

2026年度策略报告

趋势延续

多周期共振上行，指数空间或能被盈利修复进一步打开。

- **周期定位：经济、金融周期共振上行。**基于我们对库存周期的跟踪与定位，当前经济周期正处在第二库存周期中的主动补库中后期，2026年主要经济体大概率会逐步进入去库周期阶段。
- **2026年大类资产配置：A股>中债，美债>美股。**全A企业盈利底部企稳利于A股进一步修复。美联储降息通道下美债利率有望下行。
- **盈利仍在修复，夯实上行基础。**2025年全A非金融累计盈利增速有望处于2.4%-5.5%区间，盈利修复趋势仍有望延续，为本轮权益市场上行夯实盈利层面基础。考虑科技产业趋势及“反内卷”工作的进一步展开，2026年，整体盈利修复趋势或继续延续。2026年盈利修复的弹性大小，同样取决于科技产业趋势业绩转化、“反内卷”工作推进程度等因素。当前A股指数虽估值较高，但尚未进入类似2007年及2015年类型的过度泡沫化阶段，指数2026年空间仍较为充足。
- **从宏观背景、估值水平、业绩表现以及资本开支等视角来看，当前AI行情泡沫化不显著，估值仍未透支。**AI硬件景气延续，关注“紧缺”环节，包括光通信、TPU产业链、存储芯片、AI电力等。此外，AI交互革命有望催化端侧换机热潮，AI应用三季度业绩迎来困境反转，应用渗透率进入加速阶段，垂类应用商业化落地初现成效，关注AI端侧和应用投资机会。
- **出海进展+政策支持+港股映射，创新药价值正在重估。**政策支持与CPI回暖双重催化新消费行情，新消费具备长期产业趋势与中期景气兑现双重共振。重点关注：1) 景气趋势强劲的“情绪消费”；2) 困境反转催化的“性价比消费”；3) 高速增长“服务与体验消费”。
- **聚焦三极中长级主题与“十五五”产业主线前瞻。**我们判断2026年中长级主题投资呈现“AI+消费+医药”三极集中结构，AI算力基础设施与数字经济为高景气主线，政策导向型主题提供支撑，大消费板块发挥稳定器作用。在我们构建的“主题-龙头股-基金产品”三层映射框架中，通过多主题并行配置降低风险，有效提升了组合的稳定性与可执行性。而2026是“十五五”开局之年，科技自立自强与先进制造有望成为核心主线。科技领域需转向体系化配置，覆盖关键核心技术、高端制造等多方向；先进制造向多层次体系升级，布局未来产业。在此基础上，我们建议重点关注政策驱动（电网储能、算力建设）、产业落地（低空经济、工业软件）、前沿布局（量子科技、脑机接口）。
- **风险提示：**周期定位出现偏差；盈利判断存在误差；估值超预期下行；中周期主导产业业绩下滑超预期；贸易摩擦进一步加剧。

相关研究报告

《宏观和大类资产配置周报》20260112
 《2025年前三季度对外经济部门体检报告》
 20260112
 《策略点评》20260112

中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格
 策略研究

证券分析师：王君
 (8610)66229061
 jun.wang@bocichina.com
 证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：徐沛东
 (8621)20328702
 peidong.xu@bocichina.com
 证券投资咨询业务证书编号：S1300518020001

证券分析师：徐亚
 (8621) 20328506
 ya.xu@bocichina.com
 证券投资咨询业务证书编号：S1300521070003

证券分析师：高天然
 tianran.gao@bocichina.com
 证券投资咨询业务证书编号：S1300522100001

目录

1 周期定位及大类资产	5
2 A 股大势及风格	7
2.1 盈利与指数空间展望	7
2.2 当前为什么类似 2013-2014 年	9
2.3 “趋势”中，对调整的担忧可适当放宽	11
2.4 2026 年市场节奏：第一个高点在“春躁”	12
3 行业与风格比较	14
3.1 盈利贡献：科技主导，反内卷修复	14
3.2 风格与模型验证：成长与消费占优	15
4 中观景气跟踪与景气预期展望	17
4.1 科技产业趋势延续：AI 产业链景气验证，行情可期	17
4.2 消费新逻辑演绎：创新药价值重估，新消费景气演绎	22
5 策略专题	24
5.1 中长级主题投资	24
5.2 “十五五”前瞻：科技自立自强与先进制造重塑中长期产业主线	27
6 风险提示	30

图表目录

图表 1.当前中美所处库存周期阶段.....	5
图表 2.未来美元走势预测.....	6
图表 3.2025 年全 A 非金融盈利预测（情景假设）.....	7
图表 4.全 A 指数仅在 2007 及 2015 年牛市中突破过“2X”.....	8
图表 5.乐观&中性假设下，万得全 A 指数空间（ERP“2X”上沿至 1.70%）.....	8
图表 6.2013-2015 年牛市：结构牛转向全面牛.....	9
图表 7.2013 年创业板 50 指数跑赢创业板综指.....	10
图表 8.本轮全面牛的展开方式.....	10
图表 9.2013 年牛市启动后，PPI 转正出现在 2016 年 9 月.....	11
图表 10.第三轮牛市（2013-2015 年）中，成长（中信）风格指数的最大回撤幅度.....	12
图表 11.第五轮牛市（2019-2021 年）中，成长（中信）风格指数的最大回撤幅度.....	12
图表 12.二十一年春季躁动行情区间的跨度.....	13
图表 13.“春躁”行情的类型.....	13
图表 14.2025 年全 A 非金融盈利预测（情景假设）.....	14
图表 15.2026 年一级行业建议超配方向.....	14
图表 16.全 A 非金融大类&一级行业 2025Q3vs2025Q2 业绩同比增速拆解：边际&绝对贡献.....	15
图表 17.AI 行业配置模型输出 Top10 行业.....	16
图表 18.货币政策由宽转紧易成为泡沫破裂触发因素.....	17
图表 19.Mag6 市盈率相对 S&P 约为 2010 年以来的不足均值+1X 标准差，远低于科网泡沫水平.....	18
图表 20.Mag6 当前业绩表现优于科网泡沫时期的纳指.....	18
图表 21.Mag6 当前资本性支出与现金流比值相对健康.....	18
图表 22.美国信息处理设备投资占 GDP 比重距科网泡沫时期仍有较大距离.....	19
图表 23.AI 产业链高景气延续.....	19
图表 24.存储价格持续高增.....	19
图表 25.伴随全球算力基础设施建设加速，中国变压器出口累计同比呈现上行趋势.....	20
图表 26.iPhone4 的发布成为智能手机渗透率加速提升的重要拐点.....	21
图表 27.阿里“千问”app 成为全球 AI 应用用户增速榜首位.....	21
图表 28.创新药业绩表现.....	22
图表 29.CPI 同比与必选消费市场表现有较高相关性.....	23
图表 30.当前诸多消费细分赛道具备盈利-估值性价比.....	23
图表 31.“情绪消费”龙头毛利率高于消费行业整体水平.....	23
图表 32.2025 年以来“性价比消费”呈现出困境反转态势.....	23
图表 33.中长级主题投资系统热点主题输出结果-I.....	24

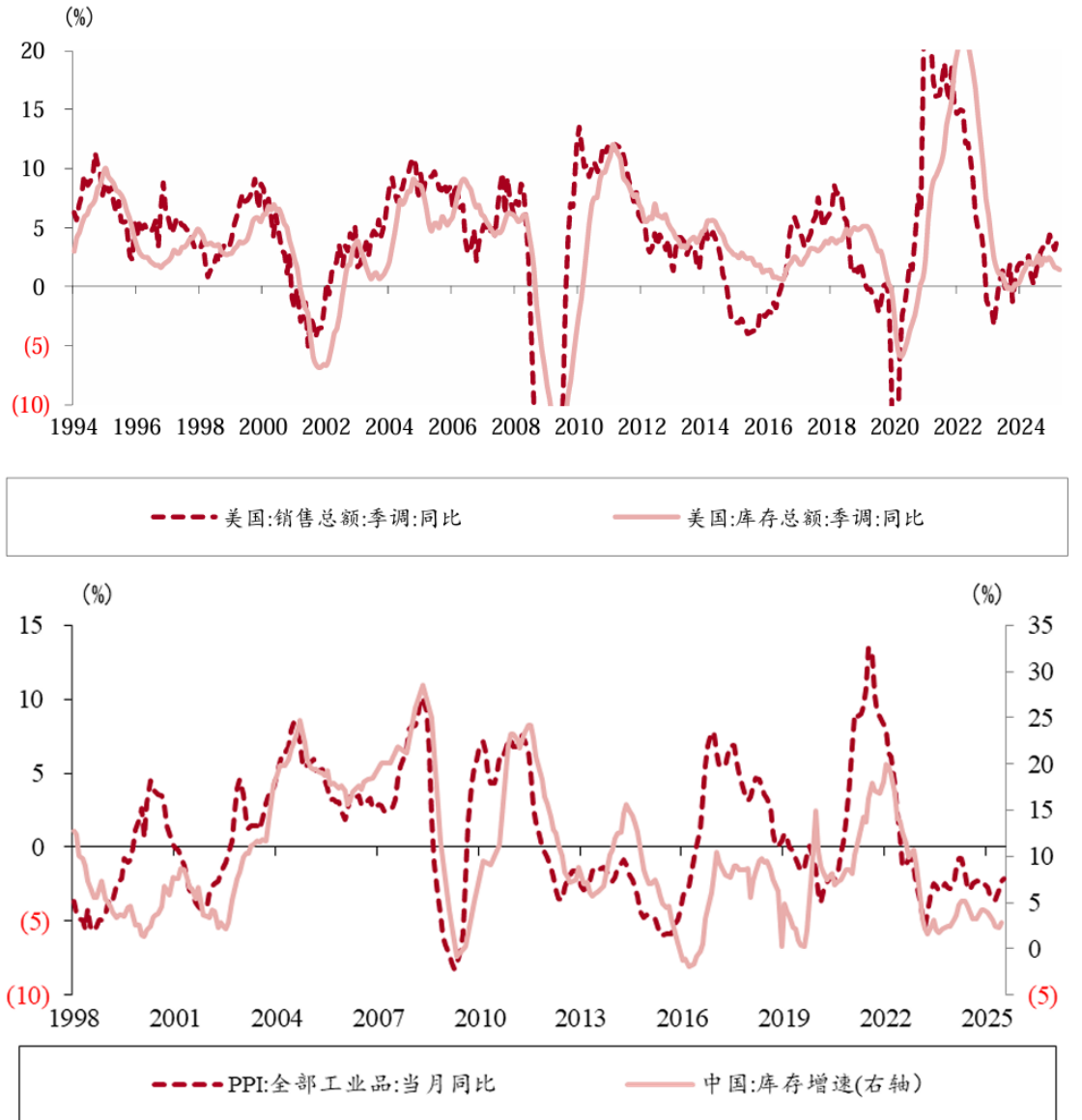
图表 34. 中长级主题投资系统热点主题输出结果-II	25
图表 35. 中长级主题投资系统热点主题输出结果-III	25
图表 36. 高热度主题在申万一级行业中的分布情况.....	26
图表 37. 中长级主题投资的“三层映射模型”	26
图表 38. 中长级主题投资系统输出部分结果.....	26
图表 39. “十五五”科技自立自强相关指数跟踪.....	27
图表 40. 科技自立自强相关指数区间平均收益率情况.....	27
图表 41. “十五五”现代化产业体系相关指数跟踪.....	28
图表 42. 现代化产业体系相关指数区间平均收益率情况.....	28
图表 43. “十五五”储能&算力相关指数跟踪	29
图表 44. “十五五”低空经济&工业软件相关指数跟踪	29
图表 45. “十五五”量子&脑机接口相关指数跟踪	29

1 周期定位及大类资产

周期定位：经济、金融周期共振上行。基于我们对库存周期的跟踪与定位，当前经济周期正处在第二库存周期中的主动补库中后期，2026年主要经济体大概率会逐步进入去库周期阶段。

2026年大类资产配置：A股>中债，美债>美股。全A企业盈利底部企稳利于A股进一步修复。美联储降息通道下美债利率有望下行。

图表 1.当前中美所处库存周期阶段



资料来源：万得，中银证券

短期波动不改弱美元长逻辑。中长期看，美元结构性走弱逻辑未变：美国财政赤字高企与债务压力持续累积、全球“去美元化”进程逐步推进、美联储未来降息周期确定性较高、以及非美经济体相对增长潜力逐步释放，均构成美元长期贬值的核心压力。看长做短逻辑下，美元的反弹趋势难以延续，2025年大概率美元由强转弱的拐点。基准情形下：关税措施对整体通胀的传导效应有限，同时“降息+减税”政策组合有望有效提振内需，形成“宽财政+宽货币”的协同刺激。在此环境下，美元指数或迎来小级别由强转弱的拐点。悲观情形下：若关税引发全球供应链深度重构与成本系统性抬升，则可能形成“输入性通胀压力持续+内需受抑制”的滞胀格局。此外若叠加高债务货币化担忧，恐加速削弱美元作为储备货币的信用根基，或触发美元长期趋势的大级别拐点。

