

2025年07月04日

拔估值行情到何时？

定期报告

投资要点

- ◆ **导致拔估值行情结束的核心因素是政策收紧和外部负面冲击、估值情绪过高、行业轮动完成等。**复盘 2005 年以来的 A 股 7 次“拔估值”行情（盈利走弱但大盘上涨），可以看到：（1）上证综指平均涨幅为 21.9%，平均持续 53 个交易日。（2）导致拔估值行情结束的因素有：一是政策收紧和外部负面冲击是核心因素，如 2009 年 2 月美债收益率快速上行、2012 年 3 月地产政策收紧、2019 年 4 月央行重提“把好货币供给总闸门”、2022 年 7 月美联储加息、2023 年 2 月美联储加息预期强化、2024 年 10 月严禁信贷资金入市等。二是估值和情绪过高也可能导致拔估值行情见顶：行情见顶时全 A 换手率分位数一般会上升至 65% 以上、成交额从最低点至最高的上升幅度在 57%-743% 不等、上证综指 PE 分位数可能上升至 50% 以上。三是蓝筹补涨等行业轮动完成也是行情见顶的标志之一。
- ◆ **当前拔估值行情可能处于筑顶阶段，A 股短期可能延续震荡趋势。**（1）短期拔估值行情可能处于筑顶阶段。一是短期政策依然偏积极，外部事件依然偏积极。二是短期情绪指标已处于相对高位：全 A 换手率分位数为 73% 左右，全 A 成交额从最低点至最高点的上升幅度为 72.7%，上证综指估值分位数已达 56% 左右。三是短期行业轮动可能基本完成：2025/4/8 至 2025/6/25 期间涨幅靠后的食品饮料、钢铁、煤炭在 6/25-7/4 期间均出现补涨。（2）短期基本面延续弱修复趋势。一是经济数据上，5 月制造业 PMI 依然处于收缩区间，新出口订单依然偏弱。二是高频数据上，一二三线城市周销售均季节性有所回升，但同比降幅进一步扩大；螺纹钢和石油沥青装置开工率有所回升。（3）短期流动性维持宽松。一是宏观流动性短期维持宽松：首先，美国 9 月降息仍是大概率；其次，国内 7 月开始 MLF 到期量上升，央行短期仍可能加大资金投放力度。二是股市资金仍可能维持流入：首先，融资仍有较大回补空间；其次，陆股通单日成交额较 5 月底上升，外资短期可能有所流入。
- ◆ **行业配置：短期聚焦低估值蓝筹和成长，继续均衡配置。**（1）短期低估值蓝筹和成长可能相对占优。一是复盘历史，拔估值行情结束前一个月，高景气和政策导向的行业相对占优；拔估值行情结束后一个月，高景气和低估值补涨的相对占优。二是当前来看，低估值蓝筹和成长可能相对占优：首先，当前处于拔估值行情的末期，高景气的行业相对占优，而当前高景气的行业主要是科技成长和有色金属、化工等；其次，若拔估值行情结束，则科技、周期、大金融等行业中的低估值、涨幅靠后的行业可能表现偏强。（2）从 4-5 月工业企业利润同比增速来看，预计交运、电子、通信、建材、电新、机械、电力等行业中报业绩增速可能偏高。（3）当前成长中的传媒、汽车、通信、医药，蓝筹中的农林牧渔、非银行金融、食品饮料、家电等性价比较高。一是成长行业上，传媒、汽车、通信、医药当前成交额占比历史分位数相对较低。二是蓝筹行业上，农林牧渔、非银行金融、食品饮料、家电等行业目前 PE 历史分位数相对较低。（4）短期建议继续均衡配置：一是估值性价比和中报盈利增速可能较高的医药、有色金属、电新、交运、建材、大金融等行业；二是政策和产业趋势向上的电子（消费电子）、传媒（AI 应用、游戏）、通信（算力）、机器人、军工、计算机（国产软件）等。
- ◆ **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。**

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

新股板块活跃度急剧升温，但预计高低切或继续伴生-华金证券新股周报 2025.6.29

七月继续震荡，风格偏均衡 2025.6.28

提振消费政策可能进一步支撑股市 2025.6.25

新股板块高低切，性价比或是当前配置重点-华金证券新股周报 2025.6.23

震荡延续，继续均衡配置 2025.6.22



内容目录

一、导致拔估值行情结束的因素是什么？	3
（一）导致拔估值行情结束的核心因素是外部负面冲击、情绪过高	3
（二）当前拔估值行情可能筑顶，A 股短期可能延续震荡趋势	5
二、行业配置：短期聚焦低估值蓝筹和成长，继续均衡配置	8
（一）短期低估值蓝筹和成长可能相对占优	8
（二）交运、电子、通信、建材、电新等行业中报业绩增速可能偏高	10
（三）从情绪和估值角度筛选成长和蓝筹行业	10
（四）短期继续均衡配置低估值蓝筹和科技成长	12
三、风险提示	14

图表目录

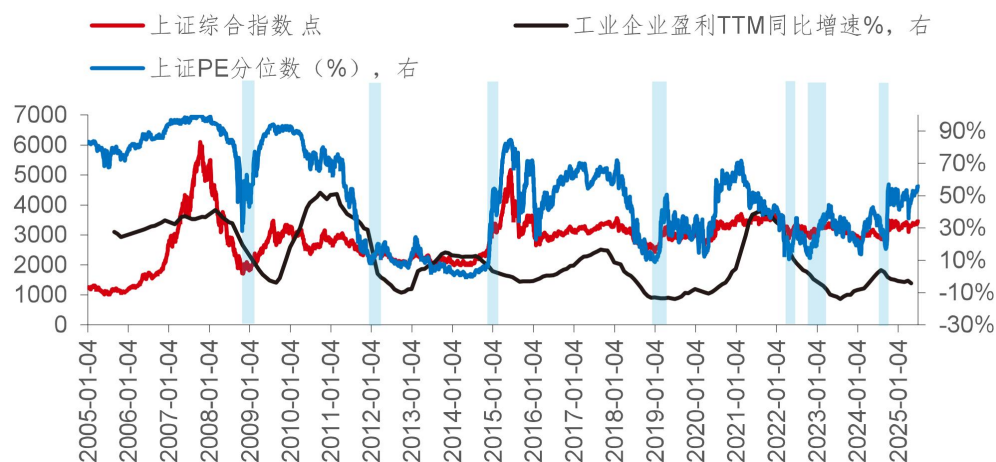
图 1：2005 年以来 A 股“拔估值”行情共有 7 段	3
图 2：拔估值行情期间各项指标变化一览	4
图 3：拔估值行情尾声行业多出现补涨	5
图 4：本轮上证估值分位数已上涨近 20 个百分点	6
图 5：前期涨幅靠后行业已经开始补涨	6
图 6：6 月制造业 PMI 部分分项改善	7
图 7：一二三线城市地产销售同比数据转弱	7
图 8：6 月北京、深圳二手房成交面积同比继续下滑	7
图 9：近期石油沥青装置开工率强于去年同期	7
图 10：CME 预测 7 月暂停降息概率接近 100%	8
图 11：美国失业率略有下降	8
图 12：2025 年下半年为 MLF 到期高峰	8
图 13：陆股通成交额近期有所回升	8
图 14：“拔估值”行业前后一个月涨幅前十的行业一览	9
图 15：2025 年中信一级行业对应工业企业利润总额同比变化	10
图 16：成长一级行业筛选	11
图 17：蓝筹一级行业筛选	11
图 18：蓝筹二级行业筛选	12
图 19：太阳能、风电发电装机容量同比增速明显回升	13
图 20：港口生产数据向好	13
图 21：6 月国产游戏审批数量达到高位	14
图 22：软件业务收入稳步提升	14

