下载日志已记录，仅供内部参考

华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

策略周报 2026 年 10 月 12 日

【华创策略】

以盾待矛，静候攻守转换

——策略周聚焦

- **市场究竟跌够了吗？**

股价是否回撤足够深？观测滚动 120 个交易日最大回撤，科创 50、创业板指已接近历史最大回撤幅度，宽基指数回撤幅度普遍较浅。

估值：科创成长+中小市值回落明显，宽基指数回撤幅度相对较小。对比主要指数来看，创业板指、国证 2000、中证 1000 回撤幅度相对居前；相比之下，上证 50、沪深 300 回撤幅度相对较小。

交易拥挤度层面，本轮急跌已带来明显降温。前期热门主题交易拥挤度已得到快速释放，抛压明显缓解，市场整体成交换手也处于本轮牛市以来的相对低位。两融交易热度同步降温，杠杆资金的参与度明显收敛。

盈利：9 月下旬以来市场对 26&27 年盈利上修，主要集中于红利+科技。表明市场并未因股价急跌而系统性下修盈利预期。分行业看，煤炭/非银/电子/交运近 4 周 27E 业绩上修/下修公司比例居前。

- **交易出清程度如何？止损盘压力多大？**

科技成长已跌破成交量加权年线支撑。截至 10/9，科创 50 盘中最低触及 1390 点，对应当日成交量加权年线 1590 点；创业板指盘中最低 2932 点，对应当日成交量加权年线 3455 点。

止损盘——还有多少潜在止损压力？1）现价上方成交量占比：近一年超九成筹码成本高于当前价格。2）成交密集区与现价之间的空间：指数已跌破近一年密集成交区域。

机构重仓股抛压尚未收敛。当下市场资金端的担忧在于：年初以来主动偏股公募收益率中位数为-2%，同时也对应到保资、年金、银行理财等绝对收益账户存在止损压力。

- **哪类行业公司已调整充分？**

1）盈利坚挺，估值收缩：TMT+周期制造。筛选出 TMT（通信设备、半导体、消费电子、计算机设备）、制造（电池、专用设备、自动化设备）、周期（金属新材料、小金属、化学制品）、金融（多元金融）、消费（贸易）等二级行业。

2）筹码出清型：消费+价值白马股。拥挤交易出清的方向典型为两类：一类是机构持仓历史低位行业：筛选出包括消费（饮料乳品、食品加工、酒店餐饮、小家电、中药）、TMT（计算机设备）等行业。另一类是价值白马股：北向资金在本轮卖出的过程中，部分白马股的筹码结构可能迎来出清。筛选出包括宁德时代、立讯精密、国电南瑞、德业股份等外资重仓的价值白马股。

- **配置应对：红利为盾，寻找调整后的进攻之矛**

最厚的盾——红利资产（看股东回报）：红利低波主要集中在银行、高速公路、公用事业等盈利与现金流稳定、持续分红能力较强的行业；成长红利主要集中在煤炭、石化和工业金属，在较高股东回报基础上，同时保留商品价格和盈利增长带来的弹性。

寻找调整后的进攻之矛：1）盈利坚挺，估值收缩：TMT+周期制造；2）筹码出清型：消费+价值白马股。

A 股加息真金组合。主要特征：较低起始估值、较强利润增长及资本回报韧性，以及现金回报能力。

- **风险提示：**宏观经济复苏不及预期；海外经济疲弱，可能对相关产业链及国内出口造成影响；历史经验不代表未来。

华创证券研究所

证券分析师：姚佩

邮箱：yaopei@hcyjs.com

执业编号：S0360522120004

证券分析师：蔡雨阳

邮箱：caiyuyang@hcyjs.com

执业编号：S0360525080006

相关研究报告

《【华创策略】假期内外：美债利率上行，国内政策加码——策略周聚焦》 2026-10-07

《【华创策略】资金面供给端持续低迷——流动性&交易拥挤度&投资者温度计周报》 2026-09-28

《【华创策略】烈火见真金：加息周期中的韧性企业——策略周聚焦》 2026-09-27

《【华创策略】杠杆资金时隔一月重回净流入——流动性&交易拥挤度&投资者温度计周报》 2026-09-21

《【华创策略】加息之后，权益回报的范式重构——策略周聚焦》 2026-09-21

证监会审核华创证券投资咨询业务资格批文号：证监许可（2009）1210 号

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1 万得全 A 滚动半年最大回撤 16.1%、上证指数 11.3 4
图表 2 创业板指滚动半年最大回撤 30.5%、科创 50 34% 4
图表 3 宽基指数市盈率&分位数回落幅度 5
图表 4 全 A 市盈率中位数已从 5 月高位 31.1 倍回落至目前 23.4 倍 5
图表 5 全 A 成交额&换手率回落明显 6
图表 6 两融成交占比从 7/1 的 10.7%回落至当前 8.3% 6
图表 7 当前热门主题行业交易热度（成交额占比/自由流通市值占比） 6
图表 8 9 月下旬以来 26E/27E 业绩上修/下修公司比例回升 7
图表 9 煤炭/非银/电子/交运近 4 周 27E 业绩上修/下修公司比例居前 7
图表 10 创业板指跌破成交量加权年线支撑 8
图表 11 科创 50 跌破成交量加权年线支撑 8
图表 12 宽基指数近一年成交价格上方的成交量比重 9
图表 13 宽基指数近半年成交价格上方的成交量比重 9
图表 14 万得全 A 不同点位区间对应成交量占比 9
图表 15 上证指数不同点位区间对应成交量占比 10
图表 16 沪深 300 不同点位区间对应成交量占比 10
图表 17 创业板指不同点位区间对应成交量占比 10
图表 18 科创 50 不同点位区间对应成交量占比 10
图表 19 基金重仓指数 5/13 以来累计下跌幅度略少于沪深 300/中证 800 11
图表 20 滚动 5 日累计涨跌幅：截至 10/9 基金重仓指数-5.3%、沪深 300 -2.7%、中证 800 -3.3% 11
图表 21 年初以来主动偏股公募收益率中位数为-2% 11
图表 22 5/13 以来盈利坚挺，估值收缩的二级行业 12
图表 23 筹码出清视角：估值、机构持仓已处于极低位置，同时盈利不再下修，有望迎来困境反转 12
图表 24 筹码出清视角：外资重仓白马股中，筹码出清的品种 13
图表 25 盈利下修型：26E&27E 盈利变化偏弱 13
图表 26 红利低波关注银行/白电/高速/运营商等 14
图表 27 成长红利关注工业金属/化工/煤炭/石化等 14
图表 28 一级行业现金流回报率：钢铁、石化、煤炭、有色回报率领先 14
图表 29 沪深 300 成分股当期加息真金组合筛选 15

下载日志已记录，仅供内部参考

核心结论：

1、市场究竟跌够了吗？1）股价：科创 50、创业板指已接近历史最大回撤幅度，宽基指数回撤幅度普遍较浅。2）估值：科创成长+中小市值回落明显，宽基指数回撤幅度相对较小。3）交易拥挤度：本轮急跌已带来明显降温。4）盈利：9 月下旬以来市场对 26&27 年盈利上修，主要集中于红利+科技。

2、交易出清程度如何？科技成长已跌破成交量加权年线支撑。

3、止损盘压力多大？1）现价上方成交量占比：近一年超九成筹码成本高于当前价格；2）成交密集区与现价之间的空间：指数已跌破近一年密集成交区域。

4、哪类行业公司已调整充分？当前相对值得关注的有两类机会：1）盈利坚挺、估值压缩提供的赔率；2）筹码出清提供的向上弹性。倘若在估值下修之后盈利依然承压，这类机会反而会成为新的风险。

5、配置应对：红利为盾，寻找调整后的进攻之矛。1）最厚的盾——红利资产看股东回报。2）寻找调整后的进攻之矛——盈利坚挺，估值收缩：TMT+周期制造；筹码出清型：消费+价值白马股。

引言：市场快速下跌后，当下再去讨论急跌本身的成因意义已不大。我们在此前周报《加息之后，权益回报的范式重构》中阐明观点——美联储加息使得估值的牛市告一段落，但不一定代表整体市场的熊市；市场在经历估值收缩之后，若能在后半程经受住盈利韧性的考验，风险资产反而可能获得较高赔率，甚至进一步走强。站在市场已经急跌至此的当下，本篇周聚焦主要回答三个问题：第一，市场是否跌够了；第二，下一阶段哪些股票可能胜出；第三，主要抛压是否已经出清？

一、大势研判：以矛代盾，静候攻守转化

大势研判：谨慎乐观，保持耐心。当前市场调整仍在进行中，短期尚需等待风险进一步释放。交易层面，主要宽基指数回撤距离历史极端水平仍有空间，部分热门赛道估值与交易拥挤度回落，前期多轮加仓资金浮亏扩大，止损盘抛压正在释放，市场交易结构需进一步消化。宏观层面，持续赚钱效应需等待“长端利率下行+盈利韧性验证”。交易与宏观条件尚未形成共振，短期维持防御优先，配置以红利为盾，关注银行、白电及煤炭、石化等现金流回报较强的资产。

中期展望：加息不等于熊市，下跌正在积累赔率。此前我们强调，全球货币收紧是大趋势，大趋势比加息幅度与节奏的预期差更重要。加息前半程，长端利率上行压制估值，市场反弹的持续性受到约束，股票机会更多来自调整后的赔率改善。当前市场正在兑现这一判断，但加息并非熊市的充分条件，决定中期行情的关键仍是盈利能否消化估值收缩。与此同时，2026—2027 年盈利预期整体仍在上修，尚未出现系统性恶化，市场调整更多体现为估值压缩与筹码出清。高利率决定估值上限，盈利韧性决定市场下限，价格调整则在不断改善未来的预期收益。 因此短期保持耐心的同时，对中期市场仍可积极看待，随着估值风险释放，优质资产的配置价值正在逐步显现。

配置策略：红利为盾，关注攻守转换。当前维持“降久期、降锐度、促均衡”，以现金流和股东回报应对高利率约束，红利仍是组合的防御底仓。随着估值调整逐步充分、集中

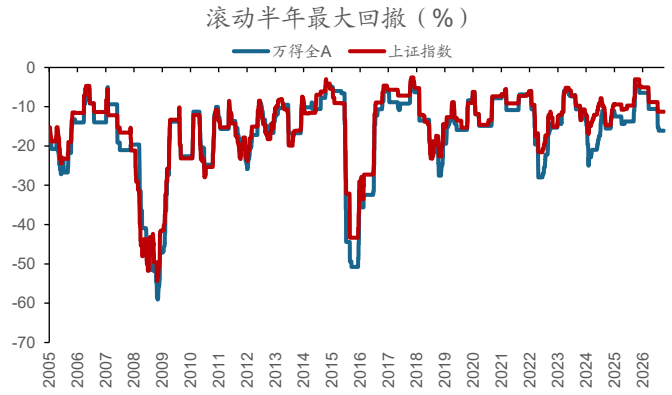
下载日志已记录，仅供内部参考

止损抛压趋于缓和，以及长端利率与盈利条件出现积极变化，配置重心可逐步从“红利之盾”转向“成长之矛”。进攻机会重点来自两类：一是盈利坚挺，估值收缩：TMT+周期制造；盈利增长仍具韧性、估值已明显回落的优质成长。二是筹码出清型：消费+价值白马股；前期交易拥挤、近期集中调整后卖压逐步释放的资产。短期以盾为先，中期伺机出矛，等待市场从风险释放转向盈利驱动的攻守转换时刻。

二、市场究竟跌够了吗？

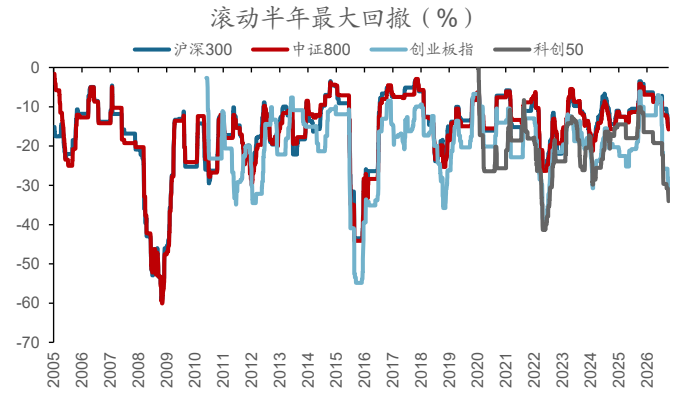
股价是否回撤足够深？科创 50、创业板指已接近历史最大回撤幅度，宽基指数回撤幅度普遍较浅。观测滚动 120 个交易日最大回撤，截至 10/9 万得全 A 滚动半年最大回撤 16.1%、上证指数 11.3%、沪深 300 14.8%、中证 800 15.8%，而历史上其滚动半年最大回撤分别为 59.1%、54.3%、59.2%、60.1%；相比之下，创业板指滚动半年最大回撤 30.5%、科创 50 达 34%，历史上其滚动半年最大回撤分别为 15/11 的 54.9%和 22/5 的 41.3%，相对宽基指数，科创 50、创业板指更接近历史最大回撤幅度。

图表 1　万得全 A 滚动半年最大回撤 16.1%、上证指数 11.3



资料来源：Wind，华创证券

图表 2　创业板指滚动半年最大回撤 30.5%、科创 50 34%



资料来源：Wind，华创证券

估值：科创成长+中小市值回落明显，宽基指数回撤幅度相对较小。整体来看，全 A 市盈率中位数从 24/9/24 牛市起点的 18.4 倍持续升至今年 5 月高位 31.1 倍，目前回落至 23.4 倍，回吐幅度明显。对比主要指数来看，创业板指市盈率回落 28 pct、国证 2000 市盈率回落 30 pct、中证 1000 市盈率回落 28 pct，回撤幅度相对居前；相比之下，上证 50 市盈率回落 8 pct、沪深 300 回落 12 pct，回撤幅度相对较小。展望后市若 26/27E 盈利预测在三季报验证后进一步上修，当前的估值消化反而有望构筑新一轮行情的安全边际。

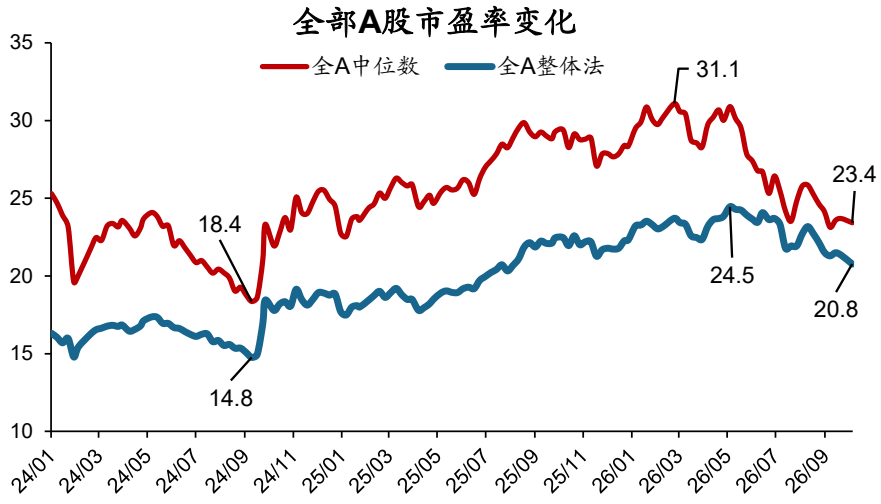
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 3 宽基指数市盈率&分位数回落幅度

代码	指数	预测26E(27E)市盈率	24/9/24 PE_TTM(近10年分位数，%)	26/5/13高点 PE_TTM(近10年分位数，%)	26/10/9当前 PE_TTM(近10年分位数，%)	5/13以来市盈率回落幅度（pct）	5/13以来市盈率分位数回落幅度（pct）
000001.SH	上证指数	14.2 (12.7)	12.7 (24)	17.9 (100)	15.5 (70)	-14	-30
399001.SZ	深证成指	20.5 (16)	20.4 (14)	37.9 (100)	28.2 (64)	-25	-36
399006.SZ	创业板指	25.5 (18.2)	24.8 (2)	48.7 (63)	34.8 (26)	-28	-58
000016.SH	上证50	10.6 (10)	10.2 (50)	11.6 (81)	10.7 (54)	-8	-33
399330.SZ	深证100	18.3 (14.1)	18.4 (13)	32.2 (98)	24 (60)	-25	-38
000903.SH	中证A100	14.4 (12.6)	13.6 (89)	18.8 (100)	16.2 (90)	-13	-10
000010.SH	上证180	10.9 (10.1)	10.4 (37)	12.3 (85)	11.4 (59)	-8	-31
000300.SH	沪深300	12.2 (10.9)	11.5 (17)	14.9 (94)	13.1 (58)	-12	-38
000905.SH	中证500	23.6 (19.5)	20.4 (13)	38.8 (91)	31.2 (74)	-20	-18
000906.SH	中证800	13.6 (12)	12.4 (13)	17.3 (98)	14.9 (62)	-14	-37
000852.SH	中证1000	29 (23.5)	30.2 (15)	57.5 (90)	41.2 (65)	-28	-28
399303.SZ	国证2000	33.3 (27.9)	31.5 (8)	70.5 (92)	49.1 (75)	-30	-19
399673.SZ	创业板50	22.9 (16.5)	22.3 (2)	48.2 (64)	29.2 (14)	-39	-79
000688.SH	科创50	74.1 (49.4)	48.3 (52)	166.8 (95)	119.5 (79)	-28	-17
881001.WI	万得全A	17.8 (14.9)	15.6 (10)	24.9 (100)	20.8 (74)	-17	-26

资料来源：Wind，华创证券

图表 4 全 A 市盈率中位数已从 5 月高位 31.1 倍回落至目前 23.4 倍

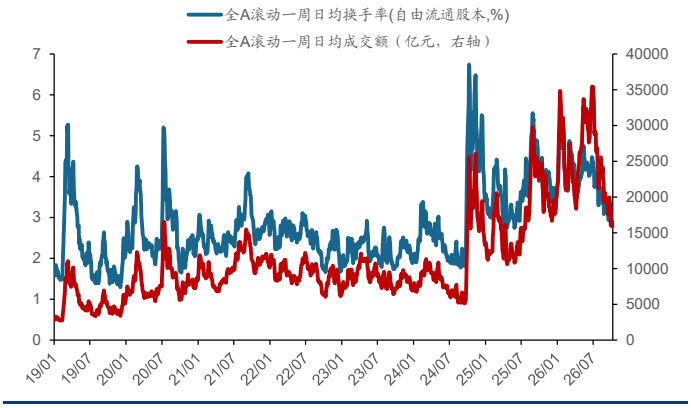


资料来源：华创证券

交易拥挤度层面，本轮急跌已带来明显降温。整体来看，前期热门主题交易拥挤度已得到快速释放，抛压明显缓解，市场整体成交换手也处于本轮牛市以来的相对低位。全 A 成交额与换手率自高位显著回落，近一周日均成交额从 24/9/24 的 0.64 万亿升至 26/5/13 的 3.27 万亿，回落至当前 1.64 万亿，近一周日均换手率则从 24/9/24 的 2.3%升至 26/5/13 的 4.7%，回落至当前 2.9%；两融交易热度同步降温，两融成交占比从 5/25 峰值 10.9%回落至当前的 8.3%，两融余额则从 6/25 峰值 3.03 万亿回落至当前 2.67 万亿，杠杆资金的参与度明显收敛。结构层面，按照我们衡量的真实换手率，热门板块的成交热度在 7 月明显回落之后，在 8-9 月份不断提升，对应了板块的快速上涨，随后自 9 月下旬以来再度回落。我们推测，二季度这些主题赛道在上涨的过程中，换手率反而在不断往下走，可能代表着整体筹码的不断锁筹。转向三季度以来，随着筹码开始明显分散，8 月的相对上涨和 9 月中下旬的回落也对应了板块交易热度的不断上行，这可能意味着二季度市场对于 AI 极端抱团出现了快速松动。

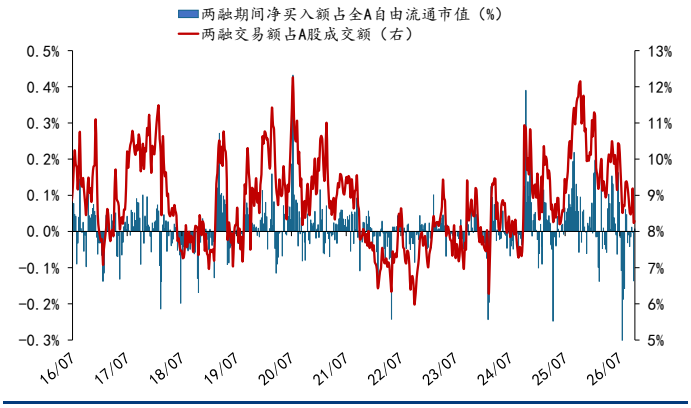
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 5 全 A 成交额&换手率回落明显



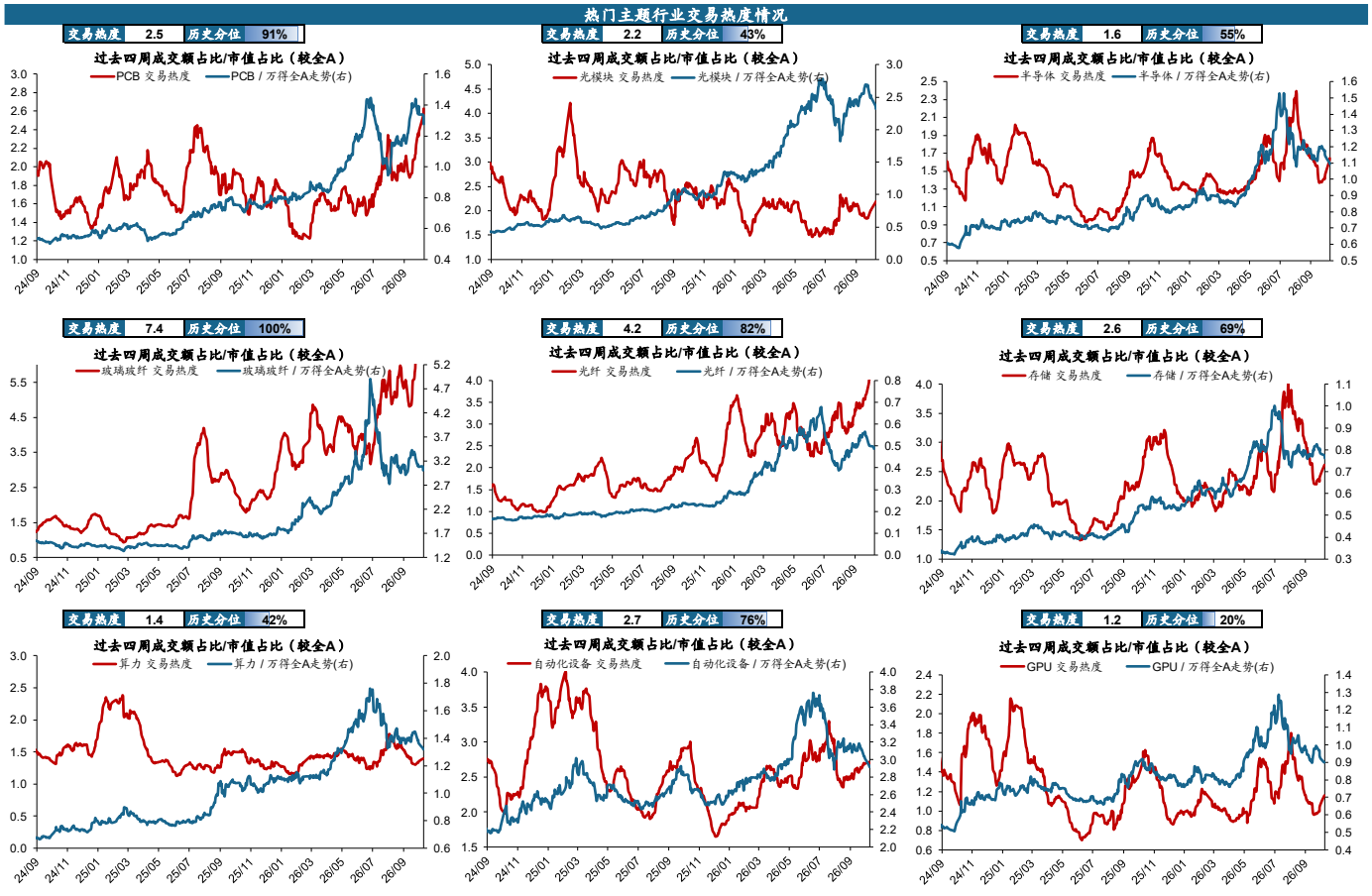
资料来源：华创证券

图表 6 两融成交占比从 7/1 的 10.7%回落至当前 8.3%



资料来源：华创证券

图表 7 当前热门主题行业交易热度（成交额占比/自由流通市值占比）



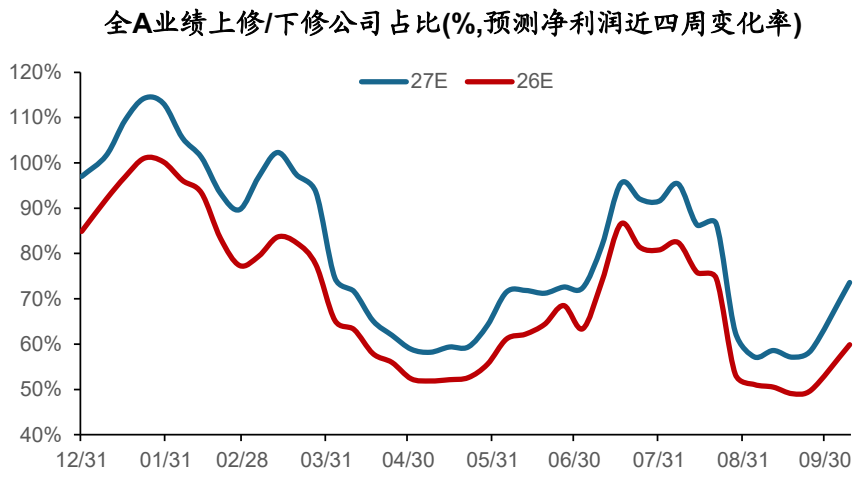
资料来源：Wind，华创证券

盈利：9 月下旬以来市场对 26&27 年盈利上修，主要集中于红利+科技。我们在 9/20 周报《加息之后，权益回报的范式重构》中提到，在经历流动性收紧之下估值将被压缩，若盈利保持强劲增长，在加息动作延续的同时，股市能在估值下杀后获得盈利的赔率支持；近期市场对于 26、27 年业绩预期的边际改善印证了这一点。根据万得一致预测净利润近四周变化率，9 月下旬以来 26E/27E 业绩上修/下修公司比例不降反升：26E 上修/下修比

下载日志已记录，仅供内部参考

例从 9/18 的 49%升至 10/9 的 60%，27E 从 57%升至 73%，表明市场并未因股价急跌而系统性下修盈利预期。分行业看，煤炭/非银/电子/交运近 4 周 27E 业绩上修/下修公司比例居前。

图表 8　9 月下旬以来 26E/27E 业绩上修/下修公司比例回升



资料来源：Wind，华创证券

图表 9　煤炭/非银/电子/交运近 4 周 27E 业绩上修/下修公司比例居前

各行业27年预测净利润上修/下修公司比例（%，27E净利润近4周变化率）

行业	近1个月涨跌幅(%)	截至9/3	截至9/10	截至9/17	截至9/24	截至10/9
煤炭	1.1	138%	138%	150%	150%	450%
非银金融	-2.6	370%	400%	378%	375%	214%
电子	-8.0	123%	123%	124%	117%	179%
交通运输	1.2	74%	89%	96%	68%	146%
社会服务	-0.9	61%	58%	36%	53%	114%
银行	5.4	74%	74%	72%	107%	108%
通信	-5.0	72%	76%	79%	77%	100%
有色金属	-8.4	106%	85%	68%	68%	92%
机械设备	-6.4	73%	91%	77%	62%	89%
商贸零售	-2.1	50%	48%	50%	53%	89%
建筑装饰	-2.7	21%	26%	25%	38%	77%
房地产	-4.0	46%	54%	46%	60%	75%
计算机	-8.8	78%	66%	55%	57%	74%
基础化工	-4.7	56%	58%	54%	49%	67%
建筑材料	-3.0	33%	39%	39%	50%	67%
公用事业	-0.7	82%	86%	77%	66%	67%
医药生物	-7.8	52%	54%	57%	54%	66%
传媒	-3.5	25%	23%	31%	37%	63%
电力设备	-14.3	41%	43%	44%	48%	62%
纺织服饰	-3.8	57%	50%	48%	54%	56%
钢铁	-2.9	19%	6%	13%	36%	50%
环保	-4.7	60%	55%	50%	94%	50%
国防军工	-1.6	40%	38%	44%	53%	43%
石油石化	0.8	150%	129%	129%	88%	38%
汽车	-5.0	20%	23%	27%	27%	37%
美容护理	-3.2	29%	21%	21%	24%	36%
轻工制造	-1.6	18%	18%	28%	28%	31%
食品饮料	-3.8	22%	26%	25%	19%	25%
家用电器	-1.1	13%	9%	9%	7%	24%
农林牧渔	4.8	32%	45%	28%	33%	24%
万得全A	-5.4	57%	59%	57%	57%	73%

资料来源：Wind，华创证券

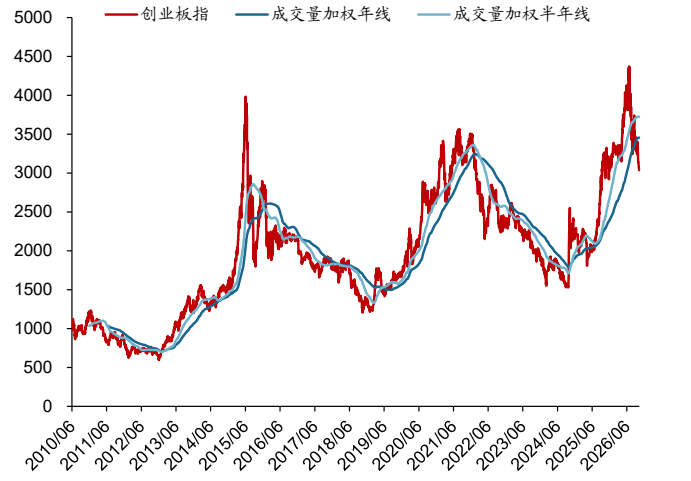
下载日志已记录，仅供内部参考

三、交易出清程度如何？止损盘压力多大？

我们维持此前观点：若市场有持续赚钱效应的机会，需看到长端美债利率下行+A 股盈利韧性考验。不过因为市场在最近 2~3 周的快速下跌，可能导致其交易风险的出清将早于宏观积极信号的出现。因此，我们从交易成本、止损压力、机构减仓几个角度来衡量目前市场整体交易风险的出清是否已足够充分。

科技成长已跌破成交量加权年线支撑。测算科创 50 和创业板指的成交量加权年线，相比传统 MA250 按日历时间等权平均，成交量加权年线以真实成交量为权重构造，能够更有效反映市场买卖形成的筹码均衡点。科创 50 在 9/10 跌破成交量加权年线后段短暂修复，随后在 9/28 再度跌破成交量加权年线；而创业板指在 9/1 跌破成交量加权年线后段始终低于成交量加权年线。截至 10/9，科创 50 盘中最低触及 1390 点，对应当日成交量加权年线 1590 点；创业板指盘中最低 2932 点，对应当日日成交量加权年线 3455 点。两大科创成长指数先后跌破筹码年线，意味着当前市场价格对交易层面的出清在速度上已快于以往多数调整阶段。

图表 10　创业板指跌破成交量加权年线支撑



资料来源：Wind，华创证券

图表 11　科创 50 跌破成交量加权年线支撑



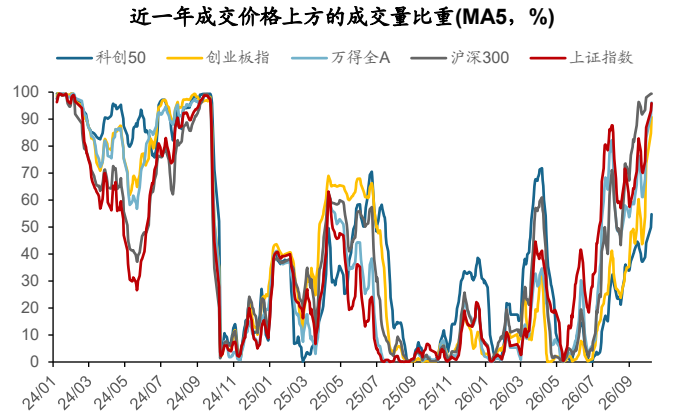
资料来源：Wind，华创证券

止损盘——还有多少潜在止损压力？

1）现价上方成交量占比：近一年超九成筹码成本高于当前价格。统计区间内有多少成交量（成交股数）对应的交易价格高于当前价格。截至 10/9，宽基指数近一年（近半年）成交价上方的成交量比重：万得全 A 为 94.7%（89.6%）、上证指数为 94.7%（89.4%）、沪深 300 为 96.3%（91.7%）、创业板指为 96.7%（93.5%）、科创 50 为 98.5%（96.8%）。整体来看，过去一年入场的筹码几乎全部处于浮亏状态，且主要的浮亏压力集中于最近半年；另一方面，急跌本身加速了浮盈盘向浮亏盘的转换，从而带来止损行为的集中释放，这在近两周市场急跌过程中正在兑现。

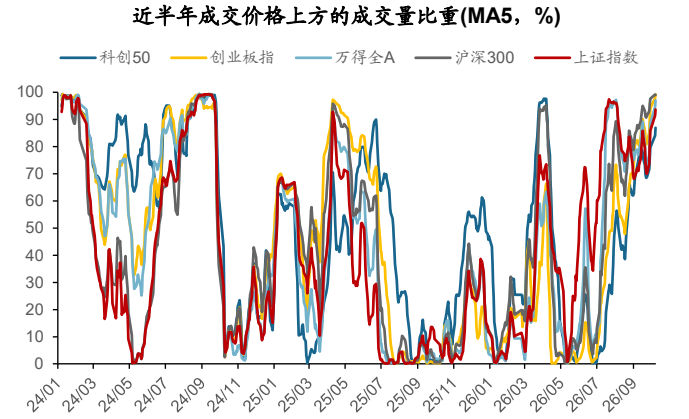
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 12 宽基指数近一年成交价格上方的成交量比重



资料来源：Wind，华创证券

图表 13 宽基指数近半年成交价格上方的成交量比重



资料来源：Wind，华创证券

2）成交密集区与现价之间的空间：指数已跌破近一年密集成交区域。将价格划分为固定宽度的点位区间，测算不同点位区间的累计成交量（成交股数）。整体来看，本轮牛市以来万得全 A 在当前 6107 点下方 5400-6000 点位对应的成交量相对较少，下一个密集成交区域在 5200-5400 点；上证指数在当前 3813 点下方 3500-3700 点位对应的成交量同样较少，下一个密集成交区域在 3400-3500 点。此外，当前科技板块价格均同样已跌破近半年的主要成交密集区，并处于近一年成交区域下沿。截至 10/9 科创 50 收盘价 1457 点，近半年内 1400 点下方成交量占比较少，近一年内 1400 点下方密集成交区域主要在 1300-1400 点；创业板指收盘价 3043 点，近半年成交量均在 3000 点上方，近一年内 3000 点下方成交量较少。展望后市，当前主要指数现价基本已远离过去 6-12 个月的主要成交区域，短期继续深跌缺乏对手盘，超跌之后技术性修复的空间有望打开。

图表 14 万得全 A 不同点位区间对应成交量占比

万得全A点位区间	24/9/24以来成交量占比（%）	近一年以来成交量占比（%）	近半年以来成交量占比（%）
7000+	5.7	11.5	23.8
6800-7000	9.6	19.5	21.4
6600-6800	9.6	19.4	14.0
6400-6600	9.1	17.9	21.0
6200-6400	15.5	24.5	12.5
6000-6200	**6.6**	**7.2**	**7.3**
5800-6000	1.7	0.0	0.0
5600-5800	2.6	0.0	0.0
5400-5600	2.5	0.0	0.0
5200-5400	10.8	0.0	0.0
5000-5200	15.7	0.0	0.0
5000-	10.5	0.0	0.0

资料来源：Wind，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 15 上证指数不同点位区间对应成交量占比

上证指数点位区间	24/9/24以来成交量占比（%）	近一年以来成交量占比（%）	近半年以来成交量占比（%）
4200+	0.8	1.5	3.1
4100-4200	12.8	25.0	18.7
4000-4100	11.9	23.2	27.6
3900-4000	15.4	29.6	28.7
3800-3900	**16.6**	**19.9**	**19.9**
3700-3800	1.7	0.9	1.9
3600-3700	2.5	0.0	0.0
3500-3600	3.1	0.0	0.0
3400-3500	6.9	0.0	0.0
3300-3400	17.3	0.0	0.0
3200-3300	9.0	0.0	0.0
3200-	1.9	0.0	0.0

资料来源：Wind，华创证券

图表 16 沪深 300 不同点位区间对应成交量占比

沪深300点位区间	24/9/24以来成交量占比（%）	近一年以来成交量占比（%）	近半年以来成交量占比（%）
4800+	11.2	20.7	40.8
4700-4800	15.2	27.6	22.2
4600-4700	14.0	25.1	15.0
4500-4600	13.2	19.4	16.3
4400-4500	5.9	5.7	2.7
4300-4400	**1.7**	**1.5**	**3.0**
4200-4300	1.8	0.0	0.0
4100-4200	4.3	0.0	0.0
4000-4100	4.3	0.0	0.0
3900-4000	14.7	0.0	0.0
3800-3900	8.5	0.0	0.0
3800-	5.2	0.0	0.0

资料来源：Wind，华创证券

图表 17 创业板指不同点位区间对应成交量占比

创业板指点位区间	24/9/24以来成交量占比（%）	近一年以来成交量占比（%）	近半年以来成交量占比（%）
4000+	4.9	10.8	22.4
3800-4000	4.5	10.0	20.8
3600-3800	3.6	7.9	16.5
3400-3600	4.5	10.0	20.9
3200-3400	19.6	41.7	16.5
3000-3200	**10.1**	**17.1**	**3.0**
2800-3000	3.2	2.4	0.0
2600-2800	2.2	0.0	0.0
2400-2600	2.2	0.0	0.0
2200-2400	19.0	0.0	0.0
2000-2200	21.1	0.0	0.0
2000-	5.1	0.0	0.0

资料来源：Wind，华创证券

图表 18 科创 50 不同点位区间对应成交量占比

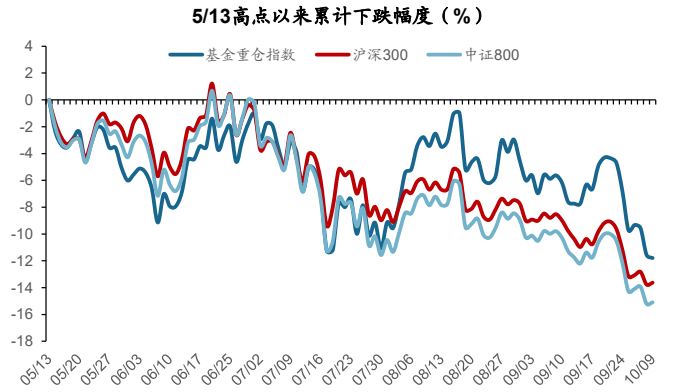
科创50点位区间	24/9/24以来成交量占比（%）	近一年以来成交量占比（%）	近半年以来成交量占比（%）
2000+	3.8	6.3	11.6
1900-2000	3.6	6.0	11.2
1800-1900	3.2	5.4	10.0
1700-1800	7.7	12.9	23.9
1600-1700	8.1	13.7	25.2
1500-1600	7.3	11.5	8.7
1400-1500	**16.2**	**23.4**	**8.3**
1300-1400	13.6	17.2	1.1
1200-1300	4.7	3.7	0.0
1100-1200	2.5	0.0	0.0
1000-1100	14.7	0.0	0.0
1000-	14.7	0.0	0.0

资料来源：Wind，华创证券

机构重仓股抛压尚未收敛。从指数表现看，基金重仓指数 5/13 以来累计下跌幅度 11.8%，略少于沪深 300 的-13.6%、中证 800 的-15.1%。滚动 5 日累计涨跌幅来看，截至 10/9 基金重仓指数-5.3%，近期跌幅较沪深 300 -2.7%、中证 800 -3.3%更陡峭。当下市场资金端的担忧在于：年初以来主动偏股公募收益率中位数为-2%，同时也对应到保资、年金、银行理财等绝对收益账户存在止损压力。我们认为，这种抛压的释放本身并非坏消息：绝对收益资金的卖出行为集中在净值修复至成本线附近时触发，其兑现过程就是风险释放的过程，抛压释放后反而为后续反弹行情提供动力。

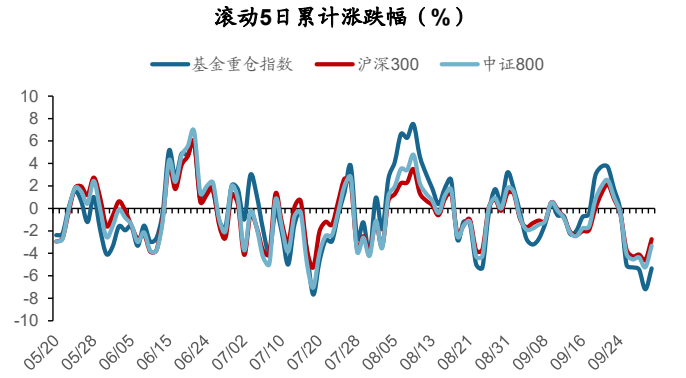
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 19 基金重仓指数 5/13 以来累计下跌幅度略少于沪深 300/中证 800



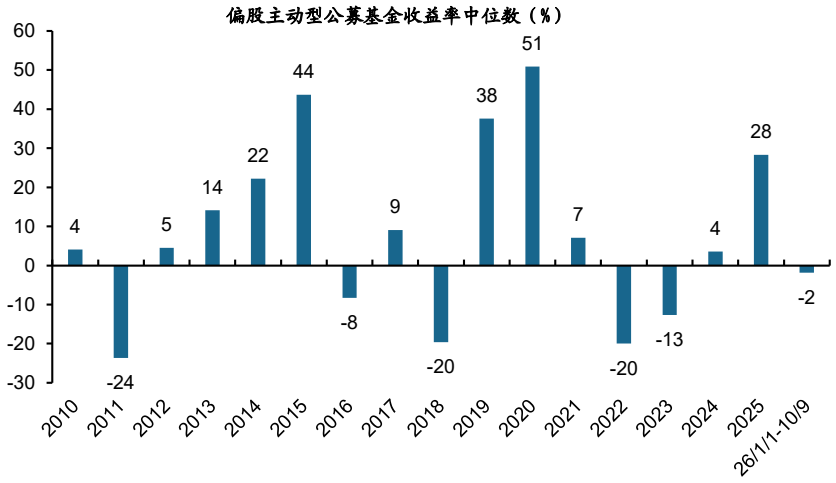
资料来源：Wind，华创证券

图表 20 滚动 5 日累计涨跌幅：截至 10/9 基金重仓指数-5.3%、沪深 300 -2.7%、中证 800 -3.3%



资料来源：Wind，华创证券

图表 21 年初以来主动偏股公募收益率中位数为-2%



资料来源：华创证券

四、哪类行业公司已调整充分？

我们认为市场在快速急跌之后，当前相对值得关注的有两类机会：1）盈利坚挺、估值压缩提供的赔率；2）交易出清提供的向上弹性。倘若在估值下修之后盈利依然承压，这时候这类机会反而会成为新的风险。

1）盈利坚挺，估值收缩：TMT+周期制造。这类公司在 5/13 市场回撤以来股价虽然受到利率上行与风险偏好下降的压制，但盈利预期保持稳定甚至继续上修。筛选同时满足以下条件的二级行业：5/13-10/9 期间市盈率 TTM 回落幅度较大的 50%、市盈率近 10 年分位数回落幅度较大的 50%、26E 盈利增速改善幅度居前的 50%、27E 盈利增速改善幅度居前的 50%；最终筛选出 TMT（通信设备、半导体、消费电子、计算机设备）、制造（电池、专用设备、自动化设备）、周期（金属新材料、小金属、化学制品）、金融（多元金融）、消费（贸易）等二级行业。这类行业其价格调整可能已充分隐含了估值风险的释放，一旦风险偏好企稳，若后续出现估值修复阶段，其弹性可能较强。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 22　5/13 以来盈利坚挺，估值收缩的二级行业

大类行业	申万一级	申万二级	市盈率TTM	市盈率近10年分位（%）	26E净利润增速（%）	27E净利润增速（%）
TMT	通信	通信设备	52.5	81.6	144	69
	电子	半导体	67.1	36.3	580	57
	电子	消费电子	31.6	41.1	57	41
	计算机	计算机设备	31.2	13.0	41	26
制造	电力设备	电池	21.4	7.3	74	36
	机械设备	专用设备	37.5	73.0	43	22
	机械设备	自动化设备	64.8	88.5	68	39
周期	有色金属	金属新材料	55.8	77.9	63	21
	有色金属	小金属	35.1	35.7	96	20
	基础化工	化学制品	24.7	51.6	65	19
金融	非银金融	多元金融	13.5	0.4	50	-5
消费	商贸零售	贸易Ⅱ	18.7	33.4	48	18

资料来源：Wind，华创证券

2）筹码出清型：消费+价值白马股。拥挤交易出清的方向典型为两类：一类是机构持仓历史低位行业：当前估值、机构持仓已处于极低位置，同时盈利不再下修，有望迎来困境反转。筛选二级行业中同时满足：机构持仓占比近 10 年分位处于较低的 30%、10/9 市盈率近 10 年分位处于较低的 30%、27E 盈利增速改善幅度居前的 50%行业，筛选出包括消费（饮料乳品、食品加工、酒店餐饮、小家电、中药）、TMT（计算机设备）等行业。另一类是价值白马股：北向资金在本轮卖出的过程中，部分白马股的筹码结构可能迎来出清。在截至 26Q2 陆股通持股市值前 50 公司中，筛选当前市盈率近 10 年分位处于较低的 50%，同时过去一个月内出现过单日大跌（跌幅超 3%）的个股，筛选出包括宁德时代、立讯精密、国电南瑞、德业股份等外资重仓的价值白马股。展望后市，若市场后续出现修复反弹，边际买盘的回归即可推动其迎来价格修复，可作为反弹阶段的高胜率选择。

图表 23　筹码出清视角：估值、机构持仓已处于极低位置，同时盈利不再下修，有望迎来困境反转

大类行业	申万一级	申万二级	10/9市盈率近10年分位（%）	27E增速(截至5/13)	27E增速(截至10/9)	机构持仓占比（%）	机构持仓占比近10年分位数（pct）
消费	食品饮料	饮料乳品	22.3	13.0	20.2	0.1	0
	食品饮料	食品加工	23.1	40.9	46.3	0.1	3
	社会服务	酒店餐饮	9.4	37.2	41.9	0.0	0
	家用电器	小家电	19.8	19.2	23.2	0.1	0
	医药生物	中药Ⅱ	21.6	10.5	13.1	0.2	3
TMT	计算机	计算机设备	13.0	23.5	26.3	0.3	3

资料来源：Wind，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 24 筹码出清视角：外资重仓白马股中，筹码出清的品种

代码	简称	10/9市盈率近10年分位（%）	市盈率TTM	26E净利润增速（%）	27E净利润增速（%）
601799.SH	星宇股份	0.0	12.4	3	26
600999.SH	招商证券	0.1	8.3	84	-14
000776.SZ	广发证券	0.1	8.2	48	10
601211.SH	国泰海通	1.0	9.1	22	7
600489.SH	中金黄金	2.2	16.9	86	21
300750.SZ	宁德时代	3.3	16.2	33	25
600690.SH	海尔智家	5.1	10.9	-1	9
300014.SZ	亿纬锂能	5.4	19.1	75	37
002475.SZ	立讯精密	8.0	20.7	26	36
002001.SZ	新和成	13.6	11.4	21	8
000568.SZ	泸州老窖	14.7	14.0	-27	8
600406.SH	国电南瑞	15.5	21.4	11	13
002648.SZ	卫星化学	17.3	10.6	101	5
605117.SH	德业股份	23.4	22.1	84	26
000157.SZ	中联重科	26.6	12.4	9	22
000651.SZ	格力电器	26.8	7.8	0	4

资料来源：Wind，华创证券

风险-盈利下修型：下跌之后可能仍然不便宜。需要保持警惕的方向是盈利下修型：下跌之后可能仍然不便宜。这类公司的盈利预期跟随股价同步下修，市场面临的风险既来自估值，也来自盈利增速的放缓，股价的调整并未换来基本面安全边际的提升。筛选 5/13 市场下行以来 26E 盈利增速改善幅度居后 30%、且 27E 盈利增速改善幅度居后 30%的二级行业，筛选出环保设备、航天装备、生物制品、房地产开发、广告营销、工程咨询服务、光学光电子、环保设备等行业。

图表 25 盈利下修型：26E&27E 盈利变化偏弱

大类行业	申万一级	申万二级	26E增速(截至5/13)	26E增速(截至10/9)	26E增速变化幅度（pct）	27E增速(截至5/13)	27E增速(截至10/9)	27E增速变化幅度（pct）
TMT	传媒	广告营销	254	236	-18	47	42	-4
	电子	光学光电子	169	119	-50	106	102	-3
地产链	房地产	房地产开发	53	40	-13	102	96	-6
	建筑装饰	工程咨询服务Ⅱ	11	-5	-16	16	12	-4
稳定	环保	环保设备Ⅱ	100	54	-46	83	29	-54
	环保	环保设备Ⅱ	100	54	-46	83	29	-54
消费	医药生物	生物制品	1,996	1,834	-162	20	-4	-24
制造	国防军工	航天装备Ⅱ	68	45	-23	27	-2	-29

资料来源：Wind，华创证券

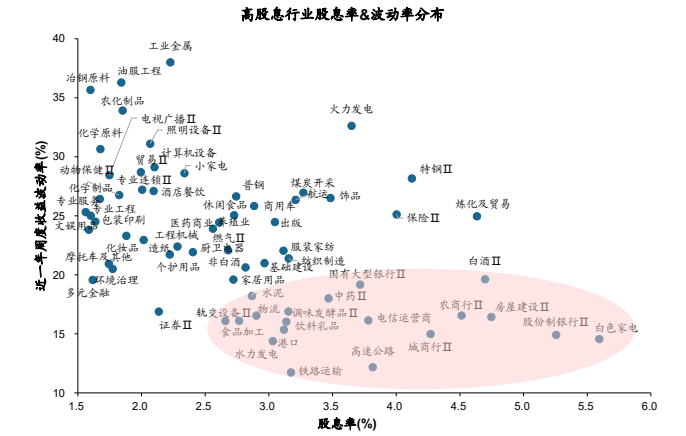
五、配置应对：红利为盾，寻找调整后的进攻之矛

最厚的盾——红利资产：看股东回报。PE 扩张受限以后，持续的分红与回购成为股票收益中更加确定的部分。高利率同时提高融资成本，也进一步拉开企业现金创造能力的差距，因此红利配置需要关注自由现金流、资本开支、杠杆水平以及股东回报的可持续性。当前重点关注两类资产：**红利低波**主要集中在银行、高速公路、公用事业等盈利与现金

下载日志已记录，仅供内部参考

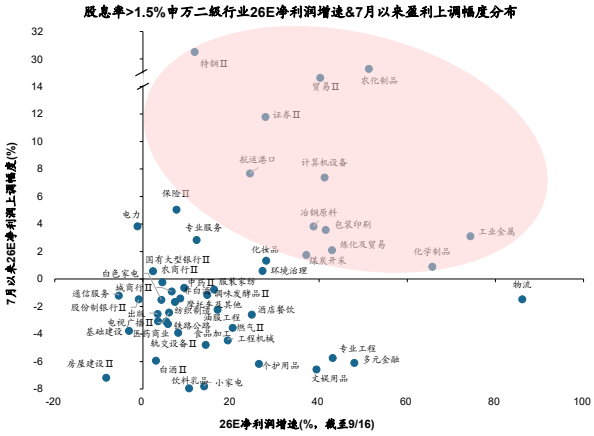
流稳定、持续分红能力较强的行业；**成长红利**主要集中在煤炭、石化和工业金属，在较高股东回报基础上，同时保留商品价格和盈利增长带来的弹性。加息周期中，红利承担组合底仓，以持续股东回报降低组合对估值扩张的依赖。

图表 26　红利低波关注银行/白电/高速/运营商等



资料来源：Wind，华创证券

图表 27　成长红利关注工业金属/化工/煤炭/石化等



资料来源：Wind，华创证券

图表 28　一级行业现金流回报率：钢铁、石化、煤炭、有色回报率领先

企业自由现金流/企业价值EV(剔除货币资金)(%)														
一级行业	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	26Q1 TTM	26Q2 TTM	走势	26Q2较26Q1变化(pcts)
钢铁	1.1	3.6	13.3	11.4	5.3	12.6	3.7	3.1	3.9	3.8	5.8	7.1		1.3
石油石化	6.5	7.3	3.5	0.1	-0.1	4.7	5.6	5.5	5.1	5.2	4.7	6.1		1.4
煤炭	3.9	15.0	7.9	20.3	17.1	18.9	23.3	10.8	5.2	2.9	3.3	3.9		0.6
有色金属	1.5	-0.2	0.3	0.4	1.2	3.0	3.7	1.5	3.3	2.1	2.4	3.0		0.6
商贸零售	-1.2	0.9	-1.5	0.9	1.9	3.1	3.3	7.2	3.8	3.0	2.6	2.8		0.3
交通运输	0.0	-1.7	0.6	3.1	0.5	6.2	4.0	4.2	5.0	3.4	2.4	2.7		0.3
食品饮料	4.3	2.5	2.7	-0.4	1.5	2.2	2.4	3.6	3.4	3.0	2.7	2.4		-0.3
纺织服饰	-0.1	-0.9	1.3	3.4	1.7	3.8	2.4	5.4	2.5	3.3	2.4	2.2		-0.2
通信	-4.3	-0.4	-0.2	2.8	2.6	3.3	5.1	4.3	6.8	2.5	3.1	2.2		-0.9
社会服务	0.9	0.1	1.8	1.2	0.1	1.3	0.7	3.0	2.1	2.2	1.5	2.2		0.6
基础化工	0.2	1.4	2.2	0.1	2.0	2.7	2.4	0.2	1.7	1.3	1.6	2.0		0.4
传媒	0.0	0.6	1.6	2.8	3.3	2.9	2.6	5.3	1.2	2.1	2.4	2.0		-0.3
医药生物	0.2	-0.3	-0.1	1.0	0.9	1.6	1.2	1.4	1.2	1.1	1.5	1.8		0.3
环保	-1.3	-2.0	-3.2	-4.0	-2.8	-3.4	-0.8	-1.2	-0.3	0.3	0.8	1.8		0.9
建筑装饰	2.9	2.1	7.0	-0.8	0.0	0.8	6.1	3.4	2.2	0.5	1.1	1.6		0.6
轻工制造	-0.2	0.1	1.8	1.4	2.4	0.7	0.9	3.1	1.2	-0.2	0.1	1.1		1.0
机械设备	-0.9	0.2	0.1	2.2	2.7	0.9	0.7	1.3	1.4	1.7	1.5	0.9		-0.6
家用电器	2.6	4.0	2.1	8.7	4.4	4.3	4.4	7.2	4.7	-1.0	1.9	1.0		-1.0
美容护理	-1.6	-1.6	2.3	-2.0	-0.2	1.8	1.8	2.5	0.5	2.4	1.7	0.9		-0.7
建筑材料	0.6	1.4	4.6	6.3	4.9	9.1	0.1	2.2	2.4	1.3	1.4	0.6		-0.8
公用事业	2.9	-1.7	2.4	2.3	2.2	-0.2	0.3	-1.1	-0.9	0.2	0.4	0.6		0.2
国防军工	-2.0	1.1	-0.2	0.6	3.1	0.4	0.0	-1.3	-2.0	-0.2	0.0	0.2		0.2
电力设备	-1.3	-3.3	-0.6	-0.4	0.6	-0.4	-0.1	0.3	-2.2	-0.1	0.0	0.2		0.2
农林牧渔	-0.5	-2.1	-1.3	0.6	-4.1	-5.1	-3.2	-1.8	2.6	2.3	1.5	-0.1		-1.6
计算机	-1.3	0.3	0.8	0.4	0.9	-0.5	-0.2	0.4	-0.1	0.2	-0.2	-0.3		-0.1
电子	-3.5	-3.1	-4.0	-1.1	-1.2	-1.5	-1.9	-0.4	-0.7	-0.7	-0.8	-0.9		-0.1
汽车	0.3	0.2	-3.1	-0.3	3.8	2.5	1.5	2.8	1.7	-1.4	-1.8	-1.7		0.1
综合	-0.3	4.4	0.5	2.0	-1.0	-5.5	-0.1	1.9	-1.1	-0.1	-1.2	-4.4		-3.3
房地产	1.4	-3.9	-0.5	-3.4	-0.3	3.4	-1.4	-0.3	2.8	-	-	-		-

