仅供内部参考，请勿外传

策略研究

策略专题报告

证券研究报告

全球 AI 安全治理与中国 AI 建设进入加速期

■ 国泰海通人工智能联合研究实验室月报（2026 年 9 月）

方奕(分析师)
021-38031658
fangyi2@gtht.com
登记编号 S0880520120005

余文心(分析师)
021-38676666
yuwenxin@gtht.com
登记编号 S0880525040111

余伟民(分析师)
010-50949926
yuweimin@gtht.com
登记编号 S0880525040028

杨林(分析师)
021-23183969
yanglin2@gtht.com
登记编号 S0880525040027

肖群稀(分析师)
0755-23976830
xiaoqunxi@gtht.com
登记编号 S0880522120001

花健玮(分析师)
0755-23976858
huajianyi@gtht.com
登记编号 S0880521010001

李鹏飞(分析师)
010-83939783
lipengfei2@gtht.com
登记编号 S0880519080003

罗通(分析师)
021-38038438
luotong2@gtht.com
登记编号 S0880526070008

陈筱(分析师)
021-38675863
chenxiao@gtht.com
登记编号 S0880515040003

刘一鸣(分析师)
021-23154145

本报告导读：

全球 AI 产业正从技术突破进入重资产化、制度化与商业化验证阶段。结构上，看好微观结构好与预期能上修的国产线科技，以及海外链价值提升环节。

投资要点：

- **AI 产业中观追踪：重资产化、推理竞争与商业化验证。**8 月全球 AI 产业在正从“技术突破”阶段进入“重资产化、制度化和商业化验证”阶段，重要产业事件如下：全球 AI 资本开支持续高增，并向数据中心、电力与芯片等基础设施集中；芯片竞争重点正从训练转向推理效率；开源/闭源模型能力差距趋势收窄，开源模型正加速抢占市场；全球 AI 安全治理从讨论转向制度执行，政府/产业端均推进规则落地；AI 应用正从云端向终端与更多细分场景渗透。从中观数据上看，AI 模型市场呈现“量增价减”，算力市场“杰文斯悖论”正在生效。
- **AI 产业投资策略：海外链关注价值提升环节，重视国产链自主可控方向。**伴随短期外部风险冲击逐步计价触峰，市场企稳反弹有望在未来数周出现。往前看，10 月三季报披露临近，2027 年产能规划与产业线索增多，部分科技股估值已处合意水平。其中，海外链关注价值提升环节，核心关注议价能力提升的上游材料与中游硬件；2026H2-2027 是国产算力投入加速期，看好自主可控相关的国产线，尤其是国产芯片以及供需紧张的设备材料环节，兼顾微观结构健康与预期能够上修的股票。
- **AI 硬件及制造产业动态及研判。（1）通信设备：**AI 基础设施建设仍是未来两年的核心投资方向。推荐：**新易盛/天孚通信**等。**（2）半导体设备：**先进逻辑、存储、先进封装扩产正当时，利好各细分赛道的核心半导体设备公司，国产化进程继续。推荐：**北方华创/中微公司/拓荆科技**等。**（3）电子：**英伟达 Rubin Ultra 机架中交换托盘有望倍增并采用 PTFE 材料，带来 CCL/PCB 需求持续增长。推荐：**生益科技/鹏鼎控股等。（4）机械：**算力基建持续升级，具身智能加速演进。推荐：液冷**汉钟精机/金富科技**等。**（5）海外科技：**AI 推理成本下行与应用侧商业化提速拉动算力需求。推荐：**台积电/英伟达**。（6）**电新：**AIDC 电源设备及器件迎来产品升级期。推荐：**麦格米特**等。
- **AI 材料产业动态及研判。（1）玻纤电子布：**传统布加速提价，特种布进入兑现年。优先推荐传统布涨价链条，以及特种布二代布标的，包括**中国巨石/中材科技/国际复材**等。**（2）金属：**高端 HVLP 铜箔逐步兑现，钽产业链价格全线上涨。推荐：**东方钽业**等。**（3）化工：**高性能材料持续升级，行业龙头加快扩产布局。推荐：**雅克科技、联瑞新材/国瓷材料**等。
- **AI 应用产业动态及研判。（1）计算机：**大模型密集迭代，应用商业化提速，基础设施景气持续扩散。推荐：**浪潮信息/海康威视/赛意信息**等。**（2）传媒：**AI 视频渗透至长剧市场，内容产能未来有望加速释放。推荐：**世纪华通/恺英网络/巨人网络**等。**（3）汽车：**特斯拉发布 Cybercab，小米 CyberOne 机器人海外首秀。推荐：**新泉股份/宁波华翔/拓普集团**等。**（4）医药：**AI 制药行业逐步从概念验证转向价值兑现的关键期，推荐：**金斯瑞生物科技**等。**（5）海外科技：**互联网龙头兼具流量入口、场景生态与技术底座，资本开支持续加码构筑长期壁垒。推荐：**腾讯/阿里巴巴**等。
- **风险提示：海外流动性紧缩超预期；AI 商业化进展不及预期。**

仅供内部参考，请勿外传

liuyiming@gtht.com
登记编号 S0880525040050

秦和平(分析师)
0755-23976666
qinheping@gtht.com
登记编号 S0880523110003

相关报告

国产替代向纵深推进 2026.09.14
业绩增速提升，AI 与资源双轮驱动 2026.09.03
时代主线：中国本土创新与企业全球化 2026.09.01
做多金秋，扩散与下沉 2026.09.01
主题结构扩散，聚焦先进材料与新技术 2026.08.30

仅供内部参考，请勿外传

目录

1. 策略视角看 AI：全球 AI 安全治理与中国 AI 建设进入加速期 4
1.1. AI 产业中观追踪：重资产化、推理竞争与商业化验证 4
1.2. AI 产业投资策略：海外链关注价值提升环节，重视国产链自主可控方向 8
2. AI 硬件及制造产业动态及研判 13
2.1. 通信设备：AI 基础设施建设仍是未来两年的核心投资方向 13
2.2. 半导体设备行业：存储、先进封装高景气周期驱动行业高增，优选高成长、强确定性、合理估值龙头企业 14
2.3. 电子：英伟达 Rubin Ultra 机架中交换托盘有望倍增并采用 PTFE 材料，带来 CCL/PCB 需求持续增长 16
2.4. 机械设备：算力基建持续升级，具身智能加速演进 17
2.5. 海外科技：AI 推理成本下行与应用侧商业化提速拉动算力需求 18
2.6. 电新：AIDC 电源设备及器件迎来产品升级期 19
3. AI 材料产业动态及研判 20
3.1. 玻纤电子布：传统布加速提价，特种布进入兑现年 20
3.2. 金属：高端 HVLP 铜箔逐步兑现；钽产业链价格全线上涨 21
3.3. 基础化工：高性能材料持续升级，行业龙头加快扩产布局 23
4. AI 应用产业动态及研判 24
4.1. 计算机：大模型密集迭代，应用商业化提速，基础设施景气持续扩散 24
4.2. 传媒：AI 视频渗透至长剧市场，内容产能未来有望加速释放 26
4.3. 汽车：特斯拉发布 Cybercab，小米 CyberOne 机器人海外首秀 27
4.4. 医药：AI 制药行业逐步从概念验证转向价值兑现的关键期 27
4.5. 海外科技：互联网龙头兼具流量入口、场景生态与技术底座，资本开支持续加码构筑长期壁垒 31
5. 风险提示 34

仅供内部参考，请勿外传

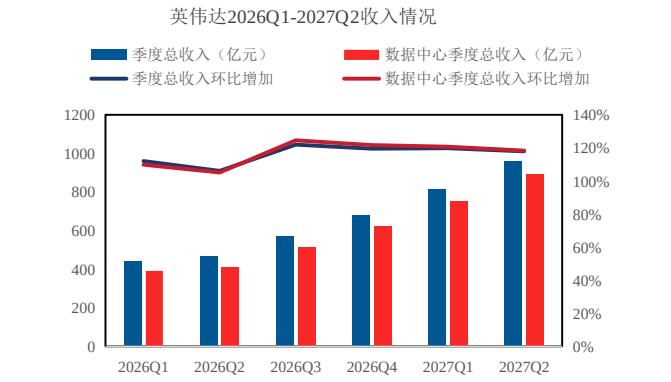
本报告的撰写感谢陈菲、陶前陈、吴小沛、张翠翠、杨冬庭、李阳、房乔华、高翩然、丁嘉一、张澄、刘天雅、桂海晟。

1. 策略视角看 AI：全球 AI 安全治理与中国 AI 建设进入加速期

1.1. AI 产业中观追踪：重资产化、推理竞争与商业化验证

全球 AI 资本开支持续高增，并向数据中心、电力与芯片等基础设施集中。8 月以来大型科技企业融资密集，可分为三类：一是 IPO，Anthropic 计划 10 月上市，拟募资超 1000 亿美元，或成史上最大 IPO，其二季度营收超 115 亿美元，年化运行率约 650 亿美元；二是股权融资，阿里巴巴 8 月完成 800 亿港元（约 102 亿美元）新股配售，全部投向 AI 基础设施；三是债权及表外融资，英伟达联合 Apollo、黑石、贝莱德、Brookfield、高盛、KKR 筹备 5000 亿美元 AI 基础设施融资平台，并为 OpenAI 俄亥俄州数据中心租赁提供最高 1050 亿美元担保，博通在 FQ3 财报中确认 AI XPV 平台协议，通过客户租赁义务 backstop 和可转换本票等方式，合计最高约 1000 亿美元，用于为 Anthropic 和 OpenAI 采购定制芯片。摩根士丹利预测，2026 年以来全球 AI 相关债务融资有望接近 5700 亿美元。此外，谷歌 9 月 9 日宣布 2027-2028 年在芬兰投资至少 130 亿欧元，扩建 Hamina 数据中心并新建三处数据中心，为其欧洲最大单笔投资。整体看，头部厂商普遍以长周期合同锁定算力和电力供给，将 AI 需求转化为可融资资产，行业进入重资产阶段，资本壁垒成为新的竞争门槛。

图1：英伟达数据中心建设快速扩张



数据来源：英伟达公司公告，国泰海通证券研究

图2：全球 AI 基础设施融资规模加速扩张

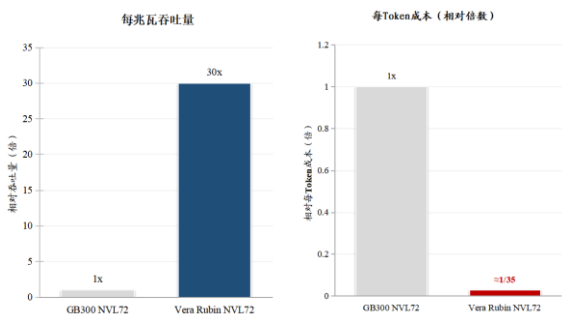
类型	主体	规模	要点
IPO	Anthropic	拟超1000亿美元	计划10月上市，或成史上最大IPO
股权融资	阿里巴巴	800亿港元（约102亿美元）	8月配售新股，募资全部投向AI
	宇树科技	约61亿元	科创板IPO发行定价落地
债权/表外	英伟达及合作机构	5000亿美元	拟组建AI基础设施融资平台
	博通	600亿-1000亿美元	通过SPV筹集芯片债务融资
担保	英伟达	最高1050亿美元	为OpenAI数据中心租赁提供担保
可转债	英伟达	35亿美元	认购联发科可转换债券

数据来源：阿里巴巴公司公告，宇树科技公司公告，英伟达公司公告，博通公司公告，纳斯达克官网，国泰海通证券研究

芯片竞争重点正从训练转向推理效率与单位 Token 成本。此前行业普遍认为英伟达具备难以超越的芯片设计与制造能力，且其产品仍在快速迭代；但值得注意的是，其他厂商自研芯片能力也在快速提升，正与英伟达形成正面竞争：OpenAI 发布与博通、台积电联合开发的自研推理芯片 Jalapeno，称单位能耗下 AI 工作量与响应速度超过 GB300，计划 2026 年底起以吉瓦级规模部署，第二代芯片已进入深度研发、第三代启动概念设计；谷歌与 Marvell 扩大 TPU 合作，Waymo 自研芯片量产；台积电 1.6 纳米 A16 制程完成验证，英伟达下一代 Feynman 有望首批采用。此外，Anthropic 于 8 月初官宣组建内部芯片团队，为 Claude 设计定制化 AI 芯片，采用软硬件协同设计并推行多芯片策略，在自研同时继续采购 AWS、谷歌、英伟达、AMD 等第三方硬件，以降低对单一供应商依赖。整体看，算力需求方自研芯片的现象增多，硬件开始围绕特定模型和负载做协同设计；由于推理正成为主要的算力消耗场景，单位 Token 成本直接影响模型定价与毛利率，推理效率的领先正在转化为定价优势。

仅供内部参考，请勿外传

图3：Vera Rubin 推理能效较前代大幅跃升



数据来源：英伟达官网，国泰海通证券研究

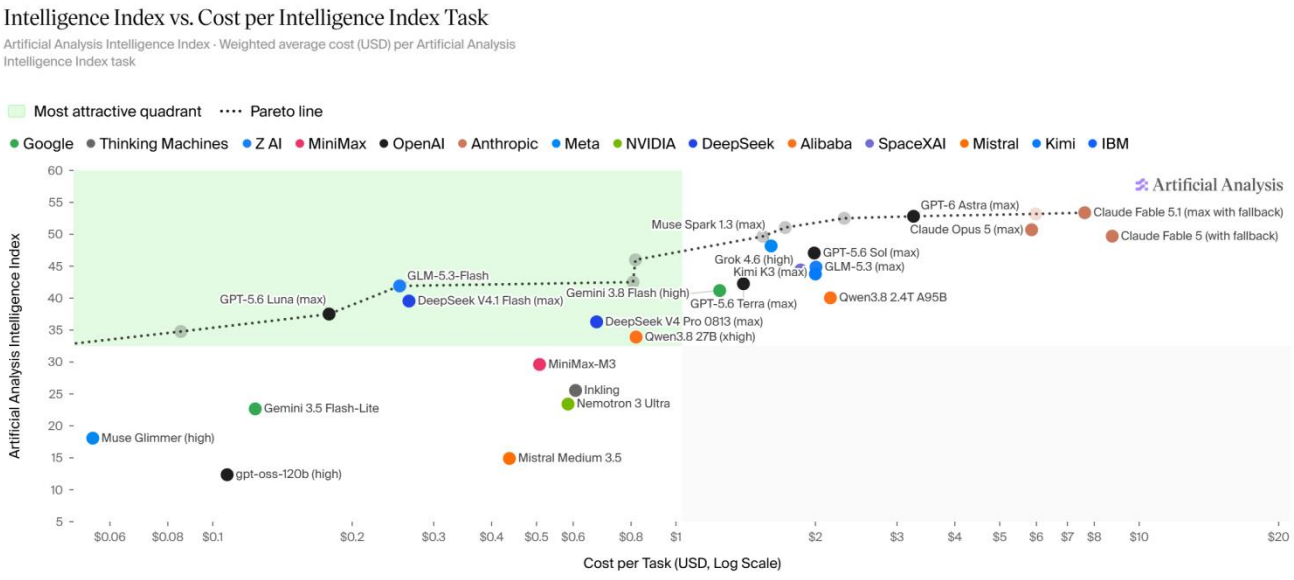
图4：OpenAI Jalapeño 领跑自研推理芯片

维度	OpenAI Jalapeño	微软Maia 200	谷歌TPU v7	亚马逊Trainium3	英伟达B200
发布时间	2026年6月	2026年1月	2025年	2025-2026年	2024年
芯片类型	ASIC（推理）	ASIC（推理）	ASIC（推理+训练）	ASIC（训练+推理）	GPU（通用）
制程	推测3nm	TSMC 3nm	TSMC 5nm	TSMC 3nm	TSMC 4nm
内存	未公布	216GB HBM3e	192GB	144GB	192GB HBM3e
内存带宽	未公布	7 TB/s	7.4 TB/s	4.9 TB/s	8 TB/s
开发周期	9个月	~2年	~2年	~2年	~3年
对外销售	否	否（Azure）	否（GCP）	是	是
生态成熟度	待建设	早期	较成熟	中期	最成熟（CUDA）
核心优势	开发极快、AI辅助设计	性能最强、内存最大	生态最成熟	价格最低、对外销售	通用性最强、生态霸主

数据来源：OpenAI 官网，微软官网，谷歌官网，亚马逊官网，英伟达官网，国泰海通证券研究

开源与闭源模型能力差距趋势收窄，开源模型正以更低定价抢占市场。近期头部大厂竞相发布新模型，整体上开源模型呈现追赶趋势。开源侧，Meta 发布 300 亿参数轻量模型 Muse Glimmer 并宣布全面转向开源；阿里开源 Qwen3.8-27B，两天内登顶 Hugging Face 趋势榜、下载量破 100 万次；DeepSeek 于 9 月 10 日发布 V4.1 Flash，性能反超自家 V4 Pro 并再度下调价格；腾讯混元 Hy4 preview 亦相继发布。闭源侧，OpenAI 于 9 月 3 日发布旗舰 GPT-6 Astra，在抽象推理、编码与计算机使用等维度大幅刷新 SOTA；Meta 于 9 月 2 日发布闭源多模态旗舰 Muse Spark 1.3，在 Artificial Analysis 榜单上仅次于 Claude 系列。从调用量看，开源模型首次超过闭源模型。据 Vercel AI Gateway 统计，开源模型 Token 调用占比由 6 月底的 28%升至 8 月下旬的 62%，历史上首次超过闭源模型，认可度明显提升。与此同时，开源模型整体提价，DeepSeek 自 8 月中旬起执行峰谷分时定价，旗舰模型高峰时段输出价格明显上调；闭源模型则推出低价版本并下调价格，OpenAI 宣布 ChatGPT 免费用户默认模型升级至 GPT-5.6 Luna，此前 Luna 输出价格已下调 80%。整体看，开源闭源交替突破，能力差距反复拉锯，价格战与能力战交替成为竞争焦点；模型能否被开发者和云平台采用，正成为比参数规模更关键的竞争因素。

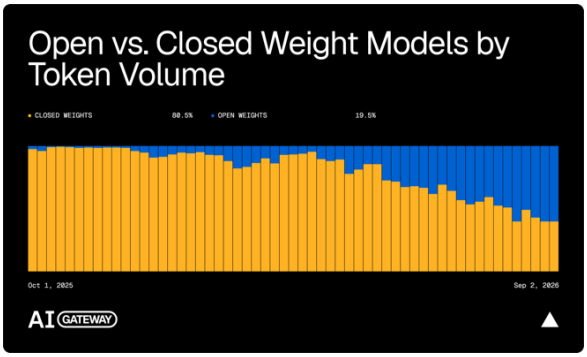
图5：近期头部模型厂商竞相发布新模型



数据来源：Artificial Analysis

仅供内部参考，请勿外传

图6：开源模型调用量首次超过闭源模型



数据来源：Vercel AI Gateway

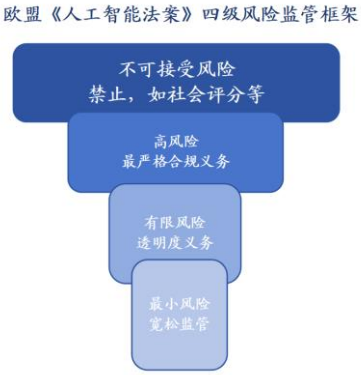
图7：推理芯片效率优势驱动闭源模型定价持续攀升



数据来源：Silicon Data，2030FY

全球 AI 监管从讨论转向制度执行，政府端与产业端均在推进相关规则落地。政府端，欧盟《人工智能法案》8 月 2 日正式实施，将 AI 系统分四级差异化监管，是全球首部全面监管 AI 的法规；执法权落地后，欧盟 AI 办公室于 8 月底至 9 月初依据 AI 法案第 91 条，首次向 OpenAI、Anthropic、Google 等 30 余家 GPAI 模型提供商发出正式信息要求（RFI），回复不实可处最高 1500 万欧元或全球年营业额 3%罚款。美国方面，联邦层面于 9 月 1-2 日在北卡 Chapel Hill 主办 G20 创新部长会议，发布共识声明并达成“Carolina 新兴技术原则”，反对设立新的中心化 AI 监管机构，主张灵活、促创新的政策框架；但地方层面监管趋严，纽约州、宾夕法尼亚州等相继收紧大型数据中心项目审批，纽约州行政令暂停大型数据中心环境许可审批一年，全美现行数据中心禁令据称已超 500 项，反映出地方政府对电力、水资源与电价上涨的担忧。产业端，OpenAI 联合 Anthropic、谷歌、微软等超过 100 家机构签署 AI 安全公开信，提示 AI 辅助网络攻击的风险将上升；Anthropic 等前沿企业亦公开呼吁审慎把控 AI 发展节奏，防范失控风险。整体看，监管落地抬高了合规成本，但也提供了制度确定性；头部厂商以行业自律争取政策空间，中小企业的合规压力更大。

