

2025年08月23日

短期会有调整吗？

投资要点

- ◆ **牛市期间出现较大的调整主要受情绪过热、政策收紧或外部负面冲击、行业轮动完成等因素影响。**(1)2005年以来A股牛市期间共出现10次较大的调整,持续11-74天,回调幅度在5%-12%左右。(2)导致牛市中出现较大的调整的主要因素是情绪过热、政策收紧或外部负面冲击、行业轮动完成等。一是市场情绪过热是出现较大调整的核心因素:首先,10次调整中有9次开始调整时上证综指PE分位数在50%以上,有8次上证综指换手率分位数在70%以上;其次,全A成交额上升1-10倍;最后,200日均线以上个股占比多数高达70%以上。二是政策收紧或外部负面冲击也是导致牛市中出现较大调整的核心因素,如:2007年央行升准加息且上调印花稅、2015年证监会查配资、2020年疫情爆发、2025年4月美国加征“对等关税”等。三是行业轮动完成或蓝筹出现补涨也可能导致牛市中出现较大的调整。
- ◆ **短期难出现较大的调整,A股可能延续慢牛走势。**(1)比照牛市中出现较大调整的条件来看,当前并不满足。一是当前市场情绪处于中性偏高水平,但距离历史高点仍有一定差距:首先,上证综指PE分位数当前为65.2%,为历次牛市中出现较大调整时的第6高位;其次,当前上证换手率分位数最高为82.7%,为历次牛市中出现较大调整时的第7高位;再次,4月以来成交额最高相比最低增加2倍左右;最后,当前200日均线以上个股占比最高约为88%,为历次牛市中出现较大调整时的第4高位。二是当前政策和外部事件仍偏积极:首先,政策上,稳增长政策仍在进一步落地和实施,同时资本市场政策层面也没有出现收紧的信号;其次,外部风险上,中美加征关税确定延期90天,9.3阅兵临近,短期外部事件偏正面。三是行业轮动和蓝筹补涨尚未完成。(2)从决定市场趋势的短期因素上来看,短期未有明显利空因素,A股大概率延续慢牛走势。一是经济和盈利继续处于修复趋势中:首先,高频数据显示经济仍在弱修复;其次,已披露中报业绩显示全A盈利增速继续回升。二是短期流动性维持宽松:首先,短期国内流动性维持宽松;其次,外资、融资、新发基金、居民资金等股市资金短期可能加速流入。
- ◆ **行业配置:短期继续逢低配置成长和补涨行业。**(1)短期核心资产、补涨的成长等可能相对占优。一是复盘历史,牛市中出现短期、小幅调整时,大盘成长、补涨的成长行业表现相对占优:首先,牛市中出现短期小幅调整时,前期上涨的风格延续;其次,牛市中出现短期小幅调整时,估值偏高的行业表现相对占优;最后,牛市中出现短期小幅调整时,前期上涨期间涨幅靠后的行业在市场小幅调整时表现相对占优。二是当前来看,大盘成长(核心资产)和补涨的成长可能相对占优:首先,当前如果出现震荡,成长、大盘、估值偏高和补涨的行业可能相对占优;其次,2025/4/7至今,估值分位数较高的行业是计算机、钢铁、国防军工和电子。(2)成长一级行业中的传媒、汽车、电力设备、机械设备,二级行业中的航海装备、电池、地面兵装、自动化设备等目前估值性价比较高。(3)短期建议继续逢低配置:一是政策和产业趋势向上的电子(消费电子、半导体)、机器人、计算机(AI应用)、传媒(AI应用)、通信(算力)、创新药、军工等;二是预期可能改善的电新、有色金属、化工、商贸零售、社会服务等行业。
- ◆ **风险提示:历史经验未来不一定适用、政策超预期变化、经济修复不及预期。**

定期报告

分析师

邓利军

SAC执业证书编号:S0910523080001

denglijun@huajinsec.cn

报告联系人

张欣诺

zhangxinnuo@huajinsec.cn

相关报告

情绪指标再次拉升至高位区域,密切关注关键期方向选择-华金证券新股周报 2025.8.17

短期慢牛持续,聚焦成长和补涨 2025.8.16
重大事件驱动新股二级交投再度活跃,但关键期变化仍在逐步展开-华金证券新股周报 2025.8.10

慢牛延续,成长风格不变 2025.8.9

大金融、通信二季度外资持仓规模上升 2025.8.8



内容目录

一、短期会出现调整吗？	3
（一）情绪过热、政策收紧等导致牛市中出现较大调整	3
（二）短期难出现较大的调整，A股可能延续慢牛走势	6
二、行业配置：短期继续聚焦成长和补涨行业	10
（一）短期核心资产和补涨的成长可能相对占优	10
（二）短期建议关注估值性价比较高的成长行业	11
（三）短期建议继续逢低配置补涨的科技成长和蓝筹	14
三、风险提示	16

图表目录

图 1：2005 年以来牛市中共出现 10 次中期调整	3
图 2：牛市中出现中期调整前期情绪指标最高值一览	4
图 3：牛市中出现中期调整基本面和流动性等因素变化一览	4
图 4：2005 年以来 10 次牛市开始调整前五大风格归一表现一览（单位：点）	5
图 5：2005 年以来 10 次牛市开始调整前拐点前后行业涨跌幅一览	6
图 6：当前市场情绪尚未过热	7
图 7：本轮牛市以来五大风格表现	7
图 8：本轮牛市拐点前后行业涨跌幅	7
图 9：一线、三线城市地产销售增速回升	8
图 10：平板玻璃产量增速回升	8
图 11：玻璃及螺纹钢价格仍在下探	8
图 12：电炉等开工率维持高位	8
图 13：CME 预测 9 月降息概率超过 80%	9
图 14：近期人民币汇率维持稳定	9
图 15：牛市中中期调整期间外资多流入	9
图 16：陆股通成交额占比仍距离高点有一定空间	9
图 17：牛市中出现短期、小幅调整时，大盘成长、补涨的成长行业表现相对占优	11
图 18：成长一级行业各指标表现	11
图 19：成长一级行业各指标排名分位数	12
图 20：成长二级行业各指标表现	13
图 21：成长二级行业各指标排名分位数	14
图 22：集成电路进口金额/出口金额均连续 3 个月增长	15
图 23：7 月医药材及药品出口金额增长	15
图 24：8 月中旬黑钨精矿/仲钨酸铵均价持续稳步增长	16
图 25：7 月电影票房收入大幅上涨	16

一、短期会出现调整吗？

（一）情绪过热、政策收紧等导致牛市中出现较大调整

牛市期间出现较大的调整主要受情绪过热、政策收紧或外部负面冲击、行业轮动完成等因素影响。（1）2005 年以来 A 股牛市期间共出现 10 次较大的调整，分别是 2007/1/10-2007/3/5、2007/5/30-2007/7/16、2009/2/16-2009/3/13、2015/1/8-2015/2/6、2017/4/11-2017/5/10、2017/11/14-2017/12/27、2020/1/13-2020/2/4、2020/7/13-2020/10/30、2024/12/9-2025/1/10、2025/3/18-2025/4/7，持续 11-74 个交易日，回调幅度在 5%-12% 左右。（2）导致牛市中出现较大的调整的主要因素是情绪过热、政策收紧或外部负面冲击、行业轮动完成等。一是市场情绪过热是出现较大调整的核心因素：首先，10 次调整中有 9 次开始调整时上证综指 PE 分位数在 50% 以上，有 8 次上证综指换手率分位数在 70% 以上；其次，全 A 成交额上升 1-10 倍；最后，200 日均线以上个股占比多数高达 70% 以上。二是政策收紧或外部负面冲击也是导致牛市中出现较大调整的核心因素，如：2007 年 2 月央行升准，3 月加息，5 月印花税从千分之一调高到千分之三；2015 年 1 月证监会查配资，中信证券、海通证券、国泰君安等三家知名大券商被暂停新开两融客户信用账户 3 个月；2017 年 8 月 USTR 依照总统备忘录指示对中国开展 301 调查，11 月中旬披露的 10 月出口和社零增速出现下滑；2020 年 1 月疫情爆发，武汉封城；2020 年 7 月监管管控违规资金，严禁银行保险机构违规参与场外配资；2025 年 4 月美国加征“对等关税”等。三是行业轮动完成或蓝筹出现补涨也可能导致牛市中出现较大的调整：首先，10 次牛市中 有 5 次出现了在拐点前跌幅排名前 5 的行业，在拐点后涨幅排名前 5，显示调整前行业轮动基本完成；其次，牛市开始调整前，金融、周期行业通常开始领涨，10 次牛市中有 7 次在拐点后金融或周期行业涨幅第一，领涨行业由成长或消费转向低估值蓝筹。

图 1：2005 年以来牛市中共出现 10 次中期调整



资料来源：华金证券研究所，wind

图 2：牛市中出现中期调整前期情绪指标最高值一览

上涨开始	调整开始	最大值			
		上证PE分位数 (%)	上证换手率分位数 (%)	上涨期间全A成交额最低到最高的涨幅 (%)	MA200日均线以上个股占比 (%)
2005/12/5	2007/1/10	94.6	99.2	1492.17	-
2007/3/6	2007/5/30	98.6	99.9	318.88	-
2008/10/28	2009/2/16	77.5	97.8	743.06	75.37
2014/6/20	2015/1/8	53.7	95.1	896.72	88.27
2016/5/26	2017/4/11	70.6	72.9	195.98	72.18
2017/5/11	2017/11/14	68.1	63.8	154.11	34.38
2019/12/3	2020/1/13	37.3	61.1	133.35	53.58
2020/3/23	2020/7/13	59.6	85.3	257.27	80.77
2024/9/18	2024/12/9	56.9	93.9	623.13	90.12
2025/1/13	2025/3/18	53	76.3	128.54	88.26
均值		66.99	84.53	494.32	72.87

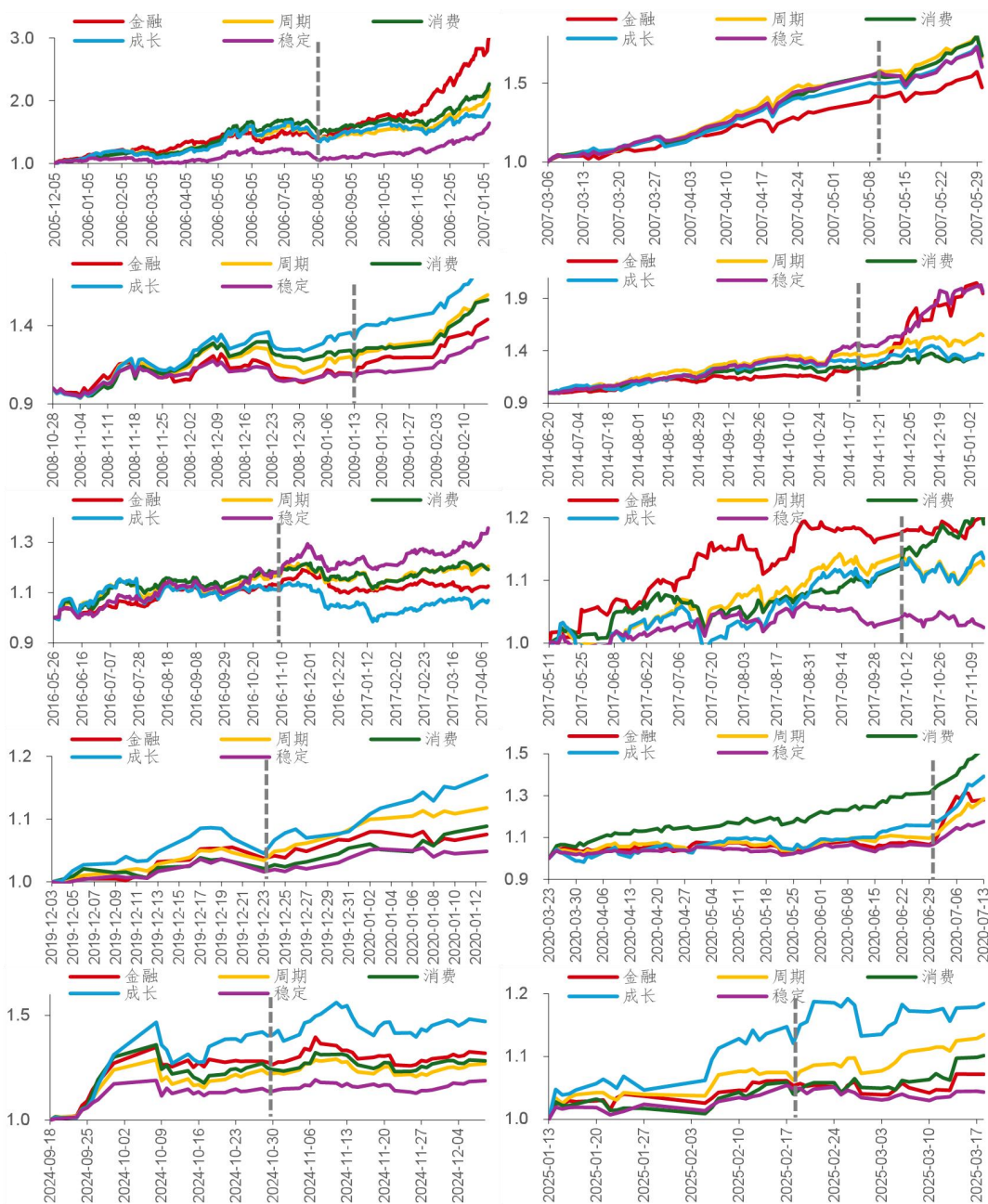
资料来源：华金证券研究所，wind（注：最大值时间范围为上涨开始至调整开始期间）

图 3：牛市中出现中期调整基本面和流动性等因素变化一览

上涨开始	调整开始	调整结束	期间上证涨跌幅 (%)	持续交易日 (天)	制造业PMI (%)	社零增速 (%)	出口增速 (%)	工业企业盈利增速 (%)	DR007分位数 (%)	政策/事件
2005/12/5	2007/1/10	2007/3/5	-0.80	34	54.8→55.1	14.6→12.7	24.8→33.2	14.7→24.7	7.2→14.5	2月央行升准，3月加息；
2007/3/6	2007/5/30	2007/7/16	-11.83	34	58.6→55.7	15.5→15.9	26.7→28.7	17.4→18.1	42.4→66.7	5月、7月央行加息；5月印花稅从千分之一调高到千分之三
2008/10/28	2009/2/16	2009/3/13	-8.27	20	45.3→49	18.5→11.6	-17.6→-25.8	-2.9→11.0	1.6→1	2月公布的1月新增人民币贷款刷新历史记录
2014/6/20	2015/1/8	2015/2/6	-8.83	22	50.1→49.8	11.9→0.0	9.7→3.5	7.9→9.6	87.8→94.4	1月证监会敲打杠杆牛市；2月央行降准
2016/5/26	2017/4/11	2017/5/10	-6.63	21	51.8→51.2	10.9→10.7	15.6→6.6	7.6→6.5	63.5→78.1	-
2017/5/11	2017/11/14	2017/12/27	-4.99	32	51.6→51.8	10.0→10.2	6.3→11.5	6.2→6.1	85.6→97.5	8月USTR依照总统备忘录指示对中国开展301调查；11/14披露的10月经济数据出现下滑
2019/12/3	2020/1/13	2020/2/4	-9.99	11	50.2→50	8.0→0.0	8.1→2.9	6.9→4.3	59.2→61.5	1月疫情爆发，武汉封城
2020/3/23	2020/7/13	2020/10/30	-4.69	74	50.9→51.1	-1.8→-1.1	0.2→6.8	4.8→4.8	44.1→81.5	7月监管管控违规资金，严禁银行保险机构违规参与场外配资
2024/9/18	2024/12/9	2025/1/10	-6.92	24	50.3→50.1	3.0→3.7	6.6→10.7	5.4→6.2	22.8→18.6	2025年初“新国九条”正式实施，市场对部分上市公司被ST、退市担忧上升
2025/1/13	2025/3/18	2025/4/7	-9.62	14	50.2→50.5	4.0→5.9	-3.1→12.2	31.0→7.7	27.5→17.8	4月“对等关税”落地

