



2024：跌宕之旅

2024年A股和港股宽基指数呈现先抑后扬再震荡的走势，A股“W”走势可以分为四个阶段：

(1) 快速下跌：年初雪球密集敲入影响市场风险偏好，A股市场面临流动性风险快速下跌，特别是业绩缺乏支撑的中小股票；

(2) 指数反弹：春节前后稳市场、稳增长政策频出，指数反弹，但随着年报和一季报披露，市场重回基本面和盈利定价，二季度开始指数横盘震荡；

(3) 持续回落：由于通缩预期加重与外部不确定性导致大盘从五月中旬开始持续回落，市场交投情绪低迷；

(4) 快速反弹后震荡：从9月24日开始，宽货币、稳楼市、提内需等一系列政策利好落地，重振市场信心，在个人投资者通过ETF和两融快速入市的推动下，股市快速反弹，11-12月由于缺乏进一步增量资金的流入，市场呈现存量博弈局面，整体偏震荡。

行业方面，银行（全年受益红利风格）、券商（受益9月下旬大盘大幅上涨）和科技（通信、电子受益人工智能浪潮和自主可控主题）涨幅居前。消费板块内部走势出现显著分化，家用电器、汽车和商贸零售等可选消费行业表现相对靠前，主要受益于政策扶持和消费升级需求的释放，而农林牧渔、食品饮料等必选消费行业和医药生物行业则整体承压。

全年行业配置的胜负手在于对红利和科技成长这两种风格的把握。红利风格行业在1-9月表现突出，而科技成长行业在9-11月反弹力度更强。

而全年波动性较大的核心原因是企业整体盈利恢复的较为缓慢。前三季度万得全A归母净利润同比增速为-0.52%，市场更为关心流动性以及宏观和产业政策的边际变化，间接造成了估值和股价的大幅波动。

海外行情也是去年的投资热点。24年美股标普500指数上涨23.3%，连续第二年实现20%以上的涨幅，主要因素在于盈利支撑和流动性充裕。根据彭博一致预期，标普500指数2024和2025年盈利增速分别为9.7%和14%，指数表现实际上很大比例来自于科技龙头股的贡献。盈利走强的主因一方面经济基本面延续强劲增长，另一方面科技巨头通过加大AI资本开支助推相关业务收入增长以及降本举措持续见效。

2025：把握结构性行情

参考A股历史上几次底部放量大涨后，一般会经过一段时间调整，然后开启结构性行情。92年8月至93年6月日本通过财政刺激扭转经济通缩局面，与目前国内经济和政

策情况类似，也具有一定的参考性。去年四季度A股快速普涨的背后短期缺乏盈利的支撑，25年初的调整会使得市场进入去伪存真阶段，在此轮调整后基金重新“抱团”的方向，也是结构性行情的主线。因此在2025年，我们判断结构性行情仍是A股和港股市场的主要机会所在。

内需是否能触底反弹将成为今年国内经济增长的决定性因素。国内实体经济在前期各种宏观经济政策作用下有较大概率会触底反弹，但是个逐步的过程并且幅度有限。国内经济政策的主要抓手在促内需和新质生产力，预计部分行业和公司盈利增长将触底回升。另一方面，去年GDP增长的一个重要推动因素出口可能会面临外部压力及高基数负效应，对GDP增长的作用有所减弱。同时，行业政策环境、货币财政政策大概率保持宽松，市场流动性保持相对充裕，低利率环境持续。

另外，AI仍将是全球科技投资的核心主题。

宏观上，全球流动将继续宽松，流动性方面美股预计仍将充裕。一方面美股盈利增速稳健回升，股票回购将成为额外的资金增量来源；另一方面，美国货基市场的余额已攀升至6.6万亿美元的高位，在降息背景下，货基的资金将有望直接提供美股增量流动性，或压低美债利率从而抬升美股估值。

微观上，企业盈利增长超预期程度是后续美股走势的关键变量，也决定了美股市场未来的空间。AI大模型的迭代、新应用的落地将持续带来算力基础设施增量需求，也将助力终端生态建设和交互变革，从而形成商业模式闭环，赋能千行百业迎来新奇点，从算力—终端—应用的全产业链维度将带来多样化的选股思路和可投资公司。随着信用扩张和人工智能推广，美股2025年预期迎来业绩加速复苏与扩散。因此，2025年美股科技仍将是重点研究的领域之一。

机器人产业链由于过去研发成本耗费、投入产出比不高，从2021年开始调整阶段持续三年。作为AI的重要载体之一，2025年人形机器人的量产落地速度将大幅加快，产量数据连续多月转为正增长，增速环比仍有加速趋势，对机器人行业投资带来催化。**AI商业化的逐步落地，有望促进人形机器人板块从主题投资向基本面投资过渡。**

投资策略：科技与内需

从今年的结构性投资机会来看，我们判断市场的关注点和配置更多会在科技特别是AI相关的软硬件、新型内需、部分新能源、高股息以及具有估值安全边际的稳定成长的行业和个股。我们希望能在风险可控的情况下，提高行业和个股配置上的集中度。具体选股思路如下：

- (1) 受益于“以旧换新”补贴政策或出口关税影响较小、增速较快的企业；
- (2) 受益于互联网巨头AI资本开支和国产化加速的国产算力产业链公司，盈利增速有望加快；
- (3) 新型消费中增长较快的子行业龙头：零售折扣店、潮玩等增速较快的子行业龙头公司有望保持2-3年的高增长；
- (4) 股息率仍较有吸引力的“高股息”标的，石油、电力、运营商、金融等盈利稳定、低估值和高分红品种；
- (5) 受益于板块复苏周期和量产速度大幅加快的人形机器人板块；
- (6) 受益于AI，盈利仍有上调空间，估值相对合理的美股科技龙头。

风险因素：外紧内松

外紧内松的情况下，风险更多来自海外视角。特朗普关税政策带来的“再通胀”或将是影响流动性潜在风险，需要持续跟踪和判断。国内宏观政策层面是否有更多超预期的

措施，短期尚不能对企业盈利增长拉动股市上行给予过高预期。不过经历中美贸易战
后，应对外部压力的手段和措施可能更成熟。同时，中国企业在经历贸易战洗礼后，也
做了分散风险、多样化布局等措施来应对。

在特朗普的政策导向下，美国面临再通胀风险的上升，预计降息措施将采取更为审慎
的态度，可能对全球资本市场的资金流动性带来一定的波动影响。此外，地缘政治冲突的
未来发展路径仍不明晰，若冲突持续延宕，可能会加剧部分区域的紧张局势，并促使不稳
定因素进一步累积。

写在最后

24年我们秉持着绝对收益的初心，拓宽了全球化投资视野，致力于最大化投资收益，
但深知尽善尽美难以企及。在实际过程中，我们根据A股市场环境的变化进行了及
时的仓位和结构应对，加大了海外科技产业链调研。但纯粹主题炒作或资金博弈但缺乏
盈利支撑的公司，从绝对收益角度我们一直在回避这类投资标的，也因此错过了一些短
期机会。

**投资之路并非坦途，2024年的跌宕之旅，我们见证了市场的起起伏伏，也深刻体会
到了在变局中寻找机遇的重要性。**2025年，我们将继续以全球化的投资视野，深耕科技
与内需两大领域，精选具有成长潜力和估值安全边际的优质标的。

— 免责声明 —

在阅读本资料后, 务必请您细阅此重要声明。

- 请确认您或您所代表的机构是一名“合格投资者”(参照中华人民共和国证券、基金相关法律法规认定要求), 并将遵守对您适用的司法区域的有关法例及法规。
- 本资料所载内容仅供参考, 并不构成广告或分销、销售要约, 或招揽买入任何证券、基金或其他投资工具的邀请或要约。
- 投资涉及风险, 投资者应详细审阅本公司基金产品的发售的文件以获取进一步资料及了解有关投资于股票及衍生品或股权等市场所涉及之风险因素, 并寻求适当的专业投资和税务咨询意见。基金的股份或单位价格及其收益可升可跌, 而过往的基金表现数据并不预示基金未来的表现。
- 本资料所提供的信息并非投资建议或税务咨询意见, 投资者不应依赖本资料所提供的信息作出投资决策。
- 上海盘京投资管理中心(有限合伙)及雇员不对本资料所提供信息之任何错误或遗漏承担任何法律责任。您在任何情况下均不得复印、复制或再分发本资料的全部或其任何部分, 或对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。
- 与本资料有关的所有版权、专利权、知识产权及其他产权均为上海盘京投资管理中心(有限合伙)所有。本公司概不向浏览本资料的人士发出、转让或以任何方式转移任何种类的权利。

 盘京投资



深入 前瞻 原创 独立

THOROUGH

PROSPECT

ORIGINAL

INDEPENDENT

 盘京投资

