下载日志已记录，仅供内部参考

9 月行业配置关注：算力链、出海链与低估值改善方向

定期报告

——行业比较与配置系列（2026 年 9 月）

过去一个月 A 股走出一轮探底回升。7 月科技热度退潮后的资金再分配，涌向资源品和中小盘，月末又借英伟达财报重燃科技主线。展望 9 月，海外与国内宏观的边际变化，共同把 9 月 A 股推向“更重业绩、更重结构”的阶段：宏观层面，国内经济延续“总量不强、产业不弱、结构分化加剧”的特征，增长由外需与产业投资驱动，美国陷入“增长目标—价格稳定—财政可持续”的三角约束，长端美债利率高位对高久期成长形成估值约束；中观层面景气主线高度集中，量价齐升领域仍是结构性行情的主导。结合中观景气、盈利能力、筹码分布、估值、交易、周期阶段和赛道价值等多维度，本期推荐围绕“算力链+出海链+低估值改善”方向布局，重点关注电子（半导体、电子化学品）、电力设备（电池、电网设备）、机械设备（通用设备、专用设备）、化学制药、农林牧渔（种植业、养殖业）和煤炭等。

【本期关注】算力链、出海链与低估值改善方向

- **市场表现复盘：**过去一个月 A 股探底回升。行情本质是 7 月科技抱团瓦解后的“定价权转移”，资金从 AI 算力硬件转向资源品与中小盘再平衡，月末借英伟达财报重回科技修复。节奏上，各指数 7 月 30 日见底，8 月 18 日迫近 4000 点后回落，经历两次急跌，月末企稳。日均成交额降至 2 万亿附近，呈存量博弈下的结构轮动。行业涨多跌少，有色、煤炭、石化、农业、化工领涨，核心驱动在于供给收缩、避险溢价与中报业绩共振；消费板块表现落后。科技板块先扩散均衡，月末受英伟达催化修复。
- **展望 9 月，行业配置建议主要围绕算力链、出海链与低估值改善方向展开：**
  - **宏观方面，国内经济仍将呈现“总量不强但产业不弱、结构分化进一步加剧”的特征。**总需求增速边际回暖，出口和企业资本开支是主要驱动力量，政府支出、商品房销售和社零仍然偏弱。量价层面，工业增加值增幅收窄、PMI 跌破荣枯线，PPI 增幅收窄、CPI 低位运行，内生价格修复缓慢。**K 型分化格局延续**，高技术制造业与集成电路出口维持高景气，房地产、基建、水泥与粗钢等传统链条深度收缩，**配置上应淡化总量判断，沿景气与政策阻力最小的方向布局。**
  - **外部因子方面，美国正在由增长与通胀的双目标权衡，转入货币、财政与增长相互反馈的三角约束。**就业与消费暴露边际压力，通胀粘性限制宽松速度，长端美债定价从政策利率扩展到供给与信用风险。**对 A 股主要通过三条路径传导：**一是 AI 资本开支支撑高端装备、半导体和算力零部件出口，家电、轻工等可选消费品出口承压；二是美债收益率高位对依赖远期叙事的成长股形成折现率压力；三是能源、有色和黄金等价格中枢获支撑，相关板块盈利稳定性提升。
  - **中观层面，按照“量价”维度评估行业中观景气，景气主线高度集中，量价齐升领域仍是结构性行情的主导。**1）**强势量价齐升领域为 AI 算力产业链与电力设备产业链，**前者处于“内外需共振、量价双升”的黄金阶段，涨价沿“存储—PCB—服务器—光模块”链条纵深传导，后者在新能源装机、电网投资与海外需求驱动下维持高景气。2）**温和量价齐升领域为橡塑、造纸、纺织、燃气等，**受益于成本传导与出口韧性，但弹性温和。3）**边际改善板块分为生产加速型**（专用设备、通用设备、自动化设备等）、**价格改善型**（化学纤维、煤炭、有色金属、医药等，呈“供给收缩推价”特征）和**出口改善型**（汽车、工程机械、纺织服装等）三类。4）多数行业仍处“量增价跌”区间，价格回暖多依赖供给收缩或外需。

风险提示：产业扶持度不及预期，宏观经济波动。

相关报告

《8 月行业配置关注：科技创新、企业出海与低估值再平衡》

《7 月行业配置关注：哪些领域中报业绩有望高增或边际改善》

《6 月行业配置关注：科技主线、出口高增与出清重塑》

《5 月行业配置关注：一季报验证与景气持续的方向》

《4 月行业配置关注：通胀回升与一季报前瞻的配置线索》

《3 月行业配置关注：两会前瞻与涨价行情扩散》

《2 月行业配置关注：景气修复的线索和春季行情的演绎》

《1 月行业配置关注：春季躁动与年报前瞻的线索》

《12 月行业配置关注：产能出清与景气改善的线索》

《11 月行业配置关注：三季报业绩与“十五五”规划指引》

《10 月行业配置关注：高景气持续与困境反转的线索》

《9 月行业配置关注：美联储降息与 PPI 止跌的交易线索》

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

- **前期表现、交易集中度和日历效应。**1）过去两个月市场由前期集中抱团转为更加均衡风格，整体跑输万得全 A 指数主要集中在前期涨幅较高的领域，如半导体、通信设备、光伏设备、风电设备、自动化设备、能源金属等；资源品和部分低估值行业明显跑赢大盘，如煤炭、养殖业、化学制药、保险、工业金属、石油石化、造纸等。2）近期市场成交情况持续分化，化学纤维、养殖业、造纸、酒店餐饮、商贸零售等消费/医药领域交易占比相对较低；半导体、自动化设备、通信设备、通用设备、化学制药等成交额占比和换手率处于历史较高分位。3）每年 9 月，较高概率出现超额收益的行业主要集中在消费医药及部分资源品领域，如社会服务、医药生物、食品饮料、商贸零售、煤炭、石油石化等。

结合中观景气、盈利能力、筹码分布、估值、交易、周期阶段和赛道价值等多个维度，本期行业配置依然淡化总量、聚焦分子，推荐围绕三条线索布局，重点关注：**1）AI 算力链，**如电子（半导体、电子化学品）；**2）出海链，**如电力设备（电池、电网设备）、机械设备（通用设备、专用设备）；**3）低估值边际改善领域，**如化学制药、农林牧渔（种植业、养殖业）以及**煤炭等。**

【本期细分领域推荐】

- **【电子（半导体、电子化学品）】：AI 算力需求持续高增，存储芯片供需偏紧价格高位上涨，行业盈利有望延续高增长态势。**1）半导体中报单季度利润增速维持高位，量价共振驱动盈利确定性修复。2）半导体周期进入加速上行阶段，全球半导体销售额同比增幅持续扩大，集成电路产量与出口金额当月同比高增。3）存储价格高位延续，供需偏紧格局未改，AI 算力与数据中心需求旺盛叠加存储晶圆供给受限，涨价正实质性进入原厂与模组厂商的利润表。4）景气沿链外溢，日本半导体制造设备出货额同比增幅扩大、北美 PCB 订单量持续上涨，反映算力硬件景气向设备与材料端传导。5）产业催化方面，修订后《集成电路布图设计保护条例》公布，半导体设备本土化加速。
- **【电力设备（电池、电网设备）】：盈利修复，储能成为主要增长引擎，出口延续高增。**1）中报电池盈利修复弹性居前，电网设备增速相对温和。2）锂电材料价格企稳回升，锂盐价格中枢同比抬升支撑上游盈利弹性，光伏供给持续出清。3）新型电力系统建设提速，《新型电力系统建设“十五五”规划》提出适度超前推进电网基础设施建设，电网投资维持正增长；出口端美国高压主网设备准入压力短期形成情绪冲击，但全球电网投资上行，非美地区订单外溢仍是主要支撑。4）锂电储能需求向好，AIDC 基建提速带动数据中心电源、变压器需求旺盛，中国全产业链和高性价比优势有望加速海外渗透。
- **【机械设备（专用设备、通用设备）】：AI 产业资本开支向制造端扩散，出口韧性与内需设备更新共振。**1）中报盈利改善，专用设备单季度增速转正、通用设备降幅收窄，修复主要集中于出海与高景气赛道，传统机械偏慢。2）出口订单推动结构性修复，挖掘机出口累计同比维持高增，装载机销量及出口同比增幅扩大。3）专用设备受益于 AI 基建、电力重构与新技术周期，AI 服务器迭代推升 PCB 设备需求，半导体设备受益于存储需求旺盛和先进逻辑扩产。4）通用设备处于低位复苏阶段，科技升级有望驱动订单改善，机床刀具等受益；若政府开支回暖，实物工作量落地有望加速周期修复。
- **【医药（化学制药）】：创新药支持政策持续加码，BD 出海加速利润兑现，中报验证盈利修复。**1）政策端，《全民医疗保障“十五五”规划》明确支持高水平创新药形成与高投入、高风险相匹配的价格，政策导向由控费转向价值购买和支持创新，2026 版国家基本药物目录新增多款创新药，有望加快基层放量。2）出海端，国产创新药通过海外授权、产品出海和国际临床扩大收入边界，全球药企开始系统性采购中国资产。3）业绩端，医药生物板块中报净利润增速较一季度提速，新品放量、BD 收入确认及产业链回暖共同推动盈利改善。4）全球创新成果继续验证产业空间，海外政策风险边际缓和。

下载日志已记录，仅供内部参考

- **【农林牧渔（种植业、养殖业）】：气候扰动抬升种植链价格弹性，养殖业在产能出清与旺季需求改善中有望周期修复。**1）厄尔尼诺强度预期继续上调并可能在四季度达到高点，供给预期收紧有望推动相关品种价格中枢上移。2）种业方面，粮食安全、农业补贴和生物育种产业化构成中期支撑，随着三季度预售启动，若粮价和种植收益改善，种子需求、提价能力与渠道回款有望同步修复。3）生猪仍处供给偏宽、需求偏弱和现金流承压阶段，持续亏损叠加产能调控将加快低效母猪退出，政策面多次强调稳价保供，行业量价有望回暖。4）白羽鸡受祖代引种和父母代结构调整支撑，黄羽鸡供给低位，旺季消费有望带动鸡苗与毛鸡价格修复。
- **【煤炭】：供给收缩支撑煤价韧性，中报确认盈利拐点，高股息配置价值体现。**1）供给端明显收紧，规上原煤产量同比下降，叠加主产区安监维持高压，对煤价形成较强支撑。2）价格端，8 月动力煤延续稳中偏强，9 月迎峰度夏需求退坡，但“金九”非电需求恢复与秋冬补库预期升温有望接力支撑煤价。3）业绩端，中报披露完毕，二季度净利润同比高增，煤价企稳及成本改善已明显向利润端传导。4）当前风格轮动加快，煤炭龙头现金流稳定、估值相较高景气成长板块仍具优势且高分红属性突出，在基本面改善的同时兼具防御价值。

【细分领域景气梳理和展望】

- 中观指标和景气指数显示，目前景气度边际改善的领域主要集中在部分**中高端制造业**如通信设备、风电设备、自动化设备、航空装备及部分**低估值**领域如养殖业、商贸零售、电力等。
- **上游资源品：**煤炭和部分金属供需偏紧价格上涨，钢铁需求仍弱。基建和建筑施工进入传统旺季，钢价有望低位企稳、震荡修复；冬储补库有望维持合理偏上煤价中枢；石油化工延续震荡偏强、结构分化，上游油气、炼化及制冷剂相对占优；有色景气有望维持高位并呈结构性上行，铜、铝、黄金及锂相对占优。
- **中游制造业：**出海和高端装备保持景气，传统制造需求仍弱。关注反内卷推动低效产能出清、价格边际改善的光伏与容量电价落地后延续高景气的储能；全球军备补库与商业航天产业化提速的军工；半导体设备投资释放、机床需求受 AI 拉动的机械；以及出口延续强势、新车周期有望集中兑现的汽车。
- **消费/医药：**终端需求拖累，有待收入预期实质性改善，创新药出海放量。地产链仍处深度调整，“金九”及政策落地有望带动核心城市成交和地产后周期消费环比改善；大众消费以结构性复苏为主，中秋国庆备货有望改善白酒、乳制品和休闲食品动销；可选消费延续分化，化妆品保持较高景气，金银珠宝受高金价和需求透支压制；服务消费增速仍明显好于商品消费；创新药仍是医药最强主线之一，产业景气逐步从政策预期向业绩兑现过渡。
- **金融地产：**地产销售仍弱，银行息差筑底，非银业绩高速增长。地产维持弱复苏、去库存判断，房企资金和投资意愿仍弱；银行呈现“规模降速、息差企稳”，景气度低位边际改善；非银中报业绩亮眼、券商头部领跑，保险资产负债管理办法与非车险综合治理相继落地，推动估值修复。
- **信息科技：**硬件向应用扩散，业绩验证期结构性分化主导行情，关注半导体。电子方面高容 MLCC 紧缺、电子布和覆铜板持续涨价，高多层 PCB 和 HDI 需求较好，存储供需偏紧格局未改；通信方面 CPO 产业化加快、AI 云需求强劲，国内新一代算力基建开启；计算机方面算力需求高景气，优先重视 AI 收入开始兑现的方向；传媒方面 AI 短剧供给释放、游戏景气延续。

【多维度梳理】

- **【盈利能力】**A 股盈利能力分化进一步加剧，从 ROE 历史分位数分布看，**资源品、信息科技和金融**盈利能力位居前列，**有色金属、石油石化、煤炭、非银、通信**等代表性方向 ROE 处于较高水平，算力产业链、出口高端制造



下载日志已记录，仅供内部参考

与产能出清后的资源品三条主线均获得盈利端的扎实支撑。消费板块整体仍处于低位，反映需求偏弱下消费景气深度筑底。

- 【盈利预期】随着中报业绩披露，最近一个月分析师对于部分行业的一致盈利预期有所上调，其中**通信设备、工业金属、小金属、煤炭、化学制药、医疗服务**等行业盈利预期上调；部分行业一致盈利预期有所下调，**生物制品、水泥、航空机场、养殖业、光伏设备、能源金属、钢铁**等下调幅度较大。
- 【筹码分布】公募基金二季度主要加仓了半导体、通信设备、通用设备、消费电子、专用设备、自动化设备、小金属、计算机设备等；二季度陆股通加仓半导体、通信设备、光学光电子、消费电子、通用设备、医疗服务等；本月融资资金加仓了小金属、工业金属、化学制药、自动化设备、通用设备、半导体等。从最近十年分位数来看，半导体、通信设备、通用设备、专用设备、自动化设备、小金属、化学纤维等行业公募基金持仓占比处于 80%以上分位。
- 【估值水平】当前估值分位数处于近十年高位的行业主要集中在涨价与算力主线上，自动化设备、通信设备、半导体、通用设备、军工电子 PETTM 分位数在 90%以上，化学纤维、煤炭、装修装饰、造纸、光学光电子、化学原料、钢铁、专用设备等在 80%以上，需警惕高位拥挤风险；证券、保险、饮料乳品、调味发酵品、白酒、酒店餐饮、电池等分位数不足 20%，其中银行、保险、基础建设、家用电器、航运港口、证券等 PETTM 绝对水平处于全市场最低一档，安全边际相对充足。
- 【交易分析】8 月份市场成交活跃度有所下降，此前抱团集中的领域成交换手边际回落。本期换手率分位数处于中等偏上位置并且处于上行趋势中的行业，主要有纺织服饰、航运港口、农化制品、养殖业等。本期交易集中度较高并且处于上行趋势中的行业主要有生物制品、装修装饰、医疗服务、通信设备、化学制药等。
- 【周期阶段】当前国内经济整体呈现弱修复格局，内需恢复节奏偏缓，外需相对强劲、新旧动能持续分化，总量基本面修复斜率相对温和。市场流动性维持合理宽松环境，政策托底力度持续加码，叠加产业升级趋势稳步推进，A 股整体处于估值修复向盈利验证的周期转换阶段。中长期维度，科技创新仍是核心成长主线；同时可关注出口高增与产能出清领域，从而平衡科技领域的波动。
- 【赛道价值】短期角度，重点关注五大具备边际改善的赛道：半导体、海外算力、化工、农业和机器人。中长期角度建议以周期为轴、供需为锚，关注新科技周期下全社会智能化的进展、国产替代周期下相关产业链的自主可控，以及“双碳”周期下碳中和全产业链的降本增效。

风险提示：产业扶持度不及预期，宏观经济波动。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

一、 本期关注：算力链、出海链与低估值改善方向 10
1、 过去一个月市场复盘 10
2、 9 月行业配置关注：算力链、出海链与低估值改善方向 11
1) 宏观与外部因子：内外需分化持续，估值端约束仍在 12
2) 中观层面：聚焦量价齐升与边际改善领域 16
二、 行业比较热力图及细分领域推荐：电子（半导体、电子化学品）、电力设备（电池、电网设备）、机械设备（通用设备、专用设备）、化学制药、农林牧渔（种植业、养殖业）和煤炭等 21
1、 行业比较热力图 21
3、 前期表现、交易集中度和月度效应 21
2、 细分行业推荐 23
三、 景气跟踪：细分领域景气梳理和展望 28
四、 多维度评估：盈利、筹码、估值、交易、周期阶段、赛道价值 35
1、 盈利能力和业绩预期 35
2、 筹码分布 36
3、 估值：多个行业估值回升 38
4、 交易特征 39
5、 周期阶段 40
6、 赛道推荐 41

图 1： 行业比较热力图：60 个细分领域 8 大维度定量评估结果 7
图 2： 过去 1 个月 A 股一级行业涨跌幅（2026/7/30-2026/8/28） 10
图 3： 过去 1 个月 A 股涨跌及重要事件 11
图 4： 上月组合收益回测，超额收益 0.62% 11
图 5： 组合年初以来累计收益 12.21%，超额收益 10.74% 11
图 6： 总需求增速边际改善 12
图 7： 7 月量价均边际走弱 13
图 8： 美国进入货币、财政与增长相互反馈的三角约束 13
图 9： 7 月美国制造业和服务业 PMI 维持韧性 14
图 10： 新增非农就业持续降温 14
图 11： 通胀粘性限制宽松速度 14
图 12： 长端美债利率升至历史高位 14
图 13： TMT 行业 PPI 同比持续上涨 16
图 14： TMT 行业工业增加值同比增速领先 16
图 15： TMT 行业 PPI 持续上涨 16
图 16： 电器机械 PPI 同比上涨 5.7% 16
图 17： 橡塑、造纸、纺织、燃气等工业增加值实现正增长 17
图 18： 橡塑、造纸、纺织、燃气等 PPI 同比上行 17
图 19： 橡塑、造纸、纺织、燃气等产成品存货同比普遍下降 17
图 20： 专用设备、通用设备、自动化设备、运输设备等产品产量增速领先 18
图 21： 煤炭、有色金属、化学原料和化学制品、化学纤维等 PPI 同比上涨 19
图 22： 通用设备、汽车、纺织服饰等出口加速增长 19
图 23： 60 个细分领域 8 大维度定量评估结果 21
图 24： 过去两个月部分行业相对 WIND 全 A 超额收益的表现（%） 22
图 25： 截至 8 月 27 不同行业换手率和成交额占比的历史分位数 22
图 26： 过去 17 年每年 9 月行业出现超额收益的概率 23
图 27： DDRM 存储器价格延续高位 24
图 28： 7 月日本半导体制造设备出货额三个月滚动同比增幅扩大 24
图 29： 7 月动力电池装车量同比增幅扩大 24
图 30： 新能源主要商品出口份额扩大至 5.45% 24
图 31： 7 月工业机器人三个月滚动同比同比增幅扩大 25
图 32： 7 月通用机械出口金额三个月滚动同比增幅扩大 25

下载日志已记录，仅供内部参考

图 33： 中国创新药海外授权金额快速跃升 25
图 34： 7 月医药材及药品出口三个月滚动同比增幅扩大 25
图 35： 煤炭日耗量月环比上行 26
图 36： 煤炭价格月环比上行 26
图 37： 生猪养殖盈利回暖 27
图 38： 棉花、玉米价格月环比上行 27
图 39： 60 个行业景气指数评分及边际变化 28
图 40： 油价月环比下行 29
图 41： 化工产品价格指数月环比上行 29
图 42： 焦煤焦炭价格上行 29
图 43： 唐山钢坯库存月环比下行 29
图 44： 7 月主要企业工程机械销售同比增速表现分化 30
图 45： 7 月工业机器人产量三个月滚动同比增幅扩大 30
图 46： 光伏价格指数边际上行 30
图 47： 碳酸锂价格月环比上行 30
图 48： 1-7 月社会消费品零售总额同比增幅收窄至 1.2% 31
图 49： 大众消费品和地产产业链社零当月增速 31
图 50： 空冰洗彩四周滚动零售额均值同比降幅扩大 31
图 51： 白酒批发价格总指数下行 31
图 52： 30 大中城市商品房成交面积同比下降 32
图 53： 市场交投活跃度下行 32
图 54： DRAM 价格维持高位 33
图 55： 6 月全球半导体销售额同比增幅扩大 33
图 56： 生物制品、商贸零售、水泥、光伏设备、造纸、能源金属等盈利预期居前，通信设备、工业金属、小金属、煤炭、化学制药、医疗服务等盈利预期上调 36
图 57： 行业 2026 年一致盈利预期变化幅度（按照变化幅度降序排列） 36
图 58： 公募基金二季度主要加仓了半导体、通信设备、通用设备、消费电子、专用设备、自动化设备、小金属、计算机设备等 37
图 59： 二季度陆股通加仓半导体、通信设备、光学光电子、消费电子、通用设备、医疗服务、自动化设备、小金属、光伏设备、证券等 37
图 60： 本月融资资金加仓了小金属、工业金属、化学制药、自动化设备、通用设备、半导体、生物制品等 38
图 61： 当前换手率 5 日均值与分位数分布 39
图 62： 当前交易集中度分布 40

表 1: 9 月行业配置图谱 7
表 2: 9 月行业评分明细 8
表 3: 9 月细分行业推荐 9
表 4: 美国陷入三者制约的阶段 15
表 5: 海内外核心宏观因子对 A 股的影响 15
表 6: “量-价”定位行业中观景气 20
表 7: 月度事件催化以及相关板块 33
表 8: A 股盈利能力行业对比 35
表 9: 行业估值及分位数（10 年） 38
表 10: 当前行业交易集中度与分位数分布 40

下载日志已记录，仅供内部参考

图 1：行业比较热力图：60 个细分领域 8 大维度定量评估结果

上游资源品	钢铁	↓	0.07	中游制造	汽车零部件	→	0.53	消费服务	家用电器	→	0.45
	煤炭	↗	0.43		乘用车	↓	0.26		家居用品	↓	0.42
	石油石化	↓	0.14		航空装备 II	↗	0.62		造纸	→	0.41
	水泥	→	0.00		军工电子 II	↗	0.48		纺织服饰	↗	0.63
	装修建材	↓	0.11		基础建设	→	0.22		美容护理	↗	0.61
	小金属	↓	0.42		通用设备	↓	0.54		养殖业	↑	0.55
	工业金属	↑	1.00		专用设备	→	0.59		酒店餐饮	↗	0.62
	能源金属	↓	0.49		工程机械	↓	0.29		商贸零售	↑	0.50
	化学纤维	↓	0.04		自动化设备	↑	0.74		化学制药	→	0.57
	化学原料	↓	0.28		光伏设备	↗	0.28		生物制品	→	0.56
	化学制品	↓	0.39		风电设备	↑	0.57		医疗器械	↓	0.32
	农化制品	↗	0.73		电池	→	0.85		医疗服务	↗	0.75
信息科技	消费电子	↓	0.72		电网设备	↗	0.54		食品加工	↗	0.60
	光学光电子	↑	0.67	交运	物流	↗	0.52		白酒 II	↓	0.22
	半导体	→	0.81		航空机场	↑	0.59		饮料乳品	→	0.70
	通信设备	↑	0.70		航运港口	↗	0.56		调味发酵品 I	→	0.61
	通信服务	↑	0.71	金融地产	银行	↗	0.32		装修装饰 II	↓	0.27
	传媒	↓	0.27		房地产	→	0.09	公用	环保	↑	0.60
	软件开发	→	0.55		证券 II	↗	0.67		电力	↑	0.83
	计算机设备	↗	0.63		保险 II	↑	0.72		燃气 II	↗	0.61

1. 同一大类行业用相同颜色，暖色系为景气度高，冷色系为景气度低

综合得分偏低
综合得分一般
综合得分偏高
综合得分较高

2.箭头为景气度环比变化：采用对行业超额收益有正向驱动的中观指标

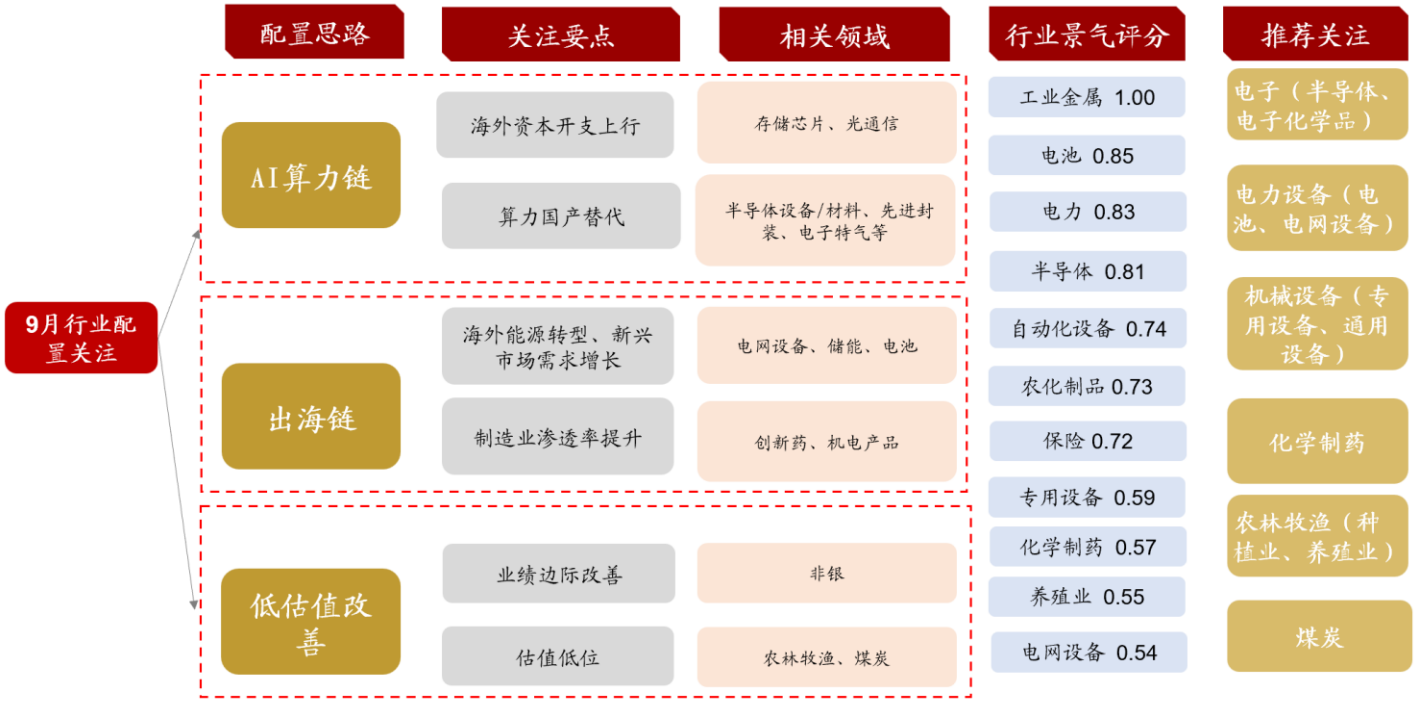
↑ 高景气
↗ 中等偏上
→ 景气维持
↓ 景气恶化

3.数据颜色深浅条代表量化得分：根据景气度、财报、资金青睐度、估值等加权打分得到，偏红代表景气度较好，偏绿代表景气度偏差

1 整体得分较高
0 整体得分较低

资料来源：Wind，招商证券

表 1：9 月行业配置图谱



资料来源：Wind，招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

表 2：9 月行业评分明细

	景气扩散指数（PDI）	盈利预期	财报业绩	筹码分布	估值水平	交易分析	周期阶段	赛道价值/政策扶持	合计得分
工业金属	0.66	0.93	0.97	0.52	0.88	0.54	0.50	0.50	1.00
电池	0.66	0.84	0.74	0.35	0.79	0.56	0.40	0.50	0.85
电力	1.00	0.74	0.55	0.18	0.35	0.47	0.50	0.50	0.83
半导体	0.64	0.79	0.68	1.00	0.04	0.57	0.54	0.50	0.81
医疗服务	0.51	0.83	0.64	0.21	1.00	0.69	0.54	0.00	0.75
自动化设备	0.64	0.86	0.49	0.59	0.01	0.87	0.60	0.50	0.74
农化制品	0.55	0.75	0.75	0.37	0.62	0.89	0.47	0.00	0.73
保险 II	0.55	0.78	0.65	0.25	1.00	0.44	0.50	0.00	0.72
消费电子	0.55	0.79	0.75	0.55	0.38	0.58	0.54	0.50	0.72
通信服务	0.65	0.77	0.66	0.28	0.81	0.26	0.57	0.00	0.71
通信设备	0.69	1.00	0.85	0.40	0.00	0.57	0.60	0.50	0.70
饮料乳品	0.58	0.64	0.68	0.11	0.96	0.69	0.47	0.00	0.70
光学光电子	0.64	0.84	0.55	0.44	0.27	0.73	0.54	0.00	0.67
证券 II	0.55	0.80	0.61	0.21	0.97	0.23	0.60	0.00	0.67
计算机设备	0.70	0.80	0.58	0.19	0.65	0.14	0.60	0.00	0.63
纺织服饰	0.50	0.74	0.54	0.17	0.76	0.79	0.50	0.00	0.63
航空装备 II	0.70	0.78	0.46	0.15	0.49	0.22	0.60	0.50	0.62
酒店餐饮	0.37	0.78	0.61	0.22	0.98	0.61	0.50	0.00	0.62
美容护理	0.57	0.63	0.50	0.14	0.82	0.57	0.50	0.00	0.61
调味发酵品 II	0.52	0.77	0.48	0.14	0.93	0.45	0.47	0.00	0.61
燃气 II	0.52	0.81	0.56	0.22	0.62	0.68	0.50	0.00	0.61
食品加工	0.60	0.75	0.40	0.12	0.87	0.34	0.47	0.00	0.60
环保	0.67	0.80	0.52	0.42	0.34	0.33	0.50	0.00	0.60
专用设备	0.54	0.77	0.66	0.54	0.23	0.56	0.60	0.00	0.59
航空机场	0.80	0.29	1.00	0.14	0.67	0.11	0.50	0.00	0.59
化学制药	0.59	0.86	0.60	0.21	0.35	0.62	0.54	0.00	0.57
风电设备	0.75	0.70	0.53	0.33	0.25	0.43	0.40	0.00	0.57
生物制品	0.54	0.35	0.42	0.17	0.62	1.00	0.54	0.00	0.56
航运港口	0.46	0.77	0.55	0.23	0.53	0.94	0.40	0.00	0.56
软件开发	0.59	0.75	0.59	0.14	0.72	0.16	0.60	0.00	0.55
养殖业	0.86	0.32	0.00	0.12	0.36	0.73	0.50	0.00	0.55
电网设备	0.50	0.72	0.62	0.39	0.24	0.67	0.40	0.50	0.54
通用设备	0.40	0.80	0.56	0.60	0.20	0.90	0.40	0.00	0.54
汽车零部件	0.44	0.72	0.65	0.39	0.65	0.33	0.50	0.00	0.53
物流	0.60	0.83	0.45	0.08	0.72	0.14	0.50	0.00	0.52
商贸零售	0.55	0.92	0.52	0.11	0.43	0.50	0.50	0.00	0.50
能源金属	0.21	0.55	0.80	0.25	0.73	0.80	0.47	0.50	0.49
军工电子 II	0.66	0.87	0.51	0.25	0.18	0.20	0.60	0.00	0.48
家用电器	0.50	0.79	0.40	0.07	0.74	0.22	0.50	0.00	0.45
煤炭	0.57	0.88	0.45	0.20	0.15	0.45	0.50	0.00	0.43
小金属	0.03	0.93	0.75	0.58	0.52	0.49	0.50	0.50	0.42
家居用品	0.37	0.78	0.38	0.12	0.75	0.38	0.50	0.00	0.42
造纸	0.44	0.84	0.51	0.14	0.44	0.47	0.50	0.00	0.41
化学制品	0.33	0.74	0.43	0.25	0.41	0.76	0.47	0.00	0.39
医疗器械	0.20	0.72	0.41	0.14	0.55	0.75	0.54	0.00	0.32
银行	0.36	0.77	0.43	0.01	0.65	0.28	0.50	0.00	0.32
工程机械	0.29	0.74	0.59	0.27	0.56	0.12	0.43	0.00	0.29
光伏设备	0.40	0.56	0.41	0.12	0.24	0.49	0.40	0.50	0.28
化学原料	0.19	0.85	0.47	0.29	0.24	0.73	0.47	0.00	0.28
装修装饰 II	0.20	0.78	0.57	0.22	0.17	0.88	0.50	0.00	0.27
传媒	0.32	0.70	0.60	0.06	0.66	0.00	0.60	0.00	0.27
乘用车	0.45	0.77	0.38	0.09	0.41	0.00	0.50	0.00	0.26
基础建设	0.37	0.77	0.41	0.10	0.46	0.00	0.50	0.00	0.22
白酒 II	0.25	0.73	0.31	0.00	0.86	0.02	0.47	0.00	0.22
石油石化	0.14	0.80	0.65	0.13	0.36	0.29	0.50	0.00	0.14
装修建材	0.18	0.68	0.45	0.11	0.38	0.23	0.50	0.00	0.11
房地产	0.33	0.00	0.40	0.10	0.26	0.58	0.50	0.00	0.09
钢铁	0.28	0.53	0.47	0.09	0.20	0.23	0.50	0.00	0.07
化学纤维	0.00	0.78	0.52	0.31	0.13	0.45	0.47	0.00	0.04
水泥	0.25	0.22	0.42	0.11	0.33	0.10	0.50	0.00	0.00

资料来源：Wind，招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

表 3：9 月细分行业推荐

细分行业	推荐理由
电子（半导体、电子化学品）（801080.SI）	1）单季度利润延续高增，**量价共振驱动盈利确定性修复**。2）**半导体周期进入加速上行阶段，出口与产量同步高增**。全球半导体销售额同比增幅持续扩大，7 月集成电路产量当月同比增幅扩大至 20.7%；7 月集成电路出口金额 387.4 亿美元，当月同比增幅达 116.6%。**3）存储价格高位延续，供需偏紧格局未改。**DRAM 现货价持续上涨，AI 算力与数据中心需求持续旺盛，存储晶圆供给受限，供需偏紧下价格有望延续高位上行，涨价正实质性进入原厂与模组厂商的利润表。**4）半导体设备与材料景气沿链外溢。**7 月日本半导体制造设备出货额同比增幅扩大，北美 PCB 订单量持续上涨，反映算力硬件景气持续向设备与材料端传导。
电力设备（电池、电网设备）（801730.SI）	**1）中报盈利改善，电池弹性居前。2）锂电材料价格企稳回升**，光伏供给出清后价格现企稳信号。**3）新型电力系统建设提速，**电网设备需求有支撑。4）产业催化方面锂电储能需求向好，AIDC 基建提速，对应数据中心电源、变压器等需求旺盛，中国凭借全产业链和高性价比优势有望加速海外渗透。
机械设备（专用设备、通用设备）（801890.SI）	1）中报盈利改善。盈利修复主要集中于出海与高景气赛道，传统机械修复偏慢。**2）出口订单推动行业结构性修复。**7 月挖掘机销量当月同比增幅收窄至 13.9%（前值为 35.3%），但挖掘机出口累计同比 31.7%，维持高增；装载机销量当月同比增幅扩大至 30.8%，其中出口同比增长 34.9%。**3）专用设备受益于 AI 基建快速发展，电力重构以及新技术周期。4）通用设备当前处于低位复苏阶段，**科技升级有望驱动订单改善，机床刀具等有望受益；后续若政府开支回暖，实物工作量落地有望加速行业周期修复。此外，叉车受益于海外产能转移与电动化和智能物流需求。
医药（化学制药）（801151.SI）	1）政策端，8 月 19 日《全民医疗保障“十五五”规划》进一步明确支持高水平创新药形成与高投入、高风险相匹配的价格，并完善商保创新药目录，政策导向由单纯控费进一步转向价值购买和支持创新。**2）出海端，国产创新药通过海外授权、产品出海和国际临床扩大收入边界。**上半年中国创新药 BD 交易额达 997 亿美元、首付款约 50 亿美元，海外授权持续高景气。全球药企开始系统性采购中国资产，BD 首付款改善现金流、里程碑付款抬升远期价值。3）业绩端，新品放量、BD 收入确认及创新药产业链回暖共同推动盈利改善。4）产业催化和事件方面，Moderna 与默沙东合作的个性化 mRNA 癌症疫苗联合 Keytruda 治疗黑色素瘤的Ⅲ期试验达到主要及关键次要终点，全球创新成果继续验证产业空间。
农林牧渔（种植业、养殖业）（801010.SI）	**1）种植链方面，厄尔尼诺强度预期继续上调，并可能在四季度达到高点。**气候异常对农产品价格的影响通常存在时滞，供给预期收紧有望推动相关品种价格中枢上移；**2）种业方面，粮食安全、农业补贴和生物育种产业化构成中期支撑。**随着三季度预售逐步启动，若粮价和种植收益改善，种子需求、提价能力与渠道回款有望同步修复；3）生猪方面，行业仍处于供给偏宽、需求偏弱和现金流承压阶段，此前持续亏损叠加产能调控将加快低效母猪退出。政策面多次强调稳价保供，行业量价有望持续回暖。
煤炭（801950.SI）	**1）供给端明显收紧，**7 月规上原煤产量同比下降 10.1%，1-7 月累计下降 2.9%，叠加主产区安监维持高压，短期供给难以快速释放，对煤价形成较强支撑。 **2）价格端，8 月动力煤延续稳中偏强，**8 月 24 日秦皇岛港 Q5500K 动力煤升至 860 元/吨；进入 9 月后迎峰度夏需求逐步退坡，但“金九”非电需求恢复以及秋冬补库预期升温，有望接力支撑煤价。 **3）业绩端，**煤价企稳及成本改善已明显向利润端传导。 4）当前科技成长板块波动和风格切换加快，煤炭龙头现金流稳定、估值相较高景气成长板块仍具优势且高分红属性突出，在基本面改善的同时兼具防御价值。

资料来源：招商证券

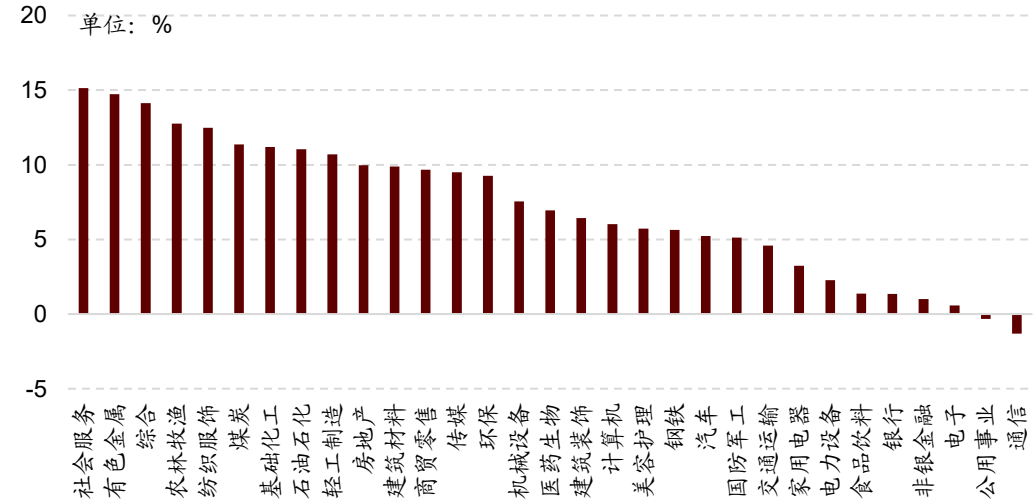
下载日志已记录，仅供内部参考

一、本期关注：算力链、出海链与低估值改善方向

1、 过去一个月市场复盘

过去一个月（2026/07/30-2026/08/28），A 股市场探底回升，上证指数上涨 3.23%，沪深 300 上涨 0.19%，科创 50 下跌 0.99%，创业板上涨 1.35%，同时中证 500、中证 1000 分别上涨 4.9%和 8.6%。行情的本质是 7 月科技抱团瓦解后的一次“定价权转移”：资金从 AI 算力硬件单极抱团，转向“资源品+中小盘”再平衡，月末又借英伟达财报重启 AI 定价。

图 2：过去 1 个月 A 股一级行业涨跌幅（2026/7/30-2026/8/28）



资料来源：Wind，招商证券

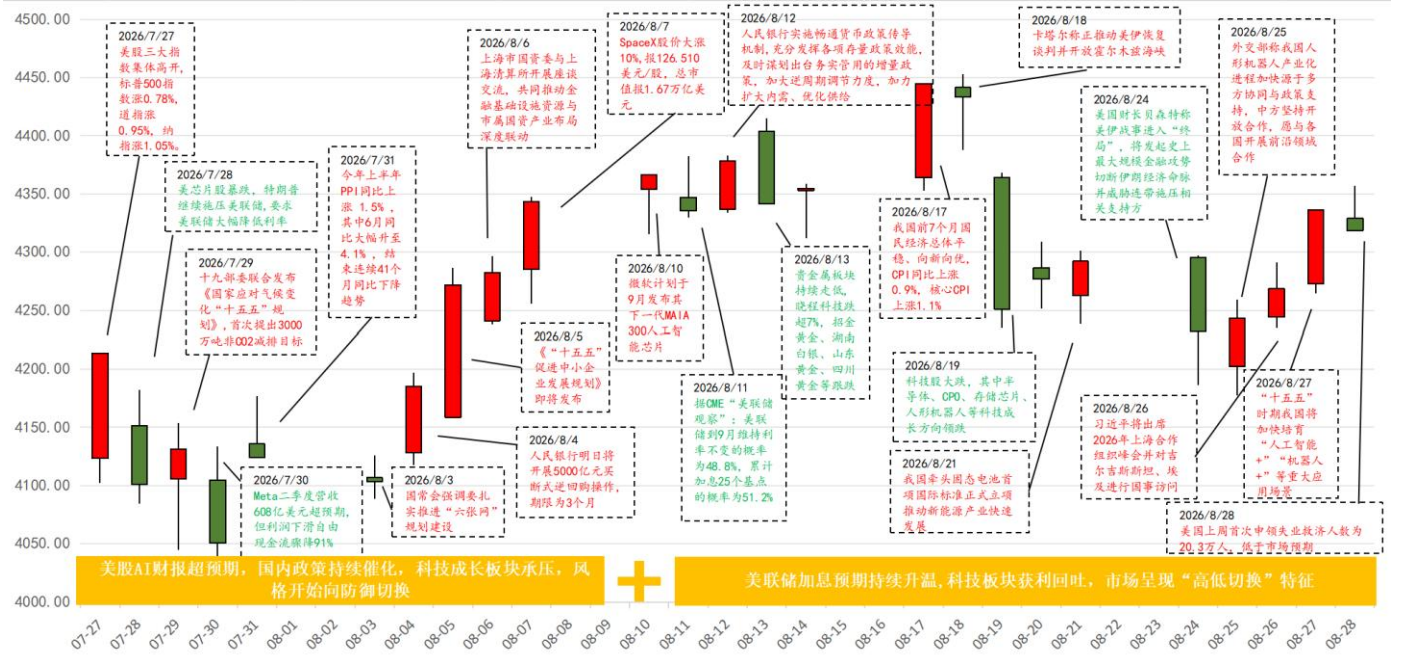
节奏上，几乎所有宽基指数都在 7 月 30 日见到区间低点，在 8 月 18 日见到区间高点，距 4000 点整数关口一步之遥，随后经历 8 月 19 日、8 月 24 日两次急跌，月末在英伟达财报催化下企稳修复。日成交额基本维持 2-2.5 万亿左右，月末回落至 2 万亿元附近，较 6 月高点明显降温，属于典型的存量博弈下的结构轮动行情。

行业方面，7 月下旬以来申万一级行业涨多跌少，有色金属、煤炭、石油石化、农林牧渔、基础化工等板块涨幅居前，而食品饮料、公用事业、美容护理、家用电器等板块表现落后。资源品全面领涨，核心驱动在于“供给收缩+避险溢价+中报业绩高增”的共同驱动；科技与中游领域涨幅居中，科技领域从此前的集中抱团到扩散均衡，月底受英伟达财报刺激，进一步修复；消费与金融板块受内需复苏相对偏弱影响，普遍收跌。

上期我们围绕**“科技创新+企业出海+低估值再平衡”**的方向重点推荐了电子（半导体、电子化学品）、电力设备（电池、电网设备）、化学制药、证券、航运港口，以及煤炭等，组合收益 5.19%，较万得全 A 取得 0.62%的超额收益。

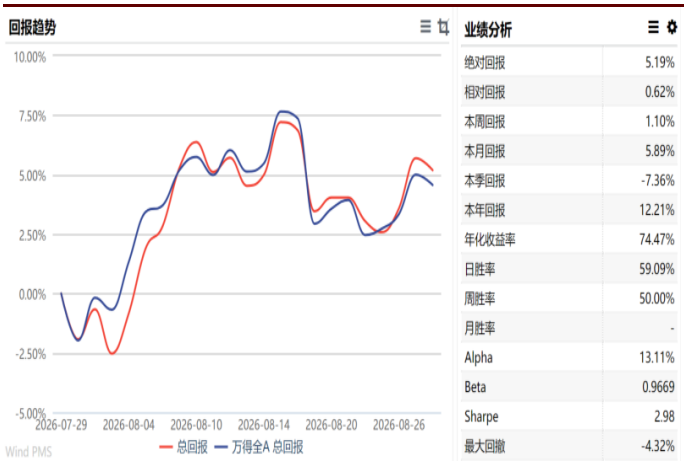
下载日志已记录，仅供内部参考

图 3：过去 1 个月 A 股涨跌及重要事件



资料来源：iFind，Wind，招商证券

图 4：上月组合收益回测，超额收益 0.62%



业绩分析	
绝对回报	5.19%
相对回报	0.62%
本周回报	1.10%
本月回报	5.89%
本季回报	-7.36%
本年回报	12.21%
年化收益率	74.47%
日胜率	59.09%
周胜率	50.00%
月胜率	-
Alpha	13.11%
Beta	0.9669
Sharpe	2.98
最大回撤	-4.32%

资料来源：Wind，招商证券，超额收益为相较万得全 A 的区间涨幅差值

图 5：组合年初以来累计收益 12.21%，超额收益 10.74%



业绩分析	
绝对回报	12.21%
相对回报	10.74%
本周回报	1.10%
本月回报	5.89%
本季回报	-7.36%
本年回报	12.21%
年化收益率	19.17%
日胜率	51.74%
周胜率	47.06%
月胜率	71.43%
Alpha	16.62%
Beta	1.1341
Sharpe	0.63
最大回撤	-16.84%

资料来源：Wind，招商证券

2、 9 月行业配置关注：算力链、出海链与低估值改善方向

海外与国内宏观的边际变化，共同把 9 月 A 股推向“更重业绩、更重结构”的阶段。国内经济延续“总量不强、产业不弱、结构分化加剧”的格局：7 月总需求三个月滚动同比回升至 0.9%，增量却高度集中于出口（17.4%）与企业资本开支（5.6%），政府支出、地产销售与社零依旧偏弱，量价增幅同步收窄，PMI 跌破荣枯线。增长由外需与产业投资驱动、由内需与地产拖累的“新旧剪刀差”，构成当前最核心的宏观特征，也直接映射到行业层面——**出口链、高技术制造与资本品订单与现金流仍有支撑，地产链、传统消费与弱财政依赖行业修复偏慢**，配置上需淡化总量、沿景气与政策阻力最小的方向布局。

海外方面，美国正陷入“增长目标—价格稳定—财政可持续”的三角约束：增长尚有韧性但就业转弱，通胀粘性拖住降息节奏，财政赤字与长债供给把 10 年期美债收益率推升至 4.7%的近年高位。由此对 A 股形成三条传导：外需结构分化，AI 资本开支支撑高端装备、半导体与算力零部件出口，可选消费承压；估值约束，高久期成长股持续面临折现率压力；上游价格支撑，能源、有色、黄金盈利与分红能力提升。**综合来看，外需、科技资本开支与资源价格决定分子端，长端美债、资金成本与交易拥挤决定分母端。**

下载日志已记录，仅供内部参考

中观层面，景气主线高度集中，量价齐升领域仍是结构性行情的主导。AI 算力与电力设备构成强势阵营：TMT 链“硬件强、软件弱”，存储价格处历史 100%分位，涨价沿“存储—PCB—服务器—光模块”纵深传导；电气机械在新能源装机、电网投资与出海三重驱动下维持高景气。橡塑、造纸、纺织、燃气等传统行业温和量价齐升；边际改善板块则分化为生产加速（装备制造）、价格改善（煤炭、有色、化工，供给收缩推价）与出口改善（汽车、工程机械）三类。多数行业仍处“量增价跌”，价格回暖多依赖供给收缩与外需。

综合来看，9 月份的行业配置依然淡化总量，聚焦分子，推荐围绕三条线索布局：一是 **AI 算力链**（如半导体、通信设备），量价齐升延续，涨价沿存储向 PCB、元件、服务器扩散，业绩兑现确定性最高；二是**出海链**（机械设备、电力设备等），受益于外需韧性与全球资本开支周期，景气持续性较强；三是**低估值边际改善**领域（医药、煤炭、农林牧渔等），仍然是当前平滑市场波动的重要选择。

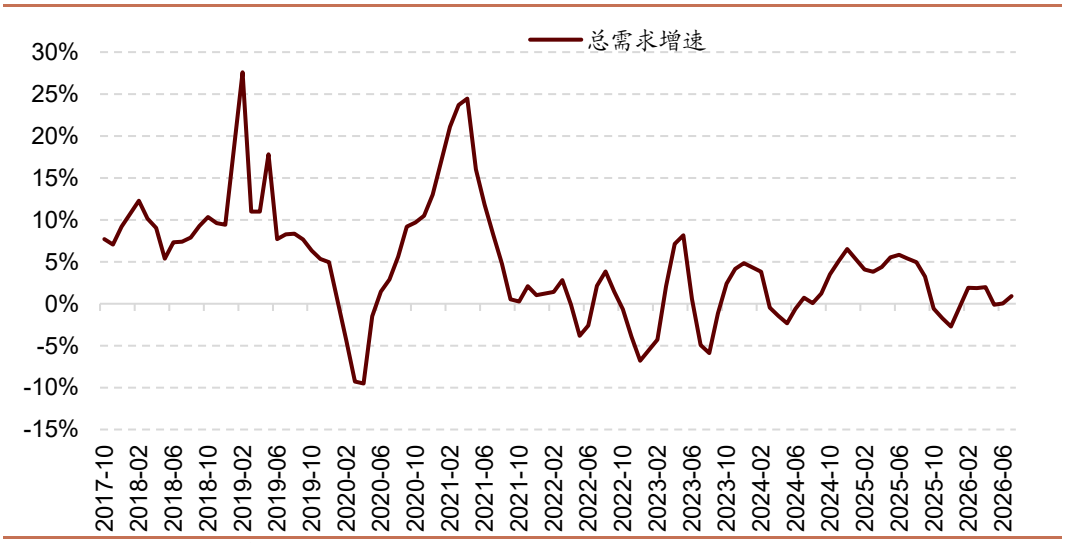
1) 宏观与外部因子：内外需分化持续，估值端约束仍在

当前国内经济仍将呈现“总量不强但产业不弱、结构分化进一步加剧”的特征。7 月总需求增速边际回暖，但仅增长 0.9%，出口和企业资本开支是主要驱动力量，而政府支出、商品房销售、社零等表现仍然偏弱。外部则处于“增长仍有韧性、就业边际降温、通胀保持粘性”的组合，美债长端利率居高不下。**A 股进入更重业绩、重结构的阶段。自上而下看，9 月行业配置的核心是：分子端能否兑现盈利，分母端是否被高利率约束。**

- **国内总需求边际回升，但结构分化进一步加剧**

总量改善高度集中，外需与资本开支构成主要支撑。7 月总需求三个月滚动同比回升至 0.9%（前值 0.1%），出口和企业资本开支是主要支撑。其中出口三个月滚动同比增长 17.4%，较 6 月进一步加快；企业资本开支增长 5.6%，维持相对韧性。与之相对，广义政府支出下降 7.6%，商品房销售额下降 12.5%，社会消费品零售总额仅增长 0.3%。出口与消费增速之差扩大至约 17.1 个百分点，表明经济增长的边际贡献继续向外需和产业投资集中。

图 6：总需求增速边际改善



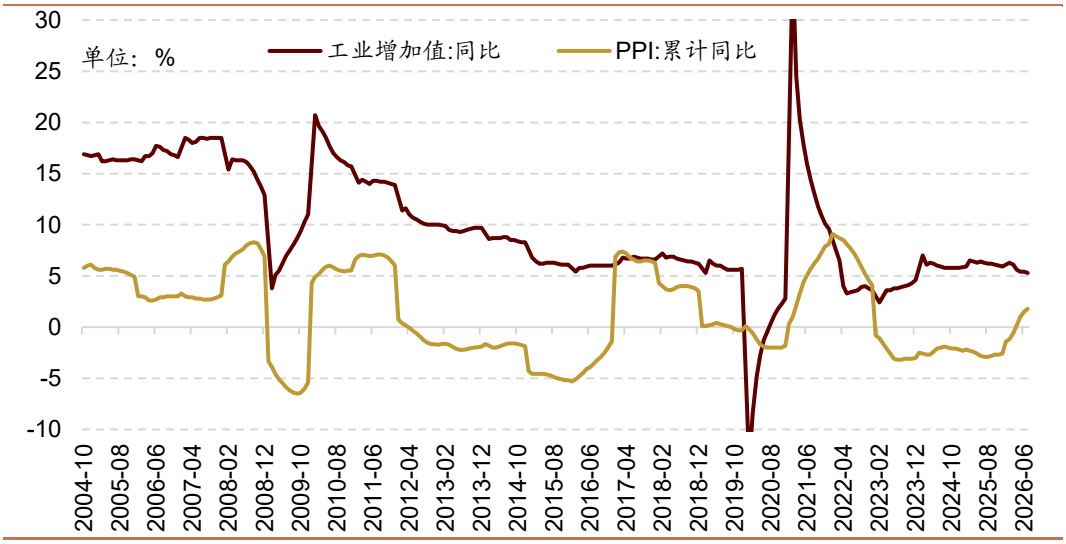
资料来源：Wind，招商证券

从量价的维度来看，7 月经济数据呈现量价增幅均收窄的状态。量的方面，规模以上工业增加值同比增长 4.5%，较 6 月收窄 0.8 个百分点；制造业 PMI 降至 49.2%，跌破荣枯线，新订单指数回落 2.7 个百分点至 48.5%，生产指数降至 49.9%，受台风天气、地缘冲突等外需扰动，供需均有所回落。**价的方面，**PPI 同比上涨 3.5%，较上月收窄 0.6 个百分点，环比下降 0.7%；CPI 同比仅 0.5%，较上月回落 0.5 个百分点。PPI 仍处正区间但增幅收窄，CPI 低位运行，输入性通胀动能减弱而内生价格修复缓慢，经济修复动能仍偏弱。

K 型分化格局延续。高技术制造业增加值同比增长 16.9%，PMI 高达 53.3%，计算机通信电子设备制造业增加值增长 19.1%，集成电路出口同比增长 116.8%；而传统经济链条深度收缩——房地产投资同比下降 19.2%，基建投资同比下降 4.08%，水泥产量同比下降 11.6%，粗钢产量同比下降 3.6%。新旧经济分化持续，构成当前宏观图景最核心的特征。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 7：7 月量价均边际走弱



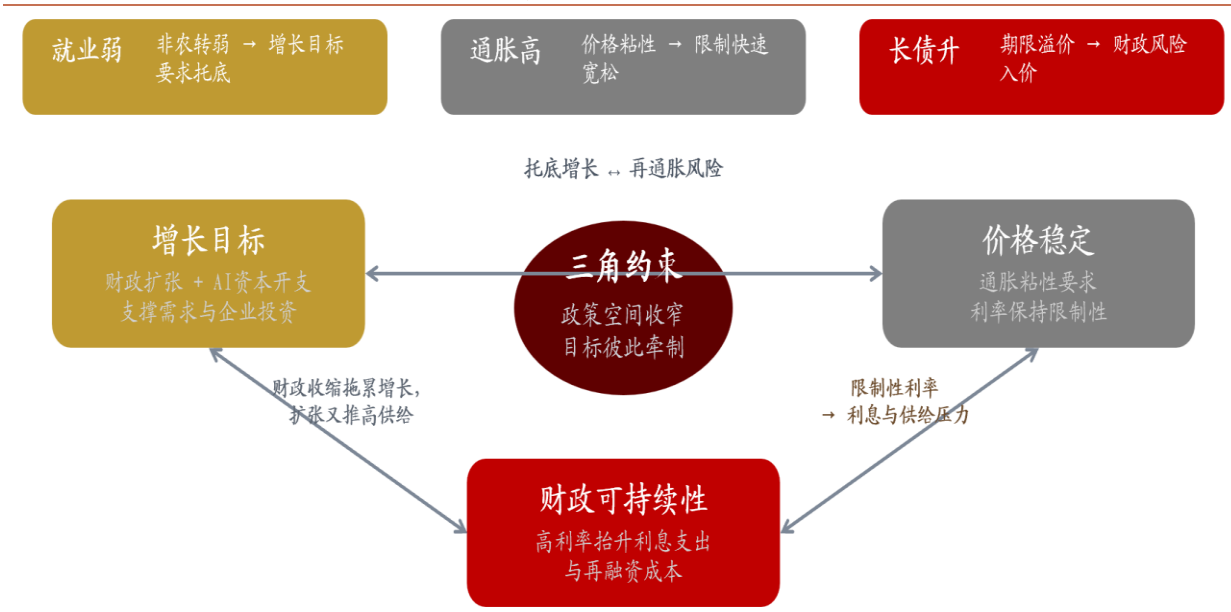
资料来源：iFind，招商证券

对 A 股配置而言，国内宏观因子对行业的影响呈现明显的“新旧剪刀差”：对出口链、高技术制造和资本品企业而言，订单、产能利用率和收入仍有支撑；对地产链、传统消费和依赖地方财政支出的行业而言，需求修复仍然偏慢。**配置上应淡化总量判断，沿景气与政策阻力最小的方向布局。**

- **美国进入“增长目标——价格稳定——财政可持续性”相互制约阶段**

美国宏观环境的核心变化是“就业弱、通胀高、长债升”同时出现。财政扩张和 AI 资本开支支撑增长，却增加资金需求和通胀压力；通胀粘性迫使利率保持限制性，高利率又抬升政府利息支出和再融资成本，提高长债供给风险；期限溢价上升进一步收紧金融条件，反过来压制消费、地产和就业。美国正在由增长与通胀的双目标权衡，转入货币、财政与增长相互反馈的三角约束。

图 8：美国进入货币、财政与增长相互反馈的三角约束

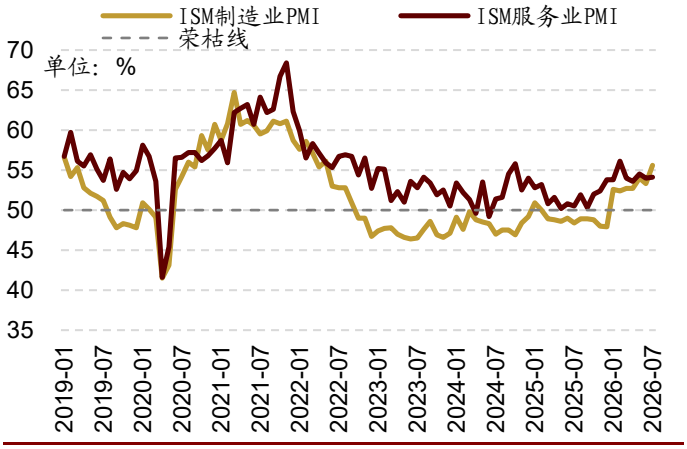


资料来源：招商证券

增长目标方面，美国经济尚有韧性，但就业与消费开始暴露边际压力。美国二季度实际 GDP 折年同比增长 1.99%，7 月制造业和服务业 ISM 分别为 55.6 和 54.1，显示供给端和企业活动仍有韧性；但 7 月零售销售环比下降 0.6%，非农就业减少 2.3 万人，大幅低于预期，说明居民需求和劳动力市场正在降温。增长尚可、就业转弱，本应提升宽松预期，但通胀仍构成约束。

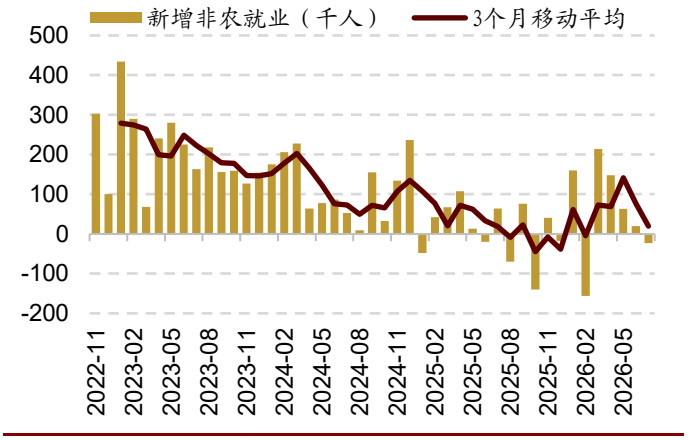
下载日志已记录，仅供内部参考

图 9：7 月美国制造业和服务业 PMI 维持韧性



资料来源：Wind、招商证券

图 10：新增非农就业持续降温

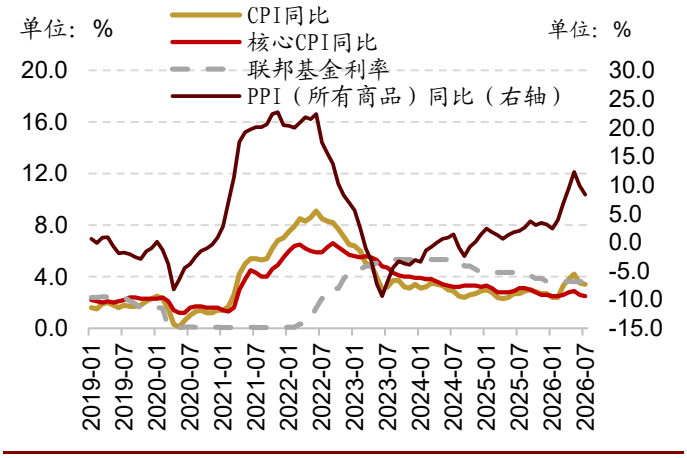


资料来源：Wind、招商证券

价格方面，通胀粘性限制宽松速度，资源与制造成本压力并未消失。7 月 CPI 同比 3.4%，虽小幅回落，仍远高于 2%目标；核心 CPI 降至 2.5%，但服务通胀粘性尚未消除；PPI 同比 4.7%、环比持平，上游价格压力依然存在。IMF 将全球通胀预期上调至 4.7%，意味着去通胀进程并不顺畅。若过早宽松，美元、商品和资产价格可能重新推升通胀；若维持紧缩，就业和财政利息负担将继续增加。由此，7 月美联储继续维持 3.50%-3.75%的政策利率区间，且出现 3 票反对，政策分歧的本质是就业降温与通胀粘性之间的风险权衡。

财政可持续性方面，长端美债定价从政策利率扩展到供给与信用风险。8 月 24 日 10 年期和 30 年期美债收益率分别为 4.70%和 5.23%，高位压力主要来自三个方面：美国财政赤字和长债供给保持高位；海外官方和私人部门对长久期美债的边际配置力量下降；AI 企业大规模资本开支和发债融资，与国债争夺保险、养老金等长久期资金。

图 11：通胀粘性限制宽松速度



资料来源：Wind、招商证券

图 12：长端美债利率升至历史高位



资料来源：Wind、招商证券

美国国债总额已突破 40 万亿美元，利息支出超过国防支出。财政约束通过“存量债务再定价”和“新增供给吸收”两条路径进入市场。前者使高利率逐步转化为更高的政府利息支出，挤压财政结构调整空间；后者要求私人部门以更高收益率承接新增国债。如果财政继续扩张以支撑增长，长端供给和通胀预期可能上升；如果财政收缩以稳定债务路径，增长和企业收入又可能承压。这构成“维持增长”与“财政可持续性”的第三重冲突。

对 A 股而言，通过三条路径传导至 A 股：一是外需结构分化。美国企业端资本开支（尤其 AI 领域）仍具韧性，制造业与服务业 PMI 维持扩张区间，对我国高端装备、半导体、算力零部件出口形成支撑；但居民消费与就业开始边际降温，零售与非农就业数据走弱，家电、轻工等可选消费品出口面临压力。**二是估值端约束持续。**通胀粘性使得美联储降息节奏大幅延后，7 月政策利率维持 3.50%-3.75%高位且内部政策分歧加剧；同时财政赤字扩张、长债供给增加叠加 AI 企业大规模融资需求，推动 10 年期美债收益率升至 4.7%的近年高位，全球风险资产的久期估值承压，A 股高估值、依赖远期叙事的成长股面临持续的折现率压力。**三是大宗商品价格获支撑。**IMF 上调全球通胀预期至 4.7%，

下载日志已记录，仅供内部参考

上游价格粘性未消，叠加全球供给端约束，能源、有色金属、黄金等大宗商品价格中枢具备支撑，相关板块盈利稳定性与分红能力持续提升。

表 4：美国陷入三者制约的阶段

类别	指标	最新值	边际变化/解释	资产含义
价格稳定	CPI	3.4%	小幅回落，但仍明显高于 2%目标	快速降息空间受限
	核心 CPI	2.5%	回落 0.1 个百分点，服务通胀仍有粘性	高久期估值仍受折现率约束
	PPI	4.7%	环比持平，上游价格粘性持续	资源品受益，成本敏感行业承压
增长目标	非农就业	-2.3 万人	大幅低于预期，5-6 月合计下修 10.3 万人	提升宽松预期，也增加外需下行风险
货币政策	联邦基金利率	3.50%—3.75%	维持不变，3 票反对，内部严重分歧	政策预期反复，波动率上升
财政与利率	10 年期美债	4.7%	明显攀升，接近 2007 年以来高位	压制高估值资产
	30 年期美债	5.23%	创新高，30 年期国债中标收益率 5.22%	长期融资成本和期限溢价上升
	美国联邦债务	超 40 万亿美元	持续膨胀，利息支出超过国防支出	黄金及信用对冲需求上升
全球通胀	IMF 全球通胀预期	4.7%	预期上调，全球去通胀趋势趋于停滞	黄金、能源与关键资源获得支撑

资料来源：wind，招商证券

当前国内与海外并非两套彼此独立的逻辑：国内需求偏弱使企业更加依赖出口和产业资本开支；美国增长目标支撑全球订单，但价格稳定和财政可持续性又抬高长期资金成本。结果是，拥有真实订单和现金流的成长资产仍可获得盈利溢价，仅依赖远期空间的高久期资产则面临估值约束。换言之，外需、科技资本开支和资源价格决定分子端，长端美债、资金成本与交易拥挤决定分母端，二者共同决定行业超额收益。

表 5：海内外核心宏观因子对 A 股的影响

类别	指标	最新值	趋势	传导	受益产业链／行业
国内因素					
总需求	总需求增速（MA3）	0.90%	↗	增量主要由外需和资本开支贡献	出口链、高技术制造、资本品
外需	出口金额同比（MA3）	17.40%	↑	外需强于内需，订单、产能利用率和收入向出口占比较高的企业集中	出口出海链，如自动化设备、通用设备、电网设备、创新药、航运港口等
内销	社会消费品零售总额同比（MA3）	0.30%	↘	居民需求修复缓慢，商品消费缺乏总量弹性，机会更多来自结构升级。	服务消费、创新消费、品牌出海；传统可选消费偏弱
财政	广义政府支出同比（MA3）	-7.60%	↓	财政支出偏弱，传统基建和依赖地方财政的需求修复受限	相对利好弱财政依赖的出口制造；基建地产链承压
地产	商品房销售额同比（MA3）	-12.50%	↓	地产销售通过土地财政、居民财富效应和上下游采购继续压制内需。	家居、建材、地产后周期承压；高现金流资产相对占优
企业	企业资本开支同比	5.60%	→	产业投资保持增长，直接拉动设备、电子和工业生产需求	AI 算力、半导体设备、工业自动化、高端装备
量	工业增加值同比／制造业 PMI	4.5%／49.2%	↗	工业生产仍增长但斜率放缓，PMI 跌破荣枯线	优先订单确定的高技术制造
价	PPI／CPI 同比	3.5%／0.5%	↗	PPI 仍为正，资源价格存在支撑；CPI 偏低反映内生需求修复缓慢	有色、煤炭、化工涨价品种
海外因素					
增长/就业	美国制造业与服务业 PMI	55.6／54.1	↑	经济和企业活动仍有韧性，支撑全球订单，但也降低快速宽松的必要性	AI 硬件、工程机械、电力设备、汽车及零部件出海
	非农就业	-2.3 万人	↓	居民需求和劳动力市场转弱，提升宽松预期，同时增加后续外需下行风险	利率敏感成长边际受益
利率/财政	联邦基金利率	3.50%-3.75%	→	就业降温与通胀粘性并存，政策路径容易反复，市场波动率可能上升	盈利兑现型成长优于远期故事；高股息和现金流资产获得支撑
	10 年期／30 年期美债收益率	4.70%／5.23%	↑	期限溢价和长债供给压力抬升全球折现率，压制高久期资产估值	黄金及低估值、稳定现金流行业相对受益；高估值成长受约束
	美国国债总额	40.03 万亿美元	↑	债务扩张提高新增国债供给和再融资压力，财政继续扩张可能推升期限溢价	黄金、关键资源及信用对冲资产
	联邦净利息支出／自主性国防支出	2025 年 9699／8925 亿美元	↑	净利息支出已超过国防支出，财政空间受到挤压；高利率通过存量债务再定价强化长端压力	黄金、高现金流和低融资依赖行业；长久期资产估值承压
通胀	美国 CPI／核心 CPI／PPI	3.4%／2.5%／4.7%	↗	通胀及上游价格压力限制降息速度，强化具备供给约束和定价权资产的盈利优势	黄金、能源、工业金属、关键资源；成本敏感制造承压

资料来源：wind，招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

2) 中观层面：聚焦量价齐升与边际改善领域

按照“量价”的维度评估行业中观景气，可以看到：**1）景气主线高度集中，**AI 产业链和电气机械产业链实现“生产提速+价格上涨”量价齐升的格局；**2）涨价继续向上游扩散；3）量的改善普遍好于价，**多数行业仍处于“量增价跌”区间，价格的回暖多依赖供给收缩或外需，总需求自发回升的证据尚不充分。这一格局决定了行业配置仍然是结构性行情。

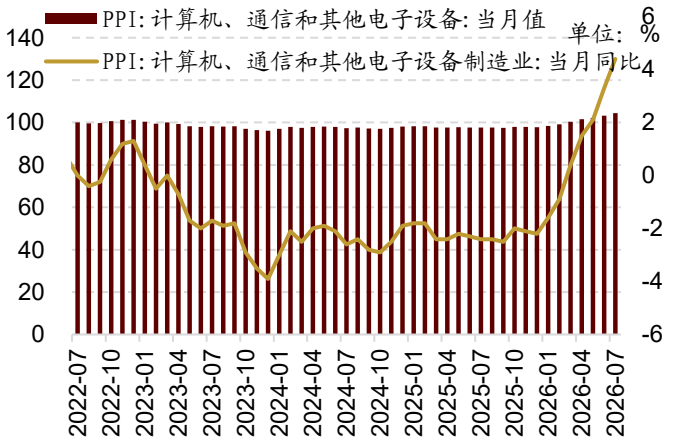
➢ 量价齐升板块

- **强势量价齐升领域：AI 算力产业链与电力设备产业链**

AI 算力产业链是当前景气度最高的方向，处于“内外需共振、量价双升”的黄金阶段。全球 AI 资本开支持续兑现推动半导体周期上行，存储芯片供需缺口扩大；国内电子产业链依托成本与产能优势，在集成电路、PCB 等环节实现出口爆发式增长，正式接棒消费电子成为电子链出口的第一拉动力量。7 月计算机通信电子制造业增加值同比 19.1%，显著领跑全行业；PPI 同比 4.4%，连续 5 个月上行，彻底走出 2025 年的通缩区间。

结构上，涨价正沿产业链纵深传导：存储环节价格处于历史 100%分位，DRAM、NAND 现货价持续走高；PCB、光模块等中游环节订单能见度已延伸至四季度，北美 PCB 行业 BB 值升至历史高位。景气沿“存储—PCB—服务器—光模块”链条向纵深传导：通信设备中光通信模块等环节出口维持高位，计算机设备受算力硬件需求拉动景气改善，但软件端相对偏弱（7 月软件产业利润总额累计同比仅+1%），产业链内部“硬件强、软件弱”的格局延续。

图 13：TMT 行业 PPI 同比持续上涨



资料来源：Wind、招商证券

图 14：TMT 行业工业增加值同比增速领先



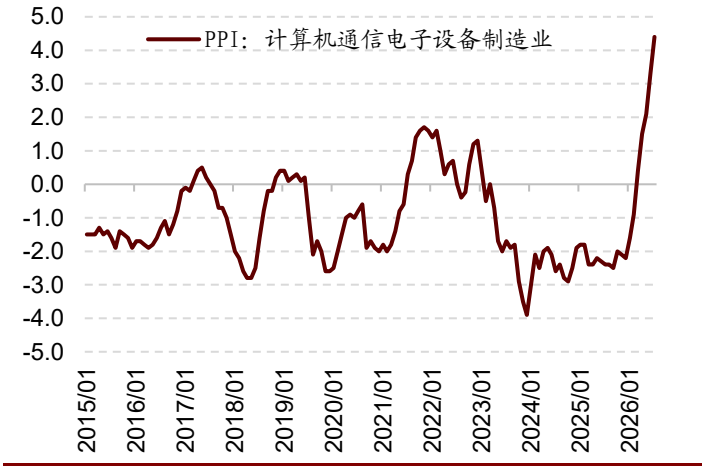
资料来源：Wind、招商证券

电力设备产业链在新能源装机、电网投资与海外需求三重驱动下维持高景气。7 月电气机械行业增加值同比 8.8%，PPI 同比 5.7%，均保持连续上行态势，处于 2022 年以来的较高景气区间。分链条看：锂电端受益于动力电池与储能需求放量，装车量与销量保持 30%以上增速，碳酸锂价格自底部回升，产业链呈现“量增为主、价稳中有升”的格局；电网端则由国内特高压/配网改造投资与海外供需错配共同拉动，北美变压器交期大幅拉长至 100 周以上，出海订单成为电网设备的重要增量来源。

图 15：TMT 行业 PPI 持续上涨

图 16：电器机械 PPI 同比上涨 5.7%

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：iFinD、招商证券

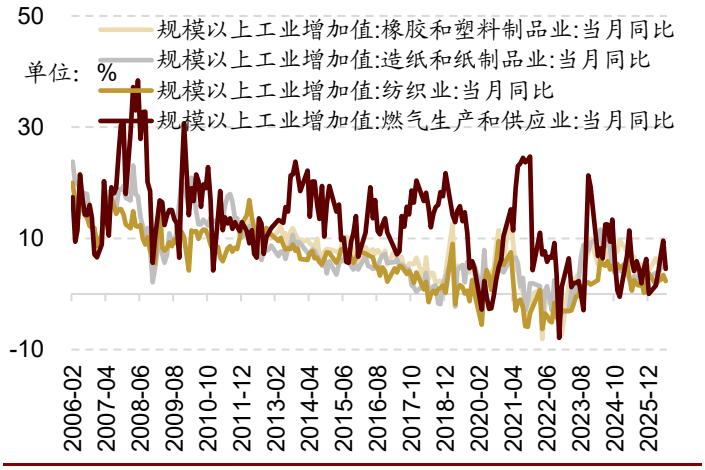


资料来源：iFinD、招商证券

- **温和量价齐升领域：橡塑、造纸、纺织、燃气**

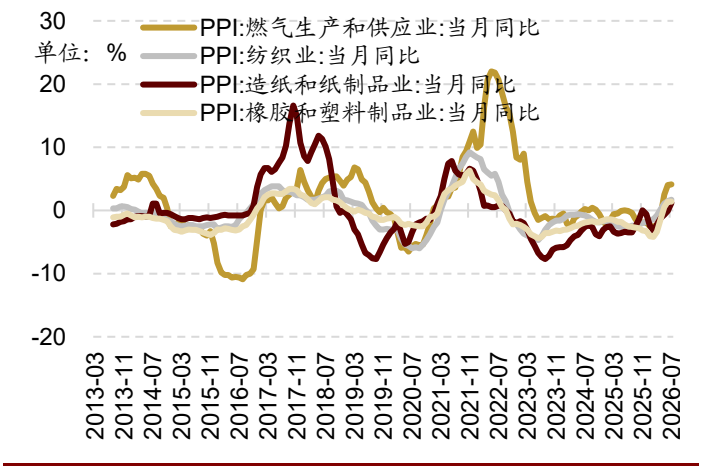
部分传统行业受益于成本传导与出口韧性，实现工业增加值与 PPI 双正增长，但弹性相对温和，属于景气跟随型修复。7 月橡胶和塑料制品业工业增加值上涨 5.0%、PPI 上涨 1.4%，塑料制品出口上涨 16.4%；造纸及纸制品业工业增加值上涨 4.6%、PPI 上涨 1.2%，机制纸及纸板产量上涨 7.3%，受益于纸浆价格上行带动的提价周期；纺织业工业增加值上涨 2.3%、PPI 上涨 1.7%，纱线织物出口上涨 6.4%；燃气生产和供应业工业增加值上涨 4.5%、PPI 上涨 4.1%。上述行业库存普遍不高，6 月造纸产成品存货同比下降 2.7%，燃气生产和供应成品存货同比下降 11.7%，若需求端改善进一步明确，价格向盈利的传导将更为顺畅。

图 17：橡塑、造纸、纺织、燃气等工业增加值实现正增长



资料来源：iFinD、招商证券

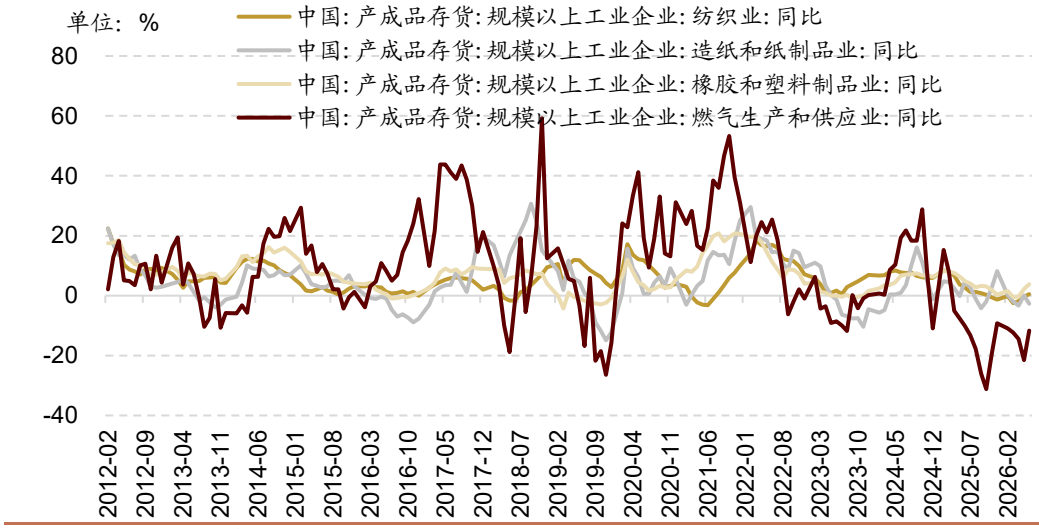
图 18：橡塑、造纸、纺织、燃气等 PPI 同比上行



资料来源：iFinD、招商证券

图 19：橡塑、造纸、纺织、燃气等产成品存货同比普遍下降

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：iFinD，招商证券

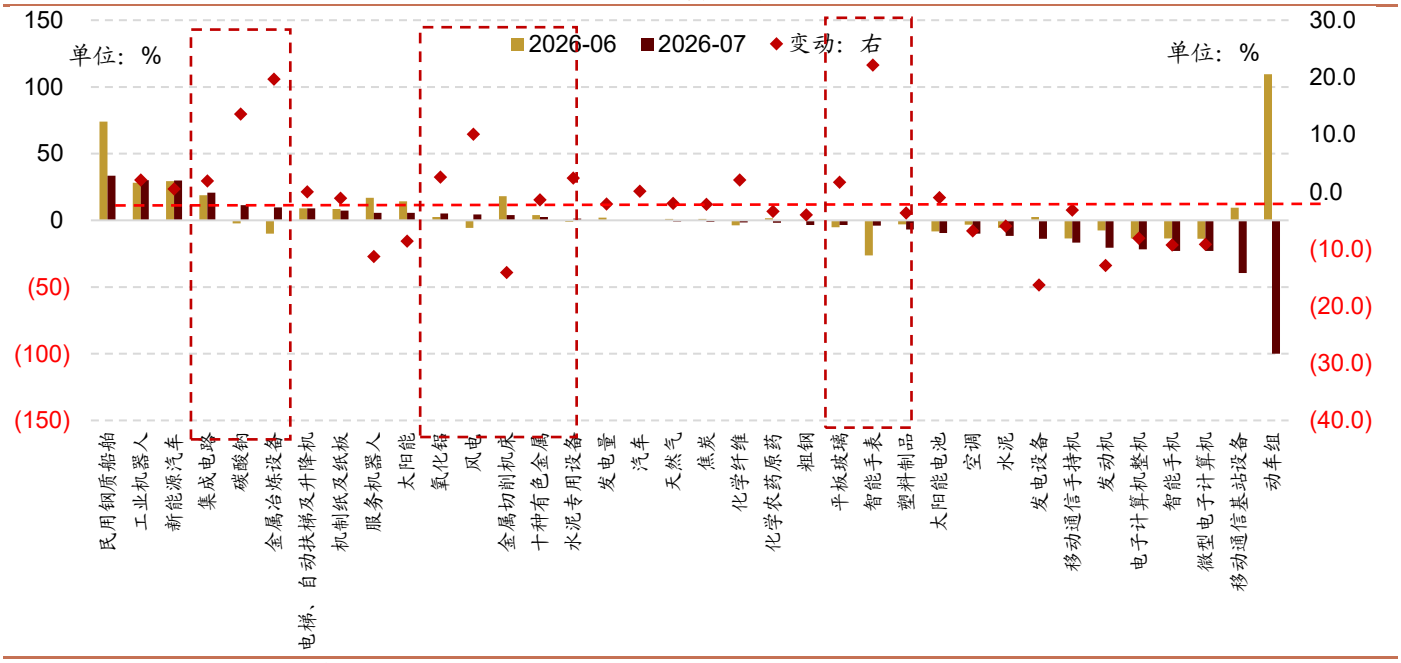
➢ 边际改善板块（生产加速型、价格改善型、出口驱动型）

边际改善板块的景气修复力度弱于量价齐升阵营，根据核心驱动因素可分为生产加速、价格改善、出口拉动三类，不同类型的盈利弹性与持续性存在明显差异。

● 生产加速型：专用设备、通用设备、自动化设备、油气开采、运输设备等

装备制造是“量”改善最集中的领域。核心驱动来自设备更新政策、制造业智能化升级以及产业周期上行。7 月专用设备制造业增加值同比+12.6%，较 6 月加快 2.6 个百分点，其中工业机器人产量同比+30.2%、金属切削机床产量+4.0%，自动化设备与人形机器人产业化预期打开长期成长空间；运输设备制造业增加值+13.6%，民用钢质船舶产量同比+33.5%、动车组产量累计同比+27%，中国新造船价格指数处于历史 100%分位，造船与军工链条景气高位延续。油气开采业虽受益于资本开支回暖实现产量修复，7 月工业增加值同比+6.1%，较 6 月大幅回升 5.1 个百分点，但受国际油价中枢回落影响，8 月 Brent 原油 94.5 美元/桶、WTI 原油 87.1 美元/桶，自前期高点均明显回落，行业 PPI 同比由 6 月的+16.8%骤降至 7 月的+3.2%，景气改善主要由量驱动，价格弹性显著走弱。

图 20：专用设备、通用设备、自动化设备、运输设备等产品产量增速领先



资料来源：iFind，Wind，招商证券

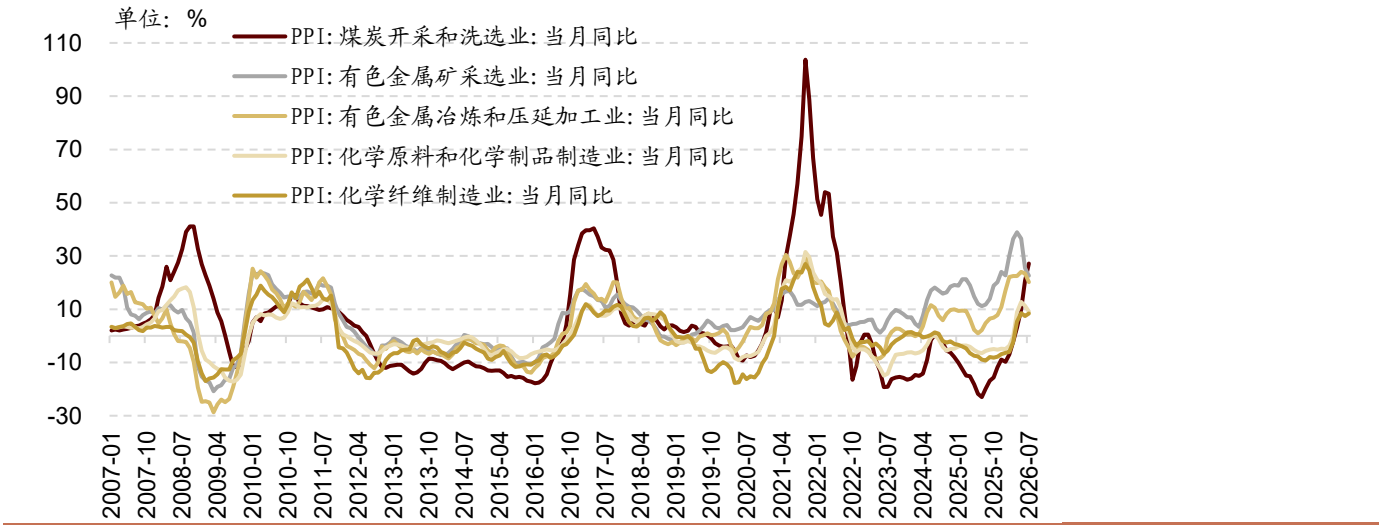
● 价格改善型：化学纤维、煤炭、有色金属、医药等

下载日志已记录，仅供内部参考

上游资源品在供给约束与需求旺季驱动下价格维持高位，PPI 同比仍处于较高水平，虽然产量端有分化，但价格改善对盈利的拉动效应明确。7 月 PPI 同比 20%以上的行业仍集中于上游资源品：煤炭开采上涨 27.1%，较 6 月加快 6.5 个百分点；有色金属矿采选上涨 22.6%、有色金属冶炼上涨 20.2%，化学原料上涨 9.1%、化学纤维上涨 8.4%。

价格高位是资源品板块盈利弹性的核心来源，但“量”端出现分化：煤炭工业增加值同比-10.8%，7 月焦炭产量同比-1.1%，呈现典型的"供给收缩推价"特征，价格上行主要由安监限产与迎峰度夏需求驱动；有色冶炼工业增加值-2.5%，价格高位但产量受产能与电力约束，铜价 107,950 元/吨、铝价 23,690 元/吨、锡价 429,180 元/吨，均处于历史 95%以上分位；化学原料工业增加值-1.2%，硫酸价格处于历史 98.8%分位，纯碱产量同比+11.3%。医药制造业 PPI 同比仍处负区间（-4.0%），但降幅较 6 月收窄 0.5 个百分点，叠加创新药出海授权与院内需求复苏，中报盈利改善预期明确，处于景气底部修复阶段。

图 21：煤炭、有色金属、化学原料和化学制品、化学纤维等 PPI 同比上涨



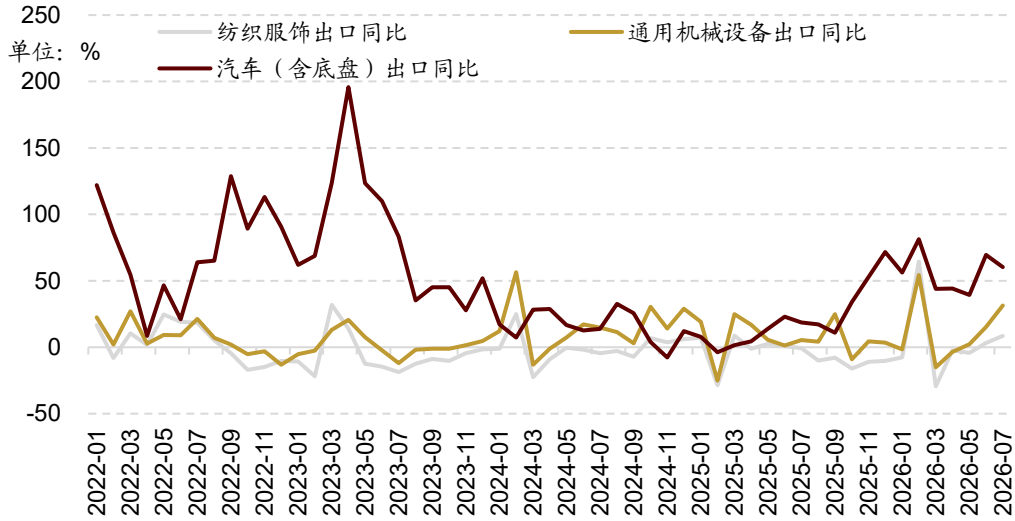
资料来源：iFinD，招商证券

- **出口改善型：汽车、通用设备、工程机械、纺织服装等**

全球制造业景气回暖与新兴市场需求旺盛支撑中国出口韧性，汽车、机械、纺织等出口优势制造板块出口增速显著回升。7 月汽车制造业工业增加值同比涨 8.7%，汽车含底盘出口同比上涨 60.4%，新能源汽车产量上涨 29.9%、销量同比上涨 23.7%，出口成为汽车链条景气的核心引擎；通用设备制造业工业增加值上涨 9.5%，通用机械设备出口上涨 31.4%，7 月挖掘机销量同比上涨 13.9%、装载机上涨 30.8%、叉车上涨 24.6%，工程机械出海景气延续；纺织服装、服饰业工业增加值上涨 1.2%，出口同比上涨 8.5%，较 6 月的 3.2%明显加快；家具出口上涨 11.2%。在内需修复偏弱的背景下，出口占比高的部分细分领域呈现较高的盈利修复弹性。

图 22：通用设备、汽车、纺织服饰等出口加速增长

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：iFinD，招商证券

- **小结：“量价”定位行业中观景气**

表 6：“量-价”定位行业中观景气

量价定位	阶段	产业链/行业	工业增加值(%)	PPI 同比(%)	主要产品产量(%)	库存(%)	出口(%)
量价齐升	强势量价齐升	TMT 产业链	19.1	4.4	集成电路+20.7	14.0	集成电路+116.6
		电气机械产业链	8.8	5.7	太阳能电池-9.4	18.3	家电+6.6
	温和量价齐升	橡胶和塑料	5.0	1.4	塑料制品-6.8	3.8	塑料制品+16.4
		造纸	4.6	1.2	机制纸+7.3	-2.7	—
		纺织	2.3	1.7	—	0.5	纱线织物+6.4
		燃气	4.5	4.1	—	-11.7	—
边际改善	生产加速	专用设备	12.6	-0.7	工业机器人+30.2	6.1	—
		运输设备	13.6	0.0	船舶+33.5	7.0	—
		油气开采	6.1	3.2	天然气-0.9	15.8	—
	价格改善	煤炭开采	-10.8	27.1	焦炭-1.1	-6.7	—
		有色冶炼	-2.5	20.2	十种有色+2.5	28.9	—
		化学原料	-1.2	9.1	纯碱+11.3	9.9	基本有机化学品+30.3
	出口改善	汽车	8.7	-2.3	新能源车+29.9	17.8	汽车+60.4
		通用设备	9.5	-0.5	金属切削机床+4.0	8.0	通用机械+31.4
		纺织服装	1.2	-1.4	—	-0.1	服装+8.5

资料来源：wind，招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

二、行业比较热力图及细分领域推荐：电子（半导体、电子化学品）、电力设备（电池、电网设备）、机械设备（通用设备、专用设备）、化学制药、农林牧渔（种植业、养殖业）和煤炭等

1、 行业比较热力图

图 23：60 个细分领域 8 大维度定量评估结果

上游资源品	钢铁	↓	0.07	中游制造	汽车零部件	→	0.53	消费服务	家用电器	→	0.45		
	煤炭	↗	0.43		乘用车	↓	0.26		家居用品	↓	0.42		
	石油石化	↓	0.14		航空装备 II	↗	0.62		造纸	→	0.41		
	水泥	→	0.00		军工电子 II	↗	0.48		纺织服饰	↗	0.63		
	装修建材	↓	0.11		基础建设	→	0.22		美容护理	↗	0.61		
	小金属	↓	0.42		通用设备	↓	0.54		养殖业	↑	0.55		
	工业金属	↑	1.00		专用设备	→	0.59		酒店餐饮	↗	0.62		
	能源金属	↓	0.49		工程机械	↓	0.29		商贸零售	↑	0.50		
	化学纤维	↓	0.04		自动化设备	↑	0.74		化学制药	→	0.57		
	化学原料	↓	0.28		光伏设备	↗	0.28		生物制品	→	0.56		
	化学制品	↓	0.39		风电设备	↑	0.57		医疗器械	↓	0.32		
	农化制品	↗	0.73		电池	→	0.85		医疗服务	↗	0.75		
信息科技	消费电子	↓	0.72		电网设备	↗	0.54		食品加工	↗	0.60		
	光学光电子	↑	0.67	交运	物流	↗	0.52		白酒 II	↓	0.22		
	半导体	→	0.81		航空机场	↑	0.59		饮料乳品	→	0.70		
	通信设备	↑	0.70		航运港口	↗	0.56		调味发酵品 I	→	0.61		
	通信服务	↑	0.71	金融地产	银行	↗	0.32		装修装饰 II	↓	0.27		
	传媒	↓	0.27		房地产	→	0.09	公用	环保	↑	0.60		
	软件开发	→	0.55		证券 II	↗	0.67		电力	↑	0.83		
	计算机设备	↗	0.63		保险 II	↑	0.72		燃气 II	↗	0.61		

1. 同一大类行业用相同颜色，暖色系为景气度高，冷色系为景气度低

综合得分偏低

综合得分一般

综合得分偏高

综合得分较高

2.箭头为景气度环比变化：采用对行业超额收益有正向驱动的中观指标

↑ 高景气

↗ 中等偏上

→ 景气维持

↓ 景气恶化

3.数据颜色深浅条代表量化得分：根据景气度、财报、资金青睐度、估值等加权打分得到，偏红代表景气度较好，偏绿代表景气度偏差

1 整体得分较高

0 整体得分较低

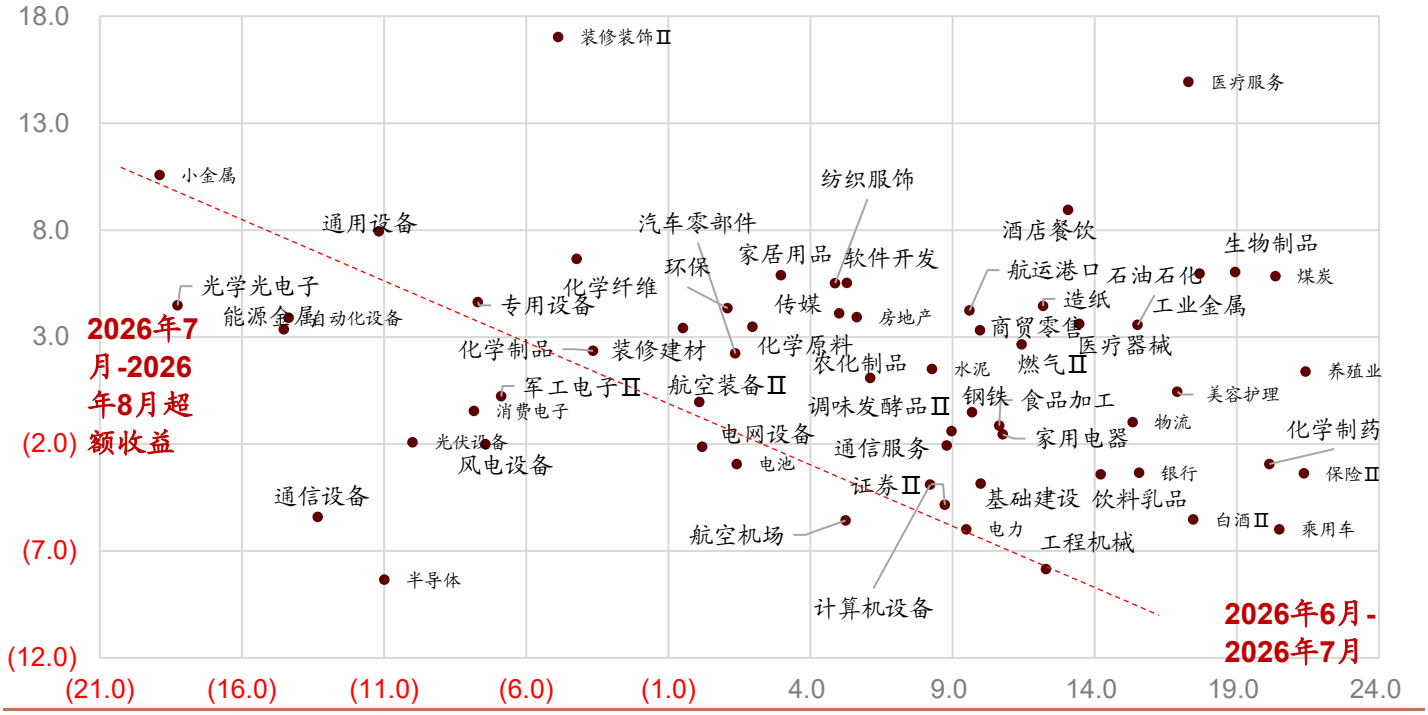
资料来源：Wind，招商证券

3、 前期表现、交易集中度和月度效应

前期表现：过去两个月市场由前期集中抱团转为更加均衡风格，整体跑输万得全 A 指数主要集中前期涨幅较高的领域，如半导体、通信设备、光伏设备、风电设备、自动化设备、能源金属等。**高资源品和部分低估值行业明显跑赢大盘，**如煤炭、养殖业、化学制药、保险、工业金属、石油石化、造纸等。

下载日志已记录，仅供内部参考

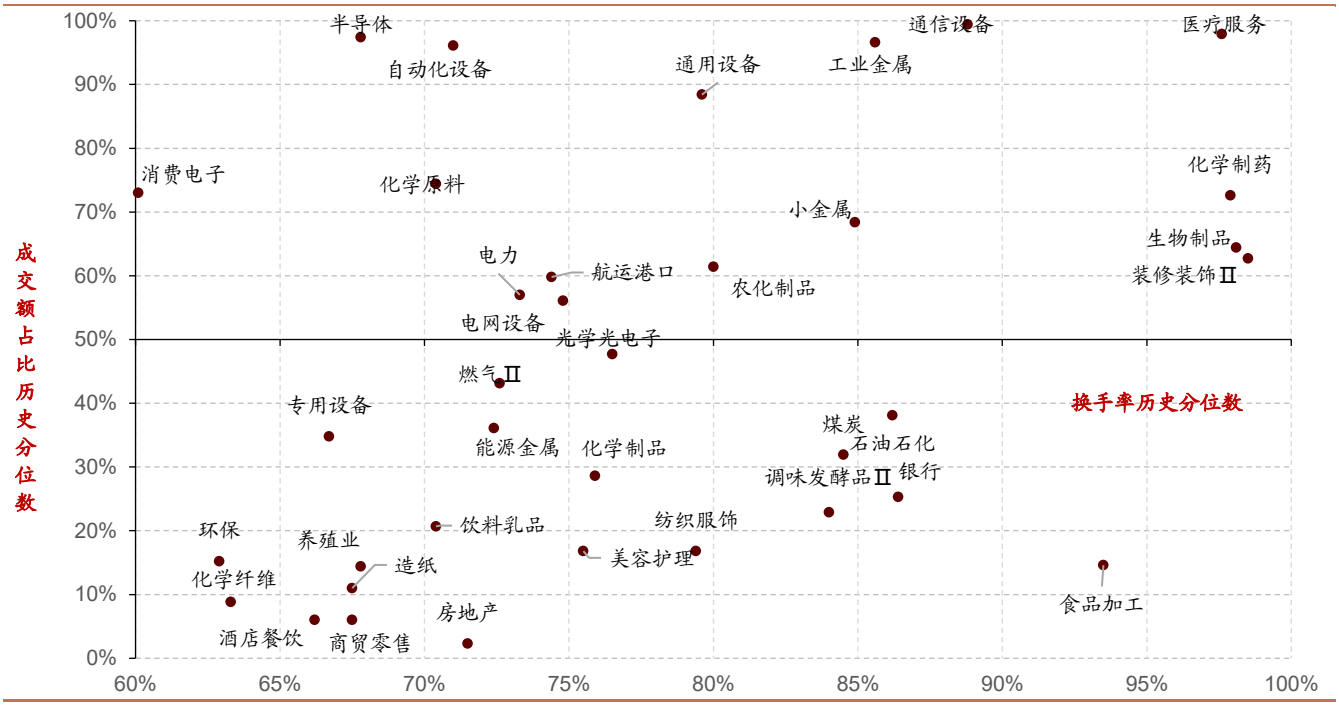
图 24：过去两个月部分行业相对 WIND 全 A 超额收益的表现（%）



资料来源：Wind，招商证券，数据截至 20260828

交易集中度：近期市场成交情况持续分化，从不同行业换手率历史分位数和成交额占比来看，化学纤维、养殖业、造纸、酒店餐饮商贸零售等消费/医药领域交易占比相对较低；半导体、自动化设备、通信设备、通用设备、化学制药等成交额占比和换手率处于历史较高分位。

图 25：截至 8 月 27 不同行业换手率和成交额占比的历史分位数



资料来源：Wind，招商证券，数据截至 20260828

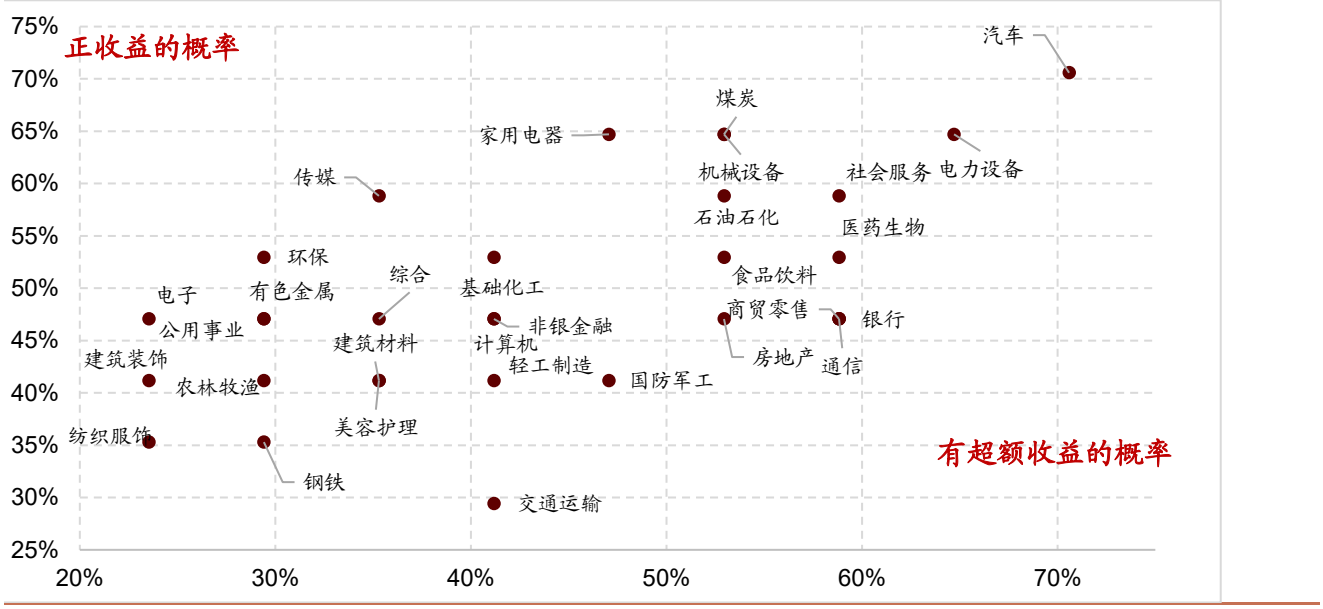
日历效应：

由于每年例如业绩预告、两会、政治局会议、业绩考核等等具有季节性效应，每个月的行业有一定的季节性，也可以作为行业选择的参考。每年 9 月，相对较高概率出现超额收益的行业主要集中在消费医药及部分资源品领域，如社会

下载日志已记录，仅供内部参考

服务、医药生物、食品饮料、商贸零售、煤炭、石油石化等。

图 26：过去 17 年每年 9 月行业出现超额收益的概率



资料来源：Wind，招商证券

2、 细分行业推荐

结合中观景气、盈利能力、筹码分布、估值、交易、周期阶段和赛道价值等多个维度，本期推荐关注**电子（半导体、电子化学品）、电力设备（电池、电网设备）、机械设备（通用设备、专用设备）、化学制药、农林牧渔（种植业、养殖业）和煤炭等。**

- **电子（半导体、电子化学品）：AI 算力需求持续高增，存储芯片供需偏紧价格高位上涨，行业盈利有望延续高增长态势。**

1）半导体行业单季度利润增速（整体法）在 26 年 Q1 和 Q2 分别保持在 167.7%和 274.3%的高位，量价共振驱动盈利确定性修复。

2）半导体周期进入加速上行阶段，出口与产量同步高增。全球半导体销售额同比增幅持续扩大，7 月集成电路产量当月同比增幅扩大至 20.7%；7 月集成电路出口金额 387.4 亿美元，当月同比增幅达 116.6%。

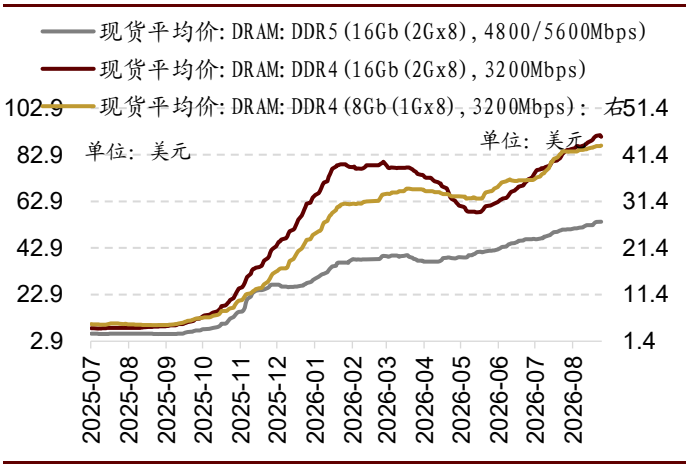
3）存储价格高位延续，供需偏紧格局未改。DRAM 现货价持续上涨，AI 算力与数据中心需求持续旺盛，存储晶圆供给受限，供需偏紧下价格有望延续高位上行，涨价正实质性进入原厂与模组厂商的利润表。

4）半导体设备与材料景气沿链外溢。7 月日本半导体制造设备出货额同比增幅扩大，北美 PCB 订单量持续上涨，反映算力硬件景气持续向设备与材料端传导。

5）产业催化方面，8 月 3 日修订后《集成电路布图设计保护条例》公布，强化布图设计专有权保护；半导体设备本土化加速。

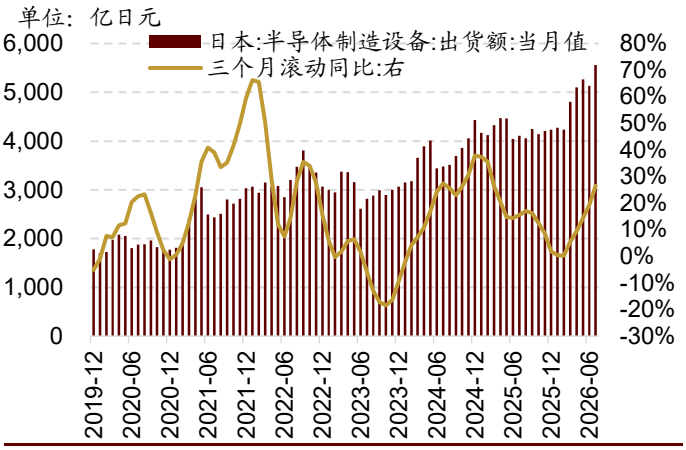
下载日志已记录，仅供内部参考

图 27：DDRM 存储器价格延续高位



资料来源：Wind、招商证券

图 28：7 月日本半导体制造设备出货额三个月滚动同比增幅扩大



资料来源：Wind、招商证券

➢ **电力设备（电池、电网设备）：盈利修复，储能成为主要增长引擎，出口延续高增。**

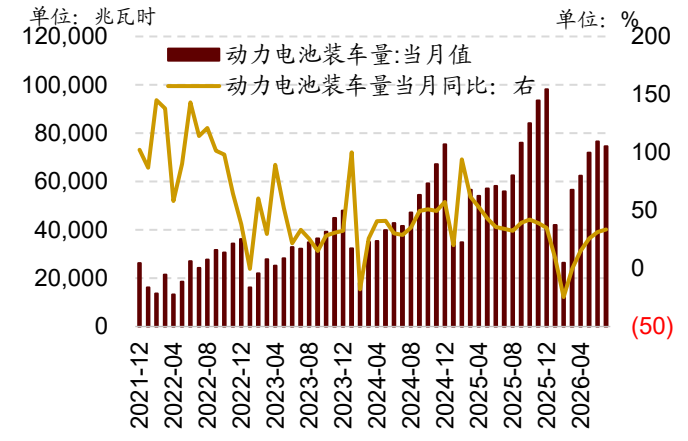
1）业绩方面，电池板块二季度保持 78.3%的较高增速；电网设备维持 4.6%的正增长。

2）锂电材料价格企稳回升，光伏供给出清后价格现企稳信号。截至 8 月 25 日国产电池级碳酸锂价格 15.69 万元/吨，氢氧化锂 14.39 万元/吨，六氟磷酸锂 11.4 万元/吨，锂盐价格中枢同比抬升，支撑上游资源盈利弹性；光伏行业综合价格指数 SPI 上行至 14.81，多晶硅、硅片、电池片价格均现回升，行业供给出清后价格企稳信号显现。

3）新型电力系统建设提速，电网设备需求有支撑。8 月 3 日国家发改委、国家能源局印发《新型电力系统建设“十五五”规划》，提出适度超前推进电网基础设施建设、推动配电网与主干电网一体发展；电网投资累计同比维持 13.1%的正增长，为电网设备需求提供支撑。出口方面，美国市场的高压主网设备形成新增合规与准入压力短期将会形成情绪冲击，但全球电网投资上行，非美地区订单外溢仍会是出口的主要支撑。

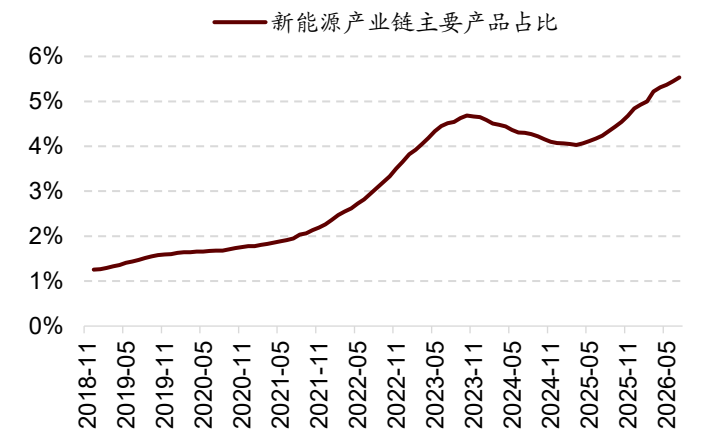
4）产业催化方面锂电储能需求向好，AIDC 基建提速，对应数据中心电源、变压器等需求旺盛，中国凭借全产业链和高性价比优势有望加速海外渗透。

图 29：7 月动力电池装车量同比增幅扩大



资料来源：Wind、招商证券

图 30：新能源主要商品出口份额扩大至 5.45%



资料来源：Wind、招商证券

➢ **机械设备（专用设备、通用设备）：AI 产业资本开支向制造端扩散，出口韧性与内需设备更新共振**

1）中报盈利改善。二季度，通用设备、工程机械等盈利降幅收窄，专用设备单季度净利润增速转正，自动化设备盈利增幅明显扩大，盈利修复主要集中于出海与高景气赛道，传统机械修复偏慢。

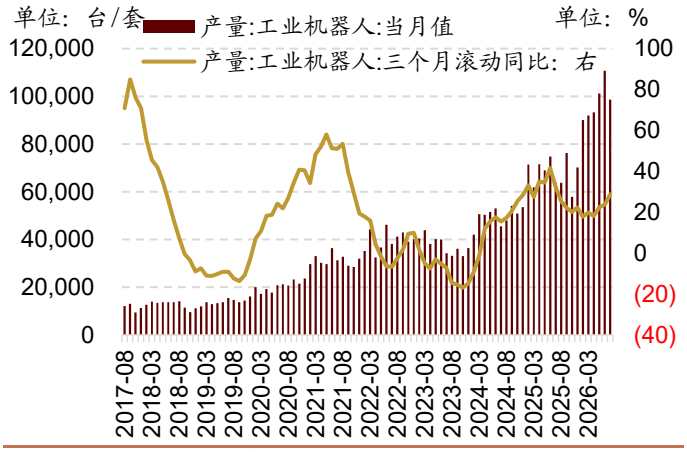
2）出口订单推动行业结构性修复。7 月挖掘机销量当月同比增幅收窄至 13.9%（前值为 35.3%），但挖掘机出口累计同比 31.7%，维持高增；装载机销量当月同比增幅扩大至 30.8%，其中出口同比增长 34.9%。

下载日志已记录，仅供内部参考

3）专用设备受益于 AI 基建快速发展，电力重构以及新技术周期。AI 服务器迭代推升 PCB 设备需求，激光钻孔、电镀等全链条设备订单饱满，国内设备厂商在技术赶超和需求提振下加速高端转型。半导体设备方面受益于存储需求旺盛和先进逻辑扩产，国产化和需求景气有望持续进入未来业绩兑现。

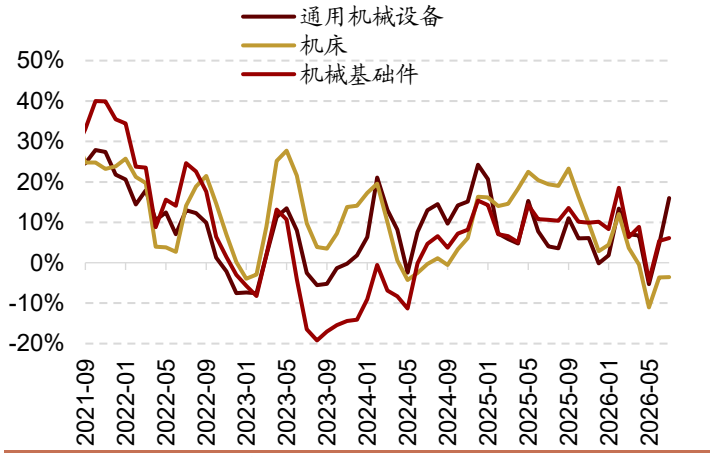
4）通用设备当前处于低位复苏阶段，科技升级有望驱动订单改善，机床刀具等有望受益；后续若政府开支回暖，实物工作量落地有望加速行业周期修复。此外，叉车受益于海外产能转移与电动化和智能物流需求。

图 31：7 月工业机器人三个月滚动同比同比增幅扩大



资料来源：Wind、招商证券

图 32：7 月通用机械出口金额三个月滚动同比增幅扩大



资料来源：Wind、招商证券

➢ **医药（化学制药）：创新药支持政策持续加码，BD 出海加速利润兑现，中报验证盈利修复。**

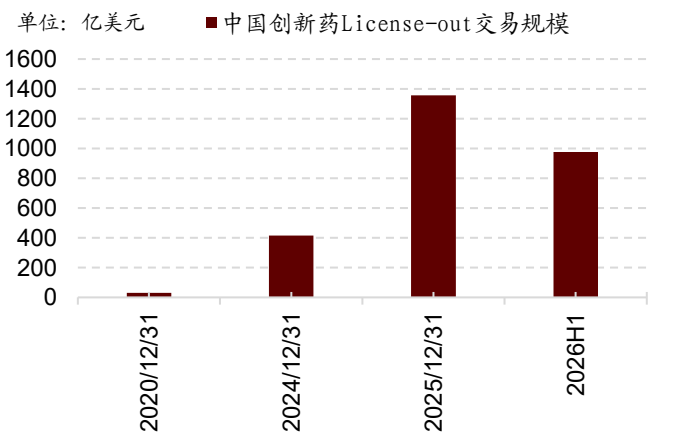
1）政策端，8 月 19 日《全民医疗保障“十五五”规划》进一步明确支持高水平创新药形成与高投入、高风险相匹配的价格，并完善商保创新药目录，政策导向由单纯控费进一步转向价值购买和支持创新；同时 2026 版国家基本药物目录将于 9 月 1 日实施，新增多款创新药，有望加快创新产品基层放量。

2）出海端，国产创新药通过海外授权、产品出海和国际临床扩大收入边界。上半年中国创新药 BD 交易额达 997 亿美元、首付款约 50 亿美元，海外授权持续高景气。全球药企开始系统性采购中国资产，BD 首付款改善现金流、里程碑付款抬升远期价值。

3）业绩端，医药生物板块二季度净利润增速扩大至 12.2%，生物制品、医疗器械、化学制药等保持领先增速。新品放量、BD 收入确认及创新药产业链回暖共同推动盈利改善。

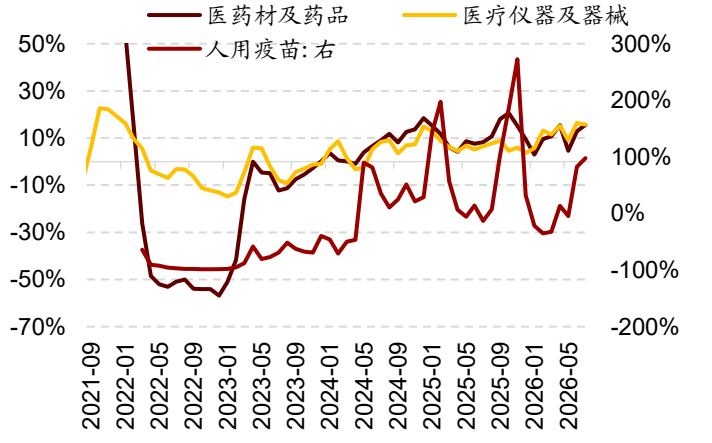
4）产业催化和事件方面，Moderna 与默沙东合作的个性化 mRNA 癌症疫苗联合 Keytruda 治疗黑色素瘤的III期试验达到主要及关键次要终点，全球创新成果继续验证产业空间；药明康德针对美国国防部 1260H 认定提出的初步禁令动议已完成聆讯，海外政策风险边际缓和。

图 33：中国创新药海外授权金额快速跃升



资料来源：Wind、招商证券

图 34：7 月医药材及药品出口三个月滚动同比增幅扩大



资料来源：Wind、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

➢ **煤炭：供给收缩支撑煤价韧性，中报确认盈利拐点，高股息配置价值体现。**

1）供给端明显收紧，7 月规上原煤产量同比下降 10.1%，1-7 月累计下降 2.9%，叠加主产区安监维持高压，短期供给难以快速释放，对煤价形成较强支撑。

2）价格端，8 月动力煤延续稳中偏强，8 月 24 日秦皇岛港 Q5500K 动力煤升至 860 元/吨；进入 9 月后迎峰度夏需求逐步退坡，但“金九”非电需求恢复以及秋冬补库预期升温，有望接力支撑煤价。

3）业绩端，二季度煤炭盈利大幅度增长，单季度增速由一季度的-1.1%提升至 64.8%，煤价企稳及成本改善已明显向利润端传导。

4）当前科技成长板块波动和风格切换加快，煤炭龙头现金流稳定、估值相较高景气成长板块仍具优势且高分红属性突出，在基本面改善的同时兼具防御价值。

图 35：煤炭日耗量月环比上行



资料来源：Wind、招商证券

图 36：煤炭价格月环比上行



资料来源：Wind、招商证券

➢ **农林牧渔（种植业、养殖业）：气候扰动抬升种植链价格弹性，养殖业在产能出清与旺季需求改善中有望周期修复。**

1）种植链方面，厄尔尼诺强度预期继续上调，并可能在四季度达到高点。气候异常对农产品价格的影响通常存在时滞，供给预期收紧有望推动相关品种价格中枢上移；截至 8 月 27 日，棉花、玉米期货结算价月环比分别上涨 14.26%和 12.55%；

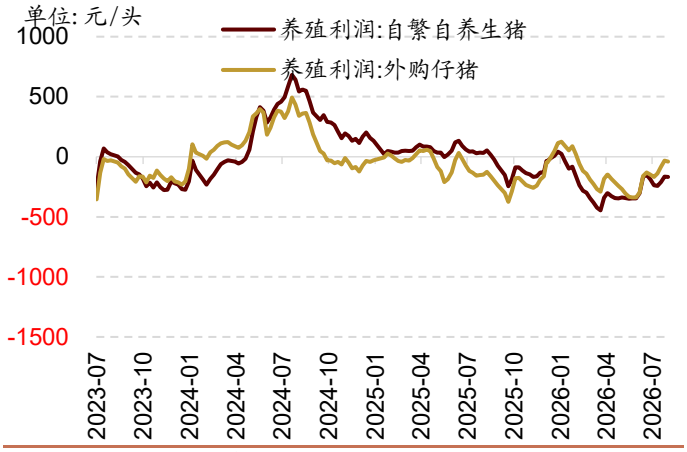
2）种业方面，粮食安全、农业补贴和生物育种产业化构成中期支撑。随着三季度预售逐步启动，若粮价和种植收益改善，种子需求、提价能力与渠道回款有望同步修复；

3）生猪方面，行业仍处于供给偏宽、需求偏弱和现金流承压阶段，此前持续亏损叠加产能调控将加快低效母猪退出，截至 8 月 27 日，猪肉价格月环比上行 1.50%，生猪价格月环比上行 3.66%，生猪养殖盈利底部修复。政策面多次强调稳价保供，行业量价有望持续回暖。

5）白羽鸡受祖代引种和父母代结构调整支撑，黄羽鸡供给处于低位，旺季消费有望带动鸡苗与毛鸡价格修复，截至 8 月 28 日，肉鸡苗价格月环比上行 8.10%。

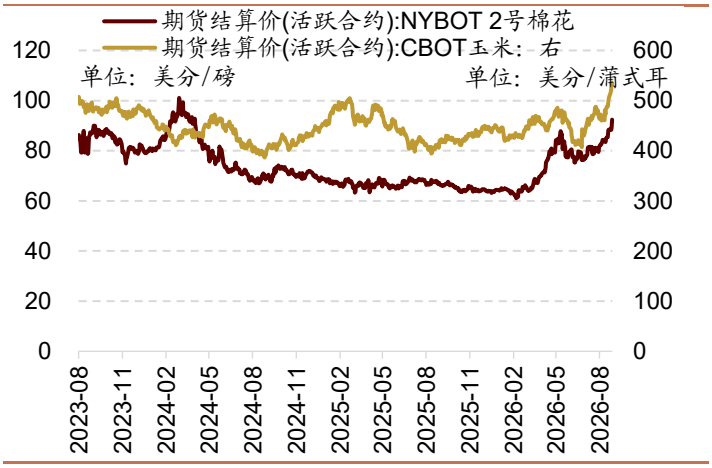
下载日志已记录，仅供内部参考

图 37：生猪养殖盈利回暖



资料来源：Wind、招商证券

图 38：棉花、玉米价格月环比上行



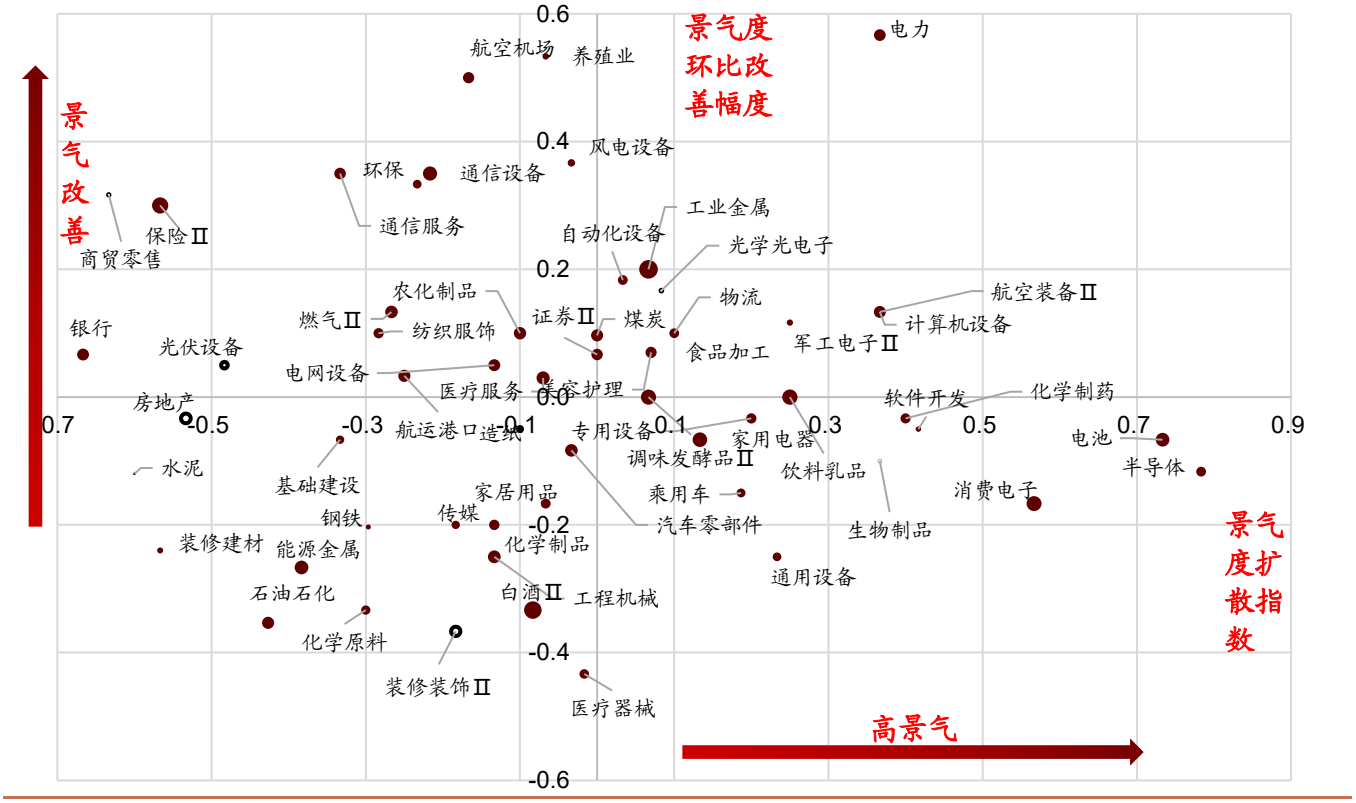
资料来源：Wind、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

三、景气跟踪：细分领域景气梳理和展望

中观指标和景气指数显示，目前景气度边际改善的领域主要集中在部分**中高端制造业**如通信设备、风电设备、自动化设备、航空装备及部分**低估值**领域如养殖业、商贸零售、电力等。

图 39：60 个行业景气指数评分及边际变化



资料来源：Wind，招商证券

注：横轴景气指数根据行业重要中观数据构建，纵轴表示本期景气指数相比上期的变化；

- **上游资源品：煤炭和部分金属供需偏紧价格上涨，钢铁需求仍弱**

钢铁：8 月钢铁供给延续低位，需求端受高温淡季、地产端拖累等因素压制仍然偏弱，但焦煤供应偏紧、焦炭提涨抬升成本中枢，形成对成材价格的强支撑；钢厂低利润压制生产积极性，螺纹产量维持低位，五大品种社会库存与钢厂库存同步下降。展望 9 月，高温、降雨影响减弱后，基建和建筑施工进入传统旺季，钢材需求有望环比改善，预计钢价低位企稳、震荡修复。

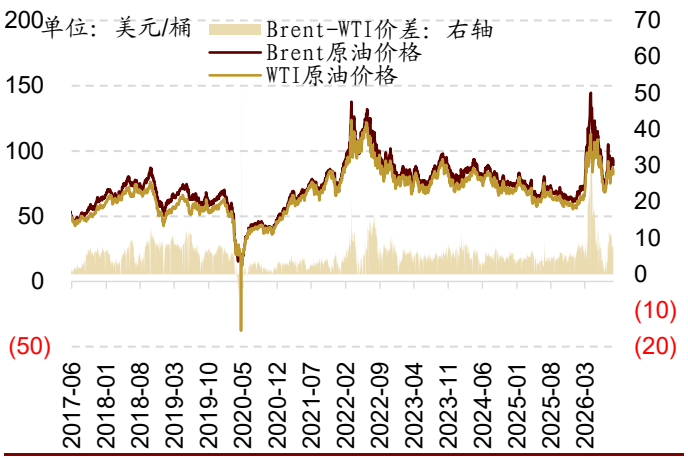
煤炭：8 月煤价延续上涨，迎峰度夏带动电厂日耗升至近五年同期高位附近，港口库存持续去化；供给端，煤矿安监维持高压，行业供给弹性进一步收窄。往后看，冬储补库需求有望维持合理偏上煤价中枢。

石油化工：8 月原油价格震荡偏弱，Brent、WTI 现货价月环比分别下行 9.51%、7.78%。美国商业原油库存增加，叠加全球需求预期下调，限制油价上行空间。炼化端维持较高景气，海外成品油裂解价差走阔；化工品延续分化，乙烯、聚酯终端需求偏弱，PX、PTA 受供给收缩支撑，制冷剂受配额约束维持高景气。往后看，行业整体或延续震荡偏强、结构分化格局，上游油气、炼化及制冷剂相对占优。

有色：8 月金属价格延续分化。铜精矿加工费降至深度负值，叠加海外冶炼厂停产，供应约束进一步强化；铝供给维持高位，但海外氧化铝减产和低库存对价格形成支撑。贵金属受美国通胀及就业降温影响继续上涨；能源金属中碳酸锂价格明显反弹，稀土、钴镍表现偏弱。往后看，行业景气有望维持高位并呈结构性上行，铜、铝、黄金及锂相对占优。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 40：油价月环比下行



资料来源：Wind，招商证券

图 41：化工产品价格指数月环比上行



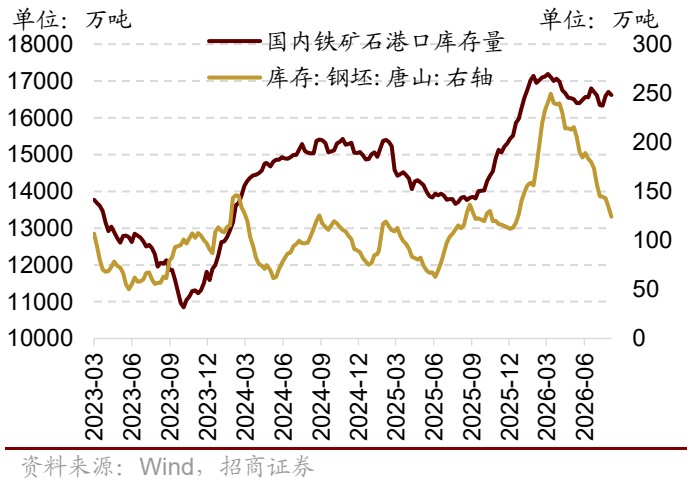
资料来源：Wind，招商证券

图 42：焦煤焦炭价格上行



资料来源：Wind，招商证券

图 43：唐山钢坯库存月环比下行



资料来源：Wind，招商证券

- **中游制造业：出海和高端装备保持景气，传统制造需求仍弱**

新能源产业链方面：光伏方面，反内卷强标推动低效产能出清，价格指数边际改善。储能延续高景气，容量电价落地、海外平价与 AI 配储共振；大储项目集中推进，7 月新型储能新增装机 4.90GW/15.77GWh，功率和能量同比分别增长 46%和 75%，新增能量规模创历年 7 月新高。受益于储能订单与“金九银十”备货带动，叠加出口韧性支撑，锂电排产延续正增。往后看，储能系统环节户储工商储全年需求向好，海外大储 AIDC 前景可期。

军工方面：全球军备补库需求持续释放，防空反导及高消耗武器装备有望维持高景气。现代战争加速向远程化、精确化、无人化方向演进，高强度作战背景下导弹、防空反导装备及无人作战装备消耗量持续提升，全球主要军事力量补充库存和扩充产能的需求进一步增强。十五五期间，随着可重复回收火箭、低成本商业卫星等技术的不断成熟，我国商业航天产业化有望加速。日防卫预算申请额创新高，大国博弈加剧是长期趋势，军工长期向好。

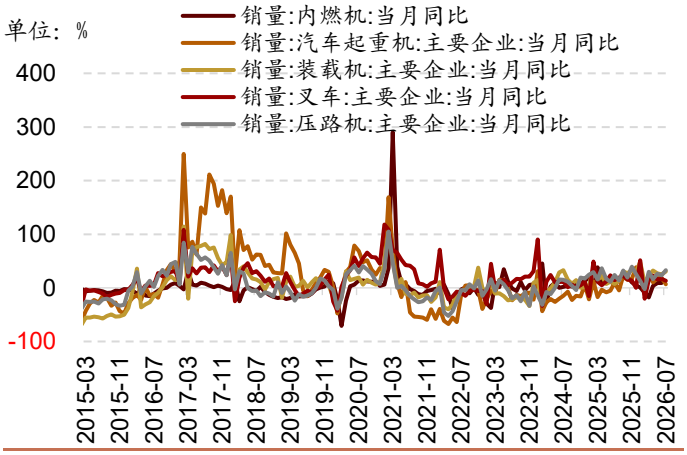
机械领域方面：半导体设备方面 SK 海力士重启大连二厂扩产，海内外同步加码产能，带动半导体设备投资需求释放。机床行业收入延续增长，AI 等新兴产业拉动机床需求。内需层面，7 月挖机内销同比增速较 6 月回落，有 6 月季末考核部分需求前置，以及 7 月传统淡季的影响。设备更新换代、新型城镇化建设以及重大工程项目持续推进，中长期有望为国内市场提供稳健增长动能。出口层面，7 月挖机出口同比增长 21.2%，中长期视角下，中国主机厂在欧美澳市场及新能源产品市场份额提升仍具较大想象空间。

汽车领域方面：出口延续强势，7 月我国汽车出口达 104.3 万辆，环比增长 0.6%，连续两个月突破 100 万辆，其中新能源汽车出口 55.3 万辆，环比增长 5.7%。行业延续外强内弱特征，内需主要受制于高基数和需求透支效应，但新能源渗透率维持高位，8 月截至 23 日新能源零售 61.4 万辆，同比-12%，渗透率 64.3%。展望 9 月，行业总量或仍

下载日志已记录，仅供内部参考

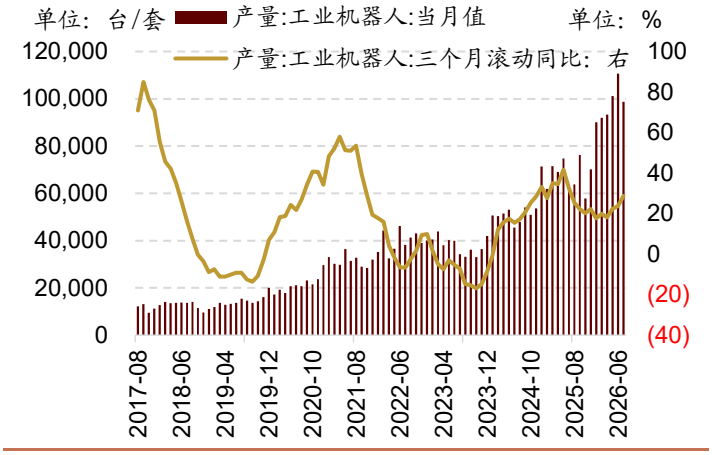
然偏弱，出口仍是主要支撑，成都车展后新车周期有望集中兑现。

图 44：7 月主要企业工程机械销售同比增速表现分化



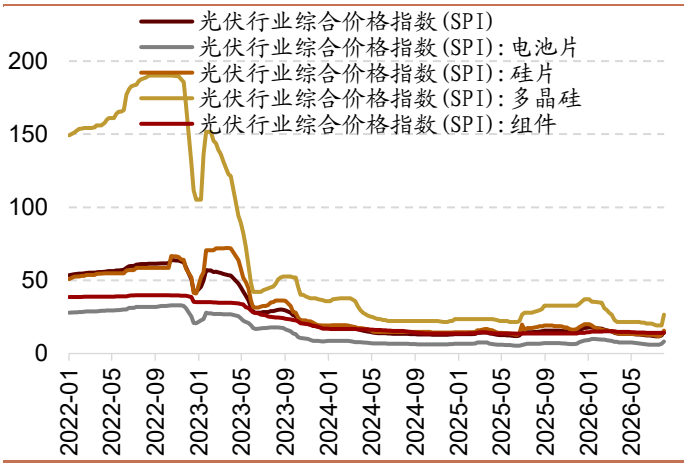
资料来源：Wind、招商证券

图 45：7 月工业机器人产量三个月滚动同比增幅扩大



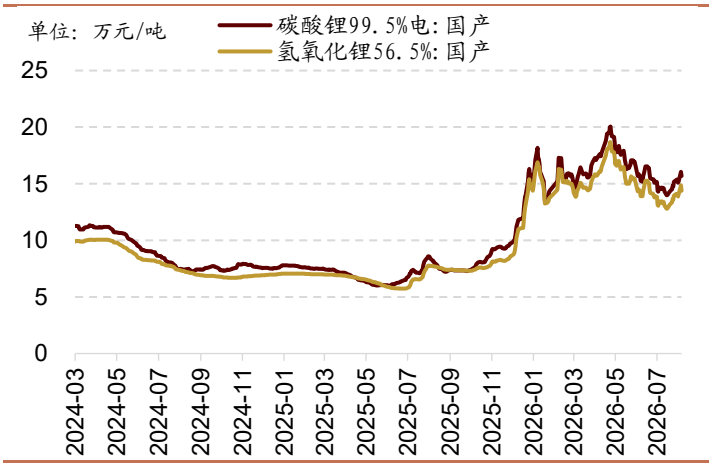
资料来源：Wind、招商证券

图 46：光伏价格指数边际上行



资料来源：Wind、招商证券

图 47：碳酸锂价格月环比上行



资料来源：Wind、招商证券

- **消费/医药：终端需求拖累，有待收入预期实质性改善，创新药出海放量**

1-7 月，社会消费品零售总额同比增幅收窄至 1.2%，7 月 CPI 同步上涨 0.5%，环比下降 0.1%，主要受前期促消费政策边际效应减弱、地产链相关消费持续偏弱以及居民收入和就业预期仍偏谨慎影响，终端需求恢复力度有限。

地产链方面，8 月政策预期明显升温，但基本面仍处深度调整阶段。地产投资与竣工下行继续压制家具、家电和建材需求。7 月家具、家电和建筑装潢材料零售额分别同比下降 8.8%、1.9%和 14.2%。与此同时，北京放松限购、公积金制度改革等政策持续托底，存量房翻新需求相对更具韧性。展望 9 月，“金九”及政策落地有望带动核心城市成交和地产后周期消费环比改善，但预计仍以总量筑底、存量需求修复、区域分化为主要特征。

大众消费品领域中，白酒仍处调整期，高端酒价格出现边际企稳迹象，市场对下半年动销企稳预期有所提升；啤酒受高温旺季支撑，上半年行业产量同比微增 0.2%；乳制品市场较为稳定，主产区生鲜乳价格月环比微涨。展望 9 月，中秋国庆备货有望改善白酒、乳制品和休闲食品动销，但预计行业仍以结构性复苏为主。

可选消费复苏节奏延续分化，7 月化妆品零售额同比增长 6.8%，在多数可选消费品承压背景下仍保持较高景气，国货龙头持续获取份额；相比之下，7 月金银珠宝零售额同比下降 10.1%，高金价和前期需求透支对终端消费形成明显压制。往后看，黄金珠宝仍依赖金价企稳及婚庆、节假日需求释放，预计可选消费内部品牌和品类分化仍将持续。

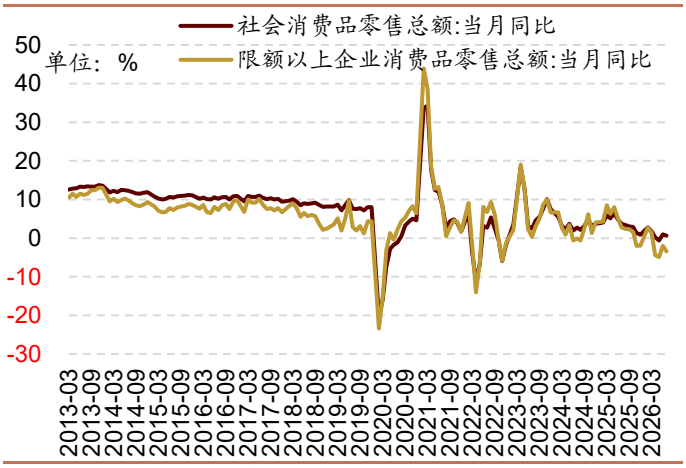
服务消费方面，8 月延续商品弱、服务强的消费结构，1-7 月服务零售额同比增长 5.0%，旅游咨询租赁、文体休闲、通讯信息等服务消费增长较快，暑期文旅旺季进一步强化这一趋势。展望 9 月，暑期旅游高峰结束后短期或季节性降

下载日志已记录，仅供内部参考

温，但中秋、国庆预订及文旅促消费政策将形成接续，服务消费增速预计仍明显好于商品消费。

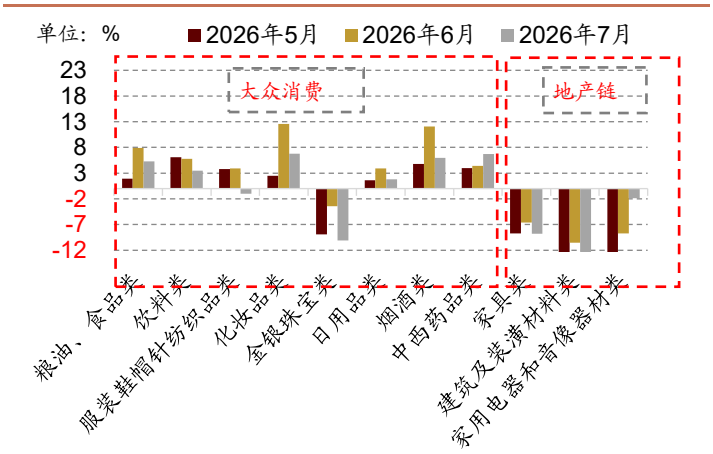
医药行业方面，创新药仍是医药板块最强主线之一，产业景气逐步从政策预期向业绩兑现过渡。多家头部创新药企业核心产品放量、亏损收窄甚至进入盈利拐点。往后看，BD 交易、商业化放量、医保及政策支持仍将共同支撑行业景气，但板块内部分化可能加剧，创新药及相关 CXO 有望延续回暖。

图 48：1-7 月社会消费品零售总额同比增幅收窄至 1.2%



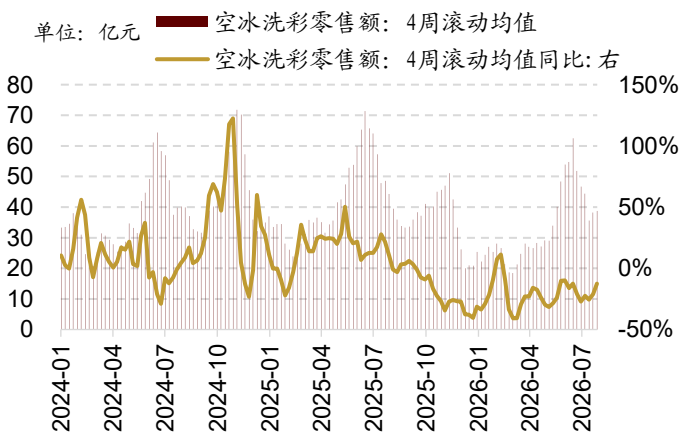
资料来源：Wind、招商证券

图 49：大众消费品和地产产业链社零当月增速



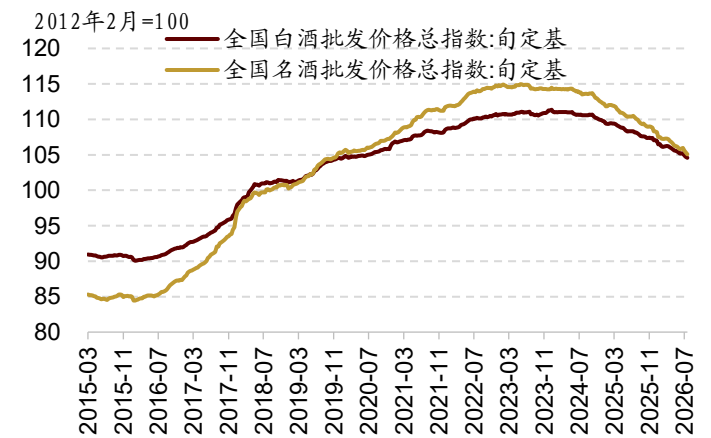
资料来源：Wind、招商证券

图 50：空冰洗彩四周滚动零售额均值同比降幅扩大



资料来源：Wind、招商证券

图 51：白酒批发价格总指数下行



资料来源：Wind、招商证券

- **金融地产：地产销售仍弱，银行息差筑底，非银业绩较高增长**

房地产方面，7 月商品房销售面积和销售额单月同比分别下降 13.4%、8.9%，其中住宅销售面积下降 15.1%；房地产开发投资、新开工面积和到位资金单月同比分别下降 27.4%、27.8%、21.0%，投资端弱于销售端。截至八月中旬，30 城商品房成交面积较去年同期下降 7.2%，显示 8 月上旬需求仍偏弱，尚未恢复同比增长。往后看，随着北京等城市进一步优化限购及公积金政策，8 月下旬至“金九”成交或有边际改善；但房企资金和投资意愿仍弱，行业维持弱复苏、去库存判断。

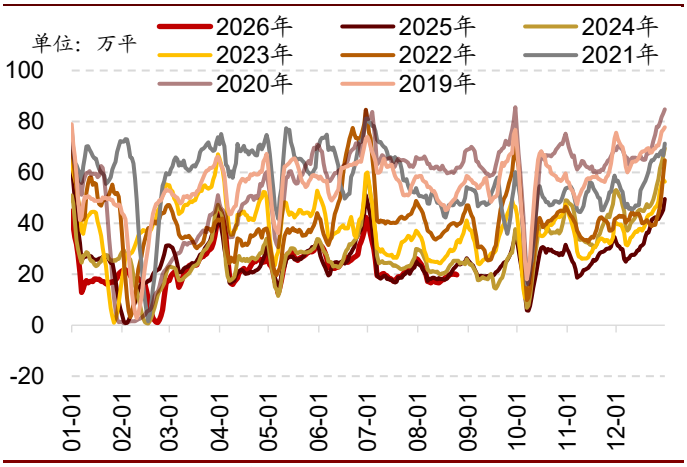
银行方面，7 月社融增量主要由政府债和直接融资支撑；企业、居民贷款均为负，内生融资需求仍弱。7 月存款仅增 300 亿元，同比少增 4700 亿元，M2 增速回落至 7.7%。盈利端，二季度商业银行净息差由 1.40%回升至 1.41%，为 2022 年以来首次环比改善。往后看，财政资金加快落地或带动信贷边际修复，但短期规模扩张仍受需求制约，行业呈现“规模降速、息差企稳”，景气度低位边际改善。

非银方面，行业中报业绩表现亮眼，券商头部领跑、分化加剧，但考虑到去年三季度基数较高，以及 7 月以来市场成交下滑，三季度行业盈利或有放缓；保险资产负债管理办法与非车险综合治理相继落地，利好负债成本与资负匹配，

下载日志已记录，仅供内部参考

推动估值修复。

图 52：30 大中城市商品房成交面积同比下降



资料来源：Wind，招商证券

图 53：市场交投活跃度下行



资料来源：Wind，招商证券

- **信息科技：硬件向应用扩散，业绩验证期结构性分化主导行情，关注半导体**

电子：被动元件方面 MLCC 在 AI 服务器中大规模使用，AI 相关的高容 MLCC 用量大幅增长，超高容 MLCC 现货紧缺、交期拉长。国产 MLCC 龙头业绩预告高增长，产业逻辑持续兑现。8 月份电子布和覆铜板持续涨价，高端 PCB 厂商有能力转嫁成本。随着 AI 的持续发展，高多层 PCB 和 HDI 需求较好，产业链相关的公司有望持续受益。面板需求步入传统淡季，市场处于青黄不接的阶段。8-9 月份针对年底旺季的备货需求尚未启动，价格边际下行。存储价格高位延续，供需偏紧格局未改。DRAM 现货价持续上涨，AI 算力与数据中心需求持续旺盛，存储晶圆供给受限，供需偏紧下价格有望延续高位上行，涨价正实质性进入原厂与模组厂商的利润表。

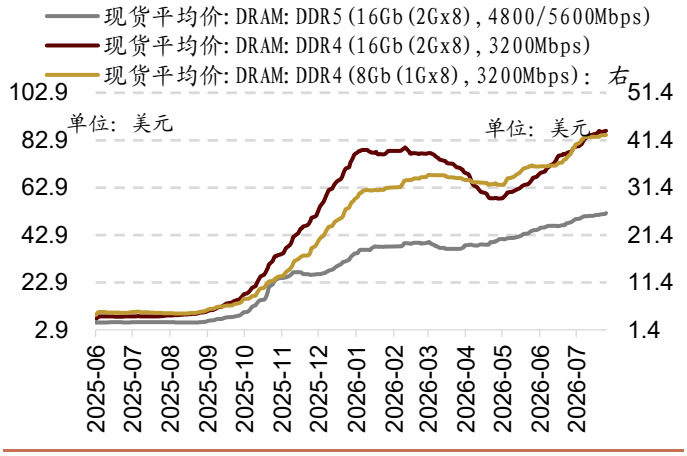
通信：海外大厂业绩持续高增，CPO 产业化进程加快；CPO 交换机全面量产，VeraRubin 进入量产及爬坡期。AI 云需求持续强劲。AI 驱动网络升级，海外需求强劲，国内核心企业充分受益全球基建浪潮。国内新一代算力基建开启，全国产化产业链迎来新的周期。新连接也有望于 26 年迎来行业发展奇点，涌现更多投资机会。AI 的大模型训练及应用提升通信能力需求，网络创新和新技术应用快速推进。

计算机：国产旗舰模型 DeepSeekV4Pro、GLM-5.3 接连发布，在 CodingAgent、长程任务、AI 安全领域性能突出，刷新全球开源模型性能榜单。据 OpenRouter，国产模型调用 34.25 万亿 Token，稳居全球首位。多方财报持续验证算力产业需求高景气。同时，在电源侧，英伟达发布 800VDCV2.0 白皮书，完整定义新一代 AIFactory 标准化直流供电体系，并表示 PowerRack 预计 2026Q3 进入量产，SST 有望于 2029 年落地。优先重视 AI 收入开始兑现的方向：AI 营销方面迈富时披露业绩，AI 收入显著加速，企业级营销及广告业务正在加速释放；AI 办公方面持续关注腾讯 WorkBuddy 推广进度。

传媒：国内 AI 短剧供给持续释放，头部平台积淀爆款能力，海外短剧用户与收入同步增长，头部平台和高价值用户贡献主要商业化增量。视频生成模型持续提升内容生产效率，ReelShort 进入规模化盈利验证阶段。同时游戏产业上半年景气度持续。建议关注暑期档相关公司；看好 token 经济相关的 AI 应用及服务、AI 视频工具等方面的发展；专业资料受益于推理需求发展。

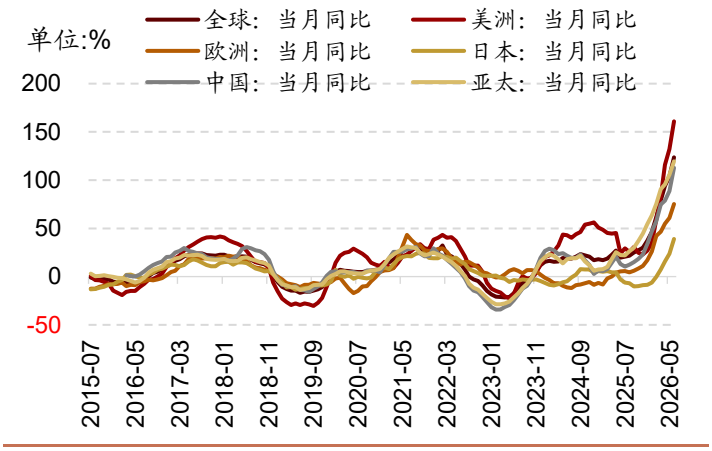
下载日志已记录，仅供内部参考

图 54：DRAM 价格维持高位



资料来源：Wind、招商证券

图 55：6 月全球半导体销售额同比增幅扩大



资料来源：Wind、招商证券

表 7：月度事件催化以及相关板块

行业/赛道	政策或事件
电新	8 月 3 日，**国家发展改革委、国家能源局印发《新型电力系统建设“十五五”规划》**，明确未来五年我国电力发展的总体思路，提出到 2030 年初步建成新型电力系统的战略目标，部署电力行业发展的主要目标、重大工程、重点任务。
	8 月 6 日，国家能源局发布《中国核电发展报告（2026）》。报告显示，2025 年全国核电发电量 4852 亿千瓦时，同比增长 7.6%，占全国总发电量 4.6%，。民营企业参股投资核电项目持续推进，2025 年新核准的 5 个核电项目共吸引 10 家民营企业全面参股，民企持股比例最高达到 20%。
	当地时间 8 月 26 日，美国总统特朗普签署了第 14420 号行政令，宣布国家进入紧急状态，以国家安全为由，**禁止美国采购、进口或安装部分可能构成网络安全或运行风险的外国制造大型电力系统设备及相关软件，其中变压器等关键能源设备成为本次禁令的核心目标**。
非银金融	8 月 3 日，**港交所正式推出五年期人民币国债期货**，这是当前唯一一只在离岸市场上市的人民币国债期货合约产品，旨在满足境外投资者日益增长的利率风险管理及交易需求，相关合约已于当日起挂牌交易。
集成电路	8 月 3 日，修订后的《集成电路布图设计保护条例》公布，自 2026 年 10 月 15 日起施行。《条例》旨在保护集成电路布图设计专有权，鼓励集成电路技术创新，促进科学技术发展。《条例》共 6 章 54 条，修订内容主要包括：明确总体要求、完善申请、审查程序、加强专有权保护和促进布图设计运用。
	8 月 26 日，上海市印发《上海市战略性新兴产业发展“十五五”规划》。**规划明确集成电路产业将重点发展高端芯片和人工智能（AI）赋能设计、先进封装、新型器件和新架构芯片。**
通信	8 月 4 日，据路透社报道，**负责监管美国电信行业的美国联邦通信委员会（FCC）正在起草一项禁令，旨在禁止美国进口中国数据中心组件新机型，包括光模块。**
金属	8 月 6 日，据市场消息，**刚果（金）政府已下令禁止铜精矿与钴精矿出口，正加大力度推动矿产品在境内深加工，提高矿产资源附加值。**上述禁令于 6 月 29 日已签署，此前刚果（金）曾于 2013 年、2019 年和 2023 年出台铜钴精矿出口限制，但在当地冶炼能力不足等情况下多次向部分企业发放出口豁免。
机械	8 月 6 日，中国机械工业联合会发布的 2026 年上半年机械工业经济运行情况显示，**上半年，机械工业规模以上企业增加值同比增长 6.4%，高于同期全国工业和制造业 1 个和 0.8 个百分点。**
房地产	8 月 7 日，北京多部门联合印发《关于进一步优化调整本市房地产政策的通知》，自 2026 年 8 月 8 日起施行。通知明确，**非本市户籍居民家庭购买五环内商品住房的，在本市缴纳社会保险或个人所得税的年限，调整为购房之日前连续缴纳满 1 年及以上。**
	8 月 18 日，国务院公布《国务院关于修改〈住房公积金管理条例〉的决定》，自 2026 年 9 月 20 日起施行。其中提到，**对提取住房公积金支付房租，不再设置房租超过家庭工资收入规定比例的门槛限制；新增装修自住住房、支付自住住房物业费等可以提取住房公积金的情形。**
	8 月 20 日，上海市住房城乡建设管理委等六部门联合印发《关于优化本市房地产政策措施的通知》，自 2026 年 8 月 21 日起施行。通知主要包括优化住房公积金提取。优化个人住房信贷、实施“以旧换新”购房补贴、推行房票安置以及推进收购二手住房等 5 个方面 8 项政策措施。
银行	8 月 10 日，中国人民银行印发《中国人民银行“十五五”改革发展规划》。其中提到，构建科学稳健的货币政策体系和覆盖全面的宏观审慎管理体系；持续增强金融服务实体经济质效；持续建设开放包容、富有活力韧性的现代金融市场。
能源	8 月 10 日，国家发展改革委、国家能源局印发《煤炭工业发展“十五五”规划》，其中指出，**到 2030 年，煤炭兜底保障能力进一步增强，生产开发布局持续优化，优质先进产能比重进一步提升，产供储销体系更加完善，全国大型现代化煤矿产能比重提升至 87%。**
	8 月 17 日，国家发展改革委、国家能源局发布《石油天然气发展“十五五”规划》。**规划提出到 2030**

下载日志已记录，仅供内部参考

	年建成现代油气产业体系，国内油气供应量达 4.4 亿吨油当量，国内油气总产量持续增加。“十五五”时期新增油气长输管道 2 万公里，全国管网规模达到 22 万公里。
人工智能	8 月 12 日，DeepSeekV4Pro 正式版已经更新至 API，新模型大幅增强了 Agent 能力，支持 ResponsesAPI 和 Codex 接入。**在 AI 安全智能体评测基准 CyberGym、以及在高难度的智能体评测基准 AutomationBench 上，表现甚至反超 Fable5。**
	8 月 14 日，**广东省首个词元经济专项金融产品“Token 贷”在广州海珠区发布。**以中国银行广州分行为例，针对海珠算力中小微企业针对性研发专属融资产品——算力 Token 贷，按合同/Token 消耗额度核定额度，可提供信用、应收账款质押、订单融资为主的担保方式，亦可组合保证、抵押等组合担保。
商业航天	8 月 25 日，长征六号丙遥一运载火箭在太原卫星发射中心发射升空，将 7 颗卫星顺利送入预定轨道，飞行试验任务取得圆满成功。其中，**银河航天灵知 09 泰国立方星(GISTDACubeSat1)是中国商业航天卫星企业首次面向东南亚国家完成整星研制、发射及在轨交付。**
互联网	8 月 21 日，**中央网络安全和信息化委员会印发《促进网信企业高质量发展行动计划(2026—2030 年)》，**计划提出，坚持鼓励支持和规范发展并行、政策引导和依法管理并举、经济效益和社会效益并重的工作原则，明确了 7 项行动 21 条举措。

资料来源：Wind，招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

四、多维度评估：盈利、筹码、估值、交易、周期阶段、赛道价值

1、 盈利能力和业绩预期

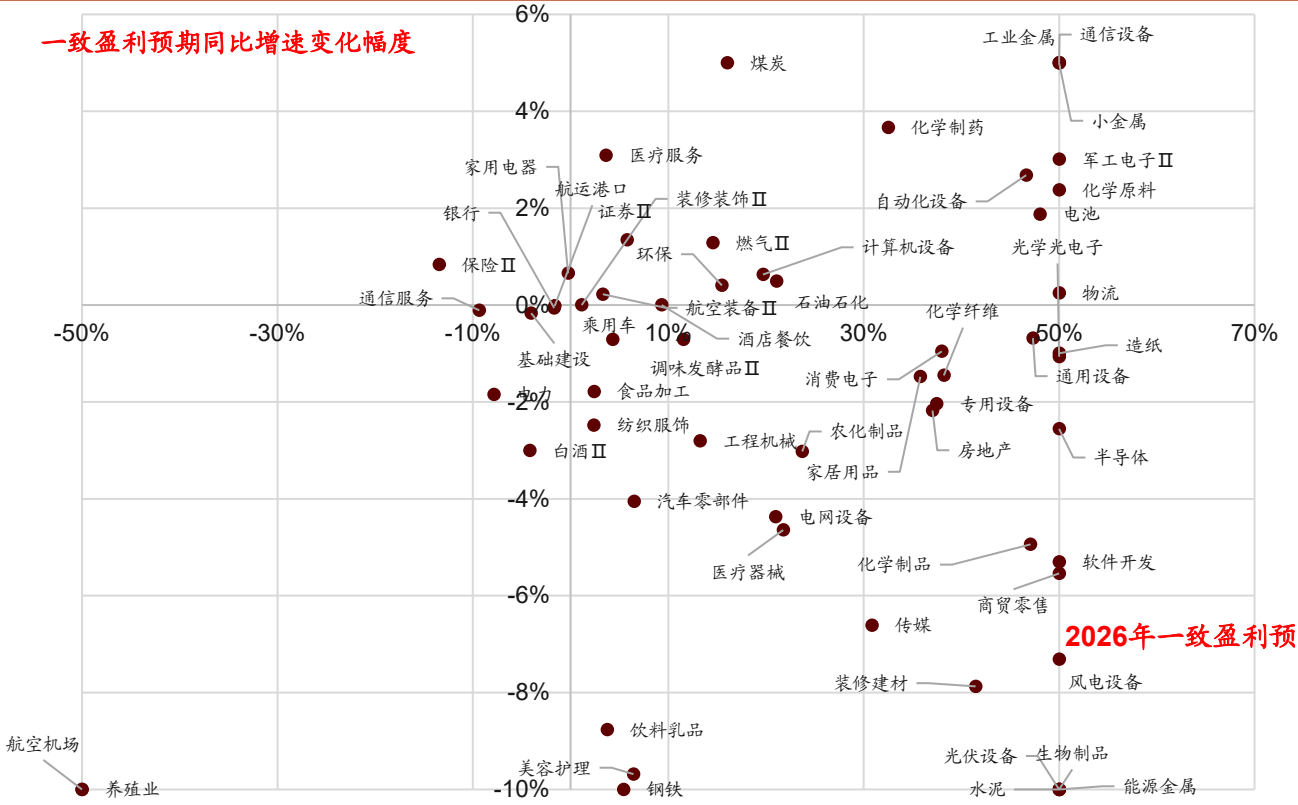
表 8：A 股盈利能力行业对比

行业	ROETTM2026H1	分位数	迷你图	行业	ROETTM2026H1	分位数	迷你图
钢铁	0.0%	19.5%		航空机场	1.6%	56.0%	
家用电器	12.5%	2.4%		航运港口	9.0%	56.0%	
消费电子	14.4%	85.3%		航空装备Ⅱ	5.0%	17.0%	
光学光电子	0.6%	53.6%		军工电子Ⅱ	0.3%	12.1%	
半导体	8.0%	56.0%		装修装饰Ⅱ	-9.7%	36.5%	
煤炭	10.2%	26.8%		基础建设	4.3%	2.4%	
石油石化	10.1%	65.8%		商贸零售	-1.4%	17.0%	
水泥	-0.5%	2.4%		通用设备	4.5%	43.9%	
装修建材	1.8%	2.4%		专用设备	6.3%	78.0%	
银行	8.6%	2.4%		工程机械	9.9%	46.3%	
房地产	-10.8%	2.4%		自动化设备	5.8%	34.1%	
家居用品	4.8%	2.4%		光伏设备	-6.1%	2.4%	
造纸	-1.4%	17.0%		风电设备	3.3%	2.4%	
证券Ⅱ	9.2%	63.4%		电池	11.5%	80.4%	
保险Ⅱ	20.8%	97.5%		电网设备	8.4%	51.2%	
汽车零部件	9.2%	63.4%		化学制药	6.4%	53.6%	
乘用车	3.8%	2.4%		生物制品	-0.7%	7.3%	
纺织服饰	6.3%	48.7%		医疗器械	5.2%	4.8%	
美容护理	7.9%	34.1%		医疗服务	10.6%	58.5%	
环保	5.0%	34.1%		食品加工	5.7%	2.4%	
通信设备	15.1%	97.5%		白酒Ⅱ	18.6%	2.4%	
通信服务	7.7%	60.9%		饮料乳品	14.2%	21.9%	
电力	7.8%	24.3%		调味发酵品Ⅱ	13.9%	14.6%	
燃气Ⅱ	9.7%	48.7%		小金属	12.5%	87.8%	
养殖业	-7.6%	12.1%		工业金属	20.8%	97.5%	
传媒	4.6%	60.9%		能源金属	9.8%	51.2%	
软件开发	1.9%	34.1%		化学纤维	4.3%	36.5%	
计算机设备	10.2%	53.6%		化学原料	5.2%	36.5%	
酒店餐饮	4.6%	58.5%		化学制品	6.5%	26.8%	
物流	1.5%	7.3%		农化制品	10.0%	78.0%	

资料来源：Wind，招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图 56：生物制品、商贸零售、水泥、光伏设备、造纸、能源金属等盈利预期居前，通信设备、工业金属、小金属、煤炭、化学制药、医疗服务等盈利预期上调

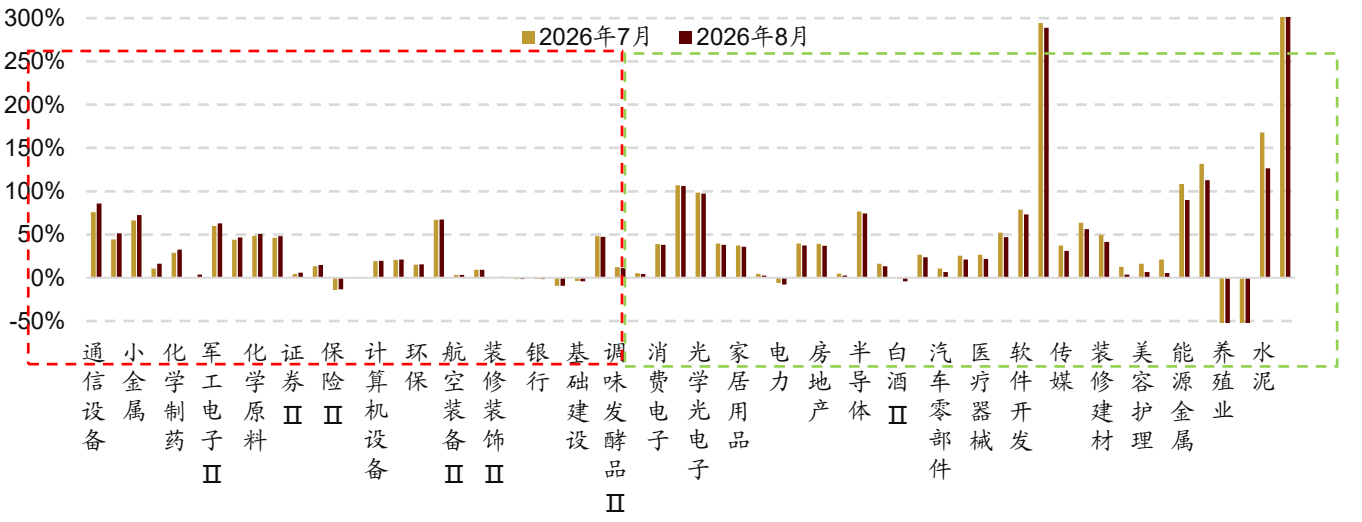


资料来源：Wind，招商证券
注：此处横轴超过 50%，统一记为 50%；低于-50%，统一记为-50%；同理纵轴范围设定在-20%~+5%.

随着中报业绩披露窗口的临近，最近一个月分析师对于部分行业的一致盈利预期有所上调，**其中通信设备、工业金属、小金属、煤炭、化学制药、医疗服务等行业盈利预期上调**。

部分行业一致盈利预期有所下调，生物制品、水泥、航空机场、养殖业、光伏设备、能源金属、钢铁等下调幅度较大。

图 57：行业 2026 年一致盈利预期变化幅度（按照变化幅度降序排列）



资料来源：Wind，招商证券

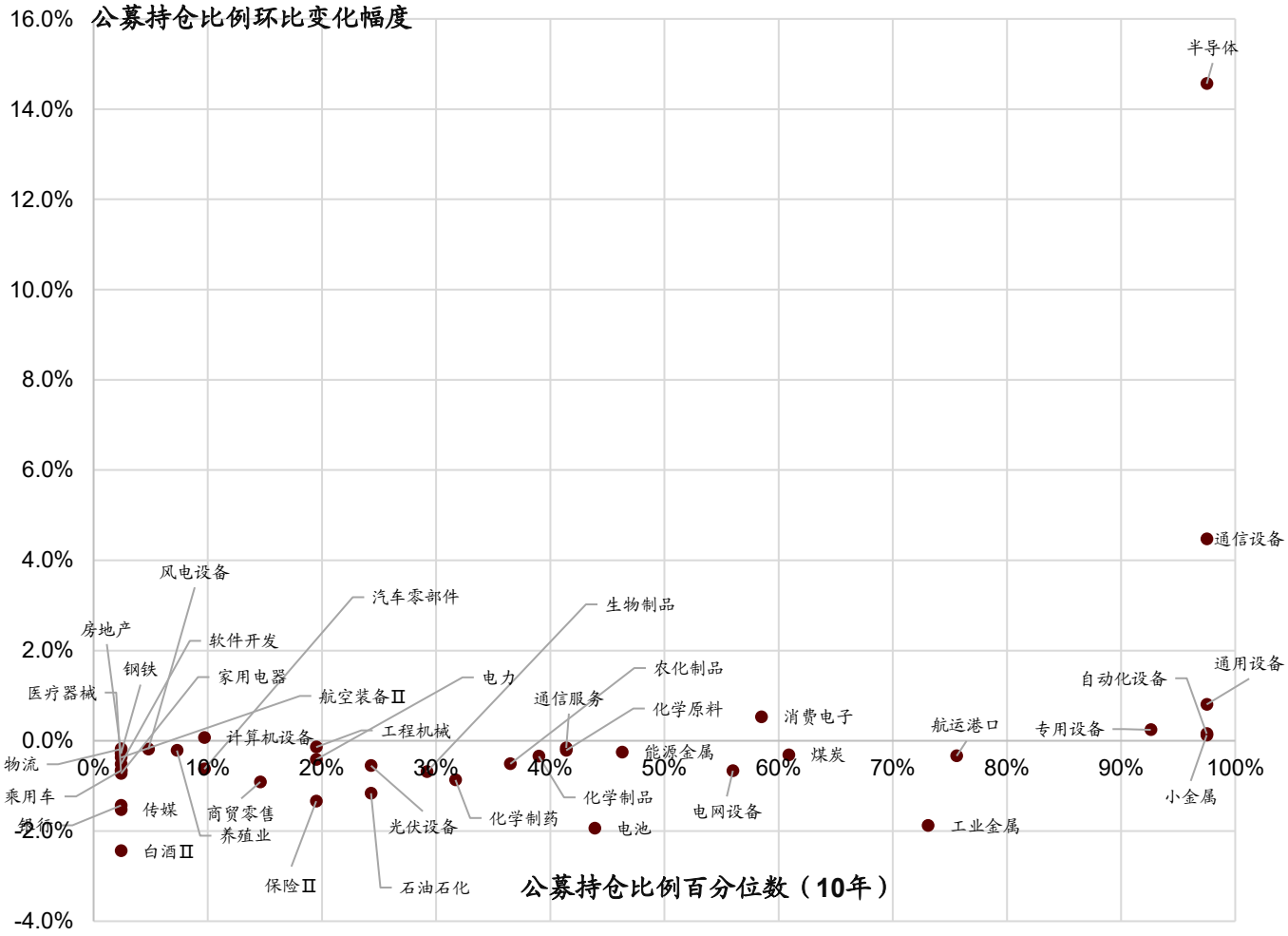
2、 筹码分布

公募基金二季度主要加仓了半导体、通信设备、通用设备、消费电子、专用设备、自动化设备、小金属、计算机设备等；截至二季度，公募基金持仓占比较高的行业主要有半导体、通信设备、电池、化学制药、白酒、证券等。从最近

下载日志已记录，仅供内部参考

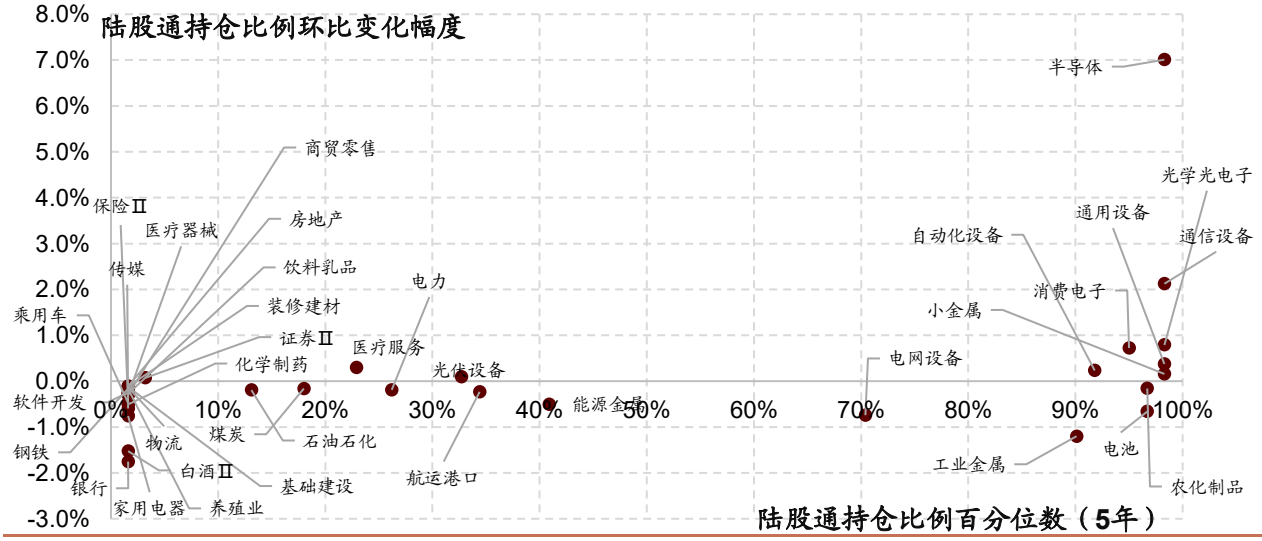
十年分位数来看，目前半导体、通信设备、通用设备、专用设备、自动化设备、小金属、化学纤维等行业公募基金持仓占比在近十年的 80%以上分位。

图 58：公募基金二季度主要加仓了半导体、通信设备、通用设备、消费电子、专用设备、自动化设备、小金属、计算机设备等



资料来源：Wind，招商证券

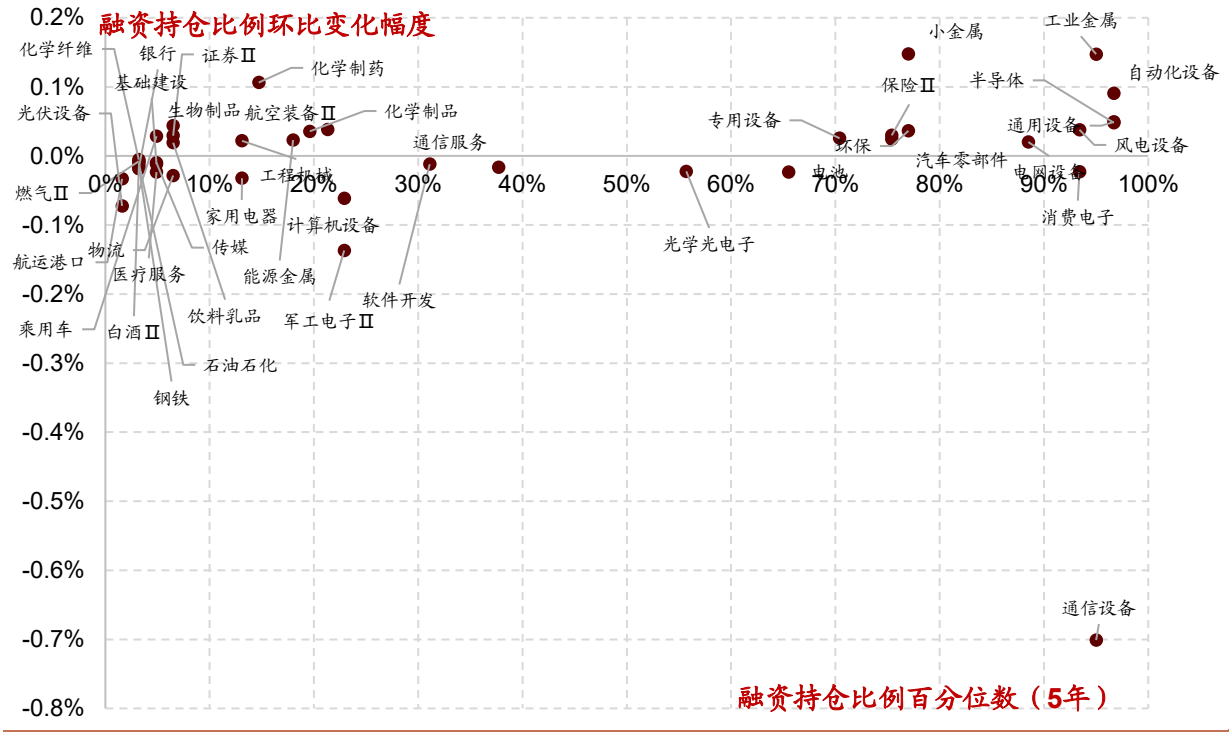
图 59：二季度陆股通加仓半导体、通信设备、光学光电子、消费电子、通用设备、医疗服务、自动化设备、小金属、光伏设备、证券等



资料来源：Wind，招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图 60：本月融资资金加仓了小金属、工业金属、化学制药、自动化设备、通用设备、半导体、生物制品等



资料来源：Wind，招商证券

3、 估值：多个行业估值回升

表 9：行业估值及分位数（10 年）

细分行业	PETTM	分位数%	细分行业	PETTM	分位数%	细分行业	PETTM	分位数%
自动化设备	81.6	97.9	装修建材	34.8	69.2	银行	6.2	44.6
通信设备	70.6	96.8	养殖业	36.9	67.7	家用电器	14.9	43.2
半导体	121.3	93.3	商贸零售	34.6	67.0	物流	16.6	41.1
通用设备	67.7	91.0	化学制品	28.1	64.2	传媒	34.7	40.3
军工电子Ⅱ	102.3	90.2	消费电子	37.8	63.9	工程机械	18.9	37.2
化学纤维	40.4	89.6	化学制药	39.9	62.9	计算机设备	39.5	31.9
煤炭	22.7	89.2	家居用品	29.0	59.9	工业金属	16.8	31.3
装修装饰Ⅱ	75.9	84.4	电力	20.8	59.2	能源金属	25.2	30.9
造纸	30.0	81.8	航运港口	14.9	59.1	航空机场	24.2	30.8
光学光电子	61.3	81.5	小金属	52.8	56.4	医疗服务	34.0	29.4
化学原料	31.6	81.2	航空装备Ⅱ	64.4	55.6	通信服务	26.0	23.9
钢铁	29.6	81.0	基础建设	9.3	54.1	食品加工	25.4	20.7
专用设备	44.0	80.9	乘用车	25.1	54.0	美容护理	30.3	18.5
水泥	21.5	79.7	生物制品	45.4	53.4	电池	27.1	17.8
房地产	20.0	76.7	农化制品	20.4	49.2	酒店餐饮	27.8	17.5
光伏设备	44.3	75.5	燃气Ⅱ	24.0	49.0	白酒Ⅱ	19.4	14.1
电网设备	30.9	75.2	医疗器械	37.2	48.6	调味发酵品Ⅱ	27.7	12.1
石油石化	20.9	75.1	纺织服饰	24.5	48.0	饮料乳品	17.5	6.0
环保	26.4	73.4	汽车零部件	24.9	47.1	保险Ⅱ	7.1	4.7
风电设备	30.8	72.0	软件开发	85.3	45.4	证券Ⅱ	15.5	3.5

资料来源：Wind，招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

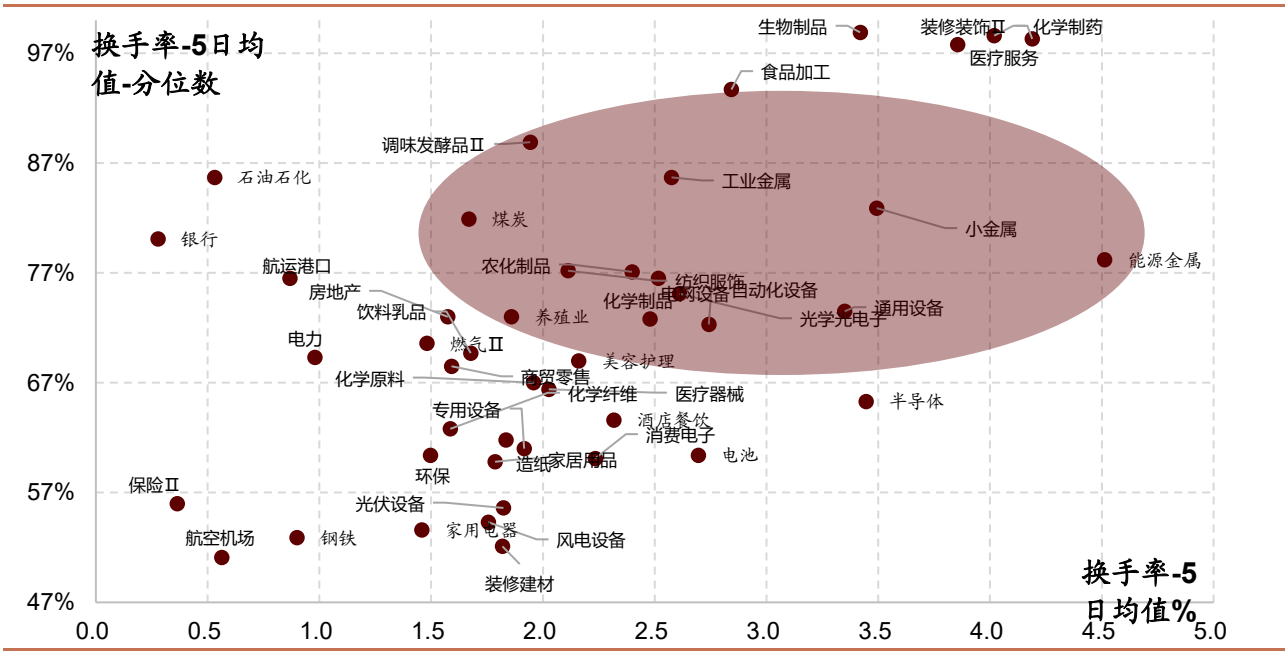
4、 交易特征

8 月份市场成交活跃度有所下降，此前抱团集中的领域成交换手边际回落，其中化学制药、食品加工、装修装饰等换手率等处于近五年 90%以上水平。航空机场、钢铁、保险、光伏设备、风电设备、家用电器等换手率相对较低。

根据回测可知换手率处于极高或极低水平，行业较难获得超额收益；当换手率处于中间水平时，换手率基本与行业超额收益正相关；并且根据回测，换手率处于自身分位数中等偏上位置更容易获得超额收益。

基于此我们挑选出本期换手率分位数处于中等偏上位置并且处于上行趋势中的行业，主要有**纺织服饰、航运港口、农化制品、养殖业、农化制品**等。

图 61：当前换手率 5 日均值与分位数分布

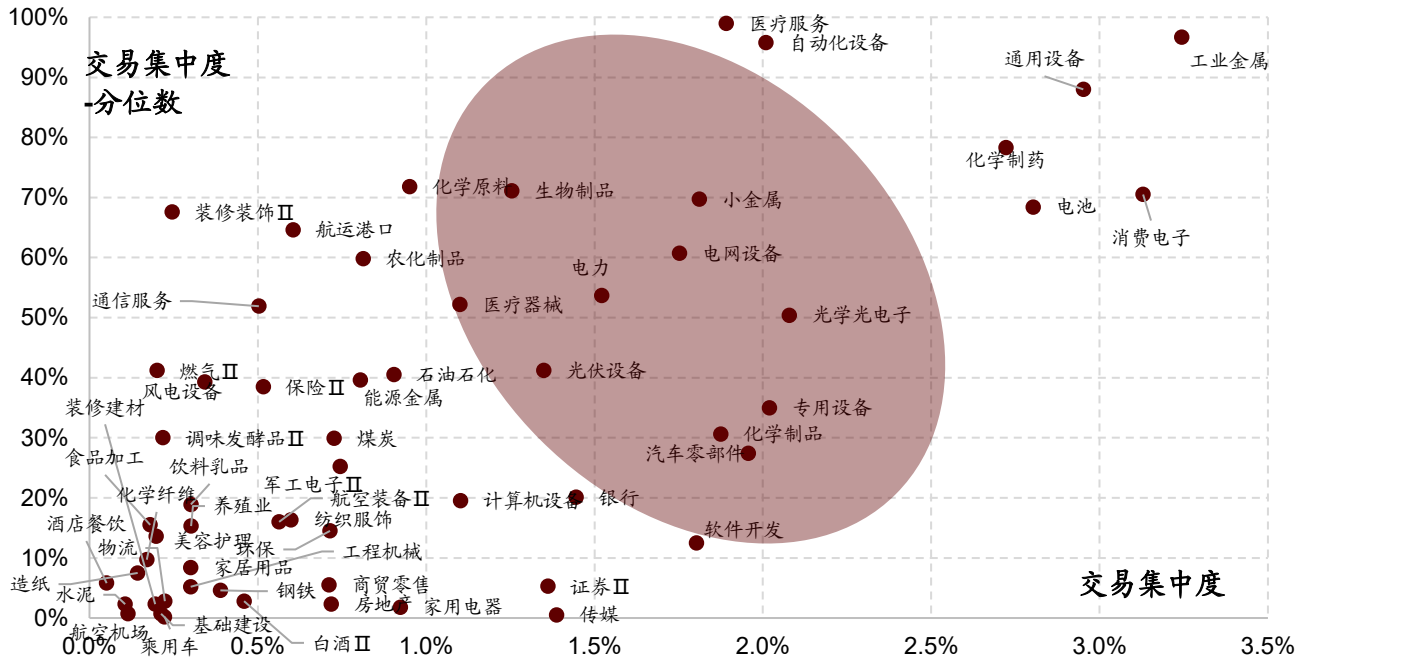


资料来源：Wind，招商证券

近期随着市场风格的变化，行业交易集中度分化程度有所收敛。半导体、通信设备、自动化设备、医疗服务、工业金属等交易集中度处于近五年 90%以上水平。航空机场、乘用车、基础建设、装修建材、水泥、物流、酒店餐饮、钢铁等交易集中度相对较低。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 62：当前交易集中度分布



资料来源：Wind，招商证券

根据历史走势可以看出交易集中度基本与行业超额收益正相关，并且根据回测，交易集中度处于自身分位数越高越容易获得超额收益。

基于此我们挑选出本期交易集中度较高并且处于上行趋势中的行业，主要生物制品、装修装饰、医疗服务、通信设备、化学制药等。

表 10：当前行业交易集中度与分位数分布

行业	换手率			交易集中度			行业	换手率			交易集中度		
	换手率5日均值%	换手率分位数	边际变动%	交易集中度	交易集中度分位数	边际变动		换手率5日均值%	换手率分位数	边际变动	交易集中度	交易集中度分位数	边际变动
通信设备	5.04	86%	(0.03)	8.2%	100%	0.16	汽车零部件	1.74	40%	(0.10)	2.0%	27%	0.17
医疗服务	3.85	98%	0.33	1.9%	99%	0.51	军工电子Ⅱ	1.93	45%	(0.39)	0.7%	25%	(0.33)
半导体	3.45	65%	(0.40)	12.8%	97%	(0.27)	银行	0.28	80%	(0.10)	1.4%	20%	0.10
工业金属	2.57	86%	(0.01)	3.2%	97%	0.25	计算机设备	2.04	33%	(0.30)	1.1%	20%	(0.39)
自动化设备	2.74	72%	(0.12)	2.0%	96%	0.19	饮料乳品	1.68	70%	0.12	0.3%	19%	0.41
通用设备	3.35	74%	(0.03)	3.0%	88%	0.20	纺织服饰	2.11	77%	0.04	0.6%	16%	0.26
化学制药	4.02	99%	0.22	2.7%	78%	0.28	航空装备Ⅱ	1.21	36%	(0.24)	0.6%	16%	(0.01)
化学原料	1.96	67%	(0.19)	1.0%	72%	0.21	食品加工	2.84	94%	0.10	0.2%	16%	0.40
生物制品	3.42	99%	0.95	1.3%	71%	1.59	养殖业	1.86	73%	0.17	0.3%	15%	0.31
消费电子	2.23	60%	(0.11)	3.1%	71%	(0.02)	环保	1.50	60%	(0.22)	0.7%	15%	(0.02)
小金属	3.49	83%	(0.08)	1.8%	70%	0.31	美容护理	2.16	69%	0.04	0.2%	14%	0.07
电池	2.70	60%	(0.16)	2.8%	68%	(0.04)	软件开发	2.29	44%	(0.27)	1.8%	13%	(0.02)
装修装饰Ⅱ	4.19	98%	0.81	0.2%	68%	1.07	化学纤维	1.59	63%	(0.12)	0.2%	10%	0.10
航运港口	0.87	77%	0.02	0.6%	65%	0.42	家居用品	1.79	60%	(0.10)	0.3%	8%	0.35
电网设备	2.48	73%	(0.33)	1.8%	61%	(0.13)	造纸	1.84	62%	(0.02)	0.1%	8%	0.28
农化制品	2.40	77%	0.00	0.8%	60%	0.13	酒店餐饮	2.32	64%	0.40	0.1%	6%	0.34
电力	0.98	69%	(0.57)	1.5%	54%	(0.48)	商贸零售	1.59	69%	(0.06)	0.7%	6%	0.10
医疗器械	2.03	66%	0.01	1.1%	52%	0.16	证券Ⅱ	0.91	46%	(0.15)	1.4%	5%	(0.03)
通信服务	0.57	19%	(0.42)	0.5%	52%	(0.24)	工程机械	1.04	43%	(0.25)	0.3%	5%	(0.06)
光学光电子	2.61	75%	(0.33)	2.1%	50%	0.03	钢铁	0.90	53%	(0.10)	0.4%	5%	0.13
燃气Ⅱ	1.48	71%	(0.21)	0.2%	41%	(0.06)	物流	0.96	28%	(0.12)	0.2%	3%	0.08
光伏设备	1.82	56%	(0.14)	1.3%	41%	0.03	白酒Ⅱ	0.81	30%	(0.35)	0.5%	3%	(0.27)
石油石化	0.53	86%	(0.26)	0.9%	41%	(0.07)	水泥	0.73	10%	(0.20)	0.1%	2%	0.03
能源金属	4.51	78%	(0.14)	0.8%	40%	0.12	装修建材	1.82	52%	(0.10)	0.2%	2%	0.19
风电设备	1.76	54%	(0.30)	0.3%	39%	(0.04)	房地产	1.57	73%	0.05	0.7%	2%	0.18
保险Ⅱ	0.36	56%	(0.17)	0.5%	39%	0.06	家用电器	1.46	54%	0.00	0.9%	2%	0.14
专用设备	1.92	61%	(0.12)	2.0%	35%	0.23	航空机场	0.56	51%	(0.18)	0.1%	1%	(0.17)
化学制品	2.52	77%	(0.10)	1.9%	31%	0.08	基础建设	0.72	33%	(0.31)	0.2%	1%	(0.14)
调味发酵品Ⅱ	1.94	89%	0.11	0.2%	30%	0.52	传媒	1.81	43%	(0.32)	1.4%	1%	(0.13)
煤炭	1.67	82%	0.22	0.7%	30%	0.28	乘用车	0.57	33%	(0.27)	0.2%	0%	(0.23)

资料来源：Wind，招商证券

5、 周期阶段

当前国内经济整体呈现弱修复格局，内需恢复节奏偏缓，外需相对强劲、新旧动能持续分化，总量基本面修复斜率相

下载日志已记录，仅供内部参考

对温和。但市场流动性维持合理宽松环境，政策托底力度持续加码，叠加产业升级趋势稳步推进，A 股整体处于估值修复向盈利验证的周期转换阶段。中长期维度，科技创新仍是核心成长主线；同时可关注出口高增与产能出清领域，从而平衡科技领域的波动，并持续跟踪稳增长政策落地成效与基本面边际改善节奏。

6、 赛道推荐

从短期角度，重点关注 5 大边际改善的赛道：半导体、海外算力、化工、农业和机器人。

从中长期角度，我们建议以**周期为轴，供需为锚**。关注新科技周期下，全社会智能化的进展（大模型的持续迭代、算力基础设施与 AI 生态的完善、AI 商业模式的落地、以及 AI 对消费电子、机器人等赋能），国产替代周期下相关产业链的自主可控（国产大模型、国产 AI 应用与算力、国产集成电路产业链），以及“双碳”周期下碳中和全产业链的降本增效（光伏、风电、储能、氢能、核电），电动化智能化大趋势下电动智能汽车渗透率增加。

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。