

窄门 1

相关研究报告

证券分析师：张冬冬

E-Mail: zhangdd@tpyzq.com.cn

分析师登记编号：S1190522040001

写在前面的话：

投资、投机和赌博三者分别对应的是风险偏好的提升以及风险回撤的控制：1. 窄门系列力争做好投资产生正收益；2. 归纳整理主题类投机优先级作为“组合+”供参考；3. 资本积累的过程是漫长的，投资若有圣杯，那圣杯底座铭刻的必然是风险控制。

一、从逻辑到配置

《周而复始》中对于近期国内以及海外的逻辑研究已较详尽，本文将主要结合内容进行组合配置梳理。

（一）止盈

在 25 年一季报及 24 年年报公布之后至今，25 年预期归母净利润增速前五的行业分别是计算机、钢铁、电力设备、国防军工和传媒。但同时近两个月预期下调最大的行业包含了电力设备、计算机和国防军工，鉴于前期对于军工的配置已有一个季度，在组合中国防军工配置进行止盈操作。展望之后的发展，二季报较好的预期预计仍将推动军工行情，但若无进一步增量情况出现，净值将出现上涨→下行→企稳的可能，窄门系列将重点关注下行至企稳阶段的二次配置时间。

（二）持有

银行和创新药继续作为配置内容不变，关于两者可能出现的价格波动作简要分析：

1. 银行——“稳定币”概念会加大银行波动率，也就意味着短期超额涨幅会影响未来行情稳定上行的斜率，前期持有者已享受超额收益，现阶段介入者期望汇报收益率的周期会被拉长，但作为长期配置的角度而言并无变化；

2. 创新药——专利海外变现的逻辑短期难以证伪，若无政策层面大幅变化的情况出现，仍坚定持有。对于至今没有创新药配置的投资者而言，推荐 20 日均线左右作为买点。

（三）弹性

近期热点概念有“反内卷”和“稳定币”，长期轮动出现的有“重组”和“海洋经济”等。作为《组合+》的弹性内容，投机的配置不做持有时长推荐，风险偏好因人而异，如写在前面的话所言窄门系列只做优先级思考。

1. “反内卷”——结合行业 25 年盈利预期、25 年 ROE 预期以及近年 ROA 变化情况，钢铁>光伏；

2. “稳定币”——美股>港股券商>A股。

二、从现在到将来

关于 A 股已有的配置与操作已在上一段落阐述，结合本月中即将发行的首发特别国债时间点、月末的政治局会议以及在《周而复始》中对于海外的判断，做简要展望以及配置思考。

(一) 新增

四点判断：1. 主要经济体与美国已接近达成贸易协议，双方都有三季度达成协议的意愿和政治窗口，纽约联储的模型显示美国经济衰退概率陡降；2. 高关税对美国经济增长和通胀影响最大的时期或已过去；3. 当前的利率无法使得金融环境收紧，多数据显示美国就业市场韧性十足；4. 关税的提升对非美经济体的经济增长或产生压力，使得美国的相对优势增加。

结论：标普 500。

(二) 替代理财或者存款

随着保本理财的刚兑打破，以及近年来定存/活存收益率的下降，30 年期国债 ETF 以及 Reits 将作为替代品出现在窄门配置中。

两者都是资产荒下的选择，但需要着重声明的是，银行存款相较于这两类产品风险要低很多，也会更安全，国债 ETF 以及 Reits 基金都属于风险投资品种，并不具有保本说法。

(三) 配置速览

详见全文

三、风险提示

1. 基金有风险，投资需谨慎；
2. 欧元区财政刺激、地缘及贸易冲突超预期；
3. 国内政策不及预期。

目录

一、 从逻辑到配置	5
(一) 止盈	5
(二) 持有	5
(三) 弹性	5
二、 从现在到将来	6
(一) 新增	6
(二) 替代理财或者存款	6
(三) 配置速览	7
三、 风险提示	7

图表目录

图表 1： 窄门 1 组合梳理	7
-----------------------	---

一、从逻辑到配置

《周而复始》中对于近期国内以及海外的逻辑研究已较详尽，本文将主要结合内容进行组合配置梳理。

(一) 止盈

在 25 年一季报及 24 年年报公布之后至今，25 年预期归母净利润增速前五的行业分别是计算机、钢铁、电力设备、国防军工和传媒。但同时近两个月预期下调最大的行业包含了电力设备、计算机和国防军工，鉴于前期对于军工的配置已有一个季度，在组合中国防军工配置进行止盈操作。展望之后的发展，二季报较好的预期预计仍将推动军工行情，但若无进一步增量情况出现，净值将出现上涨→下行→企稳的可能，窄门系列将重点关注下行至企稳阶段的二次配置时间。

(二) 持有

银行和创新药继续作为配置内容不变，关于两者可能出现的价格波动作简要分析：

1. 银行——“稳定币”概念会加大银行波动率，也就意味着短期超额涨幅会影响未来行情稳定上行的斜率，前期持有者已享受超额收益，现阶段介入者期望汇报收益率的周期会被拉长，但作为长期配置的角度而言并无变化；
2. 创新药——专利海外变现的逻辑短期难以证伪，若无政策层面大幅变化的情况出现，仍坚定持有。对于至今没有创新药配置的投资者而言，推荐 20 日均线左右作为买点。

(三) 弹性

近期热点概念有“反内卷”和“稳定币”，长期轮动出现的有“重组”和“海洋经济”等。作为《组合+》的弹性内容，投机的配置不做持有时长推荐，风险偏好因人而异，如写在前面的话所言窄门系列只做优先级思考。

1. “反内卷”——结合行业 25 年盈利预期、25 年 ROE 预期以及近年 ROA 变化情况，钢铁>光伏；
2. “稳定币”——美股>港股券商>A 股。

二、 从现在到将来

关于 A 股已有的配置与操作已在上一段落阐述，结合本月中即将发行的首发特别国债时间点、月末的政治局会议以及在《周而复始》中对于海外的判断，做简要展望以及配置思考。

(一) 新增

四点判断：1. 主要经济体与美国已接近达成贸易协议，双方都有三季度达成协议的意愿和政治窗口，纽约联储的模型显示美国经济衰退概率陡降；2. 高关税对美国经济增长和通胀影响最大的时期或已过去；3. 当前的利率无法使得金融环境收紧，多数据显示美国就业市场韧性十足；4. 关税的提升对非美经济体的经济增长或产生压力，使得美国的相对优势增加。

结论：标普 500。

(二) 替代理财或者存款

随着保本理财的刚兑打破，以及近年来定存/活存收益率的下降，30 年期国债 ETF 以及 Reits 将作为替代品出现在窄门配置中。

两者都是资产荒下的选择，但需要着重声明的是，银行存款相较于这两类产品风险要低很多，也会更安全，国债 ETF 以及 Reits 基金都属于风险投资品种，并不具有保本说法。

(三) 配置速览

图表1：窄门1 组合梳理

配置	相关ETF梳理	操作	比例参考
军工		-	
银行	规模：华宝；收益（相差1%以内）：易方达	不变	20%
创新药	跨境—规模：广发；收益（相差2%左右）：汇添富 内地——收益：天弘	不变	20%
标普500	跨境——恒生标普500；内地——国泰	+	10%
30年国债	规模：鹏扬；收益：博时		10%
Reits	暂不做具体推荐		
稳定币	美股>港股券商>A股		
反内卷	钢铁	+	5%

资料来源：WIND，太平洋证券整理

三、 风险提示

1. 基金有风险，投资需谨慎；
2. 欧元区财政刺激、地缘及贸易冲突超预期；
3. 国内政策不及预期。

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。