

2026年02月07日

牛市颠簸期，“守正”投资为先

策略研究团队

——投资策略专题

韦冀星（分析师）

weijixing@kysec.cn

证书编号：S0790524030002

● 牛市颠簸期，坚定牛市信心，降低斜率预期

近期 A 股、美股、全球商品市场均经历了一定的波折。首先，我们强调：牛市仍在，坚定牛市信心，降低斜率预期，而且要珍惜流动性冲击砸出的黄金坑。部分投资者在近期甚至担忧牛市已去，但我们坚信牛市驱动力仍未变化，且上证指数的 MA60 已运行至 4000 点附近，市场的下限在不断抬高；参考 2015 年 1 月底到春节前的走势——回撤到 MA60 附近后小碎步修复，我们对本轮行情的震荡下限仍然保持乐观态度。因此仍建议以证券化率达到 1.1 倍以上为信号。

为什么重提“坚定牛市信心，降低斜率预期”？长周期来看，A 股的年化收益率其实相比全球多数典型市场并不落后；但因为我们经常看到，历史上容易出现 A 股的牛市斜率较高、同时伴随时长较短的情况，间接带来一些时间段持股感受糟糕的情况。所以很明显，压降牛市时期的斜率是一个有效的，让 A 股长期持股感受显著改善的思路。进一步的，我们建议大家关注中央汇金各类操作的最终“目的”而不是实现“手段”。

● 牛市颠簸期的“守正投资”——年报业绩预告的景气指引

截至 1.31，A 股共 2938 家上市公司披露 2025 年年报业绩预告。从景气投资的视角，我们主要围绕年报业绩预告的两个指引展开：

（1）年报业绩预告的景气方向指引——从行业到个股。

①行业：我们以预盈、预增、且盈利增速环比上行（ $EPS>0$ 、 $g>0$ 、 $\Delta g>0$ ）代表盈利增长最强的公司。满足上述条件的公司数占比 $>20\%$ 的行业有 6 个：公用事业、有色金属、非银金融、汽车、美容护理、电子和机械设备。

②个股：着重关注以下 3 类公司：

1、盈利加速增长型（ $\Delta g>0$ 、 $EPS>0$ 、 $g>0$ ）。典型公司包括：福田汽车、怡球资源、中泰股份、深南电 A、南网能源、天风证券和国联民生等。

另 2 类是我们认为的业绩反转型——

2、利润由负转正。典型公司包括：动力新科、深南电 A 和东安动力等。

3、盈利增速由负转正。典型公司包括：拉卡拉、东安动力、华熙生物等。

（2）业绩超预期指引——净利润断层

我们在报告《组合管理崛起：公募新时代的投资体系重构——“组合管理”系列报告之一》中提出，当前，公募行业正迈入“组合管理觉醒”时代。因此，我们构建了“净利润断层”策略，旨在将业绩超预期组合转化为高效的投资组合工具。2025 年以来，我们的净利润断层策略表现非常突出。截至 2026 年 1 月 31 日，有 2 个组合 2025 年以来收益率超过了 100%，分别是前三行业（129.9%）、3 年绩优（100.2%）。

据 2025 年年度业绩预告，我们给出超预期行业的指引，净利润断层股票数在各自行业中的数量占比前五行业分别是：煤炭（占比：8.1%）、有色金属（5.1%）、通信（4.8%）、农林牧渔（4.8%）和传媒（3.9%）。

● 投资思路——重提“坚定牛市信心，降低斜率预期”

A 股当下处在牛市逻辑当中，我们建议投资者不要因为非常短期的波动和调整就动摇对积极行情的信心。本轮牛市的核心理驱动力没有显著收紧和转向前维持着多，仍建议以证券化率达到 1.1 倍以上为信号。结构上，当前全 A 尚处在相对安全的环境下，且证券化率指标角度来看仍有扩张空间，结合 TMT 板块的相对盈利优势，AI+ 的高 beta 现阶段依然有望获得支撑。

