

2025 年 10 月 26 日

三季报当前的亮点，集中在科技和反内卷

策略研究团队

——投资策略周报

韦冀星（分析师）

weijixing@kysec.cn

证书编号：S0790524030002

简宇涵（分析师）

jianyuhuan@kysec.cn

证书编号：S0790525050005

● 坚定牛市信心，双轮驱动下，科技为先，PPI 交易为辅

市场回调后，我们对于指数的长期突破仍维持乐观判断：①要坚定牛市信心，降低斜率预期。前期市场已快速完成估值修复，接下来盈利才是胜负手。②市场结构呈现【双轮驱动】，科技为先，PPI 交易为辅。③坚守科技，短期和长期，目前尚不具备高低切条件。四中全会进一步肯定“产业”与“科技”的重要性，意味着“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。④虽然市场进行全面高低切的窗口尚未到来，但我们认为科技内部需要关注高低切，关注：电池、电网、消费电子、游戏、军工、互联网。

● 政策再次加码科技：推动科技创新向产业落地靠拢

四中全会系统谋划布局“十五五”经济社会发展，具有里程碑意义。对比三中全会，四中全会的公报里，“产业”和“科技”提及频次大幅上行，中央进一步肯定“产业”与“科技”的重要性，意味着“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。在规划纲要架构上，“十五五”延续十二大任务框架，但顺序发生变化，关于“产业”放在“科技”前，其核心目的是推动科技创新的大规模落地与产业转化，而非让科技创新独立成体系。

● 三季报当前的亮点，集中在科技和反内卷

综合考虑已披露业绩公司（指已公布业绩、业绩预告或业绩快报），目前全 A 披露率 20.8%。行业层面，仅根据已披露净利润，科技内电子、传媒表现突出，反内卷下钢铁、建筑材料、有色金属、电力设备盈利能力持续回升，非银金融、国防军工表现优异。个股层面，选取大市值公司为参考：科技内部，受益于 AI 浪潮，大部分公司三季度表现出色，例如，寒武纪、海光信息、生益电子等；反内卷板块，部分公司盈利能力持续回暖，例如宁德时代、紫金矿业、洛阳钼业等。

● 对接下来行情的启示

四中全会后，配置的核心思路及交易上应注意：（1）市场双轮驱动，科技为先，PPI 交易为辅；（2）坚守科技，短期和长期，目前尚不具备高低切条件；（3）前期市场已快速完成估值修复，接下来盈利才是胜负手。

行业配置“4+1”建议：（1）科技成长+自主可控+军工：AI 硬件、半导体、机器人、游戏、AI 应用、港股互联网、军工，此外关注与指数共振度较高的金融科技与券商板块。（2）受益于“PPI 边际改善预期+部分低位补涨”的顺周期品种扩散：有色金属、化工、钢铁、建材有望受益，保险、白酒、地产或存估值修复机会。

（3）具备反内卷弹性、更“广谱”方向：本轮反内卷的范围已超越传统周期品，光伏、锂电、工程机械、医疗、港股恒生互联网等部分制造与成长方向同样具备中期潜力。（4）出海结构性机会：中欧贸易关系缓和（对欧洲出口占比高品种：汽车风电等）及小品类出海。（5）底仓配置：稳定型红利、黄金、优化的高股息。

● 风险提示：宏观政策超预期变动加快复苏进程；地缘政治恶化风险；产业政策发生变化的风险。

相关研究报告

《从关键词的变化学习四中全会公报——投资策略点评》-2025.10.23

《纠结期或并不长，发令枪响或再突破——投资策略周报》-2025.10.19

《关税再起波折，我自巍然不动——投资策略点评》-2025.10.11

目 录

1、 坚定牛市信心，双轮驱动下，科技为先，PPI 交易为辅.....	3
2、 政策加码科技：推动科技创新走向产业落地.....	4
3、 三季报当前的亮点，集中在科技和反内卷.....	6
4、 对接下来行情的启示	8
5、 风险提示	8

