

2026年04月23日

油门加速，“二次点火”成长为先

策略研究团队

——投资策略专题

韦冀星（分析师）

简宇涵（分析师）

weijixing@kysec.cn

jianyuhan@kysec.cn

证书编号：S0790524030002

证书编号：S0790525050005

● 左侧配置窗口已至，关注“二次点火”成长资产

我们在4.6报告《冲突“二阶导”出现，左侧布局机会已现曙光》当中明确提出，左侧布局时机已到，科技成长仍是最值得重视的方向。4月8日，美伊冲突阶段性停火，从“极限对抗”走向“谈判桌”，缓和窗口徐徐打开。随着风险偏好的回升，成长股估值修复，其中“二次点火”成长资产最具弹性。

“二次点火”成长资产，源自火箭“二次点火”的概念——火箭完成第一阶段初始加速后，通过二次点火进入下一阶段的持续加速，加速度不减反增。对应到股票资产，“二次点火”成长资产须同时具备高增速G与向上加速度 Δg ，“二次点火”成长资产更符合当下资金审美。

● 全球利润再分配下， Δg 是最精准的观测视角

地缘与产业趋势的关系，地缘不改产业趋势，但重塑节奏与利润分配。本轮AI科技革命的本质，是全球利润的再分配，其中算力资本、电力设施、生态平台将核心受益。

Δg ，是把握这场利润再分配最精准的观测视角。利润的再分配不会在一夜之间完成，而是沿着产业渗透的节奏，以季度为单位逐步兑现于上市公司的财务报表之中。加速度，盈利增速的边际变化，正是衡量产业链内部利润再分配最直接、最有效的量化锚点。

● 景气投资框架——当下和未来，寻找“二次点火”科技成长

为了筛选出“二次点火”成长资产，我们提出了新的景气投资框架，可分为景气投资方法论（现实层面）和景气预期比较（预期层面）。景气投资方法论下，除高增速外，还需关注“增长的边际变化”，G和 Δg 兼备，财报披露后对股价指引最强的指标是增长的边际变化（ Δ 类指标），其有效性排序为： Δ 盈利增速 $>$ Δ 收入增速 $>$ Δ ROE $>$ 收入增速 $>$ 盈利增速。景气预期比较，通过引入市场预期，解决了景气投资方法论的财务数据滞后问题，使景气投资框架从“跟踪”到“前瞻”。

科技成长的“二次点火”存在两个维度，现实“二次点火”和预期“二次点火”，现实对应的当前财报业绩的加速，预期对应的是行业景气预期的加速。因此，“二次点火型”成长资产两大要求——当前业绩增速高、财报 Δg 排名靠前或预期 Δg 排名靠前

一级行业中，电力设备、有色金属、传媒、计算机、建筑材料、美容护理行业具备“二次点火”成长的特征，符合高景气及当下或未来景气加速的特征；二级行业中，其他电子II、能源金属、玻璃玻纤、医疗服务、游戏II、通信设备等方向是二次点火成长行业。

● 投资建议——“二次点火”成长

地缘缓和下，风险偏好回升，科技成长占优，其中把握“二次点火”成长。根据景气线索的强弱，我们将当前的“二次点火”成长分为2个推荐层级：财报 Δg 和预期 Δg 兼备、财报 Δg 或预期 Δg 突出的。

财报 Δg 和预期 Δg 兼备的一级行业有电力设备、有色金属。（1）电力设备：景气与能源安全双轮驱动，“二次点火”确定性最高；（2）有色金属：全球供应链重构下，有色金属战略价值抬升；财报 Δg 和预期 Δg 兼备的二级行业包括其他电子II、能源金属、玻璃玻纤、医疗服务、通信设备、航空机场等。

财报 Δg 或预期 Δg 突出的一级行业有传媒、计算机、建筑材料、美容护理。（1）传媒：景气提振和高股息的稀缺组合，AI内容革命驱动景气反转；（2）计算机：推理占比上升，企业AI化的“二次点火”不远；（3）建筑材料：“反内卷”修复盈利，出海提供弹性；（4）美容护理：从粗放增长进入精耕分化期。财报 Δg 和预期 Δg 兼备的二级行业包括游戏II、农化制品等。

● 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

《机构关注度环比回升：电力设备、汽车、计算机—投资策略点评》
-2026.4.23

《本轮人民币升值对A股影响与以往的同与不同—投资策略周报》
-2026.4.19

《机构关注度环比回升：基础化工、传媒、商贸零售—投资策略点评》
-2026.4.15

目 录

1、	左侧配置窗口已至，关注科技成长的加速度.....	4
1.1、	多边外交力量日益增强，冲突步入新阶段.....	4
1.2、	右侧信号：冲突下配置的最佳观测指标，OVX 和 VIX.....	5
1.3、	波动率下降，科技成长为王，关注成长的加速度.....	5
2、	地缘卸压与产业换挡下，“二次点火”成长优先.....	7
2.1、	地缘与产业趋势的关系：地缘不改趋势，但重塑节奏与利润分配.....	7
2.2、	本轮科技投资的本质——全球利润的再分配.....	8
2.3、	“二次点火”成长是产业趋势下利润再分配的赢家.....	9
3、	景气投资框架——当下和未来，筛选“二次点火”成长.....	11
3.1、	景气投资方法论：聚焦财报，更需关注“增长的边际变化”.....	11
3.1.1、	景气的定价锚点：G 和 Δg 兼备.....	11
3.1.2、	景气投资方法论：当前的投资指引.....	14
3.2、	景气预期比较框架：聚焦预期，精准把握最佳时机.....	15
3.2.1、	从“跟踪”到“前瞻”：引入市场预期.....	15
3.2.2、	景气预期比较：当前的投资指引.....	15
4、	投资建议——“二次点火”成长.....	18
4.1、	电力设备：景气与能源安全双轮驱动，“二次点火”确定性最高.....	19
4.2、	有色金属：全球供应链重构下，有色金属战略价值抬升.....	20
4.3、	传媒：AI 内容革命驱动景气反转.....	20
4.4、	计算机：推理时代下，企业 AI 化落地不远.....	20
4.5、	建筑材料：“反内卷”修复盈利，出海提供弹性.....	21
4.6、	美容护理：从粗放增长进入精耕分化期.....	21
4.7、	其他电子II：高弹性的“新质生产力”集散地.....	21
4.8、	能源金属：供需双重共振，涨价逻辑下的 Δg 上行.....	21
4.9、	玻璃纤维：供给约束和新需求刺激下，供需格局或将改善.....	22
4.10、	医疗服务：靠效率和技术驱动的“二次点火”.....	22
4.11、	通信设备：从“带宽驱动”转向“低延迟算力驱动”.....	22
4.12、	航空机场：运力硬约束下，供需格局有望收紧.....	22
4.13、	游戏II：产品周期+AI 降本共振，预期修正空间充足.....	22
4.14、	农化制品：海外补库周期下，需求强支撑.....	23
5、	风险提示.....	23

图表目录

图 1：	在多边外交力量的参与下，美伊局势或从“热冲突”走向新阶段.....	4
图 2：	目前，美伊冲突带来的宏观尾部风险正逐步下降（%）.....	5
图 3：	加速度成长资产：兼具高景气 G 和景气上行的斜率 Δg ，能迎来戴维斯双击.....	6
图 4：	地缘不改产业趋势，但重塑节奏与利润分配.....	7
图 5：	本轮 AI 科技投资底层逻辑是利润的再分配.....	8
图 6：	“二次点火”成长，往往是产业趋势演进过程中利润再分配的最终赢家.....	9
图 7：	7 维景气指标体系.....	12
图 8：	2010 年~2025 年涨幅前五行业如下.....	12

图 9: 2010 年~2025 年 Δg 前五行业	12
图 10: 财报窗口期, 业绩增长的趋势越强, 收益率表现越好	13
图 11: 一级行业里, 传媒、计算机、纺织服饰、国防军工、电力设备、有色金属的 Δ 盈利增速处于前列且增速 $>20\%$	14
图 12: 二级行业中, 能源金属、游戏II、服装家纺、航空机场、军工电子II等行业的 Δ 盈利增速处于前列且增速 $>20\%$	14
图 13: 一级行业中, 景气预期改善靠前的行业分别为煤炭、电力设备、石油石化、建筑材料、基础化工、美容护理、交通运输、有色金属	15
图 14: 二级行业中, 景气预期改善靠前的行业分别为其他电子II、能源金属、化学原料、航空装备II、煤炭开采、玻璃玻纤、商用车、航空机场等	15
图 15: 电力设备行业的盈利预测增速维持强劲	16
图 16: 基础化工行业的收入预测增速底部上行	16
图 17: 美容护理行业的盈利预测增速底部复苏	16
图 18: 有色金属行业的盈利预测增速大幅上行	16
图 19: 其他电子II行业的盈利预测增速大幅上行	16
图 20: 能源金属行业的盈利预测增速大幅上行	16
图 21: 玻璃玻纤行业的收入预测增速上行	17
图 22: 医疗服务行业的盈利利润增速持续上行	17
图 23: 农化制品行业的盈利预测增速大幅上行	17
图 24: 通信设备行业的盈利预测增速大幅上行	17
图 25: 景气与能源安全的双重驱动下, 关注电池储能、电网设备、算电协同、风光核	19
表 1: 一级行业中, “二次点火”成长包括电力设备、有色金属、传媒、计算机、建筑材料、美容护理	18
表 2: 二级行业中, “二次点火”成长包括其他电子II、能源金属、玻璃玻纤、医疗服务、通信设备、航空机场、游戏II、农化制品等	18
表 3: 梳理电池储能、电网设备、算电协同、风光核方向相关标的	19

1、左侧配置窗口已至，关注科技成长的加速度

我们在4.6报告《冲突“二阶导”出现，左侧布局机会已现曙光》当中明确提出，战争演绎的拐点已经开始出现变化，左侧布局时机已到，科技成长仍是最值得重视的方向。近期，美伊冲突步入新阶段，从“极限对抗”走向“谈判桌”，地缘缓和窗口徐徐打开，权益资产的右侧时机是否来临？

1.1、多边外交力量日益增强，冲突步入新阶段

高油价是全球经济“不可承受之重”，各国能源供应拒绝成为棋盘上筹码。在全球宏观经济的复杂定价模型中，原油不仅是大宗商品之母，更是全球通胀预期的核心锚点。当前，较高的油价已成为全球经济复苏与货币政策转向的阻碍。高息的环境不仅压制了全球实体经济的总需求，更对资本市场的分母端构成了持续的系统性压制。

当地缘冲突试图将能源供给“武器化”，不可避免地触碰了全球主要经济体的核心利益。无论是原油消费大国还是产油国，均无法长期承受能源供应链断裂带来的双输局面。在这一刚性约束的作用下，多边外交斡旋的力度正显著加大，地缘缓和的内生动力日益增强。

美伊冲突步入新阶段，多边外交力量日益增加，地缘缓和窗口徐徐打开。美伊冲突局势出现实质性降温，从“极限对抗”走向“谈判桌”：4月8日，美国和伊朗宣布停火并开启为期两周的谈判；4月12日新华社电，据多家媒体信息，美国与伊朗在巴基斯坦谈判，但在多个关键议题上存在明显分歧，随后美国对所有进出伊朗港口的海上交通实施封锁；多家国际媒体14日报道，在多方力促解决危机下，美伊或举行第二次谈判。几经波折，地缘缓和窗口徐徐打开，地缘风险几何，权益资产的右侧时机是否来临？

图1：在 多边外交力量的参与下，美伊局势或从“热冲突”走向新阶段



资料来源：开源证券研究所

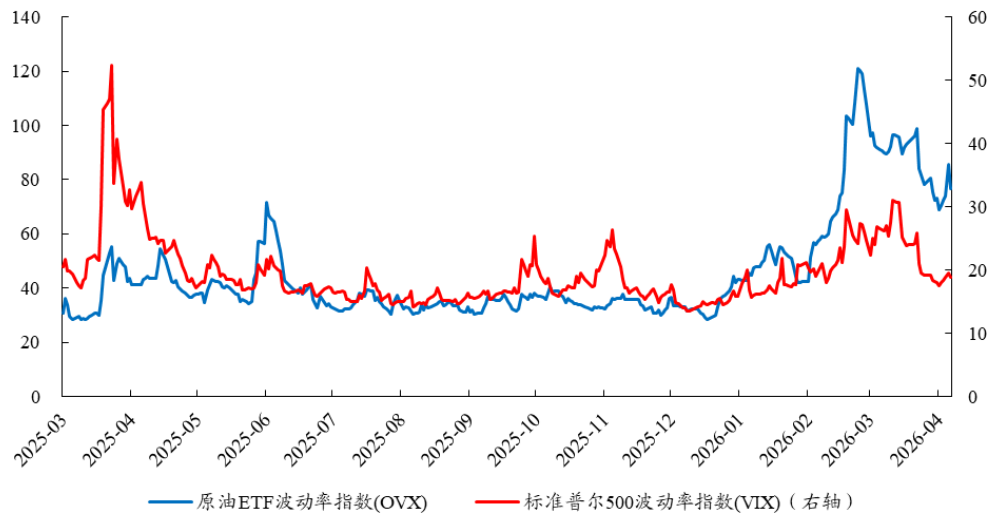
1.2、右侧信号：冲突下配置的最佳观测指标，OVX 和 VIX

局势或逐渐从“热冲突”向“冷博弈”的降级，反映在资本市场上，是宏观尾部风险的系统性降低。过去一段时间，市场饱受恐慌的困扰，导致全球风险资产的风险溢价有所放大。而现在，随着美伊双方政治底线的逐步亮明与妥协空间的打开，假设上的极端悲观定价逻辑或逐步瓦解。对于资本而言，地缘危机的二阶导一旦由正转负，市场定价逻辑将从“生存防守”转移回“经济发展”与“产业规律”之上。

如何有效观测宏观风险及判断右侧信号，我们引入了两个波动率指标，OVX 和 VIX。OVX，原油 ETF 波动率指数，衡量市场对未来一个月原油波动率的预期，代表的是能源供应风险；VIX，芝加哥期权交易所波动率指数，俗称恐慌指数，衡量的是未来一个月标普 500 指数波动率的预期，代表的是经济衰退风险。目前，能源供给风险和经济衰退风险正高位下降。

虽然谈判波折不断，但代表能源危机和经济风险的波动率呈现收敛趋势，左侧信号已现，静待右侧信号。截至 4 月 22 日，OVX（能源供应风险）高位下降，读数 77%，仍高于战争开始前（2 月 27 日）读数约 65%；VIX（经济风险）也随之高位下降，读数 19%，远离警戒线 30%，且已处于冲突前平台区间内。两大信号高位回落，左侧积极信号已经出现，鉴于 OVX 目前读数仍高于 2 月份战争前均值，静待右侧信号。

图2：目前，美伊冲突带来的宏观尾部风险正逐步下降（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所 注：数据截至 2026-04-22

1.3、波动率下降，科技成长为王，关注成长的加速度

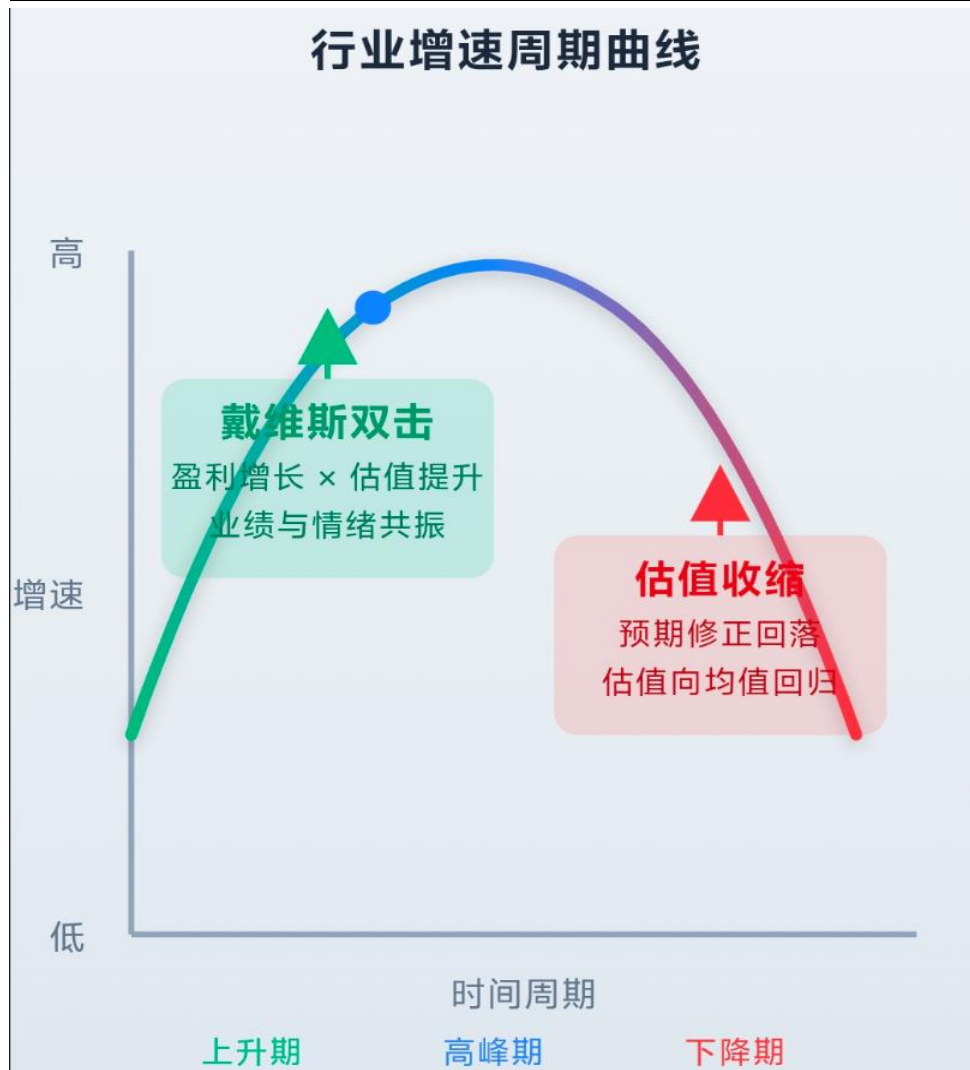
波动率下降，风险偏好回升，成长股估值修复。在能源危机阶段性缓解与地缘对抗降级的双重共振下，市场的核心观测指标——OVX 与 VIX 同步见顶回落，流动性危机或逐渐散去。波动率下降，宏观风险偏好将实质性回升，市场情绪将从恐慌回归理性，前期因宏观恐慌而被无差别错杀、估值被大幅压缩的成长股，迎来了难得的估值修复契机。

