

策略解读

再议“老登股”行情

◆ 策略研究 · 策略解读

证券分析师： 王开

021-60933132

wangkai8@guosen.com.cn

执证编码：S0980521030001

事项：

特朗普叫嚣贸易摩擦重新抬头，成为新一轮市场调整的导火索。上周 A 股主要指数全线下跌。其中，上证指数跌 1.47%，沪深 300 跌 2.22%，深证成指跌 4.99%，创业板指数跌 5.71%，中证 500 跌 5.17%，中证 800 跌 3.03%，中证 1000 跌 4.62%，上证 50 涨 0.24%。31 个申万一级行业跌多涨少，仅银行、煤炭、食品饮料、交通运输上涨，涨幅分别为 4.89%、4.17%、0.86%、0.37%；电子、传媒、汽车、通信、机械设备领跌，跌幅分别为 7.14%、6.27%、5.99%、5.92%、5.84%。四季度有望延续节前的风格切换，关注房地产、白酒消费、券商等深度价值型行业。

观点：

◆ 深度价值、成长驱动和科技引领主线的变迁规律

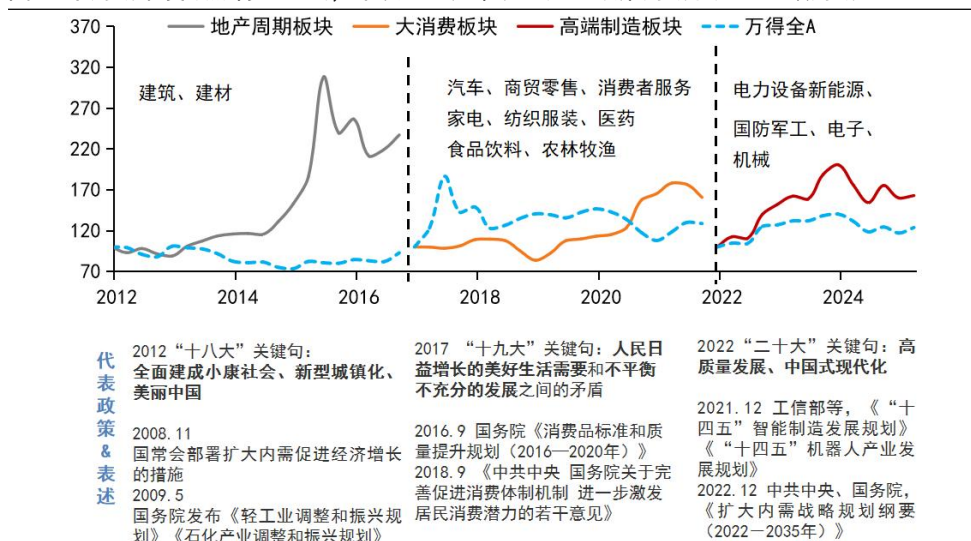
“小登股”和“中登股”在 2025 年以来持续碾压“老登股”，印证从总量经济到转型升级的叙述逻辑。市场戏称的“小登股”（科技成长与医药）、“中登股”（高端制造、军工与周期）、“老登股”（金融、消费与传统行业）在 2025 年以来表现高度分化。对这些标的贴标签的划分路径，实际上具有鲜明的时代烙印以及由此产生的投资偏好，我们更习惯将其称为“科技引领型”、“成长驱动型”和“深度价值型”。

深度价值板块的 β 在 2020 年之前集中兑现，“时代的老登股”伴随消费升级、城镇化与工业化进程。三类资产在不同时期的相对表现反映了宏观经济和产业结构的演进。（1）第一阶段（02-15 年）：成长与价值的交替，城镇化与消费升级驱动。成长驱动型与深度价值型交替占优。宏观上，中国正处于城镇化与投资拉动的黄金期，城镇化率从 2000 年的 36.2% 一路飙升至 2015 年的 56.1%，催生了庞大的基建与消费需求。这使深度价值型中的金融、地产等板块受益。同时，人均 GDP 突破 5 万元人民币，居民消费开始从“必需品”转向“可选品”，推动了以消费品为代表的成长型板块崛起。此时，科技引领型尚在萌芽阶段，表现相对平淡。

（2）第二阶段（16-20 年）：成长驱动型资产全面领跑，标志着移动互联网与新经济崛起的黄金时代。宏观上，中国经济进入“新常态”，增速换挡，但结构优化。第三产业（服务业）增加值占 GDP 比重在 2020 年达到 54.5%，超过半壁江山。产业上，移动互联网全面普及，网民规模从 2015 年的 6.88 亿跃升至 2020 年的 9.89 亿，催生了庞大的电商、社交、本地生活等新经济业态。在“房住不炒”和供给侧结构性改革的背景下，深度价值型承压；而科技引领型虽在 2019 年后因科创板的设立开始受到关注，但尚未形成全面优势。

