

国泰君安期货·君研海外

权益市场：“十五五”期间重点把握哪些方向的投资机会？

国泰君安期货研究所·海外研究

戴璐 Z0021475

(本系列报告感谢杨藤贡献)

日期：2025年10月29日

权益市场：四中全会整体基调为中资股牛市提供有利的风偏环境

“十五五规划”时间线：四中全会公报以及十五五规划的建议稿对于十五五规划做出方向性定调



◆ 整体而言，总量政策适度保持连续性，全会罕见提及“当前经济形势”，明确“宏观政策要持续发力、适时加力”，“坚决实现全年经济社会发展目标”，整体基调基本排除出现宏观尾部风险的概率，为中资股牛市提供有利的风偏环境。

◆ 全会分析了当前形势和任务，强调坚决实现全年经济社会发展目标。要继续精准落实党中央决策部署，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，稳住经济基本盘，巩固拓展经济回升向好势头。宏观政策要持续发力、适时加力，落实好企业帮扶政策，深入实施提振消费专项行动，兜牢基层“三保”底线，积极稳妥化解地方政府债务风险。

资料来源：新华社，国泰君安期货研究

权益市场：“十五五”期间重点把握哪些方向的投资机会？

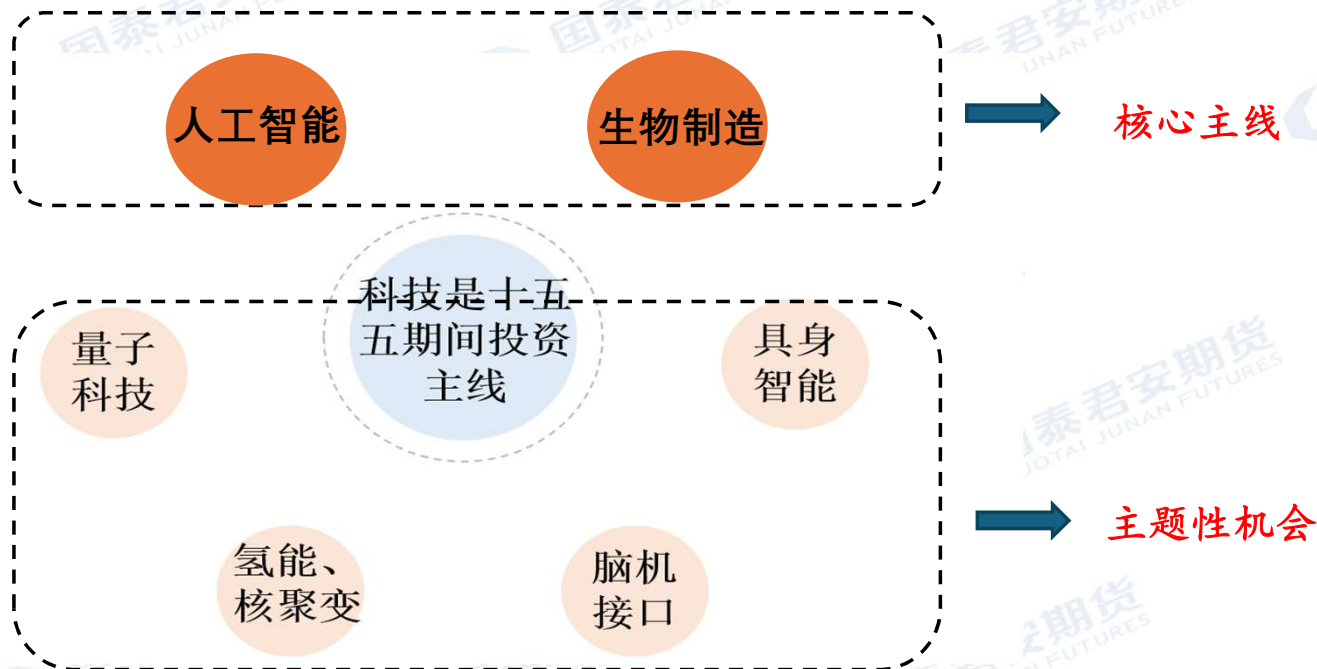
“十五五”期间将会把科技产业发展放在较为靠前的规划位置上

关键词	第四次全体会议公报	第三次全体会议公报	差值
安全	15	16	-1
科技	10	4	6
产业	9	2	7
创新	8	7	1
民生	8	6	2
改革	8	53	-45
消费	4	0	4
开放	4	12	-8
新质生产力	2	2	0
债务	1	1	0
房地产	1	1	0
金融	0	3	-3

- ◆ **十五五规划三条重要主线：（1）国家安全；（2）科技自强自立和产业创新；（3）惠民生&促消费**
- ◆ 四中全会公报中，安全（被提及15次）、科技（10次）、产业（9次）、创新（8次）、民生（8次）、改革（8次）被重复最多次。相较三中全会，科技和产业被提及的频率提升最为显著，暗指“十五五规划”或将会把科技和产业维度放在较为靠前的规划位置上。

权益市场：“十五五”期间重点把握哪些方向的投资机会？

“科技”是十五五期间投资主线

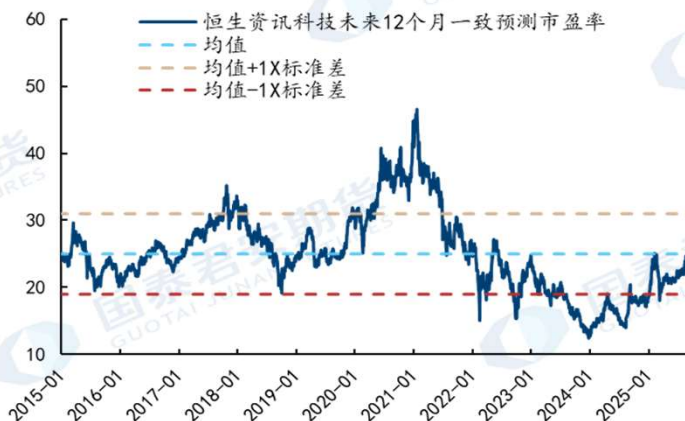


- ◆ **首先，需要明确“十五五期间”科技依旧是市场主线：** 国家安全+科技自强自立和产业创新均指向自主可控和国产替代将会是“十五五期间”的政策重点，战略新兴行业是需要重点把握的投资机会——人工智能与生物制造等产业趋势逐步明朗的领域依然是市场的核心主线；同时，十五五规划建议中提到要培育壮大新兴产业和未来产业，新兴产业包括新能源、新材料、航空航天、低空经济；未来产业包括量子科技、氢能和核聚变能、脑机接口、具身智能、第六代移动通信等前沿赛道，以上也将成为需要重点关注的主题性机会。
- ◆ 此外，全会延续坚持扩内需为战略基点，强调“惠民生和促消费、投资于物和投资于人紧密结合”，大力提振消费，扩大有效投资，增强内循环内生动力，同时改善民生和推进共同富裕相较于“十四五”规划中的位置进一步提前，部分**新消费赛道**也值得重点关注。

