2026 年 11 月 21 日
策略类●证券研究报告

年底还有行情吗？

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，年底有无行情主要受政策和外部事件、基本面、流动性等因素影响。**（1）A 股年底（11-12 月）多上涨：2010 年以来 16 年中，上证综指有 10 年在年底上涨，其中 2012、2015、2019 当年上半年市场普遍上涨，下半年出现回落，年底均出现反弹。（2）年底有无行情主要受政策和外部事件、基本面、流动性等因素影响。一是政策和外部事件是驱动 A 股年底行情的核心因素：首先，积极的政策或外部事件出现可能导致 A 股年底偏强；其次，政策偏紧或出现负面外部冲击时，A 股年底可能表现偏弱。二是基本面也对 A 股年底表现有重要影响：首先，2014、2015、2019、2021、2024 年社零、出口增速均回升，年底上证综指均上涨；其次，2013 年基本面数据全面回落，2017、2018、2023 年制造业 PMI 和工业企业利润回落，年底上证综指均下行。三是流动性对 A 股年底表现也有一定的影响。

◆ **当前来看，A 股短期仍可能延续震荡磨底趋势，年底仍可能有结构性行情。**（1）短期政策仍可能偏积极，外部风险有限。一是短期政策仍可能偏积极：首先，短期扩大有效投资、提振内需等相关政策可能加速落实；其次，短期稳市场政策力度可能上升。二是短期外部风险可能有限：首先，美伊冲突的负面影响短期可能较小；其次，短期中美关系仍可能维持平稳；最后，短期英伟达事件等可能继续压制全球市场风险偏好。（2）短期经济和盈利可能继续处于修复趋势中。一是短期经济可能继续修复。二是短期企业盈利可能继续维持较高增速。（3）短期流动性可能维持宽松。一是短期宏观流动性可能维持宽松：首先，美联储 12 月可能加息，但后续难以持续加息；其次，短期国内宏观流动性仍可能维持宽松。二是短期股市资金流入仍可能维持一定的水平。

◆ **今年年底金融和成长等风格可能相对占优。**（1）复盘历史，年底金融和成长等风格相对占优。一是 2010 年以来的 16 年中，金融有 5 年、成长有 4 年在年底涨幅排名第一。二是金融风格占优主要受稳增长政策、流动性宽松或情绪偏弱等因素驱动。三是成长风格主要受产业趋势上行、政策支持和流动性宽松等因素驱动。（2）当前来看，今年年底金融和成长等风格可能相对占优。一是今年年底金融风格可能相对占优：首先，12 月中央经济工作会议定调可能进一步积极，流动性可能维持宽松；其次，短期情绪偏弱，机构资金可能进一步配置低估值稳定类行业。二是今年年底成长风格也可能相对占优：首先，AI 产业趋势短期仍可能延续上行；其次，科技成长短期大概率受政策持续支持；最后，短期流动性仍可能维持宽松。

◆ **行业配置：短期继续均衡配置部分科技成长和低估值蓝筹等行业。**（1）年底低估值蓝筹和部分科技成长行业可能相对占优。一是复盘历史，年底低估值稳定类、产业趋势上行和政策支持的行业表现相对占优。二是当前来看，今年年底部分科技成长和低估值蓝筹行业可能相对占优。（2）当前蓝筹中的证券、休闲食品，成长中的半导体、通信设备等行业估值性价比较高。（3）短期建议继续均衡配置：一是政策和产业趋势向上且超跌的电子（国产半导体）、传媒（AI 应用、游戏）、计算机（AI 应用）、机械（机器人）、医药（创新药、AI 制药）、电新（储能）、通信（AI 硬件）、军工（商业航天）等；二是大金融、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、年底还有行情吗？ 3
（一）复盘历史，年底有无行情主要受政策和外部事件等因素影响 3
（二）今年年底 A 股仍可能有结构性行情，短期继续震荡磨底 4
二、行业配置：继续均衡配置部分科技成长和低估值蓝筹 7
（一）今年年底金融和成长等风格可能相对占优 7
（二）年底低估值蓝筹和部分科技成长行业可能相对占优 8
（三）当前证券、休闲食品、半导体、通信设备等估值性价比较高 9
（四）短期继续均衡配置部分科技成长和低估值蓝筹行业 11
三、风险提示 13

图表目录

图 1 ：年底（11-12 月）有无行情主要受积极政策和外部事件、基本面、流动性等影响 4
图 2 ：10 月固定资产投资全面回落 5
图 3 ：近期社零增速回落 5
图 4 ：近期房地产销售仍然偏弱 6
图 5 ：近期石油沥青装置开工率有所回升 6
图 6 ：油价持续高位回落 6
图 7 ：12 月美联储加息预期下降 6
图 8 ：历史上年底股市资金净流入较多 7
图 9 ：近期融资大幅流出 7
图 10 ：2010 年以来年底（11-12 月）金融和成长风格相对占优 8
图 11 ：2010 年以来年底（11-12 月）产业趋势上行和受政策驱动的行业表现相对占优 9
图 12 ：蓝筹一级行业中有色金属、美容护理、非银金融等估值性价比较高 10
图 13 ：蓝筹二级行业中工业金属、证券、贵金属、休闲食品等估值性价比较高 10
图 14 ：成长二级行业中通信设备、元件、半导体、通用设备等估值性价比较高 11
图 15 ：碳酸锂价格持续回落 12

