



Research and
Development Center

超配低位弹性板块

——行业配置主线探讨

2025年9月3日

证券研究报告

策略研究

策略专题报告（深度）

樊继拓 策略首席分析师
执业编号：S1500521060001
联系电话：+86 13585643916
邮箱：fanjitu@cindasc.com

李畅 策略分析师
执业编号：S1500523070001
联系电话：+86 18817552575
邮箱：lichang@cindasc.com

超配低位弹性板块

2025年9月3日

核心结论：

- **近期行业表现特征：8月市场加速上涨，TMT板块超额收益领先，AI算力为代表的高景气主线持续领涨。**AI板块持续演绎的核心逻辑在于，全球AI投资处于明确上行阶段，AI基本面逐步向上修正，业绩兑现较强。有色金属受益于产能格局较强带来的价格上行，涨幅同样居前。前期偏弱的电力设备在8月有所反弹，主要受益于“反内卷”政策带来的基本面边际改善预期以及固态电池产业层面利好事件的催化。同时也说明，在AI主线加速上涨的同时，已经开始出现成长风格内部高低切换的情况。
- **牛市中期领涨行业易扩散，我们建议开始关注部分低位板块（低估值、低持仓、低涨幅），但高低切的过程中也建议保持仓位弹性，重点关注政策或者基本面有边际改善预期的板块，估值处于低位可能弹性更大。**历史上牛市经验表明，牛初和牛末风格类似，而牛市中期风格和牛市初期往往会有些变化。牛市涨幅高的行业风格，牛市中期涨幅反而不高。我们认为当下存在风格转换的条件：第一，去年9月以来，小盘成长已经持续走牛近1年，但部分周期板块依然处在历史低位；第二，经济和地产数据偏弱，新一轮稳增长政策预期提升，展望明年经济企稳的预期较难证伪；第三，价值类板块机构持仓系统性偏低，公募考核新规和量化动量策略均有望强化向价值风格转向；第四，居民资金正在通过更多渠道流入，当期业绩重要性有所下降；第五，本轮牛市中AI算力等少数强主线板块虽然业绩兑现较好，但并没有扩散到更多行业，风格较难像业绩强的牛市中稳定走强。第六，历年四季度更容易出现风格的高低切。
- **行业层面，我们建议关注：（1）非银金融：受益于牛市周期，业绩改善确定性高，估值分位仍偏低；（2）军工、有色金属：供需格局好，受宏观经济和风格变化影响小，地缘冲突事件催化较多。（3）传媒：政策利好较多，相比其他AI细分行业估值性价比较高，AI产业下一次变化关注应用端。（4）周期（钢铁、建材、化工）：供给端政策落地，后续可能有需求端政策接力，估值偏低，受益于绝对收益型增量资金的增配。**
- **成长：长期来看，AI和机器人的产业趋势仍然很强，技术进步的速度仍然很快，大厂资本开支增加带来的机会较多。全球AI投资处于明确的上行趋势中。当前AI算力相关的通信、电子等行业估值分位均接近历史高点，传媒板块估值性价比较高，基本面充分受益于AI产业趋势，可能有反弹机会，下一步重点关注AI应用变化。军工行业有望实现风格和基本面共振，年度层面可能有较强表现。**
- **周期：长期来看，商品价格依然受到产能周期的正面支撑，供给端政策有望支撑价格底部，下一轮上涨需等待需求接力。化工、建材等周期行**

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金
隅大厦 B 座
邮编：100031

业属于低估值、低持仓、低涨幅板块，也有望受益于牛市中期风格扩散。有色金属部分细分领域如稀土，同样受益于地缘格局变化，产能格局较好，或有涨价动力，下游部分行业有科技成长属性。

- **金融地产：** 房地产板块基本面仍在持续下行，短期可能受益于政策加码预期提升。房地产同样属于低估值、低持仓、低涨幅板块，有望受益于牛市中期风格扩散。当前牛市周期中，券商业绩改善确定性较高，同时估值分位数仍处于历史偏低位置。目前保险在增加权益配置比例，也会受益于股市走强从而带来弹性。
- **消费：** 传统消费长期逻辑可能出现变化，政策补贴有望短期提振需求，但提振的时间及效果尚不确定。但由于新消费细分行业内部扩散过快，按照 AI 和机器人扩散的节奏，可能会有一次月度休整。
- **风险因素：** 宏观经济下行风险；房地产市场下行风险；稳增长政策不及预期风险；历史数据不代表未来。

目录

一、市场主线风格探讨：超配低位弹性板块	6
1.1 牛市中后期领涨行业易扩散	6
1.2 哪些板块可能受益于风格高低切？	7
1.3 9月风格的季节性规律较弱，Q4出现风格转变概率较高	9
1.4 风格和行业供需格局分析及配置建议	10
1.4.1 成长：AI算力产业趋势仍强，下一步关注AI应用变化	13
1.4.2 周期：短期有望受益于风格扩散，主题性机会集中在有色金属	13
1.4.3 金融地产：房地产受益于政策预期，非银金融是弹性方向	14
1.4.4 消费：低位传统消费可能受益于风格高低切，新消费或有月度休整	14
1.5 PB-ROE模型度量行业估值性价比	15
二、市场表现跟踪	18
2.1 市场表现回顾：8月成长和周期风格占优	18
2.2 市场情绪跟踪：8月一级行业成交量和涨跌幅分化均有所回升	20
三、宏观、中观基本面跟踪	23
3.1 投资	23
3.2 外需	23
3.3 工业	24
3.4 通胀	24
3.5 上游：资源品	25
3.6 中游：建材、机械设备	26
3.7 下游：房地产、消费	26
风险因素	28

表目录

表 1：05-07 年牛市：整体金融超额收益最高，但牛市中后期周期超额收益最高	6
表 2：13-15 年牛市：整体成长超额收益最高，但牛市中后期金融超额收益最高	7
表 3：19-21 年牛市：整体成长与消费超额收益最高，牛市中后期消费超额收益最高	7
表 4：低估值、低持仓、低涨幅行业筛选	8
表 5：9月大小盘风格季节性规律较弱	9
表 6：9月成长价值风格季节性规律较弱	9
表 7：大类行业基本面情况及配置顺序	10
表 8：申万一级行业长期基本面格局&未来1年供需状态分析	11
表 9：PB-ROE度量的一级行业估值与基本面匹配情况（单位：%）	16

图目录

图 1：历史上 Q4 容易出现成长消费的回撤和金融超额收益的回升（单位：%）	10
图 2：2025 年 1-8 月成长超额收益大幅超过其他风格（单位：%）	10
图 3：8 月成长和周期风格表现较好（单位：倍）	18
图 4：8 月中小盘指数表现强（单位：%）	18
图 5：8 月创业板指涨幅居前（单位：%）	18
图 6：8 月绩优股指数涨幅居前（单位：%）	18
图 7：8 月一级行业涨跌幅（单位：%）	19
图 8：一级行业 2025 年盈利预测调整幅度（单位：%）	19
图 9：一级行业 PE 和 PB 估值分位（单位：%）	19
图 10：8 月领涨板块估值偏高（单位：%）	19
图 11：8 月一级行业成交量占比（5 日 MA）标准差回升（单位：%）	20
图 12：8 月一级行业涨跌幅标准差持续回升（单位：%、点）	20
图 13：新能源车日均换手率（单位：%、倍）	21
图 14：半导体日均换手率（单位：%、倍）	21
图 15：计算机日均换手率（单位：%、倍）	21
图 16：传媒日均换手率（单位：%、倍）	21
图 17：医药生物日均换手率（单位：%、倍）	21

图 18: 食品饮料日均换手率 (单位: %, 倍)	21
图 19: 煤炭日均换手率 (单位: %, 倍)	22
图 20: 有色金属日均换手率 (单位: %, 倍)	22
图 21: 银行日均换手率 (单位: %, 倍)	22
图 22: 建筑日均换手率 (单位: %, 倍)	22
图 23: 8 月核心资产上涨股票数占比继续上升 (单位: %)	22
图 24: 8 月核心资产估值回落 (单位: 倍)	22
图 25: 7 月基建、制造业投资同比增速持续回落, 房地产投资同比增速下降 (单位: %) ..	23
图 26: 2025 年 7 月有色金属利润占比继续提升 (单位: %)	23
图 27: 美国 7 月 CPI 维持 2.7% (单位: %)	23
图 28: 7 月我国出口金额人民币计价当月同比正增 8.0%, 环比增速有所上升 (单位: %) ..	23
图 29: 7 月工业增加值环比回落, 工业企业利润总额负增 (单位: %)	24
图 30: 2025 年 8 月高炉开工率平稳 (单位: %)	24
图 31: 7 月核心 CPI 持续回升至 0.8% (单位: %)	24
图 32: 7 月 PPI 同比降幅 3.6%, 与 6 月持平 (单位: %)	24
图 44: 猪肉价格下跌, 蔬菜价格上升 (单位: 元/公斤)	25
图 45: 鸡蛋、白条鸡价格回升 (单位: 元/公斤)	25
图 35: 煤炭库存处于历史中等水平、螺纹钢库存处于历史偏低水平 (单位: 万吨)	25
图 36: 锌库存持续下降, 铜、铝库存有小幅回升 (单位: 万吨)	25
图 37: 7 月玻璃价格上升, 水泥价格下降 (单位: 元/吨, 点)	26
图 38: 7 月石油沥青销量同比增速继续回升 (单位: %)	26
图 39: 8 月 30 大中城市商品房成交面积同比增速继续磨底 (单位: 万平米, %)	26
图 40: 7 月社会消费品零售总额当月同比增速下降 (单位: %)	26
图 41: 7 月车销量增速环比继续上升 (单位: %)	27
图 42: 7 月新能源车销量渗透率为 48.7% (单位: %)	27

一、市场主线风格探讨：超配低位弹性板块

近期行业表现特征：8月市场加速上涨，TMT板块超额收益领先，AI算力为代表的高景气主线持续领涨。AI板块持续演绎的核心逻辑在于，全球AI投资处于明确的上行期，AI基本面逐步向上修正，业绩兑现较强。有色金属受益于产能格局较强带来的价格上行，涨幅同样居前。前期偏弱的电力设备在8月有所反弹，主要受益于“反内卷”政策带来的基本面边际改善预期以及固态电池产业层面利好事件的催化。同时也说明，在TMT加速上涨的同时，已经开始出现成长风格内部高低切换的情况。

牛市中中期领涨行业易扩散，我们建议开始关注部分低位板块（低估值、低持仓、低涨幅），但高低切的过程中也建议保持仓位弹性，重点关注政策或者基本面有边际改善预期的板块，估值处于低位可能弹性更大。历史上牛市经验表明，牛初和牛末风格类似，而牛市中期的风格和牛市初期往往会有些变化。牛市涨幅高的行业风格，牛市中中期涨幅反而不高。我们认为当下存在风格转换的条件：第一，去年9月以来，小盘成长已经持续走牛时间近1年，但部分周期板块依然处在历史低位；第二，经济和地产数据偏弱，新一轮稳增长政策预期提升，展望明年经济企稳的预期较难证伪；第三，价值类板块机构持仓系统性偏低，公募考核新规和量化动量策略均有望强化向价值风格转向；第四，居民资金正在通过更多渠道流入，当期业绩重要性有所下降；第五，本轮牛市中AI算力等少数强主线板块虽然业绩兑现较好，但并没有扩散到更多行业，风格较难像业绩强的牛市中稳定走强。第六，历年四季度更容易出现风格的高低切。

行业层面，我们建议关注：（1）**非银金融**：受益于牛市周期，业绩改善确定性高，估值分位仍偏低；（2）**军工、有色金属**：供需格局好，受宏观经济和风格变化影响小，地缘冲突事件催化较多。（3）**传媒**：政策利好较多，相比其他AI细分行业估值性价比较高，AI产业下一次变化关注应用端。（4）**周期（钢铁、建材、化工）**：供给端政策落地，后续可能有需求端政策接力，估值低，受益于绝对收益型增量资金的增配。

1.1 牛市中中期领涨行业易扩散

历史上牛市经验表明，牛初和牛末风格类似，而牛市中期的风格和牛市初期往往会有些变化。牛市涨幅高的行业风格，牛市中中期涨幅反而不高。2005-2007年大类风格轮动规律：受益于宏观经济增速上行，2005-2007年牛市中整体超额收益最高的风格是金融。牛市初期风格和牛市后期风格类似，金融风格均表现较强。但牛市中中期金融风格反而表现较弱。

表 1：05-07 年牛市：整体金融超额收益最高，但牛市中中期周期超额收益最高

2005-2007 年牛市				
	初期	中期	后期	整体
起始时间	2005/7/19	2006/10/10	2007/5/29	2005/7/19
结束时间	2006/10/10	2007/5/29	2007/10/16	2007/10/16
沪深 300, %	72.54	190.26	44.31	605.55
风格超额收益				
价值风格	-2.80%	46.77%	-12.97%	26.03%
成长风格	5.18%	-8.19%	6.17%	28.92%
大盘风格	-12.54%	6.83%	-6.14%	-62.28%
小盘风格	29.29%	-50.06%	-42.37%	-220.00%
板块超额收益				
金融板块	19.50%	-5.96%	8.76%	129.07%
周期板块	-15.45%	16.19%	-2.66%	-37.13%
消费板块	7.35%	-4.25%	-35.17%	-159.23%

成长板块	11.78%	-32.48%	-38.57%	-218.08%
------	--------	---------	---------	----------

资料来源：万得，信达证券研发中心

2013-2015 年大类风格轮动规律：本轮流动性牛市中整体超额收益最高的风格是成长，整体超额收益最低的风格是金融。牛市初期风格和牛市后期风格类似，以 TMT 为代表的成长风格表现均较强。牛初成长和消费领涨；牛市中后期超额收益最强是金融，成长反而超额收益最弱；牛市后期成长和周期领涨。

表 2：13 - 15 年牛市：整体成长超额收益最高，但牛市中后期金融超额收益最高

2013-2015 年牛市				
	初期	中期	后期	整体
起始时间	2012/12/4	2014/7/8	2015/1/7	2012/12/4
结束时间	2014/7/8	2015/1/7	2015/6/12	2015/6/12
沪深 300, %	3.40	67.43	46.53	152.99
风格超额收益				
价值风格	10.68%	5.57%	-0.01%	35.25%
成长风格	12.11%	-25.93%	20.52%	20.82%
大盘风格	-1.96%	1.07%	-5.63%	-13.09%
小盘风格	54.08%	-37.11%	84.07%	216.50%
板块超额收益				
金融板块	12.16%	29.97%	-14.26%	47.54%
周期板块	15.42%	-19.82%	67.49%	118.04%
消费板块	33.09%	-36.80%	63.46%	121.81%
成长板块	81.63%	-39.11%	104.39%	341.02%

资料来源：万得，信达证券研发中心

2019-2021 年大类风格轮动规律：本轮核心资产牛市中整体超额收益最高的风格是成长和消费。牛市初期风格和牛市后期风格类似，成长风格均表现较强，不过领涨的行业有所不同，牛市初期是电子和计算机领涨、牛市后期是新能源和军工领涨。牛市中后期超额收益最高的是消费，次之是周期，成长超额收益仅排在第三位。

表 3：19 - 21 年牛市：整体成长与消费超额收益最高，牛市中后期消费超额收益最高

2019-2021 年牛市				
	初期	中期	后期	整体
起始时间	2019/1/1	2020/5/13	2021/2/18	2019/1/1
结束时间	2020/5/13	2021/2/18	2021/12/13	2021/12/13
沪深 300, %	31.81	45.66	-12.46	68.86
风格超额收益				
价值风格	-20.08%	-23.01%	7.31%	-40.90%
成长风格	21.69%	16.45%	5.75%	66.86%
大盘风格	3.47%	4.91%	-0.21%	10.65%
小盘风格	-0.35%	-33.54%	40.36%	14.72%
板块超额收益				
金融板块	-13.25%	-28.52%	3.82%	-44.42%
周期板块	-13.83%	-2.71%	29.50%	23.72%
消费板块	28.17%	3.01%	-1.38%	39.68%
成长板块	24.30%	-14.60%	29.28%	68.81%

资料来源：万得，信达证券研发中心

1.2 哪些板块可能受益于风格高低切？

我们从三个维度考虑当前处于低位，未来可能受益于风格高低切有补涨机会的板块。第一个维度是低估值。从绝对估值分位数来看，截至 8 月 29 日，PE 分位数（2010 年以来）最低的行业分别为农林牧渔、食品饮料、有色金属、公用事业、家用电器。PB

分位数（2010年以来）最低的行业分别为建筑装饰、石油石化、建筑材料、房地产、农林牧渔。而从相对估值（行业估值/全A估值）来看，截至8月29日，相对PE分位数（2010年以来）最低的行业分别为农林牧渔、公用事业、食品饮料、家用电器、非银金融。相对PB分位数（2010年以来）最低的行业分别为建筑装饰、房地产、建筑材料、银行、石油石化。

第二个维度是低持仓。存量机构系统性低配金融周期板块，大部分量化私募也风险暴露在小微盘和成长板块。如果市场风格转向，公募考核新规和量化动量策略可能会强化这一转向，此时机构低配的板块可能会更受益。从2025年中报披露的公募基金持仓比例来看，持仓比例最低的行业为钢铁、煤炭、环保、建筑材料、建筑装饰。2010年以来公募基金持仓分位最低的行业为房地产、建筑材料、计算机、食品饮料、基础化工。

第三个维度是低涨幅。我们统计截至8月29日，过去1年涨幅最低的行业为煤炭、公用事业、石油石化、交通运输、食品饮料。过去3年涨幅最低的行业为美容护理、电力设备、房地产、食品饮料、煤炭。

整体来看，当前时点满足低估值、低持仓、低涨幅的低位行业主要有：建筑装饰、石油石化、建筑材料、房地产、煤炭、环保、基础化工等。

表4：低估值、低持仓、低涨幅行业筛选

申万一级行业	PE(TTM)分位数 (2010年以来)	PB分位数 (2010年以来)	过去1年涨幅	过去3年涨幅	基金持仓比例 (截至2025Q2)	基金持仓分位数 (2010年以来)
建筑装饰	77.5%	57.3%	28.6%	0.3%	0.5%	22.2%
石油石化	76.6%	57.6%	4.4%	-3.2%	0.9%	47.6%
建筑材料	90.6%	58.0%	47.5%	-17.9%	0.5%	9.5%
房地产	99.9%	58.2%	37.0%	-26.1%	0.9%	1.5%
农林牧渔	56.2%	59.0%	34.5%	-20.2%	1.4%	50.7%
医药生物	85.5%	60.8%	43.9%	3.1%	11.7%	38.0%
银行	78.2%	61.8%	22.5%	39.4%	4.6%	47.6%
交通运输	74.7%	62.3%	15.0%	-4.7%	2.0%	66.6%
非银金融	74.8%	63.3%	60.5%	41.6%	2.2%	25.3%
社会服务	74.3%	63.5%	48.6%	-2.0%	1.1%	52.3%
煤炭	80.4%	63.7%	-4.2%	-21.1%	0.4%	33.3%
环保	74.4%	63.7%	47.2%	-0.7%	0.4%	39.6%
公用事业	64.6%	64.1%	3.7%	-3.0%	1.2%	50.7%
食品饮料	62.1%	65.5%	18.2%	-24.1%	5.7%	15.8%
基础化工	84.1%	66.9%	48.3%	-12.5%	2.5%	19.0%
家用电器	70.5%	67.8%	30.6%	33.1%	3.7%	38.0%
轻工制造	75.8%	68.2%	46.4%	-2.1%	1.6%	82.5%
美容护理	78.7%	69.4%	42.7%	-28.4%	0.6%	65.0%
纺织服饰	79.1%	70.1%	38.0%	1.5%	0.6%	30.1%
电力设备	74.8%	72.7%	55.7%	-26.9%	8.2%	69.8%
综合	90.7%	73.2%	109.7%	32.3%	0.2%	28.5%
有色金属	63.8%	74.1%	63.6%	18.3%	4.3%	88.8%
商贸零售	94.3%	74.2%	62.5%	-11.5%	1.9%	61.9%
钢铁	91.5%	76.0%	43.0%	1.0%	0.3%	44.4%
传媒	85.5%	77.5%	79.7%	52.7%	3.6%	58.7%
机械设备	88.8%	87.4%	74.1%	31.3%	3.2%	42.8%
计算机	98.6%	88.8%	104.8%	54.0%	2.5%	11.1%
国防军工	90.7%	90.5%	64.7%	20.6%	3.4%	98.4%

申万一级行业	PE (TTM) 分位数 (2010 年以来)	PB 分位数 (2010 年以来)	过去 1 年涨幅	过去 3 年涨幅	基金持仓比例 (截至 2025Q2)	基金持仓分位数 (2010 年以来)
汽车	92.1%	92.5%	62.1%	23.7%	6.2%	95.2%
电子	94.3%	97.7%	98.4%	50.7%	18.2%	96.8%
通信	91.3%	98.5%	123.7%	143.8%	5.4%	96.8%

资料来源：万得，信达证券研发中心

1.3 9 月风格的季节性规律较弱，Q4 出现风格转变概率较高

从季节性因素的影响来看，8 月风格偏向小盘成长。历史经验来看，9 月风格的季节性规律较弱。2013 年-2024 年大小盘风格占优的概率均为 50%。成长价值风格占优的概率差距不大。而从 Q4 开始，价值风格占优的概率再次明显提高。

表 5：9 月大小盘风格季节性规律较弱

时间	大盘月涨幅-小盘月涨幅											
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2013	0.8%	-4.8%	-3.2%	0.9%	-9.3%	0.6%	-7.8%	-1.8%	-1.4%	1.7%	-4.7%	-1.3%
2014	-7.9%	-4.9%	1.6%	3.4%	-2.2%	-3.4%	1.2%	-6.3%	-8.7%	0.5%	7.8%	32.0%
2015	-11.1%	-3.9%	-9.9%	3.1%	-24.3%	3.7%	1.4%	2.1%	0.7%	-7.4%	-5.8%	0.2%
2016	9.2%	0.2%	-4.7%	0.0%	0.9%	-5.5%	3.6%	-1.0%	0.1%	0.4%	4.7%	0.3%
2017	5.6%	-1.8%	2.1%	4.6%	9.7%	1.2%	1.1%	-0.7%	-1.6%	7.9%	5.6%	1.9%
2018	9.6%	-3.4%	-6.2%	0.2%	4.5%	2.9%	1.1%	3.0%	4.6%	3.1%	-4.3%	-0.2%
2019	8.4%	-8.4%	-5.6%	5.9%	-0.1%	6.0%	2.4%	0.0%	-1.1%	2.5%	0.4%	-1.3%
2020	-4.2%	-3.6%	1.2%	1.5%	-3.2%	-0.7%	-0.4%	1.5%	3.8%	4.5%	2.1%	6.0%
2021	8.0%	-2.6%	-4.8%	1.1%	-1.7%	-4.4%	-10.7%	-9.5%	4.7%	2.6%	-9.2%	1.1%
2022	3.7%	-4.2%	0.5%	9.0%	-7.4%	2.1%	-7.3%	1.9%	2.3%	-11.2%	3.5%	5.4%
2023	-0.5%	-5.2%	-1.4%	0.8%	1.1%	1.1%	5.4%	-0.2%	-1.9%	-1.1%	-3.6%	1.2%
2024	11.2%	-3.8%	0.7%	0.8%	1.6%	4.2%	-0.6%	2.5%	-2.2%	-8.4%	-0.3%	4.0%
2025	-1.3%	-5.5%	0.4%	1.6%	0.9%	-2.6%	-2.1%	-1.0%				
大盘风格占优概率	61.5%	7.7%	46.2%	100.0%	38.5%	61.5%	53.8%	38.5%	50.0%	66.7%	50.0%	75.0%
小盘风格占优概率	33.3%	91.7%	58.3%	0.0%	66.7%	33.3%	41.7%	58.3%	50.0%	33.3%	50.0%	25.0%

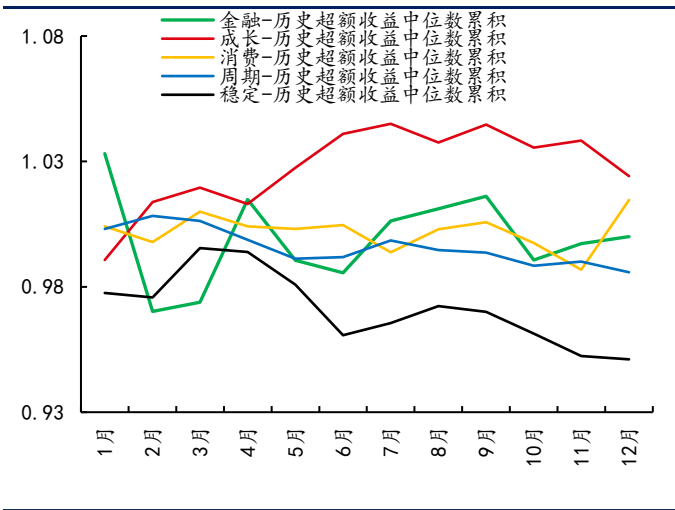
资料来源：万得，信达证券研发中心

表 6：9 月成长价值风格季节性规律较弱

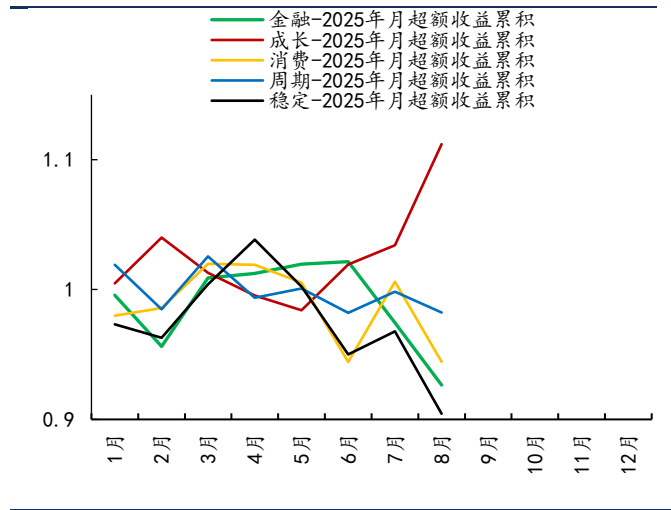
时间	高PE月涨幅-低PE月涨幅											
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2013	0.8%	4.0%	5.7%	-1.7%	9.0%	-0.1%	7.0%	-2.2%	3.8%	-6.1%	6.9%	-0.9%
2014	13.7%	2.5%	-7.5%	-2.6%	3.8%	5.7%	-4.7%	8.0%	7.4%	-3.6%	-9.0%	-34.4%
2015	14.0%	9.0%	8.8%	3.8%	22.4%	-12.3%	-3.9%	-6.2%	-2.7%	3.5%	3.1%	-4.0%
2016	-7.2%	-3.3%	3.6%	-2.6%	-2.5%	5.5%	-6.7%	-1.6%	-2.1%	0.3%	-5.3%	-3.8%
2017	-7.7%	1.3%	-3.4%	-7.6%	-11.6%	-1.2%	-3.8%	2.2%	0.8%	-6.6%	-6.4%	-3.5%
2018	-14.0%	4.2%	12.7%	0.3%	-4.1%	-3.8%	-5.0%	-2.3%	-6.1%	-6.3%	5.2%	-0.2%
2019	-8.2%	13.2%	6.3%	-6.7%	3.5%	-2.6%	0.8%	5.8%	0.0%	-0.5%	-1.6%	0.8%
2020	9.9%	11.6%	-3.2%	3.8%	5.1%	13.3%	5.9%	-6.8%	-2.3%	-0.3%	-11.1%	16.0%
2021	0.4%	-9.7%	-2.9%	13.5%	8.3%	12.9%	10.5%	-9.4%	-2.7%	9.2%	7.1%	-12.5%
2022	-10.9%	0.3%	-8.5%	-9.5%	9.7%	9.0%	4.9%	-4.1%	-4.7%	11.0%	-12.8%	0.7%
2023	3.0%	-0.8%	0.5%	-6.6%	4.0%	1.0%	-8.9%	0.8%	-3.5%	5.5%	3.2%	-2.6%
2024	-24.0%	8.0%	4.6%	-4.1%	-6.0%	0.1%	2.1%	-4.8%	5.7%	19.7%	3.0%	-7.0%
2025	-0.8%	8.4%	-5.9%	-0.4%	-5.2%	3.2%	1.4%	14.6%				
高PE风格占优概率	46.2%	76.9%	53.8%	30.8%	61.5%	61.5%	53.8%	38.5%	41.7%	50.0%	50.0%	25.0%
低PE风格占优概率	53.8%	23.1%	46.2%	69.2%	38.5%	38.5%	46.2%	61.5%	58.3%	50.0%	50.0%	75.0%

资料来源：万得，信达证券研发中心

另外一个规律是，Q4 容易出现板块年度涨跌幅均值回归。历年 Q4 的季节性规律是，消费成长的超额收益大多都是 1-9 月产生的，而金融板块前三季度表现通常偏弱，因此从 10-12 月平均来看，更容易出现消费成长超额收益的回撤和金融超额收益的反弹。

图 1：历史上 Q4 容易出现成长消费的回撤和金融超额收益的回升（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：2025 年 1-8 月成长超额收益大幅超过其他风格（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

1.4 风格和行业供需格局分析及配置建议

未来 1 个月配置建议：

- 1、非银金融（保险券商）：**牛市概率上升，非银的业绩弹性大概率存在，PB 估值分位不高；
- 2、有色金属：**周期板块中产能格局强，业绩兑现较强。内部黄金稀土等受益于地缘格局的细分行业可能有所表现，产业链下游有较多方向与科技成长行业相关；
- 3、传媒：**政策利好较多，传媒估值性价比较好，AI 下一波关注应用变化；
- 4、军工：**独立的需求周期，内外部特殊环境下，军工可能会有持续的主题事件催化。
- 5、周期（钢铁、建材、化工）：**稳供给政策落地，年底可能还会有需求稳定政策。估值低，受益于绝对收益型增量资金的增配，低估值提供弹性。

表 7：大类行业基本面情况及配置顺序

行业	长期基本面格局	未来 1 年供需格局	绝对估值状态	相对估值状态
金融地产	受到地产长期下行压制。	稳增长持续发力，虽然较难使行业长期格局完全扭转，但经济出现失速风险的可能性降低，我们认为对 ROE 预期稳定和存量资产重估均有利。资本市场活跃度提高，有利于非银金融利润提升。	低	低
消费	需求下降除了受经济周期的影响，可能还受人口、收入等长期因素影响。	消费补贴政策持续推进；部分受益于情绪价值、性价比、渠道变革的新消费行业需求增加；“禁酒令”等政策变化影响下，需求修复的弹性和空间不确定性大；仅靠政策补贴较难推动消费行业景气度的大幅回升。	低	低
上游周期	碳中和长期压制产能，之前 10 年产能建设不足，可能存在产能周期。	海外经济尚未出现明显衰退，内需逐步摆脱下滑的压力，但尚需时间，经济修复仍需等待。	中等	中等
中游材料	没有明显的产能建设不足问题，传统下游受房地产长周期下行影响，反内卷长期维度有望驱动产能去化，中国产能全球替代。	国内需求稳定尚需时间。政策可能催化主题性的机会。	低	中等

行业	长期基本格局	未来1年供需格局	绝对估值状态	相对估值状态
成长	AI、军工、机器人等新的成长产业机会逐渐显现；AI全球资本开支处于上行趋势。	半导体周期上行；消费补贴扩容利好消费电子；AI算力需求强劲，重点关注下游应用能否突破；新能源产能压力尚未完全消化。	高	高
稳定类	竞争格局稳定，股息率高，成长性较弱。	我们预计基本面年度弹性不大，重点关注国企改革等主题性机会。	低	低
未来1个月配置建议	1、非银金融（保险券商）：牛市概率上升，非银的业绩弹性大概率存在，PB估值分位不高。 2、有色金属：周期板块中产能格局强，业绩兑现较强。若经济偏弱，则受影响较小，若经济偏强或政策支持，则受益较多。内部黄金稀土等受益于地缘格局的细分行业可能有所表现。产业链下游有较多方向与科技成长行业相关。 3、传媒：政策利好较多（影视剧、游戏等领域供给端放松），传媒估值性价比较好，AI下一波关注应用变化。 4、军工：牛市中后期军工通常涨幅较高，尤其是盈利不强资金活跃的牛市；业绩有改善周期，基本面相对独立；成长风格轮涨到后期有望轮动到军工板块；主题活跃的牛市中通常不会缺席。 5、周期（钢铁、建材、化工）：“反内卷”等稳供给政策落地，年底可能还会有需求稳定政策。估值低，受益于绝对收益型增量资金的增配，低估值提供弹性。			

注：（1）相对估值为行业PB/万得全APB

（2）红色字体代表利好因素，绿色字体代表利空因素。

资料来源：万得，信达证券研发中心

表8：申万一级行业长期基本格局&未来1年供需状态分析

板块	行业	长期基本格局	未来1年供需格局	综合评价
周期	煤炭	长期资本开支不足。	低煤价抑制供给，产能释放比较有限。国内需求修复尚需时间，非电煤需求相对较好。	有色金属（产能格局好，产业催化多，下游有较多方向与科技成长相关）、钢铁&建材&化工（低估值，绝对收益型资金增配） 长期来看，商品价格依然受到产能周期的正面支撑，供给端政策有望支撑价格底部，下一轮上涨需等待需求接力。 建材、化工等周期行业属于低估值、低持仓、低涨幅板块，也有望受益于牛市中中期风格扩散。 有色金属部分细分领域如稀土，同样受益于地缘格局变化，产能格局较好，或有涨价动力。下游部分行业有科技成长属性。
	石油石化	长期资本开支不足。	供给侧偏弱，非OPEC国家如美国页岩油产量较高，OPEC逐步退出减产，需求端中美原油需求进一步增长有不确定性，新能源车渗透率提升对需求有替代性，印度、中东地区需求增长较多。美联储降息节奏比预期慢，地缘冲突不确定性加大。	
	基础化工	中国产能的全球替代。	存在产能释放压力，国内需求修复尚需时间，贸易摩擦使出口面临不确定性。	
	钢铁	国内政策对产能控制。	产能置换政策有望改善供给格局，反内卷有利于淘汰落后产能，国内需求修复尚需时间。可能有政策性主题行情。	
	有色金属	长期产能不足，新能源带来增量需求，全球政治经济变局重塑黄金定价逻辑。	地缘政治风险可能支撑黄金价格；稀土出口管制有望重塑全球供给格局；美联储降息节奏不确定可能导致价格波动大。	
	建筑材料	国内政策对产能控制。	房地产销售下降速度放缓和政策补贴提振消费建材需求；供给冲击仍存，但可能有边际改善。	
	机械设备	存量替换大周期接近结束，新兴行业有增量，部分细分领域有出海和国产替代逻辑。	低空经济、人形机器人、3C设备等高成长相关细分领域受益于政策支持、自主可控，数据中心建设带动发电设备的需求增长，AI应用落地等因素，可能逐步有业绩兑现。特朗普关税政策可能影响出口链。国内需求修复尚需时间。	
消费	汽车	新能源车加速了中国汽车产业链的进口替代，出口竞争力提高。	整车需求受益于以旧换新补贴政策。自主品牌出海进入海外设厂布局阶段。自动驾驶、机器人等概念可能带来新的增量。国内需求修复的时间和弹性不确定；新能源车渗透率逐渐接近50%；特朗普关税政策可能影响出口链。	
	家用电器	出口竞争力强，小家电消费升级，传统家电受制于房地产长期下行。	“以旧换新”政策支持需求。地产销售全面恢复仍需时间。特朗普关税政策可能影响出口链。	

板块	行业	长期基本格局	未来1年供需格局	综合评价
消费	社会服务	部分子行业集中度提高，但核心壁垒还在构建。	并购重组活跃度提高背景下部分景区有望受益；酒店行业供给端出清后景气筑底回升；国内需求修复的时间和弹性不确定。	<p>建议关注：新消费（业绩趋势和产业逻辑共振、受益于稳内需，但可能进入月度休整）</p> <p>传统消费长期逻辑可能出现变化，政策补贴有望短期提振需求，但提振的时间及效果尚不确定。</p> <p>但由于新消费细分行业内部扩散过快，按照AI和机器人扩散的节奏，可能会有一次月度休整。</p>
	食品饮料	品牌壁垒强，高ROE，但连续高估值带来竞争加剧，消费升级长期逻辑暂时没有进一步证明。	餐饮需求受益于消费券发放；乳制品库存较低；量贩零食渠道拓展速度较快；八项规定可能抑制部分白酒、餐饮需求。	
	医药生物	人口老龄化，进口替代，集采常态化，政策监管趋严，海外制裁可能成为黑天鹅。	创新药出海加速，BD交易有望陆续兑现；创新药纳入医保目录后有望放量；地方化债有利于推动医疗设备采购需求回升，医疗设备终端需求回暖；政策支持创新药发展；AI+医药有望带来增量；集采和反腐仍然可能对行业预期有扰动。	
	农林牧渔	行业集中度提升，规模化养殖替代散养。但这一轮猪周期去产能力度可能不够。	宠物消费需求稳步增长；生猪出栏量或逐季增长，猪价可能下降；饲料等后期行业需求有望改善；粮食安全主题；种业或仍处于产能出清过程中。	
	美容护理	国产品牌替代。	医美新材料、新产品的上市可能带来增量需求；顺周期行业，社零增速回升，但弹性不确定；渠道变革的加成减弱。	
	商贸零售	国产品牌替代，直播等新渠道重构产业结构。	IP消费需求增长；传统零售竞争格局改善；AI赋能板块主题行情。顺周期行业，社零增速回升，但弹性不确定；特朗普关税政策可能影响出口链。	
	纺织服饰	国产品牌替代，出口竞争力提高，毛利率较低。	家纺补贴推进；体育产业政策支持；海外库存水平较健康，头部厂商集中度提高；顺周期行业，社零增速回升，但弹性不确定。	
	轻工制造	地产长期下行压制需求增量，存量依赖消费升级和集中度提升。	“以旧换新”政策支持家居需求；部分细分行业仍有产能过剩压力；地产销售全面恢复仍需时间。特朗普关税政策可能影响出口链，海外产能对国内出口有替代效应。	
稳定	建筑装饰	长期增长空间不大，ROE中枢缓慢下降。双碳、一带一路可能提高景气度。	稳增长发力，订单有望增加。化债力度加大有利于资产负债表修复。	<p>建议关注：券商保险（牛市周期中业绩改善，估值不高）</p> <p>房地产板块基本面仍在持续下行，短期可能受益于政策加码预期提升。房地产同样属于低估值、低持仓、低涨幅板块，有望受益于牛市中期风格扩散到部分低位板块。</p> <p>当前牛市周期中，券商业绩改善确定性较高，同时估值分位数仍处于历史偏低位置。</p> <p>目前保险在增加权益配置比例，也会受益于股市走强从而带来弹性。</p>
	交通运输	航空产能出清，航运超级周期可能已结束，快递物流竞争格局一般。	公路铁路等高股息板块受益于利率下降；促消费政策支持航空需求；直营快递竞争格局较好；快递件量基数高；海运可能出现供需紧张缓解；国内需求修复的时间和弹性不确定；跨境物流受特朗普关税政策影响不确定。	
	公用事业	长期空间关注电价改革等政策。	并购重组活跃度提升有利于部分公司整合优质资产；成本压制有所缓解；总量层面增量逻辑不多。	
金融地产	非银金融	股市注册制、财富管理，但由于加杠杆难度大，基本面稳步回升，弹性小。保险受到代理人去产能和去杠杆负面影响可能也到了尾声了。	牛市中成交额有望放大，短期基本面压制接近尾声。险资入市速度有望加快，资产端弹性增加。	<p>当前牛市周期中，券商业绩改善确定性较高，同时估值分位数仍处于历史偏低位置。</p> <p>目前保险在增加权益配置比例，也会受益于股市走强从而带来弹性。</p>
	银行	金融去杠杆，房住不炒，压制收入和利差。	降息对利润有压制，稳增长促使信贷扩张。低利率环境下受益于高股息。	
	房地产	房住不炒，人口周期下行。	各地房地产政策不断宽松；地产销售下降速度放缓，但仍在磨底，全面恢复仍需时间。	
成长	电力设备	ESG、碳中和等政策长期有利于新能源，新能源车渗透率提升速度较快。长期需求强。	行业资本开支在2021年之后快速提升，产能密集释放期尚未消化完成。锂电排产情况较好，固态电池技术突破和产业化进程加快。	<p>建议关注：传媒（政策利好多，性价比较高）、军工（需求周期独立、主题事件催化）</p> <p>长期来看，AI和机器人的产业趋势仍然很强，技术进步的速度仍然很快，大厂资本开支增加带来的机会较多。全球AI投资处于明确的上行趋势中。</p>
	国防军工	中美关系越来越复杂，国防现代化建设进入重要阶段，部分重要装备进入放量阶段。	需求增长稳定；“十四五”收官之年订单周期有望带来业绩切换；库存周期触底可能上行。全球地缘冲突不确定性加大，军贸出口提供增量需求。	
	通信	5G基站建设已出现一段高增长，但5G应用尚在探索普及阶段。	运营商利润稳定，派息率稳步上升，IDC和云业务收入增速有望较高；AI有望驱动资本开支提高；算力产业链国产化需求；海外光模块需求上升。	

板块	行业	长期基本格局	未来1年供需格局	综合评价
成长	电子	半导体国产替代仍有较大的发展空间，VR/AR 还处在产业初期，还不是重点增长点，汽车电子国产替代速度快。	半导体周期回升；消费电子补贴提振需求；AI 推理需求增加，AI 应用如果有突破利好硬件需求增长；AI 端侧增长速度较快。	当前 AI 算力相关板块估值均接近历史高点，当前传媒板块估值性价比较高，基本面充分受益于 AI 产业趋势，可能有反弹机会，下一步重点关注 AI 应用变化。 军工行业有望实现风格和基本面共振，年度层面可能有较强表现。
	计算机	AI、机器人、智能驾驶等新的产业逻辑逐步显现，数字经济高速发展。	政策支持低空经济、数字经济；化债有利于 to G 需求复苏；AI 对盈利的影响方向较明确，节奏不确定。传统计算机下游需求和经济相关性 强 。	
	传媒	AI 应用空间广泛，元宇宙空间广阔，谷子经济市场规模快速扩张。	AI 赋能游戏、教育等新应用形态落地可期；游戏版号发放常态化，游戏产品新周期开启，线上需求受宏观经济影响小；港股互联网竞争格局清晰，前期人员出清后有利于利润释放；传统出版、广电等板块有望受益于国企改革；文化产业出海有望持续，但也可能受到海外政策的扰动。平台经济监管常态化。	

注：红色字体代表利好因素，绿色字体代表利空因素。

资料来源：万得，信达证券研发中心

1.4.1 成长：AI 算力产业趋势仍强，下一步关注 AI 应用变化

长期来看，AI 和机器人的产业趋势仍然很强，技术进步的速度仍然很快，大厂资本开支增加带来的机会较多。AI 技术进步和资本开支增加带来的景气上行趋势没有改变。海外 AI 链方面，美股 AI 龙头强劲业绩对全球 AI 产业链估值存在较强的影响。全球 AI 投资处于明确的上行趋势中，英伟达创始人兼 CEO 黄仁勋预计到 2030 年全球 AI 基础设施支出将达到 3 万亿至 4 万亿美元。国产 AI 链产业催化较多。黄仁勋预计今年中国市场规模将达约 500 亿美元，预计未来每年增幅 50%。阿里巴巴财报显示资本开支创下历史新高，AI 芯片领域核心标的表现出较强的盈利能力。

当前 AI 算力相关的通信、电子等行业估值均接近历史高点，传媒板块估值性价比较高，基本面充分受益于 AI 产业趋势，可能有反弹机会，下一步重点关注 AI 应用变化。

军工行业有望实现风格和基本面共振，年度层面可能有较强表现。第一，从风格角度看，牛市中后期军工通常涨幅较高，尤其是盈利不强资金活跃的牛市。牛市中后期，居民资金越来越活跃，投资者对估值容忍度高，军工虽然业绩弹性不够强，但长期逻辑较好，大概率不会缺席。2013-2015 年牛市中后期和 2019-2021 年牛市后期军工表现都较强，尤其是 2013-2015 年业绩不强但资金强的牛市。第二，从基本面角度看，军工业绩有改善周期，改善幅度大概率优于全 A。主要原因有：“十四五规划”收官驱动订单集中释放，订单拐点出现为业绩反转奠定基础；全球地缘冲突不确定性加大，军贸出口提供增量需求；军工基本面相对独立，与宏观周期关系不大，股市流动性好但宏观预期不确定时，相对优势明显。第三，从短期板块轮动角度，2025 年以来成长风格从算力、AI、机器人到港股互联网、创新药，基本上已经轮涨过一遍。军工近期表现强符合牛市中轮涨特征。第四，从主题催化角度，主题活跃的牛市中军工大概率不会缺席。去年 9 月以来，有事件催化的主题大部分会有不错的表现，军工的事件催化后续大概率还会有。

1.4.2 周期：短期有望受益于风格扩散，主题性机会集中在有色金属

商品价格依然受到产能周期的正面支撑，供给端政策有望支撑价格底部，下一轮上涨需等待需求接力。我们认为从价格波动的规律和产能格局来看，商品价格依然处于产能

周期景气向上的过程中。去年9月以来上游资源品价格震荡走弱，我们认为主要原因是库存周期的下降。但从价格波动的幅度来看相对可控，当前出台的“反内卷”政策以及后续预期出台重点行业稳增长方案等供给端政策，有望支撑上游资源品价格底部。但后续商品价格如果开启新一轮上涨，大概率需要需求接力。

从长期的角度，煤炭等上游资源品受益于产能周期向上，目前估值处于历史底部区间，存在较好的配置机会。从短期的角度，建材、化工等周期行业属于低估值、低持仓、低涨幅板块，也有望受益于牛市中期风格扩散。有色金属、化工等下游部分行业有科技成长属性。

有色金属部分细分领域受益于地缘格局变化，产能格局较好，或有涨价动力。以稀土为例，中国对中重稀土出口管制后，部分稀土金属价格创新高，供给端配额增速可能放缓，强化供给刚性。需求端新能源车、风电等领域需求保持高速增长，人形机器人有望成为新的增长点。供需缺口扩大趋势下价格有望持续上升。

1.4.3 金融地产：房地产受益于政策预期，非银金融是弹性方向

房地产板块基本面仍在持续下行，短期可能受益于政策加码预期提升。地产需求景气度加速下行，2025年二季度之后核心城市二手房销售再次走弱，房企普遍面临销售下滑、利润承压的情况。供给端也在加速出清。年内行业仍需等待信用风险出清和市场底确认。但短期来看，行业或受益于政策加码预期提升。北京、上海已经出台了新一轮放松政策，后续仍有其他城市政策落地的可能。

自下而上看，证券和保险基本面已经处于底部区域，反转后弹性可能较大。2024年924一揽子政策落地以来，随着股市回暖、鼓励并购重组、港股上市公司增多，证券基本面底部已经较为确定。我们认为在当前牛市周期中，券商业绩改善确定性较高，同时估值分位数仍处于历史偏低位置。目前保险在增加权益配置比例，也会受益于股市走强从而带来弹性。

1.4.4 消费：低位传统消费可能受益于风格高低切，新消费或有月度休整

传统消费长期逻辑可能出现变化，政策补贴有望短期提振需求，但提振的时间及效果尚不确定。受消费升级尚未进一步证明和房地产长周期下行等因素的影响，大部分消费板块ROE中枢可能较16-21年下降。目前消费的估值刚进入历史较低区间，我们预计绝对收益下跌空间不大。但整体ROE弹性不大。前期市场演绎的是局部新消费的弹性。消费板块的年度基本面虽然有扩内需政策支持的影响，但需求修复的弹性和空间仍有较大的不确定性。“禁酒令”等政策变化也可能对需求修复产生影响。我们认为在长期逻辑较难进一步验证的情况下，仅靠政策补贴较难推动消费行业景气度的大幅回升，因此估值上台阶空间可能不大。

低位传统消费可能受益于风格高低切，新消费或有月度休整。食品饮料等传统消费，整体估值处于历史低位区间。中报落地后，后续需要进一步观察中秋和国庆重要的消费时间段终端动销情况。如果基本面可能存在边际改善的趋势，则可能受益于风格高低切带来的估值修复机会。我们认为新消费相关细分领域仍然可以关注，自下而上来看，业绩趋势和产业逻辑如果能实现共振，超额收益持续的时间往往能较长，新消费属于这一情形。自上而下看，宏观层面外需不确定，内需确定性更强，后续还可能稳内需的政策，新消费也有望受益。但由于新消费细分行业内部扩散过快，按照AI和机器人扩散的节奏，或有

月度休整。

1.5 PB-ROE 模型度量行业估值性价比

我们用 PB-ROE 模型度量行业在可比盈利水平下基于长期盈利能力低估或高估的程度。我们采用 5 年期和 10 年期 PB 和 ROE 历史分位数，剔除不同行业的盈利和估值绝对水平差异的影响。ROE 分位数-PB 分位数越高，说明相对于历史上较高的盈利水平，该行业当前被低估程度较高。反之，ROE 分位数-PB 分位数越低，说明相对于历史上较低的盈利水平，该行业当前被高估的程度较高。

(1) 周期板块中，静态来看，石油石化、有色金属性价比较好，机械设备和钢铁性价比较差，煤炭、化工、建材居中，动态来看建议关注有色金属。截至 2025 年 8 月 29 日，周期板块中仅石油石化和有色金属有一定程度低估。煤炭、化工、建材 ROE 历史分位和 PB 历史分位均处于中等偏下水平，高估程度不高。钢铁、机械设备 ROE 历史分位处于中等偏下水平，PB 历史分位处于偏高水平，高估程度较高。动态来看，我们建议关注有色金属，因为有色金属行业受益于产能格局好，黄金稀土等价格受地缘政治影响容易涨，ROE 处于历史偏高分位。

(2) 成长板块中，静态来看通信估值和盈利能力基本匹配，传媒性价比适中。截至 2025 年 8 月 29 日，除了电力设备外大部分成长板块 PB 历史分位处于历史高位，通信 ROE 历史分位也处于高位，静态看基本匹配高估值。传媒 ROE 历史分位处于中等水平，PB 历史分位处于中等偏上水平，性价比适中。电子 ROE 历史分位处于中等水平，PB 历史分位处于历史高位，性价比开始下降。电力设备盈利仍处于历史底部，性价比较差。动态来看，我们认为成长板块后续可能出现分化，建议关注 ROE 能够出现回升从而消化高估值的细分行业。

(3) 消费板块中，静态来看家用电器、社会服务、食品饮料、农林牧渔性价比较好，商贸零售性价比居中，汽车、医药生物、纺织服饰、轻工制造性价比较差。动态来看建议关注部分 ROE 可能有弹性的新消费细分板块。截至 2025 年 8 月 29 日，大部分消费板块 PB 历史分位处于历史中等偏下区间，但同时考虑到盈利的变化，医药生物、轻工制造等部分 ROE 历史分位处于历史低位的行业性价比较差，社会服务、食品饮料等 ROE 历史分位处于中等偏上的行业性价比较好。但需要注意的是消费板块整体 ROE 弹性可能不大。

(4) 金融板块中，静态来看非银金融性价比较好。截至 2025 年 8 月 29 日，非银金融、银行 PB 历史分位提升到过去 5 年偏高水平。由于非银金融基本面触底，2025 年二季度报数据显示 ROE 处于历史偏高水平，当前性价比仍较好。银行 ROE 则处于历史低位，静态来看性价比一般。房地产 ROE 处于历史低位，但 PB 历史分位也不高。

(5) 稳定类板块中，静态来看交通运输、公用事业性价比较好。截至 2025 年 8 月 29 日，交通运输、公用事业 ROE 处于历史中等水平，PB 估值处于历史中等偏下水平，静态性价比较高。但动态来看由于 ROE 弹性不大，估值性价比一般。

表 9: PB-ROE 度量的一级行业估值与基本面匹配情况 (单位: %)

板块	行业	PB,过去 10 年分位数 (%)	PB,过去 5 年分位数 (%)	ROE,过去 10 年分位数 (%)	ROE,过去 5 年分位数 (%)	ROE 分位数-PB 分位数(10 年)	ROE 分位数-PB 分位数(5 年)
周期	煤炭	31.5	22.9	24.3	9.5	(7.17)	(13.44)
	石油石化	18.7	30.0	65.8	33.3	47.13	3.31
	基础化工	42.8	46.9	24.3	9.5	(18.50)	(37.41)
	钢铁	51.2	70.8	19.5	14.2	(31.71)	(56.59)
	有色金属	59.9	66.4	78.0	57.1	18.14	(9.28)
	建筑材料	18.7	37.5	12.1	23.8	(6.61)	(13.70)
	机械设备	82.9	95.8	53.6	28.5	(29.31)	(67.29)
消费	汽车	96.9	98.8	51.2	76.1	(45.67)	(22.66)
	家用电器	22.6	38.9	31.7	19.0	9.10	(19.86)
	社会服务	26.5	44.3	43.9	71.4	17.37	27.13
	食品饮料	22.5	16.5	75.6	52.3	53.14	35.76
	医药生物	28.0	48.1	2.4	4.7	(25.60)	(43.44)
	农林牧渔	21.2	33.0	78.0	80.9	56.84	47.94
	美容护理	47.1	33.9	34.1	38.0	(13.04)	4.09
	商贸零售	61.6	72.2	36.5	71.4	(25.09)	(0.79)
	纺织服装	53.7	74.3	36.5	38.0	(17.21)	(36.30)
	轻工制造	41.8	47.3	2.4	4.7	(39.43)	(42.58)
稳定	建筑装饰	16.9	33.8	2.4	4.7	(14.48)	(29.13)
	交通运输	20.5	31.6	56.0	76.1	35.50	44.54
	公用事业	40.0	45.8	65.8	61.9	25.82	16.07
	环保	38.3	66.7	2.4	4.7	(35.89)	(61.97)
金融	非银金融	36.6	72.9	80.4	85.7	43.80	12.80
	银行	31.4	62.9	2.4	4.7	(28.97)	(58.17)
	房地产	20.0	40.0	2.4	4.7	(17.57)	(35.32)
成长	电力设备	45.7	39.2	7.3	14.2	(38.44)	(24.95)
	国防军工	90.2	95.3	39.0	14.2	(51.24)	(81.14)
	通信	98.6	99.9	97.5	95.2	(1.12)	(4.72)
	电子	98.8	97.8	51.2	47.6	(47.59)	(50.21)

板块	行业	PB,过去 10 年分位数 (%)	PB,过去 5 年分位数 (%)	ROE,过去 10 年分位数 (%)	ROE,过去 5 年分位数 (%)	ROE 分位数-PB 分位数(10 年)	ROE 分位数-PB 分位数(5 年)
成长	计算机	83.9	99.0	7.3	14.2	(76.64)	(84.81)
	传媒	76.9	99.5	46.3	57.1	(30.56)	(42.40)
其他	综合	67.3	86.6	48.7	85.7	(18.61)	(0.85)

注：PB 为截至 2025 年 8 月 29 日数值，ROE 为 2025 年二季度报数值。

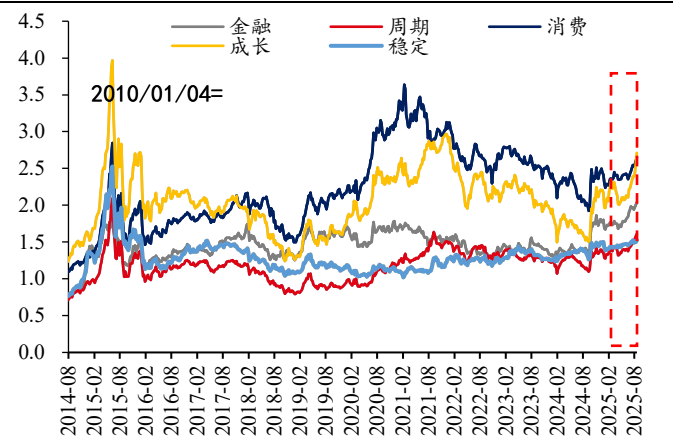
资料来源：万得，信达证券研发中心

二、市场表现跟踪

2.1 市场表现回顾：8月成长和周期风格占优

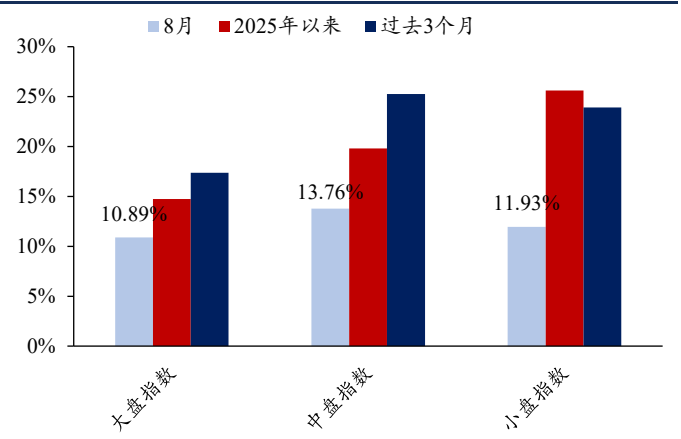
8月成长和周期风格领涨。主要风格板块中，2025年8月成长风格涨幅18.47%，周期风格涨幅9.18%。从大小盘风格来看，8月中小盘风格表现较好，大盘指数涨幅靠后。从主要指数涨跌幅来看，8月主要指数大部分上涨，创业板指上涨24.1%，涨幅居前。上证指数涨幅8%，涨幅靠后。8月绩优股指数涨幅17%，涨幅靠前。

图 3：8月成长和周期风格表现较好（单位：倍）



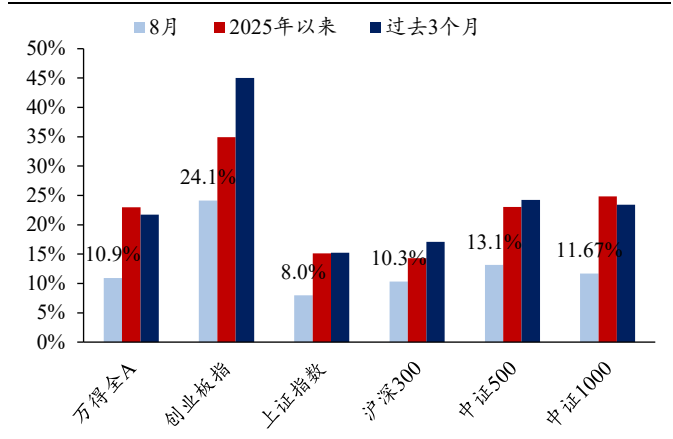
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4：8月中小盘指数表现强（单位：%）



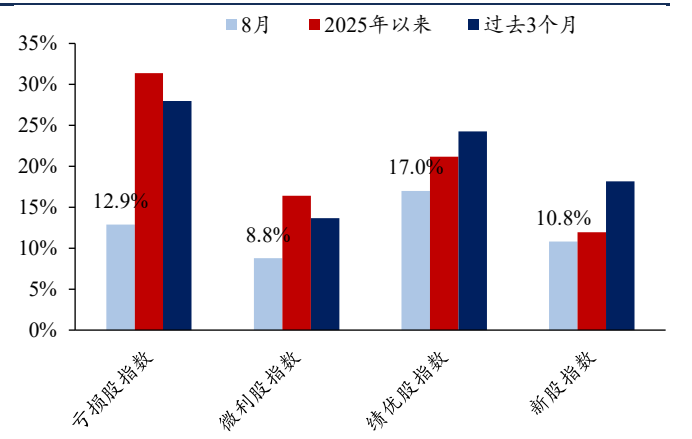
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 5：8月创业板指涨幅居前（单位：%）



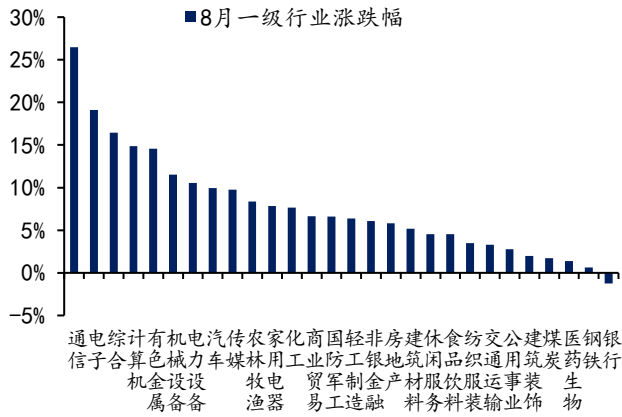
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 6：8月绩优股指数涨幅居前（单位：%）

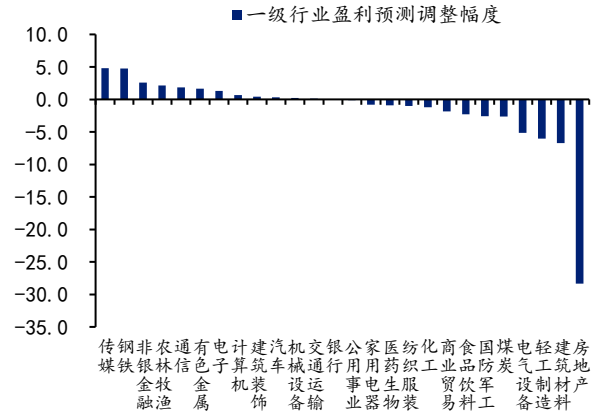


资料来源：万得，信达证券研发中心

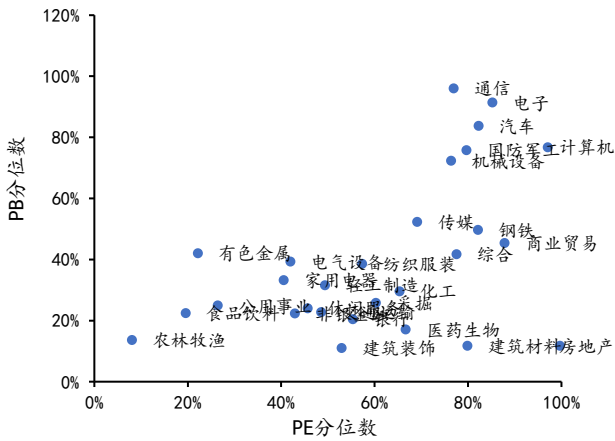
行业表现方面，8月申万一级行业中通信、电子、计算机、有色金属、机械设备涨幅居前，而银行、钢铁、医药生物、煤炭、建筑装饰表现居后。截至8月29日，2025年盈利预测上调幅度居前的有传媒、钢铁、非银金融、农林牧渔、通信，而房地产、建筑材料、轻工制造2025年盈利预测下调幅度居前。

图 7：8月一级行业涨跌幅（单位：%）


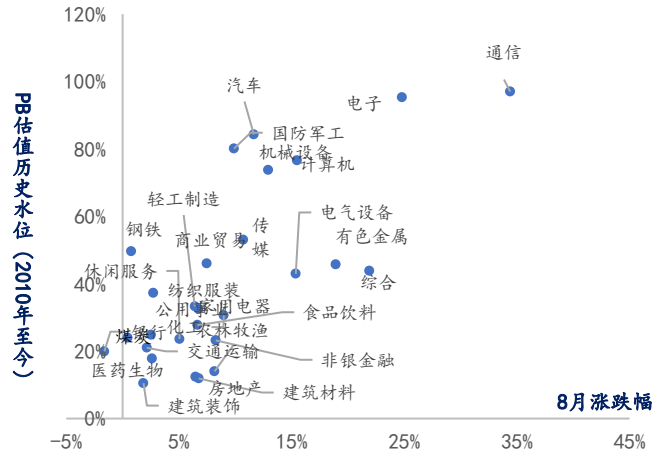
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 8：一级行业 2025 年盈利预测调整幅度（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 9：一级行业 PE 和 PB 估值分位（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

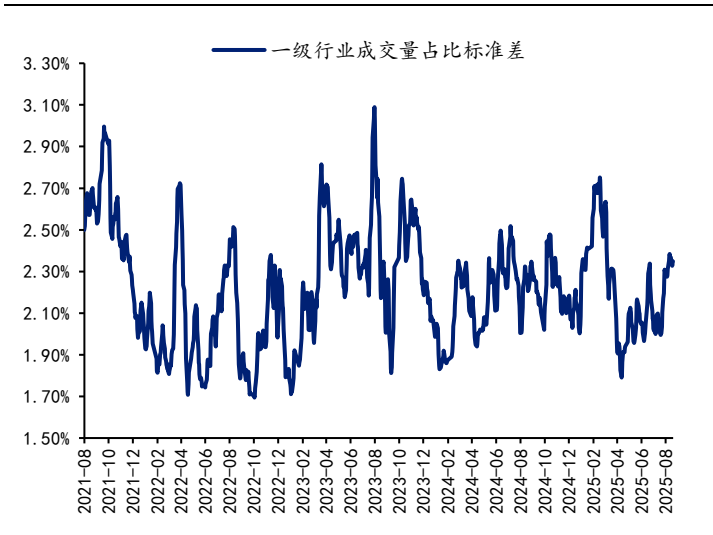
图 10：8月领涨板块估值偏高（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

2.2 市场情绪跟踪：8月一级行业成交量和涨跌幅分化均有所回升

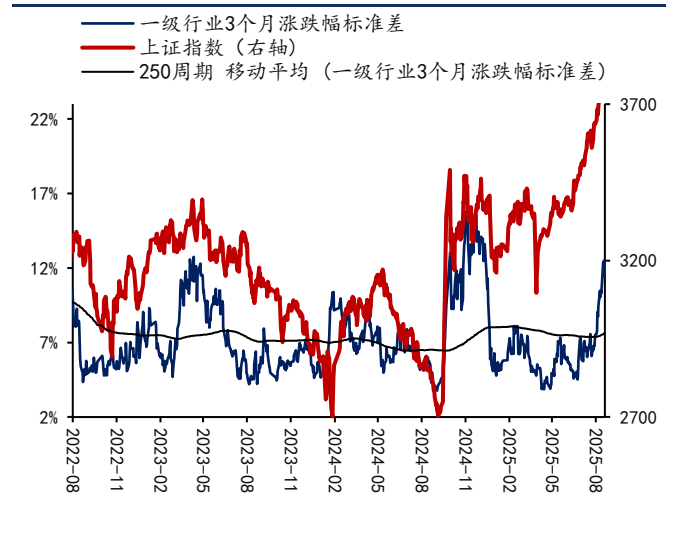
8月成交量和涨跌幅分化程度均有所回升。8月一级行业成交量占比标准差持续回升，截至8月29日上升到2.33%，较8月初的2.1%上升0.23个百分点。8月一级行业涨跌幅标准差加速上升，截至8月29日一级行业3个月涨跌幅标准差为13.2%，较8月初的6.1%上升7.1个百分点。

图 11：8月一级行业成交量占比（5日MA）标准差回升（单位：%）



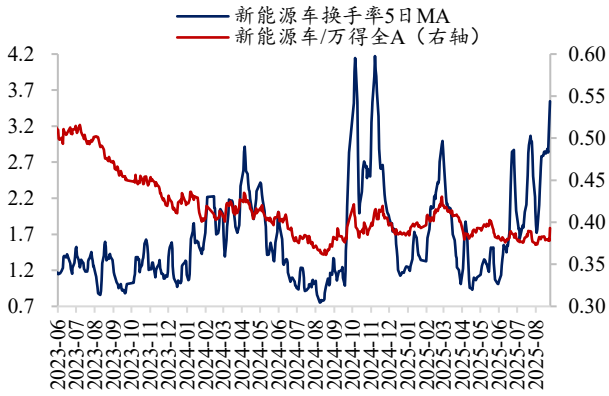
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 12：8月一级行业涨跌幅标准差持续回升（单位：%、点）

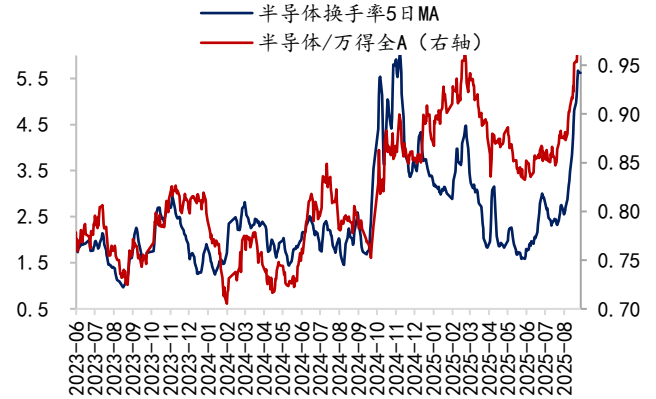


资料来源：万得，信达证券研发中心

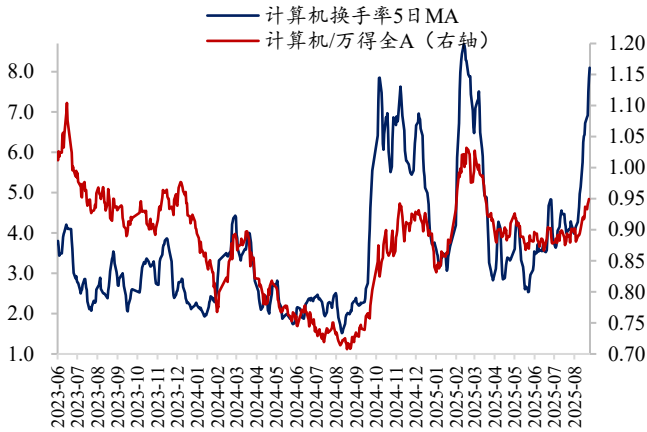
从换手率来看，TMT 交易热度回升到历史高位。（1）TMT 换手率加速上升。截至8月29日，新能源车换手率（5日MA）为3.76%，处于2010年以来96.2%的分位水平。半导体换手率（5日MA）为5.63%，处于2010年以来98.6%的分位水平。计算机换手率（5日MA）为7.72%，处于2010年以来99.4%的分位水平。传媒换手率（5日MA）为4.83%，处于2010年以来96.9%的分位水平。（2）医药生物换手率有所回落。截至8月29日，食品饮料换手率（5日MA）2.43%，处在2010年以来93.4%的分位水平。医药生物换手率（5日MA）为3.16%，处在2010年以来94.9%的分位水平。（3）有色金属换手率加速上升到高位。截止8月29日，煤炭行业换手率（5日MA）为1.57%，处于2010年以来81.6%的分位水平；有色金属换手率（5日MA）为4.01%，处于2010年以来97.1%的分位水平。（4）红利板块换手率小幅上升。截至8月29日，银行换手率（5日MA）为0.38%，处于2010年以来91.3%的分位水平；建筑行业换手率（5日MA）为2.06%，处于2010年以来89.8%的分位水平。

图 13：新能源车日均换手率（单位：%、倍）


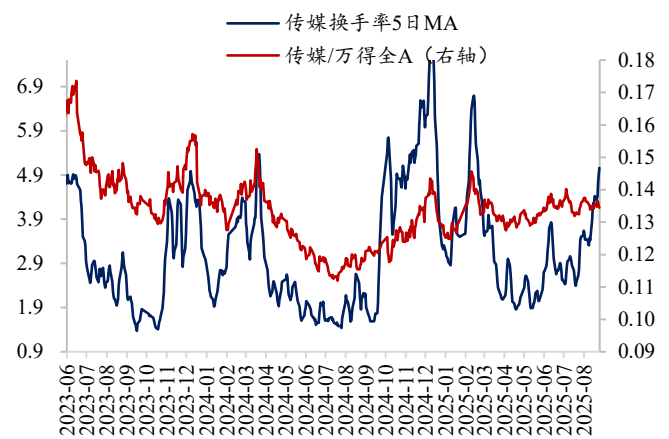
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 14：半导体日均换手率（单位：%、倍）


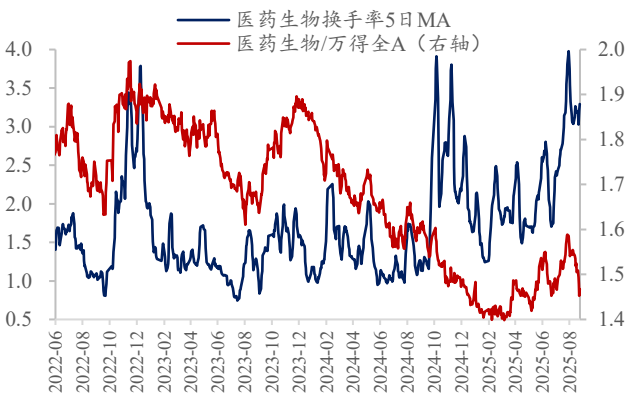
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 15：计算机日均换手率（单位：%、倍）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 16：传媒日均换手率（单位：%、倍）


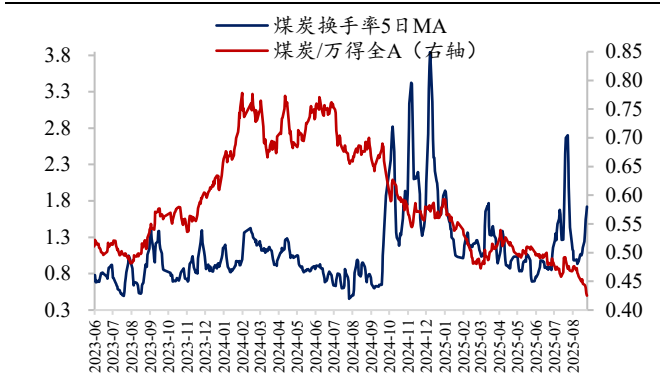
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 17：医药生物日均换手率（单位：%、倍）


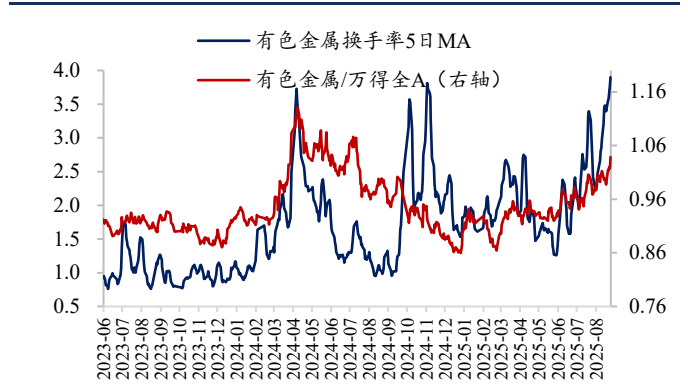
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 18：食品饮料日均换手率（单位：%、倍）

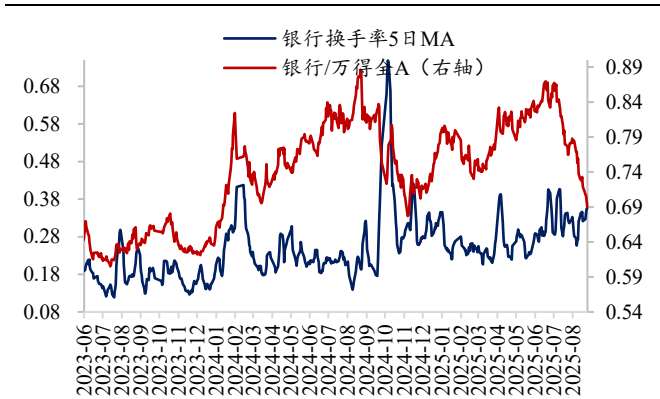

资料来源：万得，信达证券研发中心

图 19：煤炭日均换手率（单位：%、倍）


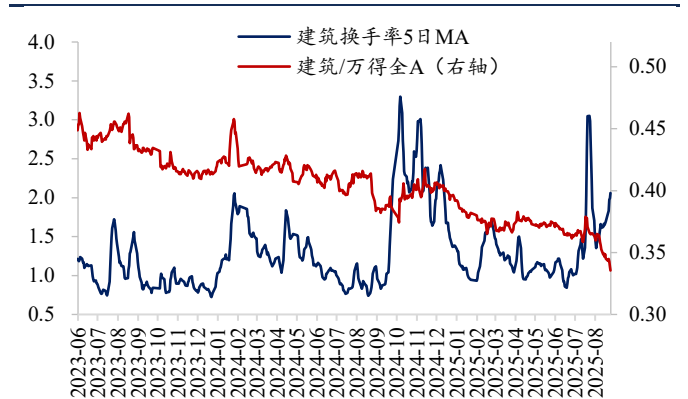
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 20：有色金属日均换手率（单位：%、倍）


资料来源：万得，信达证券研发中心

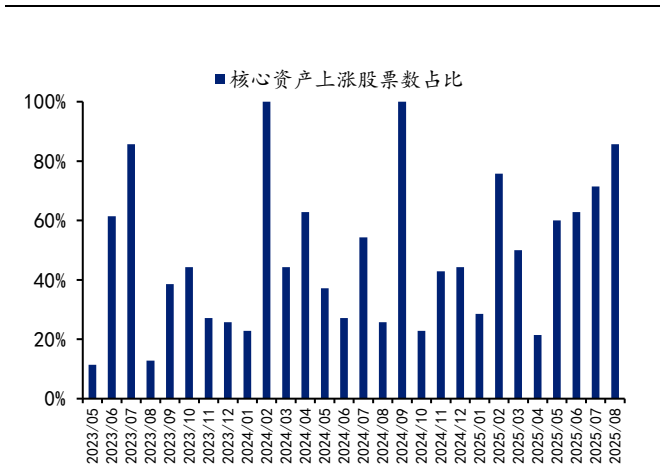
图 21：银行日均换手率（单位：%、倍）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 22：建筑日均换手率（单位：%、倍）


资料来源：万得，信达证券研发中心

2025 年 8 月核心资产上涨股票占比较 7 月上升，核心资产估值在 2010 年以来平均值附近。

图 23：8 月核心资产上涨股票数占比继续上升（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

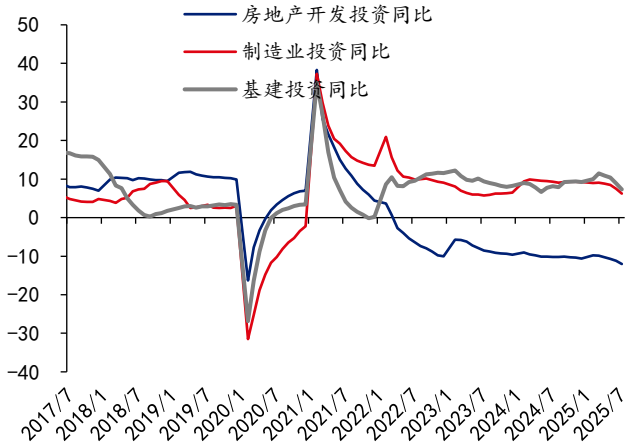
图 24：8 月核心资产估值在 2010 年以来平均值附近（单位：倍）


资料来源：万得，信达证券研发中心

三、宏观、中观基本面跟踪

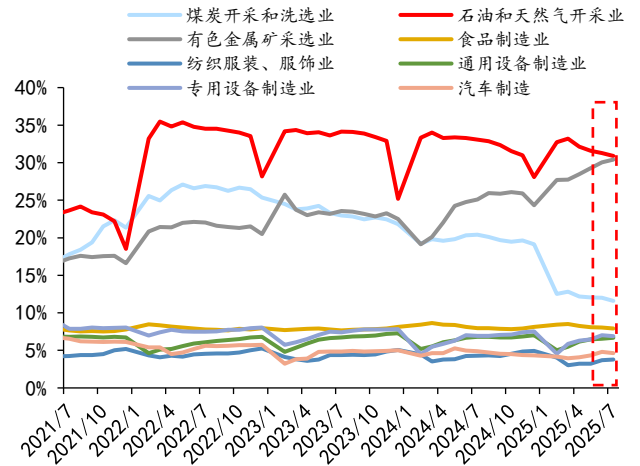
3.1 投资

图 25：7 月基建、制造业投资同比增速持续回落，房地产投资同比增速下降（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

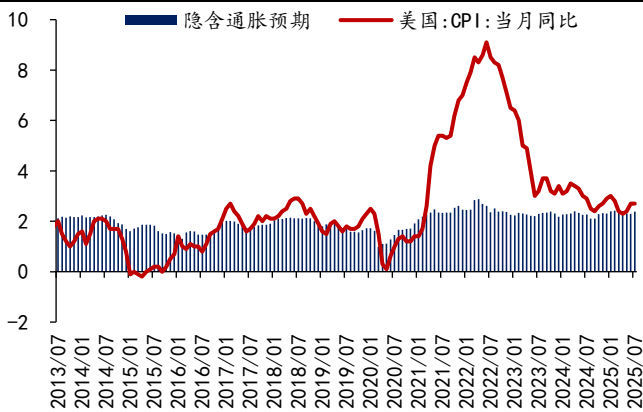
图 26：2025 年 7 月有色金属利润占比继续提升（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

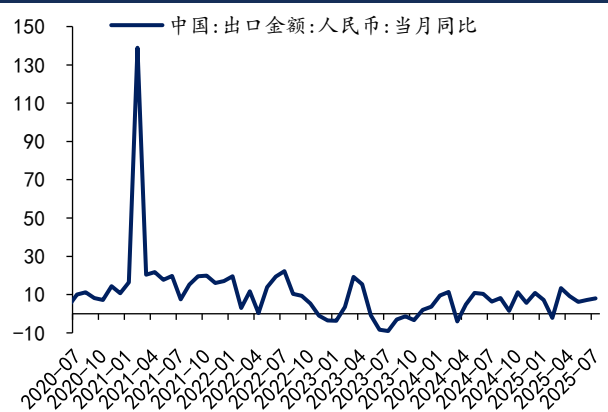
3.2 外需

图 27：美国 7 月 CPI 维持 2.7%（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

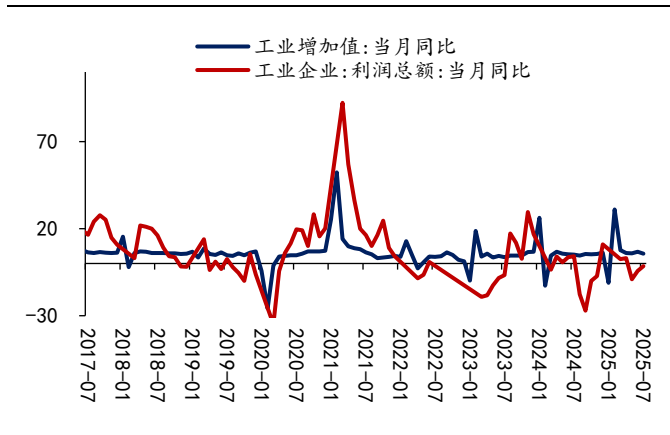
图 28：7 月我国出口金额人民币计价当月同比正增 8.0%，环比增速有所上升（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

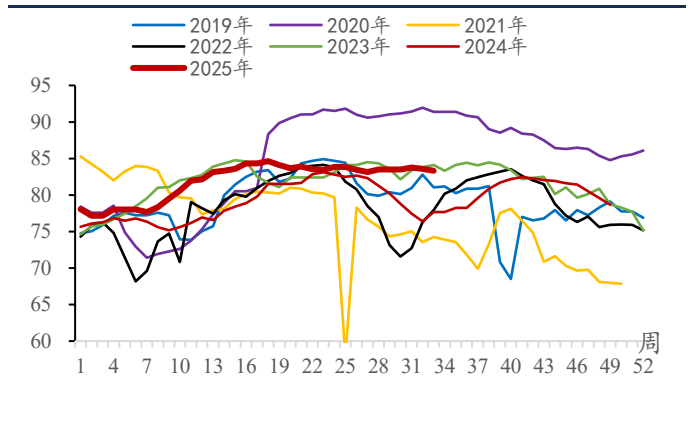
3.3 工业

图 29：7 月工业增加值环比回落，工业企业利润总额负增（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

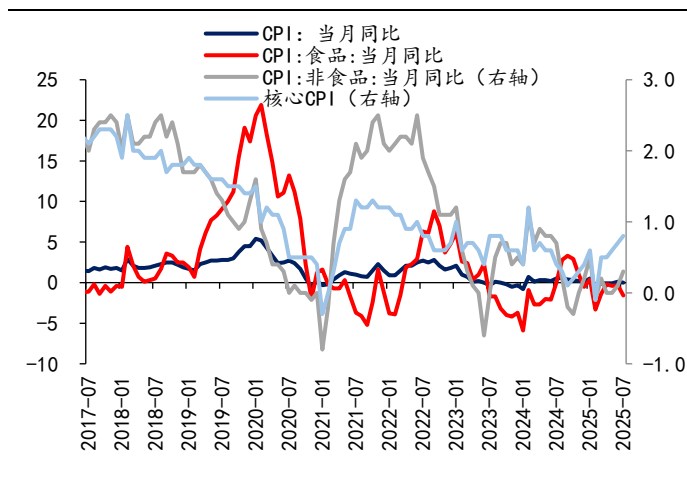
图 30：2025 年 8 月高炉开工率平稳（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

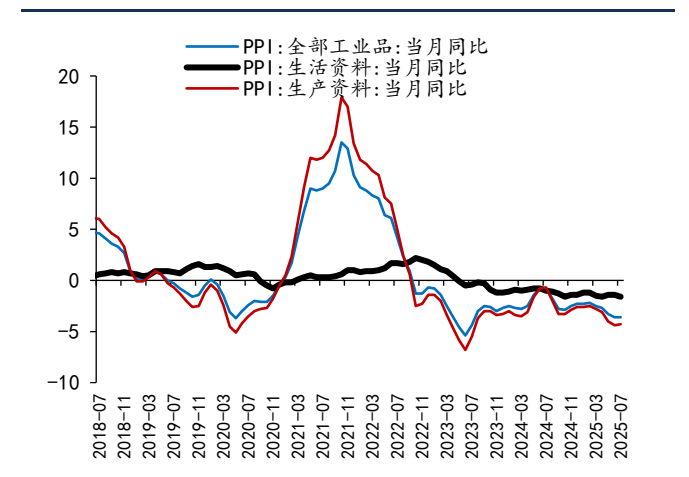
3.4 通胀

图 31：7 月核心 CPI 持续回升至 0.8%（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

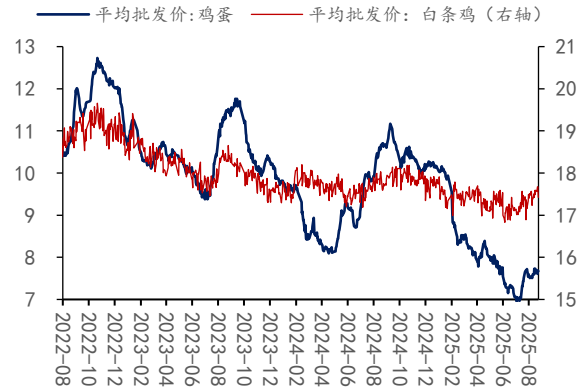
图 32：7 月 PPI 同比降幅 3.6%，与 6 月持平（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

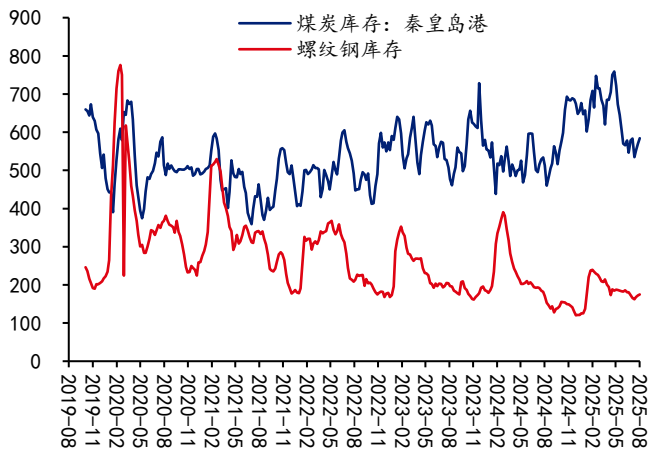
图 33: 猪肉价格下跌, 蔬菜价格上升 (单位: 元/公斤)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

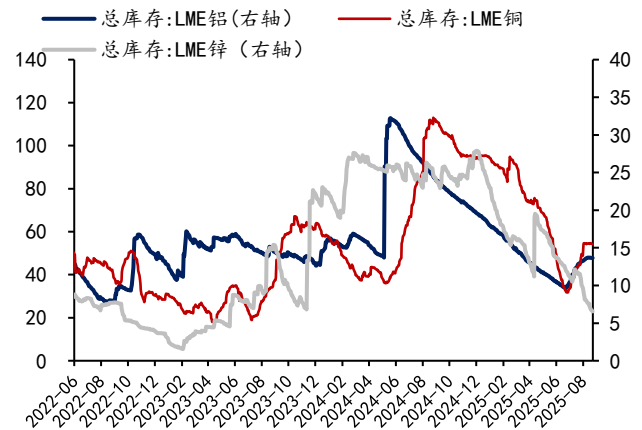
图 34: 鸡蛋、白条鸡价格回升 (单位: 元/公斤)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

3.5 上游: 资源品

图 35: 煤炭库存处于历史中等水平、螺纹钢库存处于历史偏低水平 (单位: 万吨)


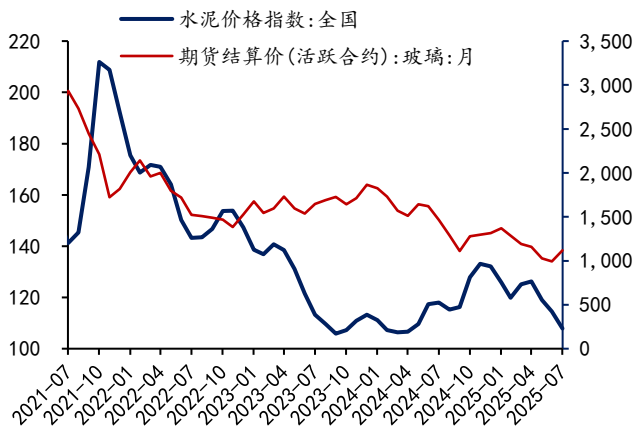
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 36: 锌库存持续下降, 铜、铝库存有小幅回升 (单位: 万吨)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

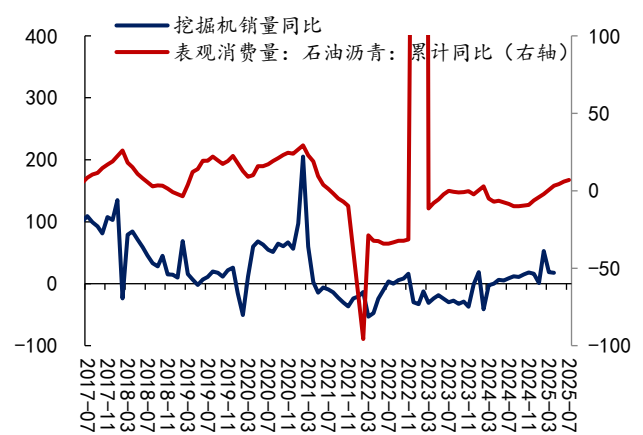
3.6 中游：建材、机械设备

图 37：7 月玻璃价格上升，水泥价格下降（单位：元/吨，点）



资料来源：万得，信达证券研发中心

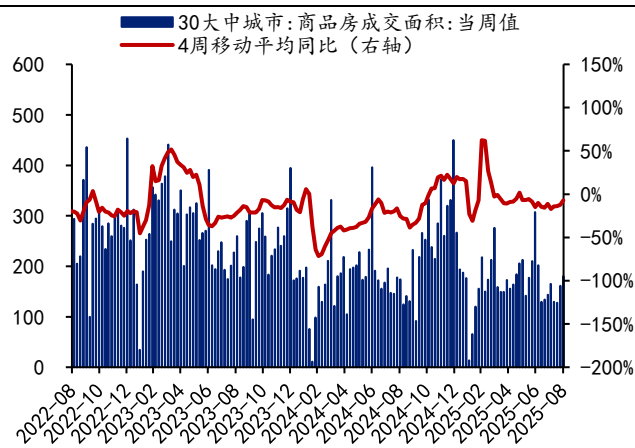
图 38：7 月石油沥青销量同比增速继续回升（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

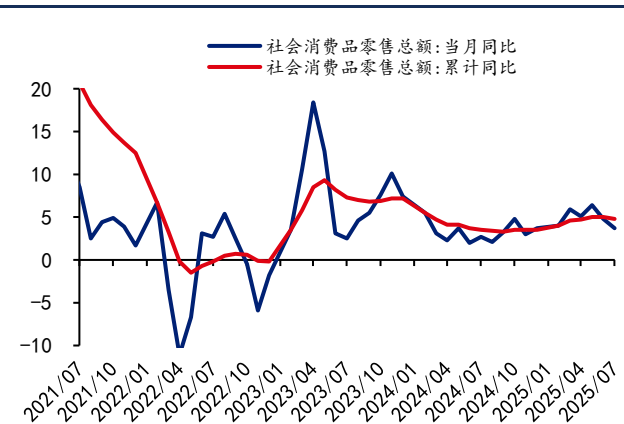
3.7 下游：房地产、消费

图 39：8 月 30 大中城市商品房成交面积同比增速继续磨底（单位：万平方米，%）

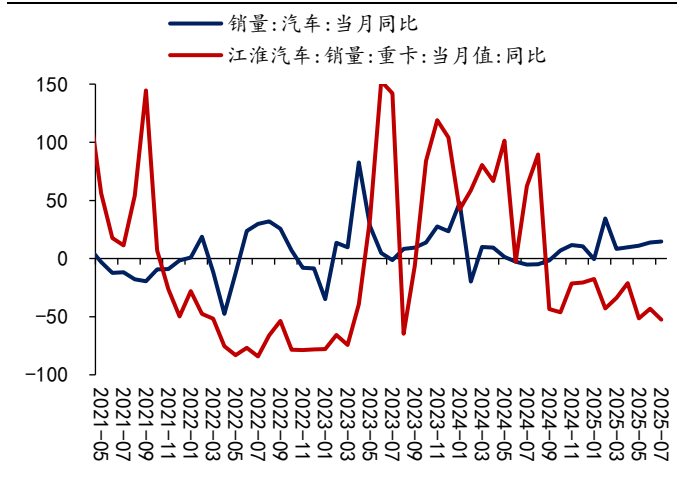


资料来源：万得，信达证券研发中心

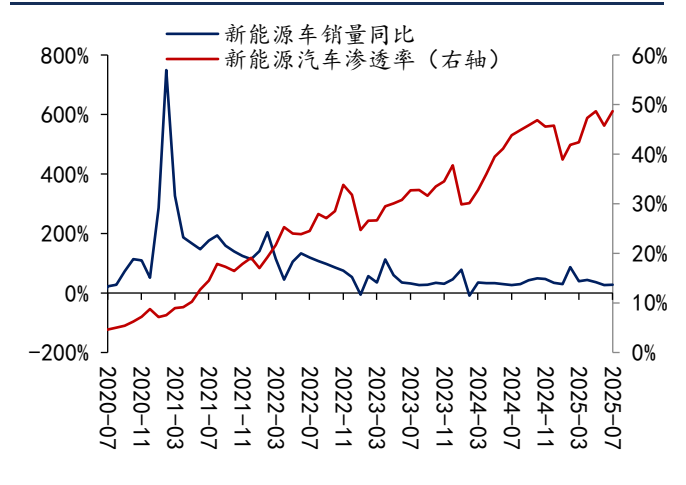
图 40：7 月社会消费品零售总额当月同比增速下降（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 41：7 月车销量增速环比继续上升（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 42：7 月新能源车销量渗透率为 48.7%（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

风险因素

宏观经济下行风险：受国内宏观经济政策变化以及国际环境日趋复杂严峻的影响，宏观经济存在超预期下行风险。

房地产市场下行风险：房地产政策落地效果及后续推出强度可能不及预期、外部环境变化、房企信用风险事件可能出现超预期冲击，房地产市场基本面存在超预期下行风险。

稳增长政策不及预期风险：宏观经济政策逆周期调节需要根据经济运行情况动态调整，可能存在稳增长政策落地不及预期的风险。

历史数据不代表未来：报告结论基于历史规律总结的部分，历史经验可能失效。

研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，10年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018第一财经年度最佳新人奖。

李畅，华东师范大学世界经济硕士，4年宏观策略研究经验，2021年6月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 15% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。