



A 股策略周报 20250817

策略专题研究报告

证券研究报告

策略组

分析师：牟一凌（执业 S1130525060002） 分析师：方智勇（执业 S1130525070001）

mouyiling@gjzq.com.cn

fangzhiyong@gjzq.com.cn

估值的约束与盈利的潜力

估值的约束与盈利的潜力

本周（2025-08-11 至 08-15，全文同）上证指数接近 3700，万得全 A 的 PB 水平已经达到 1.74，距离历史上 ROE 下行期股价抢跑基本面所对应的最高 2 倍的 PB 水平已经不到 10% 的空间，单从总量看未来股价继续抢跑基本面的空间开始变得有限，市场进一步的机会将存在于内部定价的大幅偏离中。受制于盈利预期的大部分权重资产仍在估值低位，盈利预期的改善带来的结构机会将会更大。而从市场定价来看，当前市场已经从银行+微盘转向对基本面趋势的定价，只不过主要集中在依赖于产业趋势的成长风格领域。杠铃策略完全转向了成长风格，以银行为代表的红利低波跑输市场。当前市场的交易情绪和参与投资的交易者数量也已经突破了 2025 年 3 月的“Deepseek 时刻”。但值得注意的是在成长内部已经出现了大小盘风格切换的迹象：从过去的以国证 2000 为代表的小盘成长向以创业板指为代表的大盘成长切换，背后核心在于大小盘之间的估值差异达到了历史峰值附近，有产业赛道加持的成长龙头更能让投资者关注其盈利能力。而代表大盘蓝筹风格的沪深 300 依旧跑输，对于宏观经济的预期依旧较弱。考虑到创业板指相较于沪深 300 的估值差异也并不极端，创业板行情有一定持续性，而盈利预期的改善才是顺周期资产未来某个时刻跑赢的关键。

国内基本面呈现出现实和预期“双弱”特征，却是盈利见底的开始

7 月无论是金融数据还是经济相关的数据都呈现出走弱的迹象。金融数据方面，信贷依旧较弱，整体主要还是靠政府发债支撑，7 月贷款甚至出现了负增长，创 2005 年以来的首次；不过 M1 仍在继续回升，存款活期化趋势仍在继续，但是否真正“脱虚入实”有待观测。经济数据方面，投资与消费都在走弱，主要工业品的产量增速继续下滑，我们认为这可能是反内卷过程中的正常现象：当前经济基本面仍处于从内卷到反内卷的过渡阶段，企业投资与生产活动走弱带来的量的下降可能属于正常现象，我们认为当前阶段宏观经济层面的价格与价差信号更为关键。从历史上看，企业盈利的底部先于 PPI 的底部出现。而在企业盈利见底上行的过程中，PPIRM-PPI 会继续下行然后才触底回升，背后是中游制造业企业供给优化后在原材料成本比出厂价格下降更快的过程中利润水平开始修复，然后才有整体物价和需求水平的修复。7 月 PPIRM-PPI 继续回落，可能对于中游制造业的企业盈利继续修复有一定指示意义。

海外关税带来的通胀压力逐步显现，制造业投资可能加速

美国 PPI 同比远超市场预期，背后是关税引发的通胀压力逐步显现，而这也使得降息预期出现了扰动。具体而言，受到能源与食品拖累，CPI 整体低于预期，但核心 CPI 略超预期，关税对商品通胀的影响持续出现；而 PPI 无论是同比还是环比增速都超市场预期，背后主要是贸易服务分项的贡献，但我们可以发现即便剔除食品和能源以及贸易服务之后，PPI 同比增速仍在上升。PPI 数据公布之后，美联储 9 月降息概率有所回落，目前已经低于 85%。但无论如何未来商品通胀带来的制造业的实际利率的下行趋势都已经确立。实际利率下行的环境中会更有利于实体的投资活动。全球制造业投资活动近期可能仍在加速，一个印证是日本机床的出口受到中美欧市场的提振仍在持续正增长：2025 年 7 月日本机床订单同比增长 3.6%，其中主要由海外订单贡献（同比+5.3%），而日本国内需求反而同比下降 0.7%。关注全球制造业投资活动对于中国出口资本品的持续影响。

一致预期以外更精彩

哑铃策略已经开始逐步松动，市场的定价结构上投资者也开始重视基本面的定价，只不过当前只是集中于产业趋势相关的成长领域，以沪深 300 为代表的大盘蓝筹依旧跑输市场。中游制造业在反内卷的过程中利润率的修复仍需要一定时间，海外制造业投资的趋势也并未改变，因此我们认为基本面预期的修复只是时间和节奏的问题，方向并不用怀疑。而当前与宏观经济相关领域的资产价格也隐含了较高的赔率，对应了未来基本面预期扭转之后的更高的弹性，成为新增资金最好的选择。基于上述分析，我们对于中期推荐的主线维持不变：第一，同时受益于海外制造业修复、国内“反内卷”政策推进的上游资源品（工业金属（铜、铝等），油）及资本品（工程机械、重卡、叉车），中间品（钢铁、基础化工）。第二，未来股权将优于债权，保险的长期资产端将受益于资本回报的见底，其次是券商。第三，对于红利而言，定价的驱动力将会从过去的关注低波而转向基本面预期的改善，消费型红利（食品饮料、家电、纺织服装）在未来或将受益。在短期经济基本面因素尚未扭转之前，可以适当关注大盘成长权重的低位方向：如电力设备、美容护理、传媒等。

风险提示

国内经济修复不及预期，海外经济大幅下行。



内容目录

1、当下市场的刻度：对基本面开始重视，但集中在产业趋势而非宏观经济.....	3
2、国内经济处于现实和预期“双弱”阶段，但至暗时刻可能快要过去.....	4
3、海外：关税引发的通胀压力正在显现，但制造业投资反而可能因此加速.....	6
4、市场的核心线索仍然是盈利.....	7
5、风险提示.....	8

图表目录

图表 1：当前市场估值继续抢跑基本面的收益空间不足 10%.....	3
图表 2：从中位数的视角来看，ROE 与 PB 估值的差异比整体法还要大得多.....	3
图表 3：杠铃策略已经完全转向成长风格.....	3
图表 4：个人投资者主导了市场的成交情绪.....	3
图表 5：近期国证 2000 开始明显跑输创业板指，但沪深 300 依旧跑输二者.....	4
图表 6：国证 2000 与创业板指的估值差异处于历史高位，而创业板指与沪深 300 的估值差异处于历史低位..	4
图表 7：创业板指在电力设备、通信和非银上的行业暴露更大.....	4
图表 8：电力设备、通信以及非银金融恰好在创业板指内部的估值-预期盈利匹配度仍较好.....	4
图表 9：社融-M2 仍在回落，M1-M2 仍在扩张.....	5
图表 10：结构上，新增贷款创 2000 年以来的最大负值.....	5
图表 11：受反内卷的影响，制造业投资和主要工业品产量的同比增速都有所下降.....	5
图表 12：与此同时，工业增加值的增速回落且不及预期，大企业的生产活动也开始放缓.....	5
图表 13：历史上，工业企业盈利的底部往往领先于 PPI 的底部.....	6
图表 14：在工业企业盈利见底回升的过程中，PPIRM-PPI 会继续回落，然后再抬升.....	6
图表 15：7 月核心 CPI 略超预期主要是商品通胀贡献.....	6
图表 16：CPI 数据公布之后，市场押注美联储降息的概率上升.....	6
图表 17：PPI 中贸易服务分项成为主要贡献，但 PPI 中不含食品、能源和贸易服务的通胀也在攀升.....	7
图表 18：PPI 数据公布之后，市场押注 9 月美联储降息的概率大幅下降.....	7
图表 19：7 月日本机床海外订单同比增速大幅反弹.....	7
图表 20：一级行业中市值在 300 亿及以上的、股价分位数和 PB 估值分位数低于 50%的个股占比，电力设备、美容护理较高，TMT 中传媒的低股价分位数个股占比相对较高.....	8

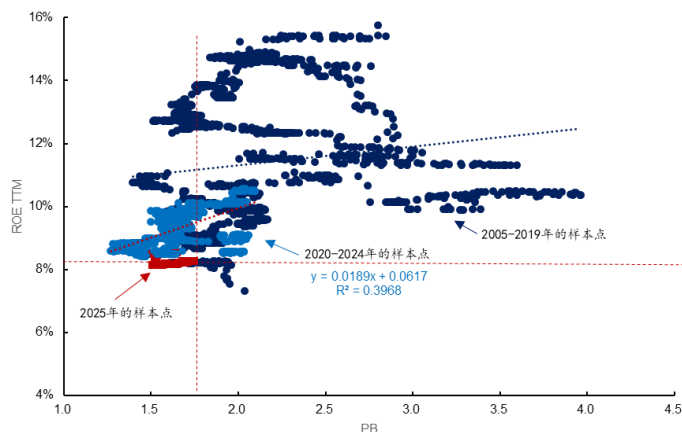


1、当下市场的刻度：对基本面开始重视，但集中在产业趋势而非宏观经济

本周（2025-08-11 至 08-15，全文同）上证指数突破了 2024 年 10 月 8 日的高点，来到 3700 点附近，股价对于基本面的抢跑仍在继续。根据我们此前的报告《齿轮开始转动》中对 ROE 下行期市场抢跑程度的测算，当前全 A 的 PB 已经达到 1.75，距离历史上抢跑的估值上限 2 倍 PB 已经不足 10% 的收益率空间。而实际上如果从全 A 的 PB 中位数和 ROE 中位数所处的历史位置来看，差异远远要比整体法看上去的大。

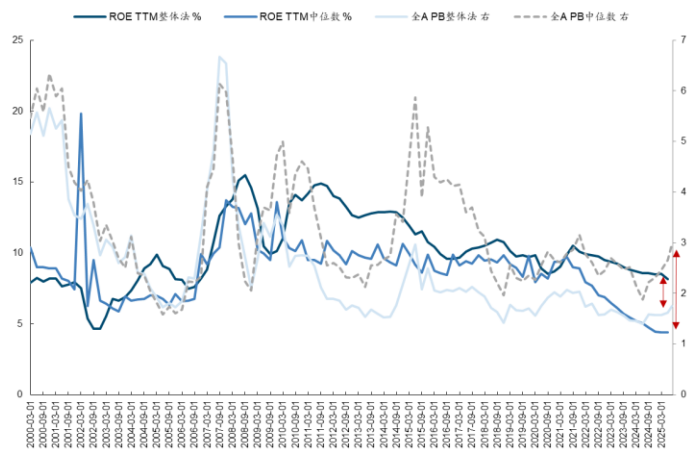
单从总量看未来股价继续抢跑基本面的空间开始变得有限，市场进一步的机会将存在于内部定价的大幅偏离中。受制于盈利预期的大部分权重资产仍在估值低位，盈利预期的改善带来的结构机会将会更大。

图表1：当前市场估值继续抢跑基本面的收益空间不足 10%



来源：wind，国金证券研究所

图表2：从中位数的视角来看，ROE 与 PB 估值的差异比整体法还要大得多



来源：wind，国金证券研究所

而从市场定价来看，当前市场已经开始关注基本面的趋势，只不过主要集中在依赖于产业趋势的成长风格领域：

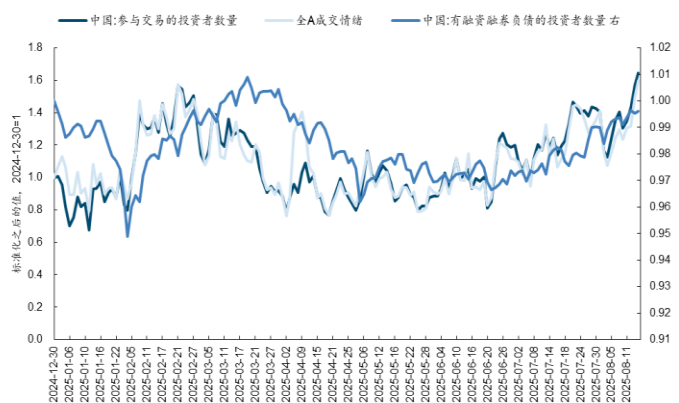
一方面杠铃策略已经完全转向了成长风格，背后可能是个人投资者和偏好成长风格的公募基金合力的结果，市场的成交情绪已经超过了 2025 年 2 月 Deepseek 带来的中国资产“重估时刻”；

图表3：杠铃策略已经完全转向成长风格



来源：wind，国金证券研究所。注：纵轴为指数标准化之后的值，2024-01-02=1。

图表4：个人投资者主导了市场的成交情绪

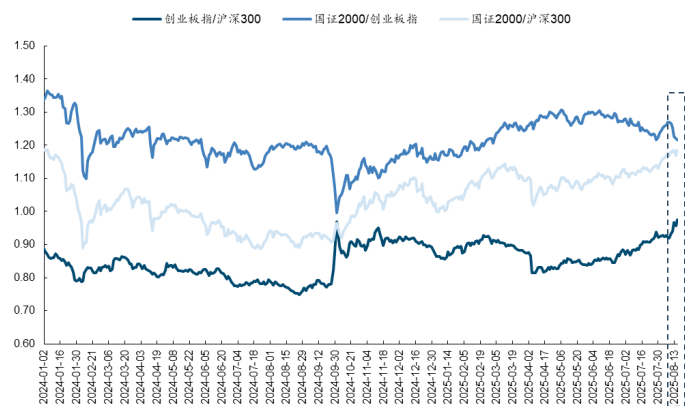


来源：wind，国金证券研究所。注：全 A 成交情绪为成交额和换手率等权重合成。

另一方面，成长内部逐步开始从过去以国证 2000 为代表的小盘成长向以创业板指为代表的大盘成长切换，背后体现的是：1、国证 2000 相对于创业板指的估值差异已经处于历史较高分位数，性价比下降，市场开始进行高低切；2、投资者在产业趋势形成的过程中，也开始对盈利能力进行定价。而代表大盘蓝筹的沪深 300 不仅大幅跑输创业板指，也没能跑赢国证 2000，背后是市场对于宏观经济的预期依旧较弱。未来来看，在宏观经济预期扭转之前，以创业板指为代表的大盘成长风格可能会持续占优一段时间，当前创业板指相较于沪深 300 的估值差异也并不极端，处于历史较低分位数。

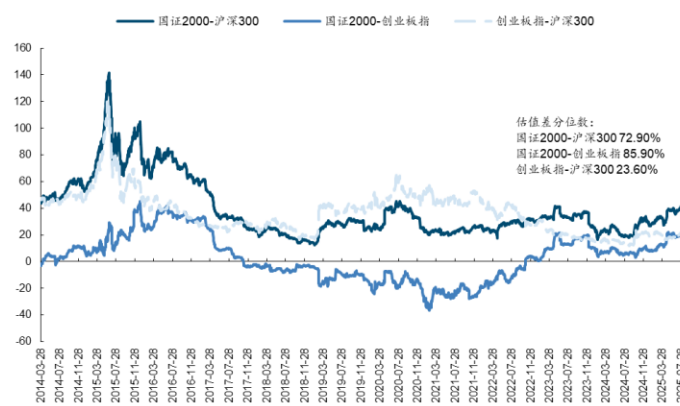


图表5：近期国证 2000 开始明显跑输创业板指，但沪深 300 依旧跑输二者



来源:wind, 国金证券研究所。注:纵轴为指数标准化之后的比值,2014-03-28=1。

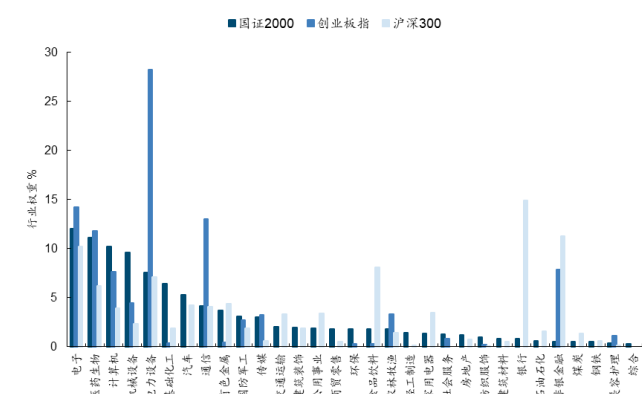
图表6：国证 2000 与创业板指的估值差异处于历史高位，而创业板指与沪深 300 的估值差异处于历史低位



来源:wind, 国金证券研究所。注:纵轴为指数 PE TTM 估值的差值。

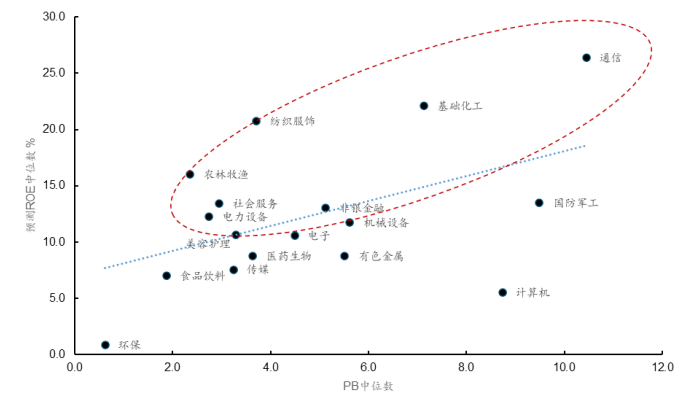
从行业暴露上看,创业板指相较于国证 2000 在电力设备、通信以及非银金融的权重更大。而从创业板指成分股所属行业的当前估值和未来预测盈利的匹配度上看,恰好上述三个行业仍处于相对性价比区间,除此以外基础化工、纺织服饰、社会服务、农林牧渔也具备类似的特征。

图表7：创业板指在电力设备、通信和非银上的行业暴露更大



来源:wind, 国金证券研究所

图表8：电力设备、通信以及非银金融恰好在创业板指内部的估值-预期盈利匹配度仍较好



来源:wind, 国金证券研究所

2、国内经济处于现实和预期“双弱”阶段，但至暗时刻可能快要过去

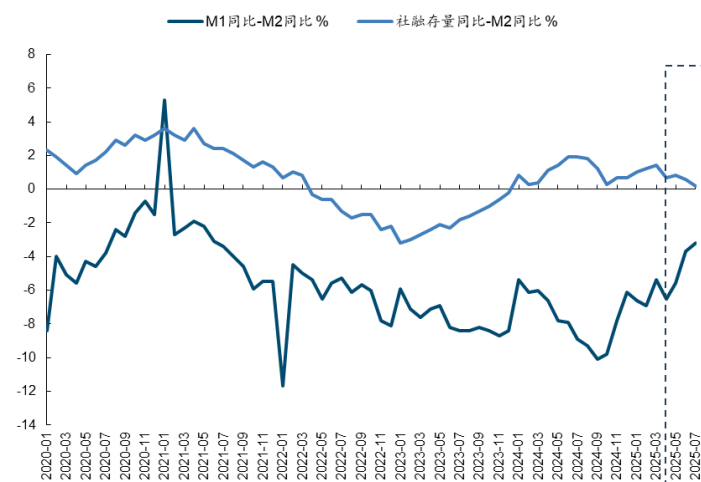
本周公布了 7 月的金融数据和经济数据,当前基本面仍处于现实和预期“双弱”的阶段,但这可能属于反内卷过程中的正常现象,未来随着价格企稳带来中游制造业的利润修复,需求可能也会随之慢慢恢复。

具体而言:

(1) 7 月金融数据从整体情况来看,社融存量同比仍在扩张,但与 M2 的增速差却依旧在回落,而且从结构上看,新增社融主要由政府债支撑,新增贷款却创 2000 年以来的最大负值;M1-M2 同比增速剪刀差仍在扩大,指示存款活期化的趋势仍在继续,但资金是否真正“脱虚入实”还有待观测。

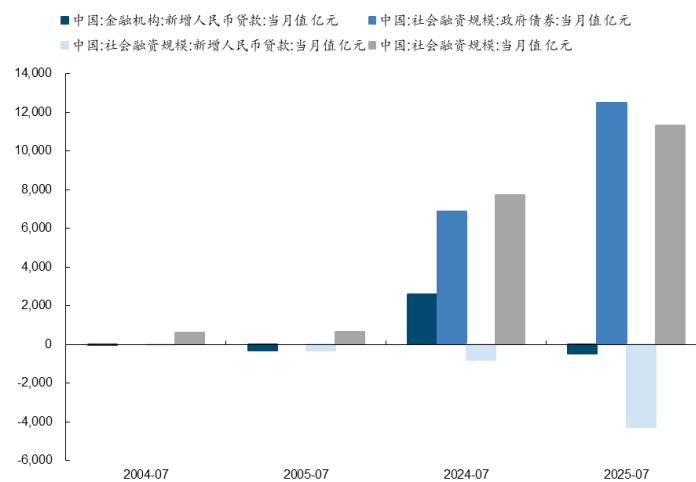


图表9：社融-M2 仍在回落，M1-M2 仍在扩张



来源：wind，国金证券研究所

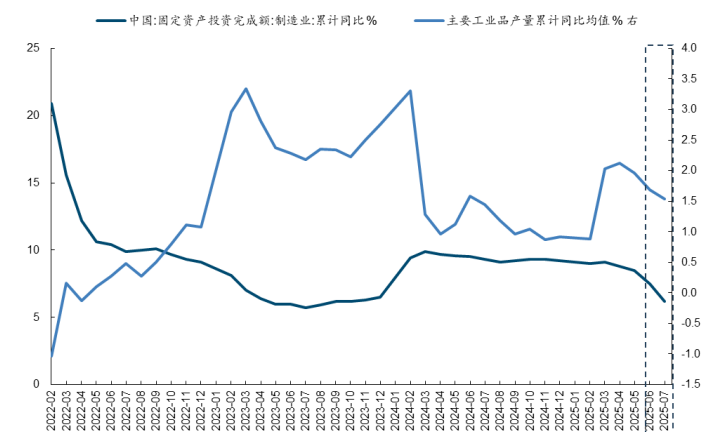
图表10：结构上，新增贷款创 2000 年以来的最大负值



来源：wind，国金证券研究所

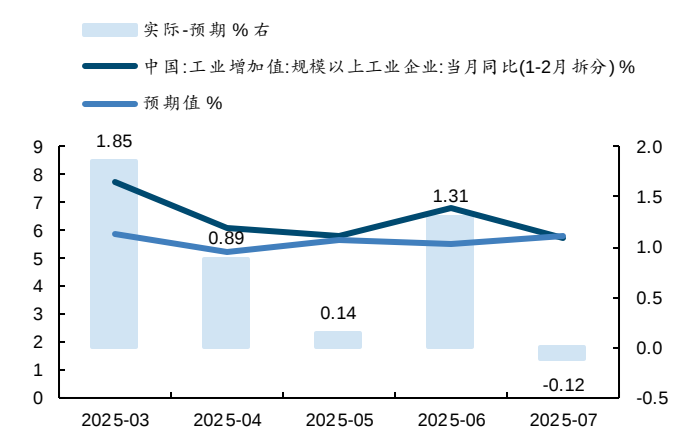
(2) 从 7 月的经济数据来看，反内卷对经济的影响正在逐步显现：一方面制造业投资增速继续回落，主要工业品的产量同比增速也开始放缓；另一方面工业增加值的增速有所回落且不及预期，这意味着受反内卷政策的影响，规模以上工业企业的生产活动也开始放缓。

图表11：受反内卷的影响，制造业投资和主要工业品产量的同比增速都有所下降



来源：wind，国金证券研究所。注：主要工业品包括原煤、焦炭、原油、天然气、钢材、十种有色金属、水泥以及平板玻璃。

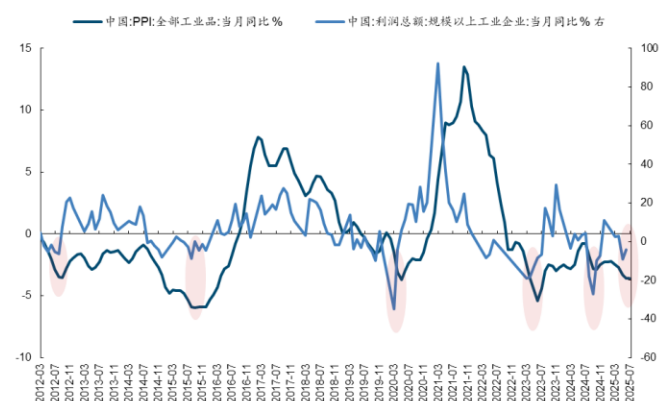
图表12：与此同时，工业增加值的增速回落且不及预期，大企业的生产活动也开始放缓



来源：wind，国金证券研究所

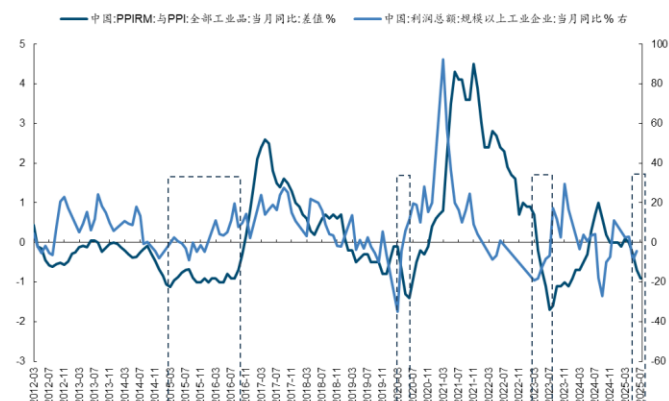
当前经济基本面仍处于从内卷到反内卷的过渡阶段，量的走弱属于正常现象，我们认为未来宏观经济层面的价格与价差信号更为关键。从历史上看，企业盈利的底部先于 PPI 的底部出现。而在企业盈利见底上行的过程中，PPIRM-PPI 会继续下行然后才触底回升，背后是中游制造业企业供给优化后在原材料成本比出厂价格下降更快的过程中利润水平开始修复，然后才有整体物价和需求水平的修复。7 月 PPIRM-PPI 继续回落，可能对于中游制造业的企业盈利继续修复有一定指示意义。

图表13: 历史上, 工业企业盈利的底部往往领先于PPI的底部



来源: wind, 国金证券研究所

图表14: 在工业企业盈利见底回升的过程中, PPIRM-PPI会继续回落, 然后再抬升



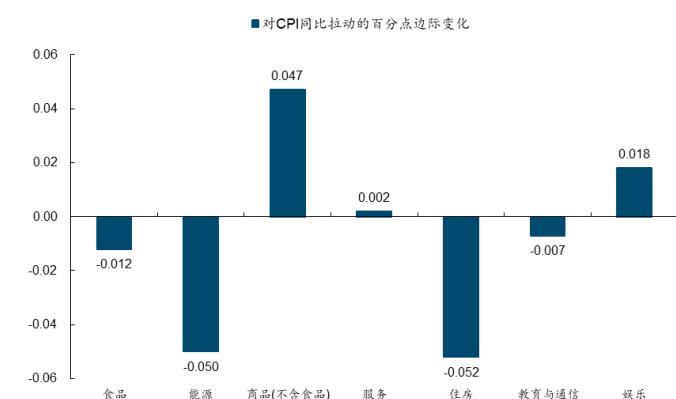
来源: wind, 国金证券研究所

3、海外：关税引发的通胀压力正在显现，但制造业投资反而可能因此加速

本周美国的通胀数据悉数公布, 显著的特征是 PPI 同比远超市场预期, 背后是关税引发的通胀压力逐步显现, 而这也使得降息预期出现了扰动。具体而言:

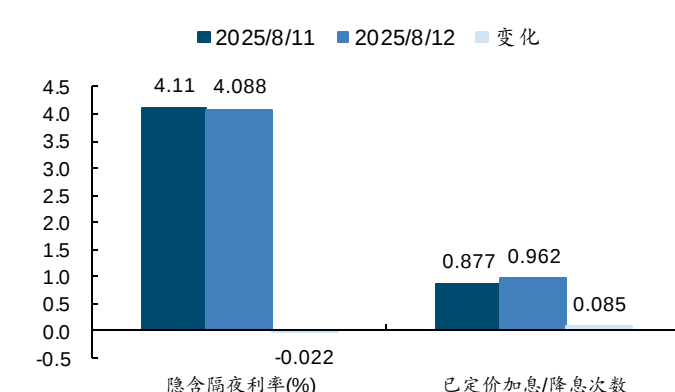
(1) 从 CPI 数据来看, 整体低于预期, 主要原因是食品和能源价格的拖累; 虽然核心 CPI 受到服装、汽车的价格影响略超预期, 但整体也相对温和。因此在 CPI 数据公布之后, 市场押注美联储降息的概率上升。

图表15: 7月核心CPI略超预期主要是商品通胀贡献



来源: wind, 国金证券研究所

图表16: CPI数据公布之后, 市场押注美联储降息的概率上升

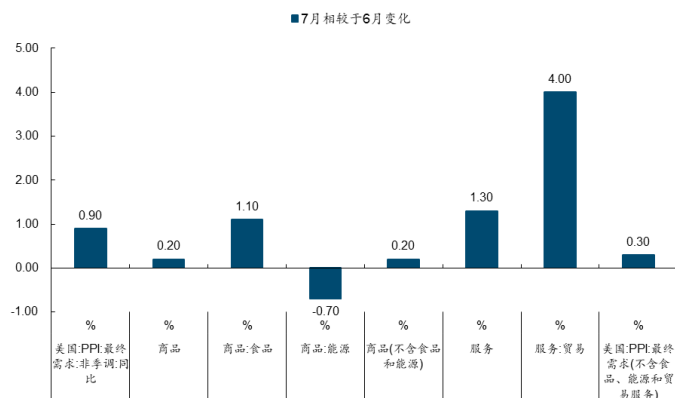


来源: wind, 国金证券研究所

(2) 从 PPI 数据来看, 无论是同比还是环比增速都超市场预期, 背后主要是贸易服务分项的贡献, 但我们可以发现即便剔除食品和能源以及贸易服务之后, PPI 同比增速仍在上升, 这可能意味着的是由关税冲击带来的通胀压力已经在非贸易领域扩散。因此在 PPI 数据公布之后, 此前的 9 月降息预期出现了大幅回落, 对市场此前的降息交易造成了扰动。

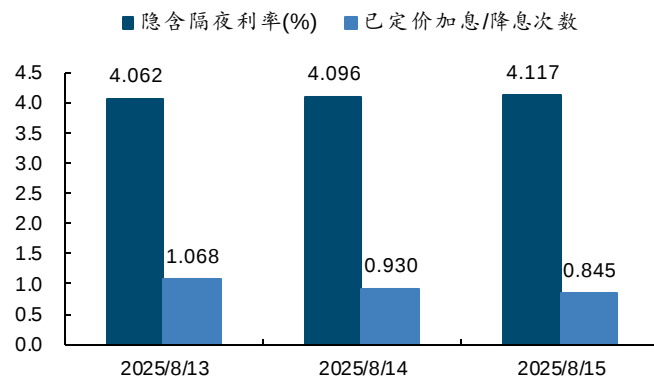


图表17: PPI 中贸易服务分项成为主要贡献, 但 PPI 中不含食品、能源和贸易服务的通胀也在攀升



来源: wind, 国金证券研究所

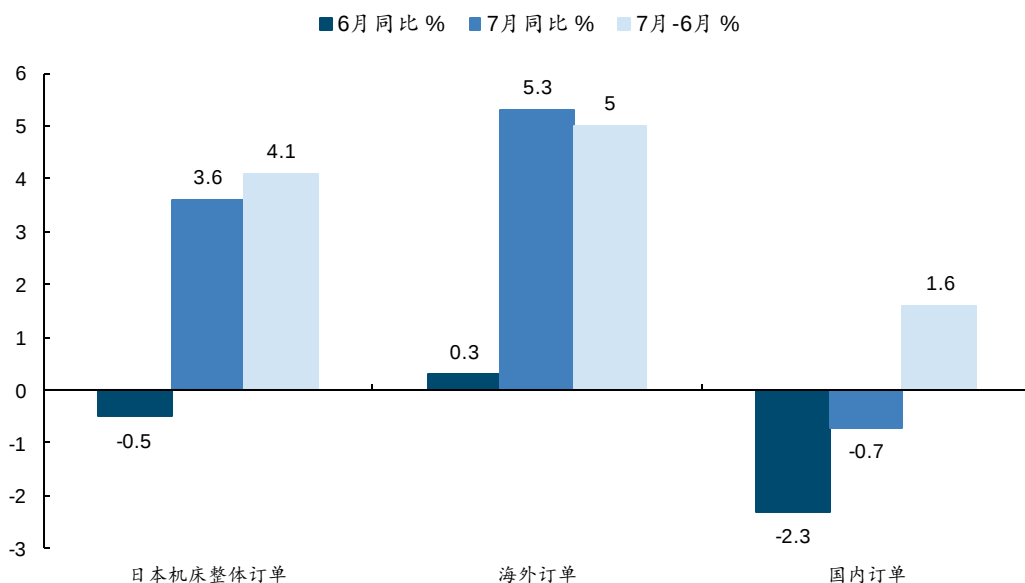
图表18: PPI 数据公布之后, 市场押注 9 月美联储降息的概率大幅下降



来源: wind, 国金证券研究所

未来来看,如果在通胀压力尚未完全评估之前进行降息,一方面降息幅度可能不及预期(从原来的 50bp→25bp);另一方面反而可能会触发市场对于通胀加速反弹的预期。此前的降息交易短期可能会回摆。但无论如何未来商品通胀带来的制造业的实际利率的下行趋势都已经确立。实际利率下行的环境中会更有利于实体的投资活动。可以看到受到关税的影响,全球制造业投资活动反而在加速,一个印证是日本机床的出口受到中美欧市场的提振仍在持续正增长:2025 年 7 月日本机床订单同比增长 3.6%,其中主要由海外订单贡献(同比+5.3%),而日本国内需求反而同比下降 0.7%。

图表19: 7 月日本机床海外订单同比增速大幅反弹



来源: Tradingeconomics, 国金证券研究所

4、市场的核心线索仍然是盈利

8 月以来市场整体仍在继续抢跑基本面,但随着估值的不断抬升,抢跑的空间可能越来越有限。因此市场的定价结构上投资者也开始重视基本面的定价,只不过当前只是集中于产业趋势相关的成长领域:从过去的小盘成长到注重盈利能力更优、业绩兑现概率更大的大盘成长。而对于宏观经济基本面相关的领域而言,以沪深 300 为代表的大盘蓝筹依旧跑输市场。当前大盘成长的估值相较于大盘价值/蓝筹而言并不算贵,因此市场的风格可能在基本面因素并未出现明显改善之前并不会出现切换,但我们认为这只是时间和节奏的问题,方向上基本面触底回升的概率在逐步加大。中游制造业在反内卷的过程中利润率的修复仍需要一定时间,海外制造业投资的趋势也并未改变,我们坚定认为未来基本面的定价不会局限于产业趋势/成长风格内部,而当前与宏观经济相关领域的资产价格也隐含了较高的



赔率，对应了未来基本面预期扭转之后的更高的弹性。基于上述分析，我们对于中期推荐的主线维持不变：

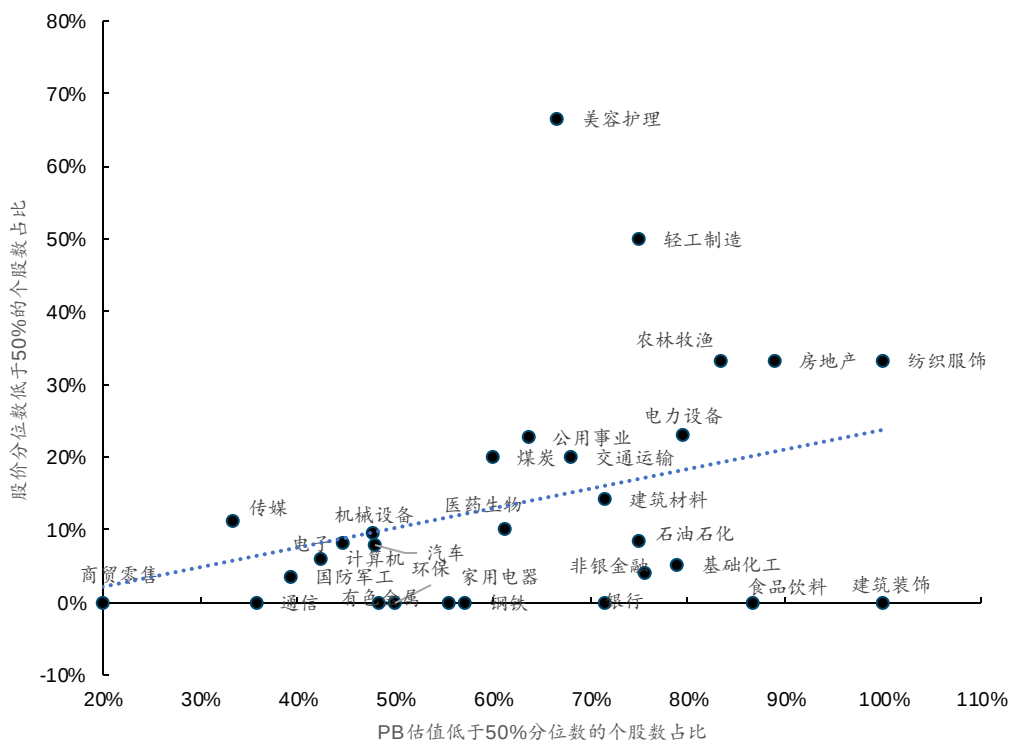
第一，同时受益于海外制造业修复、国内“反内卷”政策推进的上游资源品（工业金属（铜、铝等），油）及资本品（工程机械、重卡、叉车），中间品（钢铁、基础化工）。

第二，未来股权将优于债权，保险的长期资产端将受益于资本回报的见底，其次是券商。

第三，对于红利而言，定价的驱动力将会从过去的关注低波而转向基本面预期的改善，消费型红利（食品饮料、家电、纺织服装）在未来或将受益。

在短期经济基本面因素尚未扭转之前，可以适当关注大盘成长权重的低位方向：如电力设备、美容护理、传媒等。

图表20：一级行业中市值在300亿及以上的、股价分位数和PB估值分位数低于50%的个股占比，电力设备、美容护理较高，TMT中传媒的低股价分位数个股占比相对较高



来源：wind，国金证券研究所。注：数据截至2025-08-15。

5、风险提示

国内经济修复不及预期：如果后续国内经济数据超预期走弱，那么文中对于企业资本回报企稳回升的假设也就不适用。

海外经济大幅下行：如果海外经济超预期下行，那么全球制造业共振修复可能会暂停，实物资产需求也会放缓。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究