下载日志已记录，仅供内部参考

中信建投证券
CHINA SECURITIES

证券研究报告•新股策略•行业比较

生产有韧性，需求待验证

——行业比较月报

分析师：张玉龙
zhangyulong@csc.com.cn
010-65608189
SAC编号：S1440518070002
SFC 编号:BPW299

分析师：王大林
wangdalin@csc.com.cn
010-56135243
SAC编号：S1440520110002

发布日期：2026年9月30日

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

下载日志已记录，仅供内部参考

核心观点

- 8 月宏观呈“弱修复、强分化、信用下行”组合。生产端分化，需求端外强内弱，信用端最弱，宽货币向宽信用传导滞后。工业利润保持增长，却集中在电子及有色、煤炭、化工等上游，库存和应收账款上升提示盈利质量仍需检验。
- 9月A股普遍回撤、成交收缩，月底单日反弹尚不足以确认风险偏好反转
- 10月采用“现金流与红利底仓＋订单兑现的AI硬件＋供给约束明确的周期品”结构；银行、公用事业作防守观察。消费聚焦市占率提升、现金流稳定、估值偏低的公司，房地产关注地产属性转向建筑属性的估值修复

下载日志已记录，仅供内部参考

内容摘要

- 8 月经济延续「生产分化、外强内弱」格局。生产端由同步改善转为分化—— 工业增加值回升至 5.2%（7 月 4.5%），制造业 PMI 回升至 49.8%（7 月 49.2）但仍未收复荣枯线，而服务业生产指数回落至 4.1%（7 月 4.3%），工业与服务业首次反向。需求端外强内弱特征强化：出口（美元计）以 24.7% 维持高增，机电产品出口 32.8% 是主要拉动；但社零仅 0.4%、连续两月低于 1%，固定资产投资累计 -7.2%、降幅逐月走阔（6 月 -5.7%→7 月 -6.7%→8 月 -7.2%），房地产投资 -19.9%，未见拐点。通胀温和分化：CPI 回升至 0.8%、核心 CPI 1.0%，PPI 扩大至 3.8%，输入性涨价仍是主因。信用端是最明显的短板：8 月新增社融 1.66 万亿、同比少增约 9,083 亿，存量增速降至 7.2%；新增人民币贷款仅 600 亿元（7 月为 -3,400 亿元），贷款余额增速降至 4.9%；住户贷款当月净减少 2,029 亿元，居民去杠杆延续。流动性维持宽松：M2 +7.5% 仍高于名义 GDP，LPR 1 年期 3.00%、5 年期 3.50% 连续不变，R007 仅 1.421%，资金面充裕

- 总量降速，集中度突破历史区间。8 月规上工业企业利润累计同比 +15.7%，较 1-7 月的 17.6% 收窄 1.9 个百分点；当月同比已从 5 月高点 21.1% 连续四个月回落至 4.2%（21.1%→15.1%→11.2%→4.2%），从双位数增长逼近零增长。营业收入累计 +6.6%、营业成本 +6.1%，营业收入利润率 5.66%，与前值持平。结构上，利润高增长高度集中于两条主线：一是 AI 产业链，电子行业累计 +109.9%（6 月 96.9%），拉动全部规上工业利润增长 9.7 个百分点，贡献约 74.7% 的增量（6 月时该占比为 53.8%）—— 利润来源单一化的速度值得警惕；二是上游资源品涨价链，有色冶炼 +82.9%、有色采选 +71.8%、煤炭 +51.6%、化工 +51.0%。此外化学纤维 +107.7%、开采辅助 +103.2%、废弃资源 +74.7% 在低基数下高增。但分化进一步加剧：前十行业利润增速门槛已从 6 月的 25% 以上降至 18.3%；中下游普遍承压，其中钢铁累计 -62.4%（6 月 -25.0%，恶化最快）、家具 -51.8%、建材 -46.7%、汽车 -16.0%。上游涨价向中下游传导不畅、利润双向挤压的格局未变。唯一逆势加速的是煤炭（6 月 +41.1%→8 月 +51.6%）

- 9 月 （截至9月29日），31 个申万一级行业中仅 2 个上涨—— 房地产 +5.58%、银行 +0.84%，其余 29 个全部下跌，同期申万 A 指 -5.43%。跌幅居前为有色金属 -13.07% 与电力设备 -10.02%（唯二跌超 10%），基础化工 -8.23%、煤炭 -7.77%、机械设备 -7.71%、石油石化 -7.11%、计算机 -6.75%、非银金融 -6.70%、电子 -5.98%、钢铁 -5.90% 跌超 5%。结构上有三个变化：一是下跌面扩大但单行业跌幅收窄，7 月有 4 个行业跌超 20%，9 月为零，属系统性回调而非个别崩塌；二是领涨板块完全换血，从 7 月的煤炭 / 石油石化 / 银行 / 食品饮料 / 美容护理，收敛为房地产、银行两个正收益；三是最值得注意的“业绩强、股价弱”背离——7 月领涨的资源股在 9 月转为领跌，而有色冶炼利润仍 +82.9%、煤炭仍 +51.6%，说明市场已开始定价盈利见顶而非盈利高位

下载日志已记录，仅供内部参考

内容摘要

■ 9 月 A 股呈现「普跌 + 防御占优」格局。申万 A 指 -5.43%，31 个行业中 29 个下跌，反映风险偏好的整体回落。正收益集中在两条防御线：房地产（+5.58%）受益于政策预期与低估值修复，银行（+0.84%）体现红利与避险属性。跌幅集中在三类资产：一是前期涨幅较大的资源品（有色 -13.07%、煤炭 -7.77%、石油石化 -7.11%），获利了结压力显著；二是高估值成长（电力设备 -10.02%、计算机 -6.75%、电子 -5.98%），在盈利兑现验证期承压；三是顺周期与消费（基础化工 -8.23%、汽车 -3.76%、食品饮料 -3.40%），受内需疲弱拖累。市场定价逻辑已从「景气追逐」切换为「盈利确定性与估值安全边际」，这与工业利润增速连续回落、信用传导失效的宏观事实形成互相印证

下载日志已记录，仅供内部参考

PART 1

宏观逻辑：总量平稳，结构突出

下载日志已记录，仅供内部参考

1.1 五维角度：出口延续，价格高位

生产 分化修复

工业增加值录得 5.2%，较 7 月回升 0.7 个百分点；服务业生产指数录得 4.1%，较 7 月回落 0.2 个百分点；9月制造业 PMI 录得 50.2%，有所改善

需求 外强内弱

出口（美元计）录得 24.7%，较 7 月加快 1.1 个百分点，机电出口 32.8% 拉动显著；社零录得 0.4%，较 7 月回落 0.2 个百分点，连续两月低于 1%；固投降至 -7.2%，较 7 月扩大 -0.5 个百分点；房地产投资 -19.9%，拖累延续

通胀 温和分化

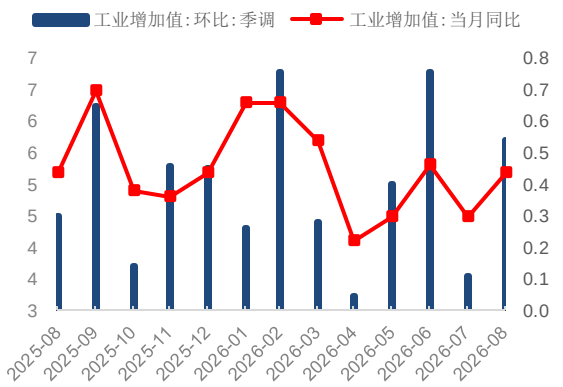
CPI 录得 0.8%，较 7 月回升 0.3 个百分点，核心 CPI 同比 1.0% 微升 0.1 个百分点；PPI 录得 3.8%，较 7 月扩大 0.3 个百分点，输入性涨价传导为主因

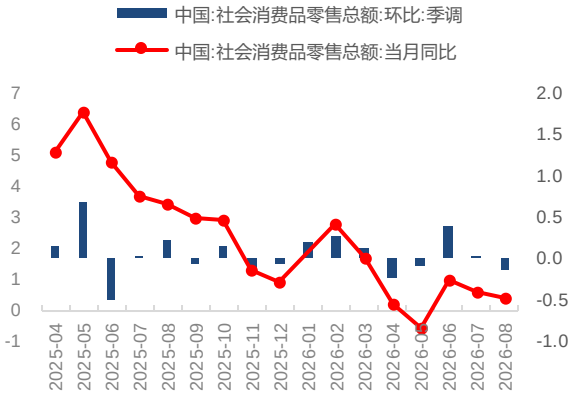
信用 整体偏弱

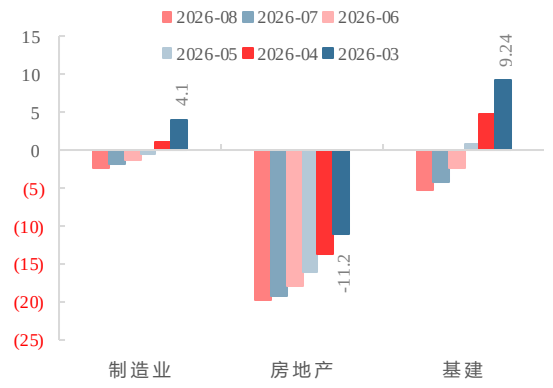
8 月新增社融 1.66 万亿，同比少增 9,083 亿；存量增速降至 7.2%；新增人民币贷款仅 600 亿，余额增速降至 4.9%；居民信贷持续收缩（住户贷款当月 -2,029 亿元）

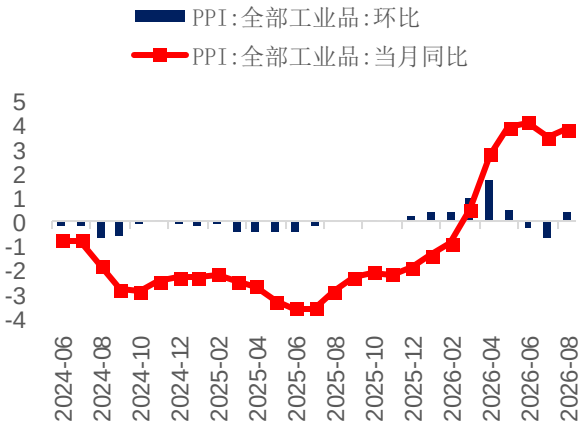
流动性 维持宽松

8 月末 M2 录得 7.5%，较 7 月回落 -0.2 个百分点但仍高于名义 GDP；LPR 维持不变，1 年期 3.00%、5 年期 3.50%；R007 1.421%，银行间资金面充裕









注：单位%

资料来源：同花顺，中信建投

下载日志已记录，仅供内部参考

1.1 重点宏观经济指标

重点经济数据			同比增速														趋势
			2025-02	2025-03	2025-04	2025-08	2025-09	2025-10	2025-11	2025-12	2026-01	2026-02	2026-03	2026-04	2026-05	2026-06	2026-07	2026-08	
GDP	GDP	当季		5.4			4.8			4.5			5.0			4.3			
PMI	制造业PMI	当月	50.2	50.5	49.0	49.4	49.8	49.0	49.2	50.1	49.3	49.0	50.4	50.3	50.0	50.3	49.2	49.8	
	建筑业PMI	当月	52.7	53.4	51.9	49.1	49.3	49.1	49.6	52.8	48.8	48.2	49.3	48.0	48.8	49.0	47.0	46.9	
	服务业PMI	当月	50.0	50.3	50.1	50.5	50.1	50.2	49.5	49.7	49.5	49.7	50.2	49.6	50.3	50.4	49.3	49.3	
生产	工业增加值	当月	5.9	7.7	6.1	5.2	6.5	4.9	4.8	5.2	6.3	6.3	5.7	4.1	4.5	5.3	4.5	5.2	
	服务业生产	当月	5.6	6.3	6.0	5.6	5.6	4.6	4.2	5.0		0.0	5.0	4.3	4.4	4.7	4.3	4.1	
内需	消费	当月	4.0	5.9	5.1	3.4	3.0	2.9	1.3	0.9		2.8	1.7	0.2	-0.6	1.0	0.6	0.4	
	投资	累计	4.1	4.2	4.0	0.5	-0.5	-1.7	-2.6	-3.8		1.8	1.7	-1.6	-4.1	-5.7	-6.7	-7.2	
	制造业投资	累计	9.0	9.1	8.8	5.1	4.0	2.7	1.9	0.6		3.1	4.1	1.2	-0.4	-1.2	-1.7	-2.3	
	房地产投资	累计	-9.8	-9.9	-10.3	-12.9	-13.9	-14.7	-15.9	-17.2		-11.1	-11.2	-13.7	-16.2	-18.0	-19.2	-19.9	
	基建投资	累计	5.6	5.8	5.8	2.0	1.1	-0.1	-1.1	-2.2		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
	地产销售	累计	-5.1	-3.0	-2.8	-4.7	-5.5	-6.8	-7.8	-8.7		-13.5	-10.4	-10.2	-10.8	-11.6	-11.8	-12.1	
外贸	出口（美元）	当月	2.3	12.2	8.0	4.2	8.2	-1.3	5.8	6.4	10.0	39.6	2.5	14.0	19.2	26.9	23.9	25.0	
	进口（美元）	当月	-8.4	-4.3	-0.3	1.7	8.0	1.8	2.6	6.4	26.9	14.7	28.4	25.3	27.4	35.8	27.5	28.2	
物价	CPI	当月	-0.7	-0.1	-0.1	-0.4	-0.3	0.2	0.7	0.8	0.2	1.3	1.0	1.2	1.2	1.0	0.5	0.8	
	PPI	当月	-2.2	-2.5	-2.7	-2.9	-2.3	-2.1	-2.2	-1.9	-1.4	-0.9	0.5	2.8	3.9	4.1	3.5	3.8	
企业	收入	累计	2.8	3.4	3.2	2.3	2.4	1.8	1.6	1.1		5.3	5	5.2	5.5	6.5	6.5		
	利润	累计	-0.3	0.8	1.4	0.9	3.2	1.9	0.1	0.6		15.2	15.5	18.2	18.8	18.7	17.6		
	存货	存量	4.2	4.2	3.9	2.3	2.8	3.7	4.6	3.9		6.6	5.2	6.7	8.8	9.5	10.8		
金融	社融	存量	8.2	8.4	8.7	8.8	8.7	8.5	8.5	8.3	8.2	8.2	7.9	7.8	7.7	7.4	7.4	7.2	
	M1	当月	0.1	1.6	1.5	6.0	7.2	6.2	4.9	3.8	4.9	5.9	5.1	5.0	5.5	4.0	4.0	4.1	
	M2	当月	7.0	7.0	8.0	8.8	8.4	8.2	8.0	8.5	9.0	9.0	8.5	8.6	8.6	8.0	7.7	7.5	
财政	预算支出	累计	3.4	4.2	4.6	3.1	3.1	2.0	1.4	1.0	0.0	3.6	2.6	1.3	0.8	1.5	1.3	1.2	
	基金支出	累计	1.2	11.1	17.7	30.0	23.9	15.4	13.7	11.3	0.0	16.0	3.1	-2.7	-4.3	-16.4	-16.4	-17.0	

资料来源：同花顺，中信建投；单位 %

下载日志已记录，仅供内部参考

1.1 库存周期：增速两连降，上游与 AI 产业链韧性犹存

- 8 月工业企业利润同比 4.2%（前值 11.2%），增速连续四个月回落，已从双位数降至接近零增长。1-8 月累计 15.7%，较前 7 个月 17.6% 收窄 1.9 个百分点。结构分化进一步加剧：计算机通信电子行业利润累计同比 109.9%（前值 105.0%），拉动全部规上工业企业利润增长 9.7 个百分点，AI 资本开支为核心驱动力；有色金属冶炼 82.9%（前值 91.8%），增速高位回落，但受益大宗涨价格局未变。下游仍普遍承压，唯降幅有所收窄 —— 汽车制造利润累计同比 -16.0%（前值 -20.4%），家具制造 -51.8%（前值 -58.2%），上游涨价向中下游传导不畅、利润挤压格局延续。



资料来源：同花顺，中信建投

下载日志已记录，仅供内部参考

PART 2

行业基本面：AI链与涨价链

下载日志已记录，仅供内部参考

2.1 行业景气度：行业基本面数据

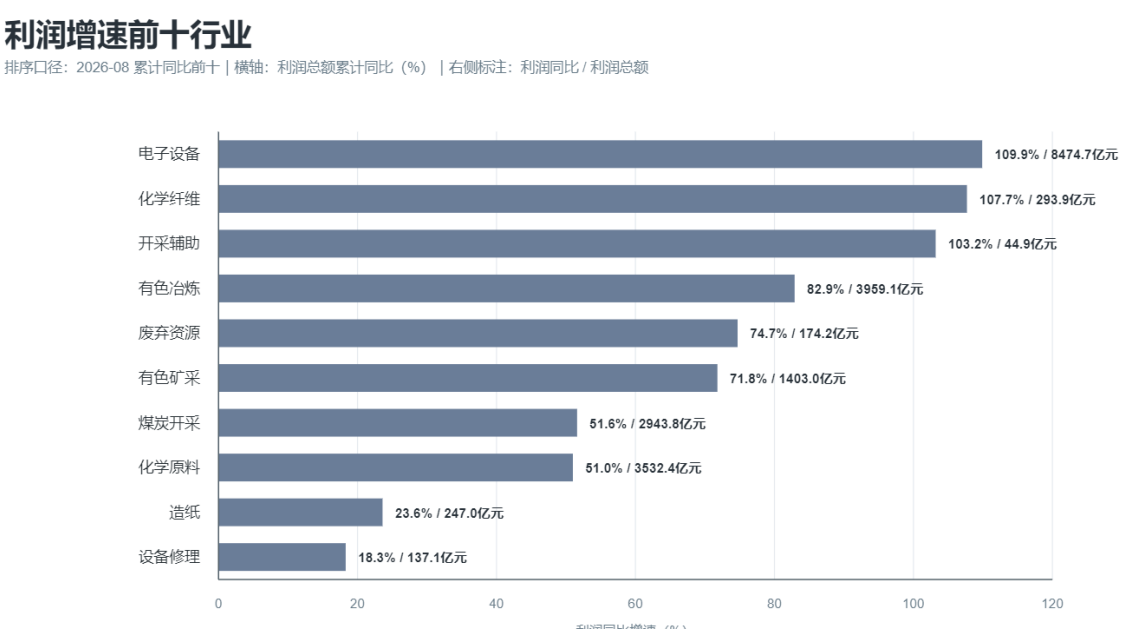
门类	大类	行业基本面				财务				
		工增	PPI	投资	出口	营收	成本	产成品	利润总额	利润率
上游原料	煤炭	-10.8	27.1	6.6	0.0	10.4	4.8	-3.5	50.4	15.8
	石油天然气	6.1	3.2	4.3	-5.2	12.4	9.1	13.7	15.4	31.8
	黑色金属矿	-8.0	4.7	5.8	0.0	-6.4	-7.3	-2.1	2.0	11.5
	有色金属矿	-2.2	22.6	8.4	33.2	32.3	8.2	15.9	74.9	40.6
	非金属矿	-5.9	-2.6	1.1	-37.9	-13.7	-12.8	1.9	-0.3	10.6
	其他采矿	—	—	—	—	-17.6	-23.1	0.0	0.0	7.1
	采矿服务	—	—	—	—	-10.3	-10.5	-17.8	116.6	3.9
中游材料	造纸	4.6	1.2	5.5	4.1	5.2	4.9	3.8	27.6	2.8
	石化	-6.5	8.2	-8.3	40.7	4.1	2.0	18.9	-449.7	1.4
	基础化工	4.1	9.1	-7.4	12.2	9.3	7.5	7.1	56.6	5.8
	化纤	0.6	8.4	-15.2	19.3	1.8	-1.0	-1.7	107.7	4.3
	橡胶塑料	5.0	1.4	-7.5	0.7	2.9	2.6	5.1	-3.6	4.6
	建材	-3.3	-3.9	-12.9	-6.5	-9.2	-8.7	-0.9	-48.2	1.6
	钢铁	1.8	2.7	-6.3	6.4	-0.8	-0.4	17.1	-51.2	0.7
	有色	-0.7	20.2	-3.9	25.4	19.6	17.0	30.4	91.8	5.5
	金属制品	7.3	1.5	-6.9	4.8	4.0	4.2	9.8	-6.0	2.8
中游设备	通用设备	9.5	-0.5	1.4	4.6	5.8	5.8	9.2	1.4	6.5
	专用设备	12.6	-0.7	-9.2	15.9	7.0	7.2	8.3	0.8	6.5
	其他交通运输	13.6	0.0	18.7	25.2	12.2	11.7	8.2	12.2	8.2
	电气机械	6.5	5.7	1.4	8.2	10.0	10.9	23.0	-7.6	4.4
	计算机通信电子	19.1	4.4	7.8	8.4	19.4	16.0	18.7	105.0	6.4
	仪器仪表	13.3	-0.9	-1.1	12.4	6.9	6.9	12.7	-1.9	8.9
下游消费	农副食品加工业	3.8	-1.3	-3.0	-0.4	2.9	3.2	8.5	-12.3	1.9
	食品	9.0	-1.2	-9.4	4.4	5.1	5.1	7.4	3.3	7.7
	酒饮料	2.6	-5.7	-4.5	-3.6	-7.5	-5.5	-0.1	-16.1	16.4
	烟草	-2.3	0.1	-2.5	17.2	0.6	0.5	-5.9	-0.5	13.7
	纺织业	2.3	1.7	7.9	-1.2	2.2	1.9	1.9	7.9	2.6
	纺织服装	1.2	-1.4	-12.2	-2.6	-3.0	-3.7	0.4	-17.2	3.0
	皮革鞋帽	-0.8	-0.6	-7.3	-9.7	-3.5	-3.5	1.8	-14.2	3.3
	木材及木制品	-13.0	-1.7	-19.5	-6.2	-14.6	-14.3	-6.0	-36.9	1.6
	家具	-7.6	-0.5	-19.1	-5.1	-8.6	-8.0	4.6	-58.2	1.9
	印刷	6.8	-3.0	-10.8	2.6	0.8	1.0	0.3	-13.7	4.1
	文体娱乐用品	-8.4	9.1	-6.5	-2.2	-7.4	-8.2	6.1	-17.5	2.8
	医药	2.8	-4.0	-9.8	4.7	-0.1	0.9	-3.0	3.8	14.5
	汽车	8.7	-2.3	-5.3	41.2	2.7	3.8	17.1	-20.4	3.6
公用事业	电力热力	6.0	-4.0	-5.4	8.0	0.6	1.9	-1.5	-8.0	7.0
	燃气	4.5	4.1	-2.0	40.2	2.4	2.4	-14.2	9.3	4.1
	水	1.7	0.6	-5.3	0.5	-0.2	-0.1	-3.2	2.4	9.1
		行业基本面				财务				
		工增	PPI	投资	出口	营收	成本	产成品	利润总额	利润率
		0.0	81.4	15.7	79.6	70.4	70.4	11.1	74.1	29.6
		77.6	50.8	50.0	57.1	68.5	74.1	79.6	66.7	35.2
		0.0	78.0	18.5	61.2	51.9	44.4	40.7	53.7	48.1
		17.3	88.1	13.9	53.1	90.7	50.9	72.2	90.7	96.3
		11.2	18.6	20.4	0.0	0.0	0.0	11.1	37.0	68.5
		—	—	—	—	24.1	22.2	78.7	52.4	77.8
		—	—	—	—	9.3	9.3	25.9	61.9	90.7
		69.4	88.1	18.5	40.8	75.9	71.3	51.9	81.5	40.7
		16.3	67.8	24.1	77.6	66.7	56.5	75.9	3.8	66.7
		7.4	76.3	5.6	67.3	68.5	68.5	49.1	85.2	64.8
		18.4	84.7	0.0	71.4	42.6	38.9	21.3	81.1	88.9
		51.0	78.8	0.0	53.1	53.7	48.1	51.9	35.2	22.2
		26.5	64.4	0.0	12.2	22.2	22.2	13.0	19.4	5.6
		25.9	83.1	5.6	65.3	83.3	78.7	94.4	61.4	57.4
		0.0	83.1	5.6	53.1	74.1	65.7	98.1	81.5	94.4
		81.6	78.0	0.0	63.3	75.0	74.1	77.8	37.0	14.8
		95.9	51.7	0.0	46.9	77.8	76.9	79.6	35.2	46.3
		100.0	44.1	0.0	75.5	86.1	86.1	45.4	50.0	25.9
		85.7	38.1	38.9	81.6	56.5	53.7	58.3	31.5	88.9
		25.9	84.7	34.3	61.2	39.8	50.0	83.3	11.1	18.5
		100.0	100.0	24.1	78.6	100.0	100.0	81.5	92.6	100.0
		98.0	29.7	31.5	80.0	75.0	79.6	62.0	27.8	37.0
		69.4	60.2	0.0	52.0	40.7	46.3	74.1	20.4	11.1
		96.9	29.7	0.0	61.2	55.6	59.3	77.8	46.3	14.8
		40.8	0.0	5.6	42.9	0.0	1.9	0.0	7.4	9.3
		20.4	2.5	50.0	59.2	7.4	18.5	1.9	7.4	42.6
		66.3	78.0	33.3	55.1	50.0	48.1	29.6	74.1	27.8
		69.4	5.9	0.0	44.9	37.0	33.3	35.2	13.0	7.4
		48.0	0.0	3.7	32.7	31.5	31.5	46.3	18.5	5.6
		0.0	33.9	0.0	55.1	4.6	3.7	0.0	1.9	0.0
		33.7	1.7	0.0	53.1	21.3	29.6	79.6	1.9	7.4
		85.2	5.1	7.4	61.2	48.1	48.1	27.8	14.8	14.8
		16.3	83.1	3.7	53.1	0.0	0.0	48.1	3.7	7.4
		59.2	10.2	7.4	55.1	72.2	56.5	7.4	88.9	66.7
		45.9	27.1	3.7	85.7	25.9	27.8	93.5	11.1	9.3
		78.7	6.8	0.0	59.2	22.2	28.7	44.4	20.4	70.4
		36.7	66.1	11.1	71.4	29.6	29.6	11.1	85.2	38.9
		42.9	18.6	0.0	41.8	12.0	38.0	35.2	53.7	46.3

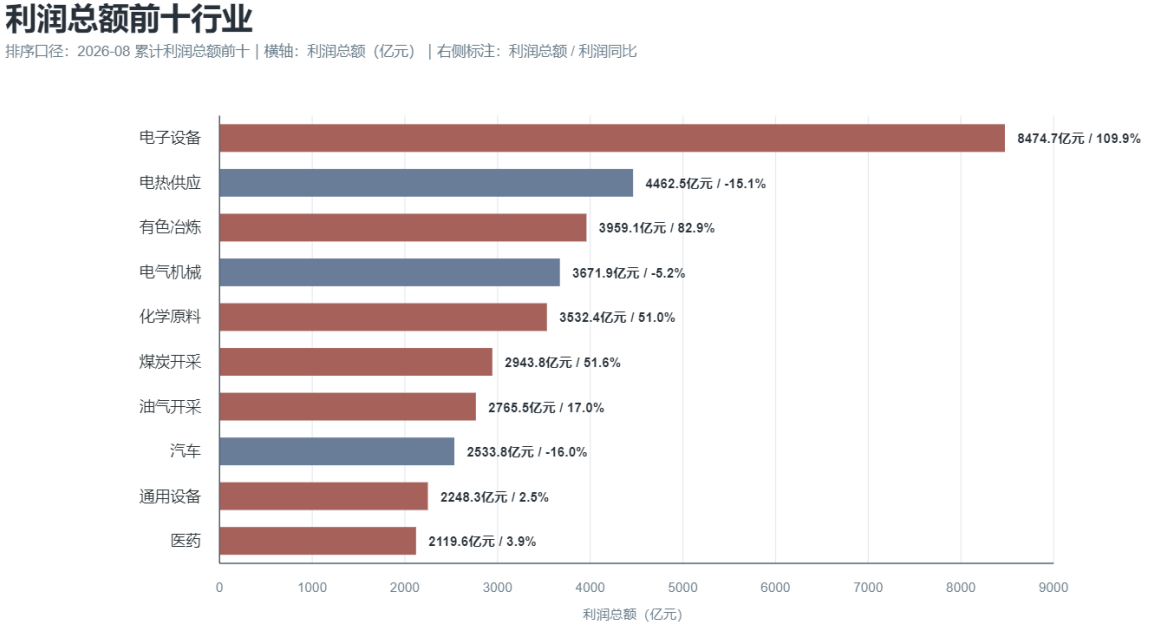
资料来源：同花顺，中信建投；单位 %

下载日志已记录，仅供内部参考

2.1 重点行业贡献利润增长

- 利润高增长高度集中于两条主线：一是 AI 产业链，电子行业累计 +109.9%，拉动全部规上工业利润增长 9.7 个百分点，贡献约四分之三的增量；二是上游资源品涨价链，有色冶炼 +82.9%、有色采选 +71.8%、煤炭 +51.6%、化工 +51.0%，全球大宗涨价叠加国内补库需求驱动盈利扩张。此外，化学纤维 +107.7%、开采辅助 +103.2%、废弃资源 +74.7% 等细分行业在低基数和政策催化下亦有亮眼表现。但结构分化进一步加剧，前十行业利润增速均在 18% 以上，而钢铁 -62.4%、家具 -51.8%、建材 -46.7%、汽车 -16.0% 等中下游行业普遍承压，上游涨价向中下游传导不畅，经济复苏的结构性不平衡特征依然突出。



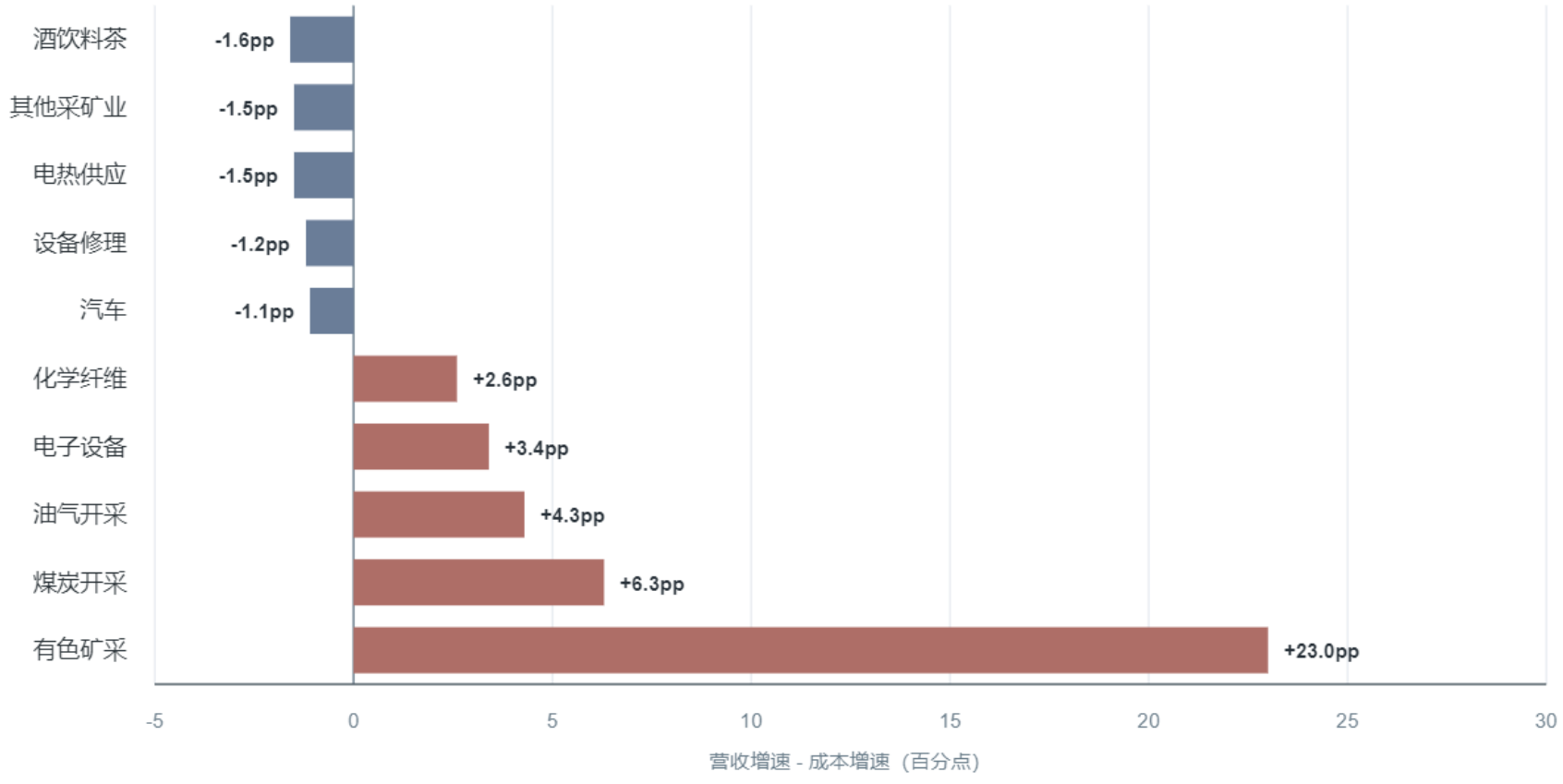


资料来源：同花顺，中信建投

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2 收入-成本剪刀差：部分制造业承压

部分行业收入增速与成本增速差值

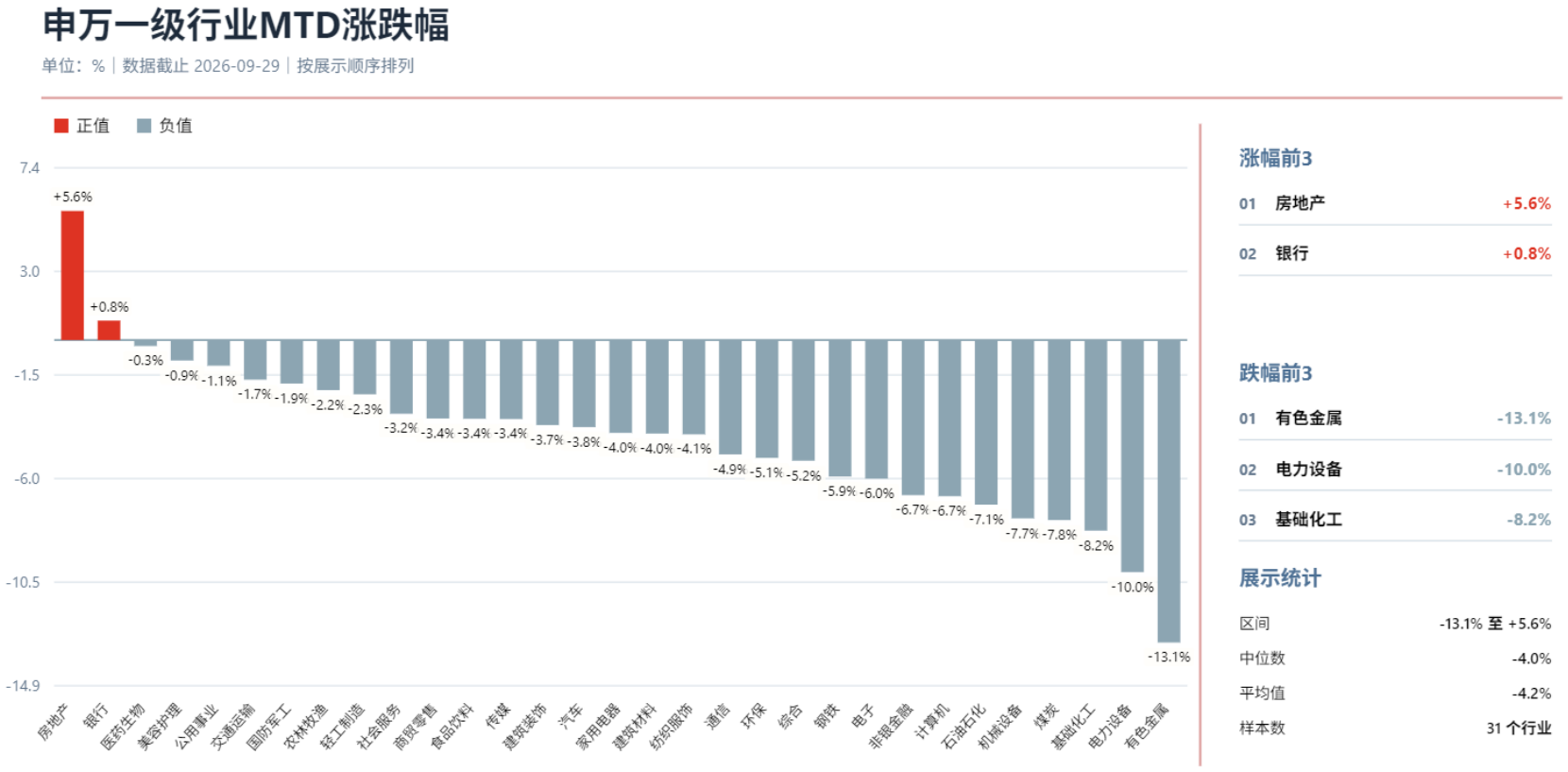


资料来源：同花顺，中信建投

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2 9月资本市场复盘

- 9 月（1 日－29 日），31 个申万行业中，仅房地产（+5.6%）、银行（+0.8%）2 个行业上涨，其余 29 个行业全线下挫；其中有色金属（-13.1%）、电力设备（-10.0%）跌幅超过 10%，基础化工（-8.2%）、煤炭（-7.8%）、机械设备（-7.7%）、石油石化（-7.1%）、计算机（-6.8%）、非银金融（-6.7%）、电子（-6.0%）、钢铁（-5.9%）等 8 个行业跌幅超过 5%。



资料来源：同花顺，中信建投

下载日志已记录，仅供内部参考

2.3 行业景气度

- 上行通道由8月的61个降至9月的59个，下行通道维持28个
- AI基础设施：FAB成熟制程持续满载、国内先进制程供给不足；半导体材料供给趋紧，AI用MLCC出现结构性涨价，AI高多层PCB满产但普通板景气偏弱。算力芯片方面，问卷记录HBM缺货、景气度延伸；AI服务器填写“无变化”。产业链景气有分化。
- 交运：航运运价维持高位，但问卷预计油运价格回落；快递在反内卷下局部涨价，件量增速触底反弹。航空、铁路反馈相对平稳，问卷未支持集运、油运、干散货运价全面上涨的概括。
- 新能源内部：储能海外景气，国内受峰谷价差收窄影响有所降温；风电反馈“比较景气、维持景气”。光伏仍面临下游涨价接受度低、成交清淡，硅片和电池涨价后回落，组件基本未涨。
- 线下消费：旅游处于淡季，国庆预期偏弱；酒店反馈无明显变化，但国庆预期偏弱；餐饮供给加速出清，预计继续出清。啤酒反馈餐饮需求持续疲软
- 消费电子与面板：消费电子处于Q3新品备货期，后续新品发布或形成短期催化



资料来源：同花顺，信建投

下载日志已记录，仅供内部参考

2.3 行业景气度

- 7月景气仍以上行为主，但广度较6月略有收窄；产能整体并不紧张，真正形成“景气上行+产能偏紧”的领域主要集中在AI硬件、高端制造及少数周期品
- 上行初期或中期且产能偏紧，集中在：
  - ✓ AI与电子：光模块、被动元件、算力芯片、FAB、半导体材料、PCB
  - ✓ 高端制造：半导体设备、机器人、造船
  - ✓ 周期品与交运：塑料化纤、焦煤、航运
  - ✓ 其他：CXO、商业航天、储能等

产能状态	上行初期 24个	上行中期 29个	上行末期 6个	下行初期 6个	下行中期 9个	下行末期 13个
不足/偏紧 20个	7 数据要素 算力芯片 商业航天 半导体设备 机器人 农化 新材料	10 光模块 FAB 半导体材料 PCB 信创 造船 塑料化纤 磷化工 动力煤 焦煤	2 被动元件 航运	-	1 电影	-
平衡 31个	10 乳肉制品 创新药 CXO 疫苗 医药流通 医疗器械 上游元器件&新材料 中游分系统&锻造&机加工部件 下游主机厂 低空经济	13 扫地机器人 医疗服务 服务器 游戏 风电 储能 中游电池 工程机械 锂电设备	3 黑电 宠物食品 教育培训	2 运营商及资本开支周期 家居	1 快递	2 物业 证券
过剩/偏宽松 32个	5 餐饮供应链 零售药店 光伏设备&光伏新技术 煤化工 硅化工	6 新兴小食品 厨卫小家电 中药 下游整车 充电桩 高铁	1 厨电	2 面板 餐饮	7 啤酒 禽产业链 化妆品 消费电子 上游锂钴 火电 新能源运营	11 高端白酒 白电 猪周期 种子 酒店 面板 光伏 汽车整车 汽车零部件 航空 开发
其他 4个	2 免税 半导体设计	-	-	2 旅游 医美	-	-

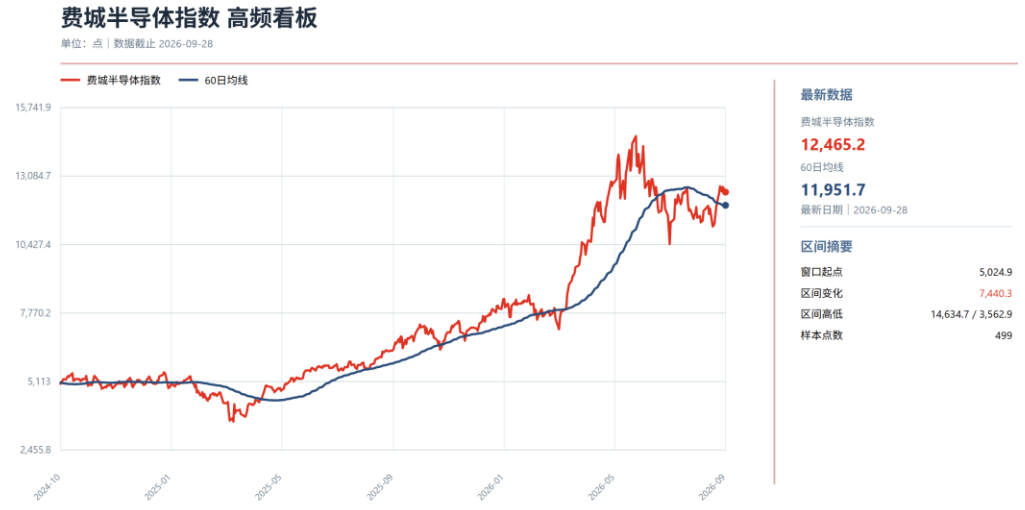
军工-中游分系统&锻造&机加工部件 | 平衡

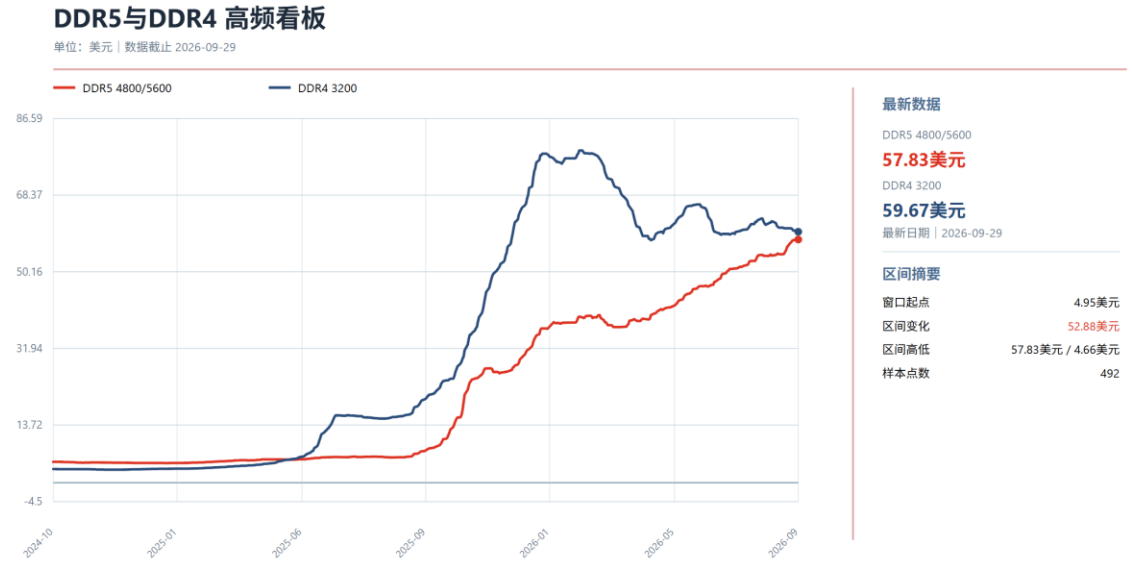
资料来源：同花顺，中信建投

下载日志已记录，仅供内部参考

2.4 科技

- 【传媒】9月1日，《微短剧发展管理办法》正式施行，微短剧进入分类管理与规范化发行阶段。观察许可、平台审核和分账规则对供给及成本的影响。9月上中旬，AI 短剧上半年供给超过 22.19 万部，但单部播放破亿比例仅 0.47%，收益分化明显。供给放量不等于商业化成功，关注付费转化和平台分账。【计算机】9月上旬，台积电上调 2026 年资本开支至 600—640 亿美元，AI 需求强度延续。设备、先进制程与封装链需求仍须看订单兑现。【计算机】9月10日，工信部发布“人工智能+软件”专项行动方案，提出到 2028 年推广覆盖 2 万家规上软件企业。AI 软件落地进入行业应用与企业覆盖验证期。【电子】9月20日，长鑫存储宣布第五代 DRAM 平台 G5 量产，基于该平台的产品进入量产阶段。国产存储工艺进展重要；公司随后提示尚未形成规模销售，需跟踪良率、认证和收入。





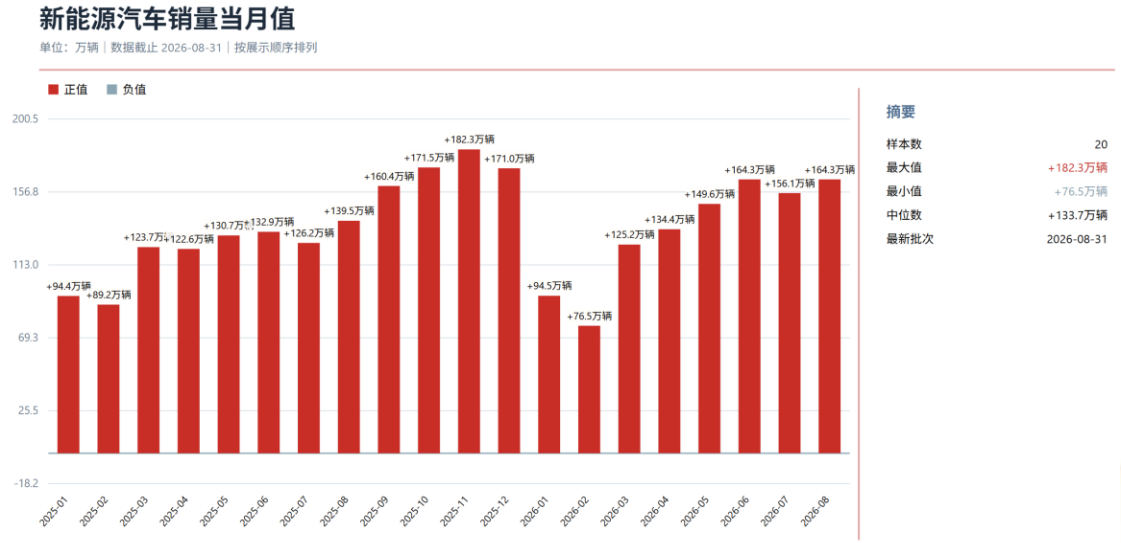
资料来源：央广网，科技日报，新华社，证券时报等，中信建投

下载日志已记录，仅供内部参考

2.4 能源

- 【锂电与储能】9月1日，锂电池消费税政策生效，电池环节税负与开票节奏出现调整。关注成本传导、价格调整和不同电池技术路线的税负差异。9月16日，碳酸锂期货盘中跌破 12.5 万元/吨后快速反弹，月内波动加剧。上游价格回撤与中游排产增长并存，需核对库存及实际成交。9月下旬，碳酸锂期货再度下跌，周刊记载 9 月以来累计回落约两成。供给增量与库存口径是价格判断关键，相关数据须统一统计口径。
- 【新能源汽车】9月上旬，乘联分会公布 8 月乘用车零售及新能源渗透率，新能源占比处高位。新能源车渗透率提升，但汽车总需求、价格竞争及出口仍需分别观察。
- 【电力】9月上旬，秦皇岛动力煤价格升至 980 元/吨附近，港口煤价处高位。煤价支撑煤企收入，同时挤压火电燃料利润。9月上中旬，北京“十五五”数字经济规划提出新建智算中心使用绿电的要求。数据中心绿色用电约束有望带动绿电交易及直供需求。【煤炭】9月中旬，煤炭保供要求与煤矿复产安排影响市场对焦煤、动力煤供给的预期。观察实际产量、港口库存及电厂补库，区分政策表态与供给兑现。9月中旬，全国电网代购电价同比下降，火电利用小时及用电增速走弱。电量、上网电价和燃料成本分化，火电盈利改善仍需确认。



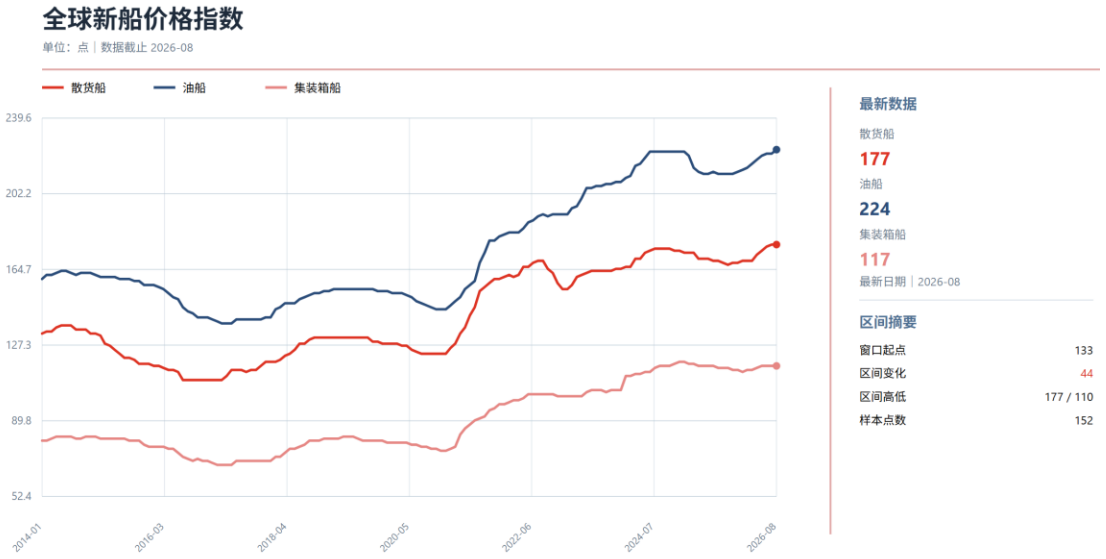


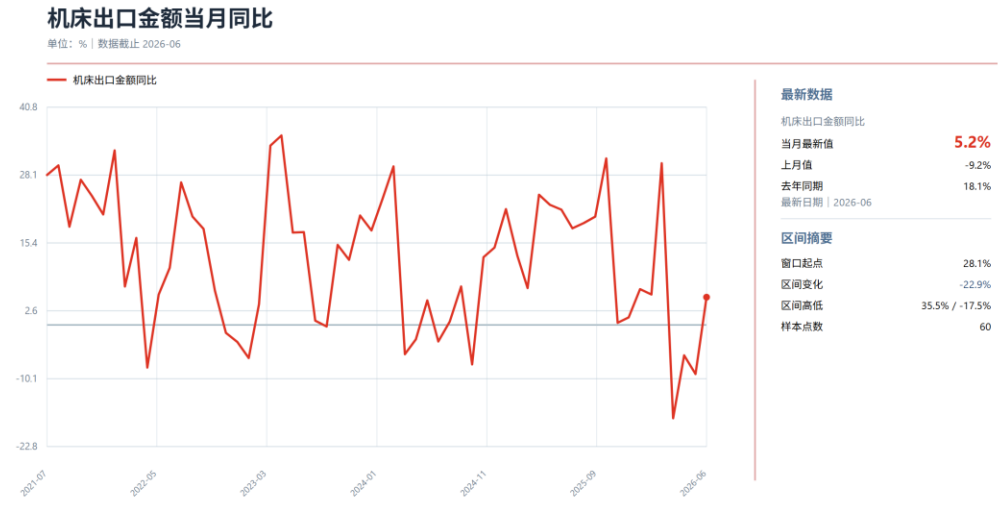
资料来源：Wind，CCTD、统计局、国务院等，中信建投

下载日志已记录，仅供内部参考

2.4 高端装备

- 【机器人】9月1日，机器人智能控制系统国家标准开始实施。机器人系统接口与控制规范推进，观察是否形成采购和验收要求。9月上旬，优必选披露 Walker 系列订单进展，并中标大型采购项目。订单为人形机器人商业化线索，仍需看交付、回款及复购。【国防军工】9月上旬，商业航天发射及低轨卫星组网活动延续，千帆星座加快组网。卫星制造、发射服务和地面设备需求随组网节奏变化。【机械设备】9月12日，8 月挖掘机销量同比增长，出口增速高于内销。海内外工程机械需求分化，出口订单仍是景气重要支撑。【船舶】9月中旬，中国船舶新增 LNG 双燃料船舶订单，订单排产维持较长周期。船舶制造景气和交付能见度延续，注意周期高位及原材料成本。【机械设备】9月下旬，国资委专题会议提出推动人工智能在制造业应用，工信部出台创新型产业集群管理办法。智能制造和产业集群建设获得政策推动，后续看项目投资与企业应用。





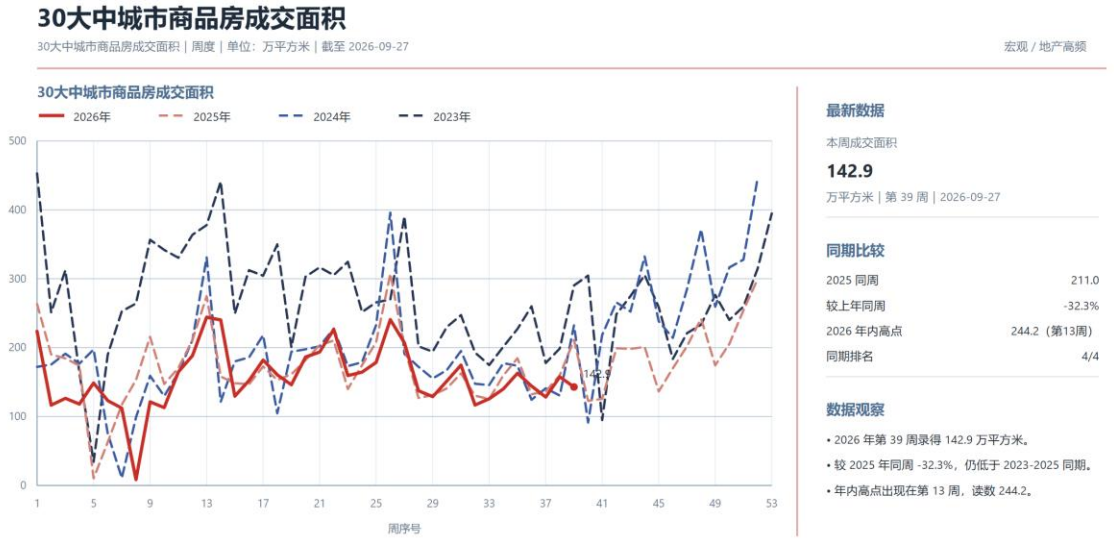
资料来源：新浪财经，同花顺，新华网，中信建投

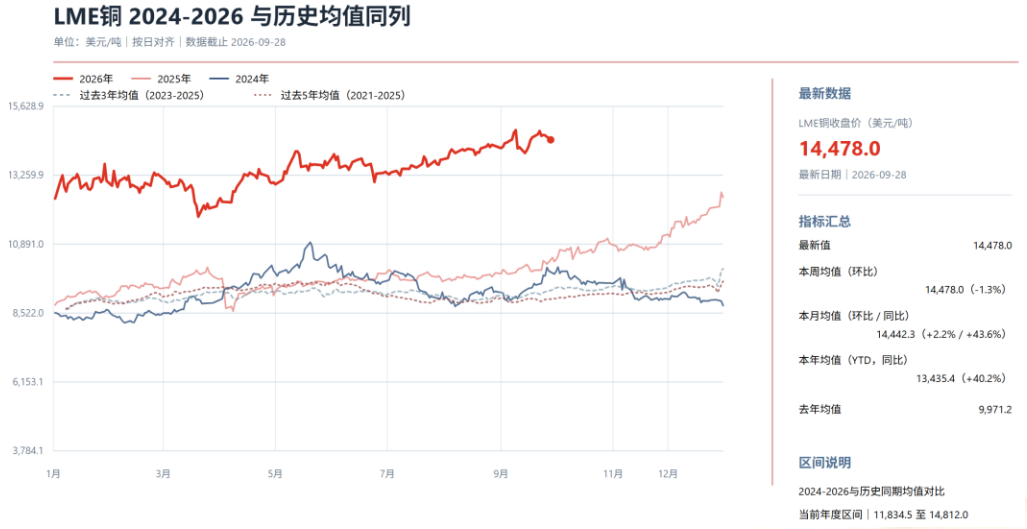
下载日志已记录，仅供内部参考

2.4 金融周期

- 【银行】9月上旬，监管部门发布金融强国建设“十五五”规划并集中介绍金融领域改革任务。中长期金融监管、服务实体和市场建设方向进一步明确。9月19日，人民银行货币政策委员会召开三季度例会，提出保持适度宽松并增强政策灵活性。货币政策基调关注逆周期调节、扩内需及实施节奏。9月下旬，央行超额续做 MLF，并安排国庆前后流动性工具。跨季与假期流动性安排有助于平滑短期资金波动。

- 【非银金融】9月上旬，证监会披露“十五五”资本市场改革路线图，涉及市场制度与上市公司质量。资本市场改革从政策表述进入配套规则和执行观察期。9月上旬，长期资金入市机制持续推进，周刊汇总年内中长期资金净买入 A 股超过 6000 亿元。资金结构改善线索需结合持仓披露和市场成交持续性验证。9月上旬，3000 亿元特别国债用于支持国有大型金融机构补充资本，覆盖部分保险机构。资本补充有助于提升风险抵御与服务能力，关注资金用途及资本回报。



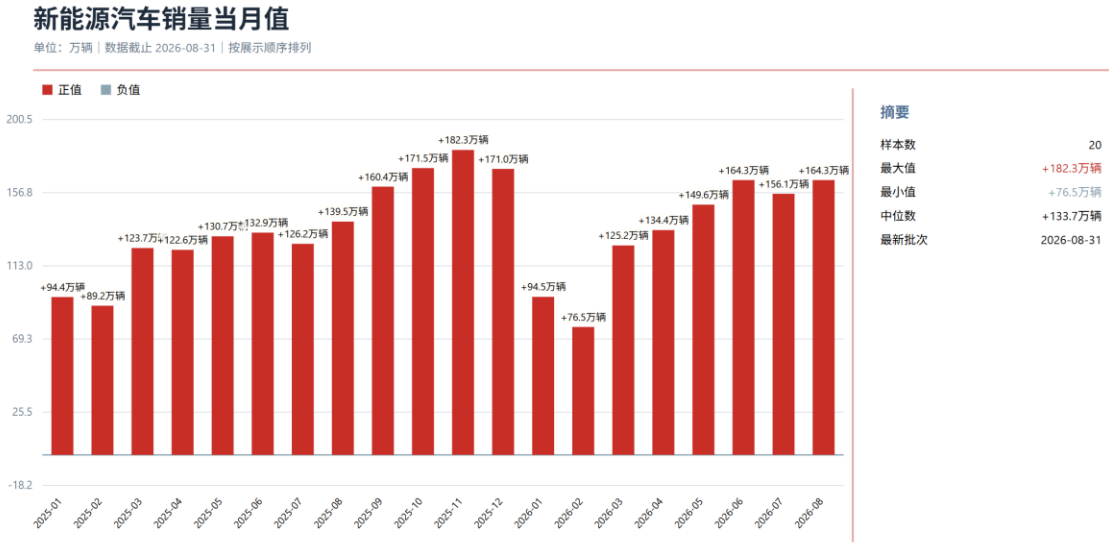


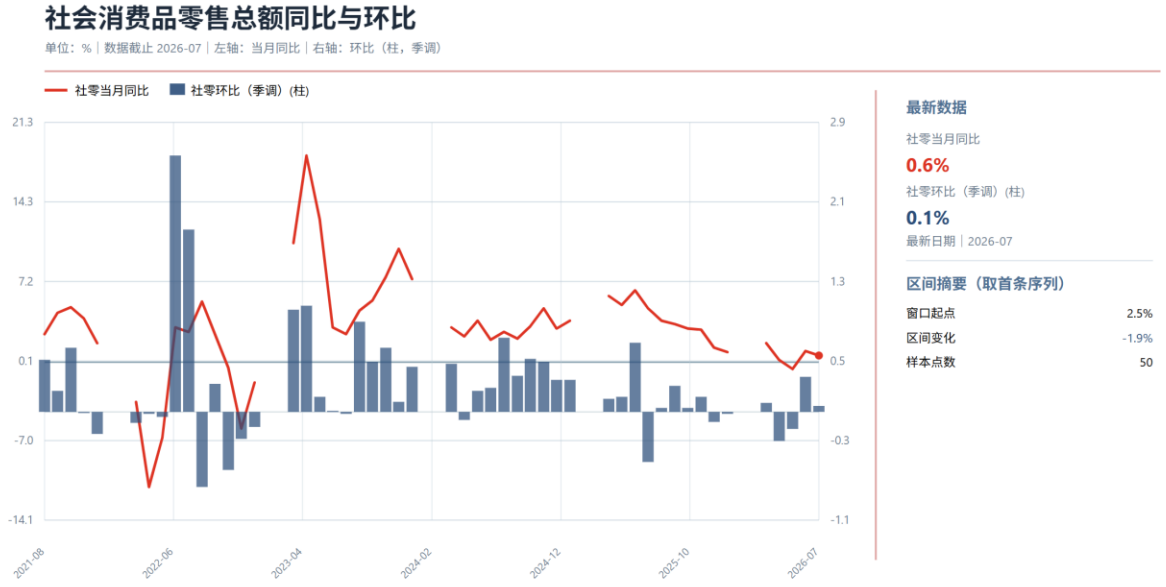
资料来源：统计局，新华网，中信建投

下载日志已记录，仅供内部参考

2.4 消费

- 【食品饮料】9月1日，七部门印发推动商品消费扩容升级实施意见，提出绿色、智能、健康等消费方向。促消费政策从补贴扩围到品类、场景和供给升级。9月2日，多项食品安全强制性国家标准集中实施。食品企业需关注标准适配、供应链和合规成本。【汽车】9月上旬，乘联分会公布 8 月乘用车零售及新能源渗透率，新能源占比处高位。新能源车渗透率提升，但汽车总需求、价格竞争及出口仍需分别观察。【商贸零售】9月8日，市场监管总局启动放心消费单元和集聚区培育。消费环境、线下服务和新消费场景获政策推动。【社会服务】9月上旬，暑期国内出游人次和旅游消费规模保持高位，酒店入住率改善。服务消费韧性有所体现，观察淡旺季转换后的 RevPAR 和客单价。【美容护理】9月上旬，8 月线上美妆 GMV 回升，抖音渠道表现较强。美妆线上渠道分化，重点看品牌投放效率与复购。





资料来源：国际在线，统计局，新华网，中信建投

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

- 反内卷政策及进度不及预期
- 去产能政策不及预期
- 经济政策整体推进不及预期
- “对等关税”等全球宏观经济运转不确定性加剧的风险。资本市场与宏观经济息息相关，以当前A股市场为例，美国政策变化、海外经济体衰退等因素都可能会影响上市公司海外资产的业务及业绩表现，进而影响上市公司收入和设备更新进度
- 资本市场流动性风险。资本市场表现与市场流动性高度相关，如果市场流动性出现大幅边际变化，则可能相关上市公司市场定价或走势表现不及投资者预期
- 地缘冲突扩散

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师介绍

张玉龙：新股策略团队首席分析师。北京大学光华管理学院金融学博士。2016年新财富策略分析师第5名（团体）核心成员，2017年带领团队获得金融界行业配置第4名，2018年Wind中国金牌分析师第四名。2019年新浪金麒麟策略新锐分析师第3名，2019年金融界行业配置第5名，2020年Wind中国金牌分析师第2名，每市金股组合第5名。张玉龙先生2013-2015年就职于中国工商银行总行风险管理部，负责全球主权风险管理和海外头寸控制，并代表工商银行赴英国展开工作交流。2016年加入中信建投证券，全面负责中信建投策略研究工作。张玉龙先生拥有丰富的金融研究经历，致力于经济与金融前沿理论创新和应用，先后在《金融研究》、《管理世界》、《经济学季刊》等顶级学术杂志上发表多篇论文，深度参与了科创板的设计研究工作，发起了中证科技50策略指数和科技50ETF基金设计工作，著有《科创板投资策略十讲》。

王大林：中信建投证券新股策略分析师，主要覆盖宏观经济、中观行业、区域产业等领域，致力于经济结构研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话：（8610）8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk

中信建投证券
CHINA SECURITIES