2026 年 11 月 6 日
策略类●证券研究报告

大级别底部形成的条件

定期报告

分析师 邓利军
SAC 执业证书编号：S0910523080001
denglijun@huajinsc.cn

投资要点

- **复盘历史，A 股大级别底部出现主要受重大政策出台、估值情绪极低、基本面改善等因素驱动。**（1）2005 年以来 A 股大级别底部出现 11 次；每次大级别底部出现前往往先出现政策底，政策底到大级别底部出现平均需 37.3 个交易日。（2）A 股大级别底部出现主要受重大政策出台、估值情绪极低、基本面改善等因素驱动。一是重大政策出台是驱动 A 股大级别底部出现的核心因素：如 2005 年 4 月的股权分置改革政策，2008 年 11 月的“四万亿”政策，2016 年 1 月的供给侧改革政策，2018 年 11 月的民营企业家座谈会，2024 年 9 月 24 日一揽子重磅政策等。二是估值情绪处于极低水平也是促成 A 股大级别底部的重要因素：上证综指市盈率历史分位数多降至 20%以下，全部 A 股 200 日均线以上个股占比多在 10%以下，上证综指换手率多在 0.6%以下。三是基本面改善对 A 股大级别底部形成也有一定的推动作用。

- **当前来看，A 股大级别底部可能逐步出现，短期继续震荡磨底。**（1）短期政策和外部事件仍可能偏积极。一是短期政策仍可能偏积极：首先，经济政策上，短期稳增长政策可能持续加速落实；其次，资本市场政策上，短期稳市政策力度持续上升。二是短期外部风险仍可能有限：首先，美伊冲突的负面影响短期可能下降；其次，短期中美关系仍可能维持平稳。（2）短期估值情绪处于历史低位，部分指标处于极低位。一是估值处于相对低位。二是短期调整幅度已较大。三是情绪指标已处极低水平。（3）短期经济和盈利可能修复回升。一是短期经济可能继续修复。二是短期企业盈利可能继续处于上升趋势中。（4）短期流动性可能边际宽松。一是短期宏观流动性可能边际宽松。二是短期股市资金流入可能企稳有所改善。

- **短期部分科技成长、周期和低估值蓝筹等行业表现可能相对占优。**（1）复盘历史，政策底到市场底出现期间，低估值红利、政策导向和高景气的行业表现相对占优。一是低估值红利的行业表现相对占优：如 2005 年 4-7 月、2014 年 4 月、2016 年 1 月、2024 年 1 月的银行和 2024 年 9 月的煤炭。二是政策支持的行业表现也相对偏强。三是高景气的行业表现也相对占优。（2）当前来看，短期部分科技、周期和低估值蓝筹行业可能相对占优。一是当前仍处于震荡磨底阶段，全球市场风险偏好仍偏弱，因此银行、石化、煤炭、电力、交运等低估值红利行业短期仍可能受到机构资金的青睐。二是短期科技成长、部分周期和消费行业可能受到政策支持。三是短期部分科技成长和周期行业景气可能较高。

- **行业配置：短期均衡配置部分科技成长、周期和低估值蓝筹等行业。**（1）电子、通信、商贸零售、有色金属等行业三季报业绩较好。一是电子、商贸零售、有色金属等行业三季度业绩增速较高。二是电子、商贸零售、通信、银行、生物医药等三季度业绩相较二季度改善明显。（2）当前成长二级行业中半导体、其他电子、通信设备等估值性价比较高。（3）短期建议均衡配置：一是政策和产业趋势向上且超跌的医药（AI 制药）、电新（储能）、有色金属、电子（国产半导体）、传媒（AI 应用、游戏）、计算机（AI 应用）、机械（机器人）、通信（AI 硬件）、军工（商业航天）等；二是券商、消费、电力等低估值蓝筹行业。

- **风险提示：历史经验未来不一定适用、政策超预期变化、经济修复不及预期。**

相关报告

短期震荡筑底，均衡配置 2026.07.25
科技调整何时结束？2026.07.18
科技风格扩散何时结束？2026.7.11
业绩期科技仍可能是主线 2026.7.5
七月基本面主导，科技仍是主线 2026.6.27
美伊冲突结束后 A 股会如何演绎？2026.6.21
短期调整结束了吗？2026.6.13
科技拥挤度偏高后会如何演绎？2026.6.6

内容目录

一、A 股大级别底部可能逐步出现 3
（一）大级别底部出现主要受政策、情绪、基本面等因素驱动 3
（二）A 股大级别底部可能逐步出现，短期继续震荡磨底 5
二、行业配置：均衡配置部分科技成长和低估值蓝筹 8
（一）短期部分科技成长、周期和低估值蓝筹等表现可能相对占优 8
（二）电子、通信、商贸零售、有色金属等行业三季报业绩较好 10
（三）当前半导体、其他电子、通信设备等估值性价比较高 11
（四）短期建议均衡配置部分科技成长和低估值蓝筹行业 12
三、风险提示 13

图表目录

图 1 ：2005 年以来 A 股大级别底部出现 11 次 3
图 2 ：A 股大级别底部出现主要受政策、情绪、基本面等因素驱动 4
图 3 ：估值情绪也是促成 A 股大级别底部的重要因素 5
图 4 ：上证综指和创业板指市盈率历史分位数降至低点 6
图 5 ：上证综指、科创 50、创业板指回落幅度较大 6
图 6 ：美国 10 月 ISM 制造业 PMI 有所回升 7
图 7 ：近期房地产销售略有回升 7
图 8 ：近期石油沥青装置开工率略有回升 7
图 9 ：工业企业利润增速可能继续上行 7
图 10 ：美国 10 月非农就业大幅回升 8
图 11 ：美联储加息预期有所回落 8
图 12 ：大级别底部后 1 个月内外资多流入 8
图 13 ：大级别底部后 3 个月内外资、融资多流入 8
图 14 ：历史 11 次政策底到大级别底部出现期间低估值红利、政策导向和高景气的行业相对占优 9
图 15 ：部分科技成长和消费行业三季度表现较好 10
图 16 ：2026Q3 电子、商贸零售、有色金属等归母净利润同比增速较高 11
图 17 ：2026Q3 电子、电力设备、有色金属等营收同比增速较高 11
图 18 ：成长二级行业中通信设备、其他电子、半导体等估值性价比较高 12
图 19 ：半导体销售额持续上涨 13
图 20 ：万得全 A 成交额震荡有所回升 13

