

# 量化点评报告

## 部分周期行业进入强趋势-低拥挤区域——基本面量化系列研究之四十二

**本期话题：部分周期行业进入强趋势-低拥挤区域。**2025年至今，基于景气度-趋势-拥挤度框架的行业轮动模型表现不错，相对wind全A指数超额2.7%，ETF组合相对中证800超额4.2%，叠加PB-ROE选股组合后相对wind全A指数超额3.3%，在二浪反弹时跟上趋势并且超额收益稳定。根据景气度-趋势-拥挤度框架，我们有两个行业轮动方案。从趋势模型来看，部分周期行业等处于“强趋势-低拥挤”区域，例如化工、有色和钢铁等，TMT板块中通信、计算机和传媒拥挤度偏高，建议谨慎，市场在4月可能继续高切低；从景气模型来看，电子、新能源和有色等行业近一年来一直处于“高景气-强趋势”区域，且拥挤度不高，在主动去库存末期我们建议关注成长中有望库存底部反转的行业，这几个行业近半年我们反复强调其补库机遇，值得长期重点关注。

**宏观层面：可能处于主动去库存末期。**预计沪深300盈利增速和PPI同比增速有企稳迹象，库存周期处于主动去库存阶段，但近期经济和库存景气指数近期有修复迹象，可持续跟踪。

**中观层面：消费板块估值处于历史中枢区域，通信估值偏贵。**

**消费估值处于历史中枢区域：食品饮料、家电、医药。**目前消费板块景气度处于下行趋势，其中食品饮料和家电已下跌至0轴以下。估值层面，食品饮料、家电和医药的业绩透支年份分别回到74%、63%和69%分位数。

**通信估值处于历史顶部区域。**目前通信和电子的分析师景气度均处于历史顶部区域，持续高景气。估值层面，通信、电子和新能源的业绩透支年份分别到74%、61%和32%分位数，其中通信估值偏贵。

**大金融目前具备绝对收益配置价值。**银行未来一年预计会有绝对收益配置价值。保险PEV估值近期有修复迹象，保费收入增速明显改善，重点关注十年国债收益率的拐点信号。地产行业估值有所回升，房贷利率已创历史新低，且货币指数进入宽松区间，可以关注。

**行业配置模型跟踪：行业ETF组合年初至今相对基准超额4.2%。**2025年至今，基于景气度-趋势-拥挤度框架的行业轮动模型表现不错，相对wind全A指数超额2.7%，ETF组合相对中证800超额4.2%，叠加PB-ROE选股组合后相对wind全A指数超额3.3%，在二浪反弹时跟上趋势并且超额收益稳定。4月行业配置建议如下：补库存预期47%（电子15%、有色金属17%、汽车3%、电力设备及新能源12%）、高切低37%（农林牧渔9%、非银12%、钢铁7%、基础化工7%、建材2%）、军工16%。

**风险提示：**以上结论均基于历史数据和统计模型的测算，如果未来市场环境发生明显改变，不排除模型失效的可能性。

### 作者

分析师 杨晔

执业证书编号：S0680524050001

邮箱：yangye1@gszq.com

分析师 刘富兵

执业证书编号：S0680518030007

邮箱：liufubing@gszq.com

### 相关研究

- 《量化点评报告：中美流动性双重冲击与生息策略复盘》 2025-04-02
- 《量化点评报告：四月配置建议：财政扩张下的配置思路》 2025-03-31
- 《量化周报：创业板指率先确认日线级别下跌》 2025-03-30

## 内容目录

本期话题：部分周期行业进入强趋势-低拥挤区域	4
一、基本面量化体系介绍	10
二、宏观层面：可能处于主动去库存末期	11
2.1、宏观景气指数跟踪：经济景气指数有修复迹象	11
2.2、宏观情景分析	11
2.2.1、经济增长指数近期回升，三季报沪深 300 盈利增速转正	11
2.2.2、通胀情景分析：预计 PPI 在未来几个月有可能触底企稳	12
2.2.3、库存周期分析：当前处于主动去库存阶段	12
三、中观层面：TMT 板块估值偏贵	14
3.1、消费估值处于历史中枢区域	14
3.2、通信业绩透支年份已至历史顶部区域	15
3.3、大金融目前可能具备绝对收益配置价值	16
四、微观层面：常见盈利模式的策略跟踪	20
4.1、行业景气趋势配置模型	20
4.2、行业困境反转配置模型	20
4.3、行业配置落地：ETF&选股	21
风险提示	23

## 图表目录

图表 1: 行业景气趋势策略年初至今 PMS 组合跟踪表现	4
图表 2: 行业景气度-趋势-拥挤度图谱 (截止 2025 年 3 月 31 日)	5
图表 3: 行业景气选股策略年初至今 PMS 组合跟踪表现	5
图表 4: 行业库存景气反转策略样本内外跟踪表现	6
图表 5: 行业库存景气图谱 (截止 2025 年 3 月 31 日)	6
图表 6: 库存同比：家电、汽车、有色和电子近期的库存同比均出现回补迹象	7
图表 7: 营收同比：家电、汽车、有色和电子半年报的营收同比均出现企稳向上	7
图表 8: 资本开支占比：家电、有色和电子半年报的资本开支占比均处于历史低位，汽车略高但未触及历史极值	8
图表 9: 毛利率：家电、有色、汽车和电子半年报的毛利率均处于上行趋势	8
图表 10: 自由现金流/总资产：家电、有色、汽车和电子半年报的自由现金流占比均处于上行趋势或有企稳迹象	8
图表 11: 行业相对强弱指数提示的年度主线	9
图表 12: 基本面量化研究框架	10
图表 13: 宏观景气指数跟踪：经济和库存景气指数有修复迹象	11
图表 14: 经济增长指数 vs 沪深 300 盈利增速	12
图表 15: 货币宽松指数一般领先 PPI 一年左右，目前预计在未来几个月有可能触底企稳	12
图表 16: 当前处于主动去库存阶段	13
图表 17: 基于库存周期的择时策略	13
图表 18: 食品饮料分析师景气指数	14
图表 19: 食品饮料业绩透支年份	14
图表 20: 家电分析师景气指数	14
图表 21: 家电业绩透支年份	14
图表 22: 医药分析师景气指数	15
图表 23: 医药业绩透支年份	15
图表 24: 通信分析师景气指数	15
图表 25: 通信业绩透支年份	15
图表 26: 电子分析师景气指数	16
图表 27: 电子业绩透支年份	16

图表 28:	新能源分析师景气指数 .....	16
图表 29:	新能源业绩透支年份 .....	16
图表 30:	银行估值性价比指数 VS 未来一年绝对收益率 .....	17
图表 31:	银行估值性价比指数 VS 未来一年相对收益率 .....	17
图表 32:	保险 PEV 估值处于历史低位 .....	17
图表 33:	经济增长指数和十年国债收益率仍处于收缩区间 .....	18
图表 34:	保费收入增速近一年明显上升 .....	18
图表 35:	地产行业 NAV 估值模型 .....	18
图表 36:	房贷利率继续创历史新低, 且货币指数进入宽松区间 .....	18
图表 37:	行业景气-趋势-拥挤度打分表格 .....	19
图表 38:	行业景气趋势策略近两年表现比较优异 .....	20
图表 39:	两个模型以及并行策略超额表现 .....	20
图表 40:	行业库存景气反转策略 2024 年绝对收益为 25.6%, 相对行业等权超额 14.5% .....	21
图表 41:	行业景气趋势 ETF 配置模型历史表现 .....	21
图表 42:	行业 ETF 景气度-趋势-拥挤度图谱 (截止 2025 年 3 月 31 日) .....	22
图表 43:	景气度投资选股策略净值表现 .....	22
图表 44:	景气度投资选股模型最新重仓股推荐 .....	22

## 本期话题：部分周期行业进入强趋势-低拥挤区域

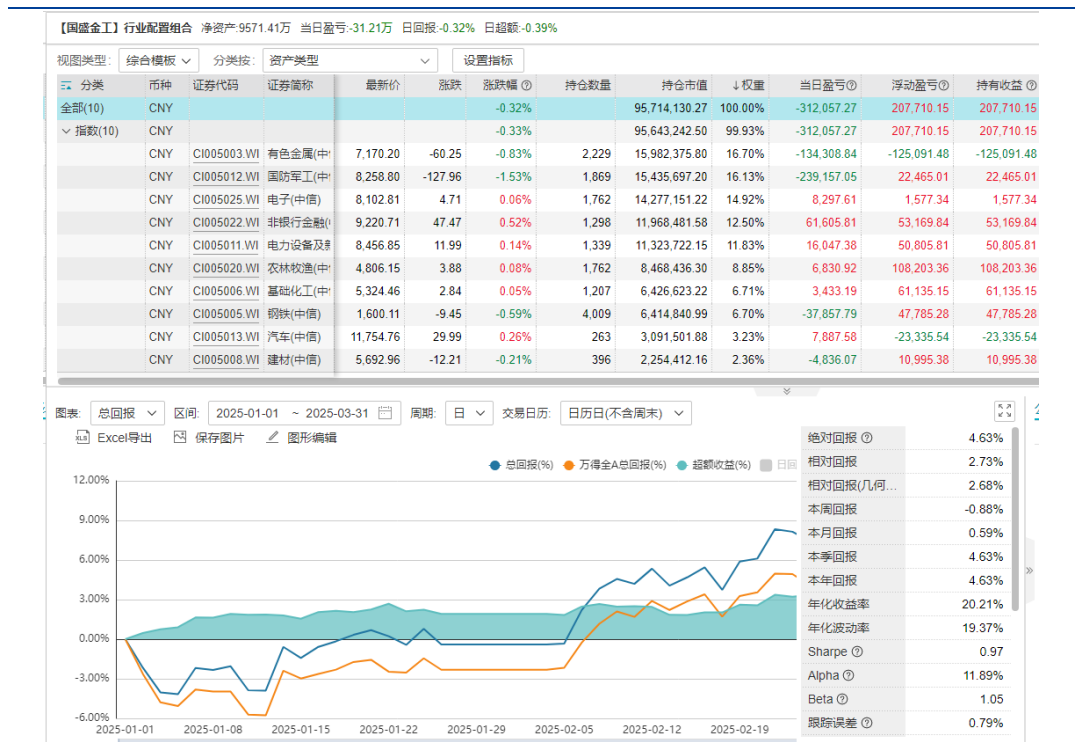
近年来我们丰富了行业配置框架，目前包括右侧行业景气趋势模型和左侧库存景气反转模型，两个模型能够有效互补，适应市场变化。这里给出当前的配置观点和重要提示：

**核心观点：部分周期行业进入强趋势-低拥挤区域。**2025年至今，基于景气度-趋势-拥挤度框架的行业轮动模型表现不错，相对wind全A指数超额2.7%，ETF组合相对中证800超额4.2%，叠加PB-ROE选股组合后相对wind全A指数超额3.3%，在二浪反弹时跟上趋势并且超额收益稳定。根据景气度-趋势-拥挤度框架，我们有两个行业轮动方案。从趋势模型来看，部分周期行业等处于“强趋势-低拥挤”区域，例如化工、有色和钢铁等，TMT板块中通信、计算机和传媒拥挤度偏高，建议谨慎，市场在4月可能继续高切低；从景气模型来看，电子、新能源和有色等行业近一年来一直处于“高景气-强趋势”区域，且拥挤度不高，在主动去库存末期我们建议关注成长中有望库存底部反转的行业，这几个行业近半年我们反复强调其补库机遇，值得长期重点关注。

两个模型具体表现和最新推荐如下：

右侧景气度-趋势-拥挤度分析框架，选取景气高、趋势强和拥挤度不高的行业。模型2023年相对wind全A指数超额9%，绝对收益为4%。2024年绝对收益为15.0%，相对wind全A指数超额5.0%，2025年截止3月底相对wind全A超额2.7%，表现较为稳健。

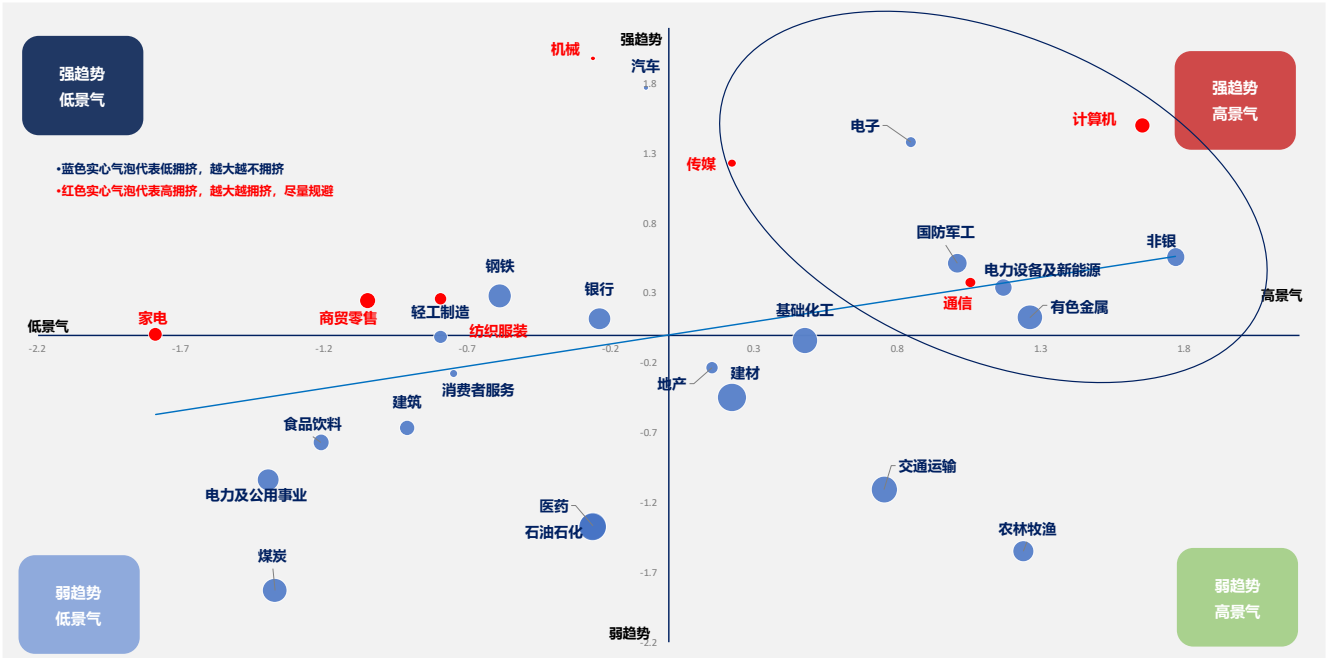
图表1：行业景气趋势策略年初至今PMS组合跟踪表现



资料来源：Wind, 国盛证券研究所

4月行业配置建议如下：补库存预期47%（电子15%、有色金属17%、汽车3%、电力设备及新能源12%）、高切低37%（农林牧渔9%、非银12%、钢铁7%、基础化工7%、建材2%）、军工16%。

图表2: 行业景气度-趋势-拥挤度图谱 (截止 2025年3月31日)

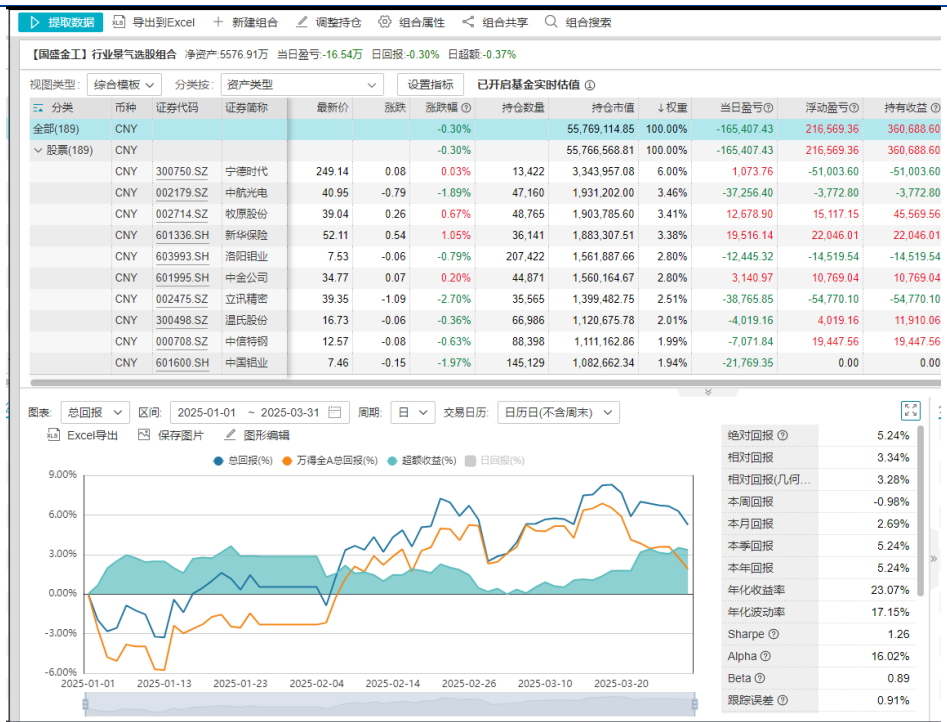


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

考虑到一级行业指数无法直接落地, 我们还将行业景气模型也落实到选股层面。具体而言, 我们先根据行业配置模型确定行业权重, 然后根据 PB-ROE 模型选取行业内估值性价比高的股票 (前 40%), 按流通市值和 PB-ROE 打分加权。

该策略样本外 (2022 年初至今) 跟踪以来表现优异, 其中 2022 年相对 wind 全 A 指数超额 10.2%, 2023 年相对 wind 全 A 指数超额 10.4%, 2024 年绝对收益 14.6%, 相对基准超额 4.6%, 2025 年截止 3 月底相对 wind 全 A 超额 3.3%, 表现较为稳健。

