



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

日期：2025年08月15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：

《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

《关税继续暂停，外贸持续修复》

——2025年08月09日

居民资产切换启幕，牛市空间在望

——沪指破前高点评

■ 投资摘要

事件概述

2025年8月13日，上证综指收盘为3683.46点，突破2024年10月8日的最高点开盘价3674.40点，创下去年“924”行情以来的新高。

分析与判断

A股整体早已破前高。

虽然沪指于2025年8月13日才突破去年10月初的高点，但是A股中其他板块在稍早之前就已经突破前高了，如Wind全A指数在2025年7月21日便突破了2024年10月8日开盘的高点；另外，深圳综指、中证2000指数也在先前就突破了去年10月8日的前高。

资产荒背景下，股市展现财富效应且估值目前仍不贵，叠加政策呵护鼓励股市，A股牛市空间在望。

自2025年4月初以来，A股持续走强的原因我们在2025年8月1日发布的报告《股市正常回调，或成为新的“财富锚”》中详细梳理过，总结下来主要有三个。1、国内当前债市、现金、黄金、楼市等其他大类资产投资收益率均不佳，投资者普遍面临资产荒现象。2、A股市场的财富效应较好且当前估值仍不贵，我们可以看到这一轮Wind全A指数上涨过程中伴随着成交量放大，投资者的财富效应较好，形成了较高的风险偏好；估值方面，截至8月12日，A股各大板块平均市盈率位于近十五年40-65%历史分位数，仍然不算贵。3、我们认为国家持续出台系列政策，通过制度改革完善行业生态，逐步提升A股对资金的吸引力。

存量资产置换与流量收入加大分配或导致我国居民资产结构中股票配置占比提升。

我们认为上述三个逻辑依然没有改变，因此有理由继续看好后续A股的表现，股市有望成为未来中国百姓新的财富锚。

从2022年国家资产负债表观察，我国居民资产中占比最大的是非金融资产（主要为房地产），为50.83%；其次是存款，占比23.12%；第三为股市，证券投资基金份额与股票及股权合计占比15.36%；最后

是保险、债券、通货等，合计占比 10.69%，可见当前我国居民财富锚还是房地产为主。

对比美国，2024 年家庭和非营利组织的资产结构中股票和投资基金份额占比为 37.60%，是第一大资产；而房地产仅占比 27.23%，排名第二；第三是保险养老计划，占比 18.89%；通货和存款占比 7.59%，排第四。

我们认为由于中美两国国情不同，中国股票与基金资产在居民财富比重未来不一定会达到美国的水平。但在上述三个逻辑下，未来居民财富存量资产或出现结构置换，比如存款甚至房地产转化为股票或基金，以及未来的流量收入中更大比重流向股市，我们认为股票配置在中国居民部门中的比例可能会较当前有所提升。

从居民资产负债表推算这一轮牛市空间可待。

我国居民部门截至 2022 年总资产为 564.23 万亿元，扣除负债 82.24 万亿元，净资产为 481.99 万亿。而 2023 年创造的 GDP 中劳动者报酬收入占比为 53.14%，金额达到数 68.77 万亿。我们假设 2024-2025 年劳动者报酬占比维持不变，且 2025 年 GDP 实现 5% 增长目标，则劳动者报酬在 2024、2025 年分别为 71.68 与 75.27 万亿。按照 2021-2022 年劳动者报酬收入转化为增量总资产的转换比率推算，2023-2025 年总资产或增加 102.60 万亿，总资产将达到 666.82 万亿元。

参考 2014-2015 年股票基金资产占比 20% 以上，我们假设这一轮牛市的高点居民的股票基金资产比重将提升到 20%，那么 2025 年底股票基金资产将达到 133.36 万亿，而截至 2025 年 7 月沪深北三个交易所总市值为 94.91 万亿，仍有一定上涨空间。

顺势而为继续看好人工智能（PCB 上下游、液冷、光模块等）、港股创新药、稀土，左侧布局低估值困境反转行业如周期。

我们接下来看好以下几个方向。

首先是有较好业绩表现但是估值比较贵的板块如人工智能（PCB 上下游、液冷、光模块等），它在 2025 年盈利出现较大改善，板块整体也有较大涨幅。人工智能指数 884201.WI 收盘价在 2025 年上涨 27%，目前市盈率 TTM 处于近 10 年历史接近 90% 分位数。

其次是有较好业绩表现且估值尚不贵的板块如港股创新药，2024 年 12 月 31 日至 2025 年 8 月 13，港股通创新药 987018.CNI 收盘价虽然涨了 1 倍多，但是 EPS 涨了 3 倍多，市盈率 TTM 反而从 52.54 倍

下降至 35.54 倍，处于近 10 年历史 30% 以下分位数。

第三，继续看好业绩明显改善的稀土行业，稀土指数 8841089.WI 收盘价在 2025 年截止 25 年 8 月 13 日上涨 76.38%，目前市盈率 TTM 处于近 10 年历史接近 90% 分位数。

最后，我们认为业绩并无明显改善的，但是估值较低的行业，可以左侧布局。如钢铁、煤炭、建材、光伏等行业。钢铁、煤炭、建材、光伏等这些周期行业未来还可能受益于国家供给侧二次改革迎来盈利反转。

■ 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。