资料来源：华金证券研究所，wind（注：月频数据取调整开始当月及前一个月数据比较；日频数据取起止日期当日数据比较；分位数计算从 2005 年起）

图 4：2005 年以来 10 次牛市开始调整前五大风格归一表现一览（单位：点）



资料来源：华金证券研究所，wind

图 5：2005 年以来 10 次牛市开始调整前拐点前后行业涨跌幅一览

涨跌幅 排名	2005/12/5 - 2007/1/10				2007/3/6 - 2007/5/30			
	拐点前		拐点后		拐点前		拐点后	
1	通信	1.4	非银金融	134.7	通信	25.9	房地产	23.0
2	公用事业	21.8	银行	126.5	食品饮料	32.9	煤炭	13.7
3	银行	26.7	钢铁	100.4	银行	33.9	医药生物	12.9
4	钢铁	28.1	房地产	98.9	国防军工	36.2	农林牧渔	12.6
5	纺织服饰	29.3	通信	88.6	电力设备	39.7	石油石化	11.3
涨跌幅 排名	2008/10/28 - 2009/2/16				2014/6/20 - 2015/1/8			
	拐点前		拐点后		拐点前		拐点后	
1	交通运输	2.5	有色金属	45.5	银行	8.8	非银金融	81.1
2	基础化工	6.9	汽车	39.6	石油石化	14.3	银行	47.8
3	石油石化	9.0	综合	39.5	食品饮料	15.0	建筑装饰	43.4
4	非银金融	11.4	非银金融	38.5	传媒	15.9	钢铁	32.6
5	钢铁	11.6	电子	38.4	美容护理	17.2	煤炭	28.9
涨跌幅 排名	2016/5/26 - 2017/4/11				2017/5/11 - 2017/11/14			
	拐点前		拐点后		拐点前		拐点后	
1	传媒	0.8	钢铁	19.8	纺织服饰	-2.8	食品饮料	14.2
2	交通运输	4.2	建筑装饰	18.5	传媒	-1.7	家用电器	14.0
3	银行	4.6	国防军工	16.4	环保	-0.6	电子	11.1
4	计算机	8.6	建筑材料	16.1	公用事业	-0.3	非银金融	7.4
5	石油石化	9.1	家用电器	12.0	美容护理	1.1	医药生物	6.7
涨跌幅 排名	2019/12/3 - 2020/1/13				2020/3/23 - 2020/7/13			
	拐点前		拐点后		拐点前		拐点后	
1	农林牧渔	-4.3	农林牧渔	11.2	通信	-4.9	社会服务	31.0
2	食品饮料	0.5	传媒	11.2	建筑装饰	-4.3	非银金融	29.0
3	钢铁	1.3	计算机	10.9	石油石化	-4.1	商贸零售	26.4
4	公用事业	1.6	电子	10.4	纺织服饰	-1.8	国防军工	25.6
5	煤炭	2.1	有色金属	9.6	环保	-0.8	有色金属	25.2
涨跌幅 排名	2024/9/18 - 2024/12/9				2024/9/18 - 2024/12/9			
	拐点前		拐点后		拐点前		拐点后	
1	公用事业	9.9	商贸零售	16.6	煤炭	-4.2	有色金属	9.7
2	石油石化	11.0	传媒	12.8	家用电器	-0.2	机械设备	9.0
3	煤炭	15.2	综合	11.7	石油石化	0.4	食品饮料	8.2
4	银行	16.1	机械设备	10.8	食品饮料	1.2	国防军工	7.9
5	交通运输	16.6	计算机	10.0	交通运输	1.7	美容护理	7.8

资料来源：华金证券研究所，wind（注：拐点前行业排名为跌幅前 5，拐点后行业排名为涨幅前 5，方框标黄为拐点前跌幅前 5 而拐点后涨幅前 5 行业，字体标红为拐点后涨幅第一的蓝筹行业）

（二）短期难出现较大的调整，A 股可能延续慢牛走势

比照牛市中出现较大调整的条件来看，当前并不满足。（1）当前市场情绪处于中性偏高水平，但距离历史高点仍有一定差距：首先，上证综指 PE 分位数当前为 65.2%，已处于 50% 以上，但仅是前几次牛市中出现较大调整时上证综指 PE 分位数的第 6 高位；其次，当前上证换手率分位数最高为 82.7%，已处于 70% 以上，但仅处于前几次牛市中出现较大调整时全 A 换手率分位数的第 7 高位；再次，4 月以来成交额最高相比最低增加 2 倍左右，尚未达到首轮上涨期间成交额提升幅度的均值；最后，当前 200 日均线以上个股占比最高约为 88%，已处于 70% 以上的高位，但仅处于前几次牛市中出现较大调整时的第 4 高位。（2）当前政策和外部事件仍偏积极。一是政策上，稳增长政策仍在进一步落地和实施，同时资本市场政策层面也没有出现收紧的信号。二是外部风险上，中美加征关税确定延期 90 天，9.3 阅兵临近，短期外部事件偏正面。（3）行业轮动尚未完全完成。一是在 6 月 18 日风格出现拐点前跌幅前 5 的行业和拐点后至今涨幅前 5

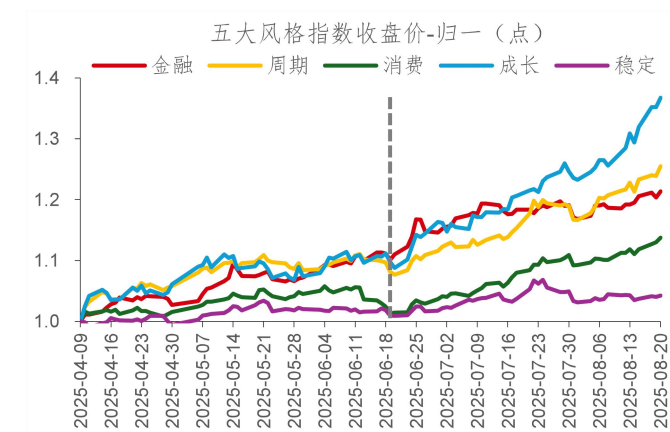
的行业均不一致，显示行业轮动还未完全完成。二是拐点后至今涨幅靠前的行业多为通信、电子、机械设备、计算机等成长行业，低估值蓝筹还未出现明显补涨。

图 6：当前市场情绪尚未过热

开始时间	结束时间	最大值排名			
		上证PE分位数 (%)	上证换手率分位数 (%)	全A成交额上涨幅度 (%)	MA200日均线以上个股占比 (%)
2005/12/5	2007/1/10	2	2	1	10
2007/3/6	2007/5/30	1	1	5	10
2008/10/28	2009/2/16	3	3	3	6
2014/6/20	2015/1/8	9	4	2	3
2016/5/26	2017/4/11	4	9	7	7
2017/5/11	2017/11/14	5	10	9	9
2019/12/3	2020/1/13	11	11	10	8
2020/3/23	2020/7/13	7	6	6	5
2024/9/18	2024/12/9	8	5	4	1
2025/1/13	2025/3/18	10	8	11	4
2025/4/8	2025/8/21	6	7	8	2

资料来源：华金证券研究所，wind（注：由绝对值高到低排列；本轮数据统计截至 8/21）

图 7：本轮牛市以来五大风格表现



资料来源：华金证券研究所，wind

图 8：本轮牛市拐点前后行业涨跌幅

涨跌幅排名	2025/4/9 - 2025/8/20			
	拐点前（跌幅前5）		拐点后（涨幅前5）	
1	食品饮料	-5.8	通信	37.0
2	农林牧渔	-1.8	电子	27.8
3	建筑材料	-0.3	综合	26.8
4	煤炭	0.7	机械设备	21.4
5	钢铁	2.2	计算机	19.7

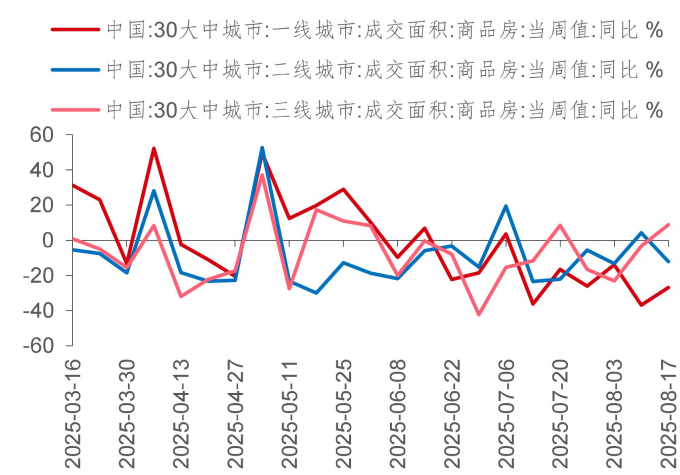
资料来源：华金证券研究所，wind

从决定市场趋势的短期因素上来看，短期未有明显利空因素，A 股大概率延续慢牛走势：

经济和盈利继续处于修复趋势中。（1）高频数据显示经济仍在弱修复。一是地产端销售仍偏弱：首先，最新周度销售数据来看，一线和三线城市商品房成交面积同比有所回升，分别为-26.8%、8.9%（前值分别为-36.8%、-3.2%），整体仍偏弱；其次，原材料上，平板玻璃 7 月产量同比增速降幅收窄至-3.4%（前值为-4.5%），而水泥产量增速仍在下探，而螺纹钢及玻璃价格短期也有所回落，需求偏弱仍对原材料开工意愿和价格有挤压。二是基建项目开工进程向好：首先，石油

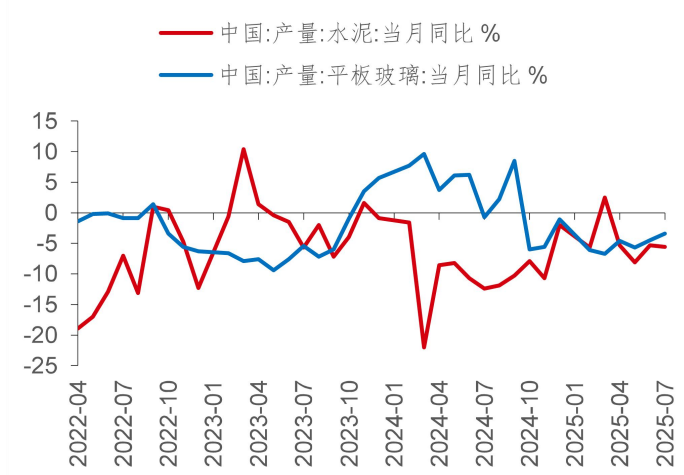
沥青装置、螺纹钢和电炉开工率维持高位，开工旺季催化下基建项目持续推进；其次，近期地方政府专项债券发行呈现明显加速态势，截至8月15日，各地发行新增专项债券约28369亿元，与2024年同期相比大幅增长39.7%，今年地方专项债发行进度已达64.5%，后续基建项目有望加速落实下投资增速可能继续回升。（2）已披露中报业绩显示全A盈利增速继续回升，截至2025/8/22，当前全部A股已实际披露（1425家），整体法在可比口径下同比增长5.71%，相比2024H1实际盈利同比的-3.32%显示盈利处于修复趋势中。

图 9：一线、三线城市地产销售增速回升



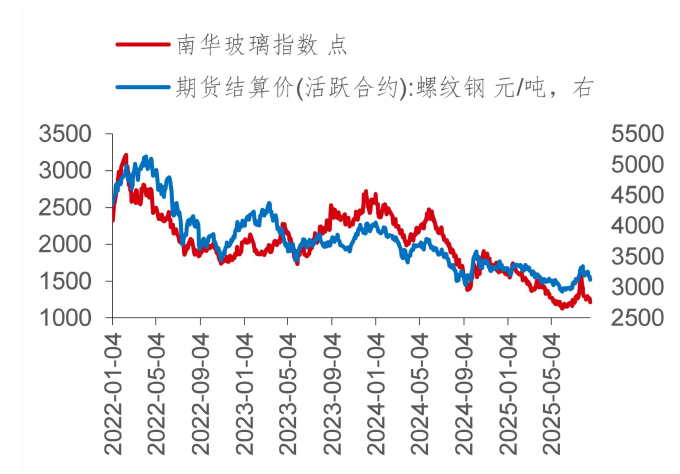
资料来源：华金证券研究所，wind

图 10：平板玻璃产量增速回升



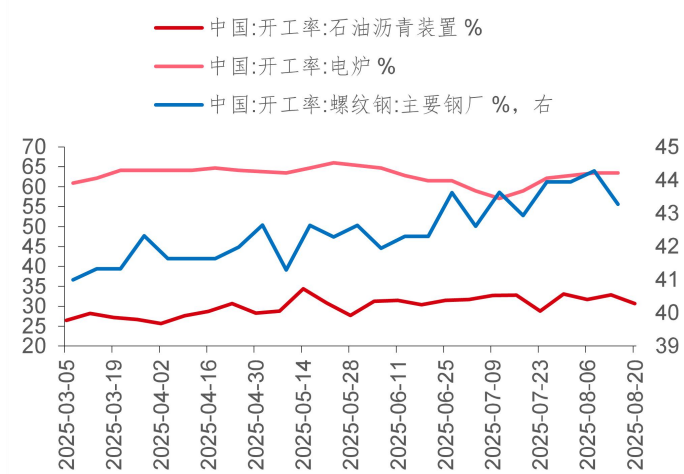
资料来源：华金证券研究所，wind

图 11：玻璃及螺纹钢价格仍在下探



资料来源：华金证券研究所，wind

图 12：电炉等开工率维持高位



资料来源：华金证券研究所，wind

短期流动性维持宽松。（1）宏观流动性维持宽松。一是海外方面：首先，美联储7月会议纪要显示，关税不确定性提升通胀风险，大多数与会者认为应等待更多关于关税对通胀影响的证据后再调整货币政策，但在5月和6月非农数据大幅下修、经济修复预期偏弱的影响下，美联储9月降息仍是大概率，当前CME预测9月进一步降息的概率超过80%，且12月可能再次降息25BP；其次，经济学家预计美国8月标普全球制造业PMI初值为49.5，此前7月终值为49.8，经济增长回落压力下进一步压制美元指数表现，美元持续维持低位震荡，海外对国内流动性宽松掣肘较小。二是国内方面：首先，8月以来央行通过公开市场操作回收流动性近万亿，考虑到月底将有

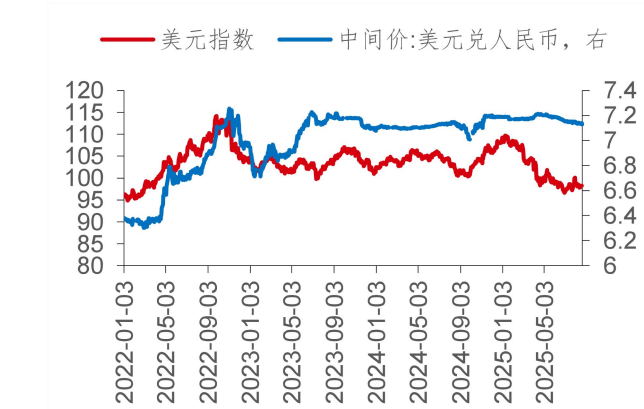
3000 亿元 MLF 到期，流动性季节性紧张下央行有望加大资金投放力度呵护流动性平稳；其次，近日央行发布的《2025 年第二季度中国货币政策执行报告》表示要落实落细适度宽松的货币政策，短期国内流动性维持宽松。（2）外资、融资、新发基金、居民资金等股市资金短期可能加速流入。一是历史经验来看，牛市中后期调整期间外资资金多流入，可比口径下外资 5 次中净流入 4 次，融资 7 次中仅净流入 2 次，受市场情绪回落影响较为明显。二是短期内微观资金大概率继续流入：首先，当前陆股通单日成交额占全 A 之比约为 13%，较去年 9 月近 20% 的位置仍有空间；其次，全 A 单日成交额维持在 2 万亿元以上的高位，截至 8 月 21 日，8 月融资净流入超过 1600 亿元，5 月至今净流入超过 3500 亿，已经基本回补完成前期流出的规模，超过 2 万亿成交额时融资单日平均流入 170 亿元，8 月以来融资单日平均净流入 107.3 亿元，仍有一定上升空间；此外，截至 8 月 22 日，8 月新成立偏股型基金份约为 411 亿份，不及 6 月和 7 月新发规模，考虑到基金成立审批进度，预计后续新发基金规模可能进一步突破；最后，近期 A 股新开户数量也有所回升，7 月新开户数量同比上升 70.5%，且 7 月居民新增人民币存款减少 1.1 万亿，居民资金可能加速入市。

图 13: CME 预测 9 月降息概率超过 80%

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/9/17					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	81.6%	18.4%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	43.6%	47.8%	8.6%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	34.7%	47.0%	16.5%	1.7%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.4%	40.2%	33.5%	10.0%	1.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.1%	28.5%	36.6%	21.1%	5.2%	0.5%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	14.9%	31.2%	31.5%	15.8%	3.6%	0.3%
2026/6/17	0.0%	0.0%	1.5%	9.5%	24.0%	31.3%	22.7%	9.0%	1.8%	0.1%
2026/7/29	0.0%	0.5%	4.0%	14.0%	26.3%	28.7%	18.5%	6.8%	1.3%	0.1%
2026/9/16	0.2%	1.8%	7.8%	18.7%	27.2%	24.8%	14.0%	4.7%	0.8%	0.1%
2026/10/28	0.5%	2.9%	9.9%	20.3%	26.7%	22.7%	12.2%	3.9%	0.7%	0.0%
2026/12/9	0.6%	3.1%	10.2%	20.5%	26.6%	22.4%	12.0%	3.8%	0.7%	0.0%

资料来源：华金证券研究所，CME FedWatch Tool（注：数据截至 8/21）

图 14: 近期人民币汇率维持稳定



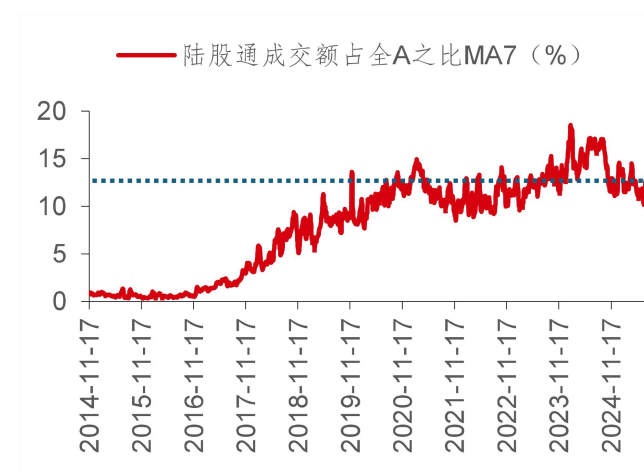
资料来源：华金证券研究所，wind

图 15: 牛市中后期调整期间外资多流入

开始时间	结束时间	外资净流入 (亿元)	融资净流入 (亿元)	新成立偏股型 基金份额 (亿份)
2007/1/10	2007/3/5	-	-	482.60
2007/5/30	2007/7/16	-	-	701.83
2009/2/16	2009/3/13	-	-	58.15
2015/1/8	2015/2/6	159.69	888.51	573.03
2017/4/11	2017/5/10	126.89	-348.30	164.20
2017/11/14	2017/12/27	49.39	-34.60	606.12
2020/1/13	2020/2/4	271.99	-179.36	837.49
2020/7/13	2020/10/30	-829.03	1135.00	8351.35
2024/12/9	2025/1/10	-	-453.93	387.46
2025/3/18	2025/4/7	-	-856.27	331.12

资料来源：华金证券研究所，wind

图 16: 陆股通成交额占比仍距离高点有一定空间



资料来源：华金证券研究所，wind

二、行业配置：短期继续聚焦成长和补涨行业

（一）短期核心资产和补涨的成长可能相对占优

短期核心资产、补涨的成长等可能相对占优。一是复盘历史，牛市中出现短期、小幅调整时，大盘成长、补涨的成长行业表现相对占优：首先，牛市中出现短期小幅调整时，前期上涨的风格延续，如 2007/1/10-2007/3/5 的周期和消费，2017/11/14-2017/12/27 的金融和消费；其次，牛市中出现小幅调整时，大市值风格相对占优，如 2017/11/14-2017/12/27 的超大盘和大盘，2020/7/13-2020/10/30 的超大盘；再次，牛市中出现短期小幅调整时，估值偏高的行业表现相对占优，如 2007/1/10-2007/3/5 的综合和国防军工，2017/11/14-2017/12/27 的石油石化，2020/7/13-2020/10/30 的汽车和家用电器；最后，牛市中出现短期小幅调整时，前期上涨期间涨幅靠后的行业在市场小幅调整时表现相对占优，如 2007/1/10-2007/3/5 的综合和环保，2017/11/14-2017/12/27 的石油石化和房地产，2020/7/13-2020/10/30 的家用电器。二是当前来看，大盘成长（核心资产）和补涨的成长可能相对占优：首先，当前出现较大调整的可能性较大，因此短期如果出现震荡，成长、大盘、估值偏高和补涨的行业可能相对占优；其次，2025/4/7 至今，估值分位数较高的行业是计算机、钢铁、国防军工和电子，涨幅靠后的行业是食品饮料、煤炭、公用事业等。

图 17：牛市中出现短期、小幅调整时，大盘成长、补涨的成长行业表现相对占优

风格排名	上涨开始 2005/12/5	调整开始 2007/1/10	2007/3/5	2007/5/11	2007/11/14	2007/12/27	2020/3/23	2020/7/13	2020/10/30
1	金融	成长	4	金融	金融	1	消费	周期	4
2	消费	周期	3	消费	消费	2	成长	消费	1
3	周期	消费	2	成长	周期	4	金融	成长	2
4	成长	稳定	5	周期	稳定	5	周期	稳定	5
5	稳定	金融	1	稳定	成长	3	稳定	金融	3
市值排名	上涨开始 2005/12/5	调整开始 2007/1/10	2007/3/5	2007/5/11	2007/11/14	2007/12/27	2020/3/23	2020/7/13	2020/10/30
1	超大盘	微盘	5	超大盘	超大盘	1	中盘	微盘	5
2	大盘	小盘	4	大盘	大盘	2	大盘	超大盘	4
3	中盘	中盘	3	中盘	中盘	3	小盘	大盘	2
4	小盘	大盘	2	微盘	小盘	5	超大盘	中盘	1
5	微盘	超大盘	1	小盘	微盘	4	微盘	小盘	3
估值排名 (从低到高)	上涨开始 2005/12/5	调整开始 2007/1/10	2007/3/5	2007/5/11	2007/11/14	2007/12/27	2020/3/23	2020/7/13	2020/10/30
1	煤炭	综合	29	传媒	石油石化	22	农林牧渔	汽车	24
2	环保	环保	2	房地产	房地产	2	煤炭	电力设备	15
3	有色金属	国防军工	30	农林牧渔	银行	10	石油石化	家用电器	17
4	电力设备	纺织服饰	14	轻工制造	煤炭	5	房地产	食品饮料	28
5	基础化工	汽车	10	煤炭	食品饮料	26	环保	基础化工	14
6	石油石化	计算机	15	建筑装饰	建筑材料	9	建筑装饰	机械设备	16
7	家用电器	农林牧渔	28	社会服务	交通运输	14	建筑材料	国防军工	22
8	交通运输	电子	21	钢铁	农林牧渔	3	银行	轻工制造	10
9	商贸零售	有色金属	3	建筑材料	公用事业	25	钢铁	石油石化	3
10	汽车	轻工制造	16	银行	环保	11	轻工制造	建筑材料	7
涨幅排名	上涨开始 2005/12/5	调整开始 2007/1/10	2007/3/5	2007/5/11	2007/11/14	2007/12/27	2020/3/23	2020/7/13	2020/10/30
1	非银金融	综合	23	食品饮料	石油石化	21	社会服务	汽车	14
2	房地产	环保	30	家用电器	房地产	19	食品饮料	电力设备	9
3	食品饮料	国防军工	4	非银金融	银行	9	美容护理	家用电器	19
4	国防军工	纺织服饰	27	钢铁	煤炭	7	医药生物	食品饮料	2
5	有色金属	汽车	10	电子	食品饮料	1	商贸零售	基础化工	16
6	机械设备	计算机	24	有色金属	建筑材料	17	电子	机械设备	18
7	银行	农林牧渔	18	煤炭	交通运输	15	传媒	国防军工	11
8	石油石化	电子	31	通信	农林牧渔	18	有色金属	轻工制造	17
9	商贸零售	有色金属	5	银行	公用事业	28	电力设备	石油石化	30
10	汽车	轻工制造	20	医药生物	环保	29	非银金融	建筑材料	21

资料来源：华金证券研究所，wind

（二）短期建议关注估值性价比较高的成长行业

从基本面、估值、情绪、资金四个方面对成长一级行业进行定量配置评分，成长一级行业中的传媒、汽车、电力设备、机械设备目前估值性价比较高。

图 18：成长一级行业各指标表现

成长一级行业	基本面		估值		情绪				资金			
	预期营收增速 (%)	中报盈利增速 (%)	PE (倍)	PE 历史分位数 (%)	成交额占万得全 A (%)	成交额占比历史分位数 (%)	换手率 (%)	换手率历史分位数 (%)	基金持仓占比 (%)	基金持仓占比历史分位数 (%)	外资持仓占比 (%)	外资持仓占比历史分位数 (%)
传媒	8.7	1880.5%	47.5	56.7%	2.4%	21.3%	4.0%	81.2%	1.9%	49.1%	0.5%	38.0%
汽车	15.3	-17.8%	29.0	77.6%	5.1%	34.0%	3.2%	89.6%	6.3%	93.4%	2.0%	95.2%
电力设备	13.5	9.3%	34.3	41.8%	6.9%	36.0%	3.4%	90.3%	9.9%	72.1%	4.1%	52.3%
机械设备	9.1	70.2%	37.3	76.6%	7.6%	39.3%	4.1%	87.7%	3.8%	81.9%	1.6%	80.9%
医药生物	6.8	57.9%	40.2	67.7%	6.5%	50.6%	2.8%	80.6%	10.9%	29.5%	2.3%	14.2%
国防军工	24.4	42.8%	90.8	81.5%	3.5%	52.0%	3.0%	76.7%	4.2%	93.4%	0.4%	100.0%
计算机	12.7	35.9%	96.1	97.4%	11.4%	76.0%	6.5%	83.8%	2.6%	11.4%	0.9%	19.0%
通信	5.9	75.9%	42.7	69.1%	5.7%	78.6%	3.3%	87.0%	5.3%	100.0%	0.7%	100.0%
电子	18.8	51.0%	63.5	79.9%	16.9%	92.6%	5.0%	98.7%	18.7%	98.3%	3.4%	100.0%

资料来源：华金证券研究所，wind（注：数据统计截至 8/21，基金持仓历史分位数从 2010 年开始计算，外资持仓分位数从 2020 年开始计算，其余历史分位数从 2025 年开始计算）

图 19：成长一级行业各指标排名分位数

成长一级行业	基本面		估值	情绪		资金		配置评分	
	预期营收增速 (%)	中报盈利增速 (%)	PE 历史分位数 (%)	成交额占比历史分位数 (%)	换手率历史分位数 (%)	基金持仓占比历史分位数 (%)	外资持仓占比历史分位数 (%)	定量配置评分	短期配置排名
传媒	25.0%	100.0%	12.5%	0.0%	25.0%	25.0%	25.0%	62.5%	1
国防军工	100.0%	37.5%	87.5%	62.5%	0.0%	62.5%	75.0%	60.7%	2
通信	0.0%	87.5%	37.5%	87.5%	50.0%	100.0%	75.0%	55.4%	3
机械设备	37.5%	75.0%	50.0%	37.5%	62.5%	50.0%	50.0%	51.8%	4
汽车	75.0%	0.0%	62.5%	12.5%	75.0%	62.5%	62.5%	50.0%	5
电力设备	62.5%	12.5%	0.0%	25.0%	87.5%	37.5%	37.5%	48.2%	6
电子	87.5%	50.0%	75.0%	100.0%	100.0%	87.5%	75.0%	46.4%	7
医药生物	12.5%	62.5%	25.0%	50.0%	12.5%	12.5%	0.0%	42.9%	8
计算机	50.0%	25.0%	100.0%	75.0%	37.5%	0.0%	12.5%	25.0%	9

资料来源：华金证券研究所，wind（注：数据统计截至 8/21，定量配置评分由 6 个指标排名分位数等权重加权平均计算）

从基本面、估值、情绪、资金四个方面对成长二级行业进行定量配置评分，成长二级行业中的航海装备、电池、地面兵装、自动化设备目前估值性价比较高。

图 20：成长二级行业各指标表现

成长二级行业	基本面		估值		情绪				资金			
	预期营收增速 (%)	中报盈利增速 (%)	PE (倍)	PE历史分位数 (%)	成交额占万得全A (%)	成交额占比历史分位数 (%)	换手率 (%)	换手率历史分位数 (%)	基金持仓占比 (%)	基金持仓占比历史分位数 (%)	外资持仓占比 (%)	外资持仓占比历史分位数 (%)
汽车服务	-6.1	41.5%	55.5	52.5%	0.1%	9.2%	2.3%	64.5%	45.9%	45.9%	0.0%	66.6%
数字媒体	5.6	-22.7%	80.7	56.2%	0.2%	7.2%	3.2%	45.1%	40.9%	40.9%	0.0%	9.5%
医药商业	4.8	32.9%	20.9	31.9%	0.2%	9.8%	1.6%	61.2%	3.2%	3.2%	0.2%	0.0%
航天装备 II	5.5	-64.9%	158.0	97.3%	0.2%	83.5%	2.6%	91.6%	68.8%	68.8%	0.0%	100.0%
轨交设备 II	7.1	80.6%	20.5	40.2%	0.3%	73.0%	1.6%	94.1%	18.0%	18.0%	0.1%	71.4%
电视广播 II	0.7	-7.8%	64.2	83.8%	0.3%	92.1%	6.4%	98.0%	24.5%	24.5%	0.0%	71.4%
出版	1.7	2.7%	24.9	41.2%	0.3%	36.8%	1.9%	67.7%	55.7%	55.7%	0.1%	66.6%
风电设备	33.4	-26.4%	44.0	69.8%	0.3%	23.0%	2.5%	68.3%	88.5%	88.5%	0.1%	38.0%
商用车	14.5	-69.6%	40.1	87.8%	0.3%	46.0%	2.2%	87.0%	59.0%	59.0%	0.2%	76.1%
影视院线	25.4	-457.2%	91.7	78.3%	0.4%	22.3%	5.2%	81.2%	31.1%	31.1%	0.0%	90.4%
航海装备 II	12.8	143.8%	57.5	36.5%	0.4%	48.6%	1.4%	47.7%	39.3%	39.3%	0.1%	90.4%
地面兵装 II	39.3	-81.6%	224.1	72.4%	0.5%	65.7%	4.6%	61.2%	100.0%	100.0%	0.0%	52.3%
工程机械	12.2	42.9%	21.8	60.0%	0.5%	33.5%	2.0%	79.3%	62.2%	62.2%	0.5%	66.6%
广告营销	10.7	-54.2%	47.7	47.7%	0.5%	8.5%	3.6%	56.1%	72.1%	72.1%	0.1%	0.0%
生物制品	12.9	67.4%	47.4	57.0%	0.6%	46.7%	1.8%	80.0%	26.2%	26.2%	0.1%	0.0%
乘用车	19.4	-497.2%	26.7	76.1%	0.7%	25.6%	1.4%	90.9%	32.7%	32.7%	0.9%	95.2%
游戏 II	14.1	815.6%	45.8	56.7%	0.8%	38.1%	4.1%	67.7%	67.2%	67.2%	0.2%	80.9%
电机 II	6.8	155.9%	64.1	87.3%	0.8%	77.6%	7.8%	92.9%	62.2%	62.2%	0.0%	19.0%
医疗服务	9.0	85.3%	38.8	16.1%	0.9%	28.2%	3.1%	79.3%	44.2%	44.2%	0.4%	23.8%
中药 II	5.0	43.6%	30.1	39.2%	0.9%	74.3%	2.7%	87.0%	16.3%	16.3%	0.3%	9.5%
其他电子 II	15.5	50.3%	76.0	94.0%	0.9%	75.0%	9.3%	98.0%	98.3%	98.3%	0.0%	61.9%
其他电源设备 II	12.1	38.3%	59.6	90.8%	0.9%	51.9%	3.8%	72.2%	70.4%	70.4%	0.1%	90.4%
航空装备 II	13.7	-70.3%	79.8	56.2%	1.1%	53.9%	3.1%	90.9%	86.8%	86.8%	0.2%	95.2%
军工电子 II	75.5	-220.4%	111.8	97.0%	1.2%	47.3%	4.4%	81.9%	96.7%	96.7%	0.1%	23.8%
光伏设备	5.3	-8.9%	36.7	39.0%	1.3%	61.1%	2.6%	86.4%	57.3%	57.3%	0.5%	14.2%
电网设备	9.4	319.7%	28.9	37.5%	1.3%	21.0%	3.0%	74.8%	36.0%	36.0%	0.9%	76.1%
自动化设备	15.9	-18.1%	60.0	79.2%	1.4%	38.1%	4.5%	69.0%	65.5%	65.5%	0.6%	42.8%
医疗器械	10.5	108.5%	40.2	43.2%	1.4%	86.8%	3.7%	92.2%	63.9%	63.9%	0.6%	9.5%
电池	20.9	111.7%	31.7	17.8%	2.2%	42.7%	4.0%	84.5%	80.3%	80.3%	2.6%	80.9%
元件	21.4	54.5%	54.6	79.7%	2.3%	69.0%	5.7%	90.9%	100.0%	100.0%	0.4%	100.0%
光学光电子	11.3	131.1%	55.3	61.0%	2.3%	92.1%	4.5%	99.3%	32.7%	32.7%	0.3%	33.3%
专用设备	9.7	77.7%	38.5	77.4%	2.3%	40.1%	3.6%	65.8%	75.4%	75.4%	0.2%	80.9%
化学制药	7.9	42.1%	50.0	88.8%	2.4%	46.0%	3.1%	65.8%	88.5%	88.5%	0.7%	57.1%
计算机设备	15.8	-139.3%	47.8	54.3%	2.5%	80.9%	5.3%	87.7%	11.4%	11.4%	0.2%	76.1%
通用设备	5.7	253.0%	50.5	76.1%	3.2%	42.1%	7.3%	94.8%	85.2%	85.2%	0.1%	90.4%
消费电子	23.3	36.0%	36.8	41.1%	3.8%	96.0%	5.3%	96.7%	83.6%	83.6%	0.6%	28.5%
IT服务 II	10.1	68.9%	135.1	99.4%	3.9%	65.1%	6.8%	78.0%	19.6%	19.6%	0.2%	28.5%
汽车零部件	11.0	24.7%	28.0	66.9%	3.9%	44.7%	4.2%	89.0%	96.7%	96.7%	0.9%	95.2%
通信设备	16.2	92.4%	48.9	71.4%	4.7%	88.1%	7.1%	97.4%	100.0%	100.0%	0.5%	85.7%
软件开发	12.7	35.3%	152.7	96.1%	5.0%	80.2%	6.9%	89.0%	32.7%	32.7%	0.5%	19.0%
半导体	15.4	64.4%	97.9	75.7%	6.9%	80.9%	4.3%	93.5%	98.3%	98.3%	1.9%	100.0%

资料来源：华金证券研究所，wind（注：数据统计截至 8/21，基金持仓历史分位数从 2010 年开始计算，外资持仓分位数从 2020 年开始计算，其余历史分位数从 2025 年开始计算）

图 21：成长二级行业各指标排名分位数

成长二级行业	基本面		估值	情绪		资金		配置评分	
	预期营收增速 (%)	中报盈利增速 (%)	PE 历史分位数 (%)	成交额占比历史分位数 (%)	换手率历史分位数 (%)	基金持仓占比历史分位数 (%)	外资持仓占比历史分位数 (%)	定量配置评分	短期配置排名
航海装备 II	57.5%	90.0%	7.5%	52.5%	2.5%	30.0%	77.5%	70.4%	1
电池	85.0%	20.0%	2.5%	37.5%	50.0%	70.0%	100.0%	69.3%	2
地面兵装 II	97.5%	100.0%	57.5%	65.0%	7.5%	95.0%	2.5%	66.4%	3
自动化设备	77.5%	70.0%	72.5%	27.5%	27.5%	55.0%	80.0%	65.0%	4
广告营销	42.5%	45.0%	27.5%	2.5%	5.0%	65.0%	30.0%	63.9%	5
风电设备	95.0%	37.5%	52.5%	15.0%	25.0%	80.0%	22.5%	63.2%	6
游戏 II	65.0%	40.0%	40.0%	27.5%	20.0%	57.5%	52.5%	61.1%	7
半导体	70.0%	87.5%	60.0%	82.5%	82.5%	90.0%	97.5%	60.0%	8
电网设备	32.5%	15.0%	10.0%	10.0%	32.5%	27.5%	95.0%	59.6%	9
数字媒体	17.5%	82.5%	35.0%	0.0%	0.0%	32.5%	12.5%	58.6%	10
军工电子 II	100.0%	90.0%	95.0%	50.0%	47.5%	85.0%	25.0%	58.2%	11
医疗服务	30.0%	30.0%	0.0%	20.0%	37.5%	35.0%	67.5%	57.9%	12
航空装备 II	62.5%	80.0%	37.5%	57.5%	67.5%	77.5%	47.5%	57.9%	13
化学制药	27.5%	52.5%	85.0%	42.5%	15.0%	80.0%	87.5%	57.9%	13
元件	87.5%	57.5%	75.0%	67.5%	67.5%	95.0%	65.0%	56.4%	15
影视院线	92.5%	85.0%	70.0%	12.5%	45.0%	17.5%	17.5%	55.0%	16
汽车零部件	45.0%	12.5%	50.0%	40.0%	62.5%	85.0%	90.0%	54.3%	17
工程机械	52.5%	5.0%	45.0%	22.5%	37.5%	47.5%	77.5%	53.9%	18
专用设备	35.0%	27.5%	67.5%	32.5%	15.0%	67.5%	57.5%	53.2%	19
消费电子	90.0%	25.0%	20.0%	100.0%	90.0%	72.5%	85.0%	51.8%	20
乘用车	82.5%	10.0%	62.5%	17.5%	67.5%	20.0%	92.5%	51.1%	21
通信设备	80.0%	50.0%	55.0%	92.5%	92.5%	95.0%	70.0%	50.7%	22
汽车服务	0.0%	62.5%	30.0%	5.0%	12.5%	37.5%	0.0%	50.4%	23
其他电源设备 II	50.0%	67.5%	87.5%	55.0%	30.0%	62.5%	27.5%	47.9%	24
医药商业	7.5%	2.5%	5.0%	7.5%	7.5%	0.0%	42.5%	47.5%	25
生物制品	60.0%	42.5%	42.5%	47.5%	42.5%	15.0%	40.0%	46.4%	26
光伏设备	12.5%	22.5%	12.5%	60.0%	52.5%	42.5%	72.5%	46.4%	26
医疗器械	40.0%	35.0%	25.0%	90.0%	77.5%	52.5%	82.5%	45.4%	28
商用车	67.5%	32.5%	82.5%	42.5%	55.0%	45.0%	45.0%	44.3%	29
软件开发	55.0%	95.0%	92.5%	80.0%	62.5%	20.0%	75.0%	44.3%	30
出版	5.0%	7.5%	22.5%	25.0%	20.0%	40.0%	20.0%	43.6%	31
计算机设备	75.0%	47.5%	32.5%	82.5%	60.0%	2.5%	55.0%	43.6%	32
通用设备	20.0%	55.0%	65.0%	35.0%	87.5%	75.0%	37.5%	42.9%	33
IT服务 II	37.5%	92.5%	100.0%	62.5%	35.0%	10.0%	50.0%	41.8%	34
其他电子 II	72.5%	77.5%	90.0%	75.0%	95.0%	90.0%	5.0%	40.7%	35
中药 II	10.0%	17.5%	15.0%	72.5%	55.0%	5.0%	62.5%	36.1%	36
光学光电子	47.5%	60.0%	47.5%	95.0%	100.0%	20.0%	60.0%	35.0%	37
航天装备 II	15.0%	97.5%	97.5%	87.5%	75.0%	60.0%	7.5%	31.4%	38
电机 II	22.5%	72.5%	80.0%	77.5%	80.0%	47.5%	15.0%	31.4%	39
轨交设备 II	25.0%	0.0%	17.5%	70.0%	85.0%	7.5%	35.0%	27.9%	40
电视广播 II	2.5%	75.0%	77.5%	95.0%	95.0%	12.5%	10.0%	18.9%	41

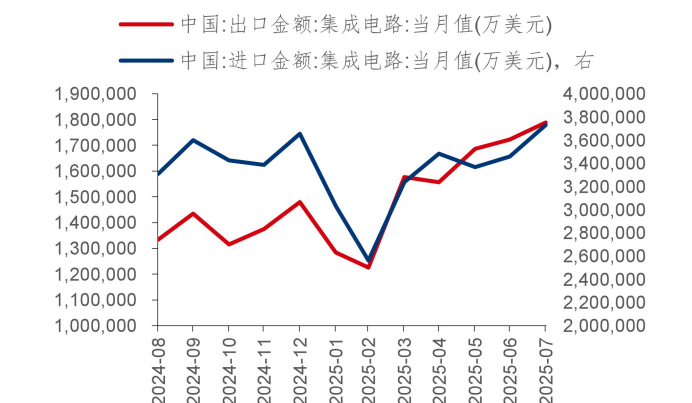
资料来源：华金证券研究所，wind（注：数据统计截至 8/21，定量配置评分由 6 个指标排名分位数等权重加权平均计算）

（三）短期建议继续逢低配置补涨的科技成长和蓝筹

短期建议继续均衡配置政策和产业趋势向上的电子（消费电子、半导体）、机器人、计算机（AI 应用）、传媒（AI 应用）、通信（算力）、创新药、军工等行业。（1）电子：一是自 5 月以来集成电路的进口金额与出口金额均连续 3 个月增长，7 月较 6 月环比涨幅分别为 7.86%和 3.89%，较 5 月涨幅分别为 10.79%和 6.11%；二是 8 月 20 日，艾为电子高管在 2025 年半年度业绩说明会上表示，公司下半年将继续加快高性能数模混合、电源管理、信号链芯片新料号的推出，积极布局端侧 AI 应用领域，依托专用硬件加速器、多核协同、存算一体等技术，开发 MCU+NPU、DSP+NPU 等多款端侧 AI 芯片。（2）机器人：8 月 18 日，智元机器人六大核心产品线——远征 A2 系列、灵犀 X2 系列、精灵 G1、OmniHand 灵巧手系列、四足机器人 D1 系列、商清绝尘 C5 等新品首发上线京东并正式开售。（3）计算机：“2025 可信数据空间推进大

会”，将于 2025 年 8 月 20 日-21 日在北京举行，这场以“可信筑基数据赋能”为主题的行业盛会，将汇聚政、产、学、研、用各界力量，共同探讨可信数据空间的建设路径与实践经验，为我国数字经济高质量发展注入新动能。（4）传媒：8 月 18 日至 19 日，2025 开明出版传媒上海论坛在沪召开。（5）通信：2025 年 8 月 14 日，天津市通信管理局召开“通信聚力上合 网络安全保障津彩”2025 年上海合作组织峰会通信服务保障动员大会。（6）创新药：一是 7 月医药材及药品出口金额重新开始增长，同比涨幅约为 10%；二是 8 月 18 日，日本卫材制药有限公司宣布其失眠新药莱博雷生（商品名：达卫可）正式在中国大陆地区上市，这一创新药物主要用于治疗以睡眠起始困难和/或睡眠维持困难为特征的成人失眠症，为国内失眠患者带来了新的治疗选择。（7）军工：8 月 20 日，国务院新闻办公室在北京举行新闻发布会，介绍阅兵准备工作有关情况。

图 22：集成电路进口金额/出口金额均连续 3 个月增长



资料来源：华金证券研究所，wind

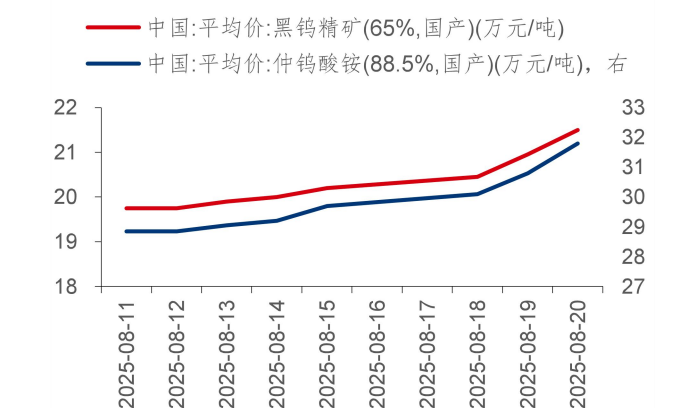
图 23：7 月医药材及药品出口金额增长



资料来源：华金证券研究所，wind

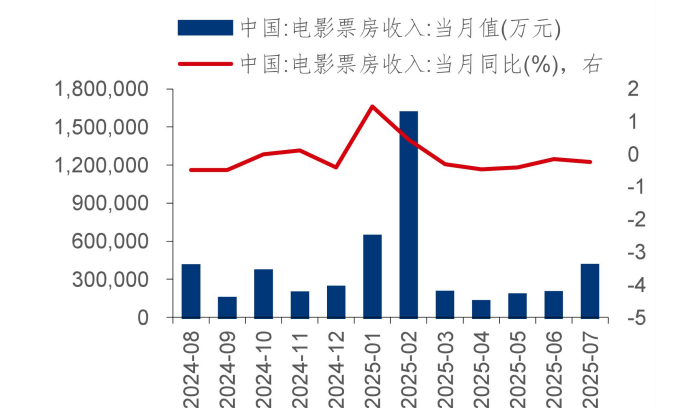
短期建议均衡配置预期可能改善的电新、有色金属、化工、商贸零售、社会服务等行业。（1）电新：2025 年 8 月 19 日，工业和信息化部、中央社会工作部、国家发展改革委、国务院国资委、市场监管总局、国家能源局联合召开光伏产业座谈会，深入学习贯彻习近平总书记重要指示批示精神，贯彻落实党中央、国务院决策部署，进一步规范光伏产业竞争秩序。（2）有色金属：一是 8 月中旬黑钨精矿与仲钨酸铵平均价持续稳步增长，8 月 20 日较 8 月 11 日涨幅分别 8.86% 和 10.23%；二是 2025 中国电解铝大会”将于 2025 年 8 月 21-23 日在云南省昆明市召开。（3）化工：《中国化工报》社有限公司决定于 8 月 21-23 日在兰州新区举办“2025 绿色化工产业创新发展会议”，会议以“科创领航 资本赋能”为主题，旨在汇聚“政产学研金服”各方智慧，聚焦行业痛点，推动全行业科技创新和产业创新融合发展。（4）商贸零售：8 月 17 日，由中国商业股份制企业经济联合会主办的“2025 年中国零售业高质量发展大会暨创新提升工程实践与展望活动”在江西南昌隆重启幕。（6）社会服务：一是 7 月电影票房收入大幅上涨，环比涨幅为 53.13%；二是 8 月 17 日，由合肥市文化和旅游局主办的 2025 合肥文化旅游（北京）推介会在京举办，本次推介会以“‘合’你有约 ‘京’彩无限”为主题，通过创新形式向首都市民及业界同仁全方位、沉浸式展示合肥的独特魅力。

图 24：8 月中旬黑钨精矿/仲钨酸铵平均价持续稳步增长



资料来源：华金证券研究所，wind

图 25：7 月电影票房收入大幅上涨



资料来源：华金证券研究所，wind

三、风险提示

- 1.历史经验未来不一定适用：文中相关复盘具有历史局限性，不同时期的市场条件、行业趋势和全球经济环境的变化会对投资产生不同的影响，过去的表现仅供参考。
- 2.政策超预期变化：经济政策受宏观环境、突发事件、国际关系的影响可能超预期或者不及预期，从而影响当下分析框架下的投资决策。
- 3.经济修复不及预期：受外部干扰、贸易争端、自然灾害或其他不可预测的因素，经济修复进程可能有所波动，从而影响当下分析框架下的投资决策。

分析师声明

邓利军声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn