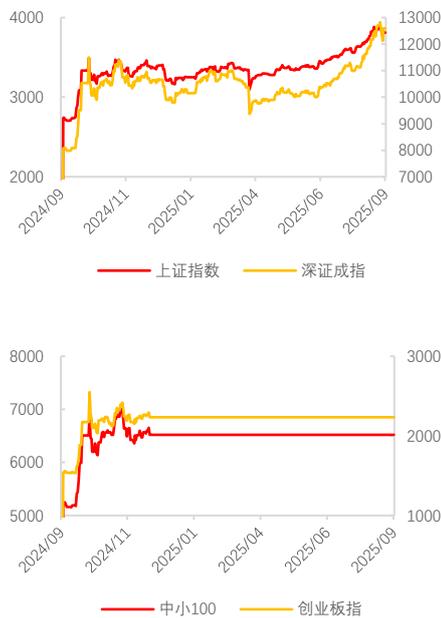


大盘指数



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师：黄子崧
SAC 登记编号：S1340523090002
Email: huangziyong@cnpsec.com

近期研究报告

《业绩之锚3：定价困境反转的中报季》
- 2025.09.04

策略观点

宜将风物放眼量，波动性来源将转向海外

● 投资要点

本周 A 股如期出现大幅震荡，指数表现分化。本周主要股指多数下跌，其中仅创业板指录得整周正收益，科创 50 在主要股指中领跌，其余主要股指间涨幅差异较小。风格方面，本周风格层面出现明显分层，成长风格未能延续上周强势表现出现大幅回调，周期和消费风格涨幅较上周明显收窄，金融风格本周跌幅继续扩大。市值风格方面，大中小盘指数均有下跌，整体呈大盘优于中盘优于小盘的格局。本周代表核心资产和成长龙头的茅指数和宁组合走势割裂，宁组合整周上涨 3.31%，茅指数微涨 0.37%。

行业层面，TMT 大幅回撤，新能源周五突袭。本周申万一级行业中电力设备上涨 7.39%，其中涨幅主要在周五（7.19%）单日兑现，一方面是固态电池实装在即催生动力电池近期表现强势，二是市场对光伏领域的反内卷政策落实预期加强导致光伏大涨。和新能源接棒形成鲜明对比的是此前大涨的 TMT 本周集体大幅回调，国防军工也在阅兵的事件影响结束后出现多头撤退迹象。

展望后市，宜将风物放眼量，波动性来源将转向海外。本周 A 股如期出现波动和调整，但这并不意味着本轮牛市行情的终结更多是给下一阶段上涨以蓄力的时间。下一阶段 A 股的波动性来源将更多来自海外，在美国 8 月非农数据大幅不及预期后，9 月美联储降息已是板上钉钉，A 股市场在完成休整之后也将把降息交易作为定价的重要逻辑支点。

配置方面，个股 α 逻辑优于行业 β 逻辑，挖掘个股“困境反转”逻辑。3 月以来持续调整的以 AI 应用、算力链、光模块为代表的 TMT 成长方向也将迎来估值修复的机会，结合当下出现的产业积极变化，仍有进一步上行空间。在《业绩之锚 3：定价困境反转的中报季》指出买中报“业绩超预期”并不能获得持续相对收益，“困境反转”是中报季更有效的业绩挖掘策略，在行业层面 2025 年中报仍缺乏业绩验证的主线机会，更应该重视自下而上的个股 α 机会。基于“跨报告季业绩预期差”的筛选策略构建了 2025 年中报个股业绩超预期组合，以致力于在 9-10 月中获取来自个股 α 的超额收益。

● 风险提示：

经济数据不及预期、中美摩擦加剧、地缘冲突恶化、全球金融环境不稳定影响、上市公司盈利情况不及预期等。

目录

1 市场表现回顾.....	4
2 A股高频数据跟踪	5
2.1 动态HMM择时模型建议仓位.....	5
2.2 A股情绪及成交跟踪	6
2.3 红利性价比模型跟踪.....	8
3 后市展望及投资观点.....	9
4 风险提示.....	9

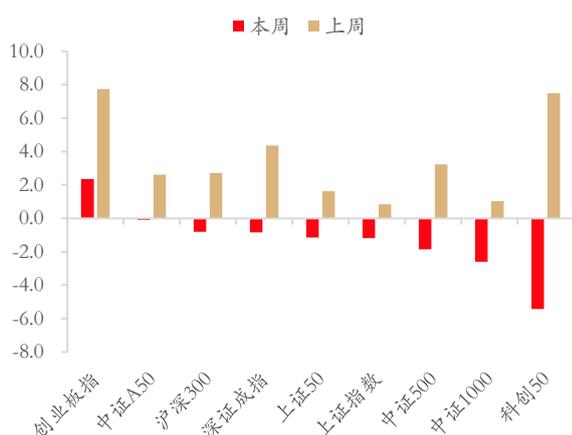
图表目录

图表 1: 主要股指周收益率(%)	4
图表 2: 主要风格和大小盘指数周收益率(%)	4
图表 3: 申万一级行业周收益率(%)	5
图表 4: 中邮策略择时模型提示仓位(%) 与万得全 A 走势	5
图表 5: 2024 年以来的 A 股市场回测	6
图表 6: 个人投资者情绪指数(%) 与万得全 A 指数	7
图表 7: 融资盘成交占全 A 比(%) 和自 2024.9.24 以来累计净买入(亿元)	7
图表 8: 银行股息率拆解(%) 及银行指数相对走势	8

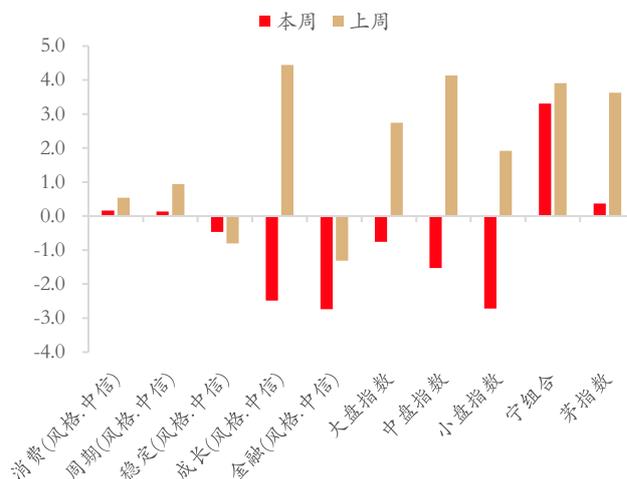
1 市场表现回顾

本周 A 股如期出现大幅震荡，指数表现分化。本周主要股指多数下跌，其中仅创业板指录得整周正收益，科创 50 在主要股指中领跌，其余主要股指间涨幅差异较小。风格方面，本周风格层面出现明显分层，成长风格未能延续上周强势表现出现大幅回调，周期和消费风格涨幅较上周明显收窄，金融风格本周跌幅继续扩大。市值风格方面，大中小盘指数均有下跌，整体呈大盘优于中盘优于小盘的格局。本周代表核心资产和成长龙头的茅指数和宁组合走势割裂，宁组合整周上涨 3.31%，茅指数微涨 0.37%。

图表1：主要股指周收益率(%)



图表2：主要风格和大小盘指数周收益率(%)

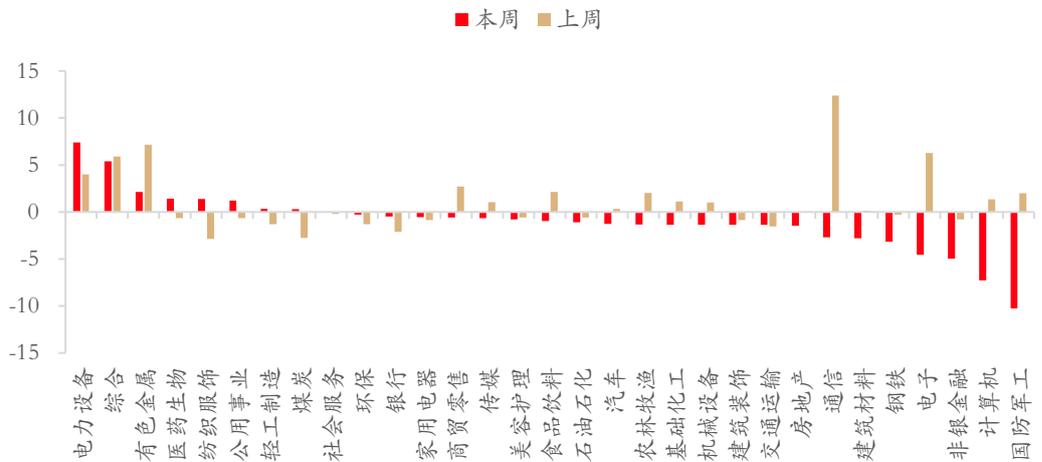


资料来源：Wind，中邮证券研究所

资料来源：Wind，中邮证券研究所

行业层面，TMT 大幅回撤，新能源周五突袭。本周申万一级行业中电力设备上涨 7.39%，其中涨幅主要在周五 (7.19%) 单日兑现，一方面是固态电池实装在即催生动力电池近期表现强势，二是市场对光伏领域的反内卷政策落实预期加强导致光伏大涨。和新能源接棒形成鲜明对比的是此前大涨的 TMT 本周集体大幅回调，国防军工也在阅兵的事件影响结束后出现多头撤退迹象。

图表3：申万一级行业周收益率(%)



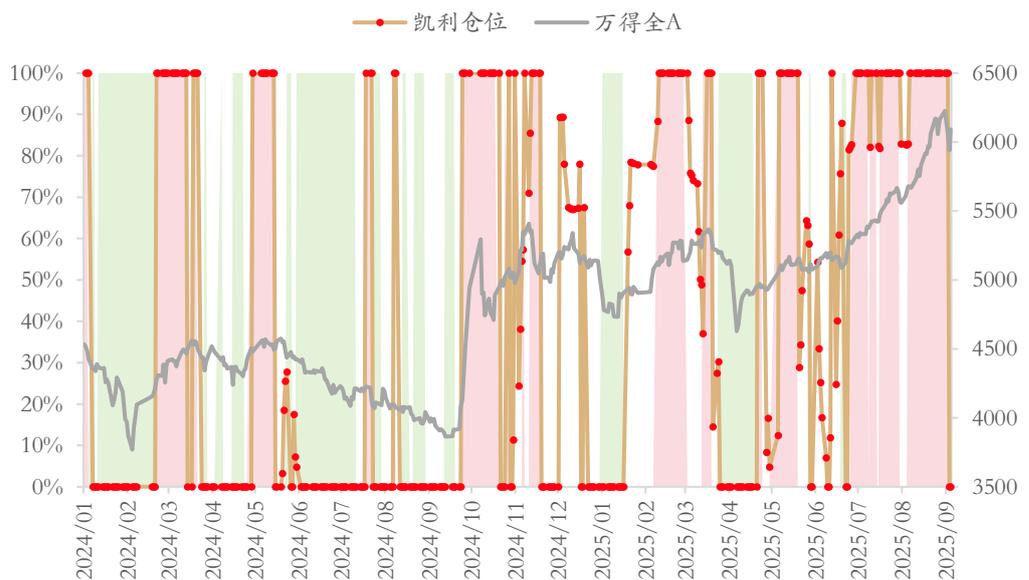
资料来源：wind，中邮证券研究所

2 A股高频数据跟踪

2.1 动态HMM择时模型建议仓位

基于《市场脉搏(1)：基于隐马尔科夫链与动态调制的量化择时方案》中构建的择时方法，构建了中邮策略择时模型。截至9月5日收盘数据，择时模型出现市场状态切换，认为市场从9月4日已进入趋势性下跌状态，提示空仓操作。

图表4：中邮策略择时模型提示仓位(%)与万得全A走势



资料来源：Wind，中邮证券研究所

在 2024 年以来的测试集中中邮策略择时模型在仅允许做多万得全 A 指数的规则下获得了 5.16% 的超额收益。中邮策略择时模型通过更谨慎的下行风险暴露管理（空仓），显著提升了投资组合的稳健性。其超额收益并非来自更高的风险承担，而是源于更高效的资金运用（凯利权重）和更精准的下行趋势识别（空仓择时）所带来的双重优势。

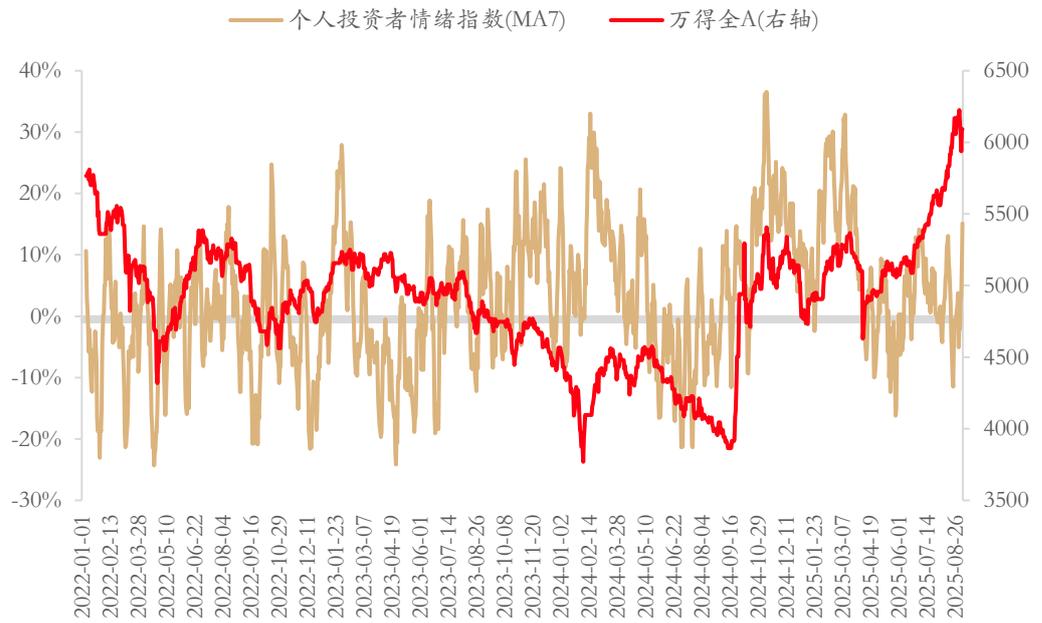
图表5：2024 年以来的 A 股市场回测



资料来源：Wind，中邮证券研究所

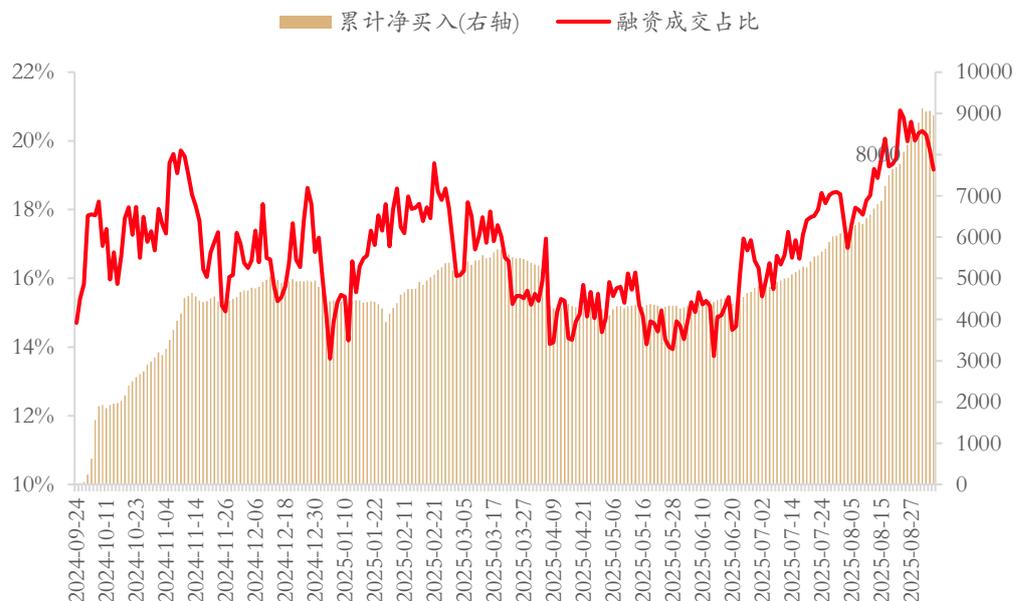
2.2 A 股情绪及成交跟踪

个人投资者情绪略有回升。如图 6 所示为独家构建的个人投资者情绪指数和万得全 A 指数，值得注意的是 A 股自去年 9.24 开始的行情最大特点在于走势和个人投资者情绪之间极强的关联性。截至 9 月 6 日个人投资者情绪指数 7 日移动平均数报 15.1%，较 8 月 30 日的 3.8% 明显上升。

图表6：个人投资者情绪指数（%）与万得全A指数


资料来源：东方财富股吧，Wind，中邮证券研究所

同时如图 7 所示，融资盘成交热度减退，本周出现净卖出。本周融资盘占全 A 成交额比重虽然仍处在高位，但出现明显下滑，结合融资盘从持续净买入转向小幅净流出，或预示着融资盘资金持续流入 A 股的热情出现减退。

图表7：融资盘成交占全A比（%）和自 2024.9.24 以来累计净买入(亿元)


资料来源：Wind，中邮证券研究所

2.3 红利性价比模型跟踪

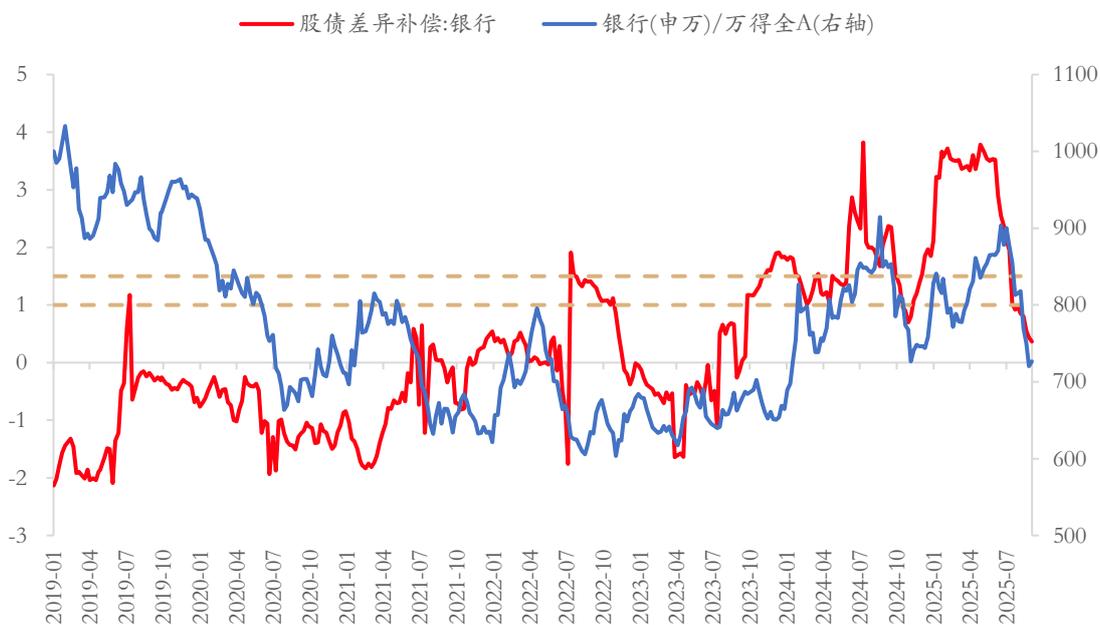
根据我们的跨资产红利比价模型，以银行股为代表的纯红利资产当下因前期上涨幅度较大，目前性价比或有所不足。

我们进行跨资产对比的切入点是红利策略中“类债”的性质，将红利股的收益率拆解为股债两部分，即：

$$\text{红利股股息率} = \text{无风险利率} + \text{本金风险补偿} + \text{股债差异补偿}$$

其中无风险利率+本金风险补偿可视为债券部分，而股债差异补偿部分是红利股性价比的体现。如图8所示，以当前最满足股利永续增长假设的银行为例，其相对万得全A开始走强的背景就是股债差异补偿部分抬升。当前银行的股债差异补偿为0.37%，以单纯静态股息率的视角来看已经进入“鱼尾”阶段，若以1%为最低要求的股债差异补偿，对应银行的股息率应为4.60%。若银行股在年中分红中未加大现金股利支付率，或将无法提供足够的股债差异补偿。

图表8：银行股息率拆解（%）及银行指数相对走势



资料来源：Wind，中邮证券研究所

3 后市展望及投资观点

展望后市，宜将风物放眼量，波动性来源将转向海外。本周 A 股如期出现波动和调整，但这并不意味着本轮牛市行情的终结更多是给下一阶段上涨以蓄力的时间。下一阶段 A 股的波动性来源将更多来自海外，在美国 8 月非农数据大幅不及预期后，9 月美联储降息已是板上钉钉，A 股市场在完成休整之后也将把降息交易作为定价的重要逻辑支点。

配置方面，个股 α 逻辑优于行业 β 逻辑，挖掘个股“困境反转”逻辑。3 月以来持续调整的以 AI 应用、算力链、光模块为代表的 TMT 成长方向也将迎来估值修复的机会，结合当下出现的产业积极变化，仍有进一步上行空间。在《业绩之锚 3：定价困境反转的中报季》指出买中报“业绩超预期”并不能获得持续相对收益，“困境反转”是中报季更有效的业绩挖掘策略，在行业层面 2025 年中报仍缺乏业绩验证的主线机会，更应该重视自下而上的个股 α 机会。基于“跨报告季业绩预期差”的筛选策略构建了 2025 年中报个股业绩超预期组合，以致力于在 9-10 月中获取来自个股 α 的超额收益。

4 风险提示

经济数据不及预期、中美摩擦加剧、地缘冲突恶化、全球金融环境不稳定影响、上市公司盈利情况不及预期等。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048