（3）第三阶段（21 年至今）：科技引领强势崛起，硬科技与自主可控主导。科技引领型实现了惊人的超越和领跑。宏观与产业逻辑发生根本性转变，外部技术竞争压力倒逼内部“科技自立自强”。关键领域的数据凸显了这一趋势：中国半导体进口额长期高达近 4000 亿美元/年，巨大的国产替代空间推动国内产业链投资热潮；同时，新能源汽车销量从 2021 年的 352 万辆井喷至 2023 年的 949.5 万辆，中国成为全球最大的新能源市场。在人工智能领域，自 2022 年 ChatGPT 引爆全球后，国内迅速进入“百模大战”。这些硬科技产业的爆发，使得科技引领型资产的表现远远甩开了成长驱动与深度价值型。

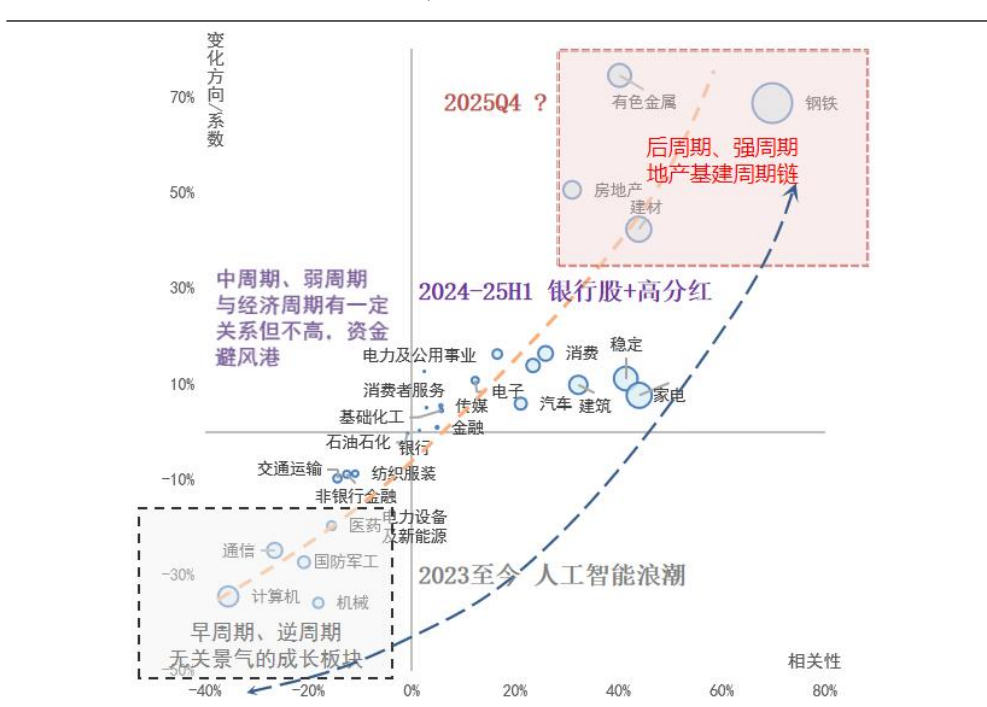
图1：中周期维度领涨行业主线，本质上还是取决于产业政策周期和产业升级周期



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

过去二十多年牛市上涨过程中，板块轮动顺序有一定规律，深度价值板块的机会通常出现在行情后期。行情初期率先启动的是早周期、逆周期和贯穿行情主线的科技成长阶段，随后是中周期、弱周期定位，具备避风港属性的红利股，最后反应的是晚周期亦是强周期的传统价值型板块，即“老登股的时代”。历史中在 2000 年 5-9 月、14Q4 和 20Q4 三个阶段都出现过从科技板块领涨到价值补涨切换的过程。在房地产为代表的传统周期演进为科技创新和先进制造引领的新周期后，深度价值股补涨的逻辑在于资金再平衡：一方面，绝对收益资金追涨了成长后需要一定价值型仓位来分散风险，估值低、股息适当、前期未涨的传统价值股是首选；另一方面，成长为业绩基准的相对收益产品，前期跑输后倾向在高成长上暴露更高敞口追超额，那么在回撤控制约束下也会增配一定价值股做对冲。

图2：历次股市启动周期轮动的顺序来看，深度价值板块“后发制人”



