仅供内部参考，请勿外传

策略周报

牛市中后期，市场如何定价业绩？

核心观点

核心结论：①21年中报季：高景气板块内部大切小、低位绩优板块有表现。②牛市中后期市场对业绩定价分化，主因股价高位时对利好逐渐钝化。③当前高景气板块大小切已有所演绎，再平衡将延续，科技成长内部有望向低位扩散，关注医药、地产及资源品等。

21年中报季：高景气板块内部大切小、低位绩优板块有表现。参考上一轮牛市中后期经验，中报季市场对业绩定价沿两条线索展开：一是前期高景气板块内部出现大小票切换。新能源无疑是上一轮牛市的主线，21/04-21/06期间电池、光伏等行业涨幅达到59.3%、40.9%，进入中报季，相关板块仍具韧性，但上涨结构明显发生变化，抱团板块龙头上涨动能减弱，而小票接替成为上涨主要动力。然而，21年中报季的大小票切换并非源于基本面差异，更多反映业绩定价逻辑不同。以电池为例，21Q2板块内部大小票业绩走势未出现明显分化，大小票基本面均延续高增长，但股价走势却出现分化。光伏板块同样如此，尽管龙头中报业绩依然保持在高位，但中报季股价弹性更大的是板块内中小市值个股。二是部分低位绩优的板块有所表现。21年中报季领涨行业中仍有不少前期“冷门”行业，具体可分为几类：①顺周期涨价品种在21年中报披露期领涨，这些板块在21/04-21/06期间的超额大多为负，但在业绩支撑下明显补涨。②高景气板块中的低关注度领域，如电机、风电，板块本身业绩增速并不弱，主线内部也出现再平衡。

牛市中后期市场对业绩定价分化，主因股价高位时对利好逐渐钝化。那么为什么同样是基本面利好，市场对业绩的定价结果却存在显著差异？我们统计了过去几轮典型景气行业上涨行情中，个股披露正面业绩预告后的市场反应，并以披露后20个交易日相对万得全A的超额收益（AR20）作为衡量指标。结果显示，同样的利好在股价所处的不同阶段，其定价结果差异显著。处于主升浪阶段时，正向业绩预告往往进一步推动股价上涨，AR20中位数和市值加权均值分别达到3.2%和6.5%；而随着股价进入顶部窗口，市场对利好的反应开始趋于钝化，AR20中位数和市值加权均值分别回落至-1.5%和-3.6%；至次高点或分歧阶段，相关指标则进一步降至-2.7%和-2.4%，

当前高景气板块大小切已有所演绎，再平衡将延续。当下已步入中报披露期，本轮业绩定价是否会再现21年牛市中后期的规律，仍需结合当下市场环境进一步讨论。今年上半年A股结构分化加大，热门板块内部大小切换可能已有所演绎，26Q1光通信内部出现大光向小光切换，光通信龙头中际旭创、新易盛涨跌幅分别为-6.7%、2.8%，同期板块内其余标的等权上涨17.5%。近期市场再平衡正逐渐演绎，部分低位板块已有表现。6月下旬以来AI硬件链出现较大调整，同时，科技成长内部开始出现低位扩散，计算机今年以来相对滞涨，但7月以来最大涨幅达9.7%；另一方面，前期涨幅不大、业绩延续回暖的行业也已有所表现，例如医药、煤炭。短期A股阶段性再平衡，但出现风格逆转的可能性不大。往后看，A股伺机向上趋势仍不改，7月将是重要的一个观察窗口。结构上，科技成长内部有望向低位扩散，关注医药、地产及资源品等。

风险提示：地缘局势恶化超预期、国内经济修复出现波动。

策略研究·策略周报

证券分析师：吴信坤
021-61761046
wuxinkun@guosen.com.cn
S0980525120001

证券分析师：刘颖
021-60933170
liuying25@guosen.com.cn
S0980526040001

基础数据

中小板/月涨跌幅(%)	9278.78/3.00
创业板/月涨跌幅(%)	3842.73/-0.31
AH股价差指数	124.50
A股总/流通市值（万亿元）	97.85/88.79

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《策略专题-二十年六大景气行情启示：本轮AI何时见顶？》——2026-07-09
《策略专题-二十年六大景气行业经验：本轮AI何时见顶？》——2026-07-08
《策略专题-外资正在买入中国科技——2026Q2股市外资季度动向跟踪》——2026-07-08
《策略专题研究-全球追逐AI，中国排位如何？》——2026-06-22
《AI赋能资产配置（三十八）-Agent赋能开发行业轮动策略》——2026-06-16

仅供内部参考，请勿外传

内容目录

牛市中后期，市场如何定价业绩? 4
风险提示 8



仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图1： 21 年中报季电池内部大小票切换 4
图2： 21 年中报季光伏内部同样大小票切换 4
图3： 21 年中报季领涨行业多为低位绩优板块 5
图4： 21 年中报季主流领域低位板块开始有所表现 5
图5： 高景气行业股价高位时对利好反应钝化 5
图6： 高景气板块个股业绩正面公告后超额收益随时间变化 5
图7： 26Q1 光通信内部大切小已在演绎中 6
图8： 近期市场风格延续再平衡 6
图9： 短期轮动视角看部分应用或拐头向上 7
图10： AI 算力、能源转型等新兴需求快速增长 8
图11： 年初以来房价已出现止跌企稳的迹象 8

仅供内部参考，请勿外传

步入 7-8 月中报密集披露期，业绩线索往往成为市场关注的焦点。那么当前正处在牛市中后期，投资者较为关注市场如何定价上市公司今年的中报业绩，究竟是会偏好增速更高的景气抱团板块，还是转向关注度相对偏低的绩优板块？回顾 21 年中报季市场对于业绩的定价特征，或许能给我们提供思考和启示。

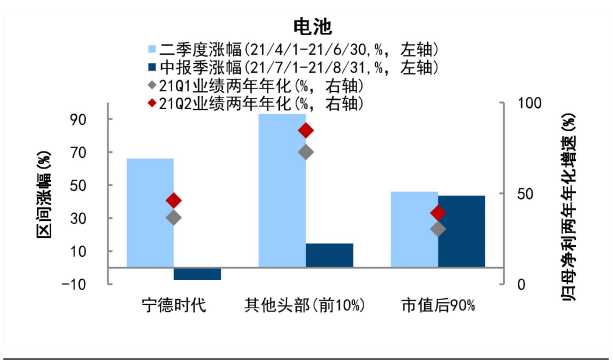
牛市中后期，市场如何定价业绩?

上轮牛市中后期经验：主流板块内部大切小、低位绩优板块有表现。我们在前期报告中指出，牛市有自身的周期规律，可以划分为政策发力的孕育期、盈利改善的爆发期，以及资金进场推动的泡沫期。今年以来居民资金加速入市，牛市或已步入情绪驱动的第三阶段。那么参考上一轮牛市中后期经验，中报季市场会如何给业绩定价？我们回顾 21 年中报季，业绩定价沿两条线索展开：

一是前期高景气板块内部出现大小票切换。新能源无疑是上一轮牛市的主线，尤其是在 21 年初核心资产抱团瓦解后，资金加速拥抱产业趋势向上的新能源。21/04-21/06 期间电池、光伏等行业涨幅达到 59.3%、40.9%，位居申万二级行业前列。进入中报季，相关板块仍具韧性，21/07-21/08 期间涨幅为 11.8%、28.5%。具体到景气板块内部，上涨结构明显发生变化，抱团板块龙头上涨动能减弱，而小票接替成为上涨主要动力。以电池为例，龙头宁德时代在 21/04-21/06、21/07-21/08 期间涨跌幅分别为 66%/-7%，市值前 10%的其余龙头平均涨跌幅分别为 93%/15%，剩余小市值成分股平均上涨 46%/44%。光伏内部同样如此，龙头隆基绿能 21/07-21/08 期间股价基本没涨，相反，光伏板块中市值后 90%的个股，在 21 年中报季期间涨幅达 45%。

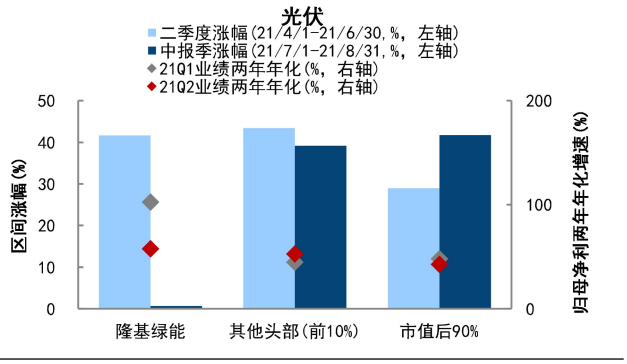
然而，21 年中报季的大小票切换并非源于基本面差异，更多反映业绩定价逻辑不同。以电池为例，21Q2 板块内部大小票业绩走势未出现明显分化，龙头宁德时代 21Q2 累计归母净利增速（两年年化平均，下同）为 46%，较 21Q1 的 37%小幅增长，中小市值成分股 21Q2 归母净利增速为 39%、21Q1 为 30%，可见大小票基本面均延续高增长，但股价走势却出现分化。光伏板块同样如此，尽管龙头中报业绩依然保持在高位，21Q2 归母净利增速为 58%，但中报季股价弹性更大的是板块内中小市值个股。

图1： 21 年中报季电池内部大小票切换



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图2：21 年中报季光伏内部同样大小票切换



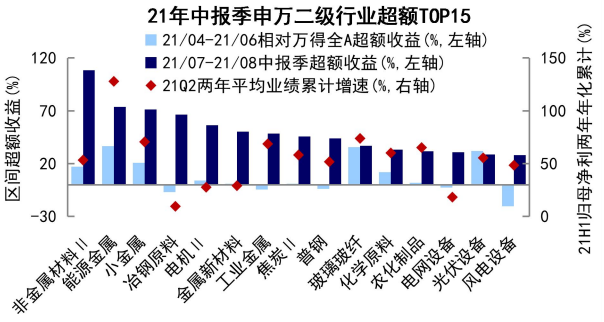
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

二是部分低位绩优的板块有所表现。复盘 21 年中报季超额收益居前的申万二级行业，可以发现除了能源金属、非金属材料、光伏设备等前期表现亮眼的板块外，领涨行业中仍有不少前期“冷门”行业，具体可分为几类：第一，顺周期涨价品种，冶钢原料（21/07-21/08 超额收益为 66 个百分点，下同）、工业金属（48 个百分点）、焦炭（46 个百分点）、普钢（44 个百分点）、农化制品（32 个百分点）等顺周期品种在 21 年中报披露期领涨。这些板块在 21/04-21/06 期间的超额大多为负，但受益于大宗商品价格上涨，中报盈利增速普遍较好，例如工业金属 21Q2 归母净利累计增速（两年年化平均，下同）为 69%、农化制品为 65%、焦炭为 58%、普钢为 52%，在业绩支撑下，相关板块在 21/07-21/08 明显补涨。

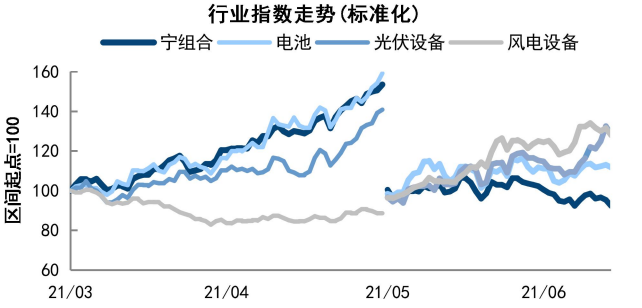
第二，高景气板块中的低关注度领域，如电机（56 个百分点）、风电（28 个百分点）等，过去这一类行业在新能源板块中受到的关注并不高，尤其是风电设备 21Q2 大幅跑输万得全 A 20 个百分点，但板块本身业绩增速并不弱，21Q2 风电累计净利增速达 49%，因此主线内部也出现再平衡。此外，还有部分板块中报业绩不算强，但受双碳政策催化，电网设备（31 个百分点）、环境治理（11 个百分点）等 21/07-21/08 期间同样表现较强。

图3： 21 年中报季领涨行业多为低位绩优板块



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图4：21 年中报季主流领域低位板块开始有所表现



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

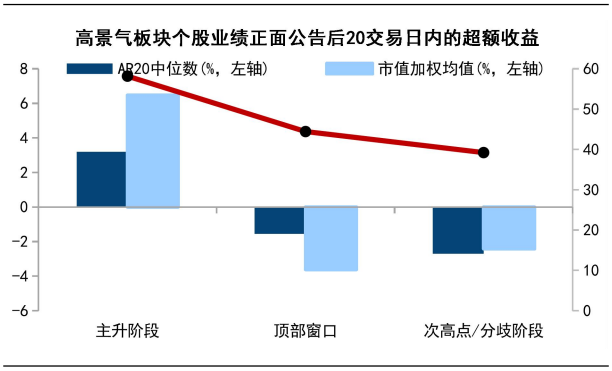
为何市场对业绩定价分化？股价高位时对利好逐渐钝化。前文指出，2021 年中报季强势板块内部已出现明显分化，代表龙头成长风格的“宁组合”指数在 2021 年 7-8 月明显偏弱，而板块内中小市值个股表现更优，部分低位绩优板块同样取得了超额收益。那么为什么同样是基本面利好，市场对业绩的定价结果却存在显著差异？

