

大象起舞

——2025年金融起，科技兴

首席分析师：李美岑

SAC: S0160521120002

分析师：王亦奕

SAC: S0160522030002

分析师：张日升

SAC: S0160522030001

分析师：王 源

SAC: S0160522030003

分析师：徐陈翼

SAC: S0160523030003

分析师：任缘

SAC: S0160523080001

分析师：熊宇翔

SAC: S0160524070003

分析师：张洲驰

SAC: S0160524070004

回望过去，2022年我们做到了“大金融”的少数派，2023年我们提出“科创牛”，2024年对“出海”的中国第二增长曲线进行深度探索。展望2025年，对于市场我们保持积极乐观，牛在途。在2025年影响我们市场大象起舞，金融起、科技兴、出海精的主要节奏在于4点。其一、财政政策扩内需的政策与落地效果。其二、国内自主可控能否形成政策+业绩的共振，出现标志性的科创突破事件和产业变化。其三、ETF大时代，有望参考2019-2021机构化大时代，对资金配置和市场风格起到举足轻重的作用，整体来看权重金融地产股和科技大票的这类大象有望起舞。其四、地缘政治与贸易保护，对于我们出海方向既然围绕新兴市场还是新兴+发达的结合是又一关键点。

国内宏观：1) **财政强**，参考次贷和欧债危机，面对本轮土地出让收入和居民信贷脉冲缺口，需要政府部门既充当借款人，又充当贷款人角色。2) **金融稳**，以地产为主要代表的传统经济，我们认为地产投资/GDP、投资/竣工/销售面积拐点将至，房价止跌回升，有助于社融稳，居民资产稳，财富预期改善。3) **科技兴**，20届三中全会、“国九条”、“科八条”对新质生产力与科技金融的重视，从产业层面看，全球前100大核心资产，中国在金融、互联网、制造占比多，但科技企业中国需要做大、做强，在全球产业大浪潮中占据更重要位置。

海外环境：1) **川普上**，松货币、扩产油、低油价、压通胀、关税战、宽财政。2) **联储降**，预计美联储未来每个季度降息至少1次，但需要注意谨防2025年下半年存在二次通胀风险、导致货币收缩、滞胀风险。3) **周期动**，特朗普交易和联储降息驱动美国经济和股市在延续2年大行情下，再继续上行一段时间（2022年7月至今已上行超2年）。4) **大类资产**，美债利率/美元/美股高位震荡；黄金短期回调中期看好，商品表现分化。

市场研判：1) **盈利底**，预期2025年非金融盈利或回升至5%以上，电子/通信/计算机/机械显著回暖，金融地产在政策推动下有望预期改善。2) **估值升**，考虑股债比价、国际比较、货币效应维度，我们预期A股估值整体有望迎来一轮新的估值修复。3) **大象起舞的ETF大时代**：市场资金角度来看，有望迎来ETF大时代，ETF大时代很重要的特征就是龙头集中，龙头既体现在产业上，也体现在市场风格的交易层面的大象起舞。同时，经济预期从悲观到政策出台逐步修正的过程中，以银行、地产为代表的大金融，在自主可控和新质生产力政策下，科技龙头公司有望强者恒强，这两者有望与ETF资金形成共振。

配置方向：科技兴、金融起、出海精。1) **成长3条主线**：海外科技映射（AI算力、应用和卫星互联网）、国内自主可控（华为链和半导体）和政策牵引驱动（低空经济、数据要素、信创等）；2) **大金融**：宏观预期改善、资本市场改革、地产政策改善与数据回暖，关注银行、地产和非银；3) **出海**：出海链3大思路，金砖增量市场、美国产能出海、自主品牌高端化；2类行业，高端制造（机械、电力设备、汽车）以及科技（电子）；4) **主题投资**：地方国企重组+生物制造+固态电池+脑机接口。

风险提示：美国经济衰退风险、海外金融风险超预期、历史经验失效等

一、国内宏观：财政强、金融稳、科技兴

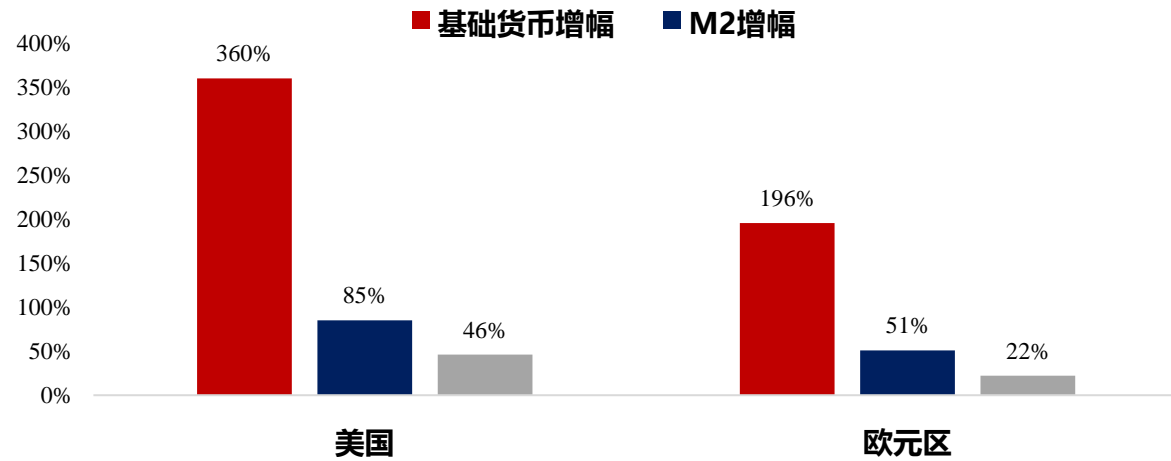
二、海外环境：川普上、联储降、周期动

三、市场研判：盈利底、估值升、ETF舞

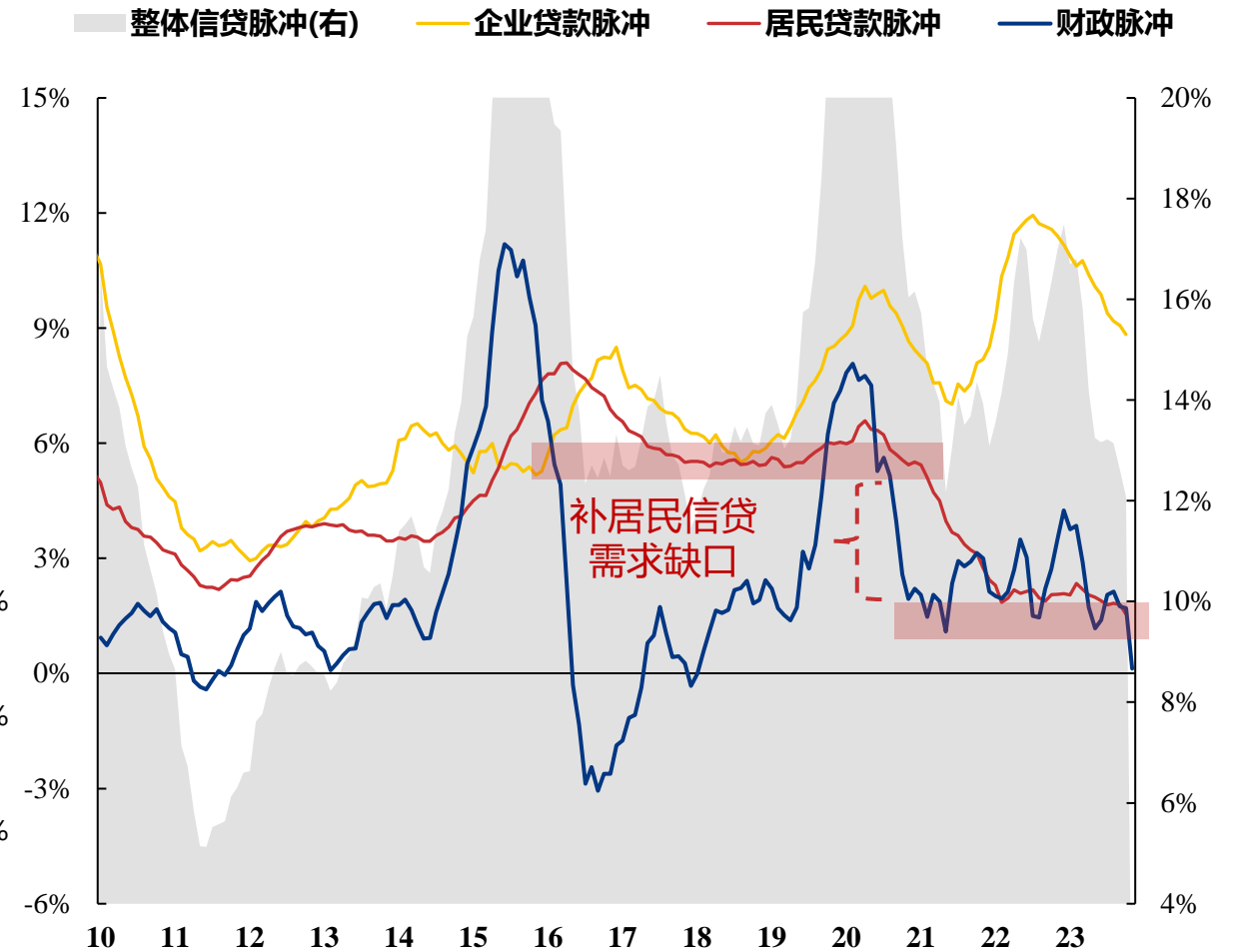
四、配置方向：科技兴、金融起、出海精

图表1：危机期间货币政策失效，财政每年扩表5%+

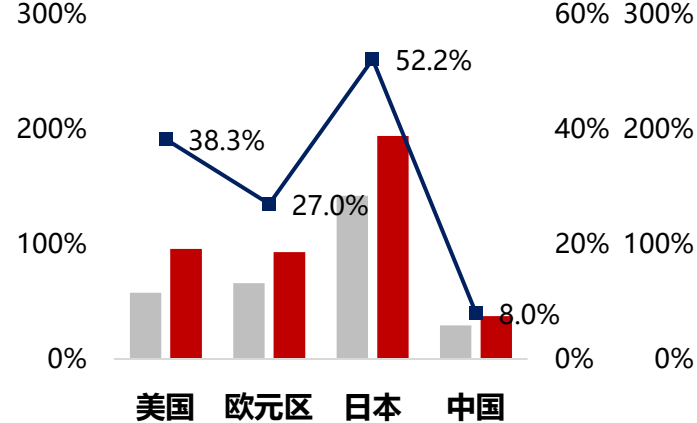
2007-2016年次贷危机-欧债危机期间美欧货币政策失效



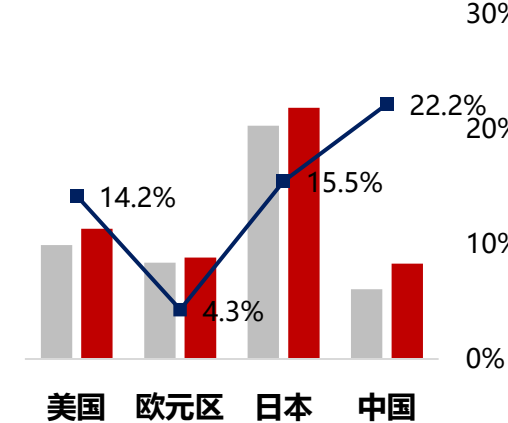
图表2：财政可能需要弥补土地出让和居民信贷脉冲的缺口



次贷-欧债危机期间政府杠杆率

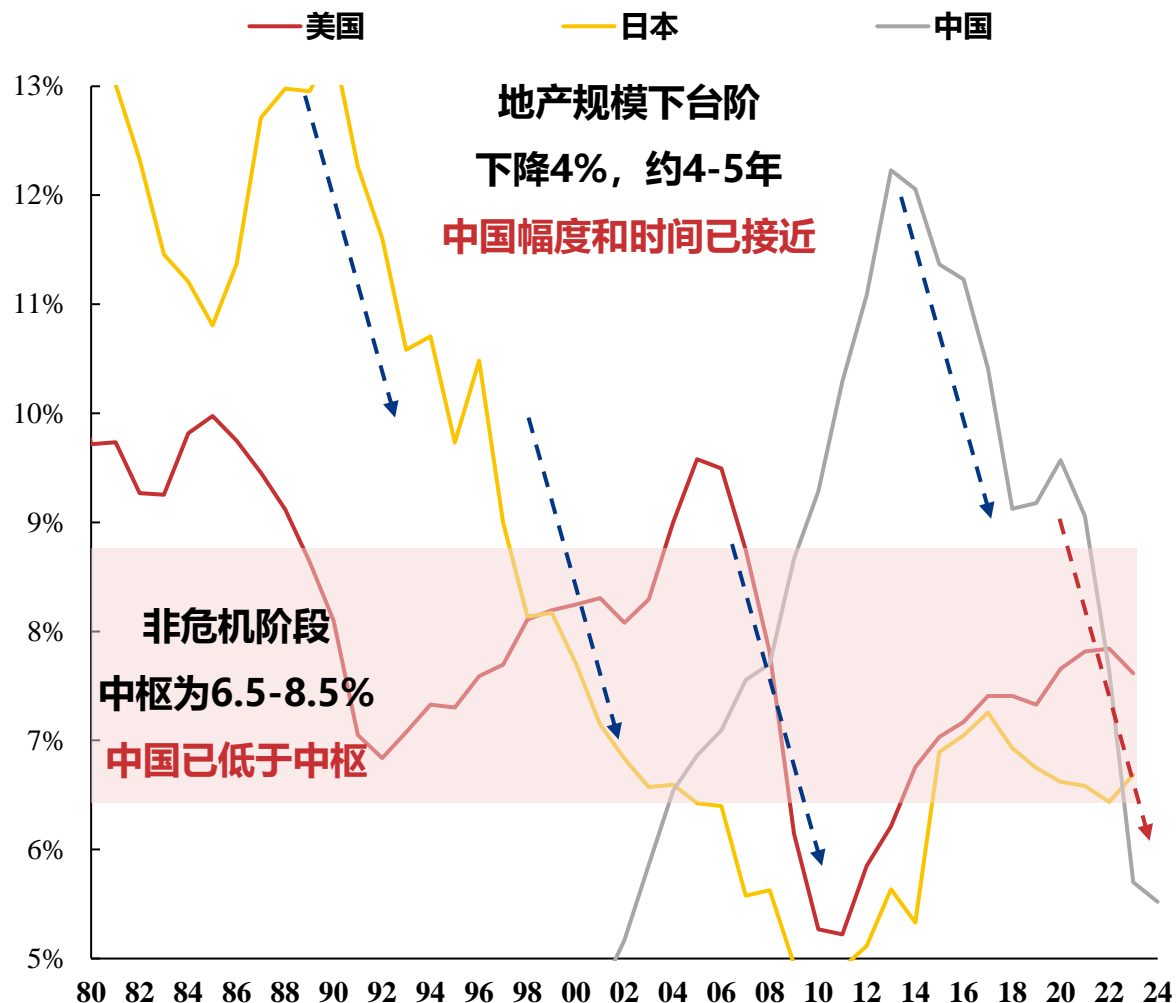


新冠疫情危机期间政府杠杆率



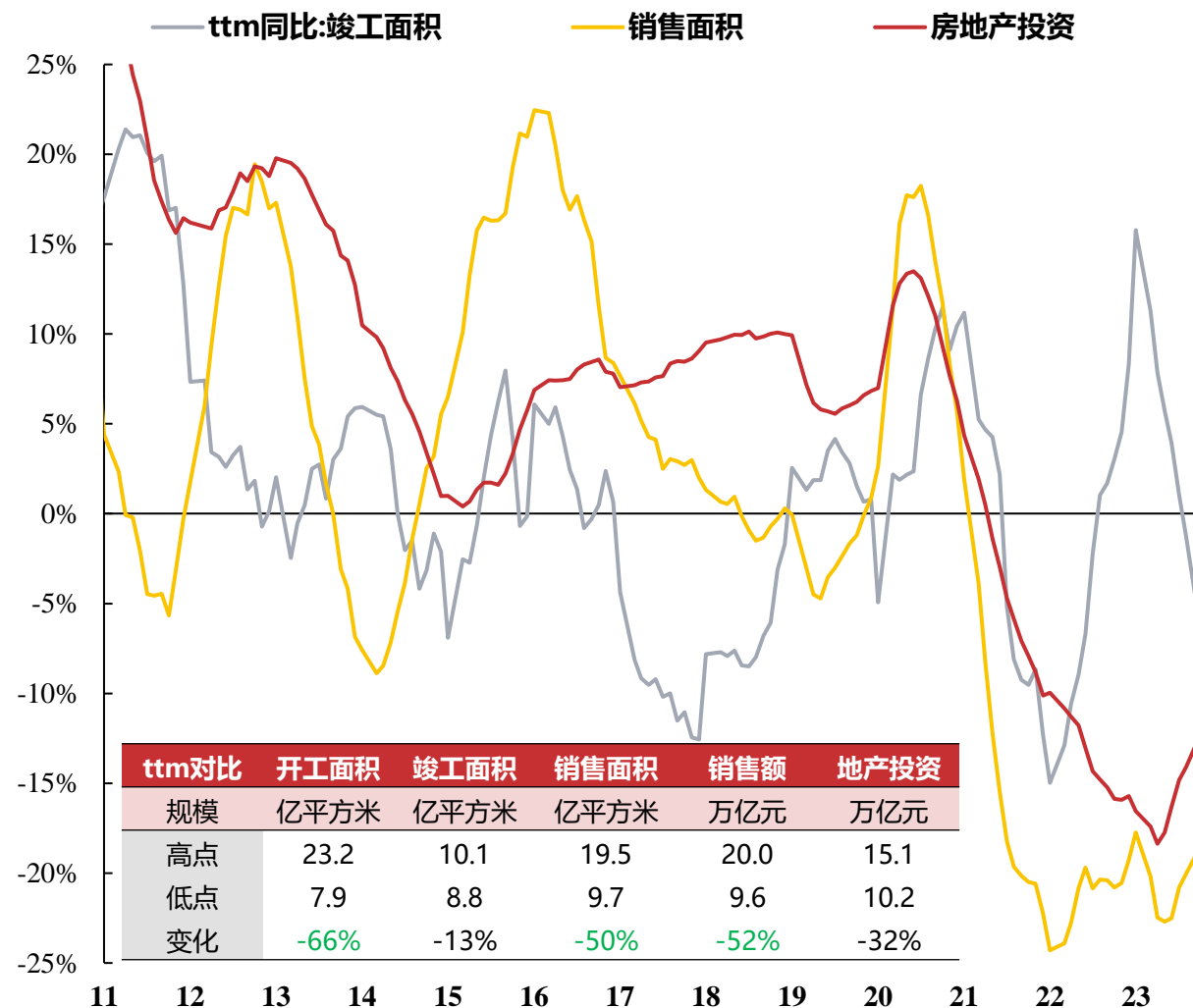
数据来源：Wind, iFind, 财通证券研究所

图表3：美国日本地产投资/GDP底部5%、中枢7.5%，中国已经接近底部水平

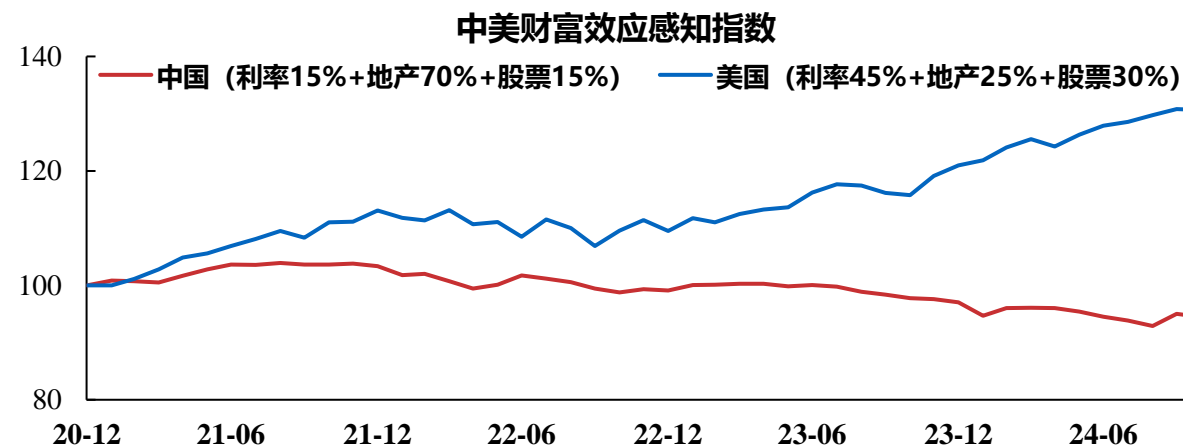
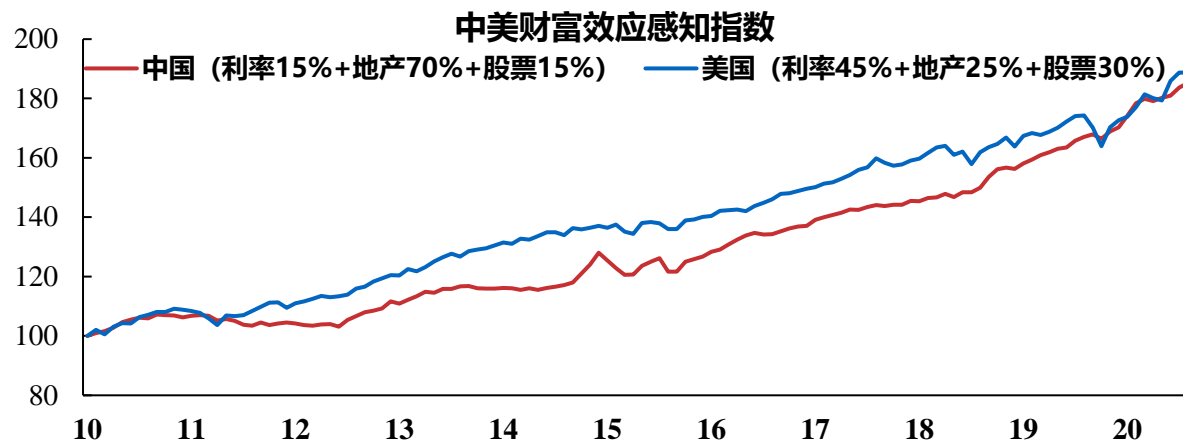


数据来源：Wind，财通证券研究所

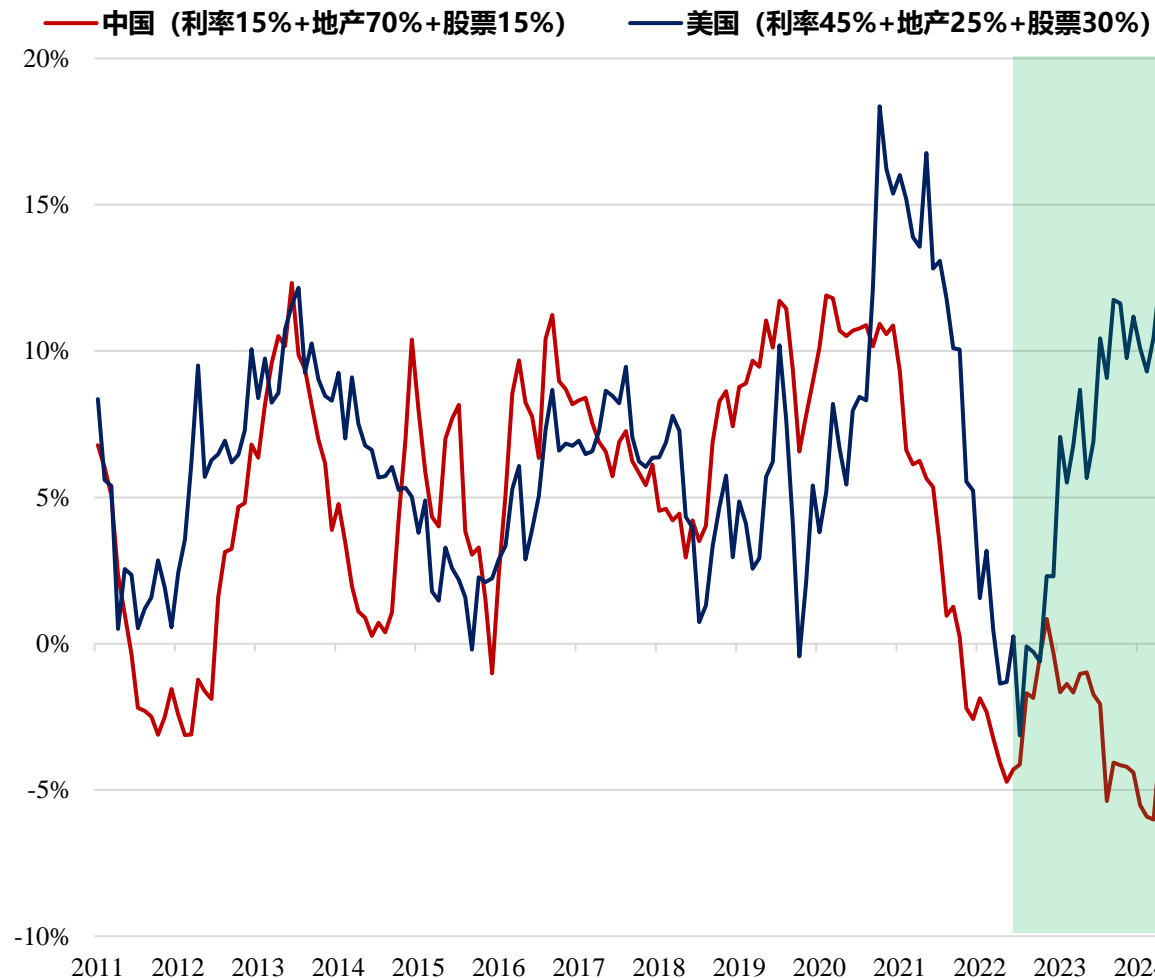
图表4：中国地产的投资/竣工/销售面积都有企稳迹象



图表5：地产企稳后，居民资产指数有望回升



中美资产综合指数-YoY



数据来源：Wind，财通证券研究所

- ◆ **全球制造国对比看，我国已是制造大国，正向制造强国攀登。**当前我国制造规模已经领跑全球，但制造尖端实力还弱于美日德，未来将继续向制造强国攀登。
- ◆ **当前我国科技实力仍有一些薄弱因素：**我国1-7的中低端应用技术研发已有一定实力，但0-1的原创技术和8-10的高端技术实力仍需积淀，整体技术体系化有待加强。
- ◆ **未来产业端将进一步攻关产业链薄弱环节，突破瓶颈制约。**

图表6：我国正从制造大国向制造强国攀登，但仍有薄弱环节

| 年份 | 第一阵列 | 第二阵列 | | 第三阵列 | | | | 其他 | |
|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|
| | 美国 | 德国 | 日本 | 中国 | 韩国 | 法国 | 英国 | 印度 | 巴西 |
| 2019年 | 168.7 | 125.7 | 117.2 | 110.8 | 74.0 | 70.1 | 63.0 | 43.5 | 28.7 |
| 2020年 | 173.2 | 125.9 | 118.2 | 116.0 | 74.4 | 69.4 | 61.5 | 44.6 | 27.4 |

