



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告
2025年9月15日

坚守主线，挑战新平台

——2025年A股四季度投资策略

分析师：郑小霞 SAC执业证书号：S0010520080007 邮箱：zhengxx@hazq.com
分析师：刘超 SAC执业证书号：S0010520090001 邮箱：liuchao@hazq.com
分析师：张运智 SAC执业证书号：S0010523070001 邮箱：zhangyz@hazq.com
分析师：陈博 SAC执业证书号：S0010525070002 邮箱：chenbo@hazq.com



结论：坚守主线，挑战新平台

- 四季度的重要边际变化有两个：美联储的降息幅度与节奏、“十五五”规划建议背景下对2026年经济与政策的预期。首先，若美联储按预期重启降息，将继续巩固持续宽裕的流动性环境。与此同时，还将带来人民币汇率的些许变化，当然人民币汇率的最大掣肘在于国内经济的基本面无法给予强有力的支撑，但并不妨碍中美利差倒挂收窄可能带来的阶段性变化。其次，10月中旬之后，市场会逐步转向对2026年经济与政策的预期，想象空间有望再次打开。叠加“十五五”规划建议中对未来五年总基调、未来产业、民生福祉等问题的方向性表述，市场会呈现出较多的主题性机会。
- 因此，在上述催化以及暂无向下风险迹象的共同作用下，市场有望继续挑战新平台，坚守主线是最佳配置。

大势研判

1

经济持续平稳
回落

- 内需压力较大，消费内生动能偏弱、投资端三大分项压力持续显现。

2

流动性或更
加充裕

- 美联储大概率降息，全球流动性宽松。
- 人民币汇率回升，吸引外资流入。

3

经济与政策预
期抬升

- 年末即将公布“十五五”规划建议，市场对规划开年经济、未来5年产业政策等预期抬升。

推荐配置

1

AI产业趋势

1. 基建端：算力（CPO/PCB）、液冷、光纤等
2. 应用端：机器人、游戏、软件开发等

2

景气支撑

1. 稀土永磁、贵金属
2. 军工、券商、金融IT
3. 电源设备AIDC、海风/风电、整车、电池
4. 轮胎、农药、化学纤维
5. 工程机械
6. 牛肉及乳制品



目录

1

经济：内生动能不足，持续平稳回落

2

政策：内外有望共振，想象空间充裕

3

配置：坚定强势主线地位不动摇

4

专题：以史为鉴，主线还有多少空间？



增长：内生支撑有限，增速平稳回落

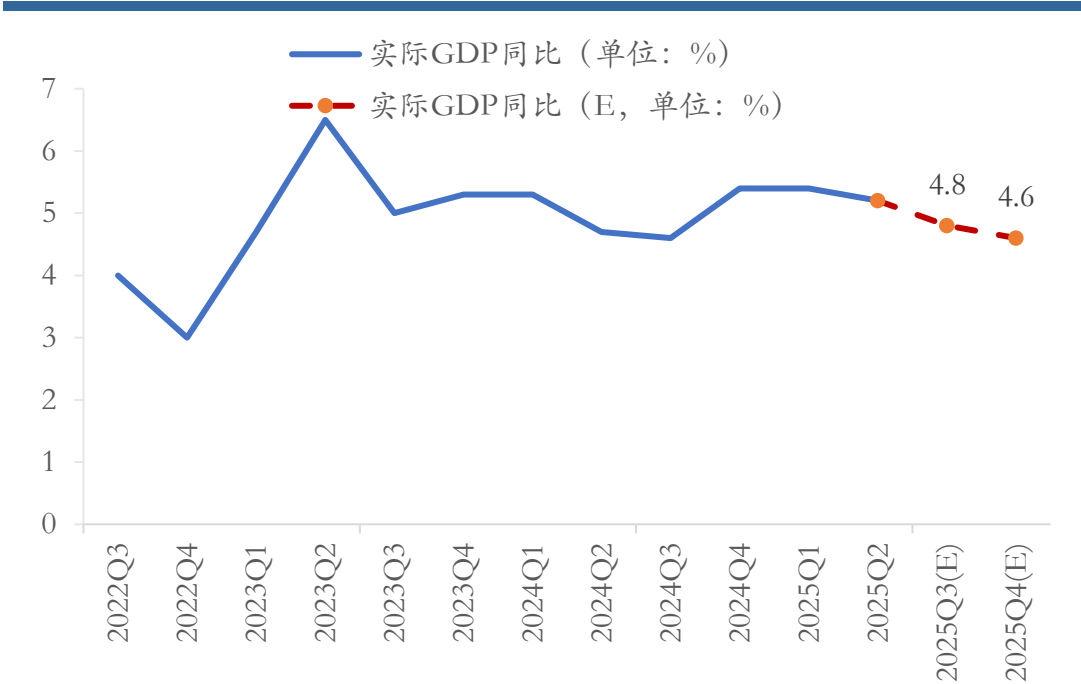
- 对政策发力依赖度较高，内生动能有待提振，增速大概率将平稳回落。尽管中美谈判取得积极进展，推动关税谈判期延续至11月中旬，推动出口维持偏高景气，但进入三季度以来，经济增长压力明显增加，主要是在内需维度。①居民部门信心依然偏弱，对消费品“以旧换新”等政策依赖度较高，消费增速明显放缓。②投资端增速快速下滑，三大分项压力持续显现，基建投资尚未发现明显发力对冲固投下行压力。
- 考虑到上半年实现了5.3%的增长，即使四季度季度GDP增速回落至4.6%附近，全年也能够完成5%的增长目标。

2025年下半年增速预计4.7%左右

类别		2025全年 (E)	2025Q4 (E)	2025Q3 (E)	2025Q2	2025Q1	2024全年
增长	GDP	5.0%	4.6%	4.8%	5.2%	5.4%	5.0%
消费	社会零售	3.8%	2.2%	3.2%	5.4%	4.6%	3.5%
投资	固定资产投资	0.7%	-0.7%	-0.2%	1.8%	4.2%	3.2%
	制造业投资	4.9%	2.5%	3.6%	6.7%	9.1%	9.2%
	基建	3.3%	1.7%	2.7%	4.0%	5.8%	4.4%
	房地产投资	-14.3%	-17.4%	-18.1%	-12.1%	-9.9%	-9.6%
外贸	出口	3.8%	-1.9%	5.9%	6.2%	5.7%	5.9%
通胀	CPI（季度平均）	0.0%	0.3%	-0.2%	0.0%	-0.1%	0.2%
	PPI（季度平均）	-2.6%	-1.9%	-3.1%	-3.2%	-2.3%	-2.2%
流动性	社融存量	8.2%	8.2%	8.9%	8.9%	8.4%	8.0%

资料来源：Wind，华安证券研究所。注：除社融外，其余数据均为当季同比。

预计2025年下半年经济增速稳步回落



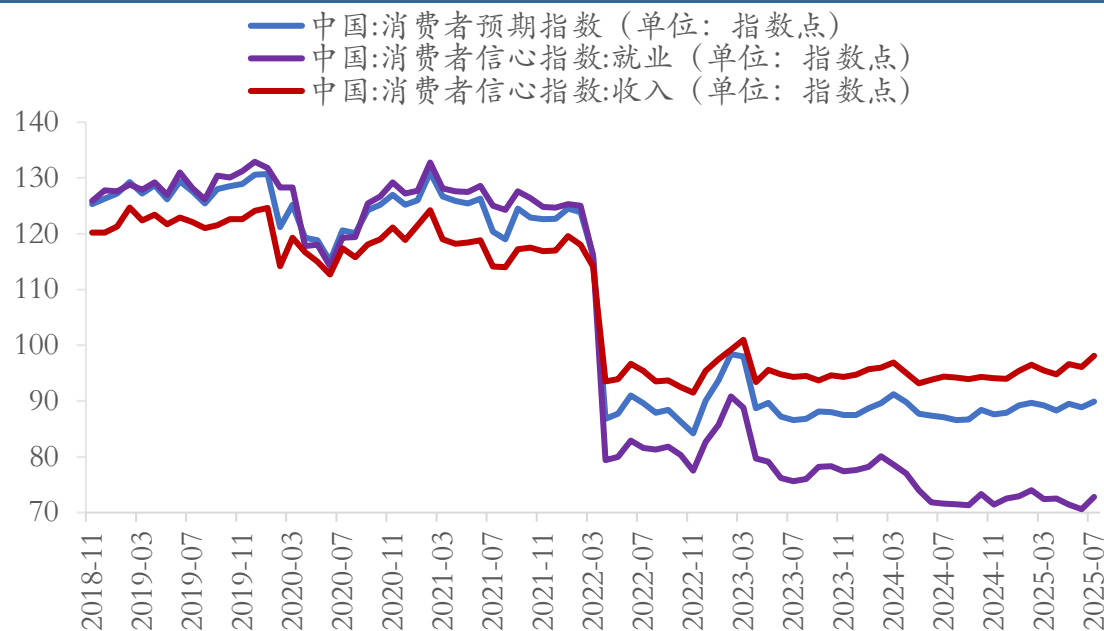
资料来源：Wind，华安证券研究所。



内需偏弱尚待提振：消费回升有限，投资全方位下滑

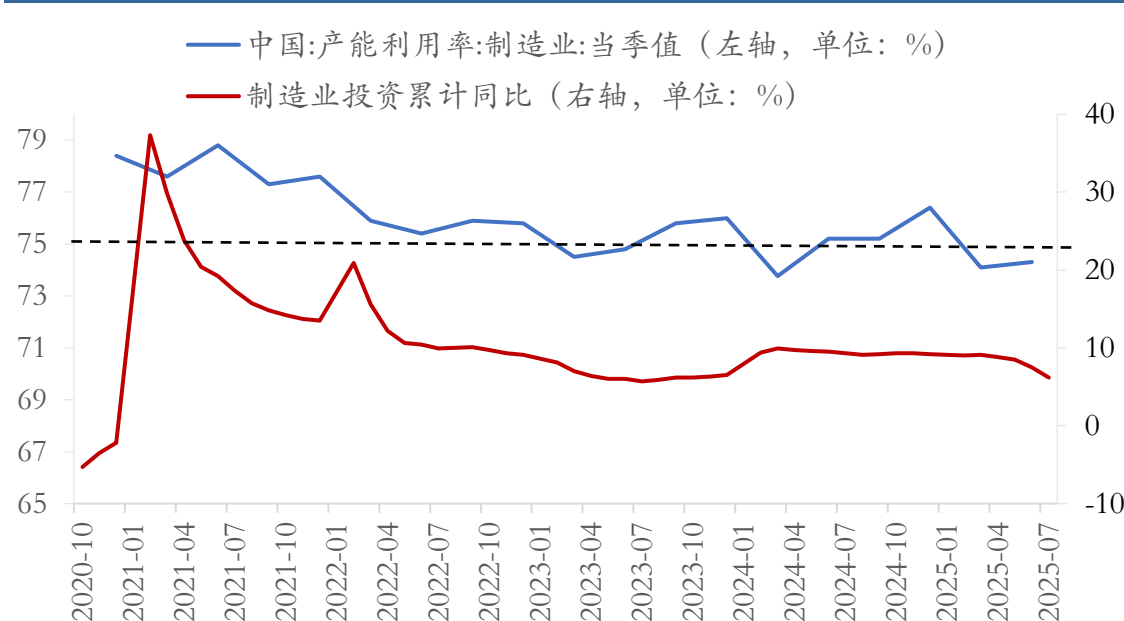
- **消费回升有限。**一方面，当前消费者就业指数处于2024年下半年以来的偏低位置，居民就业偏弱拖累收入以及消费意愿。另一方面，去年8月“以旧换新”政策开始发力推升基数，今年商品消费对于“以旧换新”政策依赖度较高，根据商务部公布的数据，1-8月消费品“以旧换新”带动销售额约1.9万亿元，测算已用补贴资金约2640亿元，四季度存在追加补贴资金诉求。若在服务消费或其他商品消费领域无增量政策，则四季度消费抬升空间有限。
- **投资面临全方位下滑压力。**从投资三大分项来看：①制造业投资方面，开工率不足、出口前景存在不确定以及整治“内卷式”竞争抑制投资意愿；②基建投资方面，极端天气影响开工进度，土地出让收入下滑掣肘投资能力；③房地产投资方面，当前地产基本面未见企稳迹象，“收储”见效尚需时日，地产投资降幅恐继续扩大。

消费者就业指数处于2024年下半年以来的偏低位置



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

产能利用率偏低，制约制造业投资意愿



资料来源: Wind, 华安证券研究所。



出口全年维持偏高景气，但四季度增速恐小幅下滑

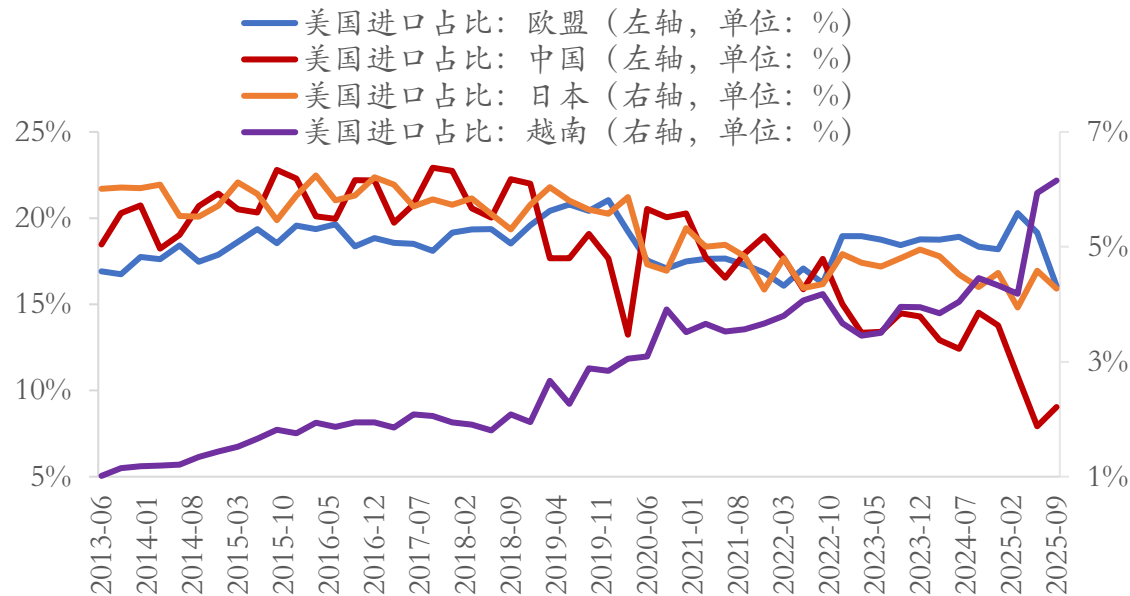
- **出口有望维持偏高景气。**今年以来，我国出口整体上维持偏高景气，预计年内景气度有望维持。①关税风险整体可控。一方面，中美关税谈判进展较为积极，双方确定免征关税的谈判期延续至11月中旬。另一方面，目前美国与全球其他主要经济体关税谈判基本完成，并未出现“灰犀牛”风险，关税水平整体控制在10%-20%区间范围内。②我国对欧盟、东盟出口维持较高增速对冲了美国出口下降的影响。今年1-8月，我国对美出口同比下降15.3%，在美国进口商品中占比跌破10%，但与此同时我国对东盟、欧盟出口同比分别增长14.7%、7.7%。
- **“抢出口”难以延续，四季度出口增速恐小幅下滑。**去年四季度出口同比大增9.9%，推升出口基数。按照过去5年季度出口环比下限测算的今年三季度出口同比增速为5.9%，而今年7-8月合并出口同比增速仅为5.7%，动能明显减弱，指向“抢出口”难以延续。

全球航运指数8月下旬有所回落



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

美国进口商品中来自中国的份额持续下降



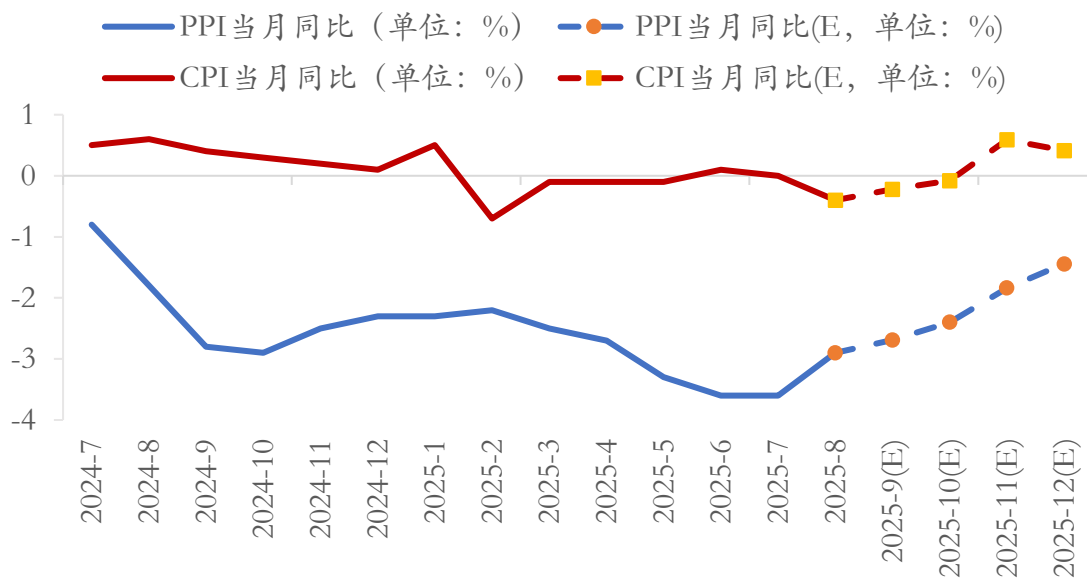
资料来源: Wind, 华安证券研究所。注: 1.2025三季度为部分已公布数据测算。
2.数据为美国海关进口数据口径, 与中国海关口径存在偏差。



通胀难见明显起色，预计年内PPI仍难以回正

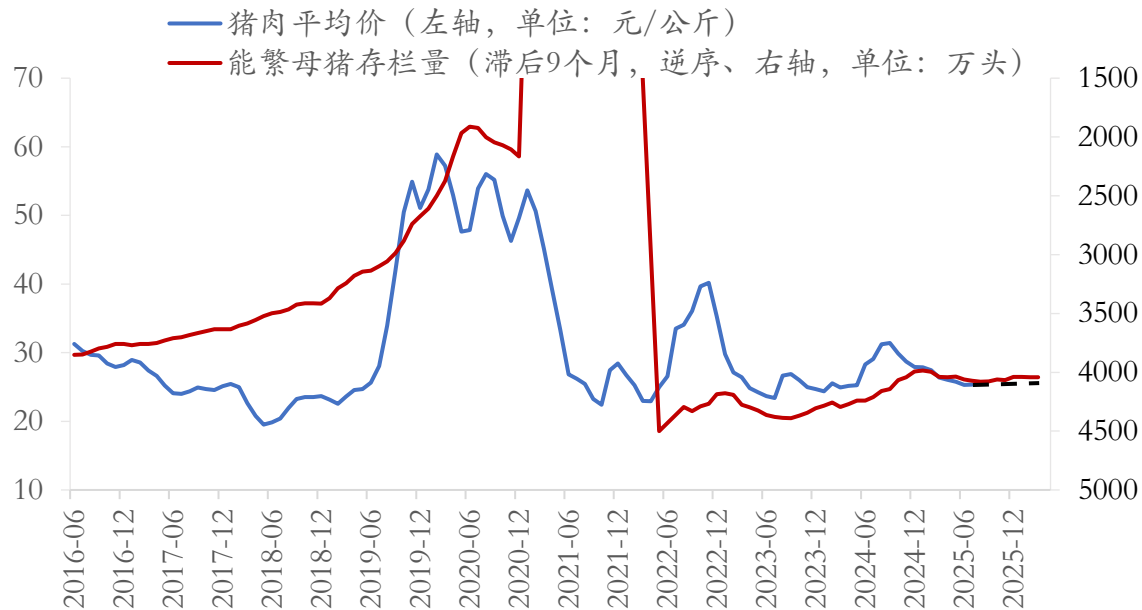
- 通胀难见明显起色。预计全年CPI均值为0%、PPI均值为-2.6%。
- ①CPI维持低迷，四季度预计难以突破1%。一方面，内需不足掣肘价格回升节奏，剔除食品和能源的核心CPI较长一段时间维持在1%以下，难以对CPI构成支撑。另一方面，食品价格维持低迷，生猪产能变化不大、难以推升猪肉价格上涨，原油价格低迷拖累燃料价格。
- ②PPI年内仍难以回正。海外美国加大化石能源开发和出口，OPEC+通过增产保证市场份额，加剧供给压力，能源价格难以反弹。国内“反内卷”聚焦光伏等中游制造业领域，全面抬升商品价格力度有限。

年内通胀水平依旧低迷



资料来源：Wind，华安证券研究所。

能繁母猪存栏量整体变化不大



资料来源：Wind，华安证券研究所。



目录

1

经济：内生动能不足，持续平稳回落

2

政策：内外有望共振，想象空间充裕

3

配置：坚定强势主线地位不动摇

4

专题：以史为鉴，主线还有多少空间？



美联储9月大概率“重启”降息，市场押注年内降息50-75BP

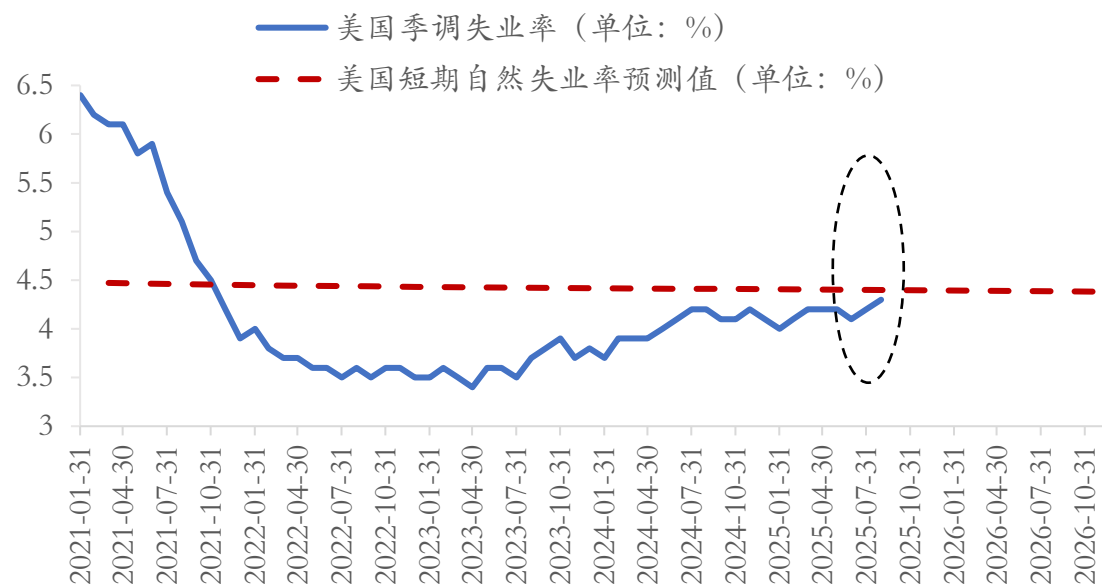
- 美联储主席鲍威尔在8月Jackson Hole上的发言中指出，基准前景和不断变化的风险平衡可能值得美联储调整政策立场，并提及同日美联储发布的新《长期目标和货币政策策略声明》，表明美联储确定利率水平时通胀的权重正在下降而就业权重有所抬升。一方面，鲍威尔认为基准情形下，关税对通胀的影响可能较短暂，即通胀风险可控。另一方面，当前就业市场一旦风险显现，可能迅速转化为裁员规模急剧扩大及失业率快速上升。**基于调整后的美联储政策框架，就业和通胀均支持降息。**
- ①**就业方面**。9月5日公布的美国非农数据印证了当下美国潜在就业风险，一方面9月美国失业率升至4.3%，逼近自然失业率水平；另一方面8月美国新增非农就业人数仅2.2万人，低于前值7.9万人和预期值7.5万人，就业市场降温明显。随着8月失业率逼近自然失业率，美国经济转向负产出缺口，支撑美联储降息。

市场押注美联储到年底降息50-75BP

利率区间	3.0-3.25	3.25-3.5	3.5-3.75	3.75-4.0	4.0-4.25	4.25-4.5
2025/9/18				5.20%	94.80%	
2025/10/30			4.70%	86.50%	8.70%	
2025/12/11		4.00%	74.20%	20.40%	1.30%	
2026/1/27	2.30%	44.10%	43.50%	9.50%	0.60%	
2026/3/19	24.90%	43.80%	25.20%	4.70%	0.30%	

资料来源：CME美联储利率观测器，华安证券研究所。注：数据更新于2025年9月12日。

失业率逼近自然失业率支撑美联储降息



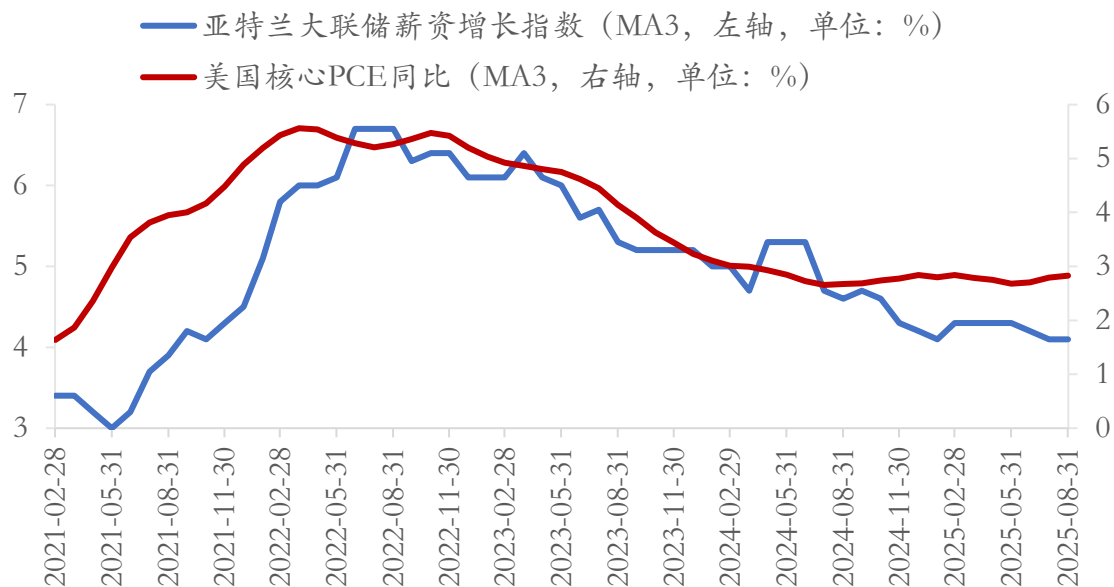
资料来源：Wind，华安证券研究所。



通胀仍有“隐忧”，单次降息50BP概率低、连续降息25BP概率大

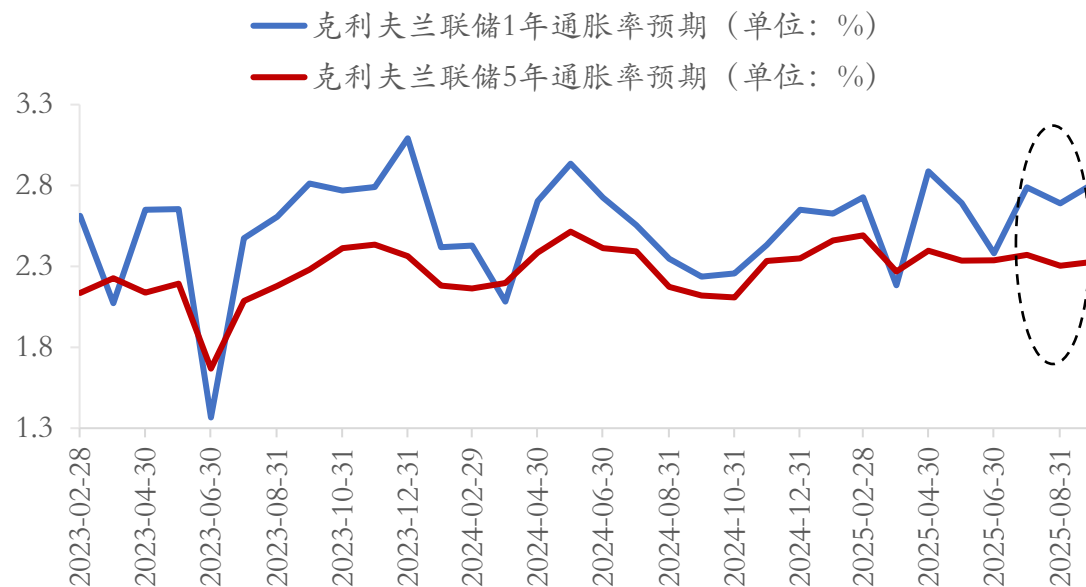
- ②**通胀方面**。虽然8月美国CPI同比、环比涨幅均有所扩大，但目前美联储与市场主流观点均认为关税对通胀的影响不可持续。考虑到美国8月CPI同比2.9%、核心CPI同比3.1%均符合市场预期，并未超预期上行，更加印证了对当前通胀水平整体可控的判断。美国就业市场降温，也指向后续核心通胀水平有望逐步回落。但美国通胀仍有“隐忧”掣肘美联储降息步伐。尽管美国与欧盟、日韩以及主要东南亚国家就国别层面的关税达成协议，关税风险整体可控、推动美国通胀预期有所回落，但特朗普以商品为维度加征关税的风险尚未解除。
- 进入2026年，特朗普提名的美联储主席、委员候选人等有望逐步到位，对美联储的“影响力”增强，降息节奏有望进一步加快。但就2025年内看，美联储单次大幅降息50BP概率低，采取连续降息、每次25BP概率大。

就业市场降温，美国薪资和核心通胀增速放缓



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

关税并未成为“灰犀牛”，中期通胀预期有所回落



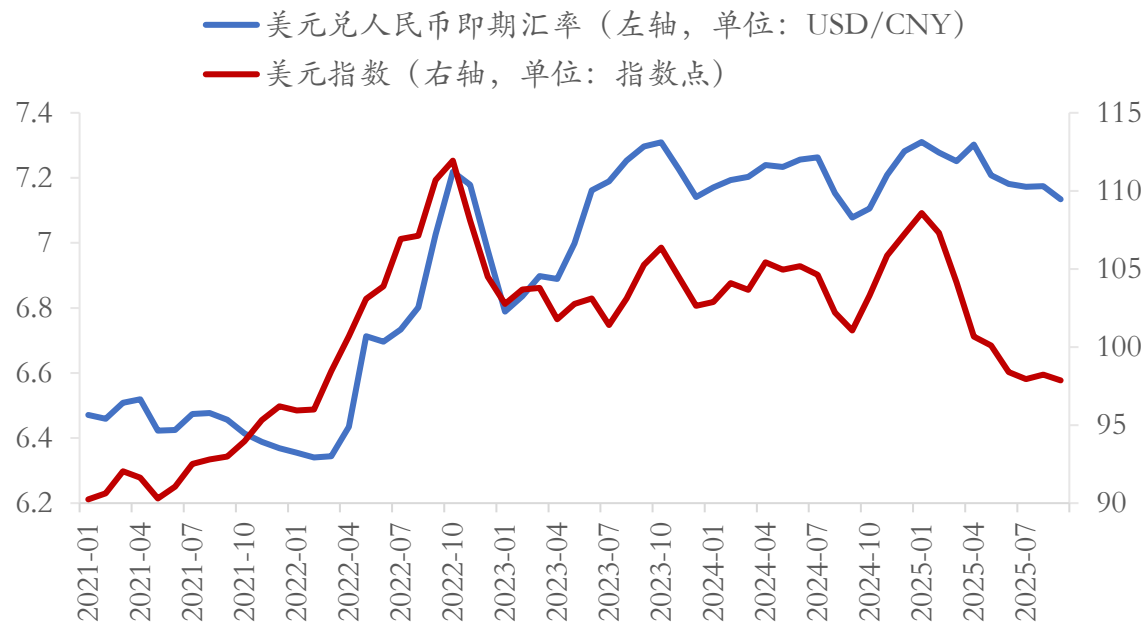
资料来源: Wind, 华安证券研究所。



人民币汇率大概率回升（1）：美联储降息带动中美“利差”倒挂收窄

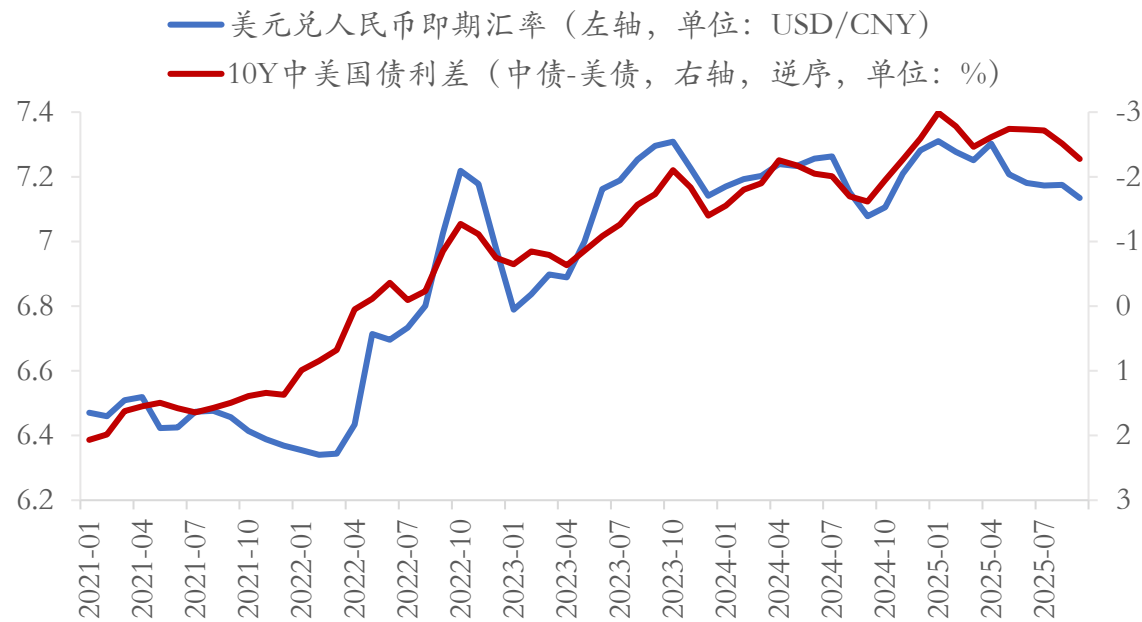
- 我们认为，如9月美联储降息，对国内最大的影响在于推升人民币汇率，进而引发全球资本向中国流入。
- 美联储降息带动中美“利差”倒挂收窄。2023年下半年以来，美元兑人民币汇率维持在7上方，美联储维持较高的政策利率，推动全球资本向美国回流，是推升美元的重要原因之一，直接表现为中美“利差”倒挂幅度与美元兑人民币汇率走势强相关。随着美联储后续“重启”降息，推动美债名义利率回落，有望带动中美“利差”倒挂收窄，进而推动人民币汇率回升。

2021年以来美元指数强弱与人民币汇率强相关



资料来源：Wind，华安证券研究所。

中美利差是美元兑人民币汇率的关键影响因素



资料来源：Wind，华安证券研究所。



人民币汇率大概率回升（2）：央行仍有引导汇率升值的诉求

- **央行仍有引导汇率升值的诉求。**2024年8月，经济日报刊发《加快完善中央银行制度》中提到完善中央银行的五项基本原则，第二条指出“找准定位，确立维护币值稳定和金融稳定双目标”，其中币值稳定包括了人民币汇率稳定目标。具体来看，当下央行仍表现出较为明确的汇率升值诉求：①以美元兑人民币中间价作为央行干预与合意汇率水平的重要指向，进入6月份以来尽管人民币汇率持续升值，但中间价与即期汇率之差仍然较大，表明当前即期汇率水平距离央行合意水平仍有差距，央行持续引导汇率升值。②央行二季度货币政策执行报告中指出“6月末，人民币对美元汇率中间价为7.1586元，较上年末升值0.4%”，在下一阶段货币政策中增加了“综合施策，增强外汇市场韧性，稳定市场预期”的表述，结合来看，我们理解“稳定市场预期”主要指向央行引导人民币相对于美元稳中升值预期。

央行汇率中间价指引人民币升值



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

CFETS人民币汇率指数表现强于单一对美元汇率



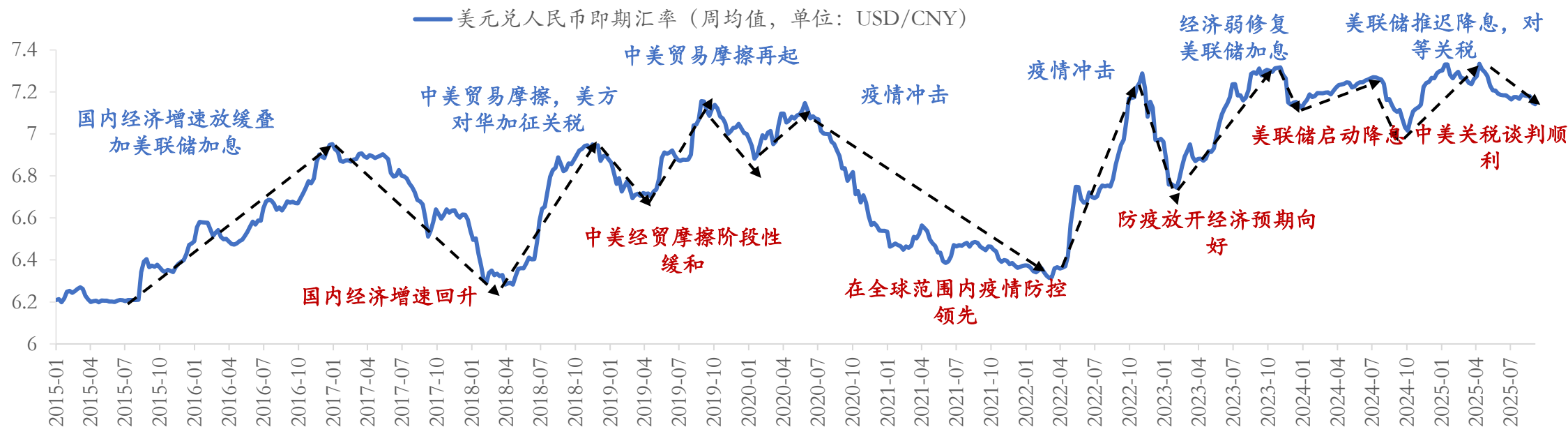
资料来源: Wind, 华安证券研究所。



人民币汇率大概率回升（3）：大幅升值破“7”仍有赖于基本面强支撑

- 大幅升值破“7”仍有赖于基本面强支撑。我们在专题报告《人民币汇率何时吹响反攻号角？》（2023-11-17）中指出，从2015年“811”汇改以后，美元兑人民币汇率经历了数轮波动，但从长周期来看央行干预政策只能推动汇率企稳，不会改变方向。人民币汇率方向性企稳升值，关键在于前期贬值因素扭转，即中美关系明显缓和、国内经济复苏提速。因而，目前来看四季度美元兑人民币汇率大幅升值破“7”的重要条件是国内经济基本面强劲修复、给与汇率更强支撑，但结合我们对经济基本面的测算，尚未见到基本面明确向好的拐点。此外，随着四季度出口增速放缓，汇率也存在来自于外贸出口下行带来的贬值压力。

2015年汇改以来，人民币汇率方向性升值关键在于前期贬值因素扭转

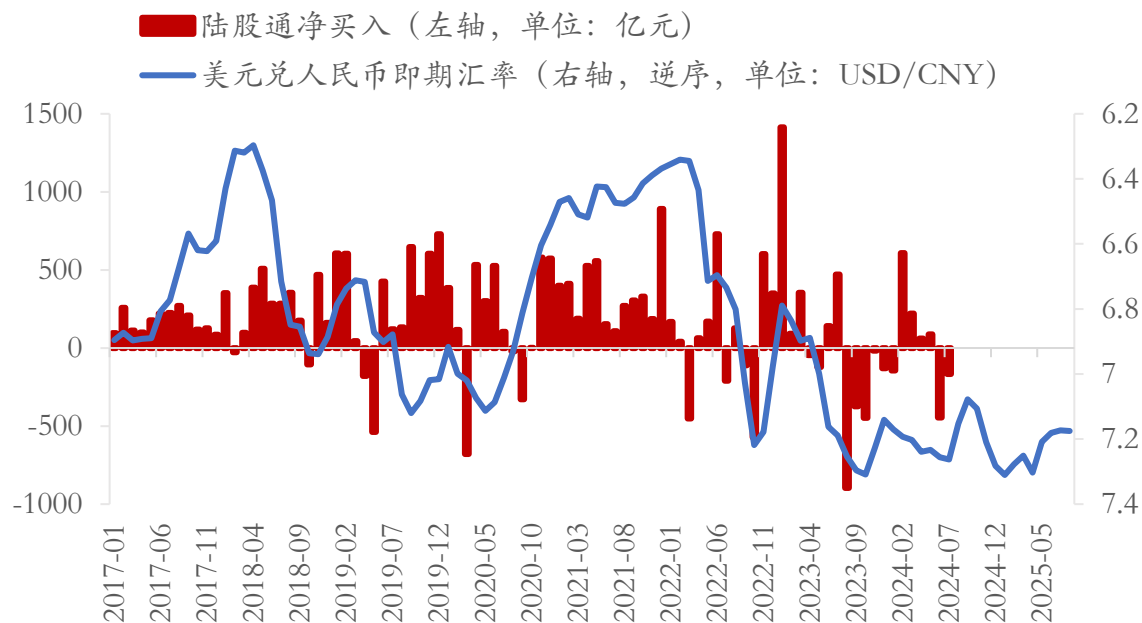




人民币汇率回升吸引外资流入，市场流动性有望持续向好

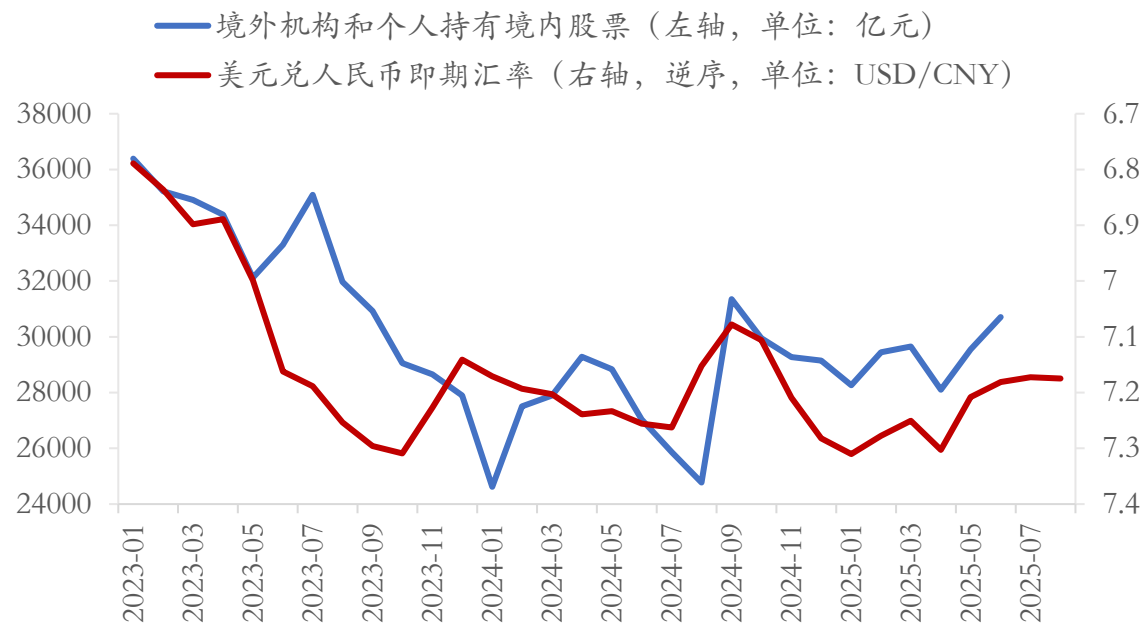
- ▶ 人民币汇率回升吸引外资流入，市场流动性有望持续向好。人民币汇率强弱一方面反映外资对中国经济的投资信心，另一方面也影响国际投资者持有境内金融资产的汇兑损益，是影响外资的重要因素之一。
- ▶ ①以2024年8月之前披露的北向资金净买入规模来看，2018年之后汇率升值阶段外资净买入规模较大，贬值阶段则容易出现净卖出。②以央行持续更新的境外持有境内股票情况来看，其规模与人民币汇率正相关性较强。因此，若四季度人民币汇率回升，将有利于吸引外资流入，推动市场流动性持续向好。

