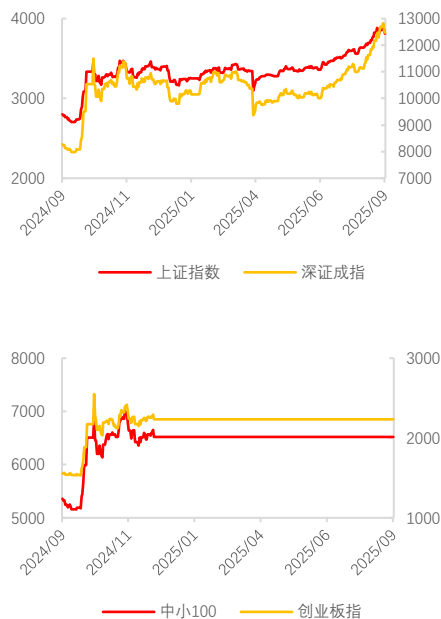


大盘指数



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师：黄子崧
SAC 登记编号：S1340523090002
Email: huangziyin@cnpsec.com

近期研究报告

《创新药先行，静待普涨 —— 医药
2025 中报总结》 - 2025.09.02

策略观点

业绩之锚 3：定价困境反转的中报季

● 投资要点

买中报“业绩超预期”并不能获得持续相对收益。中报季“业绩超预期”的提振作用在短期就被市场消化完成，并不能像一季报的“业绩超预期”一样提供持续增长的超额收益。根据 2010 年至今的时间样本，一季报均是“业绩预期差”策略最行之有效的财报季，而中报季的表现就相对平庸，和三季报、年报之间没有明显差异，并且历年均值的期望低于 50%，显然无法将中报“业绩超预期”视为一个有效的中长期择股策略。

中报季增速幻觉严重。在《业绩之锚 2：A 股如何定价一季报中的超预期？》中曾对 A 股在增速和超预期幅度之间的定价取舍做出讨论，指出 A 股在一季报定价“业绩超预期”中存在明显的非线性定价特征，这是市场增速幻觉的体现，解释了“业绩利好兑现即利空”的市场现象。中报季的增速幻觉更甚于一季报，中报季无法像一季报那样依靠“业绩增速—超预期幅度”关系构建有效选股策略。

“困境反转”是中报季更有效的业绩挖掘策略。中报是在一季报基础上的一次校准，两个财报季之间的预期差就自然而然成为了一个可以进行挖掘的优化方向。历史数据显示，一季报业绩预期下调但中报业绩上调的个股在 9-10 月有着胜率和相对收益率的显著优势，在中报季里“困境反转”的业绩挖掘策略显然更有优势。

业绩预期视角下 A 股业绩出现一定好转。截至 9 月 3 日个股超预期比例 21.78% 低于往年 25.48% 的平均值，但较 2024 年 15.53% 的历史最低值出现明显回升，更重要的是业绩不及预期个股占比从 2024 年的 52.31% 大幅下降至 36.44%。虽然 A 股远未到业绩景气的程度，但市场对业绩预期的大规模下调出现了明显缓和迹象，和 2025 年一季报中业绩预期变化相比明显好转。

行业层面 2025 年中报仍缺乏业绩验证的主线机会。所有申万一级行业在 2025 年仅有非银金融、银行和有色金属的个股业绩上调比率高于下调比率，虽然较 2025 年一季报边际好转，但也处在历史上的较差区间。这也就意味着 9 月如果要寻找行业层面的 β 机会更多需从叙事逻辑和政策预期的角度出发，从业绩上或难以找到支撑

在行业层面缺乏业绩指引的主线机会时，更应该重视自下而上的个股 α 机会。基于“跨报告季业绩预期差”的筛选策略构建了 2025 年中报个股业绩超预期组合，以致力于在 9-10 月中获取来自个股 α 的超额收益。

● 风险提示：

统计存在误差、市场学习效应等

目录

1 “业绩超预期”并不能在中报季带来稳定超额收益.....	4
2 中报季增速幻觉严重，更注重困境反转	7
2.1 哪些行业在中报季定价时更看重业绩超预期?	7
2.2 中报季的增速幻觉和非线性定价特征	9
2.3 从业绩超预期到定价困境反转	11
3 仍缺乏业绩验证的主线机会，专注抓取个股 α	16
3.1 全 A 业绩继续寻底，仍缺乏业绩验证的主线机会	16
3.2 2025 年中报个股业绩超预期组合.....	18
4 风险提示.....	19

图表目录

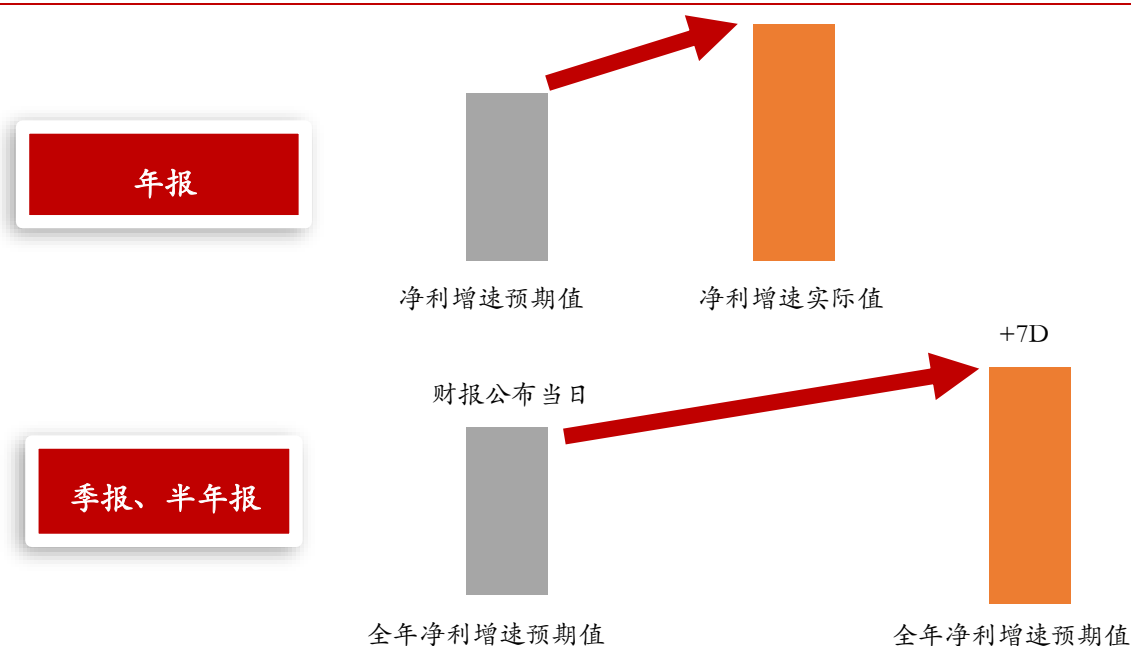
图景何构建上市公司业绩增速预期差	4
图表 2: 各财报季业绩超预期个股相对万得全 A 指数胜率 (%)	5
图表 3: 各财报季业绩超预期个股相对万得全 A 指数相对收益率 (%)	5
图表 4: 业绩超预期个股 30 天胜率 (%)	6
图表 5: 业绩超预期个股 60 天胜率 (%)	6
图表 6: 业绩超预期个股 30 天相对收益率 (%)	6
图表 7: 业绩超预期个股 60 天相对收益率 (%)	6
图表 8: 各申万一级行业中报业绩超预期个股相对万得全 A 指数胜率	7
图表 9: 各申万一级行业一季报业绩超预期个股相对万得全 A 指数收益率	8
图表 10: 一季报 30 天时间截面上的“绿色柯伊伯带” (%)	10
图表 11: 中报 30 天时间截面上的“绿色柯伊伯带” (%)	10
图表 12: 中报 60 天时间截面上的“绿色柯伊伯带” (%)	11
图表 13: 中报 30 天时间截面上的跨财报季业绩预期差超额收益 (%)	12
图表 14: 中报 60 天时间截面上的跨财报季业绩预期差超额收益 (%)	12
图表 15: 中报季“跨财报季业绩预期差”各象限超额收益率及胜率	13
图表 16: 中报 30 天时间截面上的聚类空间优化 (%)	14
图表 17: 中报 60 天时间截面上的聚类空间优化 (%)	14
图表 18: 30 天组“业绩困境反转”策略相对万得全 A 指数超额收益率 (%)	15
图表 19: 60 天组“业绩困境反转”策略相对万得全 A 指数超额收益率 (%)	15
图表 20: 2025 年中报 A 股营收、归母净利增速 (%)	16
图表 21: 2025 年中报个股业绩超预期及不及预期比例 (%)	17
图表 22: 业绩超预期个股 60 天相对收益率 (%)	17
图表 23: 2025 年中报申万一级行业业绩预期调整情况 (%)	17
图表 24: 2025 年中报部分申万二级行业业绩预期调整情况 (%)	18
图表 25: 2025 年中报个股业绩超预期组合	18

