证券研究报告

开源证券

2027：盈利周期的两面

策略行业2027年度投资策略

韦冀星（分析师） 曹晋（分析师） 简宇涵（分析师） 夏诗晴（联系人）

证书编号：S0790524030002 证书编号：S0790526070003 证书编号：S0790525050005 证书编号：S0790126070049

邮箱：weijixing@kysec.cn 邮箱：caojin1@kysec.cn 邮箱：jianyuhan@kysec.cn 邮箱：xiashiqing@kysec.cn

2026年11月9日

核心观点

1.大势：2027年盈利增速高点渐近，牛市未必结束——四重矛盾，盈利周期进入验证期

2025看重估，2026看结构，2027看盈利接棒。我们从“牛市二阶段”到“牛三买点火”；7月以来持续强调极致拥挤后的**【再平衡】**，重视红利、小微盘及科技“大切中小”。

2027年四重矛盾：盈利、流动性、拥挤度与产业叙事——盈利增速渐近高点但非断崖；国内资产荒仍在，美债利率约束分母；极致拥挤缓解，资金再平衡启动；AI长期叙事未破，新增强催化未确认。基准判断：**【高波震荡】**。

2.盈利增速高点不等于股价高点：胜负手是【ΔG接棒还是断档】

企业盈利增速高点或临近。我们构建的“企业融资总额”指标领先工业企业利润增速9个月，指引2026年底至2027年初进入盈利增速高点区域，其后增速缓慢回落。**增速高点年份仍可作为：**历史四轮盈利增速高点（2007/2010/2017/2021）后的6个月及全年，股价上涨概率均达**75%**。

盈利增速高点之后三条路径：接棒、续航、或重估压力上升。牛熊之分重点看ΔG为正行业占比：2017年存量高景气续航，2021年“新半军”接棒；2019—2021年**ΔG为正行业占比约50%**，2022年降至30%以下。牛市是否延续关键看是否有新增长接棒，内需政策传导是重要条件。

3. DDM：宽度取代高度，【鱼尾行情】长度由流动性决定

分子端，2026年1—9月工业利润增长集中于电子设备、有色加工、燃料开采、化学制品；本轮总量增速高点不高，驱动来自价格、利润率修复及“反内卷”，其后大概率缓慢回落。盈利加速度普遍放缓，却向房地产、煤炭、商贸零售转移，2027年**“宽度取代高度，质量弥补速度”**。

盈利增速触顶并回落后，**【鱼尾行情】**开启。美债实际利率、存量社融增速、新发基金规模决定鱼尾行情长度。本轮美国“撤回宽松式”加息可比1999年，权益仍以盈利为锚。国内融资回升、新发基金温和，**存量支撑仍在，增量共振未至**。

4.微观结构：后拥挤时代到来，再平衡带来“大切小”

我们观察的微观结构核心指标“A股前5%成交额集中度”从本轮高点7月的49.8%降至41%附近，接近历史消化区间（8—10个百分点）。历史五次极致拥挤后，牛熊未必切换，但均发生“大切小”。筹码缓解不等于资金回流，后续重视小微盘和交易扩散。

5.配置：从再平衡为先，到向顺周期要超额，科技等待右侧

科技长叙事未破，从拥挤龙头走向新的盈利加速机会。中国科技分“已形成优势、具备突破基础、仍有差距”三层；**国产优于海外**，国产算力有技术突破和国产替代的ΔG，AI应用从coding走向work agent。

四类基准配置：①**【预期差】**消费、顺周期（食品饮料、地产、美容护理、交运），地产链需政策传导；②**【再平衡】**小微盘、科技内部大小切换；③**【右侧科技】**国产算力、AI上游及应用，需G+ΔG和催化；④**【底仓】**优化高股息、稳定现金流，辅以净利润断层。基准之外，2027年宏观与产业变数较多，因此海外AI需求爆发、国产AI突破、美债利率快速下行、内需政策加力四类变化，要重视右侧确认后应对。

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 盈利增速顶之后，牛市何去何从？

2 DDM：盈利斜率放缓，寻求新动力

3 后拥挤时代：从高度走向宽度，寻找2027年的接棒资产

4 风险提示

1.1 从牛二、牛三到2027年：市场进入新的验证期

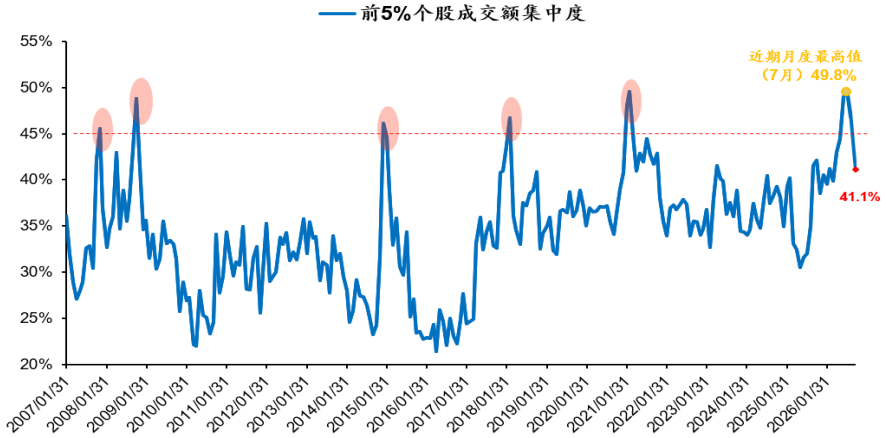
- **2025年看重估，2026年看结构，2027年看盈利接棒：过去两年的核心判断，正在从牛市阶段切换走向盈利周期验证。**
- 2024.11我们明确提出，2025年“牛市进入二阶段”，定价主线发生变迁：**绩优定价回归，无需过分恐高，科技成长大牛市。**
- 2025.11-2026.06：从牛市三阶段到风格切换。我们提出盈利主导的修复慢牛，进一步强调**从2025年的估值牛走向2026年由“盈利结构+资金结构”驱动的结构慢牛；同时提出，2026年风格切换频繁、高股息将好于2025年。**
- 2026.07以来：后拥挤时代与【再平衡】逐步兑现。**成交集中度突破45%但我们持续提示极致拥挤的风险，强调小微盘、红利和科技内部“大切中小”；随着盈利现实二阶导放缓，进一步提出2026年底至2027年初盈利增速可能迎来高点。**

图1：2026年投资风格或将有所变化（2026.3.3观点）



资料来源：Wind、开源证券研究所

图2：拥挤度高位回落，市场进入【再平衡】（2026.07观点）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2027年四重矛盾



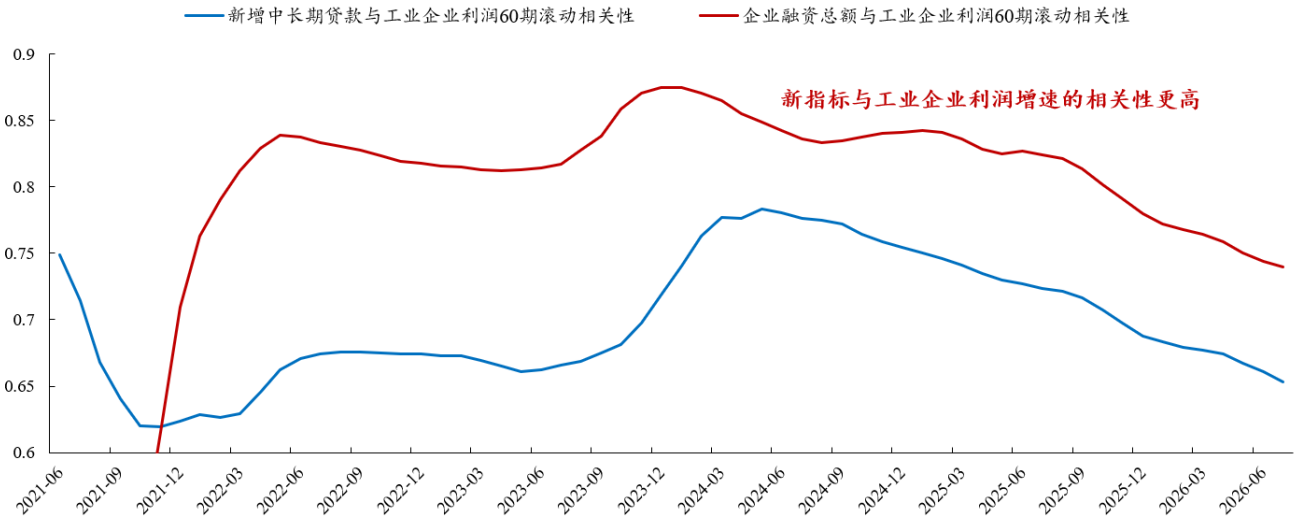
资料来源：开源证券研究所

1.2 2027年盈利怎么看？一把更新的尺子

■ **传统中长期贷款指标对盈利的解释力明显下降，我们以“企业融资总额”重新刻画2027年盈利周期**

- 我们在2025年5月使用**中长期贷款周期领先工业企业利润周期9个月**的规律，预判A股盈利底或将不早于2025Q3到达。
- 但现在旧指标逐渐失效，原因主要有三点：**① 经济驱动力由地产、基建转向先进制造、科技与出口；② 居民信用向终端需求和企业利润的传导效率下降；③ 企业融资越来越依赖债券、股权等直接融资。**
- 因此，我们构建“企业融资总额”指标：企业融资总额=企业债券净融资+企业单位新增人民币贷款+非金融企业境内股票融资。**相比传统新增中长期贷款，该指标更聚焦企业主体、覆盖更完整融资渠道，对工业企业利润的解释力更强。**

