

2025 年 08 月 30 日

证券研究报告|策略研究|策略点评

政策见效，产业趋势确认，短期波动不改牛市趋势

报告摘要

核心观点：

- ◆ 随着牛市共识的持续强化，A 股此前已出现一定加速迹象。同时，近期 A 股陆续发布 2025 年中报业绩，人工智能、稀土等当前市场热点主线中的代表性企业业绩优异，带动相关板块进一步加速上涨。本周市场交投活跃，A 股单日成交额冲上 3 万亿水平，这导致部分资金恐高，出现止盈行为。正如我们上周周报题目中提出的“近期波动或增加”，本周周三、周四两日沪指最大回撤达到 3.24%。
- ◆ 但我们认为，7 月工业企业数据已初步显现出“反内卷”政策效果，上市公司二季报印证中国人工智能产业趋势，本轮经济转型牛市趋势更加明确，短期资金行为不改变中期牛市趋势。
- ◆ 7 月工业企业数据显现，或在“反内卷”政策控产能、产量的推动下，7 月量有所下降，价格回落趋势被遏制，库存延续 6 月呈现主动去库特征。同时，政策效果同样体现在企业盈利能力的显著回升上。后续持续关注“反内卷”与内需刺激方面的政策部署。
- ◆ 当前 A 股营收和盈利的恢复趋势仍需巩固，本轮牛市处于估值驱动阶段。截至 8 月 29 日 23:00 时，上市公司中报数据，2025 年二季度全部 A 股营收略有改善，但盈利端在一季度大幅改善后，二季度小幅回落。金融板块在营收和利润上均起到显著拉动效应。
- ◆ 对比主要板块业绩情况，二季度板块业绩表现分化。板块盈利趋势上看，2024 年四季度以来，仅上证主板仍延续回落趋势，而深证主板、创业板和科创板近两个季度较 2024 年四季度均呈现出见底回升趋势，其中科创板改善趋势最为明显。边际变化来看，多数板块

作者

董忠云 分析师
SAC 执业证书：S0640515120001
联系电话：010-59562478
邮箱：dongzy@avicsec.com

刘庆东 分析师
SAC 执业证书：S0640520030001
联系电话：010-59219572
邮箱：liuqd@avicsec.com

庞晨 研究助理
SAC 执业证书：S0640124040009
联系电话：
邮箱：pangc@avicsec.com

王警仪 研究助理
SAC 执业证书：S0640123090015
联系电话：
邮箱：wangjybj@avicsec.com

杨子萌 研究助理
SAC 执业证书：S0640124060008
联系电话：
邮箱：yangzm@avicsec.com

相关研究报告

中航策略周报：《本轮行情来慢牛特征显著，近期波动或增加》

中航策略周报：《当前流动性与预期好转驱动的牛市仍较为健康》

中航策略周报：《新一轮“五年规划”下的市场择时——十五五系列专题（一）》

中航策略周报：《震荡调整是为了更稳步的突破》

中航策略周报：《“反内卷”行情将怎么演绎、如何配置》

中航策略周报：《政策和基本面共同提振市场预期，经济转型牛主升浪或已启动》

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

同比增速较一季度明显回落，其中创业板回落幅度最大，仅科创板改善，且改善幅度大。大小盘风格方面，大盘股业绩相对坚挺，而小盘股承压较为明显。

- ◆ 建议关注利润改善幅度大且估值仍处于相对低位的行业。截至 8 月 29 日，估值处于相对低位分位数，且 2025Q2 利润同比增速较 2025Q1 改善较快的行业，包括电力设备、美容护理、交通运输、医药生物、食品饮料和非银金融等。
- ◆ 中航证券军工组认为，抛开短期市场情绪扰动，军工行业的长期逻辑依旧坚实且清晰。行业的核心驱动力源于“把人民军队建成世界一流军队”这一战略定性，这构成 2027、2035、2050 年三阶段目标的底层逻辑，标志着军工又一个黄金时代的序幕开启。在这一战略指引下，军工行业或将彻底告别此前单纯依靠事件驱动的周期性波动模式，进入成长与价值并重、景气度持续提升的发展新阶段。

市场走势：



投资建议：

- ◆ 往后看，国内反内卷政策初步见效，人工智能产业趋势得到上市公司业绩验证，短期市场波动不改变牛市趋势。结构上，人工智能、券商、稀土或将成为 A 股阶段性主线。后续关注国内“反内卷”与内需刺激方面的政策部署，以及“十五五”规划政策线索。

本周市场回顾：

根据同花顺数据，本周市场整体上涨，上证指数（0.84%）、深证成指（4.36%）、沪深 300（2.71%）、科创 50（7.49%）、创业板指（7.74%）、中证 500（3.24%）、中证 1000（1.03%），均表现较强。行业风格上，成长风格表现较强，上涨 4.45%；金融风格表现较弱，下跌 1.31%。分行业来看，申万一级行业中通信、有色金属、电子表现较强，分别上涨 12.38%、7.16%、6.28%；纺织服饰、煤炭、银行表现较弱，分别下跌 2.87%、2.76%、2.13%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所上升，日均成交金额为 29831.31 亿元，较上周增加 3956.51 亿元。估值方面，A 股整体市盈率为 22.18 倍，较上周上涨 1.29%。

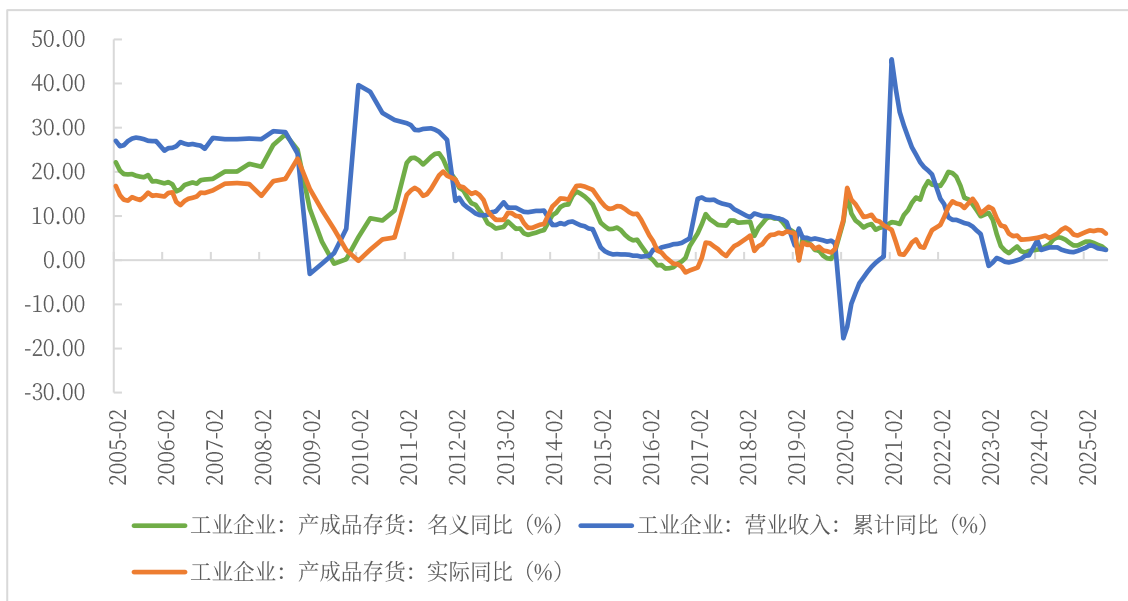
正文：

随着牛市共识的持续强化，A 股此前已出现一定加速迹象。同时，近期 A 股陆续发布 2025 年中报业绩，人工智能、稀土等当前市场热点主线中的代表性企业业绩优异，带动相关板块进一步加速上涨。本周市场交投活跃，A 股单日成交额冲上 3 万亿水平，这导致部分资金恐高，出现止盈行为。正如我们上周周报题目中提出的“近期波动或增加”，本周周三、周四两日沪指最大回撤达到 3.24%。

但我们认为，7 月工业企业数据已初步显现出“反内卷”政策效果，上市公司二季报印证中国人工智能产业趋势，本轮经济转型牛趋势更加明确，短期资金行为不改变中期牛市趋势。

7 月工业企业数据显现，或在“反内卷”政策控产能、产量的推动下，7 月量有所下降，价格回落趋势被遏制，库存延续 6 月呈现主动去库特征。同时，政策效果同样体现在企业盈利能力的显著回升上。后续持续关注“反内卷”与内需刺激方面的政策部署。或在“反内卷”政策控产能、产量的推动下，1-7 月营收累计同比增速进一步回落至 2.3%，连续 4 个月下滑。7 月营收拆分来看，或因“反内卷”政策调控下，量方面，7 月工业增加值较 6 月增速减缓 1.1pcts 至 5.7%，但处于的正常范围之内；价方面，降幅扩大的趋势得到遏制，PPI 同比录得 -3.6%，较上月持平，终结了此前 4 连降的趋势。同时，政策效果在利润端也有所显现，1-7 月工业企业利润增速累计同比降幅大幅收窄至 -1.7%，7 月单月同比由上个月的 -4.3% 大幅收窄至 -1.5%。工业企业营收利润率达 5.15%，较 6 月持平，由 1 月至 5 月连续低于 5 的磨底位置回升，并连续两个月保持在 5% 之上，显示实施反内卷政策的有效性。7 月名义与实际库均回落，分别位于十年历史百分位的 20.00% 和 56.36%。