加速的科技成长，是本轮修复行情的核心主线。目前“牛市”行情阶段，市场已从单纯的情绪 β 修复过渡到业绩 α 验证阶段，资金的审美标准将变得较为苛刻。除绝对增速外，加速度将成为评判成长的核心要求之一。

市场真正愿意给予高溢价的，是高景气且兼具较高的景气加速度。绝对增速 G 代表景气的高度，加速度 Δg 则决定了景气上行的斜率或加速度。这类“加速度”成长资产不仅在分子端提供超预期的业绩惊喜，更能在分母端风险偏好回升形成完美的“戴维斯双击”，成为引领本轮缓和窗口期修复行情的核心主线。

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），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），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3：加速度成长资产：兼具高景气 G 和景气上行的斜率 Δg ，能迎来戴维斯双击



资料来源：开源证券研究所

2、地缘卸压与产业换挡下，“二次点火”成长优先

地缘不改产业趋势，但重塑节奏与利润分配。本轮 AI 科技革命的本质，是全球利润的再分配，其中算力资本、电力设施、生态平台将核心受益。全球利润再分配下， Δg 是把握这场利润再分配最精准的观测视角。

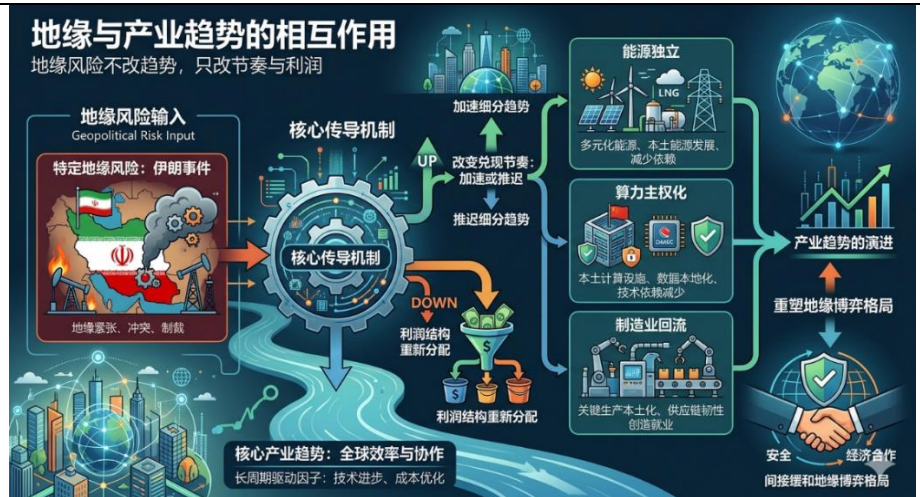
当下，宏观顶部“战争迷雾”正在散开，“二次点火”成长优先。“二次点火”成长资产，源自火箭“二次点火”的概念——火箭完成第一阶段初始加速后，通过二次点火进入下一阶段的持续加速，加速度不减反增。对应到股票资产，“二次点火”成长资产须同时具备高增速 G 与向上加速度 Δg ，更符合当下资金审美。

2.1、地缘与产业趋势的关系：地缘不改趋势，但重塑节奏与利润分配

地缘风险不改产业趋势，但会深刻影响其兑现节奏，并重新分配产业内部的利润结构。2022 年俄乌冲突开始后，市场一度担忧全球能源转型将因能源危机而受阻，但现实恰恰相反，欧洲各国在能源安全压力下大幅加码可再生能源投资。回到当下，美伊冲突导致的能源危机，正以相似的方式作用于多条产业趋势：能源独立将加速落地，算力主权化重要性上升，制造业回流提升本国供应链韧性。

产业趋势的演进，有时会间接缓和甚至重塑地缘博弈格局，形成正向反馈。历史上，美国的页岩油革命不仅重塑了全球能源格局，更从根本上改变了美国在中东问题上的外交姿态——从深度介入转向战略收缩。中国在新能源产业链上的全球竞争力，已经成为中国参与全球气候谈判和绿色经济规则制定的核心筹码。产业趋势的胜出，本身就在降低未来地缘冲突的烈度与频率。

图4：地缘不改产业趋势，但重塑节奏与利润分配



资料来源：开源证券研究所

宏观层面的“战争迷雾”正在消散，为布局产业趋势资产提供了难得的时间窗口。地缘冲突带来的市场冲击往往呈现出典型的“高开低走”特征——冲突初期，风险溢价抬升，市场情绪悲观，资产价格无差别下跌；但随着事件演进、不确定性边际收敛，风险溢价回落，在恐慌中被错误定价的优质资产，则迎来快速修复。真正需要甄别的核心问题只有两个：其一，产业趋势本身是否因地缘冲击而受到实质性破坏？其二，相关资产的景气是否发生变化？景气改善是否加速？

2.2、本轮科技投资的本质——全球利润的再分配

AI 科技革命的深层逻辑，是一场全球范围内史无前例的利润再分配。每一次重大生产力革命，都伴随着利润在产业链各环节之间的再分配：蒸汽机革命发生后的半个世纪，全球制造业利润从手工作坊流向规模化工厂，纺织业、冶金业、铁路业相继成为那个时代的赢家；互联网革命发生后的二十年，利润从传统零售、媒体、金融的中间环节，大规模向平台经济集中。本轮 AI 浪潮正在以更快的速度、更大的规模重演这一剧本。

对于企业而言，AI 不只是技术革命，更是一场“资产负债表”的深刻重置，硅基资产的战略价值正在历史性超越碳基资产。过去三十年，企业资产负债表的核心构成是厂房、设备、存货、土地等碳基物质资产，资本开支的方向决定了企业未来的竞争壁垒。而在 AI 时代，GPU 集群、大模型训练、专有数据集、推理服务能力等硅基资产，正在成为新的核心生产要素。相较碳基资产，硅基资产的价值或更具有规模效应和延展性，一旦形成规模优势，企业的竞争壁垒将呈指数级增强。

算力资本、电力设施、生态平台，构成本轮财富再分配的三大核心受益主轴。算力资本是 AI 生产力的物质基础，算力需求的持续扩张具有较强的确定性。电力设施是算力扩张的硬性约束，也是最容易被低估的瓶颈环节，据国际能源署测算，预计到 2030 年，全球数据中心的电力需求将增加一倍以上，达到约 945 太瓦时。生态平台，则是 AI 应用渗透率提升后的最终变现载体，拥有用户基础、数据积累和场景卡位的生态平台，将成为 AI 时代利润再分配的最终赢家。

图5：本轮 AI 科技投资底层逻辑是利润的再分配



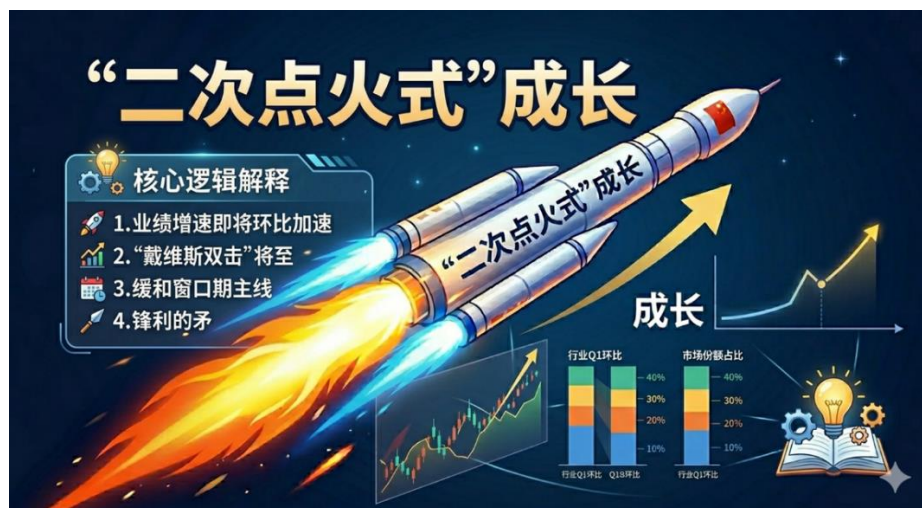
资料来源：开源证券研究所

Δg ，是把握这场利润再分配最精准的观测视角。利润的再分配不会在一夜之间完成，而是沿着产业渗透的节奏，以季度为单位逐步兑现于上市公司的财务报表之中。然而，加速度——盈利增速的边际变化——正是衡量产业链内部利润再分配最直接、最有效的量化锚点。

2.3、“二次点火”成长是产业趋势下利润再分配的赢家

“二次点火”成长资产，源自火箭“二次点火”的概念——火箭完成第一阶段初始加速后，通过二次点火进入下一阶段的持续加速，加速度不减反增。对应到股票资产，“二次点火”成长资产须同时具备高增速 G 与向上加速度 Δg ：一是已具备一定的景气基础 (G ，业绩增速处于较高水平)；二是景气仍在进一步加速、增速还在往上走 (Δg ，业绩增速环比加速)。

图6：“二次点火”成长，往往是产业趋势演进过程中利润再分配的最终赢家



资料来源：开源证券研究所

即便地缘冲突短期内趋于缓和，其深层次“后遗症”仍将持续数年，推着对应的产业趋势向前。地缘博弈留下的“后遗症”，不是战场上的得失，而是各国政府、产业资本和跨国企业对于供应链安全、能源自主、技术主权的战略认知重构。2018年中美贸易摩擦发生后，尽管后来双方签署了第一阶段贸易协议，但中国在半导体自主可控方面的投入仍持续加码，国产替代的浪潮延续至今。当前美伊冲突所形成的能源危机和供应链脆弱性，将在未来数年内持续推动全球相关产业趋势的兑现节奏。

目前，能源独立和制造业回流两条主线的产业趋势驱动力最为确定。能源独立，在全球各主要经济体中均已上升至核心议程：中国在“十五五”规划中进一步明确了新型电力系统的建设目标，储能、电网、风光核等细分方向的资本开支周期远未结束。制造业回流，美国、欧洲、日本政府相继出台相关政策，带动自动化设备、工业软件、精密制造等高端制造细分领域需求的持续释放。

“二次点火”成长，往往是产业趋势演进过程中利润再分配的最终赢家。在每一轮产业趋势的中期演进阶段，真正实现超额收益的资产，往往是那些在产业趋势兑现节奏上领先一步、盈利增速边际加速最为显著的细分环节。例如，2023-2024年的AI算力产业链中的光模块，其收入增速不断环比加速，造就了行业内最显著的超额收益。“二次点火”成长资产的胜出，证明了盈利增速边际扩张速度最快的企业，更能率先获得资金的定价权。

3、景气投资框架——当下和未来，筛选“二次点火”成长

为了筛选出“二次点火”成长，我们提出了新的景气投资框架，可分为景气投资方法论（现实层面）和景气预期比较（预期层面）。前者重塑了景气投资的底层理论，到底什么是“景气投资”？不同时代，景气的“定价锚点”是否发生了切换；后者则弥补了景气投资所用财务数据的滞后性，引入了“市场预期”，前瞻观察景气预期的环比变化。

3.1、景气投资方法论：聚焦财报，更需关注“增长的边际变化”

3.1.1、景气的定价锚点：G 和 Δg 兼备

市场对“景气投资”的认知曾一度陷入迷茫，特别是在 2022-2023 年，新能源等行业在盈利增速仍高的情况下股价走弱，引发了“景气投资失效”的质疑。然而，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。

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。

为什么许多人认为 2022 年新能源“景气投资”失效？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。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。

“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 7 大类共 34 个景气相关指标的研究框架。

图7：7维景气指标体系



资料来源：开源证券研究所

景气投资需关注“增长的边际变化”。财报披露后对股价指引最强的指标是增长的边际变化 (Δ类指标)，其有效性排序为：**Δ盈利增速>Δ收入增速>ΔROE>收入增速>盈利增速**。我们的理解，景气投资的目的是投资未来，而不是投资现在，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”。

回顾 2022 至 2024 年的历史，上述结论得到了清晰印证。新能源与电力设备行业曾经历过一段“盈利增速仍高、股价表现却走弱”的背离期。我们认为，这并非景气投资的失效，而是定价锚点发生了深刻切换。站在 2026 年的当下，现在的核心不再仅仅是单纯的高增长 (G)，而是增长的边际变化 (Δg)。

图8：2010年~2025年涨幅前五行业如下

年份	行业涨幅 TOP5
2010	电子, 医药生物, 机械设备, 美容护理, 计算机
2011	银行, 食品饮料, 房地产, 传媒, 公用事业
2012	房地产, 非银金融, 美容护理, 建筑装饰, 家用电器
2013	传媒, 计算机, 环保, 电子, 家用电器
2014	非银金融, 建筑装饰, 钢铁, 房地产, 交通运输
2015	计算机, 轻工制造, 纺织服饰, 社会服务, 传媒
2016	食品饮料, 煤炭, 建筑材料, 建筑装饰, 家用电器
2017	食品饮料, 家用电器, 钢铁, 非银金融, 有色金属
2018	社会服务, 银行, 食品饮料, 农林牧渔, 美容护理
2019	电子, 食品饮料, 家用电器, 建筑材料, 计算机
2020	社会服务, 电力设备, 食品饮料, 国防军工, 美容护理
2021	电力设备, 有色金属, 煤炭, 基础化工, 钢铁
2022	煤炭, 综合, 社会服务, 交通运输, 美容护理
2023	通信, 传媒, 计算机, 电子, 石油石化
2024	银行, 非银金融, 通信, 家用电器, 电子
2025	有色金属, 通信, 电子, 综合, 电力设备

数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2010年~2025年Δg前五行业

年份	ΔG TOP5行业
2010	电子, 环保, 钢铁, 纺织服饰, 传媒
2011	食品饮料, 建筑装饰, 医药生物, 房地产, 综合
2012	交通运输, 公用事业, 美容护理, 轻工制造, 房地产
2013	建筑材料, 综合, 环保, 商贸零售, 纺织服饰
2014	钢铁, 医药生物, 机械设备, 食品饮料, 交通运输
2015	美容护理, 轻工制造, 社会服务, 农林牧渔, 传媒
2016	煤炭, 建筑材料, 商贸零售, 国防军工, 房地产
2017	机械设备, 非银金融, 美容护理, 电力设备, 国防军工
2018	银行, 综合, 美容护理, 公用事业, 食品饮料
2019	电子, 传媒, 轻工制造, 电力设备, 环保
2020	通信, 有色金属, 机械设备, 基础化工, 电力设备
2021	交通运输, 社会服务, 煤炭, 美容护理, 银行
2022	公用事业, 商贸零售, 电力设备, 机械设备, 通信
2023	交通运输, 纺织服饰, 轻工制造, 汽车, 美容护理
2024	农林牧渔, 非银金融, 有色金属, 建筑材料, 煤炭
2025	房地产, 国防军工, 电力设备, 综合, 美容护理

数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：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、景气投资方法论：当前的投资指引

一级行业中，**传媒、计算机、纺织服饰、国防军工、电力设备、有色金属**的Δ盈利增速排名靠前且盈利增速大于20%；二级行业中，**能源金属、游戏II、服装家纺、航空机场、军工电子II、其他电子II、造纸**等行业的Δ盈利增速处于行业前列且增速大于20%。根据已披露业绩（预告和真实），前瞻计算2025年全年行业的盈利增速，并得到Δ盈利增速，结果如下：

图11：一级行业里，传媒、计算机、纺织服饰、国防军工、电力设备、有色金属的Δ盈利增速处于前列且增速>20%

板块	行业	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	Δg	年报披露率
高端制造	电力设备	33%	72%	73%	80%	46%	26%	9%	-9%	-51%	-52%	-54%	-62%	-12%	7%	21%	63%	43%	92%
	国防军工	10%	4%	5%	-8%	-4%	7%	5%	3%	-15%	-20%	-28%	-39%	-25%	-9%	0%	50%	50%	97%
	汽车	-15%	-20%	-5%	-3%	9%	28%	30%	49%	16%	22%	9%	11%	10%	0%	3%	5%	2%	91%
	机械设备	-28%	-27%	-23%	-12%	-7%	1%	0%	-2%	12%	5%	-1%	-8%	24%	19%	15%	18%	3%	91%
	环保	-19%	-16%	-9%	-13%	3%	3%	-4%	-6%	14%	3%	3%	-17%	1%	-4%	-5%	0%	5%	81%
科技	电子	-12%	-22%	-31%	-34%	-55%	-43%	-28%	-28%	75%	54%	38%	20%	31%	31%	38%	32%	-6%	104%
	计算机	-92%	-58%	-63%	-46%	55%	7%	11%	18%	-77%	-39%	-32%	-54%	2310%	41%	33%	103%	70%	94%
	传媒	-18%	-27%	-29%	-67%	26%	20%	21%	139%	-30%	-31%	-33%	-50%	39%	29%	37%	163%	126%	83%
	通信	23%	116%	39%	41%	8%	9%	7%	4%	7%	7%	8%	6%	7%	8%	9%	7%	-2%	99%
周期	基础化工	26%	15%	2%	-8%	-48%	-53%	-47%	-46%	-14%	-3%	-8%	-10%	10%	2%	10%	8%	-2%	87%
	钢铁	-28%	-56%	-77%	-73%	-71%	-71%	-36%	-14%	-87%	-55%	-115%	-132%	539%	157%	750%	107%	-643%	73%
	有色金属	123%	92%	70%	54%	-19%	-30%	-29%	-30%	-33%	-5%	-1%	1%	69%	37%	41%	61%	19%	98%
	公用事业	-34%	-18%	3%	66%	43%	34%	48%	65%	27%	17%	9%	5%	6%	2%	3%	6%	3%	80%
	交通运输	41%	-23%	-28%	-45%	4%	20%	50%	69%	26%	12%	6%	11%	1%	2%	-6%	-13%	-8%	90%
	煤炭	83%	97%	68%	50%	2%	-28%	-29%	-26%	-36%	-27%	-22%	-20%	-28%	-32%	-30%	-27%	3%	97%
	石油石化	24%	24%	14%	8%	-11%	-14%	-4%	-3%	10%	11%	1%	0%	-6%	-15%	-11%	-12%	0%	95%
	建筑材料	-3%	-9%	-11%	-13%	0%	-2%	-2%	-1%	-19%	-13%	-12%	-12%	-2%	-5%	-6%	-32%	-26%	98%
消费	农林牧渔	-197%	-209%	134%	146%	69%	9%	-364%	-136%	56%	174%	469%	1365%	926%	182%	13%	-39%	-52%	87%
	家用电器	13%	14%	14%	11%	15%	15%	12%	14%	10%	8%	6%	7%	25%	13%	10%	-8%	-18%	80%
	食品饮料	18%	14%	13%	13%	18%	15%	16%	18%	16%	14%	10%	6%	0%	-1%	-5%	-8%	-4%	77%
	纺织服饰	-16%	-23%	-27%	-43%	-5%	8%	11%	67%	6%	-3%	-7%	-37%	-6%	-9%	-10%	45%	55%	80%
	轻工制造	-40%	-33%	-27%	-35%	-28%	-11%	-2%	16%	49%	15%	-4%	-34%	-20%	-24%	-23%	-98%	-75%	73%
	商贸零售	-12%	-5%	7%	67%	31%	16%	18%	1198%	-19%	-17%	6%	8%	-10%	-20%	-35%	-209%	-174%	92%
	社会服务	-38%	-4696%	-3803%	-35%	119%	142%	747%	209%	62%	105%	27%	-36%	-23%	-9%	-3%	0%	3%	82%
	美容护理	-28%	-17%	-19%	-41%	34%	35%	63%	67%	8%	3%	-22%	-21%	-17%	-15%	-11%	-8%	3%	89%
	医药生物	13%	10%	10%	10%	2%	4%	2%	1%	1%	0%	0%	-1%	-4%	-3%	-3%	7%	10%	86%
	金融地产	银行	-12%	-22%	-31%	-34%	-55%	-43%	-28%	-28%	75%	54%	38%	20%	31%	31%	38%	2%	-37%
非银金融		-92%	-58%	-63%	-46%	55%	7%	11%	18%	-77%	-39%	-32%	-54%	2310%	41%	33%	29%	-3%	92%
房地产		-18%	-27%	-29%	-67%	26%	20%	21%	139%	-30%	-31%	-33%	-50%	39%	29%	37%	-19%	-56%	95%
建筑装饰		23%	116%	39%	41%	8%	9%	7%	4%	7%	7%	8%	6%	7%	8%	9%	-24%	-33%	82%
其他	综合	9%	1%	4%	4%	15%	7%	-5%	-5%	-3%	0%	-1%	-3%	-2%	-4%	0%	-25%	-25%	95%

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：2025 全年行业盈利增速采用预测值，对象为行业内已披露业绩的公司，包含披露业绩预告尚未披露真实值的公司，业绩预告采用上下限均值，统计口径采用整体法。数据截至 2026 年 4 月 23 日。

图12：二级行业中，能源金属、游戏II、服装家纺、航空机场、军工电子II等行业的Δ盈利增速处于前列且增速>20%

归母净利润累计同比	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	Δg	年报披露率
能源金属	415%	298%	-11%	-35%	-50%	-66%	-122%	-102%	-92%	-98%	196%	1389%	386%	2602%	2216%	97%
游戏II	-26%	-92%	-4%	-3%	8%	907%	-37%	-35%	-31%	-50%	47%	75%	89%	582%	494%	91%
服装家纺	-26%	-46%	-7%	21%	20%	57%	0%	-11%	-21%	-69%	-5%	-15%	-12%	323%	335%	72%
光伏设备	124%	138%	65%	36%	12%	-16%	-88%	-101%	-103%	-128%	-205%	-3376%	-311%	-22%	290%	94%
航空机场	-254%	-271%	69%	80%	105%	94%	113%	72%	151%	105%	-216%	93%	38%	314%	276%	86%
军工电子II	-4%	-23%	-23%	-10%	-17%	-31%	-46%	-51%	-56%	-112%	-34%	3%	40%	270%	230%	98%
其他电子II	-4%	7%	-21%	-25%	-17%	-29%	6%	14%	16%	2%	24%	30%	31%	135%	104%	95%
造纸	-51%	-67%	-96%	-79%	-53%	-2%	2107%	271%	46%	-137%	-90%	-115%	-141%	-42%	98%	88%
地面兵装II	34%	28%	-51%	-49%	-47%	-29%	-40%	-41%	-56%	-157%	-110%	-2%	39%	128%	90%	87%
种植业	39%	-22%	63%	41%	-16%	96%	-44%	-25%	-35%	-46%	-12%	-22%	-7%	83%	90%	90%
医疗服务	75%	39%	-1%	-18%	-19%	-17%	-41%	-33%	-32%	-34%	57%	43%	36%	120%	84%	81%
软件开发	-116%	-61%	-88%	-90%	8%	-38%	-62%	-225%	-811%	-167%	13%	48%	87%	167%	80%	96%
玻璃玻纤	-16%	-16%	-53%	-41%	-35%	-36%	-23%	-40%	-50%	-66%	17%	13%	31%	101%	71%	103%
环保设备II	-46%	-54%	-47%	-33%	-28%	-22%	20%	14%	9%	-32%	28%	-2%	-2%	46%	48%	77%
多元金融	-20%	-34%	115%	22%	16%	23%	-25%	-18%	-8%	-16%	6%	-19%	-5%	42%	46%	70%
通信设备	58%	66%	5%	8%	2%	-5%	17%	17%	21%	5%	30%	29%	27%	70%	43%	98%
风电设备	-16%	-31%	-45%	-32%	-32%	-40%	-50%	-31%	-31%	-21%	3%	12%	10%	45%	35%	101%
广告营销	-39%	-96%	-5%	8%	13%	246%	-13%	-6%	-8%	9%	12%	-4%	1%	36%	35%	71%
商用车	-114%	36%	213%	1362%	840%	3547%	53%	6%	4%	0%	-12%	-17%	-2%	30%	33%	100%
专用设备	26%	20%	-11%	-4%	-7%	-12%	22%	3%	-3%	-15%	17%	15%	16%	49%	33%	98%
互联网电商	47%	66%	169%	58%	81%	89%	17%	577%	2100%	-5304%	-6%	-18%	12%	31%	89%	
电池	82%	73%	5%	-6%	-17%	-29%	-13%	-13%	-14%	21%	20%	33%	63%	30%	30%	93%
酒店餐饮	-1130%	-985%	143%	197%	370%	271%	57%	46%	4%	-19%	-54%	-40%	-25%	-3%	23%	92%
橡胶	-22%	-13%	-43%	-33%	-27%	-44%	73%	26%	14%	39%	5%	-24%	-31%	-10%	21%	97%
其他电源设备II	4232%	145%	67%	129%	117%	247%	-15%	-7%	-9%	-21%	30%	9%	9%	30%	21%	78%

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：2025 全年行业盈利增速采用预测值，对象为行业内已披露业绩的公司，包含披露业绩预告尚未披露真实值的公司，业绩预告采用上下限均值，统计口径采用整体法。数据截至 2026 年 4 月 23 日。

3.2、景气预期比较框架：聚焦预期，精准把握最佳时机

景气投资方法论给出了“G和 Δg 兼备”的筛选逻辑，是基于财务数据，能起到“跟踪”的效果。对于景气投资，前瞻性是不可或缺的。为补充景气投资框架的前瞻性，我们引入了市场预期，通过跟踪分析师对于上市公司的盈利预期，使得景气投资框架能从“跟踪”拓展到“前瞻”。