一、年底还有行情吗？

（一）复盘历史，年底有无行情主要受政策和外部事件等因素影响

复盘历史，年底有无行情主要受政策和外部事件、基本面、流动性等因素影响。（1）A 股年底（11-12 月）多上涨：2010 年以来 16 年中，上证综指有 10 年在年底上涨，分别是 2012、2014、2015、2016、2019、2020、2021、2022、2024、2025，其中 2012、2015、2019 当年上半年市场普遍上涨，下半年出现回落，年底均出现反弹。（2）年底有无行情主要受政策和外部事件、基本面、流动性等因素影响。一是政策和外部事件是驱动 A 股年底行情的核心因素：首先，积极的政策或外部事件出现可能导致 A 股年底偏强，如 2012 年 11 月“十八大”闭幕且 12 月中央经济工作会议重点强调新型城镇化和创新驱动，2014 年 11 月沪港通开通且 12 月中央经济工作会议强调新常态和培育新增长点，2015 年 11 月人民币纳入 SDR 篮子且 12 月中央经济工作会议提出供给侧改革政策，2016 年 12 月中央经济工作会议提出“房住不炒”和深港通开通，2019 年 12 月中央经济工作会议提出“新基建”且中美一阶段协议达成，2020 年 11 月拜登胜选且海外疫苗取得重大突破、12 月中央经济工作会议强调不急转弯和“双碳”目标且美国国会推出 9000 亿财政刺激方案，2021 年 12 月中央经济工作会议强调适度超前开展基础设施建设，2022 年 11 月防疫优化“二十条” 和地产“三支箭”政策发布、12 月中央经济工作会议强调把稳增长放在更加突出的位置，2024 年 11 月万亿化债方案落地、12 月中央经济工作会议提出稳楼市和活跃资本市场，2025 年 12 月中央经济工作会议强调存量商品房收储、深化“人工智能+”，上证综指在年底均上涨；其次，政策偏紧或出现负面外部冲击时，A 股年底可能表现偏弱，如 2010 年 11 月地产限购加码、12 月中央经济工作会议提出优先控通胀，2011 年 11 月欧债危机升级、12 月中央经济工作会议强调地产调控不动摇，2013 年 11 月 IPO 重启、12 月美联储宣布 Taper，2017 年资管新规征求意见稿发布、12 月中央经济工作会议提出稳健中性的货币政策，2018 年 11-12 月中美贸易摩擦持续，年底上证综指均下行。二是基本面也对 A 股年底表现有重要影响：首先，2014、2015、2019、2021、2024 年社零、出口增速均回升，年底上证综指均上涨；其次，2013 年基本面数据全面回落，2017、2018、2023 年制造业 PMI 和工业企业利润回落，年底上证综指均下行。三是流动性对 A 股年底表现也有一定的影响：首先，流动性宽松可能导致 A 股年底表现偏强，如 2014 年央行降息、利率下行，2021 年全面降准、释放长期资金约 1.2 万亿，2020、2024 年 DR007 分位数下行或处于相对低位，年底上证综指均上涨；其次，流动性紧缩可能压制 A 股年底的表现，如 2010 年 11 月两次上调存款准备金率、12 月再度加息，2015、2017 年美联储加息，2023 年美元高位、美债收益率高位，2011、2013 年 DR007 分位数处于极高位，年底上证综指均下行。

图 1：年底（11-12 月）有无行情主要受积极政策和外部事件、基本面、流动性等影响

年份	涨跌幅	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（%）	DR007分位数（%）	政策/外部事件
2010	-5.73	55.2→53.9	65.6→164.3	18.6→27.4	0.0→-4.8	34.7→18.2	27.2→97.8	11月地产限购加码、12月中央经济工作会议提出优先控通胀
2011	-10.89	49.0→50.3	-57.7→-44.4	-1.2→-1.3	-11.2→-6.7	14.3→14.1	94.3→98.9	11月欧债危机升级、12月中央经济工作会议强调地产调控不动摇
2012	9.68	50.6→50.6	17.8→13.2	38.4→8.5	3.3→0.6	2.8→13.8	82.7→95.2	11月“十八大”闭幕且12月中央经济工作会议重点强调新型城镇化和创新驱动
2013	-1.20	51.4→51.0	10.8→6.0	20.5→5.1	1.6→0.8	13.0→1.5	95.4→98.1	11月IPO重启、12月美联储宣布Taper
2014	33.65	50.3→50.1	-4.4→-10.4	-7.0→2.9	-2.1→-1.8	4.8→6.7	78.5→97.6	央行降息，11月沪港通开通且12月中央经济工作会议强调新常态和培育新增长点
2015	4.63	49.6→49.7	-0.6→-4.0	20.2→8.0	-1.4→-0.8	-8.4→-2.9	44.5→46.2	11月人民币纳入SDR篮子且12月中央经济工作会议提出供给侧改革政策
2016	0.10	51.7→51.4	15.6→3.7	13.2→18.5	4.2→3.4	-2.6→-5.0	62.1→61.2	12月中央经济工作会议提出“房住不炒”和深港通开通
2017	-2.54	51.8→51.6	-18.9→-24.0	13.3→20.5	0.2→0.4	12.4→13.1	84.9→98.2	资管新规征求意见稿发布、12月中央经济工作会议提出稳健中性的货币政策，美联储加息
2018	-4.18	50.0→49.4	-5.4→-19.5	8.8→12.3	-3.5→-4.3	4.9→-3.4	61.1→75.1	11-12月中美贸易摩擦持续
2019	4.13	50.2→50.2	-0.1→13.7	7.3→1.2	0.4→1.6	-1.3→7.2	59.4→73.2	12月中央经济工作会议提出“新基建”且中美一阶段协议达成
2020	7.71	52.1→51.9	23.0→20.0	18.6→18.9	3.8→3.4	21.8→17.8	64.2→57.1	11月拜登胜选且海外疫苗取得重大突破、12月中央经济工作会议强调不急转弯和“双碳”目标且美国会推出9000亿财政刺激方案
2021	2.61	50.1→50.3	10.6→3.8	-16.3→-17.8	-3.8→-3.1	21.5→22.3	36.2→55.2	全面降准；12月中央经济工作会议强调适度超前开展基础设施建设
2022	6.77	48.0→47.0	-8.5→-6.6	-32.2→-27.7	-4.2→-6.6	-7.9→-8.0	24.7→63.8	11月防疫优化“二十条” 和地产“三支箭”政策发布、12月中央经济工作会议强调把稳增长放在更加突出的位置
2023	-1.45	49.4→49.0	17.0→2.6	-16.9→-22.9	2.9→4.3	1.1→0.6	58.4→38.7	美元高位、美债收益率高位压制外资
2024	2.19	50.3→50.1	-7.8→8.5	1.4→2.8	1.8→2.2	7.9→9.2	17.9→37.7	11月万亿化债方案落地、12月中央经济工作会议提出稳楼市和活跃资本市场
2025	0.36	49.2→50.1	-15.4→1.0	-26.1→-24.2	-2.2→0.0	6.8→5.1	6.0→34.3	12月中央经济工作会议强调存量商品房收储、深化“人工智能+”，上证综指在年底均上涨

资料来源：华金证券研究所，wind（标红年份为 A 股上半年上涨、下半年回落的年份）

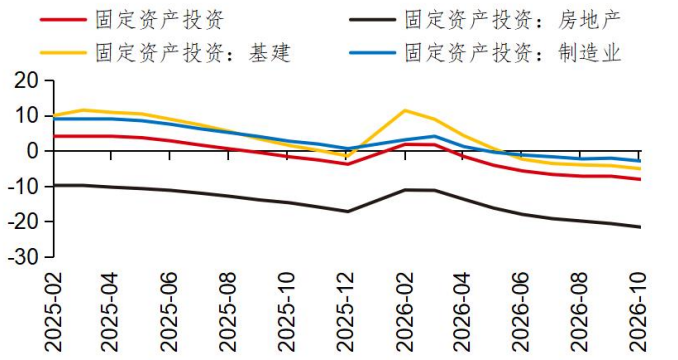
（二）今年年底 A 股仍可能有结构性行情，短期继续震荡磨底

短期政策仍可能偏积极，外部风险有限。（1）短期政策仍可能偏积极：一是经济政策上，国常会部署“两重”建设、促进消费品供需适配，提出加大创新要素、无形资产投资，撬动超长期贷款、政策性金融工具，引导民间资本参与，同时推动以旧换新、供给升级，改善消费供给，短期扩大有效投资、提振内需等相关政策可能加速落实。二是资本市场政策上，证监会提出研究优化减持、量化交易监管，壮大长期资本，《衍生品交易监督管理办法（试行）》正式施行，完善衍生品市场监管框架，显示短期资本市场制度建设与稳市场政策力度上升，后续投融资改革、上市公司治理等配套政策可能进一步出台和落实。（2）短期外部风险可能有限：一是尽管当前美伊仍有局部、小规模冲突，但尚未升级，且特朗普表态称不会在新年前仓促决定新一轮升级行动，美伊双方仍在寻求谈判，同时油价维持高位回落的趋势，美伊冲突的负面影响短期可能较小。二是中美元首近期再次会面，确立建设性战略稳定关系，双方同意落实行动计划，在农产品、能源、AI、芬太尼等领域推进合作，管控分歧，显示短期中美关系仍可能维持平稳，但中美科技博

弈仍可能延续。三是短期英伟达事件及民主党对其他 AI 大厂等的调查可能继续压制全球市场风险偏好。

短期经济和盈利可能继续处于修复趋势中。（1）短期经济可能继续修复。一是 10 月美国零售销售同比增长 6.8%，高于 9 月的 6.6%，显示短期外需仍维持偏强趋势，可能继续驱动中国出口高增，后续来看，随着 AI 需求持续上升、中国成本和制造业优势不断显现，短期中国出口可能继续维持高增速。二是 10 月固定资产投资累计同比下降 8.1%，较 9 月累计同比下降 7.2%的增速进一步回落，其中房地产投资、基建投资、制造业投资增速较 9 月均进一步回落，展望后续，近期一、二线地产周成交同比增速持续偏弱，短期地产投资增速可能继续偏弱，而石油沥青装置、螺纹钢开工率近期持续回升，短期基建投资增速可能有所企稳，尽管 10 月整体制造业投资累计同比增速较 9 月进一步回落，但计算机、通信和其他电子设备制造业 10 月累计同比增速较 9 月的 9.6%继续上升至 9.9%，显示高新技术行业制造业景气仍较高，在 AI 需求和政策支持、科技相关行业盈利持续回升下高新技术行业制造业投资增速短期可能继续回升。三是 10 月社零同比增速由 9 月的 1.1%降至 0.4%，主要受去年以旧换新、汽车下乡等促消费政策带动消费形成高基数等因素影响，展望后续，在“双十一”、年底等消费旺季叠加提振消费等政策实施下，短期消费增速可能企稳有所回升。（2）短期企业盈利可能继续维持较高增速。一是 10 月 PPI 同比增速继续创 2022 年 7 月以来新高，主要受部分能源价格上涨、国际原油和有色金属价格上行、AI 相关产品涨价等影响，后续来看，AI 驱动部分小金属价格上行、美伊冲突导致油价维持高位，加大投资和反内卷等政策持续落实，短期 PPI 同比增速可能继续维持高位，10 月的工业企业利润同比增速也可能较高。二是 A 股三季报盈利继续维持正增长，主要受电子等科技成长行业和有色金属、石化等周期行业盈利高增推动，短期来看，这种趋势可能延续，A 股盈利可能继续维持一定的增速。

图 2：10 月固定资产投资全面回落



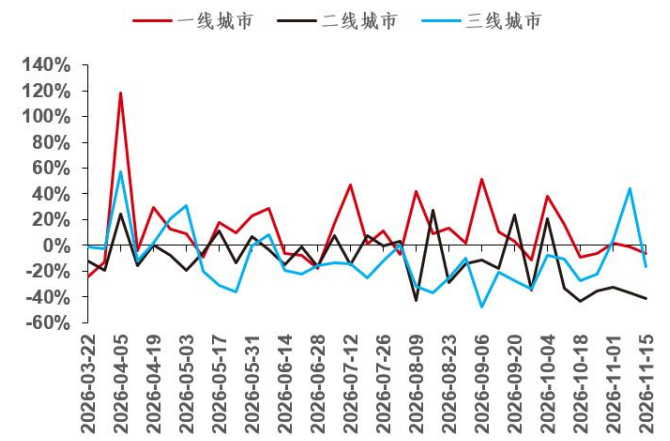
资料来源：华金证券研究所，wind

图 3：近期社零增速回落



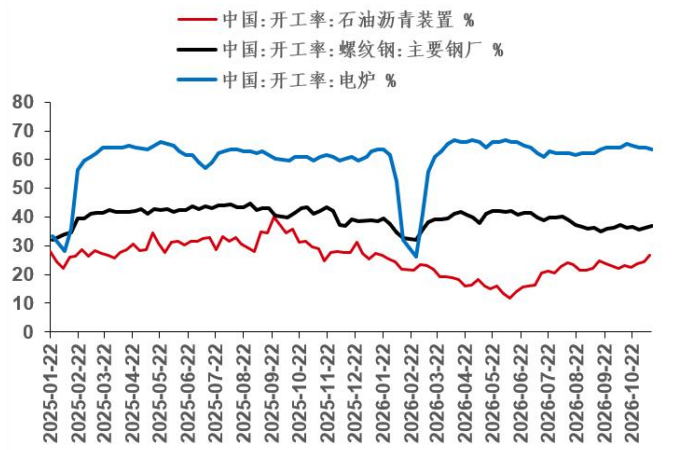
资料来源：华金证券研究所，wind

图 4：近期房地产销售仍然偏弱



资料来源：华金证券研究所，wind

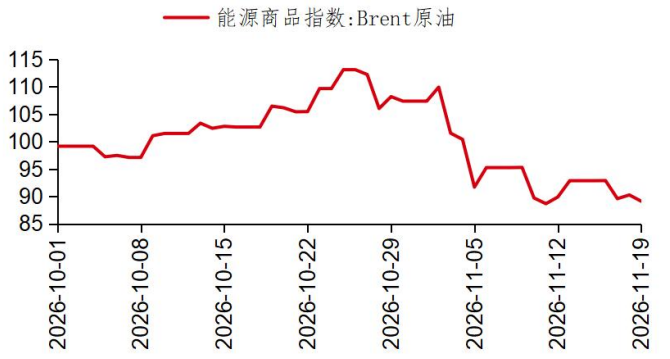
图 5：近期石油沥青装置开工率有所回升



资料来源：华金证券研究所，wind

短期流动性可能维持宽松。（1）短期宏观流动性可能维持宽松。一是美联储近期表态偏鹰，同时美国 10 月通胀和就业数据均有所回升，美联储 12 月可能加息，但后续来看，美伊冲突可能缓解，油价持续高位回落至 90 美元/桶左右，美国后续通胀压力可能有所回落，短期美联储可能难持续加息，此外，美国长期国债收益率前期已自高位回落，短期或延续回落态势，短期海外流动性预期维持平稳。二是短期美元受美联储 12 月加息预期的影响而有所走强，但在美国债务风险仍较高、美联储短期难持续加息等背景下美元中短期仍可能维持低位震荡，且中国出口高增速导致结售汇差持续上升，推动人民币汇率短期可能继续震荡偏强，海外对国内宽松的掣肘有限，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仍可能维持宽松。（2）短期股市资金流入仍可能维持一定的水平：一是历史上年底股市资金多流入，2016 年以来的 10 年中，外资有 7 年、融资有 9 年在年底流入，平均净流入 665.7 亿元、418.5 亿元。二是 11 月以来融资已大幅流出 1225 亿，随着短期维稳政策力度可能进一步加大，融资、外资等股市资金流出可能回落甚至流入。

图 6：油价持续高位回落



资料来源：华金证券研究所，wind

图 7：12 月美联储加息预期下降

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2026/12/9	0.0%	92.7%	7.3%	0.0%	0.0%	0.0%		
2027/1/27	0.0%	26.7%	68.1%	5.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	9.1%	40.8%	46.6%	3.4%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.0%	6.2%	30.6%	44.8%	17.3%	1.1%	0.0%	0.0%
2027/6/9	0.0%	4.2%	22.6%	40.1%	26.3%	6.4%	0.4%	0.0%
2027/7/28	0.0%	3.7%	20.5%	38.2%	27.9%	8.6%	1.0%	0.0%
2027/9/15	0.0%	3.4%	19.2%	36.8%	28.7%	10.2%	1.6%	0.1%
2027/11/17	0.5%	5.9%	22.0%	35.5%	25.7%	8.8%	1.4%	0.1%

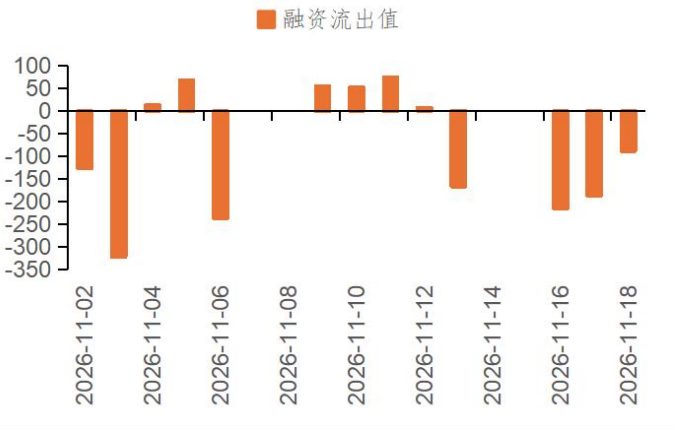
资料来源：华金证券研究所，CME（注：数据统计截至 2026/11/19）

图 8：历史上年底股市资金净流入较多

年份	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）
2016	118.45	280.80	825.66
2017	211.75	270.30	841.70
2018	630.55	-131.20	403.06
2019	1334.32	522.41	1486.76
2020	1151.68	671.54	3728.98
2021	1074.82	152.09	2457.32
2022	951.08	16.76	580.61
2023	-147.02	298.24	556.44
2024	-	1550.85	1462.23
2025	-	553.54	1306.58

