下载日志已记录，仅供内部参考

华泰证券 HUATAI SECURITIES

价值策略如何改进，何时占优

华泰研究

2026 年 10 月 21 日 | 中国内地　　专题研究

孙瀚文　研究员
SAC No. S0570524040002　sunhanwen@htsc.com
SFC No. BVB302　+(86) 21 2897 2228

王伟光*　研究员
SAC No. S0570523040001　wangweiguang@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

核心观点

在中证 800 中选股构建传统价值策略，将其相对中证 800 的超额收益拆成盈利增长、折价修复、换仓轮动和分红四项，传统价值策略的超额主要来自调仓时的估值均值回归，相对稳定的股息可以进一步增厚收益；短板则有两处，一是便宜股里混有盈利恶化的价值陷阱；二是行业暴露，超额在成长牛市中成段回吐。前者用分红门槛和预期负面剔除来增强，年化超额由 1.7pp 升至 3.6pp；后者用贴现率、再通胀、成长稀缺性三个信号投票定仓位，2011 年以来，与始终持有价值策略相比，仓位择时将相对中证 800 的信息比由 0.36 升至 0.57，年化收益也由 8.7%升至 9.7%。**当前三个择时信号中两个亮灯，价值策略相对中证 800 仍有望占优。**

传统价值策略靠换仓赚钱，因价值陷阱和不利的市场环境受损

传统价值策略（中证 800 中估值最低的 30%）年化超额只有 1.7pp。拆开看，换仓轮动贡献 7.3pp，即调仓时买低卖高，赚估值均值回归的钱；股息稳定贡献 1.6pp。但是盈利增长拖累 6.3pp，估值折价也未收敛（-1.0pp），反映该策略的一个短板在于踩雷价值陷阱的风险高。另一处短板则在于行业配置极端，天然超配金融地产、低配 TMT，超额在成长牛市里成段回吐。

用分红门槛和预期负面剔除避开陷阱，超额翻倍

对传统价值策略的增强分为两步，首先要求连续 3 年现金分红，其次剔除一致预期下修最多的 1/3 标的。盈利拖累由-6.3pp 收窄至-0.5pp，超额与信息比均约翻倍。同时，持仓仍比中证 800 约 90%的股票便宜，提升来自对“价值陷阱”的规避，而非风格漂移。

再以三信号投票调节仓位，应对价值风格逆风期

降低“踩雷”风险后，超额的波动仍然比较高。价值在下行市里多数跑赢，扣除 β 后年化超额仍有 3.8pp，并不只是防御；但在成长牛市中则压力较大，2010 年以来三段跑输都出现在成长股估值翻倍的行情中，亏在估值折价和行业配置。经过复盘，价值占优的环境可归纳为四类：贴现率上行、上游再通胀、成长稀缺性下降三类可按月观测，作为择时信号，亮灯个数即票数；成长泡沫破裂无法提前判断，只在成长估值进入近五年最贵的 5%时作为左侧事件性预警，不改变仓位。价值本身跑赢中证 800，减仓有机会成本，因此，从投票到仓位的映射偏向多持有：0 票保留 1/3，1 票 2/3，2 票及以上则全部持有价值策略，减少的仓位持有基准中证 800。

择时提升信息比，贡献集中在成长风格的大级别拐点

票数越多，价值下月相对中证 800 的超额越高：0 票后年化跑输 11.6%，3 票后跑赢 16.4%。相对始终持有价值策略，择时每年贡献约 0.9pp，但主要来自 2015、2020 和 2026 三年成长牛市，去掉这三年后转负，且 2020 年后才明显起作用。换言之，择时的关键是抓住成长风格大级别的向下拐点。

当前两个信号亮灯，价值策略仍有望占优

截至 2026 年 9 月末，贴现率与再通胀信号亮灯，成长稀缺性信号未亮灯。联储 9 月加息，国内 PPI-CPI 剪刀差为 3.0pp，前两个信号短期大概率维持亮灯，价值策略仍有望相对中证 800 占优。当前价值仓位处于最高档，也意味着承担全部行业偏离：相对中证 800 低配 TMT 约 31pp、超配金融地产约 45pp，合计为 2010 年以来最高。接下来需要观察的是成长稀缺性信号，如果这一信号也亮灯，价值占优的把握和预期超额可能都会更高。

风险提示：结论基于中证 800 历史回测；择时可能失效；主动风险较高。

投票择时策略的净值表现



注：2011 年 1 月末=100；灰色为 0 票（仓位 1/3）的月份
资料来源：Haver，Wind，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

价值策略的构建：从传统到优化 3

超额拆解：换仓轮动产生收益，价值陷阱造成拖累 4

策略优化：增设分红门槛、剔除盈利预期下修，超额翻倍 5

价值策略的超额环境：什么时候价值占优 8

区间复盘：跑赢的四段中，三段处在下行市 8

跑输的三段：成长估值翻倍，价值输在折价与行业配置 9

四类超额环境：三类状态指标，一类事件预警 10

价值策略的择时：三信号投票定仓位，事件预警 12

三个信号：收益来源各有侧重，彼此几乎不相关 12

三信号投票：票数越多，下个月的超额越高 13

择时的贡献集中在成长泡沫年，可以看作一个保险 14

事件指标：成长估值走到极端时预警，不改变仓位 15

与中证红利相比：同属价值大类，但收益来源不同 15

当前状态：2 票，价值策略仍有望占优 17

信号读数：贴现率与再通胀亮灯，成长稀缺性未亮灯 17

最高档仓位下，行业偏离处于 2010 年以来最大 18

风险提示 18

下载日志已记录，仅供内部参考

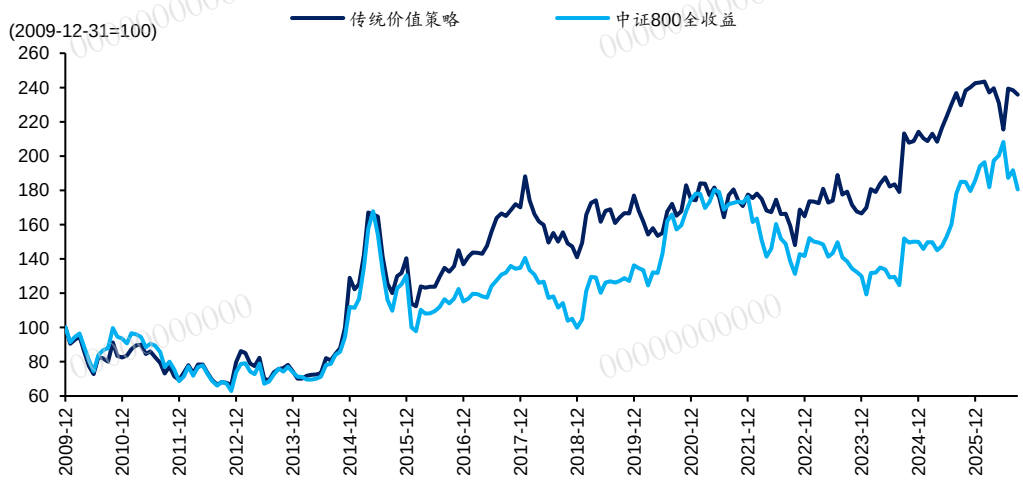
价值策略的构建：从传统到优化

价值策略的出发点，是比较股价与公司的内在价值：价格低于内在价值的股票，预期会向内在价值回归。内在价值无法直接观测，实践中只能用盈利、净资产、股息等基本面指标来近似，而任何一个指标都不完美。“便宜”可能是市场定价错了，也可能是基本面即将变差，后者就是价值陷阱。即便买对了，价格何时回归也取决于所处的市场环境和催化因素。**本篇报告中，我们将探讨用好价值策略的两个关键点：第一降低买到“价值陷阱”的概率，第二判断什么环境下值得重仓。**

首先，我们构建传统价值策略作为分析的起点。参照海外及国内指数编制公司的一般做法，我们以中证 800 成份股为母池，基于市盈率、市净率、股息率三个指标，以自由流通市值加权标准化后等权合成价值得分，取价值得分最高的 30%，按自由流通市值加权、单票权重不超过 5%，每年 6 月和 12 月第二个周五调仓，超额收益基准为中证 800 全收益。

传统价值策略长期跑赢，但跑赢的幅度不大，同时并不稳定。2009 年末至 2026 年 9 月，传统价值策略年化收益 5.3%，中证 800 全收益 3.6%，年化超额 1.7pp，信息比仅 0.16（图表 1、图表 8）。分年看，11 个年份跑赢、6 个年份跑输，但输的时候输得更多：2019—2020 年核心资产抱团，两年分别跑输 10.8pp 和 29.4pp；2025 年 AI 产业行情中又跑输 10.7pp（图表 2）。策略的波动与回撤低于基准（最大回撤-41.4% vs -48.5%），但超额本身既不高也不稳定。**由此引出两个问题：这约 1.7pp 的超额从哪里来？哪一部分可以改进？**