图表3: 行业景气选股策略年初至今 PMS 组合跟踪表现



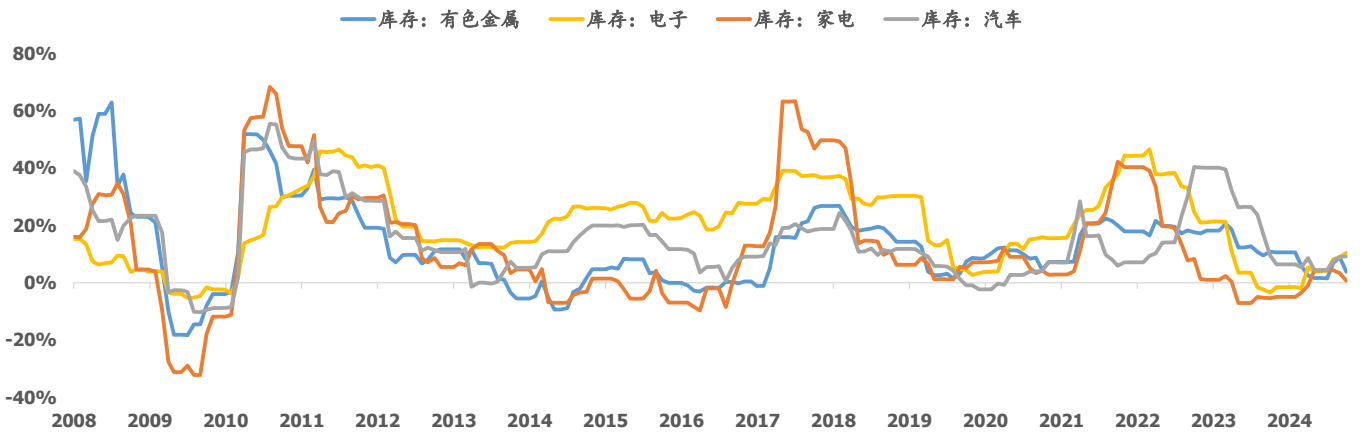
资料来源: Wind, 国盛证券研究所



根据最新财报披露情况，汽车、有色和电子等一级行业继续补库存，三季报库存和营收同比继续回补，并且资本开支处于历史中低位，毛利率和自由现金流等补库存条件类指标有企稳迹象，当下恰逢年报业绩披露期，这些行业的上述指标可以关注起来。具体财务指标更新如下图所示：

- 1) 库存同比：这四个行业近期的库存同比均出现回补迹象。其中家电和电子从2023年下半年企稳上升，触底相对较早；汽车和有色于2024年半年报刚刚有触底回升的迹象，三季报汽车库存进一步回补。

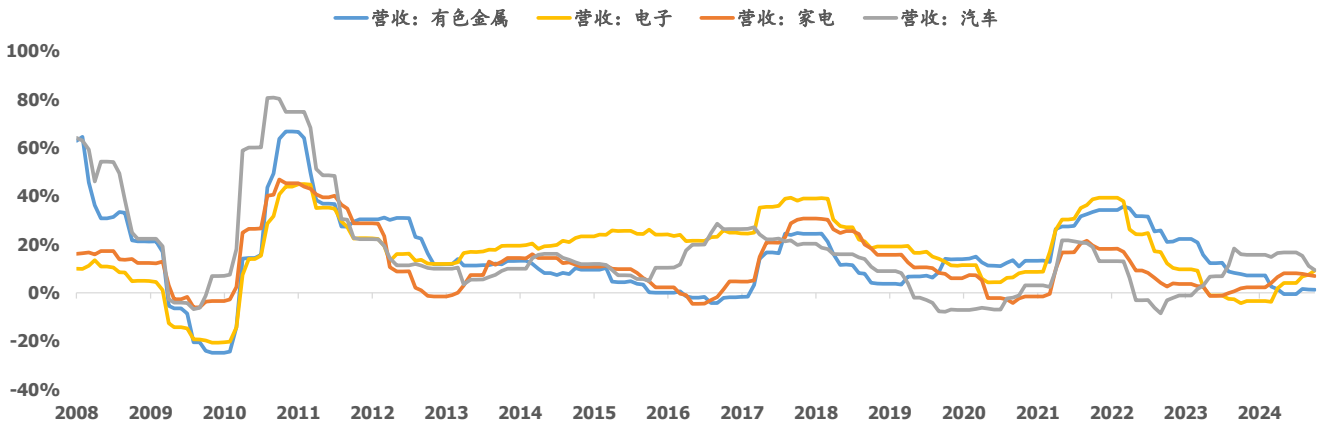
图表6: 库存同比: 家电、汽车、有色和电子近期的库存同比均出现回补迹象



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

- 2) 营收同比：这四个行业半年报的营收同比均出现企稳向上。其中家电和汽车于2023年半年报附近企稳向上，有色和电子于2024年二季报有企稳迹象。

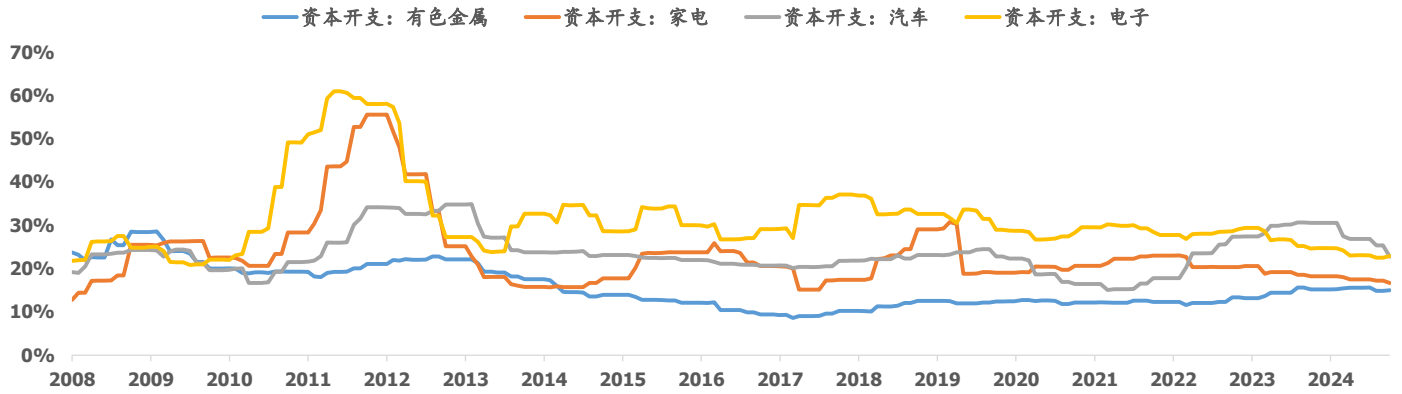
图表7: 营收同比: 家电、汽车、有色和电子半年报的营收同比均出现企稳向上



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

- 3) 资本开支/(固定资产+无形资产)：家电、有色和电子半年报的资本开支占比均处于历史低位，汽车历史分位数略高但近期明显下降，已处于历史中枢位置。

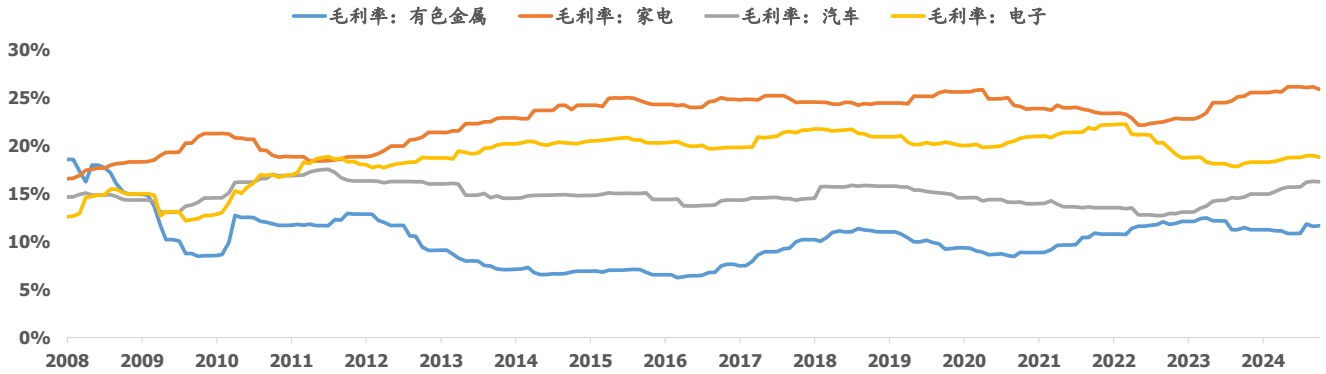
图表8: 资本开支占比: 家电、有色和电子半年报的资本开支占比均处于历史低位, 汽车略高但未触及历史极值



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4) 毛利率: 家电、有色、汽车和电子半年报的毛利率均处于上行趋势, 其中家电、汽车和有色同时处于历史较高位置, 电子有较大上行空间。

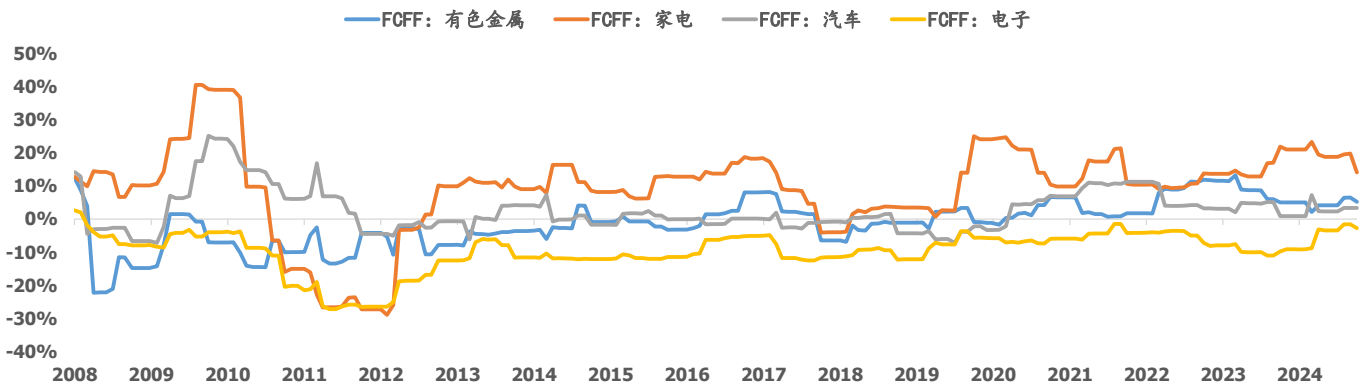
图表9: 毛利率: 家电、有色、汽车和电子半年报的毛利率均处于上行趋势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