资料来源：华金证券研究所，wind

图 9：近期融资大幅流出



资料来源：华金证券研究所，wind

二、行业配置：继续均衡配置部分科技成长和低估值蓝筹

（一）今年年底金融和成长等风格可能相对占优

今年年底金融和成长等风格可能相对占优。（1）复盘历史，年底金融和成长等风格相对占优。一是 2010 年以来的 16 年中，金融有 5 年、成长有 4 年、消费有 3 年、周期有 2 年、稳定有 2 年在年底涨幅排名第一。二是金融风格占优主要受稳增长政策、流动性宽松或情绪偏弱等因素驱动，如 2011 年和 2017 年年底市场情绪偏弱、2012 年年底出台新型城镇化政策、2014 年年底降息、2022 年底防疫优化政策叠加地产宽松等稳增长政策出台，金融风格占优。三是成长风格主要受产业趋势上行、政策支持和流动性宽松等因素驱动，如 2013、2015 年年底均处于移动互联网产业大趋势中，2023、2024 年年底均处于 AI 产业大趋势中；2013、2015 年年底均处于创新驱动等政策支持中，2023、2024 年年底均处于发展新质生产力、实施“人工智能+”行动等科技创新政策支持中；2013、2015、2023、2024 年年底流动性均偏宽松，成长风格相对占优。（2）当前来看，今年年底金融和成长等风格可能相对占优。一是今年年底金融风格可能相对占优：首先，10 月投资、消费增速全面回落，除出口外，内需偏弱，短期稳增长压力较大，即将召开的 12 月中央经济工作会议因此可能聚焦稳增长，政策定调可能进一步积极，扩大投资和提振内需仍是政策着力点，此外，流动性可能维持宽松，短期央行可能进一步加大资金投放甚至降准降息，金融风格可能受益；其次，短期受海外科技股回落、美联储 12 月可能加息等担忧的影响，情绪偏弱，机构资金可能进一步配置低估值稳定类行业，金融风格可能受益。二是今年年底成长风格也可能相对占优：首先，尽管英伟达事件等导致 AI 降速预期上升，但 AI 需求仍较高，AI 产业趋势短期仍可能延续上行；其次，短期科技创新、加快“六张网”建设等政策可能持续落实，科技成长短期大概率受政策持续支持；最后，短期流动性仍可能维持宽松，科技成长也可能受益。

图 10：2010 年以来年底（11-12 月）金融和成长风格相对占优

涨跌幅（%）	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
金融	-13.5%	-10.3%	15.3%	-5.5%	61.9%	14.8%	-2.5%	0.0%	-7.2%	3.4%	2.4%	0.0%	12.1%	-4.7%	4.2%	1.3%
周期	-9.8%	-19.6%	2.8%	1.2%	7.8%	13.4%	-1.4%	-3.8%	-3.8%	7.7%	7.4%	2.6%	0.4%	-1.2%	1.0%	4.4%
消费	-4.4%	-15.0%	-3.3%	2.6%	4.3%	13.4%	-2.6%	-0.8%	-1.2%	-0.5%	8.3%	6.3%	10.8%	-2.6%	1.7%	-2.2%
成长	-6.7%	-17.3%	1.0%	4.4%	0.4%	15.5%	-7.1%	-6.0%	-2.1%	6.6%	5.2%	3.3%	-3.7%	-0.4%	5.2%	1.7%
稳定	-9.4%	-11.4%	7.2%	-2.4%	40.0%	-0.1%	3.0%	-7.9%	0.4%	1.2%	0.1%	4.8%	4.4%	-0.5%	3.2%	-3.7%
排名	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
金融	5	1	1	5	1	2	3	1	5	3	4	5	1	5	2	3
周期	4	5	3	3	3	3	2	3	4	1	2	4	4	3	5	1
消费	1	3	5	2	4	4	4	2	2	5	1	1	2	4	4	4
成长	2	4	4	1	5	1	5	4	3	2	3	3	5	1	1	2
稳定	3	2	2	4	2	5	1	5	1	4	5	2	3	2	3	5

资料来源：wind，华金证券研究所

（二）年底低估值蓝筹和部分科技成长行业可能相对占优

年底低估值蓝筹和部分科技成长行业可能相对占优。一是复盘历史，年底低估值稳定类、产业趋势上行和政策支持的行业表现相对占优：首先，年底低估值稳定类行业表现相对占优，如 2010 年的建筑，2011、2012 年的银行，2016 年的石化，2017、2022 年的食品饮料等；其次，年底产业趋势上行的行业表现相对占优，如 2013 年移动互联网产业趋势下的计算机和电子，融资余额大幅上升下的 2014 年的非银金融，供给侧改革导致价格上行的 2016 年的石油石化，消费升级下的 2017 年的食品饮料，5G 建设下的 2018 年的通信等，流动性宽松导致价格上行的 2020 年的有色金属和 2023 年的煤炭，元宇宙产业趋势上行下的 2021 年的传媒，商业航天产业趋势上行下的 2025 年的军工；最后，年底受政策支持的行业也相对占优，如 2013 年军民融合政策下的军工，受供给侧改革驱动的 2016 年的石化和 2017 年的食品饮料，国产化和 5G 建设等政策驱动的 2018 年的通信，稳增长政策驱动 2019 年的建材，受益于促消费政策的 2022 年的食品饮料，受益于发展新消费政策的 2024 年的商贸零售。二是当前来看，今年年底部分科技成长和低估值蓝筹行业可能相对占优：首先，AI 大模型更新迭代需求持续上升，推动算力基础设施持续扩张，国产算力服务器和芯片等需求短期可能持续上升，电子、通信等相关行业的产业趋势短期可能继续上行，此外 AI 应用、机器人等行业景气预期短期不断改善；其次，短期科技创新、加大投资、提振内需等政策可能持续出台和落实，科技成长和部分周期、消费行业可能受政策支持；最后，当前市场情绪偏弱，银行、石化、电力等低估值稳定类行业短期可能受到机构资金配置。

图 11：2010 年以来年底（11-12 月）产业趋势上行和受政策驱动的行业表现相对占优

2010		2011		2012		2013	
行业	涨跌幅（%）	行业	涨跌幅（%）	行业	涨跌幅（%）	行业	涨跌幅（%）
建筑装饰	5.4	银行	-4.3	银行	24.6	国防军工	14.0
建筑材料	5.0	通信	-9.9	房地产	19.4	电子	7.6
食品饮料	4.4	公用事业	-11.3	汽车	17.7	计算机	7.2
机械设备	4.0	食品饮料	-11.6	非银金融	16.0	家用电器	7.1
环保	3.9	计算机	-12.9	建筑装饰	14.9	非银金融	6.7
2014		2015		2016		2017	
行业	涨跌幅（%）	行业	涨跌幅（%）	行业	涨跌幅（%）	行业	涨跌幅（%）
非银金融	99.5	综合	20.4	石油石化	8.1	食品饮料	6.4
建筑装饰	54.3	社会服务	20.4	建筑装饰	5.7	石油石化	3.4
银行	53.2	房地产	20.2	钢铁	5.6	家用电器	1.4
钢铁	36.6	电子	19.3	商贸零售	4.3	钢铁	1.2
房地产	32.1	美容护理	19.3	建筑材料	2.2	煤炭	1.0
2018		2019		2020		2021	
行业	涨跌幅（%）	行业	涨跌幅（%）	行业	涨跌幅（%）	行业	涨跌幅（%）
通信	8.8	建筑材料	20.4	有色金属	27.9	传媒	19.7
综合	6.4	有色金属	16.3	社会服务	27.0	轻工制造	15.1
食品饮料	5.3	电子	14.5	电力设备	21.8	通信	13.3
农林牧渔	5.3	传媒	10.5	食品饮料	20.7	环保	12.8
美容护理	5.2	汽车	10.3	国防军工	19.8	建筑材料	12.4
2022		2023		2024		2025	
行业	涨跌幅（%）	行业	涨跌幅（%）	行业	涨跌幅（%）	行业	涨跌幅（%）
食品饮料	29.2	煤炭	7.4	商贸零售	13.7	国防军工	15.4
社会服务	20.9	机械设备	3.2	银行	7.8	通信	14.1
美容护理	18.4	传媒	3.1	综合	6.6	有色金属	10.7
商贸零售	18.4	通信	2.8	纺织服饰	5.0	石油石化	10.1
传媒	17.2	综合	2.2	石油石化	3.8	轻工制造	6.2

资料来源：华金证券研究所，wind

（三）当前证券、休闲食品、半导体、通信设备等估值性价比较高

当前蓝筹中的证券、休闲食品，成长中的半导体、通信设备等行业估值性价比较高。一是蓝筹中证券、贵金属、休闲食品等估值分位数较低：首先，蓝筹一级行业中，有色金属、美容护理、非银金融、汽车、交通运输目前 PE 估值历史分位数相对较低，分别为 0.0%、7.3%、8.2%、18.8%、29.6%；其次，蓝筹二级行业中，工业金属、证券、贵金属、休闲食品、多元金融目前 PE 估值历史分位数相对较低，分别为 0.0%、0.8%、4.7%、12.5%、13.9%。二是成长中的半导体、通信设备等估值性价比较高：首先，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、通用设备跌幅较大，分别下跌 51.2%、48.1%、34.8%、29.5%、29.3%；其次，其他电子、半导体、航海装备、通信设备、元件当前 PEG 较低，分别为 0.14、0.16、0.18、0.20、0.27。

图 12：蓝筹一级行业中有色金属、美容护理、非银金融等估值性价比较高

蓝筹一级行业	基本面		估值		情绪			
	预期营收增速（%）	三季报营收增速（%）	PE（倍）	PE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（%）
有色金属	21.8%	72.3%	10.5	0.0%	4.51%	50.8%	1.62%	37.7%
美容护理	7.4%	-0.4%	25.2	7.3%	0.22%	22.8%	1.63%	37.3%
农林牧渔	0.6%	-148.7%	-200.0	7.6%	1.03%	28.7%	2.37%	68.2%
非银金融	1.9%	-15.9%	9.7	8.2%	1.48%	3.0%	0.47%	5.9%
汽车	7.5%	-23.1%	23.3	18.8%	3.42%	22.3%	1.62%	34.4%
交通运输	7.1%	1.8%	14.7	29.6%	1.57%	43.3%	0.73%	53.4%
纺织服饰	-5.8%	-2.6%	23.9	30.4%	0.71%	47.2%	1.95%	57.8%
商贸零售	3.8%	39.8%	32.2	36.0%	0.95%	15.1%	1.76%	62.6%
社会服务	5.7%	-2.3%	43.9	40.7%	0.59%	15.4%	2.10%	28.4%
食品饮料	0.6%	-6.8%	22.5	42.3%	1.90%	29.5%	1.63%	62.8%
房地产	-14.8%	23.9%	-7.4	42.8%	0.72%	7.4%	1.54%	56.3%
基础化工	13.8%	24.6%	19.8	44.3%	4.13%	39.8%	1.53%	34.2%
环保	10.2%	8.9%	24.4	49.8%	0.82%	47.0%	1.37%	43.2%
石油石化	8.6%	32.2%	11.3	67.2%	0.77%	38.4%	0.34%	34.1%
家用电器	2.2%	-8.4%	16.3	73.0%	2.36%	95.3%	3.11%	93.3%
公用事业	1.4%	-23.8%	21.6	83.1%	1.91%	46.6%	0.95%	45.5%
煤炭	17.6%	20.3%	15.2	84.9%	0.59%	28.1%	0.96%	31.2%
轻工制造	6.2%	-25.6%	42.8	90.9%	0.93%	20.9%	2.39%	69.5%
钢铁	-0.7%	-78.6%	75.5	92.7%	0.33%	6.2%	0.64%	25.3%
建筑装饰	-5.4%	-29.9%	13.9	97.7%	1.24%	8.2%	1.01%	25.5%
建筑材料	-2.3%	-53.7%	48.5	97.9%	0.97%	50.8%	1.64%	51.1%
银行	5.5%	3.8%	8.0	99.9%	2.32%	80.9%	0.28%	75.0%

资料来源：wind，华金证券研究所（数据截至 11 月 18 日）

图 13：蓝筹二级行业中工业金属、证券、贵金属、休闲食品等估值性价比较高

蓝筹二级行业	基本面		估值		情绪			
	预期营收增速（%）	三季报营收增速（%）	PE（倍）	PE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（%）
工业金属	19.1%	69.7%	8.0	0.0%	1.99%	70.0%	1.44%	39.8%
证券Ⅱ	25.0%	23.0%	11.3	0.8%	0.97%	3.3%	0.50%	5.6%
贵金属	20.6%	27.5%	14.8	4.7%	0.65%	73.2%	2.30%	65.3%
休闲食品	6.7%	40.3%	21.8	12.5%	0.20%	51.2%	2.43%	74.1%
多元金融	44.4%	44.9%	14.6	13.9%	0.19%	5.3%	0.64%	19.5%
保险Ⅱ	-4.0%	-35.1%	8.0	18.4%	0.32%	16.9%	0.19%	16.9%
能源金属	46.1%	275.0%	10.3	22.0%	0.39%	8.1%	2.19%	35.3%
航运港口	16.6%	30.2%	9.1	32.9%	0.62%	62.4%	0.68%	46.6%
饮料乳品	4.8%	-5.6%	22.5	34.9%	0.36%	50.1%	1.56%	54.2%
中药Ⅱ	-1.4%	-11.3%	26.3	36.9%	0.54%	13.7%	1.13%	18.4%
白酒Ⅱ	-5.0%	-9.5%	21.5	42.0%	0.79%	21.1%	1.19%	62.1%
白色家电	0.1%	-6.0%	12.8	73.4%	0.66%	72.3%	1.76%	94.1%
股份制银行Ⅱ	2.2%	-2.8%	6.5	77.0%	0.76%	67.9%	0.44%	80.8%
煤炭开采	18.1%	20.7%	14.5	85.0%	0.50%	20.1%	0.70%	16.3%
铁路公路	2.4%	-3.9%	17.1	87.3%	0.45%	79.5%	0.88%	91.4%
国有大型银行Ⅱ	6.5%	6.1%	8.8	100.0%	0.77%	85.0%	0.14%	60.1%

资料来源：wind，华金证券研究所（数据截至 11 月 18 日）

图 14：成长二级行业中通信设备、元件、半导体、通用设备等估值性价比较高

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	-51.2%	38.7%	0.20	0.0%	6.1%	85.6%	3.4%	57.5%
元件	-48.1%	45.2%	0.27	0.1%	5.1%	92.7%	4.8%	84.5%
其他电子Ⅱ	-34.8%	85.2%	0.14	18.1%	0.6%	44.6%	3.4%	52.8%
半导体	-29.5%	70.5%	0.16	0.3%	14.5%	95.4%	3.1%	63.0%
通用设备	-29.3%	13.1%	0.92	28.1%	3.3%	84.7%	3.3%	61.0%
其他电源设备Ⅱ	-27.7%	15.5%	0.62	28.3%	0.5%	28.8%	1.0%	12.6%
自动化设备	-27.5%	24.5%	1.16	46.6%	2.2%	90.5%	2.5%	54.8%
专用设备	-25.2%	7.9%	0.86	25.6%	1.9%	53.9%	2.0%	50.1%
消费电子	-24.7%	38.9%	0.43	0.1%	3.1%	71.4%	1.9%	43.3%
光学光电子	-24.7%	6.1%	0.87	52.3%	1.8%	58.1%	1.8%	46.6%
风电设备	-21.9%	11.6%	0.92	79.7%	0.3%	13.8%	1.5%	26.6%
电池	-19.9%	47.9%	0.36	1.8%	2.2%	29.7%	1.8%	28.7%
军工电子Ⅱ	-19.4%	10.3%	2.84	89.9%	1.0%	37.5%	2.0%	37.2%
地面兵装Ⅱ	-19.2%	4.2%	3.10	79.8%	0.2%	52.2%	1.9%	44.6%
航空装备Ⅱ	-18.7%	1.2%	4.08	91.9%	1.0%	61.0%	1.7%	58.8%
航天装备Ⅱ	-18.3%	7.5%	5.89	88.5%	0.2%	60.6%	1.3%	40.1%
光伏设备	-17.8%	-0.5%	0.00	13.8%	1.4%	18.1%	1.7%	40.7%
航海装备Ⅱ	-17.6%	31.8%	0.18	20.3%	0.3%	42.2%	1.3%	56.4%
电机Ⅱ	-14.7%	7.6%	3.30	96.9%	0.3%	35.8%	2.2%	27.8%
游戏Ⅱ	-14.7%	18.6%	0.56	35.0%	0.7%	30.4%	3.4%	60.4%
医疗服务	-14.7%	15.4%	0.98	13.0%	1.4%	80.3%	2.4%	75.6%
汽车零部件	-14.5%	8.9%	1.57	93.3%	2.8%	43.1%	2.1%	44.8%
生物制品	-14.4%	2.0%	0.00	0.3%	0.6%	44.8%	1.2%	50.4%
电网设备	-13.4%	14.5%	1.10	56.8%	1.5%	38.3%	1.8%	38.1%
软件开发	-12.6%	8.0%	1.86	65.1%	2.0%	23.8%	2.3%	31.4%
化学制药	-12.4%	5.1%	1.09	19.0%	1.5%	23.8%	1.7%	46.6%
IT服务Ⅱ	-11.9%	16.0%	-5.72	1.8%	2.7%	46.7%	3.6%	62.3%
计算机设备	-11.0%	16.2%	0.85	12.6%	1.3%	23.0%	2.3%	36.4%
电视广播Ⅱ	-9.2%	-2.2%	-9.67	14.6%	0.3%	83.8%	4.2%	94.4%
汽车服务	-8.2%	-7.1%	0.58	29.2%	0.1%	42.8%	2.1%	78.6%
乘用车	-7.1%	5.4%	1.01	69.2%	0.2%	2.3%	0.5%	5.4%
医疗器械	-4.4%	11.2%	1.50	57.5%	1.0%	43.9%	1.4%	28.1%
工程机械	-3.9%	13.1%	0.91	86.9%	0.3%	16.4%	1.0%	29.9%
广告营销	-3.6%	6.8%	1.17	62.3%	0.7%	51.9%	3.5%	66.0%
轨交设备Ⅱ	-3.4%	5.2%	2.08	83.1%	0.2%	38.6%	0.6%	42.8%
医药商业	-1.3%	2.6%	2.49	98.9%	0.3%	19.0%	1.5%	55.1%
中药Ⅱ	-1.3%	-1.5%	5.07	82.8%	0.5%	17.2%	1.1%	18.4%
商用车	0.1%	13.5%	0.43	41.8%	0.2%	13.5%	1.0%	3.0%
影视院线	2.4%	-8.3%	-6.08	10.8%	0.7%	82.3%	5.8%	89.8%
出版	3.0%	-4.9%	2.00	80.8%	0.6%	75.1%	2.2%	75.6%
数字媒体	3.4%	2.9%	72.79	100.0%	0.6%	82.0%	6.0%	86.2%

资料来源：wind,华金证券研究所（数据截至 11 月 18 日）

（四）短期继续均衡配置部分科技成长和低估值蓝筹行业

短期建议继续均衡配置：一是政策和产业趋势向上且超跌的电子（国产半导体）、传媒（AI 应用、游戏）、计算机（AI 应用）、机械（机器人）、医药（创新药、AI 制药）、电新（储能）、通信（AI 硬件）、军工（商业航天）等；二是大金融、消费、电力等低估值蓝筹行业。（1）电子：第二十八届中国国际高新技术成果交易会（简称“高交会”）将于 11 月 26-28 日在深圳举办，此届高交会聚焦消费电子、半导体与集成电路等前沿科技，展示全球科创成果，推动商贸合作与项目落地。（2）传媒：11 月 11 日清华大学新闻与传播学院、央视市场研究、中国广视索福瑞媒介研究等在北京联合发布了《传媒蓝皮书：中国传媒产业发展报告（2026）》，研判产业发展趋势。（3）计算机：一是 11 月 26-28 日的高交会设置算力与数据中心液冷、人工智能

等展区，展示领域最新科创成果。二是第四届 CCF 网络大会于 11 月 20-22 日在厦门举办，大会以“算网融合，智联未来”为主题，聚焦算力网络、光模块、云基础等方向。（4）机械：11 月 26-28 日举办的高交会开设亚洲机器人产业展，同期开设全球具身智能发展峰会、智能机器人前沿技术论坛，配套投融资路演与供需对接活动。（5）医药：一是 11 月 14 日 2026 年国家医保药品目录和商业健康保险创新药品目录正式发布，新版国家医保药品目录新增 107 种药品，商业健康保险创新药品目录新增 12 种药品，两个目录将于 2027 年 1 月 1 日正式执行，政策持续向创新药倾斜。二是博鳌乐城第二届全球创新药械博览会将于 11 月 20-21 日在海南举办，本届药博会以“封关新机遇·乐城新赋能——开启 2027 全球药械落地新格局”为主题，将打造集成果展示、学术交流、产业对接、政策解读于一体的行业盛会。（6）电新：一是 11 月 13 日国家发展改革委、国家能源局正式印发《“十五五”新型储能实施方案》，完善价格机制、推动行业由规模化发展阶段步入市场化发展阶段。二是碳酸锂价格持续回落，当前回落至 10 万元/吨以下，电芯成本随锂价下行传导，成本降低。三是第十一届动力电池应用国际峰会将于 2026 年 11 月在上海召开，会议聚焦新能源电池创新技术、创新应用、协同发展模式等方向，展示最新成果，助力产业间合作。（7）通信：一是 11 月 17 日工信部发布复函（工信厅通信函[2026]558 号），同意北京市、河北省、上海市、江苏省、浙江省、安徽省、湖北省、广东省作为 6G 创新发展部省协同试点省（市），6G 产业进展持续落地，产业配套政策密集出台。二是 2026 年 6G 发展大会将于 11 月 24-25 在上海举行，聚焦 6G 全球统一标准制定与产业生态建设，大会将发布 6G 理念倡议、试点成果、第二阶段 6G 技术试验实测数据等。（8）军工：11 月 26-28 日的高交会设置亚洲航空航天产业展览会，覆盖卫星互联网、空天一体化等领域，配套投融资产业对接会。（9）大金融：11 月 16 日中国证监会发布的《衍生品交易监督管理办法（试行）》正式施行，规范股票收益互换、跨境衍生品等业务。（10）消费：一是双十一大促期间全网电商累计销售额为 17764 亿元，同比增长 4.8%。二是 11 月 16 日国新办举行国民经济运行情况新闻发布会，发布 10 月社会消费品零售总额数据，指出下一步将继续落实提振消费专项行动，释放消费潜力。（11）电力：国家能源局公示地热能高质量开发利用试点名单，围绕地热供暖、地热发电、综合能源利用，完善地热资源开发标准。

图 15：碳酸锂价格持续回落



资料来源：wind,华金证券研究所（数据截至 11 月 17 日）

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