随着 A 股中报披露完成，市场对业绩定价的重视程度或将提升。但投资者对于上市公司的业绩评判始终是主观的，业绩披露后的股价走势是投资预期向现实锚定再校准的过程，因此相比绝对的业绩增速，业绩增速的预期差更好的策略博弈点。在本篇报告中，将在揭示中报业绩作为现实锚定对股价的校准机制，并尝试发掘能够从业绩定价中获得收益的个股组合。

1 “业绩超预期”并不能在中报季带来稳定超额收益

在此首先说明是如何构建上市公司业绩增速预期差。季报及半年报采用财报公布后万得分析师一致预期的变动情况来衡量上市公司业绩是否出现超预期，年报则直接使用万得分析师一致预期和财报公布值进行比较，由此可以得到业绩现实锚定和主观预期之间的预期差。

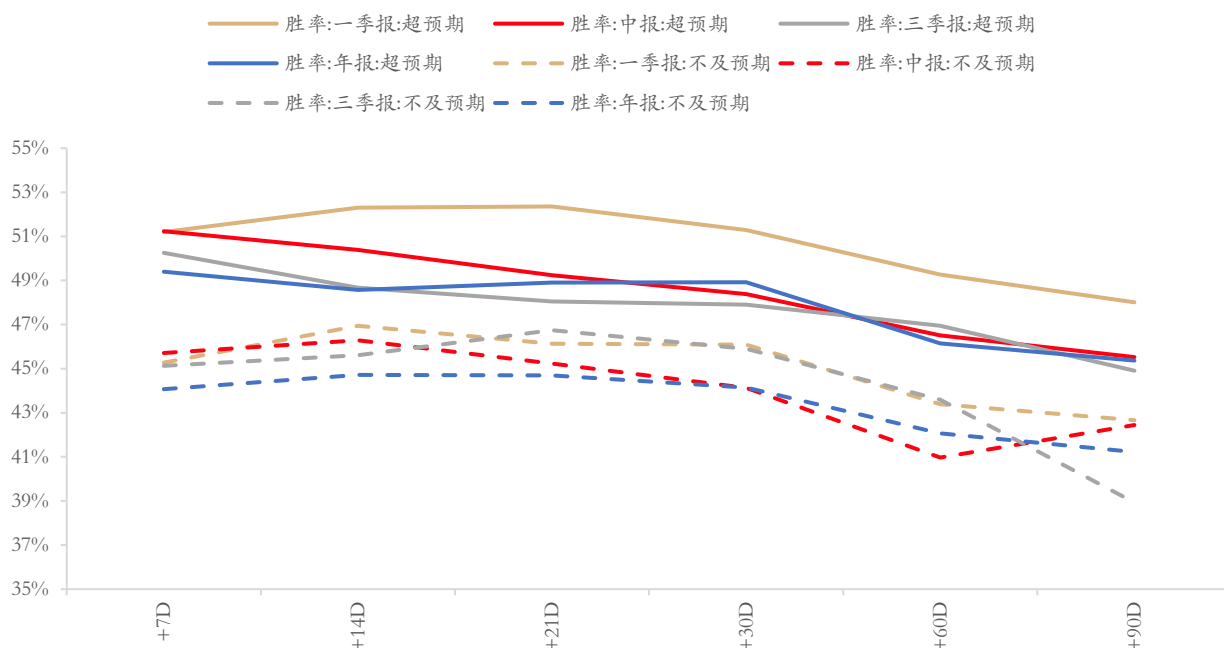
图表1： 如何构建上市公司业绩增速预期差



资料来源：中邮证券研究所

市场对不同财报季的业绩超预期个股有着不同的反映力度，如图 2 所示，以样本个股相对万得全 A 指数获得超额收益的概率为胜率，2010 年至今的历史数据显示中报季过后业绩超预期个股的胜率仅在公布后的两周为正，相比买业绩超预期极为有效的一季报，中报并不是一个靠简单的“业绩超预期”就能获得超额收益的报告期。

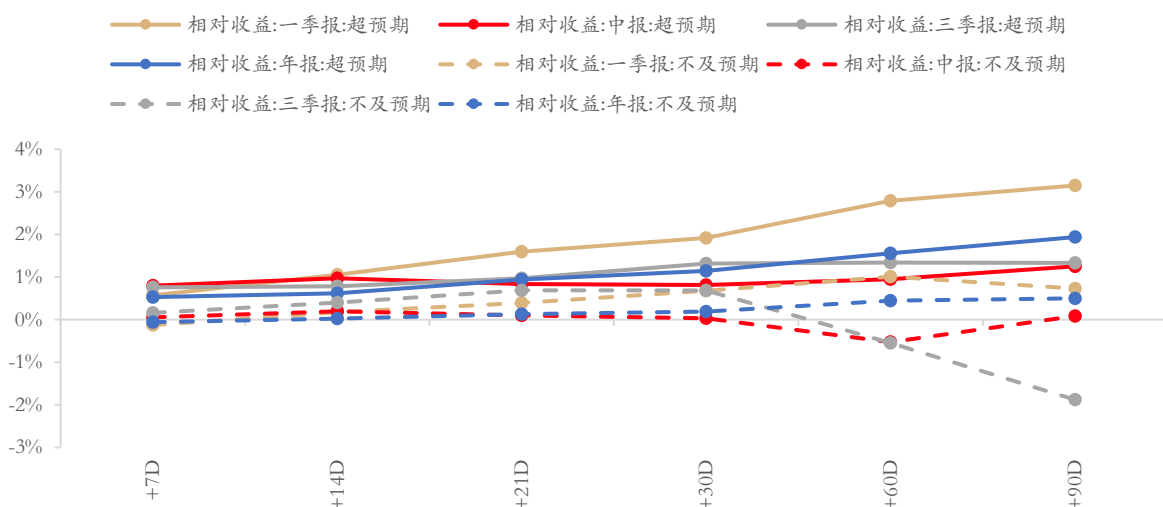
图表2：各财报季业绩超预期个股相对万得全 A 指数胜率(%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

买中报“业绩超预期”并不能获得持续相对收益。如图 3 所示为 2010 年至今各财报季中个股业绩公布后其相对万得全 A 指数超额收益的均值，中报季“业绩超预期”个股的相对万得全 A 收益在各时间截面上保持相对稳定，这也就意味着中报季“业绩超预期”的提振作用或在短期就被市场消化完成，并不能像一季报的“业绩超预期”一样提供持续增长的超额收益，一季报中的业绩超预期个股在财报公布后 30 天的超额收益均值为 1.9%，并在公布后 60 天上升至 2.8%。

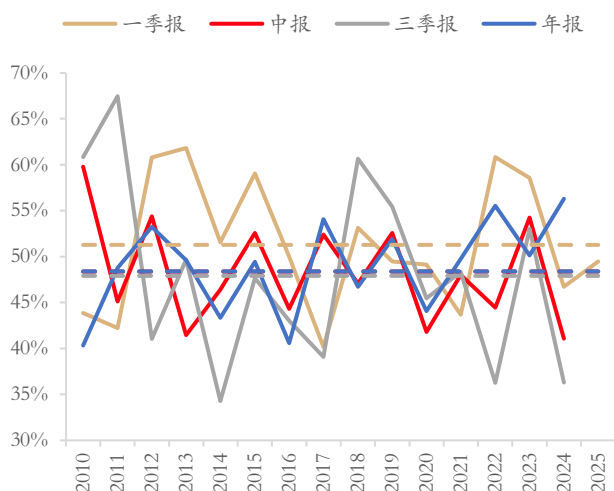
图表3：各财报季业绩超预期个股相对万得全 A 指数相对收益率(%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

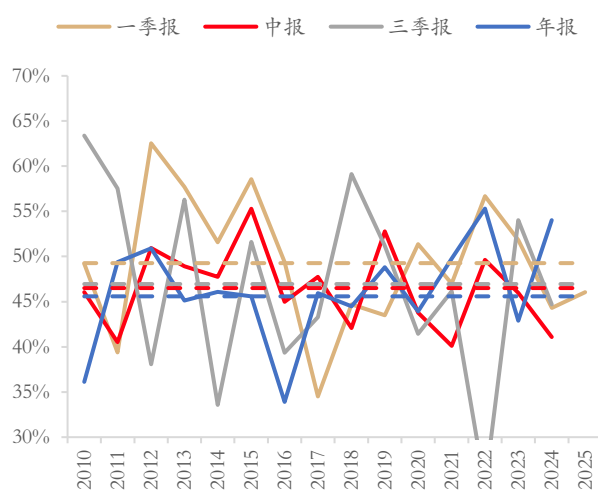
中报季“业绩超预期”在 2010 年以来的多数年份中并不能稳定贡献超额收益。如图 4-5 所示，在更能代表市场对业绩超预期中长期定价的财报发布后 30 天和 60 天时间截面上，根据 2010 年至今的时间样本，一季报均是“业绩超预期”策略最行之有效的财报季，而中报季的表现就相对平庸，和三季度、年报之间没有明显差异，并且历年均值的期望低于 50%，显然无法将中报“业绩超预期”视为一个有效的中长期择股策略。

图表4：业绩超预期个股 30 天胜率 (%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

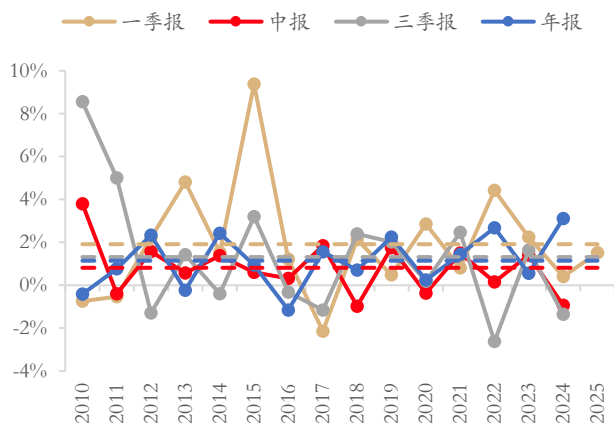
图表5：业绩超预期个股 60 天胜率 (%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

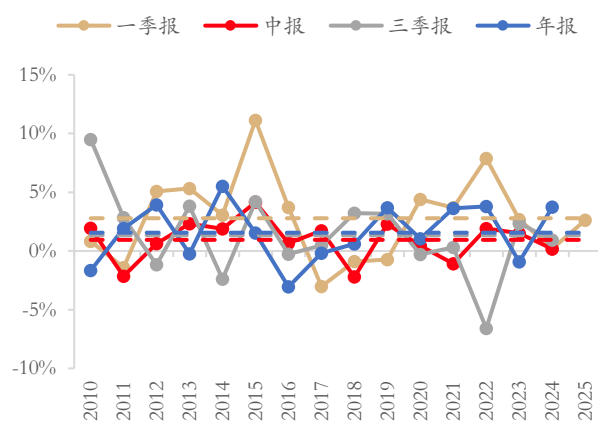
如图 6-7 所示，在相对收益视角下，中报“业绩超预期”更不是一个好选择。从 2010 年以来，中报“业绩超预期”策略所选个股能获得的超额收益预期在各报告期中是最低的。结合上文中所述中报季“业绩超预期”策略中等的胜率，这就意味着在中报季采取“业绩超预期”策略将面临更大的左侧尾部风险。

图表6：业绩超预期个股 30 天相对收益率 (%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表7：业绩超预期个股 60 天相对收益率 (%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

综上所述，A 股中报季在 2010 年以来并不是一个单纯看业绩的时间节点，在一季报中能贡献稳定超额收益的“业绩超预期”简单选股策略在中报季面临失效。但这并不意味着中报季就不存在可以挖掘的业绩定价机会，在中报季需要更多的增强策略来寻找隐藏在不如意结果中的业绩 α 机会。

2 中报季增速幻觉严重，更注重困境反转

2.1 哪些行业在中报季定价时更看重业绩超预期？

A 股市场在面对不同行业时会对个股中报业绩超预期给出不同的反馈，如图表 8 所示为 2010-2024 年中报季各申万一级行业在各时间截面的胜率数据，可见金融、煤炭、交运、汽车和新消费（商贸零售、社会服务、美容护理）中“业绩超预期”个股的胜率要显著优于其他行业，这和一季报时偏爱传统大消费和景气成长的习惯截然不同。

图表8：各申万一级行业中报业绩超预期个股相对万得全 A 指数胜率

序号	行业	相对万得全 A 指数胜率					
		+7D	+14D	+21D	+30D	+60D	+90D
1	煤炭	65.0%	63.5%	59.9%	60.6%	51.8%	51.1%
2	商贸零售	46.4%	50.8%	54.6%	57.4%	50.8%	41.5%
3	银行	57.3%	53.3%	52.0%	54.7%	56.7%	43.3%
4	汽车	53.9%	56.9%	56.2%	53.9%	50.5%	46.1%
5	交通运输	52.6%	53.4%	51.4%	53.0%	48.2%	41.8%
6	社会服务	52.1%	52.9%	54.6%	52.9%	46.2%	47.1%
7	美容护理	57.9%	55.3%	50.0%	52.6%	42.1%	31.6%
8	非银金融	61.5%	57.3%	51.6%	52.6%	51.0%	52.1%
9	石油石化	53.0%	50.6%	50.6%	50.6%	51.8%	53.0%
10	食品饮料	46.0%	46.7%	43.4%	50.0%	51.5%	48.2%
11	机械设备	48.1%	49.0%	47.5%	49.7%	48.1%	48.8%
12	钢铁	50.3%	53.1%	53.1%	49.0%	37.1%	44.8%
13	计算机	59.3%	57.0%	52.1%	48.7%	47.2%	44.3%
14	建筑装饰	54.5%	54.0%	52.9%	48.7%	44.4%	46.0%
15	基础化工	53.0%	53.8%	51.0%	48.5%	41.5%	41.2%
16	国防军工	55.5%	51.8%	48.6%	48.2%	42.3%	41.4%
17	电力设备	51.7%	51.5%	48.1%	47.8%	49.7%	48.5%
18	医药生物	49.3%	48.7%	44.9%	47.5%	50.4%	48.0%
19	通信	48.9%	47.5%	48.2%	47.5%	43.9%	42.4%
20	传媒	49.6%	53.1%	51.3%	46.9%	42.9%	39.8%

21	环保	48.9%	51.8%	48.9%	46.8%	50.4%	44.0%
22	轻工制造	52.0%	48.0%	51.4%	46.6%	48.6%	41.2%
23	纺织服饰	48.2%	43.3%	45.7%	46.3%	42.1%	43.3%
24	家用电器	43.9%	39.6%	42.7%	46.3%	48.2%	47.6%
25	房地产	44.1%	40.9%	50.5%	44.6%	32.3%	36.6%
26	电子	50.0%	47.4%	45.0%	43.5%	47.6%	48.7%
27	有色金属	52.6%	50.3%	47.4%	41.8%	33.6%	35.5%
28	建筑材料	50.0%	44.9%	46.8%	41.1%	41.1%	38.6%
29	农林牧渔	48.7%	43.6%	44.2%	40.4%	37.2%	38.5%
30	公用事业	42.7%	38.3%	42.7%	36.4%	38.8%	40.8%

资料来源：Wind，中邮证券研究所

相对收益方面，A股市场更易对周期行业中的中报业绩超预期个股进行超额定价。如图表9所示为各申万一级行业中一季报业绩超预期个股相对万得全A指数的超额收益，和前文中所提到的胜率排名相比基础化工、建筑装饰、石油石化等周期类行业有明显提升，这也就意味着这部分行业虽然胜率较低，但获得超额收益的可能性更大。

图表9：各申万一级行业一季报业绩超预期个股相对万得全A指数收益率

序号	行业	相对万得全A指数收益率					
		+7D	+14D	+21D	+30D	+60D	+90D
1	煤炭	2.7%	3.8%	4.8%	4.0%	3.1%	-0.3%
2	商贸零售	0.8%	0.9%	1.2%	2.7%	3.0%	0.1%
3	电力设备	0.7%	1.3%	1.3%	2.2%	3.5%	4.8%
4	基础化工	1.3%	1.7%	2.4%	2.1%	-0.7%	-0.7%
5	建筑装饰	1.5%	1.8%	1.8%	1.5%	0.8%	2.2%
6	非银金融	1.4%	1.7%	1.1%	1.5%	2.0%	4.7%
7	交通运输	1.1%	1.5%	1.5%	1.4%	0.7%	-0.7%
8	石油石化	0.6%	0.5%	1.8%	1.3%	1.7%	0.5%
9	汽车	1.2%	1.3%	1.5%	1.3%	2.8%	2.0%
10	传媒	0.9%	0.8%	0.7%	1.2%	-1.0%	0.9%
11	食品饮料	0.4%	0.2%	0.3%	1.2%	2.9%	3.4%
12	房地产	0.2%	1.0%	1.8%	1.0%	-2.7%	-2.4%
13	国防军工	1.7%	1.3%	0.6%	0.9%	1.0%	0.3%
14	有色金属	1.3%	1.8%	2.2%	0.9%	-1.0%	-0.9%
15	环保	0.1%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.7%
16	计算机	1.6%	1.8%	1.1%	0.8%	1.2%	1.9%
17	通信	0.7%	1.0%	0.0%	0.8%	1.9%	0.7%
18	社会服务	0.8%	1.3%	1.0%	0.7%	0.4%	-0.1%
19	钢铁	1.1%	2.3%	2.1%	0.4%	-2.0%	-1.0%
20	机械设备	0.7%	1.1%	0.6%	0.3%	0.7%	2.1%
21	医药生物	0.2%	0.1%	-0.4%	0.2%	1.9%	1.8%

22	公用事业	0.7%	0.4%	0.8%	0.0%	-1.7%	-1.9%
23	轻工制造	0.3%	0.6%	0.5%	0.0%	0.7%	-0.7%
24	银行	0.7%	0.6%	0.5%	-0.1%	0.5%	-1.7%
25	家用电器	0.0%	-0.8%	-0.7%	-0.3%	0.8%	0.8%
26	电子	0.6%	0.4%	-0.3%	-0.5%	1.7%	4.4%
27	建筑材料	0.8%	-0.2%	-0.3%	-0.8%	-2.3%	-2.7%
28	纺织服饰	-0.1%	-0.6%	-0.8%	-0.9%	-0.8%	-1.2%
29	美容护理	1.9%	0.7%	-0.1%	-1.0%	-1.0%	-4.2%
30	农林牧渔	0.8%	-0.1%	-0.7%	-1.3%	-2.0%	-2.0%

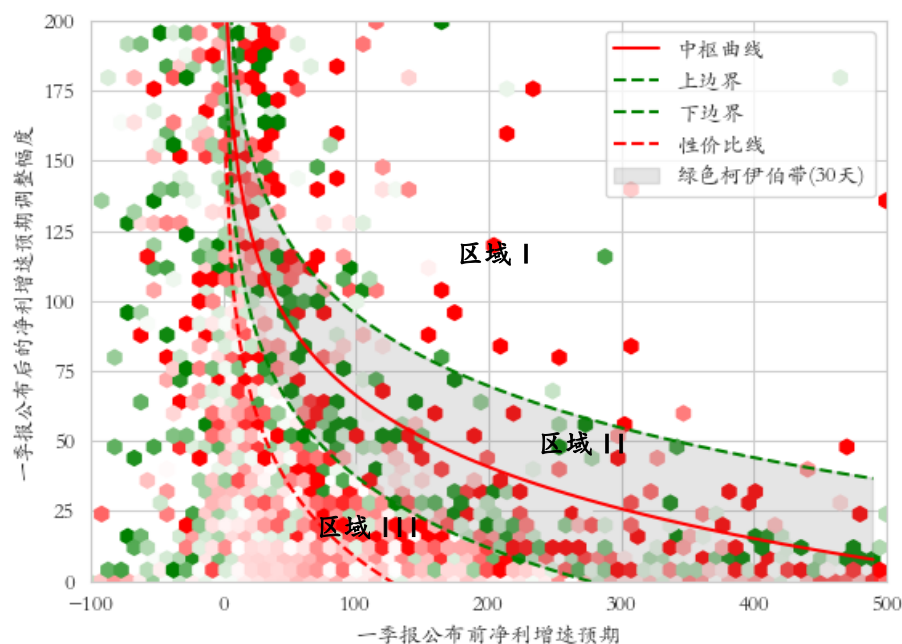
资料来源：Wind，中邮证券研究所

2.2 中报季的增速幻觉和非线性定价特征

在《业绩之锚 2：A 股如何定价一季报中的超预期？》中曾对 A 股在增速和超预期幅度之间的定价取舍做出讨论，指出 A 股在一季报定价“业绩超预期”的过程中存在明显的增速幻觉与非线性定价特征。具体而言，如图 10 所示，市场并非线性地奖励所有“超预期”的公司，其定价效率在二维空间内呈现显著分化：

- ① 增速幻觉，对于业绩超预期的个股，A 股市场给予其极高的关注度和定价权重，但同时也可能在当前股价中包含了过于乐观的预期。这使得他们需要交出远超平均水平的“极高超预期幅度”（Y 轴极高），才能推动股价上行，但是“极高超预期”的门槛很高，导致相当多的个股在业绩超预期后呈现出“增速幻觉”，即高增长预期本身透支了未来的股价空间。具体而言即图中区域 II 的胜率和相对超额均低于区域 I 和区域 III
- ② 非线性定价。最大的超额收益并非来源于预期大幅上调的区域 III，而是来自于预期相对温和上调的区域 I。这说明市场能够提前为明显的“超预期”定价，却容易低估“温和超预期”的正面持续影响。这种“预期差”创造了一个定价洼地，区域 I 中公司的基本面趋势已然向好，但其股价尚未充分反映这一变化的全部潜力，从而为后续的“预期修正动量”留下了空间。

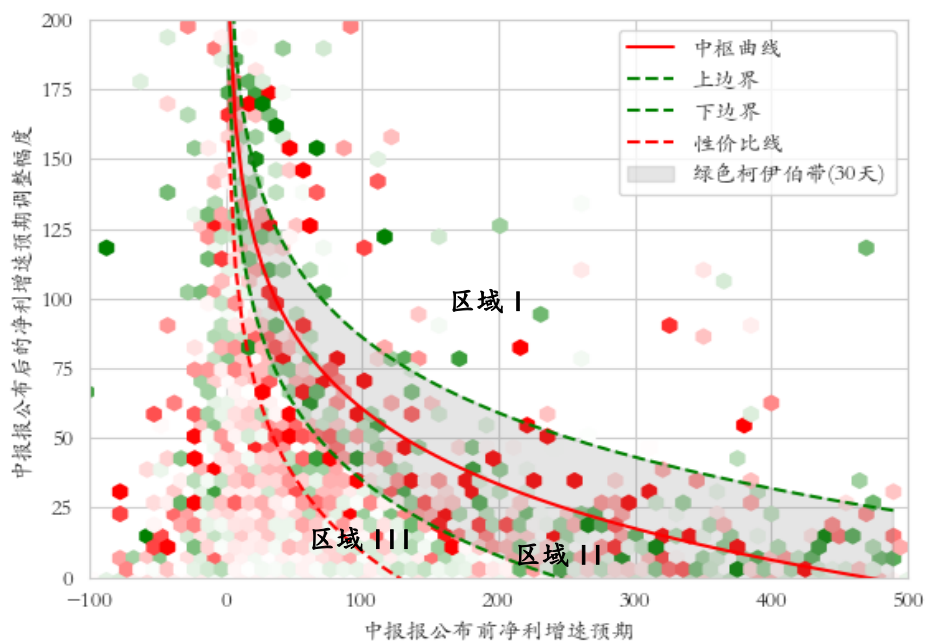
图表10：一季报 30 天时间截面上的“绿色柯伊伯带”（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

如图 11-12 所示，采取相同的方式构建中报后个股增速、超预期幅度和相对收益之间的关系。直观可见，中报季虽然同样能在业绩增速和超预期幅度之间找到相对高效的定价空间，但整体空间分布上更多的绿色聚点暗示着更大的左侧尾部风险。

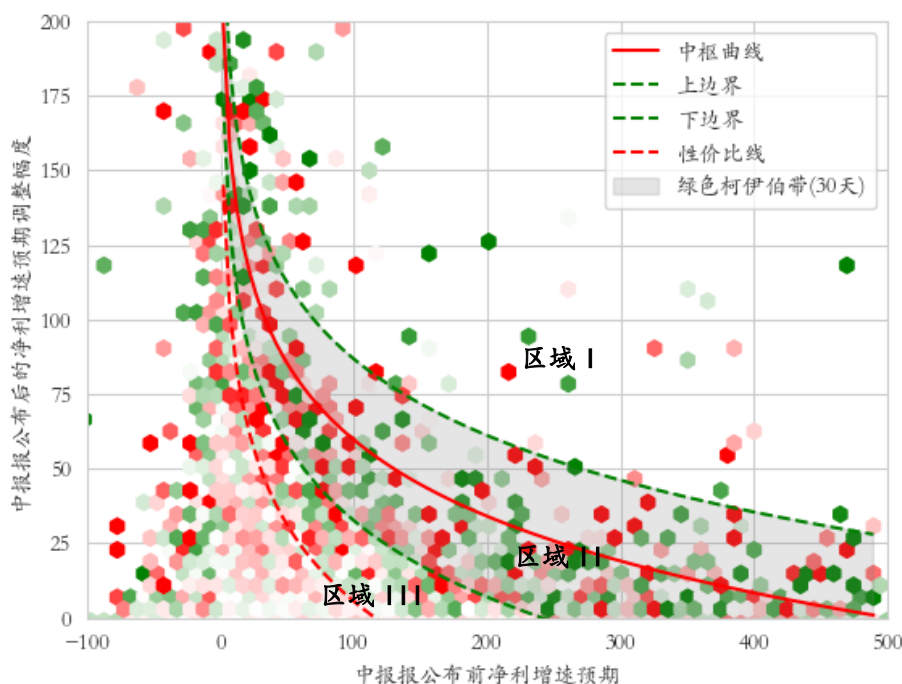
图表11：中报 30 天时间截面上的“绿色柯伊伯带”（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

历史数据显示中报季“增速幻觉”效应更明显，依靠“业绩增速—超预期幅度”关系无法构建有效选股策略。更具体地，中报 30 天截面上区域 I、区域 II 和区域 III 的预期胜率分别为 49.6%、49.5%和 45.1%，而一季报 30 天截面上区域 I、区域 II 和区域 III 的预期胜率分别为 54.6%、51.1%和 53.1%，显然中报季在 30 天时间截面上显示出了更明显的增速幻觉，市场对“业绩超预期”获得相对超额收益所要求的超预期幅度阈值要明显高于一季报时。在 60 天时间截面上也表现出了相同的倾向，区域 I、区域 II 和区域 III 的预期胜率分别为 49.4%、48.8%和 44.9%，而一季报 60 天截面上区域 I、区域 II 和区域 III 的预期胜率分别为 48.6%、51.0%和 49.3%。

图表12：中报 60 天时间截面上的“绿色柯伊伯带”（%）



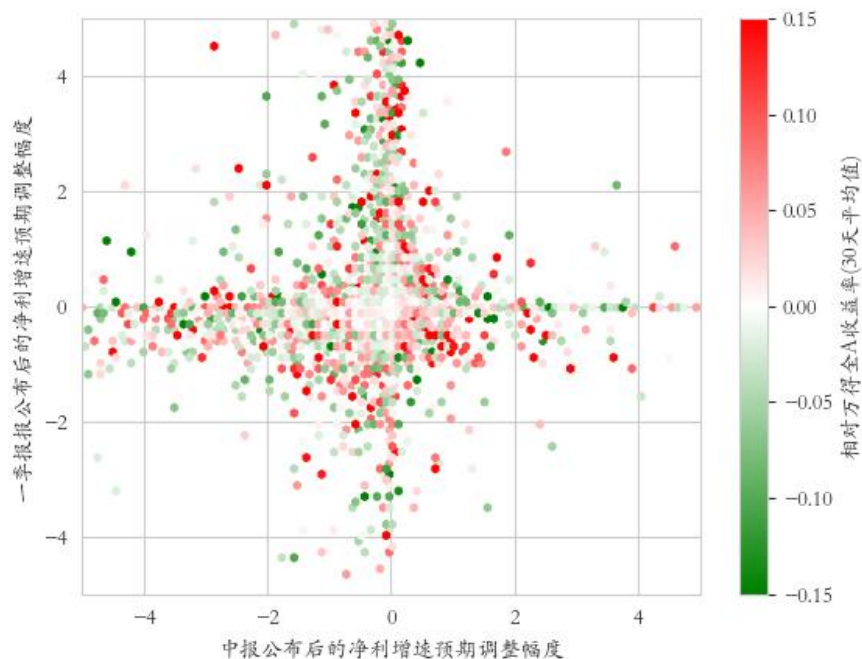
资料来源：Wind，中邮证券研究所

2.3 从业绩超预期到定价困境反转

在上文中讨论了中报季的“增速幻觉”更为严重，于是如果按照一季报时的分类优化方式实际有相当大的可能性获得负收益，于是在中报季需要一种新的业绩 α 挖掘方式。一季报的特殊之处在于其是全年第一个财报季，其对于市场而言提供的是增量信息，而中报是在一季报基础上的一次校准。于是，两个财报季之间的预期差就自然而然成为了一个可以进行挖掘的优化方向。

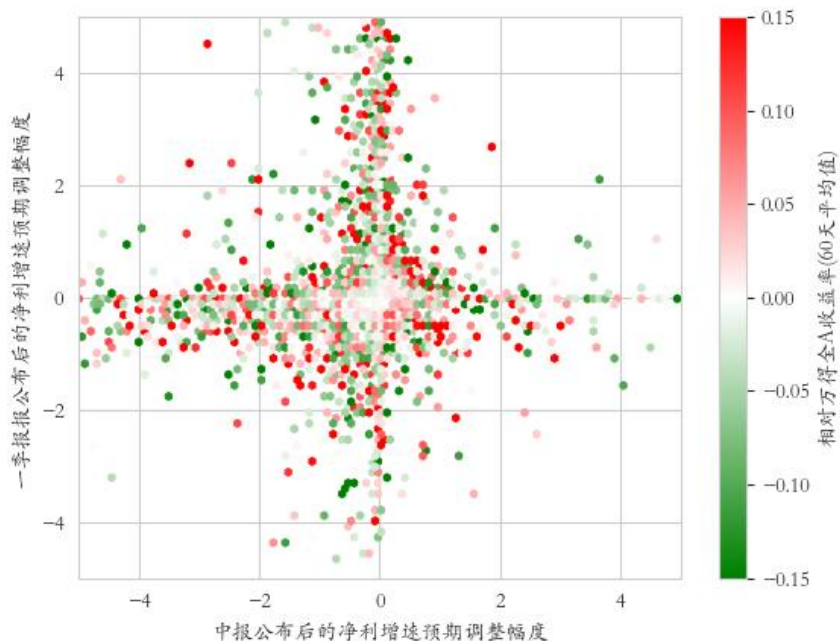
如图 13-14 所示，以中报后的净利增速预期调整幅度为 x 轴，以一季报后净利增速调整幅度为 y 轴，以相对万得全 A 超额收益为颜色表示，可以构建起“财报季之间预期差—相对万得全 A 超额收益”的坐标系。

图表13：中报 30 天时间截面上的跨财报季业绩预期差超额收益 (%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表14：中报 60 天时间截面上的跨财报季业绩预期差超额收益 (%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

如图表 15 所示，从预期的超额收益来看，不论是在 30 天时间截面还是 60 天时间截面，第四象限都显著优于其他三个象限。并且第四象限在胜率上表现也更优，30 天时间截面的胜率显著优于其他三个象限，在 60 天时间截面上和胜率最高的第一象限也仅差 0.2%。在此，可以基本下一个结论：在中报季“困境反转”可能是一个更有效的业绩挖掘策略。

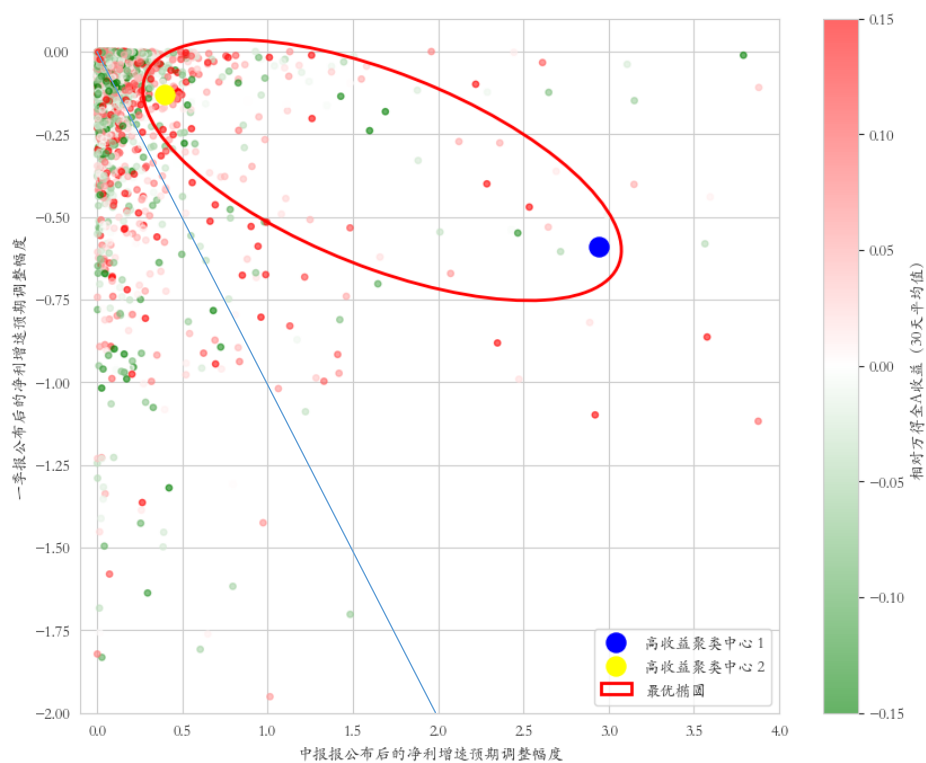
图表15：中报季“跨财报季业绩预期差”各象限超额收益率及胜率

	预期超额收益率		预期胜率	
	30 天	60 天	30 天	60 天
第一象限	0.4%	0.4%	45.7%	46.2%
第二象限	-0.7%	-1.2%	41.9%	39.4%
第三象限	0.2%	0.0%	45.5%	42.6%
第四象限	0.9%	1.1%	49.0%	46.0%

资料来源：Wind，中邮证券研究所

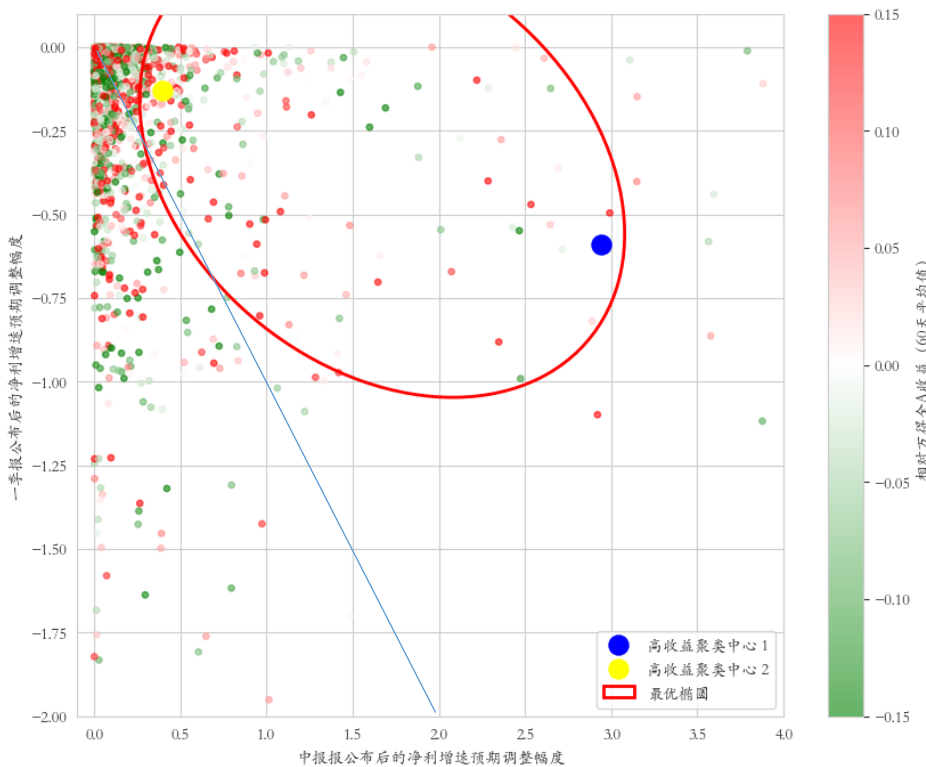
由于在第四象限中数据并没有像一季报中的“绿色柯伊伯带”呈现出明显的带状分布特征，故在此采用聚类的方法来进一步寻找更优的空间分布。如图 16-17 所示为在 30 天时间截面和 60 天时间截面上得到的优化分布，显然最优椭圆在 $y=x$ 曲线的上方，即中报业绩超预期的幅度需要覆盖一季报时业绩预期下调的幅度。在 30 天时间截面上，最优椭圆内的样本胜率为 52.1%，相对万得全 A 的期望超额收益为 1.6%；在 60 天时间截面上，最优椭圆内的样本胜率为 50.0%，相对万得全 A 的期望超额收益为 2.2%。以聚类法进行优化可以显著提升中报季“困境反转”策略的胜率和赔率。

图表16：中报 30 天时间截面上的聚类空间优化（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

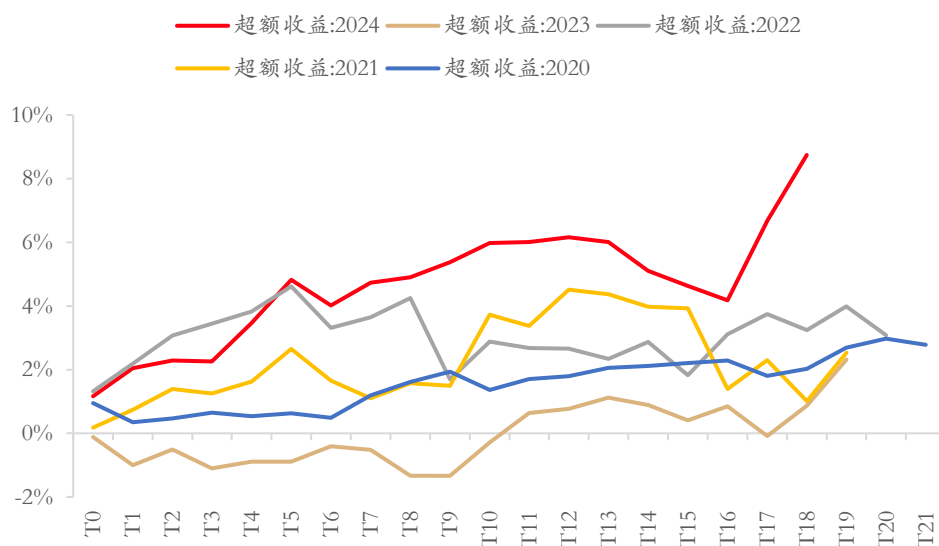
图表17：中报 60 天时间截面上的聚类空间优化（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

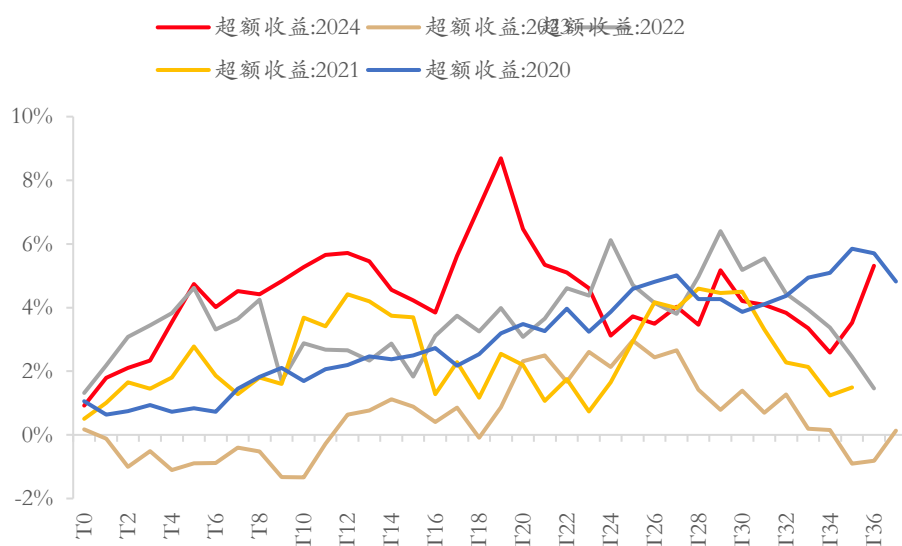
如图 18-19 所示为根据上述聚类法构建的等权指数相较万得全 A 指数的相对超额收益。在 2020-2024 年的“业绩困境反转”等权指数均能获得相对收益，展现出了良好的策略稳定性，因此认为跨财报季的业绩预期差是一个可行的业绩挖掘选股策略。

图表18：30 天组“业绩困境反转”策略相对万得全 A 指数超额收益率(%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表19：60 天组“业绩困境反转”策略相对万得全 A 指数超额收益率(%)



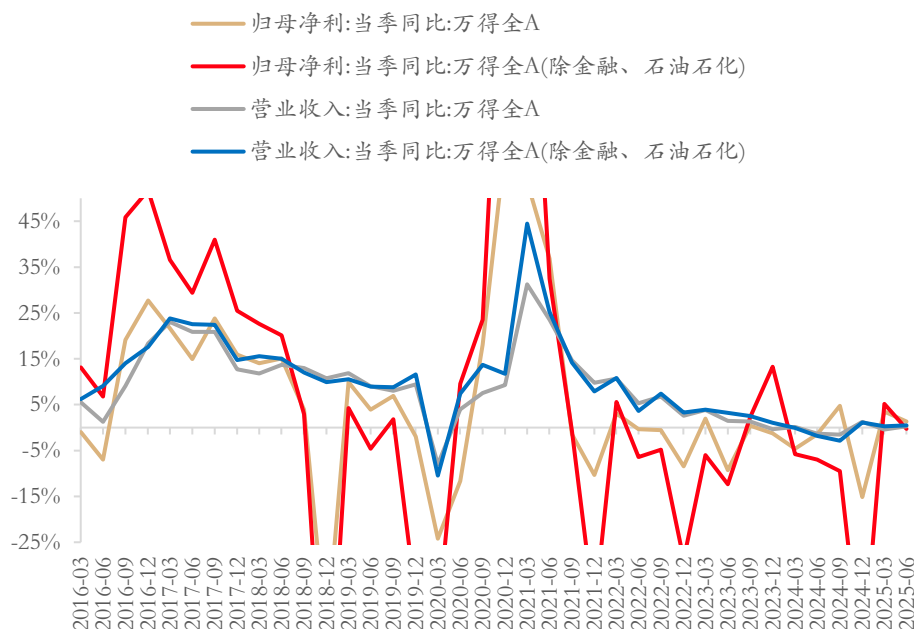
资料来源：Wind，中邮证券研究所

3 仍缺乏业绩验证的主线机会，专注抓取个股 α

3.1 全 A 业绩继续寻底，仍缺乏业绩验证的主线机会

就 2025 年中报而言，个股业绩绝对增速仍在寻底过程中。2025 年二季度万得全 A 指数归母净利增速为 1.31%，较一季度的 3.46% 出现一定下滑，剔除金融和石油石化后更是从一季度 5.13% 下滑至 -0.26。营收层面同样挣扎，万得全 A 指数营业收入当季同比微增 0.30%，剔除金融和石油石化后增 0.45%。A 股整体仍处在不增收不增利的业绩寻底过程中。

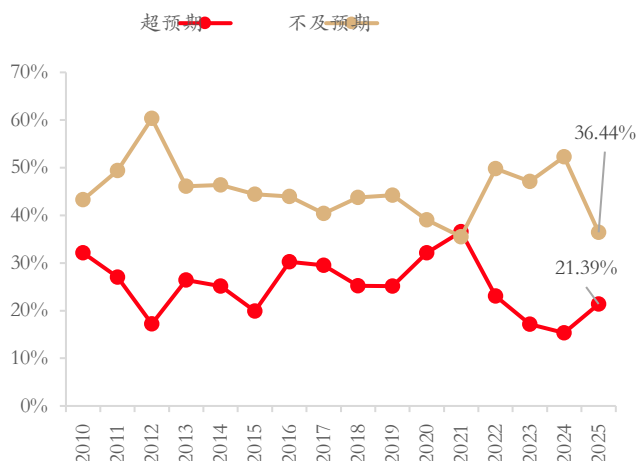
图表20：2025 年中报 A 股营收、归母净利增速(%)



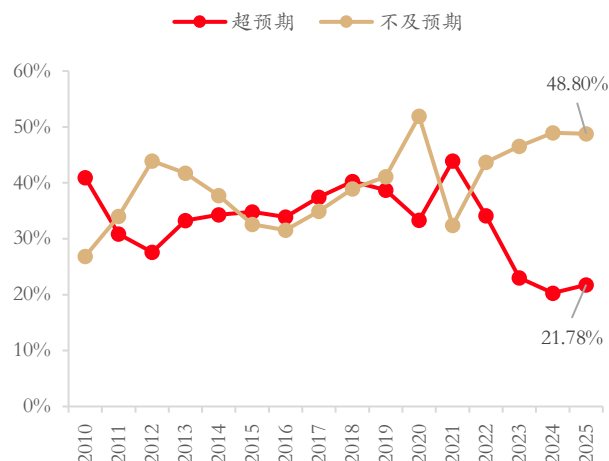
资料来源：Wind，中邮证券研究所

但业绩预期视角下 A 股业绩出现一定好转。如图 21 所示为截至 9 月 3 日 2010-2025 年各中报季业绩超预期和业绩不及预期个股的占比，可见虽然今年个股超预期比例 21.78% 低于往年 25.48% 的平均值，但较 2024 年 15.53% 的历史最低值出现明显回升，更重要的是业绩不及预期个股占比从 2024 年的 52.31% 大幅下降至 36.44%。从业绩预期视角来看，虽然 A 股远未到业绩景气的程度，但市场对业绩预期的大规模下调出现了明显缓和迹象，和 2025 年一季报中业绩预期变化相比明显好转。

图表21：2025 年中报个股业绩超预期及不及预期比例(%) 图表22：业绩超预期个股 60 天相对收益率 (%)



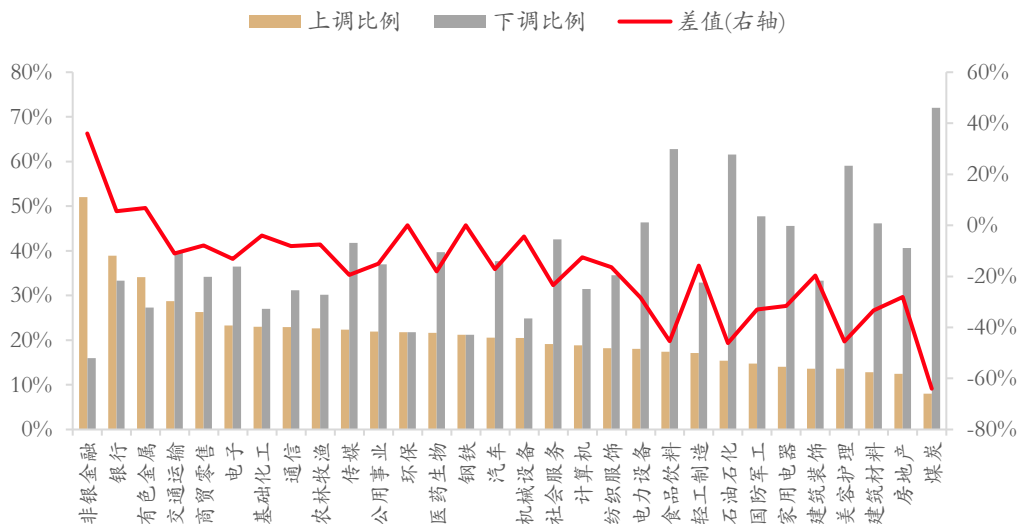
资料来源：Wind，中邮证券研究所



资料来源：Wind，中邮证券研究所

行业层面 2025 年中报仍缺乏业绩验证的主线机会。所有申万一级行业在 2025 年仅有非银金融、银行和有色金属的个股业绩上调比率高于下调比率，虽然较 2025 年一季报边际好转，但也处在历史上的较差区间。这也就意味着 9 月如果要寻找行业层面的 β 机会更多需要从叙事逻辑和政策预期的角度出发，从业绩上或难以找到支撑。

图表23：2025 年中报申万一级行业业绩预期调整情况(%)

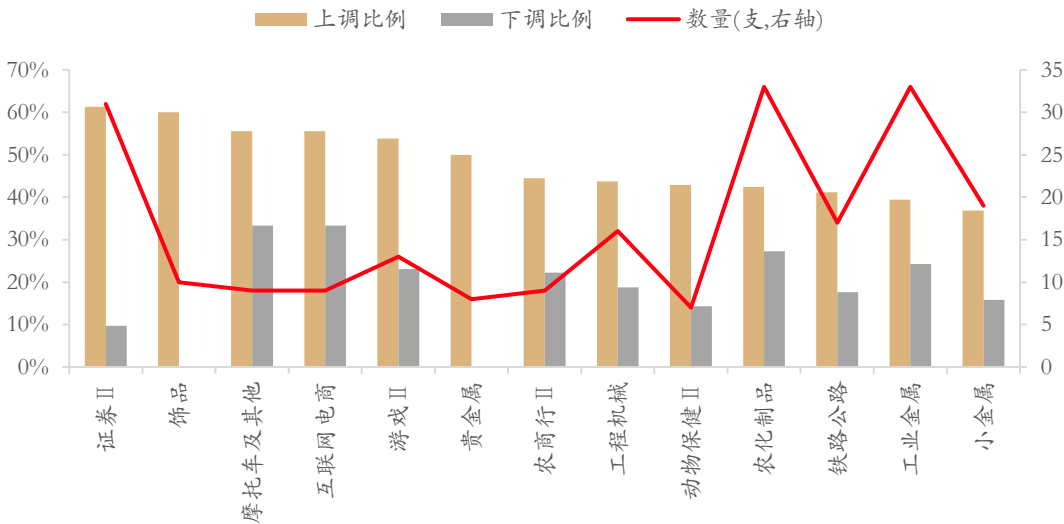


资料来源：Wind，中邮证券研究所

如图 24 所示，申万二级行业方面仍有一些亮点可循，部分行业在 A 股整体业绩不及预期的情况下仍能够做到行业内部的业绩预期上调比例大于等于下调

比例。从行业逻辑上来看，新消费（饰品、游戏）和周期品（贵金属、工程机械、公路铁路、工业金属、小金属）是除了大金融外业绩超预期较为集中的方向。

图表24：2025 年中报部分申万二级行业业绩预期调整情况(%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

3.2 2025 年中报个股业绩超预期组合

在行业层面缺乏业绩指引的主线机会时，更应该重视自下而上的个股 α 机会。

如图表 24 所示，基于“跨报告季业绩预期差”的筛选策略构建了 2025 年中报个股业绩超预期组合，以致力于在 9-10 月中获取来自个股 α 的超额收益。

图表25：2025 年中报个股业绩超预期组合

股票代码	股票名称	2025 年净利预期增速(%)		申万一级行业	总市值(亿)
		中报调整前	中报调整后		
002558.SZ	巨人网络	36.04	50.18	传媒	290
603212.SH	赛伍技术	75.48	97.22	电力设备	42
688107.SH	安路科技	4.70	6.59	电子	112
600064.SH	南京高科	18.19	24.10	房地产	126
002612.SZ	朗姿股份	18.21	25.46	纺织服饰	71
600958.SH	东方证券	31.48	52.42	非银金融	789
601319.SH	中国人保	80	90	非银金融	3211
601377.SH	兴业证券	29.39	37.24	非银金融	503
601688.SH	华泰证券	-1.82	2.81	非银金融	1459
605090.SH	九丰能源	-0.07	0.10	公用事业	163
603086.SH	先达股份	469.72	902.56	基础化工	42
002236.SZ	大华股份	16.98	22.71	计算机	531
002233.SZ	塔牌集团	7.96	21.17	建筑材料	89

003013.SZ	地铁设计	9.50	13.89	建筑装饰	59
002714.SZ	牧原股份	10.71	14.74	农林牧渔	2170
000703.SZ	恒逸石化	29.31	68.85	石油石化	223
002294.SZ	信立泰	10.06	14.67	医药生物	477
300357.SZ	我武生物	10.06	14.59	医药生物	105
301257.SZ	普蕊斯	2.68	4.27	医药生物	23
600329.SH	达仁堂	-41.84	-24.42	医药生物	228
000408.SZ	藏格矿业	17.54	28.25	有色金属	579
600219.SH	南山铝业	3.53	4.50	有色金属	427
600549.SH	厦门钨业	14.24	18.62	有色金属	303

资料来源：Wind，中邮证券研究所

4 风险提示

统计存在误差、市场学习效应等。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048