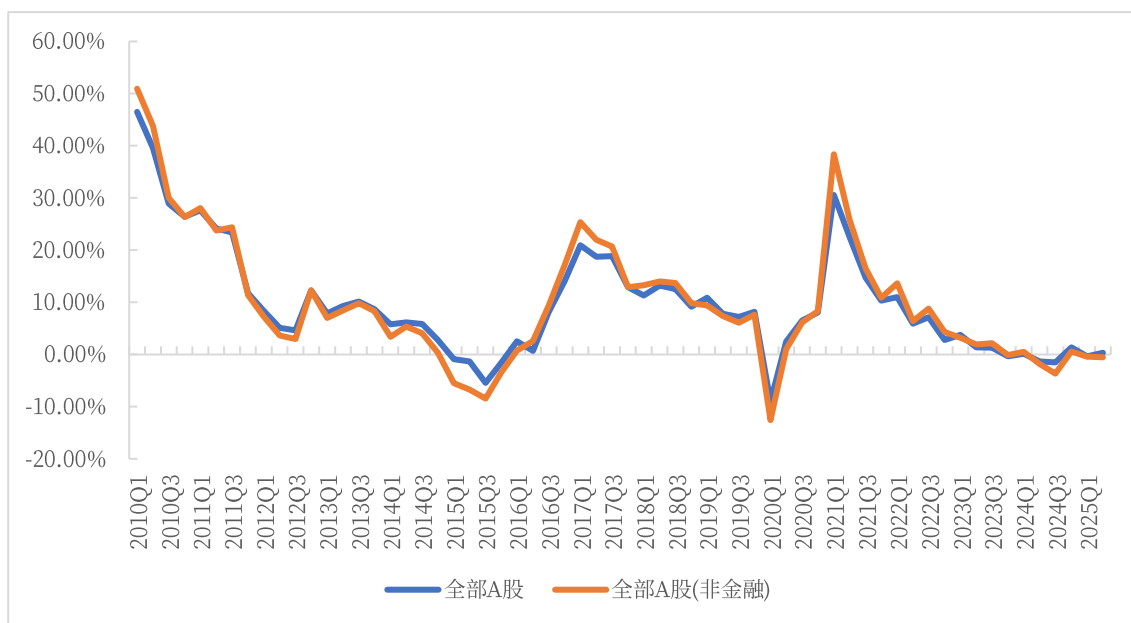
图1 产成品存货与营业收入同比增速



资料来源：Wind，中航证券研究所

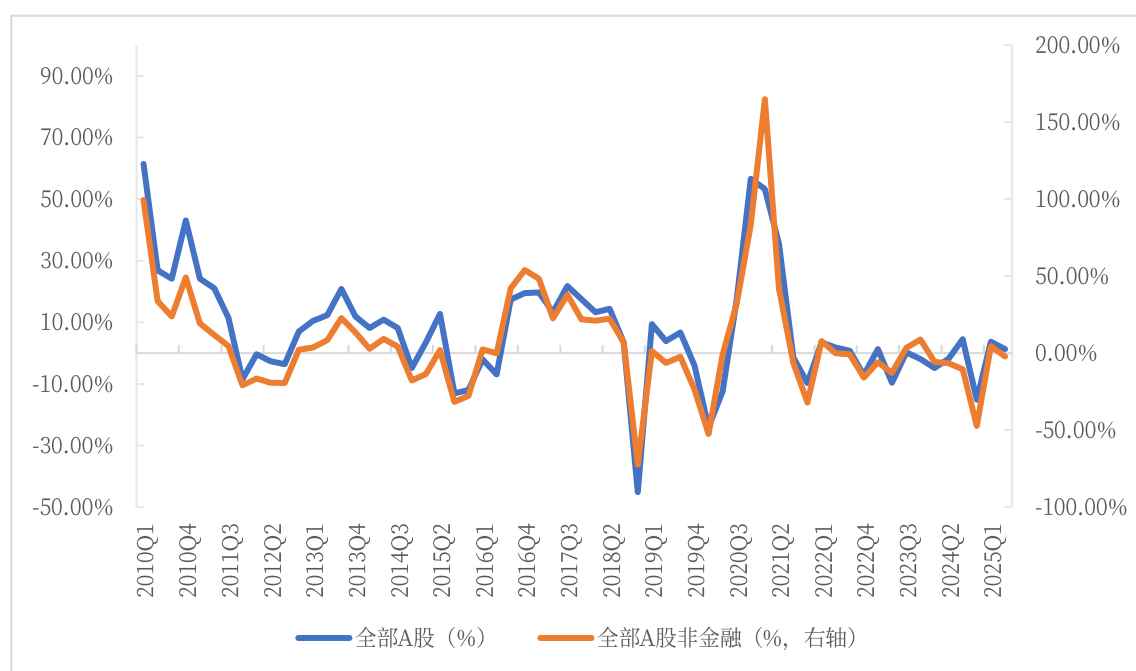
当前 A 股营收和盈利的恢复趋势仍需巩固，本轮牛市处于估值驱动阶段。截至 8 月 29 日 23:00 时，上市公司中报数据，2025 年二季度全部 A 股营收略有改善，但盈利端在一季度大幅改善后，二季度小幅回落。金融板块在营收和利润上均起到显著拉动效应。全部 A 股二季度营收同比增速均较一季度提升并由负转正，但全部 A 股非金融反而负增进一步走阔，意味着金融板块对营收贡献明显。盈利能力方面，全部 A 股和全部 A 股非金融二季度归母净利润同比增速较一季度均有所回落，但仍大幅优于 2024 年四季度表现，金融板块同样对盈利支撑较为明显。整体法口径下，2025 年二季度全部 A 股/非金融单季度营收同比增速分别为 0.34%和-0.54%，较一季度分别增长 0.67pcts 和下降 0.13pcts；二季度归母净利润同比增速分别为 1.29%和-6.59%，较一季度分别下降 2.37pcts 和 6.59pcts。

图2 上市企业单季度营收同比增速（单位：%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：数据截至 2025 年 8 月 29 日）