图4：企业融资总额对工业企业利润的解释力更强



KYSEC

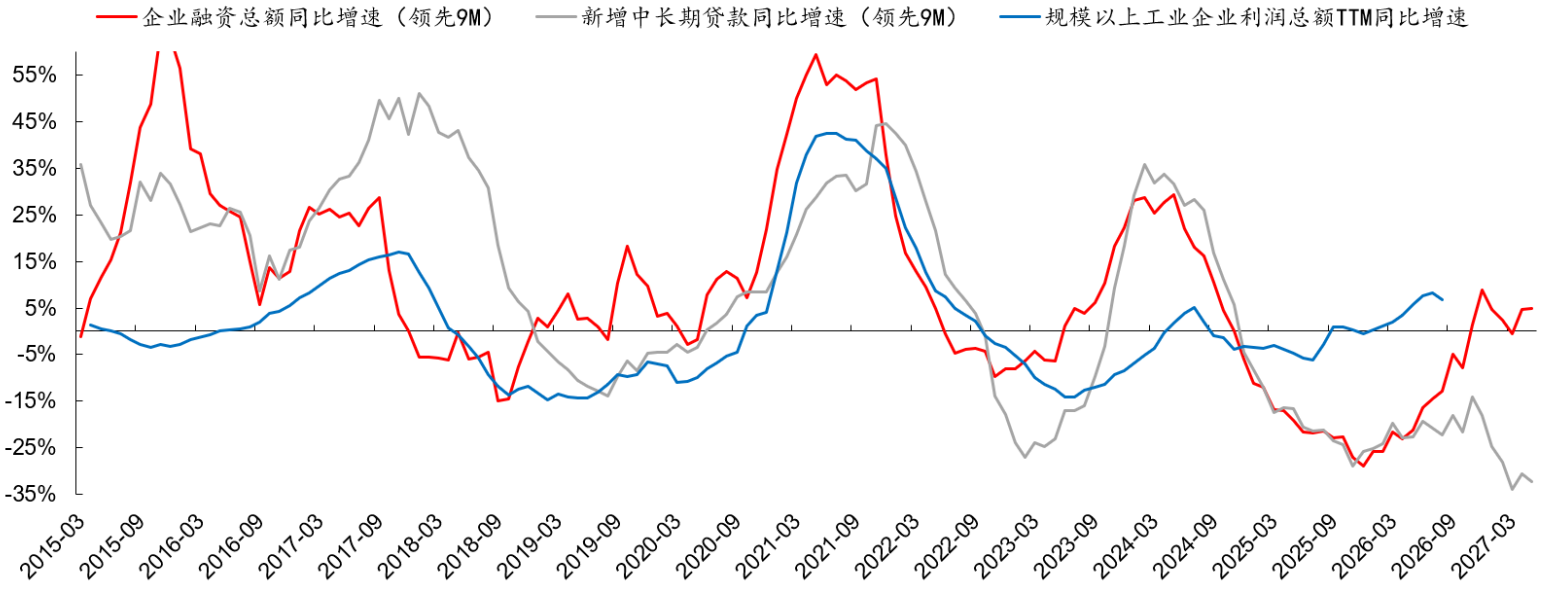
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 新指标指引：2027年盈利高点渐近，但并非断崖

■ **新指标指引：2026年下半年盈利仍有韧性，2026年底至2027年初进入高点区域，其后斜率回落，但并非断崖下行**

- 企业融资总额领先信号显示，A股盈利改善趋势尚未结束，盈利高点更可能出现在2026年底至2027年初附近。
- 这意味着，2027年分子端的主要矛盾并非盈利“突然崩塌”，而是盈利二阶导放缓、结构分化加剧。
- 投资上，**盈利顶并不直接等于牛市终点，下一轮行情强弱的关键，在于是否有新的ΔG方向完成接棒。**

图5：企业融资总额领先对未来盈利的指引更平稳



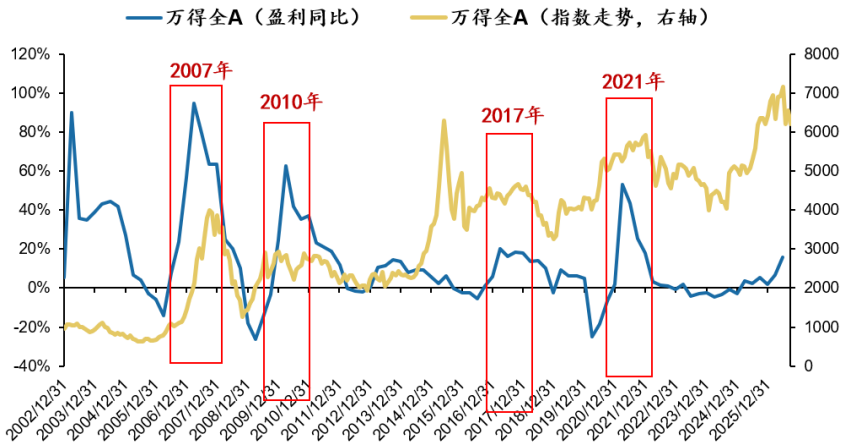
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3 盈利增速顶不等于股价顶：历史上的四种走势

■ **四轮盈利增速顶之后，A股分别走出了什么行情？——盈利增速顶不等于股价顶**

- 2003年以来，A股典型的盈利增速顶分别出现在2007年3月、2010年3月、2017年3月和2021年3月。
- 许多投资者担忧：盈利增速顶是否意味着股市不乐观？答案是否定的。
- 如下图，我们看到盈利增速见顶年份，**无论是盈利增速顶出现后6个月，还是全年视角，涨跌幅为正的概率均达到75%**；即便是当年收益为负的2010年，全年的股价走势也是“深V”型，并非全年的悲观走势。

图6：盈利增速见顶年份，股价走势并不悲观



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：盈利增速顶出现后股价仍大概率上涨

	盈利增速顶出现后			
上证指数涨跌幅	后1个月	后3个月	后6个月	盈利增速顶出现的全年
2007/3/31	20.6%	20.0%	74.4%	96.7%
2010/3/31	-8.2%	-23.3%	-15.1%	-14.3%
2017/3/31	-1.7%	-0.6%	4.3%	6.6%
2021/3/31	-0.3%	3.9%	3.2%	4.8%

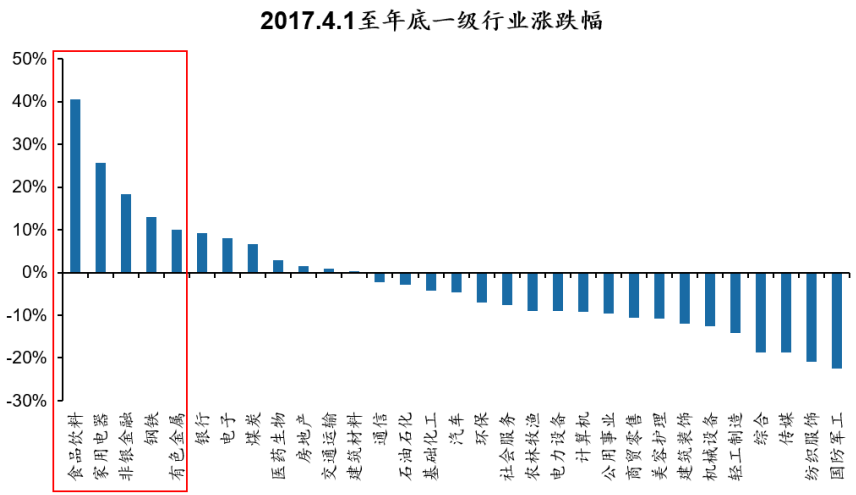
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3 轻复盘——盈利增速顶后结构牛延续：2017和2021

■ **2017年和2021年盈利增速触顶后，一个是旧增长续航，一个是新增长接棒，牛市依然贯穿全年**

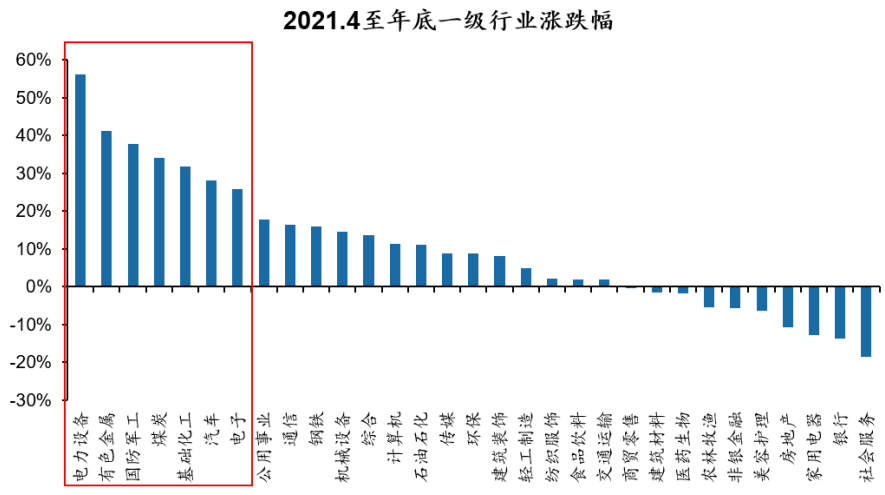
- 2017年3月：盈利增速顶在Q1，但增速触顶后回落幅度小，较高增速几乎维持至全年，实体供给侧改革、棚改货币化及全球经济共振推动结构牛行情延续至11月附近，消费核心资产和周期品领涨结构牛。
- 2021年3月：盈利增速和拥挤度均在2021年一季度到达顶峰（拥挤度突破45%在2021.2），但牛市也没有结束，ΔG从茅指数等核心资产转移到了“新半军”等新兴产业，所以结构牛继续，结构切换。

图8：2017年盈利增速顶后消费和周期结构牛延续



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2021年盈利增速顶后，“新半军”等新兴产业引领结构牛



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3 轻复盘——盈利增速顶后股价仍有韧性：2007和2010

■ **2007年牛市延续至拥挤交易，2010年则是“深V”行情**

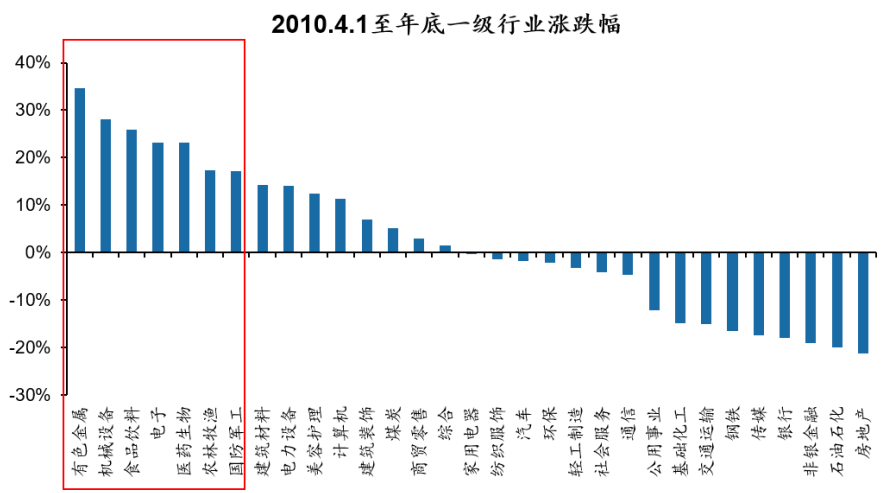
- 2007年3月：盈利增速顶在Q1，较强的股价动量推动普涨行情延续，典型领涨品种是“五朵金花”：银行、地产、有色金属、煤炭、钢铁。高点在10月，后随着11月成交集中度突破45%的拥挤交易、美国次贷危机蔓延冲击后股价回落。
- 2010年3月：年初微跌后，后续大半年呈现深V走势几乎走平，主导市场的主要矛盾在于“四万亿”后的“滞涨”开始逐步演绎。但市场仍有较好的结构性机会，制造和消费领涨。

图10：2007年盈利增速顶出现后仍然有普涨行情



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2010年盈利增速顶后指数虽有所下行，但结构表现仍突出



数据来源：Wind、开源证券研究所

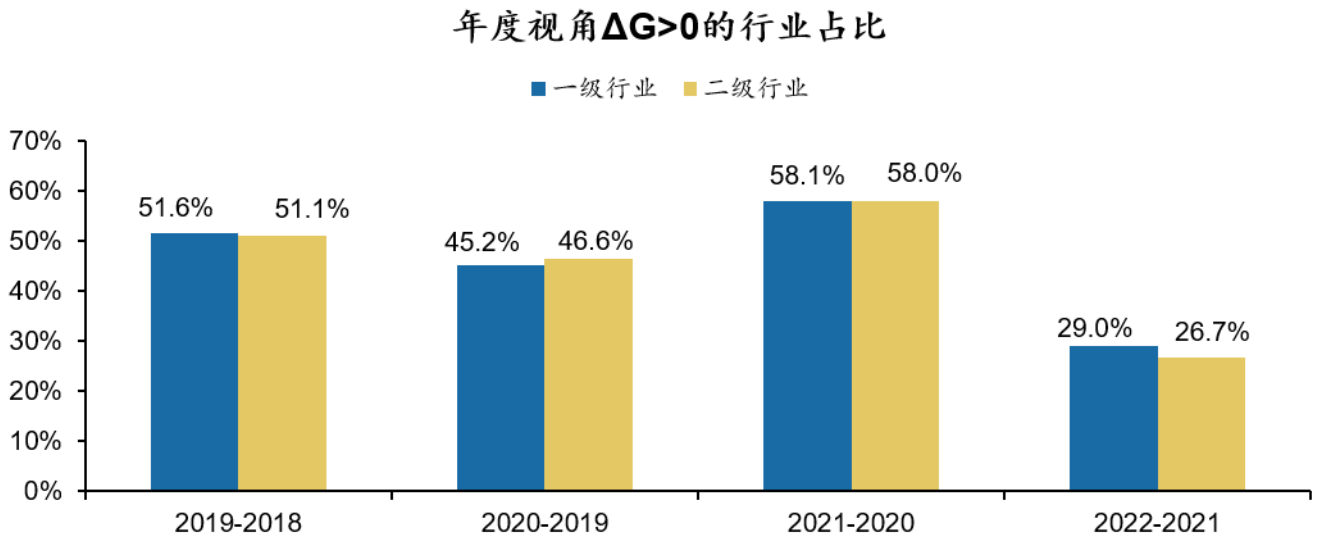
1.4 盈利增速顶后的胜负手：ΔG是接棒还是断档

■ **复盘2019-2022年，ΔG的多寡决定了牛/熊，ΔG是接棒还是断档是牛熊的重要判断依据**

➢ 2019-2021年三年牛市当中，无论是一级行业视角还是二级行业视角，ΔG>0的行业占比均在50%上下。

➢ 而进入2022年，ΔG行业占比回落至30%以下，市场进入熊市。

图12：ΔG视角下的牛熊之断



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4 盈利斜率放缓，内需政策为什么越来越重要

■ **盈利斜率放缓，内需接力的重要性上升**

➢ 从跨国经验来看，当原本较为依赖出口的经济体遭遇外需动能下降时，通过释放国内需求实现经济增长动力的再平衡并不少见。

➢ **我们相比此前对地产和地产链更加积极。**我们的判断并不是未来一定会出现某一个“大政策”，而是随着盈利斜率放缓、内需压力逐渐显现，政策持续向内需倾斜的必要性越来越高，未来更可能看到多批次、渐进式、组合式政策不断累积。

■ **政策向需求端传导，是盈利改善扩散的重要条件**

➢ **关注购房支持、财政资金及项目融资能否带动销售、回款与实物需求改善。地产、消费与传统周期的盈利再加速，分别需要销售企稳、销量与利润率修复、需求与价差改善的验证。**

图13：房地产开发投资完成额同比下行，销售同比承压

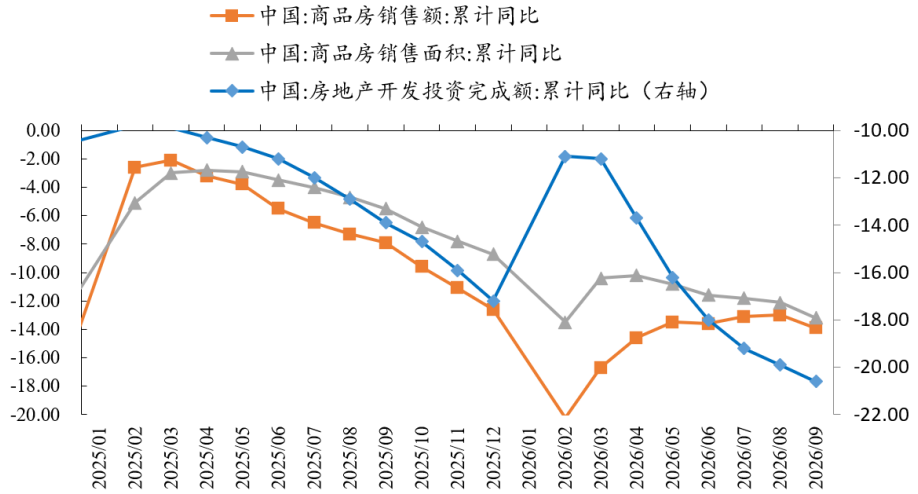
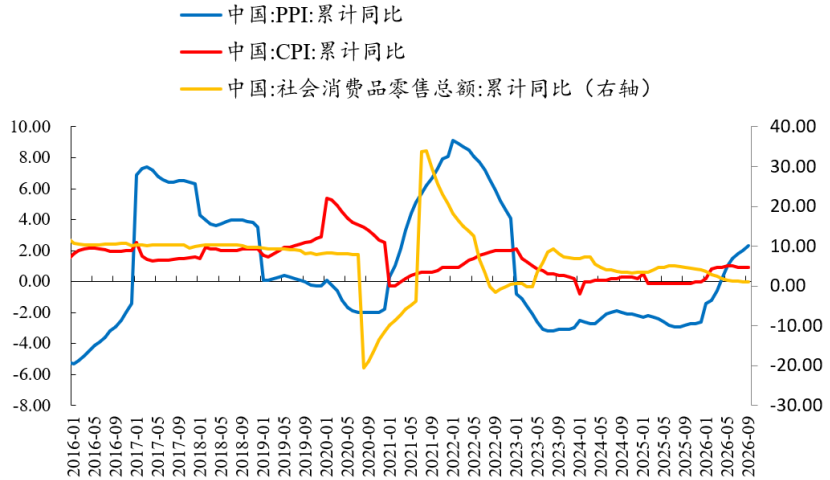


图14：工业品价格回升较快，消费需求有待修复



KYSEC

数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

盈利高点之后：新增长动力接棒，原有高景气续航

盈利增速见顶不等于股价见顶，关键看新的增长动力能否接棒，以及原有高景气能否在流动性支持下续航。

盈利增速高点渐近

进攻

新的盈利加速方向接棒

对应：新ΔG

新的盈利加速度出现
创造新的上涨动力

典型年份：2021

续航

原有高景气续航

对应：旧G

存量盈利仍有韧性
更依赖流动性与资金承接

典型年份：2017

两条路径均缺乏支撑 → 重估压力上升（2022）

2027 基准判断

原有高景气仍有韧性 + 新的增长动力待确认 + 流动性仍有约束 → **高波震荡，持续再平衡**

不轻易转向熊市判断

资料来源：开源证券研究所

目 录
CONTENTS

1 盈利增速顶之后，牛市何去何从？

2 **DDM：盈利斜率放缓，寻求新动力**

3 后拥挤时代：从高度走向宽度，寻找2027年的接棒资产

4 风险提示

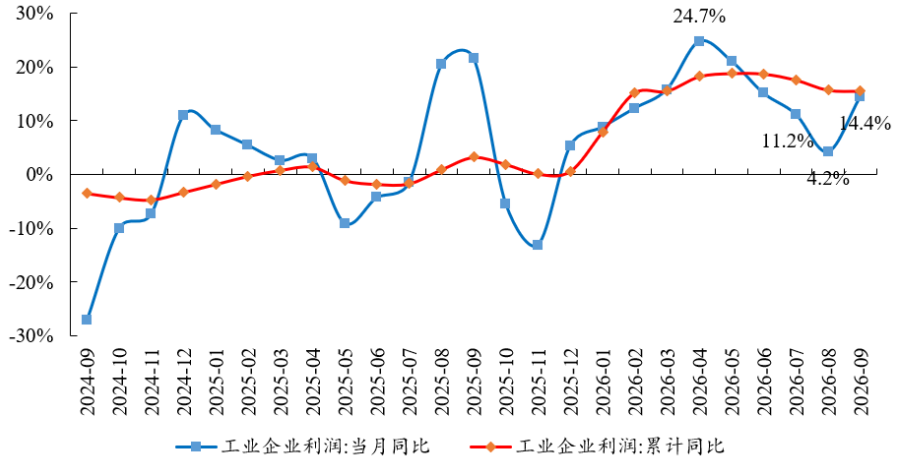
2.1 分子端：“盈利增速顶”不同于“盈利顶”

■ **观点一：盈利增速顶预计在2026年底至2027年初出现，此后以缓慢回落为主**

➢ **工业企业利润增速看似触顶的背后：基数影响 +利润增长分布极不均衡。**2026年1-9月，工业企业利润增长进一步向少数行业集中，电子设备、有色加工、燃料开采、化学制品；拖累来自汽车、黑色加工、非金属矿物制品、酒饮料、电气机械等行业。

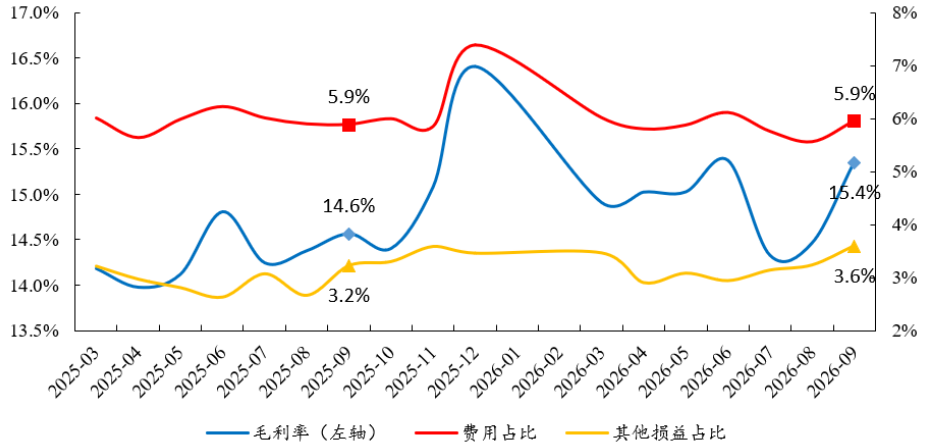
➢ **盈利增速触顶后，大概率缓慢回落。**不同于前几轮盈利增速顶：①本轮增速高点不高，并非低基数推升；②驱动来自价格与利润率修复；③反内卷下，供给端约束更强。

图16：9月工业企业利润当月同比为14.4%，大幅低于前值15.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：对比2025年9月，毛利率改善，费用占比持平，其他损益占比提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1 分子端：2027年宽度取代高度，重视盈利改善的转移

■ 观点二：盈利结构视角，宽度取代高度，质量弥补速度

➢ 一级行业视角，相较前几个季度，行业Δ盈利增速普遍转负，盈利增长放缓、高度下滑。值得注意的是，Δg向房地产、煤炭、商贸零售等行业转移，宽度正逐步取代高度。

图18：一级行业中，盈利增速大于20%且Δg排名靠前的行业包括煤炭、房地产、商贸零售、石油石化等

板块	行业	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2026Q3	Δg
高端制造	电力设备	52%	77%	82%	97%	35%	15%	-1%	-18%	-54%	-56%	-54%	-63%	-14%	6%	21%	45%	58%	40%	17%	-23%
	国防军工	18%	7%	7%	-6%	-5%	7%	5%	-3%	-13%	-19%	-27%	-34%	-7%	12%	31%	68%	84%	49%	25%	-23%
	汽车	-22%	-28%	-13%	-5%	7%	26%	29%	42%	11%	17%	7%	11%	12%	1%	4%	5%	19%	-20%	23%	-4%
	机械设备	-23%	-19%	-15%	-8%	3%	6%	4%	5%	5%	-3%	-1%	-9%	26%	19%	15%	15%	-6%	1%	1%	0%
	环保	-14%	-12%	-4%	-5%	1%	2%	-7%	-6%	16%	3%	5%	-9%	5%	-2%	-3%	-1%	21%	19%	9%	-10%
科技	电子	-10%	-26%	-32%	-37%	-60%	-45%	-30%	-29%	62%	40%	23%	27%	40%	33%	43%	36%	77%	107%	90%	-17%
	计算机	-54%	-37%	-44%	-45%	54%	2%	3%	-18%	-100%	-44%	-33%	-51%	1851%	33%	34%	54%	158%	57%	34%	-23%
	传媒	-19%	-31%	-32%	-67%	12%	19%	22%	126%	-29%	-32%	-34%	-51%	37%	28%	37%	49%	0%	11%	-4%	-15%
	通信	22%	71%	36%	31%	10%	10%	7%	6%	8%	8%	9%	7%	7%	8%	9%	7%	4%	5%	7%	3%
周期	基础化工	37%	23%	7%	-3%	-47%	-52%	-47%	-47%	-17%	-8%	-9%	-9%	12%	5%	10%	6%	19%	41%	29%	-11%
	钢铁	-27%	-52%	-71%	-72%	-70%	-70%	-34%	-15%	-78%	-47%	-105%	-123%	327%	132%	2100%	371%	-74%	-43%	-75%	-32%
	有色金属	117%	92%	68%	67%	-11%	-20%	-15%	-16%	-22%	0%	1%	0%	51%	26%	32%	47%	113%	108%	91%	-17%
	公用事业	-26%	-15%	11%	91%	38%	37%	52%	75%	28%	18%	9%	8%	6%	3%	6%	9%	-3%	-10%	-21%	-11%
	交通运输	48%	-17%	-20%	-39%	-3%	10%	37%	47%	23%	9%	5%	9%	2%	3%	-6%	-23%	20%	3%	3%	0%
	煤炭	89%	98%	70%	52%	2%	-26%	-26%	-25%	-33%	-25%	-20%	-18%	-29%	-32%	-29%	-26%	-1%	29%	29%	0%
	石油石化	22%	14%	6%	-1%	-15%	-16%	-4%	-2%	13%	12%	1%	0%	-8%	-15%	-11%	-12%	18%	37%	35%	-1%
	建筑材料	-10%	-20%	-40%	-49%	-71%	-43%	-37%	-35%	-112%	-65%	-52%	-50%	331%	61%	33%	-36%	-38%	-54%	-59%	-5%
消费	农林牧渔	-183%	-182%	201%	151%	78%	24%	-359%	-123%	38%	183%	515%	2199%	993%	183%	12%	-37%	-109%	-147%	-150%	-3%
	家用电器	8%	10%	10%	7%	15%	15%	14%	15%	11%	8%	5%	8%	25%	14%	11%	-6%	-8%	-7%	-9%	-2%
	食品饮料	16%	12%	13%	12%	17%	14%	15%	17%	16%	14%	10%	5%	0%	-1%	-5%	-19%	-10%	-16%	-15%	1%
	纺织服饰	7%	-13%	-18%	-42%	-5%	9%	11%	71%	7%	-3%	-8%	-36%	-5%	-8%	-10%	20%	-1%	-4%	-1%	2%
	轻工制造	-43%	-38%	-30%	-34%	-28%	-12%	-3%	14%	51%	17%	-3%	-32%	-22%	-29%	-27%	-41%	-13%	-9%	-22%	-13%
	商贸零售	-12%	-22%	-27%	37%	25%	14%	7%	8859%	-18%	-21%	3%	4%	-4%	-4%	-22%	-163%	47%	48%	47%	-1%
	社会服务	-105%	-276%	-122%	29%	159%	301%	43384%	410%	69%	7%	-1%	-3%	10%	1%	-3%	-6%	7%	-5%	-7%	-2%
	美容护理	-16%	-12%	-15%	-22%	32%	26%	54%	59%	8%	1%	-17%	-17%	-15%	-14%	-11%	-1%	-11%	5%	-2%	-7%
	医药生物	27%	9%	8%	-5%	-28%	-23%	-18%	-22%	-1%	-3%	-7%	-12%	-9%	-4%	-5%	-3%	3%	9%	12%	3%
金融地产	银行	8%	7%	8%	7%	3%	4%	3%	2%	-1%	0%	1%	2%	-1%	1%	2%	2%	3%	3%	4%	0%
	非银金融	-36%	-18%	-20%	-25%	68%	12%	3%	-1%	-13%	7%	47%	54%	20%	18%	37%	27%	-2%	63%	-15%	-79%
	房地产	-36%	-53%	-57%	-170%	-27%	-20%	-39%	-186%	-76%	-116%	-124%	-716%	-256%	-519%	-311%	-34%	-16%	16%	25%	9%
	建筑装饰	12%	5%	2%	7%	11%	5%	3%	7%	-4%	-10%	-11%	-15%	-9%	-8%	-12%	-22%	-16%	-25%	-29%	-3%
其他	综合	-9%	-76%	-63%	-218%	41%	-868%	-682%	-223%	-70%	58%	64%	51%	165%	423%	1388%	-3%	129%	-4%	-52%	-49%

KYSEC

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：归母净利润均采用累计同比）

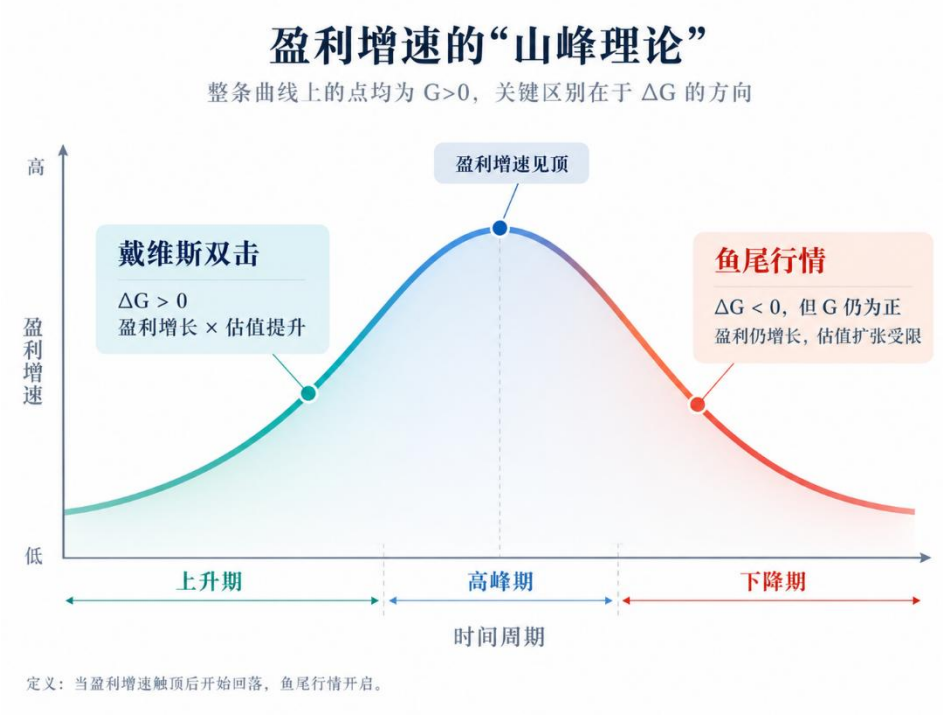
2.2 鱼尾行情：盈利加速度下降后，还能涨多久

- **到底哪些财务指标对股价有指引作用？**我们在前期的深度报告《景气投资方法论》当中总结出，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：**△盈利增速>△收入增速>△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△类指标。

- **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△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△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。

- 我们对鱼尾行情的定义：**当盈利增速触顶并开始回落后，鱼尾行情便开启。**

图19：当盈利增速触顶回落后，鱼尾行情便开启



资料来源：开源证券研究所

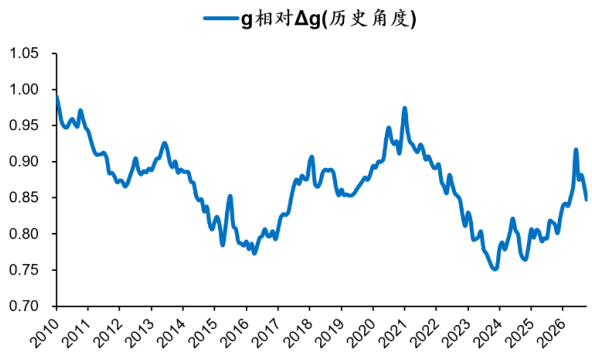
2.2 鱼尾行情：盈利加速度下降后，还能涨多久

■ **鱼尾行情长度的决定要素：流动性**

- 基于我们对鱼尾行情的定义：当G因子相对ΔG因子更占优的时候，更利于鱼尾行情演绎。

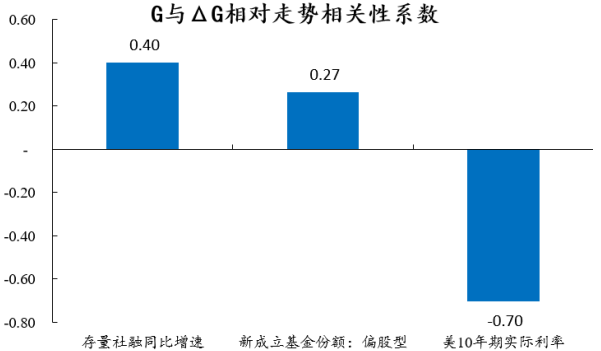
- **三类流动性要素决定鱼尾行情：**
- **（1）宏观流动性：美债实际利率。**当美债实际利率下行，鱼尾行情更长。
- **（2）中观流动性：存量社融同比增速。**当社融增速上行，鱼尾行情更长。
- **（3）微观流动性：新发基金规模。**当新发基金规模持续上行，鱼尾行情更长。

图20：G因子相对占优时鱼尾行情更持久



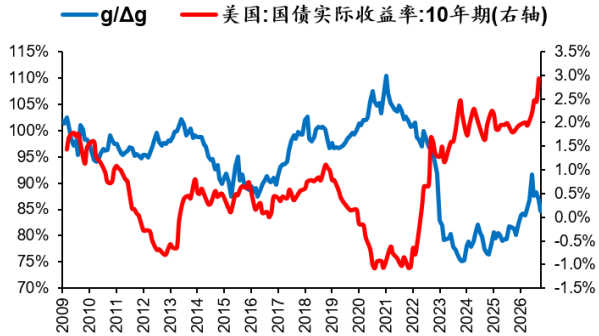
数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：三大流动性要素决定鱼尾行情走势



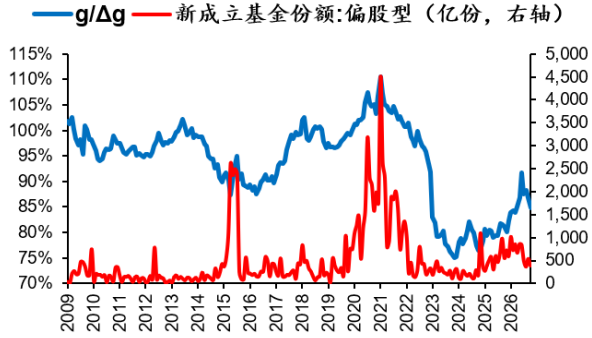
数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：美债实际利率下行，鱼尾行情更长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：新发基金规模上行，鱼尾行情更长



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3 “撤回宽松式”加息后，权益表现或以盈利为锚

■ **回顾近40年美联储货币政策周期中，共有4次类“撤回宽松式”加息——**

- 1987年，里根政府“美元贬值以促出口”政策影响，美国国内通胀再次快速走高、失业率下降。美联储希望通过加息提高美元资产的吸引力，并抑制经济过热导致20世纪70年代恶性通胀重现；
- 1997年3月，格林斯潘为应对持续强劲的经济活动，采取预防式加息，后因消费者支出反映的经济活动放缓暂停；
- 1999年6月，互联网技术发展带动“高增长、低通胀、高就业”，而科索沃战争和OPEC减产加剧了短期供给侧对价格的推升；
- 2026年9月，面对持续攀升的油价和通胀数据，FOMC一致投票决定，将基准利率从3.5%至3.75%的区间上调至3.75%至4%的区间，这是自2023年7月以来的首次加息。
- **综合供需两侧因素，1999年对本次美联储加息的参照意义更强。**其一是**AI技术蓬勃发展和互联网革命**都提升了社会劳动生产率，从**需求端**增强了经济活动的强度；其二，**通胀**是两次加息的直接推动因素，且均来自**供给侧冲击导致原油价格和通胀抬升**，1999年是科索沃战争和OPEC的减产加剧导致了短期价格的提升。

图24：近40年，美联储有4次类“撤回宽松式”加息



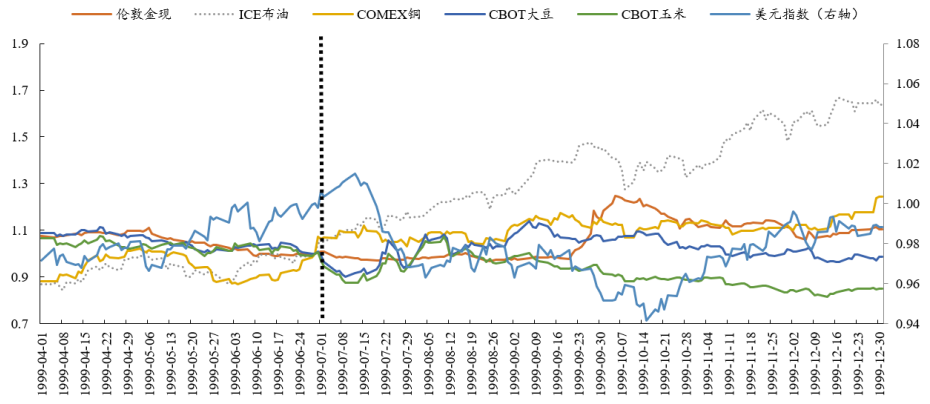
资料来源：Wind、开源证券研究所

2.3 “撤回宽松式”加息后，权益表现或以盈利为锚

■ **在1999年6月29日美联储首次加息后，国际油价依旧攀升，仍不断抬升持续加息预期。结合资产表现来看——**

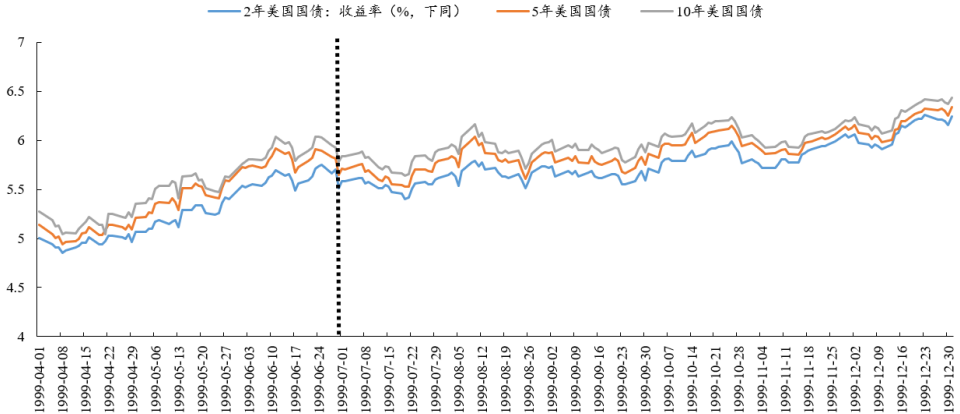
- **权益资产：**全球股市小幅上涨后受压制回落，结构上互联网技术为代表的纳斯达克指数和信息技术板块表现较强。
- **外汇市场和大宗商品：**美元短暂走强后震荡回落，黄金在首次加息后1-2个月内表现平缓；铜价受互联网革命拉动的工业金属需求，在加息周期内仍表现较强；
- **美债市场：**在美联储1999年首次加息后，美债收益率短暂回落，后受油价和通胀上升的影响升高。

图25：1999年6月美联储加息后，油价继续攀升推高加息预期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：1999年6月美联储加息后，美债收益率小幅回落后继续升高

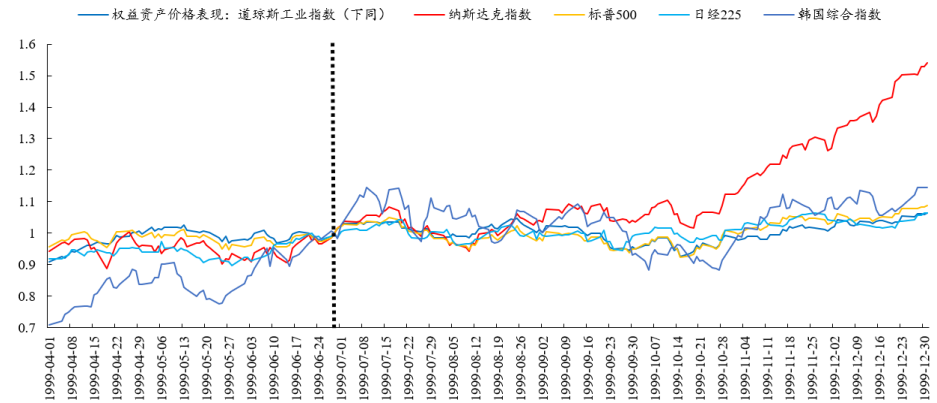


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3 “撤回宽松式”加息后，权益表现或以盈利为锚

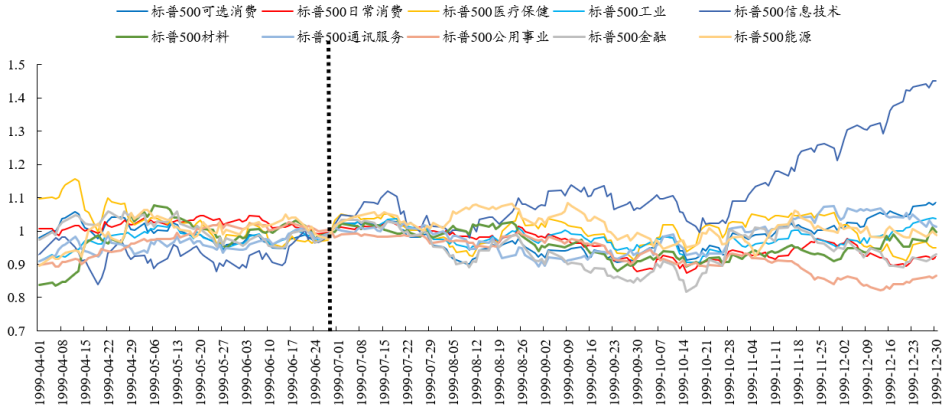
- **我们认为，鉴于本次地缘风险对美国通胀的影响，本次美联储加息对大类资产影响以下两条路径概率偏大，短期权益表现或回归盈利预期为核心导向：**
  - **乐观情形：**中东地缘局势缓和、油价中枢回落，10月美联储巩固性加息后或停止加息转入观察期，权益资产有望迎来修复；
  - **中性情形：**中东局势仍以拉锯战形式持续，国际油价维持高位、但不进一步抬升，短期或对权益市场构成压制，但盈利预期才是主导权益市场表现的核心因素。

图27：1999年6月美联储首次加息前后，全球权益市场以震荡为主



数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：1999年6月美联储首次加息前后，互联网革命代表的信息技术表现强势



数据来源：Wind、开源证券研究所

资料来源： Wind、开源证券研究所

2.4 国内分母端：渐进式政策发力下，流动性环境结构相对宽松

■ 企业融资有所回升，新发基金温和

- **企业融资方式发生变化，直接融资占比提升。**我们建立了新指标，企业融资总额=企业债券净融资+企业单位新增人民币贷款+非金融企业境内股票融资；不同于社融增速的回落趋势，企业融资总额增速回升转正。
- **不同于历史牛市，本轮牛市新发基金规模相对温和，更多依靠大额申购。**对比2006-2021年市场行情，本轮牛市行情新发基金规模相对较为温和，或更多依靠资金ETF大额申购，2024-2025年，ETF累计申赎净流入3.3万亿元。

图29：不同于社融增速，企业融资总额增速趋势向上

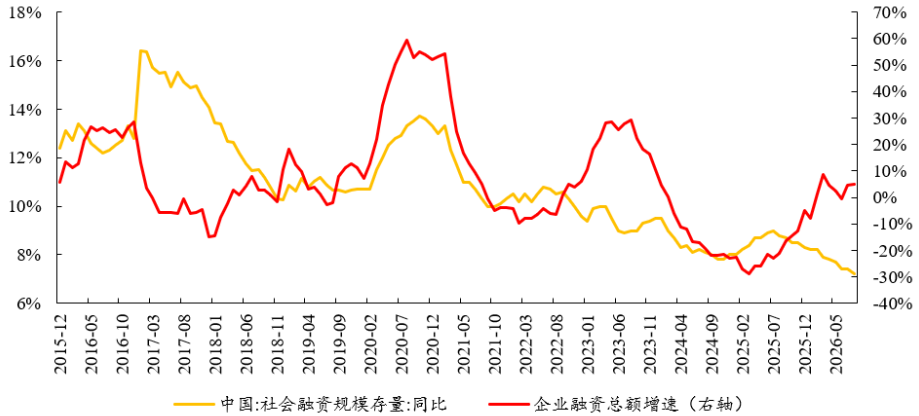
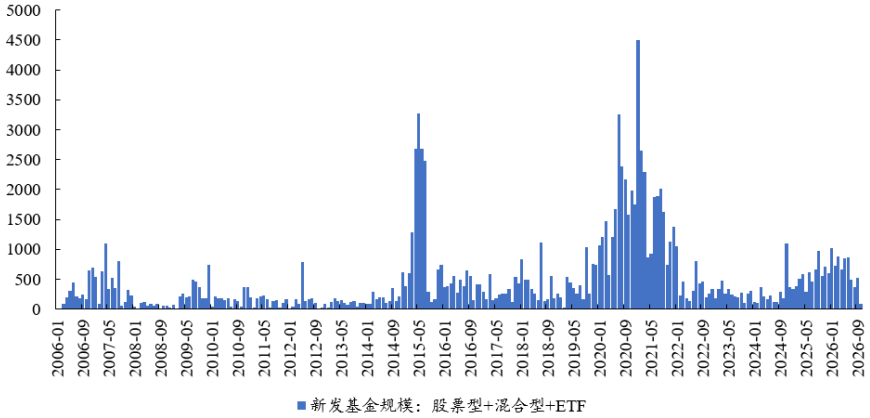


图30：对比历史牛市，本轮新发基金规模相对温和



数据来源： Wind、开源证券研究所

图31：2027：存量支撑仍在，增量共振未至



数据来源：开源证券研究所

目 录
CONTENTS

1 盈利增速顶之后，牛市何去何从？

2 DDM：盈利斜率放缓，寻求新动力

3 **后拥挤时代：从高度走向宽度，寻找2027年的接棒资产**

4 风险提示

■ 拥挤缓解，A股进入再平衡阶段

➢ 筹码集中度较7月大幅改善，拥挤缓解。截至11月7日，A股前5%个股成交额集中度降至41.1%，较前期峰值49.8%大幅回落；历史上每次消化集中度的中期调整，当调整完成的时候，5%个股的成交集中度一般要从最高水位下降8-10个百分点；参考该规律，预计本次集中度下降至40-42%附近，中期调整或到位。

图32：拥挤缓解，集中度已从高点回落8pct至42%以下



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1 历史五次极致拥挤之后，市场发生了什么？——大小盘切换

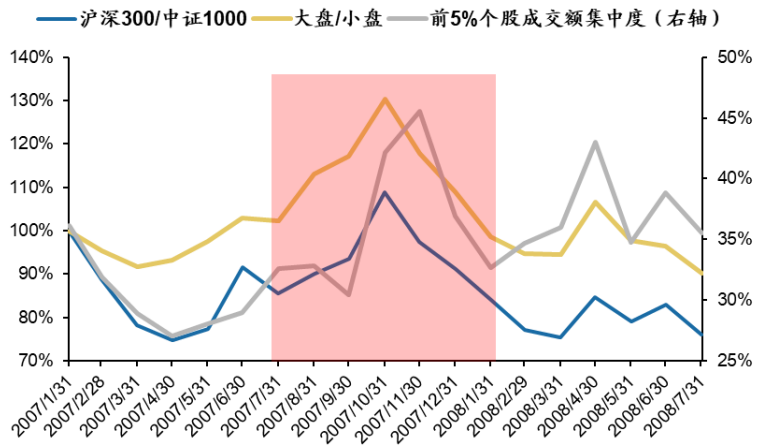
■ **历史上五次极致拥挤后，均发生“大切小”**

➢ **过去历史上的五次极致拥挤后，牛熊不一定切换：**有2次“牛转熊”，1次“熊转牛”，2次“牛市风格切换”。牛熊切换的核心在于DDM三要素是否发生反转，而极致拥挤则是**触发市场重新对所有客观条件进行重定价**的催化剂。

➢ **但有一件事会发生：大盘风格切向小盘风格，一般持续6个月以上。**

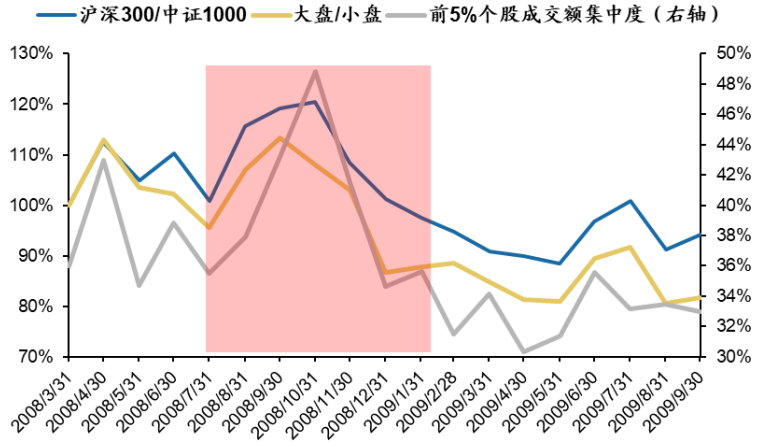
➢ **如下图：2007年11月拥挤交易后大切小维持超过9个月，2008年10月拥挤交易后大切小则维持7个月。**

图33：2007年11月微观条件拥挤期间市场风格切换



数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：2008年10月微观结构拥挤期间的风格切换



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1 历史五次极致拥挤之后，市场发生了什么？——大小盘切换

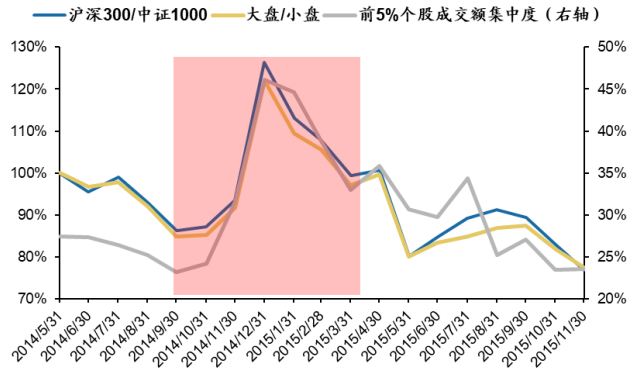
■ **历史上五次极致拥挤后，均会发生“大切小”**

➢ **过去历史上的五次极致拥挤后，牛熊不一定切换：**有2次“牛转熊”，1次“熊转牛”，2次“牛市风格切换”。牛熊切换的核心在于DDM三要素是否发生反转，而极致拥挤则是**触发市场重新对所有客观条件进行重定价**的催化剂。

➢ **但有一件事会发生：大盘风格切向小盘风格，一般持续6个月以上。**

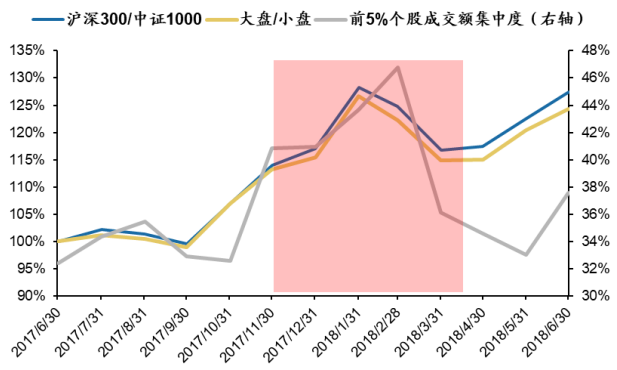
➢ **如下图：2015年1月拥挤交易后大切小维持接近一年，2018年2月拥挤交易后大切小最短为3个月，2021年2月拥挤交易后大切小维持7个月。**

图35：2015年1月微观结构拥挤期间的风格切换



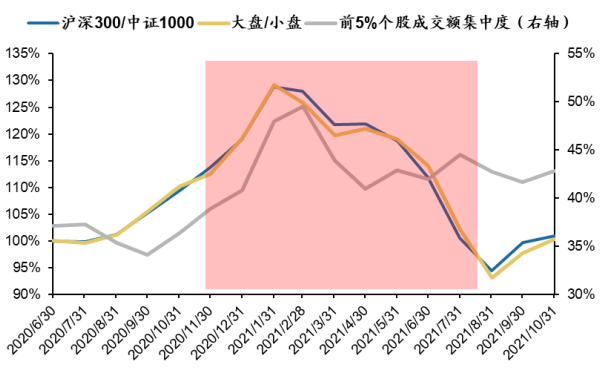
数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：2018年2月微观条件拥挤期间市场风格切换



数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：2021年2月微观条件拥挤期间市场风格切换



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1 拥挤度下降之后，小盘超额收益能够持续多久

■ 微盘股：极致拥挤后的修复方向

➢ 历史五次微观结构恶化后，拥挤度均出现回落，普遍回落约10个百分点，历时3个月；每当拥挤度回落之后，小盘相对大盘跑出超额收益，回落后1个月、3个月、6个月平均超额1.38%、7.65%、7.44%。

➢ 仅2018年2月拥挤缓和后，小盘大幅跑输大盘，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38：拥挤度缓解后，1个月、3个月、6个月，小盘相对大盘均能跑出超额

微观结构恶化	时间	拥挤度峰值	拥挤缓解区间	拥挤度回落至	市场行情划分	拥挤度缓解后，小盘相对大盘超额		
						1个月	3个月	6个月
1	2007-10	45.6%	2007.11-2008.01	32.7%	“牛转熊”	6.19%	-2.56%	5.11%
2	2008-10	48.8%	2008.11-2009.02	31.5%	“熊转牛”	5.01%	11.72%	12.81%
3	2014-12	46.1%	2015.01-2015.03	33.0%	牛市中继	-3.07%	17.98%	8.58%
4	2018-02	46.8%	2018.03-2018.05	33.0%	“牛转熊”	-2.95%	-6.38%	-9.26%
5	2021-02	49.6%	2021.03-2021.04	41.0%	牛市中继	1.71%	17.47%	19.94%
均值		47.4%	3个月	34.2%	-	1.38%	7.65%	7.44%
超额为正概率						60%	60%	80%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2 中国科技的全球位置：已经超车、正在超车与仍有差距

■ 我们梳理了中国科技三层梯队：已经形成优势、具备突破基础、仍有差距

图39：中国科技全球竞争力的三层梯队

层级	技术方向	全球位置	全球份额	关键技术指标	当前最大差距 / 面临瓶颈
第一层：已形成优势/局部超越	动力与储能电池	规模、成本与迭代节奏全球领先	动力电池：70%；储能电池：83%	在能量密度、充放电倍率及循环寿命等核心指标上的技术领先	上游锂、镍等关键资源的议价权不在本国企业手中；北美/欧洲本土化供应链壁垒及出海合规风险
	光模块	全球出货量与份额领先，高速率迭代同步	中游：47%	中际旭创：可插拔模块功耗与良率领先	上游核心材料仍依赖海外供给；CPO等下一代封装架构的专利与标准话语权尚在积累
	特高压与变压器	特高压技术与设备全球领先，变压器产能优势突出	变压器设备：55%		欧美企业在高端高压开关、气体绝缘输电线路等领域仍保持技术优势
	民用无人机	消费级绝对主导，工业级快速渗透	大疆：74%	专利方面，2025年全球公开无人机相关专利申请量达到5.2万件，中国申请人占比51.4%	海外供应链合规监管、地方性禁令及关键军民两用供应链审查
第二层：追赶中，具备突破基础	AI大模型	开源体系下第一，通用能力仍在追赶前沿	openrouter：49.8%	国内头部模型在第三方权威智能指数评测中已追平部分海外前沿模型	商业化变现能力与海外头部大厂存在营收量级差，企业级付费生态尚在孵化
	半导体设备	细分环节进入全球第一梯队，平台化初具雏形	刻蚀设备：12%；薄膜沉积设备：国内占有率提升至18.7%		光刻、高端量测与部分核心零部件仍依赖进口
	存储	量产良率与代际逐步追赶	NAND：14%；DRAM：7.7%	长鑫存储等企业开始小批量生产HBM3E，并向国内AI芯片大厂送样	海外龙头已迈向HBM4及HBM4e量产，国内在TSV先进封装良率、核心产能规模及产业链协同上仍落后
	AI算力芯片	通过系统集群，正向高端切入	国内市场份额：英伟达34%，华为28%，阿里7%，寒武纪5%	昇腾960单卡算力：FP8 2PFLOPS；B300单卡算力：FP8 9PFLOPS	软件生态：CUDA兼容性与迁移成本仍是最大摩擦；先进制程制造能力与HBM供给构成硬件端双重约束
第三层：明显差距/替代不足	先进制程光刻机	成熟制程有限自主，先进制程严重依赖进口		国产化率较低	EUV光源、投影光学系统与双工作台等核心系统；全球供应链嵌入深度与专利壁垒，短期难以通过单点突破绕开
	高端GPU软件生态	硬件性能在追赶，软件生态差距具有结构性		国产GPU多走CUDA兼容路线，但在制程、生态、客户上存在瓶颈	开发者生态规模与框架/库的丰富度：CUDA积累数百万开发者，国产生态迁移成本高、性能优化工具链薄弱，且兼容路线本身受制于上游协议风险
	高端EDA	点工具突破，全流程高端平台缺失		国产EDA全球市场份额较低，海外三大巨头垄断格局稳固	完整数字全流程工具链与先进制程工艺认证；用户迁移惯性、三巨头捆绑销售与长期服务协议构成的生态锁定，单点工具突破难以撼动

KYSEC

数据来源： Wind、SNE、IIM信息、中关村等、开源证券研究所

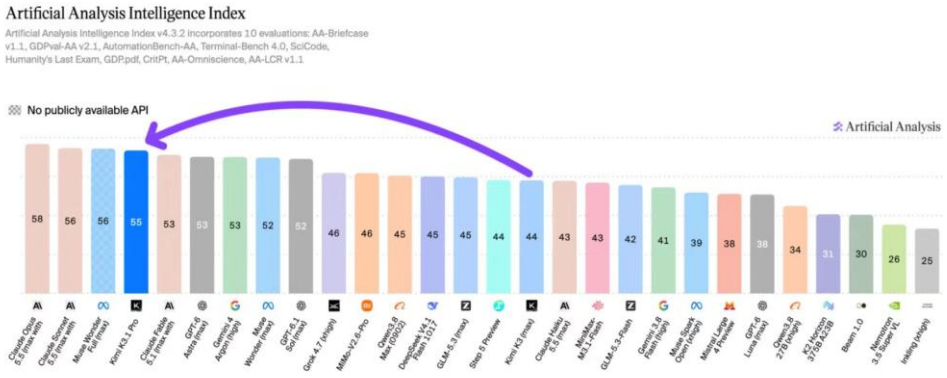
3.2 AI科技的关键差距：哪里最有希望突破

- **中国AI的进展集中在系统集成、制造效率与商业化规模；而真正的结构性依赖，集中在物理制造工艺与软件工具链的底层**

- **国产AI模型：能力差距已压缩到“一次迭代”的量级。**国产模型进一步接近闭源旗舰，10月24日，月之暗面发布Kimi K3.1 Pro，第三方权威测评AA全球第四，综合得分55，距榜首Claude Opus 5.5仅差3分，开源与闭源头部模型的分差由12分缩至3分。

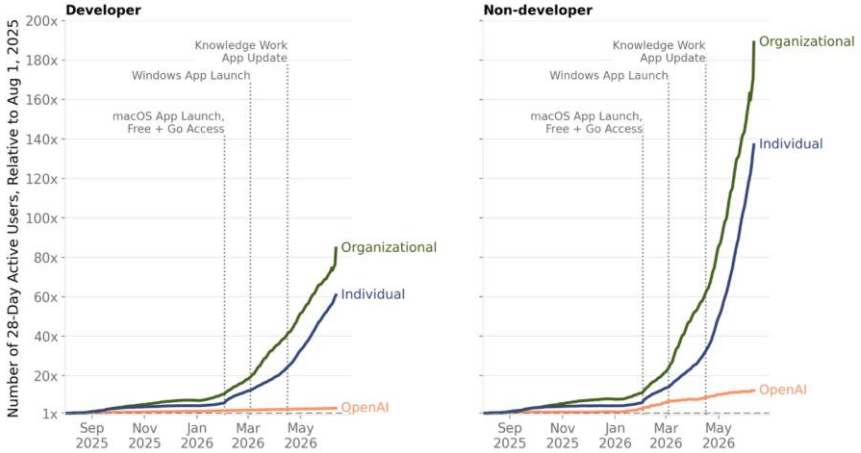
- **AI应用：从coding走向work agent，大厂聚焦通用知识工作场景。**非开发者是Codex增长最快的用户群体，其中知识工作者占据重要位置；阿里巴巴、字节、腾讯、Kimi等纷纷聚焦知识工作场景，并重磅推出千问办公、豆包、workbuddy等AI办公agent。

图40：K3.1 Pro，第三方权威测评AA全球第四，综合得分55



资料来源：Artificial Analysis

图41：2026上半年，使用智能体AI的活跃用户中，增长最快的是软件开发人员以外的用户



资料来源：《向智能人工智能的转变：来自 Codex 的证据》

3.3 科技：长叙事仍在，继续从拥挤龙头走向新的盈利机会

■ **配置思路：大切中小、重视上游、国产优于海外**

➢ **国产优于海外：技术进步+国产替代速率引发国产算力再定价和抬升ΔG。**海外算力锚定美国资本开支增速，在AI融资担忧下，增速进一步抬升难度较高；国产算力有望叠加“技术突破”期权和国产替代速率攀升，具备更高的空间和ΔG。

➢ **AI应用：AI的下半场。**本轮科技行情，AI应用相对被忽视较大的定价空间，包括港股互联网、计算机、传媒板块等。

图42：关注科技板块的alpha机会

分类	细分反向	代表公司	关注焦点	现实层面	预期层面
AI 材料	电子树脂	东材科技、圣泉集团等	产能释放窗口	量价同期改善的品种	国产树脂产业链地位提升
AI 材料	硅片	沪硅产业、立昂微、TCL 中环、上海合晶等	涨价斜率	供给约束非企业可自行解除	
AI 材料	溅射靶材	江丰电子、欧莱新材、阿石创、有研新材等	涨价斜率	原料管制带来的海外供给收缩	高端品类开始供货
AI 材料	电子特气	中船特气、广钢气体、金宏气体、华特气体等	涨价斜率	原料管制带来的海外供给收缩	高端品类开始供货
AI 材料	MLCC	三环集团、风华高科等	涨价斜率	中端替代，产能释放	产业链地位提升
AI 材料	MLCC 上游	国瓷材料、博迁新材等	产能释放窗口	受益于海外扩产	
国产算力链	超节点	浪潮信息、中科曙光、紫光股份等	出货量	技术落地有望推动出货量提升	AI 自主可控趋势下，超节点重要性提升
国产算力链	AI 芯片制造	中芯国际、华虹宏力等	出货量	成熟制程涨价	先进制程放量
海外算力链	PCB	胜宏科技、生益科技等	价值占比	高阶 PCB 结构升级	产业链价值占比提升
海外算力链	光模块上游	源杰科技、长光华芯、云南锗业等	涨价斜率	供需缺口大	
AI 应用	编程 Agent	卓易信息等	渗透率		收入天花板由席位数改为人力成本
AI 应用	企业级 Agent	科大讯飞、深信服、迈富时、金蝶国际等	渗透率	渗透率逐步提升	由模型厂商的附属转为独立位置

数据来源：Wind、公司公告等、开源证券研究所

3.3 周期、内需与地产链：出口增速回落后，新的盈利加速方向

- 跨国经验表明，当外需边际贡献下降时，扩大国内需求往往成为增长再平衡的重要抓手。顺周期会是2027年超额收益的重要抓手。
- 基准环境下能够自身改善的方向
  - 有色金属、医药生物、商贸零售、纺织服装、食品饮料。有色维持高增长，医药、零售、纺服盈利加速改善，年内盈利预期均上修。
- 需要政策明显超预期才能打开行情空间的方向
  - 房地产、地产相关建材与建筑装饰，以及家电、汽车、家居。盈利修复尚未全面形成，较大级别行情更需政策超预期加力，并向销售、订单与利润率传导。

图43：周期、内需、地产类盈利表现

大类行业	一级行业	单季度			累计			一致预测净利润同比调整幅度(2026/10/31相较于2026/1/1)
		单季：归母净利同比2026Q2	单季：归母净利同比2026Q3	单季：归母净利△G（26Q3-26Q2）	归母净利同比2026Q2	归母净利同比2026Q3	归母净利△G（26Q3-26Q2）	
周期	有色金属	87.5%	89.0%	1.6%	89.2%	89.1%	0.0%	28.34
	基础化工	59.9%	4.8%	-55.1%	38.4%	27.1%	-11.3%	34.69
	农林牧渔	-186.0%	-156.2%	29.8%	-146.2%	-148.8%	-2.6%	-100.80
地产	房地产	21.6%	34.8%	13.3%	16.0%	24.8%	8.9%	23.29
	建筑装饰	-35.7%	-42.2%	-6.4%	-25.5%	-29.9%	-4.4%	-7.54
	建筑材料	-49.6%	-61.1%	-11.5%	-48.7%	-53.4%	-4.7%	5.29
内需/消费	医药生物	12.2%	29.5%	17.3%	9.5%	13.4%	3.8%	14.04
	纺织服饰	-8.6%	4.5%	13.1%	-4.4%	-2.3%	2.2%	9.10
	食品饮料	-18.8%	-11.6%	7.2%	-4.8%	-6.7%	-1.9%	2.07
	商贸零售	47.7%	69.1%	21.4%	48.8%	53.0%	4.2%	249.33
	社会服务	-13.7%	-7.1%	6.6%	-5.7%	-6.2%	-0.5%	-5.29
	家用电器	-4.8%	-12.7%	-7.9%	-6.2%	-8.4%	-2.2%	-9.06
	美容护理	15.8%	-17.1%	-32.9%	2.0%	-3.4%	-5.5%	-3.83
	汽车	-18.8%	-27.2%	-8.4%	-20.4%	-23.0%	-2.6%	-10.69
	轻工制造	-9.6%	-50.8%	-41.2%	-14.9%	-25.9%	-11.0%	35.89

KYSEC

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3 小微盘、净利润断层与优化高股息：后拥挤时代的三套工具

■ **后拥挤时代，重视3套工具对超额收益的补充贡献**

➢ **小微盘：捕捉资金扩散和市场风格再平衡。**微盘股策略的适配环境：流动性充裕、成交活跃，但缺乏单一强主线的环境；微盘的风险在于流动性枯竭与“踩踏”风险、风格挤压风险，拥挤度是微盘股风险的核心监测指标。

➢ **净利润断层：筛选盈利超预期并获得重新定价的资产。**净利润断层策略的有效性，依赖于“超预期”能够被市场持续定价的环境，而非单纯的情绪炒作。**三季报的净利润断层超预期行业前五名为：食品饮料、煤炭、交通运输、家用电器、银行。**

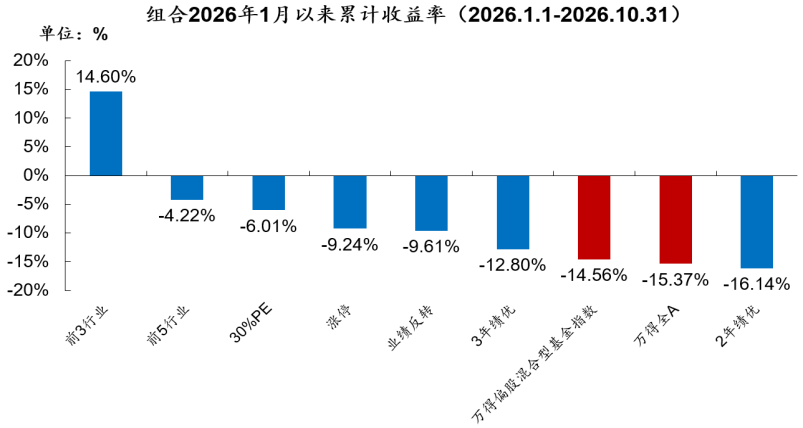
➢ **优化的高股息：提供高波动环境下的组合底仓。**高股息的“优化”版本，其超额收益环境比传统认知中的高股息更宽，优化高股息的适配环境包括“资产荒”与高景气机会稀缺的共振期。从市场“再平衡”开始，红利就是市场重要的机会，尤其在核心主线缺席的再平衡当中，红利/优化的高股息能够获得持续稳定的收益。

图44：2009年9月以来，优化高股息策略具备稳健的超额收益

持有期	净值	年化收益率	期间超额收益率	年度胜率（相对Wind全A）	月度胜率（相对Wind全A）	年度正收益概率	最大回撤率
Wind全A	2.46	5.41%	-	-	-	61.1%	-55.99%
Wind偏股混合型基金	3.20	7.04%	73.94%	50.0%	50.7%	66.7%	-45.42%
高股息100	19.26	**18.90%**	1679.90%	88.9%	64.7%	**72.2%**	-49.89%
中特估高股息20	14.97	**17.16%**	1251.28%	83.3%	59.4%	**77.8%**	-45.86%
高股息20	9.00	**13.73%**	654.44%	72.2%	56.0%	**66.7%**	-35.12%

数据来源：Wind、开源证券研究所（优化高股息净值均截至2026-11-04）

图45：2026年以来，净利润断层前3行业组合大幅跑赢市场



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.4 2027年基准配置：从再平衡为先到向顺周期要超额收益

图46：基准假设下2027年配置思路



数据来源：开源证券研究所

■ 2027年宏观与产业变数较多，因而冲破线性外推，趋势可能重塑。最佳应对：不预设变化，重视右侧确认

图47：四类非线性变化及其应对



资料来源：开源证券研究所

（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
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，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