1) 缺乏0-1的原创技术

2) 1-10的应用技术中，缺乏8-10的高端技术

3) 技术体系尚未完善

图表7：我国产业端的主要薄弱环节



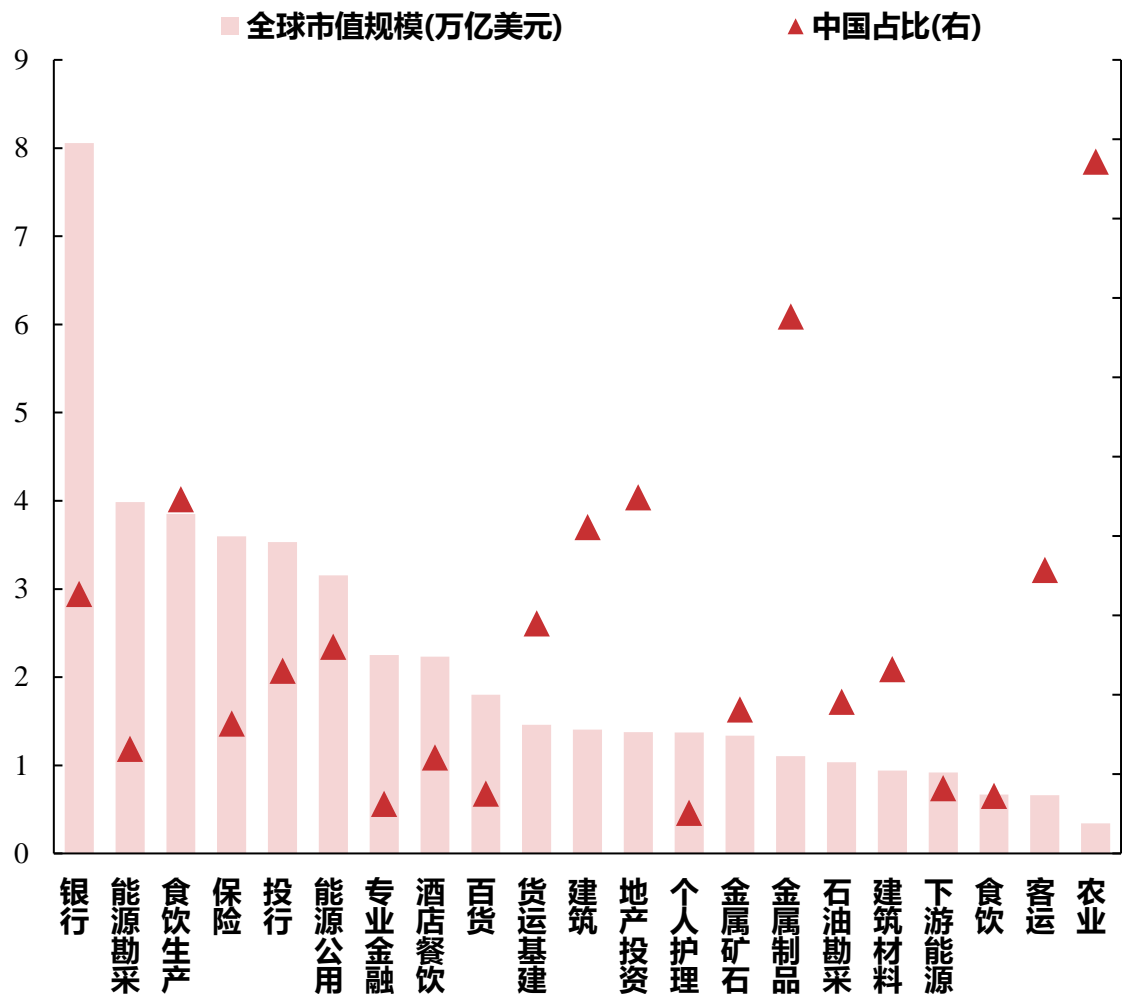
数据来源：Wind，中国工程院《2020中国制造强国发展报告》、《2021中国制造强国发展报告》，财通证券研究所

图表8：全球市值前100（亿美元）

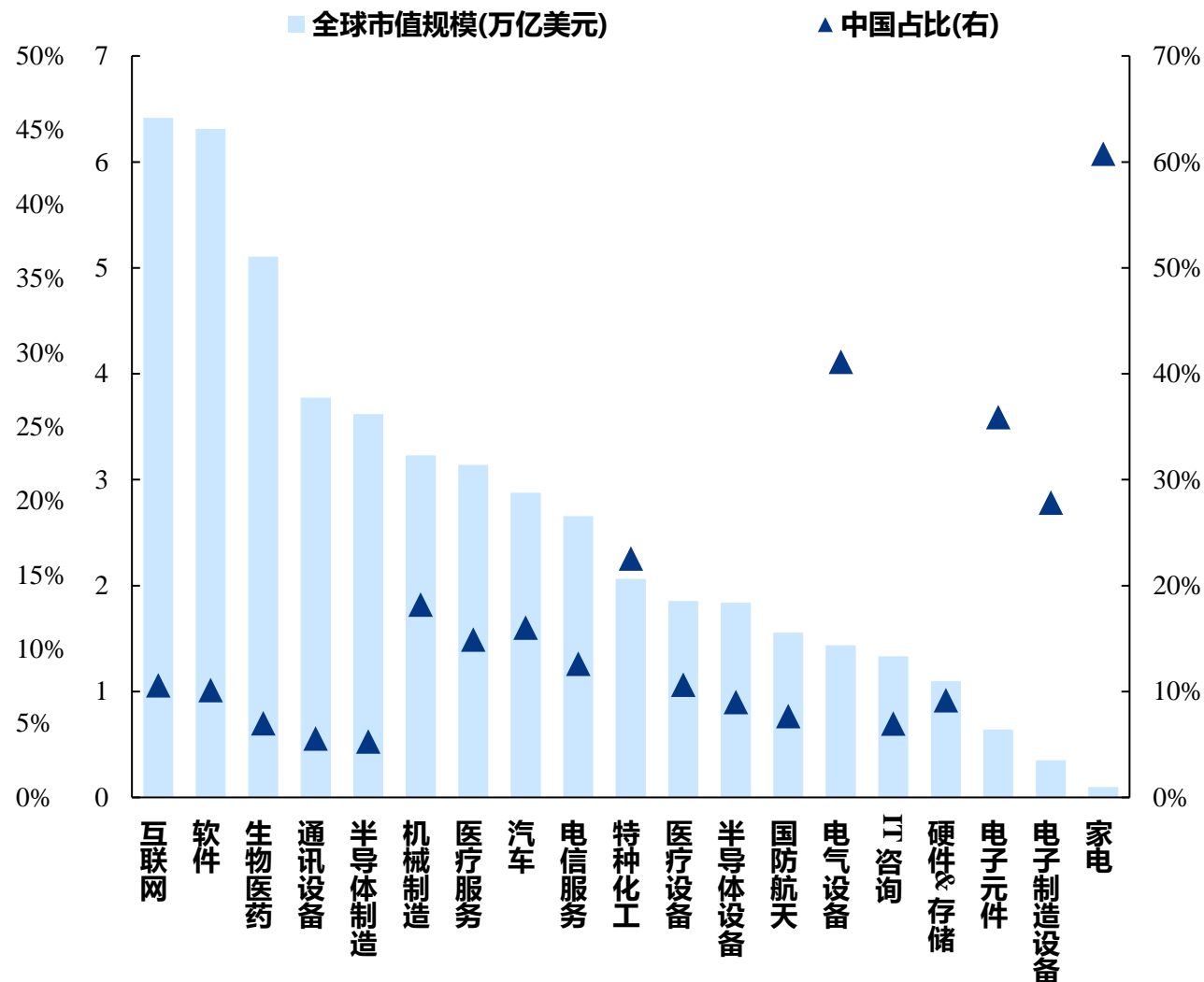
| 全球市值前100 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|----------|----|----------|-------|-------|-------|----|--------|-------|-------|----------|----|-------|-------|-------|------------|----|-------|-------|-------|
| 公司 | 板块 | 细分 | 国家/地区 | 23Y市值 | 公司 | 板块 | 细分 | 国家/地区 | 23Y市值 | 公司 | 板块 | 细分 | 国家/地区 | 23Y市值 | 公司 | 板块 | 细分 | 国家/地区 | 23Y市值 |
| 苹果 | 科技 | 通讯设备 | 美国 | 29944 | 雀巢 | 必选 | 饮食生产 | 瑞士 | 3093 | 信实工业 | 能源 | 下游能源 | 印度 | 2102 | 黑石集团 | 金融 | 投行 | 美国 | 1581 |
| 微软 | 科技 | 软件 | 美国 | 27948 | 贵州茅台 | 必选 | 饮食生产 | 中国 | 3057 | 阿斯利康 | 医疗 | 生物制药 | 英国 | 2094 | 波音 | 工业 | 国防航天 | 美国 | 1577 |
| 沙特阿美 | 能源 | 能源勘探 | 沙特 | 21328 | ASML | 科技 | 半导体设备 | 荷兰 | 3036 | 思科 | 科技 | 通讯设备 | 美国 | 2053 | 汇丰控股 | 金融 | 银行 | 英国 | 1560 |
| 谷歌 | 科技 | 互联网 | 美国 | 17550 | 丰田汽车 | 可选 | 汽车&零部件 | 日本 | 2998 | 赛默飞 | 医疗 | 医疗服务 | 美国 | 2051 | 住房开发 | 金融 | 银行 | 印度 | 1560 |
| 亚马逊 | 科技 | 互联网 | 美国 | 15702 | 开市客 | 必选 | 百货 | 美国 | 2929 | 拼多多 | 科技 | 互联网 | 中国 | 2013 | 德州仪器 | 科技 | 半导体制造 | 美国 | 1548 |
| 英伟达 | 科技 | 半导体制造 | 美国 | 12232 | 甲骨文 | 科技 | 互联网 | 美国 | 2898 | 德国林德 | 材料 | 商品化工 | 英国 | 1991 | 安进 | 医疗 | 生物制药 | 美国 | 1541 |
| 脸书 | 科技 | 互联网 | 美国 | 9095 | 雪佛龙 | 能源 | 能源勘探 | 美国 | 2807 | 阿里巴巴 | 科技 | 互联网 | 中国 | 1970 | 摩根士丹利 | 金融 | 投行 | 美国 | 1531 |
| 特斯拉 | 可选 | 汽车&零部件 | 美国 | 7899 | 默克 | 医疗 | 生物医药 | 美国 | 2763 | 雅培 | 医疗 | 医疗器械 | 美国 | 1911 | 建设银行 | 金融 | 银行 | 中国 | 1520 |
| 伯克希尔 | 金融 | 保险 | 美国 | 7769 | 艾伯维 | 医疗 | 生物医药 | 美国 | 2736 | 恩爱普 | 科技 | 软件 | 德国 | 1893 | 卡特彼勒 | 工业 | 机械制造 | 美国 | 1505 |
| 礼来 | 医疗 | 生物医药 | 美国 | 5534 | 奥多比 | 科技 | 软件 | 美国 | 2715 | T-MOBILE | 通信 | 电信服务 | 美国 | 1854 | 中国银行 | 金融 | 银行 | 中国 | 1505 |
| VISA | 金融 | 专业金融 | 美国 | 5226 | 美国银行 | 金融 | 银行 | 美国 | 2665 | 中国移动 | 通信 | 电信服务 | 中国 | 1827 | 西门子 | 工业 | 机械制造 | 德国 | 1502 |
| 博通 | 科技 | 半导体制造 | 美国 | 5226 | 欧莱雅 | 必选 | 个人护理 | 法国 | 2662 | 富国银行 | 金融 | 银行 | 美国 | 1787 | 联合太平洋 | 工业 | 货运基建 | 美国 | 1497 |
| 台积电 | 科技 | 半导体设备&服务 | 中国台湾 | 5011 | 可口可乐 | 必选 | 饮食生产 | 美国 | 2548 | 康卡斯特 | 通信 | 电信服务 | 美国 | 1765 | IBM | 科技 | IT咨询 | 美国 | 1493 |
| 摩根大通 | 金融 | 银行 | 美国 | 4918 | 赛富时 | 科技 | 软件 | 美国 | 2547 | 农业银行 | 金融 | 银行 | 中国 | 1757 | PM | 必选 | 烟草生产 | 美国 | 1461 |
| 联合健康 | 医疗 | 医疗服务 | 美国 | 4869 | 国际控股 | 工业 | 建筑 | 阿联酋 | 2386 | 中石油 | 能源 | 能源勘探 | 中国 | 1751 | SERVICENOW | 科技 | 软件 | 美国 | 1448 |
| 诺和诺德 | 医疗 | 生物医药 | 丹麦 | 4665 | AMD | 科技 | 半导体制造 | 美国 | 2381 | 财捷 | 科技 | 软件 | 美国 | 1750 | 皇家银行 | 金融 | 银行 | 加拿大 | 1425 |
| 沃尔玛 | 必选 | 百货 | 美国 | 4244 | 埃森哲 | 科技 | IT咨询 | 美国 | 2339 | 必和必拓 | 材料 | 金属矿石 | 澳大利亚 | 1744 | 迪奥 | 可选 | 服装&配饰 | 法国 | 1411 |
| LVMH | 可选 | 服装&配饰 | 法国 | 4068 | 百事 | 必选 | 饮食生产 | 美国 | 2335 | 丹纳赫 | 医疗 | 医疗服务 | 美国 | 1709 | 标普全球 | 科技 | 互联网 | 美国 | 1396 |
| 三星电子 | 科技 | 硬件&存储 | 韩国 | 4037 | 诺华制药 | 医疗 | 生物医药 | 瑞士 | 2297 | 迪士尼 | 社服 | 媒体出版 | 美国 | 1653 | 通用电气 | 工业 | 国防航天 | 美国 | 1389 |
| 埃克森美孚 | 能源 | 能源勘探 | 美国 | 4005 | 工商银行 | 金融 | 银行 | 中国 | 2242 | 塔塔咨询 | 科技 | IT咨询 | 印度 | 1650 | 霍尼韦尔 | 工业 | 机械制造 | 美国 | 1383 |
| 万事达卡 | 金融 | 专业金融 | 美国 | 3998 | 爱马仕国际 | 可选 | 服装&配饰 | 法国 | 2238 | 耐克 | 可选 | 服装&配饰 | 美国 | 1645 | 康菲石油 | 能源 | 石油勘探 | 美国 | 1378 |
| 强生公司 | 医疗 | 生物医药 | 美国 | 3773 | 麦当劳 | 社服 | 酒店餐饮 | 美国 | 2151 | 道达尔 | 能源 | 能源勘探 | 法国 | 1641 | 美国运通 | 金融 | 专业金融 | 美国 | 1365 |
| 腾讯控股 | 科技 | 软件 | 中国 | 3566 | 壳牌 | 能源 | 能源勘探 | 英国 | 2138 | 辉瑞制药 | 医疗 | 生物制药 | 美国 | 1626 | 迪塞诺纺织 | 可选 | 服饰零售 | 西班牙 | 1357 |
| 宝洁公司 | 必选 | 个人护理 | 美国 | 3454 | 奈飞 | 科技 | 互联网 | 美国 | 2131 | 高通 | 科技 | 半导体制造 | 美国 | 1610 | 应用材料 | 科技 | 半导体设备 | 美国 | 1347 |
| 家得宝 | 可选 | 家装零售 | 美国 | 3449 | 英特尔 | 科技 | 半导体制造 | 美国 | 2119 | 威瑞森电信 | 通信 | 电信服务 | 美国 | 1585 | 联合包裹 | 工业 | 物流服务 | 美国 | 1337 |

数据来源：Wind, Factset, 财通证券研究所；市值数据截止2023/12/31

图表9：传统行业看，银行/餐饮/能源/地产等中国占比已在15-20%，相对较高

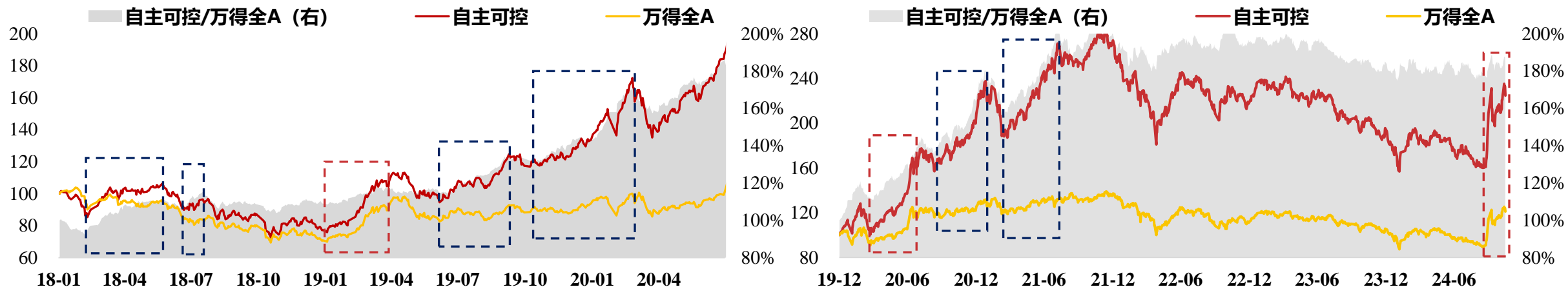


图表10：新兴产业看，IT/半导体/医药占比仍有提升空间

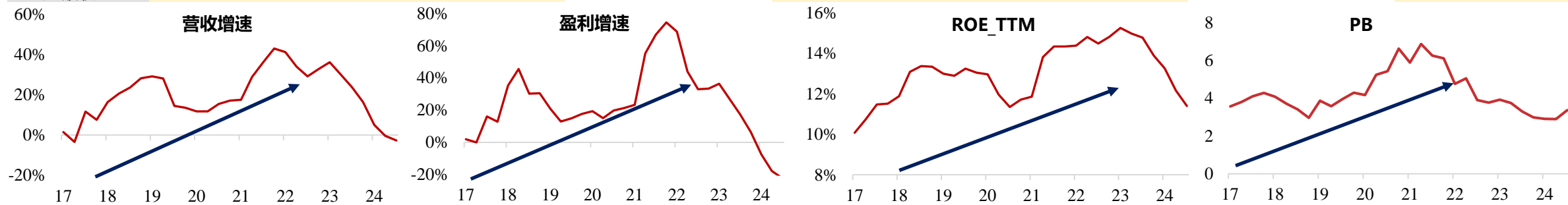


数据来源：Wind, Factset, 财通证券研究所；市值数据截止2023/12/31

图表11：在美国多轮次科技打压之下，自主可控越走越强



| 事件 | 特朗普宣布或对华征收600亿美元 | 美国发布加征关税清单 | 美国对华为提出23项指控 | 将中科曙光等5家超算企业列入清单 | 将海康、大华等8家安防和AI企业列入清单 | 将360、云从等33家企业列入清单 | 将天津飞腾等7家超级计算机实体列入清单 |
|------|------------------|------------|--------------|------------------|----------------------|-------------------|---------------------|
| 事件时间 | 2018/3/23 | 2018/6/15 | 2019/1/29 | 2019/6/21 | 2019/10/8 | 2020/5/22 | 2021/4/8 |
| 行情起始 | 2018/2/12 | 2018/6/22 | 2019/1/4 | 2019/6/10 | 2019/10/8 | 2020/3/24 | 2021/3/25 |
| 行情结束 | 2018/5/22 | 2018/7/24 | 2019/4/4 | 2019/9/9 | 2020/2/25 | 2020/7/13 | 2021/8/5 |
| 持续天数 | 63 | 23 | 60 | 66 | 94 | 74 | 91 |
| 指数表现 | 25% | 8% | 49% | 32% | 47% | 68% | 45% |
| 市场表现 | 6% | 3% | 40% | 12% | 13% | 38% | 11% |
| 超额收益 | 18% | 5% | 9% | 19% | 34% | 31% | 34% |



数据来源：Wind，财通证券研究所

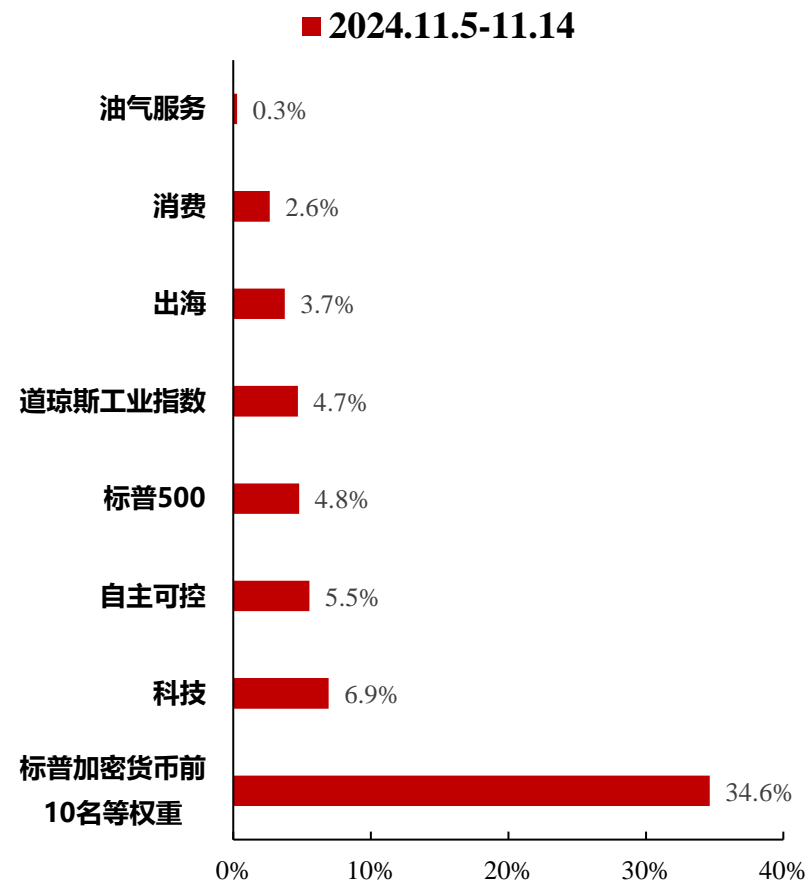
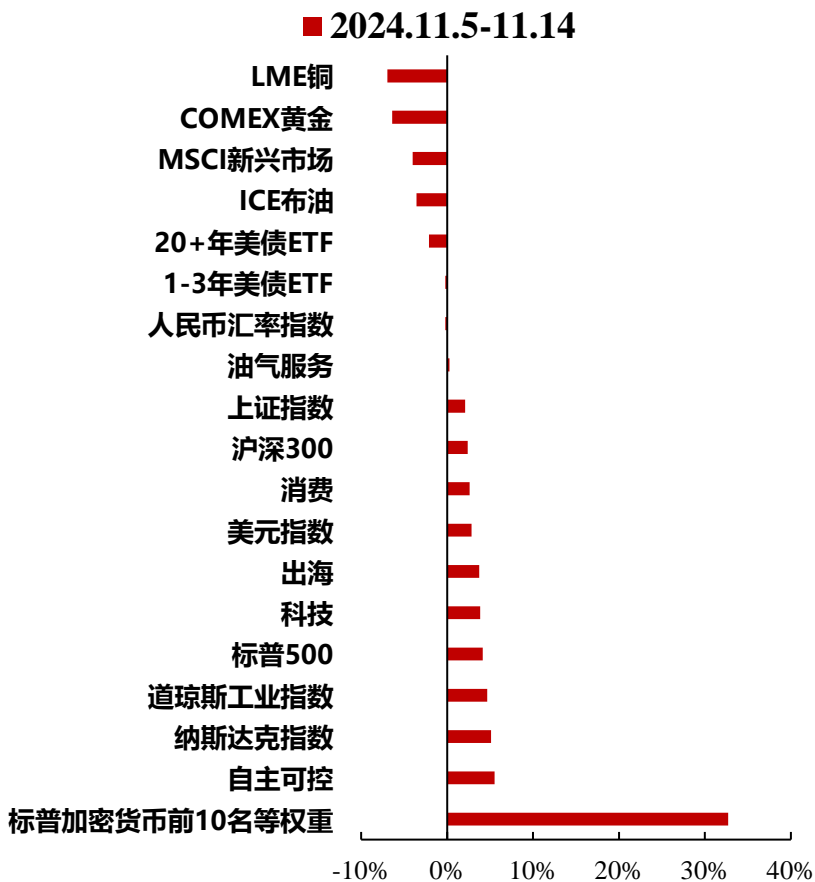
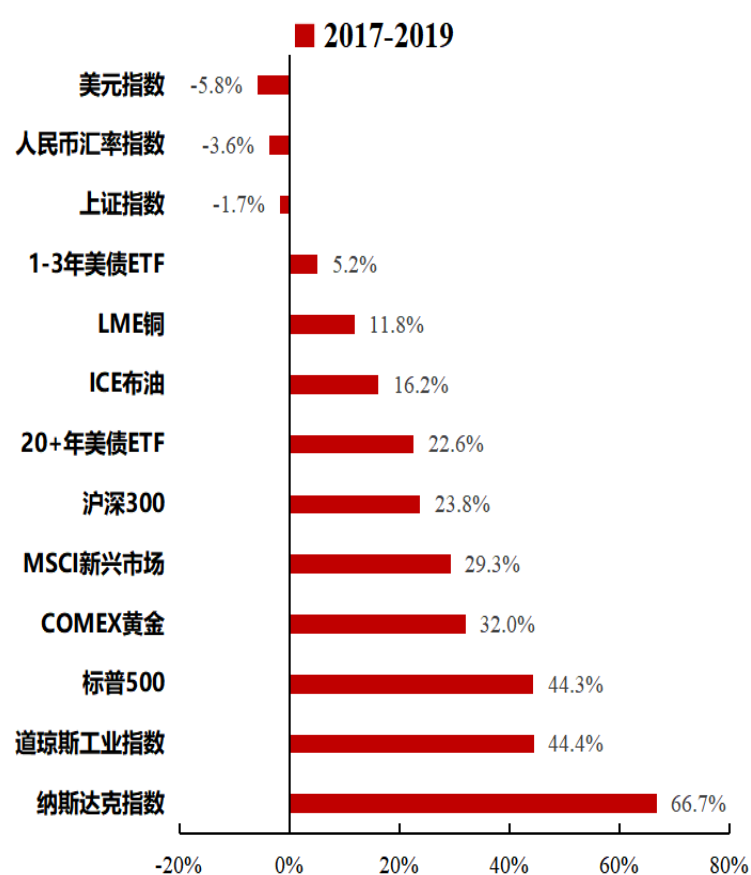
一、国内宏观：财政强、金融稳、科技兴

二、海外环境：川普上、联储降、周期动

三、市场研判：盈利底、估值升、大象舞

四、配置方向：科技兴、金融起、出海精

图表12：特朗普交易1.0和2.0资产表现和当前交易逻辑



数据来源：Wind，财通证券研究所

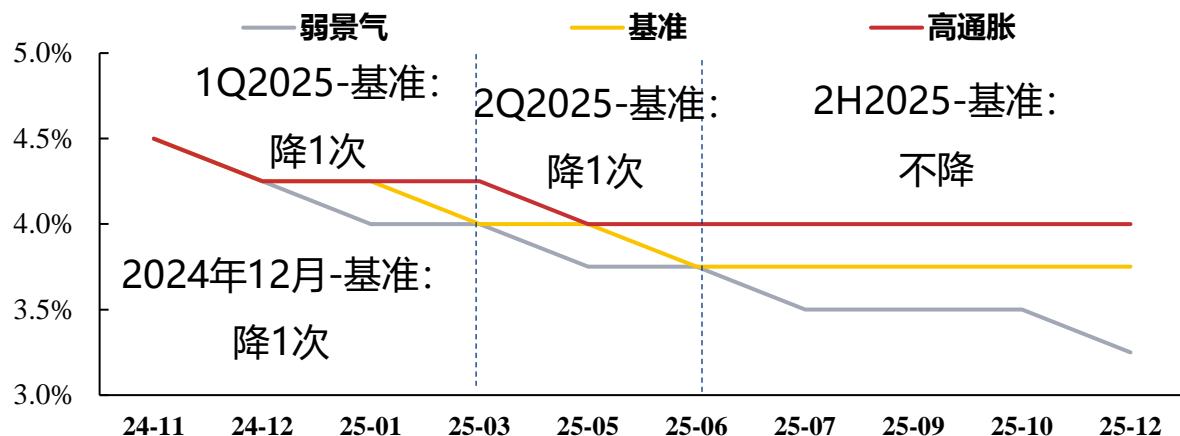
联储降：特朗普施压鲍威尔宽松VS二次通胀压力显著

降息预期：当前预期12月降息1次，2025年Q1和Q2各降息1次；到2025年中降息有所压力。

二次通胀是降息的重要担忧，但特朗普也存在给美联储压力可能。

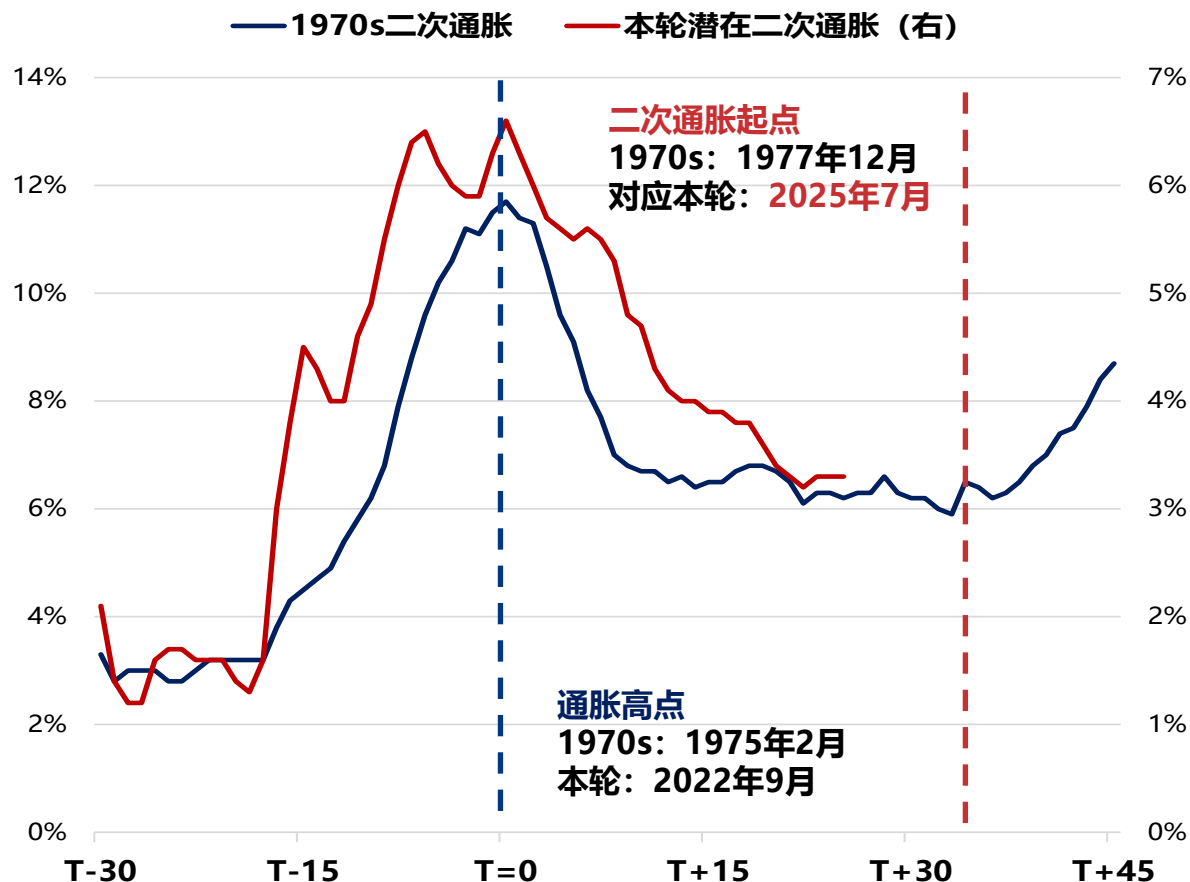
图表13：联邦目标基金利率预期

| Meeting Date | 325-350 | 350-375 | 375-400 | 400-425 | 425-450 | 450-475 |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 2024-12 | 0% | 0% | 0% | 0% | 83% | 18% |
| 2025-01 | 0% | 0% | 0% | 27% | 62% | 12% |
| 2025-03 | 0% | 0% | 16% | 48% | 32% | 5% |
| 2025-05 | 0% | 4% | 25% | 43% | 24% | 3% |
| 2025-06 | 2% | 14% | 33% | 35% | 15% | 2% |
| 2025-07 | 4% | 18% | 33% | 31% | 12% | 2% |
| 2025-09 | 7% | 21% | 33% | 27% | 10% | 1% |
| 2025-10 | 9% | 22% | 32% | 25% | 9% | 1% |
| 2025-12 | 10% | 23% | 32% | 24% | 8% | 1% |