图3 上市企业单季报归母净利润同比增速（单位：%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：数据截至 2025 年 8 月 29 日）

对比主要板块业绩情况，二季度板块业绩表现分化。板块盈利趋势上看，2024 年四季度以来，仅上证主板仍延续回落趋势，而深证主板、创业板和科创板近两个季度较 2024 年四季度均呈现出见底回升趋势，其中科创板改善趋势最为明显。边际变化来看，多数板块同比增速较一季度明显回落，其中创业板回落幅度最大，仅科创板改善，且改善幅度大。具体来看，上证主板二季度归母净利润同比为 0.57%，较一季度回落 1.67pcts；深证主板保持正增长，同比增速为 2.90%，较一季度增速下降 10.11pcts；创业板二季度增速为 3.74%，虽仍保持正增



长，但较一季度环比下滑 11.70pcts，下滑幅度最大；但科创板表现亮眼，二季度归母净利润同比增速为 22.75%，由一季度同比负增长转正环比大幅改善 75.04pcts。

大小盘风格方面，大盘股业绩相对坚挺，而小盘股承压较为明显。沪深 300 二季度归母净利润同比为 1.84%，保持正增长，较一季度增速环比回落 1.12pcts；中证 1000 则大幅转负，二季度同比-9.36%，环比下降 15.72pcts，显示小盘股盈利动能偏弱。北证 50 成份二季度业绩虽仍为负增长-16.05%，但较一季度有所改善，增速提升 5.29pcts。

