下载日志已记录，仅供内部参考

海外利率再定价，后续如何布局？

——A 股投资策略周报（0905）

定期报告

本周市场的核心矛盾集中在海外利率再定价与国内产业景气分化。美国非农就业超预期，市场关注点转向通胀，美债利率和美元短期仍有上行压力。国内二季度 A 股盈利延续改善，但行业分化明显。能源供应风险推动原油及化工品上涨，反映供给冲击而非需求全面复苏。AI 产业利润加快由硬件向软件和应用端迁移。配置上建议均衡结构性成长与红利，重点关注 AI 算力、出海及低估值改善方向。

- **【观策·论市】海外利率再定价，后续如何布局？海外方面，**美国 8 月非农显著超预期，失业率维持 4.1%，市场关注点由就业转向通胀，美债利率和美元短期仍存在上行压力，全球权益市场或延续震荡；后续拐点取决于通胀数据、9 月议息会议及美伊局势。同时，近期能源供应风险推动大宗商品结构性上涨，原油成为核心锚，涨价向化工中间品扩散，贵金属、光伏材料材料承压。**国内方面，**二季度 A 股收入与利润增速加快，海外收入占比继续提升，但行业分化仍然明显。**产业趋势方面，**海外大模型密集更新，A 股市场科技拥挤度持续下行，市场还在交易“硬切软”的逻辑，科技整体叙事空间并没有上修，但产业链可能发生利润再分配。**配置上建议保持“结构性成长+红利”的均衡组合，重点围绕 AI 算力链、出海链和低估值改善方向，关注半导体、海外算力、化工、农业和机器人等边际改善赛道。**
- **【复盘·内观】本周 A 股市场震荡调整，主要原因包括：**（1）海外流动性压力上升，美债收益率快速走高，全球债券市场出现调整，美国 10 年期国债收益率一度接近 4.8%，30 年期美债收益率升至 5.28%左右，叠加美国债务规模、通胀预期以及能源价格上涨担忧，压制全球风险资产估值。（2）AI 硬件交易进入分化阶段，前期高景气方向继续出现资金兑现，但 AI 应用端仍受产业催化支撑，传媒、短剧、AI 视频等方向承接部分资金。（3）市场热点快速轮动，农业、军工等低位方向阶段性走强，其中生猪养殖受能繁母猪去化和猪价修复预期推动，军工受市场避险情绪影响成为调整期间的重要资金承接方向，但成交额持续回落，指数缺乏持续上行动能。
- **【中观·景气】8 月制造业 PMI 环比上行，猪肉价格上涨。**本周景气改善的领域主要有：1）资源品中煤炭、原油和多数化工品价格上涨；2）TMT 延续高景气，DDRM 价格持续上涨，7 月北美 PCB 出货量、订单量三个月滚动同比增幅扩大；3）生猪价格改善，蔬菜价格上涨。**推荐景气较高或有改善的煤炭、化工、化学制药、农林牧渔、半导体、银行等。**
- **【资金·众寡】ETF 净申购，融资净流出，基金发行回落。**融资资金前四个交易日合计净流出 27.1 亿元；新成立偏股类公募基金 49.9 亿份，较前期下降 7.4 亿份；ETF 净申购，对应净流入 108.7 亿元。融资资金净买入机械设备、基础化工、建筑材料等；信息技术 ETF 申购较多，券商 ETF 赎回较多。重要股东净减持规模缩小，计划减持规模下降。
- **【主题·风向】OpenAI、Anthropic、谷歌接连发布最新模型。**本周海外大模型竞争再度明显升温：OpenAI 于 9 月 4 日发布 GPT-6 Astra，Anthropic 于 9 月 2 日推出 Claude Fable 5.1 与 Claude Mythos 5.1，谷歌在同日发布 Gemini 3.8 Flash，三家头部厂商在极短时间内完成新一轮旗舰或主力模型更新。从三个模型的共性趋势看，实际生产效率成为衡量前沿模型价值的重要标准，科研能力是旗舰模型最关注的细分方向之一。与此同时，不同厂商的产品路线也进

相关报告

《美债长端压力仍存，关注 A 股结构性机会——A 股投资策略周报（0823）》

《市场分歧加大，布局结构性行情——A 股投资策略周报（0816）》

《市场反弹之后，后市怎么看？——A 股投资策略周报（0809）》

《底部区域，布局反弹——A 股投资策略周报（0725）》

《本轮市场回调的原因、时间、空间及调整之后的方向选择——A 股投资策略周报（0719）》

《海外科技波动加大，关注国产算力机会——A 股投资策略周报（0712）》

《短期冲击后关注科技修复与中报业绩双主线——A 股投资策略周报（0705）》

李昊阳 S1090524120005
lihaoyang1@cmschina.com.cn
涂婧清 S1090520030001
tujingqing@cmschina.com.cn
陈星宇 S1090522070004
chenxingyu@cmschina.com.cn
田登位 S1090524080002
tiandengwei@cmschina.com.cn
郭佳宜 S1090525040003
guojiayi@cmschina.com.cn
杨晨 S1090526060002
yangchen4@cmschina.com.cn
王德健 S1090526080002
wangdejian@cmschina.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

一步分化：OpenAI 强化计算机操作能力，Anthropic 继续深耕 Agent，谷歌则依靠 Flash 系列强化性能、速度与成本之间的平衡。

- **【数据·估值】本周整体 A 股估值水平较上周下行，**万得全 A 指数 PE（TTM）为 17.2，较上周下行 0.5，处于历史估值水平的 63.4%分位数。本周指数估值大多下跌，其中，轻工制造、建筑装饰、传媒涨幅居前，电子、建筑材料和军工跌幅居前。

风险提示：经济数据不及预期，政策理解不全面，海外政策超预期收紧

下载日志已记录，仅供内部参考

观策·论市——海外利率再定价，后续如何布局？

本周市场的核心矛盾集中在海外利率再定价与国内产业景气分化。海外方面，8 月非农数据远超市场预期，失业率较前期持平于 4.1%，劳动力参与率止跌回升。超预期的非农否定了最悲观情形，但不足以单独决定加息；主矛盾从就业切到通胀。往后去看，当前美债利率的上行趋势能否出现拐点，主要观察政策层面会否有新的表态/美伊进展、9 月中的通胀数据（北京时间 9 月 11 日晚间公布）以及 9 月议息会议（北京时间 9 月 17 日凌晨）。**对各类资产而言，近期美债利率上行压力仍大，美元走强，非美货币承压，股票市场阶段性承压，或震荡偏弱。但中长期来看，**一个可预期的、具备独立性的美联储对于股市是长期利好，而目前股市的核心 AI，其交易核心又是分子端 EPS，本身受到利率的影响就相对偏小。**一旦后续长债利率冲高后回落，将有利于股市在下跌后的中期走势修复；黄金短期相对承压，受到流动性预期收紧和美元信用修复双重逻辑的打压。**

与此同时，能源供应风险推动大宗商品结构性上涨，能化一枝独秀，贵金属明显承压，供应风险沿能源链向中间品扩散。其中，**原油是本周大宗上涨的核心锚**，化工品受益于成本推动和供需结构改善，黑色系受到供应偏紧和钢厂补库支撑，新能源材料内部呈现中间品较强、原料较弱的特征。而贵金属、光伏材料承压，农产品仅局部偏强，说明本周是供给冲击驱动的结构性涨价，而非需求改善驱动，后续关键在能源风险溢价、旺季需求和库存去化能否持续。

国内方面，二季度 A 股收入和净利润增速均加速上行，整体业绩延续 2025 年以来的改善趋势。大类行业分化仍然明显，海外收入占比继续提升。综合分析业绩增长的驱动因素和结构特征，后续仍然推荐围绕**“AI 算力链+出海链+资源品涨价链”**布局。行业选择方面，重点推荐关注三个梯队:**1）景气高增领域，**绝对增速水平最高的能源金属、贵金属、计算机设备、电池；边际改善幅度最大的半导体、光学光电子、生物制品等；**2）供需格局有所改善，**短期库存优化的化学原料、石油石化、电网设备，中期产能收缩的化学纤维、医疗器械等；**3）现金流较为稳健的方向，**如煤炭、美容护理等。

从产业进展来看，本周海外大模型纷纷发布，其中 Open AI 发布 GPT-6，完成了旗舰模型的推陈出新，主要提升了复杂环境下的推理与抽象能力，而 Anthropic 发布 Fable 5.1，Agent 能力显著增强。**但产业快速发展的同时，A 股市场科技拥挤度持续下行，**TMT 成交额 5 月以来首次接近 40%，全市场成交额也创下年内较低水平。这两个现象并不矛盾，因为市场还在交易“硬切软”的逻辑。整体来看，AI 产业链利润天花板与下游应用场景一一对应，目前编程仍然是唯一一个千亿美元级别的市场，总量上的叙事空间并没有上修，而产业链可能发生利润再分配，近期云厂财报超预期、闭源模型降价、开源模型能力追赶均在验证这一叙事。

风格层面，推荐结构性成长+红利的均衡配置，中大盘占优。行业配置上建议围绕“AI 算力链、出海链、低估值改善”的方向展开。1）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；**2）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；**3）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。

产业与赛道方面，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。

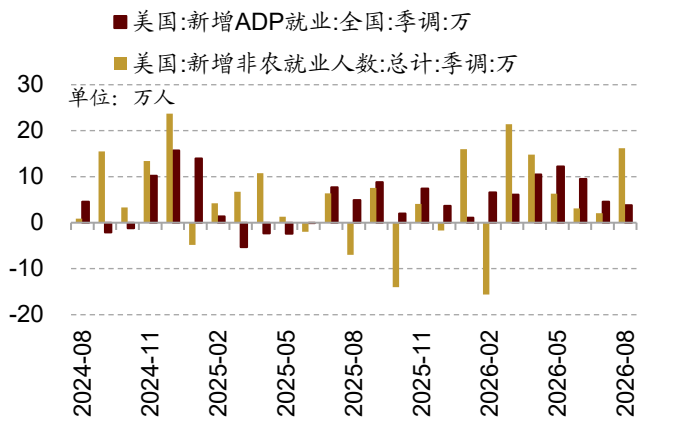
1、超预期非农强化加息预期，下周通胀数据是关键

9 月 4 日，美国劳工统计局公布数据显示，8 月非农就业人数增加 16.2 万，远超市场一致预期的 5.5 万，前两个月数据合计上调 5.5 万，其中 7 月读数由此前的-2.3 万修正至+2.1 万。行业层面看，8 月份休闲和酒店业就业人数大增就业 6.2 万人，地方政府就业人数增加 3.5 万人，有一定季节性回补因素。

8 月失业率较前期持平于 4.1%，劳动力参与率止跌回升，从 61.4%回升 0.2 个百分点至 61.6%。

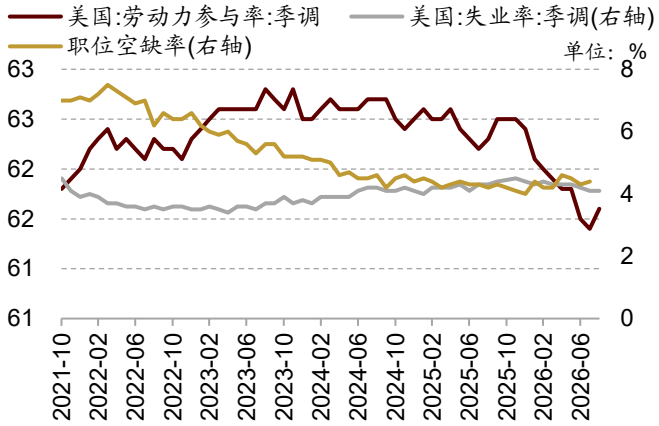
下载日志已记录，仅供内部参考

图 1：8 月非农数据远超市场预期



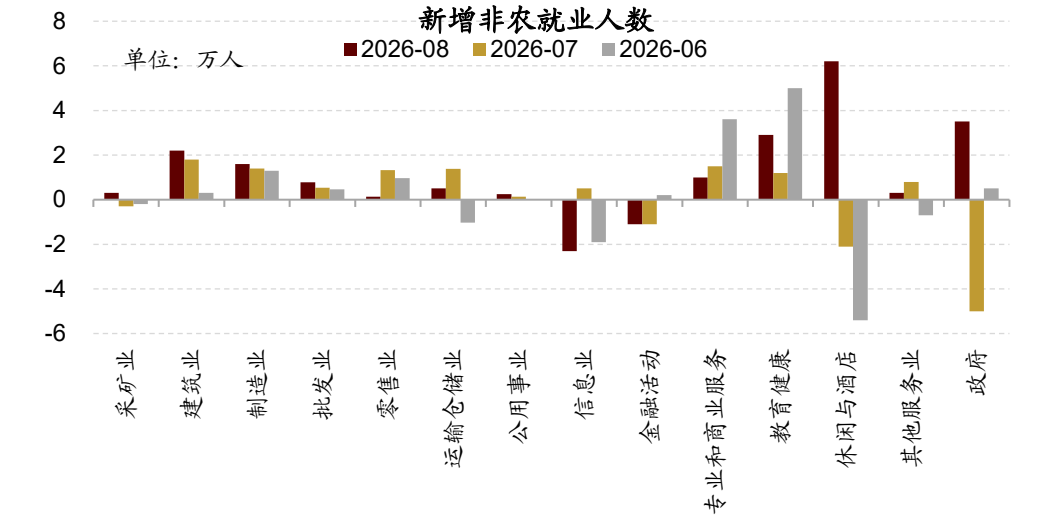
资料来源：Wind、招商证券

图 2：劳动参与率回升，失业率基本持平



资料来源：Wind、招商证券

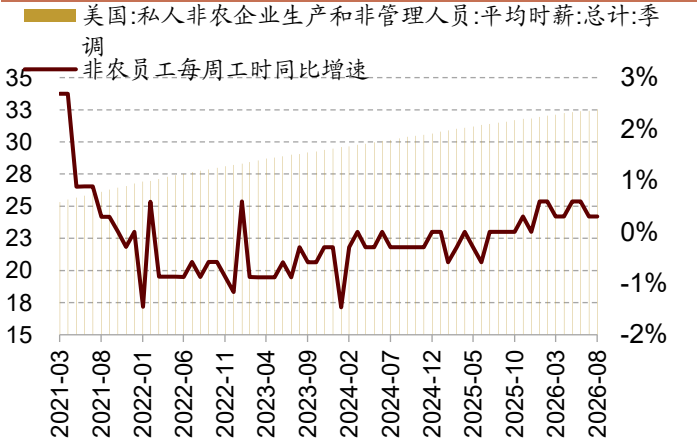
图 3：8 月休闲酒店业、政府就业明显增加



资料来源：Wind，招商证券

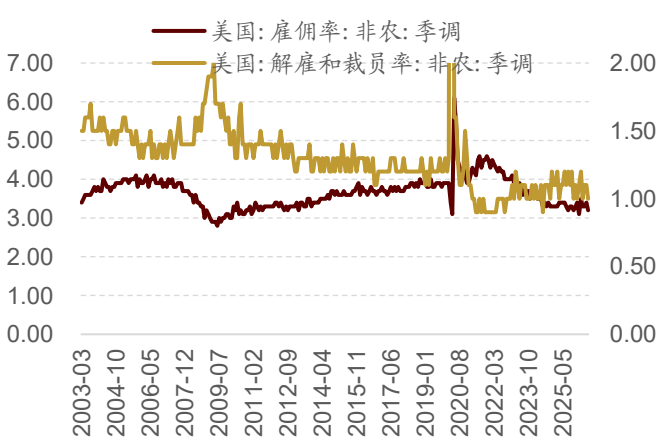
时薪增速小幅回升，雇佣率和裁员率略降，均显示非农数据有所回暖。薪资方面，8 月私人非农生产和非管理人员平均时薪从前期的 32.4 美元略增至 32.53 美元，环比增幅 0.34%，较前期回升；同比增速 3.3%，较前期回升。8 月雇佣率略降至 1%，裁员率略降至 3.2%。

图 4：非农企业员工平均时薪增速小幅回升



资料来源：Wind、招商证券

图 5：非农企业员工雇佣率和裁员率均略降



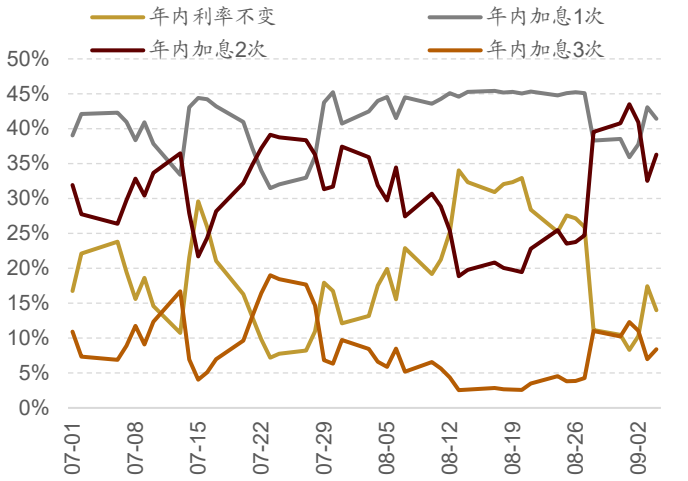
资料来源：Wind、招商证券

从上周沃什在全球央行年会讲话，到本周联储理事沃勒讲话（如果通胀继续朝着 2%的目标取得进展，那么我愿意支

下载日志已记录，仅供内部参考

持将政策利率维持在当前水平，但如果通胀数据偏热，我会考虑加息），再到非农就业数据公布，**市场对美联储加息预期经历了先升后降再升的过程，截至 9 月 4 日，市场对 9 月加息预期为 59.4%。**

图 6：非农就业公布后加息预期小幅回升



资料来源：CME、招商证券（截至 2026/9/4）

图 7：当前 9 月加息预期为 59.4%

Meeting Date	350-375	375-400	400-425	425-450
2026/9/16	40.60%	59.40%	0.00%	0.00%
2026/10/28	29.80%	54.40%	15.80%	0.00%
2026/12/9	14.00%	41.40%	36.30%	8.40%
2027/1/27	10.80%	35.10%	37.40%	14.80%
2027/3/17	6.60%	25.60%	36.50%	23.60%
2027/4/28	5.60%	22.70%	34.90%	25.60%
2027/6/9	4.40%	19.00%	32.30%	27.60%
2027/7/28	4.20%	18.40%	31.70%	27.80%
2027/9/15	4.00%	17.80%	31.10%	27.90%
2027/10/27	4.30%	18.10%	31.00%	27.60%
2027/12/8	5.40%	19.10%	30.80%	26.50%

资料来源：CME、招商证券（截至 2026/9/4）

总体而言，非农就业数据否定了最悲观情形，但不足以单独决定加息；主矛盾从就业切到通胀。往后去看，当前美债利率的上行趋势能否出现拐点，主要观察政策层面会否有新的表态/美伊进展、9 月中的通胀数据（北京时间 9 月 11 日晚间公布）以及 9 月议息会议（北京时间 9 月 17 日凌晨）。

第一，如果下周五公布的通胀数据超预期回升或者回落速度不及预期，加息预期可能进一步升温，届时即使 9 月美联储随行就市完成加息，对市场而言也是靴子落地的效果，有望引导美债利率回落。9 月如果再次不加息，刚刚修复的政策信用就会面临非常大的反噬。7 月市场已经经历过一次“讲话偏鹰、实际不动”，如果 Jackson Hole 再次高调强调货币纪律，最终 9 月仍然不采取行动，市场很容易重新交易“狼来了”。因此短期沃什这次沟通本身是成功的，但最终能不能把货币纪律真正建立起来，还要等 9 月 FOMC 用实际行动验证。

第二，如果通胀进一步回落，或者美伊之间取得重大积极进展，加息预期缓和，那么将使得当前连续上行的美债利率出现阶段性回落。

第三，近期十年美债利率已经突破 4.8%，距离 2025 年 1 月高点的 4.896%仅一步之遥，再往前的高点是 2023 年 10 月的高点 5.024%。极端情况下，如果国债利率进一步飙升至极端值，那么财政部出手干预的概率进一步增大，同时也会吸引部分长债的买盘资金，从而引导美债利率下行。

对各类资产而言，近期美债利率上行压力仍大，美元走强，非美货币承压，股票市场阶段性承压，或震荡偏弱。但中长期来看，一个可预期的、具备独立性的美联储对于股市是长期利好，而目前股市的核心 AI，其交易核心又是分子端 EPS，本身受到利率的影响就相对偏小。一旦后续长债利率冲高后回落，将有利于股市在下跌后的中期走势修复；黄金短期相对承压，受到流动性预期收紧和美元信用修复双重逻辑的打压。

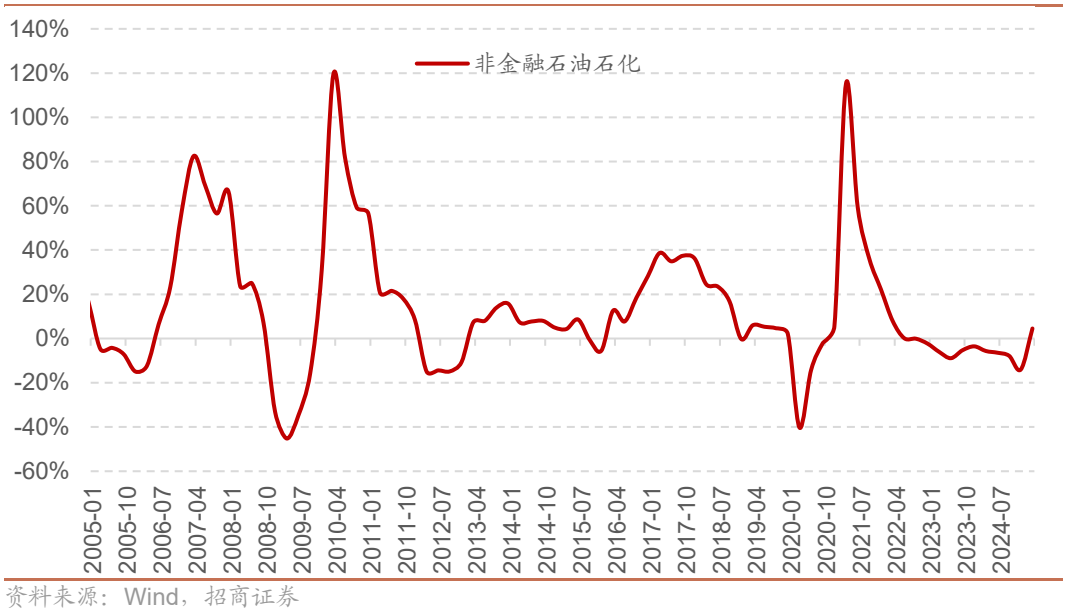
2、A 股中报业绩：关注高景气与供需改善领域

- **整体盈利加速改善，价格上涨是主要驱动**

二季度 A 股收入和净利润增速均加速上行，整体业绩延续 2025 年以来的改善趋势。根据一致可比口径和整体法测算，全 A 2025Q4/2026Q1/2026Q2 单季度净利润增速依次为-14.9%/8.0%/25.1%；二季度收入增速同比增幅扩大至 9.1%（前值 4.9%）。盈利改善**主要受以下因素影响：1）AI 算力、存储涨价和国产化推动 TMT 硬件盈利继续加速，**半导体、光学光电子、元件和通信设备进入收入与利润兑现阶段；**2）受益于能源冲击和通胀上行，金属、能源及部分化工品价格上涨，叠加供给约束和低基数，**有色、煤炭、石油石化和基础化工利润高增；**3）市场交投活跃和投资收益改善，**非银金融盈利弹性明显释放；**4）创新药、海外授权和部分高端制造订单兑现，**带动医药和部分设备领域结构改善。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 8：2026 中报非金融及两油上市企业净利润同比增速改善



资料来源：Wind，招商证券

ROE 的拆分来看，价格的上涨是主要驱动。一方面，非金融石油石化 ROE、销售净利率、资产杠杆均有不同程度上涨，但总资产周转率略有下降。另一方面，相比 2026Q1，ROE 提升的行业主要是“涨价链”如有色、石油石化、煤炭、基础化工等；表明目前价格的驱动仍为主导，后续有待需求的进一步改善，带来量端的增长。

表 1：过去八个季度非金融石油石化上市公司杜邦分析拆解表变化（累计值）

	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2
ROE（TTM）	6.9%	6.3%	6.4%	6.3%	6.4%	6.0%	6.2%	6.5%
总资产周转率（TTM）	57.7%	57.4%	56.9%	56.3%	56.4%	56.0%	56.1%	55.9%
销售净利率（TTM）	5.0%	4.6%	4.6%	4.6%	4.7%	4.5%	4.6%	4.8%
资产杠杆	241.1%	240.6%	239.0%	241.7%	241.2%	240.9%	239.2%	241.7%

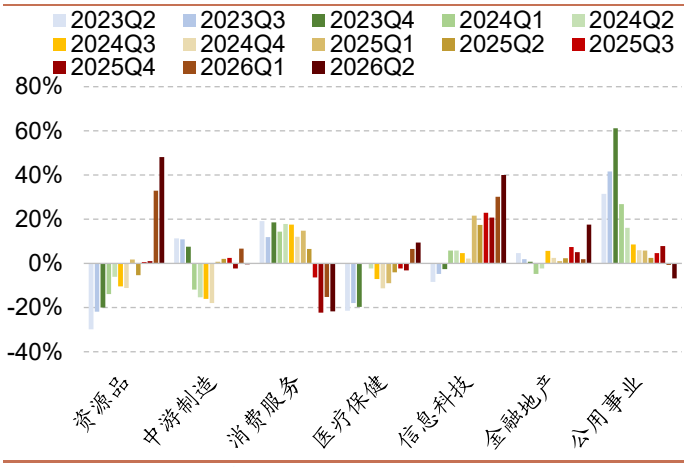
资料来源：Wind、招商证券

- **行业分化持续，海外收入占比进一步提升**

大类行业分化仍然明显。2026Q2 业绩强弱：资源品>信息科技>金融地产>医疗保健>中游制造>公用事业>消费服务。业绩改善明显的大类行业主要是资源品、信息科技、金融地产，其中资源品增速领先，金融地产环比改善幅度最大。**大类行业盈利占比进一步分化。**其中资源品、信息技术、医疗保健利润占比相比年初分别提升了 3.47、1.92、0.51 个百分点至 19.22%、10.19%、3.08%；金融地产、中游制造业、消费服务利润占比分别下降了 2.91、1.48、0.49 个百分点至 44.36%、12.97%、6.01%。**对比利润占比和市值占比可以发现，盈利占比增长快于市值占比增长的大类行业主要有资源品、医疗保健；而信息技术板块市值增长远超利润占比增长。**

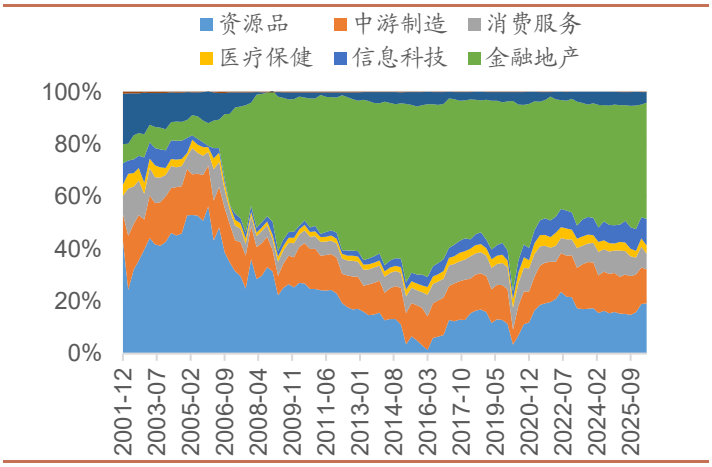
下载日志已记录，仅供内部参考

图 9：大类行业净利润累计同比增速



资料来源：iFind，招商证券

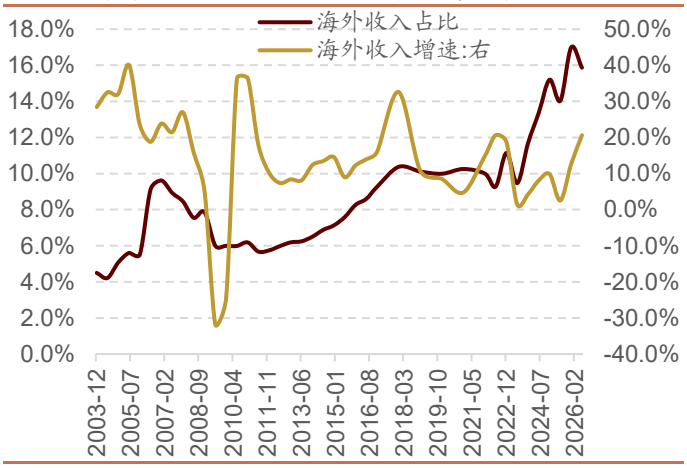
图 10：大类行业利润占比（资源品、信息技术、医疗保健占比提升）



资料来源：iFind，招商证券

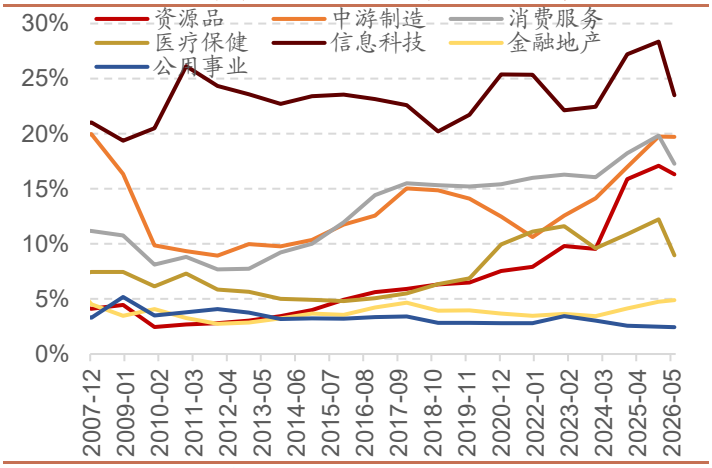
同时海外收入占比继续提升。中报海外收入增速扩大至 20.6%，海外收入占比提升至约 16%。大类行业中海外收入占比较高的主要是信息技术（23.5%）、中游制造业（19.7%）、消费服务（17.3%）。相比去年同期，除公用事业板块，海外收入占比均有所提升。一级行业中海外收入占比较高的主要是家用电器、电子、汽车、机械设备、轻工制造、交通运输、电力设备等。

图 11：海外收入增速和占比均处于较高水平



资料来源：iFind，招商证券

图 12：大类行业海外收入占比较去年同期均提升



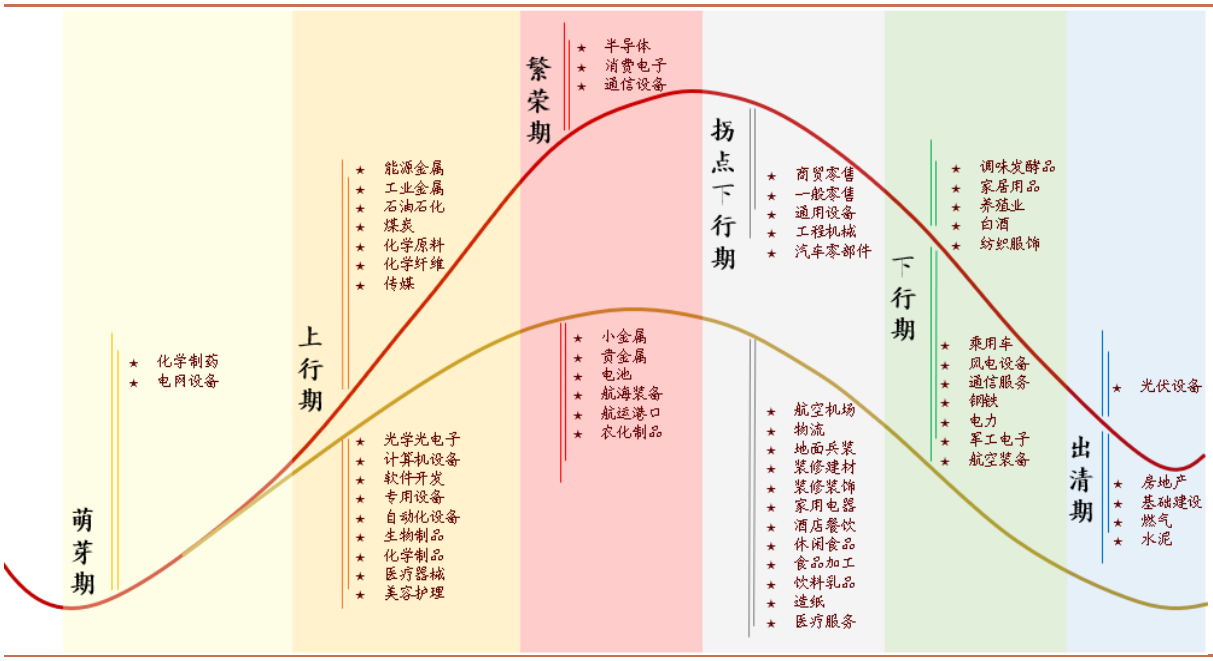
资料来源：iFind，招商证券

- **行业周期阶段与选择**

基于供给端、需求端两个维度，六项指标对行业进行周期阶段定位：处于**萌芽期**的行业主要是化学制药、电网设备；处于**上行期**的行业以部分制造业和资源品为主；处于供需两旺**繁荣期**的行业主要是部分 TMT 和资源品；处于**拐点下行期**以外需景气内需偏弱的行业为主；处于**下行期**的行业集中在部分产能过剩中游制造和需求持续低迷的中下游行业；处于**出清期**的行业集中在地产链。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 13：供需格局看行业周期阶段



资料来源：Wind，招商证券

综合分析业绩增长的驱动因素和结构特征，后续仍然推荐围绕**“AI 算力链+出海链+资源品涨价链”**布局。行业选择方面，重点推荐关注三个梯队：**1）景气高增领域，**绝对增速水平最高的能源金属、贵金属、计算机设备、电池；边际改善幅度最大的半导体、光学光电子、生物制品等；**2）供需格局有所改善，**短期库存优化的化学原料、石油石化、电网设备，中期产能收缩的化学纤维、医疗器械等；**3）现金流较为稳健的方向，**如煤炭、美容护理等。

表 2：基于中报业绩的三梯队重点行业推荐

梯队	类别	细分行业	合同负债增速		净利润累计增速		ROE_TTM		毛利率_TTM		库存累计增速			资本开支增速			资产周转率			自由现金流/总收入	
			2026Q2	变化（26Q2-2026Q1）	2026Q2	变化（26Q2-2026Q1）	2026Q2	变化（26Q2-2026Q1）	2026Q2	变化（26Q2-2026Q1）	2026Q2	变化（26Q2-2026Q1）	分位数	2026Q2	变化（26Q2-2026Q1）	分位数	2026Q2	变化（26Q2-2026Q1）	分位数	2026Q2	变化（26Q2-2026Q1）
第一梯队	景气水平最高	能源金属	66.5%	-19.1%	395.7%	48.2%	-13.5%	3.7%	25.1%	3.0%	54.1%	-2.1%	66.6%	14.3%	-4.7%	30.9%	46.2%	5.6%	23.8%	-6.7%	1.9%
		工业金属	9.6%	-6.7%	105.6%	-3.0%	23.6%	2.7%	15.2%	1.3%	34.9%	2.0%	95.2%	45.9%	-30.5%	95.2%	138.4%	1.7%	76.1%	4.4%	-0.2%
		小金属	57.3%	-37.9%	96.0%	13.0%	14.7%	2.2%	18.3%	2.0%	48.7%	0.1%	95.2%	42.3%	33.5%	66.6%	91.6%	-0.1%	52.3%	-2.1%	0.7%
		贵金属	44.8%	31.9%	58.6%	-50.6%	17.7%	0.4%	14.9%	0.8%	17.9%	-4.8%	69.0%	18.3%	16.1%	66.6%	122.8%	-5.1%	95.2%	3.8%	-1.3%
		通信设备	31.6%	10.7%	84.8%	20.4%	15.1%	2.7%	27.8%	0.5%	40.5%	15.6%	97.6%	67.6%	14.4%	97.6%	75.3%	2.3%	73.8%	1.3%	-1.4%
		计算机设备	10.9%	1.4%	54.6%	21.5%	10.2%	1.5%	27.0%	0.2%	16.2%	6.3%	59.5%	3.4%	10.5%	50.0%	71.5%	2.4%	83.3%	5.7%	1.4%
		电池	21.5%	-7.2%	83.4%	-6.0%	12.8%	1.3%	19.2%	-0.2%	57.8%	12.7%	76.1%	14.1%	11.1%	45.2%	58.3%	3.2%	40.4%	2.0%	-1.6%
		航海装备Ⅱ	102.3%	-10.4%	218.6%	-113.3%	12.5%	1.0%	15.9%	1.2%	64.6%	-12.2%	92.8%	161.0%	-544.5%	92.8%	49.1%	-0.9%	90.4%	2.1%	-0.2%
	边际改善最强	半导体	18.3%	13.7%	232.5%	64.8%	8.0%	3.1%	32.1%	2.3%	40.3%	10.8%	78.5%	15.0%	0.3%	59.5%	40.1%	1.2%	7.1%	-12.1%	1.5%
		保险Ⅱ	8.6%	-0.5%	70.5%	-86.4%	20.8%	4.9%													
		光学光电子	9.1%	1.1%	52.6%	86.7%	0.6%	0.7%	15.1%	0.2%	8.2%	0.4%	50.0%	-5.0%	-5.2%	40.4%	51.4%	0.3%	66.6%	3.1%	-1.2%
		装修装饰Ⅱ	-8.2%	-0.8%	545.8%	523.4%	-8.2%	1.5%	14.0%	0.6%	-16.4%	0.7%	21.4%	30.6%	-31.9%	80.9%	48.9%	-0.5%	2.3%	1.8%	-0.3%
		生物制品	31.4%	-8.6%	59.6%	72.7%	0.7%	1.4%	61.4%	1.1%	-29.1%	-1.0%	2.3%	-2.5%	-13.4%	35.7%	27.9%	0.7%	11.9%	8.5%	4.8%
	可持续性最强	消费电子	34.1%	-19.5%	48.3%	5.0%	14.4%	0.9%	11.6%	0.0%	53.6%	16.3%	97.6%	36.3%	-14.1%	61.9%	141.0%	0.8%	78.5%	-2.4%	-1.2%
		地面兵装Ⅱ	51.4%	-3.2%	-63.5%	-394.5%	1.2%	-0.9%	16.7%	-0.4%	13.1%	22.9%	71.4%	-0.3%	14.1%	42.8%	42.8%	-2.5%	23.8%	2.0%	-3.0%
第二梯队	库存优化	化学原料	14.1%	-22.3%	53.2%	46.5%	6.8%	1.6%	17.6%	1.3%	8.6%	4.2%	61.9%	-6.1%	9.0%	28.5%	57.0%	1.9%	11.9%	4.3%	0.3%
		石油石化	0.9%	-0.1%	36.6%	18.9%	10.1%	1.2%	20.5%	0.6%	1.5%	-6.8%	42.8%	0.7%	0.5%	52.3%	93.9%	1.5%	19.0%	4.7%	1.6%
		工程机械	3.9%	-11.0%	-4.0%	0.6%	9.6%	-0.3%	25.8%	0.0%	13.7%	1.3%	59.5%	27.6%	40.3%	66.6%	56.6%	1.0%	59.5%	7.8%	-0.8%
		电网设备	13.3%	-3.0%	5.2%	-0.9%	8.4%	0.0%	18.3%	-0.3%	9.2%	-2.8%	28.5%	6.1%	-21.1%	35.7%	69.4%	1.4%	71.4%	4.0%	0.5%
	产能收缩	化学纤维	-10.4%	-46.9%	78.9%	52.6%	5.7%	1.4%	9.8%	0.8%	8.3%	7.5%	40.4%	-16.0%	-6.8%	7.1%	76.0%	0.7%	23.8%	-1.6%	-1.5%
		医疗器械	10.1%	-0.3%	8.9%	23.6%	5.8%	0.6%	48.0%	0.3%	5.1%	3.5%	28.5%	-10.0%	-8.9%	23.8%	36.9%	0.6%	11.9%	9.7%	1.4%
		钢铁	-4.0%	-7.1%	-42.7%	31.3%	1.3%	-0.2%	7.0%	-0.1%	3.7%	3.8%	57.1%	-17.3%	-4.4%	14.2%	78.9%	0.2%	19.0%	2.2%	0.4%
		房地产	-32.6%	2.0%	-3.7%	11.5%	-10.8%	-0.4%	13.3%	-0.1%	-19.0%	-0.3%	4.7%	-24.4%	-8.3%	26.1%	17.4%	-0.5%	2.3%	7.8%	2.4%
第三梯队	现金流	煤炭	25.2%	11.9%	29.1%	30.2%	10.2%	1.0%	29.9%	1.3%	5.9%	16.2%	73.8%	2.6%	11.5%	33.3%	41.2%	1.5%	11.9%	5.3%	0.5%
		美容护理	3.8%	-3.3%	2.7%	14.2%	7.9%	0.3%	52.9%	0.0%	-0.7%	6.9%	50.0%	-15.7%	-4.0%	21.4%	66.6%	-0.3%	92.8%	9.8%	0.1%
		航运港口	15.8%	-4.7%	11.4%	17.2%	9.6%	0.6%	25.0%	1.1%	12.7%	12.0%	66.6%	47.9%	-9.8%	92.8%	31.3%	0.9%	21.4%	7.7%	-0.1%
		家用电器	10.2%	16.3%	-7.1%	1.1%	12.5%	-0.4%	24.4%	-0.2%	11.8%	8.9%	64.2%	-3.6%	-4.4%	14.2%	77.3%	-0.4%	2.3%	6.7%	-0.8%
		燃气Ⅱ	-5.8%	-2.4%	1.2%	10.1%	9.7%	0.2%	13.5%	0.0%	-13.7%	-11.8%	4.7%	-30.0%	14.0%	4.7%	75.1%	-0.4%	54.7%	6.1%	-1.0%

资料来源：Wind，招商证券

3、科技方向的新变化

从产业进展来看，本周海外大模型纷纷发布，其中 Open AI 发布 GPT-6，完成了旗舰模型的推陈出新，主要提升了复杂环境下的推理与抽象能力，而 Anthropic 发布 Fable 5.1，Agent 能力显著增强。但产业快速发展的同时，A 股市场科技拥挤度持续下行，TMT 成交额 5 月以来首次接近 40%，全市场成交额也创下年内较低水平。这两个现象并不矛盾，因为市场还在交易“硬切软”的逻辑。整体来看，AI 产业链利润天花板与下游应用场景一一对应，目前编程仍然是唯一一个千亿美元级别的市场，总量上的叙事空间并没有上修，而产业链可能发生利润再分配，近期云厂财报超预期、闭源模型降价、开源模型能力追赶均在验证这一叙事。

（1）海外大模型新进展

- **Open AI 发布 GPT-6**

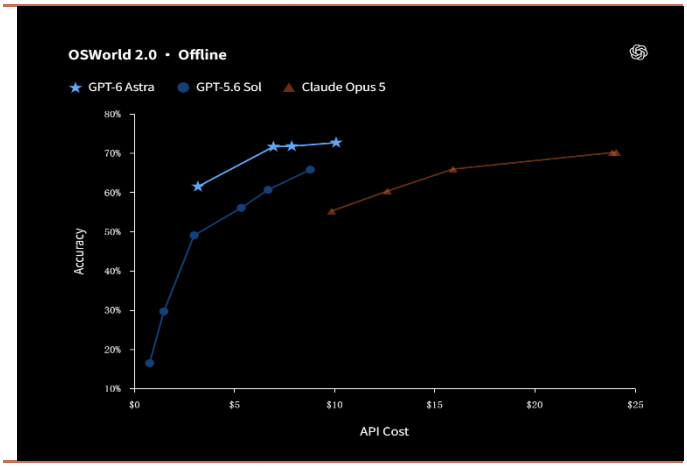
下载日志已记录，仅供内部参考

9 月 4 日，OpenAI 正式发布 GPT-6 Astra。OpenAI 总裁发布时直言“欢迎来到 AGI 时代”，这是 OpenAI 历史上规模最大的训练任务，在德克萨斯州园区动用超过 10 万块 GPU 完成了预训练，也是 OpenAI 首款由前代模型深度参与训练监督的旗舰产品。总体看，GPT-6 Astra 在多项基准测试中大幅刷新此前自家旗舰模型 GPT-5.6 Sol 的同时，更超越了其竞争对手 Anthropic 的旗舰模型。

GPT-6 Astra 计算机操作能力出现明显跃升，Agent 开始具备更强的完整任务执行能力。在 OSWorld 2.0 中，GPT-6 Astra 准确率达到 72.6%，高于 GPT-5.6 Sol 的 65.7%，同时单任务模拟执行时间由约 75 分钟降至约 40 分钟，缩短约 47%。配合新版 Codex harness，在 Mind2Web 中任务完成速度达到 GPT-5.6 Sol 当前体验约 1.9 倍。

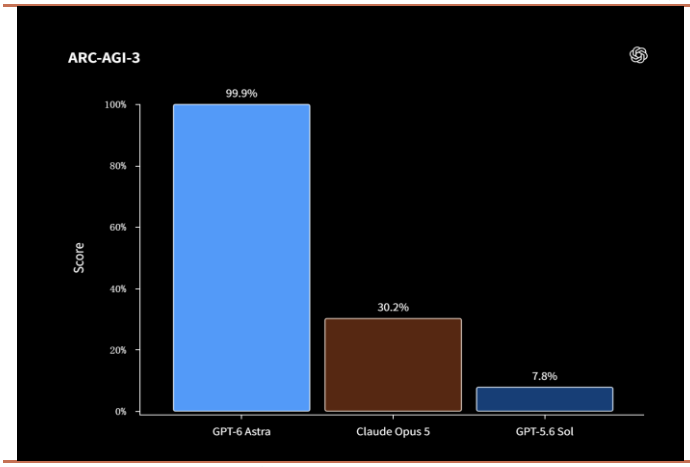
抽象推理与未知环境适应能力方面，GPT-6 Astra 呈现较大的代际提升。衡量陌生环境中通用推理适应能力的 ARC-AGI-3 测试中，GPT-6 Astra 取得 99.9%，而 GPT-5.6 Sol 只有 7.8%，同时远高于 Claude Opus 5，成为此次发布中最醒目的单项能力变化之一。部分测试者称 Astra 在 96%的关卡中超过了人类的行动效率基线，模型在面对新环境时快速理解规则、探索并形成有效行动策略的能力得到大幅增强。

图 14：GPT-6 Astra 计算机操作能力出现明显跃升



资料来源：OpenAI，招商证券

图 15：GPT-6 Astra 未知环境适应能力呈现较大代际提升



资料来源：OpenAI，招商证券

价格方面，GPT-6 Astra 的输入、缓存输入和输出单价均为 GPT-5.6 Sol 当前价格的 2.5 倍，OpenAI 此次并未延续前几代旗舰模型持续降价的思路，而是对最高端能力重新建立明显的价格溢价。官方称在部分评测中，Astra 使用更少输出 token 获得更好结果，估算每项任务的 API 成本反而更低。OpenAI 的长远意图不止于提高 token 单价，从按量收费转向按任务完成效果收费是未来大势所趋，商业模式有望演变为基于项目复杂度、耗时或产出价值的定价体系。

表 3：GPT-6 Astra 的输入、缓存输入和输出单价均为 GPT-5.6 Sol 当前价格的 2.5 倍（单位：美元/百万 tokens）

模型	输入	缓存输入	输出
GPT-6 Astra	10	1	50
GPT-5.6 Sol	4	0.4	20

资料来源：OpenAI，招商证券

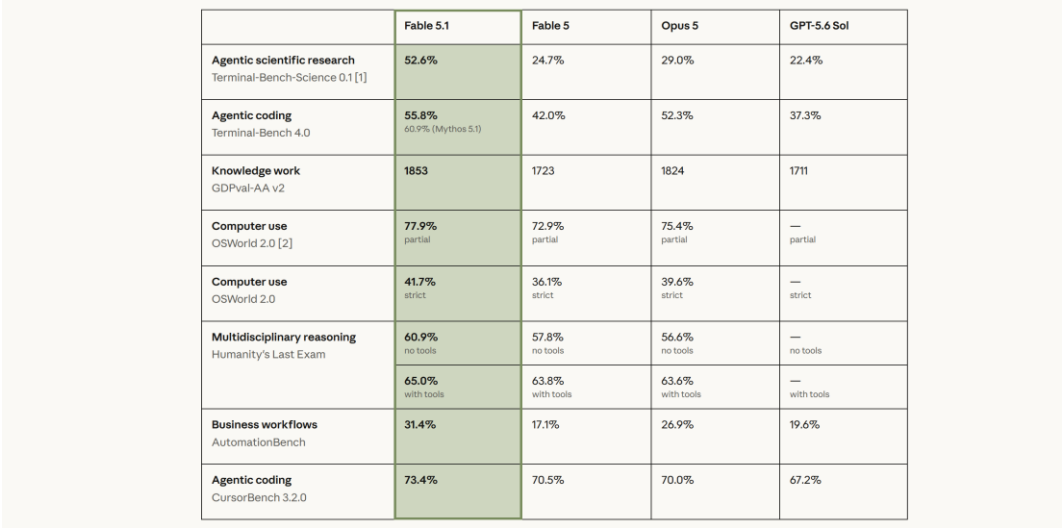
➢ Anthropic 发布 Fable 5.1

相比 Fable 5，Fable 5.1 的主要增量集中在三个方面：复杂 Agent 任务完成率明显提高，科研任务能力出现跨级提升；通过缓存价格下降改善高频 Agent 工作负载的经济性；提高了安全机制的精确度，使原本受到较多限制的网络安全和生命科学能力能够在安全边界内释放更多实际效用。

从官方 Benchmark 看，Agent 能力依旧为本轮升级最明确的主线，任务完成率明显提高。Terminal-Bench 4.0 主要考察模型在终端环境中持续操作、编写和调试代码的能力，Fable 5.1 得分达到 55.8%，较 Fable 5 提高 13.8 个百分点；AutomationBench 则模拟真实企业中的多步骤业务流程，成绩从 17.1%提高到 31.4%，接近翻倍，且两个测试结果均大幅超越 GPT-5.6 Sol。此类测试共同涉及任务拆解、工具调用及执行反馈，相比单轮问答 Benchmark，更能反映 Agent 进入真实生产环境后的可用性，通过早期真实用户测试进一步体现了这种提升。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 16：Agent 能力和科研任务是本次 Fable 5.1 最大的升级点



	Fable 5.1	Fable 5	Opus 5	GPT-5.6 Sol
Agentic scientific research Terminal-Bench-Science 0.1 [1]	**52.6%**	24.7%	29.0%	22.4%
Agentic coding Terminal-Bench 4.0	**55.8%** 60.9% (Mythos 5.1)	42.0%	52.3%	37.3%
Knowledge work GDPval-AA v2	**1853**	1723	1824	1711
Computer use OSWorld 2.0 [2]	**77.9%** partial	72.9% partial	75.4% partial	— partial
Computer use OSWorld 2.0	**41.7%** strict	36.1% strict	39.6% strict	— strict
Multidisciplinary reasoning Humanity's Last Exam	**60.9%** no tools	57.8% no tools	56.6% no tools	— no tools
	65.0% with tools	63.8% with tools	63.6% with tools	— with tools
Business workflows AutomationBench	**31.4%**	17.1%	26.9%	19.6%
Agentic coding CursorBench 3.2.0	**73.4%**	70.5%	70.0%	67.2%

资料来源：Anthropic，招商证券

科研任务是 Fable 5.1 相较 Fable 5 提升同样显著的领域。Terminal-Bench-Science 0.1 主要测试模型能否在科研环境中理解问题后完成连续分析，Fable 5.1 成绩由上一代的 24.7%提升至 52.6%，超过翻倍，Opus 5 为 29.0%、GPT-5.6 Sol 仅为 22.4%。结合 Humanity's Last Exam 等偏知识和通用推理测试的提升幅度远小于科研 Agent 测试，表明此次 Anthropic 模型的关注点更多是把已有知识、推理和工具组合起来解决现实科研任务的能力。

相比 Fable 5，Fable 5.1 并未降低基础 API 单价，输入和输出价格仍分别为 10 美元/百万 tokens 和 50 美元/百万 tokens；本轮价格优化主要集中在缓存输入，缓存读取价格降至 0.25 美元/百万 tokens，较 Fable 5 下降 75%，Anthropic 预计，由此可以使典型工作负载总体成本下降约 25%，高度 Agent 化的任务成本最高下降约 45%。尽管 Anthropic 将其旗舰模型价格下调，但整体价格相比其竞争对手 OpenAI 的旗舰模型 GPT-5.6 Sol 仍然偏高。

表 4：Claude Fable 5.1 缓存输入相较 Claude Fable 5 发布时下降 75%（单位：美元/百万 tokens）

模型	输入	输出	缓存输入
Claude Mythos 5.1	10	50	-
Claude Fable 5.1	10	50	0.25
Claude Fable 5	10	50	1
Claude Opus 5	5	25	0.5
GPT-5.6 Sol	4	20	0.4
GPT-6 Astra	10	50	1

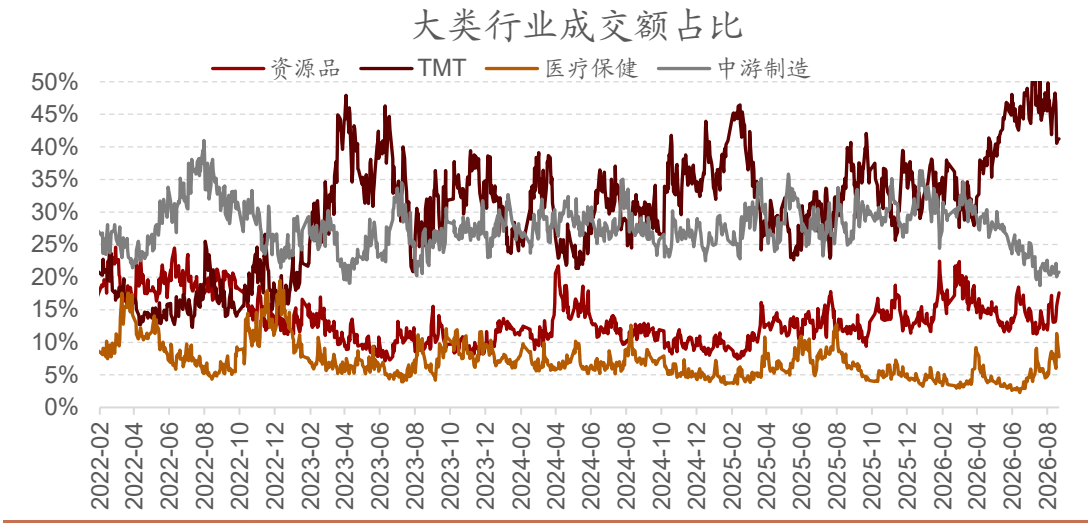
资料来源：Anthropic，OpenAI，招商证券

（2）国内科技拥挤度下行

近期 A 股市场交易结构出现显著变化，科技板块拥挤度快速下行，成为场内资金再平衡的核心特征。从相对占比来看，TMT 板块成交额占全市场比重已从此前高点的 50%回落至 40%区间，创下今年 5 月以来最低水平。从绝对水平来看，9 月 3 日 A 股成交额仅 1.78 万亿，为年内第三低，也是 5 月以来首次跌破 1.8 万亿。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 17：TMT 成交额占比首次回落至 40%



资料来源：Wind，招商证券

（3）科技内部风格转移的趋势还在持续

随着开源模型能力不断追赶，市场开始交易利润由硬件与模型向平台和软件转移，相应的也出现了“软切硬”的趋势。整体来看，AI 产业链利润天花板与下游应用场景一一对应，目前编程仍然是唯一一个千亿美元级别的市场，总量上的叙事空间并没有上修，而产业链可能发生利润再分配，近期云厂财报超预期、闭源模型降价、开源模型能力追赶均在验证这一叙事。

➢ 云厂商财报超预期

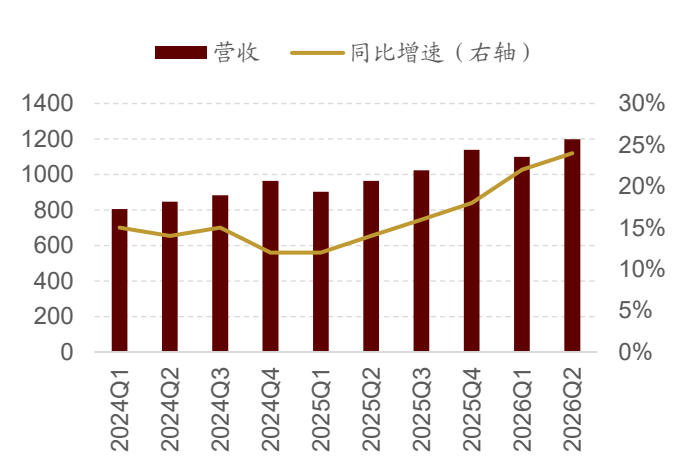
市场此前担忧 AI 资本开支会压制云厂利润率，但财报数据证伪了这一悲观预期。AWS 和 GCP 经营利润率分别达到约 39%和 36%，微软智能云经营利润率亦维持在 41%左右。此外，本轮美股云厂商季报呈现共性特征：云业务收入增速全面提升，在手订单（RPO/Backlog）增速远超市场预期，客户需求由少数前沿实验室向广泛企业客户扩散。最新季度，Azure/AWS/GCP 收入分别同比增长 43%/37%/82%，均明显加速；微软商业 RPO 达到 6,780 亿美元，同比增长 84%，且环比新增订单全部来自非前沿模型客户，说明需求正从少数 AI 实验室向广泛企业客户扩散；AWS Backlog 达到约 4,960 亿美元，同比增长超过一倍，管理层预计 FY27 大部分新增算力已被客户预定；GCP Backlog 达到 5,140 亿美元，环比增加超过 500 亿美元，AI 解决方案已经成为 Cloud 增长的重要来源。

图 18：Microsoft Cloud 收入同比增长 27%



资料来源：iFind、招商证券

图 19：谷歌 26Q2 实现营收 1198 亿美元，同比增长 24%



资料来源：iFind、招商证券

➢ 闭源模型降价

近期海内外大模型定价策略逐步趋同，模型价差逐渐缩小：OpenAI 在 7 月底至 8 月连续调整 GPT-5.6 系列价格，先

下载日志已记录，仅供内部参考

对 Terra 和 Luna 进行降价，随后进一步下调 Sol 价格，覆盖高中低不同模型档位；谷歌在 8 月中旬下调 Gemini 3.6 Flash 价格，并以阶段性优惠方式强化 Flash 系列的性价比优势。相比之下，DeepSeek 于 8 月 17 日上调 V4 Flash 和 V4 Pro 价格，同时引入峰谷定价机制，通过时段差异改善算力利用效率。

整体来看，海外头部厂商当前更倾向于通过主动降价扩大 API 调用规模，以此应对国内模型厂商的低价策略，提高开发者和企业用户渗透率；DeepSeek 的涨价则反映出高性能国产模型在需求增长后，开始更加重视算力供需与商业化效率。当下模型能力持续提升的同时，企业、科研机构对成本上升愈发敏感，因此在需求端尚未出现大规模应用放量的背景下，延续此前的高定价并不明智，海外模型厂商高价定价策略今年以来受到国内低价模型厂商的冲击逐步显现，迫使海外厂商主动降价。

表 5：近期部分大模型执行价格调整（单位：美元/百万 tokens）

调整时间	厂商	模型	调整前价格	调整后价格	调整幅度
2026/7/30	OpenAI	GPT-5.6 Terra	输入 2.50；缓存输入 0.25；输出 15.00	输入 2.00；缓存输入 0.20；输出 12.00	整体降价 20%
2026/7/30	OpenAI	GPT-5.6 Luna	输入 1.00；缓存输入 0.10；输出 6.00	输入 0.20；缓存输入 0.02；输出 1.20	降价 80%
2026/8/13	谷歌	Gemini 3.6 Flash	输入 1.50；输出 7.50	输入 0.75；输出 3.75	降价 50%，作为阶段性优惠价格执行至 2026 年底
2026/8/17	DeepSeek	DeepSeek V4 Flash	输入 0.14；缓存输入 0.0028；输出 0.28	闲时 0.22 /0.007 /0.66；高峰：0.44 /0.014 /1.32	整体涨价并引入峰谷定价；闲时为高峰价格一半
2026/8/17	DeepSeek	DeepSeek V4 Pro	输入 0.435；缓存输入 0.0036；输出 0.87	闲时：0.66 /0.022 /1.98；高峰：1.32 /0.044 /3.96	整体涨价并引入峰谷定价；闲时为高峰价格一半
2026/8/21	OpenAI	GPT-5.6 Sol	输入 5.00；输出 30.00	输入 4.00；输出 20.00	输入降 20%，输出降 33%，阶段性优惠持续 3 个月

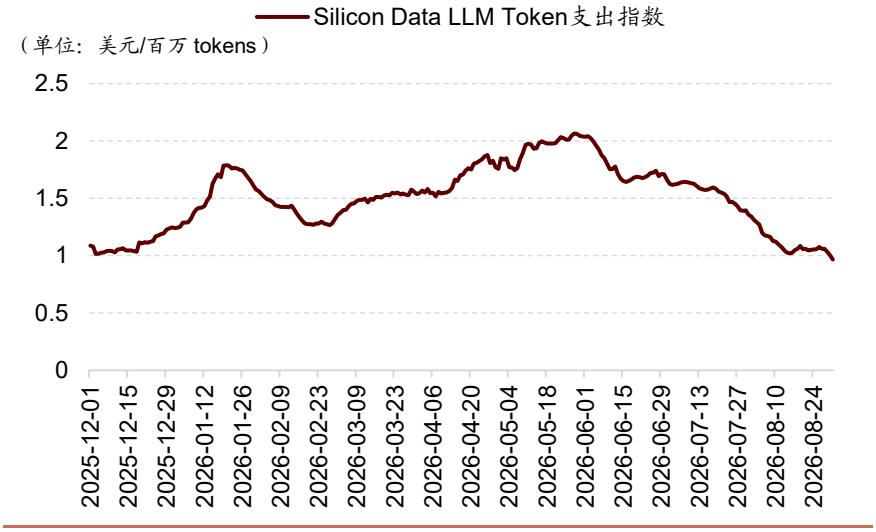
资料来源：OpenAI，谷歌，DeepSeek，招商证券

Token 价格方面，衡量市场实际使用结构下每百万 tokens 的有效支出水平的 Silicon Data LLM Token 支出指数，自 5 月底高点以来已回落超 50%。该指数经历“去年年底起上升-今年 5 月见顶-6 月以来快速下行”三个阶段：2025 年 12 月初指数约为 1.09 美元/百万 tokens，此后明显抬升，2026 年 1 月已经进入 1.5 美元/百万 tokens 附近；2 月阶段性回落后，3-5 月重新上行，并于 5 月 28 日达到 2.07 美元/百万 tokens 的高点；此后持续回落，截至 8 月 31 日已经降至 0.97 美元/百万 Token，较 5 月高点累计下降约 53.2%。

根据指数的走势，可以观察出实际使用场景下模型支出已然形成较清晰的下降趋势，这一走势主要受到模型定价和实际调用结构共同变化影响。由于 Silicon Data LLM Token 支出指数本身按照真实市场使用量加权，因此上半年指数上升，可以理解为用户对高性能推理模型和 Agent 任务的使用增加，高价模型及更长输出在实际消费中的权重提高，带动每百万 tokens 平均支出上行；进入下半年后，供给端的降价明显加速，低价且能力更强的模型进入市场并获得青睐，模型使用组合逐渐向低成本方案倾斜。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 20：Silicon Data LLM Token 支出指数自 5 月底高点回落超 50%

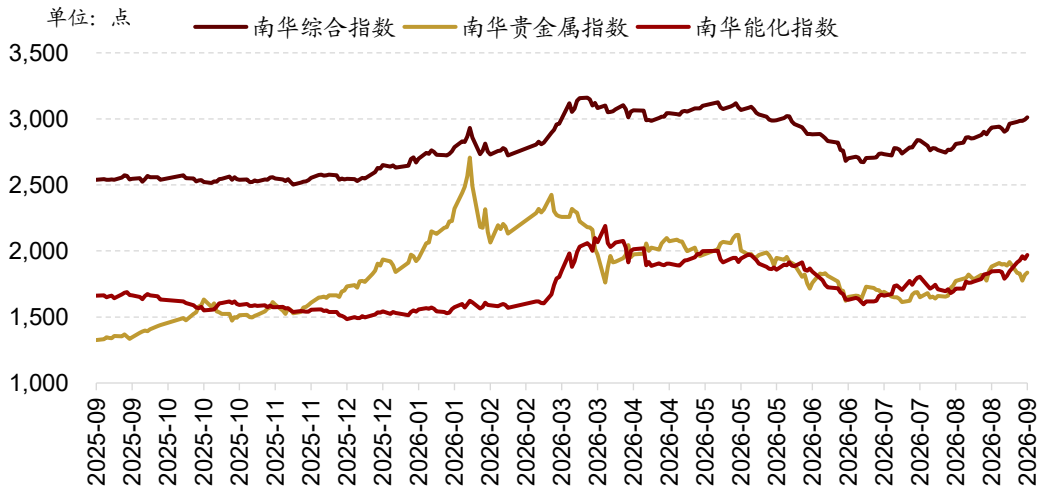


资料来源：Bloomberg，招商证券

4、地缘风险推升能源成本，南华能化指数领涨

能源供应风险推动大宗商品结构性上涨。截至 9 月 4 日，南华综合指数周环比上涨 1.65%，工业品上涨 3.31%，其中能化指数上涨 6.69%，显著领先；农产品仅上涨 0.20%，金属指数下跌 0.15%，贵金属指数下跌 4.14%。整体来看，能化一枝独秀，贵金属明显承压，供应风险沿能源链向中间品扩散。

图 21：南华能化指数上涨 6.69%



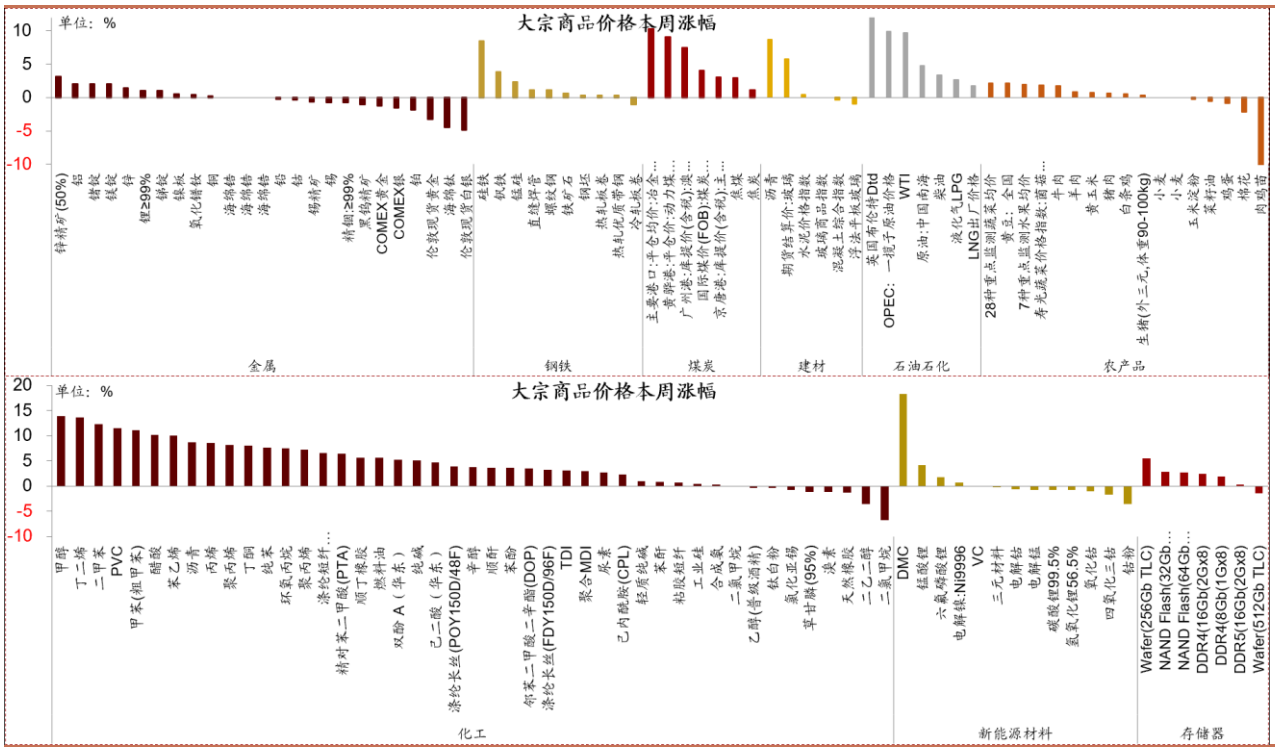
资料来源：Wind，招商证券

具体来看，原油是本周上涨的核心锚。截至 9 月 4 日，OPEC 一揽子原油、Brent 原油和 WTI 原油周涨幅分别为 9.95%、12.79%和 9.69%，主因美伊冲突升级，市场上调霍尔木兹海峡运输受阻的概率，将潜在出口损失计入油价。化工品受益于成本推动和供需结构改善，价格多数上涨。截至 9 月 4 日，甲醇（受进口预期与煤价支撑）、PVC（受成本支撑，以及检修和旺季补库推动）、丁二烯（受装置扰动和现货偏紧影响）、沥青等价格周度涨幅居前，分别为 13.93%、11.50%、13.60%和 8.68%。煤矿复产偏慢、焦企限产以及铁水产量回升，使焦煤和焦炭库存继续去化，钢厂补库对价格形成支撑，截至 9 月 4 日，焦煤、焦炭期货结算价分别上涨 2.93%和 1.12%。黑色系大宗上涨主要由供应偏紧驱动，终端地产与基建需求仍然偏弱。

农产品方面，豆类和油脂受到美豆优良率下降、单产不确定性及原油上涨带来的生物燃料需求预期支撑；但南华农产品指数全周仅上涨 0.20%，玉米、棉花等表现偏弱。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 22：煤炭、原油、多数化工品价格上涨



资料来源：Wind，招商证券

新能源材料内部呈现中间品较强、原料较弱的特征，主要由部分电解液材料阶段性供需偏紧、补库和低基数共同推动。六氟磷酸锂和 DMC 周涨幅分别为 1.74%和 18.37%，涨幅居前，碳酸锂现货小幅回落，钴粉跌幅居前。

表 6：新能源产业链价格涨跌分化

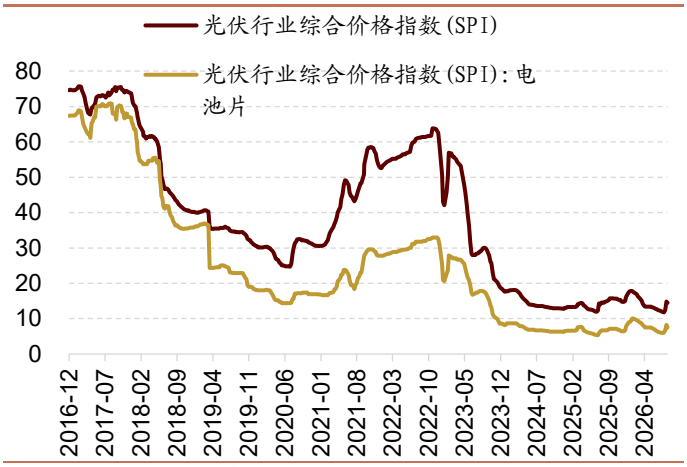
新能源材料	单位	最新值	周涨幅（%）	近一个月涨幅（%）	近三个月涨幅（%）	年涨跌幅（%）	迷你图
六氟磷酸锂	万元/吨	11.70	1.74	11.43	-2.50	107.08	
DMC	元/吨	5800.00	18.37	26.09	45.00	68.12	
VC	元/公斤	238.00	0.00	5.31	67.61	376.00	
电解镍:Ni9996	元/吨	130400.00	0.69	-2.83	-7.78	5.59	
电解锰	元/吨	18980.00	-0.73	0.48	-1.20	27.55	
碳酸锂99.5%	元/吨	151940.00	-0.77	8.56	-9.63	102.75	
氢氧化锂56.5%	元/吨	140410.00	-0.79	9.73	-8.48	85.16	
锰酸锂	万元/吨	2.48	4.21	8.79	8.79	122.97	
三元材料	元/千克	171.90	-0.29	-0.17	-10.26	51.72	
电解钴	元/吨	303000.00	-0.66	-12.43	-26.99	14.34	
钴粉	元/千克	400.00	-3.61	-10.61	-25.23	30.93	
氧化钴	元/千克	252.50	-0.98	-11.40	-21.09	21.39	
四氧化三钴	元/千克	277.50	-1.77	-8.26	-19.57	27.59	

资料来源：Wind，招商证券

本周光伏材料延续弱势，部分金属价格下跌。截至 8 月 31 日，光伏价格指数周环比下行 2.30%，多晶硅片、电池片和晶硅光伏组件价格下行，行业核心矛盾仍是产能较充裕、终端需求增量不足以及产业链价格传导不畅。南华贵金属指数周跌 4.14%，**黄金现货价格先抑后扬，**周环比下行 3.23%，前半周美元与美债收益率上行，提高持有无息资产的机会成本；后半周美联储官员偏鸽表态叠加避险需求，推动金银反弹。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 23：光伏价格指数周环比下行 2.30%



资料来源：iFind，招商证券

图 24：金银价格周环比下行



资料来源：iFind，招商证券

往后看，**商品仍将维持高波动和强分化。**短期能源风险溢价尚未完全消退，上游原油和供给约束明确的品种相对占优；中下游品种能否延续上涨，仍取决于旺季需求和库存去化水平。

5、小结

本周市场的核心矛盾集中在海外利率再定价与国内产业景气分化。海外方面，8 月非农数据远超市场预期，失业率较前期持平于 4.1%，劳动力参与率止跌回升。超预期的非农否定了最悲观情形，但不足以单独决定加息；主矛盾从就业切到通胀。往后去看，当前美债利率的上行趋势能否出现拐点，主要观察政策层面会否有新的表态/美伊进展、9 月中的通胀数据（北京时间 9 月 11 日晚间公布）以及 9 月议息会议（北京时间 9 月 17 日凌晨）。**对各类资产而言，近期美债利率上行压力仍大，美元走强，非美货币承压，股票市场阶段性承压，或震荡偏弱。但中长期来看，**一个可预期的、具备独立性的美联储对于股市是长期利好，而目前股市的核心 AI，其交易核心又是分子端 EPS，本身受到利率的影响就相对偏小。**一旦后续长债利率冲高后回落，将有利于股市在下跌后的中期走势修复；黄金短期相对承压，受到流动性预期收紧和美元信用修复双重逻辑的打压。**

与此同时，能源供应风险推动大宗商品结构性上涨，能化一枝独秀，贵金属明显承压，供应风险沿能源链向中间品扩散。其中，**原油是本周大宗上涨的核心锚**，化工品受益于成本推动和供需结构改善，黑色系受到供应偏紧和钢厂补库支撑，新能源材料内部呈现中间品较强、原料较弱的特征。而贵金属、光伏材料承压，农产品仅局部偏强，说明本周是供给冲击驱动的结构性涨价，而非需求改善驱动，后续关键在能源风险溢价、旺季需求和库存去化能否持续。

国内方面，二季度 A 股收入和净利润增速均加速上行，整体业绩延续 2025 年以来的改善趋势。大类行业分化仍然明显，海外收入占比继续提升。综合分析业绩增长的驱动因素和结构特征，后续仍然推荐围绕**“AI 算力链+出海链+资源品涨价链”**布局。行业选择方面，重点推荐关注三个梯队：**1）景气高增领域，**绝对增速水平最高的能源金属、贵金属、计算机设备、电池；边际改善幅度最大的半导体、光学光电子、生物制品等；**2）供需格局有所改善，**短期库存优化的化学原料、石油石化、电网设备，中期产能收缩的化学纤维、医疗器械等；**3）现金流较为稳健的方向，**如煤炭、美容护理等。

从产业进展来看，本周海外大模型纷纷发布，其中 Open AI 发布 GPT-6，完成了旗舰模型的推陈出新，主要提升了复杂环境下的推理与抽象能力，而 Anthropic 发布 Fable 5.1，Agent 能力显著增强。**但产业快速发展的同时，A 股市场科技拥挤度持续下行，**TMT 成交额 5 月以来首次接近 40%，全市场成交额也创下年内较低水平。这两个现象并不矛盾，因为市场还在交易“硬切软”的逻辑。整体来看，AI 产业链利润天花板与下游应用场景一一对应，目前编程仍然是唯一一个千亿美元级别的市场，总量上的叙事空间并没有上修，而产业链可能发生利润再分配，近期云厂财报超预期、闭源模型降价、开源模型能力追赶均在验证这一叙事。

风格层面，推荐结构性成长+红利的均衡配置，中大盘占优。行业配置上建议围绕“AI 算力链、出海链、低估值改善”的方向展开。1）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；**2）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；

下载日志已记录，仅供内部参考

3）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。

产业与赛道方面，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。

下载日志已记录，仅供内部参考

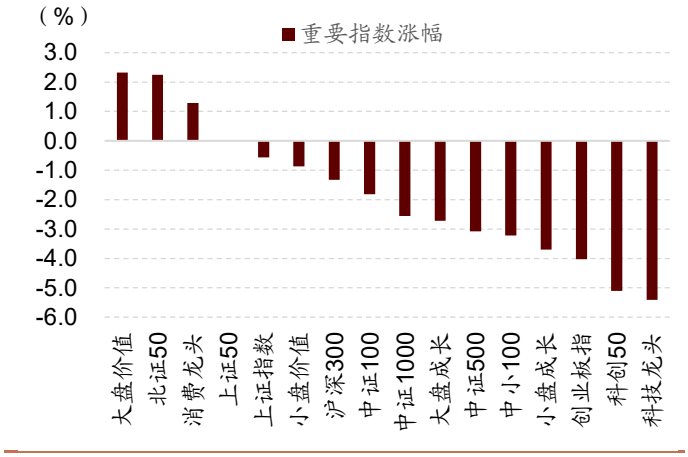
复盘·内观——A 股市场主要指数涨少跌多，大盘价值、北证 50 表现较好

本周（8 月 31 日-9 月 4 日）A 股市场主要指数涨少跌多。主要指数中，大盘价值、北证 50 表现较好，分别上涨 2.32%、2.24%；科技龙头、科创 50 表现不佳，分别下跌 5.41%、5.10%。本周日均成交额 19698 亿元，环比下降 0.98%。

本周 A 股市场震荡调整，主要原因包括：（1）海外流动性压力上升，美债收益率快速走高，全球债券市场出现调整，美国 10 年期国债收益率一度接近 4.8%，30 年期美债收益率升至 5.28%左右，叠加美国债务规模、通胀预期以及能源价格上涨担忧，压制全球风险资产估值。（2）AI 硬件交易进入分化阶段，前期高景气方向继续出现资金兑现，但 AI 应用端仍受产业催化支撑，传媒、短剧、AI 视频等方向承接部分资金。（3）市场热点快速轮动，农业、军工等低位方向阶段性走强，其中生猪养殖受能繁母猪去化和猪价修复预期推动，军工受市场避险情绪影响成为调整期间的重要资金承接方向，但成交额持续回落，指数缺乏持续上行动能。

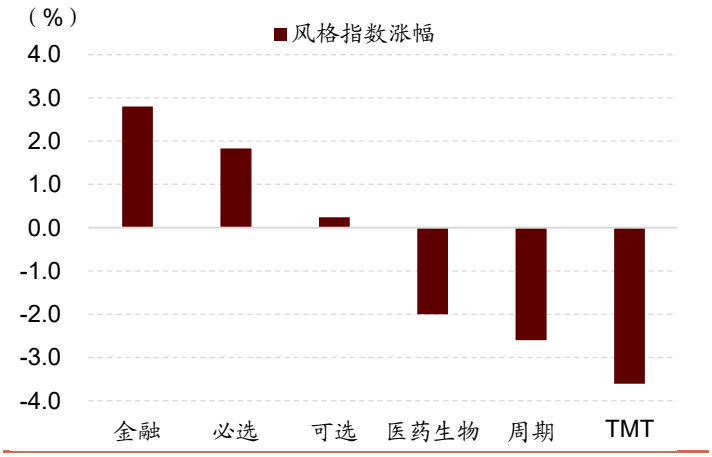
从行业上看，本周申万一级行业涨少跌多，传媒（6.03%）、银行（4.03%）、农林牧渔（3.34%）等表现相对较好；电子（-5.36%）、有色金属（-5.01%）、建筑材料（-4.26%）等表现相对较弱。从涨跌原因看，本周表现较好的板块及主要原因：**传媒**（AI 应用持续获得产业催化，AI 视频、短剧、多模态方向活跃，资金向应用端迁移）、**银行**（指数调整阶段资金寻找相对防御方向，权重价值板块成为逆势热点）、**农林牧渔**（前期种业行情扩散至养殖方向，生猪供给去化叠加猪价阶段修复预期，推动板块走强）。跌幅较大的行业原因：**电子**（AI 硬件、半导体、PCB 等前期强势板块进入调整，资金兑现压力增加）、**有色金属**（海外利率上行背景下贵金属交易逻辑阶段性分化，部分资源品承压）、**建筑材料**（AI 硬件方向整体调整后，资金同步兑现电子布、玻纤等高弹性分支）。

图 25：本周重要指数涨跌幅



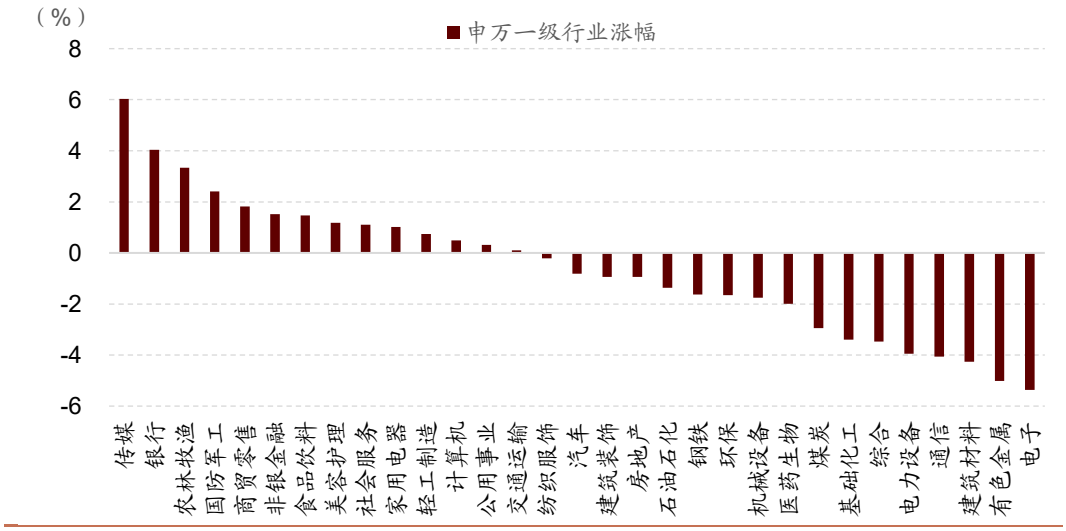
资料来源：iFind，招商证券

图 26：本周风格指数涨幅



资料来源：iFind，招商证券

图 27：本周申万一级行业指数涨幅



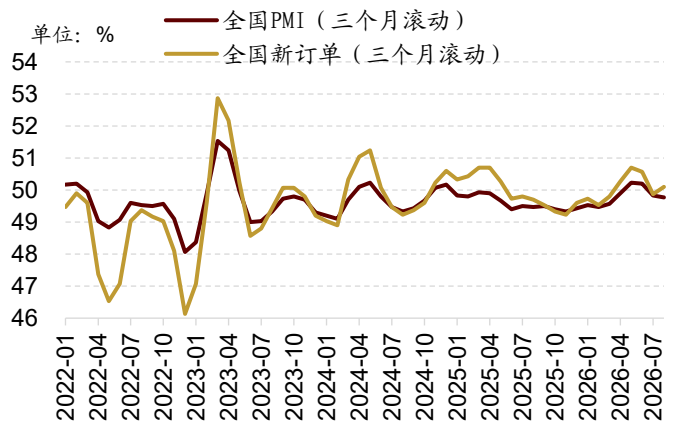
资料来源：iFind，招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

中观·景气——8 月制造业 PMI 环比上行，猪肉价格上涨

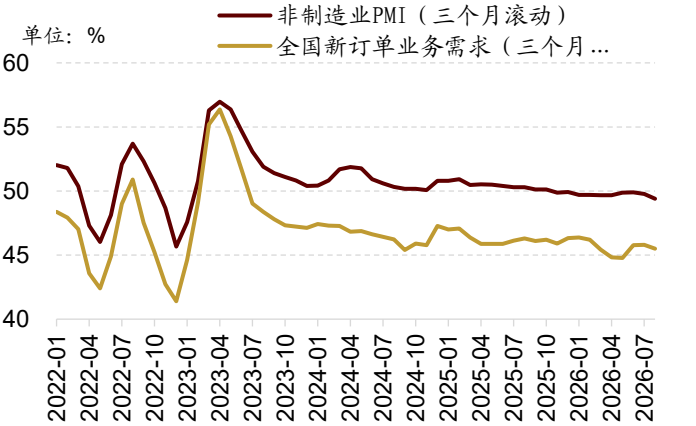
8 月制造业 PMI 录得 49.8%，环比回升 0.6 个百分点，较去年同期高 0.4 个百分点，位于近十年同期中等水平；非制造业 PMI 为 49.0%，与上月持平，连续两个月位于荣枯线以下。从三个月滚动趋势上来看，制造业 PMI 均值为 49.77%，较上月小幅回落 0.07 个百分点；非制造业 PMI 均值为 49.40%，较上月回落 0.37 个百分点。制造业修复较为明显，但持续性仍需后续订单和经济数据确认，非制造业恢复动能相对偏弱。

图 28：制造业 PMI 三个月均值下行至 49.77%



资料来源：国家统计局、Wind、招商证券

图 29：非制造业 PMI 三个月均值下行至 49.40%



资料来源：国家统计局、Wind、招商证券

制造业 PMI 分项来看，8 月供需、量价端同步改善，外需和采购活动回暖，价格指标继续上行，但企业预期和就业环比下行。生产端，生产指数环比上行 0.5 个百分点至 50.4%，重回扩张区间；采购量指数上行 1.1 个百分点至 50.5%，进口指数上行 1.1 个百分点至 48.6%；**需求端，**新订单指数回升 2.1 个百分点至 50.6%，高于生产指数 0.2 个百分点；新出口订单指数上行 0.5 个百分点至 50.1%，重回荣枯线以上，显示内外订单均有改善，但行业表现仍分化。**价格端，**主要原材料购进价格和出厂价格环比分别上行 3.4、2.6 个百分点至 56.6%和 50.4%，二者价差扩大至 6.2 个百分点，上游涨价向下游传导仍不充分。**库存方面，**产成品库存和原材料库存环比均回落 0.2 个百分点，分别为 48.4%和 48.1%；采购扩张而库存下降，反映订单修复正在消化存量，上市公司目前处于主动补库阶段。生产经营活动预期回落 0.3 个百分点至 53.8%，从业人员指数回落 0.3 个百分点至 48.7%，经济修复基础仍需巩固。国内经济目前延续弱复苏，通胀回暖，供需两端均有改善，但上下游价格传导相对不畅，下游传统领域和新兴领域需求分化仍然明显。

表 7：8 月制造业细分项中订单和价格改善

时间	制造业全国指标	数值	环比值	同比值	近十年同期历史分位数
2026-08	全国PMI	49.8	0.6	0.4	50%
2026-08	全国新订单	50.6	2.1	1.1	60%
2026-08	全国购进价格	56.6	3.4	3.3	50%
2026-08	全国出厂价格	50.4	2.6	1.3	40%
2026-08	全国产成品库存	48.4	-0.2	1.6	90%
2026-08	全国生产量	50.4	0.5	-0.4	20%
2026-08	全国雇员	48.7	-0.3	0.8	50%
2026-08	全国出口订单	50.1	0.5	2.9	90%
2026-08	全国进口	48.6	1.1	0.6	50%
2026-08	全国主要原材料库存	48.1	-0.2	0.1	70%
2026-08	全国供应商配送时间	50.1	0.6	-0.4	50%
2026-08	全国现有订货	46.7	0.9	1.2	90%
2026-08	全国生产经营活动预期	53.8	-0.3	0.1	40%
2026-08	全国采购量	50.5	1.1	0.1	50%

资料来源：国家统计局、Wind、招商证券

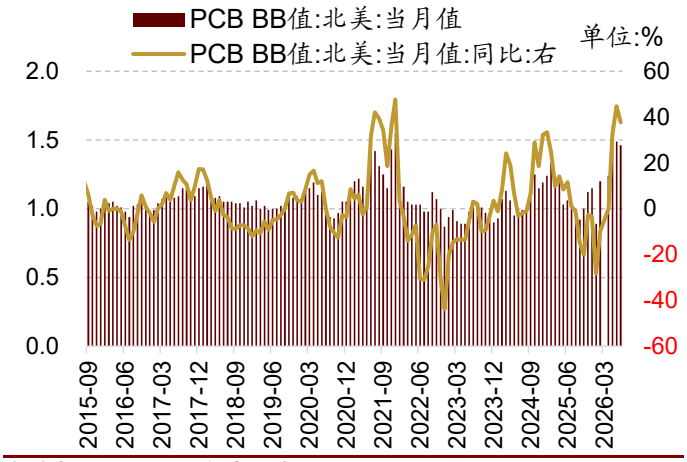
7 月北美 PCB 出货量同比增幅扩大，订单量同比增幅扩大；北美 PCB 出货量、订单量三个月滚动同比增幅扩大。7 月北美 PCB 出货量同比增幅扩大 2.5 个百分点至 14.50%，三个月滚动同比增幅扩大 2.9 个百分点至 12.80%；PCB

下载日志已记录，仅供内部参考

订单量同比增幅扩大 30.5 个百分点至 62.00%，三个月滚动同比增幅扩大 12.17 个百分点至 65.43%。

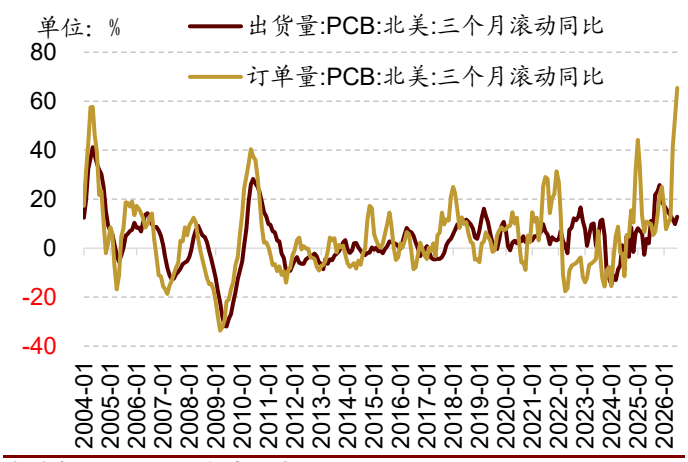
7 月北美 PCB BB 当月值为 1.46，前值 1.49。

图 30：7 月北美 PCB BB 当月值为 1.46



资料来源：Wind、招商证券

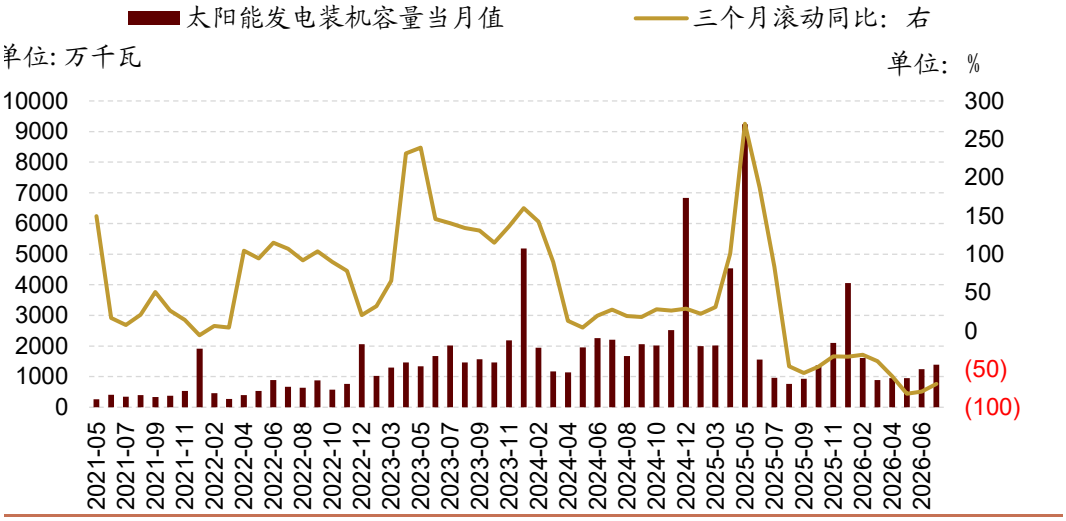
图 31：7 月 PCB 出货量三个月滚动同比增幅扩大



资料来源：Wind、招商证券

7 月全国太阳能发电装机容量三个月滚动同比降幅收窄。1-7 月全国太阳能发电装机容量累计值为 128,804.17 万千瓦，同比增幅扩大 0.26 个百分点至 16.08%，三个月滚动同比降幅收窄 9.97 个百分点至-69.55%。

图 32：7 月全国太阳能发电装机容量三个月滚动同比增幅收窄



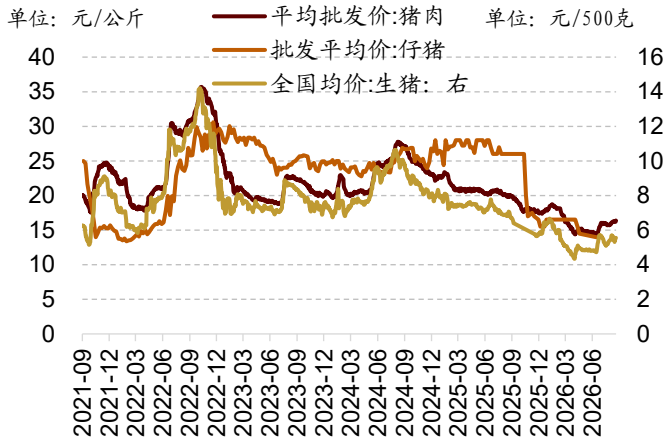
资料来源：Wind，招商证券

猪肉价格上行，仔猪价格下行，生猪价格上行。截至 9 月 2 日，猪肉平均批发价格 16.40 元/公斤，周环比上行 0.99%，截至 9 月 2 日，仔猪市场价为 18.75 元/公斤，周环比下行 0.11%，截至 9 月 2 日，全国生猪均价 5.56 元/500g，周环比上行 1.46%；**在生猪养殖利润方面，自繁自养生猪养殖利润下行，外购仔猪养殖利润下行。**截至 8 月 28 日，自繁自养生猪养殖利润为-167.31 元/头，较上周下行 2.56 元/头，外购仔猪养殖利润为-38.75 元/头，较上周下行 6.33 元/头。

在肉鸡养殖方面，全国鸡肉市场价上行，肉鸡苗价格下行。截至 8 月 27 日，全国鸡肉市场价 22.48 元/公斤，周环比上行 0.13%；截至 8 月 28 日，肉鸡苗主产区均价为 3.07 元/羽，周环比下行 8.08%。

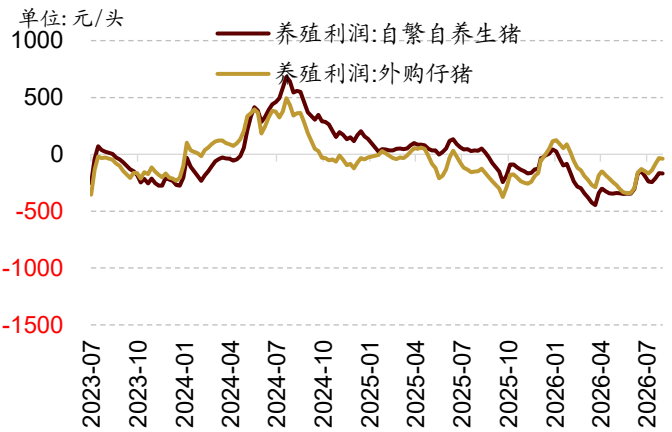
下载日志已记录，仅供内部参考

图 33：猪肉平均批发价格周环比上行 0.99%



资料来源：Wind、招商证券

图 34：自繁自养生猪养殖利润下行



资料来源：Wind、招商证券

秦皇岛优混动力煤价格上行，京唐港山西主焦煤库提价上行；焦煤期货结算价上行，焦炭期货结算价上行。截至 8 月 31 日，秦皇岛优混动力煤报价 873.60 元/吨，周环比上行 1.58%；截至 9 月 2 日，京唐港山西主焦煤库提价 2750 元/吨，周环比上行 3.00%；截至 9 月 2 日，焦煤期货结算价收于 1703.00 元/吨，周环比上行 7.89%；焦炭期货结算价收于 2225.50 元/吨，周环比上行 5.15%。

秦皇岛港煤炭库存下行，京唐港炼焦煤库存下行，天津港焦炭库存下行。截至 9 月 2 日，秦皇岛港煤炭库存报 607 万吨，周环比下行 8.03%；截至 8 月 28 日，京唐港炼焦煤库存报 214.80 万吨，周环比下行 0.51%；截至 8 月 28 日，天津港焦炭库存报 79 万吨，周环比下行 9.20%。

图 35：京唐港山西主焦煤库提价周环比上行 3.00%



资料来源：Wind、招商证券

图 36：焦煤期货结算价周环比上行 7.89%



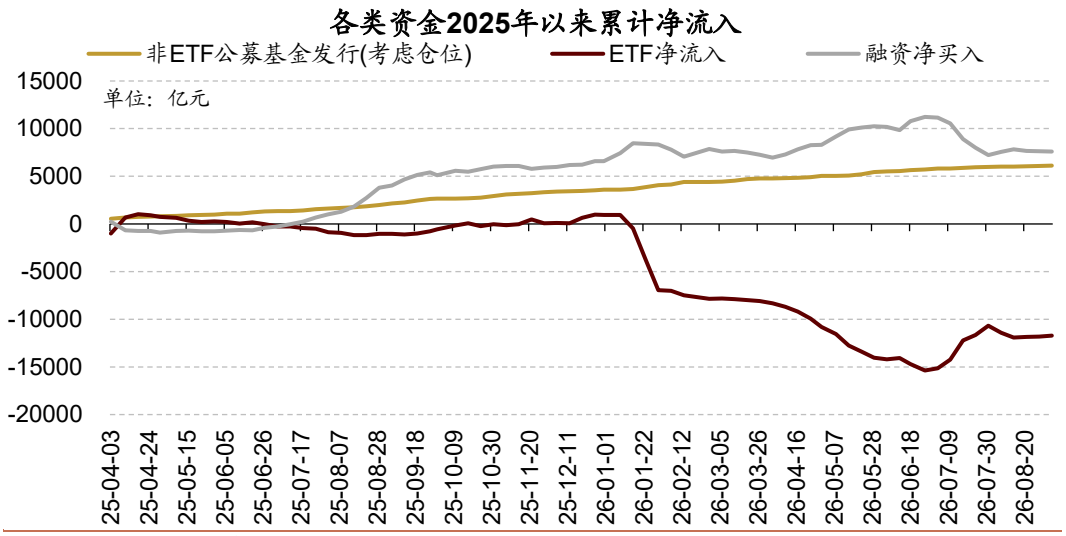
资料来源：Wind、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

资金·众寡——ETF 净申购、融资净流出，基金发行放缓

从全周资金流动的情况来看，本周融资资金净流出，新成立偏股类公募基金下降，ETF 净申购。具体来看，融资资金前四个交易日合计净流出 27.1 亿元；新成立偏股类公募基金 49.9 亿份，较前期下降 7.4 亿份；ETF 净申购，对应净流入 108.7 亿元。

图 37：ETF 净申购，融资净流出，基金发行回落



资料来源：Wind，招商证券

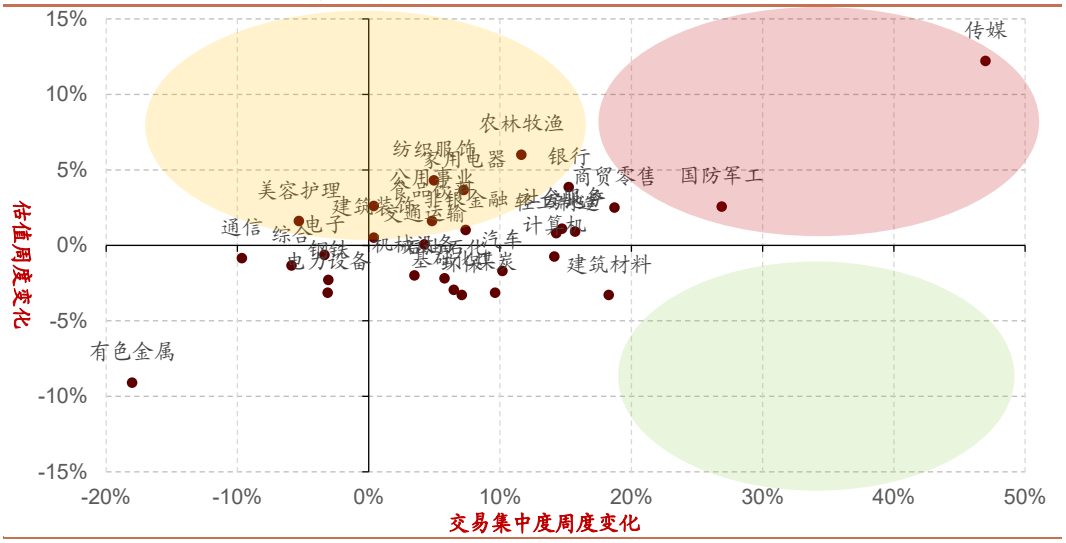
表 8：各类资金分行业当周净流入规模（单位：亿元）

行业	融资资金	ETF	重要股东净增持	合计(↓)
电子	-37.63	185.46	-14.17	133.67
基础化工	15.31	-0.63	-3.85	10.83
房地产	6.25	3.88	-0.61	9.52
机械设备	15.61	0.74	-7.08	9.26
建筑材料	7.43	-1.23	0.01	6.21
医药生物	-15.55	22.92	-3.26	4.11
社会服务	1.28	0.17	0.00	1.45
电力设备	6.97	9.80	-15.34	1.43
美容护理	0.50	0.15	-0.04	0.62
农林牧渔	2.79	-1.68	-0.71	0.40
综合	0.19	-0.01	0.00	0.17
商贸零售	0.71	0.02	-0.80	-0.08
石油石化	5.51	-5.63	0.00	-0.12
纺织服饰	1.15	-1.46	0.00	-0.31
轻工制造	0.52	-0.29	-0.68	-0.45
有色金属	-5.75	3.79	1.37	-0.59
环保	0.11	-1.13	0.38	-0.63
传媒	4.62	0.76	-6.06	-0.69
钢铁	1.33	-2.15	0.00	-0.82
建筑装饰	0.85	-3.62	0.57	-2.20
计算机	-3.09	4.26	-3.84	-2.67
食品饮料	2.48	-5.34	-0.01	-2.88
家用电器	-0.90	-2.10	-0.55	-3.55
汽车	0.55	-1.45	-3.51	-4.41
国防军工	-2.76	-2.82	-0.15	-5.73
交通运输	-0.04	-6.34	0.26	-6.13
公用事业	-1.73	-8.01	1.55	-8.19
通信	-39.47	15.87	-0.19	-23.79
煤炭	2.59	-28.52	0.00	-25.93
银行	-1.97	-33.44	0.00	-35.41
非银金融	-12.98	-28.74	0.00	-41.72
合计	-45.13	113.23	-56.71	11.40

资料来源：Wind，招商证券
注：重要股东净增持以变动截止日期为参考；融资截至周四；ETF 拆分所有股票型 ETF

下载日志已记录，仅供内部参考

图 38：行业估值与交易集中度周度变化

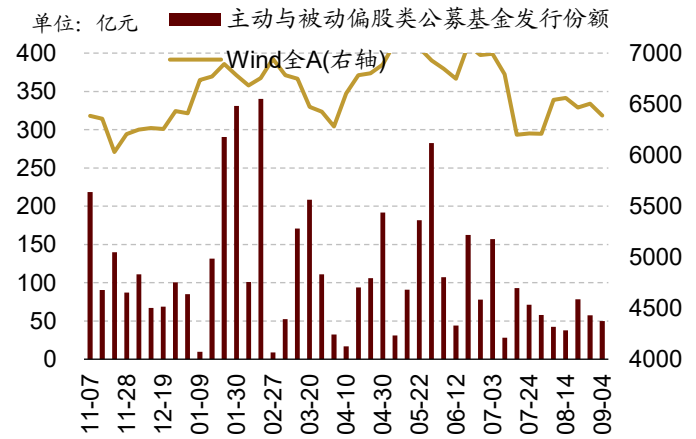


资料来源：Wind，招商证券

从 ETF 净申购来看，ETF 净申购，宽指 ETF 以净赎回为主，其中中证 500ETF 赎回最多；行业 ETF 申赎参半，其中信息技术 ETF 申购较多，券商 ETF 赎回较多。具体来看，股票型 ETF 总体净申购 108.7 亿元。其中，沪深 300、创业板 ETF、中证 500ETF、上证 50ETF、双创 50ETF 和科创 50ETF 分别净赎回 0.6 亿元、净申购 61.0 亿元、净赎回 17.1 亿元、净赎回 1.0 亿元、净赎回 5.0 亿元、净申购 148.8 亿元。行业方面，信息技术 ETF 净申购 69.1 亿元；消费 ETF 净赎回 5.0 亿元；医药 ETF 净申购 15.8 亿元；券商 ETF 净赎回 26.7 亿元；金融地产 ETF 净赎回 5.9 亿元；军工 ETF 净申购 1.4 亿元；原材料 ETF 净申购 6.7 亿元；新能源&智能汽车 ETF 净赎回 4.0 亿元。

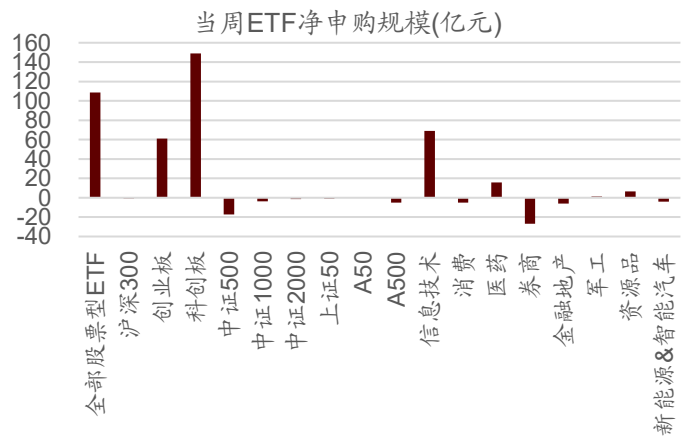
本周新成立偏股类公募基金规模较前期回落，新成立偏股类基金 49.9 亿份。

图 39：新成立公募基金发行份额



资料来源：Wind、招商证券

图 40：各行业和宽基 ETF 净申购规模

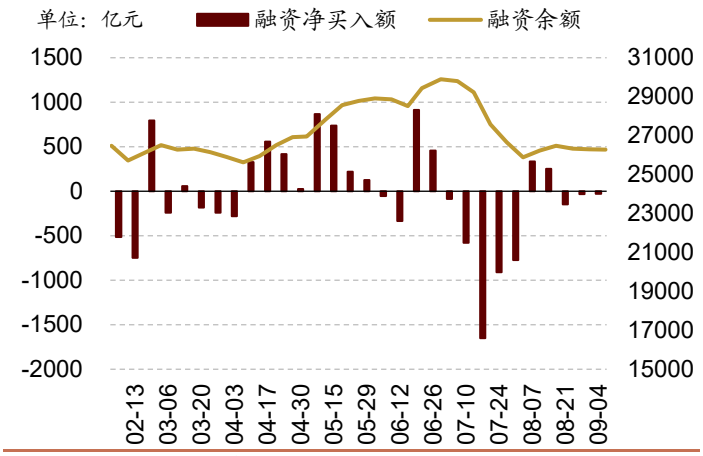


资料来源：Wind、招商证券

两融方面，融资资金前四个交易日净流出 27.1 亿元。从行业偏好来看，本周融资资金集中买入机械设备，净买入额达 15.6 亿元，其他净买入规模最高的行业主要包括基础化工、建筑材料、电力设备等；净卖出的主要是通信、电子、医药生物等。

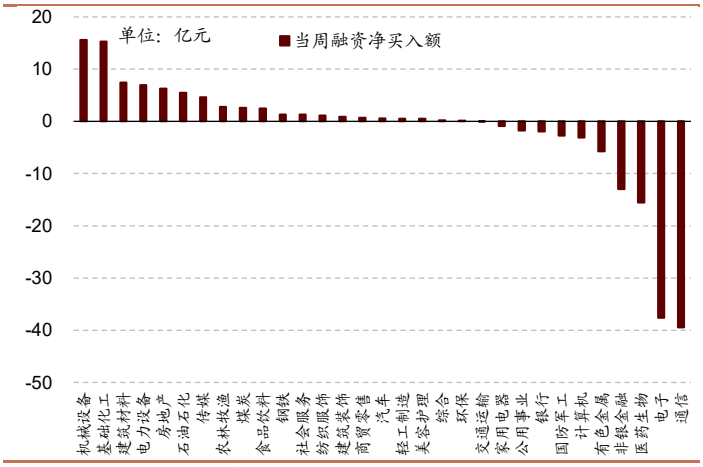
下载日志已记录，仅供内部参考

图 41：融资资金每周净买入额



资料来源：Wind、招商证券

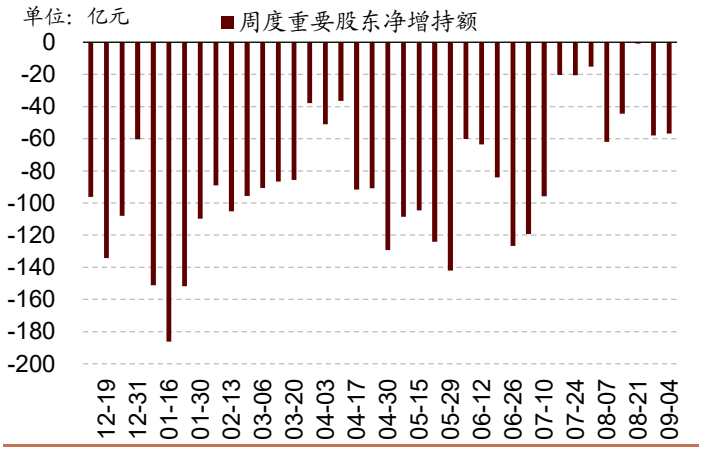
图 42：融资资金周度各行业净买入额



资料来源：Wind、招商证券

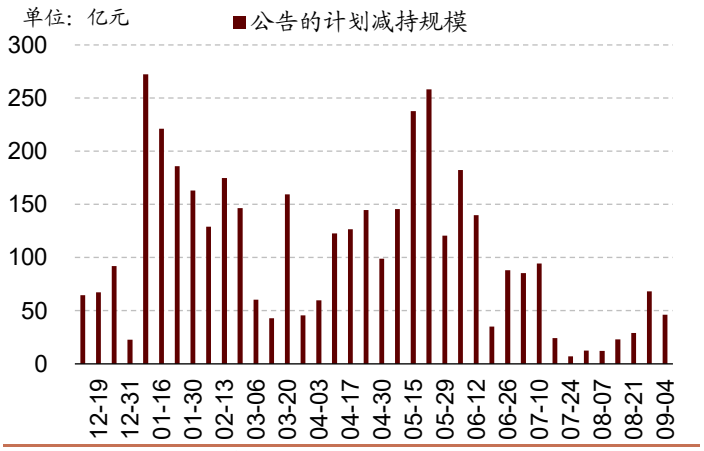
从资金需求来看，重要股东净减持规模缩小，计划减持规模下降。本周重要股东二级市场增持 8.4 亿元，减持 65.1 亿元，净减持 56.7 亿元，净减持规模缩小。其中，净增持规模较高的行业包括公用事业、有色金属、建筑装饰等；净减持规模较高的行业包括电力设备、电子、机械设备等。本周公告的计划减持规模为 46.3 亿元，较前期下降。

图 43：重要股东净增持规模



资料来源：Wind、招商证券

图 44：计划减持规模



资料来源：Wind、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

主题·风向——OpenAI、Anthropic、谷歌接连发布最新模型

本周海外大模型竞争再度明显升温：OpenAI 于 9 月 4 日发布 GPT-6 Astra，Anthropic 于 9 月 2 日推出 Claude Fable 5.1 与 Claude Mythos 5.1，谷歌在同日发布 Gemini 3.8 Flash，三家头部厂商在极短时间内完成新一轮旗舰或主力模型更新。从三个模型的共性趋势看，实际生产效率成为衡量前沿模型价值的重要标准，科研能力是旗舰模型最关注的细分方向之一。与此同时，不同厂商的产品路线也进一步分化：OpenAI 强化计算机操作能力，Anthropic 继续深耕 Agent，谷歌则依靠 Flash 系列强化性能、速度与成本之间的平衡。

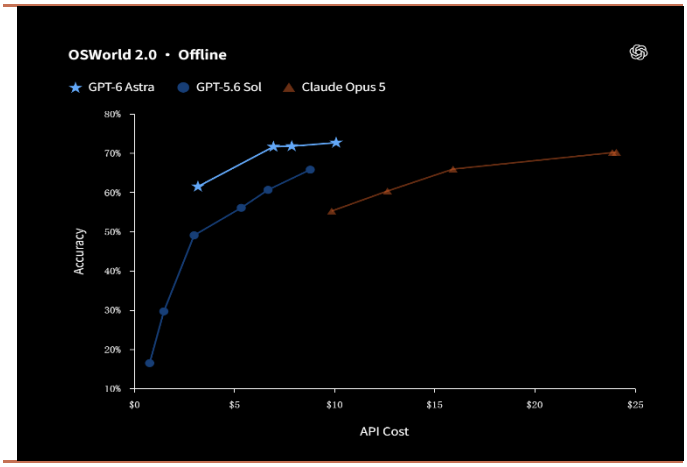
➢ GPT-6 Astra 实现全方位提升

9 月 4 日，OpenAI 正式发布 GPT-6 Astra。OpenAI 总裁发布时直言“欢迎来到 AGI 时代”，这是 OpenAI 历史上规模最大的训练任务，在德克萨斯州园区动用超过 10 万块 GPU 完成了预训练，也是 OpenAI 首款由前代模型深度参与训练监督的旗舰产品。总体看，GPT-6 Astra 在多项基准测试中大幅刷新此前自家旗舰模型 GPT-5.6 Sol 的同时，更超越了其竞争对手 Anthropic 的旗舰模型。

GPT-6 Astra 计算机操作能力出现明显跃升，Agent 开始具备更强的完整任务执行能力。在 OSWorld 2.0 中，GPT-6 Astra 准确率达到 72.6%，高于 GPT-5.6 Sol 的 65.7%，同时单任务模拟执行时间由约 75 分钟降至约 40 分钟，缩短约 47%。配合新版 Codex harness，在 Mind2Web 中任务完成速度达到 GPT-5.6 Sol 当前体验约 1.9 倍。

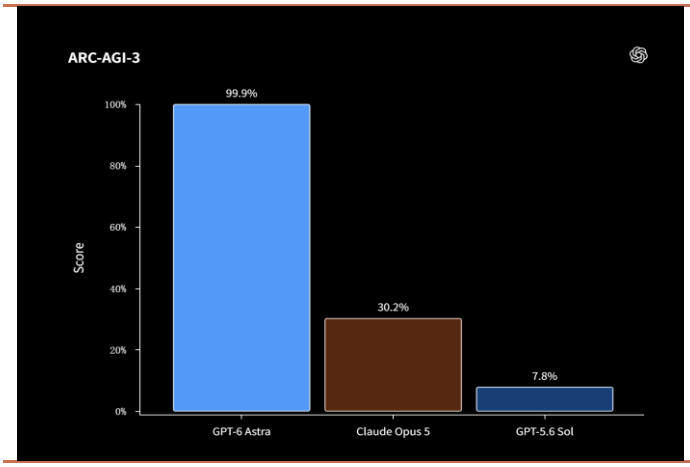
抽象推理与未知环境适应能力方面，GPT-6 Astra 呈现较大的代际提升。衡量陌生环境中通用推理适应能力的 ARC-AGI-3 测试中，GPT-6 Astra 取得 99.9%，而 GPT-5.6 Sol 只有 7.8%，同时远高于 Claude Opus 5，成为此次发布中最醒目的单项能力变化之一。部分测试者称 Astra 在 96%的关卡中超过了人类的行动效率基线，模型在面对新环境时快速理解规则、探索并形成有效行动策略的能力得到大幅增强。

图 45：GPT-6 Astra 计算机操作能力出现明显跃升



资料来源：OpenAI，招商证券

图 46：GPT-6 Astra 未知环境适应能力呈现较大代际提升

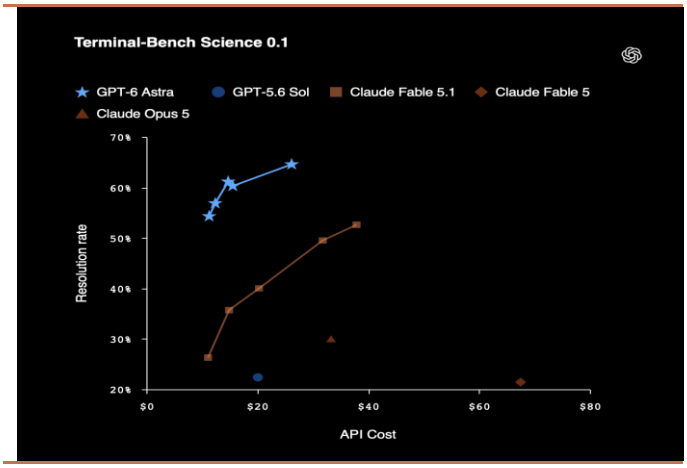


资料来源：OpenAI，招商证券

此外，**GPT-6 Astra 在科研和专业工作自动化方面的提升同样不容小觑。**智能体科研能力测试 Terminal-Bench Science 0.1 中，GPT-6 Astra 在该测试中达到 64.6%，明显高于 GPT-5.6 Sol 的 22.4%，最高水平接近前者的 3 倍，也高于 Claude Fable 5.1 的 52.6%；更重要的是，GPT-6 不仅成功率更高，API 成本还低于 GPT-5.6 和 Claude Fable 5.1，单位成本效率的改善有助于模型在复杂科研任务中的落地。AutomationBench 测试下，GPT-6 的端到端自动化业务能力的优势同样明显，其准确率最高达到 41.4%，相比 GPT-5.6 Sol 最高 18.1%提高 23.3 个百分点，完成率达到此前的 2.3 倍，同时超过 Claude Fable 5.1 的 31.4%。

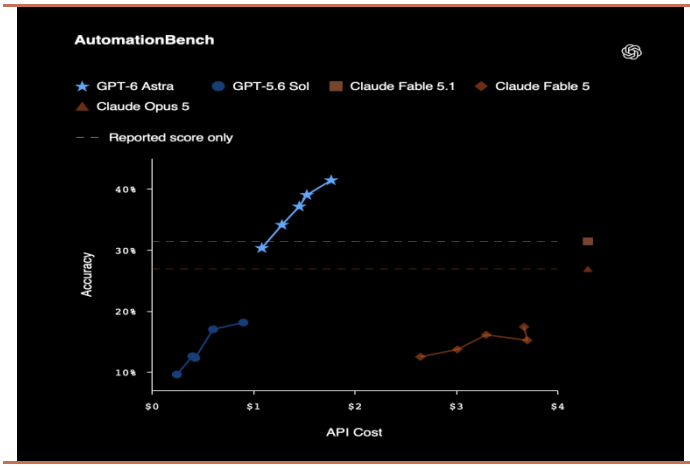
下载日志已记录，仅供内部参考

图 47：GPT-6 Astra 的科研单位成本效率显著改善



资料来源：OpenAI，招商证券

图 48：GPT-6 Astra 端到端自动化业务能力优势同样明显



资料来源：OpenAI，招商证券

价格方面，GPT-6 Astra 的输入、缓存输入和输出单价均为 GPT-5.6 Sol 当前价格的 2.5 倍，OpenAI 此次并未延续前几代旗舰模型持续降价的思路，而是对最高端能力重新建立明显的价格溢价。官方称在部分评测中，Astra 使用更少输出 token 获得更好结果，估算每项任务的 API 成本反而更低。OpenAI 的长远意图不止于提高 token 单价，从按量收费转向按任务完成效果收费是未来大势所趋，商业模式有望演变为基于项目复杂度、耗时或产出价值的定价体系。

表 9：GPT-6 Astra 的输入、缓存输入和输出单价均为 GPT-5.6 Sol 当前价格的 2.5 倍（单位：美元/百万 tokens）

模型	输入	缓存输入	输出
GPT-6 Astra	10	1	50
GPT-5.6 Sol	4	0.4	20

资料来源：OpenAI，招商证券

此次 GPT-6 Astra 依托于 OpenAI 迄今为止规模最大的算力投入，在得克萨斯州 Stargate 基地使用超过 10 万块 GPU 完成训练。这一数字不仅远超 GPT-5.6 Sol，也反映出规模化训练仍是提升模型复杂推理和长任务执行能力的关键。大规模并行计算使得 Astra 能够处理更长的上下文、更多步骤的连锁操作，并在真实软件环境中保持稳定表现，高昂的硬件成本与能源消耗，也直接推高了后续 API 定价，反映头部 AI 企业在基础设施上的军备竞赛仍在延续。

此外，随着 GPT-6 Astra 自主推理能力增强，其安全监控面临新挑战。其书面推理过程变得更加简洁和隐蔽，部分任务中可见的推理步骤显著减少，导致人类难以追踪模型的决策逻辑，OpenAI 虽然已引入更严格的拒答机制、实时监控系统和任务中止功能，但同时承认模型越强，完全监控的难度越高。这一矛盾引发深层忧虑：不仅要防范模型被恶意用于网络攻击，还要解决如何理解模型为何做出特定行为的问题，自主性与透明度之间的张力，将成为下一代 AI 治理的核心议题之一。

➢ Fable 5.1 提升聚焦 Agent 和科研

相比 Fable 5，Fable 5.1 的主要增量集中在三个方面：复杂 Agent 任务完成率明显提高，科研任务能力出现跨级提升；通过缓存价格下降改善高频 Agent 工作负载的经济性；提高了安全机制的精确度，使原本受到较多限制的网络安全和生命科学能力能够在安全边界内释放更多实际效用。

从官方 Benchmark 看，Agent 能力依旧为本轮升级最明确的主线，任务完成率明显提高。Terminal-Bench 4.0 主要考察模型在终端环境中持续操作、编写和调试代码的能力，Fable 5.1 得分达到 55.8%，较 Fable 5 提高 13.8 个百分点；AutomationBench 则模拟真实企业中的多步骤业务流程，成绩从 17.1%提高到 31.4%，接近翻倍，且两个测试结果均大幅超越 GPT-5.6 Sol。此类测试共同涉及任务拆解、工具调用及执行反馈，相比单轮问答 Benchmark，更能反映 Agent 进入真实生产环境后的可用性，通过早期真实用户测试进一步体现了这种提升。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 49：Agent 能力和科研任务是本次 Fable 5.1 最大的升级点

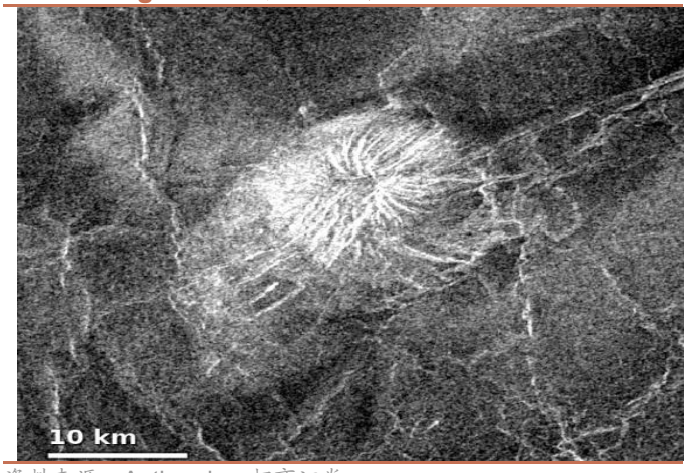
	Fable 5.1	Fable 5	Opus 5	GPT-5.6 Sol
Agentic scientific research Terminal-Bench-Science 0.1 [1]	**52.6%**	24.7%	29.0%	22.4%
Agentic coding Terminal-Bench 4.0	**55.8%** 60.9% (Mythos 5.1)	42.0%	52.3%	37.3%
Knowledge work GDPval-AA v2	**1853**	1723	1824	1711
Computer use OSWorld 2.0 [2]	**77.9%** partial	72.9% partial	75.4% partial	— partial
Computer use OSWorld 2.0	**41.7%** strict	36.1% strict	39.6% strict	— strict
Multidisciplinary reasoning Humanity's Last Exam	**60.9%** no tools	57.8% no tools	56.6% no tools	— no tools
	65.0% with tools	63.8% with tools	63.6% with tools	— with tools
Business workflows AutomationBench	**31.4%**	17.1%	26.9%	19.6%
Agentic coding CursorBench 3.2.0	**73.4%**	70.5%	70.0%	67.2%

资料来源：Anthropic，招商证券

科研任务是 Fable 5.1 相较 Fable 5 提升同样显著的领域。Terminal-Bench-Science 0.1 主要测试模型能否在科研环境中理解问题后完成连续分析，Fable 5.1 成绩由上一代的 24.7%提升至 52.6%，超过翻倍，Opus 5 为 29.0%、GPT-5.6 Sol 仅为 22.4%。结合 Humanity's Last Exam 等偏知识和通用推理测试的提升幅度远小于科研 Agent 测试，表明此次 Anthropic 模型的关注点更多是把已有知识、推理和工具组合起来解决现实科研任务的能力。

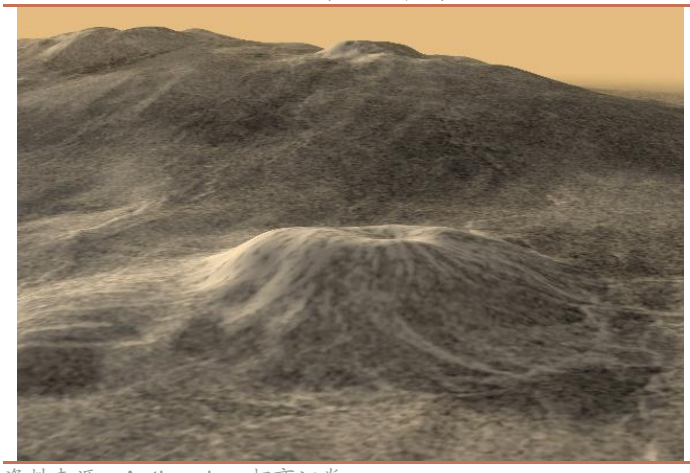
Anthropic 此次还首次大规模展示了新模型直接形成科研结果的案例。在生命科学领域 Mythos 5.1 调用开源蛋白设计和折叠工具进行蛋白 binder 设计，在 12 个靶点上的有效设计命中率接近 50%，而当前蛋白设计典型命中率约为 10%-15%；其中三个靶点的结合亲和力达到 Adaptyv Bio 蛋白设计竞赛最佳方案约 10 倍。在计算分析和建模方面，Anthropic 使用 Fable 5.1 基于 NASA Magellan 任务 30 多年前获取的金星雷达图像，以及此前只覆盖约五分之一金星表面的既有地图，自主训练神经网络并构建新的数字高程模型，最终模型生成了覆盖约三分之一金星表面的高分辨率高程图，将原先约 10-20 公里的有效细节尺度提高到 2-3 公里，高程准确度最高改善约 25%。

图 50：Magellan 任务 30 多年前获取的金星雷达图像



资料来源：Anthropic，招商证券

图 51：Fable 5.1 生成的高分辨率高程图



资料来源：Anthropic，招商证券

此外，Anthropic 进一步提高网络安全防护机制的精确度，Fable 5.1 允许模型用于软件漏洞识别后，Claude Code 单次会话中由网络安全防护机制触发的干预次数平均较 Fable 5 原有机制减少约 60%，在维持高风险任务限制的同时提高了防御性网络安全任务的可用性；针对基础生物学和医疗等无害请求的安全机制触发率，相比 Fable 5 发布时下降约 85%。

相比 Fable 5，Fable 5.1 并未降低基础 API 单价，输入和输出价格仍分别为 10 美元/百万 tokens 和 50 美元/百万 tokens；本轮价格优化主要集中在缓存输入，缓存读取价格降至 0.25 美元/百万 tokens，较 Fable 5 下降 75%，Anthropic 预计，由此可以使典型工作负载总体成本下降约 25%，高度 Agent 化的任务成本最高下降约 45%。尽管

下载日志已记录，仅供内部参考

Anthropic 将其旗舰模型价格下调，但整体价格相比其竞争对手 OpenAI 的旗舰模型 GPT-5.6 Sol 仍然偏高。

表 10：Claude Fable 5.1 缓存输入相较 Claude Fable 5 发布时下降 75%（单位：美元/百万 tokens）

模型	输入	输出	缓存输入
Claude Mythos 5.1	10	50	-
Claude Fable 5.1	10	50	0.25
Claude Fable 5	10	50	1
Claude Opus 5	5	25	0.5
GPT-5.6 Sol	4	20	0.4
GPT-6 Astra	10	50	1

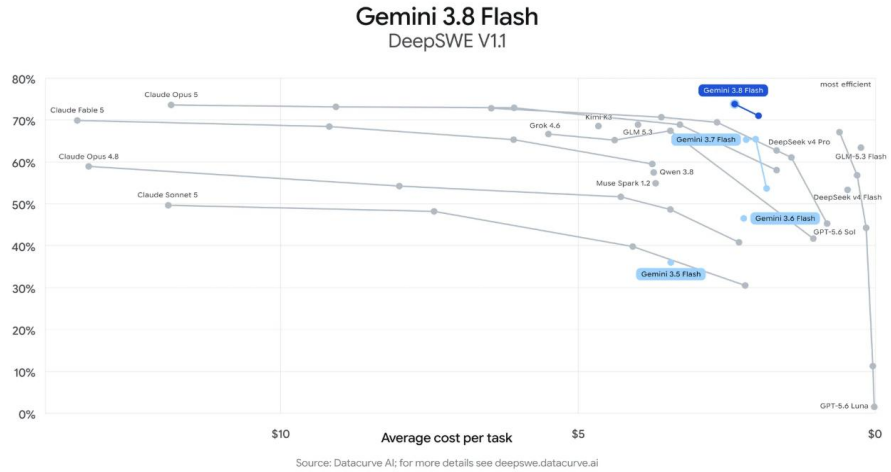
资料来源：Anthropic，OpenAI，招商证券

➢ 长程软件工程成为 Gemini 3.8 Flash 最大升级方向

Gemini 3.8 Flash 最突出的提升在于长程软件工程任务。在 DeepSWE v1.1 测试中，Gemini 3.8 Flash high 取得 73.7%的成绩，较 Gemini 3.7 Flash 此前约 65.3%的水平明显提高，与 Claude Opus 5 基本处于同一水平，略高于 GPT-5.6 Sol。DeepSWE 测试的重点是让模型自主解决完整工程问题，需要经历理解代码库、修改文件、调用工具、测试结果以及继续修正等过程。根据 DeepSWE 数据，Gemini 3.8 Flash 平均单任务成本仅约 2.36 美元，Claude Opus 5 为 11.84 美元、GPT-5.6 Sol 为 6.46 美元，说明谷歌此次提升并未建立在显著提高调用成本。

此外，Gemini 3.8 Flash 专业知识工作能力继续提高，金融和法律方面的解决能力已经进入前列。在 Vals Finance Agent v2 中，Gemini 3.8 Flash 得分达到 61.4%，高于 Claude Opus 5 的 58.6%、GPT-5.6 Sol 的 53.8%；衡量长流程法律工作能力的 Harvey Legal Agent Benchmark 中达到 10.0%，高于 Gemini 3.7 Flash 的 8.8%、Claude Opus 5 的 6.7%。

图 52：在 DeepSWE V1.1 测试中，Gemini 3.8 Flash 性价比步入前沿水平

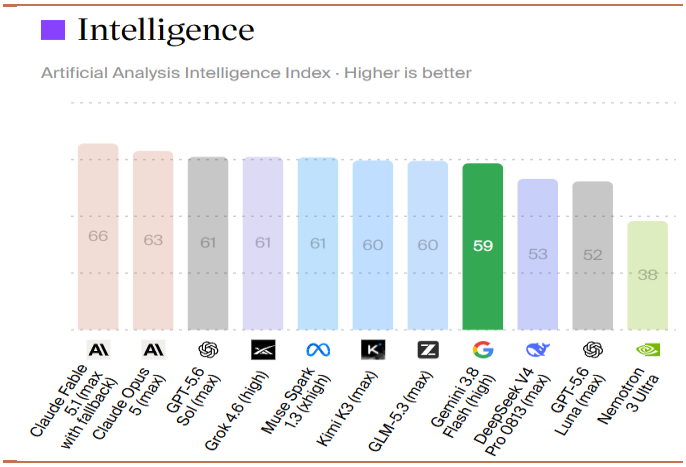


资料来源：谷歌，招商证券

Gemini 3.8 Flash 的核心优势是在高智能水平下，仍然维持极高输出速度。根据 Artificial Analysis 实测数据，Gemini 3.8 Flash 得分为 59，虽然低于 Claude Fable 5、GPT-5.6 Sol 等最前沿模型，但已经进入第一梯队，其综合推理、知识和任务处理能力并未因 Flash 定位而明显牺牲。更突出的优势体现在速度端，其输出速度达到 302 tokens/s，位列所有模型第一，较第二名 Muse Spark 的 209 tokens/s 快约 45%，约为 GPT-5.6 Luna 的 2.5 倍。谷歌当下正在显著强化其性能、速度兼顾的模型路线，Gemini 3.8 Flash 正是最好的证明，其虽然并非智能水平最高的模型，但在接近前沿能力的同时显著提高 token 生成吞吐速度，更适合实时交互及大规模高频调用场景。

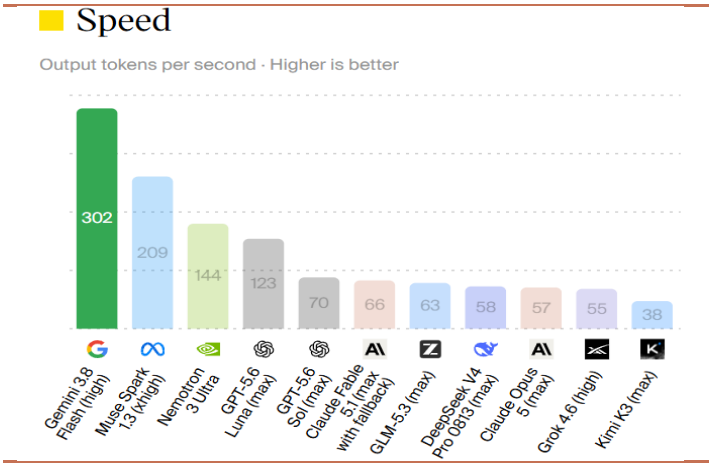
下载日志已记录，仅供内部参考

图 53：Gemini 3.8 Flash 进入高智能行列



资料来源：Artificial Analysis，招商证券

图 54：Gemini 3.8 Flash 输出速度维持优势



资料来源：Artificial Analysis，招商证券

Gemini 3.8 Flash 当前定价为输入 0.75 美元/百万 tokens、输出 3.75 美元/百万 tokens，整体处于海外主流高性能模型的较低价格区间。横向比较，Claude Sonnet 5 为输入 2 美元/百万 tokens、输出 10 美元/百万 tokens，GPT-5.6 Terra 输入价格 2 美元/百万 tokens、输出价格 12 美元/百万 tokens；与国产开源模型相比，DeepSeek V4 Flash、GLM-5.3-Flash 的 token 价格仍更低。Gemini 3.8 Flash 价格定位介于海外旗舰模型 Flash 版本和国内开源模型 Flah 版本中介区间，其优势在于以相对克制的定价覆盖更广泛的调用需求，在海外主流模型中形成较突出的性价比位置，有利于降低企业大规模 API 调用的成本压力。

表 11：Gemini 3.8 Flash 与同定位模型价格对比（单位：美元/百万 tokens）

厂商	模型	输入	缓存输入	输出
谷歌	Gemini 3.8 Flash	0.75	0.075	3.75
OpenAI	GPT-5.6 Luna	0.2	0.02	1.2
OpenAI	GPT-5.6 Terra	2	0.2	12
Anthropic	Claude Sonnet 5	2	-	10
DeepSeek	DeepSeek V4 Flash	0.22（空闲）、0.44（高峰）	0.007（空闲）、0.014（高峰）	0.66（空闲）、1.32（高峰）
智谱	GLM-5.3-Flash	0.075	0.015	0.25

资料来源：谷歌，Anthropic，OpenAI，DeepSeek，DeepSeek，智谱，招商证券

➢ 主流海外模型出现降价趋势，开源模型维持 token 调用重要主力

近期海内外大模型定价策略逐步趋同，模型价差逐渐缩小：OpenAI 在 7 月底至 8 月连续调整 GPT-5.6 系列价格，先对 Terra 和 Luna 进行降价，随后进一步下调 Sol 价格，覆盖高中低不同模型档位；谷歌在 8 月中旬下调 Gemini 3.6 Flash 价格，并以阶段性优惠方式强化 Flash 系列的性价比优势。相比之下，DeepSeek 于 8 月 17 日上调 V4 Flash 和 V4 Pro 价格，同时引入峰谷定价机制，通过时段差异改善算力利用效率。

整体来看，海外头部厂商当前更倾向于通过主动降价扩大 API 调用规模，以此应对国内模型厂商的低价策略，提高开发者和企业用户渗透率；DeepSeek 的涨价则反映出高性能国产模型在需求增长后，开始更加重视算力供需与商业化效率。当下模型能力持续提升的同时，企业、科研机构对成本上升愈发敏感，因此在需求端尚未出现大规模应用放量的背景下，延续此前的高定价并不明智，海外模型厂商高价定价策略今年以来受到国内低价模型厂商的冲击逐步显现，迫使海外厂商主动降价。

表 12：近期部分大模型执行价格调整（单位：美元/百万 tokens）

调整时间	厂商	模型	调整前价格	调整后价格	调整幅度
2026/7/30	OpenAI	GPT-5.6 Terra	输入 2.50；缓存输入 0.25；输出 15.00	输入 2.00；缓存输入 0.20；输出 12.00	整体降价 20%
2026/7/30	OpenAI	GPT-5.6 Luna	输入 1.00；缓存输入 0.10；输出 6.00	输入 0.20；缓存输入 0.02；输出 1.20	降价 80%

下载日志已记录，仅供内部参考

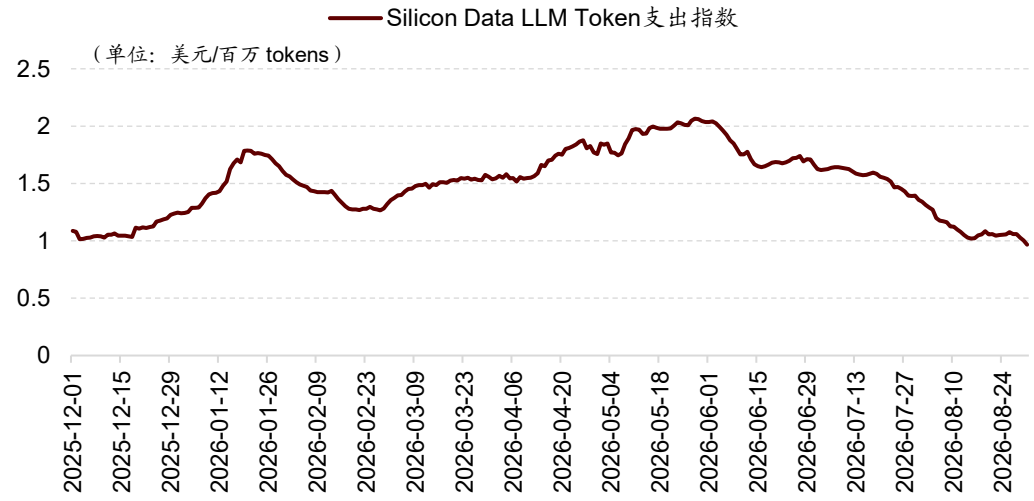
2026/8/13	谷歌	Gemini 3.6 Flash	输入 1.50；输出 7.50	输入 0.75；输出 3.75	降价 50%，作为阶段性优惠价格执行至 2026 年底
2026/8/17	DeepSeek	DeepSeek V4 Flash	输入 0.14；缓存输入 0.0028；输出 0.28	闲时 0.22 /0.007 /0.66；高峰：0.44 /0.014 /1.32	整体涨价并引入峰谷定价；闲时为高峰价格一半
2026/8/17	DeepSeek	DeepSeek V4 Pro	输入 0.435；缓存输入 0.0036；输出 0.87	闲时：0.66 /0.022 /1.98；高峰：1.32 /0.044 /3.96	整体涨价并引入峰谷定价；闲时为高峰价格一半
2026/8/21	OpenAI	GPT-5.6 Sol	输入 5.00；输出 30.00	输入 4.00；输出 20.00	输入降 20%，输出降 33%，阶段性优惠持续 3 个月

资料来源：OpenAI，谷歌，DeepSeek，招商证券

Token 价格方面，衡量市场实际使用结构下每百万 tokens 的有效支出水平的 Silicon Data LLM Token 支出指数，自 5 月底高点以来已回落超 50%。该指数经历“去年年底起上升-今年 5 月见顶-6 月以来快速下行”三个阶段：2025 年 12 月初指数约为 1.09 美元/百万 tokens，此后明显抬升，2026 年 1 月已经进入 1.5 美元/百万 tokens 附近；2 月阶段性回落后，3-5 月重新上行，并于 5 月 28 日达到 2.07 美元/百万 tokens 的高点；此后持续回落，截至 8 月 31 日已经降至 0.97 美元/百万 Token，较 5 月高点累计下降约 53.2%。

根据指数的走势，可以观察出实际使用场景下模型支出已然形成较清晰的下降趋势，这一走势主要受到模型定价和实际调用结构共同变化影响。由于 Silicon Data LLM Token 支出指数本身按照真实市场使用量加权，因此上半年指数上升，可以理解为用户对高性能推理模型和 Agent 任务的使用增加，高价模型及更长输出在实际消费中的权重提高，带动每百万 tokens 平均支出上行；进入下半年后，供给端的降价明显加速，低价且能力更强的模型进入市场并获得青睐，模型使用组合逐渐向低成本方案倾斜。

图 55：Silicon Data LLM Token 支出指数自 5 月底高点回落超 50%



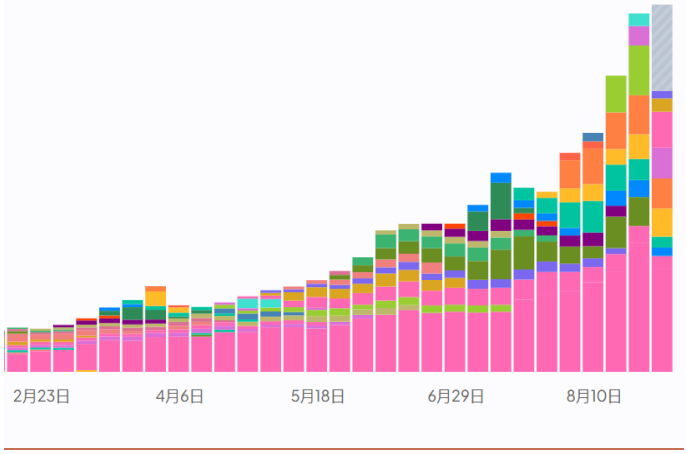
资料来源：Bloomberg，招商证券

Token 调用量层面，OpenRouter 平台总 token 调用量自 2025 年底以来仍高速扩张，当下 token 调用量已经呈现指数级增长。截至 2026 年 8 月 30 日的数据显示，全球周调用量已经达到 113 万亿 token，相比去年同期增长约 22 倍，相比年初增长约 16 倍。模型价格下降趋势，推动 token 消费进一步增长，更多企业能够将 AI 嵌入日常业务流程，闭源模型利润率可能受到压缩，但整个 AI 产业链的价值空间仍有望扩大。

开源及开放权重模型已经成为 OpenRouter 月度 token 调用的重要主力。其中以 GLM、DeepSeek、混元、MiniMax 为代表的开源大模型凭借极致的性价比，在 OpenRouter 平台的周调用量多次领跑。国产模型份额显著提升，最新周度数据 Top10 中，中国厂商模型占 7 席，对应 Token 量约 52.22 万亿，占 Top10 合计约 73%，国内模型与海外前沿模型的能力差距缩小后，竞争已经开始体现在真实开发者调用量上，高性价比模型放量速度明显更快，价格与性能兼顾的特性更容易承接大规模推理需求。

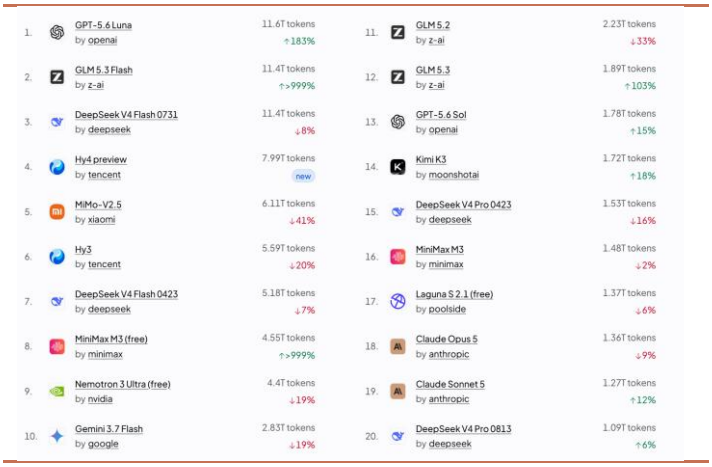
下载日志已记录，仅供内部参考

图 56：全球周 token 调用量已经达到 113 万亿



资料来源：OpenRouter，招商证券

图 57：开源模型成为月度 token 调用的主力



资料来源：OpenRouter，招商证券

本周和下周值得关注的主题事件有：

➢ 国内重要资讯与产业政策

（1）货币政策—央行行长潘功胜出席 G20 财长和央行行长会议 强调继续实施好适度宽松的货币政策

财联社 9 月 2 日电，据央行官网，8 月 31 日至 9 月 1 日，二十国集团（G20）在美国阿什维尔召开今年第二次财长和央行行长会议。会议讨论了全球经济形势与前景、促进经济增长、全球失衡、发展中国家主权债务等议题。中国人民银行行长潘功胜出席会议并发言。

潘功胜指出，贸易摩擦和保护主义通过影响供应链、推升通胀、扰乱市场预期等因素拖累全球经济。各方应坚定维护多边主义，充分用好 G20 财金合作平台，强化宏观经济政策协同，携手应对全球性风险挑战。解决主权债务问题应坚持“共同行动、公平负担”原则。G20 应发挥引领作用，确保各方在共同框架下有效落实“待遇可比”原则。经济增长是化解发展中国家债务问题、恢复债务可持续性的根本出路。国际上，贸易保护主义上升、国家安全问题泛化、政策环境不可预期是近年来全球失衡问题加剧的重要原因。解决全球失衡，需要各国推动自身结构性改革。逆差国削减财政赤字，提高本国储蓄率，顺差国适度推动消费和投资增长。同时，要坚持多边主义，加强国际合作。解决全球失衡应着眼于中期承诺。各国都应制定中长期政策方案，做出明确承诺并坚定执行，避免来回“翻烧饼”。

潘功胜表示，中国经济运行总体平稳向好，结构持续优化，高质量发展不断取得新进展，金融市场平稳运行，经济长期向好的基本面与支撑条件没有改变。中国政府坚持并持续推进经济结构的转型升级，并将此作为“十五五”规划的战略重点。中方从不刻意追求贸易顺差，坚持扩大内需、坚持高水平对外开放，以中国大市场为各方提供新机遇，为新一轮全球经济动态平衡贡献力量。中国人民银行将持续推进货币政策框架转型，完善利率体系，继续实施好适度宽松的货币政策，为中国经济稳定增长和金融市场的平稳运行营造良好的货币金融环境。

新闻来源：https://www.cls.cn/detail/2472193

（2）人工智能—工信部：探索通过首购首用、风险补偿等模式 加大大模型、智能体、Token 等服务采购力度

财联社 8 月 31 日电，工业和信息化部办公厅发布关于开展人工智能应用服务商培育专项行动的通知。其中提到，推动规模化应用。引导服务商围绕高频、刚需、可复用的业务，封装构建模块化、标准化解决方案产品包，形成一批“小快轻准”的人工智能产品服务。依托产业联盟、行业协会、开源社区等平台，分行业开展针对性供需对接活动，对服务商进行宣介推广。组织开放一批真实场景，积极引入服务商开展落地实践，推动服务商的技术研发和成果转化，打造标杆方案，形成带动效应。探索通过首购首用、风险补偿等模式，加大大模型、智能体、Token 等服务采购力度，提升行业用模用智质效。有条件的地区建立完善“出海”综合服务体系，依托一带一路、金砖、中国-东盟等合作机制平台，推动优质人工智能应用项目出海落地。

新闻来源：https://www.cls.cn/detail/2469446

（3）PMI—8 月中国制造业采购经理指数为 49.8% 较上月回升

下载日志已记录，仅供内部参考

财联社 8 月 31 日电，国家统计局服务业调查中心、中国物流与采购联合会今天公布 8 月中国采购经理指数。其中，制造业采购经理指数较上月有较大幅度回升，行业景气度明显改善。8 月中国制造业采购经理指数为 49.8%，较上月上升 0.6 个百分点。国家统计局服务业调查中心首席统计师霍丽慧介绍，在调查的 21 个行业中，有 16 个行业采购经理指数较上月上升，制造业行业的景气度还是明显改善的。具体来看，制造业产需两端同步扩张，生产指数和新订单指数分别为 50.4%和 50.6%，较上月分别上升 0.5 和 2.1 个百分点。国内需求明显回升，国外市场需求也有所改善。

新闻来源：https://www.cls.cn/detail/2469103

（4）AI 影视—芒果超媒董事长：AI 长剧《后西游记》成本仅为同类 S 级真人剧几分之一

财联社 9 月 2 日电，芒果超媒董事长蔡怀军表示，AI 长剧《后西游记》总成本约为同类 S 级真人剧的几分之一；30 集、单集 40 分钟的体量，从策划到上线，时间较传统三维动画压缩了 70%。首批 5 集播出后，神话题材和电影级 AI 视觉呈现带来了新的用户，“特别是男性用户群体拉新率超出了我们的预期”。

新闻来源：https://www.cls.cn/detail/2471962

（5）集成电路—工信部：前 7 个月我国集成电路设计收入同比增长 21.5%

财联社 8 月 31 日电，工信部发布数据，前 7 个月，信息技术服务收入同比增长 10.0%，占全行业收入的 68.7%。其中，云计算、大数据服务共实现收入同比增长 12.3%，占信息技术服务收入的 16.7%；集成电路设计收入同比增长 21.5%；电子商务平台技术服务收入同比增长 5.1%。

新闻来源：https://www.cls.cn/detail/2469466

（6）半导体—华为半导体负责人何庭波更新韬定律论文

《科创板日报》记者注意到，关于韬定律，华为半导体负责人何庭波今日在中科院科技论文预发布平台 ChinaXiv，再次发布相关论文《Huawei’s τ Chip Was Supposed to Melt?》，提到热量是韬定律最棘手的隐忧，而麒麟芯片实测结果，颠覆了这一质疑。麒麟 2026 的芯片晶体管密度从约每平方毫米 1.55 亿提升到 2.38 亿个，跃升 55%；在相同性能下，NPU 功耗下降 66%，GPU 下降 58%，CPU 性能核心下降 41%。原因是在芯片内部，能量的主要消耗并非来自计算本身，而是来自数据传输。

新闻来源：https://www.cls.cn/detail/2474741

（7）私募—私募个人合格投资者门槛升格 要求家庭金融资产不低于 500 万或家庭金融净资产不低于 300 万

财联社 9 月 4 日电，证监会正就《私募投资基金募集监督管理办法》征求意见，旨在进一步加强对私募投资基金募集业务活动监管。新规规定，个人认定为合格投资者需具有二年以上证券、基金、期货、股权等投资经历，且家庭金融资产不低于 500 万元，或家庭金融净资产不低于 300 万元，或近三年本人年均收入不低于 50 万元，并具备相应风险识别和承担能力。对于主要财产投向不动产项目公司股权、单一标的、境外资产、场外衍生品等的私募基金，自然人投资者应具有四年以上投资经历，家庭金融资产不低于 1000 万元，家庭金融净资产不低于 600 万元。

新闻来源：https://www.cls.cn/detail/2474402

（8）新型电网—国家能源局召开新型电网建设工作部署会 加快输电通道等重大电网工程核准建设

财联社 9 月 2 日电，国家能源局 9 月 1 日召开新型电网建设工作部署会。会议指出，新型电网建设一头连着新能源发电等上游项目建设，一头连着下游工商业、居民等用户用电，带动关联效应强、投资规模巨大，对于当前促投资和长远调结构具有重要的支撑作用。一是加快输电通道等重大电网工程核准建设。电网企业要精益化推进项目建设，充分发挥重大项目投资带动作用，地方能源主管部门要加快各项支持要件的办理。二是做好新型电网建设的总体统筹推进。地方能源主管部门要梳理省内新型电网项目和任务清单，层层压实责任，指导属地电网企业加大省内主干电网、配电网工程等建设力度。三是加大政策支持和落实工作力度。国家能源局将会同有关部委和地方能源主管部门，发挥好重点能源项目定期监测调度和对接工作机制作用，协调解决工程实施中的重大问题。支持广大民营企业积极投资新型电网建设，共享新机遇、新红利。

新闻来源：https://www.cls.cn/detail/2471458

下载日志已记录，仅供内部参考

（9）IPO—月之暗面据悉计划今年在香港进行 IPO

财联社 9 月 4 日电，月之暗面据悉计划今年在香港进行 IPO，寻求募资至多 50 亿美元。

新闻来源： https://www.cls.cn/detail/2474583

（10）人工智能—智谱上半年营收 9.539 亿元 同比增长约 400%

财联社 8 月 31 日电，智谱上半年营收 9.539 亿元，同比增长约 400%；毛利 2.516 亿元；经营亏损 21.5 亿元，预估亏损 29.3 亿元；研发支出 21.3 亿元。智谱上半年开放平台及 API 业务收入约 8.25 亿元（约 1.23 亿美元），同比增长 2,735.7%。

新闻来源： https://www.cls.cn/detail/2469870

➢ 国外重要资讯与产业政策

（1）非农就业—美国 8 月非农就业人数意外大增 16.2 万人 失业率报 4.1%

财联社 9 月 4 日电，美国 8 月非农就业人数增加 16.2 万人，预估为增加 5.5 万人，前值为减少 2.3 万人。劳动力参与率为 61.6%，前一个月为 61.4%。平均每小时工资较前一个月增加 0.3%，预估为增加 0.3%，前一个月为增加 0.2%。其中，私营部门非农就业人数增加 12.7 万人，前一个月为增加 7.1 万人，市场预估为增加 5 万人。制造业非农就业人数增加 1.6 万人，前一个月为增加 1.4 万人；预估为增加 0.5 万人。失业率为 4.1%，前一个月为 4.1%。

新闻来源： https://www.cls.cn/detail/2474650

（2）美联储—美联储沃勒“鸽派”表态后，美债收益率全线下行

美联储理事沃勒表示，只要通胀继续放缓，他倾向于维持利率不变，此番言论推动美国国债上涨，使各期限国债收益率下降了 3 至 5 个基点，其中两年期国债收益率领跌，因为两年期国债对美联储利率变动的敏感度高于长期国债。由于市场预期美联储本月将加息，两年期国债收益率本周一度突破 4.40%，创下自 2025 年 1 月以来的新高，随后下跌多达 7 个基点至 4.30%。美元下跌多达 0.5%，兑所有 G10 货币均走弱。

新闻来源： https://baijiahao.baidu.com/s?id=1875320227163886750&wfr=spider&for=pc

（3）债市—欧美日债市遭遇抛售潮

财联社 9 月 1 日电，受能源价格上涨、通胀预期升温以及主要央行货币政策预期变化影响，全球主要国债收益率普遍走高。日本 30 年期国债收益率升至 4.18%以上，创历史新高；英国 30 年期国债收益率升至 5.88%，续创 1998 年以来最高；德国 10 年期国债收益率升至 3.339%，为 2011 年以来最高。美国 30 年期国债收益率升至 5.28%，日内上涨 4 个基点，逼近近期新高。

新闻来源： https://www.cls.cn/detail/2470868

（4）美伊冲突—美军称完成一波针对伊朗军事目标的打击行动

财联社 9 月 2 日电，美军中央司令部当地时间 9 月 1 日称，中央司令部部队于 9 月 1 日成功完成了一波针对伊朗军事目标的打击行动。美军打击了伊朗伊斯兰革命卫队目标，包括防空阵地、雷达系统、海上资产和设施、布雷能力以及通信站点。美军中央司令部称，“此次打击行动是在革命卫队最近试图袭击霍尔木兹海峡的商业船只以及美军人员之后进行的”。

新闻来源： https://www.cls.cn/detail/2471388

（5）人工智能—OpenAI 上调 GPT-6 Astra 的 API 定价

财联社 9 月 4 日电，OpenAI 表示，在价格上，GPT-6 Astra 的 API 定价相比上一代 GPT-5.6 Sol 更高：按每百万 Token 计费，输入 10 美元，输出 50 美元，且缓存读取和写入另行计费。相比之下，GPT-5.6 Sol 价格为输入 5 美元，输出 30 美元。

新闻来源： https://www.cls.cn/detail/2474162

（6）业绩—博通 2026 财年 Q3 营收 295.91 亿美元 同比增长 86%

下载日志已记录，仅供内部参考

财联社 9 月 3 日电，博通 2026 财年 Q3 营收 295.91 亿美元，同比增长 86%，去年同期 159.52 亿美元，市场预期 293.62 亿美元；调整后 EPS3.32 美元，同比增长 96%，分析师预期 3.23 美元。Q4 展望营收为 348 亿美元，市场预估为 350.5 亿美元。在财报电话会议上，博通 CEO 表示，将 2026 财年人工智能业务营收指引从 560 亿美元上调至 580 亿美元，同比增长 186%；到 2027 年公司已确保供应将人工智能营收翻倍至约 1150 亿美元；预计 2028 财年人工智能半导体营收将再次翻倍，达到 2300 亿美元。博通 CEO 表示，本季度已开始向谷歌量产交付下一代 TPU 8I 版本产品；全新谷歌 TPU 性能与英伟达 Vera Rubin 持平或更优。

新闻来源：https://www.cls.cn/detail/2472562

（7）日本央行—日本央行行长称在制定政策时会比以往更强烈地对外汇波动作出反应

财联社 9 月 2 日电，日本央行行长植田和男称，不会单独关注外汇，在制定政策时会比以往更强烈地对外汇波动作出反应。密切关注外汇波动，外汇波动是价格前景的风险因素之一。

新闻来源：https://www.cls.cn/detail/2471445

（8）业绩—戴尔预计本财年营收 1920 亿美元

财联社 9 月 2 日电，戴尔预计本财年营收 1920 亿美元，分析师预期 1737.6 亿美元，公司原本预计 1650 亿-1690 亿美元；AI 优化服务器全年营收预期由 600 亿美元上调至 740 亿美元。

新闻来源：https://www.cls.cn/detail/2471349

（9）存储—报道称三星存储器业务部门将 2031 年前约 70%的产能分配给长约订单 HBM 抢货情况相当激烈

《科创板日报》1 日讯，AI 建设热潮引爆 HBM 需求，并排挤传统 DRAM 供给、加剧内存缺货。韩媒报道，三星的存储器业务部门已将 2031 年前约 70%的产能分配给长约订单（long-term agreements，简称 LTAs），主要签约客户包括英伟达，微软及谷歌等大型科技公司。然而，HBM 抢货情况相当激烈，就连这些大型科技公司都无法取得合约约定的全部供货量，使现货价格进一步飙升。

新闻来源：https://www.cls.cn/detail/2470629

（10）云计算—Anthropic 与英伟达支持的 Lambda 签署 350 亿美元云计算协议

财联社 9 月 1 日电，据报道，Anthropic 与英伟达支持的云服务提供商 Lambda 签署一项价值 350 亿美元的云计算协议，这个数据中心的租赁由英伟达持有。

新闻来源：https://www.cls.cn/detail/2470224

下载日志已记录，仅供内部参考

数据·估值——整体 A 股估值水平下行

本周整体 A 股估值水平下行。截至 9 月 4 日收盘，万得全 A 指数 PE（TTM）为 17.2，处于历史估值水平（10 年以来）的 63.4%分位数。创业板指 PE（TTM）下行 1.3 至 33.3，处于历史估值水平的 19.1%分位数。代表大盘股的沪深 300 指数 PE（TTM）下行 0.2 至 12.9，处于历史估值水平的 66.6%分位数。代表中小盘股的中证 500 指数 PE（TTM）下行 1.1 至 26.6，处于历史估值水平的 48.5%分位数。

图 58：本周万得全 A 指数 PE（TTM）下行 0.5 至 17.2



资料来源：Wind、招商证券

图 59：本周创业板指 PE（TTM）下行 1.3 至 33.3



资料来源：Wind、招商证券

图 60：本周沪深 300 指数 PE（TTM）下行 0.2 至 12.9



资料来源：Wind、招商证券

图 61：本周中证 500 指数 PE（TTM）下行 1.1 至 26.6



资料来源：Wind、招商证券

在行业估值方面，本周指数估值大多下跌，其中，轻工制造、建筑装饰、传媒涨幅居前，电子、建筑材料和国防军工跌幅居前。传媒指数估值上涨 1.26 至 25.77，处于 41.2%历史分位（近十年，下同）；建筑装饰指数估值上涨 0.64 至 10.75，处于 75.9%历史分位；轻工制造指数估值上涨 0.59 至 22.47，处于 38.1%历史分位；国防军工指数估值下行 2.18 至 51.18，处于 19.3%历史分位；电子指数估值下行 12.30 至 51.85，处于 84.3%历史分位；建筑材料指数估值下跌 2.55 至 31.28，处于 95.3%历史分位。截至 9 月 4 日收盘，一级行业估值排名前五的行业分别是电子、国防军工、计算机、机械设备、农林牧渔。

表 13：一级行业估值(PE、PB、PS)及对应分位数

	PE(TTM,剔除负值)				PB(LF,内地)	
	现值	分位数	现值	分位数	现值	分位数
农林牧渔	34.09	79.0%	2.56	23.2%	1.04	19.5%
基础化工	22.90	70.6%	2.19	47.7%	1.83	86.4%

下载日志已记录，仅供内部参考

钢铁	21.07	79.8%	1.00	37.3%	0.46	53.0%
有色金属	17.29	18.7%	3.10	70.6%	1.23	69.8%
电子	51.85	84.3%	6.02	96.8%	4.56	97.6%
汽车	23.05	49.7%	2.14	41.2%	0.99	36.7%
家用电器	15.51	38.9%	2.34	13.3%	1.21	49.1%
食品饮料	20.61	11.3%	3.41	3.1%	3.92	4.6%
纺织服饰	20.27	56.9%	1.79	46.1%	1.34	22.5%
轻工制造	22.47	38.1%	1.84	35.2%	1.52	22.1%
医药生物	28.69	40.5%	2.58	13.8%	2.64	37.7%
公用事业	20.07	65.7%	1.58	47.5%	1.80	76.5%
交通运输	14.55	38.7%	1.22	4.3%	0.66	24.4%
房地产	9.81	34.2%	0.80	20.9%	0.67	47.5%
商贸零售	22.38	42.2%	1.71	46.7%	0.69	45.9%
社会服务	30.60	24.6%	2.60	7.4%	2.26	9.5%
银行	7.36	93.9%	0.52	27.2%	2.73	93.9%
非银金融	8.11	0.0%	1.14	15.4%	1.78	43.4%
综合	66.38	93.3%	2.64	79.4%	2.02	65.9%
建筑材料	31.28	95.3%	1.47	27.9%	1.73	70.8%
建筑装饰	10.75	75.9%	0.68	2.5%	0.22	24.4%
电力设备	26.68	29.1%	2.75	45.4%	1.86	31.5%
机械设备	37.00	83.5%	3.17	91.1%	2.92	87.0%
国防军工	51.18	19.3%	3.19	52.4%	3.83	60.6%
计算机	42.91	22.1%	3.71	39.9%	2.98	20.7%
传媒	25.77	41.2%	2.63	60.4%	2.78	42.8%
通信	28.72	46.3%	5.64	96.0%	2.69	96.2%
煤炭	16.91	87.2%	1.54	78.2%	1.89	97.2%
石油石化	12.92	45.4%	1.42	58.1%	0.69	92.3%
环保	18.91	39.3%	1.56	28.9%	2.14	29.5%
美容护理	26.94	13.3%	2.47	2.3%	2.58	32.0%

资料来源：Wind，招商证券

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。