一、A 股大级别底部可能逐步出现

（一）大级别底部出现主要受政策、情绪、基本面等因素驱动

复盘历史，A 股大级别底部出现主要受重大政策出台、估值情绪极低、基本面改善等因素驱动。（1）2005 年以来 A 股大级别底部出现 11 次，分别是 2005/7/11，2008/11/4，2012/12/3，2014/4/28，2016/1/28，2019/1/3，2020/3/23，2022/4/26，2022/10/31，2024/2/5，2024/9/13；11 次大级别底部中 10 次先出现政策底，政策底到大级别底部平均间隔 37.3 个交易日，2024 年 9 月系政策出台前市场已见底。（2）A 股大级别底部出现主要受重大政策出台、估值情绪极低、基本面改善等因素驱动。一是重大政策出台是驱动 A 股大级别底部出现的核心因素：如 2005 年 4 月 29 日证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，2008 年 9 月 18 日降低印花税、汇金增持且 2008 年 11 月 5 日“四万亿”政策出台，2012 年 6 月降准、汇金增持且 2012 年 11 月“十八大”召开，2014 年 4 月 2 日棚户区改造政策出台，2016 年 1 月 8 日“熔断”政策暂停且 2016 年 1 月 26 日供给侧改革整体方案出台，2018 年 11 月 1 日民营企业家座谈会召开且 2018 年 12 月 1 日中美元首会面，2020 年 2 月 1 日出台 30 条金融措施支持疫情防控且 2020 年 3 月 27 日抗疫特别国债推出，2022 年 3 月 16 日稳经济一揽子政策出台且 2022 年 5 月底上海逐步复工复产，2022 年 9 月 30 日下调首套个人住房公积金贷款利率 0.15 个百分点且 2022 年 10 月 22 日二十大闭幕，2024 年 1 月 24 日央行宣布降准 0.5 个百分点，2024 年 9 月 24 日金融监管部门集中发布了降准、降息、降低存量房贷利率、创设股市支持工具等一揽子超预期政策。二是估值情绪处于极低水平也是促成 A 股大级别底部的重要因素：首先，11 次大级别底部中，上证综指、沪深 300 的市盈率历史分位数都有 8 次降至 20%以下；其次，11 次中有 8 次全部 A 股 200 日均线以上个股占比在 10%以下的历史极低位区间，有 6 次创业板指 200 日均线以上个股占比在 10%以下的历史极低位区间；最后，11 次中有 9 次上证综指换手率在 0.6%以下，9 次沪深 300 换手率在 0.4%以下。三是基本面改善对 A 股大级别底部形成也有一定的推动作用：例如 2008/11/4、2014/4/28、2022/4/26、2024/9/13 大级别底部后一个月基本面数据

图 1：2005 年以来 A 股大级别底部出现 11 次



资料来源：华金证券研究所，wind

图 2：A 股大级别底部出现主要受政策、情绪、基本面等因素驱动

政策底部	大级别底部	制造业PMI	工业企业盈利增速（%）	商品房销售面积增速（%）	社零增速（%）	出口增速（%）	政策/外部事件
2005/4/29	2005/7/11	51.1→52.6	32.3→25.6	-	-	30.1→30.8	中国证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，三一重工股权分置改革方案获得股东大会通过
2008/9/18	2008/11/4	38.8→41.2	220.7→253.9	-38.5→-14.1	-30.0→-25.5	-0.6→-6.1	降低印花税、汇金增持，“四万亿”政策出台
2012/6/8	2012/12/3	50.6→50.4	13.2→13.2	8.5→8.5	0.6→-0.2	13.8→21.3	6月降准、汇金增持，11月“十八大”召开
2014/4/2	2014/4/28	50.4→50.8	7.3→9.1	-13.9→-10.8	-0.4→0.0	1.6→8.1	国务院常务会议提出稳增长类措施，研究扩大小微企业所得税优惠政策实施范围、部署进一步发挥开发性金融对棚户区改造的支持作用
2016/1/8	2016/1/28	49.4→49.0	-4.0→4.8	8.0→43.6	-0.8→-1.8	-13.9→-29.5	1月8日“熔断”政策暂停，1月26日供给侧改革整体方案出台，2月29日降准
2018/10/19	2019/1/3	49.5→49.2	-19.5→-26.9	12.3→2.8	-3.5→-2.2	8.1→-22.0	民营企业家座谈会召开，中美元首会面
2020/2/1	2020/3/23	52.0→50.8	-37.1→-7.3	-14.6→-5.0	3.0→1.4	-7.9→3.7	五部门出台30条金融措施支持疫情防控，政治局会议推出抗疫特别国债，美联储紧急降息
2022/3/16	2022/4/26	47.4→49.6	-8.6→-5.7	-46.6→-37.7	-7.2→-2.7	4.4→15.4	国务院金融委会议召开，稳经济一揽子政策陆续落地，5月底上海逐步复工复产，国务院办公厅印发《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》
2022/9/30	2022/10/31	49.2→48.0	-10.8→-8.5	-23.7→-32.2	0.0→-4.2	-0.2→-7.9	中国人民银行下调首套个人住房公积金贷款利率0.15个百分点，10月22日二十大闭幕
2024/1/24	2024/2/5	49.1→50.8	3.0→-6.0	-31.6→-28.5	-6.7→-2.1	4.3→-6.3	央行宣布下调金融机构存款准备金率0.5个百分点
2024/9/24	2024/9/13	49.8→50.1	-23.9→-9.0	-16.1→-1.4	-0.8→1.2	2.7→11.4	金融监管部门集中发布了降准、降息、降低存量房贷利率、创设股市支持工具等一揽子超预期政策

资料来源：华金证券研究所，wind（基本面数据为大级别底部出现后一个月内的变化）

图 3：估值情绪也是促成 A 股大级别底部的重要因素

大级别底部	PE历史分位数			换手率			200日均线以上个股占比	
	上证综指	创业板指	沪深300	上证综指	创业板指	沪深300	全部A股	创业板指
2005/7/11	64.70%	-	41.60%	0.64%	-	0.54%	-	-
2008/11/4	31.70%	-	42.00%	0.87%	-	0.69%	0.30%	-
2012/12/3	5.90%	28.90%	7.60%	0.22%	1.38%	0.14%	5.95%	3.18%
2014/4/28	0.20%	66.60%	1.50%	0.26%	1.23%	0.20%	48.53%	48.07%
2016/1/28	24.80%	67.60%	13.80%	0.48%	0.85%	0.19%	6.31%	6.87%
2019/1/3	10.40%	48.00%	10.10%	0.29%	0.96%	0.21%	6.85%	5.26%
2020/3/23	10.50%	68.40%	11.90%	0.49%	1.75%	0.28%	40.08%	45.63%
2022/4/26	10.30%	53.90%	20.90%	0.76%	1.13%	0.33%	9.52%	4.31%
2022/10/31	10.70%	42.40%	10.30%	0.49%	0.92%	0.27%	25.03%	21.36%
2024/2/5	14.00%	25.40%	13.30%	0.53%	1.01%	0.29%	4.45%	1.58%
2024/9/13	16.40%	24.80%	14.00%	0.52%	0.85%	0.27%	8.61%	7.76%

资料来源：华金证券研究所，wind

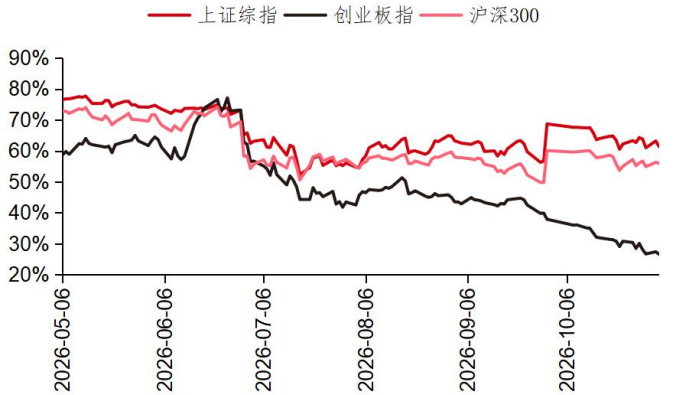
（二）A 股大级别底部可能逐步出现，短期继续震荡磨底

短期政策和外部事件可能偏积极。（1）短期政策仍可能偏积极：一是经济政策上，近期《关于加强消费基础设施建设 促进消费投资良性互动的指导意见》发布，强调加大对城乡商业设施、服务消费设施、出行消费设施、冷链流通网络、新型消费设施等的建设，提振消费，此外近期央行强调要继续实施适度宽松的货币政策、保持流动性充裕，加大对科技创新、小微、“六张网”基础设施建设等的支持，显示短期稳增长政策可能持续加速落实。二是资本市场政策上，近期央行下调股票回购增持再贷款利率至 1%，并转为长期制度安排、不设额度上限，此外证监会近期表态全力稳市场、稳预期，健全中国特色稳市机制，提升资本市场韧性，推动互换便利和回购增持再贷款两项政策加码，优化护盘式回购规则，引导已募集完成的主动权益 ETF 加快建仓，显示短期稳市政策力度持续上升。（2）短期外部风险仍可能有限：一是当前美伊继续处于冲突暂停、寻求谈判的状态中，美国中期选举民主党获胜，可能遏制特朗普政府进一步扩大美伊冲突规模，同时民主党获胜有利于发展新能源，一旦美伊冲突缓和或谈判达成协议，油价可能继续回落，美伊冲突的负面影响短期可能下降。二是尽管美国中期选举民主党获胜可能提升美国限制中国科技的预期，但短期中美双方仍以落实 9 月中美元首会面达成的共识为主，且 11 月 APEC 会议中美元首可能再会面，短期中美关系仍可能维持平稳。

短期估值情绪处于历史低位，部分指标处于极低位。（1）估值处于相对低位：11 月 3 日上证综指和创业板指市盈率历史分位数分别降至 61.4%和 26.5%，但离历史大级别底部 20%以下的市盈率历史分位数仍有一定的距离。（2）短期调整幅度已较大：5 月 13 日至 11 月 3 日，上证综指、科创 50、创业板指分别下跌 15.0%、33.2%、39.2%。（3）情绪指标已处极低水平：一是 11 月 3 日全部 A 股 200 日均线以上个股占比仅 9.9%，相较 5 月 13 日的 52.6%出现明显

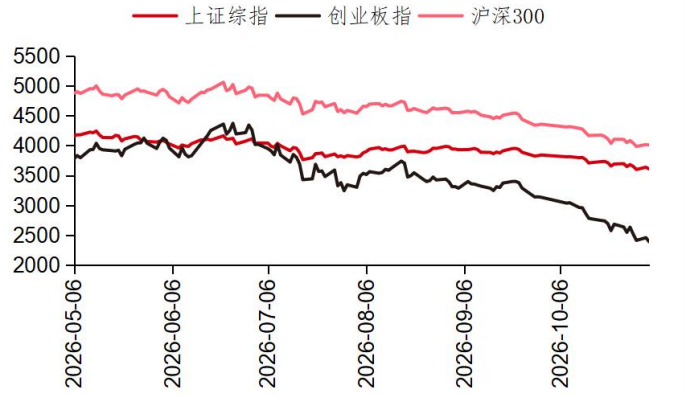
回落，已处于 10%以下的历史极低位水平，和历史大级别底部时的水平相当；二是 11 月 3 日全部 A 股的换手率仅 1.5%，但离历史大级别底部时 0.5%左右的换手率仍有一定距离。

图 4：上证综指和创业板指市盈率历史分位数降至低点



资料来源：华金证券研究所，wind

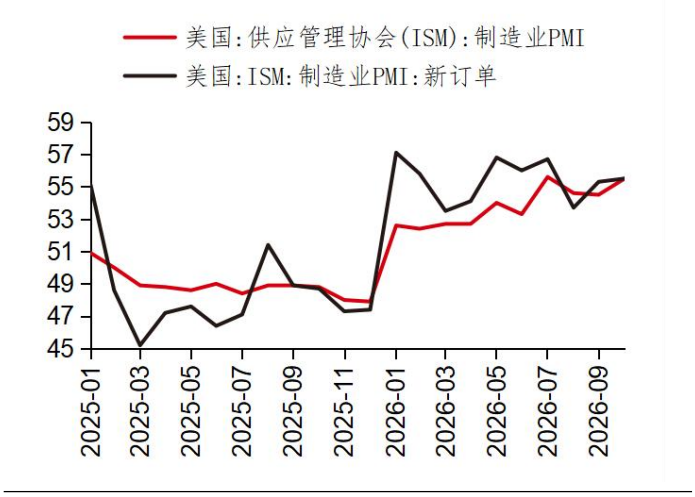
图 5：上证综指、科创 50、创业板指回落幅度较大



资料来源：华金证券研究所，wind

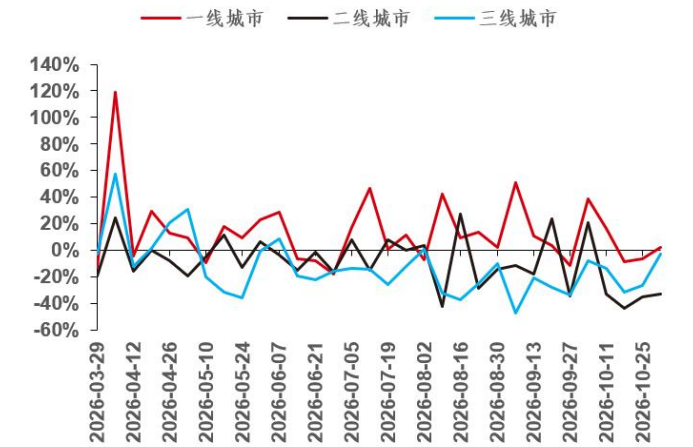
短期经济和盈利可能修复回升。（1）短期经济可能继续修复。一是美国 10 月 ISM 制造业 PMI 继续回升至 55.5 的高位，显示海外需求仍较高，随着 AI 需求持续上升、中国成本和制造业优势不断显现，短期中国出口可能维持高增速。二是近期一、二、三线城市地产周销售同比依然偏弱，短期地产投资增速可能继续偏弱，而 10 月制造业 PMI 由 9 月的 50.1 回落至 49.3，其中生产、新订单和新出口订单全面回落，显示短期内外需偏弱，展望后续，随着稳增长政策不断发力，企业盈利改善等使得短期制造业投资可能有所企稳，且新兴行业制造业投资增速可能继续上行，此外，近期石油沥青装置开工率有所回升，在重大工程和重大项目建设加速、稳增长政策可能加力实施下，短期基建投资增速可能企稳有所回升。三是随着“双十一”、年底等消费旺季的到来，以及“以旧换新”和个人消费贷款财政贴息等政策的执行，消费增速短期可能继续企稳有所回升。（2）短期企业盈利可能继续处于上升趋势中。一是美伊冲突使得油价处于高位，美元走弱、供给受限和冬季需求上升等导致有色金属和煤炭等价格可能维持偏强，短期 PPI 同比增速可能继续维持高位，工业企业利润增速也可能继续上行。二是 A 股三季报盈利同比增长 2.1%，继续维持正增长，其中电子、有色金属、计算机等周期和科技行业盈利增速较高。

图 6：美国 10 月 ISM 制造业 PMI 有所回升



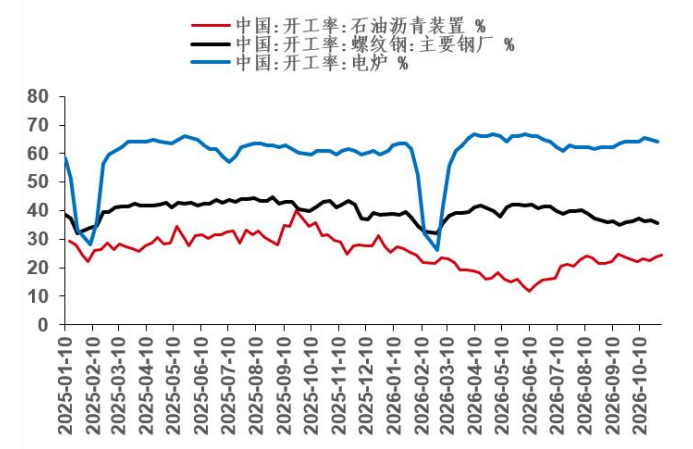
资料来源：华金证券研究所，wind

图 7：近期房地产销售略有回升



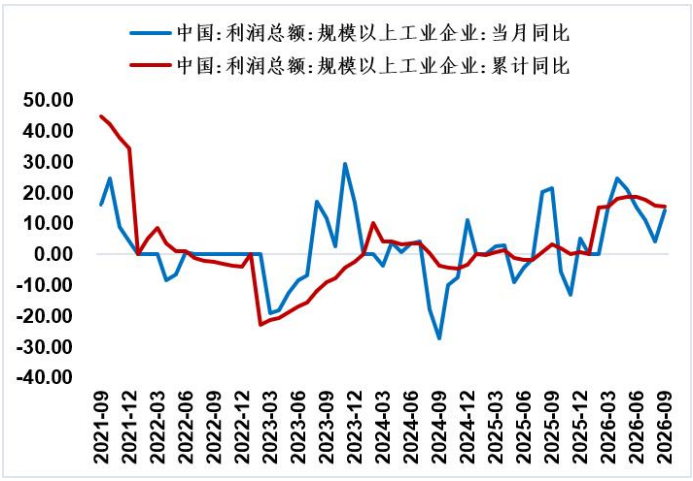
资料来源：华金证券研究所，wind

图 8：近期石油沥青装置开工率略有回升



资料来源：华金证券研究所，wind

图 9：工业企业利润增速可能继续上行

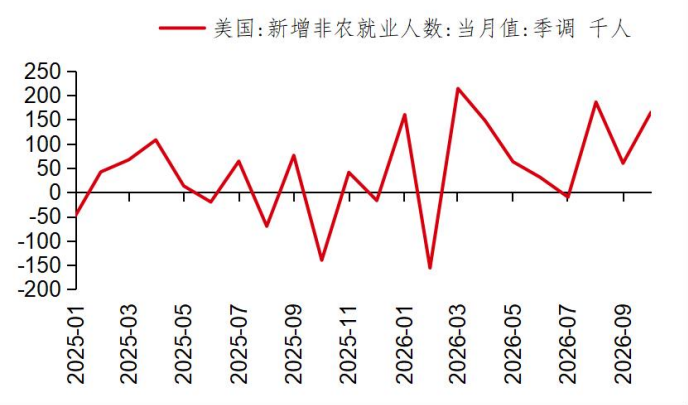


资料来源：华金证券研究所，wind

短期流动性可能边际宽松。（1）短期宏观流动性可能边际宽松。一是美国 10 月新增非农就业 16.5 万人，大幅高于 9 月的 6 万和预期的 6.5 万，但油价近期高位有所回落，美国中期选举结束后，民主党获胜有利于发展新能源，同时可能遏制特朗普政府进一步扩大美伊冲突规模，美国通胀压力可能有所缓解，短期美联储加息预期可能有所回落，此外，民主党获胜可能遏制美国债务风险进一步上升，美国长期国债收益率短期可能继续回落，短期海外流动性预期可能边际宽松。二是美国长债收益率和通胀预期回落使得短期美元指数可能维持震荡偏弱趋势，同时出口高增导致结售汇差回升明显，人民币汇率短期可能继续震荡偏强，海外对国内宽松的影响较小，此外，近期央行继续强调实施宽松的货币政策、维持流动性充裕，短期国内宏观流动性可能维持宽松。（2）短期股市资金流入可能企稳有所改善：一是历史上大级别底部后 1 个月内，外资净流入 4 次，融资净流入 2 次，外资、融资平均分别流入 317.2 亿元、流出 257.6 亿元，大级别底部后 3 个月内，外资净流入 6 次，融资净流入 7 次，外资、融资平均分别流入 1059.8 亿元、863.8 亿元。二是今年 10 月融资净流出超 2000 亿，6 月 26 日以来融资累计流出超 7000 亿，随着短

