仅供内部参考，请勿外传

市场思考随笔

极致分化演绎展望

方 正 证 券 研 究 所 证 券 研 究 报 告

分析师

燕翔 登记编号：S1220525030001

2026 年以来 A 股市场行情较为分化，部分行业估值达到历史最高分位数，部分行业估值则又下探至极低历史分位数。资本市场表现分化的背后，是各行业板块间产业景气度的差异，互联网人工智能等信息杠杆条件又放大了资产价格表现差异。展望后市，我们认为有几点值得关注：

一是科技依然是市场最重要的产业链主线。超级成长板块股价上涨一般有阶段一涨估值、阶段二涨业绩两段，A 股科技板块后续业绩快速释放阶段行情依然值得期待。

二是寻找基本面景气度触底回升行业。除科技外，不少传统行业也已出现触底回升态势，虽未进入景气度主升浪但也筑底走平不再下降，例如化工、银行等我们认为都有向好迹象。

三是关注低估值绝对收益投资价值。“低估值+盈利稳定”在 A 股市场有效性较高（参见《A 股价值投资长期有效性探讨》），正是由于当前极致分化，留出了更多低估值绝对收益机会。

风险提示：宏观经济不及预期、海外市场大幅波动、历史经验不代表未来。

仅供内部参考，请勿外传

2026 年以来 A 股市场行情呈现较大的分化特征，一方面电子、通信等科技行业涨幅较大，另一方面非银金融、消费板块则跌幅超 10%。这种极致分化特征在板块估值中表现更为明显，一边是少部分行业处在历史最高分位数，另一边是部分行业估值处在历史最低分位数，以至于从估值角度看很难用牛市或熊市来描述当下市场。

以市净率而言（参见图表 1），少部分细分行业目前市净率处在 2010 年以来 85%分位数以上高估值位置，主要集中在半导体、PC、通信设备（光模块）、中游设备类等高科技方向；而另有数量较多的细分行业市净率处在 2010 年以来 15%分位数以下低估值位置，主要集中在金融、消费、医药板块方向。

图表 1：A 股主要指数与热门赛道行业市净率估值（数据截至 2026 年 6 月 12 日）

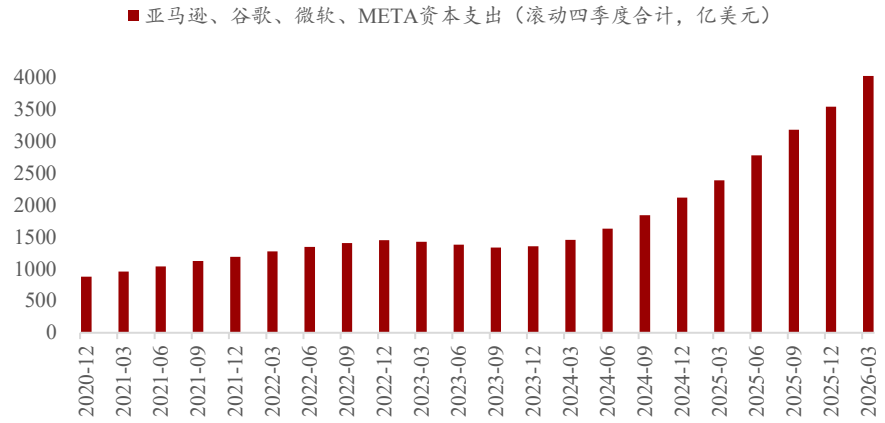
行业	市净率（倍）	市净率分位数	行业	市净率（倍）	市净率分位数	行业	市净率（倍）	市净率分位数	行业	市净率（倍）	市净率分位数
万得全 A	1.9	52%	出版	1.5	21%	专业服务	2.5	11%	铁路公路	0.9	0%
上证指数	1.5	48%	影视院线	2.7	34%	酒店餐饮	1.6	0%	港口	0.9	1%
上证 50	1.2	28%	电视广播	1.1	27%	医疗器械	2.4	1%	航空运输	2.9	67%
沪深 300	1.4	38%	数字媒体	2.7	3%	化学制剂	2.9	12%	航运	1.4	42%
中证 500	2.5	64%	白酒	3.7	14%	中药	1.9	0%	机场	1.3	5%
中证 1000	2.7	61%	调味发酵品	3.4	17%	CXO	2.9	10%	汽车零部件	2.5	58%
国证 2000	2.9	69%	乳品	2.5	2%	疫苗	1.7	1%	乘用车	1.7	20%
创业板指	6.0	71%	食品加工	2.0	1%	原料药	2.4	16%	商用车	2.7	78%
科创 50	7.4	88%	休闲食品	2.0	2%	医药商业	1.2	0%	汽车服务	1.8	42%
恒生指数	1.2	51%	啤酒	2.9	36%	医疗服务	3.3	4%	摩托车	3.0	34%
恒生科技	2.5	33%	软饮料	4.0	44%	生物制品	2.8	5%	煤炭	1.5	61%
房地产	0.9	18%	其他酒类	2.3	1%	血液制品	1.4	0%	钢铁	1.0	41%
银行	0.5	15%	白色家电	2.1	2%	光伏设备	3.2	47%	化学制品	2.4	35%
证券	1.1	4%	小家电	2.4	7%	锂电池	4.3	27%	化学原料	1.8	41%
保险	1.0	8%	家电零部件	4.0	69%	电网设备	3.1	68%	农化制品	2.1	29%
多元金融	1.3	27%	厨卫电器	1.5	0%	电池化学品	3.0	34%	塑料	3.8	75%
国防军工	3.5	64%	黑色家电	2.3	81%	风电设备	1.9	37%	非金属材料	5.3	75%
半导体	9.1	97%	美容护理	2.5	1%	电源设备	3.8	77%	化学纤维	1.9	28%
消费电子	4.9	51%	养殖业	2.1	0%	电机	3.5	65%	水泥	0.7	2%
面板	1.9	45%	农产品加工	1.9	7%	水力发电	2.5	75%	装修建材	1.9	11%
印制电路板	12.2	100%	饲料	2.1	4%	火力发电	1.4	59%	玻璃玻纤	4.0	86%
LED	2.6	37%	种植业	2.3	7%	风力发电	1.4	10%	建筑装饰	0.8	9%
被动元件	7.7	100%	纺织服饰	1.7	14%	燃气	1.9	25%	炼化及贸易	1.3	17%
软件开发	4.2	19%	家居用品	1.9	10%	环保	1.7	24%	油服工程	1.6	31%
计算机设备	3.4	50%	包装印刷	2.5	54%	通用设备	4.2	90%	工业金属	2.9	83%
IT 服务	3.4	46%	造纸	1.2	15%	专用设备	3.4	87%	小金属	5.8	78%
通信设备	11.8	100%	文娱用品	3.1	26%	自动化设备	6.7	92%	能源金属	3.1	28%
通信服务	1.8	76%	一般零售	1.5	23%	工程机械	2.0	59%	贵金属	3.6	61%
游戏	3.1	36%	互联网电商	2.4	48%	轨交设备	1.2	10%	金属新材料	4.8	89%
广告营销	4.3	64%	旅游及景区	2.5	20%	物流	1.1	2%			

资料来源：Wind，方正证券研究所

注：市净率分位数统计范围：2010 年以来。红色表示分位数 85%以上，绿色表示分位数 15%以下。

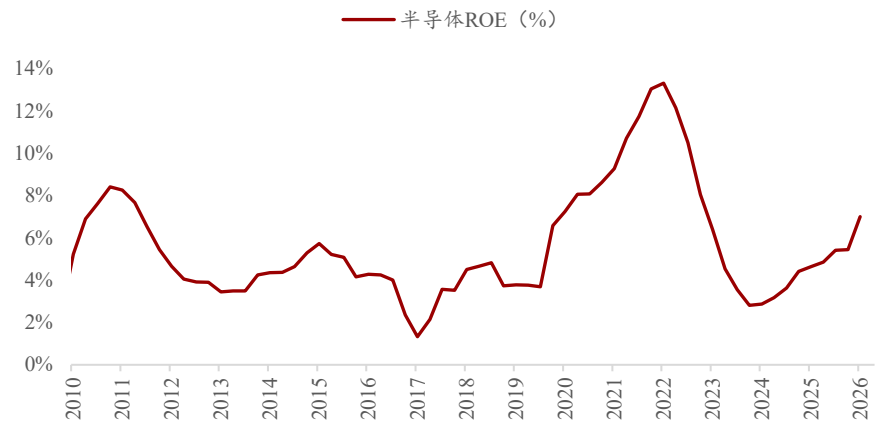
资本市场表现分化的背后，是各行业板块间产业景气度的差异。全球人工智能 AI 产业链快速发展、科技巨头企业资本开支指数级增长（参见图表 2），带动 A 股上市公司中半导体、通信设备（光模块）等行业 ROE 大幅提升甚至创历史新高（参见图表 3、图表 4）。相比而言，房地产、消费等传统内需行业，产业景气度仍处在调整筑底过程中。在市场交易中，移动互联网时代信息快速流通，这种“信息杠杆”容易进一步放大资产价格表现差异。

图表 2：美国科技巨头资本开支最近两年爆发式增长



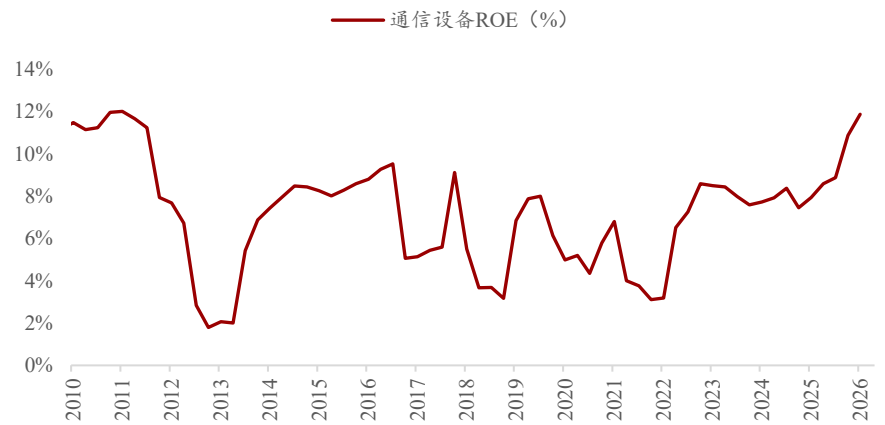
资料来源：Wind，方正证券研究所

图表 3：2010 年以来 A 股半导体板块 ROE 走势



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表 4：2010 年以来 A 股通信设备板块 ROE 走势



资料来源：Wind，方正证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

展望后市，对于这种相对极致的分化行情演绎，我们认为有几点值得关注：

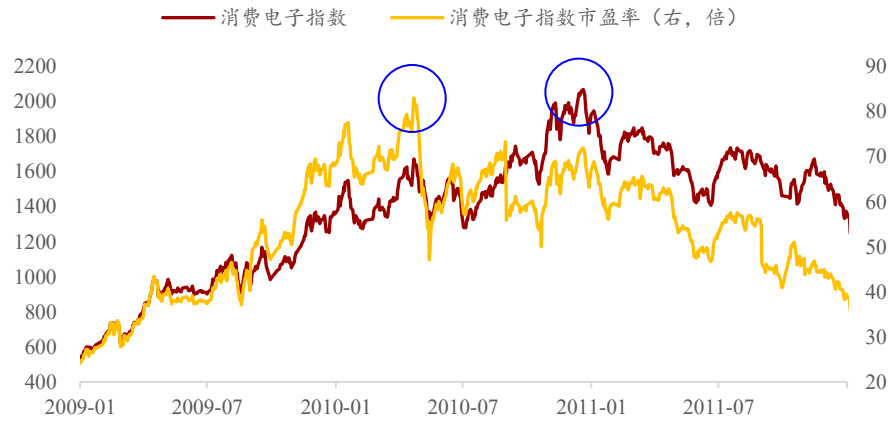
一是科技依然是市场最重要的产业链主线。

除了前述 AI 领域高速增长的产业逻辑外，就 A 股市场自身成长股股价运行特征而言，也存在着重要的可供借鉴的经验逻辑。A 股高速成长板块股价上涨中，一般可以分为两个阶段：

阶段一涨估值，此时上市公司业绩尚未释放，因此股价涨幅与市盈率（ttm）趋势总体一致。阶段二涨业绩，当高成长公司业绩开始释放后股价继续上涨，此时由于业绩增速高股价涨幅低于盈利增速，因而导致市盈率（ttm）在股价上涨中不断走低。

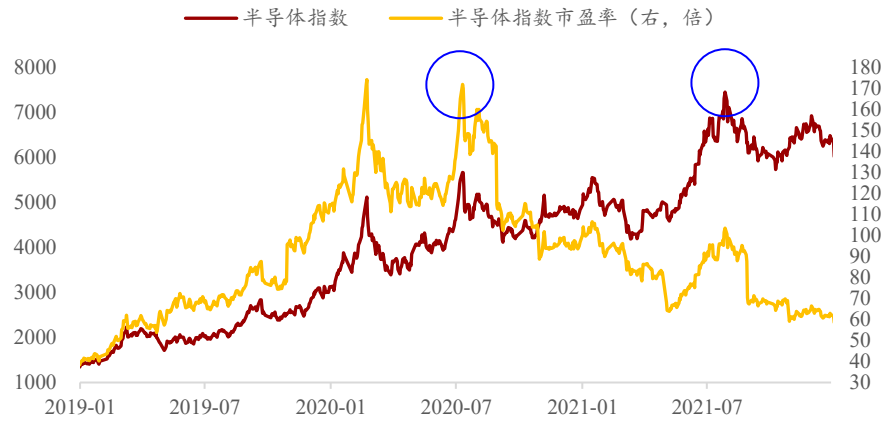
因此从股价和市盈率（ttm）数据中，可以发现股价指数高点往往滞后于市盈率（ttm）高点出现。A 股过往历史行情中，这种股价与市盈率走势领先滞后特征，在绝大多数超级成长板块行情中皆有出现，例如 2009 年至 2011 年的消费电子苹果产业链行情（参见图表 5）、2019 年至 2021 年的半导体行情（参见图表 6）。

图表 5：2009 年至 2011 年消费电子指数与市盈率走势对比



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表 6：2019 年至 2021 年半导体指数与市盈率走势对比



资料来源：Wind，方正证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

本轮行情从 2024 年 9 月至今，领涨的半导体板块（参见图表 7）和通信设备板块（参见图表 8），目前的涨幅仍以市盈率抬升为主，属于阶段一涨估值阶段。后续随着相关公司业绩高增长释放，板块阶段二涨业绩行情依然值得期待。

图表 7：2024 年 9 月至今半导体指数与市盈率走势对比



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表 8：2024 年 9 月至今通信设备指数与市盈率走势对比



资料来源：Wind，方正证券研究所

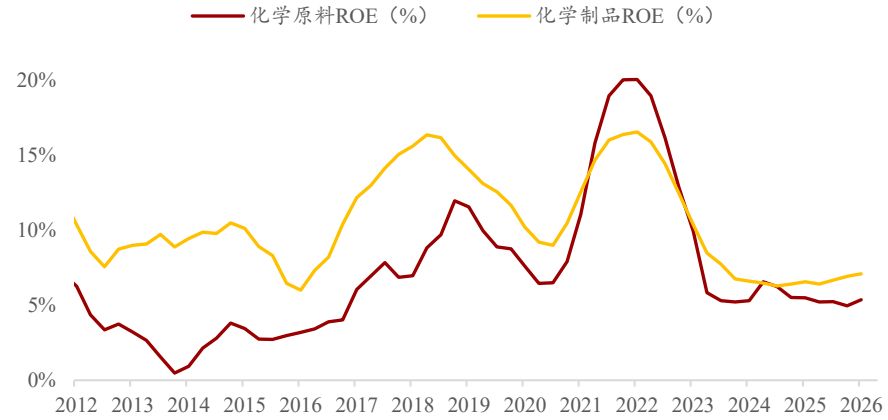
二是寻找基本面景气度触底回升行业。

科技是目前 A 股行业中景气度明确上行板块，除此之外，有不少传统行业板块也已经出现了明显的景气度触底回升态势。

举例而言，国内房地产新开工仍在下行，但化工行业基本面已经有明显的企稳特征，化学原料和化学制品细分行业 ROE 最近两年均已走平不再下降（参见图表 9）。这本质上反映了中观层面一轮产能周期或已触底，而微观层面上市公司作为龙头企业具有竞争优势，企业的盈利能力先于商品价格触底。

仅供内部参考，请勿外传

图表 9：2012 年至今化学原料和化学制品行业 ROE 走势



资料来源：Wind，方正证券研究所

再比如，随着 2026 年以来国内通货膨胀形势系统性变化，PPI 同比结束了此前连续 41 个月负增长正式转正，CPI 同比增速也有明显回升，由此有望使得国内商业银行净息差触底企稳，这一点在 2026 年上市银行一季报中已经得到体现。欧洲和日本商业银行过去五年中估值大幅抬升（参见图表 10），正是得益于宏观经济名义增速回升。关于银行板块问题，感兴趣的读者可以进一步参考我们此前研究报告：《通货膨胀与银行股估值》。

图表 10：全球主要商业银行市净率对比

证券简称	地区	2025 年底总市值	2020 年底市净率	2025 年底市净率	证券简称	地区	2025 年底总市值	2020 年底市净率	2025 年底市净率
摩根大通	美国	8772	1.61	2.58	西班牙对外银行	西班牙	1351	0.58	2.01
美国银行	美国	3967	1.07	1.44	裕信银行	意大利	1300	0.28	1.63
工商银行	中国	3743	0.69	0.75	三井住友金融	日本	1243	0.38	1.28
农业银行	中国	3717	0.60	1.00	星展集团控股	新加坡	1242	1.35	2.33
富国银行	美国	2926	0.78	1.78	联合圣保罗银行	意大利	1237	0.66	1.59
汇丰控股	英国	2701	0.57	1.41	法国巴黎银行	法国	1075	0.50	0.74
建设银行	中国	2655	0.71	0.72	印度工业信贷银行	印度	1070	2.37	2.86
中国银行	中国	2424	0.54	0.70	拉吉希银行	沙特	1037	1.98	3.17
加拿大皇家银行	加拿大	2408	1.72	2.60	印度国家银行	印度	1010	1.00	1.59
花旗集团	美国	2039	0.73	1.08	蒙特利尔银行	加拿大	920	1.13	1.60
三菱日联金融	日本	1891	0.41	1.42	邮储银行	中国	913	0.79	0.65
桑坦德银行	西班牙	1792	0.53	1.53	加拿大丰业银行	加拿大	911	0.92	1.17
HDFC BANK	印度	1700	4.12	2.81	瑞穗金融集团	日本	907	0.38	1.29
道明银行	加拿大	1592	1.40	1.88	巴克莱银行	英国	886	0.38	0.86
招商银行	中国	1547	1.79	0.97	澳洲西太平洋银行	澳大利亚	879	1.03	1.82

资料来源：Wind，方正证券研究所

注：国内银行 AH 股同时上市，本表采用 A 股估值数据。单位：总市值为亿美元，市净率为倍。

三是关注低估值绝对收益投资价值。

我们在专题报告《A 股价值投资长期有效性探讨》中详细分析过，“深度价值”策略在 A 股长期投资实践中是比较有效的。所谓“深度价值”策略，是指投资标的选择在“低估值”基础上加上“盈利稳定”条件，可以视作是“低估值策略”的增强版本。从实证经验分析看，图表 11 报告了 2010 年至 2025 年 A 股全部上市公司不同“估值 vs 盈利增速”组合的年收益率表现。该实证检验每年年底构建组合，持有一年观察收益率表现。

图表 11 的结构含义如下：1）第一列是 t 年底每个上市公司市盈率（ttm）的分组，一共分为 9 组，在构建组合时市盈率（ttm）是一个已知数值；2）第一行是 t+1 年时上市公司盈利增速分组，一共也分了 9 组，这里的盈利增速是在 t+1 年实际实现的增速，换言之在 t 年底构建组合时这个数值是不知道的。3）图表中间的数值表示不同“估值 vs 盈利增速”组合的年收益率中位数，例如白色正表第三行第四列的“17.8”表示，如果 t 年底以“市盈率 10 到 20 倍”的估值购买、t+1 年实现“盈利增速 20%到 30%”，那么该组合平均年收益率中位数是 17.8%。

以图表 11 的结果再来看“深度价值”策略，如果每年年底我们构建投资组合只考虑市盈率（ttm）20 倍以下的公司（不考虑市盈率为负的样本），那么只要组合中的标的在次年盈利增速不为负，平均而言就可以获得约 9%至 12%的年化收益率，即图表中盈利增速在 0%到 20%的组合（黄色标出部分）。正是由于当前市场分化较大，导致大量细分行业和公司目前估值处在较低水平，这也给低估值绝对收益投资带来了更多机会。

图表 11：不同估值与盈利增速组合收益率中位数

t 年年底	t+1 年净利润增速（%）									
PE（倍）	<0	0-10	10-20	20-30	30-40	40-50	50-75	75-100	>100	全部
<0	-1.6	-2.8	6.4	1.3	8.5	-2.2	4.9	3.7	8.1	2.8
0-10	-3.5	9.9	12.3	18.8	23.0	25.5	22.8	26.6	25.7	2.9
10-20	-3.9	8.7	12.4	17.8	19.3	28.0	25.3	28.2	27.6	5.2
20-30	-6.9	5.2	7.0	14.2	19.7	25.2	23.0	27.5	25.9	4.0
30-40	-9.5	0.1	5.2	7.9	9.9	17.7	21.1	23.0	24.8	0.7
40-50	-12.4	-4.9	-2.3	6.5	11.5	14.0	18.3	16.5	14.9	-2.0
50-75	-13.5	-8.8	-6.9	-2.4	-2.4	4.1	7.5	15.0	21.1	-4.5
75-100	-13.1	-12.0	-12.6	-4.5	-3.9	-1.6	-2.9	6.1	17.0	-6.3
>100	-9.5	-11.9	-14.6	-11.0	-9.7	-9.4	-2.3	-1.2	4.8	-5.6
全部	-7.3	1.8	3.7	7.5	8.9	10.7	11.3	11.6	11.5	0.5

资料来源：Wind，方正证券研究所

数据时间范围：2010 年至 2025 年

仅供内部参考，请勿外传

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。
在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。
本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

评级说明：

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		A股市场以沪深300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基准。

方正证券研究所联系方式：

北京：朝阳区朝阳门南大街 10 号兆泰国际中心 A 座 17 层
上海：静安区延平路71号延平大厦2楼
深圳：福田区竹子林紫竹七道光大银行大厦31层
广州：天河区兴盛路12号楼隽峰苑2期3层方正证券
长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层
网址：https://www.foundersc.com
E-mail：yjzx@foundersc.com