



研究院

研究员

汪雅航

✉ wangyahang@htfc.com

从业资格号: F03099648

投资咨询号: Z0019185

蔡劭立

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3056198

投资咨询号: Z0015616

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

摘要

当前市场历经一年多的流动性驱动行情，部分中小盘估值已达历史峰值，或转向业绩驱动。需紧盯中小盘定价资金（两融、私募）动向及估值业绩匹配度，其变化逻辑类似 2021 年北向、公募撤离白马股路径，是判断中小盘行情持续性的关键。

核心观点

■ 市场分析

当下中小盘市场热度较高，两融资金与私募基金为核心推动力量。近期两融余额维持高位震荡，私募基金规模及股票持仓规模同步上升，为市场提供增量资金支持，整体仍展现出一定韧性。

回顾 2021 年白马股下跌行情可发现，定价资金的边际变化往往是行情转变的重要信号。当年外资率先撤离白马股，引发首轮下跌；随后公募基金作为另一重要定价力量，因 2019-2020 年机构抱团集中度高，一旦抛售便形成了“多杀多”效应，进一步推动下跌趋势；最终在流动性驱动行情长期运行下，估值被无限推高至高位后，市场逻辑转向业绩驱动，而白马股实际业绩无法匹配极端高估值，最终导致崩盘。

当前市场已经历逾一年的流动性驱动行情，部分中小盘个股及指数估值已达历史峰值，或面临向业绩驱动逻辑切换的转折点，需重点关注定价资金的边际变化、估值与业绩的匹配度。具体而言，中小盘行情火热的当下，首先需密切观察两融资金与私募基金的动向，其变化逻辑可类比 2021 年北向资金与公募基金从白马股撤离的路径，对判断行情持续性具有关键参考价值。

■ 风险

若国内政策落地不及预期、海外冲击超预期，各类资金可能快速流出

目录

摘要	1
核心观点	1
中小盘资金重点	4
概况	4
两融资金	4
私募资金	7
2021 年白马股行情借鉴	9
概况	9
第一阶段：外资撤离	9
第二阶段：内资机构抛售	12
第三阶段：业绩证伪带来崩盘	15

图表

图 1: 四大指数市盈率 单位: 倍	4
图 2: 四大指数估值分位数 (近五年) 单位: %	4
图 3: 两融资金 单位: 亿元, %	5
图 4: A 股融资和融券余额构成 单位: 亿元	5
图 5: 融资资金 单位: 亿元	6
图 6: 四大指数的融资余额 单位: 亿元, %	6
图 7: 中小盘指数走势和融资余额 单位: 点, 亿元	6
图 8: 今年以来融资资金的行业流向 单位: 亿元	6
图 9: 行业融资余额 单位: 亿元	7
图 10: 行业融资余额占比和对应行业个股平均市值 单位: %, 亿元	7
图 11: 私募基金证券规模 单位: 亿元	8
图 12: 私募股票型基金发行规模 单位: 亿元	8
图 13: 2025 年三季度私募基金新增个股规模构成 单位: %	8
图 14: 私募基金的股票仓位和中证 1000 指数走势 单位: %, 点	8
图 15: 白马股指数价格走势 单位: 点	9
图 16: 美国十年国债利率 单位: %	10
图 17: 2019-2020 年北向资金净买入的前十个股 单位: 亿元	10
图 18: 北向资金 单位: 亿元	11
图 19: 2021Q1 北向资金减持重点白马股规模 单位: 亿元	11
图 20: 贵州茅台的陆股通资金动向 单位: 亿元	11
图 21: 格力电器的陆股通资金动向 单位: 亿元	11
图 22: 贵州茅台的股价和陆股通资金动向 单位: 元, 亿元	11
图 23: 格力电器股价和陆股通资金动向 单位: 元, 亿元	11

图 24:	银行间利率 单位: %	13
图 25:	社融增速 单位: %	13
图 26:	白酒行业白马股估值 单位: 倍	13
图 27:	医药行业白马股估值 单位: 倍	13
图 28:	贵州茅台 RSI 单位: 无	14
图 29:	格力电器 RSI 单位: 无	14
图 30:	机构重仓股走势 单位: 点	14
图 31:	开放式基金股票仓位 单位: %	14
图 32:	005827 基金份额 单位: 份	14
图 33:	005827 基金规模 单位: 亿元	14
图 34:	顺丰控股单季度归母净利润 单位: 亿元, %	15
图 35:	中国中免单季度归母净利润 单位: 亿元	15

中小盘资金重点

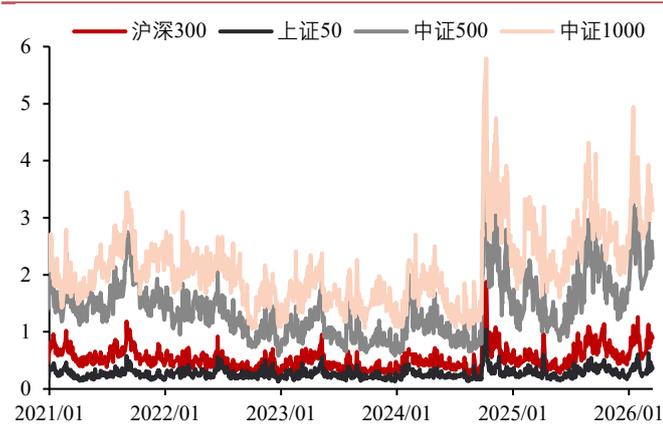
概况

中小盘指数和个股对高灵活性资金更为敏感，当前两融资金与私募基金作为关键流动性因素，其动向直接影响中小盘行情。

目前中小盘指数及部分个股估值已处于极高水平，关注行情持续性尤为重要。截至2026年3月16日，四大指数的市盈率分位数分别为近5年的77%、87%、97%、97%，估值处在较高水平，尤其是中小盘的估值基本处在最高位。若拉长时间维度，从2015年以来的估值水平观察，四大指数市盈率分位数分别为79%、85%、79%、70%，相对还有一定空间。

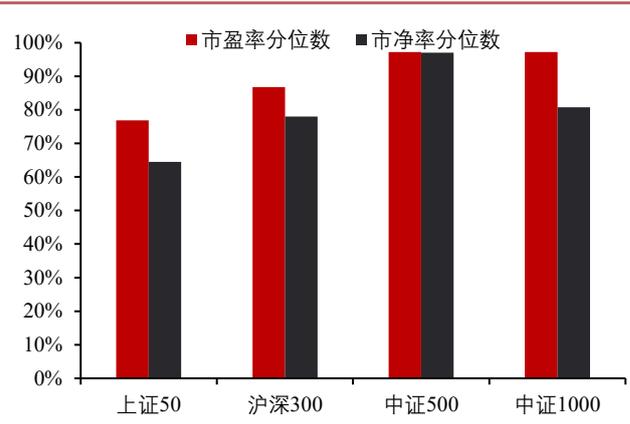
作为中小盘的边际定价者，需紧密关注两融与私募资金动向变化，以把握行情持续性与潜在转折信号。

图1：四大指数市盈率 | 单位：倍



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图2：四大指数估值分位数（近五年） | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

两融资金

融资资金规模从2024年“924”附近约1.36万亿元的低位，至2026年1月末已升至2.67万亿元附近，实现近翻倍的增长。截至2026年3月16日，A股市场两融余额达2.66万亿元，今年以来增加约1200亿元，占流动市值比重为2.58%，其中2025年年中市场融资资金占比出现显著跃升，强化了两融资金在市場中的重要性。从两融结构看，当前融资余额占主导地位，规模约2.64万亿元，而融券余额仅余184亿元。

宽基指数方面，上证50、沪深300、中证500、中证1000的融资余额分别为2886亿元、9413亿元、5032亿元、5463亿元，对应占流动市值比重为1.21%、1.72%、2.8%、

3.52%，显示融资资金在中小盘指数中的占比相对更高。边际变化上，增量融资资金在日常交易中的占比更高，其变动与当日交易量占比在中证 500、中证 1000 中更突出，这使得融资余额对中小盘指数的影响更直接，两者在趋势性上涨和下跌中呈现同步特征。

行业方面，电子行业的融资余额约为 4000 亿元，远超其他行业；电力设备行业以超过 2000 亿元的规模位居第二。从融资余额占总市值的比重看，计算机、传媒、房地产、国防军工、电子行业位列前五，这些行业的个股平均市值多集中在 100 至 300 亿元区间，中小市值特征明显，融资资金的杠杆效应在此类标的上更容易被放大，两融资金在这些行业的投资准确率往往也更高。今年以来，两融资金积极流入电子、电力设备、计算机等中小盘占比较高的行业，推动了相关行业的行情。

个股方面，福建水泥、天马科技、美硕科技、英唐智控、信凯科技的融资余额占流通市值比重超过 13%，均为中小盘个股。

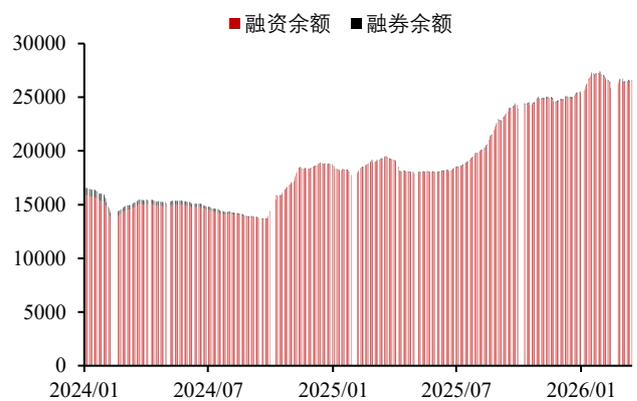
尽管两融资金在全市场中的占比相对较小，但他的灵活性带来的边际变化重要性不容忽视。这种特性使两融资金在市场波动中能快速反映投资者预期变化，成为观察市场情绪与资金动向的重要途径。

图3： 两融资金 | 单位：亿元， %



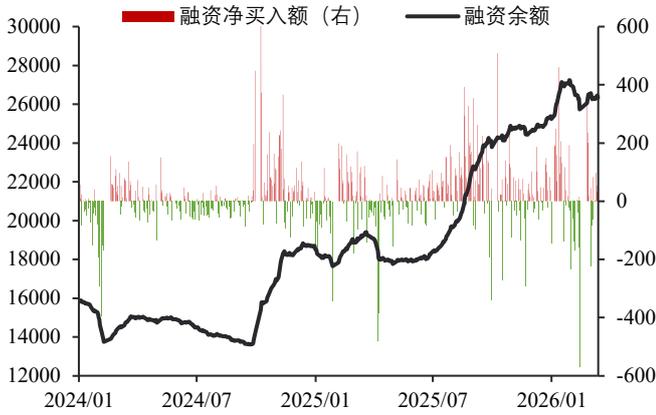
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图4： A 股融资和融券余额构成 | 单位：亿元



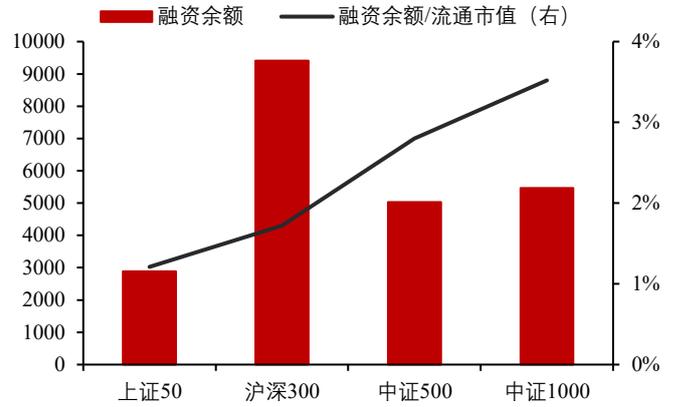
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图5： 融资资金 | 单位：亿元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图6： 四大指数的融资余额 | 单位：亿元，%



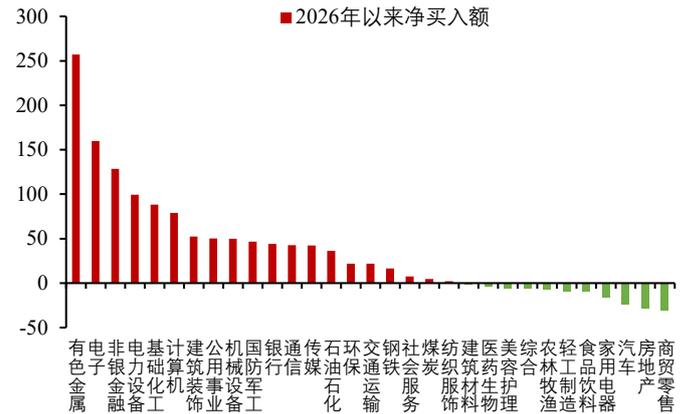
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图7： 中小盘指数走势和融资余额 | 单位：点，亿元



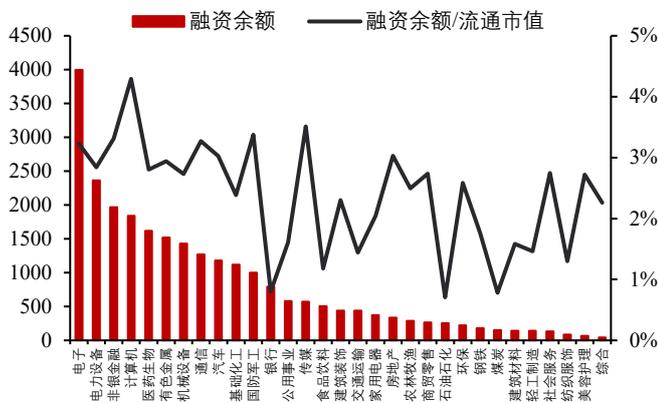
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图8： 今年以来融资资金的行业流向 | 单位：亿元



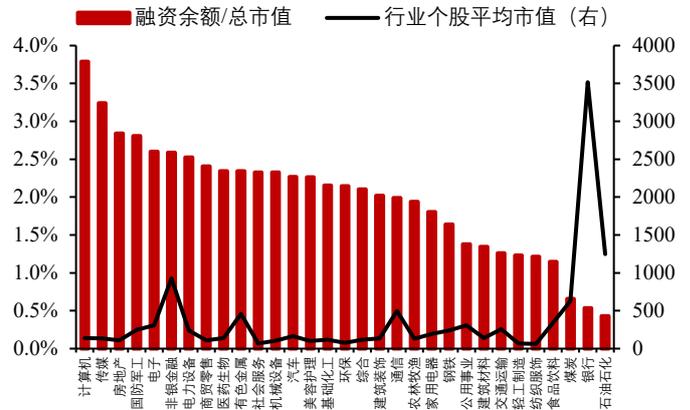
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图9： 行业融资余额 | 单位：亿元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图10： 行业融资余额占比和对应行业个股平均市值 | 单位：%，亿元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

私募资金

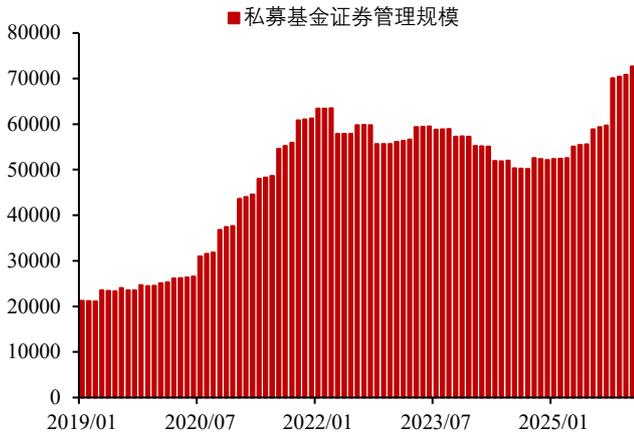
最新的私募基金季报显示，2025 年三季度新增持仓个股数量超过 500 只，其中市值规模在 300 亿元以下的个股占比达 95%，其中市值低于 100 亿元的个股占比更是高达 80%。表明私募基金持续偏好中小市值股票的投资策略，也体现出私募基金对中小盘的重要性。

规模增长方面，2025 年 10 月私募证券投资基金管理规模单月大幅增加 1 万亿元，总规模跃升至 7 万亿元；截至 2026 年 1 月末，该规模已突破 7.2 万亿元，创历史新高。其中新发行私募产品的增量规模相对有限，2026 年前两个月累计仅新增 35 亿元，反映出高净值投资者更倾向于加大存量私募产品的投资力度，而非大规模申购新发产品。

当前私募基金的股票投资仓位呈现震荡上行态势，这一趋势与中小盘代表性指数中证 1000 指数的走势存在显著关联，印证了私募基金对中小盘的重要性。

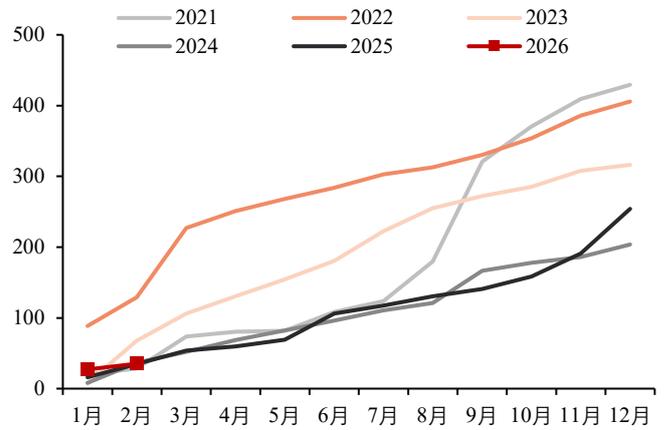
总的来看，私募基金管理规模的扩张与股票仓位的同步提升，反映出私募给市场带来的增量资金仍在增加。中小盘的后续表现需密切关注私募基金的变化，因其资金流向与仓位调整可能对中小盘走势产生直接影响。

图11： 私募基金证券规模 | 单位：亿元



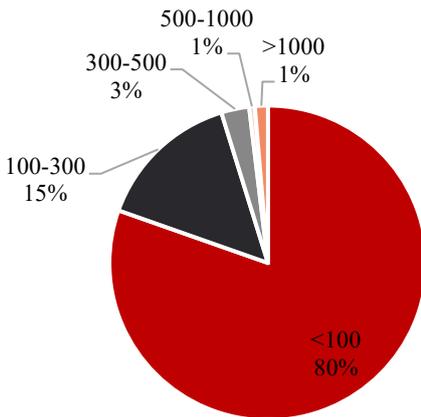
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图12： 私募股票型基金发行规模 | 单位：亿元



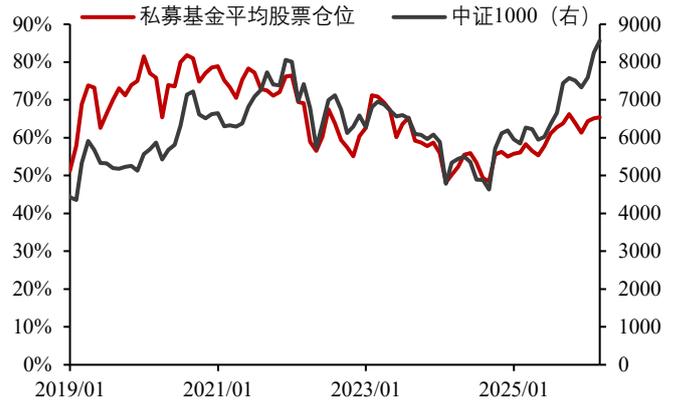
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图13： 2025年三季度私募基金新增个股规模构成 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图14： 私募基金的股票仓位和中证1000指数走势 | 单位：%，点



数据来源：Wind 华泰期货研究院

2021 年白马股行情借鉴

概况

近期中小盘的火爆程度堪比 2019-2020 年的传统白马股行情，梳理 2021 年白马股泡沫破裂行情，旨在从历史经验中提炼市场周期规律，识别泡沫形成与破裂的关键驱动因素，进而为当前中小盘行情的可持续性提供风险预警与策略参考。

通过复盘白马股行情退潮过程可见，估值高企、各类资金边际变动、业绩不及预期等因素与当前中小盘股存在相似性，虽不可机械类比历史而忽视当下市场独特性，但这一回顾不仅能帮助投资者理性看待市场热度，更能为资产配置提供基于历史经验的决策依据，实现从“历史”到“未来”的延伸。

图15： 白马股指数价格走势 | 单位：点



数据来源：Wind 华泰期货研究院

第一阶段：外资撤离

2021 年初市场剧烈调整的序幕，由无风险收益率的上行、流动性边际收紧拉开。春节假期期间，10 年期美债收益率从 1.1% 急速攀升，迅速突破 1.3%，并在 2 月 25 日进一步冲破 1.5% 的关键关口，创下疫情以来新高，其上行速度与幅度远超市场预期。

外资作为白马股的边际定价者，2019 至 2020 年间北向资金净流入规模可观，两年累计增加 5578 亿元。资金主要密集布局消费、医药等多个领域的白马龙头，贵州茅台、五

粮液、爱尔眼科、海天味业、中国中免等标的在此期间获得显著增持。同期陆股通资金重点流入的格力电器、平安银行、宁德时代、迈瑞医疗等个股亦均为白马股，前十位个股累计净流入达 1500 亿元，其中格力电器以约 350 亿元的净买入额居首。截至 2020 年底，这些个股总市值均超千亿且均为大盘蓝筹股。

当时的资本市场中，针对白马股的定价普遍运用了 DCF 现金流折现模型，该模型的核心变量为无风险收益率，这一变量通常以美国国债收益率作为锚定基准。正因如此，美债收益率的快速攀升会直接引发折现率的大幅上升，进而导致企业未来现金流的现值出现明显缩水。这种变化对久期较长、估值偏高的白马股形成了冲击。

外资在 2021 年初的抛售也是从这些重仓白马股开始，2 月 21 日后连续大额净流出，2 月 21 日至 3 月 8 日北向资金累计净流出约 170 亿元，抛售集中体现在贵州茅台、中国中免、五粮液等核心标的，成为下跌的第一推动力，造成了对应个股的大幅下跌。2021 年前三个月，北向资金大幅从贵州茅台、海康威视、五粮液、格力电器、上海机场、中国中免、比亚迪、伊利股份等个股流出，以 2021 年 3 月末收盘价计算，前十位流出个股均为白马股且多为传统行业白马股。

具体看到抛售节奏，北向资金集中抛售白马股的时间节点多集中在 2021 年春节前（2 月 10 日左右），不过具体抛售节奏因个股而异。以贵州茅台为例，首轮快速大幅抛售从春节前的 2 月 10 日延续至 3 月 9 日，历时十五个交易日中仅一日未出现减持动作，累计净卖出金额达 741 亿元，同期北向资金在贵州茅台的持仓规模缩减 28%。北向资金对格力电器的抛售自 2020 年 12 月 3 日起启动，直至 2021 年 3 月 15 日完成第一轮减持，期间累计净流出 287 亿元，对应降幅达 34%。

图16： 美国十年国债利率 | 单位：%



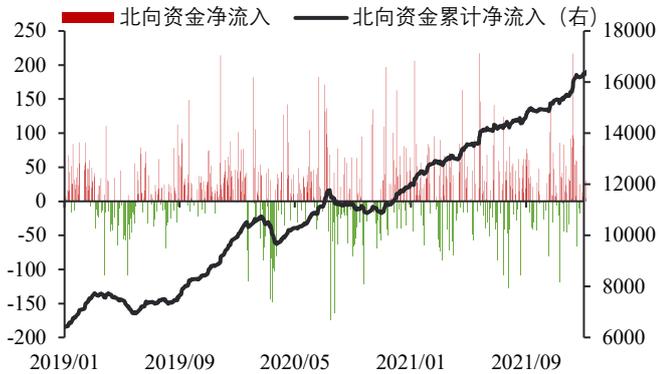
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图17： 2019-2020 年北向资金净买入的前十个股 | 单位：亿元



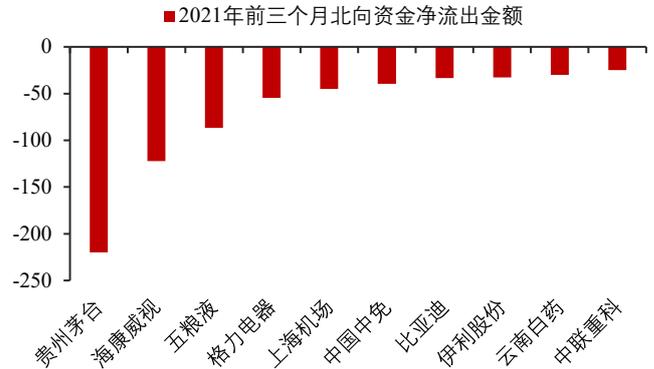
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图18: 北向资金 | 单位: 亿元



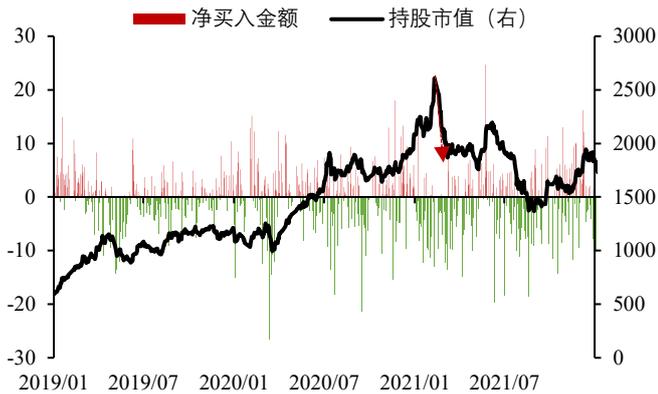
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图19: 2021Q1 北向资金减持重点白马股规模 | 单位: 亿元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图20: 贵州茅台的陆股通资金动向 | 单位: 亿元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图21: 格力电器的陆股通资金动向 | 单位: 亿元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图22: 贵州茅台的股价和陆股通资金动向 | 单位: 元, 亿元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图23: 格力电器股价和陆股通资金动向 | 单位: 元, 亿元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

第二阶段：内资机构抛售

第二阶段由内资机构资金的转向所驱动。2020 年疫情后实施的超宽松政策逐步退出，2021 年初央行持续缩量开展逆回购操作，春节前夕银行间市场利率显著上行，标志着政策边际收紧的信号明确释放。市场对全年稳货币与紧信用组合的预期迅速强化，社会融资规模增速触顶回落，推动市场逻辑从流动性驱动的“水牛”行情转向盈利增长驱动。

估值层面，2021 年初市场呈现极端高估特征。以“茅指数”为代表的核心资产平均市盈率处于历史 99%分位，其中白酒行业两大龙头贵州茅台与五粮液在春节前后估值触及历史峰值，市盈率双双攀升至 70 倍附近，远超过去十年 20-40 倍的中枢水平。同期消费板块整体市盈率约 33 倍，显示这两家企业的估值溢价已显著脱离行业均值。医药龙头爱尔眼科的估值同样高企，其市盈率在春节前创下 222 倍的历史新高，不仅大幅高于自身不足百倍的历史中枢，也远超当时医药行业 128 倍的平均水平。这一估值不仅刷新了公司上市以来的纪录，更成为当时 A 股市场估值最高的个股之一。如此极致的估值基本依赖宽松流动性环境支撑，一旦流动性预期转向，高估值便失去了根基。

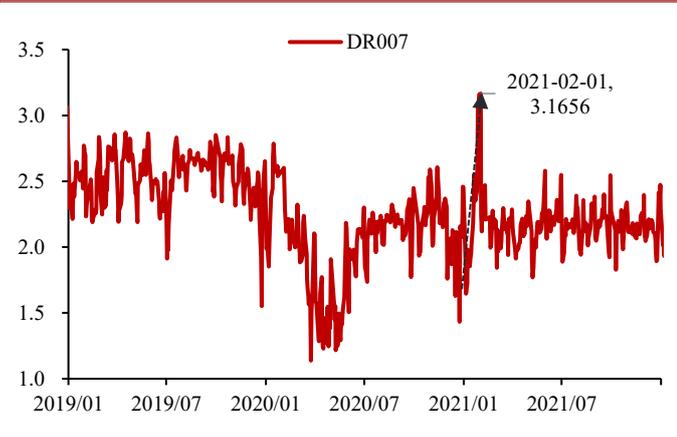
机构行为层面，2019-2020 年市场形成了严重的抱团现象。如汇添富消费行业（000083），作为消费领域的核心基金，其重点配置白酒（泸州老窖、山西汾酒）和食品饮料（伊利股份、海天味业）等大盘蓝筹；中欧医疗健康（003095）作为规模最大的医药类白马基金之一，同期重仓药明康德、迈瑞医疗、爱尔眼科、恒瑞医药等医药白马股；易方达蓝筹精选（005827）是综合类白马基金的典型代表，同时重仓消费（贵州茅台、五粮液、泸州老窖）与医药（爱尔眼科、药明康德）板块。仅这三只明星基金就显示出明显的趋同性，对医药板块集中配置药明康德、爱尔眼科，对消费板块共同持有贵州茅台、泸州老窖，反映出机构对特定资产的集体偏好。

2020 年末至 2021 年初，居民储蓄大规模涌入公募基金，催生出明星基金的推崇。新发基金为应对资金快速流入压力，不得不持续加仓当时已处于高位的抱团股，由此形成了一种更加“坚固”的循环——基金发行规模扩大推动加仓行为，加仓进一步推高抱团股股价，股价上涨带动基金净值攀升，净值走高又刺激基民疯狂申购，这一时期机构持仓呈现高度同质化特征，抱团股的交易拥挤度达到历史顶峰。由于春节后市场风向突变，抱团股股价快速下跌，明星基金净值随之大幅回撤。节前高位入场的基民开始面临亏损，集中赎回行为随之出现。基金为应对赎回压力被迫被动减仓其重仓的白马股，这一行为加剧了股价下跌趋势——股价下跌导致净值回撤，净值回撤引发基民赎回，赎回压力迫使基金被动抛售股票，抛售行为又导致股价进一步暴跌，资金行为因

此出现踩踏式下跌。3月至4月，公募基金的股票仓位下降幅度明显超出季节性规律，出现规模与仓位同步下降的被动与主动双重调整。这种多杀多的局面迅速形成，最终导致抱团股的彻底瓦解。

图24： 银行间利率 | 单位：%

图25： 社融增速 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

数据来源：Wind 华泰期货研究院

图26： 白酒行业白马股估值 | 单位：倍

图27： 医药行业白马股估值 | 单位：倍



数据来源：Wind 华泰期货研究院

数据来源：Wind 华泰期货研究院

图28： 贵州茅台 RSI | 单位：无



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图29： 格力电器 RSI | 单位：无



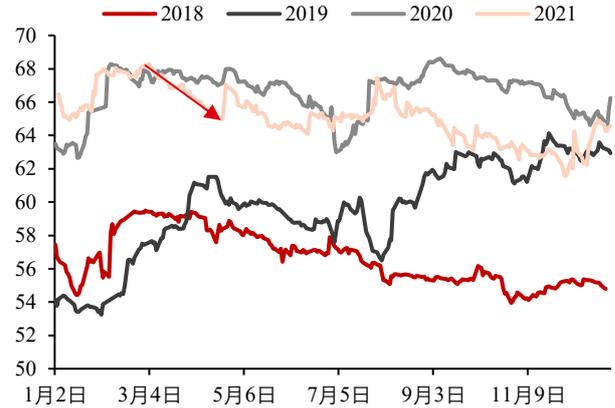
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图30： 机构重仓股走势 | 单位：点



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图31： 开放式基金股票仓位 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图32： 005827 基金份额 | 单位：份



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图33： 005827 基金规模 | 单位：亿元



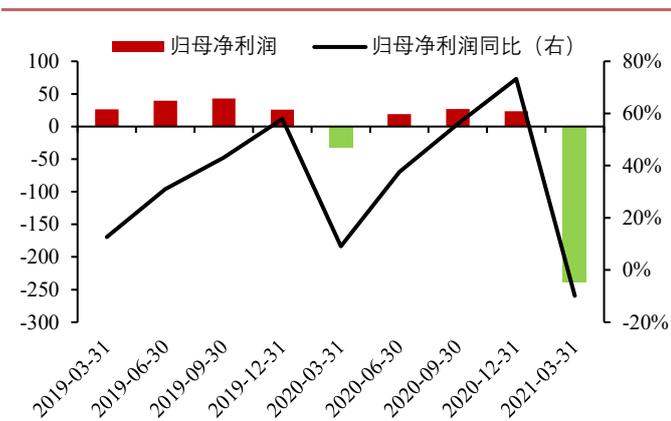
数据来源：Wind 华泰期货研究院

第三阶段：业绩证伪带来崩盘

第三阶段高估值与业绩失衡引发的最终崩盘。此前市场对白马股赋予极端溢价，底层逻辑建立在核心资产具备永续增长动能，高估值终将被长期业绩增长熨平的集体认知上。但一季报的公布带来了现实考验，大量白马龙头业绩集体“炸雷”或大幅偏离预期，打破了这一市场信仰。如顺丰控股发布的一季度业绩预警，预计亏损 9-11 亿元（上一年同期盈利 9.07 亿元），次日股价直接封死跌停，由此开启“每日击穿一只白马股”的惨烈行情；中国中免公布一季度净利润 28.49 亿元，大幅低于市场预期的 30-35 亿元，当日同样封死跌停。

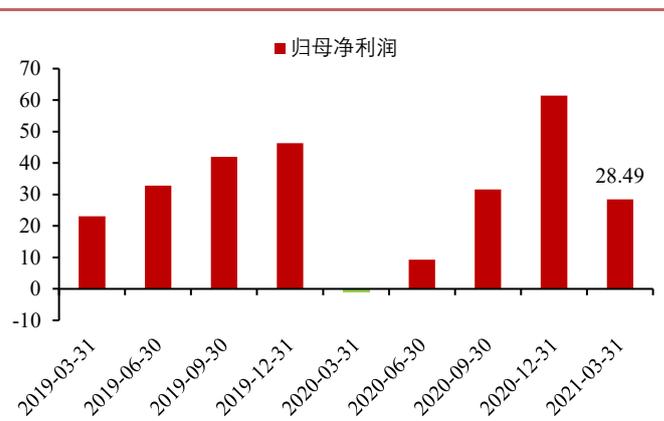
除短期业绩表现不及市场预期外，部分白马股长期增长逻辑的可持续性也受到挑战。医药行业集采政策推进导致企业利润空间承压，消费行业在疫情后复苏进程弱于预期，工程机械行业进入下行周期，上游原材料价格大幅上涨对中游制造业盈利形成显著挤压等。上述因素共同削弱了市场对其长期价值创造能力的信心，最终导致估值体系瓦解。

图34： 顺丰控股单季度归母净利润 | 单位：亿元，%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图35： 中国中免单季度归母净利润 | 单位：亿元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一 2101-2106 单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com