图表 2.未来美元走势预测



情境	美元走势预测
基准	关税对通胀影响有限，降息+减税提振需求 美元小级别拐点
悲观	关税带来滞胀，美元信用瓦解 美元大级别拐点

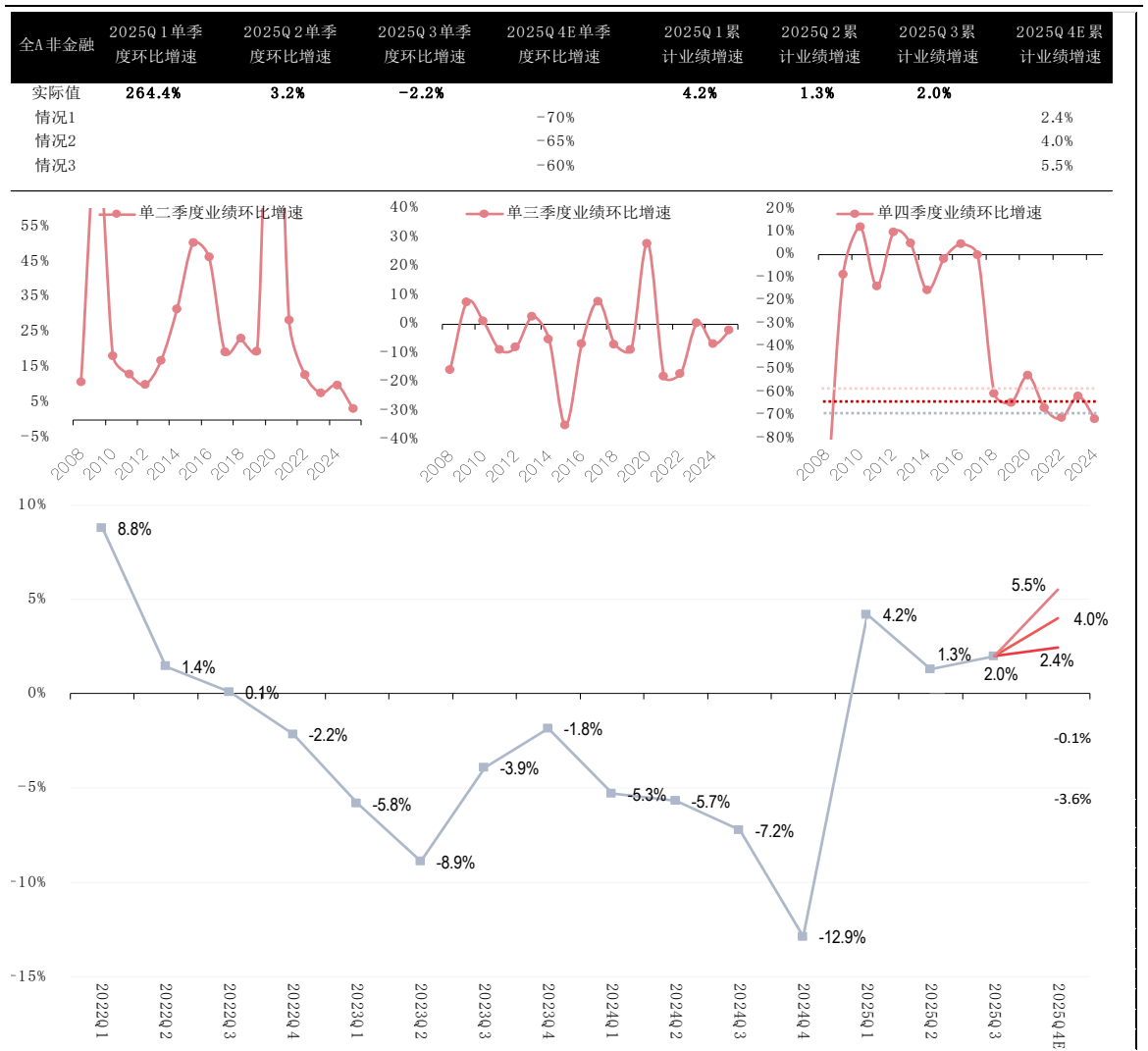
资料来源：万得，中银证券

2 A 股大势及风格

2.1 盈利与指数空间展望

盈利仍在修复，夯实上行基础。2025Q4 全 A 非金融全年累计业绩增速较三季度有望进一步上行。我们从 2025 单 Q4 业绩环比增速敏感性假设视角出发，按照过去 3 年、6 年单 Q4 业绩增速平均值-68%、-65%，设置三种梯度增加情形（-70%、-65%、-60%），三种情况下，2025 年全 A 非金融累计盈利增速有望处于 2.4%-5.5% 区间，盈利修复趋势仍有望延续，为本轮权益市场上行夯实盈利层面基础。考虑科技产业趋势及“反内卷”工作的进一步展开，2026 年整体盈利修复趋势或继续延续。2026 年盈利修复的弹性大小，同样取决于科技产业趋势业绩转化、“反内卷”工作推进程度等因素。

图表 3.2025 年全 A 非金融盈利预测（情景假设）

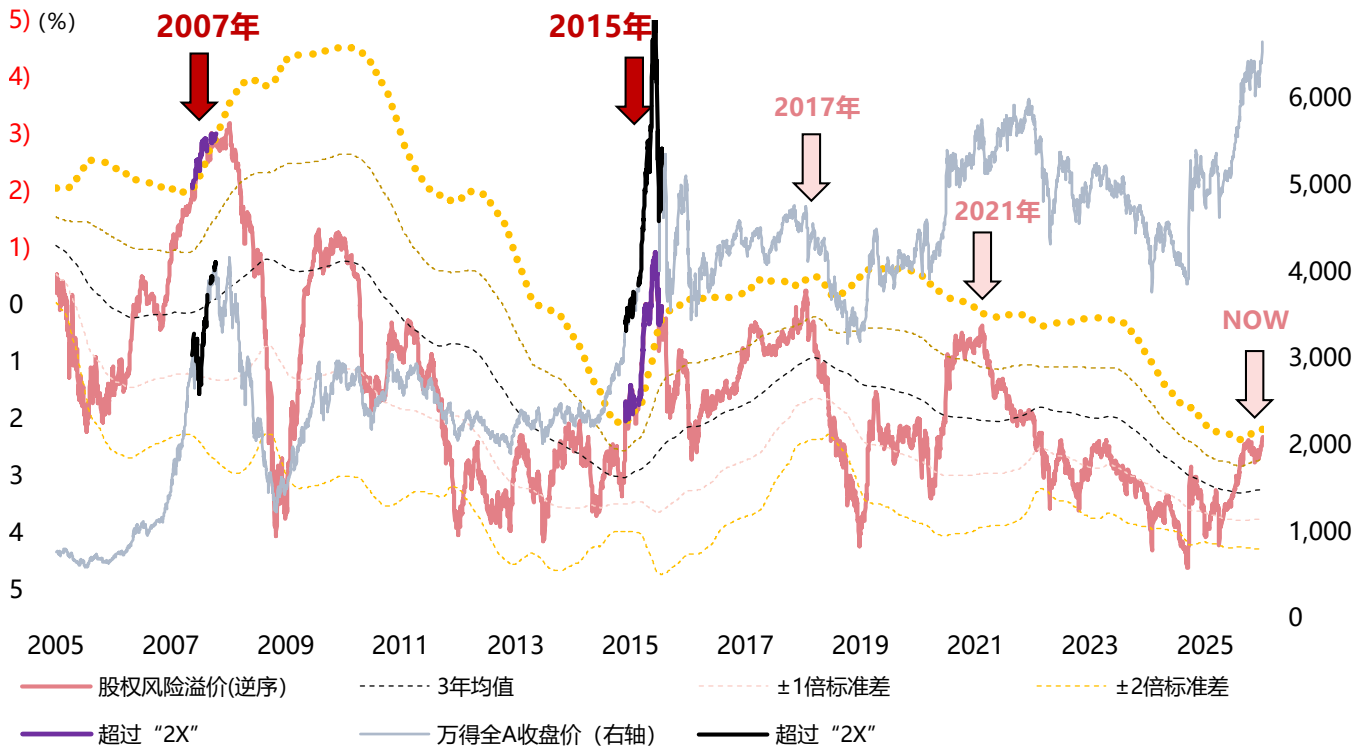


资料来源：万得，中银证券

截至 2026 年 1 月 7 日，万得全 A 指数收报 6654.1 点，动态估值为 23.0 倍，当前 ERP 为 2.3%。而基于三年滚动 ERP 所计算出的“2X”上沿值为 2.18%，两者差值仅为 0.12%。线性外推（分母及上沿线不变）假设下，当前阶段，触碰“2X”上沿的万得全 A 指数目标点位约为 6840 点，较 1 月 7 日收盘价的涨幅空间不足 3%。

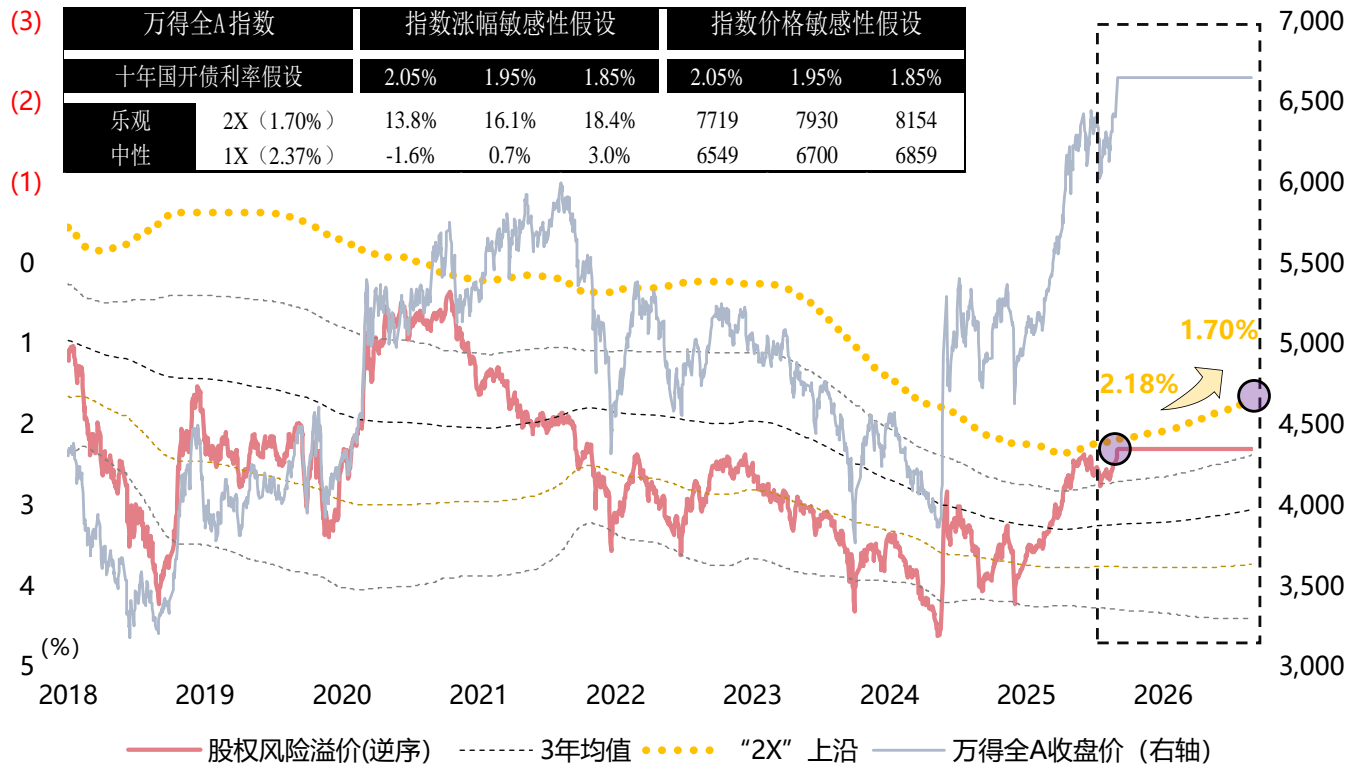
即使 2026 年，A 股沿着“2X”上沿运行，并非意味着指数没有上涨空间。这主要基于三点原因：1) ERP 三年滚动均线及“2X”上沿线，受滚动周期影响，中枢会有上行。2) 2026 年全 A 尚有盈利增长空间。3) 分母无风险利率亦有下行空间。总结而言，当前 A 股指数虽估值较高，但尚未进入类似 2007 年及 2015 年类型的过度泡沫化阶段，指数 2026 年空间仍较为充足。

图表 4. 全 A 指数仅在 2007 及 2015 年牛市中突破过 “2X”



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 乐观&中性假设下，万得全 A 指数空间 (ERP “2X” 上沿至 1.70%)



资料来源：万得，中银证券

2.2 当前为什么类似 2013-2014 年

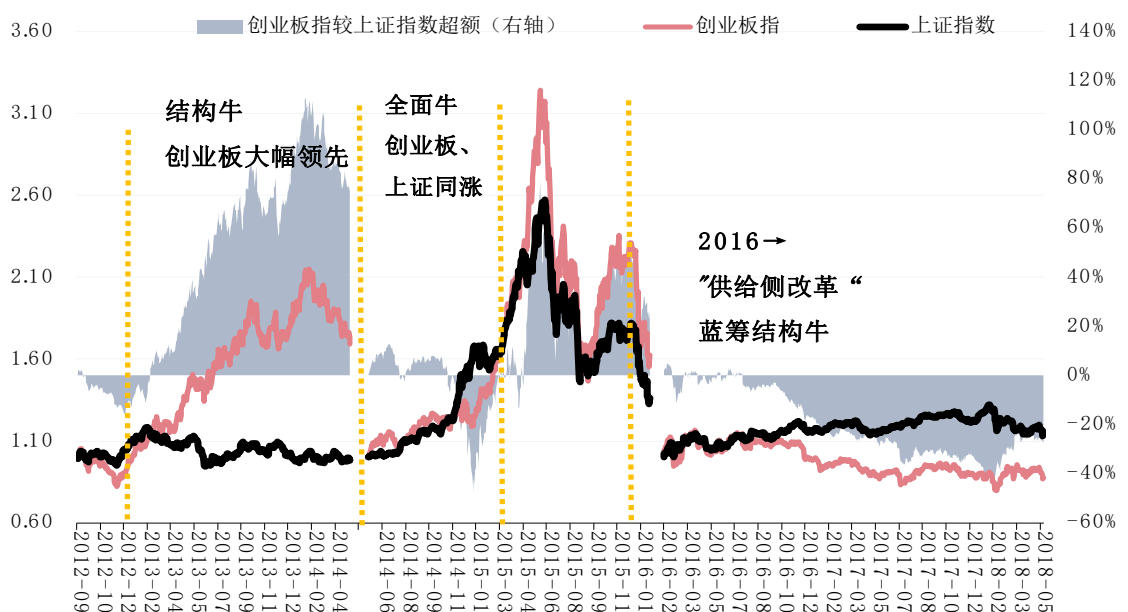
当前 A 股环境与 2013-2014 年对比而言，有如下几点可以关注：

- 1) 宏观环境较为类似，2013 年也是典型的低通胀削弱复苏环境。2013 年 GDP 数据属于下台阶后的震荡阶段，与当前的实际 GDP 目标年内围绕 5% 的设定较为类似。2014 年整体经济压力较 2013 年进一步承压，与当前类似。
- 2) 结构性景气，2013-2014 年景气行业的稀缺，使得当期具备宏大产业蓄势的移动互联网方向成为关注焦点，同样也被视为“改革牛”的“出口”所在。
- 3) 行情分化性，2013 年是极致分化年份，全年创业板指上涨 83%，而上证指数则小幅收跌。
- 4) 2013 年虽然全市场小盘跑赢大盘，但单就科技市值分化来看，创业板 50 较创业板综指的超额仍然较为明显。
- 5) 不同点在于国内和国际流动性环境，2013 年担忧美联储 Taper，以及国内银行间在 6 月出现“钱荒”，当前市场流动性环境明显好于 2013 年，但 2014 年流动性则明显宽松。
- 6) 2013 年强景气方向是手游和影视方面，类似于当前的算力，但从业绩扎实度来将，本轮的盈利内生性和反脆弱性或好于手游和影视。
- 7) 区别点在于供需政策的拐点，2016 年后，随着“供给侧改革”和“棚改货币化”的推出，消费和周期风格开始占优。本轮牛市，虽然“反内卷”政策在 2025 年得以强调，但从演绎节奏和路径来看，尚未到大级别切换拐点。另一个角度，市场或有理由将科技创新也作为“反内卷”的一种尝试路径。