行业配置建议：（1）科技内部的修复和高低切：军工、传媒（游戏）、AI 应用、港股互联网、电池、核心 AI 硬件；（2）PPI 改善加广谱反内卷受益：有色、化工、光伏、钢铁、电力、机械、保险；（3）中长期底仓：黄金、优化的高股息。

● **风险提示：**宏观政策超预期变动；地缘政治恶化风险；产业政策发生变化风险。

相关研究报告

《业绩预告的 2 个指引：盈利高质量增长、超预期——投资策略专题》

-2026.2.6

《机构关注度环比回升：计算机、环保、交通运输——机构调研周跟踪》

-2026.2.3

《再提“坚定牛市信心，降低预期斜率”——投资策略周报》-2026.2.1

目 录

| | |
|--|---|
| 1、 牛市颠簸期，坚定牛市信心，降低斜率预期..... | 3 |
| 2、 牛市颠簸期的“守正投资”——年报业绩预告的景气指引..... | 4 |
| 2.1、 年报业绩预告的景气方向指引——从行业到个股..... | 4 |
| 2.1.1、 行业视角：关注盈利增长最强的行业..... | 4 |
| 2.1.2、 个股视角：关注3类景气边际扩张公司..... | 5 |
| 2.2、 业绩超预期指引——净利润断层..... | 6 |
| 2.2.1、 2025年以来，净利润断层策略显著跑赢大盘指数..... | 7 |
| 2.2.2、 业绩超预期前5行业：煤炭、有色金属、通信、农林牧渔、传媒..... | 7 |
| 3、 投资思路——重提“坚定牛市信心，降低斜率预期”..... | 8 |
| 4、 风险提示..... | 8 |

图表目录

| | |
|---|---|
| 图 1： 长周期来看，A 股的年化收益率其实相比全球多数典型市场并不落后..... | 3 |
| 图 2： 2025 年年报业绩预告：已披露的所有公司（截至 2026 年 2 月 1 日）..... | 5 |
| 图 3： 盈利加速增长型（ $\Delta g > 0$ 、 $EPS > 0$ 、 $g > 0$ ）..... | 6 |
| 图 4： 景气反转之一——盈利由负转正..... | 6 |
| 图 5： 景气反转之二——盈利增速由负转正..... | 6 |
| 图 6： 2025 年以来，组合较宽基指数取得显著超额..... | 7 |
| 图 7： 2026 年以来，组合依旧能取得显著超额..... | 7 |

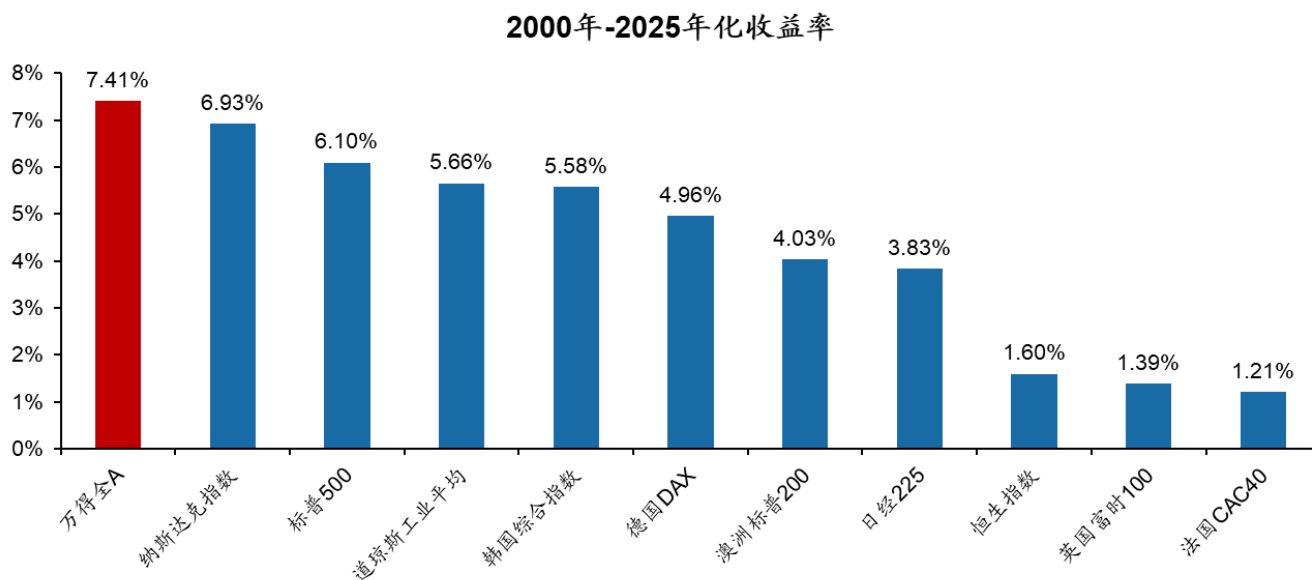
1、牛市颠簸期，坚定牛市信心，降低斜率预期

最近两周，A股、美股、全球商品市场均经历了一定的波动放大，风险偏好呈现一定的颠簸。首先，我们强调：**牛市仍在，坚定牛市信心，降低斜率预期，而且要珍惜流动性冲击砸出的黄金坑**。许多投资者在近期甚至担忧牛市已去，但我们坚信牛市驱动力仍未变化，且上证指数的MA60已运行至4000点附近，市场的下限在不断抬高；参考2015年1月底到春节前的走势——回撤到MA60附近后小碎步修复，我们对本轮行情的震荡下限仍然保持乐观态度。因此仍建议以证券化率达到1.1倍以上为信号，继续坚定牛市信心。

为什么重提“坚定牛市信心，降低斜率预期”？长周期来看，A股的年化收益率其实相比全球多数典型市场并不落后；但因为我们经常看到，历史上容易出现A股的牛市斜率较高、同时伴随时长较短的情况，间接带来一些时间段持股感受糟糕的情况。所以很明显，压降牛市时期的斜率是一个有效的，让A股长期持股感受显著改善的思路。

有投资者担心这样的操作思路会不会赶走一些灵活（投机）资金，我们认为：一小部分较为灵活和投机的资金并不算特别重要，最重要的是中长期资金。因此，我们建议大家关注中央汇金各类操作的最终“目的”而不是实现“手段”，因为这些手段不仅限于大家熟知的“子弹”。

图1：长周期来看，A股的年化收益率其实相比全球多数典型市场并不落后



数据来源：Wind、开源证券研究所（数据统计区间为2000.1.1-2025-12.31）

2、牛市颠簸期的“守正投资”——年报业绩预告的景气指引

我们在 1.16 发布的深度专题报告《景气投资方法论》当中支出，景气投资不仅要关注盈利增速 G ，还需要关注盈利增速的边际变化，也就是 Δg 。

更具体的来说，从财报数据对投资的指引来看，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。

在专题报告当中我们还提到，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。

而截至 2026 年 1 月 31 日，A 股共 2938 家上市公司披露 2025 年年报业绩预告。披露预告的公司中，预增和预盈的比例分别为 52.3% 和 50.9%，表明盈利仍在持续改善。

从盈利质量看，预盈、且预增的公司共 1065 家，占披露总数的 36.2%。

从盈利增长的边际变化看，盈利同比增速的环比 (Δg) 为正的公司共 1185 家，占披露总数的 40.33%。

从景气投资的视角，我们主要围绕年报业绩预告的两个指引展开：**第一个指引，是有哪些方向具备较高的景气度；第二个指引，是哪些方向正在出现真正的业绩超预期？**

2.1、年报业绩预告的景气方向指引——从行业到个股

2.1.1、行业视角：关注盈利增长最强的行业

行业层面，我们用预盈比例和预增比例衡量行业的盈利质量，并着重关注盈利增长强度最大的行业。

(1) 预盈占比高的行业共 15 个 (EPS $>$ 0, 预盈公司数/行业公司总数 \geq 50%)，多集中于科技制造、消费和周期板块。其中，占比前 5 行业：非银金融 (占比: 90.6%)、有色金属 (78.1%)、公用事业 (71.7%)、美容护理 (69.2%) 和家用电器 (67.4%)。

(2) 正增占比高的行业 ($g>$ 0, 预增公司数/行业公司总数 \geq 50%)，主要集中在科技制造业，展现出更强的盈利增长能力，表明产业升级与技术革新仍是驱动当下景气上行的核心动力。具体来看，排名前 5 行业分别为非银金融 (占比: 84.4%)、

钢铁（80.0%）、有色金属（69.9%）、公用事业（64.2%）和汽车（61.3%）。

(3) 如何衡量盈利增长的强度？——盈利加速增长型公司占比。

我们以预盈、预增、且盈利增速环比上行（ $EPS>0$ 、 $g>0$ 、 $\Delta g>0$ ）代表盈利增长最强的公司。

满足上述条件的公司数占比 $>20\%$ 的行业有6个：公用事业（32.1%）、有色金属（31.5%）、非银金融（31.3%）、汽车（26.3%）、美容护理（23.1%）、电子（23.7%）和机械设备（21.1%）。

