

行情换挡，由流动性叙事迈向盈利驱动

——2025 年四季度 A 股投资策略

研究员：陈建华

执业证书编号：S1470512090001

邮箱：chenjh@ytzq.com

研究员：雷文

执业证书编号：S1470523100001

邮箱：leiw@ytzq.com

相关研究报告

- 1.《8 月国内经济延续放缓趋势》——2025 年 9 月 16 日
- 2.《多重扰动背景下经济有所放缓》——2025 年 8 月 18 日
- 3.《二季度经济增长整体保持稳定，6 月边际放缓》——2025 年 7 月 16 日
- 4.《PPI 同比降幅扩大，出口彰显韧性》——2025 年 6 月 10 日日

核心观点：

三季度市场回顾：科技引领，A 股重心上移 2025 年三季度 A 股进一步走强，沪深指数在增量资金入场的推动下先后突破去年 10 月高点，创出本轮上涨行情新高。行业表现方面，除银行外其余各板块指数均以上涨报收，TMT 板块成为带动指数上行的重要力量。

海外：美联储重启降息但不确定性犹存 9 月 18 日美联储时隔 9 个月后再度开启降息，同时 SEP 显示 2025 年仍有 2 次 25BP 的降息空间。但结合“点阵图”、美联储主席鲍威尔新闻发布会讲话等因素分析，四季度美联储降息路径仍存在一定不确定性。一方面鲍威尔讲话表示就业与通胀风险平衡发生转变导致政策调整，但仍未出现一边倒的局面，另一方面“点阵图”显示美联储内部分歧同样较大。

国内经济：1、三季度国内经济增长动能放缓 从 7、8 月份各项数据看，受出口增速放缓、反内卷推进、财政前置后支持力度有所下降、房地产市场进一步调整等一系列因素影响，国内经济增长动能有所放缓，预计三季度国内 GDP 增速在 4.8% 左右。**2、政策稳增长力度有望增强** 三季度以来伴随经济增速再度放缓，国内逆周期政策力度再度增大，包括服务业经营主体贷款和个人消费贷款贴息政策、提前下达部分 2026 年新增地方政府债务限额、5000 亿元新型政策性金融工具等相继落地，四季度若经济增长下行压力进一步增大，相关稳增长措施有望加速推出。**A 股盈利企稳，结构改善** 从 2025 年半年报的业绩表现情况看，A 股上市公司盈利呈现整体稳定同时结构改善的特征。预计本轮盈利下行周

期的增速低点在 2024 年已经出现，考虑到政策对稳增长支持力度增强、反内卷推进以及出口体现出的韧性，预计 2025 年全年盈利在低基数之下实现中个位数增长。

增量资金入场有望继续对 A 股形成支撑 2024 年四季度以来，得益于国内经济增长动能增强、资本市场改革红利释放、美元指数持续走弱等有利因素，A 股投资者信心显著改善，增量资金持续流入并对沪深两市形成明显提振。展望四季度，以中长期资金、居民资金、国际资金为代表的增量资金流入的趋势仍有望延续，其将继续对 A 股形成支撑。

“十五五”规划将为资本市场提供新的指引 10 月份召开的四中全会将公布的“十五五”规划建议稿，是未来 5 年国民经济和社会发展的蓝图和行动纲领。“十五五”规划将为 A 股市场提供新的指引，尤其有关产业发展的思路、经济结构调整方向、区域发展战略、财税等领域体制改革路线等，将会成为四季度市场重要的投资主线。

2025 年四季度 A 股展望——1、三季度 A 股受增量资金入场驱动，市场估值明显修复 三季度在长线资金入市、场内杠杆资金加仓、存款搬家、存量资金加大权益配置比例等因素的共同作用下，A 股市场进一步上行，市场估值明显修复。**2、四季度 A 股面临的宏观约束有所增大** 一方面从经济基本面的角度看，国内 GDP 增速面临进一步放缓的压力；另一方面 A 股整体业绩表现同样将带来一定制约。**3、行情换挡，由流动性叙事迈向盈利驱动** 综合来看，四季度 A 股市场上行节奏料将放缓，沪深指数或以横盘震荡整理为主。从更长的时间看，A 股行情的持续性将取决于市场驱动因素是否能从流动性驱动顺利向盈利驱动切换。我们仍建议密切关注经济基本面发展趋势，其将是本轮牛市是否存在“第二阶段”即盈利驱动阶段的关键。

投资策略——三个角度把握市场机会 投资策略上建议继续以把握结构性机会为主，具体建议关注以下主线。一是“十五五”规划相关投资机会。二是中长期资金入市背景下，A 股核心资产价值重估的机会。具体包括高股息价值板块，各领域行业龙头等，重点推荐非银、有色、新

能源汽车等板块龙头个股机会。三是继续关注各类主题机会。重点继续推荐国防军工、科技（AI、人形机器人、自动驾驶）、大消费（创新药、新消费）、重组等。

风险提示 1、国内稳增长政策力度低于预期，经济明显走弱；2、房地产市场调整压力进一步增大；3、美国关税政策冲击超预期。

目录

一、三季度市场回顾：科技引领，A 股重心上移	5
二、海外：美联储重启降息但不确定性犹存	6
三、国内经济增长动能放缓，政策力度有望增强	9
1、 三季度国内经济增长动能放缓	9
2、 政策稳增长力度有望增强	11
四、 A 股盈利企稳，结构改善	12
五、 增量资金入场有望继续对 A 股形成支撑	14
六、“十五五”规划将为资本市场提供新的指引	16
七、2025 年四季度 A 股展望——行情换挡，由流动性叙事迈向盈利驱动 ...	17
1、 三季度 A 股受增量资金入场驱动，市场估值明显修复	17
2、 四季度 A 股面临的宏观约束有所增大	18
3、 行情换挡，由流动性叙事迈向盈利驱动	19
八、投资策略——三个角度把握市场机会	20
九、风险提示	22
信息披露	23