5) 自由现金流/总资产: 家电半年报的自由现金流显著为正且位于历史较高位置, 但三季报有下滑趋势, 可持续观察年报披露状况; 汽车和有色均在 0 轴以上有见底企稳迹象; 电子自由现金流长期为负处于资本投入状态, 但近期处于上升趋势且处于历史较高位置。

图表10: 自由现金流/总资产: 家电、有色、汽车和电子半年报的自由现金流占比均处于上行趋势或有企稳迹象



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

此外，每年4月底前我们会及时更新行业相对强弱RS指标，提示行业配置年度级别的信号。2024年出现RS>90的行业有：**煤炭、电力及公用事业、家电、银行、石油石化、通信、有色金属和汽车**。在4月底时行业配置模型一致，主线模型提示了四个年度配置方向：**高股息、资源品、出海和AI**。

根据报告《为什么高股息风格有望成为全年主线》中，我们发现历史上轮动模型和主线模型形成共振时，有更大概率成为当年领涨行业，当年更有赚钱效应，正所谓4月决断，这些行业值得我们重点关注。经过全年验证，这些行业确实阶段性地成为了市场的行情主线，上半年主要是高股息、资源品和出海，下半年主要是AI。当下出现RS>90的行业有：**有色金属、钢铁、通信、电子、汽车、计算机、机械、银行、传媒、纺织服装和商贸零售**，**其中与行业轮动模型产生共振的行业为有色金属、汽车、机械、钢铁和电子等**。

图表11: 行业相对强弱指数提示的年度主线

序号	行业名称	当年涨跌幅	当年4月底前出现信号出现时间 (且和行业轮动模型共振)	信号出现后 绝对收益	信号出现后 相对收益
1	有色金属(申万)	12%	2025-03-19	-3.7%	-0.4%
2	汽车(申万)	11%	2025-01-21	9.0%	6.9%
3	机械设备(申万)	11%	2025-01-23	8.8%	5.9%
4	计算机(申万)	8%			
5	钢铁(申万)	6%	2025-03-21	-4.0%	-3.0%
6	家用电器(申万)	4%			
7	社会服务(申万)	4%			
8	传媒(申万)	4%			
9	基础化工(申万)	4%			
10	电子(申万)	3%	2025-02-07	-2.4%	-2.4%
11	环保(申万)	3%			
12	医药生物(申万)	2%			
13	银行(申万)	2%	2025-01-02	4.3%	1.6%
14	美容护理(申万)	2%			
15	建筑材料(申万)	2%			
16	电力设备(申万)	1%			
17	农林牧渔(申万)	1%			
18	纺织服饰(申万)	1%			
19	通信(申万)	1%	2025-01-22	-3.6%	-6.6%
20	食品饮料(申万)	1%			
21	轻工制造(申万)	2%			
22	国防军工(申万)	2%			
23	公用事业(申万)	4%			
24	综合(申万)	4%			
25	交通运输(申万)	5%			
26	非银金融(申万)	6%			
27	房地产(申万)	6%			
28	建筑装饰(申万)	6%			
29	石油石化(申万)	6%			
30	商贸零售(申万)	8%			
31	煤炭(申万)	11%			

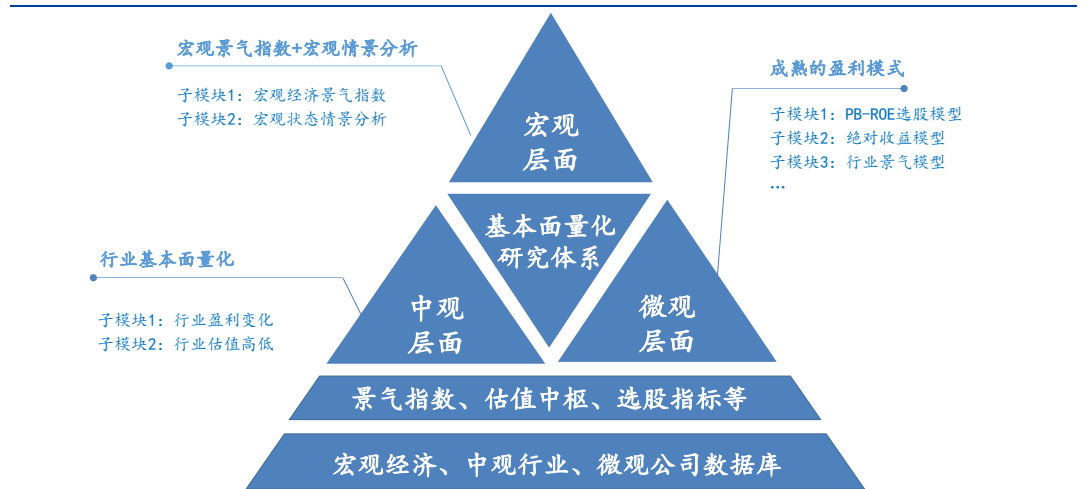
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 一、基本面量化体系介绍

目前我们基本面量化研究体系主要覆盖三个领域：宏观层面、中观层面、微观层面。

- 1) **宏观层面**：主要研究两块内容，一是宏观景气指数的构建，二是宏观状态的情景分析。
- 2) **中观层面**：行业层面的基本面量化，主要研究行业的盈利变化和估值高低。
- 3) **微观层面**：从成熟的盈利模式出发，构建具体投资策略，目前跟踪的模型包括：PB-ROE 选股模型、行业景气度模型、绝对收益模型等。

图表12：基本面量化研究框架



资料来源：国盛证券研究所绘制

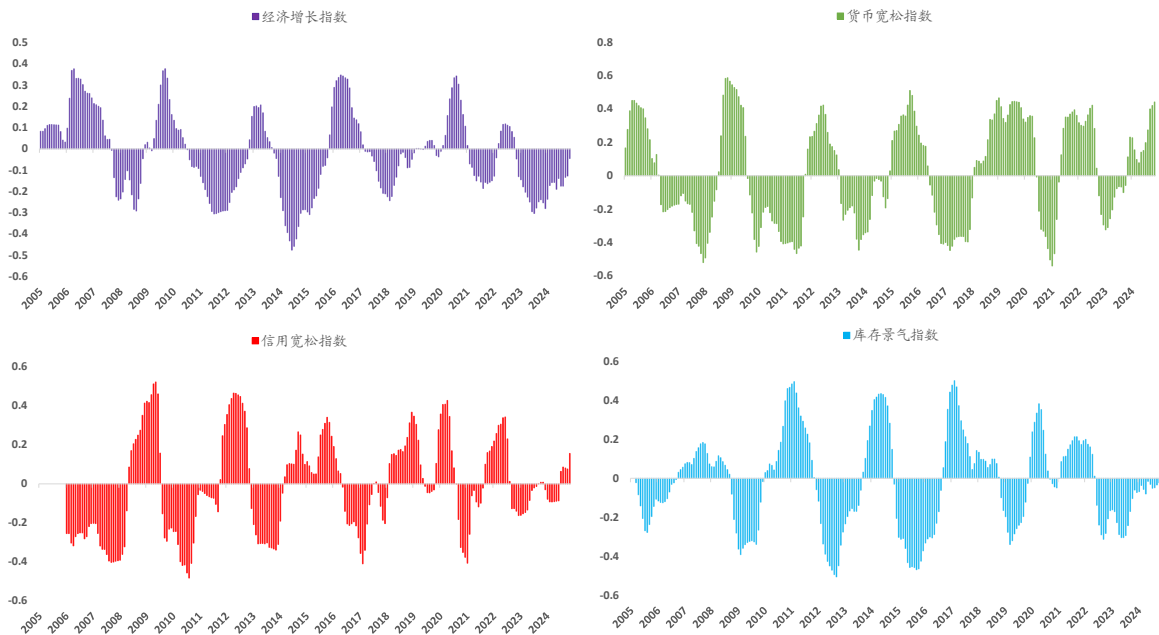
## 二、宏观层面：可能处于主动去库存末期

宏观层面的量化涉及的领域可以很广，我们这里把聚焦点放在两块：一是构建宏观景气指数，二是宏观状态的情景分析。

### 2.1、宏观景气指数跟踪：经济景气指数有修复迹象

目前主要跟踪四个宏观景气指数：经济增长指数、货币宽松指数、信用宽松指数、库存景气指数，目前货币和信用处于 0 轴以上，但经济和库存均处于 0 轴以下。但近期经济和库存景气均有修复迹象，后续可持续跟踪相关数据披露。