资料来源：十五五规划建议，国泰君安期货研究

权益市场：当前中资股估值尚处于合理区间

远期PE层面：当前中资股估值尚处于合理区间，结构上而言，A股和港股科技板块估值性价比均高于大盘指数



◆ 远期PE层面：当前中资股估值尚处于合理区间；结构上而言：A股和港股科技板块估值性价比均高于大盘指数

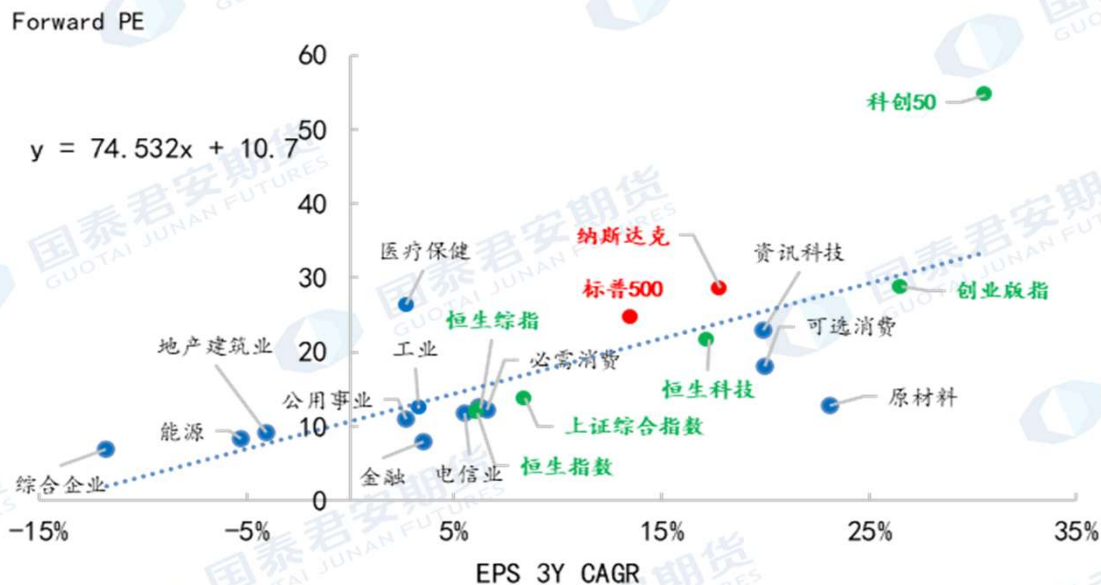
◆ A股和港股大盘指数（恒生指数/上证综指）的远期PE均行至近10年来的均值+1STD附近；

◆ A股和港股科技板块代表指数（恒生资讯科技指数/创业板指）的远期PE仅行至近10年来均值附近。

资料来源：彭博，国泰君安期货研究

权益市场：当前中资股估值尚处于合理区间

PEG层面：中国科技资产的高估值与高增速相匹配，恒生科技/恒生资讯科技/创业板指基于3年EPS复合增速测算的PEG低于纳斯达克和标普500



- ◆ PEG层面：中国科技资产的高估值与业绩高增速相匹配，恒生科技（1.3倍）/恒生资讯科技（1.2倍）/创业板指（1.1倍）基于3年EPS复合增速测算的PEG低于纳斯达克（1.6倍）和标普500（1.8倍）

◆ 经历年初DeepSeek大模型横空出世带来的情绪提振后，投资者开始系统性重估中国在关键技术领域的突围潜力。中国市场巨大的内需潜力，中长期在新一轮AI+技术革命映射下基于已有技术储备和资金优势、入局并结合现有产品矩阵有望迎来第二春。中长期而言，随着中国优质科技公司盈利能力的持续抬升，中美科技资产的估值有望持续收敛。



权益市场：AI产业链为代表的新兴产业趋势逐步明朗

A股聚焦上游算力硬件，港股聚焦中游互联网巨头/下游软件应用

产业链环节 (Layer)	细分环节 (Category)	公司 (Company)	上市地区 (Region)	Ticker
上游基础设施层	芯片	寒武纪 (Cambricon)	中国大陆	688256 CH Equity
		海光信息 (Hygon)	中国大陆	688041 CH Equity
		中芯国际 (SMIC)	中国香港	981 HK Equity
	PCB	胜宏科技	中国大陆	300476 CH Equity
	AI服务器组装	浪潮信息 (Inspur)	中国大陆	000977 CH Equity
		工业富联	中国大陆	601138 CH Equity
	网络解决方案供应商	天孚通信	中国大陆	300394 CH Equity
		中际旭创 (Innolight)	中国大陆	300308 CH Equity
		新易盛 (eOptolink)	中国大陆	300502 CH Equity
	IDC (人工智能数据中心)	数据港 (Athub)	中国大陆	603881 CH Equity
光环新网 (Sinnet)		中国大陆	300383 CH Equity	
数据层	IAAS 云	万国数据(GDS)	中国香港	9698 HK Equity
		世纪互联 (VNET)	美国	VNET US Equity
		阿里巴巴 (Alibaba)	中国香港	9988 HK Equity
		腾讯 (Tencent)	中国香港	700 HK Equity
		百度 (Baidu)	中国香港	9888 HK Equity
		金山云 (Kingsoft Cloud)	中国香港	3896 HK Equity
		中国电信 (China Telecom)	中国香港	728 HK Equity
		中国联通 (China Unicom)	中国香港	762 HK Equity
		中国移动 (China Mobile)	中国香港	941 HK Equity
		优刻得 (Ucloud)	中国大陆	688158 CH Equity
	数据标注与清洗	汇洲智能 (Huizhou Intelligence)	中国大陆	002122 CH Equity
		海天瑞声 (Haitian Ruisheng)	中国大陆	688787 CH Equity
		拓尔思 (TRS Info)	中国大陆	300229 CH Equity
		格灵深瞳 (Beijing Deep Glint)	中国大陆	688207 CH Equity
		三维天地 (SunwayWorld)	中国大陆	301159 CH Equity
		慧博云通 (Hydsoft)	中国大陆	301316 CH Equity
		博彦科技 (Beyodsoft)	中国大陆	002649 CH Equity
	行业数据服务商	法本信息 (Farben Info)	中国大陆	300925 CH Equity

资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

权益市场：AI产业链为代表的新兴产业趋势逐步明朗

A股聚焦上游算力硬件，港股聚焦中游互联网巨头/下游软件应用

产业链环节 (Layer)	细分环节 (Category)	公司 (Company)	上市地区 (Region)	Ticker
中游技术层	模型开发	阿里巴巴 (Alibaba)	中国香港	9988 HK Equity
		腾讯 (Tencent)	中国香港	700 HK Equity
		百度 (Baidu)	中国香港	9888 HK Equity
		京东 (JD)	中国香港	9618 HK Equity
中游技术层	深度学习框架	字节跳动 (Bytedance)	中国大陆	未上市
		Deepseek	中国大陆	未上市
		月之暗面 (Moonshot AI)	中国大陆	未上市
		百度 (Baidu)	中国香港	9888 HK Equity
中游技术层	垂直数据库与 RAG 工具	阿里巴巴 (Alibaba)	中国香港	9988 HK Equity
		华为 (Huawei)	中国大陆	未上市
		旷视 (Megvii)	中国大陆	未上市
		阿里巴巴 (Alibaba)	香港	BABA US Equity
下游应用层	编排/提示/模型服务	百度 (Baidu)	香港	BIDU US Equity
		阿里巴巴 (Alibaba)	中国香港	9888 HK Equity
		腾讯 (Tencent)	中国香港	9988 HK Equity
		腾讯 (Tencent)	中国香港	700 HK Equity
下游应用层	AI+传媒（游戏/影音/教育/金融）	腾讯 (Tencent)	中国香港	9888 HK Equity
		网易 (NetEase)	中国香港	9999 HK Equity
		快手 (Kwai)	中国香港	1024 HK Equity
		哔哩哔哩 (bilibili)	中国香港	9626 HK Equity
下游应用层	AI+软件（Saas）	携程 (Trip.com)	中国香港	9961 HK Equity
		网易云音乐	中国香港	9988 HK Equity
		京东健康	中国香港	6618 HK Equity
		阅文集团	中国香港	772 HK Equity
下游应用层	AI+端测（AI手机/AI PC/人形机器人/AI眼镜/AI 智能驾驶）	汇量科技	中国香港	1860 HK Equity
		美图 (Meitu)	中国香港	1357 HK Equity
		汽车之家 (Autohome)	中国香港	2518 HK Equity
		金山软件	中国香港	3888 HK Equity
下游应用层	AI+端测（AI手机/AI PC/人形机器人/AI眼镜/AI 智能驾驶）	金蝶国际	中国香港	268 HK Equity
		第四范式 (Fourth Paradigm)	中国香港	6682 HK Equity
		迈富时	中国香港	2556 HK Equity
		小米	中国香港	1810 HK Equity
下游应用层	AI+端测（AI手机/AI PC/人形机器人/AI眼镜/AI 智能驾驶）	联想	中国香港	0992 HK Equity
		优必选	中国香港	9880 HK Equity
		地平线机器人	中国香港	9660 HK Equity

