

2026 年 09 月 11 日

北交所牛股基因解码：小市值第一性原理 × 五因子模型，构建可复制选股体系

——北交所策略专题报告

北交所研究团队

诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

杨懿宁（分析师）

yangyining@kysec.cn

证书编号：S0790526060001

● 从规模扩张转向质量优先，北交所从制度试验田到专精特新主阵地

北交所开市近五年来，“深改 19 条”明确了长期建设目标，2025-2026 年的制度迭代则推动板块从“试验田”走向成熟市场。截至 2026 年 9 月 4 日，北交所上市公司总量达 341 家，总市值 8675.64 亿元，正式迈入“300+”发展时代。板块发展已完成从设立初期高速规模扩张向高质量扩容的阶段切换：新增上市公司硬科技属性显著强化，2024 年以来上市的衡东光、中科仪、杰理科技等标的直接跻身百亿市值梯队，覆盖光通信、半导体设备、芯片设计等高端赛道；专精特新含量持续提升，国家级专精特新“小巨人”企业达 203 家，占比 59.53%，制造业单项冠军企业 80 家，产业壁垒持续夯实。与此同时，机构化进程加速推进，2026 年二季度末公募重仓北交所规模环比增长 13.89%，被动指数产品成为配置核心力量，北证 50 指数基金份额达 253.94 亿份。2023 年和 2024 年两轮北交所行情阶梯性大幅改善北证 A 股流动性，2026 年日均成交额 204.46 亿元，当前正处于“高质量扩容→规模提升→流动性改善”的关键过渡窗口，中长期配置价值逐步显现。

● 北交所牛股复盘：小市值为第一性原理，五因子模型拆解核心驱动力

通过对 2022-2026 年全周期及分年度牛股的系统归因，我们提炼出北交所牛股五大核心驱动因子，按解释力排序依次为小市值风格、稀缺性、行业主线 Beta、成长性、低估值。1) 小市值是牛股第一驱动力，全周期涨幅 Top10 牛股上市首日市值 20 亿以下占比达 80%，低基数带来的高弹性效应显著；2) 稀缺性是估值护城河，60% 的全周期 Top10 为国家级专精特新企业，全市场高稀缺性标的具备显著估值溢价；3) 行业 Beta 决定行情时点，行业主线 Beta 则决定了“这些潜质何时被激活”，从分年度涨幅 Top10 的相关产业链集中度来看，行业轮动特征显著，北交所企业多数集中于中游制造环节，属于在科技龙头“未来产业链”的枝干配套企业，硬科技制造赛道传导效应较强；4) 成长性为加分项而非必要条件，短期业绩承压不影响稀缺标的行情演绎，低估值更适合作为“环境适配”因子而非“选股”因子，熊市防御价值突出，牛市弹性让位于市值因子。

● 北交所牛股五因子打分模型落地框架构建，三只全周期牛股五因子解码

基于五大因子的解释力差异，构建 100 分制量化选股打分体系，权重设置为市值因子 30%、稀缺性因子 25%、行业 Beta 因子 20%、成长性因子 15%、估值因子 10%，实现标的可量化筛选。案例中我们选取海达尔、戈碧迦、民士达三只 2024-2026 年全周期牛股，进行五因子深度解码。1) 海达尔：“极低市值起点×双赛道（家电+AI 服务器）Beta 共振×业绩高弹性验证×专精特新稀缺标签”的四重奏，全周期涨幅 588%。2) 戈碧迦：“高景气赛道卡位×国产替代×业绩困境反转”的预期驱动型牛股，全周期涨幅 330%。3) 民士达：“A 股稀缺芳纶纸标的×寡头格局下的国产替代×2023-2025 年归母净利润 CAGR26%的持续验证×杜邦退出重塑格局”的稀缺成长型牛股。

● 风险提示：数据统计误差风险、行业政策变化、新技术不及预期等风险。

相关研究报告

《矿业基建需求回暖驱动营收增长，数字化仿真平台筑牢技术护城河，2026H1 营收同比+27.04%—北交所信息更新》-2026.9.9

《FAST 胶原蛋白数据库第一期落地，全球化布局取得重要进展—北交所信息更新》-2026.9.9

《风电行业两家新主机厂客户同步开拓，2026H1 实现总营收+17.52%—北交所信息更新》-2026.9.9

目 录

1、 北交所市场全景：从制度试验田到专精特新主阵地.....	4
1.1、 北交所政策定位清晰后改革加速，从规模扩张到质量优先.....	4
1.2、 北交所机构化配置加速，被动基金成为配置核心力量.....	11
1.3、 两轮行情改善北证流动性，高质量扩容有望驱动流动性加速修复.....	14
2、 2022-2026 年北交所牛股全维度复盘，五因子模型拆解核心	16
2.1、 牛股全景图谱：2022-2026 年北交所涨幅榜全维度复盘	16
2.2、 牛股基因归因分析：五因子模型拆解核心上涨驱动力	20
2.3、 北交所牛股五因子打分模型，从归因到落地的打分框架构建.....	24
3、 北交所案例剖析：三只 2022-2026 年全周期牛股五因子解码	27
3.1、 海达尔：小市值叠加双轮行业主线 Beta 接力，全周期涨幅 588%	27
3.2、 戈碧迦：赛道跃迁+高稀缺性驱动估值增长牛股，全周期涨幅 330%	29
3.3、 民士达：A 股高稀缺赛道下的成长型标杆，全周期涨幅 316%.....	30
4、 风险提示	31

图表目录

图 1： 我国证券交易所市场错位发展、功能互补的市场格局基本形成.....	4
图 2： 2026 年 9 月 4 日，北交所上市企业达 341 家（家）	6
图 3： 2026 年 9 月 4 日，北交所上市企业总市值 8675.64 亿元（亿元）	6
图 4： 北交所小巨人 311 家，占比 91.20%（家）	8
图 5： 北交所国家级小巨人 203 家，占比 59.53%（家）	8
图 6： 北交所单项冠军企业 80 家，占比 23.46%（家）	8
图 7： 高端装备、信息技术、化工新材市值占比分别为 34.26%、26.64%、23.77%.....	10
图 8： 2020-2026 上半年北交所营收保持稳步增长趋势（亿元）	10
图 9： 2025-2026 上半年北交所盈利能力逐步修复（亿元）	10
图 10： 2026 年上半年公募机构在北交所配置家数保持增长（家）	11
图 11： 2026Q2 末重仓北交所的基金数量达 185 只，环比 2026Q1 末增长 30.28%（只）	11
图 12： 2026 年二季度末公募机构在北交所重仓配置金额 74.14 亿元，重仓配置金额环比 2026 一季度末增长 13.89%（亿元）	12
图 13： 被动基金是 2026 二季度重仓北交所占比最高的基金投资类型.....	12
图 14： 2026 年北证 50 指数基金份额高增长（亿份）	13
图 15： 北证 50 指数基金规模高增长（亿元）	13
图 16： 2026 年北证 50 被动指数基金产品数量达 99 只（只）	13
图 17： 对比科创板和创业板来看，2026H1 末机构在北交所配置占比远低于创业板和科创板	14
图 18： 2023 年和 2024 年两轮北交所行情阶梯性大幅改善北证 A 股流动性	14
图 19： 2026 年北交所日均成交额为 204.46 亿元（亿元）	15
图 20： 2026 年北交所日均换手率为 4.31%	15
图 21： 科创板开板初期经历板块日均换手率下滑阶段.....	15
图 22： 北交所当前正处于“高质量扩容→规模提升→流动性改善”的过渡阶段	15
图 23： 在所有归因因子中，小市值风格的解释力最为突出，北交所牛股的“第一性原理”（家）	20
图 24： 全周期 Top10 牛股的 2022-2025 年营收复合增速仅为 4.62%（亿元）	22
图 25： 全周期 Top10 牛股 2022-2025 年的归母净利润复合增速仅为 -9.30%（亿元）	22
图 26： 2022-2026 年全周期牛股的发行市盈率分布	23

图 27: 截至 2026 年 9 月 4 日, 北交所整体估值 30.68X, 与科创板和创业板有较大估值差	26
图 28: 服务器滑轨	27
图 29: 戈碧迦专注于光学玻璃的配方、熔炼、检测等技术的研发	29
图 30: 民士达成立于 2009 年, 成为打破杜邦公司芳纶纸垄断格局的中国企业, 已成为行业“单项冠军”	30
表 1: 2025-2026 年北交所的制度迭代则推动板块从“试验田”走向成熟市场	5
表 2: 北交所新增上市公司的质量提升, 多个后发标的直接跻身市值前列	7
表 3: 目前北交所合计有 16 家国家级单项冠军企业	9
表 4: 2022-2026 年北交所涨幅 Top10 牛股	16
表 5: 2022 年北交所涨幅 TOP10	16
表 6: 2023 年北交所涨幅 TOP10	17
表 7: 2024 年北交所涨幅 TOP10	18
表 8: 2025 年北交所涨幅 TOP10	18
表 9: 2026 年北交所涨幅 TOP10	19
表 10: 稀缺性是北交所 2022-2026 全周期牛股的第二大驱动力, 专精特新企业的估值护城河	21
表 11: 沪深核心主线对北交所的映射	21
表 12: 北交所牛股的典型画像	24
表 13: 北交所五因子打分模型	24
表 14: 市值因子打分模型	24
表 15: 稀缺性因子打分模型	25
表 16: 行业 Beta 因子打分模型	25
表 17: 成长性打分模型	25
表 18: 估值打分模型	26
表 19: 海达尔五因子模型打分表	28
表 20: 戈碧迦五因子模型打分表	29
表 21: 芳纶纸制造商主要有美国杜邦公司、民士达、超美斯、赣州龙邦、时代华先	30
表 22: 民士达五因子模型打分表	31

1、北交所市场全景：从制度试验田到专精特新主阵地

1.1、北交所政策定位清晰后改革加速，从规模扩张到质量优先

从科创板、创业板试点注册制，到 2021 年 11 月北交所正式挂牌，北交所与上交所、深交所并列成为我国三大证券交易所之一，再到如今注册制改革的全面推行，我国 A 股市场已逐步建立起由沪深主板、科创板、创业板和北交所四大板块构成的多层次资本市场体系，各板块之间的差异化定位逐渐明确。

目前多层次资本市场体系清晰，各交易所各板块基本覆盖不同行业、不同类型、不同成长阶段的企业。”

图1：我国证券交易所市场错位发展、功能互补的市场格局基本形成

主板	科创板	创业板	北交所
•要突出大盘蓝筹特色 •重点支持业务模式成熟、经营业绩稳定、规模较大、具有行业代表性的成熟期优质大型企业。 •设置多元包容的上市条件，并与科创板、创业板拉开距离。	•突出“硬科技”特色，发挥资本市场改革“试验田”作用。 •重点接纳六大行业领域（信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保、生物医药）。	•服务于成长型创新创业企业。 •强调“三创四新”，范围更宽泛，负面清单外，符合高新技术产业企业和战略性新兴产业企业定位即可申报	•与全国股转系统共同打造服务创新型中小企业主阵地。 •行业范围广泛，关注细分领域龙头企业。 •关注培育“专精特新”企业

资料来源：中国证监会官网、各个交易所官网、人民政府官网、新华社、开源证券研究所

北交所的发展始终以顶层设计为锚，“**深改 19 条**”明确了长期建设目标，**2025-2026 年的制度迭代则推动板块从“试验田”走向成熟市场**。2025-2026 年是北交所制度体系从试行到正式、从基础到完善的关键窗口期，核心进展集中在三大维度：

1) 身份标识独立化：2025 年 10 月全面启用“920”开头独立代码段，彻底脱离新三板代码体系，板块独立市场定位进一步强化，市场辨识度大幅提升。

2) 基础规则正式化：《北京证券交易所股票上市规则》从“试行”转正，匹配新公司法完善公司治理、退市监管等要求；交易机制持续优化，新增盘后固定价格交易，收紧大宗交易定价范围，交易规则向沪深市场全面接轨。

3) 融资工具体系化：再融资简易程序落地，受理到注册最快不足 10 个工作日；并购重组审核规则、重大资产重组业务指引全面发布，支持企业通过产业链并购做大做强，中小企业“**按需融资**”的制度优势逐步显现。

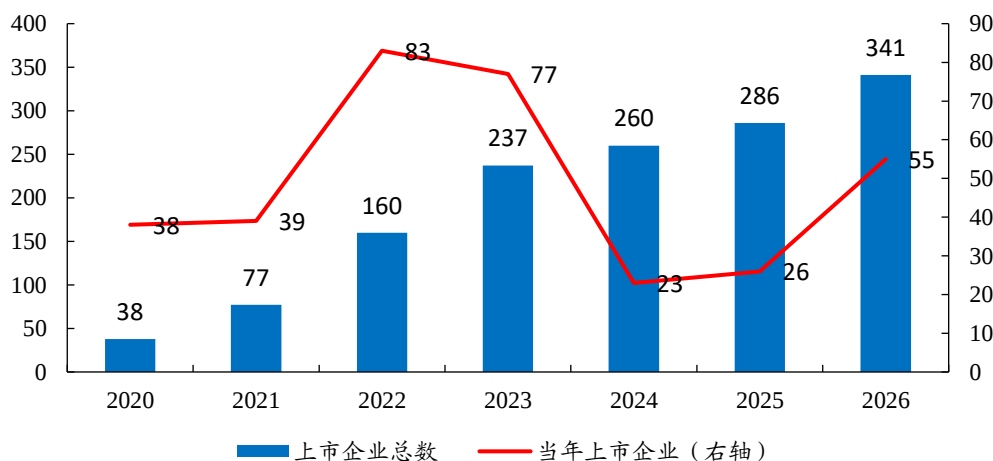
表1：2025-2026 年北交所的制度迭代则推动板块从“试验田”走向成熟市场

时间	事件
2026/7/26	北交所首单小额快速定增项目落地，全流程审核效率显著提升
2026/7/10	北交所首批非公开发行公司债券（以下简称私募债）挂牌仪式在京举办，首批 6 只私募债正式挂牌
2026/4/24	《北京证券交易所交易规则》正式落地，交易机制向沪深接轨
2025/9/26	首单“两区建设”债券在北交所成功发行
2025/9/12	北交所存量上市公司代码切换上线
2025/9/5	就修订可持续发展报告编制指南公开征求意见
2025/6/27	北交所首单科技创新绿色公司债券成功发行
2025/6/6	发布北证专精特新指数
2025/5/16	修订重组相关规则，丰富制度工具，激发市场活力
2025/4/25	全国首单中小微企业支持可续期公募公司债券在北交所成功发行
2024/12/20	建立上市公司信息披露评价体系引导上市公司提高信息披露质量
2024/12/13	启动存量上市公司代码切换工作
2024/10/20	北交所、全国股转公司与工业和信息化部签署战略合作协议共同完善专精特新中小企业融资服务体系
2024/8/30	发布实施公开发行股票并上市三件审核业务指引全面落实“1+N”政策文件的要求
2024/7/10	调整融券交易保证金比例
2024/6/15	配合上交所开展北交所证券纳入中证跨市场指数测试
2024/4/30	发布实施公开发行股票并上市审核规则等 5 件业务规则，落实国九条
2024/4/22	上线启用 920 代码号段功能
2024/4/12	国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》
2024/4/12	正式发布可持续发展报告指引持续推动提高上市公司质量
2024/3/15	证监会集中发布《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》等四项政策文件
2024/1/12	公司（企业）债券市场开市
2023/12/1	启动公司债券发行承销业务
2023/10/8	修订转板指引稳妥有序推进转板
2023/9/28	发布募集资金指引提升监管精准性和透明度
2023/9/26	修订减持指引进一步规范关键少数减持行为
2023/9/1	《关于高质量建设北京证券交易所的意见》
2023/8/27	调整融资交易保证金比例
2023/8/21	优化新股发行上市流程
2023/8/18	调降股票交易经手费
2023/7/28	证监会发布《证券公司北交所股票做市交易业务特别规定（征求意见稿）》降低做市商资格门槛
2023/6/29	与香港交易所所在京签署合作谅解备忘录
2023/3/21	发布实施《北京证券交易所向不特定合格投资者公开发行股票并上市业务办理指南第 3 号——申报前咨询沟通》，完善申报前咨询沟通机制
2023/2/20	股票做市交易业务正式启动
2023/2/13	融资融券交易业务正式启动
2022/12/30	发布股份减持监管指引进一步规范“关键少数”减持行为
2022/12/1	调降股票交易经手费
2022/11/21	北证 50 指数发布实时行情
2022/9/2	首次成功发行国债

资料来源：北交所官网、券商中国、开源证券研究所

截至 2026 年 9 月 4 日，北交所上市公司总数达 341 家，北交所正式迈入“300+”时代。从扩容节奏看，呈现显著的三阶段特征：2020-2022 年为设立初期的高速扩张期，2022 年当年新增 83 家达到历史峰值；2023-2025 年受 A 股 IPO 审核整体收紧影响，扩容节奏显著放缓，2024 年当年新增仅 23 家，2025 年小幅回升至 26 家；2026 年以来扩容重新加速，截至 9 月 4 日当年已新增 55 家，成为 A 股新股供给的核心增量。

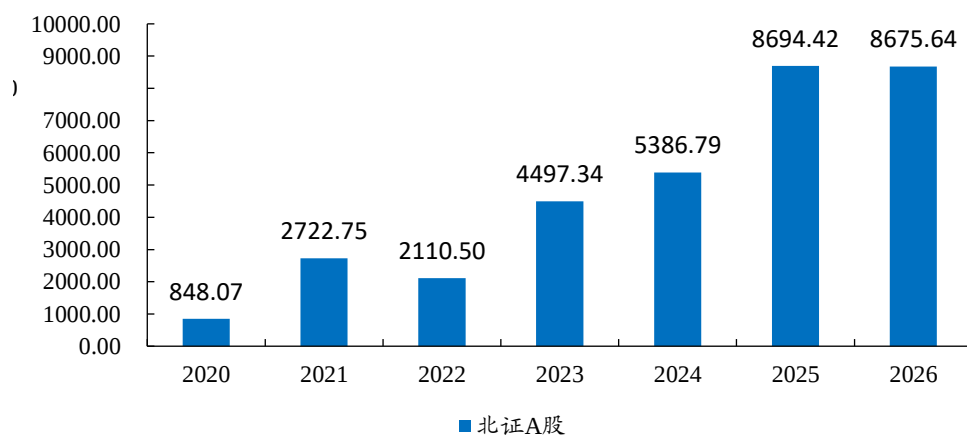
图2：2026 年 9 月 4 日，北交所上市企业达 341 家（家）



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：数据截至 2026 年 9 月 4 日）

截至 2026 年 9 月 4 日，北交所上市企业总市值达 8675.64 亿元，较 2020 年末的 848.07 亿元增长超 9 倍。分阶段看，2021 年总市值跃升至 2722.75 亿元同比增长 221%，主要受益于北交所正式开市的制度红利；2022 年回落至 2110.50 亿元同比下滑 22.5%，反映开市初期流动性低迷与估值收缩；2023-2025 年进入持续扩张通道，总市值从 4497.34 亿元增至 8694.42 亿元，三年累计增长 93%，主要驱动来自“1024 行情”与“924 行情”两轮脉冲式估值修复及上市公司数量增加。

图3：2026 年 9 月 4 日，北交所上市企业总市值 8675.64 亿元（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：数据截至 2026 年 9 月 4 日）

北交所新增上市公司的质量提升，多个后发标的直接跻身市值前列。从上市时间分布看，截至 2026 年 9 月 4 日，北交所市值百亿以上企业中 2024 年以后上市的公司多达 6 家。其中，北交所市值百亿以上企业包括衡东光、贝特瑞、中科仪、杰理科技、锦波生物、戈碧迦、曙光数创、天工股份、星图测控。

表2: 北交所新增上市公司的质量提升，多个后发标的直接跻身市值前列

证券代码	证券简称	上市日期	市值/亿元	PETTM	主营业务
920045.BJ	衡东光	2025/12/31	440.57	94.43	公司聚焦于光通信领域无源光器件产品的研发、制造与销售，主要业务板块包括无源光纤布线、无源内连光器件及相关配套业务三大板块
920185.BJ	贝特瑞	2020/7/27	242.78	31.16	公司是新能源材料的研发与制造商，主营业务包括锂离子电池负极材料、正极材料及石墨烯材料三大业务板块，是集基础研究、产品开发、生产销售于一体的国家级高新技术企业。
920186.BJ	中科仪	2026/4/29	166.04	6.53	公司通过自主研发创新实现了国产干式真空泵在集成电路领域的批量应用。
920138.BJ	杰理科技	2026/8/12	156.95	25.57	公司是一家专注于系统级芯片(SoC)的集成电路设计企业，主要面向蓝牙音视频、智能穿戴、智能物联终端等领域，为全球市场提供高规格、高灵活性、高集成度的芯片产品。
920982.BJ	锦波生物	2023/7/20	139.23	25.71	公司是一家应用结构生物学、蛋白质理性设计等前沿技术，围绕生命健康新材料和抗病毒领域，系统性从事功能蛋白结构解析、功能发现等基础研究。
920438.BJ	戈碧迦	2024/3/25	139.06	288.35	公司长期深耕光学玻璃与特种功能玻璃领域，是国内少数能够规模化生产光学玻璃的"隐形冠军"企业。
920808.BJ	曙光数创	2022/11/18	126.76	2971.48	公司专注于数据中心领域，在数据中心高效制冷的研发及服务方面积累了较多经验，形成数据中心高效制冷系列化的解决方案。
920068.BJ	天工股份	2025/5/13	106.27	122.76	公司主要进行钛合金的粗加工，将原材料海绵钛加工成钛加工材，如钛板坯、钛管坯、钛锭和钛棒。
920116.BJ	星图测控	2025/1/2	101.78	105.89	公司以数字太空科技服务为主线，依托包括航天器高精度轨道、姿态、控制计算，测控资源智能筹划与调度，卫星全生命周期健康管理在内的三大核心技术，聚焦航天测控管理与航天工业设计两大主营业务，提供技术开发与服务、软件销售以及系统集成等产品或服务。

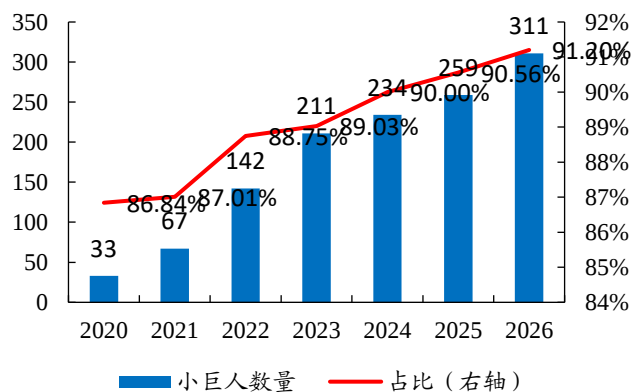
数据来源：Wind、开源证券研究所（注：数据截至 2026 年 9 月 4 日）

北交所重视“专精特新”，对专精特新企业服务链条更加完善。北交所坚守服务中小型创新企业的定位，与沪深市场相比具备企业规模更小，重视“专精特新”概念的特点。在对专精特新企业的支持上，北交所已初步形成了全链条服务专精特新企业的市场体系，通过上市直联审核监管机制，实现更高效的上市流程；从上市指标上来说，北交所上市要求低于科创板及创业板，对中小企业更加包容。

“专精特新”企业是指具有“专业化、精细化、特色化、新颖化”特征的中小企业，其中特色化特征为产品的独特性、独有性、独家生产经营性，具有区别于其他同类产品的独特属性，新颖化特征为产品（技术）的创新型、先进性和功能的新颖性，比传统产品具有更高的技术含量、更大的附加值、更好的经济效益和更加显著的社会效益。专精特新企业本身的“特”、“新”概念即代表公司的稀缺性属性，北交所作为专精特新企业聚集地，存在很多稀缺性标的。

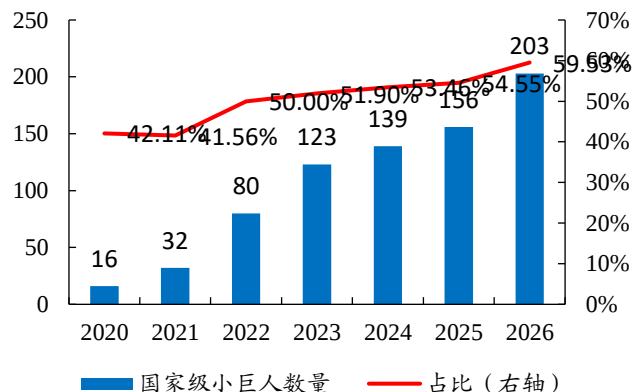
北交所上市企业创新属性方面来看,截至2026年9月4日,北交所小巨人从2020年33家增长至2026年的311家,占比从86.84%增长至91.20%;其中国家级小巨人企业从16家增长至203家,占比从42.11%提高至59.53%。

图4: 北交所小巨人311家, 占比91.20% (家)



数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 数据截至2026年9月4日)

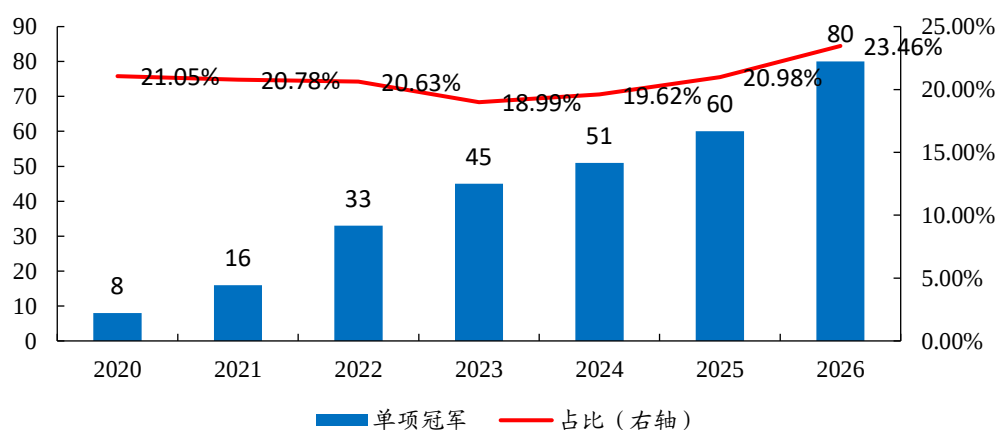
图5: 北交所国家级小巨人203家, 占比59.53% (家)



数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 数据截至2026年9月4日)

从企业质地方面来看,北交所单项冠军企业数量同样也保持增长趋势。截至2026年9月4日,单项冠军企业由2020年的8家增长至2026年的80家,占比从21.05%增长至23.46%。

图6: 北交所单项冠军企业80家, 占比23.46% (家)



数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 数据截至2026年9月4日)

整体来看,目前北交所合计有16家国家级单项冠军企业。多数深耕细分领域多年,在全球或国内市场占据领先地位,拥有核心技术专利和行业标准制定权,16家企业分别为贝特瑞、杰理科技、天工股份、同力股份、惠丰钻石、五新智能、金钛股份、民士达、一诺威、万达轴承、天马新材、宏远股份、农大科技、克莱特、铁拓机械、能之光。

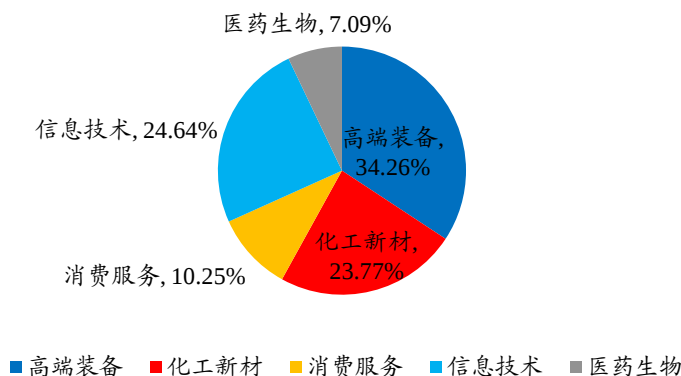
表3: 目前北交所合计有 16 家国家级单项冠军企业

代码	简称	市值/亿元	PETTM	公司简介
920185.BJ	贝特瑞	242.78	31.16	公司是新能源材料的研发与制造商, 主营业务包括锂离子电池负极材料、正极材料及石墨烯材料三大业务板块, 是集基础研究、产品开发、生产销售于一体的国家级高新技术企业。
920138.BJ	杰理科技	156.95	25.57	系统级芯片 (SoC) 的集成电路设计企业, 主要面向蓝牙音频、智能穿戴、智能物联终端等领域
920068.BJ	天工股份	106.27	122.76	公司主要进行钛合金的粗加工, 将原材料海绵钛加工成钛加工材, 如钛板坯、钛管坯、钛锭和钛棒。
920599.BJ	同力股份	84.46	9.14	公司是一家专业生产非公路用车的高新技术企业。公司是集产品研发、设计、生产、销售及售后服务为一体的工程机械制造商, 主要产品为各类矿山开采及大型工程物料运输所需的非公路宽体自卸车、坑道车、洒水车等。
920725.BJ	惠丰钻石	75.13	-3,553.67	公司致力于金刚石粉的研制与经营, 坚定的走专业化发展道路。
920174.BJ	五新智能	74.35	17.32	公司目前主营隧道施工智能装备的研发设计、生产、销售及服务, 主要产品包括混凝土喷浆车, 隧道(隧洞)衬砌台车等, 提供的服务主要为混凝土喷浆车的租赁服务。
920071.BJ	金钛股份	71.50	33.27	公司是主要从事海绵钛系列产品研发、生产和销售的高新技术企业。公司深耕高端海绵钛产品十余年, 已成为国内领先、国际一流的高端海绵钛生产基地之一, 是中国钛行业产业链核心成员之一。目前公司高端海绵钛产品广泛应用于国内航空航天、国防军工等领域。
920394.BJ	民士达	65.75	53.84	公司专业生产销售芳纶纸及其衍生产品。
920261.BJ	一诺威	40.47	18.97	公司是国内专业的聚氨酯原材料及 EO、PO 其他下游衍生物生产制造商, 主营业务为聚氨酯原材料及 EO、PO 其他下游衍生物的研发、生产与销售及承接塑胶跑道工程的施工。
920002.BJ	万达轴承	33.48	52.17	公司作为国内叉车轴承的领导者及先行者, 率先研发国内叉车专用轴承, 经过多年发展, 公司已成为国内规模最大的叉车门架专用轴承制造商, 专业配套世界工业车辆 0.5T-48T 全系列叉车。
920971.BJ	天马新材	27.80	57.40	公司是专业研发、生产 α -氧化铝、氢氧化铝和高纯纳米氧化铝的现代高新技术企业。多项产品填补国内空白, 并获得了国家发明专利权, 各项技术指标均已达到或优于进口同类产品水平, 产品遍布国内外市场。
920018.BJ	宏远股份	25.84	22.02	公司主要从事电磁线的研发、生产和销售, 是特高压变压器用电磁线的领先企业。公司产品主要包括换位导线、纸包线、漆包线、漆包纸包线、组合导线等多种品类, 目前主要应用于高电压、大容量电力变压器、换流变压器和电抗器等大型输变电设备。
920159.BJ	农大科技	24.49	22.37	公司以自有知识产权的腐植酸活化技术、包膜控释技术等核心技术为基础, 主要产品包括腐植酸增效肥、缓(控)释肥、水溶性肥等新型肥料, 及控释包膜尿素等新型肥料中间体。
920689.BJ	克莱特	15.38	28.18	公司主要生产轴流、离心、斜流三大系列上百个品种的通风机, 产品涵盖轨道交通风机、冷冻空调用风机、船用风机、核电用风机、屋顶风机、冷却塔用风机、海上钻井平台用风机等。
920706.BJ	铁拓机械	14.95	57.08	公司主要从事沥青混合料搅拌设备及其配套设备的研发、生产、销售和服务, 是沥青混合料搅拌设备及其配套设备的专业生产商。
920056.BJ	能之光	12.25	30.13	公司的主营业务为高分子助剂及功能高分子材料产品的研发、生产和销售; 产品种类丰富, 产品被广泛用于塑料合金、低烟无卤阻燃电缆料、环境友好型材料及玻璃纤维等高性能树脂的生产, 应用领域覆盖家电、汽车、线缆等多个终端市场。

资料来源: Wind、开源证券研究所 (注: 数据截至 2026 年 9 月 4 日)

341 家企业形成了以先进制造、战略新兴产业为核心的集群，成为资本市场赋能新质生产力、补齐产业链短板的核心载体，逐步向高端装备、新材料、半导体设备与零部件、工业软件、生物医药、新能源核心部件等硬科技赛道集中，与新质生产力、产业链补链强链方向高度契合。其中，截至 2026 年 9 月 4 日高端装备、信息技术、化工新材、消费服务、生物医药五大产业链企业市值占比分别为 34.26%、26.64%、23.77%、10.25%、7.09%。

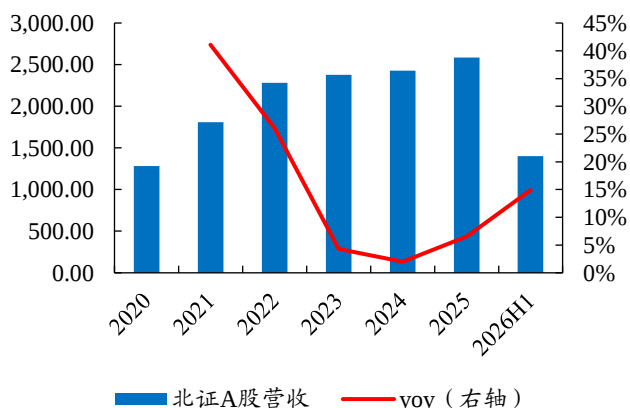
图7：高端装备、信息技术、化工新材市值占比分别为 34.26%、26.64%、23.77%



数据来源：Wind、开源证券研究所（截至 2026 年 9 月 4 日）

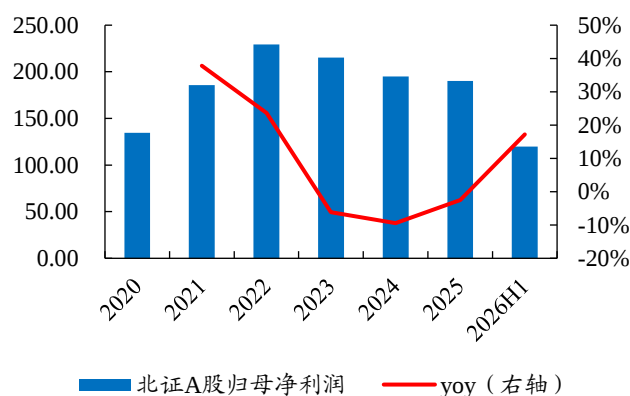
从营收和归母净利润成长性方面来看，2020-2026 上半年北交所营收保持稳步增长趋势，2025-2026 上半年北交所盈利能力逐步修复。其中 2026 上半年北交所 341 家企业实现营收 1,399.66 亿元，同比增长 14.91%，归母净利润 119.70 亿元，同比增长 17.16%。

图8：2020-2026 上半年北交所营收保持稳步增长趋势（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：数据截至 2026 年 9 月 4 日）

图9：2025-2026 上半年北交所盈利能力逐步修复（亿元）



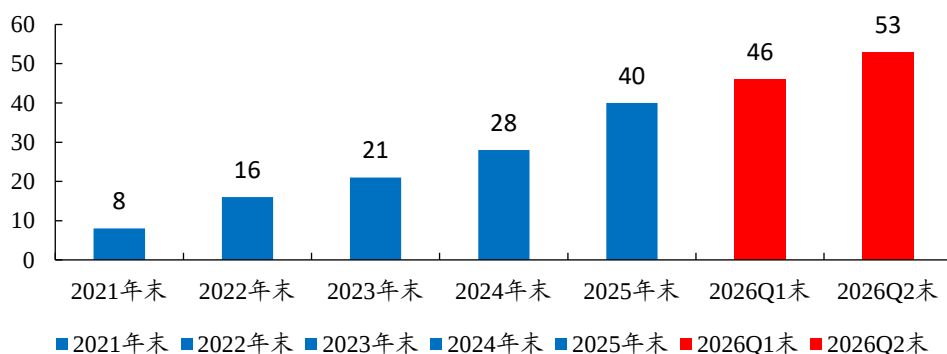
数据来源：Wind、开源证券研究所（注：数据截至 2026 年 9 月 4 日）

1.2、北交所机构化配置加速，被动基金成为配置核心力量

从公募机构在北交所配置家数来看，2026 年二季度公募机构在北交所配置家数同比高增长。2021 年公募机构在北交所配置家数增长偏缓慢。但是随着北交所市场的高质量发展，对公募基金等机构投资者的吸引力将逐步提升。2025 年末公募基金重仓北交所持有公司的数量为 40 家，同比 2024 年末增长 42.86%，2026Q1 公募基金重仓北交所进一步增长达 46 家，环比 2025 年末增长 15%，2026Q2 公募基金重仓北交所进一步增长达 53 家，环比 2026Q1 环比增长 15.22%。

此外，7 月 24 日首批 8 只三个月持有期北交所主题基金上报中国证监会，管理人涵盖华夏基金、易方达基金、南方基金等机构。该产品打破此前两年定开模式，以三个月最短持有期兼顾流动性与稳定性，为投资者提供更加灵活的北交所配置工具。具体来看，首批 8 家基金管理人包括华夏基金、汇添富基金、易方达基金、南方基金、嘉实基金、东财基金、富国基金、中信建投基金。

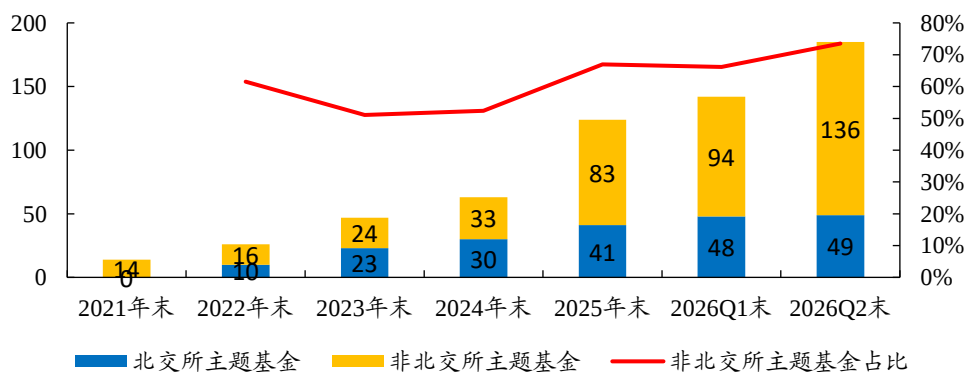
图10：2026 年上半年公募机构在北交所配置家数保持增长（家）



数据来源：Wind、开源证券研究所

从基金数量在北交所配置家数来看，2026 年二季度末重仓北交所的基金数量达 185 只，环比 2026 一季度末增长 30.28%，同时非北交所主题基金为 136 只，环比 2026 一季度末增长 44.68%，机构对北交所参与度进一步提高。

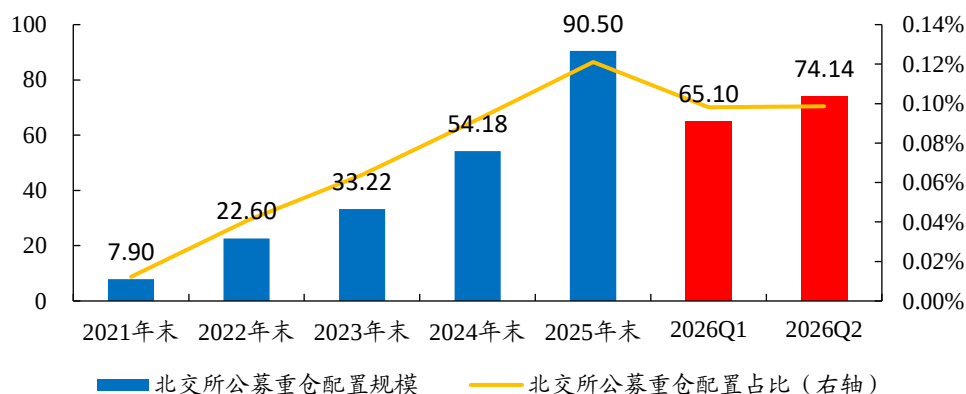
图11：2026Q2 末重仓北交所的基金数量达 185 只，环比 2026Q1 末增长 30.28%(只)



数据来源：Wind、开源证券研究所

从公募基金在北交所重仓配置金额角度来看，2026 年二季度末公募基金在北交所重仓配置金额 74.14 亿元，重仓配置占比达 0.10%，重仓配置金额环比 2026 一季度末增长 13.89%。

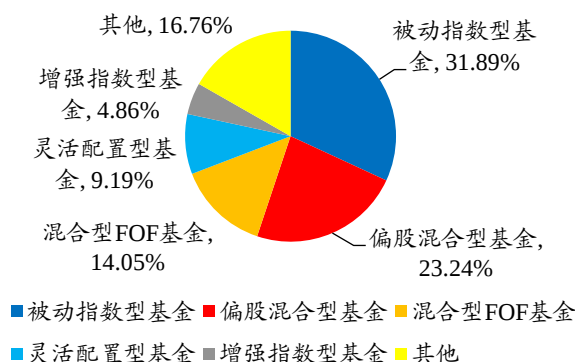
图12：2026 年二季度末公募基金在北交所重仓配置金额 74.14 亿元，重仓配置金额环比 2026 一季度末增长 13.89%（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

整体来看，被动基金是 2026 二季度重仓北交所占比最高的基金投资类型，其中被动指数和指数增强型基金合计 68 只，占比 36.76%。

图13：被动基金是 2026 二季度重仓北交所占比最高的基金投资类型



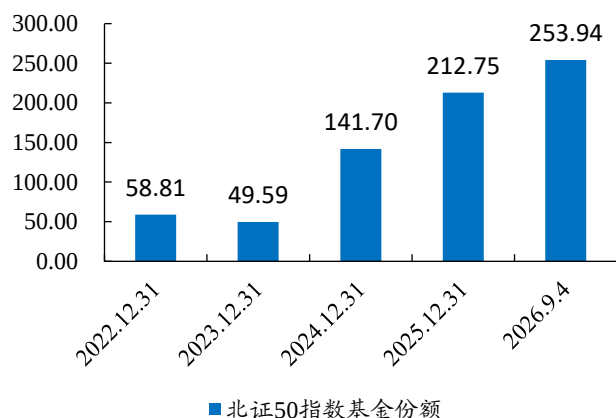
数据来源：Wind、开源证券研究所（注：数据截至 2026 年 9 月 4 日）

未来若北交所 ETF 产品落地，将作为被动投资的重要工具，ETF 的推出将有望提升板块流动性，吸引增量资金，尤其是公募基金、社保基金等机构资金进场。

回顾北交所指数方面的改革进展：2026 年 4 月 17 日，10 家基金公司陆续发布了北证 50 指数基金产品份额上限由 5 亿份放宽至 15 亿份的公告。公募基金集中放宽北证 50 指数基金份额上限，一方面，有助于进一步顺畅中长期资金入市渠道，优化资金结构，增强市场韧性，为服务创新型中小企业主阵地注入中长期稳定资金。另一方面，有助于促进北交所公募产品供给端扩容，完善北交所指数基金产品矩阵，更好满足各类投资者配置需求。

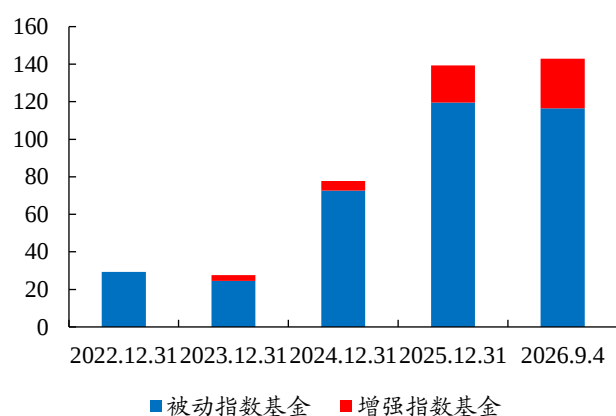
从被动指数基金规模和份额角度来看，2022-2025 年末和 2026 年 9 月 4 日北证 50 指数基金规模分别为 29.40 亿元、27.69 亿元、77.79 亿元、139.32 亿元、142.84 亿元。北证 50 指数基金规模份额分别为 58.81 亿份、49.59 亿份、141.70 亿份、212.75 亿份、253.94 亿份，截至 2026 年 9 月 4 日较 2025 年末增长 19.36%。

图14：2026 年北证 50 指数基金份额高增长（亿份）



数据来源：Wind、开源证券研究所

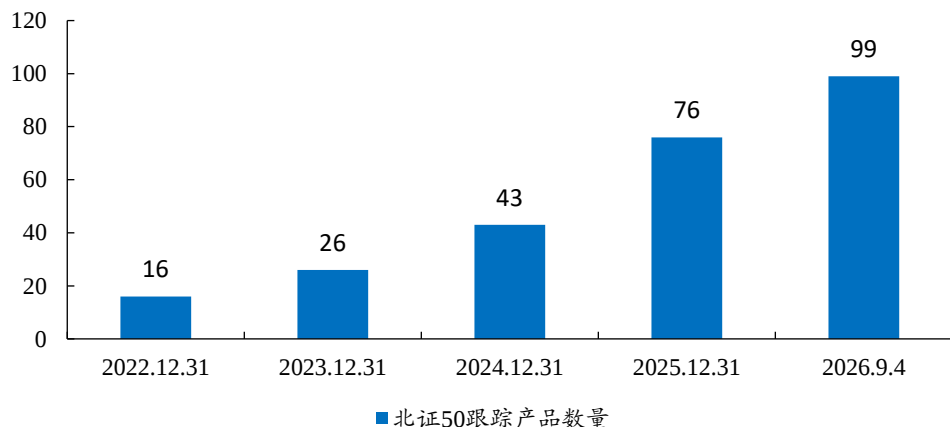
图15：北证 50 指数基金规模高增长（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

从被动指数基金跟踪产品数量来看，截至 2026 年 9 月 4 日，2022-2025 年末和 2026 年跟踪北证 50 指数基金的产品数量分别为 16 只、26 只、43 只、76 只和 99 只。

图16：2026 年北证 50 被动指数基金产品数量达 99 只（只）

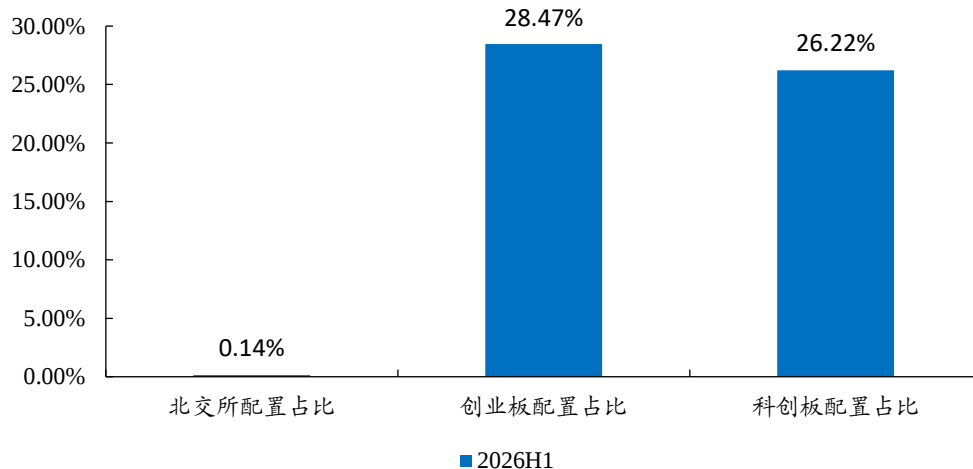


数据来源：Wind、开源证券研究所

对比创业板和科创板来看，当前北交所大量中小市值专精特新企业，存在明显的“机构覆盖空白”，未来机构配置增长空间广阔。北交所企业基本面扎实、成长确定性强，但因市值小、关注度低，市场定价不充分，估值与基本面存在错配，2026H1 末机构在北交所、创业板和科创板机构配置占比分别为 28.14%、26.22%。

我们认为这种“低覆盖、低定价效率”的市场环境，恰恰是获取超额收益的优质窗口期——随着板块机构化进程推进，优质标的将有望逐步迎来估值修复与价值重估。

图17: 对比科创板和创业板来看, 2026H1 末机构在北交所配置占比远低于创业板和科创板

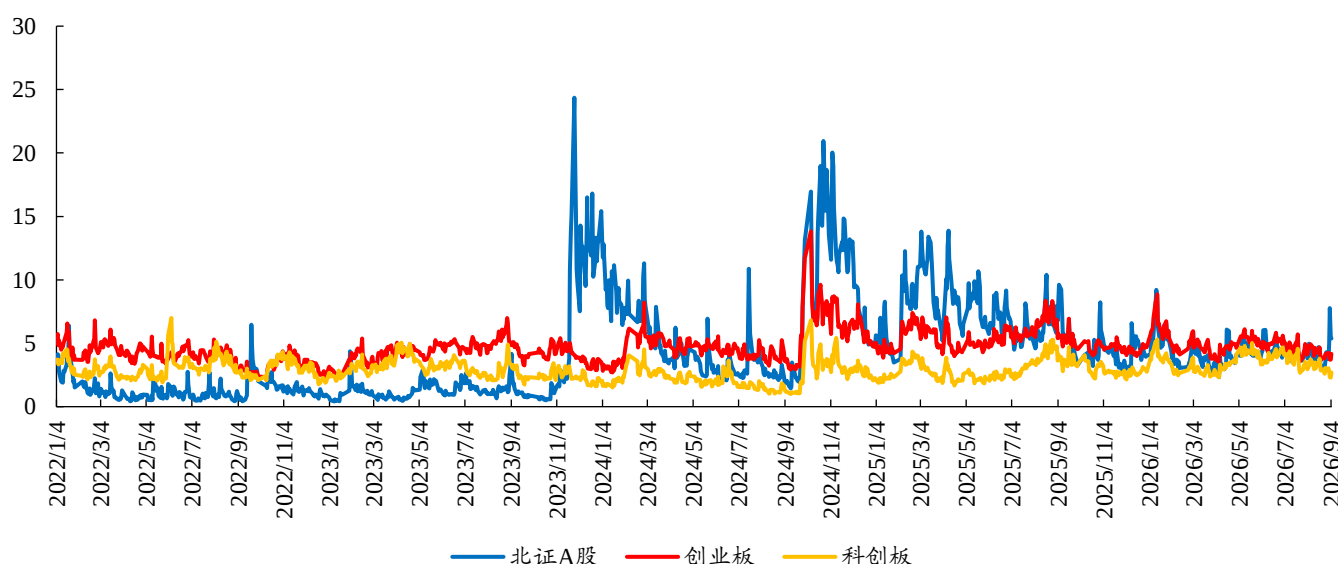


数据来源: Wind、开源证券研究所

1.3、两轮行情改善北证流动性, 高质量扩容有望驱动流动性加速修复

2023 年和 2024 年两轮北交所行情阶梯性大幅改善北证 A 股流动性。两轮行情以前, 北交所整体换手率低于创业板和科创板。首轮北交所行情启动后, 北交所换手率大幅提高, 尽管后期市场情绪逐步稳定, 北交所换手率整体保持高于科创板水平。截至 2026 年 9 月 4 日, 2026 年北交所整体换手率高于科创板, 与创业板接近水平。

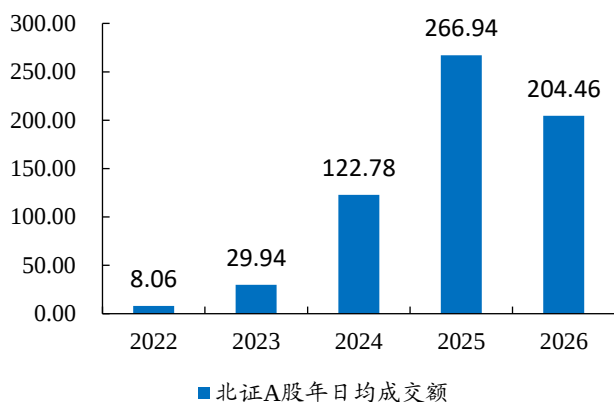
图18: 2023 年和 2024 年两轮北交所行情阶梯性大幅改善北证 A 股流动性



数据来源: Wind、开源证券研究所

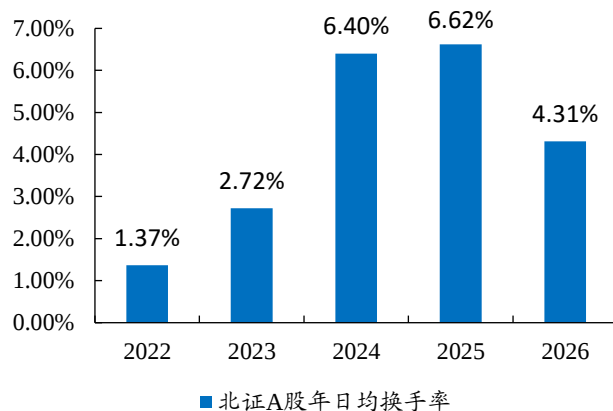
从年均流动性来看，截至 2026 年 9 月 4 日 2026 年北交所日均成交额为 204.46 亿元，日均换手率均值为 4.31%。

图19: 2026 年北交所日均成交额为 204.46 亿元（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：数据截至 2026 年 9 月 4 日）

图20: 2026 年北交所日均换手率为 4.31%

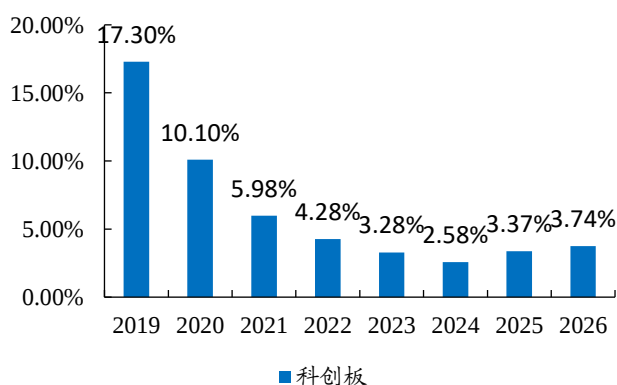


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：数据截至 2026 年 9 月 4 日）

流动性担忧是市场对北交所最核心的分歧。从科创板发展案例显示，流动性是板块规模的结果，而非前提。科创板开板初期，也经历过标的稀缺、换手率下滑、大资金难以进出的阶段。

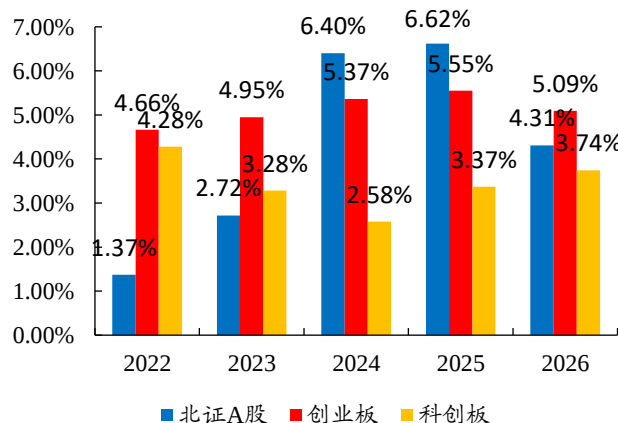
北交所当前正处于“高质量扩容→规模提升→流动性改善”的过渡阶段。随着扩容持续推进，整体流动性将进入加速改善通道，机构资金有望持续入场，板块流动性有望修复。

图21: 科创板开板初期经历板块日均换手率下滑阶段



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：数据截至 2026 年 9 月 4 日）

图22: 北交所当前正处于“高质量扩容→规模提升→流动性改善”的过渡阶段



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：数据截至 2026 年 9 月 4 日）

2、2022-2026 年北交所牛股全维度复盘，五因子模型拆解核心

2.1、牛股全景图谱：2022-2026 年北交所涨幅榜全维度复盘

截至 2026 年 9 月 4 日，2022-2026 年北交所涨幅 Top10 牛股的平均涨幅高达 363.70%，中位数 325.73%，最低门槛也达到 282.33%。海达尔以 588.38%的涨幅独占鳌头，意味着从上市第 2 日持有至今，投资者获得了超过 7 倍的回报。

值得注意的是,Top10 中平均首日涨幅仅有 25.58%,平均上市首日市值仅有 13.28 亿元。其中，有 3 只股票的首日涨幅为 0%甚至为负，花溪科技首日涨幅为 0%，华密新材首日跌 6.25%，九菱科技首日跌 3.41%；这些“首日冷门股”恰恰成为了长线大牛股。

从上市时间分布看，Top10 中 2020 年上市 1 只、2022 年 5 只、2023 年 3 只、2024 年 1 只，覆盖了北交所多个发展阶段，说明牛股并非某一时期的特有现象，而是持续涌现的。从行业分布看，高端装备（4 只）、信息技术（2 只）、化工新材（4 只），制造业和科技类企业占据主导。

表4：2022-2026 年北交所涨幅 Top10 牛股

证券代码	证券简称	区间涨跌幅/%	上市日期	上市首日涨跌幅/%	上市首日市值	上市首日市盈率	行业
920699.BJ	海达尔	588.38	2023/5/9	47.80	6.67	22.12	高端装备
920725.BJ	惠丰钻石	480.84	2022/7/18	3.62	12.99	21.61	化工新材
920808.BJ	曙光数创	408.62	2022/11/18	9.31	24.71	25.41	信息技术
920895.BJ	花溪科技	334.99	2023/4/6	0.00	3.73	15.06	高端装备
920438.BJ	戈碧迦	330.34	2024/3/25	127.10	31.40	30.13	化工新材
920247.BJ	华密新材	321.13	2022/12/23	-6.25	6.99	15.84	化工新材
920394.BJ	民士达	316.35	2023/4/25	68.70	15.58	23.26	化工新材
920533.BJ	骏创科技	288.91	2022/5/24	3.20	7.12	25.38	高端装备
920505.BJ	九菱科技	285.12	2022/12/21	-3.41	3.81	14.35	高端装备
920799.BJ	艾融软件	282.33	2020/7/27	5.76	19.84	56.18	信息技术

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：数据区间为 2022 年 1 月 1 日-2026 年 9 月 4 日）

2022 年是北交所正式开市后的第一个完整年度，市场处于“制度红利消退+流动性真空”的双重承压期，2022 全年北交所平均跌幅 28.35%，日均成交额仅 8.06 亿元。

2022 年的牛股呈现出两大鲜明特征。第一，Top10 全部为当年新上市公司，无一只是 2020-2021 年精选层平移的老股,这与后续年份老股持续上榜的格局形成显著差异，反映北交所设立初期新股供给是市场的核心焦点。第二，高端装备行业一枝独秀，Top10 中高端装备占 8 席、化工新材占 2 席，制造业升级主线在熊市中依然获得资金认可。

表5：2022 年北交所涨幅 TOP10

证券代码	证券简称	区间涨跌幅/%	上市日期	一级行业	二级行业
920152.BJ	昆工科技	67.39	2022/9/1	高端装备	电池
920476.BJ	海能技术	45.68	2022/10/14	高端装备	仪器仪表制造业
920033.BJ	康普化学	30.89	2022/12/21	化工新材	化学制品

证券代码	证券简称	区间涨跌幅/%	上市日期	一级行业	二级行业
920533.BJ	骏创科技	29.39	2022/5/24	高端装备	汽车零部件
920062.BJ	科润智控	23.61	2022/7/13	高端装备	电力设备
920725.BJ	惠丰钻石	20.28	2022/7/18	化工新材	非金属材料
920685.BJ	新芝生物	11.65	2022/10/10	高端装备	仪器仪表制造业
920855.BJ	浙江大农	8.67	2022/12/29	高端装备	机械设备
920781.BJ	瑞奇智造	2.86	2022/12/26	高端装备	机械设备
920943.BJ	优机股份	0.18	2022/6/24	高端装备	机械设备

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：数据区间为 2022 年 1 月 1 日-2022 年 12 月 31 日）

2023 年是北交所行情较好的年份，“深改 19 条”发布和“10·24 行情”彻底激活了市场。其中，2023 年北证 50 全年上涨 16.12%，全年北交所平均涨幅 72.30%，日均成交额增长至 29.94 亿元。

2023 年 Top10 牛股的行业是信息技术、高端装备和化工新材。凯华材料（环氧粉末包封料龙头 HBM）以 571.8% 的涨幅创造了北交所年度涨幅纪录。华密新材（PEEK 特种橡胶）、曙光数创（液冷数据中心）、利通科技（液压软管）等均属于细分工业领域的专精特新企业。

另一个显著特征是“次新股效应”——Top10 中有 5 只于 2022 年上市，这些股票在上市初期经历了流动性折价，在 2023 年市场回暖后实现了估值修复，其中 2023 年 Top10 的平均涨幅 259.50%，最低 181.27%。

表6：2023 年北交所涨幅 TOP10

证券代码	证券简称	区间涨跌幅/%	上市日期	一级行业	二级行业
920526.BJ	凯华材料	571.80	2022/12/22	信息技术	半导体制造
920247.BJ	华密新材	341.50	2022/12/23	化工新材	橡胶和塑料制品业
920225.BJ	利通科技	268.19	2021/2/25	化工新材	橡胶和塑料制品业
920808.BJ	曙光数创	244.74	2022/11/18	信息技术	电子
920357.BJ	雅葆轩	214.08	2022/11/18	信息技术	电子
920510.BJ	丰光精密	208.07	2020/12/28	高端装备	汽车零部件
920469.BJ	富恒新材	195.86	2023/9/18	化工新材	橡胶和塑料制品业
920943.BJ	优机股份	185.76	2022/6/24	高端装备	机械设备
920418.BJ	苏轴股份	183.72	2020/7/27	高端装备	汽车零部件
920720.BJ	吉冈精密	181.27	2021/11/24	高端装备	汽车零部件

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：数据区间为 2023 年 1 月 1 日-2023 年 12 月 31 日）

2024 年北证 50 全年微跌 1.77%，但经历了“9·24 行情”的剧烈脉冲，北交所流动性大幅改善，整体行情较好。其中 2024 全年北交所平均涨幅 17.05%，日均成交额 122.78 亿元。

2024 年信息技术+工业的双主线格局已然清晰。艾融软件以 293.38% 的涨幅夺冠，联迪信息、华信永道、恒拓开源等软件与 IT 服务企业集体崛起，反映了 AI 和数字化转型主题在北交所的映射，美之高以 286.7% 的涨幅位居第二，属于消费领域的“隐形冠军”逻辑，海达尔 2024 年涨 131%。

表7: 2024 年北交所涨幅 TOP10

证券代码	证券简称	区间涨跌幅/%	上市日期	一级行业	二级行业
920799.BJ	艾融软件	293.38	2020/7/27	信息技术	技术服务
920765.BJ	美之高	286.69	2021/7/5	消费服务	家居用品
920790.BJ	联迪信息	190.62	2022/9/2	信息技术	技术服务
920245.BJ	威博液压	172.72	2022/1/6	高端装备	机械设备
920522.BJ	纳科诺尔	171.57	2023/11/16	高端装备	电池
920592.BJ	华信永道	154.39	2023/7/10	信息技术	技术服务
920415.BJ	恒拓开源	141.24	2020/7/27	信息技术	技术服务
920699.BJ	海达尔	131.05	2023/5/9	高端装备	金属制品业
920046.BJ	亿能电力	130.14	2022/10/13	高端装备	电力设备
920489.BJ	佳先股份	116.88	2020/7/27	化工新材	化学制品

数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 数据区间为 2024 年 1 月 1 日-2024 年 12 月 31 日)

2025 年是北交所的“大年”，北证 50 全年大涨 37.69%，9 月 8 日触及 1670 点历史新高位。其中 2025 全年北交所平均涨幅 38.53%，日均成交额 266.94 亿元。

2025 年行业主线进一步扩散，高端装备主线延续，材料板块也表现强劲。天力复合（金属复合材料）以 242.13%领跑，利通科技继 2023 年大涨 268.19%后再涨 217.20%，成为罕见的“双年度牛股”。星图测控作为 2025 年 1 月上市的新股，年内涨幅 237.52%，体现了市场对航天测控赛道的追捧。2025 年 Top10 的牛股的行业广度均优于 2022-2024 年。

表8: 2025 年北交所涨幅 TOP10

证券代码	证券简称	区间涨跌幅/%	上市日期	一级行业	二级行业
920576.BJ	天力复合	242.13	2023/7/12	化工新材	金属新材料
920116.BJ	星图测控	237.52	2025/1/2	信息技术	技术服务
920225.BJ	利通科技	217.20	2021/2/25	化工新材	橡胶和塑料制品业
920145.BJ	恒合股份	178.94	2021/11/15	高端装备	仪器仪表制造业
920978.BJ	开特股份	178.43	2023/9/28	高端装备	汽车零部件
920925.BJ	锦好医疗	174.08	2021/10/25	医药生物	医疗器械
920839.BJ	万通液压	166.73	2020/11/9	高端装备	机械设备
920509.BJ	同惠电子	166.54	2021/1/11	高端装备	仪器仪表制造业
920392.BJ	佳合科技	155.45	2022/12/30	消费服务	包装印刷
920438.BJ	戈碧迦	153.94	2024/3/25	化工新材	非金属材料

数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 数据区间为 2025 年 1 月 1 日-2025 年 12 月 31 日)

截至 2026 年 9 月 4 日，2026 年以来北证 50 累计下跌 25.02%，市场整体处于深度调整中。其中 2026 全年北交所平均下跌 23.24%，日均成交额 204.46 亿元。

从行业分布看，高端装备占据 4 席（鸿仕达、海达尔、亿能电力、花溪科技），化工新材占据 3 席（惠丰钻石、戈碧迦、科力股份），信息技术占据 3 席（衢东光、流金科技、凯德石英）。从细分赛道看，非金属材料是表现最突出的二级行业，惠丰钻石（金刚石微粉，光伏切割耗材）和戈碧迦（光学玻璃，半导体材料）双双进入前三，反映 AI 算力产业链上游材料的高景气传导依然有效；机械设备占据两席（鸿仕达、花溪科技），高端装备国产替代逻辑持续兑现；通信与半导体制造各占一席，信息技术板块的结构性机会集中于 AI 算力基础设施相关标的。

表9：2026 年北交所涨幅 TOP10

证券代码	证券简称	区间涨跌幅/%	上市日期	一级行业	二级行业
920125.BJ	鸿仕达	156.00	2026/4/24	高端装备	机械设备
920725.BJ	惠丰钻石	144.17	2022/7/18	化工新材	非金属材料
920438.BJ	戈碧迦	139.90	2024/3/25	化工新材	非金属材料
920045.BJ	衢东光	109.67	2025/12/31	信息技术	通信
920699.BJ	海达尔	109.66	2023/5/9	高端装备	金属制品业
920046.BJ	亿能电力	54.34	2022/10/13	高端装备	电力设备
920088.BJ	科力股份	54.29	2024/10/29	化工新材	化学制品
920021.BJ	流金科技	36.91	2020/7/27	信息技术	技术服务
920179.BJ	凯德石英	36.24	2022/3/4	信息技术	半导体制造
920895.BJ	花溪科技	34.51	2023/4/6	高端装备	机械设备

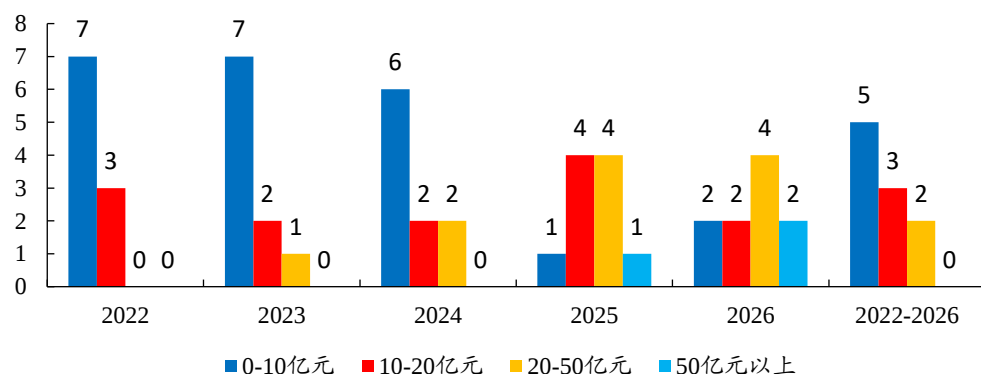
数据来源：Wind、开源证券研究所（注：数据区间为 2026 年 1 月 1 日-2026 年 9 月 4 日）

2.2、牛股基因归因分析：五因子模型拆解核心上涨驱动力

在所有归因因子中，小市值风格的解释力最为突出，堪称北交所牛股的“第一性原理”。2022-2024 年每年涨幅 TOP10 的企业中市值在 0-10 亿元的企业占比 6-7 成左右，截至 2026 年 9 月 4 日，2025 年和 2026 年涨幅 TOP10 的企业中 20 亿以下企业占 5 成和 4 成。从 2022-2026 年全周期来看，涨幅 TOP10 的企业在上市首日市值在 20 亿以下的企业占 8 成。

小市值驱动牛股的机制是多层次的。首先，小市值意味着低基数，同样的资金流入能撬动更大的涨幅。在 2023 年“10·24 行情”和 2024 年“9·24 行情”中，增量资金涌入北交所时，小市值股票往往成为弹性最大的标的。其次，小市值企业通常处于成长早期，业务体量小、渗透率低，一旦所处赛道盈利增长，业绩和估值的“双击”效应极为显著。第三，小市值股票天然面临更低的机构覆盖和更弱的市场定价效率，这为深入研究、提前布局的投资者创造了获取信息优势的机会。

图23：在所有归因因子中，小市值风格的解释力最为突出，北交所牛股的“第一性原理”（家）



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：当年上市企业市值数据为上市首日市值，非当年上市企业市值取自当年 1 月 1 日）

稀缺性是北交所牛股的第二大驱动力，专精特新企业的估值护城河。其中 2022-2026 年全周期 TOP10 牛股中国国家级专精特新小巨人企业有 7 家，占比 70%，2022-2026 年全周期以及 2022-2026 每年的 TOP10 牛股中国国家级专精特新小巨人企业有 33 家，占比 72%。

稀缺性的溢价逻辑体现在三个层面。

第一层面是“全市场唯一”——当某家企业在沪深北三市均无可比上市公司时，其估值定价缺乏锚定参照，在乐观情绪下容易获得显著的稀缺性溢价。

第二层面是“细分龙头”——在某一细分赛道国内市占率较高，具有技术壁垒和客户粘性。

第三层面是“专精特新认证”本身——国家级“小巨人”的官方背书降低了投资者的研究成本，形成了“标签溢价”。

表10：稀缺性是北交所 2022-2026 全周期牛股的第二大驱动力，专精特新企业的估值护城河

证券代码	证券简称	区间涨跌幅/%	一级行业	二级行业	是否为国家级特新小巨人	稀缺性
920699.BJ	海达尔	588.38	高端装备	金属制品业	是	国内精密滑轨细分龙头，冰箱滑轨+服务器滑轨双赛道
920725.BJ	惠丰钻石	480.84	化工新材	非金属材料	是	金刚石微粉龙头
920808.BJ	曙光数创	408.62	信息技术	电子	是	数据中心液冷解决方案龙头式液冷技术领先
920895.BJ	花溪科技	334.99	高端装备	机械设备	否	农业机械打捆机核心部件细分龙头
920438.BJ	戈碧迦	330.34	化工新材	非金属材料	是	国内光学玻璃"隐形冠军"，聚焦半导体玻璃材料
920247.BJ	华密新材	321.13	化工新材	橡胶和塑料制品业	是	PEEK 特种橡胶/密封件龙头，军工+核电高端应用
920394.BJ	民士达	316.35	化工新材	纺织制造	是	芳纶纸细分龙头
920533.BJ	骏创科技	288.91	高端装备	汽车零部件	否	聚焦汽车+机器人精密塑料件
920505.BJ	九菱科技	285.12	高端装备	汽车零部件	是	聚焦汽车精密零部件制造，客户覆盖主流车企
920799.BJ	艾融软件	282.33	信息技术	技术服务	否	银行 IT 解决方案

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：数据区间为 2022 年 1 月 1 日-2026 年 9 月 4 日）

如果说小市值和稀缺性决定了“哪些股票具备牛股潜质”，那么行业主线 Beta 则决定了“这些潜质何时被激活”。

从分年度涨幅 Top10 的相关产业链集中度来看，行业轮动特征显著。2022 年的主线是新能源产业链映射，2023 年是专精特新制造+国企+AI 主线，2024 年是信息技术的 AI 与数字化+出海链，2025 年是信息技术+人形机器人双主线，2026 年 1 月-9 月是 AI 算力基建+半导体产业链。

- 1）北交所的行业主线往往滞后于沪深市场，整体表现为沪深先涨，北交所企业处于核心产业链的枝干随后跟进。比如 2026 年上半年 AI 算力基建+半导体产业链概念上涨后，北交所相关企业板块才出现上涨。
- 2）北交所的行业主线往往集中在制造业和硬科技领域，这与北交所“专精特新制造”的基因高度一致。

对于投资者而言，识别年度行业主线是北交所投资中最重要的“自上而下”决策。选对了行业，即使个股选择不够精准，也能获得可观的 Beta 收益。

表11：沪深核心主线对北交所的映射

年份	沪深核心主线	北交所对应映射	北交所 TOP10 涨幅企业
2022 年	新能源（风光储、新能源车）	高端装备+化工新材（新能源上游零部件、材料）	昆工科技、海能技术、康普化学、骏创科技、科润智控、惠丰钻石、新芝生物、浙江大农、瑞奇智造、优机股份
2023 年	AI（大模型、算力、传媒应用）	AI 主线	凯华材料、华密新材、利通科技、曙光数创、雅葆轩、丰光精密、富恒新材、优机股份、苏轴股份、吉冈精密
	中特估	工业制造普涨（深改红利主导）	

2024 年	AI 算力硬件、半导体产业链(光 信息技术接棒, AI 产业链主		艾融软件、美之高、联迪信息、威博液压、纳科诺尔、华信永道、恒拓开源、海达尔、亿能电力、佳先股份
	模块、液冷、服务器)	线	
	出海链 (家电、机械、纺服)	高端装备出海映射	
	高股息红利资产	-	
2025 年	AI 算力基础设施 (光模块、液 信息技术+高端制造双轮驱		天力复合、星图测控、利通科技、恒合股份、开特股份、锦好医疗、万通液压、同惠电子、佳合科技、戈碧迦
	冷、HBM)	动	
	半导体国产替代 (设备/材料)	半导体材料标的启动	
	人形机器人	北交所人形机器人/汽车零	
		部件产业链	
2026 年 1 月-9 月	半导体 (先进封装、材料、设 化工新材领涨 (半导体上游		鸿仕达、惠丰钻石、戈碧迦、衡东光、海达尔、亿能电力、科力股份、流金科技、凯德石英、花溪科技
	备)	材料)	
	AI 算力基建 (光通信、服务器)	高端装备配套	
	厄尔尼诺 (农业相关企业)	农业相关企业	

资料来源: Wind、开源证券研究所

成长性与牛股涨幅之间的关系远比直觉想象的复杂—并非简单的“高成长=高涨幅”。全周期 Top10 牛股的 2022-2025 年营收复合增速仅为 4.62%，归母净利润复合增速仅为-9.30%，并非“高增长”的典型画像。

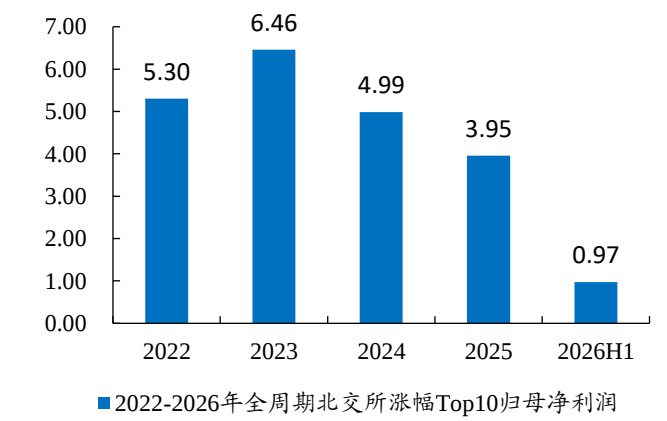
这一发现的重要启示在于: 在北交所，成长性不是牛股的“必要条件”，而是“加分项”。当稀缺性和行业 Beta 足够强时，短期业绩下滑并不妨碍股价大涨。但反过来，仅有高成长而缺乏稀缺性和行业 Beta 支撑的标的，往往难以进入牛股行列。成长性因子在五因子中的权重应适度降低，更多作为“确认信号”而非“筛选条件”。

图24: 全周期 Top10 牛股的 2022-2025 年营收复合增速仅为 4.62% (亿元)



数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 数据截至 2026 年 9 月 4 日)

图25: 全周期 Top10 牛股 2022-2025 年的归母净利润复合增速仅为-9.30% (亿元)



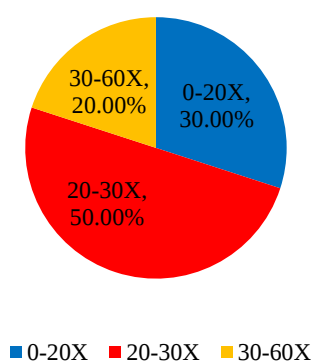
数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 数据截至 2026 年 9 月 4 日)

低估值在归因分析中属于辅助因子，其独立解释力明显弱于小市值、稀缺性和行业 Beta。

从估值来看，Top10 牛股上市时的 PE 中位数为 22.69 倍，80%的企业市盈率低于 30X，整体处于合理偏低水平。但 2026 年牛股衡东光、科力股份以及 2022-2026 年全周期牛股艾融软件均实现较高收益率。这说明低估值是牛股的有利条件但非必要条件—当稀缺性和行业 Beta 足够强时，估值约束可以被突破。

综合来看，低估值更适合作为“环境适配”因子而非“选股”因子。在牛市中，高 Beta 标的弹性更大；在熊市中，低估值标的防御性更强。它们的作用更多体现在组合层面（风格择时）而非个股层面（Alpha 选择）。

图26：2022-2026 年全周期牛股的发行市盈率分布



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：数据截至 2026 年 9 月 4 日）

2.3、北交所牛股五因子打分模型，从归因到落地的打分框架构建

由此,我们可以勾勒出北交所牛股的典型画像:一家上市市值 5-10 亿元的企业,拥有国家级专精特新“小巨人”认证,在细分赛道具有国内领先甚至唯一的市场地位,身处当年最强行业主线之中,估值方面最好处于低估值区间。当这五个条件同时满足时,即使短期业绩承压,股价仍有可能实现较大涨幅。

表12: 北交所牛股的典型画像

排序	因子	解释力	核心分析
1	小市值风格	★★★★★	上市市值或者当前市值小于 20 亿
2	稀缺性	★★★★☆	专精特新、单项冠军等头衔, 细分唯一标的获较高溢价
3	行业主线 Beta	★★★★☆	主线轮动清晰, 决定“何时涨”
4	成长性	★★★★☆	两极化分布, 非必要条件但高成长是加分项
5	低估值	★★★☆☆	辅助因子, 更适合环境适配而非个股选择

资料来源: 开源证券研究所

基于五大驱动力的解释力差异, 我们构建了 100 分制五因子打分体系, 可以据此对北交所标的进行量化筛选。

表13: 北交所五因子打分模型

因子	权重	最高分	核心逻辑
市值因子	30%	30 分	小市值优先, 上市市值越小越好
稀缺性因子	25%	25 分	专精特新、细分唯一、全市场无可比标的
行业 Beta 因子	20%	20 分	是否处于年度主线行业
成长性因子	15%	15 分	营收/利润增速、研发投入强度
估值因子	10%	10 分	PE/PB 分位、PEG 合理性

资料来源: 开源证券研究所

优先关注上市市值<10 亿的标的, 这是牛股的“摇篮区间”。对于已上市标的, 关注当前市值是否仍处于小市值区间 (<20 亿)。市值太大的标的即使基本面优秀, 也很难获得数倍的涨幅。

表14: 市值因子打分模型

上市市值区间	得分	说明
<10 亿	30 分	极致小市值, 弹性最大
10-20 亿	25 分	核心小市值区间 (牛股中位数附近)
20-30 亿	20 分	偏小市值, 仍有弹性
30-40 亿	12 分	中小市值, 弹性减弱
40-50 亿	5 分	中市值, 需其他因子强力驱动
>50 亿	0 分	大市值, 不符合小市值驱动逻辑

资料来源: 开源证券研究所

优先关注属于全市场强稀缺的企业，特别是属于北证 50 或北证专精特新 50 成分股企业，以及在细分赛道国内/全球市占率前三和独特技术壁垒（专利数、Know-How）的高稀缺性企业。

表15: 稀缺性因子打分模型

稀缺性等级	得分	判定标准
S 级（全市场唯一）	25 分	沪深北三市无可比上市公司，细分赛道全球/国内唯一量产企业
A 级（专精特新+细分龙头）	20 分	国家级专精特新“小巨人”+国内市占率>30%
B 级（专精特新）	15 分	国家级或省级专精特新企业
C 级（有一定差异化）	8 分	业务有特色但非唯一，沪深有可比公司
D 级（无稀缺性）	0 分	业务同质化，沪深有大量可比公司

资料来源：开源证券研究所

北交所企业多数集中于中游制造环节，属于在科技龙头“未来产业链”的配套企业，首先选取处于当年核心赛道，且为产业链核心环节，对于非当年核心赛道行业的标的需要给予更高的稀缺性和成长性要求。

表16: 行业 Beta 因子打分模型

行业匹配度	得分	判定标准
年度主线行业核心标的	20 分	处于当年核心赛道，且为产业链核心环节
年度主线行业关联标的	15 分	处于当年核心赛道，但为边缘环节
次主线行业	10 分	处于当年涨幅第 3-5 名行业
非主线但景气向上	5 分	行业景气度改善，有轮动潜力
非主线且景气向下	0 分	行业处于下行周期

资料来源：开源证券研究所

北交所存在“业绩下滑但涨幅较大”的案例，此类标的必须同时满足稀缺性 S 级和行业主线 Beta 强两个条件，否则不予考虑。

表17: 成长性打分模型

成长性等级	得分	判定标准
高增长	15 分	营收增速>30%且净利润增速>30%，研发费用率>5%
稳健增长	10 分	营收增速 15-30%，净利润增速 15-30%
低速增长	5 分	营收增速 0-15%，净利润正增长
业绩下滑但有稀缺性	3 分	短期业绩承压但稀缺性极强（S 级），有困境反转预期
业绩持续恶化	0 分	连续多期业绩下滑，无改善迹象

资料来源：开源证券研究所

从估值上来看，对于 $PE < 15x$ 且低于行业均值 50% 以上的企业通常可以给到 10 分， $PE 15-25x$ ，处于历史分位 30% 以下为 7 分。

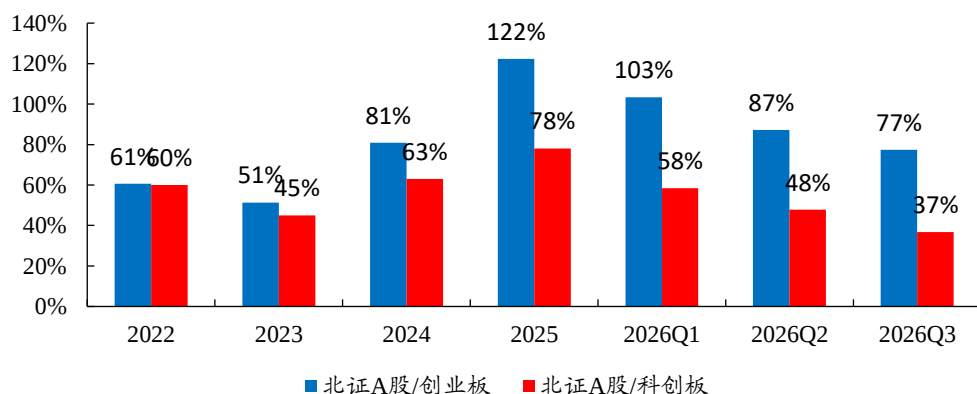
北交所整体估值方面来看，截至 2026 年 9 月 4 日，北交所整体估值 30.68X，对比科创板 63.90X、创业板 38.20X。当北交所相对科创板估值折扣 $> 40\%$ （即北交所 $PE/科创板 PE < 0.6$ ）时，通常对应底部配置区间。当估值折扣 $< 20\%$ 时，市场进入高风险区域。

表18：估值打分模型

估值水平	得分	判定标准
深度低估	10 分	$PE < 15x$ 且低于行业均值 50% 以上
相对低估	7 分	$PE 15-25x$ ，处于历史分位 30% 以下
合理估值	4 分	$PE 25-40x$ ，处于历史分位 30-70%
偏高估值	1 分	$PE 40-60x$ ，处于历史分位 70-90%
高估	0 分	$PE > 60x$ 或处于历史分位 90% 以上

资料来源：开源证券研究所

图27：截至 2026 年 9 月 4 日，北交所整体估值 30.68X，与科创板和创业板有较大估值差



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、北交所案例剖析：三只 2022-2026 年全周期牛股五因子解码

3.1、海达尔：小市值叠加双轮行业主线 Beta 接力，全周期涨幅 588%

海达尔主要产品为滑轨和滑轨相关的配套钣金件，主要用于各类家电抽屉等搁物装置的滑动连接核心部件和服务器的连接部件。根据应用领域和客户需求的差异，公司精密滑轨主要分为家电滑轨、服务器滑轨两类。

服务器滑轨为服务器机箱和机柜的移动性精密结构连接件，其结构更为复杂，对承载能力、产品加工精度、配合精度、配件质量的要求更高。滑轨截面厚度决定了服务器机箱对空间的利用程度，服务器滑轨每减少 0.1mm 的截面厚度即可为电子器件提供等值的平面尺寸及空间容积，而电子器件每 0.1mm 的平面尺寸及空间容积可以提升指数级别的容量和运算速度，因此超薄且高承载属性提高了服务器滑轨的进入门槛。

目前公司的滑轨产品主要分为五类：滚珠型滑轨、摩擦型滑轨、L 型、托盘型、方管型，其中，托盘型和方管型目前处于研发阶段。

- 1.滚珠型滑轨轻便，规格较多，是目前使用最广泛的产品；
- 2.摩擦型滑轨主要应用于小型服务器机箱，承重在 30 公斤左右；
- 3.L 型产品承重在 120-150 公斤，适用于重型服务器机箱；
- 4.托盘型产品主要应用于液冷型服务器。
- 5.方管型则适用于需要整柜运输的产品，主要应用于重型服务器机箱，适合需要整体机柜运输的产品。

图28：服务器滑轨



资料来源：海达尔问询回复

公司具备“极低市值起点×双赛道（家电+AI 服务器）Beta 共振×业绩高弹性验证×专精特新稀缺标签”的四重奏。海达尔的核心逻辑不是单一维度的优秀，而是小市值杠杆效应下，家电政策 Beta 与 AI 算力 Beta 在时间上的接力——2024 年受益家电出海红利，2025-2026 年切入 AI 服务器滑轨赛道，实现了业绩与估值双击的连续兑现。

表19: 海达尔五维因子模型打分表

因子	评级	得分	打分依据
小市值	★★★★★	30/30	上市仅 6.67 亿，北交所典型微盘股，2023 年上市至 2026 年 9 月 4 日全周期涨幅 588.38%
稀缺性	★★★★☆	20/25	国内极少数同时覆盖家电+服务器滑轨的企业，主导起草行业标准，国家级专精特新"小巨人"
行业 Beta	★★★★☆	18/20	2024 年家电以旧换新政策驱动+2025-2026 年 AI 服务器进入头部供应链，布局液冷服务器滑轨双 Beta 无缝接力
成长性	★★★★☆	12/15	2021-2024 年营收 CAGR17%/归母净利润 CAGR39%，预计 2026 年募投项目完工，2027 年投产
估值	★★★★☆	7/10	上市市盈率仅 22.12X
综合	★★★★	87/100	—

数据来源：Wind、海达尔公告、开源证券研究所

3.2、戈碧迦：赛道跃迁+高稀缺性驱动估值增长牛股，全周期涨幅 330%

戈碧迦专注于光学玻璃的配方、熔炼、检测等技术的研发，掌握了主要光学玻璃的产线设计和制造技术、窑炉定制及工业化生产技术，并在光学玻璃配方研制、设备及产线定制、批量生产及工艺创新等方面积累了一系列的技术成果及工艺经验，形成了涵盖产品研发、生产、销售等完整的业务体系。戈碧迦光学玻璃被广泛应用于安防监控、车载镜头、光学仪器、智能投影、照相摄像、智能车灯、高端工艺品等应用领域。

公司成功开发纳米微晶玻璃、防辐射玻璃、耐高温高压玻璃等多款特种功能玻璃产品，分别在抗跌耐摔高强度手机盖板、强辐射环境防护及耐高温高压环境应用等领域实现批量销售。目前公司可以生产的光学玻璃牌号从成立初期的 2 个增加到 100 余个，已覆盖冕牌、火石、钡系、磷酸盐等光学玻璃主流品种，光学玻璃的产品形态从材料（板材）向型件、元件延伸。公司已成为国内少数可以规模化生产光学玻璃及特种功能玻璃的主要厂商。

图29：戈碧迦专注于光学玻璃的配方、熔炼、检测等技术的研发

01 光学玻璃 涵盖环保、钡系、氟磷酸盐等高性能光学玻璃，是车载镜头、安防监控、智能投影及AI视觉设备的核心光学材料。	02 特种玻璃 专为极端环境设计，包含半导体载板、AR高折玻璃、手机微晶盖板及医疗核工业防辐射玻璃，满足高精尖领域需求。
03 车灯玻璃 提供从预制棒、料块到成品透镜的一站式供应，具备优异的耐高温、抗冲击性能，完美适配现代汽车照明设计。	04 工艺玻璃 广泛应用于高端水晶工艺品、奢华灯饰制造、星级酒店装潢及汽车内饰，将美学设计与精湛工艺完美融合。

资料来源：戈碧迦官网、开源证券研究所

“高景气赛道卡位×国产替代×业绩困境反转”的预期驱动型牛股。戈碧迦的涨幅并非来自当期业绩，而是市场对其在半导体先进封装材料领域"从 0 到 1"突破的极致定价。光学玻璃基本盘提供安全垫，半导体玻璃载板/基板/电子玻纤三大新品构建了"后摩尔时代材料供应商"的宏大叙事。根据 2026H1 年报数据,公司加大研发投入，取得技术突破，开发了多款半导体领域用载板、基板玻璃，经下游客户加工后的产品已通过部分知名半导体厂商验证，其中玻璃载板已经实现量产是关键的"预期照进现实"时刻。

表20：戈碧迦多维因子模型打分表

因子	评级	得分	打分依据
小市值	★★★★☆	20/30	上市 31.40 亿，仍属中小市值，2024 年上市至 2026 年 9 月 4 日涨幅 330.34%
稀缺性	★★★★★	25/25	国内布局玻璃载板+玻璃基板的企业
行业 Beta	★★★★★	20/20	半导体先进封装+AI 算力超级 Beta：2026H1 公司开发了多款半导体领域用载板、基板玻璃
成长性	★★★★☆	10/15	2026H1 业绩拐点确认（营收同比+33%/归母净利润同比+150%）
估值	★★★☆☆	4/10	上市市盈率 30.13X

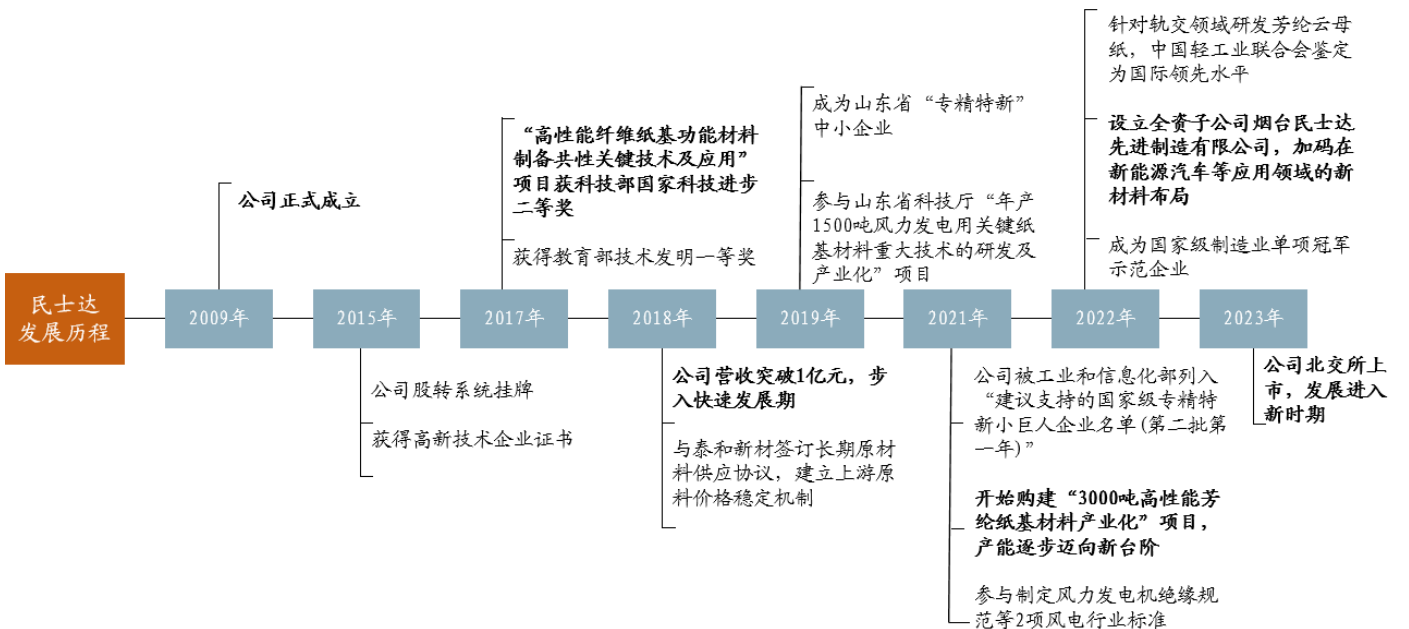
因子	评级	得分	打分依据
综合	★★★★☆	79/100	—

数据来源：Wind、戈碧迦公告、开源证券研究所

3.3、民士达：A 股高稀缺赛道下的成长型标杆，全周期涨幅 316%

民士达为国内第一家芳纶纸自主制造商，主要产品芳纶纸是一种高性能新材料，广泛应用于电力电气、航空航天、轨道交通、新能源、电子通讯、国防军工等重要领域。公司突破了杜邦公司的全球垄断，市场认可度和品牌知名度逐步提升，产品销售区域覆盖境内市场以及欧洲、美洲、亚洲等境外市场。截至 2023 年 4 月，民士达芳纶纸产品的全球市场占有率居于第二位，仅次于美国杜邦公司，已成为“国家级制造业单项冠军示范企业”、国家级专精特新“小巨人”企业。

图30：民士达成立于 2009 年，成为打破杜邦公司芳纶纸垄断格局的中国企业，已成为行业“单项冠军”



资料来源：民士达招股说明书、开源证券研究所

民士达自 2009 年成立以来即深耕于芳纶纸领域实现国产替代，打破了美国杜邦公司的全球独家垄断，全球市场第二，仅次于美国杜邦公司，以稳定的产品质量、丰富的产品型号和优惠的产品价格赢得了较高的声誉和市场地位。

表21：芳纶纸制造商主要有美国杜邦公司、民士达、超美斯、赣州龙邦、时代华先

公司名称	经营情况	市场地位
美国杜邦公司	成立于 1802 年，是一家以科研为基础的全球性企业，业务遍及全球 90 多个国家和地区，其产品和服务涉及农业与食品、楼宇与建筑、通讯和交通、能源与生物应用科技等众多领域。	在芳纶纤维和芳纶纸制造领域是全球行业龙头，市场份额占比较高。
赣州龙邦	成立于 2017 年，公司产品包括芳纶纤维、芳纶绝缘纸等产品。	以生产、销售过滤用芳纶纤维为主，芳纶纸销量较少。

公司名称	经营情况	市场地位
超美斯	成立于 2005 年，公司主要业务为生产、加工芳纶纤维、耐高温绝缘材料、从事阻燃面料、纱线、服装及各类阻燃、高性能安全防护产品的批发及进出口业务。	以生产销售过滤用芳纶纤维以及芳纶纸为主。
时代华先	成立于 2017 年，由中国中车旗下上市公司株洲时代新材料科技股份有限公司与华南理工大学合资建立。	有少量的芳纶纸销售。

资料来源：民士达招股说明书、开源证券研究所

“A 股稀缺芳纶纸标的×寡头格局下的国产替代×2023-2025 年归母净利润 CAGR26%的持续验证×杜邦退出重塑格局”的稀缺成长型牛股。民士达的牛股逻辑与海达尔、戈碧迦截然不同——它不是靠小市值的极致弹性，也不是靠赛道跃迁的预期折现，而是凭借全球第二、国内第一的产业地位，在杜邦退出、国产替代加速的大背景下，以持续稳定的利润增长赢得了市场的逐步重估。

表22：民士达五维因子模型打分表

因子	评级	得分	打分依据
小市值	★★★★☆	25/30	上市 15.58 亿，属中小市值区间，2023 年上市至 2026 年 9 月 4 日涨幅 316.35%
稀缺性	★★★★★	25/25	A 股稀缺芳纶纸纯正标的，国内全系列供应商，全球约 5 家量产企业，寡头格局
行业 Beta	★★★★☆	15/20	芳纶纸下游覆盖电力电气+航空航天+新能源+电子通讯，受益于国产替代（杜邦退出）+电网投资+低空经济+AI 算力基建
成长性	★★★★☆	10/15	2023-2025 年营收和归母净利润 CAGR16%和 26%，收购中菱科技构建“基材—深加工—终端应用”的全链条闭环，强化电力绝缘领域卡位
估值	★★★★☆	7/10	上市首日市盈率 PE23.26X
综合	★★★★	82/100	—

数据来源：Wind、民士达公告、开源证券研究所

4、风险提示

数据统计误差风险、行业政策变化、新技术不及预期等风险

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R4（中高风险），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。

分析师声明

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。本报告清晰准确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（北交所基准指数为北证 50 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。

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