

高切低延续，静待产业催化

报告日期：2025-10-14

策略分析师：郑小霞

执业证书号：S0010520080007

电话：13391921291

邮箱：zhengxx@hazq.com

策略分析师：刘超

执业证书号：S0010520090001

电话：13269985073

邮箱：liuchao@hazq.com

策略分析师：陈博

执业证书号：S0010525070002

电话：18811134382

邮箱：chenbo@hazq.com

主要观点

● 市场异动

10月14日市场大跌，其中上证指数下跌0.62%，创业板指下跌3.99%，全A成交额2.60万亿，较上一个交易日放量近10%。行业层面，跷跷板现象突出，前期强势行业再度大跌，通信（-4.98%）、电子（-4.64%）、有色金属（-3.66%）领跌，弱势行业轮动补涨，银行（2.51%）、煤炭（2.18%）、食品饮料（1.69%）领涨。市值风格上，成长权重如科创创业50（-4.93%）领跌，仅红利资产如红利指数（2.13%）上涨。

● 科技上涨驱动力进入切换期，叠加事件抑制，前期强势方向再度大跌 今日领跌行业与上周五市场大跌时一致，前期强势成长主线回调较多，如通信、电子、有色、计算机、电力设备跌幅前5名，使得创业板及科创板大跌。

前期过热交易情绪遇上宣泄窗口期，贵金属价格跳水导致有色大跌。在美联储9月开启年内首次降息且后两月仍有两次降息预期的带动下，贵金属价格一路加速上涨、交易情绪过热现象越发突出，9月22日至10月13日，沪金、沪银期货价格在10个交易日内分别大涨11.8%、16.0%，今日午后贵金属价格触及历史新高后快速跳水，沪金期货价格在不到1小时内最大下跌2.8%，沪银期货价格在1小时内最大跌幅达5.8%，受贵金属价格集体快速调整影响，有色板块大跌。

驱动成长产业景气周期趋势性上涨行情的三因素出现边际弱化，成长产业周期行情演绎进入第一阶段过渡到第二阶段的良性调整期。我们曾提出成长产业景气周期行情的三阶段以及驱动三要素的两个重要框架。其中三阶段框架指的是，历史上已完整演绎的三轮成长产业景气周期行情均经历了“估值→业绩→估值”的三阶段驱动；三因素驱动框架指的是，在成长产业景气趋势性行情中，当业绩、流动性、催化剂三个要素同时存在至少两个要素的压制时，就会迎来成长风格驱动力切换的良性调整期。从驱动三要素来看，当前业绩依旧对成长形成强支撑；流动性上，由于高静态市盈率公司多数集中在成长板块，受制于券商集中调整相关公司两融折算率，微观流动性边际弱化；催化剂上，近期中美贸易摩擦出现阶段性升温，外部风险有所上升，且10月后科技相关催化热度有所降温，催化效力上出现一定压制。当前成长三要素中流动性、催化剂存在边际弱化。当前成长风格或已处于从估值驱动切换至业绩驱动，即第一阶段转向第二阶段的过渡期，在此期间成长风格会进入到良性调整状态。

● 驱动力转换的良性调整期较短，十月仍有较多积极因素，短期波动但中长期不必担忧

一方面，历史上成长科技驱动力转换的良性调整期较短，进入下一阶段上涨行情后，成长科技仍是最强主线，且三季报披露在即，业绩持续高增背景下成长风格具备进入业绩驱动的契机。当前成长风格正处于估值驱动转

向业绩驱动的良好调整期，历史来看，成长风格良性回调持续的时间通常较短，大多数时间都维持在1个月左右，最大调整幅度在10-20%左右。因此更重要的是应考虑到良性调整后再次迎来成长风格占优的新行情，有可能出现调整时调仓不及时甚至成长行情到来时也难以及时把握的损失。将成长风格的良性调整与后续的占优行情合在一起比较来看，过去在近90%的成长良性调整和后续占优行情中成长风格的涨幅都居首或者居第二，居第二时成长风格的涨幅也仅比第一少2%-4%左右，具有较明显的相对优势和可观收益。三季报进入密集披露期，2025Q3成长风格业绩大概率继续强势兑现，这将成为成长风格由估值驱动过渡至业绩驱动上涨的重要契机，预计成长风格将于10月底至11月初左右有望进入第二阶段行情。

另一方面，10月份仍有较多积极因素，预计市场整体调整时间也较为有限。一是10月下旬即将召开四中全会，届时将发布“十五五”规划纲要建议，有望对风险偏好形成提振并衍生众多主题性机会，二是美联储预计于10月底继续降息25BP，也将对市场流动性形成支撑。

● 短期市场结构可能转向“高低切”，中长期继续坚守成长产业景气趋势方向和业绩硬支撑领域

配置思路上，短期市场剧烈变化往往使得结构变化，预计前期强势行业将有所降温，影响关注两方面：一是强势行业降温后，弱势板块有望短期“高切低”或“补涨”，潜在强势轮动方向可关注金融（银行、保险、非银）、公用事业、钢铁、石化、食品饮料、家电等，但切换过程中通常轮动快且持续性短，把握难度大。二是短期强势方向降温不代表冷却，反而提供更优布局良机。综合而言，预计短期市场整体震荡、高切低行业轮动，中长期市场上涨趋势延续、新一轮成长产业景气周期明确，短期轮动难以精准把握，而中长期维度坚守正确方向更加重要。建议中长期维度继续重视以下两条最重要主线：

中长期维度核心主线是新一轮成长产业景气周期确立，AI算力基建核心地位明确、应用端承接扩散优势明显，具体可关注泛TMT、算力（GPU/PCB/液冷/光纤）、应用（机器人/游戏/软件）、军工等。成长风格已具备持续业绩相对优势，新一轮成长产业景气周期行情兴起支撑明确。本轮产业周期以AI算力基建为代表，业绩已然兑现且具惯性，因此算力板块是本轮最核心方向，符合机构景气趋势投资抱团偏好。AI应用是最容易承接内部估值扩散的领域。作为创业板情绪表征以及众多潜在事件催化，军工也需重视。

第二条主线是景气硬支撑领域，主要包括电力设备（风电/储能/电池/电源设备）、有色金属（稀土永磁/贵金属）、机械设备（工程机械）等。其中电力设备受益风电出口高景气、海外储能需求高增、固态电池突破性进展以及数据中心建设对电源设备量质改善。有色金属中稀土永磁在中美关系变化中进可攻退可守，中报业绩亮眼。黄金在于全球不确定性趋势性增加，美联储重启降息带动实际利率新一轮下行，价格新高不断。机械设备中工程机械在海外需求亮眼带动下新一轮景气周期回升，目前正处前期。

● 风险提示

良性调整期时间和空间超预期；科技板块业绩不及预期；中美贸易摩擦超

预期；经济基本面下行速度超预期；美国经济衰退等。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或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。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。