图表1：传统价值策略 vs 中证 800 全收益（净值）

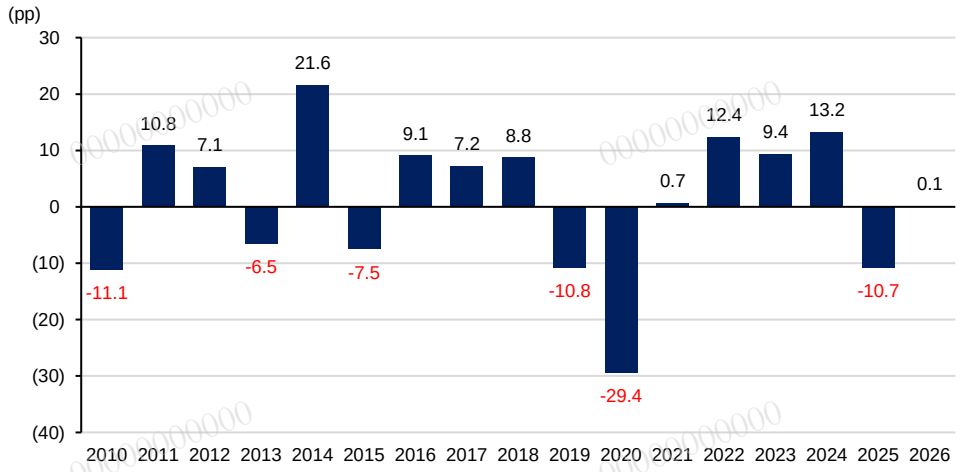


注：样本为 2009 年 12 月 31 日至 2026 年 9 月末，全收益口径，月末净值
资料来源：Haver，Wind，华泰研究

人在草木间

下载日志已记录，仅供内部参考

图表2：传统价值策略 vs 中证 800 的分年度超额



注：2026 年截至 9 月
资料来源：Haver，Wind，华泰研究

超额拆解：换仓轮动产生收益，价值陷阱造成拖累

要改进策略，先要弄清超额从哪里来。参照单只股票的收益拆解，价值策略的超额可以拆成四项。股票收益可以写成盈利增长、估值变化与分红之和，组合相对基准的超额同样如此。其中估值变化再分为两部分：一是组合整体相对基准的估值折价是否收敛，记为折价修复；二是半年调仓时卖出已不再便宜的股票、买入新变便宜的股票所带来的估值跳变，记为换仓轮动，赚的是估值均值回归的钱（图表 3）。

图表3：价值策略超额收益的四项拆解（示意）



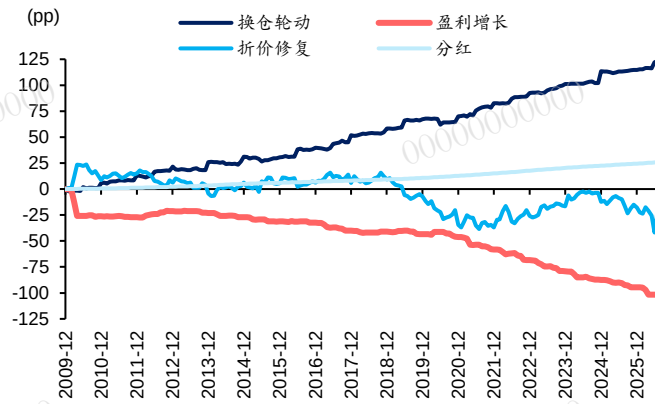
注：四项为对数贡献，加总即组合相对中证 800 全收益的超额（拆解口径）；传统价值策略的年化贡献为 2009 年末至 2026 年 9 月全样本
资料来源：Haver，Wind，华泰研究

对于上文构建的传统价值策略（中证 800 中价值得分最高的 30%，半年调仓），换仓轮动是唯一稳定的超额来源，盈利增长是持续的拖累。全样本年化，盈利增长-6.3pp、折价修复-1.0pp、换仓轮动 7.3pp、分红 1.6pp，合计 1.6pp（图表 5）。估值修复的钱主要是在换仓中赚到的，组合相对中证 800 的估值折价并没有收敛。不过基准也有“换仓”：中证 800 调整成分、成分股除息后，基准估值每年累计上跳约 2.0pp，计入换仓轮动、对冲折价修复，不影响估值端的整体贡献；剔除后，策略自身换仓约 5.3pp，折价修复约+1pp。轮动和盈利的分年贡献稳定。17 年中，换仓轮动 16 年为正（仅 2015 年小幅为负），盈利增长 16 年为负（仅 2012 年为正）（图表 4）。**换句话说，传统价值策略每年都在靠“买得便宜”赚钱，又每年都在为“买到的公司盈利变差”付出代价。**

下载日志已记录，仅供内部参考

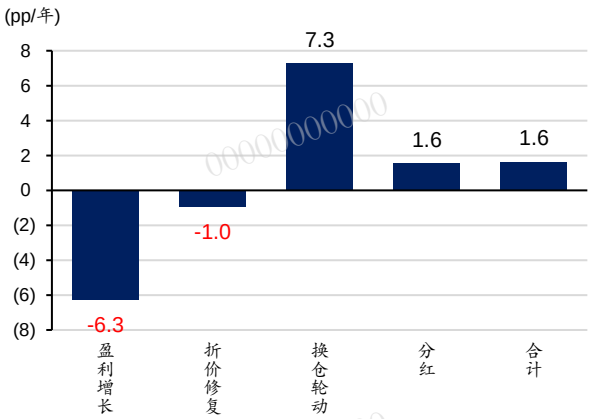
更关键的是，这两项互为镜像。当一家公司盈利下滑而股价没有同步下跌时，它的市盈率会被动抬高，下次调仓时因“变贵”被卖出，产生换仓轮动的正收益。举例来说，股价不变、利润下滑 20%，市盈率就从 8 倍被动升到 10 倍，对数口径下，盈利降 22%，估值升 22%，两者恰好抵消。因此，轮动收益里有一部分并非真正的估值修复，而是盈利恶化在估值上的镜像——对于传统价值策略，盈利与轮动合计贡献 1.0pp。从机制上看，换仓轮动是调仓环节的均值回归，小盘微盘策略的调仓收益也来自同一机制。价值策略的不同在于调仓依据是估值，分母里有盈利，盈利下滑会制造“假便宜”，这对应下一节优化的着力点。

图表4：超额四项贡献的对数累计（传统价值策略相对中证 800）



注：对数口径，各项为月度对数贡献的累计值，四项相加即超额的对数累计
资料来源：Haver，Wind，华泰研究

图表5：全样本年化拆解（传统价值策略相对中证 800）



注：对数口径（各项对数贡献按年数平均），四项相加即合计；与净值口径（图表 8）略有差异
资料来源：Haver，Wind，华泰研究

策略优化：增设分红门槛、剔除盈利预期下修，超额翻倍

拖累既然来自盈利恶化，优化就从盈利质量入手。我们在传统价值的基础上先后加了两道筛选：先看公司是否持续分红，再看盈利预期是否在被下修。两步都只做减法，不改变价值得分，也不补入新的股票。

其一，分红是对盈利质量的检验，便宜而不产生现金的公司盈利质量差，便宜的吸引力有限。我们剔除过去 3 个财年未连续现金分红，或股利支付率（3 年平均与最近 1 年）<0 或>1 的公司。增设上述门槛的增益不大，但稳定。整体超额由 1.7pp 升至 2.2pp，净值信息比由 0.16 升至 0.21；17 个年份中 13 年有增益。但增益并非来自多拿分红（分红项仅增加不到 0.1pp），而是来自盈利增长（拖累收窄 0.8pp），换仓轮动基本不变，折价修复反而下降 0.4pp（图表 6），加入这一门槛改善的是组合的盈利质量。

其二，便宜本身不是问题，便宜且盈利预期还在被下修，可能构成价值陷阱，剔除这类标的后，盈利拖累基本消除，超额进一步提升至 3.6pp。分析师下修盈利预期，往往是基本面恶化的信号。我们在通过分红门槛的股票中，计算每只股票当年每股收益一致预期在三个月内的变化，剔除下修最多的 1/3。剔除后，盈利增长的拖累由-5.4pp 收窄至-0.5pp。需要注意的是，如前所述，盈利的贡献改善的同时，轮动的收益也会减少（由 7.3pp 降至 3.8pp），两者相抵，四项合计由 2.2pp 升至 3.3pp（图表 6）。被剔除的这 1/3 确实更像陷阱：随后半年平均跑输保留的 2/3 约 2.5pp，32 个完整持有期中 21 次跑输（图表 7）。**例外集中在急涨行情，此时盈利预期往往让位于风险偏好：**2015 年上半年牛市和 2024 年 9 月下旬急涨所在的两个持有期，被剔除组分别跑赢保留组 25.6pp 和 11.4pp。

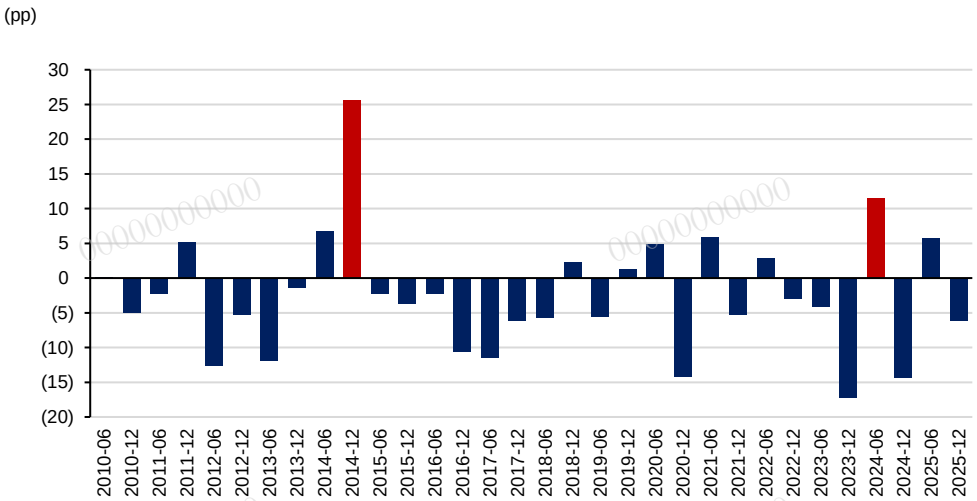
下载日志已记录，仅供内部参考

图表6：传统价值、分红门槛后、优化后价值策略的超额四项拆解（年化，pp）

组合	盈利增长	折价修复	换仓轮动	分红	合计
传统价值策略	-6.3	-1.0	7.3	1.6	1.6
分红门槛后	-5.4	-1.4	7.3	1.7	2.2
优化后价值策略	-0.5	-1.6	3.8	1.7	3.3

注：拆解口径，各项为年化对数贡献，四项相加即合计（个别相差 0.1pp 系四舍五入）；与净值口径（图表 8）略有差异
资料来源：Haver，Wind，华泰研究

图表7：负面剔除：被剔除组相对保留组的随后半年收益差



注：每次调仓时，在通过分红门槛的股票中被剔除的 1/3 与保留的 2/3（均按调仓日自由流通市值加权、持有至下次调仓）的收益差；横轴为调仓日；32 个完整持有期中 21 个为负，均值-2.5pp
资料来源：Haver，Wind，华泰研究

优化后的策略仍是深度价值。优化后的价值策略年化收益 7.2%、超额 3.6pp、信息比 0.31，超额和信息比分别约为传统价值的 2.1 倍和 1.9 倍。最大回撤与传统价值相当（-40.9%），跟踪误差小幅升至 11.4%（图表 8）。两道筛选的目的在于增强对价值陷阱的规避，没有改变策略的价值属性。2010 年以来，优化前后的持仓都比中证 800 中约九成的股票更便宜；变化在盈利预期上，传统价值持仓的预期修正与中证 800 整体相当，优化后则好于近七成的股票。

图表8：传统价值、分红门槛后、优化后价值策略与中证 800 的业绩对比

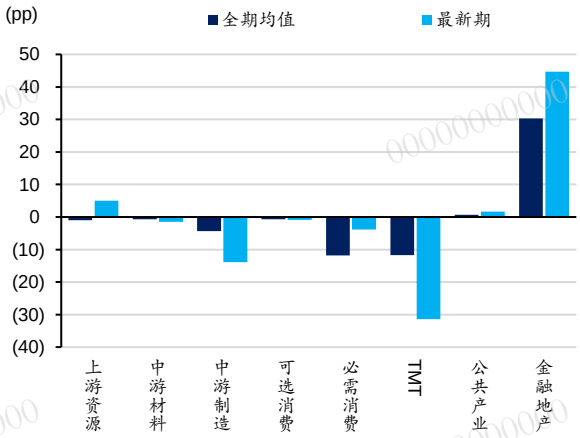
组合	年化%	波动%	夏普	最大回撤%	超额%	跟踪误差%	信息比	超额回撤%
传统价值策略	5.3	20.2	0.26	-41.4	1.7	10.2	0.16	-34.5
分红门槛后	5.9	20.2	0.29	-40.8	2.2	10.7	0.21	-33.8
优化后价值策略	7.2	20.0	0.36	-40.9	3.6	11.4	0.31	-34.9
中证 800 全收益	3.6	21.5	0.17	-48.5				

注：2009 年末至 2026 年 9 月，全收益口径；超额为两条净值年化收益之差，跟踪误差按日度主动收益计算，信息比=超额/跟踪误差，夏普比率未扣除无风险利率；超额回撤为组合/基准净值的最大回撤
资料来源：Haver，Wind，华泰研究

超额一半来自行业配置，一半来自行业内选股。策略长期超配金融地产（全期平均 30.3pp，最新一期 44.7pp），低配必需消费和 TMT，上游资源基本标配（-1.0pp）（图表 9）。按 Brinson 归因把超额拆成两层，行业配置是按策略的行业权重持有中证 800 成份股带来的超额（选对行业），行业内选股是同一行业里持仓股相对行业整体的超额（押对个股）。2010 年起，行业配置贡献 1.7pp，信息比 0.18，却承担了约 78%的主动风险，行业内选股贡献 1.8pp，信息比 0.57，只占约 22%（图表 10）。换言之，行业内选股是常年存在、相对稳定的超额；**行业配置贡献了相近的收益，但波动大、方向与市场环境有关，这也正是接下来的择时部分需要重点解决的问题。**

下载日志已记录，仅供内部参考

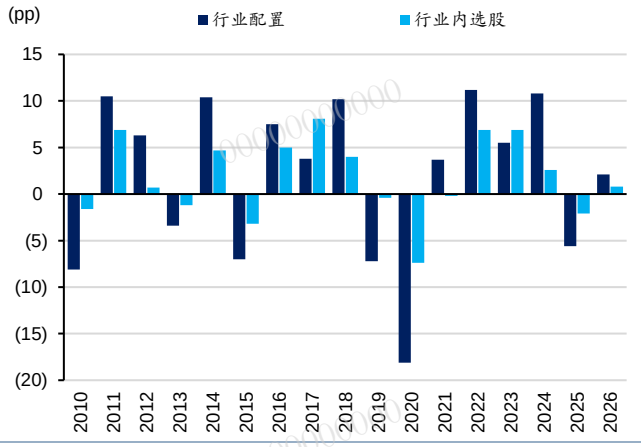
图表9：优化后价值策略的板块主动权重（相对中证 800）



注：金融地产=银行、非银金融、房地产；TMT=电子、计算机、通信、传媒；最新期=2026 年 6 月调仓

资料来源：Haver，Wind，华泰研究

图表10：分年超额：行业配置 vs 行业内选股



注：2010 年起；2026 年截至 9 月

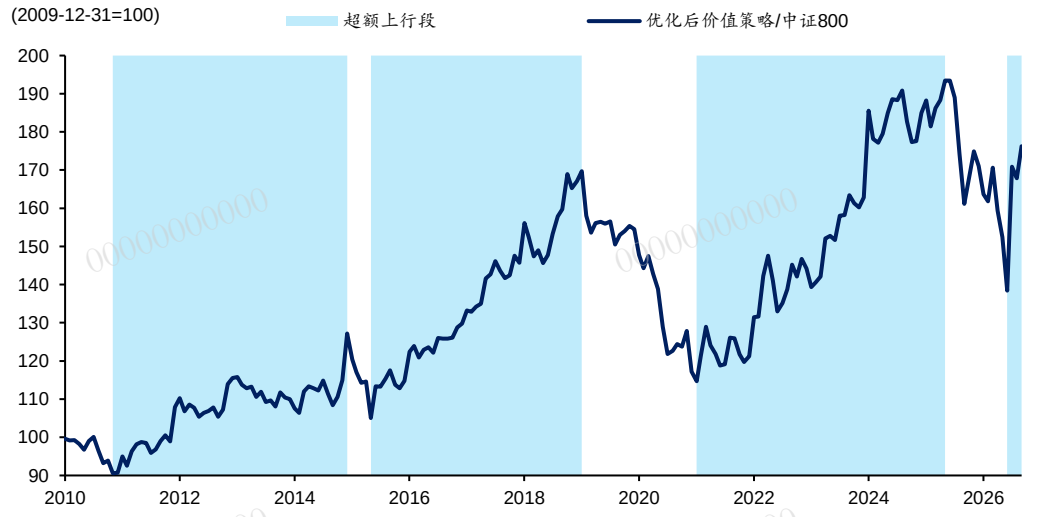
资料来源：Haver，Wind，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

价值策略的超额环境：什么时候价值占优

第一部分的两道筛选修复了盈利端，但优化后价值策略的超额依旧不平稳，波动主要来自行业配置，超配金融地产、低配 TMT 这组行业偏离，顺风时贡献超额，逆风时集中亏损。价值的超额收益环境是择时的基础。基于优化后价值策略的超额净值，2010 年 11 月以来，共有 4 个超额上行段和 3 个超额下行段（图表 11）。

图表11：优化后价值策略相对中证 800 的超额净值与风格周期



注：超额净值=优化后价值策略净值/中证 800 全收益净值，月末
资料来源：Haver，Wind，华泰研究

区间复盘：跑赢的四段中，三段处在下行市

价值的超额上行段的底色是市场下跌。4 个超额上行段年化超额约 13.7%；3 个超额下行段年化超额约-23.1%（超额=策略净值/中证 800 净值-1，下同），跑赢的阶段相对平缓而持续，跑输的阶段则是短促而集中。4 个超额上行段中有 3 段中证 800 在下跌。2015 年 5 月至 2019 年 1 月、2021 年 1 月至 2025 年 5 月、2026 年 6 月以来，中证 800 分别下跌 37.6%、17.2%和 13.3%，策略同期的超额分别为 61.6%、68.7%和 27.3%。其中 2026 年 7 月单月超额 23.5%，是 2010 年以来最高的一个月：AI 相关的电子、通信板块单月下跌 30%以上，银行、煤炭和石油石化则逆势上涨 10%以上。3 个超额下行段则全部对应中证 800 大涨，涨幅分别为 49.8%、70.2%和 41.1%（图表 12）。例外是 2010 年 11 月至 2014 年 12 月，中证 800 上涨 18.5%，但涨幅集中在 2014 年四季度降息后的蓝筹行情；此前的 2010 年 11 月至 2014 年 9 月，中证 800 下跌 11.2%，策略的超额为 19.7%。

图表12：风格周期各段的中证 800 涨跌、超额与四项拆解（%）

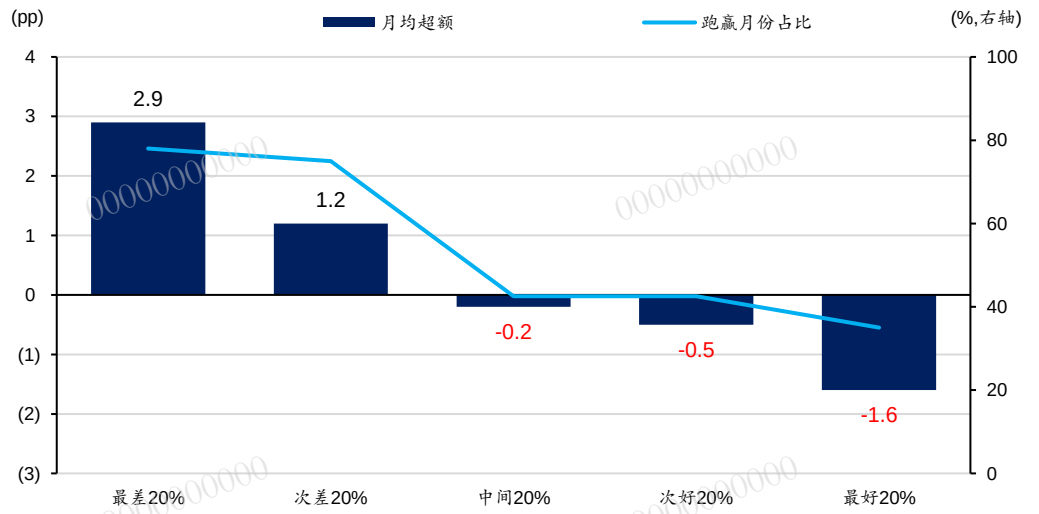
区间	市场背景	中证 800%	超额%	盈利增长	折价修复	换仓轮动	分红	拆解合计
2010-11~2014-12	紧缩后的下行市与降息行情	18.5	40.4	21.8	-9.4	21.3	6.4	40.1
2014-12~2015-05	杠杆牛市	49.8	-17.4	-1.4	-11.6	-2.7	0.5	-15.3
2015-05~2019-01	股市回调、供给侧改革与加息	-37.6	61.6	0.5	26.7	24.1	5.9	57.1
2019-01~2021-01	核心资产抱团	70.2	-32.4	3.2	-32.6	-5.5	3.0	-32.0
2021-01~2025-05	抱团瓦解与全球加息	-17.2	68.7	10.5	25.4	15.7	13.7	65.3
2025-05~2026-06	AI 产业趋势行情	41.1	-28.5	-5.4	-29.9	5.3	2.0	-28.0
2026-06~2026-09	AI 回撤与上游再通胀	-13.3	27.3	-1.6	28.7	-0.7	0.7	27.0

注：中证 800 为全收益口径；超额=段内策略净值/中证 800 净值-1；四项为段内各项对数贡献按占比分摊段内拆解超额，相加即拆解合计；拆解合计与超额的差异主要来自拆解的基准是按自由流通市值加权的中证 800 成份组合，其次是拆解只覆盖期初期末均有 TTM 盈利数据的标的
资料来源：Haver，Wind，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

逐月看也是如此，市场跌得越多，价值超额越高。2010 年以来，中证 800 下跌的月份中，策略有 74%的月份跑赢，月均超额 1.8pp；上涨的月份中只有 37%跑赢，月均超额-1.0pp。按中证 800 月收益分成五组，跌幅最大的一组（月均-7.8%）策略月均跑赢 2.9pp，涨幅最大的一组（月均 9.4%）月均跑输 1.6pp（图表 13）。下行市里的相对收益，一部分来自低 β：策略相对中证 800 的 β 约 0.77，跌时少跌、涨时也少涨。但扣除 β 和无风险利率的影响后，策略的年化超额约 3.8pp，高于同口径下（月度算术平均）约 3.1pp 的原始超额，价值的超额不只是低 β 的副产品。

图表13：按中证 800 月收益分组：优化后价值策略的月均超额与跑赢月份占比



注：2010 年以来，按中证 800 当月收益从低到高五等分，各组中证 800 月均收益分别为-7.8%、-2.2%、0.4%、2.9%、9.4%；超额=(1+策略月收益)/(1+中证 800 月收益)-1
资料来源：Haver，Wind，华泰研究

跑输的三段：成长估值翻倍，价值输在折价与行业配置

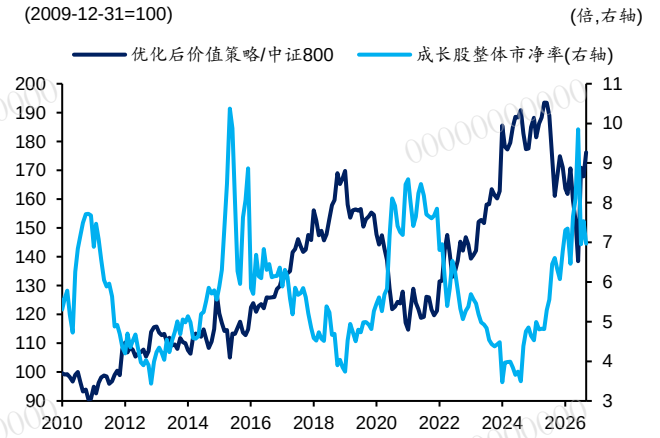
三个超额下行段都输在估值端，盈利都不是主要拖累。按第一部分的四项拆解，三个超额下行段的折价修复分别为-11.6pp、-32.6pp 和-29.9pp，都是四项中最大的拖累，同期盈利增长分别为-1.4pp、3.2pp 和-5.4pp（图表 12）。幅度最大的两段超额上行段则主要靠折价修复与换仓轮动，2015 年 5 月至 2019 年 1 月两项分别贡献 26.7pp 和 24.1pp，2021 年 1 月至 2025 年 5 月分别为 25.4pp 和 15.7pp。**择时要判断的主要是估值折价的方向。**

三个超额下行段都是成长牛市，成长股的估值翻了一倍左右。2014 年 12 月至 2015 年 5 月的杠杆牛、2019 年 1 月至 2021 年 1 月的核心资产抱团、2025 年 5 月至 2026 年 6 月的 AI 产业趋势行情中，成长股的整体市净率均明显扩张，价值的估值折价随之走阔。2010 年以来，超额净值与成长股市净率的月度变化相关系数为-0.70（图表 14）。2013 年至 2014 年 9 月的移动互联网行情是个例外：领涨的主要是小盘成长股，中证 800 本身就大幅跑输中证全指，策略相对中证 800 只小幅落后（超额-6.2%），并不是典型的超额下行段。

超额下行段的亏损主要来自行业配置。按第一部分的两层拆解，三个超额下行段中行业配置的超额分别为-13.4%、-25.3%和-23.9%，行业内选股分别为-4.7%、-9.5%和-6.0%（图表 15）。策略长期超配金融地产、低配 TMT，成长风格占优时，行业层面明显跑输，同一行业内的便宜股票也会跑输，但幅度小得多。超额上行段两层都有贡献，行业配置仍是大头。行业配置什么时候顺风、什么时候逆风，取决于宏观与市场环境，因此是可以择时的对象。

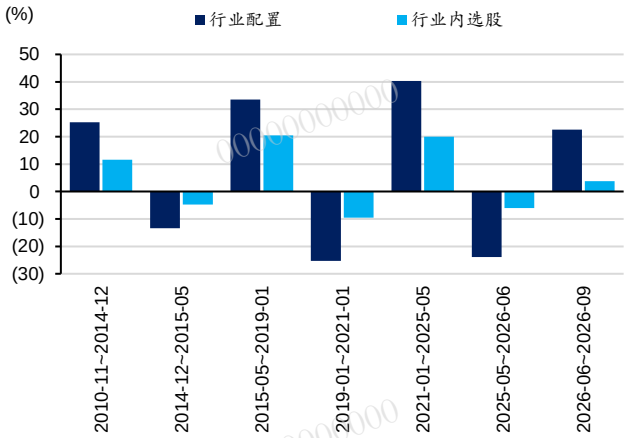
下载日志已记录，仅供内部参考

图表14：优化后价值策略的超额净值与成长股整体市净率



注：成长股=中证全指中价值得分最低的 30%（半年调仓），整体市净率=合计总市值/合计净资产（剔除净资产为负），月末
资料来源：Haver，Wind，华泰研究

图表15：风格周期各段的超额拆分：行业配置 vs 行业内选股



注：行业配置=中证 800 各行业成份按 800 权重、按本策略的行业权重持有，相对中证 800 成份复制组合；行业内选股=本策略相对该配置组合（含交互项）；两者均为段内净值比，(1+行业配置)×(1+行业内选股)−1 即本策略相对复制组合的超额，与图表 12 的超额相差不到 1 个百分点
资料来源：Haver，Wind，华泰研究

