

2026年04月24日

再论微观结构和景气投资

策略研究团队

——投资策略周报

韦冀星（分析师）

weijixing@kysec.cn

证书编号：S0790524030002

● 影响微观结构观测阈值的要素实际上是交易者结构

成交额排名前5%的个股的成交额占全部A股占比创下历史极值(45%)，往往意味着“微观结构恶化”发生。回顾A股历史，有5次显著的微观结构恶化发生(2007、2008、2015、2018、2021年)，其核心影响是风格切换。截至4.23，A股前5%成交额个股交易集中度来到了43.1%，接近阈值。我们对此的理解是，当下指标的位置确实较为敏感，但我们认为牛市仍在，且风格切换的概率并不算高，但科技内部的切换的重要性或正在提升。

有投资者认为经济结构的变化会引起微观结构观测阈值的变化。但是，影响微观结构观测的阈值的主要矛盾，实际上是交易者结构。交易者结构越丰富，微观结构观测的阈值越低；反之，交易者结构越趋同的市场，交易集中度中枢更高，微观结构恶化时需要突破的阈值越高。当前需要重点监测A股微观交易结构。

● 再论拥挤度的应用：微观结构观测与行业拥挤度的不同

我们强调，“成交额占比”并不是最好的行业拥挤度观测指标，建议投资者不要将“微观结构恶化”的观测和“行业拥挤度”监测混为一谈。

对于行业来说，有三大指标对交易拥挤度可以形成指引，从有效性来看：换手率>相对换手率>成交额占比，成交额占比并非最有效的行业拥挤度指标。

交易拥挤度往往是一个行业股价阶段性顶部的风险判断指标，但其起到的更多的是辅助功用，而不是行情的主导要素。在拥挤度的应用当中，需要注意两点：

(1)不是每个行业都可以用交易拥挤度来预警股价，交易拥挤度的适用范围是有限的；(2)交易拥挤度不是100%有效的风险预警条件，交易拥挤度是基于微观结构理论的一个技术参考指标。

无论是微观结构恶化下的交易集中度显著抬升，还是行业拥挤度突破阈值，对于行情和风格切换的作用的本质是“催化剂”，DDM三要素（尤其是分子端景气线索）的变迁才是行情变化的核心主导。

● 再从景气投资视角，看2022年新能源下跌，和煤炭上涨

景气线索是风格切换当中最重要的线索。我们从景气投资方法论来看：

到底哪些财务指标对股价有指引作用？我们在1月的深度报告《景气投资方法论》当中总结出的结论之一是，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 盈利增速> 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。

基于以上结论，我们认为景气投资，最重要的是“G和 Δ G兼备”。构建盈利增速的“山峰理论”，更能重新理解2022年新能源和煤炭截然不同的表现：煤炭在增速山峰的左侧“G和 Δ G兼备”；而新能源则出现在增速山峰的右侧，虽然G为正，但 Δ G为负，想在新能源上赚钱的投资者却最终因为估值的原因亏了钱。

● 景气投资框架——当下和未来，筛选“二次点火”成长

“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 Δ g，“二次点火”成长资产更符合当下资金审美。

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”成长资产需符合两大要求——当前业绩增速高、财报 Δ g排名靠前或预期 Δ g排名靠前。

● 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

《油门加速，“二次点火”成长为先——投资策略专题》-2026.4.23

《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

目 录

1、影响微观结构观测阈值的要素实际上是交易者结构.....	4
1.1、微观结构恶化的历史与影响.....	4
1.2、当前微观结构指标位置的理解.....	8
1.3、影响微观结构观测阈值的要素实际上是交易者结构.....	9
2、再论拥挤度的应用：微观结构观测与行业拥挤度的不同.....	11
2.1、拥挤度的观测指标和适用性：换手率、相对换手率、成交额占比.....	11
2.2、交易拥挤度的应用：是辅助而非主导，是催化而非核心.....	12
3、再从景气投资视角，看 2022 年新能源下跌，和煤炭上涨.....	14
3.1、2022 年：新能源 VS 煤炭，G 均为正，但 Δg 截然相反.....	14
3.2、“二次点火”成长是产业趋势下利润再分配的赢家.....	17
4、景气投资框架——当下和未来，筛选“二次点火”成长.....	19
4.1、景气投资方法论：聚焦财报，更需关注“增长的边际变化”.....	19
4.2、景气预期比较框架：聚焦预期，精准把握最佳时机.....	20
5、投资建议——“二次点火”成长.....	24
5.1、电力设备：景气与能源安全双轮驱动，“二次点火”确定性最高.....	25
5.2、有色金属：全球供应链重构下，有色金属战略价值抬升.....	26
5.3、传媒：AI 内容革命驱动景气反转.....	26
5.4、计算机：推理时代下，企业 AI 化落地不远.....	26
5.5、建筑材料：“反内卷”修复盈利，出海提供弹性.....	27
5.6、美容护理：从粗放增长进入精耕分化期.....	27
5.7、其他电子II：高弹性的“新质生产力”集散地.....	27
5.8、能源金属：供需双重共振，涨价逻辑下的 Δg 上行.....	27
5.9、玻璃玻纤：供给约束和新需求刺激下，供需格局或将改善.....	28
5.10、医疗服务：靠效率和技术驱动的“二次点火”.....	28
5.11、通信设备：从“带宽驱动”转向“低延迟算力驱动”.....	28
5.12、航空机场：运力硬约束下，供需格局有望收紧.....	28
5.13、游戏II：产品周期+AI 降本共振，预期修正空间充足.....	28
5.14、农化制品：海外补库周期下，需求强支撑.....	29
6、风险提示.....	29

图表目录

图 1：当前微观结构观测指标所处位置 43.1%，与 45% 的阈值尚有距离.....	4
图 2：2007 年 11 月微观条件恶化期间市场风格切换.....	5
图 3：2007 年 11 月微观条件恶化前后行业涨跌幅排名.....	5
图 4：2008 年 10 月微观结构恶化期间的风格切换.....	6
图 5：2008 年 10 月微观结构恶化前后行业涨跌幅.....	6
图 6：2015 年 1 月微观结构恶化期间的风格切换.....	6
图 7：2015 年 1 月微观结构恶化前后行业涨跌幅.....	6
图 8：2018 年 2 月微观条件恶化期间市场风格切换.....	7
图 9：2018 年 2 月微观条件恶化前后行业涨跌.....	7
图 10：2021 年 2 月微观条件恶化期间市场风格切换.....	8

图 11: 2021 年 2 月微观条件恶化前后行业涨跌.....	8
图 12: 投资者结构相对 A 股更为单一的美股和港股, 交易集中度显著更高.....	10
图 13: 各一级行业拥挤度指标的有效性和阈值各不相同.....	11
图 14: 截至 4 月 17 日, 交易拥挤度超过阈值的有 5 个行业, 包括电子、轻工制造、电力设备、国防军工、机械设备.....	13
图 15: 截至 4 月 10 日, 交易拥挤度超过阈值的有 8 个行业, 包括电子、轻工制造、建筑装饰、电力设备、国防军工、通信、机械设备、石油石化.....	13
图 16: 财报窗口期, 跟随者 5 大财务指标进行投资, 便可获得显著的超额收益.....	15
图 17: 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.....	16
图 18: 本轮 AI 科技投资底层逻辑是利润的再分配.....	17
图 19: “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.....	18
图 20: 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%.....	19
图 21: 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%.....	20
图 22: 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.....	21
图 23: 二级行业中, 景气预期改善前五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.....	21
图 24: 传媒行业的盈利预测增速维持强劲.....	21
图 25: 电力设备行业的盈利预测增速维持强劲.....	21
图 26: 有色金属行业的收入预测增速大幅上行.....	22
图 27: 计算机行业的盈利预测增速底部复苏.....	22
图 28: 其他电子II行业的盈利预测增速大幅上行.....	22
图 29: 能源金属行业的盈利预测增速大幅上行.....	22
图 30: 玻璃玻纤行业的收入预测增速上行.....	22
图 31: 医疗服务行业的盈利利润增速持续上行.....	22
图 32: 游戏II行业的收入预测增速大幅上行.....	23
图 33: 通信设备行业的盈利预测增速大幅上行.....	23
图 34: 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.....	25
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.....	24
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.....	24
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.....	25

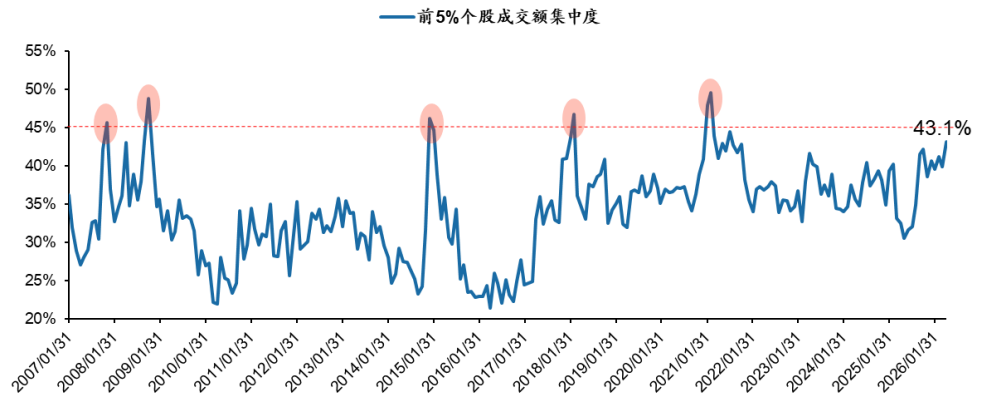
1、影响微观结构观测阈值的要素实际上是交易者结构

1.1、微观结构恶化的历史与影响

什么是微观结构恶化？

在 2021 年初，我们提出过一个核心观测指标：当 A 股成交额排名前 5% 的个股的成交额占全部 A 股占比创下历史极值（45%），往往意味着“微观结构恶化”发生。这衡量的是市场对局部领域预期过于一致，并且市场上最悲观的筹码均已入场/市场上最乐观的投资者已经离场的过程。A 股历史上，这样的微观结构恶化总共发生过 5 次。在 2021 年 2 月，该指标达到 49.6%，微观结构显著恶化，随后市场发生了风格上的显著切换：从前期“茅指数”为代表的大盘成长核心资产，转变为“新半军”为代表的小盘成长科技制造。

图1：当前微观结构观测指标所处位置 43.1%，与 45% 的阈值尚有距离



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：该指标是月频数据，如果用日频则会出现非常多不稳定的“假信号”，指引效果显著下降。

股票上涨的过程是乐观预期逐步兑现和筹码逐步集中的过程。从微观结构来看，市场参与者对股票的内在价值有不同的预期，反映在交易中则是通过不同的报价来表达观点，股票交易实质是预期的交换，股价上涨同时也是乐观筹码持续集中的过程。随着最悲观的投资者都已经转变为乐观者入场持股，市场上已经没有进一步交易积极信息的对手盘，就会形成“微观结构恶化”，表现为股价对利好的反应钝化、而对利空反应加剧。

为什么会出现市场微观结构恶化？是理性投资者和噪音投资者在交易上的趋同引致。金融市场交易者大致分为三类：一是理性交易者，通过研究与挖掘市场信息，获得对股票内在价值的“理性预期”，并以此为基准买卖股票；二是噪音交易者（或者叫做非理性交易者），其交易往往不具备深度理性思考，具备羊群效应、盲目自信等特征；三是套利者通过识别两者的差异，在市场偏离时反向操作获得无风险或者低风险收益，进一步实现“价格发现”，成为保证市场向着有效方向发展的重要一环。正常情况下，三类交易者的天然分歧使得股票市场交易较为分散，股票的“有效”价格也在不断的交易过程中博弈形成。但当理性交易者和噪音交易者之间的分歧减小，在交易上进一步趋同时，市场微观交易环境出现了非正常的“拥挤”状况，市

场交易方向的过分一致导致部分股价偏离内在价值，即市场微观结构恶化。在市场微观结构恶化后，由于原方向过于拥挤，对手方出现“缺失”，市场往往会发生显著的反转或风格切换。

回顾 A 股历史，有 5 次显著的微观结构恶化发生，其核心影响是风格切换：

①2008 年微观结构恶化后发生了“熊转牛”，且市场风格由“大切小”。

②2015 年和 2021 年的市场微观结构恶化后，牛市仍然延续，但发生风格的“大切小”。

③2007 年和 2018 年的微观结构恶化的结果则是市场发生了显著的反转——“牛转熊”，且大盘风格优势逆转、小盘风格转为占优。

更具体地看：

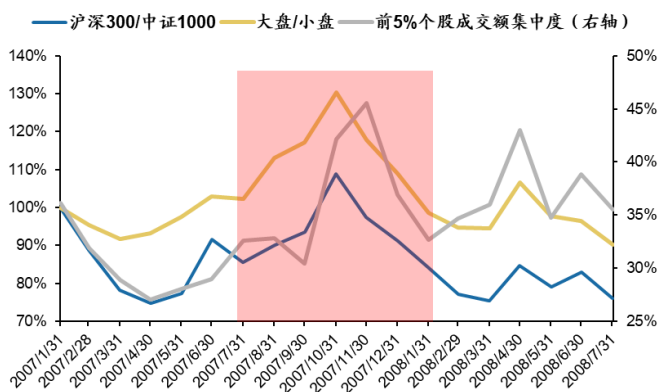
(1) 2007 年 11 月：

①微观结构表征现象：A 股前 5% 成交额个股交易集中度从 2007 年 4 月的 27.1% 快速上行，在 11 月达到 45.6%，超过 45% 阈值；

②市场走势：发生“牛转熊”，市场风格从大盘占优转为小盘占优。

③背后原因：**DDM 核心条件反转**。美国次贷危机影响扩散至全球，A 股盈利周期也出现显著拐点（盈利顶在 2007Q1）。

图2：2007 年 11 月微观条件恶化期间市场风格切换



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2007 年 11 月微观条件恶化前后行业涨跌幅排名

涨幅前五	前3月	前1月	后1月	后3月
1	通信	电子	建筑装饰	农林牧渔
2	银行	计算机	食品饮料	计算机
3	国防军工	农林牧渔	农林牧渔	家用电器
4	采掘	医药生物	医药生物	医药生物
5	交通运输	轻工制造	通信	电气设备
跌幅前五	前3月	前1月	后1月	后3月
1	综合	有色金属	银行	非银金融
2	纺织服装	非银金融	非银金融	银行
3	有色金属	钢铁	采掘	采掘
4	房地产	采掘	房地产	房地产
5	传媒	房地产	休闲服务	交通运输

资料来源：Wind、开源证券研究所

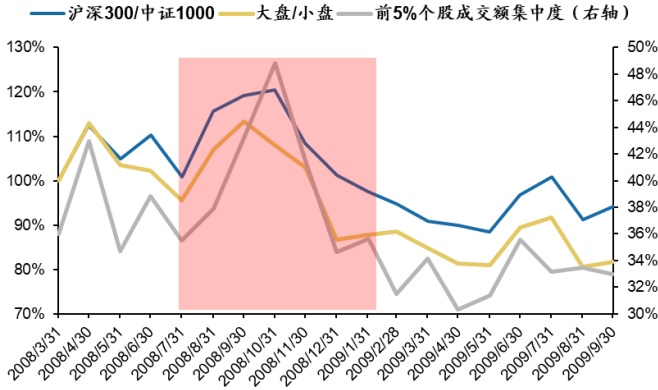
(2) 2008 年 10 月：

①微观结构表征现象：A 股前 5% 成交额个股交易集中度从 2008 年 7 月的 35.5% 快速上行，在 10 月达到 48.8%，超过 45% 阈值；

②市场走势：发生“熊转牛”，市场风格从大盘占优转为小盘占优。

③背后原因: DDM 三要素逆转。2008 年 11 月初,“4 万亿”刺激政策出台救市,使得 DDM 模型分子分母端共同逆转。

图4: 2008 年 10 月微观结构恶化期间的风格切换



数据来源: Wind、开源证券研究所

图5: 2008 年 10 月微观结构恶化前后行业涨跌幅排名

涨幅前五	前3月	前1月	后1月	后3月
1	公用事业	医药生物	建筑材料	建筑材料
2	建筑装饰	房地产	电气设备	电气设备
3	非银金融	公用事业	机械设备	国防军工
4	传媒	建筑装饰	建筑装饰	机械设备
5	医药生物	电气设备	家用电器	有色金属
跌幅前五	前3月	前1月	后1月	后3月
1	有色金属	休闲服务	非银金融	交通运输
2	休闲服务	有色金属	银行	食品饮料
3	轻工制造	采掘	交通运输	钢铁
4	农林牧渔	钢铁	采掘	化工
5	综合	轻工制造	钢铁	银行

资料来源: Wind、开源证券研究所

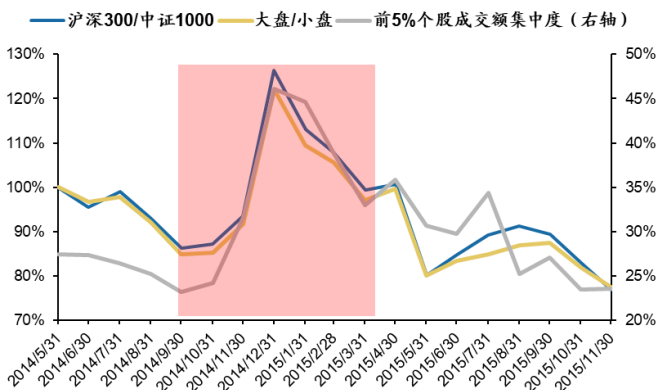
(3) 2015 年 1 月:

①微观结构表征现象:A 股前 5% 成交额个股交易集中度从 2014 年 9 月的 23.2% 快速上行, 在 12 月达到 46.1%, 超过 45% 阈值;

②市场走势: 牛市中继, 但市场风格从大盘占优转为小盘占优。

③背后原因: 盈利并未发生显著变化, DDM 三要素当中的流动性和风险偏好发生了显著扩散。2015 年初, 在“金融股对手方流动性枯竭+场内外杠杆资金快速入场”的组合下, 市场中的交易者开始寻找不那么拥挤、但逻辑也在改善、且弹性更大的小盘股。

图6: 2015 年 1 月微观结构恶化期间的风格切换



数据来源: Wind、开源证券研究所

图7: 2015 年 1 月微观结构恶化前后行业涨跌幅排名

涨幅前五	前3月	前1月	后1月	后3月
1	非银金融	非银金融	计算机	计算机
2	建筑装饰	建筑装饰	传媒	传媒
3	银行	银行	家用电器	纺织服装
4	钢铁	钢铁	农林牧渔	轻工制造
5	房地产	公用事业	电子	电气设备
跌幅前五	前3月	前1月	后1月	后3月
1	电子	电子	非银金融	银行
2	轻工制造	轻工制造	银行	非银金融
3	休闲服务	计算机	建筑装饰	食品饮料
4	医药生物	农林牧渔	建筑材料	采掘
5	电气设备	综合	采掘	公用事业

资料来源: Wind、开源证券研究所

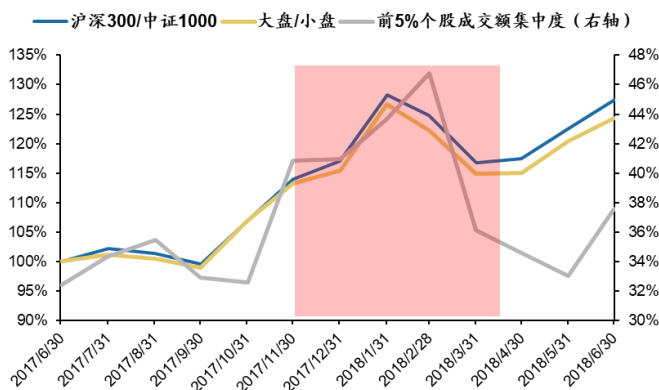
(4) 2018 年 2 月:

①微观结构表征现象:A股前5%成交额个股交易集中度从2017年10月的32.6%快速上行,在2018年2月达到46.8%,超过45%阈值;

②市场走势:发生“牛转熊”,市场风格从大盘占优转为小盘占优。

③背后原因:DDM三要素均反转。分母端,金融市场去杠杆带来持续紧信用,资管新规下股市流动性大幅减弱,同时中美贸易冲突导致风险偏好大幅下行;分子端,在紧信用背景下经济下行压力增大,GDP出现较大回落,基建等领域增速显著下滑,内需疲软对企业盈利产生负面影响。

图8: 2018年2月微观条件恶化期间市场风格切换



数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 2018年2月微观条件恶化前后行业涨跌排名

涨幅前五	前3月	前1月	后1月	后3月
1	休闲服务	钢铁	计算机	医药生物
2	食品饮料	休闲服务	医药生物	计算机
3	钢铁	电子	国防军工	休闲服务
4	家用电器	计算机	电气设备	农林牧渔
5	房地产	有色金属	休闲服务	商业贸易
跌幅前五	前3月	前1月	后1月	后3月
1	综合	房地产	钢铁	钢铁
2	非银金融	非银金融	食品饮料	采掘
3	通信	农林牧渔	采掘	银行
4	国防军工	建筑装饰	银行	综合
5	电气设备	综合	家用电器	房地产

资料来源: Wind、开源证券研究所

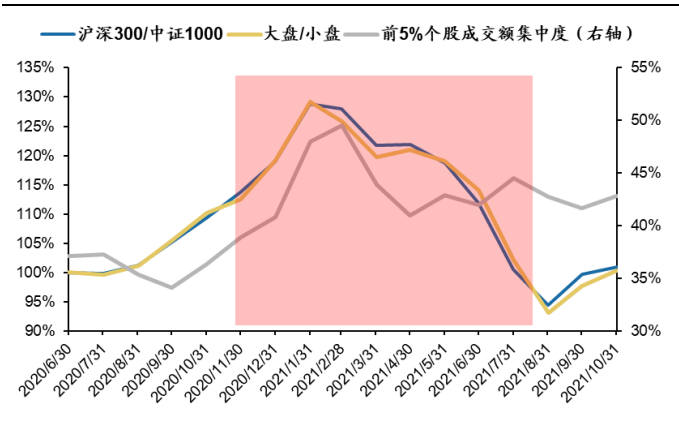
(5) 2021年2月:

①微观结构表征现象:A股前5%成交额个股交易集中度从2020年9月的34.1%快速上行,在2021年2月达到49.6%,超过45%阈值;

②市场走势:牛市中继,但市场风格从大盘占优转为小盘占优。

③背后原因:DDM的盈利端发生结构性(ΔG)发生迁移变化,分母端流动性同样发生变化。分子端盈利:前期占优的“茅指数”的盈利增速边际改善(幅度)出现回落,而“新半军”为代表的成长制造业则接力出现“高增兼备盈利增速改善(ΔG)兼备”;分母端流动性:中美利差在2020Q4触顶后回落,支撑大盘成长的流动性积极要素恶化。

图10: 2021年2月微观条件恶化期间市场风格切换



数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 2021年2月微观条件恶化前后行业涨跌排名

涨幅前五	前3月	前1月	后1月	后3月
1	休闲服务	休闲服务	公用事业	下跌
2	有色金属	房地产	纺织服装	采掘
3	电气设备	钢铁	钢铁	综合
4	化工	建筑装饰	综合	食品饮料
5	食品饮料	农林牧渔	建筑装饰	纺织服装
跌幅前五	前3月	前1月	后1月	后3月
1	通信	电气设备	有色金属	农林牧渔
2	商业贸易	电子	国防军工	家用电器
3	纺织服装	汽车	农林牧渔	通信
4	非银金融	国防军工	化工	房地产
5	传媒	传媒	电子	国防军工

资料来源: Wind、开源证券研究所

1.2、当前微观结构指标位置的理解

当前,许多投资者对目前的微观结构表示担忧。截至4.23,A股前5%成交额个股交易集中度来到了43.1%,相较3月上行3个百分点,与微观结构恶化的阈值45%愈发接近,因此越来越多投资者担心市场会发生显著的风格切换,甚至是牛熊切换。

我们对此的理解是,当下指标的位置确实较为敏感,但我们认为牛市仍在,且风格切换的概率并不算高,但科技内部的切换的重要性或正在提升:

(1) 无须担心“牛转熊”:历史上微观结构恶化后,一定会发生的是风格的“大切小”的变化,但并不一定发生“牛转熊”。从DDM框架来看,当前并没有显著恶化的趋势,本轮牛市的核​​心驱动力仍在,因此不需担忧牛市。

(2) 交易集中度看起来靠近阈值,实则不然,当前冗余空间仍较大。事实上,4月中上旬交易集中度显著提升背后有2大难以持续的特殊原因:

①美以伊冲突在阶段性缓和后,市场风险偏好发生显著反弹,3月受到压制最显著的品种的风险偏好得到释放;但地缘冲突开始之前A股的风险偏好并未在持续上行的阶段,且海外波动仍存,因此风险偏好的反弹回升并非无止境。

②四月中上旬一季报逐步披露,在4.17之前一季报披露率较低,且往往越早披露的一季报越积极,如4.15披露的宁德时代一季报、4.16披露的中际旭创一季报。在较为积极但密度不高的一季报披露下,投资者的交易较为集中。但展望4月接下来的时间,随着一季报的持续披露,投资者交易的信息也越丰富,交易或将更为分散。

(3)历史上微观结构恶化后风格的切换,背后一定有DDM三要素的显著变化。但从当下来看,DDM三要素仍然较为稳定,尚未出现显著变化的迹象和趋势;另一方面,大小盘也尚未出现显著的相对盈利趋势差,因此风格切换的概率目前来看尚不高。

(4)但A股前5%成交额个股交易集中度仍需持续关注,若确实突破45%阈

值，市场的风格确实有切换的概率，但更大的可能是科技内部的切换。我们认为，当前无论从自上而下的宏观及政策视角，还是自下而上的行业 ΔG 视角，本轮核心主线依然是科技成长（详见我们春季策略展望《从急行军到安营扎寨：牛市新节奏·新打法》）。因此风格即便切换，更大可能是科技内部的切换。切换的方向，我们建议向G和 ΔG 兼备的“二次点火”型资产切换，更具体的我们会在第三、四章进行讨论。

1.3、影响微观结构观测阈值的要素实际上是交易者结构

如上文所述，由于当前集中度并未突破阈值，因此目前风格切换的条件并未达成；但当前市场上还有一部分声音同样认为当前的集中度并不会引发风格切换，但原因是：经济结构的变化，会系统性的导致微观结构观测的阈值变化，因此该指标的指引意义下降。我们认为这是对微观结构的认知不足，没有抓住主要矛盾。

(1) “这次不同”的错觉——“新时代”下的谬误

时代变了，但人性不变。真正穿越牛熊的优秀投资者，如巴菲特、霍华德·马克斯、约翰·邓普顿，以及马克·米勒维尼等等，在面对“新时代”时，首先会探寻“新时代”中与历史相似的部分，以此为核心抓手，再进行微调，从而实现贯穿历史的持续投资收益。时代变了，但人性未改，人性的规律正是“行为金融学”的核心假设，也是证券分析师的重要理论基础。

投资大师约翰·邓普顿（John Templeton）曾说过，投资中最危险的四个字就是“这次不同”（This time is different）。每当市场出现新的技术、新的概念或新的叙事时（例如当年的互联网、如今的AI），总有人声称旧有的估值体系和周期规律已经失效，一个全新的时代已经来临。

(2) 如果认为“新时代”会影响微观结构恶化的阈值，会错判2021年的切换

如果认为经济结构变化，就会导致微观结构观测的阈值发生变化，投资者会对2021年2月微观结构恶化后出现的风格切换发生误判。A股的前4次微观结构恶化，包括2007年、2008年、2015年、2018年，在此期间中国的经济结构均发生了巨大的变迁，中国的经济增速中枢则是经历了3个不同的平台。进入2021年，中国的经济结构更是与过去4次有显著的不同：经历了疫情冲击、经济内生驱动力从投资到出口的转向、新兴产业的发展、龙头公司优势的持续崛起等等。如果认为经济结构和企业增速中枢的变化会导致微观结构观测的阈值发生变化，那么在2021年2月A股前5%成交额个股交易集中度突破45%时就会发生误判。

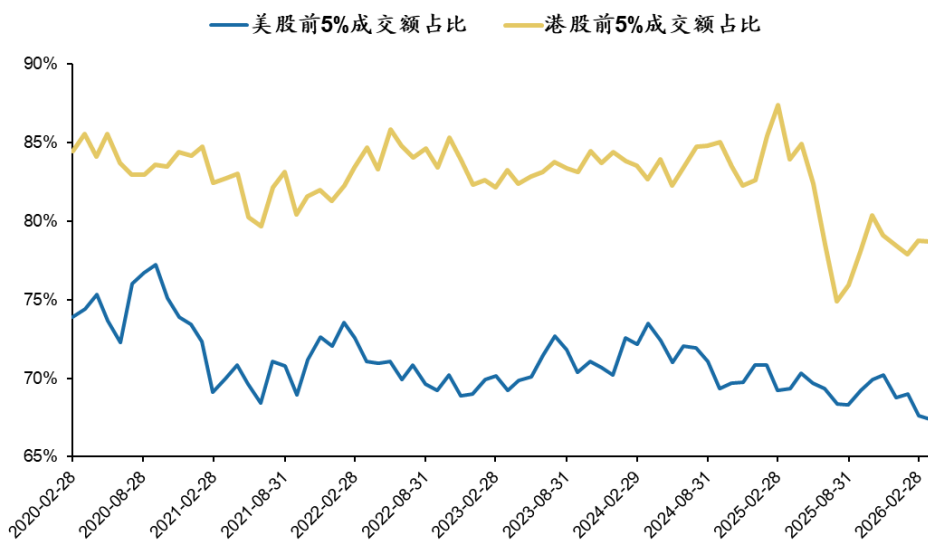
(3) 影响微观结构观测的阈值的主要矛盾，实际上是交易者结构

交易者结构越丰富，微观结构观测的阈值越低；反之，交易者结构越趋同的市

场，交易集中度中枢更高，微观结构恶化时需要突破的阈值越高。最典型的案例，就是以机构投资者为核心投资主体的美股和港股，2020年以来，这两个市场的前5%成交额个股的交易集中度中枢分别达到了71%和83%。交易者结构越趋同，交易的信息、投资的方法也越趋同，交易集中度的中枢自然也就越高。因此，如果A股的微观结构恶化观测阈值要发生变化，更应该观测A股的交易者结构是否更趋于单一，而非经济结构是否发生变化。A股当前的流动性丰富，交投参与者也很丰富，短期内我们判断这个45%的阈值仍然有效；但长期来看，如若未来机构投资者的交投占比持续大幅提升，45%的阈值也会发生变化上移。

更进一步的，对于追求alpha的投资者来说，交易者结构越丰富，获取超额收益的难度就越低。因为大家交易的信息不尽相同，投资者更容易通过更深入的研究去获取更高的收益——这与你在内卷的市场和不在内卷的市场当中开店赚钱的难度不一样，逻辑是类似的。

图12：投资者结构相对A股更为单一的美股和港股，交易集中度显著更高



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、再论拥挤度的应用：微观结构观测与行业拥挤度的不同

我们强调，“成交额占比”并不是最好的行业拥挤度观测指标，建议投资者不要将“微观结构恶化”的观测和“行业拥挤度”监测混为一谈。

2.1、拥挤度的观测指标和适用性：换手率、相对换手率、成交额占比

近期，有部分投资者试图用“产业的趋势性发展会引起市值中枢提升，从而成交额占比中枢也会提升”的逻辑，去推导出“行业拥挤度的观测无效”的结论。我们认为这样的分析有缺漏：事实上，行业拥挤度的观测指标，不仅限于成交额占比，而换手率、相对换手率在行业拥挤度的监测能力和覆盖效果上，甚至优于成交额占比。

对于行业来说，有三大指标对交易拥挤度可以形成指引：成交额占比、换手率、相对换手率。

我们寻找出所有一级行业适用的拥挤度指标以及对应的预警阈值，以监测对应行业是否处在交易拥挤度过高的情况，从而对股价做出预警。历史上来看，当拥挤度指标突破阈值后，对应行业较容易出现阶段性的股价调整。

从指标有效性来看，成交额占比并非最有效的行业拥挤度指标。同时，因为行业的市值占比会因为经济结构和产业结构的演变而变化，因此成交额占比的阈值指引往往是相对中短期的，需要随着时间变化而适当调整。

（注：预警线的设置：根据历史数据，当行业拥挤度指标达到阈值后股价可能随拥挤度共同下行，因此设定阈值的90%为预警线。）

图13：各一级行业拥挤度指标的有效性和阈值各不相同

行业	成交额占比	周换手率	周相对换手率	行业	成交额占比	周换手率	周相对换手率
农林牧渔		30%		建筑材料			
基础化工		30%	180%	建筑装饰	4%	25%	200%
钢铁			150%	电力设备		25%	140%
有色金属	8.0%	40%		国防军工	4.5%	20%	200%
电子	13.0%	28%		计算机	15%	30%	280%
家用电器		14%		传媒	11%	40%	450%
食品饮料	7.0%			通信	6.5%	45%	250%
纺织服装				银行			
轻工制造		20%		非银金融		20%	120%
医药生物		25%		汽车	7%	28%	
公用事业				机械设备		27%	
交通运输				煤炭	2.5%	30%	
房地产	6.0%	30%	250%	石油石化	2%	20%	150%
商贸零售		20%		环保		30%	280%
社会服务				美容护理			310%
综合							

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：未标记数字即代表该指标对拥挤度无指引。

2.2、交易拥挤度的应用：是辅助而非主导，是催化而非核心

交易拥挤度往往是一个行业股价阶段性顶部的风险判断指标，但其起到的更多的是辅助功用，而不是行情的主导要素。

在拥挤度的应用当中，需要注意两点：（1）不是每个行业都可以用交易拥挤度来预警股价，交易拥挤度的适用范围是有限的；（2）交易拥挤度不是 100%有效的风险预警条件，交易拥挤度是基于微观结构理论的一个技术参考指标。

无论是微观结构恶化下的交易集中度显著抬升，还是行业拥挤度突破阈值，对于行情和风格切换的作用的本质是“催化剂”，DDM 三要素（尤其是分子端景气线索）的变迁才是行情变化的核心主导：

（1）如果 DDM 三要素没有发生显著变化，拥挤度突破阈值后对应的品种或有短期的调整，但长期向好趋势并不会变化；

（2）如果 DDM 三要素发生显著变化，拥挤度突破阈值后会催化市场对 DDM 三要素的重定价，此后市场发生风格的切换甚至牛熊的切换。

具体的监测和跟踪，我们的做法如下：

截至 2026 年 4 月 17 日，交易拥挤度超过阈值的行业如下图标红数据。将 4 月 17 日拥挤度数据与上一周数据比较，可以得出以下拥挤度交易结论：

上周行业的交投活跃度大幅上升，其中，TMT 整体的周换手率继续回升。

（1）处于拥挤度预警线上的行业：电子、轻工制造、电力设备、国防军工、机械设备；

（2）拥挤度线上，且持续大幅上升的行业：国防军工、电子、机械设备；

（3）拥挤度处于预警线下，但有所升温的行业：建筑材料、社会服务、房地产、纺织服饰；

（4）显著降温的行业：石油石化、非银金融、交通运输；因此整体来看，当前以 TMT 和机器人为代表的科技成长品种的拥挤度持续高位，但拥挤度有一定的边际回落。

图14: 截至4月17日, 交易拥挤度超过阈值的有5个行业, 包括电子、轻工制造、电力设备、国防军工、机械设备

行业	成交额占比	周换手率	周相对换手率	行业	成交额占比	周换手率	周相对换手率
农林牧渔	1.00%	17.68%	80.91%	建筑材料	1.21%	30.32%	138.79%
基础化工	4.94%	23.10%	105.71%	建筑装饰	1.62%	22.45%	102.75%
钢铁	0.63%	18.38%	84.13%	电力设备	12.27%	27.57%	126.17%
有色金属	6.63%	23.87%	109.25%	国防军工	3.49%	24.02%	109.96%
电子	19.84%	29.11%	133.25%	计算机	5.95%	25.42%	116.35%
家用电器	1.11%	12.25%	56.08%	传媒	2.34%	27.10%	124.02%
食品饮料	1.11%	6.93%	31.71%	通信	8.55%	33.78%	154.63%
纺织服饰	0.52%	21.20%	97.05%	银行	0.83%	3.41%	15.62%
轻工制造	1.15%	29.10%	133.19%	非银金融	1.74%	7.50%	34.32%
医药生物	5.34%	18.65%	85.38%	汽车	3.34%	18.10%	82.83%
公用事业	2.34%	20.74%	94.93%	机械设备	7.22%	26.64%	121.95%
交通运输	1.00%	10.31%	47.19%	煤炭	0.46%	10.36%	47.43%
房地产	0.79%	18.14%	83.04%	石油石化	0.99%	17.70%	81.02%
商贸零售	0.71%	17.76%	81.28%	环保	1.00%	25.22%	115.45%
社会服务	0.56%	22.93%	104.97%	美容护理	0.14%	14.71%	67.32%
综合	0.20%	24.86%	113.78%	TMT	36.68%	29.23%	133.78%

更新时间: 2026-04-17 预警依据: 当下监测数值超过0.9*阈值

数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 截至4月10日, 交易拥挤度超过阈值的有8个行业, 包括电子、轻工制造、建筑装饰、电力设备、国防军工、通信、机械设备、石油石化

行业	成交额占比	周换手率	周相对换手率	行业	成交额占比	周换手率	周相对换手率
农林牧渔	1.03%	16.89%	82.91%	建筑材料	0.95%	22.61%	111.01%
基础化工	5.33%	22.69%	111.38%	建筑装饰	1.87%	23.56%	115.65%
钢铁	0.63%	16.90%	82.98%	电力设备	11.09%	23.68%	116.26%
有色金属	6.35%	21.60%	106.04%	国防军工	2.99%	19.44%	95.46%
电子	18.82%	26.56%	130.41%	计算机	6.03%	24.15%	118.58%
家用电器	1.11%	11.32%	55.56%	传媒	2.46%	26.11%	128.19%
食品饮料	1.04%	5.80%	28.46%	通信	8.97%	34.84%	171.03%
纺织服饰	0.46%	17.21%	84.50%	银行	0.95%	3.58%	17.57%
轻工制造	1.24%	28.69%	140.87%	非银金融	2.46%	9.67%	47.50%
医药生物	6.21%	19.55%	95.97%	汽车	3.21%	15.99%	78.50%
公用事业	2.27%	18.58%	91.20%	机械设备	7.20%	24.75%	121.51%
交通运输	1.33%	12.34%	60.57%	煤炭	0.59%	12.02%	59.01%
房地产	0.66%	14.18%	69.62%	石油石化	1.35%	21.29%	104.52%
商贸零售	0.72%	16.42%	80.64%	环保	0.99%	23.27%	114.25%
社会服务	0.49%	18.57%	91.16%	美容护理	0.17%	16.45%	80.78%
综合	0.19%	22.42%	110.06%	TMT	36.28%	27.70%	135.99%

更新时间: 2026-04-10 预警依据: 当下监测数值超过0.9*阈值

数据来源: Wind、开源证券研究所

3、再从景气投资视角，看 2022 年新能源下跌，和煤炭上涨

景气线索是风格切换当中最重要的线索。从第一章的复盘可以看到，每一次微观结构恶化的催化后市场的切换，背后均有景气的变化。

但是市场对“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。

我们从 2022 年作为切入点，再次和投资者讨论“景气投资方法论”。

3.1、2022 年：新能源 VS 煤炭，G 均为正，但 Δg 截然相反

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，并实现全年的一级行业涨幅第一。

到底哪些财务指标对股价有指引作用？我们在 1 月的深度报告《景气投资方法论》当中总结出的结论之一是，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 盈利增速 > 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。

图16: 财报窗口期, 跟随者 5 大财务指标进行投资, 便可获得显著的超额收益

△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%

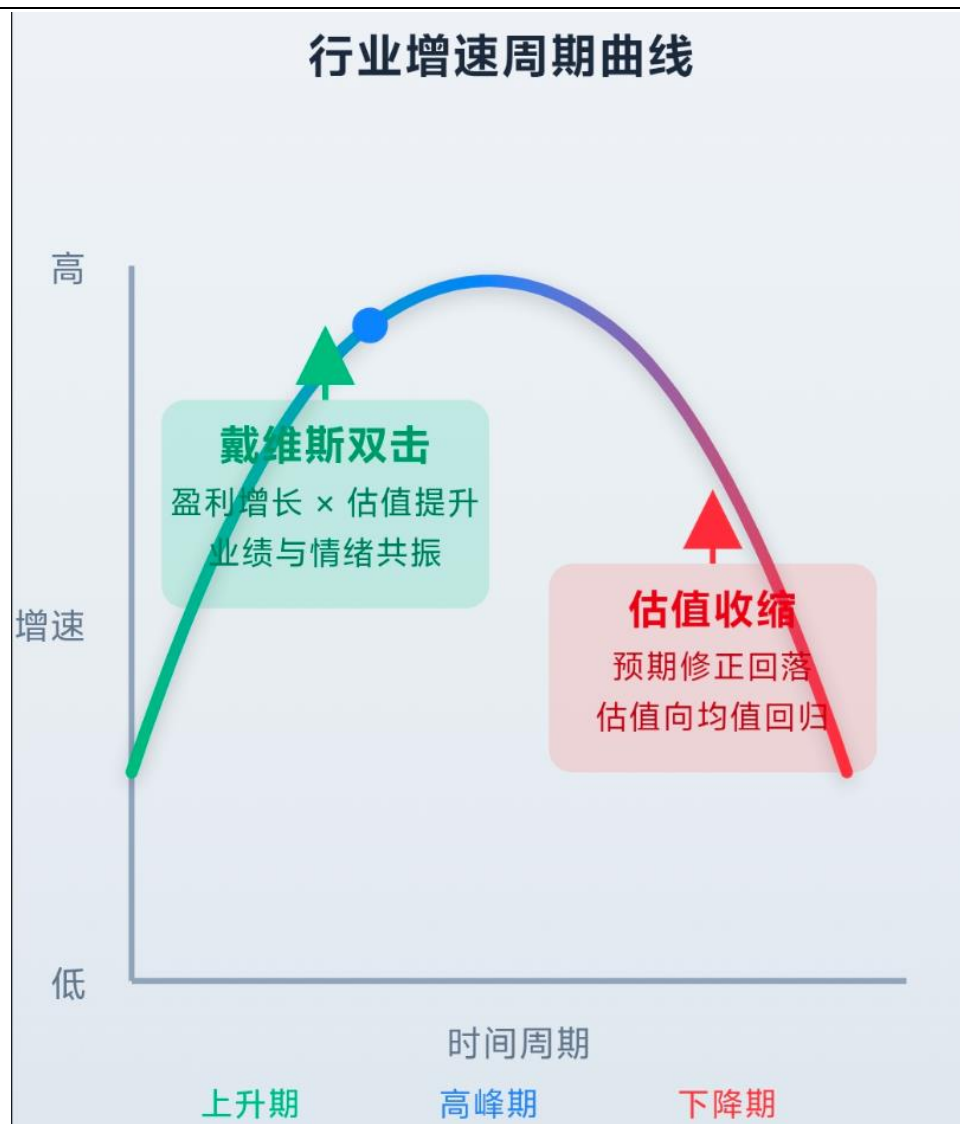
收入增速	T-15D	T-10D	T-5D	T+5D	T+10D	T+15D	T+20D	T+25D	T+30D	T+35D	T+40D
第一组 (数值最低)	-0.1%	-0.8%	-0.8%	0.4%	1.3%	1.8%	2.1%	2.5%	2.8%	2.8%	2.2%
第二组	0.1%	-0.7%	-0.8%	0.6%	1.5%	2.0%	2.3%	2.8%	3.0%	3.0%	2.3%
第三组	0.5%	-0.4%	-0.5%	0.7%	1.5%	1.9%	2.4%	2.6%	2.9%	2.8%	2.4%
第四组	0.5%	-0.2%	-0.4%	0.6%	1.4%	1.8%	2.3%	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)

基于以上结论，我们认为景气投资，最重要的是“G和 ΔG 兼备”。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。

从这个视角，我们更能重新理解2022年新能源和煤炭截然不同的表现：煤炭在增速山峰的左侧“G和 ΔG 兼备”；而新能源则出现在增速山峰的右侧，虽然G为正，但 ΔG 为负，想在新能源上赚钱的投资者却最终因为估值的原因亏了钱。

图17：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

3.2、“二次点火”成长是产业趋势下利润再分配的赢家

本轮科技投资的本质，不是产业轮动，而是 AI 重构生产函数，引发利润再分配。

谁会被 AI 替代？这是当下社会最火热的问题。我们认为当前 AI 对人类最大的影响，是财富的再分配，而不是生产力的提升。

因此本轮科技投资的思路，应该集中在：谁能够在再分配当中获得更大的份额？

AI 的冲击并非单一技术突破，而是对生产函数的系统性重构。技术 (T) 提升全要素生产率，劳动 (L) 被替代或重组，资本 (K) 议价权上升，利润分配结构随之改变。因此，科技投资的关键不在于“谁景气”，而在于“谁掌握入口”。算力资本、电力设施、生态平台，或将成为本轮财富再分配的核心受益者。

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。这一切切换的速度超乎想象：微软、亚马逊、Meta 等巨头大幅调整资本开支方向。碳基资产的折旧是物理性的、线性的，而硅基资产的价值积累则具有网络效应与数据飞轮效应，一旦形成规模优势，竞争壁垒将呈指数级增强。

图18：本轮 AI 科技投资底层逻辑是利润的再分配

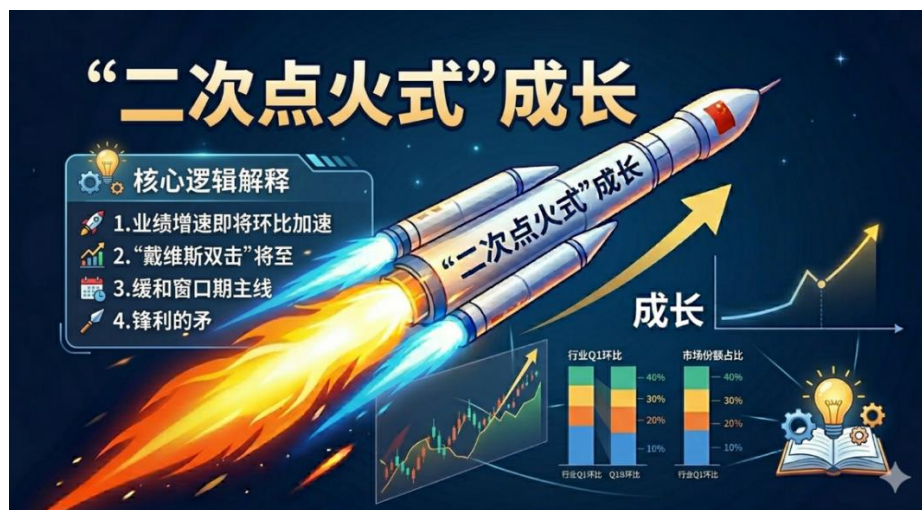


资料来源：开源证券研究所

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。对投资者而言，等待所有人都看清楚之后再入场，往往已错过了最大的弹性区间；而过早布局，则面临较长的等待期和较大的波动压力。最优解，是在盈利增速边际加速即将出现、但尚未被市场充分定价的时间节点布局。加速度——盈利增速的边际变化——正是衡量这一临界时刻最直接、最有效的量化锚点。

“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19：“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

4、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。

4.1、景气投资方法论：聚焦财报，更需关注“增长的边际变化”

截至 4.23，财报披露仍集中在年报。聚焦年报，我们看到一级行业中，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20：一级行业里，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	Δ	年报披露率
高端制造	电力设备	33%	72%	73%	80%	46%	26%	9%	-51%	-9%	-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%	99%
	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21：二级行业中，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	研报披露率
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%	304%	-5%	-6%	-18%	12%	31%	88%
电池	82%	73%	5%	-6%	-17%	-29%	-13%	-13%	-13%	-14%	21%	20%	33%	63%	30%	99%
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%	-26%	-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。

4.2、景气预期比较框架：聚焦预期，精准把握最佳时机

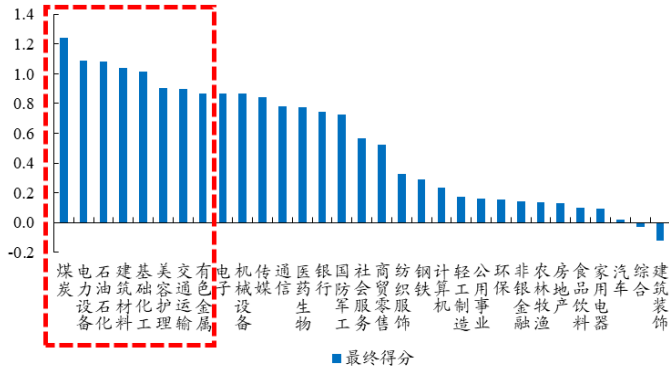
景气投资方法论给出了“G 和 Δg 兼备”的筛选逻辑，是基于财务数据，能起到“跟踪”的效果。对于景气投资，前瞻性是不可或缺的。为补充景气投资框架的前瞻性，我们引入了市场预期，通过跟踪分析师对于上市公司的盈利预期，使得景气投资框架能从“跟踪”拓展到“前瞻”。

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。

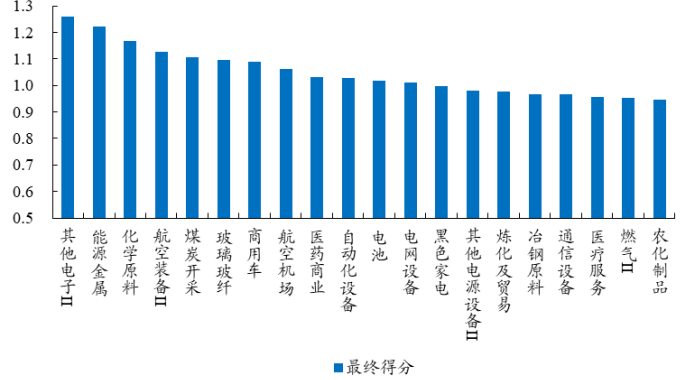
截至 4 月第三周 (04.19)，景气预期行业比较框架中景气预期改善靠前的行业分别为：煤炭、电力设备、石油石化、建筑材料、基础化工、美容护理、交通运输、有色金属；二级行业中，其他电子II、能源金属、化学原料、航空装备II、煤炭开采、玻璃玻纤、商用车、航空机场等景气预期排名靠前。

图22：一级行业中，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。

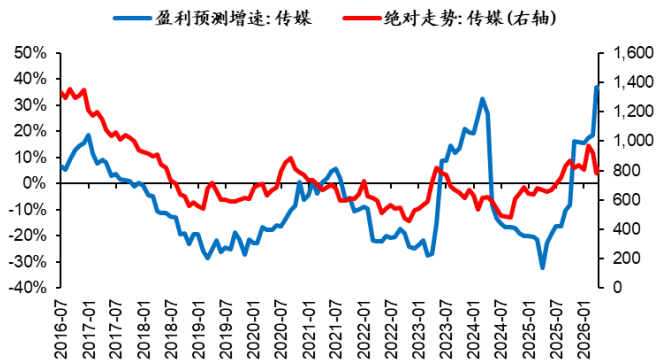
图23：二级行业中，景气预期改善前五的行业分别为其他电子II、能源金属、化学原料、航空装备II、煤炭开采



数据来源：Wind、开源证券研究所 注：截至 2026 年 4 月 19 日。

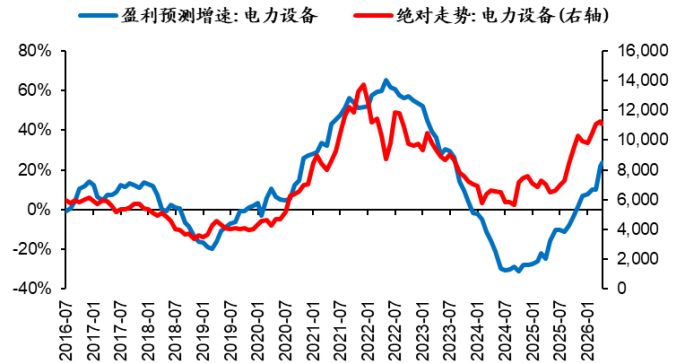
综合当前景气预期的结构与财报景气方法论的方向——一级行业中，传媒、电力设备、有色金属、计算机行业具备“二次点火”成长的特征，符合高景气及当下或未来景气加速的特征；二级行业中，其他电子II、能源金属、玻璃玻纤、医疗服务、游戏II、通信设备等方向是二次点火成长行业。

图24：传媒行业的盈利预测增速维持强劲



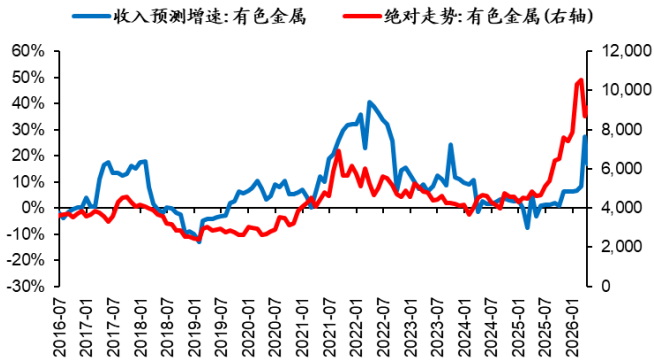
数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：电力设备行业的盈利预测增速维持强劲



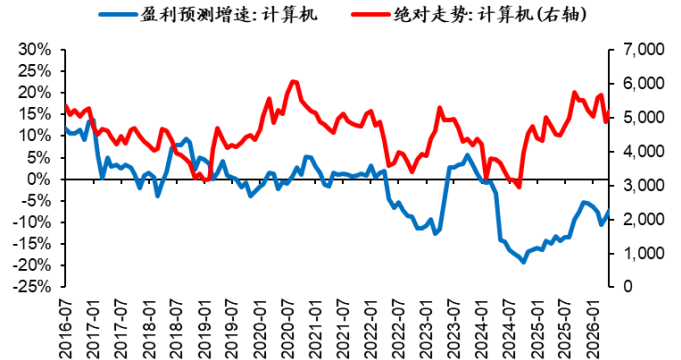
数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：有色金属行业的收入预测增速大幅上行



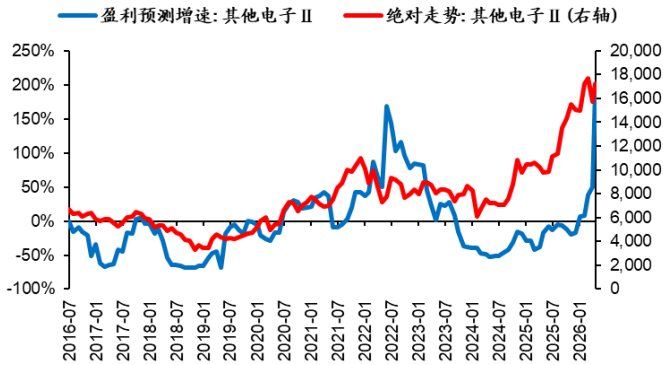
数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：计算机行业的盈利预测增速底部复苏



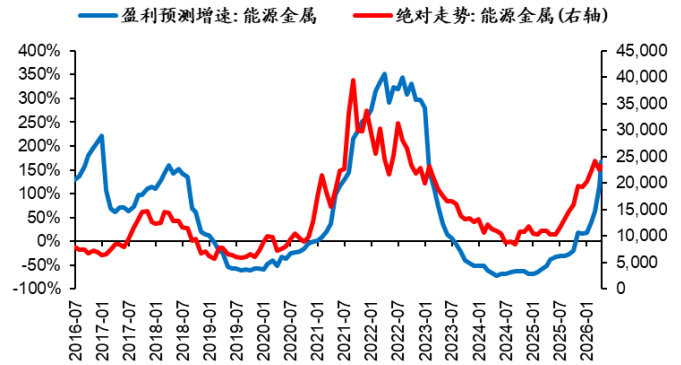
数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：其他电子II行业的盈利预测增速大幅上行



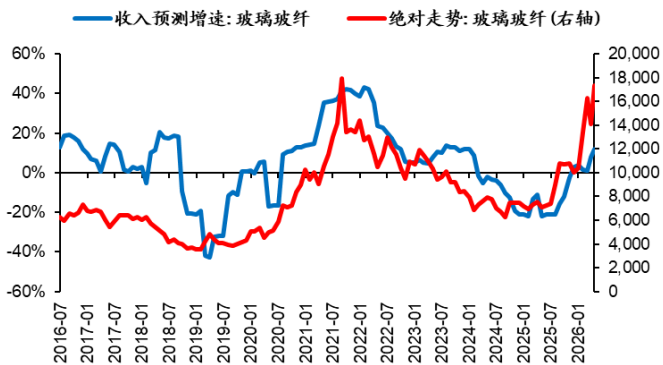
数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：能源金属行业的盈利预测增速大幅上行



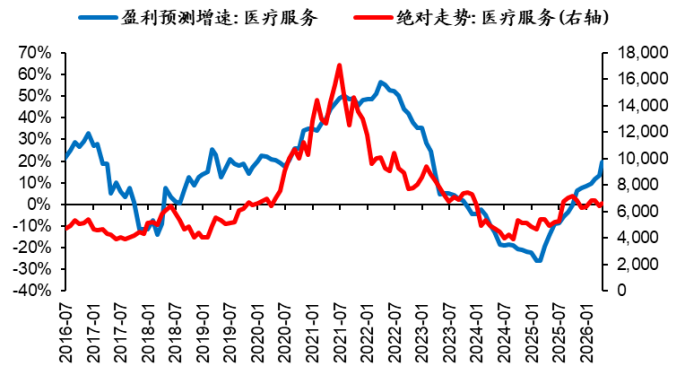
数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：玻璃玻纤行业的收入预测增速上行



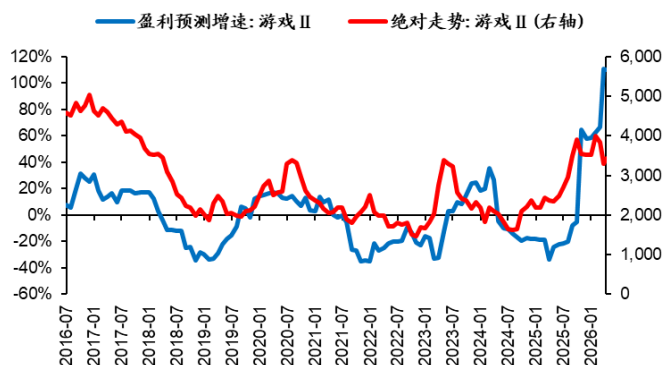
数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：医疗服务行业的盈利利润增速持续上行



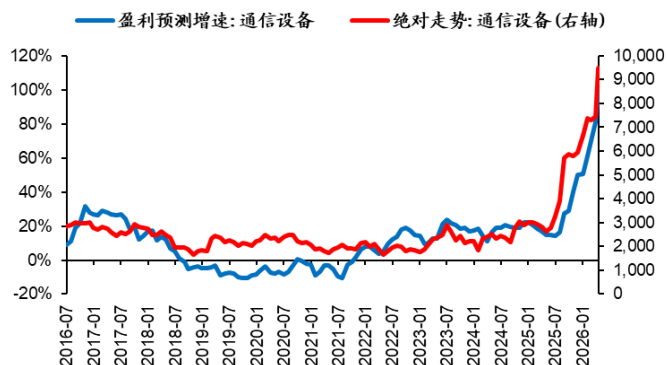
数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：游戏II行业的收入预测增速大幅上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：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

5、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

5.1、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34：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、风光核方向相关标的

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

5.2、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。

5.3、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。

5.4、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。

5.5、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 + 结构性修复”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，而碳纤维、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。

5.6、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。

5.7、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行业的 Δ 盈利增速排名靠前，彰显高景气；预期端，分析师对其他电子II的盈利预测修正整体向好。

5.8、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。

5.9、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。

5.10、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。

5.11、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。

5.12、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。

5.13、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。

5.14、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。

6、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的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