一、三季度市场回顾：科技引领，A 股重心上移

2025 年三季度 A 股进一步走强，沪深指数在增量资金入场的推动下先后突破去年 10 月高点，创出本轮上涨行情新高。截止 9 月 30 日收盘，沪指收于 3882.78，单季+12.7%，深证成指收于 13526.51，单季+29.3%，同期创业板指数、科创 50 指数分别+50.4%和+49.0%。伴随指数的持续上行，资金参与热情明显升温，两市成交金额维持在相对高位，三季度 A 股日均成交金额为 2.11 万亿，较二季度日均成交金额+68%。

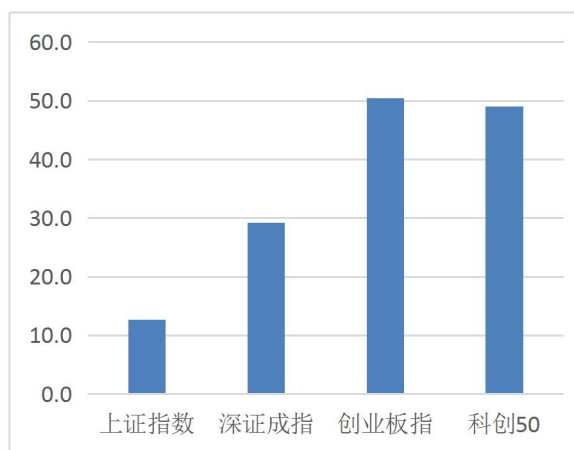
图表 1：2025 年三季度沪深指数进一步走高



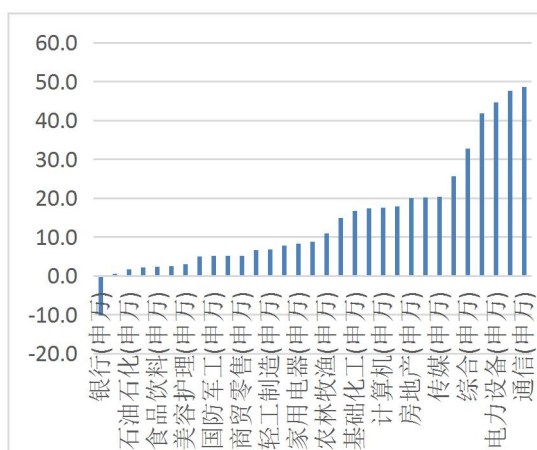
数据来源：WIND，银泰证券研究所

从行业表现情况看，三季度 A 股各板块指数除银行外其余均以上涨报收。其中 TMT 板块表现亮眼，成为带动指数上行的重要力量，电子、通信、传媒分别上涨 47.6%、48.6%和 20.3%，此外电力设备、有色金属同样涨幅居前，三季度板块指数涨幅分别为 44.7%和 41.8%，银行成为三季度唯一下跌的板块，跌幅为 10.2%。

图表 2：三季度 A 股各指数涨跌幅（%）



图表 3：三季度 A 股各行业涨跌幅（%）



数据来源：WIND，银泰证券研究所

二、海外：美联储重启降息但不确定性犹存

2025 年 9 月 18 日，美联储 9 月议息会议决定将联邦基金利率的目标区间下调 25BP 至 4.00%-4.25%，继 2024 年 12 月时隔 9 个月后再度开启降息。同时 SEP 显示，联邦基金利率在今年年底为 3.6%，2026 年底为 3.4%，2027 年底为 3.1%，即 2025 年仍有 2 次 25BP 的降息空间，2026 年、2027 年各 1 次降息空间。

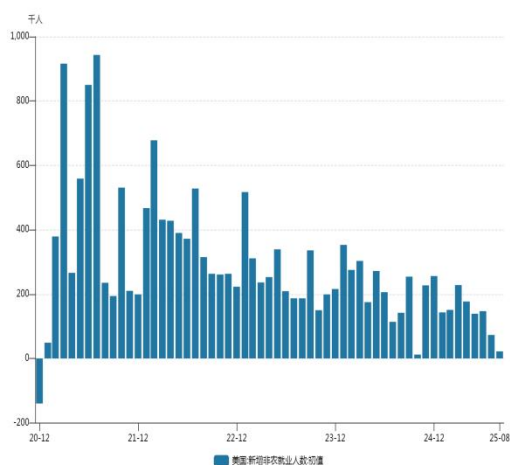
图表 4：2025 年 9 月 FOMC 的“点阵图”显示年内仍有 2 次降息



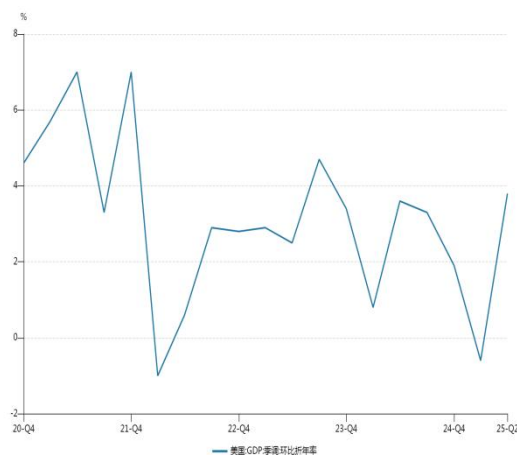
数据来源：WIND，银泰证券研究所

尽管在此之前，由于非农就业连续两个月爆冷、CPI 表现温和、特朗普政府施压以及鲍威尔 Jackson Hole “转鸽” 等一系列因素影响，市场对美联储降息早有预期，但往后看，结合“点阵图”、美联储主席鲍威尔新闻发布会讲话等因素分析，四季度美联储降息路径仍存在一定不确定性。

图表 5：美国新增非农就业（千人）



图表 6：美国 GDP 增速（%）

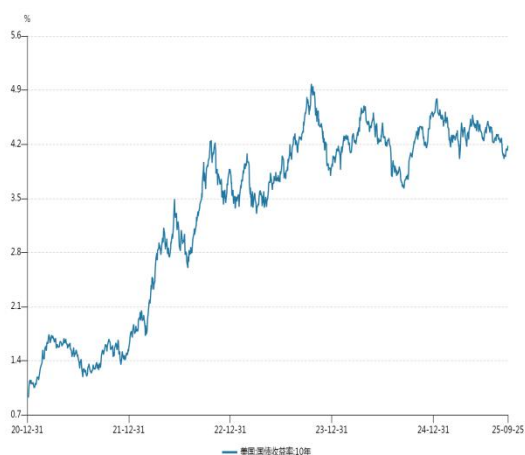


数据来源：WIND，银泰证券研究所

一方面鲍威尔讲话表示就业与通胀风险平衡发生转变导致政策调整，但仍未出现一边倒的局面。保障充分就业与稳定价格是美联储的双重使命，当前就业面临的下行风险增加，考虑到风险平衡的变化，美联储决定将政策利率下调 0.25 个百分点。往后看，对于美国经济，SEP 中位数预测显示美国 GDP 今年将增长 1.6%，明年为 1.8%，略高于 6 月份的预测，即美国整体经济增长仍将保持稳定；劳动力市场方面，对过去三个月就业增长明显放缓，鲍威尔表示“这种放缓很大程度上可能源于劳动力供给增速下降，原因包括移民减少和劳动参与率降低”，同时 SEP 的中位数预测显示，今年年底失业率将达到 4.5%，

此后逐步回落，失业率显著上升的风险依然有限。通胀方面，鲍威尔强调通胀水平已较 2022 年年中高点明显回落，但仍处于偏高区间，同时指出“较高的关税已经开始推高部分商品价格，但其对整体经济活动和通胀的影响仍需观察”，即对物价上行仍保持谨慎态度。综合来看，虽然美联储基于就业、通胀风险平衡的变化 9 月降息 25BP，但两者间的天平并未明显倾斜，后期美联储政策路径仍将取决于最新数据、不断变化的经济前景以及风险平衡。

图表 7：美国 10 年期国债收益率 (%)



图表 8：美国 CPI、核心 CPI (%)



数据来源：WIND，银泰证券研究所

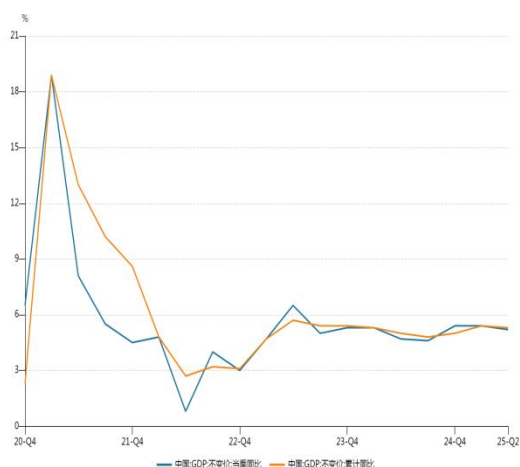
另一方面，“点阵图”显示年内还有 2 次降息，2026 年 1 次降息，但美联储内部分歧同样较大。9 月美联储 19 个投票委员中，9 人预计年内再降息 1 次甚至更少，9 人预计再降息 2 次，另有 1 个人预期再降息 125bp，即年内再降一次还是两次基本势均力敌，年内降息次数仍存在一定的不确定性。

三、国内经济增长动能放缓，政策力度有望增强

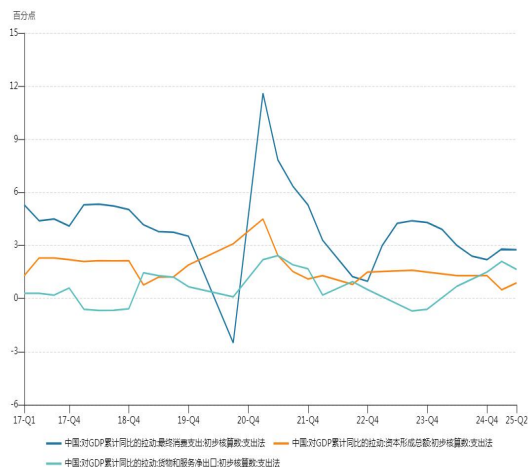
1、三季度国内经济增长动能放缓

2025 年上半年国内经济体现出较强的韧性，国家统计局发布的数据显示 1-6 月国内 GDP 同比增长 5.3%，其中二季度增长 5.2%，好于年初两会设定的“5%左右”的增长目标。但三季度从 7、8 月份各项数据看，受出口增速放缓、反内卷推进、财政前置后支持力度有所下降、房地产市场进一步调整等一系列因素影响，国内经济增长动能有所放缓，预计三季度国内 GDP 增速在 4.8% 左右。

图表 9：国内 GDP 增速（%）



图表 10：三大需求对 GDP 的拉动（%）



数据来源：WIND，银泰证券研究所

从各领域的表现情况看，出口方面，以美元计价 2025 年 7、8 月国内出口增长分别为 7.1% 和 4.4%，合计为增长 5.7%，增速较 1-6 月 5.9% 有所放缓，尤其 8 月 4.4% 的出口增速为年内以来次低。

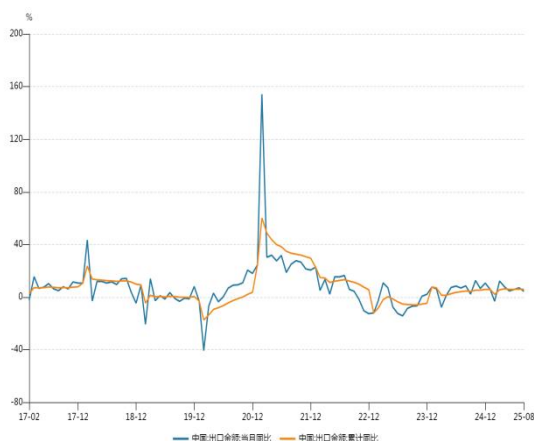
工业生产方面，8 月份全国规模以上工业增加值同比增长 5.2%，较上月放缓 0.5 个百分点，1—8 月份累计增长 6.2%，较 1-6 月 6.4%

放缓 0.2 个百分点。

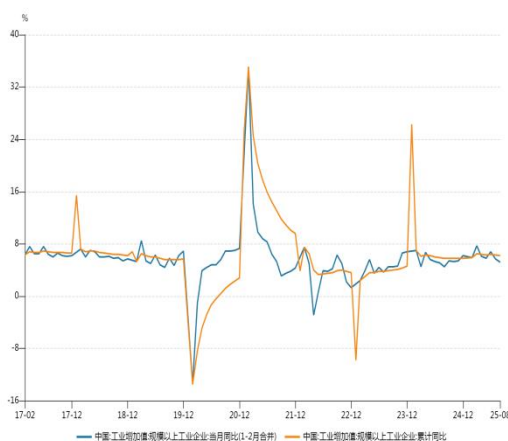
社零方面，8 月份全国社会消费品零售总额同比增长 3.4%，增速较上月放缓 0.3 个百分点，继续创出年内以来新低。1—8 月份，社会消费品零售总额增长 4.6%，较 1-6 月的 5.0% 放缓 0.4 个百分点。

固定资产投资方面，1-8 月全国固定资产投资（不含农户）同比 +0.5%，较上月放缓 1.1 个百分点，较 1-6 月的 2.8% 放缓 2.3 个百分点。

图表 11：出口增速（%）

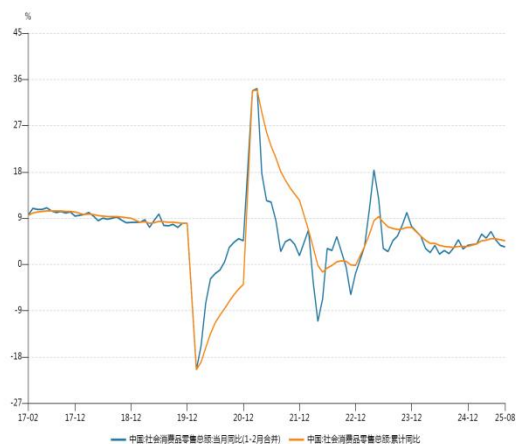


图表 12：工业增加值增速（%）

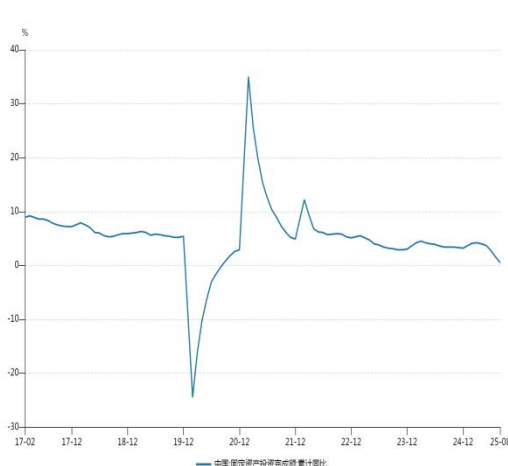


数据来源：WIND，银泰证券研究所

图表 13：社会消费品零售总额增速（%）



图表 14：固定资产投资增速（%）



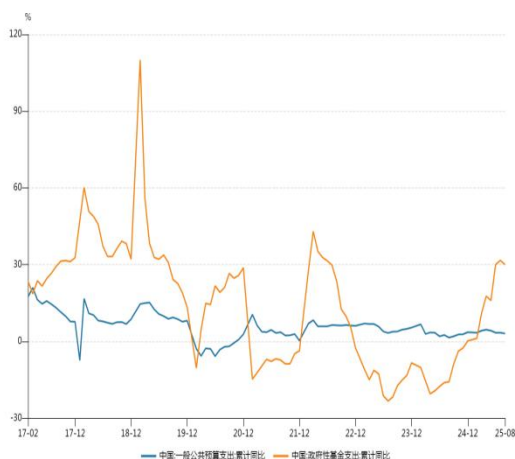
数据来源：WIND，银泰证券研究所

2、政策稳增长力度有望增强

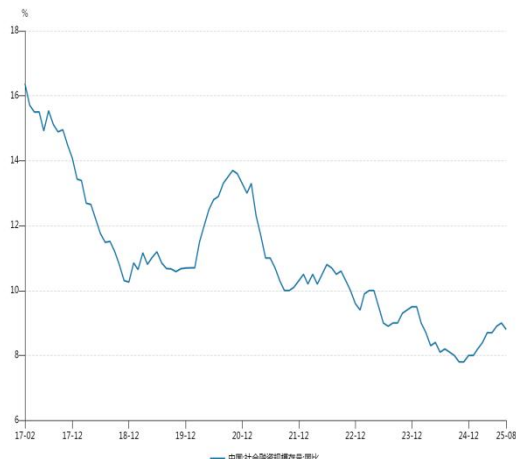
三季度 GDP 按 4.8% 估算，实现全年 5.0% 的增长目标对应四季度同比增速在 4.6% 左右，由于上年同期高基数，要实现这一目标仍需政策支持。

事实上，三季度以来伴随经济增速再度放缓，国内逆周期政策力度再度增大。财政政策方面，8 月初财政部会同相关部门出台《服务业经营主体贷款贴息政策实施方案》和《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》，从消费的需求端和供给端同时发力，大力提振消费、全方位扩大国内需求；同时 9 月 12 财政部部长蓝佛安在国新办发布会上的表示，财政部将提前下达部分 2026 年新增地方政府债务限额，以支持地方靠前使用化债额度。

图表 15：财政支出增速（%）



图表 16：社融增速（%）



数据来源：WIND，银泰证券研究

金融政策方面，4 月中央政治局会议宣布设立的新型政策性金融工具，当前随着前期准备工作的完成，该金融工具有望官宣落地，预计初步规模为 5000 亿元，支持项目涵盖数字经济、人工智能、低空

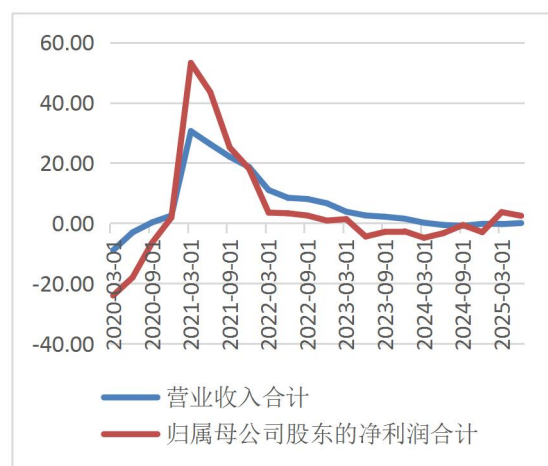
经济、消费领域基础设施、绿色低碳转型等八大领域。房地产市场方面，8月份以来北京、上海、深圳进一步优化房地产政策，释放加大对房地产市场支撑力度的信号。

四季度若经济增长下行压力进一步增大，相关稳增长措施有望加速推出。9月29日国家发展改革委政策研究室副主任、新闻发言人李超表示，当前经济运行当中依然面临着不少的风险和挑战，外部环境仍然严峻复杂，经济回升向好的基础仍需进一步巩固。下一步，国家发展改革委将持续发力，适时加力实施宏观政策。

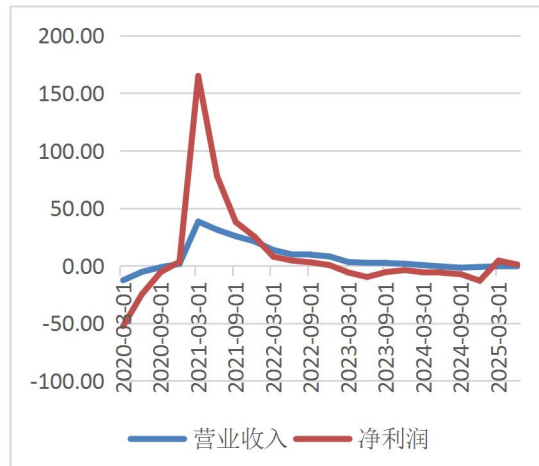
四、A股盈利企稳，结构改善

2025年上半年，全A营业收入增速为-0.03%，较一季度的-0.32%有所改善，归母净利润增速为2.45%，较一季度的3.66%有所放缓；A股非金融营收增速为-0.47%，较一季度的-0.41%降幅略有扩大，归母净利润增速为1.04%，相比一季度的4.51%有所放缓。

图表 17：全A 营收、净利润增速（%）



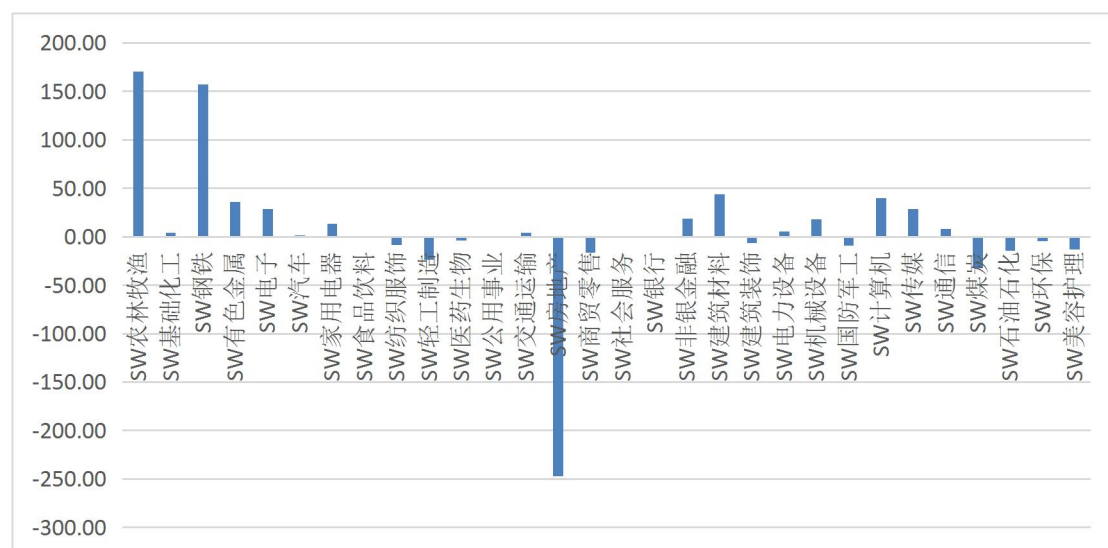
图表 18：全A 非金融营收、净利润增速（%）



数据来源：WIND，银泰证券研究

行业层面看，受益于资本市场活跃以及规模扩张，金融板块盈利整体改善，其中非银金融归母净利润增长 18.36%，银行盈利同比增速由负转正。非金融板块盈利表现分化，TMT 板块、有色金属及部分中游领域表现占优，其中电子增长 28.42%，通信增长 7.74%，传媒增长 28.70%，机械设备增长 18.07%，有色金属增长 35.94%；受以旧换新政策影响，消费板块仍有支撑，其中家用电器增长 13.02%，汽车增长 0.59%；煤价、油价延续偏弱背景下，上游板块继续承压，其中煤炭-32.29%，石油石化-14.57%，降幅较一季度进一步扩大。

图表 19：各行业 2025 年半年报净利润增速（%）



数据来源：WIND，银泰证券研究

从 2025 年半年报的业绩表现情况看，A 股上市公司盈利呈现整体稳定，同时结构改善的特征。预计本轮盈利下行周期的增速低点在 2024 年已经出现，考虑到政策对稳增长支持力度增强、反内卷推进以及出口体现出的韧性，预计 2025 年全年盈利在低基数之下实现中个位数增长。

五、增量资金入场有望继续对 A 股形成支撑

2024 年四季度以来，得益于国内经济增长动能增强、资本市场改革红利释放、美元指数持续走弱等有利因素，A 股投资者信心显著改善，增量资金持续流入并对沪深两市形成明显提振。展望四季度，以中长期资金、居民资金、国际资金为代表的增量资金流入的趋势仍有望延续，其将继续对 A 股形成支撑。

1) **政策推动下长期资金入市有望取得更多进展。**推动长期资金入市是本轮资本市场改革的重要内容，2024 年 9 月，中央金融办、中国证监会联合印发《关于推动中长期资金入市的指导意见》，2025 年 1 月，中央金融办等六部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，重点引导商业保险资金、全国社会保障基金、基本养老保险基金、企（职）业年金基金、公募基金等中长期资金进一步加大入市力度。

2025 年 9 月 22 日，在国新办举行的高质量完成“十四五”规划系列主题新闻发布会上，证监会主席吴清表示，下一步将更好发挥中长期资金“压舱石”“稳定器”作用。

伴随一系列政策的落地实施，中长期资金入市有望取得更多进展，并对后期 A 股运行长期健康运行产生积极影响。

图表 20 三批保险资金长期股票投资试点共计 2200 亿元

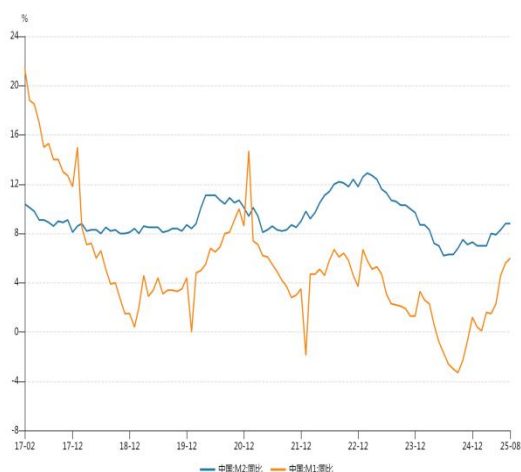
时间	规模	主要内容
2023. 10	500 亿元	首批试点, 由中国人寿与新华保险联合出资设立鸿鹄基金。
2025. 01	520 亿元	第二批试点（一期），太保寿险、泰康人寿、阳光人寿

		及相关保险资产管理公司获准以契约制基金方式参与试点。
2025.03	600 亿元	第二批试点（二期），人保寿险、中国人寿、太平人寿、新华人寿、平安人寿 5 家头部险企加入。
2025.05	600 亿元	第三批试点，国寿资产和新华资产联合成立的鸿鹄基金三期，预计中汇人寿，农银人寿、交银人寿等中小险企或加入，中邮保险获批规模 100 亿元。

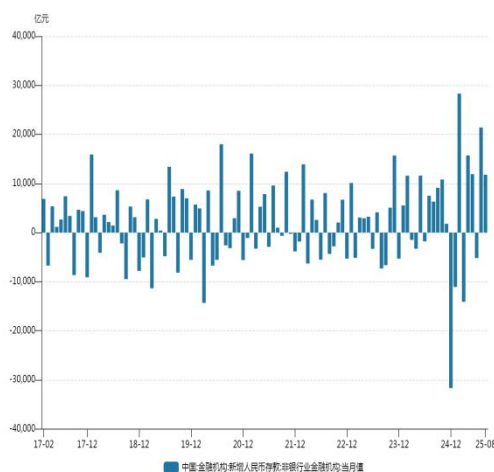
数据来源：WIND，银泰证券研究 公司公告

2) 居民资金入市仍有空间。2025 年三季度伴随 A 股指数的进一步上行，存款搬家的迹象逐步显现。一方面，7、8 月份 M1-M2 剪刀差明显收窄，现在存款活期化趋势；与此同时非银存款明显多增，其中 7 月多增 1.39 万亿，8 月多增 0.55 万亿，存款搬家进入权益市场可能是主要的原因。截至 2025 年 8 月居民储蓄存款规模约 161 万亿元，估算 2022 年-2024 年“超额储蓄”约为 5 万亿元，可能成为潜在用于消费、投资的资金，即居民资金入市仍有空间。

图表 21: M2、M1 增速 (%)



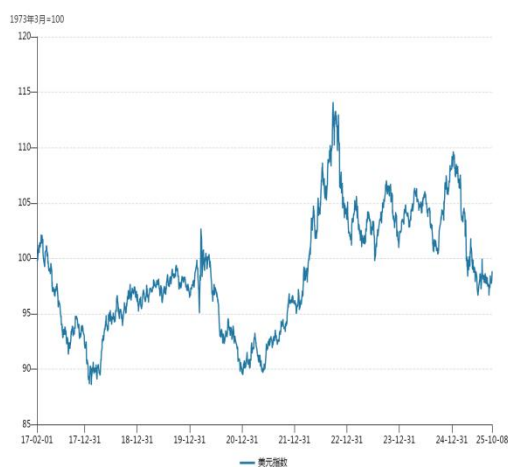
图表 22: 新增非银金融机构存款 (亿元)



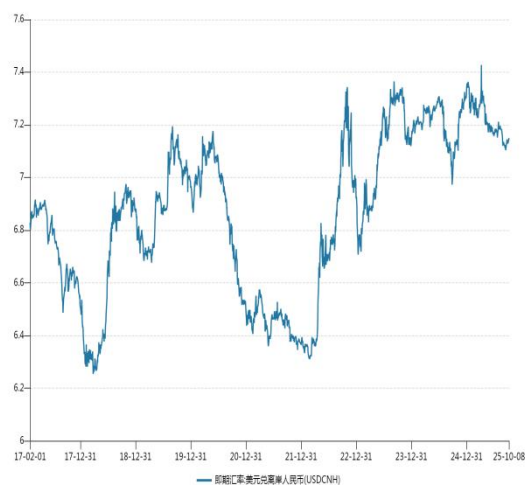
数据来源：WIND，银泰证券研究

3) 弱美元背景下，国际资金有望进一步回流 A 股。三季度以来伴随 A 股市场的走强，国际投资者对 A 股市场的信心明显改善。除了 A 股自身的因素外，四季度我们认为在美元走弱，全球资金配置再平衡，中国科技取得突破等宏大叙事背景下，国际资金有望进一步汇率 A 股。

图表 23: 美元指数



图表 24: 美元兑人民币汇率



数据来源: WIND, 银泰证券研究

六、“十五五”规划将为资本市场提供新的指引

中共中央政治局 9 月 29 日召开会议，研究制定国民经济和社会发展第十五个五年规划重大问题，会议决定中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议于 10 月 20 日至 23 日在北京召开。每五年一次的五年规划涵盖经济、科技、社会、生态、国防等多个领域，是我国国家治理体系的核心政策工具之一。10 月份召开的四中全会将公布的“十五五”规划建议稿，是未来 5 年国民经济和社会发展的蓝图和行动纲领。

从资本市场的角度看，“十五五”规划将为市场提供新的指引，尤其有关产业发展的思路、经济结构调整方向、区域发展战略、财税等领域体制改革路线等，将会成为四季度资本市场重要的投资主线。

“十五五”期间，预计我国经济将继续以高质量发展为首要任务，聚焦科技创新、绿色转型、区域协调、民生福祉和开放合作等维度，构建新发展格局。

经济增长方面，GDP 增速将锚定 2035 年远景目标。“十四五”期间我国实现 GDP 年均增长 5.4% 的良好成绩，按照 2035 年实现经济总量或人均收入翻一番的目标倒算，未来 10 年的年均 GDP 增速应达到 4.3~4.4%，因此未来 5 年的 GDP 增速目标应设在 4.5% 左右。

产业来看，突出科技创新引领产业升级。政策将推动智能制造、工业互联网等技术应用，培育专精特新企业，强化产业链自主可控能力作为重点，将着眼更好满足人民对美好数字生活的向往。同时加快数字技术与居民消费场景深度融合，助力政务、教育、医疗等公共服务公平可及。在未来产业布局上，将重点布局人工智能、量子信息、生物技术等未来产业。

七、2025 年四季度 A 股展望——行情换挡，由流动性叙事迈向盈利驱动

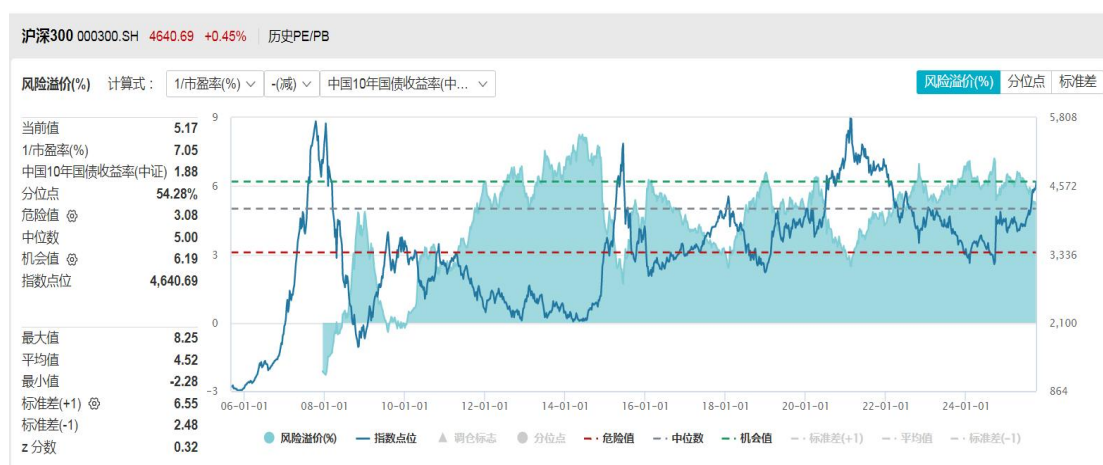
1、三季度 A 股受增量资金入场驱动，市场估值明显修复

2025 年以来 A 股行情大体可分为两个阶段，一是年初至二季度

末，9.24 后 A 股市场明显修复，但在缺乏更多驱动因素的背景下两市上行动能不足，沪深指数以震荡整理为主；三季度在长线资金入市、场内杠杆资金加仓、存款搬家、存量资金加大权益配置比例等因素的共同作用下，A 股市场进一步上行，沪深指数先后突破去年 10 月高点，创出本轮上涨行情新高。

从估值的角度看，以股债风险溢价衡量，截止 9 月 30 日，沪深 300 指数风险溢价为 5.17%，处于+1 标准差（6.55%）和-1 标准差（2.48%）区间，分位点处于过去 20 年 54%分位数水平，市场估值明显修复，当前处于相对合理水平。

图表 25：沪深 300 指数风险溢价（%）



数据来源：WIND，银泰证券研究所

2、四季度 A 股面临的宏观约束有所增大

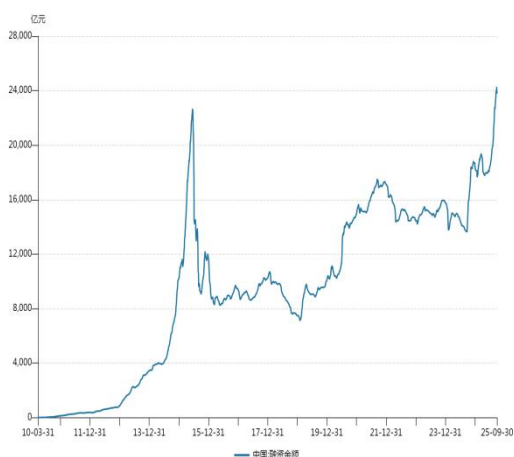
展望四季度，结合我们对影响市场各主要因素的分析，A 股市场面临的宏观约束将有所增大。

一方面从经济基本面的角度看，国内 GDP 增速面临进一步放缓的压力。2025 年上半年国内经济体现出较强的韧性，但三季度

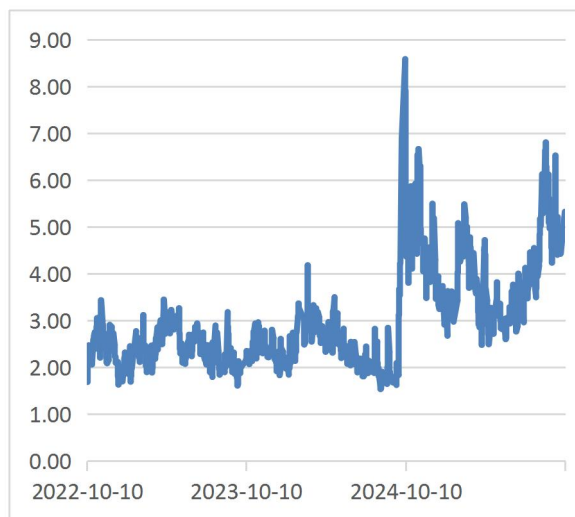
以来经济下行压力再度显现，同期尽管政策稳增长力度有所增强，但考虑到实现全年经济目标压力有限，宏观政策料将继续以托底为主，四季度经济大概率延续边际放缓趋势。

另一方面 A 股整体业绩表现同样将带来一定制约。我们预计 2025 年全年盈利在低基数之下实现中个位数增长，尽管上市公司整体业绩将逐步企稳，但在物价下行压力持续存在，国内需求相对偏弱的背景下，盈利向上的弹性亦将相对有限。

图表 26：A 股融资余额（亿元）



图表 27：全 A 股市值换手率（%）



数据来源：WIND，银泰证券研究所

3、行情换挡，由流动性叙事迈向盈利驱动

综合来看，四季度 A 股我们认为虽然仍将面临增量资金入场带来的支撑，但来自经济增速放缓以及整体业绩增长有限的约束亦将逐步显现。在经过前期的持续上涨后，A 股市场估值明显修复，在此背景下，四季度 A 股市场上行节奏料将放缓，沪深指数或以横盘震荡整理为主。

从更长的时间看，A 股行情的持续性将取决于市场驱动因素是否能从流动性驱动顺利向盈利驱动切换。即便从增量资金入场的角度分析，虽然低利率背景下风险偏好阶段改善将促进资金流入权益市场，但其持续性在很大程度上仍将取决于基本面包括经济增长、盈利改善的表现情况。因此中期看，我们仍建议密切关注经济基本面发展趋势，其将是本轮牛市是否存在“第二阶段”即盈利驱动阶段的关键。

八、投资策略——三个角度把握市场机会

结合我们对四季度 A 股市场的判断，四季度 A 股上行节奏料将放缓，但在增量资金入场仍将延续，同时“十五五”规划将为市场提供新的指引的背景下，两市将不乏结构性机会出现。投资策略上建议继续以把握结构性机会为主，具体建议关注以下主线。

一是“十五五”规划相关投资机会。“十五五”规划将为 A 股市场提供新的指引，尤其有关产业发展的思路、经济结构调整方向、区域发展战略、财税等领域体制改革路线等，将会成为四季度市场重要的投资主线。

二是中长期资金入市背景下，A 股核心资产价值重估的机会。具体包括高股息价值板块，各领域行业龙头等，重点推荐非银、有色、新能源汽车等板块龙头个股机会。

三是继续关注各类主题机会。重点推荐国防军工、科技（AI、人形机器人、自动驾驶）、大消费（创新药、新消费）、重组等。

（1）、2025 年四季度高端制造方向投资策略

2025 年前三季度高端制造相关板块行情呈现结构分化状态，固态电池、机器人和风电方向领涨，新能源、机械、汽车等方向部分细分领域有所表现，预计未来板块涨跌分化仍将延续。从具体行业来看，人形机器人产业化落地进展加快，产业进入新拐点，人形机器人方向仍具备较多的投资机会。新能源相关的光伏、风电、锂电等产业供需格局有望在 2025 年持续改善，各行业具备持续修复动力，汽车、机械在政策的持续推动下景气度有望延续，行业具备一定上涨空间，低空经济、固态电池、智能驾驶等新兴产业方向有望延续主题投资风格。

新能源大方向供需格局有望持续改善，价格企稳回升将有助于公司盈利修复。光伏行业在政策引导、强化自律的背景下，供需关系有望改善。光伏电池技术持续迭代，落后产能逐步退出，关注 BC 电池、HJT、钙钛矿等电池新技术方向的投资机会。此外，海外出口持续增长的逆变器、储能及组件方向也值得重点关注。风电行业项目招标量创历史新高，风机价格理性回归，陆风、海风同步推进，行业盈利大幅改善，关注风机整机及塔筒、海缆、铸件等零部件制造相关环节的投资机会。锂电池需求旺盛，固态电池进入关键量产化阶段，未来有望逐步在电动汽车上实现装车。锂电方向关注技术差异化较大的固态电池材料和设备、盈利稳定的头部锂电池厂商的相关投资机会。

汽车促销政策延续，汽车产销量有望保持稳定增长。比亚迪、华为、小鹏等车企将高阶智驾逐步下沉到低位价格区间，智能驾驶渗透率有望快速提升。比亚迪推动超高压快充平台发展，充电桩领域将迎来新的变革。此外，特斯拉 Robotaxi 服务正式上线，无人驾驶出租

车有望加快商业化落地。汽车方向建议关注整车及零部件、智能驾驶、快充超充等方向的机会。

机械细分板块中人形机器人和低空经济已经进入商业化拐点期，25 年将是人形机器人和低空经济产业共同爆发元年。在特斯拉、英伟达、华为等巨头加持下，人形机器人将进入量产后阶段，人形机器人相关产业链值得重点关注。在政策和产业升级共同推动下，eVTOL 有望逐步放量，关注 eVTOL 整机及零部件制造、低空管控、低空运营等细分方向的投资机会。此外机械行业中的工程机械、轨交设备受益于设备更新和出口增长，业绩有望持续改善。

九、风险提示

- 1、国内稳增长政策力度低于预期，经济明显走弱；
- 2、房地产市场调整压力进一步增大；
- 3、美国关税政策冲击超预期。

信息披露

研究员承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位研究员，在此申明，本报告清晰、准确反映了研究员本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责条款

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归银泰证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。