

类债防守+科技进攻+风险对冲

---公募基金2026年配置策略报告

华龙证券研究所 公募基金

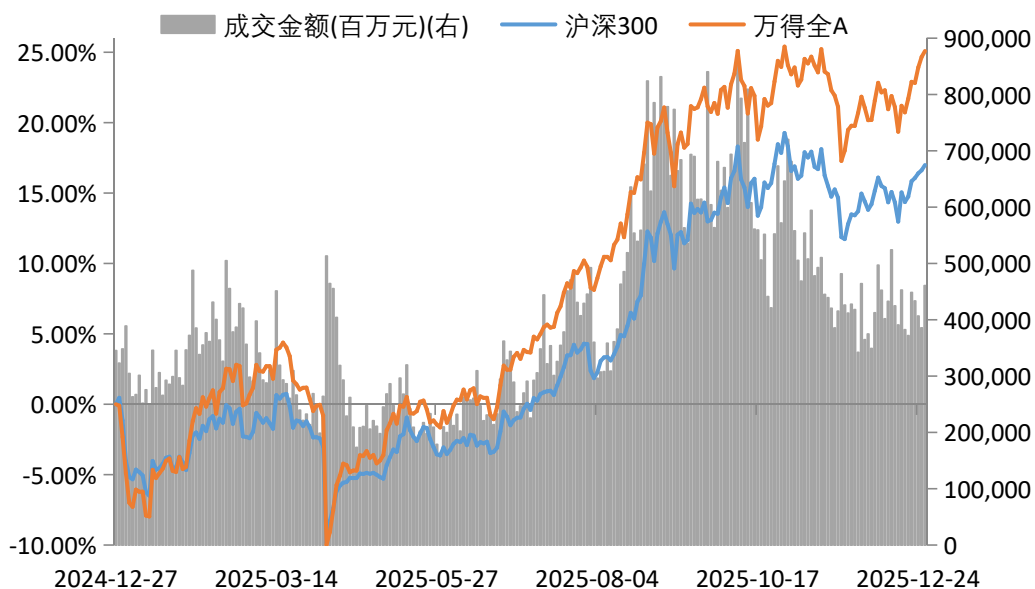
分析师：陈霁

SAC执业证书编号：S0230521030003

邮箱：hlzqcjyt@hlzq.com

2025年12月29日

近一年万得全A与沪深300走势



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

相关报告

《指数基金2025年度投资策略: 勇立潮头, 拥抱指数》2024. 12. 06

《公募基金2025年中期配置策略: 淡化叙事, 重视超额》2025. 7. 6

数据说明: 如无特殊说明, 本报告涉及的市场数据均截至2025年12月26日, 其他数据如宏观经济指标数据、财务数据等均使用的是报告期内的最新公布数据。

第一部分：2025年回顾与观点验证：回顾2025年，市场的核心特征可以概括为“温和普涨+结构分化”。一方面，市场整体估值水平有所修复，大部分股票都获得了正收益；另一方面，行业之间、个股之间的表现也呈现差异性，结构性机会与结构性风险并存。

2025年初我们认为权益市场有Beta机会，并发布报告（《指数基金2025年度投资策略：勇立潮头，拥抱指数》20241216）看好权益端指数投资机会，指出消费科技与新质生产力是2025年主要线索。年中我们认为基于当前市场环境，应淡化宏大叙事对市场的方向性影响，转而拥抱超额的机会。

第二部分：2026年的核心判断：我们认为“估值中性化、结构显著化与扰动脉冲化”将共同构成2026年A股市场的基本环境，市场正从“流动性驱动下的普涨修复”向“存量环境下的结构演绎”逐步演进，结构性机会与波动赔率并存。在此背景下，市场整体的贝塔（Beta）贡献度或将边际下降，而基于产业逻辑的结构性机会（Alpha）将更加凸显。单一依赖趋势跟随或机械的均值回归策略，其有效性都将面临挑战；投资者更需关注估值、结构与外部情景的综合匹配。

第三部分：2026年配置策略与产品建议：我们构建了“三层动态资产配置框架”。这一框架的核心理念是：让每层资产专注于自己最擅长的任务，而非让同一类资产同时承担防御和进攻的功能。压舱石层提供稳定性，确保组合在任何市场环境下都有安全垫，主要配置的方向包括债基和类债资产；增长引擎层追求超额收益，把握结构性的投资机会。在细分方向上，我们看好新旧动能转换窗口下的科技方向以及具备业绩韧性的出海方向；对冲卫星层应对尾部风险，为极端情况提供保护，主要选择有避险属性的黄金以及与国内权益资产相关度较低的海外资产做为对冲。三层资产相互配合，形成一个能够适应多种市场情景的反脆弱系统。

第四部分：情景分析：我们的核心假设是不预测只应对，我们用情景分析模拟不同环境下组合配置比例，用可观察信号触发调仓规则，提升组合在不确定性下的存活率与赔率。我们针对不同情景，设置了“可观测信号”，并通过“信号阈值”规定“调仓动作”。情景假设包括：乐观/中性/悲观。我们情景检测的信号主要包括：宏观景气信号：PMI制造业采购经理指数；信用扩张信号：社融存量同比增速；市场状态信号：沪深300近20日年化波动率。经过数据验证，PMI信号与社融信号胜率均为71.4%，PMI做为景气指标，触发后平均收益较高，社融触发后的回撤较小，说明流动性对市场价格起到一定的支撑作用。整体来看，宏观因子信号需与其他信号配合使用；波动率是防守信号，触发后3-6个月往往是左侧布局机会。

第五部分：结语与风险提示：我们认为2026年的市场进入一个“贝塔收益衰减，主线方向明确”的阶段，但宏观环境仍面临很多挑战，外部环境仍扰动不断，我们认为在这样的环境下，简单线性外推不足以应对市场的复杂变化。在策略上，应构建系统化投资体系，以“类债防守+科技进攻+风险对冲”的三层反脆弱组合为主。从判断市场涨跌方向博取胜率，转向搭建适应多种情景的投资系统，应对赔率。

风险提示：统计数据偏差风险；市场风险；政策风险；宏观经济变化风险；系统性风险；产品选择风险；特别提示：基金过往业绩不代表未来表现。本报告涉及的基金产品不构成投资建议，仅供参考。投资者应根据自身的风险承受能力和投资目标，审慎决策。

目录

1

2025年回顾与观点验证

2

2026年的核心判断：估值中性化、结构显著化、扰动脉冲化

3

2026年配置策略与产品建议：搭建三层反脆弱组合

4

情景分析：不同情景下组合的调整

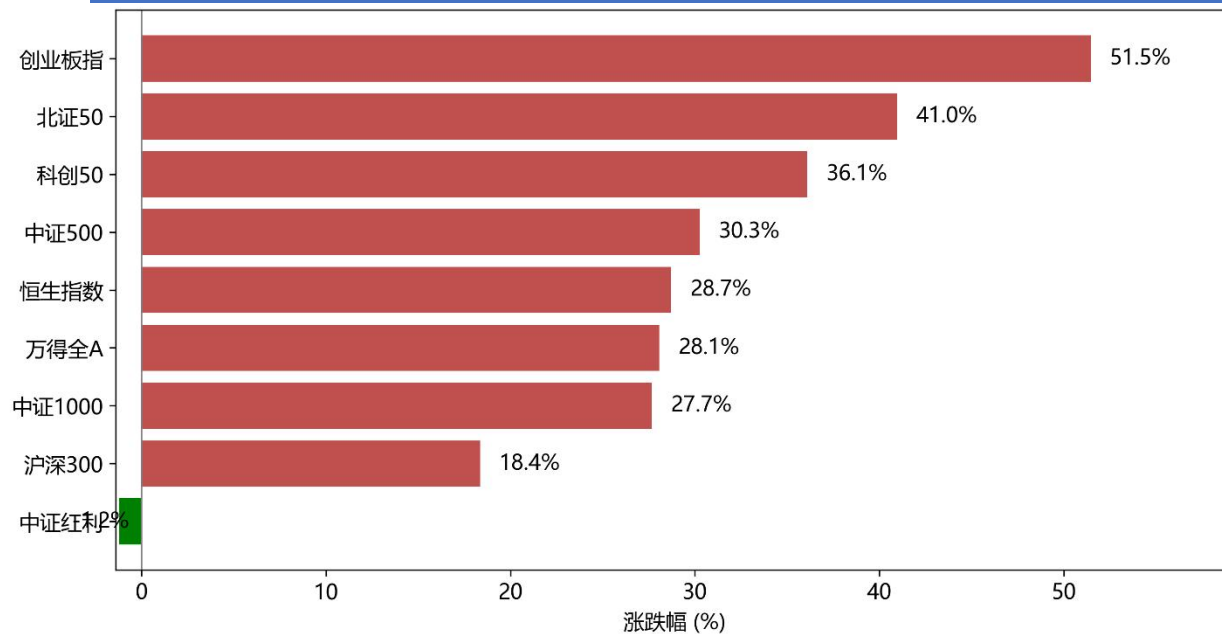
5

结语与风险提示

1.1 2025年市场回顾：温和普涨与结构分化共舞

- 回顾2025年，A股市场整体呈主线行情特征，以创业板与科创板为主的成长风格领涨全年。
- 从板块表现来看，科技板块延续了2024年“924”以来的强势表现。
- 2025年市场的核心特征可以概括为“温和普涨+结构分化”。一方面，市场整体估值水平有所修复，大部分股票都获得了正收益；另一方面，行业之间、个股之间的表现也呈现差异性，结构性机会与结构性风险并存。
- 值得特别关注的是，2025年个股的表现力明显强于指数。这意味着，单纯依靠被动投资获取Beta收益的难度在增加，而主动管理的价值开始显现。优秀的基金经理通过精选个股，能够获取显著的超额收益。

图1:2025年主要指数涨跌幅



数据来源：Wind，华龙证券研究所

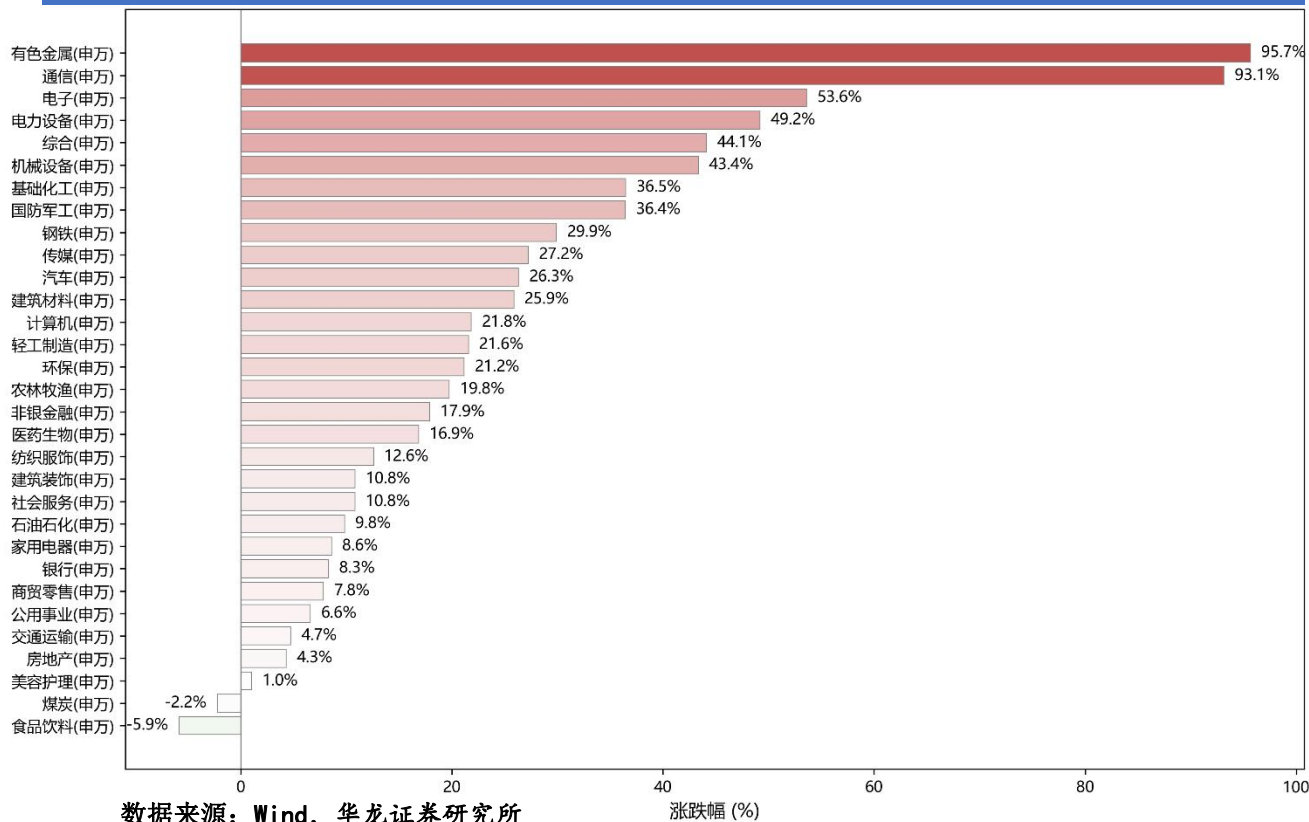
1.2 2025年策略观点：科技是主线，景气修复待验证

2025年初我们认为权益市场指数有Beta机会，并发布报告（《指数基金2025年度投资策略：勇立潮头，拥抱指数》20241216）看好权益端指数投资机会，指出消费科技与新质生产力是2025年主要线索。年中我们认为基于当前市场环境，应淡化宏大叙事对市场的方向性影响，转而拥抱超额的机会。