一、导致拔估值行情结束的因素是什么？

（一）导致拔估值行情结束的核心因素是外部负面冲击、情绪过高

导致拔估值行情结束的核心因素是政策收紧和外部负面冲击、估值情绪过高、行业轮动完成等。复盘 2005 年以来 A 股 7 次“拔估值”行情（即盈利走弱，但大盘上涨，分别是 2008/10/31-2009/2/28、2012/1/5-2012/3/14、2014/10/31-2014/12/31、2019/1/2-2019/4/8、2022/4/27-2022/7/5、2022/10/31-2023/2/28、2024/9/18-2024/10/8）可以看到：（1）期间内上证平均涨幅为 21.9%，平均持续 53 个交易日。（2）导致拔估值行情结束的核心因素是政策收紧和外部负面冲击、估值情绪过高、行业轮动完成等。一是政策收紧和外部负面冲击是核心因素，例如：2009 年 2 月十年期美债收益率快速上行；2012 年 3 月地产政策收紧；2019 年 4 月央行例会重提“把好货币供给总闸门”，政治局会议强调房住不炒；2022 年 7 月地产“烂尾楼强制停贷”事件发酵，美联储加息；2023 年 2 月美联储会议纪要强化加息预期；2024 年 10 月监管严禁信贷基金入市等。二是估值和情绪过高也可能导致拔估值行情见顶：首先，行情见顶时全 A 换手率分位数（2005 年起）一般会上升至 65% 以上；其次，期间全 A 成交额从最低点至最高点的上升幅度在 57%-743% 不等；最后，上证综指 PE 分位数可能上升至 50% 以上。三是蓝筹补涨等行业轮动完成也是行情见顶的标志之一：首先，统计行情开始之日至结束前 7 个交易日内跌幅较深的板块多在行情尾声 7 个交易日内出现补涨，如 2008 年的银行和食饮，2012 年的医药、计算机和食饮，2022 年的农林牧渔和消费者服务，2024 年的医药、军工和电子等；其次，蓝筹多在行情末期补涨，如 2014 年行情结束前 7 个交易日内银行、地产、非银涨幅居前 3 位，2019 年行情末期煤炭、钢铁、交运和石化补涨，2023 年行情末期煤炭、钢铁、建筑等补涨。

图 1：2005 年以来 A 股“拔估值”行情共有 7 段



资料来源：华金证券研究所，wind

图 2：拔估值行情期间各项指标变化一览

开始时间	结束时间	上证涨跌幅 (%)	制造业PMI (%)	社零增速 (%)	出口增速 (%)	换手率分位数 (%)	全A成交额从最低点至最高点上升幅度 (%)	上证PE分位数最大值 (%)	政策/外部事件
2008/10/31	2009/2/28	18.10	44.6→49.0	22.0→11.6	19.3→-25.8	33.4→91.6	743.1	77.3	十年期美债收益率快速上行
2012/1/5	2012/3/14	10.23	50.5→53.1	13.1→15.2	-0.6→8.8	2.2→65.4	332.9	20.3	地产政策收紧
2014/10/31	2014/12/31	35.28	50.8→50.1	11.5→11.9	11.6→9.7	74.6→79	326.4	46.5	年底中央经济工作会议继续强调稳增长
2019/1/2	2019/4/8	30.11	49.5→50.1	8.2→7.2	9.3→2.7	5.3→85.4	425.7	48.7	4月央行例会重提“把好货币供给总闸门”；政治局会议强调房贷不炒
2022/4/27	2022/7/5	17.93	47.4→49.0	-11.1→2.7	2.2→16.4	70.7→70.6	96	36.2	7月地产“烂尾楼强制停贷”事件发酵；美联储加息
2022/10/31	2023/2/28	12.47	49.2→52.6	-0.5→3.5	-1.8→-2.9	49.3→34.7	57	36.9	2月美联储会议纪要强化加息预期
2024/9/18	2024/10/8	29.06	49.8→50.1	3.2→4.8	2.3→12.7	27.9→97.4	623.1	57.1	10月监管严禁信贷基金入市

资料来源：华金证券研究所，wind（注：分位数计算从 2005 年起；月频数据取起止日期当月数据比较，日频数据取起止日期当日数据比较）

图 3：拔估值行情尾声行业多出现补涨

行业涨跌幅排名								
排名	2008/10/31	2009/2/18	2012/1/5	2012/3/5	2014/10/31	2014/12/22	2019/1/2	2019/3/27
	2009/2/18	2009/2/28	2012/3/5	2012/3/14	2014/12/22	2014/12/31	2019/3/27	2019/4/8
	涨跌幅从低到高	涨跌幅从高到低	涨跌幅从低到高	涨跌幅从高到低	涨跌幅从低到高	涨跌幅从高到低	涨跌幅从低到高	涨跌幅从高到低
TOP1	交通运输	银行	医药	食品饮料	电子	银行	银行	基础化工
TOP2	基础化工	汽车	通信	商贸零售	医药	房地产	电力及公用事业	建材
TOP3	石油石化	建材	电力及公用事业	电子	轻工制造	非银行金融	建筑	煤炭
TOP4	银行	电力及公用事业	银行	纺织服装	基础化工	食品饮料	石油石化	食品饮料
TOP5	非银行金融	电力设备及新能源	计算机	医药	消费者服务	综合	消费者服务	钢铁
TOP6	食品饮料	国防军工	消费者服务	基础化工	通信	建筑	汽车	非银行金融
TOP7	电力及公用事业	医药	石油石化	轻工制造	电力设备及新能源	电力及公用事业	煤炭	交通运输
TOP8	钢铁	机械	交通运输	综合	计算机	建材	钢铁	农林牧渔
TOP9	建筑	食品饮料	食品饮料	农林牧渔	传媒	煤炭	交通运输	商贸零售
TOP10	煤炭	农林牧渔	商贸零售	计算机	纺织服装	石油石化	有色金属	石油石化
排名	2022/4/27	2022/6/24	2022/10/31	2023/2/17	2024/9/18	2024/9/20		
	2022/6/24	2022/7/5	2023/2/17	2023/2/28	2024/9/20	2024/10/8		
	涨跌幅从低到高	涨跌幅从高到低	涨跌幅从低到高	涨跌幅从高到低	涨跌幅从低到高	涨跌幅从高到低		
TOP1	房地产	煤炭	煤炭	煤炭	医药	计算机		
TOP2	银行	医药	国防军工	纺织服装	农林牧渔	非银行金融		
TOP3	建筑	消费者服务	电力设备及新能源	钢铁	国防军工	电子		
TOP4	商贸零售	有色金属	电力及公用事业	轻工制造	电子	电力设备及新能源		
TOP5	交通运输	农林牧渔	交通运输	家电	食品饮料	消费者服务		
TOP6	纺织服装	基础化工	机械	农林牧渔	电力设备及新能源	国防军工		
TOP7	农林牧渔	食品饮料	农林牧渔	石油石化	电力及公用事业	传媒		
TOP8	消费者服务	电力及公用事业	钢铁	国防军工	通信	通信		
TOP9	非银行金融	国防军工	电子	建筑	钢铁	食品饮料		
TOP10	电力及公用事业	钢铁	建筑	通信	机械	医药		

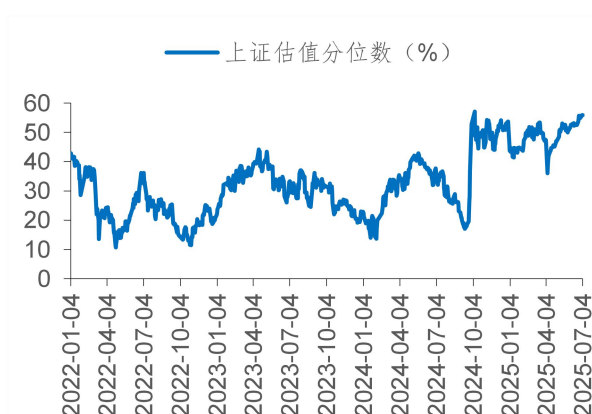
资料来源：华金证券研究所，wind（注：浅红色标注行业为重复项，即前期跌幅较深行业后期涨幅较高；涨跌幅从低到高统计时间范围为开始日期至结束日期前 7 个交易日，涨跌幅从高到低统计时间范围为结束日期前 7 个交易日至结束当日）

（二）当前拔估值行情可能筑顶，A 股短期可能延续震荡趋势

短期拔估值行情可能处于筑顶阶段。（1）短期政策依然偏积极，外部事件依然偏积极。一是近期中央财经委会议强调要纵深推进全国统一大市场建设，六部门发布金融支持消费政策措施等，短期积极的政策不断落地实施，政策预期仍偏强。二是 9.3 阅兵、美取消相关对华经贸限制措施等显示外部事件依然偏积极，但伊以冲突等地缘风险仍可能反复：首先，近期伊朗宣布在伊斯兰革命卫队和当地情报部门的配合下，过去两周内，成功在该国东南部锡斯坦-俾路支斯坦省逮捕了 50 多名与以色列有关联的人员，此外以色列国防部长卡茨发文总结以军日前针对伊朗发起的代号为“崛起的雄狮”军事行动，称已下令以色列国防军制定针对伊朗的行动计划，且以色列将

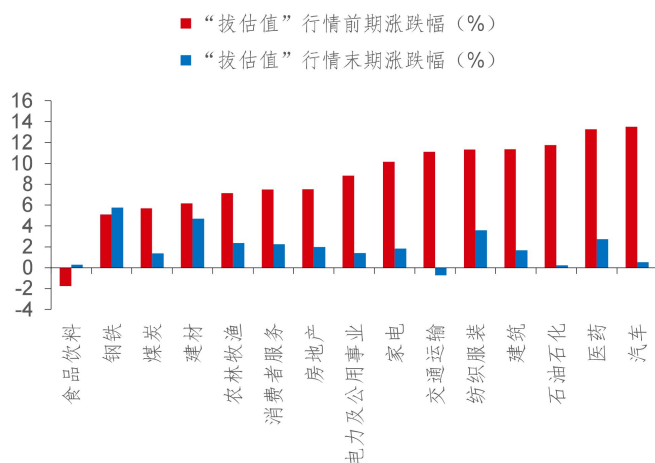
定期采取行动，伊以冲突后续可能有反复的风险；其次，中美双方于近期确认了落实两国元首 6 月 5 日通话重要共识和巩固日内瓦经贸会谈成果的具体细节，美方取消对华采取的一系列限制性措施，中美关系有边际修复趋势；最后，9 月 3 日上午，以中共中央、全国人大常委会、国务院、全国政协、中央军委名义，在北京天安门广场隆重举行纪念中国人民抗日战争暨世界反法西斯战争胜利 80 周年大会，届时习近平总书记将发表重要讲话，对市场情绪可能有提振。（2）短期情绪指标已处于相对高位。一是当前全 A 换手率分位数已经处于 73% 左右的高位。二是本轮行情期间全 A 成交额从最低点至最高点的上升幅度约为 72.7%，已超过 2022 年行情的成交额提升幅度。三是上证估值分位数在 56% 左右，已经处于中性偏高的位置。（3）短期行业轮动可能基本完成。本轮“拔估值”行情从 2025/4/8 至 2025/6/25 期间涨幅靠后的行业分别是食品饮料、钢铁、煤炭，而 6/25-7/4 期间均出现补涨，此外有色、钢铁、建材等蓝筹板块近 7 个交易日涨幅也居全行业前 10 名，行业轮动可能基本完成。

