



牛市三阶段：下一棒，二次点火

策略行业2026年中期投资策略

韦冀星（分析师）

证书编号：S0790524030002

邮箱：weijixing@kysec.cn

简宇涵（分析师）

证书编号：S0790525050005

邮箱：jianyuhuan@kysec.cn

曹晋（联系人）

证书编号：S0790124080011

邮箱：caojin1@kysec.cn

2026年5月18日

核心观点

1. 大势：牛市进入第三阶段，牛一买修复，牛二买重估，牛三买点火

回顾本轮牛市，最重要的节奏并非指数本身的线性上行，而是每一次外生冲击后，市场主导定价变量发生再切换后的“再启动”。

牛市三阶段不是机械分段，而是主导定价变量的三次切换：从风险偏好修复，到资产重估，再到盈利兑现与结构分化。牛一买修复，牛二买重估，牛三买点火。牛三阶段不是顶部，而是筛选型牛市；胜负手不是简单追涨，而是寻找同时具备G与 ΔG 的“二次点火”型资产。

2. 牛市迈入第三阶段的2条线索：微观结构接近敏感区，修复叙事已经结束

线索1：微观结构接近敏感区。截至5月15日，A股前5%个股成交额集中度达到44.2%，与45%的阈值很接近。该指标尚不足以触发全面的科技风格崩盘，相比“科技退潮”，更大概率发生的是科技内部切换，以及成长风格向更多“二次点火”资产扩散。

线索2：修复叙事已经结束。当前万得全A自2000年以来年化收益率已经重回7%以上，市场不再是“修复”，也不再是“绩优低估”。继续看多不等于提高斜率预期，而是降低指数斜率预期、提高结构筛选要求。

3. 投资逻辑变迁：从“买中国资产”到“买中国资产里的利润再分配赢家”

本轮牛市前三个阶段的核心差异，不在于是否继续看多中国资产，而在于投资审美的进一步提升。

牛一阶段，市场交易的是中国资产整体风险偏好修复；牛二阶段，市场交易的是中国资产中的绩优资产重估；进入牛三阶段，市场不再无差别奖励“好资产”，而是开始寻找真正分到利润、且利润分配速度仍在加快的结构赢家。

4. DDM：分子接棒分母，【盈利加速度】决定胜负

分子端，A股一季报呈现总量超预期与景气扩散，A股非金融企业带动下业绩弹性大幅提升，科技和周期行业依旧是绝对增速最强的大类，景气出现向消费和地产扩散。展望2026年H2内需，高端制造业有望继续拉动工业增长，消费端物价温和回升，地产对经济拖累有望迎来改善。景气线索在牛三阶段的真正应用方式是“二次点火”：G和 Δg 兼备，融合现实与预期。**分母端**，美国通胀抬头、美联储降息预期延后，降息与缩表节奏均难明显加快。牛三阶段的胜负手，是在分母弹性放缓、分子重要性上升的环境中，用盈利加速度筛选“二次点火”型资产。

5. 结构：行业配置建议：以“二次点火”争取超额，以红利+ ΔG 降低波动

配置上，以G+ ΔG 作为主攻方向，同时用周期弹性、消费预期差和红利+ ΔG 构建更均衡的组合。

①AI科技：算力、先进封装、半导体设备、存储、算力二线、电力设备、大模型、互联网平台；②周期弹性：有色金属、化工石化、建材；③消费预期差：纺服、高端商业物业、餐饮、旅游；④一季报后考虑 ΔG 的高股息：城商行、医药、纺织服饰、公共事业、传媒。

6. 风险提示：宏观政策超预期变动放大市场波动。全球流动性及地缘政治恶化风险。测算的定价模型基于历史数据，不能代表未来。

目录

CONTENTS

- 1 三次冲击，三次启动：牛市进入第三个定价阶段
- 2 DDM：分子接棒分母，【盈利加速度】决定胜负
- 3 “二次点火”型资产：重视成长，关注消费和周期的复苏
- 4 风险提示

1.1 2025-2026, 牛市从二阶段到三阶段

■ 我们站在2024年展望2025年提出：牛市进入二阶段。从现在开始展望未来：牛市进入三阶段

- 2024.11我们明确提出，2025年“牛市进入二阶段”，定价主线发生变迁：绩优定价回归，无需过分恐高，科技成长大牛市。
- 2025.11提出，2026年盈利主导的修复慢牛将开启，证券化率视角下的牛市估值仍有足够的扩张空间。
- 2026.3，我们在2026年春季策略《从急行军到安营扎寨：牛市新节奏 新打法》进一步提出，牛市仍在，但打法要换：从2025年“情绪修复+风险溢价压缩”的估值牛，转变为2026年“盈利结构+资金结构”驱动的结构慢牛。

图1：科技成长“大牛市”需要具备的所有条件及当前情况 (2024.11.10)

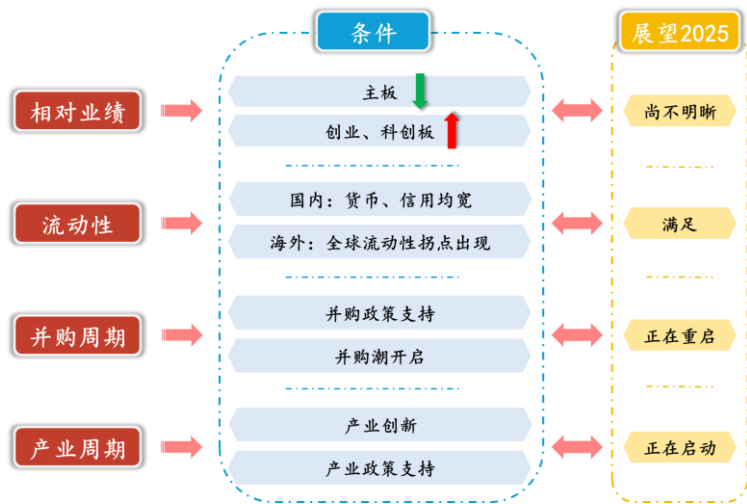
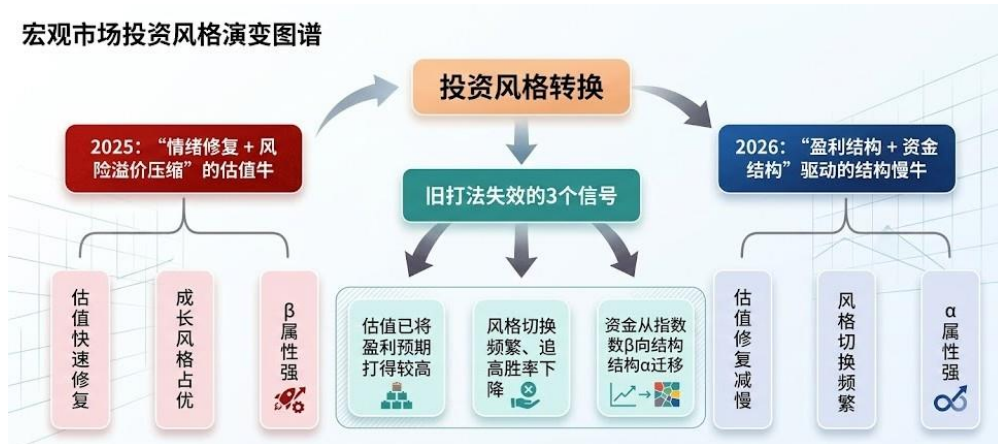


图2：2026年投资风格或将有所变化 (2026.3.3)



- 回顾本轮牛市，最重要的节奏并非指数本身的线性上行，而是每一次外生冲击后，市场主导定价变量发生再切换后的“再启动”
- 2024年9月，牛市第一次启动——9.24政策组合确认政策底，风险偏好从极低位修复启动；
 - 2025年4月，牛市第二次启动——美国关税战冲击形成阶段性砸坑，牛市在“以我为主”与中国资产重估逻辑下迎来第二次启动；
 - 2026年4月，牛市第三次启动——美伊以冲突带来的新一轮外部冲击缓和后，风险偏好修复，牛市第三次启动，市场有望进入第三个定价阶段：从资产重估转向盈利兑现与结构分化。

图3：本轮牛市特征：每一次外生冲击后，市场主导定价变量发生再切换



1.2 牛一买修复，牛二买重估，牛三买点火

- 牛市三阶段不是机械分段，而是主导定价变量的三次切换：从风险偏好修复，到资产重估，再到盈利兑现与结构分化
- 牛一：分母修复。政策底确认后，风险偏好从极低位修复，行情由估值低位与政策反转驱动，弹性品种率先受益。
- 牛二：资产重估。外部冲击砸坑后，市场在“以我为主”和中国资产重估逻辑下再启动，绩优品种成为分子端牵引的强Beta主线。
- 牛三：二次点火。分母修复与分子重估之后，牛市仍在，但赚钱难度上升。估值扩张难度提升，盈利兑现能力决定高度，市场从普涨走向分化，Beta减弱、Alpha增强。
- 因此，牛三阶段的胜负手，不是简单追涨，而是寻找同时具备G与 ΔG 的“二次点火”型资产。

图4：本轮牛市的三个阶段，是定价逻辑切换的三个阶段

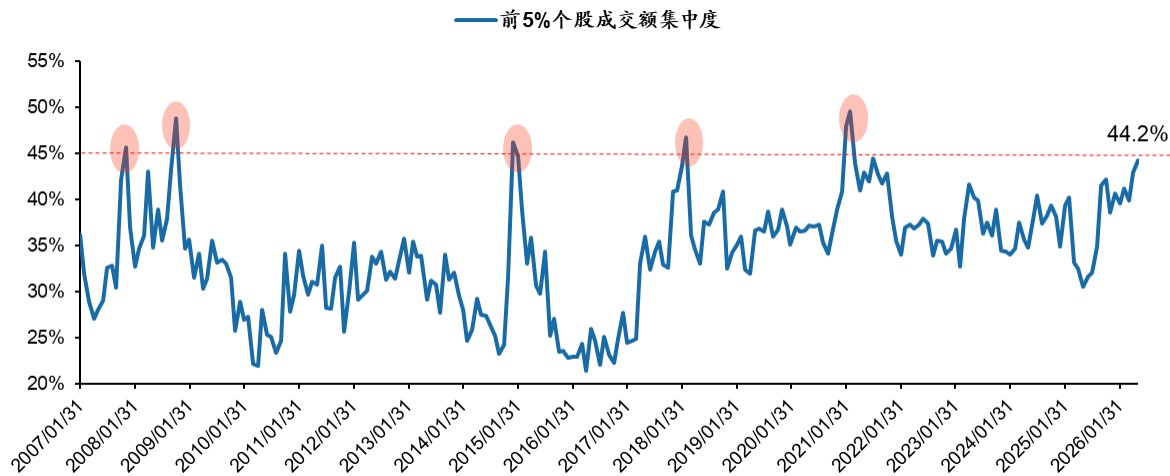
阶段	开始时间	重置市场预期的外生变量	定价主线	行情特征	领涨品种
 牛一 买修复	2024.09	9.24政治局会议	风险偏好修复	以弹性品种牵头，普遍性的估值修复	券商、超跌成长、港股弹性
 牛二 买重估	2025.04	美国的全球关税	绩优品种的资产重估	强Beta行情，绩优定价回归，无需过分恐高	科技成长、绩优制造
 牛三 买点火	2026.04	美伊以冲突	盈利兑现下，盈利分化，“二次点火”型资产走出	估值扩张难度提升，盈利兑现能力决定行情高度，真正能持续跑赢的资产开始收敛，Beta减弱，Alpha增强	G+ ΔG 二次点火资产

1.3 判断牛市要从二阶段进入三阶段的2条线索

■ 线索1：微观结构的催化——前5%成交额个股成交集中度接近敏感区域

- 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股占比达到历史高位阈值（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，每次市场均发生显著变化。
- 截至5月15日，A股前5%个股成交额集中度达到44.2%，与45%的阈值很接近。
- 复盘历史，微观结构恶化本质是个行情“催化剂”，催化市场对DDM三要素进行重定价。我们的判断是：目前该指标尚不足以触发全面的科技风格崩盘，相比“科技退潮”，更容易催化行情在科技内部切换，以及成长风格向更多“二次点火”资产扩散。

图5：当前微观结构观测指标所处位置44.2%，与45%的阈值很接近



1.3 判断牛市要从二阶段进入三阶段的2条线索

■ 线索2：修复叙事已经结束——当前A股已经在7%的年化收益率线之上

- 一个反直觉的事实：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；甚至，处于领先地位。
- 当前万得全A自2000年以来的年化收益率已经重回7%上，市场不再是“修复”，也不再是“绩优低估”。
- 市场已经离开低位起跑区，进入牛市的体力管理阶段。此时继续看多不等于提高斜率预期，而是要降低指数斜率预期、提高结构筛选要求。

图6：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

2000.1-2026.4各指数年化收益率

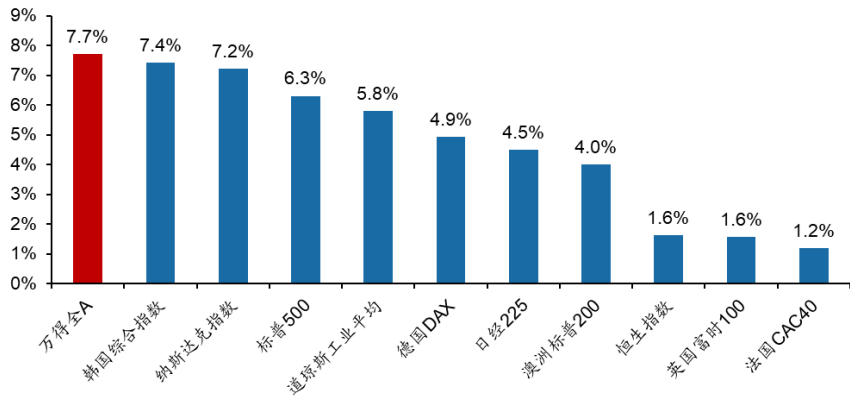


图7：同样7%左右的年化收益，万得全A的波动显著大于纳斯达克指数



■ 证券化率视角：牛市仍在，仍有空间，但即将进入“中枢拔升到1以上”的战略攻坚阶段

- A股过去有2次证券化率突破1.1倍，但中枢在持续上行，当前处在0.94倍位置处，起始位置是0.62。市场当前所处位置已经告别“低位起跑”的阶段，转而进入“中高位续爬”——也就是证券化率中枢性站上1倍以上的战略攻坚阶段。
- 牛市还在，但进入“体力管理阶段”。其特征表现为成交活跃度高企但动能分化、估值中枢缓慢上移但波动加剧。这种分化印证了“体力管理”的核心逻辑，市场不再依赖全面上涨，而是依靠结构性赛道的持续景气改善和资金流入维持整体韧性。

图8：证券化率逐步攀升至0.94，正迈入高敏感区间



■ 本轮牛市前三个阶段的核心差异，不在于是否继续看多中国资产，而在于投资审美的进一步提升

- 牛一阶段，市场交易的是中国资产整体风险偏好修复；
- 牛二阶段，市场交易的是中国资产中的绩优资产重估；
- 进入牛三阶段，市场不再无差别奖励“好资产”，而是开始寻找真正分到利润、且利润分配速度仍在加快的结构赢家。

图9：牛三阶段买中国资产里的利润再分配赢家

从“买中国资产”到“买中国资产里的利润再分配赢家”

—— 从总量重估，走向结构胜负 ——

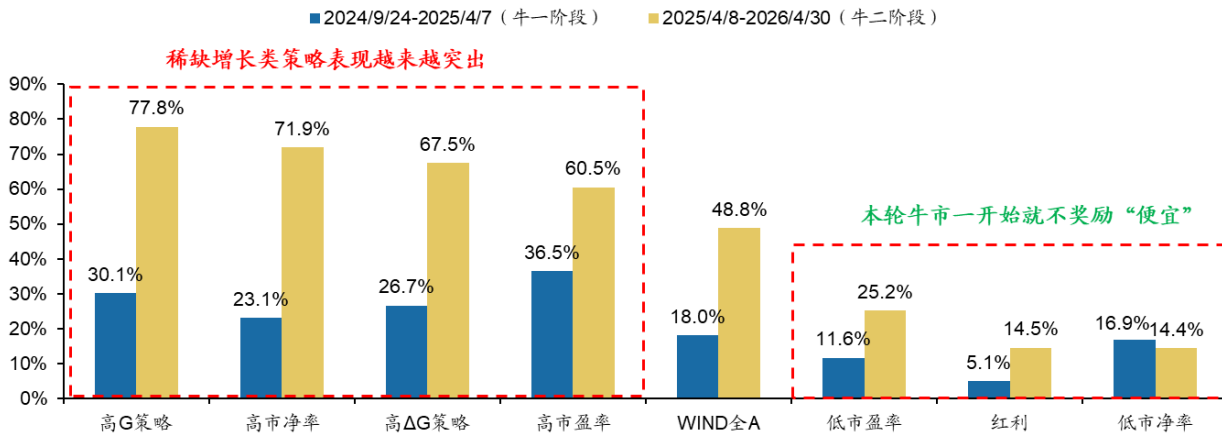


1.6 定价锚点的强化：从“增长弹性”到“增长兑现”

- 本轮牛市从一开始就不奖励“便宜”，而是奖励“增长”；牛三阶段的关键，是从增长资产里筛选增长持续兑现——加速增长
- 牛一阶段并非低估值均值回归行情：高G策略、高PE、高ΔG策略、高PB等增长弹性策略表现靠前，而低PE、低PB、红利等低估值/防御策略明显落后。
- 牛二阶段增长定价进一步强化：高G策略、高ΔG策略、高PB、高PE占优幅度增大，牛二进一步提高了对稀缺增长的估值容忍。
- 因此，牛三阶段不是从低估值切向成长，而是“增长弹性”走向“增长兑现”。下一阶段的胜负手，是在增长资产中寻找能够持续兑现G与ΔG的“二次点火”资产：“牛三买点火”不是临时发明，而是本轮牛市因子表现的自然延伸。

图10：本轮牛市从一开始就不奖励“便宜”，而是奖励“增长”

牛市一阶段和二阶段的不同策略因子表现



目录

CONTENTS

- 1 三次冲击，三次启动：牛市进入第三个定价阶段
- 2 **DDM：分子接棒分母，【盈利加速度】决定胜负**
- 3 “二次点火”型资产：重视成长，关注消费和周期的复苏
- 4 风险提示

2.1 分子端：A股一季报的两大特征：总量超预期 & 景气扩散

■ 特征一：总量超预期

- (1) 需求端：2025年Q4，A股营收增速受金融业拖累放缓，2026年一季报显著提速。2025年全年/2026年Q1全A营收同比增速分别为1.3%/5.0%（2025年Q3为1.4%），全A（非金融）营收同比增速分别为1.0%/5.2%（2025年Q3为0.6%）。
- (2) 利润端：2026年Q1，A股非金融企业带动下，业绩弹性大幅提升。2025年全年/2026年Q1全A净利润同比增速分别为3.3%/7.2%（2025年Q3为5.6%），全A（非金融）净利润同比增速分别为-0.3%/11.7%（2025年Q3为2.1%）。

图11：2026年Q1全A累计营收同比大幅提升

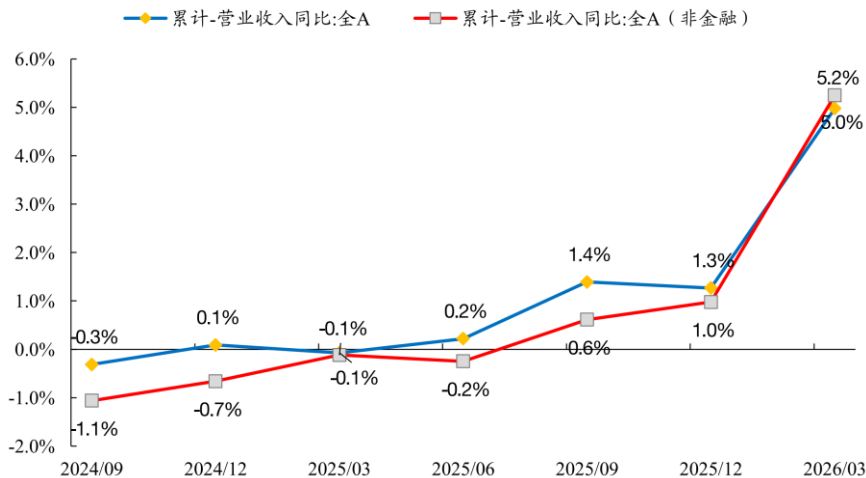
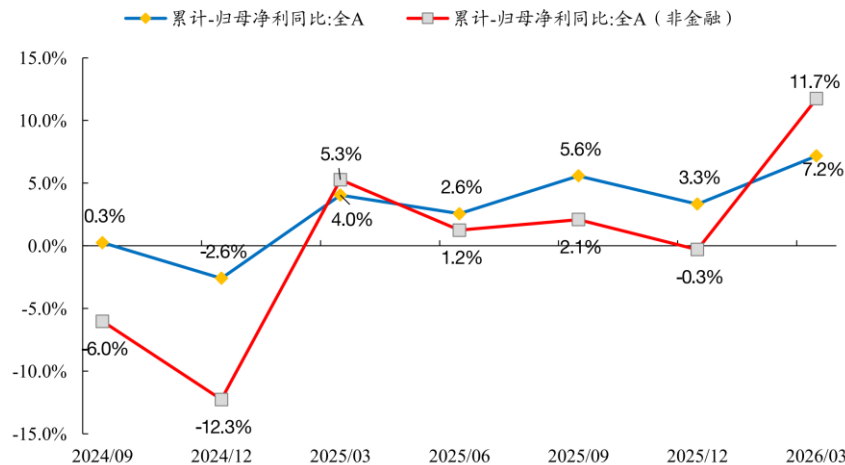


图12：2026年Q1全A（非金融）盈利增速大幅提升



2.1 分子端：A股一季报的两大特征：总量超预期 & 景气扩散

■ 特征二：行业景气扩散

- 科技和周期行业依旧是绝对增速最强的大类，利润端增速弹性更高于收入端；
- 此外，行业景气出现向消费和地产扩散，行业的一季报收入同比增速较2025年环比改善。

图13：科技制造和周期的多数行业在收入和利润端增长仍在提速

大类行业	一级行业	增长类型	累计-营业收入同比										累计-归母净利润同比									
			2024/9/30	2024/12/31	2025/3/31	2025/6/30	2025/9/30	2025/12/31	环比 (25Q4- 25Q3)	2026/3/31	环比 (26Q1- 25Q4)	2024/9/30	2024/12/31	2025/3/31	2025/6/30	2025/9/30	2025/12/31	环比 (25Q4- 25Q3)	2026/3/31	环比 (26Q1- 25Q4)		
周期	有色金属	扩张型景气	4.1%	6.5%	7.9%	7.3%	10.1%	4.9%	4.7%	37.2%	22.3%	2.0%	3.4%	68.2%	38.1%	42.9%	55.3%	12.4%	114.0%	58.7%		
	环保	扩张型景气	-0.8%	-0.8%	3.4%	1.1%	3.0%	5.4%	2.5%	13.5%	8.0%	3.7%	-14.5%	4.2%	-4.0%	-5.8%	-2.7%	3.0%	20.2%	23.0%		
	基础化工	扩张型景气	3.3%	3.6%	5.9%	2.9%	2.6%	8.0%	0.4%	9.8%	6.8%	-5.7%	-6.3%	13.3%	5.1%	9.9%	4.3%	-5.7%	14.1%	9.8%		
	交通运输	业绩反转型	-2.6%	-0.6%	0.3%	-0.8%	0.1%	3.4%	1.2%	4.9%	3.5%	8.1%	15.2%	2.2%	2.9%	-4.7%	-15.1%	-10.5%	19.5%	34.6%		
	公用事业		0.7%	-1.3%	-2.8%	-3.2%	-3.6%	2.7%	1.0%	-2.5%	0.2%	13.9%	4.2%	10.9%	0.9%	2.6%	4.7%	2.1%	-7.1%	-11.8%		
	石油石化	低位修复型	-1.9%	-2.8%	-6.8%	-8.4%	-7.1%	-6.0%	1.1%	-2.9%	3.2%	1.5%	0.4%	-6.3%	-14.5%	-11.1%	-11.7%	-0.6%	15.3%	27.0%		
	钢铁	低位修复型	-9.3%	-9.6%	-10.0%	-9.2%	-6.2%	-6.7%	-0.5%	-5.3%	1.4%	-115.2%	-132.2%	534.1%	157.2%	749.6%	273.9%	-475.7%	-77.8%	-351.7%		
	煤炭	低位修复型	-7.4%	-5.1%	-18.3%	-19.6%	-18.2%	-14.5%	3.7%	1.0%	15.5%	-19.8%	-19.8%	-28.2%	-32.3%	-29.7%	-27.3%	2.4%	-3.1%	24.3%		
科技制造	国防军工	扩张型景气	-5.8%	-1.8%	-16.0%	-1.6%	9.5%	37.7%	28.1%	44.0%	6.3%	-28.5%	-42.1%	-29.5%	-10.5%	6.7%	67.0%	60.3%	85.5%	18.4%		
	电子	扩张型景气	19.4%	18.4%	18.7%	19.8%	19.9%	20.0%	0.1%	28.1%	8.1%	33.2%	34.4%	29.9%	28.1%	35.6%	31.9%	-3.7%	73.1%	41.1%		
	计算机		6.5%	5.4%	16.1%	11.8%	9.4%	7.5%	-1.9%	4.4%	-3.1%	-27.2%	-45.9%	499.3%	38.0%	31.6%	55.4%	23.8%	119.1%	63.7%		
	电力设备	扩张型景气	-9.6%	-8.0%	3.3%	5.0%	6.0%	7.1%	1.1%	21.6%	14.5%	-52.9%	-60.3%	-12.0%	6.5%	20.6%	38.9%	18.3%	53.8%	14.9%		
	机械设备		5.1%	5.3%	10.2%	7.4%	6.1%	5.4%	-0.8%	7.9%	2.6%	-0.6%	-7.7%	24.2%	18.2%	14.0%	12.3%	-1.7%	-5.5%	-17.7%		
	传媒		0.8%	0.0%	5.5%	4.0%	5.4%	5.3%	-0.1%	3.4%	-1.9%	-32.4%	-49.7%	39.1%	28.7%	37.2%	46.4%	9.2%	-1.0%	-47.4%		
	通信		3.6%	4.2%	2.5%	3.1%	3.3%	3.6%	0.3%	5.8%	2.2%	8.6%	6.9%	7.1%	7.9%	9.1%	6.9%	-2.1%	4.7%	-2.2%		
消费	汽车		6.7%	8.9%	7.8%	8.2%	8.8%	7.0%	-1.8%	2.9%	-4.1%	16.0%	17.5%	16.6%	2.6%	5.0%	3.6%	-1.4%	-22.4%	26.0%		
	社会服务	业绩反转型	10.3%	7.7%	4.1%	5.3%	5.9%	4.7%	-1.2%	6.3%	1.6%	6.1%	-2.0%	5.7%	1.1%	2.2%	-5.3%	-7.5%	9.1%	14.4%		
	美容护理		2.7%	2.6%	6.2%	5.4%	5.4%	4.0%	-1.5%	5.3%	1.3%	-15.6%	-16.2%	-14.5%	-9.9%		-2.8%	7.1%	-12.3%	-9.5%		
	家用电器		4.2%	4.6%	12.7%	8.3%	6.4%	8.5%	-2.9%	-0.2%	-3.7%	5.5%	7.1%	25.1%	12.8%	10.2%	-7.1%	-17.3%	-8.1%	-1.0%		
	农林牧渔		-4.3%	-2.3%	7.6%	9.0%	5.8%	2.6%	-3.2%	3.5%	0.9%	583.2%	2544.1%	1512.5%	166.2%	11.5%	37.5%	-49.0%	-109.2%	71.7%		
	纺织服装		0.7%	-1.3%	-13.2%	-5.3%	-2.3%	3.1%	3.4%	5.5%	4.4%	-6.6%	-36.5%	-5.3%	-8.6%	-10.1%	20.9%	31.0%	-0.9%	-21.7%		
	医药生物	业绩反转型	0.9%	0.1%	-3.4%	-1.9%	-1.3%	0.0%	1.3%	1.7%	1.7%	-6.7%	-12.4%	-8.4%	-3.7%	-1.4%	-1.2%	0.2%	3.4%	4.6%		
	食品饮料	低位修复型	1.6%	1.4%	0.1%	0.0%	-1.0%	-3.1%	-1.2%	1.6%	4.7%	10.6%	5.4%	-1.1%	-1.5%	-3.6%	-9.0%	-5.4%	-2.2%	6.8%		
	商贸零售	业绩反转型	-5.4%	-5.5%	-8.1%	-6.8%	-4.4%	3.7%	0.7%	6.6%	10.3%	7.8%	3.0%	-7.2%	-9.7%	-25.0%	-57.4%	-32.4%	50.3%	107.6%		
	轻工制造	低位修复型	4.7%	3.1%	0.0%	0.0%	-1.2%	-1.4%	-0.2%	4.7%	6.1%	4.9%	-25.8%	-16.5%	-22.2%	-24.8%	-33.6%	-8.8%	-20.8%	12.8%		
地产建筑	建筑装饰		-4.7%	-3.9%	-6.3%	-5.9%	-5.5%	-6.0%	-0.5%	-6.1%	0.0%	-11.2%	-16.3%	-9.1%	-7.6%	-11.4%	-25.2%	-13.8%	-15.2%	10.0%		
	建筑材料		-11.1%	-11.8%	-1.6%	-3.9%	-4.3%	-7.1%	-2.8%	-2.4%	4.8%	-50.3%	-47.0%	371.2%	48.3%	33.5%	-33.8%	67.3%	-44.1%	-10.2%		
	房地产		-23.0%	-21.0%	-7.4%	-11.8%	-10.5%	-8.1%	-7.6%	-23.2%	-5.1%	-152.3%	-252.4%	-1066.1%	-247.0%	-227.3%	-25.9%	-201.4%	1.1%	27.0%		
大金融	非银金融		16.4%	16.0%	3.9%	7.7%	16.3%	6.3%	-9.9%	-4.6%	-10.9%	43.5%	47.4%	21.3%	18.4%	38.6%	28.6%	-10.0%	-0.8%	-29.4%		
	银行		-1.0%	0.1%	-1.7%	1.0%	0.9%	1.4%	0.5%	7.6%	6.2%	4.4%	2.3%	-1.2%	0.8%	1.5%	1.4%	0.0%	3.0%	1.6%		
综合	综合		-3.3%	-5.5%	-5.5%	-8.8%	-4.0%	-7.2%	-3.3%	-20.1%	-12.9%	83.7%	59.0%	196.6%	495.4%	1139.3%	-79.3%	-121.5%	85.8%	165.1%		

2.1 分子端：A股一季报的两大特征：总量超预期 & 景气扩散

■ 特征二：行业景气扩散

- 从 Δg 和 g 兼备的视角下，行业景气扩散的迹象也愈发显著；
- 二级行业视角， Δ 盈利增速处于行业前列且增速大于20%的品种相较过去几个财报季更为分散：房地产服务、一般零售、地面兵装II、造纸、航海装备II、休闲食品、旅游及景区、广告营销、酒店餐饮、计算机设备、半导体。

图14：二级行业中，房地产服务、一般零售、地面兵装II、造纸、航海装备II、休闲食品、旅游及景区、广告营销、酒店餐饮、计算机设备、半导体等行业的 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	2026Q1	Δg
房地产服务	-160%	-306%	274%	144%	141%	63%	0%	118%	80%	164%	16%	18%	-252%	-971%	37%	1008%
黑色家电	16%	86%	17%	10%	13%	2%	-6%	-10%	-18%	-1%	14%	15%	25%	-700%	-40%	660%
一般零售	-20%	-62%	-3%	25%	5%	-17%	-27%	-40%	-2%	20%	-24%	-33%	-60%	-480%	33%	513%
地面兵装II	34%	28%	-51%	-49%	-47%	-29%	-40%	-41%	-56%	-157%	-110%	-2%	39%	174%	621%	447%
造纸	-51%	-67%	-96%	-79%	-53%	-2%	2107%	271%	46%	-137%	-90%	-115%	-141%	-98%	262%	360%
航海装备II	-22%	-190%	46%	826%	344%	311%	299%	136%	33%	126%	198%	135%	87%	27%	362%	335%
休闲食品	-36%	-36%	26%	28%	24%	24%	13%	8%	10%	7%	-18%	-18%	-14%	-23%	111%	134%
生物制品	-20%	-26%	-15%	-13%	-5%	-11%	-25%	-30%	-32%	-37%	-36%	-30%	-26%	-125%	-9%	116%
旅游及景区	-705%	-77%	125%	158%	284%	145%	99%	15%	12%	2%	-16%	-4%	-18%	-23%	80%	104%
广告营销	-39%	-96%	-5%	8%	13%	246%	-13%	-6%	-8%	9%	12%	-4%	1%	-50%	51%	101%
酒店餐饮	-1130%	-985%	143%	197%	370%	271%	57%	46%	4%	-19%	-54%	-40%	-25%	-6%	94%	100%
计算机设备	-22%	-28%	16%	-1%	-2%	1%	-5%	6%	11%	11%	12%	6%	15%	23%	112%	89%
半导体	1%	-16%	-58%	-55%	-52%	-45%	12%	14%	26%	12%	37%	33%	36%	30%	111%	81%
装修建材	-29%	-24%	21%	17%	21%	7%	-2%	-7%	-17%	-38%	-11%	-32%	-26%	-57%	13%	69%
综合II	-32%	-104%	-26%	-107%	-123%	-2993%	-159%	175%	149%	73%	456%	1066%	936%	-42%	23%	64%
化学纤维	-58%	-54%	-50%	-42%	-22%	-31%	-16%	-9%	-21%	-20%	-17%	-21%	-10%	-14%	50%	64%
物流	22%	11%	-2%	-6%	20%	8%	-6%	-4%	-27%	-22%	-5%	-2%	-3%	-47%	12%	59%
工业金属	22%	15%	-18%	-25%	-9%	5%	22%	49%	38%	31%	44%	24%	32%	48%	105%	58%
小金属	41%	23%	-31%	-36%	-29%	-24%	-61%	-31%	-25%	-20%	106%	43%	46%	43%	97%	54%
专业连锁II	-23%	-31%	-8%	-17%	-16%	-11%	-7%	-4%	-17%	-23%	-29%	-36%	-56%	-53%	1%	53%
互联网电商	47%	66%	169%	58%	81%	89%	17%	577%	2100%	304%	-5%	-6%	-18%	1%	52%	51%
专业服务	6%	5%	20%	48%	30%	18%	24%	-12%	-8%	-1%	48%	21%	17%	-2%	42%	43%
贵金属	78%	39%	-2%	16%	30%	33%	57%	46%	47%	48%	51%	58%	57%	68%	110%	43%
贸易II	15%	4%	-12%	3%	-2%	-1%	-66%	-29%	-10%	-6%	165%	47%	23%	28%	63%	34%
炼化及贸易	13%	5%	-12%	-16%	-2%	2%	4%	4%	-8%	-5%	-6%	-16%	-11%	-12%	22%	34%

2.2 分子端后续展望：内生性复苏为主、放缓政策预期

■ **政策端：展望2026年H2，高层会议对经济增长的定调积极，政策预期可适当调降。**

- 一季度经济开局偏强。2026Q1实际GDP同比增长5.0%，处于全年4.5%—5.0%目标区间上沿。在增长目标完成压力相对可控的背景下，刺激性政策大幅出台的想象空间下降。
- 政治局会议对经济增长的定调积极，大规模刺激政策预期降低。两会延续稳中求进基调，未推出大规模总量刺激，政策更侧重风险化解与高质量发展，总量托底态度相对克制。
- 总量视角来看，本轮盈利复苏的斜率将会偏低，**盈利复苏能给A股提供持续上涨的“下限支持”，但难以提供“惊喜斜率”。**

图15：一季度，中国实际GDP同比增长5.0%、处于全年目标区间上沿

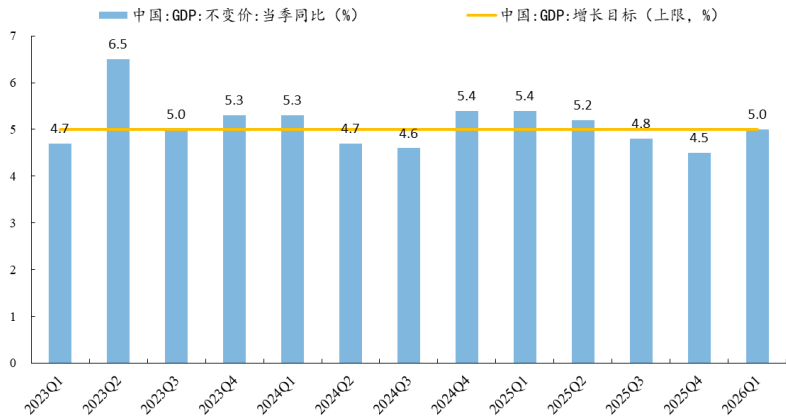


图16：4月政治局会议对政策定调平稳

核心议题	关键表述
财政货币	要用好用足宏观政策。持续优化财政支出结构，兜牢基层“三保”底线。增强货币政策前瞻性灵活性针对性，保持流动性充裕。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。做好宏观政策取向一致性评估。
扩大内需	要深入挖掘内需潜力。扩大优质商品和服务供给，推动消费。深入实施服务业扩能提质行动。加强水网、新型电网、算力网、新一代通信网、城市地下管网、物流网等规划建设。推动条件成熟的重大项目开工。
产业政策	要加快建设现代化产业体系，保持制造业合理比重。纵深推进全国统一大市场建设，深入整治“内卷式”竞争。全面实施“人工智能+”行动，发展智能经济新形态，完善人工智能治理。

2.2 分子端后续展望：内生性复苏为主、放缓政策预期

■ 展望2026年H2内需：高端制造业有望继续拉动工业增长、消费端物价温和回升

- ①科技：高技术产业、电子信息制造业工业增加值增速拉动工业增长。AI产业链需求景气拉动电子板块高增，新能源市场化装机回暖支撑电力设备订单落地，科技制造呈现结构性高景气特征。随着订单逐步传导、产能利用率持续提升，行业盈利端改善幅度显著超过收入端，板块景气度向上具备较强内生确定性。
- ②消费：受能源和出行服务价格上涨影响，物价保持温和回升势态。4月全国居民消费价格同比上涨**1.2%**（3月为1.0%），环比3月进一步扩大，扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨**1.2%**（3月为1.1%）；
- ③地产：对经济拖累有望迎来改善。库存端：待售面积同比转负，存量去化进入实质性阶段。2025年以来，商品房待售面积累计同比增速持续回落，2026年3月已转负至**-0.1%**，是本轮地产去库以来首次。

图17：信息制造业维持高增速，拉动工业产值增长

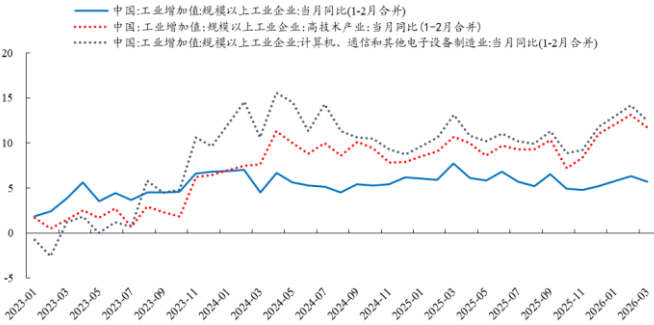


图18：能源和出行服务价格拉动下，通胀延续回升

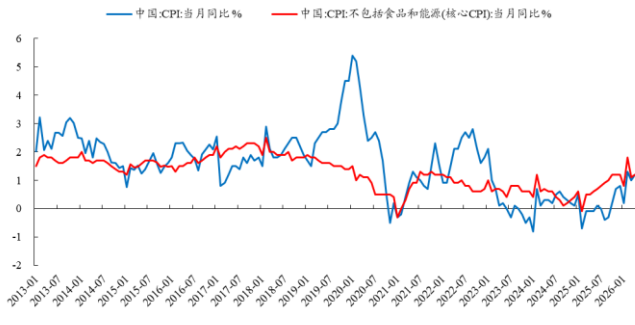
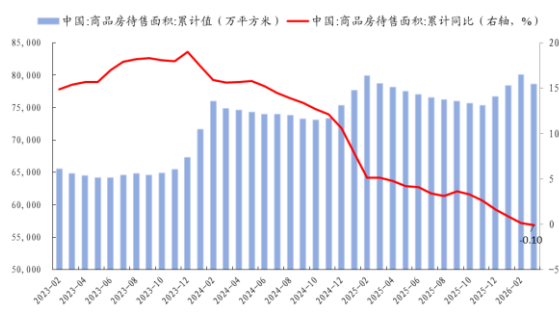


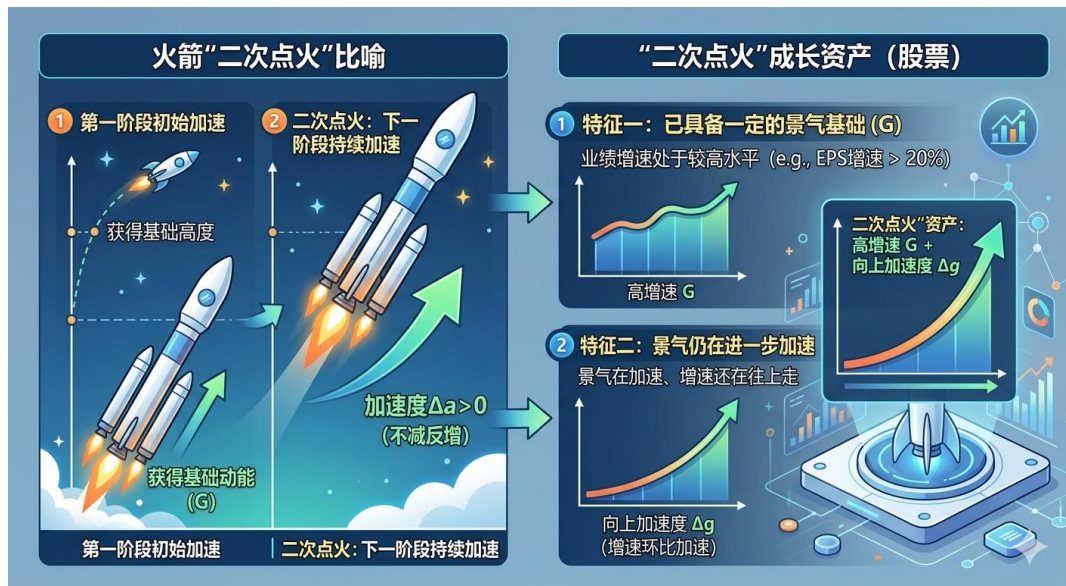
图19：商品房待售面积同比首次转负



■ 什么是“二次点火”型资产？

- “二次点火”型资产，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，不仅有较高初速度，且加速度不减反增。对应到股票资产，“二次点火”型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）。
- “二次点火”型资产，具备较强的盈利兑现能力，契合牛市第三阶段所需的“稀缺增长”和“盈利兑现”。

图20：“二次点火”型资产同时具备高增速 G 与向上加速度 Δg

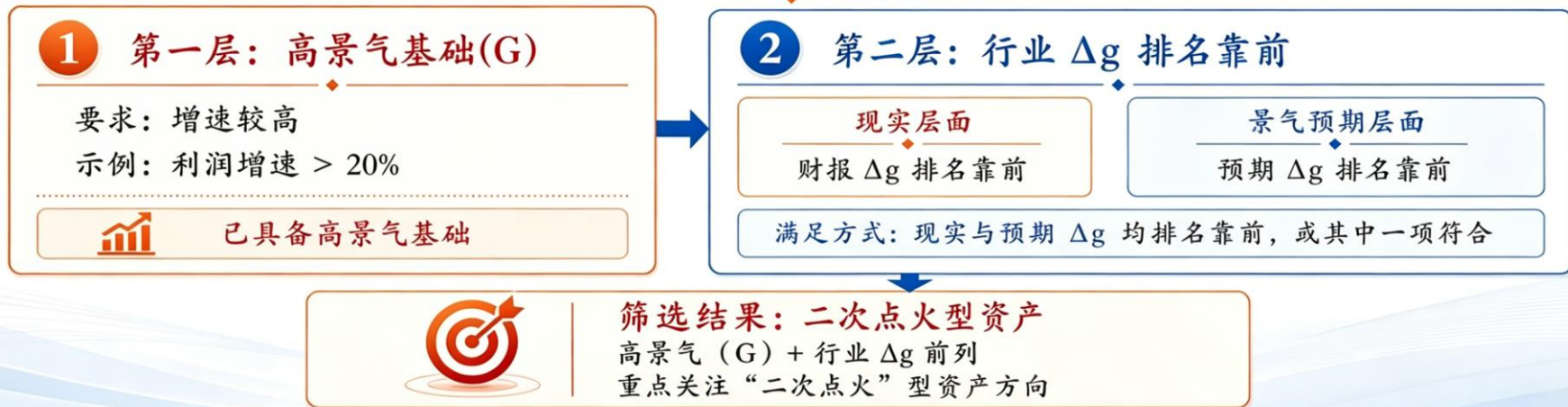


■ “二次点火”型资产：G和 Δg 兼备，融合现实与预期

- 如何筛选“二次点火”型资产？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）和景气预期比较框架（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，通过引入“市场预期”，前瞻观察景气预期的环比变化。

图21：“二次点火”型资产，G和 Δg 兼备

二次点火型资产 = 高景气基础 (G) + 向上加速度 (Δg)



2.4 外部流动性：美国通胀抬头、美联储降息预期延后

■ 美国通胀升温，降息预期持续后移

- **通胀升温压制降息预期：**美国4月CPI同比升至3.8%创近三年新高，核心CPI回升至2.7%，能源与大宗商品价格上涨正逐步向核心及服务项传导，通胀再受冲击，美联储年内降息空间受限。
- **沃什推动引入新通胀指标，有望推动“缩表+降息”组合拳。**沃什强调关注通胀新指标及AI对生产率的提升，释放出“有条件降息+渐进式缩表”的政策倾向；但鲍威尔仍将继续留任理事会，意味着白宫对美联储政策路径的影响仍相对有限。在4月FOMC内部政策分歧扩大的背景下，美联储短期内或维持偏谨慎立场，降息与缩表节奏均难明显加快。

图22：美国通胀再度升温，能源冲击向核心通胀传导

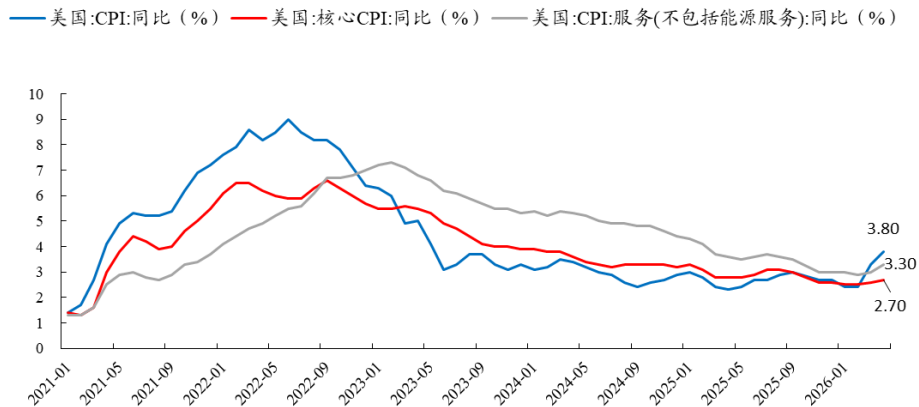


图23：沃什上任前重要表态梳理

时间	场合	核心内容
2026/4/21	参议院银行委员会提名听证会	<p>维护FED独立性，划定权责边界：沃什明确表示他绝对不是特朗普总统的“工具”；推动Fed回归价格稳定本位，减少过度前瞻指引。</p> <p>不接受预设利率：就降息问题持极其谨慎且“数据驱动”的立场</p> <p>引入新的通胀指标为降息打开空间：倾向用截尾均值通胀率替代机械的2%目标；提出若AI提升生产率，降息可顺势而为。</p> <p>渐进式缩表：主张缩表，但强调要渐进推进。</p>
2026/5/11	参议院程序性投票推进提名	<p>美联储“制度性改革”：加强与财政部及政府在非货币政策上的协调，并推动缩减美联储资产负债表规模。</p>

2.4 外部流动性：美国通胀抬头、美联储降息预期延后

■ 通胀升温、叠加政策倾向存疑，市场推迟降息预期

➤ 国际投行推迟美联储降息预期、市场定价2026年美联储不降息。强劲就业与通胀高企双重夹击下，CME FedWatch显示2026年不降息已成市场共识，多数国际投行推迟首次降息至2027年，市场对加息的担忧同步升温，指向“更高更久”的政策基调；在此背景下，机构间预期差持续走阔，从花旗预测年内降息75BP到麦格理预判四季度加息，反映出当前利率路径仍存在较大不确定性。叠加高频数据持续扰动，多空博弈或进一步加剧。

图24：市场对美联储从降息预期转向加息预期

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2026/6/17	0.0%	1.3%	98.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/7/29	0.0%	1.2%	94.6%	4.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	1.0%	81.2%	17.1%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.9%	67.0%	28.5%	3.5%	0.1%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.6%	48.7%	39.1%	10.4%	1.1%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.5%	39.9%	40.9%	15.7%	2.8%	0.2%	0.0%
2027/3/17	0.0%	0.4%	28.5%	40.6%	23.0%	6.5%	1.0%	0.1%
2027/4/28	0.0%	0.3%	23.7%	38.5%	26.0%	9.3%	1.9%	0.2%
2027/6/9	0.0%	0.3%	22.4%	37.7%	26.7%	10.3%	2.3%	0.3%
2027/7/28	0.0%	0.3%	21.9%	37.3%	27.0%	10.7%	2.5%	0.4%
2027/9/15	0.0%	3.2%	24.0%	35.9%	24.7%	9.5%	2.2%	0.3%
2027/10/27	0.1%	3.7%	24.3%	35.7%	24.4%	9.4%	2.2%	0.3%
2027/12/8	1.4%	10.9%	28.3%	31.7%	19.1%	6.8%	1.5%	0.2%

图25：华尔街集体推迟美联储降息预期

机构	2026年降息幅度预期	时间	2026年最终利率区间
CME FedWatch	0 BP	2026年不降息	3.50-3.75%
花旗	75 BP	2026年9月、10月、12月各降息25BP	2.75-3.00%
高盛	25 BP	2026年12月、2027年3月各降息25BP	3.25-3.50%
摩根士丹利	0 BP	2027年1月、3月各25BP	3.50-3.75%
巴克莱	0 BP	2026年不降息	3.50-3.75%
德意志银行	0 BP	2026年不降息	3.50-3.75%
汇丰	0 BP	2026年不降息	3.50-3.75%
摩根大通	0 BP	2027 Q3 或加息25BP	3.50-3.75%
美国银行	0 BP	2027年中降息	3.50-3.75%
麦格理	加息	2026Q4 加息	

2.5 内部流动性：海外通胀抬升，压降国内降息预期

■ 2大国内降息约束项：输入性通胀和中美利差走扩

- **输入性通胀抬升：**货政报告指出“供给冲击和输入型通胀压力有所显现”，原油及大宗商品价格上行对国内物价回升形成支撑，从数据看，2026年以来布伦特原油价格快速上行，PPI同比由负转正、修复斜率加快；相比之下，CPI回升相对温和，输入性通胀向消费端的传导仍需观察。
- **中美利差仍对国内降息预期有所压制。**近期人民币汇率走强，对外部约束形成一定缓冲。但10年期美债收益率持续上行，推动中美利差走阔，对国内降息空间造成一定压力，降息预期或难前置置于海外通胀平息。

图26：输入性通胀压力抬升，推动中国PPI加快上行

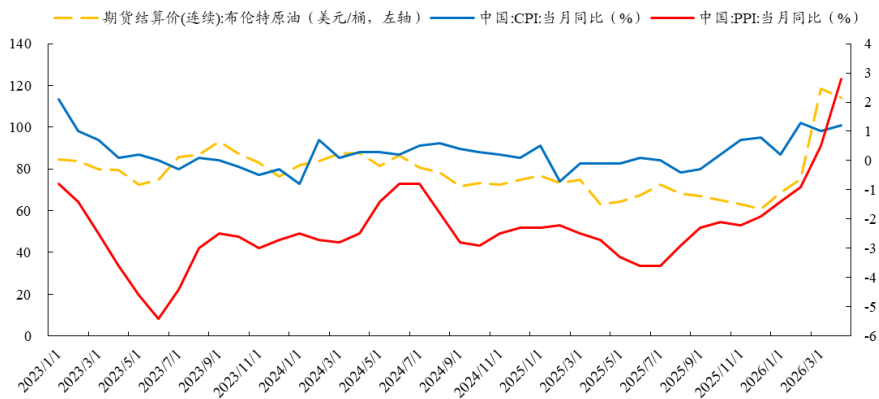
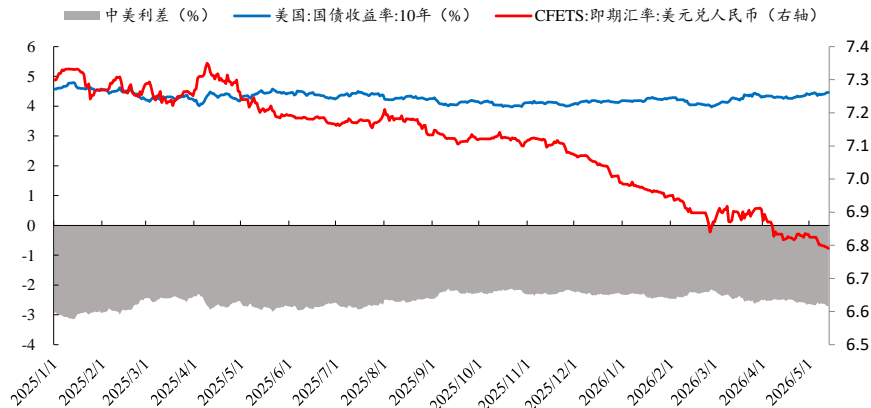


图27：中美利差走扩、人民币汇率逆势走强



目录

CONTENTS

- 1 三次冲击，三次启动：牛市进入第三个定价阶段
- 2 DDM：分子接棒分母，【盈利加速度】决定胜负
- 3 “二次点火”型资产：重视成长，关注消费和周期的复苏
- 4 风险提示

■ 基于现实和预期视角进行行业分类，筛选最强“二次点火”型资产

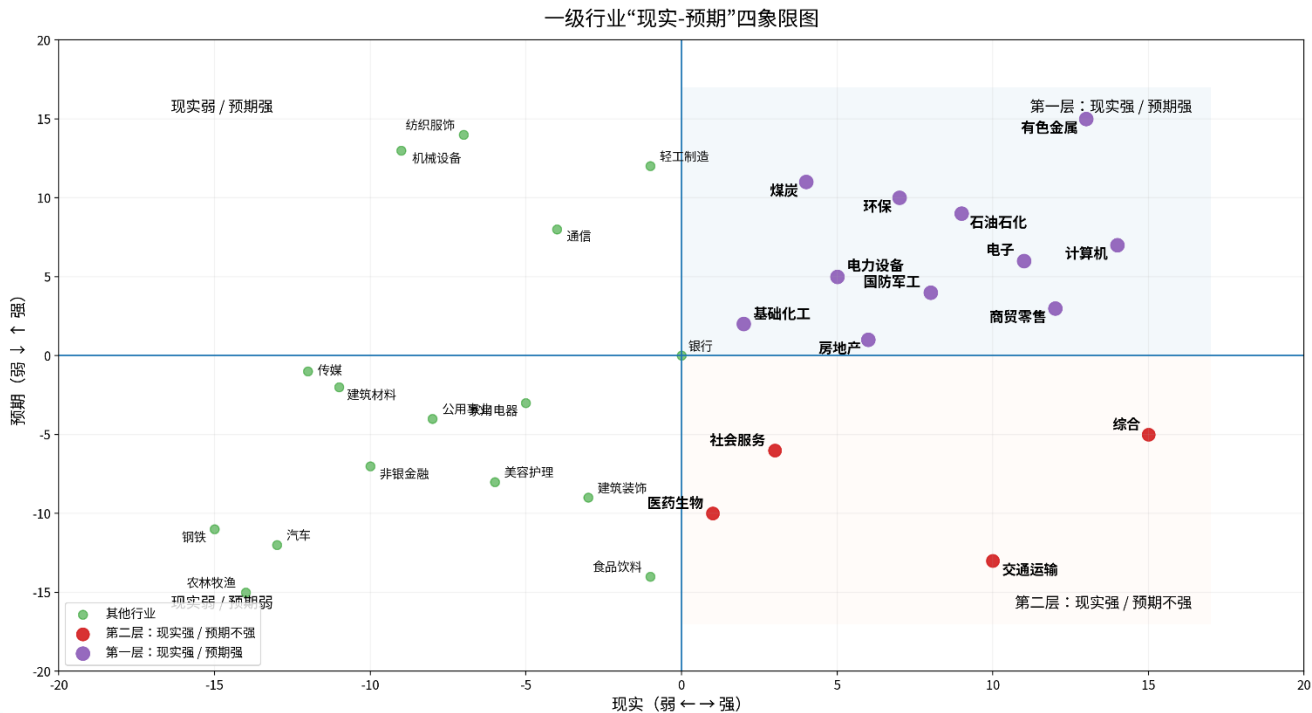
- 现实评分：70%权重在 Δg ，30%权重在G。
- 预期评分：70%权重在景气预期，30%权重在PB分位数。
- 第一象限是强现实、强预期行业，属于最强“二次点火”类型；第二象限弱现实、强预期行业，现实一旦确认就“点火”；第三象限弱现实、弱预期行业，可降低权重；第四象限强现实、弱预期行业，挖掘预期差，但注意回避已完全定价、预期走弱的品种。

图28：“现实/预期”四象限，分为最强二次点火、挖掘左侧机会、挖掘预期差、暂缓



■ 当前，“二次点火”型资产主要集中于科技成长领域，但在消费和顺周期板块亦已出现点状分布

➢ 当下，第一象限“现实/预期”均强的“二次点火”包括电力设备、国防军工、环保、电子、基础化工、有色金属、计算机、煤炭、石油石化、商贸零售、房地产。图29：“现实/预期”四象限，关注最强“二次点火”成长



3.2 科技仍然是主线——聚焦“财富再分配”视角下的“二次点火”型资产

■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。

图30：本轮AI科技投资底层逻辑是利润的再分配



3.2 算力资本：AI生产力的物质基础

■资本开支上行×国产化率提升，国产算力链迎“二次点火”，盈利或加速兑现，契合牛三阶段

- 算力需求爆发，驱动大厂AI资本开支加速上修。截至2026年3月，全国日均Token调用量突破140万亿次，同比激增超10万倍，AI算力需求呈跨越式增长。近来，字节、阿里、腾讯纷纷加速上调2026年AI资本开支，行业capex正式进入上行周期。
- 政策+技术双轮护航，国产算力替代“从可选到必选”。在海外高端芯片供应限制未解除的背景下，政策引导与DeepSeek等大模型国产化适配形成双重推力，推动国产算力从“可选配置”升级为“必选基建”。**国产算力链重点布局方向：GPU芯片、晶圆代工、先进封装、半导体设备、存储系统等。**
- 超节点：国产算力系统突围的核心抓手。华为昇腾超节点的推进，使国产算力竞争从单芯片能力转向芯片、封装、互联和系统工程的综合能力。

图31：复盘国内三大厂的AI资本开支预算轨迹

资本开支预算	2025年	2026年预算
字节跳动	1500亿元	2000亿，驱动因素是豆包Token调用量爆发以及HBM存储芯片涨价超30%。 2026年预算从1600亿上调约25%至
阿里巴巴	860亿元	口径从“3800亿/三年”到“未来三年的资本开支可能远超3800亿”。
腾讯控股	资本支出可能低于此前指引	“腾讯在AI相关服务的需求在持续增长，今年这一块的资本支出相比去年会有所增加，特别是在下半年。”

图32：华为昇腾超节点量产计划全景

型号	间	定位	关键规格
昇腾 950PR	2026 Q1	推理 Prefill + 推荐业务	采用自研低成本 HBM HiBL 1.0;FP8 算力 1 PFLOPS、FP4 算力 2 PFLOPS;互联带宽 2 TB/s,较 910C 提升 2.5 倍
昇腾 950DT	2026 Q4	推理 Decode + 训练	自研 HBM HiZQ 2.0,单卡内存 144GB,内存带宽 4 TB/s,互联带宽 2 TB/s
昇腾 960	2027 Q4	下一代旗舰	在算力、内存访问带宽、内存容量、互联端口数等各种规格上相比 Ascend 950 实现翻倍
昇腾 970	2028 Q4	远期规划	FP4/FP8 算力、互联带宽全面翻倍,内存访问带宽至少增加 1.5 倍

3.2 电力设备：AI叙事与能源安全的“压舱石”

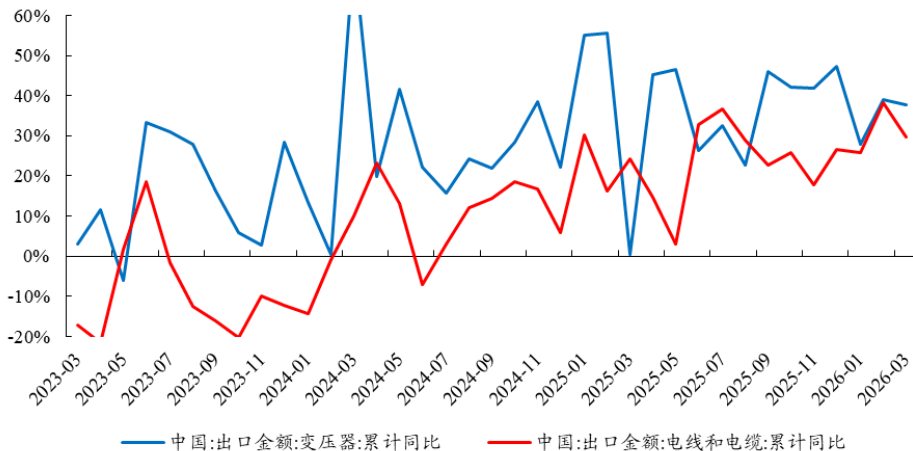
■ 为什么说2026年的电力设备是2022年的煤炭？

- 2025年下半年以来，电力设备归母净利润同比增速走强与 Δg 维持高水平，验证复苏趋势确定性，类比2022年煤炭行业的景气反转逻辑。当前电力设备在高G的基础上，正迎来 Δg 的显著改善，位于“现实/预期”四象限中的第一象限，最强“二次点火”。
- 需求端：AI+海外缺电+出海共振，驱动超级周期。全球能源转型+AIGC算力需求，海外电力设备供需缺口扩大，“不仅缺电，更缺设备”。中国电力设备技术成熟、性价比优势显著，海外市场渗透率将快速提升。
- 估值端：HALO叙事+能源安全，溢价抬升攻守兼备。电力设备细分方向里，推荐电池储能、电网设备、算电协同、风光核。

图33：电力设备细分领域里，推荐电池储能、电网设备、算电协同、风光核



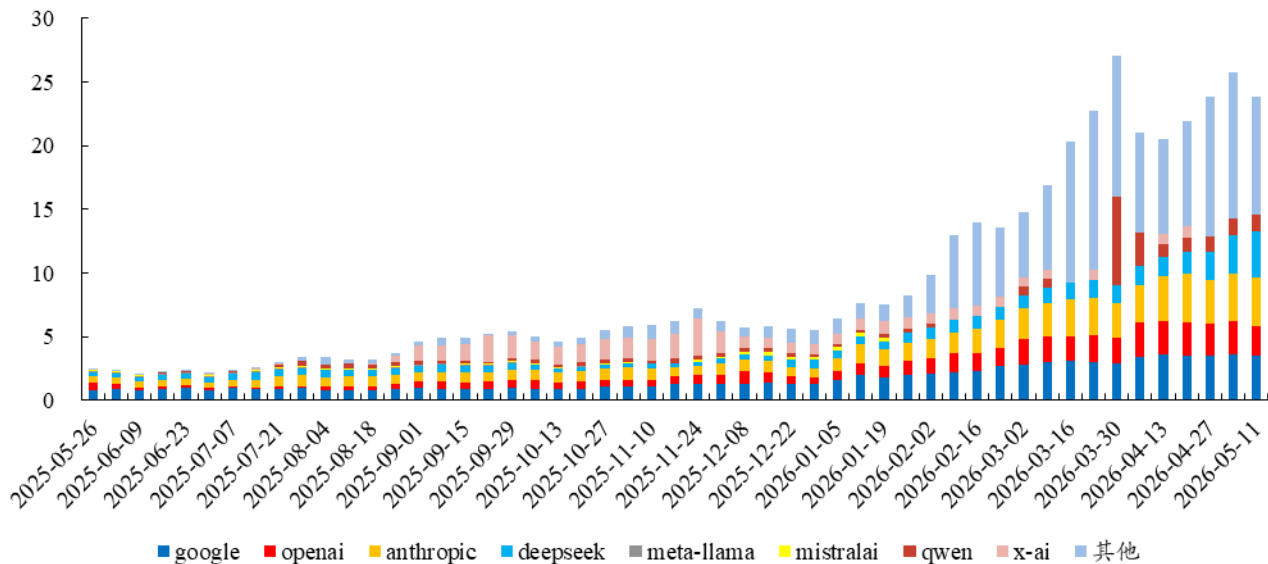
图34：海外电网更新，叠加AI数据中心建设，国内变压器、电线电缆等出口高增



■ AI应用：重点在于真正的“应用入口”，关注预期差

- AI渗透率“二次点火”加速，AI应用的布局时机或已临近。当前，全球日均token消耗量正经历第二次斜率骤升，不同于第一次的0-1渗透，AI发展在AI Coding等应用场景繁荣下，迎来AI下半场的盛宴。
- AI应用推荐互联网平台、AI Coding、智能驾驶等。我们认为，互联网平台仍具备配置价值，核心逻辑在于，互联网平台大概率将成为AI时代的入口，但现金流状况以及平台主动作为不足，构成了互联网最大的预期差。

图35：近期，日均token消耗量再度高斜率攀升（单位：T）



■顺周期的逻辑：价格上涨驱动盈利与估值修复，

- 当前PPI正处于向CRB补涨的初期，2026Q2在内外需共振下，补涨窗口将更明确。正如我们在春季策略里展望，PPI或向CRB补涨，目前PPI正处于向CRB补涨的初期，后续补涨或更明确。
- 顺周期的逻辑在于价格上涨带来盈利和估值的修复。近期“双碳”考核出台，新规压实地方碳考核责任，叠加反内卷政策落实，供给端限制易形成供需缺口，推动部分工业品价格上涨。价格上涨驱动盈利与估值修复，聚焦“稳定涨价能力+盈利修复弹性”的品种，避免“股价上涨但盈利修复有限”的方向。

图36：PPI正处于向CRB补涨的初期

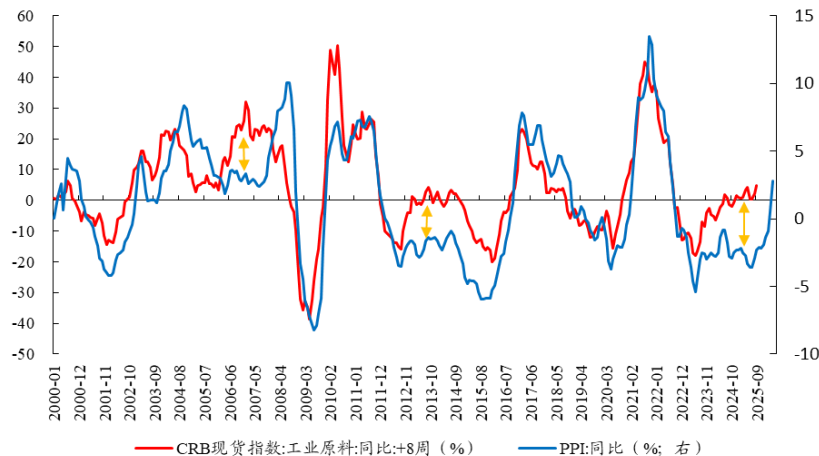


图37：顺周期的逻辑在于价格上涨带来盈利和估值的修复

顺周期的上涨逻辑

价格上涨驱动盈利与估值修复



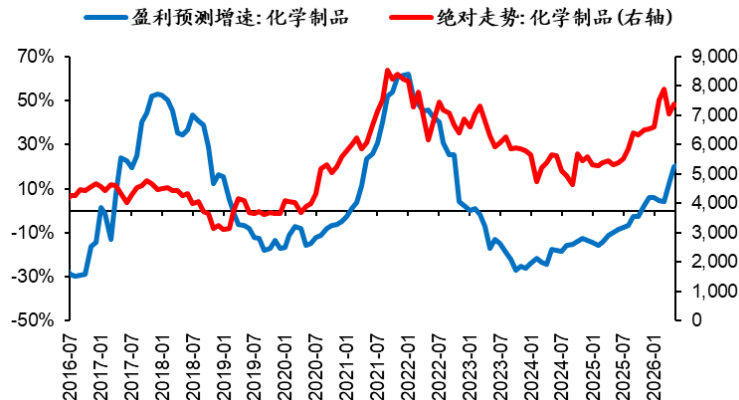
■顺周期下的“二次点火”型资产：有色金属和基础化工

- 部分有色金属如铜、锂以及一些小金属存在供需错配的结构性价涨机会。锂由于新能源车、储能、消费电子等对于电池的需求叠加资源禀赋、产能周期、政策调控等因素的制约使供需缺口加大，有涨价潜力。铜则由于新能源车、AI算力和电网的需求增长叠加长期投资不足、地缘局势紧张等因素造成供需缺口使价格上涨。其他部分小金属也存在类似的涨价逻辑。
- 部分化工品由于上游价格传导、供需失衡及反内卷等原因存在涨价潜力。如苯乙烯、PTA等品种由于上游石油天然气的价格上涨使成本中枢稳步抬升，叠加全球出口需求回暖与国内产能投放节奏放缓，供给端压力显著缓解，推动价格从低位反弹。氟化工品则由于配额制度造成的供给收缩，叠加制冷剂需求的不断上涨而有持续的涨价能力。

图38：有色金属盈利预测增速维持强劲



图39：化学制品盈利预测增速边际上行



3.4 消费呈现复苏的初步迹象，但强右侧机会尚未到来

■ 投资视角下，消费的趋势性行情更依赖于右侧信号，当前仍处于科技为先的阶段。

- 前文提及，当前地产对资产负债表的拖累有所改善，CPI持续回升，而另一方面，消费全面改善的右侧信号还未明朗——
- 自上而下：经济数据视角，社零增速向上的弹性尚未打开，3月读数为1.7%，环比2月下滑（2.8%）。积极信号主要仍来自于电子产品消费的结构增长。
- 自下而上：作为品牌效应极强的贵州茅台，销量增速仍处于下滑，右侧信号尚未出现。

图40：社零增速来看，3月读数为1.7%，环比2月下滑（2.8%）

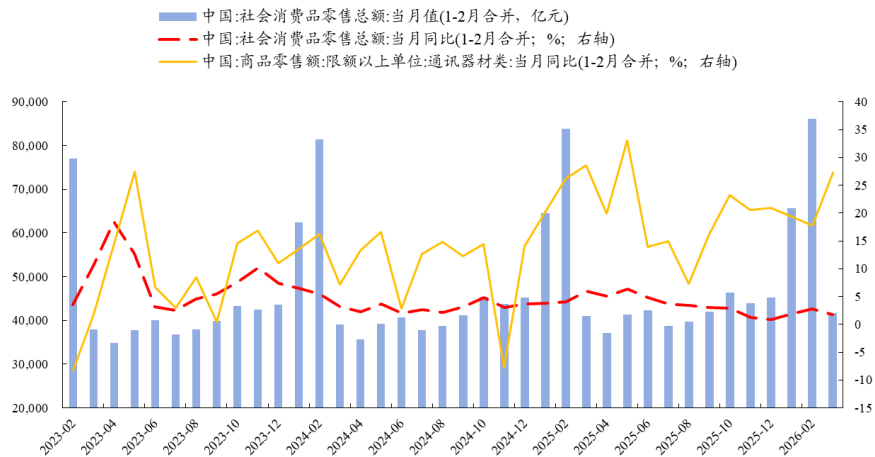
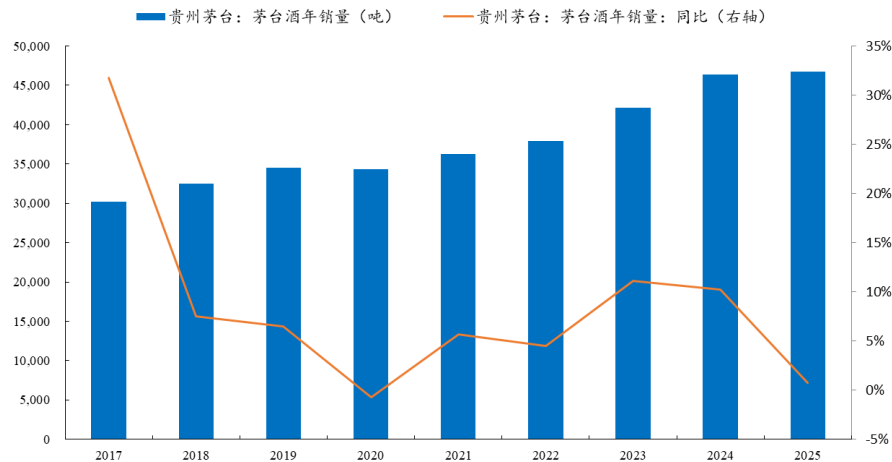


图41：白酒行业中，贵州茅台销量增速下滑，仍未出现右侧信号



3.4 消费呈现复苏的初步迹象，但强右侧机会尚未到来

■ 投资视角下，消费业绩环比改善、股价低位，配置价值边际抬升

- 一季报收入增速视角：消费一级行业中，多数行业环比2025年全年增速改善，初步改善迹象显现。
- 一季报股价表现亦印证，消费行业上市公司业绩超预期的比例较高。从净利润断层看市场对于行业业绩超预期的认可度，二级行业视角下，业绩超预期公司数占比前20的行业中**50%**属于消费行业。
- 重点关注：（1）服务性消费（餐饮酒店、体育户外、文旅、家政）；（2）地产企稳的家装链条（装修、家居）；（3）消费端的AI应用（影视传媒、游戏等）；

图42：消费一级行业中，多数行业收入增速改善上行

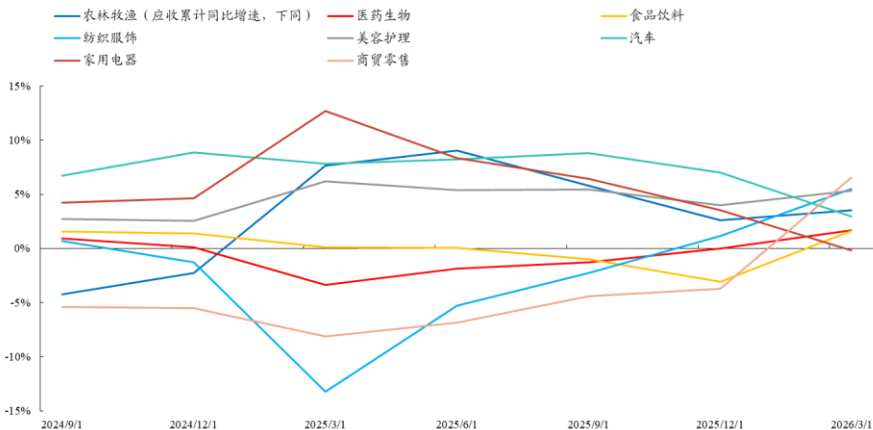
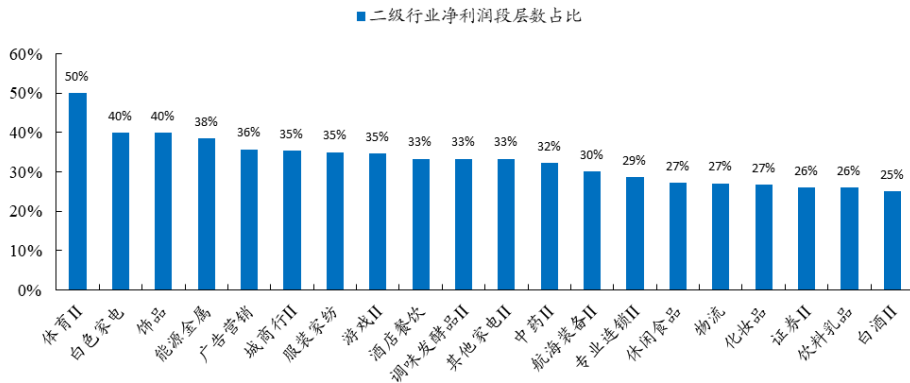


图43：二级行业视角下，一季报业绩超预期公司数占比较高的行业中出现诸多消费行业身影



3.5 高股息：2026年高股息要多配一些

■ 基于赔率、轮动、盈利、资金4大维度，2026年红利的表现会优于2025年，但预计不会出现2022-2023年的极致占优

- (1) 赔率维度：红利VS成长的相对估值为2016年以来16.9%分位数，已经较为便宜；只是因为胜率的原因，科技三大中长期占优的条件还没有被破坏，所以科技依然还是阶段相对占优的品种。但因为相对估值吸引力显著改善，红利的赔率环境已经更好；
- (2) 行业轮动：2026年A股 β 力量减弱，行业轮动加快，主线清晰度弱化+科技估值较高组合下，预计红利表现更优于2025年；
- (3) 盈利维度：A股盈利底已到达，盈利端对于红利（周期品）的压制也即将得到缓和；
- (4) 资金维度：增量资金较多、稳定且持续。除保险外，居民资金或从高收益理财转移到三个新品类：①固收+；②二级债基；③风险高一级的银行理财。这些品类对权益的配置比例普遍在10%-20%，而这类资金性质以绝对收益为主，更倾向于配置高股息。

图44：红利的相对估值已经较低



■牛三阶段：以“二次点火”争取超额，以红利+ ΔG 降低波动

►估值修复与普涨扩散的红利下降后，市场仍有韧性，但收益将越来越集中在少数能够兑现盈利增长的方向。配置上，以G+ ΔG 作为主攻方向，同时用周期弹性、消费预期差和红利+ ΔG 构建更均衡的组合。

图45：行业配置建议



- (1) 宏观政策超预期变动放大市场波动，宏观政策力度不达市场预期；
- (2) 全球流动性及地缘政治恶化风险：美联储降息不达预期带来全球流动性恶化，全球地缘政治恶化风险；
- (3) 模型基于历史数据测算，不能代表未来，市场要素变化可能导致因子有效性变化。

分析师声明

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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

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。

股票投资评级说明

	评级	说明	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。
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。	

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，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。

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：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

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券