图8：欧盟 AI 法案确立四级风险分级监管



数据来源：欧盟委员会，国泰海通证券研究

图9：全球 AI 巨头联合签署安全承诺



数据来源：OpenAI 官网

AI 应用正从云端向终端与更多细分场景同步渗透。物理终端层面，软件端微软将个人与企业版 Copilot 整合为统一应用并全球推送，接入 GPT-5.6 与 Claude Sonnet 5，是其打造 AI“超级应用”战略的一环；OpenAI 面向 13-17 岁用户推出 ChatGPT for Teens，谷歌将 Gemini 引入教育场景，亚马逊将 Alexa+免费覆盖至 Fire TV 设备，AI 助手向终端入口和细分场景渗透。硬件端，特斯拉获批于 9 月 3 日在奥斯汀举行 Cybercab 发布会、9 月 4 日正式向公众开放试乘，目前在奥斯汀限定地理围栏区域运营，车队累计行驶已达 100 万英里；FSD V15 同步开发，架构参数从约 10 亿跃升至约 100 亿。小鹏机器人完成首轮超 9 亿美元融资，计划 2026 年底量产人形机器人 IRON;

仅供内部参考，请勿外传

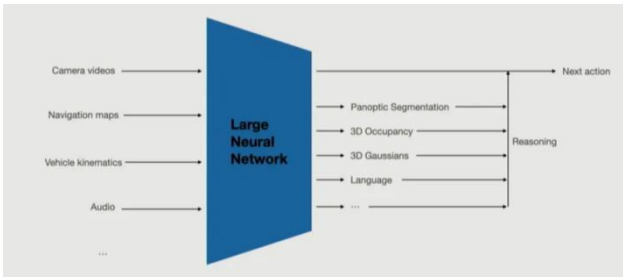
AI 视频生成平台 Higgsfield 完成 4 亿美元融资，估值升至 54 亿美元。苹果于 9 月 9 日推出 iPhone 18 Pro，全新 Siri AI 支持跨 App 个人上下文理解与第三方 App 操作执行，Apple Intelligence 新功能 9 月 15 日起推送。应用场景层面，AI 向垂直行业加速渗透：企业级 AI 部署进入商业化验证阶段，金融领域 AI Agent 用于风控反欺诈、信贷审批，多家银行已上线大模型应用；医疗领域肾病 AI 大模型等投入临床辅助诊断；此外 AI+法律、AI Agent 支付、网络安全等细分场景亦在拓展。整体看，AI 能力正以可规模化的产品形态触达用户，竞争焦点从云端算力转向终端入口与具体场景，应用商业化进入验证阶段。

图 10：微软 Copilot 整合多智能体打造超级应用



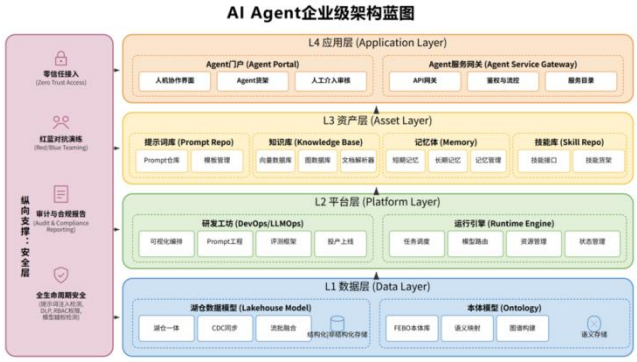
数据来源：WPS Blog

图 11：特斯拉 FSD 依托端到端大模型重构自动驾驶



数据来源：36 氪

图 12：银行业 AI Agent “4+1”架构明晰企业级部署路径



数据来源：JOTO AI 智库

图 13：金融行业大模型应用场景全景覆盖



数据来源：51CTO，国泰海通证券研究

全球 AI 景气跟踪：AI 模型市场呈现“量增价减”，算力硬件紧缺性进一步验证。2026 年三季度，受开源模型性能提升以及头部厂商竞争加剧，AI 模型市场呈现明显的“量增价减”格局。根据 TrackToken 平台的统计，全市场按照模型加权方式计算 Token 的价格从 2026 年 7 月开始出现明显的下滑趋势，具体而言，2026 年 6-8 月全市场 Token 均价分别为 2.15、2.04 和 1.48 美元/百万 token，9 月截至 9 月 21 日均价较 8 月均价环比下滑 7.7%，但 9 月 15 日以来 Token 价格有所回升。受模型厂商降价的影响，AI 模型的调用量以及 AI 应用的企业渗透率出现明显提升。根据 OpenRouter 的统计，该平台 9 月 token 调用量周均值较 8 月环比+43.2%，与此同时，根据 Ramp 的抽样统计，2026 年 8 月美国企业的 AI 应用采用率月环比+0.42pct 至 56.13%，人均 AI 付费的中位数月环比+5.2%至 12.5 美元/月。算力市场的“杰文斯悖论”正在生效，随着 token 价格的下降以及智能密度的提升，AI 算力的需求正在进一步加速释放。算力及硬件紧缺性进一步验证，2026 年 9 月算力租赁价格显著走强，8 月海外半导体市场延续高景气，算力紧缺格局仍在延续。

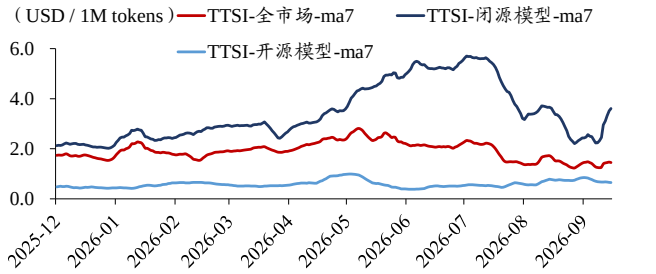
仅供内部参考，请勿外传

图14：2026M9 OpenRouter 平台 token 调用量周均值较 8 月环比+43.2%



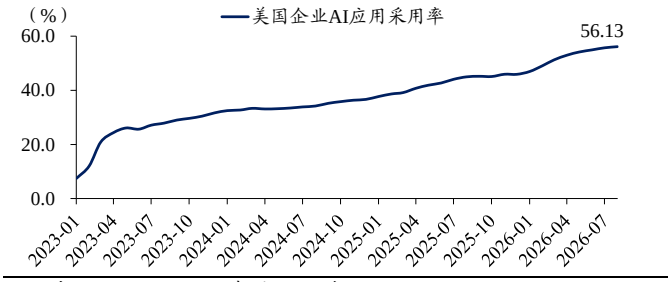
数据来源：OpenRouter，国泰海通证券研究

图15：2026M9 TrackToken 平台统计的 Token 市场消耗加权平均价格月环比-7.7%



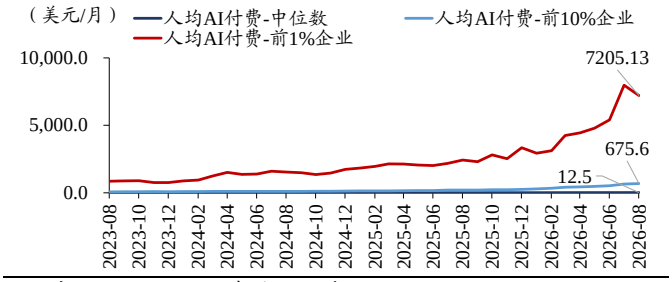
数据来源：TrackToken，国泰海通证券研究 注：TTSI＝市场实际消耗 token 的用量加权平均价格（USD / 1M tokens）。

图16：2026M8 美国企业 AI 应用采用率升至 56.13%



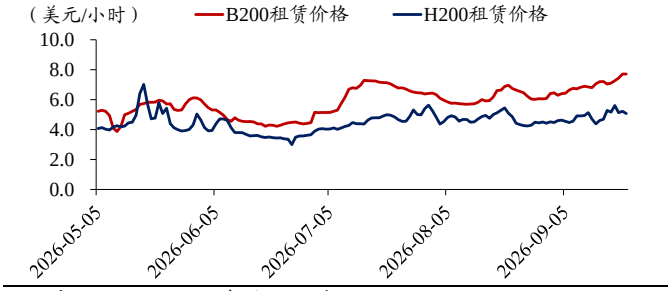
数据来源：Ramp，国泰海通证券研究

图17：2026M8 美国企业人均 AI 付费中位数升至 12.5 美元/月



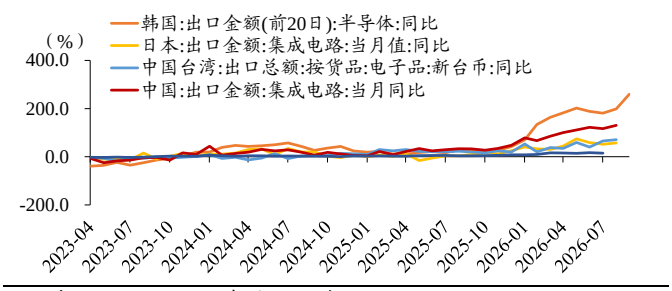
数据来源：Ramp，国泰海通证券研究

图18：2026 年 9 月算力租赁价格明显走强



数据来源：Ornn，国泰海通证券研究

图19：全球半导体市场延续高景气



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

1.2. AI 产业投资策略：海外链关注价值提升环节，重视国产链自主可控方向

伴随短期外部风险冲击逐步计价触峰，市场企稳反弹有望在未来数周出现。近期中东战事再起，市场围绕战争带来的油价输入型通胀压力以及美联储可能的加息预期持续定价，10 年期美债利率一度攀升至 5%以上，风险偏好被持续压制。我们认为，当前外部风险冲击已在逐步计价和触峰：9 月 FOMC 会议以 12-0 的投票结果决定加息 25 个基点，市场已计价 10 月再次加息，以及明年 1 月、4 月还有 2 次加息；但客观而言，美国当前财政压力并不支持长期高利率环境——一方面 CBO 预测净利息支出占 GDP 比重将在 2030 年左右突破 4%，另一方面 10 年期美债实际利率已接近 2008 年最高水平，不利于科技巨头融资的可持续性。当然也应注意到，海外地缘政治格局动荡、美联储与政府独立性减弱，以及美国国债与科技企业债供给同步增加，均不支持美债中期趋势性回落。

追溯历史，高利率环境对科技产业趋势行情的影响有限。最典型的是 1996-1997 年，1997 年初美国经济强劲复苏，GDP 增速连续多季度保持 4%以上，美联储因通胀预期抬头于 3 月加息 25BP，却未对彼时互联网行情产生方向

仅供内部参考，请勿外传

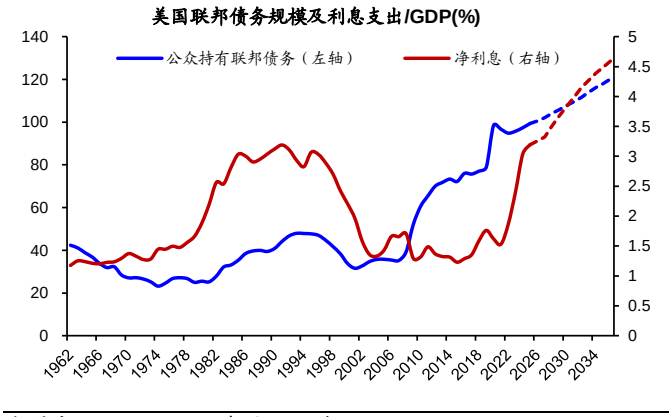
性改变，本质在于产业趋势当时仍在继续上修，这次也类似。往前看，10 月三季报披露临近，也是 2027 年产能规划与产业线索增多时期，历史经验显示 10-12 月风险资产胜率处于全年较高水平。与此同时，部分科技股持续调整后估值已处合意水平：韩国综指 PE 分位数从 6 月高点的 85%降至 62%，纳斯达克从 70%降至 24%，日经 225 从 84%降至 51%，创业板指从 68%降至 34%。

图20：市场目前定价到 2027 年中前加息 3 次

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2026/10/28	0.0%	44.6%	55.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
2026/12/9	0.0%	11.9%	47.5%	40.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	7.6%	34.4%	43.1%	14.9%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	2.9%	17.7%	37.7%	32.5%	9.3%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.0%	2.1%	13.7%	32.4%	33.9%	15.5%	2.5%	0.0%
2027/6/9	0.0%	1.5%	10.5%	27.2%	33.4%	20.5%	6.1%	0.7%
2027/7/28	0.0%	1.4%	10.1%	26.5%	33.2%	21.1%	6.7%	0.9%
2027/9/15	0.0%	1.4%	9.8%	25.9%	32.9%	21.6%	7.2%	1.1%
2027/10/27	0.1%	1.9%	10.7%	26.3%	32.3%	20.7%	6.9%	1.1%
2027/12/8	0.7%	5.0%	16.2%	28.4%	28.2%	15.9%	4.9%	0.7%

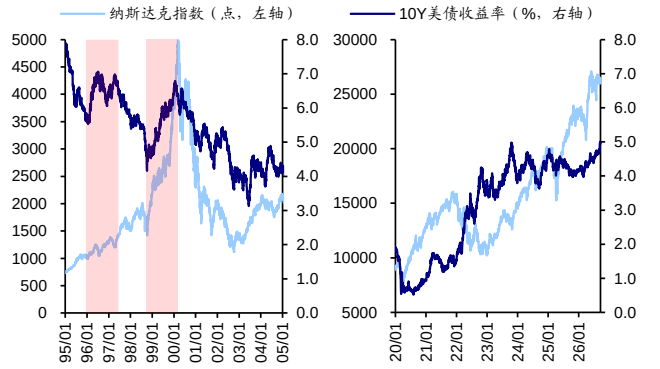
资料来源：CME

图21：当前美国财政压力不支持长期维持高利率



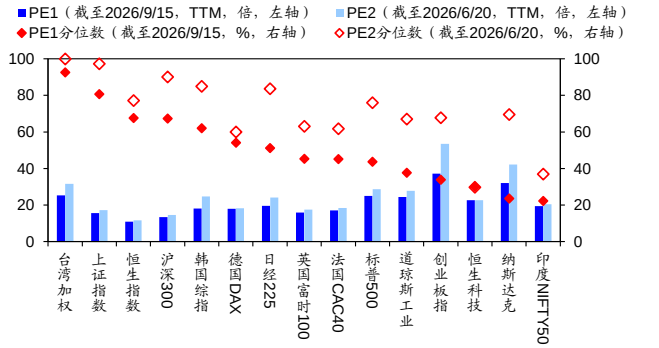
资料来源：CBO，国泰海通证券研究

图22：高利率环境对科技产业趋势行情影响有限



资料来源：CME，国泰海通证券研究

图23：美股等主要股指估值已经消化至合理区间



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

表1：从历史规律看往年 10-12 月发达市场风险资产胜率较高

全球主要宽基指数月度胜率（1980年有数据以来）													
市场类型	月份	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
发达市场	道琼斯工业	61.7%	61.7%	63.8%	68.1%	63.8%	53.2%	70.2%	57.4%	41.3%	63.0%	73.9%	67.4%
	纳斯达克	68.1%	51.1%	61.7%	66.0%	66.0%	57.4%	57.4%	59.6%	54.3%	58.7%	71.7%	58.7%
	标普500	61.7%	57.4%	61.7%	70.2%	72.3%	61.7%	55.3%	59.6%	47.8%	63.0%	73.9%	69.6%
	富时100	54.5%	60.5%	55.8%	74.4%	55.8%	41.9%	62.8%	55.8%	47.6%	69.0%	57.1%	78.6%
	法国CAC40	55.0%	56.4%	64.1%	71.8%	56.4%	43.6%	62.5%	37.5%	53.8%	69.2%	59.0%	69.2%
	德国DAX	59.6%	57.4%	57.4%	74.5%	59.6%	53.2%	66.0%	48.9%	41.3%	67.4%	65.2%	71.7%
	日经225	61.7%	53.2%	55.3%	63.8%	55.3%	61.7%	44.7%	51.1%	43.5%	52.2%	63.0%	67.4%
	韩国综指	53.2%	48.9%	59.6%	59.6%	51.1%	42.6%	63.8%	36.2%	52.2%	50.0%	60.9%	58.7%
新兴市场	巴西IBOVESPA指数	52.6%	62.2%	51.4%	67.6%	45.9%	56.8%	73.0%	56.8%	69.4%	63.9%	61.1%	66.7%
	印度SENSEX30	44.7%	53.2%	46.8%	61.7%	57.4%	68.1%	68.1%	53.2%	58.7%	47.8%	56.5%	71.7%
	胡志明指数	55.6%	69.2%	73.1%	53.8%	50.0%	50.0%	51.9%	63.0%	57.7%	46.2%	53.8%	57.7%
	恒生指数	59.6%	57.4%	46.8%	72.3%	48.9%	53.2%	63.8%	40.4%	47.8%	69.6%	52.2%	69.6%
	恒生科技	61.5%	66.7%	50.0%	66.7%	50.0%	58.3%	58.3%	41.7%	54.5%	45.5%	63.6%	36.4%
	上证指数	51.4%	75.0%	52.8%	55.6%	50.0%	50.0%	47.2%	52.8%	48.6%	45.7%	65.7%	50.0%
	创业板指	41.2%	62.5%	37.5%	43.8%	62.5%	58.8%	47.1%	58.8%	50.0%	56.3%	56.3%	37.5%
发达市场		60%	57%	59%	68%	57%	52%	61%	51%	49%	61%	62%	70%
新兴市场		55%	62%	52%	60%	52%	56%	60%	50%	53%	55%	56%	60%
全球市场		58%	59%	56%	64%	55%	54%	60%	51%	51%	59%	59%	66%

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

海外链关注价值提升环节，核心关注议价能力提升的上游材料与中游硬件。我们使用现金周期指标，现金周期越长反映行业资金被上下游占据时间越久，议价能力较弱，反之则越强，我们认为议价能力边际提升的方向其产业

仅供内部参考，请勿外传

链价值量占比有望继续提升。2026Q2 现金周期明显收缩的行业主要有算力层的通信设备，上游材料的非金属材料/贵金属/元件/电子化学品等，服务器和基础设施现金周期环比明显改善的环节主要有专用设备，下游应用主要是游戏。整体而言，AI 产业链景气向上游特别是材料环节扩散更加明显，且上游材料议价能力边际提升，景气增长有望持续。

表2：A 股 AI 产业链细分行业净利润增速变化情况

AI产业链净利润（TTM）增速	申万二级行业	趋势	2024/9/30	2024/12/31	2025/3/31	2025/6/30	2025/9/30	2025/12/31	2026/3/31	2026/6/30	环比变化	历史分位
上游材料	化学原料		27%	4%	3%	-15%	-14%	-12%	-12%	23%	34%	86%
	工业金属		45%	31%	36%	21%	28%	48%	64%	91%	27%	100%
	小金属		-19%	-20%	11%	12%	28%	33%	43%	66%	23%	100%
	化学制品		-11%	-1%	6%	4%	8%	1%	-3%	13%	16%	100%
	金属新材料		5%	1%	9%	-1%	2%	-5%	-10%	5%	15%	86%
	塑料		-31%	-24%	-11%	-1%	21%	23%	23%	36%	13%	100%
	元件		13%	21%	25%	28%	42%	55%	53%	63%	9%	100%
	电子化学品 II		5%	0%	2%	3%	6%	25%	21%	27%	6%	100%
	非金属材料 II		-66%	-79%	-77%	-64%	-36%	-18%	-24%	-29%	-5%	71%
	玻璃玻纤		-50%	-66%	-61%	-48%	-17%	51%	40%	30%	-9%	71%
	贵金属		52%	48%	46%	57%	58%	58%	74%	55%	-20%	43%
服务器和设施	自动化设备		-4%	-21%	-27%	-22%	-20%	-2%	5%	22%	17%	100%
	消费电子		18%	13%	6%	10%	18%	27%	35%	43%	8%	100%
	其他电源设备 II		34%	-18%	-9%	-9%	-2%	17%	20%	25%	5%	86%
	专用设备		-6%	-13%	-13%	-5%	5%	37%	24%	25%	1%	86%
	电网设备		-16%	-11%	-3%	4%	9%	19%	18%	13%	-5%	71%
	通用设备		-19%	-23%	-14%	-3%	-6%	3%	-7%	-12%	-5%	43%
	电力		20%	7%	2%	-1%	3%	5%	1%	-5%	-6%	0%
	光伏设备		-101%	-126%	-151%	-218%	-2884%	-25%	3%	-11%	-14%	86%
算力芯片和通信	半导体		18%	13%	21%	25%	34%	29%	58%	136%	78%	100%
	通信设备		18%	1%	6%	11%	10%	59%	70%	95%	25%	100%
下游应用	影视院线		14%	-324%	-202%	-422%	-78%	58%	-122%	-79%	43%	57%
	互联网电商		115%	240%	240%	148%	-22%	16%	42%	56%	14%	43%
	广告营销		248%	8%	21%	10%	20%	-51%	-33%	-30%	3%	29%
	专业服务		-11%	-3%	3%	16%	19%	4%	-5%	-9%	-4%	14%
	数字媒体		28%	-64%	-61%	-65%	-65%	-7%	-2%	-10%	-8%	57%
	IT服务 II		-91%	-187%	-290%	-494%	-799%	-14%	-66%	-100%	-34%	57%
	游戏 II		227%	-50%	-25%	27%	103%	222%	190%	146%	-44%	57%

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

表3：A 股 AI 产业链现金周期变化趋势

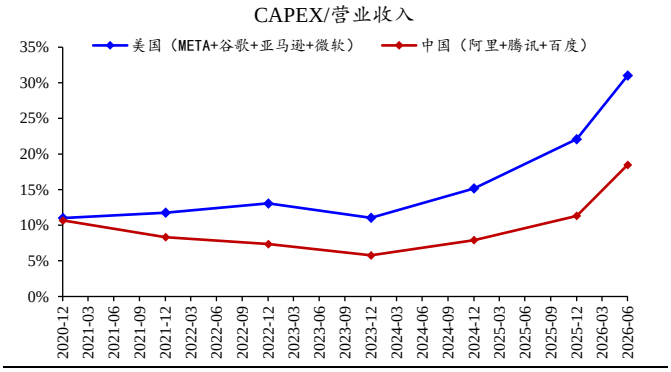
AI产业链现金周期（天数）	申万二级行业	趋势	2024/9/30	2024/12/31	2025/3/31	2025/6/30	2025/9/30	2025/12/31	2026/3/31	2026/6/30	环比变化	同比变化	历史分位
上游材料	非金属材料 II		145.5	151.4	155.1	156.0	153.6	150.3	143.7	138.2	-5.54	-17.83	0%
	贵金属		34.6	33.2	31.6	27.8	25.8	23.0	21.0	19.9	-1.10	-7.86	0%
	元件		54.2	51.7	49.2	47.1	45.9	43.6	42.1	40.1	-1.99	-7.05	0%
	电子化学品 II		89.8	91.9	93.8	95.7	93.1	90.7	90.5	88.9	-1.61	-6.82	0%
	化学制品		42.7	39.5	37.4	36.5	34.2	32.3	31.8	31.1	-0.63	-5.41	0%
	金属新材料		103.8	102.7	101.4	99.8	99.4	98.5	97.4	94.6	-2.77	-5.11	0%
	塑料		78.2	77.5	76.2	75.3	74.5	74.2	72.7	70.7	-1.93	-4.51	0%
	玻璃玻纤		28.1	29.4	20.8	18.6	21.5	17.2	16.7	16.5	-0.19	-2.12	0%
	化学原料		-18.6	-17.8	-17.1	-17.1	-16.8	-16.7	-16.4	-15.9	0.57	1.19	100%
	工业金属		32.4	33.6	34.7	35.7	36.8	38.2	39.0	40.3	1.30	4.57	100%
	小金属		89.2	95.4	99.3	104.0	108.0	108.6	108.8	109.1	0.35	5.16	100%
服务器和设施	自动化设备		163.4	164.0	146.4	140.7	136.8	131.4	109.0	110.3	1.26	-30.40	14%
	光伏设备		12.4	21.6	18.4	29.0	26.8	26.5	12.2	20.2	7.97	-8.88	43%
	专用设备		149.3	146.0	140.3	139.5	138.1	138.5	137.1	133.4	-3.67	-6.04	0%
	通用设备		111.3	104.2	105.4	105.8	108.1	103.5	102.0	101.0	-1.04	-4.83	0%
	消费电子		39.5	35.6	34.2	32.2	30.2	29.6	29.6	30.5	0.86	-1.70	43%
	电网设备		84.2	82.5	78.5	83.6	83.3	84.2	82.3	82.2	-0.11	-1.38	14%
	其他电源设备 II		27.0	35.2	0.7	18.4	17.1	29.4	-8.9	17.8	26.78	-0.51	43%
	电力		24.9	23.6	25.9	29.1	30.7	32.6	32.1	30.7	-1.40	1.55	57%
算力芯片和通信	通信设备		117.3	112.9	104.1	111.3	106.4	103.4	91.9	89.2	-2.69	-22.06	0%
	半导体		146.9	147.2	148.3	150.0	152.1	155.1	157.9	160.4	2.45	10.42	100%
下游应用	游戏 II		-8.5	-4.3	0.1	-7.2	-4.9	-6.5	-15.7	-22.7	-7.08	-15.58	0%
	IT服务 II		116.1	111.0	109.3	109.1	106.3	100.3	98.5	98.4	-0.14	-10.74	0%
	广告营销		38.9	35.9	42.1	38.7	37.6	33.1	36.3	32.8	-3.58	-5.89	0%
	互联网电商		-24.3	-22.1	-20.5	-18.6	-17.2	-16.3	-17.0	-17.6	-0.59	1.08	57%
	数字媒体		-47.5	-45.9	-46.9	-45.8	-43.1	-32.7	-48.5	-44.0	4.44	1.74	71%
	影视院线		129.0	144.2	113.0	108.6	102.8	110.3	107.7	112.5	4.80	3.90	57%
	专业服务		53.7	51.8	47.3	43.6	48.7	52.7	56.2	59.4	3.22	15.86	100%

资料来源：Wind，国泰海通证券研究 注：现金周期=存货周转天数+应收账款周转天数-应付账款周转天数。

2026H2-2027 是国产算力投入加速期，看好自主可控相关的国产线。当前科技与生产力竞争已成为大国博弈的主战场，虽然中国科技企业的 AI 算力投入整体晚于美国，投资强度（CAPEX/营业收入）也显著偏低；但 2026Q2 国内互联网厂商已开始加速资本开支，国产芯片、代工、服务器逐步出现利润兑现，这有望推动国产算力预期上修。与此同时，7 月我国固定资产投资累计同比-6.7%，在投资“止跌回稳”目标下，以“六张网”为代表的新型基建成为重要抓手。在此背景下，近期各地密集发布算力网建设相关政策与规划，也有望为国产算力需求提供重要增量。根据工信部规划，到 2030 年，我国智能算力规模较 2025 年增长超 5 倍，我们预计国产算力产业链需求仍将保持强劲增长。看好国产芯片以及供需紧张的设备材料环节。

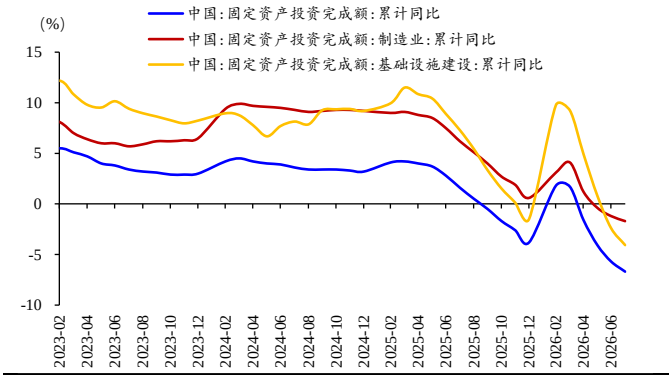
仅供内部参考，请勿外传

图24：中国互联网企业资本开支强度落后海外



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图25：固投年内累计同比为负，稳投资压力显著



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

表4：2026 年以来中央与地方六张网建设相关政策梳理

时间	会议/政策	主要内容
2026/9/11	国务院常务会议	研究算力网建设有关工作，从布局规划、算电融合、市场赋能等方面作出部署
2026/8/11	《四川省推进算力网建设的若干政策措施（试行）》	一区一带两节点；万卡集群；算力券/词元券；零碳算力园区；2028智算240 EFLOPS
2026/7/31	国务院常务会议	加快实施“十五五”确定的重大项目、扎实推进“六张网”规划建设
2026/6/15	《重庆市建设新型能源算力枢纽实施方案》	2027可调度智算10万P；疆算入渝、算电协同、词元工厂、跨境算力
2026/4/28	中共中央政治局会议	加强水网、新型电网、算力网、新一代通信网、城市地下管网、物流网等规划建设
2026/3/19	《关于组织开展国家算力互联互通行业节点建设的通知》	建上海行业节点，算力标识/汇聚/选择/接入区域节点，对接全国算力互联互通体系

资料来源：新华社，各地方政府官网，国泰海通证券研究

表5：“十五五”信息通信行业发展主要指标

序号	指标名称	2025年	2030年	年均/累计
1	信息通信行业收入（万亿元）	3.8	4.1	1.5%
2	信息基础设施累计投资（万亿元）	3.7*	3.8*	〔0.1〕
3	电信业务总量增速（%）	9	—	7
4	研发投入强度（%）	4.7	4.8	〔0.1〕
5	单位电信业务总量二氧化碳排放量下降幅度（%）	6	17*	—
6	新建大型超大型算力设施运行电能利用效率（PUE）	1.25	<1.2	〔>0.05〕
7	每万人拥有5G（含5G-A）基站数（个）	34	50	〔16〕
8	50G-PON端口数（万个）	2	100	〔98〕
9	智能算力规模（每秒百亿亿次浮点运算）	1590	9800	〔8210〕
10	先进存力规模（EB）	540	1700	〔1160〕
11	5G（含5G-A）用户普及率（%）	85.7	95	〔9.3〕
12	千兆以上宽带用户数（亿户）	2.4	3.2	〔0.8〕
13	通信网络终端连接数（亿个）	54	65	〔11〕

资料来源：工业和信息化部关于印发《信息通信行业发展“十五五”规划》的通知，国泰海通证券研究 注：①〔〕内为 5 年累计变化数。②带*的为连续 5 年累计值。③信息通信行业收入、信息基础设施累计投资、研发投入强度包括基础电信企业及规模以上互联网企业数据。

国内关注微观结构健康预期与预期能上修环节，主要是国产链环节。客观而言，当前科技板块确实存在微观交易结构拥挤的问题，但与市场观点不同，我们的看法是：**当前微观结构问题主要集中在局部少数个股，整体市场与绝大多数股票交易结构健康。**2026 年上半年以来，AI 硬件各主要环节龙头公司的股东户数均明显增加，表明各类社会资金均增持科技产业，主要集中

仅供内部参考，请勿外传

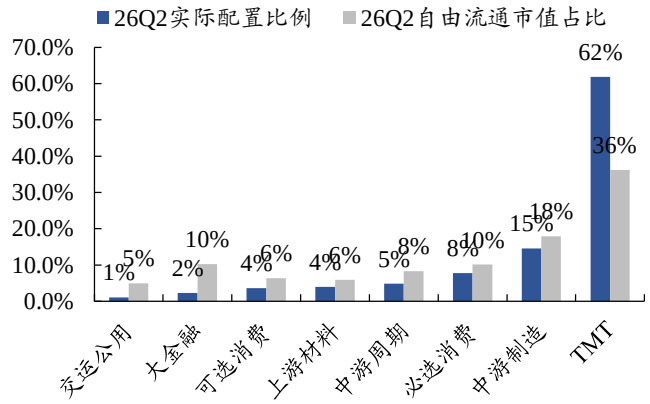
于局部大市值公司。以主动型基金为例，2026Q2 基金大幅增配 TMT 产业链，对电子和通信超额配置比例（实际配置比例减去板块在自由流通市值中的占比）达到 30.06%，这在历史多轮产业抱团中都是罕见的水平。但资金配置主要集中在龙头公司，截至 26Q2，主动基金在通信和电子行业 TOP10 股票持仓市值占板块比重分别达 95.2%和 44.1%，显著高于全市场 TOP10 股票持仓集中度（27.2%），反映科技板块对龙头公司的抱团程度明显高于市场平均水平；而另一方面，前 30 大重仓股占主动基金持仓比例为 27.1%，但其自由流通市值占全 A 总自由流通市值仅为 7.2%，因此我们认为龙头公司的交易拥挤对整体市场影响仍在可控范畴。

表6：2026 年上半年以来 AI 硬件各主要环节龙头公司的股东户数均明显增加

股东户数（万户）		趋势线	近2年历史分位	2024/6/30	2024/9/30	2024/12/31	2025/3/31	2025/6/30	2025/9/30	2025/12/31	2026/3/31	2026/6/30
光模块	中际旭创		100.0%	6.90	7.93	13.63	19.37	12.83	13.23	14.04	15.44	20.57
	天孚通信		100.0%	5.74	6.11	6.83	8.55	8.38	12.19	12.71	12.93	30.08
	新易盛		100.0%	6.36	6.49	8.20	11.81	9.80	15.53	13.95	15.55	25.71
服务器	工业富联		100.0%	19.17	26.59	36.81	40.80	31.11	47.64	58.42	72.26	82.15
	浪潮信息		62.5%	30.23	31.81	30.17	35.06	32.41	36.40	28.91	35.17	32.47
PCB	胜宏科技		100.0%	4.61	5.14	5.17	5.95	6.92	18.39	18.75	23.22	28.40
	东山精密		100.0%	10.94	8.21	11.56	7.80	6.65	10.48	8.17	10.85	38.93
光芯片	源杰科技		100.0%	0.94	0.89	0.92	0.95	0.76	0.99	1.33	1.36	2.65
	仕佳光子		100.0%	1.96	1.92	2.07	2.36	2.48	4.43	4.68	6.52	7.83
光纤	长飞光纤		100.0%	2.61	2.43	2.73	2.56	2.26	4.82	4.71	6.62	12.15
	亨通光电		100.0%	13.68	12.56	12.03	18.34	16.17	19.18	15.96	22.23	59.06
存储	德明利		100.0%	2.88	2.92	2.33	2.63	2.72	3.01	5.53	5.59	11.41
	兆易创新		100.0%	14.15	16.28	14.15	14.60	13.78	15.75	17.44	24.37	36.03
液冷	英维克		100.0%	3.14	2.87	5.02	6.63	7.15	16.43	14.88	21.04	26.88
国产算力	寒武纪		75.0%	2.77	2.65	3.02	3.51	4.08	6.20	5.28	6.86	5.83
	海光信息		100.0%	5.38	4.47	5.65	7.21	8.00	12.75	10.46	10.86	13.32
	中芯国际		62.5%	23.41	22.42	25.20	24.72	24.18	32.60	31.21	30.95	28.71
	北方华创		62.5%	5.22	6.03	8.59	6.67	6.16	8.51	7.02	8.65	8.27
	中微公司		100.0%	3.66	3.72	4.73	4.56	4.69	6.08	5.36	5.11	8.98

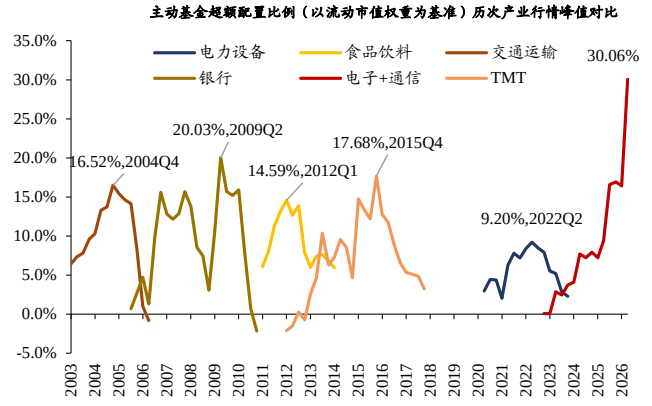
资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图26：26Q2 主动基金大幅超配 TMT 产业链



资料来源：Wind，国泰海通证券研究测算

图27：26Q2 主动基金对 AI 硬件超配幅度达历史高位



资料来源：Wind，国泰海通证券研究测算

图28：2026Q2 主动基金科技板块的持仓集中度

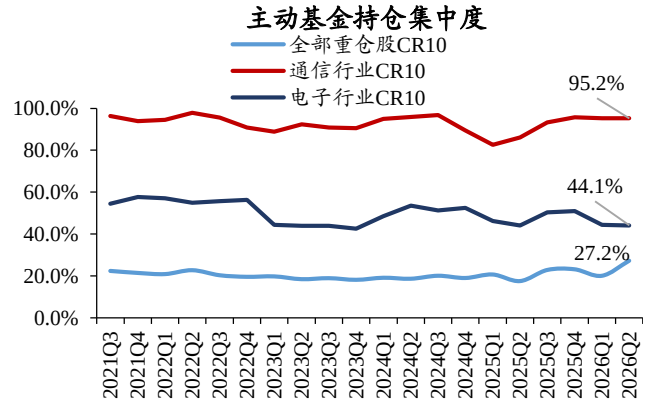
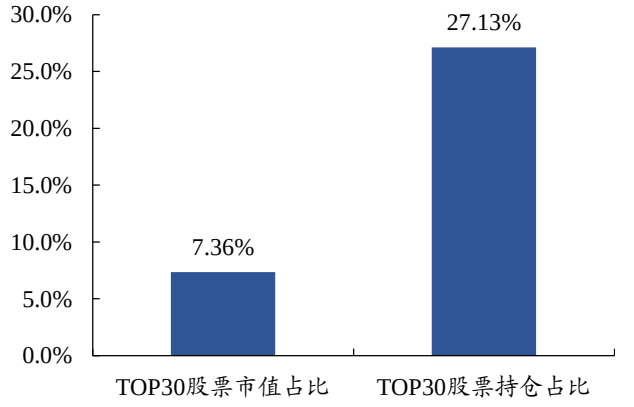


图29：26Q2 主动基金 TOP30 重仓股持仓比例



仅供内部参考，请勿外传

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

资料来源：Wind，国泰海通证券研究 注：股票市值占比为 TOP30 持仓股票自由流通市值（2026 年 9 月 17 日）占全 A 自由流通市值（2026 年 8 月）的比重。

表7：AI 产业链相关标的梳理

产业链	细分领域	公司简称	代码	货币	评级	总市值/亿元	EPS/元			PE/倍		
						2026/9/22	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
AI硬件及制造	通信设备	新易盛	300502.SZ	人民币	增持	5,918.43	14.86	31.60	51.13	28.56	13.43	8.30
		天孚通信	300394.SZ	人民币	增持	3,028.68	3.77	8.02	15.45	73.65	34.62	17.97
		仕佳光子	688313.SH	人民币	增持	725.89	1.77	3.60	6.28	90.73	44.61	25.57
		光迅科技	002281.SZ	人民币	增持	1,583.01	2.26	6.28	8.11	84.61	30.45	23.58
		太辰光	300570.SZ	人民币	增持	490.55	3.47	5.19		62.24	41.61	-
	半导体设备	北方华创	002371.SZ	人民币	增持	4,829.46	11.30	15.88	22.08	58.89	41.91	30.14
		中微公司	688012.SH	人民币	增持	3,364.23	2.88	4.01	5.09	121.95	87.59	69.00
		拓荆科技	688072.SH	人民币	增持	2,027.68	5.97	8.96		116.25	77.46	-
		芯源微	688037.SH	人民币	增持	699.27	1.02	1.98	3.44	339.22	174.75	100.58
		富创精密	688409.SH	人民币	增持	569.89	0.95	1.41		195.91	131.99	-
		芯碁微装	688630.SH	人民币	增持	631.73	3.66	5.03	7.34	117.81	85.73	58.75
	电子	生益科技	600183.SH	人民币	增持	3,547.07	2.49	3.37	4.30	58.65	43.33	33.96
		鹏鼎控股	002938.SZ	人民币	增持	2,102.24	2.41	3.23	4.53	37.64	28.08	20.02
		沪电股份	002463.SZ	人民币	增持	2,376.20	2.28	2.70		54.16	45.73	-
		胜宏科技	300476.SZ	人民币	增持	2,190.63	2.04			109.26	-	-
		景旺电子	603228.SH	人民币	增持	1,043.95	1.77			58.90	-	-
		兴森科技	002436.SZ	人民币	增持	700.27	0.22	0.43	0.67	187.27	95.81	61.49
	机械设备	博众精工	688097.SH	人民币	增持	201.39	1.86	2.49	3.14	24.21	18.08	14.34
		凯格精机	301338.SZ	人民币	增持	149.65	2.56	3.84	4.98	39.24	26.16	20.17
		汉钟精机	002158.SZ	人民币	增持	144.70	1.14	1.40	1.72	23.74	19.33	15.73
		金富科技	003018.SZ	人民币	增持	153.21	0.69	0.95	1.29	70.72	51.37	37.83
	海外	台积电	TSM.N	美元	增持	22,315.00	3.25	4.02	4.89	132.59	107.05	87.98
		英伟达(NVIDIA)	NVDA.O	美元	增持	52,860.94	9.30	14.70	19.40	23.58	14.92	11.31
	电新	麦格米特	002851.SZ	人民币	增持	708.97	1.88	2.73		64.46	44.39	-
		铂科新材	300811.SZ	人民币	增持	334.01	1.40	1.66		58.50	49.34	-
		旭光电子	600353.SH	人民币	增持	280.80	0.26	0.36	0.49	130.31	94.11	69.14
AI材料	玻纤电子布	中国巨石	600176.SH	人民币	增持	1,887.48	1.24	1.39		38.02	33.92	-
		中材科技	002080.SZ	人民币	增持	984.89	1.90	2.31	2.50	30.89	25.41	23.48
		国际复材	301526.SZ	人民币	增持	1,212.71	0.38	0.54	0.62	84.63	59.56	51.87
		建滔积层板	1888.HK	港币	增持	1,469.21	3.51	4.63	5.02	13.28	10.07	9.29
	金属	东方钽业	000962.SZ	人民币	增持	305.62	0.88	1.15	1.47	65.85	50.39	39.42
		稀美资源	9936.HK	港币	增持	59.34	0.79	1.08	1.39	18.14	13.27	10.31
	化工	雅克科技	002409.SZ	人民币	增持	641.03	2.78	3.25	3.65	48.45	41.44	36.90
		联瑞新材	688300.SH	人民币	增持	421.82	1.64	2.17	2.93	106.52	80.50	59.62
		国瓷材料	300285.SZ	人民币	增持	659.15	0.85	1.12	1.41	77.78	59.03	46.89
		东材科技	601208.SH	人民币	增持	528.33	0.68	1.01	1.40	76.91	51.78	37.36
		圣泉集团	605589.SH	人民币	增持	341.77	1.64	2.05		24.62	19.70	-
		蓝晓科技	300487.SZ	人民币	增持	344.08	2.02	2.43	2.87	33.46	27.81	23.55
AI应用	计算机	浪潮信息	000977.SZ	人民币	增持	1,025.14	3.95	5.05	6.91	17.67	13.82	10.10
		海康威视	002415.SZ	人民币	增持	2,974.00	2.10	2.68	3.12	15.45	12.11	10.40
		赛意信息	300687.SZ	人民币	增持	110.84	0.49	0.74	0.98	55.39	36.68	27.69
		金蝶国际	0268.HK	港币	增持	255.33	0.04	0.23	0.37	181.19	31.24	19.52
		深信服	300454.SZ	人民币	增持	593.26	1.26	1.65	2.09	109.10	83.32	65.78
	传媒	世纪华通	002602.SZ	人民币	增持	1,071.70	1.23	1.56	1.79	11.82	9.32	8.12
		恺英网络	002517.SZ	人民币	增持	353.37	1.24	1.44	1.68	13.34	11.49	9.85
		巨人网络	002558.SZ	人民币	增持	471.53	2.25	2.52	2.54	11.03	9.85	9.77
		快手-W	1024.HK	港币	增持	1,295.50	4.01	4.75	5.59	7.47	6.30	5.36
	汽车	新泉股份	603179.SH	人民币	增持	289.80	1.39	1.95	2.43	28.36	20.22	16.22
		宁波华翔	002048.SZ	人民币	增持	147.17	1.78	2.02	2.33	10.18	8.97	7.78
		拓普集团	601689.SH	人民币	增持	760.48	1.61	2.10	2.62	27.18	20.84	16.70
		肇民科技	301000.SZ	人民币	增持	59.31	0.66	0.79	0.93	36.89	30.82	26.18
		均胜电子	600699.SH	人民币	增持	308.14	1.06	1.29	1.50	18.75	15.40	13.25
		华阳集团	002906.SZ	人民币	增持	146.56	1.80	2.18	2.67	15.51	12.81	10.46
	医药	金斯瑞生物科技	1548.HK	港币	增持	848.80	0.34	0.48	0.75	109.62	78.30	49.83
		英矽智能	3696.HK	港币	增持	313.19	0.20	0.48	1.09	263.89	113.10	49.48
		晶泰控股	2228.HK	港币	增持	296.69	0.03	0.06	0.07	199.96	119.97	99.98
		剂泰科技-P	7666.HK	港币	增持	183.67	-0.16	0.00	0.11	-96.51	-	135.11
	海外	腾讯控股	0700.HK	港币	增持	38,745.07	25.96	28.78	31.36	16.41	14.80	13.58
		阿里巴巴-W	9988.HK	港币	增持	20,899.12	6.75	9.77	11.93	15.56	10.76	8.81

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

2. AI 硬件及制造产业动态及研判

2.1. 通信设备：AI 基础设施建设仍是未来两年的核心投资方向

截至 2026 年 9 月初，AI 基础设施需求已从“资本开支预期”进一步转化为“财报与订单兑现”，通信设备仍是未来两年的核心投资方向。Alphabet 二

仅供内部参考，请勿外传

季度 Google Cloud 收入同比增长 82%至 248 亿美元，Amazon 二季度 AWS 收入同比增长 37%至 422 亿美元；Broadcom 9 月初披露三季度 AI 半导体收入 167 亿美元，同比增长 221%，并预计四季度达到 217 亿美元，显示云厂商和定制 AI 芯片的网络配套需求仍然强劲。随着推理、Agent 和超大规模集群扩张，带宽、功耗与链路可靠性成为新的约束，投资主线由 GPU 进一步扩散至 800G/1.6T 光模块、交换机、光芯片、硅光、AEC 及 CPO/NPO 等环节。

产业重大进展：（1）海外需求继续兑现，云业务与 AI 资本开支维持高景气；（2）国内光模块龙头半年报验证高速率产品放量：新易盛上半年营收 209.10 亿元、归母净利润 75.29 亿元，同比分别增长 100.34%、90.98%；（3）高速互连由展示验证走向量产，Arista 发布 1.6T AI Fabric 平台并称 LPO 可使互连功耗降低约 60%，NVIDIA 的 Spectrum-X Photonics CPO 交换机已进入生产阶段；（4）上游器件加速突破，天孚通信上半年光互连元器件收入 27.90 亿元、归母净利润 12.04 亿元，仕佳光子 100mW CW 实现批量出货，1.6T AWG 及 CPO 高通道 FAU 实现小批量出货；（5）海外政策不确定性上升，据路透社 8 月报道美国 FCC 正研究限制新型号中国光收发模块进口，草案仍可能调整或搁置，全球化产能与客户结构的重要性提升。

行业投资逻辑：通信设备板块的景气判断正在由“看 CapEx”转向“看订单、产品结构和现金回收”，核心矛盾从算力芯片供给逐步转向网络互连效率。（1）AI 资本开支仍在兑现，云收入、长期订单与客户自研芯片扩张为通信设备提供跨周期成长空间；（2）AI 集群中网络带宽、拥塞控制和链路可靠性成为性能瓶颈，交换机升级与 800G/1.6T 光模块放量共振；（3）价值量向高速光芯片、CW 光源、AWG、AEC、FAU/MPO 及高端连接器迁移，具备客户协同、量产交付和良率能力的供应商更具弹性；（4）CPO/NPO/LPO 并非短期全面替代可插拔模块，而是优先在高带宽、近距互连和超大规模集群中导入，光引擎、外置光源、硅光封装及测试设备的中期弹性值得重视；（5）国产算力建设与海外供应链重构并行推进，国产替代与海外份额提升形成双重驱动，但需同步评估出口管制、客户集中度及产品价格下行风险。

未来三个月重点催化：9 月：CIOE 光博会及产业链新品发布，关注 1.6T、NPO/CPO、CW 光源、AWG/FAU 等产品展示与客户验证；三季度：800G 与 1.6T 出货、扩产和订单兑现，跟踪新易盛、天孚通信等半年报后的产能与客户进展；四季度：Rubin 平台及下一代 AI 服务器网络升级，关注 1.6T 交换机、LPO/CPO 量产节奏和 2027 年云厂商 CapEx 指引；同时跟踪美国光通信设备政策、光芯片/硅光晶圆及高功率 CW 光源供给约束。

投资建议：建议从“订单确定性+技术迭代+供应链韧性”三条维度筛选通信 AI 标的。板块估值经过前期调整后，核心公司盈利增长仍快，但需区分已充分定价的高景气龙头与尚处产品导入期的弹性环节；短期优先关注 800G/1.6T 量产和海外客户交付，中期关注 LPO/NPO/CPO、硅光、外置 CW 光源及高速连接器的渗透。推荐：（1）**新易盛**：上半年业绩高增，1.6T 及硅光产品占比提升，客户需求和订单能见度较高。（2）**天孚通信**：光互连元器件平台型龙头，800G/1.6T 光引擎、FAU 及 CPO/NPO 技术储备完善。（3）**仕佳光子**：AWG、PLC、光芯片、CW 光源协同布局，1.6T AWG、CW 及 CPO 高通道 FAU 已出现小批量进展。（4）**光迅科技、太辰光**：分别关注高速光模块/光芯片国产替代及 MPO/高密度连接器需求。风险方面，需跟踪海外政策限制、客户集中度、产品价格下行及 1.6T 良率爬坡。

2.2. 半导体设备行业：存储、先进封装高景气周期驱动行业高增，优选高成长、强确定性、合理估值龙头企业

AI 驱动的需求正在重塑半导体制造投资格局。根据 SEMI 数据，2026E 全

仅供内部参考，请勿外传

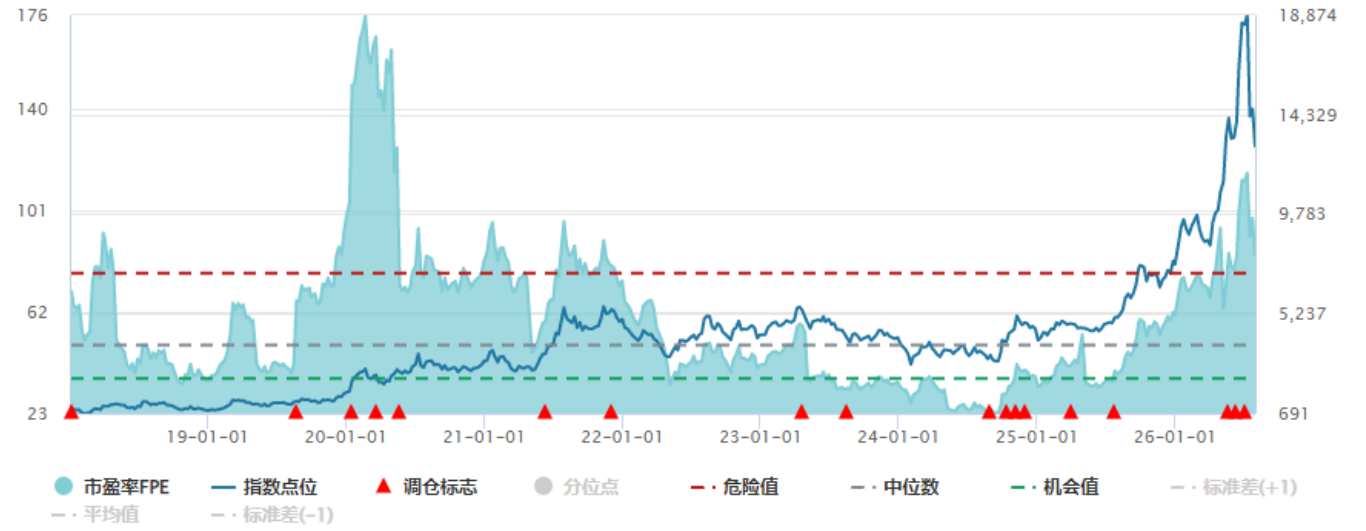
球半导体制造设备总销售额将达 1659 亿美元，创历史新高，同比增长 23.2%；预计 2028E 全球总设备销售额有望达到 2295 亿美元，实现连续五年增长，主要得益于 AI 基础设施投资的加速，以及支持更高计算密度、高带宽存储（HBM）相关投资和日益复杂的器件架构所需的前沿逻辑、先进存储和封装技术投资的增加。

聚焦中国大陆半导体晶圆厂、封装厂等的发展，我们认为有如下行业进展值得期待和持续关注：

存储扩产正当时，长鑫科技成功实现科创板 IPO、长江存储已完成第一期 IPO 辅导。根据 SEMI 预估 2026E 全球 300mm 晶圆厂存储领域设备投资将首次突破 500 亿美元，增长 29%至 520 亿美元，2027E 再增长 11%至 570 亿美元。全球 300mm 存储产能 2027E 预计达到每月 420 万片。（1）、长鑫科技 2026 年 7 月 27 日成功登陆科创板 IPO，发行价格为 8.66 元/股，超额配售选择权全额行使后募集资金净额为 663.10 亿元；（2）、2026 年 7 月 10 日，长江存储已披露首次公开发行股票并上市辅导工作进展情况报告（第一期），将继续进行下一阶段 IPO 辅导工作。

看好未来 2-3 年国内先进封装扩产潮。近期国内相关封测厂密集公告扩产投资计划，包括但不限于：（1）、2026 年 6 月 25 日，长电科技拟投资 78 亿元人民币在上海临港新片区建设高端先进封测工厂；2026 年 7 月 23 日，长电科技完成子公司的设立登记手续，全资子公司名称为长润芯微系统（上海）有限公司，注册资本金 40 亿人民币。（2）、2026 年 7 月 13 日，汇成股份的全资子公司郑隆芯创计划在上海市嘉定区南翔镇投资建设“HITS 先进封装研发产业化项目”，投资总额预计不低于 75 亿元。（3）2026 年 6 月 26 日，甬矽电子计划投资微电子高端集成电路 IC 封装测试三期项目，总投资金额 103 亿元。

图30：半导体设备指数（8841321.WI）的市盈率 FPE 情况（单位：倍）



资料来源：Wind

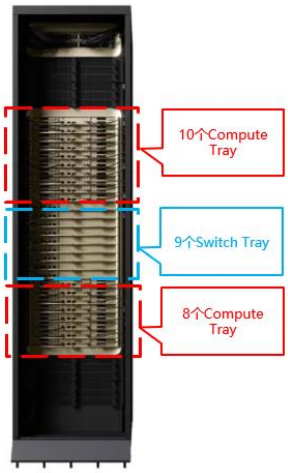
根据 Wind 数据，截止 2026 年 7 月 31 日半导体设备指数（8841321.WI）已较 2026 年 7 月 1 日的高点 21188.00 下跌至 12896.4，下跌幅度达 39.13%；半导体设备指数的市盈率 FPE 为 83.59 倍。我们认为市场愿意给予半导体设备板块的相关公司较高的估值，源自下游客户扩产的确定性极强，以及相关产业链环节的公司的业绩快速增长，我们建议在本轮 7 月的下跌逐渐企稳时优选高成长、强确定性、合理估值的核心公司，推荐：**北方华创、中微公司、拓荆科技、芯源微、富创精密、芯基微装**；相关标的包括：**长川科技、强一股份、珂玛科技**。

仅供内部参考，请勿外传

2.3. 电子：英伟达 Rubin Ultra 机架中交换托盘有望倍增并采用 PTFE 材料，带来 CCL/PCB 需求持续增长

英伟达 Rubin 服务器逐步进入放量期，机架布局为经典“10+9+8”结构。英伟达目前主流的 GB200/GB300/VR200 NVL72 服务器从机架空间布局来看，整体呈现典型的“10+9+8”结构，即上部 10 个 Compute Tray、中部 9 个 Switch Tray、下部 8 个 Compute Tray，合计 18 个计算托盘+9 个交换托盘。我们预计，2026Q3-Q4 为英伟达新品 VR200 系列逐步导入加速放量的时间节点，PCB 作为服务器的重要物料，其备货速度也将同步加速，继续推升 AI PCB 产业高景气度。