期维稳政策和力度可能进一步上升，市场情绪可能企稳，融资、外资等股市资金流出可能回落甚至转为流入。

图 10：美国 10 月非农就业大幅回升



资料来源：华金证券研究所，wind

图 11：美联储加息预期有所回落

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES						
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2026/12/9	0.0%	29.9%	70.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	24.4%	62.7%	12.9%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	13.5%	45.6%	35.2%	5.8%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.0%	10.9%	39.4%	37.2%	11.4%	1.1%	0.0%
2027/6/9	0.0%	8.1%	32.1%	37.7%	18.0%	3.8%	0.3%
2027/7/28	0.0%	7.7%	31.0%	37.5%	18.9%	4.4%	0.4%
2027/9/15	0.0%	7.4%	30.1%	37.2%	19.7%	5.0%	0.6%
2027/10/27	0.1%	7.7%	30.2%	37.0%	19.5%	4.9%	0.6%
2027/12/8	1.1%	10.7%	31.1%	34.7%	17.5%	4.3%	0.5%

资料来源：华金证券研究所，CME（注：数据统计截至 2026/11/6）

图 12：大级别底部后 1 个月内外资多流入

开始时间	结束时间	外资净流入（亿元）	融资净流入（亿元）	新成立偏股型基金份额（亿份）
2005/7/11	2005/8/11	-	-	24.16
2008/11/4	2008/12/4	-	-	39.14
2012/12/3	2013/1/3	-	109.49	56.03
2014/4/28	2014/5/28	-	-62.12	158.99
2016/1/28	2016/2/28	-7.47	-620.80	196.05
2019/1/3	2019/2/3	658.81	-388.40	177.17
2020/3/23	2020/4/23	471.05	-277.42	590.88
2022/4/26	2022/5/26	15.64	-447.38	175.54
2022/10/31	2022/11/31	-	-	-
2024/2/5	2024/3/5	448.17	-116.78	97.44
2024/9/13	2024/10/13	-	1986.59	250.13

资料来源：华金证券研究所，wind

图 13：大级别底部后 3 个月内外资、融资多流入

开始时间	结束时间	外资净流入（亿元）	融资净流入（亿元）	新成立偏股型基金份额（亿份）
2005/7/11	2005/10/9	-	-	153.16
2008/11/4	2009/2/2	-	-	76.51
2012/12/3	2013/3/3	-	635.98	200.22
2014/4/28	2014/7/27	-	297.89	377.85
2016/1/28	2016/4/27	141.06	-646.10	515.93
2019/1/3	2019/4/3	1309.44	1855.90	800.05
2020/3/23	2020/6/21	1347.76	276.63	3250.92
2022/4/26	2022/7/25	737.36	335.85	870.08
2022/10/31	2023/1/29	1986.27	-224.29	759.84
2024/2/5	2024/5/5	836.63	140.74	526.33
2024/9/13	2024/12/12	-	5096.94	1583.04

资料来源：华金证券研究所，wind

二、行业配置：均衡配置部分科技成长和低估值蓝筹

（一）短期部分科技成长、周期和低估值蓝筹等表现可能相对占优

短期部分科技成长、周期和低估值蓝筹等行业表现可能相对占优。（1）复盘历史，政策底到市场底出现期间，低估值红利、政策导向和高景气的行业表现相对占优。一是低估值红利的行业表现相对占优：如 2005 年 4-7 月、2014 年 4 月、2016 年 1 月、2024 年 1 月的银行和 2024

年 9 月的煤炭，均在当时领涨。二是政策支持的行业表现也相对偏强：如受益于 2008 年 11 月 3G 建设加速和“四万亿”基建等政策的通信，受益于 2016 年 1 月供给侧改革政策的煤炭，受益于 2022 年 3 月地产放松政策的地产，受益于 2022 年 10 月国家安全政策的计算机，均在当时领涨。三是高景气的行业表现也相对占优：如 2012 年 6-12 月海内外化妆品价格上涨提升行业景气度导致美容护理领涨，2020 年疫情导致抗疫和居家办公需求上升从而景气度较高的计算机、医药表现较强。（2）当前来看，短期部分科技、周期和低估值蓝筹行业可能相对占优。一是当前仍处于震荡磨底阶段，尤其是美股因对 AI 算力基建的担忧而出现大幅调整，全球市场风险偏好短期仍偏弱，因此银行、石化、煤炭、电力、交运等低估值红利行业短期仍可能受到机构资金的青睐。二是短期科技成长、部分周期和消费行业可能受到政策支持：首先，近期《十五五新兴支柱产业指引》发布，强调持续加大关键核心技术攻关、重大场景建设、首台套政策推进，此外高层调研强调要加大 AI、算力网络金融与要素保障，支持高端制造、生物医药自主创新、出口拓展，显示短期支持科技创新的政策仍在加速落实；其次，11 月 6 日的国常会强调加快重大项目、六张网建设，同时反内卷政策仍在持续落实，显示相关的建材、有色金属、钢铁等行业短期也受政策支持；最后，近期《加强消费基础设施建设，促进消费投资良性互动的指导意见》等提振消费的政策不断出台。三是短期部分科技成长和周期行业景气可能较高：首先，尽管民主党获胜导致投资者对美国算力基建有担忧，但 AI 算力需求仍持续上升，AI 硬件的景气仍较高，同时 AI 在制药、影视和短剧上的应用不断、机器人不断更新迭代等使得 AI 应用和机器人短期的景气也不断上升；其次，短期美联储加息预期可能下降，同时美债收益率回落，黄金价格可能企稳回升，此外 AI 需求使得小金属景气依然较高，油价高位导致部分化工品维持一定的景气度，短期有色金属、化工等部分涨价周期品景气度可能较高。

图 14：历史 11 次政策底到大级别底部出现期间低估值红利、政策导向和高景气的行业相对占优

政策底	2005/4/29	2008/9/18	2012/6/8	2014/4/2	2016/1/8	2018/10/19
大级别底部	2005/7/11	2008/11/4	2012/12/3	2014/4/28	2016/1/28	2019/1/3
TOP1	银行	通信	美容护理	银行	银行	综合
TOP2	传媒	银行	银行	非银金融	煤炭	通信
TOP3	公用事业	房地产	医药生物	汽车	食品饮料	房地产
TOP4	汽车	美容护理	建筑装饰	国防军工	家用电器	农林牧渔
TOP5	食品饮料	建筑装饰	家用电器	房地产	美容护理	美容护理
TOP6	国防军工	医药生物	公用事业	家用电器	石油石化	电力设备
TOP7	电力设备	公用事业	房地产	有色金属	农林牧渔	环保
TOP8	通信	家用电器	石油石化	建筑装饰	医药生物	国防军工
TOP9	商贸零售	农林牧渔	传媒	食品饮料	社会服务	机械设备
TOP10	轻工制造	电力设备	社会服务	建筑材料	商贸零售	公用事业
政策底	2020/2/1	2022/3/16	2022/9/30	2024/1/24	2024/9/24	
大级别底部	2020/3/23	2022/4/26	2022/10/31	2024/2/5	2024/9/13	
TOP1	通信	房地产	计算机	银行	煤炭	
TOP2	农林牧渔	美容护理	国防军工	煤炭	房地产	
TOP3	建筑材料	煤炭	医药生物	石油石化	有色金属	
TOP4	计算机	银行	通信	家用电器	非银金融	
TOP5	美容护理	食品饮料	机械设备	公用事业	银行	
TOP6	环保	商贸零售	电子	非银金融	家用电器	
TOP7	医药生物	建筑材料	综合	食品饮料	钢铁	
TOP8	商贸零售	交通运输	环保	钢铁	计算机	
TOP9	建筑装饰	农林牧渔	社会服务	交通运输	通信	
TOP10	公用事业	建筑装饰	建筑装饰	建筑装饰	石油石化	

资料来源：wind，华金证券研究所

（二）电子、通信、商贸零售、有色金属等行业三季报业绩较好

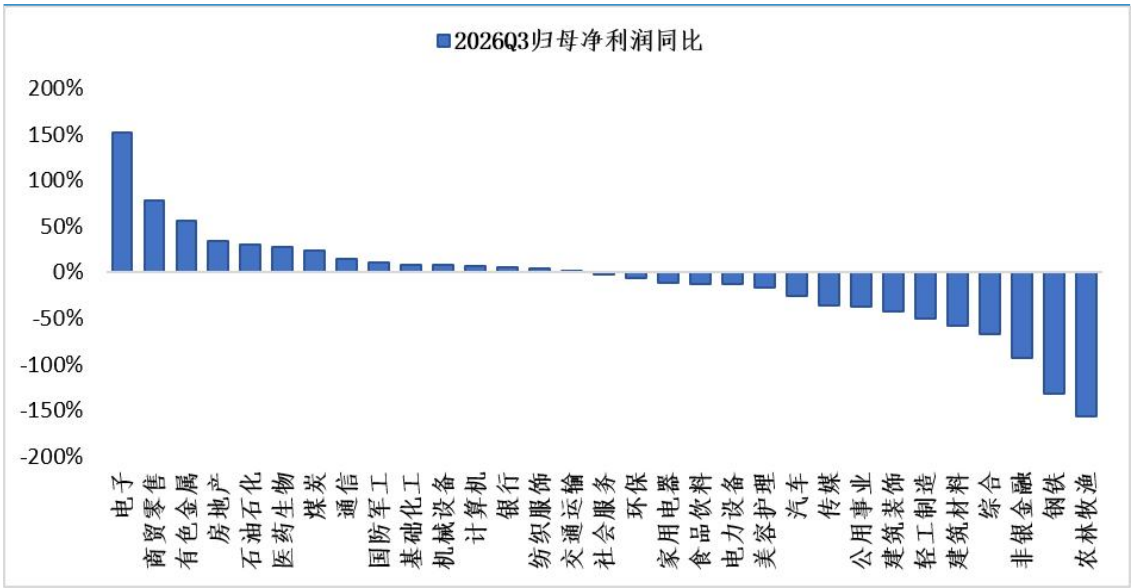
电子、通信、商贸零售、有色金属等行业三季报业绩较好。一是电子、商贸零售、有色金属等行业三季度业绩增速较高：首先，电子、商贸零售、有色金属、房地产、石油石化等行业三季度归母净利润同比增速较高，分别达 151.34%、77.50%、56.62%、34.19%、29.92%；其次，电子、电力设备、有色金属、计算机、基础化工等行业三季度营收同比增速较高，分别达 48.21%、24.15%、21.50%、17.31%、13.87%。二是电子、商贸零售、通信、银行、生物医药等三季度业绩相较二季度改善明显，如电子三季度归母净利润同比增速相较二季度上行 18.54 个百分点、营收同比增速上行 11.88 个百分点；商贸零售三季度利润同比增速相较二季度上行 48.6 个百分点、营收同比增速上行 1.03 个百分点；通信三季度利润同比增速相较二季度上行 7.7 个百分点、营收同比增速上行 2.66 个百分点；银行三季度利润同比增速相较二季度上行 2.42 个百分点、营收同比增速上行 1.38 个百分点；生物医药三季度利润同比增速相较二季度上行 14.99 个百分点。

图 15：部分科技成长和消费行业三季度表现较好

行业	2026Q3归母净利润同比	2026Q2归母净利润同比	2026Q3营收同比	2026Q2营收同比	2026Q3归母净利润环比	2026Q3营收环比
电子	151.34%	132.80%	48.21%	36.33%	42.49%	24.47%
商贸零售	77.50%	28.90%	6.47%	5.44%	-11.67%	2.49%
有色金属	56.62%	105.45%	21.50%	28.34%	-16.79%	-3.04%
房地产	34.19%	23.54%	-27.59%	-23.42%	0.73%	-20.12%
石油石化	29.92%	58.58%	8.41%	11.19%	-12.28%	0.94%
医药生物	28.10%	13.11%	1.73%	3.26%	-6.84%	-0.96%
煤炭	24.35%	66.60%	9.82%	31.26%	-8.32%	-6.26%
通信	14.87%	7.17%	8.45%	5.79%	-29.06%	-5.62%
国防军工	10.36%	32.49%	-21.47%	4.33%	-33.61%	-16.46%
基础化工	8.70%	61.93%	13.87%	20.33%	-34.35%	-5.07%
机械设备	7.67%	9.62%	12.30%	11.17%	-22.27%	-4.13%
计算机	6.31%	47.62%	17.31%	13.75%	-30.93%	1.69%
银行	5.34%	2.92%	8.62%	7.24%	11.28%	-4.23%
纺织服饰	4.15%	-7.33%	-14.24%	-15.26%	-17.98%	-7.65%
交通运输	2.13%	-14.27%	5.27%	7.07%	60.48%	3.96%
社会服务	-2.13%	1.85%	5.43%	5.35%	12.53%	6.19%
环保	-5.74%	22.41%	6.22%	13.42%	-10.65%	-3.34%
家用电器	-10.91%	-5.41%	-2.94%	-0.66%	-20.19%	-12.00%
食品饮料	-12.28%	-19.05%	-9.16%	-9.28%	13.67%	2.01%
电力设备	-13.03%	30.59%	24.15%	19.91%	-19.22%	4.06%
美容护理	-15.77%	7.84%	5.15%	-3.01%	-42.48%	-10.85%
汽车	-25.60%	-16.35%	1.56%	5.13%	-8.52%	1.31%
传媒	-36.39%	22.23%	2.29%	0.96%	-50.03%	4.29%
公用事业	-36.44%	-14.58%	0.97%	-0.85%	-6.95%	16.18%
建筑装饰	-41.84%	-35.61%	-10.78%	-12.09%	-35.55%	-6.18%
轻工制造	-49.79%	-10.85%	2.65%	3.76%	-46.64%	1.05%
建筑材料	-57.80%	-46.15%	-1.67%	-7.62%	-41.46%	-0.52%
综合	-66.34%	-111.85%	-34.89%	-51.97%	664.60%	33.45%
非银金融	-93.25%	134.90%	-60.80%	53.89%	-93.91%	-63.52%
钢铁	-131.35%	-17.18%	-0.97%	0.71%	-142.46%	-2.29%
农林牧渔	-155.92%	-185.60%	1.33%	-4.41%	52.12%	10.35%

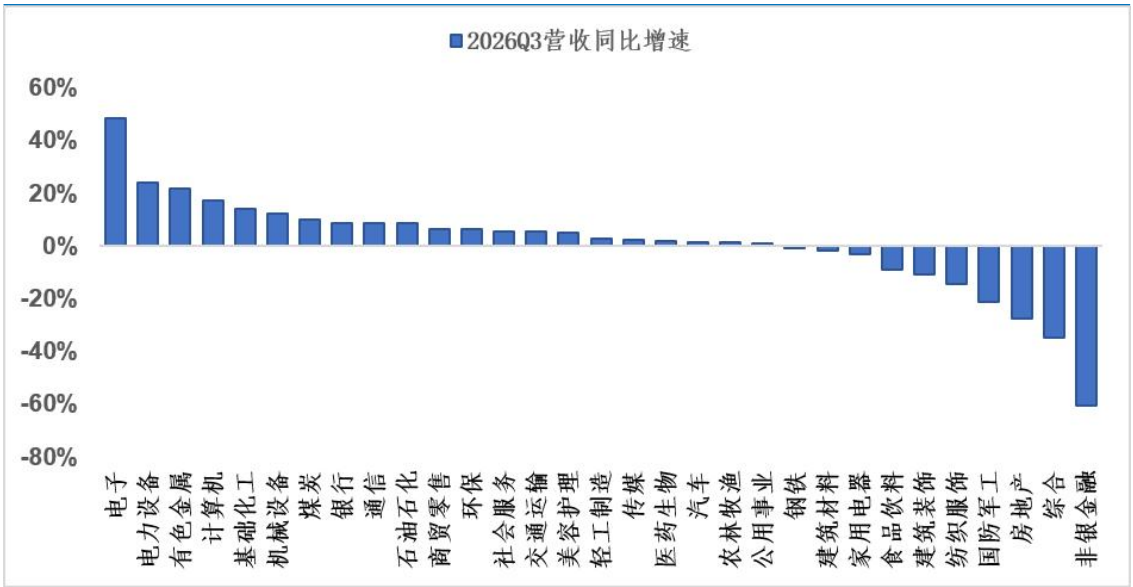
资料来源：华金证券研究所，wind

图 16：2026Q3 电子、商贸零售、有色金属等归母净利润同比增速较高



资料来源：华金证券研究所，wind

图 17：2026Q3 电子、电力设备、有色金属等营收同比增速较高



资料来源：华金证券研究所，wind

（三）当前半导体、其他电子、通信设备等估值性价比较高

当前成长二级行业中半导体、其他电子、通信设备等估值性价比较高。一是 9 月 22 日以来，成长二级行业中的通信设备、元件、其他电子、半导体、通用设备分别下跌 44.5%、41.3%、27.5%、26.0%、20.5%。二是其他电子、半导体、航海装备、通信设备、元件等 PEG 较低，分别为 0.15、0.17、0.18、0.23、0.31。

图 18：成长二级行业中通信设备、其他电子、半导体等估值性价比较高

行业	涨跌幅(%)	基本面	估值		情绪			
		预期营收增速（%）	预测PEG	预测PEG历史分位数（%）	成交额占万得全A比（%）	成交额占比历史分位数（%）	换手率（%）	换手率历史分位数（%）
通信设备	-44.5%	39.2%	0.23	0.0%	6.0%	84.9%	4.1%	69.1%
元件	-41.3%	45.0%	0.31	0.0%	4.9%	92.2%	6.6%	95.8%
其他电子Ⅱ	-27.5%	82.6%	0.15	18.4%	0.7%	49.6%	4.8%	73.4%
半导体	-26.0%	68.7%	0.17	0.7%	14.2%	95.4%	4.7%	86.7%
通用设备	-20.5%	13.4%	1.03	38.2%	3.2%	83.9%	4.5%	80.8%
光学光电子	-19.7%	6.6%	0.92	54.4%	1.7%	50.1%	2.6%	74.3%
其他电源设备Ⅱ	-19.3%	16.0%	0.68	36.4%	0.6%	43.2%	1.6%	37.5%
专用设备	-17.9%	8.2%	0.91	32.4%	1.8%	48.4%	2.3%	61.3%
自动化设备	-17.6%	24.5%	1.31	55.2%	2.2%	91.6%	3.6%	79.1%
消费电子	-17.4%	38.9%	0.47	1.0%	2.8%	60.2%	2.5%	67.6%
航海装备Ⅱ	-16.4%	32.7%	0.18	19.8%	0.3%	34.5%	1.7%	69.4%
军工电子Ⅱ	-14.0%	11.3%	3.22	91.1%	0.8%	14.2%	2.6%	58.5%
风电设备	-11.7%	12.4%	0.96	82.5%	0.6%	65.5%	3.5%	77.8%
电池	-10.4%	48.3%	0.39	2.7%	4.0%	86.6%	4.4%	86.5%
电网设备	-9.0%	14.3%	1.13	60.0%	1.5%	43.4%	2.6%	63.6%
地面兵装Ⅱ	-9.0%	6.8%	2.91	79.1%	0.2%	44.6%	2.7%	68.0%
航空装备Ⅱ	-8.2%	1.6%	4.34	95.3%	0.7%	22.5%	1.6%	55.2%
汽车零部件	-7.8%	9.2%	1.58	94.1%	2.7%	38.3%	2.7%	65.3%
计算机设备	-7.4%	16.2%	0.89	17.1%	1.0%	8.5%	2.2%	31.5%
IT服务Ⅱ	-7.4%	15.9%	-19.34	0.6%	1.9%	18.7%	3.5%	59.8%
汽车服务	-6.8%	-7.1%	0.59	29.6%	0.0%	8.6%	1.4%	51.9%
航天装备Ⅱ	-6.5%	10.9%	6.51	90.3%	0.3%	73.2%	2.1%	66.8%
医疗服务	-5.7%	15.4%	1.11	24.2%	1.8%	94.5%	4.3%	97.5%
生物制品	-5.0%	2.4%	0.00	0.3%	0.7%	53.6%	1.6%	76.0%
软件开发	-4.5%	8.4%	1.86	65.7%	2.2%	28.8%	3.3%	67.4%
化学制药	-4.0%	5.1%	1.18	26.3%	1.8%	41.8%	2.9%	85.6%
光伏设备	-3.8%	1.1%	0.00	13.8%	2.6%	72.9%	3.8%	87.5%
轨交设备Ⅱ	-2.4%	5.3%	2.07	83.0%	0.2%	26.3%	0.8%	60.9%
电机Ⅱ	-2.3%	8.8%	4.22	100.0%	0.4%	60.1%	4.3%	72.3%
电视广播Ⅱ	-2.3%	-2.2%	-10.44	12.3%	0.2%	54.8%	2.9%	85.4%
游戏Ⅱ	-1.5%	18.8%	0.61	36.1%	1.0%	55.4%	7.4%	95.3%
乘用车	-0.5%	7.4%	0.92	59.4%	0.2%	2.8%	0.7%	15.6%
医疗器械	0.9%	11.4%	1.52	58.8%	1.0%	48.8%	2.2%	71.9%
商用车	1.6%	14.0%	0.41	39.4%	0.2%	8.6%	1.4%	22.7%
中药Ⅱ	1.8%	-0.7%	4.58	82.8%	0.5%	14.8%	1.7%	56.6%
工程机械	2.1%	13.9%	0.90	85.7%	0.4%	40.8%	1.5%	67.0%
医药商业	2.9%	2.6%	2.60	99.8%	0.3%	19.4%	1.8%	71.6%
广告营销	5.0%	6.9%	1.25	66.5%	1.0%	77.5%	6.6%	92.8%
出版	13.3%	-4.4%	2.18	86.1%	0.8%	83.7%	3.9%	95.0%
影视院线	14.3%	-7.7%	-8.58	6.4%	0.7%	85.7%	9.0%	98.5%
数字媒体	17.5%	2.9%	46.43	100.0%	0.6%	83.7%	7.8%	95.8%

资料来源：wind,华金证券研究所（数据截至 11 月 5 日）

（四）短期建议均衡配置部分科技成长和低估值蓝筹行业

短期建议均衡配置：一是政策和产业趋势向上且超跌的医药（AI 制药）、电新（储能）、有色金属、电子（国产半导体）、传媒（AI 应用、游戏）、计算机（AI 应用）、机械（机器人）、通信（AI 硬件）、军工（商业航天）等；二是券商、消费、电力等低估值蓝筹行业。（1）医药：第十二届细胞及基因治疗研发与产业化论坛将于 11 月 12-13 日在广州举办，大会以“聚力创新 •共启 CGT 产业转化新征程”为主题，横跨实体瘤免疫、体内细胞、CGT 等投融资全赛道，打通监管、临床、研发、资本、工艺全链路对话。（2）电新：第 13 届中国电池新能源产业国际高峰论坛将于 2026 年 11 月 11-13 日在浙江宁波举办，集结产业链龙头企业、科研院所、行业专家与资本机构，携手上下游企业在存量中挖掘潜力，共同推动行业高质量可持续发展。（3）有色金属：一是中国有色金属工业协会党委常委陈学森在 2026 年前三季度有色金属工业经济运行情

况新闻发布会上发布 1-9 月有色行业总量盈利数据，有色金属前三季度产量同比增长 2.5%，行业利润总额 5991.7 亿元，行业生产呈现积极向好态势。二是第十一届亚太镍铬锰不锈钢大会将于 11 月 11-13 日在上海举行，大会重点讨论镍供需、新能源不锈钢需求、套保策略，打通信息壁垒。（4）电子：一是 11 月 10-12 日，第 108 届中国电子展将在上海举办，展会主题为创新强基、应用强链，覆盖元器件、集成电路、半导体设备等领域。二是第二十三届中国国际半导体博览会将于 11 月 12 至 14 日在北京举办，大会主题为“全链聚芯，科创自立，赋能新质生产力”，聚焦集成电路全产业链展示，并包含 AI 算力、车规芯片等前沿场景体验区。三是近几月半导体销售持续上涨，同比增速维持在 100%以上，9 月略有回落但仍保持较高增速。（5）传媒：第七届世界媒体峰会 11 月 5-9 日在北京举行，大会以“智能变革中的媒体使命与合作行动”为主题，围绕智能传播拓展文明交流互鉴新空间、“人工智能+”与全球传播治理新范式等议题进行交流，是全球重要的媒体高端交流合作平台。（6）计算机：“2026 杭州国际 AI 算力产业大会暨展览会”将于 2026 年 11 月 11-13 日在杭州举办，大会聚焦智算芯片、AI 服务器、大模型训练等热点领域，搭建政企研协作平台，旨在推动 AI 算力技术成果转化与产业落地。（7）机械：11 月 4 日在浙江举办的《机器人与具身智能论坛》聚焦“数智赋能，开放协同”，探讨机器人与具身智能发展新图景。（8）通信：一是 11 月 2-5 日举行的互联网大会乌镇峰会期间，“互联网之光”博览会上多家公司展出最新 6G 研究成果。二是中国国际进口博览会期间，高通全球首个符合 3GPP 最新定义的 6G 终端原型机参展。（9）券商：一是 11 月 5 日在成都举办的 2026 资本市场高质量发展大会围绕新 “国九条” 落地、机构生态、财富管理转型、跨境业务、投资者回报、投融资改革进行讨论，为资本市场高质量发展凝聚共识。二是近日万得全 A 成交额震荡有所回升。（10）消费：第 29 届上海环球食品展将于 11 月 10-12 日举办，展会同期配套多场平行论坛：国际肉类产业论坛、AI 外卖生态大会、食品电商新渠道大会；覆盖休闲食品、乳制品、烘焙、预制菜、酒水、餐饮供应链。

图 19：半导体销售额持续上涨



资料来源：华金证券研究所，wind

图 20：万得全 A 成交额震荡有所回升



资料来源：华金证券研究所，wind

三、风险提示

1.历史经验未来不一定适用：文中相关复盘具有历史局限性，不同时期的市场条件、行业趋

势和全球经济环境的变化会对投资产生不同的影响，过去的表现仅供参考。

2.政策超预期变化：经济政策受宏观环境、突发事件、国际关系的影响可能超预期或者不及预期，从而影响当下分析框架下的投资决策。

3.经济修复不及预期：受外部干扰、贸易争端、自然灾害或其他不可预测的因素，经济修复进程可能有所波动，从而影响当下分析框架下的投资决策。

分析师声明

邓利军声明，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。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（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。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任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。

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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司
办公地址：
上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层
北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层
深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn