下载日志已记录，仅供内部参考

四季度突围：最后的胜负手

证券研究报告/多资产专题报告　　2026 年 09 月 27 日

分析师：林莎

执业证书编号：S0740525060004

Email：linsha@zts.com.cn

分析师：张可迎

执业证书编号：S0740525080001

Email：zhangky04@zts.com.cn

相关报告

1、《双创拐点：趁胜追击》2026-09-20

2、《双创拐点：重新成为焦点》2026-09-13

3、《双创拐点：势已起》2026-09-09

报告摘要

- 自我们此前的报告《双创拐点已近》以来，过去的两周市场已从极致缩量到开始走出反弹趋势。直至中秋节前的最后两个交易日，市场再度调整。美联储加息预期再度走高和市场预期中美会谈即为情绪高点等因素推动资金倾向于节前先“落袋为安观望”，此前累计浮盈更多的板块在节前两个交易日回撤也更大。

- **当前市场环境也已不同于 9 月初，反弹之势不会因扰动而停止。**彼时市场更多是在提前交易尚未落地的潜在风险，而当前海外利率、通胀、政策预期等因素已陆续兑现，市场完成了一轮重新定价。本周加息预期再度升温后，美股和费城半导体指数并未延续调整，而是在随后的一个交易日就企稳修复；同时，中美达成八点共识，谈判也好于预期，贸易摩擦、能源和通胀风险预期边际缓和，外部扰动正在消退。

- 经历了“暴涨暴跌”之后，七月以来资金是“绕开科技”寻找了各个方向的安全洼地行业。但在当下同时满足“景气度至少边际不恶化+估值便宜”的行业越来越少。此时，科技开始成为了真正的赔率方向。

- **当下距离年底时间已经所剩无几，绝对收益和相对收益资金均面临“资产荒”的问题，科技成为了最后的胜负手，“先行一步”才能抢占先机。**本周的后两个交易日前置定价的外部冲击和加息扰动、兑现此前浮盈板块而带来的调整，为重新买入科技提供难得的窗口期。非科技板块的洼地越来越少的同时，科技内部却正在出现更多的性价比细分行业。存储、半导体及半导体材料等方向估值仍处低位，需求端并未明显转弱；部分 AI 硬件方向虽已修复，但仍存在进一步估值修复空间。

- **重视双创的反弹机会，把握四季度的最后胜负手。**

- **风险提示：**海外 AI 技术进展不及预期、全球科技产业链共振逻辑出现裂变、内存及 CPU 供需缺口提前收窄、国内宏观流动性出现超预期变化，信息更新不及时等。

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

引言 3
一、节前兑现浮盈诉求导致科技板块出现调整 3
二、市场成交缩量，科技部分板块逆势放量 5
三、扰动逐步落地，当前环境已不同于 9 月初 5
四、胜负手在科技 6
风险提示 8

图表目录

图表 1： 9 月 24 日，前期累积涨幅较大的板块跌幅明显 4
图表 2： 除周一外，A 股其余交易日均出现不同程度的冲高回落 4
图表 3： 科技细分板块涨跌幅与成交量情况 5
图表 4： 利率扰动消化速度较快 6
图表 5： 换手率降至今年以来低位（%） 6
图表 6： 成交额降至年内低位（亿元） 6
图表 7： 申万行业估值分位数情况 7
图表 8： 科技赛道估值与供需分析 8



下载日志已记录，仅供内部参考

引言

过去两周，市场经历了一场从极致底部到放量反弹、热点扩散的阶段。中秋节前的两个交易日又让一致预期回到较弱的位置。A 股成交额重新降至 1.7 万亿元以下，换手率仅 1.33%、创年内新低。

节前资金落袋为安、中美会谈被认为是阶段情绪高点、海外加息预期再度升温等因素共同推动市场短期情绪降温。

但如果详细拆解这轮调整的行业结构，会发现跌得最多的恰恰是过去两周已经积累较大涨幅的方向；与此同时，科技内部并非无差别缩量，部分细分成交收缩幅度明显小于全市场，甚至逆势放量。

而且，当前已经不是 9 月初。9 月初市场面对的是一系列尚未落地的扰动，股价在提前交易未来可能出现的风险；而现在，海外利率、通胀和政策预期已经陆续落地，利好和利空都完成了一轮兑现。

甚至在本周加息预期重新升温之后，美股和费城半导体指数也很快修复，说明负面冲击的持续时间在缩短。

与此同时，外部风险因素也出现边际缓和。中美双方形成 300 亿美元规模的对等降税安排，以及在能源安全及国际水道通行等方面达成相关共识，有助于缓解贸易摩擦的不确定性，以及缓解市场对于油价和通胀压力进一步上行的担忧，谈判结果好于市场预期。

对于绝对收益和相对收益资金，年内寻找能增厚收益的投资方向诉求依然强烈，下一阶段的胜负手还是科技。7 月以来，科技以外的多数行业都经历了快速轮动，但行情来得快、去得也快，真正能够持续的洼地越来越少；反而是科技的赔率凸显，在经历前期暴跌、修复之后的短暂休整之后，内部仍有一批基本面强势且估值还极为便宜的方向。

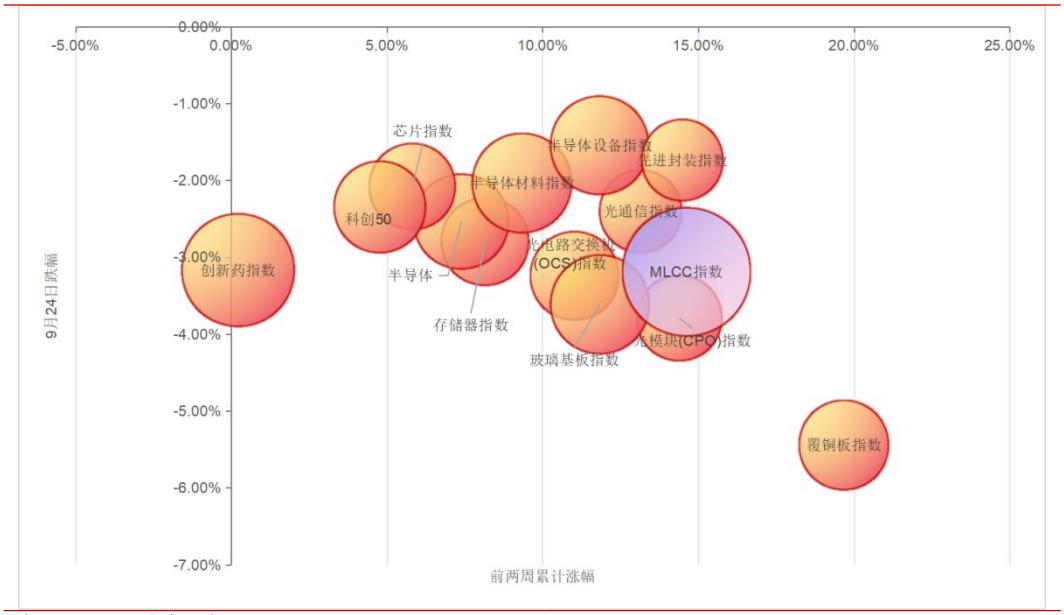
一、节前兑现浮盈诉求导致科技板块出现调整

过去两周，科技板块持续反弹，部分细分赛道已积累较高涨幅。本周前两个交易日，科技行情仍在延续，科创 50 单日涨幅分别为 0.29%和 0.46%，承接此前上涨趋势。

但本周后两个交易日，科技板块开始出现调整，但是主要集中在涨幅高的板块的“节前兑现”。前两周多数科技赛道已经积累了较大涨幅，其中覆铜板、MLCC、光模块、玻璃基板分别上涨 19.68%、14.62%、14.39%、11.84%，而周四则分别下跌 5.44%、3.19%、3.79%、3.61%，**科技赛道的调整主要集中在此前涨幅较大的方向。**

下载日志已记录，仅供内部参考

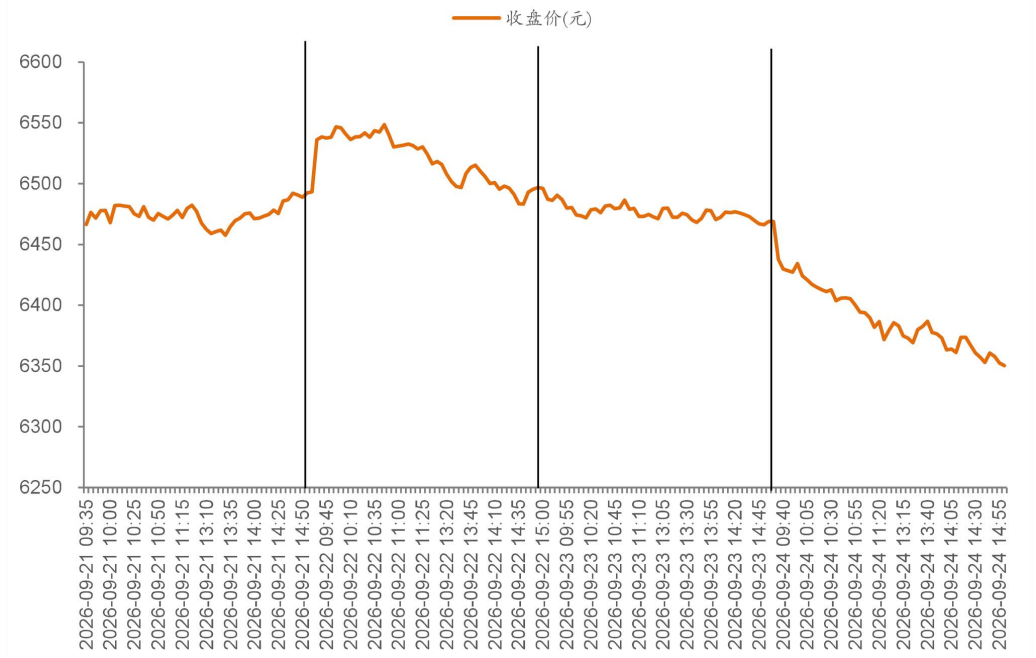
图表 1：9 月 24 日，前期累积涨幅较大的板块跌幅明显



来源：Wind，中泰证券研究所；注：气泡大小为 9 月 24 日成交额/过去 5 日成交额均值的比值

本周盘面也在日内出现了多次呈现高开低走，反映资金兑现意愿有所增强。周二至周四，A 股均出现不同程度的冲高回落，周四科技板块调整尤为明显。一方面，周三晚美股已受到美联储后续加息预期升温及美债收益率上行的冲击，外部风险偏好走弱对 A 股科技形成传导；另一方面，临近中秋假期，资金更倾向于兑现前期涨幅较高的科技品种，如覆铜板、HBM 等。本质上看，周四的下跌既有海外因素催化，也反映出节前市场风险偏好下降、科技板块短期情绪偏弱。

图表 2：除周一外，A 股其余交易日均出现不同程度的冲高回落



来源：WIND，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

二、市场成交缩量，科技部分板块逆势放量

本周市场成交呈现“先放量、后缩量”的特征。9 月 21-22 日 A 股成交明显放大，增量成交主要集中于科技方向；9 月 23-24 日市场交易热度回落，A 股成交额重新降至 1.7 万亿元以下。以 9 月 21-22 日与 9 月 23-24 日两日平均成交额比较，万得全 A 成交额下降 17.8%，9 月 24 日全 A 成交额较 9 月 23 日下降 6.4%。

全市场降温的环境下，科技的部分细分行业反而逆势放量。玻璃基板、半导体材料后两个交易日成交额较前两个交易日分别下降 8.3%、15.5%，缩量幅度低于全市场。此外，周四半导体设备、MLCC 成交额分别环比增长 1.1%、28.9%。

整体而言，市场缩量背景下，科技板块虽未出现普遍性的增量资金回流，但部分细分方向相对市场缩量幅度更小、甚至逆势放量，表明科技内部资金承接正在呈现结构性分化。

图表 3：科技细分板块涨跌幅与成交量情况

科技指数	单日涨跌幅(%)					9.14-9.23涨跌幅(%)	单日成交金额(亿元)				两日成交金额变动幅度	单日成交金额变动幅度
	9.18	9.21	9.22	9.23	9.24		9.21	9.22	9.23	9.24		
半导体设备指数	4.12	-1.02	-1.20	1.57	-1.55	11.04	491	526	382	386	-24.5%	1.1%
先进封装指数	4.42	-0.37	-0.58	1.33	-1.74	10.62	483	482	338	289	-35.1%	-14.6%
半导体材料指数	2.41	-0.05	-0.92	1.39	-2.04	9.36	717	807	669	619	-15.5%	-7.5%
芯片指数	3.56	0.91	0.98	0.04	-2.08	9.67	1,978	2,439	1,628	1,402	-31.4%	-13.9%
科创50	2.89	0.29	0.46	-0.25	-2.35	6.92	893	1,135	752	700	-28.4%	-6.9%
创业板指	2.25	0.80	0.01	-0.60	-2.68	1.73	5,222	5,413	4,398	4,119	-19.9%	-6.3%
存储器指数	3.90	1.16	0.73	0.02	-2.80	8.86	1,074	1,390	936	750	-31.6%	-19.8%
MLCC指数	2.32	1.43	-1.70	0.85	-3.19	7.69	440	369	283	365	-19.9%	28.9%
光电路交换机(OCS)指数	4.17	0.06	-0.52	1.02	-3.24	9.11	758	784	590	551	-26.0%	-6.6%
玻璃基板指数	2.41	1.02	-0.16	3.35	-3.61	13.66	396	417	422	323	-8.3%	-23.3%
光模块(CPO)指数	2.98	0.85	-0.71	0.31	-3.79	7.58	1,642	1,718	1,206	1,093	-31.6%	-9.4%
HBM指数	3.21	-0.03	-0.43	2.35	-3.98	8.86	360	406	328	244	-25.3%	-25.5%
电路板指数	1.00	1.97	0.91	1.66	-4.17	12.72	1,549	1,669	1,401	1,190	-19.5%	-15.0%
覆铜板指数	-0.02	2.82	0.77	2.14	-5.44	10.05	564	582	490	388	-23.4%	-20.9%
万得全A	1.50	1.02	0.04	-0.42	-1.83	2.35	20,481	21,537	17,831	16,691	-17.8%	-6.4%

来源：WIND，中泰证券研究所

三、扰动逐步落地，当前环境已不同于 9 月初

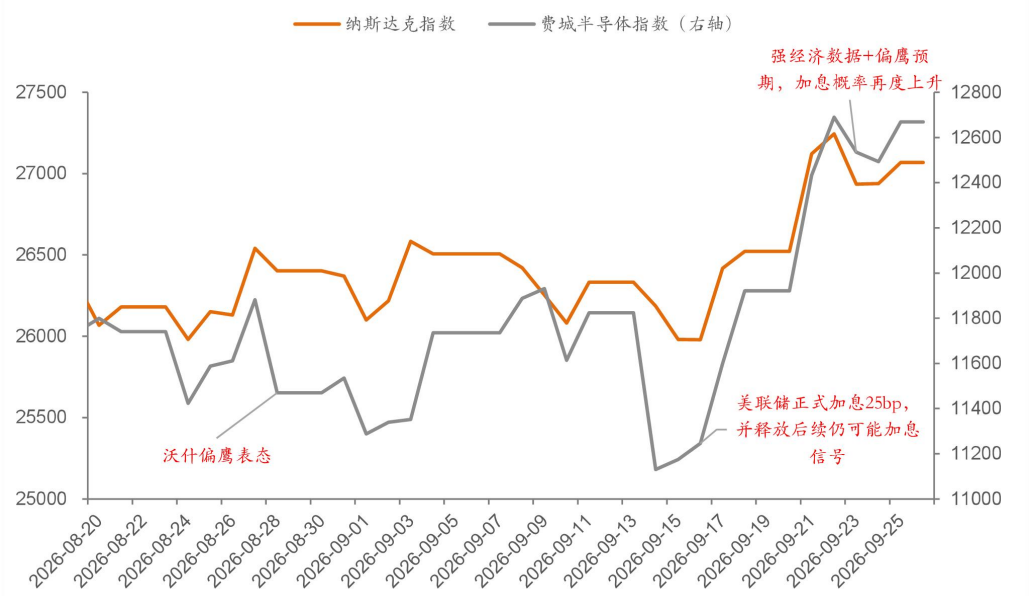
本周后半段 A 股走弱，一方面是前期利好兑现、节前资金落袋为安，另一方面也受到海外加息预期升温的扰动。但从 A 股周四收盘后的海外表现看，美股并未延续前一日的调整，周四已逐步企稳，周五进一步修复，说明本轮利率冲击并未持续扩散。这一表现与 9 月 16 日美联储宣布加息 25bp 之后的市场反应有一定相似性，负面信息释放后，纳指和费城半导体指数均较快进入企稳阶段。

当前与 9 月初的不同之处在于：9 月初，市场面对的是一系列尚未落地的潜在扰动，包括海外利率、通胀与政策预期等，股价更多是在提前交易未来可能出现的风险。而当前，这些因素大多已经进入落地和兑现阶段，市场也已经对相应的利好与利空完成了一轮定价。

与此同时，外部风险因素也出现边际缓和。中美双方形成 300 亿美元规模的对等降税安排，以及在能源安全及国际水道通行等方面达成相关共识，有助于缓解贸易摩擦的不确定性，以及缓解市场对于油价和通胀压力进一步上行的担忧，谈判结果好于市场预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

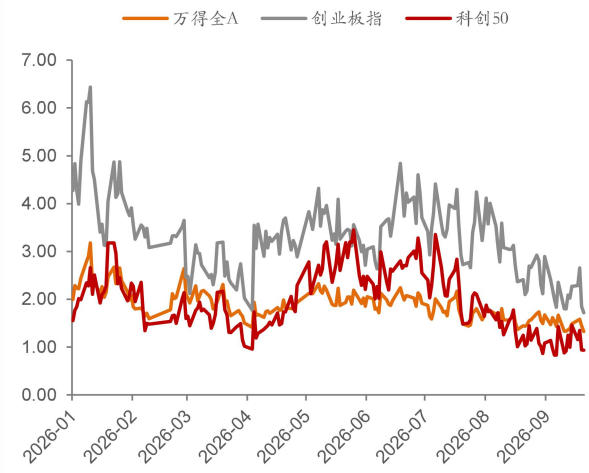
图表 4：利率扰动消化速度较快



来源：WIND，中泰证券研究所

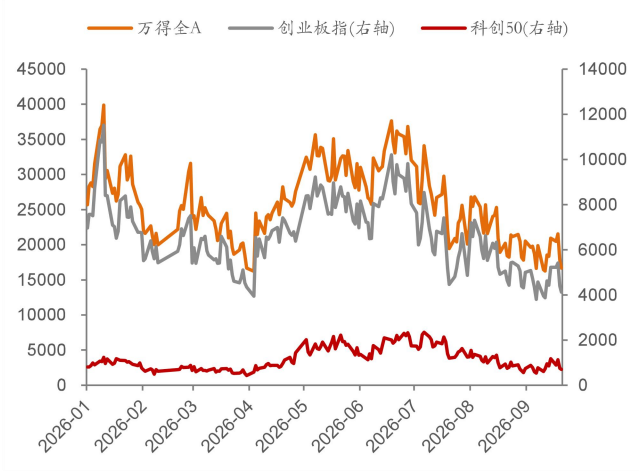
A 股自身也并非简单的全面退潮。虽然全市场成交额再度回落至低位，但科技内部已经出现明显结构分化：部分前期涨幅较高的方向节前集中兑现，而玻璃基板、半导体材料等细分缩量幅度低于全市场，个别方向甚至在市场继续缩量时逆势放量。因此，**本周后半段更接近节前兑现与外部扰动共同作用下的结构性调整，而非科技交易的全面转弱。**

图表 5：换手率降至今年以来低位（%）



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 6：成交额降至年内低位（亿元）



来源：Wind，中泰证券研究所

四、胜负手在科技

从 7 月以来的市场表现看，科技以外的多数行业更多体现为快速轮动，持续性普遍偏弱。即便阶段性出现催化，行情往往来得快、去得也快，本周地产的脉冲式表现就是典型例子。这意味着非科技方向虽然并非没有机会，但可持续的"洼地"已经相对有限，交易难度反而在上升。**相比追逐短期轮动，更值得关注的还是具备基本面支撑、同时仍有估值修复空间的科技方向。**

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 7：申万行业估值分位数情况

指数/行业	2026/6/30 PE-TTM	2024年9月底以来估值分位	7月至今涨跌幅	2026/9/24 当前PE-TTM	当前估值分位	距离年初估值距离	距近两年估值高点空间
科创50	188.87	97.14%	-23.71%	133.35	30.13%	28.96%	41.64%
上证指数	16.16	54.44%	-4.55%	15.75	48.39%	10.17%	13.97%
创业板指	48.07	95.51%	-22.00%	37.43	44.62%	13.42%	47.38%
沪深300	13.69	52.14%	-9.90%	13.30	41.10%	10.58%	12.24%
中证红利	7.48	25.73%	6.81%	8.60	84.12%	0.50%	2.61%
申万一级/二级行业							
证券Ⅱ	13.05	0.23%	-7.34%	12.09	0.41%	46.68%	173.51%
保险Ⅱ	4.65	0.23%	7.85%	5.06	5.53%	74.84%	80.83%
非银金融	7.79	0.23%	-2.70%	7.66	0.81%	62.16%	67.93%
计算机	121.17	1.07%	-2.40%	115.61	3.19%	51.82%	73.92%
国防军工	81.11	1.36%	-6.99%	76.16	9.66%	55.32%	81.91%
传媒	47.89	1.61%	1.96%	49.98	8.84%	32.43%	56.66%
有色金属	18.47	3.13%	-8.73%	16.91	0.98%	52.20%	110.14%
电力设备	57.33	15.42%	-20.96%	44.88	1.28%	44.48%	55.38%
美容护理	30.47	1.17%	5.86%	32.11	9.61%	29.30%	51.04%
环保	35.24	43.21%	-3.97%	31.14	22.82%	32.20%	42.44%
社会服务	56.79	17.91%	3.35%	56.42	23.28%	25.54%	32.68%
电子	100.57	93.56%	-25.00%	68.16	35.79%	23.51%	47.55%
房地产	-4.97	0.00%	6.37%	-5.06	0.00%	18.75%	374.17%
基础化工	34.42	53.56%	-10.66%	30.49	24.68%	25.71%	48.53%
食品饮料	20.44	2.53%	2.05%	21.03	7.03%	20.29%	16.01%
医药生物	41.51	11.70%	6.17%	44.66	37.00%	15.35%	28.82%
交通运输	17.18	47.09%	4.48%	18.36	76.13%	8.99%	15.27%
汽车	29.73	19.06%	-2.47%	29.20	14.42%	14.07%	18.50%
纺织服饰	26.43	16.86%	1.84%	27.37	24.85%	8.88%	16.67%
家用电器	18.00	76.07%	1.81%	18.05	69.74%	6.88%	9.21%
石油石化	10.75	2.78%	12.84%	12.98	62.15%	12.50%	54.39%
银行	6.42	32.13%	10.18%	7.31	87.10%	-2.02%	3.53%
建筑装饰	17.00	99.32%	-5.40%	15.36	70.02%	-2.04%	10.45%
轻工制造	72.09	82.92%	0.55%	68.98	77.56%	-4.68%	11.56%
机械设备	58.75	96.65%	-14.89%	52.45	84.74%	-8.31%	17.01%
公用事业	20.46	86.68%	-1.77%	21.06	81.23%	-11.97%	9.73%
通信	36.21	97.04%	-18.87%	32.12	87.08%	-14.56%	20.10%
煤炭	16.34	61.21%	16.79%	19.09	80.82%	-10.06%	24.24%
钢铁	77.85	60.24%	-1.50%	75.56	45.66%	-14.89%	-0.96%
商贸零售	-84.17	0.00%	3.62%	-92.62	0.00%	-21.02%	-15.92%
综合	-60.20	0.00%	-0.51%	-79.42	0.00%	-25.51%	7.67%
建筑材料	229.63	100.00%	-22.83%	171.57	93.96%	-54.53%	-18.69%
农林牧渔	-118.93	0.00%	12.41%	-131.85	0.00%	-64.23%	17.77%

来源：WIND，中泰证券研究所

科技的赔率正在凸显。科技经历前期快速下跌和修复后，当前再次进入休整阶段，但内部并非已经全面修复。当前**存储器、半导体、半导体材料**估值分位分别约为 2%、2%和 8%，较年初估值仍有较大折价，但需求端仍处于扩张阶段，呈现较明显的“基本面仍强、估值尚未修复”特征。部分 AI 硬件方向已开始修复，但尚未完全填平。**芯片、覆铜板、CPO、OCS** 等估值较年初仍有一定折价，需求端也维持扩张，不过当前估值分位已回升至中等水平。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 8：科技赛道估值与供需分析

	2026/6/30			2026/9/24				2026Q2	
科技主要赛道	PE-TTM	2024年9月底以来估值分位	7月至今涨跌幅	当前PE-TTM	当前估值分位	距离年初估值距离	距近两年估值高点空间	需求位置	供给位置
存储器指数	228.74	93.4%	-24.78%	47.27	2.1%	288.35%	480.24%	需求扩张	扩张期
半导体	232.17	99.8%	-27.76%	81.00	2.5%	91.64%	192.18%	需求扩张	出清后再扩产
半导体材料指数	447.84	88.6%	-27.31%	231.42	8.2%	44.65%	886.59%	需求扩张	出清后再扩产
芯片指数	346.31	100.0%	-15.54%	136.93	42.7%	33.15%	152.91%	需求扩张	出清后再扩产
科创50	258.97	100.0%	-23.71%	133.35	31.6%	25.66%	97.93%	需求低位复苏	出清后再扩产
创新药指数	48.43	70.6%	7.94%	46.46	60.6%	12.66%	35.43%	需求低位复苏	出清后再扩产
覆铜板指数	110.75	97.9%	-15.74%	67.17	55.4%	10.98%	84.82%	需求扩张	扩张期
光模块(CPO)指数	140.55	99.3%	-9.21%	79.28	58.5%	7.90%	83.09%	需求扩张	扩张期
光电路交换机(OCS)指数	104.56	98.8%	5.91%	65.57	61.4%	5.72%	68.50%	需求扩张	扩张期
玻璃基板指数	101.48	100.0%	-28.82%	51.67	79.5%	-20.02%	96.40%	需求扩张	过剩洗牌期
光通信指数	117.33	98.8%	-7.68%	71.71	79.5%	-13.60%	72.81%	需求扩张	扩张期
半导体设备指数	183.87	100.0%	-21.67%	114.76	84.0%	-28.41%	60.22%	需求扩张	出清后再扩产
先进封装指数	168.74	100.0%	-23.15%	91.04	84.6%	-35.32%	86.44%	需求低位复苏	扩张期
MLCC指数	133.74	99.8%	-30.59%	85.56	87.3%	-48.37%	56.65%	需求扩张	扩张期

来源：WIND，中泰证券研究所

风险提示

海外 AI 技术进展不及预期、全球科技产业链共振逻辑出现裂变、内存及 CPU 供需缺口提前收窄、国内宏观流动性出现超预期变化，信息更新不及时等。

下载日志已记录，仅供内部参考

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

中泰证券股份有限公司 事先未经本公司书面授权
行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。