仅供内部参考，请勿外传

2026 年 9 月 23 日

资产配置

资本周期研究助手 skill 的演进与使用

——从工具型 skill 到研究导航型 skill

要点

核心观点：

资本周期研究横跨全市场行业筛选、重点行业定位、公司资本开支行为识别和报告整合，过去需要研究员分别调用四个 skill、自行判断先后顺序，并核对各模块的数据日期和样本口径。资本周期研究助手正是为解决这一问题而开发的统一研究入口：研究员只需用自然语言说明想回答的问题、研究对象、截止日期和交付形式，例如“更新到最新中报，筛选资本周期较优行业，判断半导体所处阶段，并寻找逆势扩张公司”，系统便会识别任务属于市场、行业、公司还是报告层，检查本地数据是否对应最新完整财报期，自动补齐缺失的上游分析，并按最短路径调用全市场扫描、行业定位、个股背离和报告整合模块。

资本周期研究助手沉淀了一套完整的研究框架：以供给—盈利—投资反馈机制解释资本周期为何循环，以 HHI、盈利增速、资本开支增速和三类现金流构成核心指标体系，并按市场、行业、公司、报告四层组织分析路径。市场层默认以盈利和资本开支两个方向对 31 个申万一级行业做二维扫描，用于寻找候选行业；行业层对重点行业加入 HHI 方向与现金流生命周期，形成三维定位，对应集中度下降、盈利资本双升的历史最优组合，与集中度上升、盈利资本双降的历史最差组合两类锚点；公司层比较个股与行业资本开支方向、划分顺势与逆势样本，并计算相对行业指数的区间超额收益；报告层统一前三层的截止日、分类口径与质量状态。二维扫描控制全市场覆盖的数据获取和验证成本，HHI 等三维指标仅在需要深挖的重点行业中启用。

资本周期研究助手 skill 最终交付的不只是一个图表或文件，而是从行业筛选、重点行业深挖到公司案例发现的分层结论，以及可追溯的样本审计、成分桥接和验证记录。与以往围绕单一动作的工具型 skill 相比，它把资本周期研究的理论逻辑、指标口径、模块依赖、质量门禁和“逆势扩张不等于投资价值”等结论边界一并固化，使 skill 从“替研究员完成一项操作”升级为“围绕完整研究问题组织并约束全过程”的研究导航系统。

风险提示：

本文讨论资本周期研究方法与 skill 开发实践，所涉行业状态、示例和历史关系仅用于说明研究框架，不构成任何投资建议。实际运行结果仍受财务披露进度、行业分类、样本覆盖率、数据权限及模型适用边界影响

作者

分析师：王开
执业证书编号：S0930526050001
021-52523416
wangkai9@ebscn.com
分析师：王正洁
执业证书编号：S0930526080001
021-52523682
wangzhengjie@ebscn.com

仅供内部参考，请勿外传

目录

一、资本周期研究助手的开发目标 3
二、skill 沉淀了一套完整的资本周期研究框架 4
三、从市场到公司的四层研究路径 6
四、可比个股总体法保证跨期结论可解释 7
五、研究 Know-how 如何与 AI 结合 8
六、研究框架型 skill 与常见工具型 skill 的差异 8
七、应用示例：从一个问题到完整研究交付 9
八、结论与适用边界 10
九、风险提示 10

仅供内部参考，请勿外传

一、资本周期研究助手的开发目标

资本周期研究需要统一的研究入口。资本周期研究同时涉及市场、行业和公司三个层级。全市场比较需要处理 31 个申万一级行业的盈利与资本开支，重点行业定位需要进一步加入集中度和现金流，公司分析还要比较个体与行业的投资方向。不同层级之间存在明确依赖：公司背离必须建立在同一截止日的行业资本开支方向之上，完整报告也必须统一分类日期、样本口径和收益窗口。单次取数或单项计算无法覆盖这套研究链路。

早期能力由全市场扫描、行业定位、个股背离和报告整合四个独立 skill 承担。模块拆分便于维护计算逻辑，但用户需要记住名称、判断调用顺序，并确认上游结果是否已经生成。季度切换后，本地文件还可能停留在上一报告期。统一入口的开发目标由此明确：用户只描述希望获得的研究成果，系统负责识别任务、检查数据时效、补齐依赖并选择最短执行路径。

统一入口组织四个底层研究模块。资本周期研究助手保留四个底层模块的计算职责，在其上增加需求识别、时效检查、任务路由、质量控制和后续研究引导。单行业问题可以直接进入行业定位；公司问题缺少行业方向时，系统先补跑行业定位；完整报告按照市场扫描、重点行业定位、可选公司背离和报告整合的顺序执行。方法解释类问题只读取知识框架，不启动大规模取数。

一个研究问题如何触发完整响应。用户可以直接输入“分析最新一期哪些行业处于较优资本周期状态，进一步判断半导体行业所处阶段，并识别行业内逆势扩张公司”。统一入口首先识别目标产物和分析层级，随后比较用户目标期、本地数据截止日与最新完整财报期。确认日期后建立运行清单，再按照任务依赖调用底层模块。验证摘要中存在未解决错误时，正式报告生成会被阻断。

图 1：资本周期研究助手的调用触发顺序与逻辑



资料来源：光大证券研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

二、skill 沉淀了一套完整的资本周期研究框架

知识框架覆盖理论、指标、方法与结论边界。资本周期研究助手的知识内容由五部分构成。第一部分是供给、盈利与投资之间的反馈关系；第二部分是HHI、盈利、资本开支和现金流构成的指标体系；第三部分是从市场筛选到公司背离的递进分析；第四部分是固定成分股、平衡面板和覆盖率门禁形成的数据方法；第五部分是正式结论、初步结果和观察结果的边界。各部分共同决定系统可以回答什么问题，以及在何种条件下停止下结论。

图 2：资本周期研究助手知识框架总览



资料来源：光大证券研究所整理

供给、盈利与投资形成动态反馈。行业盈利改善通常提高企业扩产意愿和融资能力，资本开支经过建设期转化为新增供给。供给增长可能降低价格、产能利用率和资本回报，盈利走弱随后推动企业削减投资、退出落后产能，供给压力下降后又为下一轮盈利修复创造条件。这一过程存在明显时滞，资本开支可能滞后盈利，也可能因需求预期、技术路线或政策目标而提前启动。

资本周期状态不能单独转换为收益预测。行业竞争格局、融资约束、在建项目惯性和技术迭代都会改变循环的速度与幅度。研究框架因此同时观察行业集中度和三类现金流，并把资本周期定位作为行业比较与案例筛选的依据。

仅供内部参考，请勿外传

图 3：资本周期的经济学机制



资料来源：光大证券研究所整理

三个二元方向形成八种资本周期状态。框架以营业收入份额计算的 HHI 描述行业结构，以归母净利润累计同比描述盈利方向，以资本开支 TTM 同比描述供给投入方向。HHI 上升或下降、盈利改善或走弱、资本开支扩张或收缩形成八种组合。

八种状态承担的是结构化描述功能。例如，盈利改善、资本开支收缩可能反映成熟行业的收获状态；盈利走弱、资本开支扩张可能来自逆势布局、在建项目惯性或非理性扩张。后续研究需要结合现金流、公司项目质量、需求和估值判断其投资含义。

图 4：HHI、盈利与资本开支形成的八种资本周期状态



资料来源：光大证券研究所整理

现金流生命周期与公司行为提供交叉验证。经营、投资和筹资活动现金流由累计值还原为单季度值，再观察近三个季度滚动平均的正负号。经营现金流

仅供内部参考，请勿外传

为正、投资现金流为负、筹资现金流为正通常对应成长期；经营现金流为正、投资现金流为负、筹资现金流为负常见于成熟期。现金流生命周期用于解释行业内部造血、投资和融资状态，在公司差异较大时需要避免由聚合符号替代结构分析。

公司层把个股资本开支方向与行业方向进行比较。方向一致的公司归为顺势样本，方向相反的公司归为逆势样本，历史季度不足的公司保留为观察样本。逆势标签只用于发现研究案例，项目质量、布局时点、行业出清程度和盈利兑现共同决定其投资结果。

三、从市场到公司的四层研究路径

每一层回答一个不同的研究问题。市场层比较 31 个申万一级行业，用盈利和资本开支两个方向快速筛选候选行业；行业层对重点申万二级行业计算 HHI、盈利、资本开支和现金流生命周期；公司层识别顺势、逆势与观察样本，并计算相对申万行业指数的区间超额收益；报告层统一前三层的日期、分类、样本和质量状态。后一层继承前一层的研究基准，避免模块间结论失配。

图 5：从市场到公司的四层资本周期研究框架



资料来源：光大证券研究所整理

二维扫描与三维定位承担不同任务。全市场扫描默认使用盈利和资本开支形成二维分类。对 31 个行业逐一计算 HHI 需要完整的双期公司营业收入和共同样本审计，数据量与验证成本明显更高，因此 HHI 在扫描阶段作为可选增强项。二维扫描负责寻找候选行业，三维定位负责对重点行业形成更完整的结构判断。扫描文件中的“HHI 暂缺”表示本轮没有计算该指标，不代表 HHI 为零或行业结构没有变化。

仅供内部参考，请勿外传

图 6：研究问题与底层模块的对应关系

用户研究目标	自动执行路径	主要交付
比较全市场行业	全市场资本周期扫描	行业二维分类与候选名单
判断某行业所处阶段	行业资本周期定位	HHI、盈利、资本开支与生命周期
寻找顺势或逆势公司	行业定位→公司背离	公司分组与相对行业收益
生成完整配置报告	市场扫描→行业定位→可选公司背离→报告整合	统一口径的研究报告
解释方法或已有结果	读取知识框架与历史产物	方法说明与结果解读

资料来源：光大证券研究所整理

四、可比个股总体法保证跨期结论可解释

固定报告期成分股并分指标建立平衡面板。如果每个历史时期直接使用当时可见的行业合计，上市、退市、行业调整和缺值会改变样本，行业同比同时混入经营变化与成分变化。现行方法固定报告截止日的完整行业成分股，用同一组当前公司回溯历史，回答当前行业存量公司在历史上如何演变。该方法存在幸存者偏差，复原历史时点真实市场结构需要另行构建 point-in-time 成分口径。

利润、资本开支、三类现金流和 HHI 分别建立平衡面板。某家公司缺少筹资现金流，不影响其完整利润数据进入盈利样本。每个指标同时保留可比样本总体、全口径总体和成分变化桥接，报告披露样本数量、最新期金额覆盖率及非可比成分贡献。

图 7：可比个股总体法与质量门禁



资料来源：光大证券研究所整理

覆盖率衡量可比样本的经济规模。可比样本覆盖率等于可比样本公司最新期绝对金额之和除以全口径有效公司最新期绝对金额之和。使用绝对金额可以减少盈利与亏损、现金流流入与流出相互抵消造成的失真。公司数量占比只作为辅助信息，因为少数龙头可能占据行业大部分财务规模。默认覆盖率达到 80%方可进入正式方向判断。

结论状态按依赖指标逐层汇总。PASS 表示数据结构、样本覆盖和口径一致性通过检查，可以形成正式结论；WARN 表示数据可能正确，但覆盖率、共同样本或披露进度不足，相关结果需要标记为初步判断；ERROR 对应必需

仅供内部参考，请勿外传

字段缺失、单位未统一、重复记录、成分股不完整、跨模块日期不一致等严重问题，系统停止正式报告生成。覆盖率不足通常属于 WARN，结构和口径错误才会触发 ERROR。

状态附着在具体结论上。盈利和资本开支均为 PASS 时，二维资本周期判断可以正式使用；如果 HHI 覆盖率为 WARN，三维判断随之降级，但二维结论仍然保留。报告整体状态取本次使用结论中的最高严重程度，可选指标未计算时记录为 INFO，不机械降低报告等级。

五、研究 Know-how 如何与 AI 结合

AI 确定性程序与研究员形成明确分工。资本周期研究助手把语义判断交给 AI，把可重复计算和数据验证交给确定性程序。AI 识别用户希望获得的成果、选择研究路径、解释指标之间的经济含义并组织报告；脚本处理累计值还原、TTM 计算、同比、HHI、覆盖率、成分桥接和验证摘要；研究员负责提出问题、设计框架、判断异常的经济含义，并审核最终配置观点。

这种分工降低了复杂财务计算对大模型生成稳定性的依赖，也保留了自然语言交互在研究任务识别和结果解释中的优势。研究员无需把问题拆成一串工具调用，系统也不会让语言模型自由改变指标定义和样本门槛。

研究规则被组织为可维护的知识资产。skill 主文件定义触发条件、执行顺序、询问边界和质量要求；references 保存数据时效、路由、验证严重程度和方法说明；scripts 承担日期判断、公司面板验证、可比聚合和报告生成。计算规则只在相应底层模块维护，统一入口不重复公式，减少多个入口出现版本差异的概率。

每个财报季的更新对象也由此清晰：更新完整成分股和公司面板，检查最新完整财报期，重新运行样本审计、成分桥接与 HHI 共同样本，验证统一入口能否识别旧数据。研究方法发生变化时修改底层规则，调用顺序和对话逻辑变化时修改统一入口。

可靠数据源仍需要质量门禁。接入 iFinD MCP 等权威数据源可以提高原始数据的可信度和获取效率，但无法替代研究链路验证。披露期缺失、接口分页、字段权限、单位差异、累计值与单季度值混用、当前成分与历史成分混用，都可能在原始数据正确的情况下产生不适用于当前结论的样本。数据源回答原始数据是否可信，质量门禁回答这些数据能否支持指定研究结论。

六、研究框架型 skill 与常见工具型 skill 的差异

两类 skill 沉淀的对象不同。常见工具型 skill 围绕一个明确动作组织流程，例如取数、清洗、绘图、套用模板或生成摘要，主要价值是提高单项任务的执行效率。资本周期研究助手围绕一个完整研究问题组织能力，除操作步骤外，还保存理论逻辑、指标定义、样本方法、模块依赖、质量标准和结论边界。数据和报告随季度更新，研究框架能够持续复用。

仅供内部参考，请勿外传

图 8：工具型 skill 与研究框架型 skill 的比较

比较维度	常见工具型 skill	资本周期研究助手
核心对象	单项任务或工具调用	完整研究问题
知识内容	操作步骤与参数	理论、指标、口径、流程与边界
分析结构	单环节执行	市场—行业—公司—报告递进
数据管理	获取或加工数据	时效、样本审计、桥接与交叉验证
异常处理	返回错误或重试	判断是否阻断研究结论
输出形式	文件、图表或文本	分级结论与完整证据链
迭代对象	工具接口或模板	研究框架、规则与实证结果

资料来源：光大证券研究所整理

研究框架型 skill 需要同时保存否定规则。成熟研究方法既包含如何得出结论，也包含哪些证据不足以支持结论。资本周期研究助手明确规定，逆势扩张不能直接推导投资价值，固定截止日成分口径不能复原历史时点真实市场结构，现金流生命周期不能单独形成配置判断，覆盖率不足的指标不能进入强结论。否定规则使 AI 输出受到方法边界约束。

开发过程本身构成 Know-how 沉淀。开发从真实研究流程出发，先拆分稳定重复的动作，再区分可程序化计算、可规则化判断和需要研究员保留的专业判断。四个底层模块解决计算职责，统一入口解决交互与编排，时效模块解决季度切换，验证体系阻止错误向下游传播。每次实际使用中出现的问题被进一步转化为规则，例如分页截断对应成分完整性检查，报告数字不一致对应共享数据对象，旧数据复用对应截止日识别。

七、应用示例：从一个问题到完整研究交付

用户只需要描述希望得到的研究成果。示例问题为：“请使用资本周期研究助手，分析最新一期 A 股哪些行业处于较优资本周期状态，进一步判断半导体行业所处阶段，并找出行业内逆势扩张的公司，最后生成一份完整报告。”系统将其识别为全市场比较、半导体行业定位、公司背离和报告整合四项任务，并确定完整执行路径。

响应过程由九个环节组成。第一步识别研究范围、时间要求和最终产物；第二步判断最新完整财报期并核对本地截止日；第三步建立 run_manifest，记录分类日期、财务窗口、收益窗口和输出目录；第四步获取并保存成分股、公司财务和收益数据；第五步验证字段、日期、单位、重复记录和成分完整性。

验证通过后，第六步完成 31 个申万一级行业的二维扫描；第七步对半导体行业计算 HHI、盈利、资本开支与现金流生命周期；第八步识别公司顺势、逆势与观察样本，并比较相对行业收益；第九步检查跨模块日期、共同样本、成分桥接和验证摘要，随后生成报告。任何未解决 ERROR 都会在正式报告生成前阻断流程。

交付物包括结论、证据和运行记录。最终交付除研究报告外，还包括原始响应或原始 CSV、截止日成分股母表、运行清单、验证问题清单、验证摘要、样本审计、成分变化桥接、HHI 共同样本和行业合计交叉验证记录。首页展示报告整体质量状态，具体图表标注单项状态，附录披露样本与验证细节。ERROR 只进入阻断提示和验证文件，不进入正式研究结论。

仅供内部参考，请勿外传

八、结论与适用边界

资本周期研究助手沉淀了可复用的研究能力。资本周期研究助手已经形成统一入口、四个底层研究模块、数据时效规则、可比个股总体法和质量门禁。用户提出研究问题后，系统能够选择分析路径并补齐依赖；研究员积累的指标口径、样本规则和判断边界被保存为可执行知识。skill 的主要交付因此包含报告，也包含形成报告所需的研究方法和证据链。

这一实践说明，研究框架型 skill 可以成为投研知识沉淀的一种组织形式。稳定的理论与口径进入知识规则，重复计算进入脚本，语义理解和报告组织由 AI 承担，关键判断继续由研究员审核。

方法边界决定结论使用方式。固定报告期成分口径存在幸存者偏差，季度财务数据具有披露滞后，HHI 方向依赖共同样本覆盖，公司资本开支可能受到单个大型项目影响，收益窗口变化也会改变背离分析结果。资本周期状态适合用于行业比较、重点行业筛选和公司案例发现，正式配置结论仍需结合需求、价格、估值、政策和交易条件。

九、风险提示

本文讨论资本周期研究方法与 skill 开发实践，所涉行业状态、示例和历史关系仅用于说明研究框架，不构成任何投资建议。实际运行结果仍受财务披露进度、行业分类、样本覆盖率、数据权限及模型适用边界影响

仅供内部参考，请勿外传

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，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。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海
静安区新闸路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京
西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳
福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港
中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