

2026年01月16日

景气投资方法论

策略研究团队

——“组合管理”系列报告之二

韦冀星（分析师）

曹晋（联系人）

weijixing@kysec.cn

caojin1@kysec.cn

证书编号：S0790524030002

证书编号：S0790124080011

● 到底什么是“景气投资”？同一问题，三种时代答案

“景气投资”在不同的时代有不同的答案：（1）2016-2017年，高ROE等同高景气；（2）2020-2021年，产业周期上行，高增速是景气核心；（3）2022-2023年，新能源等行业在盈利增速仍高的情况下股价走弱，引发“景气投资失效”的讨论。我们认为，“景气投资失效论”并不合理。我们的理解是：**不是景气投资不存在了，而是景气的“定价锚点”发生了切换。**因此，在“景气投资”逻辑当中，真正需要研究的问题其实是：**景气投资到底是买高ROE？买高增速？还是一一理解市场在什么阶段，愿意为什么样的增长付费？**

● A股景气投资框架重建：7类指标&时间维度

为了重建A股景气投资框架，我们构建了：

（1）7大类共34个景气相关指标的研究框架，作为景气投资的研究对象；

（2）具体研究范式上，我们从时间维度上对景气投资重新研究：①短期维度（事实维度）：意在解决现在“看什么指标来买”的问题，即聚焦财报窗口期的“预期差”定价；②中长期维度（预期维度）：意在解决未来“力气应该花在研究什么指标”的问题，即在未来去预测哪个指标最高效，避免花费无用功。

● 短期视角：更需关注“增长的边际变化”（事实维度）

财报是展示公司景气最直接的载体，财报发布后应该跟着哪个指标来买效果好？

（1）根据指标与股价的相关性，可分类为4类：①**正相关指标**：其中， Δ 类指标（增长的边际变化）的正向指引最强；②**负相关指标**：机构持股比例和权益乘数；③**阶段性相关指标**：ROE、ROIC、销售利润率披露前占优、披露后出现逻辑逆转；④**无序指标**：特殊的是资本开支、PE-TTM呈现“头尾占优”特征。

（2）财报发布前的左侧博弈，不如财报发布后的右侧“顺势而为”。即便存在信息不对称、前瞻研判等能力的差异，依靠公开信息，依旧可以获取可观的收益。

（3）披露后，财报信息对股价的超额指引约为30-35个交易日，随后逐渐衰减。

● 中长期视角：帮助主观多头精选要追逐的方向（预测维度）

一些主观多头投资者并不满足于右侧的确定信号，他们往往更希望更主动的出击，通过对未来的展望去寻找未来维度上的“伟大公司”。此视角下，我们意在精选指标预测方向，即未来去预测哪个指标对股价指引最高效，避免花费无用功。

（1）如果要进行预测，中长期应该追逐高景气的2个方向4个指标：①**高增长：收入增速、盈利增速**；②**高回报率：ROIC、ROE**。

（2）4大有效指标仅有部分年份失效，主要集中在市场斜率变化非常大的年份，这些年份大势的beta影响过强，掩盖了alpha的区分度。

● 展望2026的“景气投资”

根据财报投资的景气指引：G和 Δg 两手抓，2026年注意需要开始回避的品种。

①**积极配置的品种**：盈利增速在持续改善，且绝对盈利增速也处于相对高位；

②**需要开始回避的品种**：2026年，对于盈利增速已经在极高位，但改善势头已经显著减缓甚至消失的品种，我们建议可以开始逐渐兑现。

预测视角下的长期指引：2026年适合左手“高增长”、右手“高回报”的景气投资。关注收入增速、盈利增速、ROE、ROIC有效性在牛市第二年的显著回归。

● **风险提示**：财报存在滞后性；宏观政策超预期变动；测算模型基于历史数据。

相关研究报告

《机构关注度环比回升：机械设备、电子、环保—机构调研周跟踪》
-2026.1.13

《AI估值牛的思考—投资策略专题》
-2026.1.12

《春季躁动：从提前布局到加速突破—投资策略周报》-2026.1.11

目 录

1、 到底什么是“景气投资”？同一问题，三种时代答案.....	4
1.1、 当投资者在说“景气投资”的时候，到底指的是什么？	4
1.2、 一个反直觉但关键的事实	4
1.3、 真正需要讨论的问题是：市场愿意为什么样的增长定价？	5
2、 A股景气投资框架重建：7类指标 & 时间维度.....	6
2.1、 景气投资的研究对象：7类34个景气相关指标.....	6
2.2、 时间维度上的景气投资：短期买什么指标 & 长期研究什么指标.....	7
3、 短期视角：更需关注“增长的边际变化”（事实维度）	9
3.1、 买什么指标最好？ Δ 指标具有最强正向指引.....	10
3.1.1、 正相关指标： Δ 类指标的正向指引最强.....	10
3.1.2、 负相关指标：机构持股比例和权益乘数.....	13
3.1.3、 阶段性相关指标：ROE、ROIC在财报披露后竟然出现逻辑逆转	13
3.1.4、 无序指标：部分指标呈现“头尾占优，中间较弱”	14
3.2、 财报发布前的左侧博弈，不如财报发布后的右侧“顺势而为”	15
3.3、 投资指引时长多久？持续30-35个交易日的“窗口期效应”	16
4、 中长期视角：帮助主观多头精选要追逐的方向（预测维度）	18
4.1、 中长期高景气的追逐方向——左手“高增长”、右手“高回报”	18
4.2、 不同宏观环境下，景气指标对中长期收益指引的有效性.....	20
5、 展望2026的“景气投资”	22
5.1、 短期操作：G和 Δg 两手抓.....	22
5.2、 长期指引：2026年适合景气投资，左手“高增长”、右手“高回报”	22
6、 风险提示	22

图表目录

图 1： 7维景气指标体系	7
图 2： 长短期视角下的景气投资研究图谱	8
图 3： 财报窗口期的时间图谱	9
图 4： 景气指标对股价指引的4种类型	10
图 5： 盈利增速的“山峰理论”：左边的山峰G和 Δg 兼备，迎来戴维斯双击	11
图 6： 财报窗口期，业绩增长的趋势越强，收益率表现越好.....	12
图 7： 财报窗口期，权益乘数、机构持股比例与公司收益率呈负相关.....	13
图 8： 财报窗口期前后，部分资产回报率指标的投资逻辑出现逆转.....	14
图 9： 财报披露后，2种典型的投资逻辑更加具象化——追逐高景气、博弈业绩反转	15
图 10： 财报披露前，即便是景气最好的公司，上涨幅度也不高；披露后，收益明显提升	16
图 11： “开天眼”的先知假设下，共有4个指标与投资收益呈正相关	19
图 12： 先知假设下，边际变化指标（ Δ 利润增速、 Δ ROE和 Δ 收入增速）对收益的指引能力显著弱化	20
图 13： 2009年全年“上-下-上”的走势相对单调，当年收入增速失效	21
图 14： 2014年6月起开始单边上行11月后加速上涨，收入增速、ROE、ROIC均失效.....	21
图 15： 2016年行情也非常极致先下后上，增速相关指标失效，但回报率指标有效.....	21
图 16： 2023年则是极致的先上后下，但也只有ROE指标失效.....	21

表 1: 财报披露后, 市场的三阶段定价路径..... 17

1、到底什么是“景气投资”？同一问题，三种时代答案

1.1、当投资者在说“景气投资”的时候，到底指的是什么？

“景气投资”的核心思路源于“成长型价值投资”方法。1959年，52岁的费雪出版了《怎样选择成长股》，提出了“成长型价值投资”的原理：股票投资的主要收益来自于公司未来业绩的增长，而不是低买高卖的价差；即只要发现了一家未来业绩能快速成长的公司，即使当前股价没有被低估，也值得买入并长期持有。巴菲特在结合了格雷厄姆和费雪的投资逻辑后，坚定“与伟大公司共成长”的核心投资理念，是现代“景气投资”的典型投资逻辑代表。

有了思路，更重要的是如何落地操作：“景气投资”具体到底应该怎么做？在A股的投资实践中，我们发现“景气投资”在不同的时代有不同的答案：

(1) 2016年~2017年：景气即“高ROE”。在实体供给侧改革+棚改货币化+全球经济共振修复的宏观背景，叠加资本市场对外开放加速后北上资金大幅流入，市场将高ROE等同于高景气，核心资产定价逻辑盛行；

(2) 2020年~2021年：景气即“高增速”。随着新一轮产业周期展开，市场追逐高G（增速），以新能源为代表的高增速“新半军”成为景气投资的核心方向；

(3) 2022年~2024年一季度：景气即“幻象”？新能源等行业在相当长一段时间内仍维持较高的盈利增速，但股价表现却持续走弱，引发市场对景气投资有效性的深度质疑，“景气投资失效论”在这一阶段开始出现。

1.2、一个反直觉但关键的事实

我们认为，“景气投资失效论”并不合理。

我们提出一个反直觉但关键的事实：**不是景气投资不存在了，而是景气的【定价锚点】发生了切换。**

事实上，这就是“景气投资”在A股实践当中的痛点：**模糊的定义带来模糊的方法论。**在实践景气投资时，部分投资者在某个阶段比较容易锚定一个单一指标作为景气投资的定价锚——如ROE、盈利增速，而忽略了单一指标对景气指引能力的强弱会随着行业发展阶段或宏观背景的变化而变化。这也导致投资者在单一指标有效性开始发生变化的时候，开始出现质疑“景气投资”有效性的问题。

举一个便于理解的例子：**为什么许多人认为2022年新能源“景气投资”失效？**

(1) 核心原因在于，进入2022年，新能源只有“高位的事实”（即高增速G），失去了“上行的斜率”（即向上改善的盈利增速 Δg ）和“超预期的惊喜”——新能源的盈利增速绝对值虽仍在高位，但已经从前期的更高的盈利增速回落下来（负的 Δg ），进一步上行的想象力空间出现缺失。