节奏方面：

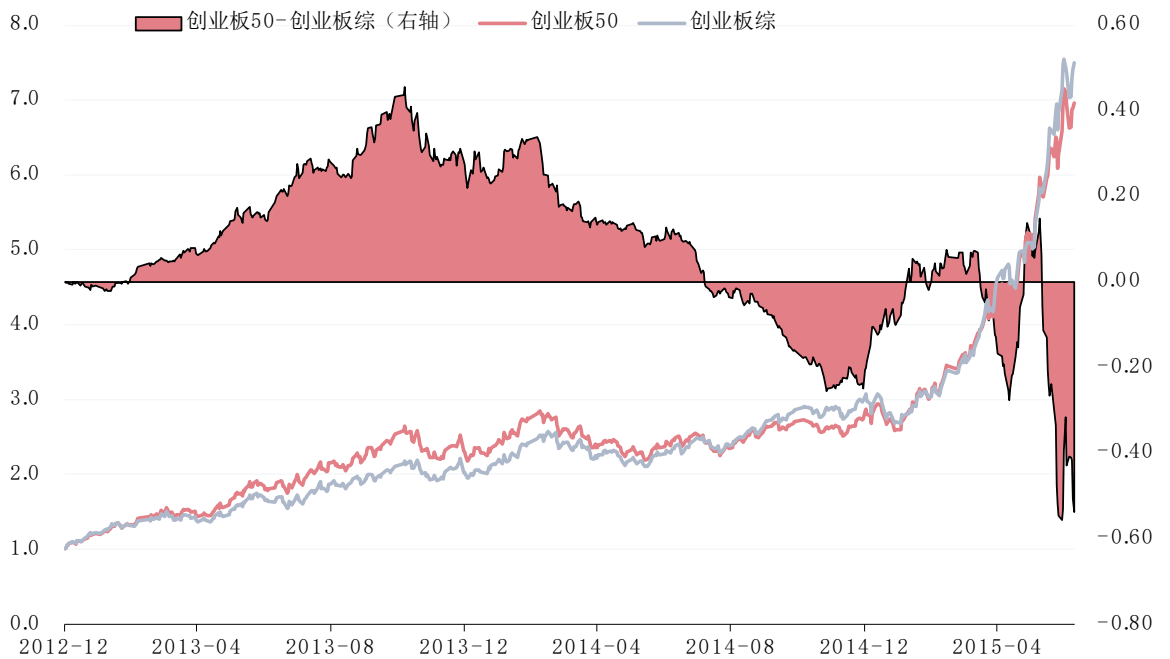
- 1) 启动之前也出现了较为类似的银行搭台现象，2012 年 12 月，银行股大涨，形成了后续所谓“权重搭台，科技唱戏”的现象。
- 2) 2012 年 12 月初至 2013 年 1 月底，上证指数上涨 20%，创业板指上涨 28%，这与 2024 年 9 月 24 日至 2025 年 4 月上证指数、创业板指同涨的过程有一定相似度。
- 3) 2013 年 2 月初至 2014 年 2 月上旬，创业板指大幅上涨 100%，上证指数下跌 13%，这为 2025 年 7 月迄今的分化行情提供了一定相似参照。
- 4) 2014 年 5 月到 2015 年 6 月底，上证指数上涨 111%，创业板指上涨 123%，属于普涨全面牛阶段。

图表 6.2013-2015 年牛市：结构牛转向全面牛



资料来源：万得，中银证券

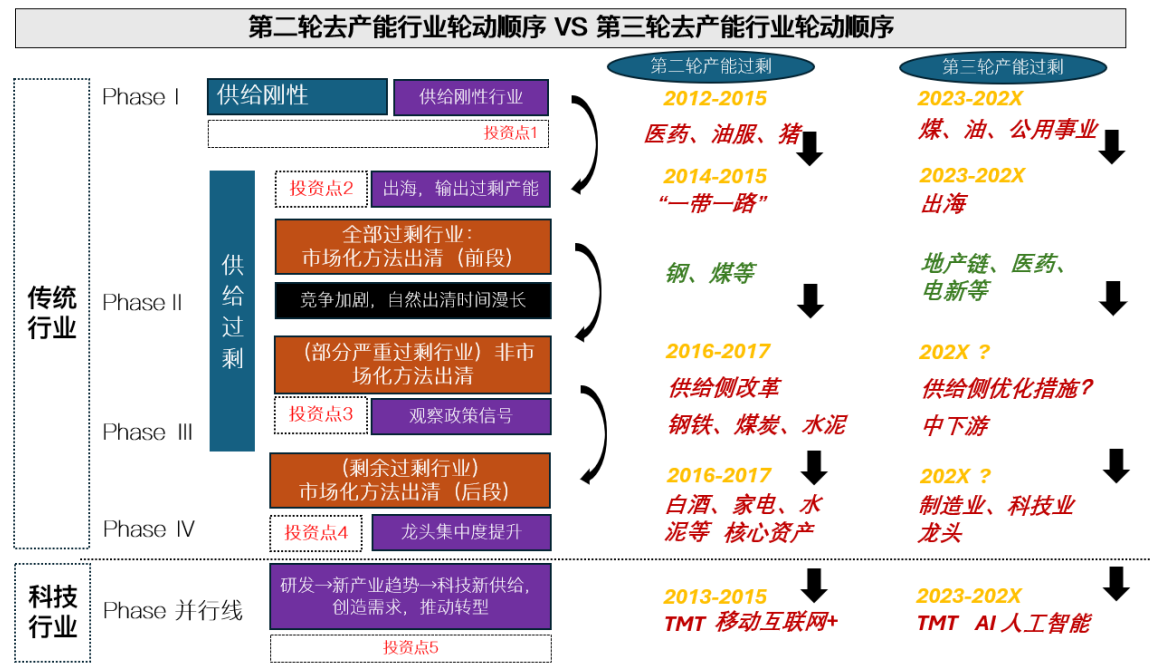
图表 7.2013 年创业板 50 指数跑赢创业板综指



资料来源：万得，中银证券

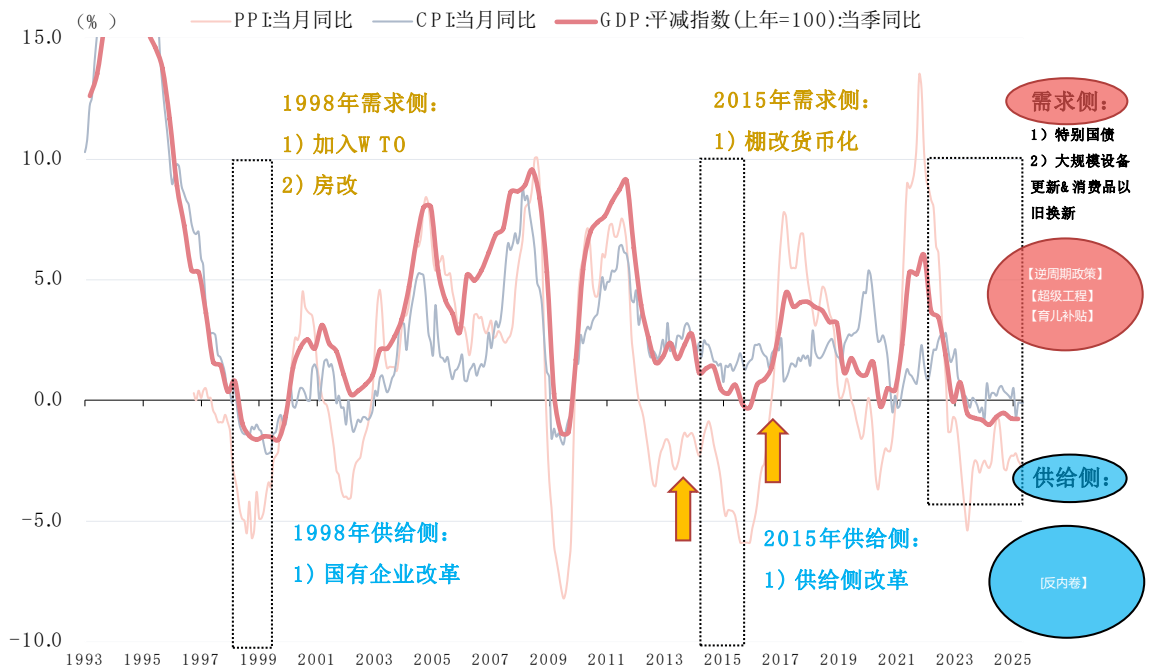
对比类似的“2012-2015-2017”年完整的宏观经济“U”型修复背景下的市场轮动结构，从科技结构牛转向顺周期蓝筹牛，从小盘转向龙头大盘风格是可参考的经验。

图表 8.本轮全面牛的展开方式



资料来源：中银证券

图表 9.2013 年牛市启动后，PPI 转正出现在 2016 年 9 月



资料来源：万得，中银证券。注：加入WTO时间为2001年

2.3 “趋势”中，对调整的担忧可适当放宽

值得参考的“调整经验”。2001至2025年，A股历史上典型意义上的牛市共计六轮，分别是1) 2005年7月-2007年10月。2) 2008年11月-2010年11月。3) 2012年12月-2015年6月。4) 2016年1月-2018年5月。5) 2018年12月至2021年12月。以及6) 2024年9月开启的本轮上行阶段。

参考哪几轮牛市？第三、五轮牛市属于与当前牛市行情较为类似的“流动性牛市”或“科技成长结构景气牛”。宏观景气推动的第一、二轮全面牛，以及风格偏周期、消费的第四轮牛，其核心驱动因素与本轮牛市不同，因此，当我们分析前几轮牛市中的调整规律时，第三、五轮牛市中出现的调整经验或更具有参考性。

“15%调整幅度”或为值得关注的心理参考值。我们以中信成长风格指数为基准参考指数，第三轮（2013-2015年）牛市和第五轮（2019-2021年）牛市中，指数超过10%幅度的最大回撤（非结束转熊式调整）分别发生3、5次。从最大回撤幅度观察而言，15%幅度或为值得参考的一个“阈值”。

图表 10.第三轮牛市（2013-2015 年）中，成长（中信）风格指数的最大回撤幅度



资料来源：万得，中银证券。注：折线为中信成长风格指数定基

图表 11.第五轮牛市（2019-2021 年）中，成长（中信）风格指数的最大回撤幅度

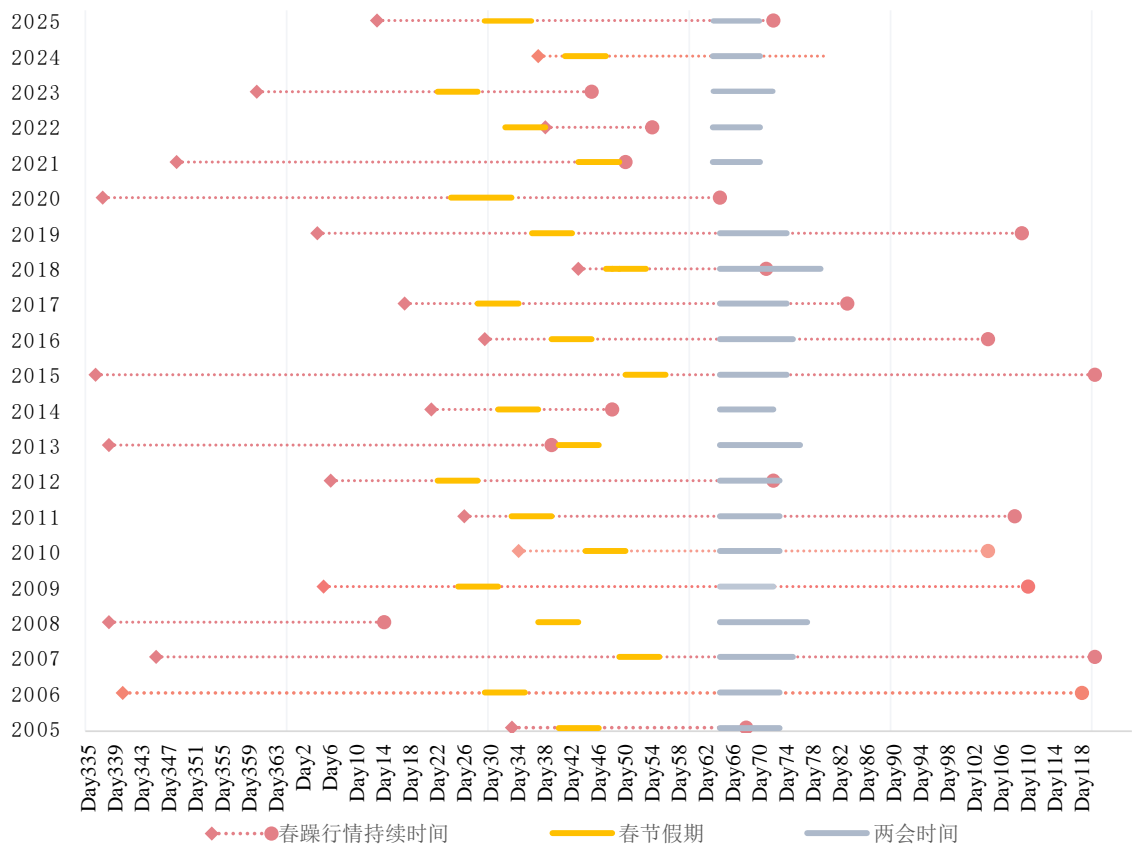


资料来源：万得，中银证券。注：折线为中信成长风格指数定基

2.4 2026 年市场节奏：第一个高点在“春躁”

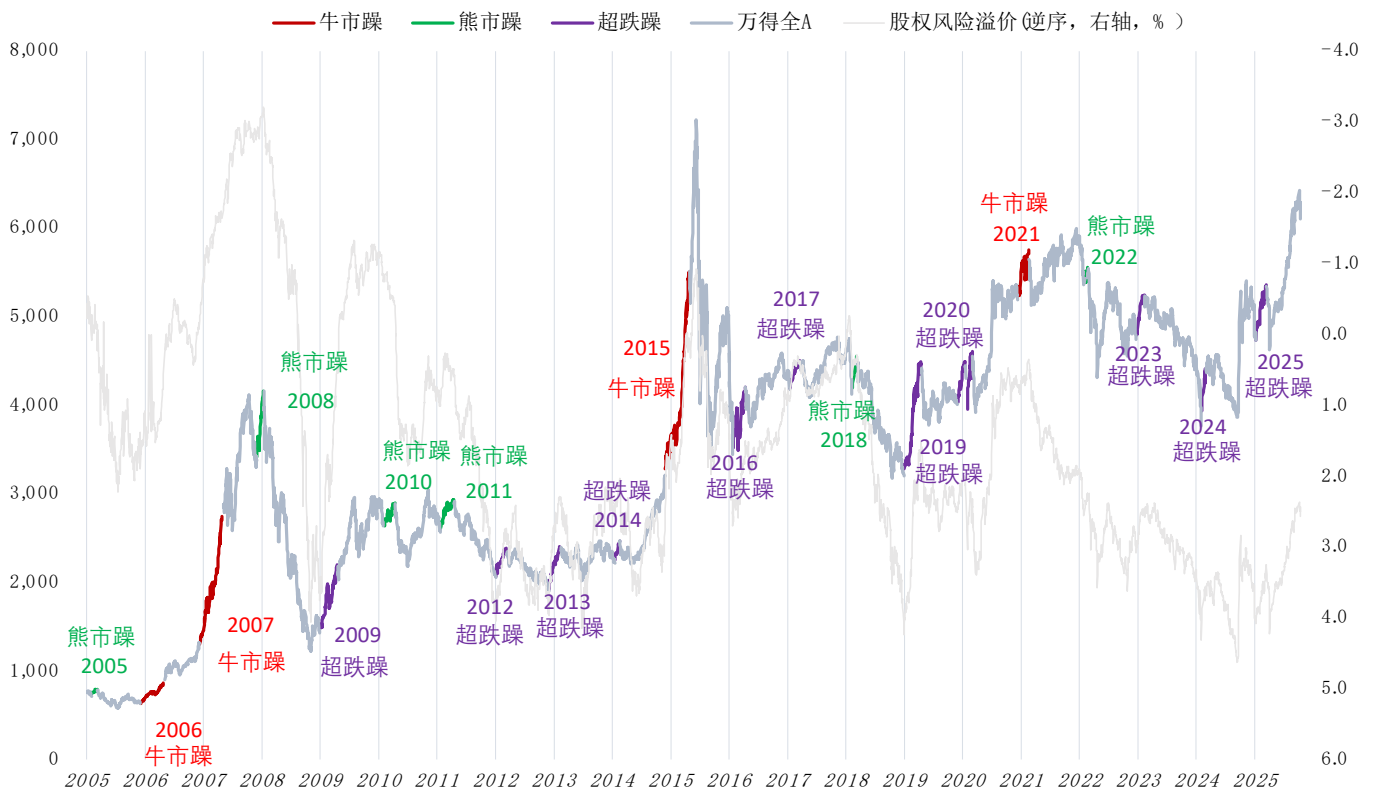
从“春躁”潜在占优风格来看，科技成长风格弹性居前。科技成长调整为其后续在“春躁”行情中再度占优，创造了有利条件，重点关注创业板指。基于历史数据归纳的“春躁”类型角度看，“牛市躁动”行情时间长度和涨幅强度最高，“超跌躁动”其次，“熊市躁动”偏弱，参与价值最低。本轮后续可能启动的“春躁”行情，“超跌躁动”或为基准假设，“牛市躁动”出现的概率同样存在。

