1年内到期的非流动负债+应付账款及票据）

资料来源：Wind，华泰研究

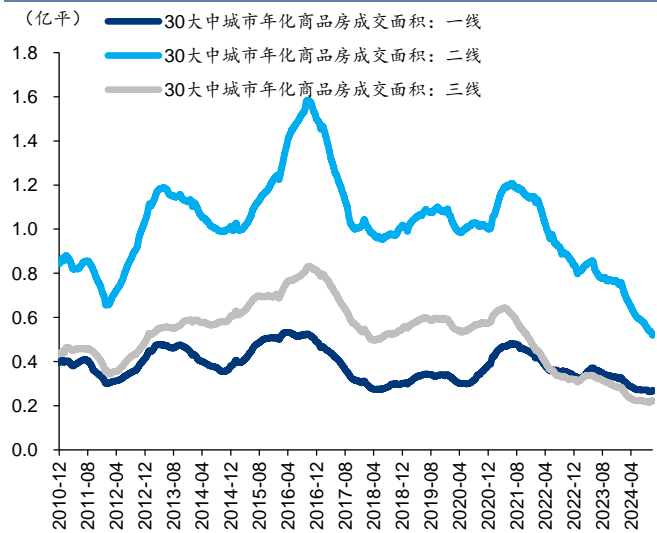
图表25：2016年化学制品实际现金储备为负的公司占比峰值为34%


注：实际现金储备=现金及等价物+交易性金融资产+1年内到期的非流动资产+应收账款及票据-（短期借款+1年内到期的非流动负债+应付账款及票据）

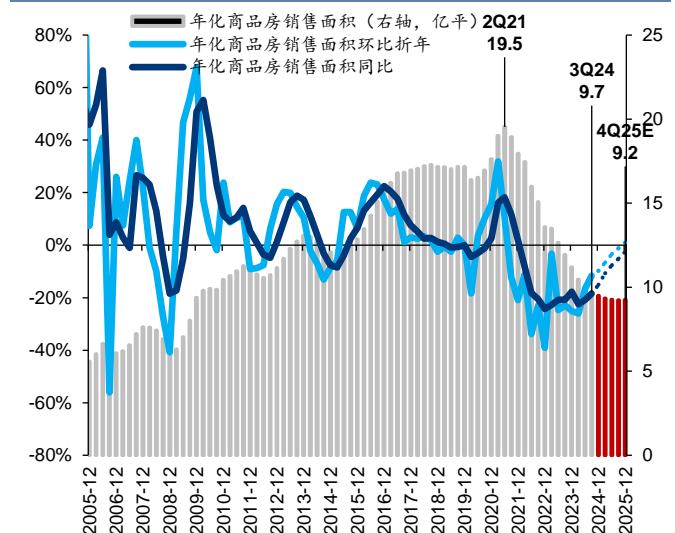
资料来源：Wind，华泰研究

#3 地产周期：销售面积有望在2025年下半年“止跌企稳”

最后，分析视角来到地产周期、地产基建链的盈利周期。华泰地产团队、华泰宏观团队预计，销售面积有望在2025年下半年“止跌企稳”。1)从5月地产政策转向去库存，到“924”政策组合拳，地产销售在一线、三线城市上出现了结构性的积极变化，其中，一线城市新房年化销售面积6月至今基本稳住，三线城市新房年化销售面积在“924”之后基本稳住，二线城市仍面临调整压力；2)华泰宏观团队在《内需温和回升，外围波动加大》中判断，基准情形下，商品房（住宅+商业地产）年化销售面积或在3Q25后环比企稳；3)华泰宏观团队在《内需温和回升，外围波动加大》中重申，基准情形下，维持住宅年化销售面积底部区间为6-7亿平的判断，市场有望在2025年下半年接近这一水平。

图表26：一线已有企稳迹象，三线下行趋势放缓，二线仍面临压力


资料来源：Wind，华泰研究

图表27：新房年化销售面积有望在2025年年中左右“止跌企稳”


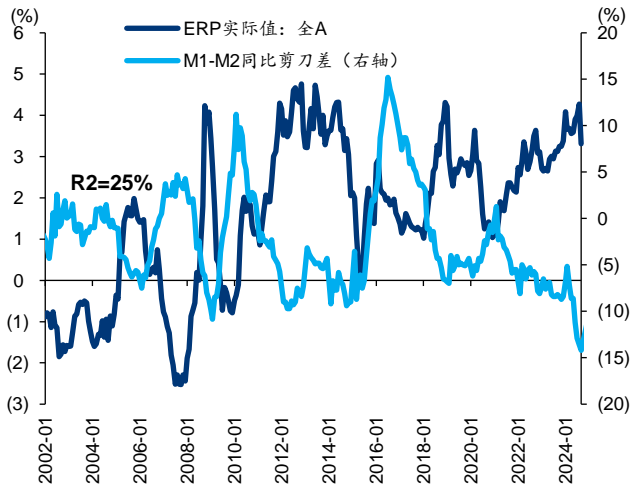
资料来源：Wind，华泰研究预测

估值中枢或呈“波浪式”运行

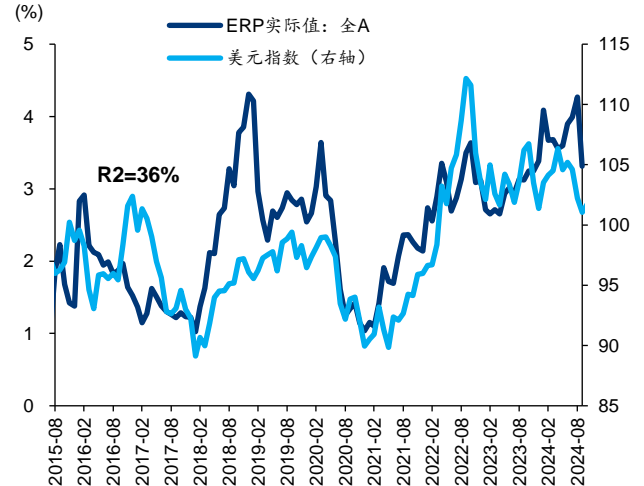
第一阶段估值修复已基本到位

如我们在《中国资产重估第二阶段配置主线》（2024.10.13）中所述，“924”政策组合拳以来的第一阶段估值修复，时间上和空间上已基本到位，当前Wind全A指数（后简称“全A”）18x左右的PE_TTM水平是对于眼下宏观环境的中性、合理点位，不存在明显低估或高估，原因如下：

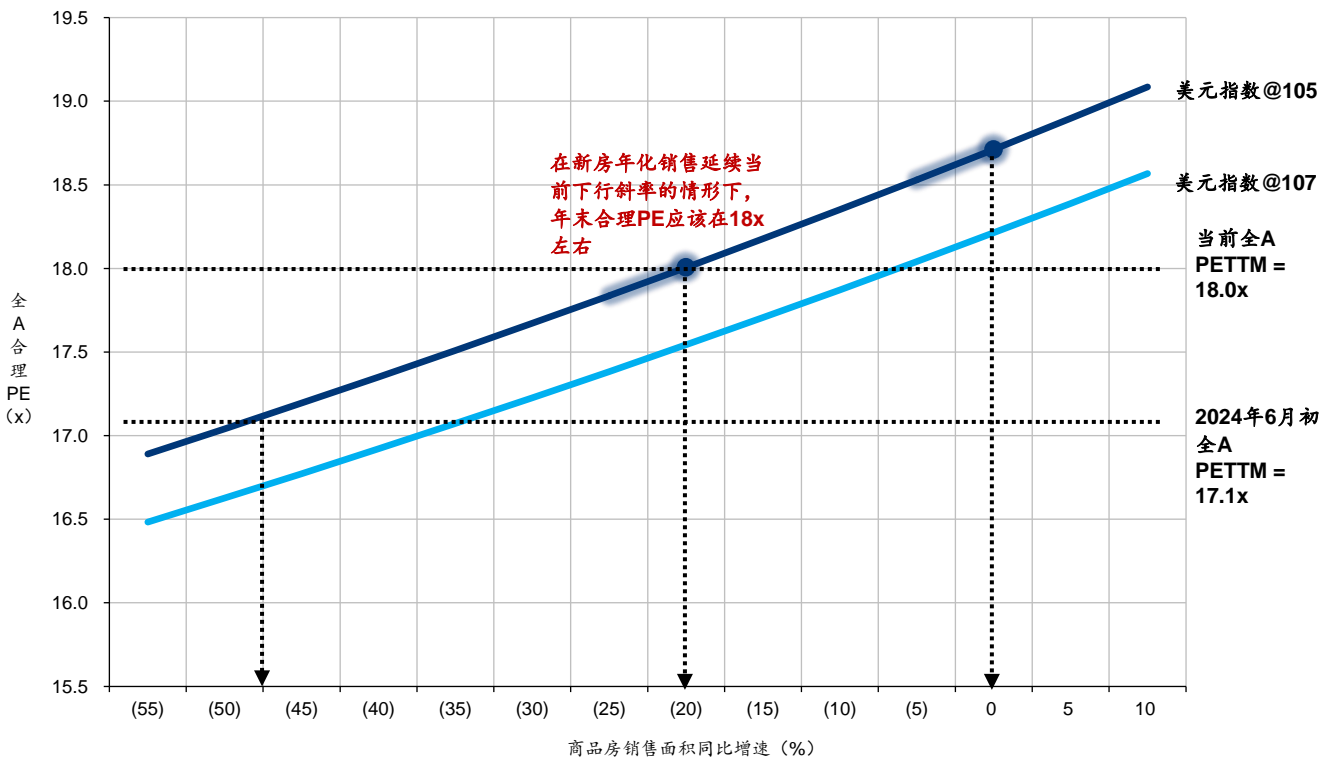
第一，定量来看，全A当前PE与宏观变量指引的“合理”PE基本相当。定量地，A股风险溢价主要受信用周期、美元周期驱动，前者通过影响远期盈利周期来影响当期风险溢价（信用扩张/收缩对应半年以后盈利周期上行/下行），后者通过影响全球流动性分配来影响当期风险溢价（强/弱美元对应全球宏观流动性趋向发达/新兴市场），我们也基于此构建A股“合理”风险溢价及“合理”估值模型。在中期策略展望《寻找波动中的“定力”》(2024.06.03)中，我们测算得到，基准情形下，全年地产销售面积下降20%、美元指数在105附近震荡，年末全A合理PE_TTM在18x左右；10月中旬以来，经过了过度悲观预期的修正之后，全APE_TTM就在18x上下窄幅震荡，定价合理。

图表28：A股风险溢价的双元模型——信用周期


资料来源：Wind，华泰研究

图表29：A股风险溢价的双元模型——美元周期


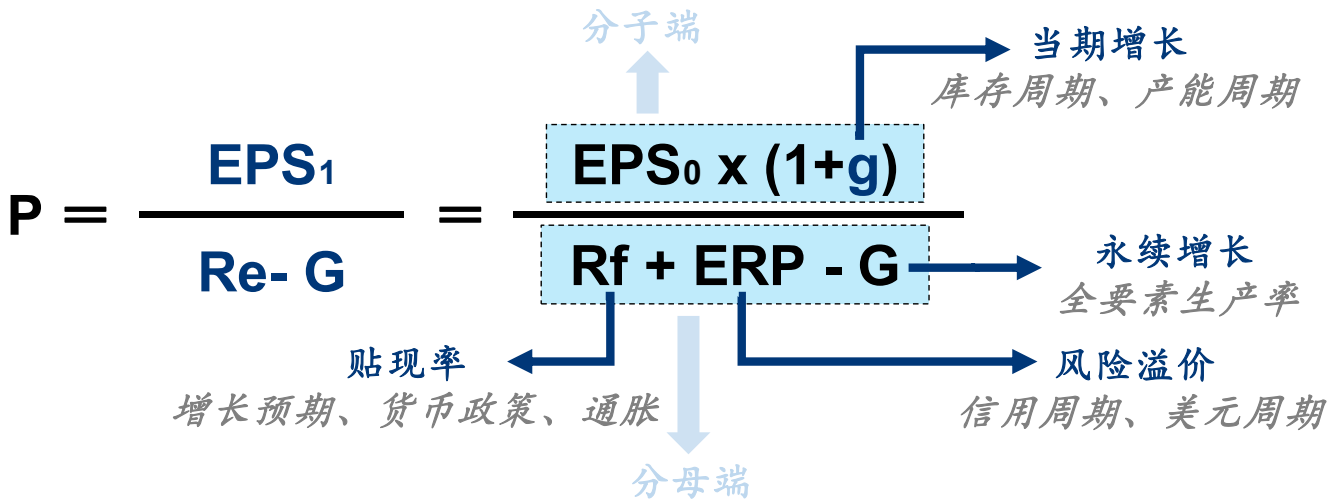
资料来源：Wind，华泰研究

图表30：我们曾在中期策略中提出，基准情形下年末全A合理PE在18x左右


资料来源：Wind，华泰研究预测

第二，纵向来看，全 A 当前风险溢价与 5 月水平相当，高于 1Q23，定价合理。定性而言，风险溢价是对盈利预期、宏观流动性预期、政策力度预期的综合反映，**当前盈利+流动性+政策预期构筑的权益资产综合环境，与今年 5 月“旗鼓相当”，但不及 1Q23**：1) 盈利预期端，中证 A500 指数 2025E 盈利预期自“924”以来企稳，但仍低于今年 5 月，显著低于 1Q23；2) 宏观流动性端，当前美元指数点位与今年 5 月、1Q23 均基本一致(105 左右)；3) 政策力度，“924”政策组合拳及后续政策预期(金融+货币+财政+地产的一揽子措施)，强于今年 5 月(地产去库存)，与 2022 年末的政策转向(Re-open+地产三支箭)力度可比。

图表31：定性来看，风险溢价是对盈利预期、流动性预期、政策预期的综合反映



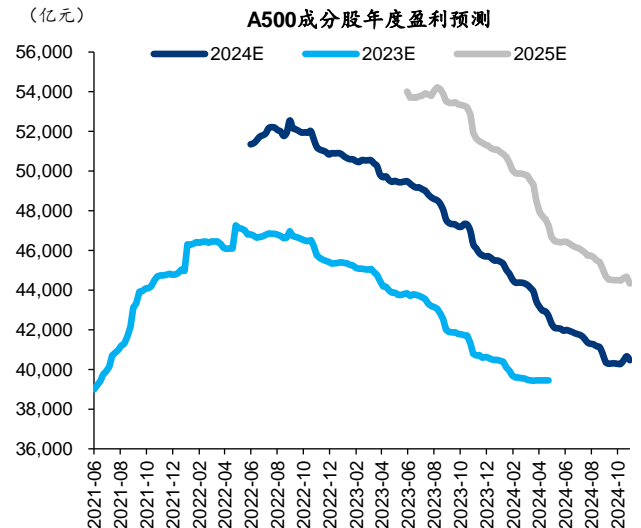
资料来源：华泰研究

图表32：当前 A 股风险溢价与 5 月持平，处于合理水位



资料来源：Wind，华泰研究

图表33：A 股盈利预期自“924”以来企稳，但低于 5 月



资料来源：Bloomberg，华泰研究

第三，横向来看，A 股较其他新兴市场折价率从“924”前的 20%收敛至 10%，或处于合理范围。2023 年以前，与 MSCI 新兴非中国指数对比，沪深 300 基本“平价”，即前向 PB 折价/溢价率与前向超额 ROE 基本匹配；但这种相关性在此后发生变化，2023 年以来，沪深 300 前向 PB 下跌幅度远大于前向 ROE 下行幅度，较其他新兴市场前向 PB 折价 20%，隐含投资者在计入短期基本面下行压力之外、中长期的因素，其中可能包括，地产尾部风险、制造业产能周期下行、新旧动能转换、以及民企营商环境等。“924”政策组合拳发布后，沪深 300 估值折价率快速收敛至 10%（在 10 月 8 日一度达到“平价”），投资者降低了地产尾部风险预期，但对其余中长期压力的化解，保持观望、等待验证，这也基本合理。

图表34：A股较其他新兴市场前向PB折价率从“924”前的20%收敛至10%


资料来源：Bloomberg，华泰研究

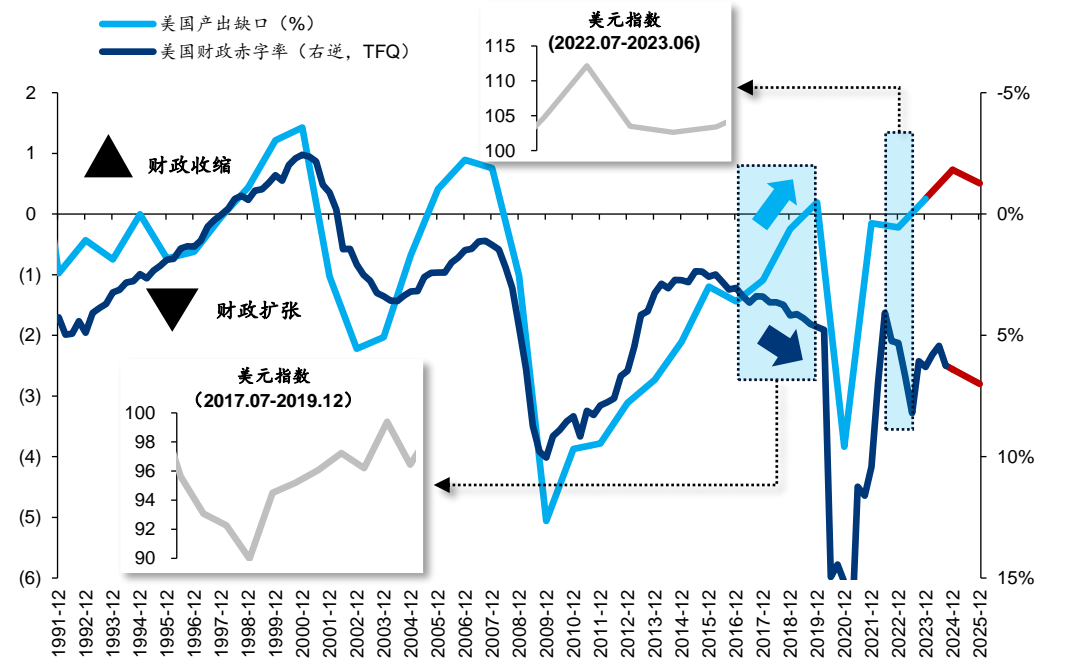
2025年绝对估值或“退一进二”，相对估值有望上修

向前看，信贷周期和美元周期的边际变化决定了A股绝对估值中枢的运行方向，而产能周期、地产周期的边际变化则决定了A股相对估值中枢的运行方向。我们预计，A股绝对估值中枢或呈现“退一进二”走势，上半年有压力，下半年有机会；A股与其他新兴市场对比的相对估值中枢，则全年有望持续上修，原因如下：

第一，对于绝对估值而言，上半年有压力，下半年有机会。如前文所述，A股风险溢价受信贷周期和美元周期的二元驱动，受益于四季度起的财政脉冲快速扩张，信贷周期有望在**2025年一季度进入修复阶段**，这对A股估值有正面影响，但美元周期的上行压力更可能在**短期占据主导**。基准情形下，假如共和党获选，投资者评估宽财政+紧移民+加征关税的综合影响，三者或将分别导致核心商品通胀预期、核心服务通胀预期、输入性通胀预期上修，以及综合地，增长预期的上修，推动美元进一步走强。尤其是，若美国企业减税新政推进速度较快，带有“顺周期式”色彩的宽财政可能让美元重现**2017-2019年、2022年下半年-2023年上半年的强势表现**。

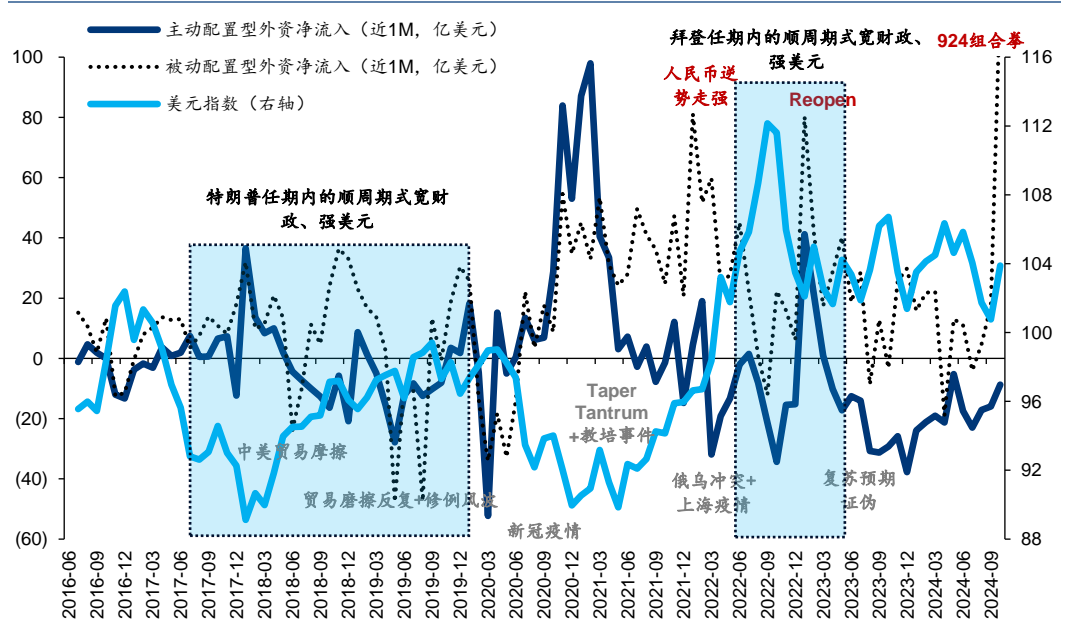
历史上，美国宽财政基本出现在产出缺口负向扩张的阶段，以对冲经济下行压力，1980年至今，美国仅有两轮“顺周期式”宽财政，第一段为特朗普上一届任期中的**2017年下半年至2019年下半年**，第二段为拜登政府时期的**2022年下半年至2023年上半年**，两轮“顺周期式”宽财政均带来了美元的持续走强、主动配置型外资回流美国。根据OECD预测，与历史对比，**2024年及2025年美国产出缺口不弱、且当前联邦政府的赤字率亦不算低**，在财政已经较为宽松的情形下进一步扩张赤字，可能触发美元中枢再次上移、压制新兴市场权益资产的估值扩张（此时，若美股投资者对滞胀的担忧上升，美股也未必受益于强美元）。