对此，我们统计了过去几轮典型景气行业上涨行情中，个股披露正面业绩预告后的市场反应，并以披露后 20 个交易日相对万得全 A 的超额收益（AR20）作为衡量指标。结果显示，同样的利好在股价所处的不同阶段，其定价结果差异显著。处于主升浪阶段时，正向业绩预告往往进一步推动股价上涨，AR20 中位数和市值加权均值分别达到 3.2%和 6.5%；而随着股价进入顶部窗口，市场对利好的反应开始趋于钝化，AR20 中位数和市值加权均值分别回落至-1.5%和-3.6%；至次高点或分歧阶段，相关指标则进一步降至-2.7%和-2.4%，详见《二十年六大景气行业启示：本轮 AI 何时见顶？-20260708》。

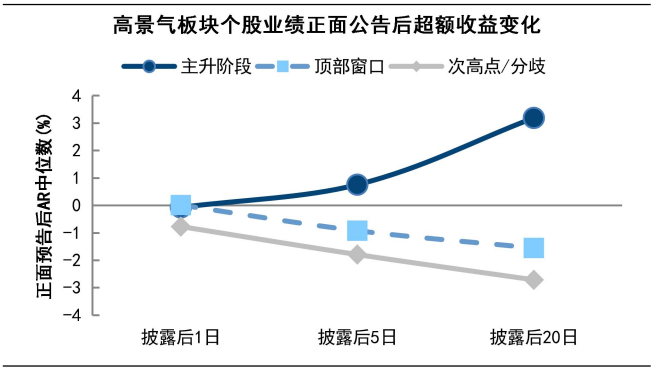
图5： 高景气行业股价高位时对利好反应钝化

图6：高景气板块个股业绩正面公告后超额收益随时间变化

仅供内部参考，请勿外传



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理



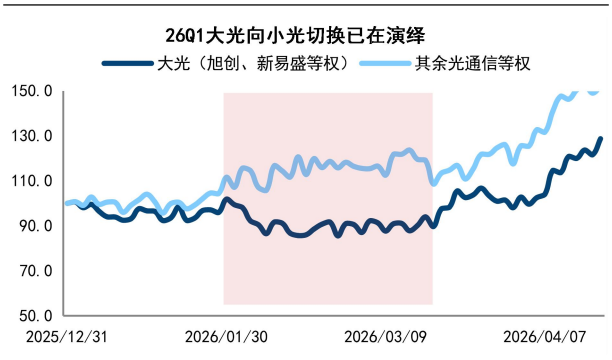
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

这一次主流板块大小切已有所演绎，市场再平衡将延续。当下已步入中报披露期，本轮业绩定价是否会再现 21 年牛市中后期的规律，仍需结合当下市场环境进一步讨论。

今年上半年 A 股结构分化加大，热门板块内部大小切换可能已有所演绎。今年以来 AI 相关的科技成长领域表现极致，26Q1 光通信内部出现大光向小光切换，光通信龙头中际旭创、新易盛涨跌幅分别为-6.7%、2.8%，同期板块内其余标的等权上涨 17.5%。26Q2 行情进一步向 AI 集中，板块内部大市值与中小市值个股整体普遍上行。

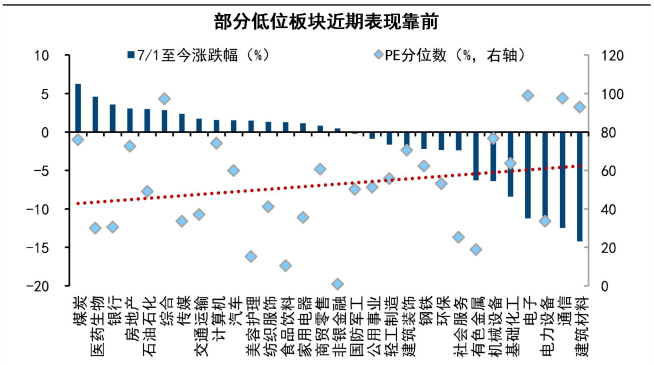
近期市场再平衡正逐渐演绎，部分低位板块已有表现。借鉴 21 年中报季，市场对于低位绩优板块再定价，推动市场风格再平衡。这一次风格再平衡同样逐渐演绎：6 月下旬以来 AI 硬件链出现较大调整，同时，科技成长内部开始出现低位扩散，计算机今年以来相对滞涨，但 7 月以来最大涨幅达 9.7%；另一方面，前期涨幅不大、业绩延续回暖的行业也已有所表现，例如医药最大涨幅为 11.4%，煤炭为 10.4%，石化为 8.3%。

图7： 26Q1 光通信内部大切小已在演绎中



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图8：近期市场风格延续再平衡



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

再平衡后，A 股伺机再上趋势不改。短期 A 股阶段性再平衡，但出现风格逆转的可能性不大，借鉴历史，风格逆转的必要条件是宏观流动性环境变化、且基本面存在较大催化。目前科技基本面相对优势延续，宏观流动性环境相对稳健，行业结构只是再平衡而非逆转。往后看，A 股伺机向上趋势仍不改，7 月将是重要的一个观察窗口：国内方面，政治局会议有望加码稳增长；海外来看，随着油价下行，

仅供内部参考，请勿外传

海外通胀压力有望边际缓解，市场对于美联储加息预期或回摆。往后看，国内基本面有望延续结构性修复，6 月制造业 PMI 为 50.3%，重返扩张区间，其中新订单指数大幅回升，显示需求端正在改善；同时，居民资金入市加速，叠加油价回落背景下海外扰动有望减退，A 股牛市仍将向纵深演绎。

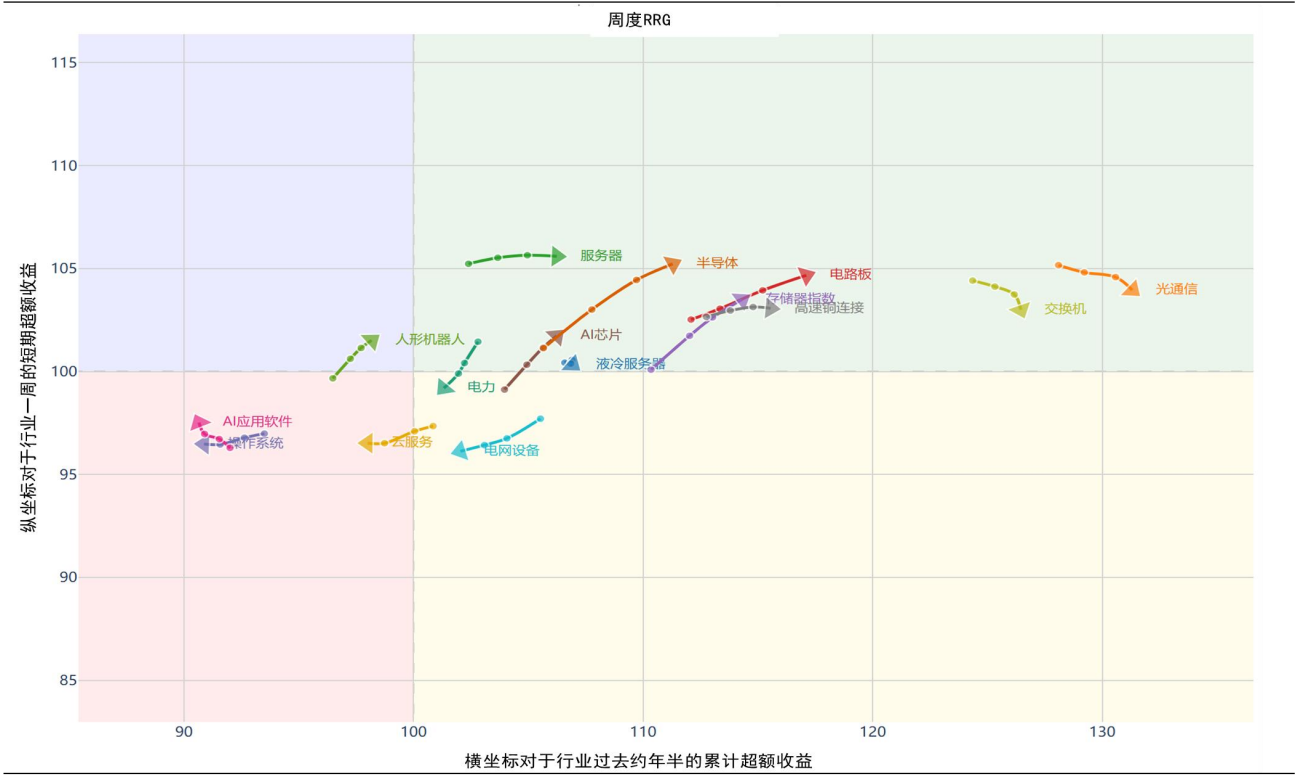
重视成长板块内部扩散，以及医药、地产、资源品等。对于行业配置，我们认为，或可参考 21 年中报季经验，重视主流板块内部扩散，同时，存在基本面催化的低位板块也值得关注，如医药、地产、及资源品等。

首先，科技行情尚未结束，将出现内部扩散。上周 META 称拟开展出租算力的云计算业务，引发 AI 链明显调整。7 月 9 日，META 计划在明年将其 AI 算力能力翻倍至 14GW，显示其 AI 资本开支计划仍在扩张，AI 产业叙事并未破坏。近期 AI 科技调整更多源于 A 股行业分化已趋极致，前期高拥挤度仍需消化。往后看，科技内部有望向低位方向扩散，可关注具备基本面预期的人形机器人、上游电力等。此外，近期人形机器人、商业航天领域产业进展频出，7 月 10 日长十乙发射成功，验证我国可回收火箭技术取得突破，商业航天、机器人等具备产业变革红利的成长方向也值得关注。

其次，重视医药、地产等低位板块。当前医药、地产等板块已具备估值和持仓“双低”特征。而相关板块基本面正出现改善：今年以来创新药出海势头不减，具有基本面优势的创新药有望获得市场再定价；地产方面，年初以来核心城市地产销售有所回暖，价格水平阶段性回稳。因此，相关板块或具备补涨机会。

最后，关注供需格局改善的战略资源品。随着近期美联储紧缩预期边际缓和，叠加部分品种供需改善，资源品价格中枢仍有支撑；同时，大国博弈强化资源战略属性，从中长期视角看，业绩确定性较高的有色、化工等方向或值得关注。

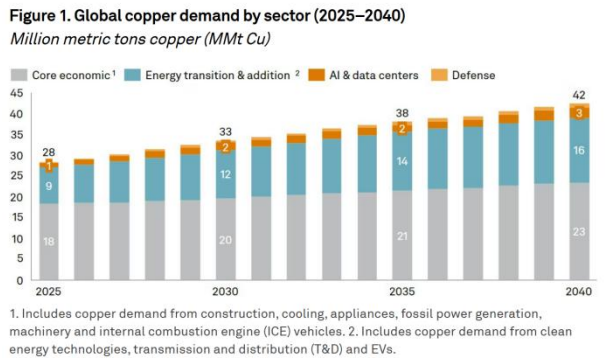
图9：短期轮动视角看部分应用或拐头向上



仅供内部参考，请勿外传

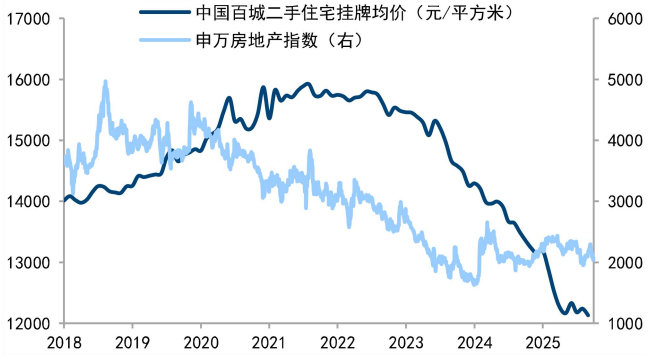
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。

图10：AI 算力、能源转型等新兴需求快速增长



资料来源：标普全球，国信证券经济研究所整理

图11：年初以来房价已出现止跌企稳的迹象



资料来源:wind，国信证券经济研究所整理

风险提示

风险提示：地缘局势恶化超预期、国内经济修复出现波动。

仅供内部参考，请勿外传

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普 500 指数(SPX.GI)或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

仅供内部参考，请勿外传

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032