

2026 年 04 月 14 日

主线在哪儿？—— 投资方法论之 A 股如何“抓主线”

投资抓主线方法千千万，但需要意识到“抓主线”并非“一网打尽”，毕竟“主线多了，就不叫主线了”；更不可能实现“时时刻刻心里都有数”，毕竟 A 股一年中大致只有 60% 时间段主线清晰，40% 处于无明确主线状态，核心是掌握持续有效方法实现“不缺席大盛宴，不随便赶潮流”，思路方法上对于多数人是可理解可复制可实操的。具体而言，现阶段，抓主线有两大思路：一是宏观策略定价，二是产业赛道定价。

在宏观策略定价视角下，首要识别到底是政治周期还是经济周期在发挥主导性作用。如果是政治周期，那么落地工具是信息优势与宏观叙事；如果是经济周期，本质是“找规律办事”，那么落地工具是库存周期，各类“美林时钟”以及基于不同经济流派对于经济增长和波动理解的理论选择。

在产业赛道定价视角下，分为短期行业轮动与中期产业趋势两个方面。对于短期行业轮动，对于“高切低”风格切换研究的实战作用明显高于对“30 个行业”综合打分下的轮动预测；对于中期产业趋势，一方面在产业间把握新兴赛道与传统产业基于新旧动能转换四阶段投资框架下的投资节奏与辩证关系，另一方面是在特定产业内基于渗透率（产业生命周期）、替代率（产业全球竞争力）和市占率（行业竞争格局）为核心的产业赛道三率体系。

实战层面，基于 A 股“抓主线”方法总体思路并结合现阶段特征，我们认为 A 股抓主线通常有宏观叙事、产业趋势、增量资金、风格切换这四个抓手。识别清楚有效抓手之后，根据市场所处阶段主要矛盾、自身特长专项和投资周期与偏好，选 1-2 个工具，这四个工具切记不要同时杂糅使用，否则变乱交织，主线往往不清晰。目前看，从定价持续有效的角度来看，宏观叙事的作用>产业趋势>增量资金>风格切换，从实操辨别难易的角度来看，增量资金的难度>宏观叙事>风格切换>产业趋势。

值得注意的是工具之间的相关关系和因果关系正在发生深刻且重大的变化。近年来随着 AI 崛起，在相关关系层面宏观叙事开始与产业趋势形成共振，看不透 AI 就很难讲好宏观叙事；同时，随着资本市场步入新时期，在因果关系层面增量资金开始于与风格切换形成互为因果，尤其是被动投资崛起、量化私募与固收+高速发展以及以保险为代表的长期资本涌入，三股强大力量在深刻改变股市生态的同时也在影响市场的投资风格。

最后，在 A 股抓主线作投资，需清醒意识到 A 股每年市场主线轮动较快，实操过程中有年度主线，也有阶段性主线，还有季度、甚至月度主线。在这个过程中，“抓主线”的初心就显得尤为重要，既不是为了所谓“守正”，也不是为了故意“出奇”，而是敬畏市场，迭代进化，掌握持续有效方法实现“不缺席大盛宴，不随便赶潮流”。面对这种主线高度不确定性，要意识到两个方面：一方面是最危险的是盲目延续过往的投资逻辑，这是投资偏见、既定利益和过度自信所带来的天然对抗心态，是给予人安全感的低能级逻辑闭环；另一方面是接受多数人是在当投资理念与市场风格特别匹配的时候，获得短期超额收益的概率会大幅上升。花无百日红，市场是不断变化的，没有一种投资策略百试百灵，永远躺赢，不能认为某种观点始终正确。风险提示：测算及统计存在误差，历史测算不代表未来，政策落地不及预期

策略主题报告

证券研究报告

林荣雄

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520010001

linrx1@sdicsc.com.cn

黄玮宗

分析师

SAC 执业证书编号：S1450525070002

huangwz1@sdicsc.com.cn

相关报告

牛转熊否？	2026-04-06
2026 与 2021:再均衡的宿命	2026-03-29
最关键问题: 类比 2021 年初还是类比 2022 年初？	2026-03-25
“躲”可以理解，但不至于“跑”	2026-03-22
“一边倒”行不通	2026-03-15

目 录

1. 总论：A 股抓主线核心在于“不缺席盛宴，不随意赶潮流”	3
2. 基于宏观叙事抓主线	6
3. 基于产业趋势抓主线：产业生命周期是灵魂胜负手	11

目 录

图 1. 杠铃策略与反杠铃策略累计收益率及差值情况	3
图 2. 当 10 年期国债收益率步入长周期震荡，杠铃策略超额将跑输中间资产	3
图 3. 市场主线识别与判断方法论	5
图 4. 基于历史统计结果：平均每年 A 股有 60% 时间市场定价主线是清晰的	5
图 5. 90 年代日本四种有效投资策略对比：科技股美股映射、制造业全球竞争力、消费的平替与高股息策略	7
图 6. 基于不同经济环境下的产业赛道投资策略	7
图 7. 日本地产相关行业（房地产+建筑）与制造业占 GDP 比重变化对比	9
图 8. 部分东证行业指数相对大盘走势（%）	9
图 9. 传统经济代表性产业 GDP 占比以及新经济代表性产业 GDP 占比变化情况	10
图 10. 2005-2025 年中美库存水平对比	10
图 11. 产业生命周期对于产业赛道的投资本质：高胜率强趋势投资	12
图 12. 产业生命周期是王道：2010 年纳指下跌，但苹果是避不开的产业趋势	12
图 13. 产业生命周期是王道：2020 年纳指下跌，但特斯拉是避不开的产业趋势	12
图 14. 科技产业主题投资汇总	13
图 15. 国投证券策略产业赛道特色研究——当前各产业细分渗透率一览（2024 版）	13
图 16. 新能源车产业浪潮当中行情的演绎规律复盘	14
图 17. 2026 年 AI 行情关键核心：关注从第二和第三阶段向第三、第四阶段靠拢	15
图 18. N 字型定价规律——胜负手在 A、B、C OR D？胜负手在 C 点！	19
图 19. 科技成长产业主题投资认知框架	19
图 20. 从 A-B-C-D 主动基金配置策略总结	20

1. 总论：A股抓主线核心在于“不缺席盛宴，不随意赶潮流”

这份“如何在A股抓主线”的投资方法论的研究历时一年半，在2023年初我们鲜明提出“只要经济弱复苏，TMT就不会输”的产业主题投资观点，后基于卡产业浪潮角度反复强调应围绕AI这一未来3~5年科技投资主线展开布局；

2024年，我们再次鲜明提出“出海三条线，认准车船电”，作为坚定的“出海定价”推荐者，我们反复强调基于产业全球竞争力的出海定价是A股大盘成长胜负手；

步入2025年中，在过去2年杠铃策略持续有效的强大惯性面前，7月上旬我们坚定提出：“反杠铃超额”，以及Q3胜负手是创业板指和基于产业逻辑的科技科创。

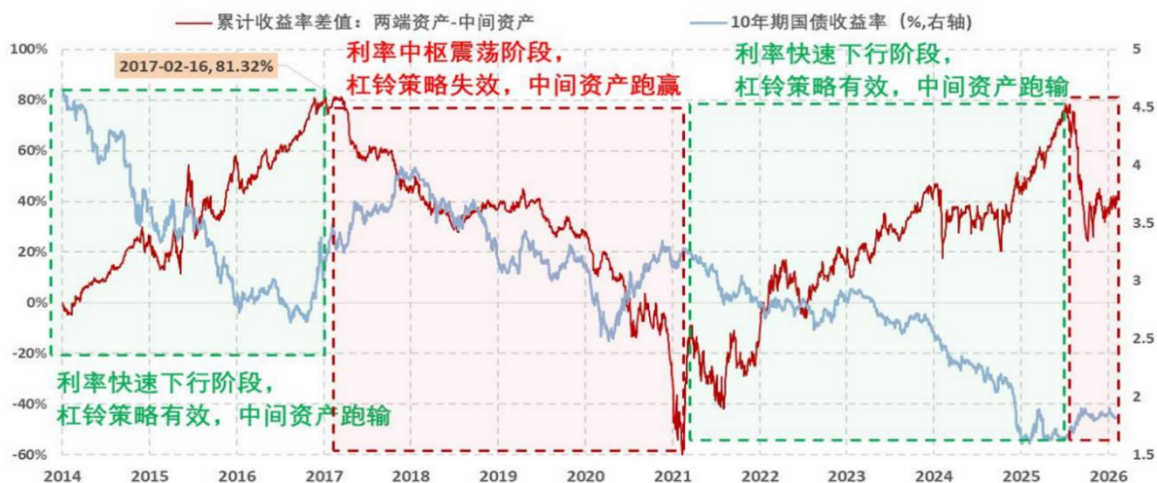
当前时点，本报告认为适宜向投资者分享一项基于实战检验的研究成果，即围绕“抓主线”总结得出的启示。在研究过程中，多位市场参与者提供了宝贵的真知灼见，谨此致谢。这些启示一部分源于本团队的自主研究，另一部分则来自与多位专家的深入交流。他们无私分享了对于主线识别的理解与具体的经验方法，对本项研究贡献了极具价值的意见，助力本报告最终得以完善成型。

图1. 杠铃策略与反杠铃策略累计收益率及差值情况



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图2. 当10年期国债收益率步入长周期震荡，杠铃策略超额将跑输中间资产



资料来源：wind，国投证券证券研究所

关于如何辨别市场主线的问题，我们首先介绍总体思路与四大工具。在此，我们创新性地提出：在不同环境下，对结构主线的认知应有所不同。总体而言，主线分析有两个维度：一是基于自上而下的宏观策略视角，二是相对中观的产业赛道视角。

从宏观策略视角出发，有两个主要分支：一是经济周期。在这个分支下，大家习惯于“按规律办事”，寻找库存周期、美林时钟及中国本土化应用（从时钟分为四瓣到八瓣、十六瓣，最终转成电风扇），也包括像 PPI 到 CPI、地产链前周期到后周期等量价视角下的方法，以上方法背后有不同学派支撑，不同学派赋予的对市场的理解也不尽相同。