图表35：若特朗普减税主张落地，“顺周期式”宽财政或将进一步推高美元



资料来源：Wind, OECD 预测, 华泰研究预测

图表36：美国两轮“顺周期式”宽财政阶段，强美元均引发了主动配置型外资的流动

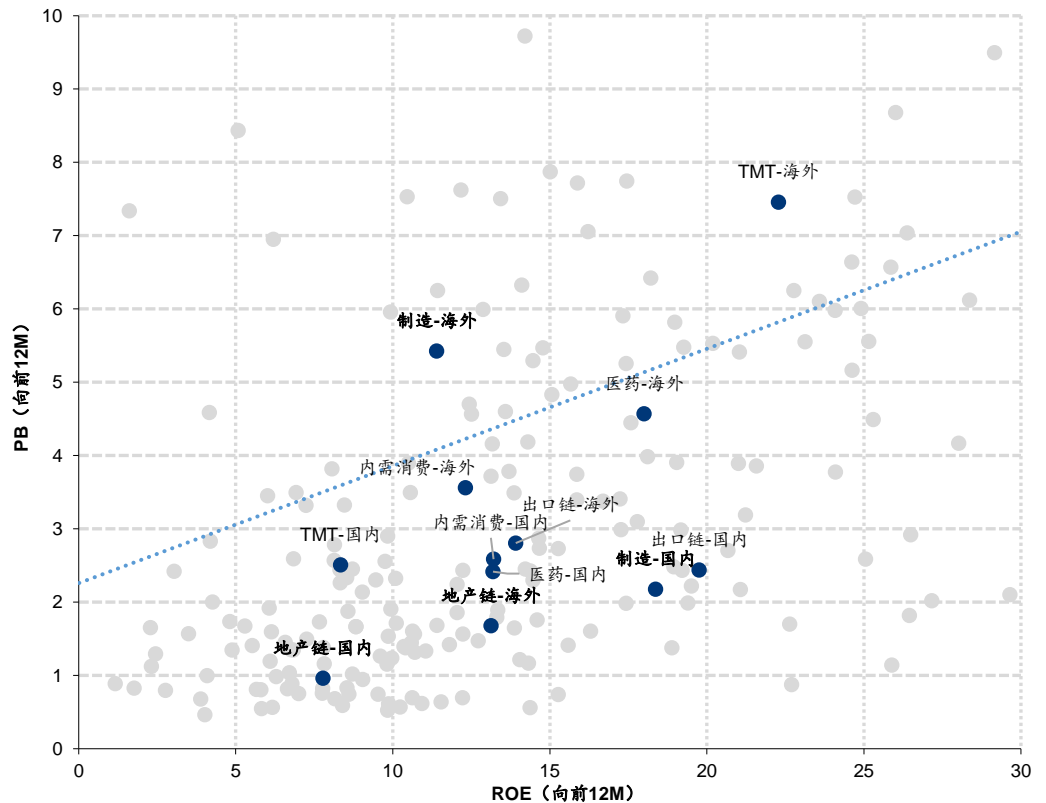


资料来源：Wind, EPFR, 华泰研究

另一方面，美元流动性本身又具有反身性，在通胀预期上行之后，对长期通胀中枢的担忧又会反过来牵制宽财政快速落地的预期，从而可能导致美元在前期冲高之后再次调整，这会为新兴市场权益资产迎来“喘息”窗口；根据华泰宏观《内需温和回升，外围波动加大》预测，基准情景下，美元指数高点或在 2025 年二季度左右出现，高点来到 109 附近，此后下行至年末的 103；由此，2025 年下半年，A 股市场有望迎来信贷继续修复、美元阶段走弱、盈利周期企稳的共振阶段，这一阶段，有望经过上半年的调整之后，市场估值中枢再次进入上行通道，对于 2025 年下半年绝对估值修复空间的定量测算，详见后文估值预测部分的分析。

第二，就相对估值而言，我们看好全年维度 A 股 vs 其他新兴市场的相对估值改善。如前文所述，沪深 300 较 MSCI 新兴非中国指数的前向 PB 仍然折价 10%，而同样的口径下，2023 年以前，沪深 300 较 MSCI 新兴非中国指数的前向 PB 基本平价，或更准确地，甚至有小幅溢价（平均 5% 左右）。基准情形下，制造业产能周期拐点出现于 2Q25~4Q25 之间，地产年化销售面积企稳或出现于 2025 年下半年，伴随着上述中长期负因素的转机，先进制造的前向 PB 与前向 ROE 的“错配”程度有望收窄，地产基建链前向 ROE 修复带动前向 PB 修复，推动 A 股 vs 其他新兴市场的相对估值修复至接近 2023 年以前中枢水平，对于 2025 年相对估值修复空间的定量测算，详见后文估值预测部分的分析。

图表37：先进制造较海外可比公司 PB-ROE 存在明显“错配”，地产链 ROE 预期显著低于海外可比公司



资料来源：Bloomberg，华泰研究

风格研判 — 哑铃风格承先，大盘成长续后

基于市场增量资金偏好、国内剩余流动变动方向、美元指数变动方向及相对基本面变化，我们认为短期内小市值优于大市值、红利优于成长，对应配置呈现“哑铃型”风格；明年年中后，预计随着美元指数、美债利率越过年内高点，剩余流动性重回“脱虚入实”，大盘估值修复将快于小盘，其中大盘成长或将是大盘趋势修复中更强势的风格。

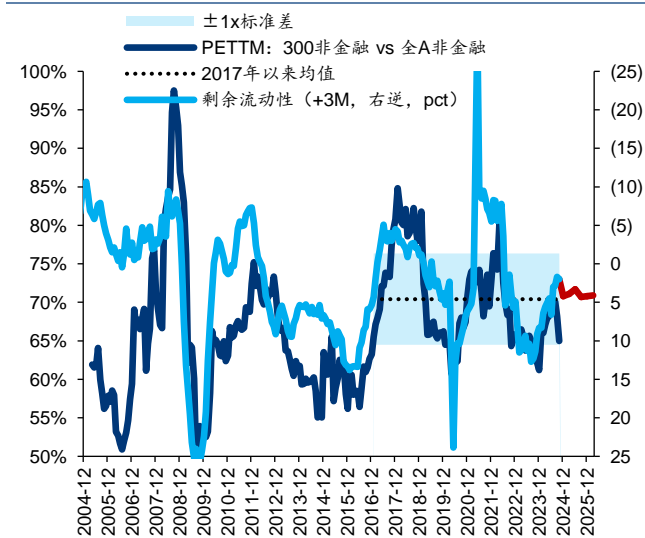
市值风格：宽流动性下小盘短期占优，变局点在 25Q2

首先考虑市值风格，我们倾向于当前至明年年中旬，小盘风格相对大盘风格走强，而后预计随着国内剩余流动性转向“脱虚入实”、美元指数冲高回落，大盘风格相对小盘开启趋势性修复行情，核心考虑两点：

第一，大小盘的轮动规律与剩余流动性高度相关（其拐点领先大小盘相对表现拐点约 3 个月），今年 2 月以来，伴随着 PPI 的弱修复，剩余流动性从高位回落，但根据宏观团队预测（《内需温和回升，外围波动加大》），这一趋势或在 25H1 之前有所逆转，剩余流动性在明年中之前或走廊，指引短期小盘风格占优；

第二，增量资金偏好也会对市值风格表现形成扰动，“924”以来散户资金、融资资金快步入市，当前散户资金年内累计已转为净流入、融资活跃度上升至 2018 年以来区间上沿，反映两类投资者交投热情持续处于高位，短期内或对其偏好的小市值风格估值形成持续支撑；而后考虑外资行为，北向资金对海外货币政策（美元、美债利率）、中美关系较为敏感，如前文所述，明年年中后美元可能的冲高回落，或促使外资回流 A 股，从而为其偏好的大盘股带来重估（作为参考，2017-2021 年外资趋势性净流入中国资产期间，大盘风格相对小盘风格走强）；

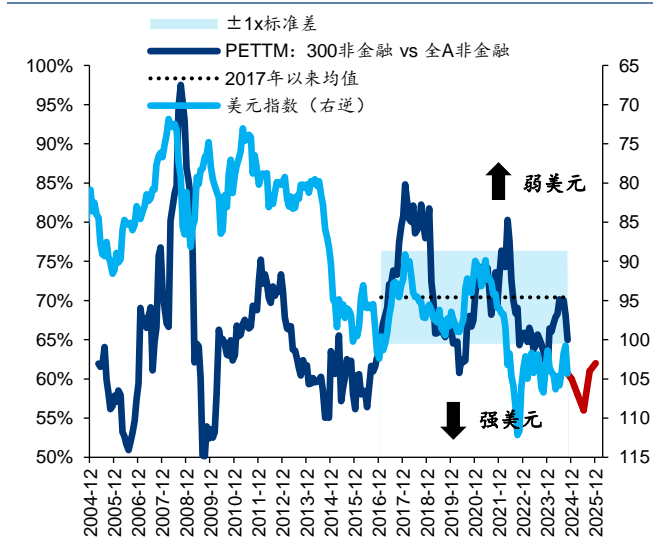
图表 38：剩余流动性的短期变化指引短期小盘风格占优



注：红色线条为剩余流动性预测值，预测所用数字来自于《内需温和回升，外围波动加大》

资料来源：Wind，华泰研究预测

图表 39：美元前高后低，亦指引短期小盘风格占优



注：红色线条为美元指数预测值，预测所用数字来自于《内需温和回升，外围波动加大》

资料来源：Wind，华泰研究预测

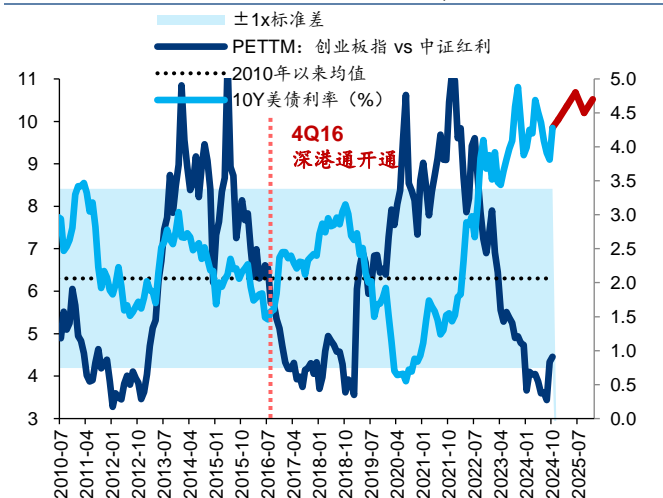
久期风格：贴现率扰动下短期红利风格或占优

进一步叠加考虑久期风格，考虑到短期美债长端利率或有上行风险，红利风格或是更为稳妥的选择，而 2025 年中旬后，若贴现率压制缓解，成长风格或将是趋势更强的方向，考虑：

第一、成长 vs 价值的轮动规律与两者相对基本面变化高度相关。以创业板指代理成长风格，以中证红利代理价值风格，两者相对点位与两者业绩增速剪刀差高度正相关。2021 年末以来，受电力设备、医药等权重板块业绩增速周期回落影响，创业板指相对中证红利业绩剪刀差持续收窄。但这一趋势有望在明年发生反转，季报数据显示电池、光伏等行业资本开支/营收已有明显回落，假设按照当前速率下行，则供给压力的好转或自 2Q25-4Q25 逐步出现，从而带动板块盈利周期回升（详见下文第四部分“产能周期---广义制造业产能周期 25H2 或迎来拐点”）。此外，根据华泰分析师及 Wind 一致预期（详见下文第三部分“盈利及估值预测”），伴随着全球投融资周期回升，医药板块 2025 年盈利也有望迎来周期修复。权重板块电力设备、医药盈利的周期回升或带动创业板指相对中证红利业绩剪刀差再次走扩，驱动成长风格占优；

第二、但美债长端利率变动或对前述趋势形成阶段性扰动。复盘 1990s 以来历次美债利率上行区间，成长股的主体现金流分布在远端，是长久期资产，在贴现率上行（尤其是美债利率上行）的环境中，估值较价值股受到更多压制，且这一规律在长久期+高 ROE 的大盘成长（白马股，如创业板指和恒生科技）和中短久期+现金流均匀分布的大盘价值（红利股）上体现得尤为明显。根据华泰宏观团队预测（《内需温和回升，外围波动加大》），美债利率短期或有剧烈上行风险，对应红利风格或将是扰动期内较优的风格。

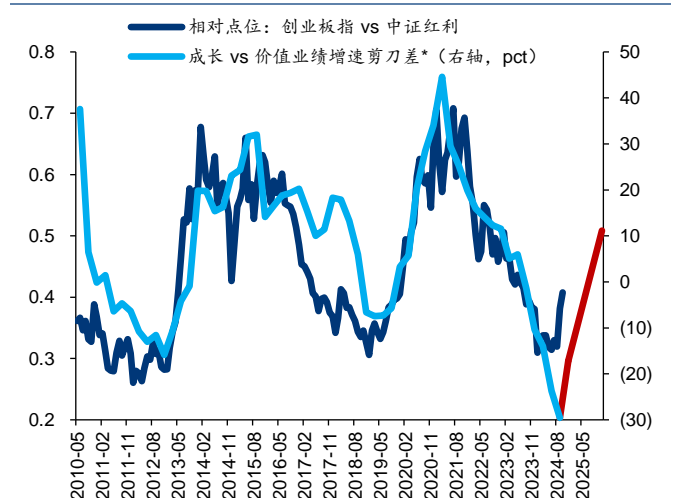
图表40：美债长端利率短期或有剧烈上行风险，更有利红利风格



注：红线为 10Y 美债收益率预测值，来源于华泰宏观《内需温和回升，外围波动加大》

资料来源：Wind，华泰研究预测

图表41：2025 年成长-价值板块盈利剪刀差或现反转



注：红线为业绩剪刀差预测值，来源于 Wind 一致预期

资料来源：Wind，华泰研究预测

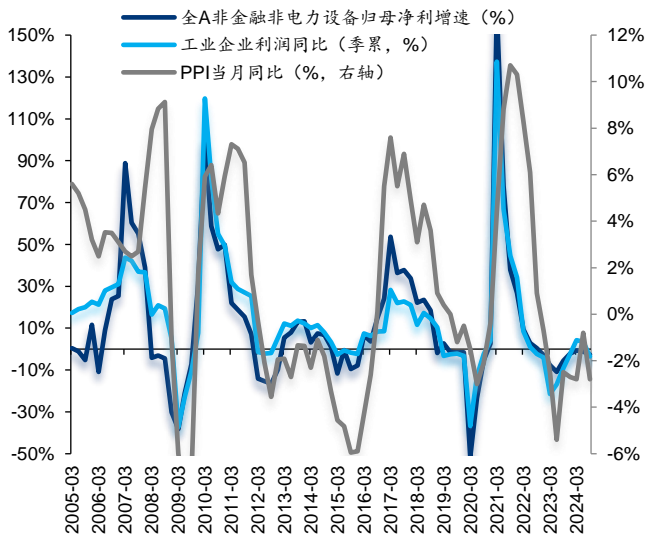
盈利及估值预测—估值修复与盈利弹性或均在 2025 年下半年

盈利预测：预测非金融 25 年归母净利增速约 5%

在《寻找“准补库”与“准出清”》(2024.05.06)中我们提及，供给压力较大行业在统计口径中的影响权重不同，是造成 A 股盈利周期与经济周期错位的主要原因，在剔除电力设备后，工业企业利润和 PPI 同比与全 A 非金融非电力设备的走势基本一致。从三季报来看，全 A 非金融营收、归母净利润季累增速仍在下探，但以 PPI 与工业增加值之和衡量的名义增速在三季度则呈现弱势震荡的态势，反映 A 股盈利周期与经济周期的错位仍然存在，我们将继续采用两步法对企业盈利走势进行前瞻。

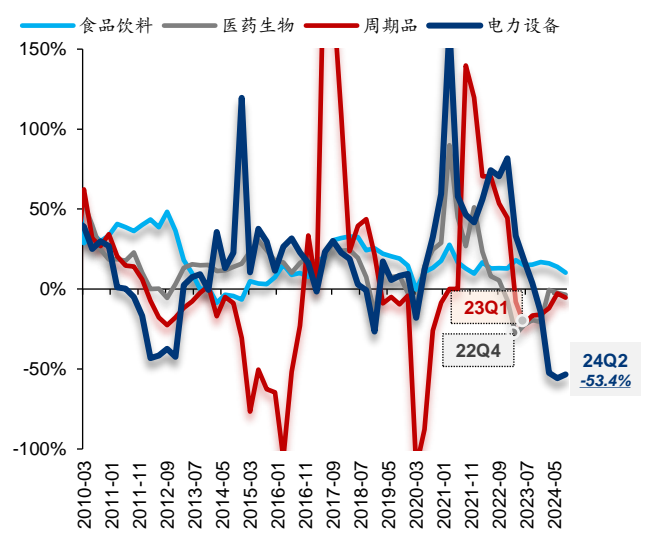
此外我们注意到，内需消费板块自 23Q1 以来利润占全 A 总利润不断提升，截止 24Q3 占比已达到约 7%，这与上一轮新旧产能周期接力阶段类似(15Q4-16Q4)，这意味着内需消费板块对全 A 非金融盈利周期的影响在扩大。考虑到这种盈利结构的变化，我们将商品房销售面积(TFQ)作为新因子纳入自上而下宏观预测模型，其原因在于：①房地产作为居民资产负债表中占比最高的项目，牵动着居民消费能力与消费意愿，②过去两个季度全 A 非金融营收增速持续回落，除内需消费板块外，地产、建筑装饰、钢铁是较大拖累项，考虑到当前部分工业板块对地产风险敞口有所回落，原有宏观指标(PPI 同比、工业增加值)可能无法完整捕捉到其影响，而地产销售作为牵动地产周期的核心指标，可以较好的反映地产及地产链的营收变化。

图表 42：剔除电力设备后的盈利增速趋势与工业企业利润基本一致



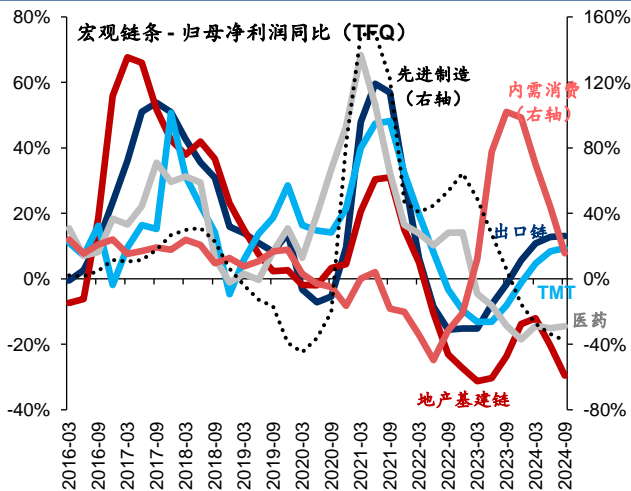
资料来源：Wind，华泰研究

图表 43：3Q24 电力设备板块盈利增速仍在底部区间



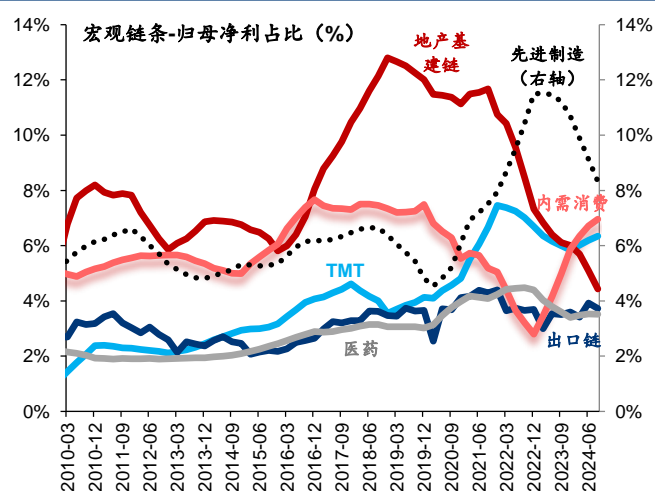
资料来源：Wind，华泰研究

图表 44：出口链、TMT 利润增速持续回升，内需消费偏弱



资料来源：Wind，华泰研究

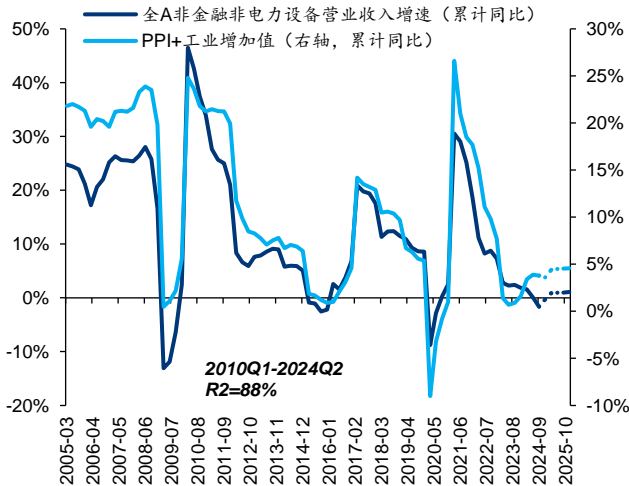
图表 45：但内需消费在全 A 的利润占比在提升



资料来源：Wind，华泰研究

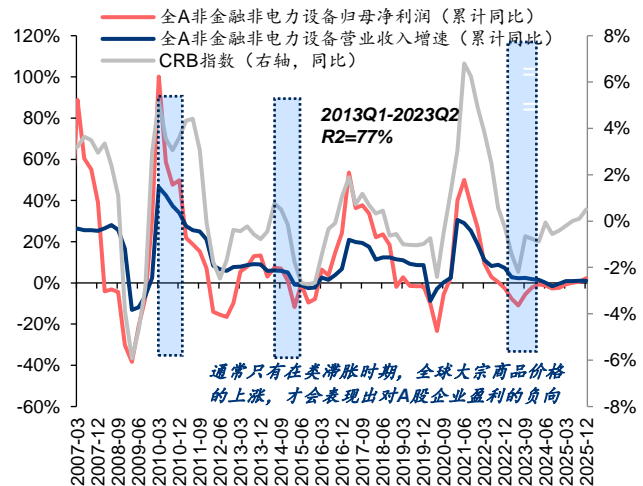
第一步，自上而下，基于宏观（《内需温和回升，外围波动加大》）对国内经济的展望，2024年、2025年工业增加值+PPI累计同比全年分别增长3.6%、4.6%，2024年、2025年国内商品房销售面积分别同比下降15%、2.5%，对应全A非金融非电力设备企业收入增速**2024年、2025年或增长-0.3%、1.1%**；同时根据Factset一致预期，2024年末、2025年末CRB指数同比（取自然对数后）分别增长为0%、0.5%。结合收入和利润率预测的变化，我们预测**2024年、2025年全A非金融非电力设备企业自上而下盈利增速分别为-2.4%、2.3%**。

