下载日志已记录，仅供内部参考

策略月报

行业配置月报：10 月建议关注红利股息和业绩成长两条主线

证券分析师

程强
资格编号：S0120524010005
邮箱：chengqiang@tebon.com.cn

陈梦洁
资格编号：S0120524030002
邮箱：chenmj3@tebon.com.cn

夏欣锐
资格编号：S0120526050001
邮箱：xiaxr@tebon.com.cn

徐宇博
资格编号：S0120525090001
邮箱：xuyb5@tebon.com.cn

投资要点：

- **核心观点：综合产业周期、股东回报、估值、资金趋势四大维度加权打分，我们得出本月行业配置方向：（1）银行、保险、家电等红利板块。进入 10 月，市场整体波动率有所放大，因此我们认为红利板块不管是从组合角度还是市场风格角度考虑仍具有一定的布局价值。（2）科技为代表的业绩线：进入 10 月后市场整体风险偏好明显好转，成长风格的胜率和赔率迎来显著修复；同时，Q3 高业绩组合进入 10 月后胜率明显抬升。结合模型评分，我们认为 10 月科技产业值得关注，尤其是以国产算力为主的半导体板块。（3）此外，以造船军工和储能为代表的估值切换线值得提前关注：临近年底，市场可能开启跨年行情，高景气同时关注度较低的板块可能成为明年的布局方向。**

- **9 月市场复盘：市场经历普遍调整。**9 月 A 股市场整体震荡下跌，其中上证指数下跌 3.62%，沪深 300 下跌 5.78%，中证 500 下跌 6.50%，创业板指数下跌 8.82%，科创 50 下跌 9.17%。行业维度上，大部分行业下跌，仅生物医药、房地产、银行等板块呈现上涨；风格维度上，周期风格全月下跌 6.13%，成长风格下跌 7.57%，两者跌幅明显高于其他风格，我们认为机构 Q3 调仓、国庆长假带来的不确定性等因素是相关风格出现调整的主要原因。同时，在临近国庆的最后两周（9.21-9.30），市场也出现一定加速下跌的情况，这与全球主要市场走势产生分化，也一定程度印证 A 股尤其是科技板块 9 月下跌更多是自身日历效应带来的短期扰动。

- **细分行业配置研判：产业周期维度上，**科技行业整体延续高成长、高景气扩散特征，半导体综合表现较好；化工产业景气度有所上行；传统红利板块景气出现分化，部分资源板块随产品价格回暖边际改善。**股东回报维度，**传统红利板块预期股息率显著居前，其中保险、石油等板块的上半年业绩同样表现亮眼，盈利扩张带动整体回报水平上行。**估值层面，**中报披露完成后市场估值定价逻辑发生反转。前期行情高点阶段，市场给予高景气赛道较高估值溢价；中报落地后，半导体、通信设备等科技赛道业绩兑现，叠加前期回调，板块 PEG 明显回落，成长性越强的行业 PEG 相对低估程度越高。绝对估值角度看，多数核心科技赛道估值水平与估值分位依旧偏高。**短期资金流向角度，**由于 9 月下旬市场整体低迷，资金指标整体相对弱势，同时上涨板块数量较少且分布较为分散。

- **行业基本面情况：大科技方面，**全球半导体行业景气度持续走高，大模型 Token 调用量快速增长，海外云厂云业务营收、资本开支持续扩张。但头部大模型企业大多尚未盈利，云厂高额资本开支造成现金流承压，我们测算显示若 2027 年资本开支继续高增，云厂整体自由现金流缺口将持续扩大，后续企业融资成为重要观测指标，而相关大模型公司上市进程有望在一定程度上缓解现金流压力。**顺周期方面，**原油受中东地缘冲突扰动，供需格局偏紧，油价大概率维持高位震荡，单边大幅涨跌概率较小；黄金 9 月受美联储政策预期约束持续下行，若后续出现美元信用恶化或者经济衰退，黄金仍具备配置价值；铜受益新能源、半导体的实物需求增量，叠加大宗商品金融属性加持，价格持续上行。**高端制造方面，**海内外需求共振带动

下载日志已记录，仅供内部参考

国内储能电池销售数据保持高增速；同时 CNPI 新造船价格延续上涨趋势，反映出军民需求共同支撑下行业供需偏紧。

- **风险提示：**宏观经济风险；行业发展不及预期风险；过去数据指引不及预期风险

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 上月市场复盘.....6
2. 9 月行业板块配置研判.....7
2.1. 产业周期：科技维持高成长，金融板块景气迎来扩散.....8
2.2. 股东回报维度：景气度上行的传统红利板块股息优势凸显.....8
2.3. 估值分析：中报后成长板块逻辑反转.....9
2.4. 短期资金动向：上涨板块较为分散.....10
3. 板块产业基本面情况.....12
3.1. 大科技行业.....12
3.2. 顺周期行业.....14
3.3. 高端制造行业.....15
4. 风险提示.....16

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：申万二级行业综合得分 6
图 2：9 月全球资本市场表现（%） 7
图 3：9 月市场风格指数表现（%） 7
图 4：9 月上下半月细分板块指数表现（%） 7
图 5：申万二级行业成长性指数与景气度扩散指数散点图 8
图 6：申万二级行业预期股息率（%） 9
图 7：申万二级行业成长性指数与 PEG 指数散点图 9
图 8：申万二级行业 PE-TTM 与估值分位数散点图 10
图 9：申万二级行业 20 日动量与换手率分位散点图 10
图 10：申万二级行业 20 日动量与板块拥挤度分位散点图 11
图 11：申万二级行业 20 日动量与板块融资买入占比分位散点图 11
图 12：全球半导体销售额（亿美元，左轴）与同比（%，右轴） 12
图 13：半导体设备销售额（亿美元，左轴）与同比（%，右轴） 12
图 14：0penRouter 平台的大模型调用量情况（万亿 Token） 13
图 15：动力煤价格（元/吨，左轴）与焦煤价格（元/吨，右轴） 14
图 16：布伦特/WTI 原油当月连续（美元/桶） 14
图 17：伦敦金现（美元/盎司，左轴）与伦敦银现（右轴） 15
图 18：LME 铜价（美元/吨，左轴）与铝价（右轴） 15
图 19：储能电池销量及出口量（GWh） 16
图 20：中国新造船价格指数 16

表 1：北美主要云厂 26Q2 业绩表述 13
表 2：27 年资本开支增长大幅增长场景（亿美元） 13

下载日志已记录，仅供内部参考

我们选取了产业周期、股东回报、估值、资金趋势四大维度对申万二级行业进行加权打分。产业周期角度主要参考行业成长性和景气度趋势两个指标，其中行业成长性指标我们采用 2026 年上半年已披露业绩与 2027 年一致预期增速作为基准；景气度扩散指数参考 Q2 业绩相对 Q1 改善幅度和过去一个月市场盈利预测上调幅度综合构建；股东回报角度我们采用 2026 年预期净利润，结合过去两年平均股息支付率，测算板块预期股息率；估值维度我们主要参考前瞻 PEG 和估值分位数两个指标，其中前瞻 PEG 采用 PE-TTM/明年业绩对应 PE 和对应业绩增速进行对比，估值分位采用 PE 和 PB 估值进行对比；资金趋势维度我们选取换手率分位、板块拥挤度分位、融资买入占比分位来刻画板块资金行为，并通过与板块 20 日动量对比来判断上涨趋势的延续。整体来看，板块处于上行趋势过程中，当资金分位数维持在 50%-70%中等区间，没有进入极端拥挤，同时保留向上动量，后续继续走强的概率更高。

在各指标权重的设置上，考虑到过去数年传统宏观总量指标对 A 股整体行情的解释力持续走弱，而中国式产业周期带来的产业趋势对 A 股的主导作用持续增强，因此我们加重了产业周期的权重；同时，在国内低利率环境下股东回报的重视程度持续提升。综合考虑下我们对产业周期、股东回报、估值、资金趋势四大维度分别赋予权重 40%、25%、20%、15%。我们选取综合得分在 0.4 分以上的细分行业进行组合，通过对组合市场表现的回测来看，6-9 月组合实现收益-2.28%，跑赢全 A 指数 2.90%。

综合加权打分和产业的基本面情况，我们得出 10 月行业配置方向：

1）以红利板块为代表的防御线。进入 10 月，市场整体波动率有所放大，同时我们复盘过去 10 年宽基指数表现，大盘股在 10 月胜率有所提升，而中小盘胜率有所下滑。因此我们认为银行、保险和家电等行业为代表的红利板块不管是从组合角度还是市场风格角度考虑仍具有一定的布局价值。

2）科技为代表的业绩线：我们在《9-10 月市场风格怎么变》报告中指出 9 月受日历效应影响成长风格受到压制，而进入 10 月后市场整体风险偏好明显好转，成长风格的胜率和赔率迎来显著修复；同时，Q3 高业绩组合进入 10 月后胜率明显抬升。而在模型评分中，半导体、通信设备、元件等科技核心行业在反映 Q3 业绩的成长性和景气扩散指标上整体高于其他行业，因此我们认为 10 月科技产业值得关注，尤其是以国产算力为主的半导体板块有望实现超额受益。

3）以造船军工和储能为代表的估值切换线：通过复盘过去五年 9-10 月市场表现我们发现 10 月呈现一定“新旧主线的交替与扩散”的特征，跨年行情可能开启，高景气同时关注度较低的板块可能成为明年的布局方向。而在模型评分中，航海装备、电池储能等板块呈现高成长性，低景气扩散，低估值分位的特征，我们认为市场可能会在临近年末估值切换时对此前关注度较低的板块给予更多重视。

人在草木间

下载日志已记录，仅供内部参考

图 1：申万二级行业综合得分

行业	总得分	产业周期		股东回报指标	估值分析		资金流向及短期趋势
		成长性指标	景气度扩散指标		PEG指标	估值分位指标	
电池	0.53	0.63	0.19	0.50	0.80	0.90	0.21
航海装备 II	0.52	0.75	0.14	0.29	0.86	0.72	0.32
半导体	0.51	0.80	0.74	0.11	0.76	0.43	0.29
工业金属	0.48	0.42	0.18	0.58	0.77	0.74	0.29
炼化及贸易	0.43	0.15	0.27	0.82	0.65	0.59	0.22
贵金属	0.43	0.43	0.00	0.39	0.79	0.74	0.33
保险 II	0.42	0.19	0.07	0.67	0.59	0.96	0.23
化学原料	0.42	0.26	0.52	0.52	0.61	0.38	0.38
白色家电	0.42	0.04	0.01	0.93	0.50	0.79	0.27
元件	0.40	0.66	0.60	0.16	0.56	0.05	0.31
通信设备	0.40	0.67	0.19	0.15	0.70	0.10	0.38
软件开发	0.39	0.51	0.00	0.39	0.42	0.69	0.20
消费电子	0.39	0.51	0.09	0.29	0.68	0.54	0.24
证券 II	0.39	0.20	0.21	0.45	0.59	0.98	0.26
小金属	0.38	0.51	0.09	0.23	0.63	0.56	0.28
计算机设备	0.38	0.31	0.34	0.38	0.50	0.73	0.20
农化制品	0.37	0.27	0.00	0.44	0.71	0.69	0.22
物流	0.36	0.09	0.01	0.61	0.63	0.78	0.27
航运港口	0.35	0.08	0.23	0.61	0.50	0.46	0.34
油气开采 II	0.35	0.13	0.22	0.71	0.64	0.18	0.16
化学制品	0.33	0.23	0.16	0.35	0.57	0.56	0.28
银行	0.33	0.07	0.06	0.68	0.50	0.52	0.19
煤炭开采	0.32	0.12	0.31	0.67	0.35	0.17	0.25
白酒 II	0.32	0.04	0.00	0.70	0.00	0.87	0.31
工程机械	0.31	0.17	0.03	0.43	0.46	0.70	0.20
生物制品	0.31	0.30	0.30	0.09	0.48	0.65	0.35
养殖业	0.30	0.32	0.00	0.40	0.25	0.32	0.35
中药 II	0.28	0.05	0.00	0.52	0.00	0.87	0.32
医疗服务	0.28	0.25	0.03	0.22	0.26	0.65	0.35
光学光电子	0.27	0.22	0.14	0.28	0.53	0.35	0.21
通信服务	0.26	0.02	0.00	0.67	0.00	0.58	0.20
光伏设备	0.26	0.31	0.00	0.14	0.52	0.41	0.23
自动化设备	0.25	0.38	0.16	0.10	0.19	0.14	0.40
环境治理	0.25	0.15	0.00	0.38	0.29	0.49	0.21
铁路公路	0.25	0.03	0.07	0.53	0.00	0.58	0.27
基础建设	0.25	0.02	0.00	0.44	0.50	0.55	0.19
航空机场	0.25	0.36	0.01	0.10	0.25	0.53	0.24
医疗器械	0.24	0.15	0.17	0.29	0.18	0.67	0.15
塑料	0.24	0.33	0.16	0.17	0.37	0.13	0.21
房地产开发	0.23	0.24	0.08	0.07	0.66	0.40	0.19
专用设备	0.23	0.16	0.27	0.26	0.13	0.23	0.36
汽车零部件	0.22	0.13	0.07	0.29	0.24	0.47	0.22
其他电源设备 II	0.22	0.27	0.03	0.16	0.45	0.20	0.22
电子化学品 II	0.22	0.38	0.39	0.08	0.05	0.06	0.25
化学制药	0.22	0.15	0.11	0.19	0.20	0.48	0.34
电网设备	0.22	0.20	0.01	0.27	0.23	0.30	0.24
军工电子 II	0.21	0.27	0.02	0.16	0.45	0.28	0.14
乘用车	0.21	0.13	0.00	0.19	0.33	0.47	0.28
玻璃玻纤	0.20	0.24	0.00	0.16	0.58	0.06	0.16
电力	0.19	0.04	0.02	0.37	0.00	0.40	0.28
IT服务 II	0.19	0.22	0.20	0.05	0.35	0.25	0.22
通用设备	0.17	0.19	0.31	0.14	0.02	0.10	0.23
航空装备 II	0.14	0.13	0.00	0.10	0.00	0.45	0.22

资料来源：Choice，德邦证券研究所
注：数据截至 2026 年 9 月 30 日

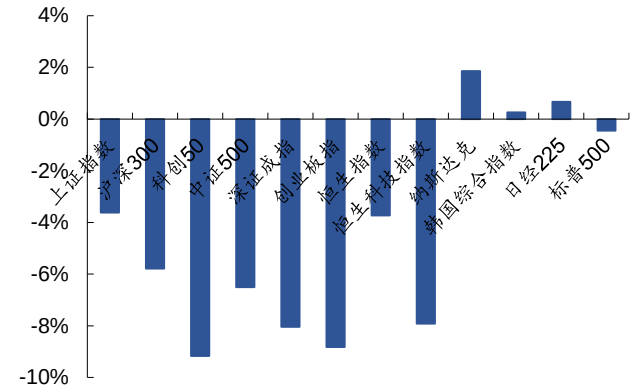
1. 上月市场复盘

9 月 A 股市场整体震荡下跌，其中上证指数下跌 3.62%，沪深 300 下跌 5.78%，中证 500 下跌 6.50%，创业板指数下跌 8.82%，科创 50 下跌 9.17%。行业维度上，大部分行业下跌，仅生物医药、房地产、银行等板块呈现上涨；风格维度上，周期风格全月下跌 6.13%，成长风格下跌 7.57%，两者跌幅明显高于其他风格，

下载日志已记录，仅供内部参考

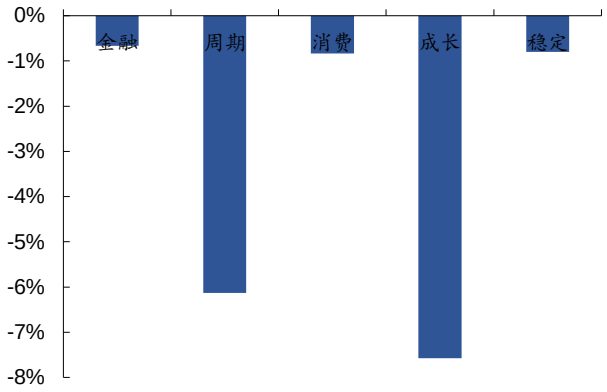
我们在《9-10 月市场风格怎么变？》报告中指出 9 月市场受机构 Q3 调仓、国庆长假带来的不确定性等因素影响，前期涨幅较高的板块可能出现调整，我们认为这可能是 9 月周期和成长风格领跌的原因。

图 2：9 月全球资本市场表现（%）



资料来源：Choice，德邦证券研究所

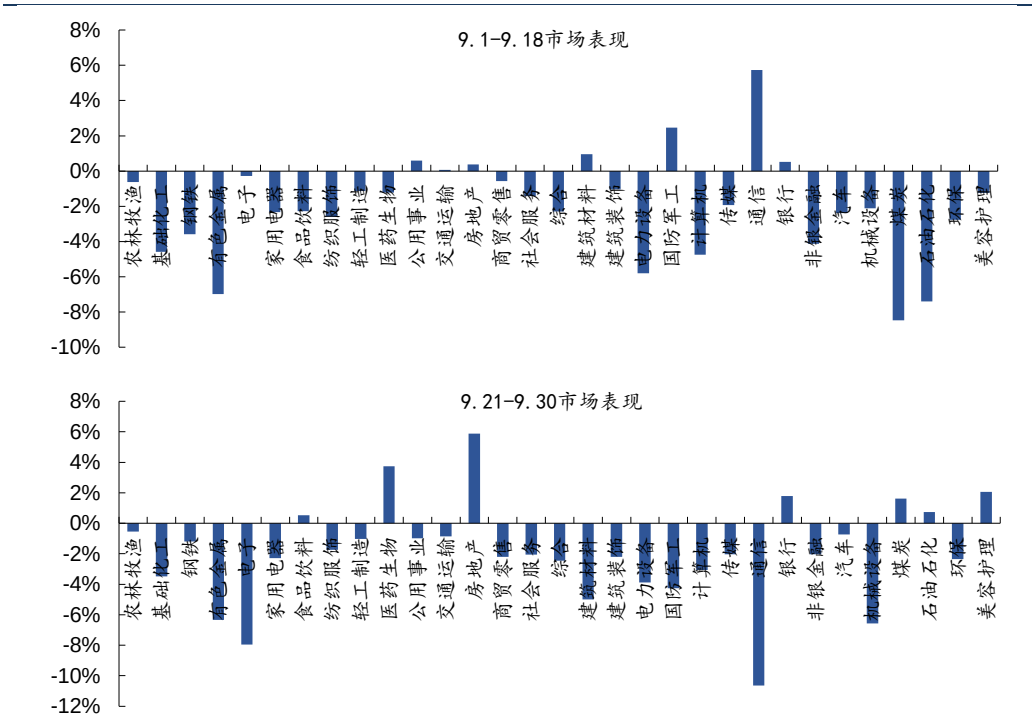
图 3：9 月市场风格指数表现（%）



资料来源：Choice，德邦证券研究所

同时，在临近国庆的最后两周（9.21-9.30），市场也出现一定加速下跌的情况。例如电子板块上半月小幅下跌 0.3%，下半月加速下跌 8.0%；通信行业上半月上涨 5.7%，下半月转而下跌 10.7%。这也与全球主要市场走势产生分化，纳斯达克指数 9 月累计上涨 1.86%，韩国综合指数和日经 225 也都呈现小幅上涨，因此我们认为 A 股尤其是科技板块 9 月下跌更多是自身日历效应带来的短期扰动。

图 4：9 月上下半月细分板块指数表现（%）



资料来源：Choice，德邦证券研究所

2. 9 月行业板块配置研判

我们搭建多维度行业打分框架，从产业周期、股东回报、估值匹配、短期资金

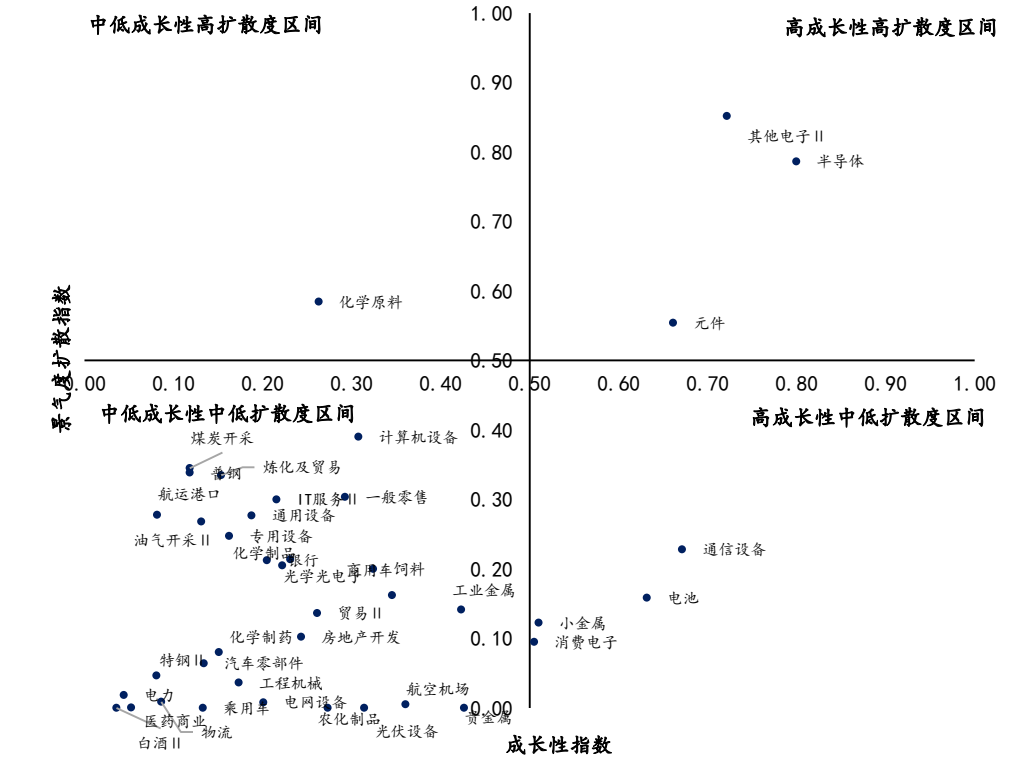
下载日志已记录，仅供内部参考

流向四大维度对全部细分行业进行综合评分，作为下月行业配置的核心依据。

2.1. 产业周期：科技维持高成长，金融板块景气迎来扩散

从成长性-景气度扩散散点图可以观察到，科技行业整体处于高成长性区间，其中半导体、其他电子和元件成长性和景气度扩散双高，产业趋势得到财报数据验证，而通信设备同样保持高成长性，但景气扩散度略低。单纯看成长性，电池、有色金属等细分赛道依旧具备不错的业绩增速，但是景气度扩散指数偏弱，行业内部盈利改善的范围没有进一步扩大；从景气度扩散角度看，化工板块景气度有所抬升。其他板块中，传统红利板块景气度有所分化，部分资源板块受益于产品价格修复，景气度边际改善；消费板块整体成长性、景气扩散均处于中低位，仅少数细分行业实现盈利修复。

图 5：申万二级行业成长性指数与景气度扩散指数散点图



资料来源：Choice，德邦证券研究所

2.2. 股东回报维度：景气度上行的传统红利板块股息优势凸显

股东回报端，传统红利板块预期股息率显著居前，白色家电、保险行业预期股息率突破 5%，炼化及贸易、能源金属、商用车、油气开采、银行等板块预期股息率同样处于市场前列。其中回报表现突出的保险、石油等板块的上半年业绩同样表现亮眼，盈利扩张带动整体回报水平上行；而白电等传统红利板块，本身分红基础较好，但业绩增长偏弱。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 6：申万二级行业预期股息率（%）

行业	预期股息率	26H1归母净利润同比增速	行业	预期股息率	26H1归母净利润同比增速
白色家电	5.6%	-5.9%	食品加工	3.8%	-9.6%
保险 II	5.4%	78.1%	特钢 II	3.7%	-15.6%
炼化及贸易	4.9%	43.0%	饰品	3.7%	-18.3%
商用车	4.3%	22.1%	物流	3.7%	2.8%
油气开采 II	4.3%	22.3%	饮料乳品	3.7%	-3.8%
白酒 II	4.2%	-8.3%	房屋建设 II	3.7%	-28.7%
能源金属	4.1%	392.2%	航运港口	3.7%	11.8%
银行	4.1%	3.0%	工业金属	3.5%	80.7%
通信服务	4.0%	-9.4%	贸易 II	3.5%	44.7%
煤炭开采	4.0%	19.1%	水泥	3.4%	-120.2%
休闲食品	3.9%	55.1%	调味发酵品 II	3.3%	13.6%
广告营销	3.8%	23.5%	非白酒	3.2%	5.3%

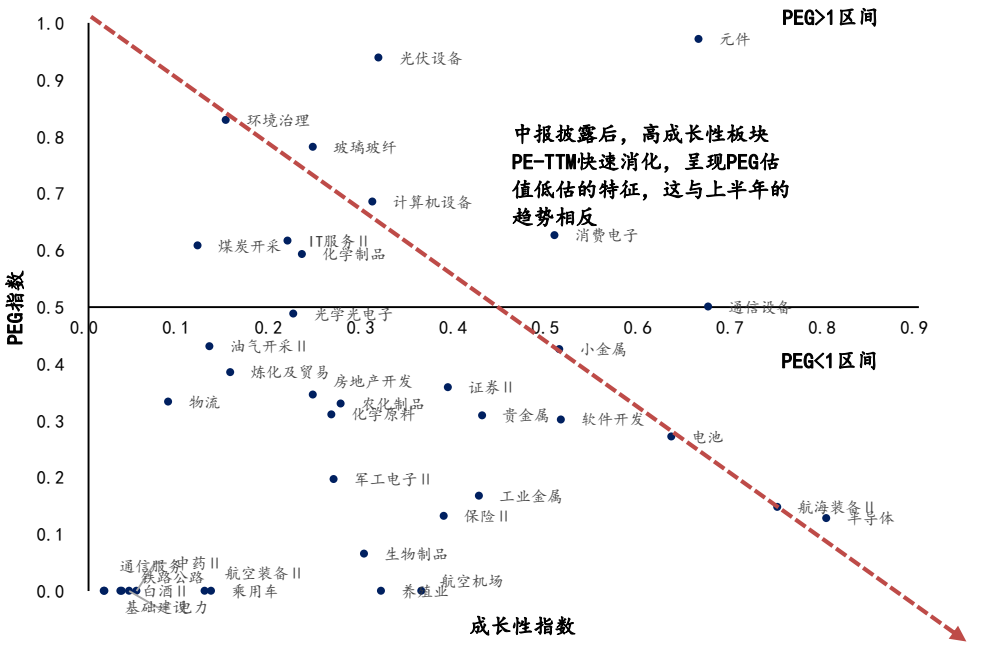
资料来源：Choice，德邦证券研究所
注：数据截至 2026 年 9 月 30 日

2.3. 估值分析：中报后成长板块逻辑反转

上半年，市场定价逻辑相较单一：景气度越高的行业，获得的估值溢价越高，体现资金对科技主线的追捧。但中报披露完成后，这一逻辑发生反转，半导体、通信设备等赛道 Q2 业绩大幅增长，叠加 7 月科技股调整，带动科技行业的 PE 估值下行，板块 PEG 指数回落。从点位分布来看，整体呈现成长性越强，PEG 相对低估程度越高的特征。

其他细分行业中，以电池为代表的泛科技赛道和科技主线行情相关性较高，前期跟随科技板块回调，同样出现业绩具备成长性、估值被压制的局面，存在估值修复的空间；另外，红利板块股价更多由股息率驱动，估值和业绩增速相关性弱，因此呈现 PEG 超额程度偏高的特征。

图 7：申万二级行业成长性指数与 PEG 指数散点图



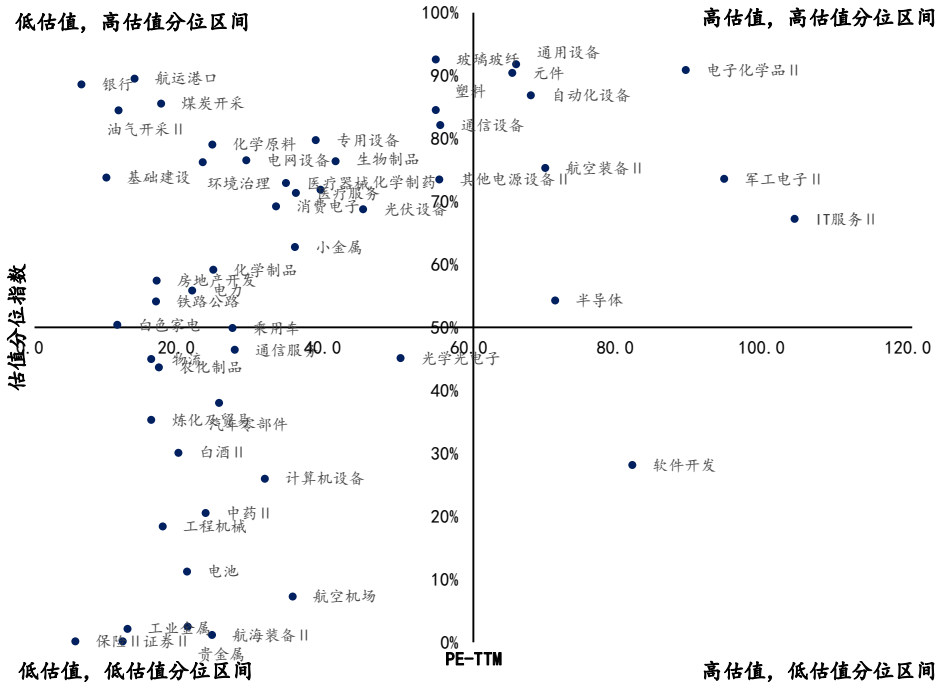
资料来源：Choice，德邦证券研究所
注：数据截至 2026 年 9 月 30 日

从 PE-TTM 与估值历史分位来看：科技赛道整体仍处于高估值水平，高估

下载日志已记录，仅供内部参考

值分位的区间，其中元件、通信设备等核心板块绝对估值依旧偏高；半导体板块受长鑫科技利润体量较大且大幅增长的权重影响，拉低了板块整体 PE-TTM 与估值分位读数，若剔除长鑫科技，半导体行业整体估值和分位数可能仍处在较高位置。其他细分行业中，以煤炭，石油为代表的资源品板块绝对估值数值相对较低，但历史估值分位已经上行至较高水平。

图 8：申万二级行业 PE-TTM 与估值分位数散点图



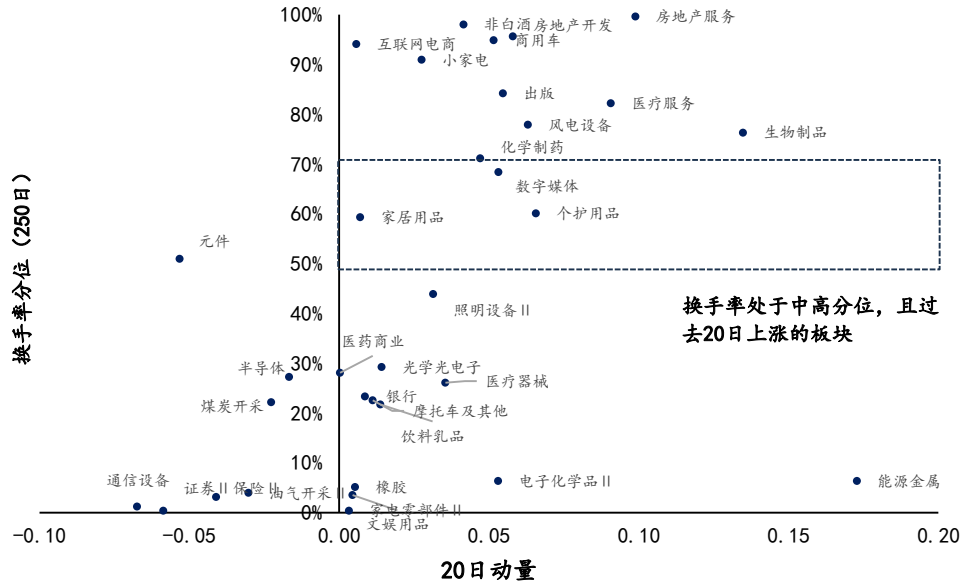
资料来源：Choice，德邦证券研究所
注：数据截至 2026 年 9 月 30 日

2.4. 短期资金动向：上涨板块较为分散

从 20 日动量和资金指标分位数的图表来看，由于 9 月下旬市场整体低迷，资金指标整体相对弱势，同时上涨板块数量较少且分布较为分散。从科技板块看，半导体，元件和通信设备板块的换手率分位和融资买入占比分位已回落至低位，而板块拥挤度分位仍然较高，不过这其中也有行业处于快速发展期，板块业绩占全部 A 股的比例持续上行的原因。

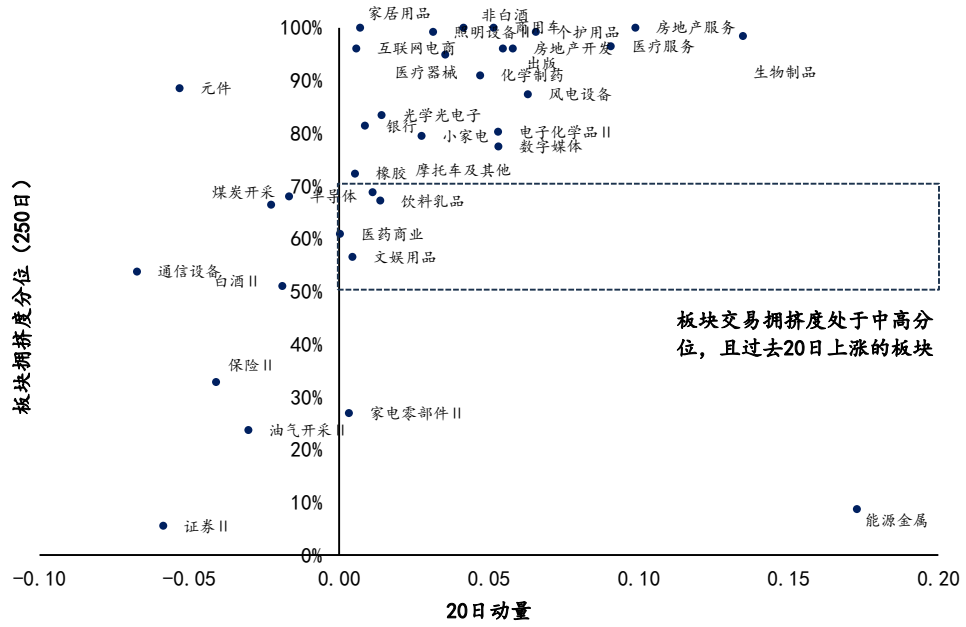
图 9：申万二级行业 20 日动量与换手率分位散点图

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：Choice，德邦证券研究所
注：数据截至 2026 年 9 月 30 日

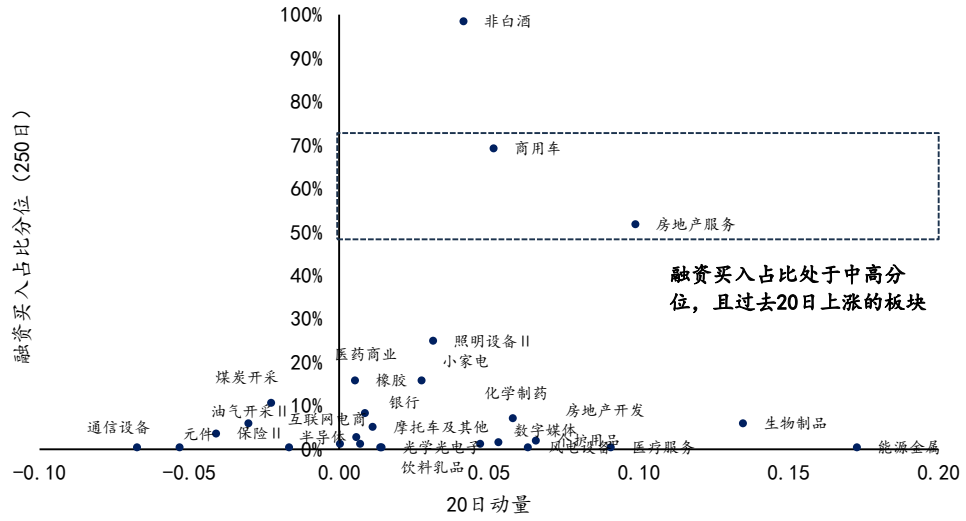
图 10：申万二级行业 20 日动量与板块拥挤度分位散点图



资料来源：Choice，德邦证券研究所
注：数据截至 2026 年 9 月 30 日

图 11：申万二级行业 20 日动量与板块融资买入占比分位散点图

下载日志已记录，仅供内部参考



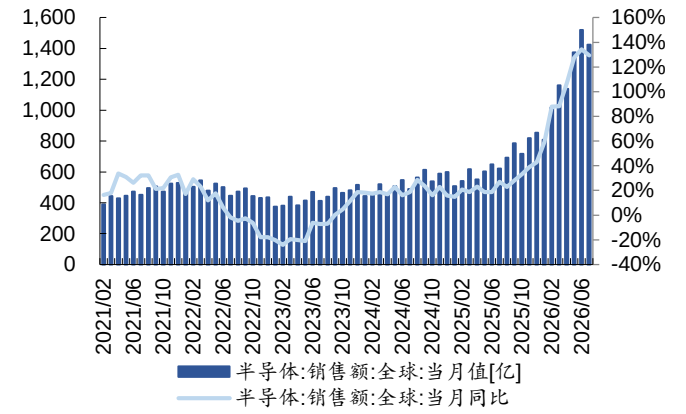
资料来源：Choice，德邦证券研究所
注：数据截至 2026 年 9 月 30 日

3. 板块产业基本面情况

3.1. 大科技行业

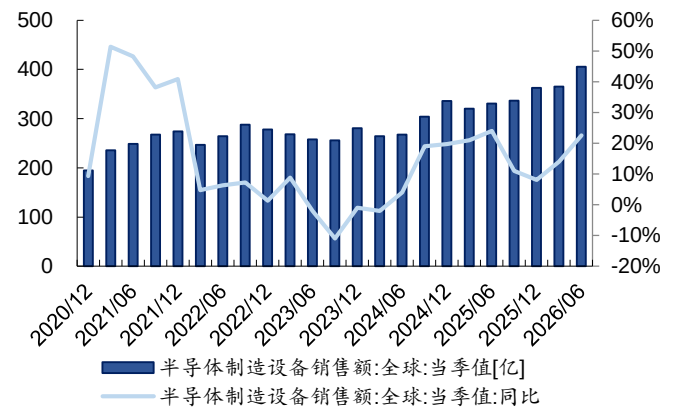
半导体上游在下游资本开支的带动下继续呈现快速增长的状态。2026 年 7 月全球半导体销售额达到 1424 亿美元，同比增长 129%，同比保持高增速；半导体需求进一步向上传导，26Q2 全球半导体设备销售额达到 405 亿美元，同比增长 23%。

图 12：全球半导体销售额（亿美元，左轴）与同比（%，右轴）



资料来源：Choice，德邦证券研究所

图 13：半导体设备销售额（亿美元，左轴）与同比（%，右轴）



资料来源：Choice，德邦证券研究所

整体来看，在 26 年下游资本开支大幅增长的情况下，半导体等上游领域维持高景气度的确定性较强，因此市场更加聚焦下游云厂和大模型公司的运营情况。海外云厂 Q2 云业务实现加速增长，26Q2 资本开支继续向上，同时全球 Token 调用量已经呈现快速增长的态势，根据 OpenRouter 的 API 调用量数据，2026 年 8 月 17 日当周 Token 调用量达到 93 万亿，环比上周增长 24.04%，相较 2025 年同期 8 月 18 日当周的 3.2 万亿增长显著。

不过另一方面，主要大模型公司普遍仍处于亏损状态，云厂在高额资本开支带动下现金流承压，根据我们的测算，**若云厂 27 年资本开支继续保持快速增长，**

下载日志已记录，仅供内部参考

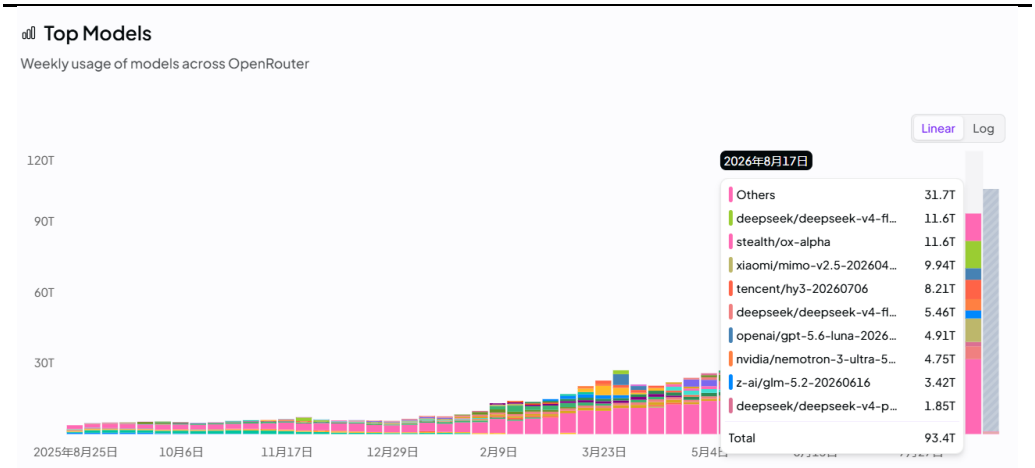
主要云厂的合计自由现金流或在 26Q3 转负，27 年缺口持续扩大，企业融资压力较大，因此云厂 Q2 对于 27 年资本开支普遍没有给予指引，后续云厂和大模型公司的融资进展值得关注。我们认为，若明年资本开支继续高速增长，则通信设备和 PCB 等海外算力链有望迎来修复；若资本开支有所下滑，则国内芯片设计、芯片代工以及存储厂商受益国内下游需求，有望实现超额收益。

表 1：北美主要云厂 26Q2 业绩表述

公司	Q2 云业务	长期订单	资本开支	自由现金流	发布后股价表现
谷歌	云业务营收 247.68 亿美元，同比增长 81.8%	长期订单从上季度 4623 亿美元提升至 5195 亿美元	全年资本开支指引从 1800-1900 亿美元上调至 1950~2050 亿美元，Q2 资本开支 449 亿美元，同比增长 100.1%，未给 27 年明确指引	经营性现金流流入 390.69 亿美元，自由现金流为-58.55 亿美元，首次转负	7 月 23 日下跌 7.13%
微软	智能云业务营收 393 亿美元，同比增长 32%，其中 Azure 同比增长 43%	长期订单增长至 6780 亿美元，同比增长 84%，排除 OpenAI 同比增长 25%	资本开支 410 亿美元，全年指引下调至 1750 亿美元，主要受融资租赁转变为经营租赁的准则变化。Q3 资本开支预计 500 亿美元（准则转变后），对 27 财年资本开支没有明确指引	Q2 自由现金流 196.39 亿美元，27 财年保持正自由现金流	7 月 30 日大涨 15.51%
Meta	公司表述出售算力存在巨大机遇		Q2 资本开支为 301 亿美元，同比增长 82%，26 年资本开支预期从 1250~1450 亿美元提升至 1300~1450 亿美元，对 27 年资本开支没有明确指引	Q2 自由现金流 17.46 亿美元，相较 Q1 的 132.29 亿美元有所下滑，主要受诉讼计提费用带来的运营利润率下降和资本开支影响	7 月 30 日下跌 7.95%
亚马逊	AWS 营收 422 亿美元，同比增长 37%，预计后续 Trainium 芯片外售	长期订单增长至 4960 亿美元，其中 OpenAI 新签长期订单 1000 亿美元，Anthropic 新增长期订单 1000 亿美元	Q2 资本开支 531 亿美元，同比增长 69%，公司将全年资本开支预期从 2000 亿美元上调至 2200 亿美元，主要由内存成本上升推动	自由现金流为-76.89 亿美元，相较 Q1 的-172.02 亿美元有所改善	7 月 31 日上涨 15.32%

资料来源：Choice，智通财经，谷歌、微软、Meta、亚马逊、甲骨文官网及业绩说明会，德邦证券研究所

图 14：OpenRouter 平台的大模型调用量情况（万亿 Token）



资料来源：OpenRouter，德邦证券研究所

表 2：27 年资本开支增长大幅增长场景（亿美元）

相关指标	2025	2026Q1	2026Q2	2026E	2027E
云厂云业务营收合计	**3,360**	**1,012**	**1,162**	**4,855**	**7,409**
谷歌 Google Cloud	587	200	248		
微软 Intelligent Cloud	1,205	347	393		
亚马逊 AWS	1,287	376	422		
甲骨文 Cloud	281	89	99		
其他业务收入	**11,489**	**2,900**	**3,129**	**12,816**	**14,204**
谷歌	3,427	896	945		

下载日志已记录，仅供内部参考

微软	1,851	482	507		
亚马逊	5,882	1,439	1,584		
甲骨文	329	83	93		
运营利润	**3,709**	**1,076**	**1,150**	**4,698**	**5,915**
谷歌	1,290	397	408		
微软	1,426	384	406		
亚马逊	800	239	275		
甲骨文	193	56	61		
资本开支	**3383**	**1284**	**1503**	**6,557**	**10,130**
EBITDA 合计	**5042**	**1457**	**1559**	**6,435**	**8,552**
核心自由现金流	**1659**	**173**	**56**	**-122**	**-1,578**

资料来源：Choice，谷歌、微软、Meta、亚马逊、甲骨文官网，德邦证券研究所测算
注：假设 26 年资本开支增长 94%，27 年资本开支增长 54%，原有业务增速在 10-11%左右。

此外，值得注意的是 9 月 28 日 Anthropic 提交的 IPO 招股书内容被曝光，文件显示，公司 2025 年营收增长约 12 倍至 45.9 亿美元，净亏损接近 420 亿美元，其中约 340 亿美元来自融资工具估值变化产生的会计费用。同时招股书显示，Anthropic 未来仍将承担大规模算力成本，公司预计在未来数年承担约 5180 亿美元的云计算、计算和基础设施义务。我们认为其招股书反映出 AI 行业高额投入同时资金短缺的现象仍然存在，但相关企业上市有望对行业现金流压力产生缓解作用。

3.2. 顺周期行业

原油价格整体维持高位震荡格局，地缘层面中东局势反复，区域冲突扰动原油供给预期，带来价格的波动，不确定性持续存在。展望后续，油价仍受中东局势影响较大，在美伊双方诉求差异较大的背景下，中东局势可能持续紧张，全球原油供需偏紧，对油价形成强力支撑，我们认为油价可能继续维持高位震荡，大幅单边上行或者深度下跌的概率不大。

图 15：动力煤价格（元/吨，左轴）与焦煤价格（元/吨，右轴）



资料来源：Choice，德邦证券研究所

图 16：布伦特/WTI 原油当月连续（美元/桶）



资料来源：Choice，德邦证券研究所

黄金价格 9 月受加息影响有所下行。8 月 28 日沃什在杰克逊霍尔年会释放鹰派信号，市场开始重新定价加息预期；进入 9 月，美联储 FOMC 会议正式落地加息 25bp，将联邦基金利率抬升至 3.75%-4.00%，叠加会后表态维持控通胀优先的立场，长端美债实际利率快速上行，金价受到压制。

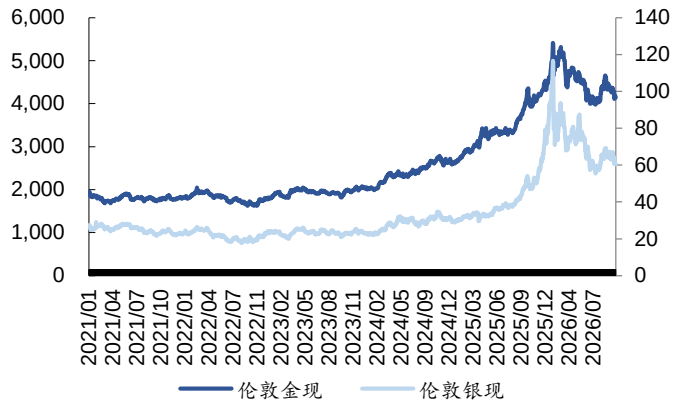
然而，10 月 2 日美国公布 9 月新增 2.9 万个非农就业岗位，大幅低于 8 月

下载日志已记录，仅供内部参考

向下修订后的 13.3 万个，这组数据降低了市场对美联储在 10 月份继续加息的预期，黄金后续可能再度回升。整体来看，我们认为当前美国正处于美元信用、财政负担和经济增长之间寻求平衡的“走钢丝”阶段，一旦政策的节奏和“火候”拿捏不稳，容易再度引发美元信用危机或是直接引发经济衰退，而这两种情形下黄金的胜率可能都不错。

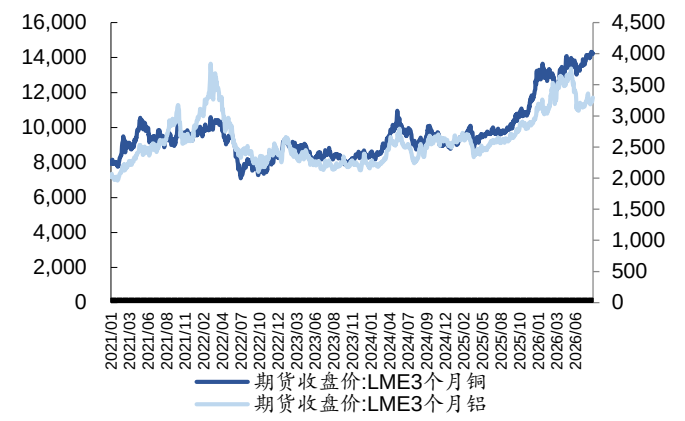
铜铝价格上行。2025 年以来铜价持续上行，9 月铜价继续维持在 14000 美元/吨的高位。从供给端来看，铜铝受地缘政治影响产能有所扰动，而需求端新能源产业和半导体产业成为铜铝需求的核心增量来源。另一方面，美国国债收益率在加息稍有压制后继续上行，我们认为宏观与金融属性进一步放大价格弹性，以美元计价的大宗商品整体获得估值支撑。

图 17：伦敦金现（美元/盎司，左轴）与伦敦银现（右轴）



资料来源：Choice，德邦证券研究所

图 18：LME 铜价（美元/吨，左轴）与铝价（右轴）



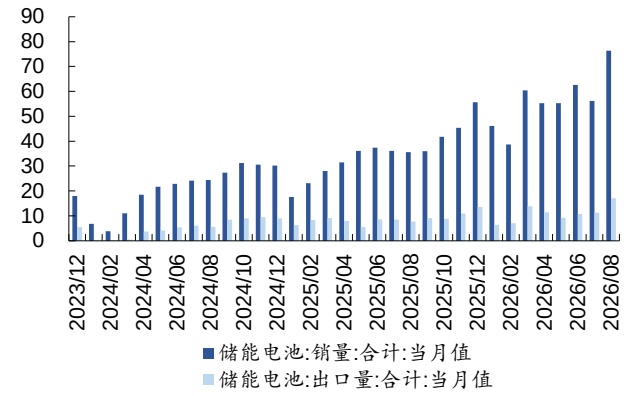
资料来源：Choice，德邦证券研究所

3.3. 高端制造行业

储能电池方面，8 月国内储能电池销量达到 76.30GWh，同比增长 114%，其中出口量 17.00GWh，同比增长 124%，欧美能源转型持续推进，海外订单持续向国内龙头集中；国内大基地项目持续落地，本土储能装机需求稳步释放，海内外需求共振带动储能电池销量持续向上。不过另一方面，近期理想、小米等车厂联手二线电池厂商，减少对于宁德时代的依赖，这一竞争格局变化对行业的影响还需进一步观察。船舶行业方面，从 2026 年开始 CNPI 新造船价格指数持续上行，我们认为军民两方面的需求叠加行业整体船台资源偏紧，对整体报价形成边际支撑。

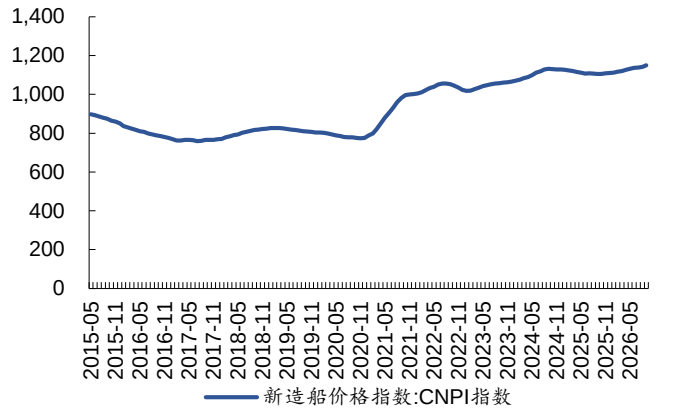
下载日志已记录，仅供内部参考

图 19：储能电池销量及出口量（GWh）



资料来源：Choice，德邦证券研究所

图 20：中国新造船价格指数



资料来源：Choice，德邦证券研究所

4. 风险提示

宏观经济风险；

行业发展不及预期风险；

过去数据指引不及预期风险

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

分析师与研究助理简介

程强，博士，CFA，CPA，德邦证券研究所所长、首席经济学家。

陈梦洁，硕士，德邦证券首席策略分析师。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； **2. 市场基准指数的比较标准：** A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	**类 别**	**评 级**	**说 明**
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。
市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。
本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。
根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。