



华安证券  
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

2025年12月6日

# 破晓：从预期到盈利的切换

——2026年A股投资策略

分析师：郑小霞 SAC执业证书号：S0010520080007 邮箱：zhengxx@hazq.com

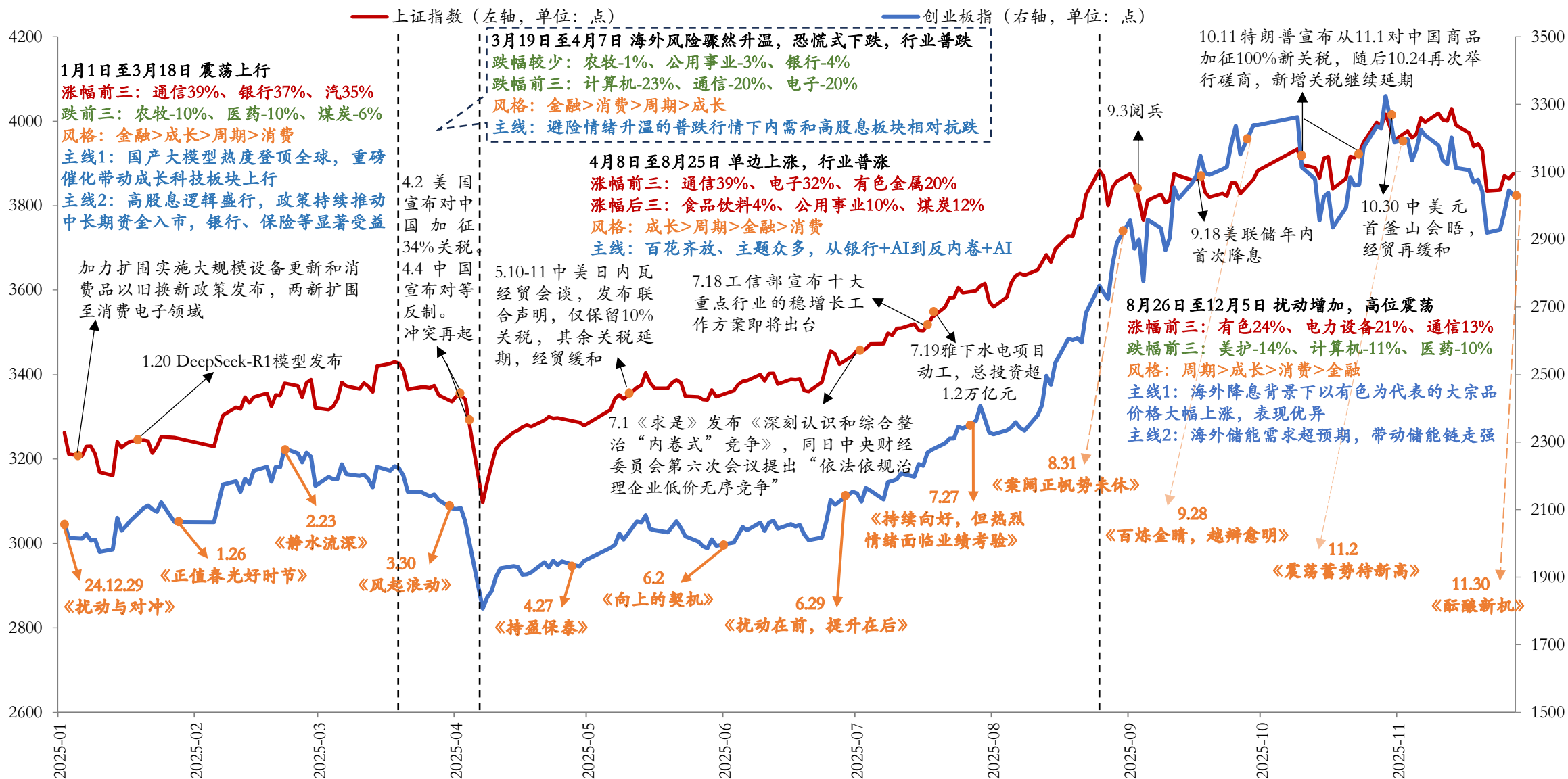
分析师：刘超 SAC执业证书号：S0010520090001 邮箱：liuchao@hazq.com

分析师：张运智 SAC执业证书号：S0010523070001 邮箱：zhangyz@hazq.com

分析师：陈博 SAC执业证书号：S0010525070002 邮箱：chenbo@hazq.com



# 2025年回顾：攻守易位提振信心，A股走出趋势上涨行情





## 结论：行情有望从估值驱动过渡为盈利支撑，科技为王势不可挡

- 大势研判：经济全年增长依旧承压，尤其是一季度压力较大。投资趋势性下滑势头在政策托底下有望被遏制、实现低位企稳；消费缓慢抬升，政策支持从商品类逐步转向服务类；出口持平、受基数影响将略有走弱；**价格改善或是为数不多的亮点之一，进而带动名义GDP显著上行，企业盈利持续修复，这将成为市场强有力的基本面支撑。**据此，A股有望从估值抬升带来的“急而促”行情逐渐过渡到盈利支撑的“缓而慢”的行情。
- 行业配置：产业趋势不可违，**科技依旧是最强主线**，势不可挡。此外，基于**供需逻辑改善的涨价链条**值得重视。

### 1 大势研判：增长依旧承压，价格改善或是亮点

- ✓ 一季度压力较大，二季度政策效果开始显现，全年平稳回落。
- 全年增速4.7%左右。投资低位企稳，消费缓慢抬升，出口持平；**价格改善或是为数不多的亮点之一。**
- 政策注重未来与当下有机结合，财政政策延续积极、增量有空间，货币政策边际变化或有限。

### 2 盈利与估值：盈利渐行渐强，是重要的基本面支撑

- ✓ 价格改善推升名义GDP，进而带动盈利改善。
- **全A整体均能维持中高增速，创业板年初和年末高增速，科创板整体呈现较高增速。**
- 主要指数和多数风格已接近多次市场顶估值分位，但创业板仍处低位，高盈利消化估值。

### 3 行业配置：优选两大方向

- ✓ 科技为王势不可挡，涨价链条值得重视。
- ①AI产业链：**算力端光模块、PCB、CPO；算力配套光纤、液冷、电源设备等；应用端机器人、游戏、软件。**
- ②涨价链条：**存储；储能、电池、能源金属、锂电材料（磷化工、氟化工）；工程机械、国防军工。**



# 目录

1

增长：从投资到消费的渐进变化

- 专题：他山之石，服务消费潜力空间在哪？

2

政策：未来与当下的有机结合

3

盈利：渐行渐强的基本面支撑

4

配置：从预期到盈利的显著切换

- 专题：以史为鉴，第一阶段行情行至何处？



## 增长：一季度压力较大，二季度政策效果开始显现，全年平稳回落

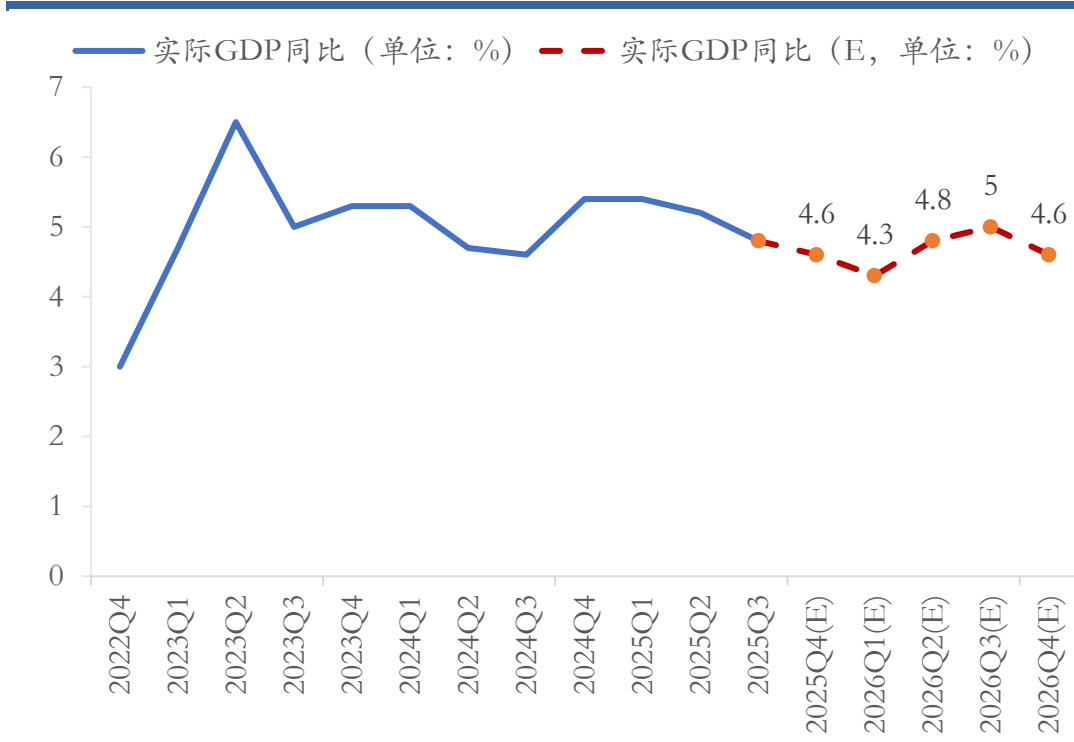
➤ 政策发力有望在二季度见效，全年增速在4.7%左右。从节奏上看，一季度增速可能是全年低点。一方面，尽管2025年底5000亿新型政策性工具传导至投资端效果逐步显现、对增长有一定支撑，但相比之下，往年一季度“开门红”对应的前年四季度政策增量更大（如2023年10月增发万亿国债、2024年“9·24”一揽子稳增长举措）。另一方面，过去几年一季度“开门红”推高基数，拖累增速。一季度增速偏低后，完成全年经济增长目标压力将推动政策端陆续发力见效，推动经济增速回升。预计2026年Q1、Q2、Q3、Q4的GDP增速分别为4.3%、4.8%、5.0%和4.6%，2026年全年增速4.7%左右。

社零略有下滑、投资端企稳，2026年增速预计在4.7%左右

类别		2026全年 (E)	2026Q4 (E)	2026Q3 (E)	2026Q2 (E)	2026Q1 (E)	2025全年 (E)
增长	GDP	4.7%	4.6%	5.0%	4.8%	4.3%	5.0%
消费	社会零售	3.8%	4.2%	4.6%	1.7%	4.5%	3.9%
投资	固定资产投资	1.9%	1.0%	4.0%	1.1%	-0.1%	-1.5%
	制造业投资	4.1%	3.9%	4.3%	4.0%	4.1%	2.1%
	基建	2.9%	-1.2%	9.1%	3.1%	0.8%	0.1%
	房地产投资	-8.6%	-7.4%	-7.6%	-9.9%	-9.0%	-15.6%
外贸	出口	3.1%	4.3%	4.8%	1.7%	1.3%	4.7%
通胀	CPI（季度平均）	0.9%	0.9%	0.5%	1.2%	0.9%	0.1%
	PPI（季度平均）	0.5%	0.2%	0.9%	1.1%	-0.3%	-2.5%

资料来源：Wind，华安证券研究所。注：除社融外，其余数据均为当季同比。

一季度增长为年内低点，之后政策逐步发力



资料来源：Wind，华安证券研究所。

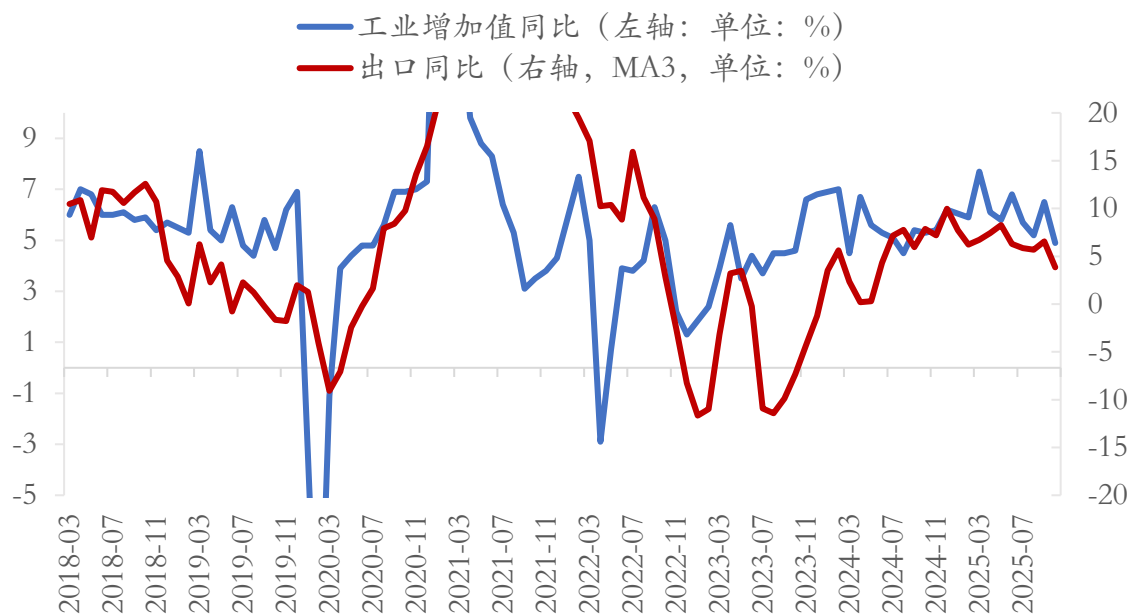




## 生产法视角：出口增速有望逐步回落，对生产端支撑减弱，三产温和复苏

- **二产：出口增速有望逐步回落，对生产端支撑减弱。**增速预计从2025年的4.7%放缓至2026年的4.3%左右，原因是出口增速下滑对制造业形成传导，部分外向型行业生产扩张受限。同时，“反内卷”政策推动落后产能有序退出，短期对工业生产增速形成一定压力，但长期有利于产业结构优化升级。
- **三产：延续温和复苏。**增速预计从2025年的5.4%回落至4.8%。主要受两方面因素影响：一方面，消费复苏力度偏弱，住宿餐饮、批发零售等消费相关服务业增长动能不足；另一方面，金融服务行业受房地产市场调整、企业融资需求温和等影响，增速有所放缓。

### 2026年出口增速有望逐步回落，对生产端支撑减弱



资料来源：Wind，华安证券研究所。

### 社零增速回落，拖累三产最大分项批发和零售业



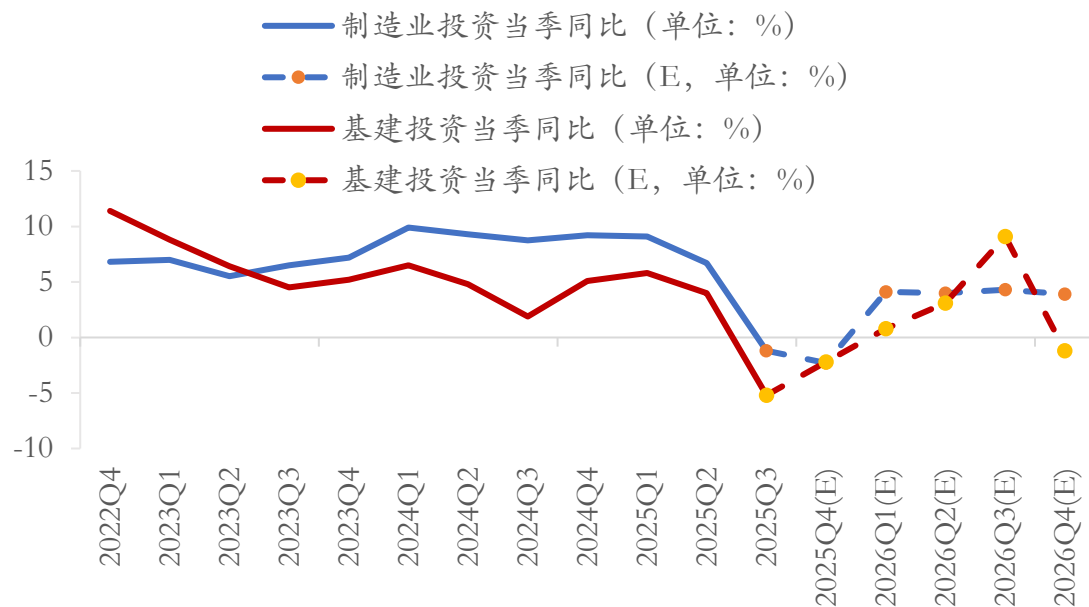
资料来源：Wind，华安证券研究所。



## “三驾马车”之投资：“十五五”开局之年支撑，但增速维持低位

- “十五五”开局之年支撑，但增速维持低位。预计2026年固投增速为1.9%左右，好于2025年负增长。
- ✓ ①中美经贸谈判取得积极进展，出口维持偏高景气度、PPI有负转正均有望提振制造业投资信心，“十五五”开局之年有望继续推动重大项目投资，但“反内卷”可能一定程度上对部分行业投资意愿形成掣肘，预计制造业投资增速回升至4.1%左右。
- ✓ ②“十五五”开局之年继续推动重大项目投资，但地产下行拖累土地出让收入，财政资金逐步向民生等领域倾斜，预计2026年基建投资增速在2.9%左右。
- ✓ ③2025年二季度以来房价快速下跌，地产需求端企稳尚需时日，投资端降幅在基数下行基础上或收窄至8.6%。

### 2026年预计制造业投资增速回升至4%左右



资料来源：Wind，华安证券研究所。

### 2025年下半年房价快速下跌，行业企稳尚需时日



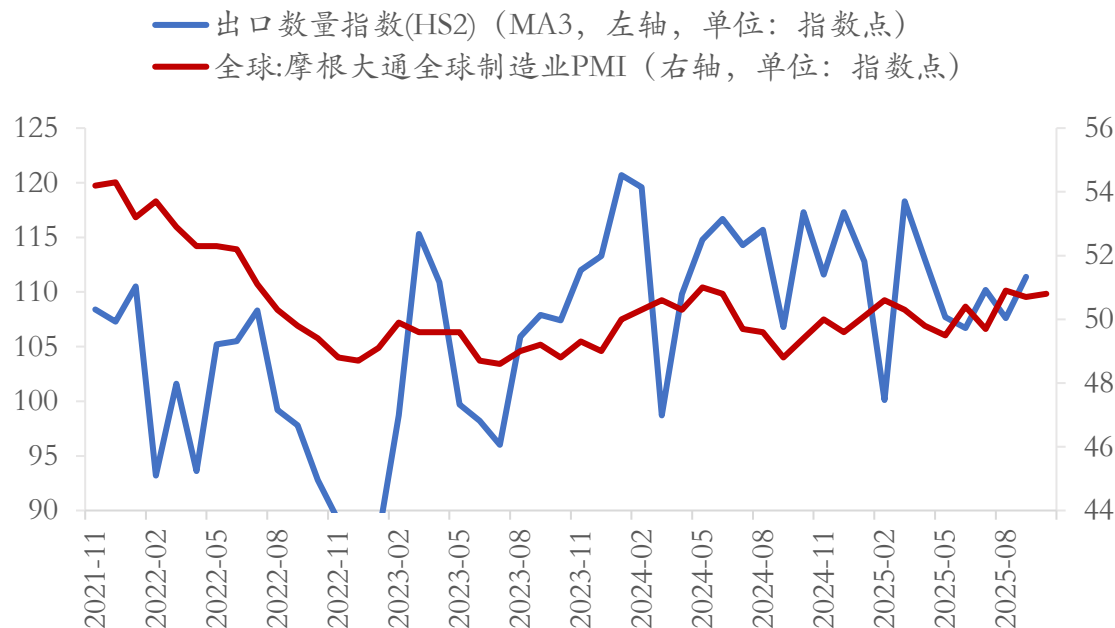
资料来源：Wind，华安证券研究所。



## “三驾马车”之出口：对美出口风险已充分释放，2026年延续正增长

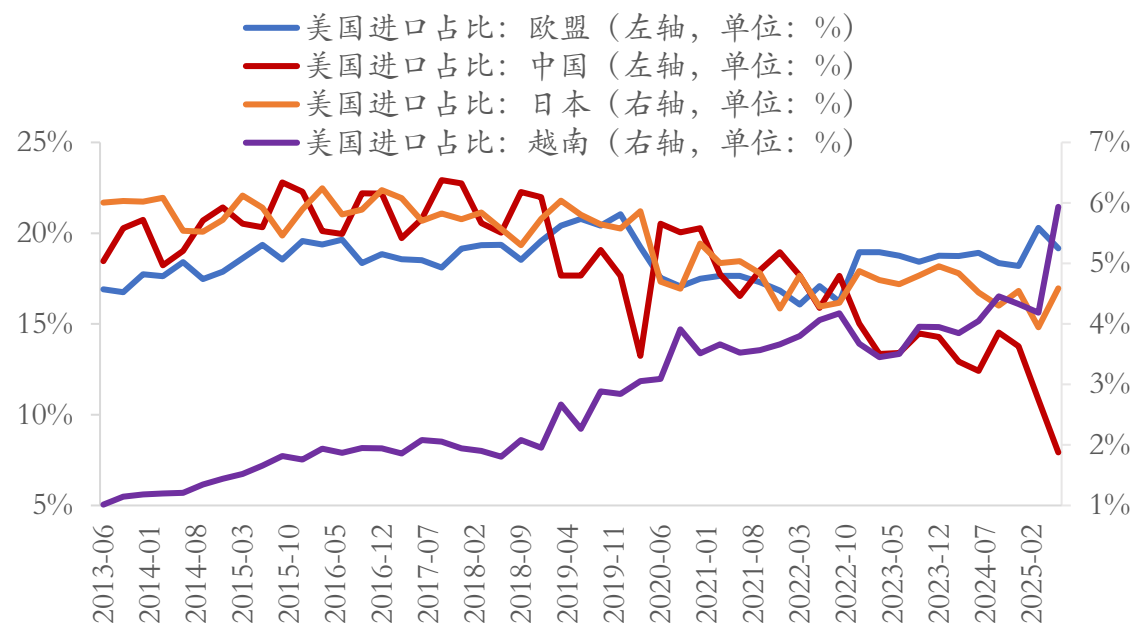
▶对美出口风险已充分释放，2026年延续正增长。一方面，我国对美出口风险已充分释放。2025年二季度，我国对美出口商品占美国进口商品之比已跌破10%，向东盟、欧盟等国家出口对冲了对美出口下行的影响。同时，中美经贸谈判整体进展偏积极，“对等关税”与特别港务费延期实施、“芬太尼”关税税率下调，对我国出口冲击进一步减弱。另一方面，2026年全球贸易量可能有所下滑，依旧掣肘我国出口增速。IMF提出2025年受美国关税威胁导致国际贸易提前交货模式带来的暂时提振，预计2025年至2026年贸易量平均增速较此前预测值下调0.4个百分点至2.9%。因此，2026年出口增速有望维持正增长，但考虑到2026年不存在“抢出口”效应，增速较2025年有所回落，预计3%左右。

### 全球制造业景气度稳中略有回升



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

### 美国对华进口商品份额下降风险已释放较为充分



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

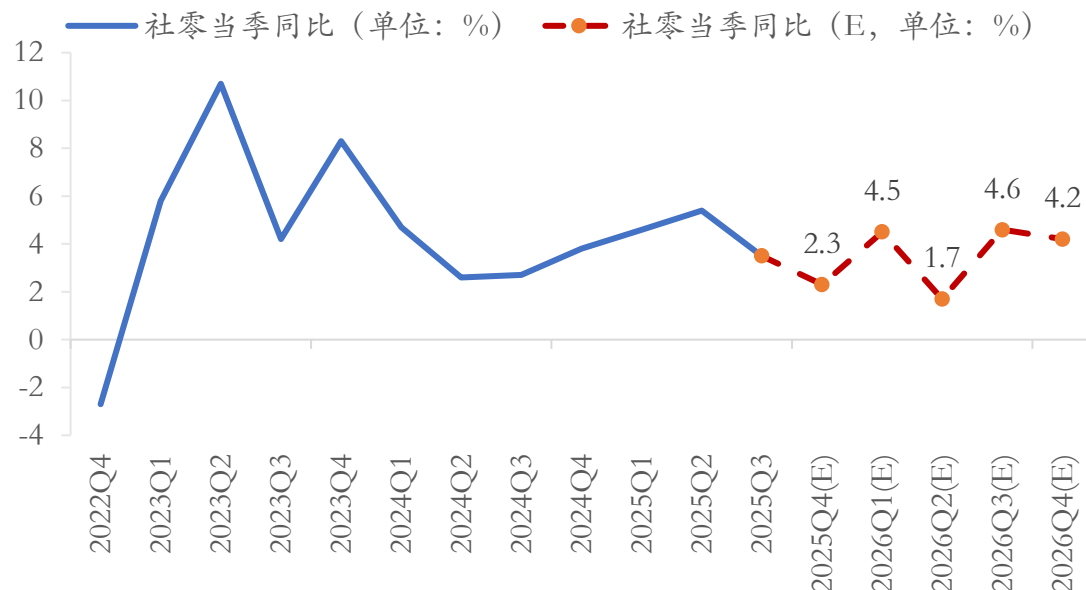




## “三驾马车”之消费：信心缓慢改善，但补贴政策边际效果弱化

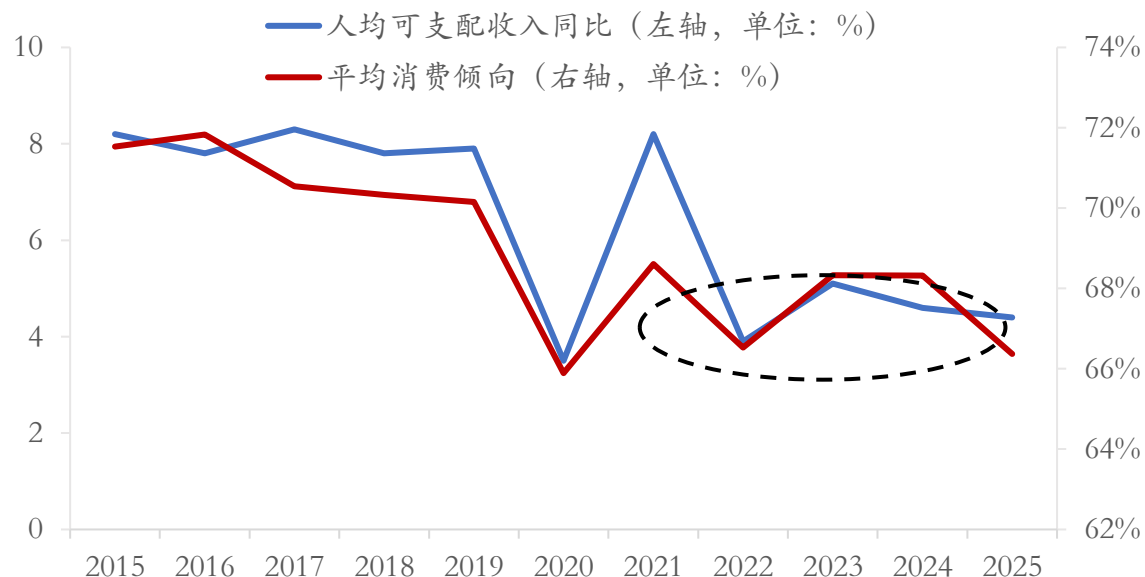
- ▶ **信心缓慢改善，但补贴政策边际效果弱化。**2025年下半年以来，消费品“以旧换新”补贴政策边际效果明显弱化，社零口径中，2024年并未加入补贴的通讯设备类维持较高增速，其余纳入国补的商品类别增速明显减弱。即使2026年补贴资金规模维持不变或小幅增长，随着国补政策实施时间的推移，对消费刺激的边际效果也逐步减弱。主要是：①考虑到耐用品一般需要3-5年才会出现更新需求，因而潜在受补贴政策拉动的消费逐步减少。②随着补贴政策逐步出现“长期化”的倾向，对居民消费购买决策的影响边际弱化。③当前居民消费信心有待强修复，平均消费倾向依然处于2020年以来的相对偏低位置。
- ▶ 考虑到2026年消费“以旧换新”政策大概率参考2025年，在政策规模加力的同时扩大覆盖范围，对新纳入国补资金的商品仍有提振作用，因而我们预计2026年消费增速有望维持在4%附近、但增速低于2025年。

全年社零增速在4%左右



资料来源：Wind，华安证券研究所。

平均消费倾向处于偏低水平



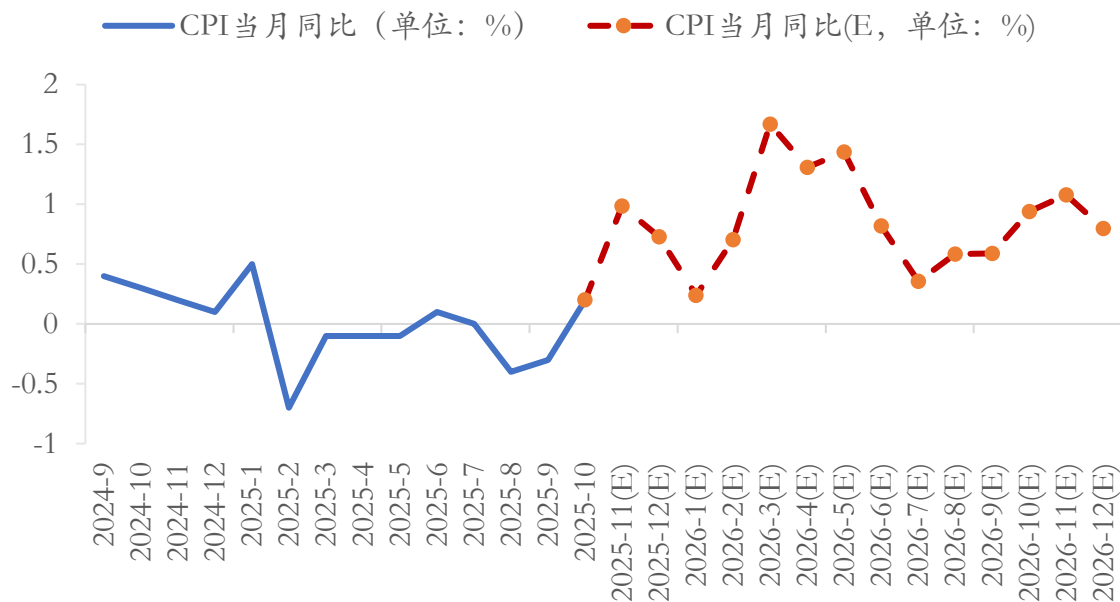
资料来源：Wind，华安证券研究所。注：1.平均消费倾向=居民部门人均消费支出/人均可支配收入。2.2025年为截至Q3的累计数据。



## 通胀（1）：价格水平温和回升，CPI全年平均为1%

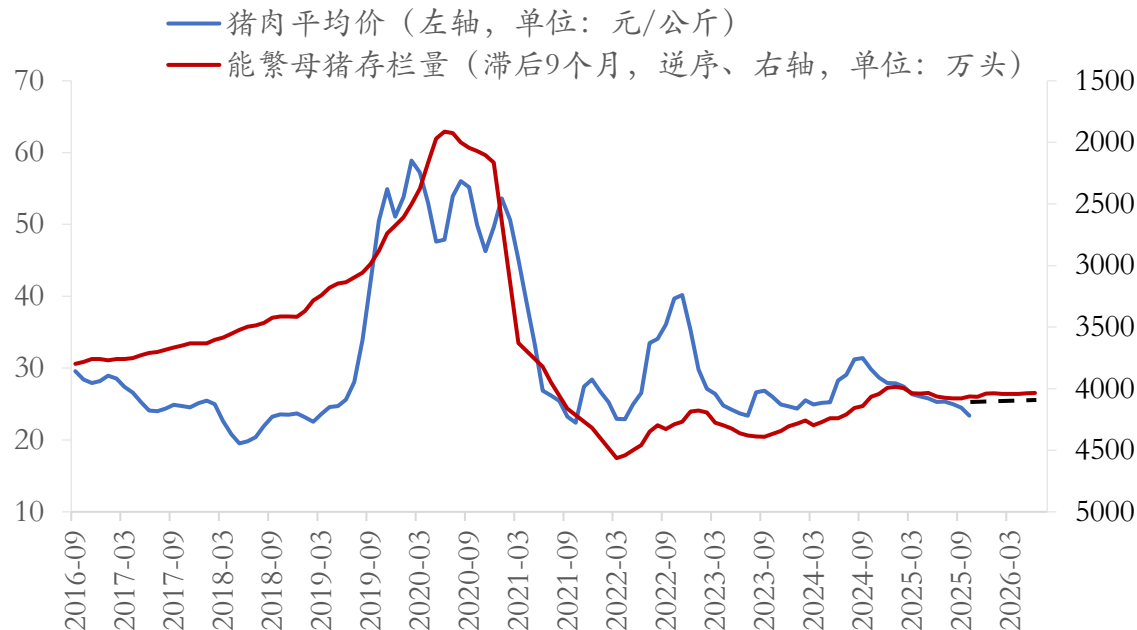
- **CPI温和回升至1%左右。**食品与能源拖累减弱：一方面，从生猪存栏量推断，2025年下半年开始能繁母猪存栏量整体持平，产能变化有限，预计2026年猪肉价格或震荡中略有上涨，对CPI拖累减弱。另一方面，OPEC+表示在2026年暂缓增产步伐，原油价格下行速度放缓，对CPI拖累也有望减弱。在国内促消费政策有望向服务业倾斜、推动服务业价格继续改善的情况下，核心CPI带动CPI同比温和回升。

2026年CPI有望回升，但低于2%



资料来源：Wind，华安证券研究所。

生猪产能变化不大，猪肉价格上行乏力



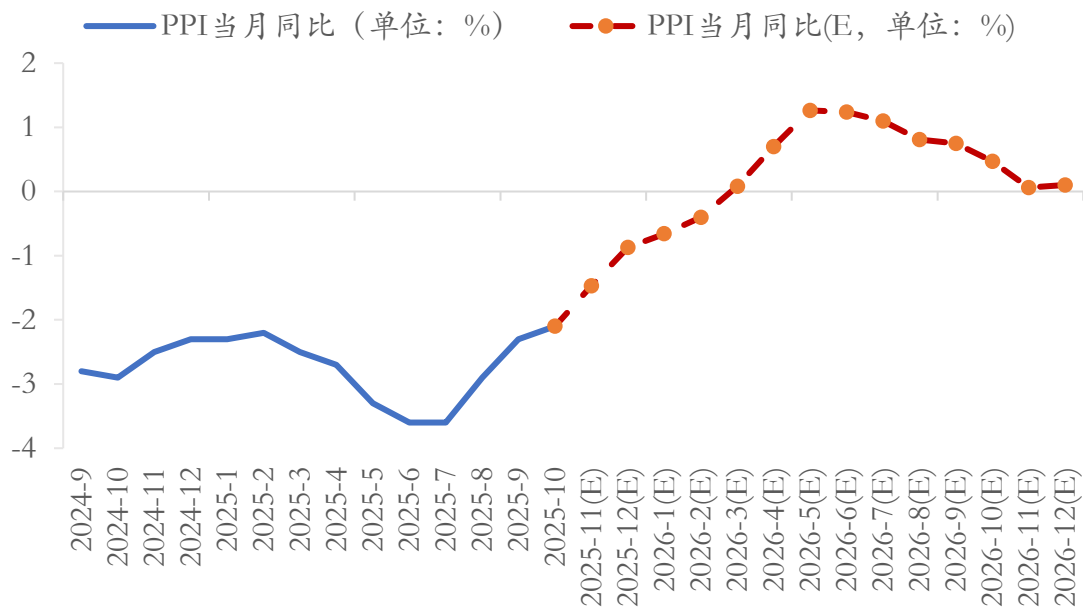
资料来源：Wind，华安证券研究所。



## 通胀（2）：多重因素叠加有望推动PPI回正

- **多重因素有望推动PPI由负转正。**从2025年8月份开始，“反内卷”举措逐步推动重点领域价格逐步改善，PPI环比企稳，价格下行趋势止住。但预计2026年PPI全年平均为0.4%左右，涨幅依然较为有限。主要考虑是：①特朗普上台后加大美国化石能源开采力度，原油价格供过于求格局难以扭转，叠加俄乌冲突缓解可能使得俄罗斯原油出口限制性举措逐步解除，因而上游能源价格依然承压，成本端对PPI缺乏推力；②2026年PPI或主要表现为环比企稳，因而PPI回升主要靠2025年基数偏低贡献；③“反内卷”与供给侧结构性改革存在明显区别，产能调整速度偏慢，难以实现工业品价格快速反弹。

PPI有望逐步回正，但大幅反弹难度较大



资料来源：Wind，华安证券研究所。

原油趋势性下行对PPI仍有拖累



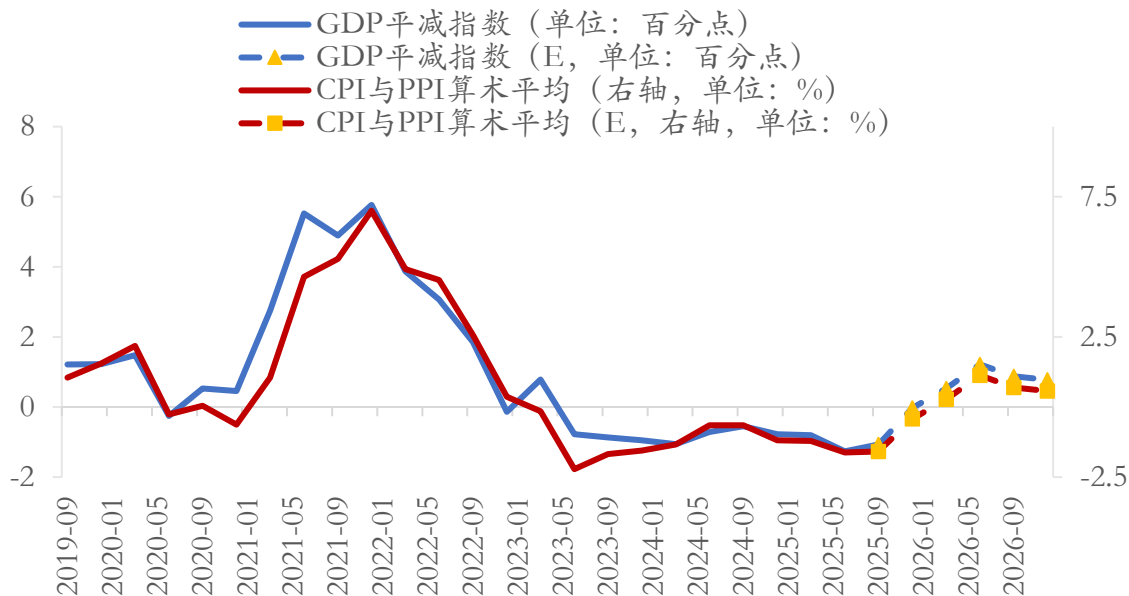
资料来源：Wind，华安证券研究所。



## GDP平减指数回正，带动名义GDP增速回升至5.5%左右

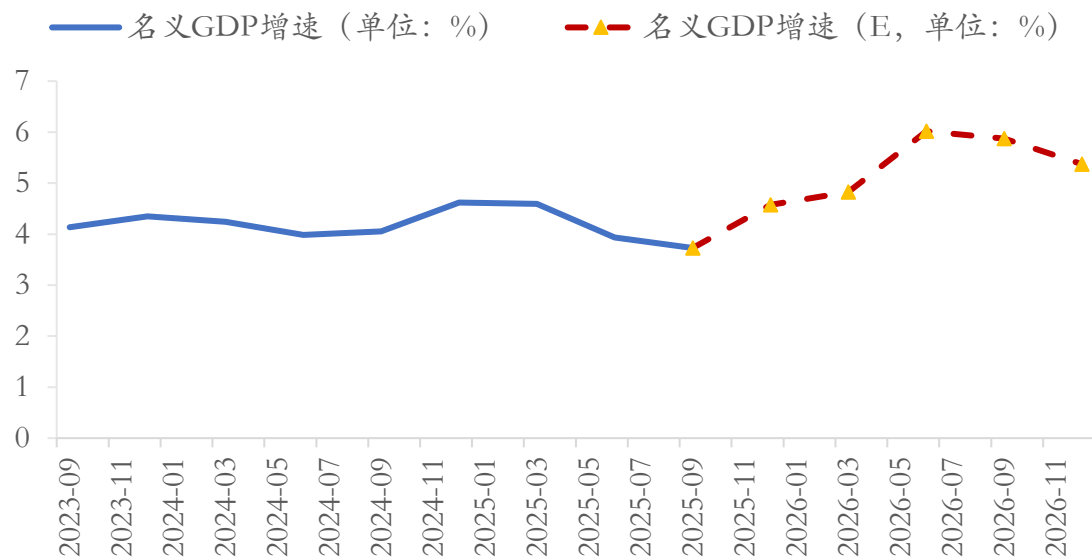
- GDP平减指数回正，带动名义GDP增速回升至5.5%左右。2023Q2以来，GDP平减指数持续为负，拖累名义GDP增速长时间低于5%。据我们测算，2026年CPI回升至1%左右、PPI回正后，GDP平减指数有望在2026Q1开始回正，全年平均为0.67%。在GDP平减指数回正基础上，尽管2026年实际GDP增速较2025年有所回落，但名义GDP增速有望从2025年4%左右，回升到2026年的5.5%左右。

### 2026年GDP平减指数回正有望成为宏观层面的最大亮点



资料来源: Wind, 华安证券研究所。注: GDP平减指数为当季名义GDP增速减去实际GDP增速。

### 2026年名义GDP增速有望回升至5.5%左右



资料来源: Wind, 华安证券研究所。



# 目录

1

增长：从投资到消费的渐进变化

➔ ● 专题：他山之石，服务消费潜力空间在哪？

2

政策：未来与当下的有机结合

3

盈利：渐行渐强的基本面支撑

4

配置：从预期到盈利的显著切换

● 专题：以史为鉴，第一阶段行情行至何处？

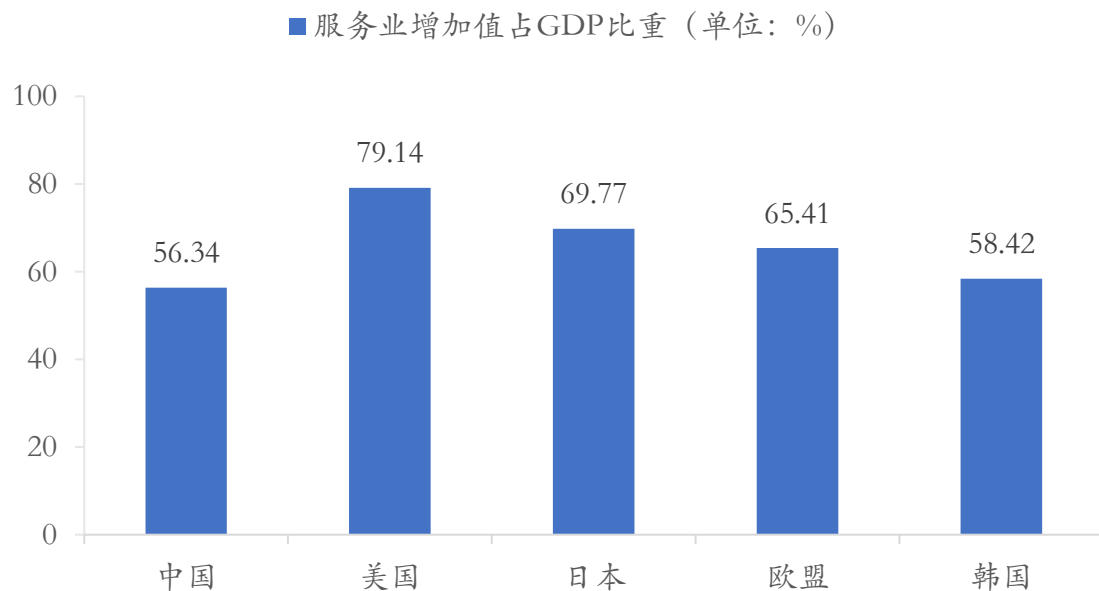




## 专题：国际比较视角下，我国服务消费的空间与潜力行业

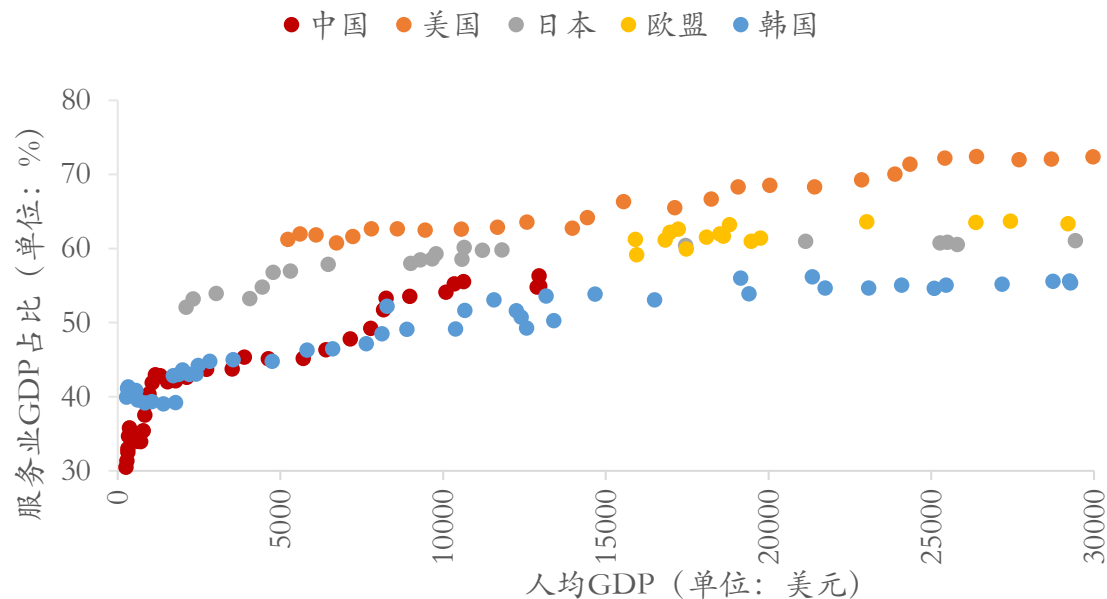
➤ 当前我国经济结构向高质量转型的进程中，服务消费在居民消费结构与经济增长格局中的重要性持续提升，其发展空间与细分潜力值得重点探讨。①国际横向对比看，我国服务业占比仍有显著扩容空间。根据世界银行数据，我国服务业增加值占GDP的比重为56.34%，显著低于美国（79.14%）、日本（69.77%）、欧盟（65.41%）等发达经济体。②从发展趋势看，服务业占比与人均GDP增长呈现明确的正相关关系。特别是人均GDP超过1万美元后，一国服务业占GDP比重随人均GDP的提升稳步上升，按照2035年我国人均GDP达到中等发达国家水平（人均2万美元）的目标来看，服务业发展潜力十足。③近年来，国家对服务业发展的重视程度持续抬升。二十届四中全会审议通过的“十五五”规划建议稿中明确提出“以放宽准入、业态融合为重点扩大服务消费”。