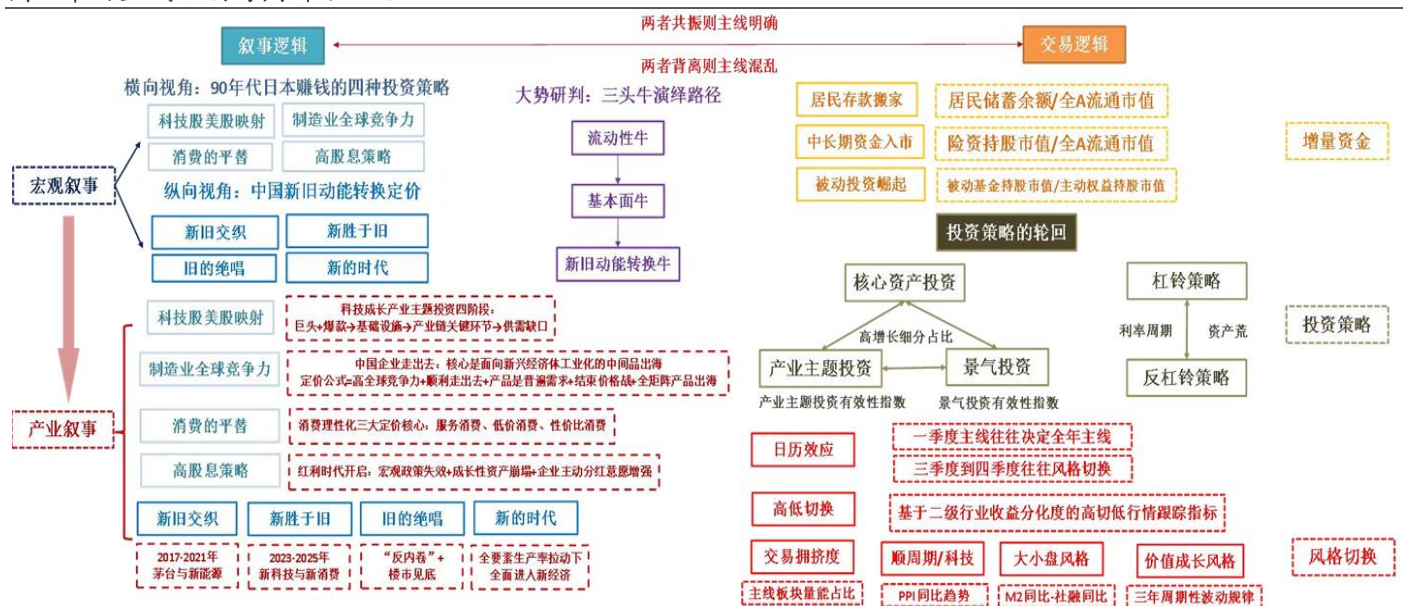
2022 年以后，对于整个市场定价而言，基于经济周期视角下探讨主线的传统方法难以与实战贴合。我们团队不断尝试布局宏观叙事的研究，从不同的认知维度入手，取得了一定的研究成果。对中国的宏观叙事，认知维度有两部分：一个是 90 年代日本，即代表对经济中长期的悲观；二是新旧动能转换，即代表对经济中长期乐观。对美国而言，宏观叙事也较为明确，有以下理解：一是美元信用体系垮塌或撕裂，二是 MAGA（美国例外论），大体由这两个叙事主导。

同时，对于产业赛道研究在近年也发生了变化。在短期行业轮动层面，早期的做法是对 20-30 个一级行业进行多因子维度打分（财务、估值、景气、仓位等），按最终综合打分排序。但这种基于一级行业的打分方法，存在以下问题——市场的阶段性定价并非综合考虑所有因素，往往只定价其中一两个点，存在迷惑性和不严谨性。因此，我们将行业轮动思路转向“高切低”的研究。即 A 股每年存在 2-3 次高切低，刻画好这一行为即可有效应对：在高切低时抛售高位票，并且配置低位板块及个股。这种方法将多行业综合打分简化为“高或低”两个维度，大大降低了工作难度，提升了预测准确性，投资收益也有一个良好的贡献。

对于中期产业趋势，我们团队擅长“产业赛道三率体系”，即产业生命周期为代表的渗透率、产业全球竞争力为代表的替代率、行业竞争格局为代表的市占率，该体系已经得到广泛应用，但关键在于如何将这一体系落地、形成最终投资成功，这是一个工程学问题。比如，第一，如何能够根据产业理论去选中行业；第二，如何能够结合定价特征去选中环节；第三，如何去处理过程中股价的波动。针对上述工程学问题，本团队已开展系统性研究。本报告将以产业生命周期为例，结合科技成长行业进行简要分析。

在宏观策略和产业趋势这两大总体思路下，我们进一步提炼出四大工具：宏观叙事、产业趋势、增量资金、风格切换。本报告建议：使用其中一个，最多不超过两个，来理解并判断主线。这四个工具解决“抓主线”的问题和时间周期不同，结论可能存在互斥，不要杂糅，否则可能无法得出明确的结论，得不偿失。按自身特长选用一个或两个，就能在主线上获得明确突破。

图3. 市场主线识别与判断方法论

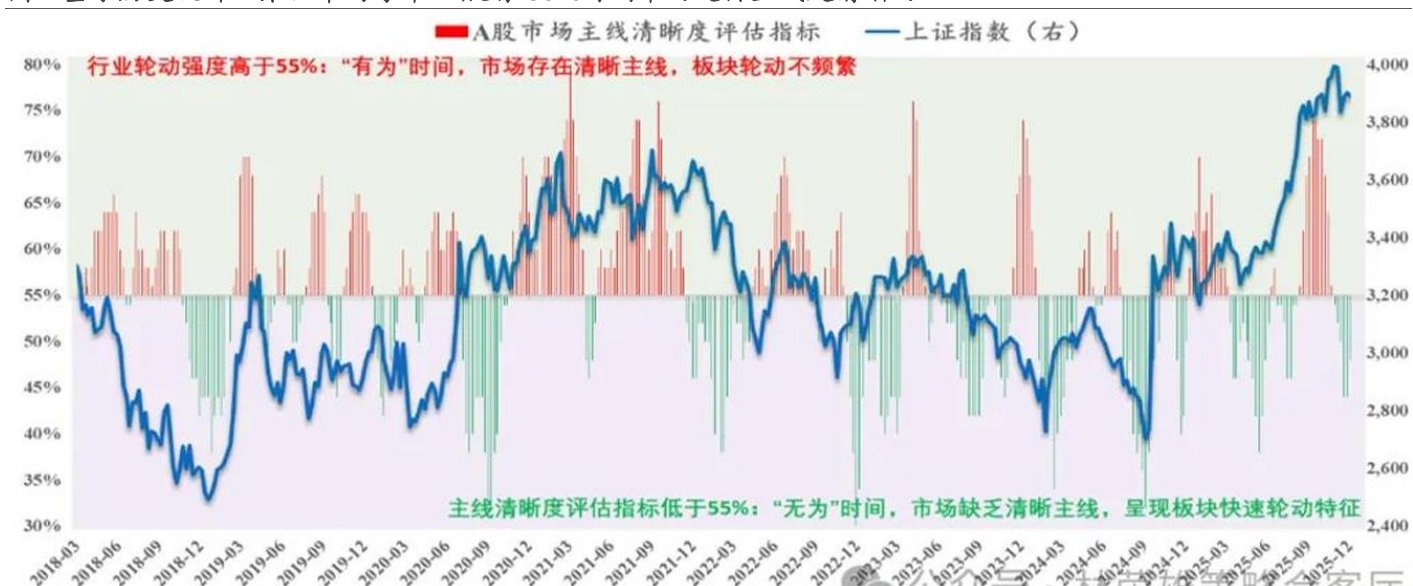


资料来源：wind，国投证券证券研究所

此外，A股投资“抓主线”方法千千万，需要意识到“抓主线”并非“一网打尽，什么钱都能赚”，毕竟“主线多了，就不叫主线了”；更不可能实现“时时刻刻心里都有数”，并非任什么时候候都可以清晰的辨认出来。如果过于细化时间区间（周度主线、月度主线、季度主线），或许得到的结论是什么都是主线。因此我们构建“A股主线清晰度”指标。该指标在55%以上时，市场主线清晰，属于“有为时间”；在55%以下时，主线混乱，难以评估。平均而言，A股约60%的时间主线清晰，40%的时间不清晰（每年约4-5个月）。因此，我们抓主线的核心是掌握持续有效方法实现“不缺席大盛宴，不随便赶潮流”，思路方法上对于多数人是可理解可复制可实操的。

从分年度历史统计看，有些年份主线清晰（如2017、2021年，80%时间主线明确），而最低的年份只有20%时间清晰，即每年至少有两个月难有明确主线，这是常态。

图4. 基于历史统计结果：平均每年A股有60%时间市场定价主线是清晰的



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

2. 基于宏观叙事抓主线

关于宏观叙事，我们主要研究国内。对于全球宏观叙事，核心在于辨别当前是处于动荡的地缘政治周期加剧还是经济周期的力量回摆占据主导；一方面，我们没有权威资源验证准确性和持续性——例如3月初感觉美伊战事覆水难收，4月初却出现阶段性停火协议，后续如何却也不敢说十拿九稳。另一方面，我们也认为海外宏观叙事要么时间跨度太长，有些甚至要用一到两代人的时间去验证，若讨论话题的层级过高，甚至频繁上升至国家命运等宏观层面，此类探讨往往容易陷入无休止的争论，且最终结论常与预期存在较大偏差。就比如，2024年底特朗普上台时候，2025年市场转向强美元定价，但最后是弱美元；等到2025年底市场开始定价2026年是弱美元，但结果是美元变强了。值得关注的是，海外宏观叙事的核心在于理解全球经济的底层运行逻辑。由于信息与资源的不对称性，缺乏相应研究优势的投资者往往难以完全洞察其背后的深层机制。在此，本报告就基于宏观叙事视角的主线识别方法进行阐述：

1、对于通过宏观叙事去抓主线，通过作用周期在2-3年，其背后的本质是理解“投资即认知，而认知即远见”，认可叙事就抓紧行动，行动驱动力不是跟随，而是“祛魅”——不是盲目跟风，而是经历祛魅后，得到深刻认知，最后做出选择。

2、要关注宏观叙事主权的争夺。中文自媒体有中文叙事，海外有MAGA等。每个族群都要讲自己的故事，不要讲别人的故事，也不要跟着别人讲故事，这也印证了市场上的一句话：永远不要轻易相信一个在护照上没有盖满美国签证的人，对你说的任何对美国的评估。抓住叙事的主体性，在宏观叙事定价中非常重要。

3、有人认为宏观叙事本质是阴谋论。客观讲，宏观叙事是有逻辑的故事，而精心包装的宏观叙事与阴谋论的差别不在于逻辑能否自洽，而在于是否有权权威资源验证。需要有权权威资源去验证，宏观叙事才能行稳致远。

4、当前市场中充斥着各种宏观叙事。在定价层面，各大平台上充斥着长篇大论，企图通过叙事去影响人们的认知，那么我们团队认为值得关注的叙事应把认知视角控制在3年内（最多不超过5年），超过5年则不靠谱。

5、叙事与叙事之间如果发生直接正面冲突并且纠缠不清，说明谈的不是叙事，而是主观臆想。能发生冲突的宏观叙事都是主观臆想，因为真正的宏观叙事具有较强逻辑性，不会纠缠不清。

6、宏观叙事的变化在经济周期下是渐进的，在政治周期下会迅速一些。

回顾过去几年基于宏观叙事抓主线的实践，2023年我们团队提出“日本化”宏观叙事框架。尽管该叙事的某些具体观点并非完全精确，但基于这一叙事来辨别市场主线的分析思路，在2023-2024年这两年具有较高的参考价值。围绕“日本化”的宏观叙事，我们提炼出四条主线策略：科技美股映射、制造业全球竞争力（即科技出海）、消费平替（消费理性化），以及高股息红利股。上述四项策略在随后两年中获得了市场的广泛认可。需要指出的是，该宏观叙事框架未能充分体现同期资源股主线的投资价值，其主要原因在于资源股的定价更多受海外宏观叙事因素影响。

