

浪息沙现，汐稳光生

——A股市场投资策略报告

华龙证券研究所 策略

分析师：朱金金

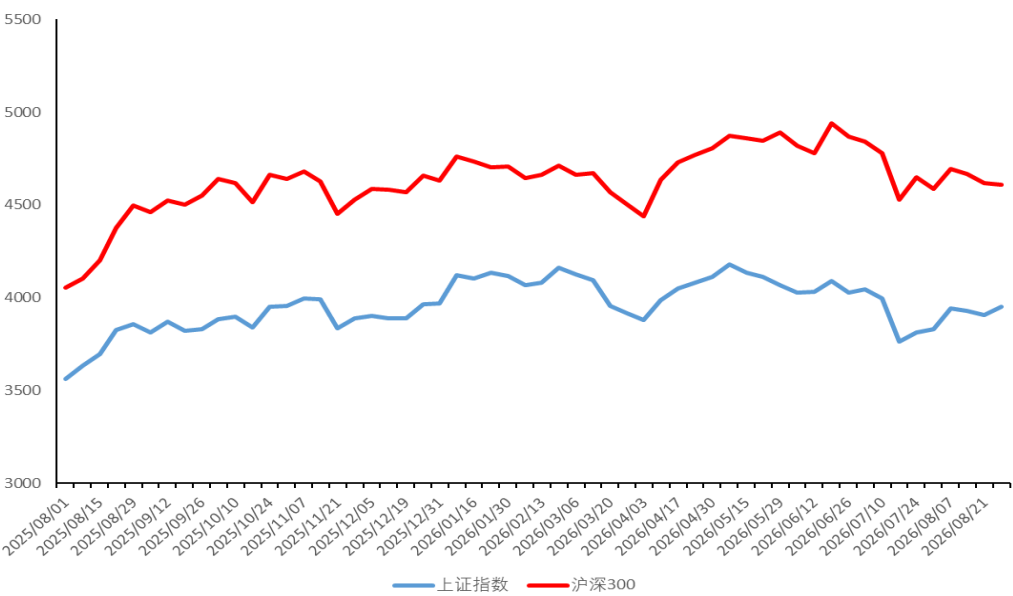
SAC执业证书编号：S0230521030009

邮箱：zhujj@hlzq.com

2026年8月31日

证券研究报告

2025年8月1日-2026年8月31日市场走势（单位：点）



相关报告

- 《A股月度金股：9 月前期或有扰动，后期或风偏改善》 2026. 9. 1
- 《A股投资策略周报：负面因素减少，市场趋于稳健》 2026. 8. 11
- 《2026年7月中央政治局会议解读报告：政策增量，发力提效》 2026. 8. 3

资料来源：Wind，华龙证券研究所

报告摘要

- **市场复盘及影响因素展望。**上半年全球市场表现较好，七月全球市场调整。上半年风格偏于成长，7月风格有所切换。上半年两大因素左右市场，市场主要受到两大因素影响。一是地缘冲突，地缘带来的能源危机引发的通胀预期升温、货币政策预期收紧、经济增长放缓等因素，是影响市场的主要原因之一。二是AI景气度叙事变化。上半年行情分化明显，其中科技板块对行情贡献较大，市场呈现出较明显的结构性特征，当AI叙事受扰动时，对市场情绪面有明显传导，从而影响市场阶段性表现。地缘冲突引发的货币政策预期变化是市场波动的关键。短中期美伊可能进入“不战不和”阶段，谈判接触仍存但较弱。美国通胀数据边际趋缓，因美伊进入不战不和阶段，霍尔木兹海峡通航量回升及产能重启，美国能源信息管理局(EIA)预测，布伦特原油现货价格到2026年第四季度将降至平均78美元/桶。若如预期，油价将较当前有明显下降，改善通胀预期。美联储实际加息必要性降低。通胀边际改善缓解美国长债收益率涨势，对权益市场影响预期降低。AI产业链总体景气度仍较高且预期积极—算力需求空间依然。AI产业链总体景气度仍较高且预期积极—AI前景决定资本开支。AI产业链总体景气度仍较高且预期积极—云厂商自主供电。美股四大云厂商目前估值及市值占比低于互联网巨头泡沫时期。
- **AI驱动全球经济，国内经济向新向优。**全球经济的影响因素，AI资本开支对经济贡献上升，新旧产业呈现一定分化。以美国为例，美国经济中，AI经济Q1增长了31%，而若排除AI经济增速仅为0.1%，AI对美国2026年全年经济增长贡献可能在2个百分点。国内经济总体平稳，向新向优。经济开局良好，一季度GDP为334193亿元，同比增长5.0%，增速较上年四季度回升0.5个百分点，经济运行实现良好开局。二季度因经济外部环境复杂多变，地缘冲突外溢风险增多以及新旧动能转换非一蹴而就等多重因素影响，二季度单季增速为4.3%低于目标区间最低值，较一季度回落0.7个百分点。1-7月工业增加值同比增长5.3%，总体平稳，制造业增长5.6%，其中装备制造业增加值同比增长9.7%，高技术制造业增加值增长13.8%。投资端新动能较好，整体呈现结构调整。高技术产业投资加快。1-7月，高技术制造业投资同比增长3.3%，增速比上半年加快0.1%。消费端运行总体稳定，增速有所分化。出口端保持韧性，出口呈现较高增速。1-7月，货物贸易进出口17.3%，出口同比增长14%，进口同比增长22%。高技术、高附加值成出口主力。CPI保持温和上涨，7月CPI环比下降0.1%，降幅比上月收窄0.2%；CPI同比上涨0.5%。8月制造业景气度改善，但仍低于荣枯线。宏观政策增量，发力提效。
- **市场现慢牛特征，业绩将是关键。**市场业绩有望保持增长韧性，根据Wind数据显示，中报上证指数和沪深300指数归母净利润累计同比增速上升。政策面，强调出台增量政策，发力提效，上市公司业绩总体上仍有望保持增长韧性。行业业绩分化但总体呈现改善，上游资源品行业业绩表现较好，二季度总体较一季度改善，且盈利增速居前。中游制造盈利增速较为分化，其中电力设备、基础化工呈现较高增速。可选消费、必选消费盈利增速较弱，其中医药生物增速较高。TMT行业盈利增速整体表现较好，其中电子行业增速较快。金融地产行业均呈现改善。公共服务领域整体较弱，其中环保较强。7月-8月资金供给端较弱，后续需求端缓和或有利于市场，行业估值按预测值或有重估上修空间，本轮牛市的结构性强于前几轮，且呈现慢牛特征，业绩将是关键。风格上重点关注业绩景气上升且估值具备扩张空间方向。成长风格调整后，估值较前期高位有所下调，部分方向跌幅较大，且具备较高景气度和业绩预期增长方向仍值得关注。周期风格整体业绩较好，得益于供给端收缩和需求端发力，周期方向机会仍存。政策发力提振内需相关风格，细分领域存业绩改善预期，且估值较为合理。
- **行业及其细分领域配置。**电子(分立器件、半导体材料、模拟芯片设计、封测、半导体设备、PCB、电子化学品)，通信(通信线缆及配套、通信终端及配件、通信工程及服务)，计算机(AI服务器及算力整机、横向通用软件、安防设备)，具身智能(自动化设备)，商业航天(航天装备、军工电子)，电力设备(锂电池、电池化学品、锂电专用设备、配电设备、光伏电池组件)，有色金属(工业金属、非金属材料)，基础化工(化学纤维、化学原料、化学制品、农化制品)，内需(美容护理、家用电器、汽车、医疗器械、纺织服饰)。
- **风险提示：**经济不及预期风险；行业风险；汇率风险；数据风险；贸易保护主义风险；全球流动性风险；黑天鹅事件等。

目录

1

市场复盘及影响因素展望

2

AI驱动全球经济，国内经济向新向优

3

市场现慢牛特征，业绩将是关键

4

行业及其细分领域配置

5

风险提示

- 上半年全球权益市场指数多数上涨。上半年86.7%的全球主要市场指数均上涨，仅恒生指数、恒生科技指数调整，涨幅居前的包括韩国综合指数、台湾加权指数、日经225指数等。
- 上半年国内市场主要指数多数上涨。其中涨幅靠前的包括科创50、创业板指、中证500等，仅北证50调整。
- 七月全球市场主要指数出现调整，前期调整指数出现补涨，如恒生指数、恒生科技等，国内主要指数悉数调整。

表1：全球市场主要指数涨跌幅(%)

证券简称	2026. 1. 1-6. 30	2026. 7. 1-8. 31
韩国综合指数	101.14	-19.54
台湾加权指数	59.25	0.01
日经225	39.18	-5.35
深证成指	19.82	-13.52
纳斯达克指数	12.79	0.60
标普500	9.55	2.49
道琼斯工业平均	8.85	1.66
巴西IBOVESPA指数	6.76	3.14
英国富时100	5.70	3.12
上证指数	3.16	-2.64
法国CAC40	3.12	-0.83
德国DAX	2.06	5.05
澳洲标普200	0.74	3.39
恒生指数	-10.73	11.74
恒生科技	-18.92	3.30

资料来源：Wind，华龙证券研究所

表2：国内市场主要指数涨跌幅(%)

证券简称	2026. 1. 1-6. 30	2026. 7. 1-8. 31
科创50	64.25	-23.71
创业板指	35.58	-20.82
中证500	20.97	-11.95
深证成指	19.82	-13.52
中证1000	15.99	-11.80
万得全A	11.52	-8.47
沪深300	7.55	-7.12
上证收益	4.12	-1.98
上证指数	3.16	-2.64
北证50	-13.14	-14.86

资料来源：Wind，华龙证券研究所

- 上半年风格类型偏于成长。上半年风格类型区间涨跌幅中，成长涨跌幅为36.71%，为上半年除规模指数风格类型中唯一上涨的。
- 上半年行业涨跌幅中以成长型行业涨幅居前，其中如电子(86.29%)、通信(73.59%)等涨幅较大，呈现一定的K型分化特征。
- 七月市场风格有所切换，消费、金融、稳定方向有所表现，这些前期滞涨或调整的板块，资金有所流入。

表3：风格指数区间涨跌幅(%)

风格类型	2026.1.1-6.30	2026.7.1-8.31
成长	36.71	-19.24
周期	-4.31	2.22
稳定	-6.36	4.46
金融	-12.58	8.19
消费	-13.46	7.61
大盘指数	5.95	-9.47
中盘指数	24.95	-12.35
小盘指数	13.80	-11.38

资料来源：Wind，华龙证券研究所

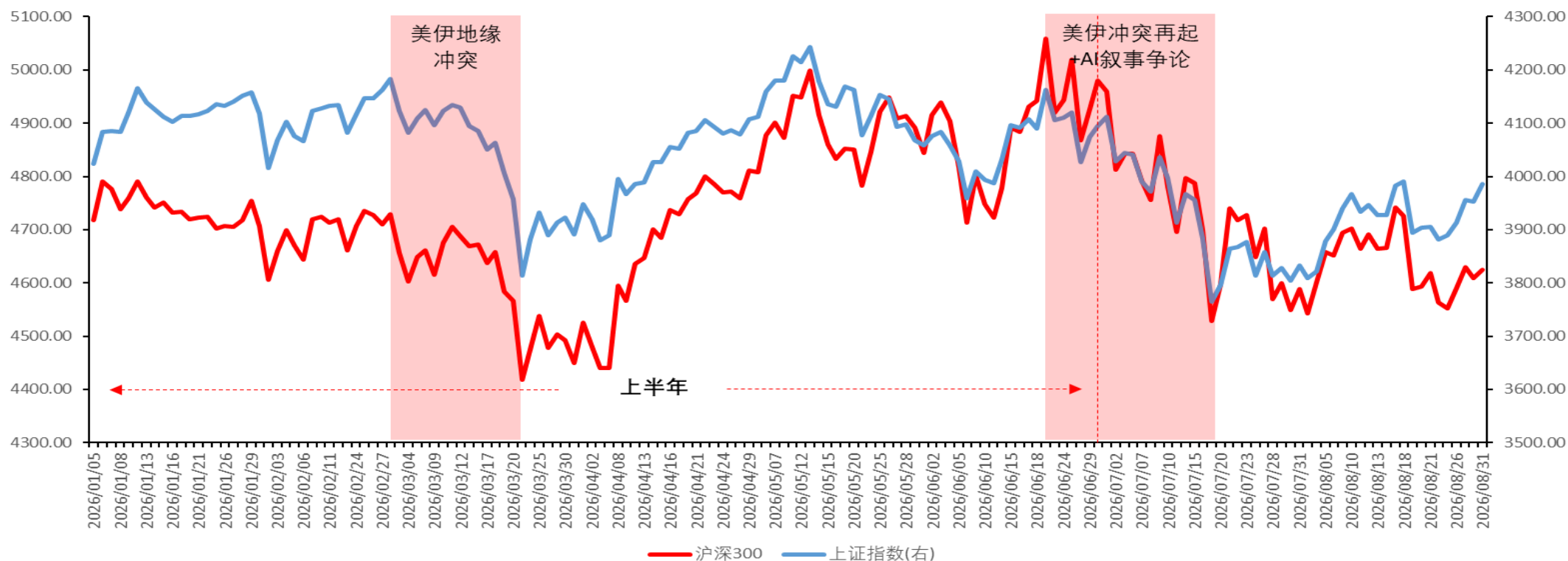
表4：行业指数区间涨跌幅(%)

行业	2026.1.1-6.30	2026.7.1-8.31
电子	86.29	-26.61
通信	73.59	-24.55
建筑材料	46.26	-22.95
机械设备	22.60	-13.75
综合	9.67	0.40
基础化工	9.00	-6.13
电力设备	7.28	-15.76
公用事业	1.69	-0.33
煤炭	1.43	28.25
环保	1.25	-1.40
有色金属	-0.22	2.76
建筑装饰	-4.46	-3.04
国防军工	-6.59	-10.88
家用电器	-9.25	4.48
石油石化	-10.25	23.61
医药生物	-10.26	7.46
纺织服饰	-11.82	4.77
银行	-12.27	11.96
计算机	-12.43	-0.51
轻工制造	-13.88	1.12
交通运输	-14.61	7.28
非银金融	-15.26	2.91
房地产	-16.44	2.89
社会服务	-17.50	3.60
汽车	-17.82	-1.25
传媒	-18.75	3.86
钢铁	-19.01	3.56
食品饮料	-19.52	6.22
美容护理	-24.86	5.23
农林牧渔	-25.26	16.46
商贸零售	-29.42	5.66

资料来源：Wind，华龙证券研究所

- 市场主要受到两大因素影响。一是地缘冲突，地缘带来的能源危机引发的通胀预期升温、货币政策预期收紧、经济增长放缓等因素，是影响市场的主要原因之一。二是AI景气度叙事变化。上半年行情分化明显，其中科技板块对行情贡献较大，市场呈现出较明显的结构性特征，当AI叙事受扰动时，对市场情绪面有明显传导，从而影响市场阶段性表现。

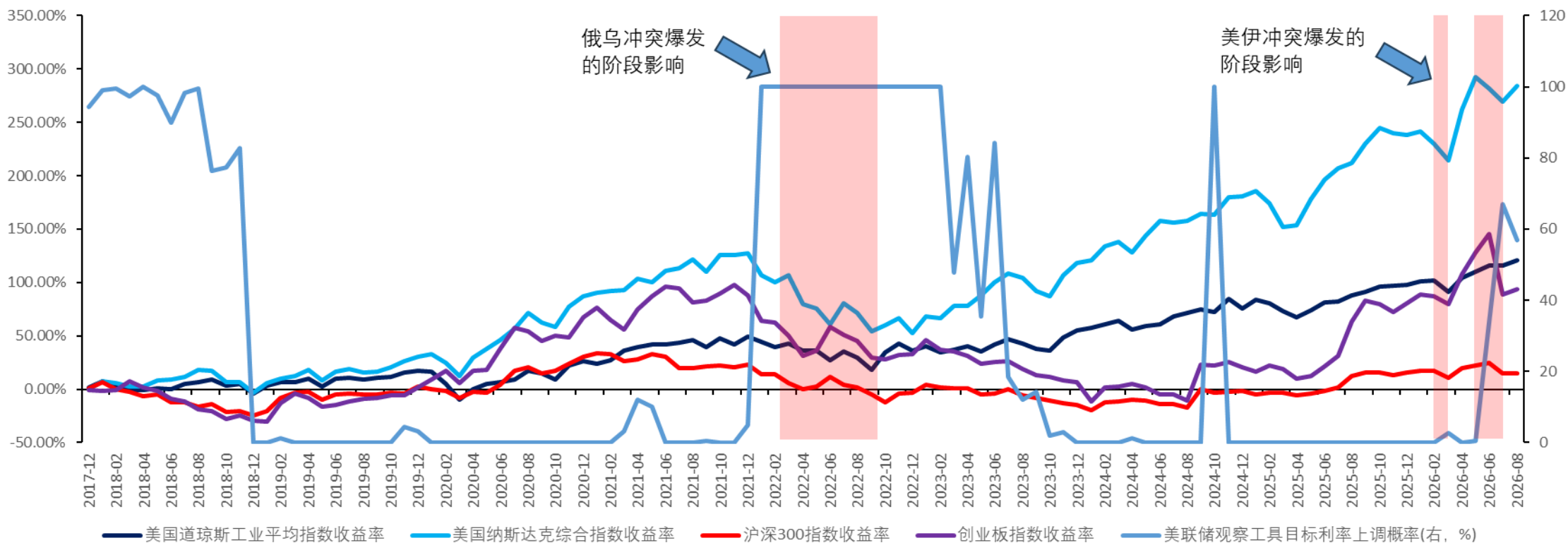
图1：A股市场走势及两大影响因素



资料来源：Wind，华龙证券研究所

- 地缘冲突发生初期主要为情绪面影响，引发市场短期集中调整以定价地缘冲突影响，中期传导至经济，最终可能抑制市场风险偏好。美伊冲突影响的关键在于全球能源供应链安全，传导至经济因素，影响资本市场。地缘冲突带来的影响包括：推升通胀预期、抑制企业投资与生产、削弱居民消费能力、带来货币政策困境等，其中市场对因能源供应不畅触发的通胀压力带来的货币政策预期变化更为敏感。