图 4：本轮上证估值分位数已上涨近 20 个百分点



资料来源：华金证券研究所，wind（注：分位数计算从 2005 年起）

图 5：前期涨幅靠后行业已经开始补涨

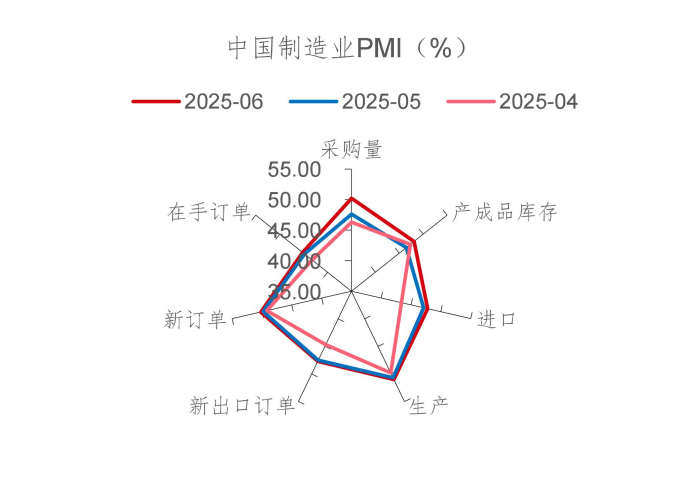


资料来源：华金证券研究所，wind（注：行情前期统计范围为 2025/4/8-2025/6/25；末期为 2025/6/25-2025/7/4）

短期基本面延续弱修复趋势。（1）经济数据显示外需压力仍较大。一是 6 月制造业 PMI 录得 49.7%（前值为 49.5%），已经连续 2 个月回升，但依然处于收缩区间，其中调查的 21 个行业中有 11 个位于扩张区间，比上月增加 4 个。二是结构上：首先，关税政策的负面冲击有所消减，6 月生产、新订单和新出口订单 PMI 分别录得 51.0%、50.2%和 47.7%，均较 5 月有所修复，但新出口订单依然偏弱，显示外需压力仍较大；其次，6 月装备制造业、高技术制造业和消费品这三大重点行业 PMI 分别为 51.4%、50.9%和 50.4%，均连续两个月位于扩张区间，稳增长、扩内需政策发力效果较好，短期内制造业景气有望在政策催化下继续改善。（2）高频数据显示基本面仍在弱修复。一是、二、三线地产周销售均季节性有所回升，但同比降幅进一步扩大：首先，一线、二线和三线城市商品房成交面积受季节效应影响略有回升，但同比增速继续维持低位，最新周度数据分别为-18.5%、-15.3%、-43.9%，6 月销售同比增速分别为-5.4%、-4.6%、-20.9%；其次，二手房销售也偏弱，6 月北京和深圳二手房（住宅）成交面积同比增幅分别为 3.6%、12.7%，自今年 2 月以来持续下滑，房价尚未企稳下地产端需求不振。二是基建开工数据向好：首先，高频的螺纹钢和石油沥青装置开工率均维持回升趋势，且石油沥青装置开工率显著强于去年同期，或指向财政政策加码发力下基建项目加速落地；其次，今年以来多地按照国务院办公厅去年底印

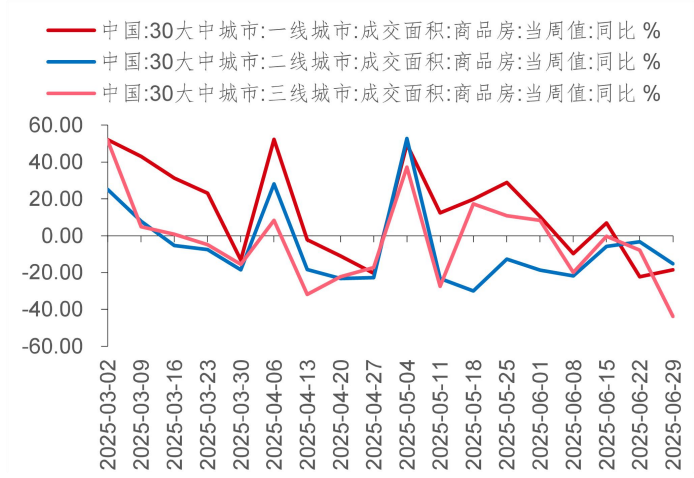
发的《关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》要求开展专项债券项目“自审自发”试点，有望进一步推动审核效率和资金使用效益提升，下半年新增专项债发行可能提速。

图 6：6 月制造业 PMI 部分分项改善



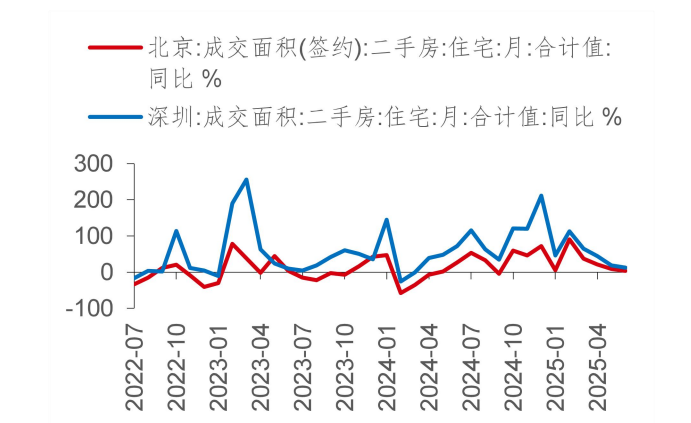
资料来源：华金证券研究所，wind

图 7：一二三线城市地产销售同比数据转弱



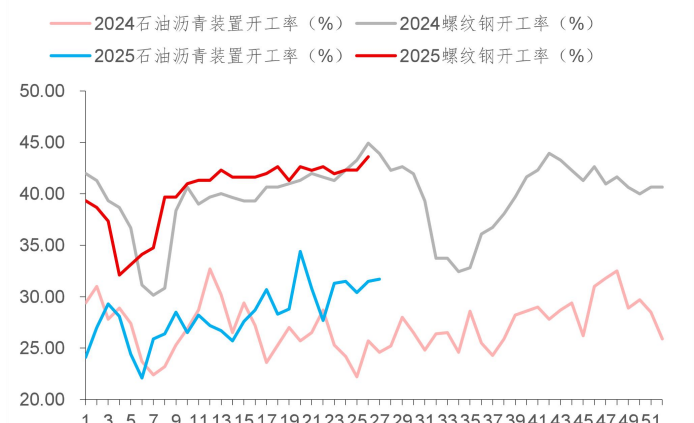
资料来源：华金证券研究所，wind

图 8：6 月北京、深圳二手房成交面积同比继续下滑



资料来源：华金证券研究所，wind

图 9：近期石油沥青装置开工率强于去年同期



资料来源：华金证券研究所，wind（注：横轴为第 N 周）

短期流动性维持宽松。（1）宏观流动性短期维持宽松。一是海外方面：首先，美国 6 月新增非农就业人数为 14.7 万人（前值为 13.9 万），失业率小幅下降 0.1 个百分点至 4.1%，但非农时薪同比增速继续放缓，海外就业数据仍有一定粘性，扰动后续降息预期，当前 CME 的预测来看 7 月不降息的概率接近 100%，但 9 月进一步降息的概率为 68%，年内降息周期大概率未完；其次，美元指数继续维持低位震荡，人民币汇率维持偏强趋势，海外对国内宽松的掣肘较小。二是国内方面：首先，6 月底央行通过公开市场操作投放流动性超过 1 万亿元，6 月公开市场操作合计投放流动性 4249 亿元，资金面维持充裕；其次，7 月份开始 MLF 到期量明显上升，央行短期仍可能通过加大资金投放力度、进一步降准降息等操作维持流动性宽松。（2）股市资金仍可能维持流入。首先，融资从 3 月中下旬开始大幅流出，3/21-4/30 期间共计净流出 1645 亿元，而 5 月至今（截至 2025/7/4）融资累计净流入 707 亿元，尚未完全回补前期流出的规模，仍有较大的回补空间。其次，陆股通单日成交额近期略有回升，MA5 数据震荡中枢上移，较 5 月底单日

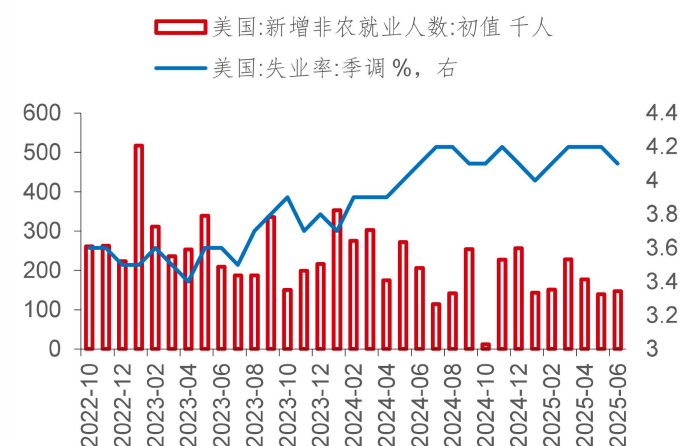
1000 亿左右的成交额明显上升，显示外资短期可能有所流入。最后，短期保增长政策不断落地、经济修复预期回升、人民币汇率升值等因素可能推动融资何外资继续平稳流入 A 股。

图 10: CME 预测 7 月暂停降息概率接近 100%

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
2025/7/30					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.7%	95.3%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.2%	67.8%	29.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	47.4%	41.2%	9.2%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	35.6%	42.9%	17.6%	2.4%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	16.3%	38.7%	31.9%	11.0%	1.4%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	9.7%	29.3%	34.8%	19.8%	5.4%	0.6%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.1%	3.4%	16.0%	31.0%	30.0%	15.2%	3.9%	0.4%
2026/6/17	0.0%	0.1%	1.9%	10.3%	24.3%	30.5%	21.9%	9.0%	2.0%	0.2%
2026/7/29	0.0%	0.7%	4.6%	14.8%	26.2%	27.7%	17.7%	6.7%	1.4%	0.1%
2026/9/16	0.2%	2.0%	8.2%	18.8%	26.8%	24.2%	13.9%	4.9%	0.9%	0.1%
2026/10/28	0.4%	2.7%	9.3%	19.7%	26.5%	23.1%	12.9%	4.4%	0.8%	0.1%
2026/12/9	0.7%	3.6%	10.7%	20.5%	26.0%	21.8%	11.8%	4.0%	0.7%	0.1%

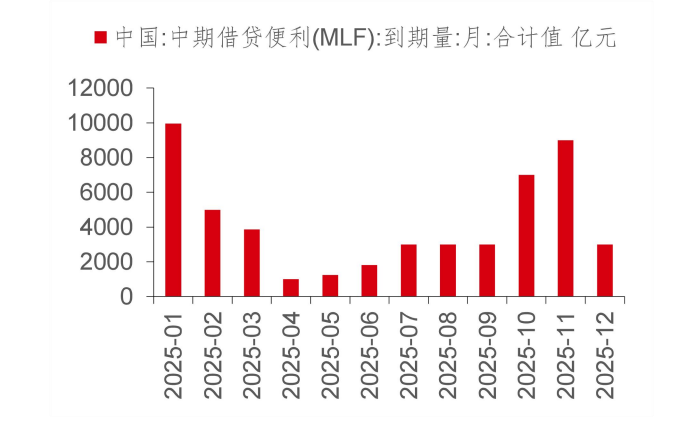
资料来源：华金证券研究所，CME FedWatch Tool（数据更新日期为 7/4）

图 11: 美国失业率略有下降



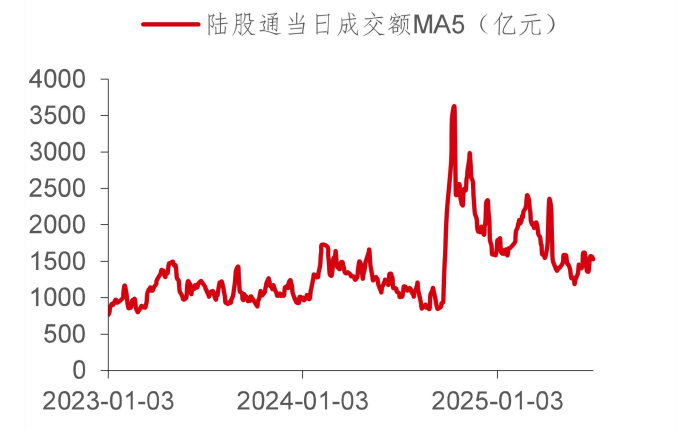
资料来源：华金证券研究所，wind

图 12: 2025 年下半年为 MLF 到期高峰



资料来源：华金证券研究所，wind

图 13: 陆股通成交额近期有所回升



资料来源：华金证券研究所，wind

二、行业配置：短期聚焦低估值蓝筹和成长，继续均衡配置

（一）短期低估值蓝筹和成长可能相对占优

短期低估值蓝筹和成长可能相对占优。一是复盘历史，拔估值行情结束前一个月，高景气和政策导向的行业相对占优：首先，高景气的行业相对占优，如 2009 年 2 月的有色金属、2014 年 12 月的非银、2019 年 3 月的食品饮料、2022 年 6 月的电力设备、2023 年 2 月的通信等；其次，政策支持的行业表现也相对较强，如 2009 年 2 月的有色金属（四万亿刺激）、2012 年 2 月的家电（家电下乡）、2014 年 12 月的建筑（一带一路）、2022 年 6 月的电力设备（新能源补贴）。二是复盘历史，拔估值行情结束后一个月，高景气和低估值补涨的相对占优：首先，高景

气的行业表现偏强，如 2009 年 3 月的有色金属、2015 年 1 月的计算机、2023 年 3 月的计算机和传媒等；其次，低估值或补涨的行业相对占优，如 2012 年 4 月的房地产、2019 年 5 月的家电和食品饮料、2022 年 8 月的通信和电子等。三是当前来看，低估值蓝筹和成长可能相对占优：首先，当前处于拔估值行情的末期，高景气的行业相对占优，当前高景气的主要集中在科技成长和有色金属、化工等涨价相关行业上；其次，若拔估值行情结束，则低估值或补涨的行业可能相对占优，因此科技、周期、大金融等行业中的低估值、涨幅靠后的行业可能表现偏强。

