仅供内部参考，请勿外传

策略研究

证券研究报告

投资策略

渤海证券 Bohai Securities

A 股流动性将改善，市场震荡回升可期

——A 股市场 2026 年四季报投资策略报告

分析师： 宋亦威 SAC NO: S1150514080001 2026 年 9 月 28 日

证券分析师

宋亦威
022-23861608
SAC NO:S1150514080001
songyw@bhzq.com

严佩佩
022-23839070
SAC NO:S1150520110001
yanpp@bhzq.com

靳沛芃
022-23839160
SAC NO:S1150526090001
jinpp@bhzq.com

- 投资要点：
- 宏观方面，8 月出口端延续高景气，国内经济数据尽管整体偏弱运行，但结构向新向优提供韧性。展望来看，考虑到政策层面仍在持续推动经济结构优化，预计新动能领域景气将继续占优，同时，稳内需存在“六张网”及重大项目工程等的支持，综合而言，经济向好态势未变。
- 宏观流动性方面，美联储 9 月议息会议如期加息 25BP，未来利率路径全面上移，即年内至少将再加息一次，明年全年基本不降息，降息将推迟至 2028 年以后。而市场定价较点阵图更偏鹰。综合而言，伴随短期美联储加息操作的落地以及市场对未来紧缩预期的充分定价，估值端的压力将获得一定释放。国内方面，四季度货币政策将延续“适度宽松”基调，可重点关注经济增长与内需修复斜率、银行净息差及美联储加息路径，若上述变量未明显恶化，政策更可能以结构性工具和流动性精准投放为主。
- A 股流动性方面，三季度 A 股市场流动性的供需扰动已出现趋势性缓解。展望来看，资金供给有望呈现回暖态势，中长期资金仍将维持入市预期，带动市场“韧性”的形成；公募基金在改革的持续深化下，规模也将延续增长；两融资金向下空间不大，向上存在弹性。而股票供给端，IPO 和再融资的股票供给压力不大，产业资本净减持也预期延续低位。总的来看，A 股的流动性供给或将出现缓步改善态势，其将为行情的回稳向好提供支持。
- 策略方面，市场处于底部震荡过程，伴随沪指调整至 3900 点下方，市场风险得到有效出清。就基本面而言，政策推动下，经济增速有望迎来拐点，业绩端将有待验证和信心重建。估值总体回归合理后，在管理层“提升资本市场韧性和信心”的政策部署下，流动性有望企稳修复，特别是中长期资金的流入将降低市场的下行风险。预计 A 股将在震荡中逐步实现回升。对于投资者而言，要从打造资本市场“韧性”的角度思考择时机会，基于经济结构变迁的视角思考中长期的配置方向。
- 行业层面，四季度行业配置方面，可关注：（1）AI 景气显著占优且有望延续至 2027 年，叠加国产算力链渗透率的逐步提升下，算力板块的投资机会；（2）创新药对外授权交易的政策风险有所下降，叠加 AI 融合化发展的持续赋能，资金均衡配置倾向下，医药生物行业的投资机会；（3）市场绝对主线仍待确认，叠加中长期资金入市将获推进下，红利板块的配置价值。
- 风险提示：海外利率超预期上行、行业景气不及预期、地缘政治风险、会议和政策理解不到位的风险。

仅供内部参考，请勿外传

目 录

1. 宏观经济情况 5
1.1 出口景气延续 5
1.2 经济延续向新向优 5
2. 流动性环境 7
2.1 美联储年内仍有加息可能 7
2.2 国内货币政策延续“适度宽松” 8
3. 资本市场流动性环境 9
3.1 推动中长期资金流入是提升稳市力量的重要手段 10
3.2 基金改革“棋至中盘” 11
3.3 融资规模风险释放较充分，向上弹性大 12
3.4 一级市场供给压力较小，净减持规模低位稳定 13
4. 市场策略 15
4.1 业绩结构分化延续，增速面临考验 15
4.2 市场估值环境 16
4.3 市场判断 16
4.4 指数风格判断 17
5. 行业配置 18
5.1 行业回顾 18
5.2 AI 景气有望延续 19
5.3 其他细分景气领域 21

仅供内部参考，请勿外传

图 目 录

图 1：8 月出口延续景气 5
图 2：出口端结构亮点 5
图 3：8 月固定资产投资累计同比延续负增长 6
图 4：房地产投资分项情况 6
图 5：8 月社零同比保持正增长 6
图 6：消费信心和收入预期情况 6
图 7：芝商所数据（截至 2026 年 9 月 28 日） 8
图 8：市场对美联储 10 月进行加息的预期震荡抬升 8
图 9：存间机构质押式回购利率日度变化 8
图 10：人民币持续升值 8
图 11：沪市新增机构账户情况 11
图 12：保险公司资金运用余额情况 11
图 13：股票型 ETF 基金份额和规模变动情况 11
图 14：股票型和混合型基金发行只数 12
图 15：股票型和混合型基金发行份额 12
图 16：主动权益基金发行情况 12
图 17：股票型和混合型基金份额 12
图 18：融资规模变动情况 13
图 19：融券规模变动情况 13
图 20：一级市场 IPO 及定增募资情况 13
图 21：产业资本二级市场增减持情况 13
图 22：沪深京市场成交金额 14
图 23：沪深京市场换手率 14
图 24：2026Q2 全 A 单季营收同比增速进一步改善 15
图 25：2026Q2 全 A 单季归母净利同比高增 15
图 26：2026Q2 各板块单季营收同比增速均现改善 15
图 27：2026Q2 科创板单季归母净利同比仍呈现高增 15
图 28：规模以上工业企业营收和利润情况 16
图 29：计算机、通讯和其他电子设备制造业营收利润情况 16
图 30：上证综指、沪深 300、创业板指、科创 50 涨跌幅走势 16
图 31：A 股主要板块估值历史分位数（截至 2026.9.24） 16
图 32：A 股大势逻辑框架 17
图 33：沪深 300 与创业板综、科创综指动态市净率比值变化 17
图 34：三季度以来，A 股市场表现 18
图 35：三季度以来，申万一级行业整体表现 18
图 36：三季度 Token 调用量指数级扩张 19
图 37：北美云厂商 2026 年资本开支规模整体上修 20
图 38：国内云厂商资本开支持续加码 20
图 39：DDR5 合约价阶梯式抬升 20
图 40：三季度，DDR5 现货-合约溢价率重回升势 20

仅供内部参考，请勿外传

图 41：各行业 2026Q2 与 2026Q1 的归母净利同比增速情况 21

表 目 录

表 1：近期管理层对资本市场的政策部署 9
表 2：7 月股市维稳阶段机构的实际行动 10

仅供内部参考，请勿外传

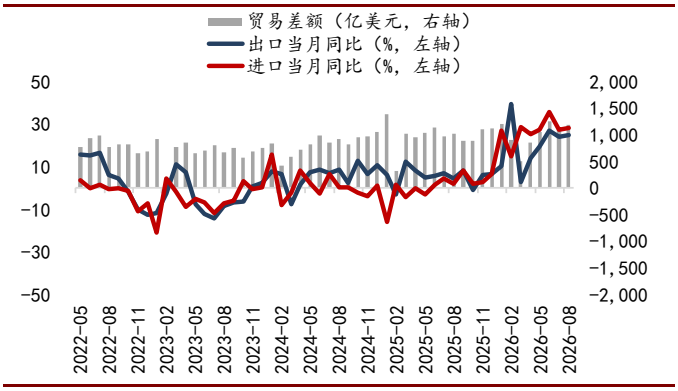
1. 宏观经济情况

1.1 出口景气延续

8 月出口同比增长 25.0%，价格端是重要驱动因素；结构上，1-8 月集成电路出口同比增速达到 103.7%，进一步上行，主要受益于全球 AI 需求景气的拉动。从出口地区来看，对美出口同比增速的大幅改善主要受到去年同期因关税政策所带来的低基数影响，对韩出口则在 AI 需求景气的支撑下延续高增长。

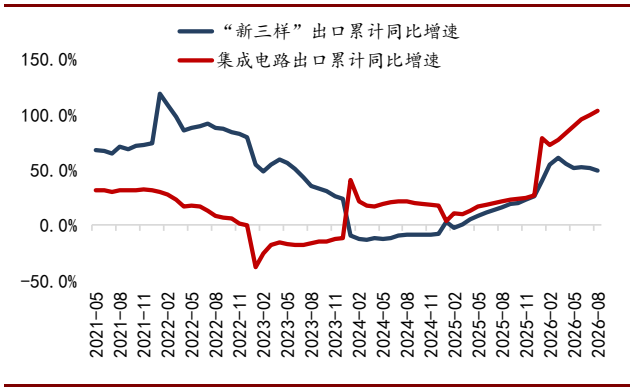
展望来看，四季度海外需求将在一定程度受到高利率环境的抑制，叠加去年同期基数的逐步走高，出口端将面临一定回落压力；不过，考虑到全球 AI 资本开支的结构性拉动，预计出口同比增速将呈现“高位缓降”的特征。

图 1：8 月出口延续景气



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 2：出口端结构亮点



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

1.2 经济延续向新向优

投资端，1-8 月固定资产投资同比下降 7.2%，较 1-7 月回落 0.5 个百分点，投资三项均有回落。

具体而言，1-8 月基建投资同比下降 4.0%，较 1-7 月回落 0.4 个百分点，一是因极端天气扰动尚在，二是资金端发行节奏慢于去年同期，导致实物工作量的形成偏缓。展望来看，四季度是财政资金集中兑现的重要窗口期，叠加“六张网”和重大项目的持续推进以及基数的走低，基建投资有望逐步企稳回暖。

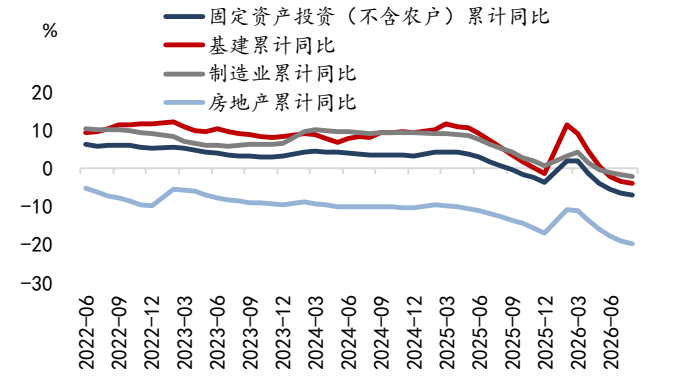
1-8 月制造业投资同比下降 2.3%，较 1-7 月回落 0.6 个百分点，新旧动能转换态势延续；整体而言，成本传导不畅及下游需求偏弱对企业投资扩产意愿形成抑

仅供内部参考，请勿外传

制。展望来看，新旧动能接续转换期，管理层正在弱化以绝对增速水平衡量投资成效的评价体系，更加注重科技创新、产业升级和基础支撑，意味着对投资规模阶段性放缓的容忍度有所抬升，预计四季度制造业投资的增长仍将依赖于 AI 等新动能领域的拉动。

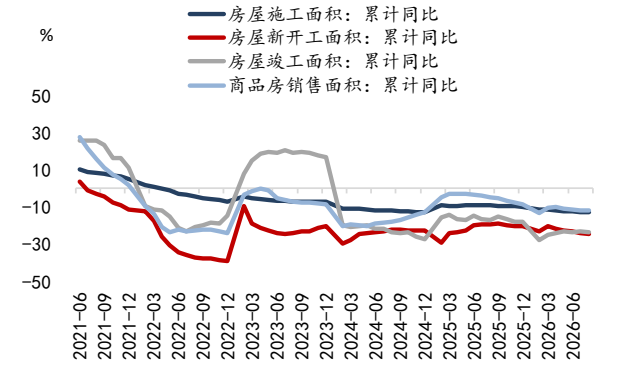
1-8 月房地产投资同比下降 19.9%，降幅较 1-7 月扩大 0.7 个百分点，销售端持续走弱，房地产市场整体尚处于探底过程中。展望来看，考虑到房企资金端约束趋紧，叠加居民房价预期尚待企稳，预计四季度房地产投资将延续偏弱运行。

图 3：8 月固定资产投资累计同比延续负增长



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

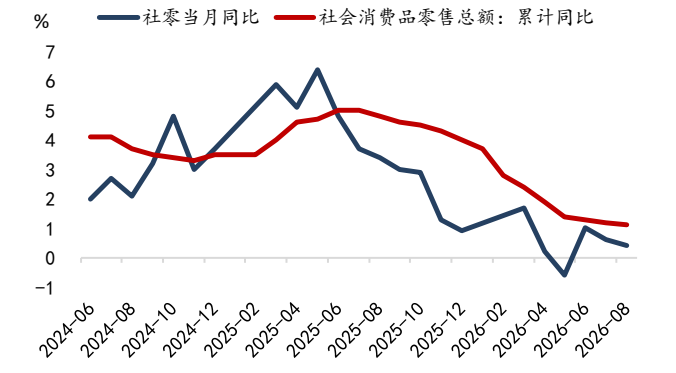
图 4：房地产投资分项情况



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

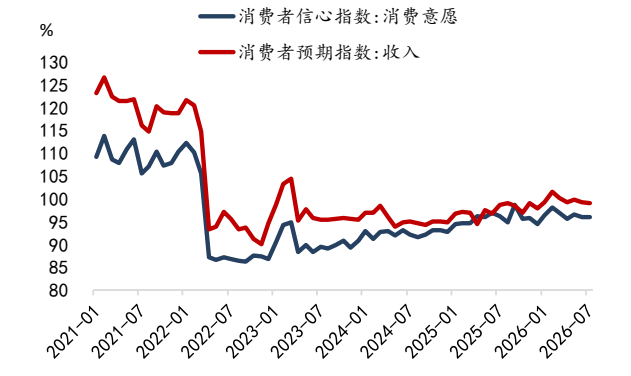
消费端，8 月社会消费品零售总额同比增长 0.40%，延续低位增长。展望而言，伴随基数的走低以及政策端支持的逐步落地，预计消费端将延续低位增长态势，而进一步回暖仍需收入预期及消费意愿的扭转。

图 5：8 月社零同比保持正增长



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 6：消费信心和收入预期情况



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

综合而言，尽管 8 月经济数据偏弱运行，但结构向新向优也提供一定韧性，伴随经济转型的持续，未来新动能领域对经济的支撑作用将持续增强。

仅供内部参考，请勿外传

2. 流动性环境

海外方面，美联储 9 月议息会议如期加息 25BP，未来利率路径全面上移，即年内至少将再加息一次，明年全年基本不降息，降息将推迟至 2028 年以后。而市场定价较点阵图更偏鹰。综合而言，伴随短期美联储加息操作的落地以及市场对未来紧缩预期的充分定价，估值端的压力将获得一定释放。国内方面，四季度货币政策将延续“适度宽松”基调，可重点关注经济增长与内需修复斜率、银行净息差及美联储加息路径，若上述变量未明显恶化，政策更可能以结构性工具和流动性精准投放为主。

2.1 美联储年内仍有加息可能

9 月 17 日，美联储公布 9 月议息会议决议。在美国就业市场整体向好，而通胀仍然高企背景下，本次议息会议将联邦基金利率目标区间上调 25BP 至 3.75%-4%，符合市场预期。与此同时，会议将今明两年的实际 GDP 增速各上调 0.1 个百分点至 2.3%和 2.4%，失业率均下调 0.2 个百分点至 4.1%；而 2026 年和 2028 年的核心 PCE 则各上调 0.1 个百分点至 3.4%和 2.2%，显示通胀回归 2%的过程比此前预期更慢。整体而言，官员对美国经济下行风险的担忧有所弱化，而对通胀的预期明显上修。

由此，最新点阵图显示，未来美国利率路径全面上移。具体而言，18 位官员中 16 位预计年内至少将再加息一次，2026 年利率预测中值由 6 月的 3.8%上调至 4.1%，隐含年内仍有一次 25BP 的加息操作；与此同时，2027 年利率预测中值由 3.6%上调至 4.1%，意味着官员们预计明年全年基本不降息，降息将推迟至 2028 年以后。

而受近期地缘局势影响，市场定价较点阵图更偏鹰。芝商所数据显示，截至 9 月 28 日，市场预期年内或有两次加息，同时，定价明年上半年再加息两次；其中，对 10 月底议息会议进行加息的预期逐步抬升至 65.9%。综合而言，伴随短期美联储加息操作的落地以及市场对未来紧缩预期的充分定价，估值端的压力将获得一定释放。

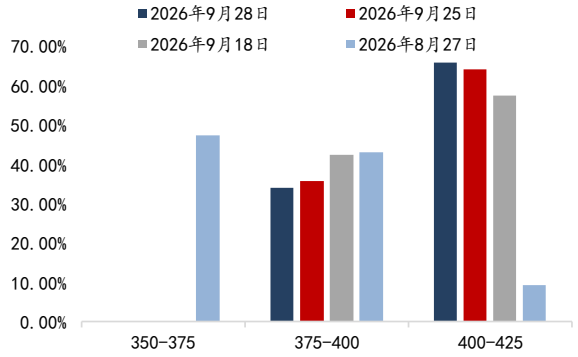
仅供内部参考，请勿外传

图 7：芝商所数据（截至 2026 年 9 月 28 日）

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2026/10/28	34.1%	65.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
2026/12/9	6.4%	40.1%	53.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	3.0%	22.3%	46.4%	28.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.9%	8.9%	29.7%	40.9%	19.6%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.6%	5.8%	21.7%	36.5%	27.8%	7.6%	0.0%	0.0%
2027/6/9	0.3%	3.7%	15.4%	30.6%	31.3%	15.6%	3.0%	0.0%
2027/7/28	0.3%	3.3%	14.0%	28.8%	31.2%	17.5%	4.5%	0.4%
2027/9/15	0.3%	3.0%	12.8%	27.1%	30.9%	19.1%	6.0%	0.8%
2027/10/27	0.3%	3.1%	12.9%	27.2%	30.8%	18.9%	5.9%	0.8%
2027/12/8	0.6%	4.0%	14.3%	27.5%	29.7%	17.7%	5.5%	0.7%

资料来源：CME，渤海证券研究所

图 8：市场对美联储 10 月进行加息的预期震荡抬升



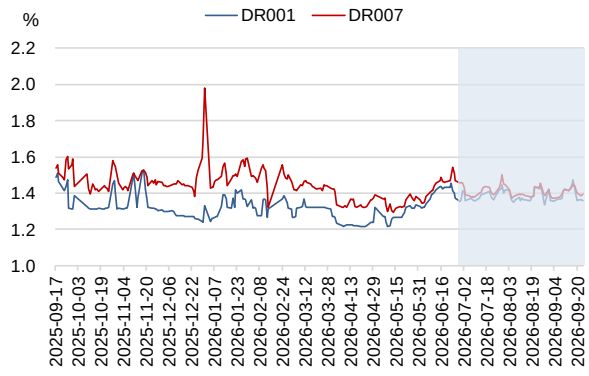
资料来源：CME，渤海证券研究所

2.2 国内货币政策延续“适度宽松”

三季度以来，国内货币政策延续“适度宽松”基调。政策主线是“落实存量、储备增量”，并通过结构性工具与财政金融协同支持科技、民营、消费等领域。在海外加息潮和人民币稳中有升背景下，央行坚持“以我为主”，流动性总体保持充裕。资金面方面，三季度资金利率围绕政策利率平稳运行，DR001 的平均水平较二季度回升 9BP 至 1.39%，整体处于相对宽松状态。

展望而言，考虑到国内经济供强需弱、结构分化以及外部冲击等问题和挑战仍存，四季度货币政策预计将延续“适度宽松”基调，“支持经济稳定增长、高质量发展和金融市场平稳运行”并“加大逆周期调节力度”。四季度可重点关注经济增长与内需修复斜率、银行净息差及美联储加息路径，若上述变量未明显恶化，政策更可能以结构性工具和流动性精准投放为主。

图 9：存间机构质押式回购利率日度变化



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 10：人民币持续升值



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

3. 资本市场流动性环境

表 1：近期管理层对资本市场的政策部署

日期	会议	内容
2026 年 9 月 17 日	“开局起步‘十五五’”系列主题新闻发布会	证监会副主席李超介绍：接下来，我们还要认真贯彻落实中央政治局会议和“十五五”规划《纲要》部署，更大力度进一步推动改革，持续提升市场韧性和信心……更大力度夯实稳的基础。市场稳定是深化改革的前提，也是改革的重要目标。……下一步，我们将持续健全“长钱长投”的市场机制和生态，推动中长期资金稳步提升入市规模和比例。继续大力发展权益类公募基金，强化各类中长期资金“稳定器”功能。强化跨市场跨行业跨境风险监测，推动健全支持资本市场货币政策工具的长效机制，丰富政策工具箱。加强和改进资本市场预期管理，积极营造良好的舆论生态。
2026 年 7 月 30 日	中共中央政治局会议	深化资本市场投融资综合改革，提升资本市场**韧性**和**信心**。
2026 年 7 月 23 日	证监会召开党的建设暨监管工作座谈会	一是综合施策全力维护市场平稳运行，提升资本市场韧性。更加精准有效实施逆周期调节，推动中长期资金稳步提升入市规模和比例，加强应对全球市场波动和风险跨境传导的政策储备，筑牢防范外部风险冲击的防波堤防浪堤。二是深化改革提升制度包容性适应性。落实落细投融资综合改革各项措施，更好发挥股票、基金、债券、期货市场功能。三是从严监管维护市场“三公”。坚持打大打恶打重点，提高监管执法质效，依法严查严处财务造假、内幕交易、操纵市场等违法违规行为，加强新型业务监管，推进人工智能在监管中的应用。四是扶优限劣促进上市公司做优做强。进一步夯实财务造假综合惩防体系，更大力度推动上市公司规范治理，持续释放并购重组活力，推出更多典型案例。五是分层分类推动行业机构高质量发展。健全证券公司“1+N+X”监管制度体系，加快落实推动基金公司规范发展的一揽子措施，尽快出台期货公司监管办法，大力促进私募基金规范健康发展……

资料来源：证监会，共产党员网，渤海证券研究所

经济结构的转型，是资本市场流动性环境形成的重要背景。当前，国内经济结构正呈现持续向新向优的态势，经济结构的变化，必然带来金融结构的变迁。近期，《求是》刊发了央行行长潘功胜的署名文章强调了金融体系与产业转型的动态适配，由此，作为新质生产力的重要融资渠道，资本市场的发展壮大将是经济结构转型的有力保障。“十五五”规划明确提出“健全投资和融资相协调的资本市场功能”，这意味着在更好支持实体经济的资本市场融资需求的同时，A 股市场自身也要维持健康发展。7 月 30 日的政治局会议进一步明确“深化资本市场投融资综合改革，提升资本市场韧性和信心”为下半年监管工作的重点，由此 A 股市场的流动性环境也将迎来进一步的优化。

仅供内部参考，请勿外传

3.1 推动中长期资金流入是提升稳市力量的重要手段

中长期资金是资本市场“韧性”的重要支撑来源。7 月，证监会召开“党的建设暨监管工作座谈会”，明确表示将“更加精准有效实施逆周期调节，推动中长期资金稳步提升入市规模和比例”，这无疑缓解了资本市场的下行风险。在 7 月份市场的维稳阶段，包括中央、地方国资平台以及保险公司等机构主动表态，以实际行动看好 A 股市场，使得资金端有效形成合力，降低了市场的整体下行风险。

表 2：7 月股市维稳阶段机构的实际行动

日期	机构	具体举措
2026 年 7 月 19 日	中央国资平台	1. 中国国新发布的公告表示，坚定看好中国资本市场发展前景，坚定支持央企科技创新和高质量发展，旗下国新投资有限公司相关主体已经使用股票回购增持专项再贷款及配套资金超 500 亿元，用于维护市场稳定，未来还将继续用好用足再贷款这一政策工具，同时配以自有资金继续增持中央企业股票，坚决维护资本市场核心资产战略价值，坚决维护资本市场平稳健康运行。 2. 中国诚通发布的公告表示，近日，中国诚通及所属诚通资本、诚旸投资聚焦国资央企大额增持中国股票资产，累计买入近百亿元。中国诚通坚定看好中国经济和中国资本市场前景，后续将继续使用自有资金和股票回购增持再贷款大额增持国资央企和科技企业股票及 ETF，全力维护资本市场平稳运行。
2026 年 7 月 20 日	保险机构	国寿集团、中国人保、中国平安、中国太保、新华保险五家大型保险机构相继表示，坚定看好中国资本市场发展前景，以实际行动做市场稳定维护者。其中，国寿集团表示，近日，中国人寿资产公司在市场相应点位加力提效、积极配置，A 股和场内外基金市场权益类资产单日净买入超 100 亿元。
2026 年 7 月 20 日-22 日	地方国资平台	北京、上海、陕西等地国资投资运营平台相继发声，坚定看好中国资本市场前景，明确将通过增持股票、ETF 等方式维护市场稳定，当好长期资本、耐心资本、战略资本。

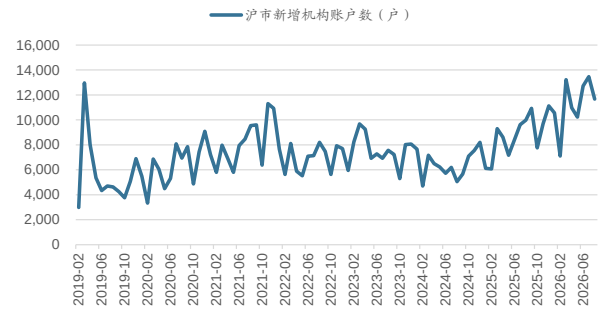
资料来源：人民网，证券时报，渤海证券研究所

而从数据维度来看，机构开户情况的维持高位，险资股票占资金运用余额的持续提升以及 ETF 份额在市场下行阶段的逆势增长，都说明中长期资金正持续加码 A 股市场，并逐步发挥资本市场的稳定器功能，降低 A 股的波动风险。在管理层，对 A 股市场平稳运行诉求提升的背景下，中长期资金，将延续流入预期，并成为资本市场稳定力量的重要来源，为资本市场“韧性”特征的建立提供重要的支撑。



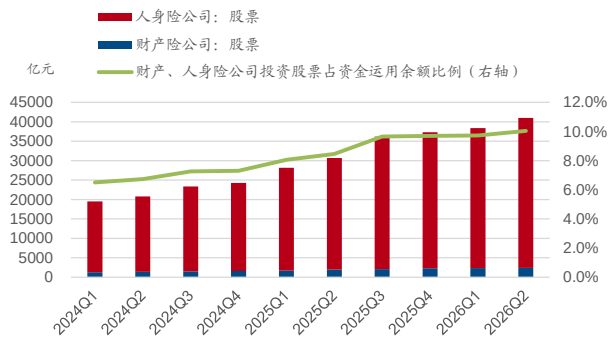
仅供内部参考，请勿外传

图 11：沪市新增机构账户情况



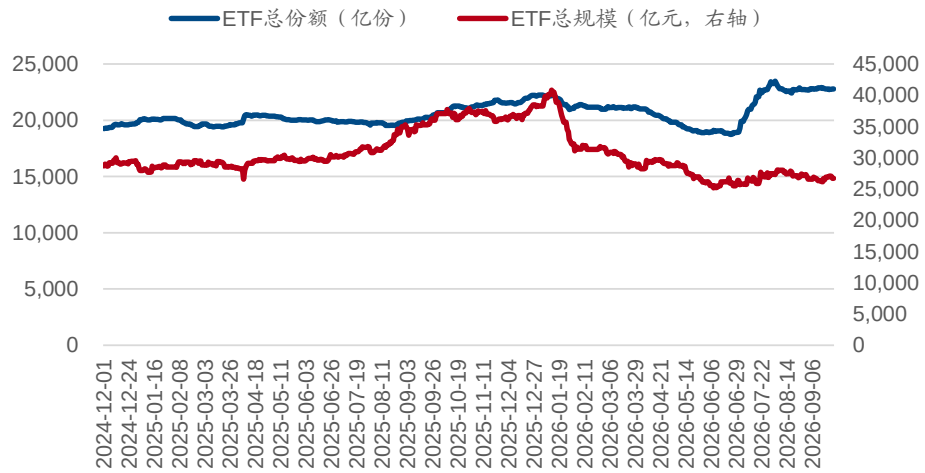
资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 12：保险公司资金运用余额情况



资料来源：国家金融监督管理总局，渤海证券研究所

图 13：股票型 ETF 基金份额和规模变动情况



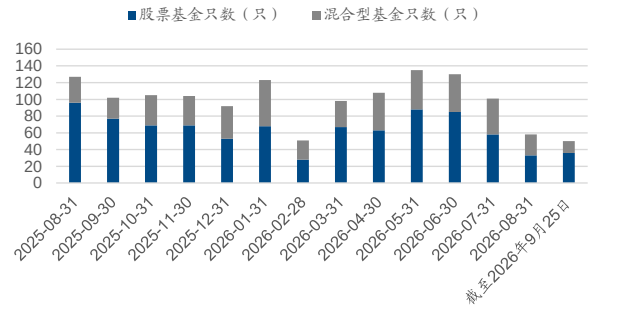
资料来源：iFinD，渤海证券研究所

3.2 基金改革“棋至中盘”

今年以来，公募基金改革持续向纵深推进，吴清主席在 6 月份基金业协会大会上强调“当前公募基金改革迎来了‘棋至中盘’的关键节点”，并持续推动基金行业巩固拓展改革发展成果，加快从重规模向重回报转变，推动基金行业的持续健康发展。9 月，“开局起步‘十五五’”系列主题新闻发布会中，李超副主席又强调要“继续大力发展权益类公募基金”。由此，改革的不断深入，意味着公募基金行业的发展将延续规模扩张预期，未来将走向质和量双升阶段。

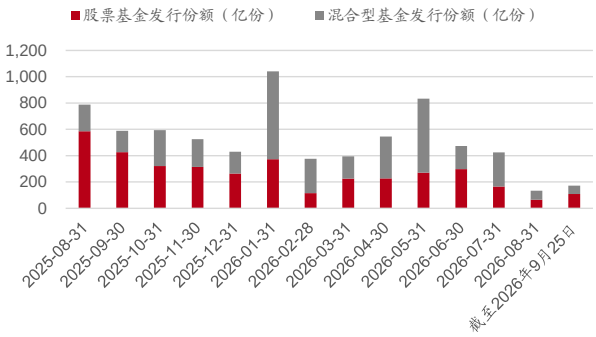
仅供内部参考，请勿外传

图 14：股票型和混合型基金发行只数



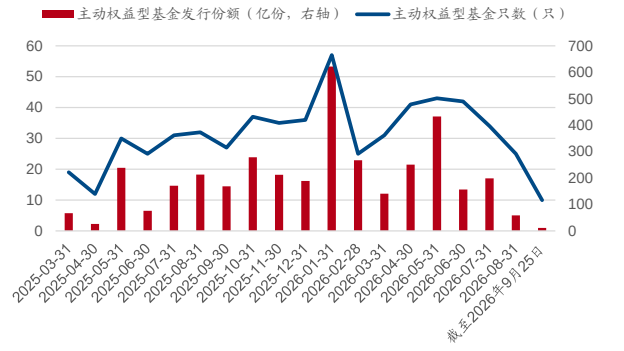
资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 15：股票型和混合型基金发行份额



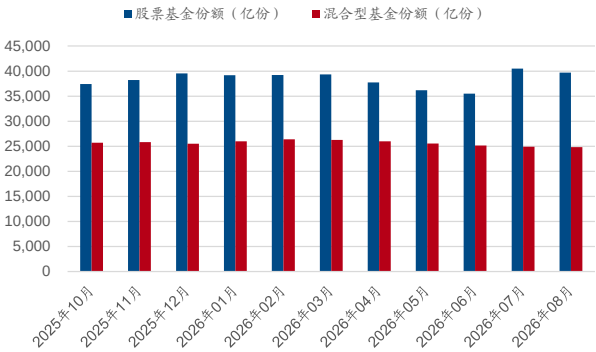
资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 16：主动权益基金发行情况



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 17：股票型和混合型基金份额



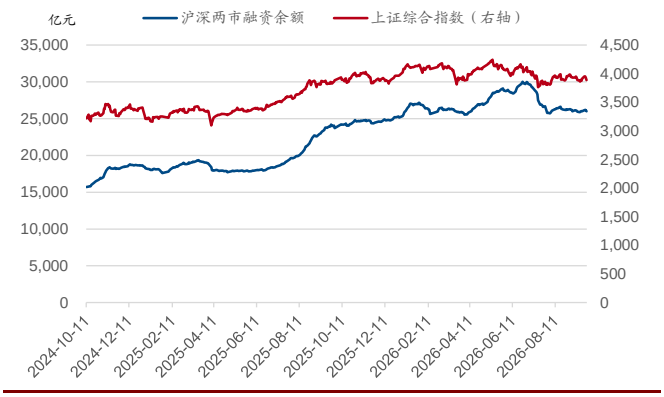
资料来源：iFinD，渤海证券研究所

3.3 融资规模风险释放较充分，向上弹性大

两融中融资余额在经历二季度的急涨后，三季度出现快速去杠杆过程，仅 7 月一个月，就回落了 4068 亿元，回吐了二季度融资余额的全部涨幅。不过从 8 月开始，伴随市场的底部震荡，两市的融资规模也呈现企稳特征。展望来看，伴随融资规模回到年内 3、4 月的水平，其风险释放已较充分，规模进一步下行的风险已经减小。而向上看，则规模的弹性较大，四季度是政策窗口期也将有较长的业绩真空期，一旦主题机会占据主导，融资规模将有较大增长空间。

仅供内部参考，请勿外传

图 18：融资规模变动情况



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 19：融券规模变动情况



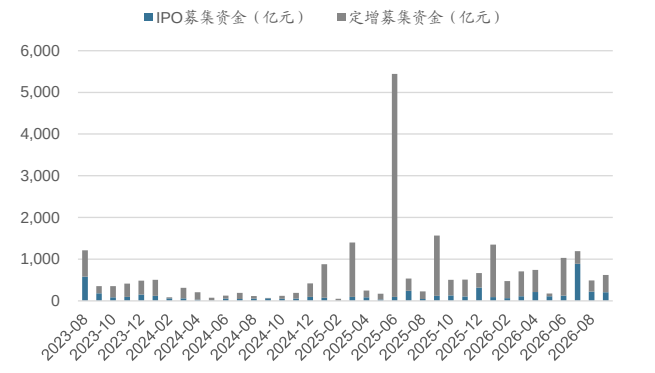
资料来源：iFinD，渤海证券研究所

3.4 一级市场供给压力较小，净减持规模低位稳定

在股票供给方面，三季度 IPO 出现大幅增长，7 月的 IPO 规模，也占到年初以来 IPO 总规模的 4 成以上。增长动力来源，主要源自长鑫科技的 IPO，预计其规模难以复制，四季度 IPO 规模将回归常态水平，季度供给规模预计将在 600 亿上下。在再融资方面，短期虽在低位，但考虑到财政部对金融央企的注资行为，再融资可能出现类似 2025 年 6 月的回升，而考虑到其资金来源并非二级市场，因而再融资的上涨，不会对二级市场形成资金抽离效应。

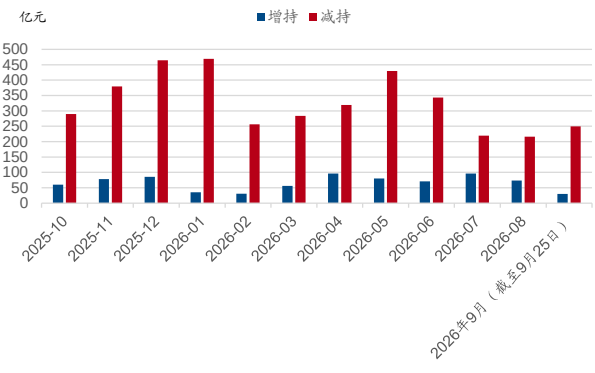
就产业资本增减持行为而言，三季度以来净减持规模总体维持低位水平，四季度净减持规模或仍维持合理水平。总体来看，二级市场的供给压力整体偏小。

图 20：一级市场 IPO 及定增募资情况



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 21：产业资本二级市场增减持情况



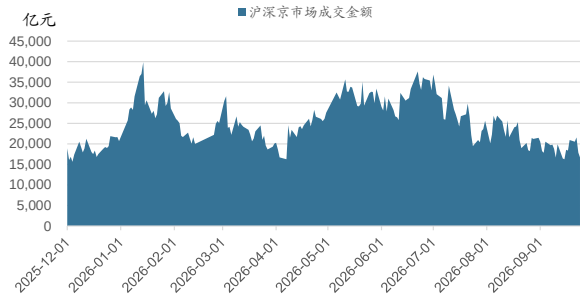
资料来源：iFinD，渤海证券研究所

综合来看，三季度 A 股市场流动性的供需扰动已出现趋势性缓解。展望来看，资金供给有望呈现回暖态势，中长期资金仍将维持入市预期，带动市场“韧性”的形成；公募基金在改革的持续深化下，规模也将延续增长；两融资金向下空间不大，向上存在弹性。而股票供给端，IPO 和再融资的股票供给压力不大，产业资

仅供内部参考，请勿外传

本净减持也预期延续低位。总的来看，A 股的流动性供给或将出现缓步改善态势，其将为行情的回稳向好提供支持。

图 22：沪深京市场成交金额



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 23：沪深京市场换手率



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

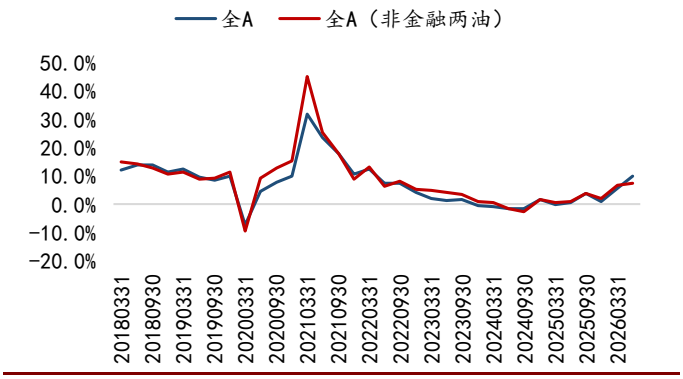
仅供内部参考，请勿外传

4. 市场策略

4.1 业绩结构分化延续，增速面临考验

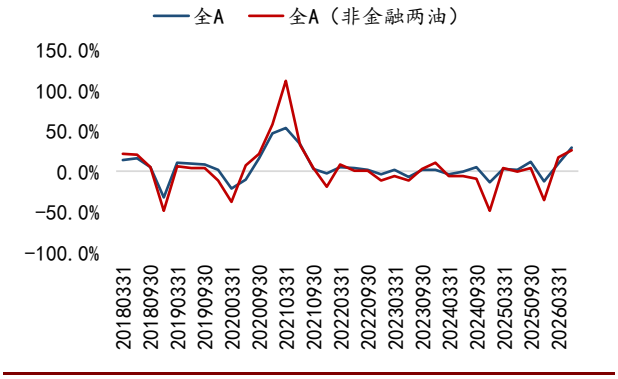
从中报业绩来看，虽然全 A/全 A（非金融两油）二季度单季归母净利同比增速分别实现了 29.4%和 26.2%的增长。较 2026Q1 分别回升 20.1 和 9.6 个百分点。值得注意的是，全 A 净利同比增速远超营收所展现出来的净利率扩张，主要集中于部分景气领域，而非整体净利率在改善。以 AI 为驱动的科技企业盈利的高增，正成为上市公司盈利改善的重要引擎，这在科创板的盈利增速上表现的尤为明显。

图 24：2026Q2 全 A 单季营收同比增速进一步改善



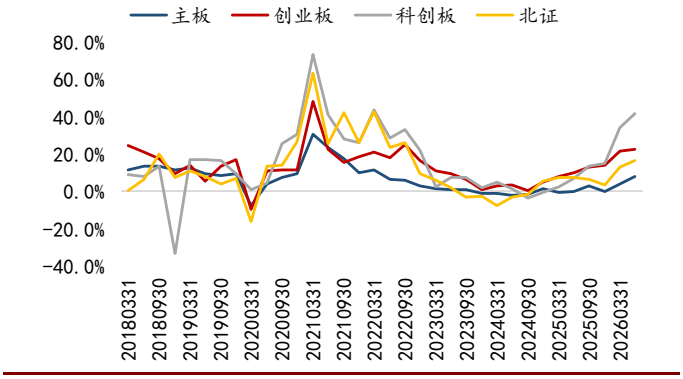
资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 25：2026Q2 全 A 单季归母净利同比高增



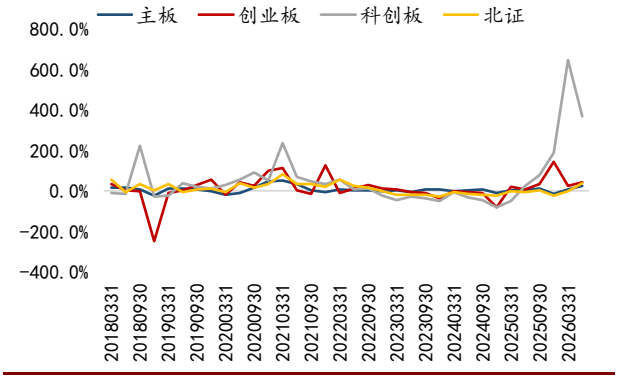
资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 26：2026Q2 各板块单季营收同比增速均现改善



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 27：2026Q2 科创板单季归母净利同比仍呈现高增

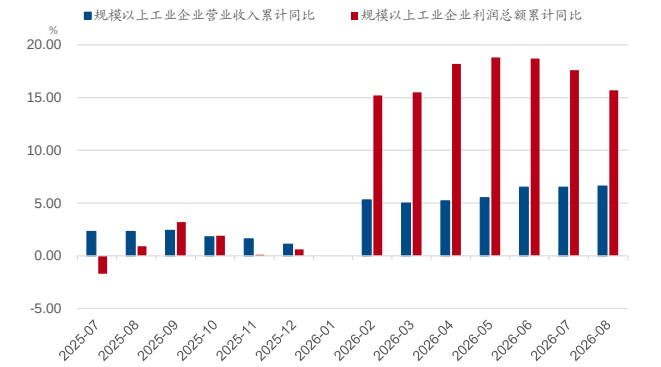


资料来源：iFinD，渤海证券研究所

不过，也应关注的是，伴随去年同期的盈利基数走高，三季度工业企业效益数据正面临一定回落压力，AI 领域的持续景气能否对冲工业企业盈利增速的潜在风险，将是对三季报业绩预期的最大考验。

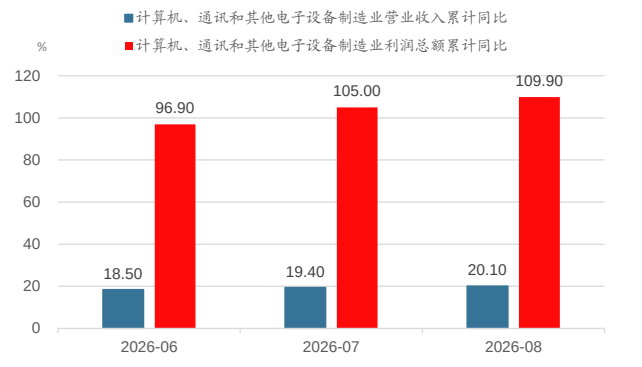
仅供内部参考，请勿外传

图 28：规模以上工业企业营收和利润情况



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 29：计算机、通讯和其他电子设备制造业营收利润情况

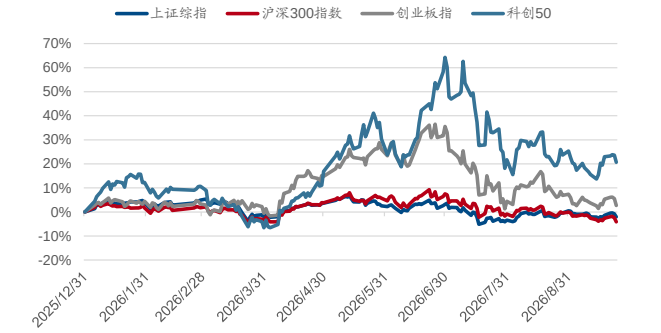


资料来源：iFinD，渤海证券研究所

4.2 市场估值环境

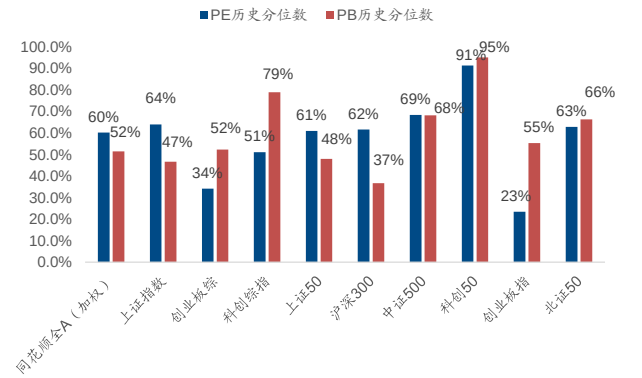
市场多数指数呈现底部震荡特征。中报业绩期后，部分板块因中报的业绩释放，而呈现市盈率历史分位数的回落，部分指数的市盈率估值水平已从前期的高位回落至中高位。市净率估值水平则总体位于历史分位的中值上下，估值总体适中。

图 30：上证综指、沪深 300、创业板指、科创 50 涨跌幅走势



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 31：A 股主要板块估值历史分位数（截至 2026.9.24）



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

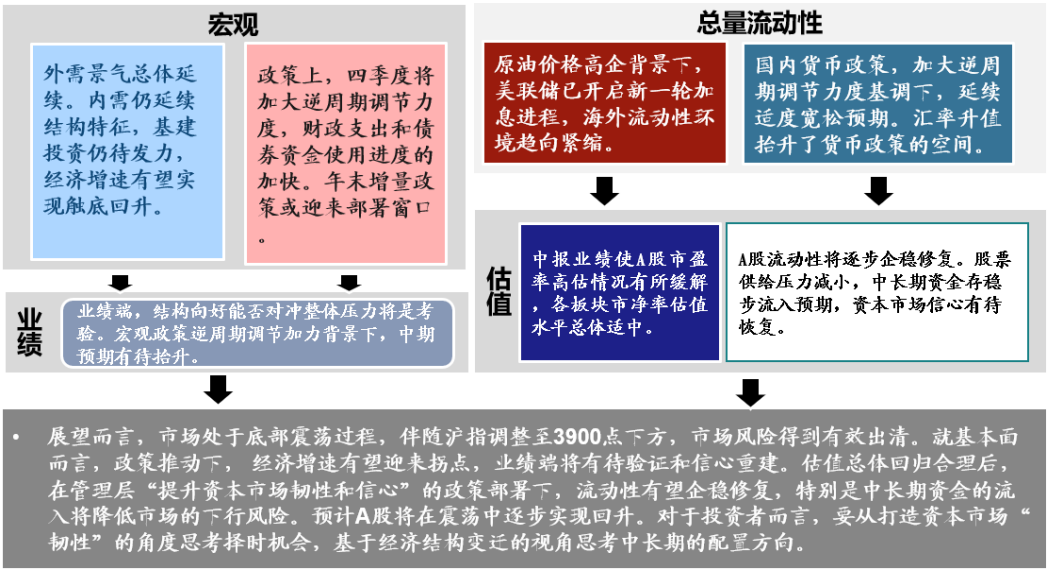
4.3 市场判断

展望而言，市场处于底部震荡过程，伴随沪指调整至 3900 点下方，市场风险得到有效出清。就基本面而言，政策推动下，经济增速有望迎来拐点，业绩端将有待验证和信心重建。估值总体回归合理后，在管理层“提升资本市场韧性和信心”的政策部署下，流动性有望企稳修复，特别是中长期资金的流入将降低市场的下行风险。预计 A 股将在震荡中逐步实现回升。对于投资者而言，要从打造资本市场“韧性”的角度思考择时机会，基于经济结构变迁的视角思考中长期的配置方向。短期看，三季报阶段就是新一轮行情布局的起点，而业绩真空期的接踵而至，将

仅供内部参考，请勿外传

为市场带来更大空间。

图 32：A 股大势逻辑框架

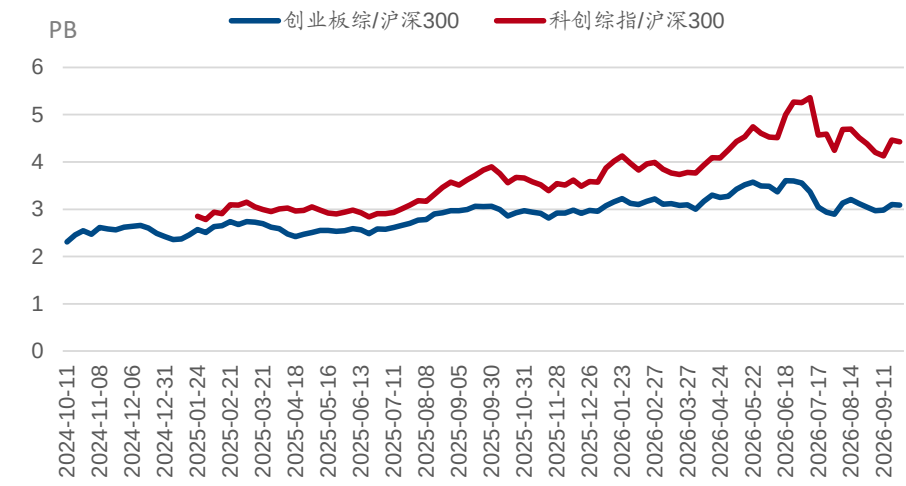


资料来源：渤海证券研究所

4.4 指数风格判断

对于指数风格而言，四季度适宜进行平衡配置，一方面，四季度宏观政策发力和增量政策酝酿，或成为中大市值价值板块的重要推动。另一方面，AI 景气对成长板块三季报业绩有一定支撑，11 月又进入业绩真空期，有利于情绪的回暖和成长题材热度的上升。

图 33：沪深 300 与创业板综、科创综指动态市净率比值变化



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

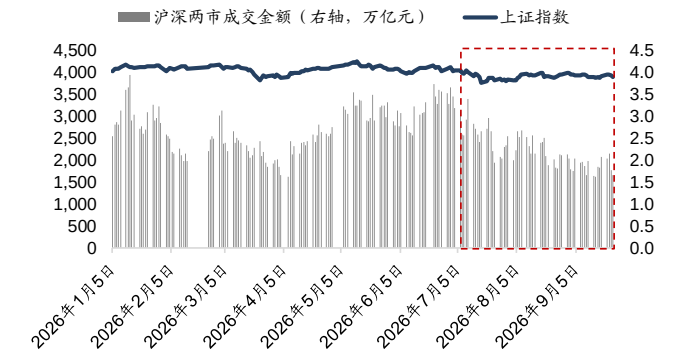
5. 行业配置

5.1 行业回顾

三季度以来，A 股市场呈现高位下跌，而后止跌筑底过程。具体而言，7 月初，北美云厂商资本开支高增持续性存疑、韩国股市去杠杆等因素所引发的全球 AI 主线大幅调整；7 月末海外市场初步止跌，国内类维稳资金纷纷入场，叠加 730 政治局会议所带来的“提升资本市场韧性和信心”预期，前期 AI 主线初步止跌，并经历了一轮快速修复；而后因市场缺乏阶段性主线，重要指数进入筑底过程，估值端持续受到美债收益率高企、地缘局势升级、美联储加息等海外不确定性因素的压制。

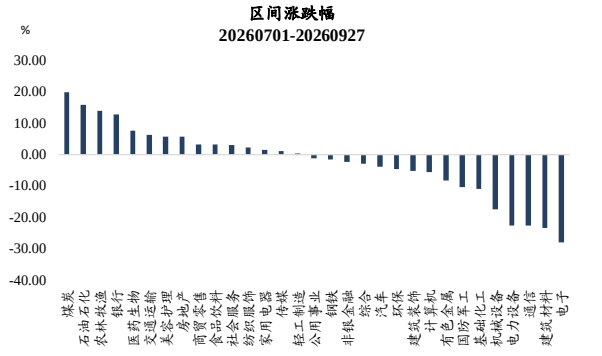
在这一过程中，申万一级行业涨跌参半。其中，因市场阶段性主线缺位，市场风险偏好整体承压，叠加价格因素拉动，具备红利属性的煤炭行业领涨；与此同时，地缘局势再度升级推升能源价格催化下，石油石化行业涨幅居前；除此之外，厄尔尼诺气候叠加海峡航运受阻抬升粮食通胀预期下，农林牧渔行业涨幅居前。

图 34：三季度以来，A 股市场表现



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 35：三季度以来，申万一级行业整体表现



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

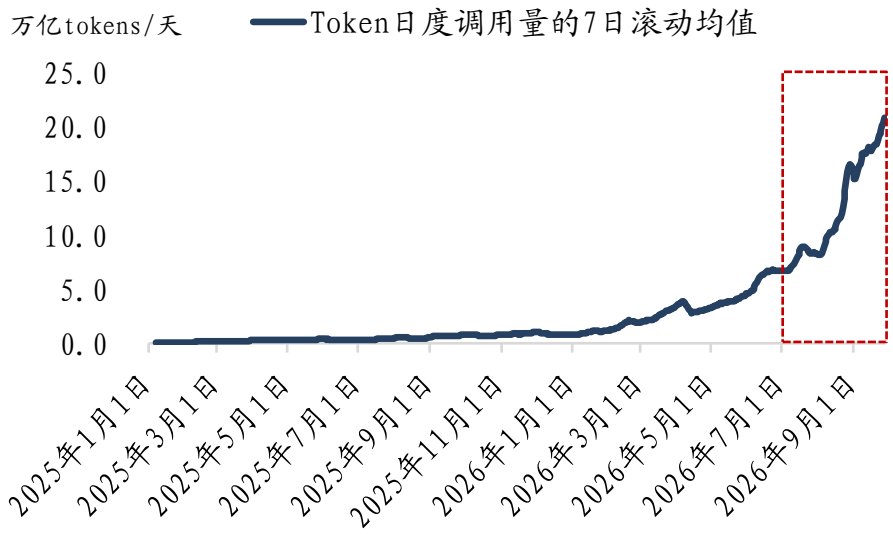
展望而言，进入四季度，分子端将成为行业配置的重要驱动因素。一是，10 月将进入三季报的披露阶段，业绩端迎来验证过程；二是，年底市场定价基准将从“当年盈利”切换至“次年盈利”，高增长、业绩确定性强的板块在换锚后估值压力将有所消化，有望吸引资金提前布局。因而，涨价或出海链等基本面有支撑的景气领域有望在四季度再度占优，但考虑到海外地缘风险、美国中期选举等不确定性因素尚待落地，或对市场风险偏好形成阶段性扰动，叠加 A 股中长期资金入市将获推动，红利板块的配置价值仍存。综合而言，行业方面，延续“景气+红利”的哑铃型配置策略。

仅供内部参考，请勿外传

5.2 AI 景气有望延续

三季度 Token 调用量指数级扩张，印证 AI 应用景气。根据 OpenRouter 披露数据，截至 9 月 27 日，Token 的日度调用量（7 日滚动均值口径）达到 20.8 万亿 tokens/天，较 6 月底增长约 2.1 倍，Agent/编程代理类应用贡献了主要增量，需求侧正由对话式 AI 切换为 Agent 驱动的推理消耗。整体而言，三季度 Token 调用量的加速爬坡，印证了推理/Agent 需求的进一步增长。

图 36：三季度 Token 调用量指数级扩张



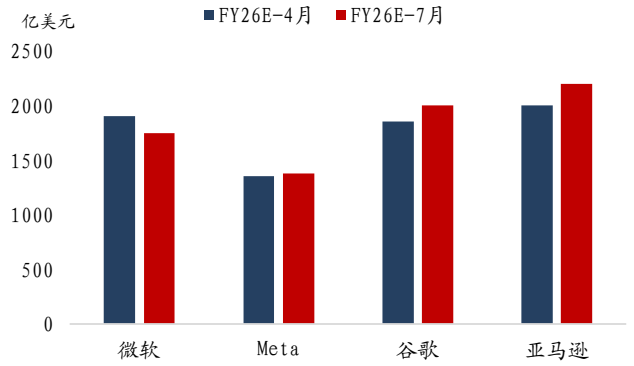
资料来源：OpenRouter，渤海证券研究所

在这一背景下，全球云厂商资本开支有望延续高增长态势。一方面，北美云厂商资本开支指引尚在扩张。从 7 月下旬北美云厂商披露的财报来看，微软、谷歌、亚马逊、Meta 四大厂商 2026 年资本开支指引整体进一步上修，按照指引中值估算，预计 2026 年将达到 7325 亿美元，较 2025 年增长约 94%。与此同时，亚马逊明确表示，即使投入 2200 亿美元，其算力容量仍不足以满足当年需求，且预计这一供不应求的态势在 2027 年仍将延续，谷歌也表示“预计 2027 年资本开支将较 2026 年显著增长”。整体而言，海外云厂商资本开支尚未出现放缓迹象。

另一方面，国内云厂商资本开支也在持续加码。阿里巴巴和腾讯 2026Q2 资本开支合计达到 1205 亿元，同比增长 108%；其中，阿里巴巴明确表示“资本支出需要前置”、“行业共识是在 2030 年之前，看不到 AI 算力紧缺有大的改变”。综合而言，全球 AI 基础设施投资的强劲态势有望在未来一段时期延续。

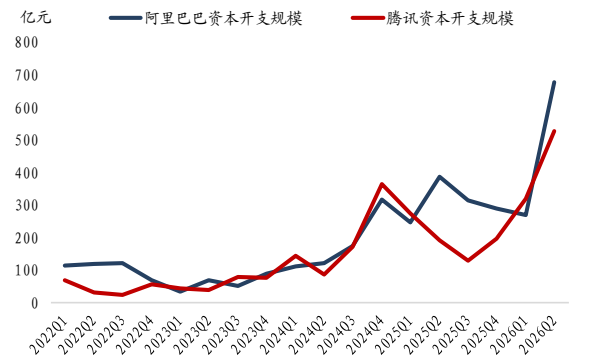
仅供内部参考，请勿外传

图 37：北美云厂商 2026 年资本开支规模整体上修



资料来源：微软、Meta、谷歌、亚马逊官网，渤海证券研究所

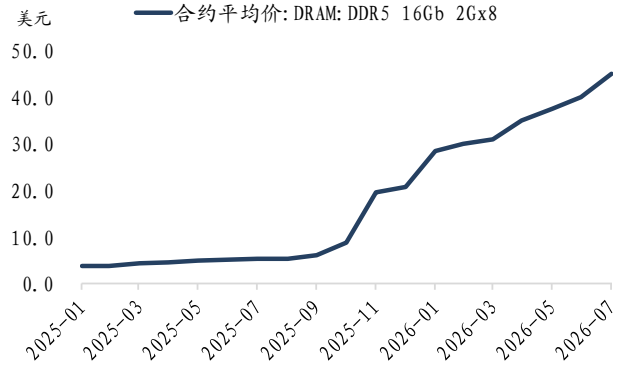
图 38：国内云厂商资本开支持续加码



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

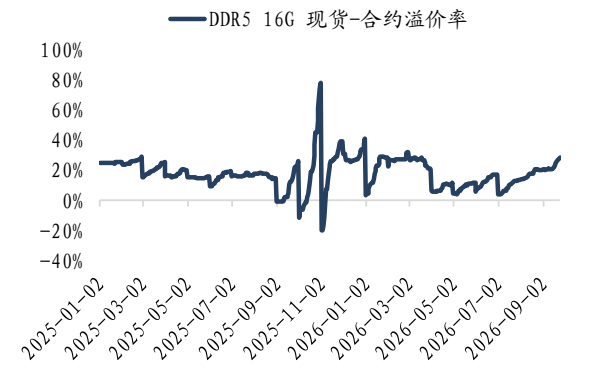
供需缺口下“AI 通胀”有望持续。三季度，存储价格继续上行。DDR5 现货-合约溢价率曾在 2025Q4-2026Q1 出现大幅波动，主要因 AI 推理需求景气与原厂产能向 HBM 集中，合约渠道配给下的溢出需求涌向现货市场，叠加囤货行为，DDR5 现货-合约溢价率一度达到 78%；而后随着合约价补涨、恐慌性备货退潮，溢价率逐步收敛至个位数。三季度以来，现货-合约溢价率在分母端合约价阶梯式走高背景下重回升势，意味着现货价格涨幅持续超越合约——每一次提价均被即期需求消化，显示即期需求超过合约渠道的供给安排，印证了存储需求景气。考虑到订单需求旺盛，叠加四季度合约谈判窗口，为四季度乃至 2027 年一季度合约价续涨提供支撑。

图 39：DDR5 合约价阶梯式抬升



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 40：三季度，DDR5 现货-合约溢价率重回升势



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

综合而言，需求侧 Token 调用量指数级增长、供给端资本开支尚在上修以及硬件环节持续涨价相互印证，AI 景气显著占优且有望延续至 2027 年，叠加国产算力链渗透率的逐步提升，四季度可重点关注 AI 算力板块的投资机会。

仅供内部参考，请勿外传

5.3 其他细分景气领域

从二季报的景气线索来看，除了 AI 通胀链外，受益于价格上行的上游资源品、量端支撑下的医药生物以及资本市场活跃下的非银金融，其业绩端均存在亮点。

展望而言，考虑到美国拟允许多数中国药品继续开展授权交易，创新药对外授权交易的政策风险有所下降，医药生物细分领域的高景气有望延续；叠加 AI 融合化发展的持续赋能，资金均衡配置倾向下，可关注医药生物行业的投资机会。

图 41：各行业 2026Q2 与 2026Q1 的归母净利同比增速情况

板块	行业	单季归母净利同比增速			板块	行业	单季归母净利同比增速		
		2026Q1	2026Q2	边际变化			2026Q1	2026Q2	边际变化
上游资源	有色金属	112.6%	101.7%	-10.9%	下游必选	食品饮料	3.3%	-18.7%	-22.0%
	煤炭	-3.8%	66.5%	70.3%		医药生物	7.0%	12.5%	5.5%
	石油石化	15.3%	58.3%	43.1%		纺织服饰	-0.9%	-8.6%	-7.7%
中游材料	钢铁	-78.5%	-16.7%	61.8%		农林牧渔	-109.3%	-185.9%	-76.5%
	基础化工	16.0%	58.2%	42.2%		商贸零售	49.2%	47.2%	-2.1%
	建筑材料	-39.5%	-47.7%	-8.2%	TMT	传媒	-1.0%	22.1%	23.1%
中游制造	建筑装饰	-15.3%	-35.6%	-20.3%		计算机	114.5%	44.8%	-69.7%
	电力设备	51.5%	25.5%	-26.0%		电子	145.3%	232.4%	87.2%
	国防军工	83.1%	30.7%	-52.4%		通信	4.7%	6.9%	2.2%
	机械设备	-4.7%	10.8%	15.5%	服务	交通运输	19.5%	-14.0%	-33.5%
下游可选	社会服务	6.6%	-14.3%	-20.9%		公用事业	-4.5%	-17.8%	-13.2%
	美容护理	-11.6%	15.8%	27.4%		环保	18.3%	15.9%	-2.4%
	家用电器	-7.8%	-4.9%	2.9%	大金融	房地产	1.0%	22.8%	21.8%
	汽车	-22.2%	-19.2%	3.1%		非银金融	-1.4%	134.8%	136.2%
	轻工制造	-19.3%	-10.7%	8.6%		银行	3.0%	2.9%	-0.1%

资料来源：iFinD，渤海证券研究所

除此之外，考虑到宏观层面不确定性尚存，市场绝对主线仍待确认，叠加中长期资金入市将获推进下，可关注红利板块的配置价值。

综合而言，四季度行业配置方面，可关注：（1）AI 景气显著占优且有望延续至 2027 年，叠加国产算力链渗透率的逐步提升下，算力板块的投资机会；（2）创新药对外授权交易的政策风险有所下降，叠加 AI 融合化发展的持续赋能，资金均衡配置倾向下，医药生物行业的投资机会；（3）市场绝对主线仍待确认，叠加中长期资金入市将获推进下，红利板块的配置价值。

仅供内部参考，请勿外传

风险提示：

1、海外利率超预期上行。若包括美债收益率的全球主要经济体利率水平进一步上行，或将通过压制市场估值与风险偏好、抬升 AI 企业融资成本、跨境资本回流等路径对 A 股市场形成扰动。

2、行业景气不及预期。部分行业的投资机会依赖于行业景气的持续，存在未来景气不及预期的风险。

3、地缘政治风险。当前国际局势错综复杂，地缘政治风险的骤升或对市场情绪产生一定冲击，从而对行情形成阶段性扰动。

4、会议和政策理解不到位的风险。存在对相关会议和政策的内容、精神、目标以及具体条款理解不够准确、全面或深入的风险。

仅供内部参考，请勿外传

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的数据和信息，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的任何观点均精准地、如实地反映了研究人员的个人观点，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所获取报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资分析意见或观点有直接或间接的联系。

风险提示及免责声明

投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告由渤海证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作，仅供本公司的客户使用。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本公司客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发送，并仅为提供信息而发送，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，不保证该信息未经任何更新。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表现的依据。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。

在任何情况下，本报告内容的全部或部分均不构成对任何人的投资建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

在所知情的范围内，本公司、本报告撰写人以及财产上的利害关系人与本报告所评价或作出明确估值和投资评级的证券无利害关系。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持有并交易本报告中所提及公司的股份或其他财产权益，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。

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。

本报告版权为本公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式刊载、转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经本公司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。如征得本公司同意进行引用、刊载或转发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“渤海证券股份有限公司”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。

仅供内部参考，请勿外传

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%—20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%—10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%—10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

渤海证券研究所机构销售团队:

高级销售经理：朱艳君
座机：+86 22 2845 1995
手机：135 0204 0941
邮箱：zhuyanjun@bhzq.com

天津:
天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼
邮政编码：300381
电话：+86 22 2845 1888
传真：+86 22 2845 1615

北京:
北京市西城区西直门外大街甲 143 号凯旋大厦 A 座 2 层
邮政编码：100086
电话：+86 10 6810 4192
传真：+86 10 6810 4192

渤海证券股份有限公司网址：www.bhzq.com