



2026 年 9 月投资策略报告

-反弹未止，先攻后守

日期：2026 年 8 月 31 日

出具机构：股掌柜证券投资咨询有限公司

核心要点：

展望9月，我们认为市场仍有望延续反弹趋势，节奏上有望呈现先上涨、后震荡的走势。从大周期的框架来看，我们判断A股仍处于盈利驱动的上行第三阶段，盈利持续改善的二季报也验证了我们的观点，以科技、资源为代表的业绩高增方向，将完成从叙事到财报、由估值至盈利的验证，A 股市场也将在盈利驱动下保持上行。

从细分催化来看，海外宏观方面，美债风险释放，中美关系迎来重要节点，美伊地缘冲突有望持续缓和，美、韩等权益市场纷纷企稳反弹；国内宏观方面，地产支持政策落地，出口链保持高增速；产业趋势方面，英伟达财报验证产业仍在加速，国产大模型进入第一梯队。具体节奏上，9月中上旬将会延续本轮反弹趋势，科技成长方向有望占优，而临近十一假期，从历史日历效应来看，节前避险效应下市场整体相对偏防御。

投资建议：风格层上，推荐结构性成长+红利的均衡配置，中大盘占优。行业选择上，围绕AI算力链、出海链（工程机械、新能源装备）、低估值景气改善（煤炭石油、工业金属等）三大领域布局。



一、7 月经济环比放缓，逆周期正在发力

7 月经济数据继续下滑，各项数据环比趋势走低。其中，商品消费、基建投资、制造业投资、房地产投资及工业生产同比增速均呈现回落态势，仅服务消费和全国商品房销售同比增速有所反弹。在 7 月政治局会议部署下，财政货币政策正在协同推动逆周期刺激，央行在 8 月开展买断式逆回购与隔夜逆回购，为后续政府债券集中发行提供稳定的流动性环境，合力加速“六网”、“两重”等实物工作量形成。

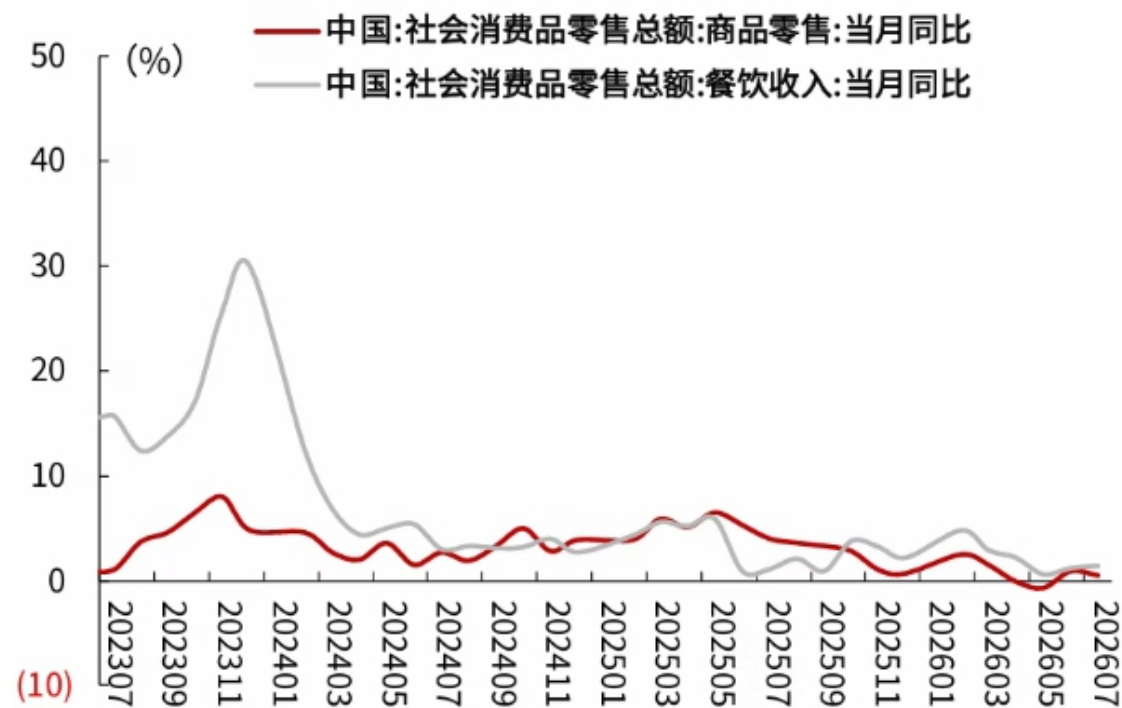
8 月 28 日，多部门集中发布商品住房销售、房地产信贷、开发贷款、个人住房贷款、商业地产、城市更新、房地产信托及资本市场融资等一系列制度文件。房地产融资制度进一步完善，项目融资和全周期融资成为本轮政策主线

1.1 消费：不及预期，商品消费增速回落、餐饮消费增速反弹

2026 年 7 月社零同比增速为增 0.6%，低于预期的增 1.3% 和 6 月的 1.0%。若扣除汽车消费，7 月消费品零售同比增长 2.5%，低于 6 月的 3.0%。从环比来看，7 月社零环比略低于历史同期表现。其中，实物与服务消费呈现分化格局，7 月商品消费同比增速小幅回落，餐饮消费同比增速小幅反弹。



图 1：2026 年 7 月，餐饮消费同比增速反弹，商品消费同比增速回落



来源：wind

商品消费来看，各品类同比增速跌多涨少，通讯器材表现较强。第一，通讯器材同比增速继续上扬，单月同比增速从 6 月的 16.5% 上行至 7 月的 20.4%。我们猜测，一是因为存储芯片驱动消费电子全面涨价，消费需求提前释放，二是暑期学生添置电子产品需求集中释放，三是“以旧换新”也刺激了一部分的置换需求。

第二，其他可选类消费品来看，消费同比增速跌多涨少。7 月，此前表现较强的办公用品、化妆品和烟酒消费同比增速均较上月回落了 6 个百分点左右，金银珠宝消费同比增速则回落至 -10.1%。贵金属类消费者有买涨不买



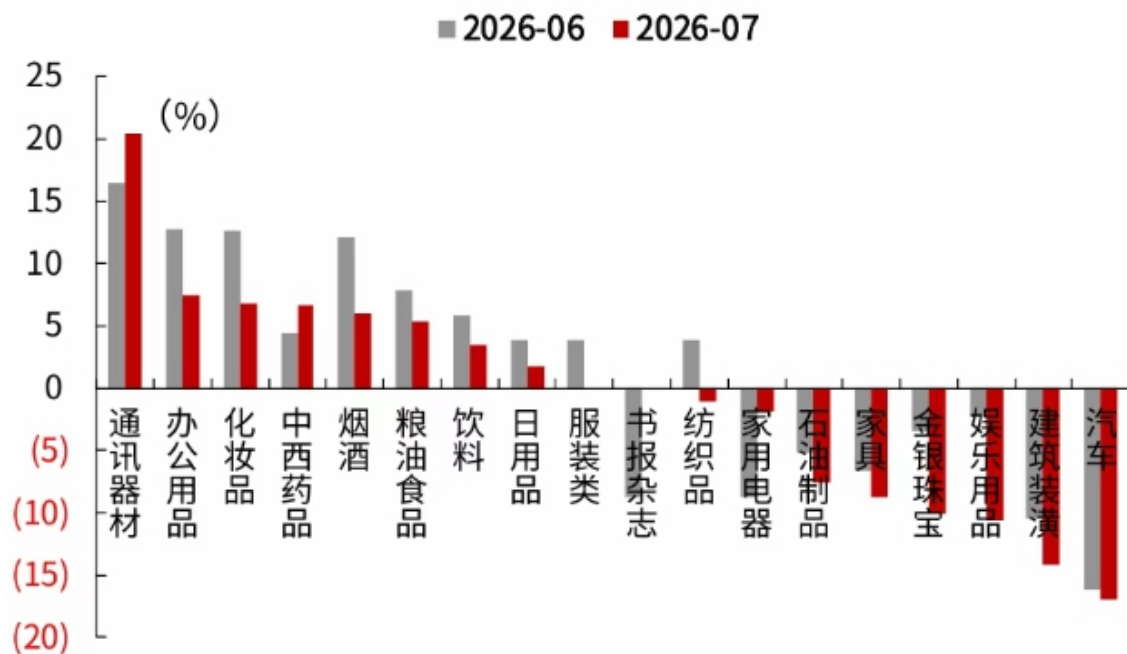
跌的消费习惯，预计 8 月份金银珠宝消费会随着国际金价回暖而有所反弹。

第三，汽车和地产链条表现依然低迷，7 月家具、家电、建材消费均为同比负增长，汽车零售额同比增速较上月降低 0.9 个百分点至 17%。当前国内乘用车零售市场呈现“总量持续承压、环比走弱、结构极致分化”的运行态势，淡季下行特征凸显，行业结构性调整进一步深化。从价格表现来看，7 月家电、汽车等大宗消费品价格表现依然偏弱，家用器具价格环比增速自上月的-1.0%升至+0.2%，但明显弱于季节性水平+1.0%；交通工具价格环比继续下跌，环比增速为-0.2%，上月为-0.4%。