图表46：自上而下：25年全A非金融非电力设备企业营收增长1.1%



注：2024Q3后的PPI同比增速、工业增加值同比增速为预测数据，来源于华泰宏观《内需温和回升，外围波动加大》
资料来源：Wind，华泰研究预测

图表47：自上而下：25年全A非金融非电力设备企业盈利增长2.3%

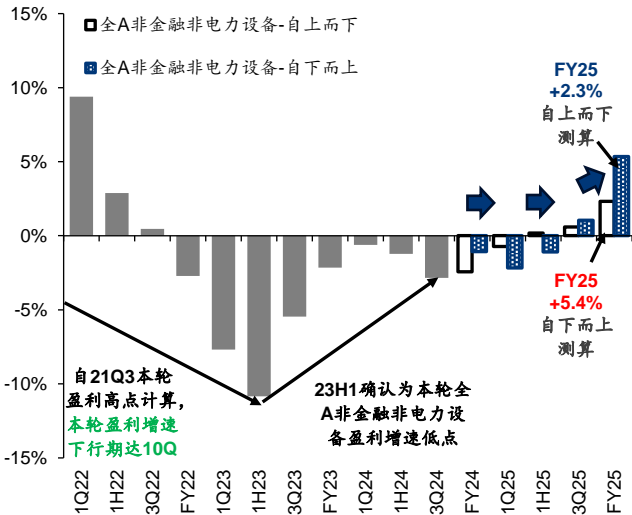


注：2024Q3后的CRB指数为预测数据，来源于Factset
资料来源：Wind，华泰研究预测

自下而上，基准情形下，根据华泰行业分析师截至11月1日对覆盖个股的最新预测，并辅助以Wind最低预期对未覆盖个股的填充，我们预计**2024年、2025年自下而上全A非金融非电力设备企业归母净利润同比增速分别为-1.1%、5.4%**，边际上，自下而上盈利预测的主要增量来自于先进制造、医药、内需消费，主要拖累则来自于出口链及TMT。结合自上而下及自下而上，预计全A非金融非电力设备企业**2024年、2025年归母净利润同比增速为-1.7%、3.8%**。

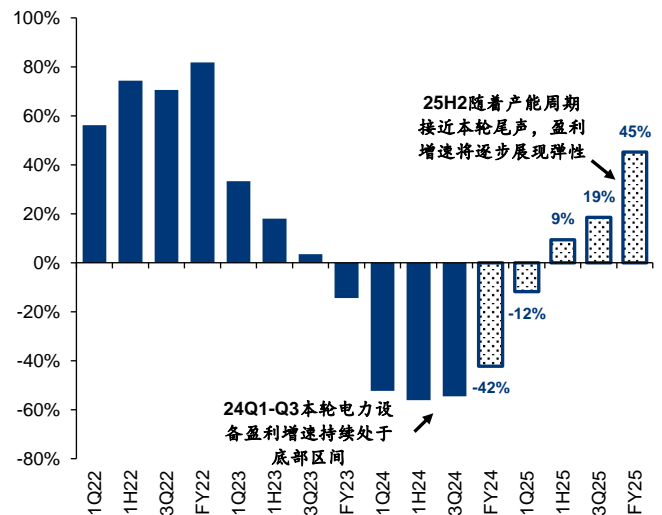
另一方面，根据分析师对覆盖个股的最新盈利预测、电力设备板块利润的历史季节分布，电力设备板块**FY24→FY25预测逐季季累归母净利润增速分别为：-42.2%→-11.8%→9.4%→18.5%→45.2%**，2Q24或是电力设备的盈利增速拐点，而后盈利增速逐季而上，对全A非金融盈利增速的拖累或将逐步减弱，盈利增速弹性或在25H2开始展现。

图表48：全A非金融非电力设备盈利预测（汇总）



资料来源：Wind，华泰研究预测

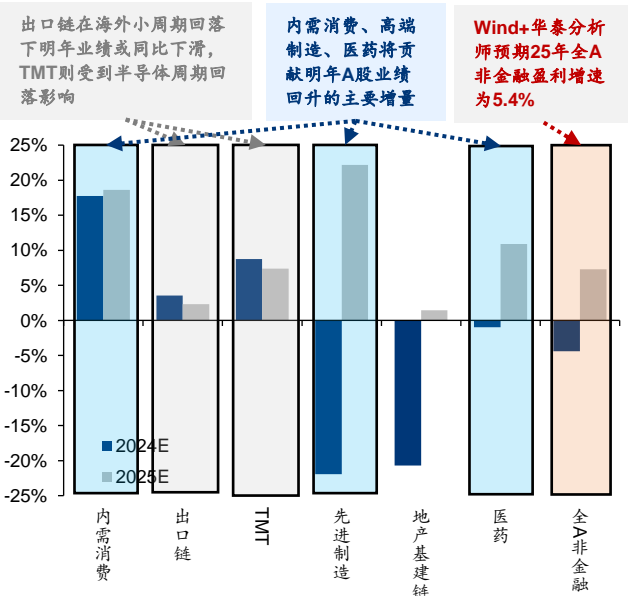
图表49：电力设备板块盈利预测-分析师预测汇总法



资料来源：Wind，华泰研究预测

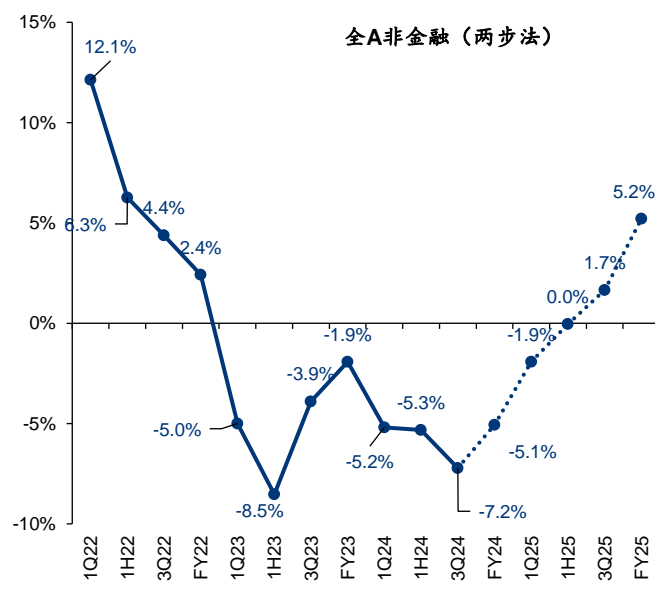
第二步，结合对全A非金融非电力设备、电力设备板块的盈利预测，我们预测2024年A股非金融企业归母净利润增速为-5.1%、2025年A股非金融企业归母净利润增速为5.2%。节奏上，考虑到本轮产能周期尚未见底、库存周期受地产周期压制而偏弱，在2025年三季报之前预计归母净利增速修复力度弹性有限，2025年下旬随着供给改善初步见效、地产销售增速跌幅进一步收窄，弹性回升或将逐步显现。

图表50：高端制造、医药或将贡献2025年A股盈利回升的主要增量



注：各板块分类参考 10.27《24Q3 筹码分析：内需消费筹码持续回落》
资料来源：华泰研究预测

图表51：预计24年全A非金融企业归母净利润增长+5.2%



资料来源：Wind，华泰研究预测

估值预测：预测 25 年 A 股合理市盈率中枢为 19.4x

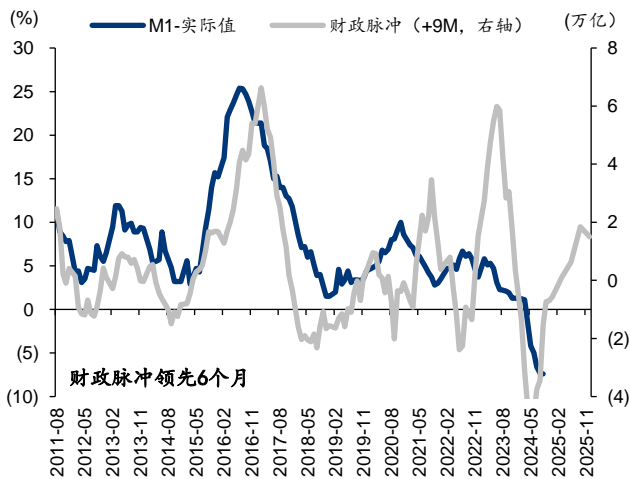
地产“止跌企稳”下，25H2 起估值中枢有望抬升

全 A 风险溢价 ERP 由国内信贷周期以及美元周期双向驱动，前者对应基本面预期，用 M1-M2 剪刀差刻画（尽管 4 月以来 M1 数据受手工补息等扰动有单月级别抖动，但在中长期视角下，M1-M2 剪刀差与 A 股风险溢价的拟合优度依然相当高，包括 2021 年地产销售开始从高位调整至今的三年），后者对应流动性预期，用美元指数刻画，两者合计对 A 股风险溢价的解释力度达到了 60%，基本决定了 A 股风险溢价的中期波动中枢。

进一步地，由于 M1-M2 的决定因素中，地产销售占到了相当重要的权重（居民购置新房行为的流动性本质是，将 M2 中的居民储蓄转移为 M1 中的企业活期存款），我们可以通过 A 股的风险溢价，倒推出隐含的 M1-M2 剪刀差，并进一步倒推出隐含的地产销售增速。当然，M1-M2 剪刀差的影响因素中，不仅有地产销售，还包括财政脉冲和货币脉冲，其中，财政脉冲领先于 M1-M2 剪刀差 9 个月，货币脉冲（以短端利率衡量）领先于 M1-M2 剪刀差 12 个月，新房销售是 M1-M2 剪刀差的同步影响因子（2024.06.03《寻找波动中的“定力”》）。

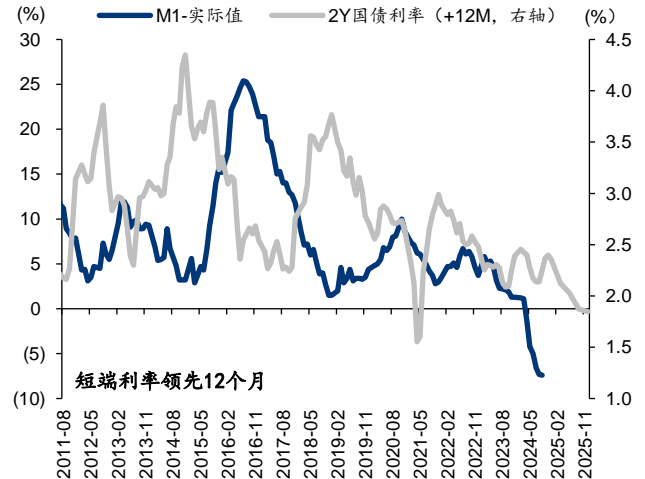
具体来看决定 M1 的三个变量：去年四季度以来，PSL 重启、1 万亿增发国债下达、1 万亿超长期特别国债开始发行，再到今年三季度起地方专项债发行加速，财政扩张对明年 M1-M2 剪刀差形成持续正向支撑，年初以来短端利率中枢下行，货币政策逐步宽松，货币脉冲对明年 M1-M2 剪刀差的影响也偏正面，弹性变量在于地产销售，预计明年年中左右地产销售面积“止跌企稳”后，M1 同比增速有望迎来弹性回升。

图表52：前期财政脉冲或对明年 M1 有正面支撑



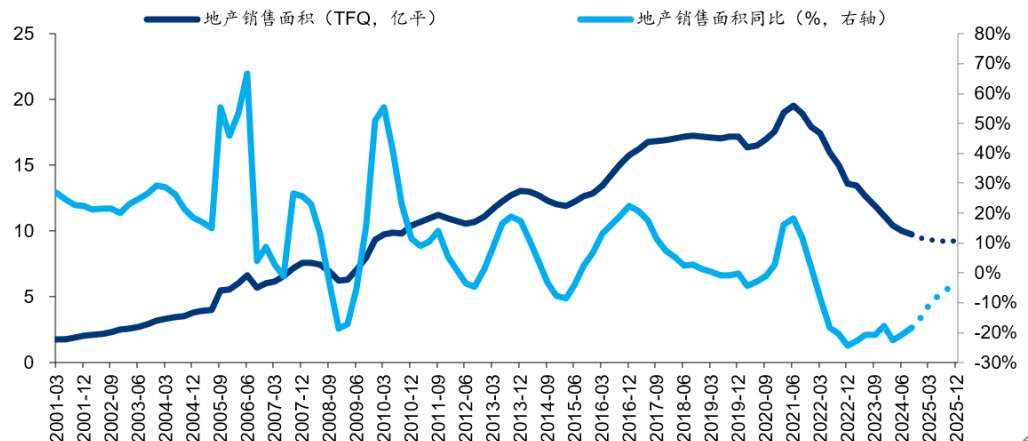
资料来源：Wind，华泰研究

图表53：前期货币政策或对明年 M1 也有正面支撑



资料来源：Wind，华泰研究

图表54：地产销售面积增速跌幅有望逐步收窄

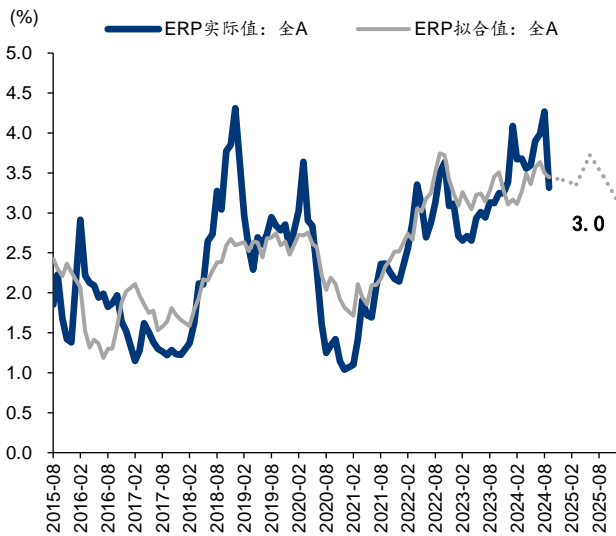


注：地产销售预测数据来自于华泰宏观团队（《内需温和回升，外国波动加大》）

资料来源：Wind，华泰研究

基准情形下，明年美国减税宽财政、收紧贸易和移民政策或陆续落地，从而推升再通胀预期，驱动美债利率及美元指数中枢回升，节奏上综合考虑联储降息节奏、缩表进度及政策出台节奏等，二季度或是美债利率及美元指数高点（《内需温和回升，外围波动加大》）。定量看，基于华泰宏观团队（《内需温和回升，外围波动加大》）对于全年商品房销售面积的中性预测、华泰宏观团队对于 M2 同比增速、美元指数的预测，我们的模型显示，2024E、2025E 全 A 合理 ERP 分别约 3.4%、3.2%，结合 10Y 国债利率在 2.0%-2.3% 区间内震荡的假设，全 A 2024E、2025E 合理 PE 约 17.8x、19.4x，2025E 较当前上行空间约 7%。

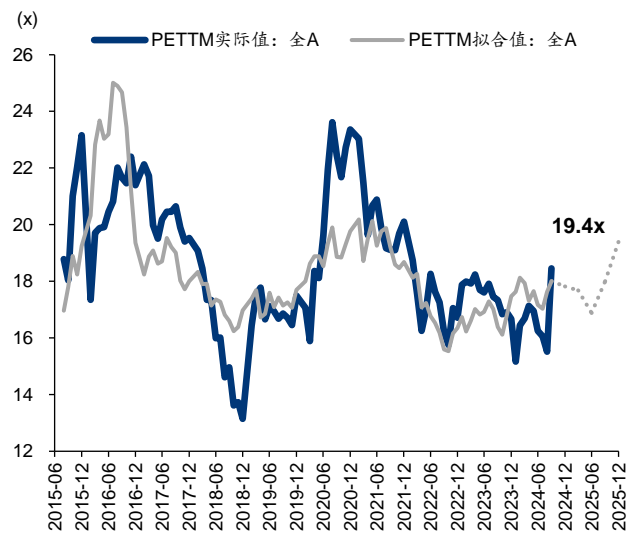
图表55：基准情形下，2025年A股ERP预计回落到3%



注：虚线为预测值

资料来源：Wind，华泰研究预测

图表56：基准情形下，2025年A股对应合理市盈率估值约19.4x



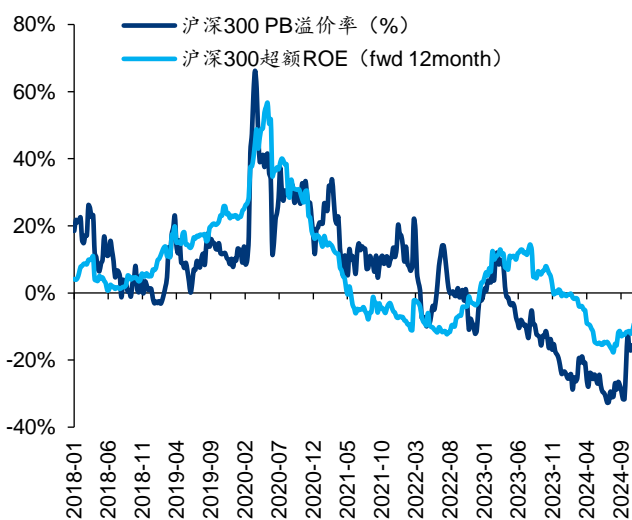
注：虚线为预测值

资料来源：Wind，华泰研究预测

全球视角下，A股资产仍具备相对性价比

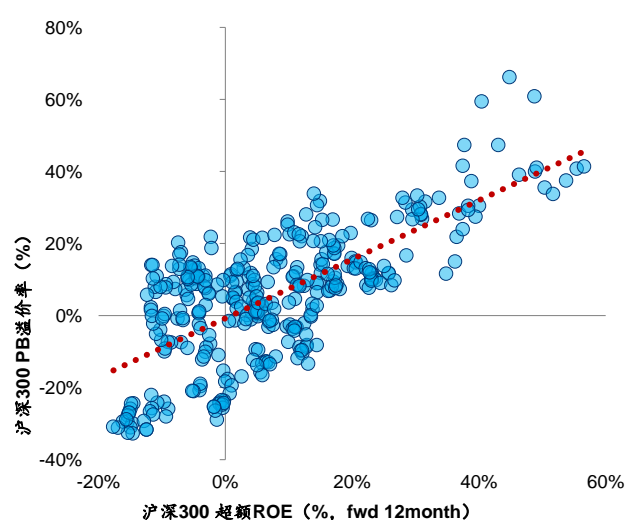
9月下旬以来，主动配置型外资结束了此前长达15个月的持续净流出，开始逐渐回流，这意味着外资配置盘对中国资产的关注度回归，中国核心资产有必要置于全球估值框架下重新审视。考虑，2023年以来，中国相对其他新兴市场的前向PB持续脱离相对ROE趋势运行，若在政策预期改善下中国资产定价回归其ROE走势，前向“合理”PB或可从当前1.51倍（折价率9.2%）修复至1.67倍。

图表57：中国相对其他新兴市场PB、ROE均有折价



注：溢价率计算方法为（以PB为例计算方法为例）：沪深300指数的前向12个月PB/MSCI新兴市场除中国指数的前向12个月PB-1，ROE以同样方式计算。
资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表58：中国资产超额ROE与PB溢价率正相关



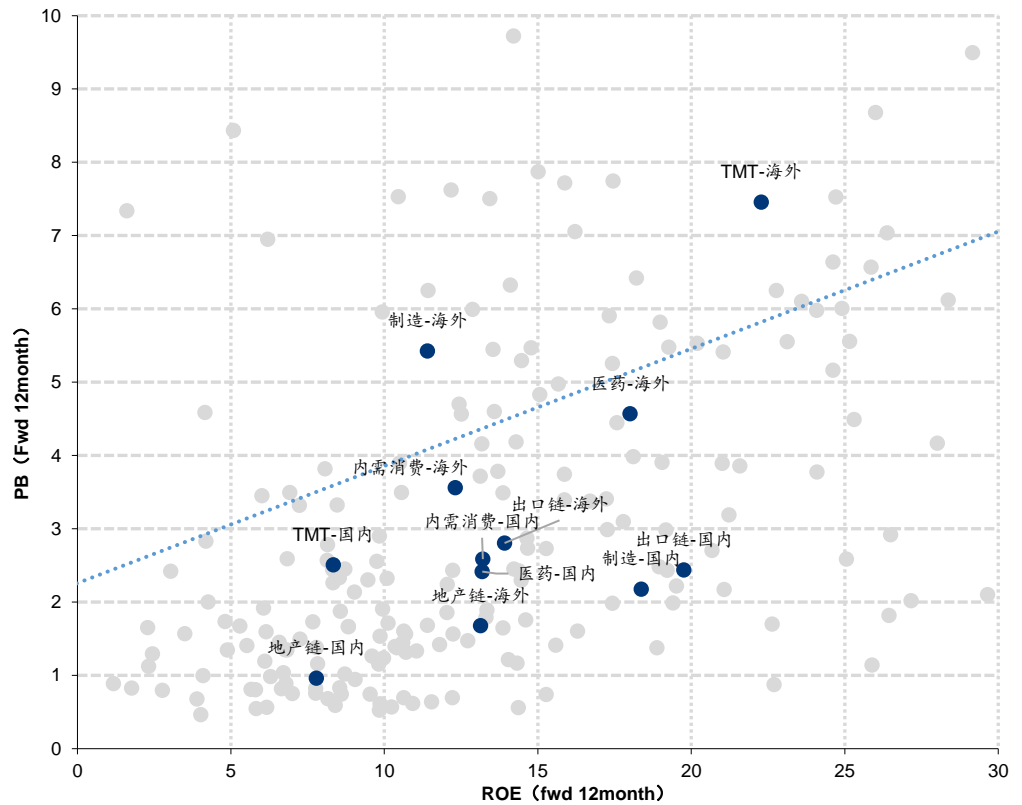
注：数据自2018年起至2024.11.01

资料来源：Bloomberg，华泰研究



下沉至行业视角，我们：①在前述地产链、出口链、TMT、高端制造、内需消费、医药六大板块中筛选外资偏好板块，②使用国内营收前 3-5 家公司构造国内组合，并根据业务相似程度、营收占全球比重选择海外 3-5 家公司构建海外组合，③基于 PB-ROE 视角考察国内前述六大板块中是否存在具备相对性价比的板块，发现高端制造、医药、内需消费板块头部企业整体较海外头部企业仍具备性价比。