然而，基于宏观叙事抓主线也并非一成不变。2024年9月24日之后，国内宏观环境发生了显著转变，市场叙事逐步从中长期悲观预期转向“新旧动能转换”这一全新框架。目前，市场上对这一宏观叙事的系统性研究尚不充分，我们团队基于初步研判认为，该叙事对主线的影响主要体现在两个方面：一是新旧产业的辩证认知——如何理解传统产业蝶变与新兴产业崛起之间的互动关系；二是杠铃策略与反杠铃策略的问题——当高股息-微盘股的超额收益达

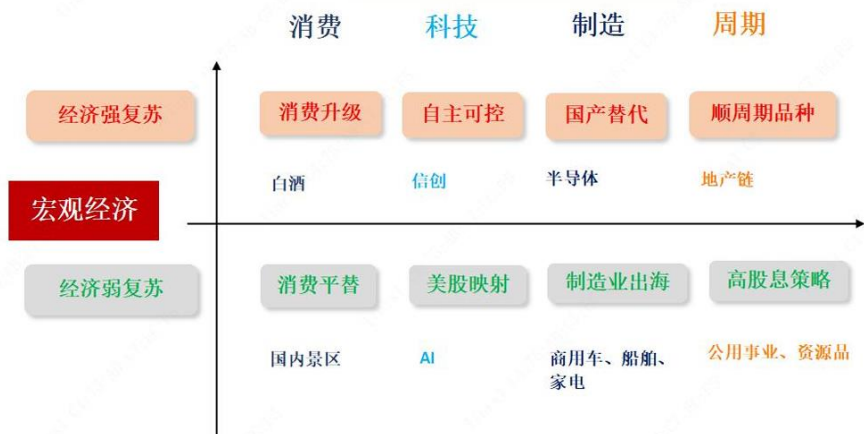
到极致后，资金又开始向中间资产回摆。叙事的更迭往往是市场主线切换的先声，识别叙事拐点，方能抢占主线的先机。同时，对于抓主线而言，中长期悲观（日本化）对应四个有效投资策略；中长期乐观（新旧动能转换）对应四个阶段定价，这是我们研究结论的重点。

图5. 90年代日本四种有效投资策略对比：科技股美股映射、制造业全球竞争力、消费的平替与高股息策略

对比类项		科技股的美股映射		制造业全球竞争力		消费股第四时代 (消费的平替)		高股息策略	
行情表现 (相对大盘超额收益)	90年代整体	114.35%		38.90%		25.25%		22.51%	
	1990-1992年	-5.68%		5.53%		1.99%		15.01%	
	1993-1997年	45.41%		31.56%		4.19%		9.12%	
	1998-2000年	174.25%		18.93%		41.43%		9.92%	
相关专题报告		《科技成长主题投资总论：为梦想而战》		《产业全球竞争力总论：面向中国企业“新大航海”时代的投资方法论，未来3年大盘成长的投资胜负手！》		-		《高股息策略总论：永不磨灭的价值番号》	
投资逻辑	核心要点	国投证券策略科技成长产业主题投资认知框架：“一定价环境——两大波——三要素——四阶段”		1. 制造业出海=具备高产业全球竞争力+能够顺利走出去+产业产品为全世界的普遍需求+不打价格战或者结束价格战，走出去的企业是几经淘汰留下来的企业+出海产品是全矩阵产品并不是单一品类。 2. 服务业出海=高产业全球竞争力+顺利走出去+网络效应+海内外渗透差+已验证具备用户粘性且实现盈利的商业模式。		市场容量足够大；相关产业仍体现一定成长性；未有明确的价格战预期		短视角而言高股息策略或被市场界定为风险厌恶的投资策略，在弱预期弱现实定价环境中超额相对明显。中长期视角看，高股息策略应该是风险中性的投资策略，最佳超额认知是走深度价值路线：既赚到股息的钱，又赚到估值的钱，意味着低换手率的特征。	
90年代日本代表性标的		雅虎日本（互联网服务，18180.00%）； NTT DATA（IT服务，1712.56%）； OBIC（IT服务，874.14%）； 趋势科技（网络安全，833.90%）； ORACLE（IT服务，718.89%）； FUJI SOFT（IT服务，408.41%）		ROHM（电子元件制造，1742.48%）； 村田制造所（电子零部件，1137.88%）； 有信精密机械（机器人，1012.34%）； TOKYO SEIMITSU（半导体设备，820.22%）； 日本电产（电动马达，646.96%）； 丰田合成（汽车零部件，531.40%）； 丰田汽车（汽车，158.88%）		伊藤园（茶叶饮料，1352.70%）； AVEX（娱乐，1059.88%）； 良品计划（平价服饰，914.88%）； 迅销（平价服饰，853.89%）； 泉盛（平价餐饮，821.84%）； Tsutsumi（珠宝首饰，793.69%）； 太平洋国际（折扣店，553.34%）； 萨莉亚（平价西餐，413.30%）； ROCK FIELD（预制食品，292.21%）； IDOM（二手车销售，253.95%）		武田药品（医药制药，137.14%） 大和控股（物流运输，179.82%） OKINAWA CELLULAR TELEPHONE（电信服务，132.39%）； PEOPLE（玩具，156.42%）； 日本亚洲投资（金融，36.88%）	

资料来源：Bloomberg，国投证券证券研究所

图6. 基于不同经济环境下的产业赛道投资策略



资料来源：国投证券证券研究所

基于宏观叙事来抓主线，从“日本化”到“新旧动能转换”，这种转换不是突如其来的，更多在于积极因素在量变形成质变后自然的转换。比如，在 2024 年 924 行情之后我们看到各类 Deepseek 时刻涌现，毫无疑问这个在情绪上是有明显提振的；同时，我们看到 2025 年之后股市、汇市和债市同时对房地产价格下跌脱敏，这意味着从资产定价的角度似乎可以明确旧经济的负面影响越来越小。

在这里，除了情绪和交易层面观察外，还有来自新旧动能转换曙光逐渐明确的基本面证据。我们提出关于 A 股基本面的一个重要规律：根据经济发展阶段理论，随着时代主线的发展，所对应的板块占 A 股（剔除金融）盈利占比突破 30%后，在后续 5-8 年将持续提升至 60%达到峰值，并成为该阶段的核心基本面主线，并在占比突破 50%后会引发 A 股进入到新一轮盈利向上周期。目前看，随着中国新旧动能转换进程中，所对应 A 股科技+出海两大板块占 A 股

盈利（剔除金融）占比在 2023 年之后突破 30%，目前达到 36%，我们倾向于认为科技+出海盈利占比在未来 3 年内将持续提升并向 60%靠拢，成为 A 股最重要的产业基本面双主线，并有望推动 A 股盈利在 2026H2-2027 年进入到一个全新的向上周期。

从国际比较的视角看，基于新旧动能转换定价，参考 2012-2018 年在较低通胀下日经 225 开启 2012-2017 年反转定价，即便考虑到安倍经济学的作用与汇率波动情况，其制造业替代房地产支撑经济背后的新旧动能转换对当前 A 股中期定价也极具参考价值：具体表现为日本地产+建筑占 GDP 比重企稳，制造业占 GDP 比重持续回升，GDP 平稳波动。尤其值得注意的是在 2012 前后-2018 这段时间日本通胀水平整体均保持在一个相对较低的水平。

客观而言：日本新旧动能切换具备外需拉动与企业出海、内需修复和制度保障三大基础。当年日本在经历“失去的二十年”后，通过安倍经济学的“三支箭”推动宏观宽松与制度改革，以科技+出海为核心抓手，配套出台《产业竞争力强化法》等政策，大力扶持以高端制造、科技、服务出海为代表的新动能产业，叠加房地产企稳、企业盈利和居民收入修复，使得全要素生产率（TFP）步入上升通道，最终推动日经指数实现估值重估和趋势反转。

对应中国当前亦在提振消费、财政托底、货币放松与结构转型四线发力，面临地产去杠杆与核心城市房价企稳拐点，科技创新和高端制造业成为政策鼓励方向，特别是在 AI、创新药、军工、新消费和出海方向上形成“新叙事”，同时通过“反内卷”使得通胀具备一定支撑。因此，我们认为中国中期正处于一个类似于 2012 年日本“旧力退潮、新势崛起”的关键窗口期，由财政发力-地产企稳-新旧动能完成转化所带来的系统性普涨定价可能在 2026-2027 年的某个时刻出现。

因此，我们团队研究 2012 年之后日本股市，将其视为一个典型案例，并逐步从日本化叙事逐步切入到新旧动能转化的叙事。再看到图中，2012 年以后的日本建筑地产行业（蓝线）走平，制造业如半导体、造船、汽车（红线）向上顶，越来越多传统行业利润增速由负转正，摆脱旧模式拖累要么向高端制造靠拢，要么由海外业务带来利润企稳和修复愈发显著，对应灰色线（GDP 增速线）平稳波动。在这个背景下，市场发生了重大变化。制造业替代房地产成为支撑日本经济的趋势愈加明朗，新动能曙光明确。

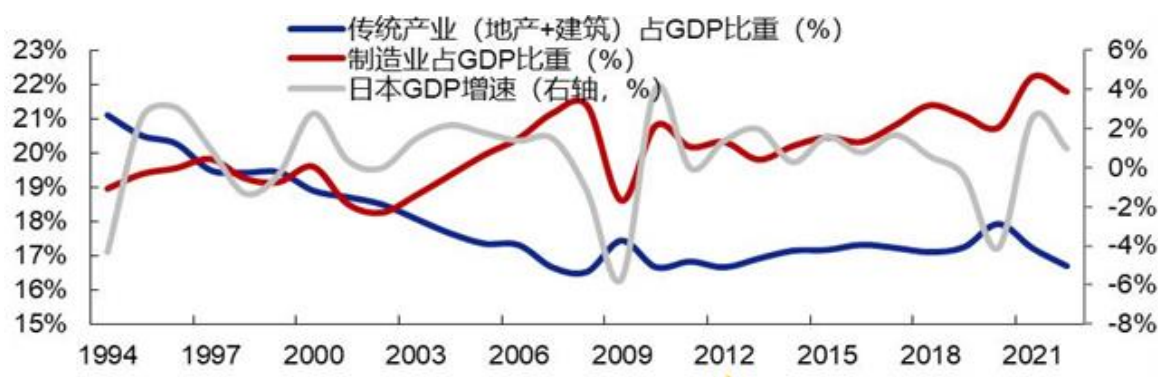
进一步根据日股新旧动能转换四阶段定价，分别对应是“新旧交织”、“新胜于旧”、“旧的绝唱”、“新的时代”，眼下 A 股正处于新旧动能转换“新胜于旧”阶段。新旧动能转换叙事下分为四个阶段对主线的定价思考集中在杠铃策略什么时候有效/失效、新/旧产业什么时候强。

“新胜于旧”阶段最大的特征是：制造业占 GDP 比重大幅提升，房地产+建筑业占 GDP 比重下降斜率放缓但未企稳，对应国内 GDP 增速依然存在较大波动，物价仍处于低通胀环境，对应的主线特征：1、高股息-小盘股杠铃策略整体依然奏效；2、新经济在绝对收益和相对收益上均占优于老经济，新经济内部存在“跷跷板式交织轮动上涨”，硬科技与软科技（精密仪器与信息电信）呈现超额负相关并交织轮动；3、以房地产为代表的老经济从大跌入持续震荡，股价中枢不再随着 ROE 中枢下移而下移。值得注意的是，当地产不再成为市场的持续拖累时，高股息策略的超额收益空间便开始被极度压缩。历史经验表明，在随后的 2011 年至 2012 年期间，高股息策略基本不存在超额收益，甚至完全消失，便是杠铃策略向反杠铃策略切换的临界点。基于上述分析，团队提出“反杠铃超额”策略，并判断 A 股已处于“新胜于旧”的中后期阶段。

在旧的绝唱阶段，也到了 2012 年日本新旧动能曙光逐渐明确之后，日本房地产超额一骑绝尘，同时杠铃策略超额彻底失效，硬软科技超额收益出现滑落。旧动能的超额在日本政府大力政策刺激下仅持续一年，此后，即便房价恢复上涨，房地产板块的股价超额收益亦未能再度出现。

随后步入新的时代，旧的绝唱结束后硬科技与软科技（精密仪器与信息电信）从反向超额关系变为正向超额共振向上，对应日本的全要素生产率时隔二十多年再次恢复上行。

图7. 日本地产相关行业（房地产+建筑）与制造业占 GDP 比重变化对比



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图8. 部分东证行业指数相对大盘走势（%）

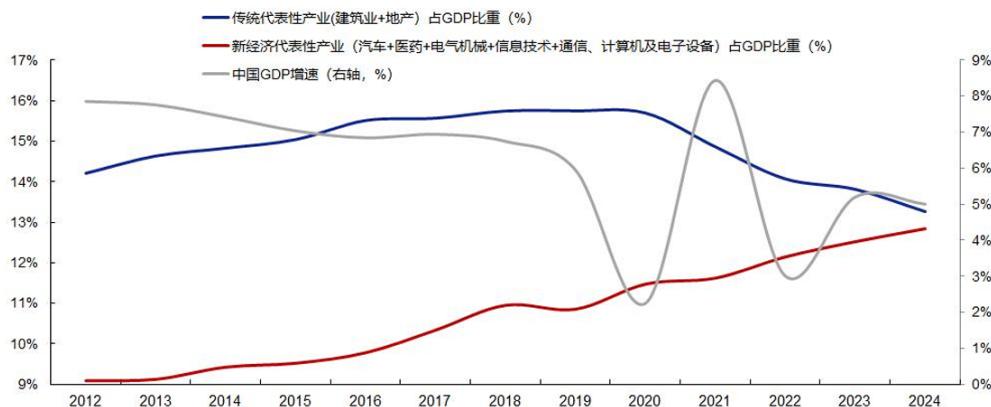


资料来源：Bloomberg，国投证券证券研究所

通过上述对日本新旧动能宏观叙事的研究，我们看到对中国而言，蓝线（地产）逐渐走平，红线（制造业）向上顶，灰线呈现平稳波动。如果新旧动能转换的叙事成立，那么 2012 年之后的日本股市就十分值得参考。目前，我们可能处于新胜于旧的后期，接近明确新旧动能转化曙光的明确信号，越来越多传统行业利润增速由负转正，摆脱旧模式拖累要么向高端制造靠拢，要么由海外业务带来利润企稳和修复愈发显著，比如电力和铜已经属于 AI 的范畴，铝

更多也是和电力相关，家电、汽车和工程机械已属于出口出海的范畴，都和地产相关性大幅下降。因此，我们从去年提出“新胜于旧”，到今年提出“新旧共舞”。

图9. 传统经济代表性产业 GDP 占比以及新经济代表性产业 GDP 占比变化情况

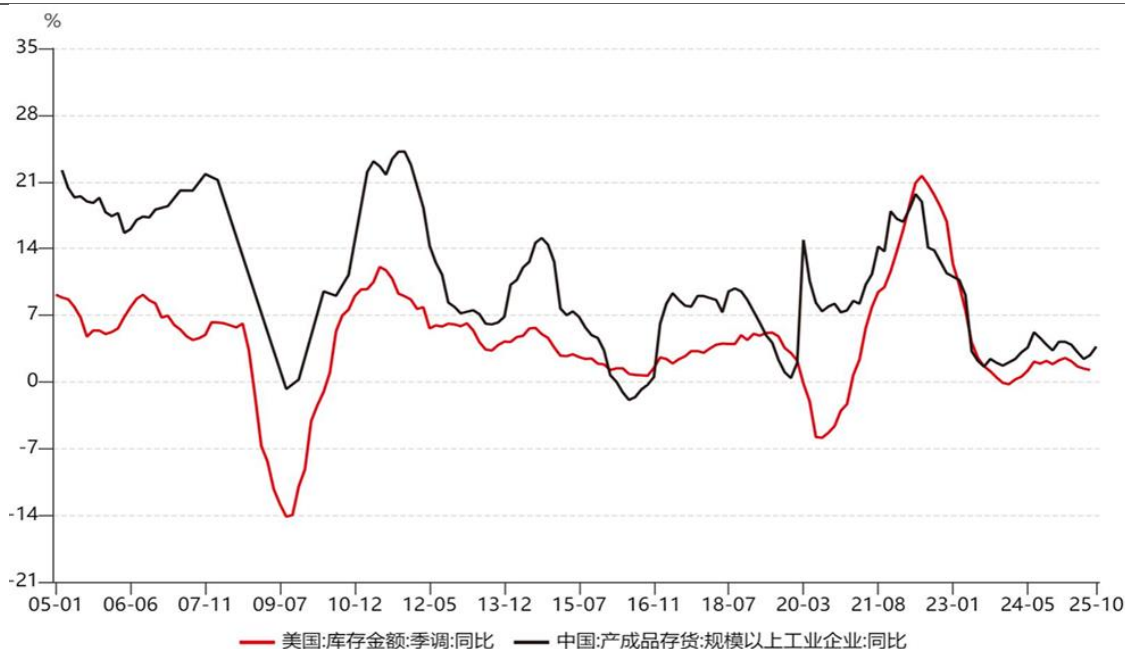


资料来源：Wind，国投证券证券研究所

注：传统代表性产业为建筑业+地产；新经济代表产业为汽车、医药、电气机械、信息技术、通信电子及计算机设备

最后，国内还有一个“告别低通胀”的短中期乐观宏观叙事定价——类似美国上世纪六七十年代滞胀后，在80年代告别滞胀迎来上涨，对现在的A股而言即告别低通胀。近期油价上升对PPI的问题有所改善。但若PPI上行由供给侧输入型因素驱动，则仅能实现由负转正的表观改善，难以真正实现资本市场期待的“告别低通胀”，即再通胀。要实现再通胀，需依赖动荡的政治周期缓和与经济周期力量回摆形成共振。更准确的参照是2019至2020年的经验：疫情冲击后，中美两国在低库存背景下同步转向宽财政、宽货币，形成共振补库。历史数据表明，PPI走势对科技与顺周期板块之间的轮动具有明确的指引作用。若后续经济实现再通胀而非简单的价格转正，则主线认知将较为清晰——科技板块相对顺周期的超额收益将经历一个回摆过程。因此，目前观察中美库存周期及政策取向的共振程度，是判断主线切换的关键变量。

图10. 2005-2025 年中美库存水平对比



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

3. 基于产业趋势抓主线：产业生命周期是灵魂胜负手

这几年，我们团队牢牢地以产业赛道作为自己的研究品牌，通过产业趋势去抓主线，通常作用周期在1-2年，其背后的本质是理解“增长是硬道理，高景气是穿越牛熊的圣杯”，理论基础是基于渗透率（产业生命周期）、替代率（产业全球竞争力）和市占率（行业竞争格局）为核心的产业赛道三率体系。

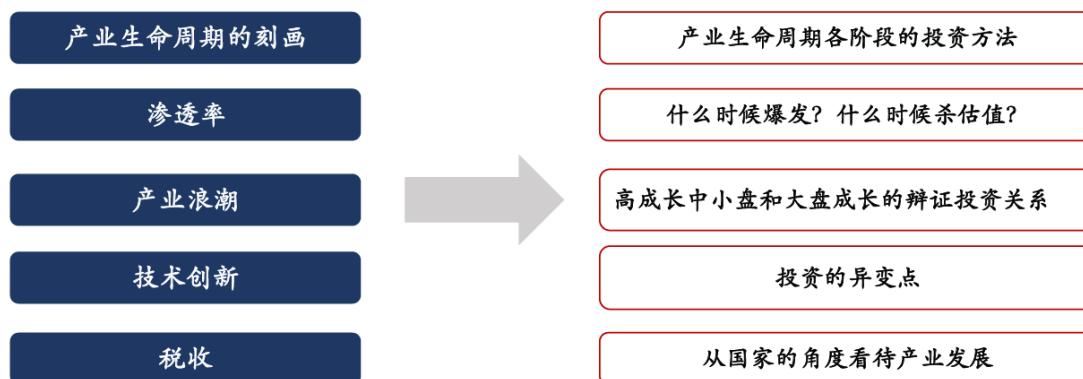
- 1、产业生命周期是寻找产业赛道主线的胜负手，主线往往满足规模经济下的成本下行+商业模式可复制下的订单爆发+范围经济下的产品兼容性三大要素，对应产业越容易进入加速爆发期成为主线，产业爆发股价上涨周期是资本开支周期的1/2，比如一般产业爆发3年资本开支，2年盈利高增长（具体参考《产业生命周期总论：A股产业赛道投资的灵魂胜负手》）；
- 2、产业全球竞争力是寻找大盘成长主线的胜负手，主线满足高全球竞争力+顺利走出去+产品是普遍需求+结束价格战+全矩阵产品五大要素，对应出口出海产业越容易实现ROE中枢上移和估值国际对标成为主线，成功出口出海股价轨迹参考日本汽车产业呈现四阶段定价：1）、出口业绩增加基于基本面定价，估值中枢不明显上移；2）、受贸易针对无法赚估值钱；3、出口转向出海翻身成功戴维斯双击定价；4）、对标全球龙头并成为全球龙头，估值下移，市值上移。（具体参考：《还是靠出海赚钱！——再论出海定价“十大关键”》、《产业全球竞争力总论：未来3年大盘成长的投资胜负手！——面向中国企业“新大航海”时代的出海投资方法论》）
- 3、行业竞争格局是确定主线后最终超额收益来源，往往作用于在识别主线后内部最佳环节的判断。

相较于宏观叙事对于抓主线，我们团队更擅长且更注重产业趋势的作用。过去几年，我们团队坚定看多对AI科技+出海，核心就是认为产业趋势才是抓主线的王道。宏观叙事会对产业趋势造成波动，但若被其困扰，将难以对产业趋势有一个深刻认知，从而难以把握苹果（2010）、特斯拉（2020）的大趋势。一般遵循如下原则：在有明确产业结论时，优先以产业分析作为输出依据；只有当产业结论相对弱化或不够清晰时，才借助宏观叙事对产业及主线进行辅助评估。这一顺序有助于避免叙事干扰，提升主线判断的可靠性。

在此，我们就以产业生命周期为例谈对怎么辨别市场主线进行落地实践。很多人通常将产业生命周期简化为依次经历的若干阶段，即加速期 → 洗牌期 → 出清期 → 稳态期，认为只是一个静态的认知，事实上产业生命周期有非常丰富的研究命题：比如渗透率研究中什么时候爆发、什么时候杀估值、产业浪潮中什么时候买大盘成长、什么时候买中小盘成长，例如宁德时代 vs 汽车零部件，苹果 vs 产业链小公司，这些都是投资中关键的问题。

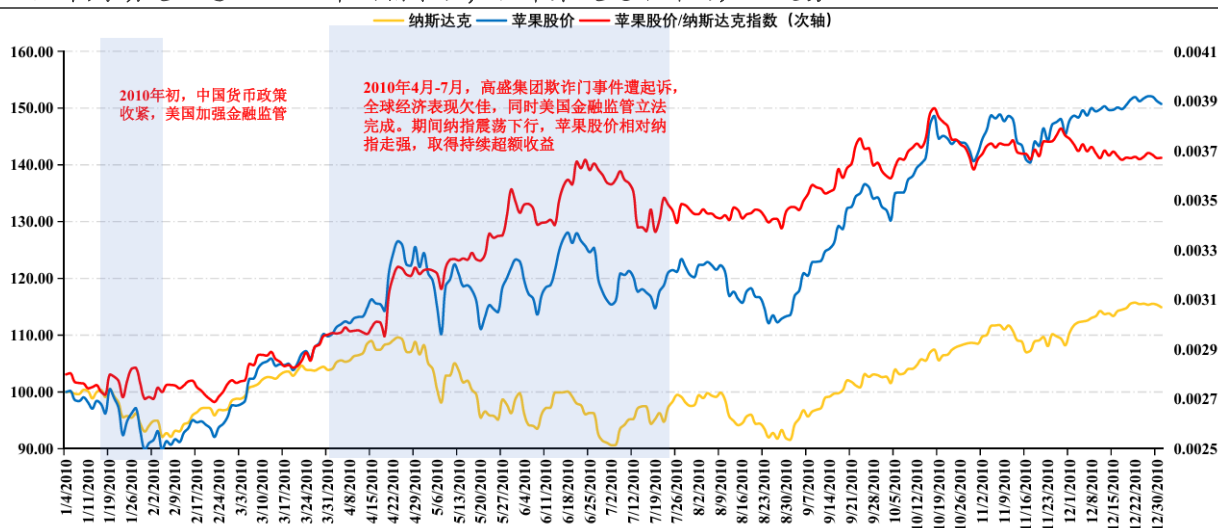
值得再次提醒的是基于产业趋势抓主线关键在于如何将这一体系落地、形成最终投资成功，这是一个工程学问题。比如，第一，如何能够根据产业理论去选中行业；第二，如何能够结合定价特征去选中环节；第三，如何去处理过程中股价的波动。针对上述工程学问题，本团队已开展系统性研究。本报告将以产业生命周期为例，结合科技成长行业进行简要分析。

图11. 产业生命周期对于产业赛道的投资本质：高胜率强趋势投资



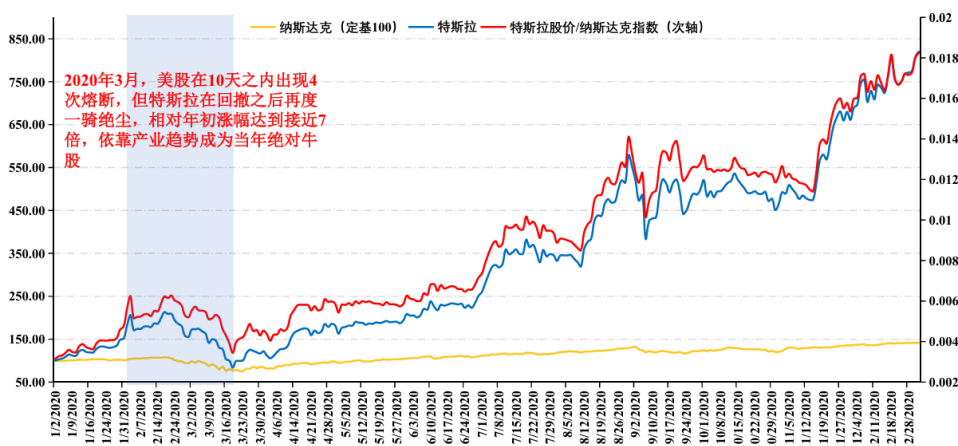
资料来源：国投证券证券研究所

图12. 产业生命周期是王道：2010 年纳指下跌，但苹果是避不开的产业趋势



资料来源：Bloomberg, Wind, 国投证券证券研究所

图13. 产业生命周期是王道：2020 年纳指下跌，但特斯拉是避不开的产业趋势



资料来源：Bloomberg, Wind, 国投证券证券研究所

如何从众多行业中辨别基于产业生命周期能爆发的主线？首先要在产业容量相对大+最终产品形态没有被定义+价格屠夫尚未出现的行业里头挑选；其次，我们提出“跨越 0-1”的三要素：巨头（技术迭代+产品创新的引领者，如智能手机当中的苹果，新能源汽车的特斯拉，5G

产业浪潮当中的华为等)、爆款(核心特征是技术的异变点,如 iPhone4 的推出实现了手机技术的变革, model 3 的推出改变了新能源汽车的商业模式)、产业链(产业容量巨大+盈利模式清晰。当爆款+巨头产生之后,最终需要出现明确的产业链落地,核心关键在于本身产业容量,此时市场一般会给予半年左右的观察窗口去验证订单和评估产业链能否在未来 1-2 年内形成,如果后续验伪则行情振幅较大)。满足这三要素通常意味着跨越 0-1。

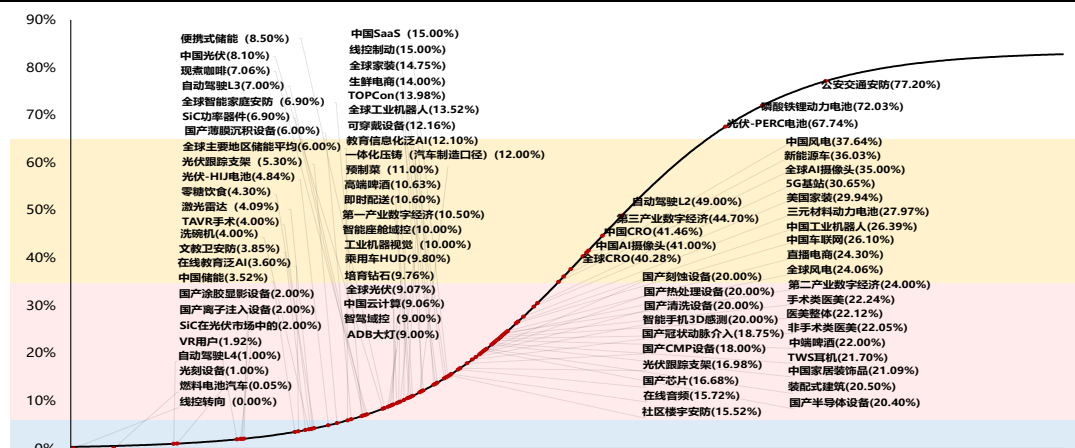
从低渗透率到高渗透率的加速爆发,即 1-100 的阶段,还需另外三要素:规模经济下的成本下行、商业模式可复制下的订单爆发、范围经济下产品兼容性。例如新能源汽车的汽车零部件、消费领域的预制菜以及培育钻石等行业,均因满足特定要素而实现快速发展。这表明,产业能够跨越从 0 到 1 的突破,并不意味着其必然能够实现从 1 到 100 的爆发式增长。

图14. 科技产业主题投资汇总

产业名称	是否由产业主题投资转化为产业赛道投资	核心逻辑	巨头	爆款	产业链	行情开始时间	行情持续时间	龙头公司	代表概念指数行情上涨幅度
移动互联网	是	映射-产业链落地	苹果	iPhone4	在苹果 iPhone 4 智能手机的带动下,出现了一轮由硬件到软件的产业浪潮,最终带动了 A 股移动互联网产业链大发展	2012/12	3 年	歌尔股份、立讯精密、网宿科技等	230.52%
TWS 耳机	是	映射-产业链落地	苹果	Airpods 2	国内消费电子企业通过代工接入到 TWS 耳机产业,形成一轮需求端大爆发	2019/3	13 个月	立讯精密、歌尔股份	130.11%
新能源汽车	是	映射-产业链落地	特斯拉	model 3	以宁德时代、比亚迪为代表的 A 股企业全球竞争力得以体现,我国在新能源车技术上实现领先	2019/12	2 年	宁德时代、比亚迪、恩捷股份	181.12%
光伏	是	产业链落地	隆基绿能等	HJT、topcon 等新技术的普及	光伏进入到平价上网阶段标志产业链进入成熟发展阶段,需求端出现一轮大规模爆发	2020/3	1.5 年	隆基绿能、晶澳科技	175.62%
5G	否	产业主题	华为	应用端未出现爆款	国内 5G 建设端产业链形成一定规模,但 5G 应用迟迟未形成完整产业链	2018/11	6 个月	中兴通讯	35.18%
元宇宙	否	映射	Meta	未出现	未形成	2021/10	3 个月	歌尔股份、中青宝等	28.17%
2023 年 AI	否	映射	微软	ChatGPT	未形成以 ChatGPT 为核心的产业链,目前处于爆款产品的推广阶段,需要进一步观察后续应用层面的丰富与发	2023/1	4 个月	科大讯飞、云从科技等	32.56%
AI	大概率	映射-产业链落地	阿里字节腾讯	Deepseek	巨头开启资本开支,爆款产品出现,产业发展正处于奇点时刻	2024/10	至今	寒武纪、阿里巴巴等	35.21%

资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图15. 国投证券策略产业赛道特色研究——当前各产业细分渗透率一览(2024 版)



资料来源: 艾瑞咨询, 中商产业研究院, 沙利文, 高工产业研究院, Wind, 通联数据, Steam, IDC, 奥维云网, 住建部, 国投证券证券研究所

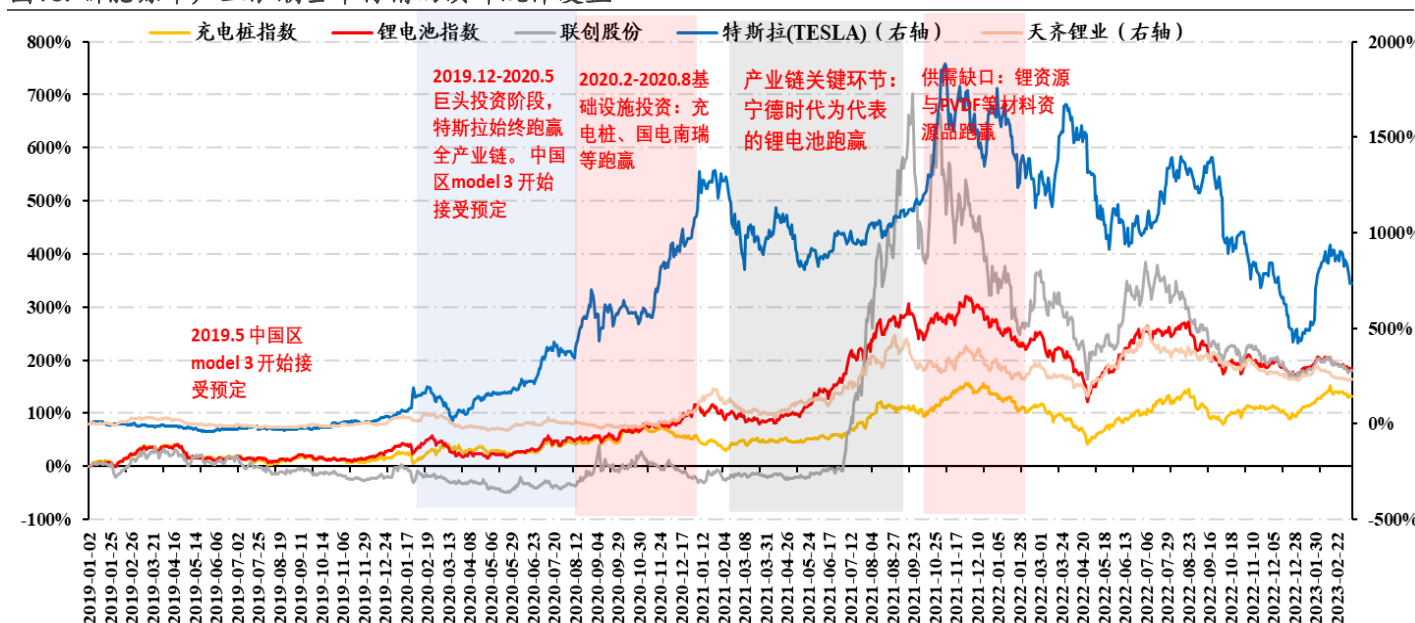
按照 0-100 的六个要素选定赛道作为主线后,又如何挑选合适的缓解?科技成长行业有以下四个阶段投资法:巨头(爆款出现)→基础设施(巨头开启巨额资本开支)→产业链关键环节(产业链形成)→供需缺口(1-100 的过程,核心是涨价)。以新能源为例:演绎的顺序规律为巨头(特斯拉 model 3 成为爆款)→基础设施投资(充电桩)→产业链关键环节(锂电池)→供需缺口(锂资源(上游供需缺口,涨价)、汽车电子(下游供需缺口)),具体阐述为——第一阶段,在爆款出现的时候配置巨头,比如 model 3 出现时的特斯拉,产业巨头

开始出现盈利；第二阶段，当我们意识到有新巨头加入，巨头们进行猛烈资本开支的时候，这时候应该配置基础设施，例如 AI 当中的数据要素算力，新能源当中的充电桩电网，这部分基础设施建设开始出现明显的订单扩张；第三阶段，技术成功实现产业化落地，全球产业生态建立，产业链逐渐形成过程，即完成从 0-1 的过程，这时候应该配置产业链的关键环节（核心在于把握引领产业迭代和技术创新最关键的细分），比如芯片、锂电池等；第四阶段，在产业链形成之实现从 1-100 的过程，这时候产业的核心矛盾开始逐步转向订单爆发和价格上涨，需求上升幅度高于供给上升速率（相对供给缺乏弹性），因此本阶段根据供需缺口来进行资产配置（例如新能源车的供需缺口：锂矿与汽车电子）。

AI 演绎的顺序规律为巨头（ChatGPT，英伟达微软等巨头）→基础设施投资（算力）→产业链关键环节（AI 芯片）→供需缺口（存储、电力、储能及铜等是上游供需缺口；机器人、智能驾驶、AI 生态软件是下游供需缺口，涨价具有必然性）。第一阶段：随着 ChatGPT 等大语言模型的问世，市场关注焦点集中于微软、英伟达等掌握核心技术与生态的巨头企业。第二阶段：当巨头企业开启大规模资本开支，基础设施建设成为投资热点，以英伟达 GPU 为代表的算力基础设施凭借其稀缺性和技术壁垒，成为市场追逐的核心方向。第三阶段：随着产业链逐步成熟，关键环节的价值日益凸显，AI 芯片作为算力核心，其设计、制造及配套生态成为产业内最具确定性的投资环节。第四阶段：供需缺口逐步向上下游延伸，下游涵盖端侧机器人、智能驾驶、消费电子硬件以及云端生态软件的技术路线选择，上游涵盖存储、光纤等这些纷纷涨价的品种，就像当年新能源车时候锂矿的涨价。

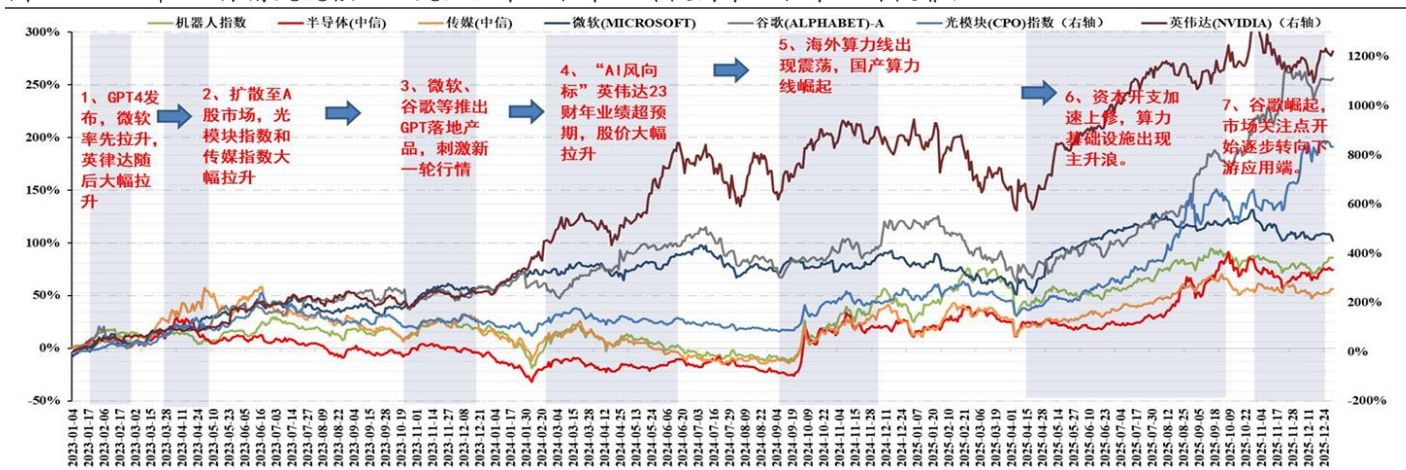
通过产业生命周期的六个要素（0-1 阶段的三要素：巨头、爆款、产业链；1-100 阶段的三要素：规模经济成本下行、商业模式可复制、范围经济下产品兼容性），可以筛选出具备加速爆发潜力的赛道，并将其确定为主线方向。同时，根据产业内生运动规律这四个阶段，主线内部涉及产业上下游的不同环节也明确，那么后续就要开始落实公司股价处理的问题。落实到公司股价处理的问题上，行业竞争格局应该摆在首位。根据历史复盘发现，科网泡沫后其他公司股价反弹，但思科走向没落。认清产业趋势后，首先明确产业是否在加速期、运动环节，然后明确竞争格局，再应对股价波动。

图16. 新能源车产业浪潮当中行情的演绎规律复盘



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图17. 2026 年 AI 行情关键核心：关注从第二和第三阶段向第三、第四阶段靠拢



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

在研究实践中，我们开始关注大量科技投资中的“N 字型”走势，即第一笔上行、第二笔下行，随后再次上行。理解这张图就成为理解科技投资胜负手非常重要的抓手。一种角度认为 N 字形相对普通，为什么单独把科技拿出来讲？通过客观统计发现，A 股科技投资与美股科技投资的最大区别在于：拉长来看，A 股科技投资目前依然呈现出整体高波动性与低收益性的特征。这一特征表明，在 A 股市场中科技投资节奏的把握极为关键。同时，我们回顾一下科技的 N 字形，这种走势在众多科技牛股中均有体现，甚至在移动互联网时期也出现过类似的“N 字型”波动。区别于其他领域的 N 字形，科技领域的“N 字型”波动非常剧烈，对投资者的认知提出非常高要求。同时，在探讨科技投资的“N 字型”定价规律时，其第一笔上行主要基于估值提升，而第二笔上行则以业绩释放或戴维斯双击为主，进入以业绩为主导的定价模式，相较于消费或周期领域，第一笔更纯粹，分析起来也相对简单。

为了更好地理解这一模型，我们进行了理论抽象化，并将“N 字型”划分为 A、B、C、D 四个关键节点：A 到 B 为第一笔上行，B 到 C 为回撤，C 到 D 为第二笔上行。我们通过详细剖析“N 字型”走势，展示三类不同的投资操作及其对应的收益情况：

第一类是科技投资收益相对较差的投资操作：投资者在行情初期（A 点）未能准确识别行情，当关注到行情的变化，核心领域已进入高估状态。在这种情况下，投资者不敢高仓位买入核心资产，而是大量买入低位成长股或产业边缘票。因此从结果上来看，从 A 到 B 阶段，边缘票可能带来一定收益，但随后在 B 到 C 阶段的回调中，由于边缘票的流动性受限，投资者被迫降低科技核心仓位，此时其他板块出现明显超额，投资者抛弃科技板块去追涨。

在这种情况下，若 C 点科技板块出现盈利拐点爆发，部分投资者可能因急于证明自己，在 C 点处于绝对低仓位时，基于景气正向循环进行高位加仓，甚至一路加仓至 D 点，并且在 D 点附近高位加仓。这种操作往往导致收益在后续回撤中大幅缩水。总结来看，科技投资表现不佳的原因主要有两个：一是在 A 到 B 阶段过分放大核心与卫星的策略；二是在 C 点处于绝对低仓位时，基于景气正向循环进行持续高位加仓。

关于核心仓和卫星仓的概念，以年初 AI 行情为例，半导体等核心领域进入高估状态，但许多投资者不敢配置半导体，而是大量买入其他科技方向的边缘票。这种操作形成核心仓和卫星仓的概念。核心仓和卫星仓的界定不应以行业在阶段性的涨跌幅为依据，而是由产业内生运动规律决定。在产业发展的不同阶段，根据前面谈到的四阶段投资，其核心仓的定义也随之变化：爆款出现时，巨头公司是核心仓，其他为非核心仓；巨头开启巨额资本开支时，基础设施相关领域是核心仓，其他为非核心仓；产业链形成时，产业链的关键环节是核心仓，其他为非核心仓；供需缺口开启时，处于 1 到 100 增长阶段的领域是核心仓，其他为非核心仓。例如在当前的 AI 和智能驾驶领域，智能驾驶和 AI 半导体芯片是核心仓，这意味着投资者在这两个领域的持仓量应大于卫星仓的持仓量，其他领域是否为核心仓仍需进一步观察。

我们总结在过去科技投资中表现不佳的操作主要有两个问题：一是在 A 到 B 阶段未能正确处理核心仓与卫星仓的关系；二是在 C 点处于绝对低位时，基于景气正向循环进行了持续的高位加仓。事实上，我们在这个 A 到 B 的过程去做历史经验复盘的时候，也能够得到相对清晰的结论。通过对过去十多年来移动互联网、新能源（车）以及本轮 AI 科技投资“N 字型”投资复盘，结果显示，在 A 到 B 阶段表现较好的基金，其持仓特征主要包括：持股集中度适中、换手率并不很高以及重点配置在产业核心环节。这些数据具体细节暂不展开，但如有兴趣，后续可进行进一步私下交流。

第二类是科技投资收益较好的投资操作，通常在 A 到 B 的任意时间点上车，运气好靠近 A，运气差一些靠近 B，但无论运气好坏，他们主要赚取的是 B 到 D 阶段的收益，这意味着中间要有一波逆势的死扛，C-D 阶段获取大量超额收益。

在这一过程中，存在两个技术性问题：首先，在 A 到 B 的上涨过程中，若后续行情呈现 A 字型而非 N 字型，则投资将面临困境；其次，B 到 C 的回调时间可能是一个月、一个季度甚至一年。对于 A 到 B 阶段的坚定介入，关键在于明确是否满足巨头、爆款、产业链三要素。若不满足，介入后行情可能仅呈现 A 字型。例如，2024 年的机器人行情可能就是 A 字型，而 2025 年至今的机器人行情则更可能是 N 字型，因为巨头、爆款、产业链三要素均已经具备。

而在 B 到 C 阶段，回调时间的长短取决于规模经济下的成本下行、范围经济下的产品兼容性以及商业模式可复制下的订单爆发等 1 到 100 的三个要素是否明确。如果在 B-C 进程中满足规模经济下的成本下行、范围经济下的产品兼容性以及商业模式可复制下的订单爆发这三个要素，那么在 B 到 C 阶段的回撤相对会较小，且回撤时间也会较短。反之，如果这三个要素无法明确，那么 B 到 C 阶段可能面临较深的回撤或较长的时间跨度。

但无论情况如何，投资者若采用这种认知节奏进行科技投资，就必须下定决心在 B 到 C 阶段有较强定力，确保 C 点处于重仓状态。C 点处于重仓状态对于整个科技投资是至关重要。同时在 B 到 C 阶段，投资者必须意识到要不断进行调仓。例如在 2023 年由 ChatGPT 引发的 AI 行情上行期间，市场定价经历从计算机到通信再到传媒，直至四月中旬达到 B 点。在随后回撤过程中，投资者应将仓位调整至具备业绩释放能力的光模块方向，在 C 点重仓能够实现盈利爆发的科技核心仓。这一过程并非静止不动，而是需要动态调整，以确保在 C 点重仓方向是对的。

对于一些投资者提出的疑问，即如何将 0 到 1 的巨头、爆款、产业链以及 1 到 100 的规模经济、产品兼容性、商业模式可复制性等六个要素与实战相结合，我们的观点是：在投资实践中，首先要树立坚实的理论基础，并明确理论基础下的实战切入点。对于如何评估产业趋势的要素，这取决于投资者的产业认知差异以及是否具备丰富的产业资源来进行验证。这与宏观策略中研究方法和过程类似，例如理论基础告知实战切入点可能是关注房地产市场，但具体到房地产的价格和销量如何跟踪预判，不同投资者会有不同的验证方法和手段。

第三类是科技投资收益优秀的投资操作，最优秀的投资者有可能并不参与 A 到 B 阶段，而是在 B 到 C 阶段仔细观察产业趋势，选择在合适的时机重仓。对于中际旭创的 C 点认知，需要明确 C 点可能不是一个具体的点，而是一个时间段或区间。这意味着投资者需要做好一定的心理准备，甚至要接受可能出现的回撤。在实际交流中，确实有投资者在 A 到 B 阶段没有参与，但通过精准把握 C 点，获得了丰厚的收益。

在综合对比三类不同的投资操作后，我们发现基于产业内生运动规律，投资的核心胜负手在于 C 点是否处于重仓状态。这一点至关重要，因为它基于不同的第一性原理所形成对投资操作的差异。如果按照传统投资逻辑，可能会误导投资者试图去把握 ABCD 四个点。然而，基于产业内生运动规律，我们会发现，无论是做得好、做得一般还是表现尚可的投资者，其本质

区别在于 C 点时是否处于重仓状态。因此，我们认为科技投资的胜负手在于对基于产业内生运动规律的“N 字型”节奏的把握，而这种把握在第一性原理的理解下实际上只需要把握一个 C 点即可。

当前市场也处于这样的状态：半导体、机器人和 AI 相关板块在经历了一轮上涨后，目前正在经历回调。在这个回调过程中，投资者都在寻找能够进入第二轮上涨的核心品种。我们认为，当前应该将寻找并重仓 2023 年的光模块作为本轮 B 到 C 调整过程中的首要投资配置，才有可能在科技投资上取得巨大成功。

当然，有些投资者可能会质疑，是否总是需要经历一个完整的“N 字型”过程。实际上，在诸多环境下，投资者可能不需要经历完整的过程，他们可以选择只做 A 到 B 阶段，或者只做 C 到 D 阶段，甚至有些人会选择在 A 到 B 的任意时间点上车，然后在中间选择坚持一段时间，以获取 C 到 D 阶段的收益。

我们认为这种选择无可厚非，因为在 A 到 B 阶段，市场从没有共识到有共识，估值攀升的幅度可能很大。当然，有些投资者凭借丰富的产业资源和基本面分析能力，更愿意去做 C 到 D 阶段的投资。我们认为，这种选择是由投资者的方法论+价值观+性格决定的。方法论、价值观和性格决定了投资者在分析清楚基于产业内生运动规律的“N 字型”后，会选择赚取哪一段的钱，这取决于他们自己。

无论是基于方法论、价值观还是性格所决定的投资策略，投资者在不同阶段要求的投资能力不尽相同。A 到 B 阶段所赚取的是估值提升的钱，0-1 这一阶段基金经理需要具备基于天分的交易能力；而在 C 到 D 阶段，投资者需要具备扎实的基本面分析功底以及强大的产业验证资源。

再接下来，我们展开在对 ABCD 四个点进行分析。首先，我们先关注 D 点，因为 D 点是第二笔上行的关键点。在广泛与投资者交流的过程中，我们发现那些在那波新能源领域赚取巨额利润的投资者，他们的卖点普遍在左侧，但这并非是不赚取最后一个钢镚的问题，而是需要有胸怀和认知，愿意留下相当一大部分利润给他人，才能在这波行情中全身而退，赚取大钱。在探讨 D 点时，许多投资者会提出“边涨边卖”的策略，即在 C 到 D 阶段逐步减仓。然而，这种策略在实际操作中可能更为理想化，或许会导致反作用使得仓位逐渐加重，即投资者可能会发现自己在股价上涨过程中不断追回筹码，反而增加了仓位。因此，我们认为 D 点更适合作为一个清仓点来理解，而不是尝试在上涨过程中的阶段性卖点。

许多投资者对 D 点较为关注，因为它是最终的卖点。我们较早之前就意识到 D 点的研究很重要，甚至在最初分析 N 字型定价规律时，我们一度被误导认为 N 字型的胜负关键在于 D 点，后经过后续基于产业内生运动规律的分析，我们发现胜负手其实是在 C 点。我们之前对 D 点分析表明，D 点显然已经进入一个有基本面支撑的阶段。然而，随着基本面的景气正向循环，市场开始进入终局思维的畅想阶段，部分投资者认为英雄所见略同，这种思维伴随着股价上涨可能导致泡沫化。对此，我们提出了一个观点：PE 透支三年要警惕，PE 透支业绩增长五年是极限。

例如，如果一家公司的当前股价对应的 PE 为 200 倍，我们需要考虑其未来三年的年化利润增速。如果未来三年的年化利润增速为 85-100%，那么折算后当前的估值可能相当于 25 倍到 30 倍合理估值。如果一家公司当前 PE 已经达到 200 倍，而其未来三年的增长率仅为 30%，那么折算下来当前的 PE 相当于 90 倍。我们对不同领域和标的进行了分析，得出的结论是：股价透支三年的业绩需要警惕，而透支五年业绩基本就是极限。

在实际操作中，通过绘制透支一年、两年和三年业绩的线条，发现股价顶峰时透支约四年出头的业绩。我们的模型和框架给出的卖点被称为理想卖点，大致在 2021 年 8 月至 10 月期间

卖出，这是基于 PE 透支的理想卖点。然而，在与众多投资者交流后，我们发现在理想卖点卖出被认为几乎不可能执行，除非出现基本面问题，否则都是右侧卖出。另一个卖点是理论卖点，即盈利增速最高的位置，对应 2022 年第二季度，即 2022 年 6 至 8 月。第三个是实际卖点，即 A 股主体机构投资者的实际操作时间点，这个在 2023 年 Q1 季度。我们发现理想卖点在左侧，而理论和实际卖点在右侧，一方面很难让大多数人在左侧卖，另一方面理想化卖点在 21 年 8-10 月，理论卖点在 22 年 6-8 月，实际卖点在 23 年 Q1，时间间隔超过一年半，这表明在实操过程中 D 点分布的方差很大，卖点过于理想化，几乎不可能实现。

据此，我们得出的结论是：D 卖点是不可预测的。如果理想卖点、理论卖点和实际卖点的时间分布能在半年以内，那么理想卖点或许可以提供优化实操的可能性。但在实际操作中，时间间隔过长，左侧卖点难以把握。

接下来我们讨论 A 点，A 点是行情的起点。在讨论 A 点时，一个典型的例子是春节前两周高层接见 DeepSeek 的创始人，随后 DeepSeek 在春节期间横空出世，这一期间可以被视为 Deepseek 行情的 A 点，甚至可能是恒生科技板块的 A 点。对于这个 A 点，我们可以通过三种方式来解释：第一种是投资者对信息的敏感度较低，虽然看到了新闻消息，但未能意识到其重要性；第二种是基于产业内生运动规律的角度，科技领域的异变点本身具有不可预测性；第三种是投资者虽然进行了研究，但由于信息差，最终结果是：真不知道或者真没搞懂。这三种解释分别对应着敏感度低、信息差以及科技领域的不可预测性。在认知 A 点时，我们将其视为不可预测点来进行评估。以 DeepSeek 行情为例，其行情爆发并非源于我们自发对科技领域的深刻敏感和信息差所形成，而是因为我们的科技对海外产生冲击后，海外先意识到其价值，随后国内群体才认识到我们科技领域的潜力。这种剧烈转变促使行情启动。回顾整个行情，我们会发现 A 点是极少数可以把握的。事实上，具备信息差+敏感度通常不构成把握 A 点的冲要条件，因为过去十多年来的投资复盘来看，因为具备信息差+敏感度犯的错误是过早看好某一领域，这更是屡见不鲜。信息差和敏感度虽是把握 A 点的必要条件，但并非充要条件。

在这里的话我们就论证两点：一个是 D 点不可预测，一个是 A 点不可预测。事实上，我们真正能够掌握的是 B 点和 C 点。B 点是第一笔上行的卖点，是许多投资者关注的焦点，都在测算 A 到 B 阶段的上涨幅度和估值提升。根据我们自己的统计结果看，A 到 B 阶段不同品种的涨幅和估值提升幅度以及持续时间的方差较大，有的行情级别大、持续时间长、涨幅高，而有些行情则相对短暂且涨幅有限。我们的一个基本观察是：至少应修复至其估值历史五年估值分位数中位数以上，至于通过设定估值提升和涨幅上限去思考 B 点似乎并不靠谱。同时，B 到 C 阶段的回撤，一般股价下跌幅度较大，股价的幅度不是指估值下跌的幅度，估值收缩的幅度往往会大于股价收缩的幅度。

在此，我们对 B 点的形成开始思考以求掌握对 B 点的规律：一方面，从逻辑角度分析，当科技企业因科技的积极变化开始产生利润时，往往会形成估值模式的切换。最初，A 到 B 阶段的估值基于市值-产值，但随着科技企业的积极变化开始产生利润及利润预期，估值模式会切换为 PEG（市盈率相对盈利增长比率）。然而，当估值模式切换为 PEG 时，许多投资者发现难以计算其合理性，从而选择退出。这种定价模式的切换导致了 B 到 C 阶段的形成。

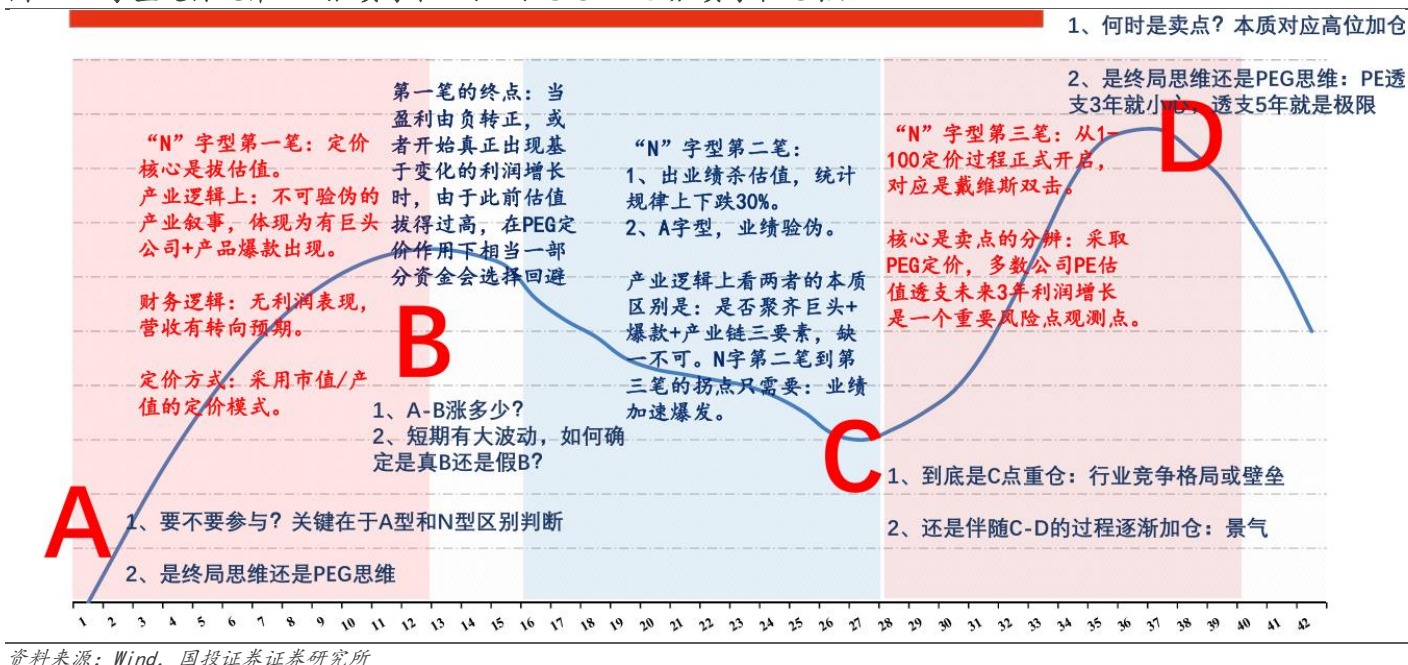
另一方面，多数情况 B 点的判定是需要通过交易手段来确定，每个投资者都有自己的交易识别方法。例如连续两天大跌，每天跌幅超过五个点，或者连续一周核心龙头高标下跌超过 15 个点等，这些或可以作为判断 B 点形成的交易依据。当然，通过交易习惯和纪律来决定的问题就有胜率的问题，就要做好准备因此错过一些牛股的心理准备，这点是正常自然的，人只能挣自己认知范围内的钱。

最后，C 点是第二波行情的拐点。C 点是一个非常考验投资者的关键点，尽管我们在基于产业内生运动规律的 N 字型投资节奏把握上将其简化为一个 C 点，但它是一个极具挑战性的关键节点。C 点可能是一个点，更可能是一个阶段，这个阶段可能持续一个月、两个月甚至三四

个月。在C点，投资者面临两种认知挑战：明确看好并认为其估值中枢和未来增长空间已清晰并重仓；另一种是面对回调如何说服自己维持重仓状态而不下车。我们认为卖方的价值可能体现在前者，但买方的价值无疑在于后者——若在此过程中降低仓位，例如从10%降至1%，一旦遇到盈利的爆发，投资者很容易陷入在C点处于绝对低仓位的情况下持续高位加仓的困境。

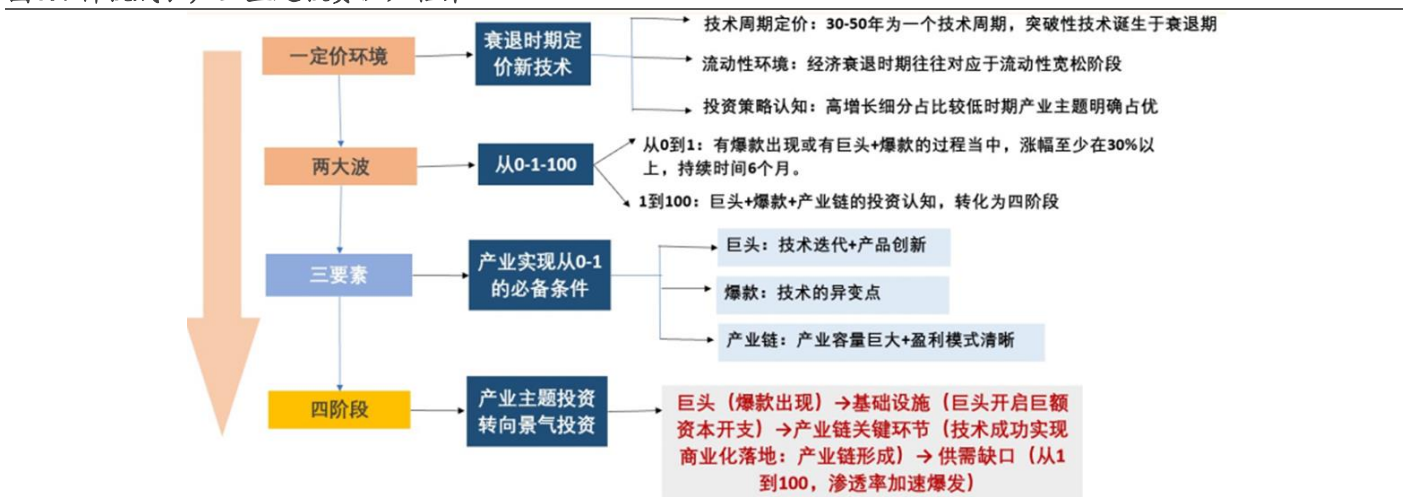
总计而言：在讨论完ABCD四个点后，我们得出A点和D点难以把握，而通过研究和手段能够把握的是B点和C点。C点应成为当前A股主流机构主体力求把握的关键点。在讨论完ABCD的过程后，我们回到核心问题：投资者应如何在N字型寻找盈利机会？是专注于A到B阶段的收益，还是C到D阶段的收益，亦或是在A到B的任意时间点上车，赚取从该点到D点的钱？这实际上取决于投资者的方法论、价值观和性格。在此，我们已经清晰且透彻地阐述了科技投资的胜负手在于基于产业内生运动规律的N字型投资节奏的把握，并将落脚点放在C点，强调C点应处于重仓状态。

图18. N字型定价规律——胜负手在A、B、C OR D？胜负手在C点！



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图19. 科技成长产业主题投资认知框架



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图20. 从 A-B-C-D 主动基金配置策略总结

从A-B: N字型的第一笔												
	基金规模 (亿元)		年换手率 (%)		前十持股集中度		平均持股时间 (年)		选股因子 (*1000)		择时因子	
	高收益组平均	中低收益组	高收益组	中低收益组	高收益组	中低收益组	高收益组	中低收益组	高收益组	中低收益组	高收益组	中低收益组
2020年新能源车	4.16	10.85	485.91	602.06	49.70	54.29	0.27	0.29	11.00	5.13	-1.27	-0.56
2013年TMT	12.17	20.92	454.53	573.83	42.20	47.47	0.29	0.29	9.54	5.39	-1.89	-1.94
整体结论	基金规模越小收益率越高		换手率维持在450%-500%收益率较好		分散持股策略更好		持股时间在0.3左右		选择产业重要性较强		择时因子差异不大	
从B-C: N字型的第二笔, 核心是集中持仓业绩出现爆发的方向												
从C-D: N字型的第三笔												
	基金规模 (亿元)		年换手率 (%)		前十持股集中度		平均持股时间		选股因子 (*1000)		择时因子	
	高收益组平均	中低收益组	高收益组	中低收益组	高收益组	中低收益组	高收益组	中低收益组	高收益组	中低收益组	高收益组	中低收益组
2021年新能源车	14.33	15.90	379.92	482.60	59.16	52.63	0.40	0.35	6.44	2.56	-0.03	-1.15
2014年-2015年初TMT	18.32	22.30	361.65	508.72	58.86	52.42	0.36	0.28	3.98	0.45	-2.26	-3.80
整体结论	规模较大基金同样可取得超额		换手率低收益率高		集中持股策略更好		持股时间较长更好		选股因子重要性有所下降		择时因子重要性有所上升, 因此需要观察卖点	

资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

以上就是基于产业生命周期抓主线结合科技成长行业全套工程学实战落地方案。当然围绕行业竞争格局和产业全球竞争力（出海），我们团队也有适配的框架和方案去解决以上这些问题。在此不再赘述，后续将开展第二期，围绕增量资金与风格切换（抓主线的中短期工具）进行分享。

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券证券研究所

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034