下载日志已记录，仅供内部参考

风险溢价回升下的久期再定价

定期报告

——策略专题（七）

当前沪深 300ERP 自 5 月阶段低点累计上行 109bp 至 6.05%，抬升核心源于权益估值收缩，而非无风险利率下行。近期市场呈现鲜明久期定价特征：现金流当期可见的短久期资产抗跌，依赖远期产业兑现的长久期成长板块跌幅居前。建议短期以食品饮料、家电银行等短久期方向为盾，待 ERP 见顶回落信号确认后，加配产业趋势未破的长久期资产。

- **ERP 扩张：风险溢价要求系统性提升。**沪深 300 口径 ERP（1/PE−10Y）自 5 月 13 日的阶段低点 4.96%回升至 10 月 20 日的 6.05%，累计上行 109bp，已高于 2025 年以来均值；同期 10 年期国债收益率由 1.75%下行至 1.64%。**ERP 抬升主要源于权益估值收缩，无风险利率并非主要驱动。**
- **行情验证：近期行业表现呈现显著的久期定价特征。**10 月 12 日—16 日，现金流当期可见的食品饮料（+1.89%）、银行（+1.52%）逆势上涨，受商品价格支撑的煤炭（-0.14%）、石油石化（-0.82%）基本持平，估值依赖远期产业兑现的通信(-10.87%)、电子(-8.75%)、电力设备(-7.42%)、有色金属（-7.32%）跌幅居前。按现金流可见度分组后，短、中、长久期组平均涨跌幅分别为-1.8%、-4.6%、-5.8%。拉长至节后两周，结论依然成立。可见**跌的不是科技这个标签，是远期这个属性。**
- **配置建议：短期以短久期资产为盾，长久期资产等待改善信号。**短期关注食品饮料、银行、家电、公用事业、交运、煤炭石化等现金流可见的方向；长久期组近一月一致预期净利润合计上调 1.3%，本轮调整源于估值端，**产业趋势并未破坏。**增配长久期资产的核心信号是 ERP 停止上行并自高位回落，前提是长端利率维持低位、未现明显反弹。

风险提示：海外流动性与产业政策超预期变化；统计区间较短，行业表现受事件扰动；久期分组含主观判断；一致预期数据存在滞后；ERP 为间接测算口径；历史规律不代表未来。

李昊阳 S1090524120005
lihaoyang1@cmschina.com.cn
陈星宇 S1090522070004
chenxingyu@cmschina.com.cn
杨晨 S1090526060002
yangchen4@cmschina.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

一、 ERP 扩张：风险溢价要求系统性提升 3
二、 近期行业表现呈现显著的久期定价特征 4
1、行业久期属性划分 4
2、近期市场呈现短久期行业领涨，长久期行业领跌特征 5
3、久期越长，平均跌幅越大 6
4、交叉验证：估值与宽基指数表现方向一致 6
三、 配置建议：短期以短久期资产为盾，长久期资产等待改善信号 7
1、短期：现金流可见的短久期资产具备相对收益优势 7
2、中长期：长久期科技调整源于估值端，产业趋势未被破坏 7
3、关注长端利率企稳与 ERP 见顶回落 8
附录：申万一级行业久期分组依据与数据说明 10

图 1： 沪深 300 盈利收益率、10 年期国债收益率与 ERP 3
图 2： 沪深 300 隐含 ERP 自 5 月低点回升 109bp 3
图 3： 5 月低点以来沪深 300ERP 累计变化拆解 3
图 4： 本轮 ERP 上行拆解 3
图 5： 久期分组标准与行业归属 4
图 6： 三组 PE(TTM)中位数 5
图 7： 三组股息率中位数 5
图 8： 申万一级行业周涨跌幅（按久期分组着色，10/12–10/16） 5
图 9： 三组周涨跌幅：平均值与中位数 6
图 10： 三组累计涨跌幅路径 6
图 11： 久期分组周涨跌幅统计 6
图 12： PE（TTM）与周涨跌幅 7
图 13： 主要指数区间涨跌幅 7
图 14： 短久期方向梳理 7
图 15： 长久期行业：本周涨跌幅与近一月盈利预期变化 8
图 16： 三组近一月一致预期 FY1 净利润变化 8
图 17： 2025 年 4 月 ERP 阶段高点后 ERP 回落与沪深 300PE(TTM)修复路径 8
图 18： 2026 年以来 10 年期国债收益率 9
图 19： 2026 年以来沪深 300 隐含 ERP 9
图 20： 申万一级行业久期分组、周涨跌幅、估值与股息率 10

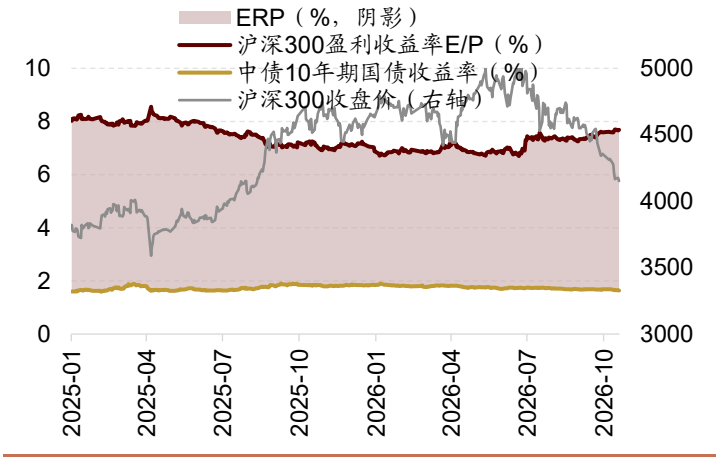
下载日志已记录，仅供内部参考

一、ERP 扩张：风险溢价要求系统性提升

- **ERP 自 5 月低点回升 109bp 至 6.05%，高于 2025 年以来均值**

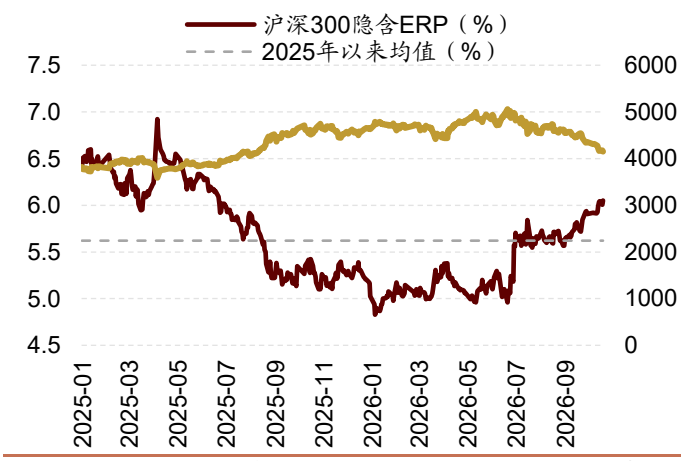
ERP 是衡量市场整体风险偏好的核心指标。沪深 300ERP 自 5 月 13 日的阶段低点 4.96%回升至 10 月 20 日的 6.05%，累计上行 109bp。当前 ERP 已高于 2025 年以来 5.62%的均值，处于该区间约 75%分位，但仍低于 2025 年 4 月关税冲击期间 6.92%的阶段高点。从节奏看，ERP 在 9 月以来上行明显加快，累计上行约 48bp，其中 10 月 9 日以来上行约 13bp。

图 1：沪深 300 盈利收益率、10 年期国债收益率与 ERP



资料来源：iFinD，招商证券；注：E/P=1/沪深 300PE(TTM)

图 2：沪深 300 隐含 ERP 自 5 月低点回升 109bp

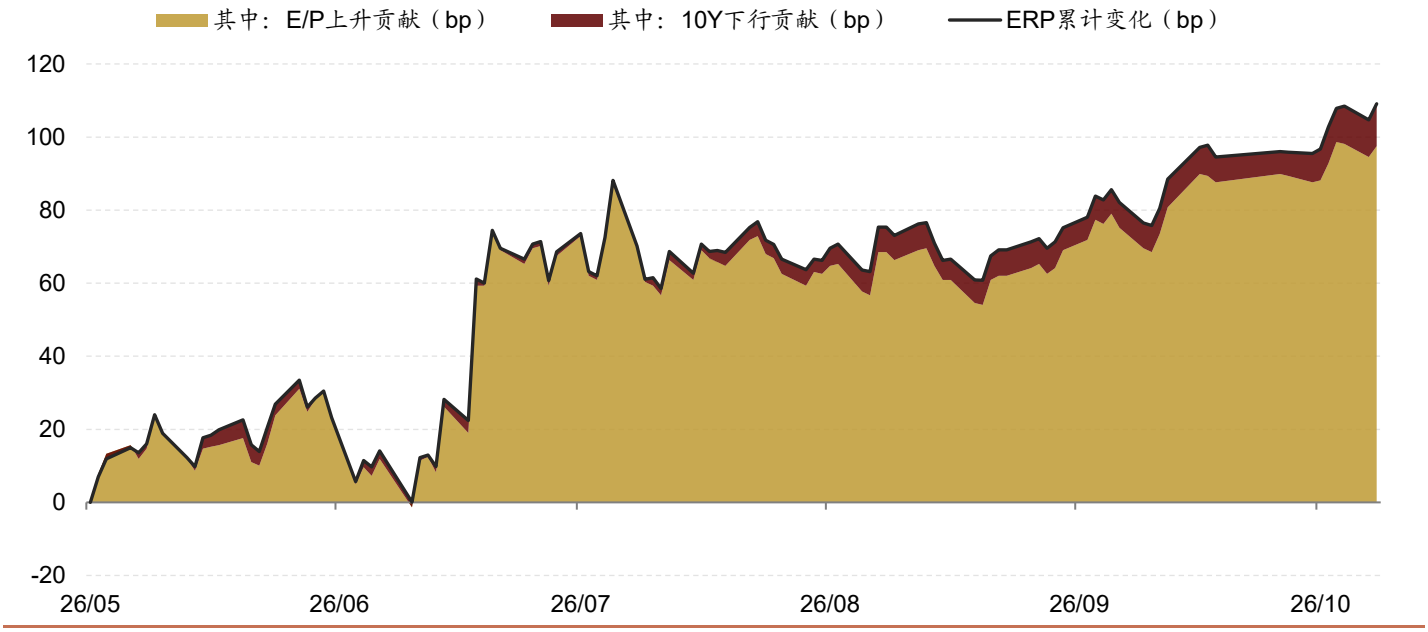


资料来源：iFinD，招商证券；注：ERP=1/PE(TTM)-中债 10 年期国债收益率

- **ERP 抬升主要源于估值收缩，无风险利率并非主要驱动**

从拆分结果看，本轮 ERP 上行的约九成来自权益估值收缩。5 月 13 日至 10 月 20 日，沪深 300PE(TTM)由 14.90 倍回落至 13.01 倍，盈利收益率上行 97bp；同期 10 年期国债收益率由 1.75%下行至 1.64%，对 ERP 的贡献为 12bp。**这表明资金对权益资产不确定性的定价在提高，风险偏好边际收缩。**

图 3：5 月低点以来沪深 300ERP 累计变化拆解



资料来源：iFinD，招商证券；注：10Y 下行对 ERP 的贡献记为正值；起点为 2026 年 5 月 13 日

图 4：本轮 ERP 上行拆解

指标	5 月低点（5/13）	当前（10/20）	变化

下载日志已记录，仅供内部参考

指标	5 月低点（5/13）	当前（10/20）	变化
沪深 300PE(TTM)	14.90 倍	13.01 倍	-1.89 倍
盈利收益率 E/P	6.71%	7.69%	+97bp
中债 10 年期国债收益率	1.75%	1.64%	-12bp
ERP	4.96%	6.05%	+109bp

资料来源：iFinD，招商证券；注：ERP 变化=E/P 变化-10Y 变化

二、近期行业表现呈现显著的久期定价特征

ERP 是权益折现率的组成部分，折现率变化对不同久期资产的影响并不对称。理论上折现率上行对长久期资产的估值压制更为显著。股票价值可视为未来各期现金流的折现之和，现金流距今越远，折现期数越多，对折现率变化越敏感。这一机制与债券久期一致：当期现金流占比高的短久期资产受影响较小，估值依赖远期现金流兑现的长久期资产受影响更大；ERP 上行幅度越大，两类资产的估值分化越明显。这一机制在近期行业表现中得到了验证。

1、行业久期属性划分

权益资产的久期可以类比债券理解：债券的久期由票息和本金回收的时间结构决定，股票对应的是利润和分红兑现的时间结构。我们以现金流可见度为依据，将 31 个申万一级行业划分为三组：估值主要锚定当期利润、分红与存量资产的行业归为短久期；盈利随经济周期、地产基建链或消费修复在一到三年内兑现的行业归为中久期；估值主要依赖三年以上产业趋势兑现的行业归为长久期。

具体归类时，我们主要参考三项标准：

- **主导定价变量。**由当期价格、销量和利息收入定价的行业（如银行、煤炭、石油石化、公用事业）归入短久期；由一两年内订单、库存与价格周期定价的行业（如建筑、化工、汽车）归入中久期；由渗透率、技术路线和远期需求定价的行业（如 AI 算力、新能源、机器人）归入长久期。
- **估值锚。**分红与当期利润构成主要估值锚的行业偏短久期；估值中远期增长预期占比高、当期盈利占比低的行业偏长久期。
- **盈利波动来源。**区分盈利波动来自当期商品价格与经济周期（周期属性），还是来自远期产业趋势的兑现节奏（成长属性），前者偏中短久期，后者偏长久期。

各组的界定标准与行业归属见下表，逐行业的分组依据见附录。

图 5：久期分组标准与行业归属

分组	判断标准	包含行业	定价核心
短久期	成熟期行业，盈利稳定、分红比例高，估值主要由当期利润、分红或存量资产支撑	银行、非银金融、食品饮料、家用电器、煤炭、石油石化、公用事业、交通运输、房地产、商贸零售、综合	股息率、息差、商品价格、存量资产价值
中久期	顺周期与消费行业，盈利随经济周期、地产基建链或消费复苏在 1—3 年内兑现	钢铁、建筑装饰、建筑材料、基础化工、环保、农林牧渔、纺织服饰、轻工制造、汽车、社会服务、医药生物	地产基建需求、价格周期、消费复苏
长久期	科技成长与高端制造，估值主要依赖 3 年以上的产业趋势兑现，当期盈利占估值比重低	通信、电子、计算机、电力设备、机械设备、有色金属、国防军工、传媒、美容护理	AI 算力投资、新能源装机、国产替代、金属长期供需

资料来源：招商证券整理

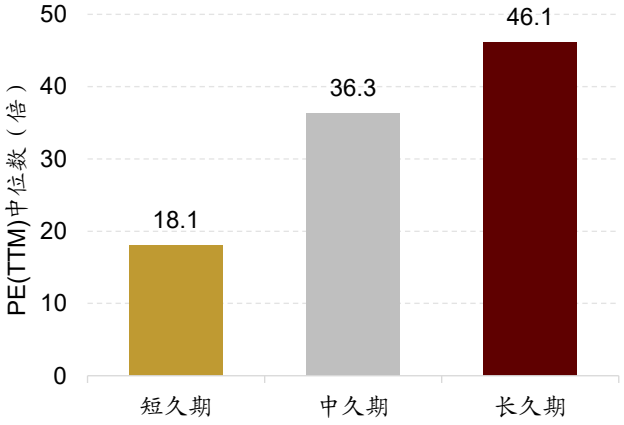
从估值和分红看，分组与市场的一般认知基本一致。以 10 月 9 日（统计区间前一交易日）数据衡量，三组 PE(TTM)中位数分别为 18.4 倍、37.9 倍、48.3 倍，依次抬升；股息率中位数分别为 3.03%、1.69%、1.32%，依次下降（图 6、图 7）。股息率最高的 7 个行业中有 6 个位于短久期组，分别为家用电器、食品饮料、银行、石油石化、非银金融、煤炭；另一个是纺织服饰，其分红较高但盈利与消费周期相关度较高，归入中久期。

部分行业的归属需要单独说明。有色金属 PE(TTM)仅 15.2 倍，但本轮定价核心在于新能源金属与铜的长期供需缺口及远期价格，归入长久期；钢铁、建材 PE 偏高源于盈利处于周期底部，归入中久期；房地产、商贸零售、综合当前

下载日志已记录，仅供内部参考

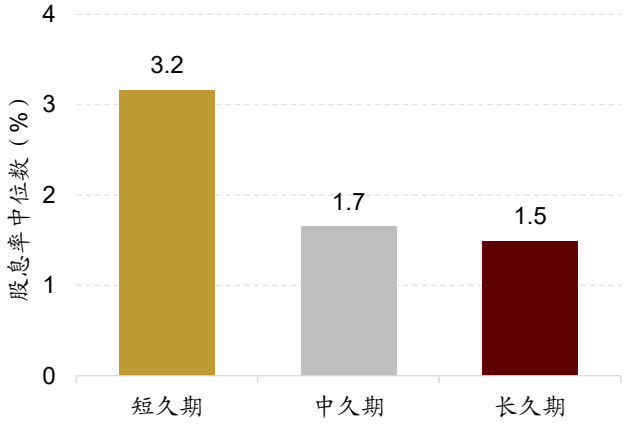
处于亏损状态，但估值主要锚定存量资产价值与当期经营，缺乏远期产业逻辑，归入短久期；环保兼具运营与工程属性，社会服务估值主要反映线下消费的盈利修复预期，均归入中久期。即便将部分模糊行业调整至中久期，也并不影响本文的结论。

图 6：三组 PE(TTM)中位数



资料来源：iFinD，招商证券；注：PE 为 2026 年 10 月 20 日值，剔除亏损行业

图 7：三组股息率中位数

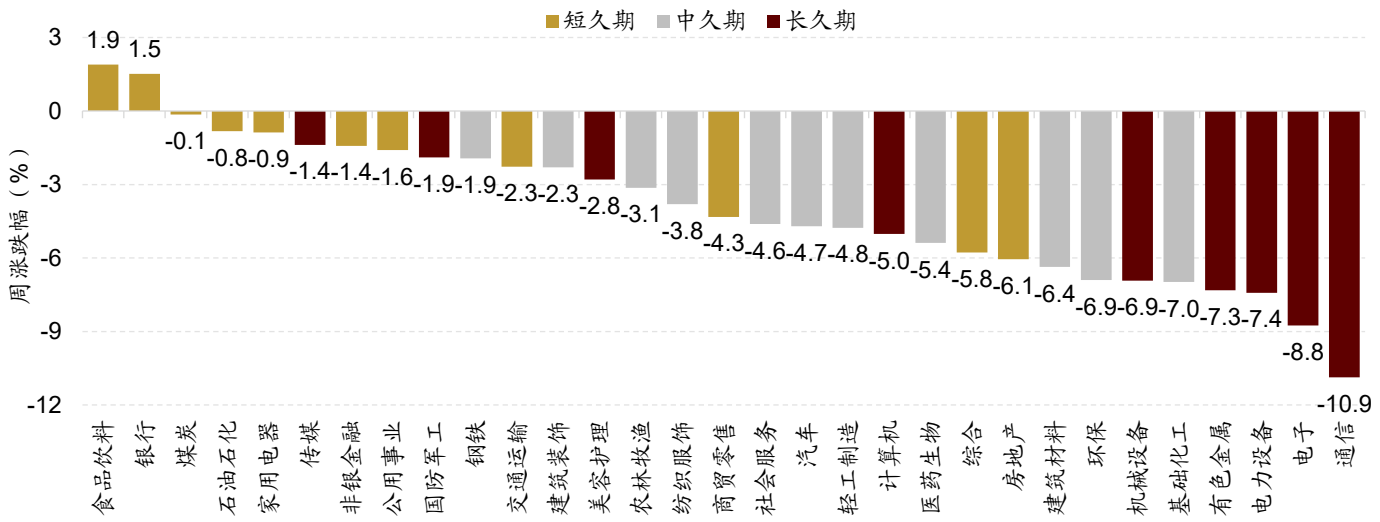


资料来源：iFinD，招商证券；注：股息率为近 12 个月口径，2026 年 10 月 20 日值

2、近期市场呈现短久期行业领涨，长久期行业领跌特征

10 月 12 日—16 日，申万 31 个一级行业中仅 2 个上涨，行业涨跌幅排序与现金流久期高度对应。

图 8：申万一级行业周涨跌幅（按久期分组着色，10/12–10/16）



资料来源：iFinD，招商证券；注：久期分组标准见图 5

- **领涨行业为食品饮料（+1.89%）与银行（+1.52%）。**两者均为现金流当期可见、分红确定性较高的资产，股息率分别为 4.03%和 3.80%，在风险溢价上行阶段具备较强的防御属性。
- **煤炭（-0.14%）与石油石化（-0.82%）基本持平。**两者现金流受商品价格支撑，估值处于低位且分红比例较高，对折现率变化的敏感度较低。
- **跌幅居前的行业为通信（-10.87%）、电子（-8.75%）、电力设备（-7.42%）与有色金属（-7.32%）。**上述行业的估值高度依赖未来三至五年的产业兑现，包括 AI 算力与光模块的订单增长、新能源装机与电池技术迭代、金属价格的中长期供需格局，现金流久期最长，估值调整幅度也最大。

部分日度数据同样体现这一特征。10 月 15 日市场普跌，通信单日下跌 4.64%居行业首位，食品饮料逆势上涨 0.72%，

下载日志已记录，仅供内部参考

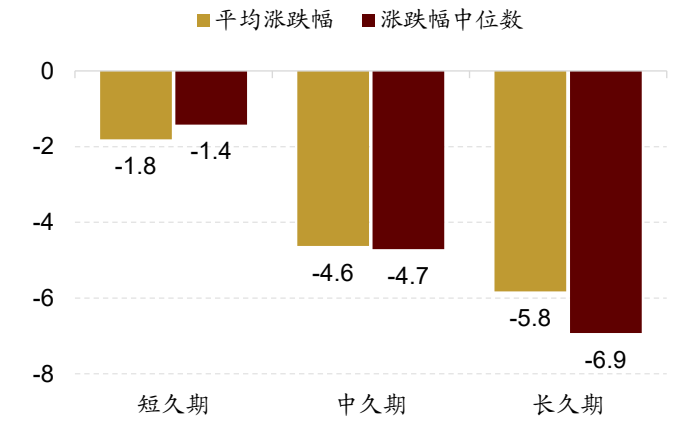
银行仅下跌 0.16%。

3、久期越长，平均跌幅越大

分组来看，三组周涨跌幅随久期拉长依次走弱。短、中、长久期组的平均涨跌幅分别为−1.8%、−4.6%、−5.8%，中位数分别为−1.4%、−4.7%、−6.9%，两种口径下的结果一致；短、长久期组之间的差距，均值口径约 4.0 个百分点，中位数口径约 5.5 个百分点。

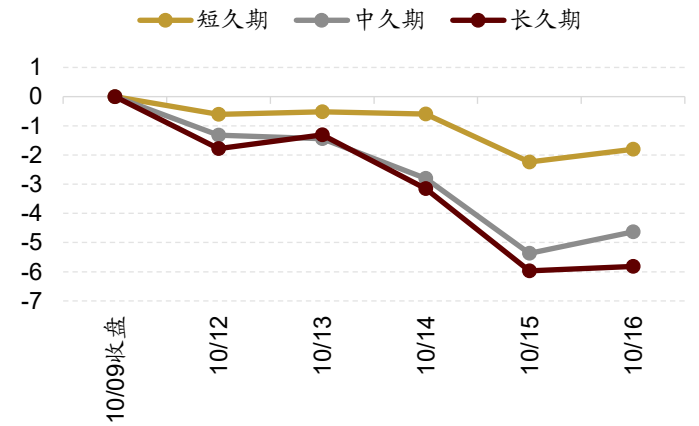
从逐日表现看，组间分化在最近一周内持续累积。10 月 12 日长久期组下跌 1.8%，短久期组下跌 0.6%；10 月 15 日市场普跌时，长久期组跌幅达 2.8%，短久期组为 1.6%；10 月 16 日市场反弹时，长久期组仅上涨 0.2%，修复力度弱于短、中久期组。至周末，短久期组累计下跌 1.8%，长久期组累计下跌 5.8%。

图 9：三组周涨跌幅：平均值与中位数



资料来源：iFinD，招商证券；注：组内行业等权

图 10：三组累计涨跌幅路径



资料来源：iFinD，招商证券；注：组内行业等权

图 11：久期分组周涨跌幅统计

分组	行业数	平均涨跌幅	中位数	组内表现最好	组内表现最差	PE 中位数	股息率中位数
短久期	11	−1.80%	−1.42%	食品饮料（+1.89%）	房地产（−6.05%）	18.1 倍	3.16%
中久期	11	−4.63%	−4.71%	钢铁（−1.94%）	基础化工（−6.98%）	36.3 倍	1.65%
长久期	9	−5.82%	−6.93%	传媒（−1.38%）	通信（−10.87%）	46.1 倍	1.49%

资料来源：iFinD，招商证券

个别行业受自身因素影响偏离所在组，但对整体影响有限。短久期组中，房地产、商贸零售跌幅较大，主要受行业政策预期等自身因素影响；长久期组中，国防军工、传媒受题材催化相对抗跌。与此同时，同组内也有走势强于整体的行业，如银行、食品饮料明显强于短久期组均值，通信明显弱于长久期组均值。整体来看，久期决定了行业表现的方向，产业事件则放大或缓冲了涨跌的幅度。

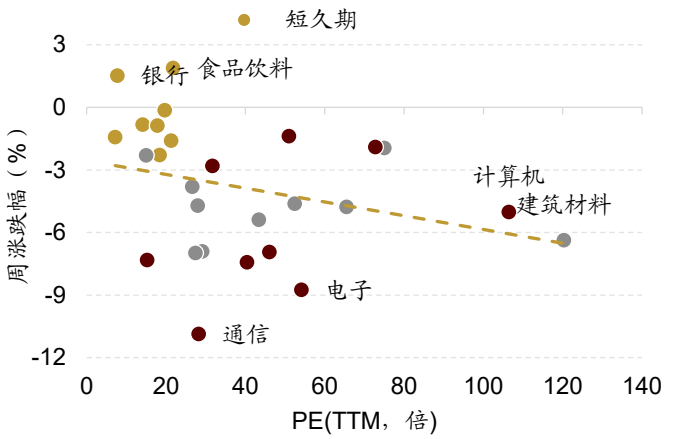
4、交叉验证：估值与宽基指数表现方向一致

以估值水平作为参照，仍能得到类似结论。估值越高，价格中隐含的远期增长越多。27 个盈利为正的行业中，PE(TTM)与周涨跌幅整体呈负相关，但相关性弱于分组口径。原因在于 PE 并不能完全反映久期：建筑材料 120 倍的估值源于周期底部盈利收缩，并非市场对远期增长的定价；通信 PE 仅 28 倍却领跌，说明市场折价的是远期兑现的不确定性，而非静态估值水平。

宽基指数层面，仍有明显分化。10 月 12 日—16 日，创业板指下跌 8.90%，沪深 300 下跌 3.40%，上证指数下跌 2.56%，创业板指较沪深 300 多跌约 5.5 个百分点；拉长至 10 月 20 日，两者差距扩大至约 6.2 个百分点。整体 ERP 上行幅度温和，但权益内部风格分化较为明显，表明资金在权益内部向短久期资产集中，而非整体撤离。

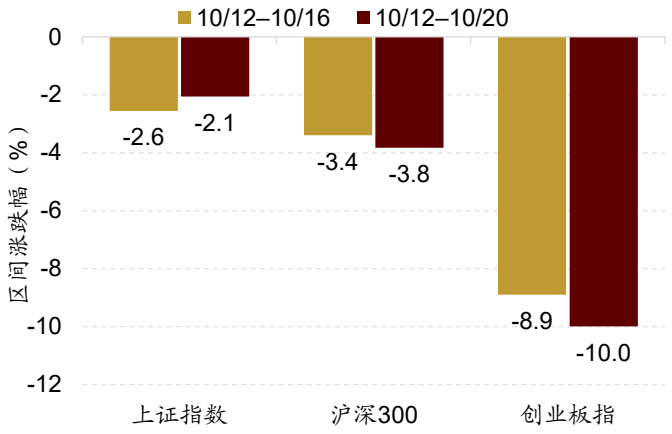
下载日志已记录，仅供内部参考

图 12：PE（TTM）与周涨跌幅



资料来源：iFinD，招商证券；注：PE 为 2026 年 10 月 20 日值

图 13：主要指数区间涨跌幅



资料来源：iFinD，招商证券；注：均以 10 月 9 日收盘为起点

三、配置建议：短期以短久期资产为盾，长久期资产等待改善信号

1、短期：现金流可见的短久期资产具备相对收益优势

在 ERP 仍处上行通道、尚未出现明确拐点之前，久期定价的逻辑预计仍将延续。现金流当期可见、盈利与分红确定性较高的资产，在本轮风险溢价上行中已体现出相对收益：近期食品饮料、银行为涨幅领先行业，家用电器、煤炭、石油石化、非银金融、公用事业跌幅均在 2%以内。从股息率看，短久期组股息率中位数为 3.16%，较 10 年期国债收益率 1.64%高出约 1.5 个百分点，利差保护较为充足。我们按现金流来源将短久期行业梳理如下：

图 14：短久期方向梳理

方向	代表行业	本周涨跌幅	PE(TTM)	股息率	配置逻辑	跟踪指标
高股息金融	银行	+1.52%	7.7 倍	3.80%	估值低、股息率高，与无风险利率的利差保护充足	息差、资产质量、分红比例
消费龙头	食品饮料、家用电器	+1.89%/-0.88%	21.8 倍/17.8 倍	4.03%/4.06%	盈利稳定性强，分红比例持续提升	白酒批价与动销、家电内外销
公用与交运	公用事业、交通运输	−1.59%/-2.28%	21.3 倍/18.4 倍	2.46%/2.93%	现金流稳定，资本开支进入下行期	电价与来水、高速车流量、港口吞吐
商品价格支撑	煤炭、石油石化	−0.14%/-0.82%	19.7 倍/14.1 倍	3.16%/3.48%	商品价格托底现金流，分红比例较高	动力煤价格、布伦特油价

资料来源：iFinD，招商证券；注：PE、股息率为 2026 年 10 月 20 日值

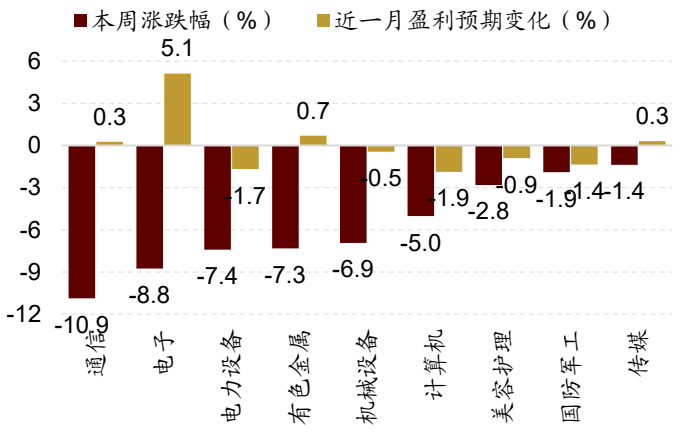
2、中长期：长久期科技调整源于估值端，产业趋势未被破坏

本轮长久期资产的调整主要由折现率上行驱动，而非盈利预期下修。截至 10 月 20 日的近一个月，长久期组一致预期 2026 年归母净利润（FY1）合计上调 1.27%，而短、中久期组分别下调 0.33%和 1.78%。分行业看，电子（+5.1%）、有色金属（+0.7%）、传媒（+0.3%）、通信（+0.3%）的盈利预期上调；计算机（−1.9%）、电力设备（−1.7%）、国防军工（−1.4%）、美容护理（−0.9%）、机械设备（−0.4%）小幅下调，但幅度均在 2%以内，远小于本周最高 11%的股价跌幅。从组别看，长久期组合计盈利上调 1.27%，主要由盈利体量较大的电子拉动；剔除电子后合计变化约为-0.3%，与短久期组（-0.3%）基本持平，优于中久期组（-1.8%）。以通信为例，本周下跌 10.9%，同期盈利预期反而上调 0.3%，下跌几乎全部来自估值收缩。

人在草木间

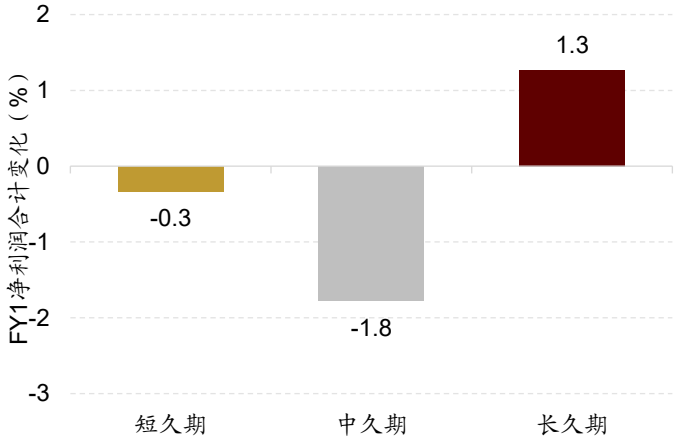
下载日志已记录，仅供内部参考

图 15：长久期行业：本周涨跌幅与近一月盈利预期变化



资料来源：iFinD，招商证券；注：盈利预期为一致预期 FY1 归母净利润，比较 9 月 20 日与 10 月 20 日

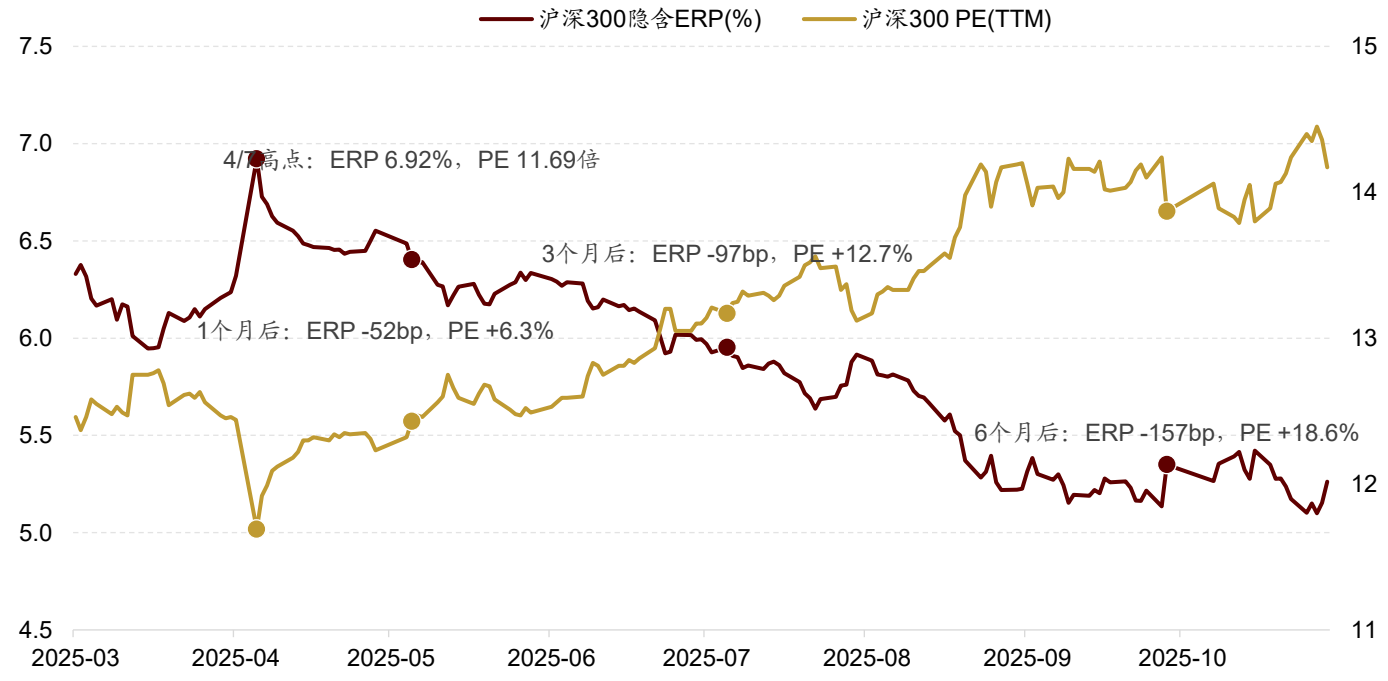
图 16：三组近一月一致预期 FY1 净利润变化



资料来源：iFinD，招商证券；注：组内行业净利润加总，剔除盈利预期为负的行业；电子 FY1 净利润约占长久期组的 30%，剔除电子后长久期组合计变化约为−0.3%

在盈利预期未出现系统性下修的前提下，长久期资产对折现率的高敏感度同样意味着更大的修复弹性。ERP 一旦回落，其估值修复幅度将高于短久期资产。历史上 ERP 阶段高点往往对应权益估值的修复起点：2025 年 4 月关税冲击后，沪深 300 口径 ERP 于 4 月 7 日升至 6.92%的阶段高点，此后 1 个月、3 个月、6 个月，ERP 分别回落 52bp、97bp、157bp，沪深 300PE(TTM)分别回升 6.3%、12.7%、18.6%。当前 ERP 为 6.05%，距离该高点仍有约 87bp，尚不能确认见顶，但已处于 2025 年以来的偏高区间。

图 17：2025 年 4 月 ERP 阶段高点后 ERP 回落与沪深 300PE(TTM)修复路径



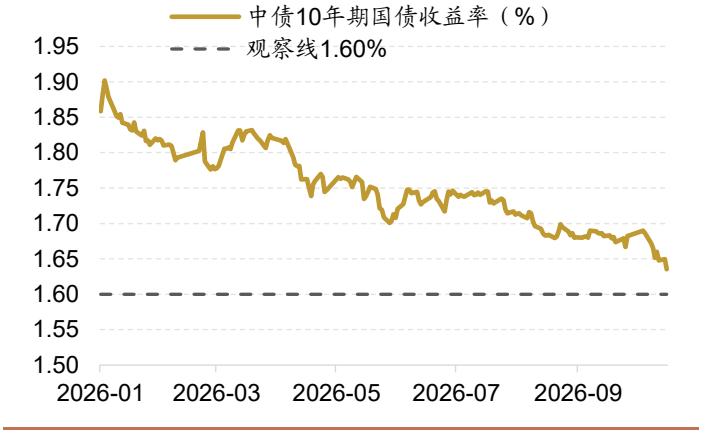
资料来源：iFinD，招商证券

3、关注长端利率企稳与 ERP 见顶回落

长久期资产的定价锚在折现率，增配时点取决于折现率何时见顶。后续建议跟踪两项核心信号：1）长端利率止跌企稳。10 年期国债收益率 10 月 20 日为 1.64%，为 2026 年以来最低水平。若收益率在 1.6%附近企稳，将缓解长久期资产在折现端的压力。2）**ERP 停止上行并自高位回落。**沪深 300 口径 ERP10 月 20 日为 6.05%，为 2026 年以来最高水平。若在 6%附近走平并回落，意味着风险偏好的系统性收缩接近尾声。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 18：2026 年以来 10 年期国债收益率



资料来源：同花顺 iFinD，招商证券

图 19：2026 年以来沪深 300 隐含 ERP



资料来源：同花顺 iFinD，招商证券

总结来看，短期 ERP 上行阶段，银行、食品饮料、家电、公用事业、交运及煤炭石化等现金流可见的短久期资产具备相对收益；**中期**长久期科技的盈利预期并未出现系统性下修，产业趋势并未破坏，本轮调整的驱动是折现率而非盈利；**节奏上**等待长端利率企稳与 ERP 见顶回落两项信号共振后，再逐步将配置重心由短久期资产转向长久期资产。

下载日志已记录，仅供内部参考

附录：申万一级行业久期分组依据与数据说明

图 20：申万一级行业久期分组、周涨跌幅、估值与股息率

行业	久期分组	周涨跌幅	PE(TTM)	股息率	分组依据
食品饮料	短久期	+1.89%	21.8 倍	4.03%	品牌消费龙头盈利稳定，预收款与渠道库存可跟踪，分红比例持续提升
银行	短久期	+1.52%	7.7 倍	3.80%	净息差与拨备当期核算，分红比例高，估值锚为当期利润与股息
煤炭	短久期	-0.14%	19.7 倍	3.16%	长协价格与当期产量决定现金流，分红比例高
石油石化	短久期	-0.82%	14.1 倍	3.48%	油价与炼化价差当期定价，上游资源现金流当期可见
家用电器	短久期	-0.88%	17.8 倍	4.06%	内外销订单当期结转，现金流充沛、分红稳定
非银金融	短久期	-1.42%	7.2 倍	3.34%	佣金与保费为当期流量，估值锚为当期利润与净资产
公用事业	短久期	-1.59%	21.3 倍	2.46%	水电、火电、燃气运营现金流稳定，资本开支进入下行期
交通运输	短久期	-2.28%	18.4 倍	2.93%	高速、铁路、港口等存量资产运营，现金流随当期流量结转
商贸零售	短久期	-4.32%	亏损	1.51%	当前亏损；以存量门店与渠道经营为主，估值锚为当期客流与资产价值
综合	短久期	-5.77%	亏损	0.33%	当前亏损；多元控股类，估值锚为存量资产价值，无明确远期产业属性
房地产	短久期	-6.05%	亏损	0.71%	当前亏损；估值锚定存量项目与持有物业价值，取决于当期销售与政策，缺乏远期产业逻辑
钢铁	中久期	-1.94%	75.0 倍	2.48%	盈利随地产基建与价格周期波动，高 PE 源于周期底部盈利收缩
建筑装饰	中久期	-2.30%	15.0 倍	2.71%	订单—施工—结算周期约 1—2 年，盈利随基建投资中期兑现
农林牧渔	中久期	-3.13%	亏损	1.33%	当前亏损；猪周期等产量与价格周期定价，盈利中期可见
纺织服饰	中久期	-3.80%	26.6 倍	3.54%	分红较高，但盈利随订单、库存与消费周期波动
社会服务	中久期	-4.61%	52.4 倍	1.37%	估值主要反映线下消费的盈利修复预期，兑现周期在 1—3 年
汽车	中久期	-4.71%	28.0 倍	1.55%	车型周期与销量定价，盈利在 1—2 年维度兑现
轻工制造	中久期	-4.77%	65.5 倍	2.23%	地产后周期与出口订单驱动，盈利中期可见
医药生物	中久期	-5.39%	43.4 倍	1.45%	集采后院内放量以年度计，创新药兑现以中期为主
建筑材料	中久期	-6.37%	120.3 倍	1.50%	盈利随地产基建周期波动，高 PE 源于周期底部盈利收缩
环保	中久期	-6.90%	29.1 倍	1.89%	运营类资产现金流较稳，工程类业务依赖项目周期，整体盈利中期可见
基础化工	中久期	-6.98%	27.4 倍	1.65%	景气与价差周期定价，盈利在 1—2 年内随周期修复
传媒	长久期	-1.38%	51.0 倍	1.73%	内容与 AI 应用的远期变现
国防军工	长久期	-1.90%	72.8 倍	0.50%	装备列装与订单释放周期长，估值依赖远期订单
美容护理	长久期	-2.80%	31.7 倍	1.91%	功效护肤与医美渗透率提升的远期空间
计算机	长久期	-5.02%	106.4 倍	0.91%	软件、信创与 AI 应用的远期渗透率定价
机械设备	长久期	-6.93%	46.1 倍	1.13%	自动化设备、机器人等远期空间定价
有色金属	长久期	-7.32%	15.2 倍	1.76%	新能源金属与铜的长期供需缺口，金属远期价格定价
电力设备	长久期	-7.42%	40.4 倍	1.49%	新能源装机、储能与技术路线的远期空间定价
电子	长久期	-8.75%	54.1 倍	0.41%	半导体国产替代与 AI 硬件创新周期，远期兑现
通信	长久期	-10.87%	28.2 倍	2.21%	AI 算力投资与光模块订单外推，估值依赖未来数年需求

资料来源：同花顺 iFinD，招商证券；注：周涨跌幅区间为 2026/10/12—10/16，PE 与股息率为 2026 年 10 月 20 日值

数据说明：（1）行业涨跌幅为申万一级行业指数（2021 版）日涨跌幅，周涨跌幅区间为 2026 年 10 月 12 日至 16 日；（2）PE(TTM)为整体法、不剔除负值，股息率为近 12 个月口径，均取 10 月 20 日值；（3）ERP=1/沪深 300PE(TTM)-中债国债到期收益率（10 年），日度数据，区间为 2025 年 1 月 2 日至 2026 年 10 月 20 日；（4）一致预期为申万一级行业 FY1（2026 年）归母净利润，比较 9 月 20 日与 10 月 20 日；（5）指数区间涨跌幅以 10 月 9 日收盘为起点。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。