

2025 年 09 月 20 日

坚持科技，高低切的时机尚未到来

策略研究团队

——投资策略周报

韦冀星（分析师）

weijixing@kysec.cn

证书编号：S0790524030002

● 本轮行情当中，科技占优的中长期背景

本轮行情当中，科技呈现了 3 大中长期占优的因素：（1）科技品种的相对盈利再度占优，这是中期风格占优的充分条件。类似的情况，在 2013 年、2015 年、2020-2021 年均出现过，而这三轮科技风格均实现了中期的显著占优。（2）海外映射是本轮科技的重要支撑。（3）全球半导体周期再次共振向上，科技大类的机会层出不穷。不同于上轮由消费电子（蓝牙耳机、汽车电子）带动，本轮新增 AI 这一高增量需求，抬高了需求天花板、延长周期、扩大受益范围。

● 本轮行情的重要特征：中微观信号频繁，但宏观预期并未显著变化

（1）近期，在中枢抬升的过程中，A 股市场呈现显著的“增量市”特征，成交额放大与资金活跃度提升成为核心标志。同时本轮居民更多通过 ETF 入市，带来了和历史上的“指数牛”不同的特征：①ETF 的流入强化“龙头”风格，尤其是 ETF 权重股重要性提升，对微盘股造成虹吸；②ETF 被动配置，缺乏主动基金经理填“估值坑”，导致本轮牛市行业之间的涨幅差异扩大，赚钱效应更集中，未来“选行业”可能比“选股”更重要，即更容易出现在某板块躲牛市的情况。

（2）本轮产业层面的积极催化持续涌现：全球 AI 革命性发展、科技竞赛、国产算力需求的快速增长、创新药 BD 大单、国产半导体和芯片的创新发展等多维度的产业层面的积极催化持续涌现。

（3）但与此同时，宏观预期尚未显著变化，A 股盈利尚未出现明显的拐点信号。从上半年的财报来看，A 股盈利和收入增速尚在底部；截至 8 月末，70 大城市的新房销售仍在环比下降；截至 7 月末，工业企业利润同比仍在负增长区间。

● 高低切需要的条件：短期和长期，目前尚不具备高低切条件

（1）短期来看，科技高低切的一个重要指标是 TMT 成交额占比超过 40%。

（2）中长期来看，相对盈利优势的变化是中长期风格高低切的充分条件。重点观察：①地产是否触底乃至反弹；②A 股盈利是否具备 V 型反转的改善预期。

● 投资思路——坚定牛市信心，双轮驱动下，科技为先，PPI 交易为辅

对于科技的投资，如果有投资者相对畏高，我们认为当前应该重点关注游戏、传媒、互联网、消费电子、电池等品种。具体来看配置“双轮驱动”下的 4+1：

（1）科技成长+自主可控+军工：AI 硬件、半导体、机器人、游戏、AI 应用、军工（导弹、无人机、卫星、深海科技），此外关注与指数共振度较高的金融科技。（2）受益于“PPI 边际改善+部分低位补涨”的顺周期扩散：钢铁、化工、有色金属、建材有望受益，保险、白酒、地产或存估值修复机会。（3）具备反内卷弹性、更“广谱”方向：本轮反内卷的范围已超越传统周期品，光伏、锂电、工程机械、医疗、港股恒生互联网等部分制造与成长方向同样具备中期潜力。（4）出海结构性机会：中欧贸易关系缓和（对欧洲出口占比高品种：汽车、风电等）及小品类出海（如零食等）；（5）底仓配置：稳定型红利、黄金、优化的高股息。

● 风险提示：宏观政策超预期；全球流动性及地缘政治风险；历史不代表未来。

相关研究报告

《机构关注度环比回升：计算机、传媒、有色金属—机构调研周跟踪》
-2025.9.18

《创业板进化论—投资策略专题》
-2025.9.16

《政策发力，电池储能助力创业板修复加速—投资策略专题》-2025.9.15

目 录

1、 本轮行情当中，科技占优的中长期背景.....	3
2、 本轮行情的重要特征：中微观信号（增量市、ETF 资金入市、产业信号）频繁，但宏观预期并未显著变化	5
3、 高低切的条件：短期和长期，目前尚不具备高低切的条件.....	6
4、 坚定牛市信心，双轮驱动下，科技为先，PPI 交易为辅.....	7
5、 风险提示	7