与发达国家相比，我国服务业还有发展空间



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：数据为世界银行口径。

随着人均GDP增长，服务业占GDP比重稳步增加



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：1.数据为世界银行口径。2.数据为1970年以来，人均GDP小于3万美元的样本。



# 构建我国与美日韩三国服务业可比口径（1）：生产法视角（行业GDP）

- 从生产法和支出法两个视角，分别构建我国与美日韩三国服务业可比口径。由于部分发达国家将金融服务列入到居民消费当中，而我国居民服务消费中并未统计金融服务，因此为了更精准开展我国与美日韩服务业的国际对标分析，从生产法（行业GDP）、支出法（居民消费）两个视角，构建我国与美日韩三国服务业的可比口径。
- 以生产法视角（行业GDP）的优点在于，同时考虑了生产性服务业与生活性服务业。具体方法上，由于各国服务业细分行业划分存在差异，从数据可得性及其细分行业的具体解释，对照我国三产行业划分，近似映射合并为12个可比行业。

我国与美国、日本、韩国可比服务业映射为12个可比行业口径

合并后口径（行业）	中国	美国	日本	韩国
批发和零售	批发和零售业	批发业 零售业	批发业 零售业	批发和零售贸易
交运仓储	交通运输、仓储和邮政业	运输和仓储业	运输和邮政服务	运输和仓储
IT服务	信息传输、计算机服务和软件业	信息业	信息和通信	信息和通信
住宿餐饮	住宿和餐饮业	住宿和餐饮业	住宿及食物服务活动	住宿和餐饮服务
金融	金融业	金融和保险业	金融与保险	金融和保险
房地产	房地产业	房地产	房地产业（扣除住房租赁）	房地产
租赁与商业服务	租赁和商务服务业	公司和企业管理（商业服务）	住房租赁	商务支持服务
	居民服务和其他服务业	房地产、出租和租赁（剔除房地产）		
科学技术服务	科学研究、技术服务和地质勘查业	专业、科学和技术服务	专业、科技活动	专业、科学和技术服务
文化娱乐	文化、体育和娱乐业	艺术、娱乐和休闲	-	艺术、体育和娱乐 文化和其他服务
教育	教育	教育服务	教育	教育
卫生与社保	卫生、社会保障和社会福利业	医疗保健和社会救助	人类健康和社会工作活动	人类健康和社会工作
公共管理	水利、环境和公共设施管理业	政府	公共管理	公共行政、国防和社会保障
	公共管理和社会组织			

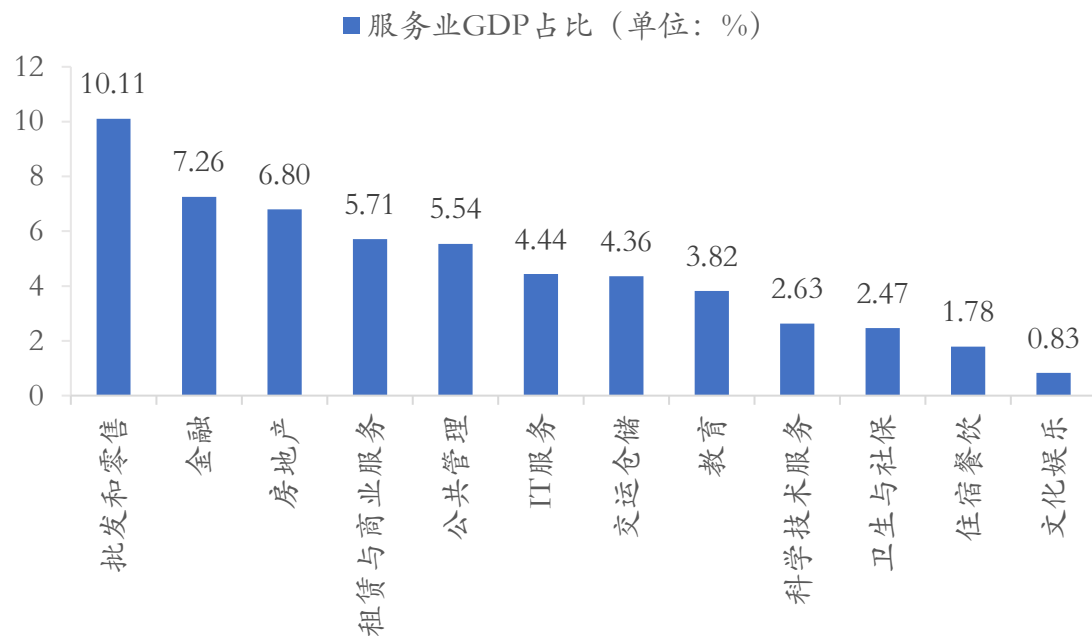
资料来源：Wind，华安证券研究所。注：因口径差异，未在日本GDP中找到与文化娱乐直接对应项。



## 当前我国服务业中，批发零售、金融GDP占比较高且提升较快

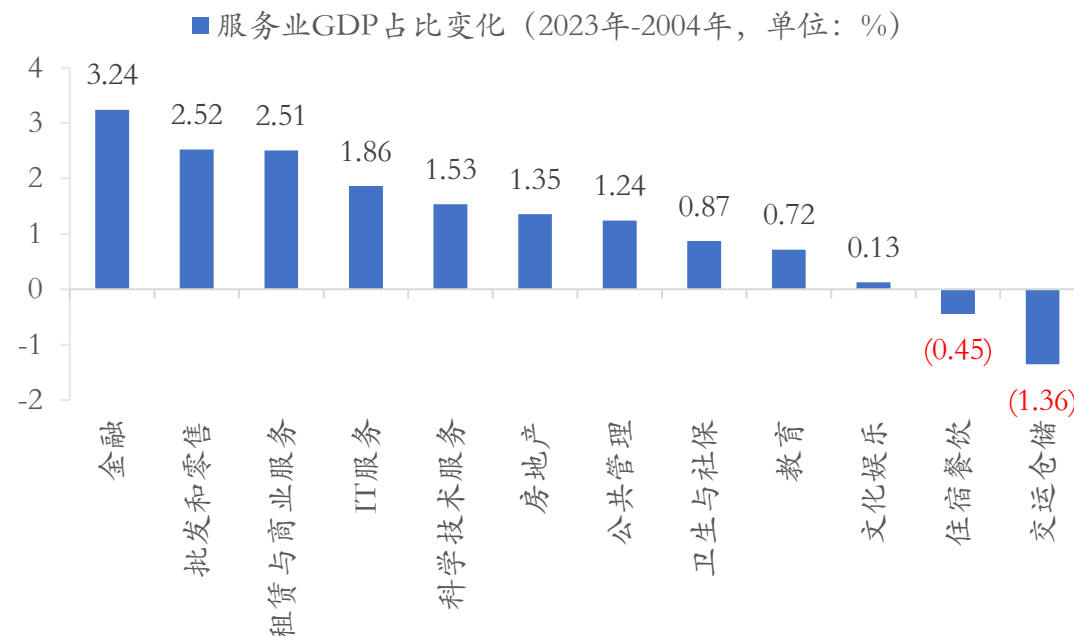
▶当前我国服务业中，批发零售、金融GDP占比较高且提升较快。基于前述划分方法，根据统计局披露数据测算了我国2023年服务业细分行业占比。①从静态结构看，我国服务业占比较高的行业依次为批发和零售（10.11%）、金融（7.26%）、房地产（6.80%），而住宿餐饮（1.78%）、文化娱乐（0.83%）等行业占比则相对偏低。②从过去20年变化看，金融、批发零售行业的占比提升最快，交通运输、住宿餐饮占比下降，表明传统服务行业在经济中的比重有所收缩。

### 2023年我国服务业中，批发零售、金融、地产占比较高



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：数据为2023年。

### 过去20年来，我国金融、批发和零售等行业GDP占比提升



资料来源：Wind，华安证券研究所。



# 国际比较看，科学技术服务、卫生与社保、公共管理行业具有较大提升空间

➤国际比较看，科学技术服务、卫生与社保、公共管理行业具有较大提升空间。①科学技术服务：我国该行业GDP占比仅2.63%，而美日韩三国平均占比达7.05%，其中美国、日本该领域占比均超8%。②卫生与社保：我国该行业GDP占比仅2.47%，美日韩平均占比6.99%，其中美国、日本该领域占比均超7.5%。③公共管理：我国该行业GDP占比5.54%，美日韩平均占比7.53%。相比之下，其余服务行业的占比接近或超过美日韩平均水平，空间相对有限，如金融、交运仓储、批发零售、房地产等。

从国际比较来看，我国在科学技术服务、卫生与社保、公共管理三个领域具有较大提升空间

GDP行业类别	中国（2023年）	美国（2024年）	日本（2023年）	韩国（2024年）	美日韩三国平均	中国与三国平均值差异
批发和零售	10.11	12.1	13.78	7.58	11.15	-1.05
交运仓储	4.36	3.4	4.77	4.59	4.25	0.11
IT服务	4.44	5.4	4.69	4.58	4.89	-0.45
住宿餐饮	1.78	3.3	1.99	2.12	2.47	-0.68
金融	7.26	7.6	4.85	5.48	5.98	1.28
房地产	6.80	12.6	2.16	7.19	7.32	-0.52
租赁与商业服务	5.71	3.1	8.83	3.12	5.01	0.69
科学技术服务	2.63	8	8.86	4.29	7.05	-4.41
文化娱乐	0.83	1.1	0.00	3.77	1.62	-0.80
教育	3.82	1.1	3.36	4.41	2.96	0.86
卫生与社保	2.47	7.5	7.91	5.56	6.99	-4.52
公共管理	5.54	11.3	4.97	6.32	7.53	-1.98

资料来源：Wind，华安证券研究所。注：1.因口径差异，未在日本GDP中找到与文化娱乐直接对应项。2.数据均为最近可得年份数据。



# 从发达国家发展历程来看，科学技术服务、卫生与社保GDP占比明显抬升

从发达国家发展历程来看，科学技术服务、卫生与社保GDP占比明显抬升。考虑到不同国家行业占比可能有其自身特性，因此选取人均GDP与我国当前相似年份（1.3-1.4万美元）作为起点，跟踪该行业后续是否在一国经济中占比明显提升，从而判断其发展潜力。以此为标准，在前述我国与发达国家存在差距的三个行业中，科学技术服务、卫生与社保两个行业GDP占比明显抬升，而公共管理的GDP占比则回落或下降。因此，从生产法（行业GDP）角度看，我国在科学技术服务、卫生与社保两个行业具有发展潜力。

从国际发达国家自身发展来看，在科学技术服务、卫生与社保GDP占比明显抬升

GDP行业类别	美国			日本			韩国		
	1981年	2024年	变动	1998年	2023年	变动	2003年	2024年	变动
批发和零售	13.6	12.1	-1.5	13.43	13.78	0.3	8.55	7.58	-1.0
交运仓储	3.5	3.4	-0.1	4.95	4.77	-0.2	3.44	4.59	1.1
IT服务	4.0	5.4	1.4	4.36	4.69	0.3	3.53	4.58	1.1
住宿餐饮	2.3	3.3	1.0	3.23	1.99	-1.2	3.67	2.12	-1.6
金融	5.0	7.6	2.6	5.05	4.85	-0.2	4.06	5.48	1.4
房地产	10.1	12.6	2.5	1.62	2.16	0.5	8.68	7.19	-1.5
租赁与商业服务	2.4	3.1	0.7	8.86	8.83	0.0	2.20	3.12	0.9
科学技术服务	3.5	8	4.5	5.00	8.86	3.9	4.48	4.29	-0.2
文化娱乐	0.6	1.1	0.5	-	-	-	4.85	3.77	-1.1
教育	0.6	1.1	0.5	3.67	3.36	-0.3	5.55	4.41	-1.1
卫生与社保	4.3	7.5	3.2	4.68	7.91	3.2	2.97	5.56	2.6
公共管理	13.6	11.3	-2.3	4.93	4.97	0.0	6.48	6.32	-0.2
合计	63.5	76.5	13.0	59.8	66.2	6.4	58.5	59.0	0.5

资料来源：Wind，华安证券研究所。注：1.因口径差异，未在日本GDP中找到与文化娱乐直接对应项。2.对比年份为人均GDP约1.3-1.4万美元年份，日本因早期数据不可得，故替换为较为接近的1998年。





## 构建我国与美日韩三国服务业可比口径（2）：支出法视角（居民消费）

➤ 分析我国与美日韩三国居民消费占比及其历史演进，寻找潜力行业。继生产法（行业 GDP）视角后，我们进一步从支出法（居民消费）构建我国与美日韩服务业的可比口径，以我国居民现金消费支出结构为基础，合并映射为10大类统一服务消费大类。需要说明的是：①美国、日本在居民消费统计中包含了“额外项目”，在计算时予以剔除，分别是美国个人消费支出中的“金融服务”以及日本家庭支出的“交际费”；②由于无法获得细项数据，“交通”项、“通讯”项包含了购买机动车、手机等商品消费；③韩国因数据细项披露较少，因而仅作为参考。

基于公开披露数据，我国与美国、日本、韩国居民消费可统一为10大类可比服务消费

合并后口径	中国	美国	日本	韩国
餐饮服务	食品烟酒:饮食服务	食品服务和住宿（剔除住宿）	外出用餐	餐厅和酒店
房租	居住:租赁房房租	住房和公用事业（剔除公用事业）	房屋和土地租金	住房、水、电、气等燃料
房屋维修	居住:住房维修及管理	其他服务:家庭维修服务	住房	
水电燃料	居住:水电燃料及其他	家庭公用事业	燃料、照明和水费	
家庭（家政）服务	生活用品及服务:家庭服务	其他服务:个人护理和服装服务	家政服务 个人护理服务	家用设备和家政服务
交通	交通和通信:交通	交通（PCE功能划分）	交通通讯（剔除通讯）	运输
通信	交通和通信:通信	通信（PCE功能划分）	通讯	-
教育	教育、文化和娱乐:教育	其他服务:教育服务	教育	教育
文化和娱乐	教育、文化和娱乐:文化和娱乐	休闲服务	文化娱乐	娱乐和文化
		食品服务和住宿:住宿	住宿服务	
医疗保健	医疗保健	健康护理	医疗保健	医疗

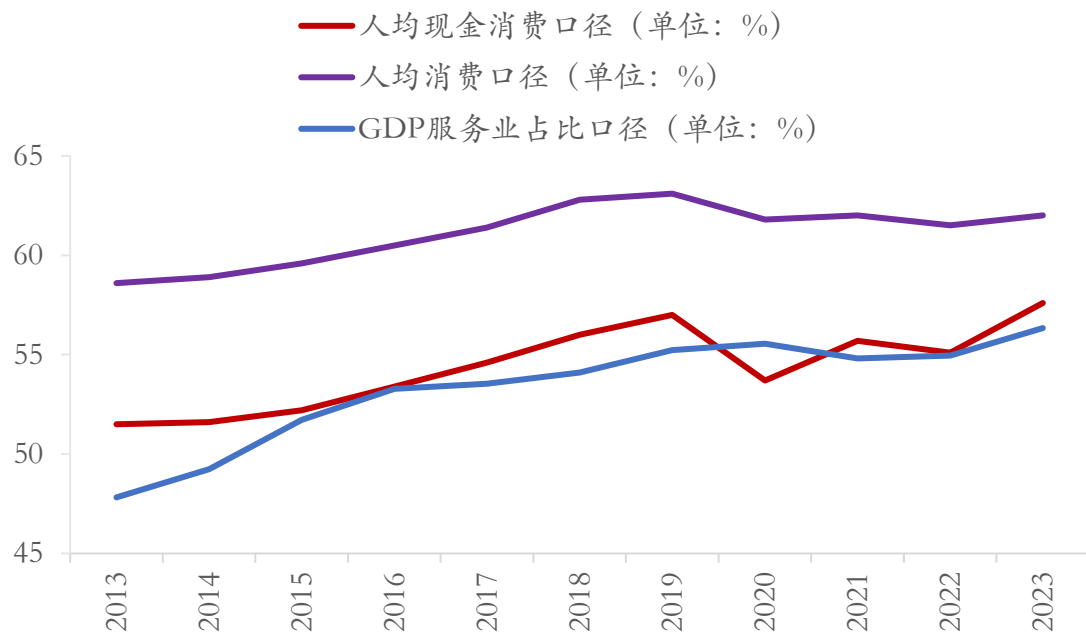
资料来源：Wind，华安证券研究所。



## 选取我国居民人均现金消费占比作为各项服务消费占比的结构性指标

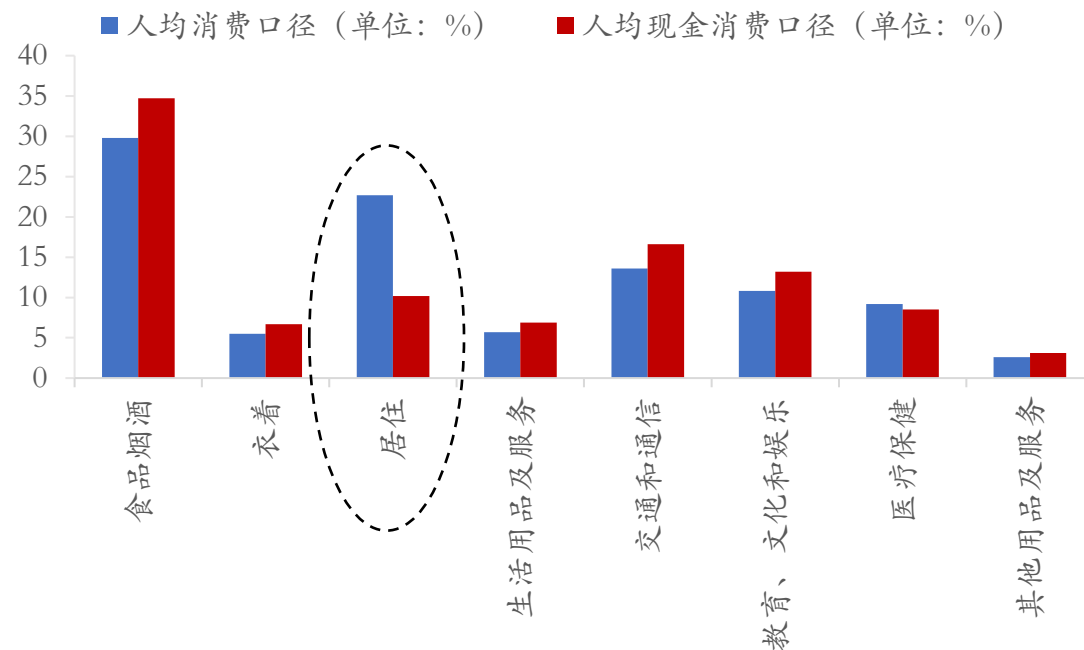
▶选取我国居民人均现金消费占比作为各项服务消费占比的结构性指标。目前统计局公布的居民消费结构存在两套口径：人均消费支出和人均现金消费支出。两类消费口径的差异主要集中在居住项，这是因为人均消费口径包含了居住相关的非现金核算部分（按统计局口径为房价折算为虚拟房租）。因而，我们选取现金消费结构作为指标，主要考虑有两个方面：①现金消费占比口径聚焦居民实际支出，更能够反映出居民服务消费结构；②人均现金消费口径的服务占比与服务业GDP占比契合度更高，而人均消费口径的偏离度相对较大。

### 人均现金消费服务占比与服务业GDP占比更契合



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：服务业GDP占比为世界银行口径。

### 人均现金消费与人均消费口径主要差异在居住项



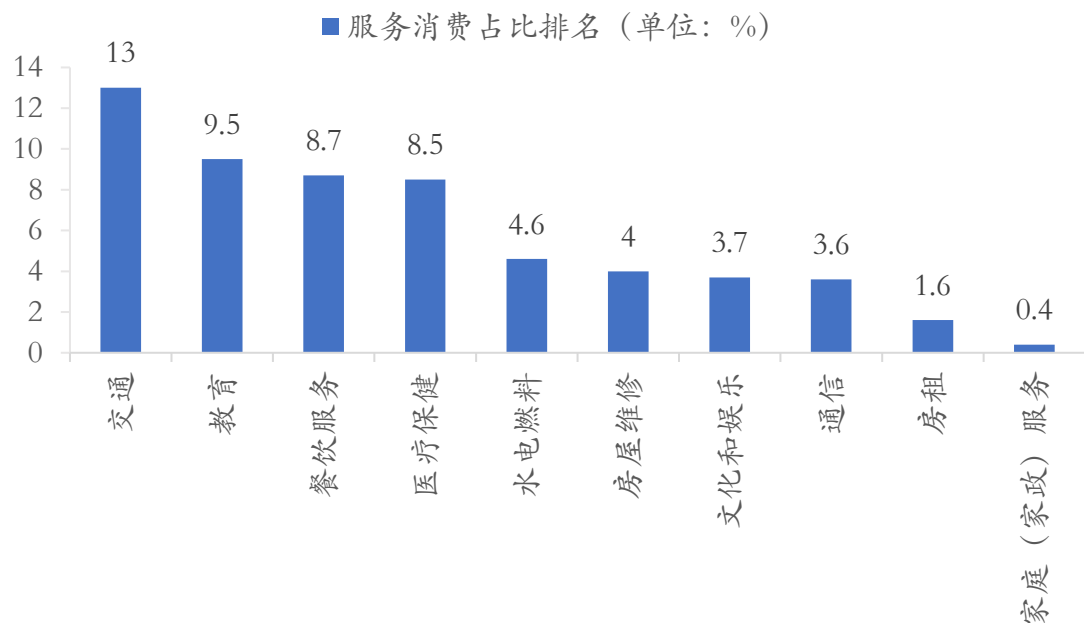
资料来源：Wind，华安证券研究所。



## 当前我国居民服务消费中，教育、餐饮、医疗占比较高

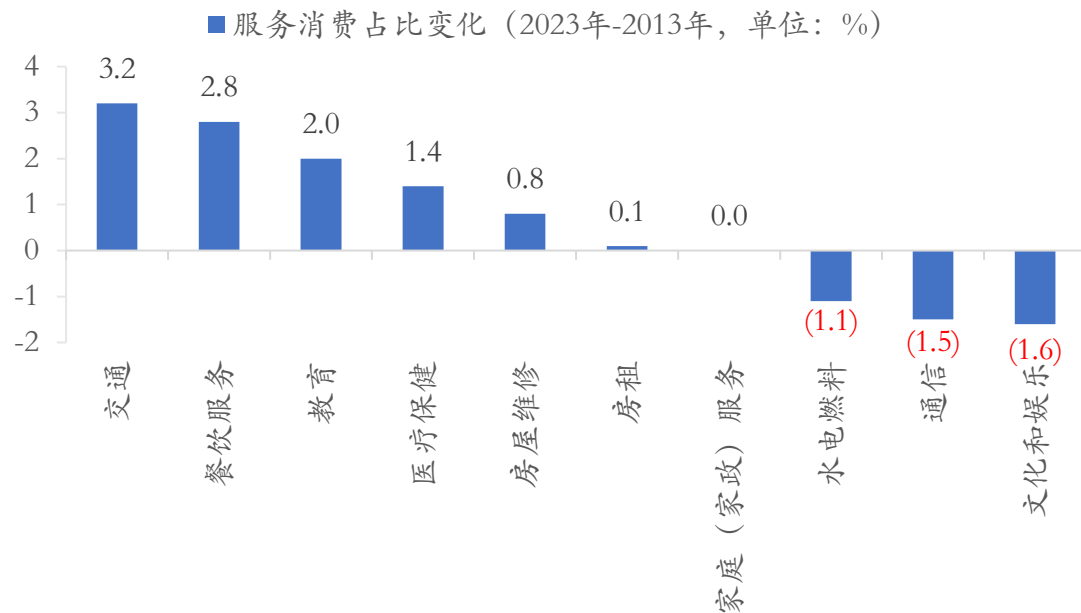
▶当前我国居民服务消费中，教育、餐饮、医疗占比较高。如前所述，因交通项包含了居民购买车辆的耐用品消费，因而其占比相对偏高。故聚焦到当前我国居民服务消费的结构来看，教育、餐饮、医疗是占比较突出的核心领域。从过去10年的结构变动趋势看，居民服务消费的支出重心有所调整，表现为餐饮服务占比明显提升，而水电燃料、通信、文化和娱乐的占比则有所下降。

### 我国居民教育、餐饮、医疗现金消费占比较高



资料来源: Wind, 华安证券研究所。注: 数据为2023年。

### 过去10年间，水电燃料、通信、文化和娱乐支出占比下降



资料来源: Wind, 华安证券研究所。



## 从国际比较看，我国居民在文化和娱乐、医疗保健占比上有提升空间

➤从国际比较看，我国居民在文化和娱乐、医疗保健占比上有提升空间。从我国居民服务消费的国际对标看，我国与韩国居民的教育支出明显高于美国日本，主因两国居民对于教育重视程度较高，而居住、文化和娱乐、医疗保健占比低于美日等发达经济体。但考虑到我国居民以自购住房为主，美国、日本租房市场相对发达，因而倾向于认为居住项后续提升空间有限。相比之下，可重点关注文化和娱乐、医疗保健，这两个方面我国较美日平均水平有较大的提升空间。

从国际比较来看，我国在居住、文化和娱乐、医疗保健三大项上有提升空间

GDP行业类别	中国（2023年）	美国（2024年）	日本（2024年）	韩国（2024年）	美日两国平均	中国与两国平均值差异
餐饮服务	8.7	6.71	5.34	15.08	6.03	2.67
房租	1.6	17.16	4.63	-	10.90	-9.30
房屋维修	4.0	0.63	8.17	-	4.40	-0.40
水电燃料	4.6	2.49	8.18	-	5.34	-0.74
小计：居住	10.2	20.29	20.98	10.7	20.63	-10.43
家庭（家政）服务	0.4	1.27	0.33	4.40	0.80	-0.40
交通	13.0	9.86	10.25	11.72	10.05	2.95
通信	3.6	1.88	4.19	-	3.03	0.57
教育	9.5	1.92	3.13	9.11	2.52	6.98
文化和娱乐	3.7	5.32	11.57	7.41	8.44	-4.74
医疗保健	8.5	18.08	5.33	8.66	11.71	-3.21

资料来源：Wind，华安证券研究所。注：1.因口径差异，未在韩国居民消费中找到居住支出细项。2.数据均为最近可得年份数据。



# 从发达国家发展历程来看，医疗保健、文化和娱乐支出占比提升或维持高位

➤从发达国家发展历程来看，医疗保健、文化和娱乐支出占比提升或维持高位。选取人均GDP与我国当前相似年份（1.3-1.4万美元）作为起点，观察发达国家服务消费结构的演变，可发现医疗保健、文化和娱乐是“升级”方向：①医疗保健领域的占比提升尤为显著，美国从1981年11.0%升至2024年的18.08%，日本也从2000年的3.79%升至2024年的5.33%；②文化和娱乐领域，美国居民消费占比提升，日本虽略有回落、但起点本身处于较高水平。对比来看，同期交通、水电燃料等行业的消费占比多呈现回落。故，从支出法（居民消费）角度看，我国在医疗保健、文化和娱乐支出两个行业具有发展潜力。

从国际发达国家自身发展来看，医疗保健占比明显提升，文化和娱乐支出提升或维持高位

GDP行业类别	美国			日本		
	1981年	2024年	变动	2000年	2024年	变动
餐饮服务	6.6	6.71	0.1	5.35	5.34	0.0
房租	15.1	17.16	2.0	5.34	4.63	-0.7
房屋维修	0.8	0.63	-0.2	8.38	8.17	-0.2
水电燃料	4.0	2.49	-1.5	7.26	8.18	0.9
家庭（家政）服务	1.0	1.27	0.3	0.35	0.33	0.0
交通	13.7	9.86	-3.8	9.53	10.25	0.7
通信	2.0	1.88	-0.1	3.43	4.19	0.8
教育	1.4	1.92	0.5	4.04	3.13	-0.9
文化和娱乐	3.2	5.32	2.1	12.42	11.57	-0.8
医疗保健	11.0	18.08	7.1	3.79	5.33	1.5
合计	58.9	65.32	6.4	59.89	61.12	1.2

资料来源：Wind，华安证券研究所。注：1.因口径差异，未在日本GDP中找到与文化娱乐直接对应项。2.对比年份为人均GDP约1.3-1.4万美元年份，日本因早期数据不可得，故替换为数据可得的2000年。

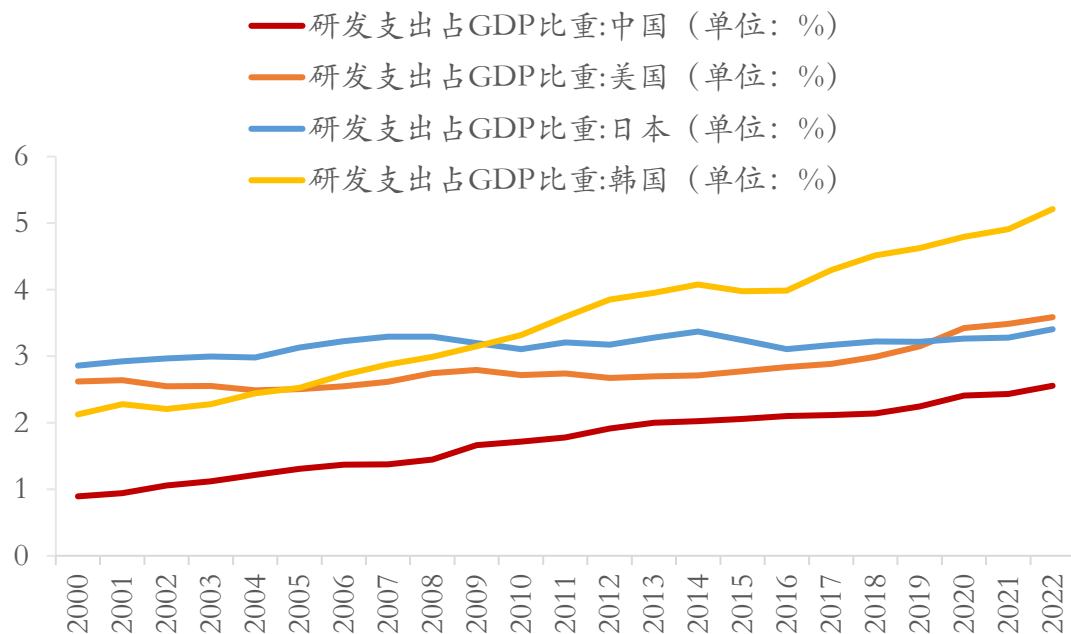




## 生产法视角下的服务业发展机会（1）——科学技术服务

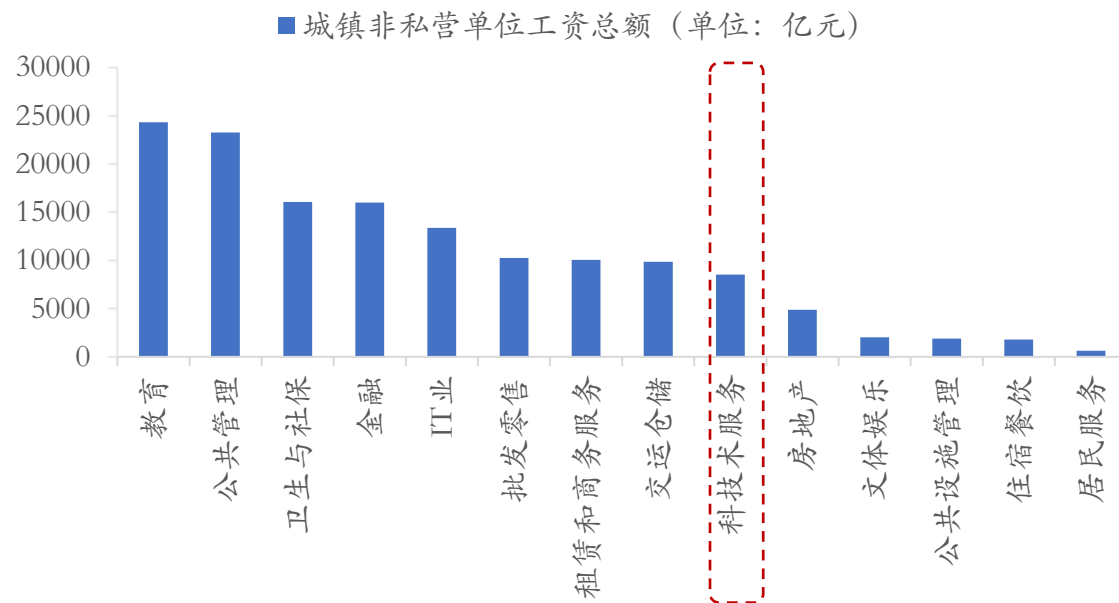
►我国科研投入有较大提升空间。从生产法（行业GDP）视角看，科学技术服务是当前我国服务业的核心发展机会之一，党中央在明确“十五五”时期发展目标时也强调“科技自立自强水平大幅提高”。①从国际比较看，近年来我国研发支出占GDP比重虽呈稳步上升趋势，但对比美、日、韩等经济体仍有明显差距，这意味着我国后续科研投入的扩容空间较大。②从国内服务业横向比较看，当前科技服务业在我国第三产业细分行业中，工资总额排名处于中等偏后位置，也表明后续行业规模扩大、人才引进与带动居民收入的潜在空间广阔。

我国研发支出占GDP比重仍有抬升空间



资料来源：Wind，华安证券研究所。

在第三产业中，科技服务业工资总额排名中等偏后



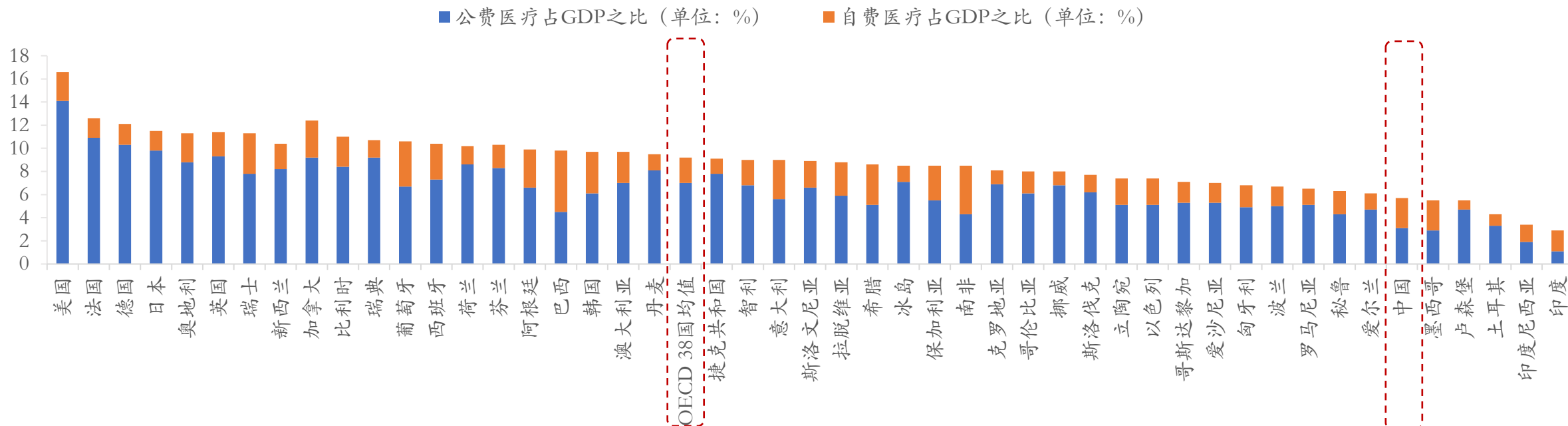
资料来源：Wind，华安证券研究所。



## 生产法视角下的服务业发展机会（2）——社会保障

▶ 当前我国社会保障体系有待进一步完善。以医保为例，从医疗费用占GDP之比的国际比较看，我国医疗费用仅占GDP的5.7%，在OECD统计的38国中排名倒数第6，显著低于OECD统计的38国均值9.2%，远低于美国、日本、韩国等发达经济体。因而，整体上我国在社会保障领域仍有较大的扩容与完善空间，对应基本公共服务供给增加与体系完善，在改善民生的同时，进一步推动相关行业GDP扩张。

我国医疗费用占GDP之比还有较大提升空间



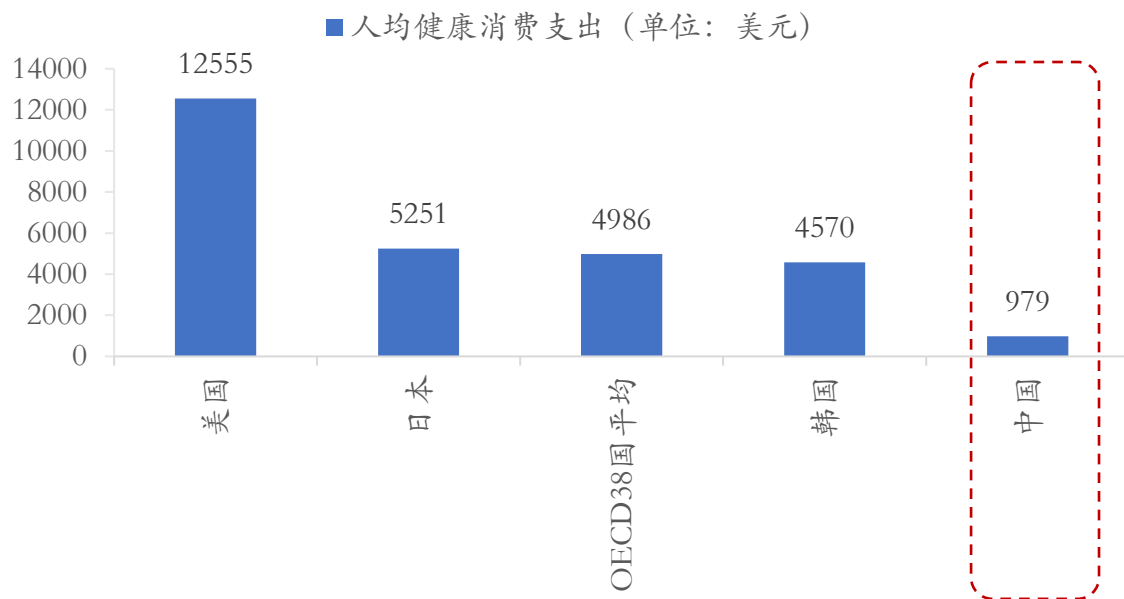
资料来源：《Health at a Glance: 2023 OECD Indicators》，华安证券研究所。注：数据为OECD报告发布年份最近可得数据，且部分国家为OECD估算值。



## 生产法&支出法视角下的服务业发展机会——医疗保健

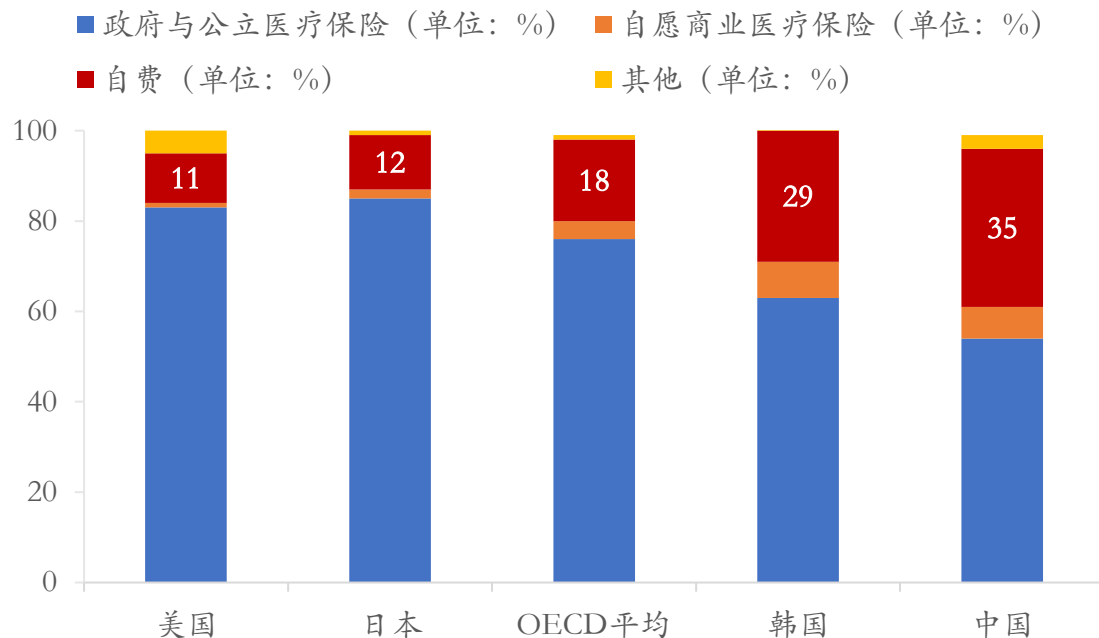
从生产法与支出法双重视角看，我国医药卫生行业发展均具有较大潜力。特别是随着经济社会发展，居民对于健康的追求“无止境”“无上限”，因而医疗保健在未来我国服务业发展中的重要性不言而喻。具体来看，当前我国人均健康消费支出与OECD典型国家存在明显差距，美国、日本、韩国的人均健康消费支出分别达12555美元、5251美元、4500美元，而我国仅为979美元、较OECD统计的38国平均值（4986美元）还有近5倍的提升空间和扩容潜力。同时，结合前述对于社会保障的潜力分析，当前我国居民医疗支出的结构也待优化，主要是当前我国医疗支出中自费占比过高（35%），OECD统计的38国平均水平仅18%，这意味着医药健康行业发展可与医疗保障体系完善同步推进，在加大医保支持力度的同时，实现居民医疗消费的整体扩容。

### 我国人均健康消费支出低于OECD国家平均水平



资料来源：《Health at a Glance: 2023 OECD Indicators》，华安证券研究所。

### 我国居民医疗支出中自费占比偏高



资料来源：《Health at a Glance: 2023 OECD Indicators》，华安证券研究所。

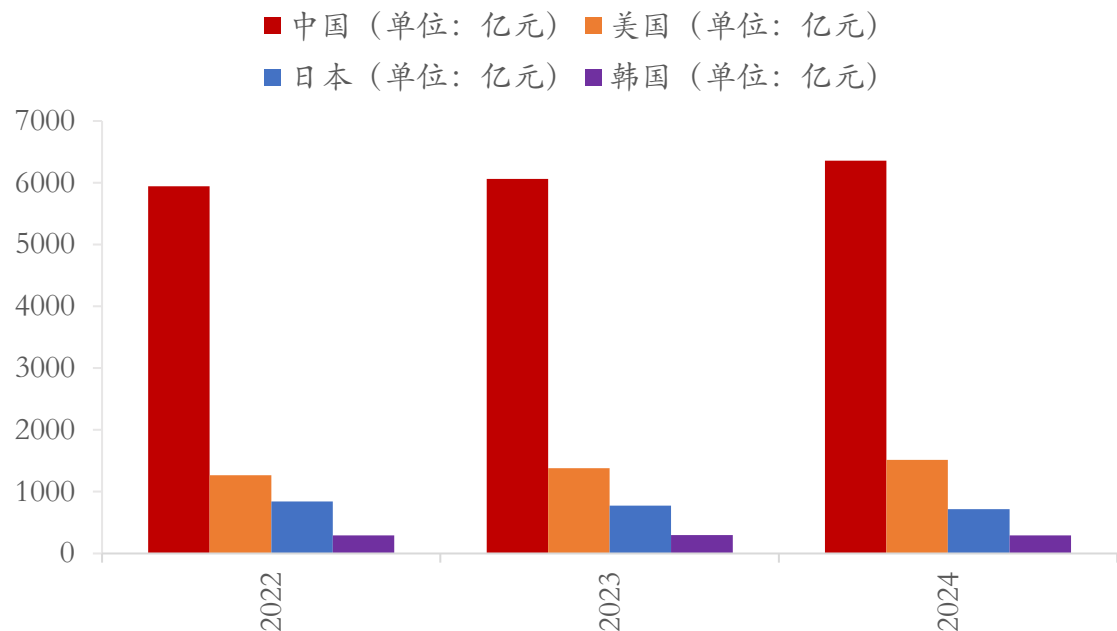


## 支出法视角下的服务业发展机会：文体娱乐（1）——电影行业

➤从支出法视角看，文体娱乐是我国服务业的潜力发展领域之一。但文体娱乐涵盖行业范围较广，不同细分行业的成熟度存在差异，不宜一概而论。例如，当前我国移动端游戏市场规模已处于全球领先地位，显著超过美、日、韩等经济体，行业发展相对成熟。从具体行业横向比较看，可重点关注更具潜力的电影、体育、旅游等细分领域。

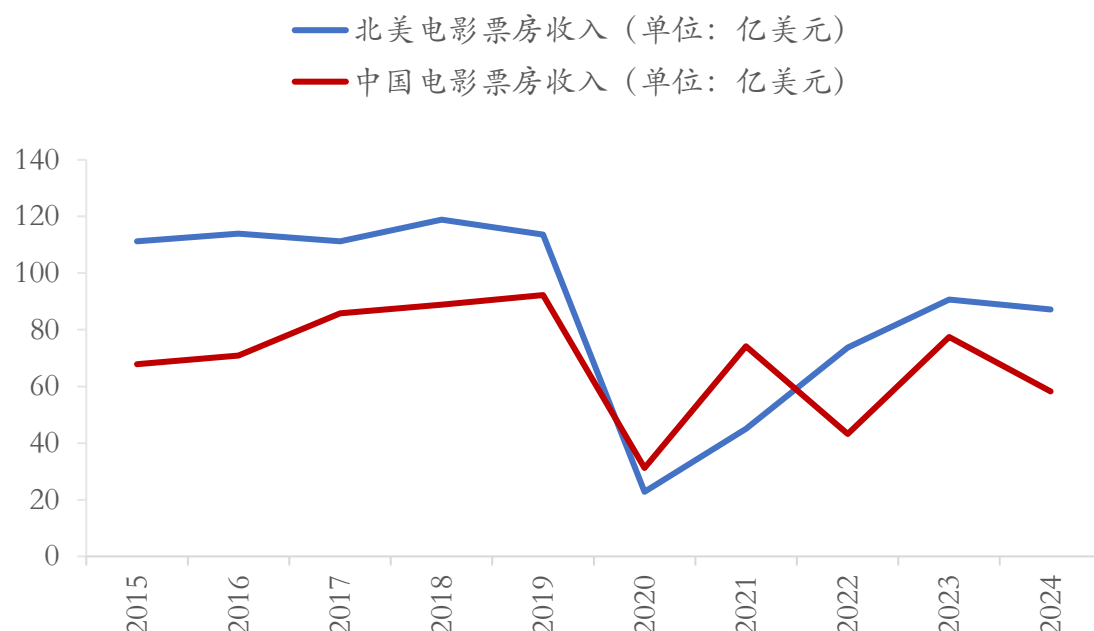
➤①电影行业。当前我国电影票房尚未恢复至疫情前水平，同时疫情前我国电影票房整体上与北美电影票房差距缩小，但2024年差距反而有所扩大。这既反映出行业当前仍处于修复阶段，也意味着随着消费场景进一步复苏、内容供给持续优化，电影行业具备明显的需求释放与规模提升空间。2025年初，国内某热门电影在全球范围内票房收入升至前十，也表明国内电影市场具备较大的潜力。

### 我国移动端游戏市场规模全球领先



资料来源：伽马数据《2024全球移动游戏市场企业竞争力报告》，华安证券研究所。

### 我国电影票房低于疫情前水平，较北美差距扩大



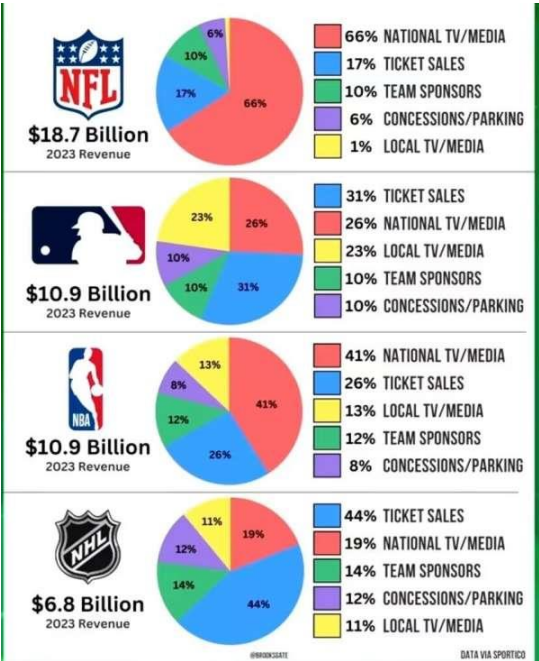
资料来源：Wind，华安证券研究所。



## 支出法视角下的服务业发展机会：文体娱乐（2）——体育行业

➤②体育行业。一方面，以国际成熟市场为例，美国四大体育赛事（NFL、MLB、NBA、NHL）均实现了较高的营业收入，包括电视转播、门票、赛事赞助等，其中NFL在2023年营收约180亿美元，体现出成熟体育赛事具备较强的商业价值。另一方面，从国内实践来看，“苏超”等地方足球赛事已展现出对消费的强带动作用，可覆盖门票、交通、住宿、餐饮等多类消费场景，据国内学者估算“苏超”赛事合计带动外地与本地观众的消费规模接近10亿元。因此，体育赛事具有较强的消费联动效应，当前国内体育行业商业化以及消费带动潜力尚有较大的释放空间。

美国四大体育赛事带来了较大的营业收入



资料来源：虎扑体育，华安证券研究所。

“苏超”赛事对消费具有较强的带动作用

消费内容	外地观众 (万元)	本地观众 (万元)	合计 (万元)
比赛门票	1675.5	2457.9	4133.4
交通运输	12717.9	608.3	13326.3
住宿	8709.5	3867.6	12577.1
餐饮	14787.4	6890.1	21677.6
赛事周边	6423.3	6650.9	13074.2
文化娱乐	5806.4	8371.2	14177.6
景区观光	8152.4	1967.3	10119.7
其他	2421.0	4933.8	7354.8
合计	60063.5	37547.1	97610.6

资料来源：娄虎等著《省域体育赛事消费主体经济拉动效应的量化评估—江苏省城市足球联赛实证研究》（2025），华安证券研究所。

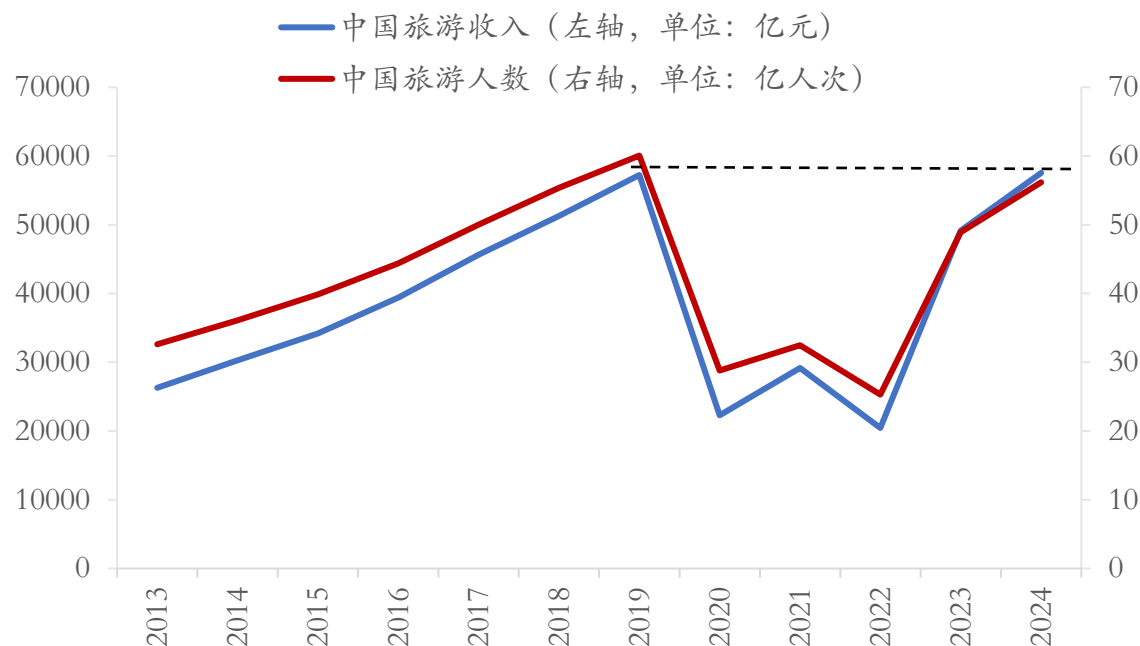




## 支出法视角下的服务业发展机会：文体娱乐（3）——旅游业

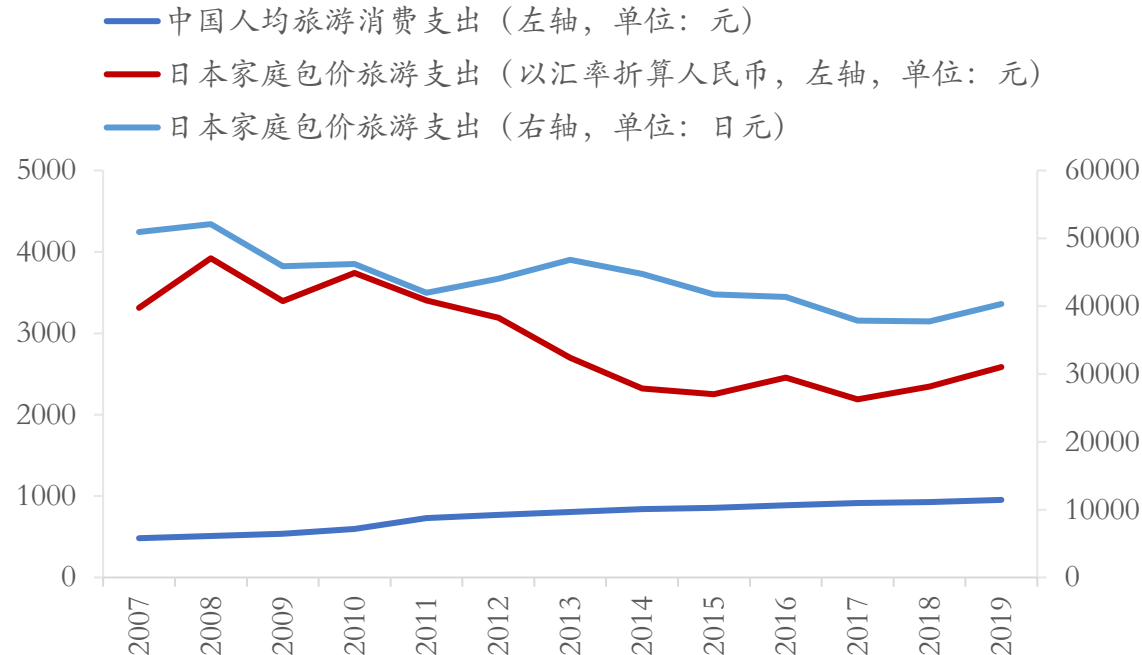
➤③旅游业。一方面，我国旅游业受疫情冲击后缓慢修复，收入在2024年才刚刚恢复至疫情前的水平、旅游人数仍低于疫情前。这意味着行业经历前期冲击后，有望重新进入规模扩张的起点。另一方面，从国际消费对比的维度看，我国居民旅游消费具有较大的提升空间。2019年（疫情前），我国人均旅游消费支出相比日本家庭的包价旅游支出（按汇率折算为人民币后）仍有翻倍增长的空间。据三方机构Talker Research对2000名美国消费者调研报告显示，美国消费者年均出行2.5次，旅行支出近3500美元。

### 我国旅游收入2024年恢复至疫情前、旅游人数低于疫情前



资料来源：Wind，华安证券研究所。

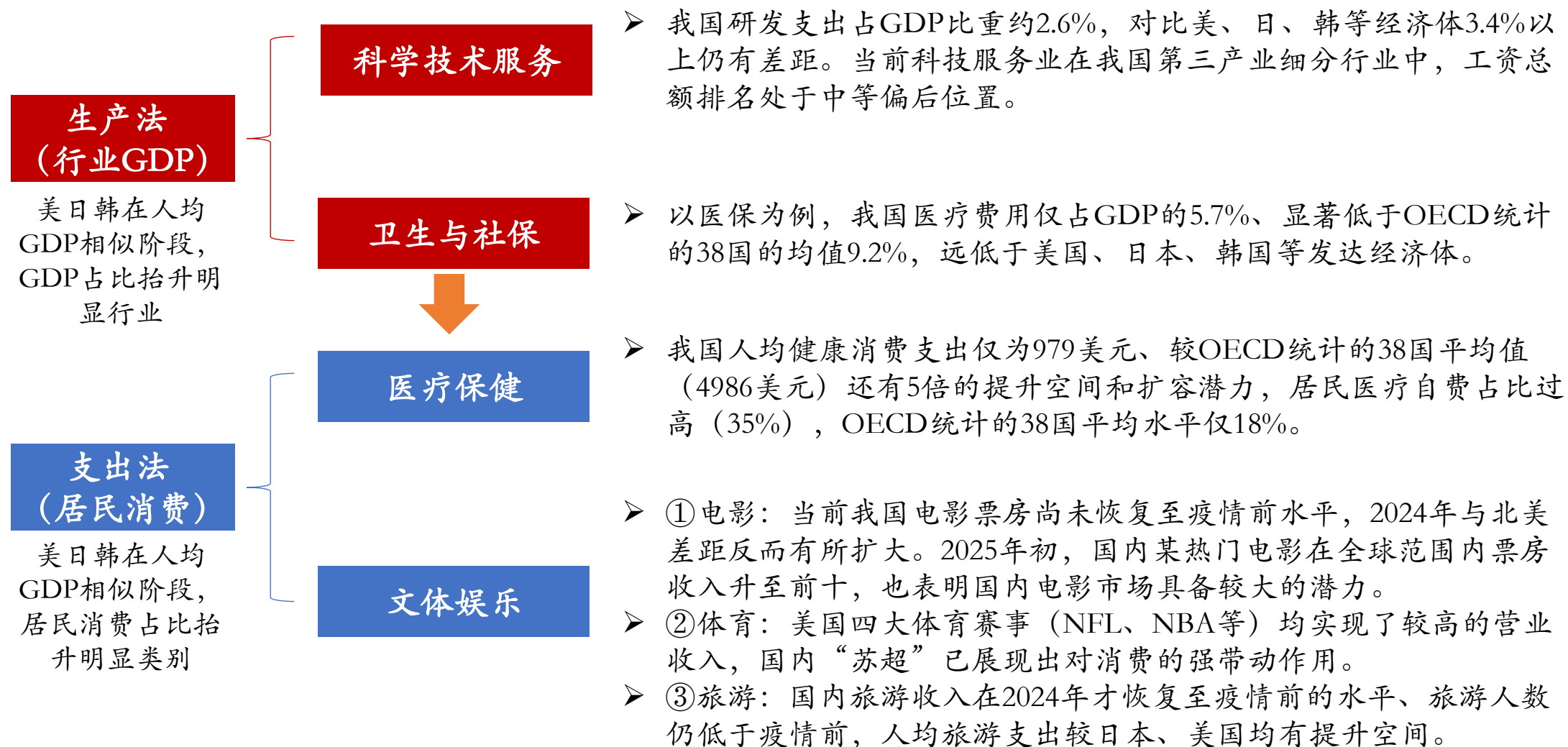
### 相比于发达国家，我国居民旅游消费支出还有提升空间



资料来源：Wind，华安证券研究所。



## 专题小结：未来我国服务业可重点关注科技、社保、医疗保健、文体娱乐





# 目录

1

增长：从投资到消费的渐进变化

- 专题：他山之石，服务消费潜力空间在哪？

2

政策：未来与当下的有机结合

3

盈利：渐行渐强的基本面支撑

4

配置：从预期到盈利的显著切换

- 专题：以史为鉴，第一阶段行情行至何处？



## “十五五” 规划建议：“主要目标”的实现需要稳定的增速

制定“十五五”目标的主要考虑：锚定到2035年我国发展的总体目标，科学制定阶段性目标任务。——丁薛祥在《人民日报》上的署名文章《“十五五”时期经济社会发展的主要目标》（2025-11-04）

- ①高质量发展取得显著成效，经济增长保持在合理区间，居民消费率明显提高。
- ②科技自立自强水平大幅提高，重点领域关键核心技术快速突破，科技创新和产业创新深度融合。
- ③进一步全面深化改革取得新突破，社会主义市场经济体制更加完善，高水平对外开放体制机制更加健全。
- ④社会文明程度明显提升，文化自信更加坚定，国家软实力持续提高。
- ⑤人民生活品质不断提高，高质量充分就业取得新进展，基本公共服务均等化水平明显提升。
- ⑥美丽中国建设取得新的重大进展，碳达峰目标如期实现，主要污染物排放总量持续减少。
- ⑦国家安全屏障更加巩固，重点领域风险得到有效防范化解。

- ✓ 在此基础上再奋斗五年，**到二〇三五年实现我国经济实力、科技实力、国防实力、综合国力和国际影响力大幅跃升，人均国内生产总值达到中等发达国家水平**，人民生活更加幸福美好，基本实现社会主义现代化。

如何理解到二〇三五年我国人均国内生产总值达到中等发达国家水平”——党的二十届四中全会《建议》学习辅导百问

- ✓ ①人均GDP达到中等发达国家水平是基本实现社会主义现代化的重要标志。党的十九大提出2035年基本实现社会主义现代化，比原先“三步走”战略设想提前了15年。
- ✓ ②合理界定“中等发达国家水平”。IMF标准包括人均GDP、人类发展指数（HDI）等。决策层认为，应当按2020年提出达到中等发达国家水平时的标准，**将人均GDP超过发达国家门槛（2万美元以上）、实现2035年人均GDP比2020年翻一番（2020年不变价）**作为标准。
- ✓ ③有条件实现中等发达国家水平目标。考虑总人口预计到2035年将年均减少0.2%左右，“十五五”和“十六五”**GDP需要年均增长4.17%**。





# “十五五”规划具体指标的可能性变化：与“十四五”、“十三五”相比

## 可能性变化：

- ①经济增长保持在合理区间
- ②全要素生产率稳步提升
- ③居民消费率明显提高

基础研究和原始创新能力显著增强

“投资于人”高质量充分就业取得新进展，居民收入增长和经济增长同步、劳动报酬提高和劳动生产率提高同步

碳达峰目标如期实现

专栏1 “十四五”时期经济社会发展主要指标

类别	指标	2020 年	2025 年	年均/累计	属性
经济发展	1.国内生产总值（GDP）增长（%）	2.3	—	保持在合理区间、各年度视情提出	预期性
	2.全员劳动生产率增长（%）	2.5	—	高于 GDP 增长	预期性
	3.常住人口城镇化率（%）	60.6*	65	—	预期性
创新驱动	4.全社会研发经费投入增长（%）	—	—	>7、力争投入强度高于“十三五”时期实际	预期性
	5.每万人口高价值发明专利拥有量（件）	6.3	12	—	预期性
	6.数字经济核心产业增加值占 GDP 比重（%）	7.8	10	—	预期性
民生福祉	7.居民人均可支配收入增长（%）	2.1	—	与 GDP 增长基本同步	预期性
	8.城镇调查失业率（%）	5.2	—	<5.5	预期性
	9.劳动年龄人口平均受教育年限（年）	10.8	11.3	—	约束性
	10.每千人口拥有执业（助理）医师数（人）	2.9	3.2	—	预期性
	11.基本养老保险参保率（%）	91	95	—	预期性
	12.每千人口拥有 3 岁以下婴幼儿托位数（个）	1.8	4.5	—	预期性
绿色生态	13.人均预期寿命（岁）	77.3*	—	[1]	预期性
	14.单位 GDP 能源消耗降低（%）	—	—	[13.5]	约束性
	15.单位 GDP 二氧化碳排放降低（%）	—	—	[18]	约束性
	16.地级及以上城市空气质量优良天数比率（%）	87	87.5	—	约束性
安全保障	17.地表水达到或好于Ⅲ类水体比例（%）	83.4	85	—	约束性
	18.森林覆盖率（%）	23.2*	24.1	—	约束性
安全保障	19.粮食综合生产能力（亿吨）	—	>6.5	—	约束性
	20.能源综合生产能力（亿吨标准煤）	—	>46	—	约束性

注：①〔〕内为 5 年累计数。②带\*的为 2019 年数据。③能源综合生产能力指煤炭、石油、天然气、非化石能源生产能力之和。④2020 年地级及以上城市空气质量优良天数比率和地表水达到或好于Ⅲ类水体比例指标值受新冠肺炎疫情等因素影响，明显高于正常年份。⑤2020 年全员劳动生产率增长 2.5%为预计数。

专栏2 “十三五”时期经济社会发展主要指标

专栏2 “十三五”时期经济社会发展主要指标

指标		2015 年	2020 年	年均增速 [累计]	属性
➤ 经济发展					
(1) 国内生产总值（GDP）（万亿元）		67.7	>92.7	>6.5%	预期性
(2) 全员劳动生产率（万元/人）		8.7	>12	>6.6%	预期性
(3) 城镇化率	常住人口城镇化率（%）	56.1	60	[3.9]	预期性
	户籍人口城镇化率（%）	39.9	45	[5.1]	
(4) 服务业增加值比重（%）		50.5	56	[5.5]	预期性
➤ 创新驱动					
(5) 研究与试验发展经费投入强度（%）		2.1	2.5	[0.4]	预期性
(6) 每万人口发明专利拥有量（件）		6.3	12	[5.7]	预期性
(7) 科技进步贡献率（%）		55.3	60	[4.7]	预期性
(8) 互联网普及率	固定宽带家庭普及率（%）	40	70	[30]	预期性
	移动宽带用户普及率（%）	57	85	[28]	
➤ 民生福祉					
(9) 居民人均可支配收入增长（%）		-	-	>6.5	预期性
(10) 劳动年龄人口平均受教育年限（年）		10.23	10.8	[0.57]	约束性
(11) 城镇新增就业人数（万人）		-	-	[>5000]	预期性
(12) 农村贫困人口脱贫（万人）		-	-	[5575]	约束性
(13) 基本养老保险参保率（%）		82	90	[8]	预期性
(14) 城镇棚户区住房改造（万套）		-	-	[2000]	约束性
(15) 人均预期寿命（岁）		-	-	[1]	预期性
➤ 资源环境					
(16) 耕地保有量（亿亩）		18.65	18.65	[0]	约束性
(17) 新增建设用地规模（万亩）		-	-	[<3256]	约束性
(18) 万元 GDP 用水量下降（%）		-	-	[23]	约束性
(19) 单位 GDP 能源消耗降低（%）		-	-	[15]	约束性
(20) 非化石能源占一次能源消费比重（%）		12	15	[3]	约束性
(21) 单位 GDP 二氧化碳排放降低（%）		-	-	[18]	约束性
(22) 森林发展	森林覆盖率（%）	21.66	23.04	[1.38]	约束性
	森林蓄积量（亿立方米）	151	165	[14]	
(23) 空气质量	地级及以上城市空气质量优良天数比率（%）	76.7	>80	-	约束性
	细颗粒物（PM <sub>2.5</sub> ）未达标地级及以上城市浓度下降（%）	-	-	[18]	
(24) 地表水质量	达到或好于Ⅲ类水体比例（%）	66	>70	-	约束性
	劣Ⅴ类水体比例（%）	9.7	<5	-	
(25) 主要污染物排放总量减少（%）	化学需氧量	-	-	[10]	约束性
	氨氮	-	-	[10]	
	二氧化硫	-	-	[15]	
	氮氧化物	-	-	[15]	

注：①GDP、全员劳动生产率增速按可比价计算，绝对数按 2015 年不变价计算。②[ ]内为 5 年累计数。③PM<sub>2.5</sub>未达标指年均值超过 35 微克/立方米。

注：①GDP、全员劳动生产率增速按可比价计算，绝对数按 2015 年不变价计算。②〔〕内为 5 年累计数。③PM<sub>2.5</sub>未达标指年均值超过 35 微克/立方米。





# 五年规划对年度工作的指引意义

首次发生变化

专栏1 “十四五”时期经济社会发展主要指标					
类别	指标	2020年	2025年	年均/累计	属性
经济发展	1.国内生产总值（GDP）增长（%）	2.3	—	保持在合理区间、各年度视情提出	预期性
	2.全员劳动生产率增长（%）	2.5	—	高于GDP增长	预期性
	3.常住人口城镇化率（%）	60.6*	65	—	预期性
创新驱动	4.全社会研发经费投入增长（%）	—	—	>7、力争投入强度高于“十三五”时期实际	预期性
	5.每万人口高价值发明专利拥有量（件）	6.3	12	—	预期性
	6.数字经济核心产业增加值占GDP比重（%）	7.8	10	—	预期性
民生福祉	7.居民人均可支配收入增长（%）	2.1	—	与GDP增长基本同步	预期性
	8.城镇调查失业率（%）	5.2	—	<5.5	预期性
	9.劳动年龄人口平均受教育年限（年）	10.8	11.3	—	约束性
	10.每千人口拥有执业（助理）医师数（人）	2.9	3.2	—	预期性
	11.基本养老保险参保率（%）	91	95	—	预期性
	12.每千人口拥有3岁以下婴幼儿托位数（个）	1.8	4.5	—	预期性
	13.人均预期寿命（岁）	77.3*	—	[1]	预期性
绿色生态	14.单位GDP能源消耗降低（%）	—	—	[13.5]	约束性
	15.单位GDP二氧化碳排放降低（%）	—	—	[18]	约束性
	16.地级及以上城市空气质量优良天数比率（%）	87	87.5	—	约束性
	17.地表水达到或好于Ⅲ类水体比例（%）	83.4	85	—	约束性
	18.森林覆盖率（%）	23.2*	24.1	—	约束性
安全保障	19.粮食综合生产能力（亿吨）	—	>6.5	—	约束性
	20.能源综合生产能力（亿吨标准煤）	—	>46	—	约束性

注：①〔〕内为5年累计数。②带\*的为2019年数据。③能源综合生产能力指煤炭、石油、天然气、非化石能源生产能力之和。④2020年地级及以上城市空气质量优良天数比率和地表水达到或好于Ⅲ类水体比例指标值受新冠肺炎疫情等因素影响，明显高于正常年份。⑤2020年全员劳动生产率增长2.5%为预计数。

专栏2 “十三五”时期经济社会发展主要指标					
指标		2015年	2020年	年均增速 [累计]	属性
➤ 经济发展					
(1) 国内生产总值（GDP）（万亿元）		67.7	>92.7	>6.5%	预期性
(2) 全员劳动生产率（万元/人）		8.7	>12	>6.6%	预期性
(3) 城镇化率	常住人口城镇化率（%）	56.1	60	[3.9]	预期性
	户籍人口城镇化率（%）	39.9	45	[5.1]	预期性
(4) 服务业增加值比重（%）		50.5	56	[5.5]	预期性
➤ 创新驱动					
(5) 研究与试验发展经费投入强度（%）		2.1	2.5	[0.4]	预期性
(6) 每万人口发明专利拥有量（件）		6.3	12	[5.7]	预期性
(7) 科技进步贡献率（%）		55.3	60	[4.7]	预期性
(8) 互联网普及率	固定宽带家庭普及率（%）	40	70	[30]	预期性
	移动宽带用户普及率（%）	57	85	[28]	预期性
➤ 民生福祉					
(9) 居民人均可支配收入增长（%）		-	-	>6.5	预期性
(10) 劳动年龄人口平均受教育年限（年）		10.23	10.8	[0.57]	约束性
(11) 城镇新增就业人数（万人）		-	-	[>5000]	预期性
(12) 农村贫困人口脱贫（万人）		-	-	[5575]	约束性
(13) 基本养老保险参保率（%）		82	90	[8]	预期性
(14) 城镇棚户区住房改造（万套）		-	-	[2000]	约束性
(15) 人均预期寿命（岁）		-	-	[1]	预期性
➤ 资源环境					
(16) 耕地保有量（亿亩）		18.65	18.65	[0]	约束性
(17) 新增建设用地规模（万亩）		-	-	[<3256]	约束性
(18) 万元 GDP 用水量下降（%）		-	-	[23]	约束性
(19) 单位 GDP 能源消耗降低（%）		-	-	[15]	约束性
(20) 非化石能源占一次能源消费比重（%）		12	15	[3]	约束性
(21) 单位 GDP 二氧化碳排放降低（%）		-	-	[18]	约束性
(22) 森林发展	森林覆盖率（%）	21.66	23.04	[1.38]	约束性
	森林蓄积量（亿立方米）	151	165	[14]	约束性
(23) 空气质量	地级及以上城市空气质量优良天数比例（%）	76.7	>80	-	约束性
	细颗粒物（PM <sub>2.5</sub> ）未达标地级及以上城市浓度下降（%）	-	-	[18]	约束性
(24) 地表水质量	达到或好于Ⅲ类水体比例（%）	66	>70	-	约束性
	劣Ⅴ类水体比例（%）	9.7	<5	-	约束性
(25) 主要污染物排放总量减少（%）	化学需氧量	-	-	[10]	约束性
	氨氮	-	-	[10]	
	二氧化硫	-	-	[15]	
	氮氧化物	-	-	[15]	
注：①GDP、全员劳动生产率增速按可比价计算，绝对数按2015年不变价计算。②〔〕内为5年累计数。③PM <sub>2.5</sub> 未达标指年均值超过35微克/立方米。					

专栏 2 “十二五”时期经济社会发展主要指标				
指 标	2010 年	2015 年	年均增长(%)	属性
经济发展				
国内生产总值(万亿元)	39.8	55.8	7	预期性
服务业增加值比重(%)	43	47	[4]	预期性
城镇化率(%)	47.5	51.5	[4]	预期性
科技教育				
九年义务教育巩固率(%)	89.7	93	[3.3]	约束性
高中阶段教育毛入学率(%)	82.5	87	[4.5]	预期性
研究与试验发展经费支出占国内生产总值比重(%)	1.75	2.2	[0.45]	预期性
每万人口发明专利拥有量(件)	1.7	3.3	[1.6]	预期性
资源环境				
耕地保有量(亿亩)	18.18	18.18	[0]	约束性
单位工业增加值用水量降低(%)			[30]	约束性
农业灌溉用水有效利用系数	0.5	0.53	[0.03]	预期性
非化石能源占一次能源消费比重(%)	8.3	11.4	[3.1]	约束性
单位国内生产总值能源消耗降低(%)			[16]	约束性
单位国内生产总值二氧化碳排放降低(%)			[17]	约束性
主要污染物排放 总量减少(%)	化学需氧量		[8]	约束性
	二氧化硫		[8]	
	氨氮		[10]	
	氮氧化物		[10]	
森林增长	20.36	21.66	[1.3]	约束性
	森林覆盖率(%)	137	143	[6]
人民生活				
城镇居民人均可支配收入(元)	19109	>26810	>7	预期性
农村居民人均纯收入(元)	5919	>8310	>7	预期性
城镇登记失业率(%)	4.1	< 5		预期性
城镇新增就业人数(万人)			[4500]	预期性
城镇参加基本养老保险人数(亿人)	2.57	3.57	[1]	约束性
城乡三项基本医疗保险参保率(%)			[3]	约束性
城镇保障性安居工程建设(万套)			[3600]	约束性
全国总人口(万人)	134100	< 139000	< 7.2%	约束性
人均预期寿命(岁)	73.5	74.5	[1]	预期性
注：①国内生产总值和城乡居民收入绝对数按 2010 年价格计算，增长速度按可比价格计算；②[ ]内为五年累计数；③城乡三项基本医疗保险参保率指年末参加城镇职工基本医疗保险、城镇居民基本医疗保险和新型农村合作医疗的总人数与年末全国总人口之比；④城乡居民收入增长按照不低于国内生产总值增长预期目标确定，在实施中要努力实现和经济发展同步。				

资料来源：“十五五”规划建议稿、“十四五”规划与2035年远景目标、“十三五”规划，华安证券研究所整理。



# “十五五”规划：关注“现代产业体系”和“对外开放”位置的变化

➤ 两大核心变化：现代化产业体系排序靠前（排在科技自立自强之前）、对外开放位置大幅提前。

## “十五五”建议稿（2025）

- 一、“十五五”时期是基本实现社会主义现代化的关键时期
- 二、“十五五”时期经济社会发展的指导方针和主要目标
- **三、建设现代化产业体系，巩固壮大实体经济根基**
- 四、**加快高水平科技自立自强，引领发展新质生产力**
- 五、**建设强大国内市场，加快构建新发展格局**
- 六、**加快构建高水平社会主义市场经济体制，增强高质量发展动力**
- **七、扩大高水平对外开放，开创合作共赢新局面**
- 八、加快农业农村现代化，扎实推进乡村全面振兴
- 九、优化区域经济布局，促进区域协调发展
- 十、激发全民族文化创新创造活力，繁荣发展社会主义文化
- 十一、加大保障和改善民生力度，扎实推进全体人民共同富裕
- 十二、加快经济社会发展全面绿色转型，建设美丽中国
- 十三、推进国家安全体系和能力现代化，建设更高水平平安中国
- 十四、如期实现建军一百年奋斗目标，高质量推进国防和军队现代化
- 十五、全党全国各族人民团结起来为实现“十五五”规划而奋斗

## “十四五”规划（2021）

- 第一篇 开启全面建设社会主义现代化国家新征程
- 第二篇 **坚持创新驱动发展 全面塑造发展新优势**
- 第三篇 **加快发展现代产业体系 巩固壮大实体经济根基**
- 第四篇 **形成强大国内市场 构建新发展格局**
- 第五篇 加快数字化发展 建设数字中国
- 第六篇 **全面深化改革 构建高水平社会主义市场经济体制**
- 第七篇 坚持农业农村优先发展 全面推进乡村振兴
- 第八篇 完善新型城镇化战略 提升城镇化发展质量
- 第九篇 优化区域经济布局 促进区域协调发展
- 第十篇 发展社会主义先进文化 提升国家文化软实力
- 第十一篇 推动绿色发展 促进人与自然和谐共生
- **第十二篇 实行高水平对外开放 开拓合作共赢新局面**
- 第十三篇 提升国民素质 促进人的全面发展
- 第十四篇 增进民生福祉 提升共建共治共享水平
- 第十五篇 统筹发展和安全 建设更高水平的平安中国
- 第十六篇 加快国防和军队现代化 实现富国和强军相统一
- 第十七篇 加强社会主义民主法治建设 健全党和国家监督制度
- 第十八篇 坚持“一国两制”推进祖国统一
- 第十九篇 加强规划实施保障

## “十三五”规划（2016）

- 第一篇 指导思想、主要目标和发展理念
- 第二篇 **实施创新驱动发展战略**
- 第三篇 **构建发展新体制**
- 第四篇 推进农业现代化
- 第五篇 **优化现代产业体系**
- 第六篇 拓展网络经济空间
- 第七篇 构筑现代基础设施网络
- 第八篇 推进新型城镇化
- 第九篇 推动区域协调发展
- 第十篇 加快改善生态环境
- **第十一篇 构建全方位开放新格局**
- 第十二篇 深化内地和港澳、大陆和台湾地区合作发展
- 第十三篇 全力实施脱贫攻坚
- 第十四篇 提升全民教育和健康水平
- 第十五篇 提高民生保障水平
- 第十六篇 加强社会主义精神文明建设
- 第十七篇 加强和创新社会治理
- 第十八篇 加强社会主义民主法治建设
- 第十九篇 统筹经济建设和国防建设
- 第二十篇 强化规划实施保障





# “十五五”规划：“对外开放”的排序变化可参考“创新驱动”的变化

➤ 创新是引领发展的第一动力。必须把创新摆在国家发展全局的核心位置……让创新贯穿党和国家一切工作，让创新在全社会蔚然成风。

## “十四五”规划（2021）

- 第一篇 开启全面建设社会主义现代化国家新征程
- **第二篇 坚持创新驱动发展 全面塑造发展新优势**
- 第三篇 加快发展现代产业体系 巩固壮大实体经济根基
- 第四篇 形成强大国内市场 构建新发展格局
- 第五篇 加快数字化发展 建设数字中国
- 第六篇 全面深化改革 构建高水平社会主义市场经济体制
- 第七篇 坚持农业农村优先发展 全面推进乡村振兴
- 第八篇 完善新型城镇化战略 提升城镇化发展质量
- 第九篇 优化区域经济布局 促进区域协调发展
- 第十篇 发展社会主义先进文化 提升国家文化软实力
- 第十一篇 推动绿色发展 促进人与自然和谐共生
- 第十二篇 实行高水平对外开放 开拓合作共赢新局面
- 第十三篇 提升国民素质 促进人的全面发展
- 第十四篇 增进民生福祉 提升共建共治共享水平
- 第十五篇 统筹发展和安全 建设更高水平的平安中国
- 第十六篇 加快国防和军队现代化 实现富国和强军相统一
- 第十七篇 加强社会主义民主法治建设 健全党和国家监督制度
- 第十八篇 坚持“一国两制” 推进祖国统一
- 第十九篇 加强规划实施保障

## “十三五”规划（2016）

- 第一篇 指导思想、主要目标和发展理念
- **第二篇 实施创新驱动发展战略**
- 第三篇 构建发展新体制
- 第四篇 推进农业现代化
- 第五篇 优化现代产业体系
- 第六篇 拓展网络经济空间
- 第七篇 构筑现代基础设施网络
- 第八篇 推进新型城镇化
- 第九篇 推动区域协调发展
- 第十篇 加快改善生态环境
- 第十一篇 构建全方位开放新格局
- 第十二篇 深化内地和港澳、大陆和台湾地区合作发展
- 第十三篇 全力实施脱贫攻坚
- 第十四篇 提升全民教育和健康水平
- 第十五篇 提高民生保障水平
- 第十六篇 加强社会主义精神文明建设
- 第十七篇 加强和创新社会治理
- 第十八篇 加强社会主义民主法治建设
- 第十九篇 统筹经济建设和国防建设
- 第二十篇 强化规划实施保障

“创新、协调、绿色、开放、共享”  
五大新发展理念

## “十二五”规划（2011）

- 第一篇 发展环境、指导思想和主要目标
- 第二篇 强农惠农加快社会主义新农村建设
- 第三篇 转型升级 提高产业核心竞争力
- 第四篇 营造环境推动服务业大发展
- 第五篇 优化格局 促进区域协调发展和城镇化健康发展
- 第六篇 绿色发展 建设资源节约型、环境友好型社会
- **第七篇 创新驱动 实施科教兴国战略和人才强国战略**
- 第八篇 改善民生 建立健全基本公共服务体系
- 第九篇 标本兼治 加强和创新社会管理
- 第十篇 传承创新 推动文化大发展大繁荣
- 第十一篇 改革攻坚 完善社会主义市场经济体制
- 第十二篇 互利共赢 提高对外开放水平
- 第十三篇 发展民主 推进社会主义政治文明建设
- 第十四篇 深化合作 建设中华民族共同家园
- 第十五篇 军民融合 加强国防和军队现代化建设
- 第十六篇 强化实施 实现宏伟发展蓝图

资料来源：“十五五”规划建议稿、“十四五”规划与2035年远景目标、“十三五”规划，华安证券研究所整理。



# 对外开放：服务业为抓手，“拓展双向投资”独立成章

## “十五五”建议稿

- (21) 积极扩大自主开放。对接国际高标准经贸规则，以**服务业为重点**扩大市场准入和开放领域……**加快推进区域和双边贸易投资协定进程**……**推进人民币国际化**，提升资本项目开放水平，建设自主可控的人民币跨境支付体系。推进全球经济金融治理改革。
- (22) 推动贸易创新发展。……**推动市场多元化和内外贸一体化**，优化升级货物贸易，拓展中间品贸易、绿色贸易，推动进出口平衡发展。大力发展服务贸易……**创新发展数字贸易**，有序扩大数字领域开放。
- (23) **拓展双向投资合作空间**。……**缩减外资准入负面清单**，促进外资境内再投资。健全外商投资服务保障体系，全面落实国民待遇，推进数据高效便利安全跨境流动，营造透明稳定可预期的制度环境。
- (24) 高质量共建“一带一路”。加强与共建国家战略对接……**完善立体互联互通网络布局**，**统筹推进重大标志性工程和“小而美”民生项目建设**。提升中欧（亚）班列发展水平。**加快西部陆海新通道建设**。深化贸易、投资、产业、人文务实合作，拓展绿色发展、人工智能、数字经济、卫生健康、旅游、农业等领域合作新空间。

## “十四五”规划

- 第四十章 建设更高水平开放型经济新体制。**加快推进制度型开放**……健全外商投资准入前国民待遇加负面清单管理制度，进一步缩减外资准入负面清单，**落实准入后国民待遇**，促进内外资企业公平竞争。提升对外开放平台功能，**完善自由贸易试验区布局，赋予其更大改革自主权**……初步建立中国特色自由贸易港政策和制度体系。……**构建陆海内外联动、东西双向互济的开放格局**。构筑与更高水平开放相匹配的监管和风险防控体系……**妥善应对经贸摩擦**。
- 第四十一章 推动共建“一带一路”高质量发展。推进战略、规划、机制对接，加强政策、规则、标准联通。……**推动与更多国家商签投资保护协定、避免双重征税协定等**，加强海关、税收、监管等合作，推动实施更高水平的通关一体化。……**以“六廊六路多国多港”为基本框架**，构建……**互联互通网络**，打造国际陆海贸易新通道。深化经贸投资务实合作……**拓展第三方市场合作，构筑互利共赢的产业链供应链合作体系**。……**架设文明互学互鉴桥梁**。
- 第四十二章 积极参与全球治理体系改革和建设。维护多边贸易体制，**积极参与世界贸易组织改革**……**提出更多中国倡议、中国方案**。……**实施自由贸易区提升战略**……优化自由贸易区布局……稳步推进亚太自贸区建设……积极考虑加入全面与进步跨太平洋伙伴关系协定。……**积极发展全球伙伴关系，推进大国协调和合作，深化同周边国家关系，加强同发展中国家团结合作**。

## “十三五”规划

- 第四十九章 完善对外开放战略布局
  - ✓ 第一节 完善对外开放区域布局
  - ✓ 第二节 深入推进国际产能和装备制造合作
  - ✓ 第三节 加快对外贸易优化升级
  - ✓ 第四节 提升利用外资和对外投资水平
- 第五十章 健全对外开放新体制
  - ✓ 第一节 营造优良营商环境
  - ✓ 第二节 完善境外投资管理体系
  - ✓ 第三节 **扩大金融业双向开放**
  - ✓ 第四节 强化对外开放服务保障
- 第五十一章 推进“一带一路”建设
  - ✓ 第一节 健全“一带一路”合作机制
  - ✓ 第二节 畅通“一带一路”经济走廊
  - ✓ 第三节 共创开放包容的人文交流新局面
- 第五十二章 积极参与全球经济治理
  - ✓ 第一节 维护多边贸易体制主渠道地位
  - ✓ 第二节 **强化区域和双边自由贸易体制建设**
  - ✓ 第三节 推动完善国际经济治理体系
- 第五十三章 积极承担国际责任和义务



# 对外开放：已经在快速推进中

➤ 稳步扩大**制度型**开放，维护多边贸易体制，拓展国际循环，**以开放促改革促发展**，与世界各国共享机遇、共同发展。

## 1 10月31日国常会 研究深化重点领域改革扩大制度型开放工作

- 要着力深化重点领域改革，带动高水平对外开放，提升商品市场开放水平，优化服务市场准入规则，完善要素市场开放监管制度。**要主动对接国际高标准经贸规则，积极扩大自主开放，稳步扩大规则、规制、管理、标准等制度型开放。**要注重发挥自由贸易试验区、自由贸易港等高能级开放平台优势，探索形成更多可复制可推广的改革成果，持续提升制度型开放效能。

## 2 金融领域持续扩大开放

- 10月29日，何立峰会见中国证监会国际顾问委员会委员，中国**坚定不移扩大金融领域高水平对外开放**，欢迎更多外资金融机构和长期资本来华投资兴业。
- 11月17日，中德两国副总理共同主持第四次中德高级别财金对话。双方欢迎符合条件的沪深交易所上市公司在法兰克福证交所发行全球存托凭证，欢迎符合条件的法兰克福证交所上市公司在沪深交易所发行中国存托凭证。

## 3 持续放开免签国家

- 2023年11月，我国对法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚持普通护照人员试行15天免签。
- 2024年12月，全面放宽优化过境免签政策，将过境免签外国人在境内停留时间由原72小时和144小时均延长为240小时。
- 为了贯彻落实党的二十届四中全会精神，中方决定将对法国等国的免签政策延长至2026年12月31日，增加对瑞典实施免签。

## 4 自贸区建设引领制度型开放

- 全国自贸区实施“3+2”负面清单，从2013年的190项大幅缩减至2025年的27项，制造业开放度达95%以上，基本实现全面开放。在金融、教育等服务业领域。
- 海南自贸港2025年底前完成“封关运作”。**零关税清单**覆盖消费品、生产设备等6大类商品，进一步降低企业运营成本，吸引全球优质生产要素集聚。实施“海南优才计划”，对国际顶尖科学家给予最高1亿元科研资助。





# 现代产业体系：制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国

现代化产业体系是中国式现代化的物质技术基础。坚持把发展经济的着力点放在**实体经济**上……**保持制造业合理比重，构建以先进制造业为骨干的现代化产业体系。**

## “十五五”建议稿

- (7) 优化提升传统产业。推动重点产业提质升级，巩固提升**矿业、冶金、化工、轻工、纺织、机械、船舶、建筑**等产业在全球产业分工中的地位和竞争力。提升产业链自主可控水平，强化产业基础再造和重大技术装备攻关……推动技术改造升级，促进制造业数智化转型。
- (8) 培育壮大新兴产业和未来产业。着力打造新兴支柱产业……加快**新能源、新材料、航空航天、低空经济**等战略性新兴产业集群发展。前瞻布局未来产业……推动**量子科技、生物制造、氢能和核聚变能、脑机接口、具身智能、第六代移动通信**等成为新的经济增长点。
- (9) 促进服务业优质高效发展。扩大服务业开放……分领域推进生产性服务业向专业化和价值链高端延伸，促进生活性服务业高品质、多样化、便利化发展。
- (10) 构建现代化基础设施体系。加强基础设施统筹规划，优化布局结构，促进集成融合，提升安全韧性和运营可持续性。**适度超前建设新型基础设施**，推进**信息通信网络、全国一体化算力网、重大科技基础设施**等建设和集约高效利用，推进传统基础设施更新和数智化改造。

## “十四五”规划

- 第八章 深入实施制造强国战略。实施产业基础再造工程，加快补齐基础零部件及元器件、基础软件、基础材料、基础工艺和产业技术基础等瓶颈短板。**提升产业链供应链现代化水平**。深入实施智能制造和绿色制造工程，发展服务型制造新模式，推动制造业高端化智能化绿色化。实施制造业降本减负行动。
- 第九章 发展壮大战略性新兴产业。聚焦**新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保以及航空航天、海洋装备**等战略性新兴产业，加快关键核心技术创新应用，增强要素保障能力，培育壮大产业发展新动能。前瞻谋划未来产业。在**类脑智能、量子信息、基因技术、未来网络、深海空天开发、氢能与储能**等前沿科技和产业变革领域，组织实施未来产业孵化与加速计划，谋划布局一批未来产业。
- 第十章 促进服务业繁荣发展。以服务制造业高质量发展为导向，推动生产性服务业向专业化和价值链高端延伸。加快生活性服务业品质化发展。扩大服务业对内对外开放。
- 第十一章 建设现代化基础设施体系。加快建设新型基础设施，围绕强化数字转型、智能升级、融合创新支撑，布局建设信息基础设施、融合基础设施、创新基础设施等新型基础设施。建设高速泛在、天地一体、集成互联、安全高效的信息基础设施，增强数据感知、传输、存储和运算能力。

## “十三五”规划

- 第二十二章 实施制造强国战略
  - ✓ 第一节 全面提升工业基础能力
  - ✓ 第二节 **加快发展新型制造业**
  - ✓ 第三节 推动传统产业改造升级
  - ✓ 第四节 加强质量品牌建设
  - ✓ 第五节 **积极稳妥化解产能过剩**
  - ✓ 第六节 降低实体经济企业成本
- 第二十三章 支持战略性新兴产业发展
  - ✓ 第一节 提升新兴产业支撑作用
  - ✓ 第二节 **培育发展战略性新兴产业**
  - ✓ 第三节 构建新兴产业发展新格局
  - ✓ 第四节 完善新兴产业发展环境
- 第二十四章 加快推动服务业优质高效发展
  - ✓ 第一节 促进生产性服务业专业化
  - ✓ 第二节 提高生活性服务业品质
  - ✓ 第三节 完善服务业发展体制和政策



# 科技自立自强：采取超常规举措，加大长期稳定支持

## “十五五”建议稿

- (11) 加强原始创新和关键核心技术攻关。完善新型举国体制，采取**超常规措施**，全链条推动**集成电路、工业母机、高端仪器、基础软件、先进材料、生物制造等重点领域关键核心技术攻关取得决定性突破**。……加强基础研究战略性、前瞻性、体系化布局，提高基础研究投入比重，加大长期稳定支持。
- (12) 推动科技创新和产业创新深度融合。……加快重大科技成果高效转化应用，布局建设概念验证、中试验证平台，加大应用场景建设和开放力度，加强知识产权保护和运用。……**强化企业科技创新主体地位**，推动创新资源向企业集聚，支持企业牵头组建创新联合体、**更多承担国家科技攻关任务**。
- (13) 一体推进教育科技人才发展。……围绕科技创新、产业发展和国家战略需求协同育人，优化高校布局、分类推进改革、统筹学科设置，深入推进“双一流”高校和国家交叉学科中心建设。
- (14) 深入推进数字中国建设。**健全数据要素基础制度**，建设开放共享安全的全国一体化数据市场，深化数据资源开发利用……**加快人工智能等数智技术创新……全面实施“人工智能+”行动，以人工智能引领科研范式变革**，加强人工智能同产业发展、文化建设、民生保障、社会治理相结合。

## “十四五”规划

- 第四章 强化国家战略科技力量。……加快构建以国家实验室为引领的战略科技力量。聚焦**量子信息、光子与微纳电子、网络通信、人工智能、生物医药、现代能源系统**等重大创新领域组建一批国家实验室。……瞄准**人工智能、量子信息、集成电路、生命健康、脑科学、生物育种、空天科技、深地深海**等前沿领域，实施一批具有前瞻性、战略性的国家重大科技项目。持之以恒加强基础研究。支持北京、上海、粤港澳大湾区形成国际科技创新中心。
- 第五章 提升企业技术创新能力。激励企业加大研发投入，实施更大力度的研发费用加计扣除、高新技术企业税收优惠等普惠性政策。支持产业共性基础技术研发。**推动国家科研平台、科技报告、科研数据进一步向企业开放**，创新科技成果转化机制，鼓励将符合条件的由财政资金支持形成的科技成果许可给中小企业使用。
- 第六章 激发人才创新活力。培养造就更多国际一流的战略科技人才、科技领军人才和创新团队。完善人才评价和激励机制。优化创新创业创造生态，**依法保护企业家的财产权和创新收益**，发挥企业家在把握创新方向、凝聚人才、筹措资金等方面重要作用。
- 第七章 完善科技创新体制机制。深化科技管理体制改革，给予科研单位和科研人员更多自主权。实施知识产权强国战略，**实行严格的知识产权保护制度**，完善知识产权相关法律法规，加快新领域新业态知识产权立法。积极促进科技开放合作。

## “十三五”规划

- 第六章 强化科技创新引领作用
  - ✓ 第一节 **推动战略前沿领域创新突破**
  - ✓ 第二节 优化创新组织体系
  - ✓ 第三节 提升创新基础能力
  - ✓ 第四节 打造区域创新高地
- 第七章 深入推进大众创业万众创新
  - ✓ 第一节 建设创业创新公共服务平台
  - ✓ 第二节 全面推进众创众包众扶众筹
- 第八章 构建激励创新的体制机制
  - ✓ 第一节 深化科技管理体制改革
  - ✓ 第二节 **完善科技成果转化和收益分配机制**
  - ✓ 第三节 构建普惠性创新支持政策体系
- 第九章 实施人才优先发展战略
  - ✓ 第一节 建设规模宏大的人才队伍
  - ✓ 第二节 促进人才优化配置
  - ✓ 第三节 营造良好的人才发展环境



# 扩内需：坚决破除阻碍全国统一大市场建设卡点堵点

## “十五五”建议稿

- (15) **大力提振消费**。深入实施提振消费专项行动。……合理提高公共服务支出占财政支出比重，增强居民消费能力。扩大优质消费品和服务供给。以放宽准入、业态融合为重点扩大服务消费……，打造一批带动面广、显示度高的消费新场景。培育国际消费中心城市，拓展入境消费。……增加政府资金用于民生保障支出。完善促进消费制度机制，清理汽车、住房等消费不合理限制性措施，……落实带薪错峰休假。
- (16) **扩大有效投资**。保持投资合理增长……提高民生类政府投资比重……适应人口结构变化和流动趋势，完善基础设施和公共服务设施布局，加强人力资源开发和人的全面发展投资。统筹用好各类政府投资，在工作基础较好的地方探索编制全口径政府投资计划……加强谋划论证，实施一批重大标志性工程项目。完善民营企业参与重大项目建设长效机制，……增强市场主导的有效投资增长动力。
- (17) **坚决破除阻碍全国统一大市场建设卡点堵点**。统一市场基础制度规则，完善产权保护、市场准入、信息披露、社会信用、兼并重组、市场退出等制度，消除要素获取、资质认定、招标投标、政府采购等方面壁垒，**规范地方政府经济促进行为，破除地方保护和市场分割。综合整治“内卷式”竞争。**……强化反垄断和反不正当竞争执法司法，形成优质优价、良性竞争的市场秩序。

## “十四五”规划

- 第十二章 **畅通国内大循环**。深化供给侧结构性改革，提高供给适应引领创造新需求能力。适应个性化、差异化、品质化消费需求……率先在**化妆品、服装、家纺、电子产品**等消费品领域培育一批高端品牌。**破除制约要素合理流动的堵点**，矫正资源要素失衡错配，从源头上畅通国民经济循环。深化流通体制改革……**加快构建国内统一大市场。完善促进国内大循环的政策体系。**推动产业政策向普惠化和功能性转型，强化竞争政策基础性地位。
- 第十三章 **促进国内国际双循环**。推动进出口协同发展，**完善内外贸一体化调控体系**……优化出口商品质量和结构，稳步提高出口附加值。提高国际双向投资水平……**有序推进电信、互联网、教育、文化、医疗等领域相关业务开放。**
- 第十四章 **加快培育完整内需体系**。全面促进消费，**把扩大消费同改善人民生活品质结合起来**，促进消费向绿色、健康、安全发展，稳步提高居民消费水平。**提升传统消费**，加快推动**汽车**等消费品由购买管理向使用管理转变，健全强制报废制度和废旧家电、**消费电子**等耐用消费品回收处理体系，促进**住房消费**健康发展。培育新型消费，发展**信息消费、数字消费、绿色消费**。……放宽服务消费领域市场准入，推动教育培训、医疗健康、养老托育、文旅体育等消费提质扩容，加快线上线下融合发展。**优化投资结构，提高投资效率，保持投资合理增长。**加快补齐基础设施……等领域短板，**推动企业设备更新和技术改造，扩大战略性新兴产业投资。**……推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）健康发展。

## “十三五”规划

➤ 无单独章节论述内需





# 深化改革：加快构建高水平社会主义市场经济体制

## “十五五”建议稿

- (18) 充分激发各类经营主体活力。……**深化国资国企改革**，……增强国有企业核心功能、提升核心竞争力。落实民营经济促进法……发展壮大民营经济。……完善中国特色现代企业制度，弘扬企业家精神。
- (19) 加快完善要素市场化配置体制机制。……**编制宏观资产负债表，全面摸清存量资源资产底数，优化资产负债结构**。完善并购、破产、置换等政策，盘活用好低效用地、闲置房产、存量基础设施。……推进全国行政事业单位存量国有资产盘活共享。
- (20) 提升宏观经济治理效能。……**促进形成更多由内需主导、消费拉动、内生增长的经济增长模式**。……发挥积极财政政策作用，增强财政可持续性。……**完善地方税、直接税体系，健全经营所得、资本所得、财产所得税收政策，规范税收优惠政策，保持合理的宏观税负水平**。适当加强中央事权、提高中央财政支出比重。增加地方自主财力。……**加快建设金融强国**……完善中央银行制度……大力发展科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融。提高资本市场制度包容性、适应性……优化金融机构体系，**推动各类金融机构专注主业、完善治理、错位发展**……稳步发展数字人民币。加快建设上海国际金融中心……全面加强金融监管，强化央地监管协同，丰富风险处置资源和手段，构建风险防范化解体系，保障金融稳健运行。

## “十四五”规划

- 第四章 强化国家战略科技力量。……加快构建以国家实验室为引领的战略科技力量。聚焦**量子信息、光子与微纳电子、网络通信、人工智能、生物医药、现代能源系统**等重大创新领域组建一批国家实验室。……瞄准**人工智能、量子信息、集成电路、生命健康、脑科学、生物育种、空天科技、深地深海**等前沿领域，实施一批具有前瞻性、战略性的国家重大科技项目。持之以恒加强基础研究。支持北京、上海、粤港澳大湾区形成国际科技创新中心。
- 第五章 提升企业技术创新能力。激励企业加大研发投入，实施更大力度的研发费用加计扣除、高新技术企业税收优惠等普惠性政策。支持产业共性基础技术研发。**推动国家科研平台、科技报告、科研数据进一步向企业开放**，创新科技成果转化机制，鼓励将符合条件的由财政资金支持形成的科技成果许可给中小企业使用。
- 第六章 激发人才创新活力。培养造就更多国际一流的战略科技人才、科技领军人才和创新团队。完善人才评价和激励机制。优化创新创业创造生态，**依法保护企业家的财产权和创新收益**，发挥企业家在把握创新方向、凝聚人才、筹措资金等方面重要作用。
- 第七章 完善科技创新体制机制。深化科技管理体制改革，给予科研单位和科研人员更多自主权。实施知识产权强国战略，**实行严格的知识产权保护制度**，完善知识产权相关法律法规，加快新领域新业态知识产权立法。积极促进科技开放合作。

## “十三五”规划

- 第十一章 坚持和完善基本经济制度
  - ✓ **大力推进国有企业改革**，完善各类国有资产管理体制、积极稳妥发展混合所有制经济、支持非公有制经济发展。
- 第十二章 建立现代产权制度
- 第十三章 健全现代市场体系
  - ✓ 健全要素市场体系、推进价格形成机制改革、维护公平竞争。
- 第十四章 深化行政管理体制改革
  - ✓ **深入推进简政放权**，提高政府监管效能、优化政府服务
- 第十五章 加快财税体制改革
  - ✓ 确立合理有序的财力格局、**建立全面规范公开透明的预算制度**、改革和完善税费制度、完善财政可持续发展机制
- 第十六章 加快金融体制改革
  - ✓ 丰富金融机构体系、健全金融市场体系、改革金融监管框架
- 第十七章 创新和完善宏观调控
  - ✓ 强化规划战略导向作用、**改进调控方式和丰富政策工具**、完善政策制定和决策机制、**深化投融资体制改革**



# 资本市场：提高资本市场制度包容性、适应性

## “十五五”建议稿

- 提高资本市场制度包容性、适应性，健全投资和融资相协调的资本市场功能。积极发展股权、债券等直接融资，稳步发展期货、衍生品和资产证券化。优化金融机构体系，推动各类金融机构专注主业、完善治理、错位发展。

## “十四五”规划

- 完善资本市场基础制度，健全多层次资本市场体系，大力发展机构投资者，提高直接融资特别是股权融资比重。全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高上市公司质量。深化新三板改革。完善市场化债券发行机制，稳步扩大债券市场规模，丰富债券品种，发行长期国债和基础设施长期债券。

## “十三五”规划

- 积极培育公开透明、健康发展的资本市场，提高直接融资比重，降低杠杆率。创造条件实施股票发行注册制，发展多层次股权融资市场，深化创业板、新三板改革，规范发展区域性股权市场，建立健全转板机制和退出机制。完善债券发行注册制和债券市场基础设施，加快债券市场互联互通。

### 央行行长潘功胜在《人民日报》的署名文章《构建科学稳健的货币政策体系和覆盖全面的宏观审慎管理体系》

- 1.构建科学稳健的货币政策体系。
  - ①优化基础货币投放机制和货币政策中间变量。不断优化货币政策中间变量，淡化对数量目标的关注，把金融总量更多作为观测性、参考性、预期性指标，为更多发挥利率调控的作用创造条件。
  - ②健全市场化的利率形成、调控和传导机制。
  - ③完善结构性货币政策工具体系。
  - ④不断完善人民币汇率形成机制。
  - ⑤持续畅通货币政策传导机制。持续整治金融业“内卷式”竞争、资金空转。
- 2.构建覆盖全面的宏观审慎管理体系。
  - ①强化系统性金融风险的监测和评估。
  - ②做实覆盖全面的重点领域风险防范举措。房地产金融、互联网金融。
  - ③丰富宏观审慎管理的政策工具箱。
  - ④建设金融稳定保障体系。
  - ⑤加强与开放水平相适应的金融安全能力建设。

### 证监会主席吴清在《人民日报》的署名文章《提高资本市场制度的包容性适应性》

- (一) 积极发展股权、债券等直接融资。要以深化科创板、创业板改革为抓手，积极发展多元股权融资……进一步健全科技创新企业识别筛选、价格形成等制度机制……健全多层次债券市场体系，大力发展科创债券、绿色债券等。
- (二) 推动培育更多体现高质量发展要求的上市公司。持续深化并购重组市场改革……更加积极开展现金分红、回购注销等。
- (三) 营造更具吸引力的“长钱长投”制度环境。扎实推进公募基金改革，推动与投资者利益绑定的考核评价和激励约束机制落实落地，大力发展权益类公募基金。
- (四) 着力提升资本市场监管的科学性、有效性。
- (五) 稳步扩大资本市场高水平制度型开放。完善合格境外投资者制度，稳慎拓展互联互通……培育一流投资银行和投资机构。
- (六) 共同营造规范、包容、有活力的资本市场生态。

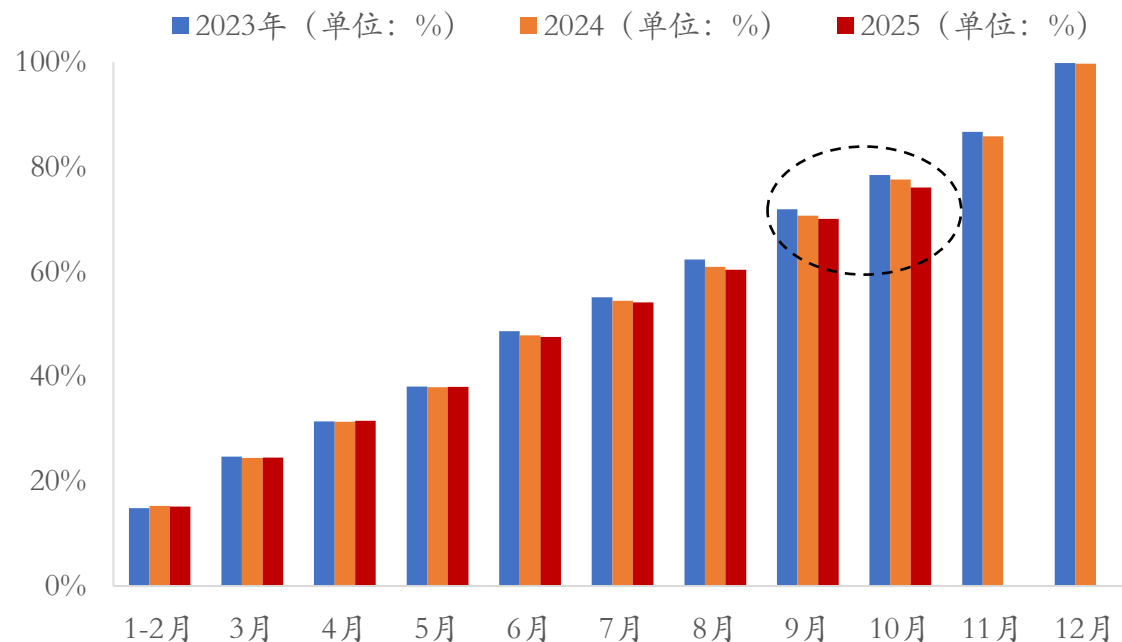




## 2026年财政政策：延续“更加积极”，关注增量政策空间与落地节奏

► **财政政策延续“更加积极”**。2024年以来，财政政策维持积极态势。2026年稳增长压力不减，财政政策仍是稳增长的重要手段，预计定调延续“更加积极”的表态。①**关注增量政策空间**。2025年政府债务规模较2024年明显扩大。但考虑到2025年财政支持力度明显增加，2026年继续加码可能主要从以下几个方面：一是赤字率从4%上调至4.2%左右，带来赤字规模增加约0.6万亿；二是超长期特别国债增加0.2万亿，更大力度支持“两新”“两重”建设；三是地方政府专项债规模扩大0.6万亿，同时注重结存限额的调剂使用；四是2025年10月份的5000亿新型政策性金融工具撬动作用，以4倍杠杆测算有望带动2万亿增量资金。②**关注增量政策落地节奏**。相比于2023年，2024年、2025年财政支出进度均相对偏慢，以10月份为例2025年、2024年、2023年累计支出进度分别为76%、77.6%、78.4%。因而，2026年财政支出能否前置发力，也是关注的重点之一。

2025年财政支出进度慢于2023、2024年



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：进度为累计数除以年度预算数。

2026年财政增量政策有望进一步发力

年份	2024年	2025年	2026年（预计）
财政赤字规模（赤字率）	4.06 (3%)	5.66 (4%)	6.26 (4.2%)
超长期特别国债	1	1.3	1.5
地方政府专项债券	3.9	4.4	5
特别国债	1	0.5	0
地方政府债务结存限额调剂使用	0.1	0.2	0.2
政策性金融工具（含PSL）带动（4倍杠杆）	0.6	0	2
合计	10.66	12.06	14.96

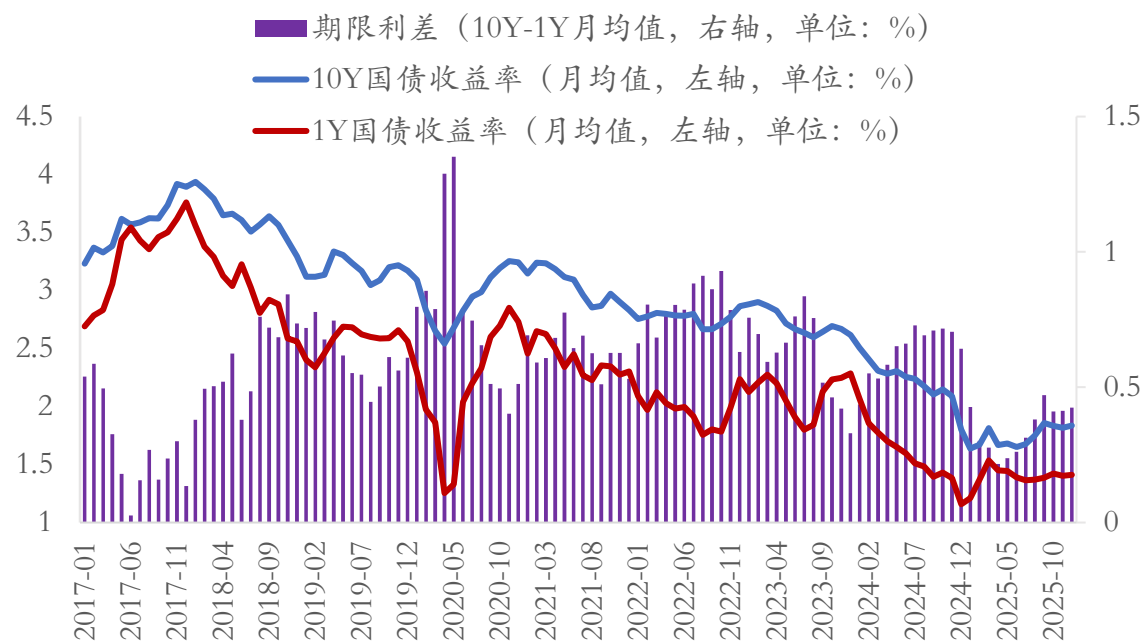
资料来源：Wind，华安证券研究所。注：1.2023年10月确定的增发万亿国债（按照特别国债管理计入2024年。2.2025年10月增发的5000亿新型政策性金融工具计入2026年。3.2026年赤字规模按照名义GDP增长6%测算。4.单位：万亿。



## 2026年货币政策：“适度宽松”定调不变，但长端利率可能保持震荡

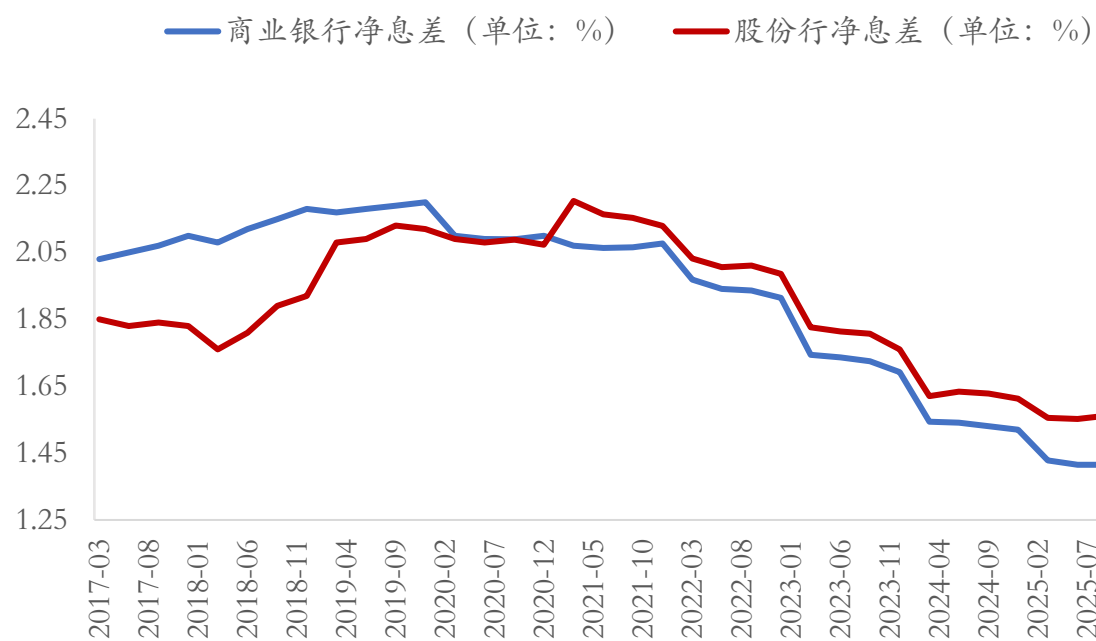
- ▶ 货币政策“适度宽松”定调不变。央行政策定调从“稳就业、稳企业、稳市场、稳预期”（二季度）调整为“稳增长、稳就业、稳预期”（三季度），表明政策重心重回稳增长。考虑到2026年内生动能有待提振，货币政策大概率维持“适度宽松”。
- ▶ 银行息差压力掣肘全面降息，长端利率可能保持震荡。央行在三季度货币执行报告中专栏4《保持合理的利率比价关系》进一步细化了利率调控目标。①央行提出“由于重定价周期差异、银行‘内卷式’竞争等因素影响，贷款利率下降快，存款利率下降慢，会压缩银行净息差，制约银行持续支持实体经济的能力”，我们认为当前银行息差水平处于历史低位、金融风险累积，成为当前掣肘央行全面降息的关键因素。②央行提出政策利率与市场利率、期限利差的合理比价关系，我们认为在全面降息可能性不大的情况下，经过市场利率传导和期限利差调控，长端利率可能围绕1.8%附近震荡。

### 2025年四季度期限利差窄幅波动



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：2025年12月为已公布数据均值。

### 银行息差水平处于历史低位



资料来源：Wind，华安证券研究所。



# 2026年中央经济工作会议前瞻：延续性宽松

2026（预测）

2025

经济目标  
总基调

- GDP增速**4.5%以上** ← 维持或调降 ➤ GDP增速5%左右
- 坚持稳中求进、以进促稳。保持经济稳定增长，保持就业、物价总体稳定，保持国际收支基本平衡，促进居民收入增长和经济增长同步。

财政与货币  
“双积极”

财政政策

- 赤字率**4%或以上** ← 维持或调高 ➤ 赤字率4%
- 超长期特别国债不低于**1.3万亿** ➤ 超长期特别国债1.3万亿
- 继续支持“两重”、“两新”
  - “两重”8000亿、“两新”5000亿

货币政策

- 适度宽松的货币政策 ← 维持 ➤ 适度宽松的货币政策
- 保持流动性充裕，用好各项结构性货币政策工具
  - 适时降准降息，创新金融工具

产业政策

扩内需

- ✓ 激发消费潜力，培育壮大服务消费、新型消费等新增长点。
- ✓ 加力扩大有效投资，发挥重大工程引领带动作用。

整治“内卷式”  
竞争

- ✓ 综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为，依法依规治理企业低价无序竞争，推动落后产能有序退出。

新质生产力

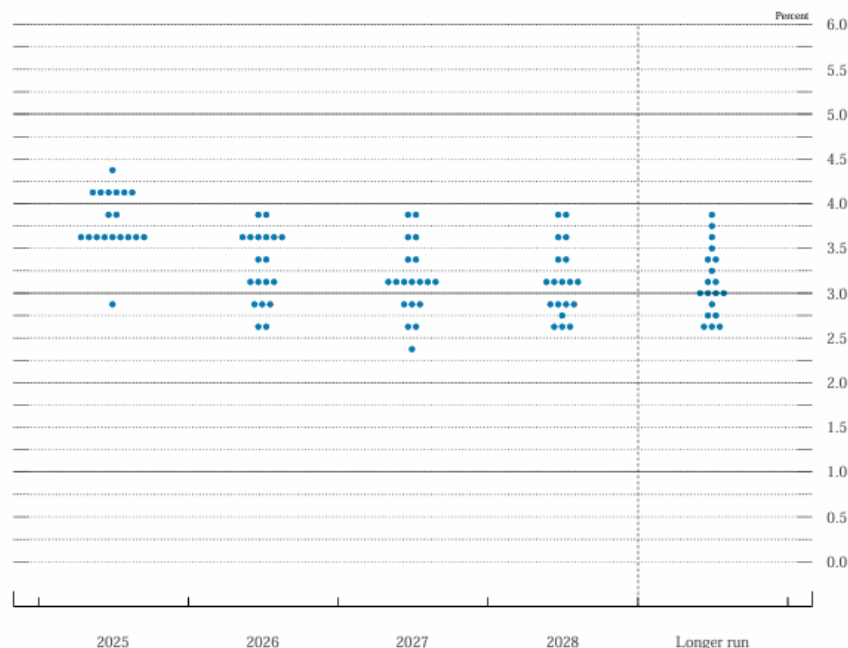
- ✓ 结合“十五五”发展规划，加快推进AI、低空经济、商业航天等新兴产业发展，积极布局未来产业。



## 2026年海外：通胀风险整体可控，美联储仍处于降息周期

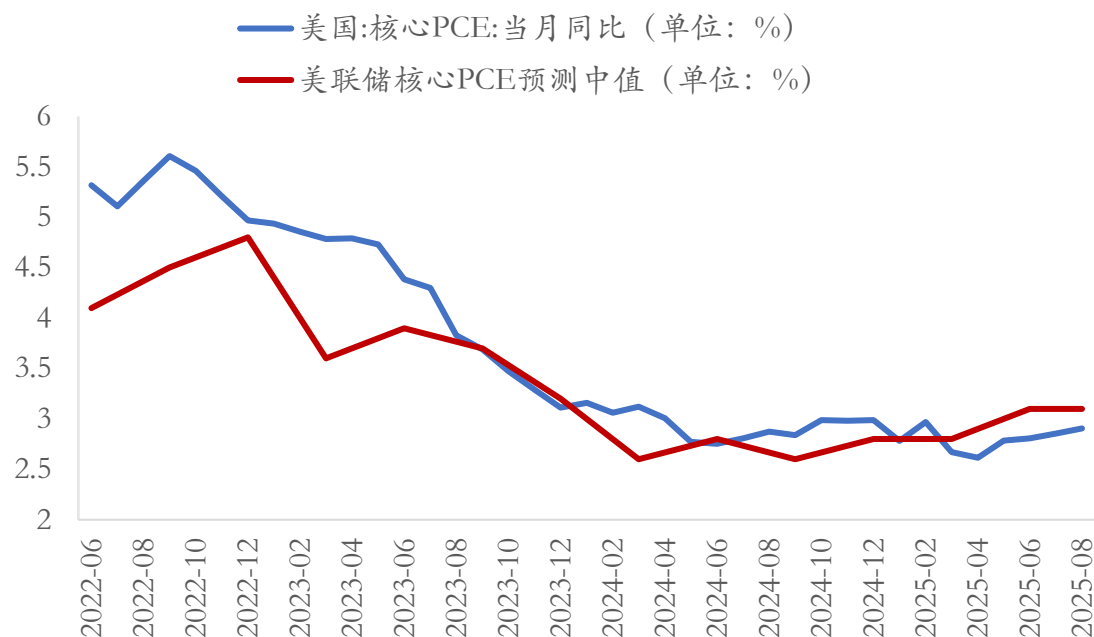
► **通胀风险整体可控，美联储仍处于降息周期。**①从美国通胀数据来看，2025年6月以来美国通胀数据有所反弹，但整体上低于市场预期。在美国政府停摆期间公布的9月美国通胀数据中，CPI同比3%、低于预期3.1%，环比0.3%、低于预期0.4%，或反映企业、供应商、消费者在共同分摊新增关税，直接对通胀冲击不大。美联储更为关注的核心PCE同比，2025年以来持续低于美联储年度预测中值，也反映美联储降息面临的通胀压力不大。同时，美国关税谈判基本落地，进一步加剧通胀风险概率较小。②在通胀压力不大，且美国就业市场持续放缓、失业率回升的背景下，预计美联储仍处于降息周期。9月点阵图显示，当前美联储票委对于2026年利率中值的中性预期在3.5%下方，表明降息仍有空间。③考虑到2026年鲍威尔任期结束后，特朗普任命的美联储主席与票委陆续到位，将继续支持美联储降息。

9月点阵图显示，2026年美联储利率中值在3.5%下方



资料来源：FOMC会议，华安证券研究所。注：2025年9月。

通胀风险整体可控



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：红线为美联储预测时点（当年预测值）。



## 2026年美联储大概率降至中性利率，但进一步下降存不确定性

►5位下一任美联储主席候选人均支持进一步降息，有望推动美联储将政策利率降至中性利率水平。根据美国财长贝森特公开的5位美联储下一任主席候选人名单，所有美联储主席候选人在公开表态中均支持进一步降息，理由在于当前就业数据滞后或者失真。但对于降息幅度还存在分歧，其中美联储现任理事Waller和白宫经济委员会主任Hassett倾向于依据数据进行决策，而其余三位候选人则表态应加快降息的节奏。美联储在近几年将长期中性利率水平从2.5%升至3%，我们认为，2026年美联储大概率将政策利率下降至中性利率水平（3%-3.25%），即从12月初至2026年末尚有75BP的降息空间。

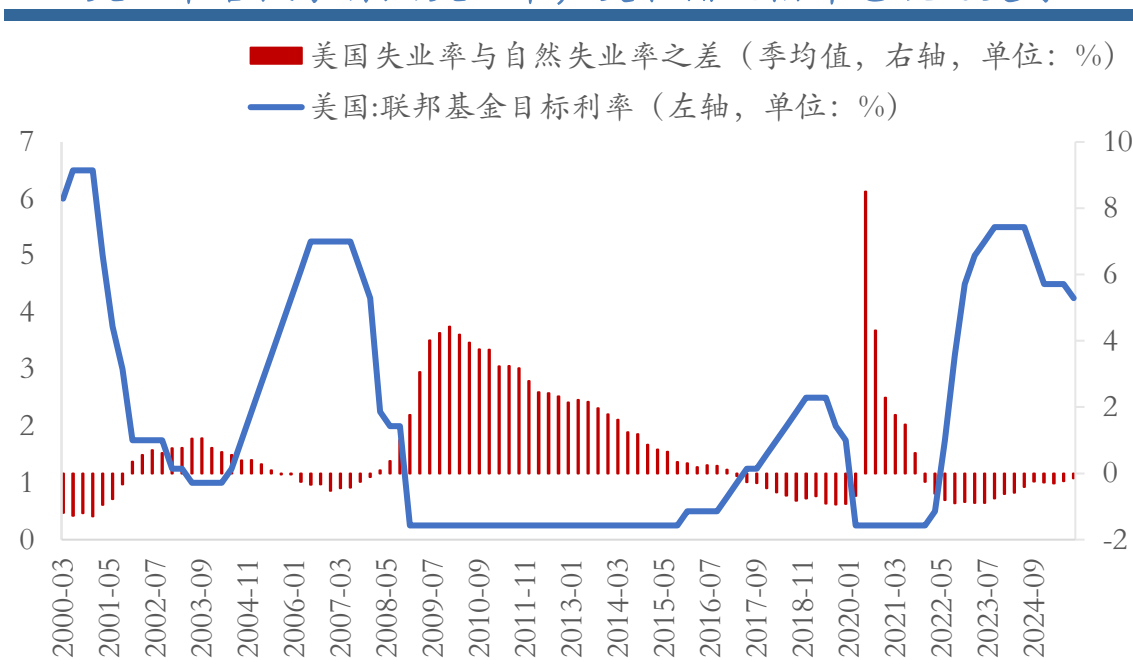
▶ 尽管特朗普干预美联储主席与票委人选，但较中性利率进一步下降存不确定性。目前候选人在公开层面均表态支持美联储维持独立性，因而在失业率并未明显突破美国国会预算办公室自然失业率（即不存在负产出缺口）之前，突破中性利率缺乏支撑。

## 5位下一任美联储主席候选人均支持进一步降息

候选人	职位	货币政策主张	对美联储独立性表态
Christopher Waller	现任美联储理事	关税对通胀的冲击是一次性的，应采取渐进式降息支持就业市场，但具体节奏有赖于经济数据的具体表现。	美联储无论如何都需保持独立性，避免政治压力影响。
Michelle Bowman	现任美联储理事、副主席	当前就业市场所反映的数据存在滞后，就业市场脆弱性被低估，不能以控制通胀为由牺牲就业，关税影响不会持续，美联储应当持续降息。	美联储保持独立性至关重要。
Kevin Warsh	前美联储理事	目前政策制定者高估了关税对通胀的影响，控制通胀未必需要以牺牲就业为代价。	美联储应当缩减资产负债表，以降低直接参与到财政政策当中。
Kevin Hassett	白宫国家经济委员会主任	人工智能等技术进步能够推动通胀水平回落，当前美国劳工部提供的就业数据并不可靠，未来应根据数据变化逐步调整利率。	美联储货币政策应独立于总统。
Rick Rieder	贝莱德固定收益首席投资官	应当使用前瞻性数据进行货币政策判断，而非依赖于滞后的数据，当前通胀已有缓和迹象，就业水平尚可但低收入家庭面临压力，支持更大幅度的降息以提振市场信心。	美联储独立性“至关重要”，因为投资者需要对美元、债务和债务融资保持信心。

资料来源：华尔街见闻、财联社等，华安证券研究所整理。

## 失业率略低于自然失业率，美联储大幅降息缺乏支撑



资料来源：Wind、美国国会预算办公室，华安证券研究所。





# 目录

1

增长：从投资到消费的渐进变化

- 专题：他山之石，服务消费潜力空间在哪？

2

政策：未来与当下的有机结合

3

盈利：渐行渐强的基本面支撑

4

配置：从预期到盈利的显著切换

- 专题：以史为鉴，第一阶段行情行至何处？

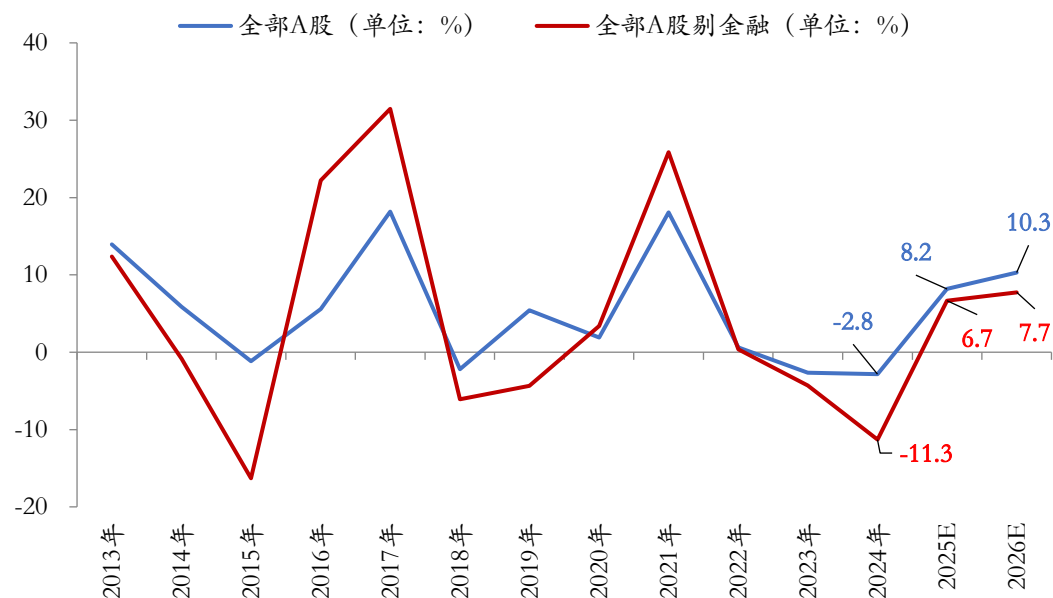


## 盈利：2026年各上市板盈利有望进一步改善或维持较高增速

□ 预计2026年全A盈利有望进一步改善至中高增速；创业板和科创板盈利有望继续维持在较高增速水平。盈利增速边际改善一方面来源于以AI为代表的新一轮产业景气周期的业绩兑现，另一方面来自于公司盈利的内生修复。盈利测算主要考虑了企业盈利环比的季节性效应，同时根据宏观经济预测进行一定修正。据我们测算：

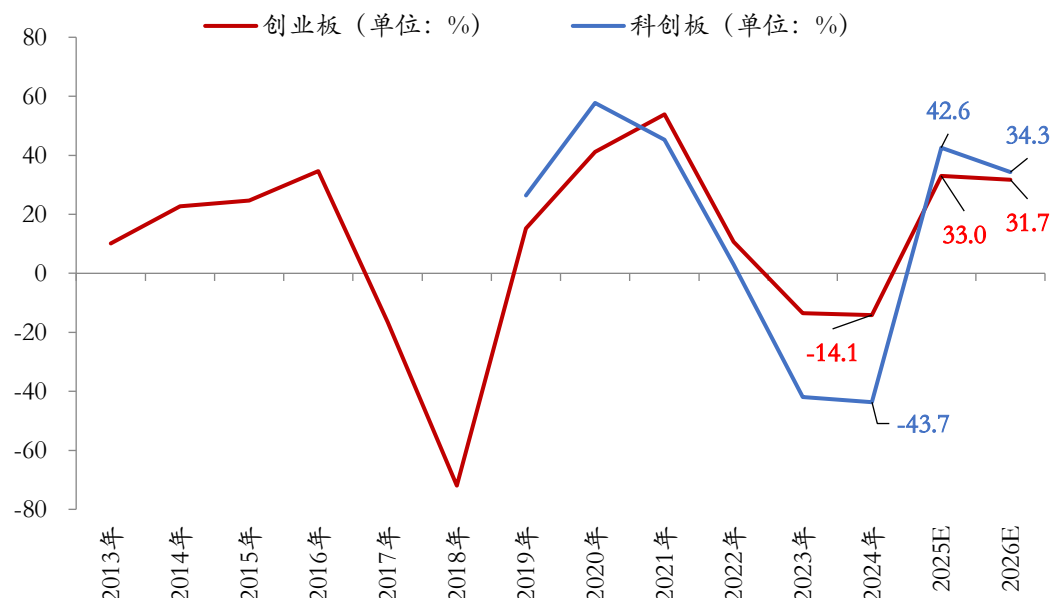
- 预计2026年全A盈利增速将提高至10.3%，高于2025年的8.2%，边际改善2.1个百分点，呈中高增速水平。
- 预计2026年全A剔除金融盈利增速有望达7.7%，较2025年的6.7%继续小幅提升，呈中等增速水平。
- 预计2026年创业板盈利增速有望达到31.7%，在2025年的高基数效应上继续维持较高增速水平。
- 预计2026年科创板盈利增速有望达到34.3%，尽管较2025年的42.6%有所边际下滑，但仍能维持在较高增速水平。

### 2026年全A和全A剔除金融盈利有望进一步改善至中(高)增速



资料来源：Wind，华安证券研究所。上述数据为归母净利润年同比增速

### 2026年创业和科创板盈利有望维持在较高增速水平



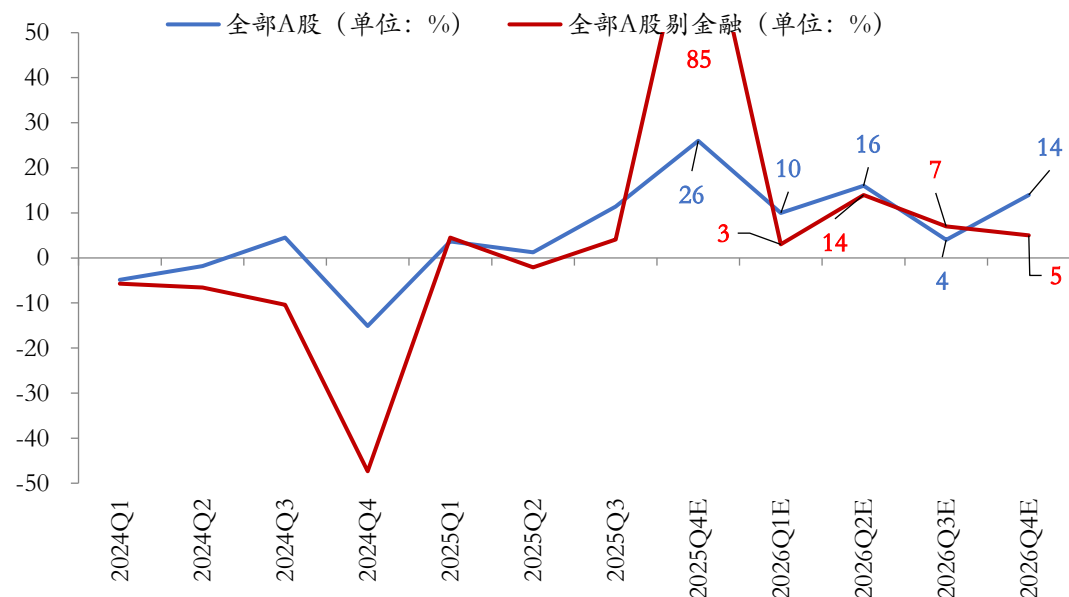
资料来源：Wind，华安证券研究所。上述数据为归母净利润年同比增速



## 盈利：全A整体维持中高增速，各季度上市板盈利增速均有亮点

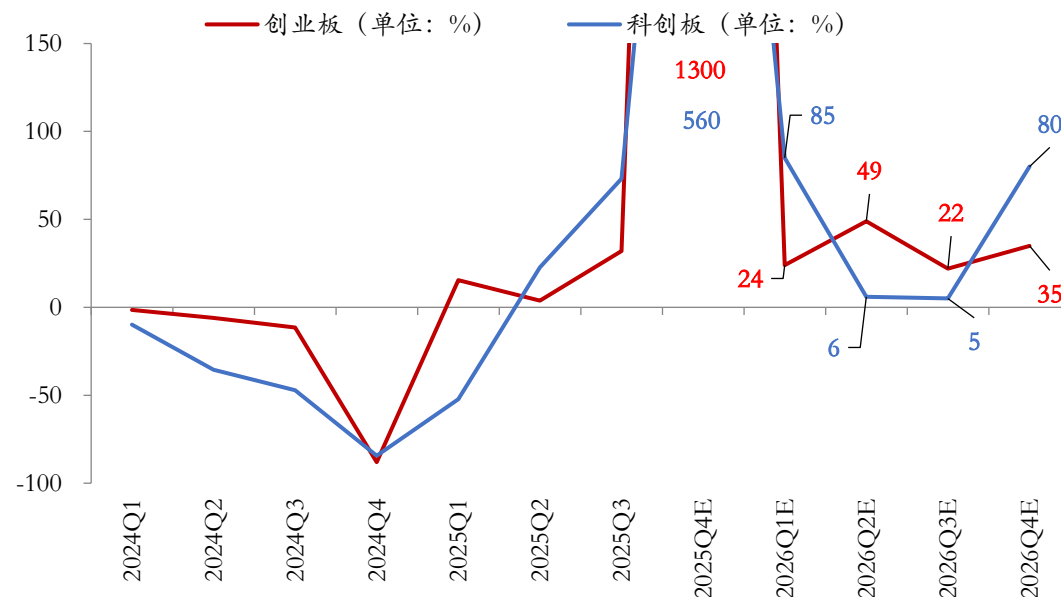
- 2026年各季度上，全A整体均能维持中高增速，创业板年初和年末高增速，科创板整体呈现较高增速。根据各上市板的历年单季度归母净利润环比的季节性特征，辅以宏观经济预测进行一定修正，我们测算出各上市板2026年单季度盈利增速：
- 全A多数季度能维持中高增速，三季度增速略低；全A剔金融整体维持中等增速水平，二季度略高。二者上半年增速高于下半年，经测算，全A和全A剔金融上半年盈利增速有望分别达到12.9%和8.6%，下半年分别为7.2%和6.5%。
- 创业板年初和年末有望达到高增速水平，二三季度在基数影响下仅低增速；科创板在全年各季度都有望呈现较高增速，二季度有望达到最高。二者在上下半年都能维持较高增速水平，经测算，创业板和科创板上半年盈利增速有望分别达到37.7%和30.2%，预计下半年增速分别为25.5%和36.7%。

### 全A和全A剔金融2026年各季度盈利增速预测



资料来源：Wind，华安证券研究所。上述数据为归母净利润单季同比增速

### 创业板和科创板2026年各季度盈利增速预测



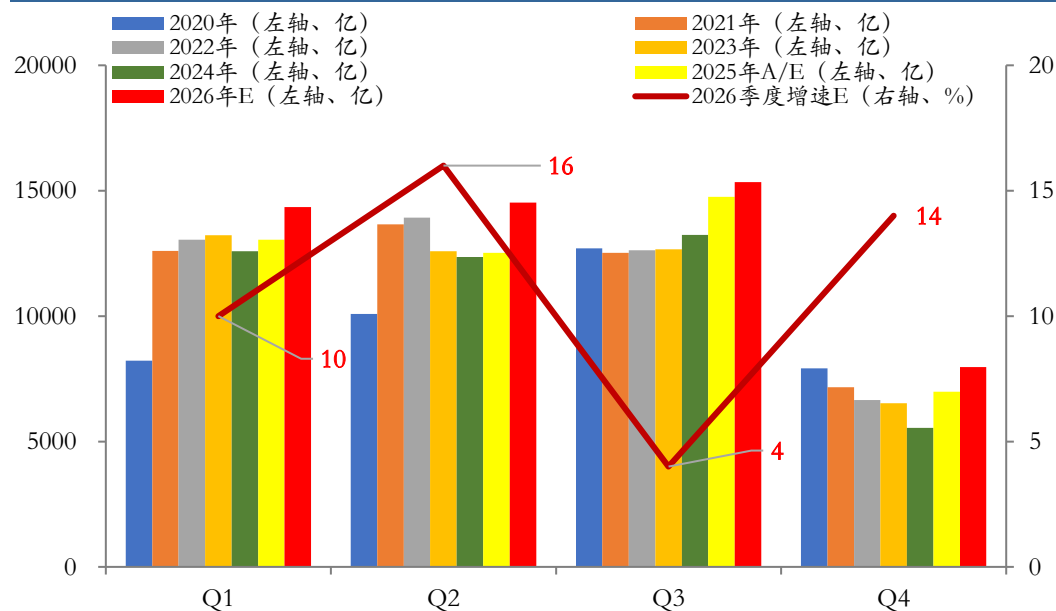
资料来源：Wind，华安证券研究所。上述数据为归母净利润单季同比增速



## 盈利：全A的盈利规模预计将提供较强基本面支撑

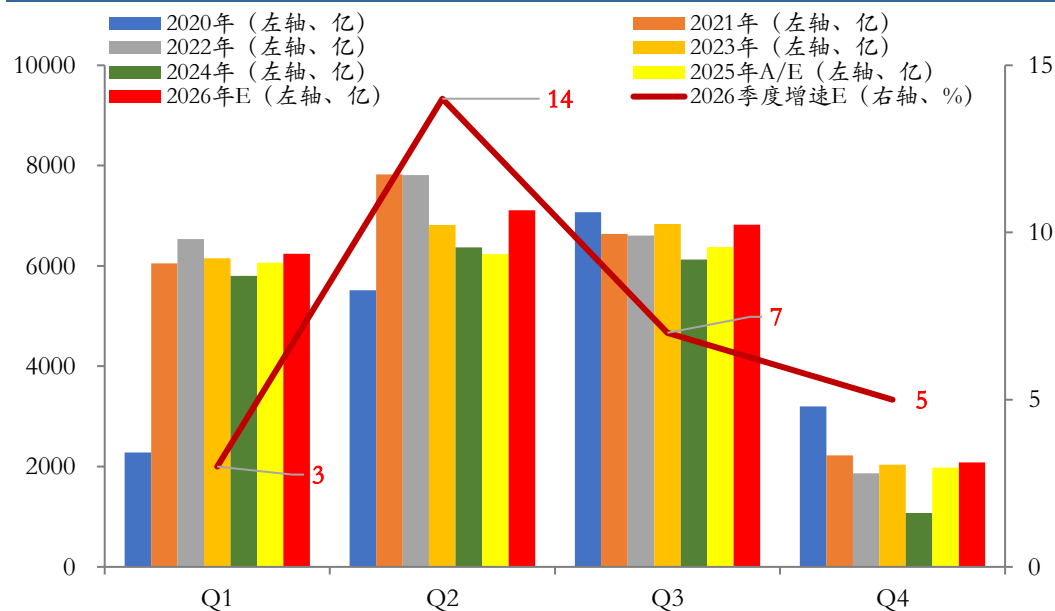
- 我们根据上市板盈利规模的历史可比口径测算，全A和全A剔金融后的盈利规模预计将在2026年为市场进一步上涨提供较强的基本面支撑，全A相比更加明显。
- 全A在2026年四个季度的单季度盈利规模都有望创2020年以来的新高。高盈利规模为估值消化和行情进一步演绎打下良好基础。
- 全A剔金融在2026年多个季度的单季度盈利规模预计将达到2020年以来的靠前水平。在近7个年度，其中Q1季度盈利规模预计次高，Q2、Q3、Q4季度的盈利规模预计第三。

### 2026年全A各季度盈利规模均有望创2020年以来新高



资料来源：Wind，华安证券研究所。左轴为归母净利润规模、亿

### 2026年多个季度全A剔金融盈利规模有望处于2020年来前列



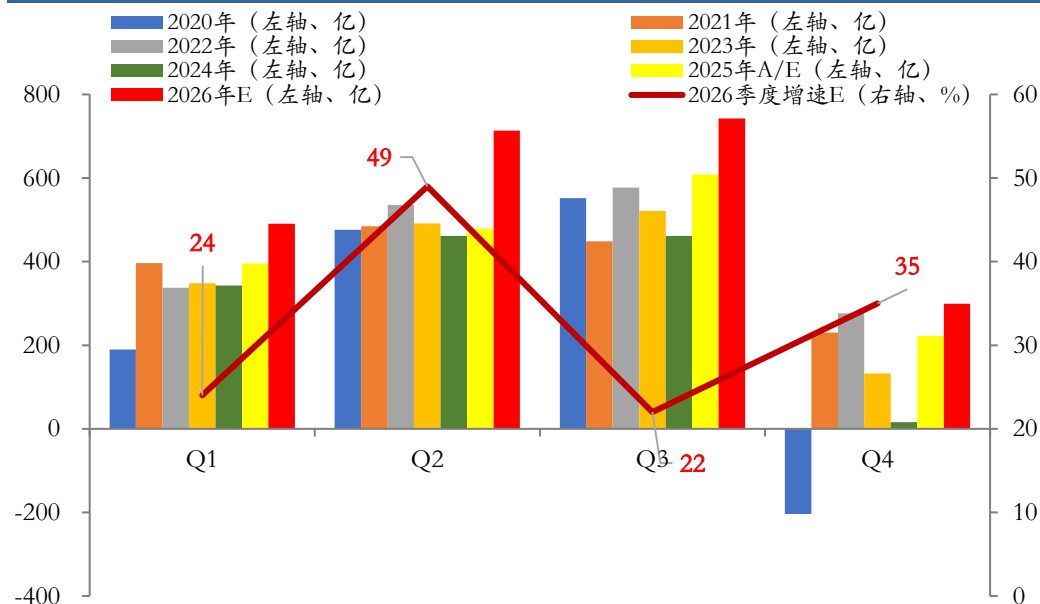
资料来源：Wind，华安证券研究所。左轴为归母净利润规模、亿



## 盈利：创业板基本面有望强支撑，科创板基本面支撑幅度仍有限

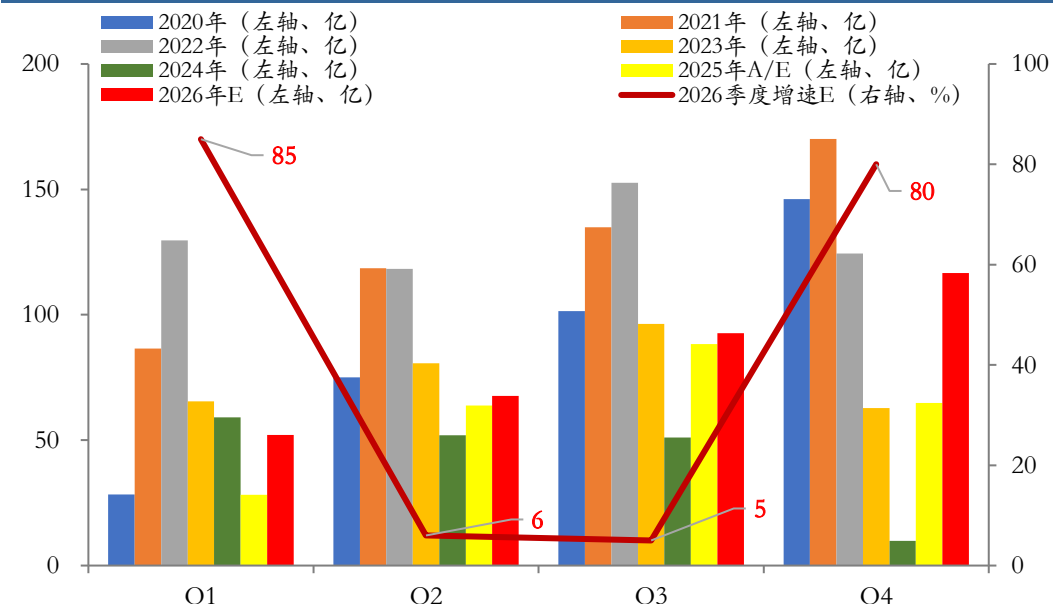
- 同样用可比口径下的盈利增速和盈利规模来综合衡量创业板、科创板的基本面支撑性。整体来看，创业板不仅盈利增速高同时盈利规模大，因此预计将在2026年形成强劲的基本面支撑。而科创板尽管盈利增速高，但更多是基于低基数的效应，其本身的盈利规模并不够大，因此科创板的基本面支撑较为有限。
- 创业板2026年各季度盈利规模均有望创2020年以来的新高。而且创业板各季度的盈利规模显著高于历史可比情形，将带来基本面有效强劲支撑。
- 科创板2026年各季度盈利规模预计均处于2020年以来的倒数第三位。因此尽管盈利增速高企，但基本面实质性支撑有限。

2026年创业板各季度盈利规模均有望创2020年以来新高



资料来源：Wind，华安证券研究所。左轴为归母净利润规模、亿

2026年科创板各季度盈利规模预计为2020年以来倒数第三



资料来源：Wind，华安证券研究所。左轴为归母净利润规模、亿

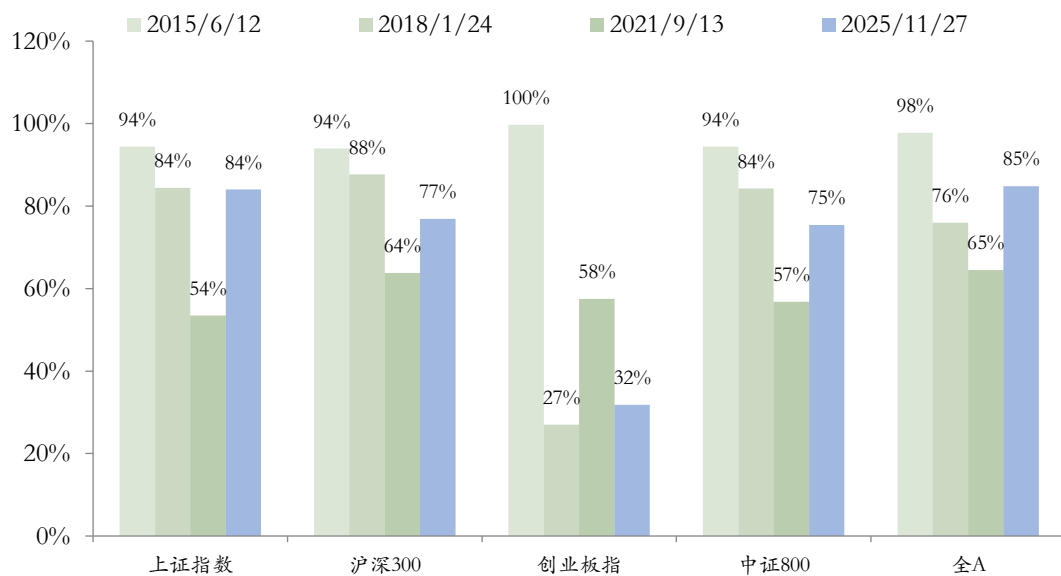




## 估值：主要指数和多数风格已接近多次市场顶估值分位，创业板和消费风格仍有空间

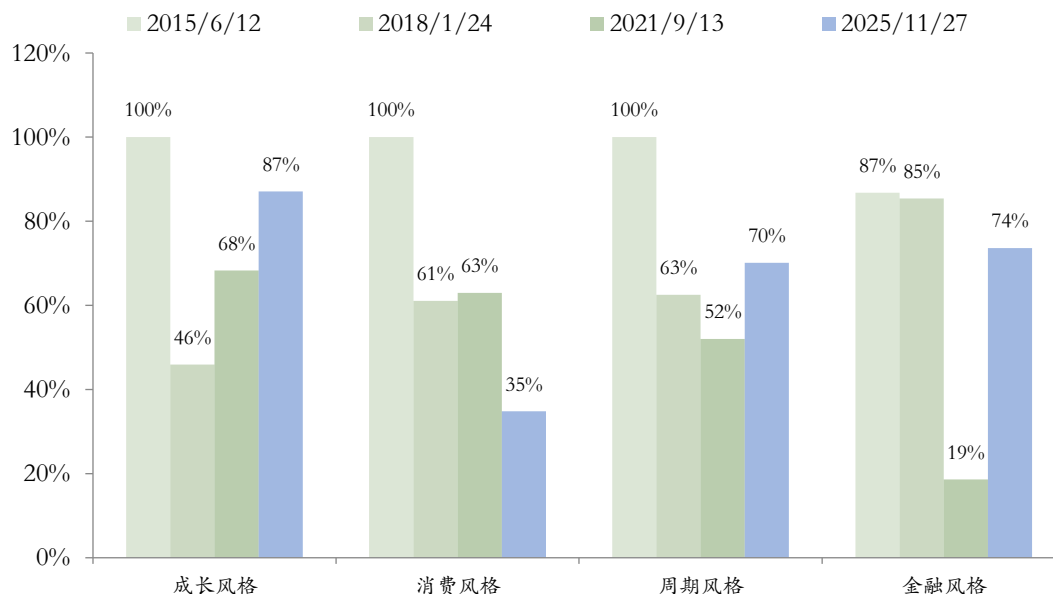
- ▶ 截至2025/11/27日，除创业板外市场主要指数估值分位均处于较高水平，且已经和历史数次顶部时的水位相当。上证指数处于84%分位、沪深300处于77%分位、中证800处于75%分位，创业板指估值处于32%分位的偏低水平。
- ▶ 除消费风格外，其余风格指数估值百分位也已抬升至较高水平，且同样和历史数次顶部时的水位相当。消费风格估值分位和历史数次顶部相比有较大差距。消费风格处于35%分位的偏低位置。
- ▶ 创业板估值分位仅高于2018年初市场阶段性顶部，消费则明显低于历史多次市场顶部时估值分位水平。4月后市场稳步上涨，10月底上证指数突破4000点，多数指数估值分位由中位水平攀升至偏高水平，仅创业板和消费风格估值分位仍处于较低位置，与过去多轮市场阶段性顶相比，创业板估值百分位仅高于2018年1月底水平，消费风格则是远低于市场阶段性顶部时估值分位。

### 除创业板外，主要指数估值分位已接近多次市场顶水平



资料来源：Wind，华安证券研究所。根据2010年以来估值计算分位

### 除消费外，其余风格估值分位也与多次市场顶相当



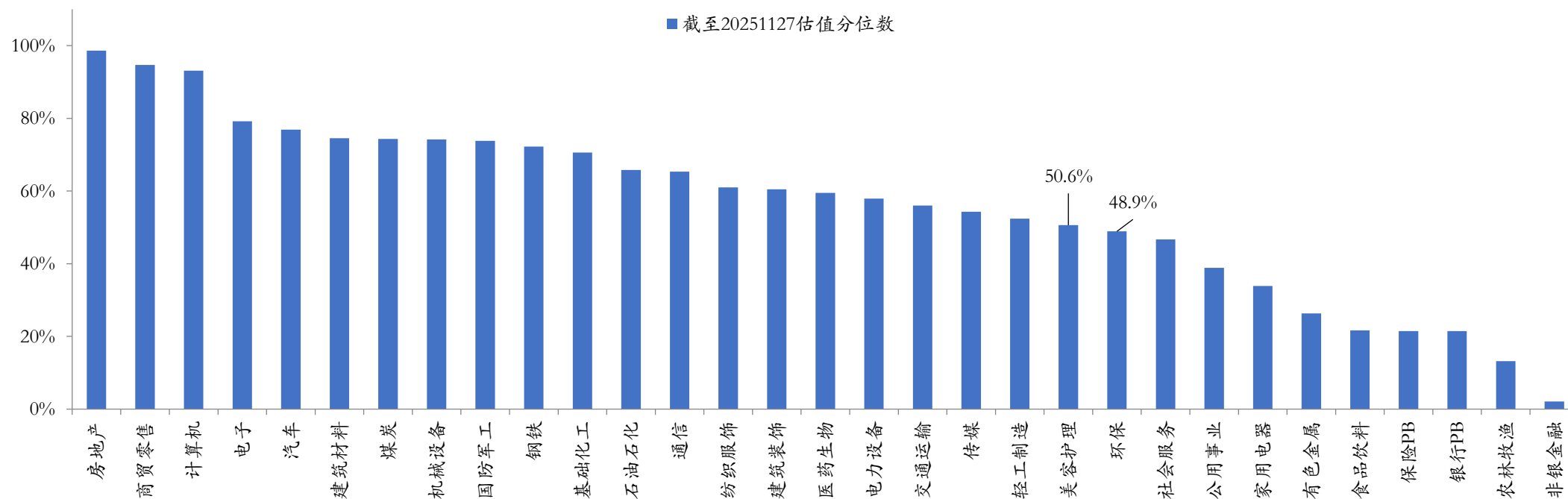
资料来源：Wind，华安证券研究所。根据2010年以来估值计算分位



## 估值：行业整体回升至中等及偏高分位，金融行业和传统白马偏低

- ▶ 本轮估值修复后超2/3以上行业的估值分位回升至50%以上水平，仅金融板块和传统消费白马行业的估值分位相对较低。其中金融类行业当前估值整体处于50%以下，如非银金融PE为12.4X、银行PB为0.6X、保险PB为1.2X，分别处于2.1%、21.5%、21.5%分位水平。传统消费白马行业的估值也整体较低，如食品饮料PE为21.9X、家用电器PE为14.6X、社会服务PE为45.7X，分别处于21.7%、33.9%、46.7%的分位水平。
- ▶ 成长行业整体估值已升至偏高分位。计算机、电子、军工、通信、电力设备、传媒行业当前估值分别为85.3X、61.8X、76.7X、44.0X、38.4X、44.1X，分别处于93.1%、79.2%、74.3%、70.6%、54.3%、60.5%的中枢偏高或高位位置。

多数行业估值已回升至50%分位以上，金融板块和传统消费白马估值分位相对偏低



资料来源：Wind，华安证券研究所。根据2010年以来估值计算分位



## 估值：高分位 $\neq$ 分位见顶 $\neq$ 行情见顶，以万得全A为例

- 尽管当前万得全A和上证综指的PETTM历史分位较高，甚至接近过去几轮行情中的分位顶，但也不意味高分位等于估值见顶。抛开这个问题暂不讨论，从历史情况看，即便估值分位见顶也不等同于行情见顶。分别以全A、上证综指、创业板为例。
- 历史案例看，全A估值分位见顶后，仍可由业绩支撑贡献行情继续上涨。这在下图第②、③轮中体现明显，行情见顶时间显著滞后于估值分位见顶时间，其核心原因在于全A业绩较好提供基本面支撑，同时对高估值形成消化。如第②轮行情中在2017年4月和10月出现两次显著估值分位下移，就在于这两个时点业绩较好，2016Q4、2017Q1、2017Q3单季度全A盈利增速分别为19.5%、19.7%、21.8%。第③轮中2021年4月出现估值分位显著下移同样在于业绩优秀，2020Q4、2021Q1盈利增速分别为56.5%、53.2%。

除2015年的极端情形外，全A即使估值分位见顶也不代表行情结束



资料来源：Wind，华安证券研究所。根据2010年以来估值计算分位。黄圈蓝色数字代表当轮估值高点、橙圈红色数字代表当轮行情指数高点



## 估值：高分位 $\neq$ 分位见顶 $\neq$ 行情见顶，以上证指数为例

- 历史案例看，上证指数分位见顶后，亦可由业绩支撑贡献行情继续上涨。这在下图第③轮中体现明显，尽管第②轮时间分位见顶和行情见顶时间一致，但这主要是由于计算方式的结果所致，如2017年4月时估值最高16.7倍，对应分位78.3%，而在2018年1月时估值最高17.0倍，对应分位84.4%，估值变动不大、但分位变化剧烈，主要是此前达到此估值小区间的情况很少，因此导致分位跃升。
- 如第②轮行情中在2017年4月和10月也出现两次显著估值分位下移，这两个时点业绩较好，2016Q4、2017Q1、2017Q3单季度上证指数盈利增速分别为13.1%、17.7%、20.4%。第③轮中2021年4月出现估值分位显著下移同样在于业绩优秀，2020Q4、2021Q1盈利增速分别为18.8%、46.3%。

### 上证指数即使估值分位见顶也不代表行情结束，如第③轮



资料来源：Wind，华安证券研究所。根据2010年以来估值计算分位。黄圈蓝色数字代表当轮估值高点、橙圈红色数字代表当轮行情指数高点





## 估值：高分位≠分位见顶≠行情见顶，以创业板指为例

- 历史案例看，创业板指分位见顶后，同样也可由业绩支撑贡献行情继续上涨。这在下图第②轮中体现明显。如第②轮行情创业板指的估值分位在2020年7月见顶后，曾出现过多次跳跃式下降，包括2020年8月、10月，2021年4月等，都发生在业绩披露期，这几次披露的业绩也都较好，创业板指在2020Q2、2020Q3、2020Q4、2021Q1的单季度盈利增速分别达到了101.4%、30.8%、30.2%、109.1%。

### 创业板指即使估值分位见顶也不代表行情结束，如第②轮



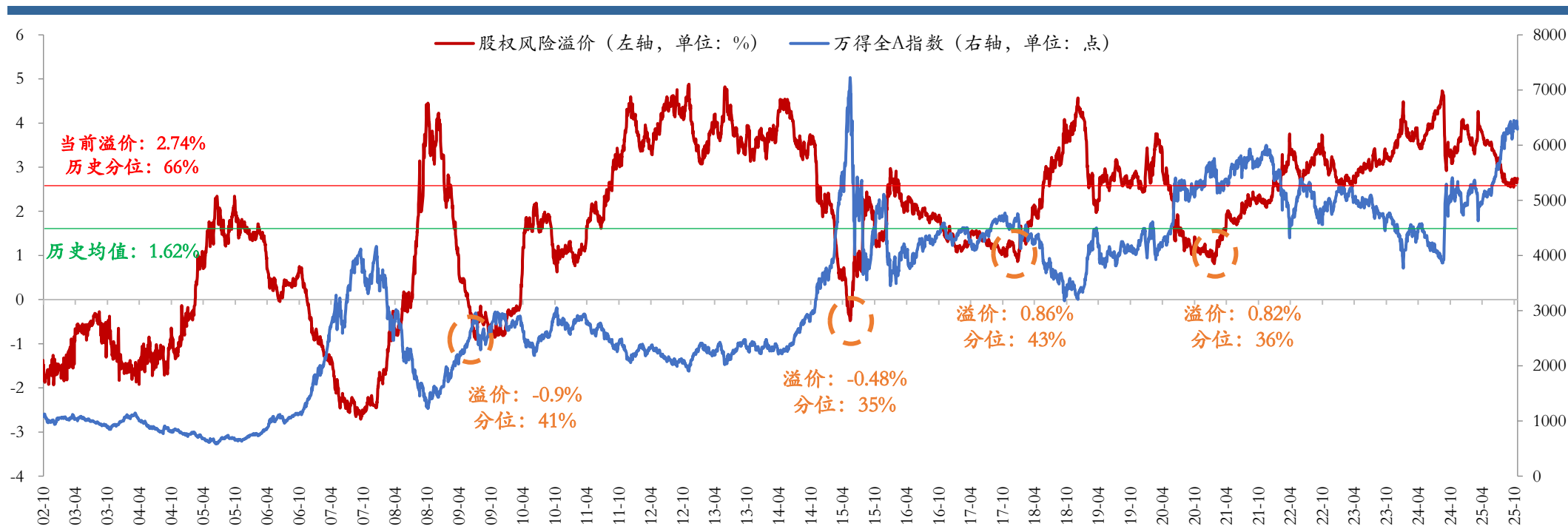
资料来源：Wind，华安证券研究所。根据2010年以来估值计算分位。黄圈蓝色数字代表当轮估值高点、橙圈红色数字代表当轮行情指数高点



## 股权风险溢价率：偏高位，距离中枢和历史多次产业周期仍有充足空间

- 股权风险溢价率由高位回落至一倍标准差以内，但距离历史阶段性底仍有较大下行空间。截至12月1日，股权风险溢价率报收2.74%，处于2003年以来66%历史分位。尽管随着市场估值水平抬升后股权风险溢价率有所回落，但仍处于偏高位水平。
- 无论是距离历史中枢值1.62%，还是和多次产业周期如2009年8月、2015年6月、2018年1月、2021年2月最低时-0.9%、-0.48%、0.86%、0.82%，对应历史分位分别为41%、35%、43%、36%相比，均有充足的下行空间。

当前股权风险溢价率相比历史中枢和过去多次产业周期仍有充足的下行空间

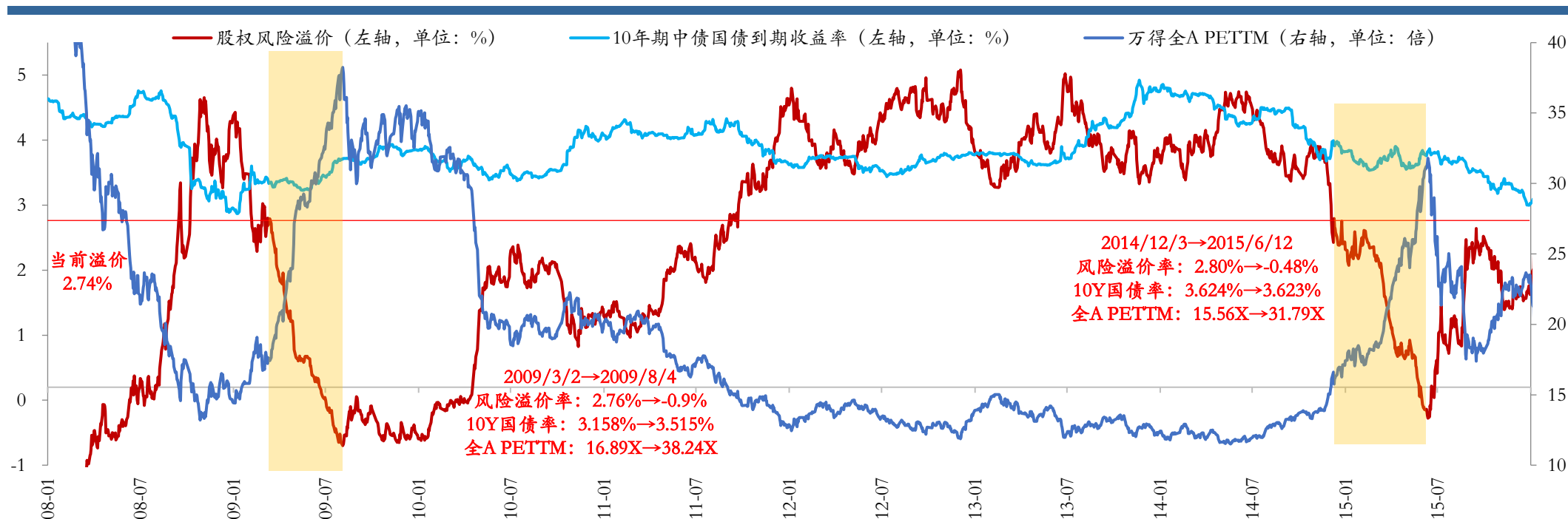


资料来源: Wind, 华安证券研究所。分位根据2002年初起计算。股权风险溢价率= (100/全A PETTM) -10Y国债收益率

# 股权风险溢价率：以史为鉴，进一步下行离不开估值提升的贡献

- 过去4轮股权风险溢价率在当前类似位置上进一步下行，均离不开估值抬升的支撑。
- 2009年股权风险溢价率下行主要由估值提升驱动。2009年股权风险溢价率在当前位置上的下行，从2009/3/2日2.76%，下行到此轮最低-0.9%，进一步下行3.66个百分点。具体拆分看，其中10Y国债到期收益率从3.158%持续抬升至3.515%，上行0.36个百分点。因此其余3.3个百分点下行靠全A估值抬升驱动，全A PETTM从16.89倍涨至38.24倍，抬升126.4%。
- 2015年股权风险溢价率下行全部由估值提升驱动。2015年上半年股权风险溢价率在当前位置下行，从2014/12/3日2.80%，下行到此轮最低-0.48%，进一步下行3.28个百分点。具体拆分，其中10Y国债收益率从3.624%整体波动到3.623%，几乎不对股权风险溢价率下行形成贡献。因此全部下行贡献由全A估值提供，全A PETTM从15.56倍涨至31.79倍，抬升104.3%。

## 2009年和2015年股权风险溢价率从当前类似位置进一步下行的主要贡献在于估值提升



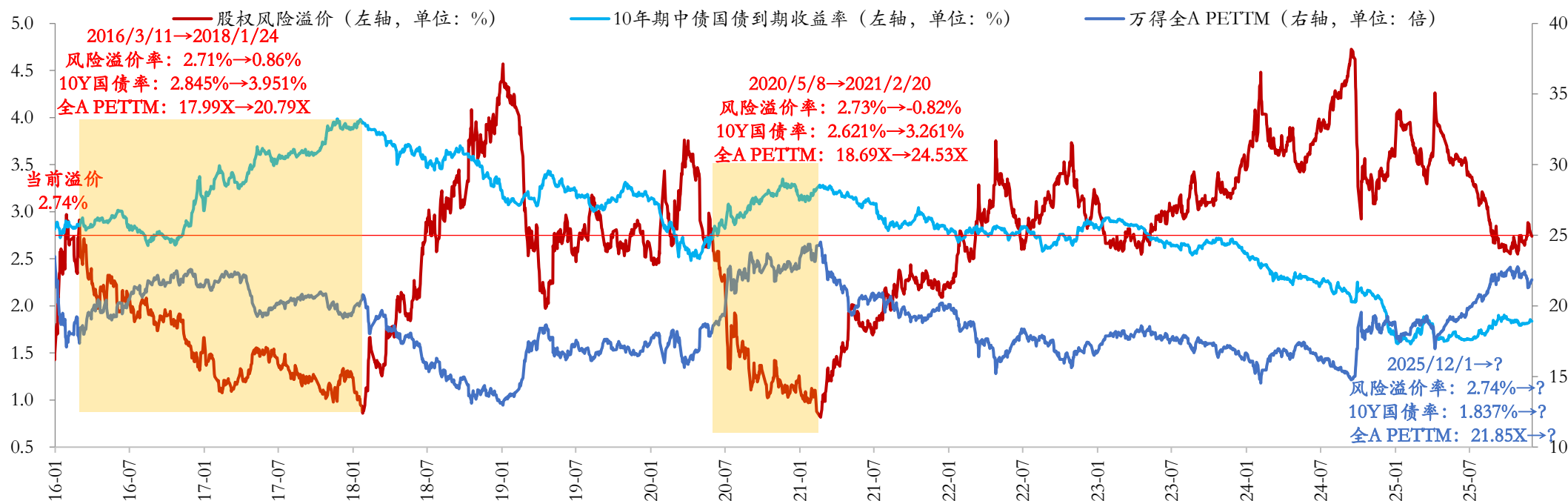
资料来源: Wind, 华安证券研究所。时间段: 2008-2015年。股权风险溢价率= (100/全A PETTM) - 10Y国债收益率



## 股权风险溢价率：以史为鉴，进一步下行离不开估值提升的贡献

- 2016-2017年股权风险溢价率下行同时由估值提升和国债利率提升双驱动，国债利率提升贡献相对较大。2016-2017年股权风险溢价率在当前位置上的下行，从2016/3/11日2.71%，下行到此轮最低0.86%，进一步下行1.85个百分点。具体拆分，其中10Y国债到期收益率从2.845%持续抬升至3.951%，上行1.11个百分点。其余0.74个百分点下行靠全A估值抬升驱动，全A PETTM从17.99倍涨至20.79倍，抬升15.6%。
- 2020年股权风险溢价率下行同时由估值提升和国债利率提升双驱动，估值提升贡献相对较大。2020年下半年股权风险溢价率在当前位置上的下行，从2020/5/8日2.73%，下行到此轮最低0.82%，进一步下行1.91个百分点。具体拆分，其中10Y国债到期收益率从2.621%持续抬升至3.261%，上行0.64个百分点。其余1.27个百分点下行靠全A估值抬升驱动，全A PETTM从18.69倍涨至24.53倍，抬升31.2%。

### 2016-2017年和2020年股权风险溢价率从当前位置下行的主要贡献在于估值和国债利率双提升



资料来源: Wind, 华安证券研究所。时间段: 2016年-2025/12/1日。股权风险溢价率= (100/全A PETTM) -10Y国债收益率





# 目录

1

增长：从投资到消费的渐进变化

- 专题：他山之石，服务消费潜力空间在哪？

2

政策：未来与当下的有机结合

3

盈利：渐行渐强的基本面支撑

4

配置：从预期到盈利的显著切换

- 专题：以史为鉴，第一阶段行情行至何处？



# 行业配置：AI产业景气趋势和涨价线索两条最关键主线

- 2026年投资思路，务必重视新一轮成长科技产业景气周期和基于供需逻辑改善的涨价链条。
- 风格展望：成长>周期>消费>金融

## 配置方向

## 细分领域配置逻辑

1

### AI产业链景气周期

1. 算力端：光模块、PCB、CPO、海外算力、国产算力
2. 算力配套：光纤、液冷、电源设备等
3. 应用端：机器人、游戏、软件

1. 算力端：成长风格已连续三个季度具备业绩相对优势，新一轮产业景气趋势明确，其中算力板块是盈利增速最高且持续的方向，未来算力需求缺口仍然巨大，高景气延续带动盈利持续向上。当前海外算力链业绩正在兑现，而国产算力链将具备更大潜力空间。算力需求目前仍是增量市场，海外算力机会仍佳，国产算力也需加大重视。
2. 算力配套：随着算力设施的不断落地，也将共同催生伴随配套需求，因此与之相关的如光纤通道、液冷散热、电源稳定等辅助设备方向盈利随之向上。
3. 应用端：基建是应用落地和爆发的基础，本轮产业周期属于算力基建的景气周期，当前尚未到应用落地景气爆发阶段。但一方面应用端偶见热门应用落地带动主题阶段机会，另一方面应用作为算力主线最为接近的板块，易承接内部切换或补涨。因此具备景气或远期产业趋势的方向亦需关注，如机器人、游戏、软件。

2

### 涨价链

1. 存储
2. 储能、电池、能源金属、锂电材料（磷化工、氟化工）
3. 外需改善：工程机械、国防军工

1. 存储迎来长期景气向上周期：一方面低容量存储产能逐步减少，而高容量存储产线资本开支增加有限，面临低容量存储减少、高容量存储不足的供给压力；二方面随着AI基建和未来应用的逐步落地，存储需求正在快速增加。供需和结构矛盾支撑存储景气长期向上。
2. 储能链景气超预期向上且有望持续：同样受AI算力带动，功耗用电量大增，带动储能链条景气整体上行。目前海外需求旺盛，未来随着国内算力网络的逐步搭建普及，也将给储能链条带来新的需求。
3. 部分出口景气品种也值得重视。工程机械受益海外需求高增长，带动行业景气持续上行，目前处于新一轮景气上行周期的中期，2026年仍有望在2025年高增速基础上保持高增长。国防军工一方面受益“十五五”开局，有望增加军费开支，另一方面中国军品性价比佳、具备充足的出口前景。



## 风格前瞻：四大风格2026年投资机会及逻辑展望

成长风格作为本轮市场趋势上涨行情的最核心主线已是广泛共识，新一轮成长产业景气周期完整行情仅演绎至前中期，其核心地位仍将贯穿2026全年。本轮产业周期以AI算力为基础，景气趋势已在2025Q3业绩持续相对优势中证实。而电新/军工在景气改善或事件催化下亦当重视。

①趋势性上涨行情期间，最值得把握的是天然高弹性的成长科技。微观流动性继续为本轮趋势性上涨行情提供增量资金支持，且2026年全A和创业板盈利能力也将迎来显著改善并形成基本面支撑，因此本轮趋势上涨行情远未结束。而在趋势性上涨行情期间，成长科技天然弹性最大。②产业景气趋势已然明朗，产业景气周期支撑下的完整成长风格演绎仍处前中期阶段。截至2025Q3季度，成长风格已连续3个季度具备业绩相对优势。而根据复盘显示，一轮完整的产业景气周期演绎过程通常会经历先估值修复→业绩支撑→估值泡沫三个阶段，当前行情仅演绎至第一阶段，后续成长风格仍有充足的演绎时间和空间。③本轮产业景气周期主要体现在AI基建普及上，业绩已逐步兑现，正在加速中。类似08-10年智能手机广泛普及，先产业基础、后应用爆发，算力及配套正在快速落地兑现，业绩正迎来加速爆发期，产业景气趋势下迎来新一轮机构抱团。

成长

金融风格在趋势性上涨行情期间通常弹性偏弱，主要受到银行、保险、地产行业属性和基本面限制，在本轮行情中仍然如此。通常而言，金融风格的机会主要存在于一是市场β性调整中的阶段性避险，二是滞涨补涨。

金融

根据金融风格复盘，板块性的金融风格机会需要满足“经济边际改善+流动性边际宽松”宏观环境，同时还需要具备金融风格的持续业绩相对优势。展望2026年，据宏观测算，出现经济边际改善（难度较大）+流动性边际宽松（概率较大）的宏观组合难度较大，而且更难的在于金融风格出现持续业绩相对优势，因此金融风格在2026年成为重要主线的可能性偏小。甚至银行保险的红利高股息属性也有所褪色。可关注金融风格的两类机会：一是在成长产业景气周期行情中的震荡阶段或者调整期间，充当避险属性。依赖于银行的高股息特性，但其高股息特性随着对股息率的消化也在褪色，尤其是4%股息率临界点对行情的影响。二是金融风格出现阶段性的滞涨补涨机会。这种机会通常发生在主线“歇脚”间隙，通常发生在年初或者年末的概率更高。

消费风格整体上以跟涨和阶段性催化机会为主，取得超额收益的难度较大，核心制约在于终端消费景气度预计整体仍然将保持低迷，且有效扭转难度大。2026年消费的最重要观察点在于政策的支持力度及落地效果，目前市场整体预期不高。其中个别景气改善领域可关注，如机器人相关的汽车零部件、家电零部件、牛肉及乳制品、珠宝饰品等。

①消费风格难以在本轮趋势性上涨行情中成为靠前主线，核心制约在于本轮行情驱动并非来自经济基本面或预期的修复改善。反之，经济运行仍然面临较大压力，尤其在内需层面，未来经济信心和收入改善预期持续低迷下抑制了消费基本面的有效改善。对消费而言，业绩兑现及良好未来预期是成为主线不可或缺的基础，但2026年出现此种积极变化的可能性目前看较低。②促消费、扩内需政策可能带来消费板块的阶段性催化机会，但其持续性仍然受制于政策效果。促进消费、支持消费仍是2026年政策重中之重，但这种政策通常只能起到阶段性估值修复作用，除非政策能真正扭转低迷预期。③少数有景气改善的细分领域可能存在α机会。关注牛肉及乳制品、珠宝饰品等。

消费

周期风格中的各细分领域分化较为严重，多数缺乏景气改善支撑的领域预计表现较差、大概率不及市场平均水平。但也存在较多景气改善的方向，则值得把握。据梳理，贵金属、能源金属、锂电材料、工程机械、农化制品、化纤等可关注。此外更重要的机会需重点关注“反内卷”的推进节奏和成效。

周期

根据周期风格行情复盘显示，周期风格持续演绎需要基本面强支撑，很少出现无基本面支撑仅靠估值驱动行情（估值驱动行情需要强大的经济刺激政策催化如四万亿）。立足基本面，从供给、需求两个角度考虑，通常存在两种模式的机会：一是当需求强劲带来显著业绩提振形成持续业绩相对优势，量增价涨，这种机会通常发生在经济大的上行期，如2009-2010年、2020-2021年；二是供给持续收缩，量减价涨，也会带来上市公司业绩改善，如2016-2017年供给侧结构性改革等。

①展望2026年，无论是政策强刺激带来估值修复还是经济强修复带来的基本面强支撑预计都很难出现。②中观维度上可筛选出部分景气度改善的细分领域。这些景气改善品种在趋势性上涨行情中易获资金认可。





# AI产业链图谱

## 上游：硬件

### 电源与散热

电源管理模块、液冷技术、散热部件

### 通信传输

传感器、光纤、PCB（液冷PCB、高密度互联板（HDI）、高频高速PCB、AI服务器背板）、光模块（800G/1.6T光模块、光互联芯片、多模光纤模块）

### 算力芯片

GPU、NPU、ASIC、FPGA、CPU、TPU

### 内存和存储

HBM、DRAM、SSD、FPGA、CPU

## 中游：算法及训练平台

### 算力训练设施

数据中心（模块化数据中心、边缘计算中心、浸没式液冷数据中心）、云计算平台

### 大模型算法

专用算法（对抗生成网络、强化学习算法）、大模型（代码生成大模型、视觉大模型、跨语言大模型、超大规模语言模型）

### 开发平台及工具

工具链（数据标注工具、集成及部署、模型可视化工具、模型评估系统）、开发框架（分布式训练框架、自动化机器学习、端侧推理框架）

## 下游：应用

### 内容生成

影视剧本、游戏NPC行为及关卡学习、语音及头像模拟等

### 工业应用

设备智能运维、智能供应链、AGV、工业机器人、工业物联网、机器视觉、黑灯工厂

### 消费电子

具身智能、智能耳机、AI眼镜、AI玩具、手机

### 互联网赋能

智能搜索、网络购物、个性化推荐

智能驾驶、企业效率工具、医疗、教育、政务、安防、金融、军工

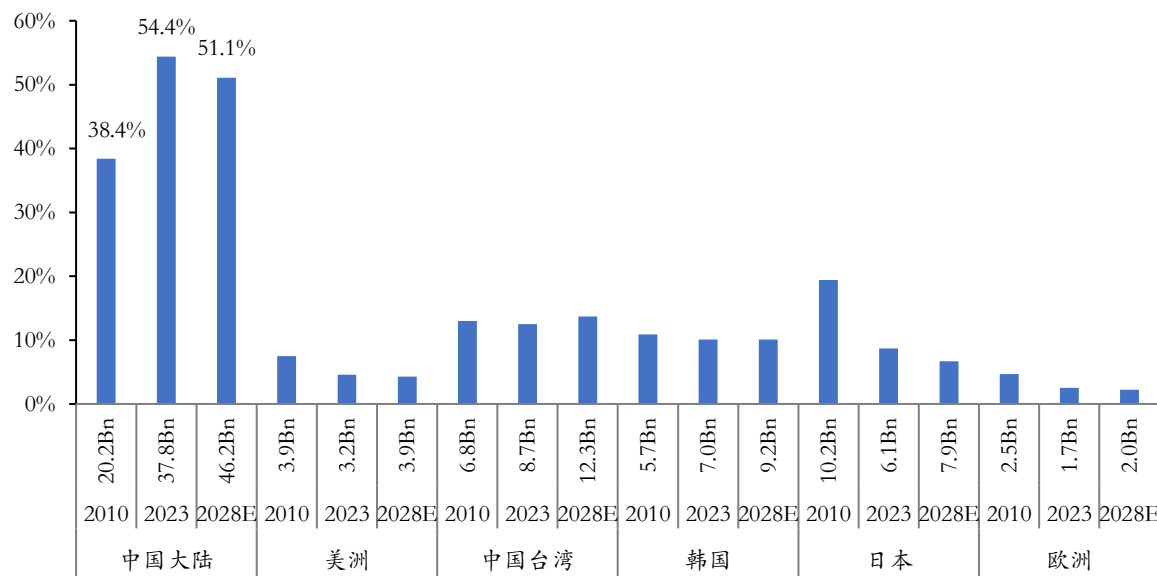




## AI算力-PCB：高端PCB量价齐升，我国电路板产业具有规模优势

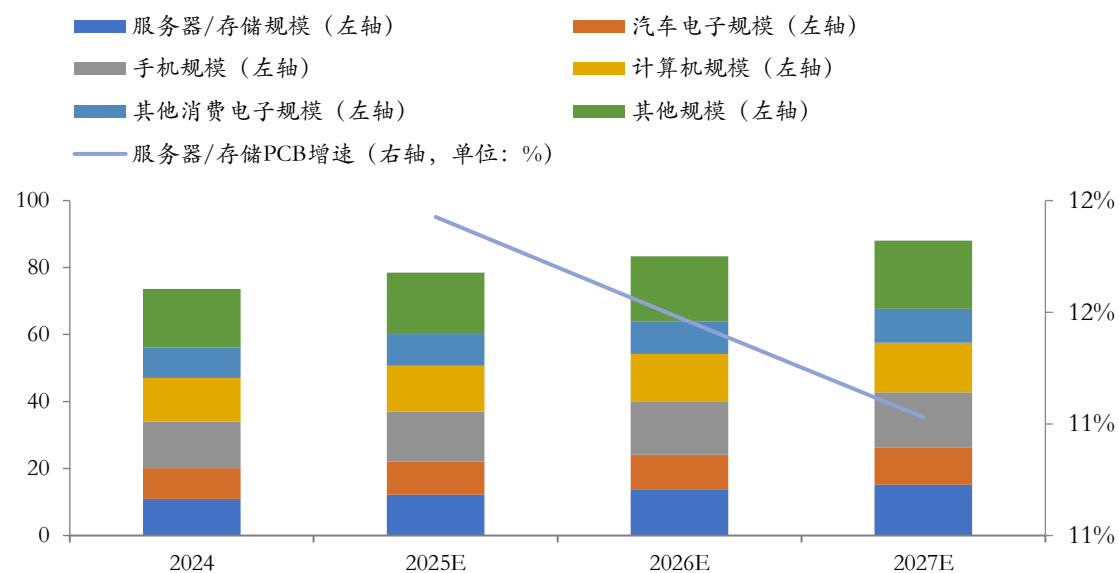
- AI服务器以及智能电车等领域成为PCB板强劲的需求来源，且相关PCB部件价值及毛利提升明显。PCB（印刷电路板）是电子设备中用于支撑与连接电子元器件的核心关键部件，其广泛应用于AI服务器、汽车以及计算机等领域。需求方面，近年来受益于算力需求指数级增长，应用于AI服务器的PCB需求也迎来爆发增长，据Prismark数据，2025年全球PCB市场三大增长支柱分别为AI服务器、高速通信设备以及智能电车，其中应用于AI服务器的PCB年复合增长率预计将达到32.5%，显著高于行业整体增速；价值方面，由于制程及工艺等原因，算力卡上应用的PCB价值明显高于传统服务器，应用于智能驾驶的高端PCB板（HDI）毛利也相较传统面板有较大提升。未来PCB相关板块将持续受益于人工智能发展，量价齐升带动业绩长期向上。
- 我国PCB产业规模靠前，国内PCB企业将持续受益于全球算力需求增长。据Primark数据显示，2023年中国大陆PCB产值占比达54%，是全球最大的PCB制造基地，未来占比略有下降但仍占50%以上，国内PCB企业有望持续受益于人工智能发展浪潮。

### 我国PCB制造规模占全球比例超过50%并将长期保持



资料来源：Prismark、前瞻产业研究院，华安证券研究所。注：图中所示为占比以及规模总值（单位为美元）

### PCB应用于服务器和存储上的规模增速较高



资料来源：艾媒数据，华安证券研究所。注：规模单位为十亿美元



## AI算力-CPO：受益算力集群规模快速增长，有望展现更大需求弹性

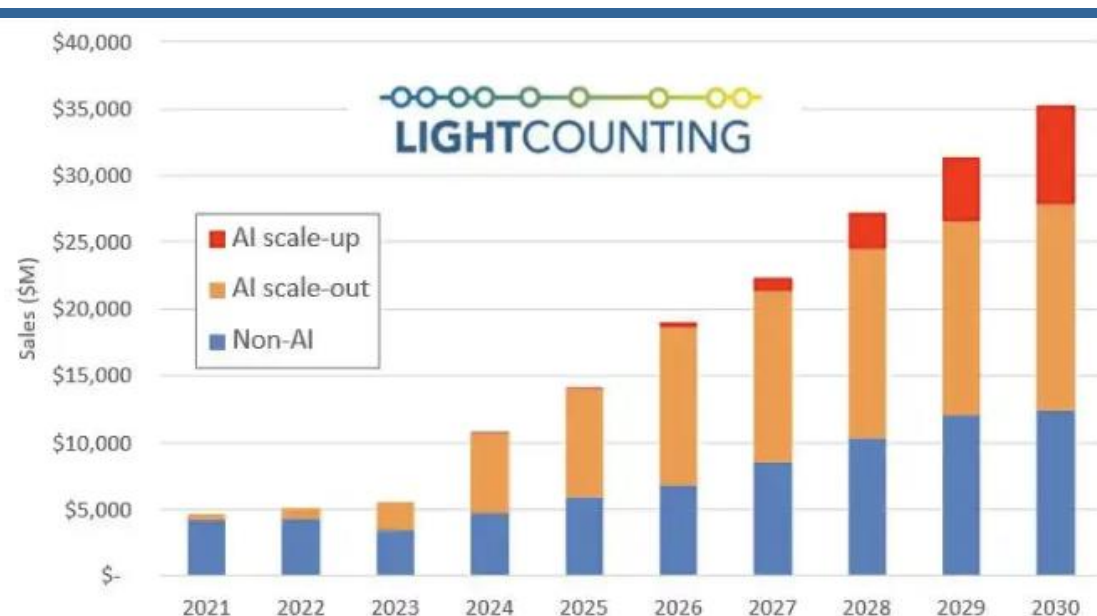
- CPO在实现算力升级方面具有显著成本及速率优势，应用场景众多。光电共封装CPO主要应用于AI算力集群、数据中心等高性能计算方向，其通过缩短电信号传输路径，显著降低功耗延迟以及提升带宽，能有效降低企业成本。CPO在AI产业链中价值体现在多个方面：实现AI训练集群互联、成为云计算与边缘计算设备传输介质，以实现自动驾驶、智能工厂、监测等应用场景的实时数据传发、构建跨区域的算力网络等。
- CPO在算力集群建设中的需求弹性可观，市场规模有望持续高增。AI数据中心使用光模块的数量会随着集群规模扩大以及网络层级的提升而呈非线性增长，小规模集群中光模块与GPU比例为1:2.5，在万卡级集群中配比可达1:5~1:10，这意味着随着GPU使用量的增长，CPO将呈倍数级增加。据LightCounting预测，由于AI开发需求爆发式增长，2027-2030年光模块市场年增长率将达到15-20%。

几种典型光模块支持的数据传输速率及应用场景

速率	模块类型	应用场景
1G	SFP	企业网、接入网
10G	SFP+,XFP	数据中心、企业网
25G	SFP28	5G、数据中心
40G	QSFP+	早期数据中心
100G	QSFP28	云骨干网
200G	QSFP-DD,QSFP56	高密度数据中心
400G	QSFP-DD,OSFP	超大规模云
800G	OSFP,QSFP-DD	下一代网络

资料来源：点维智算、IEEE，华安证券研究所。

2026-2030年用于AI的光模块预计仍将保持强势增长



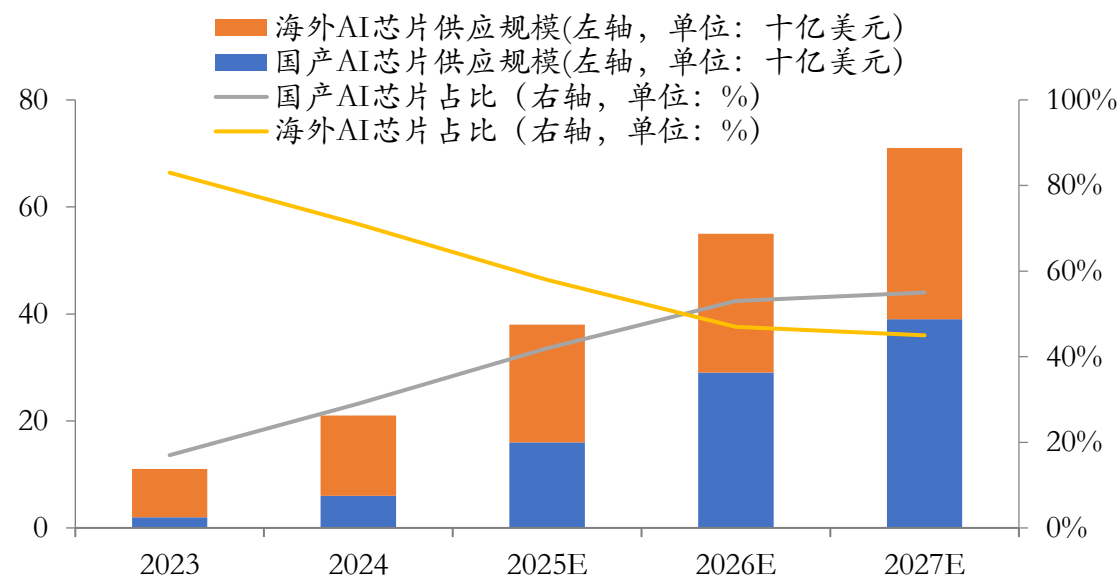
资料来源：LightCounting，华安证券研究所。



## AI算力-国产算力：关注国产算力链的后发替代优势

- **国内AI芯片市占率预计将逐步抬升。**我国AI芯片产业迅速发展，国产化替代趋势明确。据Bernstein预测，2023年我国算力芯片国产化率仅有17%，但到2026年国产算力芯片市占率将会超过海外芯片，并且到2027年预计将提升至55%，2023-2027年国产算力芯片市场规模复合增速预计将高达112%。
- **关注国产算力的替代机会。**中美算力竞赛已进入白热化阶段，我国解决算力“卡脖子”的需求较为迫切，近期政策也在指导国内大模型厂商逐步转向使用国产化芯片，未来AI产业链国产化是必然趋势，当前国产AI芯片正处于快速发展期，国产化率提升以及国产渗透率增长已经步入关键拐点，建议重视国产AI建设链条上的相关公司。

我国AI芯片产地构成占比预测



资料来源：Bernstein，华安证券研究所。

海内外算力产业链相关企业对比简览

产业链环节	国产算力	海外算力
AI芯片	华为昇腾、海光信息、寒武纪、燧原科技	英伟达、AMD、英特尔、谷歌
光模块	中际旭创、新易盛、光迅科技、华工科技	博通、Coherent、思科
PCB	生益科技、景旺电子、胜宏科技、深南电路	台光电、斗山、Rogers
AI服务器	浪潮信息、中科曙光、华勤技术	工业富联（代工厂）、英伟达（自有方案）
液冷	曙光数创、高澜股份、申菱环境	英维克、同飞股份、科创新源
交换机	锐捷网络、紫光股份、菲菱科思	思科、Arista、博通

资料来源：华安证券研究所整理。



## 算力配套-光纤：数据传输速率迭代升级，光纤产业再迎发展机遇

- 关注能满足高速率数据传输要求的空心光纤等新型光纤的发展机遇。AI发展大幅带动对算力的需求，信息量爆炸式增长对数据传输通道提出更加严苛的要求，传统单模光纤已经难以满足AI训练集群之间数据实时互联的需求，空心光纤、多芯光纤以及多波段多模光纤等新型光纤迎来快速发展期。其中空心光纤以空气为传输介质，具备低时延、低非线性效应以及低损耗的特征，能满足多个应用场景，效果较传统光纤大幅提升。
- 实际运用进程上，多个大型企业正快速布局空心光纤实际应用产业。海外方面，2022年12月微软收购空心光纤（HCF）解决方案提供商Lumensity，并于2024年底的旗舰大会上宣布将于2025-2026年部署15000公里的空心光纤，以提高数据传输能力；国内方面，2025年7月29日，中国移动在广东开通我国首条反谐振空心光纤商用线路，也标志着空心光纤进入正式商用。

空心光纤相较传统光纤存在多方优势，更能满足AI计算等场景应用需求

特性	空心光纤(AR-HCF)	传统单模光纤(G.652.D)	优势
传输延迟	比传统光纤低约30%-47%	基准(光速的~69%)	光在空气中传播，速度接近真空光速，对金融、AI计算等场景至关重要。
非线性效应	低3-4个数量级	显著，限制入纤功率	介质为空气，几乎无克尔效应，可承载更高光功率，提升传输容量和距离。
传输带宽	超1000nm	约200nm(C+L波段)	带宽是传统光纤的5倍以上，可支持更多波分复用(WDM)信道。
色散	极低	存在材料色散和波导色散	空气色散极小，简化了系统设计，无需复杂的色散补偿模块。
传输损耗	已实现<0.1 dB/km	典型值0.18-0.22 dB/km	空气色散极小，简化了系统设计，无需复杂的色散补偿模块。
损伤阈值	高	相对较低	可传输更高能量的激光脉冲，适用于工业激光医疗等领域。

资料来源：GAGA CAPITAL，华安证券研究所。



## 算力配套-液冷：AI服务器散热要求不断提升，液冷优势凸显、大势所趋

- AI训练服务器机柜功率密度快速提升，液冷技术成为散热的理想选择。AI训练通常需要建立高度集中化的GPU集群，同时随着GPU芯片算力的不断迭代升级，目前H100等芯片的功耗逐步抬升，据Vertiv测算，人工智能服务器组成整体机柜时，机柜功率密度将达到40kW以上，而当功率达到20kW以上时，风冷系统会失去有效性，液冷技术则采用液体介质，能大幅提高散热效率，从而满足服务器不断升级的散热需求。
- 目前液冷技术在AI集训服务器的应用尚处发展的早期阶段，发展前景可期。未来随着政策持续对服务器能耗作出严格要求以及应用场景进一步宽泛化的情形下，液冷预计将进入快速增长阶段。据IDC预测，2024-2029年中国液冷服务器市场CAGR将达到46.8%，2029年市场规模将达到162亿美元。

### 液冷技术能满足当下服务器不断提升的散热需求

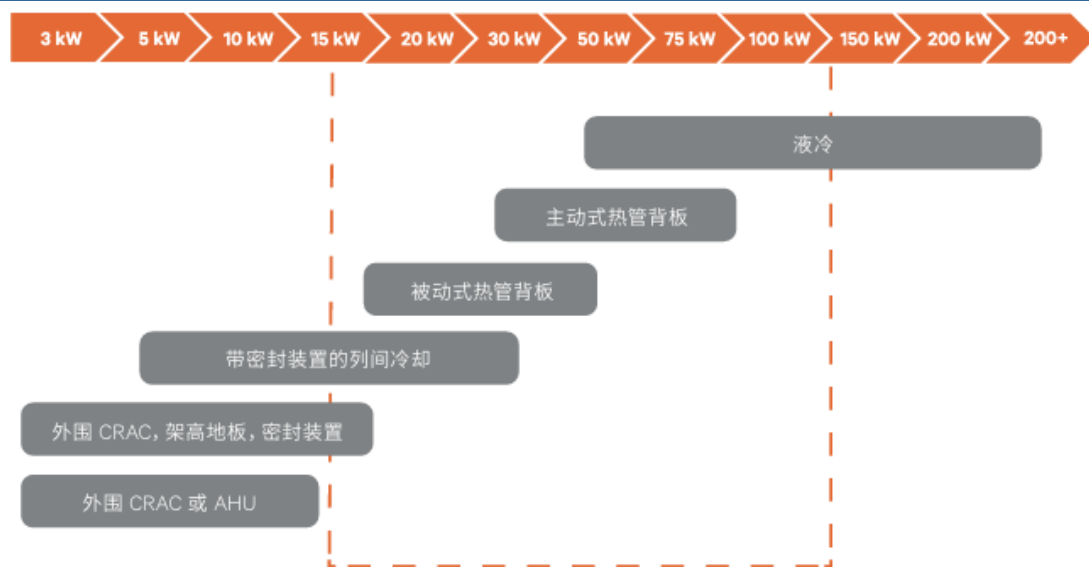
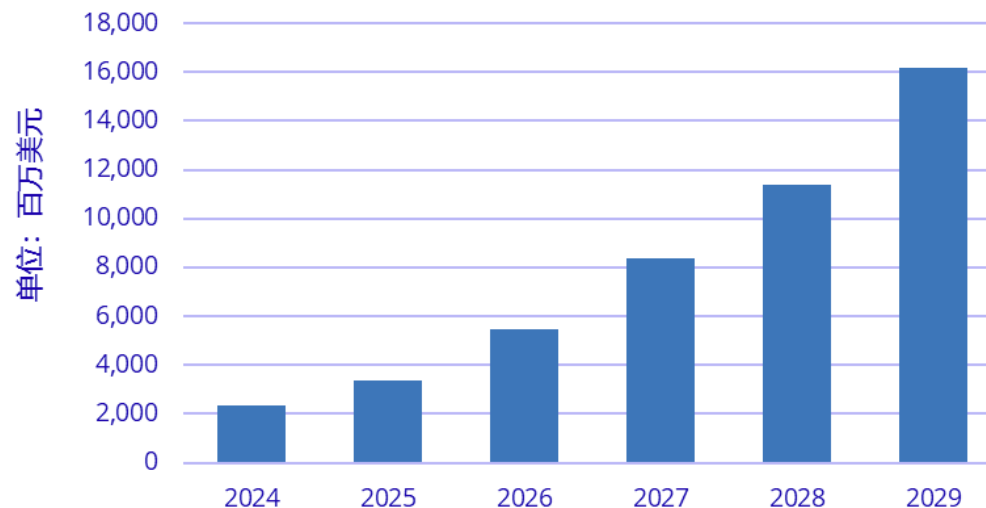


图1: 当机架密度超过20kW时, 风冷系统会失去有效性, 此时可采用液冷方法

资料来源: Vertiv 《数据中心液冷解决方案白皮书》, 华安证券研究所。

### 未来中国液冷市场规模有望保持高速增长

#### 中国液冷服务器市场规模及预测, 2024-2029



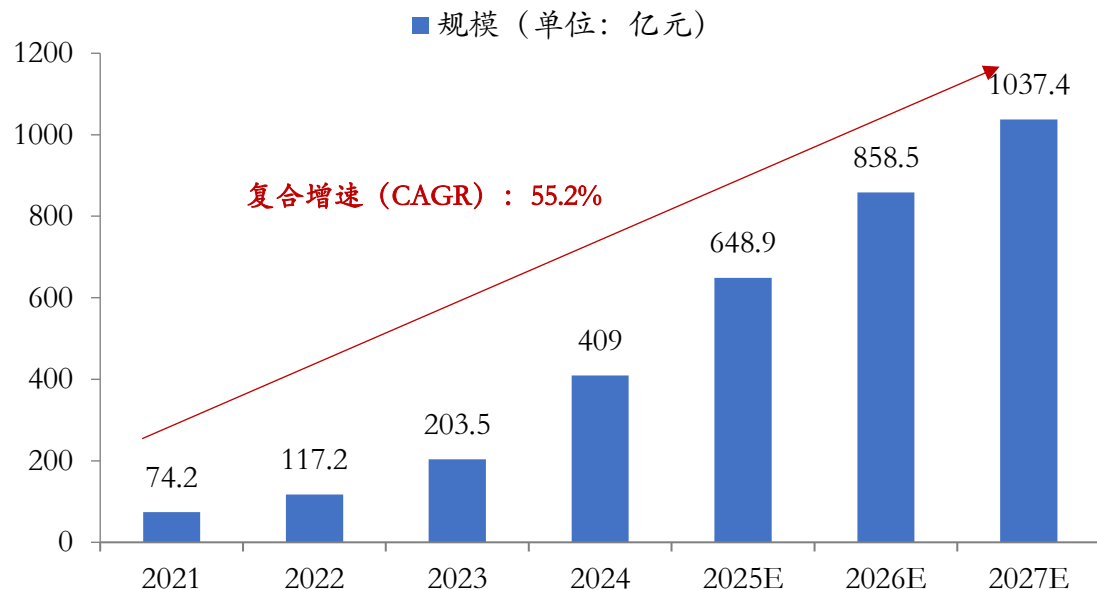
资料来源: IDC中国, 华安证券研究所。



## 算力配套-电源设备：智算中心供电稳定是关键，相关配电系统迎需求

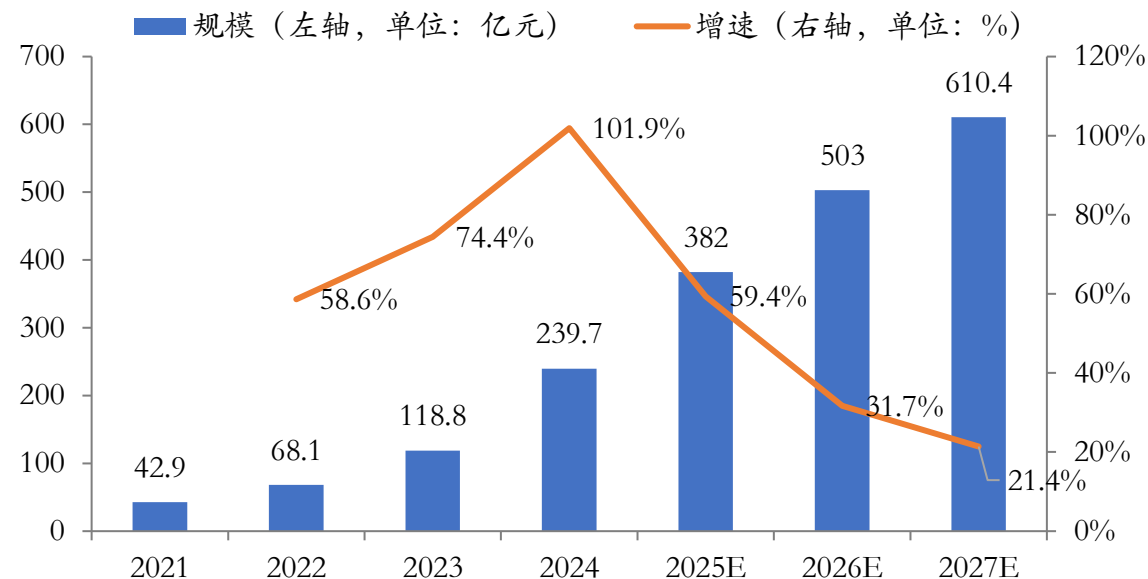
- ▶ 配电系统是数据中心的保障底座，关注依附于AI集训中心增长的相关电源配套设施。数据、智算中心的供电系统是保障其稳定运行的“心脏”，电力中断可能导致服务器宕机以及关键数据丢失并造成较大损失，对于A级数据中心而言，当前国际核心标准的可用性指标要求，规定年度停机时间不超过26.3分钟。因此保障电力稳定供应是AI服务器的重要一环，也是AI配套的关键基础设施之一，同时为顺应机柜高功率密度化、便捷化等要求，智算中心供配电系统也正朝着高压化、模块化等方向发展。
- ▶ 根据科智咨询预测，2021-2027年我国智算中心基础设施投资规模复合增速有望达到55.2%，其中供配电系统及应用在2025-2027年期间增速预计将达到20~60%左右较高增速水平。具体可关注相关供配电系统中的变压器、柴发、后备电池、配电柜、不间断电源等重要细分方向。

2021-2027年中国智算中心基础设施投资规模及预测



资料来源：科智咨询，华安证券研究所。

2021-2027年中国智算中心供配电系统应用及预测

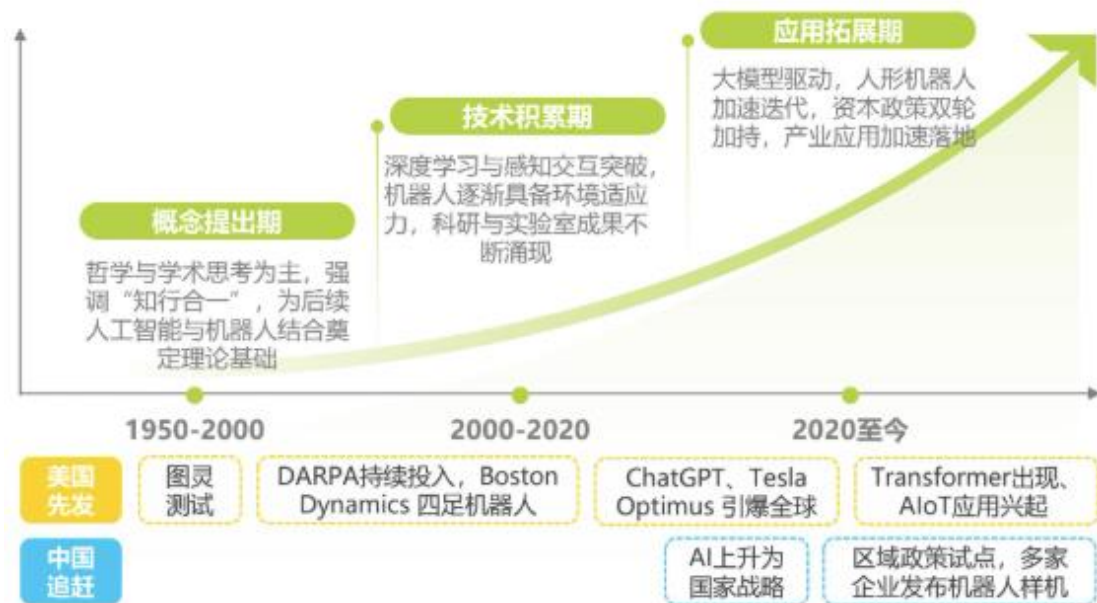


资料来源：科智咨询，华安证券研究所。

## AI应用-机器人：机器人得益于大模型发展，应用领域快速拓展

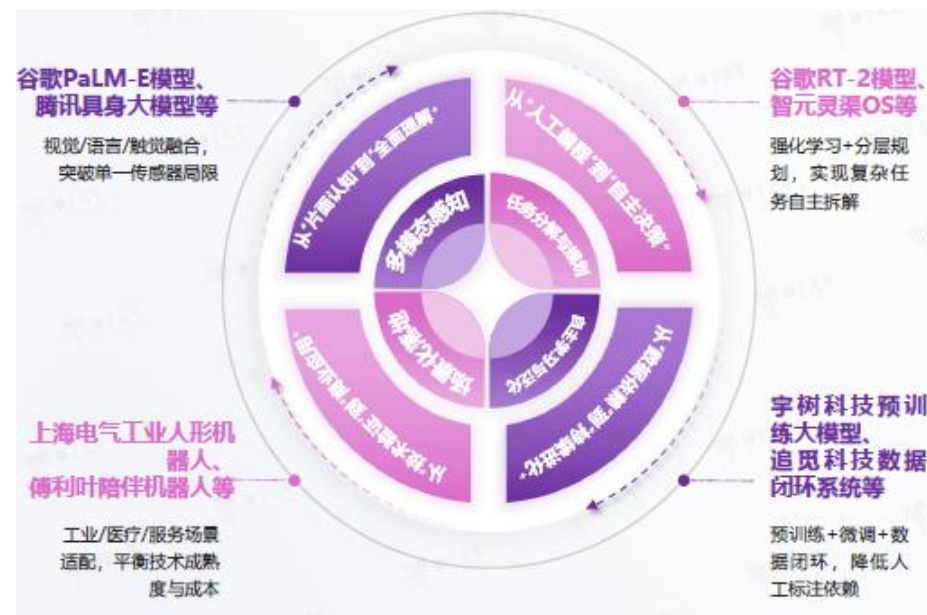
- **AI发展带动机器人向多应用场景延伸。** 机器人系统中感知是核心功能，传统机器人依赖特定场景下的特征工程和固有模型设计，对于开放环境的适应性非常有限，而近年来的深度学习的发展使得从大规模数据中端到端地学习感知模型成为可能。基础AI模型强化了机器人感知学习能力，使得其能够实现更强大、更通用能力，而AI向实体应用场景延伸正成为关键的变革方向，针对车间工厂、搬运快递、特种作业等复杂场景下的机器人正处于快速发展期，机器人产业正在从单一工业场景向多领域渗透，技术+场景的双驱动带动机器人市场空间快速扩张。

### 机器人正处于全球竞争的产业化临界点



资料来源：艾瑞研究院，华安证券研究所。

### 大模型帮助机器人应用迈向实用化



资料来源：甲子光年，华安证券研究所。

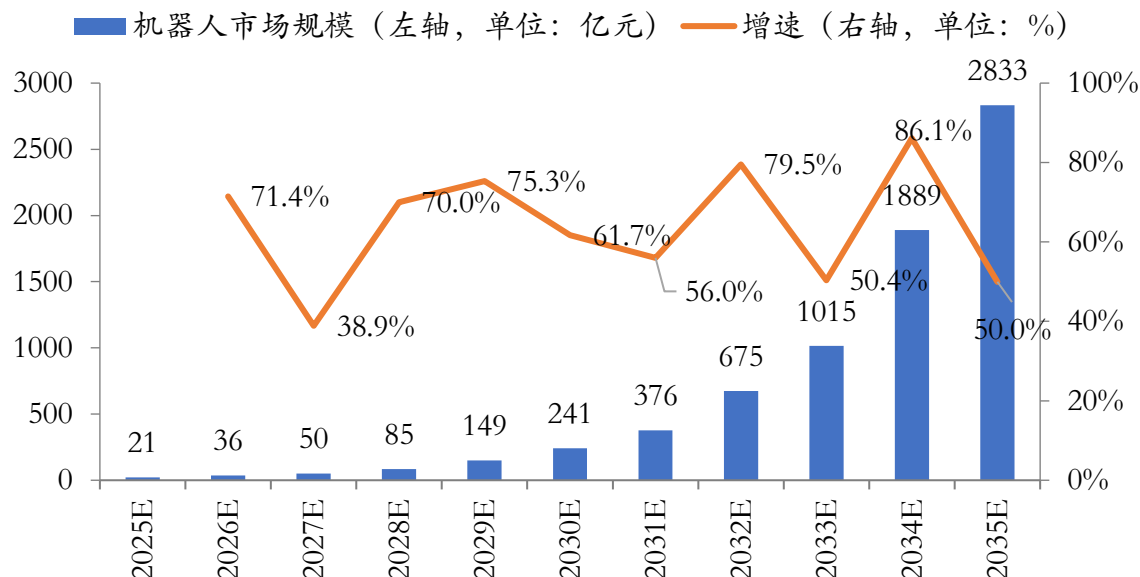




## AI应用-机器人：关注高价值机器人核心零部件生产商

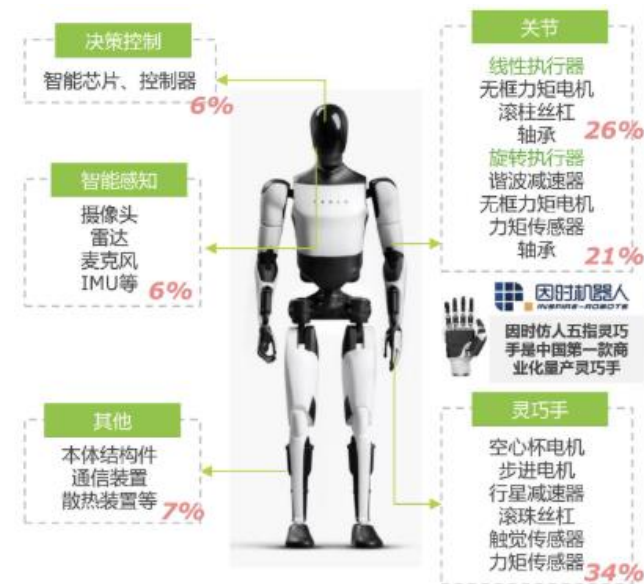
- 国内机器人产业正处于大规模应用的临界点。据艾瑞研究院预测，2025年国内机器人市场规模仅有21亿元左右，但到2030年有望达到241亿元，到2035年有望进一步达到2833亿元，2028-2030年每年增速将达到60-70%左右，若机器人在核心AI模型或零件领域取得重大突破，市场规模有望远超预测值。
- 机器人零部件结构较多，关注价值量较高的相关器件生产企业。机器人产业链主要分为软件和硬件两大部分，软件主要为机器人算法和人工智能算法，集中度相对较高且较为单一，但硬件部分涉及较多方向，其中价值较高的部分主要包括滚柱丝杠、减速器、传感器和电机等等，人形机器人终端需求的快速增长将带动相关零部件厂商业绩增长，可关注自动化设备、家电零部件、汽车零部件、电机、通用设备、专用设备机器人构件制造行业。

### 中国机器人市场规模即将迎来快速增长期



资料来源：Tesla AI Day、前瞻产业研究院，华安证券研究所。

### 机器人核心零部件及成本结构



资料来源：艾瑞研究院，华安证券研究所。

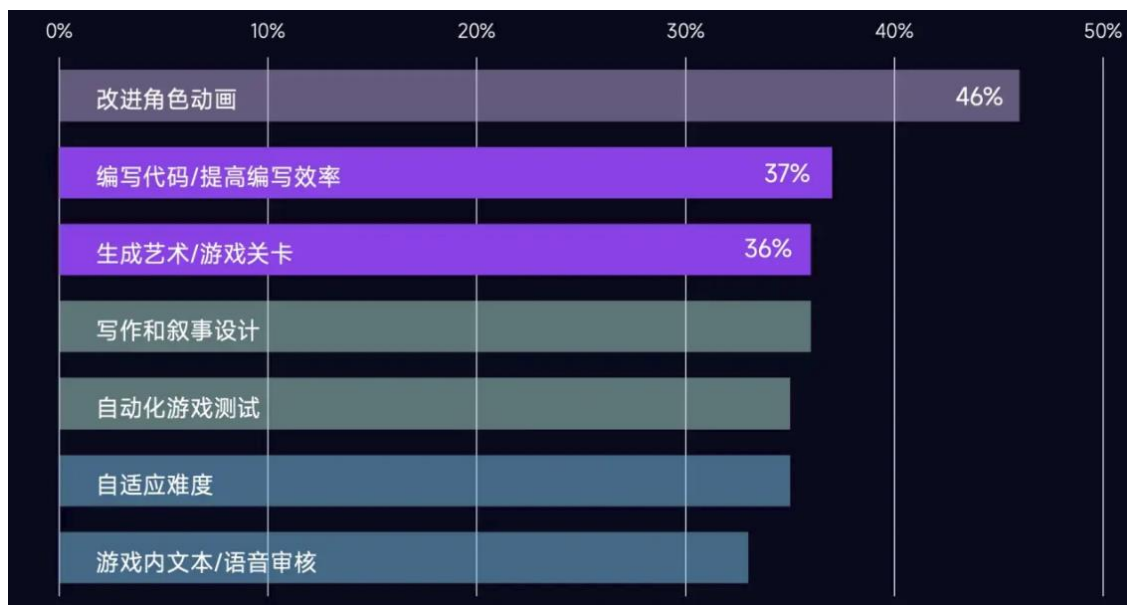




## AI应用-游戏：游戏迈向高质量发展阶段，业绩正迎来拐点性变化

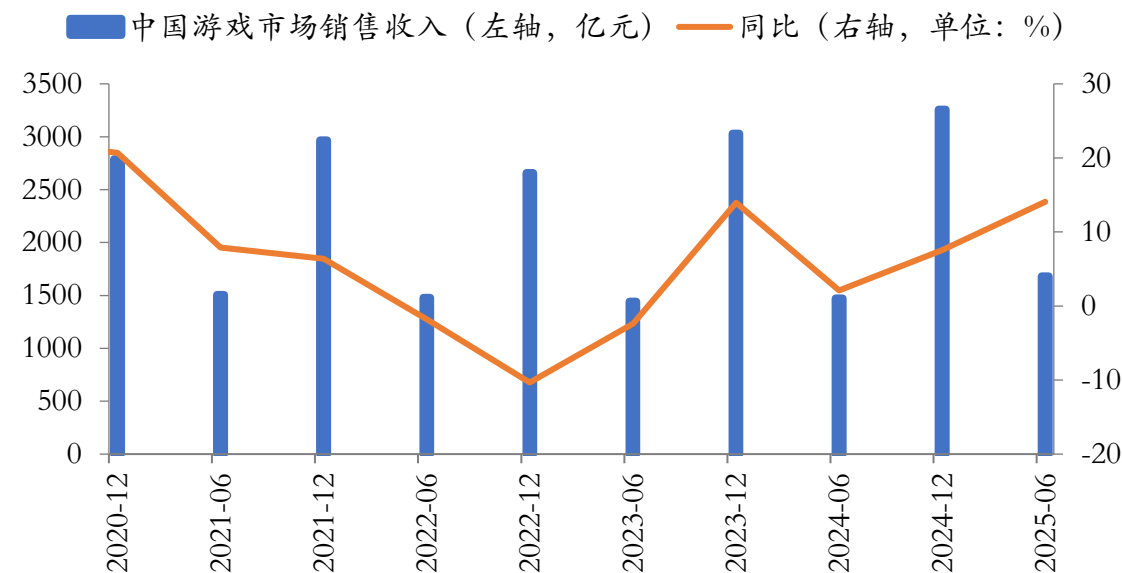
- ▶ **游戏体量逐年上行，AI助力节省开发成本。**与软件开发类似，AI参与游戏编程的进度也正迎来高速发展期。近年以来，游戏玩法、画面以及物理引擎高速发展，游戏正迈向精细化、工业化阶段，AI开发工具的出现则有效帮助节省了基础开发时间，同时也能有效降低人力成本，据量子位数据显示，过1/3的受访者表示正使用AI改进游戏质量、提高编码效率。
- ▶ **游戏行业出现拐点性变化，随着持续向高质量游戏内容转型，用户长期消费意愿及粘性增强，未来盈利能力有望持续回升。**2025年上半年国内游戏销售收入1680亿，同比增速14%，而2022年出现的增速变化是自2014年游戏销售收入进入持续下滑趋势后的首个明显拐点，而申万游戏板块盈利拐点则出现在2024Q4，当下游戏行业或正处于营收、盈利增速持续上行的大周期初始阶段。近年来，国内游戏行业正从套壳换皮靠发行赚取效益逐步转向高质量内容、精细研发的转型阶段，未来国内游戏产业有望持续通过深化质量而带来长周期回报，同时在AI便捷化开发工具的使用下，游戏行业利润也有望再上台阶。

### AI正帮助游戏开发者提高游戏编写效率及增强内容效果



资料来源：量子位，华安证券研究所。

### 国内游戏销售收入于2022年出现大周期拐点性变化



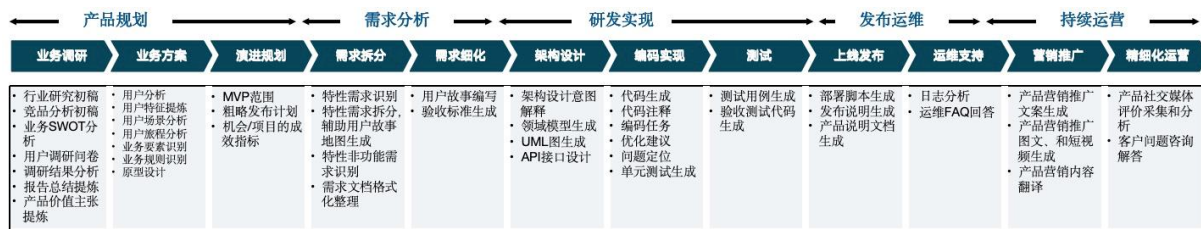
资料来源：Wind，华安证券研究所。



## AI应用-软件：AI多角度赋能软件开发，未来软件端应用前景广阔

- AI在软件开发流程应用上具有极大潜力，降本增效路径清晰。从代码编辑到调试环节，AI正渗透并优化软件开发的各项流程，如通过AI代码生成工具可以生成高质量代码同时降低代码编写门槛，调试环节则可快速定位代码错误并及时修复，部署环节则可对相关流程智能监控并及时预警。AI在提高开发效率、减少错误、优化可用资源分配等方面具有革命性优势，如网易智企测算利用AIGC将“网易云商七鱼智能客服”软件推向市场，估算后的整体交易成本可节约20%左右。
- 应用端变现是AI叙事的核心要素之一，AI+软件想象空间广阔。当前AI热度集中在算力等上游方向，待大模型等关键技术成熟后，后续将逐步向中下游扩散，软件开发作为中下游产业将率先受益，且未来随着AI大模型的继续发展，软件行业新应用场景、新模式以及新市场有望被不断催生，且AI在终端应用上的收入才能为整个AI叙事带来正反馈。据中商产业研究院的预测，2028年我国生成式AI软件市场规模有望达到259.1亿元，2026-2028年同比增速有望维持在60-65%高增速水平。

### 运用AI工具能有效降低开发推广软件的成本

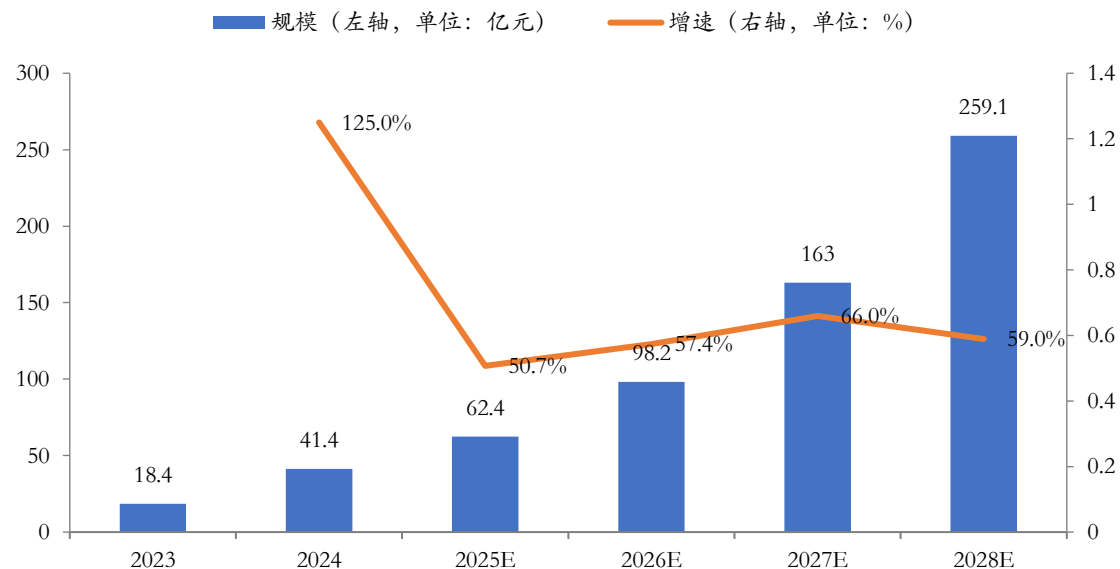


网易智企以“网易云商七鱼智能客服”SaaS 软件为例，测算了利用 AIGC 把这个产品推向市场的提效效果，最后估算整体节省交易成本约 20.7%

ChatGPT;	ChatGPT; Mermaid;	ChatGPT; Midjourney	ChatGPT;	ChatGPT;	ChatGPT; PlantUML	ChatGPT; Copilot; Cursor;	ChatGPT; Copilot; Cursor;	ChatGPT; Copilot X; Cursor;	ChatGPT;	ChatGPT; Midjourney; Jasper	ChatGPT
30%	20%	50%	20%	10%	20%	30%	30%	20%	-	45%	-

资料来源：《拥抱AIGC时代（一）：交易成本的变革》、AI项目管理大会，华安证券研究所。

### 中国生成式AI软件市场规模预测趋势



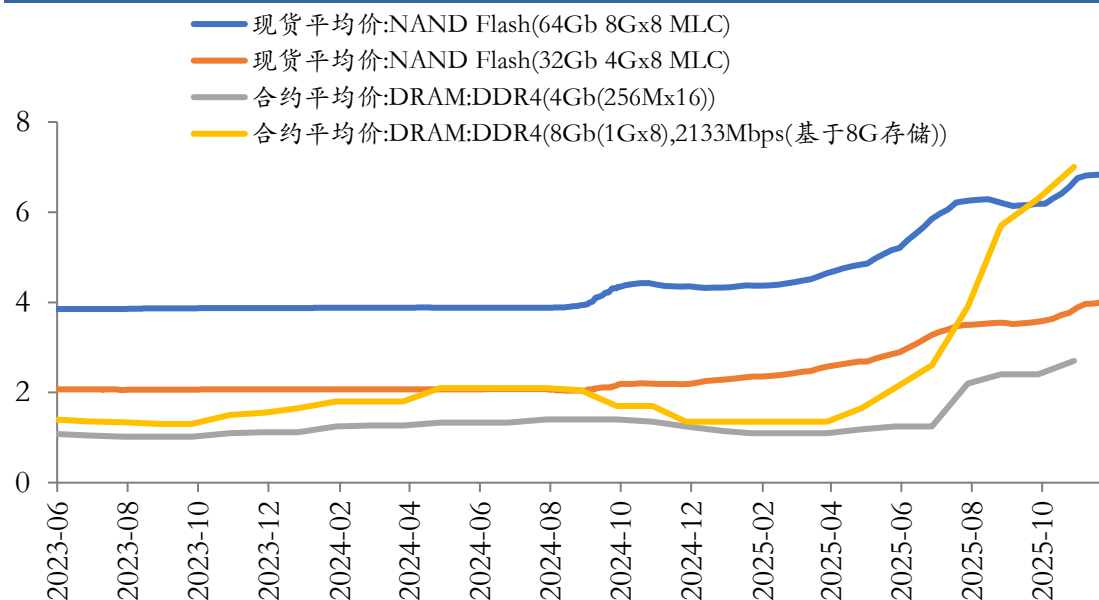
资料来源：科智咨询，华安证券研究所。



## 涨价-存储：短期供给收缩致价格上涨，长期受益于高端服务器增长

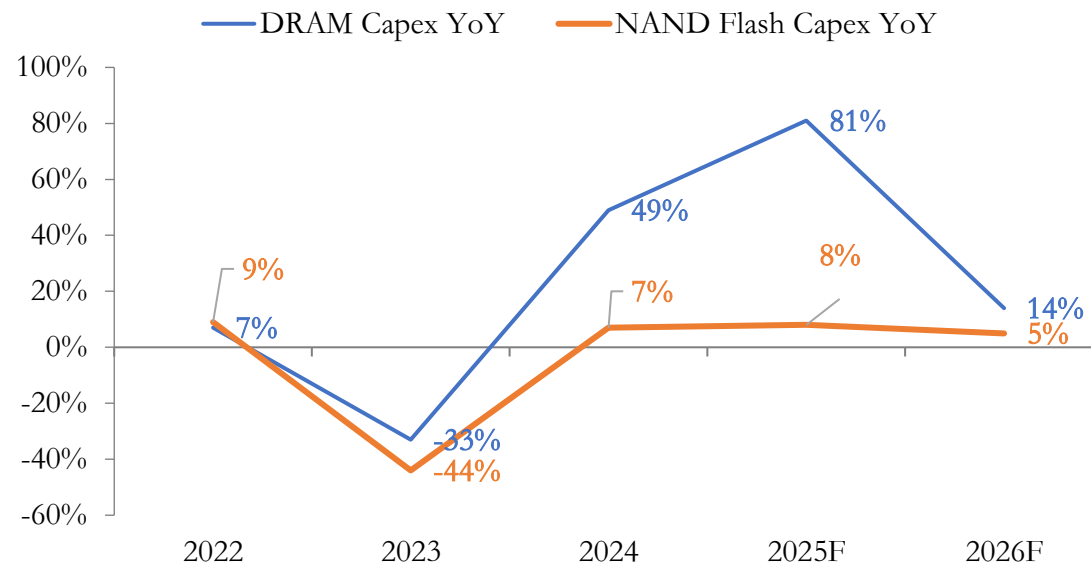
► 受AI训练需求增长及利润考虑等因素影响，传统存储被快速淘汰，供给侧明显偏紧导致短期存储价格上涨。由于当前AI大模型训练数据规模以及参数呈爆炸式增长，老一代内存难以满足相应需求，各大内存生产商开始从单纯的扩充产能转向将产能和研发重心向高性能内存模块如DDR5、HBM等高附加值方向转移。2025年三星、海力士、美光等DRAM巨头均宣布减产DDR4，三星计划于2025年年底停止1y/1z纳米工艺的8GB/16GB，DDR4模组生产，美光宣布停止旧版DDR4供应，仅保留定制化产能。同时由于新一代存储生产供应不足，未来内存扩产幅度也较为有限。据TrendForce数据显示，2026年DRAM和NAND的资本开支分别仅有14%、5%增长。受减产及产能扩充较慢预期影响，内存价格快速上行，NAND及DRAM价格自2025年开始进入快速上行通道，其中NAND Flash（32GB 4Gx8 MLC）以及DDR4（8Gb(1Gx8),2133Mbps）价格从年初至11月底分别上涨超50%、70%。

### 存储颗粒价格持续上涨



资料来源：Wind，华安证券研究所。

### 未来两年内存领域资本开支较为保守



资料来源：TrendForce，华安证券研究所。





## 涨价-存储：短期供给收缩致价格上涨，长期受益于高端服务器增长

- AI推理数据处理中存储至关重要，存储市场有望进入长期景气阶段。AI大模型的训练中，存储扮演着至关重要的角色，其性能直接影响了AI模型的训练效率，从而间接作用于成本，同时当模型发布并进入推理阶段后，其要求确保数据能够被迅速且准确的处理，从而满足实时与准确性等要求。随着算力需求的爆炸式增长，相关存储需求进入高速增长期，华为预测，到2035年，AI存储容量需求预计将比2025年增长500倍，同时根据Yole Group的推测，到2030年HBM市场规模将达到980亿美元，NAND市场规模将达到1010亿美元，HBM、NAND市场规模2024-2030年年均复合增速分别有望达到33%、7%左右，长期看存储半导体受益于AI增长，正处于一轮大景气上行周期中前期阶段。

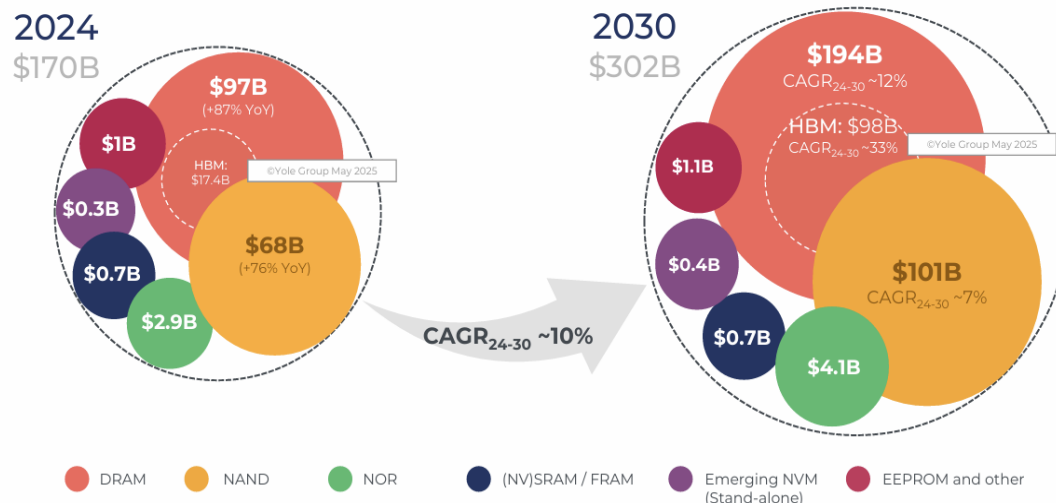
### AI基础训练设施向“高性能+大容量”的AI存储演进



资料来源：华为，华安证券研究所。

### 未来5年存储市场规模有望进入持续上行通道

#### MEMORY MARKET FORECAST (2024-2030)

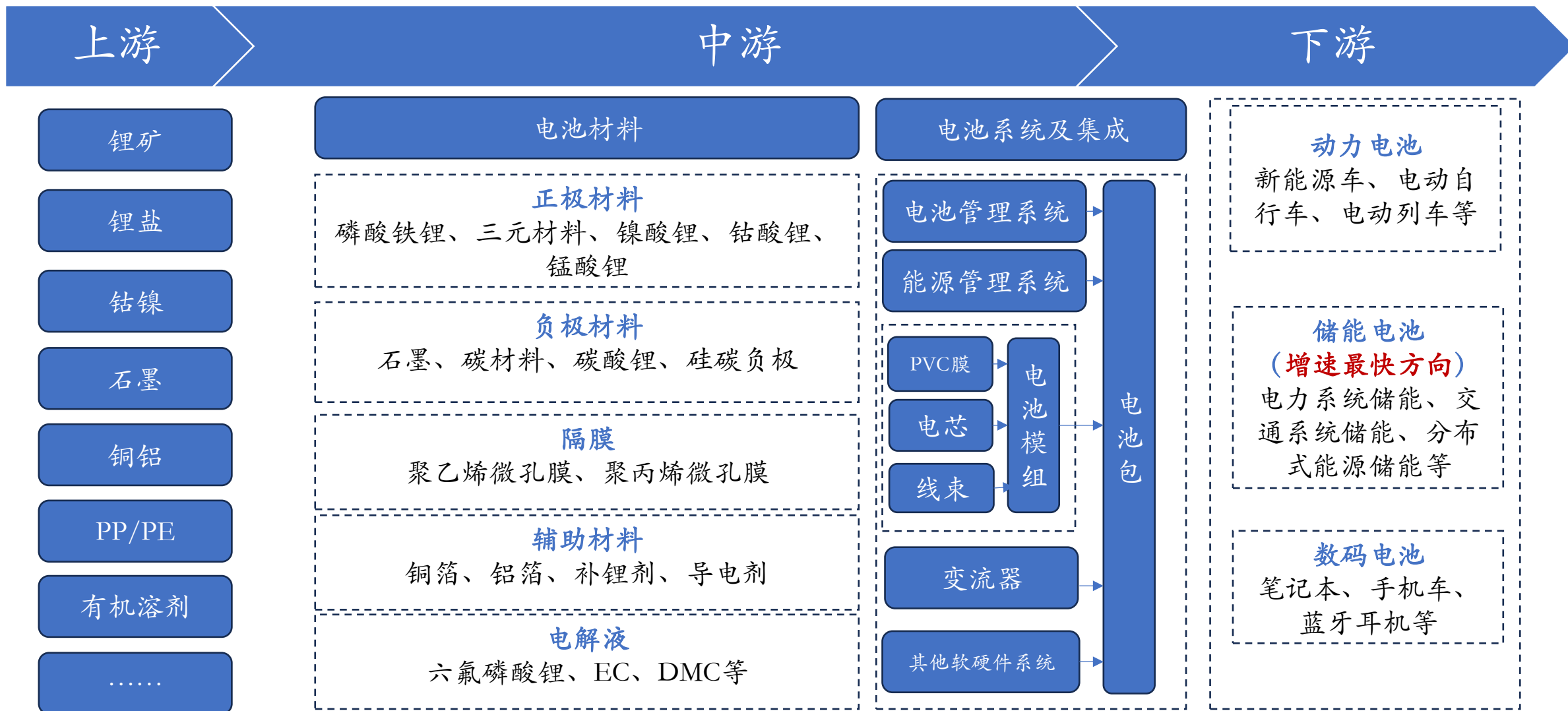


资料来源：Yole Group，华安证券研究所。





## 涨价-储能链：产业图谱

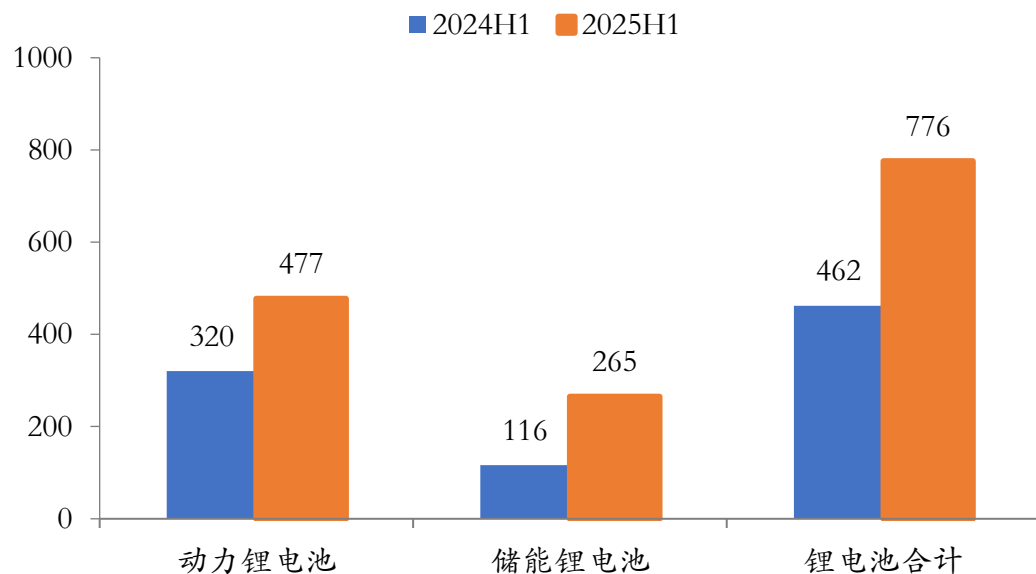




## 涨价-储能链：动力、储能双轮驱动，海外储能需求成为新增长极

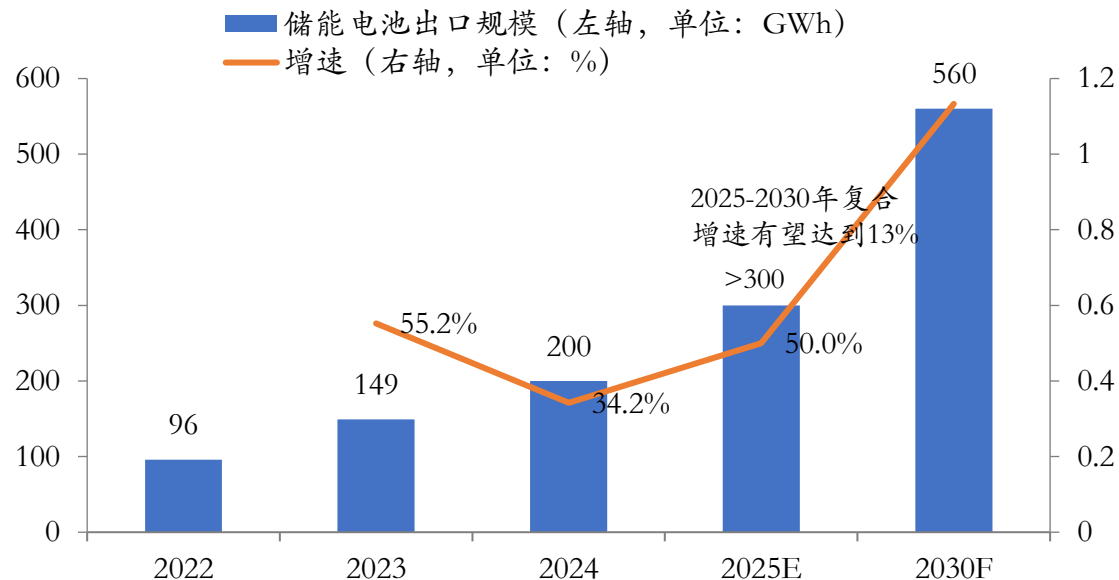
► 2025年锂电池下游需求呈高速增长态势，业绩改善可期。锂电池景气度受动力、储能需求双增长催化持续上行，其中海外储能方向的需求增速相较之下优势更加明显。据GGII统计，2025H1中国锂电池出货量达776GWh，同比增长68%。分项上看，动力及储能方向均有贡献，其中储能端增速更高，动力、储能电池同比增速分别为49%、128%。受海内外动力市场需求带动，2025年中国动力电池出货量有望超过1.05TWh，储能领域出货同比增速有望超过50%，在储能锂电池方面，出口成为重要增长极，亚、非拉、东欧等新兴市场需求也呈高增态势，据CNESA DataLink不完全统计，2025H1中国储能企业新增海外订单规模同比增速高达246%。受行业下游旺盛需求带动影响，电池产业链价格均出现不同程度的上涨，电池生产厂商业绩呈回暖改善态势。

### 2025H1锂电池出货量高增



资料来源：GGII，华安证券研究所。注：单位为GWh

### 2022-2030年中国储能锂电池出口规模及预测



资料来源：GGII，华安证券研究所。

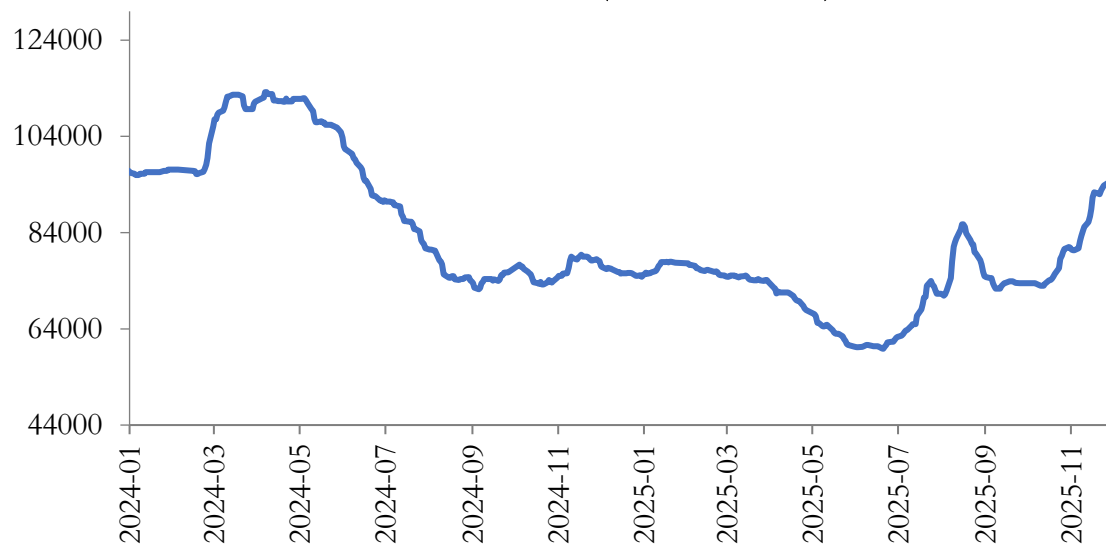


## 涨价-储能链：能源金属供需格局向好，价格上涨有望带动业绩改善

- 锂等能源金属供需格局双优，价格上行有望带动行业利润企稳回升。一是供给方面，在“反内卷”政策指引下，锂矿有减产预期，同时国内部分提锂企业开始阶段性停产，2025年8月江西年产万吨级的枧下窝矿区停产，同时叠加澳大利亚锂矿停产检修，锂矿供给收缩预期快速升温；二是需求方面，动力、储能等下游需求旺盛，碳酸锂在供需双优化背景下，库存从5月的43450吨降低至11月的17900吨，减少59%左右，锂电原材料价格快速上涨，截至11月28日，碳酸锂价格(99.5%电,国产)价格为94460元/吨，较6月低点上涨近60%。在价格上涨的带动下，能源金属板块景气度持续改善，明年在下游需求预期依旧向好的情形下，能源金属板块的业绩有望延续改善态势。

### 碳酸锂价格触底回升

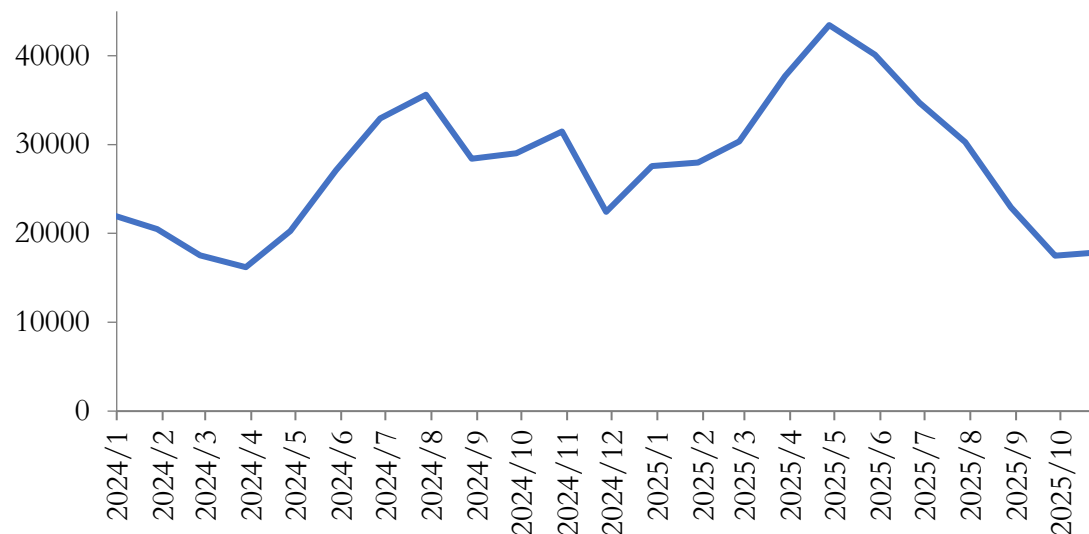
中国:价格:碳酸锂(99.5%电,国产)



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：单位为元/吨

### 碳酸锂库存降至低位

碳酸锂库存（单位：吨）



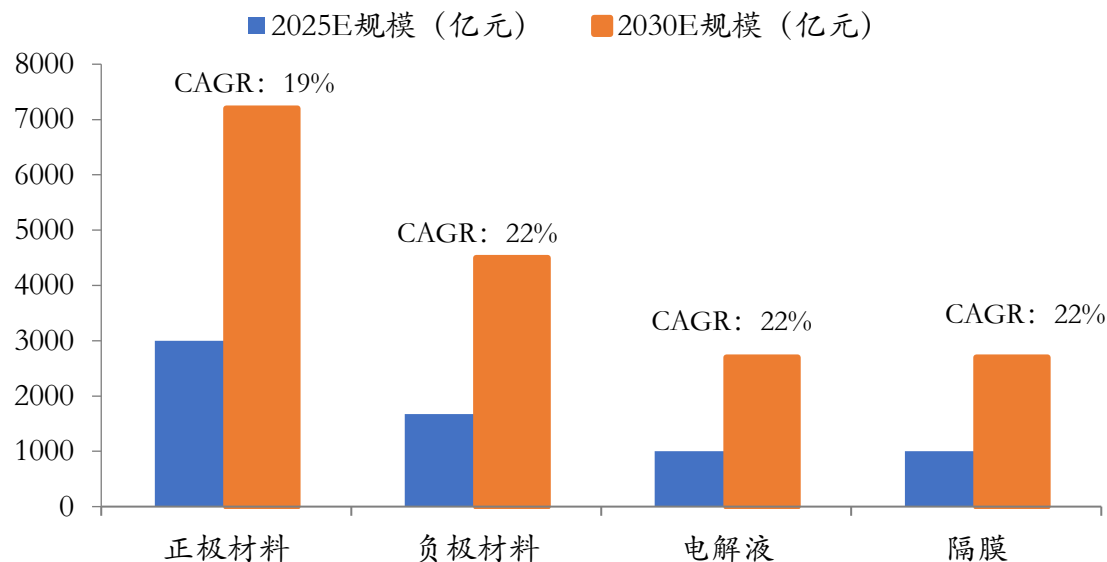
资料来源：钢联数据，华安证券研究所。



## 涨价-储能链：关注正极材料和电解液相关的磷化工、氟化工

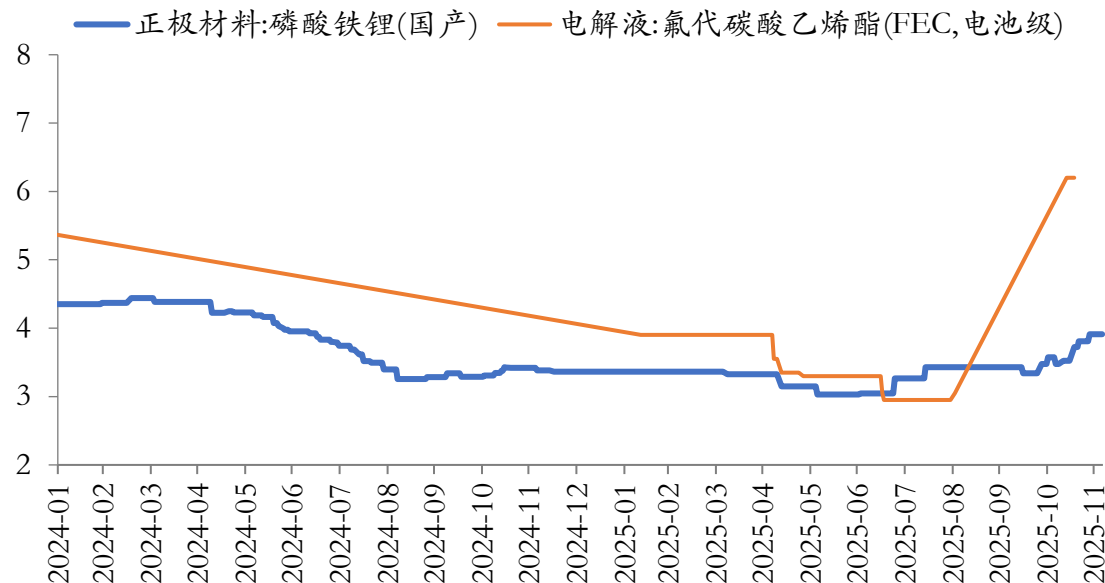
- **锂电材料有望受益于下游电池终端需求。**受益于锂电下游的旺盛需求，产业链上除了上游的能源金属外，相关的锂电材料也呈同步景气上行趋势。据中研普华产业研究院预测，2025年中国锂电池材料市场规模将达到6700亿元，2030年有望进一步升至1.8万亿元，增长动力主要由动力电池、储能电池以及消费电子领域贡献，其中储能电池占比达到25%，年复合增长率有望达到30%，将成为重要的增长极。
- **关注锂电生产的关键化工材料，如氟、磷等。**近期锂电相关化工板块价格跟随回暖，尤其是正极材料、电解液等锂电池关键材料，相关的磷和氟化合物同样迎来涨价，碳酸铁锂价格从8月的3.0万元/吨上涨至11月中旬的3.9万元/吨，价格上涨30%。氟代碳酸乙烯酯电解液也从8月的3.0万元/吨低点回升至11月中旬的6.2万元/吨，上涨近107%。产业联动情形下，价格底部支撑性较强且上涨空间可期。

锂电材料市场规模预测



资料来源：中研普华，华安证券研究所。

关注锂电材料相关的磷化工、氟化工



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：单位为万元/吨

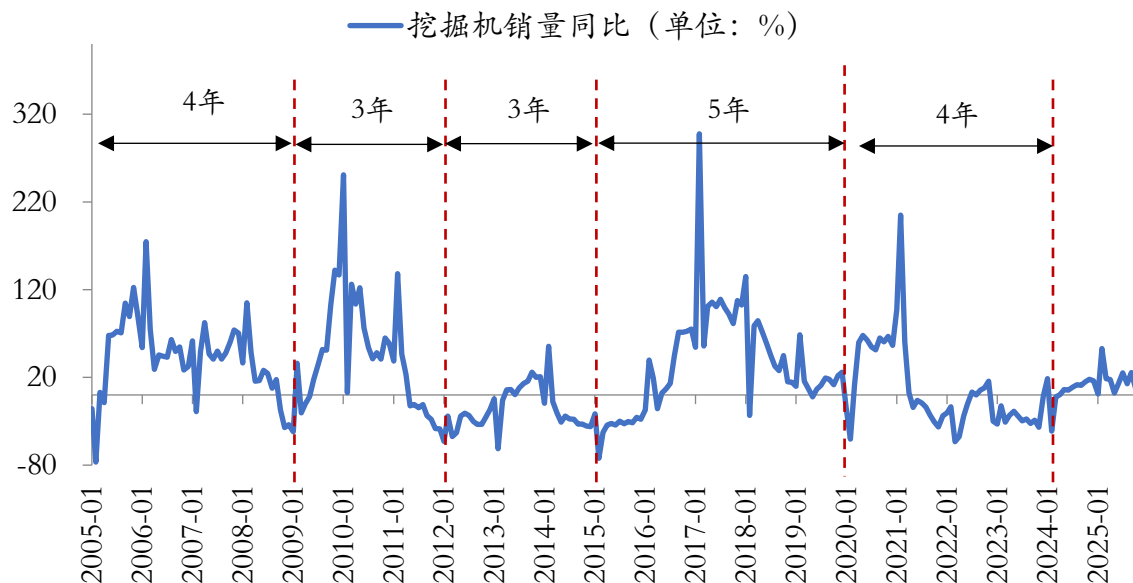




## 涨价-外需工程机械：海外需求回升将有效带动工程机械主机厂利润增长

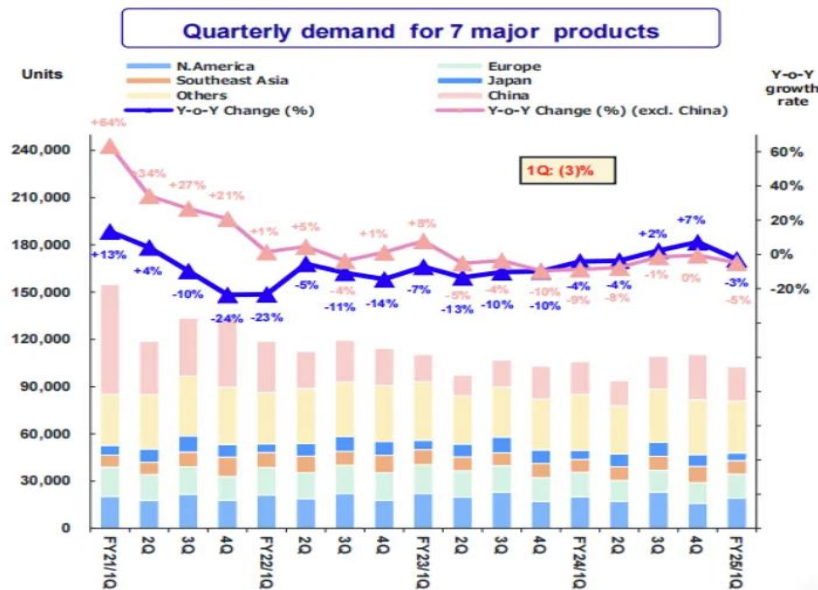
- **挖掘机销量仍处于回暖状态中。**工程机械作为强周期性行业，受基建、地产以及设备更新周期等因素影响较多。2005年至今，以挖掘机为例，一轮完整的回升-衰退周期一般在3-5年左右。本轮周期开始于2024年3月份，至今仅历时不足两年，且从增速上看，截至10月，2025年挖机销量按月度来看全年维持正增长，6-9月保持在10%-25%左右的较高增速水平，周期上预计仍处于正增长区间内。
- **海外需求有望持续回暖。**据小松数据显示，海外工程机械自2021年开始便呈持续下滑态势，截至2024年Q1季度已持续两年，随后便呈企稳回升态势。2026年来看，海外利率下行背景下，海外基建投资需求有望回暖，海外工程机械去库预计也进入最后阶段，重点关注海外需求对工程机械厂商业绩的提振作用。

当前正处于新一轮景气周期的前中期



资料来源：Wind，华安证券研究所。

海外工程机械有望逐步企稳回升



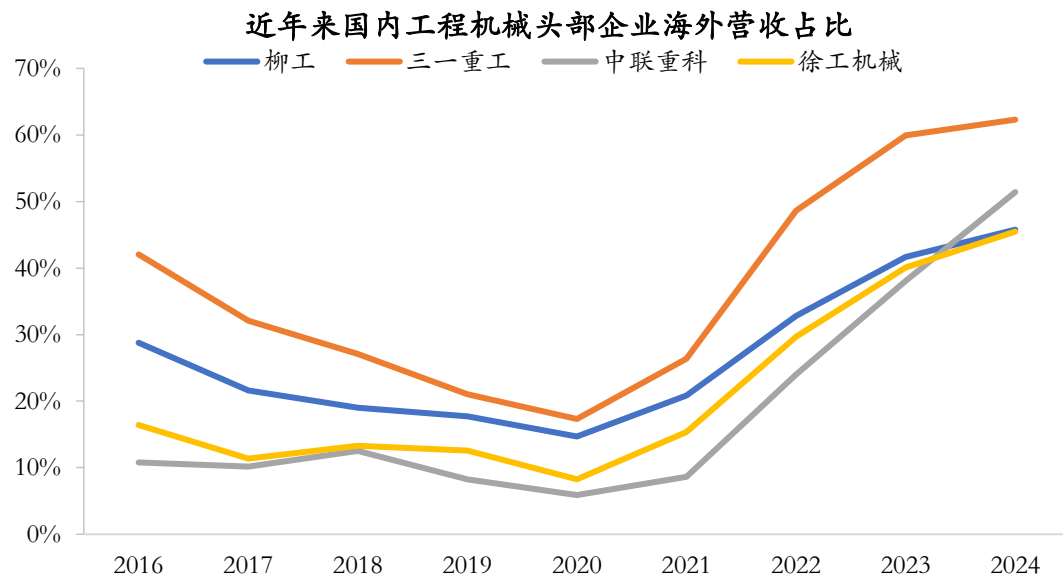
资料来源：小松，华安证券研究所。



## 涨价-外需工程机械：海外需求回升将有效带动工程机械主机厂利润增长

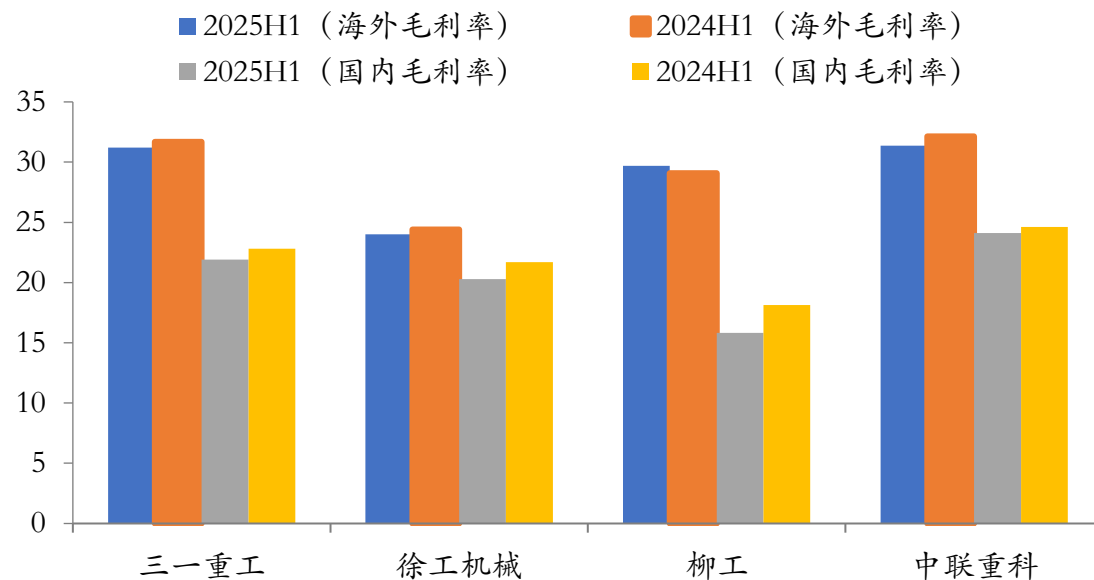
- ▶ **工程机械头部企业2024年出口占营收比进一步提升，企业出海加速。**东南亚、亚洲等新兴市场基建需求快速增长，已成为我国工程机械出口的重要增长极。从供给端看，国内工程机械厂商近年来积极推动国际化战略，加速海外布局。从4家头部工程机械企业海外营收占比边际变化上看，2024年海外营收较2023年40-60%高增速基础上均有进一步提升，2024年三一重工、中联重科海外营收占比已超过50%。
- ▶ **挖机海外毛利率水平高，海外需求回升有望带动利润提升。**海外需求回升将有效带动工程机械主机厂利润回升，2025、2024年中报比较现实，四大主机厂海外毛利平均比境内高出8个百分点左右，未来在国内头部工程机械加速出海，营收占比进一步扩大的基础上，工程机械板块业绩预计将继续回升。

### 工程机械企业加速出海



资料来源：MySteel，华安证券研究所。

### 海外毛利率维持较高水平



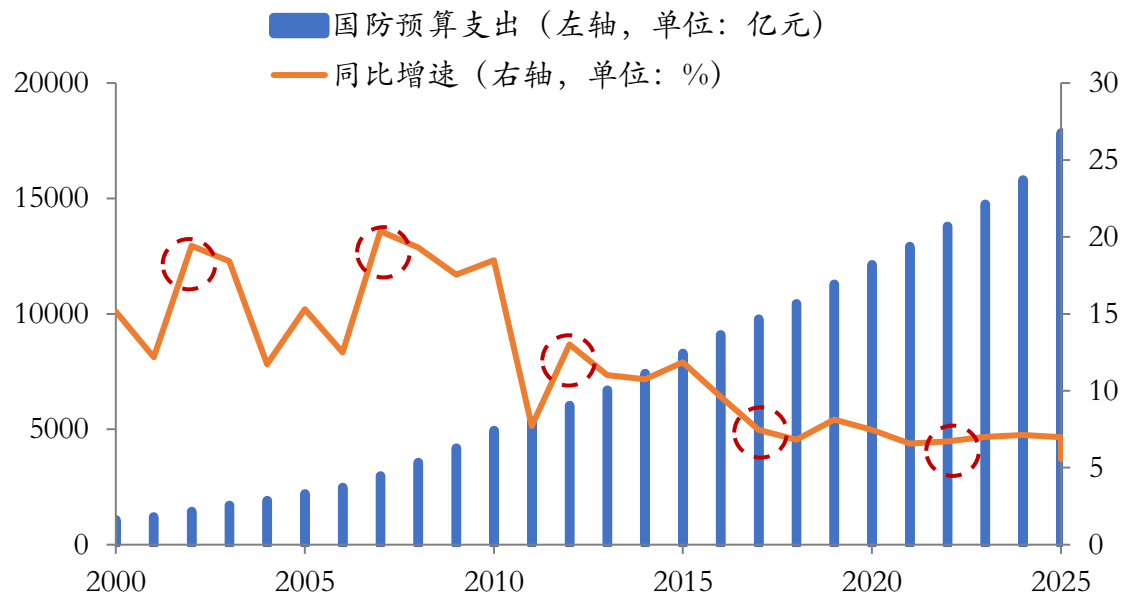
资料来源：Wind，华安证券研究所。



## 涨价-外需军工：军费开支有望迎阶段宽松，军品出口仍有较大提升空间

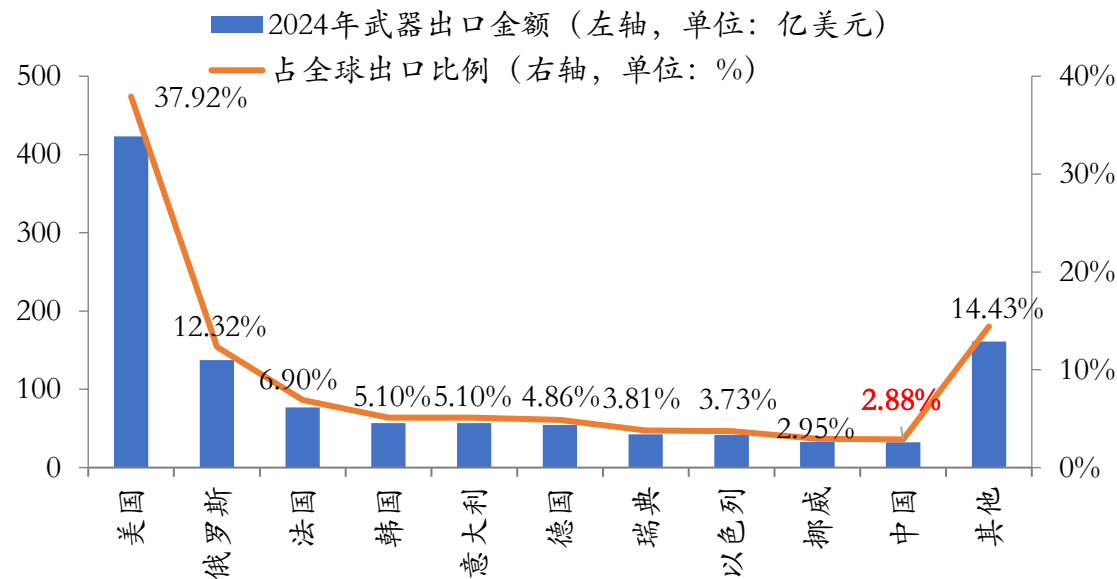
- 五年规划开局之年我国军费开支增速大概率上行，新阶段军队建设需求有望带动内需回暖。军工行业有较明显的5年周期性规律，本质原因是五年规划启动初期，为满足新阶段军队发展建设的需求，军费开支通常迎来阶段性宽松。复盘2000年以来的国防预算支出，2001年、2006年、2011年、2016年、2021年同比增速分别为19.4%、20.4%、13.0%、7.5%、6.7%，除2016年以外，其余年份均较上年增速有不同程度抬升。2026年为“十五五”规划开局之年，参照历史情形军费开支有望再次迎来阶段性上行期。
- 我国武器出口和俄美仍有较大差距，局部战争验证我国武器性能背景下，未来出口放量可期。从出口比例来看，我国仍有较大提升空间，与实际国力差距明显。同时在2025年5月的印巴冲突期，以歼-10为代表的中国产武器在实战上取得亮眼战绩，国产武器性能热度升温，2025年10月印尼国防部长确认将购买我国歼10战机等。未来国产武器出口仍有较大增长空间。

2000年以来历次五年规划开局之年军费增速大概率上翘



资料来源：Wind，华安证券研究所。

我国武器出口仍有较大增长空间



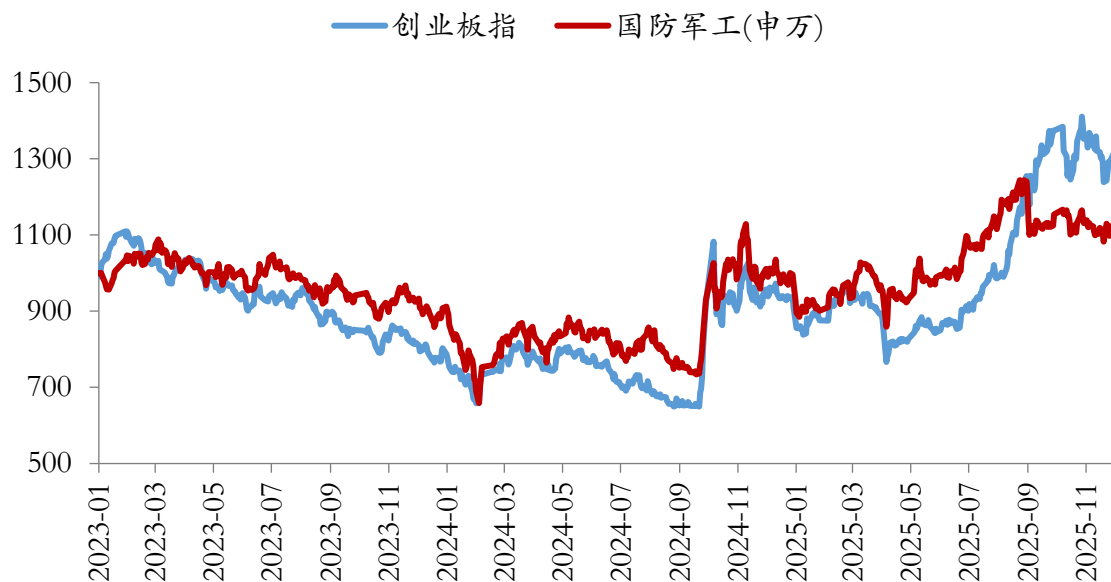
资料来源：TSAMTO、SPUTNIK，华安证券研究所。



## 涨价-外需军工：作为情绪表征，军工将继续受益创业板上涨

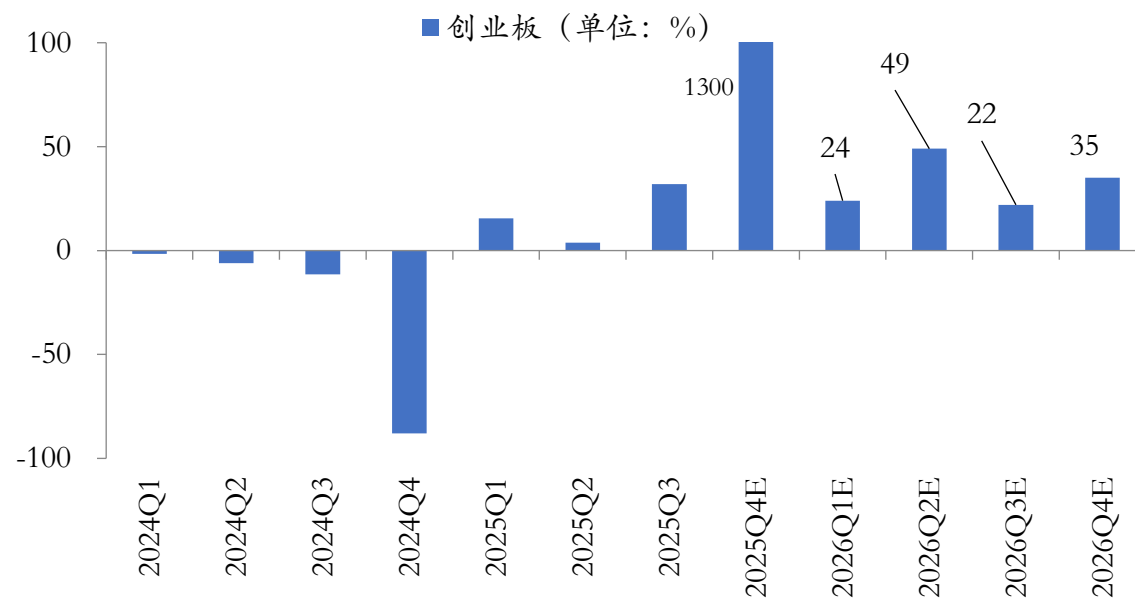
- 军工板块和创业板相关性较强，明年有望跟随创业板继续上涨。2023年1月3日至2025年12月5日期间，创业板指和申万军工指数的相关系数高达0.88，走势高度相关。根据我们的预测，明年创业板指业绩仍有较强支撑，创业板2025H1和2025H2盈利增速有望分别达到37.7%、25.5%，相较万得全A在2025H1、2025H2的12.9%、7.2%具备较大优势，同时创业板指中仍包含较多AI基建头部公司，创业板指未来仍有进一步上涨可能，军工有望迎来跟随性上行机会。

军工指数和创业板指高度相关



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：标准化处理，以2023年第一个交易日为1000点

创业板业绩预期向好，军工有望跟随创业板上涨



资料来源：P51页，Wind，华安证券研究所。注：为方便展示，最大数值区间有所缩减





# 目录

1

增长：从投资到消费的渐进变化

- 专题：他山之石，服务消费潜力空间在哪？

2

政策：未来与当下的有机结合

3

盈利：渐行渐强的基本面支撑

4

配置：从预期到盈利的显著切换



- 专题：以史为鉴，第一阶段行情行至何处？



## 专题：一轮完整的成长类产业周期行情均经历“三阶段两调整”

- 此前已经完整演绎过的三轮成长产业景气周期行情均依次经历了“先估值修复→再业绩驱动→后估值抬升”的三个阶段演绎节奏。在我们曾经的外发报告《那些年我们追过的成长——十六年成长占优行情全复盘》中，我们明确提出了产业景气周期行业的“三阶段框架”，即行情演绎节奏会依次经历“估值→业绩→估值”的过程，实际上这反应的是市场对成长风格定价思维逻辑的变化，从最初的全面憧憬、产业景气周期出现端倪、预期引导下估值支撑，再到后来产业景气周期被证实、业绩快速增长对行情形成基本面支撑并消化估值，再到最后赚钱效应累积强化风险偏好和微观流动性集中的情绪极致演绎拔估值。
- 而我们可以通过比较各阶段成长风格指数涨幅与其估值涨幅的大小关系，来判断出行情驱动的贡献因素为何从而根据其特征定位具体阶段。我们也在本专题中对过去三轮成长产业景气周期的三阶段划分进行再次确认。

### 成长风格在智能手机和互联网产业景气周期的三阶段行情演绎节奏情况

产业周期	智能手机产业景气周期 2008.11—2010.11					移动互联网、互联网+产业景气周期 2012.12—2015.6				
演绎节奏	第一阶段 估值修复	良性调整1	第二阶段 业绩支撑	良性调整2	第三阶段 拔估值	第一阶段 估值修复	良性调整1	第二阶段 业绩支撑	良性调整2	第三阶段 拔估值
阶段开始 阶段结束	2008.11.5 2009.8.5	2009.8.6 2009.9.1	2009.9.2 2010.4.12	2010.4.13 2010.7.5	2010.7.6 2010.11.10	2012.12.4 2013.5.27	2013.5.28 2013.6.24	2013.6.25 2014.2.17	2014.2.18 2014.5.19	2014.5.20 2015.6.12
涨跌幅	168%	-19%	52%	-29%	65%	59%	-16%	44%	-17%	267%
PETTM变幅	163%	-17%	20%	-36%	57%	85%	-15%	21%	-24%	194%
上涨驱动 下跌拖累	估值贡献	估值拖累	业绩>估值	估值拖累	估值贡献	估值贡献	估值拖累	业绩=估值	估值拖累	估值贡献

资料来源：Wind，华安证券研究所。可参考报告《那些年我们追过的成长——十六年成长占优行情全复盘》&《假如成长步入调整——十六年成长良性调整行情全复盘》



## 专题：一轮完整的成长类产业周期行情均经历“三阶段两调整”

- 完整成长产业景气周期行情中除了具备“三阶段”上涨的特征，同样还具备“两调整”的演绎节奏。在外发报告《假如成长步入调整——十六年成长良性调整行情全复盘》中，我们发现在三个上涨阶段的间隙期间即上涨驱动力转换的过程中，还存在“两次良性调整”（说明1：这两次调整并非行情终结，而是调整后还会再创新高，故而叫良性调整；说明2：这两次调整是三个阶段的转换期期间的固定调整，而非是完整行情演绎期间仅有两次调整，事实上在完整行情期间还会有多次不同程度的调整，但通常调整幅度不及这两次大）。
- 良性调整通常作为前一阶段大涨后的累涨压力释放，所以短期总是表现为估值拖累。根据过去三轮成长风格良性调整期的特征看，一般调整持续时间在1-3个月不等，调整幅度通常在15-20%。

成长风格在新能源产业景气周期的三阶段行情演绎节奏情况

产业周期	新能源产业景气周期 2019.2—2021.12				
演绎节奏	第一阶段 估值修复	良性调整1	第二阶段 业绩支撑	良性调整2	第三阶段 拔估值
阶段开始 阶段结束	2019.2.1 2020.2.25	2020.2.26 2020.4.1	2020.5.7 2021.1.22	2021.1.25 2021.4.13	2021.5.7 2021.12.14
涨跌幅	70%	-18%	37%	-15%	27%
PETTM变幅	171%	-28%	5%	-28%	13%
上涨驱动 下跌拖累	估值贡献	估值拖累	业绩贡献	估值拖累	估值=业绩

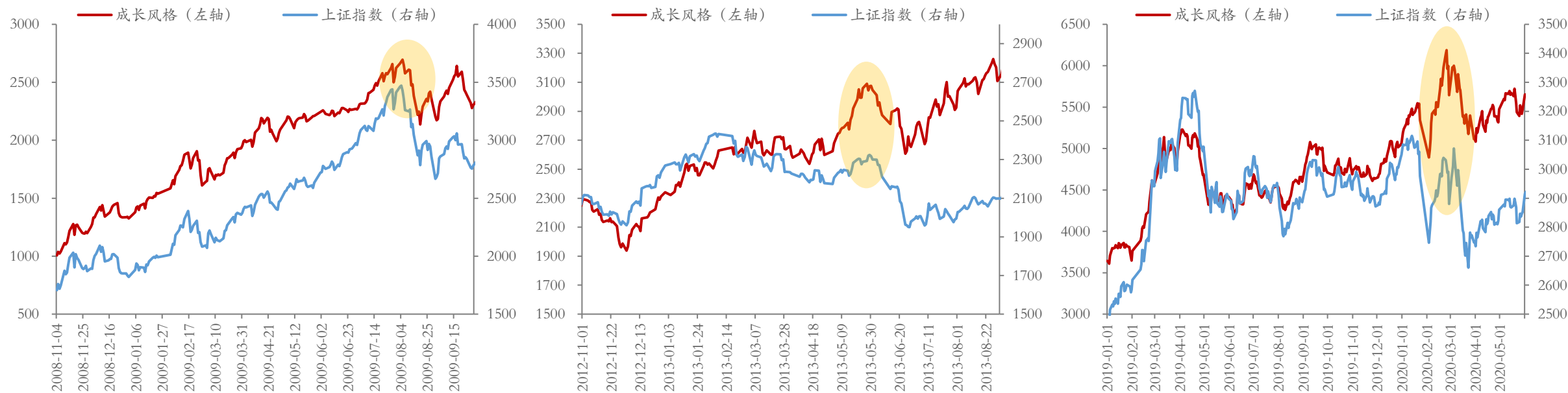
资料来源：Wind，华安证券研究所。可参考报告《那些年我们追过的成长——十六年成长占优行情全复盘》&《假如成长步入调整——十六年成长良性调整行情全复盘》



## 专题：第一阶段行情终结的原因通常在于市场 $\beta$ 的抑制

- 成长产业景气周期行情第一阶段结束通常都伴随着市场 $\beta$ 性调整。复盘历史上过去三轮成长产业景气周期行情第一阶段结束时，无一例外都伴随着市场的普遍下跌。实际上不仅是第一阶段结束（即良性调整1开始），还是良性调整2期间都伴随着市场 $\beta$ 性下跌。此外在这个下跌的过程中，除了成长风格在调整以外，其余风格均是调整的。因此可以认为，**第一阶段行情的终结是发生在市场环境出现较大不利变化的背景下。**
- 过去三轮成长产业景气周期行情第一阶段结束的直接原因在于流动性收紧或经济预期急剧恶化。

过去三轮成长产业景气周期行情第一阶段结束都伴随着市场的 $\beta$ 性调整



资料来源：WIND，华安证券研究所。单位：指数点

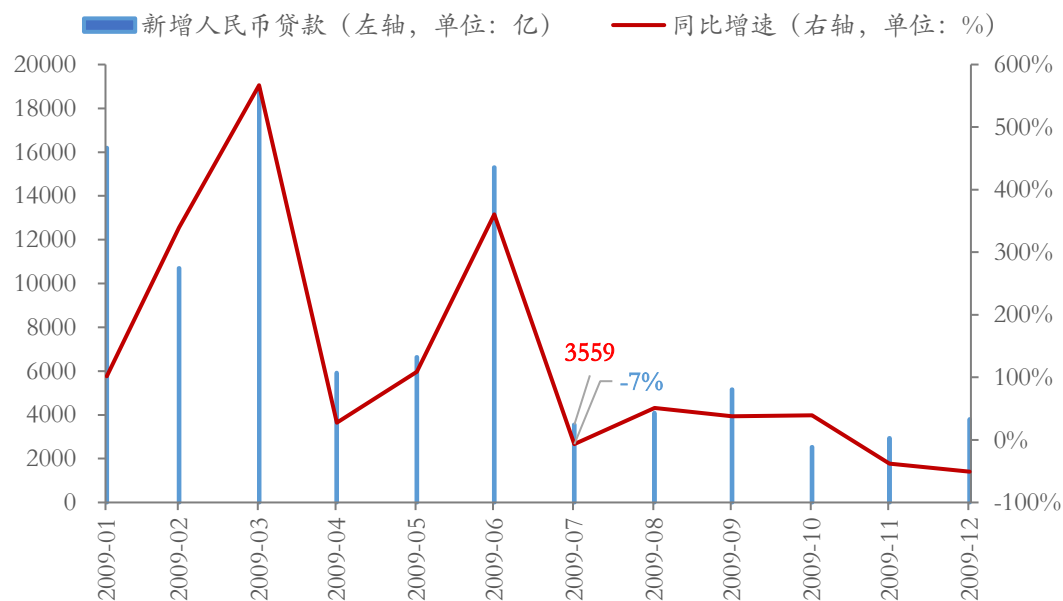




## 专题：智能手机产业周期第一阶段行情结束源于货政转向、流动性收紧

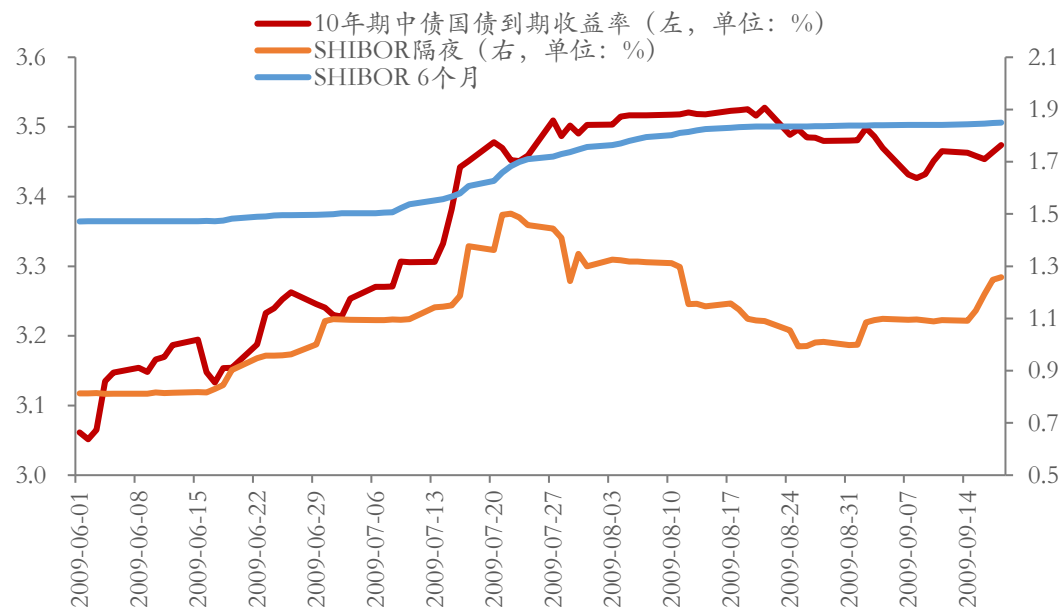
- ▶ **智能手机产业周期第一阶段尾声货币政策出现转向、流动性全面收紧。**此轮行情第一阶段结束于2009年8月初的货币政策转向、流动性收紧，支撑第一阶段行情的重要因素即流动性宽松出现逆转。
- ▶ **货币政策收紧。**7月29日市场盛传央行杭州闭门会议传递信贷收紧信号，担忧情绪扰动下当日上证下跌5%；8月5日央行发布二季度货币政策执行报告提及下一阶段政策思路中“根据国内外经济走势和价格变化，注重运用市场化手段进行**动态微调**”，货币政策收紧信号越发明显；8月11日，央行披露7月新增贷款仅3559亿，远不及前几月，甚至同比增速由正转负。
- ▶ **流动性出现紧张。**从6月开始短中长端利率小幅上行、7月加速上行，8月初10年期国债收益率突破3.5%的关键关口，市场流动性显著转紧。

### 2009年7月信贷投放大幅减少、增速由正转负



资料来源：Wind，华安证券研究所。

### 短中长端利率在第一阶段行情尾声全面走高



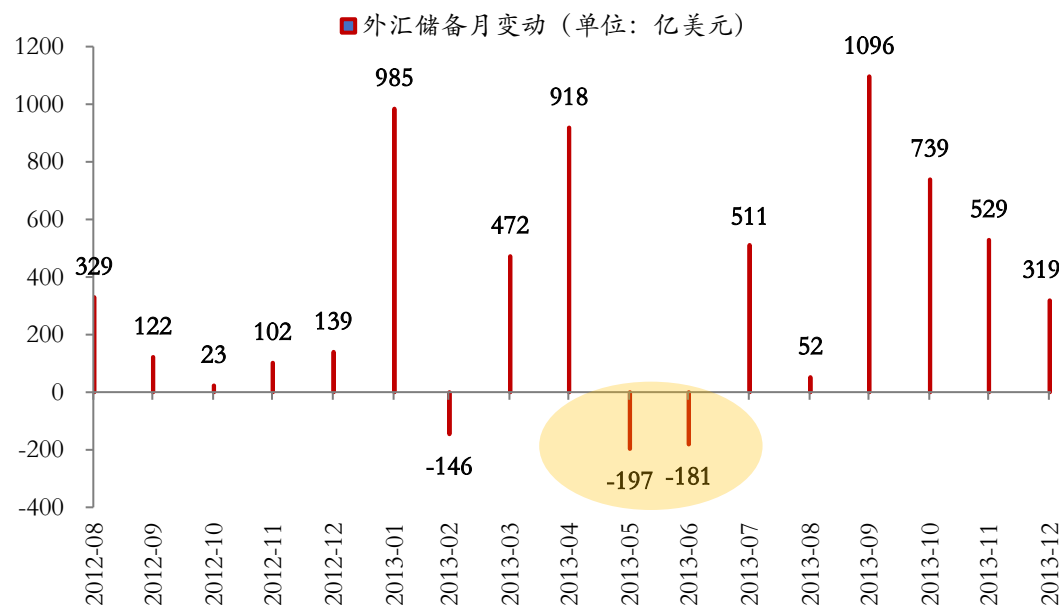
资料来源：Wind，华安证券研究所。Shibor 6个月为右轴，单位：%。



## 专题：互联网产业周期第一阶段行情结束源于“短期流动性钱荒”

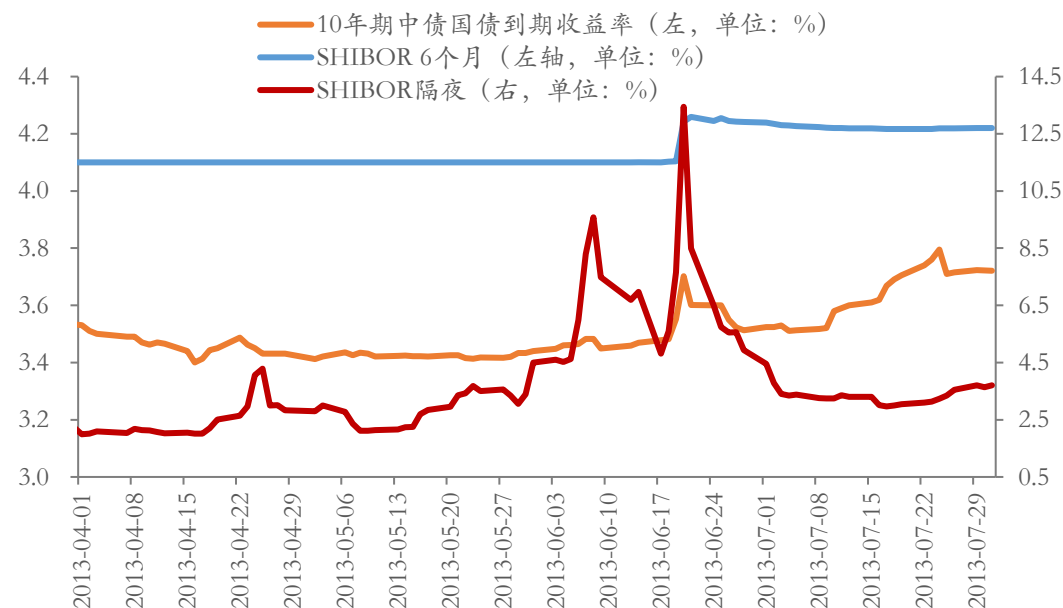
- 互联网产业周期第一阶段尾声遭遇外部货币政策收紧、内部货币宽松预期落空的双重流动性抑制。此轮行情第一阶段结束于2013年5月底，届时美联储释放Taper信号导致资本外流、内部货币宽松预期被落空，支撑第一阶段行情的全球流动性宽松出现逆转。
- 外部货币政策出现收紧信号。美联储释放Taper信号：在2013年5月美联储议息会议中首次提出“将根据经济前景变化来提高或减少资产购买规模”；5月23日美联储主席伯南克在国会证词中提到，有可能在今后某个时点逐步放慢购买债券资产的速度。市场对美联储缩减QE出现普遍担忧，也使得届时除美国外的全球市场普遍下跌。同时中国的外汇储备连续2个月减少，资金流出压力增加。
- 国内货币宽松预期落空。2013年中经济下行压力明显加大，市场期待新上任政府采取货币宽松政策，但6月8日总理在环渤海省份经济工作座谈会上强调激活信贷存量而非扩大信贷增量，市场宽松期待落空。此外6月原银监会加强非标债权监管检查，直接挤压同业拆解额度，银行间资金陷入紧张，甚至传言两家大股份行资金收回违约，加剧钱荒恐慌。6月短期利率一度飙升至13.44%水平。

### 2013年5-6月外汇储备连续减少



资料来源：Wind，华安证券研究所。

### 2013年6月短端利率大幅飙升，短期流动性紧张



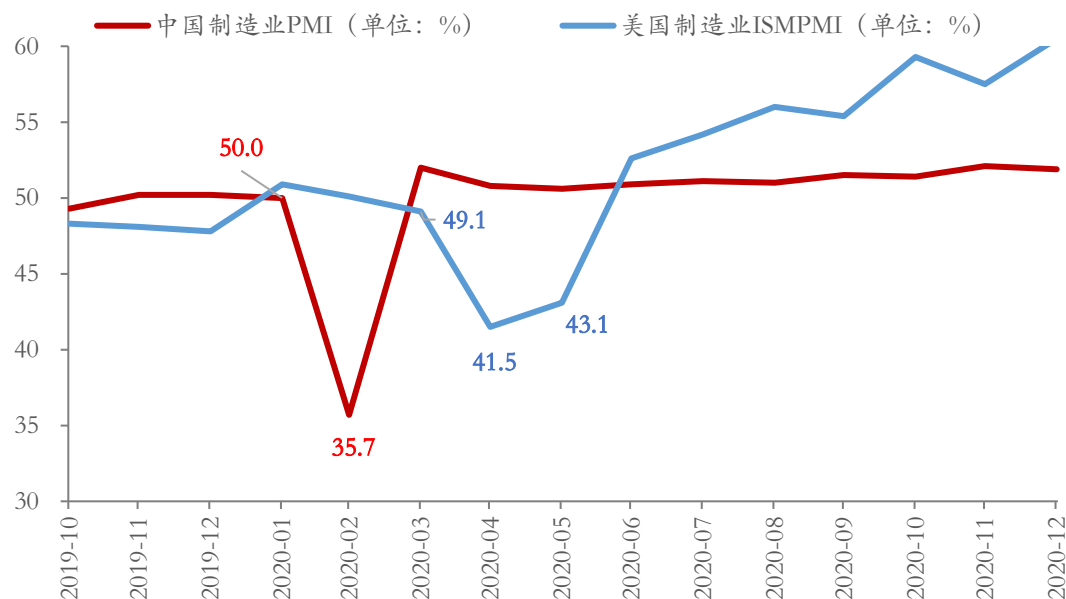
资料来源：Wind，华安证券研究所。



## 专题：新能源产业周期第一阶段行情结束源于疫情冲击和美股风险传导

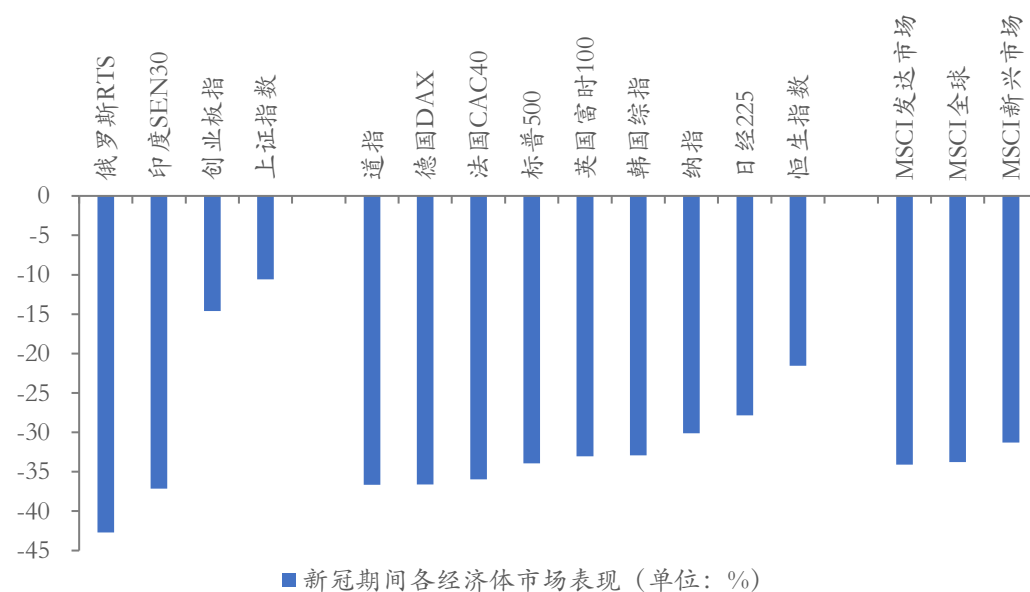
- 新能源产业周期第一阶段尾声遭遇骤然而至的新冠冲击以及美股大跌的风险外溢。此轮行情第一阶段结束于2020年2月底，届时新冠疫情在国内骤然爆发，经济社会停滞、预期悲观，而后疫情传导至海外，在美国形成大爆发导致美股出现历史性大跌，也带来了风险偏好抑制的外溢传导。
- 新冠疫情冲击，经济遭遇黑天鹅、预期陷入悲观。新冠爆发、感染人数激增、严管控下经济休克，2020年2月中国制造业PMI由上月50%断崖掉落至35.7%，2020年4月美国制造业ISM PMI由上月的49.1%跳落至41.5%（与中国不同步原因在于疫情爆发时间区别），届时经济预期十分悲观。
- 美股历史性连续熔断，风险偏好抑制外溢全球。美股历史上5次熔断，其中此轮行情中占据4次，其余经济体股市也接连熔断，全球股市蒙上疫情冲击的阴影，均大幅下跌。

### 新冠疫情对中、美经济和信心都造成很大冲击



资料来源：Wind，华安证券研究所。

### 疫情冲击和美股风险传导使得全球股市大跌



资料来源：Wind，华安证券研究所。上述表现期间为美股下跌期间2020.2.20-2020.3.23



## 专题：第一阶段是成长风格盈利增速的修复期而非高增长阶段

- 在第一阶段过程中，业绩表现上存在两个显著特征：一是成长风格盈利增速持续改善或实现由负转正，但增速相对较低；二是伴随着代表性标的的盈利爆发，而这成为了产业景气周期演绎的重要引领者和观察对象。
- 智能手机产业周期第一阶段期间，成长风格单季度盈利增速持续改善并由负转正。在这个过程中代表性标的三安光电已经出现利润增速大爆发，这成为观察产业景气周期演进的重要引领者。在第一阶段过程中，成长风格盈利降幅持续收敛并实现增速由负转正，进入到第二阶段成长风格才迎来了利润增速大爆发，并持续高增长，同时主线行业和代表性标的也处于利润持续高增长状态。
- 互联网产业周期第一阶段期间，成长风格单季度盈利增速同样改善并由负转正。在此期间代表性标的均已实现利润持续高增长，也是产业周期的重要引领。进入到第二阶段成长风格利润增速维持高增长，主线行业和代表性标的也持续高增长。

智能手机周期第一二阶段，成长、电子、代表标的单季度业绩增速

单季度	成长风格	电子行业	三安光电	莱宝高科	歌尔股份
2008Q4	-81	-210	-94	-14	36
2009Q1	-45	-211	6753	-24	-97
2009Q2	-21	-113	1778	-24	-33
2009Q3	43	-54	215	-38	3
2009Q4	159	141	67	18	15
2010Q1	78	232	493	103	3781
2010Q2	53	9711	102	182	263

互联网周期第一二阶段，成长、传媒、代表标的单季度业绩增速

单季度	成长风格	传媒行业	网宿科技	掌趣科技	光线传媒	华谊兄弟
2012Q4	-40	32	166	54	132	10
2013Q1	1	21	49	56	317	459
2013Q2	17	23	63	34	47	216
2013Q3	46	15	321	140	20	-69
2013Q4	51	13	107	100	-49	130
2014Q1	21	35	274	153	-67	130





# 专题：当前处于低基数下成长风格盈利增速修复期，带有第一阶段特性

- 新能源产业周期第一阶段期间，成长风格单季度盈利增速整体改善。尽管成长风格改善并不明显，但主线电力设备行业和代表性标的亿纬锂能业绩增速有所爆发，成为新能源产业周期演绎的重要引领。进入到第二阶段，成长风格、电新行业以及代表性标的均迎来了业绩的全面爆发，持续高增长。
- 当前仍是成长风格盈利增速在低基数效应下的修复阶段，并实现由负转正，带有明显的第一阶段特征。成长风格盈利增速2024Q4以来持续修复并转正，主线通信行业亦然。同样的在这个过程中，代表性标的业绩增速持续高爆发，成为了本轮算力基建产业景气周期行情演绎的重要引领。这些特点均属于第一阶段的典型特征。

新能源周期第一二阶段，成长、电新、代表标的单季度业绩增速

单季度	成长风格	电力设备	阳光电源	宁德时代	亿纬锂能
2019Q1	6	32	-16	153	170
2019Q2	-32	-4	-10	112	255
2019Q3	-1	15	-1	-7	199
2019Q4	-28	159	67	9	89
2020Q1	-34	-14	-7	-29	26
2020Q2	45	37	78	13	-63
2020Q3	23	69	238	4	-11
2020Q4	162	355	124	103	94
2021Q1	145	141	142	163	156

本轮周期第一阶段及基数期，成长、通信、代表标的单季度业绩增速

单季度	成长风格	通信行业	新易盛	中际旭创	天孚通信	胜宏科技
2023Q4	-34	2	83	136	131	-43
2024Q1	-27	7	201	304	203	68
2024Q2	-27	7	199	271	161	14
2024Q3	-28	11	453	104	59	27
2024Q4	-91	-6	360	62	26	355
2025Q1	9	7	385	57	21	339
2025Q2	17	8	338	79	50	390
2025Q3	42	12	205	125	76	261

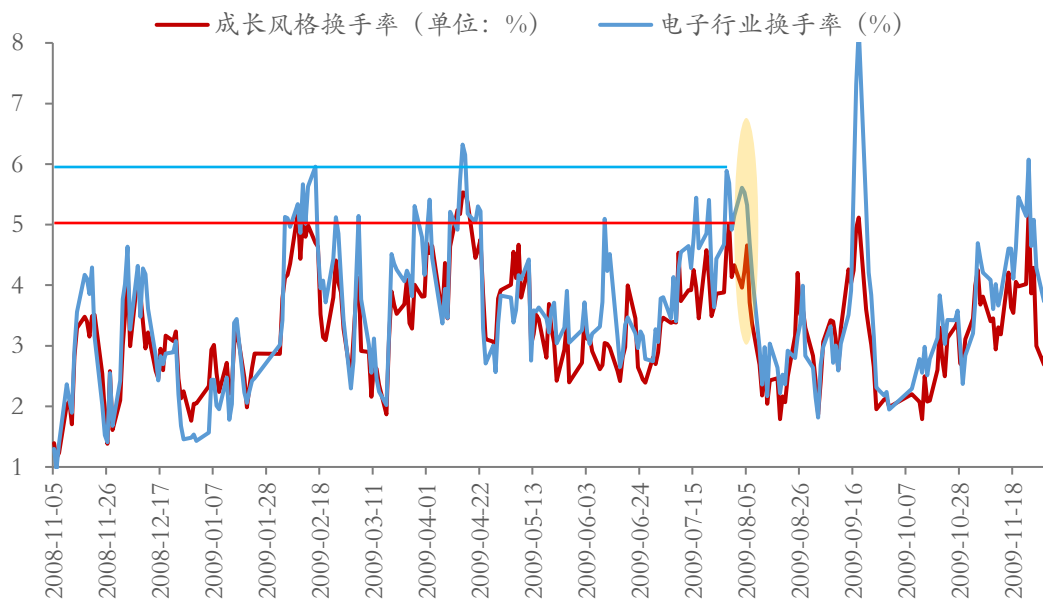
资料来源：Wind，华安证券研究所。淡黄底色为第一阶段、粉红底色为第二阶段，单位：%      资料来源：Wind，华安证券研究所。淡黄底色为第一阶段、淡灰底色为前一年，单位：%



## 专题：成长风格、主线行业换手率触及前高是第一阶段结束的辅助参考

- ▶ 智能手机产业周期第一阶段末，成长和电子行业的换手率均触及此轮行情的前高位置。此轮第一阶段结束于2009年8月5日，而成长风格在7月29日换手率5%，电子行业在7月28日换手率5.9%，分别同时触及二者在此轮行情以来的高位。
- ▶ 移动互联网产业周期第一阶段末，成长和传媒行业的换手率均触及或超过此轮行情的前高位置。此轮第一阶段结束于2013年5月27日，而成长风格在5月21日换手率3.1%，传媒行业在5月23日换手率4.8%，均触及此轮行情的前高位置。
- 需要说明的是成长风格和主线行业的换手率触及前高并非一定意味着第一阶段行情结束，其仅可作为行情阶段性交易活跃的特征，成为第一阶段行情结束的辅助参考。如2009年4月、2013年3月成长风格和主线行业也均触及换手率前高，但届时并非第一阶段行情结束。

智能手机周期第一阶段末，成长、电子换手率触前高



资料来源：Wind，华安证券研究所。

移动互联网周期第一阶段末，成长、传媒换手率触前高

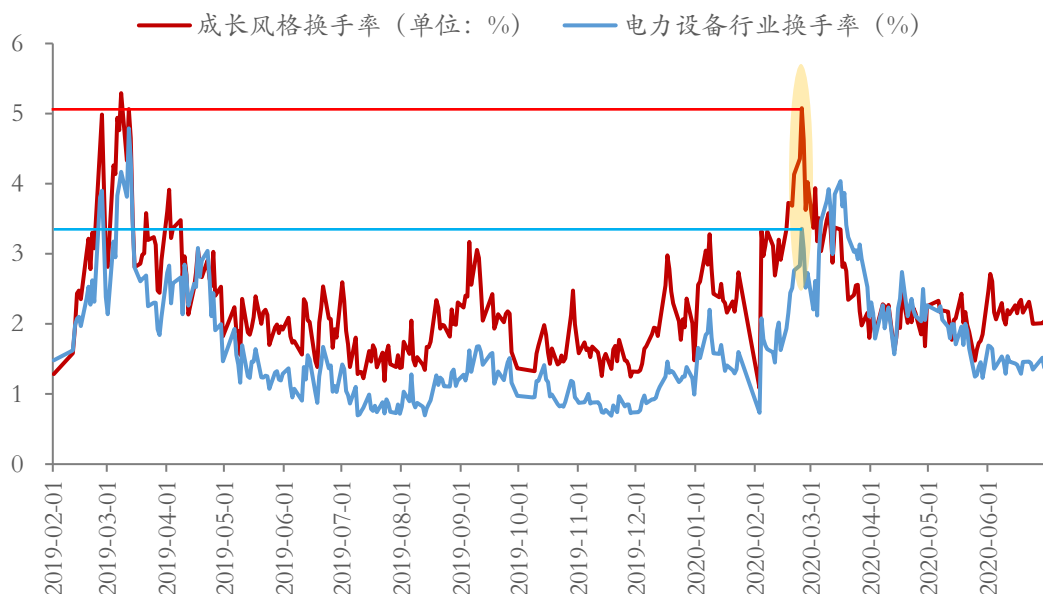


资料来源：Wind，华安证券研究所。

## 专题：当前成长风格和通信行业换手率仍处于本轮以来低位

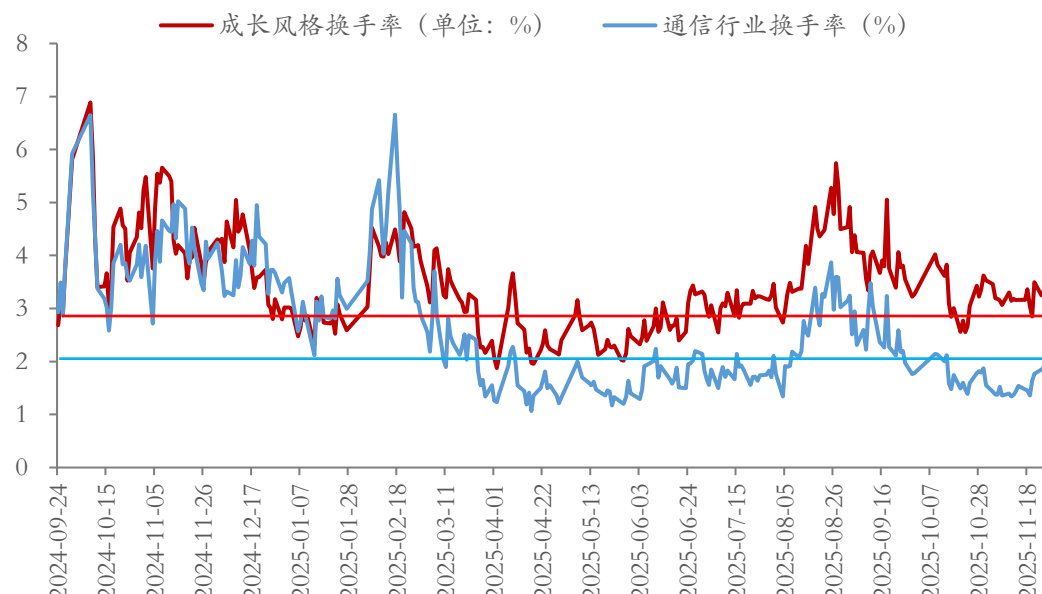
- 成长风格和主线行业换手率触及该轮高点是成长产业周期第一阶段行情结束的必要不充分条件。若成长风格和主线行业换手率并未触及该轮以来高点，也意味着第一阶段行情并未结束。
- 新能源产业周期第一阶段末，成长和电力设备行业的换手率分别处于触及此轮行情前高位置和较高位置。此轮第一阶段结束于2020年2月25日，而成长风格在2月25日换手率5.1%，电力设备行业在2月25日换手率3.4%，分别触及本轮行情以来前高和较高位。
- 当前成长风格和主线通信行业的换手率仍处于本轮行情以来低位。截至2025年12月4日，成长风格和通信行业换手率分别为1.9%和2.8%，均处于本轮行情以来的低位（近期换手率高点同样在低位）。这可能意味着本轮第一阶段行情仍在途中。

新能源周期第一阶段末，成长、传媒换手率阶段性触顶



资料来源：Wind，华安证券研究所。

当前成长和通信换手率均在底部区间



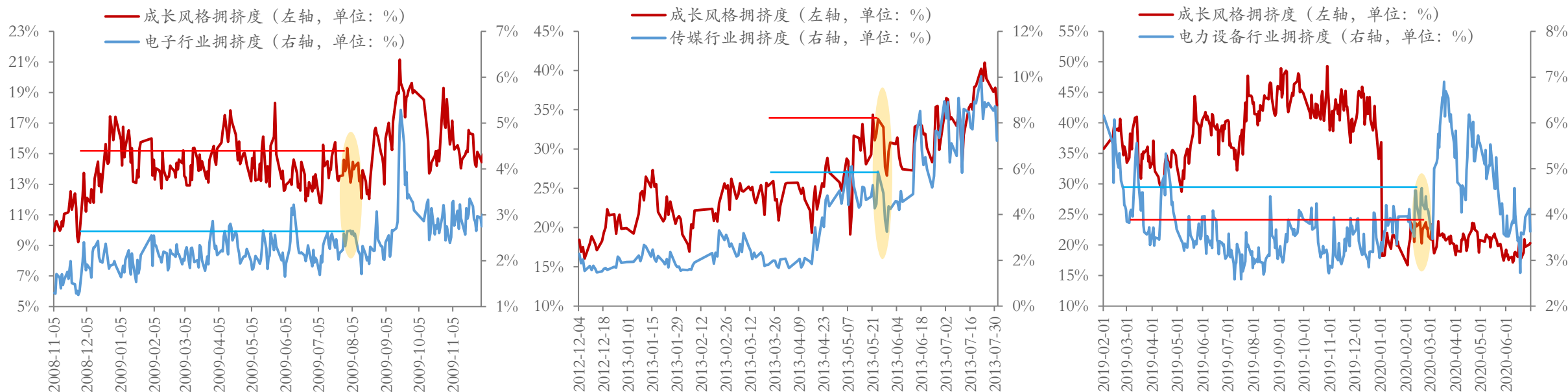
资料来源：Wind，华安证券研究所。



## 专题：拥挤度指标对第一阶段行情终结并不具备参考和指引意义

- 在第一阶段行情终结前后，拥挤度指标的变化并不具备类似换手率指标的稳定特征，因此也不具备辅助参考意义。
- 如智能手机周期第一阶段行情结束时，成长风格和电子主线的拥挤度分别处于此轮行情以来中枢或偏高位置。
- 如移动互联网周期第一阶段行情结束时，成长风格和传媒主线的拥挤度又处于此轮以来的新高，但这是一个不断新高的过程，因此很难定位第一阶段行情可能结束时的位置。
- 如新能源周期第一阶段行情结束时，成长风格和电力设备主线的拥挤度分别处于偏低或中枢位置。
- 拥挤度指标变化是第一阶段行情终结的非充分非必要条件。若不具备稳定的特征，则无法成为辅助参考。

### 拥挤度指标对判断第一阶段行情终结并不具备辅助参考意义



资料来源：WIND，华安证券研究所。





华安策略



感谢关注!

风险提示：国际地缘政治风险；国内政策再次转向或大幅超预期风险；相关测算假设的片面性及参考的局限性；历史以及其他经验借鉴的局限性等。



## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

### 公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。