资料来源：Wind，华创证券，注：走势图红色标记表示读数为负；地产 EBITDA 为负不显示值

寻找调整后的进攻之矛：1）盈利坚挺，估值收缩：TMT+周期制造；依据上文思路，最终筛选出 TMT（通信设备、半导体、消费电子、计算机设备）、制造（电池、专用设备、自动化设备）、周期（金属新材料、小金属、化学制品）、金融（多元金融）、消费（贸易）

下载日志已记录，仅供内部参考

等二级行业。**2）筹码出清型：消费+价值白马股；**依据上文思路，在机构持仓历史低位行业中，最终筛选出消费（饮料乳品、食品加工、酒店餐饮、小家电、中药）、TMT（计算机设备）等行业；在价值白马股中，最终筛选出包括宁德时代、立讯精密、国电南瑞、德业股份等外资重仓的价值白马股。

A 股加息真金组合的主要特征：较低起始估值、较强利润增长及资本回报韧性，以及现金回报能力。估值需要结合历史位置和盈利能力观察，增长需要检验收入能否落到利润，资本开支则应区分有效再投资与低效扩张；对于成熟企业，自由现金流和持续分红进一步提供回报基础（详见《烈火见真金：加息周期中的韧性企业——策略周聚焦》）。**将上述历史特征映射至当前沪深 300，筛选结果主要集中于有色、化工及科技制造方向。**综合估值、盈利增长、资本回报、现金流和资本开支等指标，共筛出 20 家公司，其中有色 6 家、化工 5 家、电力设备和传媒各 2 家，电子、计算机、通信、汽车及非银金融各 1 家。

图表 29　沪深 300 成分股当期加息真金组合筛选

沪深300成分股当期加息真金组合筛选												
筛选条件（均符合或仅一条不符合）：PE历史分位、PB/ROE、CAPEX/D&A处沪深300成分股中位数以下；ROE TTM、27E ROE、机构持股比例、一致预测净利润&营收2年复合增长率、金融股息率/非金融现金流回报率处沪深300成分股中位数以上。												
Wind代码	证券名称	申万一级	PE分位(%)	ROE TTM(%)	PB/ROE*10	27E ROE(%)	26Q2机构持股比例(%,剔除一般法人)	净利润2年复合增长率E(%)	营收2年复合增长率E(%)	CAPEX/D&A	股息率TTM(%)	现金流回报率(%)
601899.SH	紫金矿业	有色金属	2	33	1.3	30	19	37	23	1.6	3.4	7.9
601600.SH	中国铝业	有色金属	1	21	0.9	23	15	36	5	0.6	3.0	23.8
600489.SH	中金黄金	有色金属	0	20	1.6	26	13	50	17	1.1	2.1	6.4
000807.SZ	云铝股份	有色金属	1	29	0.8	29	48	57	8	0.2	2.7	15.8
002532.SZ	天山铝业	有色金属	3	22	0.8	24	18	39	15	0.5	6.9	11.8
000975.SZ	山金国际	有色金属	1	24	1.7	32	53	55	21	3.6	2.1	5.2
600309.SH	万华化学	基础化工	16	14	1.4	16	17	31	13	1.1	3.0	3.2
000408.SZ	藏格矿业	基础化工	15	33	2.2	38	12	60	39	0.4	3.5	1.9
002648.SZ	卫星化学	基础化工	11	23	1.0	23	10	45	17	0.3	1.9	11.3
000792.SZ	盐湖股份	基础化工	5	25	1.0	19	16	24	37	1.0		9.1
600426.SH	华鲁恒升	基础化工	31	12	1.3	14	25	30	12	0.9	2.0	2.1
002602.SZ	世纪华通	传媒	1	22	1.4	23	16	39	17	1.1	1.0	8.6
002558.SZ	巨人网络	传媒	0	19	1.6	24	23	68	44	1.4	4.2	10.6
300750.SZ	宁德时代	电力设备	2	22	1.6	25	29	29	34	1.6	2.8	7.5
002709.SZ	天赐材料	电力设备	9	19	1.7	27	16	136	55	0.9	1.4	0.5
300866.SZ	安克创新	电子	33	27	1.7	25	30	28	25	0.8	1.4	2.9
000776.SZ	广发证券	非银金融	0	11	1.1	12	65	27	19	0.6	2.9	
000977.SZ	浪潮信息	计算机	5	19	2.2	20	14	63	28	0.1	0.1	3.0
000338.SZ	潍柴动力	汽车	70	14	1.7	16	39	31	11	0.4	2.9	15.2
300628.SZ	亿联网络	通信	13	31	1.9	32	25	20	19	0.4	4.4	3.2

资料来源：Wind，华创证券

风险提示：

1、宏观经济复苏不及预期；

2、关税政策超预期，可能对相关产业链及国内出口造成影响；

3、历史经验不代表未来：因市场环境等因素变化，历史数据得出的经验可能在未来失效。

下载日志已记录，仅供内部参考

策略组团队介绍

组长、首席分析师：姚佩

中国人民大学金融硕士，曾任东吴证券策略首席分析师、海通证券策略高级分析师，连续四年新财富策略第一团队核心成员之一。在传统策略大势研判、行业比较、主题研究以外，对大类资产、政策取向、市场风格、产业周期、个股特征均有增量研究与发现。

研究员：丁炎晨

上海交通大学硕士，华中科技大学学士，2023 年 4 月加入华创策略团队，曾任东吴证券策略研究员。目前专注于政策跟踪、个股特征等方面的增量研究。

研究员：蔡雨阳

圣路易斯华盛顿大学金融硕士。2023 年加入华创研究所。

助理研究员：朱冬墨

上海财经大学经济学学士、硕士。2024 年加入华创证券研究所。

助理研究员：周名未

香港理工大学金融硕士，中央财经大学金融工程学士。2025 年加入华创证券研究所。



下载日志已记录，仅供内部参考

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	公募机构销售总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	张羽驰	销售经理		zhangyuchi@hcyjs.com
	骆振琳	高级销售经理		luozhenlin@hcyjs.com
	白嘉琪	销售助理		baijiaqi@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	龚佳宁	机构销售		gongjianing@hcyjs.com
	朱晞毓	高级销售经理		zhuxiyu@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	王艺嘉	销售助理		wangyijia1@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	保险机构销售总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	金可依	销售经理		jinkeyi@hcyjs.com
	姜茜	销售助理		jiangxi@hcyjs.com
	罗兰丹波	资深销售经理		luolandanbo@hcyjs.com
	谢玮颖	资深销售经理		xieweiying@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
	古舞	销售助理		guwu@hcyjs.com

下载日志已记录，仅供内部参考

	郭有渔	销售助理		guoyouyu@hcyjs.com
	曹雅博	高级销售经理		caoyabo@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹玓	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	陈孟昕	销售经理		chenmengxin@hcyjs.com
	文焱艺	销售经理		wenyanyi@hcyjs.com
	王秋晓	销售经理		wangqiuxiao@hcyjs.com
	谭雯欣	销售经理		tanwenxin@hcyjs.com
	陈蕾	销售助理		chenlei1@hcyjs.com
	赵方圆	销售经理		zhaofangyuan@hcyjs.com

下载日志已记录，仅供内部参考

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522