

2025 年 09 月 27 日

证券研究报告|策略研究|策略点评

四季度 A 股或将呈现“N”型震荡上行，科技和“反内卷” 双轮驱动

报告摘要

核心观点：

- ◆ 近邻中秋、国庆长假，本周 A 股缩量，延续 8 月底以来震荡态势，符合我们此前的判断。同时，市场关注点聚焦至四季度如何配置。
- ◆ 首先，复盘显示，A 股四季度主线较前三季度往往出现较明显的切换，资金的高切低行为主要流入前三季度市场涨幅 13 至 25 名，即中间偏后的行业。这或因为，12 月重要会议为下一年的宏观政策和重点工作任务安排定下基调，很大程度上决定着下一年的年度投资主线，同时在“估值切换”下，资金对下一年提前布局。而机构的年末考核机制助推了四季度主线切换的趋势。
- ◆ 进一步，或因四季度迎来较长的业绩真空期，且年末重大政策会议下，四季度市场情绪往往较高。综合近十年区间涨跌幅中位数以及胜率来看，四季度 A 股具有较强的赚钱效应。结构上，或由于政策博弈，以及年底“估值切换”下，价值风格与经济总量更为相关且相对稳健，优势显著。消费板块表现最佳，科技板块次之。行业方面，机械设备、电子、食品饮料涨跌幅中位数前三，综合、非银金融、农林牧渔胜率前三，均为 80%。
- ◆ 历史统计显示，四季度节奏上表现为 10 月至 11 月中旬上行，11 月下旬至 12 月下旬震荡。四季度赚钱效应最为突出的时段是 11 月上旬，或由于三季报业绩靴子落地，市场正式进入业绩真空期。其次为 10 月上旬和 11 月中旬。结构上，10 月至 11 月中旬科技板块领涨，11 月上旬至 12 月下旬消费板块领涨。

作者

董忠云	分析师
SAC 执业证书：S0640515120001	
联系电话：010-59562478	
邮箱：dongzy@avicsec.com	
刘庆东	分析师
SAC 执业证书：S0640520030001	
联系电话：010-59219572	
邮箱：liuqd@avicsec.com	
庞晨	研究助理
SAC 执业证书：S0640124040009	
联系电话：	
邮箱：pangc@avicsec.com	
王警仪	研究助理
SAC 执业证书：S0640123090015	
联系电话：	
邮箱：wangjybj@avicsec.com	
杨子萌	研究助理
SAC 执业证书：S0640124060008	
联系电话：	
邮箱：yangzm@avicsec.com	

相关研究报告

中航策略周报：《轮动或将扩散》

中航策略周报：《从美联储重启降息到美联储独立性风险，资源品牛市或正在酝酿》

中航策略周报：《阶段性震荡有利于 A 股回归慢牛趋势》

中航策略周报：《政策见效，产业趋势确认，短期波动不改牛市趋势》

中航策略周报：《本轮行情来慢牛特征显著，近期波动或增加》

中航策略周报：《当前流动性与预期好转驱动的牛市仍较为健康》

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

◆ 2025 年由于 10 月四中全会将研究制定“十五五”规划《建议》，参考此前周报《新一轮“五年规划”下的市场择时——十五五系列专题（一）》中的结论，今年四季度节奏整体或为“N”形震荡上行。

◆ 结构上，本轮经济转型牛中，“科技”和“再通胀”是两条中期主线。2025 年前三季度来看，科技主线，尤其是科技硬件主线较为明确，而“反内卷”交易热度持续性不高。预计今年第四季度，一是科技仍是主线之一，但内部或将迎来“高切低”，或从硬件切换至应用；二是，“十五五”规划指引下，后续“反内卷”政策以及全国统一大市场的政策框架有望进一步明确，受政策利好且相对低位的资源品以及消费或将受到资金青睐。

◆ 中航证券军工组认为，随着“十四五”收官，“十五五”开启，市场对新订单预期逐步增强，预期的逐步落地也将进一步对预期进行强化，这也将成为军工行情持续夯实基础。伴随着军工基本面有望迎来持续回暖，主题活跃+业绩修复，将构成未来较长一段时间的“二重奏”，共同推动军工整体行情走势。

市场走势：



投资建议：

◆ 四季度节奏整体或为“N”形震荡上行。结构上，一是科技仍是主线之一，但内部或将迎来“高切低”，或从硬件切换至应用；二是，“十五五”规划指引下，后续“反内卷”政策以及全国统一大市场的政策框架有望进一步明确，受政策利好且相对低位的资源品以及消费或将受到资金青睐。

本周市场回顾：

根据同花顺数据，本周市场多数上涨，上证指数（0.21%）、深证成指（1.06%）、沪深 300（1.07%）、科创 50（6.47%）、创业板指（1.96%）、中证 500（0.98%）表现较强；中证 1000（-0.55%），表现较弱。行业风格上，成长风格表现较强，上涨 1.58%；消费风格表现较弱，下跌 2.18%。分行业来看，申万一级行业中电力设备、有色金属、电子表现较强，分别上涨 3.86%、3.52%、3.51%；社会服务、综合、商贸零售表现较弱，分别下跌 5.92%、4.61%、4.32%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为 23131.93 亿元，较上周减少 2046.53 亿元。估值方面，A 股整体市盈率为 22.13 倍，较上周上涨 0.15%。

正文：

近邻中秋、国庆长假，本周 A 股缩量，延续 8 月底以来震荡态势，符合我们此前的判断。同时，市场关注点聚焦至四季度如何配置，在 2025 年前三个季度科技主线十分明确下，四季度主线是否有所变化。

首先，复盘过去十五年四季度行业涨跌幅变化显示，A 股四季度主线较前三季度往往出现较明显的切换。前三季度涨幅居前的行业在四季度表现往往较难持续领跑，前三季度涨幅垫底的两个行业表现仍然较弱，资金的高切低行为主要流入前三季度市场涨幅 13 至 25 名，即中间偏后的行业。具体来看，Q1 至 Q3 涨跌幅排名前十的行业进入 Q4 后，多数行业涨跌幅中位数靠后，多数继续排名前十的概率低于 30%，进入后十的概率高于 30%；Q1 至 Q3 涨跌幅排名倒数后两名的行业进入 Q4 后，仅有 20% 的概率进入前十；而进入 Q4 后表现前十概率高于 30%、后十概率低于 30% 的行业集中于当年前三季度表现 13 至 25 名行业。

我们认为这背后主要包括以下原因。政策因素方面，12 月召开的中央经济工作会议将为下一年的宏观政策和重点工作任务安排定下基调，很大程度上决定着下一年的年度投资主线，因此资金筛选投资机会时关注的时间区间也往往跟随着切换至下一年。同时，这也将带动资金对个股计算估值对标的业绩时间窗口从本年切换至下一年，从而形成“估值切换”。资金将根据政策定调和“估值切换”调仓换股，提前布局迎接新一年行情。在此背景下，四季度时点接近机构的年末考核期限，前三季度领涨的主线已较为拥挤，高位股止盈与追涨的博弈程度加剧，回调整理风险上升，出于锁定收益、避免回撤，机构更倾向选择获利了结，从而进一步推动四季度主线切换的趋势。

表 1 A 股四季度存在主线切换

历年Q1-Q3 涨跌幅排名	历年Q4排名 中位数	Q4进入前十 概率	Q4进入后十 概率	进入Q4后该行业涨跌幅历年具体排名																
				2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024		
1	19	26.67%	26.67%	27	5	14	31	21	19	6	1	17	19	8	31	31	20	15		
2	9	53.33%	20.00%	16	1	9	18	15	3	24	2	31	2	2	30	4	11	8		
3	18	20.00%	33.33%	5	30	26	5	28	18	15	26	28	20	3	15	15	12	18		
4	14	20.00%	26.67%	7	17	31	14	24	6	19	13	11	14	14	21	30	22	5		
5	19	6.67%	40.00%	13	18	29	21	22	11	4	19	29	15	17	24	27	15	24		
6	18	26.67%	40.00%	12	24	23	22	18	15	16	6	24	3	9	29	22	10	19		
7	17	26.67%	40.00%	17	26	2	10	26	4	18	10	30	13	15	23	13	25	30		
8	22	20.00%	53.33%	11	29	5	25	29	30	26	4	12	31	22	20	14	7	28		
9	12	40.00%	33.33%	28	10	4	28	31	20	7	12	6	27	5	17	6	26	12		
10	22	26.67%	53.33%	31	27	25	19	20	5	25	22	27	1	30	12	7	2	23		
11	14	26.67%	20.00%	14	13	19	2	16	12	27	9	21	22	10	11	21	9	26		
12	17	20.00%	40.00%	20	28	27	12	13	1	13	23	22	25	13	7	24	1	17		
13	9	53.33%	20.00%	3	8	8	24	4	22	9	17	14	17	23	5	18	6	3		
14	21	33.33%	46.67%	1	7	28	1	19	29	1	24	23	12	27	28	28	21	10		
15	13	40.00%	13.33%	24	4	13	13	6	8	2	16	1	11	20	4	26	18	20		
16	16	33.33%	26.67%	29	25	10	4	5	16	14	8	16	21	31	16	1	19	31		
17	13	40.00%	13.33%	6	19	6	11	9	14	22	3	20	7	19	13	25	16	9		
18	16	40.00%	26.67%	9	16	17	16	7	17	29	30	7	9	29	9	10	13	29		
19	17	33.33%	33.33%	30	20	20	17	27	25	17	14	8	6	4	26	23	8	6		
20	9	53.33%	26.67%	4	14	18	7	25	9	23	15	4	5	1	2	29	5	22		
21	12	33.33%	20.00%	10	9	12	3	12	23	3	20	18	8	16	22	17	23	11		
22	11	40.00%	26.67%	23	3	16	8	23	7	8	11	10	26	21	8	11	29	21		
23	17	33.33%	33.33%	25	15	1	27	17	2	20	28	3	29	28	18	9	14	7		
24	17	26.67%	26.67%	8	12	15	23	2	27	21	18	15	4	26	27	20	17	1		
25	16	40.00%	20.00%	21	2	24	26	11	21	28	5	9	10	18	3	16	4	16		
26	21	33.33%	46.67%	26	21	21	6	1	31	5	29	5	16	24	25	8	30	25		
27	14	46.67%	33.33%	2	31	3	20	14	24	10	21	25	23	25	10	5	3	4		
28	12	20.00%	33.33%	19	11	11	9	8	13	12	31	26	28	11	6	12	24	27		
29	11	46.67%	20.00%	18	6	7	15	10	28	11	7	13	30	7	1	2	27	14		
30	23	20.00%	66.67%	22	23	22	29	30	26	30	27	2	24	6	19	3	31	13		
31	19	20.00%	40.00%	15	22	30	30	3	10	31	25	19	18	12	14	19	28	2		

资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：“进入 Q4 后该行业涨跌幅历年具体排名”中，橙色阴影为排名前十，绿色阴影为排名后十，其余无阴影；“历年 Q4 排名中位数”和“Q4 进入前十/后十概率”中，红色阴影代表排名中位数越靠前，或整体靠前的概率更大，蓝色阴影代表排名中位数靠后，或整体靠后的概率更大）

进一步，我们复盘近十年 A 股每年四季度的大盘指数、主要风格、产业大类以及 31 个申万行业在四季度各月上中下旬的旬度中位数和胜率的表现，以寻找是否具有较为明显的日历效应。

或因四季度迎来较长的业绩真空期，且年末重大政策会议下，四季度市场情绪往往较高。综合近十年区间涨跌幅中位数以及胜率，整体来看，四季度 A 股具有较强的赚钱效应，多数产业和申万一级行业均可获得正收益。结构上，或由于政策博弈，以及年底“估值切换”下，价值风格与经济总量更为相关且相对稳健，因此四季度价值风格优势十分显著。消费板块表现最佳，科技板块次之。行业方面，机械设备、电子、食品饮料涨跌幅中位数前三，综合、非银金融、农林牧渔胜率前三，均为 80%。

历史统计显示，四季度节奏上表现为 10 月至 11 月中旬上行，11 月下旬至 12 月下旬震荡。四季度赚钱效应最为突出的时段是 11 月上旬，万得全 A 涨幅中位数达 1.96%，胜率高达

100%。其次，10月上旬（涨幅中位数1.18%，胜率60%）和11月中旬（涨幅中位数1.12%，胜率60%）也具备较好的投资机会。10月至11月中旬科技板块领涨，11月上旬至12月下旬消费板块领涨。

具体来看，10月A股或因国庆假期后资金回流，推动10月上旬市场明显普涨，其中，科技板块表现最强，十年涨跌幅中位数2.1%，胜率80%，计算机、电子、通信领涨。或由于十月为三季报披露期，10月中、下旬A股转为震荡，整个十月大盘风格占优。

进入11月后，或由于三季报业绩靴子落地，市场正式进入业绩真空期，同时对12月中央经济工作会议中对于次年经济部署预期不断升温，市场情绪活跃，赚钱效应显著。11月上旬，市场迎来四季度最具确定性的上涨窗口，各风格、行业普涨。结构上，TMT板块表现最为亮眼，过去十年收益率中位数高达4.12%，胜率达100%；行业方面，通信、家用电器、电子收益率超4%，且胜率高。11月中旬市场延续活跃，但势头有所放缓。但在下旬迎来调整，主要指数普跌，前期涨幅较大的科技板块回撤明显，周期板块相对抗跌。

进入12月，市场整体呈“N”字形震荡，大盘风格重新占优。在此阶段，消费板块优势明显，社会服务、美容护理、食品饮料、家用电器等行业在12月均录得亮眼表现。

表2: 近十年10-12月主要指数区间收益率中位数（单位：%）

	10月上旬	10月中旬	10月下旬	11月上旬	11月中旬	11月下旬	12月上旬	12月中旬	12月下旬	整四季度
万得全A	1.18	-0.03	-0.16	1.96	1.12	-1.52	0.28	-2.03	0.17	2.26
大盘指数(申万)	1.25	0.24	0.14	2.55	0.17	-1.48	0.89	-2.12	0.73	2.22
小盘指数(申万)	0.97	0.59	-0.86	2.40	1.31	-1.76	-0.37	-1.68	-0.20	2.61
国证价值	0.97	-0.27	-0.86	2.09	1.19	-1.46	0.51	-1.09	0.41	2.55
国证成长	0.90	-0.37	0.43	2.80	-0.03	-2.24	1.69	-2.54	0.36	-0.50
周期	0.19	-0.79	-1.26	2.15	1.10	-0.13	0.26	-1.39	0.76	-0.42
先进制造	0.76	0.15	-0.35	2.55	0.54	-1.40	-0.40	-2.33	0.23	2.28
消费	1.48	-1.09	0.60	3.23	0.55	-1.04	1.78	-1.28	1.11	4.19
医药医疗	1.50	0.55	0.53	2.58	1.13	-2.31	0.24	-3.26	1.04	0.78
科技(TMT)	2.10	-0.11	0.73	4.12	1.30	-3.19	1.04	-2.49	-0.60	3.31
金融地产	0.80	-0.13	-0.70	1.70	0.79	-1.37	0.35	-2.04	0.03	1.36
中证红利	0.57	-0.38	-1.11	1.53	0.95	-0.77	0.39	-0.27	0.29	1.41

数据来源：Wind，中航证券研究所整理（注：取2015-2024年10-12月的1-10日、11-20日、21-30/31日作为上、中、下旬划分，统计2015-2024年10-12月上、中、下旬指数区间涨跌幅中位数）

表3: 近十年10-12月主要指数区间胜率情况

	10月上旬	10月中旬	10月下旬	11月上旬	11月中旬	11月下旬	12月上旬	12月中旬	12月下旬	整四季度
万得全A	60%	50%	50%	100%	60%	30%	50%	40%	50%	70%
大盘指数(申万)	60%	60%	60%	90%	50%	30%	70%	40%	70%	70%
小盘指数(申万)	60%	60%	30%	100%	70%	10%	40%	20%	40%	60%
国证价值	60%	50%	30%	70%	70%	30%	50%	40%	50%	60%
国证成长	60%	40%	70%	90%	50%	20%	60%	30%	60%	50%



周期	50%	40%	40%	70%	70%	50%	50%	30%	50%	40%
先进制造	60%	50%	40%	100%	50%	20%	50%	30%	50%	60%
消费	60%	40%	60%	90%	60%	30%	80%	40%	80%	70%
医药医疗	60%	60%	60%	80%	70%	20%	60%	40%	60%	50%
科技(TMT)	80%	50%	70%	100%	70%	10%	80%	30%	80%	50%
金融地产	60%	40%	30%	70%	70%	30%	50%	20%	50%	70%
中证红利	50%	40%	40%	80%	80%	30%	60%	40%	60%	60%

数据来源：Wind，中航证券研究所整理（注：取 2015-2024 年 10-12 月的 1-10 日、11-20 日、21-30/31 日作为上、中、下旬划分，统计 2015-2024 年 10-12 月上、中、下旬指数区间涨跌幅胜率）

表4: 近十年 10-12 月申万一级行业指数区间收益率中位数（单位：%）

	10 月上旬	10 月中旬	10 月下旬	11 月上旬	11 月中旬	11 月下旬	12 月上旬	12 月中旬	12 月下旬	整四季度
农林牧渔	2.62	-0.26	0.72	1.88	0.88	-0.06	0.25	-1.15	0.48	1.18
基础化工	0.18	0.03	-0.68	2.12	1.33	-1.61	0.41	-1.89	0.58	-0.60
钢铁	-0.70	-0.67	-1.31	2.61	-0.14	0.41	1.78	-2.81	-0.56	0.46
有色金属	-0.23	0.91	-0.86	3.27	0.71	-0.93	-0.18	-2.61	-0.41	-0.38
电子	1.88	-0.03	1.50	4.25	0.53	-2.20	0.53	-2.52	-0.18	5.19
家用电器	1.28	-1.23	0.39	4.43	0.96	-2.87	1.34	0.10	0.63	3.71
食品饮料	0.98	-0.99	1.17	3.72	0.14	-0.24	1.60	-1.60	1.07	4.73
纺织服饰	1.80	-1.07	-0.67	2.41	1.74	-1.20	0.38	-1.23	0.07	2.91
轻工制造	1.23	-0.55	-0.25	3.69	1.38	-1.67	-0.10	-0.71	0.34	2.57
医药生物	1.49	0.56	0.53	2.67	1.24	-2.30	0.60	-3.09	1.09	1.77
公用事业	0.88	-0.20	-1.10	1.18	0.76	-0.28	-0.52	-0.12	0.15	-0.22
交通运输	1.81	0.09	-0.89	1.55	0.33	-1.08	-0.18	-1.22	0.09	2.56
房地产	-0.12	-1.22	0.07	1.42	1.73	0.04	-0.43	-1.91	-1.12	-1.98
商贸零售	1.59	0.39	-0.97	1.87	0.25	-0.58	1.21	-1.87	-0.68	1.26
社会服务	-1.66	-0.44	0.59	1.78	0.31	-1.37	3.25	-0.79	0.63	-1.04
综合	1.38	-0.21	0.04	1.47	0.36	-1.09	0.66	-1.09	0.45	3.18
建筑材料	0.94	-0.16	-1.74	2.90	1.48	-1.78	1.73	-1.81	0.47	2.90
建筑装饰	1.46	-0.66	-0.19	1.51	0.73	-0.70	0.17	-1.65	-1.55	2.87
电力设备	0.32	-0.18	-0.06	3.92	-0.63	-1.14	-0.38	-2.54	0.20	-0.01
国防军工	0.54	1.75	1.28	1.38	1.39	-1.02	-1.54	-1.99	0.37	1.53
计算机	2.61	-0.06	0.79	3.95	0.76	-4.68	0.80	-2.19	-0.87	1.27
传媒	1.24	0.32	-0.60	2.71	1.74	-2.79	2.67	-1.53	-1.99	1.26
通信	1.87	0.64	-0.71	4.71	2.14	-2.22	0.92	-1.77	-0.25	0.77
银行	0.56	0.74	-0.54	1.55	0.22	-0.72	0.82	-1.33	0.48	2.99
非银金融	0.75	0.14	-0.44	3.64	0.69	-2.10	0.84	-2.04	0.34	1.82
汽车	1.97	-0.33	0.41	2.75	0.31	-2.11	-0.08	-1.08	0.74	2.40
机械设备	0.98	0.55	-0.79	3.19	2.02	-0.69	0.07	-1.11	0.54	5.51
煤炭	1.10	-2.14	-1.72	2.47	-0.71	0.51	-0.49	1.68	-0.99	-3.58
石油石化	0.82	-2.78	-1.27	1.80	0.50	0.10	0.23	0.20	1.23	-0.97
环保	1.26	0.79	-1.98	3.58	0.33	-1.10	-1.04	-1.59	-0.35	-1.55
美容护理	1.33	1.53	-0.76	3.25	-0.49	-2.35	2.31	0.15	1.80	-0.58

数据来源：Wind，中航证券研究所整理（注：取 2015-2024 年 10-12 月的 1-10 日、11-20 日、21-30/31 日作为上、中、下旬划分，统计 2015-2024 年 10-12 月上、中、下旬指数区间涨跌幅中位数）

表5: 近十年 10-12 月申万一级行业指数区间胜率情况

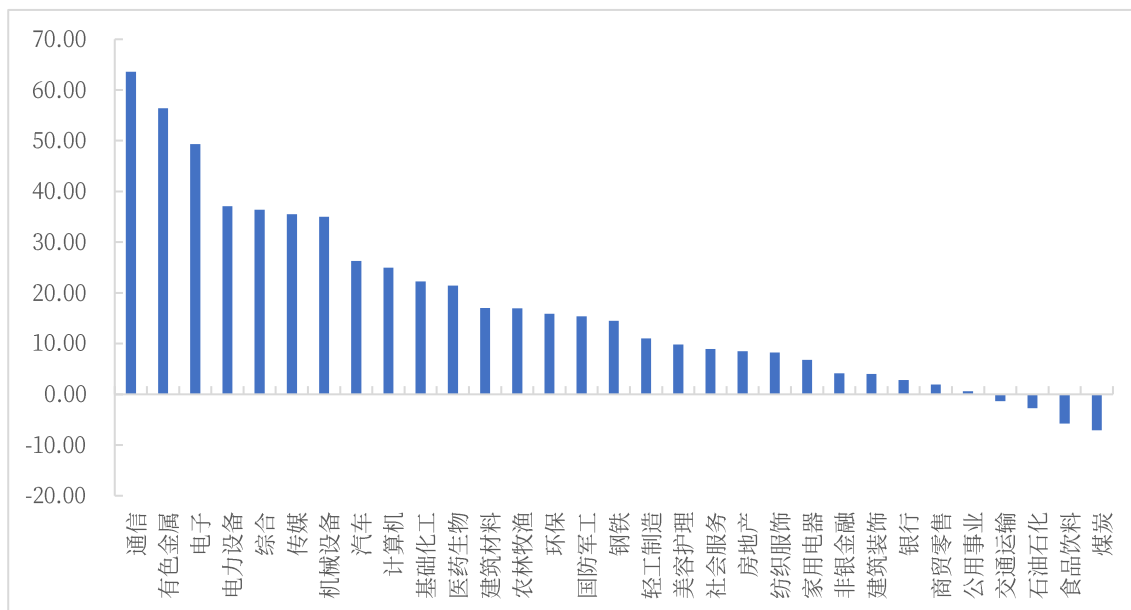


	10月上旬	10月中旬	10月下旬	11月上旬	11月中旬	11月下旬	12月上旬	12月中旬	12月下旬	整四季度
农林牧渔	70%	50%	50%	80%	60%	50%	60%	40%	60%	80%
基础化工	50%	50%	40%	80%	70%	30%	70%	40%	70%	40%
钢铁	40%	40%	40%	60%	40%	50%	60%	40%	60%	50%
有色金属	50%	50%	40%	80%	60%	50%	40%	30%	40%	50%
电子	80%	50%	60%	100%	60%	10%	60%	30%	60%	70%
家用电器	70%	40%	80%	90%	60%	20%	50%	50%	50%	60%
食品饮料	60%	40%	70%	90%	50%	50%	90%	30%	90%	70%
纺织服饰	60%	40%	40%	80%	70%	30%	60%	30%	60%	60%
轻工制造	60%	50%	40%	90%	60%	30%	40%	30%	40%	70%
医药生物	60%	60%	60%	80%	60%	20%	60%	40%	60%	50%
公用事业	70%	50%	30%	90%	60%	40%	40%	50%	40%	40%
交通运输	60%	50%	40%	70%	50%	30%	50%	30%	50%	70%
房地产	50%	30%	50%	90%	70%	50%	50%	40%	50%	30%
商贸零售	60%	60%	30%	70%	50%	40%	70%	40%	70%	50%
社会服务	40%	40%	50%	80%	60%	40%	70%	40%	70%	40%
综合	60%	40%	50%	80%	50%	30%	80%	40%	80%	80%
建筑材料	60%	40%	40%	70%	80%	40%	70%	30%	70%	60%
建筑装饰	70%	40%	50%	70%	60%	40%	50%	30%	50%	60%
电力设备	50%	50%	40%	100%	40%	20%	50%	40%	50%	50%
国防军工	70%	60%	60%	80%	70%	40%	30%	20%	30%	60%
计算机	80%	50%	60%	100%	70%	30%	60%	30%	60%	50%
传媒	60%	50%	40%	100%	80%	20%	80%	30%	80%	50%
通信	80%	50%	40%	80%	60%	20%	60%	40%	60%	50%
银行	70%	60%	40%	60%	70%	30%	60%	20%	60%	70%
非银金融	70%	50%	50%	90%	60%	30%	60%	20%	60%	80%
汽车	70%	50%	60%	100%	60%	40%	30%	30%	30%	60%
机械设备	60%	50%	40%	100%	70%	20%	50%	20%	50%	70%
煤炭	60%	30%	20%	70%	30%	50%	50%	60%	50%	40%
石油石化	70%	40%	10%	70%	60%	50%	60%	60%	60%	50%
环保	60%	70%	40%	80%	50%	20%	30%	40%	30%	40%
美容护理	60%	60%	30%	80%	30%	0%	70%	50%	70%	50%

数据来源：Wind，中航证券研究所整理（注：取2015-2024年10-12月的1-10日、11-20日、21-30/31日作为上、中、下旬划分，统计2015-2024年10-12月上、中、下旬指数区间涨跌幅胜率）

2025 年由于 10 月四中全会将研究制定“十五五”规划《建议》，参考此前周报《新一轮“五年规划”下的市场择时——十五五系列专题（一）》中的结论，今年四季度节奏整体或为“N”形震荡上行。

结构上，本轮经济转型牛中，“科技”和“再通胀”是两条中期主线。2025 年前三季度来看，科技主线，尤其是科技硬件主线较为明确，而“反内卷”交易热度持续性不高。预计今年第四季度，一是科技主线内部或将迎来“高切低”，从硬件切换至应用；二是，“十五五”规划指引下，后续“反内卷”政策以及全国统一大市场的政策框架有望进一步明确，受政策利好且相对低位的资源品以及消费或将受到资金青睐。

图1 2025 一至三季度行业涨跌幅（单位：%）


资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：数据统计 2025 年 1 月 1 日至 9 月 26 日）

资源品等受益于再通胀进程的行业亦更有机会成为中期主线。近期中央层面反内卷态度坚决。9 月 16 日出版的第 18 期《求是》杂志发表的习近平总书记的重要文章《纵深推进全国统一大市场建设》指出，着力整治企业低价无序竞争乱象；“内卷”重灾区，要依法依规有效治理。此前 8 月 22 日市场监督管理总局介绍“十四五”时期市场监管高质量发展成就时表示，“十四五”以来，加大“非理性”竞争综合整治力度，强化对企业间过度低价竞争的规范引导。“十五五”时期将继续聚焦纵深推进全国统一大市场建设这一重要改革任务，以更大力度破除地方保护和市场分割，以更实举措维护公平竞争市场秩序；将多措并举、综合施治，努力以良好的市场秩序激发市场活力、净化市场环境、保障民生福祉。

9 月 26 日，央行提出加大存量商品房和存量土地盘活力度，巩固房地产市场稳定态势。同日，国务院国资委召开国有企业经济运行座谈会，要带头坚决抵制“内卷式”竞争。或在为“十五五”规划吹风，四季度市场焦点也有望重回“再通胀”。

中航证券军工组认为，近期，随着热点事件和主题催化落地，叠加中报业绩披露完毕，行情有望在短期内进入相对稳定阶段。整体而言，军工行业或将呈现内部结构性轮动。从板块内部来看，今年以来，“低空经济、商业航天、深海科技、大飞机、军贸”等大军工板块轮动特征清晰，在进一步丰富军工行业投资主线的同时展现出较强的板块韧性与活力，一定程度上避免了单一领域过热带来的波动风险。

就基本面而言，一方面，部分领域半年报业绩、二季度环比业绩有所改善，部分相关重大订单披露，一定程度上释放出基本面修复信号。随着“十四五”收官，“十五五”开启，



市场对新订单预期逐步增强，预期的逐步落地也将进一步对预期进行强化，这也将成为军工行情持续夯实基础。

伴随着军工基本面有望迎来持续回暖，主题活跃+业绩修复，将构成未来较长一段时间的“二重奏”，共同推动军工整体行情走势。

投资建议：

四季度节奏整体或为“N”形震荡上行。结构上，一是科技仍是主线之一，但内部或将迎来“高切低”，或从硬件切换至应用；二是，“十五五”规划指引下，后续“反内卷”政策以及全国统一大市场的政策框架有望进一步明确，受政策利好且相对低位的资源品以及消费或将受到资金青睐。

风险提示：

- 1.国内政策推行不及预期；
- 2.地缘政治事件超预期；
- 3.海外流动性宽松不及预期；

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券策略团队：站在总量研究的高度，以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维，对实际投资更具指导意义。

销售团队：

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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。

风险提示：投资者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。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558

传 真：010-59562637