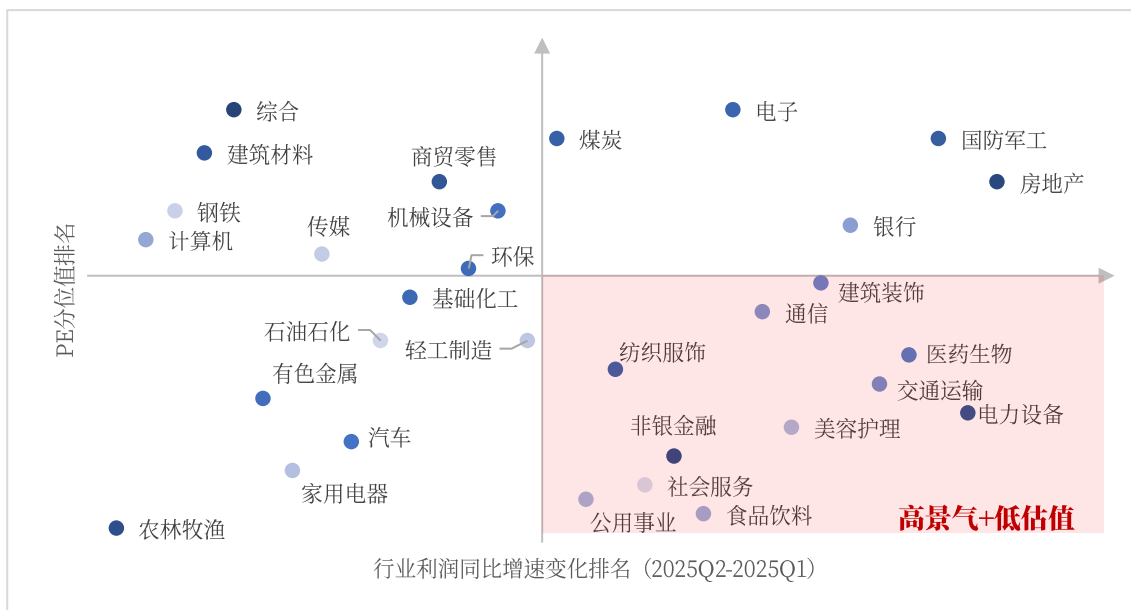
表1: 2025Q2 主要板块业绩表现（单位：%；pcts）

板块名称	Q2单季度归母净利润同比	Q1单季度归母净利润同比	边际变化	近4季度归母净利润同比增速变化
全部A股	1.29%	3.66%	-2.37pcts	
全部A股(非金融)	-2.08%	4.51%	-6.59pcts	
全部A股(非金融石油石化)	-0.27%	5.52%	-5.79pcts	
上证主板	0.57%	2.24%	-1.67pcts	
深证主板	2.90%	13.00%	-10.11pcts	
创业板	3.74%	15.44%	-11.70pcts	
科创板	22.75%	-52.30%	75.04pcts	
沪深300	1.84%	2.96%	-1.12pcts	
中证1000	-9.36%	6.36%	-15.72pcts	
北证50成份	-16.05%	-21.34%	5.29pcts	

资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：数据截至 2025 年 8 月 29 日）

建议关注利润改善幅度大且估值仍处于相对低位的行业。我们以 2025 年二季度行业归母净利润增速较 2025 年一季度的变化来衡量行业景气边际改善幅度，以行业市盈率处于近五年的历史分位数来横向对比个各行业的估值处于相对的高位或低位。截至 8 月 29 日，估值处于相对低位分位数，且 2025Q2 利润同比增速较 2025Q1 改善较快的行业，包括电力设备、美容护理、交通运输、医药生物、食品饮料、非银金融、社会服务、公用事业、纺织服饰、通信、建筑装饰。

图4 2025 年二季度行业景气度+估值分位



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：截至 2025 年 8 月 29 日，取 31 个申万一级行业近五年 PE 分位值并进行排序得出 PE 分位值排名；取各行业 2025Q2 及 2025Q1 单季度归母净利润同比增速差值计算行业利润同比增速变化并进行排名；二者均沿坐标轴由小到大排序）

中航证券军工组认为，抛开短期市场情绪扰动，军工行业的长期逻辑依旧坚实且清晰。行业的核心驱动力源于“把人民军队建成世界一流军队”这一战略定性，这构成 2027、2035、2050 年三阶段目标的底层逻辑，标志着军工又一个黄金时代的序幕开启。在这一战略指引下，军工行业或将彻底告别此前单纯依靠事件驱动的周期性波动模式，进入成长与价值并重、景气度持续提升的发展新阶段。

投资建议：

往后看，国内反内卷政策初步见效，人工智能产业趋势得到上市公司业绩验证，短期市场波动不改变牛市趋势。结构上，人工智能、券商、稀土或将成为 A 股阶段性主线。后续关注国内“反内卷”与内需刺激方面的政策部署，以及“十五五”规划政策线索。

风险提示：

- 1.国内政策推行不及预期；
- 2.地缘政治事件超预期；
- 3.海外流动性宽松不及预期；

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券策略团队：站在总量研究的高度，以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维，对实际投资更具指导意义。

销售团队：

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003
李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者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。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558

传 真：010-59562637