图31：VR200 NVL72 机架布局为“10+9+8”结构



资料来源：Nvidia，国泰海通证券研究

下一代 Rubin Ultra NVL576 的 Switch Tray 数量倍增扩容 AI 算力 PCB 市场空间。根据 Semianalysis 数据，Rubin Ultra NVL576 架构是在 NVL72 的基础上，把 8 个 NVL72 机架通过更大规模的 NVLink 交换网络连接起来，形成共计 576 张 Rubin Ultra GPU 的集群系统。当前 NVL72 机架均采用“10+9+8”的托盘布局，而 Rubin Ultra Oberon 则调整为“9+18+9”。其中，中间部分的 Switch Tray 数量从 9 个增加到 18 个，以加强 8 个机架间的互联能力。我们认为，相比于之前的 NVL72 机柜，Switch Tray 配套 PCB 翻倍直接提升了单 GPU PCB 的用量，使得英伟达服务器配套 PCB 市场空间持续扩容。

下一代 Rubin Ultra NVL576 的 Switch Tray 的 PCB 有望采用 PTFE 材料方案，更高的加工难度将持续推升 PCB 价值量。根据 Semianalysis 报道，英伟达计划在 Rubin Ultra 的 Switch Tray 中导入 PTFE(聚四氟乙烯)材料，以 PTFE 为 Core 层、混压 M9 保证板材机械强度与可加工性。相比于主流材料的 CCL，PTFE 能够提供更好的信号传输性能，但 PTFE 材料具有表面光滑、质地较软、机械强度不足等特点，因此在钻孔过程中容易出现孔壁质量不佳等问题，对 PCB 板厂加工能力要求较高。我们认为 PTFE 更高的加工难度将助推 PTFE 材料 PCB 价值量、毛利率持续提升，这种全新材料体系也将使得具备工艺 know□how 的头部 CCL 企业持续受益。

英伟达下一代 Rubin Ultra NVL576 服务器架构逐步清晰，交换托盘有望倍增并采用 PTFE 材料，其配套 PCB 有望享受量的倍增和新材料带来的价的增长，实现量价齐升。推荐：**生益科技、鹏鼎控股；**相关标的：**广合科技、沪电股份、胜宏科技、景旺电子、兴森科技**。

仅供内部参考，请勿外传

2.4. 机械设备：算力基建持续升级，具身智能加速演进

光模块设备：1.6T 进入规模放量阶段，3.2T 及 CPO/NPO 加速验证，设备需求由产能扩张向“扩产+工艺升级”共振演进。AI 算力基础设施持续拉动高速光互连需求，2026 年 1.6T 光模块进入规模放量阶段，头部厂商持续推进产能扩张；与此同时，3.2T 及更高速率产品加快研发验证，NPO、CPO 等新型光互连方案持续演进。新一轮光模块设备需求一方面来自 1.6T 新增产能建设，另一方面来自速率升级及封装方案变化带来的设备更新和新增工艺环节，行业驱动力由单纯扩产进一步向产能扩张与技术升级共振切换。

速率升级与硅光、CPO 渗透持续抬升封装测试难度，高精度贴装、耦合及测试设备有望成为主要增量环节。随着单通道速率提升及光电集成度提高，光模块制造对贴装精度、耦合精度与效率、高速信号测试及可靠性筛选提出更高要求；硅光及 CPO 进一步推动测试对象由成品模块向光芯片、硅光晶圆、裸 Die 及光引擎等环节延伸，带来晶圆级测试、KGD 测试及光电混合测试等新增设备需求。当前国内厂商已在共晶贴片、主动耦合、老化测试等环节形成一定产业化能力，高速光通信测试等高壁垒环节也在加快突破，1.6T 扩产与新工艺导入有望共同打开国产设备成长空间。建议关注：博众精工、凯格精机。

人形机器人：人形机器人“大脑”训练侧的算力军备竞赛升级。Figure 与英国 AI 基础设施企业 Nscale 达成 35 亿美元算力采购合作，依托 NVIDIA Vera Rubin 平台训练 Helix 大模型，规划最高配置 10 万张 GPU，并发布覆盖超 1600 万段视频的 Index 数据集，大模型厂商的算力竞争正传导至具身智能；李飞飞创企 World Labs 发布全模态世界模型 Atlas，原生打通文本、图像、视频与 3D，并以 Real-to-Sim 能力切入机器人仿真训练；OpenAI 成立 OpenAI Robotics 重回人形机器人本体研发，产业链“大脑—本体”分工格局进入重构期；HuggingFace 推出 399 美元开源平价款机器鸭 Microduck，预售 24 小时订单总额超 260 万美元，探索“开源+平价”的机器人共创模式。

具身智能政策、标准与场景建设在 2026 年上半年密集推进。具身智能被纳入“十五五”规划及政府工作报告相关部署，首个人形机器人与具身智能标准体系加快建设；面向真实场景的训练和应用行动提出建设高价值标准化场景、推动规模化部署。政策支持重点正由技术研发扩展至标准、数据、测试验证和场景开放。

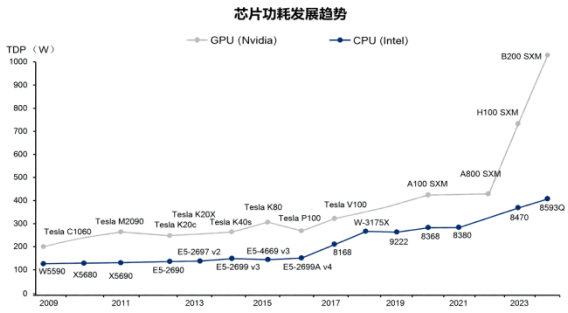
国内具身智能企业加快布局数据供应链。全国从事具身数据采集的企业已接近百家，截至 2025 年底已建成或在建的人形机器人数据采集中心超过 50 家；本体和模型企业主要通过投资专业数据公司、自研 UMI/Ego/外骨骼等采集设备，以及建设或接入数据中心三条路径形成数据闭环。行业竞争重点正在从采集时长与中心数量转向有效任务覆盖、数据质量及对模型能力的实际提升。

液冷：高功率机柜占比持续提升。随着 AI 模型规模和计算复杂度提升，GPU 单芯片功耗快速上升，单芯片功耗上升叠加 GPU 数量增加，使散热压力由“芯片级”迅速放大至“机柜级”，液冷逐渐由高性能计算的“可选方案”转变为高密度 AI 机柜的必要基础设施。高功率机柜快速放量。英伟达宣布 Rubin NVL72 已经在 CoreWeave、Google Cloud、Microsoft Azure、OCI、Nebius 运行，NVIDIA 明确使用“production is ramping up”的表述，另外根据 Uptime Institute 调研部署峰值功率在 30kW 以上机柜的运营商继续增加，拥有 30kW 以上机柜的运营商比例由 2025 年的 19%升至 2026 年的 24%，增量主要来自 50kW 以上机柜。

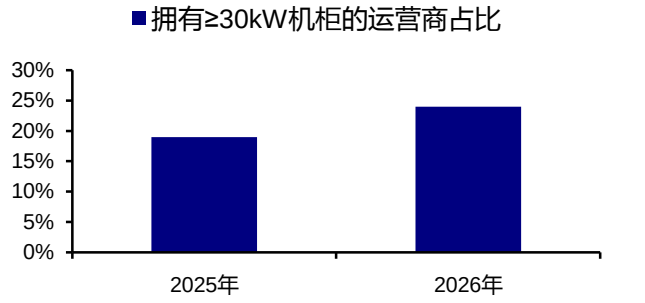
图32：芯片功耗发展趋势

图33：高功率机柜渗透率提升

仅供内部参考，请勿外传



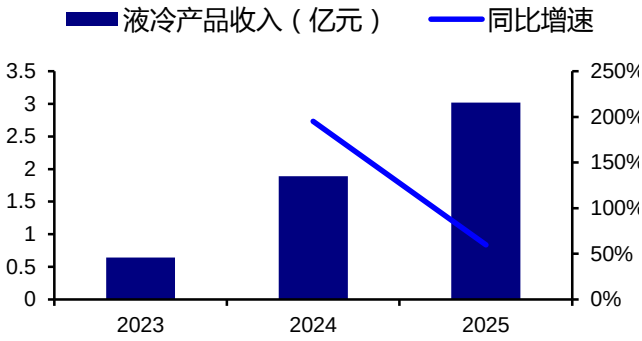
资料来源：曙光数创 2025 年年报，国泰海通证券研究



资料来源：Uptime Institute，国泰海通证券研究

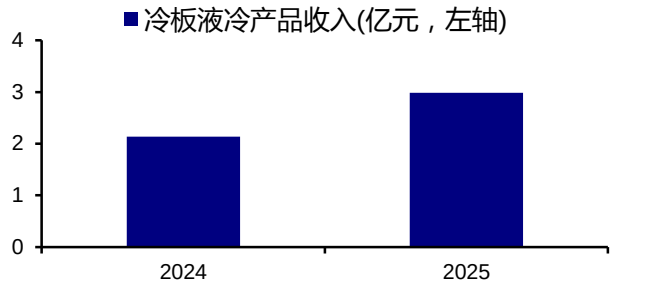
行业从“叙事”到业绩和订单兑现。以曙光数创、申菱环境为代表的液冷公司订单和业绩开始释放。申菱环境 2025 年液冷产品收入为 3.02 亿元，同比增长 59.79%，曙光数创冷板收入为 2.98 亿元，同比增长 40.01%。另外根据申菱环境中报披露，其液冷相关新增订单达 18 亿元，为上年同期 2.3 倍。

图34：申菱环境液冷产品收入及增速



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图35：曙光数创液冷板产品收入



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

液冷行业处于强 Beta 阶段，后续业绩释放节奏有望加速，具有大客户强绑定、有海外销售渠道、受益于技术变革的公司有望快速成长，一次测环节建议关注汉钟精机，二次侧环境建议关注金富科技。

2.5. 海外科技：AI 推理成本下行与应用侧商业化提速拉动算力需求

终端模型需求层面出现两大边际变化：1）开源模型加速进入云厂商及新云基础设施，模型降价有望通过需求弹性扩大 Token 总量。头部 CSP 和新云正在将开源、开放权重模型纳入自有模型分发和托管推理体系。亚马逊 AWS 已将 DeepSeek-R1 作为全托管、无服务器模型接入 Amazon Bedrock；新云 Nebius 通过 Token Factory 为客户提供开源模型部署、微调、编排和推理服务，目前支持约 60 个开源模型，并宣称通过缓存、投机解码、模型蒸馏等系统优化，最高可将推理成本降低 70%。在价格倒逼下，这一迁移将显著抬升推理侧 Token 用量与算力基建投入，对算力、存力、运力等硬件环节形成实质性需求拉动。**2）模型能力迭代开始更直接地转化为用户增长和商业化收入，应用侧需求正在形成对算力投入的反向拉动。**GPT-5.6 发布后，OpenAI 的 Codex 与 ChatGPT Work 合计周活跃用户在 7 月中旬突破 800 万，7 月 21 日合计用户进一步达到 1000 万，较 7 月初接近翻倍。商业化层面，OpenAI 2026 年 7 月单月新增年化经常性收入，即 ARR 增量，已经超过整个第二季度三个月的累计增量，增长主要来自 GPT-5.6、ChatGPT Work 和 Codex。

台积电：AI 需求从 GPU 扩散至 CPU/ASIC/网络芯片，为台积电带来更广需求面与更强能见度。台积电 26Q2 业绩验证 AI 需求仍处于高景气阶段，

仅供内部参考，请勿外传

3 纳米、5 纳米和 7 纳米收入占比分别为 30%、33%和 11%，2 纳米在量产爬坡初期已贡献 3%的晶圆收入。在当前的供需关系下，台积电上调全年收入与资本开支指引：将 2026 年资本支出预期从 520 亿至 560 亿美元上调至 600 亿至 640 亿美元，并预计全年以美元计价的营收增速将略高于 40%，高于此前逾 30%的指引。

英伟达：Rubin 由产品预期进入量产和客户部署阶段。Vera CPU 已于 2026 年 6 月交付 OpenAI、Anthropic 和 SpaceX；Vera Rubin NVL72 机架已经在 CoreWeave、Google Cloud、Microsoft Azure 和 Oracle Cloud 基础设施中运行。CoreWeave 基于 DeepSeek-R1 的测试显示，Vera Rubin 每兆瓦 Token 吞吐量达到上一代 Grace Blackwell NVL72 的 10 倍。在电力容量难以快速扩张的情况下，每兆瓦 Token 吞吐量提升意味着云厂商能够在相同电力和机房条件下承载更多推理需求，并降低单 Token 成本。模型推理成本下降后，价格弹性会进一步扩大 Token 调用量，因此 Rubin 的性能提升既能够推动客户替换上一代产品，也能够扩大 AI 推理的整体市场规模。

2.6. 电新：AIDC 电源设备及器件迎来产品升级期

Rubin Ultra 逐步走向垂直供电，看好格局卡位好、有业绩兑现且伴随技术迭代有溢价的板载电源环节。随着芯片功率提升，板载电源的大电流和高波动特性突出，如 RU 单核功耗 1800-2500W+，核电压 0.7-0.8V，电流~3000A。横向供电的路径电阻在 3000A 下损耗和压降不可接受，三次电源从分立走向模块化内埋垂直供电模式，电流路径缩短 90%，瞬态响应和 I2R 内阻损耗大幅改善。其中，二三次板载电源向 1.6-4kw 高功率发展，AI 电感技术趋势由分立式向模块化以及 TLVR 方案发展，每次技术迭代价值量基本翻倍增长。国内公司已经形成较好卡位，利润开始逐步释放。

受益标的：麦格米特、新雷能、铂科新材、顺络电子、龙磁科技、中富电路等

被动器件 MLCC 供需紧张持续涨价。三星率先针对 OEM、ODM 大客户调涨 2026Q4 报价，消费级平均上调价格 25%-30%，AI Server 的高端 X6S 产品平均涨幅 10%-20%，积极转产，此举意味着 MLCC 全系产品将迎来价格上涨趋势，全部客户将承担供需错配下的产品提价。MLCC 公司中报业绩亮眼，涨价带来的利润弹性有望进一步提升。三环 26Q2 收入同增 62%，环增 40%，归母同增 62%，环增 44%，26Q2 扣非净利率 29%，环增 2pct，其中上半年 MLCC 收入占比已达 40%，相比 25 年提升 10pct，增扩高端产能&后续跟随海外涨价策略全年利润有望持续走升。

受益标的：风华高科、昀冢科技等

功率半导体也迎来景气周期。8 月 18 号台湾地区功率半导体厂商正酝酿第三波价格调整，最快 10 月起针对非合约产品，涨价幅度 10%至 15%，国产厂商预计最快于 9 月底至 10 月中旬开启第三轮涨价，预计涨价幅度 10%左右。目前来看 6-8 寸产品毛利率经历前两轮涨价恢复明显，普遍达到 40%-50%的水平，预计第三轮涨价将拉动毛利率继续上升。此外，建议关注 AI 电源三次侧 drmos 用量激增带来的结构性机会，预计华为服务器三次侧电源 drmos 测试结果在 9-10 月份陆续出来，建议关注 drmos 厂商大客户方面进展以及相关的涨价情况。

受益标的
功率相关：扬杰科技、天岳先进、芯联集成
DRMOS 相关：芯朋微、杰华特

功率提升散热压力显现，AI 陶瓷基板景气向上。AI 陶瓷主要供应方日本受

仅供内部参考，请勿外传

氧化钇管控影响产能收缩。日本氧化钇库存见底时间点临近，陶瓷基板价格水涨船高；中石科技与旭创换股让市场聚焦光模块散热领域，陶瓷作为光模块温控最核心的零部件，伴随着光模块放量需求持续爆发。

1）随着光模块散热量的增加，需要标配 DPC 陶瓷基板+TEC 温控片+HTCC 高温共烧管壳，且陶瓷烧结需要配合稀土，日本减产叠加需求增加的场景下价值量将快速上升。

2）京瓷为日本陶瓷基板龙头，受原材料氧化钇供应限制后续生产能力或下降；德山化工是日本氮化铝粉体龙头，京瓷的粉体供应大部分依赖德山化工，德山化工也将受京瓷生产下降影响，进而导致 4N 级粉体供应不足，价格上涨。

受益标的：

陶瓷制品：旭光电子、中瓷电子、国瓷材料、富乐德、博敏电子

烧结设备：北方华创、楚江新材

3. AI 材料产业动态及研判

3.1. 玻纤电子布：传统布加速提价，特种布进入兑现年

9 月的分化：产业链仍在涨价趋势上，布的确定性高于板。8 月底 CCL 头部厂家发布提价函，提价幅度 10%（7 月提价 15%），提价节奏和幅度均环比有所放缓，但标准 FR-4 并未出现降价，仍在涨价通道上。同时 9 月 E 系列电子纱电子布继续维持涨价趋势，根据卓创 9 月电子纱 G75 主流报价 22800-23500 元/吨不等，7628 电子布报价维持 11.5-12.1 元/米不等，维持了和 8 月相同的涨幅。

26H1 产业链上 CCL 涨价幅度高于电子布，是因为缺布状态下，格局更集中 CCL 对格局分散的 PCB 厂家有更好的议价能力；但进入 26H2 后，随着 CCL 涨价对传统消费电子类 PCB 盈利压力在加大，前期涨的更少的电子布环节提价稳定性和确定性变得更高，因为回到产业链紧缺的本质因素仍是缺纱和缺布。

传统布紧缺背后仍是“转产效应”下的库存低位，传统布持续涨价预期带动头部企业盈利中枢快速上调。26Q1 开始传统布缺口加大，一方面织布机转产 AI 造成了短期供应瓶颈，另一方面 AI 应用中本身需要配套部分传统电子布产品带动了传统电子布结构性需求的提升。在过去两年传统电子布行业低谷期中，只有头部企业能实现微利，行业全面亏损，因此新增产能有限，在 25 年库存消耗殆尽后，26 年供需紧缺问题开始显现。

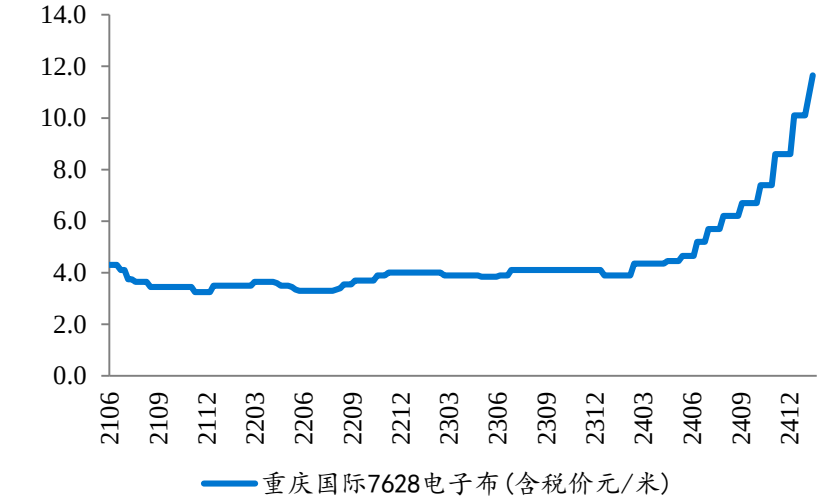
根据卓创，26 年 1-9 月 7628 电子布含税价格从 4.5 元/米涨到 11.7 元/米，年内价格大幅提升，提价的高频观测指标我们认为主要是：

1）电子布保持极低库存：根据卓创，2026 年传统电子布扩产规划主要包括中国巨石淮安 10 万吨电子纱，建滔清远 7 万吨电子纱，其中我们预计中国巨石淮安产能已经在 7 月完全满产，建滔 7 万吨电子纱将于 8 月释放产能，但两家公司织布机产能新增均有限，即便在年内供应增加的情况下，目前行业电子布库存仍几无库存。

