

2025 年 08 月 23 日

市值扩张路上机会频现

策略研究团队

——投资策略周报

韦冀星（分析师）

耿驰政（联系人）

weijixing@kysec.cn

gengchizheng@kysec.cn

证书编号：S0790524030002

证书编号：S0790125050007

● 证券化率指标—判断指数牛估值空间的一种参考

本轮行情与分子端盈利表现出现一定错位。我们在 2025 年 7 月 12 日发布的报告《剖析市场突破的核心动力》中指出，从交易行为、资金流向到制度支持，多重因素共同构筑了市场上行的内在基础。在宏观预期相对缺位的背景下，本轮行情与以往典型的“指数牛”存在相似特征：分子端盈利修复未成为主导力量，指数突破上行更多依赖于资金承载力的增强与主题交易的活跃。因此，我们在《证券化率看牛市估值》中提出可将证券化率指标（股市总市值与 GDP 之比）作为识别估值高点的有效参考工具。其突破 1 倍 的位置应作为估值的重要关注点。展望后市，指数中枢有望进一步上移，两市总市值增长态势有望延续。

● 北证 50 的“新中枢”或将确立

在本周的《北证 50：从关键突破到新中枢确立》中，我们认为近期北证 50 再次展现出强劲的上行动能。本轮上涨是继 2025 年 5 月 21 日盘中触及 1500.31 点后，指数首次有效突破 1500 点位置。其背后的驱动力来自于“增量市”背景下市场风险偏好的回升，以北证 50 为代表的“轻质资产”具备更快的赚钱效应。我们认为，在突破 1500 这一关键平台后，该指数或将进入寻找下一个新中枢的过程。

● 全球半导体周期共振向上，科技大类的机会层出不穷

我们在《市场的双轮驱动系列二—全球科技共舞》中提出，“增量市”环境下，TMT 板块内部或不易出现“此消彼长”。AI 需求成为本轮周期核心动能，GPU、HBM 等高端芯片景气持续走高，PC、智能手机与汽车等传统终端温和修复。同时，政策持续支持、技术自主化稳步推进，AI 链条核心环节率先受益。

● 投资思路——双轮驱动，坚守自我

行业配置“4+1”建议：

（1）科技成长+自主可控+军工：AI 硬件、半导体、机器人、游戏、AI 应用、军工（导弹、无人机、卫星、深海科技），此外关注与指数共振度较高的金融科技与券商板块。

（2）受益于“PPI 边际改善预期+部分低位补涨”的顺周期品种扩散：钢铁、化工、有色金属、建材有望受益，保险、白酒、地产或存估值修复机会。

（3）具备反内卷弹性、更“广谱”方向：本轮反内卷的范围已超越传统周期品，光伏、锂电、工程机械、医疗、港股恒生互联网等部分制造与成长方向同样具备中期潜力。

（4）出海结构性机会：中欧贸易关系缓和（对欧洲出口占比高品种：汽车、风电等）及小品类出海（如零食等）；

（5）底仓配置：稳定型红利、黄金、优化的高股息。

● **风险提示：**宏观政策超预期；全球流动性及地缘政治风险；历史不代表未来。

相关研究报告

《证券化率看牛市估值—投资策略专题》-2025.8.22

《北证 50：从关键突破到新中枢确立—投资策略专题》-2025.8.19

《机构关注度提升：通信、食品饮料、公用事业、美容护理—机构调研周跟踪》-2025.8.18

《市场的双轮驱动系列二—全球科技共舞》-2025.8.8

《剖析市场突破的核心动力—投资策略专题》-2025.7.12

目 录

1、 证券率指标-判断指数牛估值空间的一种参考	3
1.1、“指数牛”的估值高点常规指标往往难以捕捉	3
1.2、 对比过去显著指数牛，当前估值空间充足	5
2、 从证券化率视角看当前牛市氛围	7
2.1、 当前市场走势符合“指数牛”特征	7
2.2、 后市前瞻：两市总市值有望延续扩张趋势	7
3、 北证 50 的“新中枢”或将确立	8
3.1、 北证 50 资产端具备“专精特新”的优势	8
3.2、 北交所制度逐步优化	9
4、 全球半导体周期共振向上，科技大类的机会层出不穷	9
5、 投资思路——双轮驱动，坚守自我	12
6、 风险提示	12

图表目录

图 1： 大级别“指数牛”表现为指数斜率的陡峭上行	3
图 2： PPI 在盈利驱动行情中可以作为顶部区间的锚点	3
图 3： Wind 全 A 的 EPS 高点通常滞后于指数	4
图 4： M1 对指数有一定领先作用	4
图 5： 大级别“指数牛”行情中 PE 变动的解释力较强	4
图 6： 证券化率指标影响逻辑	5
图 7： 当前 A 股证券化率仍不及前两轮“指数牛”	6
图 8： Wind 全 A 等权指数斜率已符合“指数牛”特征	7
图 9： 近 10 年内沪深两市上市 A 股总数接近翻倍	7
图 10： 北证 50 补涨微盘股	8
图 11： 北证 50 弹性较强	8
图 12： 北证 50 成分股具有主题集中度高、流通市值更小的特性	9
图 13： 北交所制度优化持续推进	9
图 16： 当前或正处于新一轮半导体周期的上行阶段	11
图 17： “双轮驱动”投资图谱	12