图2：地缘冲突爆发后对全球权益市场的影响加深



资料来源：Wind，华龙证券研究所

- 进入8月美伊直接战事冲突有所减少，进入无全面战争的不战不和时期。谈判陷入阶段性停滞，存接触但较弱，再次达成阶段协议的基础窗口收窄。具体表现：一是因难以达成进一步的协议，且政治军事压力上升，美国战略转为主张“经济冷战”，加大对伊朗经济制裁。二是6月17日公布的美伊谅解备忘录到期，未能在60日内达成最终协议，且美国不寻求延长期限。三是双方仍有谈判可能，但因窗口期结束，短中期谈判意愿或较难达成一致。

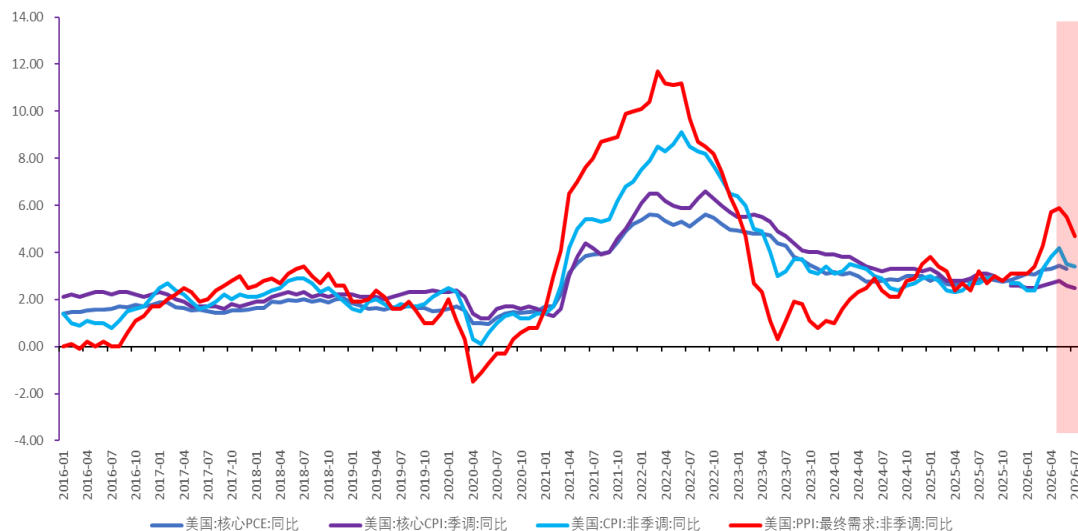
图3：美伊冲突及谈判进展



资料来源：新华网，中青在线，中国网，光明网，中国经济网，央广网，华龙证券研究所

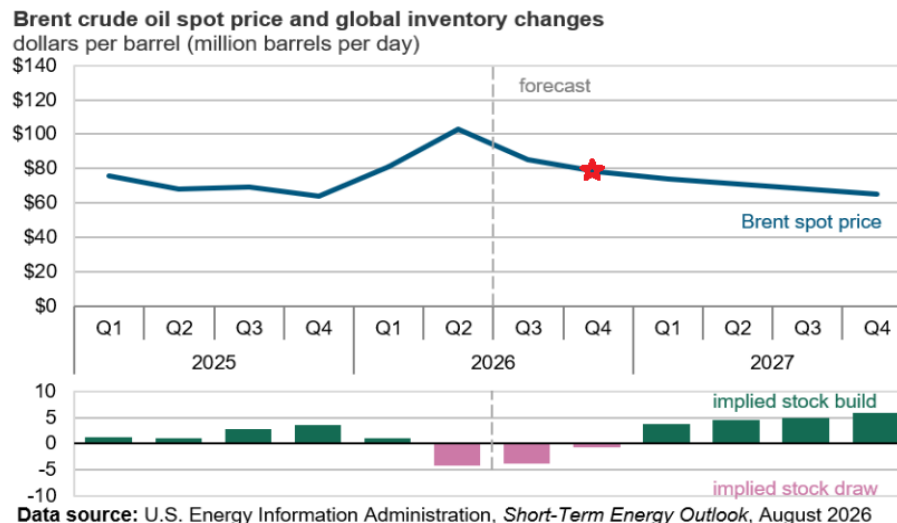
- 受前期油价高位回落影响，美国通胀指标5月见顶回落，7月延续降低。美国劳工统计局数据显示，7月CPI同比增长3.4%，符合预期，低于前值；核心CPI同比增长2.5%，符合预期，同样低于前值。美国7月PPI同比上涨4.7%，低于6月5.5%的涨幅。尽管通胀受8月油价上涨影响或仍有短期波动，但展望中期油价或稳中趋降，对通胀传导减弱。因美伊进入不战不和阶段，霍尔木兹海峡通航量回升及产能重启，美国能源信息管理局(EIA)预测，布伦特原油现货价格到2026年第四季度将降至平均78美元/桶。若如预期，油价将较当前有明显下降，改善通胀预期。

图4：7月美国通胀数据边际走弱(%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

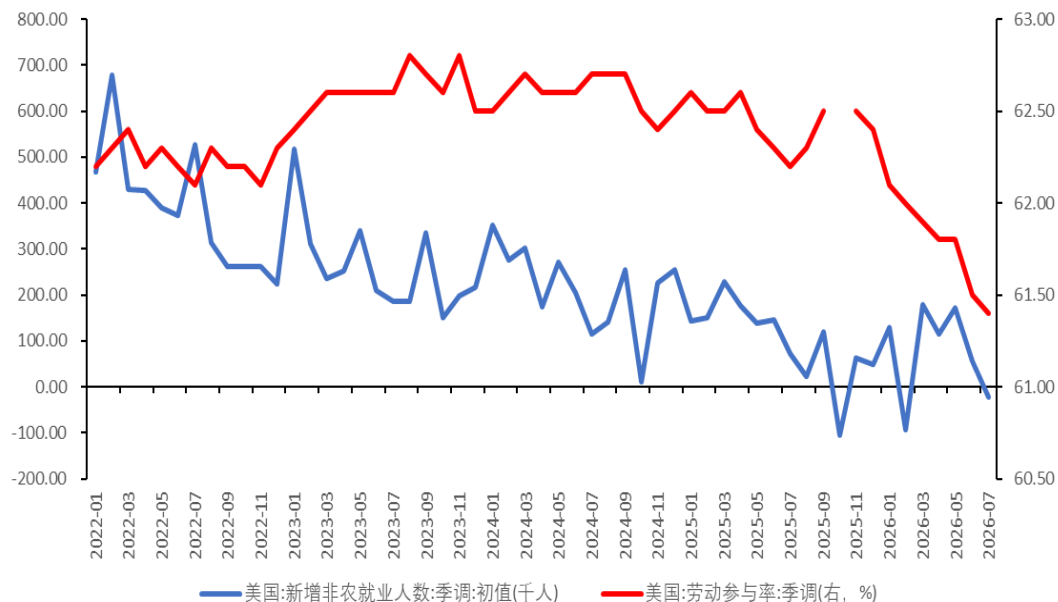
图5：EIA预测四季度油价较当前下降(美元/桶)



资料来源：EIA，华龙证券研究所

- 美联储主席沃什的发言，市场解读偏鹰，9-10月加息概率有所上升，但实际加息空间可能有限。一是通胀边际下降，且展望预期油价影响减弱，短期降低加息必要性。二是美国经济数据边际转弱。美国实际GDP环比年化增长率为1.5%，低于一季度2.1%和市场预期的2.0%-2.1%。美国7月非农就业人数减少2.3万人，预计增加8万人，前值为增加5.7万人；劳动参与率跌至61.4%，创五年多来新低；7月零售销售环比下降0.6%，远低于预期的增长0.1%及前值，剔除油价波动后反映真实消费降温。三是长债利率上升收紧了金融条件，发挥了加息作用。

图6：美国就业市场数据有所走弱



资料来源：Wind，华龙证券研究所

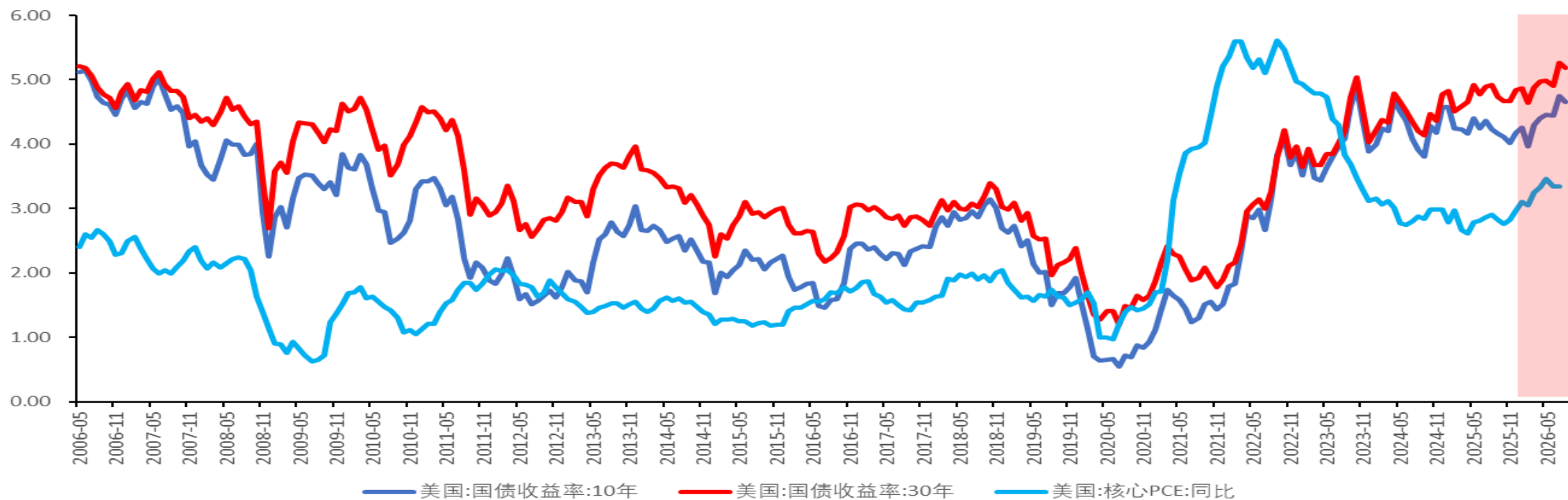
图7：CME美联储观察9-10月加息概率略有上调

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2026/9/16	0.0%	0.0%	34.6%	65.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
2026/10/28	0.0%	0.0%	25.4%	57.2%	17.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.0%	10.8%	38.9%	40.3%	10.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.0%	7.9%	31.5%	40.0%	18.0%	2.6%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	1.8%	13.3%	33.4%	34.9%	14.5%	2.0%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.0%	0.5%	4.9%	18.8%	33.8%	29.4%	11.1%	1.5%	0.0%
2027/6/9	0.0%	0.4%	4.5%	17.3%	32.2%	29.9%	13.1%	2.5%	0.2%
2027/7/28	0.0%	0.4%	4.3%	16.9%	31.7%	29.9%	13.6%	2.9%	0.2%
2027/9/15	0.0%	0.7%	5.2%	17.9%	31.6%	28.8%	12.9%	2.7%	0.2%
2027/10/27	0.0%	0.7%	5.3%	18.0%	31.6%	28.6%	12.8%	2.7%	0.2%
2027/12/8	0.1%	1.2%	6.7%	19.5%	31.2%	26.9%	11.7%	2.4%	0.2%

资料来源：CME，华龙证券研究所 注：截至9月1日

- 从美国长债收益率上半年变化趋势来看与通胀数据的走势较为一致，美国长债收益率较快上涨可能叠加了较多的通胀预期变化。
- 近期美国通胀数据边际改善且地缘较前期极端情况有明显缓和，霍尔木兹海峡通航量预期上升，通胀预期降低，长债收益率叠加通胀的趋势可能稳中趋降，对权益市场影响预期降低。8月26日，美国商务部经济分析局发布数据，7月核心PCE同比上涨3.3%，符合市场预期，前值为3.3%；环比上涨0.2%，亦符合市场预期，前值为0.1%，显示潜在通胀压力趋于稳定。

图8：通胀预期推动美国长债收益率上升(%)



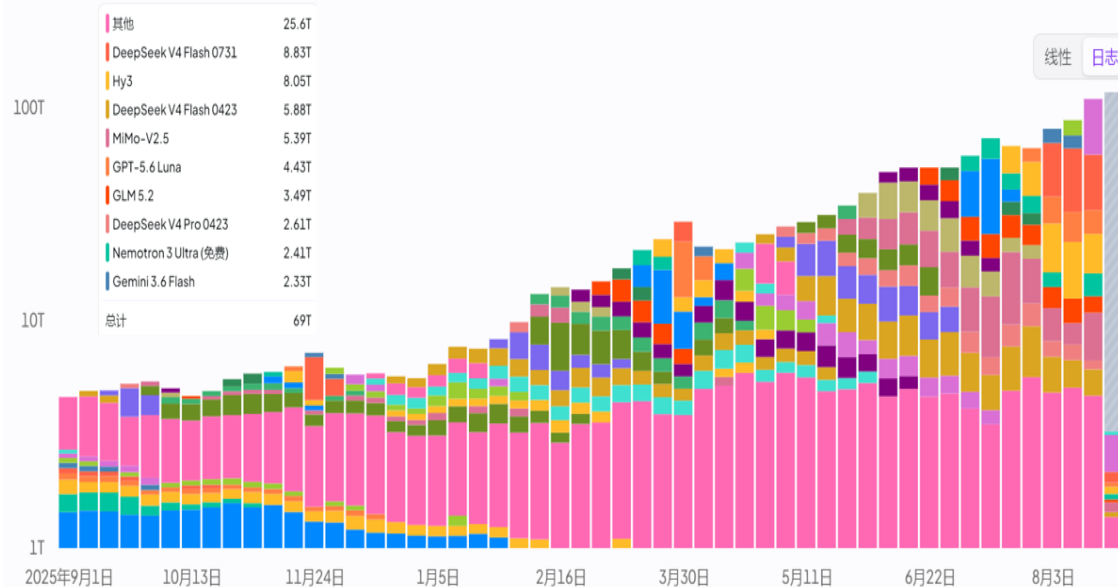
资料来源：Wind，华龙证券研究所

- 7月市场调整主要受AI产业链叙事变化的影响。其中比较有争议的几个问题包括算力是否过剩，大规模资本开支能否持续，北美电力瓶颈及社区抵制，下游商业化及应用进度等。关于算力是否过剩的讨论，主要由Meta出租算力资源引发市场关注，实际上出租算力更多是Meta进行云业务布局的部分考虑，因算力的供不应求情况下，可创造更多价值，以平衡算力资本开支投入。数据显示，北美数据中心空置率预期维持在1%，且95%的在建容量被预租，需求驱动明显。国内头部项目预租率在70%-80%左右，算力设施整体上架率达71.4%，多为传统IDC或低效算力拖累，AI高端算力依然紧张。
- 推理侧需求已然成为算力增长的主要驱动力，需求结构由“训练驱动”→“推理驱动”，商业模式由“卖算力”→“卖Token”，相较于训练侧，推理侧算力需求空间更加广阔。当前Token调用量呈现指数级增长，根据OpenRouter的数据，仅在8月首周，全球AI大模型总调用量就高达69万亿Token，环比增长21%。AI-Agent为调用量主力，同时Code需求上升。

图9：全球AI大模型总调用走势

OpenRouter上模型的每周使用情况

2026年8月3日

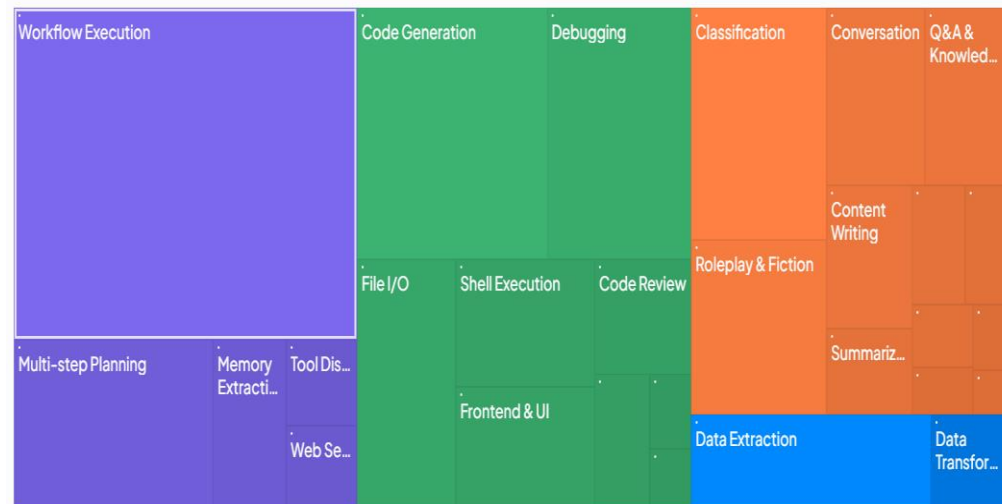


资料来源：OpenRouter，华龙证券研究所

图10：应用端调用词元占比

Top models by task

Each task's leading models, ranked by share of spend on OpenRouter



资料来源：OpenRouter，华龙证券研究所

- 关于科技巨头资本开支持续性的争论是影响市场硬件板块波动的原因之一。二季度部分美股科技巨头自由现金流转负，引发了市场对AI算力中心投资能否持续以及云厂商投资亏损的担忧，相关科技企业估值因此波动。
- 当前AI算力中心建设的资本开支仍维持高增。北美四大云厂商(亚马逊、微软、谷歌、Meta)在2026年二季度普遍上调了全年资本开支，预计将达到约7450亿美元，较2025年有明显增长，主因是前期资本支出已带动营收明显成长，AI潜在商机持续扩大。2027年、2028年，北美四大云厂商资本支出可能分别达到1.2万亿和1.4万亿美元左右。国内“十五五”期间，算力网建设将新增直接投资约4万亿元，仅2026年算力基建投资规模将超过4000亿元。
- 部分科技巨头自由现金流转负的情况下，资本开支仍维持高增，反映出以短期现金流损失换取未来高增长预期，并且目前AI需求正切实转化为云业务收入。8月20日，阿里表示行业共识2030年之前AI算力依然紧缺，Capex先行，才有后续业务增长，截至2026年6月底，阿里3800亿元投资计划已累计投入约1900亿元，按阿里目前AI产品平均毛利水平，AI相关资本开支大约可以在3年内回本，当下毛利润水平在持续提升，回报周期未来会缩短至2.5年回本。资本开支资金来源目前呈现多元化趋势，假设云厂商后续投资资金不足，在AI景气度延续的情况下，其他主体资金可能补位。目前除了云产商的经营现金流投入及债务融资外，其他创新工具被充分调动，如英伟达融资平台、资产证券化、股权市场等。

表5：2026年全球经济增速预期仍具备韧性

指标	微软	亚马逊	谷歌 (Alphabet)	Meta
单季资本开支	410亿美元	531亿美元	449亿美元	311亿美元
单季资本开支同比	70%	69%	70%	88%
全年Capex指引	1750亿美元	2200亿美元	1950-2050亿美元	1300-1450亿美元
自由现金流 (FCF)	+196亿美元	-76亿美元	-59亿美元	+7.84亿美元
FCF同比变化	下降23%	由正转负	首次转负	下跌91%
云业务收入	393亿美元 (+32%)	422亿美元 (+37%)	248亿美元 (+82%)	不适用
订单积压 (RPO)	6780亿美元	4960亿美元	5195亿美元	不适用
资产负债率	41.25%	49.66%	30.53%	41.95%

资料来源：Wind，贝塔，21财经，华尔街见闻，21Tech，华龙证券研究所

1.6.3 AI产业链总体景气度仍较高且预期积极—云厂商自主供电

- 电力瓶颈成为算力中心项目建设环节核心制约因素，成为影响AI产业链相关板块波动的原因之一。随着AIDC项目的兴起，美国电网深层危机触发，电力供应存在巨大缺口，美国银行测算，美国在2026年至2030年间可能面临100吉瓦的电力缺口。为解决AIDC电力紧缺问题，美国科技巨头及政府发声并出台了相关措施。8月20日，特朗普释放政策信号，呼吁制定不会减缓人工智能行业发展的监管措施，并为美国各地数据中心和发电厂的快速建设辩护，表示人工智能公司建造发电厂而不是依赖老旧电网。
- 美国云厂商将自建电厂纳入资本开支，为继续投资算力中心注入确定性。3月，亚马逊、谷歌、Meta、微软、OpenAI、甲骨文和xAI签署了白宫的《纳税人保护承诺》，同意为其数据中心所需的新发电和基础设施付费。云厂商开启未来自主供电模式，不过从建设周期来看，电网建设和AI服务器部署会存在一定的期限错配，电网建设相对滞后，但通过电力技术方式可加快部署。

表6：美国云厂商自建或合建天然气电厂

云厂商	项目/地点	装机容量	状态/要点
亚马逊 AWS	得州佩科斯县 (GW Ranch)	7.65 GW (35台燃气轮机)	已获许可、场地清理中；初期离网自发电，或成美国最大天然气发电设施之一；另在宾州洽谈4.5GW气电项目
Meta	路易斯安那州 Hyperion 园区	7.5 GW (10座天然气电厂)	配套其全球最大AI数据中心（投资100亿美元+）
Meta	得州 El Paso	1 GW	3月投资上调至100亿美元
微软	西得州（与雪佛龙、Engine No.1合作）	2.5 GW (GE Vernova 7HA重型燃机)	为Pecos数据中心园区供电，预计2028年投运
微软 /Crusoe	得州 Abilene	900 MW	GE Vernova LM2500XPRESS航改燃机
谷歌 /Crusoe	北得州	933 MW	Q1已启动许可申请

资料来源：Wind，华龙证券研究所

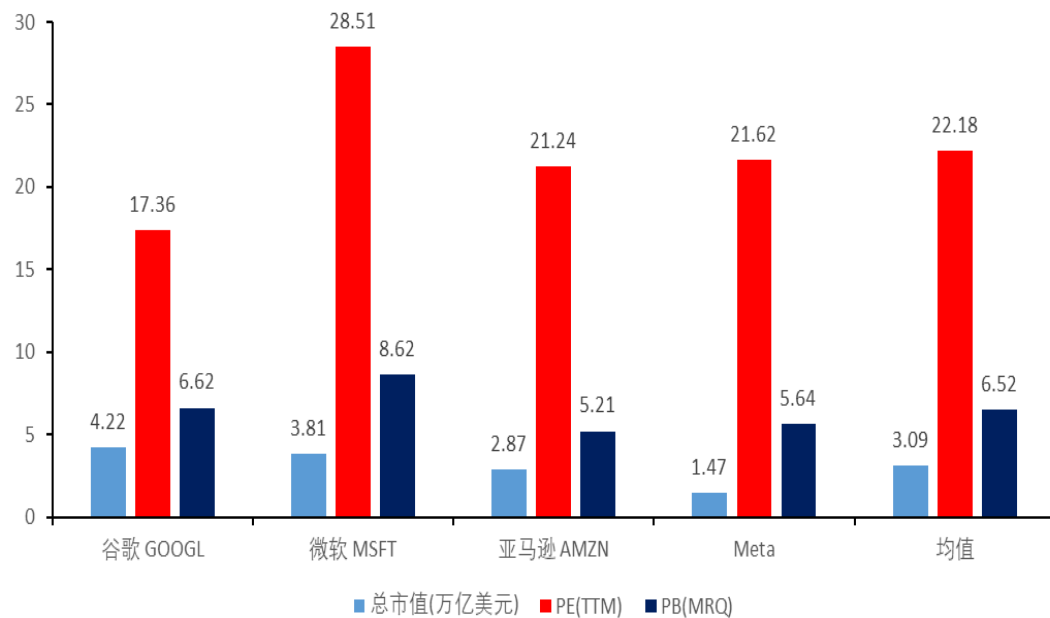
表7：美国云厂商自建或合建核电/模块化反应堆 (SMR)

云厂商	项目	容量	状态/要点
微软	重启宾州三里岛1号机组（Crane清洁能源中心，与Constellation合作）	835 MW	原定2028年，已提前至2027年重启；20年购电协议（160亿美元）
谷歌	田纳西州橡树岭 Hermes 2（与Kairos Power合作）	首期50MW，总规模500MW	首个反应堆2030年，2035年前全部部署
亚马逊	华盛顿州（与Energy Northwest、X-Energy合作）	首期320MW，可扩展至960MW	4座SMR
亚马逊	宾州Susquehanna（Talen Energy核电站）	1.9 GW（至2042年）	已购入权益，改造为AI园区（投资200亿美元+）
Meta	伊利诺伊州Clinton清洁能源中心（与Constellation）	1.1 GW	2027年6月起，20年购电协议
Meta	核能RFP招标	1-4 GW	面向新建核电/SMR

资料来源：Wind，华龙证券研究所

- 估值上，美股四大云厂商仍低于互联网泡沫时期，当前四大云厂商PE集中在17-29倍，互联网泡沫时期科技巨头PE普遍在60-130倍，且当前估值是建立在较大规模盈利之上，且预期较好。
- 市值上，美股四大云厂商当前合计市值占标普500约16.6%，其中单家谷歌占比约5.7%。而互联网泡沫时期的头部集中度高于当前。

图11：美股四大云厂相对估值(倍)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

表8：美股四大云厂市值占比

公司	总市值(万亿美元)	占标普500比重
谷歌 GOOGL	4.22	5.67%
微软 MSFT	3.81	5.13%
亚马逊 AMZN	2.87	3.86%
Meta	1.47	1.98%
合计市值	12.37	16.64%

资料来源：Wind，华龙证券研究所 注：截至2026年8月28日

目 录

1

市场复盘及影响因素展望

2

AI驱动全球经济，国内经济向新向优

3

市场现慢牛特征，业绩将是关键

4

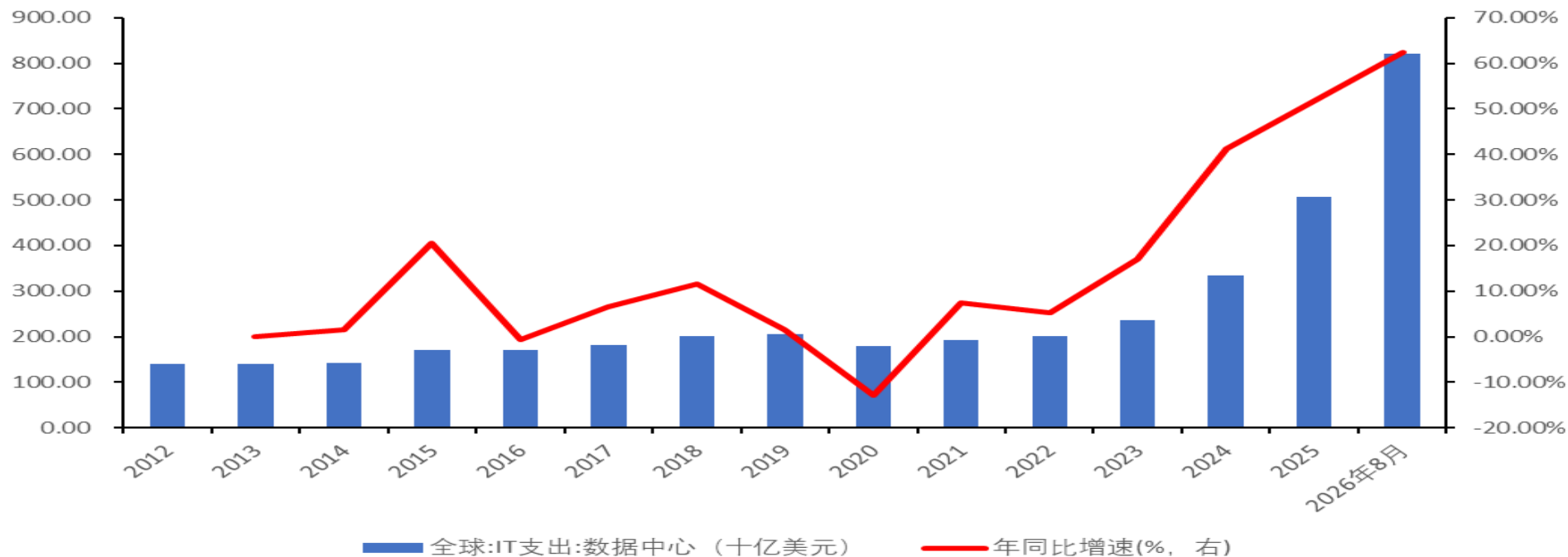
行业及其细分领域配置

5

风险提示

- 全球经济正经历一轮由AI资本开支、能源安全重估、贸易保护主义时有发生共同影响的时期。一是AI驱动成为中长期全球经济增长逻辑。短期来看，如果人工智能带来的生产效率提升加快释放，全球经济增长有望获得支撑，中长期AI驱动的生产力增长，成为更为重要的长期因素，从而提升生产效率，降低生产成本。二是能源安全重估，美伊冲突的爆发引发了全球对能源安全的思考，新能源替代作用得到重视。三是贸易保护主义不断，源于疫情后带来的经济不确定性、贸易失衡、产业竞争力下降、技术与产业变革等因素影响。上半年AI资本开支延续高增，对经济影响显著，在经济贡献中的比重上升。地缘冲突对能源安全的影响前强后缓。贸易保护事件有所减少，但时有发生。

图12：全球数据中心支出走势

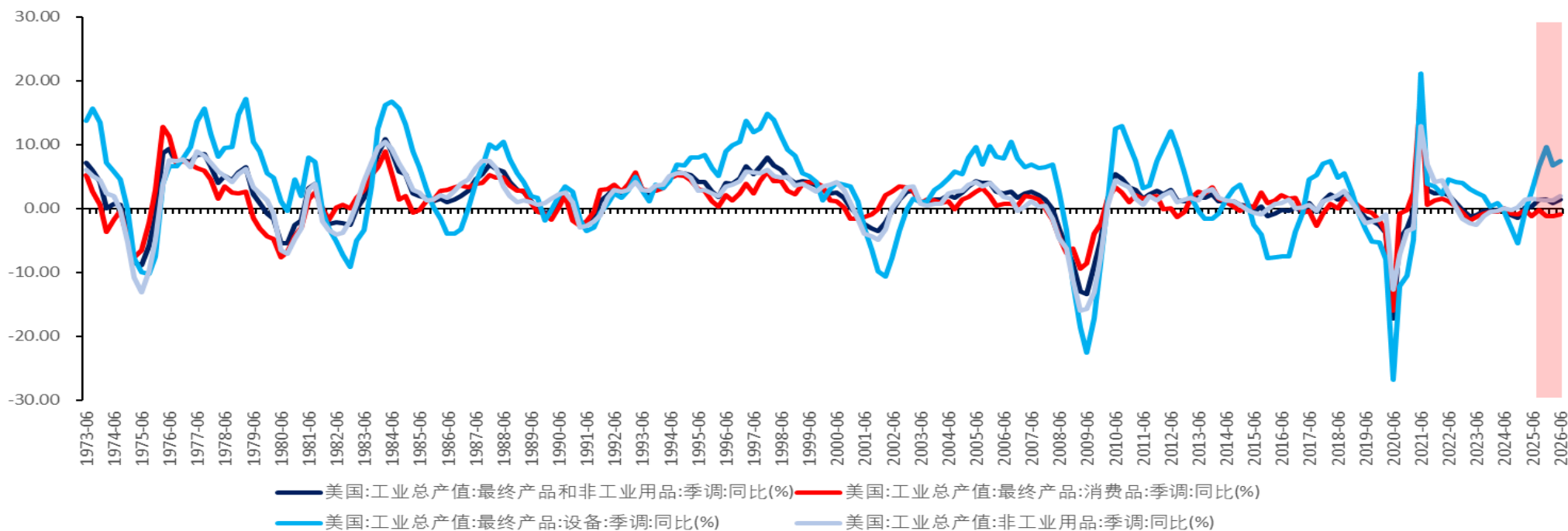


资料来源：Wind，华龙证券研究所

02 2.1.2 全球新旧产业呈现一定分化-以美国为例

- 美国经济中，AI经济Q1增长了31%，而若排除AI经济增速仅为0.1%，AI对美国2026年全年经济增长贡献可能在2个百分点。美国经济在超高速增长AI部门与传统行业之间存在较明显分化。从投资角度看，美国一季度科技设备的投资增长43%，数据中心建设投资增长了22%，而住宅和商业建筑的投资则出现下滑。
- 上市公司层面，标普500指数Q1的收益增长，很大程度上来自美股“七巨头”科技公司贡献，一季度利润增长61%，而指数中其他493家公司，利润仅增长16%，这一利润表现在科技公司股价上也有所反映，呈现分化特征。

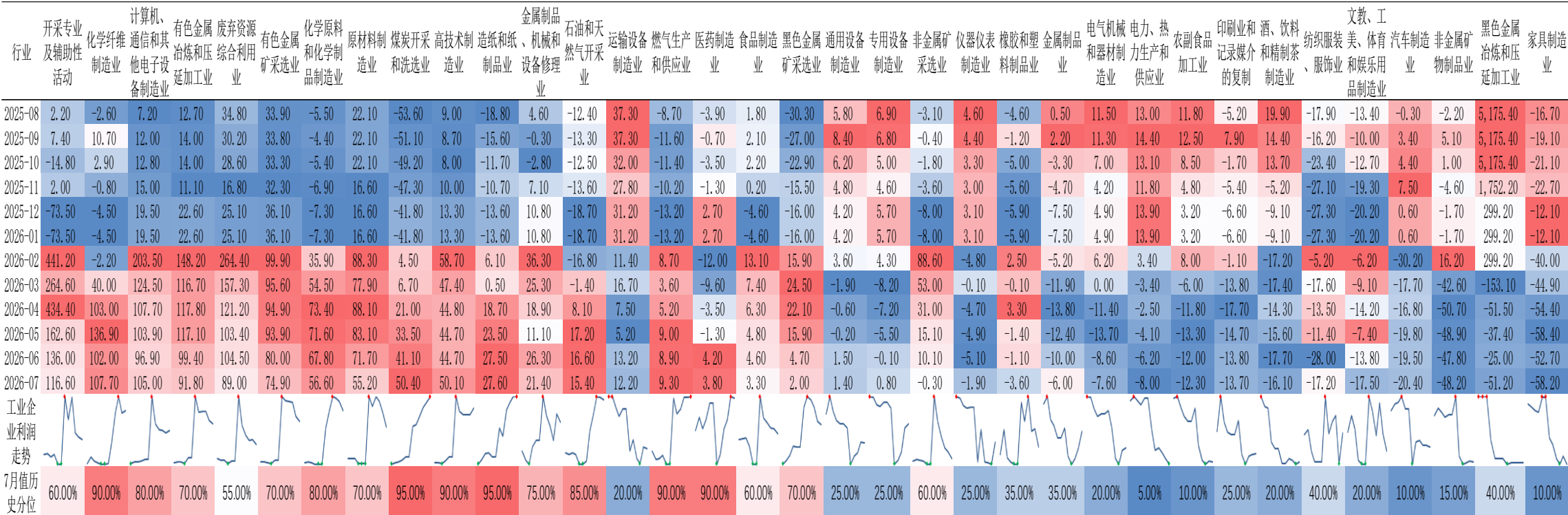
图13：美国工业总产值分领域季调同比走势



资料来源：Wind，华龙证券研究所

- 经济开局良好，一季度GDP为334193亿元，同比增长5.0%，增速较上年四季度回升0.5个百分点，经济运行实现良好开局。二季度因经济外部环境复杂多变，地缘冲突外溢风险增多以及新旧动能转换非一蹴而就等多重因素影响，二季度单季增速为4.3%低于目标区间最低值，较一季度回落0.7个百分点。
- 上半年经济增速为4.7%，位于年初《政府工作报告》提出的全年增长4.5%-5%的目标区间之内。1-7月工业增加值同比增长5.3%，总体平稳，制造业增长5.6%，其中装备制造业增加值同比增长9.7%，高技术制造业增加值增长13.8%。3D打印设备、锂离子电池、工业机器人产品产量同比分别增长52.3%、40.2%、28.5%。1-7月，全国规模以上工业企业实现利润总额45820.6亿元，同比增长17.6%。

图14：工业企业利润累计同比走势(%)

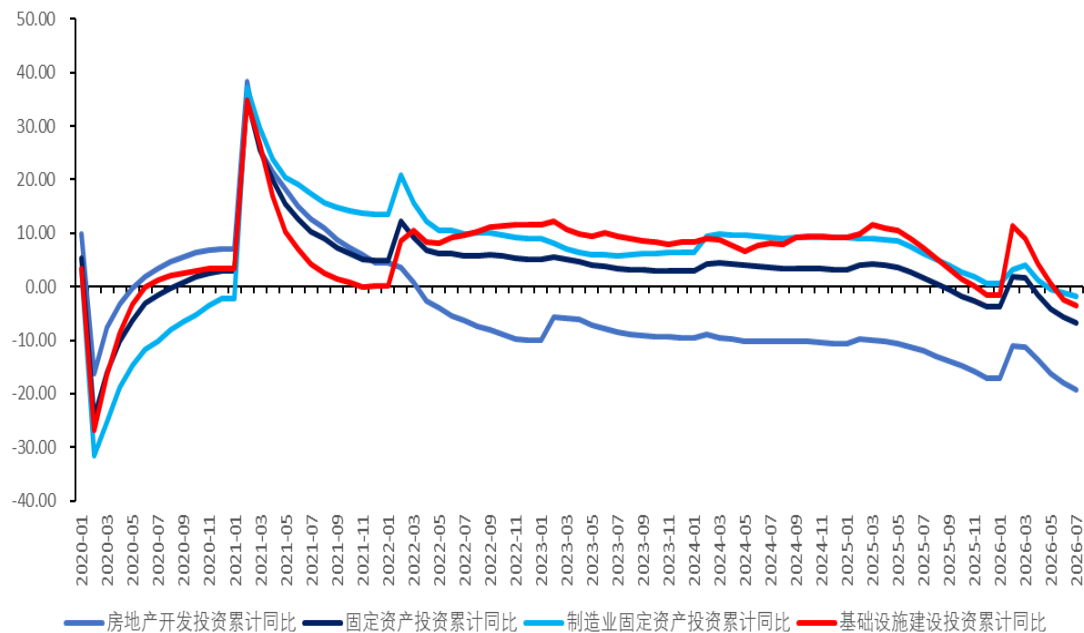


资料来源：Wind，华龙证券研究所

2.3 投资端新动能较好，整体呈现结构调整

- 1-2月固定资产投资回升，随后逐步回落，1-7月固定资产投资同比下降6.7%。1-7月分项看，工业投资同比下降2.1%，其中，采矿业投资增长3.3%。基础设施投资同比下降3.6%，其中信息传输业投资增长26.0%，水上运输业投资增长16.2%，航空运输业投资增长15.7%。民间固定资产投资同比下降9.4%。全国房地产开发投资同比下降19.2%，其中，住宅投资下降19.1%。
- **亮点：**高技术产业投资加快。1-7月，高技术制造业投资同比增长3.3%，增速比上半年加快0.1%。其中，电子电路制造业、集成电路制造业、锂离子电池制造业、电子专用材料制造业投资增长较快。高技术服务业、AI类设备购置投资、“两重”、“六张网”为代表的基建领域投资保持良好增势。

图15：固定资产投资完成额累计同比下降(%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

图16：制造业固定资产投资累计同比(%)

行业	2025-09	2025-10	2025-11	2025-12	2026-01	2026-02	2026-03	2026-04	2026-05	2026-06	2026-07	制造业投资累计同比走势
农副食品加工业	14.30	10.70	9.60	9.20	9.20	11.20	5.50	2.60	0.50	-1.90	-3.00	
食品制造业	10.80	5.90	2.30	2.20	2.20	4.70	0.70	-4.50	-6.50	-8.10	-9.40	
纺织业	11.20	8.30	5.80	4.30	4.30	18.80	17.60	12.10	10.80	9.40	7.90	
化学原料及化学制品制造业	-5.60	-7.90	-8.20	-8.00	-8.00	-5.40	0.40	-3.60	-5.90	-6.50	-7.40	
医药制造业	-9.90	-11.30	-13.10	-13.50	-13.50	-2.80	-7.70	-7.80	-9.00	-9.20	-9.80	
通用设备制造业	11.80	9.50	8.90	6.20	6.20	7.00	12.50	5.50	2.80	1.90	1.40	
专用设备制造业	-0.70	-2.00	-4.00	-7.10	-7.10	-0.50	-0.40	-6.00	-8.00	-8.60	-9.20	
汽车制造业	19.20	17.50	15.30	11.70	11.70	2.60	4.80	-0.50	-2.70	-4.20	-5.30	
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	22.30	20.10	22.40	17.50	17.50	31.10	27.70	24.70	23.60	24.70	18.70	
电气机械及器材制造业	-9.50	-9.40	-9.50	-10.30	-10.30	5.80	0.80	2.90	1.50	1.20	1.40	
计算机、通信和其他电子设备制造业	-2.10	-2.20	-3.20	-3.20	-3.20	1.20	5.40	5.40	6.70	6.50	7.80	
有色金属冶炼及压延加工业	0.40	-1.50	-2.20	-4.20	-4.20	-9.20	3.70	-0.90	-2.30	-4.10	-3.90	
金属制品业	5.90	3.70	2.10	-1.90	-1.90	7.40	5.50	-1.40	-4.00	-5.50	-6.90	

资料来源：Wind，华龙证券研究所

2.4 消费端运行总体稳定，增速有所分化

- 1-7月，社会消费品零售总额同比增长1.2%，较1-6月的增长1.3%，回落0.1%；7月市场销售增速为0.6%，较6月1.0%，回落0.4%，累计看保持总体平稳，增速有所分化。
- 1-7月，网上商品和服务零售额同比增长4.8%，其中网上服务零售额增长5.2%；网上商品零售额增长4.6%。吃类商品网上零售额增长16.9%，增速比上半年加快0.1个百分点，网上零售总体呈现较高增长。
- 以旧换新政策支持下，1-7月，高能效等级家电零售额同比增速超30%，较上半年略有加快；智能眼镜等可穿戴智能设备、通讯器材类零售额增速较快。

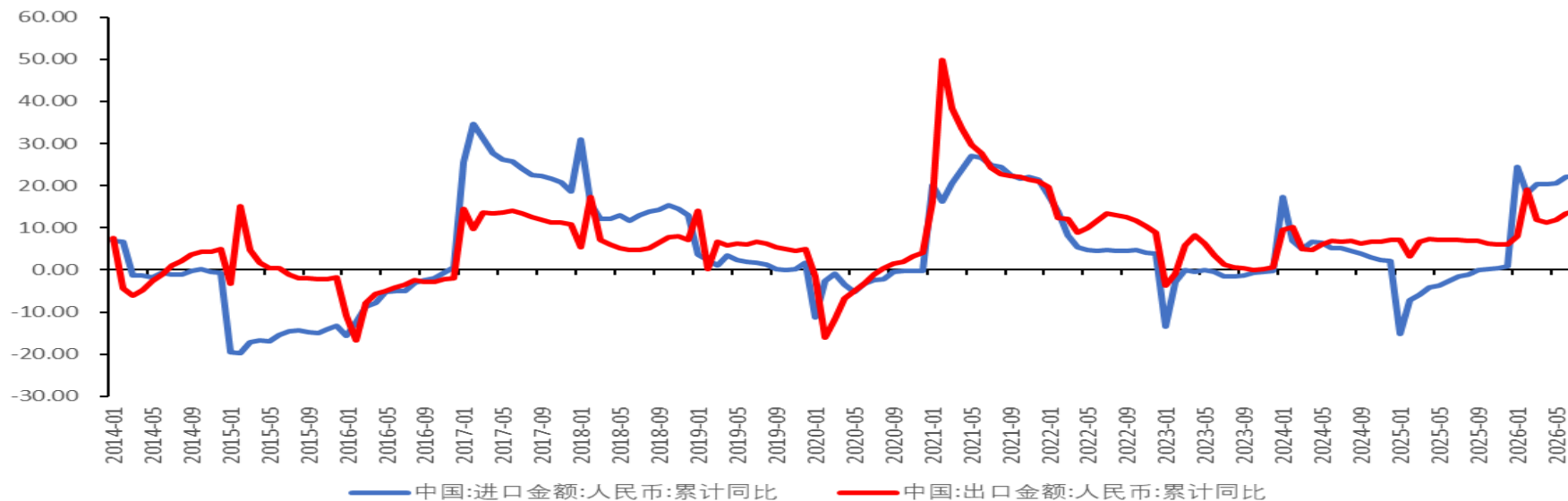
图17：商品零售总额累计同比走势(%)

指标名称	2025-02	2025-03	2025-04	2025-05	2025-06	2025-07	2025-08	2025-09	2025-10	2025-11	2025-12	2026-02	2026-03	2026-04	2026-05	2026-06	2026-07	走势
商品零售总额	4.40	5.80	6.00	6.40	6.30	5.80	5.40	5.10	4.70	4.00	3.40	2.50	2.00	0.40	-0.80	-1.00	-1.40	
粮油、食品、饮料、烟酒类	8.70	9.70	10.00	10.40	9.50	9.20	8.50	8.00	8.00	7.60	7.10	11.80	11.00	9.70	8.40	8.40	8.00	
粮油、食品类	11.50	12.20	12.60	13.00	12.30	11.80	11.00	10.40	10.30	9.90	9.30	10.20	10.00	8.60	7.40	7.40	7.20	
饮料类	-2.60	-0.50	0.30	0.20	-0.60	-0.20	0.20	0.10	0.80	1.00	1.00	6.00	6.70	6.00	6.00	6.00	5.60	
烟酒类	5.50	6.30	5.80	6.70	5.50	5.20	4.30	4.00	4.00	3.30	2.70	19.10	16.00	15.20	13.40	13.20	12.40	
服装鞋帽针纺织品类	3.30	3.40	3.10	3.30	3.10	2.90	2.90	3.10	3.50	3.50	3.20	10.40	9.30	8.10	7.20	6.70	5.80	
服装类	2.60	2.70	2.50	2.60	2.50	2.20	2.20	2.40	2.90	3.10	2.80	10.70	9.40	8.30	7.40	6.80	6.10	
化妆品类	4.40	3.20	4.00	4.10	2.90	3.10	3.30	3.90	4.60	4.80	5.10	4.50	5.90	5.60	4.90	6.30	6.30	
金银珠宝类	5.40	6.90	10.40	12.30	11.30	11.00	11.70	11.50	14.00	13.50	12.80	13.00	12.60	5.40	2.80	1.90	0.70	
日用品类	5.70	6.80	7.00	7.20	7.30	7.40	7.40	7.40	7.40	6.50	6.30	6.60	5.90	5.40	4.60	4.40	4.10	
体育、娱乐用品类	25.00	25.40	24.90	25.70	22.20	21.10	20.60	19.60	18.40	16.40	15.70	4.10	1.90	-0.70	-2.40	-2.40	-3.50	
书报杂志类	1.20	2.00	-0.70	-2.30	-4.10	-4.30	-2.90	-3.70	-3.60	-3.20	-2.40	-9.00	-2.20	-4.00	-3.80	-4.80	-4.20	
家用电器和音像器材类	10.90	19.30	23.90	30.20	30.70	30.40	28.40	25.30	20.10	14.80	11.00	3.30	0.00	-4.00	-6.90	-7.40	-6.60	
中西药品类	2.50	2.10	2.20	1.80	1.40	1.20	1.20	1.30	1.50	1.80	1.80	0.70	2.40	2.90	3.10	3.30	3.80	
文化办公用品类	21.80	21.70	24.40	25.70	25.40	23.70	22.30	19.90	19.10	18.20	17.30	5.80	9.30	5.30	3.80	5.80	6.00	
家具类	11.70	18.10	20.20	21.40	22.90	22.60	22.00	21.30	19.90	16.90	14.60	8.80	1.90	-1.40	-3.00	-3.70	-4.50	
通讯器材类	26.20	26.90	25.40	27.10	24.10	22.90	21.10	20.50	20.90	20.90	20.90	17.80	20.80	17.70	13.80	14.40	15.10	
石油及制品类	0.90	-0.10	-1.40	-2.60	-3.40	-4.10	-4.60	-4.90	-5.00	-5.20	-5.70	-9.70	-6.40	-6.40	-5.80	-5.70	-5.90	
建筑及装潢材料类	0.10	0.00	2.30	3.00	2.60	2.20	1.80	1.60	0.50	-1.50	-2.70	-2.20	-4.70	-7.10	-8.40	-8.80	-9.50	
汽车类	-4.40	-0.80	-0.50	-0.10	0.80	0.40	0.50	0.60	-0.20	-1.00	-1.50	-7.30	-9.10	-10.60	-11.80	-12.60	-13.20	

资料来源：Wind，华龙证券研究所

- 出口呈现较高增速。1-7月，货物贸易进出口17.3%，出口同比增长14%，进口同比增长22%。
- 高技术、高附加值成出口主力。1-6月机电产品出口同比增长20.1%，占比超六成，其中集成电路、电脑零部件等人工智能产品出口较好。此外低碳产品锂电池、风力发电机组出口增长占四成左右。1-7月，出口机电产品同比增长21.2%，
- 联合国报告显示，2026年以来全球货物贸易增长主要集中于人工智能相关领域。全球算力、数据中心及终端设备需求持续扩张，也促进了国内相关产品的出口。此外与AI技术深度融合的智能仿生机器人出口超万台，遍及全球90多个国家和地区。

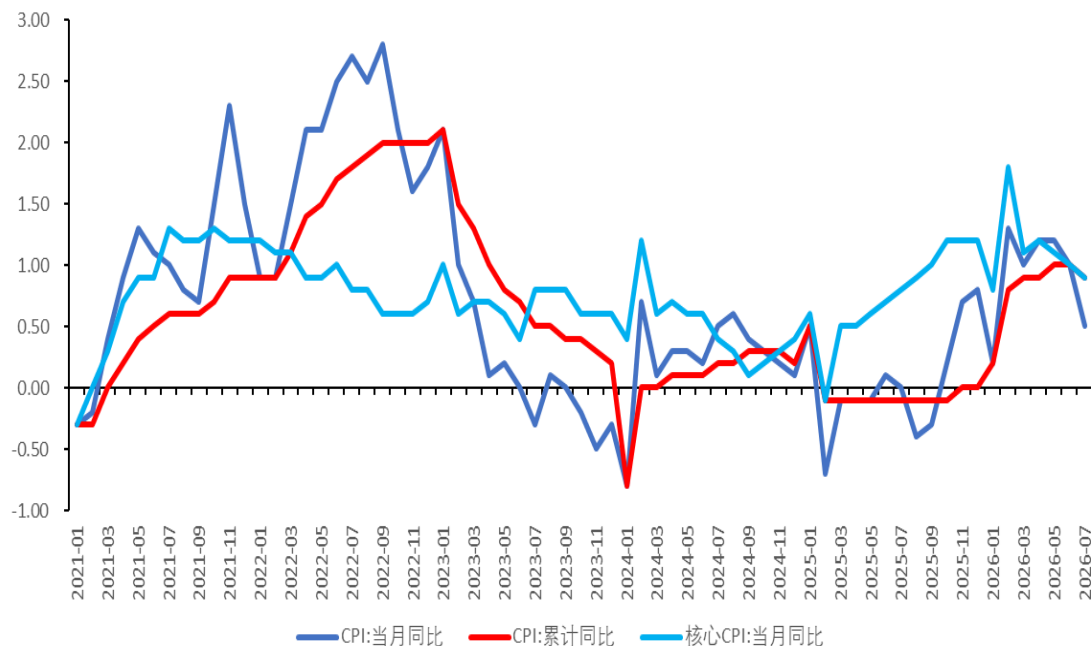
图18：对外贸易继续保持韧性(%)



资料来源： Wind，华龙证券研究所

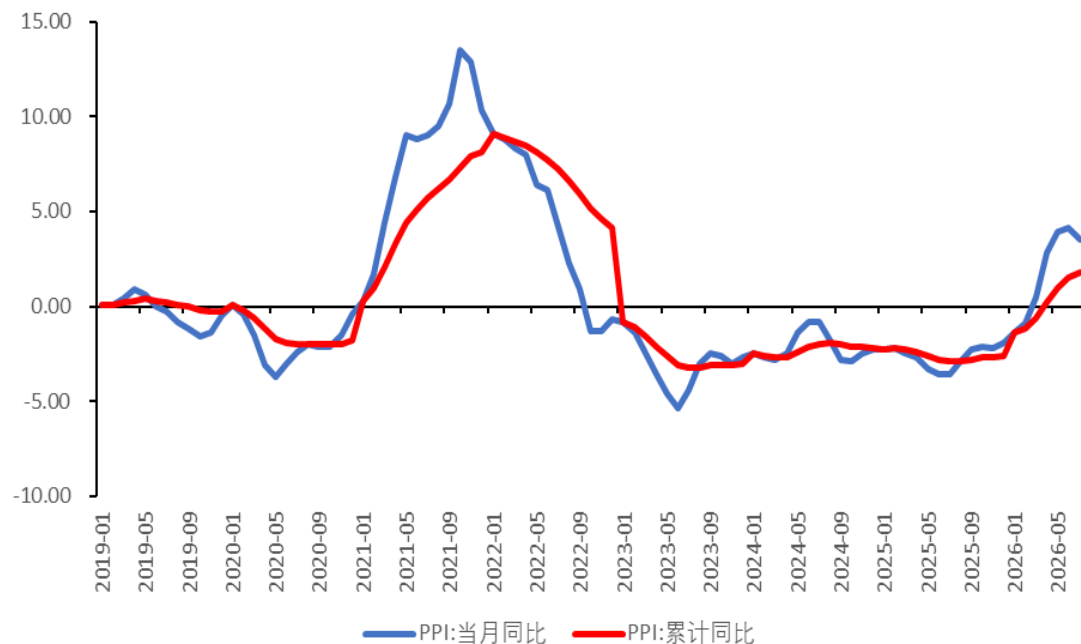
- 7月CPI环比下降0.1%，降幅比上月收窄0.2%；CPI同比上涨0.5%。7月核心CPI环比上涨0.3%，同比上涨0.9%。CPI总体保持温和上涨，主要受能源价格波动影响。
- 7月PPI环比下降0.7%，降幅比上月扩大0.4%。智能无人飞行器制造、碳素新材料、船舶及相关装置制造；智能家庭消费设备、护肤用化妆品制造价格不同程度上涨。PPI同比上涨3.5%，涨幅比上月回落0.6%。资源品、先进制造不同程度上涨。

图19：CPI及核心CPI同比走势(%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

图20：PPI同比走势(%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

- 8月制造业PMI升至49.8%，在调查的21个行业中有16个行业PMI较上月上升，制造业行业景气度明显改善。制造业生产指数和新订单指数分别为50.4%和50.6%，比上月上升0.5个和2.1个百分点。行业上，电气机械器材、计算机通信电子设备等行业生产指数和新订单指数均高于53.0%，供需较快释放。
- 装备制造业和高技术制造业PMI分别为51.4%和52.9%，持续位于扩张区间。价格指数回升，制造业主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为56.6%和50.4%，比上月上升3.4个和2.6个百分点。行业上，有色金属冶炼及压延加工业两个价格指数均升至60.0%以上。8月非制造业商务活动指数为49.0%，与上月持平。

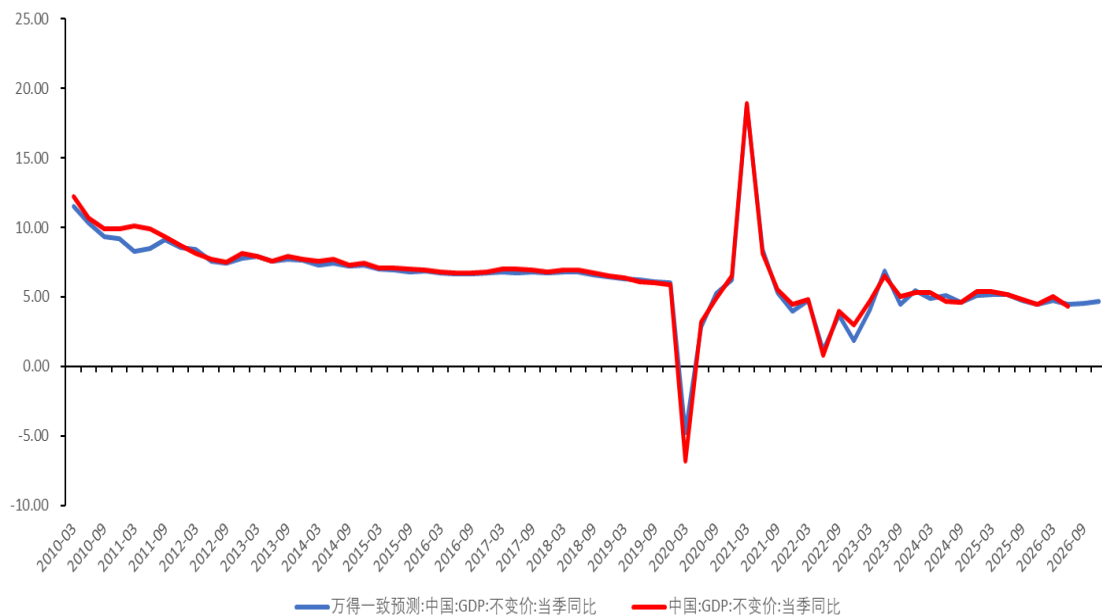
图21：制造业PMI月度走势(%)

指标名称	2025-09	2025-10	2025-11	2025-12	2026-01	2026-02	2026-03	2026-04	2026-05	2026-06	2026-07	2026-08	走势
PMI	49.80	49.00	49.20	50.10	49.30	49.00	50.40	50.30	50.00	50.30	49.20	49.80	
生产	51.90	49.70	50.00	51.70	50.60	49.60	51.40	51.50	51.20	51.40	49.90	50.40	
新订单	49.70	48.80	49.20	50.80	49.20	48.60	51.60	50.60	49.90	51.20	48.50	50.60	
新出口订单	47.80	45.90	47.60	49.00	47.80	45.00	49.10	50.30	48.60	50.10	49.60	50.10	
在手订单	45.20	44.50	45.50	46.00	45.10	44.00	47.10	46.20	46.80	47.10	45.80	46.70	
产成品库存	48.20	48.10	47.30	48.20	48.60	45.80	46.70	47.50	49.30	47.70	48.60	48.40	
采购量	51.60	49.00	49.50	51.10	48.70	48.20	50.90	51.10	49.80	51.40	49.40	50.50	
进口	48.10	46.80	47.00	47.00	47.30	45.60	49.80	50.10	48.80	49.60	47.50	48.60	
出厂价格	48.20	47.50	48.20	48.90	50.60	50.60	55.40	55.10	51.90	48.20	47.80	50.40	
主要原材料购进价格	53.20	52.50	53.60	53.10	56.10	54.80	63.90	63.70	60.50	54.20	53.20	56.60	
原材料库存	48.50	47.30	47.30	47.80	47.40	47.50	47.70	49.30	48.60	48.40	48.30	48.10	
从业人员	48.50	48.30	48.40	48.20	48.10	48.00	48.60	48.80	48.60	48.50	49.00	48.70	
供货商配送时间	50.80	50.00	50.10	50.20	50.10	49.10	49.50	49.50	49.20	49.90	49.50	50.10	
生产经营活动预期	54.10	52.80	53.10	55.50	52.60	53.20	53.40	54.50	53.90	54.30	54.10	53.80	
高技术制造业	51.60	50.50	50.10	52.50	52.00	51.50	52.10	52.20	52.90	53.50	53.30	52.90	
装备制造业	51.90	50.20	49.80	50.40	50.10	49.80	51.50	51.80	52.10	52.50	51.40	51.40	
消费品行业	50.60	50.10	49.40	50.40	48.30	48.80	50.80	50.70	49.70	50.20	47.80	49.00	
基础原材料行业	47.50	47.30	48.40	48.90	47.90	47.80	48.90	47.90	47.10	47.10	47.00	47.90	
大型企业	51.00	49.90	49.30	50.80	50.30	51.50	51.60	50.20	51.10	50.70	49.50	50.60	
中型企业	48.80	48.70	48.90	49.80	48.70	47.50	49.00	50.50	48.60	50.50	49.70	49.40	
小型企业	48.20	47.10	49.10	48.60	47.40	44.80	49.30	50.10	48.50	48.20	47.40	47.90	

资料来源：Wind，华龙证券研究所

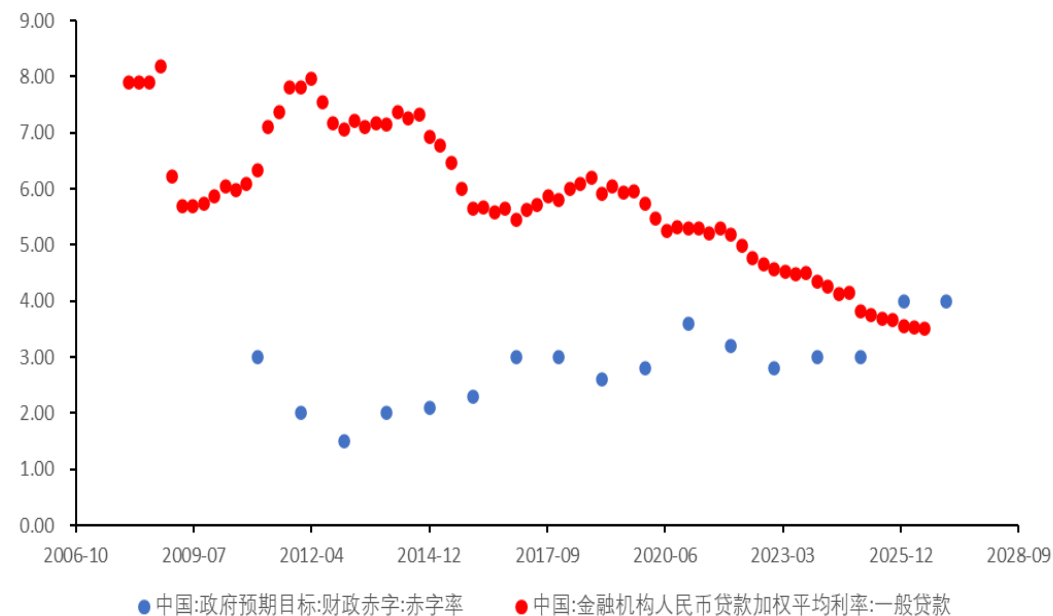
- 一是十五五开局发力。2026年《政府工作报告》提出着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长，实现“十五五”良好开局。政策实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策。
- 二是经济运行中仍存在较多复杂影响因素。经济外部环境多变，地缘冲突外溢风险，国内经济新旧动能转换，且贸易保护主义时有发生等多种因素交织。7月政治局会议部署下半年经济强调，出台增量政策，发力提效。
- 三是物价保持温和。在油价上涨阶段，物价总体保持温和，受到外部输入传导有限，价格指数有望继续保持温和上涨态势。

图22：GDP不变价同比及预测(%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

图23：赤字率及贷款加权平均利率走势(%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

目录

1

市场复盘及影响因素展望

2

AI驱动全球经济，国内经济向新向优

3

市场现慢牛特征，业绩将是关键

4

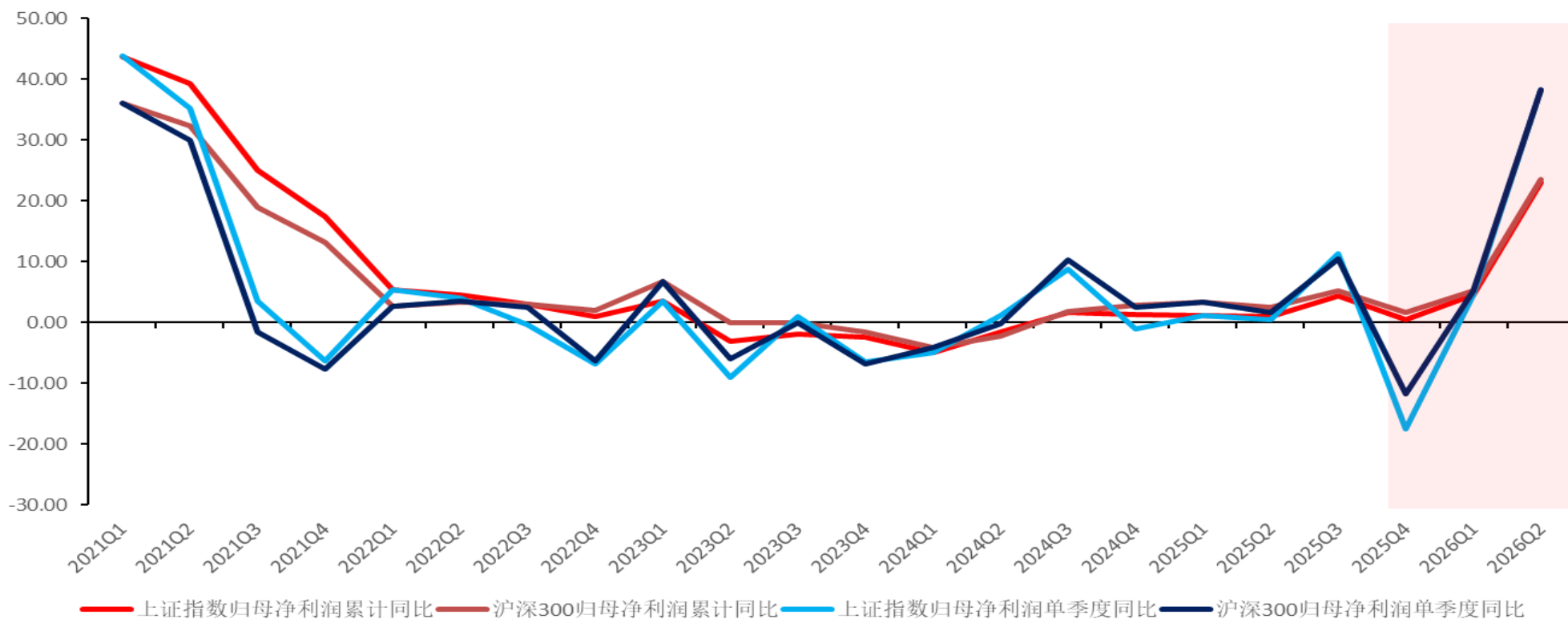
行业及其细分领域配置

5

风险提示

- 根据Wind数据显示，中报上证指数和沪深300指数归母净利润累计同比增速上升。
- 政策面，强调出台增量政策，发力提效，上市公司业绩总体上仍有望保持增长韧性。

图24：主要宽基指数归母净利润(%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

- 上游资源品行业业绩表现较好，二季度总体较一季度改善，且盈利增速居前。中游制造盈利增速较为分化，其中电力设备、基础化工呈现较高增速。可选消费、必选消费盈利增速较弱，其中医药生物增速较高。TMT行业盈利增速整体表现较好，其中电子行业增速较快。金融地产行业均呈现改善。公共服务领域整体较弱，其中环保较强。

图25：行业指数归母净利润同比增速(%)

行业		2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	业绩走势	2026Q1-Q2业绩走势
上游资源	煤炭	1.79	-28.13	-28.69	-26.43	-35.77	-27.29	-21.88	-19.80	-28.18	-32.29	-29.70	-26.54	-3.93	30.10		
	石油石化	-11.08	-13.89	-4.42	-2.55	10.38	11.07	1.45	0.49	-6.36	-14.51	-11.15	-11.73	14.58	38.92		
	有色金属	-19.04	-29.60	-29.29	-29.63	-33.12	-4.79	-0.84	1.49	69.22	36.59	41.43	38.20	91.64	84.15		
中游制造	钢铁	-70.56	-70.95	-35.57	-13.72	-86.85	-54.55	-114.79	-131.68	539.33	157.17	749.59	262.89	-77.49	-32.30		
	建筑材料	-64.60	-39.10	-35.23	-31.82	-89.87	-59.85	-50.68	-46.71	403.02	43.77	28.69	-36.10	-45.40	-37.72		
	建筑装饰	12.18	4.73	1.39	8.94	-2.44	-10.38	-11.81	-15.80	-8.53	-6.63	-10.11	-23.79	-15.36	-29.98		
	电力设备	45.99	26.41	8.84	-9.48	-50.52	-52.06	-53.98	-61.50	-12.48	6.81	20.87	43.33	56.51	59.87		
	国防军工	-4.35	6.51	4.51	2.82	-15.39	-20.14	-27.91	-39.24	-24.98	-8.59	0.02	28.27	59.83	-6.28		
	基础化工	-47.92	-53.10	-47.08	-46.13	-13.54	-3.49	-7.58	-9.57	10.49	2.42	9.65	4.34	14.55	37.66		
	机械设备	-6.54	1.07	0.26	-1.76	12.37	4.52	-1.42	-8.07	24.44	19.09	14.52	12.84	-5.28	6.29		
可选消费	美容护理	33.53	35.16	62.83	66.60	8.18	2.65	-21.69	-21.37	-17.45	-15.33	-11.34	-1.86	-12.06	7.57		
	汽车	8.76	27.93	30.43	49.39	15.66	21.88	9.05	10.92	10.49	-0.22	2.88	3.12	-22.36	-18.41		
	社会服务	119.19	141.94	746.69	209.40	61.69	105.10	27.34	-36.34	-23.38	-9.41	-2.73	-2.63	8.18	-6.00		
	轻工制造	-27.89	-11.17	-1.54	15.86	49.41	14.99	-3.50	-33.84	-19.78	-24.20	-22.50	-26.22	-22.11	-26.69		
	家用电器	15.10	14.94	12.25	13.89	9.87	7.72	5.74	7.50	25.12	12.91	10.21	-6.74	-8.01	-11.21		
必选消费	商贸零售	31.36	15.69	17.55	1,198.49	-18.71	-17.14	6.42	8.26	-9.76	-19.56	-35.43	-186.01	42.97	12.25		
	医药生物	-17.83	-14.06	-13.11	-16.86	-11.38	-9.79	-7.33	-11.40	-12.21	-3.78	-5.14	-0.99	3.31	12.14		
	纺织服饰	-5.47	7.77	10.54	67.09	6.27	-2.68	-6.98	-37.43	-5.59	-8.70	-10.01	20.77	-1.08	-7.41		
	食品饮料	18.23	14.97	15.82	17.58	15.96	13.96	10.36	5.58	0.08	-0.88	-4.56	-17.77	3.27	-7.71		
	农林牧渔	68.70	9.11	-364.17	-135.85	56.20	173.65	469.24	1,365.30	925.55	182.25	12.96	-38.36	-113.85	-130.26		
TMT	计算机	54.76	7.35	10.87	18.15	-76.62	-39.15	-31.55	-53.53	2,309.86	40.80	32.63	54.48	97.53	45.85		
	通信	8.47	8.90	6.83	4.31	7.48	6.76	8.23	6.44	6.68	7.60	8.80	6.78	4.66	5.90		
	电子	-55.34	-42.66	-27.94	-28.48	75.07	54.18	38.00	20.45	31.18	31.15	38.29	32.78	73.77	101.99		
	传媒	25.50	20.05	21.35	138.62	-29.72	-30.82	-32.90	-49.84	38.65	28.80	37.38	45.60	-1.37	11.27		
金融地产	银行	2.37	3.45	2.59	1.44	-0.61	0.37	1.43	2.35	-1.20	0.77	1.46	1.41	3.00	3.54		
	非银金融	64.72	1.62	-7.15	-14.51	-16.87	-0.84	41.22	47.38	21.30	18.36	38.65	27.72	-1.46	74.41		
	房地产	-22.77	-11.06	-33.64	-188.60	-99.58	-139.26	-148.25	#####	-804.81	-244.53	-191.58	-25.50	-0.79	35.65		
公共服务	环保	2.52	3.16	-3.80	-5.68	13.84	2.67	2.92	-17.17	0.92	-3.96	-5.40	-4.13	19.19	12.31		
	综合	45.25	-4.82	-15.35	-69.58	-73.82	-19.47	82.18	58.59	260.58	390.55	2,842.63	-79.99	85.58	-42.78		
	交通运输	3.61	20.11	50.27	69.09	25.88	11.71	6.34	11.24	1.43	2.11	-5.52	-16.39	19.58	5.79		
	公用事业	42.61	33.63	47.91	64.53	26.58	16.94	8.79	5.24	5.88	1.53	2.93	5.18	-6.35	-13.90		

资料来源：Wind，华龙证券研究所

3.2 7月-8月资金供给端较弱，后续需求端缓和或有利于市场

- 7月市场调整对市场情绪面影响较大，8月新成立偏股基金份额明显降低。融资余额7月明显减少，8月小幅回升，显示资金仍呈现观望。股票型ETF新成立发行份额有较显著的降低。整体上，经历7月市场调整后资金的积极性有所减弱。
- 7月市场调整，和需求端IPO上升可能存在一定关系，后续资金需求端有所减少，或有利于市场。

表9：资金供需情况

资金供需	类型	2025-07	2025-08	2025-09	2025-10	2025-11	2025-12	2026-01	2026-02	2026-03	2026-04	2026-05	2026-06	2026-07	2026/8/27	走势
供给端	融资余额(亿元)	19710.27	22454.72	23783.90	24689.20	24565.00	25,241.56	26,986.89	26,518.64	25,904.77	26,955.79	28,909.73	29,970.93	25,891.17	26,364.09	
	新成立偏股基金份额(亿份)	459.58	661.47	972.06	548.23	716.44	590.14	1,011.86	720.16	847.83	661.51	850.48	831.50	481.32	343.37	
	保险资金运用余额(股票)(亿元)			36210.00			37345.00			38370.00			41004.00			
	股票型ETF新成立发行份额(亿份)	138.73	189.69	158.21	84.91	86.23	128.18	165.70	66.69	94.92	123.39	121.08	109.49	76.12	79.32	
	外资持股市值合计(亿元)			27,289.39			27,681.85			27,937.42			34,623.72		31,966.74	
需求端	IPO募集资金(亿元)	241.644	40.932	116.895	128.694	101.876	314.115	90.528	60.757	107.502	211.709	111.100	124.140	976.062	220.824	
	增发募集资金(亿元)	292.133	182.135	299.442	372.730	404.612	349.009	1,258.097	298.063	598.472	527.400	65.117	911.154	300.123	215.235	
	当月限售解禁规模(亿元)	2821.76	5005.53	3008.40	2185.89	1825.34	4037.43	3189.11	1938.42	2322.60	3038.28	2188.71	3387.57	5104.17	1776.74	

资料来源：Wind，国家金融监督管理总局官网，华龙证券研究所

- 行业当前估值按十年期历史分位，局部估值较高，主因景气度较高的行业，市场给予了较高的估值预期。此外，从市场整体角度来看，估值并不极端，但在本轮行情估值扩张由科技板块主导的情况下，应首先关注科技板块估值空间。按行业预测估值，在盈利增长的情况下，叠加政策宽松和前期调整，估值或仍存在一定的修复空间。

图26：估值分位当前值

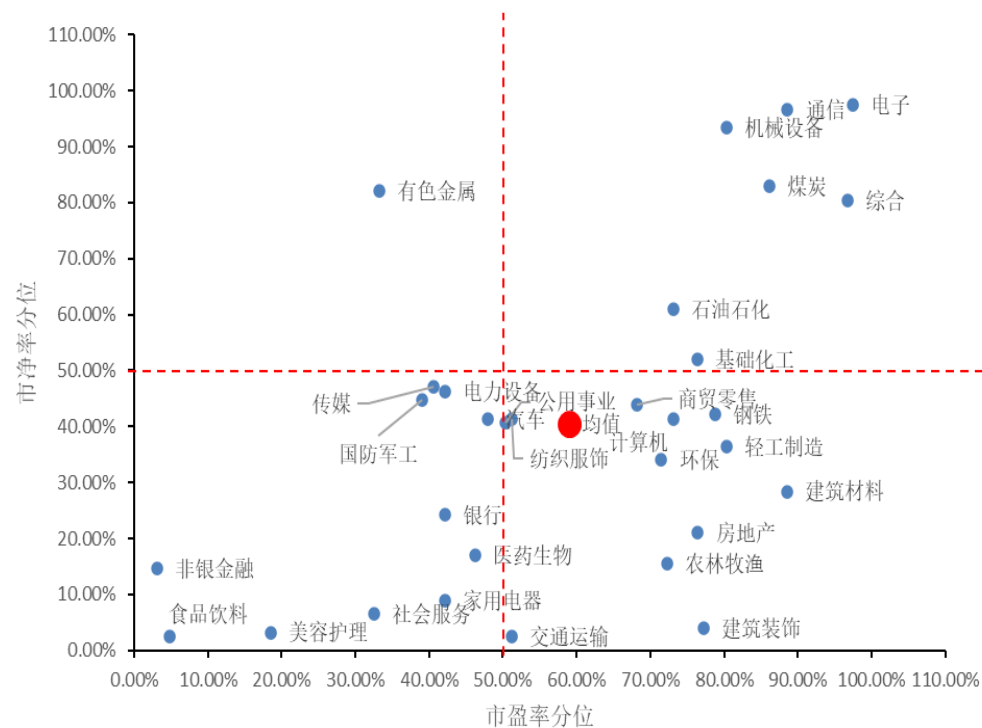
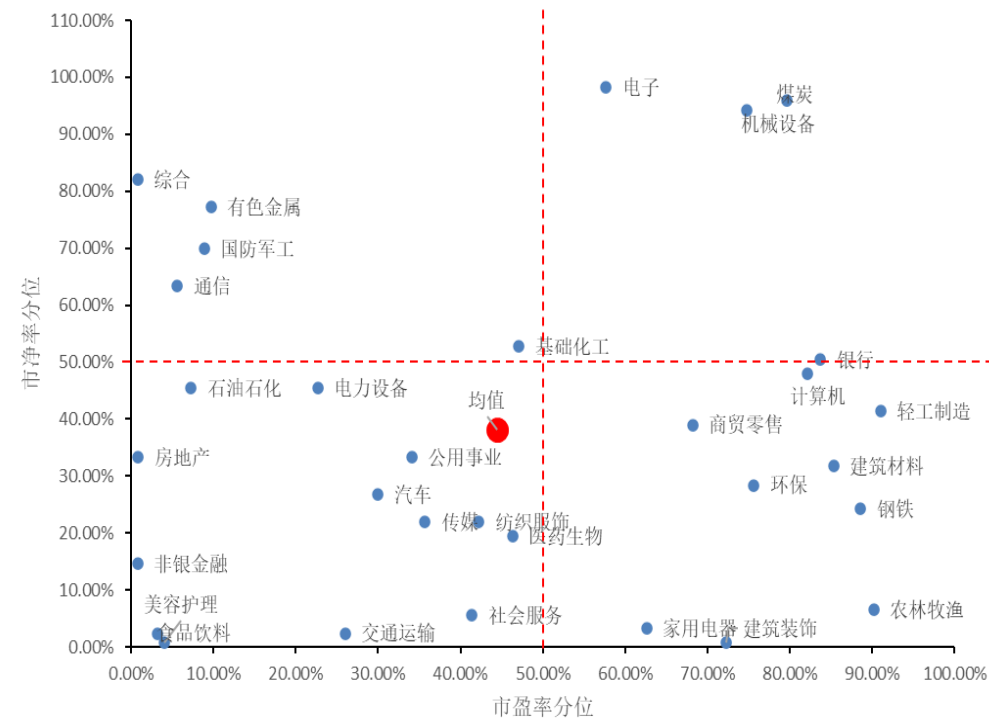


图27：估值分位预测值



资料来源：Wind，华龙证券研究所

资料来源：Wind，华龙证券研究所

- 一是结构性特征强。在前高位置市场整体估值PE与2019-2021年牛市相当，但PB估值略低。若与2005-2007、2013-2015期间两轮牛市相比，估值泡沫明显较低，PE和PB估值仍低于当时。
- 二是慢牛特征。与前几轮牛市相比较，估值合理，局部略低，但截止前高的延续时间28个月，已经超过近两轮，呈现慢牛格局。
- 三是本轮行情，市场尚无结束的标志性事件，且近期调整后，政策底明确。后续市场业绩验证较为关键，预测显示业绩或仍有上修，市场可寻低向业绩确定性方向做多。

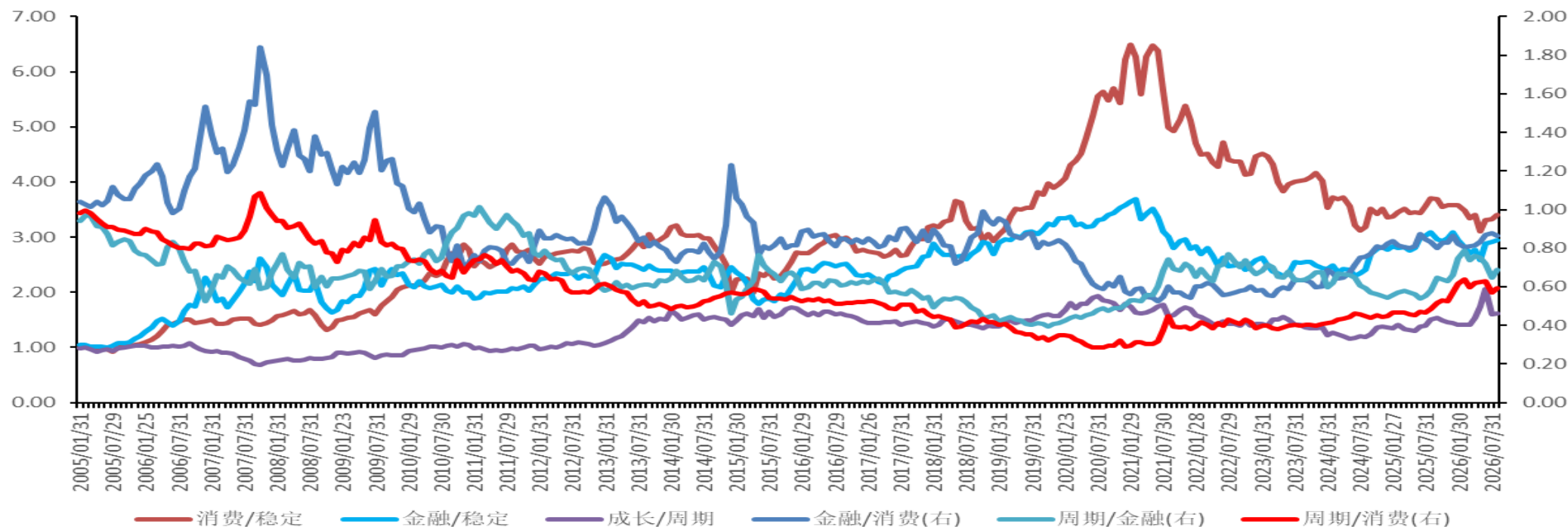
表10：历史牛市顶部区域与当前市场比较

牛市	启动→顶部	上证顶	全A、上证、沪深300 PE(TTM)/PB(LF)	标志性事件/资金
2005-2007	998→6124（29个月）	6124（2007.10）	全A PE58.22 / PB7.37倍， 上证 PE55.03 / PB7.10倍， 沪深300 PE50.71 / PB7.46倍	印花税上调
2013-2015	1849→5178（25个月）	5178（2015.6）	全A PE31.79 / PB3.60倍， 上证 PE22.98 / PB2.77倍， 沪深300 PE18.78 / PB2.47倍	查配资
2019-2021	2440→3731（26个月）	3731（2021.2）	全A PE24.31 / PB2.12倍， 上证 PE16.81 / PB1.62倍， 沪深300 PE17.38 / PB1.91倍	流动性收紧
2024-	2635→近期前高(28个月)	不确定	全A PE24.50 / PB1.95倍， 上证 PE17.70 / PB1.53倍， 沪深300 PE14.73 / PB1.47倍	不确定

资料来源：Wind，华龙证券研究所

- 成长风格调整后，估值较前期高位有所下调，部分方向跌幅较大，且具备较高景气度和业绩预期增长方向仍值得关注。周期风格整体业绩较好，得益于供给端收缩和需求端发力，周期方向机会仍存。政策发力提振内需相关风格，细分领域存业绩改善预期，且估值较为合理。

图28：风格走势比较



资料来源：Wind，华龙证券研究所

目 录

1

市场复盘及影响因素展望

2

AI驱动全球经济，国内经济向新向优

3

市场现慢牛特征，业绩将是关键

4

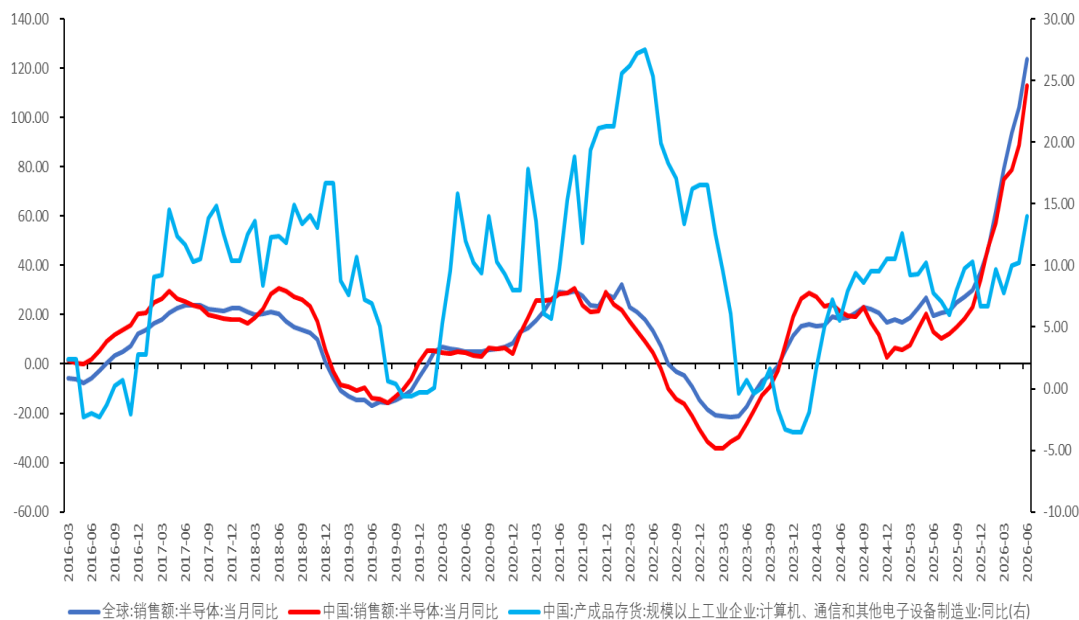
行业及其细分领域配置

5

风险提示

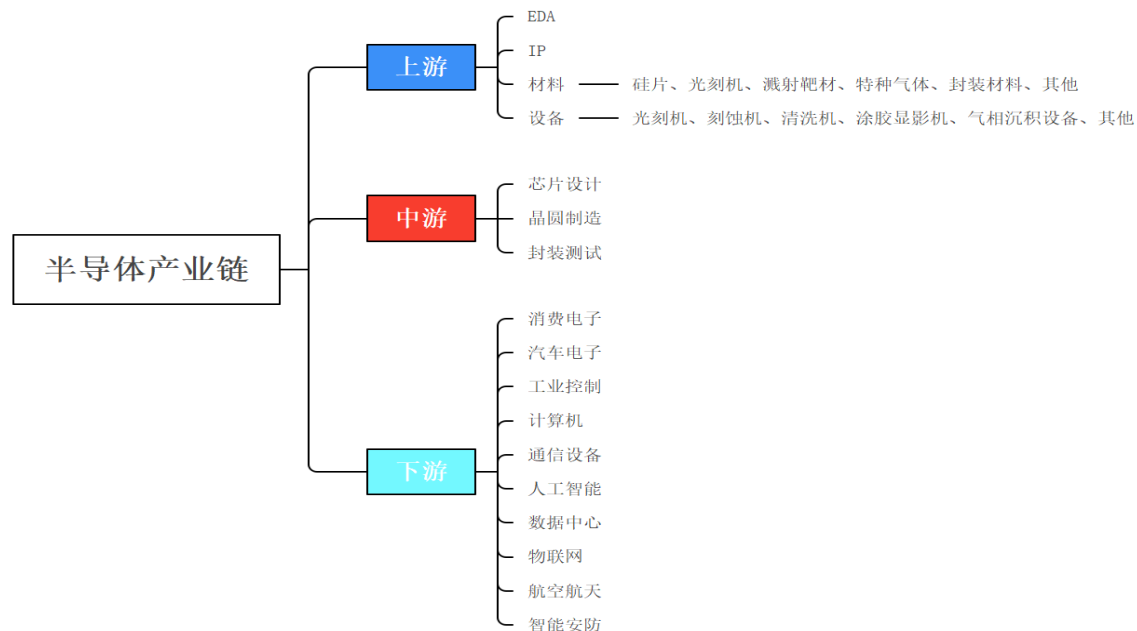
- AI算力中心建设自主可控、国产替代前景广阔。“十五五”规划将算力网纳入“六张网”战略布局，期间新增直接投资约4万亿元。
- 半导体产业呈现垂直化分工，上游包括 EDA、IP、集成电路原材料及集成电路设备；中游涵盖芯片设计、晶圆制造、封装测试三大环节；下游为各终端应用场景。下游行业发展带动半导体市场规模快速增长，应用领域覆盖人工智能、物联网、汽车电子、消费电子、云计算等多领域。关注：分立器件、半导体材料、模拟芯片设计、封测、半导体设备、PCB、电子化学品等方向。

图29：半导体行业销售额上升(%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

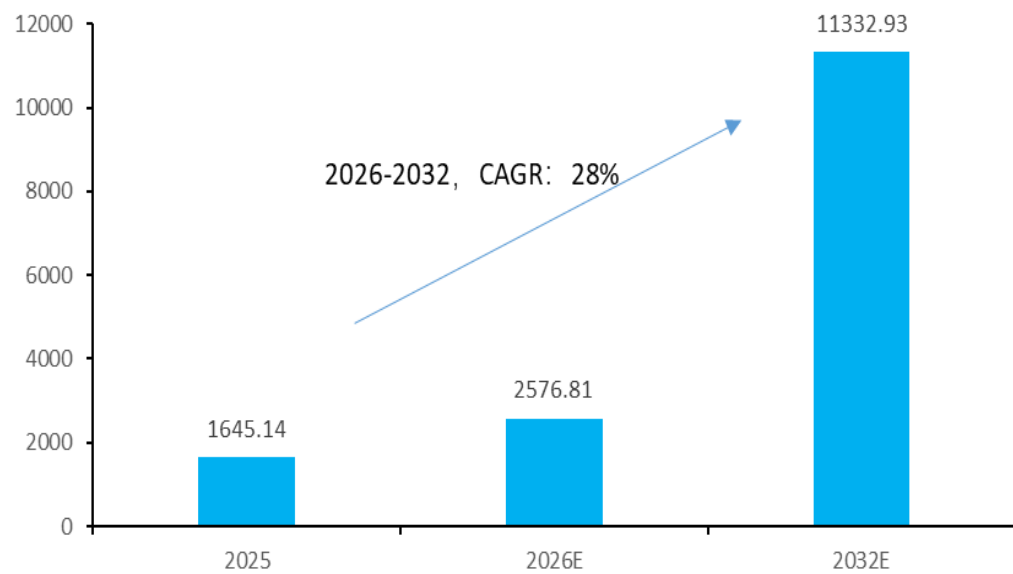
图30：半导体产业链构成



资料来源：思瀚产业研究院，华龙证券研究所

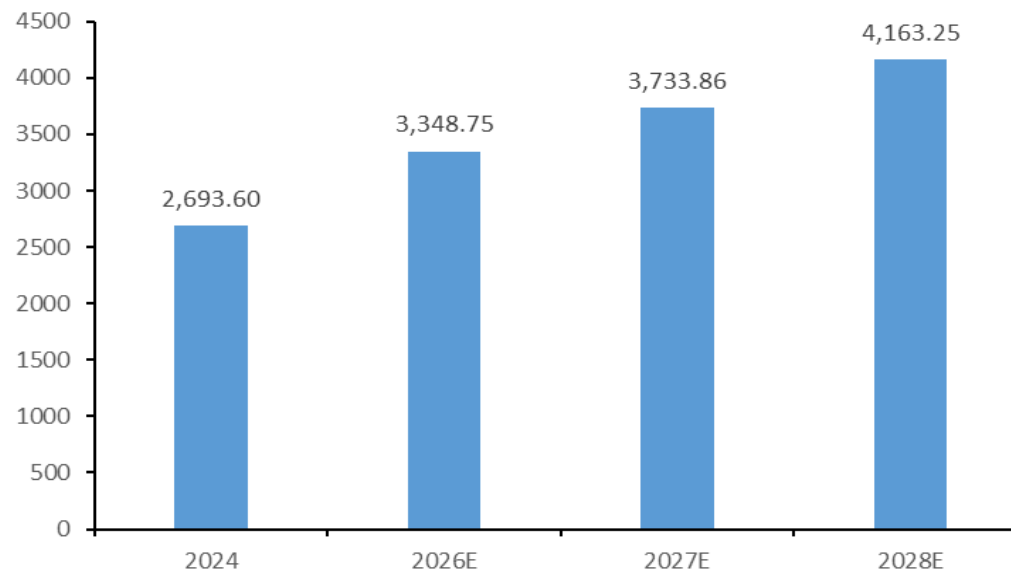
- **通信设备。**上半年受益于AI算力基础设施建设提速带动，通信设备相关领域业绩呈现较快增长。上半年，算力网投资呈现较快增长，数据显示，中国移动算力网投资同比增长71%；中国联通算力投资占比升至37%，投资额同比提升超80%。**关注：通信线缆及配套、通信终端及配件等方向。**
- **通信服务。**6月10日，工信部印发《“人工智能+信息通信”创新发展实施意见（2026—2028年）》，提出到2028年，人工智能与信息通信初步构建融合互促的创新发展格局，信息通信网络初步实现高等级自智，形成30个以上高价值典型场景，打造一批典型应用和特色智能体。网络、算力等信息基础设施支撑人工智能能力进一步提升，城域算力1毫秒时延圈覆盖率不低于75%。**关注：通信工程及服务。**

图31：数据中心高速铜通信线缆市场规模(百万美元)



资料来源：QYResearch，华龙证券研究所

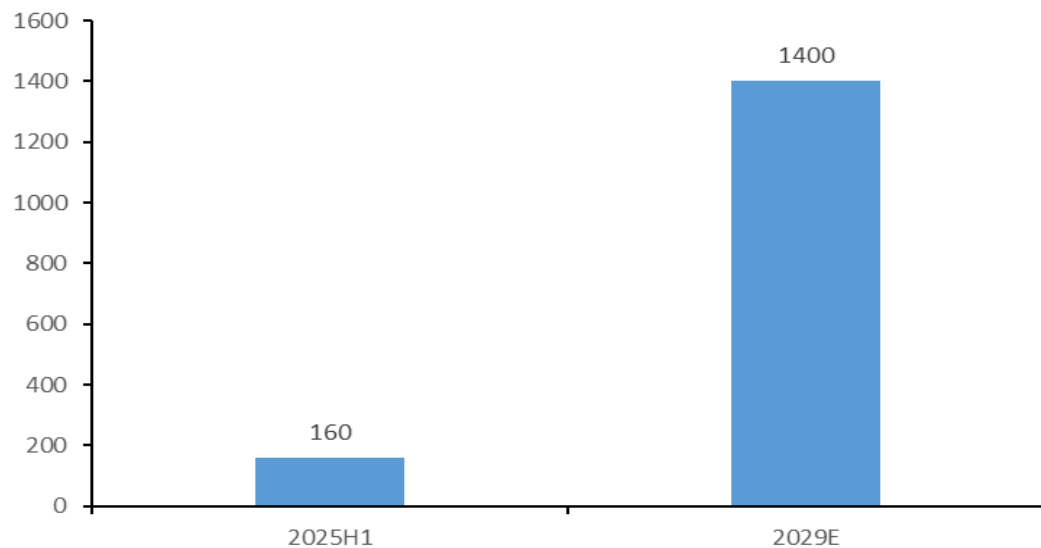
图32：中国企业级ICT市场规模(亿美元)



资料来源：IDC，华龙证券研究所

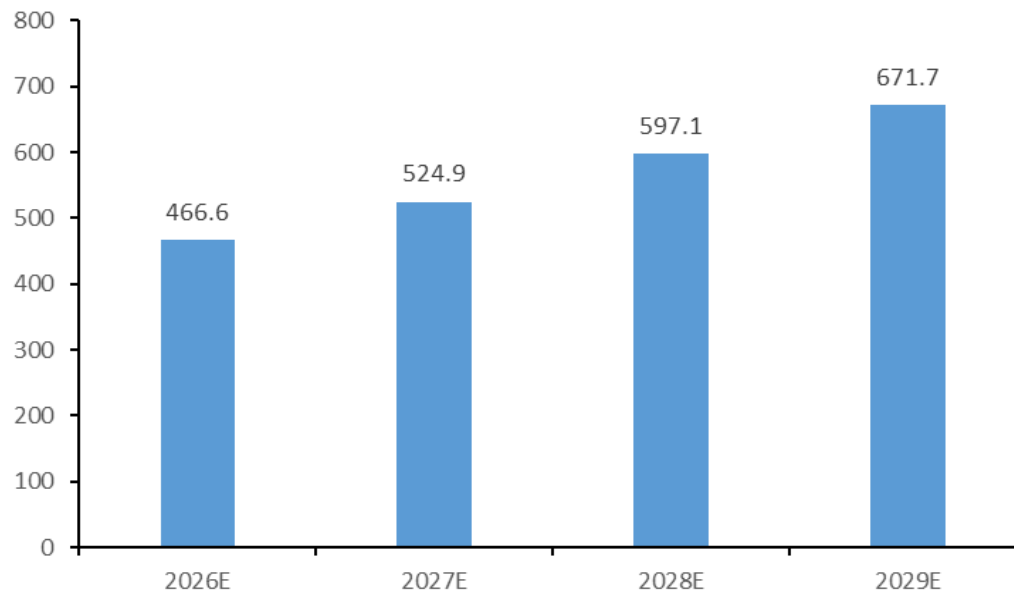
- **AI服务器及算力整机。**AI服务器是专门用于人工智能计算任务的高性能计算设备，其核心特征是搭载GPU、ASIC、FPGA等AI加速器，以应对大模型训练、推理的巨大算力需求。IDC数据显示，2025上半年中国加速服务器（AI服务器）市场规模达到160亿美元，同比2024上半年增长超过一倍。IDC预计，到2029年，中国加速服务器市场规模将超过1400亿美元。
- **横向通用软件。**预计到2029年全球企业软件及服务市场规模将达到6,717亿美元，2024年至2029年期间的复合年增长率为12.0%。
- **安防设备。**AI技术赋能行业升级，增长空间拓宽。Global Growth Insights的报告显示，2025年全球市场规模为387.4亿美元，预计2026年将达到425.4亿美元(约合人民币3000亿元)，并在2026年至2035年预测期内以9.8%的复合年增长率持续扩张。

图33：中国加速服务器市场预测(亿美元)



资料来源：IDC，华龙证券研究所

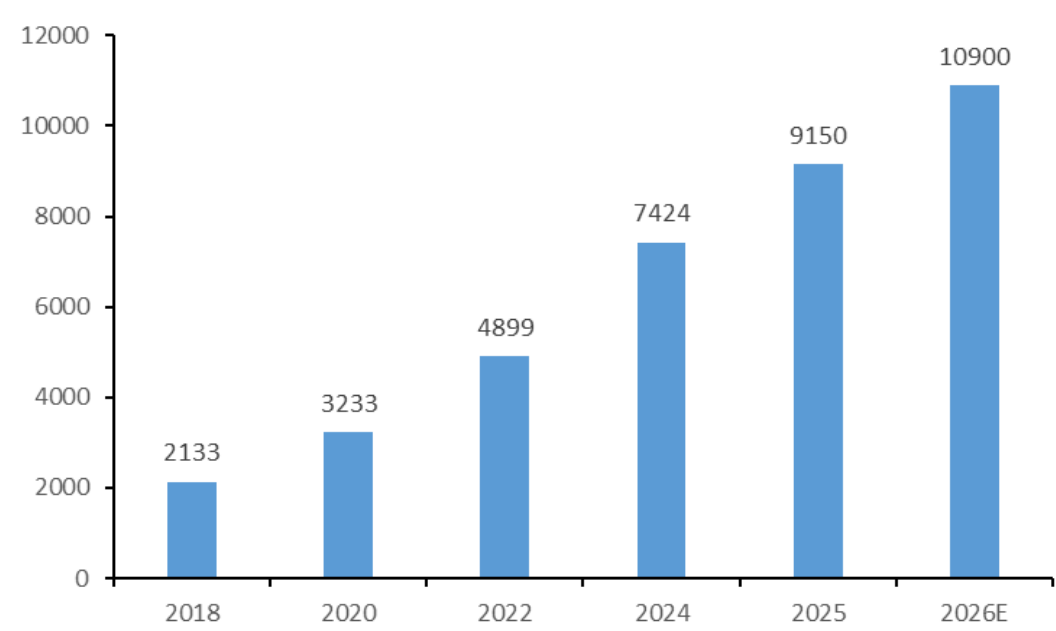
图34：全球企业软件及服务市场规模（十亿美元）



资料来源：用友网络，华龙证券研究所

➤ 具身智能不仅仅是“人工智能+机器人”，而是人工智能通过物理本体与环境交互实现“知行合一”的综合智能。根据中商产业研究院数据，中国广义具身智能市场规模2026年预计突破1万亿元，而人形机器人是其中增长速度最快，弹性最大的结构性增量。根据美国市场研究公司预测，到2030年被誉为“智三样”的人形机器人约40.4亿美元，自动驾驶汽车(L1-L3)约1722亿美元，以及无人机约1636亿美元，累计市场规模将达到3398.4亿美元。关注：自动化设备。

图35：中国具身智能市场规模(亿元)



资料来源：前沿知识库，华龙证券研究所

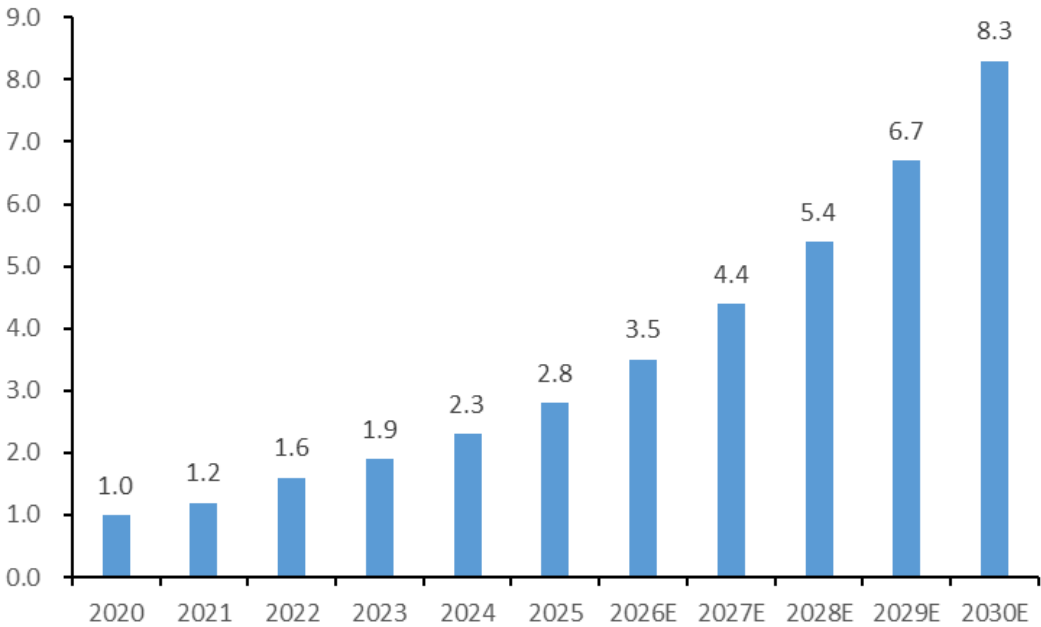
表11：人形机器人产业链构成

上游		中游	下游	
感知	视觉传感器、力传感器、惯性传感器	本地设计、制造、集成	工业制造	汽车制造、3C制造、仓储、物流
决策控制	大模型、AI芯片、运动控制算法		商用服务	餐饮快消、旅游展馆、教育科研、医疗服务
执行	精密减速器、驱动电机、丝杠、灵巧手		极端作业	能源化工、灾害救援、水下、太空、军事作业
动力	电池		家用服务	看护、陪伴、家庭教学、家务、康复训练、智能设备控制

资料来源：盖世汽车每日速递公众号，华龙证券研究所

- 在“十五五”顶层规划之下，航空航天成为六大新兴支柱产业之一。在全球科技竞争与产业变革的浪潮下，商业航天已成为各国战略竞争的核心赛道，规模上全球商业航天产业正在经历快速扩张。
- 根据赛迪智库数据，2025年中国商业航天市场规模达2.83万亿，同比增长21.7%，2026年预计将突破3.5万亿。产业正加速迈向规模化发展阶段。关注：航天装备、军工电子等。

图36：中国商业航天市场规模预测(万亿元)



资料来源：国际高新技术研究院，华龙证券研究所

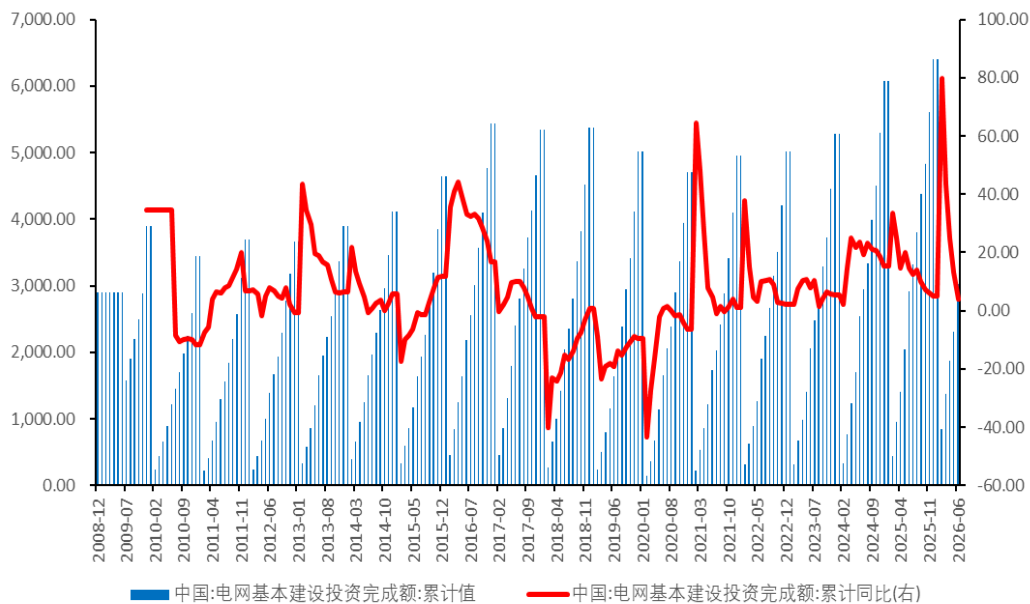
表12：商业航天产业链构成

上游研发制造		
卫星制造	火箭制造	其他原材料和组件
卫星平台	火箭整体制造	燃料
有效载荷	火箭配套制造	电子元器件
		高温合金热端核心材料
		火箭发动机相关材料
中游发射与运营		
火箭发射	地面设备制造	卫星运营
发射保险	网络设备	
测运控服务	大众消费设备	
卫星在轨交付		
发射场地及设施		
下游应用服务		
	卫星应用	卫星服务

资料来源：中商情报网，华龙证券研究所

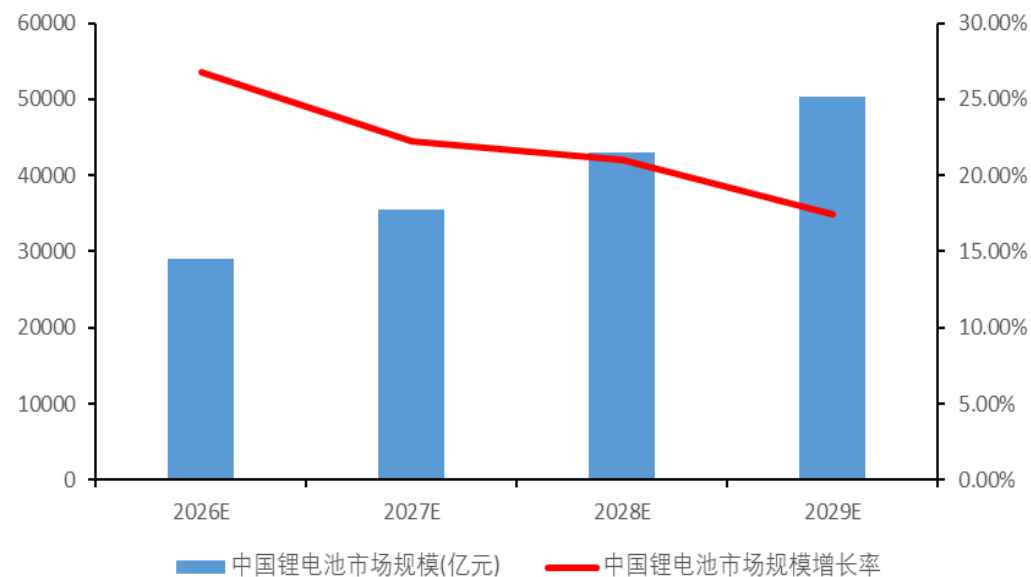
- **电池。**电池技术路线多样，涵盖铅酸、镍氢、锂离子、钠离子、液流、燃料电池等。其中锂离子电池凭借能量密度高、循环寿命长等优势，产业化程度相对成熟，已广泛应用于消费电子、新能源汽车和储能等场景。iiMedia Research数据显示，中国锂电池市场规模呈现上升趋势，预计2029年将超过5万亿元。中国锂电产业链完整，具备一定的成本优势，随着出口需求增加、新能源汽车和储能领域的发展，将支撑中国锂电池产业持续增长。**关注：锂电池、电池化学品、锂电专用设备**等方向。
- **电网设备。**2025年电网系统市场规模超过109.8亿美元，预计到2035年将达到243.7亿美元，2026年-2035年的复合年增长率约为8.3%。2026年电网系统的行业规模估计为118亿美元。**关注：配电设备。**
- **光伏设备。**2024年全球光伏发电量首次超过全球电力消耗总量的10%，2030年光伏将成为全球绝大多数地区度电成本最低的发电技术。未来十年，全球光伏制造设备累计市场规模有望达到2500-3000亿美元。2028年起，随着新一轮技术升级驱动，设备投资将迎来快速回升，预计突破 300亿美元/年。**关注：光伏电池组件。**

图37：电网基本建设投资总体呈现较快增长(亿元，%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

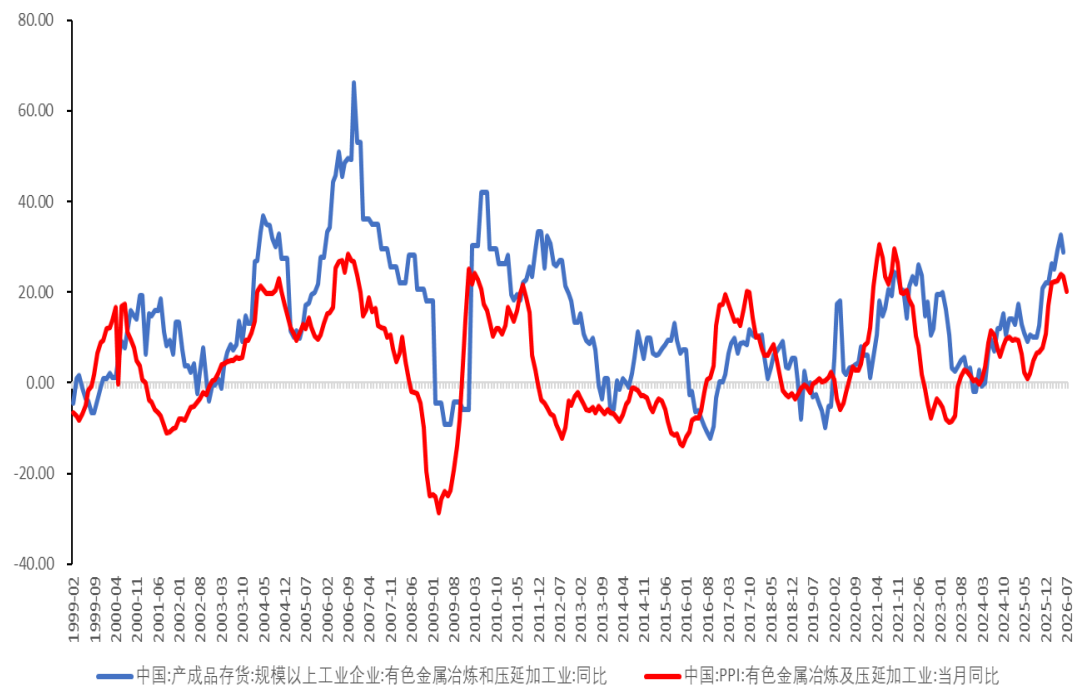
图38：中国锂电池市场规模及预测



资料来源：艾媒咨询，华龙证券研究所

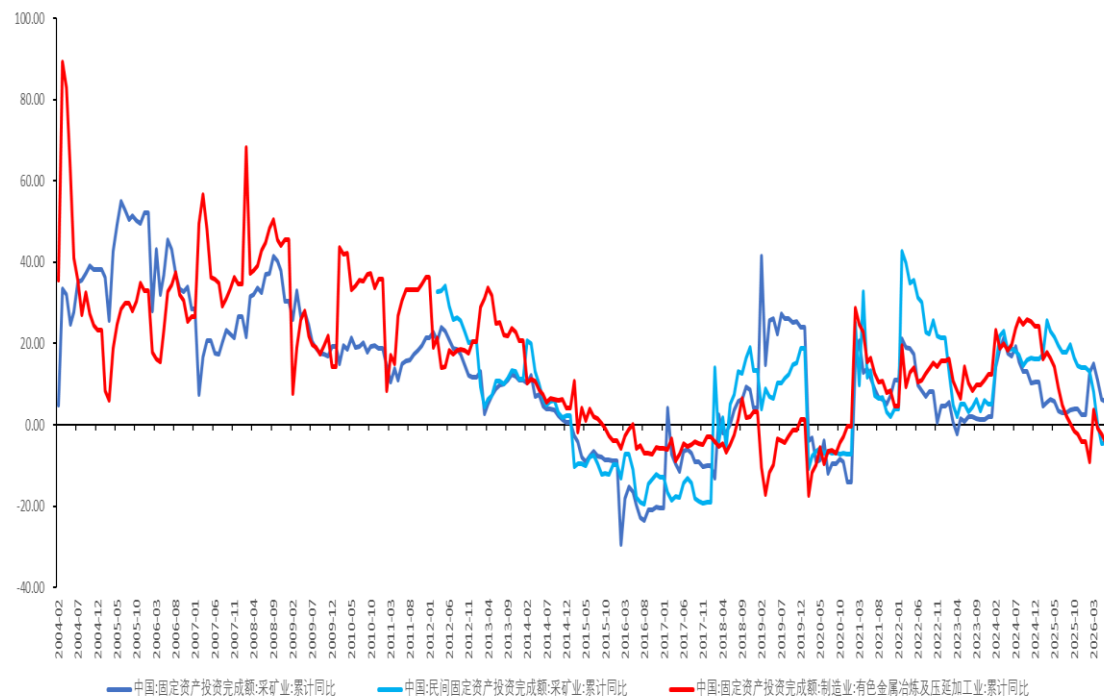
- 有色金属行业是重要的基础性产业，资源种类众多、产业关联度高、战略价值突出。2025年9月28日，工业和信息化部、自然资源部、商务部等8部门联合印发《有色金属行业稳增长工作方案（2025—2026年）》，提出2025—2026年，有色金属行业增加值年均增长5%左右，铜、铝、锂等国内资源开发取得积极进展，再生金属产量突破2000万吨，高端产品供给能力不断增强。2026年上半年，受全球人工智能算力基础设施建设加速带动，有“算力金属”之称的铜、铝、锡、钨、钼等相关有色金属品种需求集中释放，价格出现较大幅度上涨。关注：工业金属、非金属材料等。

图39：有色金属冶炼加工业库存及价格变化(%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

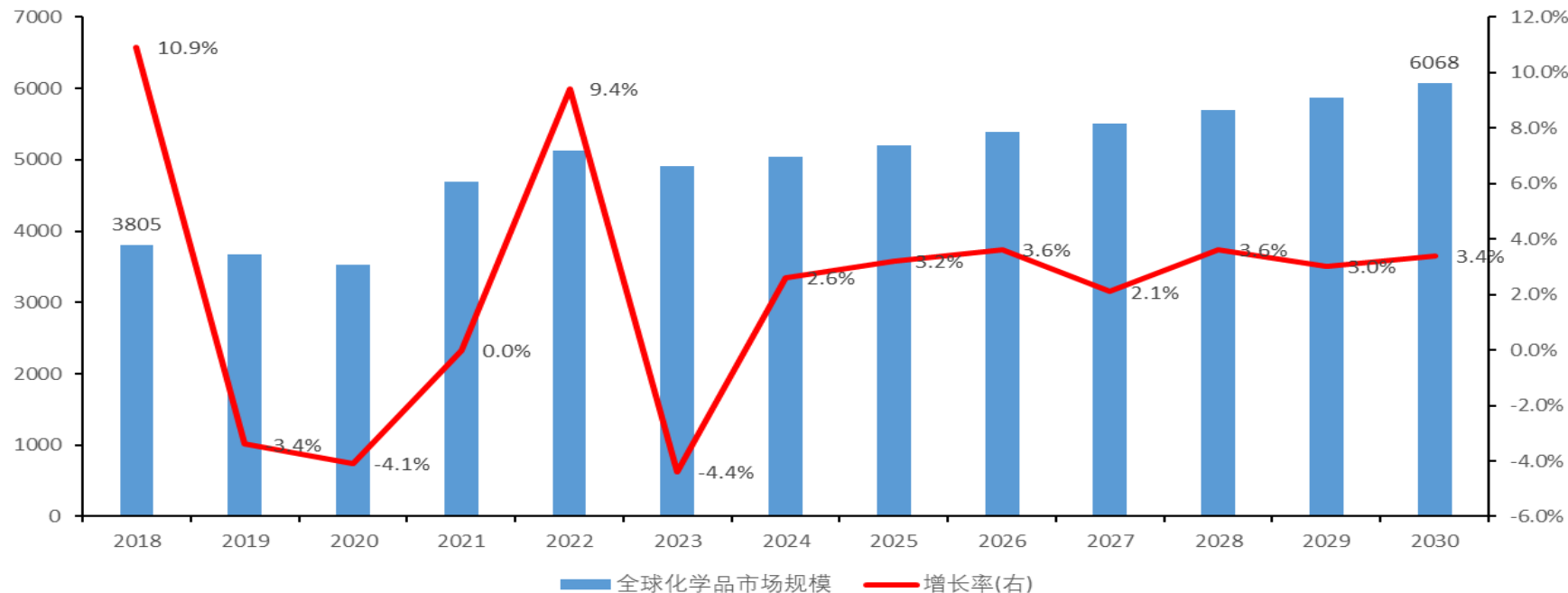
图40：有色金属冶炼加工业固定资产投资走势(%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

- 基础化工作为国民经济的重要支柱产业，整体市场规模庞大，且随着行业向高端化、绿色化转型，部分细分领域仍具备较大的增长空间。根据QYResearch统计，2024年全球化学品规模达到了50381亿美元。预计2030年全球化学品规模将达到60677亿美元。关注：化学纤维、化学原料、化学制品、农化制品等。

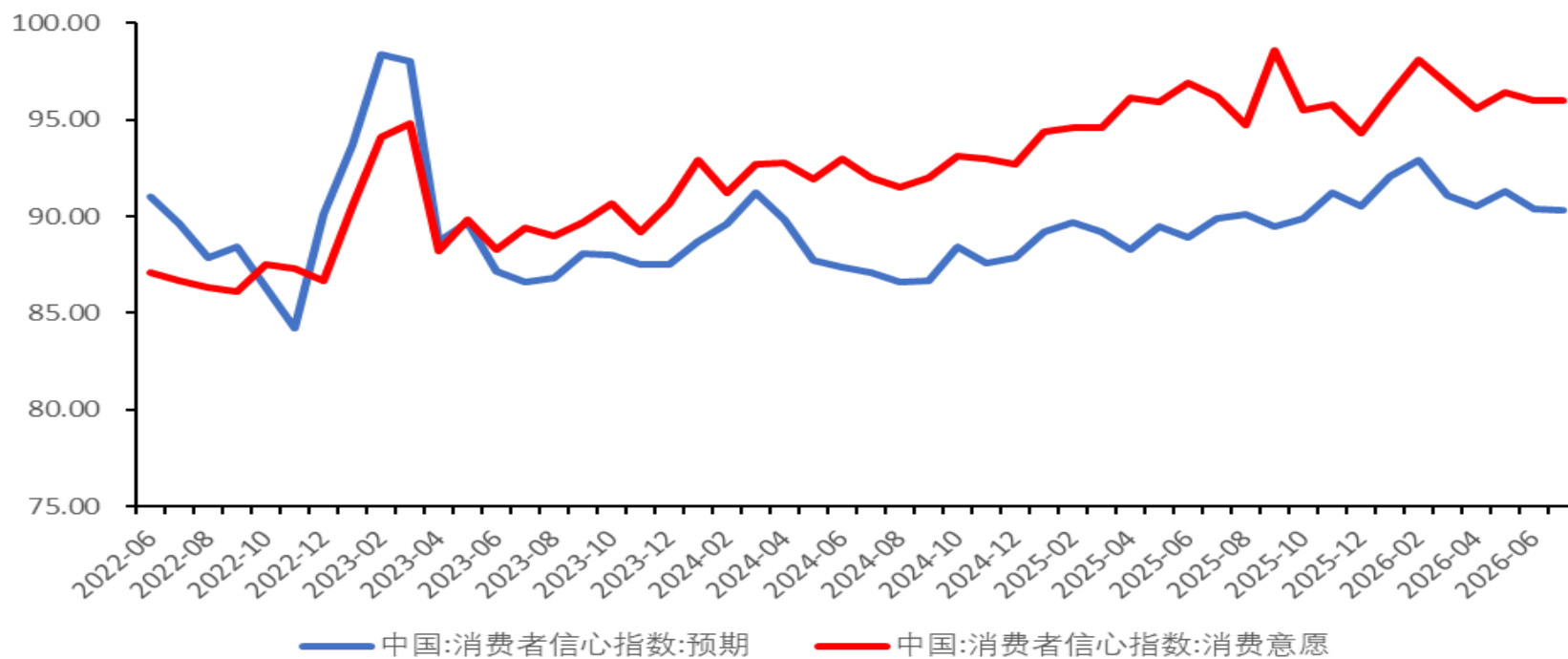
图41：全球化学品市场规模(十亿美元)



资料来源：QYResearch半导体行业深度调研，华龙证券研究所

- 美容护理、家用电器、汽车、医疗器械、纺织服饰等。
- 一是政策端发提振内需消费，下半年政策稳定行业增长。
- 二是需求端尽管呈现结构化，但业绩存改善预期，内生增长动能增强。

图42：消费者预期和意愿有所改善



资料来源：Wind，华龙证券研究所

目录

1

市场复盘及影响因素展望

2

AI驱动全球经济，国内经济向新向优

3

市场现慢牛特征，业绩将是关键

4

行业及其细分领域配置

5

风险提示

- (1) **经济不及预期风险。**在政策的支持下，经济稳中有进，政策延续发力提振内需，经济有望实现质的有效提升和量的合理增长，但仍会受到很多不确定因素的影响，若经济增长不及预期可能会引发市场波动。
- (2) **行业风险。**行业业绩会受到多种因素影响，如供求关系、行业周期、关税政策等，若业绩不及预期可能导致行业指数或个股波动。
- (3) **汇率风险。**人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，有利于A股市场表现，但人民币汇率受到多种因素影响，若超预期波动可能导致市场波动。
- (4) **数据风险。**市场历史数据表现不完全代表未来，且市场受多种因素影响，存在结果与实际不符的风险，以及第三方预测数据误差不可控风险。
- (5) **贸易保护主义风险。**全球贸易保护主义事件时有发生，尤其涉及到关税领域，若由此带来全球贸易摩擦增多，可能会引发全球经济衰退风险。
- (6) **全球流动性风险。**美联储政策存在短期不确定性，可能导致全球流动性预期变化，叠加其他潜在因素可能影响流动性预期，进而造成全球市场波动的传导风险。
- (7) **黑天鹅事件。**难以预计的突发事件对市场产生扰动，这些事件可能包括地缘冲突、金融风险、自然灾害等。

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并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人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。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12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。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 5%至 10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深 300 指数涨跌幅在-5%至 5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数

免责声明：
华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。
本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。
本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。
本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。
在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明：
本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

华龙证券研究所	北京	兰州	上海	深圳
	地址：北京市东城区安定门外大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路178号 华融大厦辅楼2层 邮编：518046