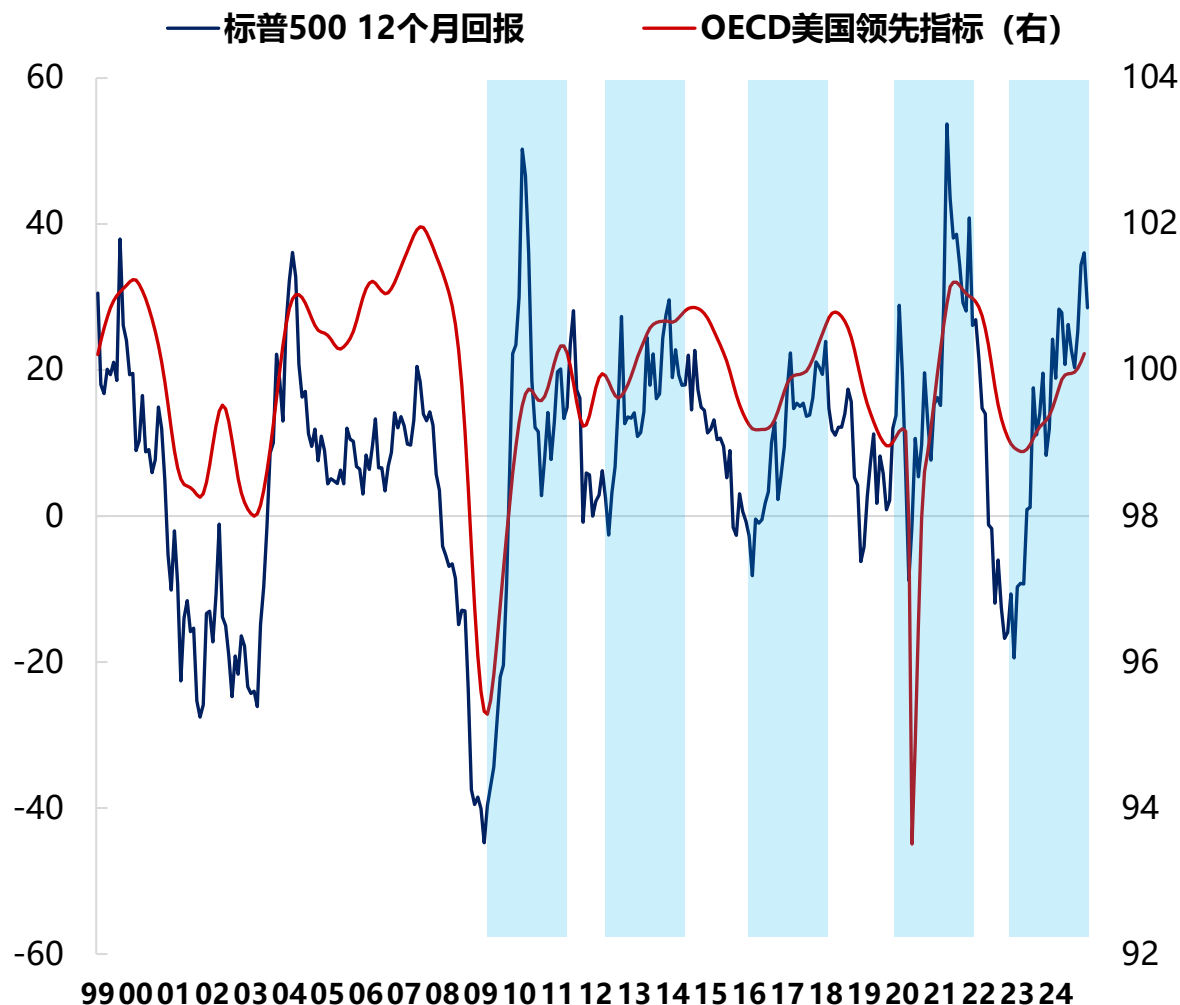


数据来源：Wind, Fed Watch, 财通证券研究所

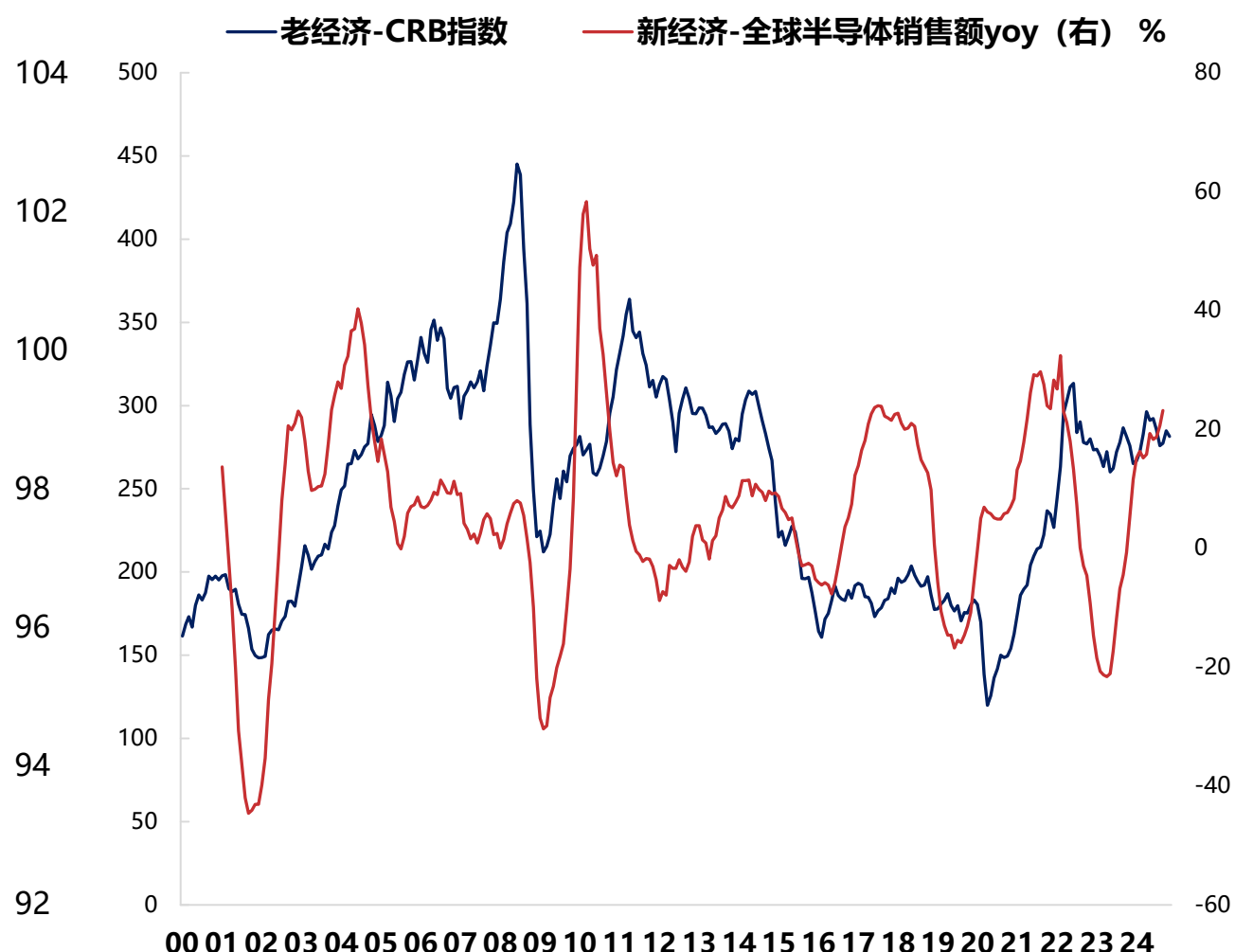
图表14：到明年下半年，美国经济可能类似1970s持续性通胀和过热



图表15：美股滚动12个月回报率已经接近历史极值

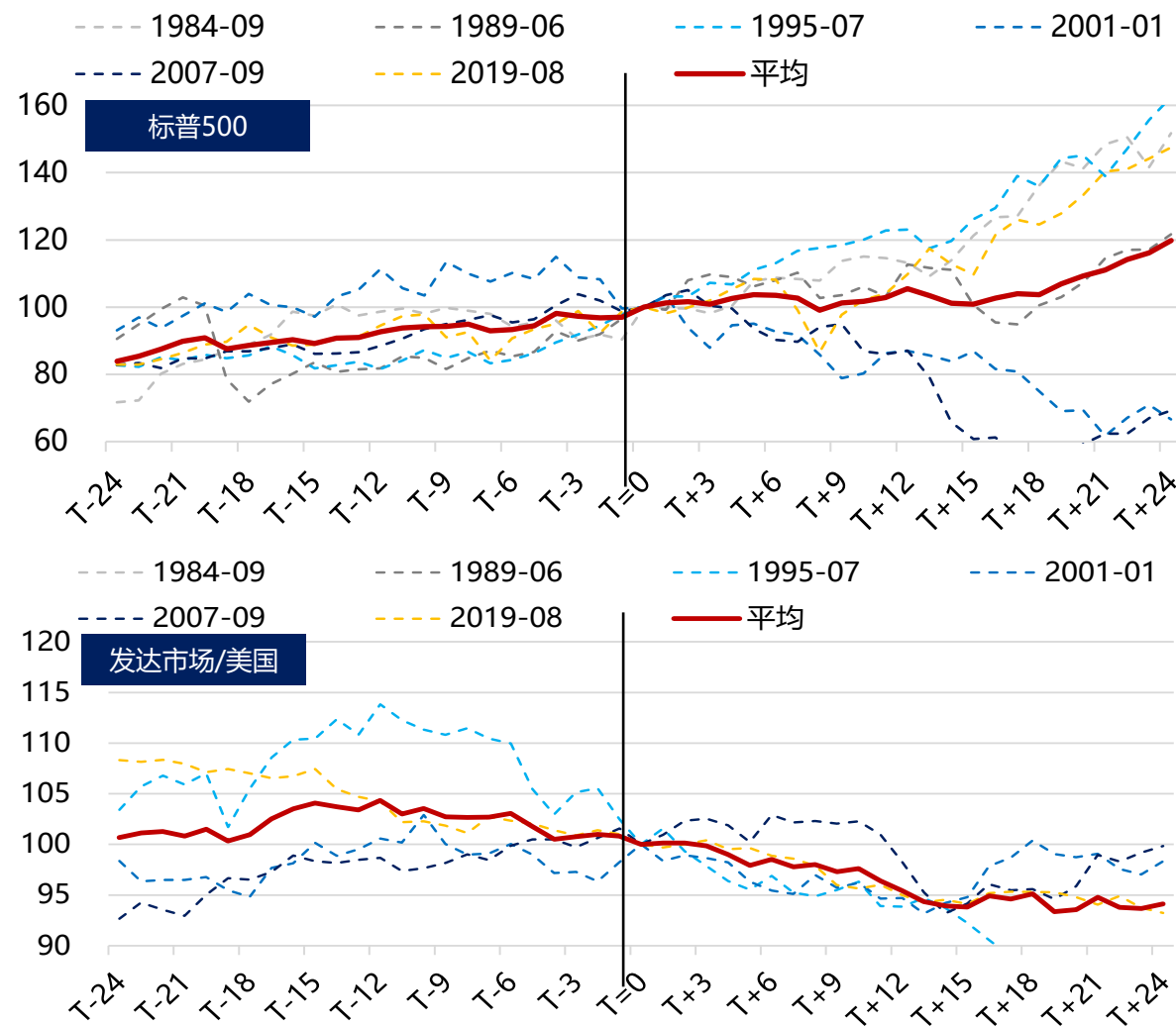
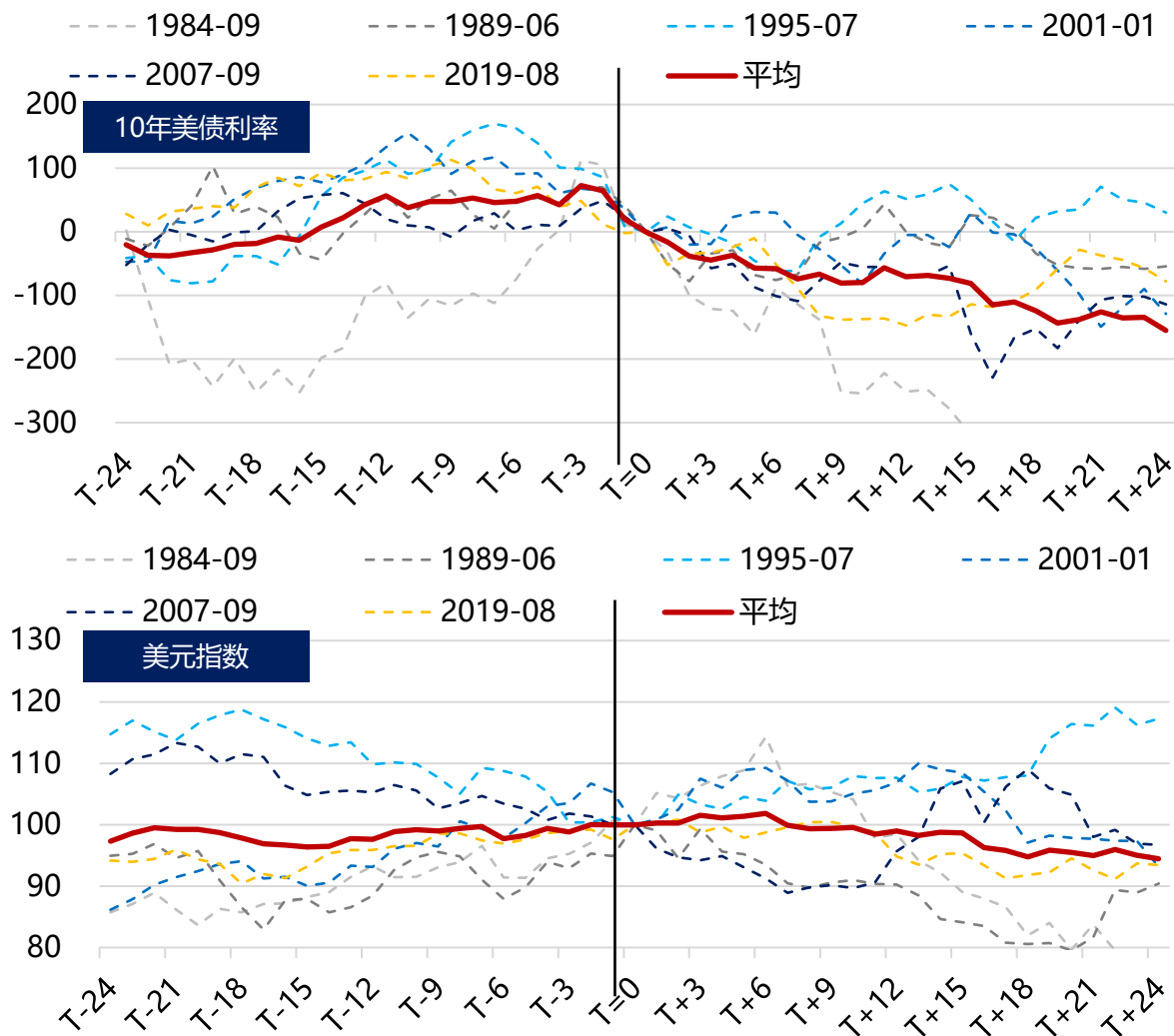


图表16：各类资产价格指标可能预示周期转折之年



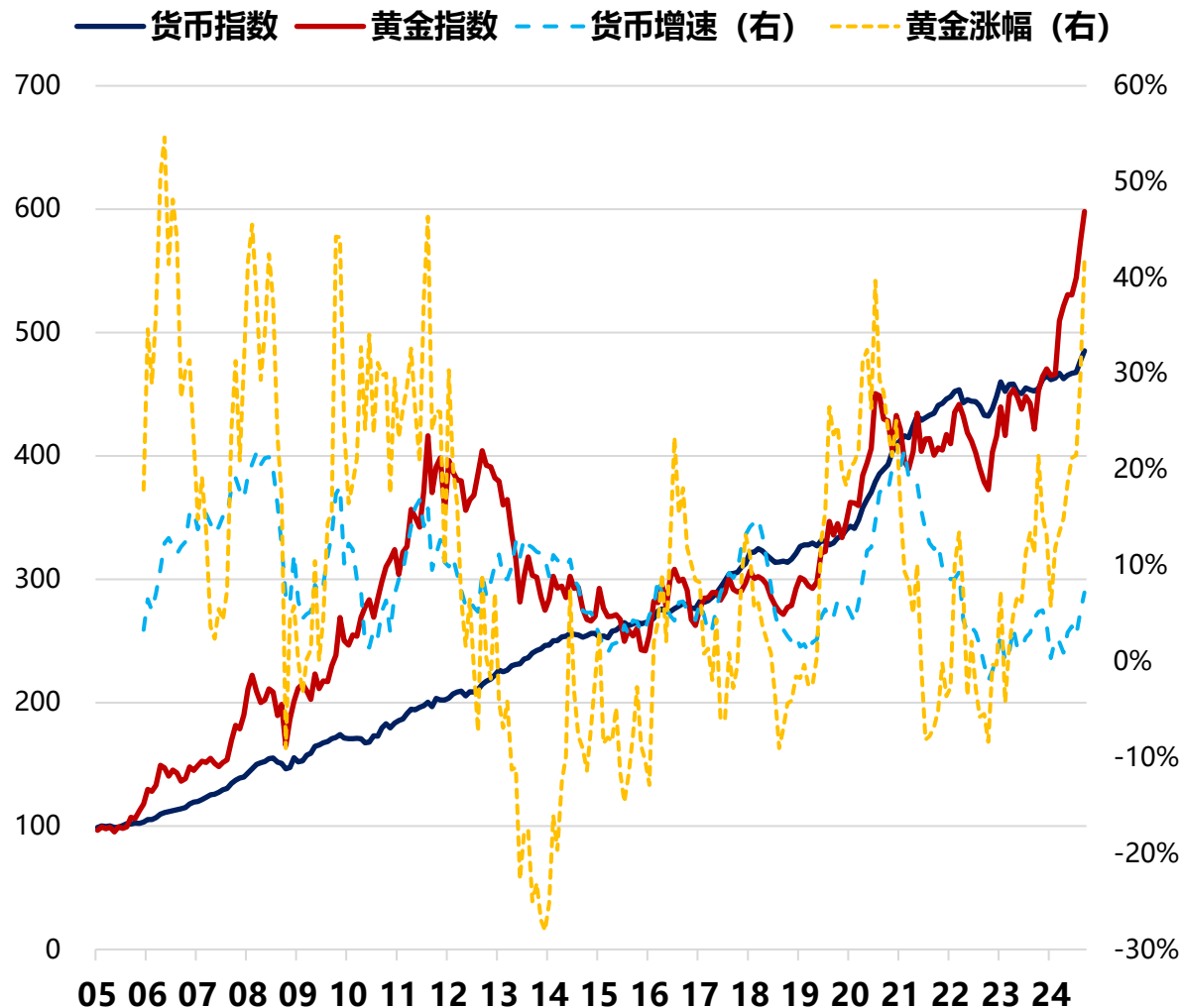
数据来源：Wind, Bloomberg, 财通证券研究所

图表17：美联储历次降息以后，美债利率进入下行周期，美元指数、美股震荡，非美市场压力更大

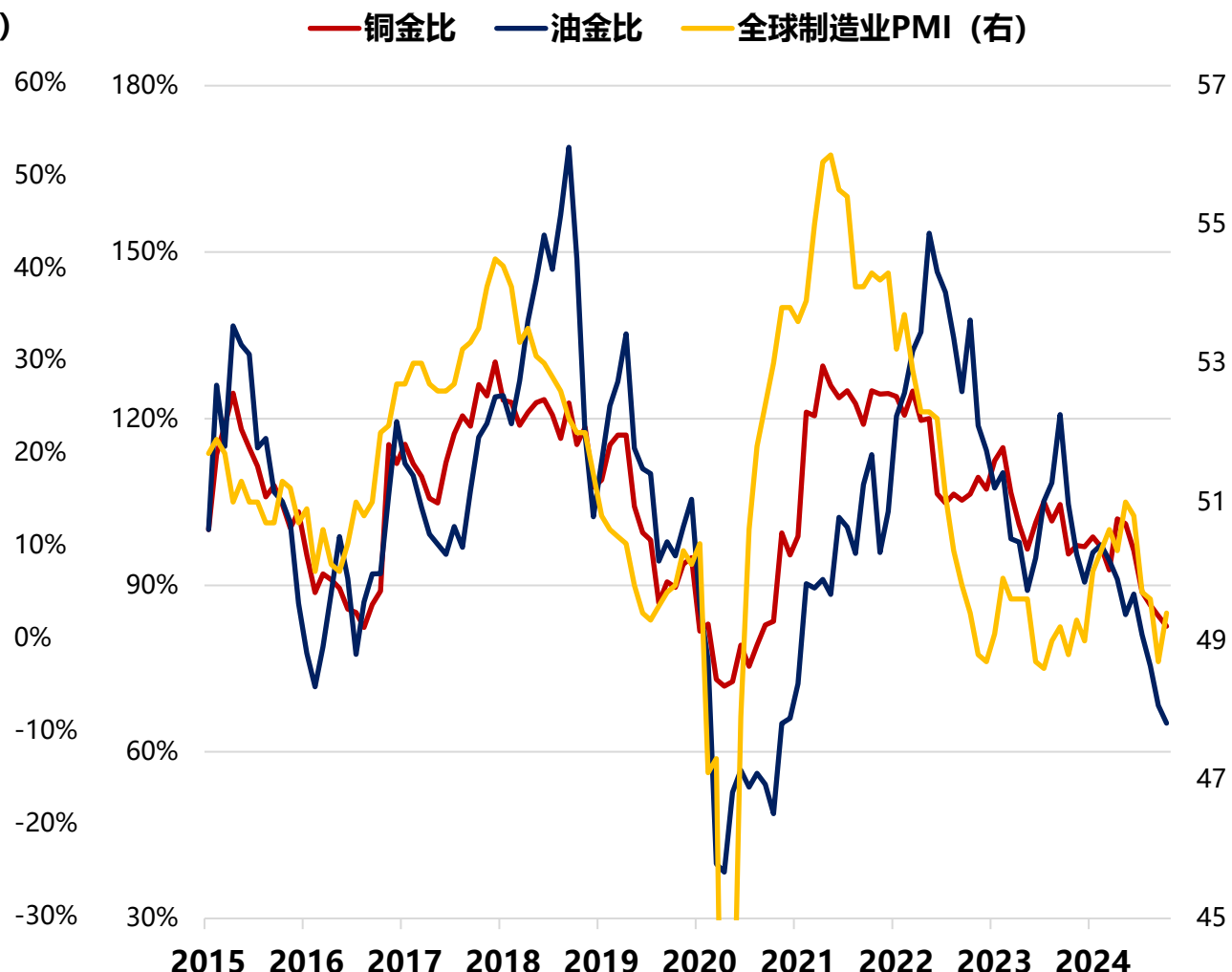


数据来源：Wind, Bloomberg, 财通证券研究所

图表18：特朗普可能开启货币扩张，黄金长牛



图表19：以黄金为锚，以全球周期为驱动，短期关注铜，油相对谨慎



数据来源：Wind，财通证券研究所

一、国内宏观：财政强、金融稳、科技兴

二、海外环境：川普上、联储降、周期动

三、市场研判：盈利底、估值升、大象舞

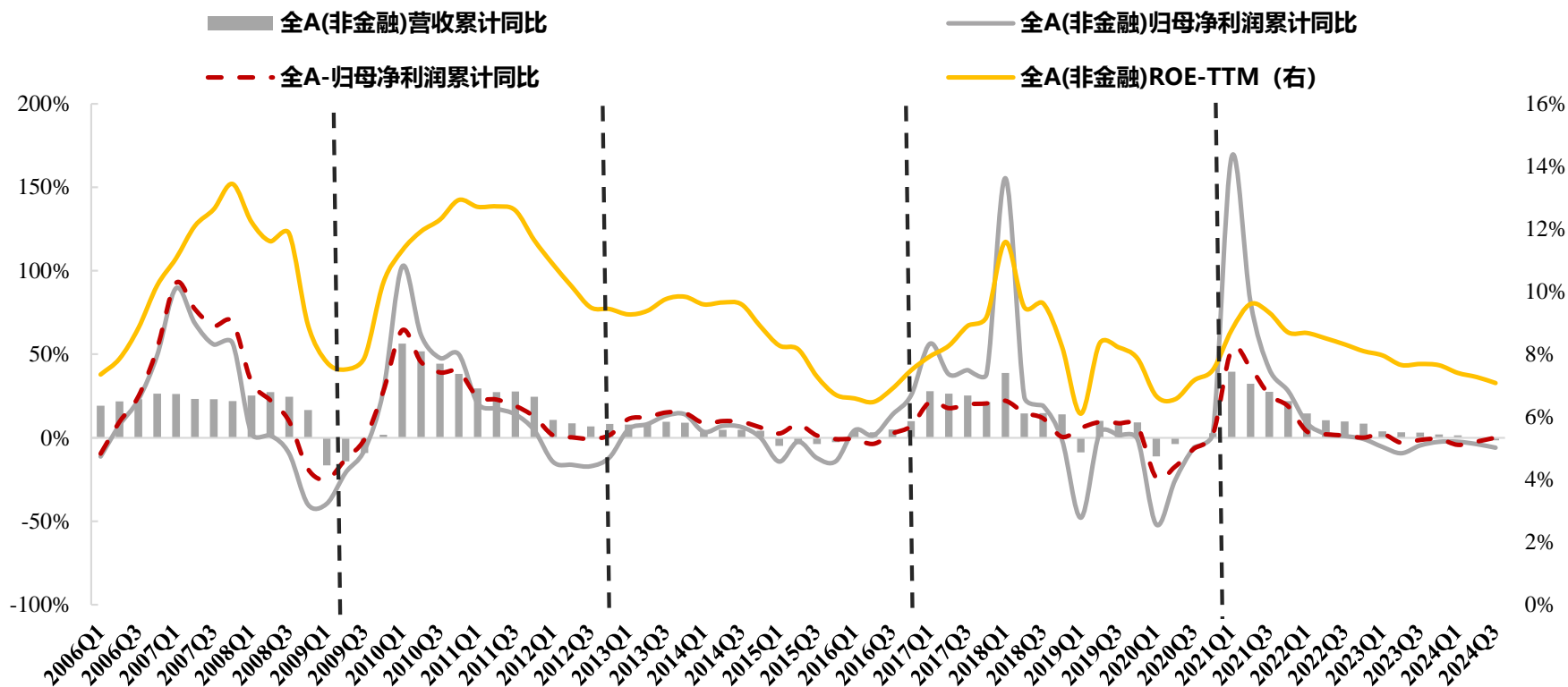
四、配置方向：科技兴、金融起、出海精

市场盈利：预期2025年全A非金融盈利5%左右

- ◆ 可比口径下，最新三季报显示全A/全A非金融归母净利润累计同比0.1%/-6%；全A非金融营收累计同比-1.5%，景气仍未见拐点是当时非金融企业再度触及“盈利底”的核心原因。当前企业盈利和营收水平与15年较为接近。
- ◆ 全A非金融ROE-TTM约7.1%，相较Q2下行0.2个百分点。本轮ROE下行区间已超过12个季度，逆周期政策发力有望带动Q4拐点向上，但仍需关注年底政治局和中央经济工作会议。