3.2.1、从“跟踪”到“前瞻”：引入市场预期

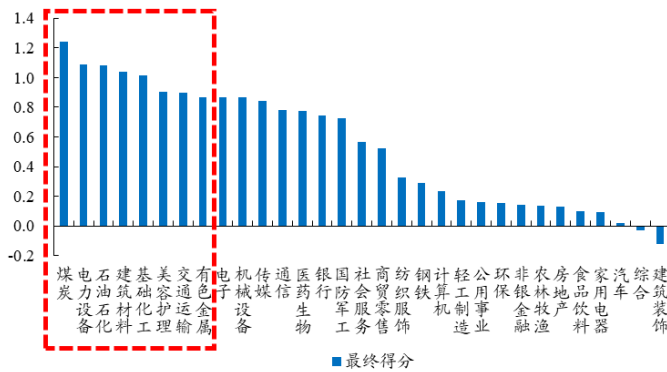
单纯依赖财报数据的景气投资，本质上是一种“右侧信号驱动”的策略，能起到跟踪的效果，缺乏一定前瞻性。要解决这一问题，需要引入一套能够前瞻反映景气趋势变化的观测框架——这便是景气预期比较框架的核心价值所在。“市场预期”是弥补财报滞后性的前瞻锚点。

市场对上市公司盈利的一致预期，是由分析师基于对行业景气趋势的跟踪与判断实时动态调整的，其更新频率远高于财报披露节奏。当某个行业的景气趋势出现边际改善时，覆盖该行业的分析师往往会率先上调盈利预测，而这一上调行为本身，便是 Δg 即将转正的领先信号。

3.2.2、景气预期比较：当前的投资指引

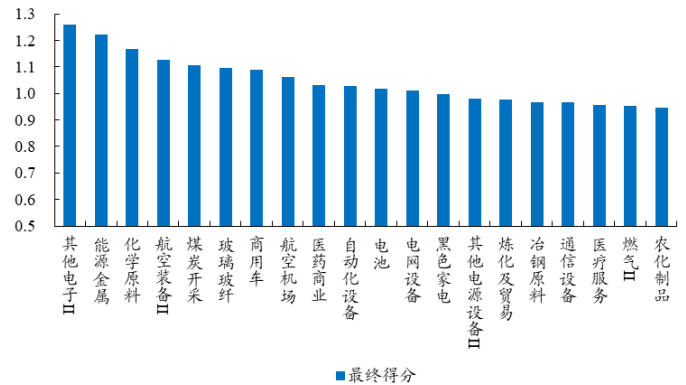
截至4月第三周(04.19)，景气预期行业比较框架中景气预期改善靠前的一级行业分别为：**煤炭、电力设备、石油石化、建筑材料、基础化工、美容护理、交通运输、有色金属**；二级行业中，**其他电子II、能源金属、化学原料、航空装备II、煤炭开采、玻璃玻纤、商用车、航空机场、医药商业、自动化设备、电池、电网设备、黑色家电**等景气预期排名靠前。

图13：一级行业中，景气预期改善靠前的行业分别为煤炭、电力设备、石油石化、建筑材料、基础化工、美容护理、交通运输、有色金属



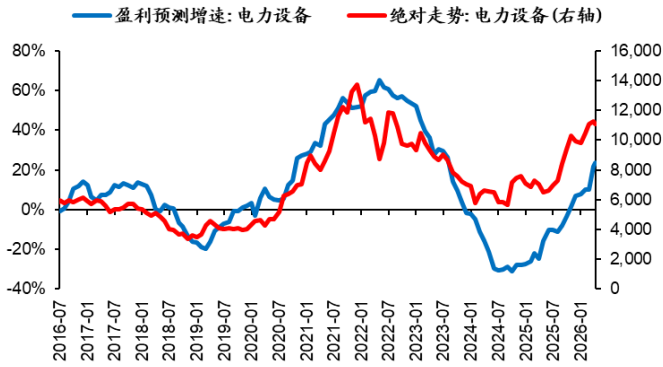
数据来源：Wind、开源证券研究所 注：截至2026年4月19日。

图14：二级行业中，景气预期改善靠前的行业分别为其他电子II、能源金属、化学原料、航空装备II、煤炭开采、玻璃玻纤、商用车、航空机场等



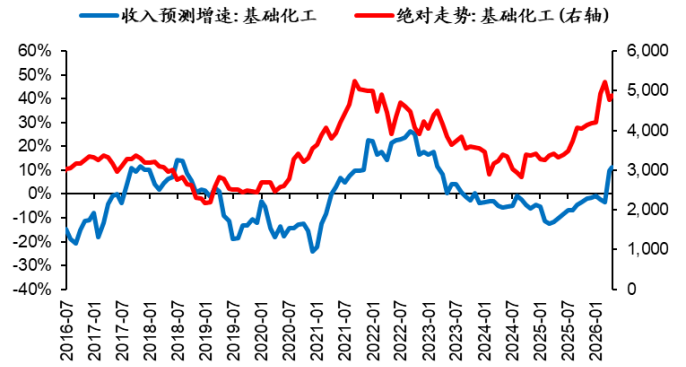
数据来源：Wind、开源证券研究所 注：截至2026年4月19日。

图15: 电力设备行业的盈利预测增速维持强劲



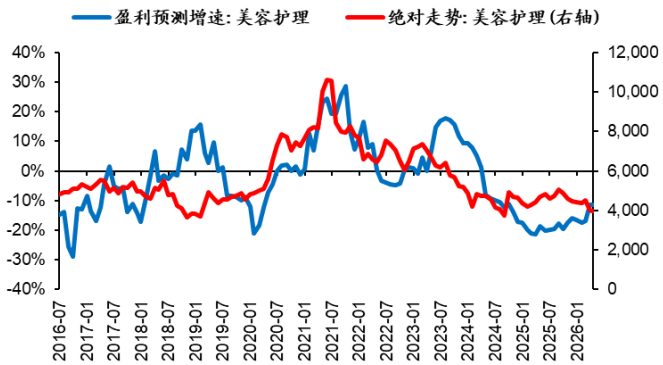
数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 基础化工行业的收入预测增速底部上行



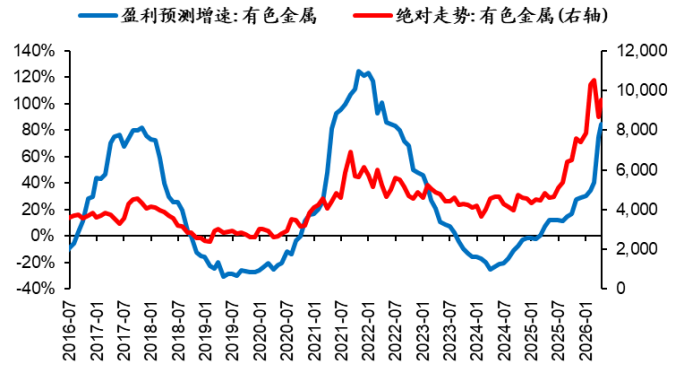
数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 美容护理行业的盈利预测增速底部复苏



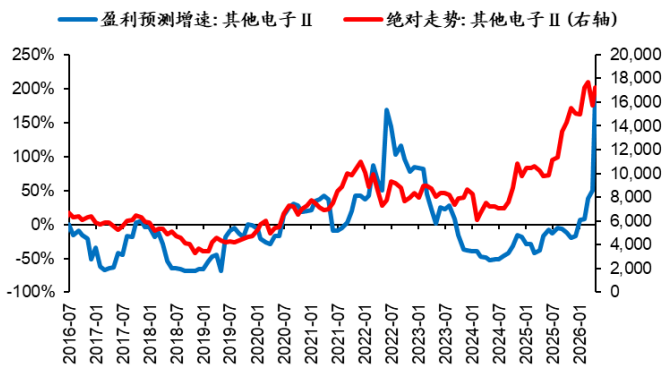
数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 有色金属行业的盈利预测增速大幅上行



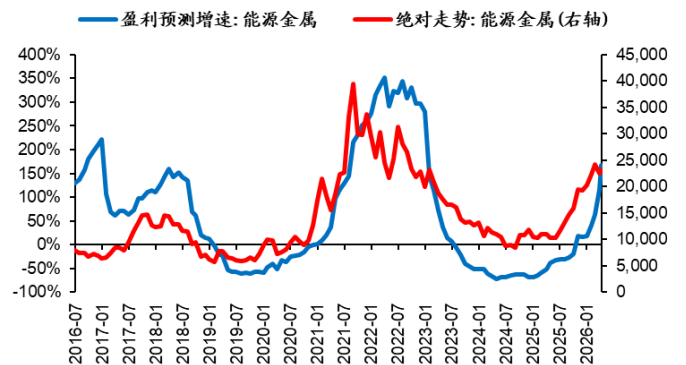
数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 其他电子II行业的盈利预测增速大幅上行



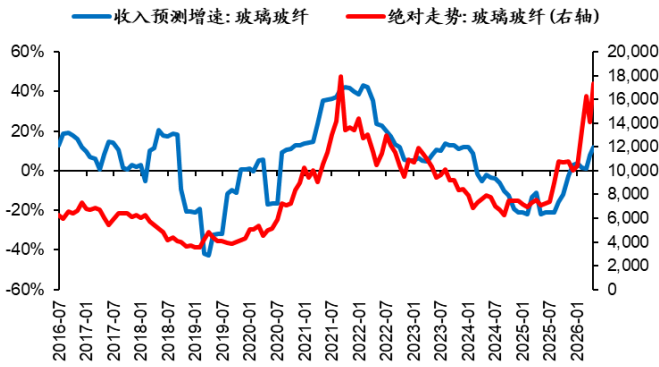
数据来源: Wind、开源证券研究所

图20: 能源金属行业的盈利预测增速大幅上行



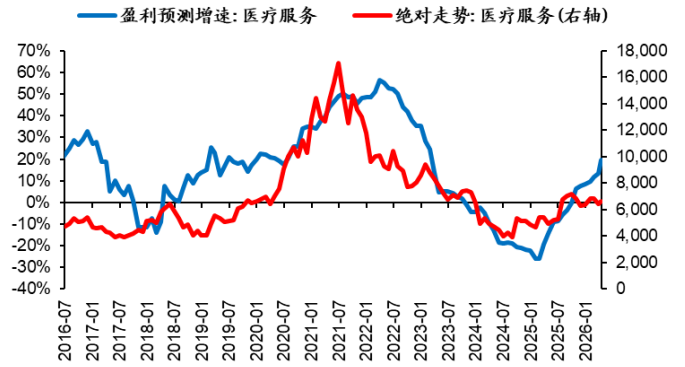
数据来源: Wind、开源证券研究所

图21: 玻璃玻纤行业的收入预测增速上行



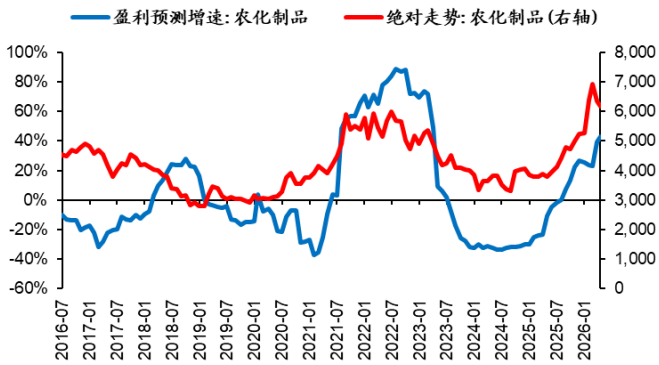
数据来源: Wind、开源证券研究所

图22: 医疗服务行业的盈利利润增速持续上行



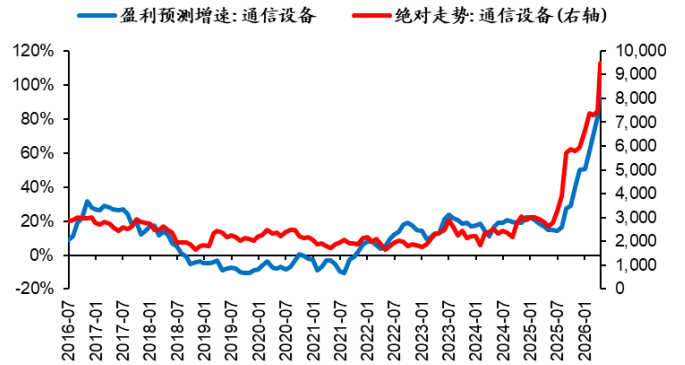
数据来源: Wind、开源证券研究所

图23: 农化制品行业的盈利预测增速大幅上行



数据来源: Wind、开源证券研究所

图24: 通信设备行业的盈利预测增速大幅上行



数据来源: Wind、开源证券研究所

4、投资建议——“二次点火”成长

根据景气投资方法论与景气预期比较框架的综合筛选，当前符合“二次点火”成长特征的一级行业包括电力设备、有色金属、传媒、计算机、建筑材料、美容护理，二级行业包括其他电子II、能源金属、玻璃玻纤、医疗服务、游戏II、通信设备等。

根据景气线索的强弱，我们可以将当前的“二次点火”成长分为2个推荐层级：

第一层：财报 Δg 和预期 Δg 兼备：一级行业包括电力设备、有色金属，二级行业包括其他电子II、能源金属、玻璃玻纤、医疗服务、通信设备、航空机场等。

第二层：财报 Δg 或预期 Δg 突出的：一级行业包括传媒、计算机、建筑材料、美容护理，二级行业包括游戏II、农化制品等。

表1：一级行业中，“二次点火”成长包括电力设备、有色金属、传媒、计算机、建筑材料、美容护理

类别	行业	财报 Δg	预期 Δg	核心催化
第一层	电力设备	✓	✓	能源安全 + 十五五资本开支
第一层	有色金属	✓	✓	全球供应链重估 + 战略价值上升
第二层	传媒	✓	×	AI降本
第二层	计算机	✓	×	推理时代 + 应用规模化落地
第二层	建筑材料	×	✓	供给侧“反内卷” + 需求侧出海
第二层	美容护理	×	✓	国货替代

资料来源：开源证券研究所

表2：二级行业中，“二次点火”成长包括其他电子II、能源金属、玻璃玻纤、医疗服务、通信设备、航空机场、游戏II、农化制品等

类别	行业	财报 Δg	预期 Δg	核心催化
第一层	其他电子II	✓	✓	算力主权化 + 高景气
第一层	能源金属	✓	✓	供需双重共振 + 战略储备
第一层	玻璃玻纤	✓	✓	深度去产能 + 脱离地产走向成长
第一层	医疗服务	✓	✓	需求韧性 + 加速出海
第一层	通信设备	✓	✓	从“带宽驱动”转向“低延迟算力驱动”
第一层	航空机场	✓	✓	供需格局收紧 + 淡季不淡
第二层	游戏II	✓	×	产品周期 + AI降本
第二层	农化制品	×	✓	资源属性 + 海外补库

资料来源：开源证券研究所

4.1、电力设备：景气与能源安全双轮驱动，“二次点火”确定性最高

电力设备是当前“二次点火”成长中确定性最高的一级行业方向。财报端，电力设备行业在经历 2022 至 2024 年三年出清后，2025 年完成业绩反转， Δg 由负转正且持续扩大；景气预期端，覆盖分析师的一致盈利预期修正持续向上，景气改善的市场共识正在快速形成。二者共振，电力设备构成典型的“二次点火”成长特征。

霍尔木兹危机与美伊停火协议的接连出现，深刻强化了全球能源安全共识——各主要经济体对进口油气的路径依赖正在加速向本土“电力油田”切换，电力设备作为能源转型与保障体系的核心载体，其战略价值已超越单纯的经济性，将长期获得政策溢价。与此同时，“十五五”规划下新型电力系统建设的资本开支周期正式开启，AI 数据中心的电力需求持续扩张进一步强化需求刚性。

在景气与能源安全的双重驱动下，应重点关注电池储能、电网设备、算电协同、风光核四个方向：

图25：景气与能源安全的双重驱动下，关注电池储能、电网设备、算电协同、风光核



资料来源：开源证券研究所

表3：梳理电池储能、电网设备、算电协同、风光核相关的

细分方向	相关标的
电池储能	阳光电源、宁德时代、亿纬锂能、德业股份、天赐材料、先导智能、恩捷股份、璞泰来等
电网设备	特变电工、思源电气、国电南瑞、亨通光电、中天科技、中国西电、正泰电器、东方电缆、金盘科技等
算电协同	中国能建、中国电建、协鑫能科、豫能股份、南网科技、涪陵电力等
风光核	华电新能、金风科技、大金重工、明阳智能、隆基绿能、晶科能源、迈为股份、中国核电等

资料来源：Wind、开源证券研究所

4.2、有色金属：全球供应链重构下，有色金属战略价值抬升

在 2026 年全球地缘政治与产业变革深度交织的背景下，有色金属已从传统的周期性品种转型为“安全+成长”双属性的战略资产。财报端，数据中心耗电量攀升推动电力系统更新，铜的需求量或提升，行业景气度或加速；景气预期端，分析师对有色金属行业的盈利预测修正方向整体向上。

全球供应链重构下，“买入资源”的逻辑已不仅是博弈通胀，而是博弈资源获取的确定性。随着关键矿产被各国列入战略储备目录，资源端的“定价权”正在从消费国向拥有优质矿山的巨头倾斜。这种“战略护城河”为板块提供了极高的底部支撑，市场正在给拥有海外优质资产和全产业链自主可控能力的龙头企业以更高的确定性溢价。

4.3、传媒：AI 内容革命驱动景气反转

传媒行业的“二次点火”成长是 AI 内容革命驱动下的景气提振。财报端，2025 年传媒行业在低基数效应与 AI 内容工具渗透的双重驱动下实现盈利增速显著反转；预期端，分析师对传媒板块的盈利预测修正整体向好，AI 降本增效的逻辑正在被市场预期所定价，但定价仍不充分。

AI 视频、AI 音乐、AI 广告创意等内容生产工具的商业化加速，大幅降低内容制作成本的同时提升内容质量与产出效率，推动传媒头部平台盈利能力持续改善。地缘风险偏好修复后，传媒板块，受益于资金从避险资产向成长资产的系统性再配置。

4.4、计算机：推理时代下，企业 AI 化落地不远

计算机行业正经历从“大模型共识”向“应用规模化落地”与“算力主权深化”的二次跃迁。当下，算力需求结构从训练逐渐向推理倾斜，随着 Agent 的普及，企业 IT 投入将持续升级，由存量开发转向系统性升级，与 AI 和智能化相关的软件厂商将受益。财报端，2025 年计算机行业在低基数的驱动下实现盈利增速显著反转；预期端，分析师对传媒板块的盈利预测修正整体向好。随着推理时代的来临，企业 AI 化落地或将不远。

在算力主权化和国产替代的加持下，计算机行业的战略价值提升。在全球供应链重构背景下，国产算力芯片已从“可用”进入“好用”阶段，信创硬件的市场规模或将加速扩容。

4.5、建筑材料：“反内卷”修复盈利，出海提供弹性

建筑材料行业盈利底部已现，积极变化正在累积。供给端，过去几年传统建材景气跟随地产持续下行，行业盈利处于底部，反内卷政策的深入推进，行业内恶性竞争减少，将对行业的盈利修复形成有力支撑；工信部已印发《建材行业稳增长工作方案（2025-2026年）》，严禁新增平板玻璃产能，推动落后产能退出。需求端，跟随一带一路政策，建材企业已在中亚、东南亚、非洲等区域形成一定布局，海外新兴市场往往代表了增量空间和更高的盈利水平，或能对冲国内需求的下滑。

当前，建筑材料行业正处于“底部已现 + 供给收缩 + 结构性亮点”。行业估值和盈利均处于历史底部区间，供给侧政策和企业自律正在推动出清，而出海、AI特种玻纤、存量翻新等结构性方向则提供了超越周期的成长机会。

4.6、美容护理：从粗放增长进入精耕分化期

2015-2021年美容护理行业处于高景气阶段，国货品牌的核心驱动力来自线上渠道带来的红利释放，行业渗透率和客单价稳步提升；2021年后，渠道红利趋弱，零售额增速放缓，品牌竞争加大，行业步入分化期。

目前，美容护理行业呈现出两个显著的趋势：出海与国际化布局、功效护肤与成分驱动。出海方面，国货品牌已开始在中东、东南亚等市场取得突破，国货品牌通过收购与出海进行国际化布局，行业格局将迎来新一轮重塑。成分驱动上，消费者越来越在意产品成分，这推动了功效护肤品类的高增长，也使得拥有核心原料技术的企业能获得更高溢价。

4.7、其他电子II：高弹性的“新质生产力”集散地

其他电子II是一个相对特殊的二级板块，它往往涵盖了电子行业中无法被简单归入半导体、元件、光学光子或消费电子的高成长细分赛道和新质生产力交叉领域，目前正正处于从“国产替代”向“AI具身化与算力配套”的二次点火期。财报端，2025年其他电子II的盈利增速排名靠前，彰显高景气；预期端，分析师对其其他电子II的盈利预测修正整体向好。

4.8、能源金属：供需双重共振，涨价逻辑下的 Δg 上行

能源金属是二级行业中 Δg 弹性最大的“二次点火”方向。供给端，经历三年资本开支收缩与产能出清，主要品种的边际供给增速已显著放缓；需求端，新能源产业链扩张、储能配套加速以及能源安全驱动的战略储备需求，形成刚性且持续增长的需求支撑。财报 Δg 与预期 Δg 均处于行业前列，是当前景气改善斜率最为陡峭的细分方向之一。

霍尔木兹危机强化了全球能源独立共识，各国加速推进以风光储为核心的本土能源体系建设，对锂、钴等电池金属的战略需求属性进一步提升。与此同时，油价若从高位回落，能源金属冶炼的成本端改善将直接驱动利润 Δg 加速兑现，形成量价利三重共振。推荐锂（储能需求刚性支撑）、稀土永磁（算力硬件与工业电机需求拉动）等方向。

4.9、玻璃玻纤：供给约束和新需求刺激下，供需格局或将改善

玻璃玻纤板块正处于“供需出清底部”与“新质生产力需求刺激”的共振点，具备“二次点火”的可能。玻璃玻纤行业在经历深度去产能后，目前正处于价格回升与需求放量的拐点。供给端存在硬约束，新增产能受能耗指标限制上行动力不足，随着部分产能的退出，供需格局或逐步改善。需求侧，随着新质生产力的需求刺激，玻璃玻纤行业或逐步脱离地产的依赖，成长属性逐步显现。

4.10、医疗服务：靠效率和技术驱动的“二次点火”

当下，医疗服务板块正在经历从“规模扩张”向“高质量运营与技术深耕”的逻辑切换，依靠效率和技术驱动将迎来“二次点火”。随着 CXO、手术机器人、AI 医疗等的发展，行业逻辑已从“量”到“质”的升维。尽管宏观环境波动，但老龄化加深带来的眼科、齿科等需求呈现出较强的刚性增长，行业需求韧性十足。医疗服务行业将迎来“技术红利”的时代，中国 CXO 巨头凭借着技术优势以及前期储备，具备全球交付能力。

4.11、通信设备：从“带宽驱动”转向“低延迟算力驱动”

在 AI 算力时代，通信设备行业具备较强的确定性，但其“二次点火”或来自于行业逻辑转变——从“带宽驱动”转向“低延迟算力驱动”。2026 年或是 1.6T 光模块规模化交付的起点，随着 AI 芯片性能的飞跃，数据中心内部网络架构的速率迭代周期逐步缩短，将驱动通信设备价值量的提升。

4.12、航空机场：运力硬约束下，供需格局有望收紧

飞机交付瓶颈下，航空机场供需格局有望收紧。根据国际航协，全球飞机交付缺口超 5300 架，由于过去五年交付的不可逆损失和创新高的积压订单，航空公司需求和生产产能之间的结构性矛盾在 2031 年-2034 年之前难以解决；供给受限意味着航司无法大幅增加运力，行业历经多年供给低增速及客运快速恢复，供需格局已基本实现良性均衡，飞机利用效率上升至较高水平。

航空机场板块当前正处于“供给刚性约束 + 国际需求接力释放 + 票价/免税弹性兑现”的大背景下。飞机交付瓶颈给航空公司带来的供需紧平衡和票价上行弹性，叠加资产重估，两者共同支撑航空机场板块迎来上行周期。

4.13、游戏 II：产品周期+AI 降本共振，预期修正空间充足

游戏行业的二次点火式成长来自产品周期与 AI 工具渗透的双重共振。2024 年起版号审批节奏趋于常态化，头部厂商的新品储备正在密集进入兑现窗口；与此同时，AI 在游戏美术、剧情生成、NPC 行为等环节的渗透，显著压缩了单款游戏的开发成本，推动行业整体盈利能力系统性改善。目前，分析师对游戏板块的一致预期修正仍处于上调动能较强的阶段，预期差空间充足。

地缘缓和推动传媒行业整体估值修复，游戏作为传媒行业中业绩最为稳定且 Δg 最为显著的子板块，率先受益于风险偏好回升带来的估值重估。头部出海游戏持续放量、海外收入占比提升，进一步拓宽盈利增长的天花板。

4.14、农化制品：海外补库周期下，需求强支撑

农化行业正站在景气拐点上，核心推动力来自供给侧出清和需求端的边际回暖。农药行业受三方面影响，出口退税政策调整、国内反内卷、海外补库。出口退税取消下，短期或挤压企业利润、推高产品价格，中长期则倒逼落后产能出清，推动行业供需走向均衡。目前，海外农药制剂企业处于补库周期，叠加国内春耕在即，需求得到有效支撑，农药行业景气度有望触底修复；过去两年全球农药渠道经历了深度去库存，当前库存水位已降至低位，海外经销商的补库需求有望逐步释放。

农化制品当前正处于“周期底部反转 + 政策催化出清 + 制剂出海升级”的三重共振。出口退税取消是当前最核心的变量，它既推动短期价格上行，又加速中长期产能出清和产业链升级。农化制品与建筑材料的“反内卷供给收缩”逻辑有相似之处，但农化制品还存在海外补库的需求侧弹性。

5、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

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，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。本报告署名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。

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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。

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。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