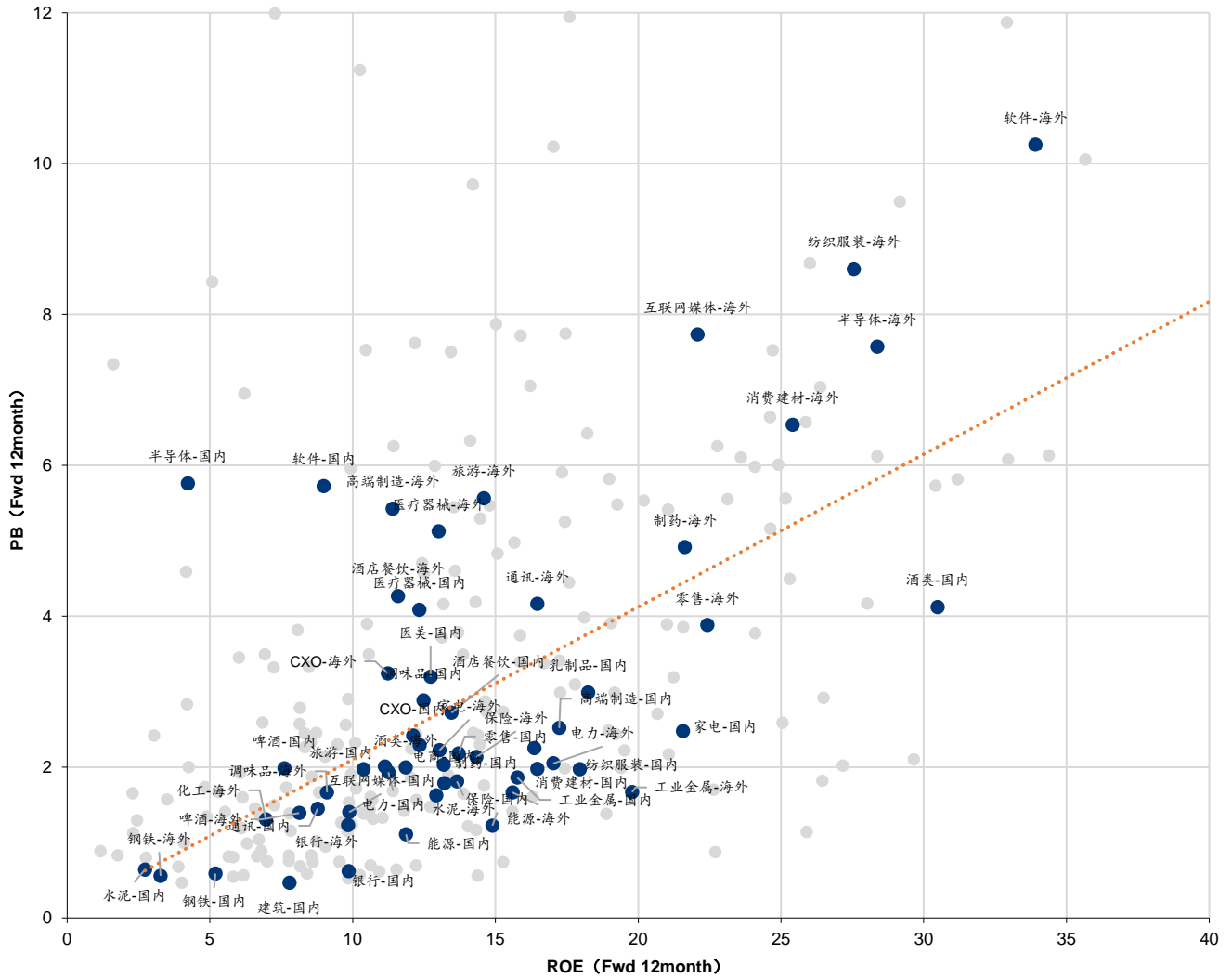
图表59：PB-ROE 视角下，高端制造、医药、内需消费国内头部公司较海外可比标的具备性价比



注：灰色点为各个细分环节个股过去 5 年 ROE 均值与 PB MRQ 均值的散点图（红线为基于此历史数据的回归曲线），蓝点为各环节截至 2024.10.11 日前向 12 个月 ROE 与市净率估值的散点图

资料来源：Wind，华泰研究

图表60：二级视角下的PB-ROE估值情况



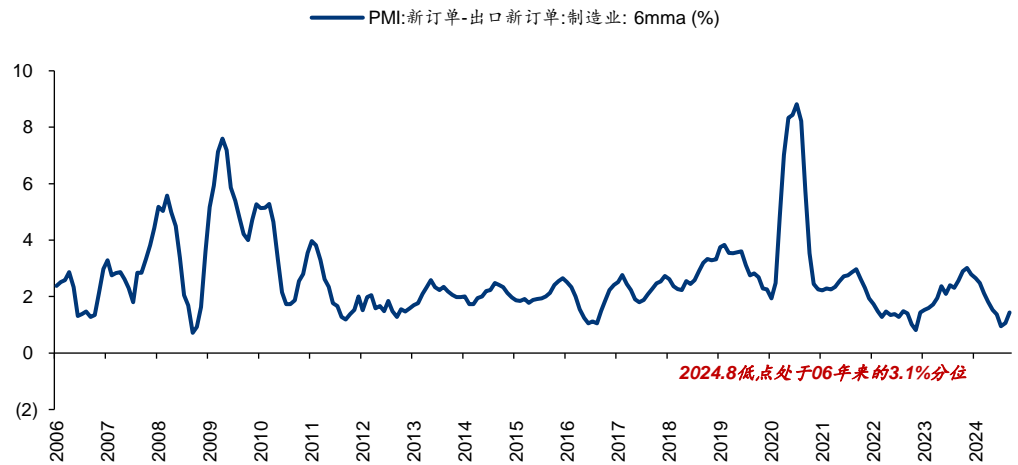
注：灰色点为各个细分环节个股过去5年ROE均值与PB MRQ均值的散点图（红线为基于此历史数据的回归曲线），蓝点为各环节截至2024.10.11日前向12个月ROE与市净率估值的散点图
资料来源：Wind，华泰研究

2025 年潜在投资主线

库存周期：内外需剪刀差的拐点

9-10 月内外需剪刀差收敛的迹象初现。我们以两个高频指标刻画内外需的相对强度，①制造业 PMI 中的新订单-新出口订单，在 8 月触及 2006 年来 3% 分位的低位后，9-10 月回升。②进口金额-出口金额同比剪刀差在连续 3 个月下行后，9 月降幅收敛。上述剪刀差的收敛主因出口回落驱动，其中有 Q3 订单前置、天气因素等扰动，但外需转弱的影响不容忽视，全球主要的出口型经济体韩国及越南 9 月的出口同比增速均已出现了连续 2 个月的回落。

图表61：10月，以制造业 PMI 中的新订单与新出口订单剪刀差衡量，内外需剪刀差出现触底回升迹象



资料来源：OECD, Wind, 华泰研究

前瞻性地看，我国出口可能面临周期性波动和事件性扰动。第一，我们在 24.7.23《出口链前景怎么看？》中提示 1H24 我国出口高景气背后有海外，尤其是部分发达国家“预防性补库”的拉动，随着欧美进口-消费增速剪刀差转正，出口景气度更多取决于海外实际需求。而表征我国外需整体强度的海外制造业 PMI 在 3Q24 持续回落，出口面临小周期下行风险，不过考虑到今年以来海外央行先后开启降息，降息对需求的支撑将逐步体现，我们认为周期性视角下，外需或不致失速。第二，若特朗普上台，则外需或面临两点额外风险：①加征关税，根据华泰宏观团队 24.10.21《如果共和党再度执政——关税篇》中的测算，短期内加征 10% 的关税或将降低中国出口 2.5-3.7 个百分点；②“再通胀”风险，特朗普加关税+宽财政+紧移民的政策组合“通胀性”更强，可能掣肘联储降息的节奏和斜率，金融条件宽松对需求的支撑随之转弱。

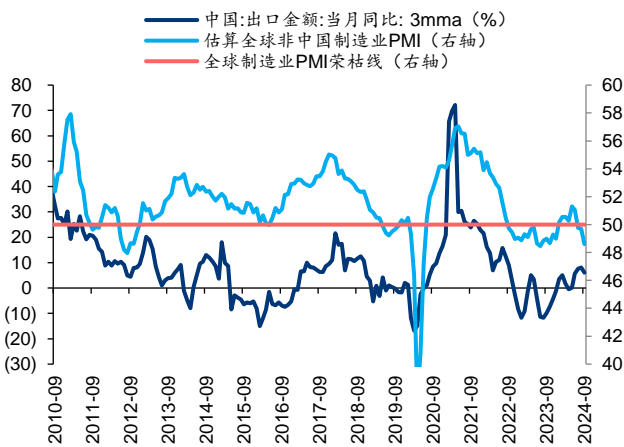
图表62：美国对中国加征关税的情景分析，短期内加征 10% 的关税或将降低中国出口 2.5-3.7 个百分点

假设美国对中国进口商品关税变动	情形1：中国出口降幅 (出口弹性-1.7)	情形2：中国出口降幅 (出口弹性-2.5)	情形1：国内GDP降幅 (出口弹性-1.7)	情形2：国内GDP降幅 (出口弹性-2.5)
上升5%	-1.3%	-1.9%	-0.2%	-0.3%
上升10%	-2.5%	-3.7%	-0.5%	-0.7%
上升15%	-3.8%	-5.6%	-0.7%	-1.0%
上升40%	-10.1%	-14.8%	-1.9%	-2.8%

资料来源：Wind, 华泰研究测算

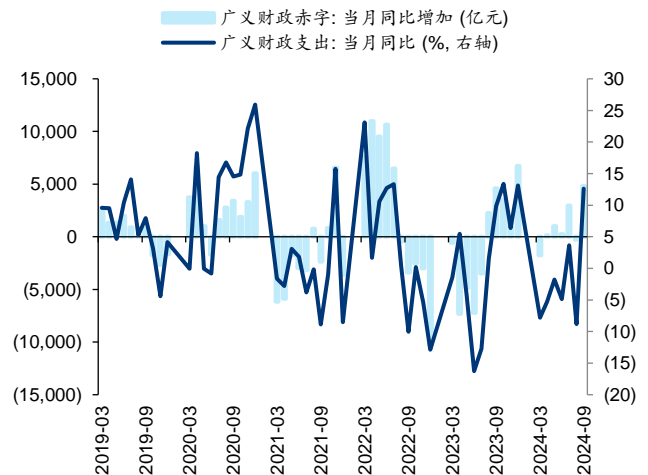
而内需政策加码和见效的迹象初显，若外需放缓，或进一步发力。内需政策加码较为直接的体现是，9月广义财政（一般公共预算+政府性基金）支出增速较8月的-8.8%明显提速至12.6%，广义财政边际扩张，一般公共预算中，与基建相关的农林水事务、交通运输分项，与民生相关的教育、卫生健康支出同比增速均显著改善。同时，前期政策的效果逐步体现，如“以旧换新”政策，不断扩围，有力带动了相关消费品的销售。今年前三季度，新能源乘用车零售量同比增长37.4%，限额以上单位家电和音像器材类零售额同比增长4.4%。相较2008-09年以及2015-16年，本轮内需刺激政策相对前置，国内有效需求不足可能是更直接的触发因素。而按照前述两轮刺激政策的经验，若出口进一步转弱，内需刺激政策可能进一步加码（2009年政策出台时，净出口的贡献率为-43%，2016年为-12%）。

图表63：海外制造业PMI已持续回落1Q，我国出口有周期性下行压力



资料来源：Wind，华泰研究

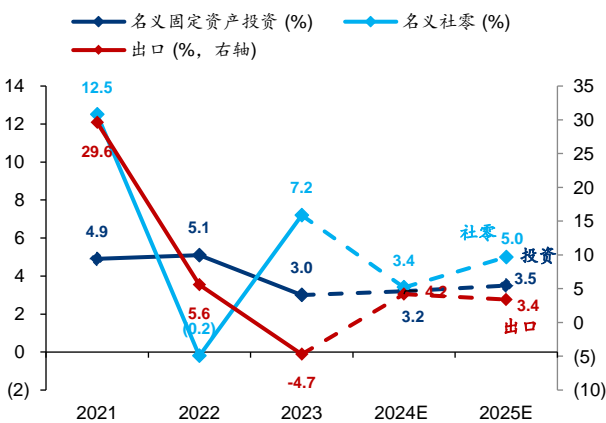
图表64：内需政策加码，9月广义财政支出明显加速



资料来源：Wind，华泰研究

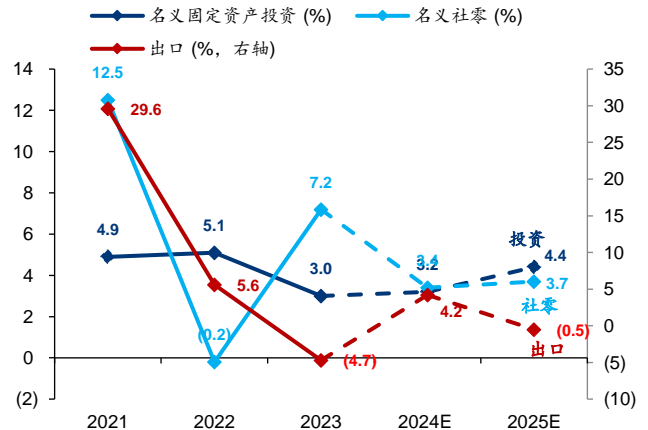
宏观视角，基于前述分析，无论关税风险是否落地，2025年内外需剪刀差大概率将出现回升的拐点。根据华泰宏观团队《内需温和回升，外围波动加大》预测，2025年或呈现固定资产投资、社零消费同比改善，出口同比回落的格局，名义内需增速与名义GDP增速剪刀差转正，高关税情形下，剪刀差改善的斜率将更大（低关税情形下，2025E名义内需增速与名义GDP增速剪刀差为0.3pct，高关税情形下则为0.5pct）。

图表65：低关税情形下，2025E投资、消费及出口增速宏观预测



资料来源：Wind，华泰研究预测

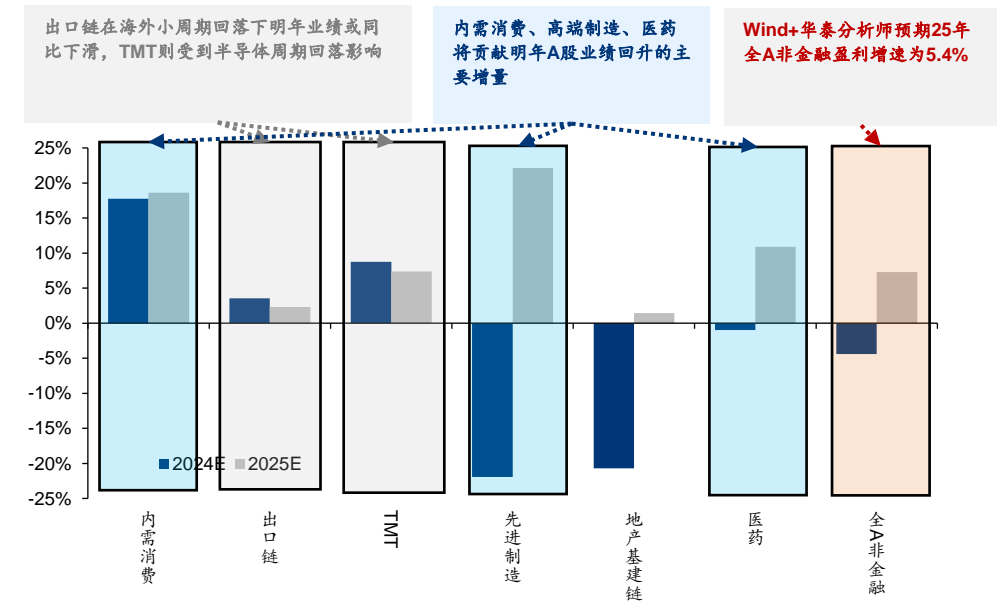
图表66：高关税情形下，2025E投资、消费及出口增速宏观预测



资料来源：Wind，华泰研究预测

微观视角，从自下而上的盈利预测看，2025年出口链盈利增速或小幅回落、内需消费链和地产基建链则将是全A非金融盈利增速回升的主要增量。自下而上看：①出口链盈利增速放缓在24Q3已有迹象，2025E盈利增速或由2024E的3.6%进一步下行至2.3%，投资者对出口面临周期性及事件性因素的拖累有一定预期；②地产基建链则或迎来“困境反转”，2025E盈利增速或由2024E的-21%转正，投资者对地产基建政策加码、地产市场止跌回稳的信心回升；③内需消费链或“温和改善”，2025E盈利增速或由2024E的17.7%上行至18.6%，24Q3以来，存量房贷利率调降、消费品以旧换新等刺激政策逐步见效，内需消费链在基数偏低的背景下实现较高盈利增速的能见度提升。

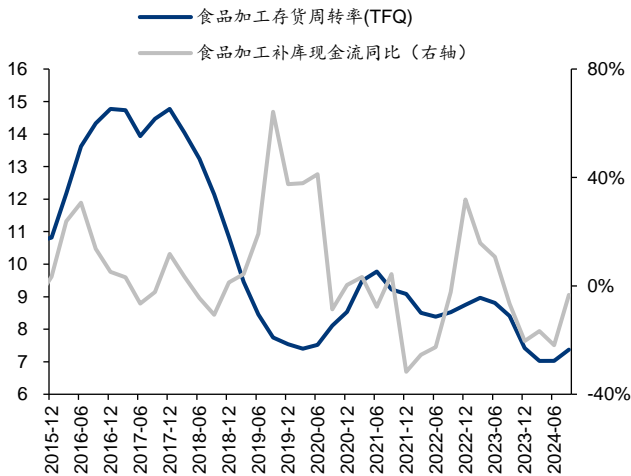
图表67：从自下而上的盈利预测看，2025年地产基建链和内需消费链相对出口链的盈利增速剪刀差可能回升



注：预测数据来源于报告第三部分：盈利与估值预测
 资料来源：Wind，华泰研究预测

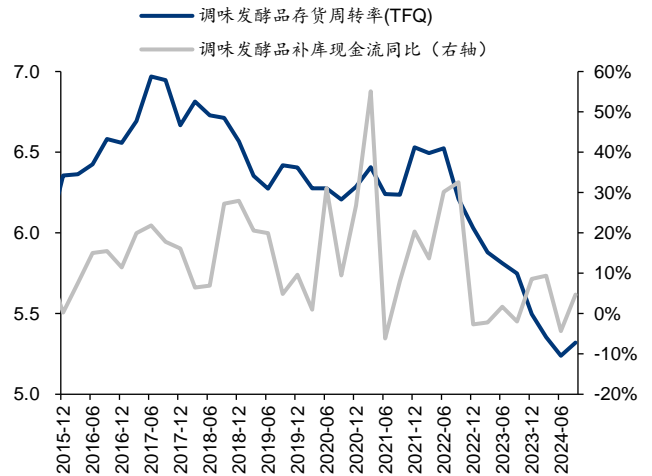
内需消费及地产基建链是低估值和低筹码的交集，赔率占优。考察各申万二级行业的2016年来的Forward PE分位数及2016年来的公募配置系数分位数，两者均处于50%分位以下的行业主要集中在内需消费链和地产基建链，其中TTM自由现金流回报率>3%的行业主要包括：地产基建链中的厨电、家居、消费建材、建筑以及内需消费品中的餐饮、社服、美容护理等。若进一步结合收入、库存、补库要素维度筛选“胜率更高”的补库或准补库行业，在技术性主动补库和被动去库行业初步筛选中，增加两个条件：1) 有补库意愿：存货周转率上行；2) 有补库迹象：补库现金流同比改善的行业，同时满足上述条件的行业主要包括：食品加工、调味发酵品。上述必需消费品作为经济复苏的“因变量”也是“正向预期差”更大的品种。

图表70: 食品加工: 存货周转率及补库现金流指引正面



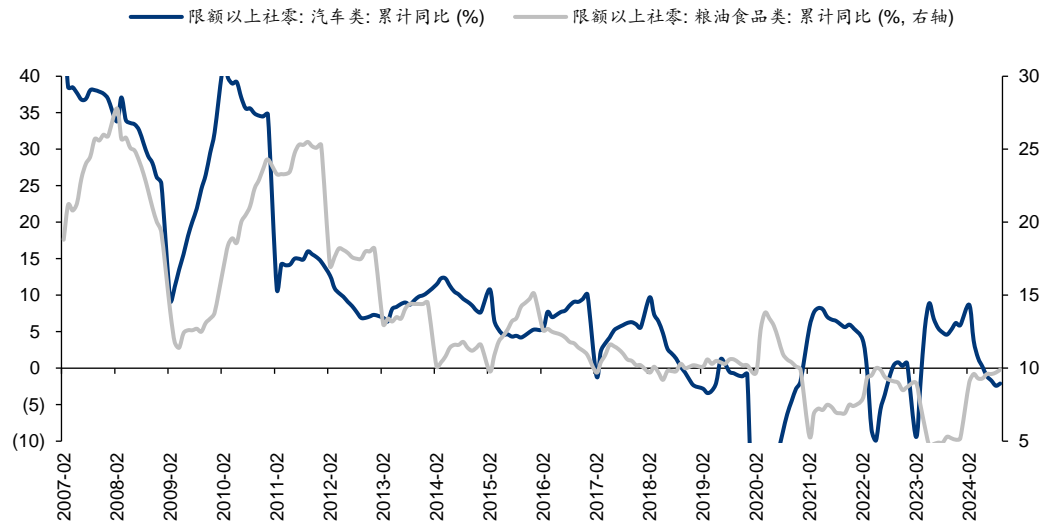
注: 基于中证 800 成份股口径计算
资料来源: Wind, 华泰研究

图表71: 调味发酵品: 存货周转率及补库现金流指引正面



注: 基于中证 800 成份股口径计算
资料来源: Wind, 华泰研究

图表72: 以汽车和粮油食品作为可选品和必需品的代表, 可以观察到必需品的改善更滞后, 是经济复苏的因变量

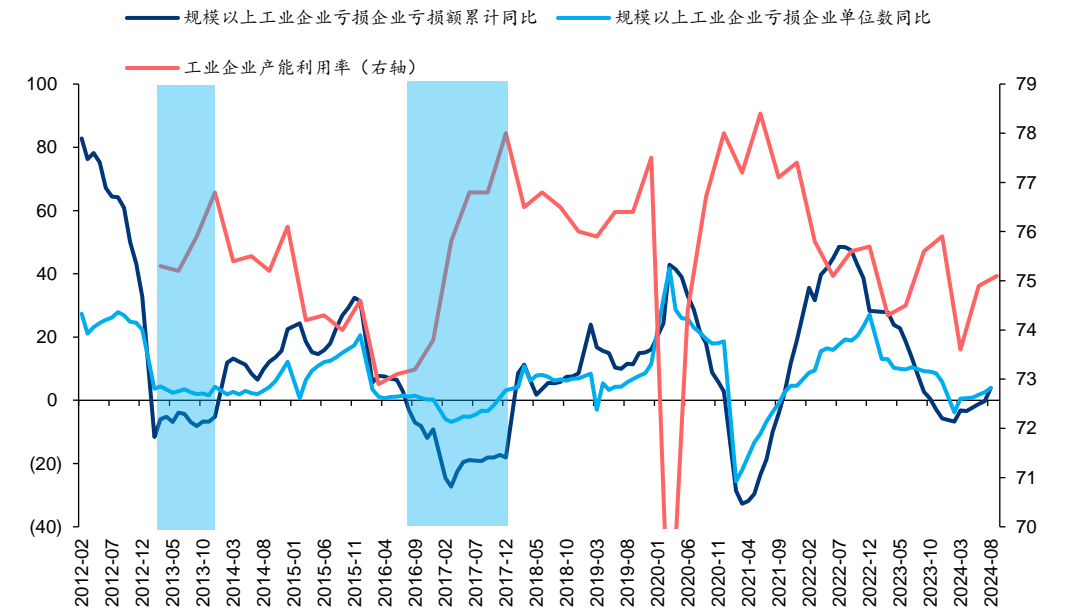


资料来源: Wind, 华泰研究

产能周期：25H2 产能周期拐点下新能源等先进制造的估值修复机会

如前文所述，基于资本开支/营收、资本开支/折旧摊销、实际现金储备三个视角的一致性指向，本轮产能周期 2Q25~4Q25 或出现拐点。此外，亏损企业数量和金额同比见顶回落是工业企业产能利用率见底的领先信号，本轮 22Q4 已见顶回落，对应 24Q1 工业企业产能利用率见底，而上述指标同比持续负增长（即出清后存活企业逐渐扭亏）是产能利用率趋势回升更明确的信号，目前仍需进一步观察。

图表73：亏损企业数量/金额同比持续负增长阶段通常对应产能利用率趋势回升



资料来源：Wind，华泰研究

结合中微观数据，本轮供给侧压力主要集中在新能源等先进制造：1) 中观维度，将统计局行业映射至申万行业，结合统计局分行业产能利用率和财报数据，当前产能利用率/固定资产周转率明显低于 17-19 年均值且仍存在下行压力的行业主要包括建材、电新、医药、汽车、食饮等，一类是建材为代表的需求不足主导的产能利用率下行，一类是电新、汽车、电子为代表的供给过快主导的产能利用率下行。

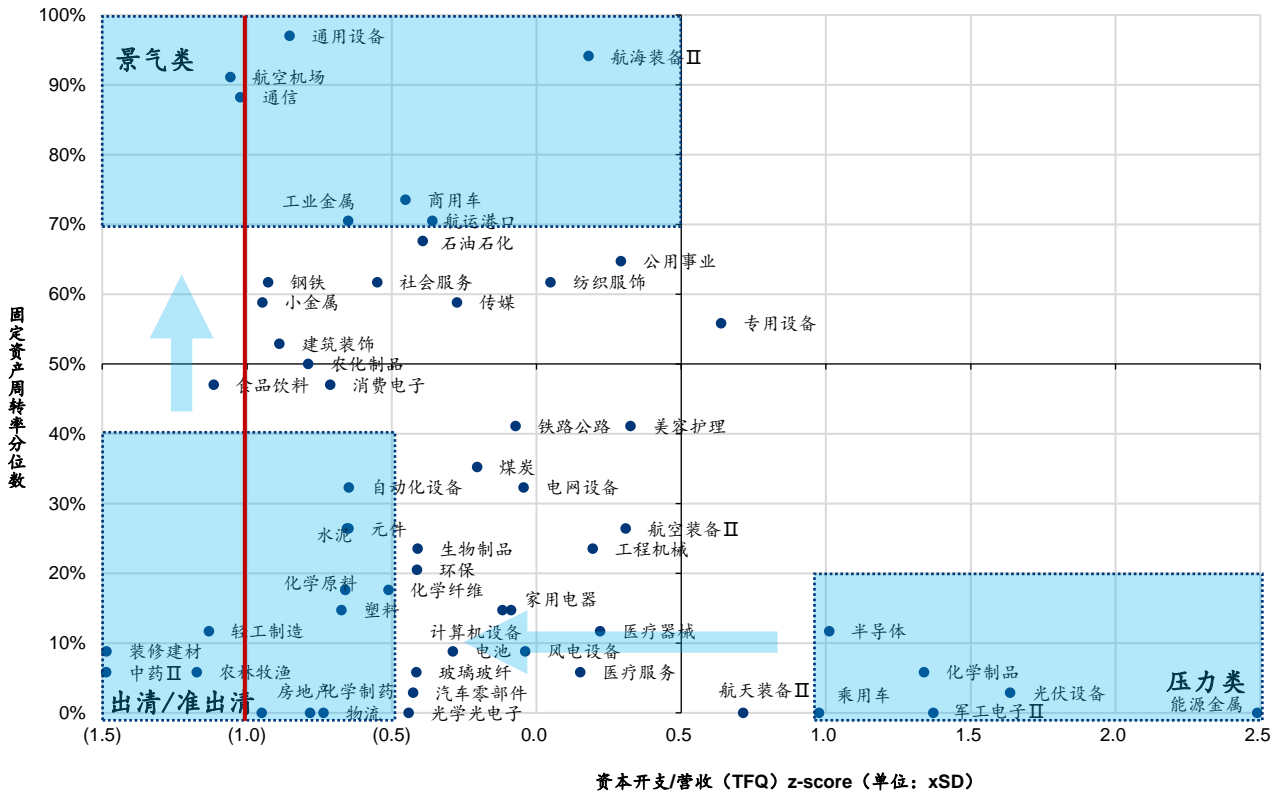
图表74：当前产能利用率/固定资产周转率明显低于 17-19 年均值且仍存在下行压力的行业主要包括建材、电新、医药、汽车、食饮、电子等

统计局行业分类	对应A股行业	产能利用率				趋势图	当前与17-19年均值差距
		4Q23	1Q24	2Q24	3Q24		
电力、热力、燃气及水生产和供应业	公用事业	74.4%	71.2%	71.4%	74.3%		1.4%
煤炭开采和洗选业	煤炭	75.6%	71.6%	72.8%	72.7%		0.9%
石油和天然气开采业	石油石化	92.1%	91.7%	91.8%	90.2%		-0.2%
食品制造业	食品饮料	71.3%	69.1%	68.8%	70.7%		-1.6%
纺织业	纺织服饰	76.2%	78.0%	79.1%	77.9%		0.3%
化学原料及化学制品制造业	基础化工	76.7%	76.4%	76.4%	76.0%		0.2%
医药制造业	医药生物	75.4%	76.0%	75.3%	73.8%		-2.4%
非金属矿物制品业	建筑材料	64.7%	62.0%	64.2%	61.7%		-6.0%
黑色金属冶炼及压延加工业	钢铁	76.4%	77.3%	79.7%	77.4%		-0.6%
有色金属冶炼及压延加工业	有色金属	79.6%	78.2%	79.1%	78.4%		-0.7%
通用设备制造业	通用设备	79.2%	78.2%	79.4%	78.7%		0.2%
专用设备制造业	专用设备	77.5%	77.0%	76.5%	75.8%		-2.1%
汽车制造业	汽车	76.9%	64.9%	73.0%	73.2%		-2.0%
电气机械和器材制造业	电力设备	77.1%	72.7%	74.7%	75.6%		-2.4%
计算机、通信和其他电子设备制造业	电子和计算机设备	77.6%	74.7%	76.2%	77.9%		-0.4%

资料来源：Wind，华泰研究

2) 微观维度，参照库存周期的划分方式，我们以固定资产周转率（产能利用率的代理观察变量）、资本开支/营收两个变量，将产能周期划分为四个阶段：主动扩产（固定资产周转率和资本开支同比均上行）、被动扩产（固定资产周转率下行，资本开支同比上行）、主动去产（固定资产周转率和资本开支同比均下行）、被动去产（固定资产周转率上行，资本开支同比下行），则当前处于被动扩产、供给侧压力较大行业包括能源金属、光伏设备、化学制品、乘用车、半导体等，与中观视角下基本一致。

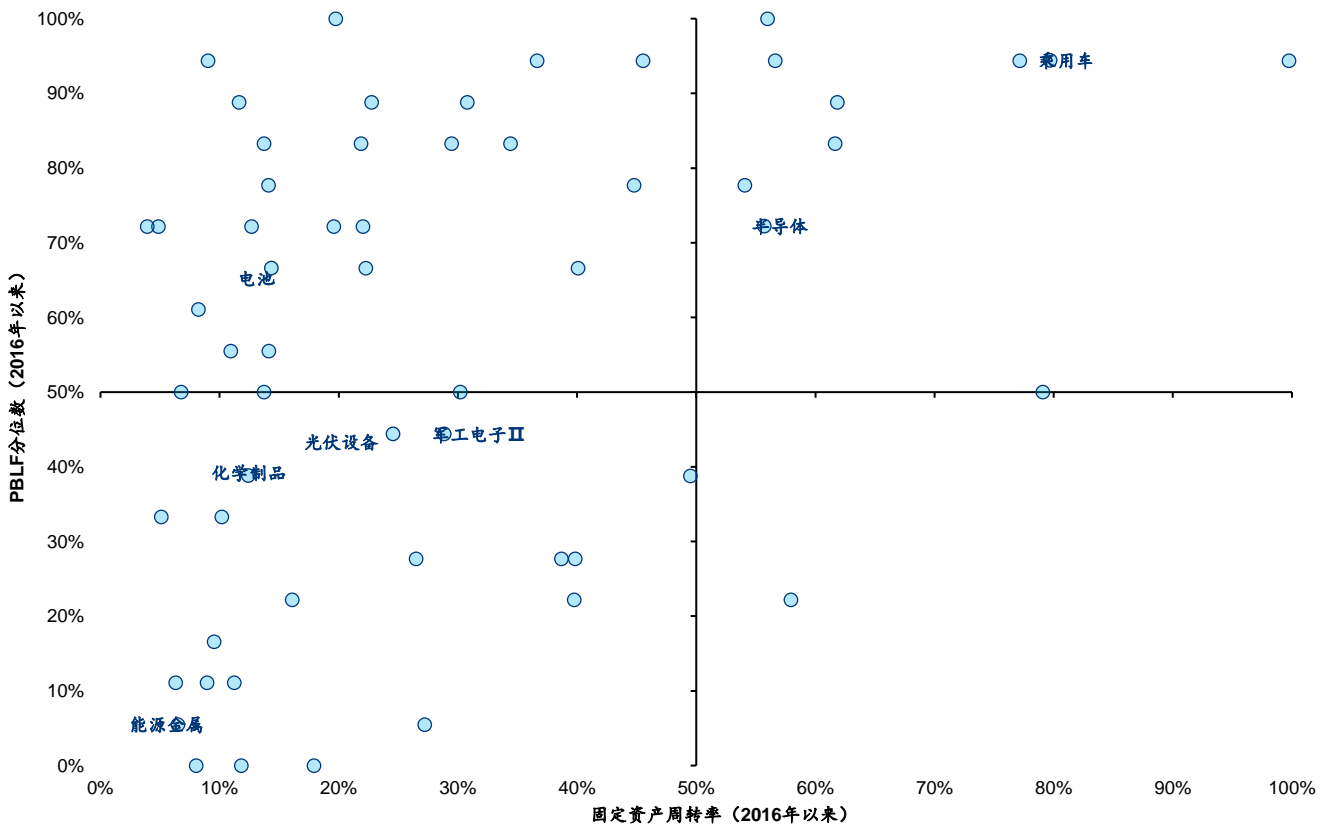
图表75：主要行业固定资产周转率分位数 vs 资本开支/营收



注：资本开支 Z 值基于 2005Q4 以来的季度数据计算，固定资产周转率分位数基于 2016 年以来的季度数据计算
 资料来源：Wind，华泰研究

考察估值、筹码水位，光伏、化学制品、能源金属、军工电子等当前计入的供给侧压力或更充分，随着产能利用率拐点渐近存在估值修复机会。第一，考察 2016 年以来 PBLF 分位数，能源金属、化学制品、电池、光伏设备、军工电子等已降至 30% 分位以下；第二，考察 2020 年以来剔除主题基金后公募配置系数分位数，光伏、化学制品、能源金属、军工电子等已回落至 2020 年以来中枢下方。此外，以全市场超 2000 只宽基基金为样本，截至中报电力设备行业持仓占比已降至 7.1%，接近标配 (6.3%)。

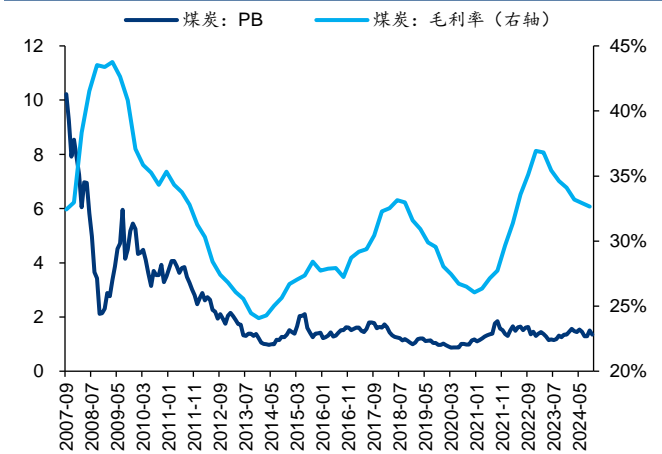
图表76：考察估值、筹码水位，光伏、化学制品、能源金属、军工电子等当前或已较充分计入供给侧压力



注：配置系数=持仓占比/该行业流通市值占A股比重
资料来源：Wind，华泰研究

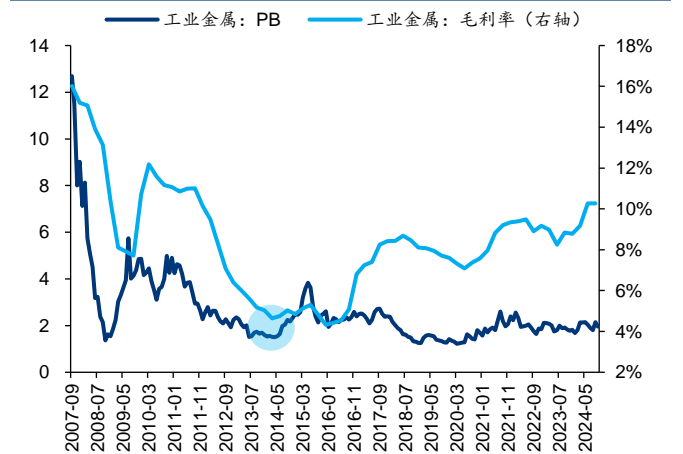
节奏上，复盘过往出现过供给侧压力的行业，PB 低点通常在 1.0-2.0x，上游估值企稳的信号是毛利率/价格底部回升，如 2011-2015 年煤炭（PB 最低降至 1.0x）、2012-2016 年工业金属（PB 最低降至 1.5x）；中下游行业产能出清过程中估值企稳通常略领先（1Q 左右）ROE 拐点，如 2010-2012 年面板（PB 最低降至 2.0x）、2010-2012 年乘用车（PB 降至 1.5x）。

图表77：2011-2015 年煤炭 PB 最低降至 1.0x，毛利率见底后回升



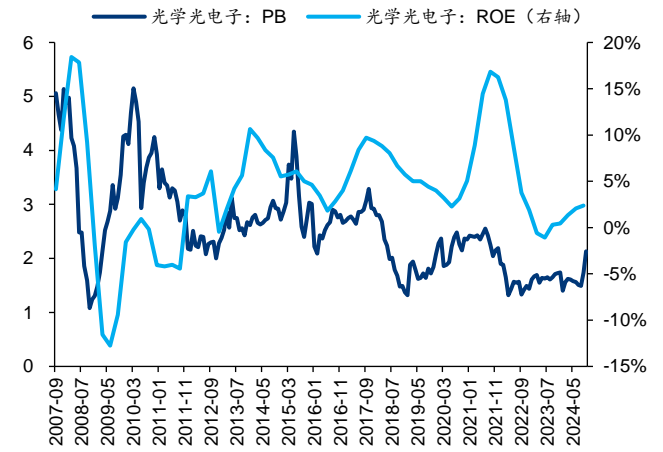
资料来源：Wind，华泰研究

图表78：2012-2016，工业金属 PB 最低降至 1.5x，毛利率见底后回升



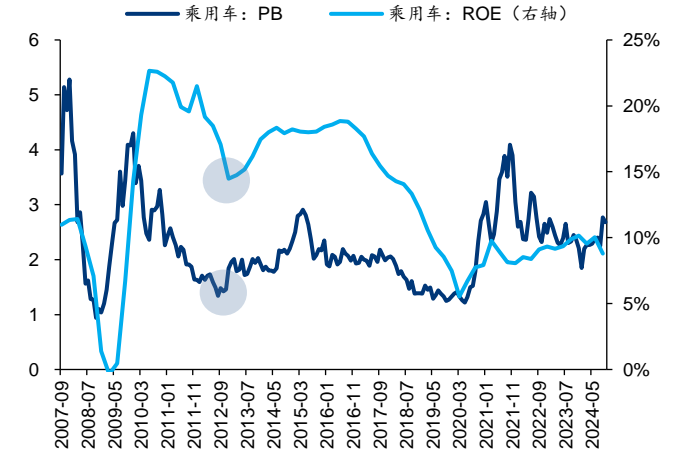
资料来源：Wind，华泰研究

图表79：2010-2012年面板PB最低降至2.0x，领先ROE拐点1Q



资料来源：Wind，华泰研究

图表80：2010-2012年乘用车PB降至1.5x，领先ROE拐点1Q



资料来源：Wind，华泰研究

此外，根据三季报情况，关注产能周期上行或有望率先出清的行业：1) 主动扩产并且或具备一定持续性，如航海装备、商用车、纺织服装、化学纤维等；2) 被动去产（基本出清），如通用设备、航空机场、通信等；3) 主动去产后期（准出清），如食品饮料、塑料、化学制药、农化制品、小金属等。其中，主动扩产的航海装备、纺服链等年初至今已有显著超额收益，被动去产（基本出清）和主动去产（准出清）品种同样值得高度关注，且由于基本面更加“左侧”，交易拥挤度可能更低。

图表81：主动扩产且有一定持续性的行业筛选

行业	资本开支/营收 (TFQ)				固定资产周转率				产能周期
	24Q2	24Q3	环比变化	当前Z值	24Q2	24Q3	环比变化	历史分位	
商用车	3.3%	3.5%	0.2%	(0.45)	524.0%	593.3%	69.2%	73.5%	主动扩产
传媒	4.6%	4.7%	0.1%	(0.27)	387.5%	424.7%	37.2%	58.8%	主动扩产
商贸零售	2.4%	2.5%	0.1%	(1.88)	835.6%	893.6%	57.9%	91.1%	主动扩产
纺织服装	4.8%	5.2%	0.4%	0.05	441.9%	492.9%	51.0%	61.7%	主动扩产
社会服务	7.8%	7.8%	0.0%	(0.55)	240.7%	251.6%	10.9%	61.7%	主动扩产
化学纤维	7.5%	8.0%	0.5%	(0.51)	226.8%	230.1%	3.3%	17.6%	主动扩产
航海装备II	2.6%	5.7%	3.1%	0.18	236.8%	254.4%	17.6%	94.1%	主动扩产

资料来源：Wind，华泰研究

图表82：被动去产且产能利用率有望继续提升的行业筛选

行业	资本开支/营收 (TFQ)				固定资产周转率				产能周期
	24Q2	24Q3	环比变化	当前Z值	24Q2	24Q3	环比变化	历史分位	
通用设备	3.1%	2.9%	-0.2%	(0.85)	338.4%	422.6%	84.2%	97.0%	被动去产
计算机设备	3.2%	2.8%	-0.4%	(0.12)	888.3%	894.2%	5.9%	14.7%	被动去产
航空机场	12.1%	11.5%	-0.6%	(1.06)	111.9%	138.9%	27.0%	91.1%	被动去产
消费电子	3.5%	3.4%	-0.1%	(0.71)	754.1%	760.6%	6.5%	47.0%	被动去产
元件	10.1%	9.5%	-0.6%	(0.65)	187.6%	191.5%	3.9%	26.4%	被动去产
铁路公路	13.2%	12.8%	-0.4%	(0.07)	46.0%	50.3%	4.3%	41.1%	被动去产
通信	17.0%	16.6%	-0.3%	(1.02)	143.8%	147.9%	4.2%	88.2%	被动去产

资料来源：Wind，华泰研究

图表83：主动去产后期（准出清）行业筛选

行业	资本开支/营收 (TFQ)				固定资产周转率				
	24Q2	24Q3	环比变化	当前Z值	24Q2	24Q3	环比变化	历史分位	产能周期
食品饮料	4.3%	4.2%	-0.1%	(1.11)	470.7%	470.4%	-0.2%	47.0%	主动去产
水泥	8.6%	8.5%	0.0%	(0.65)	140.9%	129.4%	-11.6%	26.4%	主动去产
塑料	5.7%	4.5%	-1.2%	(0.67)	268.4%	242.2%	-26.1%	14.7%	主动去产
中药II	2.8%	2.7%	0.0%	(1.49)	577.7%	553.2%	-24.5%	5.8%	主动去产
农林牧渔	5.2%	5.1%	-0.1%	(1.17)	325.7%	311.2%	-14.5%	5.8%	主动去产
化学制药	8.7%	7.9%	-0.7%	(0.78)	307.3%	284.5%	-22.8%	0.0%	主动去产
农化制品	9.8%	8.6%	-1.2%	(0.79)	226.2%	193.0%	-33.2%	50.0%	主动去产
小金属	4.8%	4.4%	-0.4%	(0.95)	490.2%	453.8%	-36.4%	58.8%	主动去产
物流	1.5%	1.5%	0.0%	(0.73)	1994.9%	1692.1%	-302.8%	0.0%	主动去产

资料来源：Wind，华泰研究

利率周期：25H1 利率曲线陡峭化下非银或占优

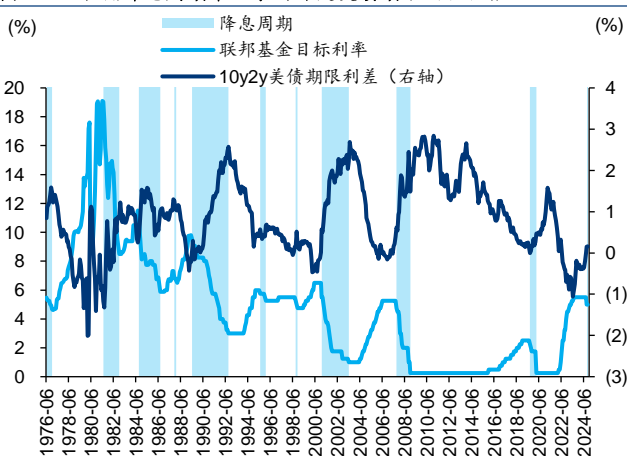
随着视角向 2025 年切换，市场主要矛盾从 2023-2024 年的全球货币政策拐点，逐渐转向财政政策和通胀中枢的变化，对应叙事从全球降息交易转向中美利率曲线陡峭化交易，其中，国内利率曲线陡峭化的能见度更高。

对于美国，近期美债长端利率的回升或反映市场对于再通胀的担忧：

第一，9 月美联储以降息 50BP 开局后经济和通胀数据超预期。经济方面，美国三季度 GDP 季比折年增速为 3.3%，消费和企业投资是主要贡献，10 月 Markit 制造业 PMI 有所反弹，服务业 PMI 延续上行；通胀方面，商品通胀和住房外的其他核心服务通胀带动 9 月通胀再超预期；就业方面，9 月新增非农就业大幅回升，10 月受飓风、罢工等一次性扰动低于预期，但随着扰动消退预计 11 月有明显改善。此外，根据历史经验，随着金融条件改善向基本面传导，历史上联储降息周期几乎均伴随美债期限利差的扩张。

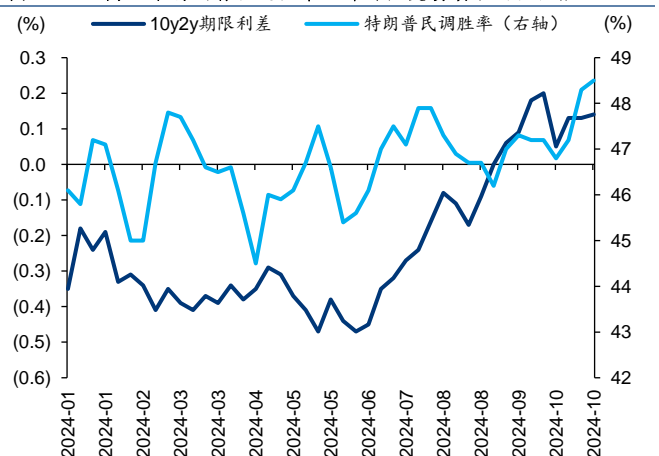
第二，若特朗普当选，其减税宽财政、收紧贸易和移民政策的组合拳或推升核心通胀，制约降息空间。尽管特朗普增加传统能源供给的主张能够压低远期能源通胀，但宽财政、紧移民、加关税，分别对应更高的核心商品、核心服务及输入性通胀，6 月以来特朗普胜选概率上升阶段美债期限利差扩张，且主要由通胀预期驱动。

图表84：联储降息周期中几乎均伴随美债期限利差扩张



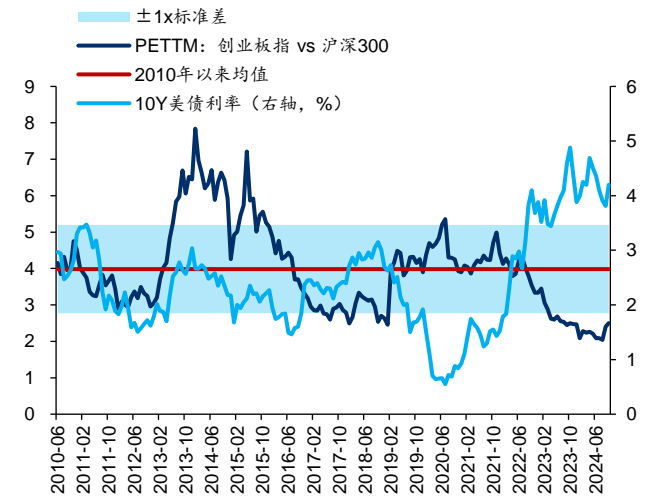
资料来源：Wind，华泰研究

图表85：6 月以来特朗普胜选概率上升阶段美债期限利差扩张

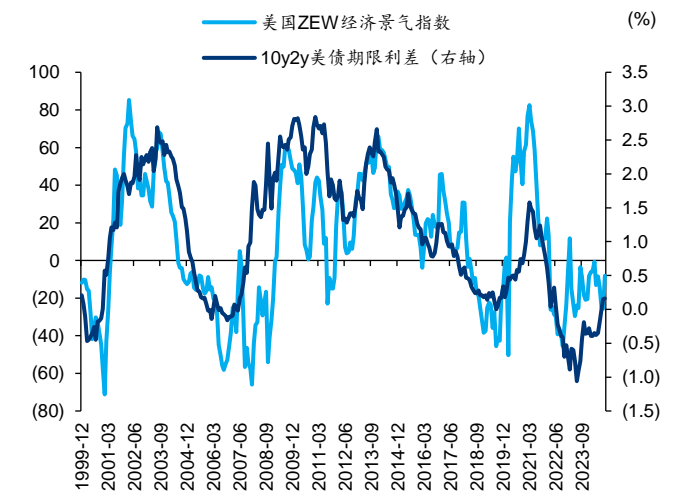


资料来源：Wind，RCP，华泰研究

2000年以来，除本轮外美债收益率曲线经历了7轮陡峭化。复盘10年期美债利率上行+期限利差扩张区间，风格上价值、中小盘占优，考察涨幅均值和相对全A胜率，行业上家电、军工、机械、汽车、电子、社服、轻工等占优，主要为制造和耐用消费品。逻辑上，长端美债利率上行+期限利差扩张的组合会同时影响A股行业的分子端和分母端：1) 分母端，贴现率上行导致大盘成长相对估值承压，其作为长久期资产、主体现金流分布在远端，在利率上行阶段估值压缩幅度相对价值股更大；2) 分子端，期限利差扩张对应美国经济预期改善，美国库存周期上行对中游资本品、贸易品和耐用消费品需求形成拉动，但考虑潜在的关税冲击，本轮上述逻辑的传导或存在“堵点”。

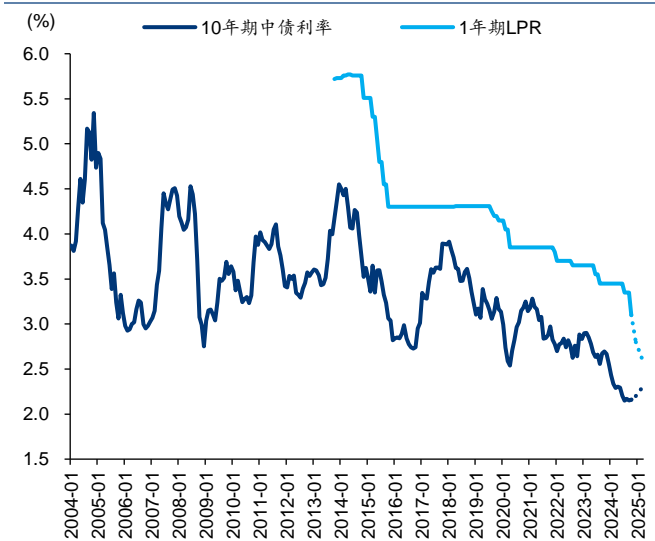
图表86：分母端，25H1长端美债利率上行或导致成长相对估值承压


资料来源：Wind，华泰研究

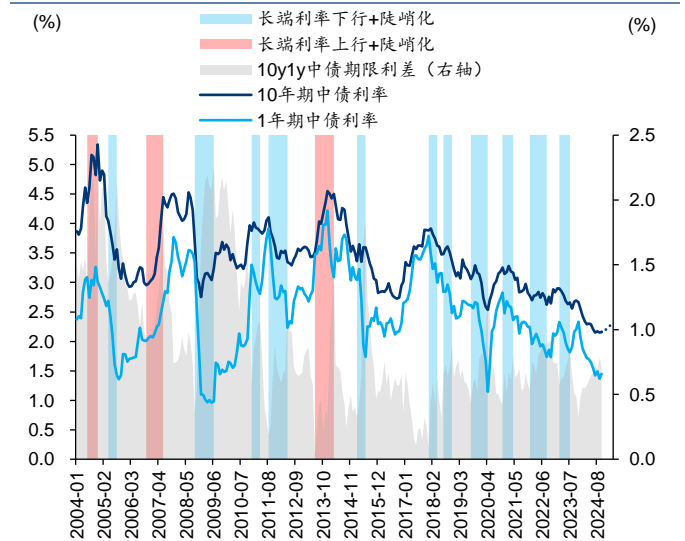
图表87：分子端，期限利差扩张对应美国经济预期改善


资料来源：Wind，华泰研究

随着联储降息进一步打开国内货币政策空间，中美货币政策和经济周期剪刀差收敛，国内宽财政+宽货币的组合下大概率将出现利率曲线的陡峭化。根据华泰宏观团队预测（2024.11.3《内需温和回升，外围波动加大》），当前至25Q1，1年期LPR或下行至2.6%，而随着货币和财政政策加码10年期中债或逐步上行至2.3%。以10y1y国债期限利差衡量，除本轮外2004年以来国内收益率曲线经过14轮陡峭化（不短于3个月），其中长端利率上行+期限利差扩张的典型区间共3轮。复盘上述3轮区间，风格上价值占优，行业上非银和消费（纺服/家电/商贸等）占优。

图表88：宽货币+宽财政或带动国内长端利率回升，收益率曲线陡峭化


资料来源：Wind，华泰研究预测

图表89：2004年以来国内收益率曲线经过14轮陡峭化


资料来源：Wind，华泰研究

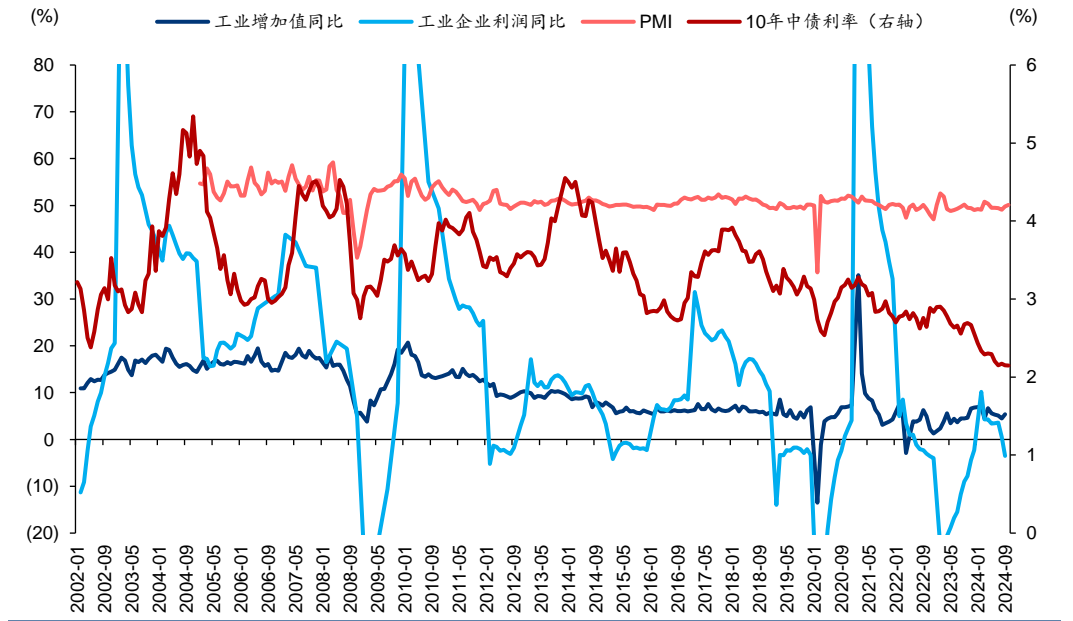
图表90：复盘国内长端利率上行+期限利差扩张的典型区间，风格上价值占优，行业上非银和消费（纺服/家电/商贸等）占优

开始时间	2004/6/30	2006/10/31	2013/6/30		
结束时间	2004/11/30	2007/6/30	2014/3/31	均值	相对全 A 胜率
持续时间 (月)	5	7	9	7	-
10y 中债利率变动 (BP)	99	150	99	116	-
10y1y 期限利差上升 (BP)	108	83	138	110	-
万得全 A	-4.9%	145.4%	11.0%	50.5%	-
大盘指数	-2.9%	155.8%	-3.9%	49.7%	66.7%
中盘指数	-2.1%	144.1%	14.2%	52.1%	66.7%
小盘指数	-9.3%	94.8%	24.5%	36.7%	100.0%
高市盈率指数	-10.1%	130.5%	18.2%	46.2%	50.0%
低市盈率指数	-2.5%	148.7%	13.0%	53.1%	100.0%
农林牧渔	-9.3%	104.7%	14.5%	36.6%	33.3%
基础化工	-3.2%	130.0%	7.9%	44.9%	33.3%
钢铁	0.3%	156.8%	1.0%	52.7%	66.7%
有色金属	-3.7%	177.3%	-3.0%	56.9%	66.7%
电子	-0.3%	82.4%	17.5%	33.2%	66.7%
家用电器	-13.3%	189.2%	25.0%	67.0%	66.7%
食品饮料	4.5%	118.2%	-4.1%	39.5%	33.3%
纺织服装	-7.6%	186.9%	26.0%	68.5%	66.7%
轻工制造	-0.3%	131.3%	30.5%	53.8%	66.7%
医药生物	-4.1%	130.8%	14.5%	47.0%	66.7%
公用事业	-7.5%	143.3%	2.4%	46.0%	0.0%
交通运输	10.7%	125.6%	19.8%	52.0%	66.7%
房地产	-6.7%	211.9%	2.4%	69.2%	33.3%
商贸零售	-1.4%	170.1%	22.9%	63.9%	100.0%
社会服务	4.7%	115.9%	36.4%	52.3%	66.7%
建筑材料	-14.9%	197.7%	10.6%	64.4%	33.3%
建筑装饰	-6.8%	131.3%	-9.5%	38.3%	0.0%
电力设备	0.3%	130.7%	27.2%	52.7%	66.7%
国防军工	-10.4%	136.8%	15.2%	47.2%	33.3%
计算机	1.8%	125.4%	41.9%	56.4%	66.7%
传媒	11.4%	95.3%	37.1%	47.9%	66.7%
通信	-1.8%	87.0%	21.8%	35.7%	66.7%
银行	-9.9%	124.1%	-4.1%	36.7%	0.0%
非银金融	-1.8%	222.2%	3.6%	74.6%	66.7%
汽车	-21.8%	176.1%	15.7%	56.7%	66.7%
机械设备	-5.6%	153.5%	19.4%	55.8%	66.7%
煤炭	16.7%	179.6%	-25.2%	57.0%	66.7%
石油石化	-5.0%	116.3%	5.2%	38.9%	0.0%
环保	-13.5%	131.2%	8.7%	42.1%	0.0%
美容护理	-9.7%	163.2%	-9.5%	48.0%	33.3%

资料来源：Wind，华泰研究

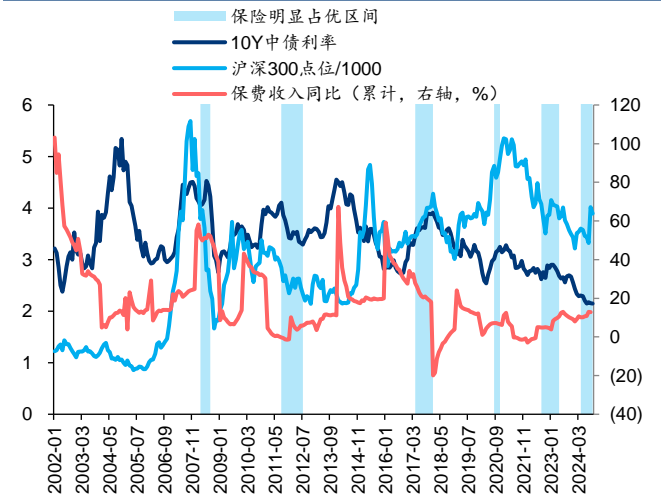
我们在 2022.10.9《风格巡礼：大金融的 3 种超额收益环境》中总结了大金融熊市抗跌、复苏确认、牛市中期补涨三类占优环境，随着货币和财政政策发力向信用周期传导（M1 同比或企稳回升），宏观量、经济预期、金融条件和利润率的拐点或渐次出现，大金融或迎来复苏确认行情。择线角度，保险（资产端+负债端共振改善）和券商（成交额上升）或占优：1) 保险：占优区间常伴随资产端和负债端共振向好，如 11.08-12.07、17.04-18.01、20.08-20.11，当前负债端保费收入自年初低点回升，资产端随着 10 年期国债利率回升和权益市场回暖或亦有显著改善；2) 券商：占优区间常伴随权益市场情绪升温，如 05.10-06.03、14.10-14.12，“924”政策组合拳后 A 股波动中枢和成交额抬升。

图表91：宏观量、经济预期、金融条件和利润率的拐点或渐次出现，大金融有望迎来复苏确认行情



资料来源：Wind, 华泰研究

图表92：资产端+负债端共振向好或驱动保险超额收益



资料来源：Wind, 华泰研究

图表93：市场波动中枢和成交额抬升或驱动券商超额收益

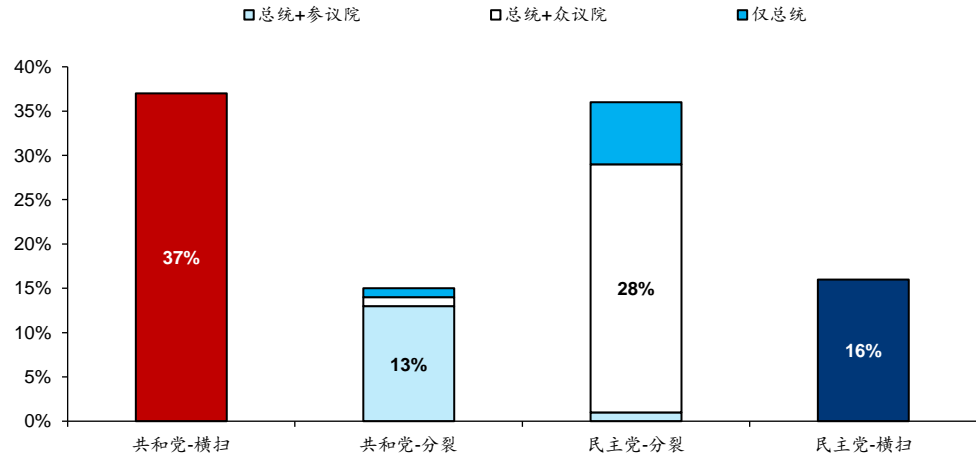


资料来源：Wind, 华泰研究

地缘因素：共和党+统一国会的组合应对思路

美国大选临近，特朗普占优，共和党+统一国会的情形概率更高，其财政、贸易、移民及产业政策的落地置信度提升。民调结果看，特朗普的整体支持率小幅反超哈里斯，且在部分摇摆州维持一定的领先优势。博彩市场预测看，特朗普的胜选概率约 52%，共和党在两院均占优，共和党赢得大选并拿下两院的综合概率为 37%。特朗普的部分政策主张需要国会立法通过，若形成统一国会，该类政策的落地概率将更高、节奏将更快（如 2017 年的《减税就业法案》通过“国会预算调和”，从提出到立法通过耗时不到 2 个月），值得投资者更多关注。

图表94：选举结果概率分布：共和党+统一国会（37%）及民主党+分裂国会（28%）为两个主流情形



注：数据截至 2024.11.2

资料来源：Polymarket，华泰研究

图表95：特朗普在部分贸易及移民政策上有一定自主权，而统一国会意味着其财政及其他贸易主张置信度上升

		特朗普			
		政策主张	行政命令	国会立法	无需行动
财政	企业部分	企业所得税率降到20%；在美国生产产品的企业税率为15% 永久实行固定资产奖励性折旧政策		✓ ✓	
	个人部分	永久延长TCJA法案中居民所得税部分 取消平价医疗保险（ACA）的罚款 取消对社会保障福利、加班费和小费征收所得税 恢复地方和州所得税扣除 允许汽车贷款利息部分抵税		✓ ✓ ✓ ✓ ✓	✓
贸易	对来自特定国家的商品征收60%的关税		✓		
	增加国家安全关键领域的投资限制		✓		
	取消特定国家的最惠国贸易地位			✓	
	实施 10-20% 的全面关税		✓		
	恢复对欧盟钢铝征收关税		✓		
产业	为石油和天然气勘探提供税收优惠			✓	
	取消7500美元的电动汽车税收抵免			✓	
	撤销IRA中绿色能源税收优惠政策			✓	
	降低/缩减燃油效率要求			✓	
外交	增加国防开支			✓	
	减少或取消对乌克兰的资金/武器支持			✓	
	强调美国对以色列的支持		✓		
移民	要求北约成员其履行支出义务		✓		
	加大驱逐无证人员的力度		✓		
	实施限制性更强的移民规则，包括合法工作和学生签证的途径		✓		
监管/其他	恢复对美墨边境隔离墙的拨款			✓	
	减少/收回对消费者收费的行动和消费者金融保护局的其他活动		✓		
	挑战悬而未决的巴塞尔 III 银行法规		✓		
	全面大幅削减法规		✓		
	将更多文职人员归类为政治任命人员而非雇员		✓		
	减少兼并/收购的障碍和冗长的审批时间		✓		
	取消针对低能效电器和产品的法规		✓		
撤销美国教育部				✓	

资料来源：American Century Investment，华泰研究

我们在 24.10.16《美国大选“赛点”的组合应对策略》中从盈利预期、贴现率、产业政策三大路径推演了共和党+统一国会对 A 股的影响，并结合实证检验结果提出了三点做多思路，核心结论如下：

- ① **盈利预期**：若特朗普当选，加征关税风险的直接影响是拖累国内出口型企业的收入和利润率。从 2018-19 年的经验看，Jiao et al. (2022)¹ 的研究显示，2018-19 年贸易摩擦期间，平均而言，企业层面含关税出口价格每上涨 1%，就会导致中国出口企业的利润率下降 0.35 个百分点。企业层面的含关税价格上涨 1%，我国整体出口下降 0.83%，行业上，美国收入敞口较大的电子、家电、纺服等受到的拖累可能更大。间接影响是，净出口的下行风险使得内需刺激政策加码的概率提升，2008-09 年、2015-16 年的经验均是如此，若政策落地见效，内需基本面将随之改善。两相结合，若特朗普当选，中期将进一步扩大内需与外需的基本面剪刀差，我们在上文中分析了这一线索下的受益行业。
- ② **贴现率**：若特朗普当选，则考虑其四大政策主张，尽管增加传统能源供给的主张能够压低远期能源通胀，但宽财政、紧移民、加关税，分别对应更高的核心商品、核心服务及输入性通胀，政策包“通胀性”更强，对应联储的降息路径更浅、节奏更慢，美债贴现率处于高位乃至进一步上行的概率更大，宽财政+加关税同样支持美元温和上行，对应的做多方向是估值承压风险相对更小而能够跑出超额收益的低 β 红利资产。此外，考虑若加征关税将在短期降低中国出口而国内政策加码→见效有时滞，以及 2018-19 年加征关税后，交易“系统性风险”抬升的学习效应，我们认为，明年上半年，低 β 红利资产或仍是投资组合中的重要成份。

图表96：2018-19 年的经验显示，投资者将加征关税视作一种系统性风险，造成全 A FPE 的回落



注：复盘区间为 1Q18-1Q20

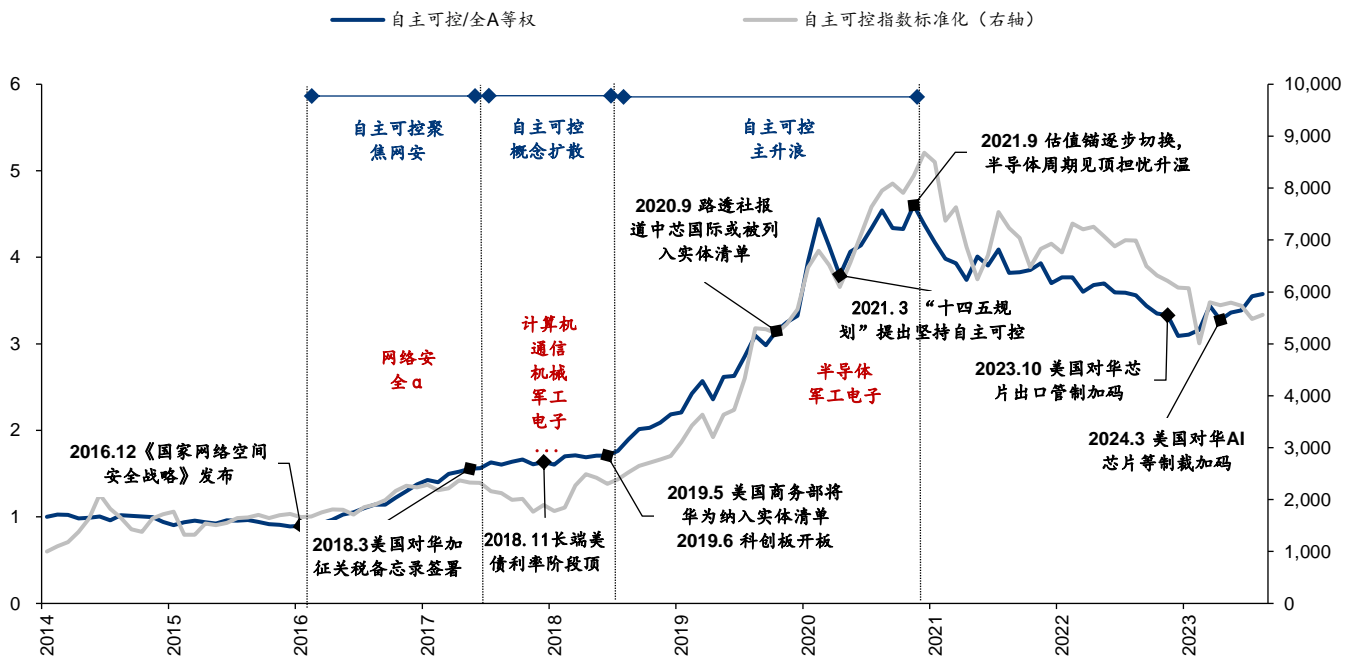
资料来源：PIIE, Wind, 华泰研究

- ③ **产业政策**：从其上一任期的经验看，特朗普产业政策的主要方向是推动制造业回流美国，鼓励先进制造业和新兴制造业发展，并加强对关键性技术的保护，外部的制裁限制是触发彼时 A 股“自主可控”交易的诱因之一，从今年的共和党党纲看，这一思路基本延续。若特朗普当选，预计会继续支持基建和芯片法案（本就由两党共同通过），而其“美国优先”的政策取向可能会限制政府投资或税收补贴的流向，如可能将受外国关注实体（FEOC）排除在外，同样为 A 股“自主可控”交易提供催化。值得提示的是，从上一轮的经验看，“自主可控”交易中持续取得超额收益的强势品种的共性特征是自身景气周期向上（如 2019-2021 年主升浪中强势的半导体，自身处于全球景气及 A 股盈利上行周期），我们认为，可能处在新周期起点的军工是本轮这一逻辑下的值得重点关注的行业。

1

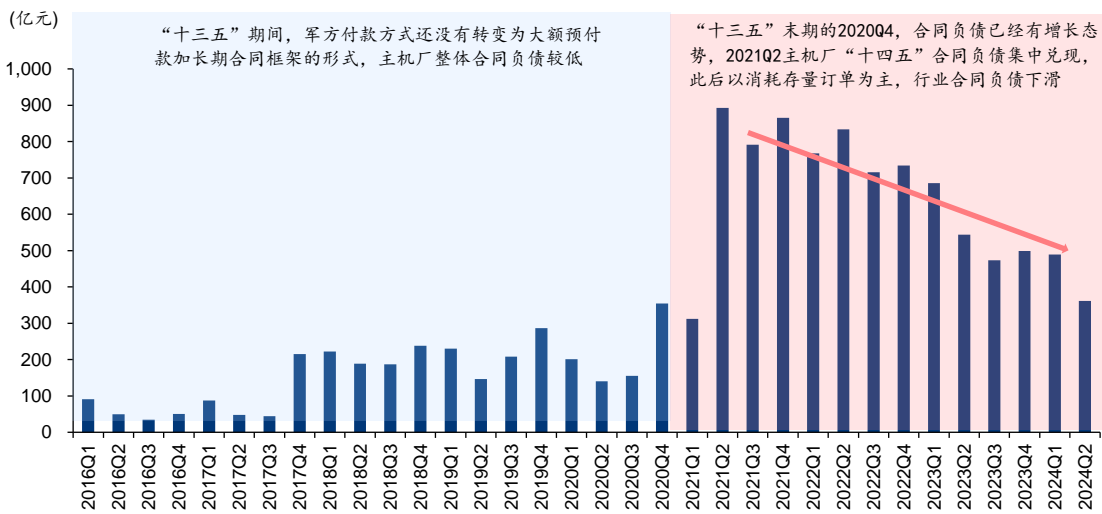
<https://scccei.fsi.stanford.edu/china-briefs/how-did-2018-us-china-trade-war-affect-chinas-exporters>

图表97：A股仅有1轮典型的“自主可控”行情，持续时间长（2017-2021）、超额弹性大（区间超额收益385%）



注：自主可控指数、自主可控指数/Wind全A等权指数均做定基处理，基日为2014.12.31
资料来源：Wind，华泰研究

图表98：主机厂合同负债+预收款情况



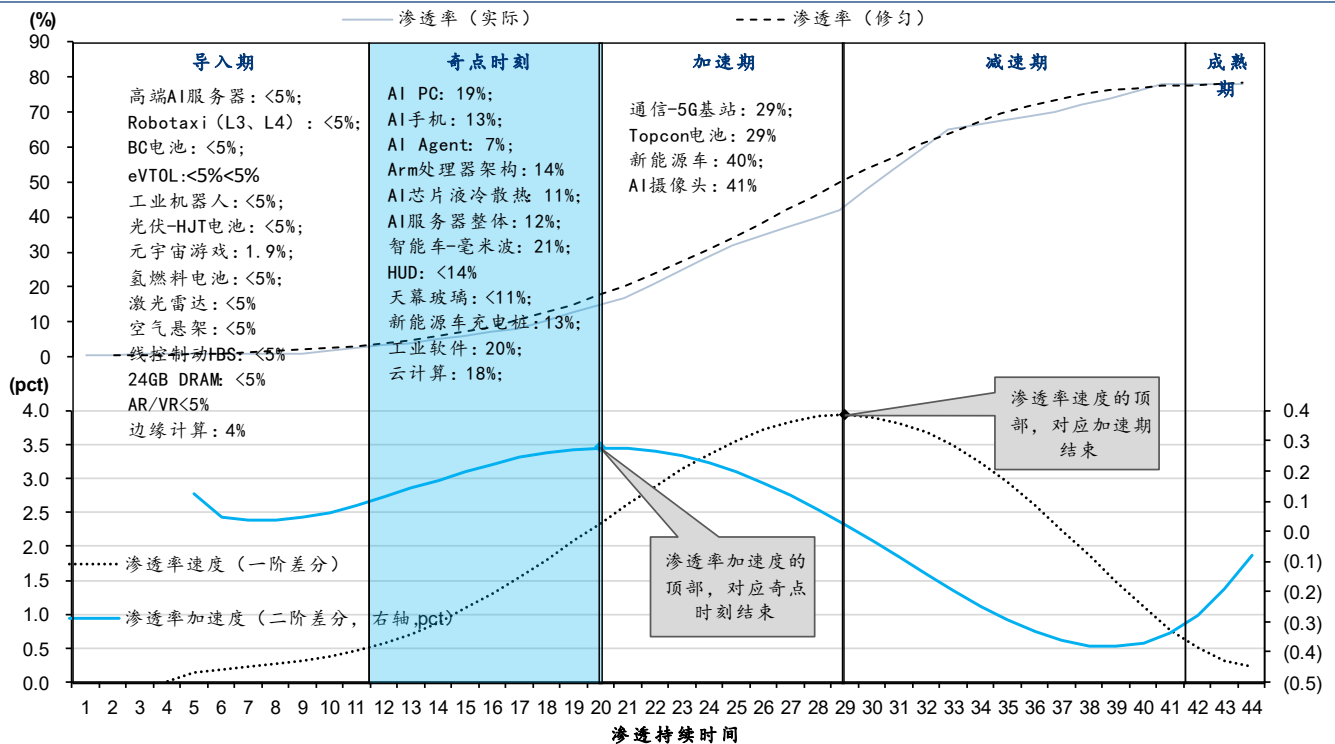
资料来源：Wind，华泰研究

若特朗普获胜，形成共和党+统一国会情形，A股占优具体选股组合可参考2024.10.16《美国大选“赛点”的组合应对策略》。

生命周期：关注 AI 衍生的“奇点时刻”

结合渗透率水平、未来预期以及后续催化事件,1)目前处于奇点时刻的新兴产业为 AI Agent、AI PC、AI 手机等 AI 产业方向,其产业演绎程度或需关注 Chatgpt 5.0 对于 AI 端侧应用的催化,在细分环节中,Arm 处理器架构、AI 芯片液冷散热、24GB DRAM 等技术也显示出强劲的发展趋势;2)明年有望进入“奇点”的品种主要有高端 AI 服务器、L3-L4 智能驾驶、光伏 BC 电池、低空经济(eVTOL)等,其中高端服务器渗透率提升速率或取决于英伟达芯片出货速率,而无人驾驶的商业化落地成效将是其进入渗透率奇点时刻的关键,激光雷达、空气悬架作为智能驾驶的核心部件或也有望进入“奇点时刻”;而光伏 BC 电池量产技术已取得里程碑式突破,产能落地或是其渗透率提升的关键因素。

图表99：重点新兴产业当前渗透率水平概览



资料来源：汽车之家，Markline，高工智能汽车，佐思汽研，各公司公告及官网，焉知智能汽车，盖世汽车，汽车之心，华强微电子，亿欧智库，智研咨询，OFweek，Yole，IDC，高工锂电，北极星电力网，CPIA，Frost&Sullivan，iFind，Datayes，Wind，华泰研究

AI：AI Agent 渗透率位于导入关键期，催化 AI PC/AI 手机进入奇点时刻。

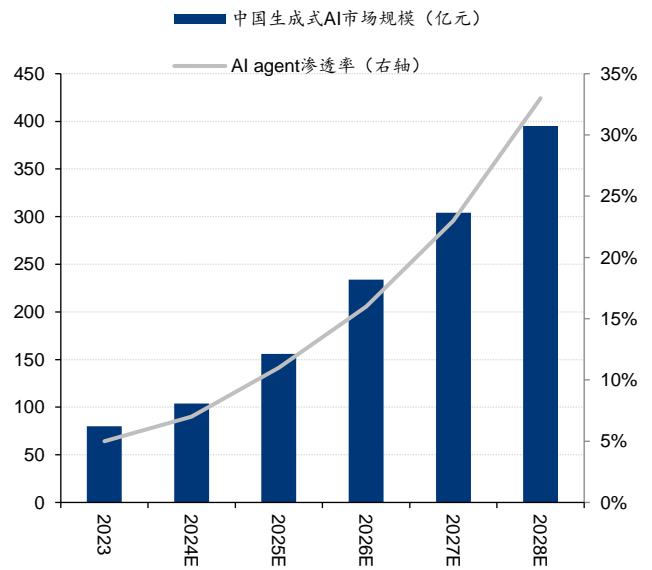
AI Agent 在今年下半年迎来云端产品的密集迭代发布，技术渗透率进入奇点时刻初期。生成式 AI 的智能革命演化至今，呈现嵌入模式（embedding）、副驾驶模式（Copilot）以及智能体（Agent 模式）三种模式，不同于前述两种模式，AI Agent 具备通过独立思考、调用工具去逐步完成给定目标的能力。今年下半年以来，AI Agent 云侧、端侧加速落地，2024 年渗透或为 7%，位于渗透率提升的奇点时刻初期。

图表100: 生成式 AI 发展的三个阶段



资料来源：甲子光年《2024 中国 AI Agent 行业研究报告》，华泰研究

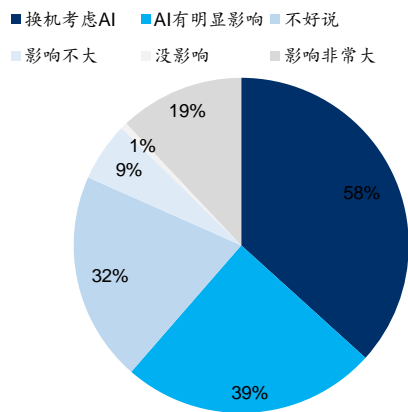
图表101: AI agent 目前或处于渗透率 7%的关键时期



资料来源：头豹研究院，华泰研究

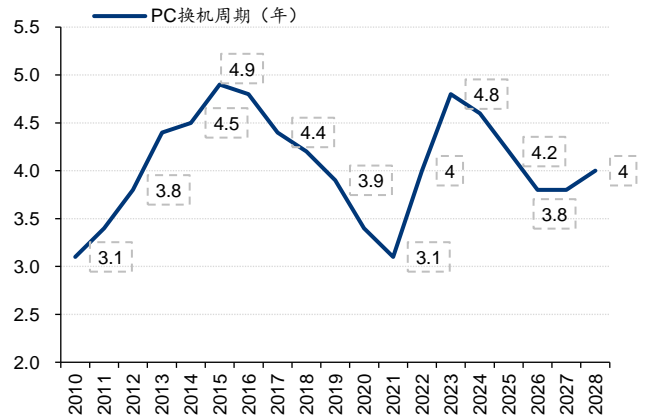
应用侧，AI PC 或受到产品周期及换机周期双重推动，进入渗透率提升的“奇点时刻”。需求侧，受到 PC 更新需求、Window 10 系统支持于 2025 年结束等因素叠加推动，PC 或于 2024 年下半年进入更新需求，且更新或延续至 2025-2026 年，且 IDC 统计显示，AI PC 将加速换机潮的到来，2 年内置换 PC 的用户占比将翻倍，提升至 20% 甚至更高。同时，AI PC 商业化起步，具备完备 AI PC 核心特征的产品逐步投放市场，从产品生命周期的角度来看，结合智能手机渗透率提升规律及原因，2024 年下半年及 2025 年，AIPC 有望开始渗透率提升进程，根据 Canalis 预计，2024 年全球 PC 出货量将达到 2.68 亿台，其中 AIPC 渗透率将达到 19%，约为 0.51 亿台，2028 年全球 PC 出货量将达到 2.93 亿台，其中 AIPC 渗透率将达到 71%，约为 2.08 亿台。

图表102: PC 是否 AI 化对用户换机意愿的影响



资料来源：联想，华泰研究

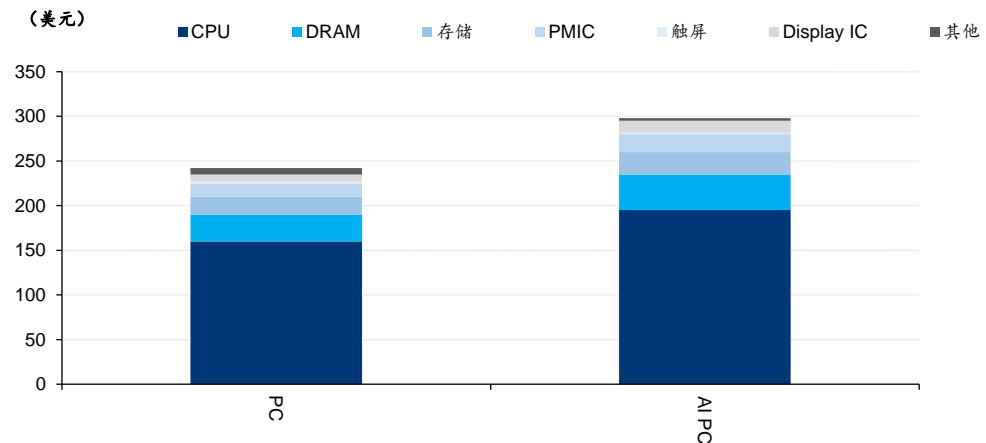
图表103: PC 换机周期



资料来源：IDC，华泰研究

具体至产业链内部，根据 AI PC 相对于 PC 的升级变动，其主要价值增量或集中于 CPU、DRAM 中。在硬件侧，Arm 架构、存储升级或是主要变量，除此之外，AIPC 带动散热、电池及结构件等变化。根据 Trendforce，微软计划在 Windows12 为 AIPC 设置最低门槛，需要至少 40TOPS 算力和 16GB 内存。结合端侧 AI 部署对算力、内存、功耗的要求，芯片端升级趋势：1) Arm 架构以其低功耗、长续航的特点或将实现 PC 市场份额提升；2) 端侧 AI 运行亦对内存提出更高要求，将带动 DDR5/LPDDR5 渗透率提升及 DRAM 容量提高。此外，为了适配 AIPC 的计算及功耗需求，AIPC 在散热、电池等环节亦或将带来升级变化。

图表104：AI PC 相比于 PC，增量价值主要集中于 CPU、DRAM 中

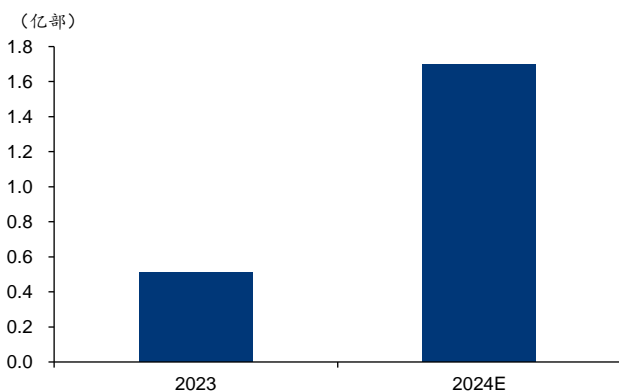


资料来源：IDC、微软，华泰研究

除 AI PC 外，搭载 AI Agent 的新机型或于今年 Q4 至明年密集发布，有望推动 AI 手机渗透率进入“奇点时刻”。IDC 定义新一代 AI 智能手机需拥有至少 30 TOPS 性能的 NPU，能够在手机上运行 LLMs。根据 IDC 预测，目前 AI 智能手机或处于渗透率提升的奇点时刻，全球 AI 手机 2024 年出货量有望同比增长 233% 至 1.7 亿台。中国 AI 手机所占份额自 2024 年以后有望迅速增长，预计 2024 年中国市场 AI 手机出货量为 0.4 亿台，2027 年将达到 1.5 亿台，且 AI 手机渗透率有望在 2027 年超过 50%。

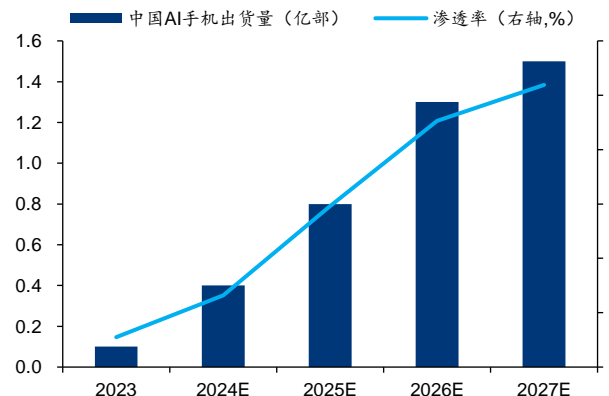
AI 手机内部，苹果链或优于安卓链，Apple Intelligence 迭代演进或推动苹果用户换机。10 月 24 日，苹果发布 iOS 18.2 beta 内测版本，功能包括：扩展 ChatGPT 与 Siri 整合、推出全新图像生成工具 Image Playground 及 Genmoji 表情制作功能、增强写作和视觉智能功能等。由于此类功能只在 iPhone 15 pro/max 及以后系列搭载，或将成为苹果用户重要的换机契机。随着后续 Chatgpt 进一步迭代，iOS18.2/18.3/18.4 在 12 月/1 月/3 月持续更新，公司会逐步推进与 OpenAI 的合作及 AI 相关应用，AI 功能有望逐渐演进。

图表105：全球 AI 手机出货量及预测



注：预测数据来自 IDC
资料来源：IDC，华泰研究

图表106：中国 AI 手机出货量及渗透率预测



注：预测数据来自 IDC
资料来源：IDC，华泰研究

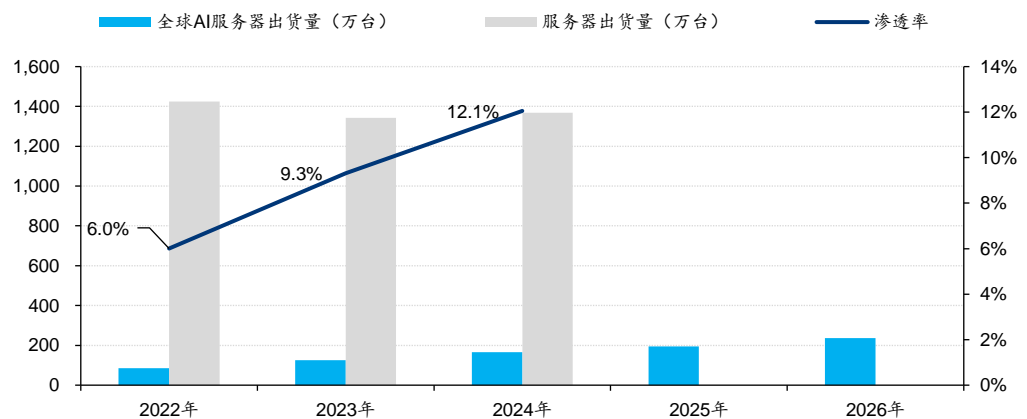
具体到产业链内部，1) SoC: AI引擎升级、NPU算力提升，SoC进一步升级确定性强；2) 存储: 手机RAM升级至24GB LPDDR5X，相较当前主流的8GB LPDDR4X，成本提升300%；3) 电源: 电池/电源管理芯片升级，但弹性相对较小；4) 光学: AI推动屏下摄像头应用取得突破。软件方面，新一代AI智能手机在系统架构和应用方面更加匹配个性化、场景化服务需求。

AI服务器：技术迭代带来的高端AI服务器渗透率即将进入奇点时刻

受益于云端服务供应商（CSP）及品牌客户对建设AI基础设施需求强劲，TrendForce预测2024年全球AI服务器（含搭载GPU、FPGA、ASIC等）出货量有望将同比增长42%。2025年受云端业者及主权云等需求带动，出货量有望再增长约28%，推动AI服务器占整体服务器市场出货量比例提高至近15%。中长期来看，2027年AI服务器占比有机会逼近19%。

细分来看，高端AI服务器的渗透率或有望在2025年加速上行。需求侧，2025年主要互联网企业云支出花费仍在高位区间；产品侧，英伟达Blackwell芯片计划于今年四季度初开始量产，处于渗透率快速上行的通道中。

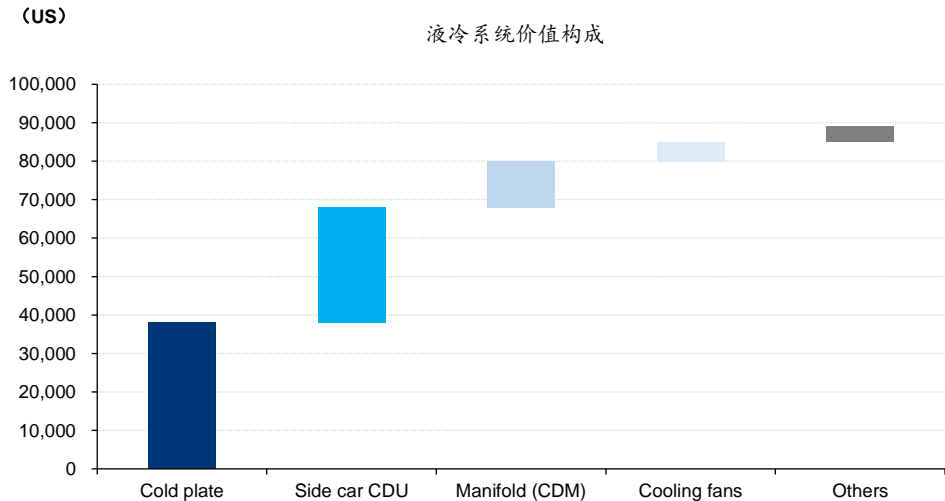
图表107：2024年，AI服务器出货量占服务器出货量占比或为12%



资料来源：Trendforce，华泰研究

拆分GB200NVL系列的具体架构，其增量价值或主要源于机柜、HBM、铜缆、液冷等环节，其中：

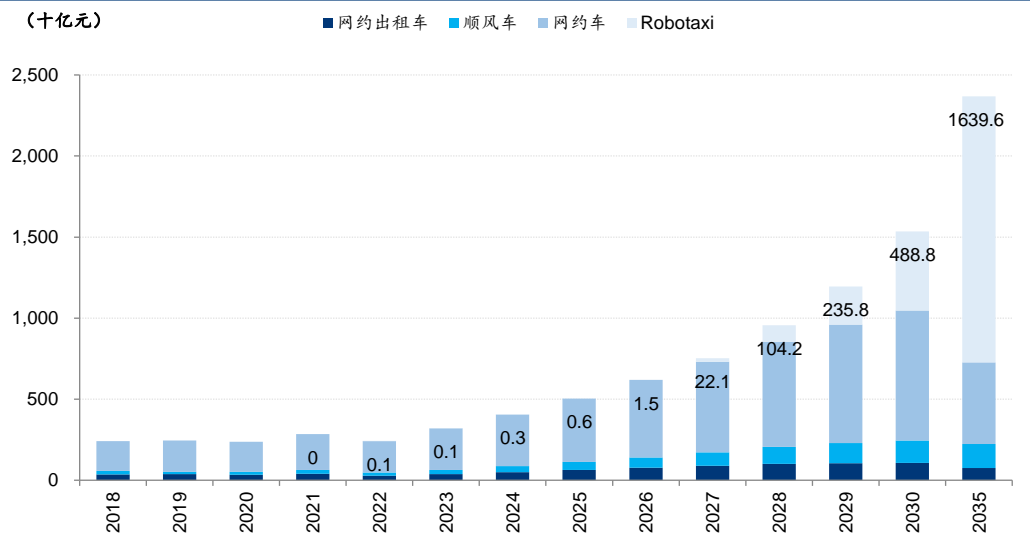
- ① 整机柜：机柜采用MGX架构，由计算托盘与交换托盘组成，提升组装复杂度，带来ODM整机厂的加工价值量提升。
- ② HBM：H100采用5颗HBM3，Blackwell Ultra预期采用8颗HBM3e，单颗GPU采用HBM数量与单价均实现提升。
- ③ 铜连接：GB200 NVL72采用NVLink铜缆链接。
- ④ 散热：B200GPU功耗约1200W，GB200功耗约2700W，或达到风冷上线，有望推动液冷组件价值量提升，Trendforce预计AI芯片的液冷散热渗透率将从2024年的11%提升至2025年的24%。

图表108：英伟达 GB200 NVL72 液冷系统价值构成


资料来源：英伟达，华泰研究

智能驾驶：商业化周期或逐步演进，即将进入奇点时刻

从渗透率角度来看，根据 SAE 自动驾驶分级标准，L3、L4 仍处于导入期。目前渗透率尚不足 5%，未来结合 AI、大模型技术和硬件升级，有望在 2025-2026 年进入渗透率 5-20% 的“奇点时刻”，引领新一轮产业变革。从商业化角度来看，目前 Robotaxi 产业由于正处在商业化 1.0 阶段，城市覆盖率仍比较有限。根据如祺出行公告给出的测算，预计 2024/2025/2026 年 Robotaxi 商业交易额为 3/6/15 亿元，而 2027/2028 年则预计快速提升至 221/1042 亿元，反映 2027 年技术端有望进入成熟期，商业推广快速铺开带来的交易规模量级变化。结合渗透率及营收预测来看，2025-2026 年或进入 L3、L4 级无人驾驶的“奇点时刻”初期。

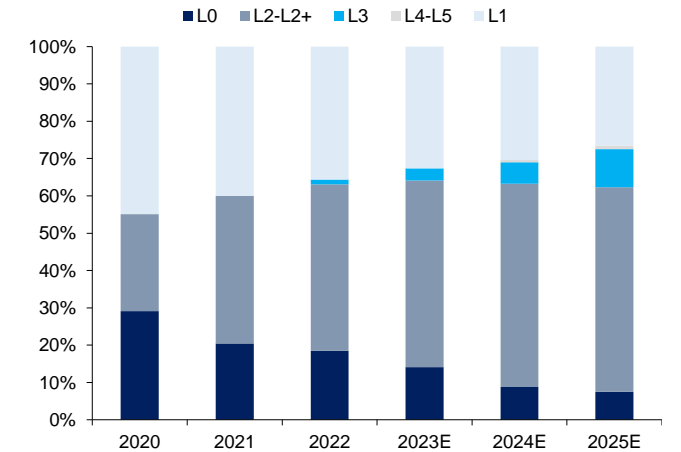
图表109：2024-2026 年，智能驾驶收入测算


资料来源：如祺出行，华泰研究

图表110: 根据 SAE 自动驾驶分级标准, 目前正从 L2 向 L3 加速迈进

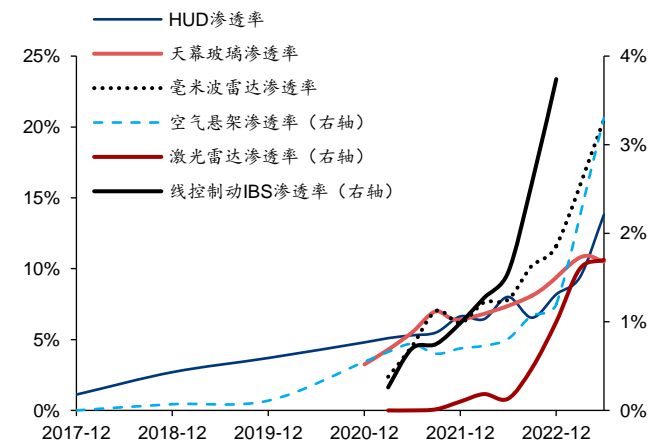
级别	自动化程度	定义
L5	完全自动驾驶	无需人类驾驶员任何操作, 完全由无人驾驶系统操作, 在必要时可切换至人工操作模式
L4	高度自动驾驶	在限定的道路和环境中可由无人驾驶系统完成所有驾驶操作
L3	条件自动驾驶	由无人驾驶系统完成所有驾驶动作, 根据系统请求, 人类驾驶员提供适当操作
L2	部分自动驾驶	针对方向盘和加减速中多项操作提供辅助, 其他由驾驶员操作
L1	辅助驾驶	针对方向盘和加减速其中一项操作提供辅助, 其他由驾驶员操作
L0	人工驾驶	需要人类驾驶员全权操作

资料来源: 美国汽车工程师协会, 华泰研究

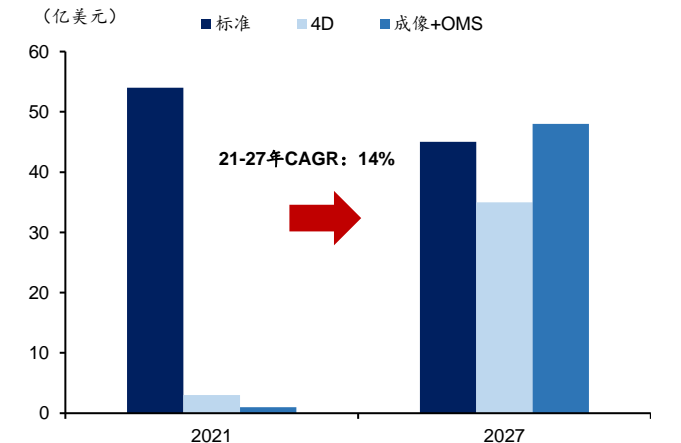
图表111: 2020-2025E 国内乘用车各级别自动驾驶渗透率


资料来源: 灼识咨询, 华泰研究

HUD/天幕玻璃/毫米波雷达/激光雷达/空气悬架/线控制动 IBS 等智能驾驶核心零部件渗透率处于或将进入 5-20% 的“奇点时刻”。 HUD/天幕玻璃/毫米波雷达渗透率分别为 13.8%/10.5%/20.5%, 并加速提升, 有望迎来估值和业绩的戴维斯双击。以毫米波雷达为例, 未来的驱动力主要源于两方面: 1) 降本增效, Yole 预测 4D 成像雷达未来成本有望从 300 美元降低至 11 美元, 同时功耗从 20W 降低至 10W, 以更加适应汽车电气化对产品能耗的需求; 2) 尺寸缩小, Yole 认为未来可通过算法优化、内置天线, 缩减前向雷达至 11*11*3cm, 角雷达尺寸至 6*7*2cm, 更适应车企车型研发。根据 Yole 预测, 2027 年中国 4D 毫米波雷达市场规模有望达到 217 亿元, CAGR 达 48%。

图表112: HUD/天幕玻璃/毫米波雷达/激光雷达/空气悬架/线控制动 IBS 等智能驾驶核心零部件渗透率处于或将进入 5-20% 的“奇点时刻”


资料来源: 高工智能汽车, 交强险, 华泰研究

图表113: 毫米波雷达市场规模


资料来源: Yole, 华泰研究

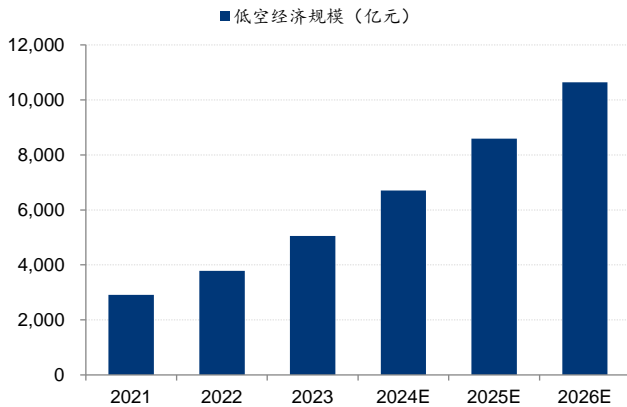
低空经济: eVTOL 渗透率或进入加速提升阶段

低空经济发展或在政策推动下进一步加速。目前国家相关部委正计划成立低空经济专管司局, 其主要职能将包括制定和实施低空经济相关的政策、法规等。该举措或标志着国家对于低空经济领域发展的高度重视和积极推动。

2025-2026 年, 低空经济市场规模进入快速发展阶段。 根据赛迪顾问统计, 2023 年, 我国低空经济规模达到 5059.5 亿元, 随着后续低空基础设施投资拉动成效的显现, 2026 年低空经济规模有望达到 10644.6 亿元。其中拆分价值来看, 2023 年低空飞行器制造和低空运营服务的贡献率占比接近 55%, 是低空经济的支柱产业。

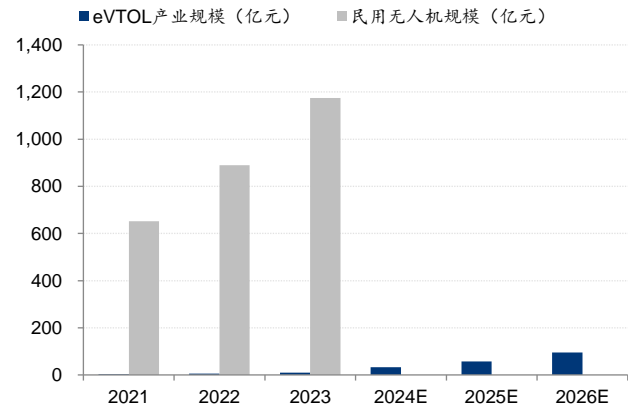
低空飞行器制造中，eVTOL 市场规模或进入加速提升阶段。低空飞行器主要分为无人机和 eVTOL，根据赛迪咨询统计，eVTOL 2023 年市场规模达 9.8 亿元，远低于全球 eVTOL 市场规模(125.3 亿美元)，预计国内 2026 年可达 95 亿元，2021-2026 年复合增长率约为 97%

图表114：2026 年低空经济规模或突破万亿



资料来源：赛迪咨询，华泰研究

图表115：2026 年 eVTOL 市场规模预计提升至 95 亿元

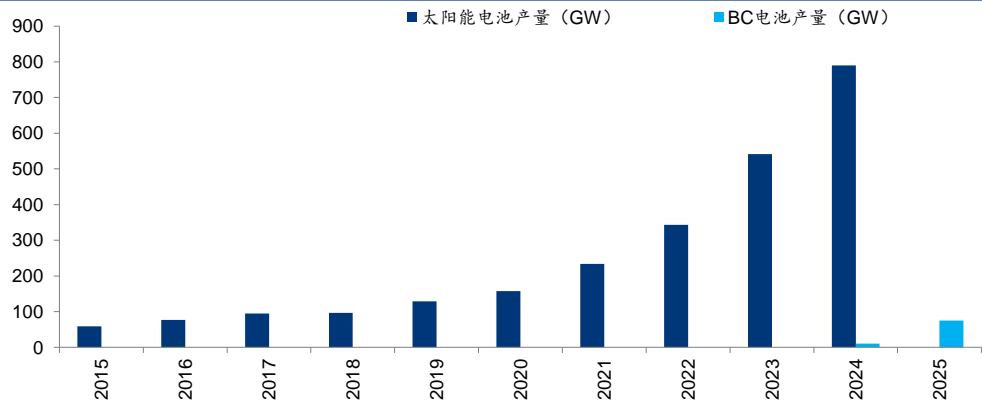


资料来源：赛迪咨询，华泰研究

BC 电池：量产技术突破，渗透率或进入“奇点时刻”

目前光伏 PERC 电池已接近 24.5% 的理论效率极限，BC 新技术或成为破局关键。根据隆基绿能公告，公司已实现 HPBC 2.0 量产技术的突破，电池量产产线已全线贯通，量产效率突破 26.6%，是目前量产效率最高的电池技术。同时，隆基绿能宣布扩产 12GW HPBC 电池片产能，预计 2024 年 11 月开始逐步投产，2025 年 11 月达产，根据隆基绿能规划，到 2025 年年底，HPBC 二代产能将大致会达到 50GW 左右，BC 一代产能大致在 20GW 左右。在扩产节奏提速、量产效率提升的背景下，BC 电池或迎来渗透率快速提升的阶段。

图表116：2025 年，BC 电池产量或进入快速提升阶段



注：2024-2025 年数据为预测数据

资料来源：隆基绿能、爱旭股份官网，华泰研究

风险提示

地产下行压力超预期：我们对于 A 股明年盈利走势、估值水位的预测有赖于地产销售增速的预测，如国内地产下行压力超预期，则明年 A 股盈利能力、估值水位需要做相应下调；

财政政策力度低于预期：财政政策决定了后续信用周期复苏的时点和强度，如国内财政政策力度低于预期，则会对信用幅度的强度造成影响，从而影响市场风险偏好及盈利的上行幅度。

海外地缘风险：美国大选临近，不同政党上台会有不同的对华政策，可能会对出口、全球通胀等假设造成影响。

免责声明

分析师声明

本人，王以、王伟光、孙瀚文、方正韬，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师王以、王伟光、孙瀚文、方正韬本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司