图表目录

图 1： TMT 板块相对全 A 的盈利增速二季度（Wind 一致预期）占优.....	3
图 2： 海外科技景气驱动 A 股相关板块持续上行	4
图 3： 当前或正处于新一轮半导体周期的上行阶段.....	4
图 6： 全 A2025 年中报营收同比增速转正.....	5
图 7： A 股 2025 年中报利润同比增速回落.....	5
图 10： TMT 成交额占比超过 40%后科技品种容易迎来短期调整	6

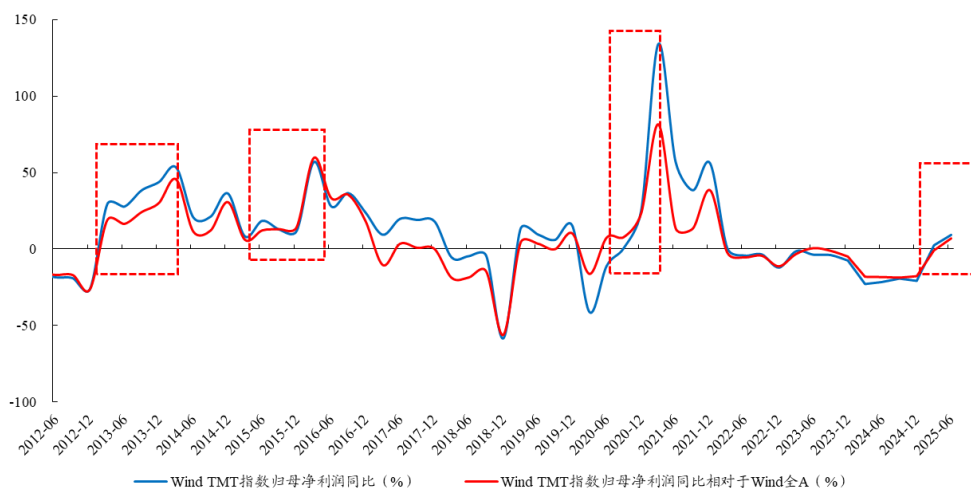
1、本轮行情当中，科技占优的中长期背景

本轮行情当中，科技呈现了3大中长期占优的因素：相对盈利占优、海外映射、全球半导体周期再度上行。

(1) 科技品种的相对盈利再度占优

时隔多年后，TMT重新获得相对盈利优势，这是中期风格占优的充分条件。从经典行业比较框架来看，盈利呈现相对优势是一个风格/行业能实现中期占优的充分条件。进入2025年，TMT板块相对全A的盈利增速开始占优。类似的情况，在2013年、2015年、2020-2021年均出现过，而这三三次科技风格均实现了中期的显著占优。

图1：TMT板块相对全A的盈利增速二季度（Wind一致预期）占优

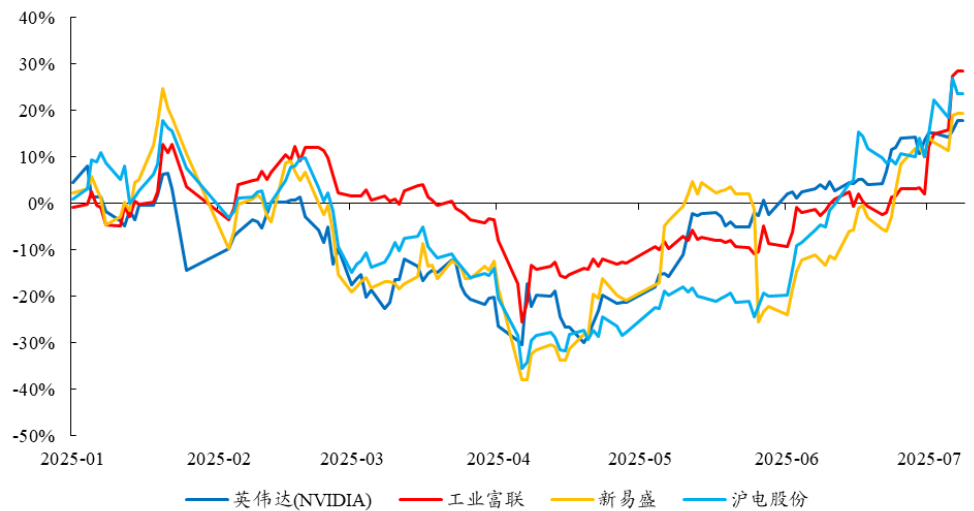


数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 海外映射是本轮科技的重要支撑

本轮AI算力行情，是由美股核心标的（如英伟达）持续创新高带动，推动A股相关方向修复。一方面，伴随GB300上量及ASIC市场的持续扩容，产业链具备明确的基本面支撑，为A股相关公司提供产业映射基础。另一方面，美股中AI、芯片、通信等方向在过去一段时间强势领涨，纳指科技权重股显著跑赢传统权重指数，反映出资金持续向核心科技资产集中，强化了市场对GPT5及应用端创新所带来估值扩张空间的预期。

图2：海外科技景气驱动 A 股相关板块持续上行

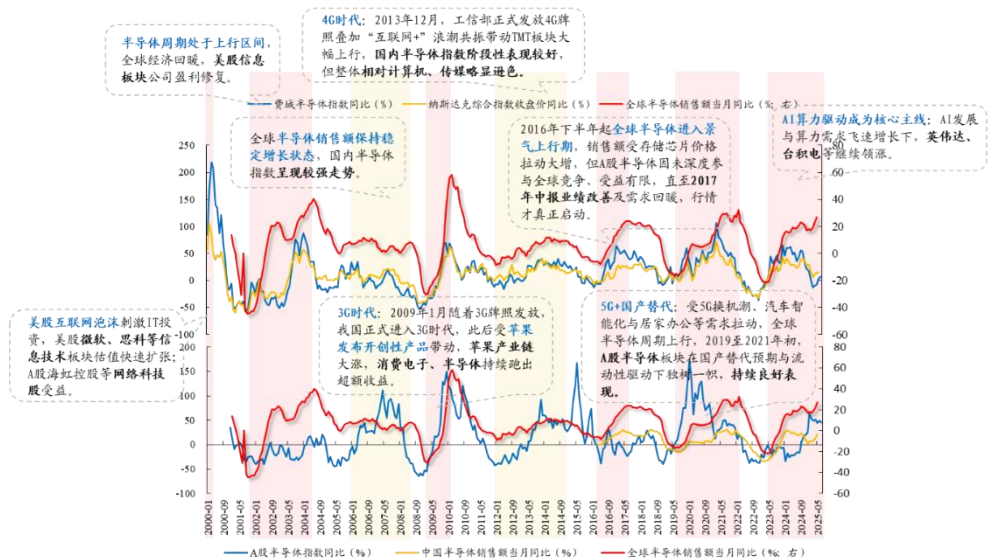


数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) 全球半导体周期再次共振向上，科技大类的机会层出不穷

半导体行业兼具成长性与周期性，呈现典型“牛长熊短”，平均 4-5 年一轮中周期；目前半导体周期或迎来再一次的共振向上契机。本轮半导体周期再度上行的驱动力：AI 算力需求成为核心动能（GPU、HBM、先进封装等环节景气持续走高），同时 PC、智能手机、汽车等传统终端温和复苏；政策支持与技术自主化推进增强行业景气持续性。不同于上轮由消费电子（蓝牙耳机、汽车电子）带动，本轮新增 AI 这一高增量需求，抬高了需求天花板、延长周期、扩大受益范围。在政策支持、技术突破和下游结构性需求共振的背景下，本轮周期具备从“修复预期”走向“景气验证”的潜力，投资主线或集中于具备高确定性的 AI 核心受益环节。

图3：当前或正处于新一轮半导体周期的上行阶段

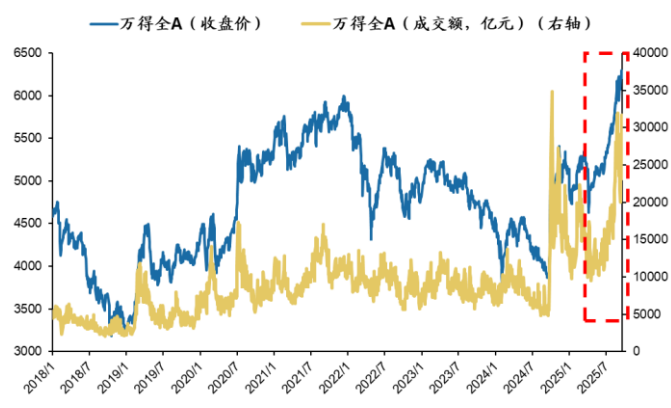


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、本轮行情的重要特征：中微观信号（增量市、ETF 资金入市、产业信号）频繁，但宏观预期并未显著变化

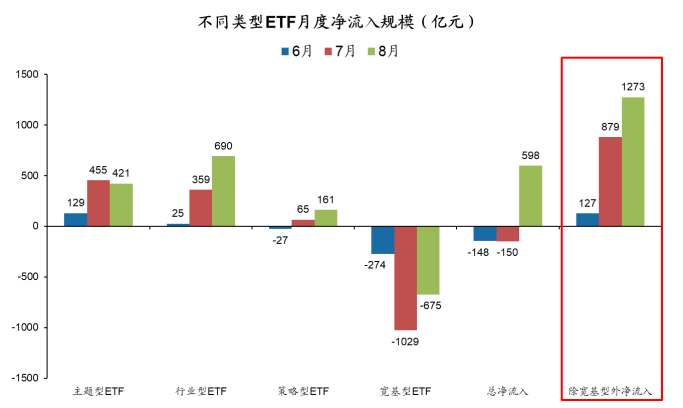
(1) 近期，在中枢抬升的过程中，A 股市场呈现显著的“增量市”特征，成交额放大与资金活跃度提升成为核心标志。与此同时，本轮居民更多通过 ETF 入市，这带来了和历史上的“指数牛”不同的特征：①ETF 的流入强化“龙头”风格，尤其是 ETF 权重股重要性提升，对微盘股造成虹吸；②ETF 被动配置，缺乏主动基金经理填“估值坑”，导致本轮牛市行业之间的涨幅差异扩大，赚钱效应更集中，未来“选行业”可能比“选股”更重要，即更容易出现在某板块躲牛市的情况。（具体分析详见 20250903《居民参与股市的生态变化：ETF》）

图4：本轮行情成交额明显放大，增量市特征明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：居民资金青睐的非宽基型 ETF 大幅净流入

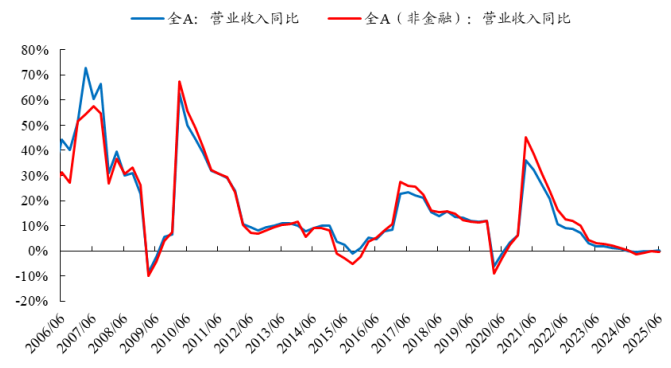


数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 本轮产业层面的积极催化持续涌现：全球 AI 革命性发展、科技竞赛、国产算力需求的快速增长、创新药 BD 大单、国产半导体和芯片的创新发展等多维度的产业层面的积极催化持续涌现。