图表目录

图 1： TMT 板块相对全 A 的盈利增速二季度（Wind 一致预期）占优.....	3
图 2： TMT 成交额占比超过 40%后科技品种容易迎来短期调整	3
图 3： 四中全会公报中，安全、产业、科技、创新、民生被重复最多次（次）	4
图 4： 仅加总已披露业绩公司，钢铁、建筑材料、综合等行业 Q3 净利润累计增速排名靠前	6
图 5： 仅加总已披露业绩公司，钢铁、国防军工、综合等行业 Q3 单季度净利润增速排名靠前	6
图 6： 科技板块内，按市值大小排序，以下公司三季度业绩亮眼.....	7
图 7： 反内卷板块内，按市值大小排序，以下公司三季度业绩亮眼.....	7

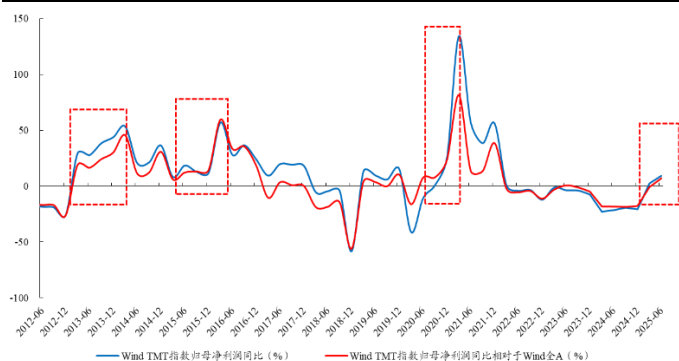
1、坚定牛市信心，双轮驱动下，科技为先，PPI 交易为辅

市场回调后，我们对于指数的长期突破仍维持乐观判断：①要坚定牛市信心，降低斜率预期。前期市场已快速完成估值修复，接下来盈利才是胜负手。②市场结构呈现【**双轮驱动**】，**科技为先，PPI 交易为辅**。③**坚守科技，短期和长期，目前尚不具备高低切条件**。四中全会进一步肯定“产业”与“科技”的重要性，意味着“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。④虽然市场进行全面高低切的窗口尚未到来，但我们认为科技内部需要关注高低切，关注：电池、电网、消费电子、游戏、军工、互联网。

(1) 坚守科技，高低切的时机尚未到来

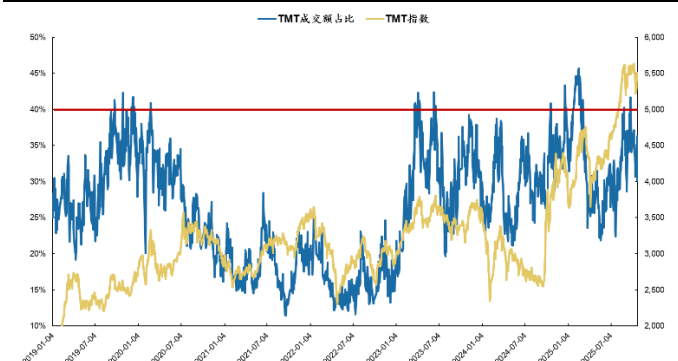
我们于 2025 年 9 月 20 日发布的报告《坚持科技，高低切的时机尚未到来》中指出，短期和长期，目前尚不具备高低切条件。①短期来看，科技高低切的一个重要指标是 TMT 成交额占比超过 40%。②中长期来看，相对盈利优势的变化是中长期风格高低切的充分条件。重点观察：地产是否触底乃至反弹；A 股盈利是否具备 V 型反转的改善预期。目前，短期和中长期条件均不具备。

图1：TMT 板块相对全 A 的盈利增速二季度（Wind 一致预期）占优



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：TMT 成交额占比超过 40%后科技品种容易迎来短期调整



数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 科技为先，把握科技内部高低切

此前，我们多篇报告一直明确：科技板块内，如果有投资者相对畏高，高低切机会可重点关注游戏、传媒、互联网、消费电子、电池等品种。市场均如期演绎，游戏、互联网、消费电子、电池轮番上涨。

临近三季度财报披露期，科技内部高低切需考虑业绩释放对估值带来的变化。超预期业绩将大幅消化高估值，对应板块或成为科技内高低切的潜在目标，估值存在进一步提升的空间。

2、政策加码科技：推动科技创新走向产业落地

四中全会系统谋划布局“十五五”经济社会发展，具有里程碑意义。对比三中全会的公报内容，四中全会进一步肯定“产业”与“科技”的重要性，意味着“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。在规划纲要架构上，“十五五”延续十二大任务框架，但顺序发生变化，关于“产业”，放在科技前，其核心目的是推动科技创新的大规模落地与产业转化，而非让科技创新独立成体系。

(1) 四中全会：安全、产业、科技、创新、民生被反复提及

四中全会公报中，安全（被提及 15 次，下同）、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；作为对比，三中全会公报当中被提及次数最多的关键词为：改革（53 次）、安全（16 次）、开放（11 次）、创新（7 次）、民生（6 次）。但需要注意的是，两次会议公报并不适合进行完全的平行对比：三中全会往往更重视改革议题，而四中全会则更重视下一个五年规划的具体方向和落地。因此在学习四中全会公报的过程当中，需要结合四中全会公报的关键词频次以及与三中全会公报的关键词频次进行比较。

图3：四中全会公报中，安全、产业、科技、创新、民生被重复最多次（次）

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

数据来源：中国政府网、开源证券研究所

(2) “产业”和“科技”提及频次大幅上行

具体表述上，四中公报当中的“加快高水平科技自立自强”、“抓住新一轮科技革命和产业变革历史机遇”等类似表述均能够在过往的表述中找到。我们认为，这意味着“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，自主可控和国产替代预计将会是“十五五规划”当中的政策重点。在规划纲要架构上，“十五五”延续十二大任务框架，但顺序发生变化，关于“产业”，放在科技前，其核心目的是推动科技创新的大规模落地与产业转化，而非让科技创新独立成体系。

(3) “消费”提及的次数明显提升，尤其是在三中全会公报当中并未提及的背景下。对于消费和扩大内需方面，四中公报提到“以新需求引领新供给，以新供给创造新需求，促进消费和投资、供给和需求良性互动”。我们认为这样的表述不仅仅是在强调消费，更需要把“创新”和“消费”结合在一起看。

(4) 民生方面，本次公报当中将“加大欠薪整治力度”提级至中央全会公报级别的表述。

(5) 对房地产的着墨较小，关注点从“化解风险”转变至“高质量发展”。四中全会公报对房地产的表述是“推动房地产高质量发展”，而三中全会公报当中的表述则是“落实好防范化解房地产、地方政府债务……等重点领域风险”。

(6) “坚决破除阻碍全国统一大市场建设卡点堵点”是较新的表述，我们认为这涉及了反内卷和财税改革两个维度，或将在“十五五规划”有更详细阐述。

3、三季报当前的亮点，集中在科技和反内卷

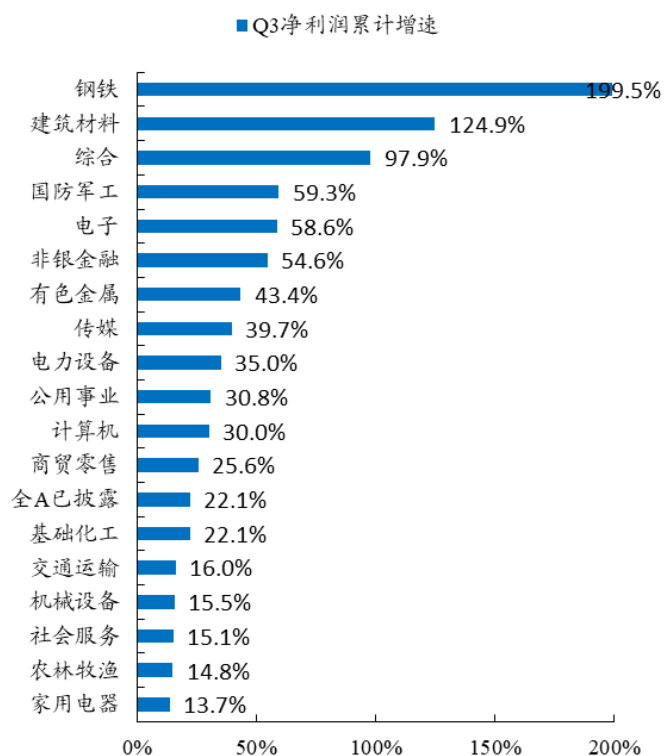
临近三季报披露，综合考虑已披露业绩公司（指已公布业绩、业绩预告或业绩快报，下同），目前全 A 披露率 20.8%。加总全 A 已公布的业绩数据，净利润累计增速达 22.11%，单三季度净利润增速达 38.42%。

注：公司业绩预告数据统一取上限与下限的平均值。

（1）仅根据已披露业绩，科技内电子、传媒表现突出，反内卷下钢铁、建筑材料、有色金属、电力设备盈利回升，非银金融表现优异

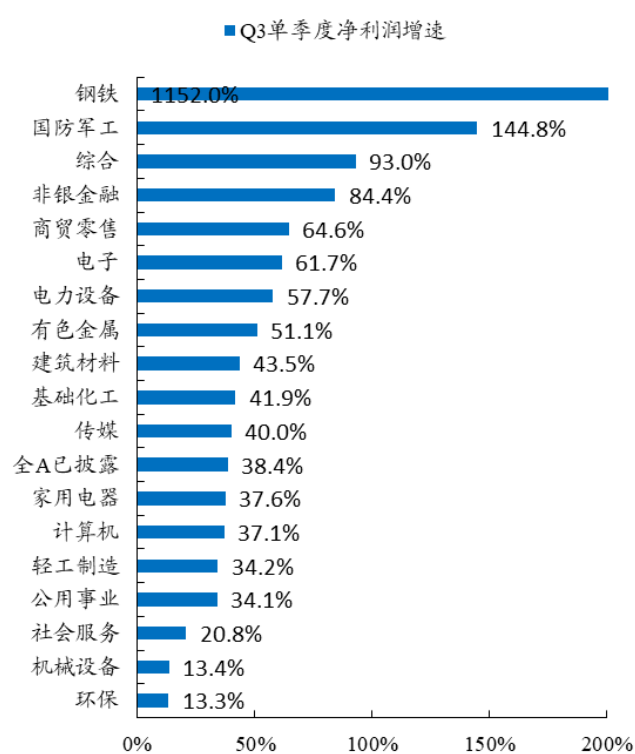
仅加总已披露业绩的公司，三季度净利润累计增速排名靠前的行业包括钢铁、建筑材料、综合、国防军工、电子、非银金融、有色金属、传媒、电力设备、公用事业、计算机；单三季度净利润增速，钢铁、国防军工、综合、非银金融、商贸零售、电子、电力设备排名靠前。

图4：仅加总已披露业绩公司，钢铁、建筑材料、综合等行业 Q3 净利润累计增速排名靠前



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：仅加总已披露业绩公司，钢铁、国防军工、综合等行业 Q3 单季度净利润增速排名靠前



数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 根据已披露数据，科技板块内大部分大市值的公司三季度业绩表现出色

仅考虑已披露业绩的公司，选取市值较大的公司为参考，科技板块内大部分公司三季度业绩表现出色，例如寒武纪、海光信息、科大讯飞、生益电子等。国内科技公司，受益于 AI 浪潮，业绩增速呈现大幅提升。

图6：科技板块内，按市值大小排序，以下公司三季度业绩亮眼

股票代码	股票简称	Q3营收累计增速	Q2营收累计增速	Q3归母净利润累计增速	Q2归母净利润累计增速
688256.SH	寒武纪	2386.4%	4347.8%	321.5%	295.8%
688041.SH	海光信息	54.6%	45.2%	28.6%	40.8%
002475.SZ	立讯精密	0.0%	20.2%	22.5%	23.1%
002415.SZ	海康威视	1.2%	1.5%	14.9%	11.7%
300033.SZ	同花顺	39.7%	28.1%	85.3%	38.3%
603019.SH	中科曙光	9.5%	2.4%	24.1%	29.4%
600183.SH	生益科技	0.0%	31.7%	77.8%	53.0%
002384.SZ	东山精密	2.3%	2.0%	14.6%	35.2%
002230.SZ	科大讯飞	14.4%	17.0%	80.6%	40.4%
002241.SZ	歌尔股份	-2.2%	-7.0%	10.3%	15.7%
002600.SZ	领益智造	0.0%	23.4%	42.7%	35.9%
300803.SZ	指南针	61.8%	59.2%	205.5%	391.2%
603893.SH	瑞芯微	0.0%	63.9%	121.8%	190.6%
688183.SH	生益电子	114.6%	91.0%	497.2%	452.1%
600584.SH	长电科技	14.8%	20.1%	-11.4%	-24.0%
002236.SZ	大华股份	2.1%	2.1%	38.9%	36.8%
300475.SZ	香农芯创	59.9%	119.4%	-1.4%	1.0%
300604.SZ	长川科技	0.0%	41.8%	138.4%	98.7%

数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) 根据已披露数据，反内卷板块内部分公司盈利能力持续回暖

仅考虑已披露业绩的公司，选取市值较大公司，反内卷板块内部分公司三季度盈利能力持续回暖，例如宁德时代、紫金矿业、洛阳钼业、宝丰能源等。

图7：反内卷板块内，按市值大小排序，以下公司三季度业绩亮眼

股票代码	股票简称	Q3营收累计增速	Q2营收累计增速	Q3归母净利润累计增速	Q2归母净利润累计增速
300750.SZ	宁德时代	9.3%	7.3%	36.2%	33.3%
601088.SH	中国神华	-16.0%	-18.3%	-15.2%	-12.0%
601899.SH	紫金矿业	10.3%	11.5%	55.4%	54.4%
603993.SH	洛阳钼业	-6.0%	-7.8%	72.6%	60.1%
600309.SH	万华化学	-2.3%	-6.4%	-17.5%	-25.1%
600111.SH	北方稀土	0.0%	45.2%	279.9%	1951.5%
300014.SZ	亿纬锂能	32.2%	30.1%	-11.7%	-24.9%
600547.SH	山东黄金	0.0%	24.0%	91.2%	103.0%
600989.SH	宝丰能源	46.4%	35.0%	97.3%	73.0%
000792.SZ	盐湖股份	6.3%	-6.3%	43.3%	13.7%
300498.SZ	温氏股份	0.5%	5.9%	-18.0%	159.1%
603799.SH	华友钴业	29.6%	23.8%	39.6%	62.3%
600438.SH	通威股份	-5.4%	-7.5%	-32.6%	-58.3%
002311.SZ	海大集团	13.2%	12.5%	14.3%	24.2%
600160.SH	巨化股份	13.9%	10.4%	158.3%	147.0%
002028.SZ	思源电气	32.9%	37.8%	46.9%	45.7%
000408.SZ	藏格矿业	3.3%	-4.7%	47.3%	38.8%
000807.SZ	云铝股份	12.5%	18.0%	15.1%	9.9%

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、对接下来行情的启示

四中全会后，交易和配置上应注意：

- (1) 市场双轮驱动，科技为先，PPI 交易为辅；
- (2) 坚守科技，短期和长期，目前尚不具备高低切条件；
- (3) 前期市场已快速完成估值修复，接下来盈利才是胜负手。

具体看需要配置科技+军工+反内卷&PPI 扩散方向+稳定型红利。

行业配置“4+1”建议：

- (1) 科技成长+自主可控+军工：AI 硬件、半导体、机器人、游戏、AI 应用、港股互联网、军工（导弹、无人机、卫星、深海科技），此外关注与指数共振度较高的金融科技与券商板块。
- (2) 受益于“PPI 边际改善预期+部分低位补涨”的顺周期品种扩散：有色金属、化工、钢铁、建材有望受益，保险、白酒、地产或存估值修复机会。
- (3) 具备反内卷弹性、更“广谱”方向：本轮反内卷的范围已超越传统周期品，光伏、锂电、工程机械、医疗、港股恒生互联网等部分制造与成长方向同样具备中期潜力。
- (4) 出海结构性机会：中欧贸易关系缓和（对欧洲出口占比高品种：汽车、风电等）及小品类出海（如零食等）；
- (5) 底仓配置：稳定型红利、黄金、优化的高股息。

5、风险提示

宏观政策超预期变动加快复苏进程。

地缘政治恶化风险。

产业政策发生变化的风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn