

极致分化行情后的策略选择

——权益策略专题兼 7 月市场展望

投资要点：

证券分析师

孙苏雨
SAC: S1350526010003
sunsuyu@huayuanstock.com
冯逸华
SAC: S1350526060006
fengyihua@huayuanstock.com

联系人

- **6 月市场科技与非科技的结构分化极致演绎。**6 月 A 股主要指数全线收红但呈现“K 型”分化。科创 50 单月大涨 26.07%领跑、创业板指上涨 7.55%，上证指数走势震荡，最终仅录得 0.63%涨幅。市场资金向高景气科技赛道集中，全月全市场日均成交额约 3.13 万亿元，TMT 板块占比 45.4%，“一九分化”特点显著。
- **与当前类似的两段“K 型”分化行情。**当前“一九行情”特点体现在指数与市场宽度的背离。从指标上我们看到的是，万得全 A 指数整体处于上行趋势中，但 250 日内新高个股比例显著低于新低个股比例，这种现象更常见于指数下跌阶段。另一指标是站上 250 日均线的个股占比，当前已降至历史较低的水平。从过往几轮牛市来看，指数走势与市场宽度通常呈现同向的趋势，背离的情形并不常见，可以找到的类比区间是 2017 年 10 月至 11 月，以及 2021 年 1 月。两段区间行情中，新高与新低个股的数量差距拉大，站上 250 日均线以上的个股数量比例均降至 20%-30%区间，当前这一指标正落至这一区间。

极致分化后指数进入高位震荡，向上向下突破震荡箱体均有可能。以上两段可比区间行情的共性是，随着个股分化，市场的波动率显著提高，指数运行于高位震荡区间，时间持续约 1-2 个月，且波动范围均突破了箱体区间。回撤幅度上，2017 年 11 月 22 日-12 月 7 日，上证指数、创业板指最大回撤幅度为 5.45%、6.60%，2021 年 2 月 18 日-3 月 9 日，上证指数、创业板指从高点向下最大回撤为 10.81%、24.96%。

极致分化后的收敛路径。以申万二级行业滚动 120 日涨跌幅标准差来观测板块间的分化程度，2017 年 9 月、2021 年 2 月该指标均来到历史偏高经验值，两段行情分别演绎了不同的收敛路径：2017 年的板块分化以整体市场下跌来实现收敛，一级行业呈现“跌多涨少”的局面，2021 年则是呈现“分化-收敛-再分化”的行情特点，以“高切低”的方式实现结构的再平衡，待风格收敛后，2021 年 4 月至 9 月二级行业涨跌标准差再次波动上行至高位。两段行情的差异在于主线盈利优势是否被打破，以及是否有持续的增量资金入市。

- **波动中寻求结构的均衡。**考虑到 7 月进入多重事件验证窗口（油价回落后的美国通胀数据披露、美欧日央行议息会议、A 股财报预告&美国科技巨头业绩披露等），我们认为市场可能借预期扰动在高波动中寻求结构的均衡，后续市场结构或沿着以下路径实现收敛：一是 AI 产业链仍作为绝对的高景气方向，短期可能进一步聚焦上游材料设备等景气度加速上行领域；二是科技行情向“泛成长”领域扩散，关注有产业催化的机器人、商业航天等；三是蓝筹成长风格的再平衡，关注盈利能力较强、估值定价滞后的创新药、非银、有色金属等。

后续关注：1) 7 月 14 日美国 6 月 CPI 数据；2) 7 月 23 日、29 日、31 日欧美日央行议息会议；3) A 股半年报业绩预告与 7 月下旬美股科技巨头的财报业绩指引。

- **风险提示：**国内政策不及预期，地缘政治反复超预期，美国经济超预期衰退。

内容目录

1. 与当前类似的两段“K型”分化行情	4
2. 结构再平衡，聚焦中报景气上修方向	9
3. A股市场状态一览	10
4. 风险提示	12

图表目录

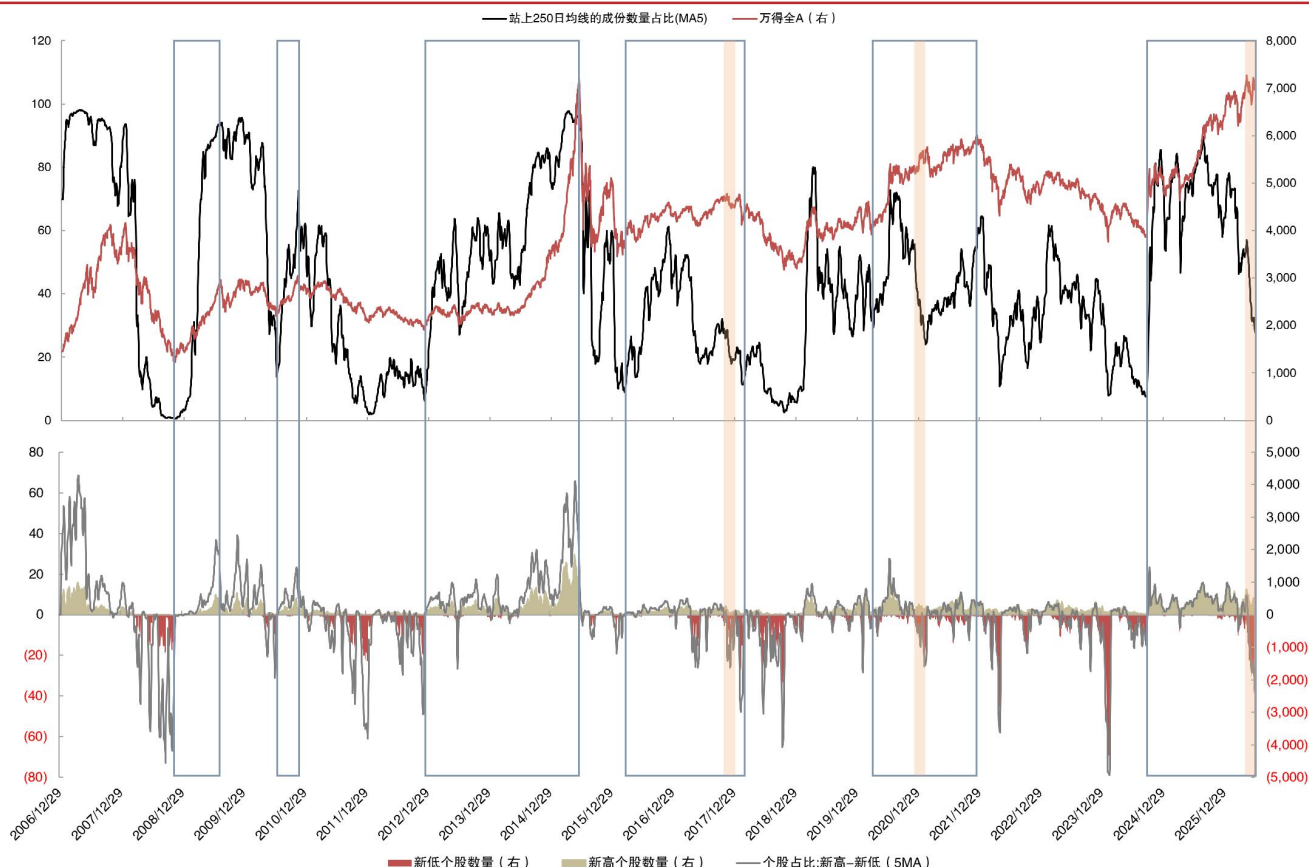
图表 1: 几轮牛市行情中, 250 日内新高-新低的个股比例差、站上 250 日均线的个股占比通常与指数趋势呈现同向的走势 (单位-占比: %; 单位-个股数量: 家)	4
图表 2: 2017 年 10-11 月上证指数与创业板指高位震荡	5
图表 3: 2021 年 1-2 月上证指数与创业板指高位震荡	5
图表 4: 二级行业滚动 120 日涨跌幅标准差	6
图表 5: 2017 年 10 月后 A 股一级行业呈现“跌多涨少”的局面 (一级行业涨跌幅, %)	6
图表 6: 2021 年 1-3 月市场以“高切低”的方式实现结构的再平衡 (一级行业涨跌幅, %)	7
图表 7: 2017 三季度后, 制造业 PMI、工业企业利润等宏观指标回落 (%)	8
图表 8: 2017Q3 起周期类资产相对全 A 的盈利优势收敛 (归母净利润增速, %)	8
图表 9: 2021 年成长类资产相对全 A 有显著的盈利优势 (归母净利润增速, %)	8
图表 10: 2018 年、2021 年融资资金一出一进 (亿元)	8
图表 11: 2018 年资管产品规模下降 3.21 万亿元	8
图表 12: 2018 年银行理财产品大幅收缩 7.5 万亿元	8
图表 13: 2021 年新发基金规模达到 15882 亿份	9
图表 14: 2021 年北向资金净流入约 4322 亿元	9
图表 15: 7 月 3 日 A 股 ERP 为 2.47%, 处于-1 倍标准差附近 (250 日滚动, %) ...	10
图表 16: 情绪指标处于 0.2-0.5 较低区间波动	10
图表 17: 一级行业轮动速度处于较高水平	11
图表 18: 5 月中旬后 A 股换手率有所下行 (%)	11
图表 19: 一级行业换手率与成交额比重	11
图表 20: 一级行业估值 (PE-TTM)	12

2026 年 6 月 A 股主要指数全线收红但呈现显著的“K 型”分化。科创 50 单月大涨 26.07% 领跑、创业板指上涨 7.55%，上证指数走势震荡，最终仅录得 0.63% 涨幅。市场资金向高景气科技赛道集中，全月全市场日均成交额约 3.13 万亿元，TMT 板块占比 45.4%，呈现显著的“一九分化”行情。

1. 与当前类似的两段“K 型”分化行情

当前“一九行情”特点体现在指数与市场宽度的背离。当前“一九行情”特点体现在指数与市场宽度的背离。从指标上我们看到的是，万得全 A 指数整体处于上行趋势中，但 250 日内新高个股比例显著低于新低个股比例，这种现象更常见于指数下跌阶段。另一指标是站上 250 日均线的个股占比，当前已降至历史较低的水平。从过往几轮牛市来看，以上两个指标与指数趋势通常呈现同向的走势，背离的情形并不常见，可以找到的类比区间是 2017 年 10 月至 11 月，以及 2021 年 1 月。两段区间行情中，新高与新低个股的数量差距拉大，站上 250 日均线以上的个股数量比例均降至 20%-30% 区间，当前这一指标正落至这一区间。

图表 1：几轮牛市行情中，250 日内新高-新低的个股比例差、站上 250 日均线的个股占比通常与指数趋势呈现同向的走势（单位-占比：%；单位-个股数量：家）



资料来源：Wind，iFind，华源证券研究所

极致分化后指数进入高位震荡，向上向下突破震荡箱体均有可能。以上两段可比区间行情的共性是，随着个股分化，市场的波动率显著提高，指数运行于高位震荡区间，时间持续约 1-2 个月，且波动范围均突破了箱体区间。从回撤幅度来看，2017 年 11 月 22 日至 12 月 7 日，上证指数、创业板指最大回撤幅度为 5.45%、6.60%，2021 年 2 月 18 日-3 月 9 日，上证指数和创业板指从高点向下最大回撤为 10.81%、24.96%。

图表 2：2017 年 10-11 月上证指数与创业板指高位震荡



资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 3：2021 年 1-2 月上证指数与创业板指高位震荡



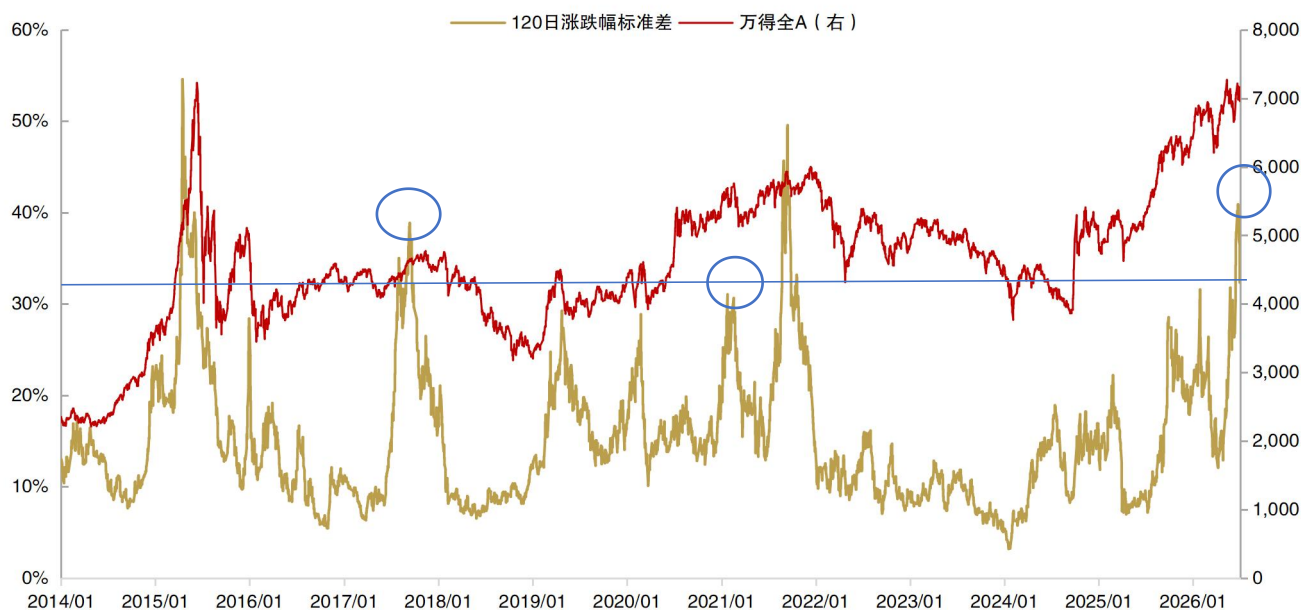
资料来源：Wind、华源证券研究所

极致分化后的收敛路径与市场风格。以申万二级行业滚动 120 日涨跌幅标准差来观测板块间的分化程度，2017 年 9 月、2021 年 2 月该指标均来到历史偏高经验值，两段行情分别演绎了不同的收敛路径：

1) 2017 年的板块分化以整体市场下跌来实现收敛：2017 年煤炭、钢铁、有色金属等周期类资产在供给侧改革加速推进下走出持续行情，并外溢至食品饮料、家电等后周期板块，2017 年 9 月二级行业涨跌幅标准差高达 39%。10 月后市场波动率加大，在前期强势品种重心下移的同时，相对低位的板块表现欠佳，行业呈现“跌多涨少”的局面，2018 年 1 月 24 日指数在尝试突破前高后开启为期 1 年的调整。

2) 2021 年则是呈现“分化-收敛-再分化”的行情特点：2020 年下半年以电力设备、军工、食品饮料为主的“核心资产”大幅拉升后，2021 年 1 月二级行业涨跌标准差达到 31%的阶段高点，而后市场以“高切低”的方式实现结构的再平衡，2021 年 1-3 月石油、煤炭、钢铁、公用事业等低位板块先后表现，在指数负收益、剧烈震荡的行情中仍有较大比例的一级行业录得正收益。待风格收敛后，2021 年 4 月至 9 月二级行业涨跌标准差再次波动上行，以电力设备、国防军工为代表的高端制造板块再次引领市场。

图表 4：二级行业滚动 120 日涨跌幅标准差



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 5：2017 年 10 月后 A 股一级行业呈现“跌多涨少”的局面（一级行业涨跌幅，%）

日期	2017年6-9月	2017年10月	2017年11月	2017年12月	2018年1月	2018年2月	2018年3月	2018年4月	2018年5月	2018年6月	2018年7月	2018年8月	2018年9月
全A涨跌幅	11.15	1.11	-2.95	-0.27	1.80	-4.85	-0.10	-3.72	-0.06	-8.33	0.30	-6.36	1.35
上涨行业占比	87%	55%	23%	39%	55%	10%	45%	3%	42%	0%	45%	3%	58%
电力设备	38.58	-5.61	-5.55	1.65	-1.30	-2.80	-1.85	-5.54	-3.18	-10.32	-0.90	-10.49	0.15
社会服务	24.38	-7.23	2.62	-1.54	7.55	-6.67	-10.51	-4.60	-3.51	-3.01	-3.81	-3.00	3.95
食品饮料	22.72	-4.06	9.69	-7.70	6.62	1.65	-12.99	-0.08	-7.41	-2.53	9.65	-6.87	0.02
国防军工	19.95	9.84	-3.31	10.08	5.52	-6.89	-5.43	-1.35	17.19	-6.77	-2.00	-10.84	8.38
汽车	16.36	6.41	-6.06	-0.65	-7.84	3.32	1.01	-7.91	-2.88	-8.17	-0.51	-7.74	-6.79
有色金属	16.30	-2.88	-2.85	-1.64	-7.24	-0.86	3.81	-4.71	-4.55	-16.09	0.91	0.28	-2.95
家用电器	13.65	-2.03	-3.28	0.10	0.56	-3.17	-0.89	-3.48	1.39	-8.00	2.14	-6.73	-0.85
基础化工	12.81	2.99	2.19	-4.04	5.61	-9.87	-3.65	-3.86	-2.11	-7.80	2.47	-2.88	5.08
石油石化	11.25	-0.73	-6.69	0.76	-3.46	-3.33	-1.04	-6.48	2.65	-7.31	-4.05	-8.38	3.01
煤炭	11.18	-4.85	-3.43	-2.74	-3.65	1.14	14.25	-1.01	-6.46	-8.29	-1.46	-3.12	-2.77
机械设备	11.08	-0.73	-5.39	-0.27	-5.09	-3.77	4.28	-4.68	-5.88	-12.08	-1.37	-8.66	2.52
非银金融	10.67	10.44	-2.41	3.93	10.34	-6.78	-4.30	-5.60	4.85	-3.97	-7.00	-12.15	0.99
钢铁	10.54	-3.31	-8.17	-2.78	-4.19	-6.40	-0.86	-7.29	-4.82	-12.27	1.90	-8.07	-2.26
建筑材料	9.97	0.15	0.45	-2.95	3.79	-5.93	1.09	-5.61	-4.19	-8.84	8.84	-6.79	-3.12
轻工制造	9.66	-5.06	-3.82	-1.79	-4.53	-4.07	6.77	-2.58	-10.60	-8.23	4.68	-6.04	3.52
银行	9.05	-1.37	-6.46	-2.14	0.61	-3.37	-0.10	-6.12	2.22	-12.52	-2.17	-8.88	-2.03
交通运输	8.69	2.65	-5.44	1.29	6.23	-0.86	0.99	-4.11	14.86	-6.98	1.14	-10.46	2.65
电子	6.36	2.12	-9.08	0.62	1.55	-5.85	2.38	-4.49	5.99	-15.68	-1.35	-6.83	0.33
医药生物	5.64	0.89	2.56	-1.51	12.74	-7.57	-6.03	-1.43	-3.03	-7.46	4.17	-0.98	5.62
公用事业	5.41	0.11	-5.17	-0.87	-3.80	-4.56	1.22	-3.83	-4.32	-9.94	-0.27	-7.88	0.40
综合	4.67	4.16	-4.18	0.82	0.11	-7.27	-0.27	-3.27	5.99	-13.34	0.68	-8.78	2.72
美容护理	4.49	0.66	0.02	-0.24	13.62	-11.43	-1.81	-5.76	-5.12	-8.16	-2.24	-4.96	-0.17
农林牧渔	4.35	4.25	-4.59	0.71	1.99	-3.57	-3.61	-1.97	1.05	-10.32	-1.81	-7.37	2.16
建筑装饰	4.26	5.21	-4.22	2.76	-1.31	-3.31	11.04	0.11	6.61	-8.82	-6.10	-8.07	-0.91
纺织服装	3.83	1.03	-5.79	-3.16	1.39	-6.83	-1.52	-4.48	-4.65	-8.75	4.80	-6.16	0.56
房地产	3.50	5.33	-8.09	-0.10	-5.15	-2.49	12.01	-1.41	8.07	-12.44	0.70	-11.93	-3.57
环保	1.05	-1.75	0.85	2.52	7.70	-8.00	-1.16	-2.44	3.87	-8.32	4.12	-1.00	6.10
传媒	-0.84	-2.41	-6.10	-1.26	-1.18	-2.09	1.48	-7.30	-3.30	-10.47	-2.68	-10.67	-1.43
计算机	-1.14	-0.80	-7.72	-0.92	0.41	-4.35	-0.10	-3.97	4.28	-11.62	-3.40	-10.87	-1.42
商贸零售	-1.85	1.20	-6.96	0.36	-7.48	-4.72	1.58	-4.66	-4.93	-9.68	-1.41	-13.10	-1.51
通信	-2.20	0.42	-4.77	-0.75	-3.75	-4.20	0.80	-4.62	-0.48	-9.92	2.64	-8.40	1.91

资料来源：wind，华源证券研究所

图表 6：2021 年 1-3 月市场以“高切低”的方式实现结构的再平衡（一级行业涨跌幅，%）

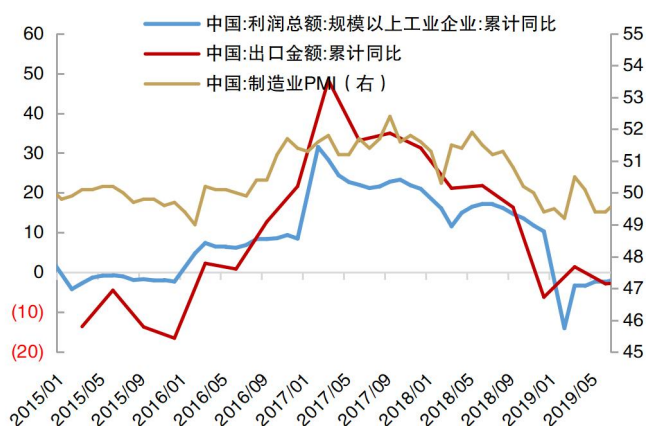
日期	2020年7-12月	2021年1月	2021年2月	2021年3月	2021年4月	2021年5月	2021年6月	2021年7月	2021年8月	2021年9月	2021年10月	2021年11月	2021年12月
全A涨跌幅	27.33	-0.10	-0.01	-3.14	2.21	5.14	1.42	-3.10	3.22	-1.03	0.34	3.14	1.04
上涨行业占比	74%	52%	71%	39%	55%	90%	45%	35%	71%	42%	39%	65%	84%
电力设备	63.48	5.75	-6.03	-4.65	6.87	7.70	13.55	10.72	5.37	-3.01	11.70	3.35	-8.58
社会服务	53.29	1.19	6.86	1.75	1.32	3.35	-8.67	-19.74	0.91	7.33	3.28	-16.62	13.92
食品饮料	50.04	1.43	-5.05	-4.35	5.98	9.22	-5.66	-19.21	-4.28	12.49	1.78	1.50	3.97
国防军工	49.35	-10.20	-1.57	-8.65	-4.08	13.07	1.06	3.34	16.40	-10.27	4.06	12.98	-1.01
汽车	45.49	2.54	-5.16	-5.91	3.22	5.70	9.07	-0.44	7.79	-8.89	9.90	5.22	-4.80
有色金属	40.16	3.91	6.68	-10.21	9.01	8.42	-4.39	27.40	18.00	-18.11	-0.62	8.84	-6.22
家用电器	33.25	-3.10	-1.53	-3.30	-0.75	-1.39	-6.53	-9.19	-0.04	-1.01	-0.68	0.11	6.68
基础化工	31.25	6.65	4.29	-6.49	3.65	6.93	5.37	5.13	12.46	-3.83	-0.37	-0.35	0.06
石油石化	29.94	10.20	8.01	-9.13	-0.08	1.35	3.92	1.55	8.50	5.34	-9.15	-4.38	4.77
煤炭	26.55	-6.42	4.43	6.51	5.93	3.88	2.53	1.66	27.57	4.88	-15.29	-4.18	7.67
机械设备	24.77	1.38	1.45	-2.53	-1.38	2.41	2.32	2.09	9.09	-6.57	-1.36	7.51	0.44
非银金融	20.16	-7.00	0.61	-6.48	-3.50	6.89	-5.51	-10.58	4.28	1.01	-2.23	-0.44	5.45
钢铁	16.62	0.10	8.36	6.63	8.85	-0.88	-0.93	17.59	17.56	-13.40	-11.68	0.98	1.57
建筑材料	15.42	1.22	3.66	1.02	1.12	2.29	-6.73	-5.82	8.98	-7.82	-3.95	-0.37	12.82
轻工制造	13.27	2.74	1.67	1.83	1.78	0.84	-3.05	-7.12	5.13	-3.27	-2.98	5.72	8.89
银行	12.46	6.51	2.49	1.24	-2.46	4.92	-5.99	-12.86	2.78	0.95	3.35	-4.23	0.28
交通运输	11.56	-0.95	1.69	-0.14	-2.68	3.03	1.04	-11.73	7.28	2.28	-1.72	-0.32	6.09
电子	9.29	1.38	-3.41	-5.80	6.18	2.10	11.82	4.01	-6.97	-3.93	1.70	8.53	1.14
医药生物	7.71	0.53	-1.61	-3.01	10.97	2.96	-0.26	-9.99	-8.63	4.96	-4.09	3.66	0.47
公用事业	6.95	-4.87	1.81	15.12	-8.97	4.60	-0.86	-3.20	11.60	15.89	-7.82	-0.72	8.94
综合	5.06	-3.97	0.20	4.13	4.24	2.64	9.86	-3.90	10.55	-12.15	1.41	-2.73	4.97
美容护理	4.63	5.50	1.72	-0.46	22.82	5.74	-0.63	-19.89	-5.57	-0.70	4.37	-5.41	-2.03
农林牧渔	1.12	0.32	8.31	-7.56	0.11	-4.72	-3.72	-14.25	-0.46	9.43	2.69	0.30	7.13
建筑装饰	-0.24	-4.02	5.89	5.88	-5.19	0.21	0.54	-0.63	9.21	-1.76	-2.54	1.09	7.82
纺织服饰	-1.21	-7.50	3.73	5.53	1.19	3.65	1.95	-9.30	2.87	-3.63	-1.17	5.77	1.61
房地产	-1.80	-6.83	10.33	-3.91	-1.54	1.77	-8.06	-11.82	5.03	5.27	-8.89	2.18	6.70
环保	-2.39	-7.37	8.62	10.23	-8.11	3.07	-2.44	0.27	11.73	2.55	-9.13	9.76	2.72
传媒	-8.04	-0.09	-3.92	-4.70	2.11	2.74	-3.52	-11.92	-0.45	1.64	0.76	4.59	14.45
计算机	-9.85	-4.78	-1.72	-2.78	-2.06	8.34	3.36	-4.33	-1.60	-1.23	-0.08	7.60	1.63
商贸零售	-13.62	-7.97	3.14	0.93	-1.18	6.65	-5.02	-5.97	4.79	-1.84	1.18	0.51	1.15
通信	-14.54	-7.30	1.36	-5.73	-3.61	6.91	3.14	4.56	-5.88	-1.36	-0.47	11.29	1.79