2）代表需求的头部 CCL 稼动率保持高位：我们预计头部 CCL 在涨价后仍保持了充足的在手订单量，表示从电子布到覆铜板仍在良性顺价通道上。

图36：7628 布进入加速提价通道

仅供内部参考，请勿外传



资料来源：卓创资讯，国泰海通证券研究

织布机转产带来的传统布紧缺，背后是 AI 特种布需求景气的兑现，进入 26 年之后 AI 特种布将进入量利兑现期：

1）CTE 布涨价最早兑现：1 月以来国产 CTE 布持续提价，主要受益于 AI 芯片和消费电子共同驱动的封装载板需求的景气，该需求受产品迭代影响小且目前批量供应的玩家也相对偏少，紧缺程度偏高；

2）低介电布中二代布或是 26H2 最紧缺布种：谷歌 TPU 为代表的 ASIC 链以 M8 覆铜板配套二代布确定性仍相对较高，英伟达 rubin 和 ultra 具体方案仍在落实中，我们判断 26H2 低介电二代布或成为特种布中最为紧缺的品种。以国际复材为例，我们预计公司 26Q2 二代布月出货量在 60-70 万米/月，年底有望提升至 200 万米/月以上，二代布放量加速。

投资方向上，我们优先推荐传统布涨价链条，以及特种布二代布标的，包括**中国巨石，中材科技，国际复材**；相关标的：**建滔积层板。**

1）中国巨石：传统电子布产能规模最大，预计 26 年传统电子布出货在 11-12 亿米，我们测算以 9 月 7628 布均价 11.6 元计算，单米盈利来到 6.5 元。

2）建滔积层板：行业稀缺的从电子布到覆铜板一体化标的，赚两个环节的钱，我们测算 8 月低提价后 1.5mm 厚度 FR-4 报价达到含税 345 元/张；

3）中材科技：特种布布局领先，25 年公司特种布销量 1917 万米，26 年我们判断，从产品布局的完整度和客户认证的领先性出发，公司仍是 AI 特种电子布领域能力最全面的公司；

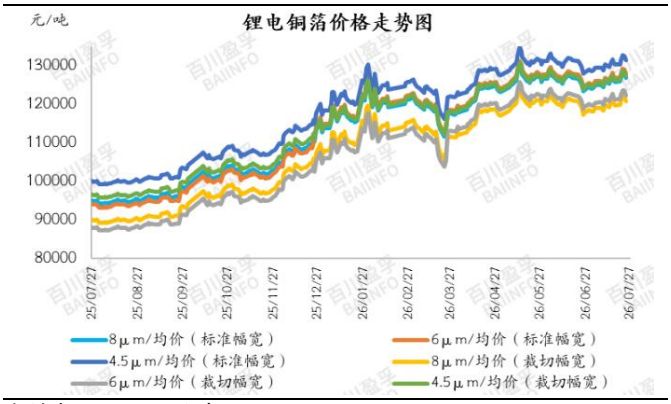
4）国际复材：我们预计公司 26Q2 二代布月出货量在 60-70 万米/月，年底有望提升至 200 万米/月以上，二代布放量加速。

3.2. 金属：高端 HVLP 铜箔逐步兑现；钽产业链价格全线上涨

锂电铜箔及电子电路铜箔价格持续上涨。铜箔分为锂电铜箔（动力电池、储能用）、PCB 电子铜箔（AI 服务器、电路板用），我们认为本轮是原料涨价、AI 算力爆发导致产能互相挤占共同推动，高端铜箔涨幅远大于普通铜箔。

仅供内部参考，请勿外传

图37：锂电铜箔价格上涨



资料来源：百川盈孚

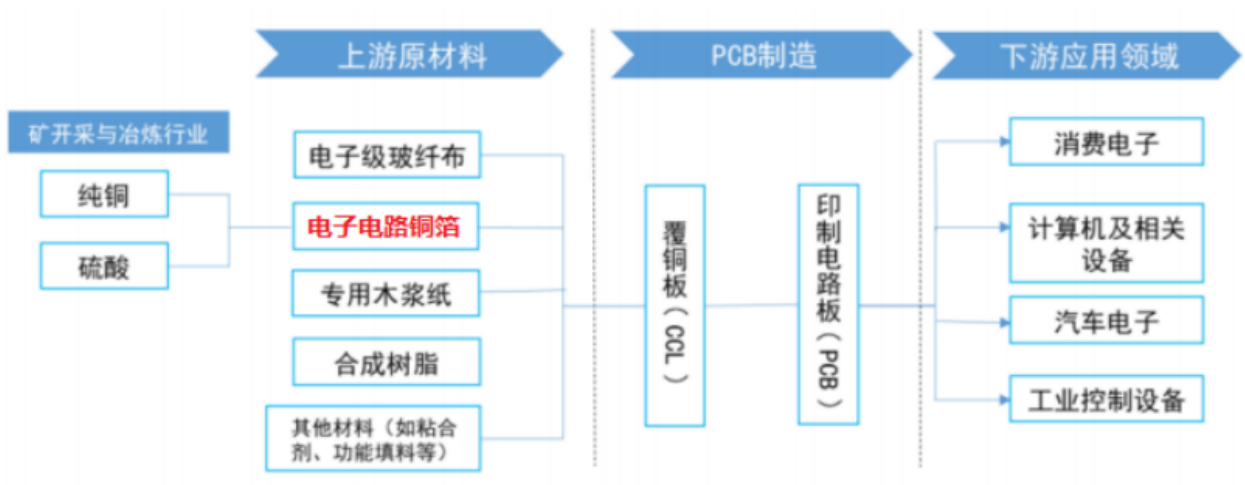
图38：电子电路铜箔价格上涨



资料来源：百川盈孚

铜箔供需缺口持续拉大，涨价周期开启有望带动铜箔头部企业盈利中枢大幅抬升。PCB 铜箔供需缺口持续扩张：一方面，铜箔通用产线大量转产 AI 算力用高端超低轮廓铜箔，传统标准铜箔有效产能被持续挤压，形成刚性供给收缩；另一方面，AI 服务器主板、消费电子 PCB 刚需配套常规标准铜箔，叠加下游覆铜板持续补库，传统铜箔结构性需求稳步上行。

图39：电子电路铜箔在 PCB 产业链中的位置



资料来源：德福科技招股说明书

AI 算力迭代拉动高端 HVLP 铜箔需求爆发，2026 年将成为 AI 专用高端铜箔出货放量、利润兑现关键年份：PCB 铜箔受 AI 驱动，高端 HVLP 供需持续紧张，铜箔行业迎来量价齐升的战略性机遇。

1）HVLP1-2 代中低端高频铜箔涨价率先落地：年初以来国产中端低轮廓铜箔持续上调加工费，核心驱动力来自 AI 加速卡、消费电子高端主板、通信载板需求景气；该赛道海外厂商逐步缩减中端产能、转向超高阶产品，国内可批量供货企业数量有限，供需紧缺格局显著，加工费溢价持续上行。

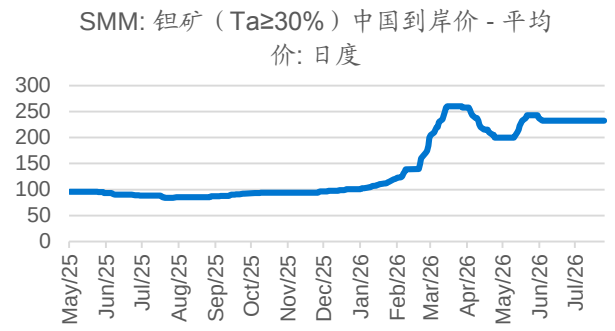
2）HVLP3/4 代高阶超低轮廓铜箔为 26 年下半年最紧缺铜箔品类：英伟达 Rubin、Ultra 新一代 AI 平台、谷歌 TPU 系列 ASIC 服务器主板硬性配套 HVLP3 及以上高阶铜箔。目前全球高端产能高度集中于日本三井、古河、中国台湾金居，设备受日本进口表面处理机制约，扩产周期长达 2 年以上，供给难以匹配需求增速，26H2 供需缺口将进一步拉大。

投资主线优先布局标准铜箔周期涨价赛道及 HVLP 高端铜箔国产替代成长赛道。

仅供内部参考，请勿外传

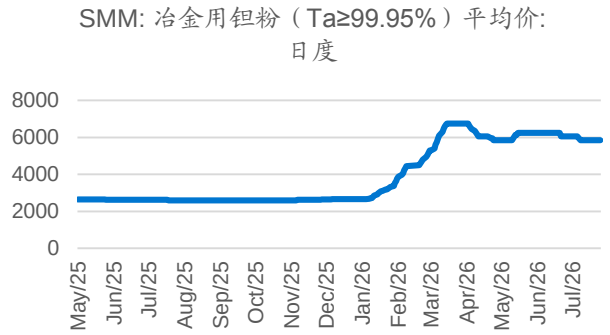
钽属于极稀缺战略性小金属，年初至今价格大幅上涨。根据 SMM 数据，年初至 26 年 8 月 31 日，钽矿（Ta≥30%）中国到岸价从 100.5 美金/磅上涨至 232.5 美金/磅，冶金用钽粉从 2660 元每千克上涨至 5850 元每千克，我们认为本轮钽涨价核心是：供给极度刚性、AI 算力拉动钽电容及钽靶材增长导致的供需错配。

图40：钽矿（Ta≥30%）中国到岸价上涨（美元/磅）



资料来源：SMM，国泰海通证券研究

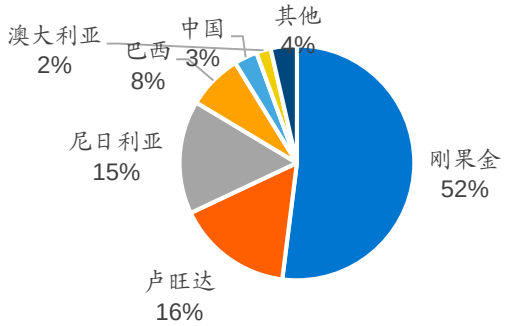
图41：冶金用钽粉价格上涨(元/kg)



资料来源：SMM，国泰海通证券研究

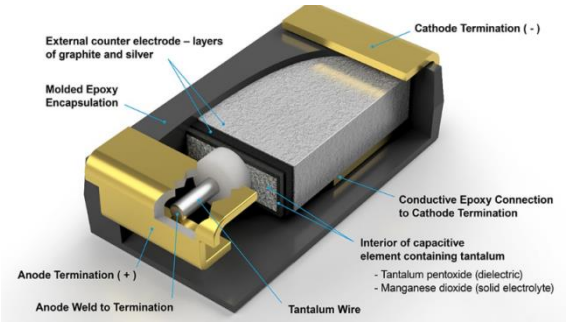
钽供给集中于非洲且不稳定，供给扰动频现。根据 USGS 数据，全球钽金属年产量约 2500 吨，约 80%来自非洲（刚果金、卢旺达等地），产区地缘冲突、矿区关停、安全事故频发，钽作为典型冲突矿产，全球多国及地区出台法规严禁采购非合规矿区原料。

图42：钽矿产量分布



资料来源：USGS，国泰海通证券研究

图43：钽电容器用大量钽粉钽丝



资料来源：AVX 官网

AI 服务器快速增长拉动钽电容需求。从需求端来看，钽电容是高端 GPU 供电系统不可替代元器件：高温、大电流、7×24 小时满载工况下，聚合物钽电容可以稳定工作。全球 AI 服务器未来快速增长，拉动对钽电容的需求。

钽相关下游加工型企业逐步拓展高附加值产品，广泛应用于电容器、高温合金、半导体靶材等相关领域，伴随下游半导体、高温合金等行业的高景气度，钽相关高附加值产品需求有望实现快速增长，相关企业有望受益。
推荐标的：东方钽业；相关标的：稀美资源。

1）东方钽业。公司已构建覆盖湿法分厂、火法分厂、钽粉分厂、钽丝分厂、制品分厂在内的全产业链体系，具备完整的钽铌产品的生产能力。其中公司电容器级钽粉国内市场占有率约 50%，全球市场占有率约 20%，电容器用钽丝全球市场占有率约 50%。公司有望持续受益于钽电容器的快速增长。

2）稀美资源：公司湿法冶炼起家，进一步增加湿法产能并逐步拓展火法产品，产业链进一步完善。

3.3. 基础化工：高性能材料持续升级，行业龙头加快扩产布局

仅供内部参考，请勿外传

高速基板及先进封装材料持续向极低介电损耗、高导热性方向升级。根据联瑞新材 2026 年中报，公司布局极低介电损耗高速基板用超纯球形氧化硅，通过研究球形氧化硅表面特性、结构缺陷等，开发出 Df≤0.0003 球形氧化硅微粉，应用于传输速率在 224Gbps 及以上的服务器等，用于 M9 以上高速基板。先进封装方面，随着电子器件的高度集成与小型化，散热挑战日益严苛，直接拉动了对高性能导热底填材料的强劲需求，公司通过大颗粒切断、粒度级配、表面处理等技术，开发更低切断点、更高导热性和流动性的 Top cut 3μm 球形氧化铝产品。

新材料公司持续扩产能抢占先发优势。根据东材科技 2026 年中报，公司“年产 20000 吨高速通信基板用电子材料项目”工程进度为 85%，项目包括 5000 吨聚苯醚树脂、3500 吨碳氢树脂等。根据雅克科技 2026 年中报，为满足海外晶圆厂未来对前驱体材料不断升级和扩大的需求，韩国子公司 UP CHEM 新建第三工厂，预计于 2026 年底全面投产，同时 2026H1 新购土地并开始第四工厂规划。根据国瓷材料 2026 年中报，受益于汽车电子、AI 服务器等新兴应用领域需求增长，公司加快车规级、AI 服务器 MLCC 介质粉体产能扩产，目前部分扩产已经完成。

持续推进核心原材料自主研发。根据鼎龙股份 2026 年中报，公司全面推进关键原材料自主研发与自制供应，目前已具备 CMP 抛光垫三大核心原材料预聚体、缓冲垫、微球，CMP 抛光液用氧化铝、氧化铈、高纯硅、超纯硅四大研磨粒子，以及高端晶圆光刻胶专用树脂、高纯度单体、光致产酸剂等原材料的自研自产能力。根据安集科技 2026 年中报，公司持续加快建立核心原材料自主可控供应能力，参股公司开发的多款硅溶胶产品已应用于公司多款抛光液产品并实现量产，销售持续上量。公司通过自研自建的方式持续加强了氧化铈颗粒的制备的自主可控能力，自产氧化铈磨料应用在公司产品中的测试论证进展顺利，多款产品已通过客户端的验证并实现量产供应。

AI 产业发展带动高端材料需求加速增长，我们建议关注在高速基板材料、先进封装材料、MLCC 材料及半导体材料领域具备技术领先优势、客户资源优势和提前布局产能的龙头企业。建议关注：1）雅克科技：受益于存储芯片需求增长的半导体材料平台型企业；2）联瑞新材：布局球形硅微粉及球形氧化铝等功能性粉体材料；3）国瓷材料：布局 AI 服务器及车规用 MLCC 介质粉体，球形硅微粉产品；4）东材科技及圣泉集团：受益于高速覆铜板用电子树脂需求增长，布局 PPO、碳氢树脂等高速覆铜板树脂公司；5）蓝晓科技：受益于半导体需求增长的电子级超纯水树脂。

4. AI 应用产业动态及研判

4.1. 计算机：大模型密集迭代，应用商业化提速，基础设施景气持续扩散

国产大模型进入新一轮密集迭代期，竞争重点由单纯追求参数规模进一步转向后训练 Scaling、多模态、Agent 执行能力以及推理成本优化。DeepSeek 8 月 13 日上线 V4-Pro 正式版，重点强化生产环境中的 Agent 能力，并原生支持 Responses API、适配 Codex，通过 low/high/max 三档思考强度和峰谷定价降低复杂 Agent 任务的使用成本；8 月 21 日又上线 V4-Flash-Vision 实验模型，将图片、网页、报错界面及软件 UI 等视觉输入接入 Harness，进一步打通“视觉感知—工具调用—任务执行”的多模态 Agent 链路。MiniMax 则于 8 月 3 日正式开源通用全模态视频模型 H3，可统一理解文本、图像、视频和音频，并生成最长 15 秒、最高 2K 且带原生立体声音频的视频；8 月 13 日又推出 Music 3.0，进一步向视频、音乐等多模态生成扩展。此外，阿里推出 Qwen3.8-Flash-Next，以 125B 总参数、每 Token 仅激活 6B 以及更

仅供内部参考，请勿外传

低 API 价格强化推理性价比；腾讯 Hy4 preview 则以 770B 总参数、49B 激活参数和百万 Token 上下文强化软件工程、办公及科研等真实生产力场景。我们认为，8 月模型迭代已经从“谁的模型更大”转向“谁能以更低的 Token 成本，在 Coding、Agent、多模态和真实生产力任务中提供更高智能密度”，模型能力与推理效率开始同步成为竞争核心。

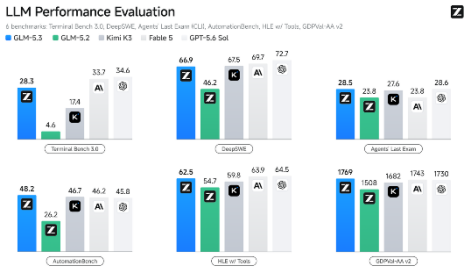
图44：DeepSeek 基准对比表

Benchmarks	DeepSeek-V4-Pro-0813	DeepSeek-V4-Flash-0731	DeepSeek-V4-Pro-Preview	DeepSeek-V4-Flash-Preview	GLM-5.2	Kimi-K3	Opus-4.8	Fable 5 (w/ fallback)
HLE (wo/w tools)	42.7/60.0	37.8/51.5	37.7/48.2	34.8/45.1	40.5/54.7	43.5/56.0	49.8/57.9	53.3/63.0
Terminal Bench 2.1	87.9	82.7	72.1	61.8	81.0	88.3	85.0	88.0
NL2Repo	61.5	54.2	38.5	39.4	48.9	-	69.7	-
Cybergym	83.3	76.7	52.7	38.7	-	80.0	78.3	83.1
DeepSWE	62.7	54.4	12.8	7.3	46.2	67.5	58.0	70.0
Toolathlon-Verified	74.1	70.3	55.9	49.7	59.9	76.5	76.2	77.9
Agents' Last Exam	25.7	25.2	16.5	15.8	23.8	27.6	25.7	-
AutomationBench (Public)	31.8	25.1	12.8	10.8	12.9	30.8	27.2	29.1
DSBench-FullStack	71.1	68.7	41.8	37.0	61.8	73.7	71.6	77.2
DSBench-Hard	67.2	59.6	31.1	25.8	54.5	63.0	71.7	68.3

DeepSeek V4 Pro 正式版模型在 Agent 相关评测集上的表现以及与其他前沿模型的对比

资料来源：DeepSeek

图45：LLM Performance Evaluation 多维度对比



资料来源：BigModel

MiniMax 收入进入倍数增长，API/MaaS 成为独立模型厂商最明确的商业化方向。MiniMax 上半年收入 1.166 亿美元，同比增长 283.1%，仅半年即超过 2025 年全年 7900 万美元收入；其中开放平台及其他 AI 企业服务收入 7390 万美元、同比增长 703.1%，收入占比由 30.3%提升至 63.4%，AI 原生产品收入 4260 万美元、同比增长 100.9%，公司收入重心亦明显向 B 端及 API 迁移。毛利同比增长 464.8%至 2080 万美元，毛利率由 12.1%提升至 17.9%，但经调整净亏损仍由 1.39 亿美元扩大至 2.93 亿美元。我们认为，8 月披露的业绩进一步验证大模型调用需求正在快速转化为收入，尤其是 MiniMax 出现 API 及企业模型服务显著快于整体收入的特征，独立大模型厂商的商业模式正在由项目制和 C 端产品逐步转向按 Token 计费的 MaaS/API。

AI 应用从“能不能做 Demo”转向“能不能进入生产、形成 ROI”，AI 原生产品正从功能叠加走向独立商业化，逐步形成新的增长曲线。金蝶 2026H1 收入 36.25 亿元、同比增长 13.6%，其中 AI 原生产品收入 2.96 亿元、同比增长 189%，AI 原生产品订阅收入同比增长 282.9%，签约合同金额达到 6.05 亿元、同比增长 159.2%，AI 已经从产品概念转化为可单独衡量的收入来源；金山办公上半年收入 33.13 亿元、同比增长 24.69%，经调整净利润 10.87 亿元、同比增长 28.29%，其中面向组织级客户的 WPS 365 收入 4.97 亿元、同比增长 60.84%，公司进一步通过 WPS Comate 将企业知识、数据、模型和业务系统打通，并探索“席位+AI 用量”的商业模式；海外应用公司表现更加突出，Palantir Q2 收入 19.35 亿美元、同比增长 93%，美国商业收入同比增长 149%，调整后经营利润率达到 62%，反映企业 AI 在数据、决策和业务流程中的规模化部署正在快速放量；Datadog Q2 收入 11.2 亿美元、同比增长 36%，并将 Bits Code、Bits Chat 和 Bits Agent Builder 推向 GA，AI 应用开始从开发工具进一步进入 IT 运维与自主 Agent 场景。我们认为，AI 应用的产业主线正在由“模型带来多少新功能”转向“AI 能否嵌入核心工作流、提高付费率/ARPU、形成新增订阅收入并改善交付效率”，拥有行业数据、客户入口和复杂业务流程能力的软件公司，商业化验证正在明显领先。

英伟达指引再度强化算力景气，华为超节点进入规模商用，产业瓶颈由 GPU 进一步向内存、网络、电力和数据中心全链条扩散。英伟达 2Q FY27 收入达到 962 亿美元、同比增长 106%，其中数据中心收入 890 亿美元、同比增长 117%，下一季度收入指引进一步达到 1080 亿美元；公司首次给出 FY28 收入同比增长约 70%的前瞻判断，并明确该预测仍是“供应受限”情形下的指引，Vera Rubin 已进入全面量产。英伟达同时指出，AI 基础设施扩张已不再只是 GPU 供应问题，土地、电力、机房、冷却、内存及整体供应链均

仅供内部参考，请勿外传

成为制约因素；这与 Q2 谷歌、Meta、微软和亚马逊现金物业及设备投入分别达到 449、301、358 和 542 亿美元、同比增长约 68%—110%的趋势相互印证。国内方面，华为正通过“芯片+互联+超节点+软件”的全栈方式提升系统算力。华为 Atlas 950 SuperPoD 采用 1024 卡超节点架构，提供 1 EFLOPS FP8、2 EFLOPS FP4 算力、256TB 全局统一内存，并实现约 3μs RTT 时延；上一代昇腾 384 超节点已累计部署超过 750 套，意味着国产超节点已由样机验证进入规模商用阶段。8 月华为又进一步推出面向 AIDC 的供电、制冷等基础设施方案，反映算力竞争正在向数据中心整机系统延伸。国内云厂商也在强化自研基础设施，阿里披露真武芯片已通过阿里云在 20 多个行业、超过 650 家外部客户实现应用，大规模 AI 数据中心交付周期压缩至 100 天；上海 8 月发布的“十五五”软件和信息服务业规划则明确提出建设十万卡级超大规模智算集群。我们认为，AI 基础设施的产业机会正从 GPU 本身向 HBM/DRAM、光通信与高速互联、电力、液冷、IDC 建设乃至融资能力扩散；国内则需重点关注“国产芯片+超节点+集群网络+系统软件”形成系统级竞争力后的放量机会。

推荐：浪潮信息、海康威视、赛意信息、金蝶国际、深信服。

4.2. 传媒：AI 视频渗透至长剧市场，内容产能未来有望加速释放

国内首部 AIGC 长剧《后西游记》第一季“花果山篇”于 8 月 31 日登陆湖南卫视、芒果 TV 双平台播出。剧集改编自明末清初《西游记》三大续书之一同名神魔小说，跳出原作英雄降妖叙事框架，聚焦“西游二代”孙小圣的少年成长蜕变，讲述取经千年之后，世人曲解真经滋生乱象，新一代西游群体再度踏上西行重取真经真解的故事。作品延续西游经典 IP 世界观，塑造通臂仙、青萝、猕猴王等立体神话群像，依托芒果灵创 AIGC 平台，融合广电传统影视工业经验与生成式 AI 技术，从场景地貌、建筑服饰到情感仪式场面完成东方神话美学的精细化落地，实现传统国民 IP 的现代化再演绎。

《后西游记》标志 AIGC 内容从短视频短剧赛道正式进入卫视长视频主流内容供给体系。不同于过往市场上以十几分钟体量的 AI 短剧、概念样片，本剧以标准季播长剧规格完成上星播出，完整跑通“IP 改编-AI 工业化生产-大屏小屏同步发行”全链路。芒果灵创平台为项目提供算力模型、美术标准化、云端协同、全流程画质管控整套解决方案，沉淀角色、场景可复用数字资产，后续续作可复用既有资产，有望持续摊薄边际制作成本。同时作为政策优化背景下边制作边审核的试点案例，项目验证 AIGC 长时序内容在角色、画面一致性方面的工业化可行性，为神话、科幻等高成本题材影视化提供新的解题思路，也打开传统经典 IP 二次开发的想象空间。

我们认为创意及 IP 依旧是作品生命力的核心。AI 短剧端，供给占比极高但爆款率极低，具备优质 IP 储备、成熟内容策划能力、同时掌握 AI 生产流程的平台与制作公司有望在洗牌中胜出，出海、垂类精品化或是重要突围方向；AI 长剧端，《后西游记》提供了范式参考， AI 定位更多是创作辅助而非完全替代创作者，短期很难复制短剧的高供给占比。中长期看，AIGC 会重构影视制作的成本结构与生产流程，神话、玄幻等重视觉题材优先受益。我们看好 AI 剧的发展，随着 Seedance 等多模态大模型能力持续提升，赋能科幻大场景、真人 AI 剧等，精品剧的供给快速提升。长剧集电影制作公司有望优先受益。

市场前期受 AI 大模型重构娱乐行业、内容生产门槛大幅下放的悲观叙事压制，传媒板块内游戏、出版、营销各细分赛道持续深度回调。当前 2026 年游戏板块整体估值仅 10 倍出头，处于近十年历史估值底部区间，出版、广告营销板块同样长期处于估值低位，行业悲观预期已充分计价。长期维度看，AI 并非简单冲击行业，而是全面打开内容产能天花板：AI 可贯穿游戏

仅供内部参考，请勿外传

美术研发、出版内容创作、营销素材生产全链路，大幅压缩制作周期、削减人力成本，同时催生 AI 原生互动内容、智能投放等新增量，行业盈利中枢有望持续上移。

推荐：世纪华通，恺英网络，巨人网络；相关标的：快手-W，中文在线，掌阅科技。视频领域推荐标的芒果超媒、华策影视、儒意电影，相关标的中文在线、上海电影、果麦文化等

4.3. 汽车：特斯拉发布 Cybercab，小米 CyberOne 机器人海外首秀

具身智能板块重点信息：

特斯拉无人驾驶电动车 Cybercab 正式在美国奥斯汀投入运营。当地时间 9 月 3 日，特斯拉宣布，无人驾驶电动车 Cybercab 正式在美国奥斯汀投入运营。这款车型采用双门双座布局，彻底取消了方向盘、油门刹车踏板和后视镜，完全依赖特斯拉 FSD 完全自动驾驶系统运行。在售价方面，Cybercab 目标售价低于 3 万美元，每英里运营成本控制在 0.2 美元以内。

小米 CyberOne 人形机器人在柏林 IFA 实现海外首秀。9 月 3 日，小米人形机器人 CyberOne 在柏林 IFA 2026 迎来海外首秀，该机器人身高约 170 厘米、体重 66 公斤，能够实现打招呼、比耶、比心，甚至和观众猜拳等功能。CyberOne 已经在小米汽车工厂“实习”数月，自攻螺母上件工站双侧作业成功率从 90.2%提升至 98%。通过真实产线上的试错、调整和迭代，实现了从“能进工厂”到“能在工厂稳定干活”，小米把自家汽车工厂当成了 CyberOne 的“实训基地”，让它用真实的生产任务来训练和进化。

26 年 1-7 月智能仿生机器人出口 9.49 亿，长三角占比 83%。2026 年 1 至 7 月，中国出口智能仿生机器人 12368 台，合计 9.49 亿元，销往 95 个国家和地区。从月度走势看，1 月出口 748 台、3947 万元；到 7 月，单月出口量增至 1960 台，出口额达 2.27 亿元，与 1 月相比，7 月出口数量增长 162%，出口额扩大至 5.8 倍。金额增长明显快于数量，同期单台申报均值由约 5.28 万元提高到 11.61 万元，不同型号在结构、传感器、算力、自由度和二次开发能力上差异较大，这一变化可能意味着出口产品结构正在调整，高价值机型占比有所上升。**长三角是最突出的出口集聚区，**前 7 个月，沪苏浙皖合计出口 7598 台、7.89 亿元，占全国出口数量的 61.4%、出口金额的 83.1%。**从出口市场看，美国是出口额第一大目的地，**前 7 个月向美国出口 2471 台、2.11 亿元，占全国出口额的 22.2%。日本则是出口数量第一大目的地，达到 3559 台、1.14 亿元。美国、日本、韩国和德国四个市场合计占出口额的 53%，构成当前主要海外市场。

具身智能板块逻辑及受益标的推荐：

我们认为全球范围内人形机器人产业的景气度持续提升，在商业化初期技术与产品迭代不断加速，国产与海外供应链优质标的有望迎来业绩释放拐点。从估值来看，我们认为具身智能板块整体估值相对年初有显著回调，目前是重要的反弹布局窗口期，推荐新泉股份、宁波华翔、拓普集团、肇民科技、均胜电子、华阳集团。

4.4. 医药：AI 制药行业逐步从概念验证转向价值兑现的关键期

字节跳动：AI 制药业务拆分独立融资，从基础模型走向管线验证。通用大模型公司切入 AI 制药的路径与 Biotech 不同：它们以基础模型能力（蛋白

仅供内部参考，请勿外传

结构预测、分子生成、科学智能体）为支点，向药物发现平台与管线验证延伸。字节跳动是其中布局最系统、并于 2026 年率先走向产业化的代表。

字节跳动的 AI 制药经历了底层布局、模型登顶再到产业化拆分的过程，2020 年底 AI Lab 启动 AI 制药招聘、系统性布局分子模拟与计算生物学，2023 年 Seed 成立后 AI4S 成为前沿方向，覆盖蛋白设计、分子动力学等底层能力。2025 年底以来模型能力集中爆发：Seed Fold 宣称多任务超越谷歌 Alpha Fold3，Protenix-v1 成为首个在严格对齐 AF3 数据、参数量与推理预算下性能达到甚至超越 AF3 的完全开源模型并于 4 月迭代 v2。

作为通用大模型公司，通过 AI4S 能力穿过论文阶段、进入分子与管线层面。2026 年 3 月联合清华发布全原子通用生成模型 Anew Omni，在 KRAS G12D、PCSK9 两大难成药靶点完成湿实验验证。2026 年 4 月，Anew Labs 在美国免疫学会年会上首次披露 IL-17 小分子项目，实现用小分子对 IL-17 家族三个二聚体的同时阻断。IL-17 是银屑病、强直性脊柱炎等自免疾病的重要通路，该突破标志字节的 AI 制药能力已进入具体靶点、具体分子的管线验证阶段；至此其技术体系形成从 Protenix 蛋白预测模型（2025）、Anew Labs 平台升级（2026）到 IL-17 小分子临床前成果的完整链条，覆盖从基础研究到药物开发的完整周期。

AI 制药业务线独立，围绕组织与人同步落子。2026 年 6 月，字节跳动 AI 制药业务线正式启动拆分与独立融资，独立架构旨在吸引顶尖人才、跑通中国的 AI4S 产业路径。7 月 23 日，字节启动 Seed STEM 科学家计划，面向全球招募 100 位 STEM 领域博士，提供专属算力集群与跨学科团队支持，首期半年重点探索 AI 在材料科学、生物医药等领域的创新应用。

推荐：金斯瑞生物科技；相关标的：和铂医药，英矽智能，晶泰控股，剂泰科技。

1）和铂医药：AI 放大稀缺抗体平台的产出效率

和铂医药是一家全球性生物制药公司，致力于在免疫学、肿瘤学及其他领域发现和开发创新抗体疗法。公司围绕同以 Harbour Mice 为核心的全人源抗体发现平台设立三大核心支柱：Nona Biosciences（诺纳生物）：通过创新商业模式，向外部广泛开放和铂医药的技术与专业能力。Harbour Therapeutics：聚焦推进具备全球价值的产品组合。Harbour Medical：借助区域临床开发优势，加速全球产品组合推进。

创立 AI NewCo，借力模型技术优势，持续放大平台价值。2026 年 6 月，和铂与 BioMap 共同启动面向全球的 AI-native pipeline company MegaStream TechBio，和铂作为核心发起方提供 Harbour Mice®平台、抗体数据和临床开发能力，BioMap 提供 xTrimo 生命科学大模型和智能研发能力，用于孵化复杂生物药管线。依托 MegaStream 大模型，两家公司将整合各自的专长，构建下一代智能高通量干湿闭环发现实验室，将多目标模型的训练验证与高通量实验执行整合于同一系统，打通“设计—构建—测试—学习”（DBTL）全流程自动化闭环。

2025 年和铂制药旗下诺纳生物推出 Hu-mAtrIx™ AI 辅助药物发现引擎，与 Harbour Mice® 平台无缝集成，依托专有数据集与公共数据集的结合驱动，在提升早期决策效率与一致性的同时，保留生物多样性。在公司最具稀缺性的全人源仅重链的 HCAb 形态上，Hu-mAtrIx 平台落地 AI HCAb，将 Harbour Mice 积累的 HCAb 数据优势转化为抗体发现效率和平台授权能力。LET003 是和铂首款利用 Hu-mAtrIx™ AI 平台开发的候选药物，为下一代靶向激活素受体 ACVR2A/2B 的双靶点阻断单克隆抗体，适应症方向为肥胖症（减重保肌）2026 年 5 月 18 日和铂公布其临床前数据：

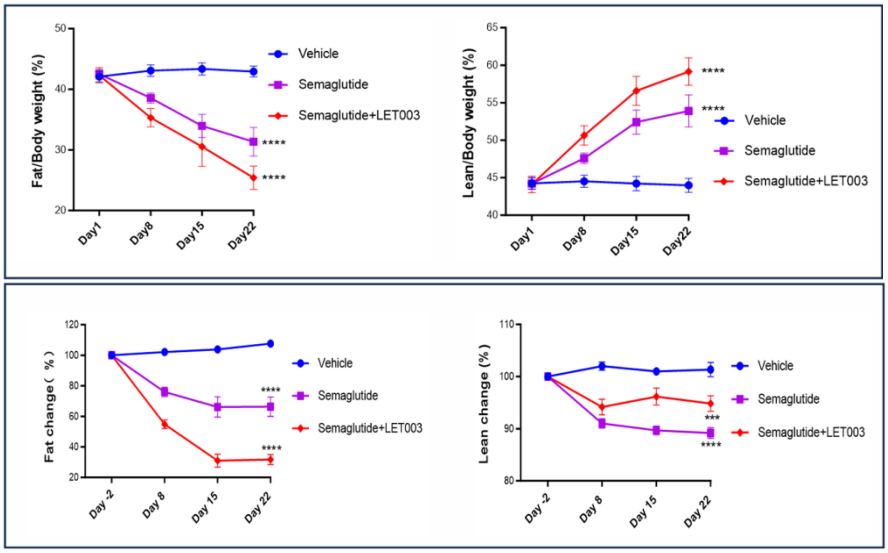
仅供内部参考，请勿外传

（1） 在剂量效率方面，LET003 在人 FcRn 转基因小鼠模型中显示出更强的促瘦体重能力。相同观察周期内，5mg/kgLET003 即可达到 15mg/kg bimagrumab 所产生的类似瘦体重增加效果。

（2） 在药代动力学方面，LET003 在人 FcRn 转基因小鼠和食蟹猴模型中的血液清除速度低于多个竞争分子。

（3） 在与 GLP-1 类减重药物联用方面，LET003 展现出改善体脂下降与瘦体重保持的协同潜力。在野生型小鼠肥胖模型中：LET003 联合司美格鲁肽治疗使脂肪质量较对照组降低 76.0%（P<0.0001），较司美格鲁肽单药进一步降低 34.7%（P<0.0001）；同时，联合组瘦体重较司美格鲁肽单药增加 5.7%（P=0.0007）。

图46：LET003 与 Semaglutide 联用疗效



资料来源：和铂医药公司官网

2026 年 7 月，和铂与国药集团签署战略合作框架协议，双方将围绕创新药的全生命周期开展研发合作，重点覆盖肿瘤及免疫炎症等疾病领域。和铂医药将利用其全球领先的全人源抗体技术平台 Harbour Mice®及 AI 赋能研发能力，与国药集团共同开展候选抗体分子的发现与优化工作。

2）英矽智能：全球首个 AI 原研药物进入 III 期

英矽智能成立于 2014 年，是一家由生成式人工智能驱动的临床阶段生物医药科技公司，2025 年底登陆港交所。公司依托自研 Pharma.AI 平台（靶点发现引擎 PandaOmics、生成化学平台 Chemistry42 等）与自动化实验室，构建起“AI 发现-自动验证”的研发闭环，将传统 2.5-4 年的早期研发周期压缩至 12–18 个月；截至 2026 年 6 月底，累计提名 31 款临床前候选化合物（PCC），覆盖肿瘤、免疫、代谢及中枢神经系统等多个疾病领域，商业模式涵盖自研管线推进、管线对外授权、产业研发合作与软件平台输出。受益于 AI 平台与管线资产在全球范围内获得认可，26 年上半年公司实现总营收 1.06 亿美元，同比增长 287%，实现经调整净利润超 5100 万美元，上市以来首次半年度盈利。在 2026 年内公司披露的签约合作总额已达约 73 亿美元，推动公司自 2021 年以来的累计签约合作总额跃升至近 110 亿美元。

全球首款 AI 原研药物正式启动 III 期临床。公司研发的全球首款由 AI 完成“靶点发现+分子设计”的候选药物 Rentosertib（ISM001-055，TNIK 抑制剂）治疗特发性肺纤维化（IPF）的 III 期临床试验于 2026 年 7 月正式启动，该研究（NCT07687459）计划在中国 47 家中心入组约 320 例患者，主

仅供内部参考，请勿外传

要终点为 52 周年化 FVC 下降率。其支撑性 IIa 期 GENESIS-IPF 研究（71 例患者、中国 22 家中心）已达到主要安全性终点，60 mg 剂量组 12 周 FVC 平均改善+98.4 mL（安慰剂组-20.3 mL），血清纤维化生物标志物呈剂量依赖性下降，构成 AI 制药领域首个临床药效概念验证。Rentosertib 的 III 期启动是 AI 制药行业的标志性事件，AI 发现药物首次直面注册性临床检验，其成败将影响整个赛道的估值锚。

公司其他管线全面推进：ISM5411（Garutadustat，肠道限制性 PHD1/2 抑制剂，用于炎症性肠病）IIa 期完成首例受试者给药；与衡泰生物合作开发的 NLRP3 炎症小体抑制剂 ISM8969 获 FDA IND 批准并完成 I 期首例人体给药；2026 年上半年新提名 6 款 PCC（含临床前减重最高 31.3%的 GIPR 拮抗剂 ISM0676、泛 KRAS 抑制剂 ISM6166 等），13 款已获 IND 批件，10 个项目在研临床亦已启动全球多中心 I 期并完成首例患者给药。

表8：英矽合作进展

时间	合作方	标的/领域	交易结构与金额	模式
2026/1/5	施维雅（Servier）	抗肿瘤领域多靶点	多年期研发合作，总额高达 8.88 亿美元，首付款及近期里程碑最高 3,200 万美元	研发合作
2026/1/20	衡泰生物	NLRP3 抑制剂 ISM8969	全球战略合作，总额超 5 亿港元	管线合作开发
2026/1/27	齐鲁制药	心血管与代谢疾病	研发合作，总额超 9.31 亿港元	研发合作
2026/2/3	美纳里尼（Menarini）	MEN2501（KIF18A 抑制剂）	触发里程碑付款 3,900 万港元（首例患者给药）	里程碑（存量授权）
2026/2/10	康哲药业	CNS 及自身免疫多项目	合作金额数千万港元	研发合作
2026/3/26	元羿生物	CNS 领域（AI 驱动研发合作拓展）	新合作总金额最高 9,475 万美元	研发合作拓展
2026/3/29	礼来（Eli Lilly）	新型口服管线授权 + 多靶点 AI 研发合作	首付款 1.15 亿美元，交易总额最高约 27.5 亿美元，另有分级特许权使用费	管线授权 + 研发合作
2026/6/22	SK 生物制药	神经免疫疾病 AI 药物研发	合作价值高达 25 亿美元	研发合作
2026/7/2	武田制药（Takeda）	AI 赋能药物发现战略合作	总额达 6 亿美元；启动费及近期里程碑约 6,000 万美元，武田获全球独家权益	研发合作
2026/7/13	康哲药业	CNS 领域新战略合作	里程碑最高约人民币 12 亿元，另有净销售额分成	研发合作
2026/7/15	保瑞药业（Bora）	多靶点战略联盟	潜在价值超 25 亿美元（细则待签）	战略联盟

资料来源：英矽智能《有關與施維雅達成多年期抗腫瘤藥物研發合作之自願公告》,《自願公告 英矽智能與衡泰生物達成超過 5 億港元的全球戰略合作 共同開發新型血腦屏障穿透性 NLRP3 抑制劑》,《自願公告 英矽智能與齊魯製藥達成超過 9.31 億港元的藥物研發合作 加速心血管與代謝類疾病創新療法開發》,《自願公告 英矽智能獲美納里尼 3,900 萬港元里程碑付款，合作項目 MEN2501 完成首例患者給藥》,《自願公告 英矽智能與康哲藥業達成數千萬港元的中樞神經系統及自身免疫疾病領 域的多個藥物研發項目合作》,《自願公告 英矽智能與元羿生物拓展 AI 驅動 CNS 領域研發合作， 新合作總金額最高可達 9,475 萬美元》,《自願公告 英矽智能宣佈與禮來達成一項全球管線授權與 AI 藥物研發合作》,《自願公告 英矽智能與 SK 生物製藥達成一項價值高達 25 億美元的神經免疫疾病領域的 AI 驅動研發合作》,《自願公告 英矽智能與武田製藥達成一項價值達 6 億美元的 AI 賦能藥物發現戰略合作》,《自願公告 英矽智能與康哲藥業達成一項中樞神經系統領域的藥物研發新合作》,《自願公告 英矽智能與保瑞藥業宣佈一項戰略聯盟， 推進人工智能驅動的藥物研發》，国泰海通证券研究

在 BD 商业化方面，公司全球化重磅合作迎来持续落地。2026 年以来，公司先后与施维雅、衡泰生物、齐鲁制药、康哲药业、元羿生物、礼来、SK 生物制药等达成合作。2026 年 3 月公司与礼来达成药物发现和 AI 管线授权合作，包括一项新型口服管线许可加多个选定靶点研发合作，英矽智能有资格获得 1.15 亿美元首付款，交易总价值最高约 27.5 亿美元，另有分级特许权使用费；双方三年内跑通“软件服务-研发合作-管线授权-股权投资”的全链条合作。2026 年 7 月，公司再与日本武田制药敲定最高 6 亿美元合作，随后又宣布与全球 CDMO 龙头保瑞药业达成多靶点战略合作，两项合作潜在总价值超过 30 亿美元；2026 年以来公司已累计完成五笔十亿美元级 BD 交易，合作潜在总对价超过 100 亿美元，并已收获多项里程碑付款。7 月 9 日公司发布中期盈利预喜，预计上半年营收同比增长逾 270%。

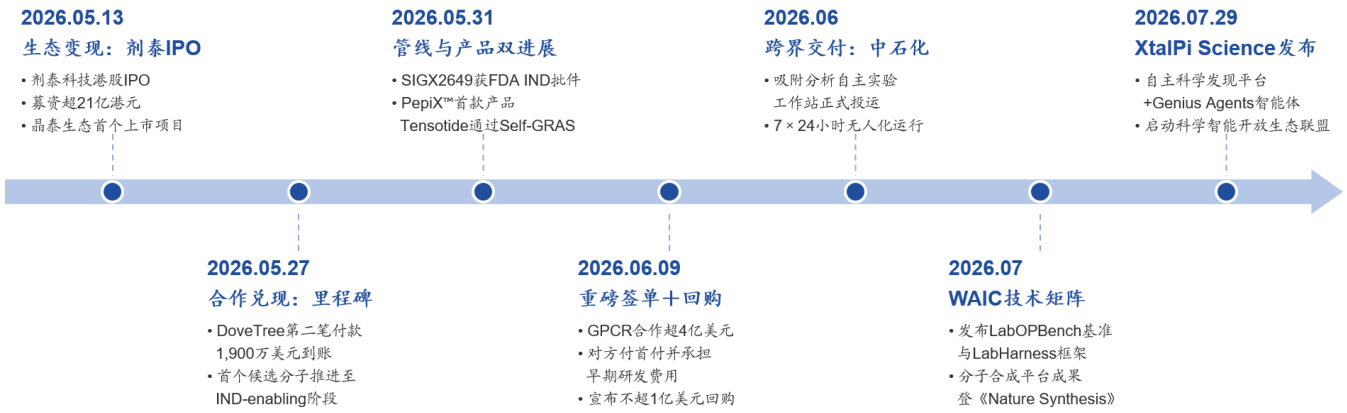
仅供内部参考，请勿外传

3）晶泰控股：AI4S 规模化落地，中期业绩实现扭亏

晶泰控股是一个基于量子物理、以人工智能赋能和机器人驱动的创新型研发平台。晶泰控股由三位 MIT 物理学家于 2015 年创立，业务从 AI 药物发现延伸至化学、材料、能源、健康消费品等领域；截至目前已在全球部署超过 300 台 AI 机器人实验工站、建成逾 5000 平方米 AI 机器人实验室，累计开发超 200 个专业 AI 模型，覆盖小分子、抗体、分子胶、多肽、小核酸等多模态药物发现，平台已服务全球 300 余家顶尖企业与科研机构。产品化层面，公司已形成三层收入结构，第一机器人实验室解决方案（基础设施交付），第二 AI4S 智慧解决方案（研发服务），第三 BD 合作收入；

公司近期取得多项前沿技术突破，技术栈持续精进，应用场景稳步拓展。7 月 WAIC 期间，晶泰科技联合上海人工智能实验室、中国科学院上海硅酸盐研究所、上海交通大学等机构，共同发布了面向真实化学与材料实验场景的多模态基准测试 LabOPBench。该基准套件聚焦评估模型将真实实验中的视觉证据转化为可靠实验判断的能力，从而加速大模型融入实际实验室场景；7 月，晶泰科技与福州大学合作研发的精准分子合成新平台相关成果发表于《自然·合成》（NatureSynthesis），将 AI4S 赋能链条从虚拟筛选延伸至绿色安全的实体合成领域，加速新药与新材料的研发；同月，晶泰科技还联合复旦大学、浙江大学、同济大学等国内顶尖高校提出了 LabHarness 框架，加速自主科学发现的湿实验闭环进程，为更多科研成果的产业应用筑牢技术底座。并于 2026 年推出开放智能研发平台 XtalPi Science。自主研发的智能体 Genius Agents 将亮相。7 月 29 日，公司发布 XtalPi Science 自主科学发现平台及核心智能体 Genius Agents，围绕大小分子药物、化学、材料研发场景，主打“消除幻觉、完成长流程科研任务”，同步启动科学智能开放生态联盟，并呈现物理智能自主实验室全景图。

图47：晶泰 2026 年二季度以来重要合作与技术进展



资料来源：晶泰控股公司官网，晶泰控股《自願性公告 晶泰科技機器人實驗室落地巴斯夫， 全球技術領導力獲化工業頂級背書》，《自願性公告 與 DoveTree 訂立有關合作之更新資料》，《自願性公告 與國際知名藥企達成超 4 億美元 AI 藥物發現戰略合作， 攻堅 GPCR 靶點口服新藥》，国泰海通证券研究

公司共研与合作管线同步向临床阶段推进。公司与孵化企业希格生科合作的全球首创泛 TEAD 抑制剂 SIGX2649 于 5 月提前获得 FDA 的 IND 批件，核心临床前数据入选 2026 年 AACR 年会，计划最早于 2026 年三季度启动 I 期临床；与 Dove Tree 总订单规模约 59.9 亿美元的管线合作中，首个临床前候选分子已推进至 IND-enabling 阶段，公司 5 月收到第二笔付款 1,900 万美元。

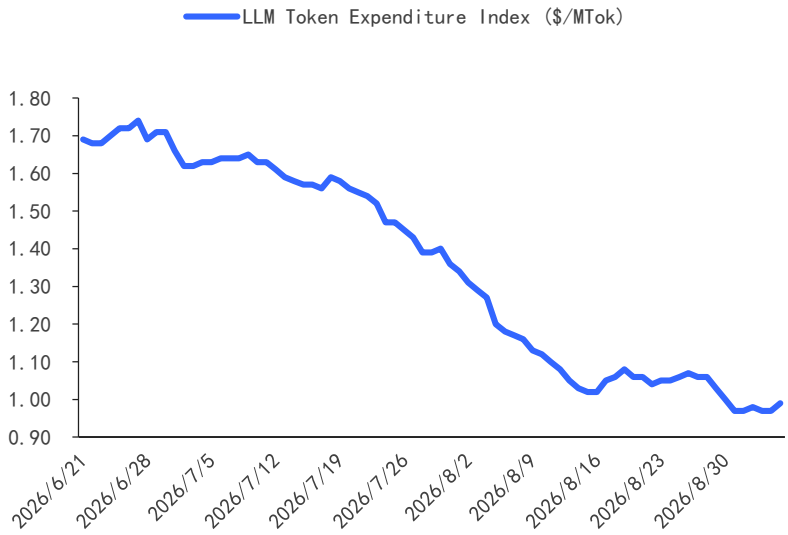
4.5. 海外科技：互联网龙头兼具流量入口、场景生态与技术底座，

仅供内部参考，请勿外传

资本开支持续加码构筑长期壁垒

港股互联网龙头兼具流量入口、场景生态与技术底座，呈现三大边际变化：1）模型层加速迭代，价格下行激活 Token 需求弹性。国产大模型迭代节奏显著加快，腾讯发布 Hy4 Preview，阿里发布 Qwen3.8-Max 与 Flash 并持续迭代；Token 成本下行趋势明确，Silicon Data LLM Token Expenditure Index 首次跌破 1 美元/MTok，下游 AI 应用规模化落地条件逐步成熟。**2）应用层 AI Agent 从产品验证进入规模化落地。**AI 办公智能体赛道用户规模呈爆发式增长，头部产品月访问量突破千万量级，产品与生态整合加速，应用侧用户留存与付费意愿验证商业化闭环逐步形成。**3）算力层资本开支持续加码，国产算力替代与全栈自研进入收获期。**腾讯、阿里最新单季资本开支分别同比+176%/+75%至 528/677 亿元，国产算力供应链成熟推动云业务利润率改善。

图48：Silicon Data LLM Token Expenditure Index 首次跌破 1 美元/MTok

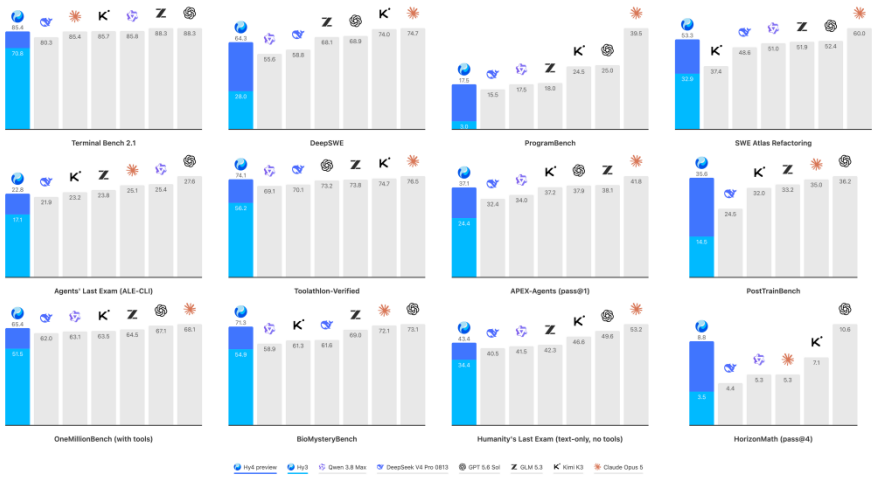


资料来源：Silicon Data LLM

腾讯：入口、场景与上下文数据构建核心壁垒，AI 全面提速有望重估平台长期价值。模型层，8 月 28 日发布开源 Hy4 preview（总参数 770B、1M 上下文），尺寸与上下文较 Hy3 明显上台阶，稳居开源模型第一梯队。应用层，AI Agent 落地全面提速：WorkBuddy 26 年 6 月 PC 端月访问量 2097 万，领跑行业；推出“小微”“大圆”双助手，凭借微信流量与生态壁垒构筑期权价值。主业基本面稳固，广告和云业务持续发力，长青游戏稳定变现。资本开支持续加码，26Q2 资本开支 528 亿元，现金流资本开支付款 593 亿元，为 AI 时代中长期竞争壁垒筑牢根基。自由现金流-138 亿元，剔除算力采购预付款后约 376 亿元，显示经营现金流仍强。我们认为，腾讯作为最大的社交流量入口，AI 对核心主业的赋能成效已逐步显现，长期有望打通社交、内容、交易、支付全链路闭环，重构平台价值，关注模型、场景与智能体协同落地进展。

仅供内部参考，请勿外传

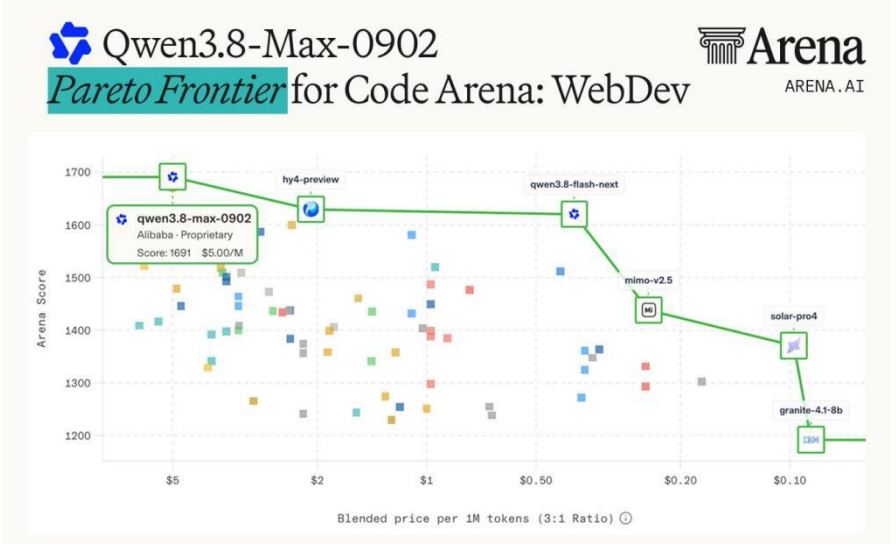
图49：Hy4 preview 实现智能水平巨大提升，稳居开源模型第一梯队



资料来源：腾讯混元公众号

阿里巴巴：国内兼具算力底座、旗舰模型和商业化场景的稀缺 AI 资产，AI+云商业化回报迈入加速兑现期。硬件层，平头哥已具备 GPU+CPU+存储+网络芯片的全栈自研能力，自研 GPU 累计交付超 47 万片，年化收入达到百亿级别。云基础设施层，据 Omdia，2025 年阿里云以 38.1%的份额稳居中国 AI 云市场第一。模型层，Qwen3.8-Max（2.4 万亿参数）于 8 月 3 日正式发布并于 9 月 2 日发布经后训练升级版本，8 月 26 日发布 Qwen3.8-Flash，实现更低训练成本+更强编码与办公任务，同时发布 Qwen3.8-Flash-Next 开源权重，定位为 Qwen4 架构雏形，公司已形成覆盖语言、代码、推理、视觉、音频、视频的完整模型矩阵。FY27Q1 阿里云外部商业化收入加速增长至 45%创 22 季度新高，AI 相关产品收入连续 12 季度三位数增长，ARR 突破 495 亿元，占阿里云外部收入 35%。主业端即时零售减亏路径明确，电商业务有望逐步贡献稳定现金流，预计 FY27 结束前实现 UE 转正，FY29 实现整体盈利。我们认为阿里云外部商业化收入有望进入加速增长阶段，长期积累的客户规模壁垒和资本开支规模有望在 Agent 时代形成显著先发优势，在规模效应、MaaS 溢价和自研芯片降本支撑下云业务利润率有望持续改善。随着云收入持续加速、即时零售进入减亏通道，公司估值框架已经具备向“电商稳态现金流+高增长 AI&云资产”切换的条件。

图50：Qwen3.8-Max-0902/Qwen3.8-Flash-Next 位居 CodeArena 前端编程帕累托前沿



资料来源：千问大模型公众号

仅供内部参考，请勿外传

5. 风险提示

海外流动性紧缩超预期；AI 商业化进展不及预期。

仅供内部参考，请勿外传

本公司是本报告所述中微公司(688012),安集科技(688019),芯源微(688037),海光信息(688041),拓荆科技(688072),博众精工(688097),金山办公(688111),天岳先进(688234),寒武纪(688256),富创精密(688409),中芯国际(688981)的做市券商。本报告系本公司分析师根据中微公司(688012),安集科技(688019),芯源微(688037),海光信息(688041),拓荆科技(688072),博众精工(688097),金山办公(688111),天岳先进(688234),寒武纪(688256),富创精密(688409),中芯国际(688981)公开信息所做的独立判断。

仅供内部参考，请勿外传

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～10%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号 邮编 200011 电话 （021）38676666