图表 12.二十一年春季躁动行情区间的跨度



资料来源：万得，中国资讯网，中银证券。注：DAY337-120 对应上年12月1日至当年4月30日的自然日。2020年两会为5月召开。

图表 13. “春躁”行情的类型



资料来源：万得，中银证券

3 行业与风格比较

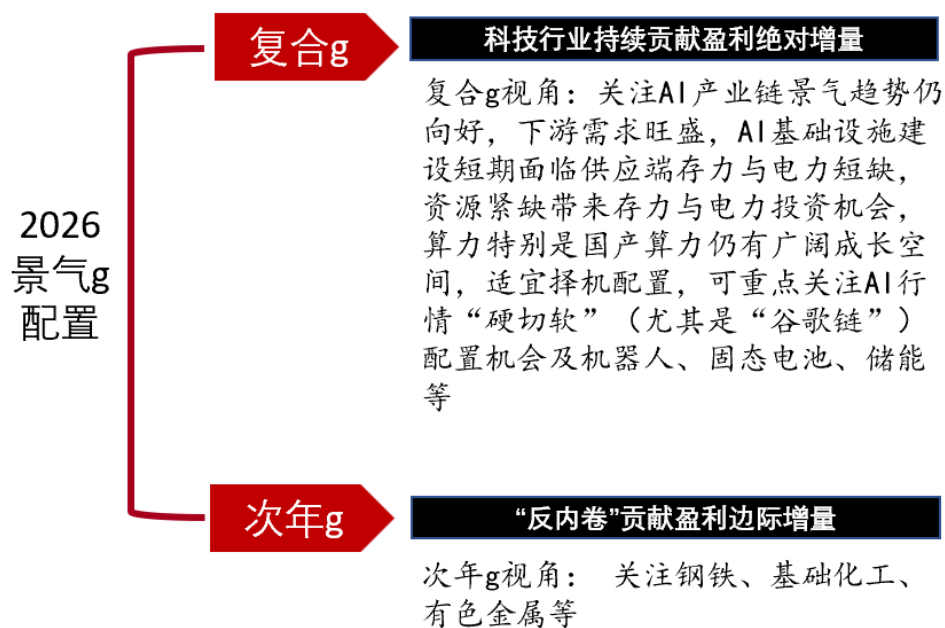
3.1 盈利贡献：科技主导，反内卷修复

复合 g 视角：科技行业持续贡献盈利绝对增量。关注 AI 产业链景气趋势仍向好，下游需求旺盛，AI 基础设施建设短期面临供应端存力与电力短缺，资源紧缺带来存力与电力投资机会，算力特别是国产算力仍有广阔成长空间，适宜择机配置，可重点关注 AI 行情“硬切软”（尤其是“谷歌链”）配置机会及机器人、固态电池、储能等

次年 g 视角：“反内卷”贡献盈利边际增量。关注钢铁、基础化工、有色金属等一级行业。

综合来看，2026 年一级行业超配方面建议关注：电子、传媒、医药（创新药）、有色金属、电新。

图表 14.2025 年全 A 非金融盈利预测（情景假设）



资料来源：中银证券

图表 15.2026 年一级行业建议超配方向

超配行业推荐	核心逻辑
电子	“紧缺”交易与国产替代双重驱动
传媒	从工具创新到生态整合，AI应用布局正当时
创新药	基本面层面迎接持续重估
有色金属	从贵金属到战略小金属，有色景气持续改善
电新	新能源装机与电网投资稳步上升，储能与海风成为新增长点，技术迭代与政策支持推动行业进入盈利上行周期。

资料来源：中银证券

图表 16.全 A 非金融大类&一级行业 2025Q3vs2025Q2 业绩同比增速拆解：边际&绝对贡献

板块及行业分类	2025Q2 业绩				2025Q3 业绩				Δ25Q3-25Q2 净利润多增		25Q2 增速：各行业贡献幅度		25Q3 增速：各行业贡献幅度		Δ25Q3-25Q2 净利润增速差贡献幅度
	净利润 (亿元)	净利润 (亿元)	Δ25Q3-25Q2 净利润多增 (亿元)	净利润增速 (%)	净利润 (亿元)	净利润 (亿元)	Δ25Q3-25Q2 净利润多增 (亿元)	净利润增速 (%)	净利润多增 (亿元)	净利润多增 (%)	(绝对贡献)	(绝对贡献)	(绝对贡献)	(绝对贡献)	(%)
全部A股非金融	15,519	15,719	200	1.3%	23,068	23,527	459	2.0%	259	0.7%	1.3%	2.0%	0.7%		
上游资源	3,658	3,338	(-319)	-8.7%	5,326	5,075	(-251)	-4.7%	69	4.0%	-2.1%	-1.1%	1.0%		
中游传统资源	924	1,032	109	11.8%	1,225	1,585	360	29.4%	251	17.6%	0.7%	1.6%	0.9%		
中游先进制造	2,292	2,459	167	7.3%	3,381	3,767	386	11.4%	218	4.1%	1.1%	1.7%	0.6%		
TMT	2,193	2,588	395	18.0%	3,269	3,959	690	21.1%	295	3.1%	2.5%	3.0%	0.4%		
可选消费	1,122	1,115	(-7)	-0.6%	1,658	1,583	(-75)	-4.5%	(-68)	(-3.9%)	0.0%	(-0.3%)	(-0.3%)		
建筑地产稳定	2,901	2,633	(-268)	-9.2%	4,631	4,068	(-562)	-12.1%	(-295)	(-2.9%)	(-1.7%)	(-2.4%)	(-0.7%)		
必需消费	2,430	2,554	123	5.1%	3,578	3,490	(-88)	-2.5%	(-212)	(-7.6%)	0.8%	(-0.4%)	(-1.2%)		
石油石化	2,201	1,885	(-317)	-14.4%	3,121	2,784	(-338)	-10.8%	(-21)	3.6%	(-2.0%)	(-1.5%)	0.6%		
钢铁	70	155	85	120.2%	(-4)	253	257	5884.4%	173	5764.2%	0.5%	1.1%	0.6%		
电力设备及新能源	707	772	65	9.2%	1,064	1,286	222	20.8%	157	11.7%	0.4%	1.0%	0.5%		
基础化工	762	748	(-14)	-1.9%	1,074	1,128	54	5.0%	68	6.9%	(-0.1%)	0.2%	0.3%		
计算机	129	182	53	40.9%	241	390	149	61.8%	96	21.0%	0.3%	0.6%	0.3%		
有色金属	687	948	261	38.0%	1,055	1,502	446	42.3%	185	4.3%	1.7%	1.9%	0.3%		
电子	645	832	186	28.9%	1,042	1,366	324	31.1%	138	2.2%	1.2%	1.4%	0.2%		
煤炭	769	505	(-264)	-34.3%	1,149	790	(-359)	-31.3%	(-96)	(-3.0%)	(-1.7%)	(-1.6%)	0.1%		
电力及公用事业	1,133	1,151	18	1.6%	1,816	1,875	59	3.3%	41	1.6%	0.1%	0.3%	0.1%		
汽车	718	717	(-1)	-0.1%	1,058	1,083	24	2.3%	26	2.5%	0.0%	0.1%	0.1%		
医药	1,054	1,015	(-39)	-3.7%	1,465	1,421	(-44)	-3.0%	(-5)	0.7%	(-0.3%)	(-0.2%)	0.1%		
轻工制造	156	115	(-42)	-26.6%	223	166	(-57)	-25.3%	(-15)	1.3%	(-0.3%)	(-0.2%)	0.0%		
传媒	163	224	62	37.8%	236	331	95	40.1%	33	2.3%	0.4%	0.4%	0.0%		
纺织服装	130	120	(-10)	-7.5%	176	162	(-14)	-8.2%	(-5)	(-0.6%)	(-0.1%)	(-0.1%)	0.0%		
消费者服务	69	56	(-13)	-18.5%	107	87	(-20)	-18.6%	(-7)	0.0%	(-0.1%)	(-0.1%)	0.0%		
机械	732	840	108	14.8%	1,080	1,235	155	14.4%	47	(-0.4%)	0.7%	0.7%	0.0%		
建材	91	129	38	42.0%	156	205	49	31.2%	10	(-10.8%)	0.2%	0.2%	0.0%		
国防军工	142	128	(-14)	-9.9%	188	154	(-34)	(-18.2%)	(-20)	(-8.4%)	(-0.1%)	(-0.1%)	(-0.1%)		
通信	1,255	1,350	94	7.5%	1,749	1,871	122	7.0%	28	(-0.5%)	0.6%	0.5%	(-0.1%)		
家电	614	689	76	12.3%	918	1,002	84	9.1%	8	(-3.2%)	0.5%	0.4%	(-0.1%)		
房地产	(-117)	(-377)	(-260)	(-222.4%)	(-220)	(-638)	(-418)	(-190.0%)	(-158)	32.4%	(-1.7%)	(-1.8%)	(-0.1%)		
建筑	978	915	(-63)	(-6.5%)	1,376	1,241	(-134)	(-9.8%)	(-71)	(-3.3%)	(-0.4%)	(-0.6%)	(-0.2%)		
商贸零售	154	135	(-19)	(-12.2%)	235	166	(-69)	(-29.2%)	(-50)	(-17.0%)	(-0.1%)	(-0.3%)	(-0.2%)		
食品饮料	1,287	1,274	(-13)	(-1.0%)	1,796	1,706	(-90)	(-5.0%)	(-77)	(-4.0%)	(-0.1%)	(-0.4%)	(-0.3%)		
交通运输	907	944	37	4.1%	1,659	1,590	(-69)	(-4.2%)	(-106)	(-8.3%)	0.2%	(-0.3%)	(-0.5%)		
农林牧渔	89	264	175	196.4%	317	363	45	14.3%	(-130)	(-182.2%)	1.1%	0.2%	(-0.9%)		

资料来源：iFinD，中银证券

3.2 风格与模型验证：成长与消费占优

从大类风格角度看，2026 年科技与消费板块相对其他大类行业具备更优的配置环境。海外方面，美联储降息周期延续，美债利率整体处于中枢回落区间；国内方面，流动性环境仍宽松周期，作为“十五五”开局之年，经济预期保持一定韧性，PPI、CPI 同比有望迎来趋势性回暖，资金面相对充裕、基本面有望结构性修复之下，A 股有望延续走牛趋势，且具备景气延续或困境反转逻辑、盈利相对占优的板块或将有优异表现。

周期定位来看，科技与高端制造是本轮中周期的主导产业，AI、人形机器人产业趋势催化明确，行业兼具高成长弹性且景气趋势向好。消费行业受到内需政策发力与价格回暖的双重利好，同时部分行业如创新药、新兴消费等具备较强的成长属性。而中央经济工作会议着重强调：制定全国统一大市场建设条例，深入整治“内卷式”竞争”，我们预计相关行业如光伏、锂电、基础化工等均有望于 2026 年受到“反内卷”相关政策催化。大类风格对比来看，科技、消费、以及“反内卷”行业 2026 年有望相对占优。

2026 年 AI 行业配置模型输出：Top10 行业以成长和消费风格为主。根据中银策略基于 XGBoost 模型的 AI 行业配置系统，我们通过对 2026 年的宏观因子进行预测，结合截至 2025 年 11 月 30 日的情绪及业绩因子，输出了对于 2026 年占优行业的预测。因子假设如下：

- PPI 同比：-1.0%，2026 年 PPI 中枢预计相较 2025 年有所回升；
- CPI 同比：0.6%，物价维持温和态势，2026 年同比预期延续回暖态势；
- 美国 10 年期国债收益率：美国降息周期下美债利率处于下行区间，但 2026 年下半年或有所回升，全年预计值 4.0%；
- 中国 10 年期国债收益率：货币政策宽松预期延续、经济基本面预计保持韧性之下，10 年期国债收益率全年预计约 1.8%；

- 社零增速、商品房销售面积：政策发力效果逐步显现，“十五五”开局之年，投资、内需趋于改善之下，预计相关指标同比有温和回暖；
- 市场风险偏好：吉隆坡磋商之后，中美贸易摩擦不确定性在 2026 年或将减弱，美国中期大选将至，中日冲突可控之下，判断市场风险偏好总体较 2025 年略有回暖。

图表 17.AI 行业配置模型输出 Top10 行业

	行业	2025年以来涨跌幅(%)	市盈率分位数(%)	2025年Q3归母净利润增速(%)	2025年Q3营业收入增速(%)
801760.SI	传媒	29.65	69.42	37.38	5.48
801210.SI	社会服务	10.35	43.21	-2.73	4.85
801750.SI	计算机	18.54	90.11	32.63	9.19
801150.SI	医药生物	16.72	56.00	-5.14	-2.02
801740.SI	国防军工	14.57	67.19	0.02	6.74
801140.SI	轻工制造	15.72	71.28	-22.50	0.11
801030.SI	基础化工	27.63	65.40	9.65	2.12
801120.SI	食品饮料	-4.72	12.15	-4.56	0.14
801080.SI	电子	40.63	81.75	38.29	19.41
801730.SI	电力设备	40.06	53.77	20.87	5.72

资料来源：万得，中银证券

注释：统计数据截至 2025/11/30，市盈率分位数统计时间为 2015 年 1 月 1 日-2025 年 11 月 30 日

中银策略 AI 行业配置模型 Top10 分别为：传媒、社会服务、计算机、医药生物、国防军工、轻工制造、基础化工、食品饮料、电子、电力设备，主要集中在成长和消费风格。

4 中观景气跟踪与景气预期展望

4.1 科技产业趋势延续：AI 产业链景气验证，行情可期

AI 行情未见明显泡沫化，估值仍未透支。近期市场对于美股科技股行情泡沫化的担忧有所加剧，“AI 是否存在泡沫”的争议反复升温，类比历史上的“科网”泡沫行情，从宏观背景、估值水平、业绩表现以及资本开支等视角来看，当前 AI 行情泡沫化不显著，估值仍未透支。

宏观背景视角：货币政策由宽转紧易成为泡沫破裂触发因素，当前仍处降息周期，货币政策转向压力较低。20 世纪 90 年代，美国在“信息高速公路计划”推动下经历科技投资与股市上涨，但 2000 年经济过热、通胀抬升后，美联储开始加息，货币政策的转向催化了泡沫的破裂。相比之下，当前美联储仍然处于降息周期，美国经济衰退风险与美债信用压力下政策维持宽松取向，且通胀整体可控，从当前时点来看，并不具备货币政策短期从宽松转向紧缩的明显压力。

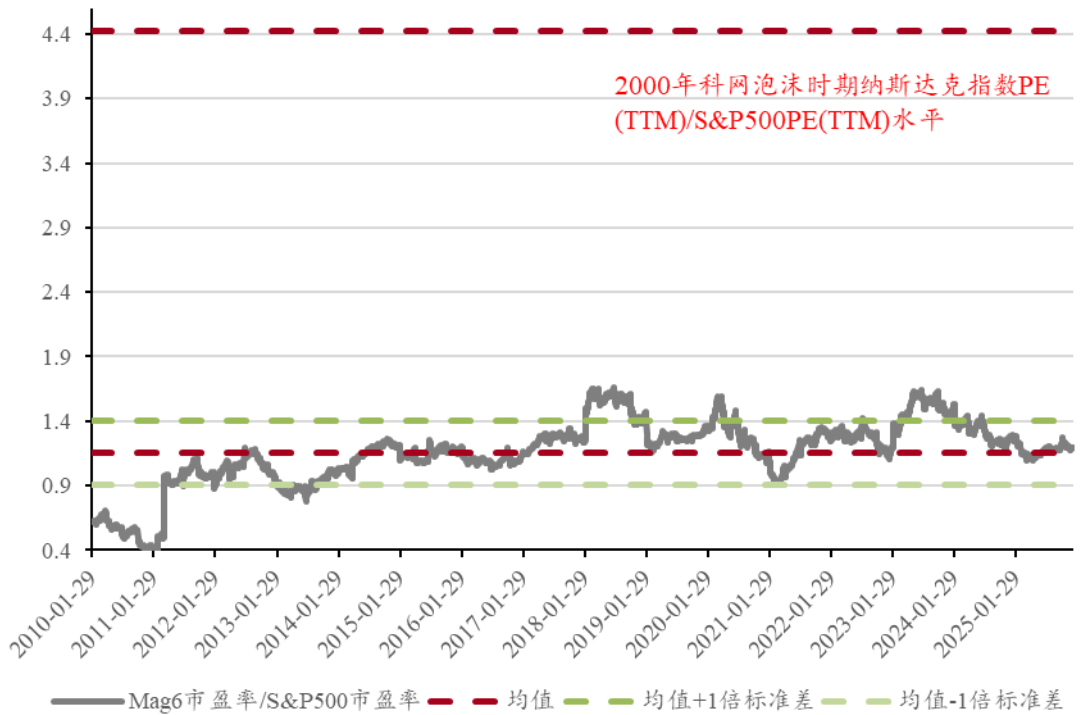
图表 18. 货币政策由宽转紧易成为泡沫破裂触发因素



资料来源：万得，中银证券

估值视角：美股科技股估值距离“科网”泡沫峰值水平仍有较大距离。“科网”泡沫时期纳斯达克指数的峰值超过 60X，而当前美股 Magic6 的滚动 12 个月市盈率则约为 35X，当前 Magic6 市盈率相对 S&P 约为 2010 年以来的不足均值+1X 标准差，远低于科网泡沫峰值水平。从估值情况来看，本轮行情距离泡沫破裂仍有一定的安全边际。

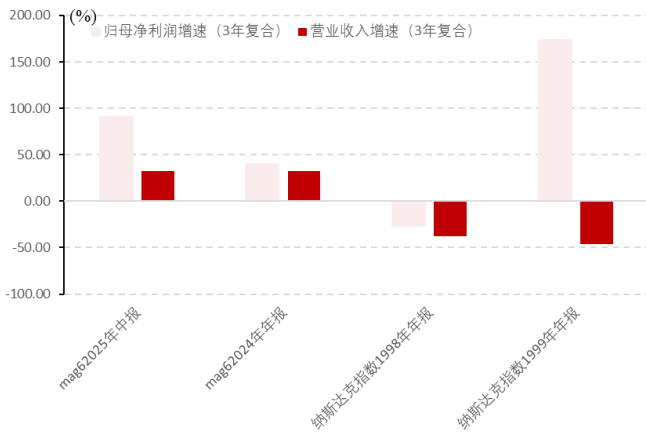
图表 19. Mag6 市盈率相对 S&P 约为 2010 年以来的不足均值+1X 标准差，远低于科网泡沫水平



资料来源：万得，中银证券

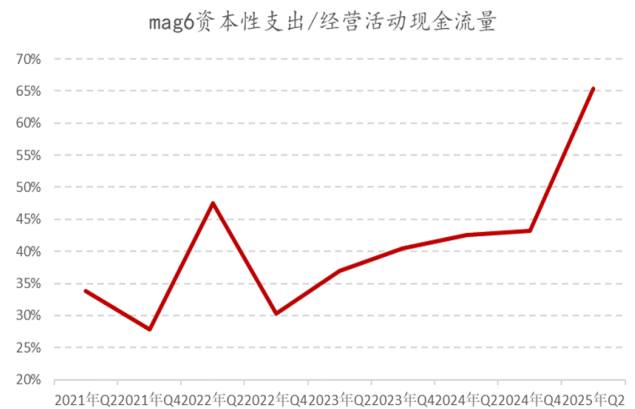
业绩表现视角：当前 AI 龙头厂商业绩优于“科网”泡沫时期的纳斯达克指数。对比 2000 年的“科网泡沫”，当前 Magic6 为代表的科技股在业绩表现上相对更优，在科网泡沫顶峰时期（1999-2000 年），市场追捧的是“增长潜力”而非当期利润，更多关注“用户增长”“点击量”等非财务指标，这导致了很多可行商业模式、营收微薄的公司市值大涨，1998、1999 年 3 年纳斯达克复合营收增速均为负，归母净利润 3 年复合增速来看，1998 年为负，1999 年仅在低规模基础上有所增长，而相比之下，本轮 AI 行情公司特别是龙头公司的业绩则要显得更扎实，一个非常重要的区别可能在于，当前的 AI 投资能快速产生回报，企业部署 AI 工具可能立竿见影地节省成本，AI 正在增强巨头企业现有的、已盈利的核心业务，而非从零开始构建一个全新的、未经市场检验的商业模式，当前尽管 AI 龙头厂商投资活跃，但 Magic6 的经营现金流净额能够覆盖他们的资本开支。

图表 20. Mag6 当前业绩表现优于科网泡沫时期的纳指



资料来源：万得，中银证券

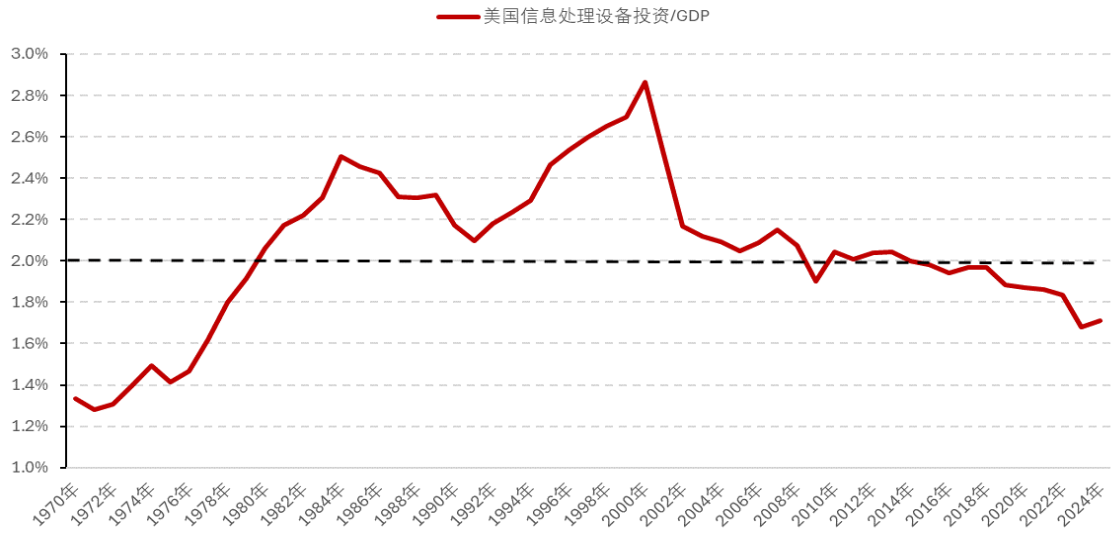
图表 21. Mag6 当前资本性支出与现金流比值相对健康



资料来源：万得，中银证券

产业投资视角：美国信息处理设备投资占 GDP 比重距“科网”泡沫时期仍有较大距离。在“科网”泡沫时期，信息处理设备投资占 GDP 比重最高达 2.8%，较 1970-1980 年代和历史平均水平明显过高，这很大程度上来源于当时市场对于未来流量的错误预判，进行的超前、重复和恶性竞争的基础设施建设，泡沫退去之后，出现了较为严重的产能过剩问题，而当前美国 ICT 投资占 GDP 仅约为 1.7%，处于历史平均水平，并未呈现出明显的过剩趋势。

图表 22.美国信息处理设备投资占 GDP 比重距科网泡沫时期仍有较大距离

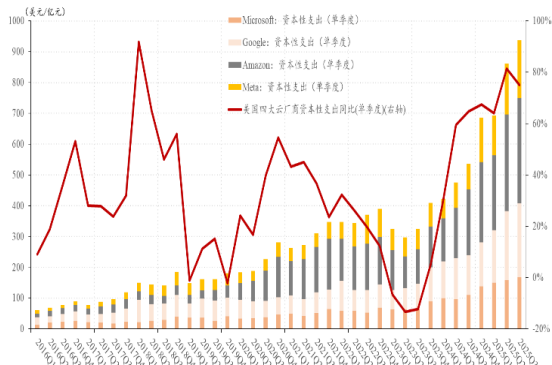


资料来源：万得，中银证券

AI 硬件景气延续，关注“紧缺”环节。从 AI 算力产业链景气度的重要观测指标来看，AI 硬件需求仍然处在高景气区间，这意味着未来 AI 算力产业链业绩的延续性仍有强力支撑。首先，从北美四大云厂商资本开支来看，2025 年三季度四大云厂商延续了旺盛的资本开支趋势，微软、谷歌、亚马逊、meta 资本开支分别为 167.45 亿美元、239.53 亿美元、342.28 亿美元、188.29 亿美元，三季度四大云厂商资本开支同比增长 75.08%，延续了 2025 年以来的高增长，并且主要云厂商仍在上调资本开支预期，谷歌和 Meta 双双上调了 2025 年资本支出指引，并预告 2026 年投入将进一步“显著”增加。

谷歌大模型升级、TPU 产量预期增长再度催化市场预期，光通信芯片可能面临短缺，2026 年具备涨价逻辑，光模块行情有望延续。近期，谷歌发布新一代 AI 大模型 Gemini3，性能取得亮眼表现，Gemini3 模型主要在 TPU 芯片上训练，表现已接近甚至超越 Open AI 的 ChatGPT。TPU 是谷歌的专用集成电路（ASIC）晶片，专为加速机器学习工作负载而设计，尽管 TPU 在灵活性上不及英伟达的 GPU 芯片，但其性能已能够媲美英伟达 B200 芯片，TPUv7Ironwood 单芯片 FP8 算力达 4614TFLOPS，略超英伟达 B200，9216 颗芯片集群算力达 42.5ExaFLOPS。同时 TPU 具备较强的成本优势，在此背景之下，谷歌 TPU 产量或将于 2026-2027 年迎来增长。

图表 23.AI 产业链高景气延续



资料来源：万得，中银证券

图表 24.存储价格持续高增



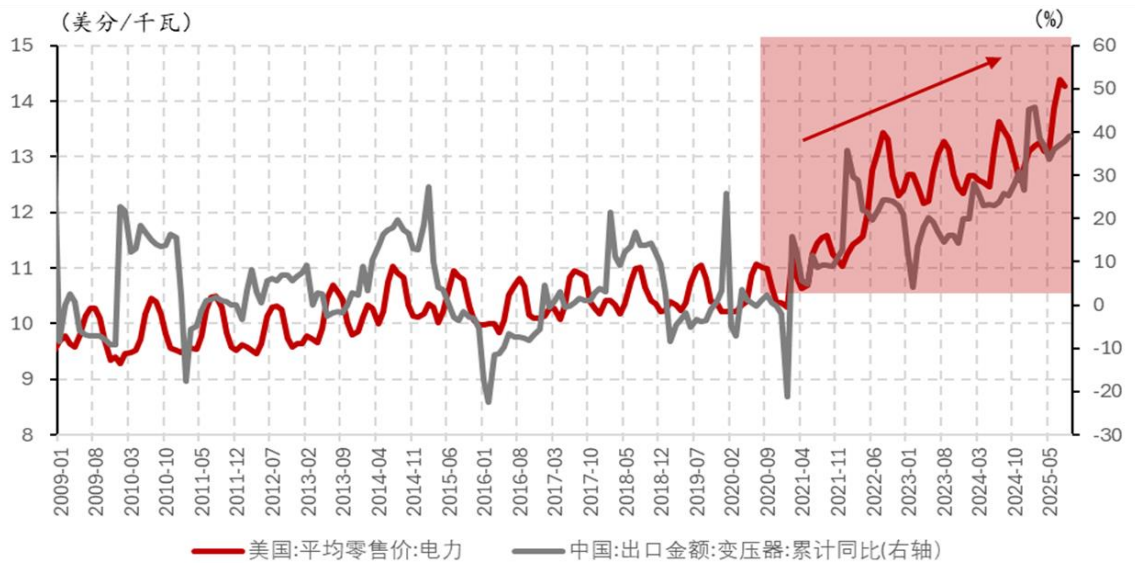
资料来源：万得，中银证券

存储价格上涨后，产业链上下游博弈加剧，国产存储厂商投资机会逐步显现。2025年以来，存储芯片价格显著上行，海外主要厂商持续释放涨价信号。2026年1月5日消息，据《韩国经济日报》报道，存储芯片大厂三星电子和SK海力士计划将供应给微软、谷歌、AWS等云服务大厂服务器DRAM的合约价大幅上调，相比去年四季度的合约价将上涨60%至70%。与此同时，下游手机厂商采购意愿受到抑制，小米、OPPO、vivo等厂商库存普遍低于两个月。据Trend Force数据，2025年第四季度DRAM合约价格同比涨幅超过75%，在存储配件占手机硬件成本约10%-15%的假设下，年内手机整体成本已被抬升约8%-10%。

在AI大模型内存需求快速增长的背景下，三星、SK海力士、美光等国际厂商持续将晶圆产能向HBM倾斜，标准型DRAM供给明显收缩。海外厂商限制产能、成本抬升之下，中国下游厂商压力加大，需求有望向国产存储转移。2025年11月ICChina2025展会上，长鑫存储发布速率达8000Mbps、单颗容量24Gb的DDR5标准内存及多系列模组产品，标志国产存储技术向高端迈进。在全球存储供给偏紧的环境下，国产存储厂商有望充分受益。

伴随全球算力基础设施加速，全球电力及存储短缺问题正在凸显。AI与云计算推动数据中心密集扩张，对电力与存储资源的需求快速上升。微软CEO萨提亚·纳德拉指出“我们现在面临的重大问题并不是算力过剩，而是电力，也就是能否在靠近电源的地方足够快地建成基础设施。”该趋势在数据层面亦有所印证：自2023年以来，中国变压器出口金额持续上行，美国电价中枢明显抬升。据BNEF预测，到2035年美国数据中心用电需求将占全国电力需求近9%。在此背景下，建议关注海外电力产业链的关键环节，包括燃气轮机、SOFC电池、STT（固态变压器）及储能等方向。

图表 25.伴随全球算力基础设施建设加速，中国变压器出口累计同比呈现上行趋势



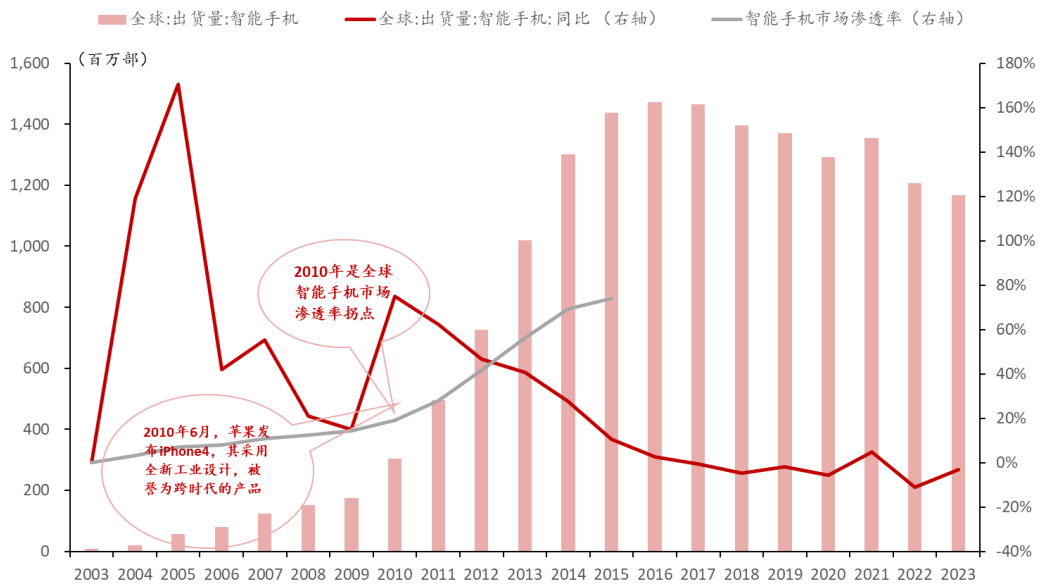
资料来源：万得，中银证券

豆包手机助手发布技术预览版，端侧交互模式革命正在揭幕。12月1日，豆包手机助手发布技术预览版，并通过与手机厂商在操作系统层面的合作实现深度功能整合，首款工程样机努比亚M153由豆包与中兴联合推出。该产品可完成日常交互、系统权限调用及应用控制，支持语音、侧边AI键等多方式唤醒，实现屏幕问答与跨应用自动化操作，如比价下单、旅行规划等。技术层面，豆包手机助手直接嵌入操作系统底层，能够理解自然语言指令并模拟点按、输入等人机交互行为。

端侧革命的呈现形式往往是交互方式的升级，端侧硬件产品交互方式的革命性变化往往容易引发新产品渗透率的高速增长。美国科技互联网革命中的核心端侧产品是个人电脑，个人电脑由命令行向图形化界面与键鼠操作转变，大幅降低使用门槛；手机由按键向触屏转变，推动智能手机快速普及。2010年iPhone4的发布即成为智能手机渗透率加速提升的重要拐点。

AI交互革命有望催化端侧换机热潮。AIGC技术将推动端侧产品向语音、动作等多模态交互演进，交互中枢由传统App体系转向AI智能体，用户与App的直接关联逐步弱化，豆包手机助手已体现出这一趋势雏形。尽管产品仍处于早期阶段，但随着功能成熟与体验优化AI交互模式的革命性改变预期能够带动端侧换机热潮，而这一趋势可能在未来1-3年就有望上演，催化AI产业链中下游行情。

图表 26. iPhone4 的发布成为智能手机渗透率加速提升的重要拐点



资料来源: 万得, 中银证券

阿里巴巴“千问”App 发布, AI 应用正在加速迈入“生态化”阶段。11月17日, 阿里正式推出“千问”项目并上线 App 公测版。该应用基于阿里自研的开源大模型 Qwen, 定位为“会聊天、能办事”的个人 AI 助手, 已同步提供移动端、网页版及 PC 端版本。功能层面, 千问支持语音与文字交互, 并可上传图片、文档与录音, 集成 AI 生图、智能写作、拍照讲题、翻译等能力, 当前版本仍处于早期阶段。从发展路径看, 阿里计划将“千问”打造为未来的 AI 生活总入口, 后续将逐步接入地图、外卖、订票、办公、学习、购物、健康等多类生活服务场景, 提升实际办事能力, 推动 AI 从“工具型应用”向“综合服务平台”演进。公测版本上线一周内, “千问”App 下载量突破 1000 万, 11 月 AI 产品榜数据显示, 其用户增速位居全球 AI 应用首位, 月活增速高达 149.03%。

阿里在“AI 生态”层面的布局并非个例。海外方面, Open AI 已于 2025 年 7 月推出 ChatGPT Agent, 该产品具备推理与自动执行能力, 可完成网页搜索、日历管理、PPT 生成、代码运行, 并通过连接 Gmail、GitHub 等应用执行跨平台任务。国内外龙头同步推进 AI 智能体与生态整合, 标志 AI 应用正由单点功能向“生态化、智能体化”阶段加速演进。

图表 27. 阿里“千问”app 成为全球 AI 应用用户增速榜首位

全球排名	产品名	应用描述	11月MAU	11月MAU增速
1	千问	你的超级助手 阿里	18.34M	149.03%
2	Open Chat	GPT AI bot app	7.02M	53.48%
3	Meta view	Your Personal AI	26.49M	44.42%
4	Replit	Idea to software, fast	1.23M	32.99%
5	DaVinci	AI Photo Generator	13.22M	26.27%
6	VideoGPT	VideoGPT-AI Video Generator	1.32M	22.34%
7	Алиса	AI assistant with YandexGPT	7.11M	19.60%
8	seekee	Ai Search & Assistant	17.45M	19.06%
9	Gemmy AI	Chat & Assistant	2.66M	18.32%
10	Cici	Your AI assistant 字节	51.21M	18.22%

资料来源: AI 产品榜, 中银证券

AI 应用三季度业绩迎来困境反转, 应用渗透率进入加速阶段, 垂类应用商业化落地初现成效。相较硬件端, AI 应用在 2025 年三季度业绩呈现出了较为明显的反转态势, 且在多个细分赛道中普遍体现。AI 安全厂商三六零归母净利润增速由中报的 17.43% 提升至三季报的 78.88%; AI 办公厂商金山办公归母净利润增速由中报的 3.57% 提升至三季报的 13.32%; AI 广告厂商蓝色光标归母净利润增速由中报的 -47.33% 转为三季报的 58.90%。

AI 应用业绩的反转催化或来自于 AI 应用整体渗透率的加速提升与垂类应用商业化落地初现成效。Quest Mobile 数据显示，2025 年三季度我国 AI 应用移动端月活跃用户规模突破 7 亿，截至 9 月达 7.29 亿，PC 端约 2 亿；沙利文数据显示，中国企业级大模型调用呈增长趋势，2025 年上半年日均调用量较 2024 年底增长 363%，目前超 10 万亿 Tokens。垂类层面，AI 技术也开始对产品和业绩带来实质性改善：安全领域中，三六零推出的“360 安全智能体”和“360 安全大模型”在 APT 攻击溯源等场景实现实战应用；办公领域中，WPS 个人业务三季度收入 8.99 亿元，同比增长 11.18%，AI 功能带动月活与付费用户稳步提升；广告领域中，蓝色光标前三季度 AI 驱动业务收入达 24.7 亿元，基于 Blue AI 平台孵化的 AI Agent 已达 136 个，覆盖多类商业场景。

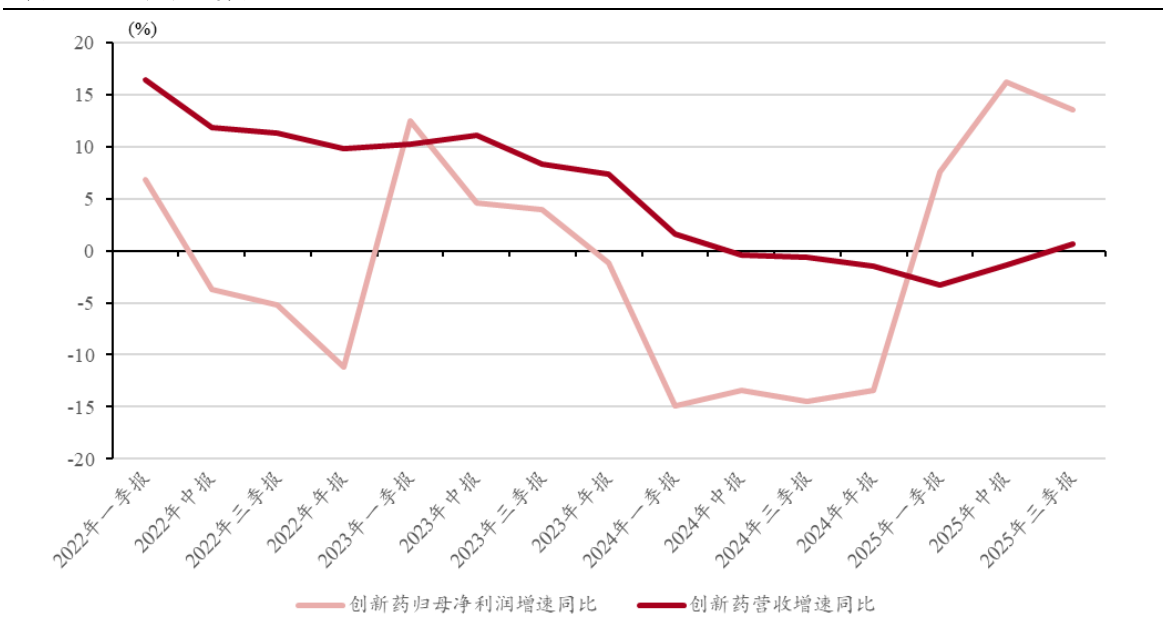
当前 AI 应用垂类公司业绩已初现拐点，而阿里“千问”的推出进一步指向 AI 应用由“工具创新”向“生态整合”演进的下一阶段。一方面，垂直应用在特定场景商业模式逐步验证，盈利潜力开始浮现；另一方面，巨头生态建设加速，旨在将 AI 变为串联生活、办公、购物等全域服务的超级入口，AI 应用正在进入产业化新拐点。

4.2 消费新逻辑演绎：创新药价值重估，新消费景气演绎

出海进展+政策支持+港股映射，创新药价值正在重估。基本面层面：出海进展+政策支持催化创新药价值重估。经过多年孵化，中国创新药企业产品的国际竞争力正在提升。2025 年 ASCO 年会上中国创新药企共贡献 73 项口头报告，并首次有 11 项入选“最新突破摘要”（LBA）。与此同时，中国创新药企出海也正在加速。与此同时，国内政策环境的持续改善为创新药行业提供了双重支撑。一方面，政策层面趋向保护创新药企利润空间，强化质量评估而非“唯低价论”；另一方面，国家药品监督管理局审评及审批效率也有较为明显的提升。

交易层面，港股映射催化，创新药仍具长期投资价值。“18A”政策催化下，医疗企业密集赴港上市，这些企业聚焦前沿、代表着未来的医疗产业方向，受到市场广泛关注，同时作为离岸市场，美元贬值、资金回流新兴市场之下，港股也受到资金催化，港股创新药板块表现亮眼，映射逻辑下，A 股创新药也受到一定带动。综合来看，创新药受到基本面与交易面多重催化，后续行情仍然可期。

图表 28. 创新药业绩表现



资料来源：36kr，医药魔方，中银证券

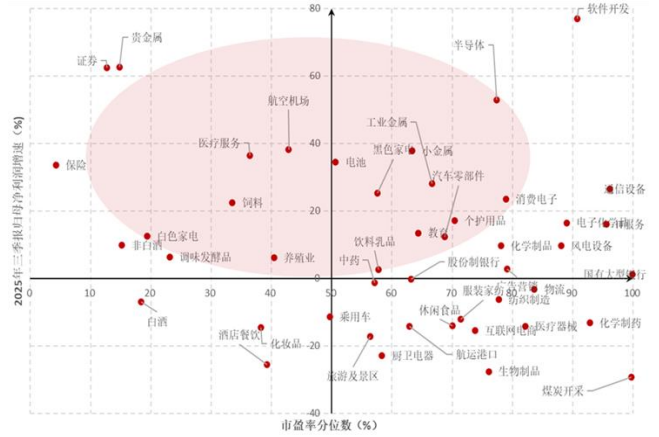
政策支持与 CPI 回暖双重催化新消费行情。中央经济工作会议重点强调“确立内需主导的宏观增长新范式”、“提振消费”等，12 月 15 日，“求是”杂志发表习近平总书记重要文章《扩大内需是战略之举》，12 月 14 日，商务部等 3 部门联合印发《关于加强商务和金融协同更大力度提振消费的通知》，近期“扩内需”、“提振消费”政策频繁推出，CPI 回暖趋势初现且 2026 年有望延续，必选消费市场表现与 CPI 同比有较高相关度，盈利-估值对比，消费风格具有明确优势，双重逻辑之下，消费板块有望受到催化，关注兼具产业趋势与中期景气双重共振的新消费板块。

图表 29.CPI 同比与必选消费市场表现有较高相关度



资料来源：万得，中银证券

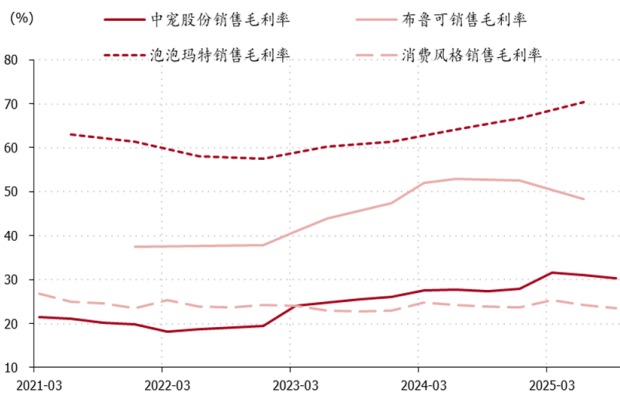
图表 30.当前诸多消费细分赛道具备盈利-估值性价比



资料来源：万得，中银证券

新消费：长期产业趋势与中期景气兑现双重共振。1) **景气趋势强劲的“情绪消费”**：“情绪消费”具备高毛利、抗周期特征，伴随 Z 世代逐步成长为消费主力，市场接受度持续提升，景气趋势向好，投资机会相对明确，重点关注 IP 经济与宠物经济；2) **困境反转催化的“性价比消费”**：在理性化消费与供应链优化共振下迎来修复，新型电商与折扣零售加快渗透，量贩零食与国货美妆市占率提升。2025 年以来相关细分赛道业绩边际回暖，CPI 回暖及低基数效应之下，2026 年有望迎来困境反转。**重点关注：折扣零售、量贩零食、国货美妆**；3) **高速增长“服务与体验消费”**：在收入水平提升与消费结构转变推动下加速发展，服务消费边际改善，政策催化有望强化景气，冰雪旅游与户外经济趋势向好。**重点关注：户外经济、冰雪旅游。**

图表 31.“情绪消费”龙头毛利率高于消费行业整体水平



资料来源：万得，中银证券

图表 32.2025 年以来“性价比消费”呈现出困境反转态势



资料来源：万得，中银证券

5 策略专题

5.1 中长级主题投资

5.1.1 “AI+消费+医药”三极集中结构

从中长周期配置视角看，当前市场环境对具备产业趋势与政策连续性的主题方向相对有利。在海外货币政策转向宽松、国内流动性保持合理充裕的背景下，叠加“十五五”规划开局阶段经济运行具备一定韧性，价格指标有望逐步修复，A股整体风险偏好处于中枢抬升阶段。相较于短期交易型主题，能够承载中期产业趋势、并具备持续政策支撑的主题方向，更容易在中长级配置中获得稳定超额表现。从周期定位看，科技与高端制造仍是本轮中周期的重要主导方向。

从近期主题表现与综合热度结构看，A股主题投资正由前期的分散轮动，逐步转向以“算力基础设施与高端制造-大消费-医药结构性机会”为代表的集中格局。在政策方向保持连续、产业趋势逐步明晰以及风险偏好边际修复的背景下，市场资金对具备中期确定性的主题方向呈现出更为集中的配置特征。

图表 33. 中长级主题投资系统热点主题输出结果-1

序号	入选主题	指数代码	主题交易热度	量:成交额占比 2年分位数	价:30日涨幅的2 年分位数	新闻综合 指数	综合热度	量-价-讨论度区间 分类
1	液冷服务器	886044.TI	0.78	0.70	0.86	3.93	1.41	$H_t \geq 90\%$
2	智能座舱	886059.TI	0.65	0.50	0.80	3.93	1.30	$H_t \geq 90\%$
3	中芯国际概念	885897.TI	0.64	0.36	0.93	3.93	1.30	$H_t \geq 90\%$
4	英伟达概念	886048.TI	0.61	0.41	0.82	3.93	1.28	$H_t \geq 90\%$
5	卫星导航	885574.TI	0.89	0.80	0.98	0.67	0.85	$75\% \leq H_t < 90\%$
6	太赫兹	886043.TI	0.73	0.46	1.00	0.67	0.72	$50\% \leq H_t < 75\%$
7	消费电子概念	885800.TI	0.68	0.58	0.78	0.67	0.68	$50\% \leq H_t < 75\%$
8	机器人概念	885517.TI	0.73	0.73	0.73	(0.48)	0.49	$H_t < 50\%$
9	高端装备	885427.TI	0.71	0.61	0.82	(0.46)	0.48	$H_t < 50\%$
10	数据安全	885942.TI	0.43	0.45	0.41	0.67	0.48	$H_t < 50\%$

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券 注：上述输出数据截至 2025/12/30

AI 算力基础设施与数字经济构成中长期“高景气主线”。从综合热度 (H_t) 分布看，液冷服务器、英伟达概念、中芯国际概念、智能座舱、专精特新等主题在交易活跃度、价格分位与讨论度三个维度中形成共振，整体位于市场热度的最高区间，显示该方向已成为当前阶段最具一致性的主题主线。

从产业逻辑看，该主线指向新一轮算力体系建设与先进制造能力提升，覆盖服务器散热、芯片制造、智能终端及中高端制造等环节，具备较强的产业纵深与上下游联动效应。结合“十四五”后期政策推进及“十五五”规划前瞻，围绕算力基础设施、制造体系升级与产业链安全的政策取向具备较强连续性，为相关主题提供中期趋势支撑。从市场表现看，该类主题成交占比与价格分位整体偏高，而讨论度相对稳定，表明市场定价正由情绪驱动向趋势定价过渡。

政策导向型主题在当前阶段形成重要支撑。与算力主线并行的包括黄金、央企国企改革、“一带一路”、旅游等方向。此类主题热度主要来源于政策预期与事件催化，呈现讨论度领先、量价表现相对均衡的特征，对政策节奏与外部环境变化较为敏感，更偏向阶段性配置与交易型参与，在主题结构中承担稳定市场情绪与对冲波动的角色。

大消费板块则在风险偏好切换中发挥“稳定器”作用。白酒、乳业、啤酒等消费行业交易活跃度虽不及 AI 主线，但量价分位与参与稳定性更为均衡，体现中长期资金偏好。在经济结构修复、内需改善节奏温和的背景下，现金流稳定、品牌壁垒清晰的消费品板块更易成为波动期的底仓选择；扩大内需仍是中长期政策主线，消费板块在“稳增长、防波动”的宏观目标下具备持续政策托底空间。

图表 34. 中长级主题投资系统热点主题输出结果-II

序号	入选主题	指数代码	主题交易热度	量:成交额占比 2年分位数	价:30日涨幅的2 年分位数	新闻综合 指数	综合 热度	量-价-讨论度区间 分类
1	智能座舱	886059.TI	0.65	0.50	0.80	3.93	1.30	H _i >=90%
2	专精特新	885929.TI	0.64	0.55	0.74	3.93	1.30	H _i >=90%
3	旅游概念	885497.TI	0.33	0.46	0.20	5.06	1.28	H _i >=90%
4	租售同权	885758.TI	0.11	0.09	0.13	3.93	0.87	75%=<H _i <90%
5	同花顺果指数	886082.TI	0.77	0.57	0.97	0.67	0.75	50%=<H _i <75%
6	西部大开发	886086.TI	0.75	0.91	0.58	0.67	0.73	50%=<H _i <75%
7	小米汽车	886064.TI	0.75	0.62	0.88	0.67	0.73	50%=<H _i <75%
8	消费电子概念	885800.TI	0.68	0.58	0.78	0.67	0.68	50%=<H _i <75%
9	腾讯概念	885779.TI	0.46	0.51	0.40	0.67	0.50	H _i <50%
10	长安汽车概念	886061.TI	0.56	0.33	0.78	0.05	0.46	H _i <50%

资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券 注: 上述输出数据截至 2025/12/30

医药、能源及部分新兴方向体现阶段性结构性机会。在综合热度位于中等区间的主题中，医药电商、医美、光伏、储能、卫星导航等方向占据一定比重。这些主题普遍具备明确的产业或政策逻辑，但当前阶段尚未形成交易、价格与讨论度的同步放大。其中，医药相关主题更多体现为政策与需求边际改善下的修复型机会；新能源及储能方向则处于产业周期再平衡阶段，行情持续性有待进一步验证。此类主题在整体结构中更偏向阶段性轮动与择机参与，而非当前的核心配置方向。

图表 35. 中长级主题投资系统热点主题输出结果-III

序号	入选主题	指数代码	主题交易热度	量:成交额占比 2年分位数	价:30日涨幅的2 年分位数	新闻综合 指数	综合热度	量-价-讨论度区间 分类
1	医药电商	885661.TI	0.14	0.19	0.08	3.93	0.89	75%=<H _i <90%
2	医美概念	885913.TI	0.13	0.07	0.19	3.93	0.89	75%=<H _i <90%
3	光伏概念	885531.TI	0.54	0.52	0.55	2.24	0.88	75%=<H _i <90%
4	医疗废物处理	885883.TI	0.10	0.01	0.18	3.93	0.86	75%=<H _i <90%
5	幽门螺杆菌概念	885952.TI	0.03	0.02	0.04	3.93	0.81	75%=<H _i <90%
6	储能	885921.TI	0.58	0.67	0.49	1.30	0.72	50%=<H _i <75%
7	小金属概念	885552.TI	0.68	0.57	0.80	0.67	0.68	50%=<H _i <75%
8	机器人概念	885517.TI	0.73	0.73	0.73	(0.48)	0.49	H _i <50%
9	水利	885572.TI	0.56	0.56	0.55	0.17	0.48	H _i <50%
10	汽车热管理	885999.TI	0.70	0.46	0.93	(0.48)	0.46	H _i <50%
11	稀土永磁	885343.TI	0.40	0.21	0.60	0.67	0.46	H _i <50%

资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券 注: 上述输出数据截至 2025/12/30

交易型主题反映“事件驱动+情绪扩散”的阶段特征。值得注意的是，部分主题虽短期热度提升较快，但其价格分位与成交表现并未同步走强，更偏向事件驱动型或情绪博弈型行情。此类主题通常依赖单一消息或阶段性预期推动，缺乏足够的产业纵深支撑，持续性相对有限。当前市场主题投资呈现出“主线高度集中、非主线快速轮动”的特征，资金在有限的确定性方向中集中配置，而对其他主题保持较高的流动性要求。当前主题热度的集中结构，与“十五五”规划前瞻中强调的科技能力建设、产业体系安全与政策持续推进方向具有较高一致性。后续主题演绎有望进一步从概念扩散阶段转向趋势验证阶段。

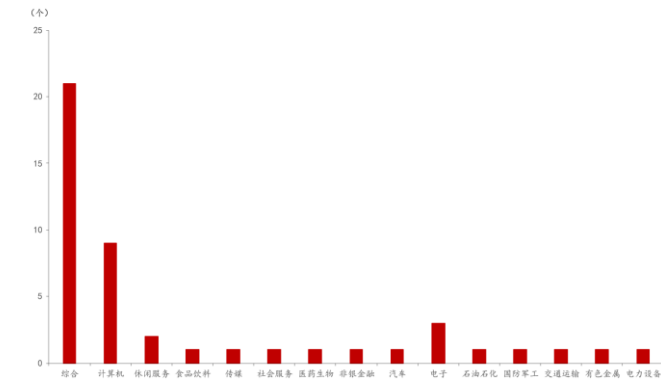
5.1.2 行业结构视角下的“主题—龙头股—基金”三层映射框架

在中长级主题投资中，单一行业或个别标的的集中押注，易面临主题退潮与行业拥挤带来的波动风险。相较之下，从行业结构出发、构建多主题并行的配置框架，更有助于在把握主题机会的同时提升组合稳定性。从当前高热度主题的行业分布看，成长型主题并未集中于单一赛道，而是广泛覆盖综合、计算机、消费、医药、农牧、化工等多个一级行业，因此在主题配置中更适合采用“多主线并行”思路，通过不同行业主题之间的轮动与互补，降低单一赛道在中期维度下的拥挤与回撤风险。

从行业承载角度观察，主题资金并未在全行业均衡扩散，而是明显集中于信息科技与高端制造相关行业，市场对具备产业趋势与景气延续性的方向形成较高的一致预期。通信、国防军工、电子、汽车、有色金属等行业在交易热度、成交额占比与价格分位上整体偏高，体现出算力基础设施、高端制造与先进材料等在行业层面具备较强承载能力。

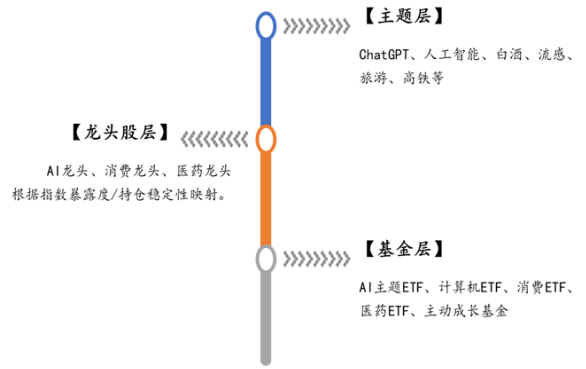
相比之下，传统消费与医药板块整体处于主题活跃度偏低区间。食品饮料、医药生物、农林牧渔等行业交易热度与成交占比靠后，价格分位相对偏低，更偏向防御或底仓属性，其行情节奏可能滞后于科技与制造主线。周期与防御类行业内部呈现分化。公用事业、交通运输、有色金属在量价维度表现相对均衡，具备阶段性参与价值；而煤炭、建筑装饰、建筑材料等行业主题弹性有限，更体现传统周期属性。金融与服务类行业整体主题承载能力偏弱，银行、非银金融及社会服务等板块交易热度普遍偏低，在主题投资体系中更多承担组合平衡与风格对冲角色。

图表 36. 高热度主题在申万一级行业中的分布情况



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券 注：上述输出数据截至 2025/12/30

图表 37. 中长级主题投资的“三层映射模型”



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

在上述主题与行业结构判断的基础上，进一步引入“主题—龙头股—基金”的三层映射模型，用于将中长级主题判断转化为具备可持续性的投资路径。该模型强调由上而下的方向筛选与由下而上的执行落地相结合，旨在把握主题趋势的同时，提高配置的稳定性与可操作性。

第一层为主题层，核心在于识别具备中期产业趋势与政策连续性的结构性机会，明确不同阶段的主题主线方向。该层侧重对宏观环境、产业演进与政策取向的综合研判，为中长级配置提供方向性约束。第二层为龙头股层，重点筛选在主题内部具备成交规模、流动性与市场认可度的核心标的。龙头股通常在主题行情中承担价格发现与情绪引领功能，其较高的成交活跃度与波动弹性，有助于提升配置在阶段切换过程中的灵活性与效率。第三层为基金层，通过主题 ETF 或主动管理型基金实现主题配置落地。ETF 有助于分散个股波动风险，而主动管理型基金在主题轮动与行业内部结构选择方面具备优势，可作为中长级主题配置的重要补充。

图表 38. 中长级主题投资系统输出部分结果

热点主题	对应龙头股	对应基金展示
商业航天	中兴通讯、中国联通、生益科技、光启技术、中国卫通、金风科技、中国卫星、航天电子等。	广发国证通信 ETF、嘉实国证通信 ETF、国泰互联网+股票、圆信永丰优享生活混合、富国国家安全主题混合 A、宝盈国家安全战略沪港深股票 A、富国国家安全主题混合 C、宝盈国家安全战略沪港深股票 C 等。
专精特新	中航成飞、北方稀土、天孚通信、江波龙、中航光电、华工科技、长飞光纤、恩捷股份等。	西藏东财中证有色金属指数增强发起式 A、西藏东财中证有色金属指数增强发起式 C、国泰国证有色金属行业指数 C、西藏东财中证有色金属指数增强发起式 E、鹏华国证有色金属行业 ETF 等。
医美概念	爱尔眼科、云南白药、复星医药、常山药业、物产中大、汉威科技、长光华芯、炬光科技等。	广发中证全指医药卫生 ETF 发起式联接 A、广发中证全指医药卫生 ETF 发起式联接 C、国泰国证医药卫生行业指数 C、中信保诚中证 800 医药指数(LOF)C、东方创新医疗股票 A、东方创新医疗股票 C 等。
储能	宁德时代、比亚迪、长江电力、阳光电源、华电新能、格力电器、汇川技术、三花智控等。	易方达国防军工混合 A、易方达国防军工混合 C、鹏华环保产业股票、汇添富环保行业股票、建信环保产业股票 A、工银瑞信生态环境行业股票 A、嘉实环保低碳股票、易方达环保主题混合 A 等。
水利	长江电力、中国建筑、国电南瑞、中国中铁、特变电工、中国能建、中联重科、大华股份等。	南方中证 500 信息技术指数 ETF、长盛国企改革主题混合、国投瑞银新能源混合 A、国投瑞银新能源混合 C、银河消费驱动混合 C、银河消费驱动混合 A、长江智能制造混合发起式 A 等。
国产航母	中国船舶、中国卫星、海格通信	建信环保产业股票 A、易方达环保主题混合 A、易方达环保主题混合 C、建信环保产业股票 C、中海环保新能源主题混合、建信上证社会责任 ETF、易方达高端制造混合发起式 A 等。
稀土永磁	中国铝业、北方稀土、领益智造、厦门钨业、中矿资源、格林美	中信保诚中证信息安全指数(LOF)C、中信保诚中证信息安全指数(LOF)E、富国中证大数据产业 ETF、中信保诚中证信息安全指数(LOF)A、工银瑞信国企改革主题股票等。

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券注：上述输出数据截至 2025/12/30

5.2 “十五五”前瞻：科技自立自强与先进制造重塑中长期产业主线

5.2.1 科技自立自强成为“十五五”核心主线

作为“十五五”开局之年，2026年的产业与资本线索需要以《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》（下称《建议》）为纲。《建议》明确指出“十五五”时期是基本实现社会主义现代化夯实基础、全面发力的关键时期，我国发展处于战略机遇和风险挑战并存、不确定难预料因素增多的阶段，同时国内仍面临有效需求不足、新旧动能转换任务艰巨、重点领域还有风险隐患等约束。《建议》对“科技自立自强”的内涵给出了清晰的路线图：一是国家创新体系整体效能显著提升、教育科技人才一体发展格局基本形成；二是能力端强调基础研究和原始创新能力显著增强，攻关端强调重点领域关键核心技术快速突破，竞争端强调并跑领跑领域明显增多；三是机制端强调科技创新和产业创新深度融合、创新驱动作用明显增强。科技主线的确定性更多来自“目标—任务—机制”三位一体的政策框架，而非单点题材催化。

在“十五五”规划建议中，科技自立自强被明确确立为推动新质生产力发展和提升现代化产业体系水平的核心战略支点，其政策定位具备跨年度、跨周期的高度连续性。对2026年而言，科技方向不宜简单视为阶段性主题，而应作为中长期结构性配置的重要锚点，在组合中同时承担方向性与稳定性功能。随着规划进入开局阶段，围绕关键核心技术突破、产业体系安全与创新能力提升的政策取向将持续强化，为科技主线提供持久制度支撑。

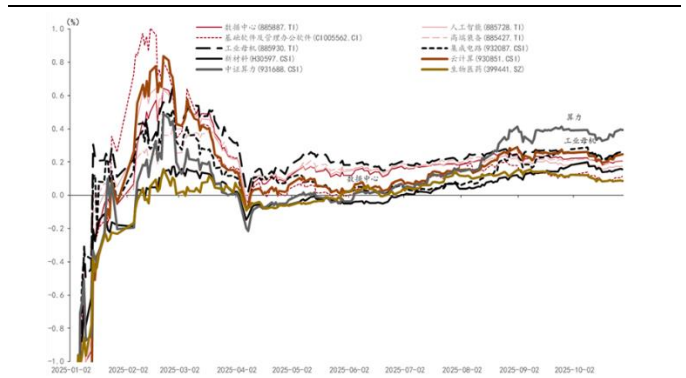
从配置思路看，2026年的科技主线更适合作为“事件驱动型交易”向“体系化主线配置”转变。相较以往围绕单一政策窗口或技术突破形成的脉冲式行情，“十五五”阶段更强调系统推进与长期能力建设，这要求配置层面弱化短期波动判断，转而聚焦产业趋势确定性与政策连续性，通过多方向协同布局提升组合在中期维度上的可持续性与抗波动能力。

图表 39. “十五五”科技自立自强相关指数跟踪

指数名称及代码	2025年累计涨跌幅 (%)	预测归母净利润同比 (%)	PE (2025E)
数据中心 885887.TI	45.91	—	33.41
人工智能 885728.TI	36.75	—	31.81
基础软件及管理 办公软件 C1005562.CI	16.11	151.78	77.08
高端装备 885427.TI	48.14	—	26.15
工业母机 885930.TI	60.29	—	24.70
集成电路 932087.CSI	56.11	—	119.64
新材料 H30597.CSI	37.92	67.45	32.64
云计算 930851.CSI	54.60	122.47	63.71
中证算力 931688.CSI	103.99	17.84	32.14
生物医药 399441.SZ	17.48	18.31	37.24

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券 注：数据截至 2025/10/29

图表 40. 科技自立自强相关指数区间平均收益率情况



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券 注：数据截至 2025/10/28

科技自立自强相关配置可围绕不同产业层级协同构建。以集成电路、工业母机、基础软件、先进材料等关键核心技术为代表的方向，侧重国家创新体系的底层能力建设，投资逻辑强调长期替代空间与政策稳定性，适合作为中长期配置的基础底仓。围绕科技与产业深度融合展开的高端制造、算力基础设施及智能化改造方向，在承接政策导向的同时具备更强盈利弹性，可在年度维度为组合提供阶段性收益贡献；而“人工智能+”与数字中国等新兴方向技术迭代快、主题弹性高，更适合作为比例受控的增强配置，在把握趋势的同时兼顾估值与波动约束。

2026年，科技自立自强相关配置更应被定位为组合结构中的“压舱石主线”，而非单一进攻型方向。其核心价值在于提供方向确定性与中期收益来源，而非追求短期弹性。在政策连续性与产业趋势清晰度支撑下，围绕科技自立自强构建的分层配置框架，更有望在震荡环境中实现风险可控、收益稳健的中长期表现。

5.2.2 先进制造成为现代化产业体系骨干

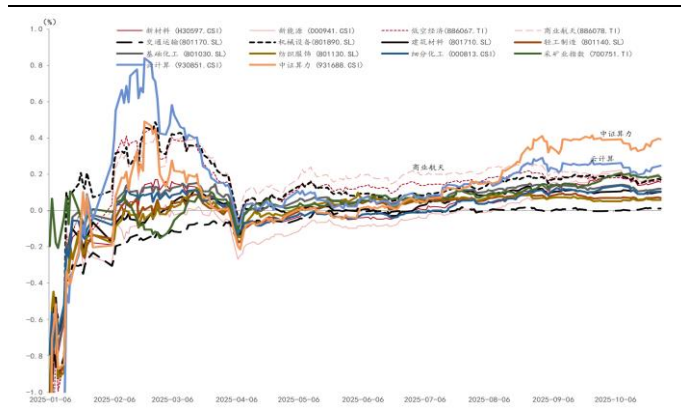
在《建议》的整体框架中，先进制造被明确置于建设现代化产业体系的核心位置，是承接科技自立自强、推动新质生产力落地的关键载体。从政策表述看，“十五五”时期不再单纯强调制造规模扩张，而是更加突出产业基础高级化、产业链现代化和制造体系韧性提升，推动制造业由传统比较优势向综合竞争优势转型升级。在这一背景下，先进制造在现代化产业体系中的“骨干”地位进一步凸显，其战略意义已由产业选择上升为长期发展路径。从产业结构看，先进制造亦已由单一行业形态扩展为覆盖能源、材料、装备、软件及高端应用的多层次体系，围绕新能源、新材料、航空航天、低空经济、工业软件、高端装备等方向，政策正加快推进战略性新兴产业集群建设，强化关键环节自主可控与协同配套能力，推动制造业由“点状突破”向“体系化升级”转变。

图表 41. “十五五”现代化产业体系相关指数跟踪

指数名称及代码	2025年累计涨跌幅 (%)	预测归母净利润同比 (%)	PE (2025E)
云计算 930851.CSI	54.60	122.47	63.71
中证算力 931688.CSI	103.99	17.84	32.14
新材料 H30597.CSI	37.92	67.45	32.64
新能源 000941.CSI	46.81	21.80	24.91
低空经济 886067.TI	34.73	37.47	31.59
商业航天 886078.TI	44.29	36.37	33.59
交通运输 801170.SL	1.92	0.04	15.83
机械设备 801890.SL	37.33	29.65	28.14
建筑材料 801710.SL	21.39	73.52	21.92
轻工制造 801140.SL	12.95	21.39	18.70
基础化工 801030.SL	26.38	41.99	21.30
纺织服装 801130.SL	10.24	14.07	17.25
细分化工 000813.CSI	24.70	38.08	20.67
采矿业指数 700751.TI	43.76	0.77	13.02

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券 注：数据截至 2025/10/29

图表 42.现代化产业体系相关指数区间平均收益率情况



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券 注：数据截至 2025/10/28

同时，《建议》前瞻性布局量子科技、生物制造、氢能与核聚变、具身智能、第六代通信等未来产业，为制造体系持续升级提供中长期技术储备与成长空间。相关方向短期仍以政策推动与技术验证为主，但其在国家产业路线图中的明确定位，有助于强化市场对先进制造长期成长性的预期。从投资传导机制看，先进制造领域“政策-订单-盈利”的路径正逐步清晰：在国家战略牵引下，产业链自主可控与国产替代持续推进，带动订单落地与产能利用率提升，企业盈利能力与估值中枢具备中期抬升基础。在此背景下，先进制造相关方向更适合作为中长期配置的核心主线，通过滚动布局分享产业体系升级带来的结构性收益。

5.2.3 “三段并行”的结构性投资主线

在《建议》的总体框架下，科技自立自强与现代化产业体系建设并非单一时间序列推进，而是呈现出短、中、长期并行演进的结构特征。对应到资本市场层面，相关投资机会亦不再是单一主线线性展开，而是形成以政策驱动、产业落地与前沿布局为核心的“三段并行”结构性投资主线。

第一阶段（偏短期）：电网储能与算力建设构成政策驱动最强的确定性方向。在“人工智能+”与新型能源体系建设同步推进的背景下，新型电力系统、抽蓄与新型储能、智能电网、数据中心扩容等方向，具备政策支持密集、投资节奏明确、订单可预期性较高的特征。相关领域更多体现为政策牵引下的工程型与建设型机会，适合作为中期策略中确定性较高的配置底座，在主题层面具备较强的连续性。

图表 43. “十五五” 储能&算力相关指数跟踪

指数名称及代码	2025年累计涨跌幅 (%)	预测归母净利润同比 (%)	PE (2025E)
新能源 000941.CSI	46.81	21.80	24.91
可控核聚变 886065.TI	80.03	27.05	25.46
氢能源 885823.TI	46.82	30.42	21.41
清洁能源 995020.SSI	42.29	496.56	50.58
智能电网 885311.TI	36.69	31.32	25.02
环境治理 801971.SL	18.77	12.05	16.93
污水处理 885412.TI	32.74	22.09	17.20
环保 801970.SL	19.78	20.39	17.97
大气治理 859711.SL	1.75	7.45	257.04
储能 885921.TI	41.94	29.16	24.79
碳中和 995035.SSI	32.68	14.90	19.80

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券 注：数据截至 2025/10/29

第二阶段（偏中期）：低空经济与工业软件代表产业链自主可控的核心抓手。随着《建议》对先进制造体系的进一步强调，低空经济正由政策试点逐步向产业化、规模化阶段过渡，涵盖制造、运营与服务体系的完整产业链逐步成形；与此同时，工业软件、工业母机、高端制造装备等方向，在产业链安全与国产替代逻辑下，进入加速落地阶段。该阶段投资主线兼具**产业趋势与盈利兑现基础**，是中期配置中承上启下的核心力量。

图表 44. “十五五” 低空经济&工业软件相关指数跟踪

指数名称及代码	2025年累计涨跌幅 (%)	预测归母净利润同比 (%)	PE (2025E)
高端装备 885427.TI	48.14	—	26.15
工业母机 885930.TI	60.29	—	24.70
集成电路 932087.CSI	56.11	—	119.64
新材料 H30597.CSI	37.92	67.45	32.64
云计算 930851.CSI	54.60	122.47	63.71
中证算力 931688.CSI	103.99	17.84	32.14
生物医药 399441.SZ	17.48	18.31	37.24

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券 注：数据截至 2025/10/29

第三阶段（偏长期）：量子、脑机接口等前沿科技体现前瞻性布局价值。量子通信、量子计算、具身智能、核聚变、脑机接口等方向，当前仍以基础研究与技术验证为主，短期商业化贡献有限，但其在《建议》的未来产业布局中的明确定位，使其成为下一轮增长极的重要储备。此类方向更适合以**长期视角进行前瞻配置**，在技术突破、产业验证与商业化预期逐步升温过程中，捕捉估值与预期的结构性抬升。

图表 45. “十五五” 量子&脑机接口相关指数跟踪

指数名称及代码	2025年累计涨跌幅 (%)	预测归母净利润同比 (%)	PE (2025E)
6G概念 886037.TI	40.39	12.14	19.47
脑机接口 886047.TI	59.42	78.49	31.66
可控核聚变 886065.TI	80.03	27.05	25.46
氢能源 885823.TI	46.82	30.42	21.41
生物医药 399441.SZ	17.48	18.31	37.24
量子科技 885730.TI	40.96	27.50	30.25
新材料 H30597.CSI	37.92	67.45	32.64
新能源 000941.CSI	46.81	21.80	24.91
低空经济 886067.TI	34.73	37.47	31.59

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券 注：数据截至 2025/10/29

6 风险提示

1) 周期定位出现偏差，海外经验借鉴失效，依据历史数据归纳的结论参考意义有限或失效。2) 盈利判断存在误差，估值超预期下行。3) 部分统计归纳数据基于历史数据，不能代表未来表现。4) 逆周期政策不及预期，宏观经济超预期下行。5) 中周期主导产业业绩下滑超预期。6) 新兴产业趋势发展不及预期。7) 贸易摩擦进一步加剧。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1)基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2)中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话:(8621)68604866
传真:(8621)58883554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 108001521065
新加坡客户请拨打: 8008523392
传真:(852)21479513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
传真:(852)21479513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话:(8610)83262000
传真:(8610)83262291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话:(4420)36518888
传真:(4420)36518877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话:(1)2122590888
传真:(1)2122590889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话:(65)66926829/65345587
传真:(65)65343996/65323371