图20：预期2025年全A盈利同比温和回升至1.5%

| 净利润累计同比 | 2024Q1A | 2024Q2A | 2024Q3A | 2024E | 2025E |
|---------|---------|---------|---------|-------|-------|
| 全A | -4.2% | -2.3% | 0.1% | -0.9% | 1.5% |
| 全A非金融 | -2.4% | -3.9% | -6.0% | -7.6% | 4.9% |



数据来源：Wind，财通证券研究所

市场盈利：通信、计算机和机械业绩显著回暖

- 1) 非银、煤炭、建材和农林牧渔营收和业绩增速均出现连续两个季度改善;
- 2) 成长方向改善显著, 通信、计算机和机械Q3业绩增速出现回暖。
- 3) 指数和板块层面, 大盘价值整体优于中小成长。

图21: A股分版块+科创行业业绩增速&走势

| 行业 | 单季归母净利润增速 | | | | 单季营业收入增速 | | | | |
|-------|-----------|-------|-------|--------|----------|------|------|--------|--|
| | 24Q3 | 24Q2 | 24Q1 | 年初以来趋势 | 24Q3 | 24Q2 | 24Q1 | 年初以来趋势 | |
| 上游原材料 | 煤炭 | -9% | -14% | -35% | | -4% | -5% | -12% | |
| | 石油石化 | -16% | 12% | 10% | | -10% | -1% | 6% | |
| | 钢铁 | -177% | -13% | -87% | | -13% | -9% | -5% | |
| | 有色金属 | 6% | 26% | -30% | | 4% | 8% | -3% | |
| 中游制造业 | 建筑材料 | -31% | -53% | -91% | | -9% | -9% | -18% | |
| | 基础化工 | -11% | 5% | -15% | | 3% | 6% | -2% | |
| | 电力设备 | -45% | -56% | -54% | | -10% | -8% | -12% | |
| | 机械设备 | 2% | -9% | 3% | | 6% | 3% | 4% | |
| | 国防军工 | -42% | -26% | -12% | | -8% | -11% | 8% | |
| 下游消费品 | 农林牧渔 | 875% | 257% | 59% | | -4% | -5% | -5% | |
| | 食品饮料 | 2% | 11% | 16% | | 2% | 2% | 8% | |
| | 医药生物 | -16% | -5% | 0% | | -1% | -1% | 1% | |
| | 纺织服饰 | -25% | -4% | 7% | | -9% | 4% | 7% | |
| | 商贸零售 | 70% | -19% | -21% | | -10% | -5% | -5% | |
| | 轻工制造 | -29% | -2% | 47% | | -2% | 1% | 6% | |
| | 家用电器 | 1% | 6% | 10% | | 1% | 5% | 8% | |
| | 汽车 | -10% | 23% | 17% | | -4% | 5% | 8% | |
| | 社会服务 | -7% | 81% | 115% | | 6% | -11% | 54% | |
| | 美容护理 | -47% | 0% | 8% | | 2% | 5% | 1% | |
| 大金融 | 非银金融 | 233% | 37% | -14% | | 30% | -2% | -27% | |
| | 银行 | 4% | 1% | -1% | | 1% | -2% | -2% | |
| | 房地产 | -322% | -149% | -92% | | -26% | -27% | -14% | |
| 支持服务业 | 建筑装饰 | -15% | -16% | -3% | | -8% | -7% | 1% | |
| | 公用事业 | -3% | 10% | 27% | | 1% | -5% | 2% | |
| | 环保 | 7% | -9% | 14% | | -1% | 5% | 6% | |
| | 交通运输 | 3% | -3% | 26% | | -4% | -3% | -1% | |
| TMT | 电子 | 18% | 30% | 55% | | 16% | 19% | 16% | |
| | 通信 | 10% | 7% | 7% | | 3% | 3% | 5% | |
| | 计算机 | -3% | -19% | -97% | | 3% | 9% | 5% | |
| | 传媒 | -38% | -32% | -28% | | -3% | 0% | 5% | |

| 指数 | 单季归母净利润增速 | | | | 单季营业收入增速 | | | |
|--------|-----------|--------|--------|--------|----------|-------|-------|--------|
| | 24Q3 | 24Q2 | 24Q1 | 年初以来趋势 | 24Q3 | 24Q2 | 24Q1 | 年初以来趋势 |
| 全A | 5.0% | -0.3% | -4.2% | | -2.2% | -1.7% | -1.1% | |
| 全A非金融 | -10.1% | -5.1% | -2.4% | | -4.0% | -1.6% | 1.3% | |
| 创业板 | -10.9% | -6.0% | -1.1% | | 0.3% | 3.2% | 2.8% | |
| 科创板 | -28.1% | -24.2% | 0.6% | | -8.0% | 4.7% | 6.8% | |
| 上证50 | 18.4% | 5.1% | -2.3% | | -2.7% | -2.9% | -2.4% | |
| 沪深300 | 10.8% | 2.2% | -2.6% | | -0.4% | -1.8% | -0.6% | |
| 中证500 | -14.8% | -6.0% | -11.1% | | -3.9% | -1.4% | -1.9% | |
| 中证1000 | -8.8% | -1.6% | -15.8% | | -4.9% | 0.2% | -1.5% | |
| 创业板指 | -3.4% | 5.1% | 11.0% | | -2.8% | -0.8% | -1.2% | |
| 科创50 | -30.2% | -27.9% | 38.0% | | -10.4% | 6.5% | 19.7% | |
| 科创100 | -28.2% | -1.1% | -68.4% | | -14.5% | 5.1% | -3.9% | |

| 科创细分 | 单季归母净利润增速 | | | | 单季营业收入增速 | | | |
|-------|-----------|------|-------|--------|----------|------|------|--------|
| | 24Q3 | 24Q2 | 24Q1 | 年初以来趋势 | 24Q3 | 24Q2 | 24Q1 | 年初以来趋势 |
| 化学制药 | 501% | -55% | 284% | | 26% | 11% | 12% | |
| 半导体 | 75% | -21% | -46% | | 24% | 22% | 23% | |
| 光学光电 | 68% | 16% | -19% | | 19% | 16% | 15% | |
| 电气设备 | 0% | -20% | -52% | | 10% | 19% | -3% | |
| 云服务 | 45% | 31% | 1011% | | 15% | 17% | 21% | |
| 计算机设备 | 424% | 722% | 28% | | 3% | 5% | 6% | |
| 生物医药 | -1033% | 55% | 168% | | 19% | 30% | 104% | |

数据来源: Wind, 财通证券研究所

市场盈利：军工、电子等库存低位但资本开支上升，景气回升持续性强

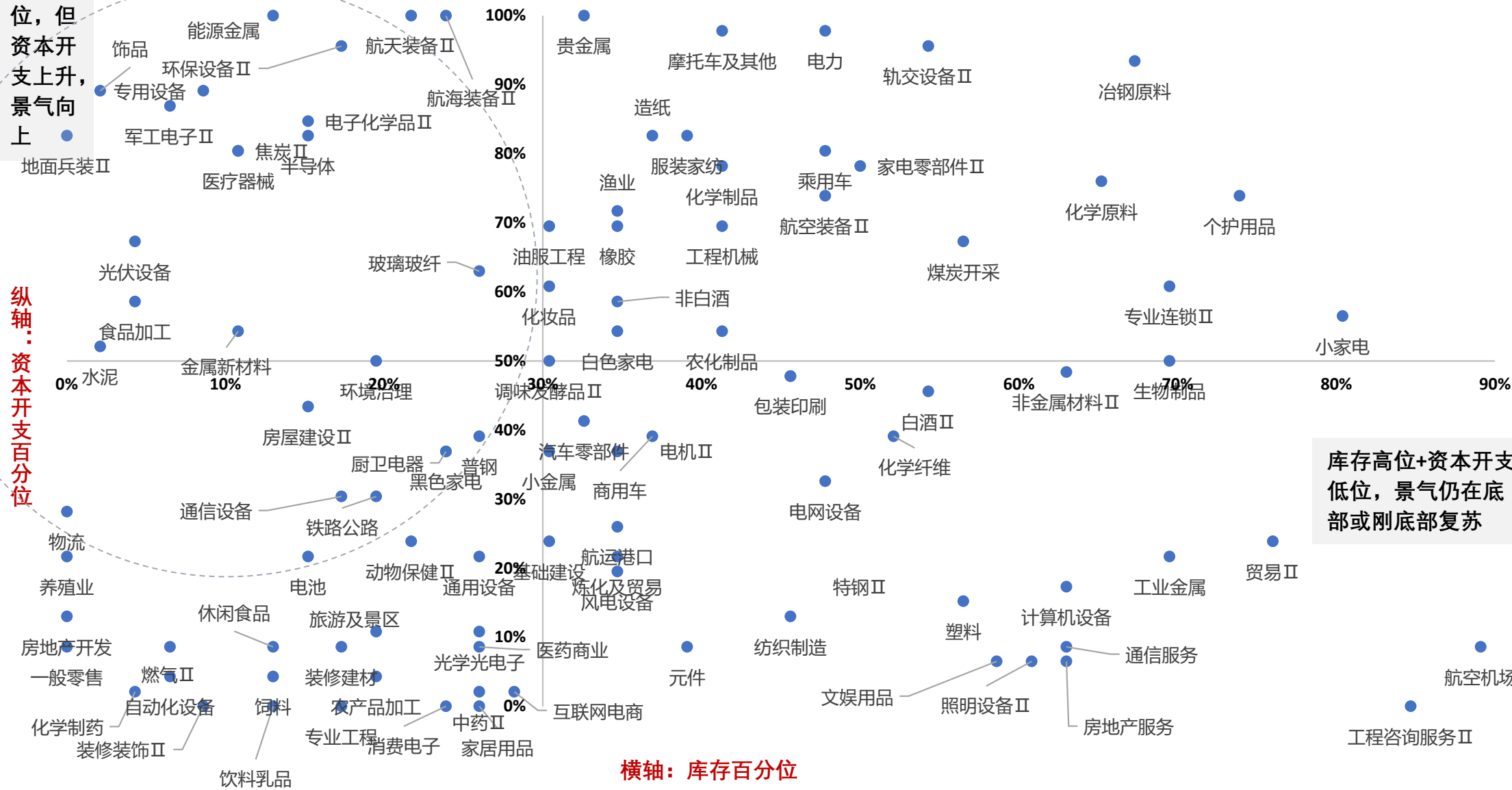
图22：二级行业资本开支增速&库存水平分布

库存低位，但资本开支上升，景气向上

纵轴：资本开支百分位

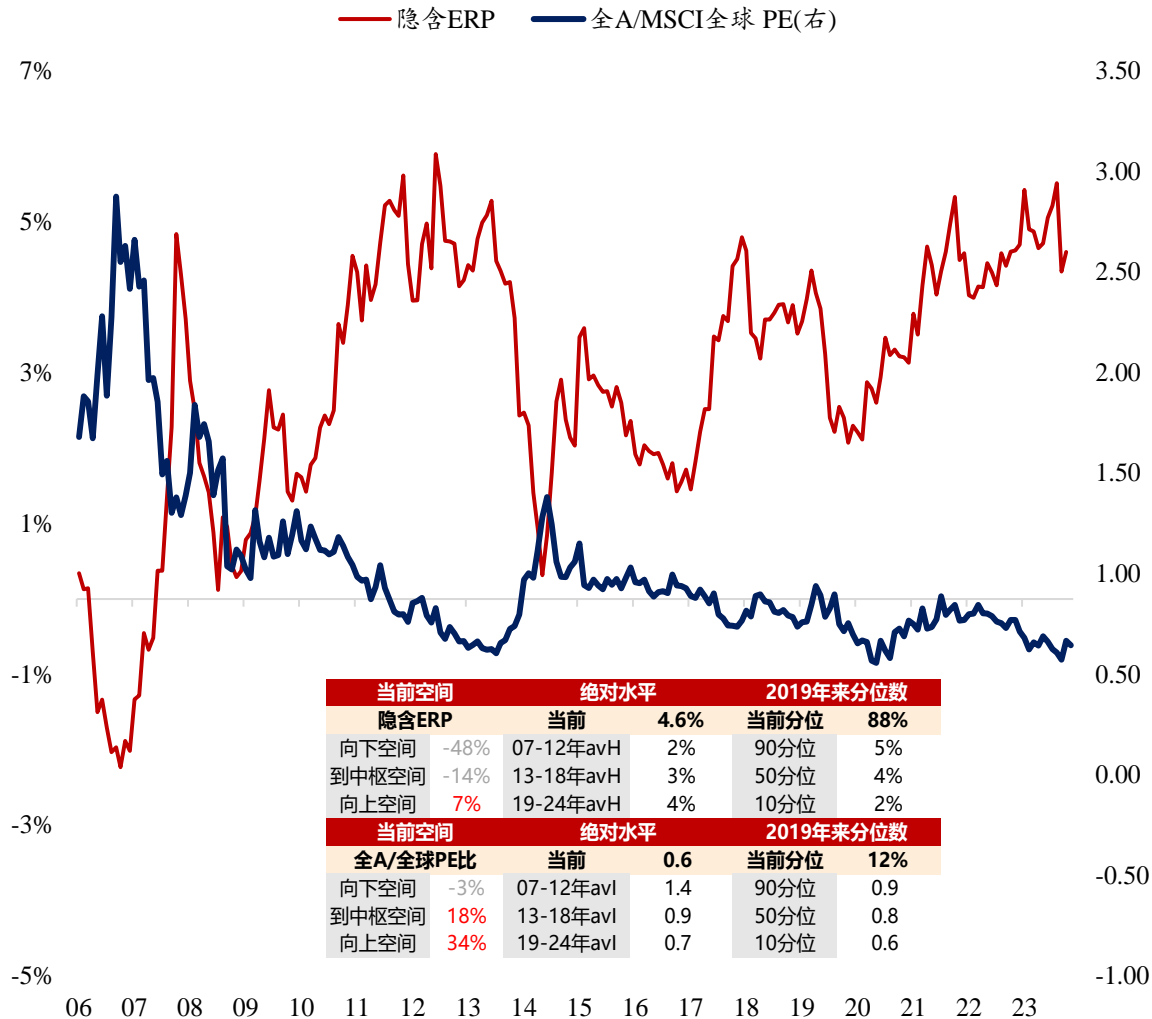
横轴：库存百分位

库存高位+资本开支低位，景气仍在底部或刚底部复苏

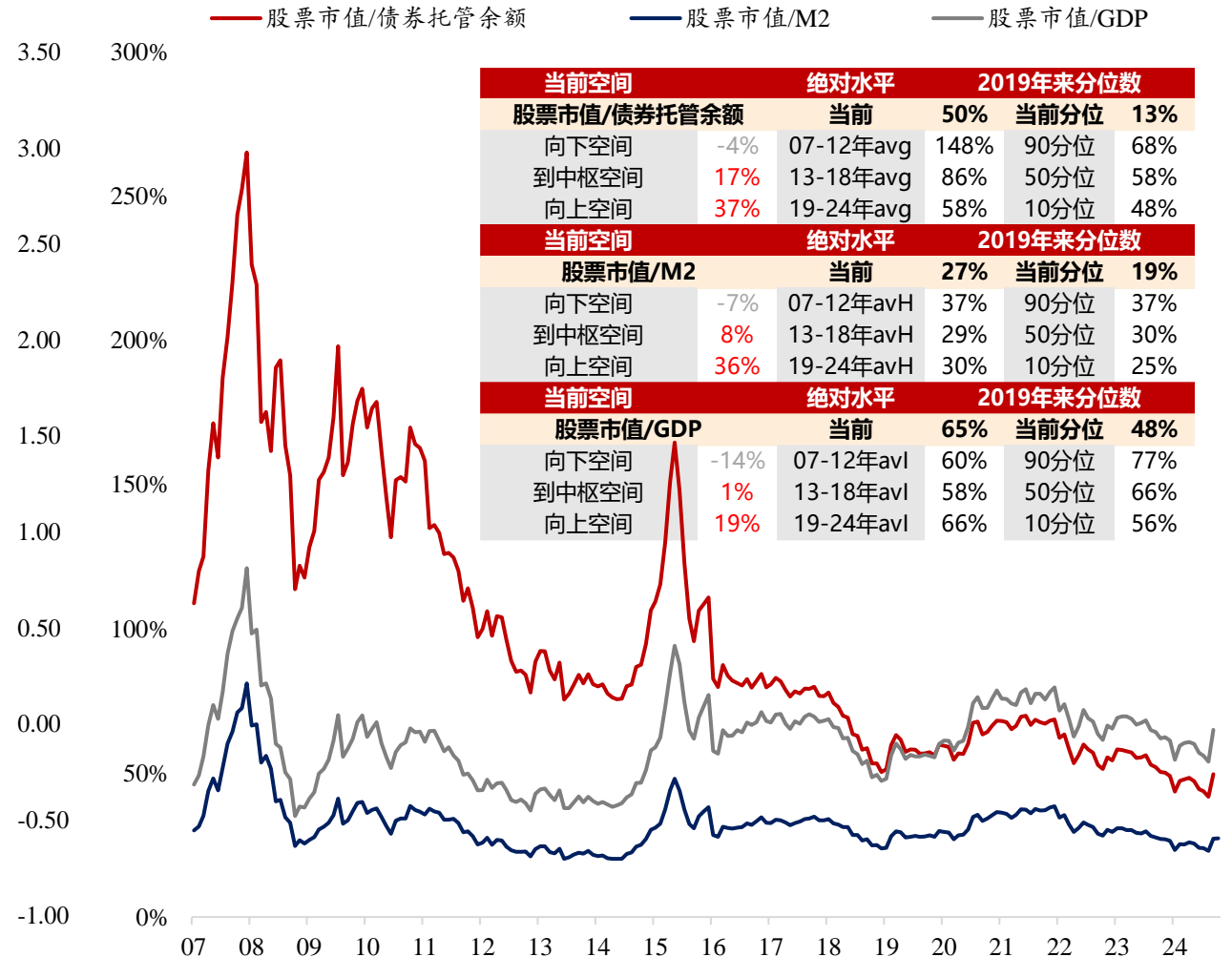


数据来源：Wind，财通证券研究所

图表23：隐含ERP角度和全球估值比较角度，可能7%-34%空间



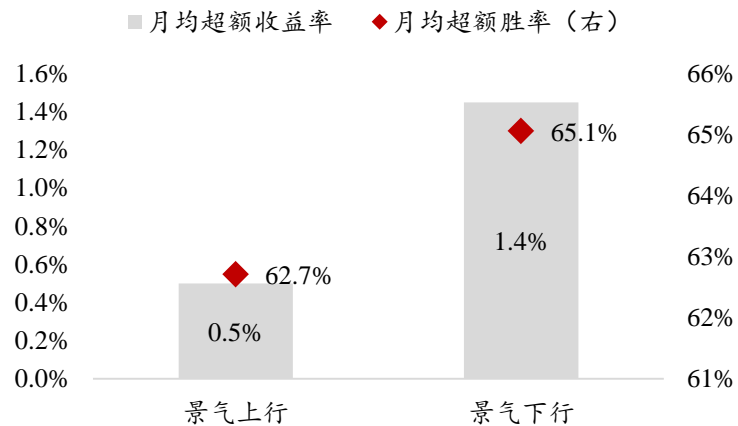
图表24：股票市值比债券/货币/GDP角度，可能37%左右空间



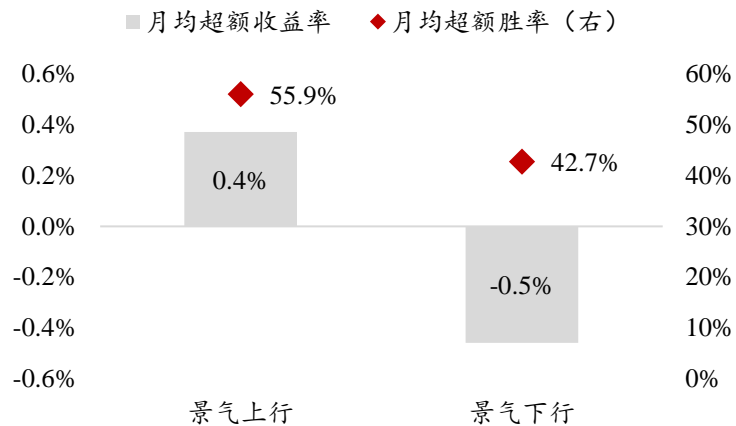
数据来源：Wind, Bloomberg, 财通证券研究所

图表25：A股市值、景气、估值因子在各经济周期阶段表现

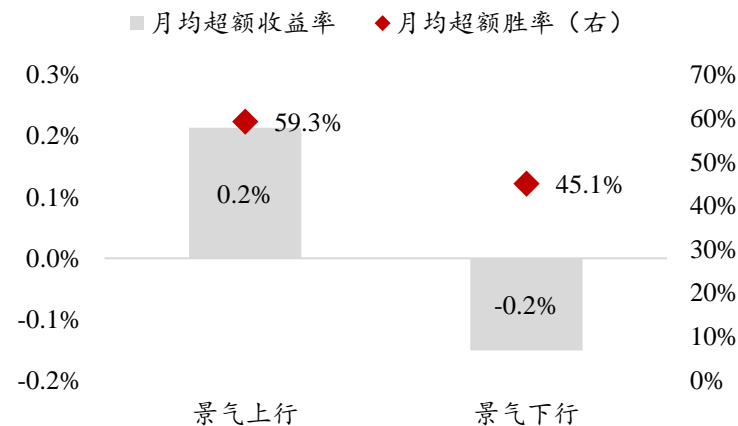
小市值策略



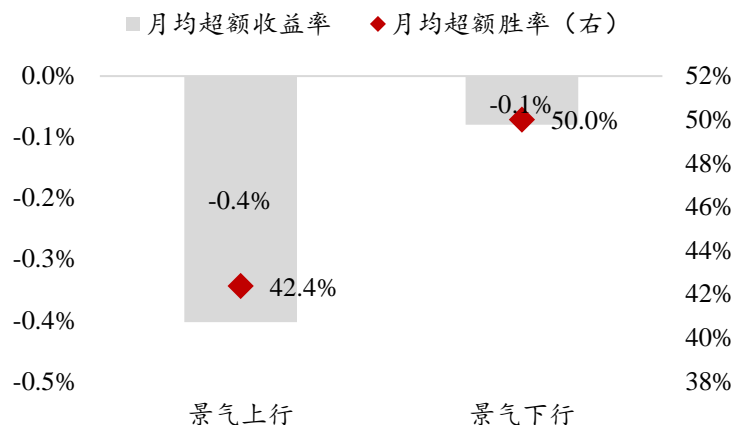
高质量 (ROE) 策略



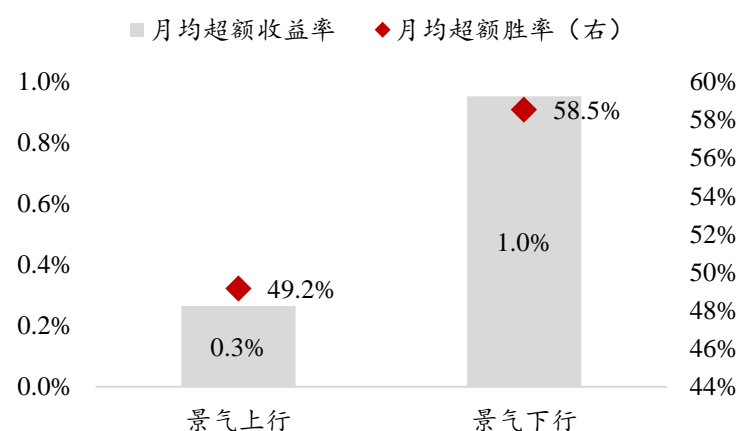
高成长 (G) 策略



低估值 (PB) 策略



高分红 (DP) 策略



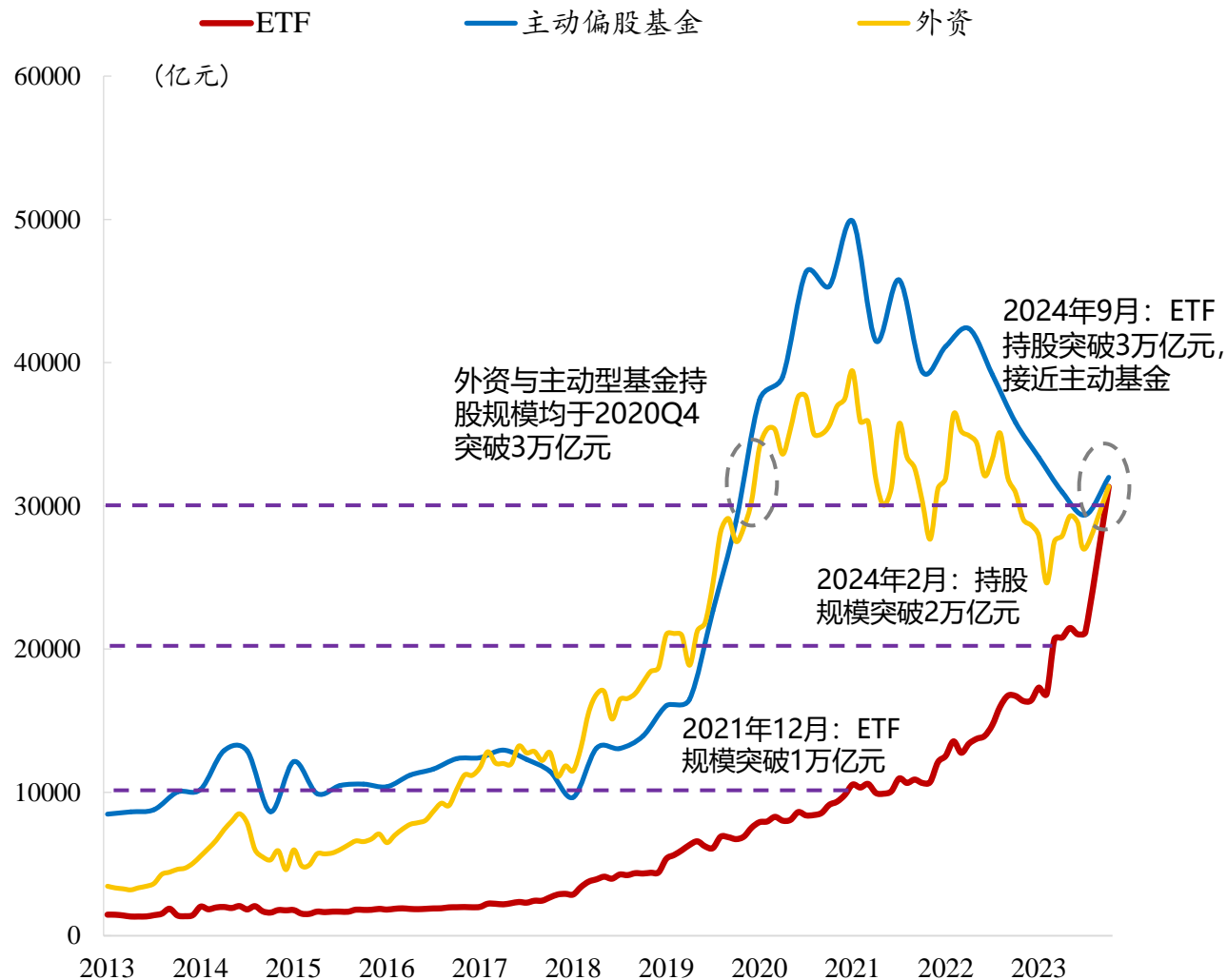
数据来源：Wind，财通证券研究所

图表26：公募、险资明年有望贡献重要增量（亿元）

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024M10 | 2025E |
|--------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| 供给-需求 | -20,535 | -1,803 | -6,084 | -2,297 | 11,104 | 8,752 | -12,191 | -1,461 | 8,895 | 6,378 |
| 资金需求 | 24,484 | 17,577 | 12,789 | 20,880 | 27,335 | 25,937 | 23,631 | 16,945 | 3,750 | 14,379 |
| IPO | 1,449 | 1,877 | 1,293 | 2,427 | 5,932 | 5,415 | 5,227 | 3,590 | 505 | 1,505 |
| 再融资 | 20,339 | 13,868 | 9,466 | 13,098 | 12,459 | 12,072 | 11,014 | 7,779 | 1,937 | 10,080 |
| 增发 | 17,768 | 10,170 | 7,864 | 6,776 | 8,491 | 8,461 | 7,230 | 5,790 | 1,270 | 7,306 |
| 其他 | 2,572 | 3,697 | 1,602 | 6,322 | 3,968 | 3,610 | 3,784 | 1,989 | 667 | 2,774 |
| 重要股东净减持 | 962 | 378 | 772 | 3,745 | 6,552 | 5,329 | 4,045 | 3,220 | 217 | 1,420 |
| 交易成本 | 1,734 | 1,454 | 1,257 | 1,610 | 2,392 | 3,121 | 3,346 | 2,357 | 1,090 | 1,374 |
| 资金供给 | 3,949 | 15,774 | 6,704 | 18,583 | 38,439 | 34,689 | 11,440 | 15,485 | 12,645 | 20,757 |
| 北向资金 | 607 | 1,997 | 2,942 | 3,517 | 2,089 | 4,322 | 896 | 437 | -68 | 694 |
| 南向资金 | 2,112 | 2,943 | 671 | 2,218 | 5,967 | 3,791 | 3,359 | 2,895 | 5,382 | 3,878 |
| 公募基金发行 | 3,176 | 2,322 | 4,701 | 4,819 | 18,010 | 18,384 | 3,648 | 2,891 | 1,775 | 3,342 |
| 股票型 | 459 | 589 | 1,352 | 2,369 | 3,826 | 3,754 | 1,469 | 1,430 | 1,192 | 2,430 |
| 混合型 | 2,718 | 1,733 | 3,349 | 2,450 | 14,184 | 14,630 | 2,179 | 1,461 | 584 | 912 |
| 公募基金净申购 | -277 | -1,289 | 968 | -1,862 | -1,451 | -914 | 1,789 | 1,482 | 4,167 | 3,519 |
| 私募基金 | 888 | 773 | 365 | 3,122 | 13,846 | 9,940 | 1,685 | 1,262 | -6,664 | 1,381 |
| 保险资金 | 813 | 569 | 862 | 5,150 | 5,467 | -332 | 2,330 | 1,445 | 4,547 | 3,494 |
| 银行理财 | -601 | 9,043 | -5,135 | -2,873 | -5,292 | -3,500 | -792 | -1,096 | 185 | 232 |
| 分红 | 3,726 | 4,390 | 5,170 | 5,506 | 6,180 | 7,027 | 5,466 | 9,513 | 10,290 | 8,423 |
| 融资 | -2,355 | 860 | -2,728 | 2,565 | 4,765 | 2,300 | -2,675 | 1,336 | 1,178 | 1,317 |
| 回购 | 84 | 52 | 230 | 855 | 791 | 1,253 | 2,453 | 1,109 | 2,616 | 2,234 |

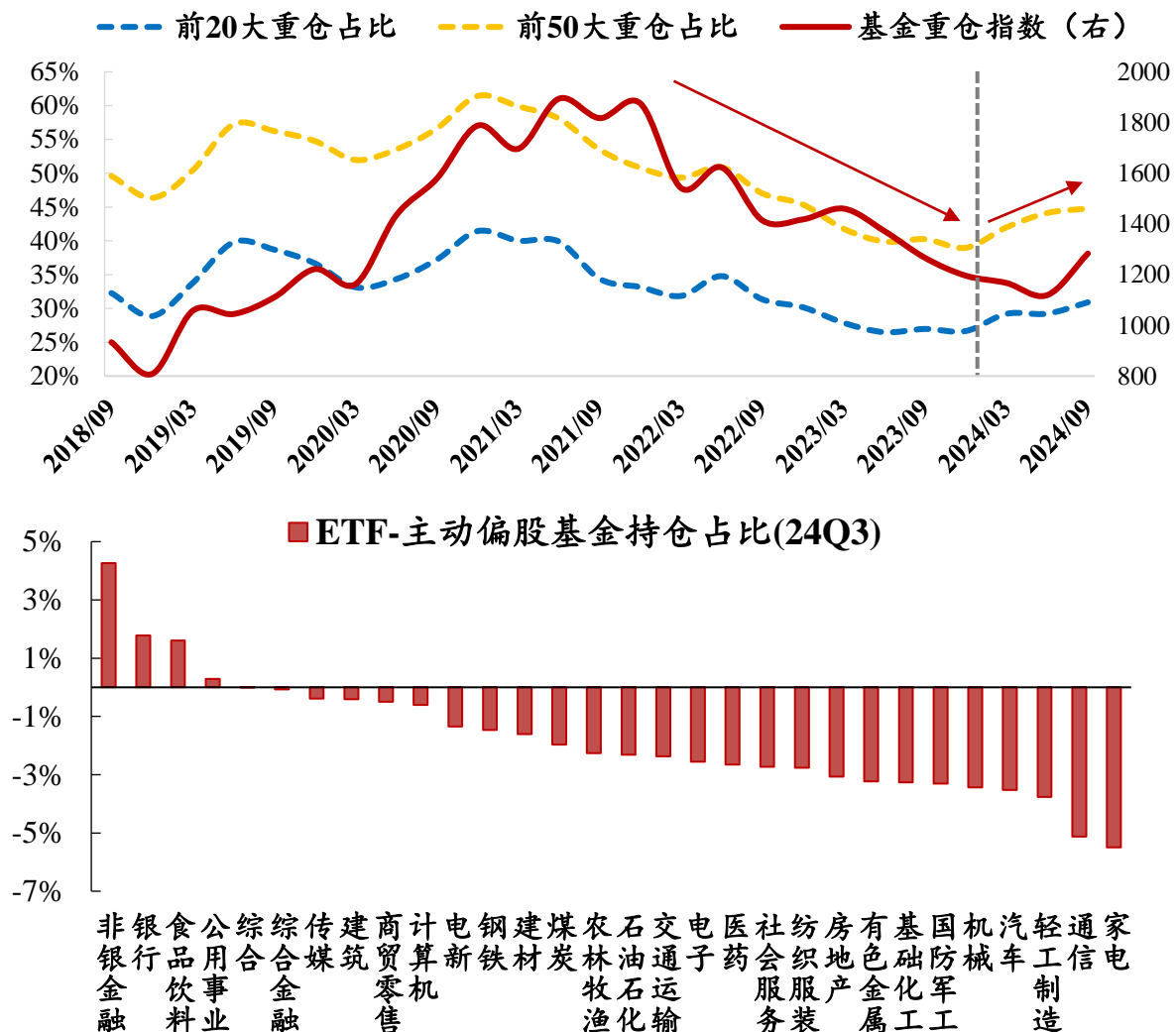
数据来源：Wind，财通证券研究所。注：北向资金数据截至2024年8月16日；保险资金数据截至6月30日；公募基金、私募基金、交易成本数据截至9月30日。

图表27：主动权益基金、外资、ETF持股市值先后突破三万亿元大关



数据来源：Wind, 财通证券研究所

图表28：主动权益基金集中定价核心资产，ETF抢夺非热门行业定价权



一、国内宏观：财政强、金融稳、科技兴

二、海外环境：川普上、联储降、周期动

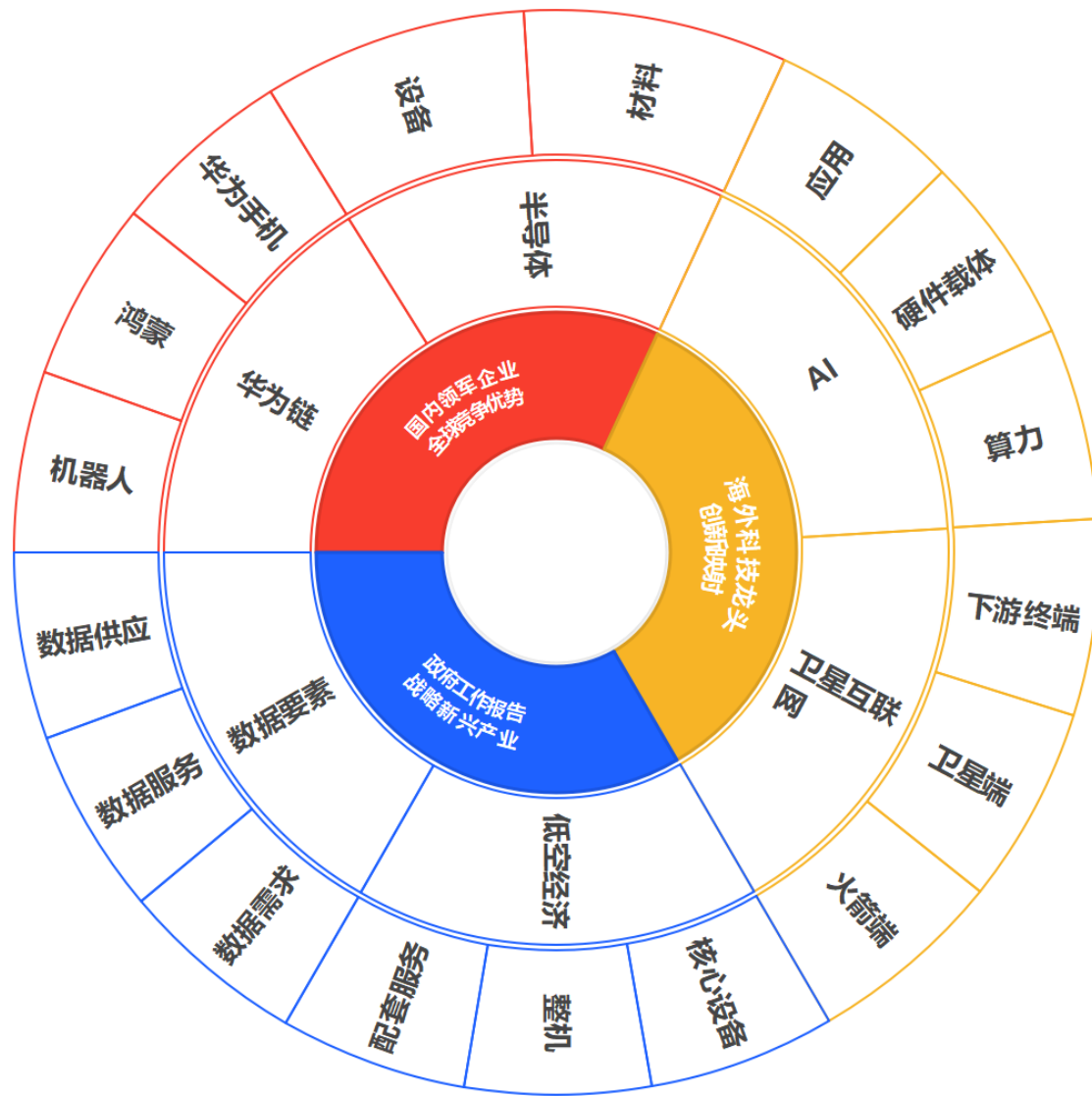
三、市场研判：盈利底、估值升、大象舞

四、配置方向：科技兴、金融起、出海精

图表29：成长三主线&对应细分

三大独立景气的成长方向：

- ◆ **海外科技创新映射**：海外主导、全球共振的科技产业，包括1) 英伟达引领AI算力（光模块、CPU/GPU以及PCB等）；2) OpenAI模型迭代引领AI应用；3) 马斯克星链驱动全球卫星互联网布局加速。
- ◆ **国内市场主导**：华为产业链为代表的领军企业崛起，带来产业链协同效应，关注1) 华为产业链，包括鸿蒙、智能汽车和人形机器人；2) 半导体国产替代（设备、材料）。
- ◆ **政府国资驱动**：顶层政策支持，央国企已战略性入局，首推1) 低空经济；2) 数据要素等信创相关。



数据来源：央广网、赛迪顾问等，财通证券研究所

- ◆ 海外英伟达引领AI算力持续迭代下，AI应用的发展与产业链基础设施投入正形成相互作用力。2024Q3海外云厂商资本开支超预期，且普遍对于2025年AI相关开支给予积极指引。
- ◆ 国内互联网厂商与运营商同样在开支扩张阶段，加码AI基础设施投资。其中互联网龙头BAT整体资本开支维持扩张，三大运营商在2024年的资本开支指引尽管有所下降，但对AI算力相关的计划投资提升。
- ◆ 关注算力核心领域例如CPU、GPU、光模块、PCB和服务器等；其次受益于AI加成的应用端，包括科技金融和办公软件等。

图30：海外云厂商资本开支持续超预期

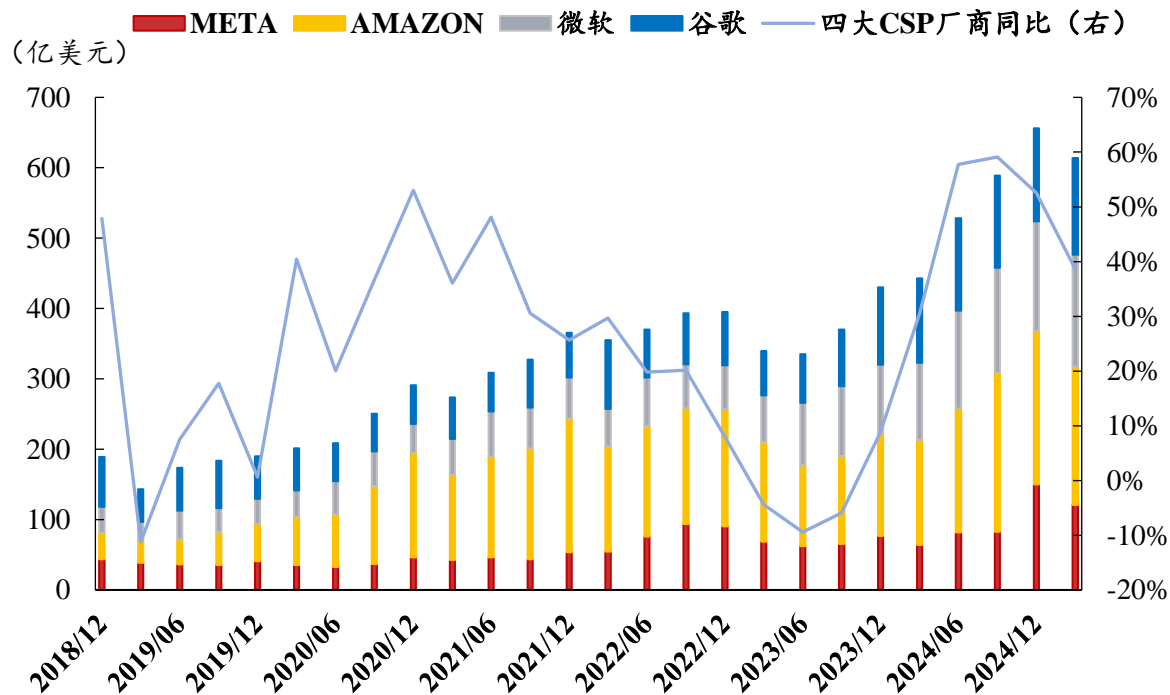
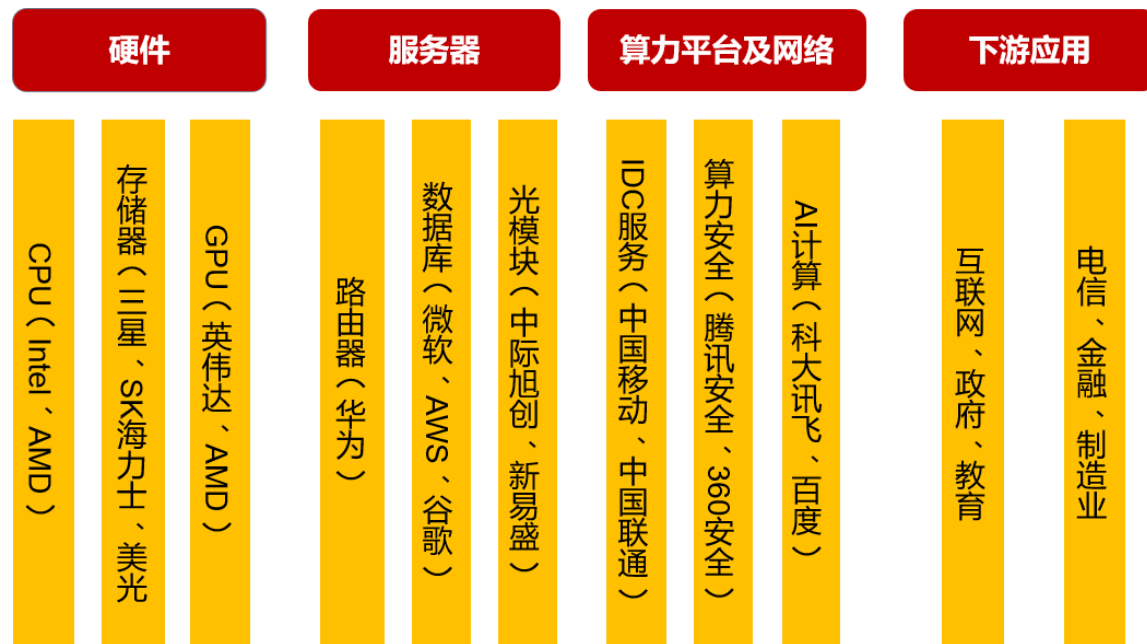


图31：算力产业链

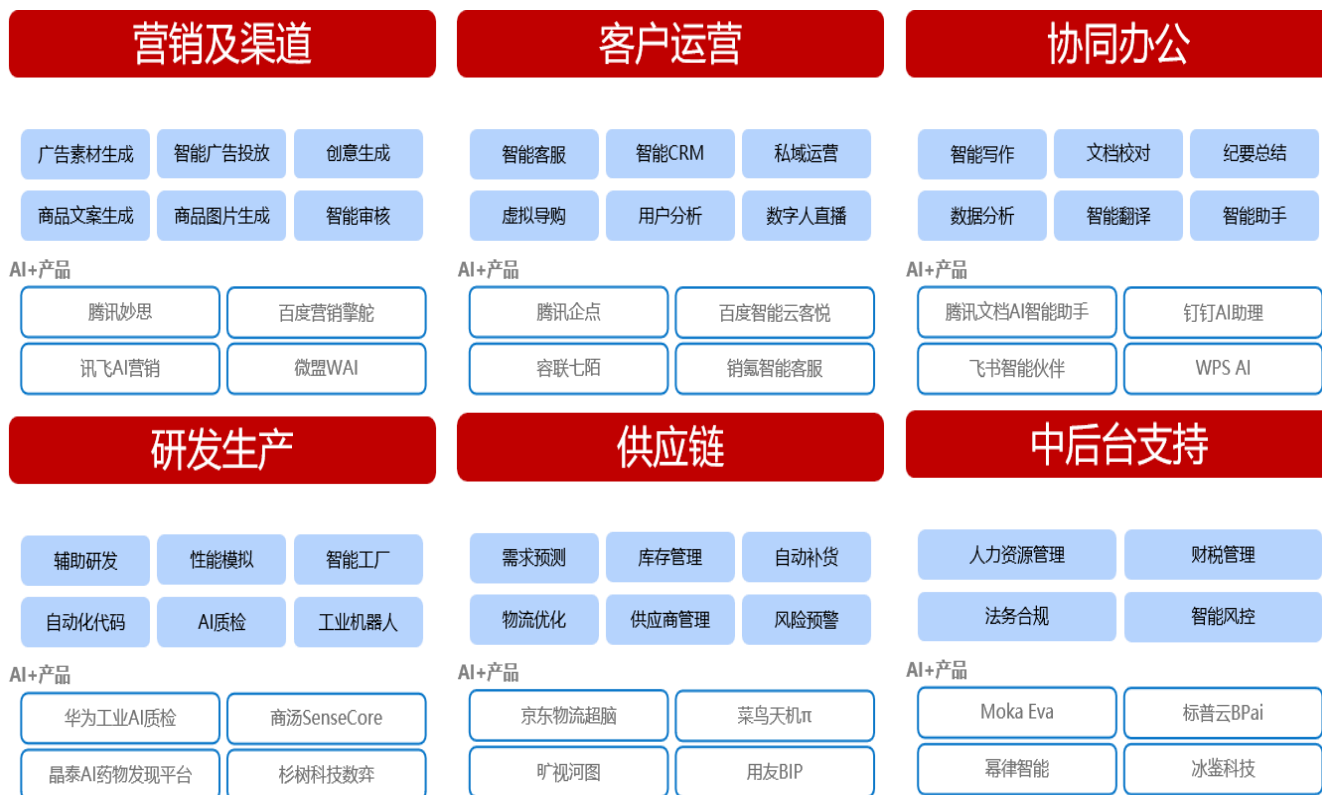


- ◆ **海外Open AI引领AI应用持续更新，AI应用的发展与头部公司合作加速。** 2024年以来，Open AI与苹果、新闻集团、Grab等达成应用合作，覆盖领域包括手机系统、新闻、审计、打车和医疗研发等。苹果发布 Apple Intelligence，标志着AI技术开始与终端硬件加速融合，后续AI算力升级与AI应用将螺旋式发展，带动传统产业生产效率提升。
- ◆ **国内企业AI应用场景不断扩展，企业AI服务的深度持续提升。** 以AIGC（人工智能生成内容）为例，渗透快速，截止到2024年9月，App月度活跃用户同比增长393.9%，其中，豆包、文小言、Kimi智能助手 App月活用户分别达到4197.6万户、1191.5万户、1024.8万户。**关注海外映射下的AI应用加速落地、服务深度提升的投资机会，A股关注协同办公等方向。**

图32: Open AI合作公司持续增多

| 公司 | 合作时间 | 合作领域 |
|------|------------|--------------------------------------|
| 微软 | 2023年1月 | 微软宣布与 OpenAI 扩大合作关系，将在多年内向其投资数十亿美元 |
| 苹果 | 2024年5月27日 | 在iOS 18系统中引入一系列生成式AI功能 |
| 新闻集团 | 2024年5月22日 | OpenAI 可访问新闻集团旗下媒体的当前和存档文章 |
| 普华永道 | 2024年5月29日 | 达成合作协议，普华永道成为 OpenAI 最大企业用户和首个转售经销商 |
| Grab | 2024年5月30日 | 利用 OpenAI 的技术升级其叫车和送货应用程序 |
| 礼来 | 2024年6月26日 | 利用其生成式人工智能开发新型抗菌药物 |
| 博通 | 2024年10月 | OpenAI 与博通合作开发一款新型人工智能芯片，用于支持其人工智能系统 |

图33: 国内企业AI应用全景图



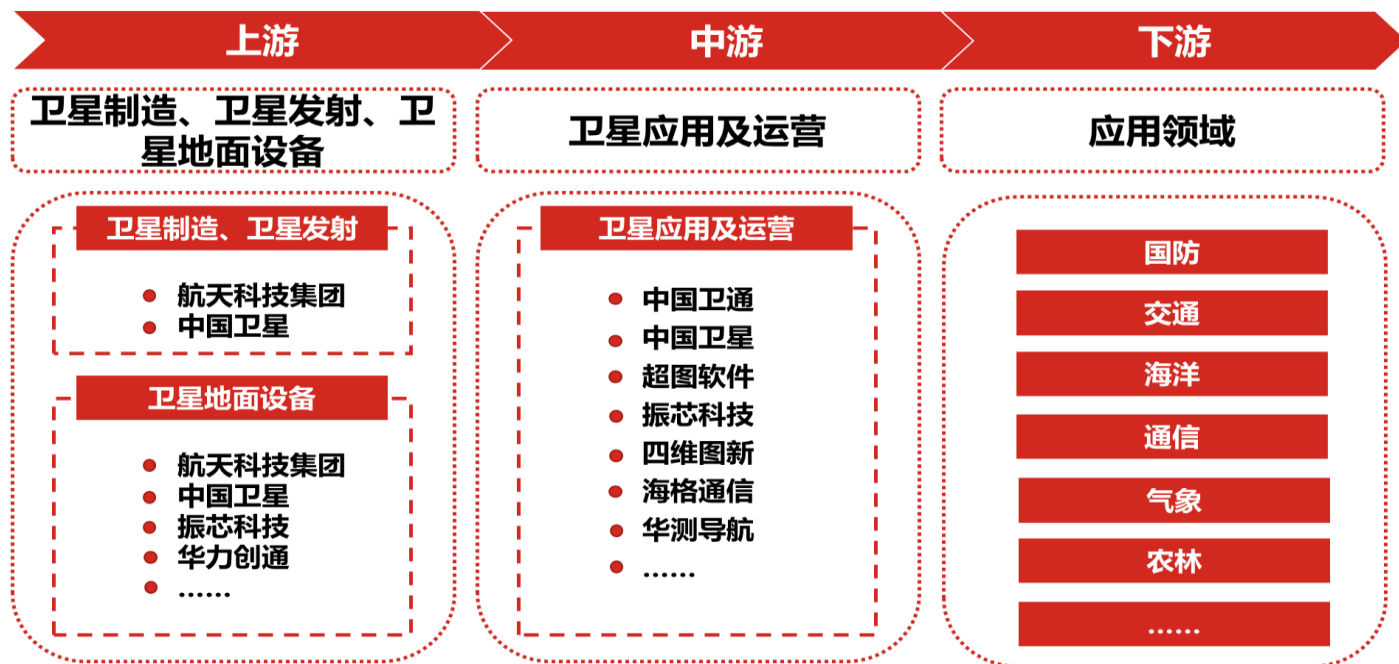
数据来源：《2024年企业AI应用趋势洞察报告》（微盟研究院），财通证券研究所

- ◆ **全球大国加速星座化网组抢占低轨制空权。** 由于低轨轨道区域饱和，欧美发达国家如美国Starlink、加拿大Telesat和德国KLEO等科技公司均在加速布局星座网组计划。其中，马斯克的星链（Starlink，海外SpaceX旗下的低轨卫星网络）已开启商用化进程，当前拥有超过6200颗活跃卫星，占到全球总活跃卫星数量的50%左右，构成目前为止最大的卫星星座。
- ◆ **美国在轨通信卫星规模份额约70%，中国推出三大“万星星座”计划奋起直追，2025年将成为国内卫星互联网建设高峰。** 美国拥有的在轨通信卫星数量约5184颗，排名世界第一；俄罗斯、中国分别拥有181颗、628颗。我国低轨互联网的重要组成——“千帆星座”计划（也称“G60星链”）将在2025年底实现648颗卫星提供区域网络覆盖，在2030年前实现1.5万颗卫星。2025年将是我国低轨卫星的发射高峰期。
- ◆ **关注卫星互联网上游的卫星发射、设备制造环节；其次卫星运营领域。**

图表34：中国三大“万星星座”追赶美国星链

| 国家 | 星座名称（主导公司） | 规划数目及进展 |
|----|------------------------------|---|
| 中国 | 千帆星座 (上海国资委旗下上海垣信卫星) | 2024年完成108颗卫星发射，2025年底实现648颗卫星提供区域网络覆盖，在2030年前实现1.5万颗卫星 |
| | GW星座 (星网公司) | 计划发射12992颗卫星，目前发射了两颗试验星 |
| | Honghu-3 (鸿鹄-3) 星座 (蓝箭科技) | 计划在160个轨道平面上发射1万颗卫星，尚在规划中。 |
| 美国 | Starlink (SpaceX) | 规划42000颗，已发射6200颗 |

图表35：卫星互联网产业链



数据来源：通信世界网、央广网、《2022年中国卫星应用行业全景图谱》（前瞻研究院），财通证券研究所

成长主线2—国内市场主导：鸿蒙产业链

- ◆ 鸿蒙系统快速变革抢占国内和海外市场。国内方面，新版本预计四季度正式商用。鸿蒙经历4个版本的迭代，截止2024年6月，鸿蒙生态设备超过9亿台，开发者数量超过230万人。海外方面，鸿蒙元服务成为出海载体，上架应用数量正在快速翻倍。
- ◆ IDC数据显示，2024年上半年，华为以17.5%的市场份额再次成为中国智能手机市场出货第一名。2024年上半年鸿蒙操作系统在中国的市场份额提升至17.2%，操作系统数量同比增长66.7%，已经超越iOS，仅次于安卓。
- ◆ 未来新技术突破催生终端产品形态多样化和规模增长，关注传感器、国产射频芯片、显示屏等手机产业链板块。

图表36：华为鸿蒙主要生态合作伙伴

| 行业 | 代表公司 |
|---------|---------------------|
| 软件开发及服务 | 润和软件、中软国际 |
| 智能手机 | 魅族 |
| 家电 | 美的集团、极米科技、苏泊尔、方太、九阳 |
| 芯片与模组 | 四川爱联 |
| 智能出行 | 乐骑智能 |
| 智能教育 | 外研社、有道 |
| 安防门锁 | 智能门锁、青禾智能锁 |
| 运动健康 | 舒华体育、乐骑智能 |

数据来源：《鸿蒙2030白皮书》（华为战略研究院），财通证券研究所

图表37：华为手机以鸿蒙为突抢占市场份额，已形成稳定产业链



成长主线2—国内市场主导：智能汽车

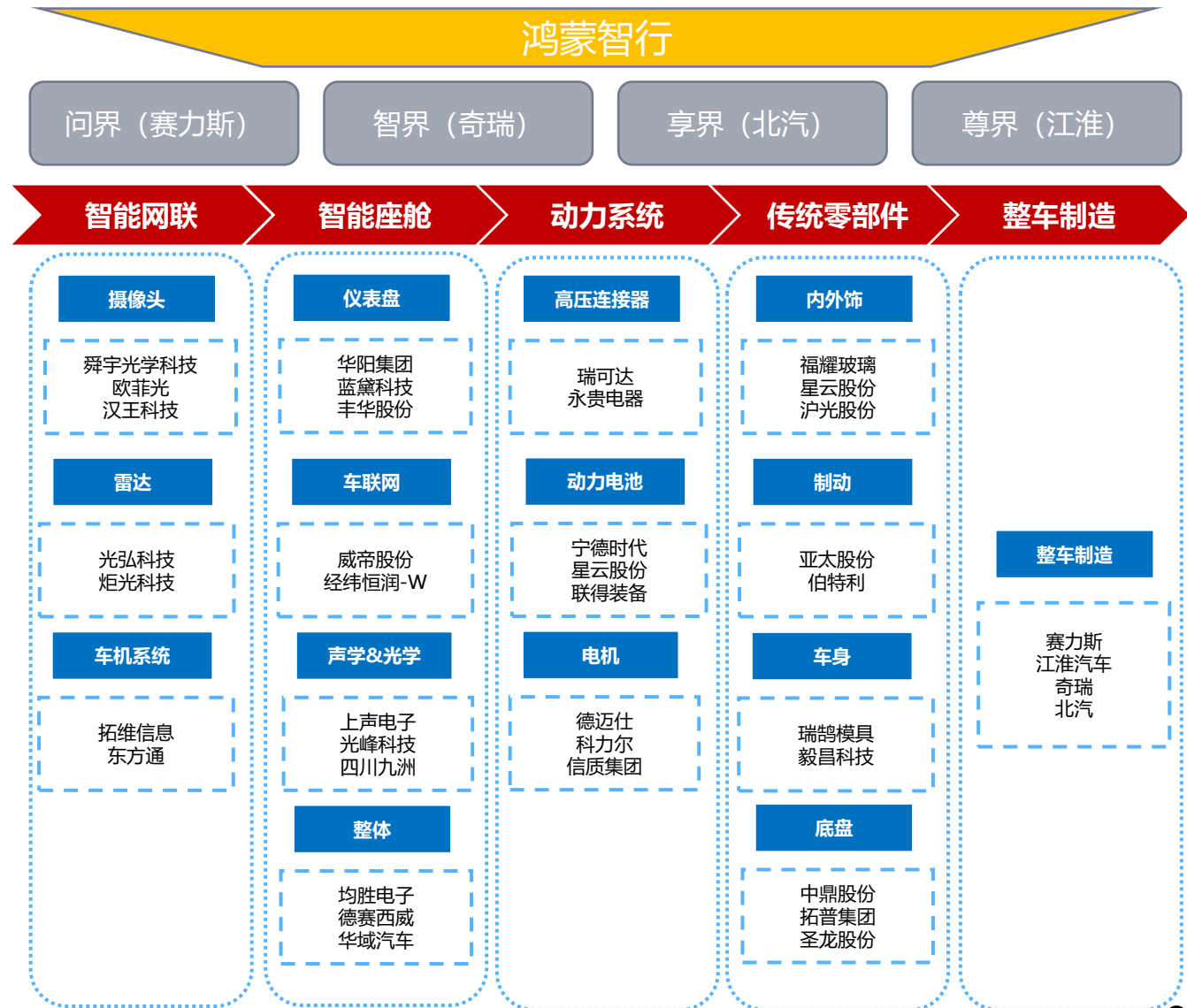
- ◆ **华为推出乾崮智驾ADAS3.0系统，赋能汽车智能化。**2024 年将有 8 家车企的11个品牌车型搭载华为乾崮智驾系统，包括鸿蒙智行旗下四大品牌、北汽极狐以及阿维塔等。**预计今年年底前将有超过 50 万辆车搭载华为智驾系统。**
- ◆ **鸿蒙智行在华为“加持”下，竞争优势显著提升汽车销量。**鸿蒙智行车型与华为深度合作，竞争优势显著。根据车主之家数据，2024 年 9 月，鸿蒙智行全系交付新车 38355 辆；1-9 月累计交付 30.95 万辆。四大品牌中“问界”月销量已突破4万辆。
- ◆ **关注智驾合作整车标的，以及智能化、汽车零部件等产业链板块。**

图表38：问界月交付量突破4万辆



数据来源：Wind、大模型之家，财通证券研究所

图表39：华为汽车产业链

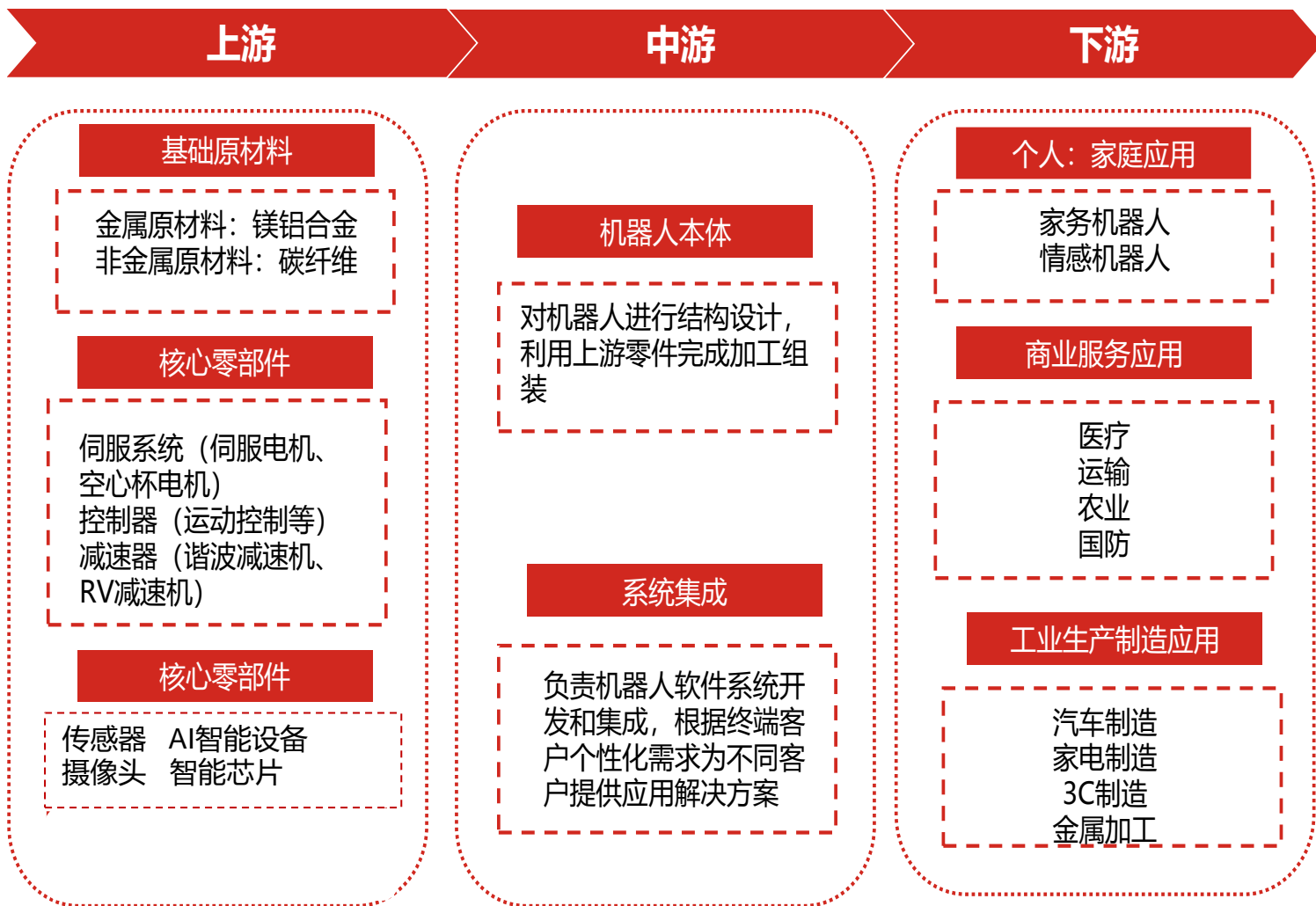


◆ **华为链入局人形机器人，产业链协同效应有望加速放大。** 2024年6月24日，华为（西南）数字机器人创新中心在成都成立；赛力斯发布机器人相关招聘公告，涉及机器人机械工程师、具身智能应用开发和运动控制等岗位，明确提出了对足式机器人的要求；江淮汽车联合清华大学孵化人形机器人创企新品 Z1。

◆ **华为凭借大模型、算法和应用云平台优势，机器人生态链初步形成。** 华为最新发布的盘古大模型 5.0，在全系列、多模态、强思维三个方面全新升级，全面赋能人形机器人、自动驾驶、工业设计、建筑设计等多领域发展。盘古大模型已在 30 多个行业、400 多个场景中落地，未来盘古具身智能大模型有望推动国产机器人加速落地。赛迪研究院预计到2026年中国人形机器人产业规模将突破200亿元。

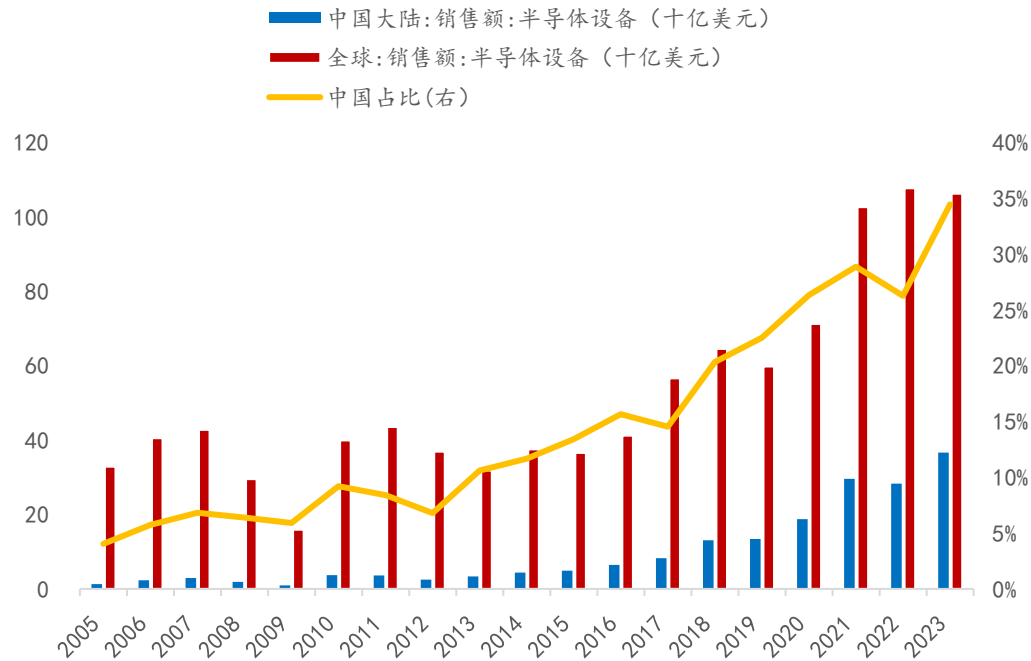
◆ **关注丝杠、传感器、设备等高壁垒环节；其次灵巧手和减速器是未来重点优化方向。**

图表40：人形机器人产业链



- ◆ **国内市场作为全球最大半导体设备销售地区，加速国产替代进入“深水区”。**2024年上半年，中国大陆半导体设备销售额达到 247亿美元，同比 84.34%，远超全球同期平均 1.04%的同比增速，销售额占比全球接近一半。大基金三期于5月成立，注册资本超过前两期总合，股东结构首次引入国有银行且将投资期限拉长至15年，有望加速“卡脖子”环节实现技术突破。
- ◆ **全球半导体周期回暖，叠加国内国产替代加速，国产半导体有望迎来内外共振。**在AI和数据处理等趋势拉动下，SEMI 预计，预计全球 300mm 晶圆设备支出在2025 年将进一步增长 24%达到1,232 亿美元，2026/2027 年同比增速分别为 11%/3%，市场规模分别为 1,362/1,408亿美元，其中，27年中国大陆将保持全球 300mm 设备最大支出区域的地位，在国家政策的推动下，未来三年投资将超过 1,000 亿美元。**自主可控趋势下，关注国产半导体设备和存储、封装等材料。**

图表41：我国半导体设备国产替代进程加快



图表42：当前核心半导体设备和材料国产化率均不足四成

| 类型 | 细分 | 国产化率 | 代表公司 |
|-------|--------|------|----------------|
| 半导体设备 | 薄膜沉积设备 | <20% | 北方华创、中卫公司、微导纳米 |
| | 光刻机 | <1% | 上海微电子 |
| | 刻蚀设备 | >20% | 中微公司、北方华创 |
| | 检测设备 | <5% | 精测电子、中科飞测 |
| | 清洗设备 | >30% | 盛美上海、北方华创 |
| | 涂胶显影设备 | <10% | 芯源微 |
| | CMP设备 | >30% | 华海清科 |
| | 热处理设备 | >30% | 北方华创、屹唐半导体 |
| | 离子注入设备 | <10% | 万业企业、中科信 |
| 半导体材料 | 硅材料 | 9% | 新阳、中环 |
| | 光刻胶 | <5% | 科华、瑞红 |
| | 电子气体 | <5% | 中巨芯、华特 |
| | 封装基板 | <20% | 深南电路、珠海越亚 |
| | 包装材料 | <30% | 华海诚科、衡所华威 |
| | 陶瓷封装材料 | <20% | 河北中瓷 |

数据来源：Wind、中商情报网、鼎龙股份新品发布会，财通证券研究所

- ◆ **顶层设计定调，地方政策加速跟进，2026年产值有望突破万亿元。** 低空经济在今年首次写入政府工作报告，随后工信部、民航局和交通部等部委接连出台产业配套政策文件。年内已超过10个各省市密集发布低空经济三年行动方案，制定产业目标规模。其中，北京和广东计划到2026年规模达到1000/3000亿元，上海计划到2027年核心产业规模在500亿元以上。整体来看，预计2026年规模有望突破万亿元。
- ◆ **低空基建有望成为未来5年最具爆发力赛道，2025年将步入加速建设期。** 根据《通用航空装备创新应用实施方案（2024-2030年）》目标，即27年形成通航基础，2030年建成成熟低空产业。考虑到当前低空基建等核心领域仅在低空经济产业占比5%左右，2025年有望成为重点先行领域。产业链方面建议关注低空基础建设，例如航空信息化管理、核心零部件、航空器及配套设备等细分。

图43：2024低空经济支持政策不断出台

| 时间 | 部门/会议 | 文件 | 关于低空经济内容 |
|-----------|-------------------|-------------------------------|---|
| 2024/11/6 | 上海国资 | 上海拟成立低空经济国资平台 | 上海低空经济国资平台将成立，未来将推动低空产业的协同发展 |
| 2024/7/21 | 中共中央 | 中共中央关于进一步全面深化改革，推进中国式现代化的决定 | 发展通用航空和 低空经济 ，推动收费公路政策优化。 |
| 2024/3/29 | 民航局 | 推进低空经济发展专题新闻发布会 | 针对 低空经济 发展对基础设施的新需求，进一步完善通用机场建设和运行标准，推动通用机场和临时起降点建设 |
| 2024/3/27 | 工信部、科学技术部、财政部、民航局 | 《通用航空装备创新应用实施方案(2024-2030年)》 | 到2027年，航空应急救援、物流配送实现规模化应用，城市空中交通实现商业运行，形成20个以上可复制、可推广的典型应用示范，打造一批 低空经济 应用示范基地，形成一批品牌产品；到2030年，通用航空装备全面融入人民生活各领域，成为 低空经济 增长的强大推动力，形成万亿级市场规模。 |
| 2024/3/12 | 国务院 | 2024年政府工作报告 | 积极打造生物制造、商业航天、 低空经济 等新增长引擎。 |
| 2024/2/28 | 民航局 | 《民用微轻小型无人驾驶航空器运行识别最低性能要求(试行)》 | 针对 民用微轻小型无人驾驶航空器 系统设计制造及运行识别服务提供，提出了相关规范性要求。 |
| 2024/2/23 | 中共中央 | 中央财经委员会第四次会议 | 鼓励发展与平台经济、 低空经济 、无人驾驶等结合的物流新模式。 |

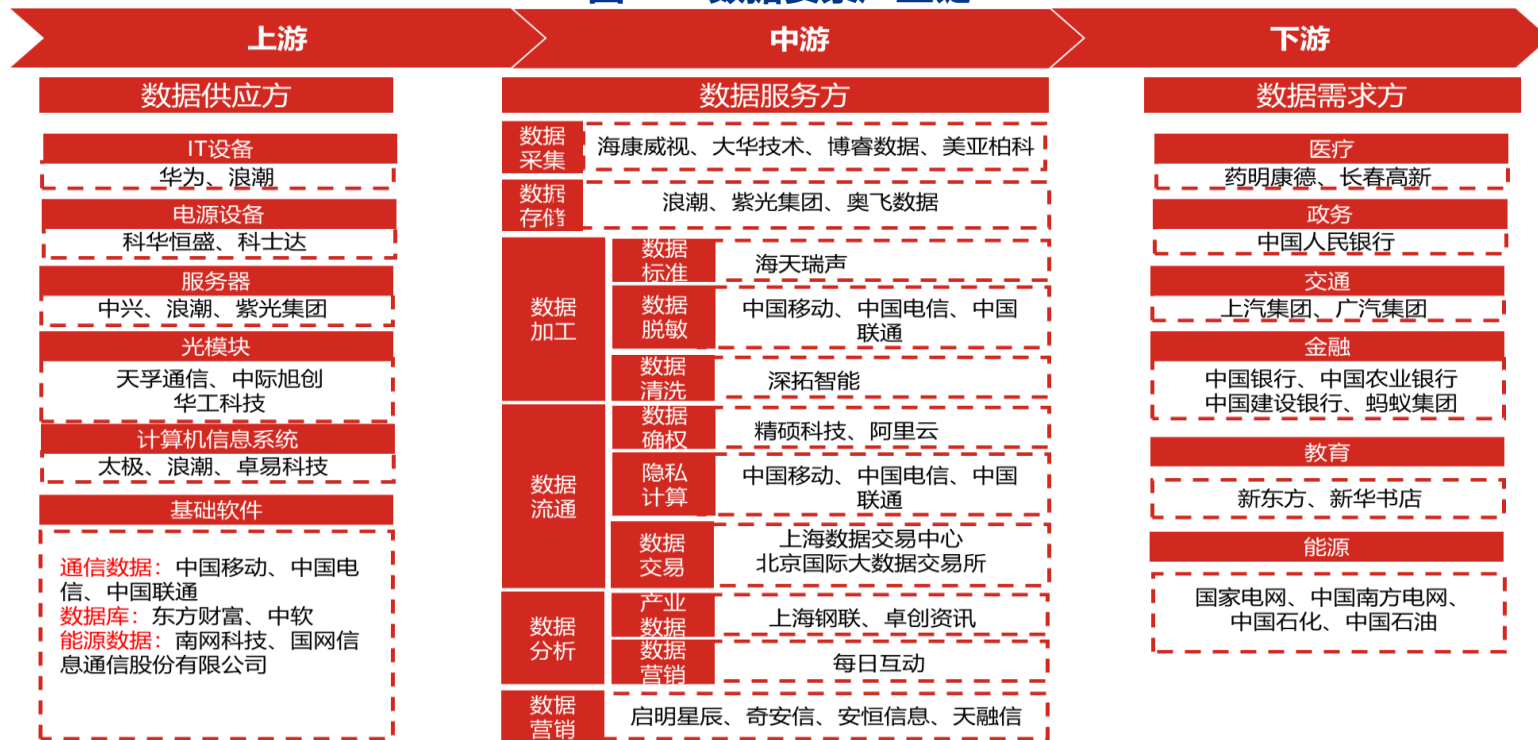
图44：低空经济产业链



数据来源：Wind、赛迪顾问，财通证券研究所

- ◆ **数据要素基础框架加速完善，数据要素市场化底层设计或在2025年基本完成。** 9月以来多个具体政策出台，包括《关于促进企业数据资源开发利用的意见》、《关于促进数据产业高质量发展的指导意见(征求意见稿)》以及《关于加快公共数据资源开发利用的意见》明确盘活数据要素操作指导。根据发改委表示，“十四五”期间我国数据要素流通市场将达到5000亿元-10000亿元规模。
- ◆ **地方财政和国资央企已陆续开始“抢跑”数据要素流通赛道。** 地方财政转型下，数据要素流通将成为创收新抓手，各地已陆续将数字经济产业值列入GDP核算，例如贵州宣布数字经济增加值占GDP比重达到42%。33家上市公司披露数据要素入表合计金额为5.05亿元，三大运营商占主导。其中，中国移动以1.05亿元居首。关注上游数据供应方数据要素入表的机会，其次，数据采集和存储板块受益。

图45：数据要素产业链



数据来源：《数据要素白皮书（2024）》（中国信息通信研究院），财通证券研究所

图46：宏观预期改善+资本市场改革，关注大金融

宏观预期改善：消费促内需、化债等积极财政、地产企稳

资本市场改革：并购重组、央行创新工具、大行注资等

大金融

券商

- 资本市场改革组合拳叠加情绪回暖，券商业绩有望全面改善
- 券商供给侧改革推动行业集中度提升

保险

- 利差改善和地产企稳的预期提升资产端价值、降低风险敞口。
- 利率下行叠加浮动收益型产品占比提升，负债成本有所缓和

银行

- 注资对盈利和股息率的摊薄有限
- 内需反转、利率企稳进一步利于银行息差改善

- ◆ **资本市场改革组合拳叠加市场交易回暖，券商业绩有望全面改善。**9月以来“并购六条”、市值管理以及非银互换便利等创新工具落地，叠加并购重组活跃度提升，增量资金行情持续利好券商估值修复。往后看，尽管券商三季报仅自营业务实现高增，但随着海外降息周期开启、国内市场回暖，投行业务和财富业务有望复苏，券商业绩或迎来全面复苏。
- ◆ **打造金融强国方针下，券商合并将推动行业集中度提升。**国泰君安吸收合并海通证券，开启了头部券商整合的大幕。券商行业供给侧改革提速，头部券商受益于集中度提升而改善盈利。建议关注头部券商以及券商IT相关细分。

图表47：9月以来的资本市场改革政策加速落地

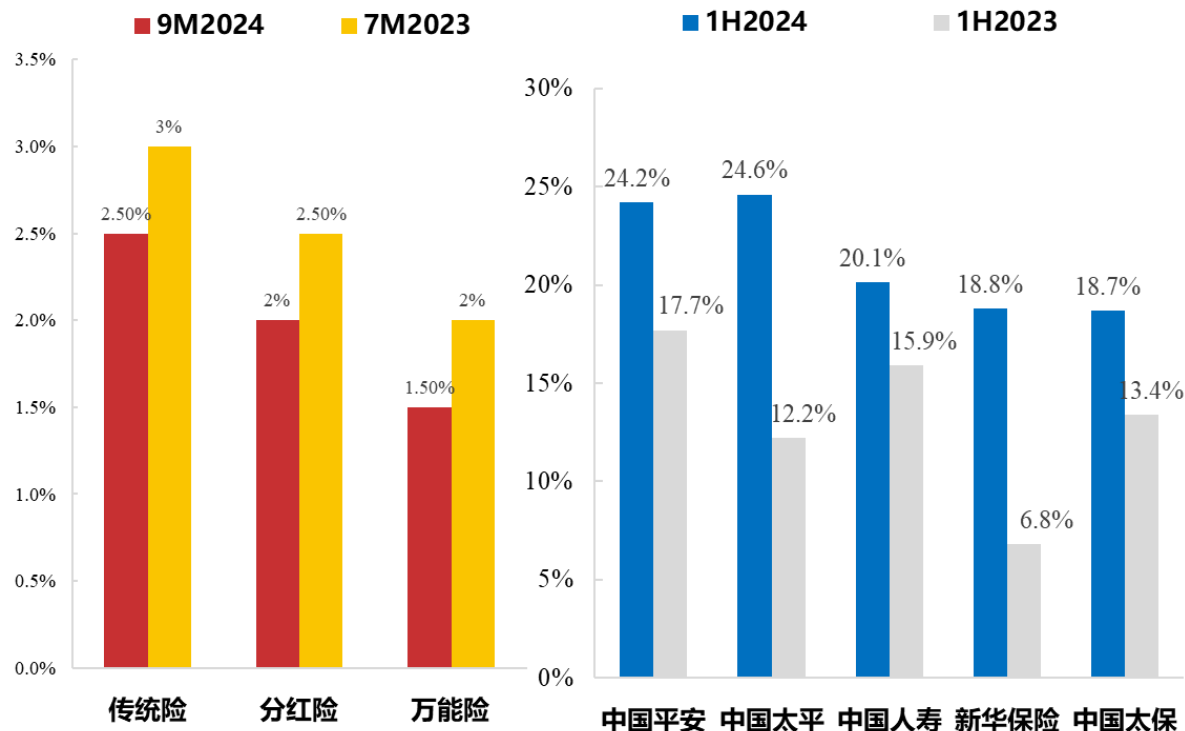
| 政策类别 | 时间 | 相关政策/工具 | 相关表述 |
|---------|-------------|-----------------------------|---|
| 并购重组 | 2024年9月24日 | 《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》 | 支持上市公司向新质生产力方向转型升级鼓励上市公司加强产业整合，进一步提高监管包容度，提升重组市场交易效率。 |
| 市值管理 | 2024年9月24日 | 《上市公司监管指引第10号——市值管理(征求意见稿)》 | 明确了上市公司董事会、董事和高级管理人员、控股股东等相关方的责任，并对主要指数成份股公司披露市值管理制度、长期破净公司披露估值提升计划等作出专门要求。 |
| 中长期资金入市 | 2024年9月26日 | 《关于推动中长期资金入市的指导意见》 | 建设培育鼓励长期投资的资本市场生态；大力发展权益类公募基金，支持私募证券投资基金稳健发展；着力完善各类中长期资金入市配套政策制度。 |
| 流通性支持 | 2024年10月21日 | 创设新的货币政策工具支持股票市场稳定发展 | 人民银行公告开展证券、基金、保险公司互换便利(SFISF)首次操作，本次操作金额500亿元，占互换便利首期操作规模的10%。预计未来央行还会根据市场走势、机构需求等情况，择机开展操作，并合理确定每次操作量；累计操作量达到5000亿元限额后，将视情况进一步扩大操作规模 |

图表48：实控人一致或同地区的券商梳理

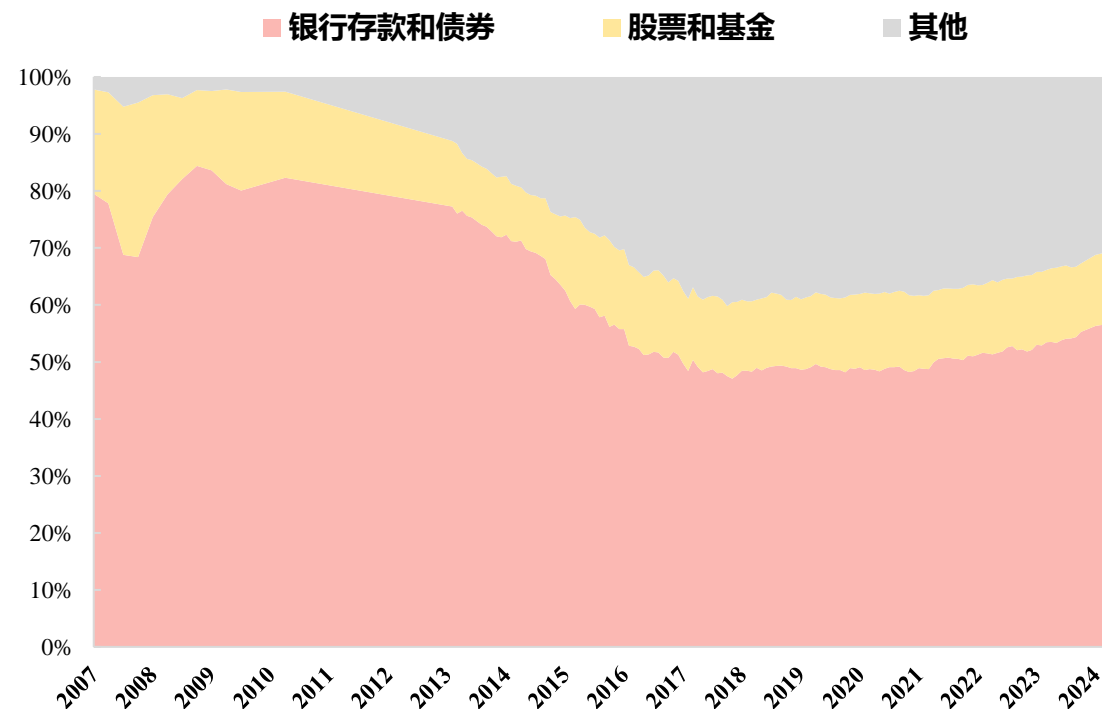
| 按实控人/地区分 | 公司名称 | 实控人/控股股东 | 总市值 (2024/11/15, 亿元) |
|----------|------|----------------|----------------------|
| 中信 | 中信证券 | 中国中信金融控股有限公司 | 4,614 |
| | 中信建投 | 中央汇金投资有限责任公司 | 2,195 |
| 汇金 | 中金公司 | 中央汇金投资有限责任公司 | 1,802 |
| | 中国银河 | 中央汇金投资有限责任公司 | 1,720 |
| | 申万宏源 | 中央汇金投资有限责任公司 | 1,362 |
| 上海 | 东方证券 | 申能(集团)有限公司 | 918 |
| | 上海证券 | 上海国资委 | 未上市 |
| 浙江 | 财通证券 | 浙江省财政厅 | 393 |
| | 浙商证券 | 浙江省交通投资集团有限公司 | 565 |
| 安徽 | 国元证券 | 安徽国资委 | 363 |
| | 华安证券 | 安徽国资委 | 288 |
| 北京 | 首创证券 | 北京首都创业集团有限公司 | 624 |
| | 第一创业 | 北京国有资本运营管理有限公司 | 361 |
| 江苏 | 华泰证券 | 江苏国资委 | 1,671 |
| | 东吴证券 | 苏州国资委 | 399 |
| | 南京证券 | 南京国资委 | 332 |
| 广东 | 招商证券 | 招商局集团有限公司 | 1,722 |
| | 国信证券 | 深圳国资委 | 1,133 |
| 福建 | 华福证券 | 福建省财政厅 | 未上市 |
| | 兴业证券 | 福建省财政厅 | 562 |

- ◆ 宏观环境见底回升，利差改善和地产企稳的预期有利于保险资产端价值提升、风险敞口下降。“10万亿元化债组合”有助于化解地方财政压力，经济改善预期推动端利率企稳，缓解险资配置压力。同时地产收储、税改利好等一系列政策也带动相关敞口风险缓释。
- ◆ 负债端受益于利率下行叠加浮动收益型产品占比提升，险资负债成本有所缓和。一方面，监管引导险资产品向分红险转型，浮动收益产品占比提升有利于压降成本。另一方面，利率下行背景下，利差改善能够有效提升保单价值率。

图表49：各类险种的定价利率下降，利好险资 margin提升



图表50：债券配置边际上升，利率企稳有效缓解险资配置压力



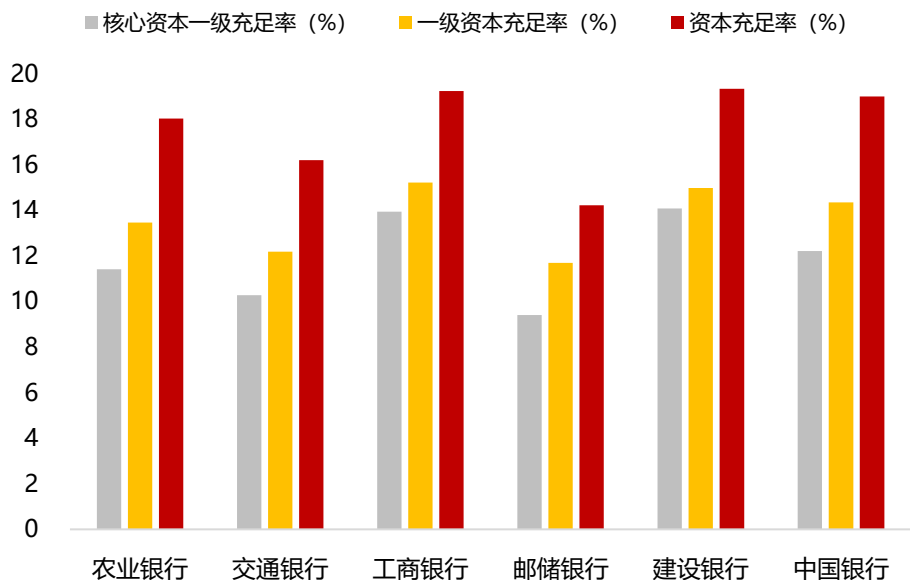
- ◆ **六大行或在明年迎来新一轮“注资”**。继9月金管局局长李云泽、10月发改委主任郑栅洁对于“注资六大行”的积极表述，近期财政部进一步明确了具体细节，“将发行特别国债支持大行补充核心一级资本”。预计明年有望按分期分批一行一策的思路实施。
- ◆ **六大行当前净息差水平处于2010年以来历史低位，也是本轮大行注资的重要因素之一**。随着内需企稳，宏观环境改善进一步利于银行**资产质量提升**。根据金融监管总局披露，商业银行的净息差在二季度末已突破1.8%的自律机制合意临界值，维持在1.54%。从最新三季报来看，六大行平均净息差1.49%，息差收窄叠加普惠金融让利力度加大，六大行盈利能力下降，存在“缩表”的风险。

图表51：净息差历史低位是大行注资的重要因素之一

| 指标 | 银行 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 3Q2024 |
|------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------|
| 净息差 | 农业银行 | 2.57 | 2.85 | 2.81 | 2.79 | 2.92 | 2.66 | 2.25 | 2.28 | 2.33 | 2.17 | 2.20 | 2.12 | 1.90 | 1.60 | 1.45 |
| | 交通银行 | 2.46 | 2.59 | 2.59 | 2.52 | 2.36 | 2.22 | 1.88 | 1.58 | 1.51 | 1.58 | 1.57 | 1.56 | 1.48 | 1.28 | 1.28 |
| | 工商银行 | 2.44 | 2.61 | 2.66 | 2.57 | 2.66 | 2.47 | 2.16 | 2.22 | 2.30 | 2.24 | 2.15 | 2.11 | 1.92 | 1.61 | 1.43 |
| | 邮储银行 | 2.45 | 2.88 | 2.74 | 2.68 | 2.91 | 2.81 | 2.24 | 2.40 | 2.67 | 2.50 | 2.42 | 2.36 | 2.20 | 2.01 | 1.85 |
| | 建设银行 | 2.49 | 2.70 | 2.75 | 2.74 | 2.80 | 2.63 | 2.20 | 2.21 | 2.31 | 2.26 | 2.19 | 2.13 | 2.02 | 1.70 | 1.52 |
| | 中国银行 | 2.07 | 2.12 | 2.15 | 2.24 | 2.25 | 2.12 | 1.83 | 1.84 | 1.90 | 1.84 | 1.85 | 1.85 | 1.75 | 1.76 | 1.59 |
| 不良贷款 比率 | 农业银行 | 2.03 | 1.55 | 1.33 | 1.22 | 1.54 | 2.39 | 2.37 | 1.81 | 1.59 | 1.40 | 1.57 | 1.43 | 1.37 | 1.33 | 1.32 |
| | 交通银行 | 1.12 | 0.86 | 0.92 | 1.05 | 1.25 | 1.51 | 1.52 | 1.50 | 1.49 | 1.47 | 1.67 | 1.48 | 1.35 | 1.33 | 1.32 |
| | 工商银行 | 1.08 | 0.94 | 0.85 | 0.94 | 1.13 | 1.50 | 1.62 | 1.55 | 1.52 | 1.43 | 1.58 | 1.42 | 1.38 | 1.36 | 1.35 |
| | 邮储银行 | 0.16 | 0.22 | 0.36 | 0.51 | 0.64 | 0.80 | 0.87 | 0.75 | 0.86 | 0.86 | 0.88 | 0.82 | 0.84 | 0.83 | 0.86 |
| | 建设银行 | 1.14 | 1.09 | 0.99 | 0.99 | 1.19 | 1.58 | 1.52 | 1.49 | 1.46 | 1.42 | 1.56 | 1.42 | 1.38 | 1.37 | 1.35 |
| | 中国银行 | 1.10 | 1.00 | 0.95 | 0.96 | 1.18 | 1.43 | 1.46 | 1.45 | 1.42 | 1.37 | 1.46 | 1.33 | 1.32 | 1.27 | 1.26 |

◆ **参考历史，大行注资对盈利和股息率的摊薄有限，银行有望迎来中长期行情，关注国有大行和股份行。**我国大型商业银行曾先后历经过“98注资”、“03注资”、“09增资”三个阶段。对比“03注资”，经汇金注资、大规模资产剥离、引入战投后，建行、中行、工行先后完成股份制改革。在2005-2007年间，于上海和中国香港上市。股改前后国有行坏账商业银行不良贷款率由2002年末的17.4%下降到2008年末的2.4%。经历“03注资”股改后国有大行在2005~2006年陆续上市，也带来2年的银行板块超额收益行情，相对沪深300的超额收益约1.2倍。

图表53：当前六大行资本充足率远高于监管要求



数据来源：Wind，财通证券研究所

图表52：股改后国有大行上市，驱动银行板块表现



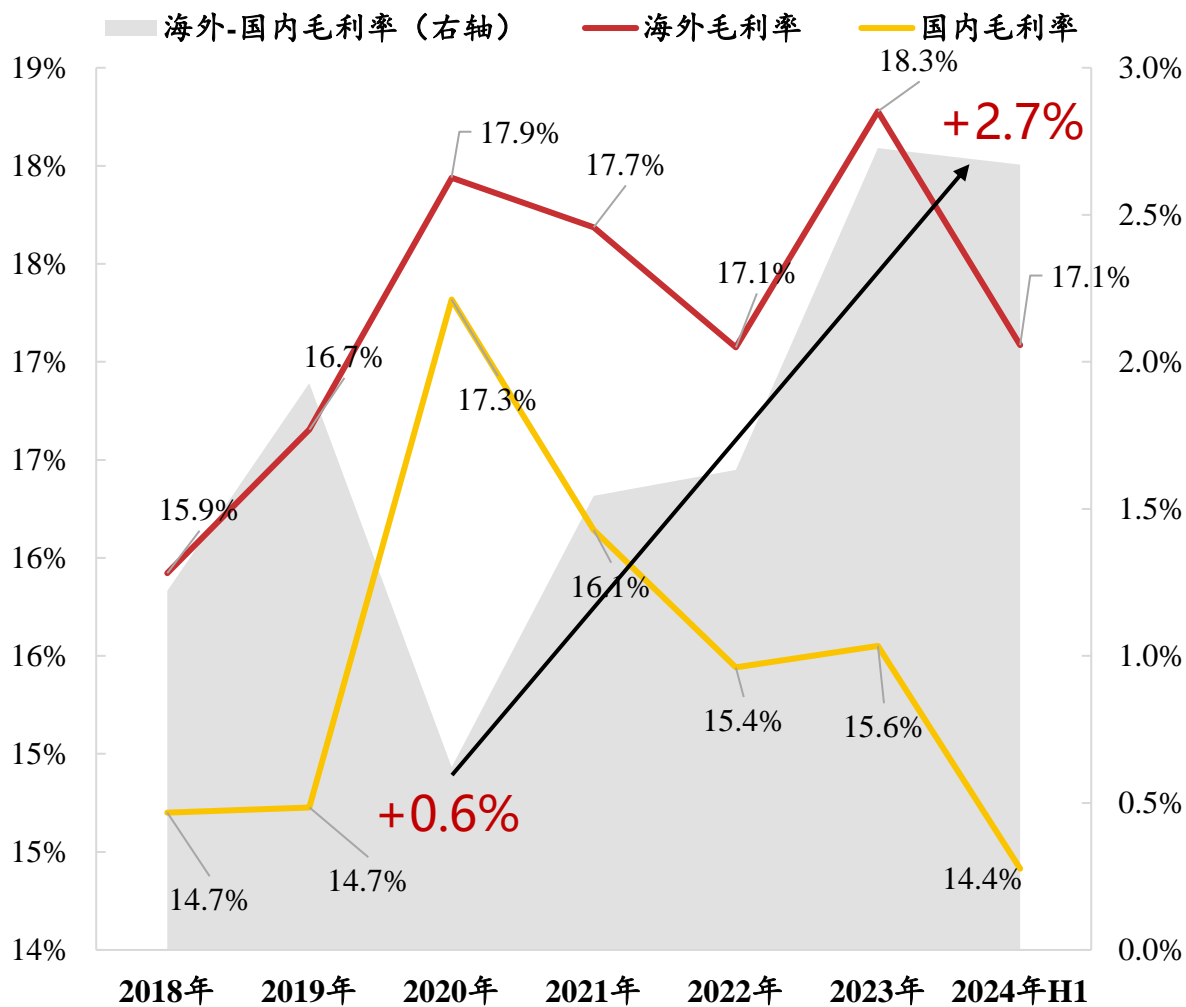
图表54：假设注资1万亿元，按照股本加权分配，六大行股息率下降约10%

| | | 农业银行 | 交通银行 | 工商银行 | 邮储银行 | 建设银行 | 中国银行 |
|-----------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EPS (TTM) | 当前 | 0.78 | 1.24 | 1.01 | 0.86 | 1.32 | 0.78 |
| | 注资后 | 0.69 | 1.14 | 0.92 | 0.77 | 1.23 | 0.70 |
| | 注资后/当前 | 89% | 92% | 91% | 90% | 93% | 89% |
| ROE (TTM) | 当前 | 9.2% | 8.2% | 9.3% | 8.4% | 10.0% | 8.5% |
| | 注资后 | 8.51% | 7.82% | 8.78% | 7.85% | 9.52% | 7.90% |
| | 注资后/当前 | 92% | 96% | 94% | 94% | 95% | 93% |
| PB | 当前 | 0.68 | 0.59 | 0.63 | 0.67 | 0.65 | 0.64 |
| | 注资后 | 0.59 | 0.51 | 0.59 | 0.53 | 0.62 | 0.57 |
| | 注资后/当前 | 87% | 86% | 93% | 80% | 94% | 88% |
| 每股分红 (元) | 当前 | 0.24 | 0.37 | 0.31 | 0.26 | 0.40 | 0.24 |
| | 注资后 | 0.21 | 0.34 | 0.28 | 0.23 | 0.37 | 0.21 |
| | 注资后/当前 | 88% | 92% | 90% | 89% | 92% | 88% |
| 股息率 | 当前 | 4.86% | 5.03% | 4.91% | 4.92% | 5.00% | 4.70% |
| | 注资后 | 4.32% | 4.61% | 4.47% | 4.42% | 4.65% | 4.18% |
| | 注资后/当前 | 89% | 92% | 91% | 90% | 93% | 89% |

行业配置3：出海盈利质量保持高水平，百亿元以下公司海外毛利更高

◆ 2024上半年出海上市公司海外盈利能力较国内优势基本维持。其中海外毛利率较2023年-1.2pct至17.1%，国内亦下滑-1.2pct至14.4%。

图表55：2024上半年海外毛利率-1.2pct至17.1%，国内亦下滑-1.2pct至14.4%

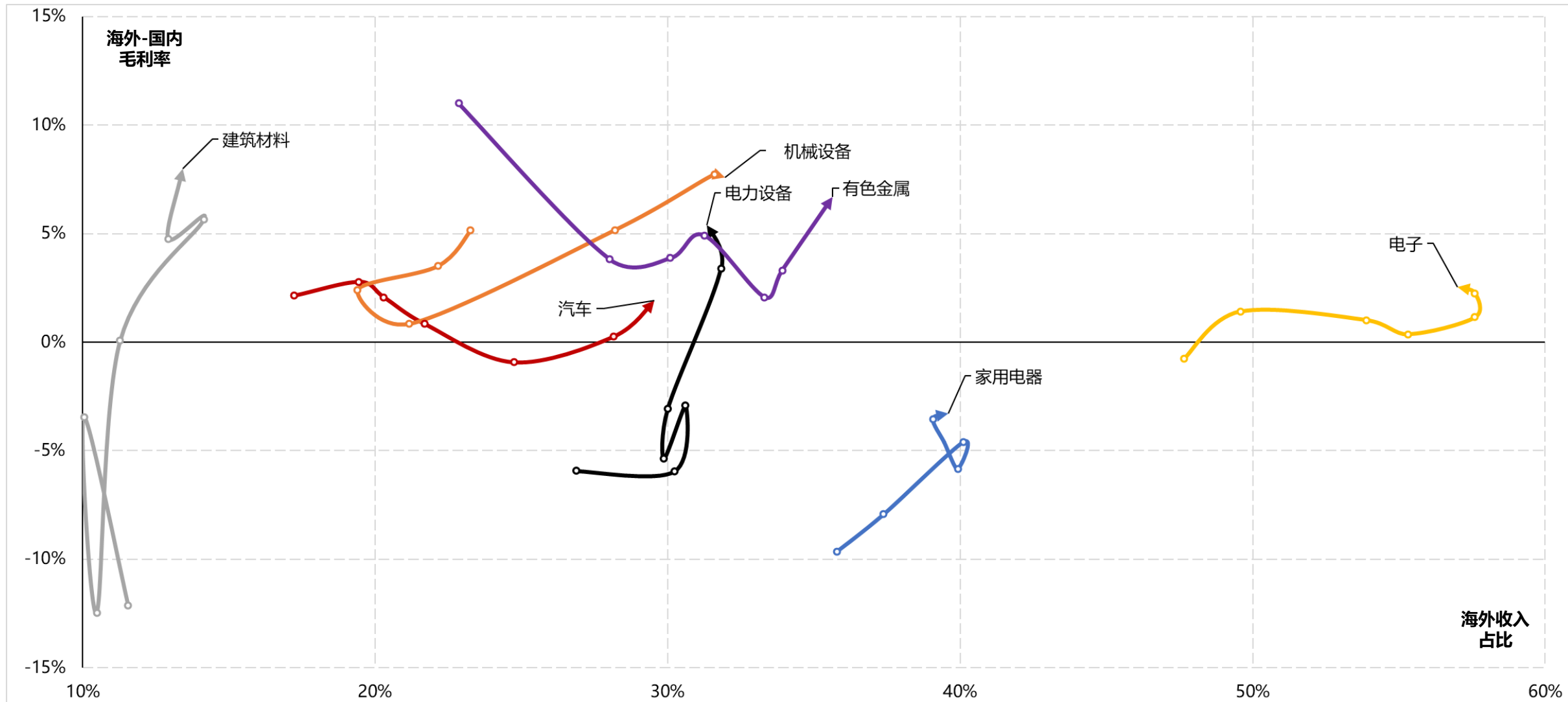


图表56：海外高毛利公司集中在100亿元市值以下，500-1000亿元海外盈利优势扩大

| 市值区间/海外毛利率 | 公司数量 (个) | 2018年 | 2021年 | 2023年 | 2024H1 |
|-------------|----------|-------|-------|-------|--------|
| 50亿元以下 | 985 | 20% | 18% | 21% | 20% |
| 50~100亿元 | 491 | 17% | 20% | 21% | 22% |
| 100~200亿元 | 299 | 15% | 15% | 18% | 17% |
| 200~500亿元 | 215 | 17% | 17% | 17% | 17% |
| 500~1000亿元 | 65 | 13% | 16% | 19% | 18% |
| 1000~2000亿元 | 34 | 16% | 19% | 16% | 14% |
| 2000亿元以上 | 19 | 14% | 20% | 18% | 16% |
| 海外-国内毛利率 | | 2018年 | 2021年 | 2023年 | 2024H1 |
| 50亿元以下 | | 5% | 3% | 6% | 6% |
| 50~100亿元 | | -1% | 1% | 4% | 4% |
| 100~200亿元 | | 2% | 4% | 8% | 7% |
| 200~500亿元 | | 0% | 3% | 4% | 3% |
| 500~1000亿元 | | -4% | -1% | 3% | 6% |
| 1000~2000亿元 | | 1% | 4% | 2% | 3% |
| 2000亿元以上 | | 2% | -5% | -6% | -6% |

注：海外毛利率20%以上标红，海外-国内毛利率5%以上标黄

图表57：近5年重点行业出海进程



数据来源：iFind, Wind, 财通证券研究所

注：箭头起点2018年，终点2024H1(TTM)，前6个节点时间间隔为一年，第7个节点间隔为半年

行业配置3：新兴国家第一大进口来源多为中国，电子/电新/汽车为主

11个新兴国家中有10个的第一大进口来源国家是中国，核心商品是电话机（消费电子），其他包括电新、汽车的细分等。

图表58：10/11个新兴国家的第一大进口来源国家是中国

| 地区 | 新兴国家 | 全球进口份额 | 主要进口来源国家&商品（从前三大国家进口占对应新兴国家总进口份额） | | | | | | | | | 前三大国家总占比 |
|-------|-------|--------|-----------------------------------|---------------------------|---------------------------|--------------|--------------------------|--------------------------|---------------|--------------------------|--------------------------|----------|
| | | | 国家一 | 商品一 | 商品二 | 国家二 | 商品一 | 商品二 | 国家三 | 商品一 | 商品二 | |
| 东南亚 | 印度 | 2.9% | 中国 18.1% | '8517 电话机 130亿美元 76% | '8542 集成电路 100亿美元 52% | 俄罗斯 10% | '2709 原油 486亿美元 35% | '2710 石油提取物 49亿美元 43% | 美国 6.3% | '2709 原油 56亿美元 4% | '2701 煤 41亿美元 11% | 34% |
| | 印度尼西亚 | 0.9% | 中国 28.4% | '8517 电话机 48亿美元 74% | '8471 电脑&配件 17亿美元 64% | 新加坡 8.3% | '2710 石油提取物 99亿美元 49% | '8471 电脑&配件 4亿美元 18% | 日本 7.4% | '8708 汽车零部件 14亿美元 39% | '7208 钢铁板材 6亿美元 40% | 44% |
| | 越南 | 1.4% | 中国 41.3% | '8542 集成电路 105亿美元 22% | '8517 电话机 92亿美元 62% | 韩国 16% | '8542 集成电路 118亿美元 25% | '8517 电话机 33亿美元 23% | 日本 5.1% | '8542 集成电路 30亿美元 6% | '7208 钢铁板材 6亿美元 12% | 62% |
| | 马来西亚 | 1.1% | 中国 21.3% | '8542 集成电路 73亿美元 17% | '2710 石油提取物 42亿美元 15% | 新加坡 11.9% | '2710 石油提取物 93亿美元 33% | '8542 集成电路 65亿美元 15% | 美国 7.4% | '8542 集成电路 47亿美元 11% | '8803 飞机零部件 12亿美元 48% | 41% |
| | 泰国 | 1.2% | 中国 24.4% | '8517 电话机 50亿美元 66% | '8471 电脑&配件 26亿美元 50% | 日本 10.7% | '8708 汽车零部件 28亿美元 40% | '8542 集成电路 20亿美元 11% | 美国 6.8% | '2709 原油 41亿美元 12% | '8542 集成电路 10亿美元 5% | 42% |
| 拉美 | 墨西哥 | 2.5% | 美国 42.8% | '2710 石油提取物 286亿美元 93% | '8708 汽车零部件 172亿美元 53% | 中国 19.1% | '8517 电话机 123亿美元 59% | '8703 小客车 46亿美元 26% | 德国 3.5% | '8708 汽车零部件 25亿美元 8% | '8703 小客车 9亿美元 6% | 65% |
| | 巴西 | 1.0% | 中国 22.1% | '8541 光伏电池 40亿美元 95% | '8517 电话机 26亿美元 59% | 美国 16% | '8411 喷气发动机 48亿美元 74% | '2710 石油提取物 48亿美元 28% | 德国 5.5% | '3002 血制品 9亿美元 16% | '2933 氮杂环化合物 8亿美元 22% | 44% |
| 中东 | 沙特阿拉伯 | 0.7% | 中国 27.3% | '8517 电话机 30亿美元 65% | '8703 小客车 23亿美元 15% | 美国 8.8% | '8703 小客车 21亿美元 14% | '8802 飞机 6亿美元 22% | 印度 6.9% | '1006 大米 12亿美元 83% | '8703 小客车 12亿美元 8% | 43% |
| | 阿联酋 | 1.1% | 中国 20.9% | '8517 电话机 61亿美元 26% | '8471 电脑&配件 33亿美元 45% | 印度 12.3% | '2710 石油提取物 64亿美元 70% | '7113 贵金属首饰 51亿美元 36% | 美国 9.3% | '8703 小客车 38亿美元 24% | '8517 电话机 23亿美元 10% | 43% |
| 非洲 | 埃及 | 0.4% | 中国 15.6% | '8517 电话机 11亿美元 67% | '5402 长丝纱线 6亿美元 89% | 美国 6.5% | '2711 石油气 9亿美元 30% | '1201 大豆 7亿美元 47% | 沙特阿拉伯 6.3% | '2710 石油提取物 21亿美元 33% | '2709 原油 6亿美元 36% | 28% |
| | 埃塞俄比亚 | 0.1% | 中国 32.7% | '8517 电话机 2亿美元 83% | '8704 货运车 2亿美元 69% | 印度 9.6% | '1701 蔗糖 2亿美元 80% | '3004 配定剂量药品 1亿美元 41% | 科威特 7.8% | '2710 石油提取物 13亿美元 55% | '3901 乙烯聚合物 0亿美元 0% | 50% |
| 11国汇总 | | 13.3% | | | | | | | | | | |

行业配置3：新兴市场对中国供给依赖度提升，重点在TMT及出行链

◆ 埃塞俄比亚外金砖国家近10年对中国进口依赖度均提升。印度尼西亚进口中的中国份额+11.5pct至28%，提升幅度最高；阿联酋进口中的中国份额+8.6pct至16%，从个位数晋升至两位数；巴西、马来西亚、泰国、沙特阿拉伯从10%+提升至20%+；埃塞俄比亚在30%附近波动。

图表59：埃塞俄比亚外新兴市场国家近10年对中国进口依赖度均上升，主要需求在TMT（蓝底）、出行链（黄底）以及部分消费、电力&机械设备

| 新兴国家 | 中国在进口中的份额 | | | | | | | | | | 从中国进口前十大商品 | | | | | | | | | | |
|-------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|---------|---------|----------|----------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| | 2014年 | 2015年 | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 近10年变化 | 一 | 二 | 三 | 四 | 五 | 六 | 七 | 八 | 九 | 十 |
| 俄罗斯 | 17.7% | 19.2% | 20.9% | 21.2% | 21.9% | 22.2% | 23.7% | 24.8% | | | 7.0% | 大排量汽车 | 小排量汽车 | 挂车牵引车 | 智能手机 | 柴油重卡 | 便携电脑 | 挖掘机 | 锅炉管道零件 | 交换/路游设备 | 玩具 |
| 印度 | 12.7% | 15.8% | 17.0% | 16.2% | 14.5% | 14.3% | 16.0% | 15.3% | 14.0% | 18.1% | 5.5% | 便携电脑 | 手机零部件 | OLED显示模组 | 消费电子零部件 | 处理/控制器 | 光伏电池 | 锂离子蓄电池 | LCD显示模组 | 存储器 | 磷酸氢二铵 |
| 印度尼西亚 | 17.2% | 20.6% | 22.7% | 22.8% | 24.1% | 26.2% | 28.0% | 28.7% | 28.5% | 28.4% | 11.5% | 智能手机 | 便携电脑 | 交换/路游设备 | 小排量汽车 | 电动车 | 电脑处理单元 | 长丝染色布 | 玩具 | 挂式空调 | 塑胶鞋 |
| 越南 | 29.5% | 29.8% | 28.6% | 27.5% | 27.7% | 29.8% | 32.2% | 33.2% | 32.8% | | 3.3% | 手机零部件 | 集成电路 | 消费电子零部件 | 锂离子蓄电池 | 智能手机 | 印刷电路 | 塑料制品 | 钢铁制品 | 电路开关 | 薄热轧 |
| 马来西亚 | 16.9% | 18.9% | 20.4% | 19.6% | 19.9% | 20.7% | 21.5% | 23.2% | 21.3% | 21.3% | 4.4% | 锂离子蓄电池 | 光伏电池 | 静止式变流器 | 智能手机 | 便携电脑 | 塑胶鞋 | 重油制品 | 交换/路游设备 | 假发 | 小排量汽车 |
| 泰国 | 16.9% | 20.3% | 21.6% | 19.9% | 20.0% | 21.2% | 24.1% | 24.8% | 23.3% | 24.4% | 7.5% | 手机零部件 | 挂式空调 | 交换/路游设备 | 非卤有机磷衍生物 | 摩托车 | 玩具 | LCD显示模组 | 环状酰胺 | 消费电子零部件 | 便携电脑 |
| 巴西 | 16.3% | 17.9% | 17.0% | 18.1% | 19.2% | 19.9% | 21.9% | 21.7% | 22.3% | 22.1% | 5.7% | 小客车车身 | 其他汽车零部件 | 变速装置 | 交换/路游设备 | 基站 | 汽车发动机 | 摩托车 | 悬挂系统 | 制动装置 | 制冷压缩机 |
| 墨西哥 | 16.6% | 17.7% | 18.0% | 17.6% | 18.0% | 18.2% | 19.2% | 20.0% | 19.6% | 19.1% | 2.5% | 光伏电池 | 水上钻井平台 | LCD显示模组 | 除草剂 | 静止式变流器 | 硫酸铵 | 混动汽车 | 手机零部件 | 电动车 | 交换/路游设备 |
| 沙特阿拉伯 | 13.7% | 14.2% | 14.5% | 15.3% | 16.5% | 18.8% | 20.2% | 19.8% | 21.0% | | 7.2% | 智能手机 | 光伏电池 | 小排量汽车 | 大排量汽车 | 玩具 | 挂式空调 | 厚热轧 | 全钢胎 | 挖掘机 | 薄热轧 |
| 阿联酋 | 7.4% | 8.0% | 8.3% | 17.6% | 14.5% | 15.2% | 15.9% | 14.9% | 16.0% | | 8.6% | 智能手机 | 便携电脑 | 交换/路游设备 | 小排量汽车 | 电动车 | 电脑处理单元 | 长丝染色布 | 玩具 | 挂式空调 | 塑胶鞋 |
| 埃及 | 11.3% | 13.1% | 12.7% | 12.2% | 14.1% | 15.3% | 16.6% | 16.2% | 15.3% | 15.6% | 4.1% | LCD显示模组 | 对苯二甲酸 | 长丝染色布 | 玩具 | 定向聚酯纱线 | 小排量汽车 | 化纤针织绒 | 摩托车零部件 | 聚酯变形纱线 | 光伏电池 |
| 埃塞俄比亚 | 34.1% | 37.3% | 31.0% | 33.1% | 28.2% | 27.5% | 29.5% | 26.4% | 30.0% | 32.7% | -4.1% | 飞机 | 重油制品 | 电脑处理单元 | 钢结构 | 热交换装置 | 高压电气设备 | 聚酯变形纱线 | 除草剂 | 柴油机客车 | 全钢胎 |

数据来源：Trademap, 财通证券研究所

行业配置3：出海金砖重点在建筑装饰、机械设备、石化及电力设备

图表60：2023年至今在金砖国家重大订单、设立子公司、建设产能情况

◆ 2023年至今，上市公司的金砖国家

订单主要是建筑、机械、油服出海中东、俄罗斯。其余重要细分包括电表、电缆在内的电网设备，以及客车。

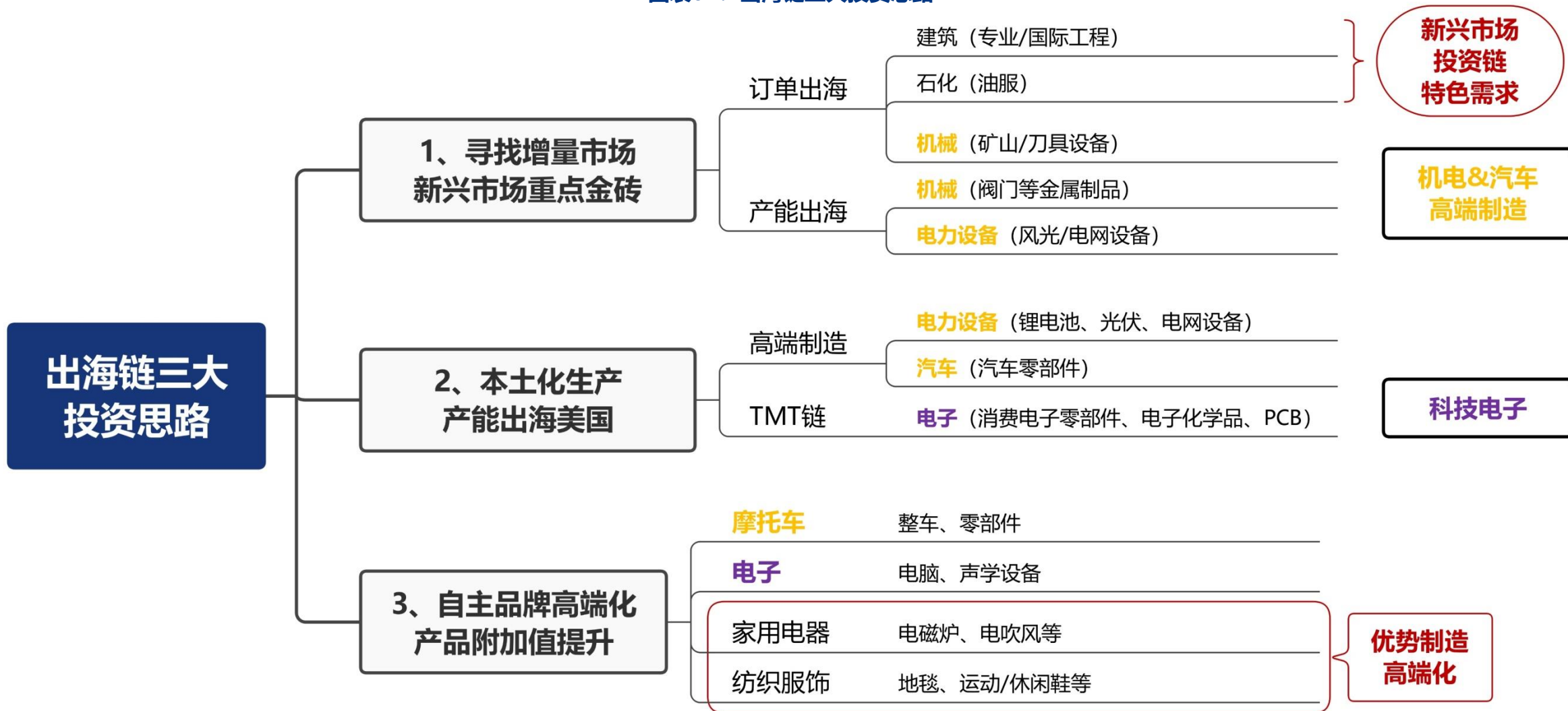
◆ 2023年至今，上市公司对金砖本土化投资中，投资出海的重点是

沙特炼化产业链的金属设备零部件（阀门等）。其余重点行业包括基础化工（管道）、计算机（智慧口岸）、电力设备（风光、电网设备）。

| 出海路径 | 所属行业 | 2023年 | 2024YTD | 总计 | 主要目的地区 | | | 主要细分 |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------------|-------------------|----------------|---|
| 重大订单 (个) | 建筑装饰 | 3 | 10 | 13 | 沙特 (4) | 阿联酋 (3) | 俄罗斯 (2) | 可再生能源/化工&水泥/别墅等项目 铁道、矿山、刀具设备以及舞台设备 油服工程 余热发电、化工配套火炬等项目 光纤、电缆海缆 客车 电表、光伏设备 智能电表 |
| | 机械设备 | 8 | 1 | 9 | 俄罗斯 (3) | 沙特 (2) | 阿联酋等 (1) | |
| | 石油石化 | 2 | 5 | 7 | 阿联酋 (4) | 沙特 (2) | 巴西 (1) | |
| | 环保 | 2 | | 2 | 俄罗斯 (1) | 沙特 (1) | | |
| | 通信 | 2 | | 2 | 沙特 (2) | | | |
| | 汽车 | 2 | | 2 | 沙特 (1) | 印度 (1) | | |
| | 电力设备 | 2 | | 2 | 巴西 (1) | 印度 (1) | | |
| | 公用事业 | 1 | | 1 | 沙特 (1) | | | |
| | 总计 | | 22 | 16 | 38 | 沙特 (13) | 阿联酋 (8) | |
| 投资出海 (个项目) | 机械设备 | 5 | 3 | 8 | 沙特 (4) | 巴西 (2) | 印度/阿联酋(1) | 以阀门为代表的炼化产业链金属制品 风光设备、电网设备 管道、抗氧化剂&抗老化剂等 智慧口岸（盛视科技） 显示链条面板、LED 柴油发动机、传动零部件 锂盐湖、铜矿 乳制品、调味品 油服 交换机 铝模板 |
| | 电力设备 | 5 | 2 | 7 | 沙特 (4) | 巴西 (2) | 印度(1) | |
| | 基础化工 | 4 | 1 | 5 | 阿联酋 (4) | 沙特 (1) | | |
| | 计算机 | 2 | 1 | 3 | 沙特 (2) | 阿联酋 (1) | | |
| | 电子 | 3 | | 3 | 印度 (2) | 巴西 (1) | | |
| | 汽车 | 2 | 1 | 3 | | 巴西/俄罗斯/印度 (1) | | |
| | 有色金属 | 1 | 2 | 3 | 阿根廷 (2) | 南非 (1) | | |
| | 食品饮料 | 1 | 1 | 2 | | 巴西/印度 (1) | | |
| | 石油石化 | | 2 | 2 | | 阿联酋/巴西 (1) | | |
| | 通信 | 1 | | 1 | | 阿联酋/印度 (1) | | |
| | 建筑装饰 | | 1 | 1 | | 沙特 (1) | | |
| 总计 | | 24 | 14 | 38 | 沙特 (12) | 阿联酋/巴西 (8) | 印度 (7) | |

数据来源：Wind，财通证券研究所

图表61：出海链三大投资思路



图表62：主题投资：地方国企重组+生物制造+固态电池+脑机接口

- 股权财政转型下，浙江、上海等地城投加速转型国资产投，战略性新兴产业是布局重点
- 关注上海、浙江等发达地方国资重组进展。

- 脑机接口纳入新质生产力领域
- 关注医疗领域商业应用

脑机接口

地方国企重组

生物制造

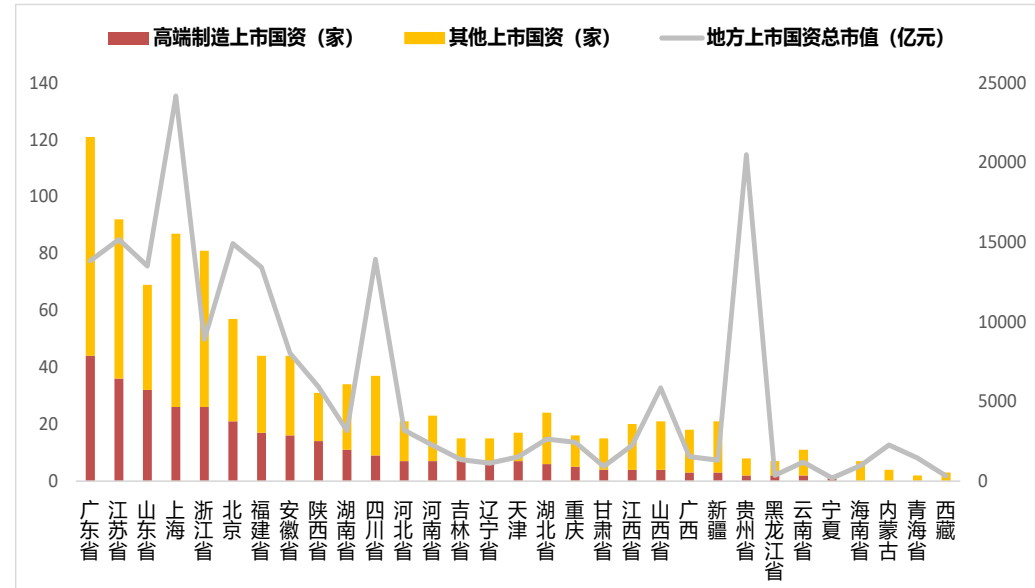
- 生物制造有望带来万亿经济效益
- 央国企或成为排头兵

固态电池

- 固态电池有望成为新一代的锂电池技术方向。
- 固态电池商业化在即，关注头部企业量产进展

- ◆ **股权财政转型下，浙江、上海等地城投加速转型国资产投，战略性新兴产业是布局重点。**浙江、江苏等沿海发达地区走在本轮退平台前列，其中浙江绍兴四家城投公司在同一天发函退平台，被视为转型产投的抢跑特征。
- ◆ **已转型产投的地方城投已加速着手布局新能源、科技等战略性新兴产业。**上海城投转型后在23年水务、置业、环境和路桥四大板块毛利率分别达到15.4%、28.4%、18.5%和20.6%，业绩良好。浙江城投则投资了浙江云计算数据中心项目、浙江高信技术股份有限公司、浙江数智交院科技股份有限公司等战略性新兴产业。近期作为国企改革排头兵的上海率先发布《上海市支持上市公司并购重组行动方案(2025—2027年)》，将地方国企重组定位未来三年重要任务。关注上海、浙江等发达地方国资重组进展。

图表63：江浙、上海等沿海发达地区国资上市平台丰富且大多集中在高端新兴产业



图表64：同一实控人或大股东下属的IPO终止国资有望注入相关上市平台

| 实控人 | 代码 | 上市国资 | 行业 | 总市值 (亿元) | IPO终止企业名称 | 拟上市板 | 所属行业(CSRC公布) |
|---------|-----------|------|------|----------|------------|------|------------------|
| 浙江国资委 | 600160.SH | 巨化股份 | 基础化工 | 595 | 浙江锦华新材料 | 北交所 | 化学原料和化学制品制造业 |
| | 002061.SZ | 浙江交科 | 建筑装饰 | 113 | 浙江数智交院科技 | 创业板 | 专业技术服务业 |
| | 002061.SZ | 浙江交科 | 建筑装饰 | 113 | 浙江高信技术 | 创业板 | 软件和信息技术服务业 |
| 上海国资委 | 600170.SH | 上海建工 | 建筑装饰 | 234 | 上海建工建材科技集团 | 上证主板 | 非金属矿物制品业 |
| 深圳国资委 | 300319.SZ | 麦捷科技 | 电子 | 119 | 深圳晶华显示电子 | 创业板 | 计算机、通信和其他电子设备制造业 |
| | 000088.SZ | 盐田港 | 交通运输 | 213 | 深圳市华舟海洋发展 | 深证主板 | 水上运输业 |
| 广东国资委 | 000429.SZ | 粤高速A | 交通运输 | 216 | 广东粤运交通 | 深证主板 | 道路运输业 |
| 北京市人民政府 | 300579.SZ | 数字认证 | 计算机 | 81 | 智达信科技术 | 北交所 | 软件和信息技术服务业 |
| 福建国资委 | 600483.SH | 福能股份 | 公用事业 | 257 | 福建海电运维科技 | 上证主板 | 专业技术服务业 |
| 广西国资委 | 600310.SH | 广西能源 | 公用事业 | 73 | 广西北部湾陆海新能源 | 深证主板 | 电力、热力生产和供应业 |
| 陕西省财政厅 | 688122.SH | 西部超导 | 国防军工 | 317 | 西安泰金新能科技 | 科创板 | 专用设备制造业 |

数据来源：Wind，财通证券研究所
注：市值时间选取为2024/11/14。

主题投资2：生物制造有望带来万亿元经济效益，央国企或成为排头兵

图表65：生物制造政策支持、替代空间广阔



◆ 生物制造作为新质生产力的重要组成，被定义为经济新增长引擎，在2024年首次被写入政府工作报告。近期国资委表态“超前布局、梯次培育量子科技、核聚变、生物制造、6G 等未来产业”，**预计央国企将成为产业突破排头兵。**

◆ 根据CB Insights，全球生物合成制造市场规模过去五年以接近30%的年化增速快速发展，预计2028年将达到近500亿美元。

◆ 生物制品仍处于科研阶段，但产业化后的经济影响或超万亿元规模。根据麦肯锡 McKinsey 发布的报告《The BioRevolution》，原则上全球 60%的化学品可以采用生物法生产，到2030~2040 年，合成生物学每年有望有带来的经济影响将达到 2至4万亿美元。



预计到2030年生物基材料将替代**20%的石化产品约8000亿美元市场**

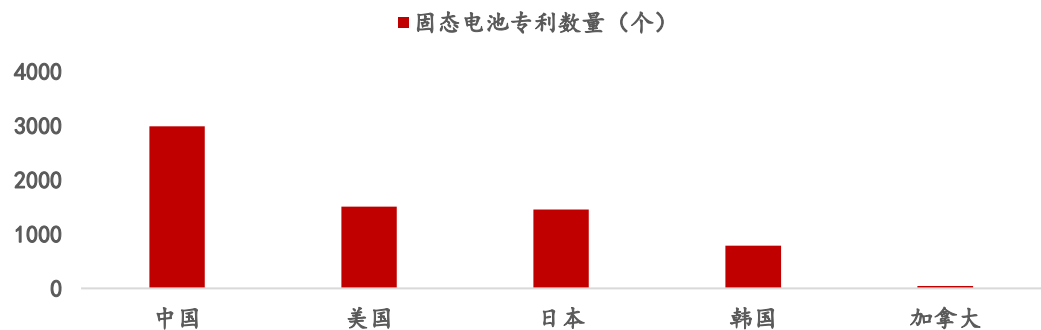
目前替代率不足**5%**



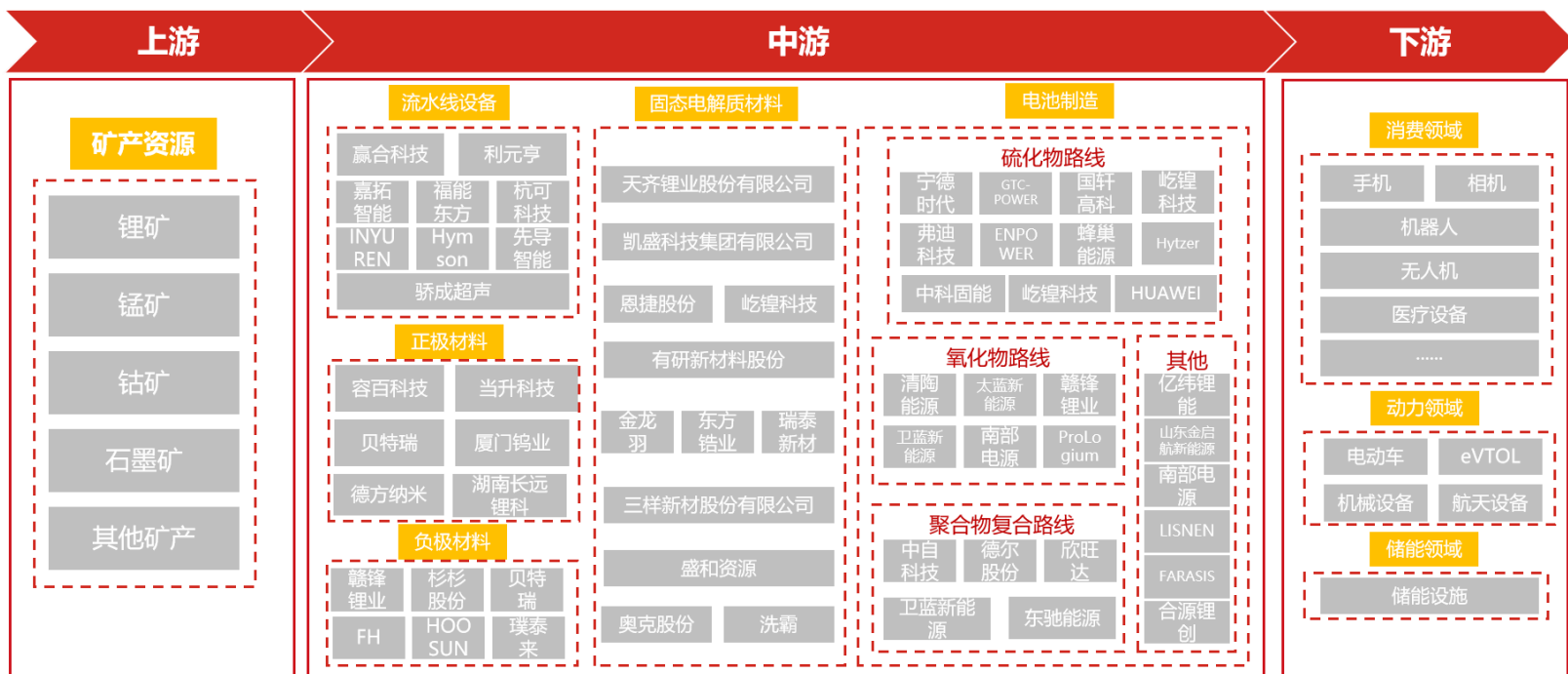
主题投资3：固态电池商业化在即，关注头部企业量产进展

- ◆ **固态电池有望成为新一代的锂电池技术方向。** 固态电解质不仅能有效解决锂离子电池的安全问题，而且兼具高能量密度、长寿命等特点。
- ◆ **中美日韩欧基本规划在2030年实现商业化量产。** 我国在20年发布《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》加快固态动力电池技术研发及产业化，随后工信部六部委出台加强固态电池标准体系研究相关政策。日本、美国和欧洲计划在2030年实现固态电池商业化量产。
- ◆ **国内部分企业当前已宣布将在2026年开启固态电池量产。** 其中，欣旺达、广汽等厂家宣布2026年实现固态电池量产，比亚迪及宁德时代均宣布将于2027年实现小批量生产。

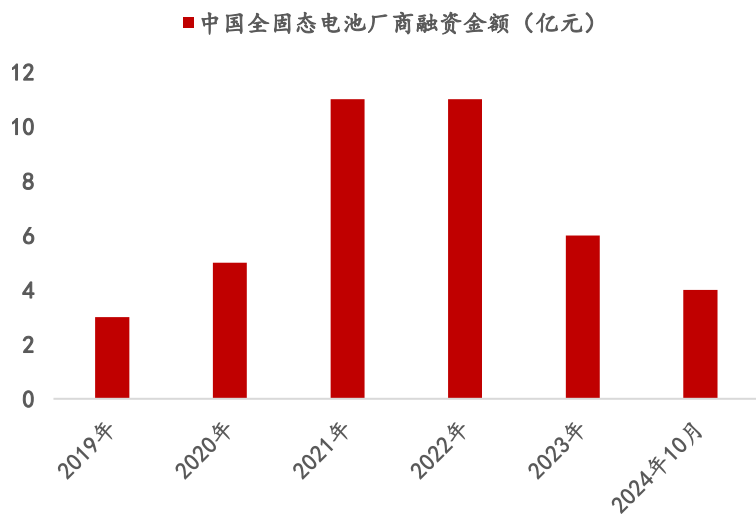
图表66：中国固态电池专利数量领先美国



图表67：中国固态电池产业图谱



图表68：2021年单笔融资金额突破10亿元



数据来源：《全固态电池电解质研究进展及趋势分析》，罗霞等；亿欧智库，财通证券研究所

主题投资4：脑机接口纳入新质生产力领域，关注医疗领域商业应用

- ◆ **脑机接口**：实现人或动物的大脑（神经系统）与计算机等外部电子设备实现直接信息交互。Precedence Statistics数据显示，全球脑机接口2023年市场规模达到23.5亿美元，预计10年后到2033年将达到108.9亿美元，年复合增长率为16.55%。
- ◆ **政策出台完善标准、防范伦理问题**。脑科学与类脑研究列入十四五规划，2023年10月工信部印发《新产业标准化领航工程实施方案（2023—2035年）》，脑机接口是前瞻布局未来产业标准研究之一。2024年2月，科技部官网发布《脑机接口研究伦理指引》，指导脑机接口研究合规开展。
- ◆ **中国脑机接口行业2021年和2022年一级投融资较为活跃**。2021与2022年两年融资总额达42.17亿人民币，共融资70次。
- ◆ **全球首例植入式硬膜外电极脑机接口辅助治疗颈髓损伤引起的四肢截瘫患者行为能力取得突破性进展**。2024年1月，首都医科大学宣布，患者通过大脑硬膜外芯片植入实现自主脑控喝水。

图69：2021和2022年融资高峰期，合计融资超40亿元

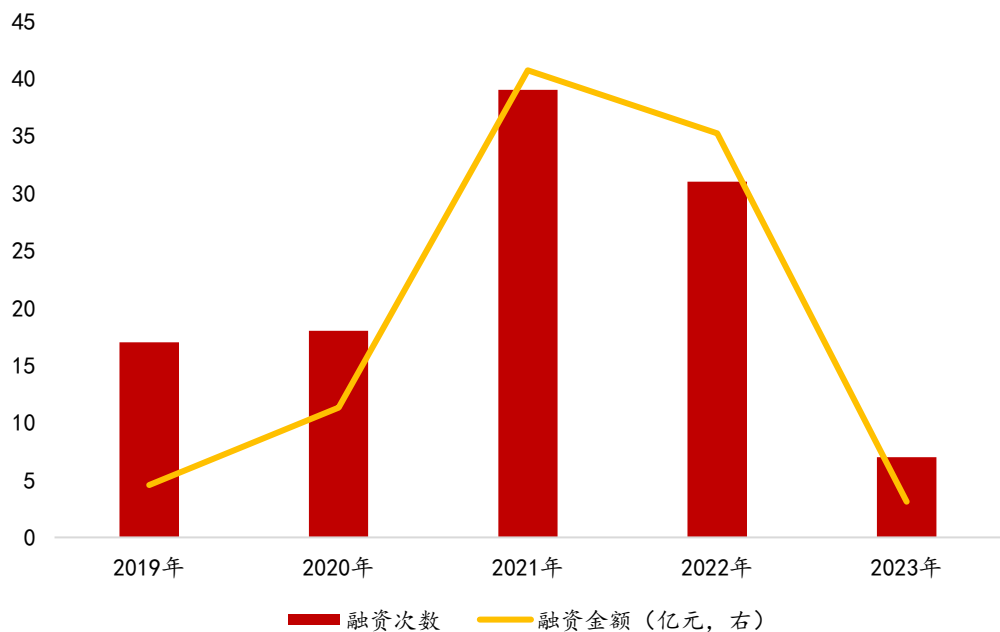


图70：脑机接口产业链



数据来源：央广网、中商情报网、深企投产业研究院，财通证券研究所

◆ **风险提示：**

- ◆ **美国经济衰退风险：**美国周期已至高位，叠加特朗普减少开支的政策波动可能负面影响先至、降息提前结束等风险，存在美国景气周期高位回落可能，进而影响全球包括中国景气。
- ◆ **海外金融风险超预期：**美国潜在的二次通胀风险可能导致降息幅度低于预期，同时叠加景气周期见顶风险、美股相对高位，存在美国股市等金融市场波动加大的风险。
- ◆ **历史经验失效：**本文结合历史政策效果、经济周期、股市行情等经验对当下进行分析，存在历史经验失效的可能。

分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

以报告发布日后6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5% ~ 5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

A股市场代表性指数以沪深300指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普500指数为基准。

行业评级

以报告发布日后6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A股市场代表性指数以沪深300指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普500指数为基准。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；