四类超额环境：三类状态指标，一类事件预警

价值占优的环境可以归纳为四类。前三类是可观测的状态：贴现率上行、上游再通胀、成长稀缺性下降。第四类是只能预警的事件：成长股估值被推到极端后回落。

超额上行段中，三类状态通常有一到两类同时成立，超额下行段则明显更少。价值跑赢的阶段，往往伴随美联储加息或美债利率走高、上游涨价、成长股增速优势收窄中的一到两项；跑输的阶段则正好相反：利率下行或停在高位，上游没有涨价，成长股的增速优势还在扩大，2014 年 12 月至 2015 年 5 月的杠杆牛中三类环境一个都没有出现（图表 16）。

图表16：风格周期各段三类宏观与预期环境的成立月份占比（%）

区间	超额%	贴现率上行	上游再通胀	成长稀缺性下降	平均成立数	成长股市净率（倍）
2010-11~2014-12	40.4	31.9	21.3	59.6	1.1	7.7→5.6
2014-12~2015-05	-17.4	0.0	0.0	0.0	0.0	5.6→10.4
2015-05~2019-01	61.6	100.0	56.8	52.3	2.1	10.4→3.7
2019-01~2021-01	-32.4	29.2	0.0	20.8	0.5	3.7→8.6
2021-01~2025-05	68.7	69.2	36.5	40.4	1.5	8.6→4.8
2025-05~2026-06	-28.5	30.8	7.7	7.7	0.5	4.8→9.9
2026-06~2026-09	27.3	100.0	100.0	0.0	2.0	9.9→7.0

注：成立月份占比=段内该环境成立的月份数占比；平均成立数=段内平均同时成立的环境个数；成长股市净率（倍）为段初→段末
资料来源：Haver，Wind，华泰研究

其一，贴现率上行。价值股的现金流离当下更近，久期更短；贴现率上行时，远期现金流占比高的成长股估值受损更多，价值的折价随之修复。幅度最大的两段超额上行段都处在全球紧缩周期：2015 年 12 月美联储开启加息，2015 年 5 月至 2019 年 1 月贴现率上行全程成立；2021 年 1 月至 2025 年 5 月，美债 10 年期实际利率上行约 3.1 个百分点。相反，2019 年 1 月至 2021 年 1 月实际利率下行约 1.8 个百分点、降至-1.0%，成长股估值随之大幅扩张。2025 年 5 月至 2026 年 6 月，实际利率停在 1.7%~2.2%的高位、不再上行，贴现率环境只在约三成月份成立，成长股的定价更多由 AI 产业趋势主导。

其二，上游再通胀。PPI 同比高于 CPI 同比时，利润从下游和成长行业流向上游。策略并不超配上游资源，受益主要来自另一端：这类环境中低配的 TMT 往往承压，第三部分给出板块层面的证据。2015 年 5 月至 2019 年 1 月，供给侧改革推动 PPI 转正，再通胀在 57%的月份成立；2026 年 6 月以来，PPI-CPI 升至 3.0pp，再通胀全程成立。三个超额下行段中，再通胀成立的月份占比分别只有 0%、0%和 8%。

下载日志已记录，仅供内部参考

其三，成长稀缺性下降。成长股的溢价来自盈利增速的稀缺；价值股与全市场的预期增速差收窄时，这份溢价会收敛。第一个超额上行段的宏观状态最弱，贴现率上行和再通胀分别只在约三成和两成的月份成立，成长稀缺性下降却在约六成月份成立。这一段也是四个超额上行段中唯一由盈利主导的一段：盈利增长贡献 21.8pp，其中 2012 年一年就有 15.0pp。三个超额下行段中，这一状态成立的月份同样不超过约两成。

其四，成长泡沫破裂。这是事件而不是状态：三个超额下行段结束时，成长股市净率都处在近五年最贵的 3%以内，随后的超额上行段都从这里开始（图表 14）。泡沫何时破裂无法提前判断，只能事后确认，但估值进入极端区间本身可以观测，适合作为预警。

幅度最大的两段超额上行段，都是多类环境叠加。2015 年 5 月至 2019 年 1 月，下行市中成长泡沫破裂，随后供给侧改革与美联储加息接踵而至，四类环境先后到齐，超额 61.6%；2021 年 1 月至 2025 年 5 月，核心资产抱团瓦解后叠加全球加息，超额 68.7%。四类环境之外也有难以刻画的行情，例如 2014 年四季度降息后的蓝筹行情，一个季度的超额就有 17.3%。前三类状态可以按月观测，构成第三部分择时框架的三个信号；第四类只能在成长估值进入极端区间时预警，作为三个信号之外的事件指标。

下载日志已记录，仅供内部参考

价值策略的择时：三信号投票定仓位，事件预警

第二部分归纳的前三类环境可以按月观测，据此得到择时信号。下文先给出三个信号的定义，检验它们是否分别对应第二部分提出的作用机制；再按同时亮灯的信号个数（票数）决定价值策略的仓位，其余仓位持有中证 800，即回到基准、不做反向押注；成长泡沫破裂只能在估值极端时预警，单列为事件指标；最后与中证红利比较。评价分两层：一是信号能否识别价值占优的环境，看价值相对中证 800 的超额收益；二是择时能否增厚收益，以始终满仓的价值策略（下称满仓价值策略）为基准，因为 2011 年以来价值策略本身就年化跑赢中证 800 全收益 4.2pp，减仓有机会成本，只有在价值跑输的阶段减仓，择时才有贡献。受一致预期数据可得性的限制，择时回测从 2011 年 2 月开始；信号月末观测，次月首个交易日收盘调仓。下文择时回测与中证红利比较均取这一区间，与第一部分全样本的数字略有差异（如满仓价值策略信息比 0.36，全样本 0.31）。

三个信号：收益来源各有侧重，彼此几乎不相关

三个信号基于月末数据，次月生效。贴现率信号在联储处于加息周期，或美债 10 年期实际利率高于一年前时亮灯；再通胀信号在 PPI 同比高于 CPI 同比时亮灯；成长稀缺性信号看全市场价值股（中证全指中价值得分最高的 30%）与中证全指的一致预期两年复合增速差，较一年前收窄时亮灯。这里用全市场价值股而不用策略持仓，是为了避免与负面剔除重复使用同一份一致预期数据。三个信号的作用机制不同，两两相关系数的绝对值都不超过 0.11。

三个信号赚的钱各有侧重，与第二部分的机制假设一一对应。与未亮灯的月份相比，贴现率信号亮灯后，价值多出来的超额几乎都在折价修复上，盈利和轮动差别不大；再通胀信号多在换仓轮动和折价修复上（两项各约 0.6pp），盈利端反而偏弱（上游涨价传导到价值持仓的盈利需要时间），PPI-CPI 为正时，策略低配的 TMT 板块下个月相对中证 800 平均跑输约 0.4pp，比 PPI-CPI 为负时低约 1.3pp；成长稀缺性信号是唯一多在盈利增长上的信号（图表 17）。

图表17：三个择时信号的亮灯时间占比与超额拆解差（亮灯月−未亮灯月，pp/月）

信号	对应环境	亮灯时间%	盈利增长	折价修复	换仓轮动	合计
贴现率信号	贴现率上行	58.2	-0.2	0.7	0.2	0.8
再通胀信号	上游再通胀	31.2	-0.1	0.6	0.6	1.1
成长稀缺性信号	成长稀缺性下降	41.3	0.4	0.2	0.2	0.6

注：亮灯时间占比与拆解差均为 2011 年 2 月至 2026 年 9 月（与投票回测同一样本）；拆解差=信号亮灯后一个月与未亮灯后一个月的超额四项均值之差，拆解口径同第一部分；合计含未列出的分红项，个别相差 0.1~0.2pp 系四舍五入

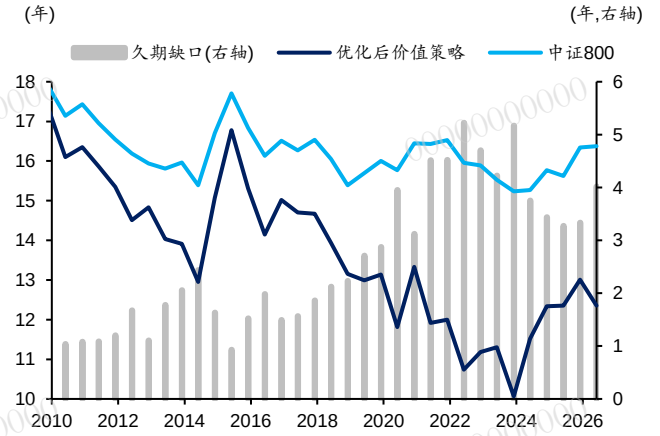
资料来源：Haver，Wind，华泰研究

贴现率渠道落在估值端，也有久期上的佐证。按隐含股权久期（未来现金流的加权平均期限）估算，策略持仓平均比中证 800 短约 2.6 年，2020 年以前缺口平均约 1.7 年，2020 年以来扩大到 4.1 年左右（图表 18）。2015 年中缺口一度收窄到 1 年以内，是因为牛市顶部价值持仓的市净率由约 1.5 倍升至 2.4 倍，久期随之拉长。而估值折价对实际利率的实际敏感度相当于约 5.0 年，市场给成长股定价时用的久期比其现金流结构更长。久期缺口扩大，意味着价值与成长对利率的敏感度差异变大，贴现率信号近年的作用可能更强。

单个信号单独择时并不划算，投票策略效果更好。单独使用时，三个信号累计择时贡献的最大回撤在-26%~-29%之间，信息比在-0.07~0.06 之间；三个信号投票后，最大回撤收窄至-13%，相对满仓价值策略的信息比升至 0.22（图表 19）。单看三个信号，贴现率信号单独择时的累计贡献最高，成长稀缺性信号最低（年化约-0.7pp）：它约六成时间未亮灯，这些阶段价值多数仍跑赢中证 800，减仓反而吃亏。单个信号的主要问题是误判风险更大。2025 年 7 月至 9 月，贴现率信号亮灯，但对应的持有期（2025 年 8 月初至 11 月初）正值 AI 产业趋势行情，创业板指相对中证 800 上涨 18.5%，策略这三个月的超额为-10.9%；这段时间成长稀缺性信号没有亮灯，采用投票机制，能够通过仓位调整，减少误判造成的超额收益损失。

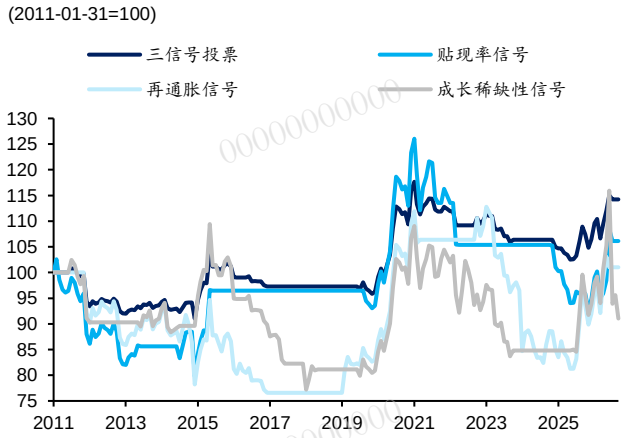
下载日志已记录，仅供内部参考

图表18： 隐含股权久期：优化后价值策略 vs 中证 800



注：半年调仓日；假设 ROE 与增长率逐年向全市场均值回归，推算可分配现金流的加权平均期限；久期缺口=中证 800-优化后价值策略
资料来源：Haver，Wind，华泰研究

图表19： 单个信号与三信号投票的累计择时贡献（相对满仓价值策略）

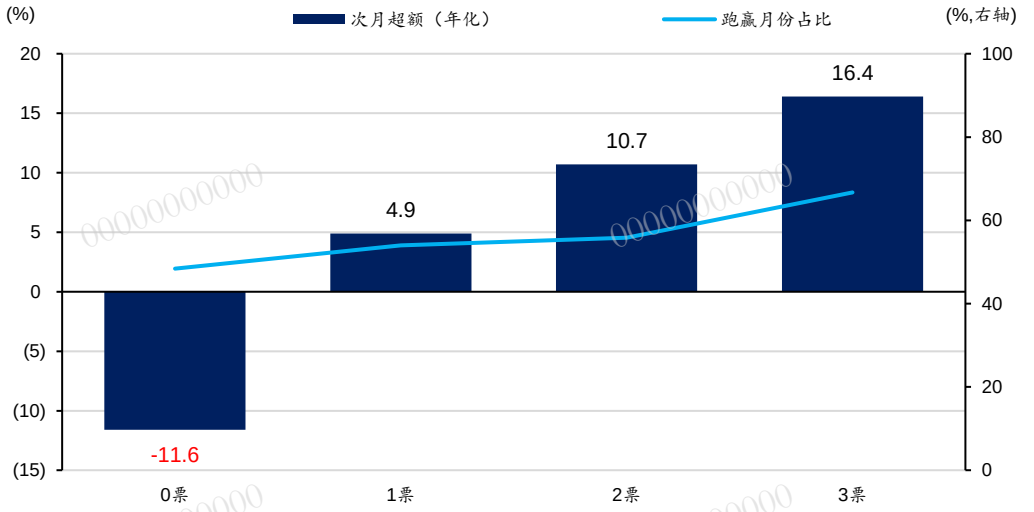


注：单个信号=亮灯持有价值策略，未亮灯持有中证 800；三信号投票=按票数分档；均为相对始终满仓价值策略的净值比，2011 年 2 月至 2026 年 9 月，月末观测信号、次月首个交易日收盘调仓，未扣交易成本
资料来源：Haver，Wind，华泰研究

三信号投票：票数越多，下个月的超额越高

0 票之后，价值策略下个月年化跑输 11.6%；3 票之后年化跑赢 16.4%。把三个信号的亮灯个数相加作为票数。我们的仓位映射规则如下：0 票持有 1/3 的价值策略，1 票持有 2/3，2 票及以上满仓，其余持有中证 800。上述次月超额均相对中证 800。2011 年以来，0 票共 31 个月，3 票共 18 个月，3 票时三分之二的月份跑赢；1 票和 2 票居中（图表 20）。

图表20： 按票数分组：价值策略的次月超额与跑赢月份占比

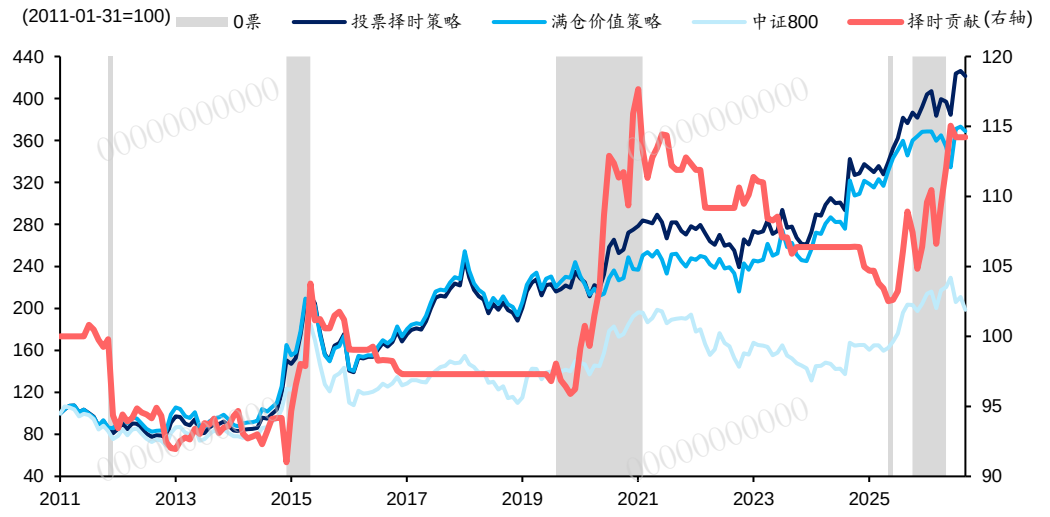


注：2011 年 2 月至 2026 年 9 月；票数=三个信号中亮灯的个数（月末观测、次月首个交易日收盘调仓，次月超额按实际持有期计算），0~3 票分别有 31、87、52、18 个月；仓位：0 票 1/3、1 票 2/3、2 票及以上满仓，其余持有中证 800 全收益
资料来源：Haver，Wind，华泰研究

叠加择时后，相对中证 800 的信息比由 0.36 升至 0.57（扣除交易成本后 0.53），最大超额回撤由-34.9%收窄至-24.8%，年化收益由 8.7%升至 9.7%。2011 年 2 月至 2026 年 9 月，投票择时策略年化收益 9.7%，夏普比率 0.50；始终满仓价值策略年化 8.7%，中证 800 全收益 4.5%（图表 21）。择时每年贡献约 0.9pp，平均仓位约 74%，扣除双边交易成本后约 0.6pp。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表21：投票择时策略、满仓价值策略与中证 800 的净值及择时贡献



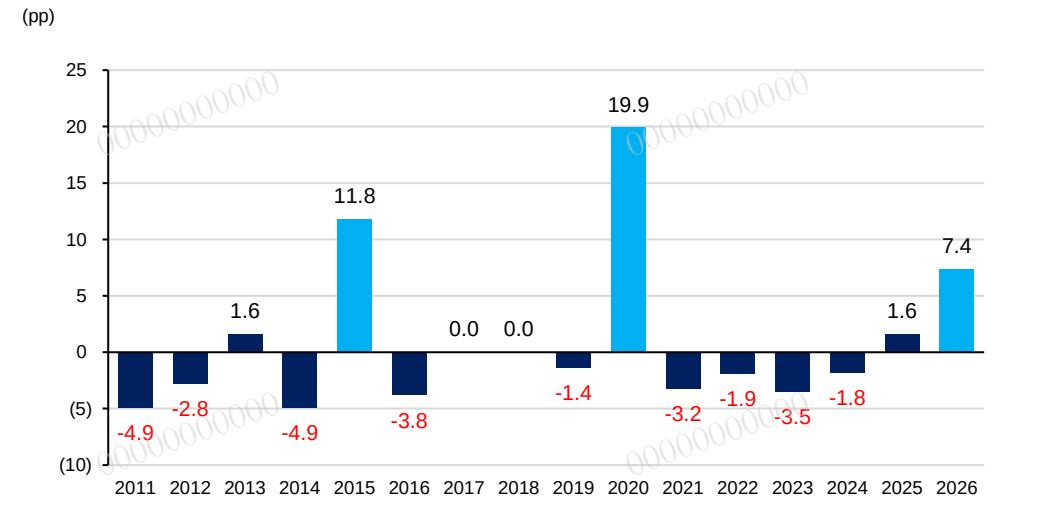
注：2011 年 2 月至 2026 年 9 月，全收益口径；月末观测信号、次月首个交易日收盘调仓；未扣交易成本；择时贡献曲线=投票择时策略净值/满仓价值策略净值；灰色为 0 票、仓位降至 1/3 的月份

资料来源：Haver，Wind，华泰研究

择时的贡献集中在成长泡沫年，可以看作一个保险

择时只在三年里真正起作用：2015 年、2020 年和 2026 年分别贡献 11.8pp、19.9pp 和 7.4pp。其余 13 年中有 9 年小幅亏损，最多的 2011 年和 2014 年均为-4.9pp，这两年价值本身都明显跑赢中证 800，减仓反而吃亏；2017 年和 2018 年票数均在 2 票及以上、几乎全程满仓，择时贡献约为零（图表 22）。三个大年分别对应第二部分价值跑输的三段成长牛市：杠杆牛、核心资产抱团和 AI 产业趋势行情。

图表22：投票择时策略的分年择时贡献（相对满仓价值策略）



注：择时贡献=投票择时策略当年收益−满仓价值策略当年收益；亮蓝为贡献最大的三年；2011 年自 2 月起，2026 年截至 9 月

资料来源：Haver，Wind，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

择时在 2020 年后才明显起作用：2011—2019 年择时贡献小幅为负（每年约-0.5pp），2020 年以来每年约 2.8pp。原因主要有三点（图表 23）。其一，价值与成长的分化变大，可以躲开的回撤更深、持续更久：2020 年以来价值超额的波动明显放大，核心资产抱团和 AI 行情分别持续约 24 个月和 13 个月，月频信号有足够时间反应，而 2015 年的杠杆牛只有 5 个月。其二，信号更准：2011—2014 年价值的超额主要来自盈利增长（见第二部分），而贴现率、再通胀两个信号主要走估值渠道，那几年票数偏少、仓位偏低，价值却在跑赢，减仓反而吃亏；2020 年以来全球利率波动加大，估值折价对美债实际利率的敏感度明显上升，票数对下个月超额的区分度扩大到原来的约 6 倍。其三，市场方向的作用变大：价值策略相对中证 800 的 β 由 0.89 降至 0.43，成长行情往往伴随市场上涨，减仓换入 β 更高的中证 800，等于在上涨前提高了 β，择时收益中约四成可以归于这一“市场方向×低 β”的效应。

图表23：2020 年前后的择时效果与价值超额特征

指标	2011 年 2 月—2019 年 12 月	2020 年 1 月—2026 年 9 月
择时贡献（pp/年）	-0.5	2.8
价值超额的年化波动（%）	10.3	17.1
价值超额的最大回撤（%）	-17.4	-28.4
0~1 票时价值下个月的平均超额（%/月）	0.4	-0.3
2~3 票与 0~1 票的次月超额之差（pp/月）	0.3	1.9
估值折价对美债实际利率的敏感度（年）	3.8	6.7
价值策略相对中证 800 的 β	0.89	0.43

注：择时贡献为期间内投票择时策略与满仓价值策略年化收益之差；超额相对中证 800 全收益，月度口径；敏感度为估值折价月度变化对美债 10 年期实际利率月度变化的回归系数；β 为价值策略月收益对中证 800 月收益的回归系数
资料来源：Haver，Wind，华泰研究

事件指标：成长估值走到极端时预警，不改变仓位

成长股估值进入近五年最贵的 5%后，价值在随后的预警窗口里 5 次均跑赢中证 800，平均超额 4.9%。三个信号之外，第二部分的第四类环境单列为事件指标，沿用成长股整体市净率，用账面价值而不用盈利，是因为成长股整体有近三成的时间处于亏损，盈利口径的估值会失真。估值处在过去五年最贵的 5%即触发，进入 3 个月的预警窗口，窗口内再次触发则顺延（图表 24）。其中 3 次只是小幅跑赢：2015 年 4 月、2020 年 12 月和 2021 年 5 月触发后，成长行情仍延续了一段时间。阈值取 1%~10%时，触发后三个月价值的平均超额为 3%~8%，越极端越强。不过只有 5 个观察窗口，样本太少；**泡沫何时破裂也无法提前判断，触发后成长股可能继续上涨。因此事件指标只作预警，提示价值的赔率在上升，仓位仍以三信号投票为准。**

图表24：事件指标：成长股估值进入极端区间后优化后价值策略的表现

触发日	窗口止	交易日数	相对中证 800（%）	中证 800 涨跌（%）
2015-04-01	2015-11-02	143	0.9	-12.0
2015-11-09	2016-03-17	87	7.8	-20.2
2020-12-14	2021-05-20	103	0.1	5.2
2021-05-25	2021-10-27	103	0.9	-3.4
2026-05-11	2026-09-30	100	15.1	-11.9

注：成长股整体市净率进入过去五年最贵的 5%即触发，收益自触发日收盘起算，观察 3 个月，窗口重叠时合并；正文的阈值敏感性按每次触发后固定 3 个月计算、不合并窗口；相对中证 800=窗口内优化后价值策略/中证 800 全收益-1；最后一个窗口截至 2026 年 9 月末，尚未结束
资料来源：Haver，Wind，华泰研究

与中证红利相比：同属价值大类，但收益来源不同

叠加择时后，2011 年以来策略年化跑赢中证红利全收益约 1.5pp，16 年中 12 年占优。投票择时策略年化收益 9.7%、夏普比率 0.50，中证红利全收益分别为 8.2%和 0.40；满仓价值策略为 8.7%，只比中证红利高约 0.6pp，领先主要来自择时（图表 25）。扣除双方的交易成本后，投票择时策略与中证红利分别为 9.1%和 8.0%。二者的月收益相关系数为 0.92，同属价值大类，不宜视为互相分散风险的两类资产。

下载日志已记录，仅供内部参考

但两者赚钱的收益来源不同。按第一部分的四项拆解，2011 年 2 月以来本策略相对中证 800 的年化超额略高于中证红利（拆解口径，中证红利 3.0pp，本策略 3.8pp），中证红利主要靠换仓轮动（11.9pp）和更高的股息（2.4pp），同时每年承受约 10.3pp 的盈利拖累，与第一部分传统价值策略“换仓赚、盈利亏”的镜像特征一致；本策略剔除了盈利预期下修的股票，盈利端反而贡献 1.4pp（图表 26）。行业上，本策略金融地产的平均权重约 57%，中证红利约 28%，后者在上游资源、中游材料、公用事业与交通运输上的权重更高。这也体现在分年表现上，中证红利占优的年份集中在 2021—2023 年的高股息行情和 2015 年的杠杆牛，投票择时策略则在 2014、2017、2024、2025 年领先超过 10pp。

图表25：投票择时策略、满仓价值策略与中证红利、中证 800 的业绩对比

组合	年化%	波动%	夏普	最大回撤%
投票择时策略	9.7	19.5	0.50	-42.8
满仓价值策略	8.7	19.7	0.44	-40.9
中证红利全收益	8.2	20.2	0.40	-45.7
中证 800 全收益	4.5	21.2	0.21	-48.5

注：2011 年 2 月至 2026 年 9 月（取 2011 年 2 月以来主要受一致预期数据可得性约束），全收益口径，未扣交易成本；中证红利全收益为 H00922.CSI

资料来源：Haver，Wind，华泰研究

图表26：优化后价值策略与中证红利的超额四项拆解（相对中证 800，年化，pp）

组合	盈利增长	折价修复	换仓轮动	分红	合计
优化后价值策略	1.4	-1.7	2.4	1.8	3.8
中证红利（成分复制）	-10.3	-0.9	11.9	2.4	3.0

注：2011 年 2 月至 2026 年 9 月（与图表 25 同一样本），拆解口径同第一部分，四项相加即合计（个别相差 0.1~0.2pp 系四舍五入）；中证红利按半年成分权重复制，与 H00922.CSI 的跟踪误差 1.0%

资料来源：Haver，Wind，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

当前状态：2 票，价值策略仍有望占优

截至 2026 年 9 月末，贴现率信号和再通胀信号亮灯，成长稀缺性信号未亮灯，票数为 2，10 月价值仓位处于最高档，价值策略仍有望相对中证 800 占优。2011 年以来票数为 2 的 52 个月里，价值策略下个月相对中证 800 年化跑赢 10.7%，56%的月份跑赢。事件指标在 2026 年 5~7 月触发，目前仍处于 3 个月的预警窗口内；成长股市净率已从近五年的最高位回落至 7.0 倍，不再处于极端区间（图表 27）。把时间拉长看，2 票及以上的阶段，价值策略相对中证 800 多在走强；0 票的阶段多在走弱（图表 28）。

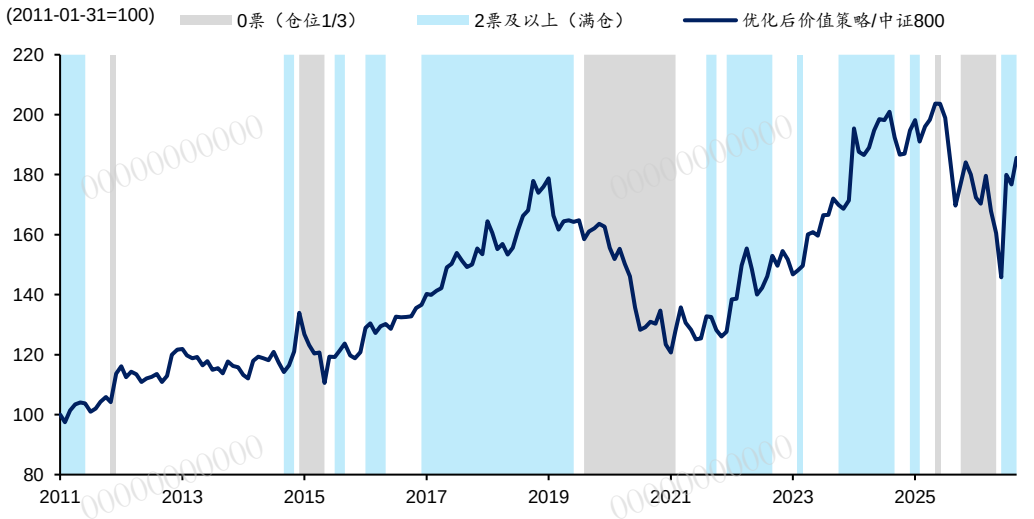
图表27：三个信号与事件指标的当前读数（2026 年 9 月末）

指标	当前读数	一年前	亮灯条件	状态
贴现率信号	实际利率 2.91%，9 月加息	1.80%	加息周期或实际利率同比上升	亮灯
再通胀信号	PPI-CPI 为 3.0pp	-2.5pp	PPI 同比高于 CPI 同比	亮灯
成长稀缺性信号	增速差-14.7pp	-9.8pp	增速差较一年前收窄	未亮灯
事件指标	成长股市净率 7.0 倍，近五年最贵的 23%		近五年最贵的 5%	预警窗口内

注：实际利率=美债 10 年期实际利率；增速差=全市场价值股与中证全指的一致预期两年复合增速差；PPI-CPI 按发布时滞后 1 个月使用

资料来源：Haver，Wind，华泰研究

图表28：票数与优化后价值策略相对中证 800 的表现



注：色块按持有月的票数（上月末观测、当月首个交易日收盘调仓）；白色为 1 票（仓位 2/3）；相对净值=优化后价值策略/中证 800 全收益，月末

资料来源：Haver，Wind，华泰研究

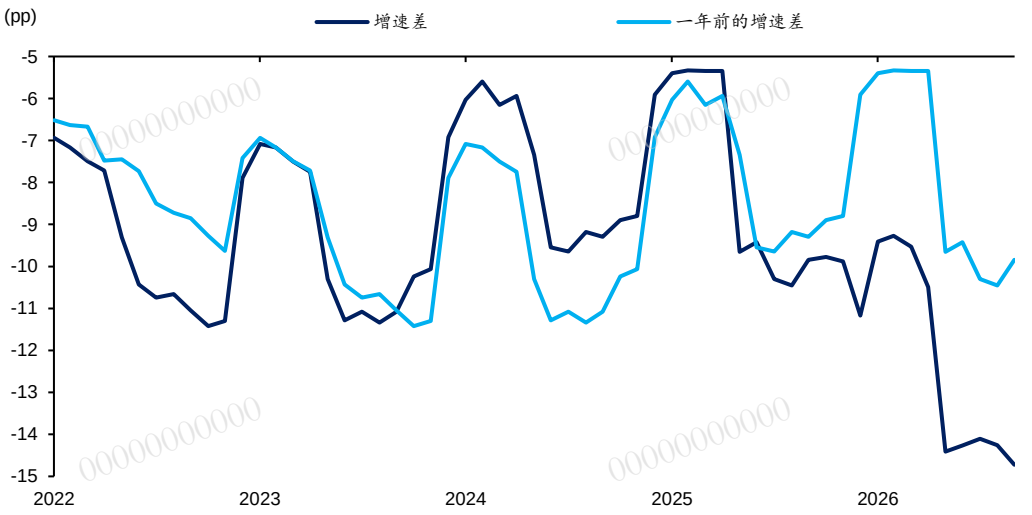
信号读数：贴现率与再通胀亮灯，成长稀缺性未亮灯

已亮灯的两个信号短期内大概率不会出现大的变化。联储 9 月重新加息，只要不转向降息，贴现率信号就会保持亮灯，美债 10 年期实际利率也比一年前高约 1.1 个百分点；PPI-CPI 在 4 月转正，8 月为 3.0pp，离转负还有较大距离。任一信号灭灯，价值仓位即由满仓降至 2/3；两个信号同时灭灯，需要联储转向降息、实际利率回落到一年前以下，且 PPI-CPI 转负，短期出现的概率偏低。

成长稀缺性信号是下一个观察点。2026 年 5 月年报披露后一致预期切换基期，价值股与中证全指的预期增速差从-10.5pp 跳到-14.4pp，此后一直在-14pp 附近（图表 29）。5 月切换基期是每年的固定动作，2011—2025 年平均使增速差下移 1.9pp，今年下移 3.9pp、约为两倍，因为中证全指预期增速偏高：4 月时三年复合预期约 20%，2025 年实际仅增约 4%。2027 年 4 月以前，增速差要回到一年前的-9pp~-11pp 以上才会亮灯；2027 年 5 月以后，比较的基数换成跳变后的-14pp 附近，门槛降低；但当期增速差届时也会再切一次基期，若再次明显下移，信号仍难转亮。历史上 3 票的 18 个月，价值策略下个月相对中证 800 年化跑赢 16.4%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表29：成长稀缺性信号：预期增速差与一年前的水平



注：增速差=全市场价值股（中证全指中价值得分最高的 30%）与中证全指的一致预期两年复合增速之差；增速差高于一年前的水平时信号亮灯
资料来源：Haver，Wind，华泰研究

最高档仓位下，行业偏离处于 2010 年以来最大

最高档仓位意味着承担较高的主动风险。近 36 个月策略相对中证 800 的跟踪误差（月度收益口径）为 19.9%，β 降至 0.29；其中 2026 年 7 月单月的大幅跑赢影响较大，剔除该月后跟踪误差约 15.7%、β 约 0.43，仍高于全样本的 13.2%。主动风险主要来自行业配置。策略 6 月调仓时的持仓低配 TMT 板块 31.4pp，为 2010 年以来各次调仓中最大；超配金融地产 44.7pp，仅略低于 2020 年 6 月的 44.8pp，两项合计则是 2010 年以来最大。择时不改变这组偏离的方向，只决定承担的幅度：信号转弱时降低价值仓位、向中证 800 靠拢，偏离随之缩小；当前 2 票、价值仓位处于最高档，意味着模型判断环境有利，主动承担了全部偏离。一旦成长行情再起，相对中证 800 的回撤也会相应放大。

风险提示

1）历史回测不代表未来：结论基于中证 800 样本空间、2009 年 12 月至 2026 年 9 月的数据，择时回测始于 2011 年 2 月；事件指标只有 5 个观察窗口，统计意义有限。

2）择时可能阶段性失效：择时收益主要来自 2015、2020 和 2026 年，去掉最好的三年，择时贡献为每年-2.0pp；择时幅度还取决于仓位映射等规则设计，且约四成来自“市场方向×低β”。若未来不再出现同类成长泡沫，择时可能长期为负贡献。

3）主动风险与口径依赖：除特别注明外，回测未扣除交易成本；母池、价值得分、分红门槛与负面剔除规则、调仓频率的改变都可能实质影响结论，一致预期、分红与宏观数据也存在修订或调整的可能。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

分析师声明

本人，孙瀚文、王伟光，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格) 。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及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，华泰证券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。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。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

下载日志已记录，仅供内部参考

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师孙瀚文、王伟光本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

下载日志已记录，仅供内部参考

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司
滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183
https://www.htsc.com.sg

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司