

● 证券研究报告 ●

大周期上行的纵深和波折

2026下半年A股投资策略

证券分析师：傅静涛 A0230516110001 程翔 A0230518080007

韦春泽 A0230524060005 王胜 A0230511060001 林丽梅 A0230513090001

郝丹阳 A0230523120002 冯彧 A0230525080001 金倩婧 A0230513070004

冯晓宇 A0230521080005 林遵东 A0230524100005 刘雅婧 A0230521080001

王雪蓉 A0230523070003 牟瑾瑾 A0230524100002 李一民 A0230515080002

董易 A0230519110003

研究支持：张知来 A0230125070002

2026.06.09



大勢如潮 百花齐放
Tide Rolls On, Opportunities Blossom

申万宏源·2026资本市场夏季策略会
Shenwan Hongyuan · 2026 Summer Capital Market Strategy Conference

主要观点

- **一、大周期上行演绎到哪个阶段了？结构性行情演绎的程度接近(但还不到)2021年的高位区域。提前思考大周期上行可能出现大级别波折的条件：1. 增量资金正循环被破坏(2015年)。2. 核心产业趋势证伪(2021年)。3. 宏观环境显著承压(2018年)。**
- 从定量指标看大周期上行演进的阶段：1. 翻倍股票数量占比超过2021年(仍明显低于2015年和2007年)，市值占比接近2021年。2. 10倍PB股票数量占比与2021年相当，而市值占比低于2021年。3. 当前A股含AI量(过去12个月定期报告中至少提及AI关键词6次的公司市值占比)已与2015年含互联网量、2021年含新能源量高点接近。
- 结构性行情演绎已接近高位区域，可以提前思考大周期上行出现大级别波折的条件：1. 增量资金正循环被破坏，典型是2015年。彼时，融资余额从加速上行到平稳上行，对市场的支撑力实际边际减弱。规范资金供需、限制股市杠杆加速了上行向下行阶段的转换。2. 核心产业趋势证伪，典型是2021年。彼时新能源产业趋势边界显现，历史级别供给释放压力明确，业绩二阶导转负形成共识。调整始于消化性价比矛盾，延伸于景气回落预期。3. 宏观环境显著承压，典型是2018年。2016-17年结构性上涨，2018年中美贸易摩擦，国内银行间流动性传导不畅，总体基本面承压。但各行业格局普遍改善 + 资产管理行业大发展的趋势未结束。2018年底，宏观问题逐一解决，2019年结构性上涨行情重启，2020-21年结构性行情上升到全面上涨级别。
- **接下来，我们就从宏观环境、AI产业趋势、增量资金流入格局三个角度讨论，当前还不具备大周期上行出现大级别波折条件。**
- **二、宏观环境不会趋势性承压：霍尔木兹海峡时开时闭才是常态。沃什的政策倾向非紧缩，美联储即便加息也只是点状加息。**
- 国内经济实际增速回落可能出现在26Q2(外需实际回落)，而A股业绩增速回落则可能发生在26Q3(成本冲击滞后影响)，但业绩增速不是趋势性回落，2027年A股业绩增速可能进一步改善。
- 如果出现宏观环境趋势性承压，风险似乎只可能来自于美伊冲突的后续影响。对此我们有两个判断：1. 霍尔木兹海峡不会永远关闭，时开时闭才是常态。伊朗博弈后续发展空间，探索中东新秩序，始终封锁霍尔木兹海峡也不利于目标达成。2. 沃什的政策倾向也非紧缩。即便要加息抗通胀，也只能是点状加息。26Q2-Q3可能是宏观扰动多发窗口(可能包括：美伊冲突反复、美联储加息预期脉冲式发酵、经济增速回落、企业盈利回落)，但宏观环境不会趋势性承压。大周期上行有中级别波折，但大周期上行可能不会因为宏观因素出现大级别波折。
- 国内经济实际增速回落可能出现在26Q2，名义增速26Q2上台阶后走平，主因海外通胀高企抑制需求，石油链原材料短缺影响生产，中国出口需求实际回落出现在26Q2，而26Q3通胀上行趋缓，经济名义增速走平。中国基于供应链安全 + 能源安全，出口全球占比应有提升，但4月仅部分验证：4月新能源、终端消费品、中游设备出口增速均边际回落，反映需求回落主导的特征。而4月出口高增的方向主要是原油和AI产业链，中国出口替代效应目前集中在石油链原材料环节。
- A股业绩增速回落可能出现在26Q3。4月工业企业营收名义增速改善，实际增速回落，同时库存实际增速回落。原材料库存先进先出法下，26Q2企业利润可能有额外截留，而26Q3成本压力可能集中显现，业绩增速显著回落。2026年业绩增速上半年可能高于下半年，但这并非业绩增速上行周期的结束，2027年业绩增速中枢仍将维持高位(供需格局改善 + 成本压力缓和 + 汇兑损失收敛)。
- **2026-27年盈利预测：我们对2026年和2027年全A两非归母净利润同比增速的预测为12.0%和12.7%，26Q2-Q4单季同比分别为16.6%，5.2%，37.0%。27Q1-Q4分别为11.4%，10.2%，10.7%，57.7%。2026年前高后低，2027年中枢维持高位，全A两非盈利能力上行周期延续。**
- **三、AI产业趋势有纵深，证伪风险可控：应用端，Anthropic应用走通商业模式，Token定价覆盖固定 + 可变成本，也开始为未来算力和训练投入截留资源。云厂商端，云业务和AI的结合正带来收入高增，经营性现金流仍能与增量资本开支基本匹配。产业链端，云厂商与产业链共同定义技术路线，供给格局有序。AI资本开支高增，算力通胀此起彼伏的格局仍在延续。**

主要观点

- **四、增量资金看点从机构增配权益，转向居民增配权益，“后进来的钱”加速流入条件已具备。规范“先进来的钱”可能带来中短期扰动，但增量资金正循环还处于不容易被破坏的阶段。**
- 本轮结构性上涨是历史上增量资金流入力度最强的结构性上涨，2013年、2016-17年更偏向于改革布局期和增量博弈酝酿期。而本轮结构性上涨行情中，25Q3的资金流入力度与2015年、2020-21年可比，主要来自于保险、固收+、ETF和私募量化，这构成了本轮上涨行情“先进来的钱”。这背后核心是，居民理财端从不含权到含权，而机构投资端从权益低仓位到高仓位。这使得本轮结构性上涨，提估值行情演绎更普遍。
- 尽管25Q3增量资金流入已与历史全面上涨行情可比，但本轮增量资金流入仍有空间。后续看点从机构增配权益，转向居民增配权益。A股自由流通市值/居民存款余额 仍处于相对低位，如果剔除股价影响，则仍处于绝对低位。A股赚钱效应累积已质变(2020-21年新发行公募产品的净值已站上1.2)，居民加速增配权益的条件已具备，“后进来的钱”可以期待。短期的阻力，可能来自于2021年的学习效应，市场敬畏高度集中的结构性上涨。市场需要一个“这一轮与2021年不同”的投资故事(可能的来源：AI产业趋势纵深高于新能源和互联网；2021年本就不是完整大周期上行，基本面周期性改善 + 国别相对力量变迁，可能驱动本轮大周期上行行情走向完整)，强化增量资金正循环。
- 若规范“先进来的钱”是否会引发大周期上行中的大级别波折？我们认为，增量资金正循环还处于不容易被破坏的阶段：1. 增量资金正循环尚不充分，“后进来的钱”还有流入空间。2. “先进来的钱”扎根于居民资产荒，现阶段主要是局部风险累积。
- 2026年4月以来，增量资金呈现出向科技赛道集中的特征，对应短期结构性上涨行情向高位区域演绎。26Q1行业ETF是主要的边际资金。而单一赛道主动公募弥补了行业ETF对部分赛道代表性不足的问题，26Q1已举足轻重，26Q2影响权重再提升，成为了科技赛道一枝独秀 + 龙头占优特征的边际资金。单一赛道主动公募的基民换手率明显偏高，对交易层面的实际影响进一步放大。这意味着，市场潜在波动率已经提升，上行波段拥抱正循环，调整波段也需警惕负循环。6-7月宏观扰动多发，海外科技股率先调整，叠加不稳定的微观结构，A股可能出现速度较快、中级别幅度的调整行情。大周期上行正在进入波折期。
- **五、大周期上行如何延续？“大周期上行不怕等”的格局不变，随着时间的推移，大周期上行的结构可以更加百花齐放，科技内部也可以更百花齐放。可以期待的积极因素：1. 新经济产业趋势再进步，国内创投一级市场融资额趋势性上行，国内科技产业纵深正在被低估。2. 更广泛的基本面改善验证，这件事情发生的条件并不差。国别相对力量变迁显性化提供逻辑纵深。**
- 当前还不具备大周期上行出现大级别波折的条件，那么大周期上行如何延伸？我们思考市场再突破的条件：
- 1. 新经济产业趋势再进步。海外AI资本开支上修，技术路线变迁、算力通胀方向此起彼伏仍有空间。国内创投一级市场融资规模已处于上行趋势，新能源产业、高端装备制造创投融资规模已创历史新高，信息技术已回升至历史高点的95%水平。细分行业上，AI产业链中的上游光电芯片、功率半导体，中游的大模型和下游的机器人，以及卫星火箭制造和无人机都是创投融资规模趋势性上行的方向。国内科技产业纵深正在被低估。科技大概率仍是大周期上行行情的主线，但大周期上行延伸，景气科技方向应该发散而不是聚焦；科技龙头上涨，但科技扩散行情可能更有弹性(A股小企业长大速度已跳升，科技扩散也有基本面基础)。
- 2. 更广泛的基本面改善验证。这件事情发生的条件并不差，2026年供给出清，A股133个存在供给侧领先滞后关系的细分行业，只有10个行业(占比8%)在2025年供给出清，2026年供给出清的行业有望提升到60个(占比45%)。随着时间的推移，供需格局改善的细分行业会不断增加。这种情况下，更多行业可能参与到大周期上行行情的板块轮动中，抬升市场中枢。对市场而言，科技产业趋势再进步的验证也会更从容。以此为基础开启增量资金正循环，增量资金结构也会相对均衡，驱动A股走向全面上涨行情。
- “大周期上行不怕等”的格局不变：即便市场因为宏观、产业和流动性扰动中段调整，也可以期待更多积极因素累积，打开第二阶段上涨的向上空间。
- **是否还是“两阶段上涨行情”？业绩 vs. 估值：AI算力链和战略资源都处于“有业绩的高估值”(第二阶段上涨特征)阶段，但如果6-7月调整波段演绎 + 二季报业绩验证延续，其实也构成业绩消化估值的波段(两阶段上涨行情中间的调整段)。而多数行业(典型化工、新能源)都还处于“业绩有待释放的高估值”(第一阶段上涨特征)阶段。增量资金：“先进来的钱”充分演绎，“后进来的钱”仍有空间，这也符合第一阶段上涨向第二阶段上涨过渡的特征。**

主要观点

- **六、大势研判核心结论：结构性上涨行情演绎已接近高位区域，全面上涨空间尚待打开，6-7月可能是快速调整窗口。后续全面上涨打开空间，更多结构融入大周期上行行情，需要行情拉长时间，拓展大周期上行的逻辑纵深(国内海外新经济产业趋势拓展 + 周期性改善验证 + 国别相对力量变迁显性化)，26H2还有新一轮上涨行情的判断不变。**
- **七、结构选择：6-7月可能是全球科技的调整阶段，AI算力链业绩兑现 + 股价回调消化估值，等待AI产业趋势再拓展。中期能够景气延续，业绩消化估值的方向，还有创新高机会。后续科技行情也应百花齐放，国内AI产业链、自主可控也是新景气方向的来源。**
- 大周期上行结构百花齐放，看好新消费、制造业出海、战略资源、非银金融的中期机会。
- 市场仍处于基本面确定性比估值弹性更重要的阶段。结构性上涨行情逼近高位区域，业绩消化估值能力是生命线，景气赛道需基于业绩高增验证高举高打。而提前抢跑了拐点预期的方向，也需要业绩改善验证来支撑估值。而随着时间的推移，能够验证周期性改善的方向增加，构成大周期上行行情百花齐放的基础。
- 具体结构方向上，6-7月可能是全球科技的调整阶段，AI算力链业绩兑现 + 股价回调消化估值，等待AI产业趋势再拓展。中期能够景气延续，业绩消化估值的方向，还有创新高机会。关注光通信、PCB、存储、储能、燃机、算电协同。后续科技行情也应百花齐放，国内AI产业链、自主可控也是新景气方向的来源，机器人和商业航天一级市场热度提升正在验证。
- 继续从美伊冲突后全球产业变迁寻找后续景气方向，重点关注基础化工、新能源和新能源车。中国供应链安全 + 能源安全，新能源相对竞争力毋庸置疑，霍尔木兹海峡时开时闭的阶段，中国出口份额提升是中期方向。而挑战在于美伊冲突缓和阶段，全球贸易摩擦可能再升温，抑制中国竞争优势发挥。目前基础化工出口高增正在验证，新能源产业链出口改善还有待观察。同时，地缘冲突、贸易限制多发是时代背景，战略资源也是大周期上行的主线资产。
- 定价国别相对力量变迁，阻力更小的方向是新消费。总体消费偏弱，与新消费景气度承压弱相关。新消费国内供给创造需求，新产品亮点可期待；打开出海空间已经验证，资本市场强化对现代服务业和新型消费的支持是重要政策方向，未来更多优质新消费企业可能登陆A股；在长时间业绩消化估值后，新消费已具备相对大的修复空间。我们基于业绩增长 + 合理估值(剔除基数原因后2026年15%增长 + PE估值30倍以内)筛选细分行业，重点方向集中在新消费、出口链Alpha和景气周期。另外，非银金融是唯一的“高ROE，低PB”一级行业，新一轮市场上行周期到来，非银金融可能不再缺席。
- **风险提示：**
- **1) 霍尔木兹海峡基准假设突破：石油产业链全面短缺，全球衰退超预期，影响风险偏好；**
- **2) 美联储货币政策假设突破：沃什政策存在显著无法达成目标的可能性，如果沃什政策实施出现重大失误，可能形成资本市场风险偏好的影响因素**
- **3) 科技产业趋势出现重大扰动，或者全球科技领域国别相对力量出现重大失衡，可能显著冲击市场长期预期，中断上涨行情**
- **4) 规范资金供需，可能引发中短期资金扰动**

大势研判核心结论：大周期上行有纵深，但眼前有波折，蓄力再出发

- 第一阶段上涨来到低性价比区域，第二阶段上涨空间尚待打开，6-7月可能是快速调整窗口
- 后续第二阶段上涨打开空间，更多结构融入上涨，需要行情拉长时间，拓展逻辑纵深，26H2还有新一轮上涨行情
- 仍是“大周期上行不怕等”，可以期待的中期积极因素：国内海外新经济产业趋势拓展 + 更多方向验证周期性改善 + 国别相对力量变迁显性化

上证综指走势示意图：大周期上行有纵深，但眼前有波折，蓄力再出发

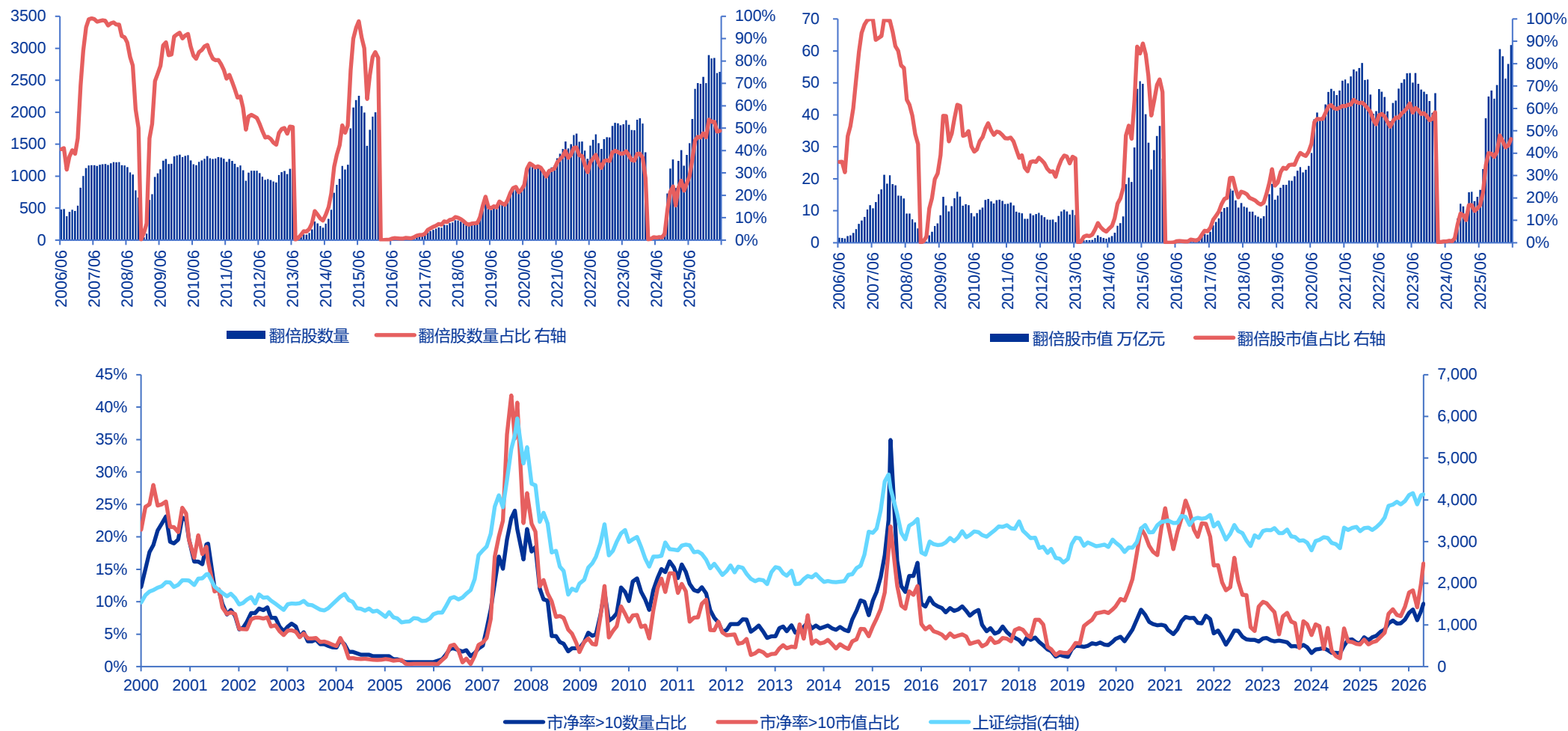


主要内容

1. 大周期上行波段定位：接近2021年高位区域
2. 宏观环境不会趋势性承压
3. 2026年企业盈利前高后低，但不是趋势性回落
4. AI产业趋势有纵深
5. 增量资金：从机构增配权益，到居民增配权益
6. 仍是“大周期上行不怕等”
7. 行情结构百花齐放

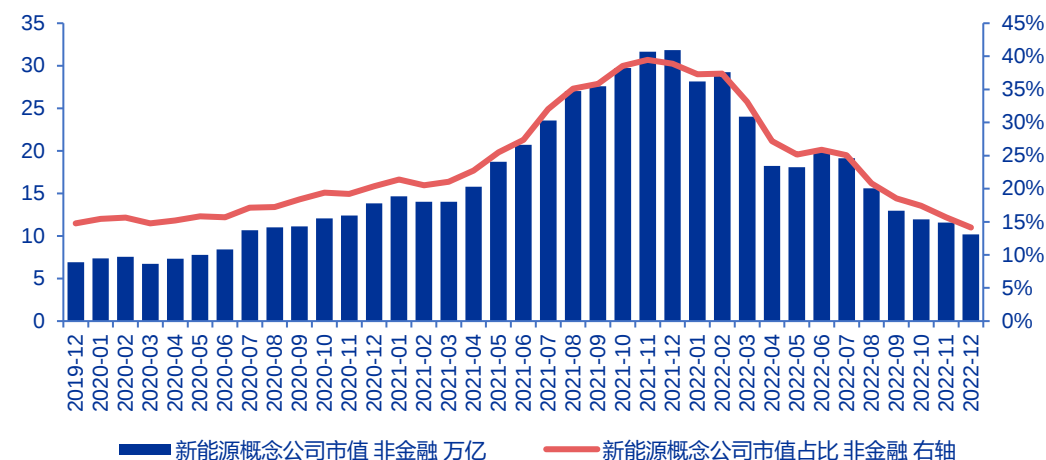
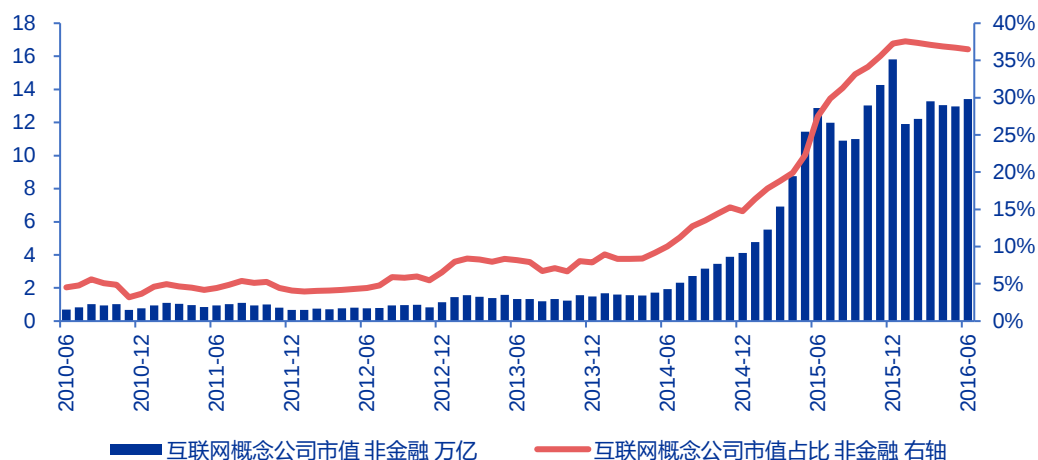
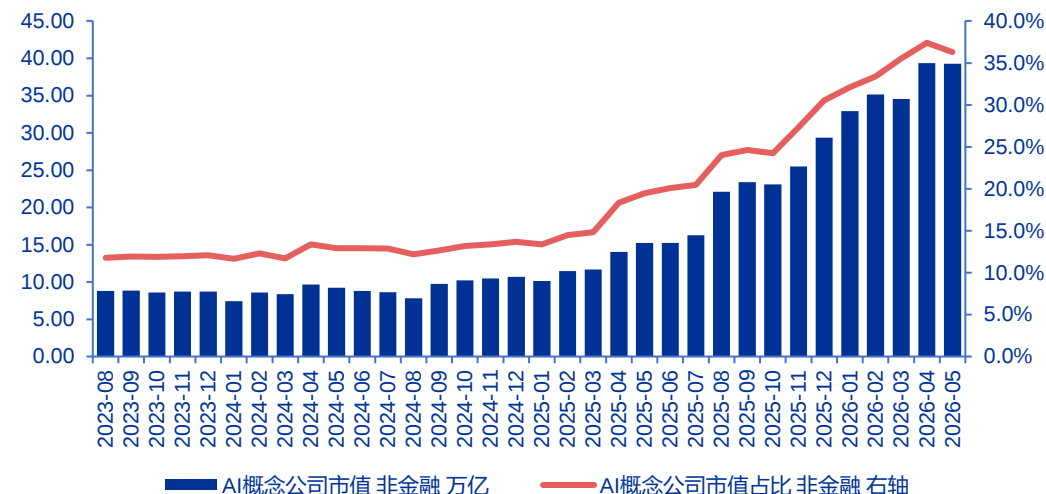
大周期上行演绎到哪个阶段了？结构性行情正在接近2021年高位区域

- 从定量指标看大周期上行演进阶段：1) 翻倍股票数量占比超过2021年(仍明显低于2015年和2007年)，市值占比接近2021年；2) 10倍PB股票数量占比与2021年相当，而市值占比低于2021年



含AI量已经接近15年含互联网量、21年含新能源量高点

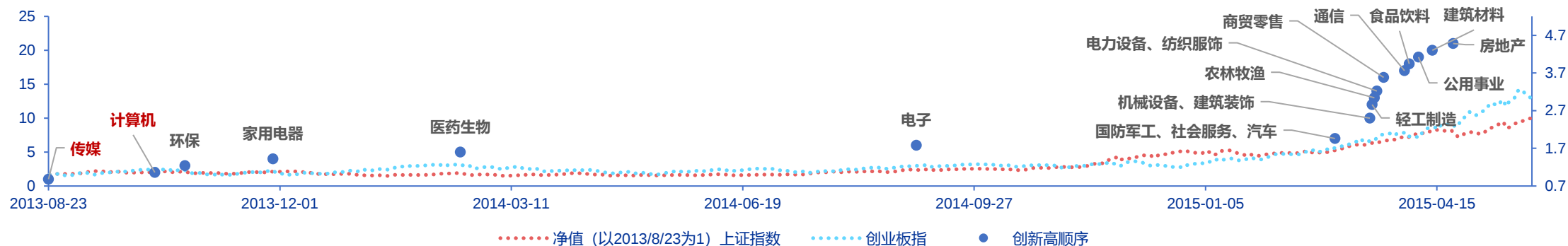
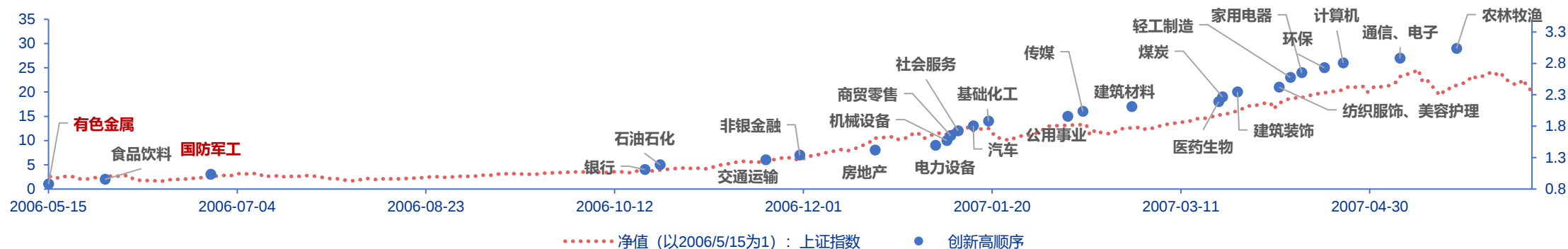
- 3) 产业趋势市值占比：当前A股含AI量已与2015年含互联网量、2021年含新能源量高点接近
- 行情可能已经到了讨论AI与互联网、新能源有什么不同、“含AI量”如何突破历史阈值的阶段



资料来源：Wind，申万宏源研究；注：概念股的定义为，过去12个月非定期报告中至少提及相关关键词6次的公司

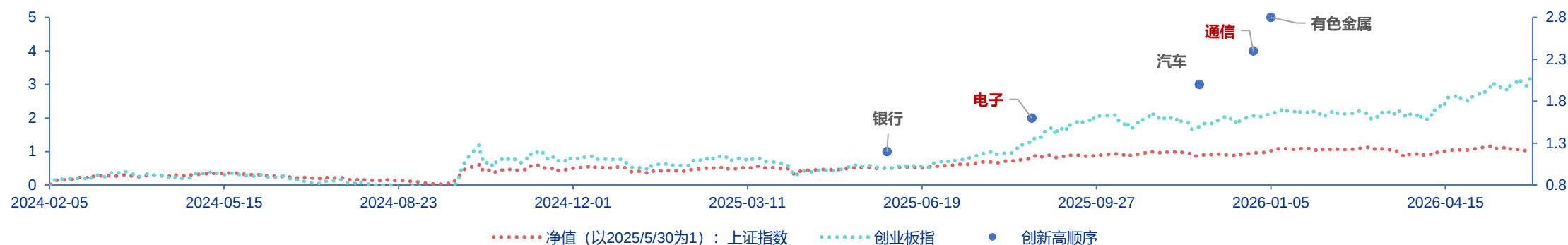
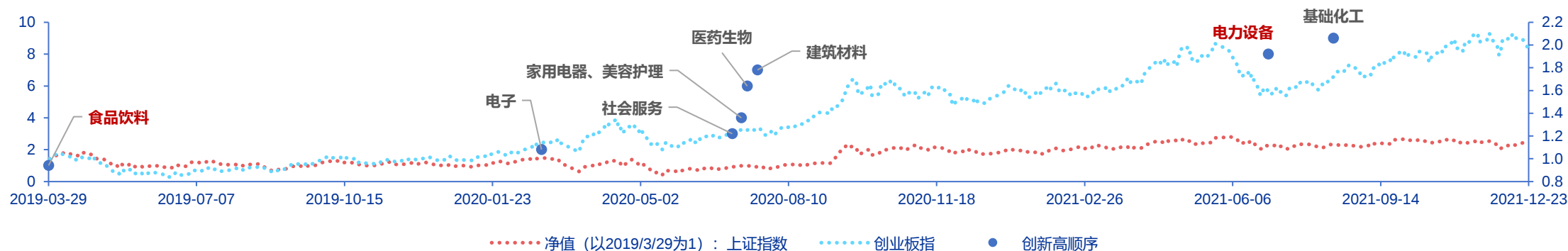
历史上的大周期上行，各板块全面创新高集中于行情中后段

- 4) 创新高行业数量：2006-2007年，各板块的全面创新高集中于2006H2-2007H1，对应行情中后段；2013-2015年，各板块的全面创新高集中于2015年Q1，也是行情中后段



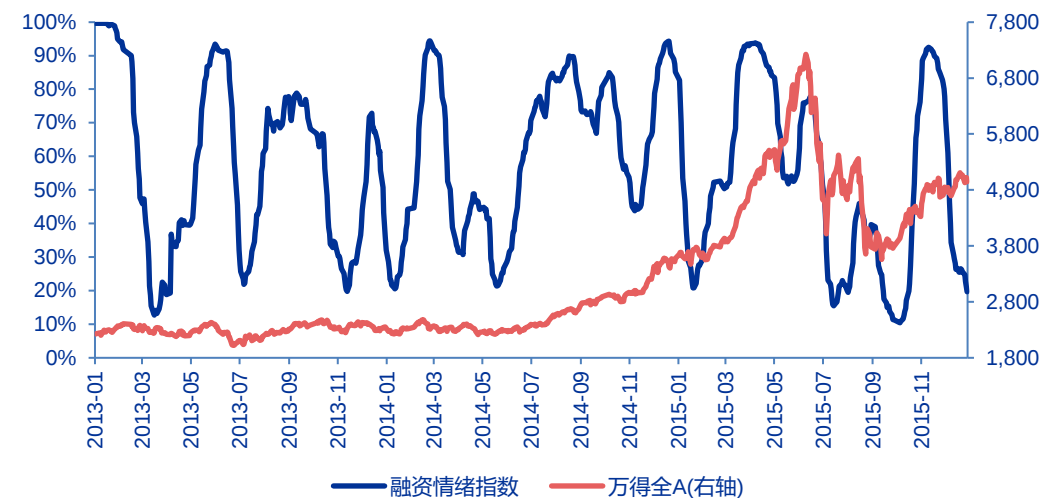
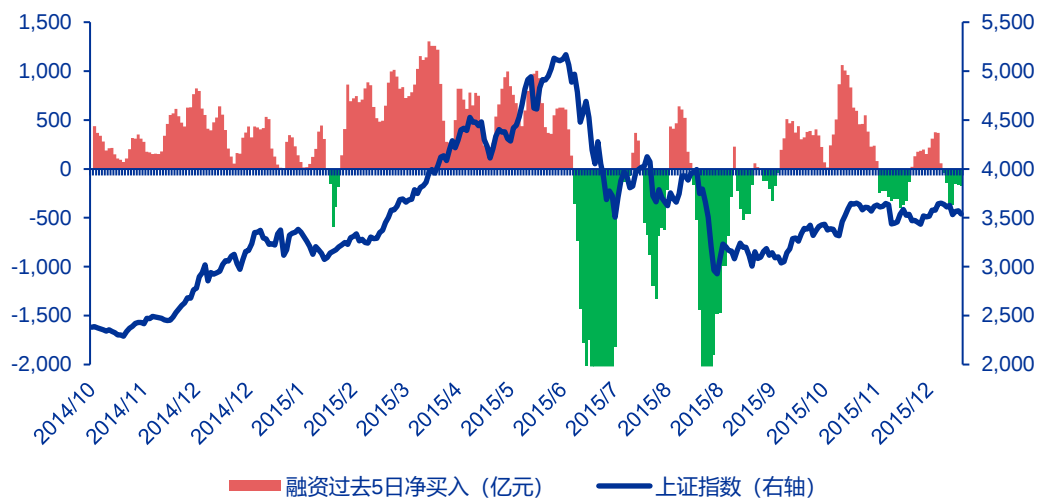
当前创新高行业数量距离历史大周期上行还有空间

- 2021年不是完整的大周期上行，创新高的行业数量明显少于07年、15年
- 截至目前，本轮仅有5个行业创新高，距离全面行情（06-07年、14-15年）和结构行情（20-21年）都还有空间



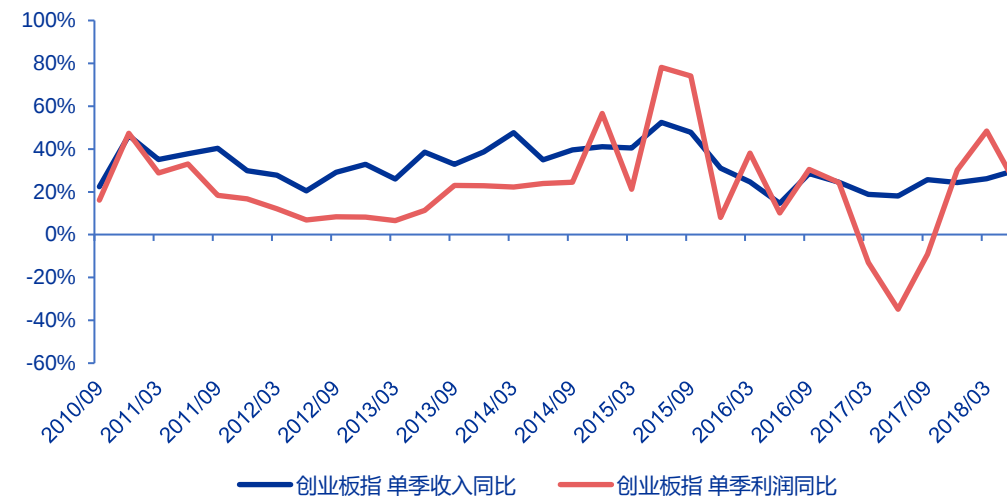
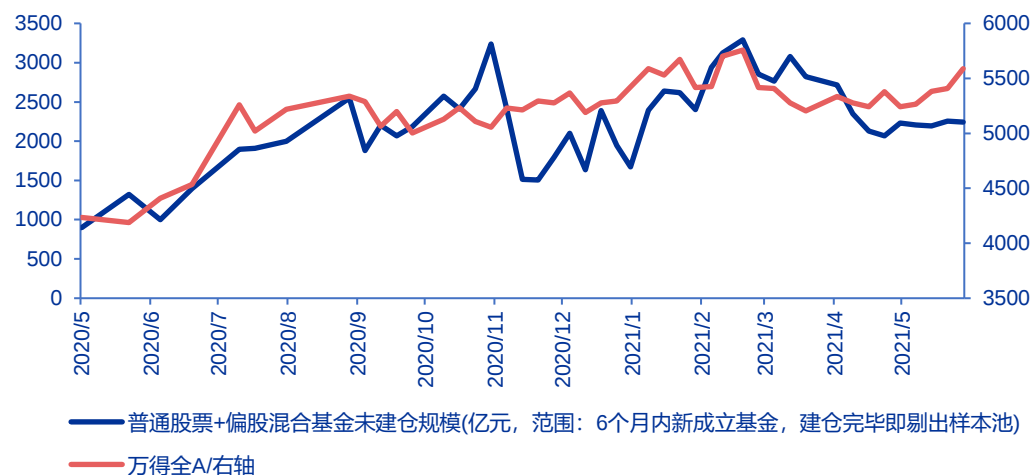
大周期上行什么情况下会大级别波折？增量资金正循环被破坏

- 结构性行情已接近高位区域，可以提前思考引发大级别波折的条件
- 1) 增量资金正循环被破坏，典型是2015年
- 2015年4月，融资余额从加速上行变为平稳上行，资金对市场的支撑力实际边际减弱，后续规范资金供需、限制股市杠杆驱动资金上行减缓，加速了大波段拐点的出现



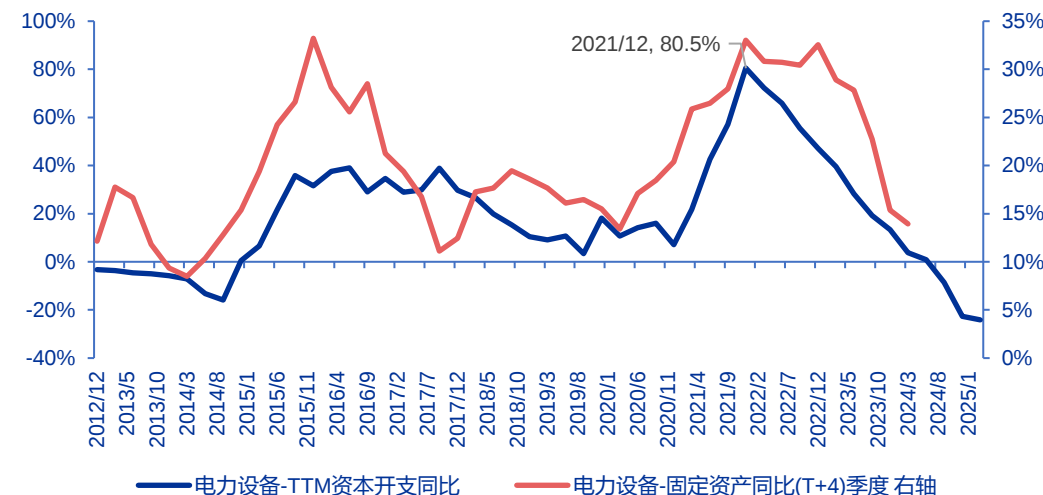
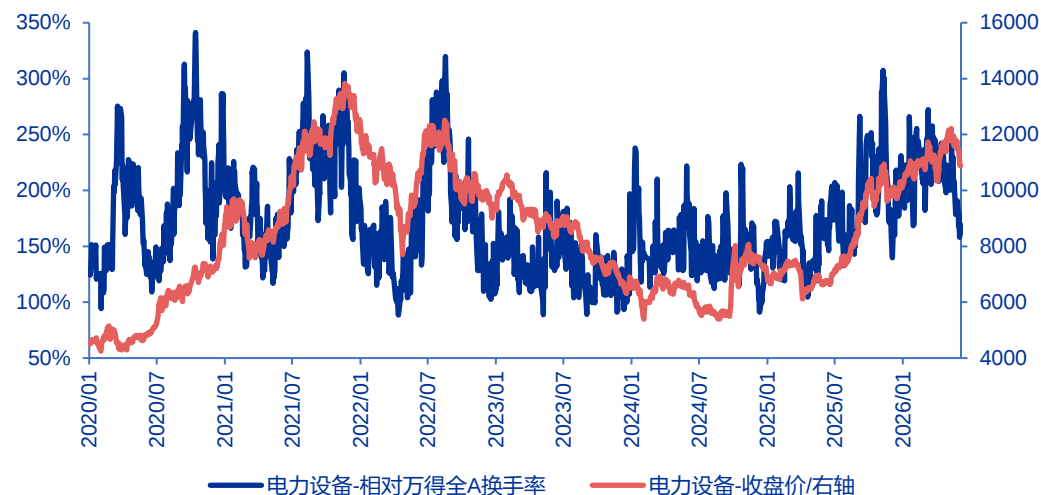
大周期上行什么情况下会大级别波折？核心产业趋势证伪

- 2) 核心产业趋势中期基本面逻辑证伪
- 行情高点调整可能始于性价比或交易拥挤问题，但在调整过程中基本面逻辑破坏，行情从小波段调整延伸到大波段调整
- 2015年市场高点由资金问题触发，但市场走弱后，创业板外延并购和利润增长的正循环被打断，下半年业绩增速回落
- 2021年2月白酒行情高点调整，与新发行基金增量的减少相关，但21年下半年高端酒价、渠道利润见顶，调整波段延伸



大周期上行什么情况下会大级别波折？核心产业趋势证伪

- 2) 核心产业趋势中期基本面逻辑证伪
- 新能源交易拥挤度分别在2021年8月、11月均触及高位引发调整。8月仅构成小消化性价比的小波段调整，而11月的调整过程中，市场对新能源历史级别供给释放压力和业绩二阶导转负形成共识，驱动调整延伸至大波段级别



大周期上行什么情况下会大级别波折？宏观环境显著承压

- 3) 宏观环境显著承压，典型是美股1998年和A股2018年
- 1998年初亚洲金融危机扩散，8月俄罗斯主权债务违约，直接导致LTCM面临巨额亏损、濒临破产，美股显著调整。后续美联储连续三次降息救市，纳斯达克互联网产业趋势继续演进，美股重回上行区间
- A股2016-17年结构性行情，2018年中美贸易摩擦，国内银行间流动性传导不畅，总体基本面承压。但各行业格局普遍改善 + 资产管理行业大发展的趋势未结束。2018年底，宏观问题逐一解决，2019年行情重启，2020-21年结构性行情上升到全面上涨级别

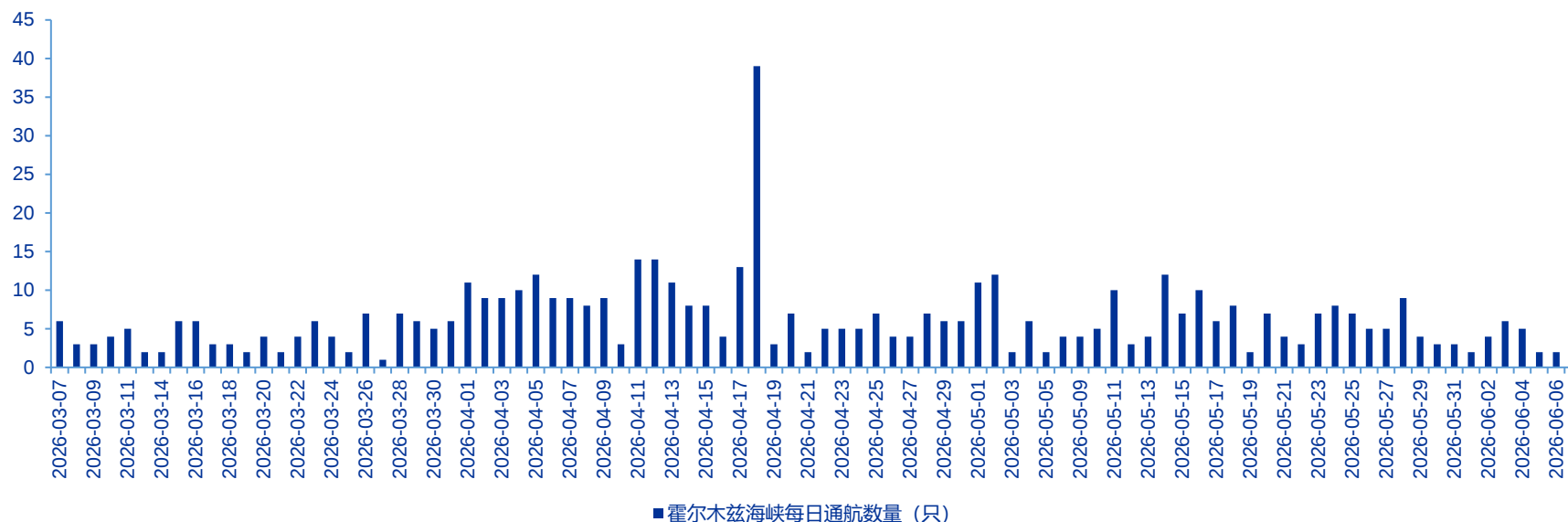


主要内容

1. 大周期上行波段定位：接近2021年高位区域
2. 宏观环境不会趋势性承压
3. 2026年企业盈利前高后低，但不是趋势性回落
4. AI产业趋势有纵深
5. 增量资金：从机构增配权益，到居民增配权益
6. 仍是“大周期上行不怕等”
7. 行情结构百花齐放

宏观环境不会趋势性承压：霍尔木兹海峡时开时闭才是常态

- 如果出现宏观环境趋势性承压，风险似乎只可能来自于美伊冲突的后续影响。对此我们有两个判断：
- 1) 霍尔木兹海峡不会永远关闭，时开时闭才是常态。伊朗博弈后续发展空间，探索中东新秩序，始终封锁霍尔木兹海峡也不利于目标达成



宏观环境不会趋势性承压：沃什的政策倾向并非紧缩

- 2) 沃什的政策倾向也并非紧缩。美联储货币政策的基准假设是，在类滞胀阶段观望，在类衰退阶段降息。即便要加息抗通胀，也只能是点状加息
- 但我们客观承认，26Q2-Q3可能是宏观扰动多发窗口，可能扰动包括：美伊冲突反复、美联储货币政策预期摇摆等
- 6月18日美联储议息会议，是沃什就任美联储主席后的首次议息。市场可能会过度关注沃什的政策倾向，而低估经济和环境的制约。这可能是美联储加息预期，最容易非线性发酵的时间窗口

CME 美联储观察工具 - 货币政策利率概率预期

议息会议日期	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
	-50bp	-25bp	当前利率	+25bp	+50bp	+75bp	+100bp	+125bp	+150bp
2026/6/17	0.00%	1.90%	98.10%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
2026/7/29	0.00%	1.60%	84.70%	13.60%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2026/9/16	0.00%	1.10%	58.40%	36.10%	4.30%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2026/10/28	0.00%	0.80%	44.50%	41.60%	12.10%	1.10%	0.00%	0.00%	0.00%
2026/12/9	0.00%	0.50%	28.20%	42.70%	23.10%	5.20%	0.40%	0.00%	0.00%
2027/1/27	0.00%	0.40%	22.50%	39.70%	27.10%	8.90%	1.40%	0.10%	0.00%
2027/3/17	0.00%	0.30%	15.70%	34.40%	31.00%	14.40%	3.70%	0.50%	0.00%
2027/4/28	0.00%	0.20%	12.40%	30.40%	31.70%	18.00%	6.00%	1.20%	0.10%
2027/6/9	0.00%	0.50%	12.80%	30.40%	31.40%	17.70%	5.90%	1.10%	0.10%
2027/7/28	0.00%	1.30%	14.00%	30.50%	30.50%	16.90%	5.50%	1.10%	0.10%
2027/9/15	0.10%	1.70%	14.50%	30.50%	30.10%	16.60%	5.40%	1.00%	0.10%
2027/10/27	0.20%	2.90%	15.90%	30.50%	28.80%	15.60%	5.00%	1.00%	0.10%
2027/12/8	0.60%	4.80%	18.10%	30.20%	26.90%	14.00%	4.40%	0.80%	0.10%

美联储主席	就职日期	上任前后标普500涨跌幅				上任后6个月最大回撤
		T-60	T-30	T+30	T+60	
保罗·沃尔克	1979/8/6	5%	6%	-2%	9%	-10%
艾伦·格林斯潘	1987/8/11	17%	16%	-25%	-23%	-34%
本·伯南克	2006/2/1	4%	5%	2%	-1%	-8%
珍妮特·耶伦	2014/2/3	3%	-1%	8%	14%	-4%
杰罗姆·鲍威尔	2018/2/5	7%	2%	-1%	6%	-7%

26Q2-Q3潜在宏观扰动：海外经济体供给与需求端均存在压力

- 海外通胀高企抑制需求 + 石油链原材料短缺影响生产，可能抑制中国出口需求：
- 海外供给端，霍尔木兹海峡封锁影响全球原材料的海运贸易，天然气、氦气等设施永久受损，俄罗斯实施汽油、氦气出口管制、中国实施战略金属出口管制，全球能源、工业金属、半导体材料全面短缺
- 海外需求端，印度、印尼、菲律宾等新兴市场为应对冲击，推行居家办公与四天工作制，限制商业营业时间，直接抑制居民消费与企业生产效率

产业链分类	时间节点	影响品类	核心事件	经济影响
锂电与工业金属	2026年3-5月	镍	高压酸浸（HPAL）是电池级镍的核心生产工艺，而硫酸成本已占到该工艺冶炼现金成本的52%；受中东供应受限与中国出口禁令影响，部分镍厂可能面临停产	镍价上涨推高动力电池正极材料成本，可能导致新能源车产业链成本提升、交付延迟；全球新能源金属供应趋紧，锂电扩张节奏放缓
	2026年3-5月	铜	智利国内约20%的硫酸来自中国，硫酸短缺将推高智利铜矿的生产成本，导致厂商被迫主动压降产量	铜价上涨推高电线电缆、家电、新能源车成本，制造业通胀加剧；全球工业金属供应收缩，基建与制造业投资意愿减弱
大宗化工品	2026年3-5月	甲醇	全球约35%的甲醇海运贸易需经过霍尔木兹海峡，伊朗是全球最大甲醇出口国之一，由于天然气供应受限 + 海峡封锁，产能显著削减；而中国是全球最大的甲醇消费国，对伊朗甲醇的依赖度高达50%以上	MTO（甲醇制烯）装置原料短缺，PP/PE等材料涨价，塑料、包装、家电成本抬升；甲醛、醋酸涨价，涂料、农药、医药产业链成本上行
	2026年4-5月	乙二醇	中东地区占全球乙二醇产能近20%，中国进口依赖度高；海峡封锁导致运输延迟、运费翻倍，推动乙二醇价格上涨	聚酯成本上涨，将导致涤纶长丝/短纤涨价，进而纺织服装终端涨价、对消费产生影响；瓶片涨价推高饮料包装成本
	2026年3-5月	氮肥	伊朗是氮肥的主要出口国之一；2026年3月21日-4月21日暂停硝酸铵出口，推升局部氮肥价格；中国加强化肥进出口服务管理，优先保障国内春耕	化肥涨价推高粮食种植成本，全球粮价上行，可能进一步导致新兴市场通胀加剧，对消费产生压力
	2026年3-5月	氦气	卡塔尔部分设施遭受永久停产，全球约33%氦气供应受阻；俄罗斯于4月14日宣布对氦气实施临时出口管制至2027年	半导体的EUV光刻、晶圆冷却、蚀刻、载气等关键环节需要氦气；液氦为医疗MRI超导磁体的关键冷却剂，若医疗MRI设备停机，可能导致医疗成本上升
	2026年4-5月	TDI	海外TDI装置检修与原材料价格上涨，导致全球TDI供应收紧	以TDI为原料的聚氨酯泡沫、海绵、涂料成本上升，家具、床垫、汽车内饰涨价
	2026年5月	烧碱	几内亚将于6月发布铝土矿出口管制新政，烧碱需求提升	烧碱涨价可能推高造纸、印染、氧化铝、光伏玻璃成本，光伏行业利润承压
战略金属	2026年1-5月	战略金属	中国2023年8月起对镓/锗实行出口管制；2026年1月起，稀土、钨、锑、钼、铟及其相关制品已纳入《出口许可证管理货物目录（2026年）》	全球半导体、光伏、稀土永磁产业链材料短缺；日本高端制造存在供应链风险；美国军工、半导体产能受限
各国需求管控	2026年3-4月	消费	印度强制部分行业每周2-3天居家办公，限制商场/餐饮营业时间；印尼、菲律宾、巴基斯坦公共部门推行四天工作制；泰国政府部门推行居家办公	可能导致居民消费收缩，企业生产效率降低，经济需求放缓

油价上行对中国的负面影响可能局限于成本冲击

- 霍尔木兹海峡封锁对中国的成本冲击可能在二季度集中释放，但由于中国的供应链安全 + 能源安全，中国的负面冲击可能仅局限于成本压力层面
- 能源领域，原油、天然气短缺与进口成本提升挤压高耗能行业利润；大宗化学品领域，海峡封锁导致甲醇、乙二醇、TDI（海绵原料）等原材料短缺；硫、氟产业链上，硫酸出口禁令叠加上游成本抬升，推动氢氟酸、六氟磷酸锂涨价，直接传导至半导体、动力电池与新能源车终端

产业链分类	时间节点	影响品类	核心事件	经济影响
能源类	2026年2月28日起	原油	美伊冲突升级，伊朗封锁霍尔木兹海峡；全球近30%的海运原油（约2000万桶/日）受阻，沙特、伊拉克关停部分产能；布伦特原油价格突破美元/桶，原油和成品油日缺口可能达700-900万桶	成品油大幅上涨推高物流成本，电商平台与物流企业利润承压；原材料和成品运输成本上升可能进一步传导至制造业和农业领域，带来全球通胀压力；新兴市场财政赤字扩大、货币贬值风险上升
	2026年3月	天然气	伊朗袭击卡塔尔拉斯拉凡LNG基地，2条生产线损毁，修复时间大约为3-5年，作为占全球LNG供应量20%的出口大国，卡塔尔的停产立即引发市场剧烈反应；欧洲基准的TTF天然气价格与亚洲LNG现货价格均大幅上涨	欧洲钢铁、化工、玻璃因缺气减产，日韩电价上调，制造业成本抬升；中国LNG进口成本大幅上升，高耗能行业利润被挤压
	2026年2-3月	炼化中间体	海峡封锁导致东亚、南亚及东南亚60%以上石脑油进口的关键通道几乎被切断，日本石脑油现货价格从2月底的640美元/吨飙升至3月底的1243美元/吨	日本、韩国石化装置被迫降符合，开工率大幅下滑，下游产品交付延迟；芳烃、乙烯等中间体涨价，下游塑料、涂料、医药成本全面上行
	2026年4月1日	汽油	俄罗斯宣布4-7月禁止汽油出口（主因俄罗斯约17%的炼油产能因乌克兰无人机袭击受损、以及春耕需求高峰来临），国际汽油现货涨价	全球汽油供应缺口扩大，欧美成品油价格继续上涨；发展中国家燃油短缺加剧，通胀压力上升；俄罗斯出口收入减少、财政承压
硫磺→硫酸产业链	2026年2月底	硫磺	中东占全球硫磺出口40%以上，全球海运硫磺贸易中约48%须途经霍尔木兹海峡，海峡封锁切断了硫磺供给；滞留的已装船硫磺量高达80-100万吨，其中超过一半为前期合同订单，中东主要硫磺生产国因仓储空间耗尽而被迫降低开工率；全球硫磺价格从4000元/吨上涨至7500元/吨	全球硫酸厂减产，全球硫酸缺口扩大，海外硫酸价格上涨 130%；智利、澳大利亚铜矿湿法冶炼成本飙升、产能受限；印尼镍、智利铜、印度磷肥生产受阻，工业金属与化肥供应收缩，锂电、氟化工、化肥全产业链成本抬升；日本工业硫酸 价格大幅上涨，钢铁、钛白粉、光伏玻璃成本抬升，半导体晶圆清洗隐现短缺风险，芯片产能受限
	2026年5月1日起	硫酸	自2026年5月1日至12月31日，中国暂停普通工业硫酸和冶炼副产硫酸出口，仅电子级高纯硫酸可经特批放行	
氟化工	2026年5月14日	氢氟酸	韩国SOLBE等厂商采购中国无水氟化氢涨价40%，6-7月预计继续上涨；硫磺→硫酸→萤石→氢氟酸供应链受阻	三星、SK 海力士芯片制造成本上升、交付延期；全球半导体价格上行、扩产放缓
	2026年5月	六氟磷酸锂	受硫酸、萤石成本提升影响，六氟磷酸锂原料涨价，企业加速释放自有产线产能，提升开工率；部分制冷剂厂商向下游发布调价通知	六氟磷酸锂涨价推高动力电池成本，新能源车涨价；制冷剂涨价挤压空调、冷链行业利润空间

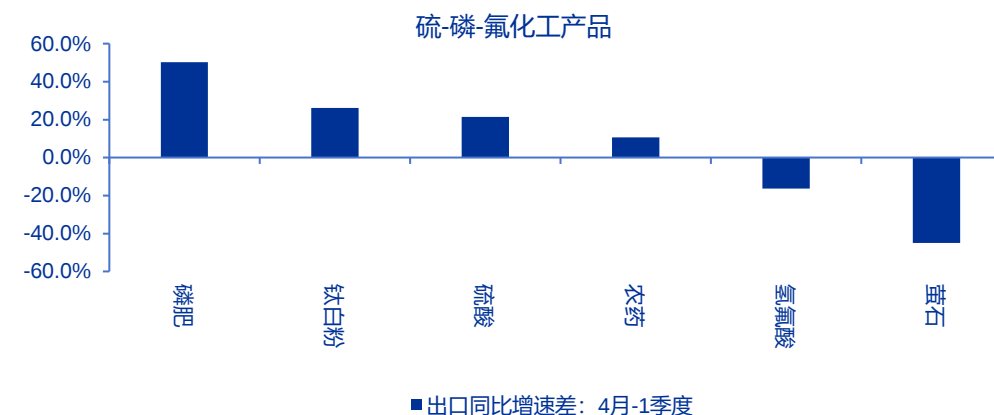
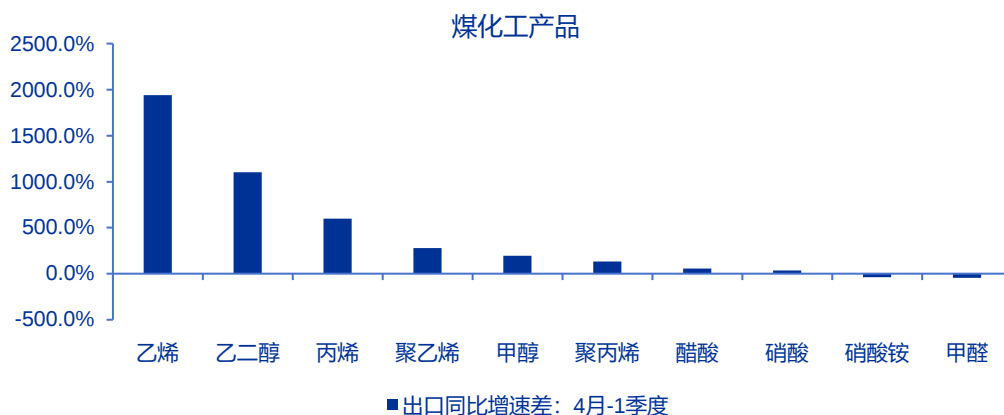
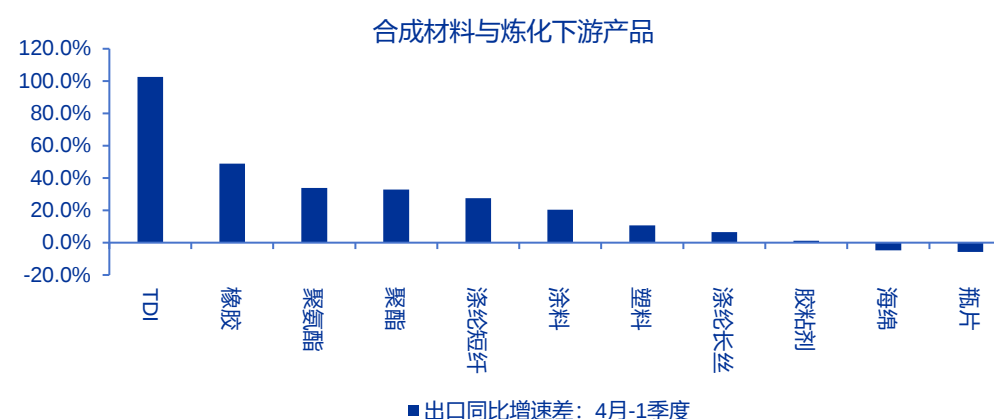
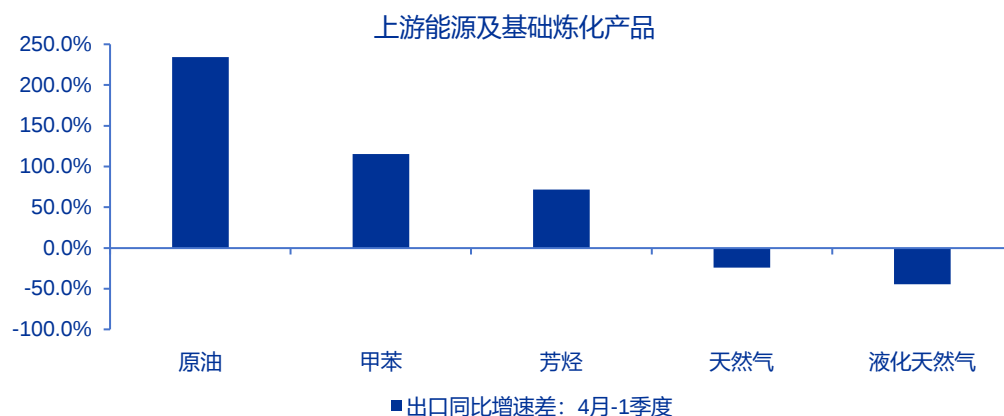
4月出口验证：上游分化，中游承压，下游尚待改善

- 4月国内出口结构明显分化：相比一季度，4月AI相关产品、石化等部分中间品出口高增，反映出口替代效应；但部分金属、轻工、医药汽配等大类中间品，以及新能源相关产品增速大幅回落，反映海外需求回落主导
- 受到海外生产走弱影响，船舶、通用机械等资本品出口显著回落；消费品方面，出口整体偏弱，但手机、家电小幅回暖，后续消费品有望更早受益于海外产能缺口的替代效应

分类	产品名称	4月出口金额 (亿人民币)	出口同比增速差： 4月-1季度	分类	产品名称	4月出口金额 (亿人民币)	出口同比增速差： 4月-1季度
AI 相关产品	稀土	4.43	197%	其他资本品	高新技术产品	7176.40	9%
AI 相关产品	存储部件	189.57	69%	其他资本品	医疗仪器及器械	131.09	2%
AI 相关产品	集成电路	2143.40	19%	其他资本品	机电产品	15831.90	-2%
AI 相关产品	自动数据处理设备及其部件	1642.22	18%	其他资本品	货车	111.29	-4%
AI 相关产品	电子元件	2924.56	13%	其他资本品	通用机械设备	409.33	-11%
AI 相关产品	中央处理部件	132.77	6%	其他资本品	船舶	336.03	-62%
AI 相关产品	二极管及类似半导体器件	334.82	2%	其他消费品	手机	580.41	14%
能源转型类产品	太阳能电池	216.06	3%	其他消费品	家用电器	640.24	4%
能源转型类产品	电气控制装置	293.50	-8%	其他消费品	水海产品	114.24	3%
能源转型类产品	变压器	52.20	-25%	其他消费品	体育用品及设备	119.42	3%
能源转型类产品	锂离子蓄电池	551.83	-25%	其他消费品	玩具	177.56	1%
能源转型类产品	电动载人汽车	635.31	-29%	其他消费品	纺织制品	349.84	-1%
其他中间品	基本有机化学品	506.58	24%	其他消费品	农产品	607.04	-3%
其他中间品	矿物肥料及化肥	56.26	21%	其他消费品	服装及衣着附件	783.03	-3%
其他中间品	未锻轧铝及铝材	165.21	13%	其他消费品	文化产品	694.69	-3%
其他中间品	纸浆、纸及其制品	187.39	1%	其他消费品	贵金属或包贵金属的首饰	87.85	-5%
其他中间品	汽车零配件	594.10	1%	其他消费品	音视频设备及其零件	252.86	-6%
其他中间品	塑料制品	680.64	-1%	其他消费品	家具及其零件	384.26	-8%
其他中间品	医药材及药品	167.35	-3%	其他消费品	乘用车	876.25	-9%
其他中间品	木及其制品	97.10	-7%	其他消费品	箱包及类似容器	173.36	-11%
其他中间品	未锻轧铜及铜材	113.42	-86%	其他消费品	粮食	10.37	-23%

4月出口验证：出口替代效应目前集中在石油链原材料

- 霍尔木兹海峡封锁导致全球化工原料供应受限，中国煤化工替代优势凸显，乙烯、乙二醇等产品出口大幅增长；原油、甲苯、TDI等炼化产品出口同样表现亮眼
- 在全球供应链调整的背景下，中国化工产品具备较强韧性，有望持续提升全球份额，未来实现向海外有效顺价



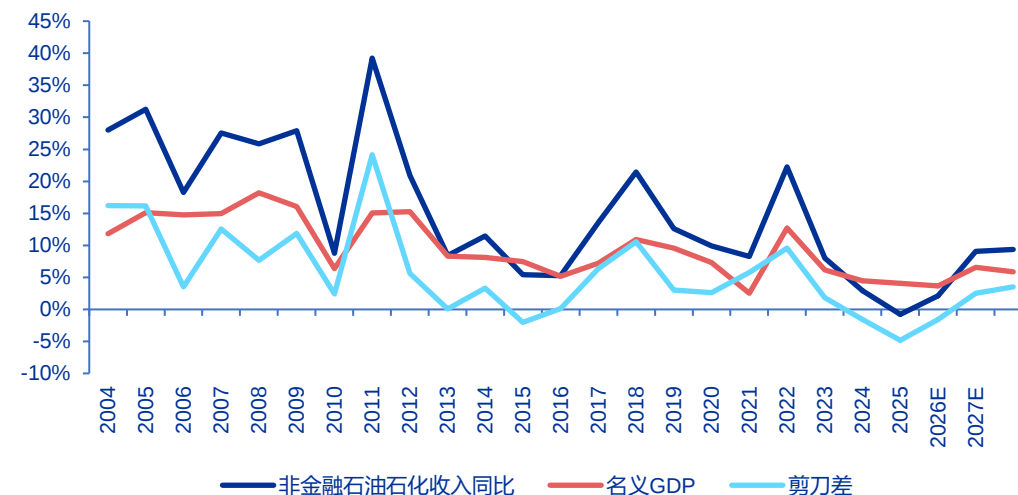
主要内容

1. 大周期上行波段定位：接近2021年高位区域
2. 宏观环境不会趋势性承压
3. 2026年企业盈利前高后低，但不是趋势性回落
4. AI产业趋势有纵深
5. 增量资金：从机构增配权益，到居民增配权益
6. 仍是“大周期上行不怕等”
7. 行情结构百花齐放

26年PPI维持高位 + 27年出口份额提升，驱动收入恢复

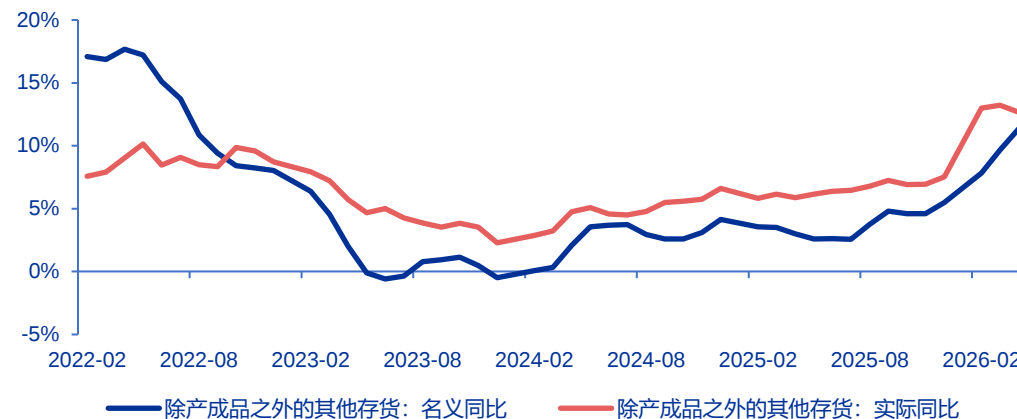
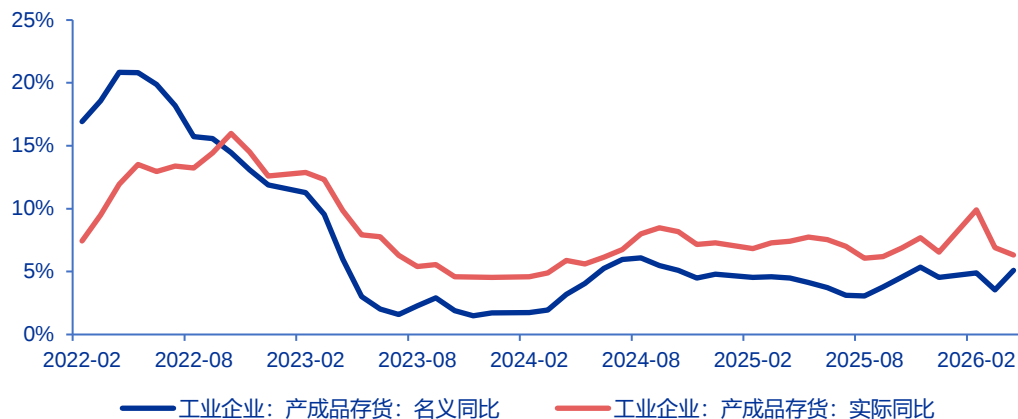
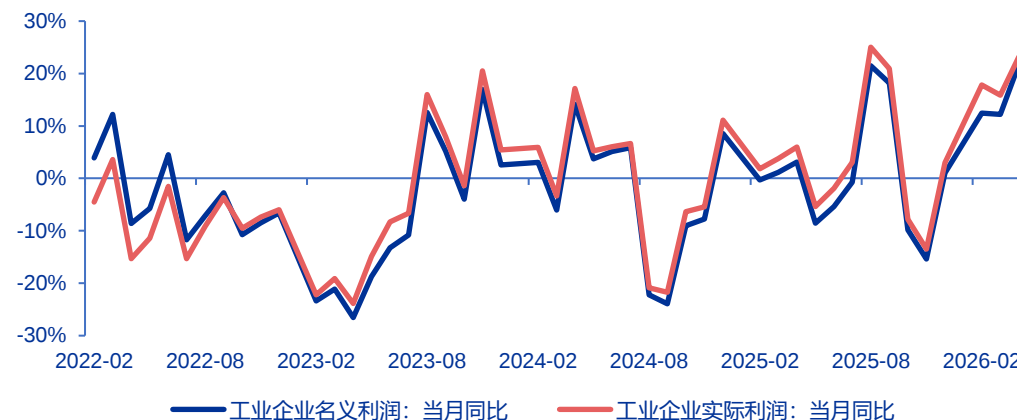
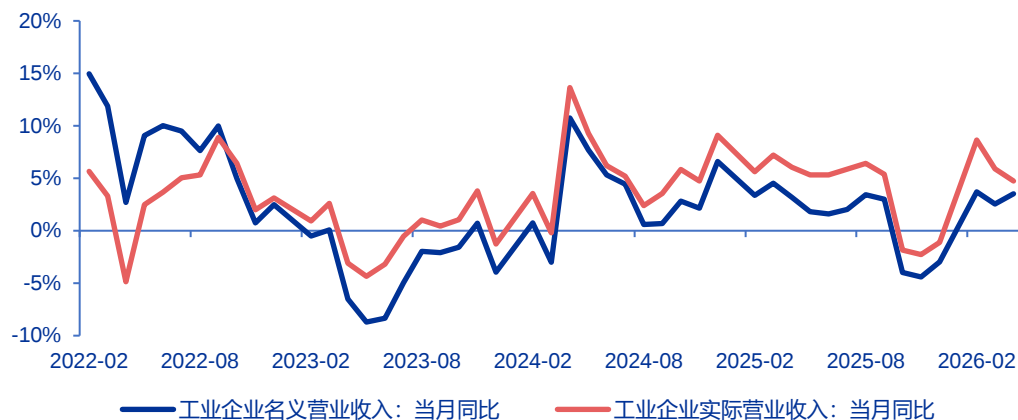
- 宏观假设：2026、2027年实际GDP全年增速在5%左右；通胀方面，霍尔木兹海峡不会始终封锁，但美伊冲突博弈还是长期过程，PPI同比逐步趋向回落、但速度不会太快
- 剪刀差：2026年顺周期改善；2027年中国出口份额上升，微观上企业能够提价，剪刀差进一步回升
- 预计2026年、2027年全A两非收入增速分别为9.1%、9.3%

	GDP:不变价:当季同比	CPI:全部工业品:当月同比:季度平均	PPI:全部工业品:当月同比:季度平均	名义GDP同比	剪刀差:全A两非收入同比 - 名义GDP同比	全A两非收入同比
2026Q1	5.0%	0.8%	-0.6%	5.1%	1.4%	6.5%
2026Q2E	4.7%	1.3%	3.2%	7.0%	2.6%	9.6%
2026Q3E	4.9%	1.6%	3.0%	7.2%	3.0%	10.2%
2026Q4E	5.0%	1.4%	2.5%	7.0%	2.7%	9.6%
2025	5.0%	0.1%	-2.6%	3.7%	-1.6%	2.1%
2026E	4.9%	1.3%	2.0%	6.6%	2.5%	9.1%
2027E	5.0%	0.7%	1.0%	5.9%	3.5%	9.3%



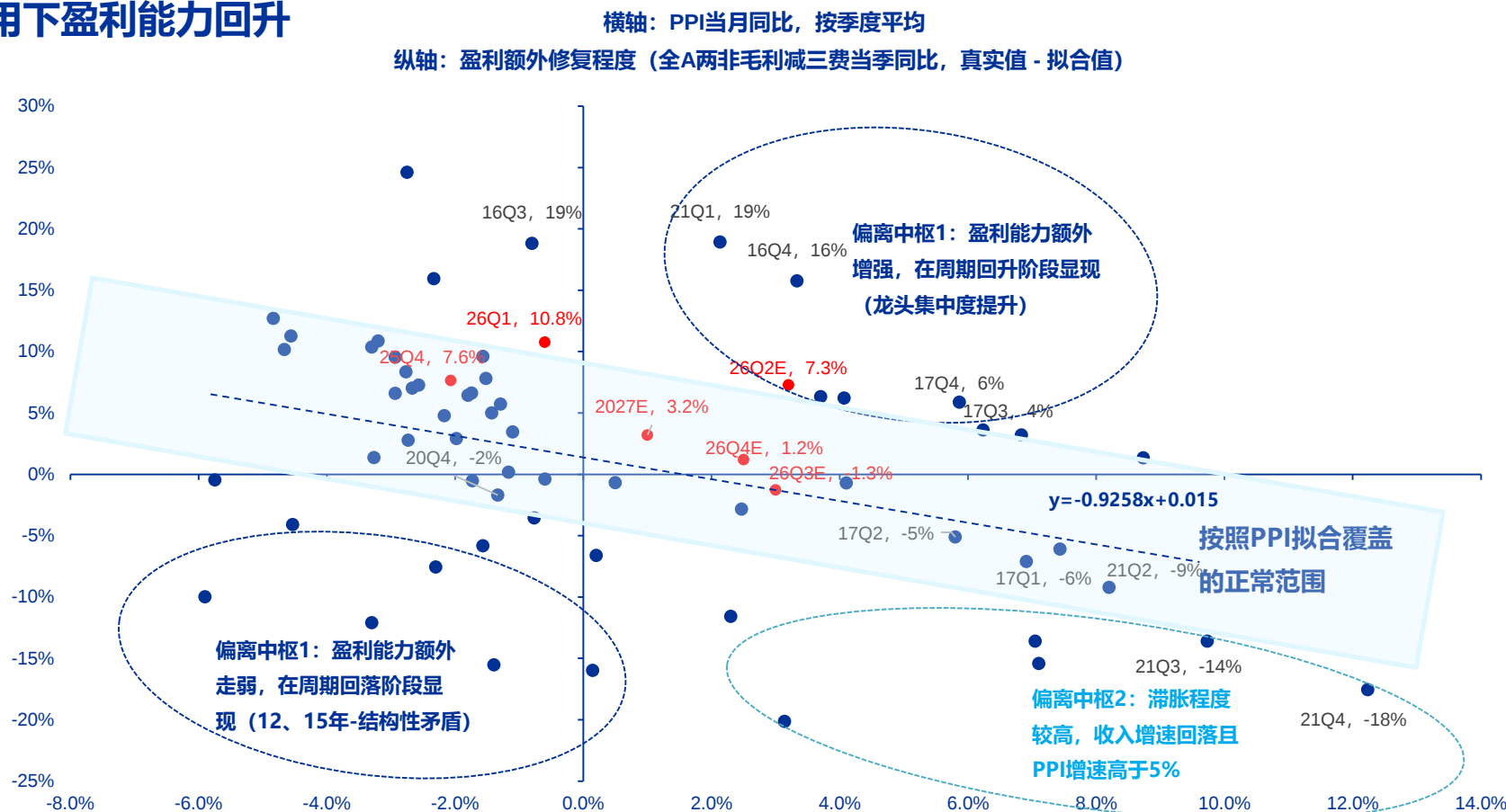
4月工业企业利润：名义收入增速改善，但实际收入和库存增速已回落

- 4月工业企业利润高增可能只是暂时的：4月营收名义增速改善、实际增速回落；库存实际增速持续回落，产成品库存消耗速度偏快，但剔除产成品的实际库存也开始回落，原材料库存的消耗已经开始
- 原材料库存先进先出法下，26Q2企业利润可能有额外截留，而26Q3成本压力可能集中显现



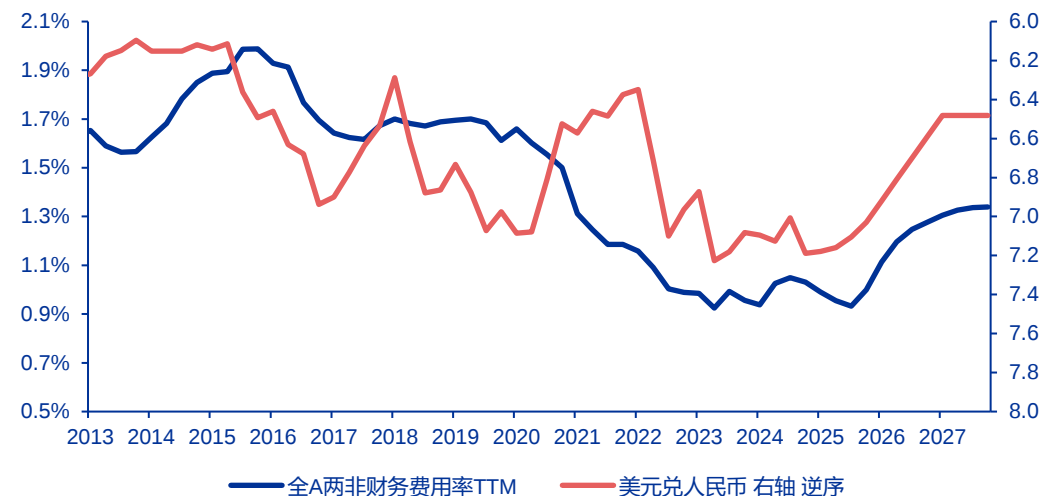
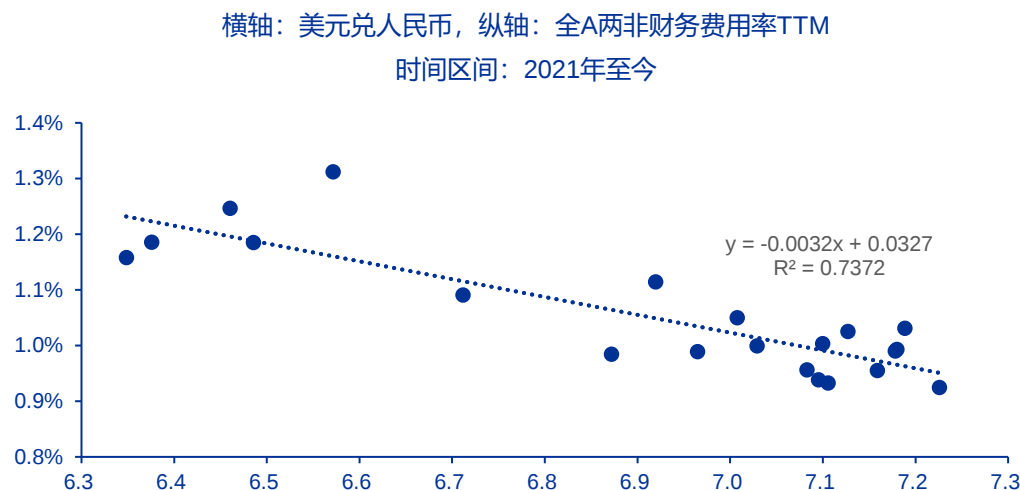
26Q3成本压力可能集中显现

- 2016-2017年、2021年的历史经验：成本压力与PPI同比正相关；PPI同比转正后，成本压力第一次上台阶，如果PPI同比超过5%，成本压力第二次上台阶
- 我们假设26Q2在原材料库存缓冲下成本压力不大，26Q3成本压力开始上台阶；27年在成本压力缓和、供需格局改善共同作用下盈利能力回升



26Q1汇兑损失压力较大，后续冲击趋向收窄

- 2021年后A股企业加快出海，全A两非财务费用率与人民币汇率的相关性明显增强
- 假设人民币汇率2026年稳步升值、2027年维持高位，全A两非财务费用率预计同样维持这一特征
- 考虑财务费用为同比口径（与当期汇率 - 上一年同期汇率相关），26Q1汇兑损失对净利润增速影响偏大（25Q2为升值起点），后续季度负面冲击还在、但会逐步收缩



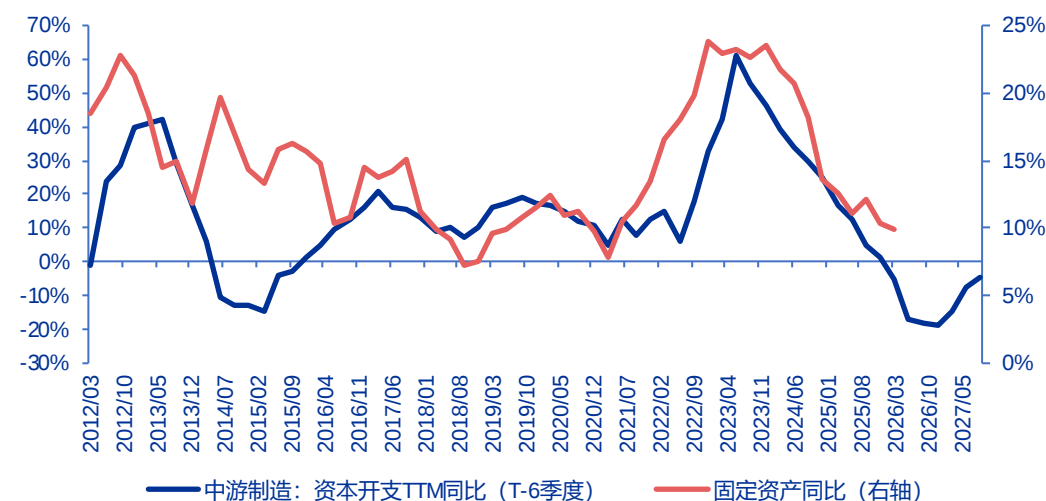
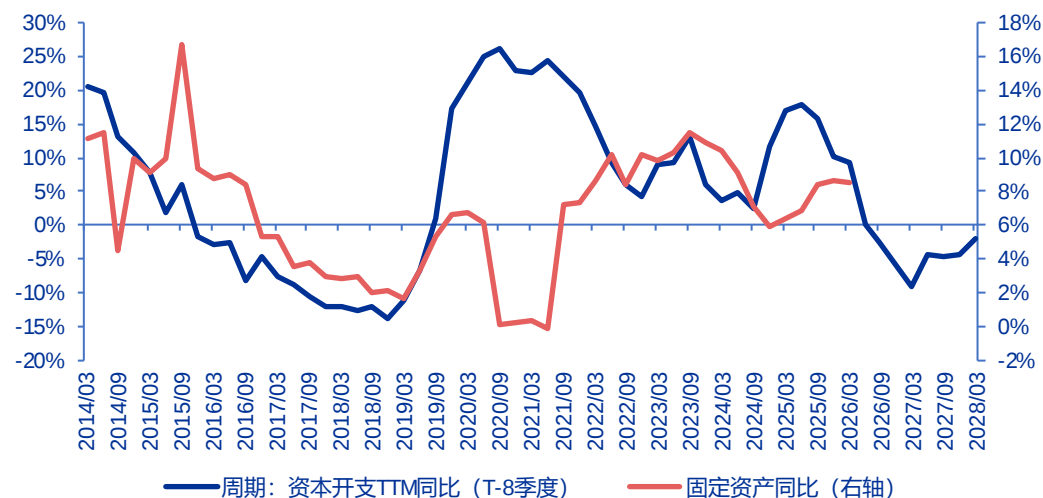
26Q1业绩验证：景气方向超预期，非景气方向业绩出清

- 26Q1单季利润同比较25Q4回升的行业有18个，但如果要求26Q1收入和利润增速均超过10%，仅有6个一级行业满足要求：有色金属、基础化工、环保、电力设备、国防军工和电子
- 真正高景气的方向依然聚焦，新经济 + 上游资源仍然是高景气的主要来源
- 另外，24Q4/25Q4单季同比小于-50%的行业分别为11个/6个，目前半数以上一级行业已经历业绩出清

行业	单季收入同比多增 (亿元)		单季收入同比		单季利润同比多增 (亿元)		单季利润同比		2024或2025Q4 单季同比<-50%
	2025/12	2026/3	2025/12	2026/3	2025/12	2026/3	2025/12	2026/3	
建筑材料	-246.1	-31.0	-13.2%	-11.9%	-108.2	-9.7	-308.6%	-44.5%	25Q4
石油石化	-484.0	-552.6	-2.6%	-2.9%	-95.2	159.3	-14.9%	15.3%	
有色金属	2752.2	3126.8	31.1%	37.2%	330.2	502.9	104.0%	114.1%	
基础化工	253.4	549.6	4.4%	10.1%	-42.6	47.3	-29.7%	14.0%	
煤炭	-329.4	30.5	-9.1%	1.0%	-46.2	-8.9	-15.5%	-3.1%	
钢铁	-354.1	-234.4	-7.3%	-5.1%	6.9	-41.0	10.7%	-77.5%	24Q4
环保	116.2	110.4	10.8%	13.5%	8.1	16.8	30.3%	20.2%	24Q4
机械设备	188.6	367.0	3.2%	8.0%	0.4	-18.4	0.3%	-5.5%	
电力设备	995.3	1609.6	10.3%	21.8%	164.6	161.3	231.7%	55.0%	24Q4
建筑装饰	-1864.7	-1182.3	-7.3%	-6.1%	-281.4	-70.1	-79.8%	-15.2%	25Q4
轻工制造	-38.4	62.9	-2.3%	4.6%	-14.9	-14.0	-38.1%	-21.6%	24Q4
国防军工	712.5	405.1	39.1%	40.2%	74.9	45.7	401.3%	78.7%	24Q4
商贸零售	-92.3	206.1	-2.8%	6.6%	-252.6	37.6	-488.2%	49.7%	25Q4
家用电器	-309.1	-7.2	-7.8%	-0.2%	-175.4	-26.7	-64.9%	-8.1%	25Q4
汽车	391.6	270.4	3.3%	3.0%	7.3	-88.5	2.2%	-22.6%	
农林牧渔	-153.1	99.3	-4.4%	3.5%	-223.1	-154.3	-137.6%	-109.1%	25Q4
纺织服饰	161.8	72.9	14.5%	6.4%	60.5	-0.7	199.2%	-0.9%	24Q4
医药生物	276.8	107.4	4.6%	1.8%	4.2	16.4	41.1%	3.3%	24Q4
社会服务	23.2	28.7	4.5%	6.3%	-0.6	1.4	-5.6%	7.7%	24Q4
美容护理	0.8	11.5	0.3%	5.3%	5.3	-3.0	121.6%	-12.3%	
食品饮料	-338.0	102.6	-13.7%	3.5%	-155.8	23.1	-41.2%	3.3%	
公用事业	-278.1	-148.1	-4.6%	-2.7%	45.5	-32.2	35.8%	-5.9%	
交通运输	595.9	526.9	5.1%	4.9%	-223.7	94.7	-78.2%	19.5%	25Q4
银行	388.0	1099.9	2.8%	7.6%	62.2	169.1	1.3%	3.0%	
房地产	-2355.5	-729.5	-29.5%	-23.2%	80.5	1.1	5.9%	1.1%	24Q4
非银金融	-1037.2	-376.1	-12.8%	-4.8%	-250.0	-12.1	-32.8%	-0.8%	
计算机	227.9	137.8	5.9%	4.9%	42.7	28.6	3116.1%	122.3%	24Q4
电子	2143.0	2410.0	21.7%	28.8%	24.1	259.5	8.1%	73.3%	
通信	285.8	369.0	4.5%	5.8%	-16.4	24.4	-5.1%	4.7%	
传媒	57.1	44.1	4.0%	3.5%	-1.4	-1.1	-2.8%	-1.0%	24Q4
全A	1690.0	8487.3	1.1%	5.0%	-938.1	1073.6	-11.9%	7.3%	
全A两非	2823.2	8316.0	2.1%	6.5%	-655.1	757.3	-40.4%	11.5%	

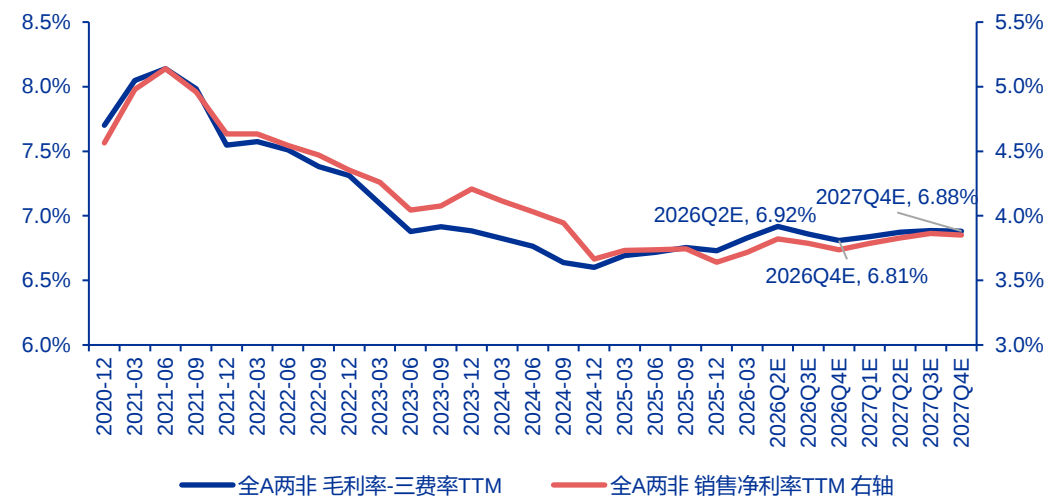
供给出清按部就班，供需格局改善的条件会越来越好

- 上游周期方面，26Q1上游周期固定资产增速首次开始回落(25Q3-26Q1分别为8.4%、8.7%、8.5%)，预计26年供给压力将持续回落。
- 中游制造方面，中游制造固定资产形成增速继续回落(25Q3-26Q1分别为12.1%、10.4%、9.9%)，预计26年后续中游制造供给增速可能继续探底，供需格局改善的条件会越来越好



盈利预测：26年业绩前高后低，但27年业绩中枢抬升还是大概率

- 2026年和2027年全A两非归母净利润同比增速预计为12.0%和12.7%，26Q2-Q4分别为16.6%，5.2%，37.0%；27Q1-Q4分别为11.4%，10.2%，10.7%，57.7%
- 节奏上，2026年前高后低（成本压力冲击年中显现），2027年中枢抬升且前低后高（供需格局改善 + 成本压力缓和 + 汇兑损失收敛）
- 全A两非盈利能力上行周期延后至2027年，但改善方向不变

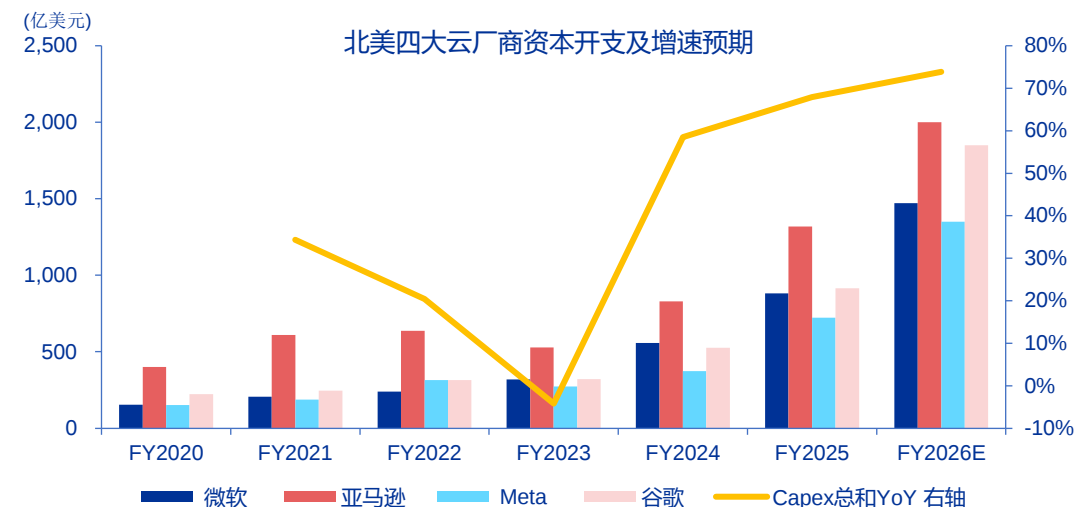
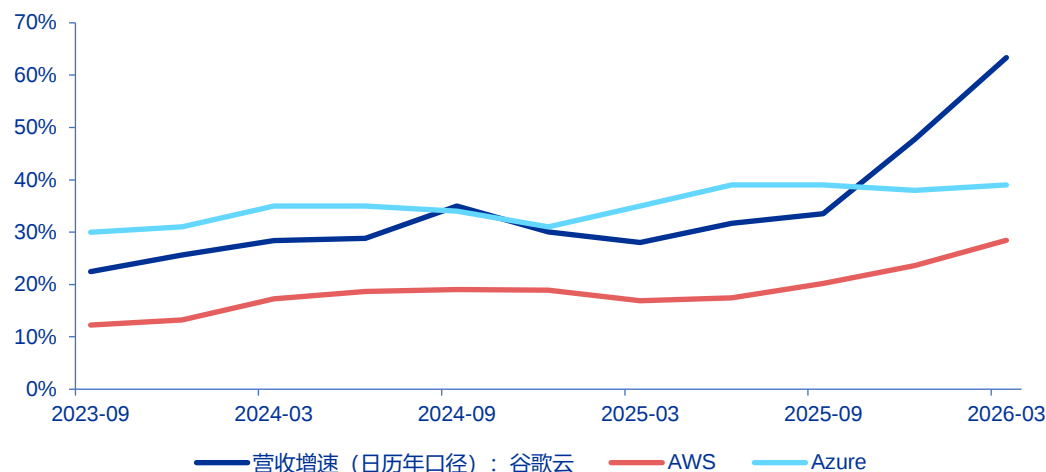


主要内容

1. 大周期上行波段定位：接近2021年高位区域
2. 宏观环境不会趋势性承压
3. 2026年企业盈利前高后低，但不是趋势性回落
4. AI产业趋势有纵深
5. 增量资金：从机构增配权益，到居民增配权益
6. 仍是“大周期上行不怕等”
7. 行情结构百花齐放

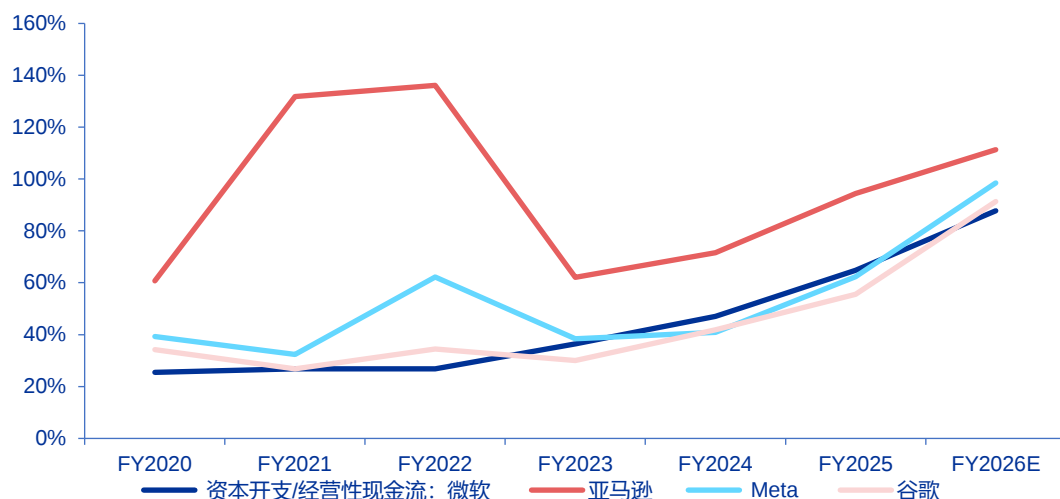
云厂商：资本开支增速维持高位，但AI业务也在验证收入高增

- 26Q1为北美云计算关键财报季，此前市场担忧上游AI硬件通胀抬高成本、下游需求持续性不明朗，但云厂商26Q1基本验证了“有质量的增长”
- 收入端，云厂商收入增速均较25Q4有所回升，其中谷歌云营收增速超预期上行至63%，体现AI平台化综合服务（硬件、大模型、开发和应用）和Anthropic高增的积极作用



云厂商：传统业务被AI增强而非替代，“有质量的增长”仍是未来市场关切

- 谷歌搜索业务营收增速回升 + Meta广告业务量价齐升，AI与传统业务的结合还在探索期，但至少在当期验证下，传统业务“受益于AI赋能”，而非“被AI替代”
- 对于资本开支/经营性现金流，市场并非只关注表观数值，而是综合考虑“投入产出是否高质量”
- 谷歌小幅上修Capex计划，但市场认为当期云增长高质量验证、未来收入确定性强，高投入具备合理性；亚马逊现金流压力较大 + AI服务偏重资产，Meta成本转嫁能力不足 + AI广告前景尚不清晰，市场担忧投资回报率



业绩验证关键点	
谷歌	1) 谷歌云表现亮眼，在四家云厂中收入增速靠前。由硬件（TPU）、大模型（Gemini）、开发和应用（企业 AI 平台）的平台化综合服务贡献。 2) 搜索业务营收增速回升，体现搜索广告未被AI冲击，而是受益AI加速流量回流。 3) Capex-云增长相关性得到验证，市场认为Capex计划略微上修具备合理性
微软	1) 当期业绩表现出色。云收入增速小幅超市场预期，公司首次明确披露AI年化收入（370 亿美元，同比+123%），验证AI与微软B端禀赋结合较好（云、办公、开发者、安全、数据平台）。 2) 市场对微软的担忧主要来自于微软与OpenAI“解耦”、Anthropic对办公软件冲击。
亚马逊	1) 公司AI收入集中在“算力基础设施”，包括Trainium芯片、Bedrock模型超市，产品平台性弱于谷歌和微软。 2) 现金流压力较大。经营现金流近乎全部投入基建，Capex/经营性现金流FY2025为94.5%，2026年可能超过100%，后续市场对云投资回报的验证要求较高。
Meta	1) 广告业务量价齐升增长亮眼，同样验证AI对传统业务是增强、不是吞噬取代。 2) 公司提高Capex计划主要受上游物料涨价影响，但公司暂无云计算业务，无法通过GPU租赁涨价而转嫁成本，而META的GenAI业务仍在商业化早期，市场对ROI担忧短期暂时难以缓解。

大模型：算力成本较高，但定价也有腾挪空间

■ 如何拆分大模型的收入、成本及影响因素？

- 收入：各类产品形态的计价方式不同，其中按Token计费的“云端API”形式占比较高。Token规模化、标准化程度高，也导致了市场容易有“价格战”
- 成本：算力成本占据大部分，其他成本占比较低。算力成本分为可变成本（推理成本、租用的训练算力）和固定成本（自建训练算力）

收入	计价方式
云端API	按token计费，并通过错峰使用打折、预留容量和时间额外收费等方式对需求进行分层
订阅型产品	SaaS 订阅 + (可选) 用量封顶/超额计费
企业级部署/项目制	软件许可费（一次性或年费）+ 版本升级/维保
云渠道分销	按token分成*(1-渠道抽成比例)

成本	计价方式
训练成本	固定成本 (Capex)，一次性投入大额基础设施资金（资本开支），后续逐期摊销
推理成本	可变成本 (Opex)，包括算力、内存、电力、散热冷却等
人力成本	核心团队薪资较高，但成本整体占比明显低于训练和推理部分

■ 考虑收入、成本和当下大模型主流商业模式，我们将大模型定价原理总结如下：

$$\text{大模型定价} = \text{每Token物理成本} \times (1 + \text{效率加成/惩罚}) \times (1 + \text{能力溢价}) \times (1 - \text{生态锁定的价格弹性折扣})$$

不同来源的硬件在成本和效果间的权衡

架构优化提高效率和潜在效果损失的权衡

能力强的旗舰版模型，可以收取溢价

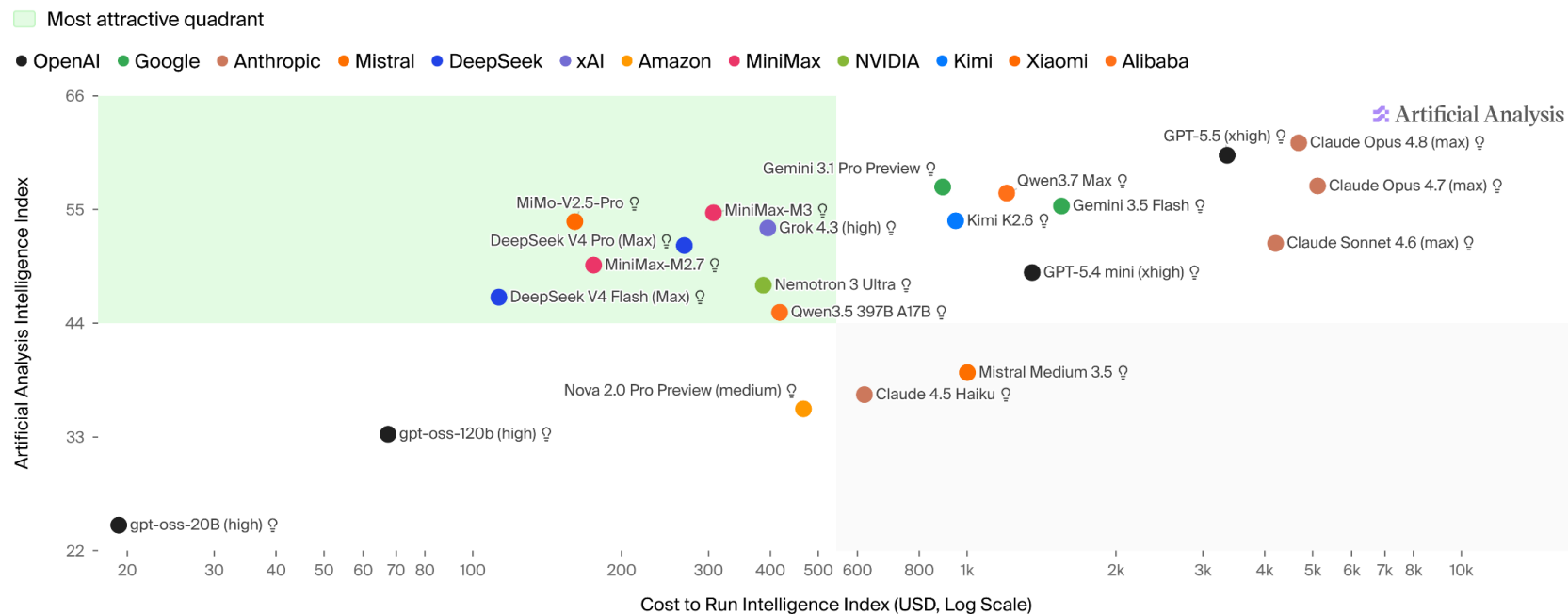
降价占生态位的诉求 > 短期项目利润，公司其他业务提供现金流

大模型：Anthropic预计26Q2实现盈利，头部厂商已经跑通商业模式

- 从两个高市占率大模型的能力与Token定价分布上，可以看到目前有两种较为成功的商业模式：
- **Anthropic：模型能力强 + Token定价高，收入快速增长体现客户愿意支付能力溢价，预计26Q2实现首次季度盈利**
- **DeepSeek：高性价比路线，采用工程优化、国产算力采购降低Token成本，主动降价维持高市占率**
- **两种模式的Token定价均能覆盖固定 + 可变成本，Anthropic的盈利也标志着大模型公司开始为未来算力和训练投入截留资源**

Intelligence vs. Cost to Run Artificial Analysis Intelligence Index

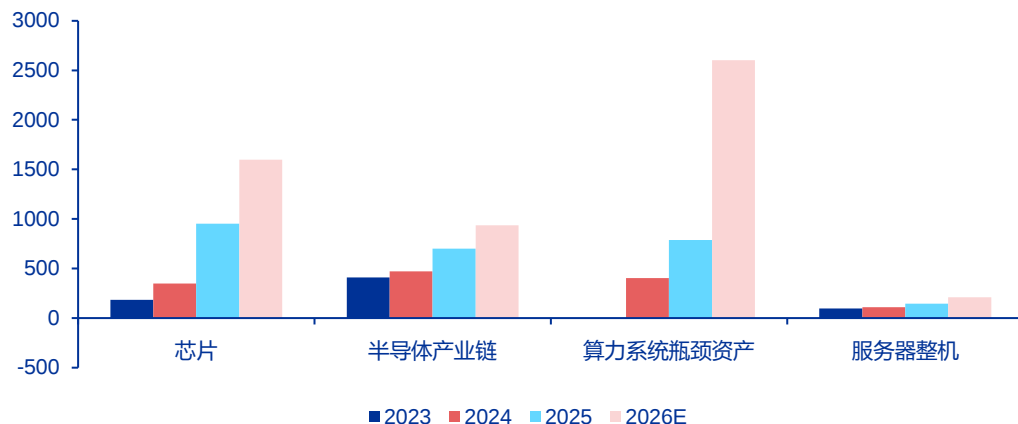
Artificial Analysis Intelligence Index - Cost to run Intelligence Index



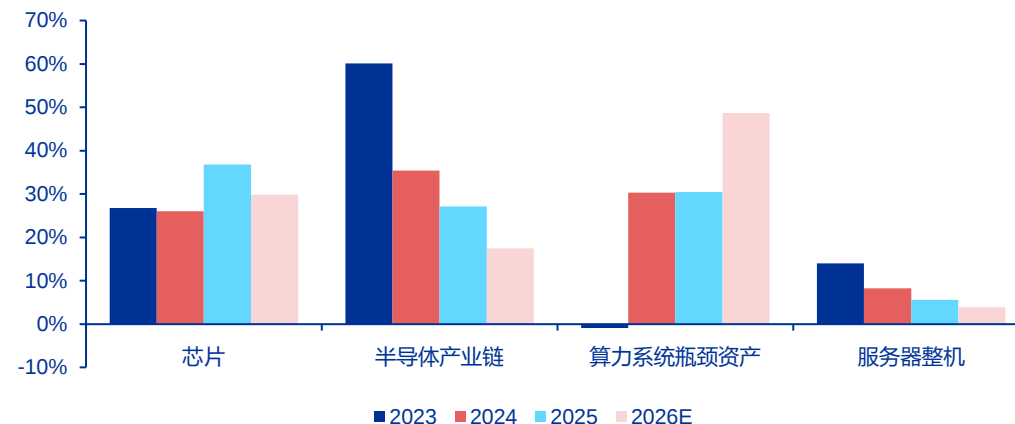
硬件：算力通胀此起彼伏，但产业链利润分配也在迁移

- 如何从全球AI产业链的角度，理解A股算力产业链的相对位置？
- 全球算力通胀仍在持续：2023年以来，各环节代表上市公司的利润绝对值均在快速上行
- 但算力资产内部分额有所迁移：芯片高位震荡，算力系统瓶颈快速上行，半导体产业链和服务器整机回落

产业链代表上市公司利润绝对值（亿美元）



产业链代表上市公司利润占比



资料来源：Wind，申万宏源研究；注：利润占比仅为选取样本个股汇总计算数据，并非产业链实际利润占比，但个股内部占比的时间序列变化也有参考意义

算力系统瓶颈利润份额提升，是25年以来亚洲科技资产跑赢的基础

- 算力产业链利润分配的迁移，也是2025年以来全球科技资产收益变化的线索：2023-2024年，芯片和服务器是大模型训练的底层资源；2025年至今，北美AI基建需求与制造业供给的错配，驱动算力产业链利润向“瓶颈环节”迁移，比芯片更贵的是芯片能否被高效调度，决定资本开支回报率的系统约束被重估
- 亚洲制造国科技资产中“瓶颈环节”含量更高，因此2025年以来股价表现更为靠前
- 2025年以来，A股海外算力基本面变化 = 算力Beta + 系统瓶颈溢价alpha

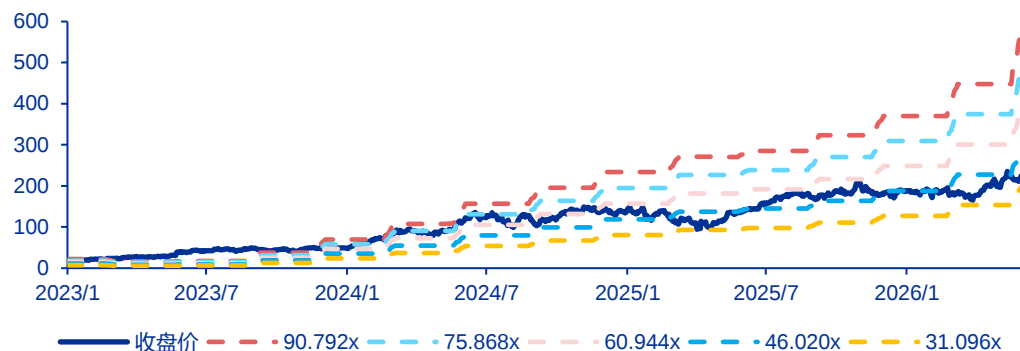
年度涨跌幅		2023	2024	2025	2026	趋势图
芯片	GPU	239.0%	179.8%	40.4%	9.3%	
	ASIC	83.7%	95.1%	11.3%	90.8%	
半导体产业链	先进制程代工	42.2%	88.5%	49.8%	35.6%	
	半导体设备	68.7%	-5.1%	53.6%	58.7%	
	封装测试	60.9%	14.8%	62.0%	103.8%	
算力系统瓶颈资产	存储	67.4%	-4.8%	197.5%	172.0%	
	光互联	100.3%	78.3%	268.3%	111.8%	
	光纤光缆	-7.3%	38.2%	180.4%	182.8%	
	燃机	-22.6%	114.8%	226.9%	119.7%	
	PCB产业链	73.1%	41.9%	183.7%	158.3%	
服务器整机		138.0%	60.8%	54.2%	29.9%	
云计算		94.8%	37.2%	25.1%	-1.5%	

信息技术行业涨跌幅 %	2023年	2024年	2025年	2026年初至今	趋势图
美国股市	56.4	35.7	23.3	16.8	
欧洲股市	32.7	11.3	10.4	38.2	
英国股市	37.3	12.5	5.9	9.4	
日本股市	44.8	9.4	29.8	48.6	
韩国股市	33.4	-22.8	127.9	172.2	
A股市场	3.0	12.6	47.2	36.7	
中国台湾市场	41.4	52.6	37.1	64.6	
港股市场	-17.6	43.3	37.5	-16.6	

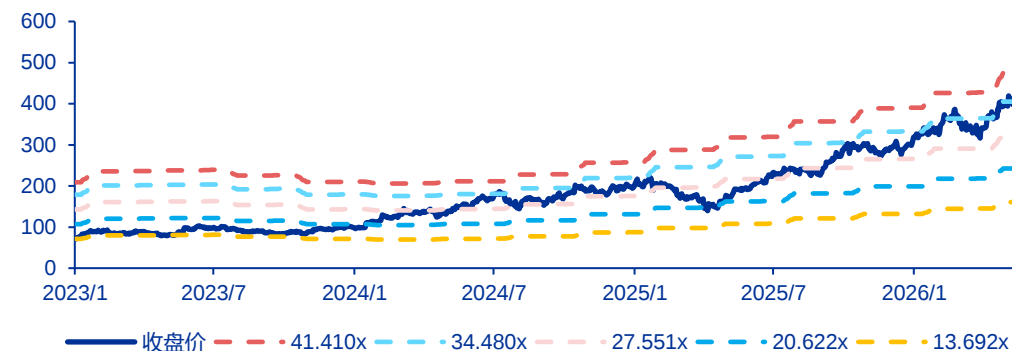
当前亚洲科技瓶颈资产正在抢跑“溢价久期拉长”

- 产业链份额决定硬件估值中枢：例如，25年下半年以来英伟达GPU芯片份额被ASIC芯片挤占，EPS还能驱动股价创新高，但估值中枢有所回落；台积电能够保持产业链卡位，估值中枢基本稳定
- A股光通信、韩国存储短期估值尝试突破历史中枢，试图定价瓶颈溢价的久期拉长，中期可能是演进方向，但提前抢跑的定价对短期宏观冲击较为敏感

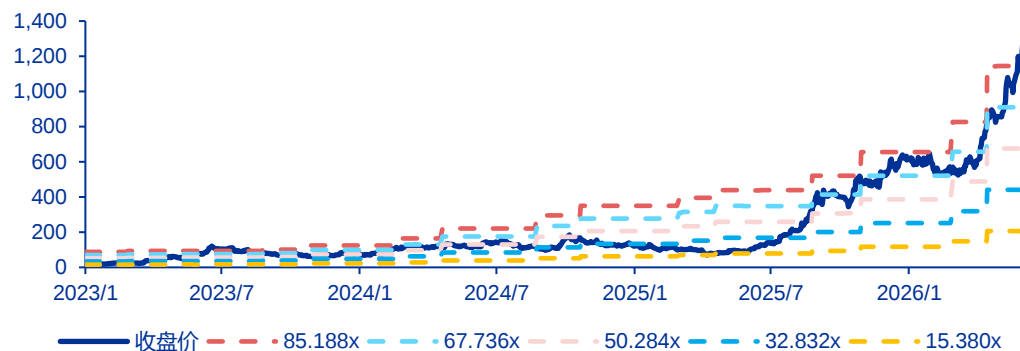
英伟达PE Band (PE-TTM)



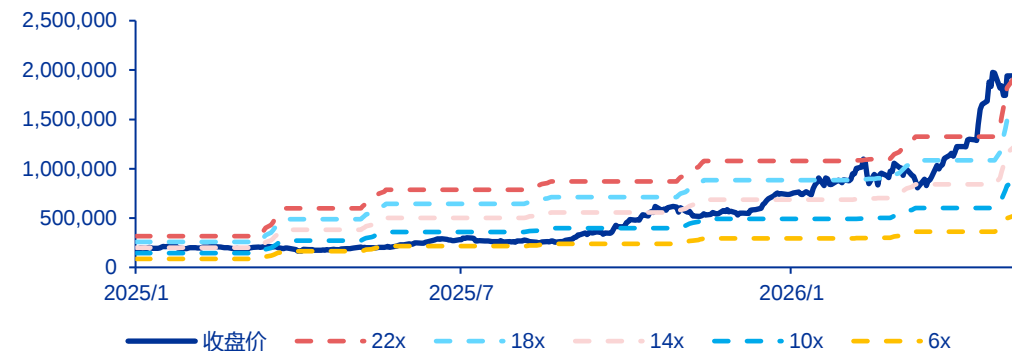
台积电PE Band (PE-TTM)



中际旭创PE Band (PE-TTM)



海力士PE Band (PE-TTM)

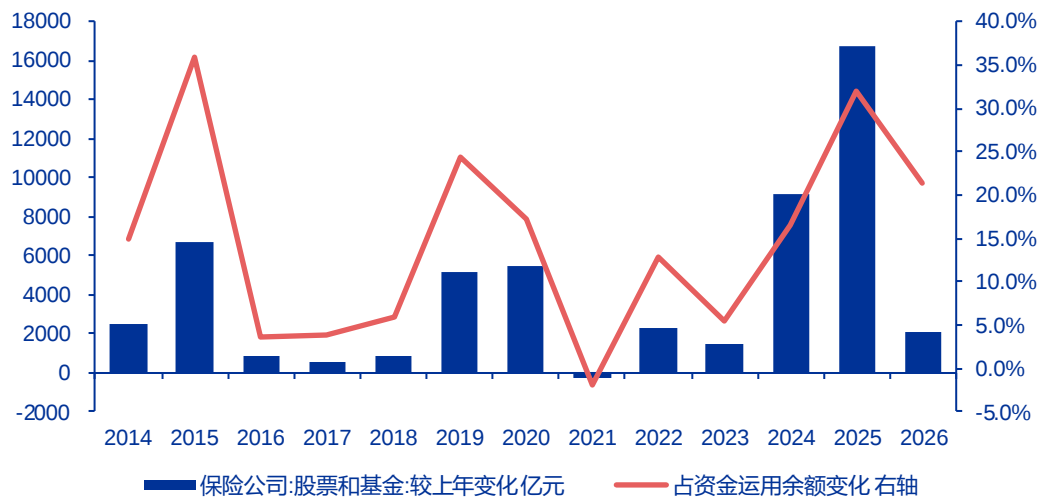


主要内容

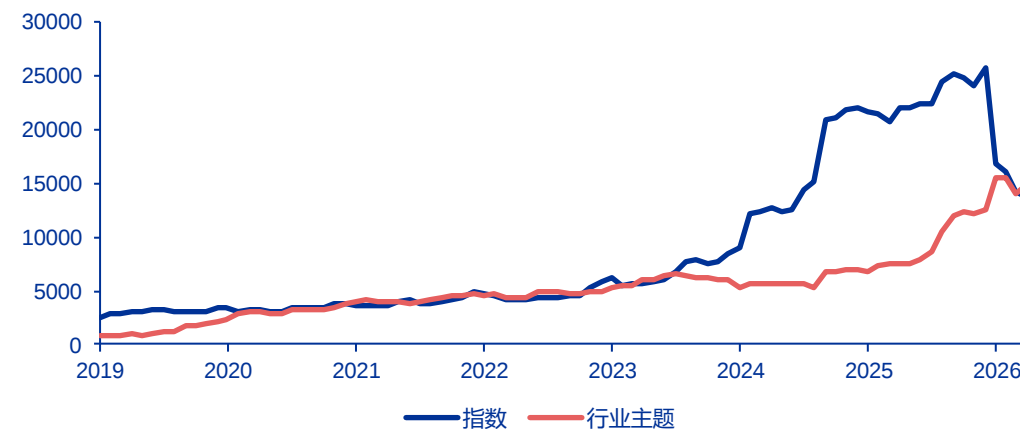
1. 大周期上行波段定位：接近2021年高位区域
2. 宏观环境不会趋势性承压
3. 2026年企业盈利前高后低，但不是趋势性回落
4. AI产业趋势有纵深
5. 增量资金：从机构增配权益，到居民增配权益
6. 仍是“大周期上行不怕等”
7. 行情结构百花齐放

本轮“先进来的钱”：ETF、配置类资金、固收+、量化资金

- 大周期上行的增量资金区分“先进来的钱”（资本市场改革，资产管理行业发展）和“后进来的钱”（赚钱效应累积，存款搬家）
- 本轮“先进来的钱”主要来自于保险、固收+、ETF和私募量化，这背后核心是，居民理财端从不含权到含权，而机构投资端从权益低仓位到高仓位。这使得本轮结构性上涨，提估值行情演绎更普遍

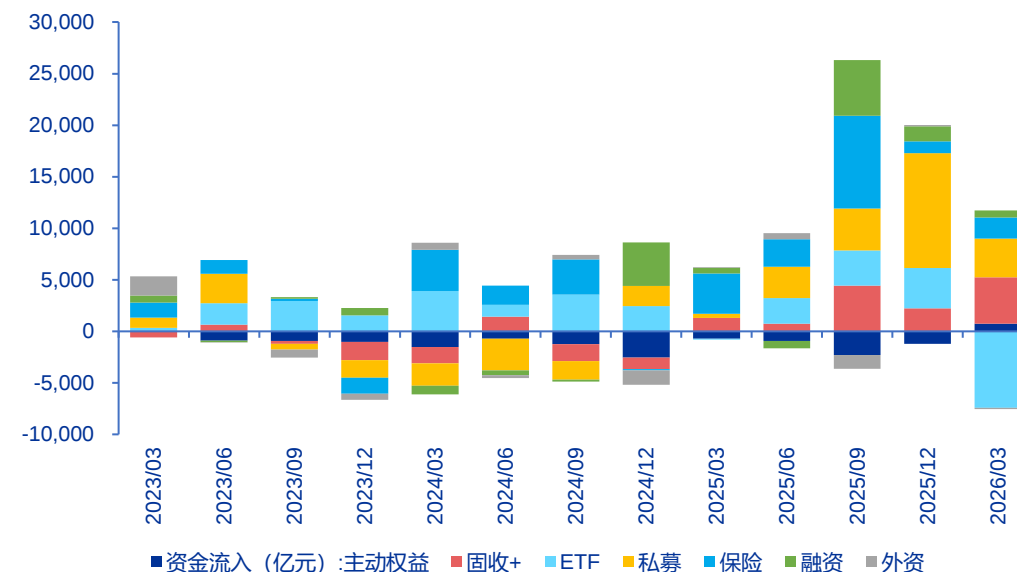
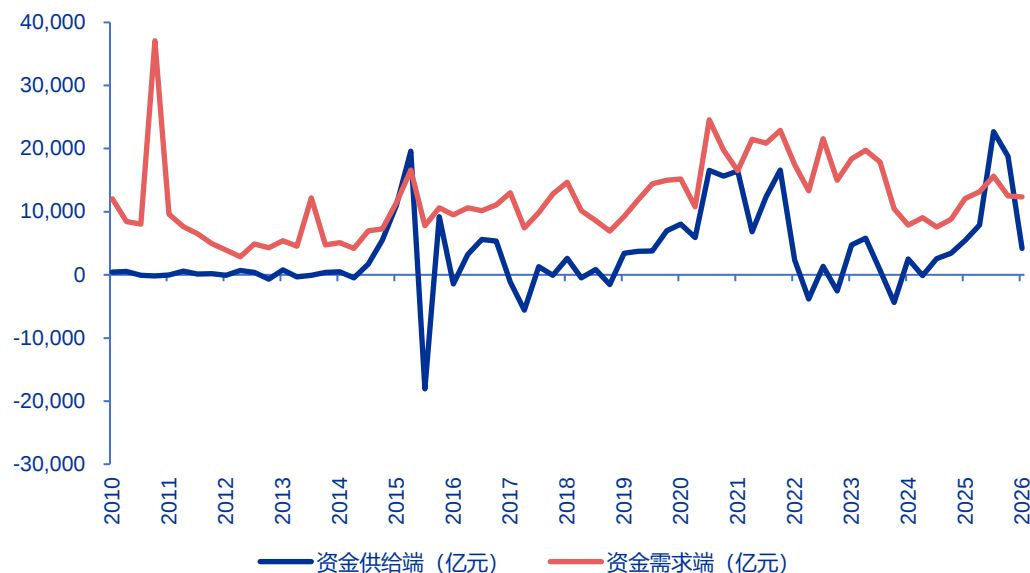


ETF分类规模 (亿元)



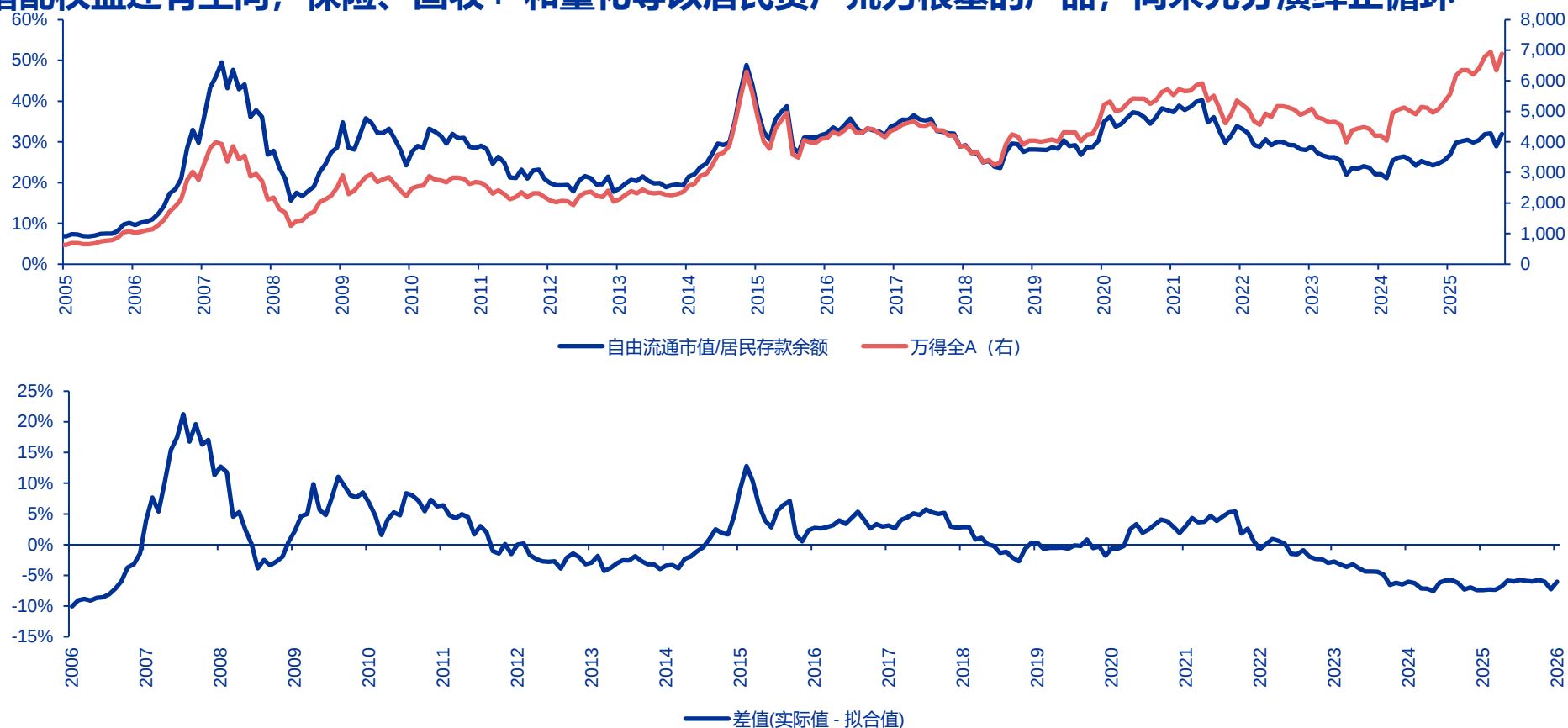
有钱的“结构性行情”：2025年增量资金来源比2013和2016-17更丰富

- 我们综合考虑各类资金计算股票市场增量资金，重点包括：主动权益、固收+、ETF、私募、保险、融资和外资
- 2024-25年结构性上涨的增量资金规模，已经与历史全面上涨阶段(2015、2021)接近，显著高于历史结构性上涨阶段(2013年、2016-17年)
- 历史结构性上涨中，金融改革带来的增量资金仅带来初步增量，而2025年金融改革带来的增量已经是兑现期，包括长期资金入市(保险增量)、居民资产荒(固收+和私募量化增量)、被动化趋势(ETF增量)



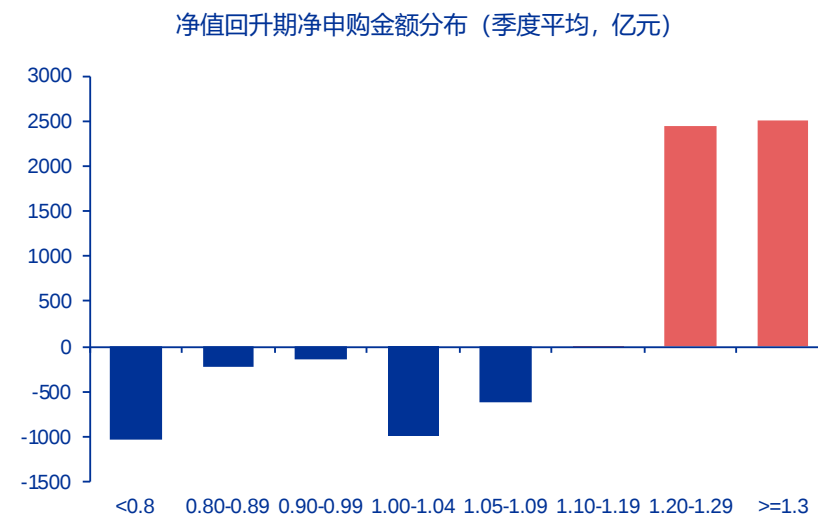
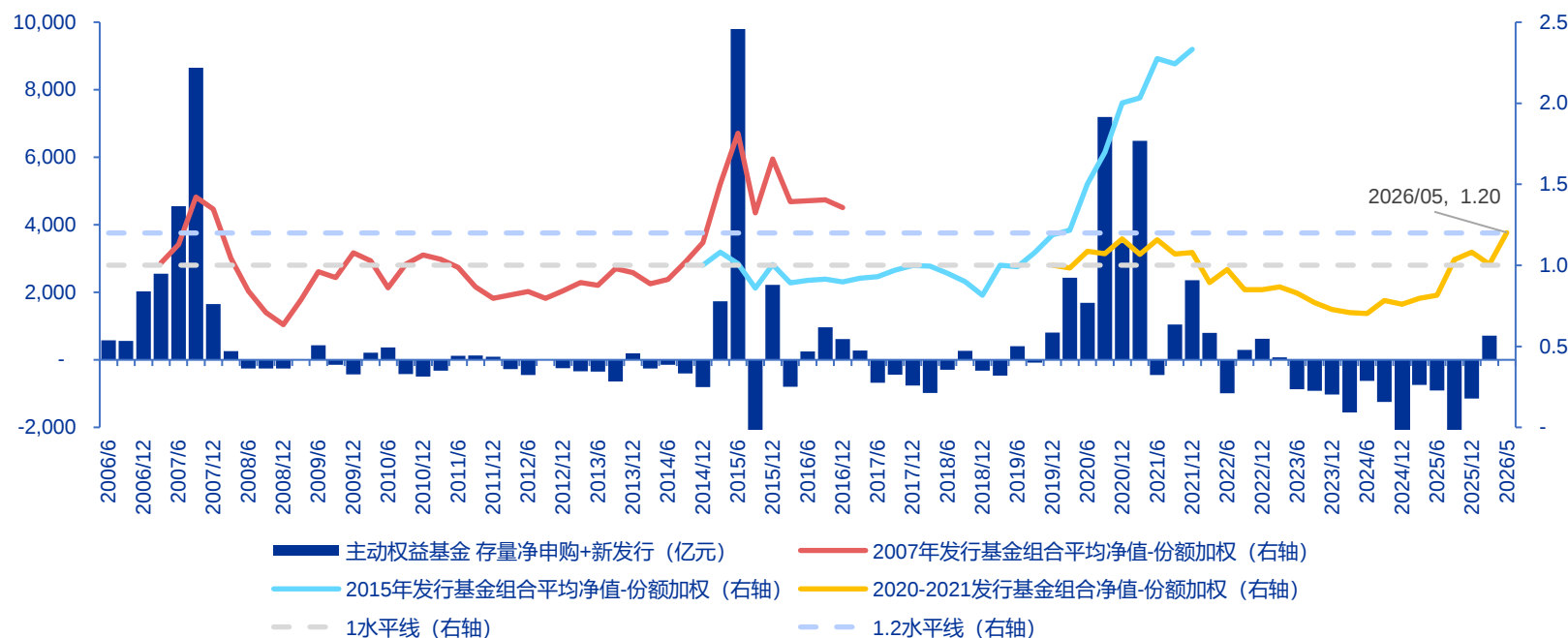
增量资金流入仍有空间：从机构增配权益，转向居民增配权益

- 尽管25Q3增量资金流入已与历史全面上涨阶段可比，但本轮增量资金流入仍有空间
- 后续看点从机构增配权益，转向居民增配权益：A股自由流通市值/居民存款余额 仍处于相对低位，如果剔除股价影响，则仍处于绝对低位
- 居民增配权益还有空间，保险、固收+ 和量化等以居民资产荒为根基的产品，尚未充分演绎正循环



后进来的钱：增量资金正循环的条件已经具备！

- 上一轮申购高峰发行的基金净值回升过程中，基民倾向于“回本”附近先赎回、净值明显回升后再大幅申购
- 关键净值点位是多少？基金净值在1-1.09区间流出幅度相对较大，但超过1.1后不再赎回，超过1.2后净流入加速
- 2020-21年新发行高峰的产品净值，已经站上1.2，居民加速增配权益的条件已具备
- 短期的阻力，可能来自于2021年的学习效应。市场需要一个“这一轮与2021年不同”的投资故事，强化增量资金正循环，可能的来源包括：AI产业趋势纵深高于新能源和互联网；2021年本就不是完整上涨行情，基本面周期性改善 + 国别相对力量变迁，可能驱动本轮行情走向完整



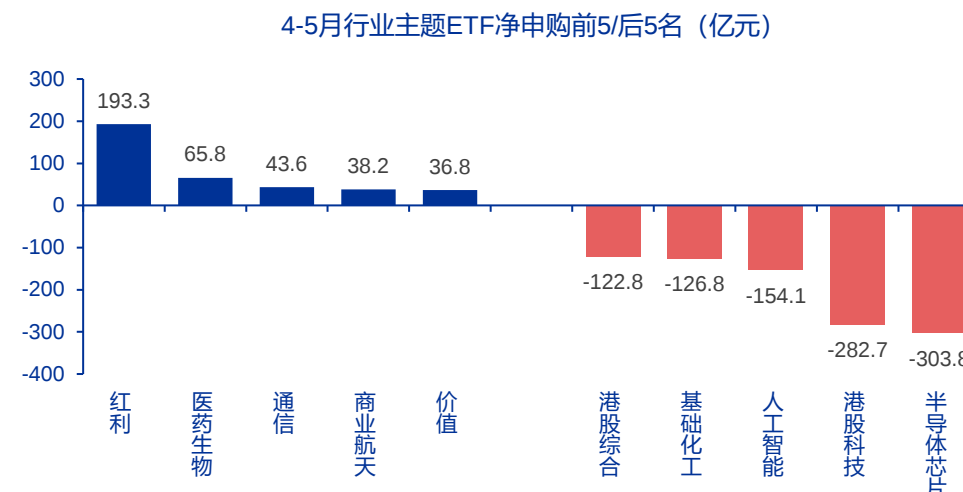
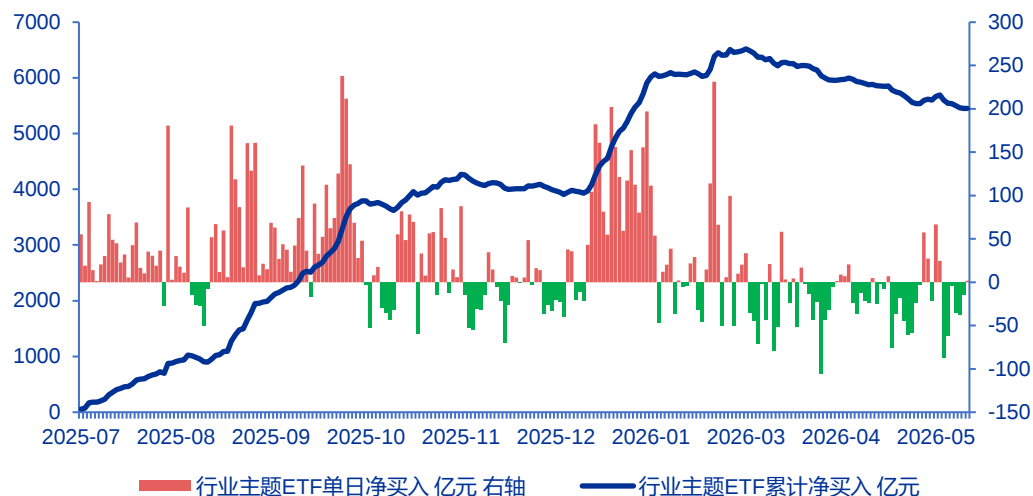
若规范“先进来的钱”是否会引发大周期波折？

- 增量资金正循环还处于不容易被破坏的阶段：
 1. 增量资金正循环尚不充分，“后进来的钱”还有流入空间
 2. “先进来的钱”扎根于居民资产荒，现阶段主要是局部风险累积
- 后续重点关注：行业ETF进一步规范空间有限。而单一赛道主动公募，以及相应的互联网渠道可能是监管关注点，这类资金本身高换手，市场影响大，但风险累积相对可控。固收+ 产品权益仓位普遍向上限逼近，配置类资金权益委外也倾向于追逐弹性，后续若防风险加码，权益仓位有下调空间

一级行业	配置系数			配置比例		
	26Q1	26Q1-25Q4	2017年来分位数	26Q1	26Q1-25Q4	2017年来分位数
电子	1.15	-0.02	47%	12.8%	-0.7%	94%
有色金属	2.35	-0.75	78%	11.7%	-3.2%	92%
电力设备	1.46	0.13	58%	11.1%	1.9%	89%
通信	2.05	0.13	100%	7.7%	1.0%	100%
非银金融	0.97	-0.15	72%	5.7%	-1.9%	58%
银行	0.40	0.05	11%	5.2%	0.5%	6%
食品饮料	1.23	0.30	28%	5.0%	1.2%	6%
基础化工	1.13	-0.05	61%	4.7%	0.2%	86%
机械设备	0.92	0.05	39%	4.4%	0.2%	86%
煤炭	2.08	1.33	100%	4.2%	2.9%	100%
家用电器	1.90	-0.05	39%	3.4%	-0.4%	28%
医药生物	0.58	0.02	3%	3.3%	0.1%	3%
国防军工	1.07	0.20	72%	2.9%	0.5%	100%
交通运输	0.91	-0.13	11%	2.7%	-0.4%	6%
汽车	0.73	-0.06	6%	2.7%	-0.4%	11%
石油石化	0.59	0.22	83%	2.2%	1.0%	72%
公用事业	0.53	-0.59	36%	1.8%	-1.7%	42%
计算机	0.46	-0.01	0%	1.7%	-0.2%	0%
钢铁	1.27	0.44	94%	1.2%	0.4%	86%
轻工制造	1.17	-0.09	39%	1.1%	-0.1%	28%
建筑材料	1.15	-0.15	42%	1.0%	0.0%	28%
传媒	0.58	-0.57	11%	0.9%	-0.9%	8%
房地产	0.55	0.28	3%	0.6%	0.3%	3%
商贸零售	0.52	0.16	22%	0.4%	0.1%	8%
环保	0.51	-0.21	44%	0.4%	-0.1%	44%
纺织服饰	0.64	-0.30	42%	0.4%	-0.2%	25%
农林牧渔	0.36	-0.06	0%	0.4%	-0.1%	0%
建筑装饰	0.18	0.00	3%	0.3%	0.0%	6%
社会服务	0.55	-0.21	3%	0.2%	-0.1%	3%
美容护理	0.16	-0.10	14%	0.0%	0.0%	6%

短期资金供需特征：增量资金向更细分赛道聚焦，结构性行情持续深化

- 短期资金供需的特殊特征：科技结构性行情快速演绎，但行业ETF继续赎回，而单一赛道主动公募显著申购
- 25Q4-26Q1行业ETF规模扩张对A股结构性行情的推动作用明显。但26Q2以来，行业ETF总体规模扩张陷入停滞，内部结构分化，且出现了科技赛道行情演绎，但行业ETF被阶段性净赎回的情况



26Q1单一赛道主动公募规模扩张已与行业ETF相当

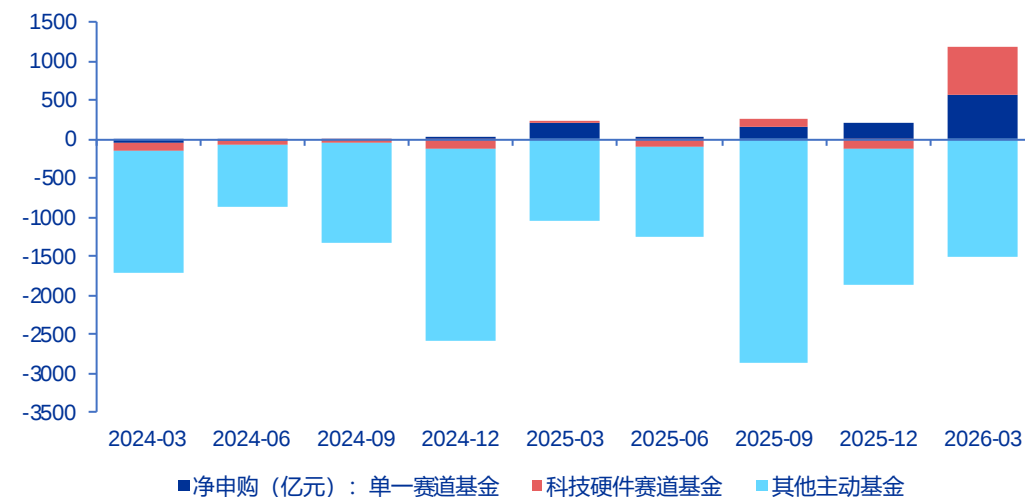
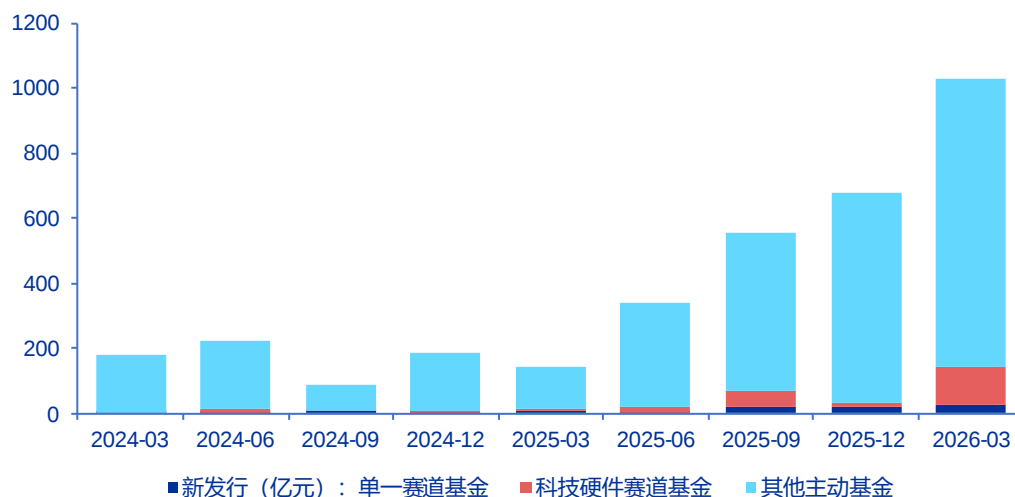
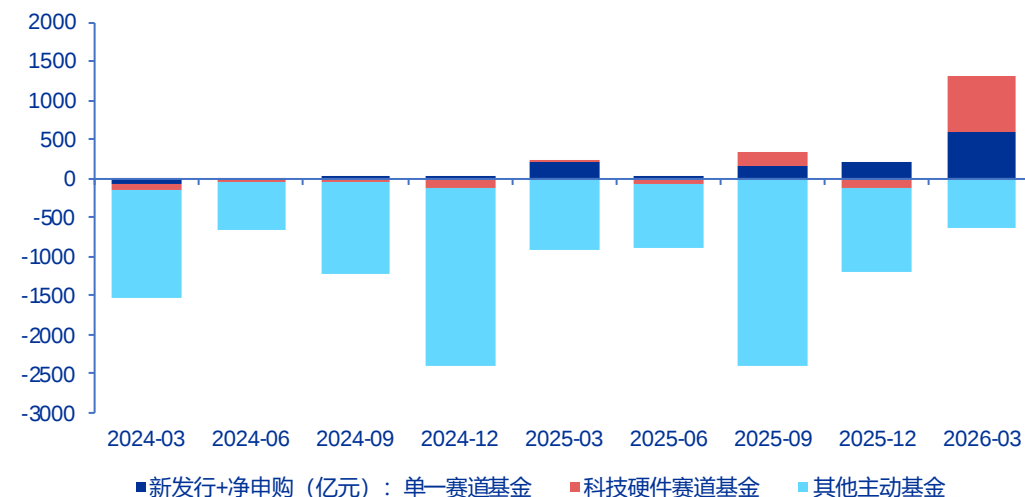
- 行业ETF新指数、新产品审批收紧，而现有产品对部分科技细分的代表性不足，于是部分主动公募聚焦单一赛道，填补行业ETF空缺
- 单一赛道主动公募分两类：
 1. 同赛道已有代表性较强的行业ETF覆盖：典型是半导体材料设备、机器人、商业航天、光通信等。26Q1净流入为353亿元，低于同赛道行业ETF的782亿
 2. 细分赛道的行业ETF代表性不足：典型是存储、光纤、AI电源等。26Q1净流入为231亿元

单一赛道	26Q1主动基金规模(亿元)	26Q1同类ETF规模(亿元)	26Q1主动基金净申购(亿元)	26Q1同类ETF净申购(亿元)	26Q1主动基金涨跌幅(%)	26Q1ETF涨跌幅(%)
半导体材料设备	432.2	417.9	136.6	326.7	6.0	6.2
机器人	395.1	36.8	-70.1	1.8	-15.9	-14.0
商业航天	298.5	308.8	141.6	196.9	-2.8	-2.7
光通信	296.7	170.2	-33.3	192.5	4.6	3.9
黄金	180.3	218.0	97.7	35.7	13.6	9.7
AI应用	131.4	313.5	89.8	93.7	-2.4	-11.1
光伏	93.7	166.2	-8.6	-24.6	-3.0	7.4
游戏	5.3	113.5	0.1	-32.2	-10.7	-12.0
智能驾驶	3.4	27.6	0.5	6.3	-13.5	-10.5
AI端侧	3.2	32.6	-0.6	-21.7	-13.6	-5.0
低空经济	1.8	20.4	-0.2	6.7	-13.0	-6.6
总计	1841.6	1825.6	353.5			

单一赛道	26Q1主动基金规模(亿元)	26Q1主动基金净申购(亿元)	26Q1ETF涨跌幅(%)
存储	201.5	78.0	19.2
光纤	134.6	100.2	54.6
AI电源	49.0	22.9	10.2
锂矿	46.2	8.8	13.9
可控核聚变	31.6	16.1	-4.4
固态电池	16.1	2.6	-10.1
PCB	7.2	-0.5	-0.7
IDC	4.3	1.1	-11.9
脑机接口	2.5	1.8	-14.2
太空光伏	0.7	0.2	-15.4
量子科技	0.2	0.0	3.0
总计	494.0	231.1	

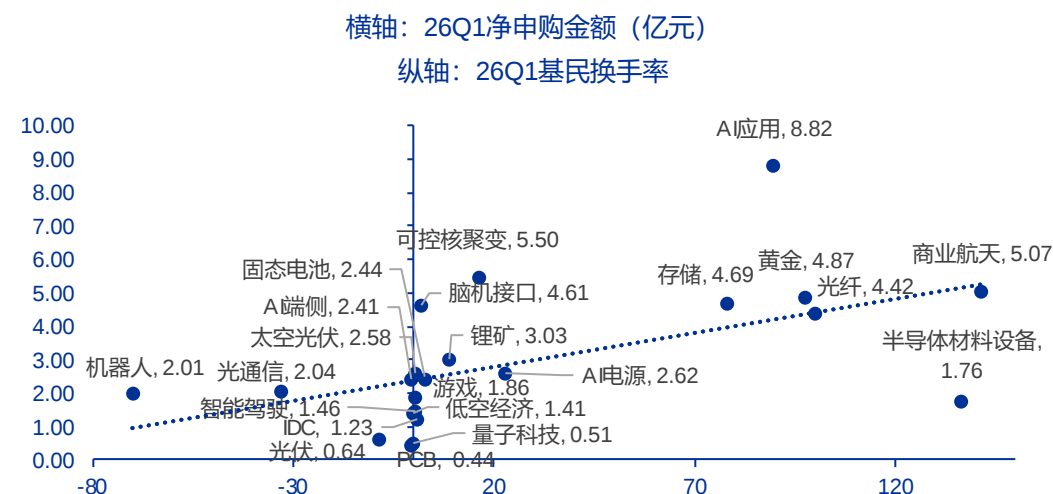
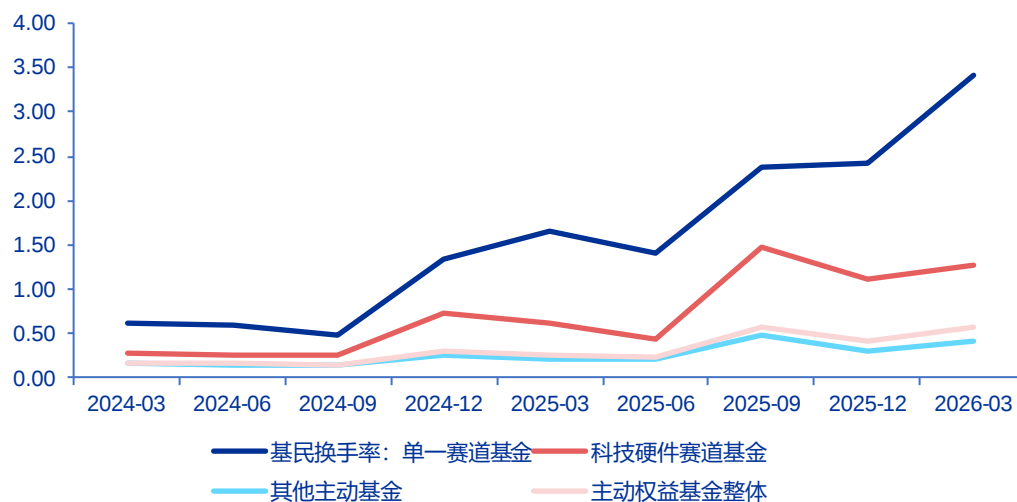
26Q1多赛道科技基金和单赛道基金新增规模开始放量

- 26Q1主动公募规模重回扩张，拆分新发行 + 净申购结构：多赛道科技基金、单赛道基金新增规模均明显放量，而一般主动公募规模仍边际收缩（赎旧买新，总体规模回落）
- 26Q1增量资金已向科技赛道聚焦，26Q2该趋势可能进一步增强



考虑基民换手率后，单一赛道主动公募对边际定价的影响更大

- 26Q1单一赛道主动公募基金换手率为3.42倍，科技赛道中，商业航天、光纤、存储等赛道约5倍，最高的AI应用约9倍。相比之下，26Q1科技硬件赛道基金基民换手率为1.27，其他主动基金仅为0.41
- 26Q1行业ETF是主要的边际资金，而26Q2行业ETF净流入偏弱，单一赛道主动公募边际定价能力再增强，成为科技赛道一枝独秀 + 龙头占优特征的边际资金
- 单一赛道主动公募是基民换手率明显偏高，对交易层面的实际影响进一步放大。这意味着，市场潜在波动率已经提升，上行波段拥抱正循环，调整波段也需警惕负循环



资料来源：Wind，申万宏源研究；注：基民换手率 = (本季基金申购份额 + 基金赎回份额)/本季初和季度末基金总份额的均值

短期市场特征：结构性行情持续深化、分化加剧，其他方向提前调整

- 短期结构性行情持续深化的资金供需来源：
- 1) 短期龙头占优：行业ETF和单一赛道主动公募主导的行情，增量博弈的方向聚焦，赚钱效应同样聚焦
- 2) 非科技行业虹吸效应显著：非赛道公募相对公募总体，配置比例偏高的行业主要是医药生物、电力设备、基础化工、食品饮料、有色金属、银行和非银金融等。这些方向，在主动公募端面临着减量博弈的环境

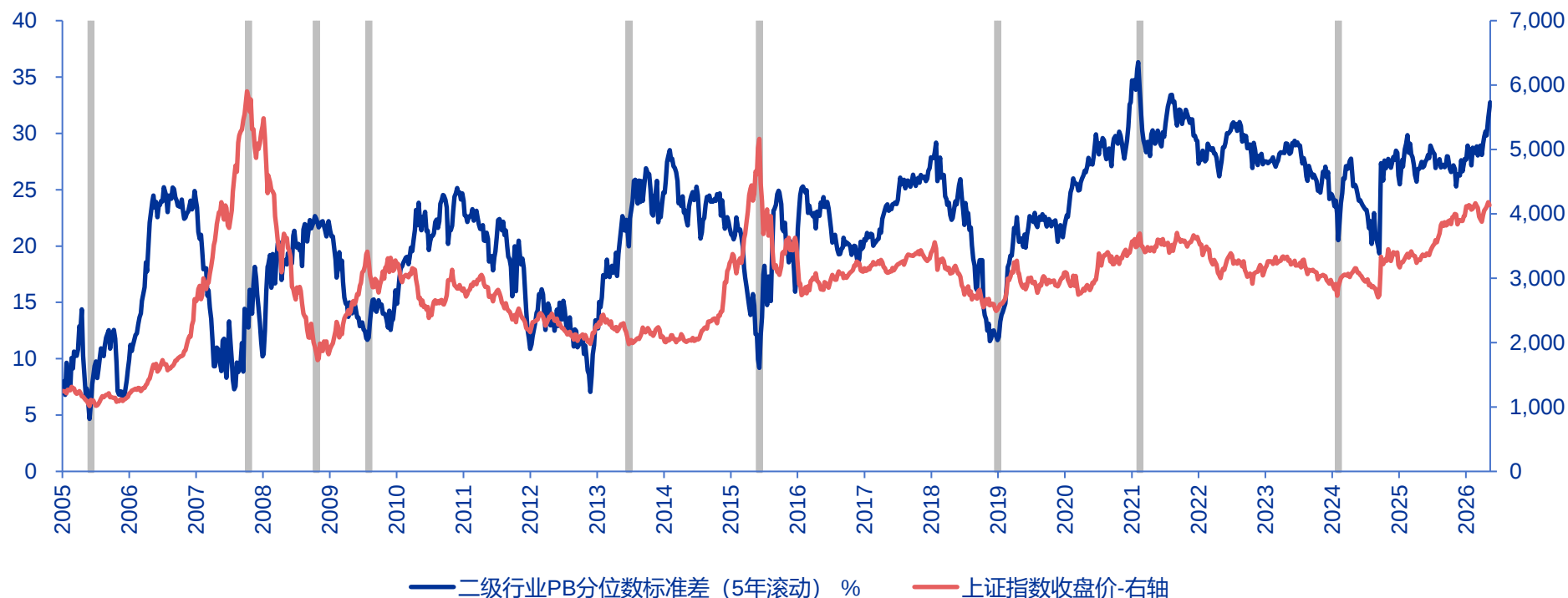
	非科技主题主动权益基金		所有主动权益基金		非主题 - 全部基金	
	配置系数	配置比例	配置系数	配置比例	配置系数	配置比例
医药生物	1.85	10.5%	1.48	8.4%	0.4	2.1%
电力设备	1.94	14.6%	1.69	12.8%	0.3	1.8%
基础化工	1.33	5.5%	1.07	4.4%	0.3	1.0%
食品饮料	1.33	5.3%	1.07	4.3%	0.3	1.0%
有色金属	1.54	7.6%	1.40	7.0%	0.1	0.7%
银行	0.19	2.5%	0.15	2.0%	0.0	0.5%
非银金融	0.32	1.9%	0.26	1.5%	0.1	0.4%
交通运输	0.68	2.0%	0.54	1.6%	0.1	0.4%
家用电器	1.30	2.3%	1.10	1.9%	0.2	0.4%
石油石化	0.41	1.5%	0.33	1.2%	0.1	0.3%
农林牧渔	1.18	1.2%	0.92	0.9%	0.3	0.2%
商贸零售	0.58	0.5%	0.37	0.3%	0.2	0.2%
煤炭	0.42	0.8%	0.33	0.7%	0.1	0.2%
国防军工	0.93	2.6%	0.88	2.4%	0.0	0.2%
建筑材料	1.22	1.0%	1.06	0.9%	0.2	0.1%
钢铁	0.68	0.6%	0.56	0.5%	0.1	0.1%
传媒	0.73	1.1%	0.67	1.0%	0.1	0.1%
社会服务	0.81	0.3%	0.59	0.3%	0.2	0.1%
公用事业	0.13	0.4%	0.10	0.3%	0.0	0.1%
环保	0.43	0.3%	0.35	0.3%	0.1	0.1%
房地产	0.38	0.4%	0.33	0.3%	0.1	0.1%
纺织服饰	0.44	0.3%	0.36	0.2%	0.1	0.0%
美容护理	0.58	0.1%	0.46	0.1%	0.1	0.0%
建筑装饰	0.29	0.5%	0.28	0.5%	0.0	0.0%
轻工制造	0.68	0.6%	0.65	0.6%	0.0	0.0%
汽车	1.09	4.0%	1.12	4.1%	0.0	-0.1%
计算机	0.35	1.3%	0.40	1.5%	-0.1	-0.2%
机械设备	0.96	4.6%	1.04	5.0%	-0.1	-0.4%
通信	2.45	9.2%	3.46	13.1%	-1.0	-3.8%
电子	1.47	16.3%	1.95	21.7%	-0.5	-5.4%

主要内容

1. 大周期上行波段定位：接近2021年高位区域
2. 宏观环境不会趋势性承压
3. 2026年企业盈利前高后低，但不是趋势性回落
4. AI产业趋势有纵深
5. 增量资金：从机构增配权益，到居民增配权益
6. 仍是“大周期上行不怕等”
7. 行情结构百花齐放

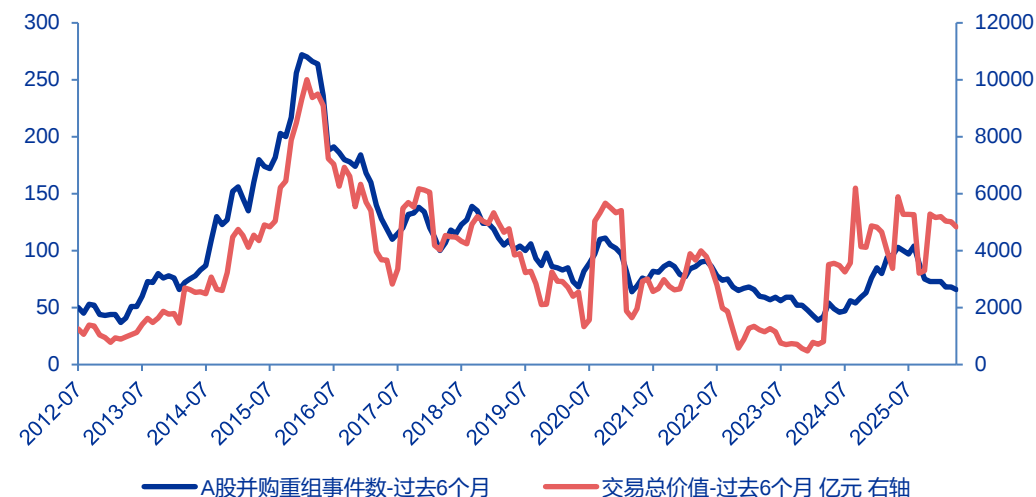
2021年也不是完整的大周期上行波段

- 两阶段上涨，本质是等待行情内涵更丰富的过程：结构性上涨阶段少数行业拔估值，市场估值标准差上升；全面性上涨阶段拔估值的行业数量增加，市场估值标准差收窄
- 以此视角来看，2021年其实不是完整的大周期上行波段：2017年是第一个估值分化的高位，2021年将拔估值方向补齐，赚钱效应从少数核心资产扩散到泛核心资产、从大盘成长扩散到小盘成长，但不是全市场的拔估值扩散



思考市场再突破的条件：新经济产业趋势再进步

- 海外方面，AI资本开支上修，技术路线变迁、算力通胀方向此起彼伏仍有空间
- 国内方面，创投一级市场融资额已经处于上行趋势，当前已接近2017-2018年景气区间高位，距离2020-2021年高位还有空间
- 一二级市场联动明显增强：2024年三季度以来，A股并购重组交易规模明显回升，产业资本活跃度持续修复



新能源、高端装备制造投融资已突破历史新高，信息技术接近历史高点

- 新能源（智能电网拉动）、高端装备制造的创投融资规模已经突破22年历史高点，信息技术接近历史高点，电子信息产业回到高点的近70%
- 材料、新能源汽车、新基建恢复至高点的50%以上，医疗健康、物联网低位回暖

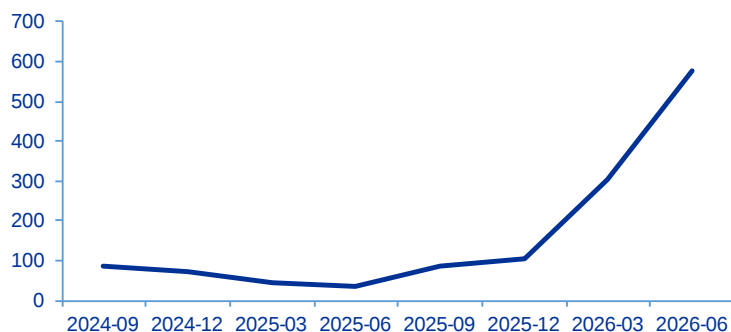
我国创投市场总量及部分重点新经济行业融资额（TTM，亿元人民币）

	总量（非金融）	医疗健康	物联网	电子商务	高端装备制造产业	消费生活	信息技术	电子信息产业	新基建	新能源汽车产业	新能源产业	材料
2019-12	12069	1737	719	975	548	1262	2712	939	330	439	402	1014
2020-12	17327	3174	706	1060	1040	1454	3333	3051	583	747	404	1390
2021-12	24419	3845	1075	1576	1538	2820	5355	3515	1478	1252	834	2113
2022-12	15612	1879	450	549	903	1040	2300	2879	712	1228	1013	2468
2023-12	14889	1590	376	428	911	1380	1823	2867	304	1067	725	2078
2024-12	10023	880	119	229	686	994	1767	1903	306	697	534	1001
2025-12	10978	1381	344	111	1067	1724	2934	1918	696	769	1185	1583
2026-03	12437	1462	349	109	1315	1768	3791	2260	672	826	1136	1557
2026-06	14126	1506	421	196	1556	613	5127	2425	821	828	1456	1645
占高点比重	57.8%	39.2%	39.1%	12.4%	101.1%	21.7%	95.7%	69.0%	55.5%	66.1%	143.8%	66.6%
趋势图												

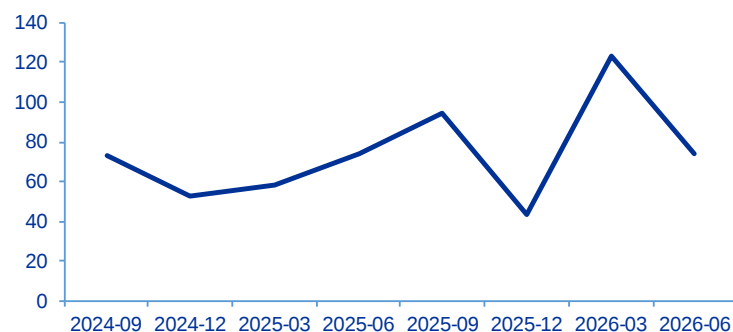
国内科技产业纵深正在被低估：AI产业链、泛军工领域创投融资活跃

- 26Q2改善明显的一级行业（信息技术、电子、高端装备），主要由哪些细分领域拉动？
- AI产业链：上游硬件（光电芯片、功率半导体），中游大模型，下游应用（机器人）
- 泛军工领域：卫星火箭制造、无人机

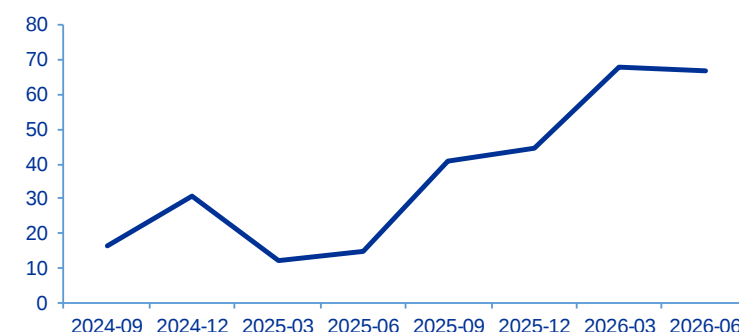
单季创投融资金额：人工智能-大模型方案提供商（亿元）



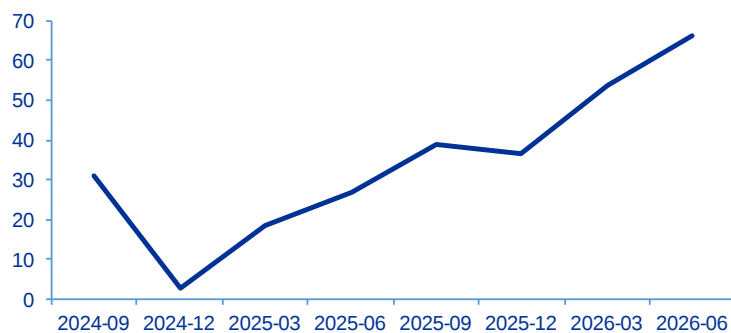
单季创投融资金额：电子信息-光电芯片研发（亿元）



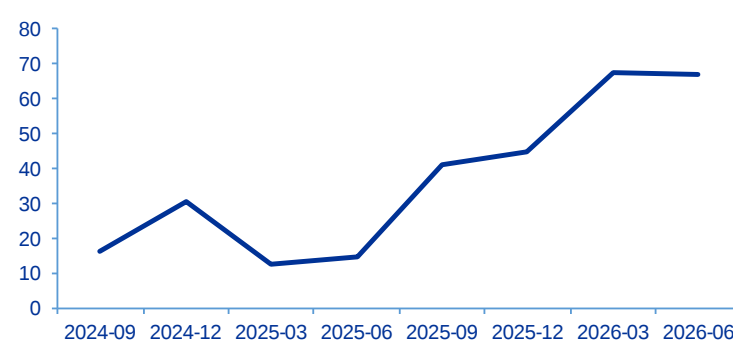
单季创投融资金额：信息技术-半导体分立器件（亿元）



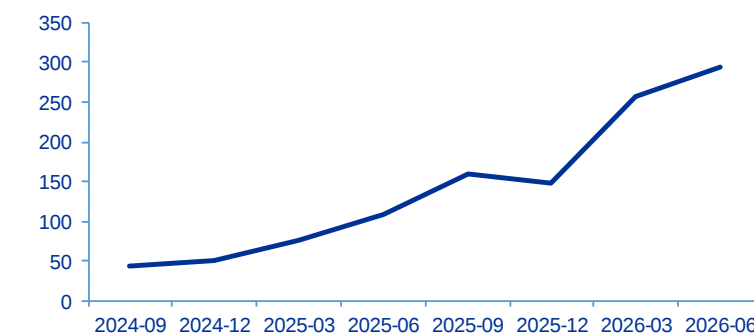
单季创投融资金额：高端装备-卫星火箭制造（亿元）



单季创投融资金额：信息技术-无人机（亿元）

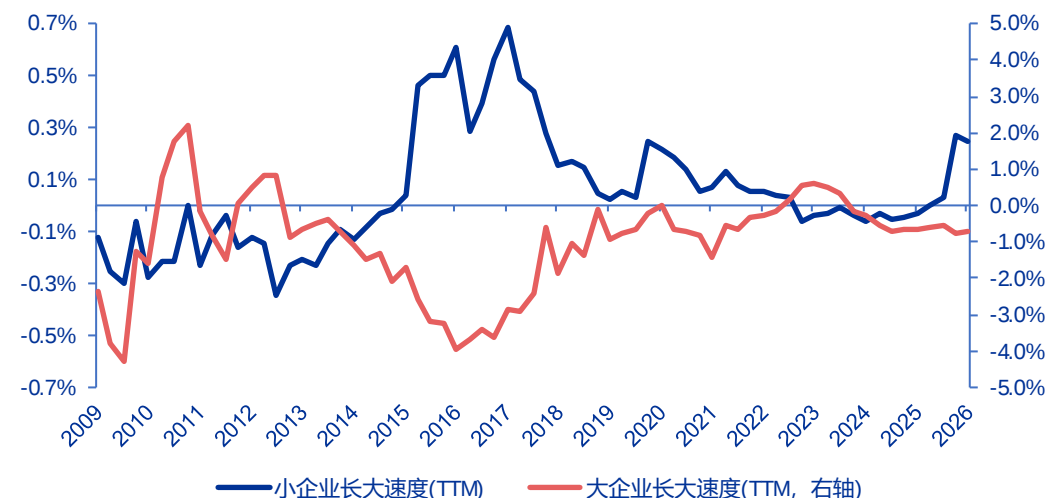
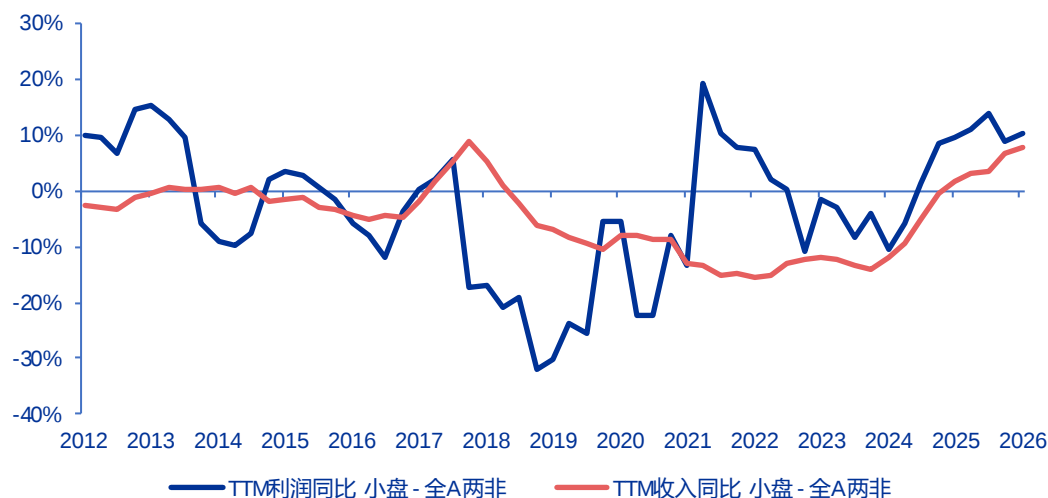


单季创投融资金额：高端装备-机器人与增材（亿元）



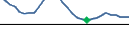
科技扩散的基本面基础：A股小企业长大速度已跳升

- 科技大概率仍是大周期上行主线，但行情内涵延伸，景气科技方向应该发散而不是聚焦；短期仅有科技龙头上涨，但中期科技扩散行情可能更有弹性
- 中期，科技行情从龙头向小企业扩散有基本面基础：25年初小盘相对全A两非收入和利润增速均转正；25年下半年至今，小盘相对收入、小企业长大速度快速回升，小盘相对利润增速维持高位



思考市场再突破的条件：更广泛的基本面改善验证

- 历史上资本开支到固定资产领先关系呈显著正相关的细分行业共有133个，我们根据资本开支增速对未来固定资产增速进行测算，其中共有10个（数量占比约8%）细分行业在25年迎来历史级别供给出清
- 25年已经出清的细分行业代表包括户用储能逆变器、风电中游电驱动/零部件、工程机械、5G网络主设备商、女装、B端消费建材等

大类行业	细分行业	TTM资本开支同比			固定资产同比			收入与固定资产增速关系		历史资本开支、固定资产回归关系和推演			
		26Q1	2019年以来分位数	2019年以来趋势图	26Q1	2019年以来分位数	2019年以来趋势图	26Q1收入TTM同比	26Q1收入单季同比	资本开支领先固定资产季度数	26Q2E	26Q4E	27Q2E
储能	户用储能-逆变器	-24%	18%		6%	4%		21%	15%	2	磨底	磨底	磨底
电力设备	光伏下游应用系统	-16%	29%		7%	7%		12%	9%	1	磨底	磨底	磨底
电力设备	风电中游零部件	35%	79%		12%	25%		26%	28%	5	反弹	反弹	反弹
电力设备	电动车中游电驱动	3%	50%		13%	79%		10%	2%	6	反弹	反弹	高位
通信	5G网络-主设备商	-2%	57%		-4%	7%		8%	16%	3	反弹	震荡	震荡
机械设备	工程机械	11%	50%		3%	11%		10%	15%	6	磨底	反弹	反弹
机械设备	叉车/物流自动化设备	-18%	21%		12%	18%		4%	21%	4	磨底	反弹	反弹
纺织服饰	棉纺	7%	82%		-6%	7%		-16%	-13%	3	反弹	反弹	高位
纺织服饰	女装	9%	79%		-3%	18%		-1%	1%	3	磨底	磨底	磨底
建筑材料	消费建材-B端	-26%	21%		4%	11%		-7%	-2%	5	磨底	磨底	磨底

资料来源：Wind，申万宏源研究；注：历史级别供给出清的定义为，周期行业固定资产增速回到历史最低值，中游制造行业固定资产增速回到2019年以来最低值；标红为26Q1收入增速高于固定资产增速

2026年迎来供给出清的行业占比将从8%上升到约45%

- 2025年迎来供给出清的行业占比还不到10%，但2026年有望迎来历史级别供给出清的细分行业数量，将提升至60个（数量占比约45%）
- 其中，TMT领域出清的细分行业将增加至10个（数量占比从4%提升至40%）
- 当前电子中的LED、面板、电子化学品，通信中的5G融合通信，固定资产同比已经来到19年以来20%分位以下

大类行业	细分行业	TTM资本开支同比			固定资产同比			收入与固定资产增速关系		历史资本开支、固定资产回归关系和推演			
		26Q1	2019年以来分位数	2019年以来趋势图	26Q1	2019年以来分位数	2019年以来趋势图	26Q1收入TTM同比	26Q1收入单季同比	资本开支领先固定资产季度数	26Q2E	26Q4E	27Q2E
电子	LED	-35%	21%		3%	7%		5%	-1%	4	回落	回落	磨底
电子	面板	-5%	43%		-4%	14%		5%	3%	5	回落	回落	回落
电子	电子化学品	-3%	29%		11%	18%		12%	15%	2	磨底	磨底	磨底
电子	半导体上游材料	-9%	4%		27%	32%		16%	27%	10	回落	回落	反弹
电子	半导体上游设备	2%	11%		31%	32%		32%	31%	6	回落	回落	回落
电子	光学元件	9%	68%		17%	89%		3%	-5%	4	磨底	磨底	反弹
通信	5G应用-融合通信	-12%	46%		-15%	4%		4%	33%	1	磨底	磨底	磨底
通信	5G应用-电信运营商	-9%	18%		-2%	25%		0%	0%	4	回落	回落	磨底
通信	5G网络-通信设备及器件	-10%	14%		10%	43%		10%	15%	2	回落	磨底	磨底
计算机	医疗IT	-31%	7%		-2%	36%		-17%	-20%	3	回落	回落	磨底

资料来源：Wind，申万宏源研究；注：历史级别供给出清的定义为，周期行业固定资产增速回到历史最低值，中游制造行业固定资产增速回到2019年以来最低值；标红为26Q1收入增速高于固定资产增速

中游制造：26年供给出清行业占比将从14%上升到42%

- 中游制造领域出清的细分行业将增加至18个（数量占比从14%提升至42%）
- 电力设备中的锂电负极材料、锂电设备、硅料、光伏组件，以及轻工制造中的家居用品在26Q1已经迎来历史级别的供给出清
- 电力设备中的锂电正极材料、光伏电池片、光伏辅材、硅片，以及风电下游应用系统、轻工制造中的包装印刷，固定资产同比已经来到19年以来20%分位以下

大类行业	细分行业	TTM资本开支同比			固定资产同比			收入与固定资产增速关系		历史资本开支、固定资产回归关系和推演			
		26Q1	2019年以 来分位数	2019年以来 趋势图	26Q1	2019年以 来分位数	2019年以来 趋势图	26Q1收入 TTM同比	26Q1收入 单季同比	资本开支领先固 定资产季度数	26Q2E	26Q4E	27Q2E
电力设备	电动车中游-锂电负极材料	-29%	14%		13%	0%		31%	36%	4	回落	回落	磨底
电力设备	光伏中游组件	-51%	11%		-16%	0%		-20%	-8%	4	磨底	磨底	磨底
电力设备	电动车上游锂电设备	4%	46%		7%	0%		22%	34%	4	反弹	反弹	高位
电力设备	光伏上游硅料	-46%	11%		-4%	0%		-10%	-27%	1	反弹	高位	高位
电力设备	电动车中游-锂电正极材料	-30%	0%		10%	4%		37%	62%	5	回落	回落	回落
电力设备	光伏中游电池片	-23%	36%		4%	7%		3%	6%	5	磨底	反弹	反弹
电力设备	光伏中游辅材	-24%	18%		5%	11%		-8%	-5%	5	磨底	磨底	磨底
电力设备	光伏上游硅片	-54%	0%		-1%	14%		-12%	-15%	10	回落	回落	回落
电力设备	电动车中游-锂电电解液	-19%	43%		11%	21%		39%	69%	7	磨底	磨底	磨底
电力设备	电动车中游-锂电隔膜	-36%	11%		29%	39%		34%	38%	5	回落	回落	反弹
电力设备	风电中游整机	2%	46%		11%	39%		37%	47%	10	回落	回落	回落
电力设备	电网自动化	-7%	18%		10%	71%		11%	11%	1	磨底	磨底	磨底
电力设备	电力系统零部件及仪器	-27%	18%		14%	86%		3%	1%	1	回落	磨底	磨底
公用事业	风电下游应用系统	-9%	7%		4%	18%		-10%	-6%	1	磨底	磨底	磨底
机械设备	重型机械	-26%	7%		12%	82%		-1%	8%	4	回落	回落	磨底
机械设备	机械基础件及零部件	66%	96%		22%	93%		8%	7%	6	回落	回落	反弹
轻工制造	家居用品	-7%	54%		0%	0%		-4%	-1%	4	反弹	反弹	高位
轻工制造	包装印刷	-11%	7%		4%	14%		9%	11%	3	磨底	磨底	磨底

周期：26年供给出清行业将从无到有

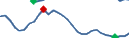
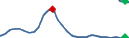
- 周期方面，迎来历史级别供给出清的行业在26年开始出现，数量占比约为39%
- 非金属材料、水泥、C端消费建材的固定资产增速在26Q1已经回落到历史最低值
- 特钢、纺织化学制品、农药、焦炭的固定资产回落速度相对较快，当前处于历史以来20%分位以下

大类行业	细分行业	TTM资本开支同比			固定资产同比			收入与固定资产增速关系		历史资本开支、固定资产回归关系和推演			
		26Q1	2019年以 来分位数	2019年以来 趋势图	26Q1	2019年以 来分位数	2019年以来 趋势图	26Q1收入 TTM同比	26Q1收入 单季同比	资本开支领先固 定资产季度数	26Q2E	26Q4E	27Q2E
钢铁	特钢	-12%	32%		0%	14%		-4%	-2%	1	磨底	磨底	磨底
基础化工	非金属材料	-76%	0%		-5%	0%		-17%	-2%	13	回落	回落	回落
基础化工	农药	-15%	21%		4%	11%		6%	8%	1	磨底	磨底	磨底
基础化工	纺织化学制品	15%	75%		-2%	14%		-2%	22%	6	回落	磨底或反弹	反弹
基础化工	纯碱	44%	64%		7%	64%		-12%	-8%	9	回落	回落	磨底或反弹
基础化工	橡胶	-5%	36%		46%	86%		-4%	1%	8	回落	回落	磨底或反弹
建筑材料	水泥	-27%	14%		-2%	0%		-16%	-26%	10	磨底	反弹	反弹
建筑材料	消费建材-C端	-21%	29%		-7%	0%		-8%	1%	5	回落	回落	磨底或反弹
建筑材料	管材	-42%	4%		6%	68%		-5%	1%	2	回落	磨底	磨底
煤炭	焦炭	-19%	29%		-1%	11%		-13%	-6%	11	回落	回落	回落
有色金属	风电上游材料	-45%	0%		21%	64%		9%	21%	7	回落	回落	回落
有色金属	金属新材料	-5%	7%		17%	68%		15%	24%	10	回落	磨底	磨底

资料来源：Wind，申万宏源研究；注：历史级别供给出清的定义为，周期行业固定资产增速回到历史最低值，中游制造行业固定资产增速回到2019年以来最低值；标红为26Q1收入增速高于固定资产增速

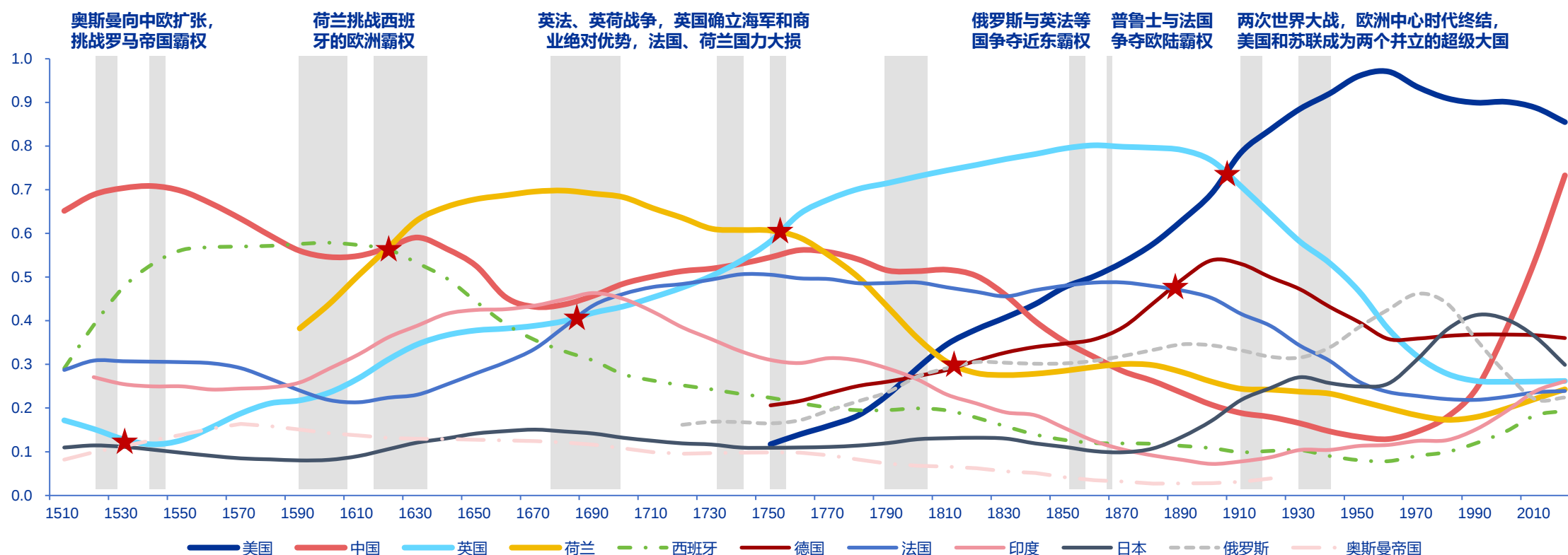
消费：26年供给出清行业占比将从9%上升到59%

- 消费领域出清的细分行业将提升至20个（数量占比从9%提升至59%）
- 其中，医药生物有望历史级别供给出清的细分行业占到整体的85%，创新药、生物制品、线下药店、疫苗在26Q1已经迎来历史级别的供给出清，化学制剂、原料药、体外诊断的固定资产增速已经回落到19年以来20%分位以下
- 此外，纺织服饰中的鞋帽、男装，家用电器中的黑色家电，汽车中的乘用车出清速度相对较快

大类行业	细分行业	TTM资本开支同比			固定资产同比			收入与固定资产增速关系		历史资本开支、固定资产回归关系和推演			
		26Q1	2019年以来分位数	2019年以来趋势图	26Q1	2019年以来分位数	2019年以来趋势图	26Q1收入TTM同比	26Q1收入单季同比	资本开支领先固定资产季度数	26Q2E	26Q4E	27Q2E
纺织服饰	鞋帽及其他	8%	43%		0%	14%		-1%	-5%	1	回落	磨底	磨底
纺织服饰	男装	-28%	25%		-5%	18%		-1%	6%	3	回落	反弹	高位
纺织服饰	家纺	-17%	39%		4%	25%		5%	8%	4	磨底	磨底	磨底
家用电器	黑色家电	17%	71%		0%	0%		1%	4%	1	反弹	高位	高位
家用电器	白色家电	9%	68%		7%	32%		0%	-1%	7	回落	回落	回落或反弹
家用电器	小家电	-18%	0%		25%	93%		6%	4%	8	回落	回落	回落
汽车	乘用车	18%	54%		1%	11%		3%	-2%	10	回落	回落	回落或反弹
汽车	商用车	-20%	4%		-2%	36%		18%	19%	11	磨底	磨底	反弹
汽车	汽车零部件内饰件	-13%	11%		5%	39%		2%	-1%	1	磨底	磨底	磨底
医药生物	创新药	-3%	36%		4%	0%		4%	3%	8	回落	回落	回落或反弹
医药生物	生物制品	-3%	43%		6%	0%		-4%	-5%	12	回落	回落	回落
医药生物	线下药店	-46%	7%		4%	0%		1%	-1%	5	回落	回落	磨底
医药生物	疫苗	-25%	18%		-5%	0%		-26%	-8%	10	回落	回落	回落
医药生物	化学制剂	-12%	14%		1%	4%		-3%	-3%	12	回落	回落	回落
医药生物	原料药	-3%	46%		3%	4%		0%	5%	7	磨底	反弹	反弹
医药生物	体外诊断	-20%	29%		6%	7%		-10%	-5%	7	磨底	磨底	磨底
医药生物	仿制药	-9%	39%		2%	29%		-9%	-12%	9	磨底	磨底	磨底或反弹
医药生物	血液制品	-8%	7%		13%	46%		-7%	-21%	10	回落	回落	回落
医药生物	医疗设备-院内	-1%	32%		16%	50%		5%	5%	6	回落	回落	反弹
医药生物	医疗设备-家用	35%	75%		11%	50%		-1%	1%	9	回落	回落	反弹

大周期上行不怕等：随着时间的推移，行情可以有更多纵深

- “大周期上行不怕等”的格局不变：即便市场因为宏观、产业和流动性扰动中段调整，也可以期待更多积极因素累积，打开第二阶段向上空间
- 除了新经济产业趋势、基本面周期性改善之外，国别相对力量变迁显性化也有可能进一步为大周期上行提供逻辑纵深



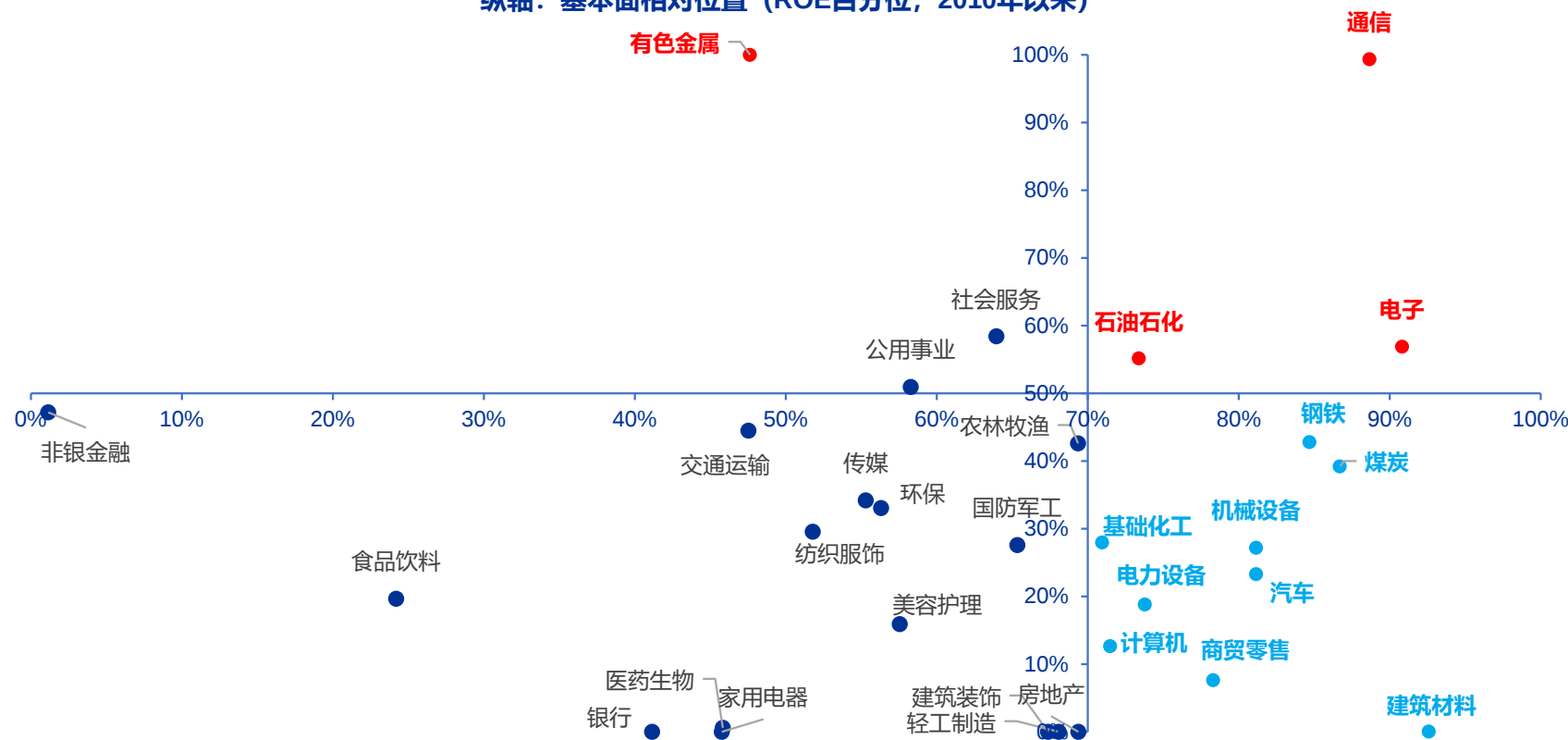
资料来源：《原则-应对变化中的世界秩序》，申万宏源研究；注：达里欧在《原则-应对变化中的世界秩序》中根据8个变量给出世界大国1500年以来综合国力的相对变化，这8个变量分别为：1、教育；2、竞争力；3、科技水平；4、经济产出；5、贸易份额；6、军事实力；7、金融中心实力；8、储备货币；灰色标注主要战争发生时间

行情是否还是“两阶段上涨”？

- **业绩 vs. 估值：**AI算力链和战略资源都处于“有业绩的高估值”（第二阶段），但如果6-7月调整波段演绎 + 二季报业绩验证延续，其实也构成业绩消化估值的波段(中间的调整段)。而多数行业(典型化工、新能源)都还处于“业绩有待释放的高估值”（第一阶段）
- **增量资金：**“先进来的钱”充分演绎，“后进来的钱”仍有空间，这也符合第一阶段上涨向第二阶段上涨过渡的特征

横轴：PE历史位置（1/PE百分位的降序，2010年以来）

纵轴：基本面相对位置（ROE百分位，2010年以来）



大势研判核心结论：大周期上行有纵深，但眼前有波折，蓄力再出发

- 第一阶段上涨来到低性价比区域，第二阶段上涨空间尚待打开，6-7月可能是快速调整窗口
- 后续第二阶段上涨打开空间，更多结构融入上涨，需要行情拉长时间，拓展逻辑纵深，26H2还有新一轮上涨行情
- 仍是“大周期上行不怕等”，可以期待的中期积极因素：国内海外新经济产业趋势拓展 + 更多方向验证周期性改善 + 国别相对力量变迁显性化

上证综指走势示意图：大周期上行有纵深，但眼前有波折，蓄力再出发

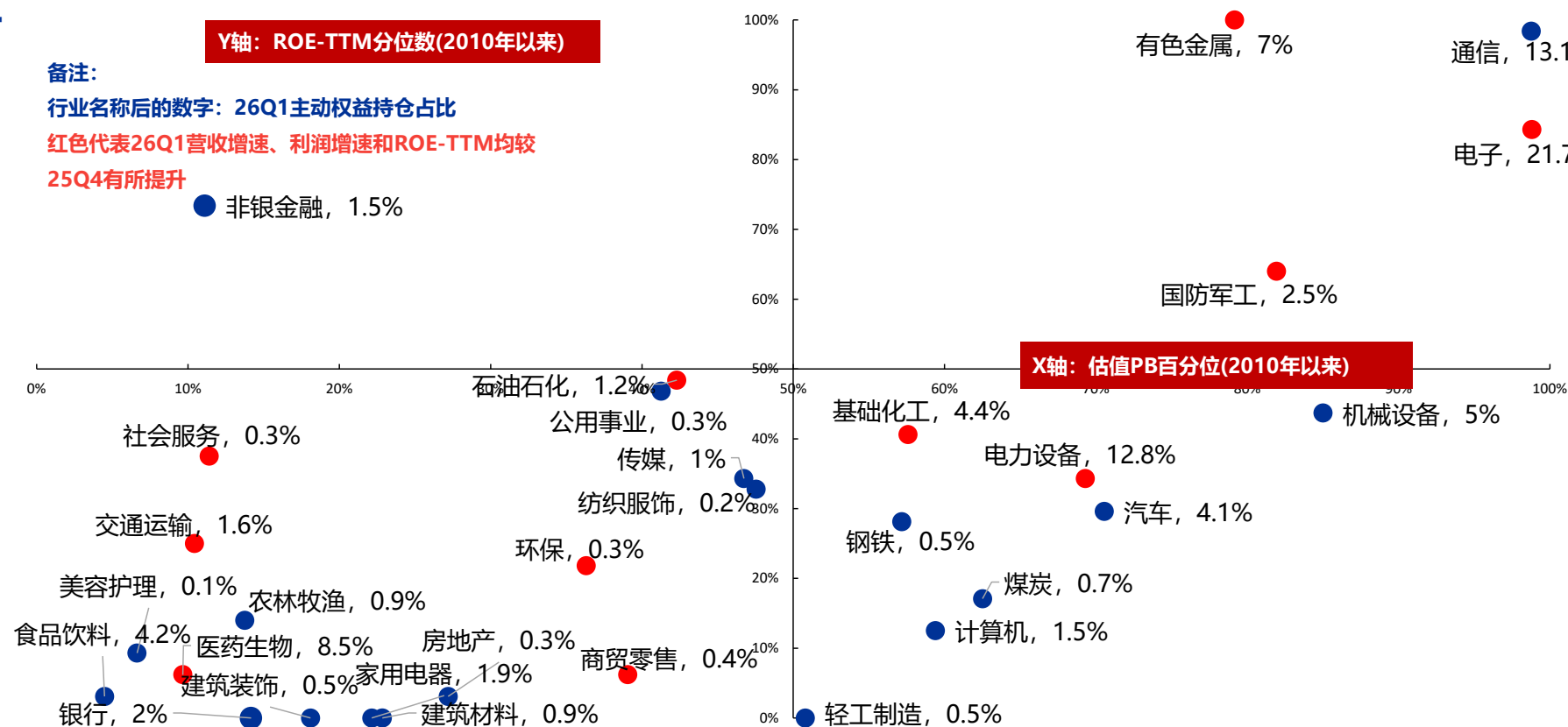


主要内容

1. 大周期上行波段定位：接近2021年高位区域
2. 宏观环境不会趋势性承压
3. 2026年企业盈利前高后低，但不是趋势性回落
4. AI产业趋势有纵深
5. 增量资金：从机构增配权益，到居民增配权益
6. 仍是“大周期上行不怕等”
7. 行情结构百花齐放

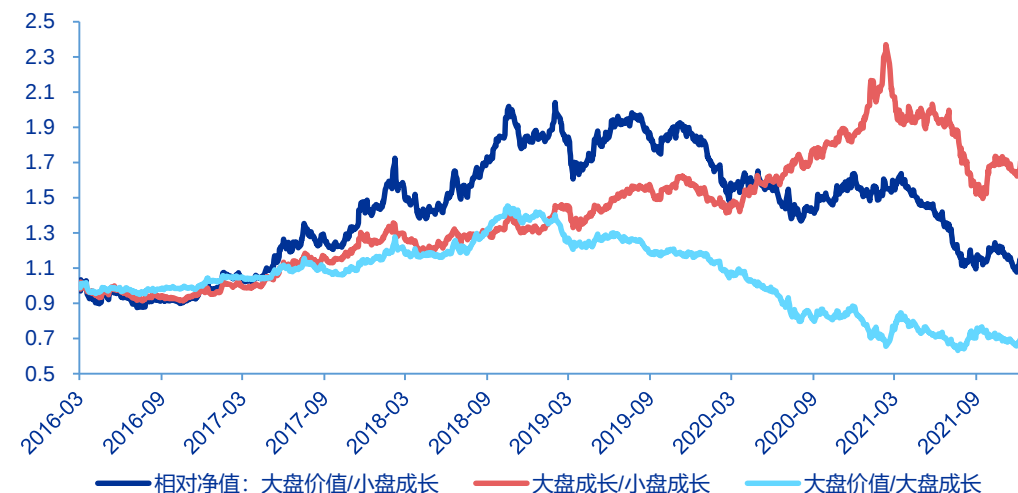
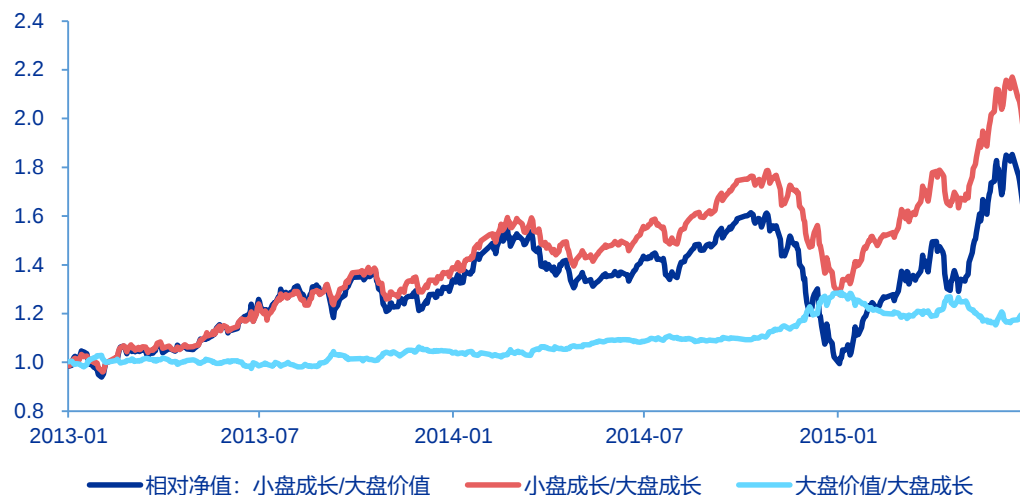
结构性行情高位震荡区域，景气度重要性高于估值

- 结构性行情逼近高位区域，业绩消化估值能力是生命线，景气赛道需基于业绩高增验证高举高打。而提前抢跑了拐点预期的方向，也需要业绩改善验证来支撑估值
- PB和ROE看行业定位：第一象限（高估值、高盈利）：通信、电子、有色；第二象限（低估值、高盈利但边际回落）：非银；第三象限（低估值、低盈利）：地产链及消费；第四象限（中高估值、景气边际回升）：电力设备、基础化工



6-7月可能是全球科技的调整阶段，中期还有创新高机会

- 大周期上行风格规律：1) 第一阶段上涨和第二阶段上涨，风格是一脉相承的；2) 第二阶段上涨蓄力阶段，前期强势风格同步于蓄力阶段开启调整，但是先调整先企稳，且先于第二阶段上涨启动
- AI算力是2025年第一阶段上涨的占优结构，第二阶段上涨仍是重要的主线资产
- 6-7月可能是全球科技的调整阶段，AI算力链业绩兑现 + 股价回调消化估值，等待AI产业趋势再拓展。中期能够景气延续，业绩消化估值的方向，还有创新高机会
- 后续科技行情也应百花齐放，国内AI产业链、自主可控也是新景气方向的来源



科技：静态估值整体偏高，重点关注未来业绩消化估值的能力

- 从26Q1收入和利润增速均在10%以上的二级行业来看，6-7月调整后可以继续关注：
- 1) 高景气加速（26Q1较25Q3利润增速上升），且动态PE合理：光通信（通信设备）、存储和AI电源（其他电子）
- 2) 虽然26Q1业绩较25Q3边际降速，但动态PE合理，且二季度有明确的算力通胀线索：PCB（元件）

二级行业，加粗为收入和利润 增速均在10%以上		单季收入同比		单季利润同比		估值分位数		估值		
		2026/03	26Q1较25Q3	2026/03	26Q1较25Q3	PE-TTM	PB-LF	PE-TTM	PE-26E	PE-27E
电子	半导体	27%	15%	195%	118%	93%	97%	94.1	71.2	59.1
电子	其他电子II	96%	77%	133%	99%	86%	99%	55.7	36.0	26.1
计算机	软件开发	7%	1%	107%	-407%	47%	22%	66.1	64.3	55.0
通信	通信设备	30%	16%	61%	40%	100%	100%	69.4	34.3	21.7
传媒	游戏II	20%	-8%	54%	-57%	31%	59%	21.5	16.2	16.3
传媒	广告营销	17%	7%	51%	38%	92%	83%	52.9	31.1	28.4
电子	元件	30%	6%	46%	-12%	100%	100%	64.1	40.1	25.4
电子	消费电子	34%	7%	45%	9%	74%	76%	35.8	26.0	18.5
计算机	计算机设备	-8%	-6%	28%	-3%	34%	72%	35.8	28.5	23.8
传媒	数字媒体	6%	0%	21%	48%	58%	6%	54.2	30.3	26.4
电子	电子化学品II	21%	9%	6%	-18%	100%	94%	82.1	54.2	41.2
通信	通信服务	0%	-1%	-8%	-17%	34%	78%	16.9	17.0	16.2
传媒	出版	-7%	-2%	-15%	-28%	75%	37%	18.0	18.5	17.5
电子	光学光电子	2%	-6%	-19%	-79%	88%	93%	49.6	27.1	18.1
传媒	影视院线	-43%	-41%	-95%	-270%	99%	59%	126.6	45.6	36.0
计算机	IT服务II	16%	6%	-237%	-195%	94%	67%	88.0	63.8	47.8

中游制造：从美伊冲突后全球产业变迁，寻找后续景气方向

- 26Q1收入和利润增速均在10%以上的行业中，静态估值分位数、动态估值绝对值相对合理的主要是航海装备（造船）、电池、风电设备、环境治理
- 其中，造船高景气延续 + 战略资源意义在海峡问题后显性化；新能源可能会受制于全球贸易摩擦再升温，需要观察后续出口改善线索

二级行业，加粗为收入和利润 增速均在10%以上		单季收入同比		单季利润同比		估值分位数		估值		
		2026/03	26Q1较25Q3	2026/03	26Q1较25Q3	PE-TTM	PB-LF	PE-TTM	PE-26E	PE-27E
国防军工	地面兵装II	29%	19%	621%	-192%	76%	62%	139.6	72.4	57.4
国防军工	航海装备II	142%	-69%	284%	-28%	0%	76%	32.5	20.3	13.9
轻工制造	造纸	6%	14%	270%	599%	72%	29%	21.2	16.7	13.9
电力设备	电池	47%	28%	84%	26%	28%	44%	34.0	23.9	18.5
电力设备	风电设备	37%	10%	40%	35%	89%	48%	41.6	26.8	18.7
电力设备	其他电源设备II	9%	-3%	32%	22%	99%	87%	58.8	44.0	31.0
国防军工	军工电子II	23%	-120%	28%	-226%	92%	70%	65.1	57.3	45.6
环保	环境治理	14%	8%	23%	32%	69%	31%	21.9	15.5	13.8
机械设备	自动化设备	20%	11%	10%	6%	100%	98%	65.0	44.8	34.6
机械设备	轨交设备II	6%	3%	5%	54%	32%	18%	16.6	13.5	12.1
电力设备	电网设备	17%	12%	4%	-17%	81%	85%	35.7	26.9	21.4
机械设备	工程机械	13%	-3%	-5%	-18%	42%	64%	22.4	17.4	14.2
环保	环保设备II	11%	-1%	-5%	-2%	77%	75%	40.4	19.8	17.9
电力设备	电机II	4%	2%	-5%	-28%	73%	83%	55.7	65.7	56.9
轻工制造	文娱用品	7%	5%	-11%	3%	64%	21%	34.0	21.8	19.1
机械设备	专用设备	5%	4%	-11%	-33%	81%	98%	41.1	31.2	27.3
轻工制造	包装印刷	11%	1%	-14%	-22%	86%	70%	34.6	18.6	17.1
机械设备	通用设备	4%	5%	-15%	-9%	87%	99%	59.1	40.4	30.9
国防军工	航空装备II	-4%	-15%	-19%	-12%	65%	42%	70.6	55.2	45.1
电力设备	光伏设备	-8%	0%	-37%	-194%	92%	60%	38.4	31.5	23.8
轻工制造	家居用品	-1%	1%	-45%	-39%	64%	20%	23.6	19.6	16.7
国防军工	航天装备II	12%	-68%	-130%	-95%	96%	93%	447.2	380.8	261.9

周期：静态估值处于合理区间，关注化工出口份额提升验证

- 26Q1收入和利润增速均在10%以上的行业主要集中在有色、化工，静态PE均未触及历史极高值
- 霍尔木兹海峡时开时闭的阶段，中国出口份额提升是中期方向，目前基础化工出口高增正在验证。潜在挑战在于美伊冲突缓和阶段，全球贸易摩擦可能再升温，抑制中国竞争优势发挥
- 有色短期受制于美联储货币政策预期，但中期来看，地缘冲突是时代背景，战略资源也是中期主线资产

二级行业，加粗为收入和利润增速均在10%以上		单季收入同比		单季利润同比		估值分位数		估值		
		2026/03	26Q1较25Q3	2026/03	26Q1较25Q3	PE-TTM	PB-LF	PE-TTM	PE-26E	PE-27E
有色金属	能源金属	70%	43%	379%	295%	32%	31%	33.0	18.7	14.5
有色金属	贵金属	53%	3%	109%	52%	0%	82%	25.8	16.0	12.6
有色金属	工业金属	34%	24%	103%	54%	27%	95%	16.7	13.0	11.9
有色金属	小金属	37%	13%	100%	48%	57%	89%	53.6	31.2	25.7
基础化工	农化制品	13%	5%	46%	-17%	44%	44%	21.4	17.9	15.3
基础化工	化学纤维	11%	15%	40%	26%	87%	36%	44.3	28.8	22.7
基础化工	塑料	10%	7%	33%	-6%	100%	88%	51.4	37.3	29.1
钢铁	冶钢原料	3%	8%	25%	14%	71%	38%	47.5	57.2	28.4
石油石化	炼化及贸易	-4%	2%	22%	19%	66%	27%	16.2	13.7	13.0
建筑材料	装修建材	6%	9%	13%	26%	72%	18%	32.1	20.7	17.9
基础化工	化学原料	3%	5%	7%	16%	75%	50%	27.0	16.1	13.5
石油石化	油气开采II	8%	3%	6%	18%	67%	48%	15.6	12.1	11.7
基础化工	化学制品	13%	11%	0%	-21%	62%	40%	29.4	19.1	15.5
有色金属	金属新材料	24%	13%	-2%	-18%	89%	100%	67.5	49.4	36.9
建筑材料	玻璃玻纤	9%	-8%	-3%	-140%	94%	95%	63.1	35.4	26.5
煤炭	煤炭开采	1%	12%	-3%	21%	84%	95%	19.6	14.1	12.8
基础化工	非金属材料II	21%	1%	-5%	20%	90%	70%	57.5	35.3	25.9
钢铁	特钢II	-3%	-1%	-14%	-117%	57%	6%	16.0	33.0	20.2
石油石化	油服工程	0%	-2%	-18%	-24%	34%	61%	23.7	15.3	13.9
基础化工	橡胶	1%	3%	-68%	-18%	95%	71%	38.7	40.6	30.7
建筑材料	水泥	-26%	-13%	-96%	-104%	77%	3%	17.3	13.6	12.4
钢铁	普钢	-6%	-7%	-207%	-349%	75%	38%	17.2	20.8	13.6

风格再平衡和景气度投资的结合：新消费、出海制造、景气周期

- 短期业绩增速第一梯队的科技需要消化性价比问题，但景气度仍是市场重要关注点，低估值因子并不占优，需要在业绩增速第二梯队寻找估值合理的细分行业
- 筛选标准：假设自下而上分析师预期完成度为95%，剔除基数原因后2026年能有接近或超过10%的收入增长 + 15%利润增长 + 26年PE估值30倍以内

板块	二级行业	收入同比			利润同比			PE分位数	PB分位数	PE-TTM	PE-26E	PE-27E
		26Q1单季 同比	26Q1较 25Q3	2026E	26Q1单季 同比	26Q1较 25Q3	2026E					
出海制造	工程机械	13%	-3%	10%	-5%	-18%	19%	42%	64%	22.4	17.4	14.2
	商用车	19%	-7%	12%	1%	-46%	67%	25%	84%	17.8	19.0	12.1
	航海装备Ⅱ	142%	-69%	22%	284%	-28%	121%	0%	76%	32.5	20.3	13.9
	环保设备Ⅱ	11%	-1%	16%	-5%	-2%	39%	77%	75%	40.4	19.8	17.9
	电池	47%	28%	36%	84%	26%	54%	28%	44%	34.0	23.9	18.5
新消费	游戏Ⅱ	20%	-8%	17%	54%	-57%	53%	31%	59%	21.5	16.2	16.3
	个护用品	6%	-11%	7%	3%	-22%	25%	26%	3%	31.6	24.5	20.1
景气周期	油气开采Ⅱ	8%	3%	16%	6%	18%	29%	67%	48%	15.6	12.1	11.7
	工业金属	34%	24%	12%	103%	54%	66%	27%	95%	16.7	13.0	11.9
	贵金属	53%	3%	21%	109%	52%	72%	0%	82%	25.8	16.0	12.6
	农化制品	13%	5%	8%	46%	-17%	38%	44%	44%	21.4	17.9	15.3
	能源金属	70%	43%	38%	379%	295%	151%	32%	31%	33.0	18.7	14.5
	化学制品	13%	11%	13%	0%	-21%	58%	62%	40%	29.4	19.1	15.5
	小金属	37%	13%	30%	100%	48%	171%	57%	89%	53.6	29.5	24.3
电子	消费电子	34%	7%	33%	45%	9%	42%	74%	76%	35.8	26.0	18.5

新消费：定价国别相对力量阻力更小的方向

- **基本面：**新消费国内供给创造需求，新产品亮点可期待，打开出海空间已经验证；另外，新消费景气度与总体消费弱相关，市场内需预期偏弱不会对行情造成明显阻力
- **性价比：**在长时间业绩消化估值后，新消费已经是高盈亏比的方向
- **政策面：**资本市场强化对现代服务业和新型消费的支持是重要政策方向，未来更多优质新消费企业可能登陆A股

5月15日中国证监会召开资本市场支持现代服务业和新型消费企业发展座谈会主要内容

新消费的战略定位与意义

1) **服务和消费**是国民经济的重要组成部分，对支撑产业升级、满足民生需要、带动就业扩容等具有重要意义；2) 支持**新消费**相关企业优质高效发展，是资本市场服务实体经济的应有之义；3) **新消费**领域企业发展有利于优化A股上市公司结构，增强市场内在稳定性和投资者回报；4) **现代服务业和新型消费**发展前景广阔、大有可为

资本市场支持新消费的核心举措

1) 紧扣防风险、强监管、促高质量发展的工作主线，在“十五五”时期科学谋划、研究推出更多深化包容性改革的具体举措；2) **推动资本市场高质量发展，更好支持包括服务和消费领域在内的各类实体经济企业发展壮大**

重点支持新消费的细分赛道

明确点名四大核心支持赛道：1) 智能消费；2) 国货“潮品”；3) 现代物流；4) IP文创

对新消费领域企业的发展期望

1) **用好资本市场、用足相关政策**，在实现自身高质量发展的同时推动行业高质量发展；2) 努力打造更多“**中国服务**”、“**中国消费**”品牌；3) 为中国式现代化建设积极贡献力量

风险提示

- 1. 霍尔木兹海峡基准假设突破：石油产业链全面短缺，全球衰退超预期，影响风险偏好；新的地缘风险？
- 2. 美联储货币政策假设突破：沃什政策存在显著无法达成目标的可能性，如果沃什政策实施出现重大失误，可能形成资本市场风险偏好的影响因素
- 3. 科技产业趋势出现重大扰动，或者全球科技领域国别相对力量出现重大失衡，可能显著冲击市场长期预期，中断上涨行情
- 4. 规范资金供需，可能引发中短期资金扰动

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhyse.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）	：相对强于市场表现20%以上；
增持（Outperform）	：相对强于市场表现5%～20%；
中性（Neutral）	：相对市场表现在 - 5%～+ 5%之间波动；
减持（Underperform）	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）	：行业超越整体市场表现；
中性（Neutral）	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡（Underweight）	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数（A股）、恒生中国企业指数（H股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

有信仰 敢担当 守正创新 追求卓越

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

傅静涛
fujt@swsresearch.com



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号