图 14：“拔估值”行业前后一个月涨幅前十的行业一览

行业涨跌幅(%)							
2008/11/1-2009/2/28				2012/1/5-2012/3/14			
前一个月		后一个月		前一个月		后一个月	
有色金属	20.1	有色金属	31.1	家用电器	11.0	房地产	4.6
家用电器	15.9	房地产	27.3	国防军工	9.2	非银金融	3.8
汽车	15.1	综合	26.7	传媒	8.5	社会服务	3.0
建筑材料	12.5	煤炭	25.0	社会服务	8.1	食品饮料	1.1
食品饮料	10.4	电子	24.9	食品饮料	8.0	商贸零售	-0.2
综合	10.1	汽车	24.1	房地产	7.4	家用电器	-0.5
农林牧渔	9.2	社会服务	23.9	计算机	6.2	建筑材料	-0.8
房地产	8.8	纺织服饰	23.6	商贸零售	5.9	纺织服饰	-1.0
商贸零售	8.6	电力设备	23.1	基础化工	5.9	钢铁	-1.2
电子	8.2	非银金融	22.9	农林牧渔	5.7	建筑装饰	-1.3
2014/11/1-2014/12/31				2019/1/2-2019/4/8			
前一个月		后一个月		前一个月		后一个月	
非银金融	49.6	计算机	18.1	食品饮料	18.8	家用电器	-5.4
建筑装饰	36.3	传媒	15.7	基础化工	17.7	食品饮料	-5.7
银行	29.6	农林牧渔	10.7	建筑材料	16.1	银行	-7.8
钢铁	21.3	家用电器	10.3	社会服务	13.6	农林牧渔	-8.7
公用事业	14.4	电子	10.0	国防军工	11.3	社会服务	-10.5
交通运输	11.1	纺织服饰	9.8	轻工制造	10.7	医药生物	-11.7
食品饮料	10.0	轻工制造	8.8	石油石化	10.6	公用事业	-12.0
房地产	9.5	电力设备	8.6	房地产	10.5	汽车	-12.7
煤炭	9.3	汽车	8.5	医药生物	9.8	商贸零售	-12.7
建筑材料	8.0	美容护理	8.2	农林牧渔	9.8	煤炭	-13.1
2022/4/27-2022/7/5				2022/11/1-2023/2/28			
前一个月		后一个月		前一个月		后一个月	
电力设备	18.1	通信	6.3	通信	8.6	传媒	22.7
医药生物	16.3	电子	6.0	轻工制造	6.7	计算机	14.7
有色金属	15.8	计算机	2.8	计算机	5.7	通信	9.2
农林牧渔	14.1	机械设备	2.2	纺织服饰	4.7	电子	5.9
食品饮料	13.0	国防军工	1.9	钢铁	4.5	建筑装饰	2.8
基础化工	12.1	汽车	1.6	传媒	4.2	石油石化	0.5
家用电器	11.1	综合	0.8	机械设备	3.3	社会服务	-0.3
美容护理	10.1	环保	1.0	煤炭	2.9	交通运输	-0.8
商贸零售	8.3	美容护理	2.1	社会服务	2.7	家用电器	-0.8
机械设备	8.0	传媒	3.5	基础化工	2.6	综合	-1.2
2024/9/18-2024/10/8							
前一个月		后一个月					
计算机	56.2	计算机	8.7				
美容护理	52.9	商贸零售	7.8				
非银金融	50.8	房地产	7.6				
电力设备	43.6	国防军工	7.5				
通信	43.5	建筑装饰	7.3				
房地产	42.7	综合	7.2				
电子	42.3	环保	6.1				
传媒	39.0	电子	5.9				
机械设备	36.9	轻工制造	4.2				
国防军工	36.4	非银金融	3.6				

资料来源：wind, 华金证券研究所

（二）交运、电子、通信、建材、电新等行业中报业绩增速可能偏高

交运、电子、通信、建材、电新、机械、电力等行业中报业绩增速可能偏高。（1）上游的电力公用，中游的交运、机械、电新，下游的 TMT、建材 4-5 月利润同比正增长：上游行业方面，电力公用稳步增长，利润同比达 6.6%；中游行业方面，交运行业、电新利润同比高增，分别高达 58.2%、14.6%；下游行业方面，TMT、建材表现亮眼，增速分别为 21.1%、15.61%。（2）煤炭、轻工制造、石油石化、汽车、纺织服装等 5 月利润同比负增长，盈利增速排名靠后：上游方面，煤炭、石油石化维持疲软表现，利润同比分别为-54.8%、-21.1%；中游方面，轻工制造、汽车盈利增速转弱，利润同比分别为-32.6%、-21.1%；下游方面，纺织服装盈利增速向调整至-16.5%。

图 15：2025 年中信一级行业对应工业企业利润总额同比变化

一级行业	对应工业行业	利润总额累计同比%		
		2024年度	2025年Q1	2025年4-5月
交通运输	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	21.5	59.7	58.2
TMT（除传媒）	计算机、通信和其他电子设备制造业	3.4	3.2	21.1
建材	非金属矿物制品业	-45.1	-14.2	15.6
电力设备及新能源	电气机械和器材制造业	-2	7.5	14.6
机械	通用设备制造业	0.7	9.5	10.3
电力及公用事业	电力、热力生产和供应业	17.8	6.1	6.6
食品饮料	酒、饮料和精制茶制造业	7.1	2.3	0.0
有色金属	有色金属冶炼和压延加工业	15.2	33.6	-4.7
基础化工	化学原料和化学制品制造业	-8.6	-0.4	-12.0
医药	医药制造业	-1.1	0.7	-13.5
纺织服装	纺织服装、服饰业	1.5	-10.1	-16.5
汽车	汽车制造业	-8	-6.2	-17.1
石油石化	石油和天然气开采业	14.2	-3.1	-21.1
轻工制造	造纸和纸制品业	5.2	-16.9	-32.6
煤炭	煤炭开采和洗选业	-22.2	-47.7	-54.8

资料来源：wind, 华金证券研究所（注：数据统计截至 2025/7/2）

（三）从情绪和估值角度筛选成长和蓝筹行业

成长行业方面，主要从情绪的角度筛选：成交额占比上，传媒、汽车、通信、医药目前成交额占比分位数相对较低，分别为 46.4%、55.6%、75.9%、79.4%；换手率上，通信、传媒、电子、汽车换手率历史分位数相对较低，分别为 47.6%、56.2%、72.3%、72.9%。

图 16：成长一级行业筛选

成长一级行业	基本面	估值		情绪			
	预期营收增速 (%)	PE (倍)	PE历史分位数 (%)	成交额占万得全A比 (%)	成交额占比历史分位数 (%)	换手率 (%)	换手率历史分位数 (%)
传媒	7.9	83.3	81.2%	2.4%	46.4%	2.1%	56.2%
汽车	6.2	23.2	20.8%	3.8%	55.6%	2.1%	72.9%
通信	7.3	46.5	74.1%	4.3%	75.9%	1.6%	47.6%
医药	16.4	36.4	70.8%	8.2%	79.4%	2.4%	78.1%
计算机	14.2	60.8	88.0%	8.3%	82.9%	3.2%	74.9%
电力设备及新能源	17.5	143.6	90.7%	7.1%	86.6%	2.6%	77.0%
电子	14.2	66.1	70.6%	13.9%	93.4%	2.8%	72.3%
机械	9.1	39.8	61.4%	9.0%	96.4%	2.7%	79.9%
国防军工	28.4	165.0	97.0%	4.4%	96.9%	3.5%	87.8%

资料来源：华金证券研究所，wind（注：数据统计截至 7/3）

蓝筹行业方面，主要从估值的角度筛选：蓝筹一级行业上，农林牧渔、非银行金融、食品饮料、家电目前 PE 估值历史分位数相对较低，分别为 3.3%、6.0%、10.7%、16.3%；蓝筹二级行业上，保险、畜牧业、白色家电、石油开采目前 PE 估值历史分位数相对较低，分别为 3.5%、3.6%、7.7%、11.6%。

图 17：蓝筹一级行业筛选

蓝筹一级行业	基本面	估值		情绪			
	预期营收增速 (%)	PE (倍)	PE历史分位数 (%)	成交额占万得全A比 (%)	成交额占比历史分位数 (%)	换手率 (%)	换手率历史分位数 (%)
农林牧渔	9.5	21.0	3.3%	1.5%	15.5%	2.8%	73.7%
非银行金融	7.6	13.1	6.0%	2.7%	26.4%	0.8%	44.7%
食品饮料	6.3	20.9	10.7%	1.7%	1.0%	1.3%	42.9%
家电	8.2	14.9	16.3%	1.1%	10.1%	1.7%	62.6%
交通运输	3.6	17.1	18.7%	1.5%	8.2%	0.7%	46.7%
石油石化	0.9	11.6	22.1%	0.6%	3.2%	0.3%	52.9%
有色金属	11.4	20.4	24.0%	4.1%	38.7%	2.0%	63.5%
电力及公用事业	2.7	19.3	25.0%	2.7%	32.7%	1.0%	59.5%
建筑	3.1	11.0	35.1%	1.4%	14.6%	1.0%	45.3%
基础化工	12.0	37.6	49.9%	8.4%	93.9%	3.0%	82.2%
煤炭	-5.9	13.1	54.5%	0.5%	6.4%	1.1%	48.1%
银行	0.4	7.3	63.7%	1.8%	21.5%	0.2%	59.3%

资料来源：华金证券研究所，wind（注：数据统计截至 7/3）

图 18：蓝筹二级行业筛选

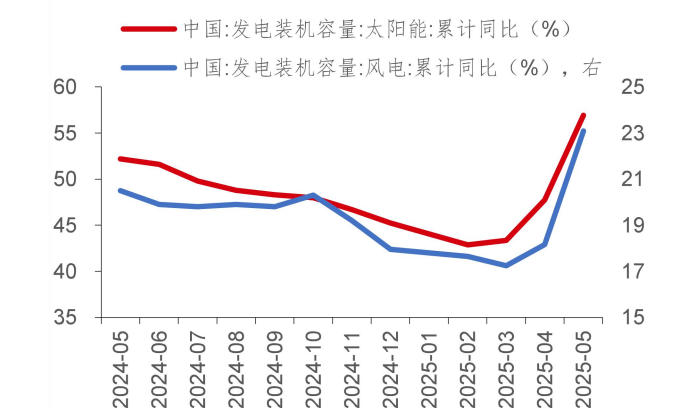
蓝筹二级行业	基本面	估值		情绪			
	预期营收增速 (%)	PE (倍)	PE 历史分位数 (%)	成交额占万得全 A 比 (%)	成交额占比历史分位数 (%)	换手率 (%)	换手率历史分位数 (%)
保险 II	4.8	9.0	3.5%	0.3%	12.0%	0.2%	12.2%
畜牧业	9.0	14.0	3.6%	0.7%	39.0%	1.7%	48.9%
白色家电 II	8.6	11.3	7.7%	0.4%	5.7%	0.9%	57.5%
石油开采 II	0.1	9.4	11.6%	0.1%	32.5%	0.2%	62.8%
酒类	6.0	18.5	11.9%	0.9%	19.2%	0.9%	46.6%
工业金属	9.8	14.9	13.8%	2.0%	55.1%	1.7%	72.8%
航运港口	-2.1	9.6	16.2%	0.5%	26.7%	0.8%	75.6%
运输设备	5.1	24.6	25.2%	1.0%	72.6%	1.5%	74.8%
证券 II	13.8	20.3	29.9%	2.1%	37.5%	1.0%	44.2%
建筑施工	3.1	9.5	31.1%	1.1%	11.2%	0.9%	52.3%
全国性股份制银行 II	-0.8	7.1	46.6%	0.7%	11.5%	0.4%	56.0%
煤炭开采洗选	-6.3	12.3	51.7%	0.5%	9.7%	1.0%	73.6%
公路铁路	1.9	17.7	65.3%	0.2%	11.2%	0.4%	42.2%
区域性银行	4.1	6.7	69.0%	0.6%	88.3%	0.7%	80.5%
饮料	5.0	32.8	69.5%	0.3%	81.2%	1.8%	83.1%
稀有金属	13.8	48.9	69.7%	1.8%	85.3%	3.2%	87.5%
国有大型银行 II	0.2	7.5	71.5%	0.5%	44.1%	0.1%	58.0%
石油化工	1.0	22.6	78.9%	0.3%	1.1%	0.4%	46.3%

资料来源：华金证券研究所，wind（注：数据统计截至 7/3）

（四）短期继续均衡配置低估值蓝筹和科技成长

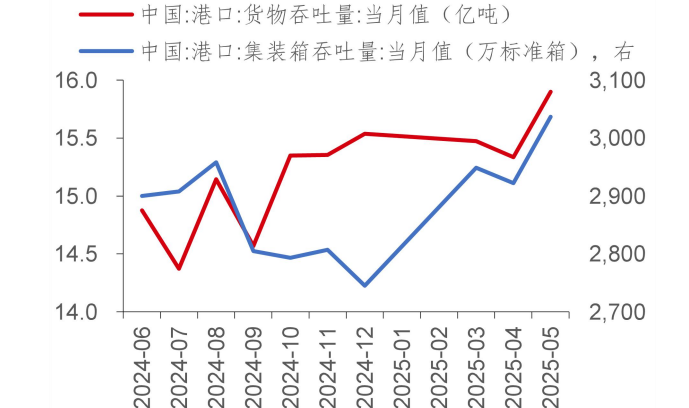
短期建议逢低配置估值性价比和中报盈利增速可能较高的医药、有色金属、电新、交运、建材、大金融等行业。（1）医药：7 月 1 日国家医保局、国家卫生健康委联合印发《支持创新药高质量发展的若干措施》，全面覆盖研发、准入、支付、临床使用、出海等关键环节，对创新药的发展进行全链条支持。（2）有色金属：我国首个“高端有色金属材料创新联合体”发布年度工作报告显示，我国高端有色金属材料取得关键性进展，成功突破 C919 大飞机铝合金残余应力控制等 8 项共性关键技术，解决 18 项“卡脖子”技术等。（3）电新：一是国家能源局发布数据，截至 5 月底全国累计发电装机容量 36.1 亿千瓦，同比增长 18.8%，其中太阳能发电装机容量 10.8 亿千瓦，同比增长 56.9%，风电装机容量 5.7 亿千瓦，同比增长 23.1%；二是商务部将组织开展 2025 年千县万镇新能源汽车消费季活动，持续释放新能源汽车消费潜力，加快培育汽车消费新增长点，活动时间将从 7 月持续到 12 月。（4）交运：一是全国铁路暑运从 7 月 1 日启动至 8 月 31 日结束，共计 62 天，全国铁路预计发送旅客 9.53 亿人次，同比增长 5.8%，日均发送旅客 1537 万人次；二是港口生产数据向好，5 月港口货物吞吐量 15.9 亿吨，同比增长 4.4%，港口集装箱吞吐量 3037 万标准箱，同比增长 5.4%；三是交通运输部将于 6 月 30 日至 7 月 2 日在天津合并举办全球可持续交通高峰论坛高官会议暨上海合作组织成员国交通部长第十二次会议，会议就推动区域互联互通，促进全球物流供应链稳定畅通进行讨论。（5）建材：第 27 届中国建博会（广州）将于 7 月 8 日在广交会展馆开幕，本届展会全面重塑展会布局为室内空间、门窗户外、材艺智造三大生态，以生态化思维推动产业协同发展。（6）大金融：今年上半年，沪深北三大交易所合计新受理拟 IPO 企业数量为 177 家，远超去年全年，其中 6 月份单月的 IPO 数量占上半年比例超过八成，6 月 30 日更是刷新了年内拟 IPO 企业受理数量的纪录。

图 19：太阳能、风电发电装机容量同比增速明显回升



资料来源：华金证券研究所，wind

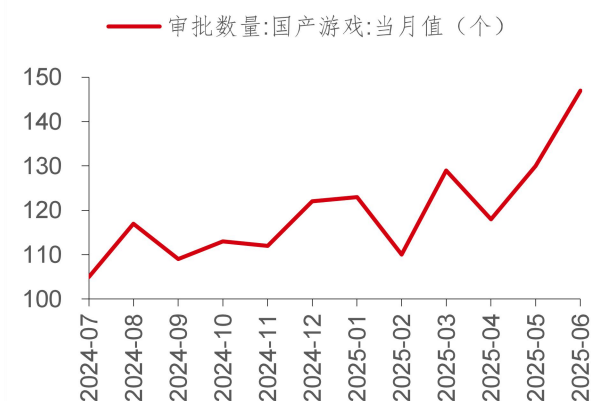
图 20：港口生产数据向好



资料来源：华金证券研究所，wind

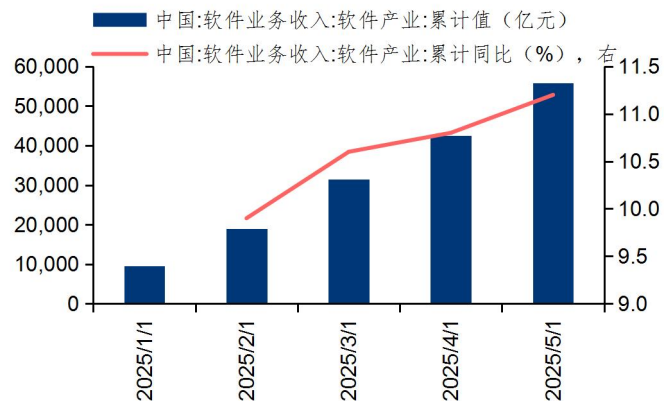
短期建议继续逢低配置政策和产业趋势向上的电子（消费电子）、传媒（AI 应用、游戏）、通信（算力）、机器人、军工、计算机（国产软件）等。（1）电子：一是 7 月 3 日，全球三大 EDA 厂商 Synopsys、Cadence 和西门子 EDA 均已收到美国商务部工业和安全局通知，解除了对中国芯片设计所需的 EDA 软件的出口管制。随着国内半导体企业将快速重启与国际 EDA 巨头的合作，高端芯片设计项目得以恢复推进，部分先进制程研发有望提速，推动国内半导体产业的高质量发展；二是工信部数据显示，5 月份规模以上电子信息制造业增加值同比增长 10.2%，1—5 月，规模以上电子信息制造业实现营业收入 6.49 万亿元，同比增长 9.4%，实现利润总额 2162 亿元，同比增长 11.9%。（2）传媒：国家新闻出版署发布了 6 月份的国产和进口网络游戏审批信息，本次国产版号数量为 147 个，进口网络游戏版号有 11 款，本批次版号数量创近几年新高。（3）通信：工信部发布数据显示，前 5 个月通信业呈现平稳运行态势，电信业务量收增速逐步提升，电信业务收入累计完成 7488 亿元，同比增长 1.4%，按照上年不变价计算的电信业务总量同比增长 8.6%。（4）机器人：一是亚马逊宣布其机器人部署数量已达到 100 万台，标志着亚马逊在自动化和 AI 领域的重大进展和里程碑，同时推出名为 DeepFleet 的新型生成式 AI 基础模型，该 AI 模型将使机器人车队运行效率提升 10%，助力缩短配送时间并降低成本；二是 2025 慕尼黑国际机器人及自动化博览会日前在德国慕尼黑展览中心举行，本届机器人展共有 100 多家中国机器人企业参与，在国际舞台上展示中国智造最新进展。（5）军工：中国兵器工业集团（兵工集团）与中国兵器装备集团（兵装集团）完成万亿级战略重组，国资委正式批复方案，相关上市公司股东大会已全票通过重组决议，停牌程序即将启动，这一重组标志着我国军工产业“专业化整合、产业化发展”战略迈出关键一步。（6）计算机：一是 7 月 2 日工信部发布数据显示，2025 年前 5 个月软件业务收入 55788 亿元，同比增长 11.2%，软件业利润总额 6721 亿元，同比增长 12.8%；二是百度商业研发团队发布自研视频生成模型 MuseSteamer 及视频产品平台“绘想”，MuseSteamer 是全球首个实现中文音视频一体化生成的视频模型，该技术可实现画面与音效、人声台词的协同创作，打破传统 AIGC 视频“先画面后配音”的割裂流程。

图 21：6 月国产游戏审批数量达到高位



资料来源：华金证券研究所，iFinD

图 22：软件业务收入稳步提升



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