图2：2025年年报业绩预告：已披露的所有公司（截至2026年2月1日）

| 2025年年报业绩预告：已披露的所有公司（截至2月1日） | | | | | | | | | | | | | | | |
|------------------------------|------|-------|--------|-----------|--------------------------|-----------|--------------------------|--------|-----------|--------------------------|-----------|--------------------------|-----------------|--------|--------|
| | | 总计情况 | | | | | | | | | | | | | |
| | | 累计已披露 | 正增行业占比 | 正增：预盈行业占比 | 正增：预盈且 $\Delta g>0$ 行业占比 | 正增：预亏行业占比 | 正增：预亏且 $\Delta g>0$ 行业占比 | 负增行业占比 | 负增：预盈行业占比 | 负增：预盈且 $\Delta g>0$ 行业占比 | 负增：预亏行业占比 | 负增：预亏且 $\Delta g>0$ 行业占比 | $\Delta g>0$ 占比 | 预盈行业占比 | 预亏行业占比 |
| 合计 | | 2938 | 52.3% | 36.2% | 18.4% | 16.1% | 8.4% | 47.6% | 14.6% | 4.2% | 32.9% | 9.3% | 40.33% | 50.9% | 49.0% |
| 科技制造 | 电子 | 295 | 57.6% | 42.7% | 23.7% | 14.9% | 6.8% | 41.7% | 12.5% | 3.7% | 29.2% | 6.4% | 40.7% | 55.3% | 44.1% |
| | 机械设备 | 289 | 58.1% | 45.3% | 21.1% | 12.8% | 8.3% | 41.9% | 15.2% | 2.8% | 26.6% | 7.6% | 39.8% | 60.6% | 39.4% |
| | 电力设备 | 217 | 53.9% | 35.9% | 19.8% | 18.0% | 10.6% | 46.1% | 15.7% | 4.6% | 30.4% | 12.4% | 47.5% | 51.6% | 48.4% |
| | 国防军工 | 97 | 54.6% | 36.1% | 19.6% | 18.6% | 10.3% | 45.4% | 11.3% | 5.2% | 34.0% | 9.3% | 44.3% | 47.4% | 52.6% |
| | 计算机 | 236 | 53.0% | 27.5% | 16.9% | 25.4% | 13.1% | 47.0% | 8.5% | 4.2% | 38.6% | 10.6% | 44.9% | 36.0% | 64.0% |
| | 通信 | 86 | 54.7% | 37.2% | 15.1% | 17.4% | 10.5% | 45.3% | 9.3% | 4.7% | 36.0% | 8.1% | 38.4% | 46.5% | 53.5% |
| | 传媒 | 77 | 53.2% | 27.3% | 14.3% | 26.0% | 11.7% | 46.8% | 7.8% | 1.3% | 39.0% | 14.3% | 41.6% | 35.1% | 64.9% |
| 消费 | 汽车 | 137 | 61.3% | 52.6% | 26.3% | 8.8% | 5.8% | 38.7% | 9.5% | 2.2% | 29.2% | 6.6% | 40.9% | 62.0% | 38.0% |
| | 美容护理 | 13 | 53.8% | 53.8% | 23.1% | 0.0% | 0.0% | 46.2% | 15.4% | 7.7% | 30.8% | 23.1% | 53.8% | 69.2% | 30.8% |
| | 农林牧渔 | 80 | 41.3% | 31.3% | 18.8% | 10.0% | 5.0% | 58.8% | 26.3% | 8.8% | 32.5% | 6.3% | 38.8% | 57.5% | 42.5% |
| | 医药生物 | 272 | 51.5% | 32.4% | 17.6% | 19.1% | 12.1% | 48.5% | 17.3% | 5.5% | 31.3% | 8.8% | 44.1% | 49.6% | 50.4% |
| | 纺织服装 | 55 | 54.5% | 43.6% | 16.4% | 10.9% | 7.3% | 45.5% | 16.4% | 7.3% | 29.1% | 18.2% | 49.1% | 60.0% | 40.0% |
| | 商贸零售 | 58 | 31.0% | 25.9% | 15.5% | 5.2% | 1.7% | 69.0% | 12.1% | 3.4% | 56.9% | 10.3% | 31.0% | 37.9% | 62.1% |
| | 社会服务 | 40 | 50.0% | 22.5% | 15.0% | 27.5% | 15.0% | 50.0% | 20.0% | 2.5% | 30.0% | 7.5% | 40.0% | 42.5% | 57.5% |
| | 食品饮料 | 60 | 36.7% | 21.7% | 10.0% | 15.0% | 8.3% | 63.3% | 30.0% | 13.3% | 33.3% | 5.0% | 36.7% | 51.7% | 48.3% |
| | 家用电器 | 43 | 34.9% | 30.2% | 7.0% | 4.7% | 0.0% | 65.1% | 37.2% | 7.0% | 27.9% | 14.0% | 27.9% | 67.4% | 32.6% |
| 地产建筑 | 建筑装饰 | 94 | 50.0% | 22.3% | 13.8% | 27.7% | 16.0% | 50.0% | 10.6% | 1.1% | 39.4% | 8.5% | 39.4% | 33.0% | 67.0% |
| | 建筑材料 | 53 | 50.9% | 32.1% | 13.2% | 18.9% | 5.7% | 49.1% | 13.2% | 7.5% | 35.8% | 13.2% | 39.6% | 45.3% | 54.7% |
| | 房地产 | 76 | 35.5% | 18.4% | 10.5% | 17.1% | 6.6% | 64.5% | 5.3% | 2.6% | 59.2% | 18.4% | 38.2% | 23.7% | 76.3% |
| | 轻工制造 | 83 | 34.9% | 22.9% | 8.4% | 12.0% | 6.0% | 65.1% | 20.5% | 3.6% | 44.6% | 15.7% | 33.7% | 43.4% | 56.6% |
| 周期 | 公用事业 | 53 | 64.2% | 50.9% | 32.1% | 13.2% | 7.5% | 35.8% | 20.8% | 3.8% | 15.1% | 3.8% | 47.2% | 71.7% | 28.3% |
| | 有色金属 | 73 | 69.9% | 64.4% | 31.5% | 5.5% | 4.1% | 30.1% | 13.7% | 1.4% | 16.4% | 2.7% | 39.7% | 78.1% | 21.9% |
| | 交通运输 | 38 | 50.0% | 34.2% | 18.4% | 15.8% | 5.3% | 50.0% | 13.2% | 0.0% | 36.8% | 2.6% | 26.3% | 47.4% | 52.6% |
| | 基础化工 | 222 | 51.8% | 37.8% | 16.2% | 14.0% | 5.9% | 48.2% | 16.2% | 4.1% | 32.0% | 6.8% | 32.9% | 54.1% | 45.9% |
| | 环保 | 71 | 47.9% | 28.2% | 15.5% | 19.7% | 9.9% | 52.1% | 8.5% | 2.8% | 43.7% | 14.1% | 42.3% | 36.6% | 63.4% |
| | 石油石化 | 29 | 34.5% | 24.1% | 13.8% | 10.3% | 6.9% | 65.5% | 27.6% | 3.4% | 37.9% | 10.3% | 34.5% | 51.7% | 48.3% |
| | 钢铁 | 25 | 80.0% | 48.0% | 12.0% | 32.0% | 0.0% | 20.0% | 4.0% | 0.0% | 16.0% | 8.0% | 20.0% | 52.0% | 48.0% |
| | 煤炭 | 27 | 18.5% | 3.7% | 3.7% | 14.8% | 3.7% | 81.5% | 40.7% | 18.5% | 40.7% | 22.2% | 48.1% | 44.4% | 55.6% |
| 大金融 | 非银金融 | 32 | 84.4% | 84.4% | 31.3% | 0.0% | 0.0% | 15.6% | 6.3% | 3.1% | 9.4% | 3.1% | 37.5% | 90.6% | 9.4% |
| | 银行 | 0 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 综合 | | 7 | 42.9% | 28.6% | 14.3% | 14.3% | 0.0% | 57.1% | 14.3% | 0.0% | 42.9% | 14.3% | 28.6% | 42.9% | 57.1% |

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1.2、个股视角：关注3类景气边际扩张公司

公司层面，我们在前期报告《景气投资方法论》当中提及，短期市场定价最关注的是业绩边际变化。我们着重关注以下3类公司：

第一类代表极高的景气扩张——

(1) 盈利加速增长型（ $\Delta g>0$ 、 $EPS>0$ 、 $g>0$ ）。典型公司包括：福田汽车、怡球资源、中泰股份、深南电A、南网能源、天风证券和国联民生。

另两类是景气反转型——

- (2) 利润由负转正。典型公司包括：动力新科、深南电 A 和东安动力。
- (3) 盈利增速由负转正。典型公司包括：拉卡拉、东安动力、华熙生物、钱江摩托和明泰铝业。

图3：盈利加速增长型 ($\Delta g > 0$ 、 $EPS > 0$ 、 $g > 0$)

| 基础信息 | | | | 年报预告 | | | 上个财报期Q3 |
|-----------|------|------|-------------|----------------|---------------|-----------------|------------------------|
| 代码 | 简称 | 所属行业 | 总市值 (亿元) | Δg (%) | 预告净利润 (亿元) | 净利润 累计同比 (%) | 2025年Q3 净利润累计同比 (%) |
| 600166.SH | 福田汽车 | 汽车 | 229.84 | 1393.45 | 13.30 | 1551.00 | 157.55 |
| 601388.SH | 怡球资源 | 有色金属 | 67.57 | 593.82 | 1.34 | 620.00 | 26.18 |
| 300435.SZ | 中泰股份 | 公用事业 | 95.32 | 558.21 | 4.20 | 638.74 | 80.53 |
| 000037.SZ | 深南电A | 公用事业 | 51.50 | 516.04 | 1.50 | 584.66 | 68.62 |
| 003035.SZ | 南网能源 | 公用事业 | 178.77 | 479.76 | 3.00 | 616.12 | 136.36 |
| 601162.SH | 天风证券 | 非银金融 | 429.35 | 384.26 | 1.25 | 520.75 | 136.48 |
| 601456.SH | 国联民生 | 非银金融 | 576.21 | 63.28 | 20.08 | 406.00 | 342.72 |

数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：景气反转之一——盈利由负转正

| 基础信息 | | | | 年报预告 | | 上个财报期Q3 |
|-----------|------|------|-------------|----------------------|---------------|---------------------|
| 代码 | 简称 | 所属行业 | 总市值 (亿元) | Δ 净利润 (亿元) | 预告净利润 (亿元) | 2025年Q3 净利润 (亿元) |
| 600841.SH | 动力新科 | 汽车 | 86.69 | 31.02 | 27.52 | -3.50 |
| 000037.SZ | 深南电A | 公用事业 | 51.50 | 1.70 | 1.50 | -0.20 |
| 600178.SH | 东安动力 | 汽车 | 58.62 | 0.16 | 0.13 | -0.03 |

数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：景气反转之二——盈利增速由负转正

| 基础信息 | | | | 盈利增速 | | |
|-----------|------|------|-------------|----------------|-----------------|------------------------|
| 代码 | 简称 | 所属行业 | 总市值 (亿元) | Δg (%) | 净利润 累计同比 (%) | 2025年Q3 净利润累计同比 (%) |
| 300773.SZ | 拉卡拉 | 非银金融 | 202.67 | 235.66 | 202.00 | -33.66 |
| 600178.SH | 东安动力 | 汽车 | 58.62 | 177.33 | 123.79 | -53.54 |
| 688363.SH | 华熙生物 | 美容护理 | 216.34 | 84.65 | 54.93 | -29.72 |
| 000913.SZ | 钱江摩托 | 汽车 | 81.82 | 72.94 | 41.86 | -31.08 |
| 601677.SH | 明泰铝业 | 有色金属 | 182.59 | 12.37 | 12.00 | -0.37 |

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、业绩超预期指引——净利润断层

我们在系列报告《组合管理崛起：公募新时代的投资体系重构——“组合管理”系列报告之一》中提出，随着《推动公募基金高质量发展行动方案》的出台，公募行业正迈入“组合管理觉醒”时代，组合管理已成为公募基金实现长期主义的“立身之本”。在主动管理向结构化工具演化的路径中，“超预期”选股逻辑凭借深刻的

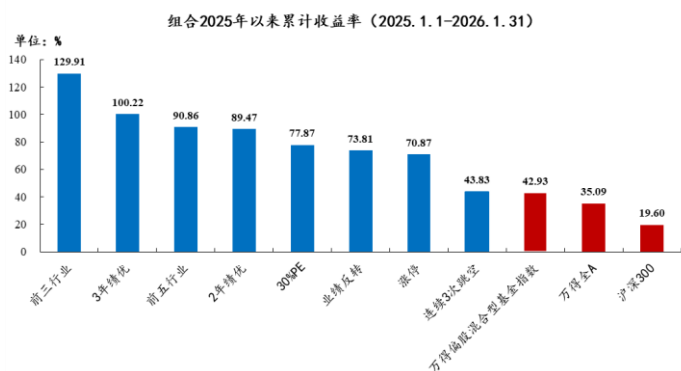
预期差，成为当前盈利分化背景下最具持续性的阿尔法来源。基于此，我们构建了“净利润断层”策略，旨在将核心选股信号转化为高效的投资组合工具。

所谓“净利润断层”，是指股票发布业绩（业绩快报或实际业绩）后的首个交易日，出现全天跳空上涨且跳空状态维持全天的现象，印证其业绩显著超预期。净利润断层本质是上市公司基本面在技术面（形成缺口且不回补）上的双重体现。

2.2.1、2025 年以来，净利润断层策略显著跑赢大盘指数

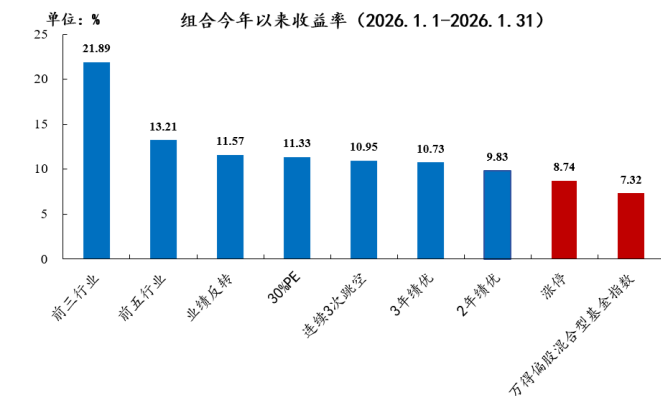
2025 年以来，我们的净利润断层策略作为典型的超预期组合策略，表现非常突出。截至 2026 年 1 月 31 日，有 2 个组合 2025 以来收益率超过了 100%，分别是前三行业（129.9%）、3 年绩优（100.2%）。作为一个不集中持股，分散投资的组合，能够在如此高 Beta 的市场当中获得如此高的收益，据此我们重点关注该方法对业绩超预期的提示作用。

图6：2025 年以来，组合较宽基指数取得显著超额



数据来源：Wind、开源证券研究所（回溯期：2025.1.1-2026.1.31）

图7：2026 年以来，组合依旧能取得显著超额



数据来源：Wind、开源证券研究所（回溯期：2026.1.1-2026.1.31）

2.2.2、业绩超预期前 5 行业：煤炭、有色金属、通信、农林牧渔、传媒

2025 年以来，前三、前五行业策略获得显著超额收益，这是接住了行业的 beta 带来的超额。回看过去一年的明星行业，净利润断层均有指引：三季报（10.31）中有色金属排名第二、中报（8.31）中电力设备排名第一、一季报（4.30）中通信排名第二，均是极其强势的当季最强行业。

根据 2025 年年报业绩预告，我们给出超预期行业的指引，净利润断层股票数在各自行业中的数量占比前五行业分别是：煤炭（占比：8.1%）、有色金属（5.1%）、通信（4.8%）、农林牧渔（4.8%）和传媒（3.9%）。

3、投资思路——重提“坚定牛市信心，降低斜率预期”

A 股当下处在牛市逻辑当中，我们建议投资者不要因为非常短期的波动和调整就动摇对积极行情的信心——没有每天只涨不跌的股市，要理性看待市场。本轮牛市的驱动力没有显著收紧和转向前维持看多，仍建议以证券化率达到 1.1 倍以上为信号。结构上，当前全 A 尚处在相对安全的环境下，且证券化率指标角度来看仍有扩张空间，结合 TMT 板块的相对盈利优势，AI+ 的高 beta 现阶段依然有望获得支撑。

(1) AI 硬件需跟踪 ΔG 的变化，且可以适当关注机构仓位较低的 AI 端侧相关板块机会，以及科技内部高低切，AI 硬件端或将出现分化（如存储和 CPO 等）；

(2) 十五五规划首年可以更加重视新的主题向主线过渡的情况比如商业航天、脑机接口等；

(3) 本轮行情我们一直强调是科技+周期的双主线，提价线索叠加反内卷的加持下周期风格同样也大有可为。

行业配置建议：科技与周期的双轮驱动。

(1) 科技内部的修复和高低切：军工、传媒（游戏）、AI 应用、港股互联网、电池、核心 AI 硬件；

(2) PPI 改善加广谱反内卷受益：有色、化工、光伏、钢铁、电力、机械、保险；

(3) 中长期底仓：黄金、优化的高股息。

4、风险提示

宏观政策超预期变动加快复苏进程。

地缘政治恶化风险。

产业政策发生变化的风险。

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

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

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

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