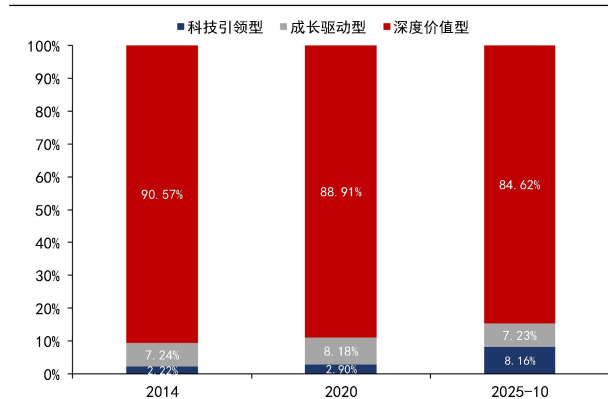
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

从指数结构变迁看“攻守异位”的时代烙印：指数的内在结构已随时代主题发生深刻变化。2014年，300成长指数的前十大成分股中有五只均为银行股，其银行业权重高达37.39%，这显示在当时城镇化与投资驱动的经济顶峰期，即便是“成长”标签也与金融地产等“老登股”高度绑定。转折发生在2020年，成长指数的领头羊变为贵州茅台（权重10.33%），前十大成分股中涌现五粮液、恒瑞医药、隆基绿能等消费、医药、新能源龙头，食品饮料取代银行成为第一权重行业（占比24.48%）。而当前（2025-10），成长指数已由宁德时代领军（权重10.42%），电力设备（占比16.00%）和电子（占比12.82%）行业占比位居前二，与2014年的银行地产形成差别，直观展现了产业重心从“旧经济”向“新经济”的转向。

当前的价值与成长之别，则深刻反映了新旧经济动能的交接与融合。300价值指数中仍以深度价值型公司作为主导，但是份额逐年压缩。虽然其核心始终由金融股主导，银行+非银金融权重从2014年的49.83%升至2025年10月的58.16%，但其成分与行业细节却悄然适应着新时代。2025年10月美的集团（权重4.38%）跃居成分股第三，家用电器行业权重达6.55%。最具象征意义的是，电子（占比2.97%）和通信（占比3.48%）行业占比显著增加。这一变化强有力地印证了深度价值板块成份的内涵是动态演化的。它并非一成不变的价值标签，而是特定时代下具备稳定现金流与高股息特征的资产集合。当部分科技制造企业步入成熟期，其财务特征便使其被纳入“深度价值”的范畴。

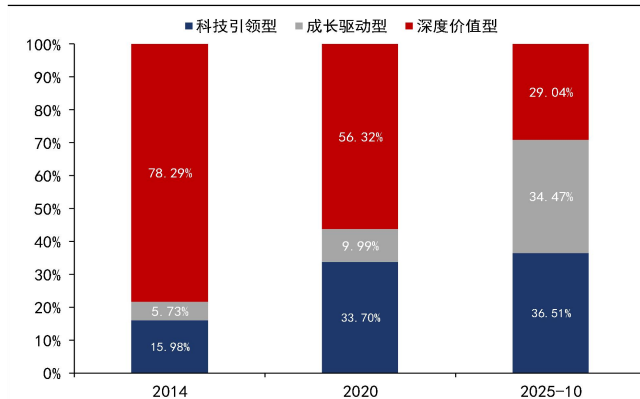
从“新中老”三代行业的在核心资产中演变历程来看，由“深度价值”一统天下到“新势力”崛起。300价值指数始终是“深度价值型”板块的压舱石，但其占比已从2014年的90.57%缓慢降至2025年10月的84.62%；与此同时，其内部的“科技引领型”成分从2.22%显著提升至8.16%，这印证了即便在传统的指数中，时代产业浪潮的渗透也已悄然发生。与之形成对比的是，300成长指数的内涵发生了根本性重塑。其“深度价值型”权重从78.29%急剧萎缩至29.04%，而代表新经济动能的“科技引领型”和“成长驱动型”权重则从2014年合计约22%飙升至2025年10月的70%以上，实现了从量变到质变的跨越。

图3：300价值指数“新中老”三大类型行业分布对比



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理，注将申万一级行业分类归并为三大风格类型，科技引领型：电子、计算机、通信、传媒、国防军工、医药生物；成长驱动型：电力设备、机械设备、环保、社会服务、美容护理、汽车、有色金属；深度价值型：银行、家用电器、纺织服饰、轻工制造、商贸零售、建筑材料、交通运输、公用事业、建筑装饰、农林牧渔、综合。下同。

图4：300成长指数“新中老”三大类型行业分布对比



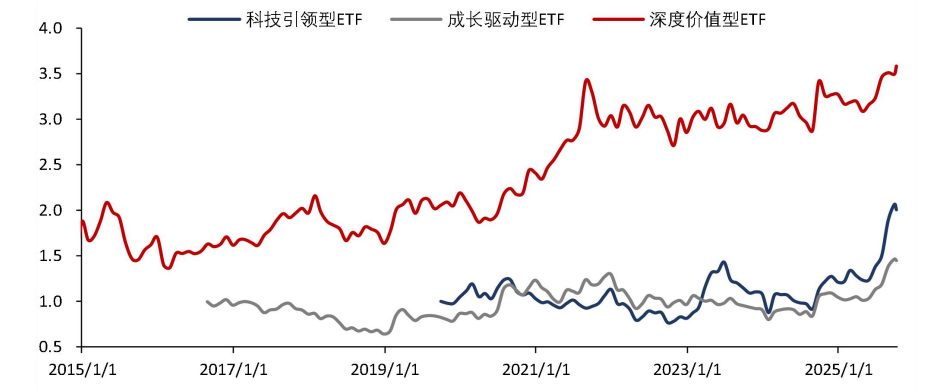
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

按照市面上已有的ETF进行贴标分类，长期趋势中体现出深度价值朝向科技引领和成长驱动的切换。深度价值型ETF在2017年至2021年间净值快速走高，2017年1月31日至2021年12月31日期间累计涨幅约29.8%；随后从2022年起走势趋于平缓，2022年全年净值2.85至2.91之间窄幅波动。相比之下，科技引领型ETF和成长驱动型ETF在2025年表现突出，特别是自4月“关税底”以来，科技引领型ETF净值整体涨幅约63.1%；成长驱动型ETF涨幅约42.8%，显示强劲上涨势头。

从历史数据来看，三类投资风格呈现出明显的轮动与分化。2003至2007年间，深度价值风格独占鳌头，期间净值飙升超过12倍。随后的2009至2013年，成长驱动与科技引领风格接棒，分别实现了约165%和128%的显著涨幅。2014至2020年则迎来了科技与成长风格的全面爆发，科技引领与成长驱动组合的净值

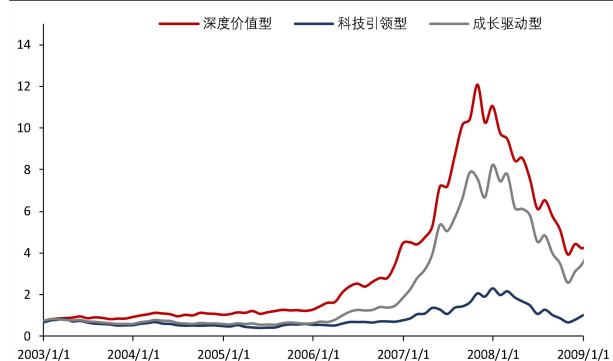
涨幅分别高达 445%和 736%。2021 年以来市场风格进一步割裂，科技引领延续强势，累计上涨近 785%，成长驱动亦有 132%的稳健增长，而深度价值风格则表现平平，仅上涨约 26%。特别值得关注的是 2025 年以来，科技与成长风格涨势加速，自 4 月底以来分别大幅走强约 178%和 73%，展现出强劲的引领势头。

图5：站在 ETF 视角，深度价值 vs 科技引领+成长驱动在 22 年行情主线交接



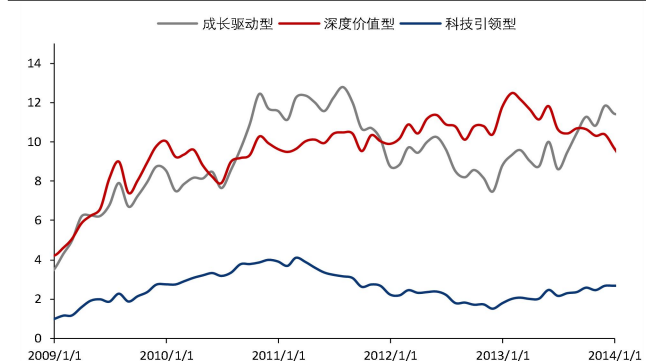
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理注：科技引领型 ETF 包括通信、创业板人工智能、半导体设备、机器人产业、游戏；成长驱动型 ETF 包括证券、军工、科创创新药、创业板新能源汽车、矿业；深度价值型 ETF 包括金融、煤炭、钢铁、基建、石油。

图6：03-08 年深度价值型板块引领



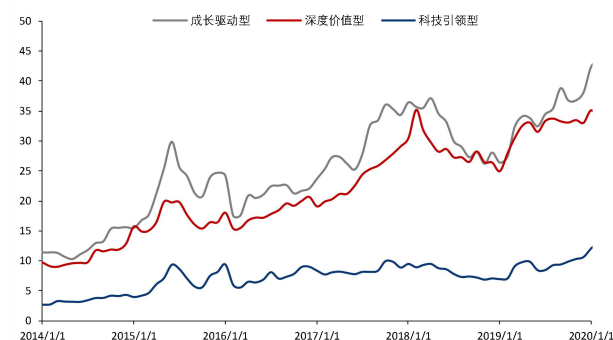
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理注：深度价值型包括农业银行、贵州茅台、中国神华、万科 A、工商银行、伊利股份、永泰能源、保利发展、招商银行、五粮液、招商蛇口；成长驱动型包括卧龙电驱、大洋电机、三花智控、中芯国际、北方稀土、洛阳钼业、中航沈飞、中航光电、紫金矿业、恒瑞医药、中国船舶、陕西煤业；科技引领型包括新易盛、工业富联、中际旭创、寒武纪、天孚通信、阳光电源、亿纬锂能、药明康德、百济神州、宁德时代。

图7：09-13 年深度价值和成长驱动交相辉映



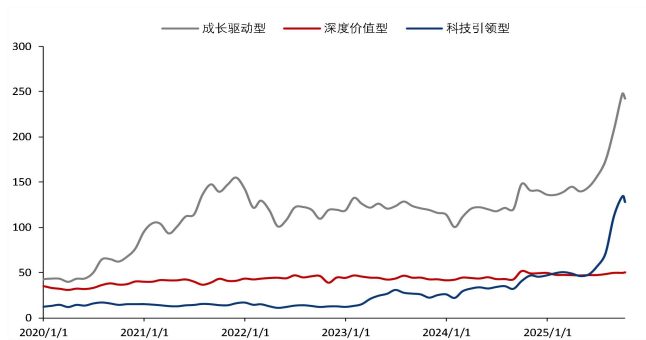
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图8：14-20 年深度价值和成长驱动双轮共振



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图9：20-21 年成长驱动领涨，25 年后成长驱动和科技引领领涨

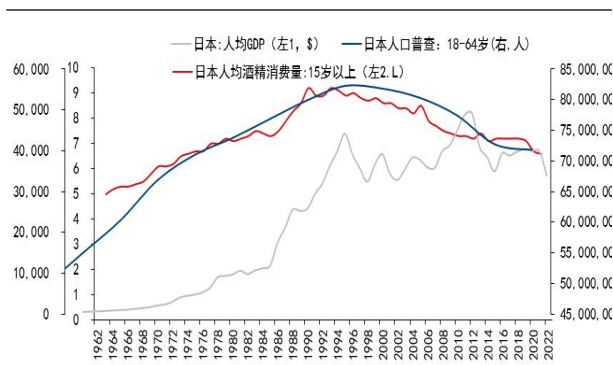


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

◆ 日本酒类股和印度、越南银行地产股的案例

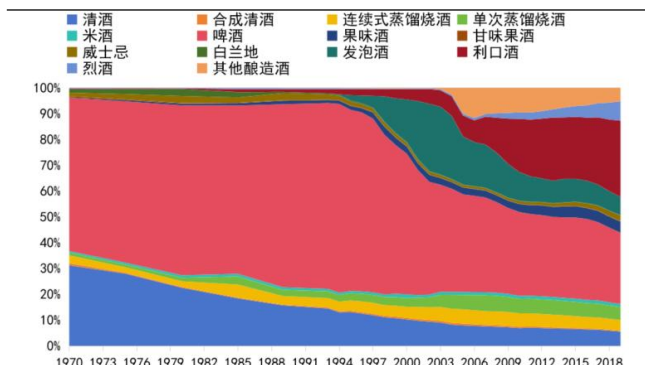
借鉴海外经验，日本的酒类消费变化历程，也体现出年龄结构带来的深度价值和高度成长间分化。日本清酒和烧酒制造商协会在 80-90 年代调查显示，老年人喜欢清酒和烧酒、中年人喜欢啤酒，青年人喜欢发泡酒和果酒等低度数酒精饮料。酒类消费偏好、消费体量并非取决于当期老年人，而是取决于该群体年轻时形成的消费习惯与路径依赖。90 年代日本酒类消费高峰以啤酒扩容为主，随后人均 GDP 和中青年人口比例回落，带来酒类消费高峰回落，近些年啤酒份额逐渐被利口酒等新型酒饮所挤占。清酒的消费份额自 70 年代起一路下滑，2000 年后啤酒的份额也被低度数酒精饮料取代，可见对清酒的消费偏好并非日本的老年人群体，而是 80 年代日本当时的老年人。如果按照利润增速、消费变化来看日本的清酒已经成为深度价值板块，但是啤酒喝低度数酒精饮料相关公司还属成长驱动型的分类。

图 10: 90 年代日本人均酒水消费和人口周期同步



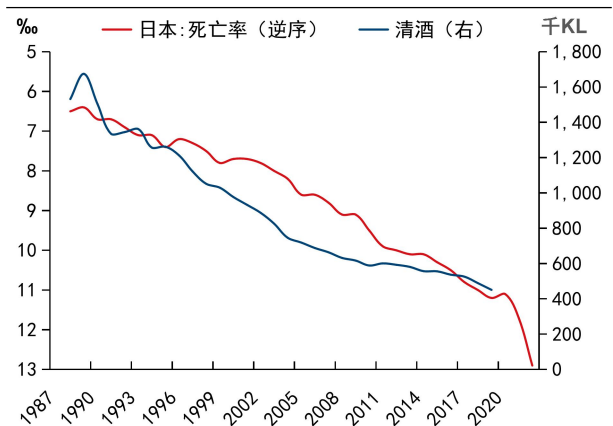
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图 11: 日本酒水消费量：清酒→啤酒→利口酒（1993-2020）



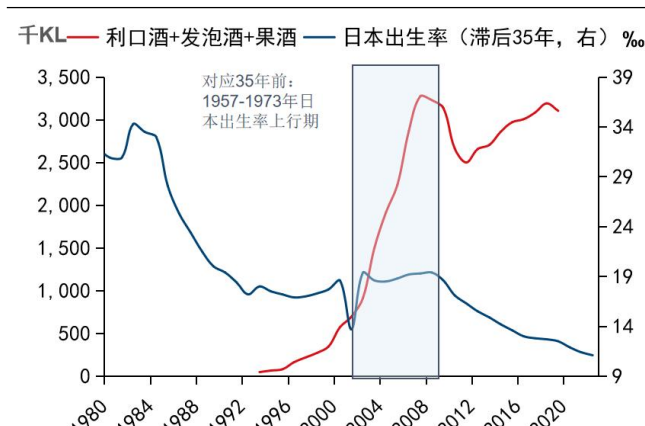
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图 12: 日本死亡率与清酒消费量的走势关系



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图 13: 日本婴儿潮人群成年后成为低度酒精饮料消费主客群

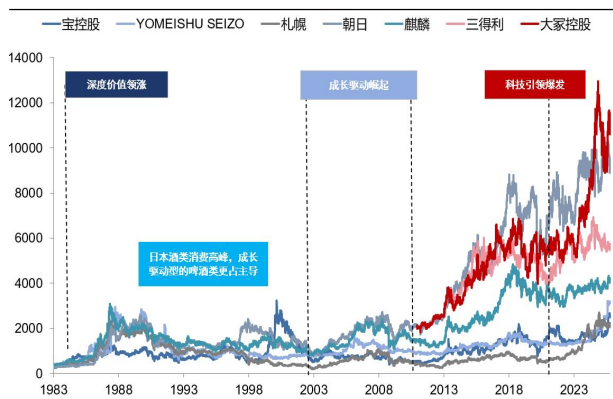


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

日本酒类市场的代际变迁精准印证了消费偏好与资本定价的“时代性”规律。深入剖析日本代表性酒类企业（宝控股-主打烧酒、YOMEISHUSEIZO-清酒类、札幌-啤酒类、朝日-啤酒/饮料、麒麟-啤酒类、三得利-啤酒/饮料/保健、大冢控股-功能性饮料/保健）的资本市场表现与盈利动态，能更深刻地印证并拓展“消费偏好代际传递”的核心启示。1983 年初至 1985 年末，代表传统清酒的深度价值表现更强势，YOMEISHUSEIZO 期间涨幅高达 225%，超过同期朝日 62% 的涨幅，当时 50-60 岁消费主力对清酒的路径依赖，造就了传统酒企的估值溢价。但同期札幌涨幅 161% 也为当时青年演绎为中年主流消费群体时代的到来埋下伏笔，伴随 40-50 岁人群成为消费中坚，啤酒企业开始主导市场。2003 年初至 2010 年末的结构调整期内朝日实现 119% 的股价涨幅，而同期宝控股股价却下跌 4%，YOMEISHUSEIZO 也仅上涨 20%，印证了啤酒取代清酒成为国民饮料的时代转折。

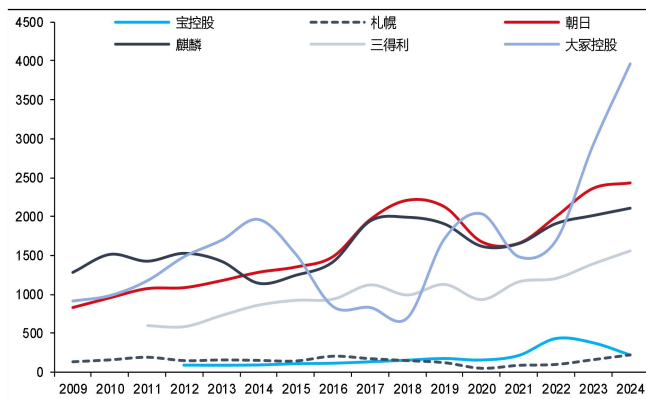
从清酒到啤酒，再到低度酒与无酒精饮品，消费主导权的更迭直接映射为不同酒企的估值重估。进入 2020 年代，随着 Z 世代成为消费新势力，更年轻一代所喜爱的低度酒企迎来爆发式增长。盈利表现方面 2021-2024 三年间，大冢控股和三得利的净利润 CAGR 分别为 39% 和 10%，而麒麟仅为 8%，宝控股仅为 1%，YOMEISHUSEIZO 甚至出现负增长（CAGR 为 -10%）。2021 年初以来，大冢控股股价翻倍，而同期啤酒企业麒麟涨幅仅 6%。就连传统啤酒企业札幌，同期也获得 315% 股价涨幅的亮眼业绩，也是得益于其成功转型并推出创新的“啤酒花碳酸水”等无酒精饮料，精准抓住了健康趋势和年轻消费者需求，这意味着即使是“中登”阵营的企业，成功向代表新趋势的“小登”领域开拓，同样能赢得资本市场的重估。

图 14：日本代表性酒类企业股价走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

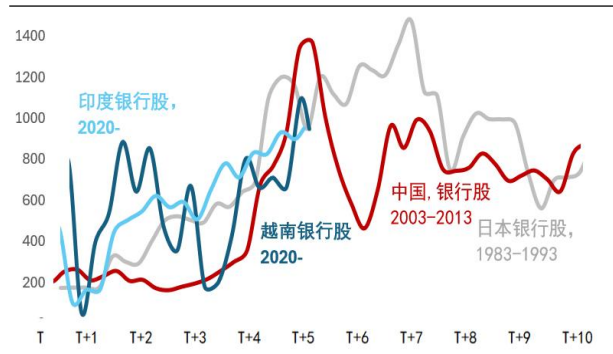
图 15：日本代表性酒类企业净利润变化情况



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

再举个例子，银行地产股在美日欧的“前天”、中国的“昨天”、印度和越南的“今天”，都曾或是当前仍是成长驱动型的股票。日本以 1983 年为起点（城镇化叠加工业化，与欧洲一道追赶美国），中国以 2003 年为起点（城镇化、工业化、加入 WTO），东京都产业聚集、日本地价飞涨，中国人口红利、改革开放红利，需求和收入快速扩容，都是当时的时代 β 。印度和越南则以 2020 年为起点（城镇化+工业化+全球产业链迁移），经济红利强相关板块的股票走势与当年中日有相似性。过去五年时间印度在莫迪政府推进工业化、城镇化和财政补贴、海外 FDI 流入印度投资建厂的过程中，银行股和地产股基本复刻了中国加入 WTO 和日本工作和生活围绕东京圈核心化的进程，地产和银行板块是两国当前阶段的成长驱动板块。正如同煤炭和银行领域的中国神华招商银行，20 年前的工业化时期是 ROE 驱动的高度成长标的，而现在定位则是现金流稳定、高分红率的价值标的。如神华 05 年净利润同比一度高达 82.5%，25 年中报回落至 -10.6%，招行净利润增速 20 年间从 20.4% 回落至 0.03%，而二者股息率分别从 05~08 年的 1.0~1.1% 攀升至当前的 4.8% 和 7.7%。同一个行业或者公司随着时间推演逐步从高度成长驱动演绎为深度价值，形成攻守异位。

图 16：中日印越银行股的十年间趋同趋势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图 17：中日印越地产股的参考十年区间走势对比



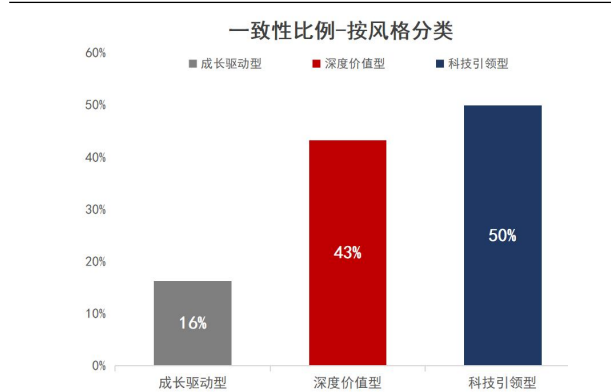
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

◆ 从基金经理风格持仓的时代烙印重新审视深度价值向成长科技的腾挪

基金经理的投资风格确实带着入行年代的烙印，但其实际操作会根据市场变化调整。我们结合 2016–25 年上半年主动股基对申万一级行业配置的情况，对基金经理投资行为进行了系统分析。我们以任职日期在 2016 年之后的基金经理样本，通过对比其入行时形成的预期风格与实际配置风格的匹配度，并跟踪后续年份的风格变化，深入分析“时代烙印”在资本市场的表现。

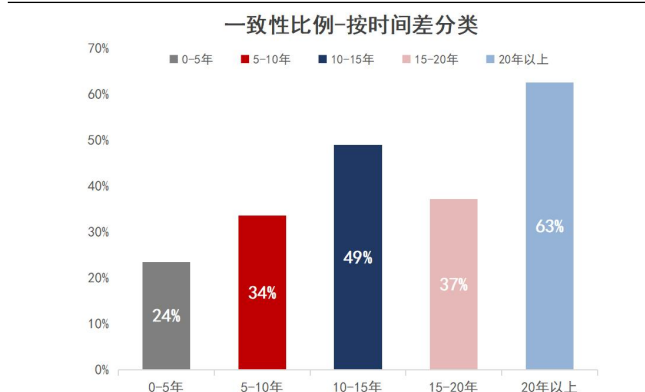
理论而言，基金产品成立时间和基金经理入行时间的主线板块，对基金持仓偏好有强影响。我们发现 2020 年之后入行的基金经理，有 50% 实际的投资风格与预期的偏好科技引领型一致。整体来看，有 39% 的产品在第一年符合根据行情主线所做的风格预期。成长型产品的差异最大，仅 16% 符合预期，当市场出现新机会时，原本被归为成长驱动型的产品也会积极拥抱科技领域。然而常青老将和明星产品（如基金经理首次管理该产品距入行大于 20 年）则展现出 62.5% 的最高一致性，每多一年产品管理时间，既往偏好投资风格的概率就相应提高 5.7%，符合坚守价值投资的理念。

图 18: 预期风格与实际配置的一致性比例（按风格分类）



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图 19: 预期风格与实际配置的一致性比例（按时间差分类）



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

市场环境变化会推动基金投资调整策略，长期来看会回归时代烙印。进一步分析任职第一年配置风格与预期风格一致的基金经理，观察其后续风格保持情况，发现 2021 年 57.9% 的风格保持率低谷与“25 年后科技引领领涨”形成呼应——当市场主线切换至新经济时，超过 40% 的基金经理被迫偏离原风格。但这种偏离具有周期性：随着任职延长，2025H1 风格保持率回升至 72.83%，这揭示时代烙印的本质不是静态标签，而更接近一种代际传递，正如每一代投资人有自己偏好的“年轻人茅台”，对深度价值、成长驱动和科技引领的布局，在周期轮回中契合新旧动能的迭代。

回到当前时点，牛市二阶段波动加剧往往伴随风格切换。Q4 关注风格再平衡，布局地产、券商、消费等传统价值型板块机会。类比 99 年 519 牛市第二阶段，2020 年 5-8 月期间市场也曾出现过 A 股波动率放大，5 月 8 日-15 日、8 月 28 日-9 月 25 日两段全 A 指数分别下跌 8.10% 和 10.79%。市场波动加剧时也伴随风格切换，00 年 5-8 月期间领涨的五大行业依次为石油石化（22.22%）、机械设备（17.59%）、煤炭（15.26%）、钢铁（13.61%）、有色金属（13.40%），从此前高成长重归价值风格。在 14Q4 和 20Q4 市场波动加大时，大盘价值相对于大盘成长，沪深 300 相对于创业板指也曾短期占优。节后两个交易日的市场表现显示，Q4 风格侧重价值的特征已现端倪，**继续布局地产、券商、消费等传统价值型板块。**

◆ **风险提示：**美联储降息节奏不确定性；文中涉及指数和公司仅做历史梳理而不作为投资推荐依据

相关研究报告：

《策略解读-黄金：配多少，何时抛》——2025-10-12

《策略解读-贸易摩擦升级对 A 股有何影响》——2025-10-11

《策略快评-2025 年 10 月各行业金股推荐汇总》——2025-09-29

《AI 赋能资产配置（十七）-AI 盯盘：“9·24”行情案例》——2025-09-25

《策略解读-再议存款搬家》——2025-09-06

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032