1、证券率指标-判断指数牛估值空间的一种参考

本周 A 股市场延续强势上涨态势，主要指数全线收涨，政策预期与产业利好共同支撑市场信心。我们于《证券化率看牛市估值》报告中指出如今牛市估值依然存在上行空间。流动性与政策预期仍将支撑估值扩张，市场可能迎来盈利与估值的“双击”。在这一背景下，指数中枢有望进一步上移，两市总市值增长态势有望延续。在市场总体氛围向好的背景下，本周出现了比较明显的两大机遇：科技线索的再加速与北证 50 的平台突破。本周科技成长板块表现出色，AI 芯片、算力、PCB 等概念领涨；当前在 AI 板块内部轮动较为充分的背景下，北证 50 的结构特征可能仍有助于其相对收益的释放。

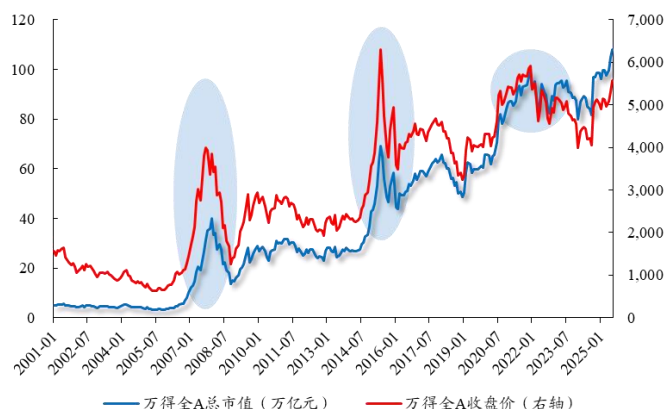
1.1、“指数牛”的估值高点常规指标往往难以捕捉

如何定义指数牛？ 指数牛通常表现为核心宽基指数在权重股的带动下持续大幅上涨，而多数中小盘个股未能同步上行、呈现显著分化的结构性行情。

从历史经验来看，PPI 与 M1 等指标在以盈利修复为核心驱动的“分子端牛市”中，往往能较好地充当顶部区间的锚点。这类行情通常呈现节奏平缓的“慢牛”特征，指数上行的斜率与累积涨幅均明显弱于大级别行情的快速拉升。例如，2010-2011 年间，PPI 当月同比一度出现显著“双顶”，但同期万得全 A 指数和总市值仅维持高位震荡，整体涨幅温和；2017 年 2 月，PPI 同比达到 7.8% 的阶段高点，对应 Wind 全 A 月度涨幅仅 3.16%，同样体现了盈利改善背景下的缓慢上涨特征。

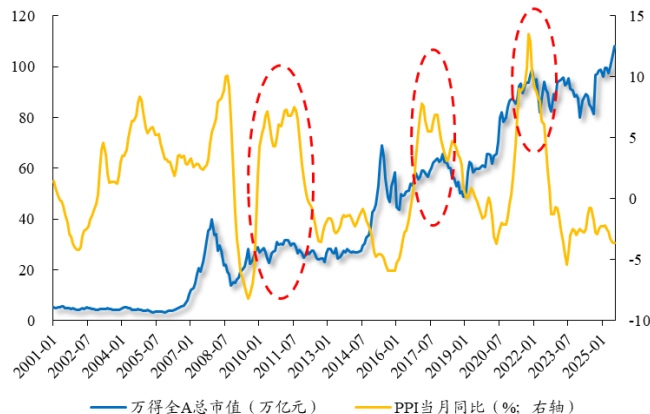
相较之下，在“大级别”的指数牛市中，传统分子端指标的效果有限。2007 年的行情中，指数快速拉升显著超前于基本面修复，PPI 滞后于指数反弹，而 M1 则展现出一定领先性。2014-2015 年更为特殊，即便未见到 PPI 同比大幅上行，指数依旧出现陡峭反弹，显示传统指标未能提供有效指引。2021 年的行情属于盈利修复与估值共振，PPI 与 Wind 全 A 几乎同步见顶，指标在顶部区间识别上相对有效，但整体上行斜率仍远低于 2007 年及 2014-2015 年的大幅拉升。

图1：大级别“指数牛”表现为指数斜率的陡峭上行

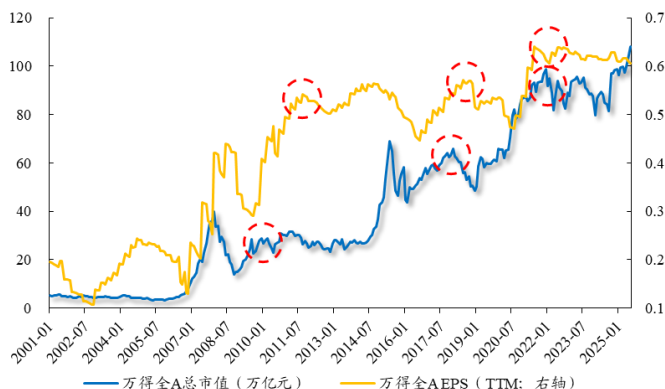


数据来源：Wind、开源证券研究所

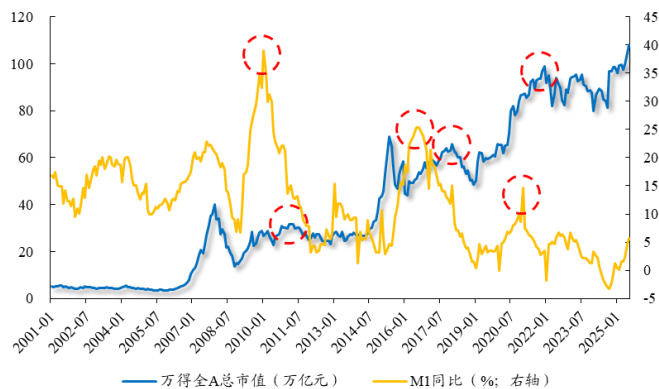
图2：PPI 在盈利驱动行情中可以作为顶部区间的锚点



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3: Wind 全 A 的 EPS 高点通常滞后于指数


数据来源: Wind、开源证券研究所

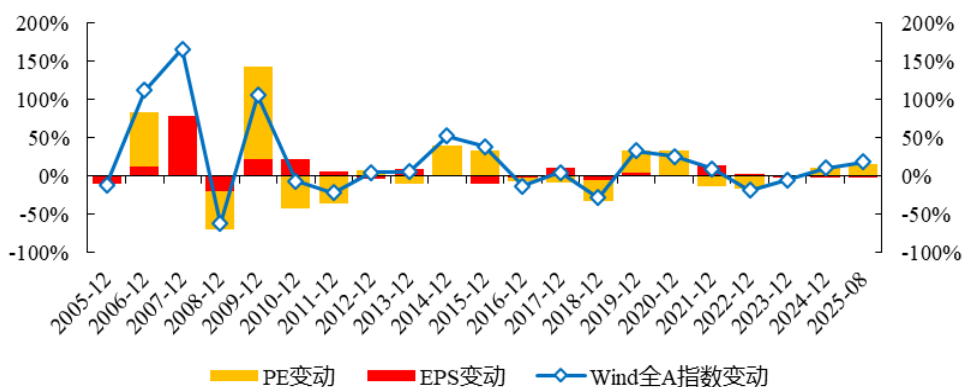
图4: M1 对指数有一定领先作用


数据来源: Wind、开源证券研究所

从具体驱动因素来看:

2016-2017 年结构性行情中, 分子端的核心驱动力是供给侧改革带来的盈利复苏。在“三去一降一补”政策推动下, 钢铁、煤炭、有色、化工、建材等上游原材料行业的供需格局显著改善, PPI 由负转正并快速上行, 产品价格提升, 而成本相对刚性, 使得相关行业龙头企业的毛利率和净利率明显改善, 盈利增速较快, 成为支撑市场, 尤其是主板蓝筹板块上行的关键因素。同时, 中游制造业盈利亦有所改善。一方面, 上游成本压力传导存在一定滞后性; 另一方面, 下游房地产投资与基建投资企稳回升带动需求恢复, 工程机械及部分中游化工行业的盈利水平出现较为明显的好转。

2020-2021 年牛市中, 分子端的主要贡献来自制造业回暖。凭借较强的供应链韧性, 国内率先复工复产, 部分领域填补了全球供给缺口, 防疫物资、居家办公与娱乐相关产品, 以及受海外财政刺激拉动的机电产品和化工品出口需求显著增长。国内经济稳步复苏的同时, 制造业投资意愿逐步提升。以新能源汽车产业链(电池、整车、零部件、锂资源)及光伏、风电为代表的“双碳”相关行业进入高景气阶段, 渗透率加速提升, 政策支持明确、技术迭代加快, 龙头企业订单、营收与利润保持快速增长, 成为推动市场的重要分子端动力。

图5: 大级别“指数牛”行情中 PE 变动的解释力较强


数据来源: Wind、开源证券研究所

2005-2007 年牛市虽然分子端并不弱, 但更多的是由于股权分置改革后流动性和情绪主导。具体表现为, 股权分置改革释放制度红利, 人民币升值带来资产重估预期, 居民储蓄通过基金渠道集中入市, 偏股基金规模在两年内扩张约四倍。至 2007

年高点时，沪深 300 市盈率接近 50 倍，远超盈利增速的可持续性，最终在通胀压力与货币收紧背景下显著回落。

2014–2015 年牛市的其核心特征是典型的流动性驱动。尽管 PPI 与 EPS 缺乏明显改善甚至有所回落，但在央行连续 6 次降息与 5 次降准的背景下，叠加融资融券扩容，两融余额由 4000 亿元迅速提升至 2.2 万亿元左右，同时场外配资快速增长，推动资金集中流入中小创板块，创业板市盈率由约 55 倍升至 150 倍左右，形成以估值扩张为核心的行情。

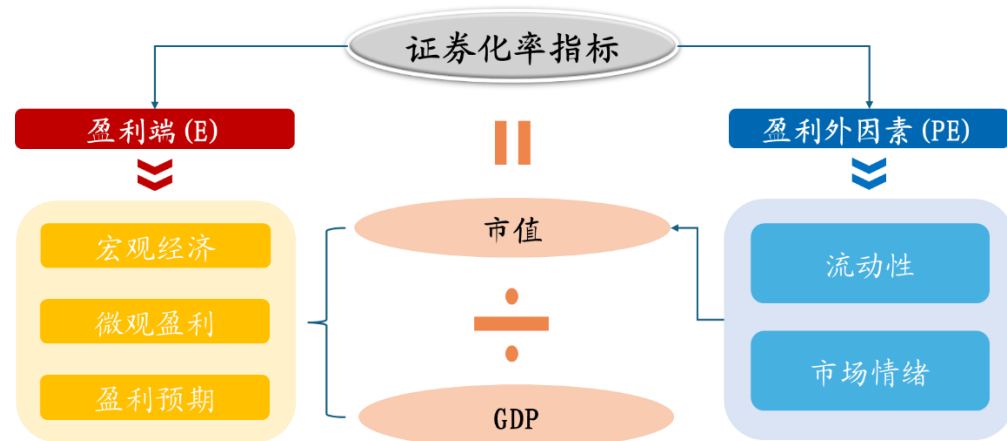
由此可见，“指数牛”的主要驱动因素在于分母端的流动性宽松与风险偏好回升，此类行情往往与分子端盈利表现相对错位。因此，牛市的估值高点难以通过常规的分子端指标加以锚定。

1.2、对比过去显著指数牛，当前估值空间充足

因此，在“指数牛”的背景下，我们提出可以用**资产证券化率指标**，即国家股市的总市值与国家 GDP 的比值，作为识别市场估值高点的有效工具。

证券化率本质上是衡量金融市场发展深度与经济结构转型的重要参数，同时在判断指数牛高点上具有较强的实用性。其逻辑在于：若牛市由盈利改善驱动，盈利的提升会同时反映在生产总值中，导致市值与 GDP 同步上升，从而证券化率变化有限；而若牛市由流动性与估值扩张驱动，其影响主要体现在股市层面，而对生产端作用有限，因而证券化率会出现显著上升。正是这种差异，使得证券化率指标能够有效刻画并识别指数牛。

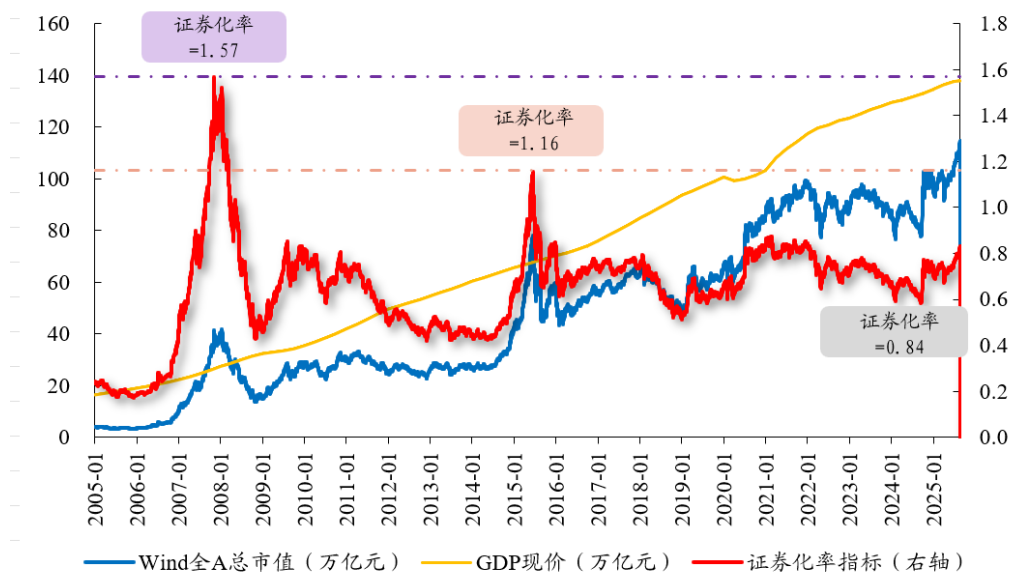
图6：证券化率指标影响逻辑



资料来源：开源证券研究所（注：证券化率指标是一种自上而下的衡量方式，长期趋势可从估值角度提供参考；仍需结合基本面及其他指标。）

国内市场过去 20 年间证券化率长期维持在 1 以下，仅在 2005–2008 年和 2014–2016 年的指数牛市阶段突破 1。目前该指标为 0.83，显示整体估值或仍存在一定的上行空间。

图7：当前 A 股证券化率仍不及前两轮“指数牛”



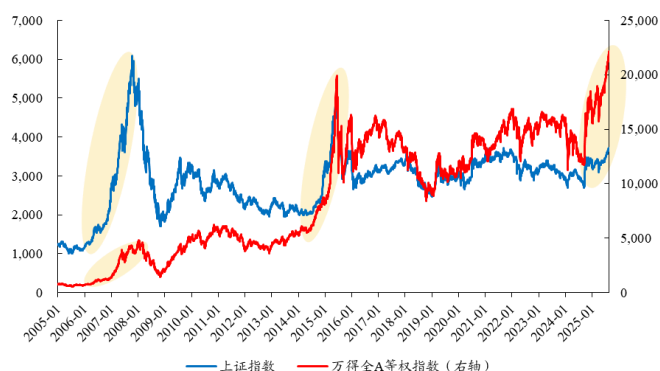
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、从证券化率视角看当前牛市氛围

2.1、当前市场走势符合“指数牛”特征

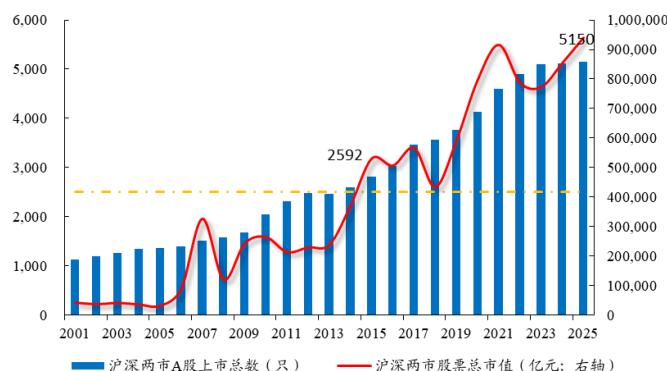
尽管从上证指数的直观表现来看,本轮行情的涨幅和斜率似乎难以与 2005-2007 年或 2014-2015 年的指数牛市相提并论,市场上也存在“难以突破 2021 年估值高点平台”的疑虑。但若结合市场扩容因素加以考量,当前行情的强度实际上并不逊色。近年来 A 股融资规模持续扩大,沪深两市 A 股的上市公司数量已经从 2014 年的 2592 家上涨至 2025 年(截至 7 月)的 5150 家,接近翻倍,指数在计算上的“摊薄”导致表面斜率相对平缓。然而,从全市场视角观察,Wind 全 A 等权指数相对于 24 年底部至今已经翻倍,显示出广泛的赚钱效应和典型的牛市氛围。基于此,总以总市值与 GDP 的比值来衡量行情强度并不会失真,反而更能反映市场的真实温度。

图8: Wind 全 A 等权指数斜率已符合“指数牛”特征



数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 近 10 年内沪深两市上市 A 股总数接近翻倍



数据来源: Wind、开源证券研究所

本轮行情同样与分子端产生一定的背离。我们在 2025 年 7 月 12 日发布的报告《剖析市场突破的核心动力》中提到,从交易行为、资金流向到制度支持,多重信号共同构筑了本轮市场上行的内在基础。在宏观预期相对缺位的背景下,本轮行情与以往典型的“指数牛”具有相似特征:分子端盈利改善并未显著构成推动市场上行的因素,指数突破更多依赖于流动性充裕、资金定价权回归以及政策改革预期带来的估值扩张。这种环境下,市场上行的核心逻辑并非宏观经济全面复苏,而是资金承载力的增强与主题交易的活跃,从而推动指数快速上行并放大了结构性机会。

2.2、后市前瞻:两市总市值有望延续扩张趋势

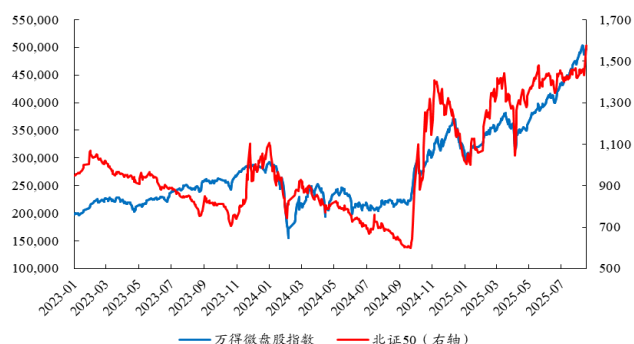
我们认为,证券化率突破 1 倍的位置应作为估值的重要关注点。自 9 月 24 日以来,本轮行情整体节奏相对平缓,政策强化对“慢牛”格局的引导效果逐步显现。展望后市,随着三季度起 PPI 有望触底回升,分子端盈利边际修复的动力逐步增强;同时,流动性与政策预期继续支撑估值扩张,市场有望迎来盈利与估值的“双击”。在这一背景下,指数中枢有望进一步上移,两市总市值增长态势有望延续。

3、北证 50 的“新中枢”或将确立

近期北证 50 再次展现出强劲的上行动能。本轮上涨是继 2025 年 5 月 21 日盘中触及 1500.31 点后，指数首次有效突破 1500 点位置，根据 2025 年 8 月 18 日收盘价计算单日涨幅达到 6.79%。其背后的驱动力来自于“增量市”背景下市场风险偏好的回升，以北证 50 为代表的“轻质资产”具备更快的赚钱效应：一方面，其市值较小、主题集中，加之成分股 30% 的涨跌幅限制，资金流的边际变动即可引致较为显著的价格弹性；另一方面，相较微盘股，北证 50 还享有更明确的政策支持。多重特性叠加，使其在“流动性”行情中更易释放阶段性上涨动能。我们认为，在突破 1500 这一关键平台后，该指数或将进入寻找下一个新中枢的过程。

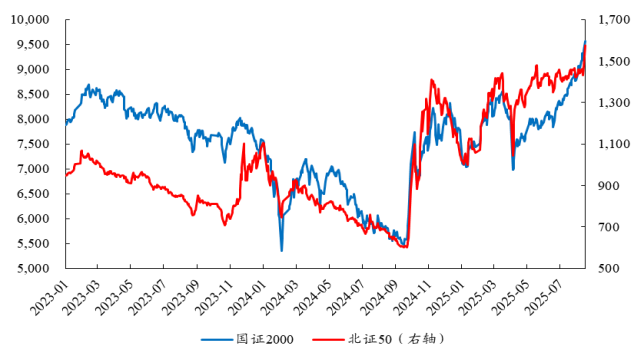
从对比走势来看，以北证 50、国证 2000 为代表的小盘宽基指数与 Wind 微盘股指数在行情节奏上存在一定错位，其中北证 50 往往在市场主线真空窗口更易释放弹性，过去两年，北证 50 在以下关键时点均出现相对强势表现：（1）2023 年四季度 AI、华为链、减肥药等主题行情阶段性退潮后；（2）2024 年 9 月 24 日之后，指数斜率显著抬升，但未依赖单一行业方向；（3）2025 年 4 月对等关税冲击后的修复初期。当前在 AI 板块内部轮动较为充分的背景下，市场主线或将再次出现一定空窗期，北证 50 的结构特征可能仍有助于其相对收益的释放。

图10：北证 50 补涨微盘股



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：北证 50 弹性较强

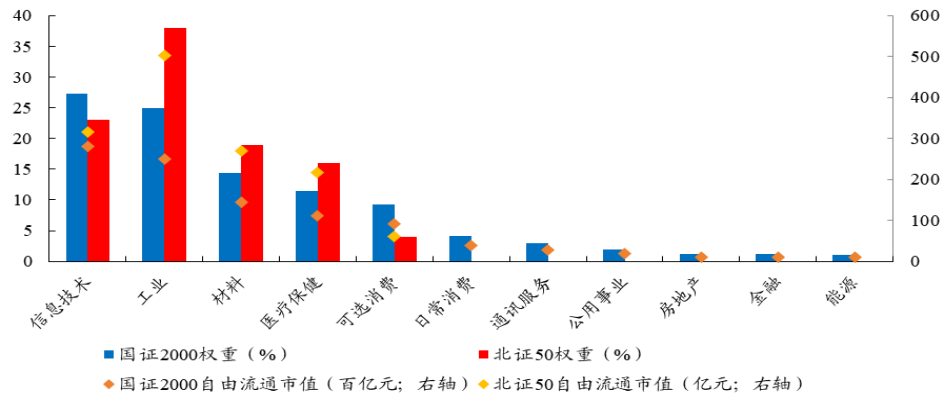


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1、北证 50 资产端具备“专精特新”的优势

北交所具备“专精特新”型中小企业的资产端优势。北证 50 与国证 2000 均能在一定程度上反映中小盘的市场活跃度，其中国证 2000 覆盖范围更广，横跨 11 个一级行业。截至 2025 年 8 月 18 日，前三大行业为信息技术（27.32%）、工业（24.91%）和材料（14.45%），合计接近 70%。相比之下，北证 50 则更为集中，汇聚了我国先进制造领域的“专精特新”型中小企业，行业权重高度集中于工业（38.02%）、信息技术（23.05%）、材料（18.95%）和医疗保健（15.98%），合计超过 95%。由于整体流通市值偏小，北证 50 在增量资金驱动或主题行情催化时往往具备更强的弹性和动能。在市场主题相对迷茫、缺乏明确主线的阶段，这类集中于先进制造与政策支持方向的指数更容易成为资金汇聚的焦点，承载情绪与流动性，甚至走出独立行情。从近期表现来看，北证 50 在液冷、电源、半导体及 AI 应用等信息技术板块的集中优势，使指数在部分阶段展现出更快的上涨动能，这也是其能够阶段性跑赢市场的重要原因。

图12：北证 50 成分股具有主题集中度高、流通市值更小的特性



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、北交所制度逐步优化

北证 50 成分股具有较强的政策支持与制度保障。设立北交所是党中央推动高质量发展、服务创新型中小企业的重要战略部署，自 2021 年开市以来，已集超过 270 家上市公司，其中半数为国家级专精特新“小巨人”，凸显“专精特新”特色。监管层持续推出制度优化措施——从 2023 年《关于高质量建设北交所的意见》明确发展定位，到 2025 年修订发行与承销细则及推出专精特新指数，均强化了北交所的政策牵引和制度供给。北交所通过严把上市准入关、提升审核透明度与效率、完善融资工具与交易机制，不仅聚焦先进制造、人工智能、低空经济等新质生产力领域，更在制度设计上突出中小企业特征，成为中小企业资本化发展和产业升级的重要平台。

图13：北交所制度优化持续推进

日期	文件/公告	重点内容
2023/9/1	证监会发布 《关于高质量建设北京证券交易所的意见》	明确北交所是服务创新型中小企业的重要战略平台。未来将通过优化上市与交易制度、引入中长期资金、强化监管与风险防控等措施，力争在5—10年内建成制度完善、功能齐全、具有国际影响力的交易所。
2024/8/30	北交所发布 “实施公开发行股票并上市三件审核业务指引”	在证监会指导下落实“1+N”政策和新《公司法》要求，分别规范法律、财务和程序问题，细化信息披露与核查标准，固化成熟监管经验，突出中小企业特色，整体保持企业负担不增加。
2025/4/3	北交所第二次修订 《北京证券交易所证券发行与承销管理细则》	落实《关于高质量建设北京证券交易所的意见》等政策要求，并与新《公司法》有序衔接。本次修订重点优化了新股战略配售等制度安排，进一步完善发行与承销规则，以提升市场运行规范性和上市公司质量。
2025/5/16	北交所修订 《北京证券交易所上市公司重大资产重组审核规则》	引入“小额快速”审核机制、重组简易程序，细化股份对价分期支付机制，以落实新“国九条”和“并购六条”，丰富中小企业并购重组工具，提升审核效率并支持高质量发展。
2025/6/30	北证专精特新指数发布	北证专精特新指数从符合条件的北交所专精特新“小巨人”上市公司证券中选取市值最大的50只作为指数样本，以反映北交所专精特新上市公司证券的整体表现。

资料来源：证监会、北京证券交易所、开源证券研究所

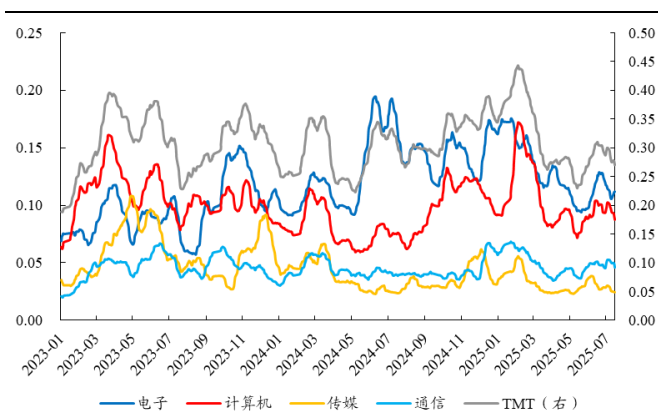
4、全球半导体周期共振向上，科技大类的机会层出不穷

在“增量博弈”格局下，TMT 中部分板块作为有基本面支撑的强势主线，预计更多是“共振上行”而非“此消彼长”，估值溢价与资金权重仍有望维持。一方面，自年初 Deepseek 行情放量见顶以来，TMT 板块的拥挤度在 4-5 月已显著回落，当

前成交占比逐步回升，10日移动平均成交额相较于Wind全A维持在接近30%的水平，表明TMT板块仍具备显著的资金黏性与结构性关注度。虽然资金集中度未创新高，但主线配置优势未被削弱，资金布局空间依然存在。在当前增量博弈格局下，资金更可能是在景气主线基础上进行边际扩容与轮动增配，而非从TMT中腾挪流出以支持低位补涨。因此，尽管TMT阶段性有所震荡，但其整体资金占比未见趋势性回落，仍处于资金优先配置的核心序列。

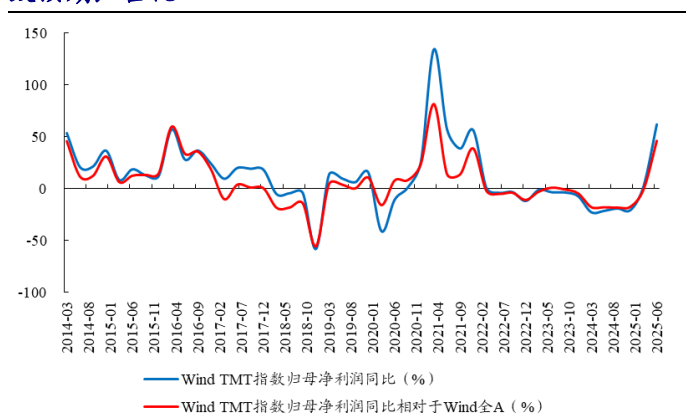
另一方面，TMT相较全A的2025年二季度预期盈利增速仍具相对优势，且尚未出现趋势性下行。这表明其估值体系具备一定基本面支撑，当前的交易活跃度并非完全依赖市场情绪驱动，同时也未呈现估值明显偏离基本面的极端现象。当前的低位补涨更多体现为此前波动偏弱品种的结构性价修复，而非对主线方向的资金挤出。

图14：TMT板块成交额占比（MA10）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：TMT板块相对全A的盈利增速二季度（Wind一致预期）占优



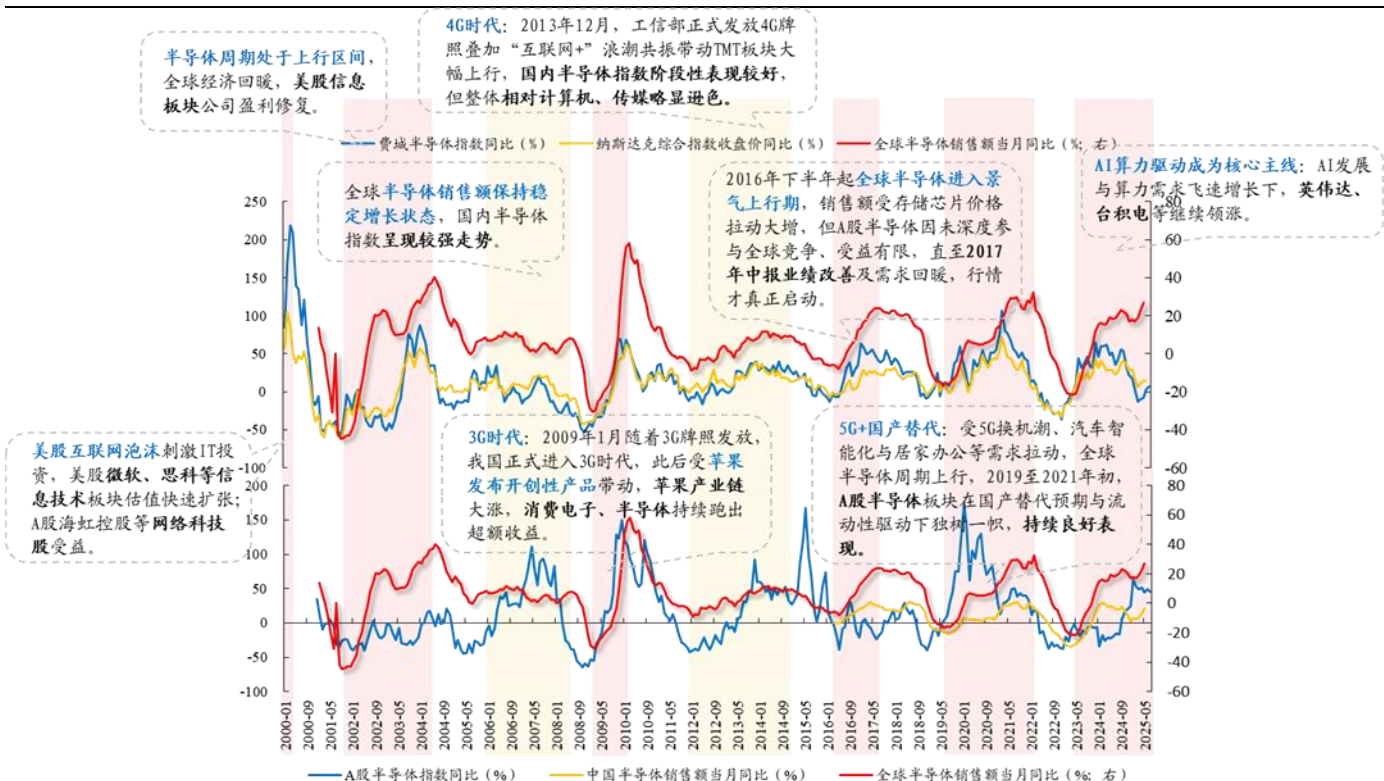
数据来源：Wind、开源证券研究所

半导体行业兼具成长性与周期性，历次波动往往伴随技术迭代与需求结构变化，呈现典型的“牛长熊短”特征。在全球半导体周期共振向上的环境下，科技大类的机会层出不穷。我们基于全球半导体销售额当月同比，对2000年以来的周期进行复盘，发现平均每4-5年形成一轮中周期，当前或正处于新一轮上行阶段的起点。

从投资视角看，半导体板块在周期波动中通常表现出“盈利与估值双轮驱动”或“双重压制”的特征，市场拐点往往领先基本面显现，并在反转初期释放结构性超额收益空间。

过去二十余年，全球及中国半导体行业共经历八轮周期，普遍遵循“技术突破—需求扩张—产能过剩—库存调整”的演化路径。从2000年前后美股互联网泡沫破裂的深度调整，到2009年智能手机带动的复苏；2012-2015年“移动互联网”催化景气上行，国产替代成为市场主线；2016-2019年AI与高算力初露锋芒，但盈利兑现能力偏弱，板块表现分化；2020-2021年疫情催生远程办公、5G与汽车电子新场景驱动新一轮上行，随后进入去库存阶段。2023年底以来，半导体行业正处于“成长加速期”的早中阶段。AI需求成为本轮周期核心动能，GPU、HBM等高端芯片景气持续走高，PC、智能手机与汽车等传统终端温和修复。同时，政策持续支持、技术自主化稳步推进，AI链条核心环节率先受益。

图16：当前或正处于新一轮半导体周期的上行阶段



资料来源：Wind、Market Watch、动脉网等、开源证券研究所

我们认为本轮半导体周期需要注意以下几点：

本轮半导体周期整体仍处于向上通道，但需要关注几项关键变化与潜在风险。

首先，尽管行业基本面持续改善，相关指数在年初阶段却因对盈利持续性的担忧、叠加对等关税等外部扰动，出现阶段性超调，导致估值回落与市场情绪偏弱。目前来看，随着 AI 产业链数据持续验证、企业中报业绩逐步兑现，市场正进入对前期过度反应的修复阶段，部分龙头个股已率先展开补涨行情。

其次，相较于上一轮周期主要由蓝牙耳机、汽车电子等消费类电子需求拉动，本轮周期叠加了更具增量属性的 AI 算力需求，催生对 GPU、HBM、先进封装等核心环节的结构性景气。这一变化不仅提升了行业整体需求天花板，也可能令本轮上行周期在强度与持续性上显著优于前期，具备更高的景气斜率与更广的受益范围。

5、投资思路——双轮驱动，坚守自我

当下配置的核心思路：

当前市场内生动能仍然充足，“双轮驱动”的格局日益清晰。在指数上行过程中，阶段性突破与震荡在所难免，但投资应保持定力，具体可参考“双轮驱动”框架展开布局：其一为“反内卷”牵头下周期与顺周期交易 PPI 修复的扩散行情，其二为全球科技共舞下的成长品类提供强劲的弹性。

具体看需要配置科技+军工+反内卷&PPI 扩散方向+稳定型红利。

行业配置“4+1”建议：

(1) 科技成长+自主可控+军工：AI 硬件、半导体、机器人、游戏、AI 应用、军工（导弹、无人机、卫星、深海科技），此外关注与指数共振度较高的金融科技与券商板块。

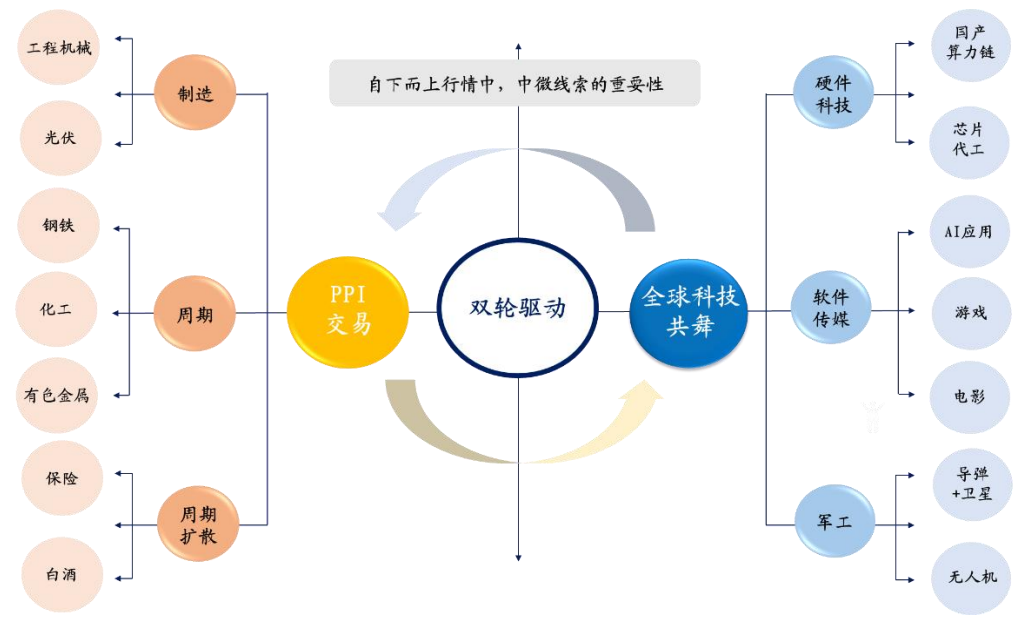
(2) 受益于“PPI 边际改善预期+部分低位补涨”的顺周期品种扩散：钢铁、化工、有色金属、建材有望受益，保险、白酒、地产或存估值修复机会。

(3) 具备反内卷弹性、更“广谱”方向：本轮反内卷的范围已超越传统周期品，光伏、锂电、工程机械、医疗、港股恒生互联网等部分制造与成长方向同样具备中期潜力。

(4) 出海结构性机会：中欧贸易关系缓和（对欧洲出口占比高品种：汽车、风电等）及小品类出海（如零食等）；

(5) 底仓配置：稳定型红利、黄金、优化的高股息。

图17：“双轮驱动”投资图谱



资料来源：开源证券研究所

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。

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

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。

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。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。

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

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