资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

权益市场：AI产业链为代表的新兴产业趋势逐步明朗

中资股AI产业链业绩兑现路径：算力芯片→基础设施大厂IaaS→应用端软件/传媒（Diluted EPS增速）

产业链	Ticker	2025/6/30	2025/3/31	2024/12/31	2024/9/30	2024/6/30	2024/3/31	2023/12/31	2023/9/30	2023/6/30	2023/3/31	23Q1-至今涨跌幅（%）
芯片	寒武纪	324.0%	246.1%	773.5%	18.5%	-4.9%	9.3%	86.2%	21.4%	17.0%	11.4%	2,705
	海光信息	21.0%	75.2%	11.6%	199.5%	28.8%	21.2%	125.2%	18.3%	16.3%	45.0%	528
	中芯国际	-16.5%	122.1%	-50.1%	86.4%	-58.9%	-67.3%	-54.4%	-82.7%	-11.0%	-43.1%	395
PCB	胜宏科技	374.0%	330.8%	337.0%	31.4%	17.2%	72.7%	-40.2%	28.3%	-51.7%	-	2,584
光模块	中际旭创	96.9%	59.1%	46.2%	105.5%	239.8%	301.5%	107.5%	87.1%	34.1%	14.8%	2,546
	新易盛	335.9%	383.9%	346.9%	462.3%	195.3%	203.4%	82.2%	-53.7%	-17.9%	-23.2%	3,257
AI服务器代工	工业富联	54.4%	13.0%	24.5%	0.0%	-1.2%	26.7%	-14.6%	23.3%	26.9%	5.2%	751
	浪潮信息	0.0%	95.9%	17.3%	51.6%	323.5%	26.4%	43.1%	-11.9%	-87.4%	-44.4%	221
液冷	英维克	35.9%	-23.3%	-44.7%	41.2%	85.8%	160.9%	14.3%	89.1%	59.7%	108.8%	425
基础设施平台	数据港	15.8%	20.3%	116.9%	6.2%	12.2%	-1.0%	47.9%	-20.2%	41.4%	217.8%	213
	阿里巴巴	-6.2%	32.2%	-34.9%	0.9%	-24.8%	-1.5%	15.9%	34.1%	96.3%	-11.9%	112
	百度	-39.3%	-7.0%	74.4%	-22.2%	-4.4%	19.1%	-20.4%	38.8%	56.6%	81.6%	12
	腾讯	14.3%	13.9%	45.3%	44.6%	81.2%	61.3%	101.2%	101.5%	62.0%	379.7%	112
软件	金山软件	35.7%	0.0%	134.8%	1350.0%	600.0%	50.0%	382.7%	100.5%	136.4%	133.3%	26
	金蝶国际	62.3%	-	-55.0%	-	8.2%	-	340.2%	-	30.9%	-	-14
	迈富时	108.4%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-17
	第四范式	52.3%	-	73.4%	-	-	-	-	-	-	-	-6
传媒	网易	25.8%	40.2%	38.1%	-23.0%	-18.0%	14.6%	66.7%	50.7%	75.4%	20.0%	114
	网易云音乐	130.4%	-	70.1%	-	179.2%	-	122.4%	-	-87.8%	-	223
	快手	35.7%	-2.9%	-7.8%	58.7%	141.6%	534.3%	48.8%	167.6%	146.9%	83.9%	8
	哔哩哔哩	141.6%	105.2%	113.5%	92.2%	57.2%	36.5%	59.9%	40.7%	42.8%	41.8%	23
	美图	-1.4%	-	35.8%	-	809.9%	-	494.3%	-	179.8%	-	588
	京东健康	-6.2%	-	268.0%	-	27.9%	-	140.2%	-	583.8%	-	-12
	汇量科技	107.8%	-	63.0%	-	240.5%	-	150.6%	-	125.1%	-	346
	阅文集团	-29.6%	-	-240.2%	-	98.9%	-	6.8%	-	-18.9%	-	36

- ◆ 从中资股AI产业链的业绩兑现路径来看，基本也遵循：算力芯片→基础设施大厂IaaS→应用端软件/传媒
- ◆ 上游算力层来看：业绩率先兑现的是外需主导的A股光模块/PCB/服务器代工等→内需主导的GPU/芯片制造→AI基础设施平台
- ◆ 应用层来看：AI产品付费意愿相对滞后，应用层多数领域变现商业模式仍在验证途中。B端SaaS营收整体开始稳步增长（金蝶/富时迈/第四范式）；C端则分化较大：广告营销（汇量科技）/图片编辑（美图）目前是商业化最为迅速的领域

资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

权益市场：AI产业链上游部分优势环节已经实现戴维斯双击

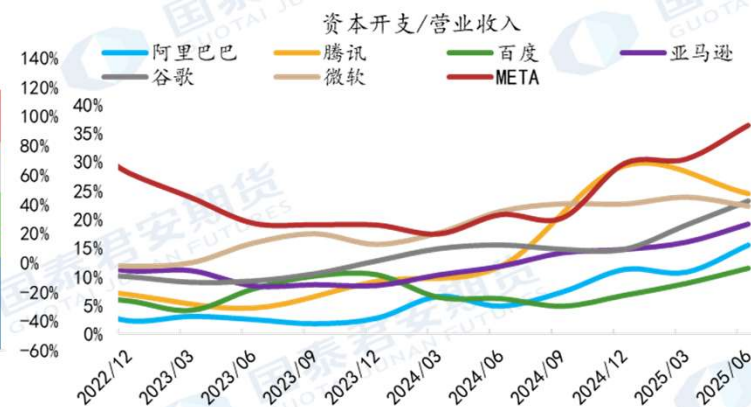
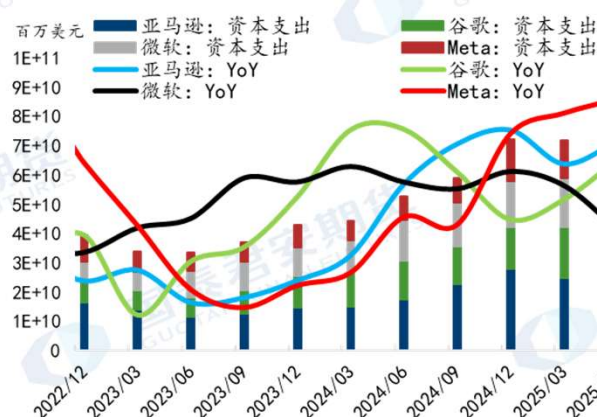
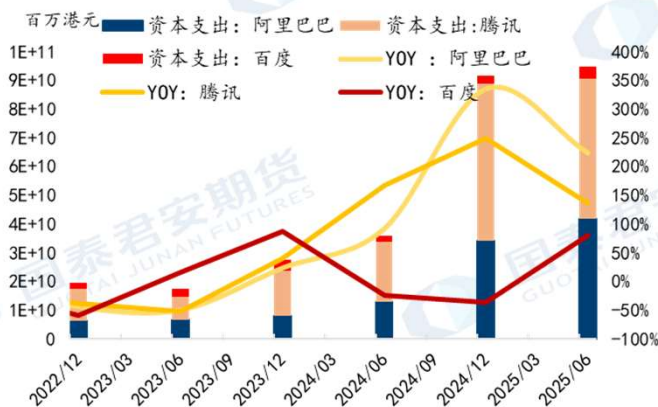
受益于全球AI算力需求的爆发式增长，A股AI产业链部分优势环节（PCB/光模块/服务器组装环节）在EPS的驱动实现股价的显著增长



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

权益市场：大厂资本开支仍在扩张，AI产业链景气度有望持续攀升

中美云服务商资本开支的投入仍在持续攀升



- ◆ 向后展望，中资股AI产业链首要推荐上游硬件基础设施（A股的AI芯片、存储、PCB、光模块、服务器+港股互联网IaaS平台）+下游（应用：短视频/游戏+端侧：机器人）
- ◆ （1）上游核心硬件基础设施环节将率先受益于资本开支增加，市场需求激增与产能扩张形成正向循环，外需主导的A股PCB/光模块/服务器板块业绩确定性相对大于内需主导的部分环节。
- ◆ （2）AI产品付费意愿相对滞后，下游应用层多数领域变现商业模式仍在验证途中。当前国内AI应用层整体行情走势弱于上游算力板块，更多为爆款个股结构性的机会。整体而言，后续潜在利好的催化下，我们看好AI行情向下游软件+传媒板块的扩散机会：DeepSeek时刻复现（涌现新的重磅模型）；算力成本进一步下降；支撑性的政策利好等。

权益市场：创新药为代表的新兴产业趋势逐步明朗

营收同比增速：创新药板块已经开始释放业绩

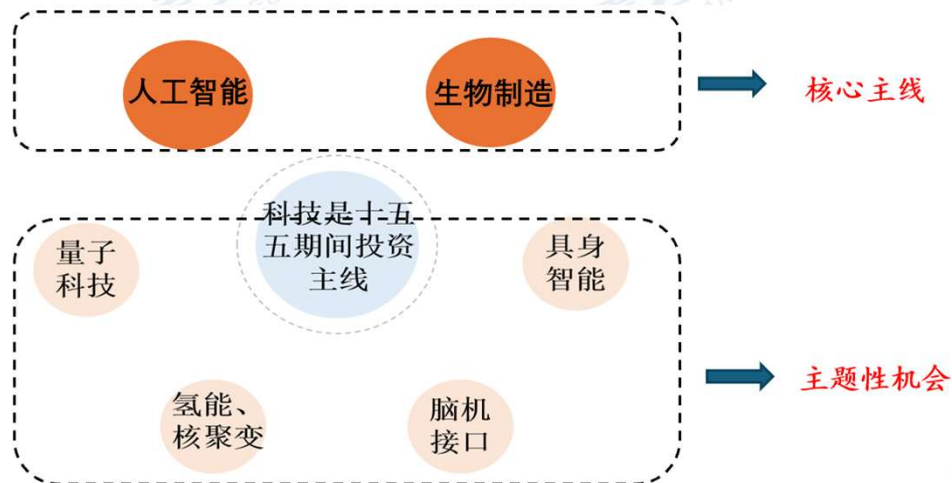
分类	Ticker	2025/6/30	2025/3/31	2024/12/31	2024/9/30	2024/6/30	2024/3/31	2023/12/31	2023/9/30	2023/6/30	2023/3/31
创新药	百济神州	41.3%	49.1%	75.9%	27.8%	55.7%	66.1%	66.7%	100.9%	74.1%	46.7%
	信达生物	49.4%	-	56.4%	-	40.2%	-	45.5%	-	13.0%	-
	康方生物	36.6%	-	29.7%	-	-73.3%	-	21.1%	-	2010.9%	-
	荣昌生物	39.1%	56.4%	61.6%	35.6%	56.4%	86.6%	52.4%	49.2%	19.6%	4.3%
	诺诚健华	38.0%	126.0%	54.5%	75.3%	30.4%	-16.8%	7.7%	-23.0%	39.7%	48.0%
	再鼎医药	9.2%	21.6%	64.8%	47.3%	45.5%	38.5%	5.1%	19.9%	42.8%	35.0%
	君实生物	64.8%	29.2%	30.8%	54.3%	-5.5%	41.8%	116.0%	9.6%	23.4%	-62.3%
传统药	翰森制药	13.3%	-	3.2%	-	38.2%	-	8.7%	-	-4.7%	-
	中国生物制药	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	石药集团	-14.3%	-23.2%	-16.9%	-17.1%	-12.1%	6.0%	0.3%	-7.0%	-2.3%	-4.8%
CXO	药明康德	20.4%	18.9%	6.5%	-1.2%	-9.7%	-15.4%	-3.0%	-5.5%	0.6%	-1.5%
	泰格医药	-0.7%	-7.4%	-11.7%	-11.2%	-13.9%	-12.6%	1.6%	0.9%	1.1%	-7.6%
	康龙化成	14.0%	14.0%	15.8%	10.9%	-2.8%	-6.8%	2.3%	-0.6%	8.5%	20.6%
	凯莱英	27.0%	8.2%	15.1%	-17.5%	-47.1%	-40.9%	-41.9%	-40.1%	-25.0%	1.6%

- ◆ 2021 年医药牛市驱动力是 PD-1 为代表的创新药国内商业化，本轮创新药牛市的驱动力是出海 BD。
- ◆ 从“本土商业化”走向“出海”，是推动创新药板块实现跃升的关键动力。本土市场依托国内医保支付体系和庞大患者群体维持增长，而出海则通过对接全球市场容量及欧美创新药高价体系，突破国内收入天花板、显著提升产品的商业价值。目前，恒生生物科技等创新药指数相较2021年高点仍有约40%的回升空间，预示着板块未来具备可观的增长潜力。

资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

权益市场：四中全会定调改善权益风偏，中资股维持杠铃策略

“科技”是十五五期间投资主线



- ◆ 本周消息面上，中资股权益市场风险偏好在逐步改善：一方面，四中全会进一步肯定“科技”和“产业”的重要性，“十五五规划”将会把科技和产业发展放在较为靠前的战略发展位次；另一方面，上周日上午，据彭博消息，美国贸易代表称中美就即将举行的领导人峰会达成了非常成功的框架，释放更近一步TACO的信号。
- ◆ 短期而言，财报季可能阶段性加大中资股市场的波动，节奏上TACO交易可以“分批次”逢低建仓，结构上以科技资产为主（AI产业链/创新药/自主可控），赔率性价比更高的恒生科技为港股首推方向。
- ◆ 中期来看，中资股仍然维持杠铃策略：（1）A股，更适合进攻：科技题材（AI产业链+创新药等产业趋势逐步明朗的领域依然是市场的核心主线；新兴产业包括新能源、新材料、航空航天、低空经济；未来产业包括量子科技、氢能和核聚变能、脑机接口、具身智能、第六代移动通信等前沿赛道，以上也将成为需要重点关注的主题性机会）+反内卷（行业集中度提升、龙头利润改善）；港股，更适合防守：港股互联网+新消费+创新药+银行、大金融（红利）。（2）“哑铃策略”的跨境选择——**A股自主创新科技题材+“反内卷”行业龙头+创新药做进攻策略，以港股“价值科技”+红利做防御和配置策略。**

资料来源：十五五规划建议，国泰君安期货研究

国泰君安期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格（证监许可[2011]1449号）。

本报告的观点和信息仅供本公司的专业投资者参考，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本报告不构成具体业务的推介，亦不应被视为任何投资、法律、会计或税务建议，且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。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，力求报告内容独立、客观、公正。本报告仅反映作者的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表本公司或任何其附属或联营公司的立场，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，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，对此本公司可不发出特别通知。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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，并注明出处为“国泰君安期货研究”，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他个人或机构（以下简称“该个人或机构”）发送本报告，则由该个人或机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该个人或机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该个人或机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该个人或机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为国君期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记，未经国君期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

THANK YOU
FOR WATCHING