汇率升值阶段外资净流入较多



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：陆股通净买入数据截至2024年8月。

境外股票投资规模（央行口径）与汇率正相关



资料来源：Wind，华安证券研究所。



人民币汇率回升阶段，外资净流入在行业层面有哪些特点？（1）

- 由于2024年开始不再披露北向资金流动，使用Wind口径下各季度外资持股总市值倒算外资资金流向。其中：①2018年以来人民币汇率升值的阶段共7段，由于数据频率为季度，美元兑汇率升值超过1.5月则记为当季度汇率升值，符合条件的7段具体对应为：2019Q1、2019Q4、2020Q3-2022Q1、2022Q4、2023Q4、2024Q3、2025Q2。②SW一级行业外资净流入的计算方式为：季末外资持有总市值-上季末外资持有总市值*对应SW一级行业季度涨跌幅。

2018年以来，人民币汇率升值阶段外资流入前五名与后五名（1）

行业排名	第一段（2019Q1）			第二段（2019Q4）			第三段（2020Q3-2022Q1）		
	SW一级行业	净流入/流出 (单位：亿元)	行业涨跌幅排 名	SW一级行业	净流入/流出 (单位：亿元)	行业涨跌幅排 名	SW一级行业	净流入/流出 (单位：亿元)	行业涨跌幅排 名
1	食品饮料	401.87	3	家用电器	228.57	2	电力设备	3376.06	29
2	非银金融	227.46	4	医药生物	220.37	14	银行	1050.11	15
3	医药生物	175.20	13	电子	203.71	3	电子	623.61	21
4	电子	67.14	5	银行	200.46	11	机械设备	515.40	20
5	机械设备	60.81	14	非银金融	132.79	19	汽车	389.30	8
27	公用事业	-11.88	30	综合	2.50	6	传媒	-154.45	27
28	钢铁	-18.32	27	美容护理	0.06	21	非银金融	-312.83	16
29	交通运输	-27.38	21	环保	-0.76	30	商贸零售	-359.33	18
30	汽车	-44.52	28	纺织服饰	-1.86	22	家用电器	-647.43	4
31	银行	-55.00	31	商贸零售	-4.58	29	医药生物	-1357.44	3

资料来源：Wind，华安证券研究所。注：计算方式如前所述。



人民币汇率回升阶段，外资净流入在行业层面有哪些特点？（2）

➤ 基于前述方法，我们测算了2018年以来，7个人民币汇率升值阶段的外资流入情况，主要特点有二：①外资流入排名前五的行业中，出现次数相对较多的是**银行**（5次）、**非银金融**（5次）、**医药生物**（4次）、**电子**（4次）、**机械设备**（3次）。②如剔除掉时间跨度较长的第三阶段（6个季度），其余6个阶段外资流入前5的行业表现均相对靠前、在31个一级行业行业涨跌幅平均排名10.3，而外资流出前5的行业表现相对靠后、在31个一级行业行业涨跌幅平均排名22.8。

2018年以来，人民币汇率升值阶段外资流入前五名与后五名（2）

行业排名	第四段（2022Q4）			第五段（2023Q4）			第六段（2024Q3）			第七段（2025Q2）		
	SW一级行业	净流入/流出（单位：亿元）	行业涨跌幅排名	SW一级行业	净流入/流出（单位：亿元）	行业涨跌幅排名	SW一级行业	净流入/流出（单位：亿元）	行业涨跌幅排名	SW一级行业	净流入/流出（单位：亿元）	行业涨跌幅排名
1	医药生物	255.19	5	电子	117.72	1	非银金融	404.41	1	银行	388.17	3
2	有色金属	144.64	28	公用事业	91.82	5	食品饮料	251.99	15	非银金融	161.68	10
3	家用电器	115.25	25	银行	58.52	21	医药生物	218.19	13	通信	116.21	2
4	机械设备	106.06	14	汽车	33.16	6	电力设备	128.70	7	交通运输	98.07	16
5	非银金融	91.27	8	农林牧渔	17.08	4	银行	106.81	26	有色金属	82.47	11
27	建筑装饰	-28.65	13	传媒	-111.04	13	有色金属	-82.32	21	建筑材料	-59.52	28
28	电子	-64.23	22	非银金融	-114.94	26	交通运输	-82.60	22	电力设备	-89.06	22
29	公用事业	-104.08	23	建筑材料	-121.36	30	计算机	-90.85	6	家用电器	-135.18	29
30	食品饮料	-376.10	20	食品饮料	-230.37	24	电子	-139.48	17	机械设备	-221.29	24
31	电力设备	-875.11	30	电力设备	-318.24	27	家用电器	-170.41	12	食品饮料	-359.72	31

资料来源：Wind，华安证券研究所。注：计算方式如前所述。

“十五五”规划（1）：总量层面保持稳定，扩大消费继续着力

- 2025年7月中共中央政治局决定今年10月在北京召开中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议，主要议程是，中共中央政治局向中央委员会报告工作，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；2026年3月两会审议后正式发布“十五五”规划。
- 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。

“十五五”规划

“十四五”规划

“十三五”规划

形势

- “十五五”时期是基本实现社会主义现代化夯实基础、全面发力的关键时期。
- “十四五”时期是……开启全面建设社会主义现代化国家新征程、向第二个百年奋斗目标进军的第一个五年。
- “十三五”时期是全面建成小康社会的决定性阶段。

主要目标

- ✓ 指标体系预计与“十四五”大致相同，增加安全保障方面的指标。
- ✓ 经济发展（**增速保持合理区间**）、创新驱动、民生福祉、绿色生态、安全保障五个方面共20项指标。
- ✓ 经济发展（**GDP增速>6.5%**）、科技教育、资源环境、人民生活四个方面共25项指标。

指导思想

- 2025年7月中央政治局会议并无单独段落阐述。
- “坚持和完善党领导经济社会发展的体制机制”列为指导原则首位。
- 新发展理念：创新、协调、绿色、开放、共享。



“十五五”规划（2）：产业层面围绕新质生产力，重点关注未来产业

- 预计“十五五”规划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。

1

传统制造业升级

先进制造业集群

数字产业

现代服务业

2

新兴产业

信息技术

- ✓ 人工智能
- ✓ 集成电路

高端装备

- ✓ 智能机器人
- ✓ 生物制造

深海空天开发

- ✓ 海洋经济
- ✓ 低空经济
- ✓ 商业航天

生物医药

- ✓ 创新药

智能交通

- ✓ 智能网联新能源车

新能源新材料

3

未来产业

未来制造

- ✓ 类脑智能
- ✓ 原子级制造
- ✓ 生物制造

未来信息

- ✓ 量子信息
- ✓ 生成式人工智能
- ✓ 下一代移动通信

能源与材料

- ✓ 氢能与储能
- ✓ 先进氢
- ✓ 先进基础材料

未来健康

- ✓ 脑机接口
- ✓ 基因技术

未来空间

- ✓ 深海空间站



中央经济工作会议前瞻：财政货币“双积极”，扩内需与反内卷并重

2026（预计）

2025

经济目标

总基调

预计保持不变

财政与货币
“双积极”

财政政策

货币政策

产业政策

扩内需

整治“内卷式”
竞争

新质生产力

- GDP增速目标4.5%-5% ← 维持或调低 ➤ GDP增速5%左右
 - 坚持稳中求进、以进促稳。保持经济稳定增长，保持就业、物价总体稳定，保持国际收支基本平衡，促进居民收入增长和经济增长同步。
- 赤字率4% ← 维持或调高 ➤ 赤字率4%
 - 继续支持“两重”、“两新”
- 超长期特别国债不低于1.3万亿 ← 维持 ➤ 超长期特别国债1.3万亿
 - “两重”8000亿、“两新”5000亿
- 适度宽松的货币政策 ← 维持 ➤ 适度宽松的货币政策
 - 保持流动性充裕，用好各项结构性货币政策工具
- ✓ 激发消费潜力，培育壮大服务消费、新型消费等新增长点。
- ✓ 加力扩大有效投资，发挥重大工程引领带动作用。
- 综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为，依法依规治理企业低价无序竞争，推动落后产能有序退出。
- ❑ 结合“十五五”发展规划，加快推进AI、低空经济等新兴产业发展，积极布局未来产业。



目录

1

经济：内生动能不足，持续平稳回落

2

政策：内外有望共振，想象空间充裕

3

配置：坚定强势主线地位不动摇

4

专题：以史为鉴，主线还有多少空间？



行业配置：坚定AI产业趋势和景气改善的主线地位不动摇

- 2025Q4配置思路：弹性为先，首选具备产业景气趋势和景气度改善的进攻性方向。坚守高弹性，减少波动关注
- 风格展望：成长>周期>金融>消费

配置方向

细分领域主要逻辑

1

AI产业趋势

1. 基建端：算力（CPO/PCB）、液冷、光纤等
2. 应用端：机器人、游戏、软件开发等

1. **AI基建端**。算力（CPO/PCB）中报业绩兑现超预期，终端需求缺口仍然较大、尤其是国内算力搭建和普及率仍低，空间广阔，产业趋势明确，业绩持续上修。**液冷**随着算力搭建，其配套设施液冷降温需求也将随之增加。**光纤**作为算力到应用的运输通道也是必不可少的基建。除了AI基建端具备良好的业绩兑现和持续改善的预期外，其预期估值仍然偏低，高增速-低估值组合具备强大吸引力。
2. **AI应用端**，作为与AI基建在产业链上关系最为紧密的一环，最容易承接估值和概念扩散。且在基建端业绩兑现和产业趋势明确的基础上，应用端哪怕出现一点催化都足以引爆该环节行情。**机器人**作为应用的重要方向，催化剂层出不穷、出现频率高，市场关注度热，易受催化。**游戏、软件**作为AI最容易应用结合的方向，已经逐步在AI的使用上取得进展，如游戏月流水持续环比改善、搭载AI的软件成为重要收费亮点等。

2

景气支撑

1. 稀土永磁、贵金属
2. 军工、券商、金融IT
3. 电源设备AIDC、海风/风电、整车、电池
4. 轮胎、农药、化学纤维
5. 工程机械
6. 牛肉及乳制品

1. **稀土永磁、贵金属**。稀土永磁在中美关系变化中进可攻、退可守，若中美贸易争端再起，作为反制手段有主题催化机会，若中美贸易缓和甚至达成稀土出口协议，行业基本面将量价齐升。贵金属，一方面全球不确定性增强，各经济体央行购金需求持续，二方面美联储重启降息，全球实际利率下行趋势明确。
2. **军工、券商、金融IT**。军工，一方面作为创业板情绪表征品种受益创业板上涨弹性，二方面地缘政治事件高发、“十五五”规划预期高等具备潜在催化。券商，趋势性上涨行情延续，情绪表征且盈利改善趋势明显。金融IT，券商盈利高增，市场交投活跃，软硬件更新需求高。
3. **电源设备、海风/风电、整车、电池**。电源设备，数据中心建设加速，电源设备配套需求增加。海风/风电，出海加速，毛利率长周期向上修复，景气改善。整车，反内卷要求下，价格战缓和，此外新车发布季，亮点频现具备潜在催化剂。电池，下游储能和新能源车需求有望改善。
4. **轮胎、农药、化学纤维**。轮胎，受益汽车出口维持较高增速等。农药，景气反转中期，价格持续上行，基本面改善。化学纤维，如氨纶和粘胶短纤等产品有望提价。
5. **工程机械**。正站在新一轮景气回升周期的前期，2024年以来挖机销量增速持续回升，海外需求亮眼。
6. **牛肉及乳制品**。牛肉，供给严重收缩，未来3-4年将迎来一轮确定性高的景气上行周期。乳制品中尤其是低温乳品，景气度持续改善，业绩持续高增，存在较大预期差。



2025Q4四大风格投资机会及具体逻辑展望

成长风格已成为本轮市场趋势性上涨行情中最核心的主线，预计其核心主线地位仍将持续很长时间。一轮新的基于产业景气周期背景下的机构抱团正在兴起。重视AI全链条、TMT、机器人、军工等机会。

①趋势性上涨行情期间，成长科技板块具备天然高弹性的属性特征。由微观流动性支持起的本轮市场趋势性上涨行情已具备广泛共识和预期，因此体现出强劲的惯性和韧性，这种趋势性上涨行情我们判断远未结束。而在趋势性上涨行情期间，成长科技天然弹性最大。②从产业景气周期支撑下的完整成长风格演绎过程看，当前仍处于前期阶段。根据我们复盘显示，一轮完整的产业景气周期演绎过程通常会经历先估值修复→业绩支撑→估值泡沫三个阶段，当前行情仅演绎至第一阶段尚未结束，因此成长风格主线仍有充足的演绎时间和空间。③本轮产业景气周期主要体现在AI基建普及上，产业趋势明确，业绩逐步兑现。当前类似08-10年智能手机广泛普及的阶段，先产业基础、后应用爆发，算力及配套需求正在快速爆发且当前仍处于爆发前期，产业趋势已获业绩证实。④确定的产业趋势，逐步兑现的业绩，叠加预期估值较低，符合机构抱团偏好。

成长

金融风格在趋势性上涨行情期间通常弹性偏弱，主要是受到银行、保险、地产的行业属性和基本面限制。但可配置券商行业，此外在四季度后期银行板块或将迎来阶段性配置机会。

金融

根据金融风格行情复盘显示，板块性的金融风格机会需要满足“经济边际改善+流动性边际宽松”宏观环境，同时还需要具备金融风格的持续业绩相对优势。展望2025年Q4，据宏观测算，将出现经济边际改善（难度较大）+流动性边际宽松（概率较大）的宏观组合，同时金融风格出现持续业绩相对优势难度较大，因此金融风格预计也难以成为重要主线。

可关注高景气券商及特殊时点的银行：一是券商持续高景气且作为市场情绪表征品种，具备较高弹性。后续市场继续呈现趋势性上涨行情的共识度高，交投情绪持续热烈、市场赚钱效应凸显都将有力改善其盈利水平。在趋势性上涨行情期间，券商作为情绪表征品种是少有具备弹性的资产。二是四季度后期可关注银行。一方面补涨和年末冲刺排名，可能出现阶段性风格切换。二方面年末前后股息率将大幅提升。

消费风格整体上以跟涨机会为主，并非是本轮趋势性上涨行情的重要主线，因此取得超额收益难度较大，核心制约在于终端消费景气度整体仍然低迷，且有效扭转难度大。超额收益机会需自下而上寻找，可关注机器人相关的汽车零部件、牛肉及乳制品、整车、珠宝饰品等。

①消费风格难以成为本轮趋势性上涨行情期间的重要主线，制约在于本轮行情的驱动并非来自于经济基本面的持续改善及预期。反之，经济运行的内需动能仍然疲弱，未来经济信心和收入改善预期持续低迷抑制了消费基本面的有效改善。消费业绩兑现及良好未来预期是其成为演绎主线不可或缺的基础，但从可预期的时间来看这种基础并不具备。②促消费、扩内需政策可能带来消费板块阶段性超额机会，但预计不具备持续性。促进消费、支持消费仍是政策重中之重，但这种政策通常只能起来阶段性估值修复作用，除非政策能真正起到彻底扭转消费低迷预期的效果。③少数消费领域的 α 机会可考虑自下而上寻找。根据我们梳理，牛肉及乳制品、整车、珠宝饰品景气尚可。

消费

周期风格中存在相对较多的景气改善细分领域，值得把握。根据我们梳理，稀土永磁、贵金属、工程机械、轮胎、农药、化学纤维等景气造好。

周期

根据周期风格行情复盘显示，周期风格持续演绎需要基本面强支撑，很少出现无基本面支撑仅靠估值驱动行情（估值驱动行情需要强大的经济刺激政策催化如四万亿）。立足基本面，从供给、需求两个角度考虑，通常存在两种模式的机会：一是当需求强劲带来显著业绩提振形成持续业绩相对优势，量增价涨，这种机会通常发生在经济大的上行期，如2009-2010年、2020-2021年；二是供给持续收缩，量减价涨，也会带来上市公司业绩改善，如2016-2017年供给侧结构性改革等。

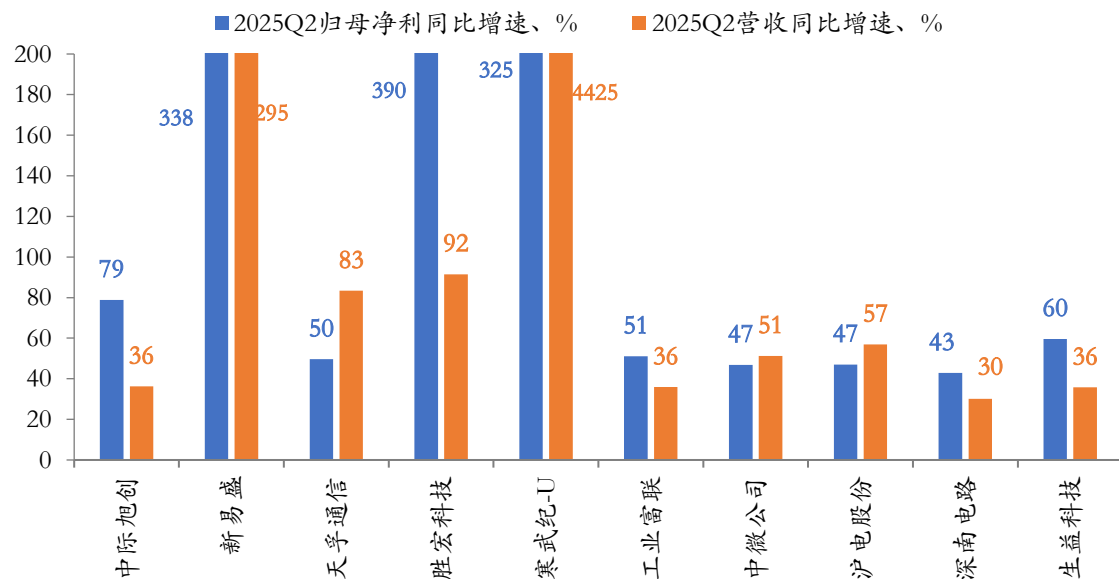
①展望H2或Q4季度，无论是政策强刺激带来估值修复还是经济强修复带来的基本面强支撑都很难出现。下半年经济增速将体现出韧性回落，但在上半年经济形势和数据总体强于预期和全年目标的基础上，决策层进行政策强力刺激可能性低。②但从
中观维度可筛选出部分景气度改善的领域。趋势性上涨行情中易获资金共识。



业绩保持相对优势，算力基建新一轮成长产业周期行情持续演绎

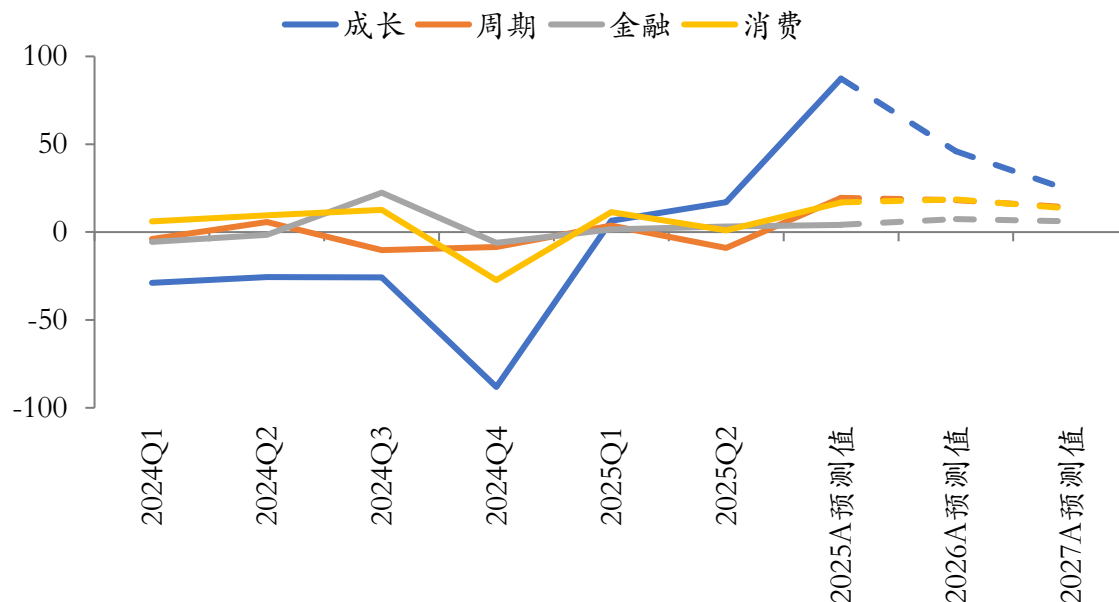
- 当前成长占优行情为业绩、流动性、催化剂三重驱动，成长风格仍具备继续占优条件。历史复盘显示，在成长趋势性上涨行情中，通常是业绩、流动性、催化剂三因素中至少具备两个维度的强力驱动，而当成长风格发生良性调整时，往往也是因为业绩、流动性、催化剂三因素中同时至少有两个因素存在压制。当前宏观流动性持续充裕宽松、成长类行业的业绩存在较强的比较优势且有望延续至2027年、成长类行业存在政策或事件的潜在密集催化，因此从三大维度方面均为成长风格的进一步演绎提供较强支撑。
- 截至2025Q2，成长风格的利润同比增速已经连续两个季度具备相对优势，且当前AI算力基建景气度可预见性强，这是新一轮成长产业周期行情兴起的最重要支撑。