(2) 但2022年煤炭却实现了“景气反转”下的股价领衔上行，实现了“景气投资”有效性的验证。自2021年四季度开始，煤炭行业的 Δg 出现显著改善，即盈利增速和收入增速出现了非常典型的“触底反转”，**进入2022年，煤炭行业出现G**

和 Δg 兼备的特征，并实现全年一级行业涨幅第一。

1.3、真正需要讨论的问题是：市场愿意为什么样的增长定价？

如果要拨开模糊的迷雾，深究景气投资的逻辑，给出“景气投资”的落地投资方法论，那我们就要回到股票投资最原始的问题上来：股价为什么会涨跌？

在“景气投资”逻辑当中，真正需要研究的问题其实是：景气投资到底是买高 ROE？买高增速？还是——理解市场在什么阶段，愿意为什么样的增长付费？

2、A 股景气投资框架重建：7 类指标 & 时间维度

“景气投资”到底应该锚定 ROE 还是盈利增速？从“成长型价值投资”的核心目的——与伟大公司共成长——出发，就会发现这样的疑问实在是过于狭隘了。为了重建 A 股景气投资框架，我们构建了：

(1) 7 大类共 34 个景气相关指标的研究框架，作为景气投资的研究对象；

(2) 基于景气投资指标上的重新定义，具体研究范式上，我们从时间维度上对景气投资进行重新研究：①短期维度（事实维度）：我们意在解决现在“看什么指标来买”的问题，即聚焦财报窗口期的“预期差”定价；②中长期维度（预期维度）：我们意在解决未来“力气应该花在研究什么指标”的问题，即在未来去预测哪个指标最高效，避免花费无用功。

2.1、景气投资的研究对象：7 类 34 个景气相关指标

我们总结出总共 7 大类 34 个景气相关指标，作为景气投资的研究对象：

(1) 业绩表现类，总共分成 2 种类别：

①增速类：收入增速、利润增速；

②delta 类： Δ 收入增速、 Δ 利润增速。

(2)~(4) 类则是基于净资产回报率（ROE）的杜邦三因素分解，为销售净利率、资产周转率和权益乘数三项核心要素，分别对应企业的盈利周期、经营周期和债务周期：

(2) 资产回报&利润率：ROIC、ROE-TTM、 Δ ROE-TTM、销售利润率、期间费用率、销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率；

(3) 周转率：资产周转率、应收账款周转天数、应付账款周转天数、存货周转天数、现金循环周期；

(4) 财务杠杆：权益乘数、无息负债率、有息负债率、合同负债/预收账款同比。

(5)~(6) 类则是围绕经营周期及现金流：

(5) 产能&库存周期：资本开支同比、在建工程同比、存货同比、资本开支/折旧摊销、资本开支/营业收入；

(6) 现金流：自由现金流/净利润、经营活动产生的现金流量净额/营业收入；

最后，涵盖市场预期和性价比（估值）维度：

(7) 市场预期和性价比：机构持股比例、PE-TTM、PB、PS、企业倍数

(EV/EBITDA)

图1：7维景气指标体系



资料来源：开源证券研究所

2.2、时间维度上的景气投资：短期买什么指标 & 长期研究什么指标

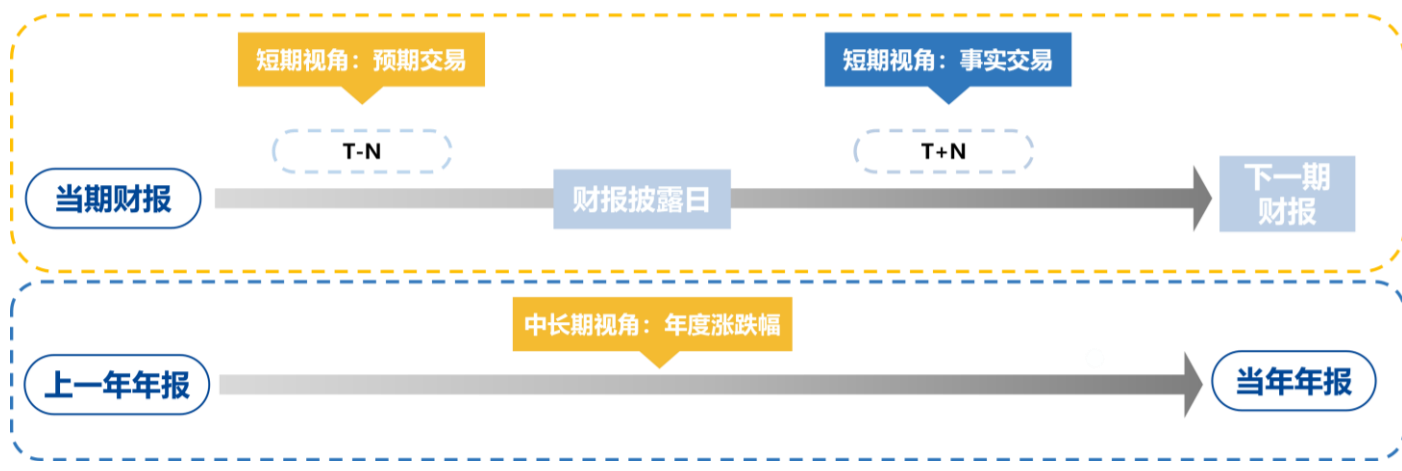
基于景气投资指标上的重新定义，具体研究范式上，我们从时间维度上对景气投资进行重新研究：

(1) 短期维度（事实维度）：我们意在解决现在“看什么指标来买”的问题，即聚焦财报窗口期的“预期差”定价。财报是展示公司景气最直接的载体，这个维度上我们重点关注：景气投资到底是应该买高ROE、高盈利增速还是哪些指标？

在这个维度上，我们关注披露前的“预期交易”和披露后的“事实交易”，在短期各有怎样的交易特征，包括：①市场短期定价行为中，哪些核心指标最能指引股价上行？②财报披露前，“预期交易”通常提前多久启动？③财报发布后，公开信息形成的动量效应能带来多长的超额收益效果？

(2) 中长期维度（预期维度）：我们意在解决未来“力气应该花在研究什么指标”的问题，即在未来去预测哪个指标最高效，避免花费无用功。一些主观多头投资者并不满足于右侧的确定信号——或者认为用既定的数据直接投资是偷懒的表现，他们往往更希望更主动的出击，通过对未来的展望去寻找未来维度上的“伟大公司”。在这个维度上，我们意在寻找：在不同宏观环境背景下，我们应该展望和研究未来哪个指标对股价的指引最强，从而避免投资者花费无用功在与股价不相关或相关性并不大的指标当中。

图2: 长短期视角下的景气投资研究图谱



资料来源: 开源证券研究所

3、短期视角：更需关注“增长的边际变化”（事实维度）

在短期维度（事实维度）上，我们意在解决现在“看什么指标来买”的问题，即聚焦财报窗口期的“预期差”定价。财报是展示公司景气最直接的载体，这个维度上我们重点关注：景气投资到底是应该买高 ROE、高盈利增速还是哪些指标？

在这个维度上，我们关注披露前的“预期交易”和披露后的“事实交易”，在短期各有怎样的交易特征，包括：

- ① 市场短期定价行为中，哪些核心指标最能指引股价上行？
- ② 财报披露前，“预期交易”通常提前多久启动？
- ③ 财报发布后，公开信息形成的动量效应能带来多长的超额收益效果？

具体研究方法上，我们将资产表现切分在 2 个时段内观察：

（1）T-n：“预期交易”窗口期

以公司财报披露日 T 为基准，向前回溯 n 个交易日，对应市场基于业绩预期提前定价的阶段，其区间收益率主要反映市场基于预期时的定价；

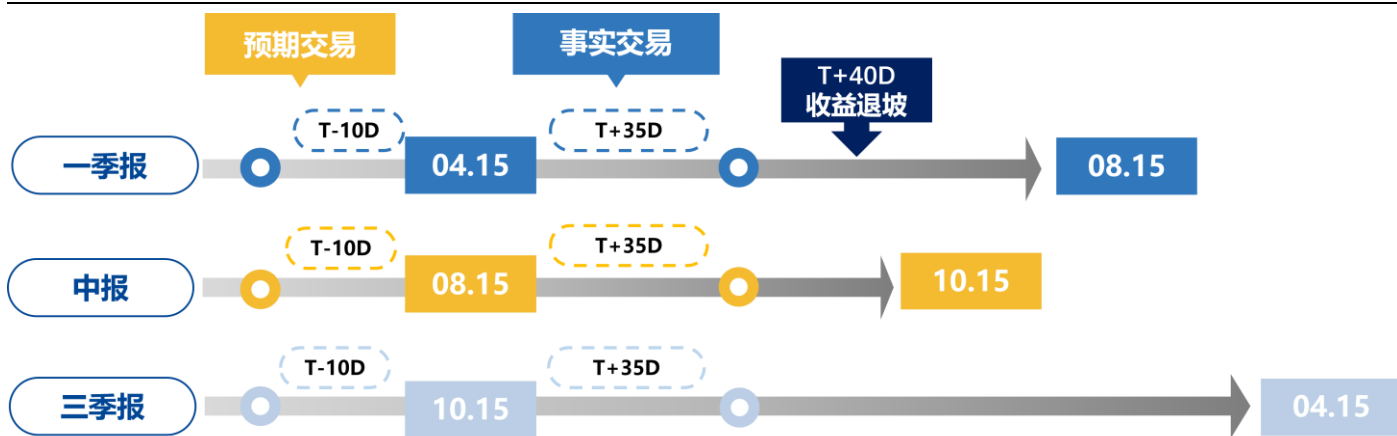
（2）T+n：“事实交易”窗口期

以财报实际披露日 T 为起点，向后观察 n 个交易日，对应市场基于已披露信息进行再定价的阶段，其区间收益率刻画公开信息是否仍具备投资收益。

分组研究：我们按照指标值将公司分为 10 组，统计各组在上述两个窗口期的收益表现。分组依据是按照指标的由低到高单调排序，且最终使得每组的数量相近，避免样本数过于稀疏或集中。