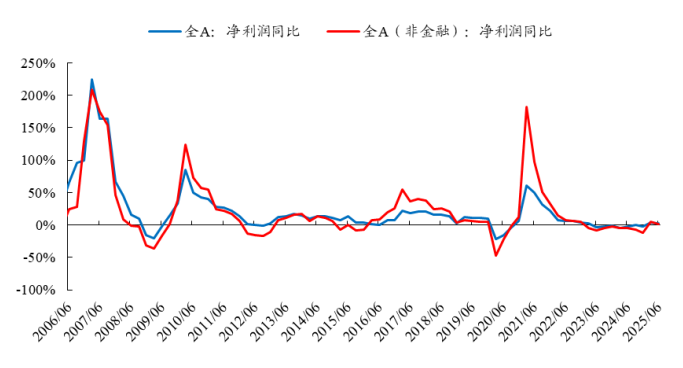
(3) 但与此同时，宏观预期尚未显著变化，A 股盈利尚未出现明显的拐点信号。从 2025Q1 和 2025Q2 的财报来看，A 股盈利和收入增速尚在底部；截至 8 月末，70 大城市的新房销售仍在环比下降；截至 7 月末，工业企业利润同比仍在负增长区间。

图6：全 A2025 年中报营收同比增速转正



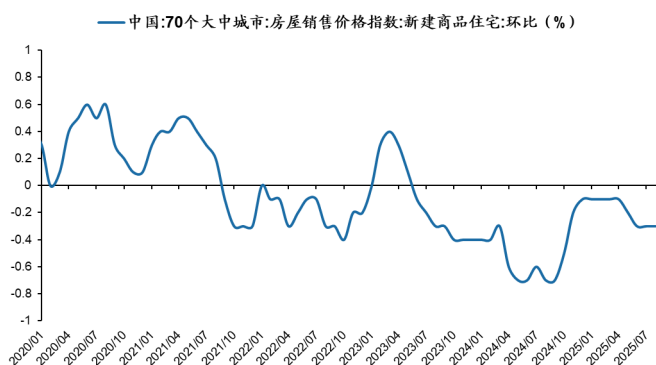
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：A 股 2025 年中报利润同比增速回落



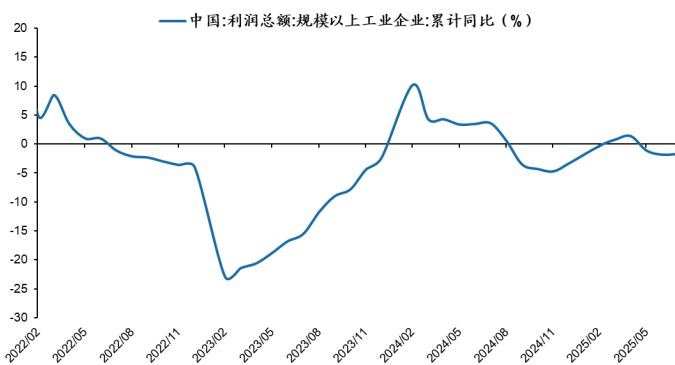
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：新房销售价格仍在环比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：工业企业利润同比仍为负

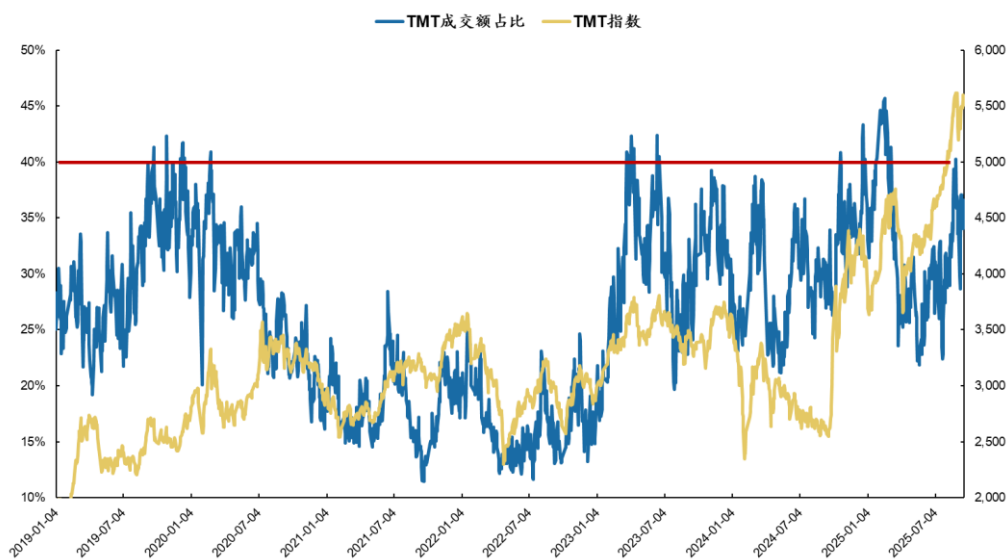


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、高低切的条件：短期和长期，目前尚不具备高低切的条件

(1)短期来看,科技高低切的一个重要指标是 TMT 成交额占比:2019 年至今,当 TMT 成交额占比超过 40%后,科技品种往往会迎来短期的调整,阶段性高低切出现。

图10：TMT 成交额占比超过 40%后科技品种容易迎来短期调整



数据来源：Wind、开源证券研究所

(2)中长期来看,相对盈利优势的变化是中长期风格高低切的充分条件。如前文所述,科技品种具备了相对盈利优势,满足了中长期风格占优的充分条件。当前虽然顺周期品种的相对估值分位数相对较低(详见 2025.8.30《寻找当下相对便宜的指数和风格》),但由于顺周期品种尚不具备相对盈利优势,因此当前中长期风格高低切的条件尚不具备。未来高低切需要重点观察:①地产是否触底乃至反弹;②A

股盈利是否具备 V 型反转的改善预期。

4、坚定牛市信心，双轮驱动下，科技为先，PPI 交易为辅

大势研判上，从证券化率指标来看，本轮 A 股估值仍有上行空间。结构上，我们坚持【双轮驱动】，科技为先，PPI 交易为辅。

此同时，港股在慢牛格局中具备估值修复与补涨的潜力，创业板则凭借机构化特征和高弹性在成长周期中持续展现超额收益，这两类市场共同凸显出当下结构性机会的重要性：投资上更需注重结构重于全局。对于科技的投资，如果有投资者相对畏高，对于想寻找除了前期涨幅累积较多的光模块、PCB、创新药、科创芯片、液冷以外的低位品种进行高低切，我们认为当前应该重点关注游戏、传媒、互联网、华为产业链(消费电子)等品种。

当下配置的核心思路：（1）市场双轮驱动，科技为先；（2）选行业或将比选股更重要，未来行业间的分化或将会远大于历史经验值。

行业配置“4+1”建议：

（1）科技成长+自主可控+军工：AI 硬件、半导体、机器人、游戏、AI 应用、港股互联网、军工（导弹、无人机、卫星、深海科技），此外关注与指数共振度较高的金融科技。

（2）受益于“PPI 边际改善预期+部分低位补涨”的顺周期品种扩散：钢铁、化工、有色金属、建材有望受益，保险、白酒、地产或存估值修复机会。

（3）具备反内卷弹性、更“广谱”方向：本轮反内卷的范围已超越传统周期品，光伏、锂电、工程机械、医疗、港股恒生互联网等部分制造与成长方向同样具备中期潜力。

（4）出海结构性机会：中欧贸易关系缓和（对欧洲出口占比高品种：汽车、风电等）及小品类出海（如零食等）；

（5）底仓配置：稳定型红利、黄金、优化的高股息。

5、风险提示

宏观政策超预期变动放大市场波动。

全球流动性及地缘政治恶化风险。

测算的定价模型基于历史数据，不能代表未来。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn