

2026年06月21日

## 调整后，科技反弹或会更强

策略研究团队

——投资策略周报

韦冀星（分析师）

简宇涵（分析师）

@kysec.cn

@kysec.cn

证书编号：S0790524030002

证书编号：S0790525050005

### ● 复盘：2025年4月以来的4次调整

我们在5.23报告《拥挤交易的消化，不是牛市的终点》当中明确提出，5月14日开始的市场调整不是“科技退潮”，是高拥挤交易后的阶段性消化，AI科技或仍是主线。明确当前调整的性质，是我们展望后市的基础。

从2025年4月以来的历次调整复盘来看，近期的调整与2025年11月类似，均为多重因素冲击导致，包括科技叙事扰动、流动性承压、微观结构拥挤。(1) 2025年11月调整由四类因素共同触发：AI泡沫论升温、美债利率上行、科技呈现拥挤、A股三季报中周期方向出现阶段性底部反转迹象。(2) 当前调整同样具备类似特征：AI硬件利益分配格局出现扰动、微观结构再次拥挤、加息预期快速上行、SpaceX融资抽水约750亿美元，美伊以冲突波动加剧。因此，当前调整并不是单一事件冲击，而是多因素叠加后的阶段性再平衡，和2025年11月具有较强可比性。

### ● 历次调整后科技或会更强

历次调整后科技仍然是核心主线，调整后或会更强。复盘前三轮调整后的行业表现，调整并不是科技主线结束的信号，更像是科技成长主线内部的再筛选。

每轮调整后，“G和delta G兼备+叙事张力”的方向往往能成为市场核心主线。

(1) 第一次调整后，2025年9-11月，市场出现科技周期再平衡，背后原因是反内卷叙事提振电力设备及周期板块，同时电力设备由于G和delta G兼备表现最为亮眼。(2) 第二次调整后，2025年12-3月，市场再次出现科技周期再平衡，周期板块持续走强，由于“涨价链”的出现，周期板块开始出现G和delta G兼备。(3) 第三次调整后，2026年4-5月，科技领衔，国产科技崛起叙事（长鑫科技上市）+国产替代叙事（华为韬定律），叠加科技板块出现涨价链条，科技板块“二次点火”。

每一轮调整结束后，市场并没有离开高弹性资产，而是重新寻找下一阶段能够承接风险偏好、同时具备基本面边际改善的方向。市场买的不是简单的科技标签，而是同时具备两类特征的方向：一是盈利具备G和 $\Delta g$ ，能够承接估值和业绩；二是叙事足够强，能够重新承接风险偏好和资金定价。

### ● 投资建议：寻找“G和delta G兼备+叙事张力”

本次调整背后，DDM三要素没有被破坏，因此牛市尚未结束。复盘2025年4月以来的历次调整，调整后科技仍然是核心主线，且调整后的科技会更强。

每轮调整后，市场买的不是简单的科技标签，而是同时具备两类特征的方向：一是盈利具备G和 $\Delta g$ ，能够承接估值和业绩；二是叙事足够强，能够重新承接风险偏好和资金定价。基于每次调整后的主线特点——“G和 $\Delta g$ 兼备+叙事强劲”，本轮调整后市场的结构主线可关注国产算力、复航交易等。

重点关注四类“二次点火+叙事张力”方向：

(1) 科技内部具备盈利验证和边际改善的方向：国产算力、半导体、PCB等AI硬件链中真正有订单和利润兑现的环节；(2) 科技外溢带来的新景气方向：电力设备、电力、能源金属、液冷等；(3) 具备产业趋势和叙事扩张能力的新方向：商业航天、军工、低空经济、机器人等；(4) 阶段性再平衡中具备修复弹性的方向：有色、化工、机械设备等，但需要进一步筛选是否具备持续的G和 $\Delta G$ 。

● 风险提示：宏观政策超预期变动；地缘风险超预期升级；历史不代表未来。

### 相关研究报告

《机构关注度环比回升：环保、非银金融和房地产—机构调研周跟踪》-2026.6.15

《先阶段性再平衡，但长期主线或还是科技—投资策略周报》-2026.6.14

《从景气验证到预期定价：“景气预期”行业比较框架——“组合管理”系列报告之三》-2026.6.11

## 目 录

1、 复盘：2025 年 4 月以来的 4 次调整 .....	3
1.1、 历次调整复盘 .....	3
1.2、 当前调整越来越像 2025 年 11 月 .....	6
2、 历次调整后科技或会更强 .....	8
3、 投资建议：寻找“二次点火 + 叙事张力” .....	12
4、 风险提示 .....	12

## 图表目录

图 1： 2025 年 8 月底的调整更多为阅兵落地前的技术性修复，调整力度较弱 .....	3
图 2： 2025 年 9 月 2 日，科创 50 成分股寒武纪权重超 10% .....	3
图 3： 2025 年 11 月开始，AI 泡沫论使英伟达、甲骨文等美股科技巨头股价受挫（美元） .....	4
图 4： 2025 年 11 月开始，TMT 成交额集中度超 40%，形成相对拥挤的微观结构 .....	4
图 5： 2025 年 11 月初，美债利率上升压制创业板 .....	4
图 6： 霍尔木兹海峡封锁触发市场恐慌，波动率上行 .....	5
图 7： 美债收益率上行压制创业板指数 .....	5
图 8： 市场微观交易结构拥挤 .....	6
图 9： 5 月开始，美债利率上行 .....	6
图 10： 当前调整越来越像 2025 年 11 月，冲击因素相似 .....	7
图 11： 第一次调整后，市场出现科技周期再平衡 .....	8
图 12： 第一次调整后，冶钢原料、能源金属、其他电子II、装修建材、电网设备等方向位居前列 .....	8
图 13： 2025 年三季报，高端制造板块里，电力设备表现亮眼 .....	9
图 14： 第二次调整后，市场再次出现科技周期再平衡 .....	10
图 15： 第二次调整后，小金属、黄金、油服工程、航天装备、工业金属等方向位居前列 .....	10
图 16： 第三次调整后，通信、电子强势崛起 .....	10
图 17： 第三次调整后，元件、通信设备、电子化学品、半导体等方向位居前列 .....	10
图 18： 2026 一季报中，电子兼具 G 和 $\Delta G$ .....	11

## 1、复盘：2025 年 4 月以来的 4 次调整

我们在 5.23 报告《拥挤交易的消化，不是牛市的终点》当中明确提出，5 月 14 日开始的市場调整不是“科技退潮”，是高拥挤交易后的阶段性消化，AI 科技仍是主线，后续关注“二次点火”型资产，寻找真正具备盈利兑现和景气加速度的方向。

其背后的信念来自对市场 2025 年 4 月以来调整的复盘，近期的调整与 2025 年 11 月调整类似，均为多重因素冲击导致，包括科技叙事扰动、流动性承压、微观结构拥挤，由于前期积累风险需逐步释放，调整时长相对较长。

### 1.1、历次调整复盘

2025 年 4 月以来，市场存在四次调整：

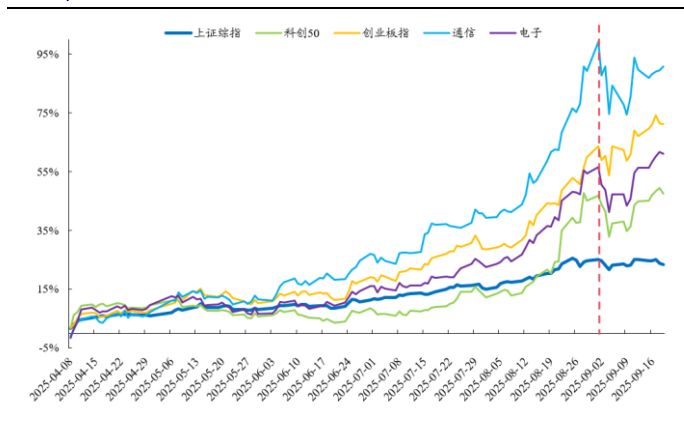
#### (1) 2025 年 8 月 26 日至 2025 年 9 月 4 日：

第一次调整力度较弱，可视为阅兵落地前市场健康的“获利回吐”。本轮调整始于 9.3 阅兵前的 6 个交易日，调整期相对较短，幅度较低，仅持续 8 个交易日，期间，上证指数涨跌幅为-3.03%，沪深 300 涨跌幅为-2.33%，创业板涨跌幅为 0.48%，科创 50 涨跌幅为-4.72%。

原因分析：本轮调整始于标志性事件下的阶段性获利了结，不存在基本面冲击。

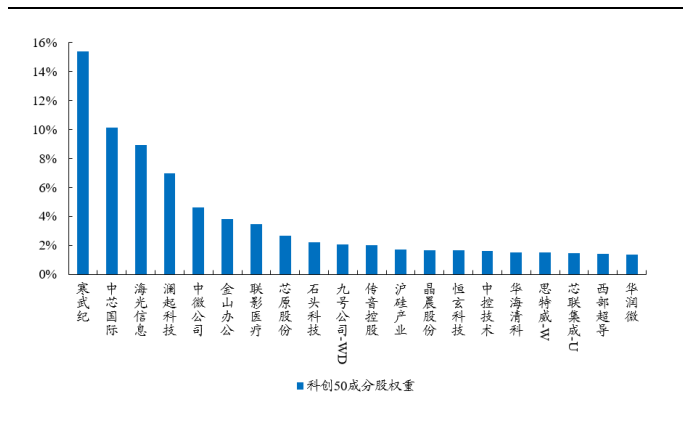
- ①8-9 月市场调整的标志事件是阅兵，9.3 阅兵前市场存在预期驱动的板块性上涨，军工板块出现大幅上扬，临近阅兵前的 6 个交易日，市场出现短期预期兑现，带动市场调整。
- ②科技板块前期累计涨幅较大，集中出现短期兑现，导致市场调整。
- ③截至 2025 年 9 月 2 日，寒武纪占科创 50 权重达 15.40%，超出 10%限制，后续需下调寒武纪权重，机构被动减持，对科技板块形成压力。

图1：2025 年 8 月底的调整更多为阅兵落地前的技术性修复，调整力度较弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2025 年 9 月 2 日，科创 50 成分股寒武纪权重超 10%



数据来源：Wind、开源证券研究所

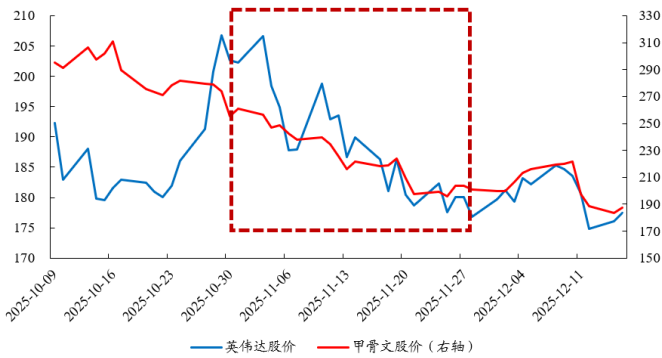
## (2) 2025 年 11 月 13 日至 2025 年 12 月 16 日：

第二次调整时间最长，背后不是单一事件冲击，而是多重不确定性同时发酵。第二次调整期持续 24 个交易日，时长最长，期间，上证指数涨跌幅为-4.38%，沪深 300 涨跌幅为-3.19%，创业板涨跌幅为-1.61%，科创 50 涨跌幅为-6.24%。

**原因分析：多重因素叠加，包括科技叙事扰动、流动性承压、微观结构拥挤。**

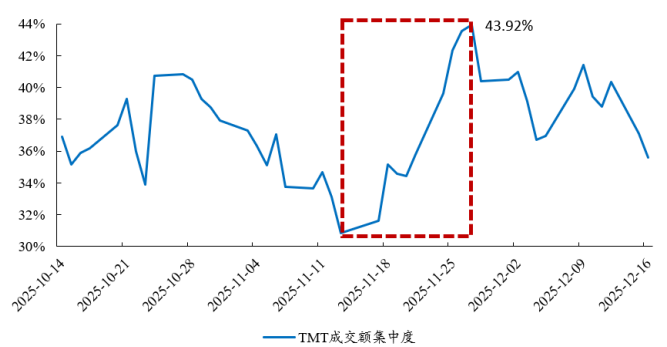
①2025 年 11 月开始，AI 泡沫论逐渐升温，美股科技巨头激进的 CAPEX 未能产生清晰的投资回报，市场态度转向谨慎。②2025 年 11 月开始，TMT 成交额集中度一路上升，突破 40%，形成相对拥挤的微观结构，叠加临近年底，机构资金进入结算周期，收益兑现情绪上升。③11 月初，美债利率上行，对成长估值形成阶段性压制。

图3：2025 年 11 月开始，AI 泡沫论使英伟达、甲骨文等美股科技巨头股价受挫（美元）



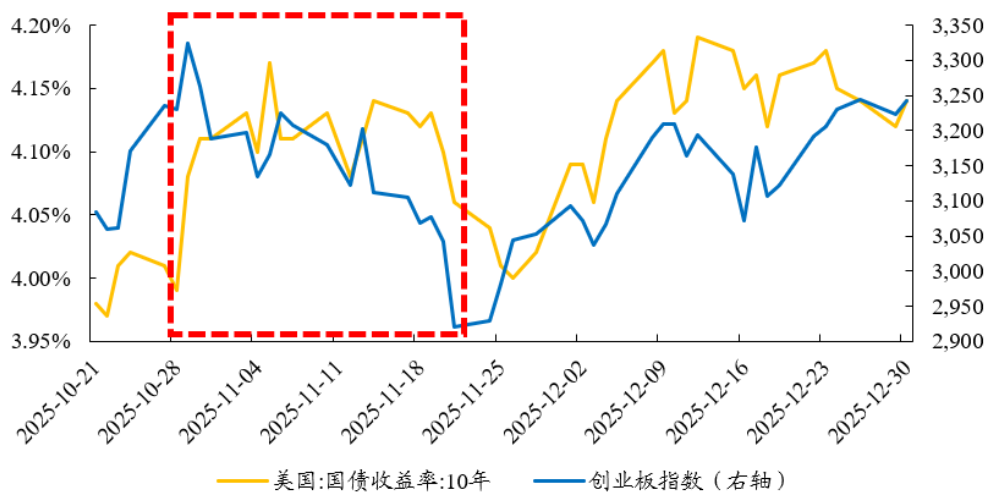
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2025 年 11 月开始，TMT 成交额集中度超 40%，形成相对拥挤的微观结构



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2025 年 11 月初，美债利率上升压制创业板



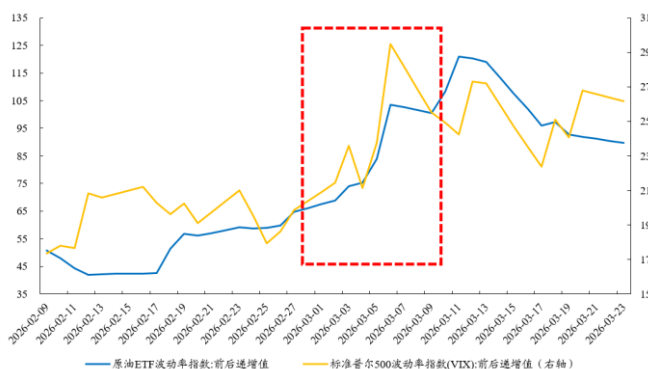
数据来源：Wind、开源证券研究所

### (3) 2026年3月3日至2026年3月23日：

第三次调整幅度最大，是由外部地缘黑天鹅事件引发的避险行情。第三次调整时长较短，但调整幅度最高，持续 15 个交易日，期间，上证指数涨跌幅为-8.83%，沪深 300 涨跌幅为-6.57%，创业板涨跌幅为-1.79%，科创 50 涨跌幅为-13.88%。

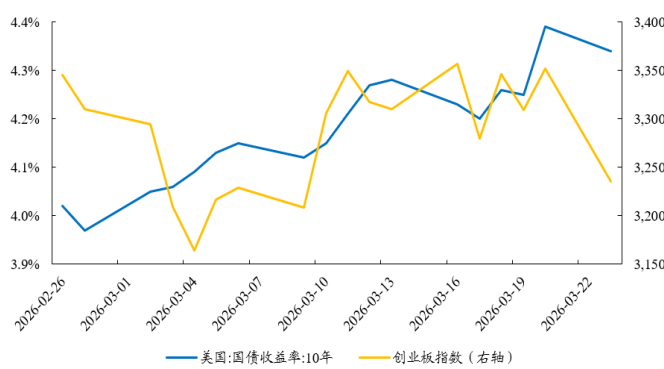
**原因分析：美伊冲突触发全球原油供应中断、价格上涨，叠加资金风险偏好骤降。**①美伊冲突导致霍尔木兹海峡封锁，全球原油供应中断预期推动国际油价急剧上行，直接冲击通胀预期与企业成本，实体经济压力加大。②霍尔木兹封锁带来的高不确定性触发市场恐慌，风险资产集中抛售，国内外资金机构风险偏好骤降。③内资机构面临地缘政治风险采取坚决的防御性减仓策略。④新任美联储主席凯文·沃什强化鹰派预期，导致美债收益率上行，成长板块承压。

图6：霍尔木兹海峡封锁触发市场恐慌，波动率上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：美债收益率上行压制创业板指数



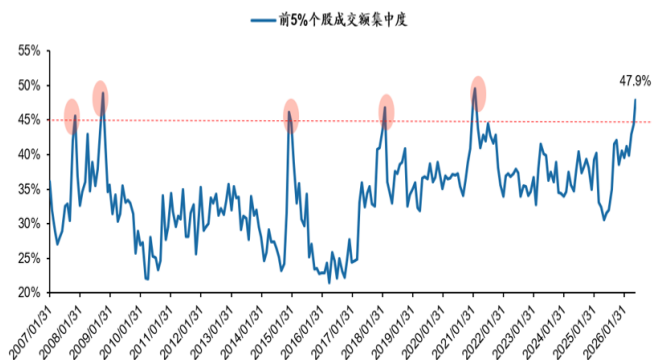
数据来源：Wind、开源证券研究所

### (4) 2026年5月14日至2026年6月11日：

第四次调整时长和幅度与第二次调整相似，均由多重因素叠加影响导致。第四次调整期持续 21 个交易日，期间，上证指数涨跌幅为-6.02%，沪深 300 涨跌幅为-5.52%，创业板涨跌幅为-5.62%，科创 50 涨跌幅为-6.08%。

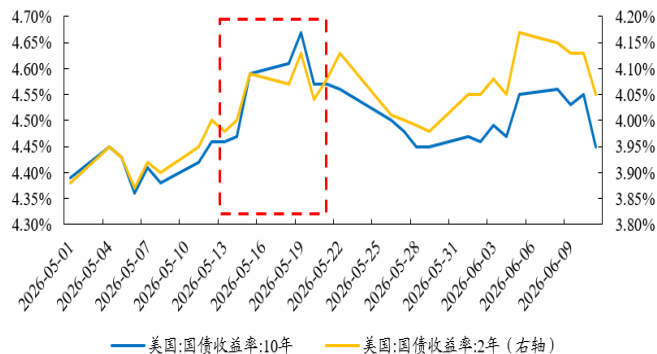
**原因分析：多重因素叠加，科技叙事扰动、微观结构过度拥挤、利率预期上行和巨型 IPO 导致流动性欠佳。**①英伟达 Rubin 调整、博通指引不及预期引起投资者对 AI 硬件利润分配格局变化的担忧，存储板块承压，A 股相关硬件链承压。②科技股的单边上涨导致市场微观交易结构拥挤。③美国 5 月非农就业人数远超预期，市场对美联储加息或维持高利率的担忧急剧升温，导致全球风险资产重估。④SpaceX 的 750 亿美元融资，从二级市场抽走巨额流动性，引发投资者对微观市场流动性的严重担忧。

图8：市场微观交易结构拥挤



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：5月开始，美债利率上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.2、当前调整越来越像 2025 年 11 月

核心原因是，调整原因相似：均是科技叙事扰动、拥挤度上行、利率上行导致流动性承压。

(1) 2025 年 11 月调整由三类因素共同触发：

- ①AI 泡沫论升温，甲骨文等 CAPEX 可持续性受到质疑；
- ②美债利率上行，对成长估值形成阶段性压制；
- ③科技呈现拥挤：TMT 成交额集中度突破 40%；

(2) 当前调整同样具备类似特征：

- ①AI 硬件利益分配格局出现扰动：英伟达 Rubin 调整、博通指引变化，引发市场对硬件链盈利分配的再评估；
- ②微观结构再次拥挤：A 股前 5%成交额个股集中度一度超过 45%；
- ③加息预期快速上行，对高估值成长形成压制；
- ④SpaceX 融资抽水约 750 亿美元，美伊以冲突波动加剧，对全球风险偏好和 AI 硬件链资金形成阶段性扰动。

本次调整实际上与 2025 年 11 月相似，均由多重因素扰动导致，包括科技叙事、流动性、微观结构，整体调整时长相对较长，前期积累风险需逐步释放。

**图10：当前调整越来越像 2025 年 11 月，冲击因素相似**

四次调整	调整时间区间	时长	上证指数调整幅度	沪深300调整幅度	创业板调整幅度	科创50调整幅度	冲击因素	调整原因
第一次调整	2025/8/26-2025/9/4	8	-3.03%	-2.33%	0.48%	-4.72%	短期技术性调整	①科技板块短期累计涨幅较大，集中出现短期兑现。②9.3日阅兵结束后阅兵效应减退，相关板块调整。③8月29日，上交所调整科创50指数样本，下调寒武纪权重，机构被动减持，科技板块承压。
第二次调整	2025/11/13-2025/12/16	24	-4.38%	-3.19%	-1.61%	-6.24%	科技叙事扰动、流动性承压、微观结构恶化	①AI泡沫论升温，市场态度转向谨慎。②TMT成交额集中度突破40%。③美债利率上行，成长估值阶段性承压。
第三次调整	2026/3/3-2026/3/23	15	-8.83%	-6.57%	-1.79%	-13.88%	地缘风险冲击风险偏好、流动性恶化	①霍尔木兹海峡首次封锁触发市场恐慌，风险资产集中抛售。②内资机构面临地缘政治风险采取防御性减仓策略。③美债收益率上行，成长板块承压。④成长板块内结构性调整。
第四次调整	2026/5/14-2026/6/11	21	-6.02%	-5.52%	-5.62%	-6.08%	科技叙事扰动、流动性承压、微观结构恶化	①AI硬件利润分配格局变化，存储板块承压。②市场微观交易结构极度恶化。③美联储加息或维持高利率的担忧升级，全球风险资产重估。④SpaceX750亿美元融资，引发投资者对微观市场流动性担忧。

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、 历次调整后科技或会更强

历次调整后科技仍然是核心主线，调整后或会更强。复盘前三轮调整后的行业表现，调整并不是科技主线结束的信号，更像是科技成长主线内部的再筛选或科技周期再平衡。

每一轮调整结束后，市场并没有离开高弹性资产，而是重新寻找下一阶段能够承接风险偏好、同时具备基本面边际改善的方向。市场买的不是简单的科技标签，而是同时具备两类特征的方向：一是盈利具备  $G$  和  $\Delta g$ ，能够承接估值和业绩；二是叙事足够强，能够重新承接风险偏好和资金定价。

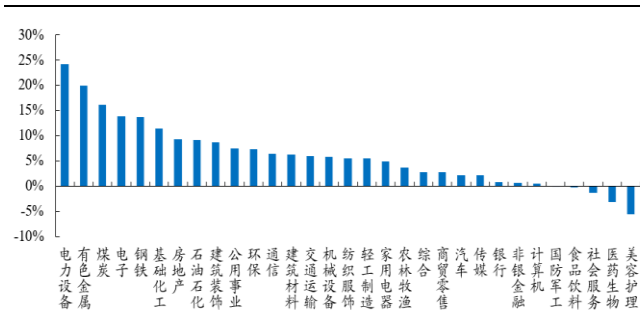
### (1) 第一次调整后：科技周期再平衡，电力设备表现最为亮眼

第一次调整结束后，市场并不是简单回到单一科技方向，而是出现了较为明显的“科技周期再平衡”。2025年9月5日到2025年11月12日，一级行业中，电力设备、有色金属、煤炭、电子、钢铁表现亮眼；二级行业中，冶钢原料、能源金属、其他电子II、装修建材、电网设备等方向位居前列。当时市场并不是放弃科技成长，而是在科技成长仍然占优的背景下，第一轮调整后，资金开始向基本面修复和反内卷叙事支撑的部分周期和科技成长里的电力设备方向扩散。

这一轮再平衡背后，反内卷叙事是重要催化。周期板块受益于供给约束、价格修复和产能出清预期，阶段性承接资金；电力设备则在前期产能出清后，供需格局边际改善，盈利修复斜率开始显现。

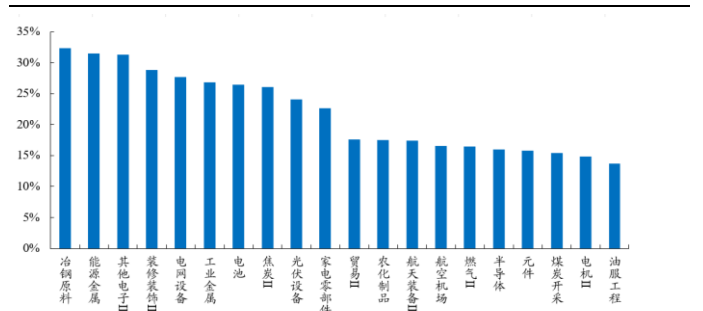
科技成长板块里，电力设备行业完美契合“ $G$ 与 $\Delta g$ 兼备”，成为第一轮调整后最为亮眼的方向。2025年下半年以来，行业归母净利润同比增速走强与 $\Delta g$ 维持高水平，高于电子和通信，验证复苏趋势确定性，类比2022年煤炭行业的景气反转逻辑，当前电力设备在稳固高 $g$ 的基础上，正迎来 $\Delta g$ 的显著改善，景气复归条件已然具备。

图11：第一次调整后，市场出现科技周期再平衡



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：第一次调整后，冶钢原料、能源金属、其他电子II、装修建材、电网设备等方向位居前列



数据来源：Wind、开源证券研究所

**图13：2025年三季报，高端制造板块里，电力设备表现亮眼**

板块	行业	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	Δg
高端制造	电力设备	33%	72%	73%	80%	46%	26%	9%	-9%	-51%	-52%	-54%	-62%	-12%	7%	21%	14%
	国防军工	10%	4%	5%	-8%	-4%	7%	5%	3%	-15%	-20%	-28%	-39%	-25%	-9%	0%	9%
	汽车	-15%	-20%	-5%	-3%	9%	28%	30%	49%	16%	22%	9%	11%	10%	0%	3%	3%
	机械设备	-28%	-27%	-23%	-12%	-7%	1%	0%	-2%	12%	5%	-1%	-8%	24%	19%	15%	-5%
	环保	-19%	-16%	-9%	-13%	3%	3%	-4%	-6%	14%	3%	3%	-17%	1%	-4%	-5%	-1%
科技	电子	-12%	-22%	-31%	-34%	-55%	-43%	-28%	-28%	75%	54%	38%	20%	31%	31%	38%	7%
	计算机	-92%	-58%	-63%	-46%	55%	7%	11%	18%	-77%	-39%	-32%	-54%	2310%	41%	33%	-8%
	传媒	-18%	-27%	-29%	-67%	26%	20%	21%	139%	-30%	-31%	-33%	-50%	39%	29%	37%	9%
	通信	23%	116%	39%	41%	8%	9%	7%	4%	7%	7%	8%	6%	7%	8%	9%	1%
周期	基础化工	26%	15%	2%	-8%	-48%	-53%	-47%	-46%	-14%	-3%	-8%	-10%	10%	2%	10%	7%
	钢铁	-28%	-56%	-77%	-73%	-71%	-71%	-36%	-14%	-87%	-55%	-115%	-132%	539%	157%	750%	592%
	有色金属	123%	92%	70%	54%	-19%	-30%	-29%	-30%	-33%	-5%	-1%	1%	69%	37%	41%	5%
	公用事业	-34%	-18%	3%	66%	43%	34%	48%	65%	27%	17%	9%	5%	6%	2%	3%	1%
	交通运输	41%	-23%	-28%	-45%	4%	20%	50%	69%	26%	12%	6%	11%	1%	2%	-6%	-8%
	煤炭	83%	97%	68%	50%	2%	-28%	-29%	-26%	-36%	-27%	-22%	-20%	-28%	-32%	-30%	3%
	石油石化	24%	24%	14%	8%	-11%	-14%	-4%	-3%	10%	11%	1%	0%	-6%	-15%	-11%	3%
	建筑材料	-3%	-9%	-11%	-13%	0%	-2%	-2%	-1%	-19%	-13%	-12%	-12%	-2%	-5%	-6%	-1%
消费	农林牧渔	-197%	-209%	134%	146%	69%	9%	-364%	-136%	56%	174%	469%	1365%	926%	182%	13%	-169%
	家用电器	13%	14%	14%	11%	15%	15%	12%	14%	10%	8%	6%	7%	25%	13%	10%	-3%
	食品饮料	18%	14%	13%	13%	18%	15%	16%	18%	16%	14%	10%	6%	0%	-1%	-5%	-4%
	纺织服饰	-16%	-23%	-27%	-43%	-5%	8%	11%	67%	6%	-3%	-7%	-37%	-6%	-9%	-10%	-1%
	轻工制造	-40%	-33%	-27%	-35%	-28%	-11%	-2%	16%	49%	15%	-4%	-34%	-20%	-24%	-23%	2%
	商贸零售	-12%	-5%	7%	67%	31%	16%	18%	1198%	-19%	-17%	6%	8%	-10%	-20%	-35%	-16%
	社会服务	-38%	-4696%	-3803%	-35%	119%	142%	747%	209%	62%	105%	27%	-36%	-23%	-9%	-3%	7%
	美容护理	-28%	-17%	-19%	-41%	34%	35%	63%	67%	8%	3%	-22%	-21%	-17%	-15%	-11%	4%
	医药生物	13%	10%	10%	10%	2%	4%	2%	1%	0%	0%	-1%	-4%	-3%	-3%	0%	
金融地产	银行	-12%	-22%	-31%	-34%	-55%	-43%	-28%	-28%	75%	54%	38%	20%	31%	31%	38%	7%
	非银金融	-92%	-58%	-63%	-46%	55%	7%	11%	18%	-77%	-39%	-32%	-54%	2310%	41%	33%	-8%
	房地产	-18%	-27%	-29%	-67%	26%	20%	21%	139%	-30%	-31%	-33%	-50%	39%	29%	37%	9%
其他	建筑装饰	23%	116%	39%	41%	8%	9%	7%	4%	7%	7%	8%	6%	7%	8%	9%	1%
	综合	9%	1%	4%	4%	15%	7%	-5%	-5%	-3%	0%	-1%	-3%	-2%	-4%	0%	4%

数据来源：Wind、开源证券研究所

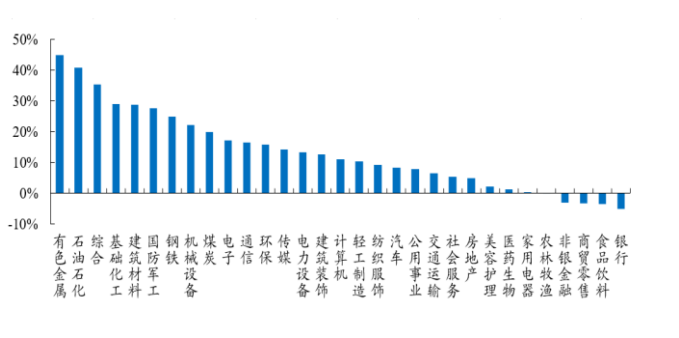
## (2) 第二次调整后：再平衡延续，周期+商业航天成为主线

第二次调整结束后，市场表现最强的方向并不是简单意义上的科技整体，市场再次出现明显再平衡，周期和商业航天成为主线。一级行业涨幅中，有色金属、石油石化、基础化工、建筑材料、国防军工、机械设备等方向表现靠前；二级行业中，小金属、黄金、油服工程、航天装备、工业金属等方向涨幅居前。

这一轮再平衡的核心催化来自涨价预期下周期行业 G 与 Δg 兼备。彼时资源品价格弹性增强，PPI 修复预期升温，叠加反内卷推动供给端约束，有色、化工、石油石化等周期方向盈利修复逻辑更为清晰，成为科技调整期间承接资金的重要方向。

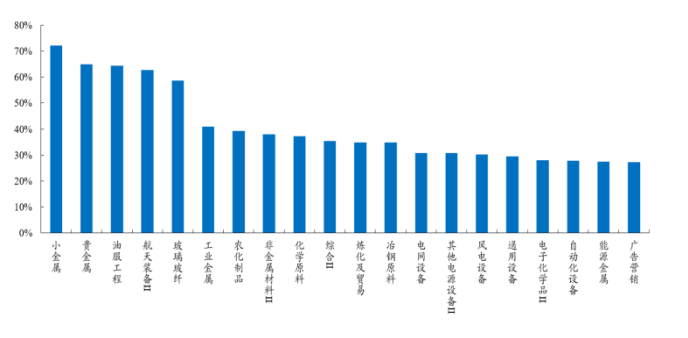
商业航天则是第二次调整后最具代表性的强叙事方向。对于商业航天，可回收火箭发射的意义重大，标志着卫星发射成本的大幅降低、商业航天的快速增长。不仅预示着卫星产业市场规模潜力大，成长性强，在政策技术的双轮驱动下，拓宽了卫星的应用场景，军民融合双向突破，或将催生出卫星市场新蓝海。

图14：第二次调整后，市场再次出现科技周期再平衡



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：第二次调整后，小金属、黄金、油服工程、航天装备、工业金属等方向位居前列



数据来源：Wind、开源证券研究所

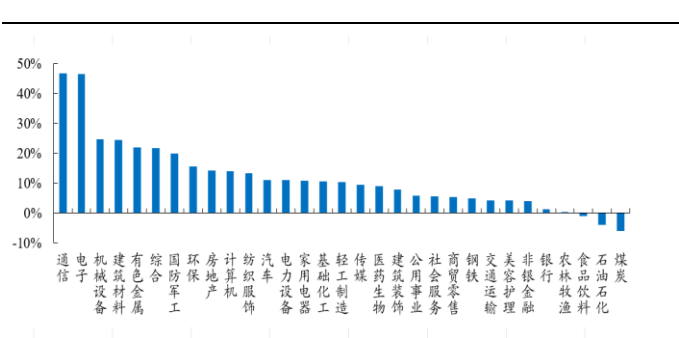
### (3) 第三次调整后：国产科技崛起，科技板块“二次点火”

第三次调整结束后，市场主线重新回到科技内部，通信和电子成为一级行业中表现最强的方向。从一级行业涨幅看，通信、电子位居前列；从二级行业涨幅看，元件、通信设备、电子化学品、半导体等硬科技方向表现突出。市场重新回到科技，但已经不是简单交易“科技标签”，而是更重视具备盈利兑现、国产替代和产业催化共振的硬科技方向。

这一轮科技重新走强，核心催化来自国产科技崛起叙事和 AI 国产替代叙事。长鑫科技上市预期强化了市场对国产半导体产业链的关注，DeepSeek-V4 带动 AI 国产芯片叙事，进一步推动资金向国产算力、半导体、存储、先进封装等方向集中。国产替代叙事同样强化。华为“韬定律”打开了国产算力体系的产业想象空间，带动市场重新定价 GPU、先进封装、半导体设备、存储、PCB、液冷等环节。通信方向则体现为 AI 算力链向光模块、通信设备、高速互联等基础设施环节扩散。

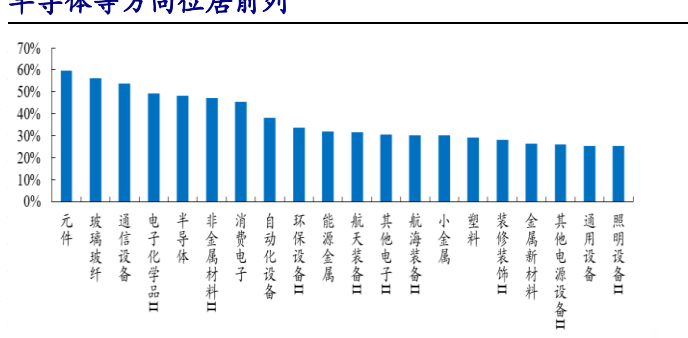
更重要的是，科技板块开始出现涨价链条。存储、PCB、电子化学品、先进封装等环节受益于 AI 需求扩张和国产替代提速，价格和订单斜率均有改善，科技板块从单纯的叙事交易进入到盈利验证阶段。根据 2026Q1 数据，电子盈利增速达到 73%， $\Delta g$  达到 41%，已经具备明显的“二次点火”特征。盈利端和叙事端形成共振。

图16：第三次调整后，通信、电子强势崛起



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：第三次调整后，元件、通信设备、电子化学品、半导体等方向位居前列



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：2026一季报中，电子兼具G和ΔG

板块	行业	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	Δg	
高端制造	电力设备	33%	72%	73%	80%	46%	26%	9%	-9%	-51%	-52%	-54%	-62%	-12%	7%	21%	39%	54%	15	
	国防军工	10%	4%	5%	-8%	-4%	7%	5%	3%	-15%	-20%	-28%	-39%	-25%	-9%	0%	0%	67%	85%	18
	汽车	-15%	-20%	-5%	-3%	9%	28%	30%	49%	16%	22%	9%	11%	10%	0%	3%	4%	-22%	-26	
	机械设备	-28%	-27%	-23%	-12%	-7%	1%	0%	-2%	12%	5%	-1%	-8%	24%	19%	15%	12%	-5%	-18	
	环保	-19%	-16%	-9%	-13%	3%	3%	-4%	-6%	14%	3%	3%	-17%	1%	-4%	-5%	-3%	20%	23	
科技	电子	-12%	-22%	-31%	-34%	-55%	-43%	-28%	-28%	75%	54%	38%	20%	31%	31%	38%	32%	73%	41	
	计算机	-92%	-58%	-63%	-46%	55%	7%	11%	18%	-77%	-39%	-32%	-54%	2310%	41%	33%	55%	119%	64	
	传媒	-18%	-27%	-29%	-67%	26%	20%	21%	139%	-30%	-31%	-33%	-50%	39%	29%	37%	46%	-1%	-47	
	通信	23%	116%	39%	41%	8%	9%	7%	4%	7%	7%	8%	6%	7%	8%	9%	7%	5%	-2	
周期	基础化工	26%	15%	2%	-8%	-48%	-53%	-47%	-46%	-14%	-3%	-8%	-10%	10%	2%	10%	4%	14%	10	
	钢铁	-28%	-56%	-77%	-73%	-71%	-71%	-36%	-14%	-87%	-55%	-115%	-132%	539%	157%	750%	274%	-78%	-352	
	有色金属	123%	92%	70%	54%	-19%	-30%	-29%	-30%	-33%	-5%	-1%	1%	69%	37%	41%	55%	114%	59	
	公用事业	-34%	-18%	3%	66%	43%	34%	48%	65%	27%	17%	9%	5%	6%	2%	3%	5%	-7%	-12	
	交通运输	41%	-23%	-28%	-45%	4%	20%	50%	69%	26%	12%	6%	11%	1%	2%	-6%	-15%	20%	35	
	煤炭	83%	97%	68%	50%	2%	-28%	-29%	-26%	-36%	-27%	-22%	-20%	-28%	-32%	-30%	-27%	-3%	24	
	石油石化	24%	24%	14%	8%	-11%	-14%	-4%	-3%	10%	11%	1%	0%	-6%	-15%	-11%	-12%	15%	27	
建筑材料	-3%	-9%	-11%	-13%	0%	-2%	-2%	-1%	-19%	-13%	-12%	-12%	-2%	-5%	-6%	-34%	-44%	-10		
消费	农林牧渔	-197%	-209%	134%	146%	69%	9%	-364%	-136%	56%	174%	469%	1365%	926%	182%	13%	-37%	-109%	-72	
	家用电器	13%	14%	14%	11%	15%	15%	12%	14%	10%	8%	6%	7%	25%	13%	10%	-7%	-8%	-1	
	食品饮料	18%	14%	13%	13%	18%	15%	16%	18%	16%	14%	10%	6%	0%	-1%	-5%	-9%	-2%	7	
	纺织服装	-16%	-23%	-27%	-43%	-5%	8%	11%	67%	6%	-3%	-7%	-37%	-6%	-9%	-10%	21%	-1%	-22	
	轻工制造	-40%	-33%	-27%	-35%	-28%	-11%	-2%	16%	49%	15%	-4%	-34%	-20%	-24%	-23%	-34%	-21%	13	
	商贸零售	-12%	-5%	7%	67%	31%	16%	18%	1198%	-19%	-17%	6%	8%	-10%	-20%	-35%	-57%	50%	108	
	社会服务	-38%	-4696%	-3803%	-35%	119%	142%	747%	209%	62%	105%	27%	-36%	-23%	-9%	-3%	-5%	9%	14	
	美容护理	-28%	-17%	-19%	-41%	34%	35%	63%	67%	8%	3%	-22%	-21%	-17%	-15%	-11%	-3%	-12%	-10	
	医药生物	13%	10%	10%	10%	2%	4%	2%	1%	1%	0%	0%	-1%	-4%	-3%	-3%	-1%	3%	5	
金融地产	银行	-12%	-22%	-31%	-34%	-55%	-43%	-28%	-28%	75%	54%	38%	20%	31%	31%	38%	1%	3%	2	
	非银金融	-92%	-58%	-63%	-46%	55%	7%	11%	18%	-77%	-39%	-32%	-54%	2310%	41%	33%	29%	-1%	-29	
	房地产	-18%	-27%	-29%	-67%	26%	20%	21%	139%	-30%	-31%	-33%	-50%	39%	29%	37%	-26%	1%	27	
建筑装饰	23%	116%	39%	41%	8%	9%	7%	4%	7%	7%	8%	6%	7%	8%	9%	9%	-25%	-15%	10	
其他	综合	9%	1%	4%	4%	15%	7%	-5%	-5%	-3%	0%	-1%	-3%	-2%	-4%	0%	-79%	86%	165	

数据来源：Wind、开源证券研究所

#### (4) 复盘总结：调整后买的是“G和delta G兼备+叙事强劲”

复盘前三轮调整可以发现，调整本身并不会改变牛市主线的方向，但会改变市场对主线内部资产的审美。第一次调整后，电力设备表现亮眼，核心在于反内卷叙事出现，同时行业盈利增速和Δg改善。第二次调整后，周期和商业航天成为主线，周期受益于涨价和盈利修复，商业航天受益于产业趋势和强叙事。第三次调整后，通信和电子重新走强，背后是国产科技崛起、国产替代和科技涨价链条共振，电子行业具备较强的G和Δg。

站在当前，本轮调整后的选股思路也应沿着这一框架展开：寻找“叙事强劲+G和Δg”的交集。叙事决定弹性，G和Δg决定持续性。只有同时具备产业想象空间和盈利边际改善的方向，才能在调整结束后成为新的主线。

### 3、投资建议：寻找“二次点火 + 叙事张力”

本次调整背后，DDM 三要素没有被破坏，因此牛市尚未结束。复盘 2025 年 4 月以来的历次调整，调整后科技仍然是核心主线，且调整后的科技会更强。

每轮调整后，市场买的不是简单的科技标签，而是同时具备两类特征的方向：一是盈利具备  $G$  和  $\Delta g$ ，能够承接估值和业绩；二是叙事足够强，能够重新承接风险偏好和资金定价。基于每次调整后的主线特点——“ $G$  和  $\Delta g$  兼备 + 叙事强劲”，本轮调整后市场的结构主线可关注国产算力、复航交易等。

重点关注四类“二次点火 + 叙事张力”方向：

(1) 科技内部具备盈利验证和边际改善的方向：国产算力、半导体、PCB 等 AI 硬件链中真正有订单和利润兑现的环节；

(2) 科技外溢带来的新景气方向：电力设备、电力、能源金属、液冷等；

(3) 具备产业趋势和叙事扩张能力的新方向：商业航天、军工、低空经济、机器人等；

(4) 阶段性再平衡中具备修复弹性的方向：有色、化工、机械设备等，但需要进一步筛选是否具备持续的  $G$  和  $\Delta G$ 。

### 4、风险提示

宏观政策超预期变动；

地缘政治超预期升级风险；

历史数据不代表未来表现。

### 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  
710065  
邮箱：research@kysec.cn