

百炼金精，越辩愈明

报告日期：2025-09-28

主要观点：

分析师：郑小霞

执业证书号：S0010520080007

电话：13391921291

邮箱：zhengxx@hazq.com

分析师：刘超

执业证书号：S0010520090001

电话：13269985073

邮箱：liuchao@hazq.com

分析师：张运智

执业证书号：S0010523070001

电话：13699270398

邮箱：zhangyz@hazq.com

分析师：陈博

执业证书号：S0010525070002

电话：18811134382

邮箱：chenbo@hazq.com

● 10月最大关注点在于四中全会，即将发布的“十五五”规划纲要建议，有望对市场风险偏好形成提振并衍生众多主题投资机会，因此市场预计维持高位或震荡上涨。配置上新一轮成长产业景气周期行情确立，AI算力基建核心地位不可动摇，AI应用和军工也需重视。此外电力设备（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）具备景气支撑亦可作为。

● 市场观点：四中全会有望提振市场风险偏好

四中全会有望提振风险偏好，市场预计维持高位或震荡上涨。10月市场最大的边际变化和关注度聚焦四中全会和FOMC会议，预计均有望对市场风险偏好形成提振。微观流动性仍然充裕具备较大潜力，宏观流动性维持宽松。基本面边际变化不大，外需出口延续向好，内生动能有待提振。

四中全会“十五五”规划建议有望提振市场风险偏好。按惯例，10月四中全会将形成“十五五”规划纲要建议，明确指导思想、主要目标和战略举措。我们预期总量层面保持稳定，扩大消费继续着力。产业层面围绕新质生产力发力，重点关注传统制造业升级、新兴产业与未来产业战略部署。“十五五”有望对市场形成提振并衍生众多主题性机会。

微观流动性充裕继续支撑市场，宏观流动性延续宽松。经济下行压力下货币政策仍需保持宽松，但中美谈判与国内经济并未出现明显风险，短期降准降息必要性不强。美联储鹰派降息，美债利率上行拉大中美息差“倒挂”，进一步宽松也面临外部掣肘。微观流动性充裕格局不变，9月估算主动权益基金仓位边际变化有限，并未出现如8月加仓推升流动性，但随着10月市场风险偏好有望提振，微观流动性也有望重续流入格局。

基本面边际变化有限，外需出口延续向好，内生动能有待提振。基本面依然难以对市场形成支撑。预计三季度GDP增速4.8%左右，9月社零同比3.2%左右，固投累计同比0%，其中制造业投资累计同比4.8%、基建投资增速1.8%、地产投资增速-13.1%，出口同比4.8%；9月CPI同比-0.2%、PPI同比-2.8%。

● 行业配置：坚定新一轮成长产业景气周期不动摇，业绩硬支撑领域可为

9月市场呈分化之势，上证指数震荡而创业板指继续大涨，行业主线从上月算力强势到下旬内部扩散。行业层面涨跌各半，其中电力设备、电子、传媒、机械设备叠加受益景气改善、事件催化而领涨，军工、银行非银及传统消费品行业受事件兑现、景气弱势而领跌。展望10月，风险偏好有提振契机，市场预计延续高位或震荡上涨。配置思路上，继续寻找进攻机会。具体方向而言，本轮趋势性上涨行情远未结束，以AI算力基建为代表的新一轮成长产业景气周期趋势已然确立，行情演绎过程中难免存在调整和波动，但作为本轮最重要的核心主线地位不可动摇。此外有景气或业绩硬支撑的部分行业也值得参与。整体而言，延续我们一直推荐的成长科技和业绩支撑两条最重要配置主线依然是最佳选择。

相关报告

1. 策略周报《行业轮动后的市场结构将如何变化？》2025-09-21
2. 策略季报《坚守主线，挑战新平台——2025Q4季度A股投资策略》2025-09-15
3. 策略周报《坚守主线还是高切低？》2025-09-07
4. 策略月报《案阔正帆势未休——2025年9月A股市场研判及配置机会》2025-08-31

第一条主线是新一轮成长产业景气周期行情确立，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（CPO/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，因此算力相关板块是本轮最核心方向，符合机构景气趋势性投资抱团偏好。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或业绩超预期领域，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。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

经济基本面下行速度超预期；宏观政策或结构性政策力度不及预期；市场交投情绪变化难以有效预测；美国经济衰退等。

正文目录

1 市场观点：四中全会有望提振市场风险偏好	4
1.1 四中全会“十五五”规划建设有望提振市场风险偏好	4
1.2 微观流动性充裕继续支撑市场，宏观流动性继续宽松	5
1.3 外需出口延续向好，内生动能有待提振	6
2 行业配置：坚定新一轮成长产业景气周期不动摇，业绩硬支撑领域亦可为	9
2.1 主线一：坚守成长主线，尤重 AI 产业景气趋势	10
2.2 主线二：景气硬支撑领域，主要包括电新、有色金属、工程机械	13
风险提示：	16

图表目录

图表 1 DR007 维持低位，短端流动性整体宽松	5
图表 2 中美息差“倒挂”在美联储降息后扩大	5
图表 3 长端利率上行，带动期限利差扩大	6
图表 4 估算公募基金权益仓位在 9 月变动不大	6
图表 5 进入 9 月下半月乘用车批发与零售同比增速回升	7
图表 6 9 月白酒价格、纺织价格小幅下降	7
图表 7 主要工业品开工率温和回升	8
图表 8 9 月粗钢产量较 8 月末有所回升	8
图表 9 9 月农产品价格回升	8
图表 10 美联储降息后，能源与有色价格有所反弹	8
图表 11 9 月建材企稳，未见明显改善	9
图表 12 9 月 30 城商品房周销售面积同比有所改善	9
图表 13 高端 PCB 市场预计将保持高扩张增速	11
图表 14 2025 年全球光模块市场规模同比增速有望达到 32%	11
图表 15 数据中心制冷技术对应的 PUE 范围	11
图表 16 光纤光缆需求呈扩张趋势	11
图表 17 游戏行业景气度拐点后持续向上	12
图表 18 今年下半年机器人板块和计算机的关联度再加强	12
图表 19 AIDC 智能时代能耗需求大增	14
图表 20 2025 年全球风电装机量有望再破新高	14
图表 21 稀土应用领域广泛且占据关键地位	15
图表 22 黄金价格近期已开始上涨	15
图表 23 挖机销量增速周期在 3-5 年左右，目前迈入新一轮上行期	15
图表 24 挖机出口预计将持续维持高景气状态	15