图表13: 宏观景气指数跟踪：经济和库存景气指数有修复迹象



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

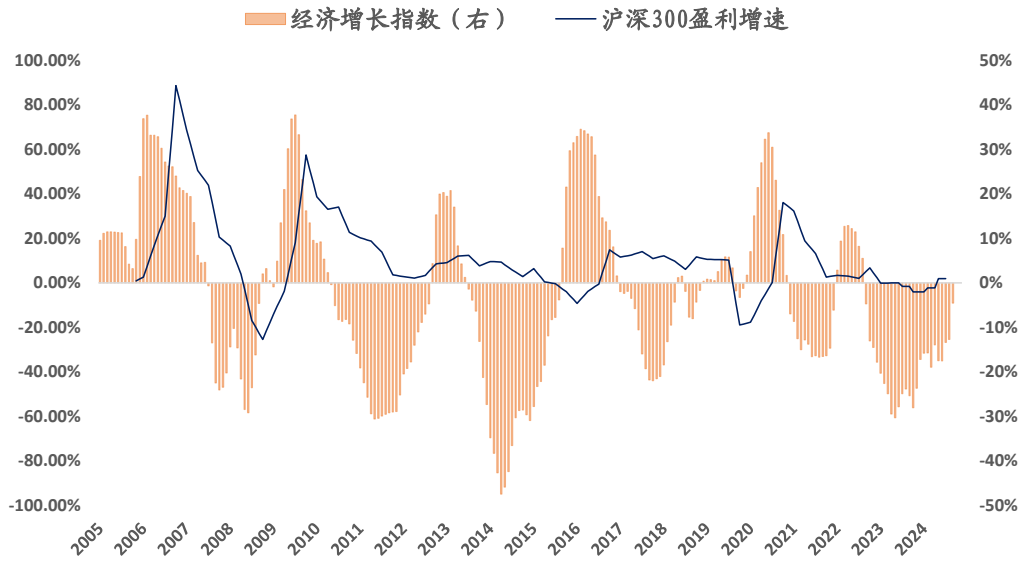
### 2.2、宏观情景分析

目前我们的宏观情景分析主要包括经济情景分析、通胀情景分析和库存情景分析。

#### 2.2.1、经济增长指数近期回升，三季报沪深 300 盈利增速转正

经济增长指数可以用于预判沪深 300 盈利增速，该指数近期回升，三季报沪深 300 盈利增速转正，有望继续企稳回升。

图表14: 经济增长指数 vs 沪深300盈利增速

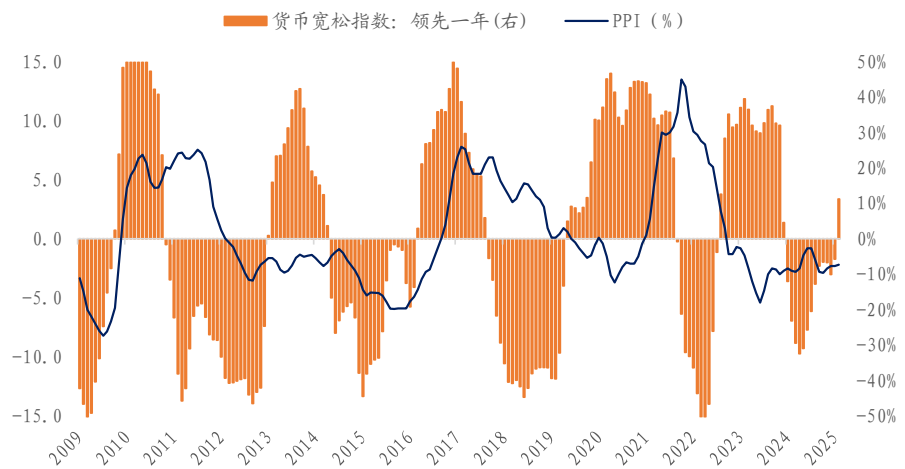


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 2.2.2、通胀情景分析: 预计 PPI 在未来几个月有可能触底企稳

货币宽松指数相对 PPI 有接近一年左右的领先期, 因此模型预计 PPI 在未来几个月有可能底部震荡, 目前 PPI 已触底企稳。

图表15: 货币宽松指数一般领先 PPI 一年左右, 目前预计在未来几个月有可能触底企稳

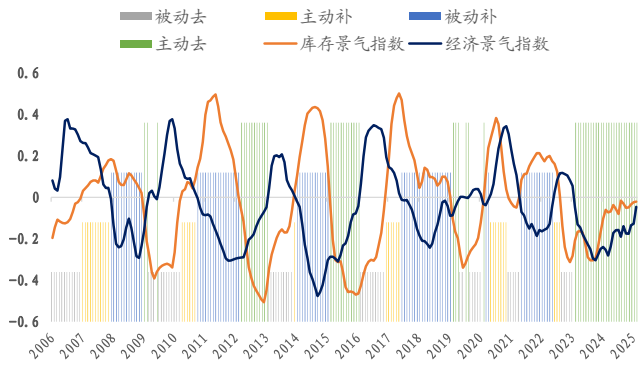


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 2.2.3、库存周期分析: 当前处于主动去库存阶段

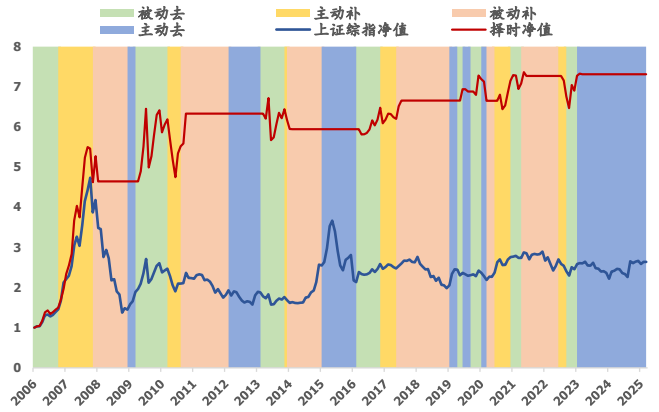
目前库存周期处于经济下、库存下的象限, 也就是主动去库存阶段, 我们基于库存周期构建的择时策略原则是在被动去库存和主动补库存阶段做多权益资产, 考虑到经济增长指数在 0 轴以下, 当前权益资产可继续等待。值得注意的是, 近期宏观经济和库存景气指数有明显修复迹象, 并且上市公司三季报补库力度较大, 当下可能处于主动去库存尾声, 后续可重点跟踪相关数据披露和年报补库力度。

图表16: 当前处于主动去库存阶段



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表17: 基于库存周期的择时策略



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

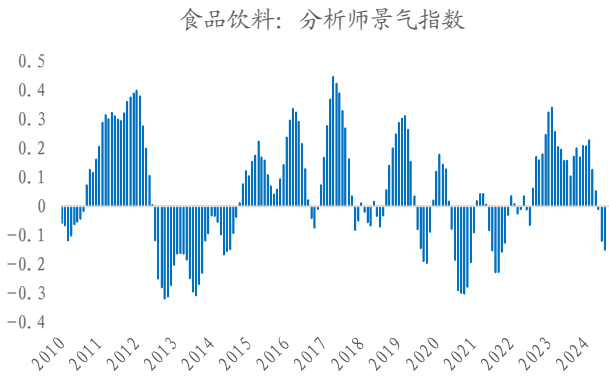
### 三、中观层面：TMT 板块估值偏贵

以下是目前已经覆盖的一些重点行业的最新观点更新，具体模型细节可参考我们之前出的系列深度报告，这里就不再详细一一说明。

#### 3.1、消费估值处于历史中枢区域

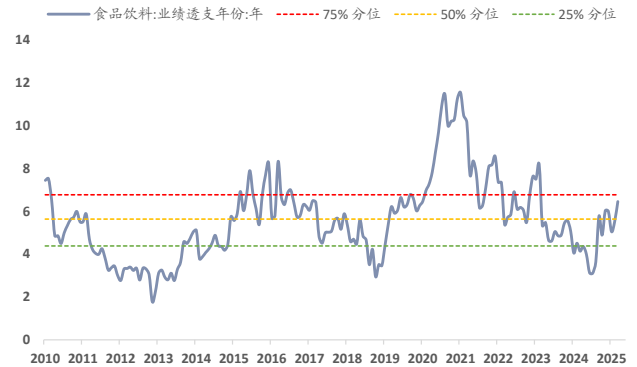
**食品饮料行业：**盈利层面，分析师景气指数已处于 0 轴以下。估值层面，行业业绩透支年份 3 月底约为 6.5 年，处于历史 74%分位数，近三年看处于 86%分位数，估值已处于较高水平。

图表18: 食品饮料分析师景气指数



资料来源：Wind，国盛证券研究所

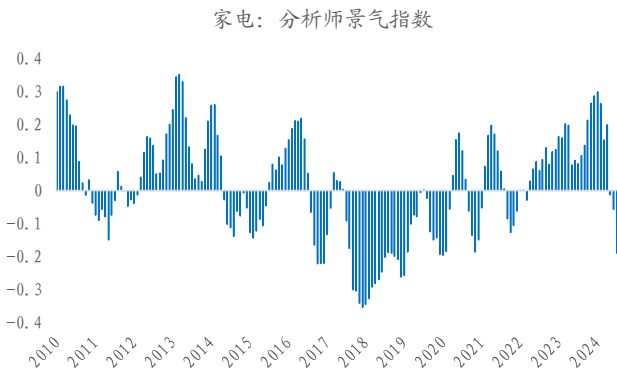
图表19: 食品饮料业绩透支年份



资料来源：Wind，国盛证券研究所

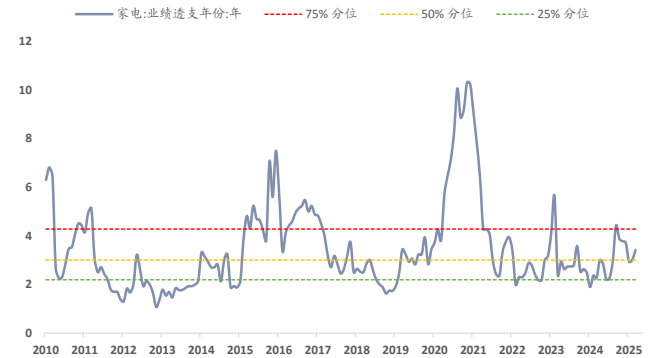
**家电行业：**盈利层面，分析师景气指数已处于 0 轴以下。估值层面，家电行业业绩透支年份 3 月底约为 3.4 年，处于历史 63%分位，估值处于合理偏高水平。