资料来源：Wind，华源证券研究所

两段行情的差异在于主线盈利优势是否被打破。2017 年三季度起，经济基本面开始走弱，制造业 PMI、工业企业利润等宏观指标回落，周期类资产相对全 A 的盈利优势不断收敛，相关品种进入调整周期，而在 2021 年成长类资产相对全 A 有显著的盈利优势。

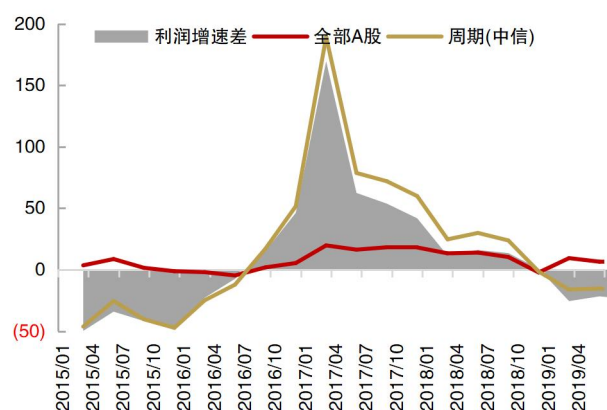
另一视角来自增量资金的延续性。2018 年金融去杠杆与资管新规制约风险偏好，两市融资余额从 1 万亿元以上持续下降至 7490 亿，资管产品和银行理财产品大幅收缩也对 A 股市场流动性产生负面影响。相比之下，2021 年新发公募产品资金、北向资金、融资资金入市活跃，净流入 A 股市场的资金规模分别达到 15882 亿元、4322 亿元、2292 亿元，成为行情延续向上的重要驱动。

图表 7: 2017 三季度后, 制造业 PMI、工业企业利润等宏观指标回落 (%)



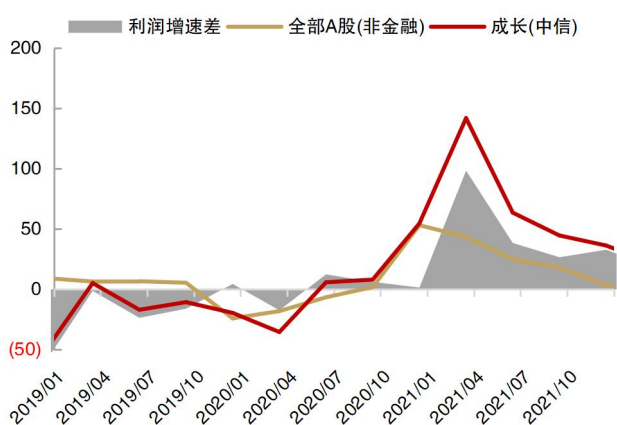
资料来源: Wind、华源证券研究所

图表 8: 2017Q3 起周期类资产相对全 A 的盈利优势收敛 (归母净利润增速, %)



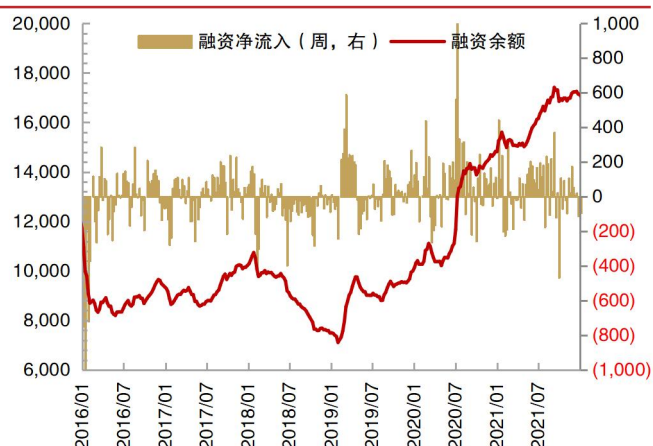
资料来源: Wind、华源证券研究所

图表 9: 2021 年成长类资产相对全 A 有显著的盈利优势 (归母净利润增速, %)



资料来源: Wind、华源证券研究所

图表 10: 2018 年、2021 年融资资金一出一进 (亿元)



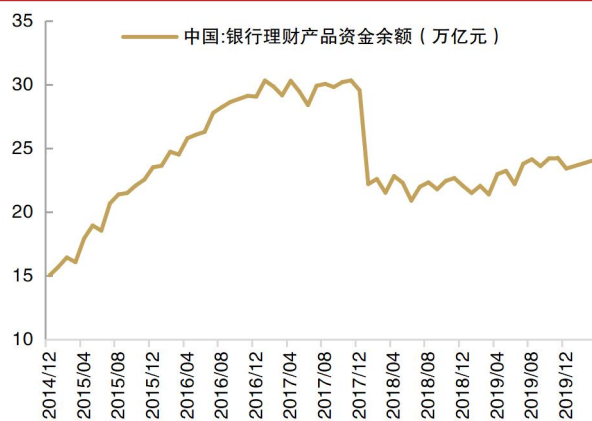
资料来源: Wind、华源证券研究所

图表 11: 2018 年资管产品规模下降 3.21 万亿元



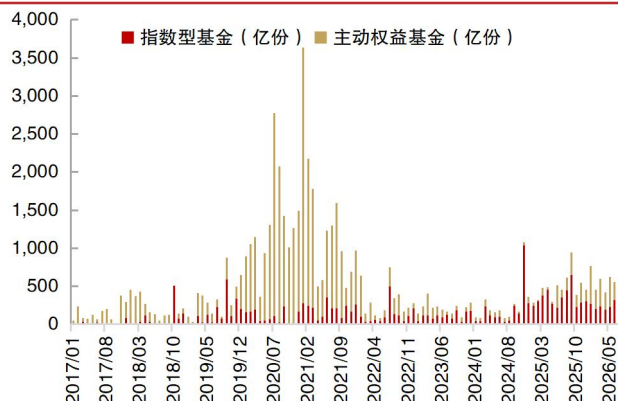
资料来源: Wind、华源证券研究所

图表 12: 2018 年银行理财产品大幅收缩 7.5 万亿元



资料来源: Wind、华源证券研究所

图表 13：2021 年新发基金规模达到 15882 亿份



资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 14：2021 年北向资金净流入约 4322 亿元



资料来源：Wind、华源证券研究所

2. 结构再平衡，聚焦中报景气上修方向

当前 A 股行情分化程度已逼近历史极值位置附近,考虑到 7 月进入多重事件验证窗口(油价回落后的美国通胀数据披露、美欧日央行议息会议、A 股财报预告&美国科技巨头业绩披露等), 我们认为市场可能借预期扰动在高波动中寻求结构的均衡, 聚焦中报景气上修方向。

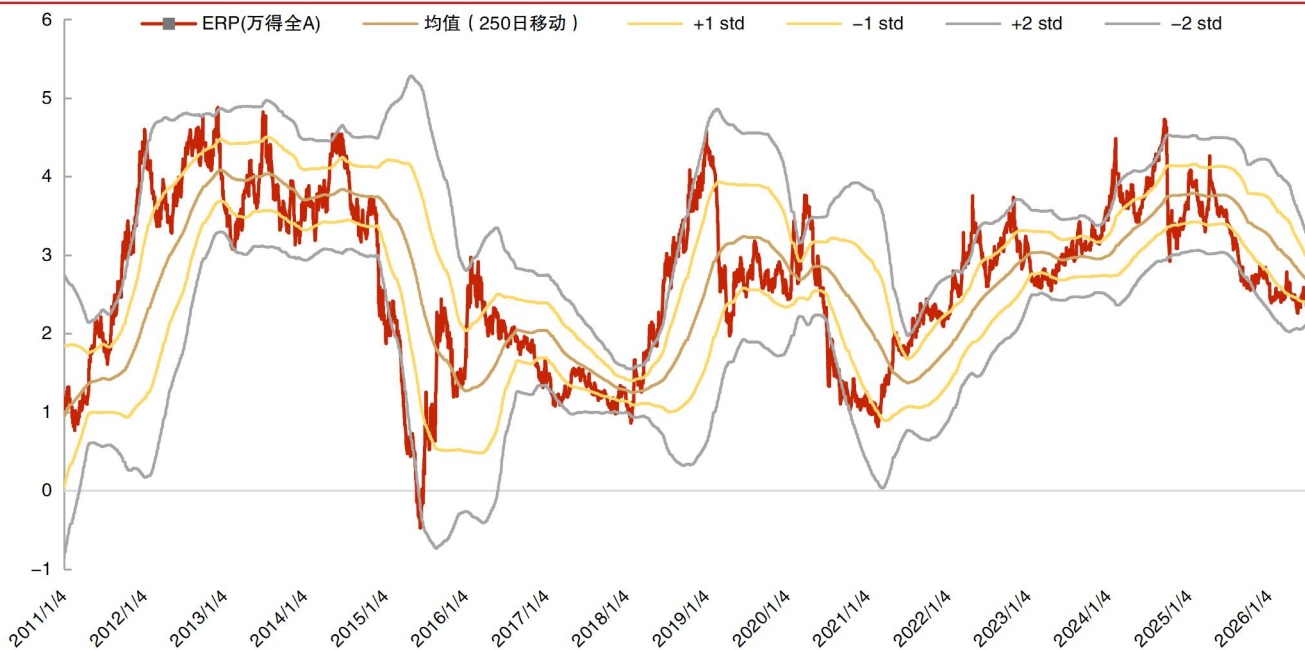
后续市场或沿着以下路径实现收敛：一是 AI 产业链仍作为高景气方向，短期可能进一步聚焦上游材料设备等景气度加速上行领域；二是科技行情向“泛成长”领域扩散，关注有产业催化的机器人、商业航天等；三是蓝筹成长风格的再平衡，关注盈利能力较强、估值定价滞后的创新药、非银、有色金属等。

后续重点关注：

- 1) 6 月非农就业报告不及预期缓释市场加息预期，关注 7 月 14 日美国 6 月 CPI 数据是否跟随油价回落下行。
- 2) 7 月 23 日、7 月 29 日、7 月 31 日欧洲央行、美联储、日本央行议息会议，关注全球央行的政策利率走向。
- 3) 市场对科技股的关注从“AI 愿景”转向“AI 变现”，7 月是 A 股半年报业绩预告的“窗口期”，下旬进入美股科技巨头的财报季，关注国内外科技巨头的 CAPEX、AI 变现能力、业绩指引等。

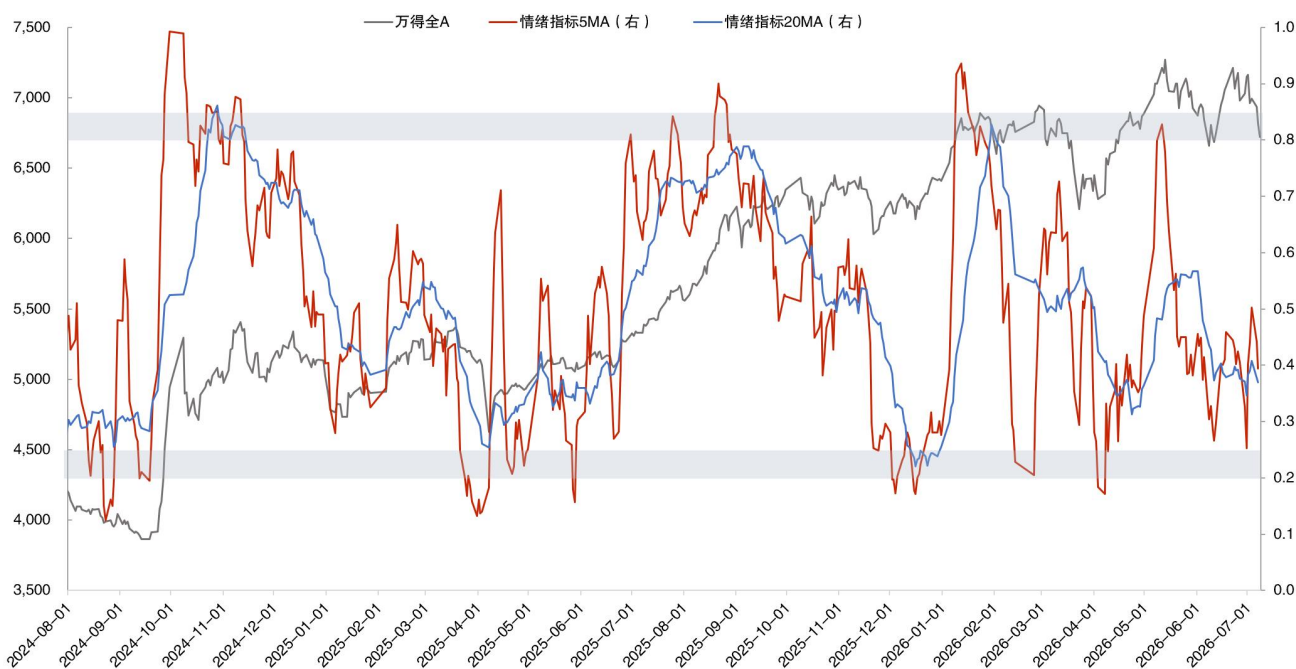
3. A股市场状态一览

图表 15: 7月3日 A 股 ERP 为 2.47%，处于-1 倍标准差附近（250 日滚动，%）



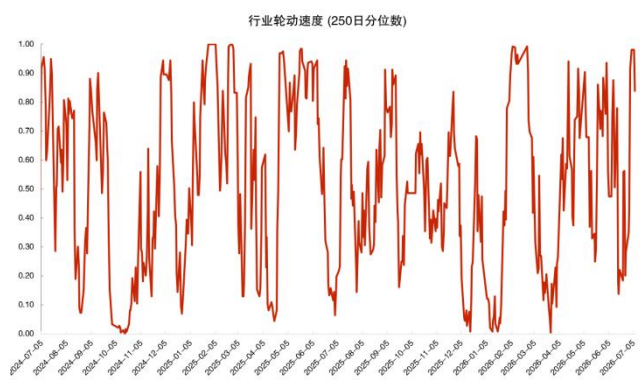
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 16: 情绪指标处于 0.2-0.5 较低区间波动



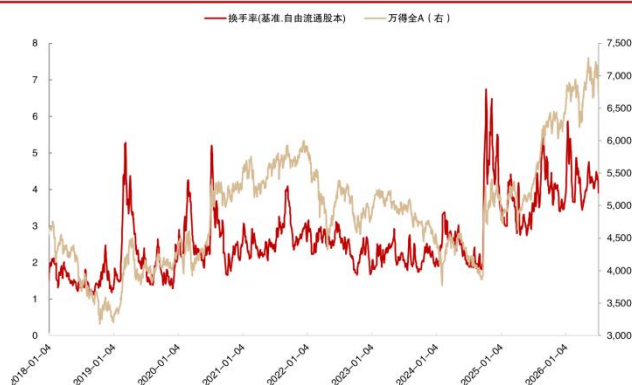
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 17：一级行业轮动速度处于较高水平



资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 18：5 月中旬后 A 股换手率有所下行(%)



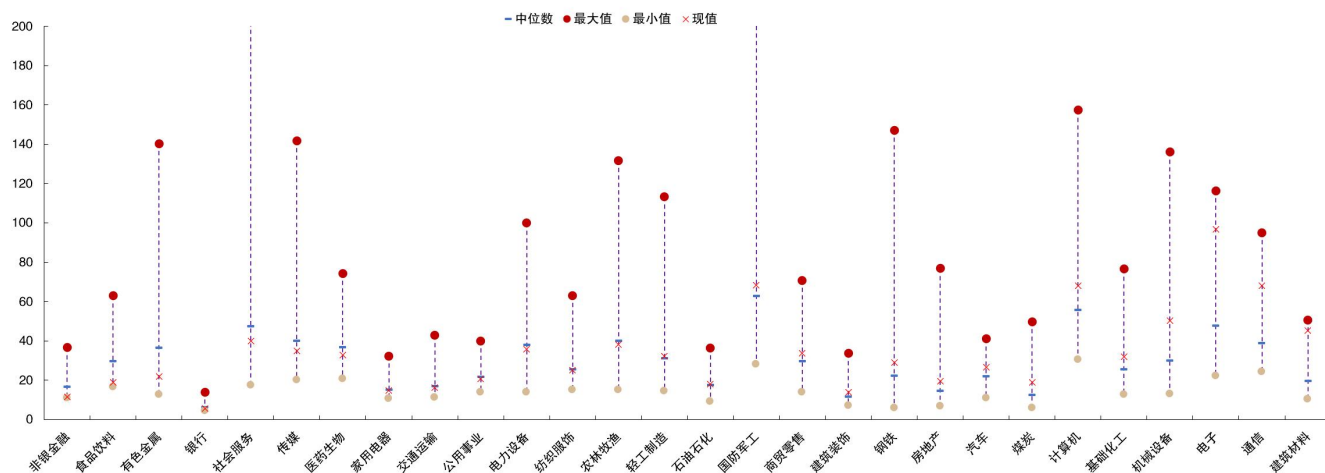
资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 19：一级行业换手率与成交额比重

行业	换手率(自由流通股本, %)	过去一年换手率均值(%)	换手率分位数	周度环比(pct)	最新换手率-年均值(pct)	成交额占比(%)	过去一年成交额占比均值(%)	成交额占比分位数	周度变化(pct)	最新占比-年均值(pct)
电子	9.55	5.77	98.9%	-1.1	3.8	34.08	18.85	100.0%	2.1	15.2
有色金属	6.30	5.30	93.7%	-0.1	1.0	5.73	6.26	60.0%	1.5	-0.5
国防军工	5.87	5.91	89.2%	0.0	0.0	2.79	3.96	71.0%	0.3	-1.2
基础化工	5.74	4.99	95.0%	-0.2	0.7	5.75	4.96	30.9%	0.0	0.8
机械设备	5.70	5.01	93.5%	0.6	0.7	8.26	7.29	95.3%	0.4	1.0
建筑材料	5.53	5.05	93.7%	-0.5	0.5	1.46	1.00	41.6%	0.0	0.5
电力设备	4.91	6.33	81.5%	-1.4	-1.4	7.68	10.45	80.0%	-0.6	-2.8
传媒	4.81	5.23	79.1%	0.3	-0.4	1.44	2.62	6.6%	0.1	-1.2
汽车	4.70	4.67	84.6%	1.2	0.0	2.52	4.01	10.1%	0.2	-1.5
纺织服饰	4.36	4.76	84.3%	0.5	-0.4	0.39	0.65	0.3%	0.0	-0.3
医药生物	4.09	3.57	88.1%	1.1	0.5	4.41	5.04	7.0%	1.1	-0.6
轻工制造	4.03	5.01	78.6%	-0.3	-1.0	0.61	1.06	0.0%	0.0	-0.5
家用电器	4.02	3.75	89.7%	0.6	0.3	0.99	1.35	1.4%	0.2	-0.4
通信	3.96	5.17	69.8%	-1.1	-1.2	6.78	6.48	95.9%	-1.2	0.3
计算机	3.85	5.64	53.1%	-0.9	-1.8	4.27	7.05	26.4%	-0.3	-2.8
综合	3.78	4.52	78.7%	-0.3	-0.7	0.17	0.21	9.8%	0.0	0.0
环保	3.78	4.23	79.5%	-0.2	-0.5	0.67	0.92	5.2%	0.1	-0.2
农林牧渔	3.58	4.00	69.1%	0.1	-0.4	0.61	1.01	0.7%	0.1	-0.4
社会服务	3.49	4.89	62.8%	0.0	-1.4	0.32	0.66	0.7%	0.0	-0.3
美容护理	3.37	4.00	66.3%	0.4	-0.6	0.11	0.20	1.7%	0.0	-0.1
公用事业	3.35	4.28	86.0%	-1.1	-0.9	1.52	2.16	7.7%	0.2	-0.6
商贸零售	3.21	4.62	72.8%	-0.3	-1.4	0.50	1.11	0.1%	0.0	-0.6
房地产	3.14	4.07	75.8%	-0.3	-0.9	0.65	1.06	0.1%	0.0	-0.4
石油石化	3.05	3.31	87.1%	-0.1	-0.3	0.45	0.80	0.3%	0.0	-0.4
食品饮料	2.94	3.07	71.8%	-0.3	-0.1	0.91	1.36	0.1%	-0.1	-0.4
建筑装饰	2.78	3.87	74.3%	-0.3	-1.1	1.28	1.65	4.8%	0.0	-0.4
煤炭	2.65	4.15	63.2%	-0.3	-1.5	0.37	0.64	1.7%	0.1	-0.3
钢铁	2.54	3.82	69.1%	-0.3	-1.3	0.30	0.66	0.0%	0.0	-0.4
非银金融	2.50	2.57	73.9%	-1.0	-0.1	2.37	2.79	3.9%	-0.7	-0.4
交通运输	1.97	2.32	68.5%	-0.1	-0.3	0.74	1.23	0.0%	0.0	-0.5
银行	0.99	1.19	75.0%	-0.1	-0.2	0.80	1.34	0.4%	0.1	-0.5

资料来源：Wind，华源证券研究所；分位数基于 2010 至今数据样本计算，截至 2026 年 7 月 3 日

图表 20：一级行业估值（PE-TTM）



资料来源：wind，华源证券研究所；按照分位数升序排列(2010年以来)，截至2026年7月3日

4. 风险提示

国内政策不及预期：若政策出台或执行不及预期，可能会影响我国经济修复弹性。

地缘政治反复超预期：若国际地缘冲突反复扰动，可能会加剧油价波动，冲击全球通胀环境和产业供需。

美国经济超预期衰退：若美国经济超预期衰退，可能对全球经贸需求和金融市场带来不稳定因素。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。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。本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司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本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。