AI算力相关的代表性个股业绩高增



资料来源：Wind，华安证券研究所。

成长风格业绩已连续两个季度具备相对优势且有望延续



资料来源：Wind，华安证券研究所。



完整成长产业周期行情经历估值→业绩→估值三阶段，当前正处第一阶段

- 历史上已完整演绎的三轮成长产业景气周期行情均经历了“估值→业绩→估值”的三阶段驱动。通过比较各阶段指数涨跌幅与估值涨跌幅，可大致判断出驱动行情的主要因素是估值还是业绩。复盘发现，此前已经出现的三个完整产业景气大周期，依次存在驱动力从估值转为业绩再转为估值的3个阶段性行情。这在一定程度上显示出市场对于成长风格的定价思维逻辑，即从最初全面憧憬、完全预期引导的估值行情，到后来业绩逐步兑现且落地消化估值的行情，再到最后风险偏好、情绪极致演绎的“泡沫式”拔估值行情。
- 当前正处新一轮成长产业景气周期行情的第一阶段。2024年9月至今的成长行情，指数上涨92%，而PEttm上涨118%，从驱动因素上看正处于新一轮成长产业景气周期的第一个由估值驱动阶段，上涨趋势远未完结。

过去数轮成长产业周期演绎都经历三个阶段，从“估值→业绩→估值”，当前处于新一轮产业周期行情第一阶段

产业周期	2008.11—2010.11			2012.12—2015.6			2019.8—2021.12			2024.9—至今
三阶段	第一阶段	第二阶段	第三阶段	第一阶段	第二阶段	第三阶段	第一阶段	第二阶段	第三阶段	第一阶段
阶段起止	2008.11-2009.4	2009.9-2010.4	2010.7-2010.11	2012.12-2013.5	2013.5-2014.2	2015.1-2015.6	2019.8-2020.8	2021.3-2021.8	2021.10-2021.12	2024.9-2025.9
驱动力	估值 → 业绩 → 估值			估值 → 业绩 → 估值			估值 → 业绩 → 估值			估值
涨幅	112%	50%	63%	55%	23%	157%	74%	30%	13%	92%
PE涨幅	126%	10%	54%	51%	4%	120%	64%	-12%	5%	118%

资料来源：Wind，华安证券研究所。注：本轮截至日期为2025/9/12，详情参考报告《那些年我们追过的成长——十六年成长占优行情全复盘》20210809



策略上坚持成长风格不动摇是最优选择

- 坚持持有成长风格是最优策略，涨幅可观。成长风格涨幅较大，因此在良性调整阶段跌幅居前也有大概率事件。从这个角度看，似乎在成长风格良性调整期间，投资策略理应转换到其他风格上，然而值得注意的是：一方面，成长风格良性回调持续的时间通常较短，大多数时间都维持在1个月左右；另一方面，更重要的是应考虑到良性调整后再次迎来成长风格占优的新行情，因此有可能出现调整时调仓不及时甚至成长行情到来时也难以及时把握的损失。所以更应将成长风格的良性调整与后续的占优阶段合在一起来比较，过去8次良性调整和后续占优阶段合并行情中，有5次成长风格涨幅居首，有3次成长风格居第二，且居第二时成长风格的涨幅也仅比第一少少许，因此坚持成长风格不动摇具有较明显的相对优势和可观收益。

8次良性调整和后续占优阶段合并行情中，成长风格5次居首，3次第二，相对优势明显

良性调整阶段	调整后继续占优阶段	成长风格	周期风格	消费风格	金融风格	上证指数	万得全A
2009年7月末-2009年8月下旬	2009年9月初-2010年4月下旬	24.95%	-2.24%	26.78%	-24.79%	-13.56%	-5.83%
2010年4月初-2010年7月初	2010年7月初-2010年11月上旬	20.10%	13.67%	19.03%	-10.15%	-0.95%	4.62%
2013年5月底-2013年6月下旬	2013年6月末-2014年2月中旬	21.62%	-2.54%	14.06%	-11.12%	-6.88%	3.14%
2014年2月中旬-2014年4月底	2015年1月初-2015年6月中旬	206.25%	204.86%	155.70%	160.81%	141.94%	191.84%
2019年4月初-2019年6月初	2019年8月初-2020年2月下旬	17.42%	-5.73%	7.47%	-5.14%	-5.75%	3.17%
2020年2月底-2020年4月初	2020年4月初-2020年8月上旬	23.79%	14.92%	36.67%	3.70%	11.12%	17.60%
2021年1月下旬-2021年3月下旬	2021年3月末-2021年8月初	9.54%	11.79%	-11.79%	-14.72%	-3.59%	0.61%
2021年9月中旬-2021年10月中旬	2021年10月中旬-2021年12月中旬	4.41%	-6.90%	8.03%	-4.07%	-0.59%	1.20%

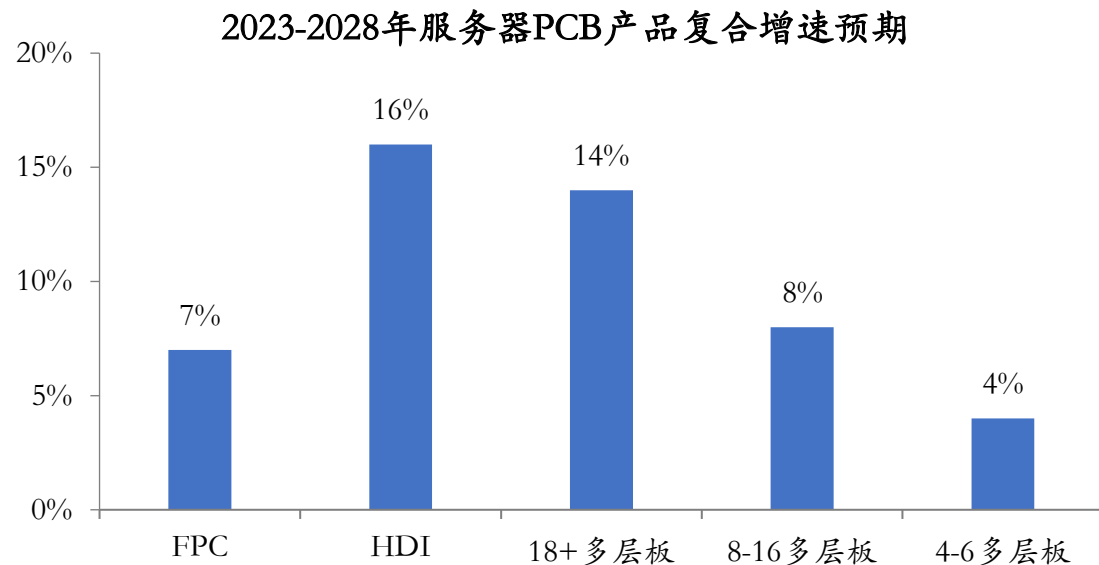
资料来源：Wind，华安证券研究所。详情参考报告《华安证券十六年成长良性调整行情全复盘：假如成长步入调整》20210914



AI基建-算力：需求高增带动PCB、CPO景气扩张

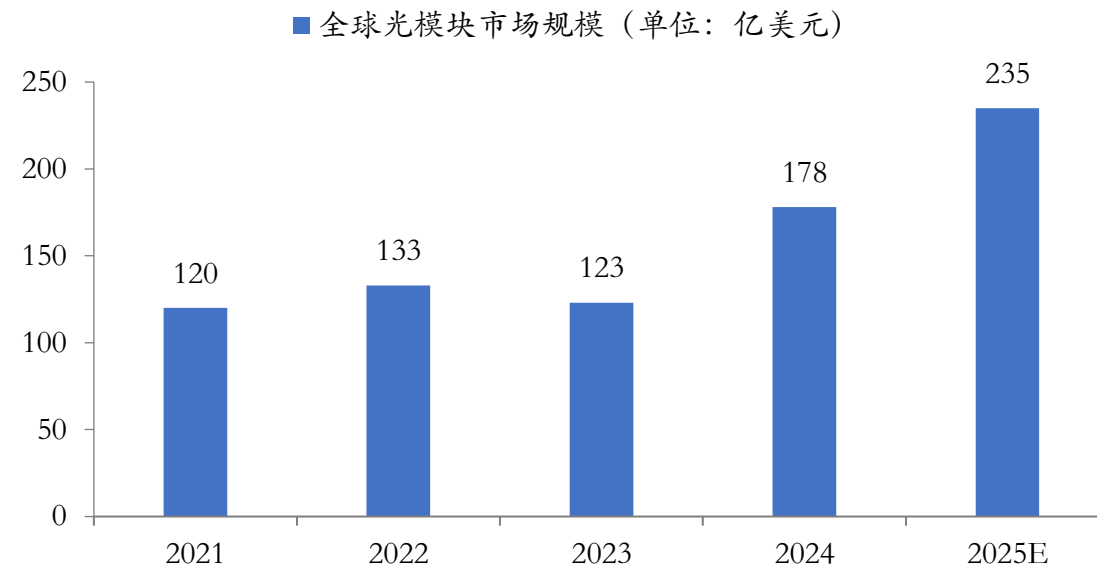
- ▶ **AI算力及端侧等上下游需求共振，带动PCB产能加速扩张。** AI、汽车、高速网络等需求预期高增，推动AI上游基建产能扩张，印制电路板景气加速。据Prismark预测，2023-2028年HDI、18+多层板等高端PCB2023年-2029年复合增长率分别高达16%、14%，但近期中国算力需求爆发超预期，预计相关产品增速将远超该预测，和算力关联度高的高阶HDI以及高精密多层线路板等细分方向的供求关系预计持续紧张。
- ▶ **数据传输效率迭代升级，网络中心对CPO的需求愈发旺盛。** 光电共封装（CPO）将多个关键光学器件在芯片上进行封装，以实现与芯片电路的直接集成，并通过光互联技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，据中商产业研究院预测，2025年全球光模块市场规模将达到235亿美元，同比增速高达32%。

HDI、18+多层板等高端产品市场将快速扩大



资料来源：Prismark、PCBworld，华安证券研究所。

2025年全球光模块市场规模同比增速有望达到32%



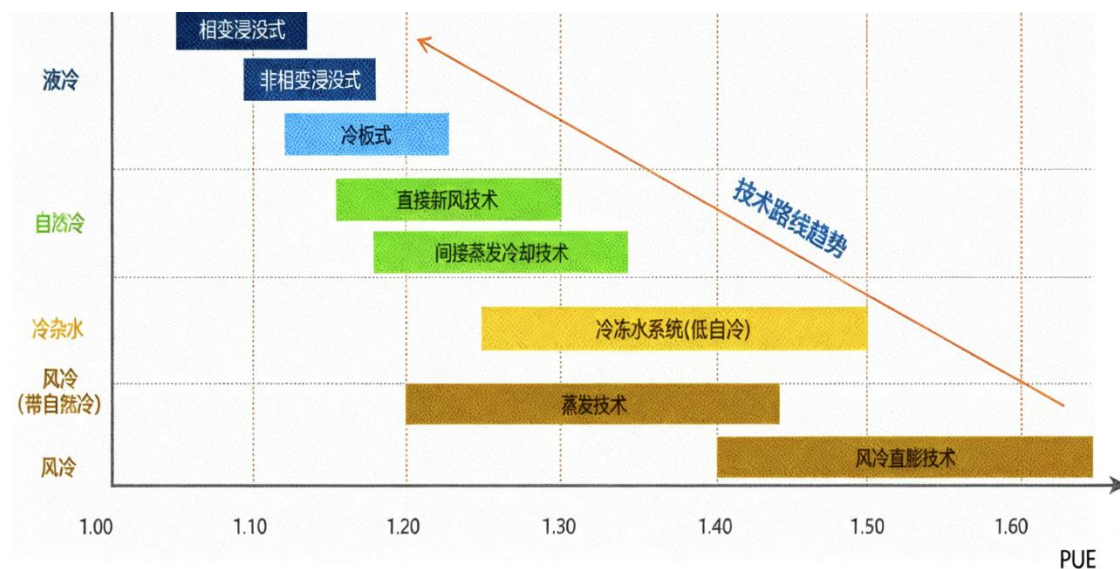
资料来源：中商产业研究院，华安证券研究所。



AI基建-液冷光纤：数据传输效率要求提升，液冷、光纤打开增长空间

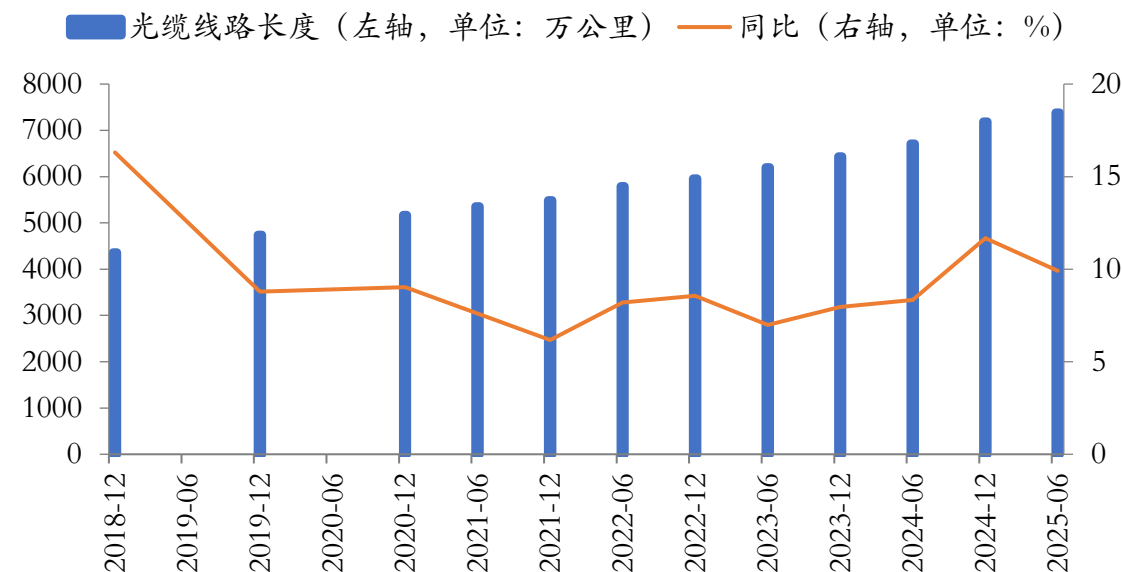
- ▶ **液冷相较传统服务器散热方案具备显著优势，正加速成为智算中心标配选择。**算力需求持续增长促使通信设备性能加速迭代，芯片功耗和热流密度不断攀升，传统风冷散热能力越来越难以满足维持芯片可靠性的需求，液冷则以低能耗、高散热、低噪声、低TCO等优势正逐步替代传统的风冷解决方案。随着全国各地政府不断降低数据中心PUE指标（电源使用效率， $PUE = \text{数据中心总能耗} / \text{IT设备能耗}$ ，越接近1越好），液冷正逐步释放扩张潜力。据IDC数据显示，2024-2029年中国液冷服务器市场CAGR将达到46.8%，2029年市场规模将达到162亿美元。
- ▶ **数据互联互通需求高增，光纤景气度呈扩张趋势。**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。

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。

光纤光缆需求呈扩张趋势



资料来源：Wind，华安证券研究所。

AI应用-游戏、软件：游戏市场规模创新高，AI赋能软件新模式

- ▶ **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。

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

软件开发作为AI中游产业至关重要



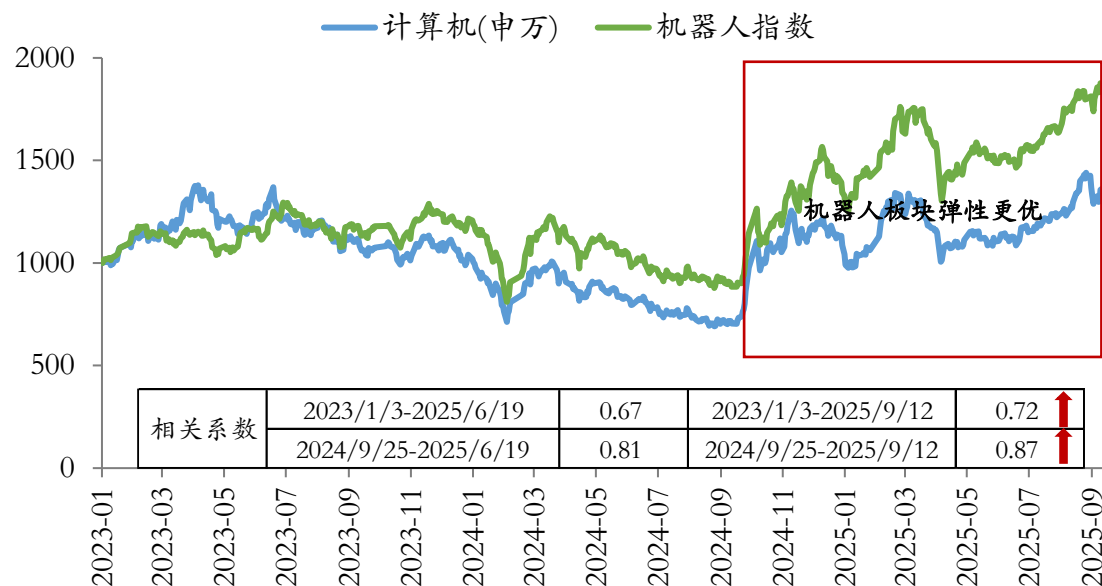
资料来源：华安证券研究所整理。



AI应用-机器人：机器人板块与AI行情关联性进一步强化

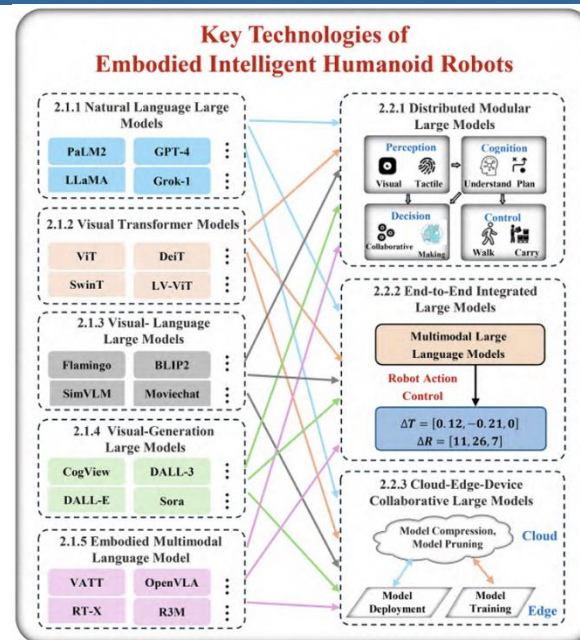
- ▶ 带动人形机器人快速发展的根本因素是AI大模型的进步。人形机器人是“人工智能”和“机器人”结合的产物，近年来随着AI大模型的飞跃式发展，机器人实现了从自动化向智能化的进化，并且与软件的联系更加紧密。大模型技术的应用，使机器人不仅能够完成复杂的任务，还能够无人监督的条件下自主学习和优化其行为，具身智能机器人成为能够与人协作，甚至独立完成任务的智能实体，其应用范围已经扩展至服务业、教育、医疗等领域。
- ▶ 下半年以来机器人板块与计算机走势的相关性进一步增强，且弹性更优。2024年9月25日至2025年9月12日，计算机与机器人指数的相关性为0.87，今年6月以后关联性有所增强，并且从2023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。

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。

驱动具身智能人形机器人发展的核心是大模型



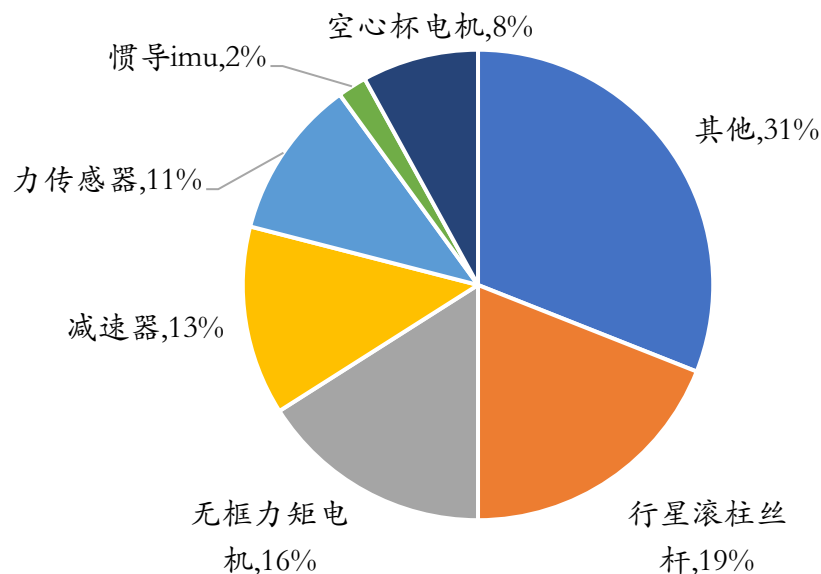
资料来源：《中国科学》，华安证券研究所。



AI应用-机器人：可应用领域广阔，关注应用端关键零部件

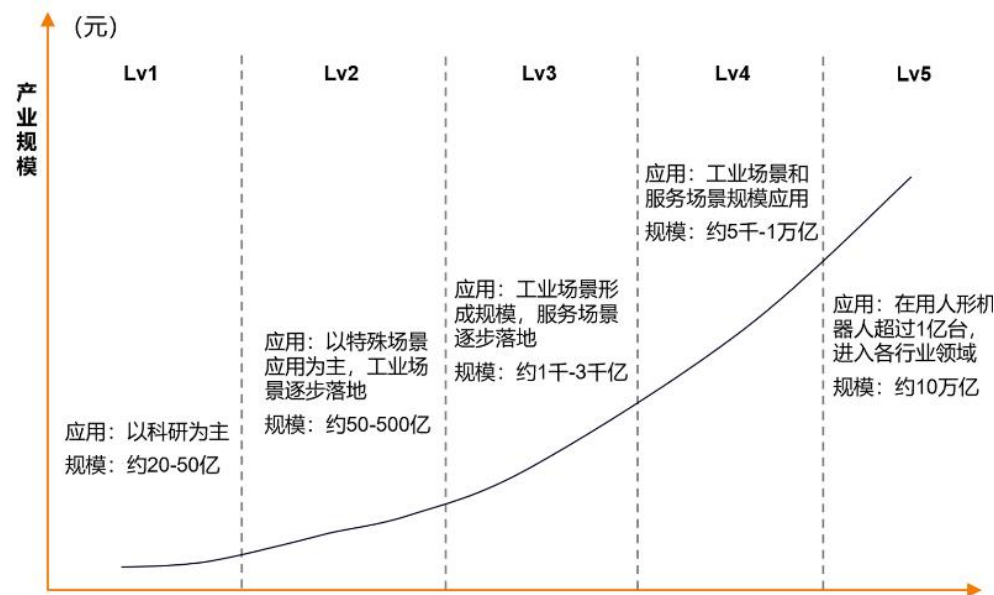
- ▶ AI应用端中，机器人应用领域广阔，等待渗透率进入奇点时刻。据GGII预测，2025年全球人形机器人市场规模将达到63.4亿元，2035全球年市场价值规模将超过4000亿元，中国人形机器人市场规模将从2024年的12.5亿元大幅增长至2035年的1383.0亿元，年均复合增速将达到53.4%。若AI再次出现重大技术进步性事件，规模或远超预测值。
- ▶ 机器人零部件结构较多，关注中上游生产厂商。机器人主要零部件中价值较高的部分主要包括滚柱丝杠、减速器、传感器和电机等等，人形机器人终端需求的快速增长将带动相关零部件厂商业绩增长，可关注自动化设备、家电零部件、汽车零部件、电机、通用设备、专用设备 etc 机器人构件强相关行业。

机器人构造中丝杠、电机、减速器等零部件造价较高



资料来源：Tesla AI Day、前瞻产业研究院，华安证券研究所。

机器人市场规模具备很大的发展潜力

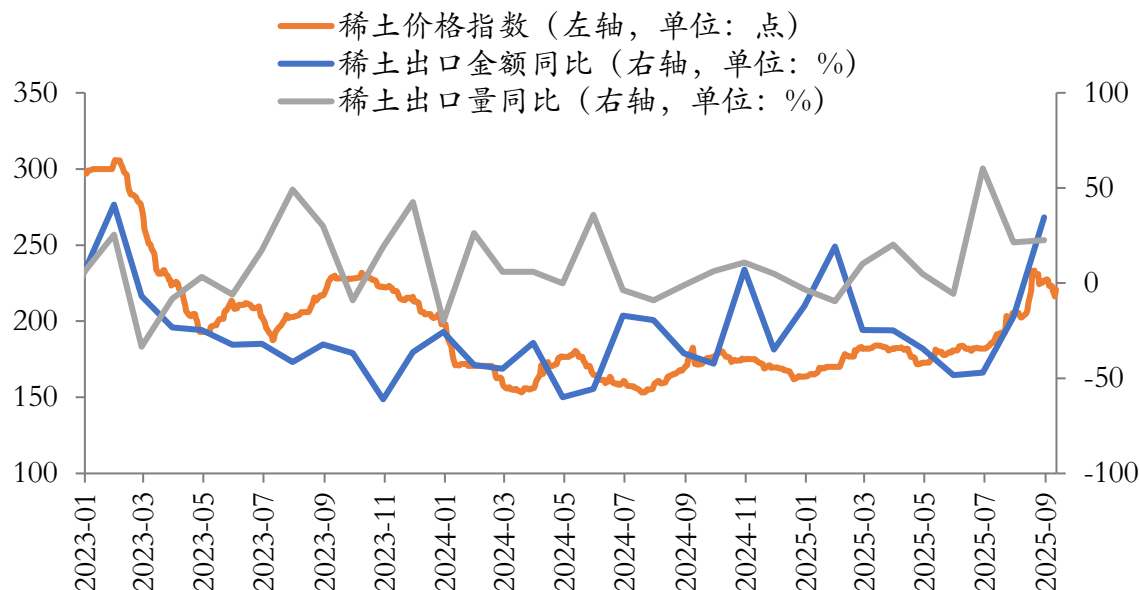


资料来源：中国信息通信研究院，华安证券研究所。

金属新材料、小金属：稀土领域断层优势显著，进可攻退可守

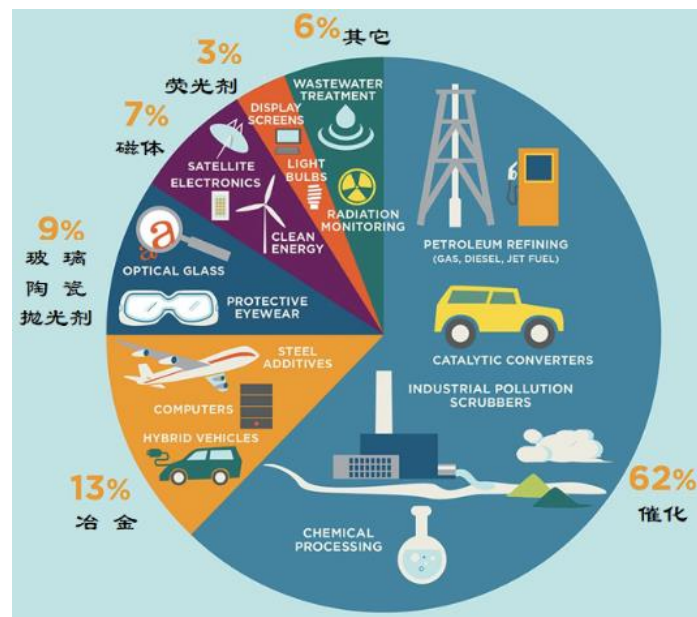
- 我国稀土领域优势明显，作为政治谈判筹码，无论中美关系如何变化均会形成催化。稀土广泛运用于高端制造业以及军工等关键领域，而中国在稀土冶炼、提取领域具备断层优势。近期美方多次要求我国保持稀土供应，其在贸易谈判中作为一项重要筹码预计将被反复提及，当前稀土在国内放松出口的态势下，出口金额和数量均有显著提升，需求持续扩张，若未来管控趋严，稀土相关公司也有望在事件性催化下上涨。

稀土价格、出口量/额同比整体持续改善



资料来源: USGS, 《中国稀土形势分析及储备》, 华安证券研究所。

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。



贵金属如黄金：全球央行黄金储备持续净增，美联储重启降息促实际利率下行

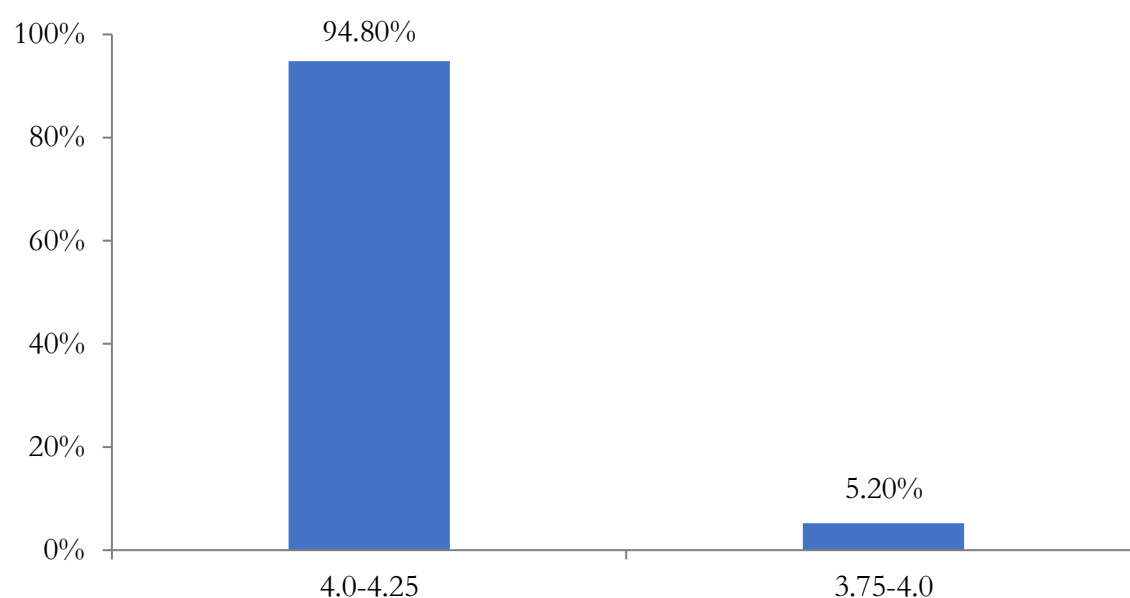
- **全球央行黄金储备快速增长，对黄金需求形成强支撑。**近年来全球央行黄金储备持续增加，2020Q1全球央行储备为34906.9吨，截至2024Q4已达到36250.1吨，四年时间增加1343.3吨，中国、印度央行近2年来黄金储备有加速上行趋势，同时据Crescat Capital统计，当前除美联储外，全球央行黄金储备首次超过美债。当前全球政治、地缘形势格局不确定性加剧，美元信用有进一步弱化风险，黄金在金融体系中的地位得到强化，预计全球央行购金趋势将长期持续。
- **美联储大概率将于9月重启降息，实际利率趋势性下行打开金价上涨空间。**就Jackson Hole全球央行年会调整后的美联储政策框架来看，当前美国就业和通胀数据均支持降息，9月美联储已经基本确定降息。基于驱动金价上行的主要因素为实际利率下行的判断，美联储降息落地后，将利好金价继续上行，且从长期看，美国仍处于降息大周期内，叠加上各国央行持续购金，金价下行空间也相对有限。

除美联储外，全球央行黄金储备时隔30年首次超过美债



资料来源：Bloomberg、Crescat Capital，华安证券研究所。

市场押注9月18日美联储降息概率达100%



资料来源：CME美联储利率观测器，华安证券研究所。注：数据更新于2025年9月12日。



贵金属如黄金：传统的实际利率影响框架，与金价呈负相关

黄金9轮行情，7轮实际利率为主导因素、2轮美元为主导因素

编号	起止时间	涨跌幅	月均涨跌幅	实际利率变动 (BP)	实际利率 相关系数	美元指数变动 (指数点)	美元指数 相关系数
1	1970年1月至1974年12月	427%	7.2%	-646BP	-85.8%	-21.74	-76.5%
2	1976年8月至1980年1月	514%	12.5%	-517BP	-84.7%	-20.87	-72.9%
3	1982年6月至1983年2月	56%	7.0%	-149BP	-88.1%	2.68	21.3%
4	1985年2月至1987年12月	63%	1.8%	-144BP	-55.2%	-69.87	-88.1%
5	2001年4月至2008年3月	272%	3.3%	-113BP	-3.8%	-43.05	-80.5%
6	2008年11月至2011年9月	133%	3.9%	-281BP	-93.5%	-9.43	-63.6%
7	2015年12月至2016年8月	26%	3.2%	-64BP	-97.6%	-2.96	-74.6%
8	2018年9月至2020年2月	33%	2.0%	-99BP	-95.4%	4.11	79.8%
9	2020年3月至2020年8月	24%	4.7%	-89BP	-98.4%	-5.76	-89.8%

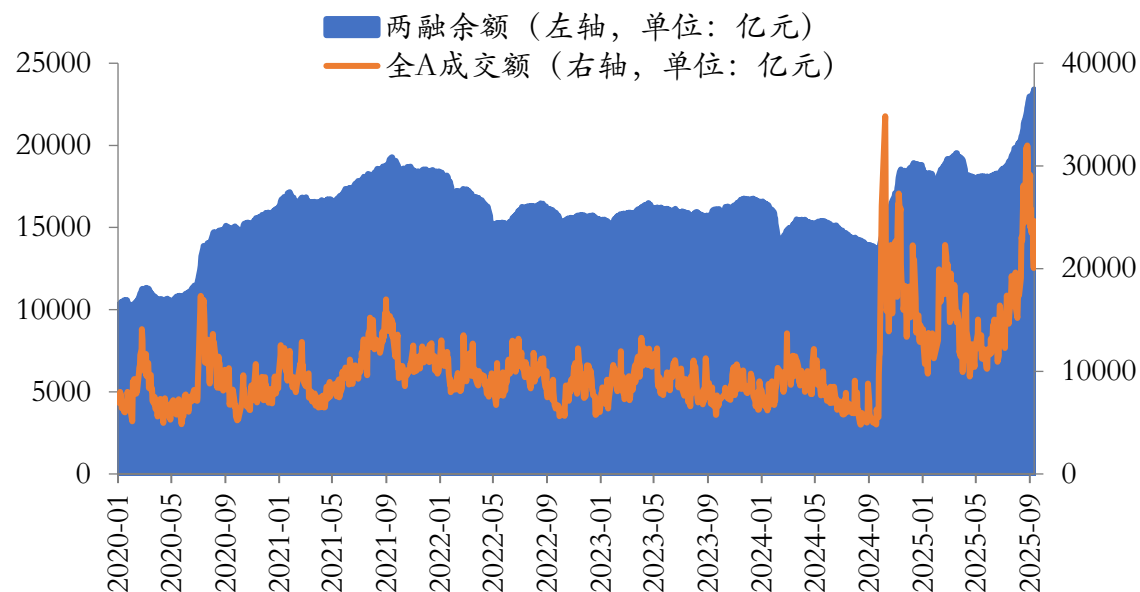
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：美元/盎司、%、指数点。注：1.第8段和第9段虽然时间上相连，但驱动因素不同且经历了大跌，因此划分为两个阶段。2.标红的为相关系数更高的因素。



券商及金融IT：热烈交投氛围下赚钱效应凸显，景气度持续攀升

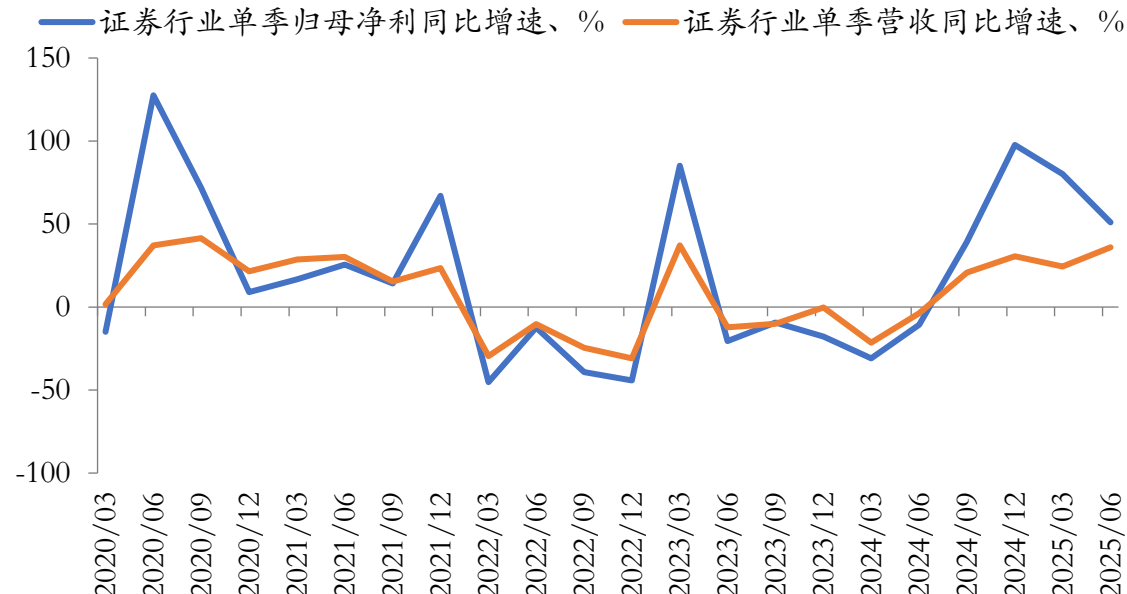
- ▶ A股市场交投活跃，带动券商盈利持续高增，热烈氛围下证券行业的也将充分释放上涨弹性。截至2025年9月11日，两融余额达到2.34万亿元，再创历史新高，2025年下半年以来，全A成交额日均活跃在2万亿左右，8月底达到3万亿左右的历史峰值水平。证券行业营收、盈利自去年下半年开始维持呈快速增长态势，2025年Q2季度单季归母、营收同比增速分别高达35.9%、51.0%，在决策层对资本市场重视程度不断提升、资金入市热情高昂以及催化性事件不断的背景下，A股市场交投情绪有望持续活跃，证券赚钱效应凸显，同时作为表征市场情绪的品种，后续券商板块仍有充足的上涨弹性。
- ▶ 稳定币概念反复活跃，有望对证券及金融IT形成持续催化。2025年5月21日，中国香港特别行政区立法会通过《稳定币条例草案》，8月1日开始实施。从全球来看，稳定币作为连接传统金融和加密生态的核心组件，其战略地位和市场规模不断攀升，国内政府加紧出台相关研究及部署节奏，后续稳定币概念有望反复对券商及金融IT形成催化。

两融余额、市场成交额持续新高，市场交投情绪活跃



资料来源：Wind，华安证券研究所。

2024年末以来证券行业营收、盈利双双高增



资料来源：Wind，华安证券研究所。



国防军工：下半年有望跟随创业板上涨

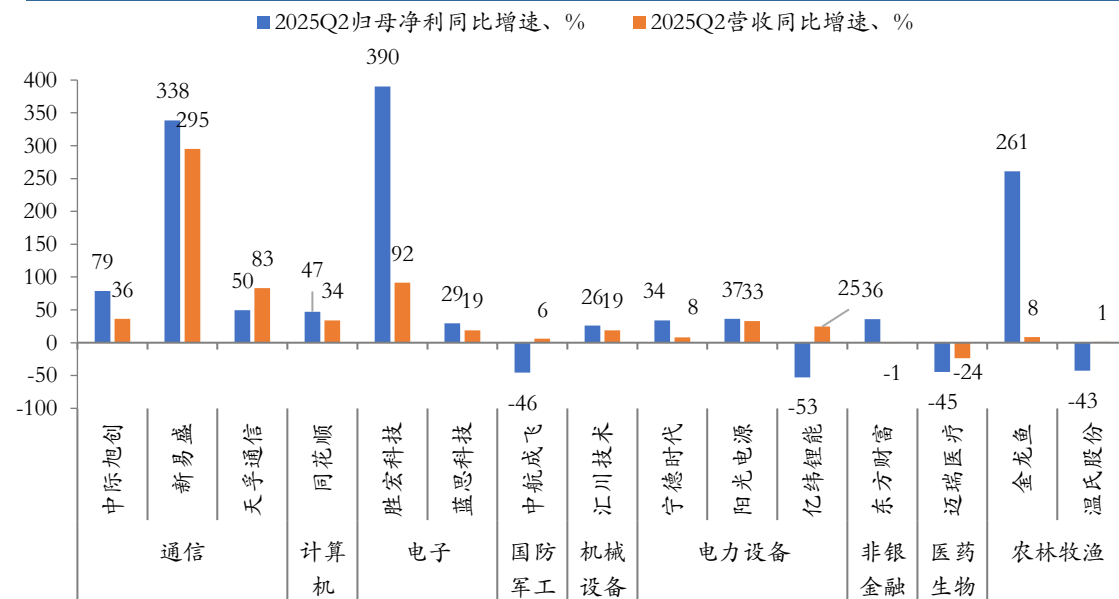
- ▶ **创业板走势对军工有指示作用。**若创业板满足“前期超跌、快速反弹、后未大跌”特征，军工将滞后创业板见顶1个月左右。本轮创业板走势已经符合上述三大特征中“前期超跌、快速反弹”的特征：①前期创业板超跌。2025年2月24日至2025年4月7日，创业板跌幅达到20.79%，满足“前期超跌”（跌幅>20%）的特征。②本轮属于快速反弹。谨慎假设条件下，假如当前创业板行情阶段性见顶，4月8日至9月12日期间创业板累计上涨67.13%，5个月左右时间内，反弹速度近13%/月，满足“快速反弹”特征。③“后未大跌”当前也满足，并且我们判断创业板行情仍有望持续创新高，军工后续仍有确定性机会。
- ▶ **创业板中有大量AI相关的代表性个股，后续或在其带动下续创本轮新高，国防军工板块有望同步上涨。**从创业板指的成分来看，截至2025年9月12日，前15大权重股汇总有多只个股和AI算力强相关，且景气度正处大幅扩张期，后续创业板仍有望续创本轮新高，国防军工将持续跟随受益。

当三个特征均满足时，军工顶将滞后市场顶约1个月左右

序号	创业板行情	前期创业板超跌？ (跌超20%)	创业板快速反弹？ (涨速超10%/月)	行情结束后未大跌？ (1月内跌超10%)	军工顶较市场顶关系	滞后期内表现对比
1	起 2023/10/24 止 2023/11/6	-28.65%	19.24%/月 (14天)	-7.93%	滞后0.5个月	军工4.25% 创业板-1.94% 超额6.19%
2	起 2022/12/26 止 2023/1/30	-21.53%	11.94%/月 (1个月6天)	-7.80%	滞后1个月余	军工5.39% 创业板-6.98% 超额12.36%
3	起 2022/4/27 止 2022/7/7	-38.39%	13.74%/月 (2个月11天)	-7.75%	滞后1个月余	军工5.3% 创业板-4.5% 超额9.8%
4	起 2020/3/24 止 2020/7/13	-20.12%	15.72%/月 (3个月21天)	-9.23%	滞后1个月余	军工19.76% 创业板-6.52% 超额26.28%
5	起 2019/2/1 止 2019/3/12	-34.54%	31.73%/月 (1个月12天)	-8.27%	滞后1个月余	军工7.96% 创业板-3.88% 超额11.85%
6	起 2011/1/26 止 2011/2/17	-20.60%	18.17%/月 (23天)	-4.57%	滞后20天	军工2.36% 创业板-2.51% 超额4.87%

资料来源：Wind，华安证券研究所。注：参考专题报告《如何利用市场特征识别军工行情的确定性机会》20240402

景气成长权重股有望继续成为带动创业板指上行的主要抓手



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：所示为创业板指成分股中市值前15大权重股，测算日期为2025/9/12



国防军工：军费有望迎来阶段性扩张，催化性事件层出不穷

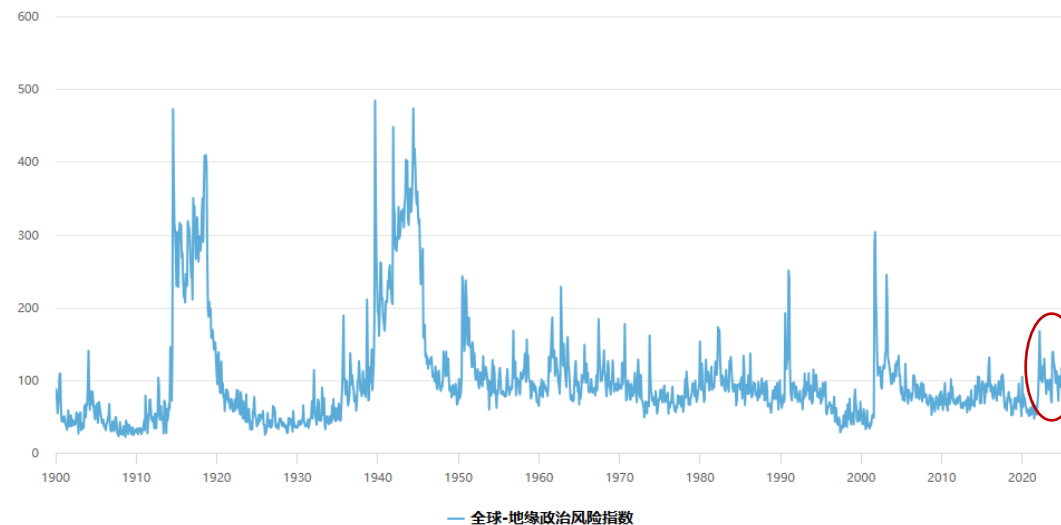
- 临近十五五规划开局之年，军费有望迎来扩张期。通常而言，军费开支具有较强的“五年”周期效应，即历次五年规划之初军费有望迎来阶段性宽松期，2026年即为“十五五”规划开局之年，按往年节奏来看，军工企业订单大概将迎来扩张，景气度上行确定性较强。
- 国产武器性能大规模升级，出口吸引力提升，地缘政治冲突仍处频繁爆发期，重要事件催化不断出现。93阅兵式上，歼35、激光武器、微波武器、以及新型导弹等批量亮相，国产武器性能批量提升。前期印巴冲突中歼10等武器性能也获得实战验证，背靠我国强大的研发能力下，国产武器出口吸引力将持续提高。同时，今年以来中东、亚太等地区地缘冲突不断，地缘政治风险持续攀升，未来大概率仍有地缘热点事件对军工板块形成阶段性催化。

歼35亮相93阅兵



资料来源：读揽，华安证券研究所。

今年地缘政治风险持续上行



资料来源：MacroMicro，华安证券研究所。

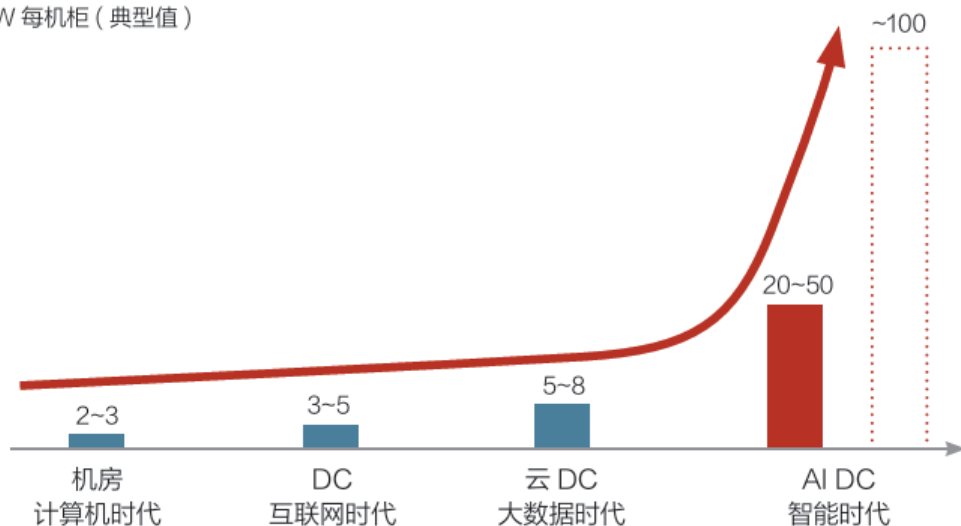


电源设备：AIDC功耗攀升，配套设施亟需完善

- 单个数据中心能耗飞跃式提升，带动设备电源需求高增，电源设备量价齐升可期。随着数据用电量飙升，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。

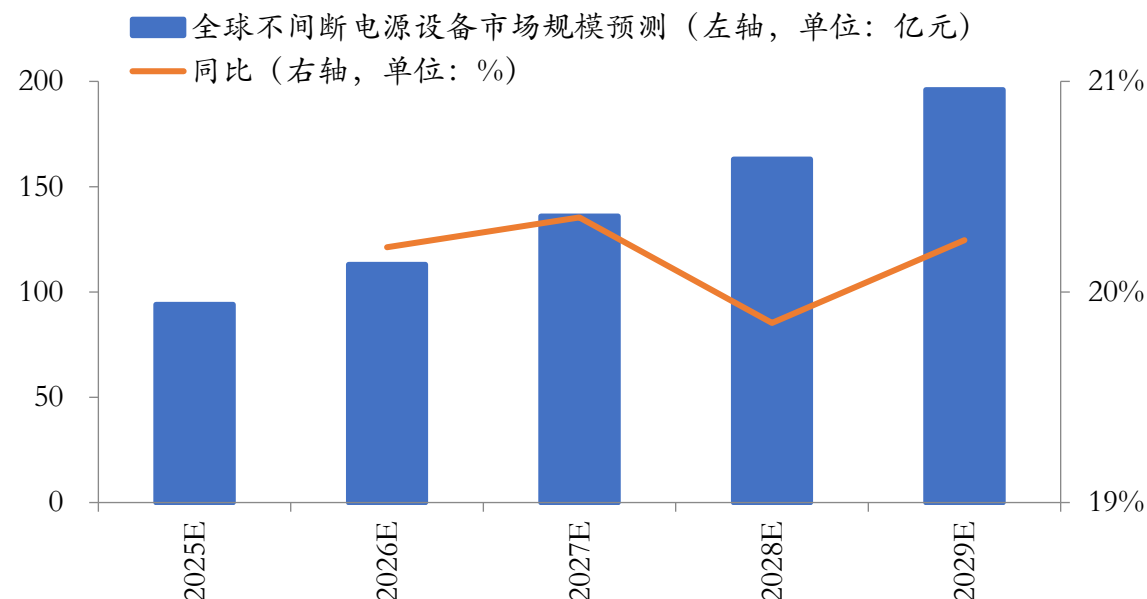
不同时代数据中心机柜的典型功率

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。

AIDC料将带动不间断电源设备市场规模快速增长



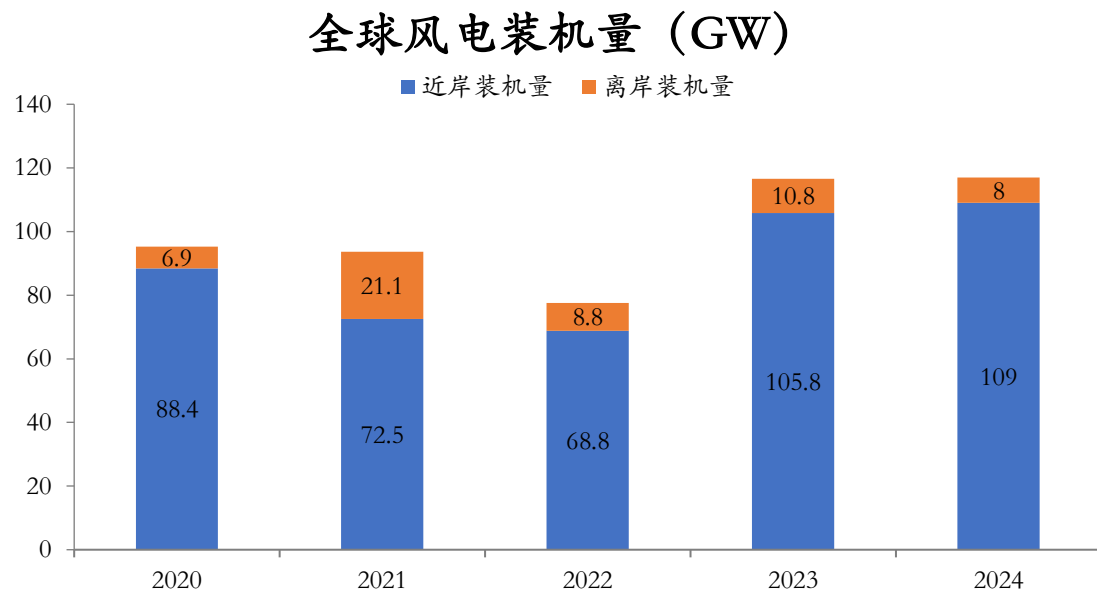
资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所。



海风设备、风电整机：海内外需求形成共振，政策催化可期

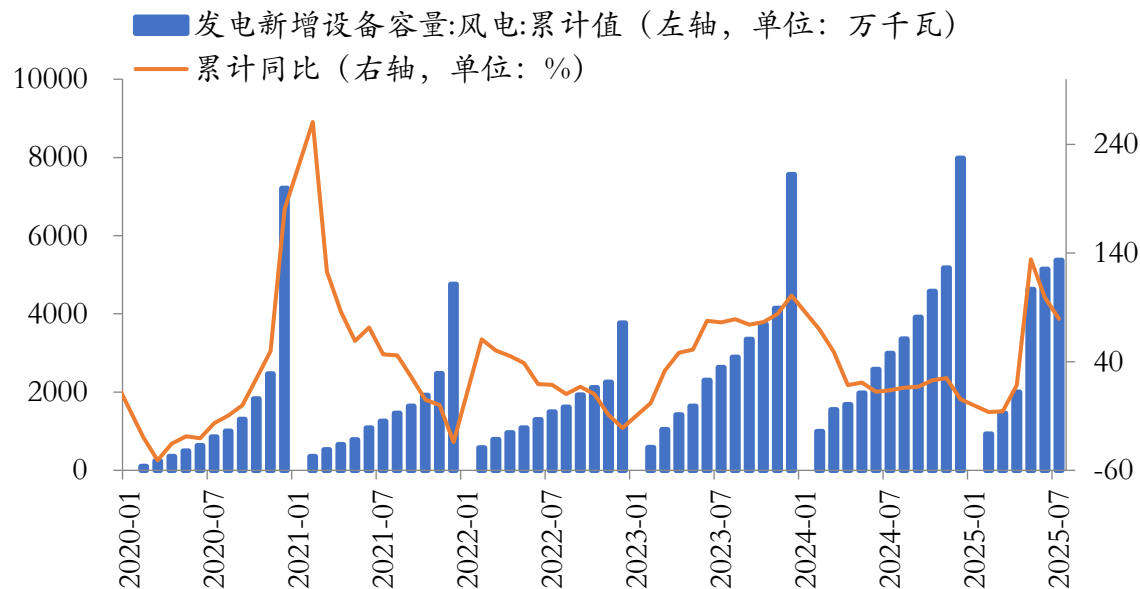
- 风电装机海内外需求共振高增，整机制造厂商景气持续改善。据全球风能理事会（GWEC）发布数据显示，2024年全球风电并网装机容量为117GW，再创新高，预测到2030年还将达到194GW，未来五年复合增速将达到8.8%，海外旺盛的风电装机需求预计将持续推动国内风电整机厂商实现利润增长。同时，国内风电装机方面，截至2025年7月，新增风电设备容量累计值达到5367.2万千瓦，累计同比增速高达79.4%。
- 政策方面，工信部等三部门近期发布《电力装备行业稳增长工作方案（2025-2026年）》，要求加快推进陆上大型风电光伏基地，推动海上风电规范有序建设，积极推进风电和光伏发电分布式开发、水风光一体化开发，“十五五”规划有望强化相关政策要求，未来风电需求内外需求可期，预计将持续推动行业利润改善。

2025年全球风电装机量有望再破新高



资料来源：GWEC，华安证券研究所。

国内风电装机维持高增



资料来源：Wind，华安证券研究所。



整车及电池：汽车反内卷加速推进促高质量发展，储能海外需求高增

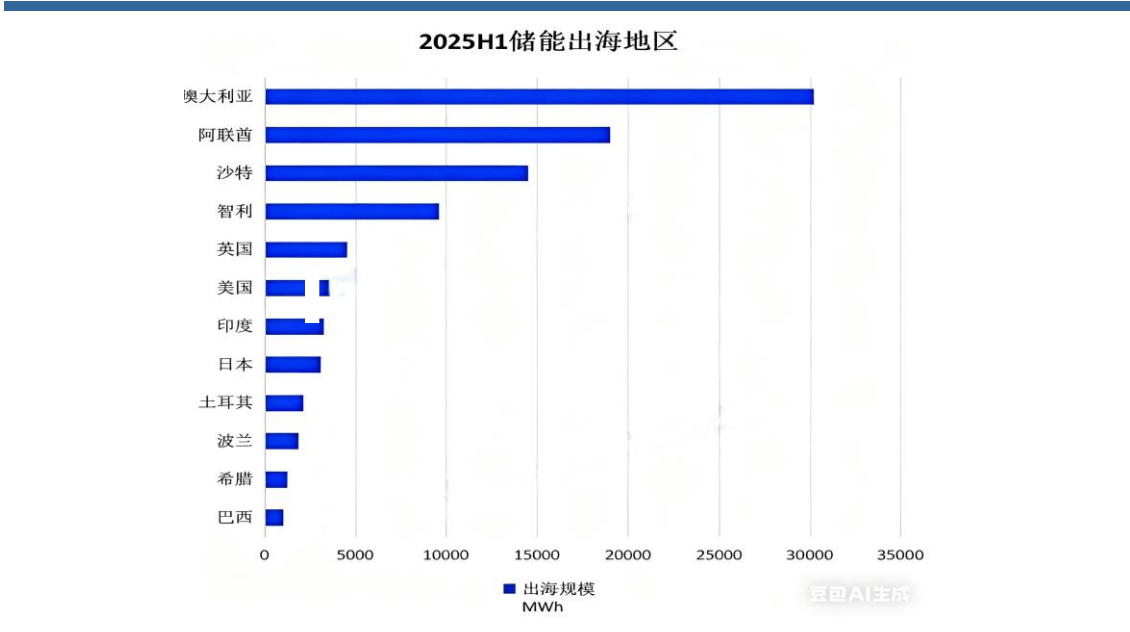
- 汽车“反内卷”政策持续推进，治理成效预计将逐步显现。7月16日，国务院常务会议切实规范新能源汽车产业竞争秩序。7月18日，工信部在国新办发布会上表示将出台包括汽车在内的十大重点行业稳增长工作方案。行业规范性措施预计将逐步完善落实，参照前期要求的缩短供应商货款账期等内容，未来不排除有行政干预性手段介入。中长期视角下，内卷式竞争已经对汽车行业盈利造成较大影响，政策干预下，未来行业盈利有望进入企稳改善阶段，具备品牌技术优势的优质头部企业压力有望逐步缓释。
- 海外储能需求飙升，储能由政策向市场导向进展加速，电池行业景气回暖可期。中国储能加速出海，根据CNESA DataLink全球储能数据库的不完全统计，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。

反内卷将汽车行业列为重点治理对象

时间	内容
2025/5/31	中国汽车工业协会发出紧急倡议，坚决反对无底线的“价格战”。
2025/6/19	工信部等三部门联合召开加强新能源汽车安全管理工作视频会，强调不搞“内卷式”竞争。
2025/7/16	国务院常务会议上，听取规范新能源汽车产业竞争秩序情况的汇报，明确三大举措：加强成本调查和价格监测，强化产品生产一致性监督检查，督促重点车企落实好支付账期承诺。并强调着力健全规范竞争的长效机制。
2025/7/17	中央第四指导组聚焦“综合整治新能源汽车行业非理性竞争问题”专项工作赴中国汽车工业协会开展下沉调研。
2025/7/18	工信部等三部门联合召开新能源汽车行业座谈会，部署进一步规范新能源汽车产业竞争秩序工作。
2025/7/18	工信部在国务院新闻发布会上宣布，【钢铁、有色金属、石化、建材、机械、汽车、电力装备、轻工、电子、医药】等十大重点行业的稳增长工作方案即将出台。

资料来源：华安证券研究所整理。

储能海外需求高增



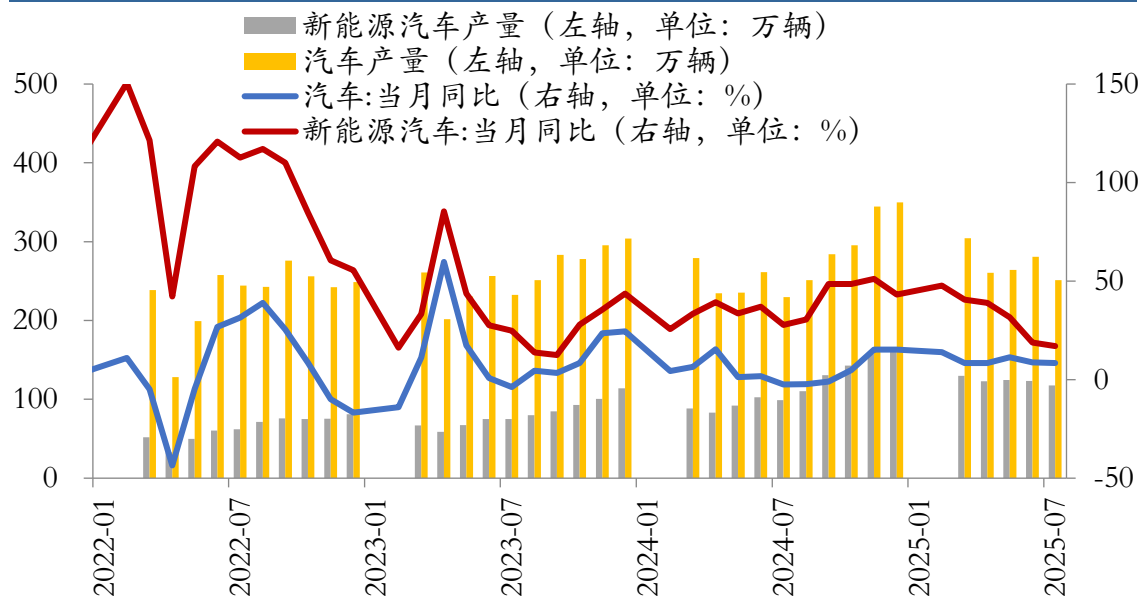
资料来源：CNESA，华安证券研究所。



轮胎及化纤：轮胎行业性价比较高，化纤行业景气存反转可能

- ▶ **轮胎下游需求维持稳定增速，企业偏低估值构筑安全性价比。**对轮胎企业而言，下游需求仍维持稳定，车辆更新仍带来大量需求。并且从估值角度看，截至2025年9月12日，中信轮胎指数近5年估值分位近处于28.9%偏低分位，叠加上需求稳定、化工材料涨价等因素，轮胎行业安全性及性价比均较高。
- ▶ **化纤行业即将迎来需求旺季，供需格局改善下景气度有反转预期。**需求方面，纺织服饰“金九银十”到来，终端需求有回暖预期。库存方面，涤纶、粘胶短纤等化纤产品自2025年以来一直处于去库状态，虽然当前价格仍在低位，但随着需求回暖以及供给端收缩同时进行，供给格局有望加速改善，化纤景气度存反转预期。

汽车产量维持稳定中等增速，带动轮胎销量持续增长



资料来源：Wind，华安证券研究所。

涤纶、粘胶短纤等化纤产品今年以来持续去库



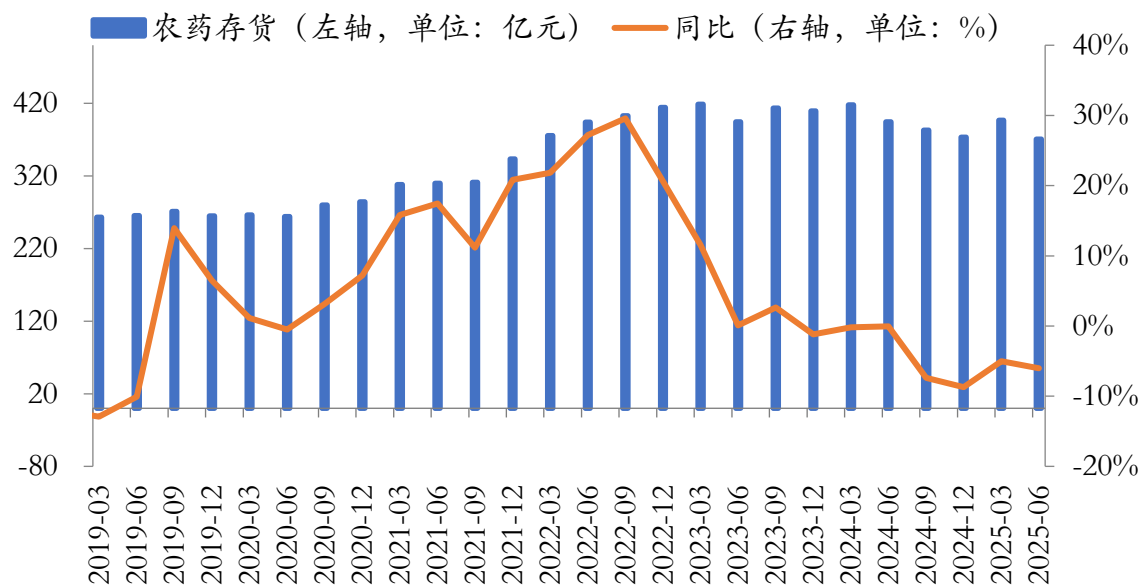
资料来源：Wind，华安证券研究所。



农化制品（农药）：去库叠加新规减供，农药景气有望持续回升

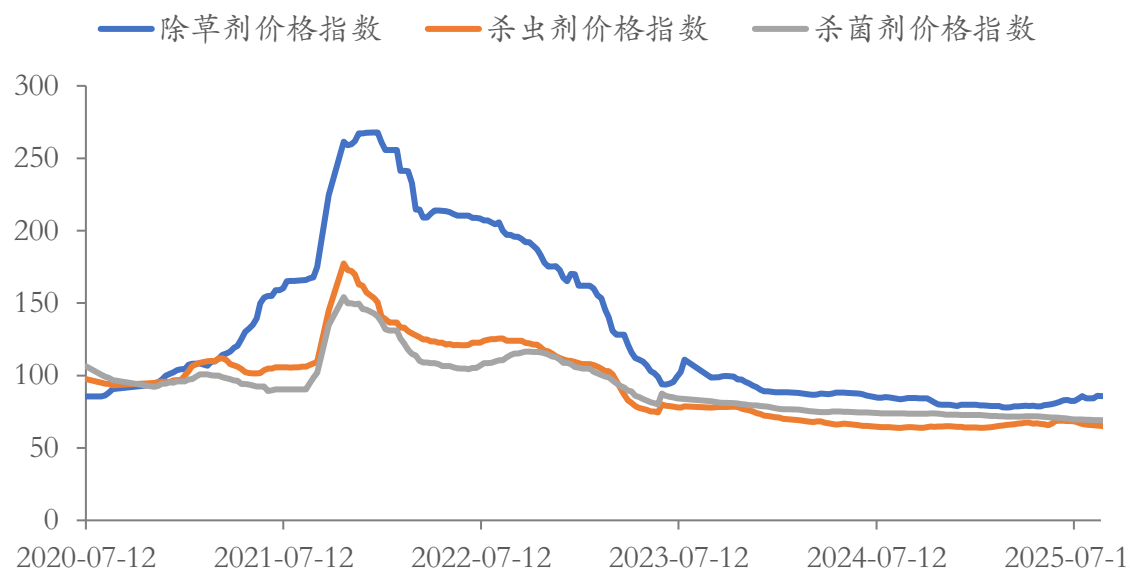
- 新规限制下农药行业供需格局优化，行业景气度有望持续回升。反内卷持续落实，农药行业新规《规范农药标签标注强化农药使用安全》正式发布并将于2026年正式实施，新规严格了农药生产商标以及使用药剂等行业规范，“一品一证”政策落实后，农药生产商以及供给将大幅减少，无序竞争现象将得到极大改善，随着去库进程的不断推进，供需格局改善预期下，农药价格有望持续回升，从而带动整个板块业绩改善。

农药持续去库



资料来源：Wind，华安证券研究所。

农药价格出现企稳回升迹象



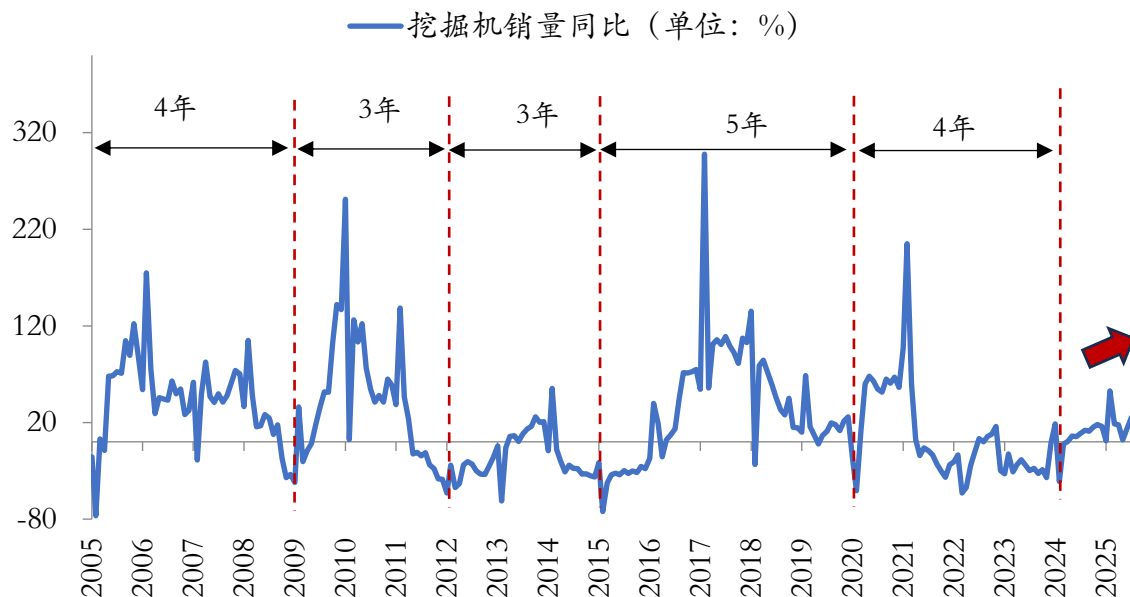
资料来源：Wind，华安证券研究所。



工程机械：步入景气周期回升期，出口有望持续强支撑

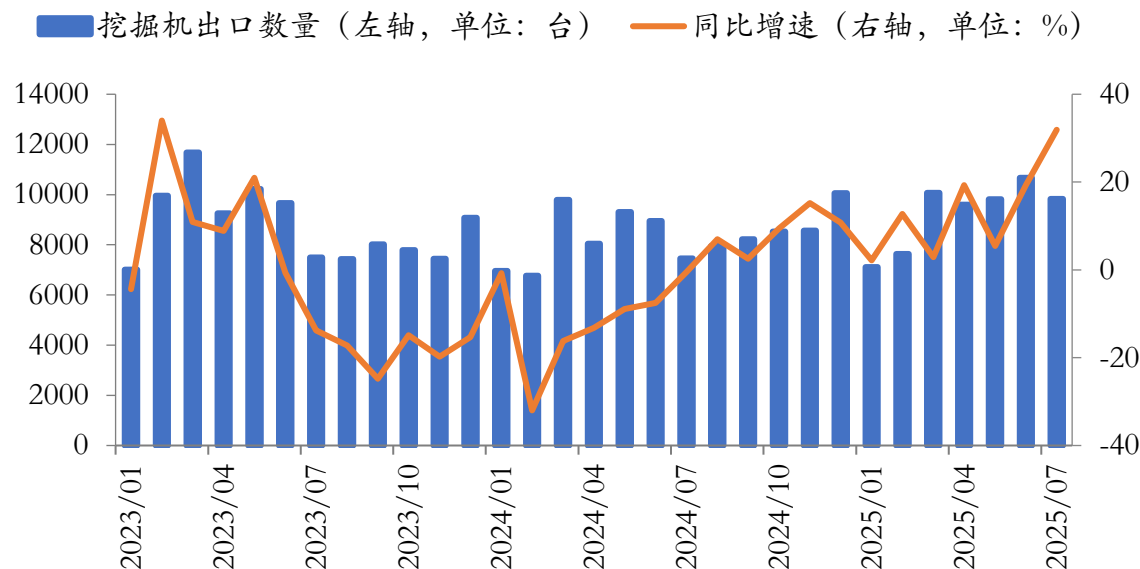
- **2024年以来挖掘机销量增速持续回升。**工程机械作为强周期性行业，受基建、地产以及设备更新周期等因素影响较多。2005年至今，以挖掘机为例，一轮完整的回升-衰退周期一般在3-5年左右。2025年2月挖掘机同比销量高达52.8%，明显好于2023、2024年同期水平，并且增速从2024年初便呈现出见底回升趋势，从周期上来，自2020年2月增速见底至2024年初已历时4年左右，从销量增速上看，当前正处于新一轮周期的上行期内。
- **挖掘机出口持续增长。**挖机出口景气度自2024年初开始持续回升，截至2024年7月，挖机单月出口同比增速已升至31.9%，其中，“一带一路”沿线国家成为出口核心阵地，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。

挖机销量增速周期在3-5年左右，新一轮上行期被持续验证



资料来源：Wind，华安证券研究所。

挖机出口预计将持续维持高景气状态



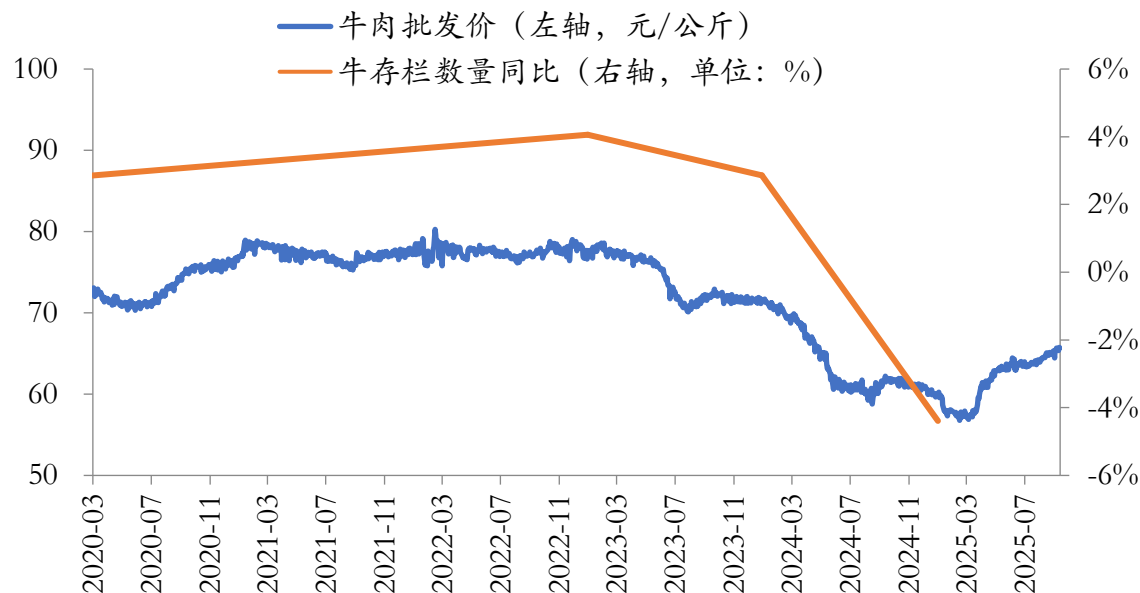
资料来源：Wind，华安证券研究所。



牛肉及乳制品：肉牛产能持续去化，冷链优化带动乳制品需求多极增长

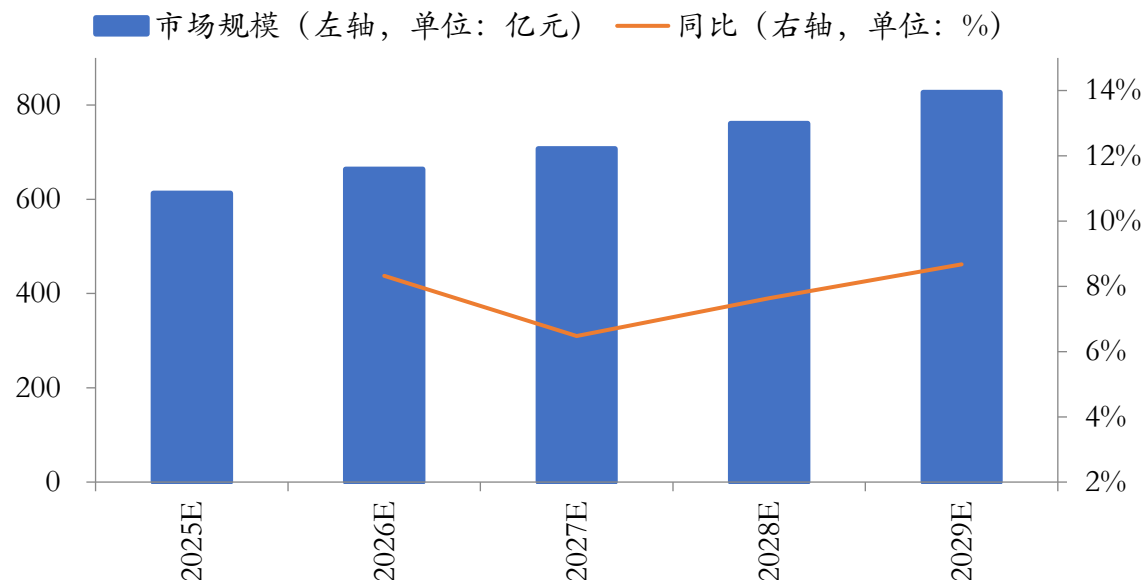
- **肉牛养殖去库影响时间长，2026年价格有望加速回升。**近年来我国牛肉消费量降速，年消费同比增速从2019年的峰值13.0%逐步下降至2025年7月的0.3%，2023年以来牦牛养殖出现持续亏损，牛肉进入去库周期，截至2024年，牛存栏量同比由正转负，降至-4.4%，随着去库的持续推进，牛肉价格自2025年下半年开始逐步回升，当前牛肉价格已较今年低点回升15%左右，由于牛肉养殖周期较长，去库影响较大，叠加全球肉牛价格也步入上行周期，当前国内肉牛养殖企业景气度有望持续回升，2026年有望步入加速上行期。
- **冷链物流完善下，低温乳制品进入加速扩张阶段。**据智研瞻统计，2023年中国低温鲜奶行业市场规模已达到563.5亿元，随着生鲜电商的迅速发展以及冷链物流基础设施的完善，低温乳制品市场正进入扩张阶段。此外随着肉牛产能去化，也有望带动奶牛产能去化，从而在乳制品原料端形成供给收缩。

牛肉产能去化，价格已现企稳回升



资料来源：Wind、国家统计局、农小蜂，华安证券研究所。

低温鲜奶行业市场规模有望持续扩张



资料来源：智研瞻，华安证券研究所。



目录

1

经济：内生动能不足，持续平稳回落

2

政策：内外有望共振，想象空间充裕

3

配置：坚定强势主线地位不动摇

4

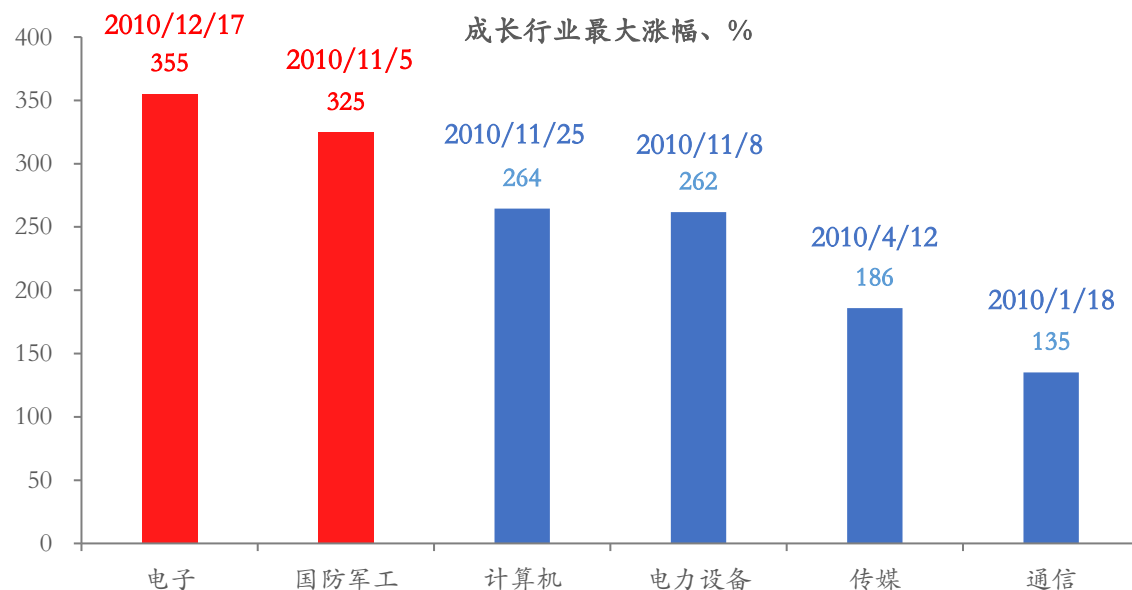
专题：以史为鉴，主线还有多少空间？



2009-2010年智能手机主线代表标的：三安光电、莱宝高科、歌尔股份

- ▶ **智能手机-电子**和**造船-军工**在产业景气周期加持下，涨幅领先。2008年底-2010年底趋势性上涨行情期间，智能手机产业景气周期和造船产业景气周期是成长科技主线中最重要两个方向，产业周期加持下对应行业电子和军工表现在成长行业中领先。
- ▶ **电子行业抱团容纳度显著优于军工**，本轮行情期间最具代表性的标的分别是**三安光电、莱宝高科、歌尔股份**。最具代表性的标的同时也是市场最关注、具备领头羊效应的标的。因此最具代表性的标的除了涨幅领先（跻身前十大）以外，还需具备较强的容纳度即行情初期总市值需较高。而军工涨幅靠前标的的初期总市值偏小，显著小于行情初期军工股平均市值31亿。而电子涨幅靠前标的的初期总市值相对更大，电子股行情初期平均市值15亿。因此根据行情初期总市值和期间最大涨幅综合筛选，三安光电、莱宝高科、歌尔股份是最具代表的标的，也是当时市场最关注的头雁标的。

智能手机和造船产业周期对应电子和军工行业涨幅领先



电子和军工标的中前10大最大涨幅个股

股票简称	一级行业	2008/11/5 行情初总市值、亿	股价最高价日	最高价日 总市值、亿	最大涨幅 %
成飞集成	国防军工	6	2010-09-09	106	1644
三安光电	电子	15	2010-09-13	287	1585
莱宝高科	电子	21	2010-12-13	296	1418
四创电子	国防军工	4	2010-09-20	58	1382
ST昌河	国防军工	15	2011-04-07	225	1220
德豪润达	电子	8	2010-04-26	77	976
歌尔股份	电子	22	2010-12-14	218	906
士兰微	电子	11	2010-11-01	111	869
苏州固锟	电子	7	2011-04-27	67	861
得润电子	电子	6	2010-12-15	52	859

资料来源：Wind，华安证券研究所。最大涨幅为2008/11/5-本轮行情行业指数MAX

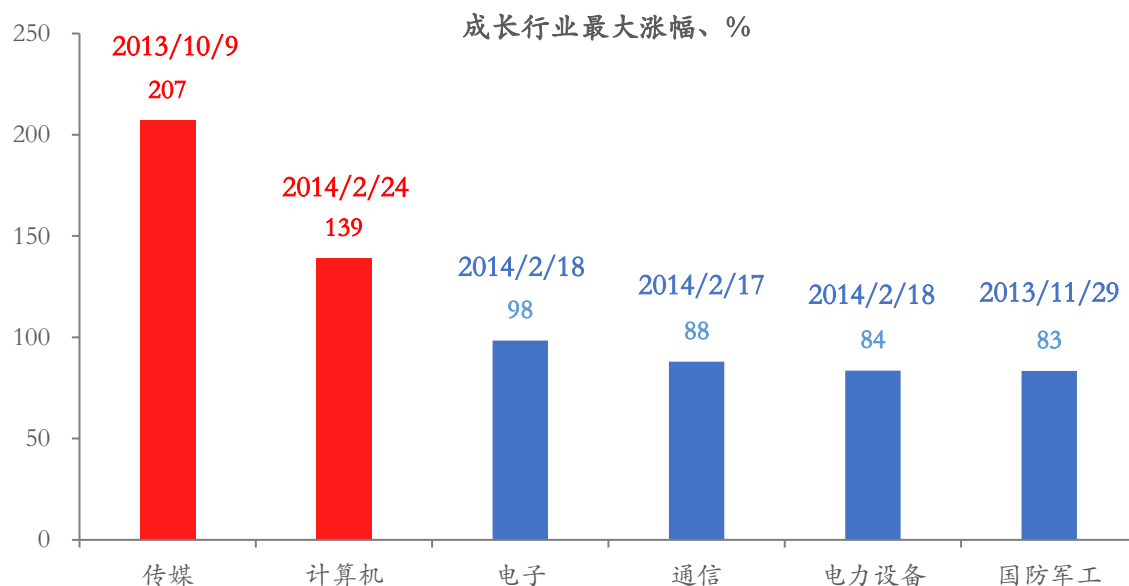
资料来源：Wind，华安证券研究所。按最大涨幅值降序排列。标红为产业主线代表标的



2013年移动互联网主线代表标的：网宿科技、掌趣科技、光线传媒、华谊兄弟

- 移动互联网产业景气周期加持，应用端传媒和计算机行业涨幅显著领先。2013年在智能手机广泛普及的基础上，应用端移动互联网浪潮猛然兴起，游戏、电影等各类应用如雨后春笋层层涌现，而相关的传媒和计算机行业表现强势。
- 本轮行情期间最具代表性的标的分别是网宿科技、掌趣科技、光线传媒、华谊兄弟。在本轮行情期间，涨幅靠前的标的基本均为中小市值个股，而行情初期的大市值标的表现多数不如指数平均水平，如计算机行业中行情初期最大市值的海康威视541亿、大华股份221亿，最大涨幅仅为109%和141%，传媒最大市值的东方明珠152亿、凤凰传媒151亿，最大涨幅分别288%和148%。同样据行情初期总市值和期间最大涨幅综合筛选，网宿科技、掌趣科技、光线传媒、华谊兄弟是最具代表性标的。

移动互联网产业周期对应传媒和计算机行业涨幅领先



资料来源：Wind，华安证券研究所。最大涨幅为2012/12/4-本轮行情行业指数MAX

计算机和传媒标的的中前10大最大涨幅个股

股票简称	一级行业	2012/12/4 行情初总市值、亿	股价最高价日	最高价日 总市值、亿	最大涨幅 %
中青宝	传媒	11	2013-09-10	126	1027
上海钢联	计算机	9	2014-02-25	90	949
网宿科技	计算机	22	2014-02-11	213	902
飞利信	计算机	13	2014-03-05	110	807
川发龙蟒	计算机	17	2014-03-21	140	749
掌趣科技	传媒	37	2014-02-07	293	622
光线传媒	传媒	48	2013-09-30	328	597
天舟文化	传媒	11	2013-10-09	74	581
卫宁健康	计算机	21	2014-03-18	141	568
华谊兄弟	传媒	74	2013-10-09	480	556

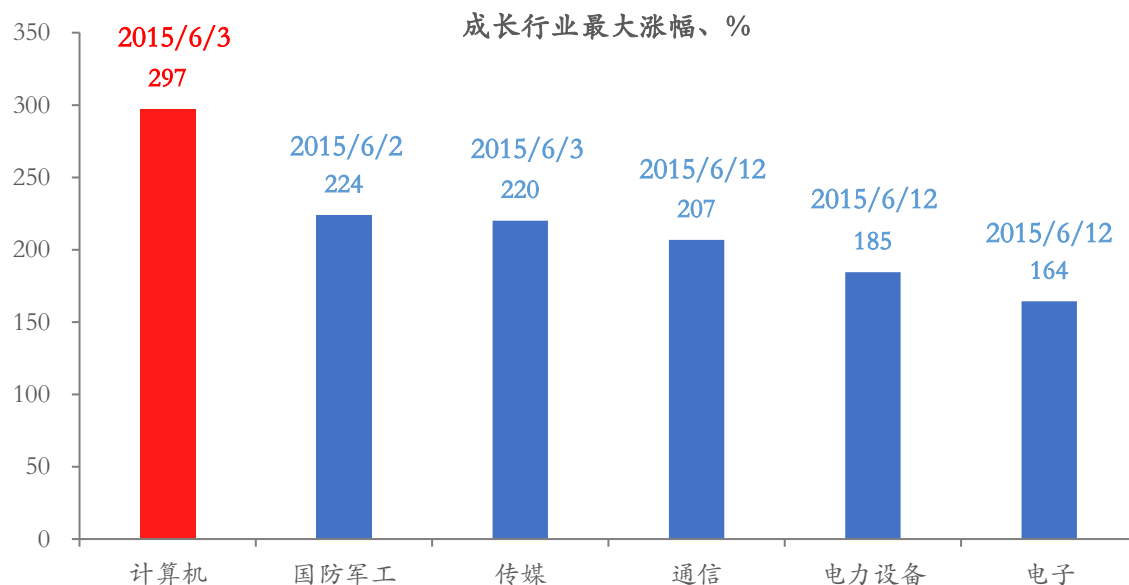
资料来源：Wind，华安证券研究所。按最大涨幅值降序排列。标红为产业主线代表标的



2014-2015年互联网+主线代表标的：同花顺、银之杰、信雅达、万达信息等

- 互联网+政策支持和产业景气周期加持，计算机行业涨幅大幅领先。2014年为提升各行业效率，互联网+在政策大力支持下应运而生，互联网+被广泛与各行各业进行应用结合，也催生了庞大的终端需求如软件等，在政策支持和产业景气周期双重加持下，强相关的计算机行业涨幅明显领先。
- 本轮行情期间最具代表性的标的分别是同花顺、银之杰、信雅达、万达信息、金证股份。在本轮行情期间，涨幅靠前的标的也基本均为中小市值个股，行情初期的大市值标的与2013年类似表现平平甚至不如指数，如计算机行业中行情初期最大市值的海康威视686亿、东华软件259亿、大华股份252亿，最大涨幅分别仅为214%、170%、121%。根据行情初期总市值和期间最大涨幅综合筛选，同花顺、银之杰、信雅达、万达信息、金证股份是最具代表性标的。
- 这期间中科曙光、天利科技、三联虹普最大涨幅分别高达2040%、1799%、841%，但均是行情启动后上市新股，涨幅不可比，不作为代表性标的筛选。

互联网+产业周期对应计算机行业涨幅领先



资料来源：Wind，华安证券研究所。最大涨幅为2014/7/25-本轮行情行业指数MAX

计算机标的中前10大最大涨幅个股

股票简称	一级行业	2014/7/25 行情初总市值、亿	股价最高价日	最高价日 总市值、亿	最大涨幅 %
同花顺	计算机	44	2015-06-04	709	1508
银之杰	计算机	39	2015-06-03	675	1421
中科金财	计算机	30	2015-05-12	541	1336
信雅达	计算机	36	2015-06-04	388	991
长亮科技	计算机	28	2015-06-05	330	973
安硕信息	计算机	29	2015-05-12	309	935
新开普	计算机	22	2015-06-03	221	923
万达信息	计算机	76	2015-06-03	775	897
赢时胜	计算机	24	2015-05-11	223	853
金证股份	计算机	78	2015-05-18	691	781

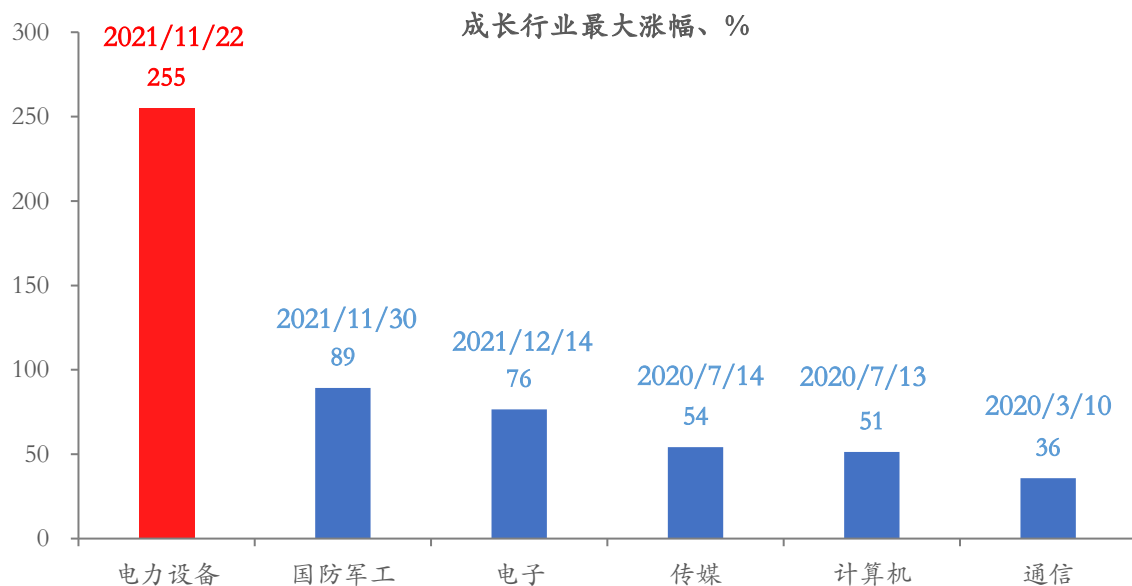
资料来源：Wind，华安证券研究所。按最大涨幅值降序排列。标红为产业主线代表标的



2020-2021年新能源主线代表标的：阳光电源、宁德时代、亿纬锂能

- 新能源和新能源车产业景气周期爆发，电力设备行业涨幅遥遥领先。2020年下半年新能源车销量爆发，同比持续翻倍高增，同时叠加“双碳”加速推进的催化，电力设备行业涨幅遥遥领先，在成长科技类行业中具备断层优势。
- 本轮行情期间最具代表性的标的分别是阳光电源、宁德时代、亿纬锂能。根据行情初期总市值和期间最大涨幅综合筛选，阳光电源、宁德时代、亿纬锂能是最具代表性标的。
- 这期间新强联、上能电气最大涨幅分别高达1369%、907%，但均是行情启动后的上市新股，涨幅不可比，不作为代表性标的筛选。

新能源产业周期对应电力设备行业涨幅遥遥领先



电力设备标的中前10大最大涨幅个股

股票简称	一级行业	2019/11/18 行情初总市值、亿	股价最高价日	最高价日 总市值、亿	最大涨幅 %
锦浪科技	电力设备	29	2021-07-30	760	2370
阳光电源	电力设备	140	2021-10-27	2563	1711
连城数控	电力设备	20	2021-09-08	295	1184
金辰股份	电力设备	18	2021-08-27	234	1117
江特电机	电力设备	53	2021-09-14	521	886
宁德时代	电力设备	1609	2021-12-02	16036	850
蔚蓝锂芯	电力设备	35	2021-11-30	342	843
晶澳科技	电力设备	43	2021-11-22	1626	837
贝特瑞	电力设备	97	2021-11-12	912	762
亿纬锂能	电力设备	378	2021-11-26	2824	614

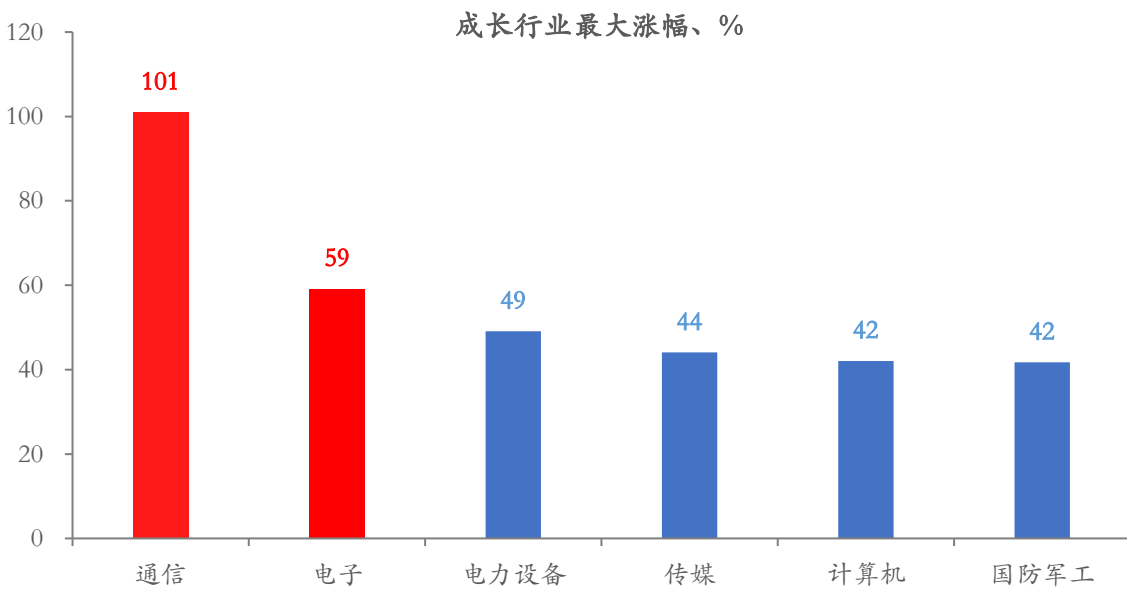
资料来源：Wind，华安证券研究所。最大涨幅为2019/11/18-本轮行情行业指数MAX 资料来源：Wind，华安证券研究所。按最大涨幅值降序排列。标红为产业主线代表标的



2025年算力基建主线代表标的：新易盛、中际旭创、天孚通信、胜宏科技

- 正在经历AI算力基建产业景气周期，通信行业涨幅领先，其他相关行业如电子表现也同样靠前。2025年Q2季度AI算力基建强势爆发，细分领域和代表性个股2024年报、2025Q1季报、2025Q2中报均表现亮眼，大超预期，同时AI受到政策力捧，在催化因素和基本面双重带动下，相关行业如通信和电子表现优异。
- 本轮行情期间最具代表性的标的分别是新易盛、中际旭创、天孚通信、胜宏科技。类似前几轮产业景气周期爆发行情下，根据行情初期总市值和期间最大涨幅综合筛选，新易盛、中际旭创、天孚通信、胜宏科技是最具代表性的标的，这与当下市场对算力个股的关注热度完全一致。
- 作为本轮算力基建产业景气周期行情中最受关注和领头羊的标的，一是积累涨幅高，二是市场波动环境下其波动更加剧烈如9月初前后，后续随着行情演进也必然将出现大幅波动情形，因此我们尝试对代表性标的的上涨潜力进行探讨。

截至9/10日，AI算力基建产业周期对应通信行业涨幅领先



资料来源：Wind，华安证券研究所。最大涨幅为2025/4/9-本轮行情行业指数MAX

通信和电子标的中前10大最大涨幅个股

股票简称	一级行业	2025/4/9 行情初总市值、亿	截至9/10日 股价最高价日	最高价日 总市值、亿	最大涨幅 %
新易盛	通信	499	2025-09-01	3861	676
*ST宇顺	电子	13	2025-09-10	90	543
思泉新材	电子	30	2025-09-10	185	519
仕佳光子	通信	67	2025-08-28	395	508
中际旭创	通信	795	2025-09-03	4735	492
长芯博创	通信	88	2025-08-28	466	437
隆扬电子	电子	44	2025-08-29	216	403
天孚通信	通信	348	2025-09-01	1727	403
胜宏科技	电子	554	2025-09-05	2552	385
东芯股份	电子	115	2025-09-03	528	377

资料来源：Wind，华安证券研究所。按最大涨幅值降序排列。标红为产业主线代表标的



本轮与历次产业景气周期代表性标的上涨时间和空间对比

股票简称	见顶 持续时间	最大 涨幅、%	最大 平均涨幅、%	相对成长风格 平均超额收益、%	行情期间 最大PEttm、倍	最大平均Pettm 倍	见顶时估值比率 标的/成长风格	平均 估值比率
三安光电	1年10.5个月	1585	1303	1044	162	117	1.8	1.7
莱宝高科	2年1.5个月	1418			87		1.6	
歌尔股份	2年1.5个月	906			103		1.7	
网宿科技	1年2个月	902	669	587	116	133	2.3	2.5
掌趣科技	1年2个月	622			246		4.8	
光线传媒	10个月	597			82		1.6	
华谊兄弟	10个月	556			88		1.6	
同花顺	10.5个月	1508	1120	904	798	487 (剔除银之杰)	5.1	4.0 (剔除银之杰)
银之杰	10.5个月	1421			2160		18.8	
信雅达	10.5个月	991			343		3.0	
万达信息	10.5个月	897			405		3.5	
金证股份	10个月	781			401		4.2	
阳光电源	1年11.5个月	1711	1058	978	113	165	1.9	2.0
宁德时代	2年0.5个月	850			216		2.6	
亿纬锂能	2年	614			164		1.6	
新易盛	至今5个月	676	489	440	72	90	0.7	1.0
中际旭创	至今5个月	492			70		0.8	
天孚通信	至今5个月	403			109		1.2	
胜宏科技	至今5个月	385			111		1.0	

资料来源及数据说明：Wind，华安证券研究所。其中，本轮行情代表性标的测算数据的时间区间为2025/4/9-2025/9/10日，这并非是终值，而是行情进行过程中的阶段值。最大涨幅为历次产业景气周期行情初期-本轮行情中代表性标的的最高价日。相对成长风格超额收益为代表性标的最大涨幅同区间相对成长风格的相对收益。行情期间最大Pettm不等于股价最高时的Pettm。见顶时标的/成长风格的估值比率为代表性标的的股价见顶时的Pettm/同日成长风格的Pettm。



本轮产业代表性标的在上涨时间、空间上仍具充分潜力

代表性标的 上涨持续时间

算力基建代表标的
5M

智能手机产业周期
1Y10.5M-2Y1.5M

移动互联网产业周期
10M-1Y2M

互联网+产业周期
10M-10.5M

新能源产业周期
1Y11.5M-2Y0.5M

仍有充分潜力：距离可比
下限尚有距离

代表性标的 最大涨幅

算力基建代表标的
385%、489%、676%

相对成长
风格超额收益
440%

智能手机产业周期
(906%、1303%、1585%)

移动互联网产业周期
(556%、669%、902%)

互联网+产业周期
(781%、1120%、1508%)

新能源产业周期
(614%、1058%、1711%)

(下限、均值、上限)

相对成长风格
超额收益

1044%

587%

904%

978%

超额收益

仍有充分潜力：距离可比
下限、均值、上限以及超
额收益均有显著距离



本轮产业代表性标的在估值提升空间和相对优势上仍具充分潜力

➤ 代表性标的估值抬升空间和相对优势：仍有充分潜力

- ✓ 过去4轮产业景气周期中，主线代表性标的（最大估值下限、最大估值均值、最大估值上限）分别为（87X、117X、162X），（82X、133X、246X），（343X、487X、798X），（113X、165X、216X）。而在代表性标的股价见顶时，标的PETTM/成长风格PETTM的估值比率均值分别为1.7、2.5、4.0、2.0，考虑估值比率可以度量代表性标的在主线风格中的强势程度。
 - ✓ 本轮产业景气周期的代表性标的，截至9月10日，估值概况为（70X、90X、111X），同样相比过去4轮产业景气周期的估值概况，无论是估值下限、估值均值还是估值上限，均存在充分空间。此外本轮代表性标的估值比率均值也仅为1.0，与过去4轮相比同样存在充足空间，这意味着代表性标的在风格主线中的强势程度仍有大幅提升的潜力，这也有望为代表性标的带来更强的 α 。
 - ✓ 因此本轮产业代表性标的的估值以及相对成长风格主线的强势程度均有充分可提升空间。
- ### ➤ 代表性标的计入盈利预测后的估值提升空间：仍有充分潜力
- ✓ 上述估值倍数表征代表性标的的当下强势程度，而计入盈利预测后的估值预测更能反应未来盈利预期。
 - ✓ 过去4轮产业景气周期中，主线代表性标的在计入当年盈利预期后的估值均值分别为74X、99X、258X、106X。计入次年盈利预期后的估值均值分别为45X、66X、179X、67X。
 - ✓ 本轮产业景气周期的代表性标的，截至9月10日，计入当年盈利预测后估值均值为59X，显著低于过去可比案例。计入次年盈利预测后估值均值为42X，同样较明显低于过去可比案例。
 - ✓ 这意味着当前计入当年或次年盈利预期后的估值水平，相比此前数轮见顶时的该值，具备更加优异的性价比。

通信和电子标的中前10大最大涨幅个股

股票简称	见顶时，计入当年盈利预测后PETtm、倍	平均预测PETtm倍	见顶时计入次年盈利预测后PETtm、倍	平均预测PETtm倍
三安光电	66	74	36	45
莱宝高科	74		47	
歌尔股份	81		50	
网宿科技	100	99	64	66
掌趣科技	138		72	
光线传媒	81		64	
华谊兄弟	79		66	
同花顺	190	258 (剔除银之杰)	103	179 (剔除银之杰)
银之杰	#N/A		#N/A	
信雅达	235		182	
万达信息	294		209	
金证股份	314	106	221	67
阳光电源	89		64	
宁德时代	143		80	
亿纬锂能	87	59	59	42
新易盛	51		35	
中际旭创	53		38	
天孚通信	82		60	
胜宏科技	50		34	

资料来源：Wind，华安证券研究所。



华安策略



感谢关注!

风险提示：相关预测存在方向性偏差；国内经济下行压力超预期；美国经济下行速度超预期甚至衰退；市场学习效应导致历史比较存在局限性等。



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，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。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。