图表20: 家电分析师景气指数



资料来源：Wind，国盛证券研究所

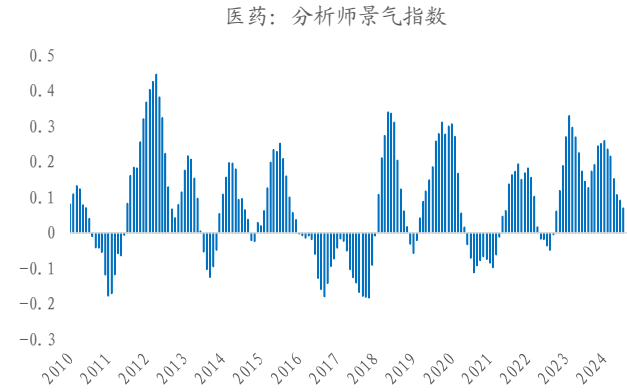
图表21: 家电业绩透支年份



资料来源：Wind，国盛证券研究所

**医药行业：**盈利层面，分析师预期景气度处于下行趋势。估值层面，3 月底行业业绩透支年份约为 6.1 年，处于历史 69%分位数，估值处于合理偏高区域。

图表22: 医药分析师景气指数



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表23: 医药业绩透支年份

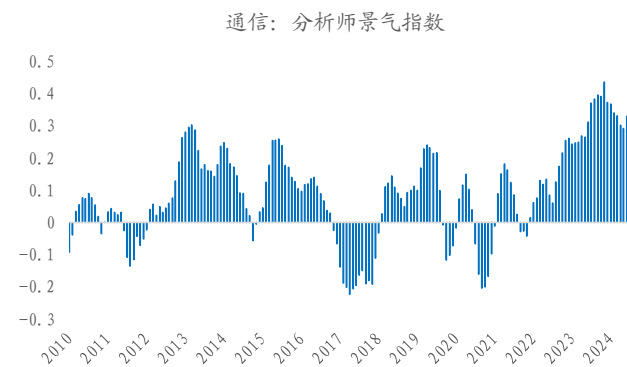


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.2、通信业绩透支年份已至历史顶部区域

**通信:** 盈利层面, 分析师预期景气度处于历史较高区域。估值层面, 3月底行业业绩透支年份约为5.3年, 处于历史74%分位数, 当前通信估值已上升至历史顶部区域。

图表24: 通信分析师景气指数



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

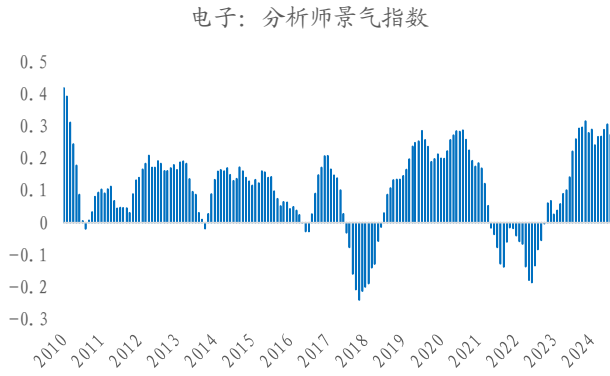
图表25: 通信业绩透支年份



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

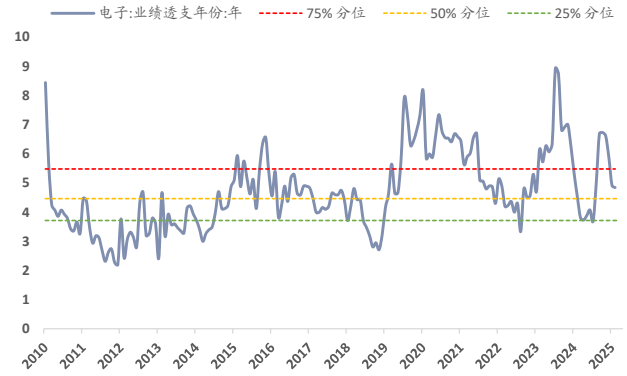
**电子:** 盈利层面, 分析师预期景气度处于历史较高区域。估值层面, 3月底行业业绩透支年份约为4.8年, 处于历史61%分位数, 随着分析师近期上调业绩预期, 业绩透支年份有所下降。

图表26: 电子分析师景气指数



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

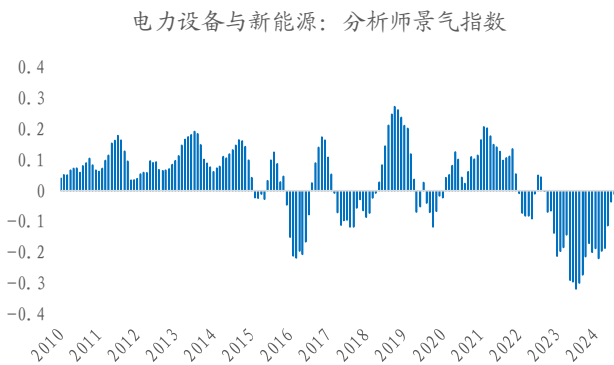
图表27: 电子业绩透支年份



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

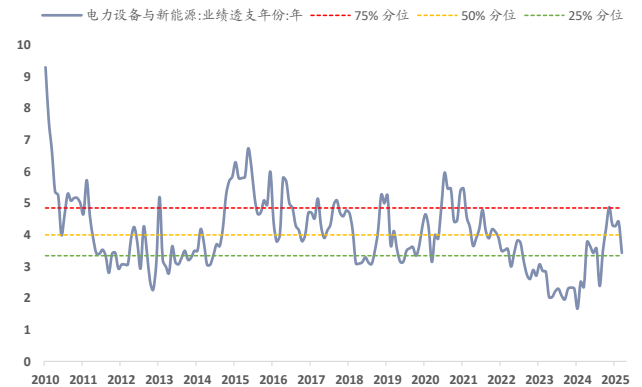
**新能源:** 盈利层面, 分析师预期景气度处于收缩象限数月但呈上升趋势。估值层面, 2月底行业业绩透支年份约为 3.4 年, 处于历史 32%分位, 估值处于历史中等偏低位置。

图表28: 新能源分析师景气指数



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表29: 新能源业绩透支年份



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.3、大金融目前可能具备绝对收益配置价值

#### 1) 银行: 未来一年预计会有绝对收益配置价值

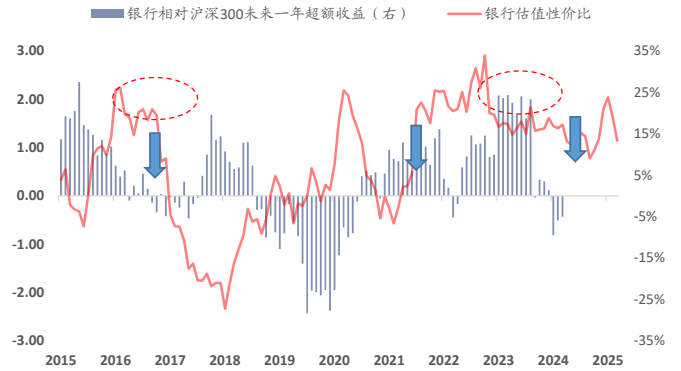
我们用银行板块的股权风险溢价衡量未来一年左右的收益预期。如下图所示, 由于近期银行板块表现较为优异, 当前银行板块估值性价比略有下降, 但历史这个水平的估值性价比对应未来一年仍有绝对收益配置价值。

图表30: 银行估值性价比指数 VS 未来一年绝对收益率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表31: 银行估值性价比指数 VS 未来一年相对收益率

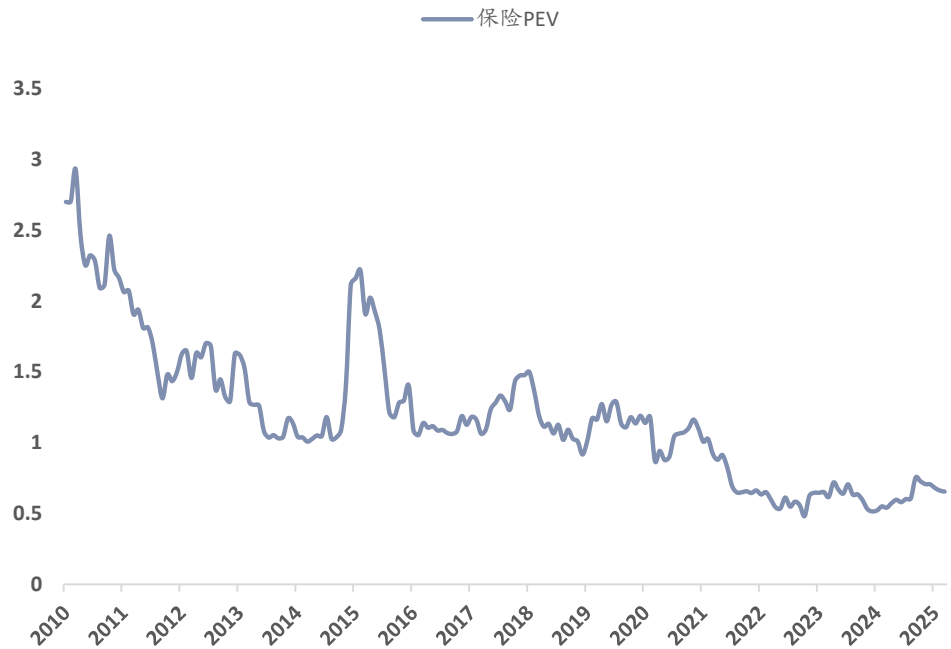


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 2) 保险: 估值历史最低, 等待十年国债收益率的拐点信号

估值层面, 3月底保险行业 PEV 估值约为 0.66, 近期有所回升, 但仍处于历史低位。

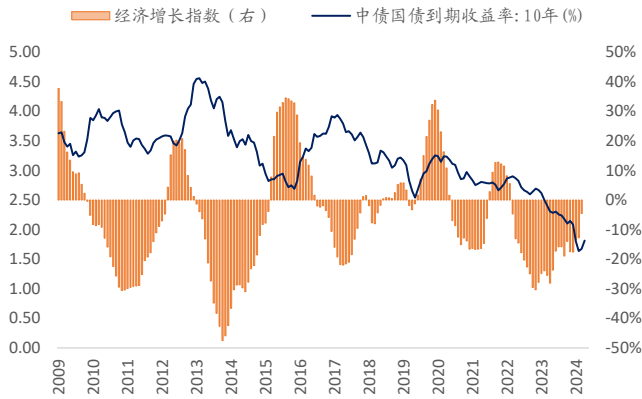
图表32: 保险 PEV 估值处于历史低位



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

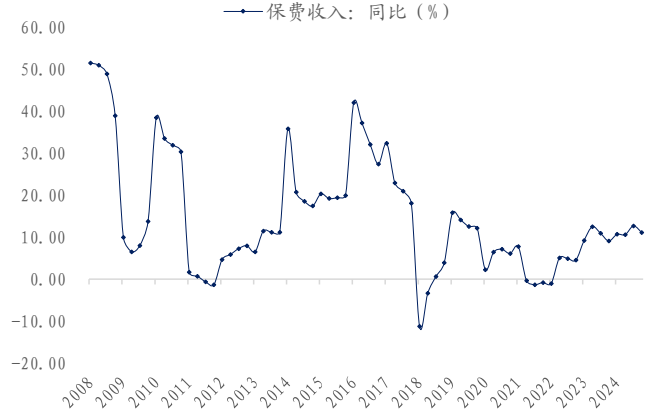
盈利层面, 主要关注十年国债收益率和保费收入这两个指标。考虑到经济指数处于 0 轴以下, 当前十年国债收益率大概率继续承压。保费收入近一年明显上升, 因此建议重点关注十年国债收益率走势, 如果大幅上行, 那保险可能会迎来一个很好的布局点。

图表33: 经济增长指数和十年国债收益率仍处于收缩区间



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表34: 保费收入增速近一年明显上升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

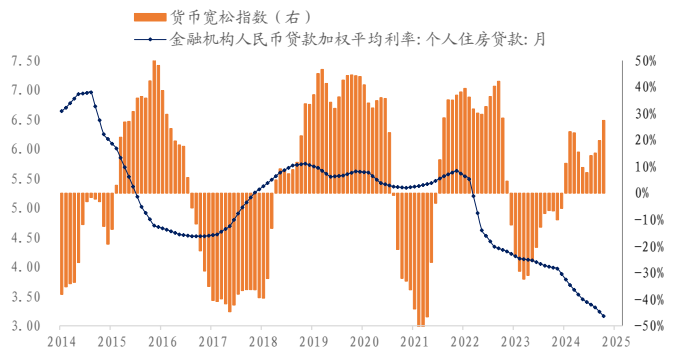
**3) 地产行业:** 估值层面, 我们构建了地产行业 NAV 估值模型, 3 月底 NAV 估值为 0.59, 处于历史较低水平。政策层面, 我们以房贷利率平均值作为政策代理变量, 当前房贷利率继续创历史新低, 且货币指数进入宽松区间。因此, 地产行业可以关注起来。

图表35: 地产行业 NAV 估值模型



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表36: 房贷利率继续创历史新低, 且货币指数进入宽松区间



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

以上行业配置模型是根据中观高频数据构建的, 众所周知分析师盈利预测数据是更直接便捷的盈利预测数据。考虑到近些年分析师定价权的提升, 我们根据分析师盈利预测明细数据编制了分析师景气指数 FAPI (Financial Analyst Pros Index), 用于及时跟踪宽基指数、风格和行业的景气度。结合我们团队的趋势和拥挤度指标, 截止 2025 年 3 月 31 日, 行业各个分项指标如下。

图表37: 行业景气-趋势-拥挤度打分表格

行业简称	PE估值	历史景气度排名	分析师行业景气指数	分析师行业景气指数_zscore	分析师预期 ROE_FTTM的 z_score	趋势	拥挤度	景气度综合排名
石油石化	10.7	-0.3	-0.1	-1.0	1.2	-0.5	-1.2	-0.4
煤炭	10.6	0.4	-0.4	-1.1	-1.6	-0.7	-0.8	-2.1
有色金属	17.7	0.4	0.2	-0.4	1.6	0.0	-1.0	1.9
电力及公用事业	16.6	0.0	-0.1	-1.5	-1.5	-0.4	-0.8	-2.2
钢铁	16.5	-0.4	0.0	0.1	-1.3	0.1	-0.8	-0.9
基础化工	23.8	0.1	0.0	0.8	-0.4	0.0	-1.0	0.7
建筑	7.6	-0.4	-0.2	-0.5	-0.8	-0.3	0.4	-1.4
建材	19.6	-0.1	0.0	1.7	-1.4	-0.2	-1.3	0.3
轻工制造	20.2	-0.3	-0.1	-0.6	-1.0	0.0	0.4	-1.2
机械	28.3	0.1	0.1	-0.6	-1.3	0.7	1.0	-0.4
电力设备及新能源	25.9	0.3	0.0	1.9	1.0	0.1	-0.1	1.8
国防军工	62.1	0.0	0.0	0.3	1.5	0.2	-0.5	1.6
汽车	26.3	-0.2	0.2	-2.8	0.4	0.6	0.6	-0.1
商贸零售	22.1	0.0	-0.1	-0.6	-1.4	0.1	2.4	-1.6
消费者服务	30.7	-0.4	-0.1	-0.4	-1.1	-0.1	0.5	-1.2
家电	15.6	-0.1	-0.2	-2.1	-1.9	0.0	1.4	-2.8
纺织服装	19.4	-0.5	0.0	-1.1	-0.7	0.1	1.4	-1.2
医药	26.6	0.1	0.1	-1.6	-0.9	-0.5	-1.1	-0.4
食品饮料	21.2	-0.3	-0.2	-1.9	-0.5	-0.3	0.0	-1.9
农林牧渔	16.1	0.5	0.2	0.3	0.1	-0.6	-0.8	1.9
银行	6.4	0.3	-0.3	-0.4	-0.1	0.0	-0.8	-0.4
非银	12.8	0.5	0.3	1.2	1.1	0.2	-0.4	2.7
地产	22.3	0.1	-0.1	1.1	-1.0	-0.1	0.4	0.2
交通运输	13.7	0.2	0.0	-0.6	1.6	-0.4	-1.1	1.2
电子	47.6	-0.1	0.3	-0.4	0.0	0.5	0.4	1.3
通信	20.3	0.3	0.3	-0.5	1.0	0.1	1.3	1.6
计算机	48.9	0.4	0.2	0.7	1.5	0.5	1.6	2.6
传媒	27.4	-0.2	0.0	0.1	-0.2	0.4	1.2	0.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 四、微观层面：常见盈利模式的策略跟踪

我们从成熟的盈利模式出发，构建具体的主动量化策略。目前跟踪的模型包括：行业配置模型、行业ETF配置模型和行业轮动+PB-ROE选股模型等。

### 4.1、行业景气趋势配置模型

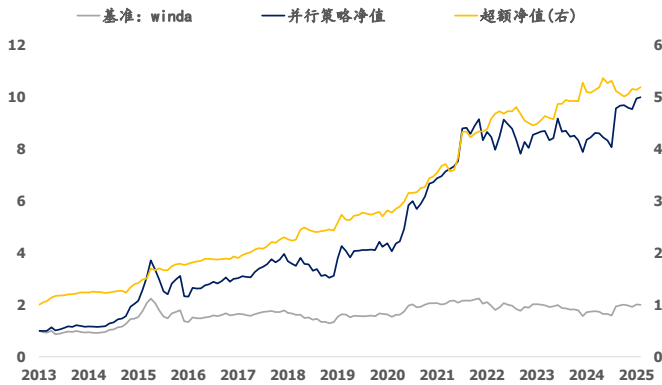
在前期发布的专题报告《行业配置模型的顶端优化》中，我们提出了两种适用不同市场环境的右侧行业配置解决方案：

- 1) **行业景气模型：高景气+强趋势，规避高拥挤。**景气度为核心，进攻性强，需要拥挤度提示风险来保护，比较偏同步；
- 2) **行业趋势模型：强趋势+低拥挤，规避低景气。**顺着市场趋势走，思路简单易复制，持有体验感强，比较偏右侧。

历史回测结果如下图所示，基准是wind全A指数。行业配置模型多头年化22.7%，超额年化16.3%，信息比率1.74，超额最大回撤-7.4%，月度胜率71%。策略2023年超额9.3%，2024年超额5.0%，2025年截止3月超额2.6%。