我们在过往报告曾提到：第一，科技是全年主线。年初我们提出，在经济转型的大背景下，科技产业趋势将成为市场主要线索。从实际表现来看，通信、电子等板块确实行业表现靠前。第二，个股表现力**强于指数**。我们年中特别强调要“轻指数、重个股”，实际结果表明，主动权益基金的超额收益确实在2025年有所显现（详见后文图8），印证了我们对市场微观结构的判断。

仍需验证的部分：基本面修复的进度。我们在年初预期，随着政策效果的逐步显现，企业盈利将逐步修复，消费会随之复苏。但从实际情况来看，基本面的修复进程仍在进行中，尚未完全兑现到企业微观层面（详见第2.2.1小节）。

图2：2025年申万一级行业涨跌幅分布



基于对2025年市场的深度复盘，以及对2026年宏观环境的系统分析，我们提出2026年的核心投资观点：

- **核心观点：淡化预测，构建“类债防守+科技进攻+风险对冲”的三层反脆弱组合**
- 我们认为，2026年的市场进入一个“贝塔收益衰减，主线方向明确”的阶段，但宏观环境仍面临很多挑战，外部环境仍扰动不断，在这样的环境下，简单线性外推不足以应对市场的复杂变化。策略上，应构建系统化投资体系，从判断市场涨跌方向博取胜率，转向搭建适应多种情景的投资系统，更好的应对赔率。

- **三个核心判断：**

判断一：估值中性化。 经过2024-2025年的估值修复，A股整体估值已回归历史中枢，继续依靠估值扩张获取收益的空间有限。2026年的超额收益将更多来自于选股能力。

判断二：结构显著化。 中国经济正处于新旧动能转换的关键时期，高技术制造业与传统地产链的增速差距持续扩大。总量数据的修复传导到微观层面需要时间，不能仅通过宏观数据进行简单的线性外推。

判断三：扰动脉冲化。 在全球博弈长期化的背景下，资产不确定性溢价将持续存在。情绪脉冲式扰动，是市场噪音也是配置良机。投资者需要构建能够适应扰动、甚至从扰动中受益的反脆弱组合。

- **配置结论：**

构建“类债防守+科技进攻+风险对冲”的三层反脆弱组合。接下来，我们将围绕上述三个判断，给出支撑它们的估值数据、宏观与产业结构证据，以及市场微观结构特征。

目录

1

2025年回顾与观点验证

2

2026年的核心判断：估值中性化、结构显著化、扰动脉冲化

3

2026年配置策略与产品建议：搭建三层反脆弱组合

4

情景分析：不同情景下组合的调整

5

结语与风险提示

2.1 判断一：估值修复接近尾声，贝塔收益空间收窄

截至2025年底，万得全A PE-TTM约22倍，已明显脱离极端低估区间（2014年低点约14倍）。

在当前估值位置，更重要的变化是：估值对未来收益的“边际贡献”下降，指数回报更依赖盈利与现金流兑现，而非单纯估值再扩张。

当市场整体处于极低估区间时，未来几年指数回报中，估值修复贡献占比较高；而当估值处于中枢附近时，未来收益更多依赖盈利增长和现金流改善。而我们通过测算万得全A的隐含EPS（ $P=PE \times E$ 倒推 $E=P/PE$ ），并计算同比增速变化，通过剥离估值波动，观察A股真实的盈利能力（EPS-TTM）及其增长动能（同比增速），我们认为当前市场驱动力正在从“赚估值的钱”向“赚盈利的钱”切换。

因此，2026年的超额收益更可能来自结构与个股层面的主动阿尔法，而不是依赖宽基贝塔的普涨修复。

图3：万得全A PE-TTM中枢抬升



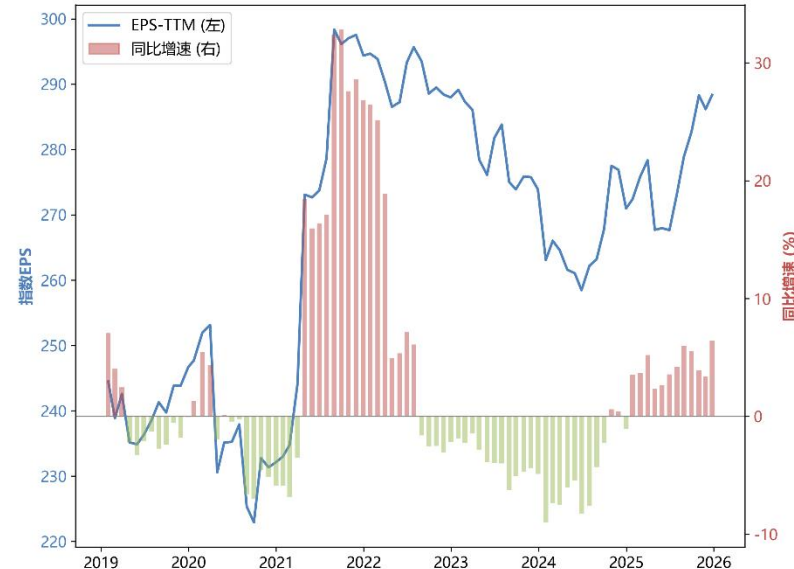
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图4：万得全A估值与价格走势



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图5：万得全A盈利能力（EPS）与增速趋势



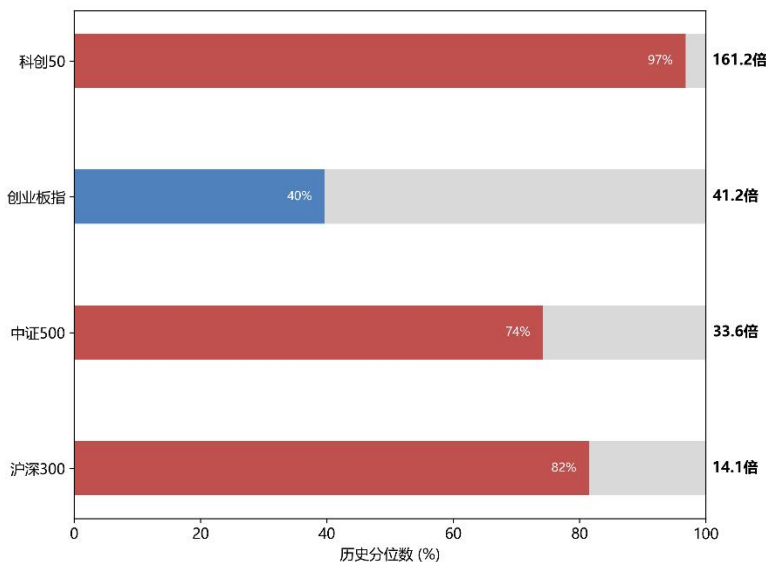
数据来源：Wind，华龙证券研究所

2.1 判断一：估值修复接近尾声，贝塔收益空间收窄

我们观察主要宽基指数近10年的估值分位数（图6），可以看到核心宽基基本已回到中性区间。我们认为，在这一估值位置，2026年继续依靠系统性估值扩张获取回报的确定性下降。我们获取了沪深300指数过去近20年的月度数据，并计算当时的PE位置（分位数），将这些数据按照估值高低分为5组（图7），假设在这些月份买入沪深300并持有一年的收益率，测算每一组估值的历史收益中位数，从图7中就可以观察到，进入高估区间后，收益率中位数就出现了显著下降，并进入负值区间，我们认为，当前位置依靠贝塔扩张的胜率已大幅降低，超额收益需更多来自阿尔法挖掘。在此区间，更可检验的命题是：宽基收益中枢回归常态，即指数回报的中枢更可能回归“盈利驱动”。结构分化贡献提升，超额收益更依赖行业与个股层面的结构机会。

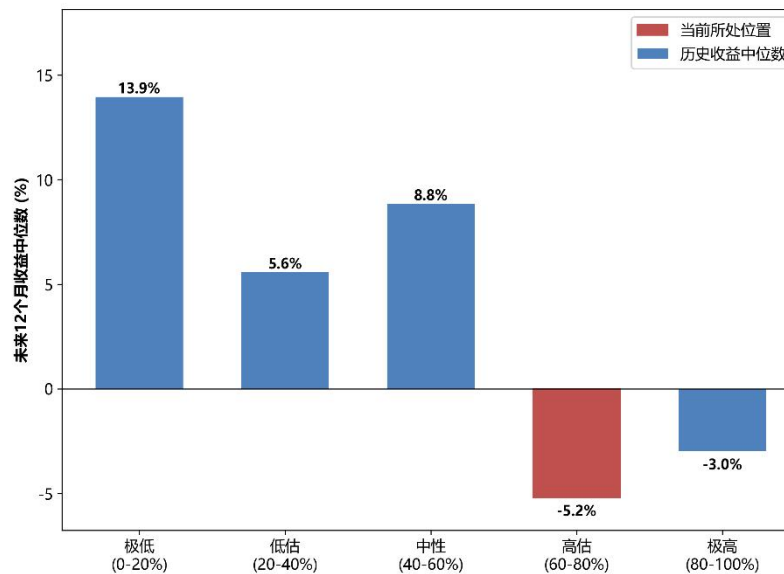
从配置上讲，组合需要从“指数层面”下沉到“行业/个股层面”，围绕盈利质量与现金流争取超额。我们计算了偏股型基金在沪深300不同估值区间超额的胜率（图8），可以看到，当市场估值处于高估时，超额胜率显著提升。因此，我们认为，2026年应在配置中提升“增长引擎层”的主动权益与行业ETF比重，通过精选方向与优质公司来争取主动阿尔法。在估值整体回到中性区间的背景下，决定中长期机会与风险的权重将更多落在宏观与产业结构上。

图6: 主要宽基指数近10年估值分位数（PE-TTM）



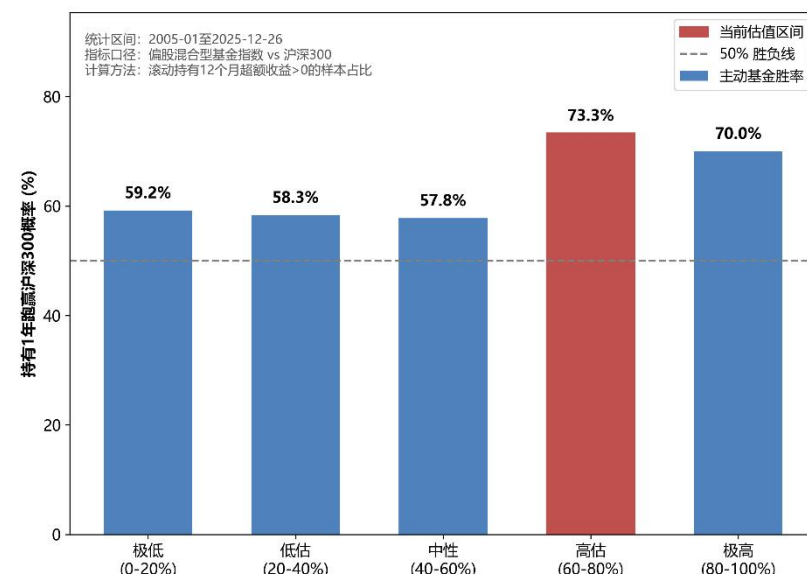
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图7: 沪深300估值分位与未来回报关系



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图8: 在当前估值分位下主动管理超额胜率



数据来源：Wind，华龙证券研究所

2.2 判断二：新旧动能转化，结构分化显著

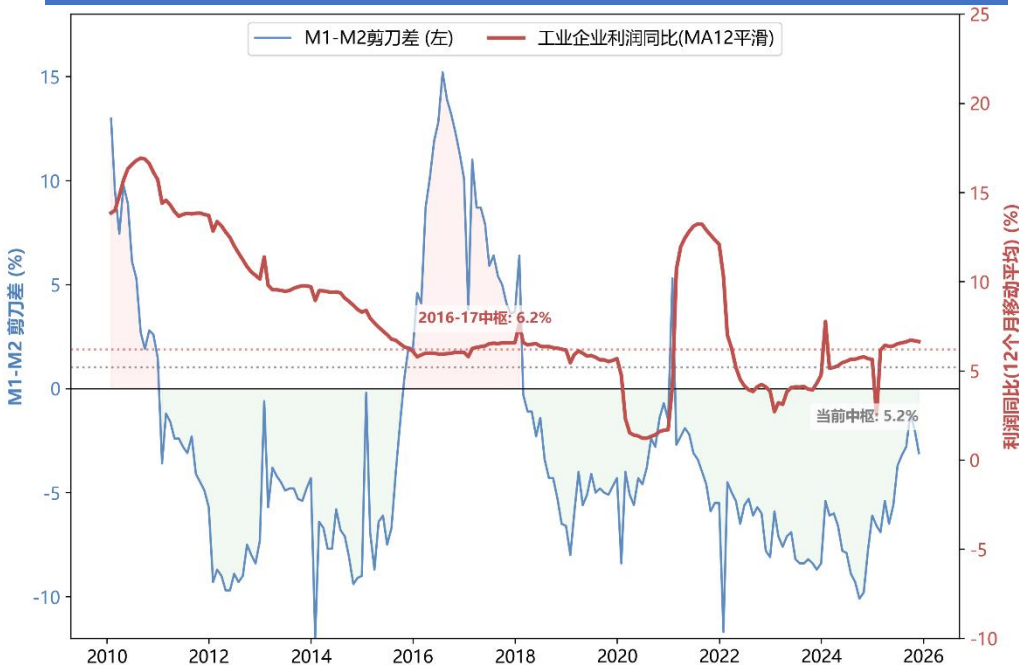
2.2.1 流动性剪刀差（M1-M2）：宏观与微观节奏错配

M1-M2剪刀差长期处于负区间，反映出存量流动性更多沉淀在低流转形态，企业部门的经营周转与扩张意愿偏谨慎。

观察图9，M1-M2剪刀差抬升时（2016-2017年）工业企业利润增速中枢抬升，企业盈利能力持续改善。当M1显著弱于M2时，信用传导往往偏钝化，企业更倾向“保现金流、控杠杆”，从而拖累投资与盈利改善的兑现节奏。

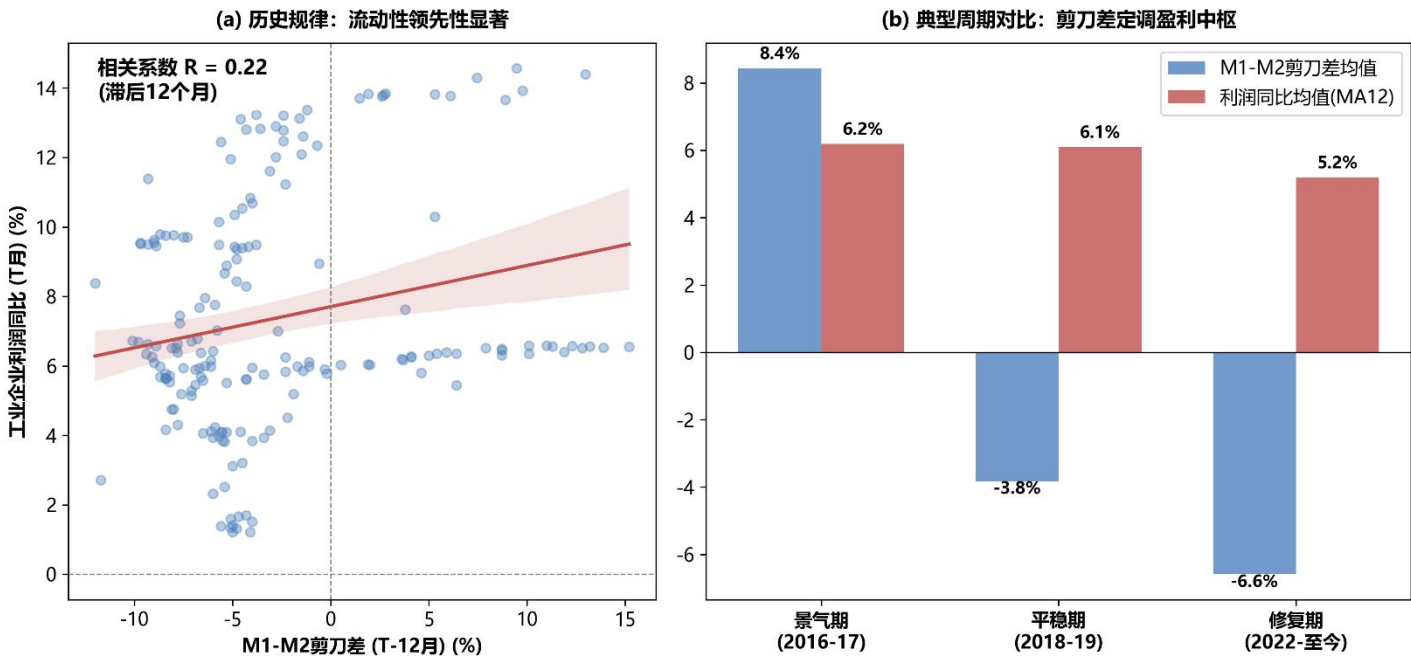
因此，当总量数据阶段性企稳时，仍需时间传导至结构与微观层面（图10）。当前M1-M2剪刀差仍在修复阶段，所以我们认为，2026年不宜简单用总量同比线性外推，需要更关注结构数据与微观盈利的实际兑现情况。

图9：M1-M2剪刀差与工业企业利润中枢（MA12平滑）变化指引



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图10：流动性与企业盈利改善存在相关性，一般资金周期领先于盈利周期



数据来源：Wind，华龙证券研究所

2.2 判断二：新旧动能转化，结构分化显著

2.2.2 转型期新旧动能呈显著分化特征

投资端：高技术制造业投资自2024年以来维持在较高水平，地产投资在2021年以后仍在去杠杆与出清过程中。观察图11，高技术制造业投资与房地产开发投资的同比增速差在2025年持续走扩，呈现结构性特征。

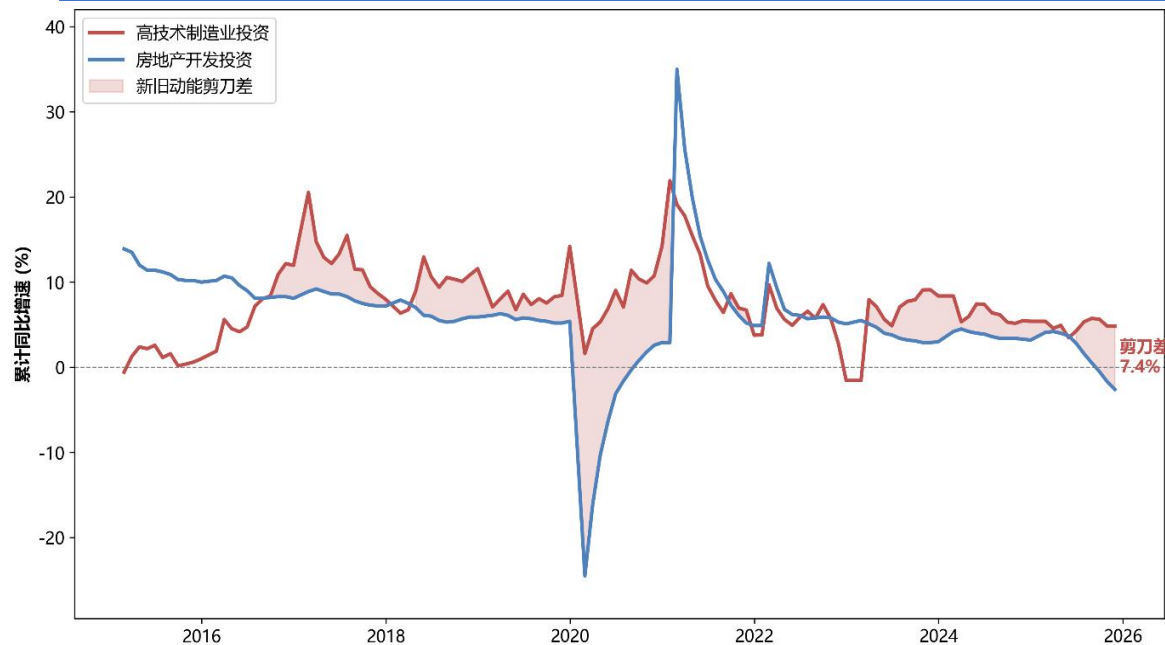
产出端：我们观察地产链相关行业隐含ROE与高技术制造行业走势对比（图12），也能够看出近年地产链ROE持续下降，而科技板块的ROE正在从底部爬升。

综上，我们当前正处在结构调整，新旧动能接力的关键时刻。

从权益端来看，这意味着投资机会更集中在围绕新动能产业方向筛选具备盈利质量和竞争优势的行业与公司；而地产链更多体现为政策托底与阶段性交易机会。

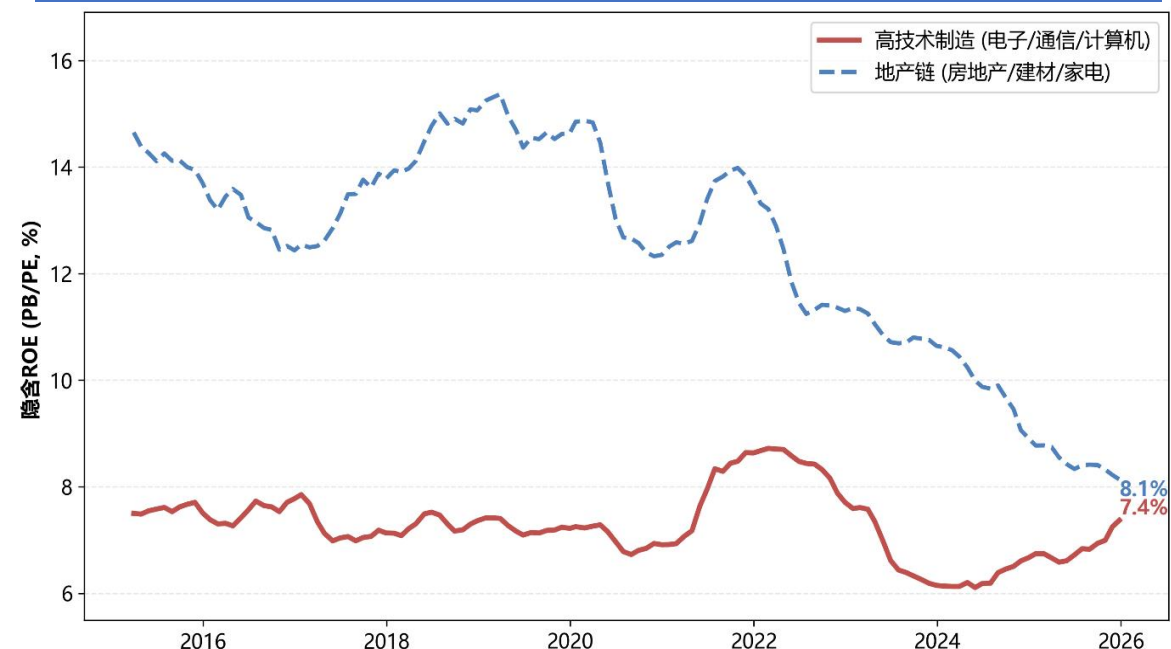
在结构分化的背景下，产品的配置需要从“看总量”转向“抓结构”，转型期的结构分化特征最终会反映在资产价格和相关性上。

图11：转型期代表新旧动能投资的剪刀差水平



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图12：转型期代表新旧动能行业的隐含ROE走势



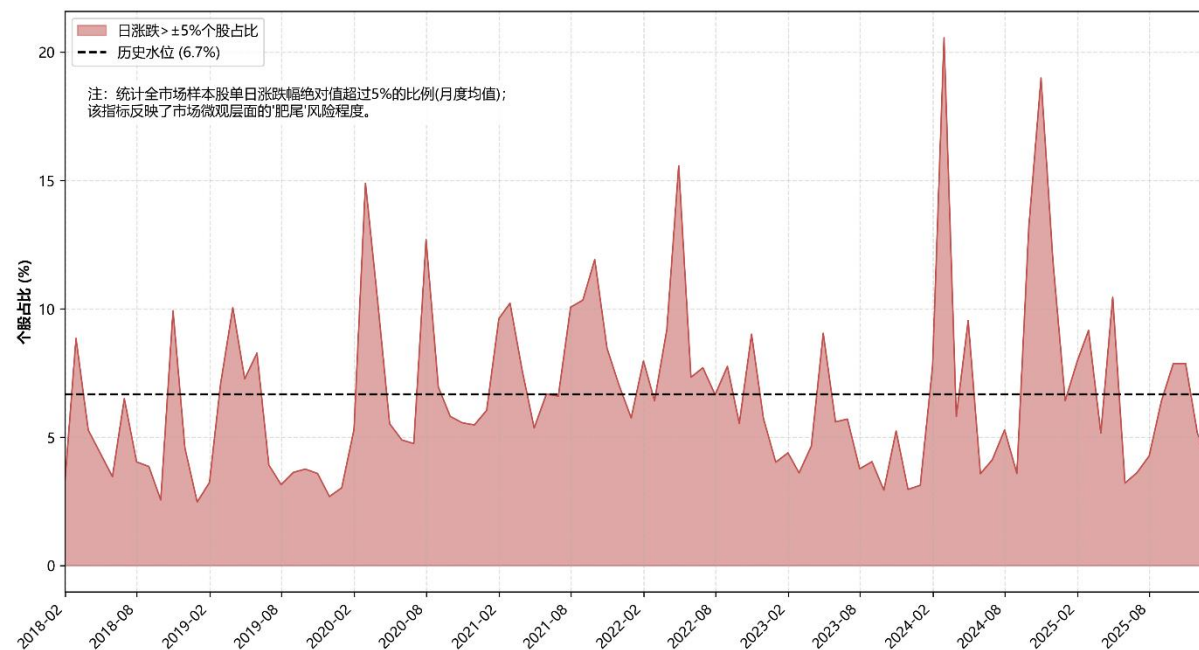
数据来源：Wind，华龙证券研究所

2.3.1 A股微观结构呈“低基础波动+阶段性脉冲”的新常态

为了更好的观察A股微观结构，我们以中证1000指数+中证800指数为样本空间，随机抽取1000只标的为样本，统计日涨跌幅超过5%的个股占比作为“微观脆弱性指数”。该指标主要反映尾部风险烈度。如图14所示，2022年之前，市场的尾部风险多源于偶发的“黑天鹅”事件；但2024年以来，随着地缘政治博弈、全球供应链重构以及贸易环境的复杂化，微观脆弱性指数呈现出“脉冲式高频震荡”的形态。2024年市场出现了两个明显尖峰，分别对应年初微盘股流动性冲击，以及“924”一揽子增量政策转向带动市场情绪强势反转。2025年以后，市场微观节奏发生变化，整体呈“低基础波动+阶段性脉冲”的新常态。形成了三个小型尖峰，主要影响事件包括：春节后“deepSeek”发布引发市场预期共振；特朗普加征关税政策扰动市场情绪；以及科技板块交易拥挤导致情绪反转等。

同时我们认识到在当前环境下，外部扰动已不再是短期噪音，而是一种常态化的背景变量。外部冲击会显著影响市场情绪的稳定周期。整体来看，这两年市场的“肥尾”特征与2020-2022年已截然不同。极端波动的幅度大幅收敛，且每次脉冲周期都快速平息，并未演变成系统性风险。这意味着当前A股已进入到“低水位、高频率”的微观结构新常态。我们认为，这背后是市场参与者结构优化与政策预期管理更加精准的共同结果。对投资者而言，全面暴涨暴跌的时代可能已经过去，机会与风险都更紧密地镶嵌在具体的外部事件与内生逻辑之中，把握结构性的主线机会比判断市场整体方向更为关键。

图13：市场微观脆弱性指数



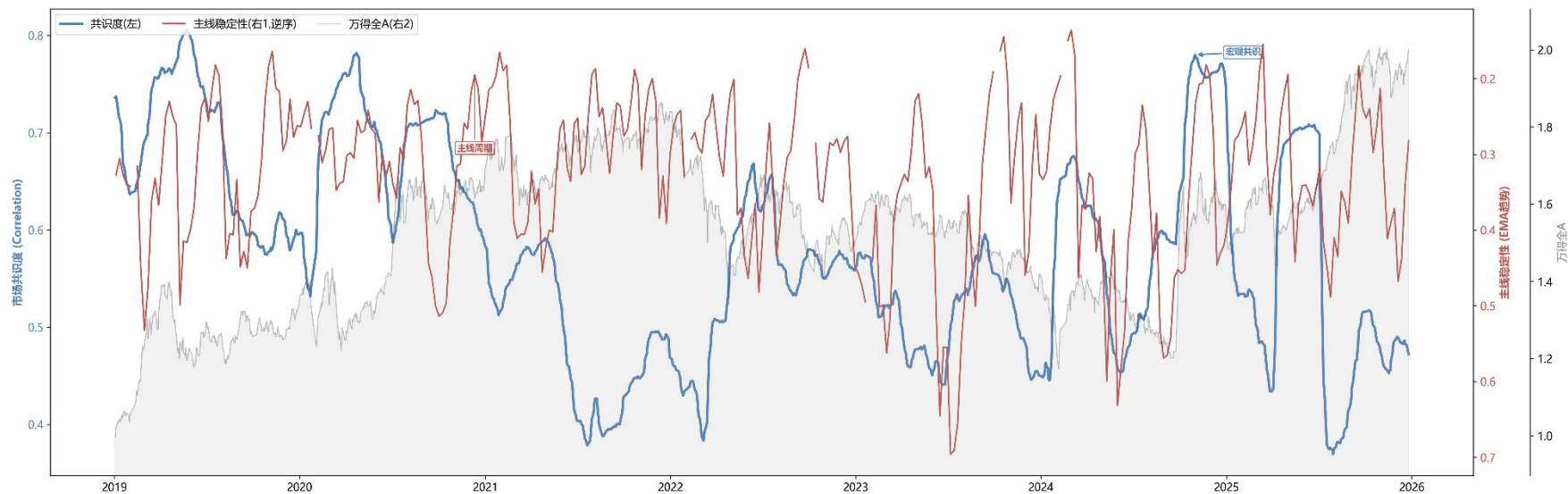
数据来源：Wind，华龙证券研究所

2.3 判断三：微观结构新常态，共振弱主线强

2.3.2 共振弱主线强

为了监测市场资金行为，我们构建了共识度指标和主线稳定性指标用来观察市场的微观结构。其中，蓝线是共识度指标，衡量的是所有行业涨跌的同步性，主要是基于Wind一级行业日收益率的截面相关性（Correlation）计算。逻辑含义：当蓝线飙升代表全市场共识达到顶峰，市场呈“同涨同跌”特征，通常观察宏大叙述对市场的影响（如宏观流动性危机或政策强刺激）。红色曲线是主线稳定性指标，是基于行业轮动速度（Rotation Speed）平滑处理后的指征。为了方便观察，我们将红线逆序排列，即红线在图表中位置越高，代表轮动越慢，主线越清晰。逻辑含义：红线高位企稳，代表资金在核心板块形成合力（主线强）；红线向下发散，代表市场陷入“电风扇”式快速轮动，赚钱效应匮乏。从历史回测看，共识反转是市场反转的先行指标，主线稳定是观察市场能否延续的重要指标，二者的剪刀差变化反映了市场从“普涨修复”向“结构演绎”切换的微观路径。这解释了为何在估值修复接近尾声的背景下指数仍具韧性。基于此，我们判断2026年A股将由流动性或高共识度推动的高贝塔行情切换至“强主线”的存量博弈环境。换言之，2026年的超额收益将主要来自于占据红线所示的低轮动赛道，极大可能是我们判断二中提出的新旧动能转换中“强势资产”的定价所决定的。

图14：共识与主线的周期共振



数据来源：Wind，华龙证券研究所

2.4 小结：2026年市场的三大特征

我们将2026年A股市场的核心特征概括为三点：

表1：2026年A股市场核心特征		
特征	表现	对投资的影响
估值中性化	指数层面的贝塔效应衰减，单纯赚估值修复的钱变难。	淡化指数，聚焦产业：单纯依赖估值修复的贝塔收益空间有限，超额收益将更多源于产业基本面支撑的阿尔法。
结构显著化	新旧动能切换窗口，不能简单线性外推	选方向大于选时点：在行业轮动速度下降的环境下，择时的胜率降低，基于中长期逻辑配置，围绕新动能做结构配置更为稳健。
扰动脉冲化	外部扰动对情绪影响呈“低位高频”特征	理性应对，逆向思维：外部冲击更多体现为情绪面扰动，而非系统性风险；极端波动时刻往往是优化持仓结构的窗口。同时为了应对尾部风险，需要减震器：“压舱石”稳底线+“对冲卫星”管尾部组合。

资料来源：华龙证券研究所

综合以上分析，我们认为，估值中性化、结构显著化与扰动脉冲化，将共同构成2026年A股市场的基本环境，市场正从“流动性驱动下的普涨修复”向“存量环境下的结构演绎”逐步演进，结构性机会与波动赔率并存。在此背景下，市场整体的贝塔（Beta）贡献度或将边际下降，而基于产业逻辑的结构性机会（Alpha）将更加凸显。单一依赖趋势跟随或机械的均值回归策略，其有效性都将面临挑战；投资者更需关注估值、结构与外部情景的综合匹配。

因此，构建一个“分层分工、攻守兼备”的组合管理体系显得尤为重要：

- 基础层（稳健类资产）：在市场基础波动率较低的时期提供组合的稳定性；
- 收益层（优势主线）：紧扣“新旧动能转换”逻辑，在主线趋势清晰的赛道中获取超额收益；
- 对冲层（衍生品/避险资产）：用于平滑外部事件引发的阶段性脉冲波动。

下一章我们将给出该系统的具体配置框架与产品落地建议。

目录

1

2025年回顾与观点验证

2

2026年的核心判断：估值中性化、结构显著化、扰动脉冲化

3

2026年配置策略与产品建议：搭建三层反脆弱组合

4

情景分析：不同情景下组合的调整

5

结语与风险提示

3.1 2026年：从预测胜率到应对赔率

基于第二章的结论，我们构建了"三层动态资产配置框架"。这一框架的核心理念是：让每层资产专注于自己最擅长的任务，而非让同一类资产同时承担防御和进攻的功能。

表2：三层资产配置形成反脆弱系统配置比例			
配置层级	配置品类	配置功能	配置比例
对冲卫星层	黄金、海外、REITs	应对黑天鹅，极端情况保护	5%-15%
增长引擎层	主动权益、行业ETF	获取超额收益、把握结构机会	30%-45%
压舱石层	债基、高股息	提供稳定性、降低波动	40%-65%

资料来源：华龙证券研究所

压舱石层位于最底部，占比40%-65%。提供基础安全垫，平滑组合净值。在受到外部扰动时，必须保留足够权重的低波资产，防止因短期回撤触及止损线而被迫离场。

增长引擎层位于中间层，占比30%-45%。进攻性获利，创造超额回报。它由主动权益基金和行业ETF组成。在贝塔空间收窄（估值回中枢）的背景下，收益必须来自对“新动能”的暴露。

对冲卫星层位于最上层，占比5%-15%。尾部保护，资产“保险”。这层资产与主流资产相关性低，甚至负相关。当其他资产普遍下跌时，它可能上涨或至少保持稳定。黄金、海外资产、REITs属于此类。

三层之间不是孤立的，它们相互影响、相互制衡。增长引擎层的波动可能被压舱石层缓冲，而极端风险可能被对冲卫星层吸收。这种相互作用创造了单个资产无法实现的整体稳定性。

3.2 压舱石层：为组合提供“可预期的稳定性”

3.2.1 配置逻辑：应对外部扰动的“减震器”

压舱石层的目标不是追求高收益，而是为组合提供“可预期的稳定性”：降低组合波动、在回撤时提供缓冲，并尽量输出现金流。

债券基金是压舱石层的核心配置。它们通过持有债券获取票息收入，能够提供相对稳定的收益。在利率下行期，债券还能获得资本利得。但需要注意的是，不同类型的债券基金风险收益特征差异较大，我们更偏好信用风险控制严格、久期适中的产品。

红利基金是压舱石层的重要补充。它们投资于那些分红稳定、股息率较高的上市公司。这类公司往往处于成熟行业，现金流充裕，估值稳定。在利率下行环境中，高股息资产的“类债”属性使其具备吸引力。

3.2 压舱石层：为组合提供“可预期的稳定性”

3.2.2 “类债资产”的配置价值

当高股息股票的股息率显著高于国债收益率时，高股息资产具备“类债替代”的配置价值。

(1) 股息率与国债收益率利差处在85%分位：当前中证红利指数股息率约5.14%，10年期国债收益率约1.84%，利差超过300个基点，在相对历史高位。

图15：红利资产的类债属性：股息率与国债利差



3.2 压舱石层：为组合提供“可预期的稳定性”

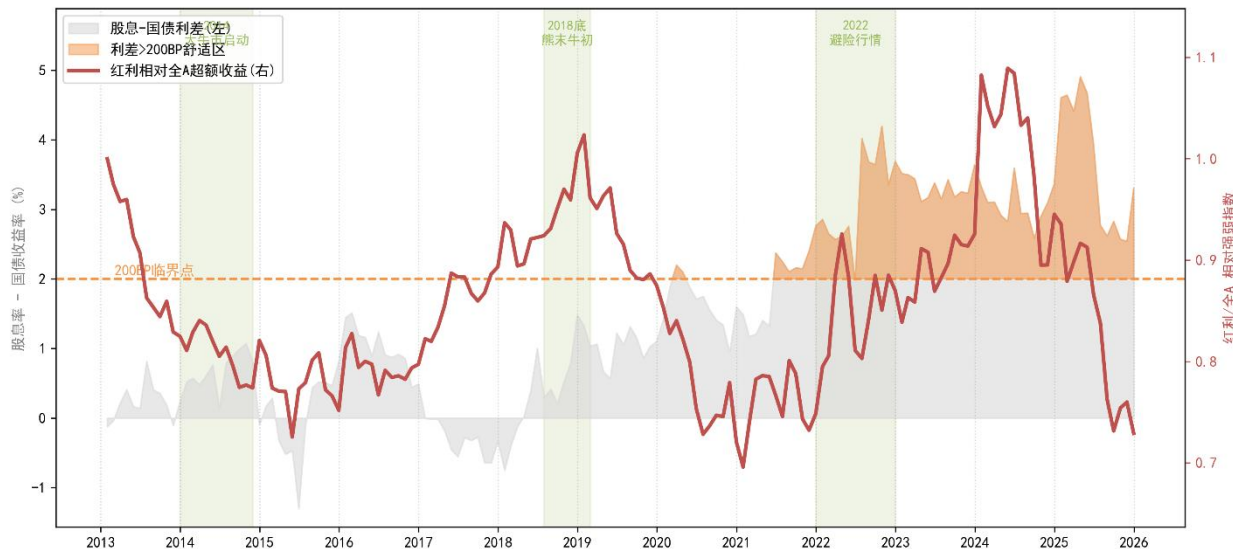
3.2.2 “类债资产”的配置价值

(2) 历史规律验证：当股息率-国债收益率利差走扩时，红利资产相较于万得全A表现相对强势。

(3) 机构行为验证：保险资金自2024年以来持续增配高股息股票。10年期国债收益率持续下行，险资寻求更高收益资产，高股息股票成为重要替代。

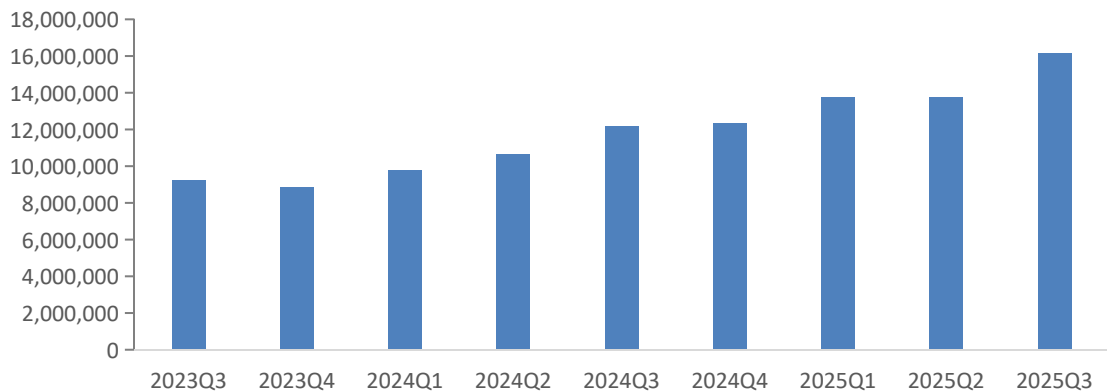
结论：从股债性价比的角度看，债券资产是配置中不可或缺的压舱石，但当股息率与国债利率利差走扩时，类债资产也应成为配置中的重要补充。

图16：股息率与国债利差走扩时，红利资产的超额表现



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图17：险资对红利资产配置市值近年呈递增趋势（万元）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

3.2 压舱石层：为组合提供“可预期的稳定性”

3.2.3 细分配置：

表3：压舱石层的细分配置

细分方向	配置比例	配置逻辑
短债基金	25%	久期短（通常1年以内），波动小，流动性好，适合作为现金管理工具
中短债基金	30%	久期适中（1-3年），在控制风险的同时适度增厚收益
高股息基金	45%	股息率高于国债收益率，提供"类债"的现金流和一定的资本增值空间

资料来源：华龙证券研究所

债券基金的选择标准：

- 信用风险控制严格：优先选择以利率债和高等级信用债为主要投资标的的产品，避免信用下沉带来的违约风险
- 久期适中：在利率可能震荡的环境中，过长的久期会增加利率风险，过短的久期则可能牺牲收益，建议选择久期在1-3年的产品
- 规模适中：规模过小可能面临流动性风险，规模过大可能影响操作灵活性
- 回撤控制良好：考察产品的历史最大回撤，优先选择回撤控制在1%以内的产品

高股息基金的选择标准：

- 分红历史稳定：优先选择跟踪分红历史长、分红政策稳定的指数的产品
- 股息率具有吸引力：当前股息率应显著高于10年期国债收益率
- 行业分布合理：避免过度集中于单一行业，以分散行业风险
- 估值处于合理区间：高股息不等于低估值，要警惕"价值陷阱"

表4：压舱石层落地产品(风险收益特征由低到高)

类别	基金代码	基金简称	关注理由
短债	006662.OF	易方达安悦超短债A	规模适中，回撤控制好
短融	511360.SH	短融ETF	场内短融，流动性好
中短债	159649.SZ	华安中债1-5年国开行ETF	久期适中，波动率低，风险收益特征稳健
高股息	512890.SH	红利低波ETF	信息比率与Sortino比率较好，长期收益稳健
高股息	515180.SH	红利ETF	跟踪中证红利，分红稳定
红利主动	014771.OF	中泰红利优选一年持有	重仓银行，超额稳定

数据来源：Wind，华龙证券研究所

本表格产品仅供参考，不作为投资建议

3.3 增长引擎层：拥抱结构性机会

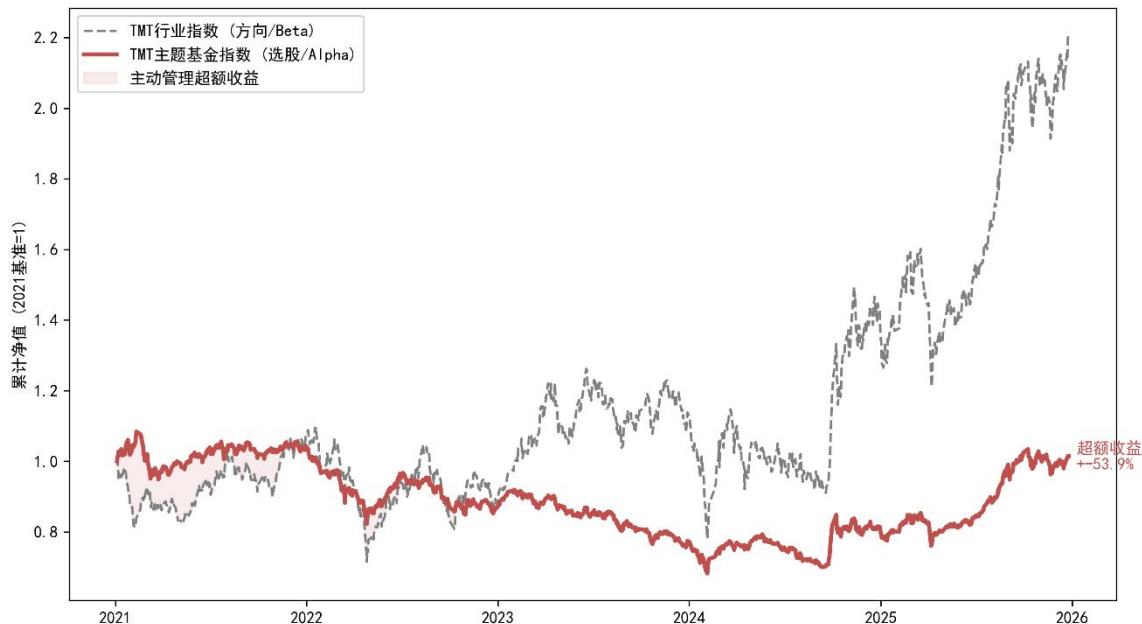
3.3.1 配置逻辑：贝塔中性的环境下寻找阿尔法

增长引擎层是组合的主要收益来源，目标是在结构分化环境中获取“可兑现”的主动阿尔法。

我们建议，用“行业ETF篮子”解决方向暴露，用“主动权益”解决个股筛选与景气切换。两者分工，避免单一工具承担全部任务。方向上，我们优先选择盈利可验证、现金流改善或订单景气可跟踪的赛道。我们重点布局两条主线：

- 主线一：科技成长（进攻矛）。新动能崛起。AI引领的科技周期是未来几年确定性最高的产业趋势，具备用高成长消化高估值的潜力。
- 主线二：出海制造（业绩盾）。全球份额提升。在内需有效需求正在修复的背景下，具备全球竞争力的出海制造业是盈利增长的核心来源。

图18：结构分化的行情中主动权益基金具有显著超额



数据来源：Wind，华龙证券研究所

3.3 增长引擎层：拥抱结构性机会

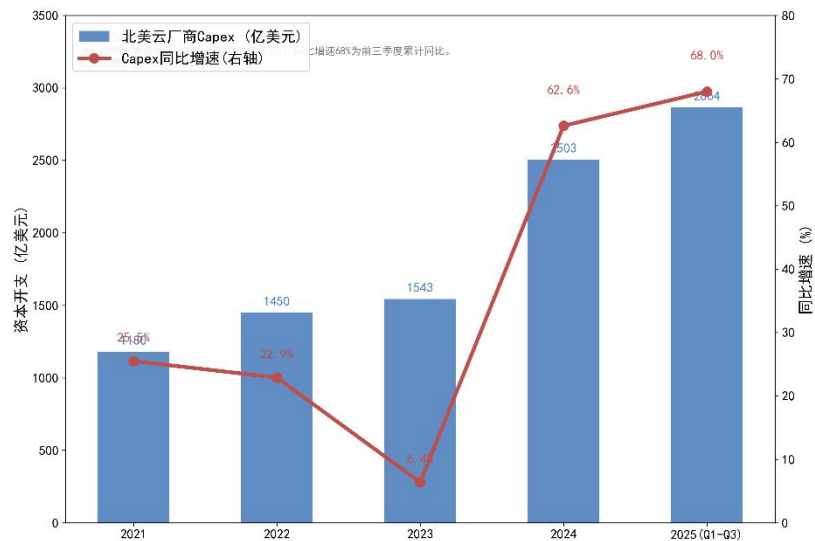
3.3.2 主线一：科技成长——AI引领产业趋势

AI产业链：从算力基建到端侧应用

科技主线内部，我们遵循产业渗透率的逻辑进行布局：

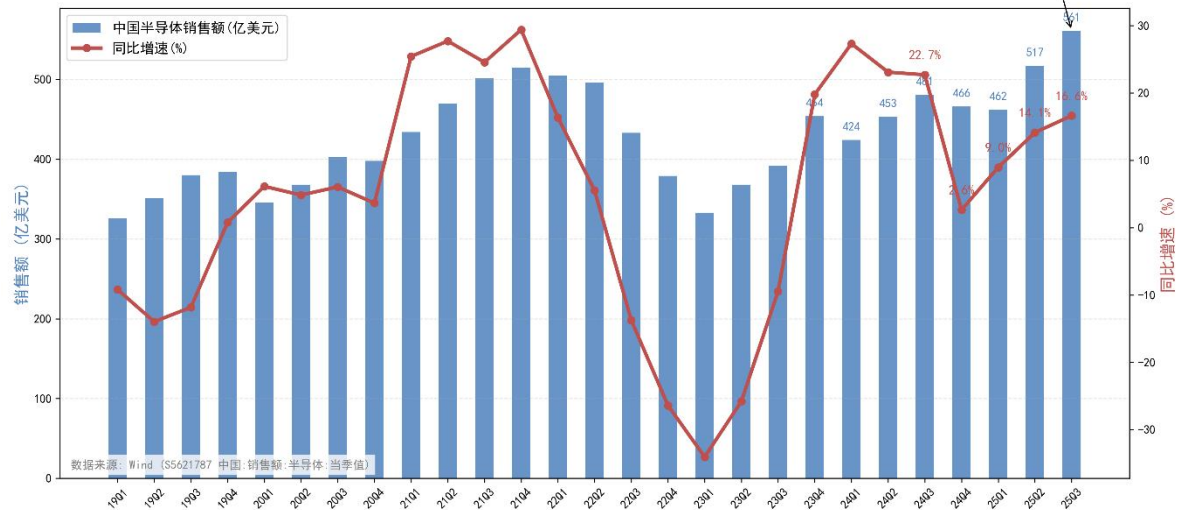
- 第一阶段：算力（预期较强）。北美科技巨头（微软/谷歌/Meta）资本开支持续高企，AI算力（光模块、服务器）需求刚性，A股光模块（CPO）、PCB、服务器等企业的出口订单业绩兑现度较好。
- 第二阶段：半导体复苏（景气延续）。受AI需求拉动及国产替代加速，半导体行业进入新一轮补库与上行周期，半导体周期景气度在高位维持延续。
- 第三阶段：端侧爆发（弹性最大）。随着AI大模型在手机、PC、机器人等终端落地，消费电子与人形机器人产业链或将迎来主题性机会。
- 结论：科技自主是国家战略，政策支持具有长期性和确定性。科技投资不是短期主题，而是长期方向。即使短期有波动，长期逻辑不会轻易发生改变。

图19：北美云厂商资本开支



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图20：国内半导体行业销售额同比变化



数据来源：Wind，华龙证券研究所

3.3 增长引擎层：拥抱结构性机会

3.3.3 主线二：出海制造——“往外走”体现企业盈利韧性

在国内宏观需求平稳的背景下，“出海”已成为拉动经济的必选项。具备全球竞争力的中国制造企业，正在经历从“中国折价”到“全球定价”的重估。我们选择出海贸易指数（8841070.WI）作为观察出海企业的指征。

• 从行业权重变化来看

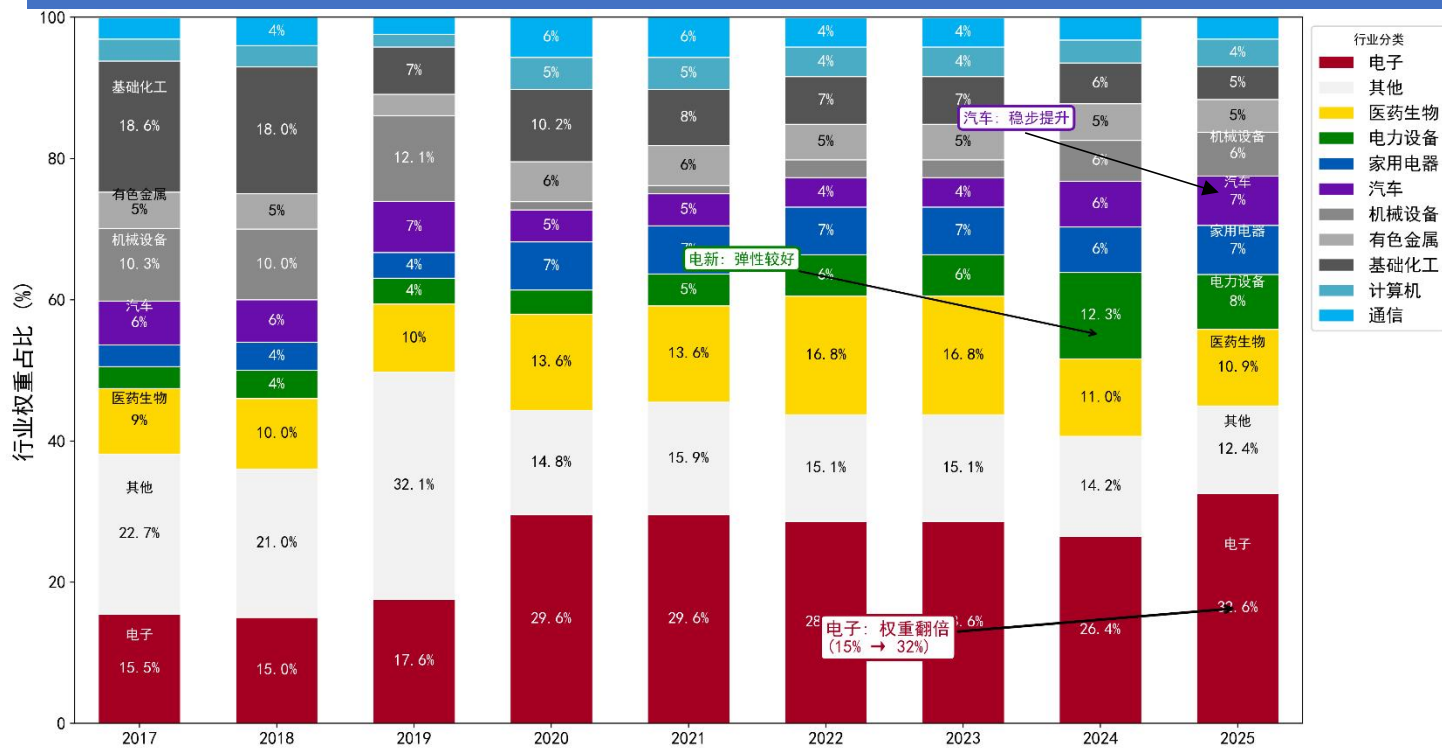
电子行业的权重增长最为显著，至2025年第三季度已达32.56%。这一结构变迁表明，我国出口的主力正从传统的简单加工，向半导体、消费电子、光学元件等技术含量与附加值更高的领域迁移。

与此同时，机械设备行业的权重在2025年回升至6.2%。这一变化可能反映了中国在工程机械、电动工业车辆、高端零部件等细分领域，通过持续的技术升级，顺应了全球供应链格局调整所带来的机遇。

“新三样”的出海动能持续增长，其内部结构亦呈现差异化趋势：电力设备（涵盖光伏、锂电等）的权重从2017年的3.09%波动上行，在2024年达到阶段高点12.26%；汽车行业的权重则自2022年的4.2%稳步提升至2025年的6.98%，显示出汽车出海势头的延续性。

相比之下，医药生物与家用电器等传统优势行业的权重在近年分别维持在约10%与7%的水平，波动相对较小，构成了整体出海板块中一个较为稳定的组成部分。

图21：出海贸易指数成分行业占比变化



数据来源：Wind，华龙证券研究所

3.3 增长引擎层：拥抱结构性机会

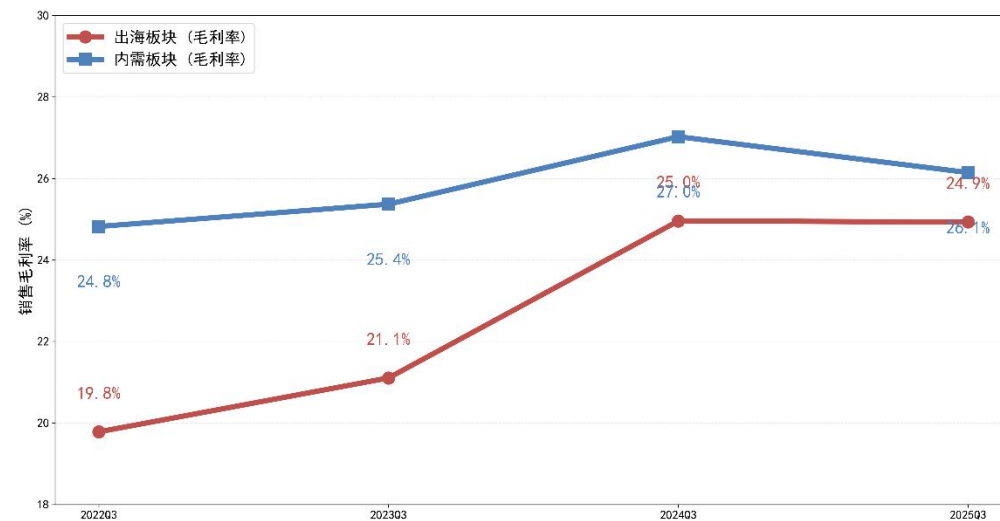
3.3.3 主线二：出海制造——“往外走”体现企业盈利韧性

- 出海指数盈利能力分析：

我们针对出海贸易指数与代表内需的消费50指数进行盈利能力分析（YOY）。图22对比“出海”与“内需”板块的销售毛利率走势，数据显示，出海板块（红线）毛利率呈持续上升趋势，从2022年第三季度的19.8%攀升至2024年第三季度的25.0%，2025年三季度维持在24.9%，累计提升超过5个百分点。相比之下，内需板块（蓝线）毛利率起点较高（24.8%），但随后在25%-27%的区间内波动，增长趋势不明显。两条曲线差距逐步收窄，反映了出海板块的盈利质量正随着规模效应和产品结构优化而持续改善。

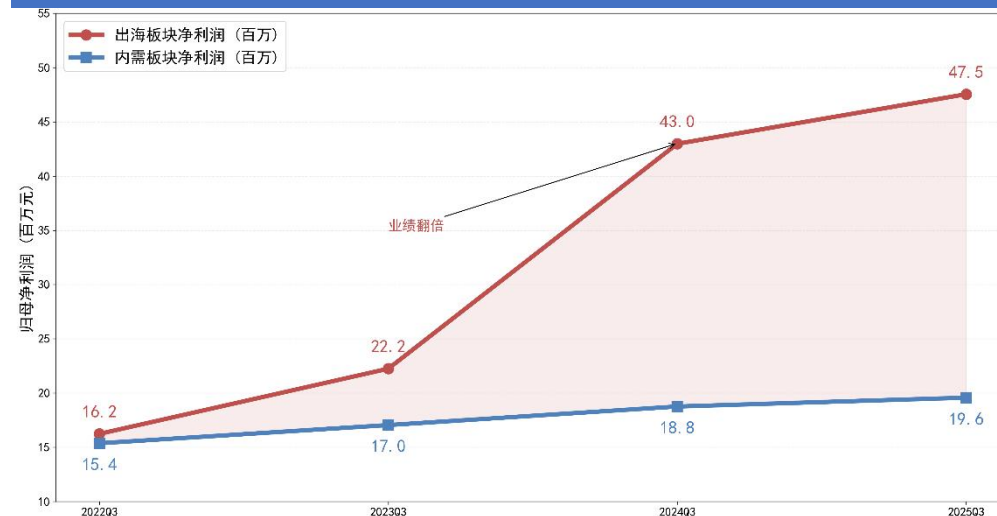
观察净利润同比增速，两个板块的业绩增速差异则更为显著。出海板块（红线）净利润从2022年第三季度的16.2百万元，增长至47.5百万元（2025Q3），增速显著高于内需板块（蓝线）。内需板块净利润从15.4百万元温和增长至19.6百万元，增长较为平稳。两板块在净利润增速上形成的反差，反映出在当前经济环境下，出海板块展现出更强的业绩增长弹性。中国的出海制造正经历“往外走”带来的盈利韧性。

图22：出海贸易指数与消费50指数盈利能力剪刀差持续收敛（YOY）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图23：出海板块净利润持续增长（YOY）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

3.3 增长引擎层：拥抱结构性机会

3.3.4 产品选择逻辑

筛选标准：

- (1) 主动权益基金：
- 区间胜率：近三年区间胜率稳定。
 - 风格稳定：符合Wind事后分类主题基金。
 - 规模适中：优先选择规模在20-200亿区间的产品，兼顾流动性与超额获取能力。
- (2) 行业ETF：
- 规模>2亿且流动性与规模适中的标的。

表5：增长引擎层的配置方向			
方向	绝对优势	相对优势	核心风险
科技（AI）	产业趋势确定，全球资本开支快速增长期	行业处于成长期，政策持续支持	技术迭代风险，国际竞争加剧
出海制造	高附加值行业占比提升将带动国际定价权的提升	盈利能力具备韧性	贸易摩擦风险，汇率波动风险

资料来源：华龙证券研究所

表6：增长引擎层落地产品

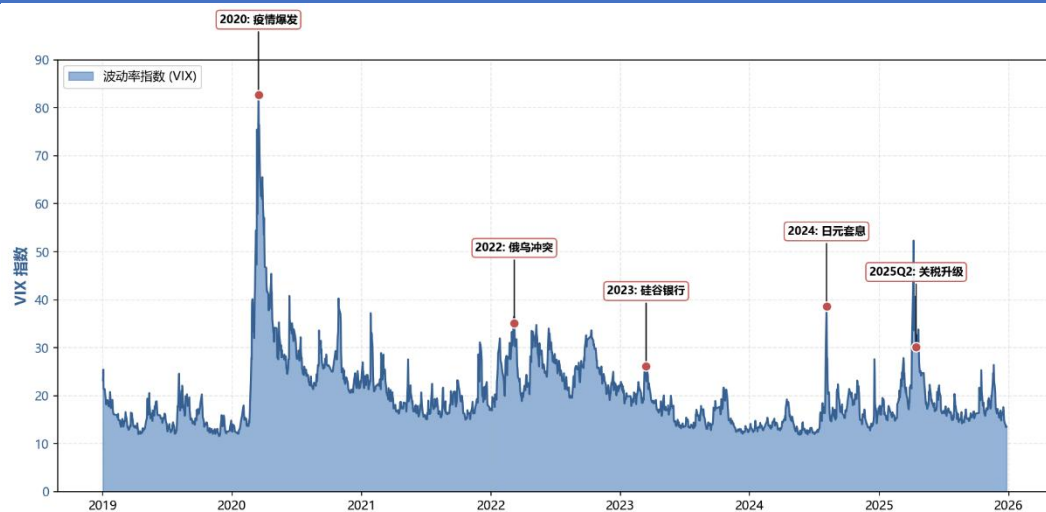
类别	基金代码	基金简称	关注理由
科技方向 主动权益	001323.OF	东吴移动互联A	近三年信息比率1.68，且跟踪误差控制良好，持续阿尔法创造能力较强。但需警惕由行业集中度带来的回撤风险。
科技方向 主动权益	501081.OF	中欧科创主题	基金经理风格擅长自上而下把握科技产业趋势，自下而上精选高成长标的，聚焦科技前沿赛道。须注意产品限制大额申购。
科技方向 主动权益	001071.OF	华安媒体互联网	基金经理具备中长期业绩和清晰的产业趋势把握能力。但需警惕由行业集中度带来的回撤风险。
科技方向 被动指数	515980.SH	人工智能ETF	当前市场上规模领先、流动性较优的AI主题被动指数基金
科技方向 被动指数	588200.SH	科创芯片	当前市场上规模领先、流动性较优的科创芯片被动指数基金
被动指数 （汽车）	515250.SH	智能汽车ETF	成分股覆盖智能汽车终端感知、平台应用及核心零部件企业
被动指数 （机器人）	562500.SH	机器人ETF	规模超200亿元的机器人主题ETF，持仓股覆盖人形机器人、工业机器人、服务机器人全链条
被动指数 （家电）	159996.SZ	家电ETF	聚焦中国家电行业龙头公司，具备高流动性与稳定分红属性
被动指数 （工程机械）	560280.SH	工程机械ETF	覆盖50家工程机械整机与核心零部件企业。同类中流动性最优
制造方向 主动权益	016067.OF	鹏华新能源汽车A	信息比率与Sharpe比率较好。基金经理的主动管理能力较强
制造方向 主动权益	090018.OF	大成新锐产业	收益与风险控制表现均衡

3.4 对冲卫星层：提高组合“反脆弱”性

3.4.1 配置逻辑：为什么需要这一层？

对冲卫星层的核心任务是“管理尾部风险”，而不是在日常行情里追求收益最大化。我们模拟了4/6股债(组合A)和4/5/1股债金(组合B)收益率走势，标的选择：十年国债ETF、沪深300ETF和黄金ETF，每季度再平衡一次。图25是回测了自2019年以来收益率走势。可以看到增加了黄金的组合在回撤没有发生较大变化的情况下，持续跑赢了传统的4/6股债组合。我们认为在尾部事件频发(图26)的背景下，应采取策略对冲我们无法预知所有的风险。对冲卫星层的价值，恰恰体现在这些极端时刻。它配置的资产与主流资产相关性低，甚至负相关。当权益资产出现波动时，黄金可能上涨或至少保持稳定，能够为组合起到一定的风险对冲的作用。

图25：波动率（VIX）指数



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图24：股债组合与股债金组合策略回测



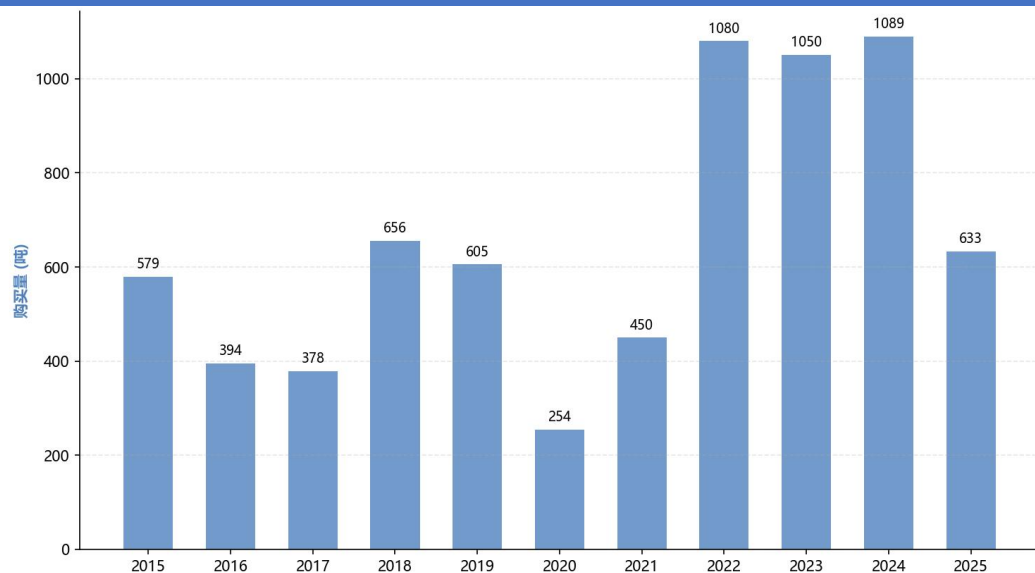
数据来源：Wind，华龙证券研究所

3.4 对冲卫星层：提高组合“反脆弱”性

3.4.2 黄金的配置逻辑

- 逻辑一：全球央行持续购金，构成黄金需求的重要支撑。全球货币体系多元化的趋势下，央行净买入的边际支撑，为黄金提供了安全垫。
- 逻辑二：在美联储降息周期中，黄金具备上涨的宏观环境支撑。黄金为对抗信用货币贬值风险，其金融属性被充分激活。
- 逻辑三：地缘政治风险的避险需求。在当前全球地缘政治碎片化、贸易摩擦加剧的背景下，黄金能够起到对冲风险的作用。为组合提供应对极端市场环境的“反脆弱性”。

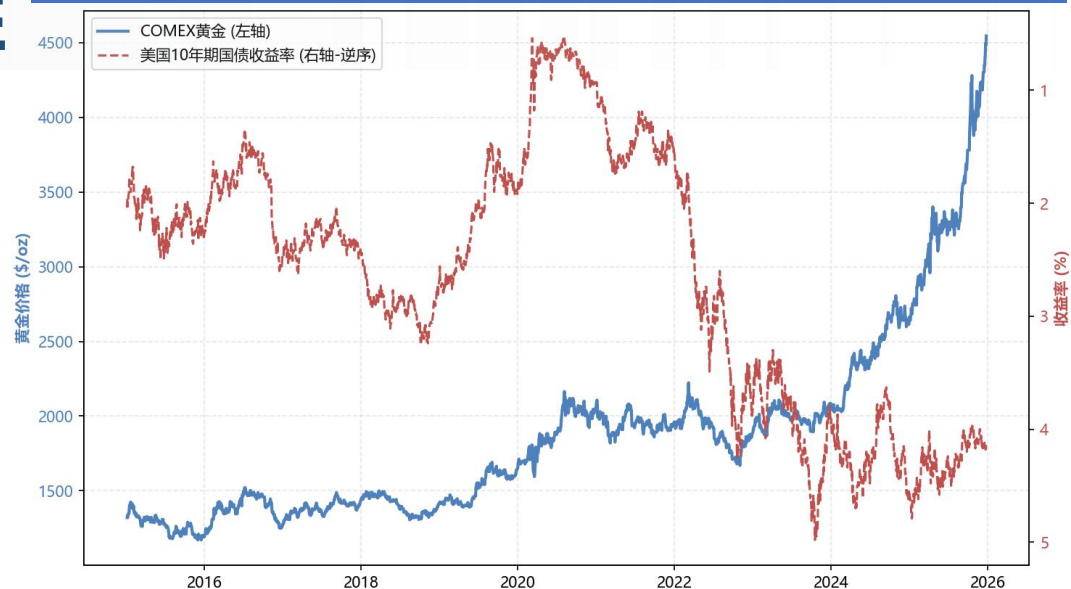
图26：全球央行净购金量



数据来源：Wind，华龙证券研究所

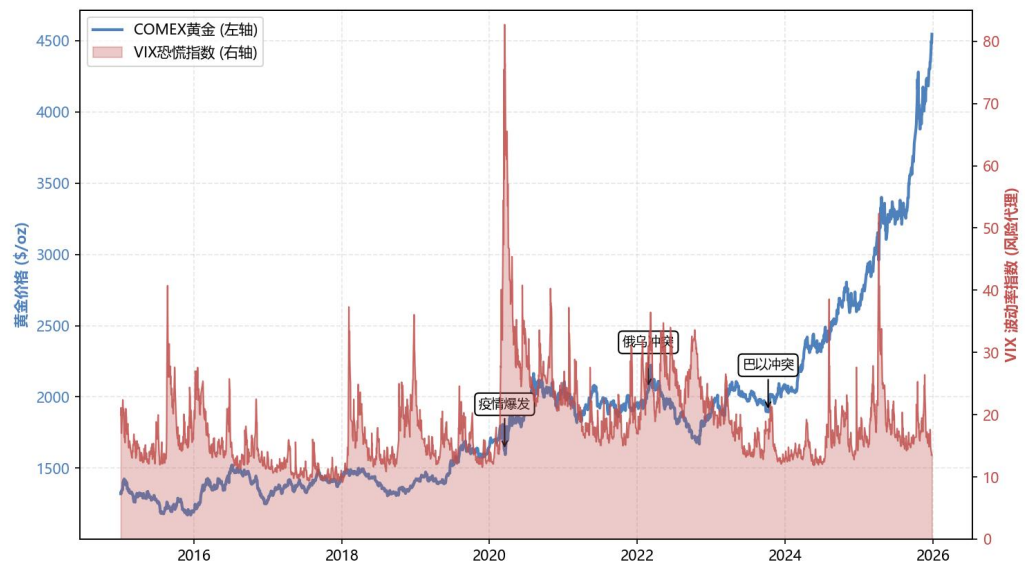
2025年数据Wind更新至10月31日

图27：黄金价格与美国国债收益率高度负相关



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图28：地缘政治与避险情绪推动金价



数据来源：Wind，华龙证券研究所

3.4 对冲卫星层：提高组合“反脆弱”性

3.4.3 海外资产的配置逻辑

与A股的低相关性提供分散化效果。

根据近5年数据，沪深300与标普500的滚动相关系数均值约为0.15，显著低于1。在A股调整的年份（如2018年、2022年），美股表现往往不同步。A股与美股处于不同的经济与货币周期。配置海外资产本质上是利用中美经济周期的错位来平滑组合波动，分散单一市场风险。

3.4.4 其他资产的配置逻辑

公募REITs，提供与股债相关性均较低的稳定现金流，作为组合的补充。

图29：沪深300与标普500滚动相关系数



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图30：沪深300与公募REITs指数滚动相关系数



数据来源：Wind，华龙证券研究所

3.4 对冲卫星层：提高组合“反脆弱”性

3.4.5 产品选择逻辑

黄金以ETF为主，被动跟踪上海金价走势

海外权益：QDII型ETF为主，关注QDII额度，避免高溢价风险。

REITs及其他：优选资产质量较高，股债相关性较低的品种。

表7：对冲卫星层产品落地

类别	基金代码	基金简称
黄金ETF	518880.SH	黄金ETF
黄金联接	000216.OF	华安黄金易A
纳指ETF	513100.SH	纳指ETF
标普500	513500.SH	标普500ETF

数据来源：Wind，华龙证券研究所

本表格产品仅供参考，不作为投资建议

综上，我们构建的这一配置框架的核心理念是"三层防御、动态平衡"：

- 压舱石层提供稳定性，确保组合在任何市场环境下都有安全垫；
- 增长引擎层追求超额收益，把握结构性的投资机会；
- 对冲卫星层应对尾部风险，为极端情况提供保护。

三层资产相互配合，形成一个能够适应多种市场情景的反脆弱系统。

表8：三层资产配置形成反脆弱系统

配置层	资产类别	核心逻辑	落地方向
压舱石层	债基+高股息	稳定现金流，对冲波动	纯债基金、红利基金
增长引擎层	主动权益+ETF	把握结构性机会	AI算力、出海制造等
对冲卫星层	黄金+海外	分散风险，应对黑天鹅	黄金ETF、标普ETF等

资料来源：华龙证券研究所

目录

1

2025年回顾与观点验证

2

2026年的核心判断：估值中性化、结构显著化、扰动脉冲化

3

2026年配置策略与产品建议：搭建三层反脆弱组合

4

情景分析：不同情景下组合的调整

5

结语与风险提示

情景分析不是预测方向，而是用可观察信号触发调仓规则，提升组合在不确定性下的存活率与赔率。我们针对不同情景，设置了“可观测信号”，并通过“信号阈值”规定“调仓动作”。情景假设包括：乐观/中性/悲观。

4.1.1 乐观情景假设：当制造业景气持续改善时，企业订单与生产预期同步修复，指数层面更容易出现由风险偏好驱动的系统性上行；当社融增速持续回升时，信用扩张重新启动会提升顺周期板块的盈利弹性，市场主导收益更可能来自贝塔回归与周期弹性而不是单一主题轮动。

4.1.2 中性情景假设：当宏观数据维持当前格局，经济在低位企稳但缺乏明显向上弹性时，指数往往缺少单边驱动而呈现窄幅震荡，但行业与个股层面的分化并不会减弱，热点切换会更频繁，收益的主要来源从择时转向选股与选行业。在这种状态下，最优策略不是频繁做方向判断，而是维持三层反脆弱组合的基准配比并用季度再平衡把波动转化为收益，同时在增长引擎内部保持科技与出海两条主线的均衡配置，用结构互补降低单一赛道波动对组合的冲击。

4.1.3 悲观情景假设：当市场波动率急剧上升并触及警戒区间时，去杠杆与风险偏好收缩会更容易触发跨资产共振，流动性可能阶段性枯竭，传统股债对冲在相关性转正时会显著变弱，恐慌抛售会放大非理性定价的尾部风险。在这种状态下，组合的首要目标是降低不可逆回撤并保持充足流动性，因此需要提高现金与债基在压舱石层中的比重，同时压缩增长引擎的风险敞口，并在对冲卫星层中提高黄金的权重以对冲极端冲击。

4.2 情景分析：信号的检测与应对

4.2.1 情景检测的信号，我们主要监测以下三种：

- 宏观景气：PMI 制造业采购经理指数；
- 信用扩张：社融存量同比增速；
- 市场状态：沪深300近20日年化波动率。

4.2.2 情景检测的运作与执行：

- 每月底观察上述三类信号；
- 当多数信号同时满足某一情景条件时，触发对应调仓；
- 未触发时维持基准配置不动。

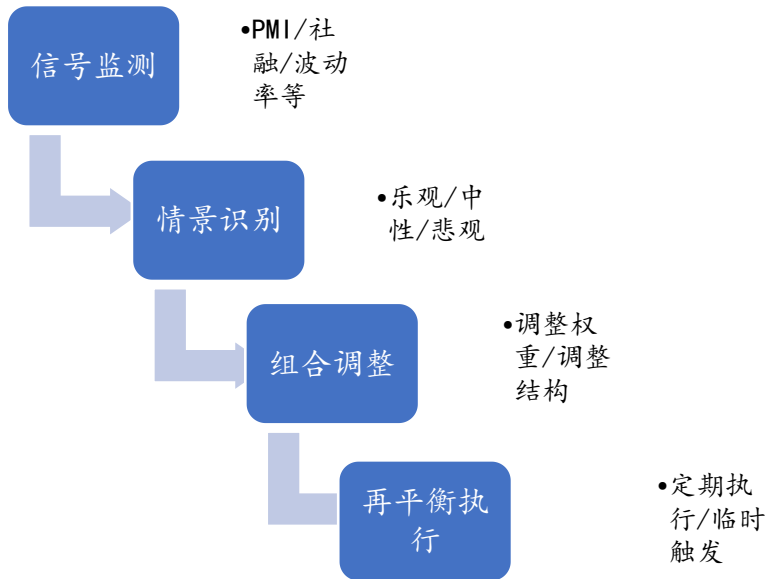


表9：情景假设信号

信号	乐观情景	中性情景	悲观情景
PMI	连续3个月>51	在49.5 - 51之间波动	连续2个月<49.5
社融增速	同比连续2个月回升	基本持平	同比连续2个月回落
波动率	20日波动率<20%	20日波动率20% - 30%	20日波动率>30%

数据来源：Wind，华龙证券研究所

4.3 情景分析：不同情景下组合的调整

当前的基准配置为压舱石40%、增长引擎45%、对冲卫星15%。我们根据情景做以下调整：

• 权重调整方案：

表10：权重调整方案			
情景	压舱石	增长引擎	对冲卫星
乐观	30%-40%	45%-55%	5%-15%
中性	30%-45%	40%-50%	5%-15%
悲观	50%-60%	30%-40%	5%-15%

资料来源：华龙证券研究所

• 结构调整方案：

表11：结构调整方案			
情景	压舱石内部	增长引擎内部	对冲卫星内部
乐观	减配利率债，维持高股息	增加顺周期与盈利弹性方向	维持黄金配置
中性	均衡配置	侧重景气验证的成长方向	维持黄金配置
悲观	增配利率债和短债	降低拥挤度，提升质量因子	黄金可适度加仓

资料来源：华龙证券研究所

• 再平衡方案：

- 每季度末例行再平衡
- 任一层偏离目标权重超过±5%时强制再平衡
- 波动率突破35%时触发临时防御性调仓

4.3 情景分析：回测验证

我们回测了2014 - 2024年间上述信号的历史表现，验证规则的有效性。

表12：PMI>51连续3个月后的沪深300表现

统计项	数值
历史触发次数	7次
触发后3个月正收益概率	71.4%
触发后3个月平均收益	+7.48%
触发后最大回撤中位数	-3.50%

数据来源：Wind，华龙证券研究所

表14：波动率突破30%后的沪深300表现

统计项	数值
历史触发次数	9次
触发后1个月继续下跌概率	11.1%
触发后3个月正收益概率	66.7%
触发后6个月正收益概率	55.6%

数据来源：Wind，华龙证券研究所

表13：社融增速连续2个月回升后的沪深300表现

统计项	数值
历史触发次数	14次
触发后3个月正收益概率	71.4%
触发后3个月平均收益	+6.48%
触发后最大回撤中位数	-2.08%

数据来源：Wind，华龙证券研究所

• 信号有效性总结：

PMI信号与社融信号胜率均为71.4，PMI做为景气指标，触发后平均收益较高，社融触发后的回撤较小，说明流动性对市场价格起到一定的支撑作用。整体来看，宏观因子信号需与其他信号配合使用；波动率飙升是防守信号，但触发后3 - 6个月往往是左侧布局机会。

目录

1

2025年回顾与观点验证

2

2026年的核心判断：估值中性化、结构显著化、扰动脉冲化

3

2026年配置策略与产品建议：搭建三层反脆弱组合

4

情景分析：不同情景下组合的调整

5

结语与风险提示

5.1 结语：从押注方向到管理不确定性

我们认为，2026年市场的核心特征是“估值中性化、结构显著化、扰动脉冲化”。在这种环境下，押注单一方向的风险收益比下降，建立可持续运行的组合管理系统更为重要。总结观点如下：

• 三条核心结论：

表15：我们对市场的核心判断

结论	含义	投资启示
估值中性化	指数整体估值回到历史中枢，Beta扩张空间有限	收益更依赖盈利兑现而非估值抬升
结构显著化	行业与个股演绎分化，总量指标参考价值下降	超额收益来自行业选择与个股挖掘
扰动脉冲化	外部扰动对情绪影响呈“低位高频”特征	主动管理回撤、流动性与尾部风险

数据来源：Wind，华龙证券研究所

• 配置策略及执行：

表16：对应的策略以及执行方案

维度	具体做法
组合结构	压舱石40% + 增长引擎45% + 对冲卫星15%
再平衡规则	时间触发（季度）+ 漂移触发（±5%）+ 风险触发（波动率>35%）
情景应对	监测PMI/社融/波动率等三类信号，规则化调仓

数据来源：Wind，华龙证券研究所

- 综上，在复杂经济环境下，押注单一方向或单一资产的风险暴露使投资具有极强的脆弱性，应通过构建投资体系来提高组合韧性。方向上，建议选择短债基金+类债基金作为防御层，科技+出海的主题基金作为增长层，黄金+海外的ETF基金作为对冲层。

任何投资策略都存在风险，本报告提出的配置方案也不例外。投资者在参考本报告时，需要充分认识以下风险：

• 统计数据偏差风险

本报告的分析和结论基于历史数据。历史数据可能存在统计口径变化、数据修正、采样偏差等问题。基于历史数据得出的规律，未必能够在未来继续有效。特别是，本报告中引用的部分数据（如M1-M2剪刀差、投资结构分化等）涉及宏观经济指标，这些指标的定义和统计方法可能随时间变化，投资者应以官方最新发布的数据为准。

• 市场风险

公募基金投资于证券市场，证券市场的波动会直接影响基金净值。即使是债券基金，在利率大幅波动时也可能出现亏损；股票基金在市场系统性下跌时难以独善其身。本报告建议的配置方案虽然强调风险分散，但无法完全规避市场风险。在极端市场环境下（如2008年全球金融危机、2015年A股异常波动），各类资产可能同时下跌，分散化效果减弱。

• 政策风险

公募基金行业受到严格的监管，监管政策的变化可能影响基金的投资范围、运作方式和收益水平。此外，宏观经济政策的变化（如货币政策、财政政策、产业政策）会影响不同资产类别的表现。本报告的判断基于对当前政策环境的理解，如果政策发生重大转向，相关判断可能需要调整。

• 宏观经济变化风险

本报告的核心判断建立在对2026年宏观经济环境的预期之上。如果实际经济走势与预期出现重大偏差（比如经济超预期复苏或超预期下滑），本报告的配置建议可能需要相应调整。特别是，全球地缘政治形势复杂多变，中美关系、俄乌冲突、中东局势等因素都可能对全球经济和金融市场产生重大影响。这些因素具有高度不确定性，难以准确预测。

• 系统性风险

在极端情况下，金融市场可能出现系统性风险，导致市场功能失灵。此时，正常的投资策略可能失效，流动性可能枯竭，资产价格可能出现非理性波动。本报告建议配置的对冲卫星层（黄金、海外资产等）旨在部分对冲这类风险，但无法提供完全保护。投资者应根据自身的风险承受能力合理配置，避免过度集中于任何单一资产或策略。

• 产品选择风险

本报告中推荐的具体基金产品，是基于历史业绩、投资风格、风险特征等因素筛选得出。但基金的过往业绩不代表未来表现，基金经理可能变更，投资策略可能调整。投资者在选择具体产品时，应仔细阅读基金合同、招募说明书等法律文件，了解产品的风险收益特征，并根据自身情况做出独立判断。

• 特别提示

基金过往业绩不代表未来表现。本报告涉及的基金产品不构成投资建议，仅供参考。投资者应根据自身的风险承受能力和投资目标，审慎决策。

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 5%至 10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深 300 指数涨跌幅在-5%至 5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数

免责声明：

华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告的风险等级评定为R4，仅供符合本公司投资者适当性管理要求的客户（C4及以上风险等级）参考使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

华龙证券研究所

北京

地址：北京市东城区安定门外大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层
邮编：100033

兰州

地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼
邮编：730030
电话：0931-4635761

上海

地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼
邮编：200000

深圳

地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层
邮编：518046