第四，而从服务消费来看，7 月暑期期间呈现弱反弹趋势，餐饮消费单月同比增速自 6 月 1.2%的上行至 1.4%。7 月份文旅部启动 2026 年全国暑期文化和旅游消费季，7 月初至 8 月底将推动超 4.5 亿元消费券等消费补贴。从结果来看，叠加暑期，有效地拉动了服务消费的释放。



图 2：2026 年 7 月，通讯器材、办公用品、化妆品和药品销售同比增速表现相对较前



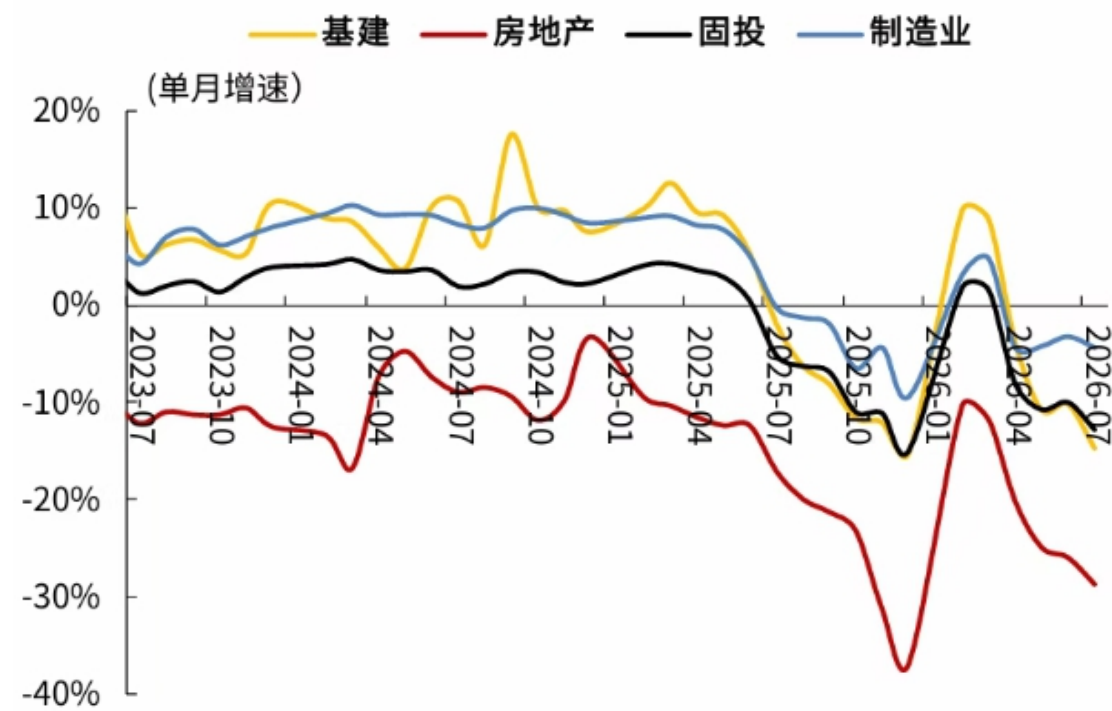
资料来源：Wind

1.2 制造业投资：7 月油价反弹压制企业投资意愿

2026 年 1-7 月固定资产投资累计同比增速为-6.7%，低于 WIND 一致预期的-6.1%，也低于 1-6 月累计同比增速的-5.7%。7 月单月的固定资产投资同比增速从 6 月的-10.0%继续下行至-12.8%，下行出现边际加速。其中，相对于上月，制造业投资同比增速下行 1.1 个百分点至-4.4%，基建投资同比增速下行 4.5 个百分点至-14.7%，房地产投资同比增速回落 2.7 个百分点至-28.7%。不过由于房地产开发投资所占权重已经持续回落，因此房地产开发投资的跌幅并未对整体的固投构成较大的拖累。



图 3：2026 年 7 月，固定资产投资同比增速继续下行



来源：wind

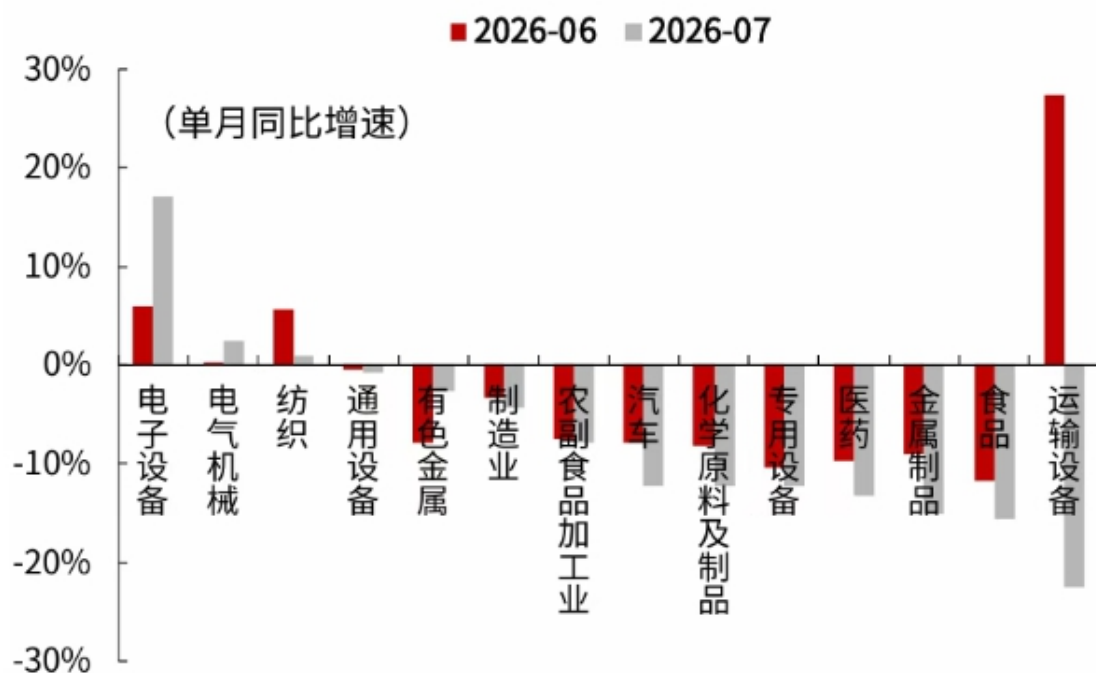
制造业投资方面，1-7 月累计同比增速为-1.7%，7 月单月同比增速为-4.4%，相比于 6 月的-3.2%还有所回落。从最近两个月来看，制造业投资似乎受油价波动影响，6 月油价回落的时候投资意愿有所修复，7 月油价反弹时则压制投资意愿。

从结构来看，高技术制造业和设备更新相关行业的生产和投资同比增速依然维持较高水平。据国家统计局，1-7 月份，高技术产业投资同比增长 5.0%，拉动全部投资增长 0.5 个百分点，其中电子电路制造业投资增长 57.7%，集成电路制造业投资增长 11.5%，锂离子电池制造业投资增长 23.0%，电子专用材料制造业投资增长 9.4%，高技术产业投资增速加快，经济结构持续向新向优



发展。

图 4：2026 年 7 月，电子设备、电气机械投资同比增速较高，其余行业投资同比增速均有回落



来源：wind

1.3 基建投资：同比跌幅继续下探，三季度“六网”建设正在提速

2026 年 7 月，基建投资单月同比增速为-14.7%，相比 6 月的-10.2%继续下探。分项来看，电热燃气及水供应业、交通运输、仓储和邮政业和水利公共设施投资同比增速分别相对于上月回落 16 个、上行 10 个、回落 14 个百分点。二季度以来，受异常天气、地方财力及资金到位速度等因素影响，基建投资增速持续回落。



图 5：2026 年 7 月，基建投资同比增速继续下探

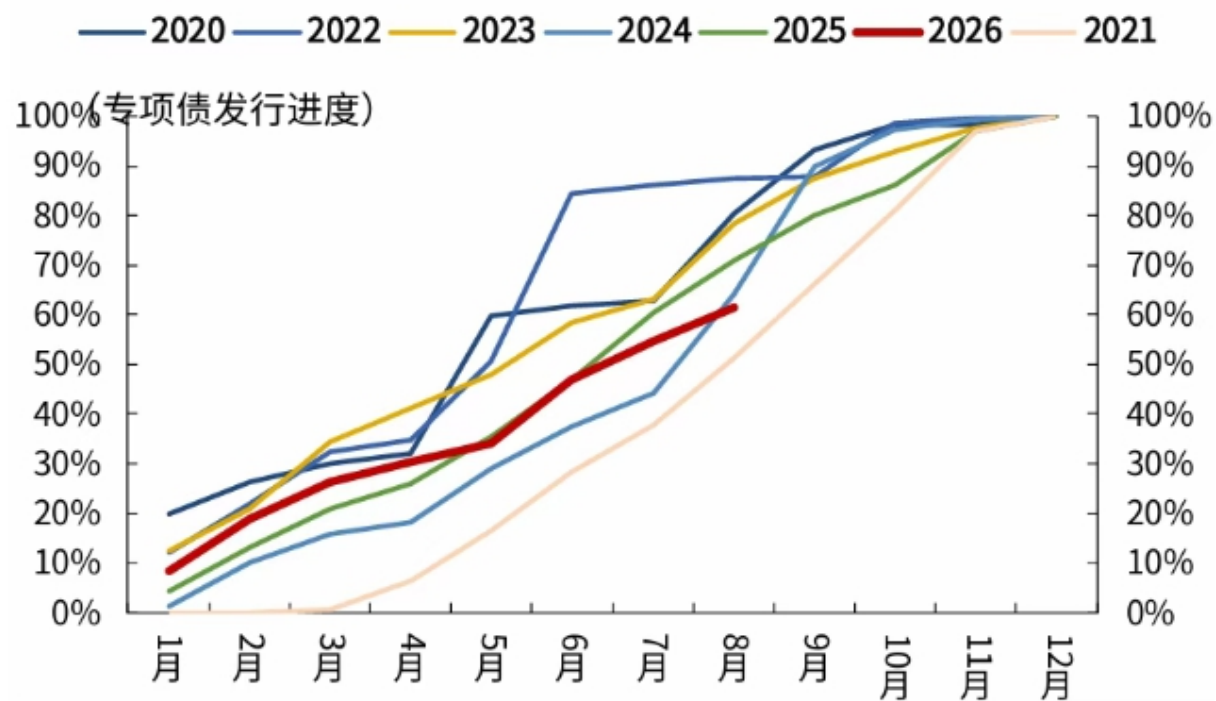


来源：wind

三季度“六网”建设正在提速。据证券时报，6月以来至少有7个省份明确将扎实推进“六张网”建设列为下半年经济工作的重要内容，要求加快在建项目进度，推动在谈和拟建项目尽快落地开工。从资金来看，下半年可用新增地方政府专项债券额度和超长期特别国债规模合计超3万亿元，叠加尚待启用的新型政策性金融工具，支撑“六张网”建设所需的资金较上半年更加充足。



图 6：2026 年二季度新增专项债发行节奏偏慢



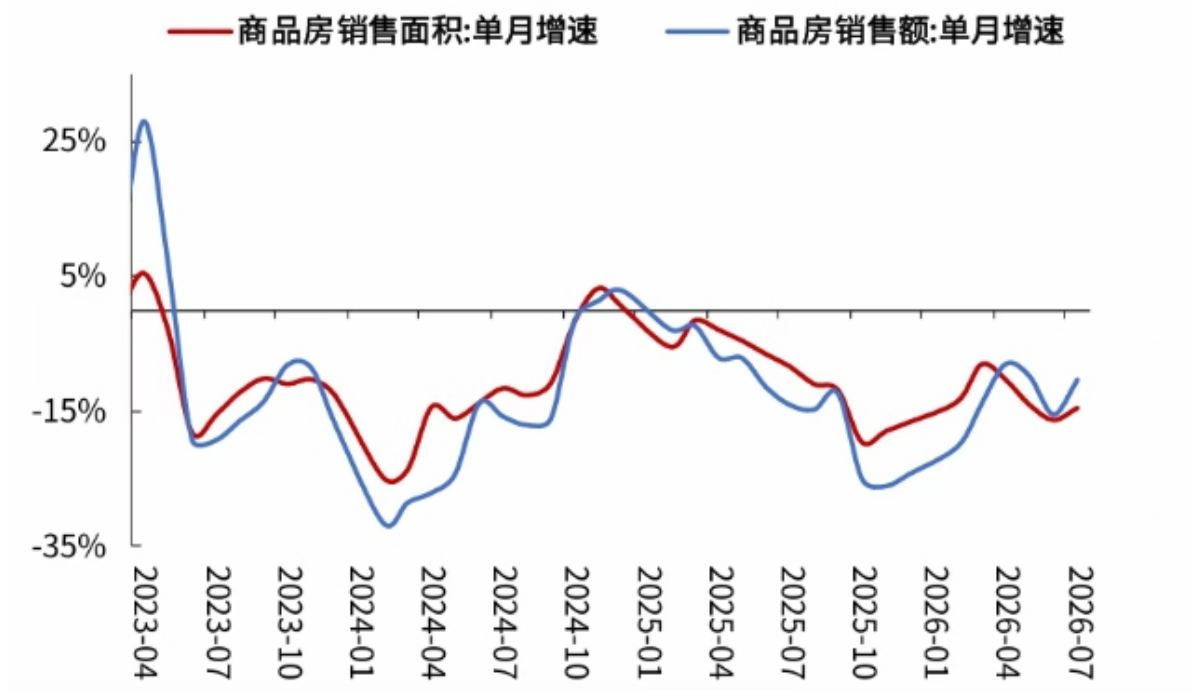
来源：wind

1.4 房地产：融资制度进一步完善，项目融资和全周期融资成为本轮政策主线

2026 年 7 月全国房地产数据有所改善，销售面积、销售额同比增速反弹，但新开工面积和投资的同比跌幅均有所扩大。7 月全国商品房销售面积和销售额同比跌幅相对 6 月分别缩窄 1.8 个和 5.1 个百分点，新开工面积和开发投资同比跌幅相对 6 月分别扩大 2.5 个和 2.7 个百分点。从 30 大中城市来看，7 月商品房日均销售同比增速亦从 6 月的-6.3%反弹至+2.8%。但是，8 月前 17 日 30 大中城市销售表现较弱，同比增速再次下滑至-19.6%。



图 7：2026 年 7 月全国商品房销售面积、销售额同比增速反弹



来源：wind

7 月全国房价 继续表现出“一线回暖、二线磨底、三线承压”的态势。随着改善型与刚需购房需求的集中释放，7 月一线城市二手住宅销售价格环比增速为 0.2%，维持正增长，但增速相对上月小幅回落；二、三线城市二手住宅销售价格环比分别下降 0.3% 和 0.4%，降幅均与上月相同。尽管前期受一线城市房价回暖情绪带动，部分三线城市房价环比增速曾出现短暂的触底反弹，但受制于基本面支撑不足，去化压力偏大，价格依然承压。

8 月 28 日，多部门集中发布商品住房销售、房地产信贷、开发贷款、个人住房贷款、商业地产、城市更新、房地产信托及资本市场融资等一系列制度文件。



政策类型	政策文件名	主要内容
商品房销售制度	《关于完善商品住房销售制度的通知》	8月28日，住房城乡建设部、自然资源部、金融监管总局发布《关于完善商品住房销售制度的通知》，主要提出实行预售的商品住房项目“单体建筑应完成主体结构封顶”，对于实施后新出让土地以及已出让但尚未取得建设工程规划许可证的商品住房项目“优先选择现房销售”，同时推进“交房即交证”。
房地产信贷总纲	《关于改革完善房地产信贷管理 推动加快构建房地产发展新模式的意见》	8月28日，中国人民银行、金融监管总局发布《关于改革完善房地产信贷管理 推动加快构建房地产发展新模式的意见》，主要提出“个人住房贷款期限最长不超过40年”，对于预售商品住房个人住房贷款“应严格在项目竣工备案后发放”，并改革完善房地产开发、购买、运营等全生命周期信贷制度。
商品住房开发融资	《商品住房开发贷款管理办法（试行）》	8月28日，金融监管总局发布《商品住房开发贷款管理办法（试行）》，主要提出商品住房开发项目应“单独建账核算，资金独立运作、封闭管理”，“每个项目仅能确定一家主办银行”，同时要求银行合理区分房地产企业集团风险和单个项目风险。
个人购房信贷	《个人住房贷款管理办法（试行）》	8月28日，金融监管总局、中国人民银行发布《个人住房贷款管理办法（试行）》，主要提出个人住房贷款“期限最长不超过40年”，借款人住房贷款月支出与月收入比“控制在50%以下”，全部债务支出与收入比例原则上不超过60%，并支持二手住房“带押过户”。
商业地产融资	《商业地产贷款管理办法（试行）》	8月28日，金融监管总局发布《商业地产贷款管理办法（试行）》，主要明确“商业地产贷款分为开发、购买和运营三个阶段”，针对商业地产不同生命周期阶段分别设置贷款条件、期限和管理要求。
城市更新融资	《城市更新项目贷款管理办法（试行）》	8月28日，金融监管总局、住房城乡建设部发布《城市更新项目贷款管理办法（试行）》，主要提出银行业金融机构设立专门的“城市更新项目贷款”品种，支持符合条件的城市更新项目融资，同时明确贷款发放“不得新增地方政府隐性债务”。
房地产信托融资	《信托公司开展房地产领域信托业务管理办法（试行）》	8月28日，金融监管总局发布《信托公司开展房地产领域信托业务管理办法（试行）》，主要明确房地产领域信托业务投资范围和业务规范，并规定“房地产信托业务余额不得高于本机构信托业务实收规模的5%”，同时对单一房地产企业集团和非标准化房地产资产投资比例设置上限。
资本市场融资	《关于资本市场支持构建房地产发展新模式的意见》	8月28日，中国证监会发布《关于资本市场支持构建房地产发展新模式的意见》，主要提出“支持上市房地产开发企业再融资”，“允许存量公司债券滚动续发”，支持符合条件的房地产项目发行公司债券、资产证券化产品和基础设施REITs，并稳慎推进商业不动产REITs。

来源：央行

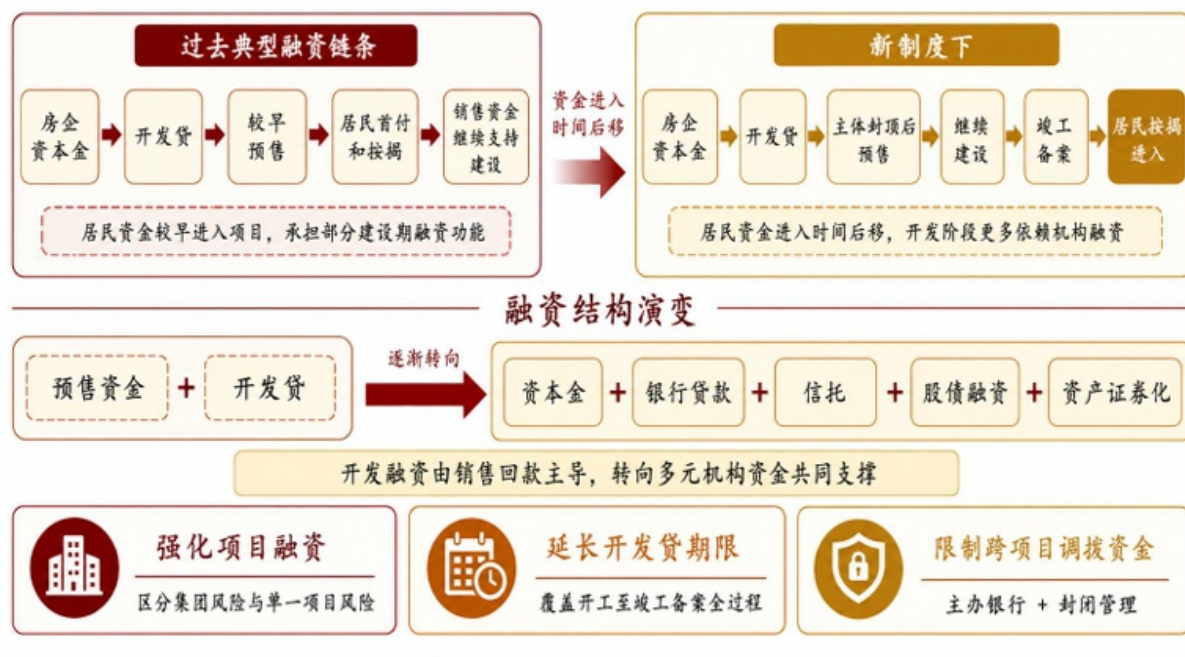
整体来看，对比融资制度的各细分领域变化，本轮政策主在将此前项目融资的阶段性安排进一步制度化。2022年政策已提出区分集团与项目风险，2024年白名单机制进一步按项目筛选融资支持对象。本轮银行、信托和资本市场政策同时强化项目融资，项目质量、资本金和现金流对融资可得性的影响进一步上升。与此同时，开发、建设、持有运营和资产退出等环节的融资工具进一步补齐，房地产融资体系由单一开发融资逐步转向全生命周期融资。



从影响来看，我们认为这一轮新政意味着，房地产开发融资模式明显调整，机构资金对预售资金的替代进一步加快。本轮商品住房销售制度提高预售门槛，个人按揭发放时点延后至竣工备案，居民资金进入项目的时间明显后移。与之配套，《关于改革完善房地产信贷管理推动加快构建房地产发展新模式的意见》提出“房地产开发贷款期限应与项目建设、销售周期相匹配，覆盖项目开工到竣工备案全过程”。其中，预售项目开发贷最长5年，现房销售项目最长7年。过去依赖开发贷+预售回款滚动建设的融资模式，将更多转向资本金、银行贷款、信托、股债融资和资产证券化等机构资金共同支撑，开发贷在建设阶段承担的融资功能明显增强。融资判断也进一步由房企主体信用转向项目本身。《商品住房开发贷款管理办法（试行）》提出“合理区分房企集团风险和单一项目风险”，证监会进一步提出“推动实现房地产开发企业融资从依赖主体信用向基于项目情况转变”。政策有利于降低集团信用风险对优质项目融资的拖累，项目质量、资本金和现金流对融资可得性的影响进一步上升。同时，新规明确“每个项目仅能确定一家主办银行”，并要求项目资金独立运作、封闭管理。项目间资金调拨受到更强约束，高周转模式对集团资金池的依赖将进一步下降。



基于政策理解，房地产融资模式或主要发生以下变化



来源:wind

总体来看，本轮政策的核心是将项目融资和全周期融资进一步制度化。开发端，开发贷期限延长，主办银行和资金封闭管理同步强化，机构资金对预售资金的替代进一步加快；融资判断则更加关注项目质量、资本金和现金流。资本市场端，公司债重新强化项目融资功能，ABS、CMBS、REITs 等工具进一步拓宽存量资产盘活和退出渠道。由此看，房地产融资体系正由开发销售驱动，逐步转向开发、持有、运营和退出并重。优质项目和成熟经营性资产的融资优势将进一步提升，房企竞争重点也将更多落在项目质量、运营能力和资产盘活能力。



二、美联储主席沃什对市场进行了一次“压力测试”

8月28日，美联储主席凯文·沃什（Kevin Warsh）在怀俄明州杰克逊霍尔年度经济政策研讨会上发表就任以来首次主旨演讲。

第一，本次讲话定调偏鹰，可以明确的是，沃什本次讲话代表了美联储内部广泛的声音，即对当前的美国经济判断是：通胀上行的风险大于就业人数下行的风险，意味着如果通胀不能以足够快的速度回到2%，政策就还有继续收紧的必要，让市场对黄金与美债短端进行了偏鹰的定价。演讲结束后，2年期美债收益率大幅上行11.35个BP，黄金下跌3.43%至4504美元/盎司。

第二，对于央行协同财政部压制长端美债利率的预期，沃什明确提及“非常规政策只用在危机时期”，指向沃什坚定要做美联储体制的改革者，短期扩表可能性不大，也意味着后续政策端压制长端利率的工作，将更为依赖财政部的回购。演讲结束后，长期美债收益率也有小幅度上行，其中10年期美债收益率上行3.97个BP，30年期美债收益率上行1.46个BP。

第三，本次演讲偏鹰，但并没有给出明确的利率路径，只是继续强调需要关注后续的通胀趋势，明确2%的通胀目标。但如果考虑到：（1）即将公布的8月非农数据往往季节性偏低，同月的初请失业金人数已有趋势性反弹；（2）9月PCE数据会进行口径调整，预计会导致0.2个百分点的下调，这样的趋势性特征，意味着沃什口头可以鹰，但未来操作上或许有继续“缓兵之计”的空间。



2.1 沃什演讲的核心：抗通胀必要性高于稳就业

在演讲中，沃什对当前美国经济的看法颇为积极。第一，在演讲开篇，沃什就提及 AI 发展对美国经济的积极影响，指出大量资金涌入各类与 AI 相关的基础设施，“实现大幅更高增长的潜力正在上升”。第二，就业市场也较为稳健，提及 4.1% 的失业率、四周移动平均初请失业金人数处于低位，劳动力市场基本处于充分就业状态。第三，沃什引用了企业资本支出（设备和无形资产投资的四个季度同比增速约为 9%，创下 2021 年以来的最高增速）、信贷市场（企业债券和杠杆贷款的信用利差接近历史区间的底部，工商业贷款的标准偏宽松）等指标，指出当前美国投资端依然积极，金融环境也未呈现明显的“限制性”（restrictive）。

对于美国基本面的乐观预期，让沃什有“底气”展现鹰派一面，强调抗通胀是当下美联储的首要目标。在演讲中，沃什强调“对于稳定物价的使命而言，通胀数据令人担忧”，美联储首选的通胀指标——PCE 物价指数的 12 个月同比涨幅为 3.7%，而 6 个月环比折年率为 4.1%，消费者价格指数（CPI）同样高企，通胀依然高于 2% 的目标，因此美联储目前的首要焦点应当放在物价上。此外，沃什也指出尽管近期的 PCE 和 CPI 读数好于预期，但并不能证明通胀潜在趋势已出现实质性改善。

我们理解，沃什本次讲话代表了美联储内部广泛的声音，即当前的美国经济判断是：通胀上行的风险大于就业下行的风险，也是市场定价本次演讲“鹰派”的核心理由，也意味着当前美联储抗通胀的优先级更高，如果通胀不能以足够快的速度回到 2%，政策就还有继续收紧的必要。演讲结束后，市



场对黄金与美债短端进行了偏鹰的定价，2 年期美债收益率大幅上行 11.35 个 BP，黄金下跌 3.43%至 4504 美元/盎司。

2.2 如何看待后续美联储实质性加息的可能性？

尽管口头“偏鹰”，但沃什在加息问题上依然保持了模糊策略。本次演讲中，沃什没有给出明确的利率路径，继续淡化前瞻指引，强调自己“committed to a discipline, not to a decision”，承诺的是政策纪律，而不是某一次具体决策，本次演讲中也未提及加息。

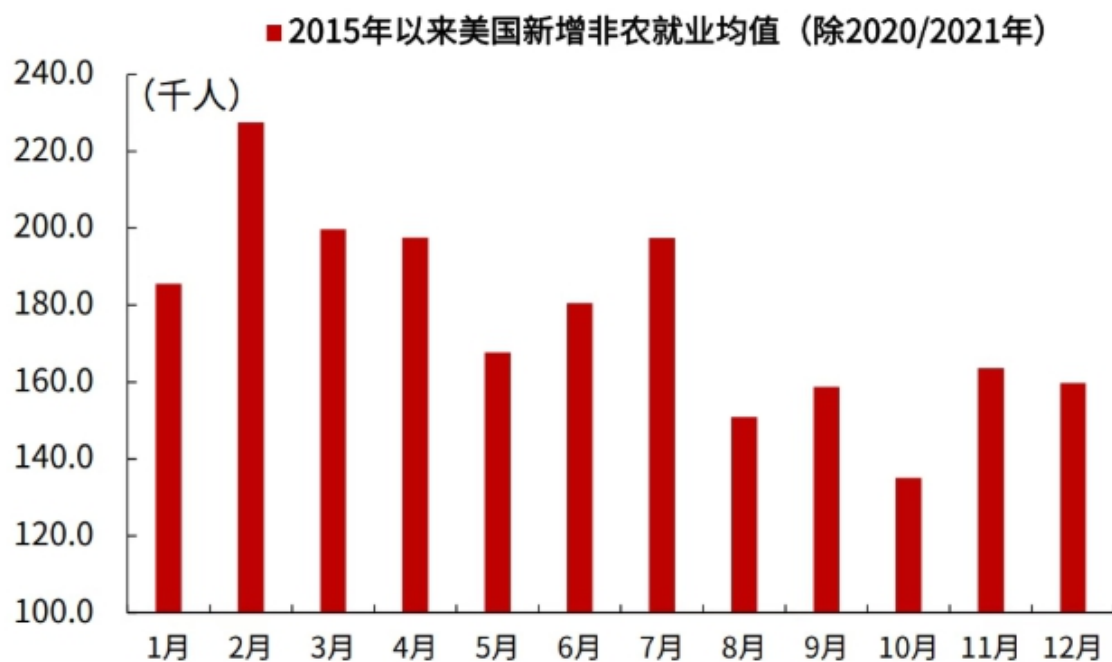
对于自己的政策函数，沃什首次给出六项原则，但总体偏务虚。第一，政策不能看单月数据，要看趋势；第二，货币政策本质上是在判断总需求和总供给的平衡，但供给端很难被直接观测，所以判断要保持谦逊；第三，2%的 PCE 通胀目标是固定的，必须由美联储主动完成；第四，充分就业同样重要；第五，短端利率仍然是实现双重使命的主要工具，非常规政策只适合真正危机时期；第六，货币数量仍然重要，美联储不应该忽视央行货币、银行体系信用创造，以及它们对金融条件和价格的影响。

不过根据沃什的表述，动用扩表等非常规政策门槛较高，打压了美联储协同财政部压制长端美债利率的预期，美债长端利率或继续维持“高位震荡、易上难下”的状态。沃什明确提及“非常规政策只用在危机时期”的措辞，指向沃什坚定要做美联储体制的改革者，短期扩表可能性不大，也意味着后续政策端压制长端利率的工作，将更为依赖财政部的回购。演讲结束后，长期美债收益率也有小幅度上行，其中 10 年期美债收益率上行 3.97 个 BP，30 年期美债收益率上行 1.46 个 BP。



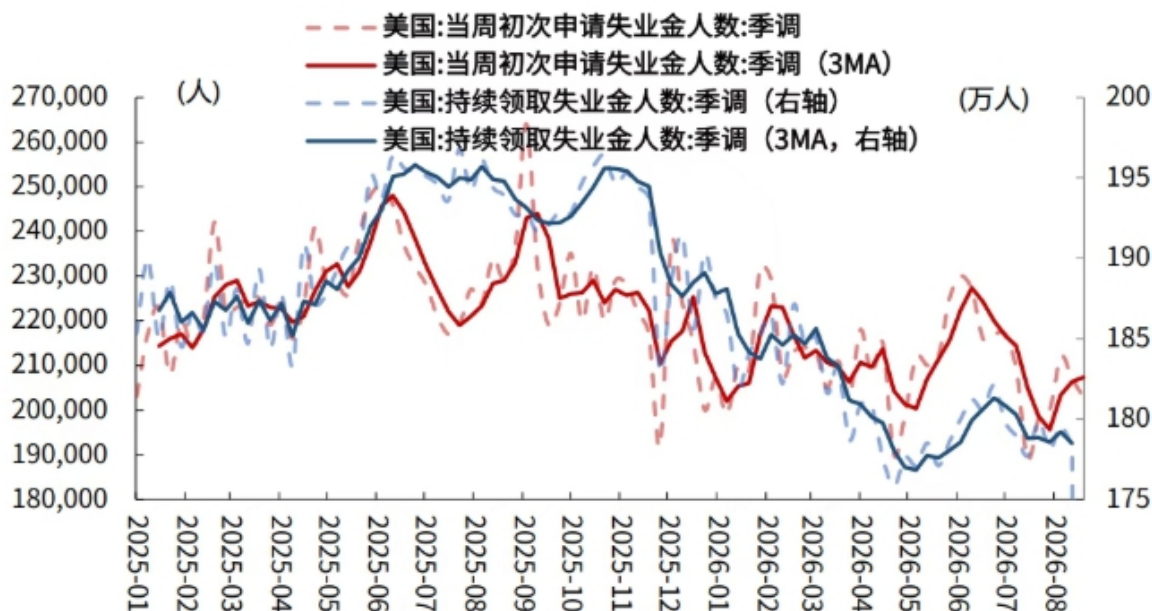
本次演讲沃什有偏“鹰”的一面，也有模糊的一面，并没有给出明确的利率路径，只是继续强调需要关注后续的通胀趋势，明确 2% 的通胀目标。但如果考虑到：（1）即将公布的 8 月非农数据往往季节性偏低，同月的初请失业金人数趋势性反弹；（2）9 月 PCE 数据会进行口径调整，预计会导致 0.2 个百分点的下调，这样的趋势性特征，意味着沃什口头可以“偏鹰”，但未来操作上或许有继续“缓兵之计”的空间。

近 10 年以来，下半年的非农数据往往趋势性偏低





8 月美国初实业金人数出现反弹



来源: wind

三、8 月行情回顾

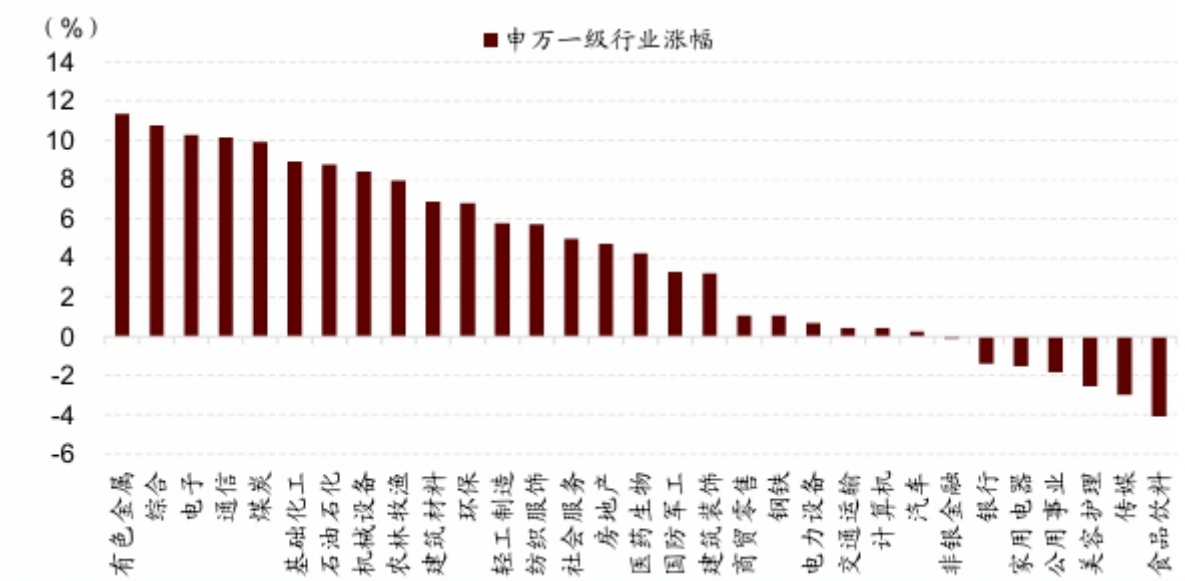
3.1 8 月行情简明复盘

科技板块在经历了七月大幅调整后，在 8 月如期反弹。主要指数中科技龙头、中证 1000 与小盘成长领涨，分别上涨 9.3%、8.9%与 6.9%。而大盘与消费风格小幅下跌。

行业层面，8 月 A 股沿着资源品与科技两条主线交易，有色金属、电子、通信、煤炭涨幅居前。



8 月行业指数表现



来源：wind

3.2 中报业绩披露进入尾声，业绩延续改善趋势

A 股中报业绩披露进入尾声，部分高景气领域驱动下 A 股业绩上行趋势确认。截至 8 月底，约有 5400 家 A 股上市公司披露了 2026 年中报业绩预告/快报/报告，占全部 A 股的比例约为 98%，行业披露率普遍超过 95%。从整体法计算，目前披露的个股 Q2 单季度净利润增速由 Q1 的 7.8% 提高至 25.8%，非金融 A 股（已披露个股）由 13.5% 提高至 19.8%。

板块之间仍存在明显的 K 型分化。大类板块增速预计：资源品>信息技术>金融地产>医疗保健>中游制造业>公用事业>消费服务。资源品、信息技术依然领涨，增幅较一季度继续扩大；金融地产、医疗保健保持正增长，并且增幅有所扩大。中游制造单季度业绩增速转负，消费服务、公用事业业绩降低进一步扩大。



目前已经披露中报业绩预告个股整体及大类板块盈利增速与中位数

总体	单季度净利润增速中位数 (已披露样本)		单季度净利润增速(整体法)		累计净利润增速中位数 (已披露样本)		累计净利润增速(整体法)		披露占比
	26Q1	26Q2	26Q1	26Q2	2025	26H1	2025	26H1	2026年中报
全部A股	1.6%	0.8%	7.8%	25.8%	2.8%	0.4%	2.9%	16.8%	98.4%
非金融	1.2%	-0.4%	13.5%	19.8%	2.4%	-1.0%	-1.4%	16.7%	98.4%
大类板块									
资源品	7.2%	13.1%	36.6%	64.6%	2.9%	9.7%	3.8%	50.7%	98.9%
中游制造	-0.5%	-7.9%	6.1%	-5.9%	4.0%	-6.4%	0.0%	-0.4%	98.4%
医疗保健	3.9%	-1.6%	6.8%	12.5%	0.9%	0.6%	-2.1%	9.7%	98.0%
信息科技	1.3%	8.1%	31.3%	48.1%	8.4%	2.8%	20.0%	41.4%	98.5%
消费服务	-2.1%	-11.1%	-8.9%	-28.6%	-8.7%	-7.1%	-22.7%	-17.8%	98.7%
金融地产	3.5%	11.7%	2.2%	34.7%	5.3%	6.6%	5.4%	17.9%	98.1%
公用事业	2.1%	-2.4%	-5.8%	-15.1%	4.7%	-3.0%	6.4%	-10.3%	97.4%

来源：Wind

细分领域中，重点关注盈利预计高增或改善的行业：1) AI 需求、硬件涨价与国产化共同驱动的 TMT 涨价链；2) 供给约束与价格上行共同驱动的资源品；3) 海外订单增长、毛利改善的部分出海领域。

● TMT 涨价链的盈利兑现仍然最为集中，AI 需求正在沿硬件产业链向上游元件、材料和国产制造环节扩散。Q2 半导体净利润整体法同比增长约 268.0%，较一季度提高 92 个百分点；通信设备增长 98.2%，提高 37.8 个百分点；元件、计算机设备、电子化学品等均实现较高增速，并且增幅较一季度进一步扩大。总而言之，AI 资本开支已经由产业预期转化为服务器、存储、PCB、光通信等环节的真实订单，供给偏紧及产品升级进一步带动价格和毛利率改善；与此同时，国产半导体制造、先进封装及相关设备材料需求增长，使国产化逻辑开始进入收入和利润。

● 资源品的盈利改善集中在供给约束较强、产品价格能够顺利传导至企业利润的二级行业。其中，工业金属二季度净利润整体法同比增长 101.9%，



能源金属增长 561.2%，绝对增速依然较高。炼化及贸易、化学纤维、小金属、化学原料、煤炭开采等增速均较高或有不同程度改善。

● 出海链并非普遍改善，盈利增量主要集中在海外订单能够转化为收入、产能利用率和毛利率改善的二级行业。自动化设备 Q2 归母净利润整体法同比增长 35.1%，较一季度提高 31 个百分点；航运港口、电池、航天装备、专用设备 etc 盈利普遍明显改善。

● 此外部分低估值消费/医药领域如化学制药、医疗器械、造纸、游戏、影视院线、化妆品等在此前较低基数背景下，也有不同程度改善。

四、7 月行业配置：聚焦 AI 算力链、出海链、低估值边际改善领域三条线索

展望 9 月，海外与国内宏观的边际变化，共同把 9 月 A 股推向“更重业绩、更重结构”的阶段。国内经济延续“总量不强、产业不弱、结构分化加剧”的格局，出口链、高技术制造与资本品订单与现金流仍有支撑，地产链、传统消费与弱财政依赖行业修复偏慢；海外方面，美国正陷入“增长目标—价格稳定—财政可持续”的三角约束；综合来看，外需、科技资本开支与资源价格决定分子端，长端美债、资金成本与交易拥挤决定分母端。

中观层面，景气主线高度集中，量价齐升领域仍是结构性行情的主导。AI 算力与电力设备构成强势阵营：TMT 链“硬件强、软件弱”，存储价格处历史 100%分位，涨价沿“存储—PCB—服务器—光模块”纵深传导；电气机械



在新能源装机、电网投资与出海三重驱动下维持高景气。橡塑、造纸、纺织、燃气等传统行业温和量价齐升；边际改善板块则分化为生产加速（装备制造）、价格改善（煤炭、有色、化工，供给收缩推价）与出口改善（汽车、工程机械）三类。多数行业仍处“量增价跌”，价格回暖多依赖供给收缩与外需。

综合来看，9 月份的行业配置依然淡化总量，聚焦分子，推荐围绕三条线索布局：一是 AI 算力链（如半导体、通信设备），量价齐升延续，涨价沿存储向 PCB、元件、服务器扩散，业绩兑现确定性最高；二是出海链（机械设备、电力设备等），受益于外需韧性与全球资本开支周期，景气持续性较强；三是低估值边际改善领域（医药、煤炭等），仍然是当前平滑市场波动的重要选择。

4.1 行业配置主线一：AI 算力链

北京时间 2026 年 8 月 27 日，英伟达公布其最新财报。整体看，本季财报继续验证 AI 基础设施需求强劲，收入、利润、数据中心业务和下一季度指引均明显高于市场预期，核心增量来自 Blackwell Ultra 基础设施放量以及 Vera Rubin 进入量产周期。英伟达的财报回应了市场对于 AI 降速的质疑，站在当前来看 AI 仍是最具吸引力的产业趋势。

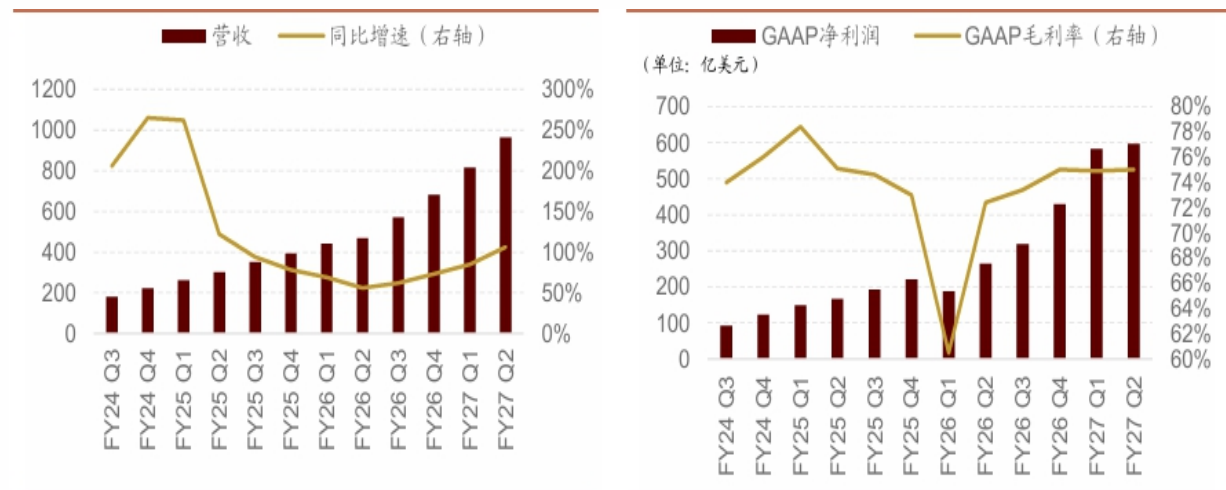
➤ 营收与利润大幅增长

FY2027 Q2 英伟达营收 962.21 亿美元，同比增长 106%，环比增长 18%；GAAP 毛利率为 75.0%，较去年同期提升 2.6 个百分点；GAAP 净利润 596.88 亿美元，同比增长 126%；GAAP 摊薄 EPS 为 2.46 美元，同比增长 128%。Non-GAAP 口径下，净利润 539.54 亿美元，同比增长 118%；摊薄 EPS 为



2.22 美元，同比增长 120%。公司收入规模在高基数上继续扩张，同时毛利率维持在极高水平，从单季数据看，英伟达仍处于高增长周期，进一步强化市场对 AI 基础设施长期扩张的判断。

英伟达营收与净利润（亿美元）



来源：招商证券

分业务看，本次财报最重要的业务看点仍是数据中心。FY2027 Q2 数据中心收入达到 890.23 亿美元，环比增长 18%，同比增长 117%，占公司总收入约 92.5%，表明英伟达当前收入结构已高度由 AI 数据中心驱动，GPU、CPU、网络、机架系统和软件生态共同构成增长主线。数据中心内部结构也出现值得关注的变化，Q2 数据中心收入中的 Hyperscale 收入 487.10 亿美元，环比增长 13%，主要由 Blackwell 持续需求推动；ACIE 收入 403.13 亿美元，环比增长 25%，同比增长 138%，主要为 NeoCloud、工业、企业和主权客户等需求。

目前英伟达云厂商积压订单已超过 2 万亿美元，公司预计前五大 Hyperscalers 资本开支在 2026 年接近 8000 亿美元，2027 年达到 1.3 万亿美



元，未来 AI 算力有望延续高需求。此外在与 AWS 合作方面，公司给出新增信息：AWS 与英伟达将在 2027-2028 年于 AWS 全球基础设施中额外部署 200 万颗英伟达 GPU，覆盖 Blackwell Ultra、Rubin 和 Rubin Ultra，并且此次订单是先前于 GTC 大会上宣布的“超 100 万颗 GPU”基础之上的额外追加。对于新型云服务商合作伙伴，公司预计 NeoCloud 年底总装机容量达到 8GW，高于 2025 年底约 3GW。

客户结构变化具有双重含义：正面看，AI 资本开支正在由头部云厂商扩展至国家、区域云、企业和工业客户，潜在市场范围显著扩大；风险在于部分 ACIE 客户资产负债表弱于大型云厂商，对融资环境和算力租赁价格更加敏感。管理层预计 Q3 增长主要由 ACIE 推动，而 Hyperscale 将在 Q4 和 FY2028 随 Rubin 供给增加重新加速，形成客户之间的两段式接力。

➤ 业绩指引大幅超预期

本次发布会关于未来业绩指引最重要信息，是管理层少见地给出 **FY2028 收入增长展望**。英伟达预计下一财年收入增长约 70%，该展望较公司通常只给单季指引的惯例更进一步，分析师此前对同期收入增速的平均预期约为 44%。管理层表示，客户需求预测支持更高增长，若供应约束缓解，公司增长潜力可能更高，但当下内存、代工、先进封装和系统级交付仍构成供给瓶颈，公司预计供应瓶颈将持续至 FY2028 末，因此下一财年 70% 的增速并非需求端的上限。

三季度数据指引层面，**1080 亿美元收入指引较 Q2 实际收入环比增长约 12%**，区间对应 **1058.4 亿至 1101.6 亿美元**，其中公司明确未假设中国数据中



心计算收入，三季度收入增长主要来自美国和海外非中国市场的 AI 基础设施建设。若公司达到三季度收入目标，将对应约 89% 的同比增长。在高基数背景下，英伟达的短期增长仍未明显失速，未来一段时间内的业绩可见度高。

毛利率是本次业绩指引中最需要审慎看待的指标。英伟达 Q2 GAAP 与 Non-GAAP 毛利率均为 75.0%，较去年同期提升，但公司对 Q3 给出的毛利率指引为 74.0% $\pm$ 50bp，低于本季水平。公司 CFO 表示，内存价格和更高零部件成本将继续压制毛利率，毛利率可能在 FY2027 Q4 触底至约 71%-72%，FY2028 毛利率稳定在 72%-73% 区间，毛利率下行主要来自 HBM 及其他存储器价格大幅上涨、Rubin 初期系统爬坡和更高的整机交付成本。

公司正在为 Blackwell Ultra 持续交付和 Vera Rubin 导入提前锁定上游关键组件，同时通过云服务协议、数据中心租赁、股权投资和担保安排支持下游 AI 基础设施建设，未来承诺合计 3660 亿美元。供应和产能承诺从上一季度 1190 亿美元升至 2790 亿美元，其中 2027-2029 财年的供应和产能承诺确定性较高，也是英伟达锁定内存、先进制造和系统级关键产能的核心窗口。英伟达股权投资承诺主要面向 AI 模型公司、基础设施融资方和其他私营企业，截至 2030 财年股权投资承诺达 250 亿美元，这类投资安排证明英伟达正在通过资本方式绑定 AI 模型公司、云业务和基础设施建设，从而提高下游算力建设的融资能力和长期需求能见度。



截至 2026 年 7 月 26 日，英伟达未来承诺合计 3660 亿美元（亿美元）

项目	2027 年剩余 期间	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年	2032 年及以 后	合计
供应和产能承诺	920	870	880	60	50	10	2790
云服务协议	30	80	70	60	40	10	290
尚未开始的数据中心租赁	-	10	10	20	10	200	250
股权投资	180	30	20	20	-	-	250
资本开支	70	10	-	-	-	-	80
合计	1200	1000	980	160	100	220	3660

来源：英伟达

4.2 行业配置主线二：出海链（工程机械、新能源装备）

全球能源转型、电网更新与 AI 算力扩张三股浪潮，正在同一时间砸向同一个方向：中国装备制造。

2026 年过半，一组数据足以说明问题——上半年装备工业出口交货值同比增长 18.2%，对全国工业出口增长的贡献率接近 50%。也就是说，中国出口每增加 2 块钱，就有差不多 1 块钱来自装备制造。这不是单点开花，而是一场工程机械、电力装备、新能源设备的“三线爆发”。

工程机械是最早出海、也是基数最高的赛道，但它偏偏在这轮周期里跑出了“逆天”增速。海关数据显示，2026 年 1—5 月，我国工程机械出口额达 279.02 亿美元，同比增长 20.8%——注意，这是在 2025 年已经快速增长的高基数之上，增速反而高于上一年同期。

看销量端更直观：2026 年上半年，行业主要企业共销售挖掘机 152,320 台，同比增长 26.4%；其中挖掘机出口 73,295 台，同比增长 33.5%；装载机出口 40,656 台，同比增长 39.5%；6 月单月挖掘机出口 14,547 台，同比增长



36.4%，在去年高基数上再创历史新高。

出海模式也在质变：徐工依托德国、美国、澳大利亚、巴西、印度五大海外研发中心布局纯电、混动、氢能三条技术路线，并进入必和必拓、淡水河谷等国际矿业巨头的供应链；中联重科今年6月在波兰建成海外混凝土机械培训中心，把服务半径铺到了整个北非和东欧。从"产品输出"到"产业扎根"，这是本轮工程机械出海与以往最大的不同。

新能源装备的出海，则是另一幅图景：增速最猛，模式升级也最快。工信部数据显示，2026年上半年风力发电机组出口同比增长35.6%，锂电池出口增长37.6%。风电的订单爆发尤其惊人：2025年中国风电整机商海外订单量达22.7GW，覆盖27个国家，同比增长64%；远景、三一、金风三家合计拿下印度市场62%的份额，在越南、巴西等市场同样占据主导。

更值得关注的是出海模式的迭代——从"卖设备"升级为"技术授权+长期服务"。远景能源与巴西可再生能源公司签署630MW风机供货及30年长期服务协议，提供搭载AI的定制化机型；明阳智能中标阿联酋1500MW项目，跻身中东最大单一风电订单之列。欧洲海上风电因本土产能瓶颈出现需求外溢，中国海上风电设备对欧出口订单同比增长120%，在欧洲新增海上风电订单中市占率达18%。工程机械的电动化也在反向加速：上半年电动装载机销售25,445台，同比增长82.4%，其中出口1,643台，同比增长172%。零排放、低噪声、低使用成本的综合优势，正在让"中国绿色工程机械"成为新兴市场的新选项。



4.3 行业配置主线三：低估值边际改善领域（煤炭石油、工业金属等）

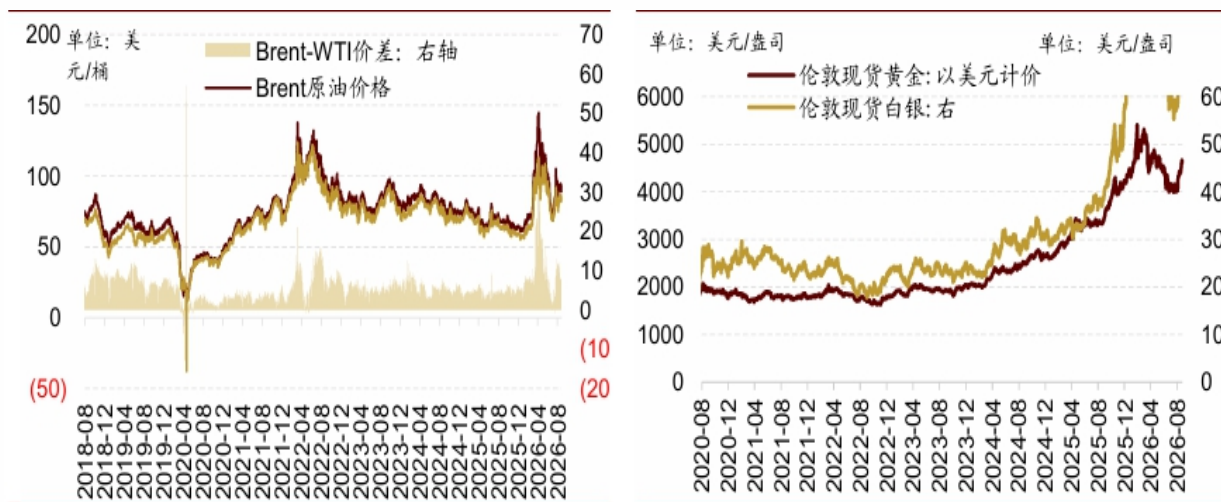
8 月份南华工业品价格月环比上行 2.55%。钢材方面，8 月钢材成交量环比上行，重点企业粗钢日均产量下行。钢坯价格上行，螺纹钢价格上行，唐山钢坯库存下行，主要钢材品种库存上行，港口铁矿石库存上行。煤炭方面，7 月秦皇岛港山西优混平仓价上行，京唐港山西主焦煤库提价上行，焦煤期货价格上行，焦炭期货价格上行，秦皇岛港煤炭库存下行，京唐港炼焦煤库存下行，天津港焦炭库存下行。

8 月国际原油价格涨跌分化，化工产品价格指数上行。截至 8 月 27 日，Brent 原油现货价格月环比下行 1.26%，WTI 原油现货价格月环比上行 1.11%。截至 8 月 27 日，8 月化工产品价格指数月环比上行 2.16%。无机化工品期货价格涨跌分化，有机化工品价格涨跌分化，其中二乙二醇、二苯甲、甲醇涨幅居前。

8 月工业金属价格多数上行，库存普遍下行。截止 8 月 27 日，铜、锌、锡、铝、铅价格月环比上行，钴、镍价格月环比下行；铝、锌、锡、铅、铜库存下行，镍库存上行。贵金属方面，黄金期现货价格上行，白银现货价格上行，期货价格上行。小金属方面，锑价格上行，稀土价格下行。



8月 Brent 原油、黄金、白银现货价格上行



来源：Wind



【免责声明】

本报告仅供股掌柜证券投资咨询有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告或推荐交易。本报告的信息来源于已公开的市场交易资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“股掌柜证券咨询”，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。报告所引用信息和数据均来源于公开资料，股掌柜证券咨询力求报告内容和引用资料及数据的客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与股掌柜证券投资咨询有限公司无关。本报告版权归股掌柜证券咨询所有，为非公开资料，仅供股掌柜证券投资咨询有限公司客户使用。未经股掌柜证券咨询书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。股掌柜证券咨询保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。