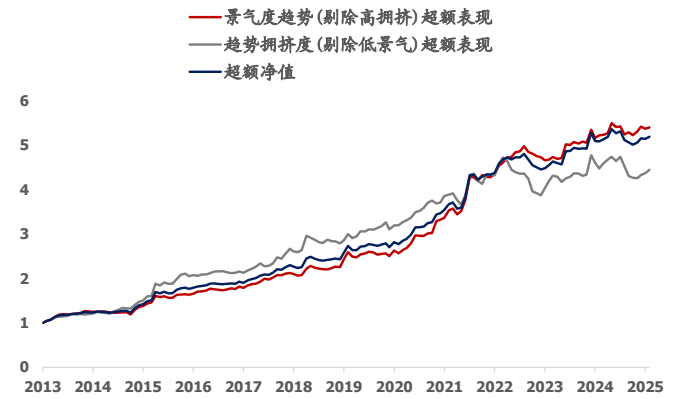
4月行业配置建议如下：补库存预期47%（电子15%、有色金属17%、汽车3%、电力设备及新能源12%）、高切低37%（农林牧渔9%、非银12%、钢铁7%、基础化工7%、建材2%）、军工16%。

图表38：行业景气趋势策略近两年表现比较优异



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表39：两个模型以及并行策略超额表现



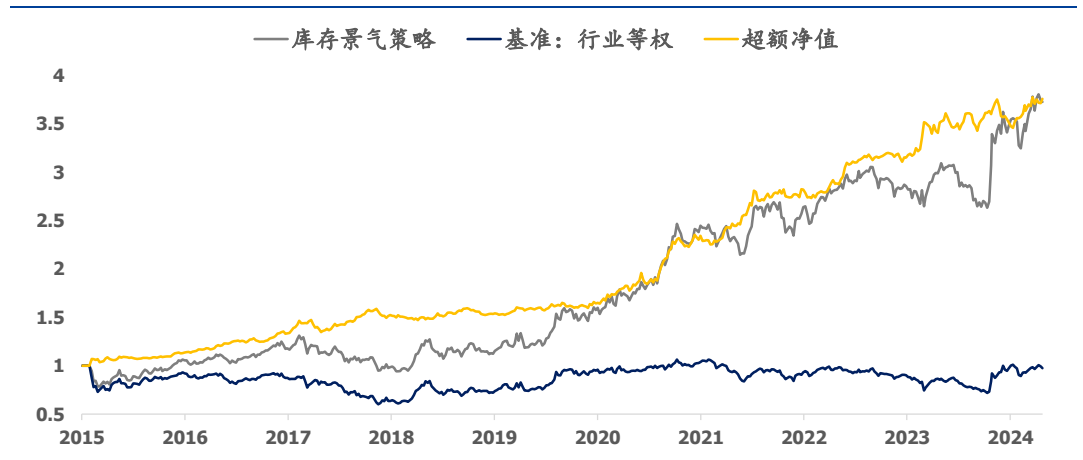
资料来源：Wind，国盛证券研究所

### 4.2、行业困境反转配置模型

随着近两年景气和动量因子效果有所衰退，两个细分模型出现阶段性失效的情况，近期我们基于赔率-胜率的角度研发出困境反转的行业配置模型，在当前困境或者过去困境有所反弹的板块中，挖掘分析师长期看好且库存压力不大具备补库条件的板块，希望捕捉一些正处于补库周期的行业困境反转行情。

模型历史回测结果如下图所示，基准是行业等权。模型多头年化 13.4%，超额年化 16.5%，信息比率 1.76，超额最大回撤-8.7%。策略 2023 年获得绝对收益 13.0%，相对行业等权超额 16.6%，2024 年绝对收益 25.6%，相对行业等权超额 14.5%。2025 年至今相对基准超额 5.5%。

图表40: 行业库存景气反转策略 2024 年绝对收益为 25.6%，相对行业等权超额 14.5%



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 4.3、行业配置落地: ETF&选股

行业 ETF 配置层面，在专题报告《行业 ETF 配置的解决方案》中，我们将行业景气度模型在 ETF 上进行落地。策略年化超额收益 18.2% (基准中证 800)，信息比率 1.87，2023 年超额收益为 6.0%，2024 年超额收益为 5.3%，2025 年截止 3 月底超额为 4.2%。

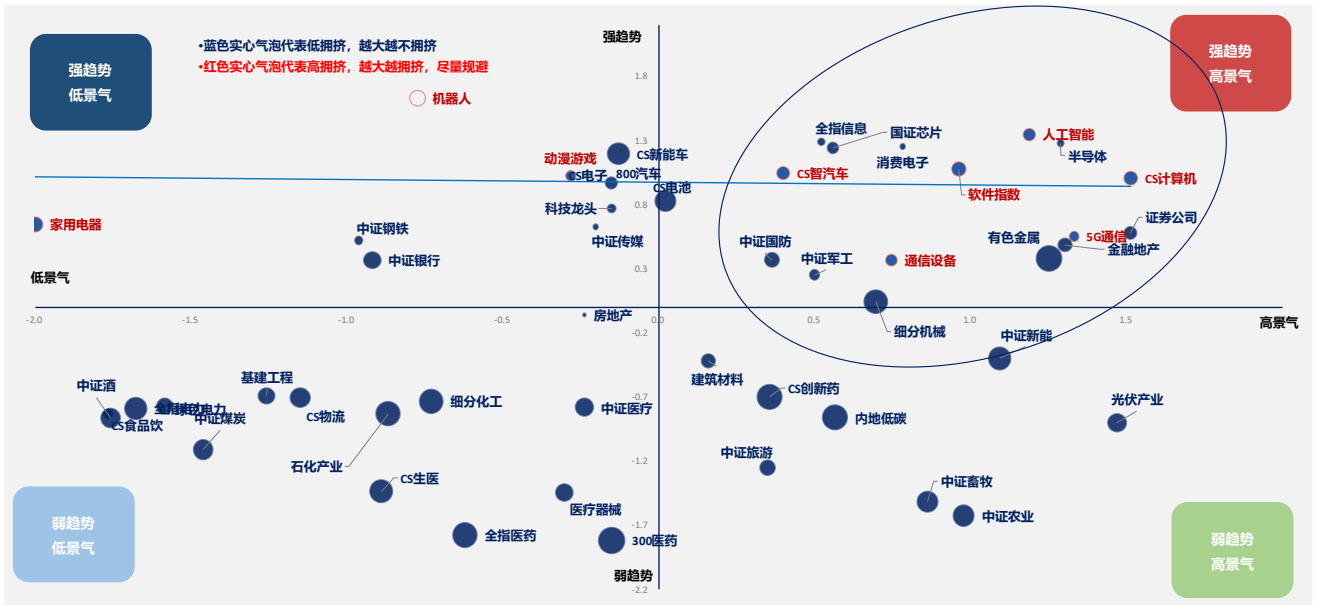
图表41: 行业景气趋势 ETF 配置模型历史表现



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4 月 ETF 配置推荐如下: 中证军工、金融地产、CS 新能源车、有色金属、细分机械、银行、证券公司、半导体、中证农业、全指信息等。

图表42: 行业ETF景气度-趋势-拥挤度图谱(截止2025年3月31日)

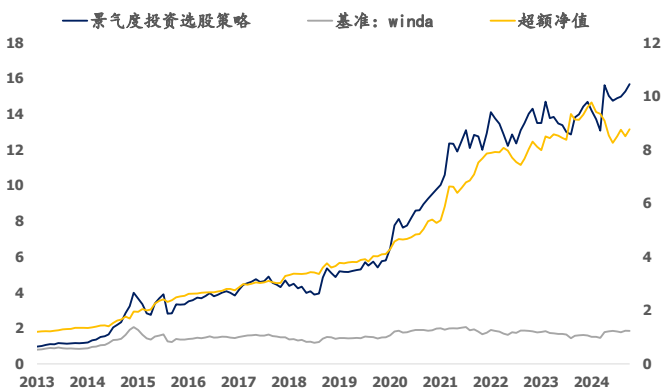


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

考虑到部分一级行业暂无可投资ETF,我们将行业模型配置也落实到选股层面。具体而言,我们先根据行业配置模型确定行业权重,然后根据PB-ROE模型选取行业内估值性价比高的股票(前40%),按流通市值和PB-ROE打分加权。

行业景气度选股模型多头年化29.9%,年化超额wind全A指数22.9%,信息比率2.02,超额最大回撤-8.0%,月度胜率74%。2022年策略超额10.2%,2023年超额10.4%,2024年策略绝对收益14.6%,超额wind全A指数4.6%,2025年截止3月底超额收益为3.3%。最新推荐重仓股如下:

图表43: 景气度投资选股策略净值表现



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表44: 景气度投资选股模型最新重仓股推荐

股票代码	个股简称	所属行业	权重
300750.SZ	宁德时代	电力设备及新能源	6.1%
002179.SZ	中航光电	国防军工	3.5%
002714.SZ	牧原股份	农林牧渔	3.4%
601336.SH	新华保险	非银行金融	3.4%
603993.SH	洛阳钼业	有色金属	2.8%
601995.SH	中金公司	非银行金融	2.8%
002475.SZ	立讯精密	电子	2.6%
300498.SZ	温氏股份	农林牧渔	2.0%
000708.SZ	中信特钢	钢铁	2.0%
601600.SH	中国铝业	有色金属	1.9%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 风险提示

以上结论均基于历史数据和统计模型的测算，如果未来市场环境发生明显改变，不排除模型失效的可能性。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com