回溯区间：2009 年一季报至 2025 年中报。

图3：财报窗口期的时间图谱



资料来源：开源证券研究所

3.1、买什么指标最好？ Δ 指标具有最强正向指引

如果我们把“景气投资”的核心目的做一个极简化处理，可以处理成这样一个问题：**财报发布后，跟着哪个指标买能够获得股价收益最大化？**

我们优先解决这个问题。

对于 7 大类 34 个指标，我们根据财报披露前后指标和股价表现的相关性，将指标分类为 4 个类型：①**正相关**、②**负相关**、③**阶段性相关**、④**无序指标**。

图4：景气指标对股价指引的 4 种类型

相关性	类别	指标
正相关	业绩表现-delta类	Δ 盈利增速、 Δ 收入增速
	业绩表现-增速类	盈利增速 (g)、收入增速
负相关	市场预期	机构持股比例
	财务杠杆	权益乘数
阶段性相关	资产回报&利润率	ROIC、ROE-TTM、销售利润率、期间费用率、销售费用率、管理费用率
无序	周转率	应收账款周转天数、应付账款周转天数、存货周转天数、现金循环周期、资产周转率
	资产回报&利润率	财务费用率、研发费用率
	市场预期	PE-TTM、PB、PS、企业倍数 (EV/EBITDA)
	产能&库存周期	资本开支同比、在建工程同比、存货同比、资本开支/折旧摊销、资本开支/营业收入
	财务杠杆	无息负债率、有息负债率、合同负债/预收账款同比
	现金流	自由现金流/净利润、经营活动产生的现金流量净额/营业收入

资料来源：开源证券研究所

3.1.1、正相关指标： Δ 类指标的正向指引最强

过去 16 年，业绩增长型指标与股价相关性最强，即财报发布后直接投资业绩增长指标最高的品种，往往能够获得最显著的超额收益。

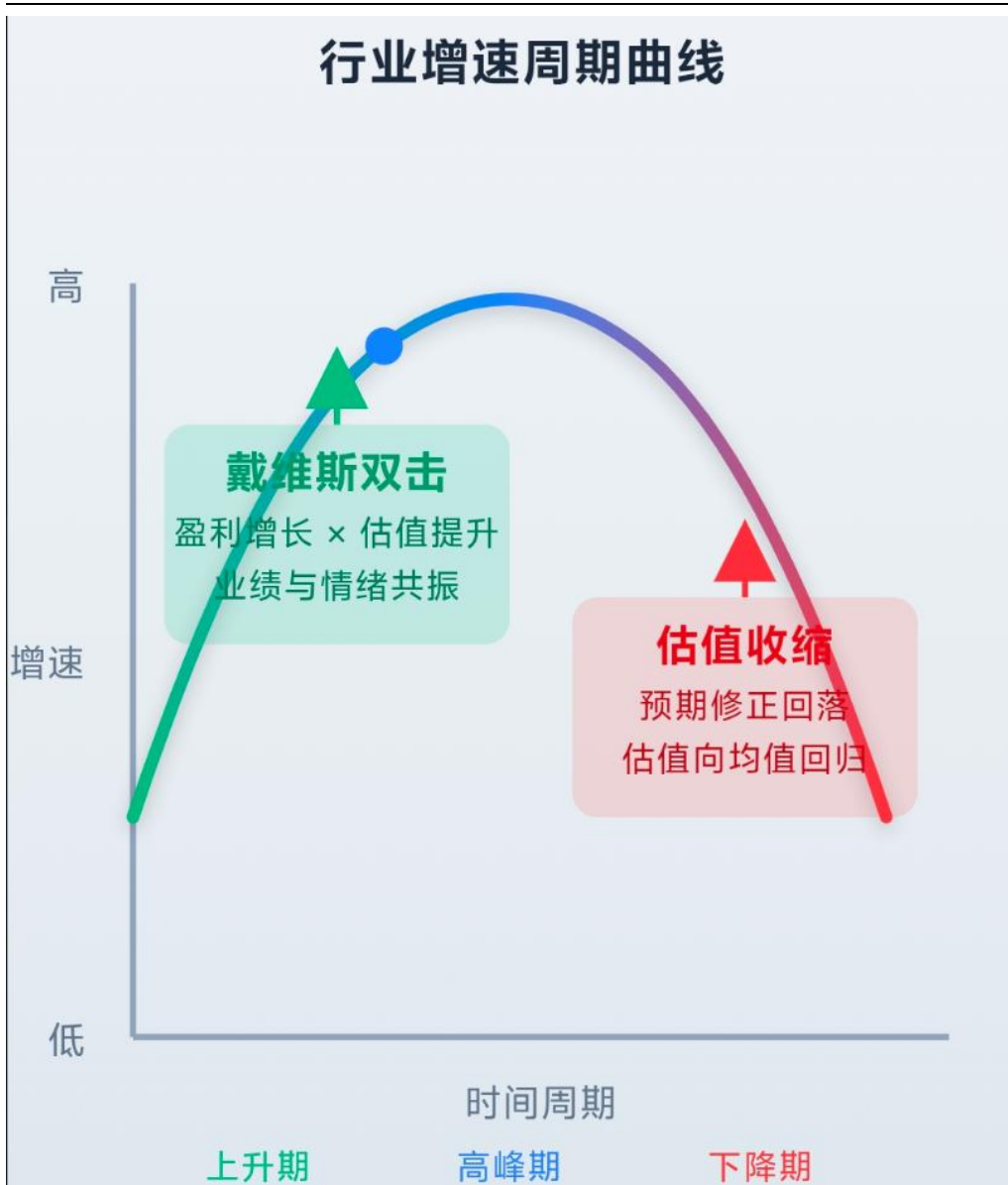
总共有 5 个指标与股价呈现显著的正相关，按照有效性强弱排序是： **Δ 利润增速**> **Δ 收入增速**> **Δ ROE**>**收入增速**>**盈利增速**。可以很轻易地总结出：与收益率的正相关性最强的是 Δ 类指标。

为什么有这样的结果？我们的理解是：**景气投资的目的不是投资现在，而是投**

资未来，而“现在的高增速不一定代表未来的高增速”，但“现在的高 Δ 更容易代表未来的高增速”。

我们构建一个盈利增速的“山峰理论”：如果我们把公司/行业的增速周期放在一个示意图上，这根线图就很类似一根正弦曲线（类似一座山，分为左山峰和右山峰），我们给出一个粗浅但有价值的理解总结：当公司/行业所处的周期在左山峰上（二阶导为正，或者说 Δ 为正），公司股价往往会获得“估值+业绩”的戴维斯双击；但当公司/行业所处的周期在右山峰上（二阶导为负，或者说 Δ 为负），此时往往迎来的是估值的收缩，投资者只能赚到业绩的钱而赚不到估值的钱。

图5：盈利增速的“山峰理论”：左边的山峰G和 Δg 兼备，迎来戴维斯双击



资料来源：开源证券研究所

图6: 财报窗口期, 业绩增长的趋势越强, 收益率表现越好

△收入增速	T-15D	T-10D	T-5D	T+5D	T+10D	T+15D	T+20D	T+25D	T+30D	T+35D	T+40D
第一组 (数值最低)	0.4%	-0.3%	-0.4%	0.3%	1.1%	1.5%	1.9%	2.3%	2.6%	2.7%	2.1%
第二组	0.5%	-0.3%	-0.4%	0.3%	1.2%	1.5%	2.0%	2.4%	2.6%	2.5%	1.9%
第三组	0.7%	-0.2%	-0.4%	0.5%	1.4%	1.9%	2.2%	2.5%	2.7%	2.7%	2.2%
第四组	0.7%	-0.1%	-0.3%	0.7%	1.5%	2.1%	2.4%	2.9%	3.1%	3.0%	2.5%
第五组	0.8%	-0.1%	-0.4%	0.6%	1.5%	2.0%	2.3%	2.9%	3.2%	3.1%	2.6%
第六组	0.9%	-0.1%	-0.3%	0.7%	1.3%	1.8%	2.2%	2.7%	3.3%	2.9%	2.9%
第七组	1.0%	0.1%	-0.2%	1.0%	1.8%	2.1%	2.5%	3.0%	3.3%	3.3%	2.8%
第八组	1.1%	0.1%	-0.2%	0.9%	1.8%	2.4%	2.8%	3.4%	3.6%	3.6%	3.2%
第九组	1.4%	0.3%	-0.1%	1.2%	2.2%	2.9%	3.3%	3.8%	3.9%	4.0%	3.6%
第十组 (数值最高)	2.0%	0.7%	0.2%	1.3%	2.2%	2.7%	3.1%	3.7%	4.3%	4.4%	3.9%

△盈利增速	T-15D	T-10D	T-5D	T+5D	T+10D	T+15D	T+20D	T+25D	T+30D	T+35D	T+40D
第一组 (数值最低)	0.4%	-0.4%	-0.5%	0.0%	0.8%	1.2%	1.5%	1.9%	2.3%	2.1%	1.4%
第二组	0.2%	-0.5%	-0.5%	0.2%	0.9%	1.3%	1.7%	2.1%	2.4%	2.5%	2.0%
第三组	0.2%	-0.4%	-0.5%	0.3%	1.1%	1.5%	1.8%	2.3%	2.5%	2.4%	1.8%
第四组	0.4%	-0.4%	-0.5%	0.5%	1.3%	1.8%	2.1%	2.5%	2.7%	2.7%	2.1%
第五组	0.7%	-0.2%	-0.4%	0.7%	1.5%	2.0%	2.4%	2.8%	2.9%	2.8%	2.4%
第六组	0.9%	0.0%	-0.3%	0.9%	1.8%	2.2%	2.6%	3.1%	3.3%	3.3%	2.8%
第七组	1.3%	0.2%	-0.1%	1.2%	2.1%	2.7%	3.1%	3.7%	4.0%	4.0%	3.7%
第八组	1.4%	0.3%	-0.1%	1.4%	2.5%	2.9%	3.3%	3.8%	4.0%	4.1%	3.7%
第九组	1.8%	0.6%	0.1%	1.3%	2.2%	2.6%	2.9%	3.5%	3.9%	4.0%	3.5%
第十组 (数值最高)	2.0%	0.7%	0.1%	1.2%	2.3%	2.8%	3.2%	3.9%	4.5%	4.6%	4.2%

△ROE	T-15D	T-10D	T-5D	T+5D	T+10D	T+15D	T+20D	T+25D	T+30D	T+35D	T+40D
第一组 (数值最低)	0.4%	-0.5%	-0.6%	0.3%	1.2%	1.6%	1.8%	2.1%	2.2%	2.1%	1.7%
第二组	-0.1%	-0.8%	-0.8%	0.3%	1.2%	1.7%	2.1%	2.4%	2.6%	2.5%	1.9%
第三组	0.1%	-0.6%	-0.6%	0.4%	1.2%	1.7%	1.9%	2.2%	2.4%	2.3%	1.6%
第四组	0.3%	-0.5%	-0.6%	0.4%	1.3%	1.8%	2.2%	2.6%	2.9%	2.9%	2.4%
第五组	0.7%	-0.2%	-0.4%	0.6%	1.4%	1.9%	2.4%	2.8%	3.1%	3.0%	2.4%
第六组	0.8%	-0.1%	-0.3%	0.6%	1.4%	2.0%	2.4%	2.7%	2.9%	2.9%	2.4%
第七组	1.1%	0.2%	-0.2%	0.8%	1.6%	2.2%	2.6%	3.1%	3.4%	3.4%	2.9%
第八组	1.6%	0.6%	0.1%	1.0%	1.8%	2.2%	2.7%	3.2%	3.6%	3.7%	3.4%
第九组	2.3%	1.1%	0.5%	1.2%	2.1%	2.3%	2.8%	3.4%	4.0%	4.0%	3.7%
第十组 (数值最高)	2.8%	1.4%	0.6%	1.3%	2.2%	2.6%	3.0%	3.6%	4.1%	4.2%	3.9%

盈利增速 (g)	T-15D	T-10D	T-5D	T+5D	T+10D	T+15D	T+20D	T+25D	T+30D	T+35D	T+40D
第一组 (数值最低)	-0.4%	-1.1%	-0.9%	0.4%	1.4%	2.0%	2.4%	2.8%	3.2%	3.1%	2.4%
第二组	-0.3%	-1.0%	-0.9%	0.3%	1.2%	1.7%	2.1%	2.5%	2.6%	2.5%	1.9%
第三组	0.1%	-0.7%	-0.7%	0.6%	1.4%	1.9%	2.3%	2.7%	2.8%	2.9%	2.3%
第四组	0.3%	-0.5%	-0.6%	0.6%	1.5%	1.9%	2.2%	2.6%	2.9%	2.9%	2.3%
第五组	0.6%	-0.1%	-0.4%	0.7%	1.6%	2.1%	2.5%	2.9%	3.0%	3.0%	2.5%
第六组	1.0%	0.1%	-0.2%	0.9%	1.7%	2.1%	2.4%	2.9%	3.1%	3.1%	2.7%
第七组	1.4%	0.4%	-0.1%	1.2%	1.9%	2.3%	2.7%	3.3%	3.5%	3.6%	3.2%
第八组	1.8%	0.8%	0.2%	0.9%	1.7%	2.0%	2.4%	3.0%	3.5%	3.5%	3.2%
第九组	2.5%	1.1%	0.4%	0.7%	1.7%	2.0%	2.4%	3.0%	3.4%	3.7%	3.6%
第十组 (数值最高)	2.8%	1.4%	0.7%	1.0%	1.8%	2.2%	2.5%	3.0%	3.7%	3.9%	3.5%

收入增速	T-15D	T-10D	T-5D	T+5D	T+10D	T+15D	T+20D	T+25D	T+30D	T+35D	T+40D
第一组 (数值最低)	-0.1%	-0.8%	-0.8%	0.4%	1.3%	1.8%	2.1%	2.5%	2.8%	2.8%	2.2%
第二组	0.1%	-0.7%	-0.8%	0.6%	1.5%	2.0%	2.3%	2.8%	3.0%	3.0%	2.3%
第三组	0.5%	-0.4%	-0.5%	0.7%	1.5%	1.9%	2.4%	2.6%	2.9%	2.8%	2.4%
第四组	0.5%	-0.2%	-0.4%	0.6%	1.4%	1.8%	2.3%	2.8%	3.0%	2.9%	2.3%
第五组	0.8%	-0.1%	-0.3%	0.6%	1.4%	1.8%	2.2%	2.7%	3.1%	2.9%	2.4%
第六组	1.1%	0.2%	-0.2%	0.8%	1.7%	2.1%	2.5%	2.8%	3.1%	3.1%	2.5%
第七组	1.3%	0.4%	0.0%	0.8%	1.7%	2.2%	2.5%	3.0%	3.2%	3.2%	2.7%
第八组	1.7%	0.5%	0.1%	0.9%	1.7%	2.1%	2.5%	3.0%	3.2%	3.2%	2.9%
第九组	1.9%	0.7%	0.3%	1.2%	2.0%	2.4%	2.8%	3.4%	3.8%	4.0%	3.6%
第十组 (数值最高)	2.1%	0.9%	0.4%	0.9%	1.8%	2.1%	2.4%	3.1%	3.7%	4.1%	4.0%

数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: ①回溯期是2009年Q1至2025年Q2; ②收益率为各组的涨跌幅均值; ③剔除北交所公司)

3.1.2、负相关指标：机构持股比例和权益乘数

有趣的是，我们发现了 2 个负相关指标：**机构持股比例和权益乘数**。

对于**机构持股比例**，投资者或许更容易接受它的负相关：拥挤度越高的公司/行业，越容易出现反身性。但一定程度上超出预期的是，这个规律竟然出现了单调有效性：越低的持股比例，公司相对越容易获得超额收益。

但对于**权益乘数**，这个负相关确实是较为新颖的研究成果：对权益乘数的传统认知是，对企业景气方向的判别可能趋于中性。一方面，过高的财务杠杆公司会引发投资者对偿债能力的担忧；但是另一方面，高财务杠杆可能代表着更激进的扩张意图，即具有潜在的增长预期。但从实际结果来看，投资者会更关注扩张的成效指标（如前文所提的收入、利润增长等），但对可能存在财务压力的公司呈风险回避；

图7：财报窗口期，权益乘数、机构持股比例与公司收益率呈负相关

机构持股比例	T-15D	T-10D	T-5D	T+5D	T+10D	T+15D	T+20D	T+25D	T+30D	T+35D	T+40D
第一组（数值最低）	1.7%	0.3%	-0.3%	0.7%	2.0%	2.6%	3.1%	3.5%	3.8%	3.9%	3.5%
第二组	0.8%	0.1%	-0.3%	0.7%	1.8%	2.4%	2.8%	3.3%	3.7%	3.7%	3.1%
第三组	1.1%	0.2%	-0.1%	0.8%	1.9%	2.5%	2.9%	3.4%	3.7%	3.8%	3.3%
第四组	0.9%	0.1%	-0.3%	0.8%	1.7%	2.2%	2.7%	3.1%	3.5%	3.7%	3.2%
第五组	1.0%	0.1%	-0.1%	0.8%	1.7%	2.2%	2.6%	3.1%	3.5%	3.5%	3.1%
第六组	0.9%	-0.1%	-0.2%	0.7%	1.5%	1.9%	2.3%	2.7%	3.0%	2.9%	2.4%
第七组	0.8%	-0.1%	-0.2%	0.7%	1.4%	1.8%	2.1%	2.6%	2.8%	2.8%	2.3%
第八组	0.8%	-0.1%	-0.3%	0.7%	1.2%	1.5%	1.9%	2.4%	2.7%	2.6%	2.2%
第九组	0.7%	-0.1%	-0.2%	0.7%	1.3%	1.5%	1.9%	2.4%	2.7%	2.8%	2.3%
第十组（数值最高）	0.8%	0.1%	-0.3%	0.7%	1.6%	2.1%	2.6%	2.9%	3.0%	2.9%	2.5%

权益乘数	T-15D	T-10D	T-5D	T+5D	T+10D	T+15D	T+20D	T+25D	T+30D	T+35D	T+40D
第一组（数值最低）	1.1%	0.2%	-0.2%	0.5%	1.7%	2.3%	2.9%	3.4%	3.8%	3.9%	3.5%
第二组	1.2%	0.3%	-0.1%	0.7%	1.8%	2.3%	2.9%	3.4%	3.7%	3.8%	3.3%
第三组	1.4%	0.3%	-0.1%	0.8%	1.8%	2.3%	2.9%	3.2%	3.6%	3.7%	3.2%
第四组	1.0%	0.1%	-0.2%	0.9%	1.8%	2.3%	2.6%	3.1%	3.4%	3.5%	3.2%
第五组	1.1%	0.1%	-0.2%	0.8%	1.6%	2.0%	2.5%	2.9%	3.1%	3.2%	2.5%
第六组	0.9%	0.0%	-0.3%	0.9%	1.7%	2.2%	2.6%	3.0%	3.3%	3.3%	2.8%
第七组	1.0%	0.0%	-0.2%	0.8%	1.6%	2.0%	2.4%	2.8%	3.1%	3.0%	2.5%
第八组	0.8%	-0.1%	-0.3%	0.8%	1.5%	2.0%	2.3%	2.8%	3.1%	3.0%	2.6%
第九组	0.7%	-0.2%	-0.4%	0.7%	1.3%	1.5%	1.8%	2.4%	2.6%	2.5%	2.2%
第十组（数值最高）	0.8%	-0.3%	-0.4%	0.6%	1.3%	1.5%	1.8%	2.3%	2.6%	2.7%	2.2%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：①回溯期是 2009 年 Q1 至 2025 年 Q2；②收益率为各组的涨跌幅均值；③剔除北交所公司）

3.1.3、阶段性相关指标：ROE、ROIC 在财报披露后竟然出现逻辑逆转

部分典型资产回报率指标（ROE-TTM、ROIC 与销售利润率）呈现一个非常奇怪的规律：**财报披露前，指标值越大的组合往往能获得越高的收益；但披露后，指标值最高的组合反而表现最弱。**

换句话说，如果有一位投资者是先知，提前知道谁是高 ROE、高 ROIC、高利润率的品种，他的操作应该是：**在财报发布前提前买入这个品种，而在财报发布前夜将其卖出，实现收益率最大化的兑现。**

图8: 财报窗口期前后, 部分资产回报率指标的投资逻辑出现逆转

ROE-TTM (%)	T-15D	T-10D	T-5D	T+5D	T+10D	T+15D	T+20D	T+25D	T+30D	T+35D	T+40D
第一组 (数值最低)	0.3%	-0.6%	-0.6%	0.8%	1.9%	2.5%	2.6%	3.2%	3.5%	3.6%	2.8%
第二组	0.3%	-0.6%	-0.5%	0.8%	1.9%	2.6%	2.9%	3.5%	3.8%	3.8%	3.1%
第三组	0.6%	-0.2%	-0.5%	0.6%	1.5%	2.2%	2.7%	3.1%	3.4%	3.4%	2.8%
第四组	0.6%	-0.2%	-0.4%	0.6%	1.7%	2.2%	2.6%	3.0%	3.3%	3.3%	2.8%
第五组	0.8%	0.0%	-0.3%	0.7%	1.6%	2.2%	2.6%	3.0%	3.3%	3.3%	2.7%
第六组	1.1%	0.2%	-0.2%	0.7%	1.6%	2.1%	2.6%	3.1%	3.3%	3.4%	2.9%
第七组	1.4%	0.4%	-0.1%	0.8%	1.6%	1.9%	2.4%	2.8%	2.8%	2.8%	2.4%
第八组	1.6%	0.5%	0.0%	0.8%	1.6%	1.9%	2.3%	2.8%	3.1%	3.0%	2.6%
第九组	1.6%	0.5%	0.2%	0.8%	1.5%	1.8%	2.0%	2.5%	2.8%	2.7%	2.4%
第十组 (数值最高)	2.0%	0.9%	0.3%	0.5%	1.0%	1.0%	1.1%	1.5%	2.0%	2.2%	2.3%

ROIC	T-15D	T-10D	T-5D	T+5D	T+10D	T+15D	T+20D	T+25D	T+30D	T+35D	T+40D
第一组 (数值最低)	0.1%	-0.8%	-0.7%	0.6%	1.9%	2.5%	2.8%	3.4%	3.8%	3.8%	3.1%
第二组	0.4%	-0.5%	-0.5%	0.9%	2.0%	2.6%	2.9%	3.5%	3.8%	3.9%	3.3%
第三组	0.5%	-0.4%	-0.6%	0.7%	1.4%	1.9%	2.3%	2.8%	3.1%	3.1%	2.4%
第四组	0.8%	-0.1%	-0.3%	0.7%	1.7%	2.2%	2.6%	3.0%	3.2%	3.1%	2.5%
第五组	0.8%	-0.1%	-0.3%	0.7%	1.6%	2.0%	2.3%	2.8%	3.1%	3.1%	2.6%
第六组	0.8%	0.0%	-0.3%	0.8%	1.6%	2.1%	2.5%	2.9%	3.2%	3.3%	2.8%
第七组	1.4%	0.4%	-0.1%	0.7%	1.6%	2.0%	2.5%	2.9%	3.1%	3.1%	2.7%
第八组	1.6%	0.5%	0.0%	0.8%	1.7%	2.1%	2.5%	3.0%	3.2%	3.1%	2.7%
第九组	1.8%	0.7%	0.1%	0.7%	1.4%	1.7%	2.1%	2.6%	2.9%	2.9%	2.9%
第十组 (数值最高)	2.1%	1.0%	0.4%	0.5%	0.9%	1.1%	1.2%	1.6%	2.0%	2.4%	2.2%

销售利润率	T-15D	T-10D	T-5D	T+5D	T+10D	T+15D	T+20D	T+25D	T+30D	T+35D	T+40D
第一组 (数值最低)	0.3%	-0.6%	-0.6%	0.8%	2.0%	2.6%	2.8%	3.6%	4.1%	4.1%	3.3%
第二组	0.5%	-0.5%	-0.5%	0.8%	2.0%	2.5%	2.9%	3.4%	3.7%	3.8%	3.2%
第三组	0.7%	-0.2%	-0.4%	0.8%	1.8%	2.5%	2.8%	3.3%	3.6%	3.5%	2.9%
第四组	1.0%	0.1%	-0.2%	0.7%	1.5%	2.0%	2.4%	2.8%	3.2%	3.1%	2.5%
第五组	1.2%	0.3%	-0.2%	0.7%	1.5%	1.9%	2.3%	2.8%	3.0%	3.0%	2.6%
第六组	1.2%	0.2%	-0.1%	0.8%	1.6%	2.1%	2.4%	2.8%	3.1%	3.1%	2.6%
第七组	1.3%	0.4%	-0.1%	0.8%	1.5%	2.0%	2.4%	2.9%	3.2%	3.2%	2.8%
第八组	1.4%	0.4%	0.0%	0.7%	1.5%	2.0%	2.4%	2.8%	3.1%	3.1%	2.6%
第九组	1.4%	0.4%	0.0%	0.7%	1.5%	1.9%	2.3%	2.8%	3.0%	3.0%	2.6%
第十组 (数值最高)	1.2%	0.3%	-0.1%	0.7%	1.5%	1.8%	2.1%	2.6%	2.9%	3.1%	2.9%

资料来源: Wind、开源证券研究所 (注: ①回溯期是2009年Q1至2025年Q2; ②收益率为各组的涨跌幅均值; ③剔除北交所公司)

3.1.4、无序指标: 部分指标呈现“头尾占优, 中间较弱”

资本开支、PE-TTM 呈现收益率“头尾占优”特征, 即景气指标的极高值和极低值同时收益占优, 腰部的公司股价表现在披露窗口期相对平淡。

这个规律相对好理解, 主要是因为不同类型的资金的偏好不同:

(1) 高风险偏好喜欢高资本开支、高估值: 高资本开支的品种往往对应产能周期的上行或产业生命周期的欣欣向荣期, 未来景气有望进一步向上; A 股更多时候是成长型市场, 而高成长往往伴随着高估值, 尤其在成长风格占优的年份高估值更容易跑赢。

(2) 低风险偏好喜欢低资本开支、低估值: 低资本开支的品种则更多出现在行业格局稳定甚至垄断的环境内, 也更容易是资本开支少但自由现金流高的“现金奶牛”; 低估值的品种则是“性价比”选手。

图9：财报披露后，2种典型的投资逻辑更加具象化——追逐高景气、博弈业绩反转

PE-TTM	T-15D	T-10D	T-5D	T+5D	T+10D	T+15D	T+20D	T+25D	T+30D	T+35D	T+40D
第一组（数值最低）	0.5%	-0.5%	-0.5%	0.9%	2.1%	2.7%	3.0%	3.6%	4.0%	4.0%	3.3%
第二组	0.7%	-0.3%	-0.4%	0.8%	2.0%	2.6%	2.8%	3.6%	4.0%	3.9%	3.6%
第三组	2.2%	0.9%	-0.3%	0.6%	1.5%	1.9%	2.6%	2.8%	3.2%	3.3%	3.9%
第四组	0.8%	-0.2%	-0.3%	0.5%	0.9%	1.1%	1.2%	1.7%	2.0%	1.9%	1.6%
第五组	0.9%	0.1%	-0.2%	0.7%	1.4%	1.7%	2.0%	2.4%	2.6%	2.6%	2.2%
第六组	1.2%	0.2%	-0.2%	0.8%	1.5%	2.0%	2.4%	2.8%	3.0%	3.0%	2.6%
第七组	1.3%	0.2%	-0.1%	0.7%	1.7%	2.1%	2.5%	3.0%	3.3%	3.4%	2.9%
第八组	1.1%	0.2%	-0.2%	0.9%	1.8%	2.3%	2.8%	3.2%	3.5%	3.4%	3.0%
第九组	1.0%	0.1%	-0.2%	0.7%	1.7%	2.2%	2.7%	3.1%	3.5%	3.6%	3.0%
第十组（数值最高）	0.6%	-0.2%	-0.4%	0.8%	1.8%	2.4%	2.9%	3.3%	3.7%	3.7%	3.0%

资本开支同比	T-15D	T-10D	T-5D	T+5D	T+10D	T+15D	T+20D	T+25D	T+30D	T+35D	T+40D
第一组（数值最低）	0.9%	-0.1%	-0.4%	0.7%	1.7%	2.3%	2.7%	3.2%	3.5%	3.8%	3.1%
第二组	0.8%	-0.2%	-0.3%	0.8%	1.7%	2.2%	2.6%	3.0%	3.3%	3.2%	2.7%
第三组	0.9%	0.0%	-0.3%	0.8%	1.6%	2.1%	2.6%	3.0%	3.2%	3.3%	2.8%
第四组	0.9%	0.0%	-0.2%	0.8%	1.5%	1.9%	2.2%	2.7%	3.0%	2.9%	2.6%
第五组	1.0%	0.1%	-0.2%	0.9%	1.7%	2.0%	2.4%	2.9%	3.1%	3.2%	2.7%
第六组	0.9%	-0.2%	-0.4%	0.6%	1.4%	1.8%	2.2%	2.6%	3.1%	3.1%	2.9%
第七组	1.0%	0.1%	-0.2%	0.7%	1.5%	1.8%	2.2%	2.7%	3.0%	3.0%	2.6%
第八组	0.9%	0.0%	-0.2%	0.7%	1.5%	2.0%	2.4%	2.9%	3.2%	3.3%	2.8%
第九组	1.1%	0.2%	-0.1%	0.7%	1.6%	2.0%	2.4%	2.9%	3.2%	3.2%	2.7%
第十组（数值最高）	1.3%	0.4%	-0.1%	0.8%	1.9%	2.4%	2.9%	3.4%	3.7%	3.7%	3.1%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：①回溯期是2009年Q1至2025年Q2；②收益率为各组的涨跌幅均值；③剔除北交所公司）

3.2、财报发布前的左侧博弈，不如财报发布后的右侧“顺势而为”

很多投资者喜欢在财报发布前，就开始深度博弈财报是否超预期，频繁交易且消耗较多精力。但是我们研究发现，对于多数指标来说，财报发布前的左侧博弈不如财报发布后的右侧顺势而为。这就带来了一个投资启示：即便存在信息不对称、前瞻研判等投资能力的差异，依靠公开信息，把握景气指引，依旧可以获取可观的收益。

2009年以来，财报披露前，虽然也是“景气越高，收益越高”，但即便是最好的收益组合，绝对收益也相对较低，即就算买对了超额收益也不高；财报披露后，资产收益率显著提升，超额收益更容易拉开差距。

我们认为，财报没有切实发布的时候，是存在不确定性的，一致预期相对难以形成，大数定律来看股价弹性并不高；但是财报披露结束后，不确定性消弭，投资者对景气的定价逐步达成共识，股价逐步上行。

图10: 财报披露前, 即便是景气最好的公司, 上涨幅度也不高; 披露后, 收益明显提升

T-10D (剔除年报)	正相关指标					负相关指标		阶段性相关指标					
	Δ盈利增速	ΔROE	Δ收入增速	盈利增速 (g)	收入增速	权益乘数	机构持股比例	销售利润率	ROE-TTM (%)	ROIC	期间费用率	销售费用率	管理费用率
第一组 (数值最低)	-0.4%	-0.5%	-0.3%	-1.1%	-0.8%	0.2%	0.3%	-0.6%	-0.6%	-0.8%	-0.1%	-0.4%	-0.2%
第二组	-0.5%	-0.8%	-0.3%	-1.0%	-0.7%	0.3%	0.1%	-0.5%	-0.6%	-0.5%	0.0%	0.2%	0.0%
第三组	-0.4%	-0.6%	-0.2%	-0.7%	-0.4%	0.3%	0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.4%	0.1%	0.0%	0.1%
第四组	-0.4%	-0.5%	-0.1%	-0.5%	-0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	-0.2%	-0.1%	0.2%	0.1%	0.1%
第五组	-0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.0%	-0.1%	0.2%	0.1%	0.2%
第六组	0.0%	-0.1%	-0.1%	0.1%	0.2%	0.0%	-0.1%	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%
第七组	0.2%	0.2%	0.1%	0.4%	0.4%	0.0%	-0.1%	0.4%	0.4%	0.4%	0.2%	0.0%	0.2%
第八组	0.3%	0.6%	0.1%	0.8%	0.5%	-0.1%	-0.1%	0.4%	0.5%	0.5%	0.0%	0.2%	0.0%
第九组	0.6%	1.1%	0.3%	1.1%	0.7%	-0.2%	-0.1%	0.4%	0.5%	0.7%	0.0%	0.2%	0.0%
第十组 (数值最高)	0.7%	1.4%	0.7%	1.4%	0.9%	-0.3%	0.1%	0.3%	0.9%	1.0%	-0.2%	0.0%	-0.1%

T+10D (剔除年报)	正相关指标					负相关指标		阶段性相关指标					
	Δ盈利增速	ΔROE	Δ收入增速	盈利增速 (g)	收入增速	权益乘数	机构持股比例	销售利润率	ROE-TTM (%)	ROIC	期间费用率	销售费用率	管理费用率
第一组 (数值最低)	0.8%	1.2%	1.1%	1.4%	1.3%	1.7%	2.0%	2.0%	1.9%	1.9%	1.1%	1.1%	1.1%
第二组	0.9%	1.2%	1.2%	1.2%	1.5%	1.8%	1.8%	2.0%	1.9%	2.0%	1.5%	1.5%	1.4%
第三组	1.1%	1.2%	1.4%	1.4%	1.5%	1.8%	1.9%	1.8%	1.5%	1.4%	1.4%	1.7%	1.3%
第四组	1.3%	1.3%	1.5%	1.5%	1.4%	1.8%	1.7%	1.5%	1.7%	1.7%	1.5%	1.6%	1.4%
第五组	1.5%	1.4%	1.5%	1.6%	1.4%	1.6%	1.7%	1.5%	1.6%	1.6%	1.5%	1.6%	1.4%
第六组	1.8%	1.4%	1.3%	1.7%	1.7%	1.7%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%	1.8%	1.6%	1.7%
第七组	2.1%	1.6%	1.8%	1.9%	1.7%	1.6%	1.4%	1.5%	1.6%	1.6%	1.7%	1.6%	1.6%
第八组	2.5%	1.8%	1.8%	1.7%	1.7%	1.5%	1.2%	1.5%	1.6%	1.7%	1.7%	1.9%	1.8%
第九组	2.2%	2.1%	2.2%	1.7%	2.0%	1.3%	1.3%	1.5%	1.5%	1.4%	1.8%	1.7%	1.9%
第十组 (数值最高)	2.3%	2.2%	2.2%	1.8%	1.8%	1.3%	1.6%	1.5%	1.0%	0.9%	1.8%	1.8%	2.1%

数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: ①回溯期是 2009 年 Q1 至 2025 年 Q2; ②收益率为各组的涨跌幅均值; ③剔除北交所公司)

3.3、投资指引时长多久? 持续 30-35 个交易日的“窗口期效应”

财报披露后, 财报信息对股价的动量效应能持续约 30-35 个交易日, 而后逐渐衰减。与“有效市场假说”结论不同的是, 现实中受信息获取的速度、认知分歧和估值能力等因素影响, 市场对公开信息的定价效率比部分投资者想象的弱。

可能的原因是:

(1) 披露初期, 投资者对业绩数据的解读存在分歧, 通过交易完成认知初步交换, 对应股价波动和成交量最大的时段;

(2) 认知差在交易中不断被消化, 逐步对景气强弱达成新的市场共识, 收益出现分层特征, 即超额收益的来源;

(3) 共识之后, 前期分歧和市场惯性等因素造成的股价波动退坡, 动量效应随之衰减。

以上带来的投资启示: 业绩披露后, 景气投资的有效窗口可长达约 35 个交易日, 此时高景气标的相对占优。

表1: 财报披露后, 市场的三阶段定价路径

时间窗口	绝对收益特征	相对收益特征	市场行为	驱动因素
披露后 0~5 个交易日	开始走强 (绝对收益上升)	规律性不稳定	多空博弈激烈	财报披露初期, 投资者认知分歧
披露后 5~30 个交易日	全面攀升 (绝对收益达峰)	分布逐步定型	资金向高景气标的聚集、成交量放缓	逐步达成景气共识、分歧减弱
30 个交易日后	绝对收益下行	分布稳定	资金活跃度衰减	核心信息已反映在价格中

资料来源: 开源证券研究所

4、中长期视角：帮助主观多头精选要追逐的方向（预测维度）

在中长期维度（预期维度）的研究当中，我们意在解决未来“力气应该花在研究什么指标”的问题，即在未来去预测哪个指标最高效，避免花费无用功。

一些主观多头投资者并不满足于右侧的确定信号——或者认为用既定的数据直接投资是偷懒的表现，他们往往更希望更主动的出击，通过对未来的展望去寻找未来维度上的“伟大公司”。在这个维度上，我们意在寻找：在不同宏观环境背景下，我们应该展望和研究未来哪个指标对股价的指引最强，从而避免投资者花费无用功在与股价不相关或相关性并不大的指标当中。

4.1、中长期高景气的追逐方向——左手“高增长”、右手“高回报”

站在先知视角下，我们发现，投资者在中长期真正应该追逐的高景气是 2 个方向 4 个指标——

(1) 高增长：收入增速、盈利增速；

(2) 高回报率：ROIC、ROE。

“先知假设”下的有效指标与“事实依据”下的有效指标有明显的不同，主要在两个方向：

(1) 边际变化对景气投资的指示有效性下降，尤其是刻画业绩增长的 Δ 指标（ Δ 收入增速、 Δ 利润增速），在先知假设下，这 2 个指标与全年的投资收益率几乎不相关。

(2) 资产回报率（ROE、ROIC）对景气投资的指引变得有效， Δ ROE 也有不错的指引效果。

为什么会有这样的结果？这和“景气投资”的最终目的相关：即追逐未来业绩的高增长。

(1) 从事实维度来看，已经实现的高增速（财报数据是滞后的）并不意味着未来的高增速，但已经实现的增速改善（高 Δ ）代表着公司在往好的趋势改变，反而更容易指向未来的高增速，这恰好符合“景气投资”的最终目的，即追逐未来业绩的高增长，所以对于财报的滞后数据，要用间接指标来投资；

(2) 从未来视角来看，本身“景气投资”的目的就是追逐未来业绩的高增长，希望分享到伟大的公司的成长，因此此时就应该去直接预测最终结果：高收入增速、高盈利增速、高资产回报率（ROE、ROIC）。

所以，作为希望通过预测未来的研究获得超额收益的主动管理投资者，应该集中精力去研究公司/行业的收入增速、盈利增速、ROE、ROIC：左手“高增长”、右手“高回报”。

图11: “开天眼”的先知假设下, 共有 4 个指标与投资收益呈正相关

收入增速		分位水平	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
第一组	0%~10%	190%	-61%	143%	3%	-33%	-3%	8%	41%	61%	-5%	-18%	-40%	10%	-2%	8%	-16%	-1%	-12%	
第二组	10%~20%	172%	-60%	132%	7%	-32%	-6%	12%	45%	67%	7%	-5%	-34%	18%	1%	9%	-15%	2%	-7%	
第三组	20%~30%	166%	-60%	135%	6%	-34%	-5%	19%	49%	93%	9%	-7%	-32%	19%	8%	13%	-15%	3%	-5%	
第四组	30%~40%	161%	-58%	155%	17%	-30%	-2%	21%	44%	76%	11%	0%	-28%	23%	10%	11%	-17%	5%	-2%	
第五组	40%~50%	172%	-56%	126%	10%	-32%	2%	28%	54%	86%	19%	3%	-27%	29%	12%	16%	-15%	6%	2%	
第六组	50%~60%	154%	-58%	131%	10%	-30%	0%	30%	47%	96%	13%	15%	-27%	27%	23%	24%	-13%	8%	2%	
第七组	60%~70%	180%	-51%	125%	14%	-28%	5%	34%	47%	101%	25%	13%	-25%	32%	25%	23%	-10%	10%	3%	
第八组	70%~80%	185%	-53%	130%	21%	-25%	6%	39%	43%	113%	6%	16%	-21%	39%	45%	34%	-11%	8%	1%	
第九组	80%~90%	220%	-49%	127%	32%	-23%	13%	51%	46%	114%	-1%	16%	-23%	53%	44%	42%	-4%	16%	7%	
第十组	90%~100%	281%	-45%	163%	28%	-22%	19%	55%	66%	122%	1%	10%	-24%	61%	71%	53%	-1%	10%	9%	

盈利增速 (g)		分位水平	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
第一组	0%~10%	180%	-62%	126%	-3%	-35%	-11%	6%	39%	61%	-13%	-29%	-45%	8%	-4%	12%	-15%	2%	-12%	
第二组	10%~20%	136%	-59%	133%	-1%	-37%	-7%	12%	33%	78%	-3%	-17%	-37%	15%	-1%	0%	-18%	-4%	-12%	
第三组	20%~30%	137%	-62%	126%	5%	-36%	-6%	16%	46%	82%	26%	0%	-31%	20%	6%	8%	-22%	1%	-10%	
第四组	30%~40%	141%	-60%	112%	12%	-33%	-3%	22%	49%	85%	32%	4%	-30%	23%	9%	12%	-14%	2%	-5%	
第五组	40%~50%	145%	-56%	108%	13%	-31%	1%	34%	48%	90%	21%	15%	-25%	27%	15%	16%	-15%	3%	1%	
第六组	50%~60%	168%	-52%	115%	15%	-28%	3%	31%	46%	103%	12%	17%	-23%	31%	26%	19%	-14%	7%	5%	
第七组	60%~70%	204%	-51%	142%	22%	-24%	7%	45%	49%	114%	10%	19%	-19%	45%	38%	27%	-12%	9%	6%	
第八组	70%~80%	221%	-49%	141%	26%	-23%	13%	48%	53%	105%	1%	17%	-19%	47%	52%	33%	-6%	14%	9%	
第九组	80%~90%	245%	-46%	157%	27%	-22%	24%	44%	55%	102%	2%	1%	-25%	38%	34%	39%	-2%	16%	10%	
第十组	90%~100%	278%	-50%	190%	32%	-19%	15%	40%	69%	109%	0%	13%	-25%	59%	56%	65%	1%	17%	8%	

ROE-TTM		分位水平	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
第一组	0%~10%	181%	-63%	138%	6%	-36%	-9%	11%	45%	62%	-10%	-29%	-45%	9%	-4%	14%	-9%	7%	-10%	
第二组	10%~20%	182%	-61%	132%	6%	-35%	-4%	19%	44%	71%	-12%	-22%	-36%	18%	5%	15%	-14%	4%	-11%	
第三组	20%~30%	157%	-59%	122%	7%	-36%	-3%	27%	50%	92%	-7%	-14%	-32%	25%	8%	13%	-15%	6%	-6%	
第四组	30%~40%	142%	-59%	117%	13%	-31%	-1%	28%	49%	109%	18%	-4%	-29%	29%	9%	17%	-15%	6%	-6%	
第五组	40%~50%	148%	-52%	133%	12%	-26%	1%	37%	52%	103%	27%	10%	-27%	26%	14%	18%	-17%	8%	-2%	
第六组	50%~60%	198%	-45%	147%	17%	-26%	7%	35%	49%	103%	28%	20%	-23%	31%	28%	18%	-14%	6%	-1%	
第七组	60%~70%	234%	-52%	145%	24%	-25%	12%	45%	42%	100%	24%	26%	-21%	41%	31%	28%	-11%	7%	5%	
第八组	70%~80%	292%	-46%	216%	31%	-20%	16%	38%	51%	94%	17%	27%	-16%	49%	50%	31%	-9%	6%	7%	
第九组	80%~90%	240%	-54%	200%	33%	-14%	36%	48%	43%	89%	8%	62%	-12%	65%	63%	45%	-8%	6%	9%	
第十组	90%~100%	357%	-40%	142%	33%	-7%	32%	34%	64%	112%	20%	56%	-16%	78%	104%	59%	-1%	13%	17%	

ROIC		分位水平	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
第一组	0%~10%	183%	-62%	134%	5%	-34%	-7%	7%	46%	60%	-10%	-27%	-45%	8%	-6%	13%	-9%	8%	-12%	
第二组	10%~20%	184%	-60%	138%	9%	-33%	-2%	13%	46%	67%	-12%	-17%	-36%	17%	7%	18%	-14%	3%	-8%	
第三组	20%~30%	179%	-61%	134%	8%	-34%	-2%	24%	51%	77%	-9%	-17%	-31%	23%	8%	14%	-13%	5%	-5%	
第四组	30%~40%	167%	-59%	139%	5%	-33%	-2%	25%	52%	98%	5%	-9%	-30%	26%	15%	20%	-13%	7%	-5%	
第五组	40%~50%	158%	-51%	115%	11%	-31%	2%	35%	48%	103%	14%	5%	-29%	30%	14%	22%	-15%	6%	-3%	
第六组	50%~60%	164%	-50%	128%	18%	-25%	4%	45%	43%	121%	36%	22%	-24%	33%	23%	24%	-16%	6%	0%	
第七组	60%~70%	188%	-47%	167%	22%	-26%	8%	46%	39%	129%	39%	21%	-22%	41%	28%	25%	-12%	7%	3%	
第八组	70%~80%	232%	-43%	168%	32%	-18%	18%	58%	38%	107%	36%	40%	-16%	47%	41%	25%	-11%	7%	5%	
第九组	80%~90%	249%	-47%	159%	41%	-20%	12%	62%	51%	104%	16%	52%	-11%	58%	78%	42%	-9%	9%	7%	
第十组	90%~100%	294%	-44%	142%	36%	-7%	23%	32%	46%	126%	31%	69%	-15%	82%	113%	58%	-4%	11%	14%	

数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: ①回测财报期覆盖 2007 年至 2024 年; ②收益率为各组的涨跌幅均值; ③剔除北交所公司)

图12：先知假设下，边际变化指标（ Δ 利润增速、 Δ ROE和 Δ 收入增速）对收益的指引能力显著弱化

Δ 盈利增速	分位水平	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
第一组	0%~10%	260%	-58%	169%	11%	-24%	4%	16%	51%	83%	5%	-12%	-39%	22%	7%	38%	-6%	9%	-3%
第二组	10%~20%	207%	-55%	131%	19%	-29%	2%	26%	48%	87%	9%	15%	-32%	33%	33%	28%	-10%	6%	-4%
第三组	20%~30%	167%	-58%	116%	13%	-31%	1%	27%	43%	97%	2%	4%	-29%	32%	22%	22%	-15%	2%	-2%
第四组	30%~40%	146%	-59%	128%	11%	-31%	2%	37%	41%	94%	18%	10%	-27%	26%	21%	24%	-15%	4%	3%
第五组	40%~50%	150%	-59%	109%	11%	-33%	-1%	28%	45%	86%	16%	6%	-23%	29%	20%	19%	-16%	4%	2%
第六组	50%~60%	140%	-54%	119%	16%	-29%	2%	29%	40%	86%	17%	15%	-26%	31%	20%	12%	-15%	4%	6%
第七组	60%~70%	152%	-55%	122%	13%	-32%	-2%	31%	47%	92%	6%	10%	-24%	28%	22%	15%	-13%	6%	-1%
第八组	70%~80%	189%	-52%	146%	17%	-28%	3%	28%	43%	92%	6%	3%	-27%	29%	22%	17%	-11%	8%	1%
第九组	80%~90%	203%	-57%	156%	11%	-27%	3%	31%	56%	94%	0%	-8%	-30%	31%	19%	23%	-9%	13%	3%
第十组	90%~100%	236%	-54%	171%	17%	-28%	8%	31%	64%	88%	-4%	-11%	-32%	32%	21%	25%	-9%	10%	-4%

Δ ROE	分位水平	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
第一组	0%~10%	193%	-62%	101%	3%	-29%	-1%	10%	45%	74%	33%	5%	-43%	14%	0%	16%	-12%	0%	-10%
第二组	10%~20%	208%	-64%	127%	14%	-33%	-4%	13%	46%	95%	1%	-6%	-31%	24%	15%	12%	-16%	-1%	-7%
第三组	20%~30%	171%	-61%	135%	5%	-34%	-3%	30%	46%	82%	9%	2%	-30%	27%	11%	13%	-17%	0%	-2%
第四组	30%~40%	137%	-57%	125%	11%	-33%	-4%	26%	42%	84%	17%	10%	-28%	27%	14%	19%	-15%	8%	-2%
第五组	40%~50%	165%	-57%	128%	6%	-32%	1%	32%	46%	85%	7%	5%	-26%	27%	18%	19%	-14%	5%	3%
第六组	50%~60%	183%	-54%	130%	12%	-31%	1%	31%	46%	85%	9%	-1%	-26%	33%	22%	21%	-14%	7%	6%
第七组	60%~70%	153%	-55%	132%	25%	-32%	3%	31%	45%	94%	2%	7%	-25%	32%	33%	18%	-10%	10%	4%
第八组	70%~80%	185%	-52%	151%	22%	-26%	5%	42%	48%	111%	3%	4%	-26%	35%	36%	26%	-11%	11%	4%
第九组	80%~90%	204%	-51%	176%	26%	-24%	10%	38%	58%	101%	-2%	-1%	-25%	42%	42%	40%	-7%	13%	2%
第十组	90%~100%	243%	-52%	163%	19%	-21%	10%	29%	56%	90%	1%	9%	-29%	34%	17%	38%	-5%	14%	2%

Δ 收入增速	分位水平	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
第一组	0%~10%	225%	-54%	141%	18%	-26%	7%	33%	55%	101%	4%	1%	-32%	31%	25%	26%	-9%	4%	0%
第二组	10%~20%	197%	-58%	129%	20%	-30%	-1%	34%	42%	89%	4%	11%	-30%	30%	18%	26%	-11%	4%	0%
第三组	20%~30%	171%	-59%	136%	11%	-30%	2%	23%	43%	79%	10%	1%	-28%	29%	18%	23%	-13%	5%	-1%
第四组	30%~40%	171%	-58%	114%	14%	-31%	3%	27%	45%	79%	14%	5%	-29%	27%	25%	23%	-14%	7%	0%
第五组	40%~50%	172%	-56%	126%	12%	-27%	0%	20%	52%	76%	17%	6%	-28%	31%	19%	15%	-14%	4%	-2%
第六组	50%~60%	158%	-56%	136%	8%	-32%	1%	25%	46%	86%	4%	6%	-28%	28%	16%	21%	-14%	8%	2%
第七组	60%~70%	171%	-55%	128%	11%	-29%	0%	23%	44%	82%	7%	-1%	-27%	28%	26%	17%	-13%	5%	3%
第八组	70%~80%	169%	-55%	154%	12%	-29%	-1%	23%	49%	93%	7%	1%	-30%	27%	21%	18%	-14%	8%	0%
第九组	80%~90%	188%	-56%	150%	18%	-30%	1%	32%	43%	108%	-1%	-1%	-28%	27%	25%	24%	-12%	9%	-1%
第十组	90%~100%	235%	-54%	158%	14%	-29%	11%	44%	59%	106%	7%	3%	-30%	33%	15%	29%	-6%	13%	-3%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：①回测财报期覆盖2007年至2024年；②收益率为各组的涨跌幅均值；③剔除北交所公司）

4.2、不同宏观环境下，景气指标对中长期收益指引的有效性

先知假设下，4大有效指标（收入增速、利润增速、ROE、ROIC），在大多数年份与投资收益保持规律显著的正相关性，仅有部分年份出现失效的情况——

- (1) 收入增速：2009年部分失效，2014年、2016年显著失效；
- (2) 盈利增速：2016年显著失效；
- (3) ROE：2014年、2023年显著失效；
- (4) ROIC：2014年显著失效。

不考虑具体指标，我们发现失效的年份主要集中在：2009、2014、2016、2023年这4年。这几个年份的特点非常明显：市场斜率变化非常大，以至于大势的beta影响过强，掩盖了alpha的区分度：

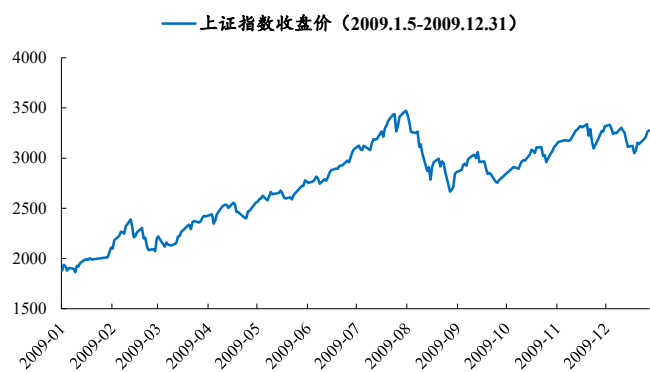
- (1) 2009年1月至7月底单边快速上行后，8月至12月的“√”型走势，全年“上-下-上”的走势相对单调，当年收入增速失效，其余指标有效性仍强。

(2) 2014 年是“2014-2015”大牛市的开启年，市场从 6 月底开始单边上行，而 11 月降息后市场开始加速高斜率上涨，收入增速、ROE、ROIC 均失效。但是市场进入 2015 年后，4 大指标均呈现显著的有效，即大牛市的第二年，4 大指标的有效性或将显著回归。

(3) 2016 年初“熔断股灾”带来单边下行后，于 2 月初开始得益于“实体供给侧改革+棚改货币化+北上资金加速流入”出现持续的几乎单边温和上涨，beta 的波动和资金面的切换使得增速相关的指标 alpha 失效，但回报率指标的有效性依然较强。同样我们发现，2016-2017 的连续两年“盈利慢牛”中的牛市第二年，即 2017 年，4 大指标均显著的有效。

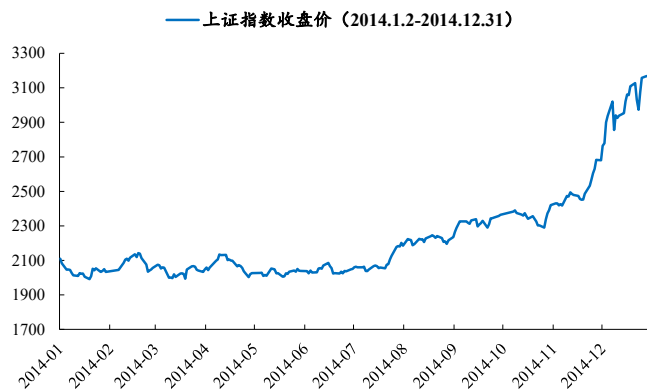
(4) 2023 年是“美联储加息+人民币贬值+盈利周期进一步下行”组合下偏熊的单边下行的一年，大势的 beta 影响也较大，但该年也只有 ROE 指标失效。

图13: 2009 年全年“上-下-上”的走势相对单调，当年收入增速失效



数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 2014 年 6 月起开始单边上行 11 月后加速上涨，收入增速、ROE、ROIC 均失效



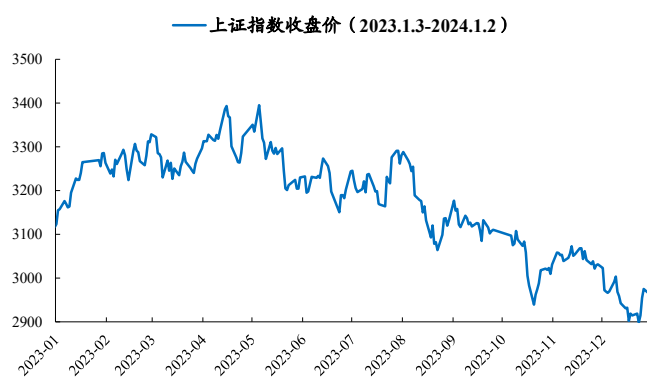
数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 2016 年行情也非常极致先下后上，增速相关指标失效，但回报率指标有效



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 2023 年则是极致的先上后下，但也只有 ROE 指标失效



数据来源: Wind、开源证券研究所

5、展望 2026 的“景气投资”

5.1、短期操作：G 和 Δg 两手抓

从统计学角度来看，G 和 Δg 并不冲突：一个是一阶导，一个是二阶导。站在 2026 年开年处，我们建议投资者跟着财报的指引，定位 2 类品种：

(1) 积极配置的品种：从盈利增速的“山峰理论”出发，景气投资最佳的投资品种正是在左山峰的山坡上的品种，即“盈利增速在持续改善，且绝对盈利增速也处于相对较高位置”的品种。

(2) 需要开始回避的品种：经历了 2025 年下半年开始的牛市，部分成长型品种已经是处在股价和估值的双高位。2026 年，建议投资者跟着财报的指引进行操作：对于盈利增速已经在极高位，但改善势头已经显著减缓甚至消失的品种，我们建议可以开始逐渐兑现，而不是进一步的加仓。

5.2、长期指引：2026 年适合景气投资，左手“高增长”、右手“高回报”

我们在 2025.11 发布的年度策略展望《从“慢牛不慢”到“平顶非顶”》中判断：2026 年，当估值修复进入尾部阶段，盈利能力与政策导向将成为新的主导变量。随着结构轮动与风格切换加快，市场或将从以 Beta 驱动的普涨阶段过渡至以 Alpha 驱动的精选阶段，因子选取与风格判断的重要性显著提升。

如果将 2025 年 6 月底开启的快速上行看做这轮牛市的一大起点，那么 2026 年将是本轮牛市的第二年。从“2014-2015”牛市和“2016-2017”牛市的复盘来看，4 大长期指引指标——收入增速、盈利增速、ROE、ROIC——的有效性会在牛市的第二年显著回归。因此 2026 年，主观多头投资者可以重点抓住这 4 大指标的预测，将精力主要投入在这 4 大指标的未来展望和判断上。

6、风险提示

财报对公司经营反映存在一定滞后性；

宏观政策超预期变动放大市场波动；

测算的定价模型基于历史数据，不能代表未来。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn