下载日志已记录，仅供内部参考

策略研究

行业比较

证券研究报告

申万宏源研究 SWS RESEARCH

2026 年 08 月 30 日

中报盈利韧性如何？下一个 AI 爆款赛道在哪？

——申万宏源关键假设表调整与交流精粹(2026 年 8 月)

- **2026 年 8 月 26 日，申万宏源研究所召开了体系协同月度观点交流会。本次会议重点聚焦：1）各行业中报盈利韧性与原材料成本冲击验证；2）科技产业趋势、AI 应用落地与爆款赛道研判；3）市场再平衡下的配置方向。会议主要内容如下：**
- **一、中报景气验证呈现显著 K 型分化，高景气集中在需求兑现与供给约束共振的方向。电新分析师表示，**中报业绩增速排序前三为锂电、风电风机、特高压：锂电需求超预期、全年增速约 40%，陆风招标价格自周期底部抬升、毛利率拐点已现，特高压招标翻倍但配网价格战使电力设备利润同比下降 20%-30%，三季度有望迎来盈利拐点；表现较差的为光伏与传统配网。**煤炭分析师表示**多数标的中报增速 20%-50%；机械分析师表示核心覆盖标的上半年收入约+20%、利润+30%以上，其中 AI 相关业务收入约+80%、利润+300%以上；**医药分析师表示** CXO 及上游订单与业绩全面超预期，部分环节订单增速较原预期实现翻倍。**非银分析师表示**中报整体超预期、头部集中；**银行分析师表示**银行二季度息差时隔四年企稳，上市大行营收有望两位数、利润约+4-5 个百分点。**食品饮料分析师表示**白酒淡季价格未跌反升，部分大众品细分龙头收入利润均录得双位数增长；大水电中报超预期，火电同比约-30%。
- **原材料成本上升已在中报中分化兑现，能否顺价是盈利韧性的关键分野。家电分析师表示，**铜、塑料、MCU、氟利昂等原材料价格上涨叠加人民币升值，是行业盈利创近十年最差的核心因素；**军工分析师表示，**配套电子受金价等贵金属扰动，原材料占总成本 10%以上；**石油化工分析师表示，**消费建材（沥青、聚氨酯）二季度靠提价和冬储尚可，三季度油价若走高则压力加大，水泥、玻璃受影响较小。**机械分析师表示**机械 AI 板块可顺价，非 AI 毛利率仅波动 1-2 个百分点；**电子分析师表示**光模块 Q2 毛利率环比上行，但上游预付款占用现金流；**公用事业分析师表示**火电受煤价拖累，超 60%公司 Q2 电价环比提升部分缓释。**总体看，锂电、AI 设备、CXO、煤炭、纺服链等可顺价方向韧性更强，家电、消费建材、军工配套电子及火电等转嫁能力偏弱。**
- **二、科技产业核心趋势仍是算力需求兑现与供给约束再定价，中报部分缓释了扩产与利润率担忧。通信分析师表示，**海外政策讨论加剧对光模块扩产与利润率的担忧，但 Q2 毛利率环比上行；龙头今年原定高目标无法达成，明年业绩仍取决于 NPU 尤其下半年放量，1.6T 已放量、明年 3.2T 放量。芯片供给出现结构性松动：国产 AI 芯片龙头 2027 年出货预期由 300 万颗下调至 230-250 万颗，海外 CSP 的 TPU 出货预期由 1500 万颗下调至 1000 万颗以下，关键芯片排产周期缩短但价格上涨约 60%。**互联网分析师表示，**国内互联网资本开支大概率超预期，头部公司 2026 年 capex 多在 2000 亿元量级，部分公司 2027 年仍有进一步上修；海外 CSP 更强调投资回报。机械投资排序为半导体>光模块>PCB 设备。下半年算力供给仍紧，10 月海外出口管制相关法案落地是核心风险。
- **下一个最具爆款潜力的 AI 应用赛道可能是 AI 办公、AI 短剧、AI for science（含 AI 制药）。**AI 办公覆盖泛白领、潜在规模不低于编程，但端到端交付偏慢，国内互联网巨头已列为高优先级，竞争从模型转向 AI harness 基建。相比之下，AI 短剧爆发更快：2026 年国内规模约 600 亿元、AI 渗透率超 50%，可变现、可出海，更接近端到端爆款。AI 法律替换价值量高、性价比显著。AI for science 方面，AI 制药已有 5-6 个产品进入临床三期，接近成果验证节点。融合 AI 催生的新兴垂类包括：非传统办公入口、AI 短剧与出海内容、AIDD 带来的 CXO 湿实验与试剂需求、智能驾驶与液冷、工业机器人与工业视觉、军工外溢的石英纤维布/高速连接器/三次电源，以及 AI 拉动的玻纤。低龄 AI 教育仍处辅助阶段，机器人大脑落地仍需 3-5 年。
- **三、市场再平衡下可关注盈利韧性、AI 落地与红利三条主线。** TMT 再平衡选股遵循三条标准：内需弱相关、AI 时代不易被颠覆、竞争格局改善或逻辑独立，可关注游戏出海、端侧通信设备及潮玩等底部品种。电新排序优先锂电、海风、特高压；军工建议采购、军贸、技术外溢三条线均衡配置，行业持仓约 1.6%、低于标配 3%。机械通用设备仅基于风格再平衡低配。红利方面，大行中期分红率有望上调约 1 个百分点；钢铁老牌龙头股息率约 4%-5%；保险新规强化利差监管，中期将增配高股息资产
- **总量经济不宜线性外推悲观，政策已进入加力呵护窗口，下半年有望摸底后缓慢回升。**三大需求边际变化明确：消费受极端天气扰动后，人流已回升，后续温和修复概率较高；投资端专项债发行提速、基建有所回暖，9 月准财政资金有望续接，政策性金融工具较去年多 3000 亿，对今年投资及明年一季度均有支撑；出口不构成明显拖累。财政核心矛盾是土地出让金累计负增近 30%、广义收入不及预期，下半年发力看点为准财政扩表，当前加赤字概率偏低，10 月底人大常委会为重要观察窗口。若政策落地叠加基数效应，GDP 增速有望从三季度起小幅改善，明年一季度前稳定性大概率好于 6-7 月。美债隐含的“灰犀牛”风险本质上是过去全球储蓄循环失衡的矛盾积累的结果，过去支撑美债、美股（尤其是 AI）的全球资金循环正面临两大潜在结构性“裂缝”，投资者需警惕流动性紧缩与信用重估的双重冲击。
- **风险提示：政策推进不及预期、AI 产业趋势发展不及预期、全球经济下行幅度超预期、地缘政治风险等。**

相关研究

-

证券分析师

林遵东 A0230524100005
linzd@swsresearch.com
金倩婧 A0230513070004
jinqj@swsresearch.com
王胜 A0230511060001
wangsheng@swsresearch.com
林丽梅 A0230513090001
linlm@swsresearch.com
王雪蓉 A0230523070003
wangxr@swsresearch.com

联系人

林遵东 A0230524100005
linzd@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

目录

1.总量领域观点汇总 4
1.1 宏观：短期经济扰动加剧 4
1.2 策略：压制估值的因素：短期格局无法外推远期 4
1.3 金融工程：情绪指标升至正值，但市场修复仍存分化 5
1.4 债券：央行收长放短，不改宽松基调 6
2.各行业观点汇总 6
2.1 金融地产 6
2.1.1 银行：峰回路转见曙光 6
2.1.2 非银金融：保险资产负债管理、非车险综合治理新规落地 7
2.1.3 房地产：现房制度下行业格局重构，“地价降+房价稳”周期来临 7
2.1.4 建筑：稳投资与地产制度改革同步发力，关注政策推进效果 7
2.2 材料业 7
2.2.1 化工：海外成品油供给紧张，MTBE 出口量利齐升 7
2.2.2 有色金属：美国 7 月通胀降温，金属板块有望继续上行 8
2.2.3 煤炭：动力煤看需求改善，主焦煤看供给收缩 8
2.2.4 公用事业：7 月用电增速放缓 用电负荷屡创新高 9
2.3 消费品 10
2.3.1 农业：猪价震荡上行，关注强厄尔尼诺预期下的农产品涨价主题机会 10
2.3.2 食品饮料：板块中报整体分化 头部企业优势显现 10
2.3.3 医药：关注肿瘤疫苗临床突破 10
2.3.4 纺服医美：26H1 家纺业绩表现亮眼，运动及大众服饰稳健增长 11
2.4 制造业 11
2.4.1 机械设备：从发散到收敛，具身模型和数据体系的产业演进 11
2.4.2 国防军工：军工景气度持续上行，建议加大行业关注度 12
2.4.3 家电：10-11 月家空排产预计同比高增，中报业绩陆续发布 12
2.4.4 汽车：机器人展+运动会催化产业进步，业绩期尾声寻找基本面见底信号 12
2.5 服务业 13
2.5.1 商贸零售：关注细分品类结构性亮点 13
2.5.2 交通运输：油轮预期上限持续突破，FRO 创历史最强单季利润，Q3 有望更佳 13
2.6 信息化 14

下载日志已记录，仅供内部参考

2.6.1 传媒：继续推荐 AI 应用及高分红、高 ROE 泛娱乐消费标的....14
2.6.2 计算机：液冷产业趋势持续确认！智谱发布 GLM 5.3 Flash.....14
2.6.3 通信：光通信——从光电分立走向集成，如何看价值量变迁....15
2.6.4 电子：持仓维持首位，持续加仓 AI 国产算力链.....15

3．风险提示.....16

4．附表.....16

1.总量领域观点汇总

1.1 宏观：短期经济扰动加剧

7 月以来，经济的短期扰动再度显现，其一源于油价反复，其二源于极端天气频发。6 月中旬美伊《谅解备忘录》签订后，油价一度下行至 70 美元/桶附近。但 7 月以来，受美伊局势反复的影响，油价冲高至 100 美元/桶、而后又震荡回落至 80 美元/桶附近。国内在强厄尔尼诺影响下，极端天气频发，7 月共有 3 个台风登陆我国，川渝、长江中下游等地遭遇持续高温，或也会对经济产生干扰。

PPI 或更多反映原油等大宗价格短期调整的影响，7 月或有阶段性下行。大宗方面，6 月中下旬国际油价回落或拖累 7 月国内油价(传导时滞约半个月)；煤、钢等其余大宗价格也偏弱，环比分别-4.8%、-1.7%。中下游方面，虽然产能过剩问题仍然明显，但高油价在加速石化链中下游“产量出清”，推升中下游 PPI；叠加 AI 通胀的影响，中下游价格或呈现相对韧性。7 月 PPI 或回落至 3.6%。

CPI 或也更多反映油价的传导，而非天气的扰动，7 月或也有回落。7 月国内极端天气主要集中于华南、东北、西南等地，上述发生地并非农业大省，因而蔬菜、水果等未有超额上行。7 月猪肉零售价环比 2.2%，更多是前期生猪存栏减少的影响，也非天气的影响。但其中油价回落会通过成品油 CPI 与核心商品 CPI 约束 CPI。考虑到 AI 通胀的支撑或继续显现，7 月 CPI 或回落至 0.5%。

展望后续，油价、天气等短期因素扰动经济修复节奏，但部分中期拖累因素在缓解，下半年经济或温和修复。7 月受油价调整影响，通胀或有回落；极端天气直接冲击货物运输、人流出行、施工进度等，或扰动出口、消费、投资。后续受益于 AI 革命、出口份额替代与美国库存周期的影响，出口或延续高景气；伴随专项债发行提速、企业盈利改善、国补需求透支边际缓和，投资、消费或也温和修复。

1.2 策略：压制估值的因素：短期格局无法外推远期

一、A 股 2026 二季报收官：26Q2 全 A 两非营收和净利润增速延续上行，符合预期。单季营收同比多增走扩的大类行业是周期、稳定和 TMT，单季净利润同比多增走扩的大类行业是周期、TMT 和金融。中游制造营收和净利润单季同比多增均收窄。26Q3 受 PPI 同比回落、营收增速承压、成本压力显现影响。26Q3 周期和制造业绩增速回落是大概率。

2026 二季报收官，总量和大类行业层面，我们概括如下特征：1. 26Q2 营收和净利润增幅延续上行，盈利能力改善符合预期。26Q2 PPI 同比中枢抬升，成本压力尚未显现，支撑营收高增和盈利能力改善。2. 大类板块结构上，单季营收同比多增走扩的大类行业是周期、稳定和 TMT，中游制造营收同比多增小幅收窄，消费营收同比多增大幅收窄。单季净利润同比多增走扩的大类行业是周期、TMT 和金融，中游制造净利润同比多增收窄，消费净利润同比多减扩大。3. 上游周期和中游制造供给压力进一步缓和，本轮中游制造固定资产形成增速底部区域已出现(26Q2 增速为 8%)，供给压力明显缓和下，中游制造盈利能力仍有韧性。上游周期固定资产形成增速下行可能持续到

27Q1。4. 26Q2 可能是小波段的业绩增速高点，26Q3 业绩增速低于 26Q2 是大概率。主要原因是 PPI 同比回落、营收增速承压，且成本压力可能进一步显现。但 2027 年周期和制造供给增速仍处于底部是大概率，盈利能力稳中有升格局延续，业绩增速也不会趋势性回落。

二、维持中短期市场判断不变，二次探底兑现后，市场反弹可能持续到 9 月下旬，市场预期行稳致远政策发力，长中短期乐观预期集中发酵后，可能才是本轮反弹行情的高点。本轮 AI 链行情重启所需的产业催化级别更高，所需的时间大概率也更长。对应 9 月无法创新高，还有新的调整波段。科技震荡调整的波段可能是季度级别。

三、不论宏观还是产业，都面临当下格局无法外推远期的问题。高美债收益率与远期美国财政可持续、企业信用风险可控不兼容。AI 算力各环节普遍通胀，也与远期 AI 应用不断拓展不兼容。短期 AI 链产业仍有积极催化，推动超跌反弹延续，但远期产业景气有波折的担忧未有效缓解，估值仍受压制。

四、维持 9 月反弹延续判断，结构选择重点仍是寻找超跌反弹中，能够更大程度上修复跌幅的方向。AI 链内部更加关注非机构重仓方向，国产算力链和 AI 小盘股“中期掩护短期”。近期有新增产业景气催化的海外 AI 算力链，英伟达链、存储和 PCB，也是短期有弹性的方向。

9 月后，科技震荡调整波段延续。非科技方向跑赢的时间拉长，高股息资产有绝对收益的时间拉长。非科技赛道方向，创新药和 CXO，已证明能够演绎赛道资金正循环。贵金属共识快速形成，也有望演绎资金正循环。同时，关注工业金属和基础化工的机会。继续基于“中证 800 指数权重–26Q2 公募基金持仓权重”寻找高股息资产，重点关注银行、非银金融、食品饮料和公用事业。

1.3 金融工程：情绪指标升至正值，但市场修复仍存分化

市场情绪延续修复：截至 8 月 21 日，市场情绪指标收于 0.45，较上周五的-0.20 明显回升，并于本周重新回到零轴上方。与此同时，本周分项指标加总的平均得分与上周基本持平，当前情绪修复更多体现为前期弱势状态的逐步缓解，分项信号尚未出现进一步增强。整体来看，当前情绪指标已由前期负值区间回升至正值，但结构性改善仍需进一步确认。

行业趋势边际修复，资金端维持强势：本周行业涨跌趋势性由上周偏空状态逐步修复，并于本周回升至中性，说明行业层面的上涨扩散有所改善，“赚钱效应”出现边际修复。与此同时，科创 50 相对万得全 A 成交占比明显回落，成长方向交易热度较前期有所降温；主力资金流入力度指标高位震荡上行，并进一步达到历史高位，资金面支撑仍维持较强。其他分项指标整体变化有限，本周市场情绪结构虽然继续修复，但交易热度、风险偏好以及部分动能指标尚未形成同步增强。

当前模型整体提示小盘与成长风格占优信号：当前模型提示小盘风格占优信号，信号提示强度较强，但 5 日 RSI 相对 20 日 RSI 表现出下降趋势，未来信号存在减弱可能。就成长价值来看，模型提示成长风格占优，信号提示强度中等偏弱，且指数的 5 日 RSI 相对 20 日 RSI 表现出下降趋势，因此未来信号存在减弱可能

1.4 债券：央行收长放短，不改宽松基调

货币政策方面，8 月 24 日央行公告将于 25 日开展 5000 亿元 1 年期 MLF 操作，本月对冲 6000 亿元到期后缩量 1000 亿元，为近四个月首次缩量续作。就量级而言，1000 亿元的回笼对中期流动性影响有限，加之当月两个期限的买断式逆回购合计净投放 2000 亿元，中期流动性整体仍呈净投放，谈不上实质收紧。其意义主要在信号层面：8 月中旬 10 年期国债收益率接连下破 1.70%、1.69%关口创年内新低，央行彼时以 7 天逆回购连续多个交易日零投放，表达对长端过快下行的关注；步入月末后，政府债净缴款升至单周近 8000 亿元、跨月资金需求同步上行，短端工具须回归平抑资金波动的本职，因此 MLF 缩量更应理解为央行通过资金抑制债券收益率过快下行。但考虑到 3 季度财政货币协同，一旦长债收益率回调到位、单边下行预期降温，缩量所释放的关注信号也将随之退场，资金面并不具备持续收紧的基础。

同业存单方面，本周收益率震荡上行，长端表现弱于短端。供给方面，一级发行整体偏积极，发行人提价意愿较上周增强：前半周资金面偏紧，叠加 MLF 缩量续作与政府债净缴款规模较大，银行补充中长期负债的需求上升，1 年期主流品种自 1.48%逐级提价至 1.49%，长端在提价带动下放量明显；临近周末资金转松、跨月压力缓解，提价意愿随之回落，一级交投转冷。需求方面，非银对高等级存单承接意愿仍在，但配置盘对价格高度敏感，提价到位时买盘迅速涌入、提价放缓则交投转淡，显示长端上行主要由一级提价的成本推动、而非需求主动拉动。截至周五，1 年期 AAA 同业存单收益率较上周五上行 1bp 至 1.485%。展望后续，跨月后资金面有望维持宽松，但 9 月存单到期规模与政府债供给压力仍在，叠加 MLF 缩量后银行对中长期负债的补充需求，发行节奏难明显放缓；预计央行仍以精准投放呵护流动性，1 年期 AAA 存单二级收益率上行空间有限但亦难明显回落，或在 1.48%-1.50%区间震荡运行

2.各行业观点汇总

2.1 金融地产

2.1.1 银行：峰回路转见曙光

从中长期视角来看，基本面稳定向好是银行板块获取可持续超额收益的先决条件。当前银行板块 β 偏弱的最核心原因，就在于实体经济内需还很弱，而银行基本面又与企业、居民部门需求变化（本质上是加杠杆的意愿和能力）息息相关，即便可以预期今年银行利润表边际修复，但投资者对经济弱复苏下银行基本面改善的持续性存在担忧。

因此，在上市银行借力今年营收回暖的黄金窗口，重新夯实拨备、做实资产质量，这对于后期实现稳定、可持续的利润正增长大有裨益。更进一步，如果接下来能够看到更为明确的经济复苏信号（利率企稳反转+生产需求改善，由内需推动 PPI 持续处于正数区间，2026 年房地产量价改善的持续性可能成为其中的关键），那么就真正启动了银行板块价值重估周期。

下载日志已记录，仅供内部参考

回至当下，在宏观经济没有大开大合、又或是经济弱复苏背景下，现阶段 α 优于β，重视个股精选。可以看到，年初至今 A 股银行板块既没有绝对收益也没有相对收益，但在板块内部依然有多家银行实现超 10%、甚至 20%的涨幅，且多以城商行为主。

2.1.2 非银金融：保险资产负债管理、非车险综合治理新规落地

券商：券商板块估值处于低位，向上赔率弹性空间充分。短期来看，板块是市场情绪的重要观测先导，提升资本市场韧性和信心，券商当仁不让。中长期展望，券商行业生态格局持续优化，科创、财富、国际三大业务孕育 ROE 中枢抬升的希望，头部机构领先受益。**保险：资产负债新规预计将对险资配置产生深远影响，净投资收益覆盖率这一监管指标影响下高股息或将成为下阶段险资二级权益的重点增配方向；非车险综合治理持续推进，中期视角下头部公司 COR 中枢下行趋势有望延续。**部分标的作为沪深 300 权重股，处于显著欠配状态，如市场风格切换/资金面担忧消减，具有较强向上弹性。

2.1.3 房地产：现房制度下行业格局重构，“地价降+房价稳”周期来临

核心城市房价逐步止跌回稳，维持“看好”评级。我们认为，现房销售制度是房地产发展模式的重大改革，将推动房企从金融模式回归制造业模式；新政后新房供给将显著缩量，但需求有强支撑，推动改善供需关系，进一步强化上海等核心城市房价底部确立；虽房企经营将阶段性承压，但核心城市房价企稳、地价下降、集中度将跳升、股债融资将助力优质企业成长。此外，二手房对新房替代增强，渗透率提升利好中介企业。我们维持“看好”评级。

2.1.4 建筑：稳投资与地产制度改革同步发力，关注政策推进效果

行业变化：1）住建部、自然资源部、金融监管总局：住房城乡建设部、自然资源部、金融监管总局联合印发的《关于完善商品住房销售制度的通知》28 日对外发布，部署各地稳步推进商品住房销售制度改革，加快构建房地产发展新模式。2）发改委：联合多部门召开全国投资工作推进会议，部署稳投资、推动投资止跌回稳。会议强调加快"两重"建设、专项债及政策性金融工具资金投放，推进"十五五"重大项目和"六张网"建设，强化用地、环评等要素保障，同时推出吸引民企参与的重大项目，支持其参与 REITs 发行和 PPP 新机制，多措并举激发投资活力、支撑高质量发展。

我们认为，2026 年二季度投资压力逐步显现，地方政府项目推进意愿较弱，企业注重自身报表修复，展望未来，以中央为主的“两重”项目、硬科技制造领域有望发力，带动细分领域专业工程投资机会。

2.2 材料业

2.2.1 化工：海外成品油供给紧张，MTBE 出口量利齐升

海外成品油供给紧张，MTBE 出口量利齐升。中东地缘冲突与俄罗斯炼厂受袭导致海外炼能被动收缩，海外成品油紧缺，汽油裂解价差走强，带动高辛烷值调油组分 MTBE 内外盘价差显著拉大：3 月初至今国内均价 6440 元/吨、同比上涨 23%，而 FOB

新加坡、美国海湾、欧洲 ARA 均价分别上涨 31%、48%、35%，海外涨幅高于国内，新加坡、美国、欧洲对中国的价差均值分别走扩至+1137、+2690、+2816 元/吨，同比扩大 114%、196%、77%。出口套利窗口持续开启。1-7 月 MTBE 累计出口 444 万吨、同比增长 100.3%，其中 3 月出口 88 万吨创单月历史纪录，4-7 月连续稳定在 50 万吨以上的高位平台。对国内 MTBE 供需格局而言，2025 年 MTBE 占产量比重已升至 27%，出口已成为消化国内 MTBE 产能、决定行业利润修复的边际变量。3-7 月山东 MTBE 毛利均值为 321 元/吨，同比提升 614 元/吨。短期碳四原料价格上涨挤压 MTBE 生产利润，但海外成品油紧缺尚未得到缓解，MTBE 内外盘价差继续扩大，出口窗口预计维持敞开。

油价中枢向上，2026 年整体预期维持高油价背景，油公司业绩将单边受益。

2.2.2 有色金属：美国 7 月通胀降温，金属板块有望继续上行

贵金属：7 月美联储议息会议维持联邦基金利率目标区间在 3.50%至 3.75%不变，声明重申美国经济活动仍以“稳健步伐”扩张，通胀水平仍“显著高于”2%的长期目标。7 月美国 CPI 同比增长 3.4%，预期 3.4%，前值 3.5%；核心 CPI 同比增长 2.5%，预期 2.5%，前值 2.6%。美国 7 月非农就业人数减少 2.3 万人，预期新增 8 万人，失业率为 4.1%，低于 6 月的 4.2%，同时大幅下修 5 月和 6 月非农数据，两月合计下修 10.3 万人。26Q2 全球央行购金 289 吨，同比增加 62%；26 年 7 月中国央行购金 64 万盎司，环比 6 月增加 16 万盎司，金价回调下显著加速，央行购金对金价形成强支撑。短期非农不及预期、通胀降温，加息预期回撤金价反弹，同时央行加速购金，长期看货币信用格局重塑持续，大而美法案通过后美国财政赤字率将提升，当前我国黄金储备偏低，我们认为央行购金为长期趋势，金价中枢将持续上行。

工业金属：1）铜：需求层面，本周电解铜杆/再生铜杆/电线电缆开工率分别为 59.3%/17.1%/62.3%，环比+1.0/-0.3/-1.4pct；库存层面，国内社会库存 11.7 万吨，环比减少 0.3 万吨；交易所库存合计 94.2 万吨，环比减少 0.2 万吨；供给层面，本周铜现货 TC -176.4 美元/干吨，环比下降 3.4 美元/干吨。据路透社报道，一份官方法令显示，刚果(金)禁止出口铜精矿和钴精矿，该国将根据新的税制，使用 55%的估价系数对具有重要经济价值的采矿副产品征税。短期矿铜供给紧张，铜社库处于低位，市场交易美国关税预期，尽管短期美债走强压制，但铜价基本面支撑较强，长期电网投资增长、AI 数据中心增长等，叠加铜供给相对刚性，价格中枢有望持续抬高。 **2）铝：**本周铝下游加工企业开工率 59.9%；国内电解铝（铝锭+铝棒）社会库存 103.5 万吨，较上周末去库 2.15 万吨。展望后市国内产能天花板限制下供需格局持续趋紧，中东冲突或导致阶段供需失衡，电解铝价格有望延续长期上行趋势，建议关注一体化布局完备标的，以及成本改善的弹性标的。

2.2.3 煤炭：动力煤看需求改善，主焦煤看供给收缩

动力煤方面，截至 8 月 21 日，据中国煤炭市场网，秦皇岛港口 Q4500、Q5000、Q5500 动力煤现货价收报 692、761、860 元/吨，环比上周分别持平、下跌 9 元/吨和持平。供给端，据中国煤炭市场网，环渤海四港区本周日均调入量 181.93 万吨，环比上周增加 18.41 万吨，增幅 11.26%，同比上涨 5.25%。需求端，据中国煤炭市场网，

环渤海四港区本周日均调出量 165.04 万吨，环比减少 10.29 万吨，降幅 5.87%，同比下降 6.35%。截至 8 月 21 日，港口库存为 2670 万吨，环比上周增加 106.5 万吨，增幅 4.15%，比去年同期高 342.4 万吨，同比上升 14.71%。**展望后市，主产地安监趋严、产能释放约束；高温天气回归叠加非电需求逐步启动，后续港口库存有望延续去化。**炼焦煤方面，据钢之家，截至 8 月 21 日，山西安泽低硫主焦出厂价 2400 元/吨，环比上涨 330 元/吨，涨幅 15.94%。供给端，山西等主产地安监严格，产量受限。据我的钢铁网，截至 8 月 21 日，523 家样本矿山精煤库存 165.4 万吨，环比上周减少 15.4 万吨，降幅 8.53%，同比下降 39.99%；需求端，据我的钢铁网，截至 8 月 21 日，247 家主要钢企日均铁水产量 237.61 万吨，环比上周下降 0.65 万吨/日，降幅 0.27%。当前焦煤需求韧性犹存，而产地供给较为紧张，将支撑焦煤价格。

2.2.4 公用事业：7 月用电增速放缓 用电负荷屡创新高

电力：国家能源局披露 7 月全社会用电量数据。7 月全社会用电量 10400 亿千瓦时，同比增长 1.7%。其中第一、二、三产业和城乡居民生活用电量分别同比-2.0%、+3.0%、+4.8%、-5.1%。今年 7 月，我国再创月度用电量历史新高。二产以较高的基数、三产以较高的增速贡献了较大的用电增量。1-7 月二产三产的增幅贡献度分别为 64%、30%。第二产业中工业用电量 38815 亿千瓦时，同比增长 4.9%，高技术及装备制造业用电量 7228 亿千瓦时，同比增长 9.7%。第三产业中充换电服务业、互联网数据服务用电量分别为 974 亿、593 亿千瓦时，增速分别达到 55.8%、43.3%。2025 年 7 月高温是 1961 年以来历史新高，而 2026 年 7 月，两广平均气温低于常年平均，其中胡焕庸线以东地区，仅上海、川渝、河南高于常年 1-2 度。降雨范围广对第三产业用电也有影响，居民出行减少，降低充电桩等服务业用电增速。在气温因素影响下，2025 年 7 月城乡居民生活用电增速 18.0%，今年 7 月为同比下降 5.1%，是全社会用电量低速增长的主要原因。

天然气： 全球气价延续涨势，中东局势陷入僵局欧亚气价再度走高。截至 8 月 21 日，美国 Henry Hub 现货价格为$2.82/mmBtu，周度环比涨幅 1.70%；荷兰 TTF 现货价格为€65.75/MWh，周度环比涨幅 7.79%。英国 NBP 现货价格 164 pence/therm，周度涨幅 8.79%。东北亚 LNG 现货价格为$22.5/mmBtu，周度环比涨幅 5.63%。LNG 全国出厂价 5715 元/吨，周度环比涨幅 1.17%。美国天气库存提升规模下降，8 月产量维持历史高位，高温天气持续气电需求旺盛，美国气价延续低位小幅反弹趋势。目前地缘政治仍为影响欧亚气价的重要因素， 6 月份的《美伊谅解备忘录》于本周到期，目前尚无解决方案。美国及伊朗态度均较为强硬，虽然军事活动不频繁，但美国总统唐纳德·特朗普威胁要加强对伊朗的经济制裁。地缘政治紧张局面，叠加 LNG 供给恢复希望渺茫，欧洲天然气低库存现实问题，带动本周欧亚气价再度回升。

投资分析意见：1）水电：今年长江中下游降水偏丰，叠加财务费用下降，继续看好大水电公司红利价值。2）多数火电企业 q2 电价环比上涨，近期月度长协及现货电价修复明显，月度长协、现货占比相对高，以及今年年度长协电价同比降幅相对较小的公司电价修复明显。现货电价上涨修复盈利能力，煤电联营企业依托低成本煤源筑牢盈利底座，高股息属性明确。3）核电：托底电价政策落地，2027 年机组投产高增长即将启动，利好核电估值修复。4）算力配套持续落地带动供需改善，2027 年新能源迎来反

转窗口。当前风光机组利用小时、上网电价持续下行，叠加风电增值税退税政策退坡，影响新能源今年盈利能力显著下降。随着绿电直连、算电协同配套政策持续落地，以及特高压建设的推进，新能源消纳压力有望逐年缓解。看好 2027 年新能源供需格局改善，电价企稳，行业迎来困境反转。5）零碳园区建设有利于提升绿电消纳能力，降低算力企业用能成本与碳足迹。6）气电：广东容量电费提升将提振广东气电盈利稳定性。7）热电联产收益稳定性更强，高股息提升配置价值。8）天然气：我们建议关注具备国际长协资源与全球贸易网络的 LNG 贸易商。

2.3 消费品

2.3.1 农业：猪价震荡上行，关注强厄尔尼诺预期下的农产品涨价主题机会

生猪价格季节性累库上涨，产能去化仍是中期趋势。结合肥猪与仔猪共同的盈利预期来看，2026 年内行业盈利情况仍难有显著好转，养殖场户的失血继续累积，产能去化阶段性放缓后将延续。继续看好 2027 年猪周期上行阶段的持续性与猪价弹性。周期拐点渐行渐近，重点推荐生猪养殖板块性投资机会。强厄尔尼诺已成年内确定性事件，极端天气或影响部分品种 2026-2027 年的产量预期，支撑其价格上行。相关上市公司有望因此受益。

2.3.2 食品饮料：板块中报整体分化 头部企业优势显现

中报基本披露完毕，白酒分化出清，大众品整体降速，头部企业体现韧性。从股价表现看，上市公司报表对股价冲击已经有限，股价的底部特征进一步验证，1、板块调整的时间和幅度已较充分；2、股价已基本反应了市场的悲观预期；3、优质个股估值吸引力明显提升，股息率已达到较高水平；4、临近旺季，高端酒价格逐步上行，头部企业动销将迎来改善。维持板块观点，看好食品饮料板块 2026 年投资机会，核心方向是顺周期的白酒和餐饮供应链，核心指标看 CPI。**白酒板块维持判断，我们认为茅台价格一季度已筑底，行业迎本轮周期拐点，行业未来的趋势是缩量集中，从大鱼吃小鱼到大鱼吃大鱼，上市公司的强分化不可避免。尽管总量萎缩，但长期留下的头部企业仍有成长空间。**展望 26 年，若基本面如期修复，预计 26 年底-27 年将迎来估值与业绩双击，优质白酒公司已处于战略配置期。大众食品子行业已呈现结构性改善，企业竞争从价格转向质量，行业供需逐步平衡，原料成本传导至下游，食品 CPI 望逐季改善。具备顺周期属性，估值低位，且具备中长期成长空间的公司将迎来修复。看好顺周期的餐供及调味品，乳制品的结构性机会。

2.3.3 医药：关注肿瘤疫苗临床突破

Moderna 个性化 mRNA 癌症疫苗 Intismeran autogene 临床 III 期试验达到主要终点。8 月 19 日， Moderna 与默克共同宣布 INTerpath-001 三期研究的积极成果：在完全切除的 IIB-IV 期黑色素瘤患者中，双方合作的 mRNA 个性化癌症疫苗 Intismeran Autogene 联合帕博利珠单抗的 III 期临床试验，与单独使用帕博利珠单抗

相比，联合疗法达到 RFS 主要终点，显著延长了患者的无复发生存期；该研究还达到了 DMFS 关键次要终点，即降低癌症向其他器官扩散的风险。

看好 mRNA 疫苗在肿瘤辅助治疗上的研发前景，未来有望拓展至多种癌症，推荐关注具有相关管线布局的公司。

2.3.4 纺服医美：26H1 家纺业绩表现亮眼，运动及大众服饰稳健增长

服装家纺：26 年或是消费拐点之年，高端复苏率先受益，同时寻找具有渗透率空间方向。纺织制造：看好上游涨价品种，关注运动制造复苏。

2.4 制造业

2.4.1 机械设备：从发散到收敛，具身模型和数据体系的产业演进

机器人产业发展的四大关键要素为模型、数据、本体和场景。其中，模型是机器人大脑，负责推理决策；数据是模型训练的燃料，没有高质量数据，模型无法进行有效训练；本体是机器人物理载体，执行能力的物理上限，所有智能指令最后依靠本体执行；场景是最终商业化落地的重点，和机器人的需求来源，也决定了机器人的任务边界，机器人必须有场景才能产生价值。我们认为，在当前阶段，模型和数据是行业最大的瓶颈。市场对该环节的关注和研究较少。

模型：主流玩家的模型持续迭代，模型架构尚未收敛。主流玩家的模型持续迭代，从 PI 的 π0 到 π0.7，谷歌的 RT1 到 Gemini Robotics2，在跨本体泛化、操作流畅度、数据生成瓶颈方面持续突破；模型架构尚未收敛，但相似度较高，多为 VLA、扩散模型、世界模型等的融合架构，大脑推理和小脑动作模型分层。参与者呈现百花齐放态势。

数据：模型训练的核心燃料，关键在于数据数量、质量和 scale-up。相比大语言模型有海量的互联网数据训练，具身智能天然缺乏机器人轨迹数据，因此数据成为模型迭代的关键瓶颈。当前数据来源包含互联网数据、仿真合成数据、第一人称视角数据、遥操作数据等。当前，不同公司押注不同的数据路线，普遍采用多种数据类型、开源+内部数据集融合的方式。在模型训练阶段，数据生产商及采集设备商迎来投资机遇。

投资提示：人形机器人进入具身智能驱动的新阶段。本体零部件是硬件基础，量产落地带动减速器、伺服、传感器需求释放；具身大模型作为机器人智能核心，算法与仿真平台构筑软件壁垒；训练数据是模型迭代核心约束，真实示教采集 + 第一视角采集+仿真合成数据等多路线并行，数据供给端稀缺性持续提升。中长期建议沿三条主线布局：①人形机器人核心零部件厂商；②具身模型和本体厂商；③机器人数据采集硬件与数据服务相关标的。

2.4.2 国防军工：军工景气度持续上行，建议加大行业关注度

进入中报期，建议关注红外、燃机等预期业绩保持强劲趋势的子领域。整体看，军工行业二季度业绩还处于 L 型底部，但须关注下半年“十五五”规划或将有序落地，订单及业绩或获得持续性修复，因此建议逐步加大军工行业关注度。

同时重视军工出海带来的投资机会，例如军机、防空预警系统、高端无人机等军贸订单的推进及落地情况带来的主题性催化；以及红外、消耗类无人机、硝化棉等产品量价齐升趋势带来的业绩持续性兑现。主题方面继续关注商业航天，加大核心产业链相关公司配置。同时国内燃机链相关企业前期调整较充分，业绩保持强劲势头，建议积极关注。

关注军工行业内需增长带动基本面向上相关投资机会，与技术外延催化的新兴领域主题投资。1、内需：1）智能化/信息化：军工智能化进入 0 到 1 阶段；2）无人装备与反无系统：作战体系升级引领装备变革； 3）两机产业：军发-商发-燃机三重逻辑共振；4）消耗类武器：高消耗属性支撑增长韧性。2、外延： 1）军贸：内外双驱开创军贸新格局，中国军贸进入新时刻；2）商业航天：“航天强国”写入国家规划叠加可复用技术革新，深空经济迎高速发展；3）大飞机：国之重器，国产替代持续推进；4）低空经济：会议指引叠加政策落地，蓄力先进制造新动能；5）可控核聚变：中国领航开启聚变元年，招投标加速释放；6）深海科技：深海科技战略升级，产业化进程加速

2.4.3 家电：10-11 月家空排产预计同比高增，中报业绩陆续发布

关注三大投资主线：

【红利】白黑电领先企业兼具“低估值、高分红、稳增长”属性，股价安全边际高和弹性大兼顾。内销方面，25 年以旧换新政策落地效果持续超预期，26 年仍有望保持稳定。出口方面，头部大家电企业均在全球多地布局生产基地，良好应对关税变化等国际贸易波动，同时，东南亚、南美、中东非等多个新兴市场长期需求向好，有望拉动家电长期增量空间。我们看好白黑电领先企业当前处于价值底。

【科技】泛科技型家电企业在深耕主业的同时，积极向机器人、数据中心液冷、半导体等新兴科技领域迁移，寻求跨行业转型发展。

【出海】以清洁电器为代表的家电新消费品类渗透率持续提升，成长空间广阔。

2.4.4 汽车：机器人展+运动会催化产业进步，业绩期尾声寻找基本面见底信号

①科技仍然是成长主线，本周不仅有北京机器人展，更有周末机器人运动大会提升市场关注度，叠加特斯拉机器人开始量产爬坡。

②业绩期进入尾声，行业经营压力和企业 α 能力分化逐步明朗，业绩和壁垒成为最重要的安全垫，看好高壁垒（毛利率）且有业绩兑现的公司短期表现，率先见底后有望走出自己的独立行情。

③行业下滑幅度收窄，市场展望金九银十的复苏，且部分企业销量转正将具备独立的投资机会。

④关注北斗数据变现的业绩兑现机会。

2.5 服务业

2.5.1 商贸零售：关注细分品类结构性亮点

26 年 7 月社零数据维持在正增长区间，必选品及部分可选品表现亮眼，线上消费继续成为增长核心驱动，看好下半年走出高基数后大盘增速回暖。看好深化 AI 布局、基本面修复的电商板块，服务消费政策刺激下受益的出行产业链，金价预期修复下产品力领先的优质黄金珠宝品牌，积极推进数字化改革的贸易服务商，推进门店调优和经营效率升级的新零售板块，海南封关背景下有望受益的免税板块，AI+赋能效率提升的人力资源服务板块。

2.5.2 交通运输：油轮预期上限持续突破，FRO 创历史最强单季利润，Q3 有望更佳

原油运：VLCC 运力紧张支撑运价处于高位，预计需求有望支撑，关注霍尔木兹海峡变化；大西洋出货减少拖累苏伊士和阿芙拉油轮运价。受益于前期大量运力被吸收，目前市场仍处于偏紧状态，即使有租约取消或者转租等压制运价的现象出现，但运价依然较为坚挺。欧洲柴油裂解价差大幅拉升，也引发即将进入需求旺季的亚洲国家对冬季供应的担忧，提前增加储备也加强了原油进口需求。

成品油：东西向及中东以东市场表现强劲，MR 平均运价继续上行；大西洋区域运价分化。整体看，红海方向活动仍然有限，但中东 MR 货盘和亚洲需求维持强劲，短期成品油轮市场仍有支撑。

干散：三大船型运价普遍上行，海岬型及巴拿马型反弹最为显著。展望后市，海岬型与巴拿马型短期仍受矿石、煤炭及粮食需求支撑，但需关注 FFA 回落和台风影响消退后的运力回流；超灵便型船预计延续温和震荡。

集运：欧线延续淡季调整，巴拿马运河限流继续推升美线运价，上海港口拥堵推动东南亚运价表现强劲，建议重视东南亚运价表现。

航空机场：暑运旺季客流延续高增，客座率维持高位；但美伊局势反复下国际油价再度上行，航司经营仍承压。全球制造商飞机交付仍不及预期，中长期供给偏紧格局明确。板块估值处于低位，建议关注底部布局机会。

快递：末端权益保障政策有望带动末端派费企稳回升，单票价格进入修复通道，企业盈利弹性逐步释放，看好行业高质量发展下头部企业利润、份额双集中。

铁路公路：铁路货运量及高速公路货车通行量具备韧性，保持稳健态势。

2.6 信息化

2.6.1 传媒：继续推荐 AI 应用及高分红、高 ROE 泛娱乐消费标的

泛娱乐、消费方向，关注跑赢内需、出海、国内结构性机会或格局变好，或高分红/高 ROE 标的。

大模型：模型仍在密集发布期，多模态、后训练等方向优化：1）DeepSeek 补齐多模态能力：多模态视觉理解模型 DeepSeek-V4-Flash-Vision-Exp 上线 DeepSeek API 平台，在需要视觉理解的 Agent Benchmark 上，DeepSeek-V4-Flash-Vision-Exp 相比 DeepSeek-V4-Flash 实现了大幅跃升，多模态 Agent 能力已接近 Opus-4.8；2）OpenRouter 上线新模型 Ox-Alpha 引发关注，推测为智谱新模型。3）新模型 MIMO3 或推出。整体趋势上我们维持观点，认为：1）模型分层定价趋势明显；2）国内基模能力整体提升且差距不明显，上游算力/云和下游产品入口（流量入口或 Harness 等新入口）重要性凸显：本轮密集迭代后，国内开源模型能力整体提升且差距不明显，产品和入口或更加重要；3）后训练提升：近期模型提升主要依赖后训练，后训练或在数据、RSI 驱动训练效率上有明显提升，加速模型迭代；4）DeepSeek 补齐多模态能力，多模态能力仍是 Agent 提升任务完成度的重要能力。重点关注 MiniMax（近期新模型可能发布，大参数模型预计 9 月发布，Hailuo 开源模型社区反馈好，性价比高）。

传媒：游戏中，《超自然》8 月 22 日官宣 DAU1200 万，创上线以来历史新高；《LA》近期二次爬坡，换题材准备登陆国内《火山爆发前》；《异环》截至 8.18 累计流水超 20 亿元，Q3 有望利润拐点：7 亿递延收入确认+当季流水+宣发收缩，1.4 版本将推出游乐园内容；暑期电影表现活跃，《欢聚在龙餐馆》等热度走高，关注电影等机会。

2.6.2 计算机：液冷产业趋势持续确认！智谱发布 GLM 5.3 Flash

超节点是后续液冷放量最核心的产业驱动。英伟达持续推进 Vera Rubin 量产，AI 基础设施由单机、单柜进一步向 Pod 级超节点演进。随着 GPU 柜、CPU 柜、网络及存储系统协同部署，液冷对象也由核心计算芯片扩展至整柜及多机架系统，液冷设计单元开始由 Rack 向 Row、Pod 延伸。

液冷产业正在从“冷板渗透”进入“整套流体系统升级”阶段。一方面，芯片热流密度继续提升，冷板由传统流道向微通道演进，对热设计、加工精度、洁净控制和量产良率提出更高要求；另一方面，液冷点位增加后，UQD、Manifold 等连接与流量分配部件数量同步提升，并逐步向盲插、高流量、低压降和标准化方向发展。

整体看，液冷后续关注重点将从单纯的渗透率提升，逐步转向超节点扩容、技术升级和应用外溢。超节点扩容主要利好 CDU、Manifold 及整体解决方案；技术升级主要关注微通道冷板、UQD 和高可靠流体部件，应用外溢则重点关注 CPU、网络设备及高速光互联散热。进入规模交付阶段后，产业链分化将更多取决于头部客户认证、量产可靠性和持续交付能力。

2026 年 8 月 26 日智谱发布 GLM 5.3 Flash，为围绕推理效率重新训练和重构的原生多模态模型。定位是以约 5.6%的参数激活率承接高频编码、Agent 和专业办公负载，在能力和成本之间寻找新的帕累托前沿。低成本没有以明显牺牲复杂任务能力为代价。在 Z.ai Code Bench v1.0 最高推理档位达到 29.0，接近 Claude Opus 4.8 的 29.5。我们认为，本次发布的意义仍围绕单位推理成本下的可用智能。一方面高性能 Flash 模型有望成为 Agent 与办公应用的默认流量层，推动调用频次和任务时长提升，此外，原生多模态、开源权重和国产芯片规模化服务同时落地，将加速模型、应用、推理框架和本土算力的协同优化。

重点推荐主线：1）数字经济领军；2）AIGC 应用；3）AIGC 算力；4）数据要素；5）信创弹性；6）港股核心；7）智联汽车；8）新型工业化；9）医疗信息化。

2.6.3 通信：光通信——从光电分立走向集成，如何看价值量变迁

行业高增：AI 算力芯片出货量高增、单芯片互联密度提升趋势明确。光进柜间、光进柜内成为长期确定的发展方向。预计到 2027 年，全球 AI 数通领域新投产 AI 芯片对 400G 以上光模块/光引擎需求量将迈向 1.55 亿支，对应的市场规模（TAM）将超过 700 亿美元。

技术演进：EML 转硅光、互联速率提升、CPO/NPO 三大方向。1）EML 向硅光迁移：本质上为光芯片集成，调制部分流向硅光 PIC 设计制造，光源部分保持为 CW 光源且功率提升+光源价格涨价，高精密光电封装/耦合/测试+硅光设计/光模块厂商将获得价值量增加。**2）单通道互联速率提升：**对 DSP/SerDes 性能、模拟电芯片线性度、光源功率、光器件性能等的要求均更为严苛，价值量将提升；**3）CPO/NPO 方案：**本质上为电芯片+光芯片综合集成，拉近传输距离降低插损。出于易维护性、生态包容度、互联距离、热管理功耗等因素，可插拔与各“xPO”方案将长期并存。可插拔光模块仍将保持较高占比，光模块环节价值量仍保持；**“xPO”方案中关注能够演进为下一代电芯片链主、硅光芯片链主的公司，将在光电集成中获得更高价值量。**

聚焦技术壁垒最高+价值量占比潜在提升环节。1）高壁垒、拥有交换芯片/DSP/SerDes、有望成为光电互联链主的博通+Marvell：尽管 CPO/NPO 中独立 DSP 取消或降配，但 SerDesIP 的价值将持续提升，博通、Marvell 均有机会演进为 CPO 互联领域链主；**2）模拟电芯片：**用量明确提升，互联速率提升+CPO/NPO 趋势对线性度等性能要求更严苛，价值量提升，包括 TIA、Driver 等。**3）硅光设计制造平台：**光芯片侧集成度提升，将部分光器件融合至硅光 PIC 中，且异质集成方案中仍将作为集成底座，新增价值量环节，包括台积电、格芯、Tower 等；**4）光芯片：**从 EML 为主走向 EML 和硅光并进，硅光方案将传统 EML（光源+调制器）的调制部分转移至新增的硅光 PIC 中，而光源部分 CW 激光器等将跟随互联速率、通道数提升而增加单颗价值量及用量。

2.6.4 电子：持仓维持首位，持续加仓 AI 国产算力链

26Q2 电子行业配置占比居全行业首位，较上季度大幅提升。26Q2 电子行业公募配置占比 43.4%（环比+21.6pcts），2010 年来 100%分位，配置系数 2.11，申万一级

行业排名第一。展望全年，电子行业以 AI 算力为增长引擎、半导体国产化为关键的辅线，存储、CCL/PCB、半导体设备零件等环节景气度持续向上，封测、功率半导体及模拟等迎来结构性机会。

加仓方向集中指向 AI 国产算力链。加仓标的涵盖 AI 国产算力链、先进封装、半导体设备及材料等。减仓标的集中于部分封测、光学元件等。26 年二季度，公募基金持仓市值超 5 亿元、减仓幅度前十大标的中，集成电路封测占据三席，光学元件占据两席，其余分布在模拟芯片设计、消费电子组件、电子化学品、半导体设备和数字芯片设计等环节。

PE 与 PCF 估值处于历史高位，关注利润与现金流的兑现节奏。申万电子一级行业指数 2026 年 7 月 23 日 PE (TTM) 为 78.3x，处于历史 96.40%分位数，PS (TTM) 为 4.5x，处于历史 93.70%水平，PCF（TTM）为 58.2x，处于历史 97.50%水平。行业仍处资本开支与产能升级并行阶段，当前高估值不意味着缺乏支撑，后续更关注订单兑现、产能利用率提升和利润率拐点的验证。

3．风险提示

政策推进不及预期、AI 产业趋势发展不及预期、全球经济下行幅度超预期、地缘政治风险等。

4．附表

附表 1：申万宏源研究关键假设表（截至 2026/8/30）

一、中国市场宏观策略类指标	统计口径	2026.1Q	2026.2Q	2026.3Q(F)	2026.4Q(F)
1.1 经济总量					
GDP：实际（%，当期）	同比增速	5	4.3	4.5	4.7
工业增加值增速（%，当期）	同比增速	6.1	4.3	4.5	4.7
固定资产投资增速（%）	同比增速	1.7	-4.9	-3	0.5
制造业投资增速（%）	同比增速	4.1	-1	0.3	2.9
基建投资增速（%）	同比增速	8.9	-0.6	1.6	6.1
房地产投资增速（%）	同比增速	-11.2	-16.3	-14.3	-12.6
服务业投资（%）	同比增速	-0.9	-7	-4.8	-0.3
发电量增速（%）	同比增速	5	4	4.5	4.5
出口（%，当期，美元计价）	同比增速	14.7	16.6	13.7	12.1
进口（%，当期，美元计价）	同比增速	22.7	25.8	20.4	17.7

社会消费品零售总额增速（%，当期）	同比增速	1.9	2.2	2.5	2.4
网络购物市场规模增速（%）	同比增速	5	4.5	4	6
居民消费价格指数（CPI，均值，%）	同比增速	0.8	1.1	0.7	0.7
生产资料价格指数（PPI，均值，%）	同比增速	-0.6	3.6	3.9	4
1.2 信贷与杠杆					
当年全社会融资总量（%）	同比增速	7.9	7.3	7.3	7.2
人民币贷款余额增速(%)	同比增速	5.8	5.6	5.5	5.3
中长期信贷余额(%)	同比增速	5.5	5.2	5.1	5.1
M2（%）	同比增速	8.5	8.3	8.4	8.5
M1（%）	同比增速	5.1	4.5	4.8	5.5
1.3 财政					
财政总收入（%，当期）	同比增速	2.4	2.4	4.4	6.4
300 城土地成交面积（平米）	当期值	-15	-12	-8	-8.9
财政总支出（%，当期）	同比增速	2.6	6.5	3	4
1.4 利率					
存款准备金率(%)	当期值	7.5	7.5	7.5	7.5
一年期 MLF 利率(%)	当期值	2	2	2	2
一年期银行理财产品预期年收益率（%）	当期值	1.8	1.8	1.8	1.8
一般贷款加权平均利率（%）	当期值	3.6	3.6	3.5	3.4
10 年国债收益率(%)	当期值	1.82	1.75	1.8	1.7
1 年和 10 年国债利差（bp）	当期值	53	58	60	55
银行 7 天回购利率(%)	当期值	1.53	1.41	1.45	1.4
3 年期 AA 企业债和国债利差（bp）	当期值	64	52	55	50
1.5 汇率					
美元指数(期末)	当期值	100	96	100	104
欧元/美元(期末)	当期值	1.15	1.19	1.15	1.11
美元/日元（期末）	当期值	150	140	145	150
人民币/美元(期末)	当期值	6.9	6.8	7	6.9
1.6 盈利估值					
工业企业利润增速（%）	同比增速	-0.6	-0.2	-1.8	0.9
A 股非金融石油石化净利润累计同比（%））	同比增速	11.5	14.1	11.1	12

重点上市公司剔除金融服务业利润增速-自下而上(%)	同比增速	11.5	14.1	11.1	12
HSCEI 指数净利润增速-自上而下(%)	同比增速	-25	-20	0	0
股权投资风险溢价（%）	当期值	4.24	4.19	4.45	4.25
二、中国市场产业指标	统计口径	2026.1Q	2026.2Q	2026.3Q(F)	2026.4Q(F)
2.1 消费品					
生猪价格（元/公斤，均价）	当期值	11.5	10	11.5	12
白酒销量增速（%）	同比增速	-15	-10	0	10
医药工业总产值同比增速（%）	同比增速	7	5	3	5
基本医疗保险支出（%）	同比增速	5.5	-4.5	0	3
2.2 金融地产建筑					
A 股上市银行不良贷款率（%）	当期值	1.24	1.24	1.24	1.24
A 股日均股基成交额（亿元）	当期值	30000	27000	25000	22000
保费收入增速（%，不含万能险）	同比增速	10	3	-0.015	5.2
全国已开工未售库存去化月数（月）	当期值	11.1	11	11	-
房地产销售面积增速（%）	同比增速	-10.4	-10	-5	-
房地产新开工面积增速(%)	同比增速	-20.3	-22	-15	-
对外工程承包完成额增速（%）	同比增速	10	-	10	10
2.3 制造业					
空调销量增速（%）	同比增速	0.6	-15.3	-12.6	18.3
家具销售收入增速（%）	同比增速	1	3	-	-
挖掘机销量增速	同比增速	10	13	13	15
全球新船订单量（载重吨）	当期值	395568735	408456514	423698445	439459742
国防支出增速（%）	同比增速	7.2	7.2	7.2	7.2
汽车整车销量增速（%，当期）	同比增速	-5	-4	-2	1
重卡销售增速（%，当期）	同比增速	15	18	8	2
全球新能源汽车销量增速（%，当期）	同比增速	12	15	13	16
国内新能源汽车销量增速（%，当期）	同比增速	-10	-6.5	0	10

工业机器人销量	同比增速	13	13	13	13
金属切削机床产量	同比增速	5	5	8	8
工业视觉产品销量	同比增速	10	20	20	10
2.4 现代服务业					
百家百货线下零售额增速（%）	同比增速	3	2	2	3
波罗的海干散货运价指数（BDI,均值）	当期值	1600	1800	2200	2300
中国出口集装箱运价指数（CCFI，均值）	当期值	1100	1100	1100	1100
中等职业教育入学率（%）	同比增速	25.9	25.9	25.9	25.9
高等职业教育入学率（%）	同比增速	44.3	44.3	44.3	44.3
国内旅游人次增速（%）	同比增速	16	13	10	8
出境旅游人次增速（%）	同比增速	20	18	15	13
2.5 信息化					
互联网广告市场规模增速（%）	同比增速	10	10	10	10
中国总票房收入增速（%）	同比增速	-43	3	-6	1
计算机上市公司薪酬增速（%）	同比增速	0	2	0	0
计算机上市公司的营收增速（%）	同比增速	6	7	8	9
2.6 原材料					
螺纹钢现货价格（元/吨，均价）	当期值	3200	3280	3150	3250
全国平均 425 水泥价格（元/吨，均价）	当期值	335	345	355	365
黄金价格（美元/盎司，均价）	当期值	4900	4500	4300	4800
铜价（元/吨，均价）（长江现货市场）	当期值	100000	103000	103000	105000
铝价（元/吨，均价）（长江现货市场）	当期值	22000	25000	25000	26000
2.7 能源环保					
河北唐山焦精煤出厂含税价(元/吨，均价)	当期值	1688	1750	1850	1900
天然气表观消费量增速（%）	同比增速	6	4	5	5
秦皇岛 5500 大卡动力煤现货价格(元/吨，均价)	当期值	714	850	900	900

Brent 原油（美元/桶，均价）	当期值	78.5	110	90	-
电源基本建设投资完成额累计同比（%）	累计同比增长率	-1	-1	1	0
电网基本建设投资完成额累计同比（%）	累计同比增长率	2	3	4	5
全国发电设备累计平均利用小时	当期值	800	1650	2600	3480
光伏发电设备利用小时数	当期值	320	650	1000	1380
风电发电设备利用小时数	当期值	610	1320	1750	2200
三、全球资产配置类指标	统计口径	2026.1Q	2026.2Q	2026.3Q(F)	2026.4Q(F)
3.1 经济总量					
全球 GDP 增速（%）	同比增速	2.9	2.8	2.7	2.6
美国 GDP 增速（%）	同比增速	2.7	2.1	1.7	2.1
欧元区 GDP 增速（%）	同比增速	0.5	1	0.8	0.9
OECD 国家 GDP 增速（%）	同比增速	1.8	1.7	1.7	1.8
日本 GDP 增速（%）	同比增速	0.5	0.7	0.3	0.8
金砖四国 GDP 增速（%）	同比增速	4.2	4	4.2	4.3
世界贸易量增速（%）	同比增速	1.7	1.6	2	2.2
3.2 财政					
四大央行合计总资产总额增速%（美联储、欧央行、日本央行、英国央行）	同比增速	0.2	0.4	0.7	1.1
中国债务率(债务/GDP）	当期值				
美国债务率(债务/GDP）	当期值	253	255	257	259
日本债务率(债务/GDP）	当期值	375	378	381	384
3.3 利率					
美国的基准利率（%）	当期值	3.75	3.75	3.75	3.75
德国的基准利率（%）	当期值	2	2.25	2.25	2.25
日本的基准利率（%）	当期值	0.75	1	1.25	1.25
美国 10 年期国债利率（%）	当期值	4.2	4.4	4.63	4.7

德国 10 年期国债利率（%）	当期值	3	3	3.13	3.2
日本 10 年期国债利率（%）	当期值	2.2	2.57	2.81	3
3.4 盈利估值					
SP500 净利润增速（%）	同比增速	28.6	50.4	27.3	25.2
新兴市场 MSCI 指数净利润增速（%）	同比增速	15	18	32	25
Stoxx600 净利润增速（%）	同比增速	7	24.4	18	15
日经 225 净利润增速（%）	同比增速	27	36	53	40
SP500PE（TTM）	当期值	28.1	23	20.3	19
新兴市场 MSCI 指数 PE（TTM）	当期值	17	18	19	20
Stoxx600PE（TTM）	当期值	17	17.5	17.5	18
日经 225PE（TTM）	当期值	19.88	18.8	19	17
3.5 信贷与杠杆					
SP500 杠杆率（总资产/净资产）	当期值	1.4	1.42	1.4	1.38
新兴市场 MSCI 杠杆率（总资产/净资产）	当期值	1.32	1.33	1.34	1.33
Stoxx600 负债率杠杆率（总资产/净资产）	当期值	1.38	1.39	1.42	1.42
日经 225 负债率杠杆率（总资产/净资产）	当期值	1.28	1.26	1.26	1.26

资料来源：申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

证券分析师承诺

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

与公司有关的信息披露

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

机构销售团队联系人

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

证券的投资评级

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）　　：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）　　：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）　　：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）　　：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）　　：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）　　：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight）　　：行业弱于整体市场表现。

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

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

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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