

窄门 3

相关研究报告

<<窄门 1>>--2025-07-11

<<窄门 2>>--2025-07-25

证券分析师：张冬冬

E-MAIL: zhangdd@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190522040001

一、收益回顾

自北京时间 2025 年 7 月 11 日至 2025 年 9 月 22 日，窄门 2 新增科创 200 收益为 21.37%、30 年国债收益为-4.07%；窄门 1 新增标普 500 收益为 6.58%；配置不变的创新药和银行收益为 17.59%、-13.23%。

(一) 科创

科技属性看多观点不变，大小市值轮动上为小-大-中（200-50-100），没有在这两个月更新配置的原因因为牛市不踏空是核心，持有成本决定收益上限，追随热点容易追涨杀跌，所以持有是最好的策略。如若仓位配置上仍对科技板块有诉求，中大市值股价相对价格较低的成分是应该关注的重点（相对时间内，股价涨跌幅以及股价水平分位）。

(二) 标普 500

美国经济状况依旧稳健，预计四季度软着陆和再通胀将重新成为叙事的中心，企业盈利将继续支撑美股表现。一方面就业数据未来预计将上修且回暖，在当前衰退叙事押注过度的背景下，预期的回摆只需要一份不差的就业报告。非农就业数据与中小企业调查中的增加就业计划已经连续三个月背离，且工时和薪资并不指向衰退。一旦就业数据的疲软在将来被证伪，软着陆叙事将重新回归交易视野。另一方面，美国经济数据稳中有升，在关税战的背景下企业盈利仍保持趋势增长，且在近期不确定性有所消退后，中小企业对盈利的乐观程度重新上行，创下 2023 年 4 月以来的最高值。

(三) 银行与国债

银行再次经历回撤之后回到年线位置，较上期配置近一年浮盈水平降到 30%左右。配置上持有者继续持有，未有者可增配。

国债若跟随上期配置中的定投策略，以周度频率来看，实际收益为-2.48%，较一次性投入亏损-4.07%有所收窄。之所以建议定投，就是担心宏观分析的副作用，现实经济数据并不强，但从近日 LPR 未降可以看出，较去年底的货币政策来看，今年关税冲击带来的影响比政策预期的弱，导致弱现实与政策预期有所矛盾，这也是今年以来债市难做的原因之一。

二、Keep Calm and Carry On

当市场热情有所消退之时，反而是更好的整理时刻。配置会有推荐，但产品不进行调仓。

核心结论：（详细逻辑见《我不是股神》策略系列）

1. 牛市未完；
2. 短期内银行、交运、公用事业占优；
3. 有色、化工中长周期更值得关注；
4. 科技和医药会有调整，但仍是这轮牛市主旋律。

（一）银行、交运、公用事业

股价是核心因素，与传统消费不同的是，基本面更稳定。

（二）有色、化工

供给收缩、景气度相对较强、反内卷预期，三个核心因素；且大量小金属、稀土、新能源化工等挂钩科技属性符合高质量发展。

（三）科创与医药

均值回归，高点未至。

三、风险提示

1. 基金有风险，投资需谨慎；
2. 美国关税影响超预期；
3. 国内政策不及预期。

目录

一、 收益回顾	5
(一) 科创	5
(二) 标普 500	6
(三) 银行与国债	6
二、 Keep Calm and Carry On	7
(一) 银行、交运、公用事业	7
(二) 有色、化工	7
(三) 科创与医药	7
三、 风险提示	7

图表目录

图表 1: 收益回顾.....	5
图表 2: 数据整理.....	5
图表 3: 银行近一年股价走势图.....	6

一、收益回顾

自北京时间 2025 年 7 月 11 日至 2025 年 9 月 22 日，窄门 2 新增科创 200 收益为 21.37%、30 年国债收益为-4.07%；窄门 1 新增标普 500 收益为 6.58%；配置不变的创新药和银行收益为 17.59%、-13.23%。

图表1：收益回顾

新增	区间涨跌幅	亏损	区间涨跌幅
科创200	21.37%	银行	-13.23%
不变	区间涨跌幅		
创新药	17.59%	30年国债	-4.07%
标普500	6.58%		

资料来源：WIND，太平洋证券整理

(一) 科创

科技属性看多观点不变，大小市值轮动上为小-大-中（200-50-100），没有在这两个月更新配置的原因因为牛市不踏空是核心，持有成本决定收益上限，追随热点容易追涨杀跌，所以持有是最好的策略。如若仓位配置上仍对科技板块有诉求，中大市值股价相对价格较低的成分是应该关注的重点（相对时间内，股价涨跌幅以及股价水平分位）。

举例：寒武纪-U 与宁德时代

图表2：数据整理

7.24	收盘价	7.24-9.22	区间涨跌幅
寒武纪-U	600.23	寒武纪-U	132.91%
宁德时代	284.17	宁德时代	30.22%
9.22	收盘价	24年收盘价	股价相对水平分位
寒武纪-U	1398.00	658.00	212.46%
宁德时代	370.05	258.60	143.10%

资料来源：WIND，太平洋证券整理

(二) 标普 500

美国经济状况依旧稳健，预计四季度软着陆和再通胀将重新成为叙事的中心，企业盈利将继续支撑美股表现。一方面就业数据未来预计将上修且回暖，在当前衰退叙事押注过度的背景下，预期的回摆只需要一份不差的就业报告。非农就业数据与中小企业调查中的增加就业计划已经连续三个月背离，且工时和薪资并不指向衰退。一旦就业数据的疲软在将来被证伪，软着陆叙事将重新回归交易视野。另一方面，美国经济数据稳中有升，在关税战的背景下企业盈利仍保持趋势增长，且在近期不确定性有所消退后，中小企业对盈利的乐观程度重新上行，创下 2023 年 4 月以来的最高值。

(三) 银行与国债

银行再次经历回撤之后回到年线位置，较上期配置近一年浮盈水平降到 30%左右。配置上持有者继续持有，未有者可增配。

国债若跟随上期配置中的定投策略，以周度频率来看，实际收益为-2.48%，较一次性投入亏损-4.07%有所收窄。之所以建议定投，就是担心宏观分析的副作用，现实经济数据并不强，但从近日 LPR 未降可以看出，较去年底的货币政策来看，今年关税冲击带来的影响比政策预期的弱，导致弱现实与政策预期有所矛盾，这也是今年以来债市难做的原因之一。

图表3：银行近一年股价走势图



资料来源：WIND，太平洋证券整理

二、 Keep Calm and Carry On

当市场热情有所消退之时，反而是更好的整理时刻。配置会有推荐，但产品不进行调仓。

核心结论：（详细逻辑见《我不是股神》策略系列）

1. 牛市未完；
2. 短期内银行、交运、公用事业占优；
3. 有色、化工中长周期更值得关注；
4. 科技和医药会有调整，但仍是这轮牛市主旋律。

（一）银行、交运、公用事业

股价是核心因素，与传统消费不同的是，基本面更稳定。

（二）有色、化工

供给收缩、景气度相对较强、反内卷预期，三个核心因素；且大量小金属、稀土、新能源化工等挂钩科技属性符合高质量发展。

（三）科创与医药

均值回归，高点未至。

三、 风险提示

1. 基金有风险，投资需谨慎；
2. 美国关税影响超预期；
3. 国内政策不及预期。

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应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。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。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询价。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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。