



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

日期: 2025年09月08日

分析师: 花小伟

Tel: 021-53686135

E-mail: huaxiaowei@shzq.com

SAC 编号: S0870522120001

分析师: 张河生

Tel: 021-53686158

E-mail: zhanghesheng@shzq.com

SAC 编号: S0870523100004

相关报告:

《居民资产切换启幕, 牛市空间在望》

——2025 年 08 月 15 日

《股市正常回调, 或成为新的“财富锚”》

——2025 年 08 月 01 日

《资本市场助力新质生产力发展》

——2024 年 10 月 18 日

前两轮牛市带来的启示

——9月初市场大幅波动点评

■ 投资摘要

事件概述

2025 年 9 月初 A 股市场经历大幅波动, wind 全 A 在 9 月 2-4 日连续下跌 4.62%, 3 天跌去 8 月份近一半的涨幅, 但 9 月 5 日又大幅反弹 2.57%。

分析与判断

A 股加速上涨过后较大幅调整仍属于正常波动。

A 股市场连续 3 天调整, 上证综指截至 9 月 4 日收盘跌破 3800 点, 但是我们认为这一轮行情仍未到顶, 当前只是中期调整。

8 月 A 股明显加速上涨, wind 全 A、上证综指、深圳综指 8 月份分别上涨 10.93%、7.97%与 12.35%, 但是 7 月份它们的涨幅仅为 4.75%、3.74%与 4.83%。我们认为加速上涨过程中出现较大幅度的调整属于正常波动, 并不代表上涨行情一定结束。

近两轮牛市总市值翻倍以上, 此轮行情上涨不超 50%。

我们以 A 股总市值变化观察 2010 年以来我国股市, 会发现 A 股经历了两轮大牛市: 2014 年 4 月至 2015 年 6 月, A 股总市值增加了 147%, 上市公司数量增加了 10%; 2019 年 1 月至 2021 年 12 月, A 股总市值增加了 111%, 上市公司数量增加了 29%。

此轮行情我们从 2024 年 9 月启动, 截至 2025 年 8 月, A 股总市值增加了 47%, 上市公司数量增加了 1%。我们认为从这个角度看这一轮行情可能后续仍然有空间。

当前整体估值距离 21 年估值高点尚有不足 10%空间, 小市值股票更接近。

从估值角度看, 截至 9 月 5 日 wind 全 A 滚动市盈率(TTM)较 2021 年的高点还有不到 10%的空间。其中, 国证 2000 滚动市盈率(TTM)较 2021 年的高点还有不到 4%的空间, 沪深 300 滚动市盈率(TTM)较 2021 年的高点还存在 20%的空间。可以看出, 小市值股票距离 21 年估值高点更接近。

此轮牛市估值高点或超越 2021 年估值高点。

由于 2019 至 2021 年的那一轮牛市中上市公司数量增加更多, 除

了上证 50 等大蓝筹板块 21 年估值高点水平与 15 年估值高点相当，多数板块 21 年牛市高点的整体估值水平远低于 2015 年估值高点，尤其是小市值股票的估值差距更大。考虑到 2024 年 9 月以来上市公司数量增幅仅 1%，我们认为这一轮牛市高点的估值有望超越 2021 年的估值高点。这意味着 A 股整体市值的上涨空间可能在 10% 以上。

高位震荡中结构性机会仍然可观。

展望后市，我们认为止盈盘、21 年以来的套牢盘形成的空头与认可牛市的多头将会博弈相当长一段时间，市场不会持续出现明显的调整，但是想要进一步向上突破也需要时间，8 月份的加速上涨局面可能转换为高位震荡的态势。

在这样的行情中，我们认为结构性的机会仍然可观，我们建议关注光伏、电池、黄金、稀土、创新药、人工智能、券商、机器人等相关机会。

■ 风险提示

- 中美贸易谈判具有不确定性；
- 下半年经济增长放缓或超预期；
- 稳增长政策效果不及预期。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。