1 市场观点：四中全会有望提振市场风险偏好

1.1 四中全会“十五五”规划建议有望提振市场风险偏好

关注四中全会“十五五”规划建议及对市场风险偏好的影响。2025年7月中共中央政治局决定今年10月召开二十届四中全会，主要议程是研究关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议。按照以往惯例，预计在10月形成“十五五”规划纲要建议，明确指导思想、主要目标和战略举措。根据我们在季度策略《坚守主线，挑战新平台》（2025-09-15）中分析：

①**总量层面保持稳定，扩大消费继续着力。**结合当前内外部形势，我们认为“十五五”规划中大概率仍保留经济增速目标，按照2035年中长期远景规划确定的较2020年GDP翻倍的中长期目标，则2026年-2035年年均GDP增速应保持在4.39%以上，对应“十五五”规划的经济增速目标不会低于4.5%（或者为5%）。同时，由于外部形势更加复杂，扩大消费有望在政策发力的重要性中明显抬升。

②**产业层面围绕新质生产力发力，重点关注传统制造业升级、新兴产业与未来产业三个方面的战略部署。**4月，习近平总书记在部分省区市“十五五”时期经济社会发展座谈会上强调，“十五五”时期必须把因地制宜发展新质生产力摆在更加突出的战略位置，要求坚持全面推进传统产业转型升级、积极发展新兴产业、超前布局未来产业并举。结合当前对于新质生产力发展的战略部署，“十五五”规划预计仍瞄准打造现代化产业体系，推动传统产业改造、新兴产业壮大和未来产业布局三大领域。后续可重点关注四中全会“十五五”规划建议对市场风险偏好的影响，特别是产业政策表述可能对相关板块形成催化。

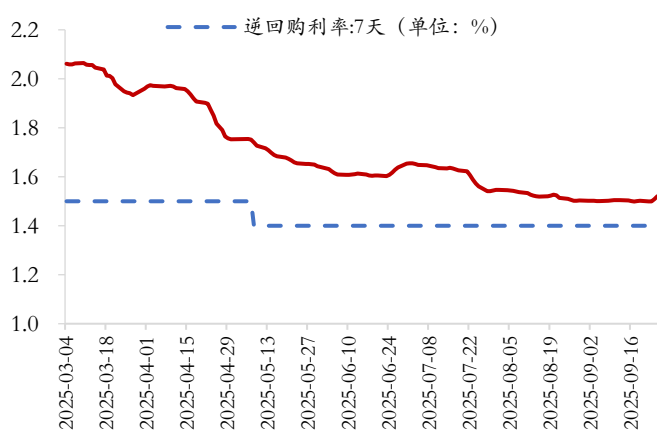
美联储“鹰派”降息落地后，年内再降息依然维持审慎。①9月FOMC会议降息25BP符合市场预期，但整体表态偏鹰。一方面，美联储主席鲍威尔认为本次降息的目的是风险管理，指出未来政策路径依然保持数据依赖，决议由逐次会议决定。另一方面，美联储给出的中长期利率指引暗示的降息幅度低于市场预期，点阵图显示2026年仅有一次降息预测，显著低于市场此前押注的三次。②近期美国经济数据维持较强韧性，或表明连续降息还需要更多基本面予以支撑。一方面，9月25日美国经济分析局公布的二季度美国实际GDP环比按年率计算增长3.8%，较此前公布的修正数据上调0.5个百分点，扭转了第一季度经济环比-0.6%的局面，高于市场普遍预期。二季度经济增长主要受进口大幅下降和个人消费支出增加影响，最终修正数据的上调主要受到个人消费支出数据上调影响，显示美国经济仍具韧性。叠加同日公布的周度初请失业金人数较上周明显回落，美国经济韧性仍不可忽视。另一方面，二季度核心PCE年化季率终值为2.6%，较此前公布的2.5%上调0.1个百分点。作为美联储作为关注的通胀指标，PCE通胀水平高于此前预期，表明消费端价格压力持续存在，

可能进一步限制美联储货币政策。9月末，美国总统特朗普宣布自10月1日起，美国将对多类进口产品实施新一轮高额关税。如：对厨房橱柜、浴室洗手台及相关建材征收50%关税，对进口家具征收30%关税，对专利及品牌药品加征100%关税，对所有进口重型卡车加征25%关税。关税对通胀的潜在担忧尚存，也掣肘美联储降息节奏。因而，预计下次FOMC会议美联储大概率继续预防式降息25BP，但维持鹰派姿态。

1.2 微观流动性充裕继续支撑市场，宏观流动性继续宽松

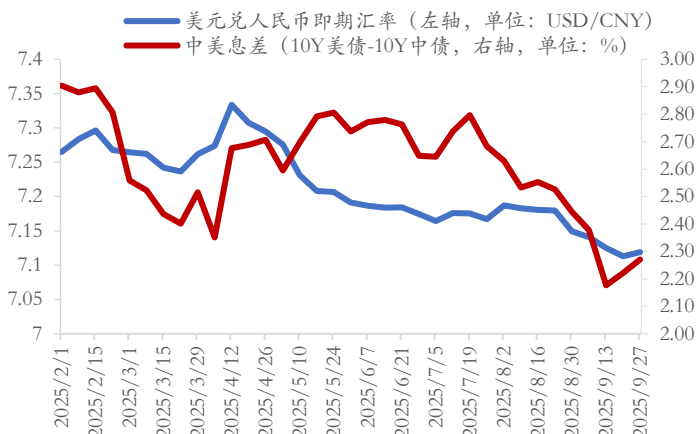
短期内加码宽松可能性依然偏低。9月LPR维持不变，并未出现降息降准操作。9月23日央行货币政策委员会三季度例会也未释放出明确的宽松信号。①尽管美联储如预期降息，但是LPR锚定的政策利率七天逆回购操作利率持稳，市场此前预期9月LPR亦将继续按兵不动。短期内经济下行压力下货币政策预计仍保持宽松方向，但是中美谈判与国内经济并未出现明显风险，降准降息的必要性并不强，LPR调降时机仍未到。同时，在商业银行净息差处于历史低点的背景下，报价行缺乏主动下调LPR报价加点的动力。②DR007维持低位，表明当前流动性整体上维持合理充裕，从资金面角度看进一步宽松的必要性不高。③由于美联储实施“鹰派”降息，美债利率上行拉大中美息差“倒挂”幅度，背景下人民币汇率依然承压，进一步宽松面临外部掣肘。因而，短期进一步宽松概率不大，除非外部形势发生明显变化，关注中美谈判进展与美联储后续降息路径。

图表1 DR007 维持低位，短端流动性整体宽松



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %

图表2 中美息差“倒挂”在美联储降息后扩大

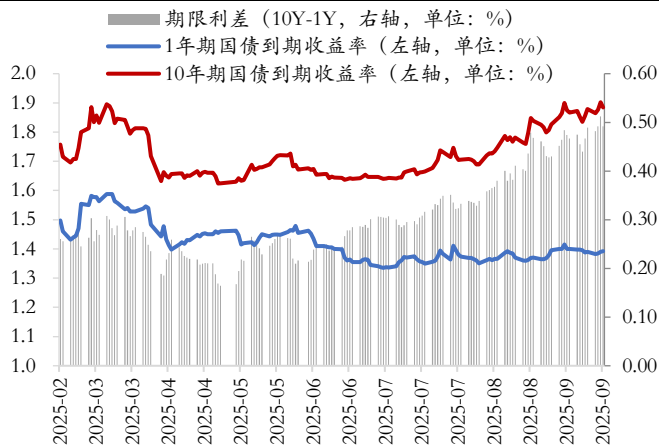


资料来源: Wind, 华安证券研究所。注: 数据为周均值。

缺乏进一步宽松预期，长端利率回升带动期限利差扩大。自年初以来，货币政策并未大幅加码宽松，市场对于利率层面进一步政策宽松预期持续回落，推动长期国债收益率持续上行。同时，随着整治“内卷式”竞争有望从中长期推动通胀水平温和回升，也有利于长端名义利率回暖。同时，在权益市场表现较好的情况下，也吸引

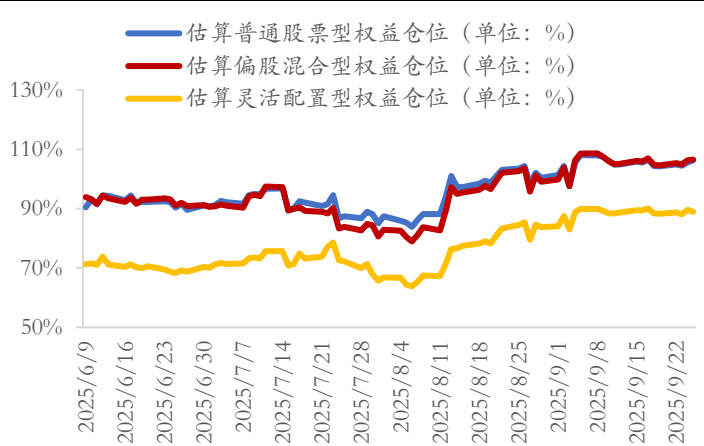
一定资金从债券市场向权益市场转移，加剧长端利率上行压力。根据近期中基协发布数据显示，受益于股票市场上涨，股票型基金规模在 8 月增长近 6300 亿元，混合型基金增长超 3300 亿；货币基金和 QDII 基金规模分别增长 1963 亿元和 672 亿元；而在股债跷跷板效应下，债券基金规模小幅下降 285 亿元。

图表 3 长端利率上行，带动期限利差扩大



资料来源：Wind，华安证券研究所。

图表 4 估算公募基金权益仓位在 9 月变动不大



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：估算方法为过去 20 个交易日公募涨跌幅与 Wind 全 A 涨跌幅的偏相关系数。

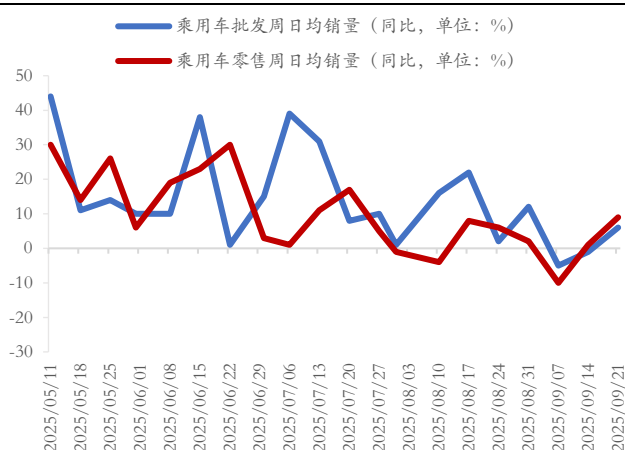
微观流动性维持充裕、整体变动不大。①从国内公募资金来看，9 月估算的普通股票型基金、偏股混合型和灵活配置型权益仓位边际变化有限，并未出现 8 月份加仓推升流动性。②从境外资金看，美债利率回升下，人民币汇率持续走弱，汇率升值吸引外资流入、推升微观流动性尚待观察。随着美联储“鹰派”降息落地、对年内降息依然强调依赖数据决策，叠加近期美国经济数据维持韧性，市场对美联储后续降息节奏维持谨慎。受此影响，美元指数也明显走强，美债利率明显反弹、幅度快于国债利率，导致中美利差“倒挂”进一步加剧，成为汇率贬值的重要压力。当前，央行对于汇率干预力度依然不弱，中间价依然指向央行推动汇率升值的干预方向，预计人民币汇率最终贬值幅度较小。但美联储降息后，汇率升值吸引外资流入尚待观察。

1.3 外需出口延续向好，内生动能有待提振

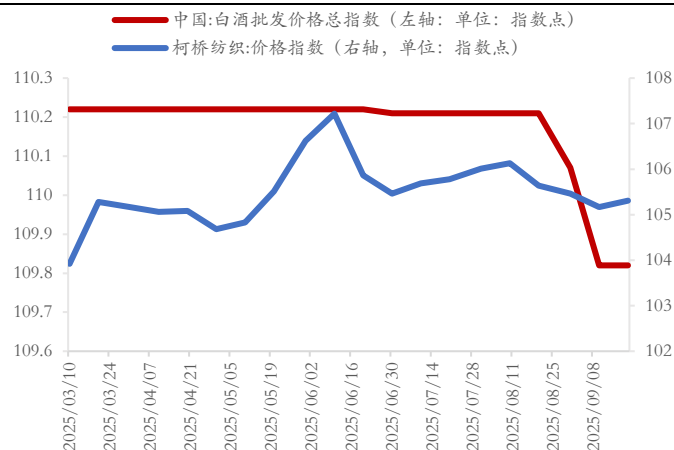
基本面边际变化不大，外需出口延续向好，内生动能有待提振。9 月已公布高频数据显示基本面边际变化不大，出口延续向好、价格水平降幅继续收窄、地产销售小幅改善，但消费、投资等内生动能依然有待增强，基本面依然难以对市场形成明显支撑。预计三季度 GDP 增速 4.8% 左右，9 月社零同比增长 3.2% 左右，固定资产投资累计同比增长 0%，其中制造业投资累计同比 4.8%、基建投资增速 1.8%、地产投资增速-13.1%，出口同比 4.8%；9 月 CPI 同比-0.2%、PPI 同比-2.8%。

商品消费面临高基数拖累和政策边际效应减弱影响，服务类消费无新增政策刺激。9月前三周乘用车批发和零售当周日均销量平均值分别为6.22万辆和5.67万辆，同比分别增长0.72%和0.7%，均较上月明显回落，政策边际效应延续弱化。商品价格整体回落，全国白酒批发价格指数从110.2下降至109.8，柯桥纺织指数从105.9回落至105.4。可选服务类消费也无改善迹象：9月旅游旺季结束，海南旅游消费总指数围绕100左右变动、9月均值较8月环比下降2.26点，同比-1.88%降幅较上月扩大；9月电影市场略有回落，电影票房周均收入较去年同期增长60.7%，但可持续性仍有待观察。目前来看，商品消费面临高基数拖累和政策边际效应减弱影响，社零增速可能延续小幅回落态势、降至3.2%左右。商务部等9部门公布提振消费政策，但其中并无直接面向消费者提供补贴，因而无新增政策下，服务类消费难以改善。

图5 进入9月下半月乘用车批发与零售同比增速回升 图6 9月白酒价格、纺织价格小幅下降



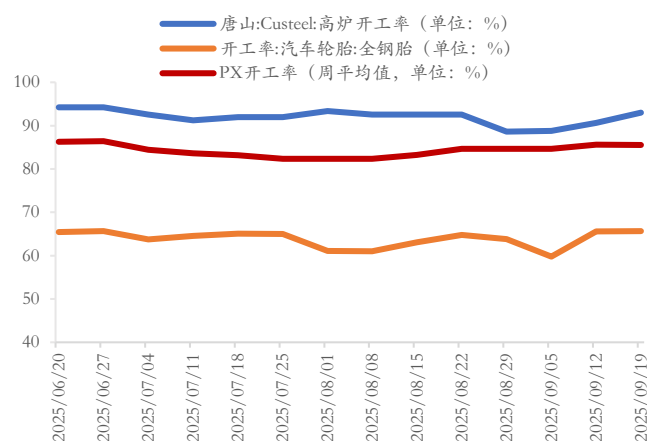
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点

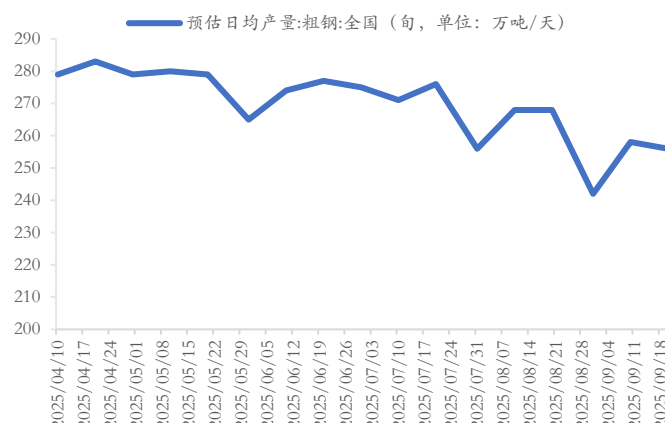
出口维持偏高景气，生产端趋稳。9月前三周周均集装箱吞吐量为665万标准箱，环比较上月略有提升，同比增速9.04%高于上月增速6.21%，出口维持较高景气。典型工业品开工率温和回升，其中汽车全钢胎开工率从60%回升至65%左右，PX开工率从82%回升至85%左右，唐山高炉开工率从89%左右回升至93%。9月钢材预估日产量回升至256万吨/天、较8月末有所回升。临近中美关税延长后的谈判期11月中旬，出口景气度继续维持、9月出口低基数可能推动增速进一步高增，预计9月工业增加值增速大致在5.4%左右。

图表 7 主要工业品开工率温和回升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

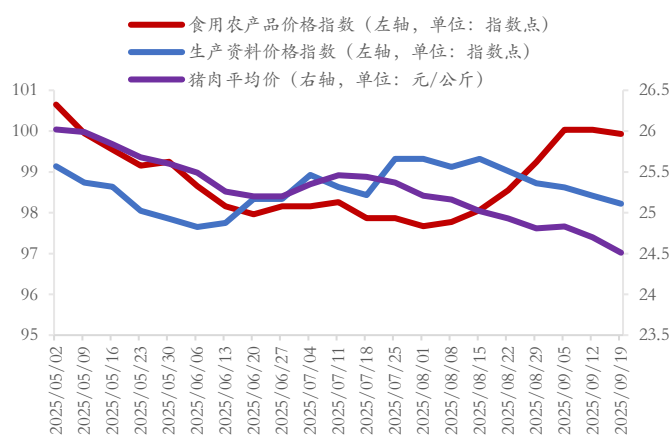
图表 8 9 月粗钢产量较 8 月末有所回升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万吨/天

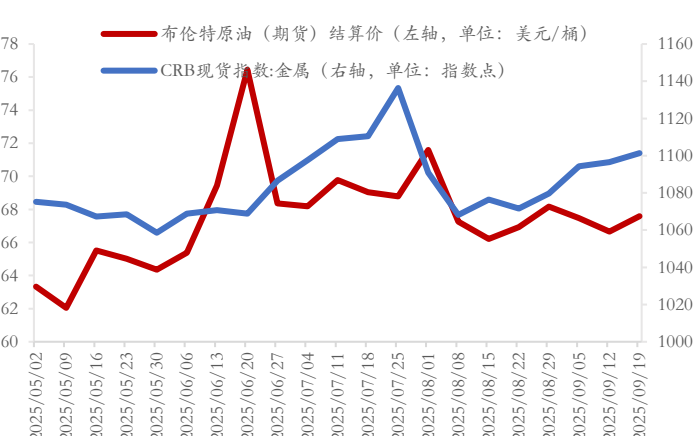
通胀方面，CPI、PPI 降幅小幅收窄。猪肉价格维持相对低位，9 月前三周猪肉平均价 24.68 元/公斤，环比上月均值下降 0.3 元/公斤，与去年同期均值同比下降 21.45%、降幅较上月扩大 1.5 个百分点。但进入 9 月食用农产品价格指数有所反弹，同时出行、酒店等服务类领域价格基数走弱，有望推动 CPI 降幅收窄。**预计 9 月 CPI 同比跌幅收窄至-0.2%。**美联储降息后，有色金属价格、原油价格企稳回升，受国内整治“内卷式”竞争并未出台进一步严控产能等增量政策，国内 Q5500 煤炭价格企稳于 690 元/吨左右。考虑基数影响后，**预计 9 月 PPI 同比降幅约-2.8%左右，降幅较上月收窄 0.1 个百分点。**

图表 9 9 月农产品价格回升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：指数点、元/公斤

图表 10 美联储降息后，能源与有色价格有所反弹

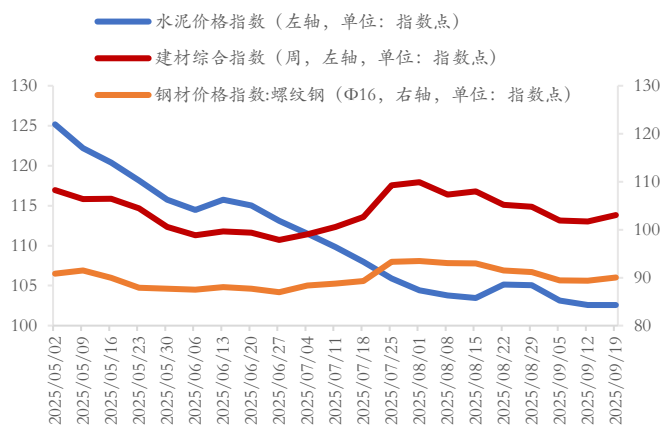


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：美元/桶、指数点

投资端恐继续成为拖累项。进入 9 月后建材价格变动不大，结合 7、8 月投资端下行明显，预计 9 月固投延续快速下行态势。9 月一线城市地产调控政策调整带动一定需求释放，Wind 口径下 30 个大中城市 9 月前三周新房销售同比上涨 9.6%。**我们认为，目前政策干预力度较为有限，地产仍难以企稳。**虽然 8 月中下旬以来，北京、

上海均放松了地产调控政策，但局限于非核心区限购门槛下降，整体力度有限，因而虽然一线城市带动地产成交略有回暖，但全国层面看政策效果恐较为有限、且难以持续。同时，房价低迷可能导致购房者观望情绪依然浓厚。8月份，一线城市二手住宅销售价格环比下降1.0%，降幅与上月相同。其中，北京、上海、广州和深圳分别下降1.2%、1.0%、0.9%和0.8%。二线城市新建商品住宅销售价格环比下降0.3%，降幅收窄0.1个百分点。三线城市新建商品住宅销售价格环比下降0.4%，降幅扩大0.1个百分点。

图表 11 9 月建材企稳，未见明显改善



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 指数点

图表 12 9 月 30 城商品房周销售面积同比有所改善

指标 (9 月各周)	第 4 周	第 3 周	第 2 周	第 1 周	8 月累计值
成交面积 (万平方米)	-	161.13	138.35	134.60	647.42
同比	-	23.41	-1.91	8.28	-9.89
其中: 一线	-	51.15	46.71	34.26	178.61
同比	-	65.15	12.80	-9.12	-23.07
二线	-	69.51	62.48	65.84	322.12
同比	-	11.32	0.62	7.76	-1.76
三线	-	40.47	29.15	34.49	146.69
同比	-	8.95	-22.34	35.22	-7.41

资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 万平方米、%。

2 行业配置：坚定新一轮成长产业景气周期不动摇，业绩硬支撑领域亦可为

9 月市场呈分化之势，上证指数震荡而创业板指继续大涨，行业主线从上月算力强势到下旬内部扩散。行业层面涨跌各半，其中电力设备、电子、传媒、机械设备叠加受益景气改善、事件催化而领涨，军工、银行非银及传统消费品行业受事件兑现、景气弱势而领跌。展望 10 月，风险偏好有提振契机，市场预期延续高位或震荡上涨。配置思路上，继续寻找进攻机会。具体方向而言，本轮趋势性上涨行情远未结束，以 AI 算力基建为代表的新一轮成长产业景气周期趋势已然确立，行情演绎过程中难免存在调整和波动，但作为本轮最重要的核心主线地位不可动摇。此外有景气或业绩硬支撑的部分行业也值得参与。整体而言，延续我们一直推荐的成长科技和业绩支撑两条最重要配置主线依然是最佳选择。

第一条主线是新一轮成长产业景气周期行情确立，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，因此算力相关板块是本轮最核心方向，符合机构景气趋势性投资抱团偏好。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或业绩超预期领域，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。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。

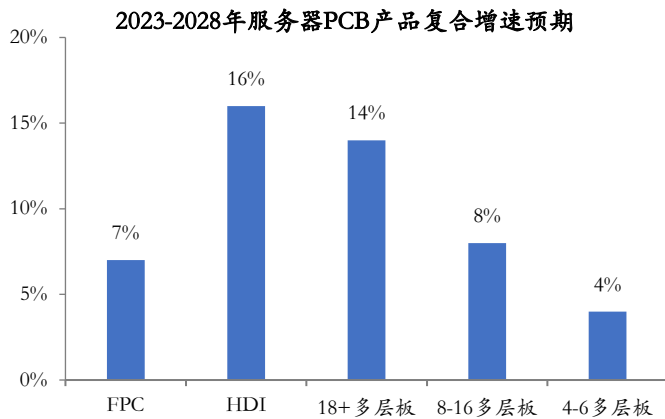
2.1 主线一：坚守成长主线，尤重AI产业景气趋势

（1）AI基建：算力需求高增带动AI基建规模快速扩张，基建上游产业链景气兑现，关注PCB、CPO、光纤、液冷等方向。

AI算力及端侧等上下游需求共振，带动PCB产能加速扩张。AI、汽车、高速网络等需求预期高增，推动AI上游基建产能扩张，印制电路板景气加速。据Prismark预测，2023-2028年HDI、18+多层板等高端PCB2023年-2029年复合增长率分别高达16%、14%，但近期中国算力需求爆发超预期，预计相关产品增速将远超该预测，和算力关联度高的高阶HDI以及高精度多层线路板等细分方向的供求关系预计持续紧张。

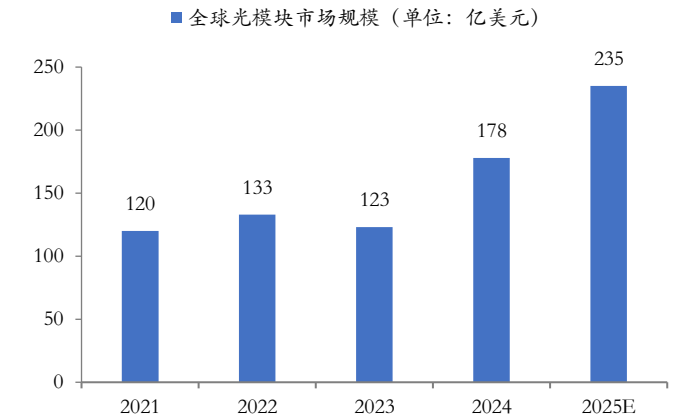
数据传输效率迭代升级，CPO需求旺盛。CPO将多个关键光学器件在芯片上进行封装，以实现与芯片电路的直接集成，并通过光互联技术的运用显著提升了通信系统的性能和效率，在AI算力需求快速增长的背景下，其已成为提升大量数据处理效率的重要解决方案。随着算力以及数据传输需求爆发式增长，CPO进入高景气阶段。

图表 13 高端 PCB 市场预计将保持高扩张增速



资料来源：Prismark、PCBworld，华安证券研究所。

图表 14 2025 年全球光模块市场规模同比增速有望达到 32%

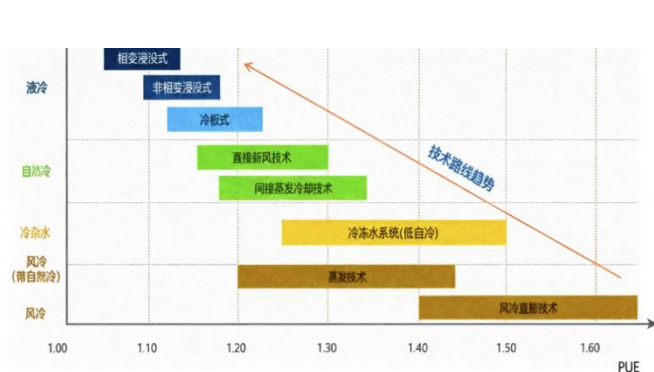


资料来源：中商产业研究院，华安证券研究所。

液冷正加速成为智算中心标配选择。算力需求持续增长促使通信设备性能加速迭代，芯片功耗和热流密度不断攀升，传统风冷散热能力越来越难以满足维持芯片可靠性的需求，液冷则以低能耗、高散热、低噪声、低 TCO 等优势正逐步替代传统的风冷解决方案。随着全国各地政府不断降低数据中心 PUE 指标，液冷正逐步释放扩张潜力。据 IDC 数据显示，2024-2029 年中国液冷服务器市场 CAGR 将达到 46.8%，2029 年市场规模将达到 162 亿美元。

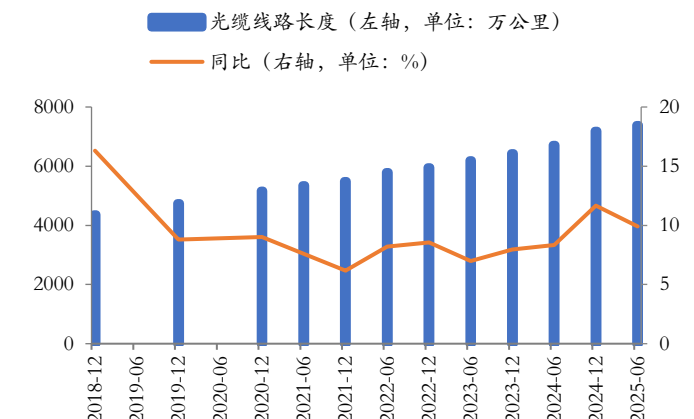
数据互联互通需求迭代升级，新型光纤发展前景广阔。受数据中心互联对于高传输速度需求的激增，光通信互联互通作为关键步骤，行业标准快速迭代更新，空芯光纤、多模光纤等具备低损耗、低延迟、低成本等优势的技术有望得到快速推广，从而带动光纤行业在新增长极上持续放量。

图表 15 数据中心制冷技术对应的 PUE 范围



资料来源：中兴通讯液冷技术白皮书，华安证券研究所。

图表 16 光纤光缆需求呈扩张趋势



资料来源：Wind，华安证券研究所。

(2) AI 应用：关注 AI 赋能的重要中下游关键应用方向，包括软件、游戏、机

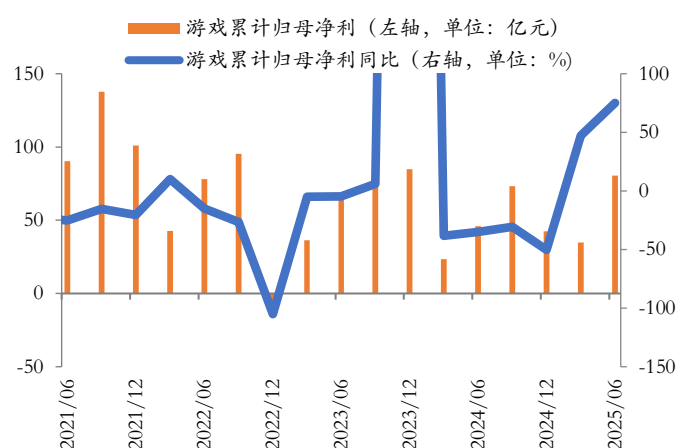
机器人等。

游戏行业景气现拐点，市场规模及游戏人数有望实现持续增长。据 CDEC 公布的数据显示，2025 年上半年中国游戏产业多项核心指标再创新高，其中国内游戏市场实际销售收入达到 1680.0 亿元，同比 14.1%，游戏用户规模达 6.79 亿人，均创历史新高。游戏行业持续回暖，景气出现拐点性变化，2025 年 Q1、H1 游戏行业累计归母净利润同比增速分别为 47.1%、74.9%，连续两个季度实现较高增速，同时较 2024 年增速由负转正。后续游戏产业仍有望通过端游增长、出海扩张以及 AI 赋能等多个渠道实现持续改善。

软件开发是 AI 重要的应用方向，算力热度外溢后将成为首先受益的板块。当前 AI 产业链热度集中在算力等上游方向，待大模型等关键技术进一步成熟后，后续将逐步向中下游扩散，软件开发作为偏中游产业将率先受益，这也是 AI 最重要的应用方向之一。同时在 AI 赋能的支持下，软件不仅在开发效率上迎来提升，同时也将成为新的收入增长极。

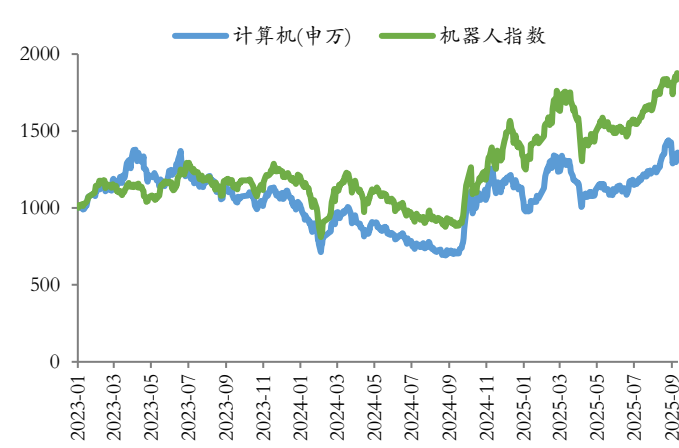
AI 大模型驱动机器人加速升级，其有望作为 AI 下游的热门应用方向展现更大上涨弹性。大模型技术的应用，使机器人不仅能够完成复杂的任务，还能够在无人监督的条件下自主学习和优化其行为，具身智能机器人成为能够与人协作，甚至独立完成的任务的智能实体，其应用范围已经扩展至服务业、教育、医疗等领域。下半年以来机器人板块与计算机走势的相关性进一步增强，且弹性更优。2024 年 9 月 25 日至 2025 年 9 月 12 日，计算机与机器人指数的相关性为 0.87，今年 6 月以后关联性有所增强，并且从 2023 年至今走势来看，机器人弹性较计算机更大。后续机器人不仅能作为 AI 算力的扩散方向，同时仍具备较多的潜在催化事件。

图表 17 游戏行业景气度拐点后持续向上



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：为方便展示，增速示范区间有所缩减

图表 18 今年下半年机器人板块和计算机的关联度再加强



资料来源：Wind，华安证券研究所。

(3) 军工：关注军费阶段性扩张预期带来的催化机会，军工板块年末也仍存较

多催化契机。

临近十五五规划开局之年，军费有望迎来扩张预期。通常而言，军费开支具有较强的“五年”周期效应，即历次五年规划之初军费有望迎来阶段性宽松期，2026 年即为“十五五”规划开局之年，按往年节奏来看，军工企业订单大概将迎来扩张，景气度有望上行。

地缘政治冲突仍处频繁爆发期，重要事件催化预计仍将不断出现。93 阅兵式上，歼 35、激光武器、微波武器、以及新型导弹等批量亮相，国产武器性能批量提升。前期印巴冲突中歼 10 等武器性能也获得实战验证，背靠我国强大的研发能力下，国产武器出口吸引力将持续提高。同时，今年以来中东、亚太等地区地缘冲突不断，地缘政治风险持续攀升，未来大概率仍有地缘热点事件对军工板块形成阶段性催化。

2.2 主线二：景气硬支撑领域，主要包括电新、有色金属、工程机械

（1）电新多领域景气出现改善趋势，关注风电、电池、电源设备。

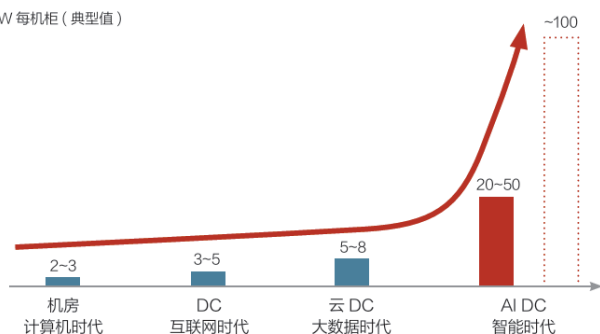
单个数据中心能耗飞跃式提升，电源设备量价齐升可期。随着数据用电量快速增加，尤其是单个数据中心用电量跃升至 200MW 至 500MW 以上，城市现有的供电系统出现瓶颈，因此对电源设备提出了新要求，当前数据中心电力设备配套种类多样，主要包括高压变电设备、弱电测设备以及备用电源等。据前瞻产业研究院预测，全球不间断电源设备（UPS）市场规模未来 5 年有望实现每年 20%左右的高增速，未来随着 AI 全产业链的进一步发展完善，电源设备等配套设施的量价齐升可期。

风电出口景气度有望维持高增，整机制造厂商景气预计将继续改善。据全球风能理事会发布数据显示，2024 年全球风电并网装机容量为 117GW，再创新高，预测到 2030 年还将达到 194GW，未来五年复合增速将达到 8.8%，海外旺盛的风电装机需求预计将持续推动国内风电整机厂商实现利润增长。同时，国内风电装机方面，截至 2025 年 7 月，新增风电设备容量累计值达到 5367.2 万千瓦，累计同比增速高达 79.4%。

海外储能需求强劲，储能由政策向市场导向进展加速，电池行业有望再迎边际扩张期。中国储能加速出海，根据 CNESA DataLink 全球储能数据库的不完全统计，2025 年 1-6 月中国储能企业新增海外订单规模 163GWh，同比增长 246%，业务覆盖全球 50 余个国家和地区，涉及出海企业超 50 家。储能行业经历由政策初期扶持后当前正转向市场导向，逐步迈入增长快车道。

图表 19 AIDC 智能时代能耗需求大增

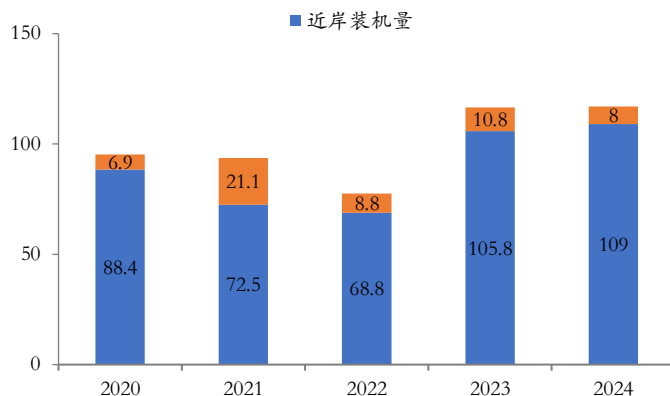
单位: kW 每机柜 (典型值)



资料来源: 华为、《AI DC 白皮书》, 华安证券研究所。

图表 20 2025 年全球风电装机量有望再破新高

全球风电装机量 (GW)



资料来源: GWEC, 华安证券研究所。

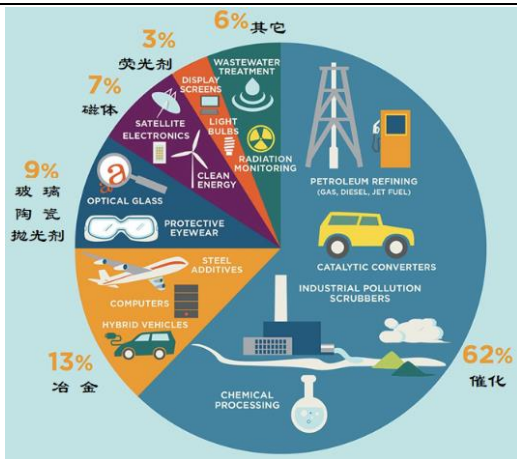
(2) 金属: 稀土领域断层优势显著, 进可攻退可守; 全球央行持续购金、实际利率下行共推黄金价格再向上。

我国稀土领域优势明显, 作为重要筹码, 无论中美关系如何变化均会形成催化。稀土广泛运用于高端制造业以及军工等关键领域, 而中国在稀土冶炼、提取领域具备断层优势。近期美方多次要求我国保持稀土供应, 其在贸易谈判中作为一项重要筹码预计将被反复提及, 当前稀土在国内放松出口的态势下, 出口金额和数量均有显著提升, 需求持续扩张, 若未来管控趋严, 稀土相关公司也有望在事件性催化下上涨。

全球央行黄金储备快速增长, 对黄金需求形成强支撑。近年来全球央行黄金储备持续增加, 2020Q1 全球央行储备为 34906.9 吨, 截至 2024Q4 已达到 36250.1 吨, 四年时间增加 1343.3 吨, 中国、印度央行近 2 年来黄金储备有加速上行趋势, 同时据 Crescat Capital 统计, 当前除美联储外, 全球央行黄金储备首次超过美债。当前全球政治、地缘形势格局不确定性加剧, 美元信用有进一步弱化风险, 黄金在金融体系中的地位得到强化, 预计全球央行购金趋势将长期持续。

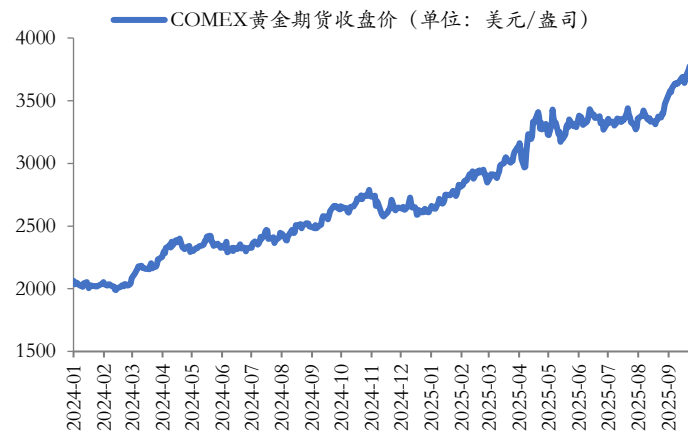
美联储已开启今年首轮降息, 实际利率下行利好金价上涨。9 月 18 日, 美联储公布 9 月货币政策会议决议, 宣布将联邦基金利率目标区间下调 25 个基点到 4.00% 至 4.25% 之间, 是美联储自 2024 年 12 月份以来的首次降息。历史上, 黄金大行情中, 驱动的核心因素通常为实际利率下行, 因此本轮美联储降息正式落地后, 叠加上今年年内预计仍还有多次降息, 金价有望于 4 季度持续上行。

图表 21 稀土应用领域广泛且占据关键地位



资料来源：中国科学院广州地球化学研究所，华安证券研究所。

图表 22 黄金价格近期已开始上涨



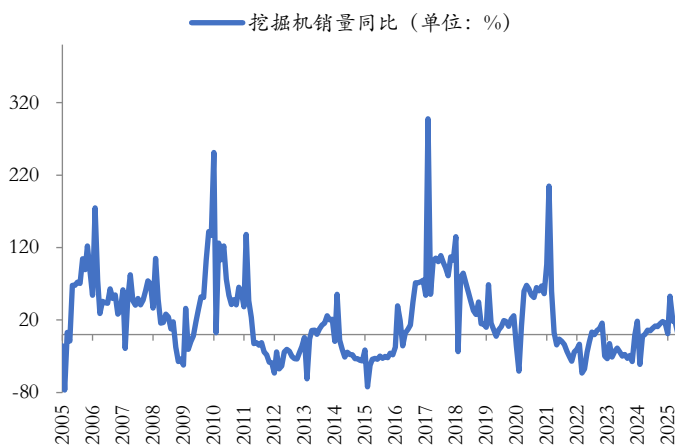
资料来源：Wind，华安证券研究所。

(3) 工程机械：步入景气周期回升期，出口有望持续强支撑。

2024 年以来挖掘机销量增速持续回升。工程机械作为强周期性行业，受基建、地产以及设备更新周期等因素影响较多。2005 年至今，以挖掘机为例，一轮完整的回升-衰退周期一般在 3-5 年左右。2025 年 2 月挖掘机同比销量高达 52.8%，明显好于 2023、2024 年同期水平，并且增速从 2024 年初便呈现出见底回升趋势，从周期上来，自 2020 年 2 月增速见底至 2024 年初已历时 4 年左右，从销量增速上看，当前正处于新一轮周期的上行期内。

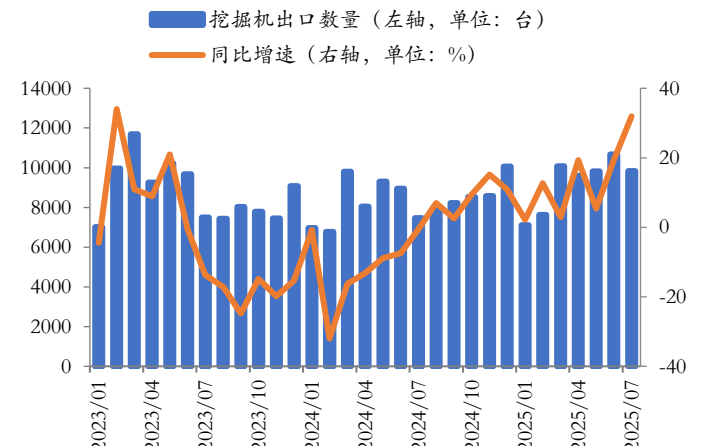
挖掘机出口持续增长。挖机出口景气度自 2024 年初开始持续回升，截至 2024 年 7 月，挖机单月出口同比增速已升至 31.9%，其中，“一带一路”沿线国家成为出口核心阵地，2025 年 Q1 季度，向亚洲出口金额占比高达 40%，非洲市场同比增速高达 65%，随着未来海外建设需求进一步扩大，挖机出口有望维持高增。

图表 23 挖机销量增速周期在 3-5 年左右，目前迈入新一轮上行期



资料来源：Wind，华安证券研究所。

图表 24 挖机出口预计将持续维持高景气状态



资料来源：Wind，华安证券研究所。

风险提示：

经济基本面下行速度超预期；宏观政策或结构性政策力度不及预期；市场交投情绪变化难以有效预测；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）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，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沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 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 15%；
- 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。市场基准指数为沪深 300 指数。