

2026 年中期策略报告

盈利接棒，行情扩散

企业盈利拐点基本确认，扎实根基后的市场有望向更广泛的趋势行情演变。

- **宏观三大边际变化决定中期方向。**1) 下半年美联储降息预期有望回归，当前市场对美联储年内利率预期较为悲观，但进入年末我们预计通胀预期将因经济动能边际走弱自然降温，届时市场对沃什的货币政策立场将完成充分认知，年末将迎来预期边际修复，全球风险资产压力有望缓解。2) 国内政策重心转向落实和结构性发力，上半年密集出台的稳增长工具将进入实质推进阶段，后续看点在于财政与产业政策的细化执行，而非新一轮大规模宽松。3) AI 产业趋势支撑出口高景气，上半年出口数据体现出科技驱动出口的新特征，高新技术产品出口表现尤为突出，在当前 AI 产业链景气仍高企的背景下，出口强势有望延续。
- **A 股展望：盈利接棒，行情扩散。**上半年 A 股上行主要由估值贡献主导，展望下半年我们认为盈利贡献有望逐步接力成为 A 股行情的核心驱动力。一方面，一季度全 A 非金融业绩增速已出现明显改善，毛利率回升、费用端压力缓解，企业盈利拐点基本确认；另一方面，名义价格修复、出口强势延续、“两新”政策落地效果逐步显现，均将支撑上市公司盈利持续修复。当前正处于从“估值驱动”向“盈利驱动”切换的关键窗口。下半年随着盈利弹性逐步释放，市场上涨的根基将更加扎实。
- **继续看好高盈利成长方向。**虽然短期市场风格存在阶段性均衡化可能，部分高估值成长品种需要时间消化涨幅，盈利及估值因子面临一定收敛。但需要强调的是，阶段性均衡化不等于风格切换。在 AI 产业高景气、半导体周期上行、全球科技竞争深化的背景下，年内科技成长的主线方向不会改变。短期的风格收敛，恰恰为中期布局优质成长方向提供了更好的配置窗口。我们维持对科创 50 为代表的科技主线的战略性看好。
- **主线行业：去伪存真科技，**我们判断当前向价值切换的大级别时间节点尚未到来，一是本轮成长风格的改善时间尚不及历史均值，二是价值股的拐点信号尚未出现。主线科技内部，量化资金的崛起使得在行业配置均衡视角下伪 AI 个股存在部分泡沫，但真正受益于 AI 产业趋势及国内自主可控产业趋势的科技核心方向仍悄然保持强势。
- **其他行业：关注主线扩散。**从景气前瞻视角来看，根据 2026 年中报预告及分析师一致预期变动数据的反馈，A 股行业间景气同样呈现出扩散态势，主线科技行业之外，仍有相当比例非科技行业景气呈现上修态势，如非科技行业中的锂矿、证券、光伏设备、机器人、农化、锂电设备等。
- **国产算力：超节点化和系统集成趋势有望提升国产算力整体景气度。**未来国产算力链的盈利弹性有望沿着整条高性能算力基础设施链条扩散，国内主要云厂商和互联网平台的资本开支继续向 AI 算力倾斜，行业景气的支撑已经从政策预期过渡到真实订单与真实支出。**人形机器人产业正在完成从 1-10 规模化放量的关键跨越**，宇树正式挂牌后国内人形机器人行业有望开启明确的商业化订单、量产爬坡、成本下降和盈利改善的行业正向循环，扭转市场将国内机器人定价为特斯拉映射的旧有逻辑，推动赛道估值重构从一级市场转向二级市场。
- **风险提示：**周期定位出现偏差；盈利判断存在误差；估值超预期下行；中周期主导产业业绩下滑超预期；新兴产业趋势发展不及预期；贸易摩擦进一步加剧。

相关研究报告

《财政看进度、货币看工具》20260730

《2026 年 7 月中央政治局会议学习体会》

20260730

《美联储“争议性按兵不动”》20260730

中银国际证券股份有限公司

具备证券投资咨询业务资格

策略研究

证券分析师：王君

(8610)66229061

jun.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：徐沛东

(8621)20328702

peidong.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518020001

证券分析师：郭晓希

(8610)66229019

xiaoxi.guo@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110001

目录

1 宏观及大类资产	5
1.1 大类资产：看多人民币资产	5
1.2 宏观叙事：三大边际变化决定中期资产方向	8
2 A 股市场	11
2.1 A 股：盈利接棒，牛市扩散	11
2.2 风格：波动不改趋势，高盈利成长仍为年内主线	12
3 行业比较	13
3.1 从财务指标看本轮牛市行业结构的定位	13
3.2 把握主线，轻易不下趋势	14
3.3 关注主线扩散	17
4 本轮牛市是低波而非高波	18
4.1 尚未出现分子冲击的调整类型	18
4.2 交易拥挤度层面的担忧	18
4.3 两个指标把握回调后的布局点	19
5 策略专题	21
5.1 国产算力	21
5.2 人形机器人	23
6 风险提示	25

图表目录

图表 1. 2026 年上半年全球大类资产表现	5
图表 2. 2026 年以来亚太市场科技股优势凸显	6
图表 3. 2025 年以来新兴市场相对优势延续	6
图表 4. 2025 年以来主要商品价格表现(归一化)	6
图表 5. 当前金油比	6
图表 6. 当前中美库存周期	7
图表 7. 基于周期定位的 BL 模型输出 2026 年 Q3 海外资产配置比例	8
图表 8. 基于周期定位的 BL 模型输出 2026 年 Q3 国内资产配置比例	8
图表 9. 2026.2.25 市场对美联储年内降息预期分布	8
图表 10. 2026.7.10 市场对美联储年内降息预期分布	8
图表 11. 油价与联邦基金利率	9
图表 12. 年内 PPI 增速回正	9
图表 13. 食品价格依旧拖累 CPI 增速	9
图表 14. 当前国内货币政策与金融环境	10
图表 15. 房屋销售价格指数环比走势	10
图表 16. 开年以来出口增速维持强劲	10
图表 17. 高新技术产品主导出口强势	10
图表 18. 2026 年 4 月以来市场赚钱效应提升	11
图表 19. 2026 年以来两市融资余额与成交额逐级抬升	11
图表 20. 开年以来 A 股盈利估值贡献	11
图表 21. 开年以来 A 股风格因子表现	12
图表 22. 2026 年市场风格预判	12
图表 23. 半导体景气周期与科创 50 指数走势相关	12
图表 24. 市场风偏回暖带动科创 50 指数走强	12
图表 25. 扩散度 (BETA) 和离散度 (ALPHA) 二维框架	13
图表 26. 当前仍是“有强主线”的上行市	14
图表 27. 成长/价值的切换周期耗时尚不足够	15
图表 28. 价值股“两种”潜在的拐点信号	15
图表 29. 中国半导体设备与材料指数 Alpha 指标	16
图表 30. 中国半导体指数 Alpha 指标	16
图表 31. 70 个重点行业：哪些中报业绩绝对增速高且边际上修	17
图表 32. 本轮上行市的回撤幅度都较为可控	18
图表 33. 2006 年 11 月，TOP5% 个股成交额占比触及高位后，仅为牛市中继	19
图表 34. 2014 年 12 月，TOP5% 个股成交额占比触及高位后，仅为牛市中继	19
图表 35. 万得全 A 指数三年滚动 ERP 指标	20
图表 36. BOCIASI 情绪指标	20

图表 37. DeepSeek V4 发布后国产大模型理论上已跑通全栈国产化	21
图表 38. 中国境内算力供应：国产占比持续提升	21
图表 39. 国产算力/海外算力股价比远景能否跟上算力趋势	21
图表 40. 国内外代表性算卡参数对比	22
图表 41. 华为超节点组网方案示意图	22
图表 42. A 股国产算力链股票池	23
图表 43. 国内外代表性机器人公司最新进展	23
图表 44. 新兴行业标杆独角兽的 IPO 后，股价走势以及对应行业指数走势	24
图表 45. A 股主要人形机器人上市公司产业链位置及估值情况	24

1 宏观及大类资产

1.1 大类资产：看多人民币资产

1.1.1 开年以来资产表现：油价冲击带来商品轮动，AI 带来 K 型分化

2026 年上半年，大类资产的表现呈现显著分化、快速轮动的特征，AI 产业趋势、地缘政治冲击与通胀预期三条主线交替主导。1) 1-2 月市场延续了去年以来的 AI 产业趋势及弱美元全球流动性宽松的叙事，韩股、黄金领涨；2) 3 月市场遭受美伊冲突冲击，除原油外，主要金融资产普遍走弱；3) 4 月以来，随着市场风偏的修复，市场重新回到 AI 产业趋势主线，主要股指快速修复，并普遍创出新高，韩、台股市表现突出。与 1-2 月不同在于，4 月以来虽然风偏修复，但由于油价持续 80-100 美元高位震荡，美债利率在 4 月以来还是震荡上行，金融属性驱动的金价也没有出现明显修复。进入 5 月，全球股债商自 4 月的同向修复切换为股强债震商品弱；商品也呈现油跌铜涨、黄金震荡的分化。4) 6 月以来，AI 叙事出现波动，前期领涨的科技股普遍出现较大波动，与此同时，油价对于通胀的影响开始显现，加息预期阶段性升温，弱美元叙事阶段性逆转，对全球流动性和风险偏好形成压制。汇率方面，今年以来虽然美元指数走势在 3 月和 6 月出现一定波动，但人民币兑美元呈现持续升值态势。

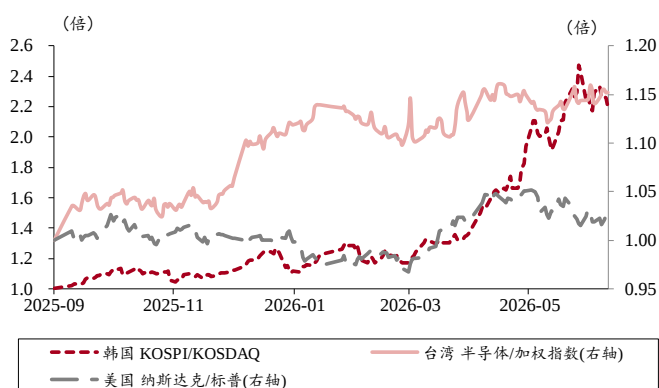
图表 1. 2026 年上半年全球大类资产表现

大类资产		2026年1-2月涨跌幅(%)	2026年3月涨跌幅(%)	2026年4-5月涨跌幅(%)	2026年6月涨跌幅(%)	2026年上半年涨跌幅(%)
股	MSCI发达市场	2.85	(6.55)	14.24	(0.80)	8.92
	MSCI新兴市场	14.69	(13.26)	25.40	(1.67)	22.68
	标普500	0.49	(5.09)	16.11	(1.06)	9.55
	斯托克指数	6.28	(8.45)	9.03	3.52	9.79
	日经指数	16.91	(13.23)	29.90	5.63	39.18
	韩国综指	48.17	(19.38)	67.76	0.00	101.14
	台湾加权指数	22.27	(10.22)	41.01	3.11	59.25
	万得全A	8.30	(8.75)	9.33	3.19	11.52
汇	恒生指数	3.90	(6.92)	1.59	(9.14)	(0.73)
	美元指数	(0.64)	2.29	(0.96)	2.28	2.97
	美元兑人民币	(1.51)	(0.05)	(1.47)	(0.10)	(1.10)
	美元兑日元	(0.37)	1.69	0.34	2.08	3.77
	美元兑欧元	0.59	(2.22)	0.93	(2.05)	(1.76)
商	CRB商品	4.65	19.11	2.16	(7.05)	18.35
	LME铜	7.03	(7.53)	10.34	(1.88)	7.70
	WTI原油	17.78	52.68	(5.23)	(19.00)	35.18
	伦敦金现	21.22	(11.26)	(1.35)	(11.44)	(1.54)
债	10Y美债收益率(Bps)	(21.00)	21.00	15.00	(1.00)	40.00
	10Y国债收益率(Bps)	(7.20)	4.18	(10.81)	2.40	(11.43)

资料来源：万得，中银证券

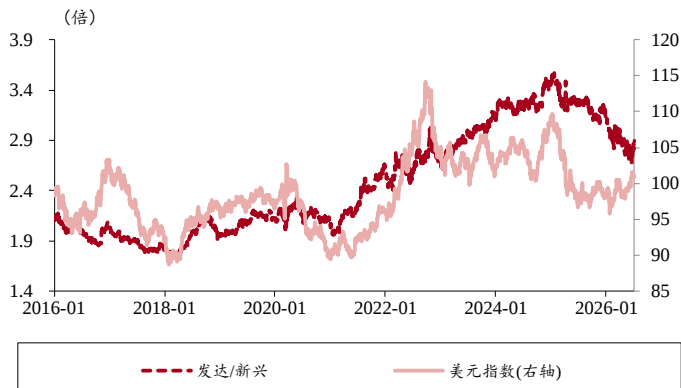
横向比较下，全球风险资产和实体经济都显示出明显的 K 型分化：AI 相关的表现突出，传统经济持续低迷。股票资产内部，今年以来 K 型分化非常明显，AI 尤其是 AI 硬件相关的韩、台股市、A 股科创板表现突出，与此同时港股科技表现较弱，显示出 AI 产业趋势带动效用及东亚相关硬件制造商在半导体周期修复与资金重配置下的相对优势。进入 5 月，全球股市 K 型分化格局进一步深化。

图表 2. 2026 年以来亚太市场科技股优势凸显



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 2025 年以来新兴市场相对优势延续



资料来源：万得，中银证券

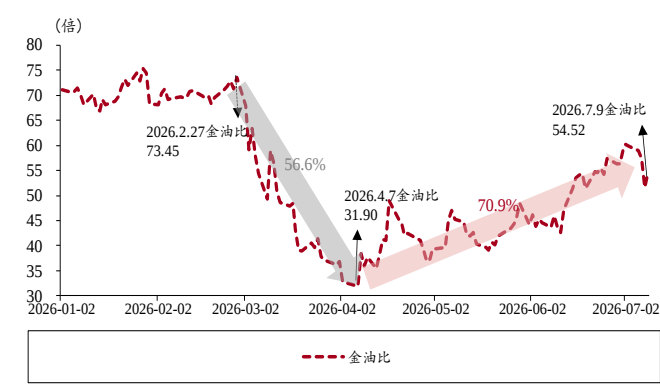
地缘冲突重塑商品格局。美以伊冲突以来，油价快速上行，并推动本轮商品行情完成轮动；同时，本轮商品牛市呈现出全球定价+金融属性品种领涨的特征，而农产品涨幅相对滞后。自 2026 年 2 月底美以伊冲突爆发以来，金油比价走势出现了显著下行，地缘冲突导致霍尔木兹海峡运输受阻，全球原油供应紧张，布伦特原油价格由每桶 70 美元上涨至超 100 美元，最高触及 120 美元/桶；与此同时，黄金短线反常下跌并未发挥避险效应，受高利率、流动性与加息预期压制，导致本轮金油比自高点最大回落幅度达到 56.6%。

图表 4. 2025 年以来主要商品价格表现(归一化)



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 当前金油比

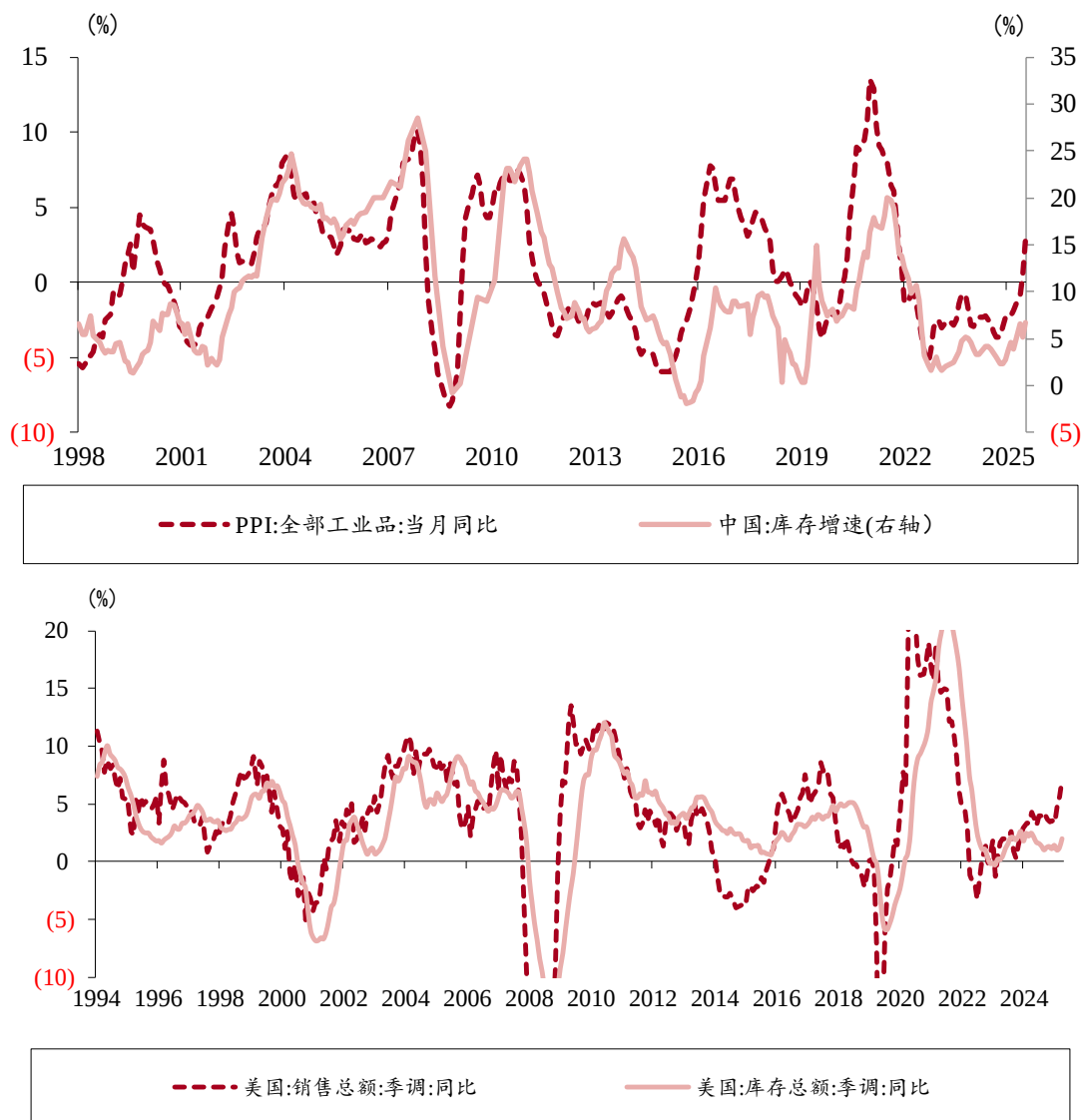


资料来源：万得，中银证券

1.1.2 周期定位：库存回补短期延续

我们输入的观点基于库存周期理论。经历去年下半年的小幅去库及今年开年以来的价格上行后，目前中美均已步入库存与价格的温和修复阶段，预计未来一个季度内，这种偏弱的补库趋势仍将短暂延续。背后的支撑因素主要有两点：其一，前期油价上涨带来的成本冲击正滞后性地推升通胀中枢，名义价格的抬升在短期内会激发企业的库存回补意愿，形成价格引导下的被动补库；其二，在贸易政策预期不稳、供应链扰动担忧等因素下，企业或存在阶段性抢库存行为。但下半年需要警惕价格上行对于需求的冲击进而带来的风险。

图表 6.当前中美库存周期



资料来源：万得，中银证券

1.1.3 大类资产配置展望：A 股>美股，中债>美债

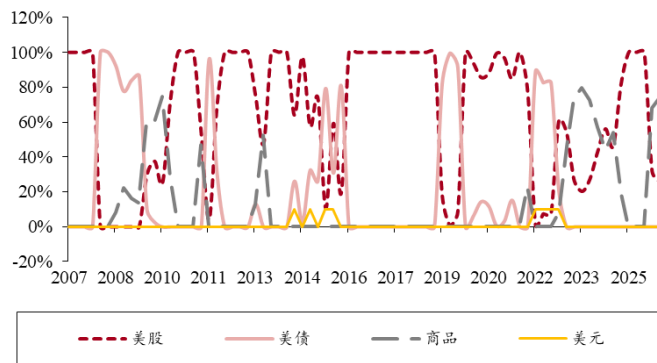
基于改进 BL 模型：A 股>美股，中债>美债，人民币资产总体优于美元资产。

海外资产方面，通胀上行短期压制海外金融资产，未来一个季度美股配置比例短期下调，美元持续低位，美债及商品配置比例基于不同目标而波动。油价上行将在未来 1-2 个季度持续体现，当前可能是全年美联储降息预期较为悲观的时刻；高通胀环境下，美债收益率难以下行，美股估值承压。

国内资产方面，A 股、国债仓位建议总体呈现逐季上调，商品资产配置建议有所分化。2025 年以来随着国内名义价格修复带动盈利预期修复，A 股的相对吸引力凸显。总体来看，模型输出建议上，当前人民币资产配置价值总体优于美元资产。未来一个季度，模型倾向于低配美股和美元，适度超配 A 股与国内债券，商品配置则需结合风险偏好灵活调整。

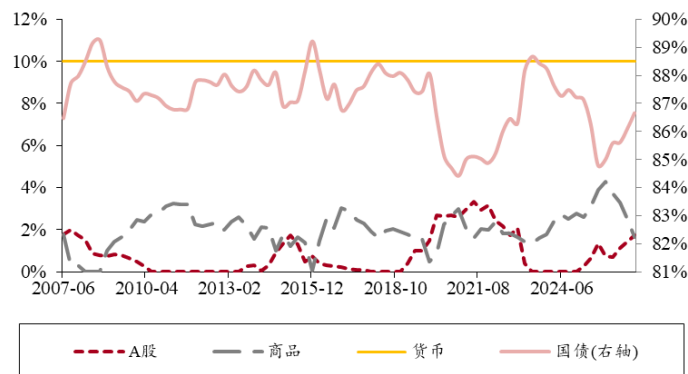
需要指出的是，随着年末油价趋稳，美联储新主席的政策组合也或迎来重新定价，届时随着美元流动性的修复，美债、美股有望迎来修复。

图表 7. 基于周期定位的 BL 模型输出 2026 年 Q3 海外资产配置比例



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 基于周期定位的 BL 模型输出 2026 年 Q3 国内资产配置比例



资料来源：万得，中银证券

1.2 宏观叙事：三大边际变化决定中期资产方向

1.2.1 海外：下半年降息预期有望回归，但当前仍处较为悲观时刻

海外降息预期：悲观时刻已至，年末预期有望修复。当前市场对美联储年内利率预期较为悲观，相较 2 月末的年内降息 2 次预期，当前市场主流预期为年内加息一次。核心原因在于美以伊冲突推升油价中枢，布伦特原油一度突破 120 美元/桶，通胀预期显著升温。我们判断，高油价对通胀的滞后传导或在 Q2 至 Q3 集中体现，届时通胀读数或阶段性冲高，降息预期仍将承压。但进入年末，两大因素将驱动预期修复：一是长期高通胀将反噬实际需求，经济动能边际走弱，通胀预期自然降温；二是市场对新任美联储主席沃什的货币政策立场存在再认知过程，下半年或逐步转向更理性地评估其通胀与增长之间的平衡能力。综上，我们明确认为，当前正处于全年通胀预期较为悲观、降息预期低谷的阶段，年末将迎来预期边际修复，届时美债利率与美元均存在回落空间，全球风险资产压力有望缓解。

图表 9. 2026.2.25 市场对美联储年内降息预期分布

Target Rate (bps)	Probability(%)				
	2026.6	2026.7	2026.9	2026.10	2026.12
200-225					0.2%
225-250				0.4%	1.9%
250-275			1.3%	4.6%	9.5%
275-300	10.0%	2.4%	11.4%	18.4%	24.4%
300-325	6.4%	19.1%	33.3%	35.0%	33.7%
325-350	41.5%	45.3%	38.7%	31.2%	23.8%
350-375 (Current)	52.0%	33.1%	15.3%	10.4%	6.7%

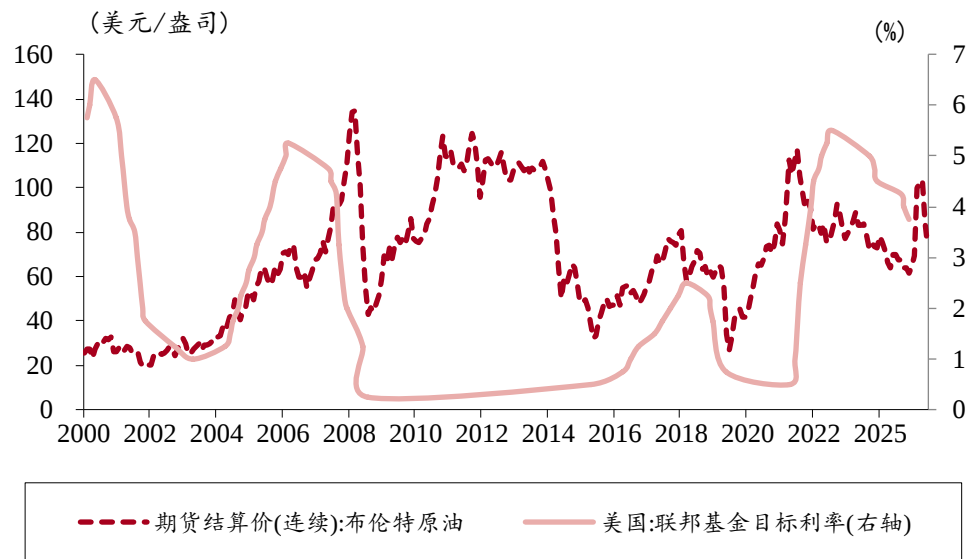
资料来源：CME，中银证券

图表 10. 2026.7.10 市场对美联储年内降息预期分布

Target Rate (bps)	Probability(%)			
	2026.7	2026.9	2026.10	2026.12
350-375 (Current)	75.9%	38.1%	29.7%	18.4%
375-400	24.1%	49.9%	47.3%	40.6%
400-425	0.0%	12.0%	20.4%	30.6%
425-450	0.0%	0.0%	2.7%	9.4%
450-475	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%
475-500	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，中银证券

图表 11. 油价与联邦基金利率

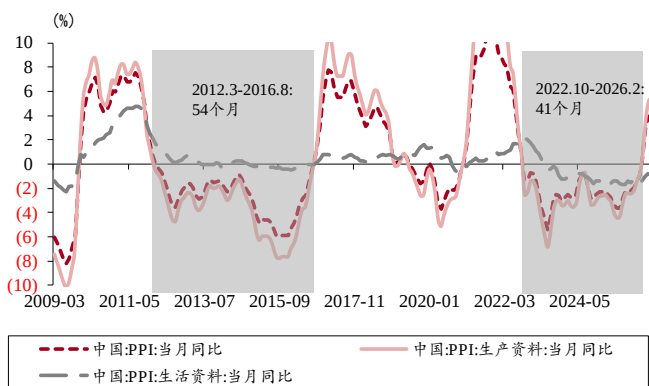


资料来源: 万得, 中银证券

1.2.2 国内: 名义价格修复

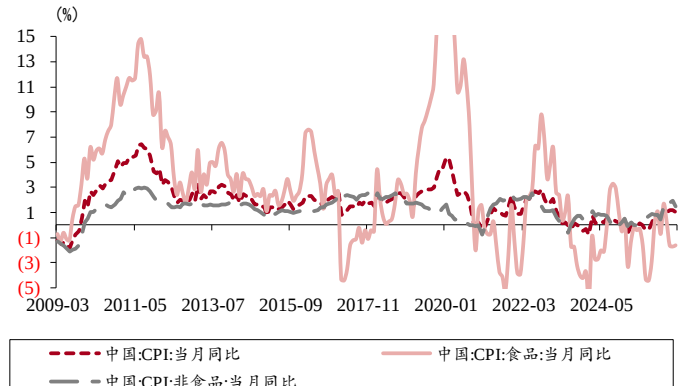
名义价格修复为年内内需较为确定的方向与核心抓手。开年以来, 国内通胀读数逐步抬升, 通缩阴影正在消退。我们认为, 名义价格的修复已成为年内内需层面较为确定的方向, 也是当前宏观环境下最具可操作性的抓手。驱动本轮通胀回升的力量来自内外双重共振: 外部方面, 地缘冲突推升油价中枢, 输入性通胀压力阶段性增强; 内部方面, “反内卷” 推动行业产能利用率改善, 定价秩序趋于理性, 叠加“两新” 政策带动的中游订单回暖, 工业品价格修复的基础正在夯实。我们认为年内名义价格有望持续修复, 并有望成为提振企业盈利、改善居民预期、激活内需循环的直接传导路径。

图表 12. 年内 PPI 增速回正



资料来源: 万得, 中银证券

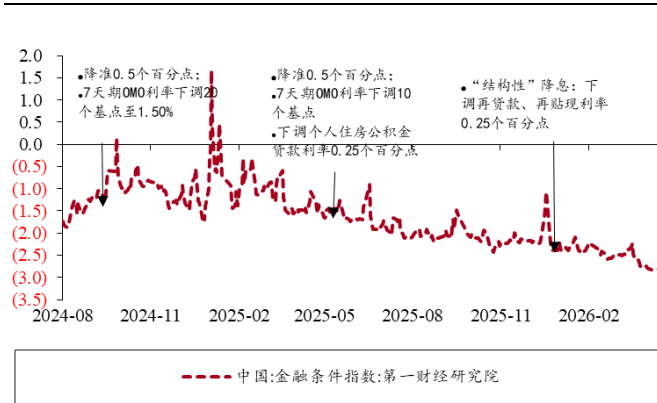
图表 13. 食品价格依旧拖累 CPI 增速



资料来源: 万得, 中银证券

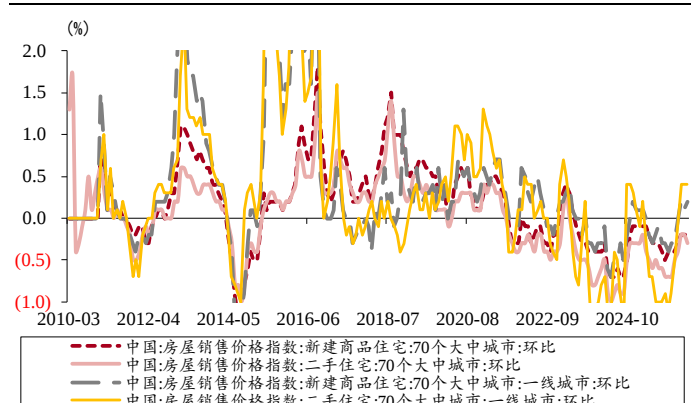
国内政策重落实与结构性发力。国内政策层面, 政治局会议定调已从增量储备转向存量落地, 政策重心转向落实和结构性发力。政治局会议明确政策基调从“增量储备”转向“存量落地”, 意味着上半年密集出台的稳增长工具将进入实质推进阶段。我们认为, 政策重心已从总量刺激切换为落实见效与结构性发力并重, 后续看点在于财政与产业政策的细化执行, 而非新一轮大规模宽松。货币政策方面, 总量宽松空间虽有限, 但维持宽松基调不变, 重点转向结构性工具发力, 继续支持科技创新、设备更新、消费品以旧换新等方向。房地产领域, 开年以来二手房价格环比增速出现边际回暖, 其中一线城市回暖趋势尤为显著, 量价企稳信号初步显现。虽然行业整体仍处去库存阶段, 但一线城市的率先修复有望逐步向市场情绪传导, 为后续地产链企稳提供支撑。

图表 14. 当前国内货币政策与金融环境



资料来源: 万得, 中银证券

图表 15. 房屋销售价格指数环比走势

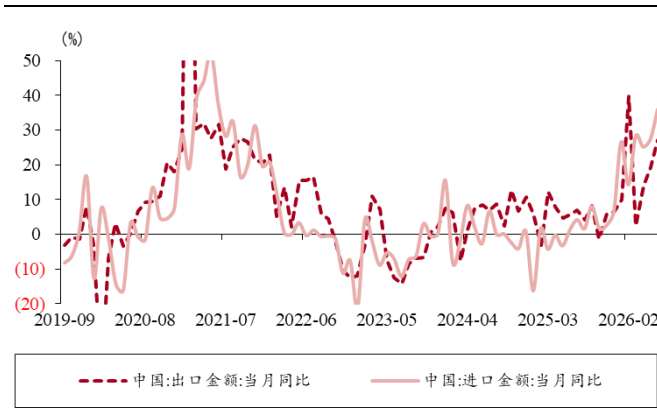


资料来源: 万得, 中银证券

1.2.3 国内: AI 产业趋势与强出口支撑

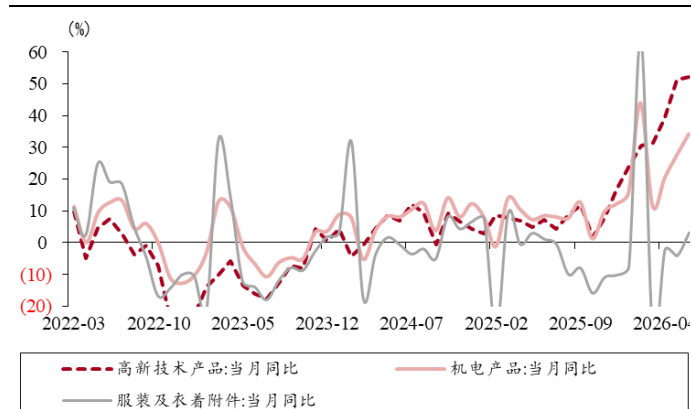
出口强势延续, 高新技术产品成核心驱动力。开年以来, 国内出口增速维持强势, 出口依然是当前国内经济最为确定的增长引擎。结构上, 高新技术产品出口表现尤为突出, 成为出口韧性的核心来源。我们认为, 高新技术产品出口高景气的背后有两条清晰逻辑支撑: 其一, 全球制造业景气持续向好。自去年下半年以来, 全球制造业 PMI 逐步修复, 外需环境边际改善, 为我国高新技术产品出口提供了有利的需求土壤。其二, AI 产业高景气拉动相关产品需求。AI 产业链相关产品受益于全球 AI 投资浪潮, 订单旺盛、出口增速持续领先。高新技术出口的强势不仅对冲了传统商品外需的波动, 更在结构上强化了科技驱动出口的新特征。AI 产业链景气高企的背景下, 出口强势有望延续。

图表 16. 开年以来出口增速维持强劲



资料来源: 万得, 中银证券

图表 17. 高新技术产品主导出口强势



资料来源: 万得, 中银证券

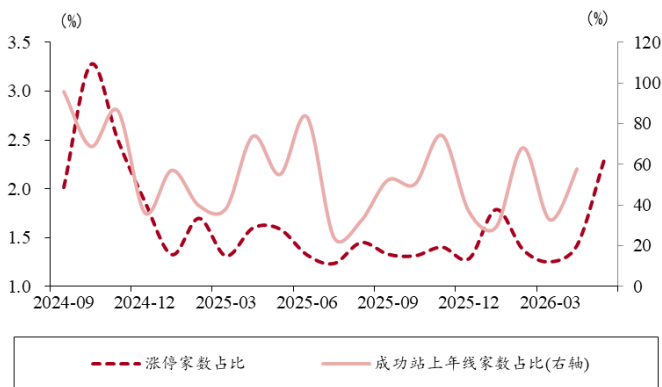
2 A 股市场

2.1 A 股：盈利接棒，牛市扩散

盈利接棒，牛市扩散。开年以来，A 股上行主要由估值贡献主导。在流动性宽松、风险偏好修复的背景下，市场率先对前期超跌进行定价，成长风格与科技主线估值扩张明显。进入 4 月，两市融资余额与成交额同步显著抬升，市场情绪明显升温，增量资金入场节奏加快，赚钱效应逐步扩散。

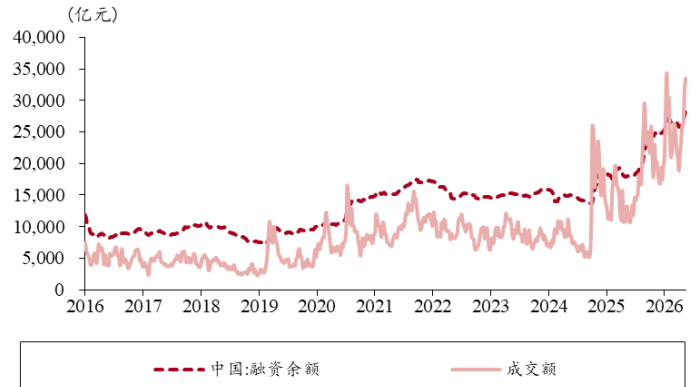
展望下半年，我们认为盈利贡献有望逐步接力，成为 A 股行情的核心驱动力。一方面，一季度全 A 非金融业绩增速已出现明显改善；另一方面，名义价格修复、出口强势延续、“两新”政策落地效果逐步显现，均将支撑上市公司盈利持续修复。当前正处于从“估值驱动”向“盈利驱动”切换的关键窗口。下半年随着盈利弹性逐步释放，市场上涨的根基将更加扎实。

图表 18. 2026 年 4 月以来市场赚钱效应提升



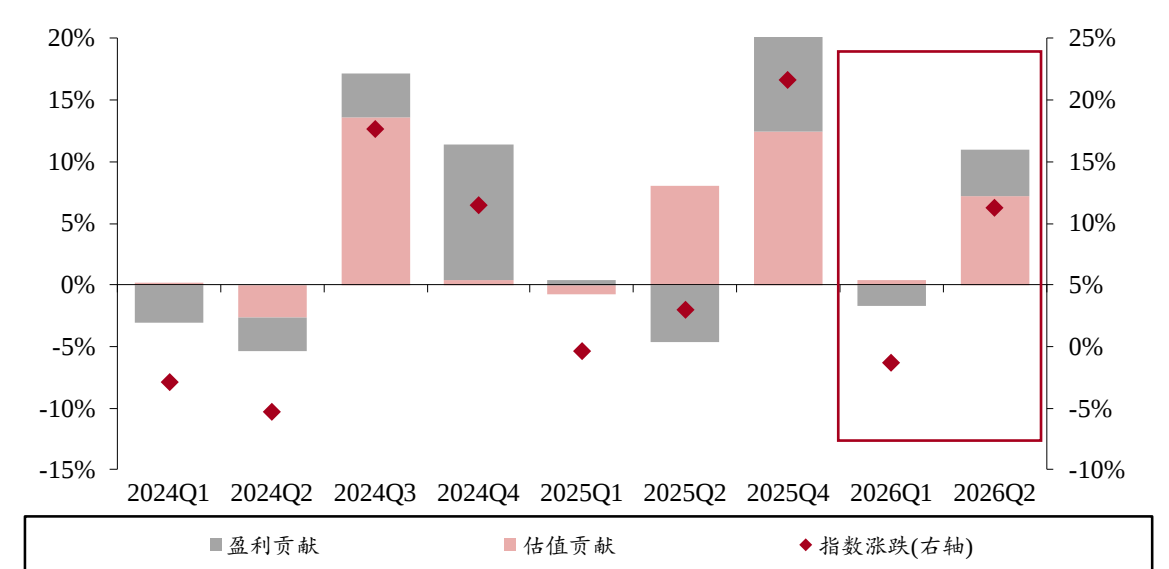
资料来源：万得，中银证券

图表 19. 2026 年以来两市融资余额与成交额逐级抬升



资料来源：万得，中银证券

图表 20. 开年以来 A 股盈利估值贡献



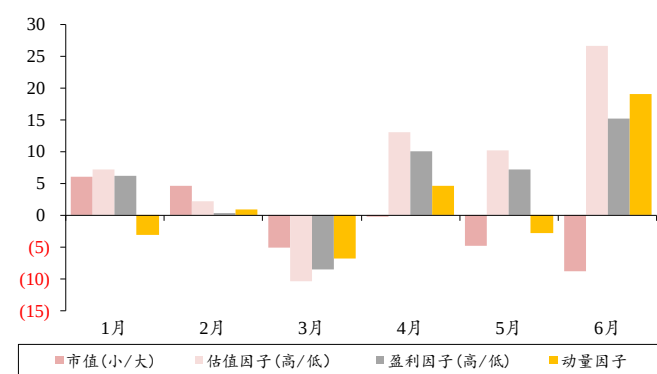
资料来源：万得，中银证券

2.2 风格：波动不改趋势，高盈利成长仍为年内主线

年内持续看好高盈利成长方向。2026 年，A 股面临“估值强支撑+盈利弱修复”的宏观组合。在这一预判下，高估值、高盈利因子有望持续占优，市场愿意为高景气、高确定性支付溢价。开年以来的风格演绎已充分验证这一判断：高估值、高盈利风格显著跑赢，市场对盈利因子的定价持续强化。尤其是 4 月至 5 月，随着一季报密集披露，我们模型预判的盈利因子修复逻辑得到充分演绎，绩优成长股超额收益明显。

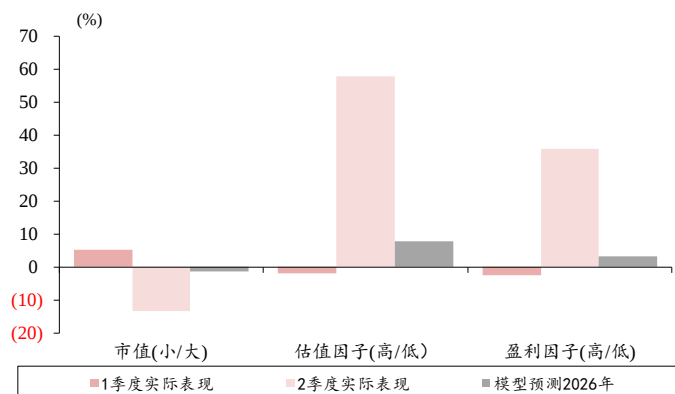
虽然短期市场风格存在阶段性均衡化可能，部分高估值成长品种需要时间消化涨幅，盈利及估值因子面临一定收敛。但需要强调的是，阶段性均衡化不等于风格切换。在 AI 产业高景气、半导体周期上行、全球科技竞争深化的背景下，年内科技成长的主线方向不会改变。短期的风格收敛，恰恰为中期布局优质成长方向提供了更好的配置窗口。我们维持对科创 50 为代表的科技主线的战略性看好。

图表 21. 开年以来 A 股风格因子表现



资料来源：万得，中银证券

图表 22. 2026 年市场风格预判

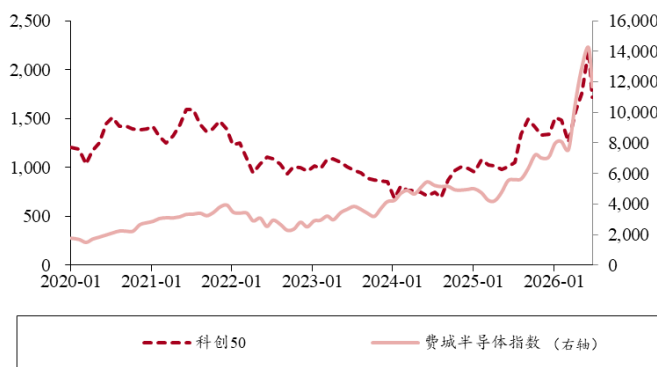


资料来源：万得，中银证券

半导体产业趋势带动科创 50。科创 50 走势与产业趋势及市场风险偏好高度共振，权重行业的景气周期决定指数的盈利弹性。下半年，半导体周期上行趋势不改，盈利景气有望逐季兑现。全球半导体销售额同比增速自 2025 年 6 月以来持续上行，费城半导体指数在经历 6 月初的调整后，估值已回到合理区间。科创 50 中半导体权重较高，盈利弹性将直接反映在指数层面。

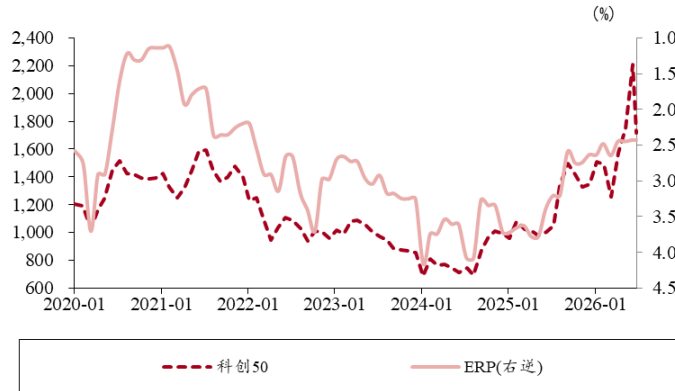
风险偏好角度，随着年中市场对于估值的消化以及下半年海外紧缩预期的逐步消退，市场风偏有望逐步回归。当前市场正处于“压力缓释—预期重塑—情绪回归”的过渡阶段。经历年中的震荡整固，A 股主要指数的估值已较前期高点有所消化，前期过度拥挤的交易结构也得到一定出清，为后续风险偏好的回升腾出了空间。与此同时，下半年海外紧缩预期的逐步消退——无论是美联储加息路径的明朗化，还是美债收益率上行空间的收窄——都将缓解外部流动性对 A 股估值体系的压制。内外压制因素同步减弱，下半年 A 股市场的风险偏好有望从当前的谨慎状态逐步回归中性乃至偏积极区间，从而为成长风格和科技主线的再定价提供良好的情绪土壤。

图表 23. 半导体景气周期与科创 50 指数走势相关



资料来源：万得，中银证券

图表 24. 市场风偏回暖带动科创 50 指数走强



资料来源：万得，中银证券

3 行业比较

3.1 从财务指标看本轮牛市行业结构的定位

我们在 2025 年 12 月 17 日发布的《从一维到二维，景气投资再解析——新行业比较框架之五》中提出了景气比较视角的扩散度（Diff）与离散度（Disp）二维框架。

1. 【第 1 象限：Beta ↑ × Alpha ↑】周期+结构共振（大概率为结构牛）

景气特征：行业景气全面上行，强行业比弱行业更强，Beta + Alpha 双抓。

2. 【第 2 象限：Beta ↑ × Alpha ↓】周期性全面复苏（大概率为全面牛）

景气特征：多数行业盈利 YoY 转正，行业景气一致上行，分化度低，市场风格偏均衡。

3. 【第 3 象限：Beta ↓ Alpha ↓】周期同步转弱（全面防御阶段）

景气特征：多数行业盈利下行，行业间景气差异不大，“同步下行”特征明显。

4. 【第 4 象限：Beta ↓ × Alpha ↑】周期偏弱、结构亮点突出（弱结构行情）

景气特征：多数行业盈利 YoY 回落，周期 Beta 偏弱。少数行业景气显著强于其他，分化度高。明确转向结构性 Alpha 行情，强调“强者恒强”。

图表 25. 扩散度（BETA）和离散度（ALPHA）二维框架

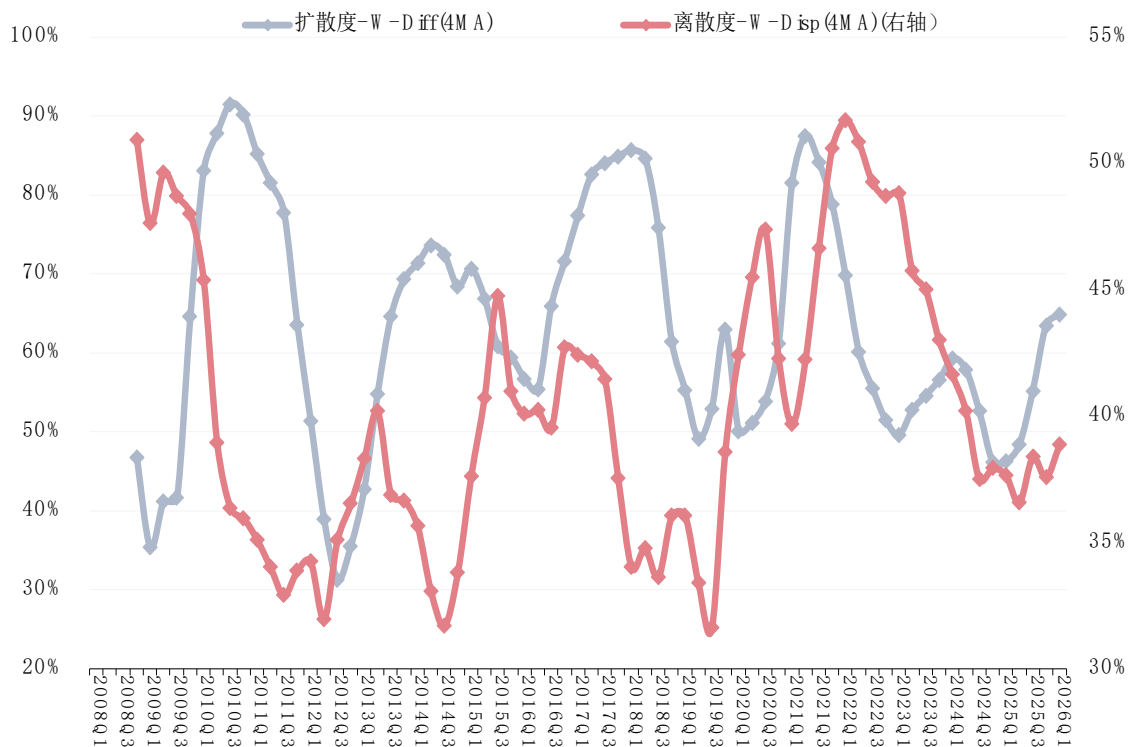
Beta↑+ Alpha↓（高仓位） - 扩散度高：绝大多数行业YoY转正 - 离散度低：行业间增速差距不大 景气全面改善，风格走向均衡	全面复苏期 第 II 象限	景气共振期 第 I 象限	Beta↑+ Alpha↑（双击） - 扩散度高：整体环境向好 - 离散度高：且有强主线 景气全面上行，强行业比弱行业更强
Beta↓+ Alpha↓（低仓位） - 扩散度低：多数行业盈利下行 - 离散度低：景气差异不大 缺乏方向，β和结构都弱	全面衰退期 第 III 象限	存量博弈期 第 IV 象限	Beta↓+ Alpha↑（极致 缩圈） - 扩散度低：多数行业承压 - 离散度高：极少数行业维持高景气 少数行业独走的结构行情

资料来源：中银证券

2026 年一季报数据显示当前仍处于第一象限，即扩散度、离散度双升阶段，符合有强主线的上行市特征。

因此从行业比较视角而言，对于强主线的把握仍然是 26H2 的核心。

图表 26. 当前仍是“有强主线”的上行市



资料来源：万得，中银证券

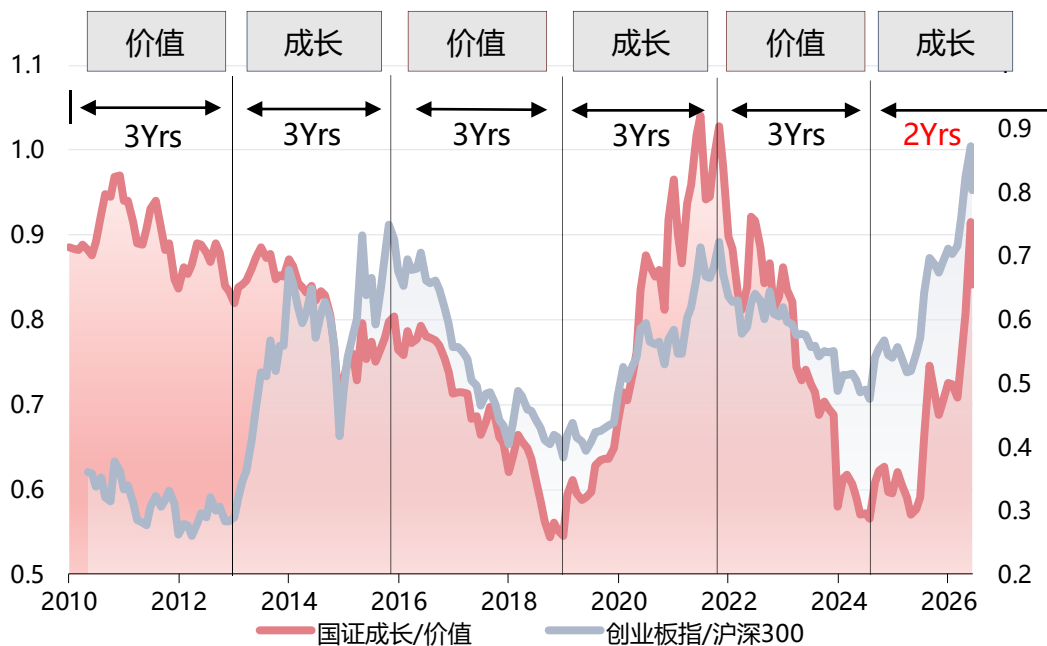
3.2 把握主线，轻易不下趋势

部分投资者或关注下半年是否会发生风格均衡或风格切换，我们认为，向价值切换的大级别时间节点尚未到来，一是本轮成长风格的改善时间尚不及历史均值。二是价值股的拐点信号尚未出现。我们认为价值股的拐点信号有两种类型：

第一种是类似 2024 年 1 月的“快跌型出清”拐点。核心是 A 股内部流动性平衡被打破，特征是下跌斜率快速提高、微观交易结构恶化、卖盘从主动减仓转向被动去杠杆，拐点信号是通过急跌完成风险释放。

第二种是类似 2024 年 6 月至 9 月的“阴跌型调整”遇政策拐点。核心是政策预期缺位、基本面预期下修、资金持续流出。特征是跌速不快，但持续时间长；估值已经低，但资金仍然缺乏主动拉抬意愿；市场会反复出现技术性反弹，但反弹之后仍容易被重新压回。拐点不是“跌得便宜”本身，拐点是政策信号，类似于市场终于在 2024 年 9 月 26 日的政治局会议上等到了政策信号。

图表 27. 成长/价值的切换周期耗时尚不足够



资料来源：万得，中银证券

图表 28. 价值股“两种”潜在的拐点信号

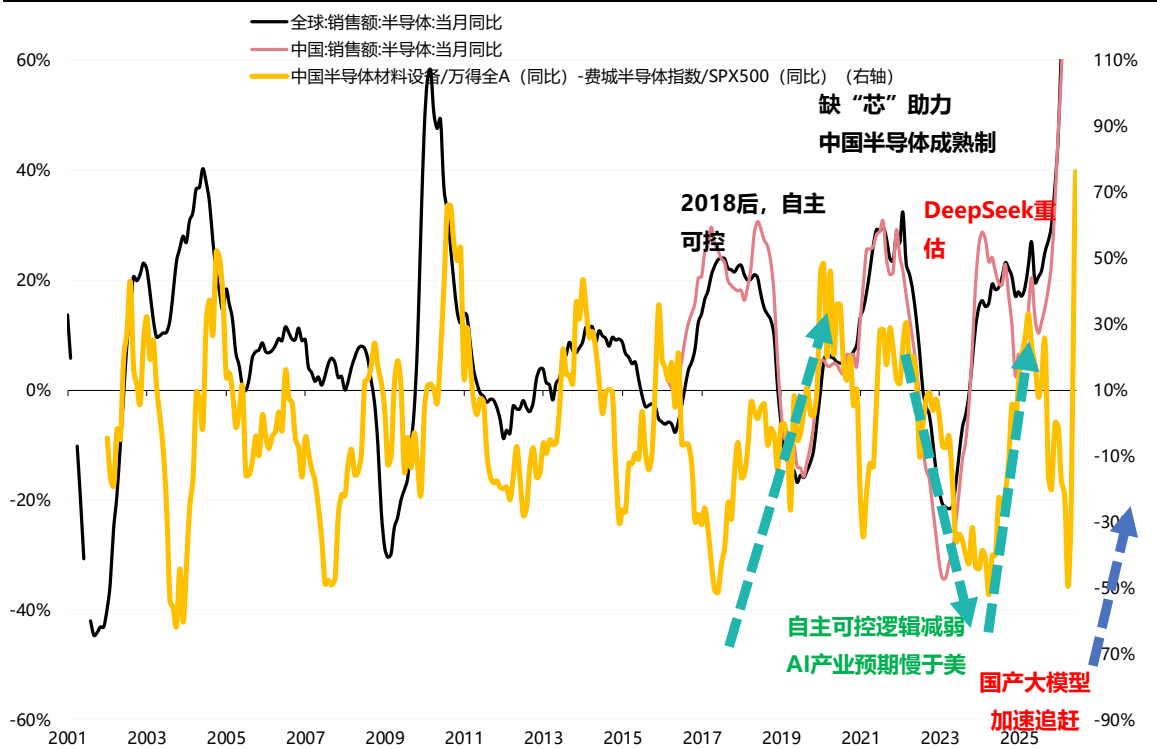


资料来源：万得，中银证券

科技去伪存真，真科技充分享受产业趋势力量。量化成交额占比提升，或推动行业配置均衡视角的伪 AI 个股存在部分泡沫，但真正受益于 AI 产业趋势及国内自主可控产业趋势的科技核心方向仍悄然保持强势。此前市场担忧的“两朵 AI 产业乌云”：“第一朵乌云”是市场担忧存储价格提升过快侵蚀产业良性发展空间，这已经在国际存储三厂及中国长鑫的坚定扩产下，有所消散。“第二朵乌云”是担忧大厂 CAPEX 降速，这一担忧或在 7 月底海外大厂财报披露后得以打消。

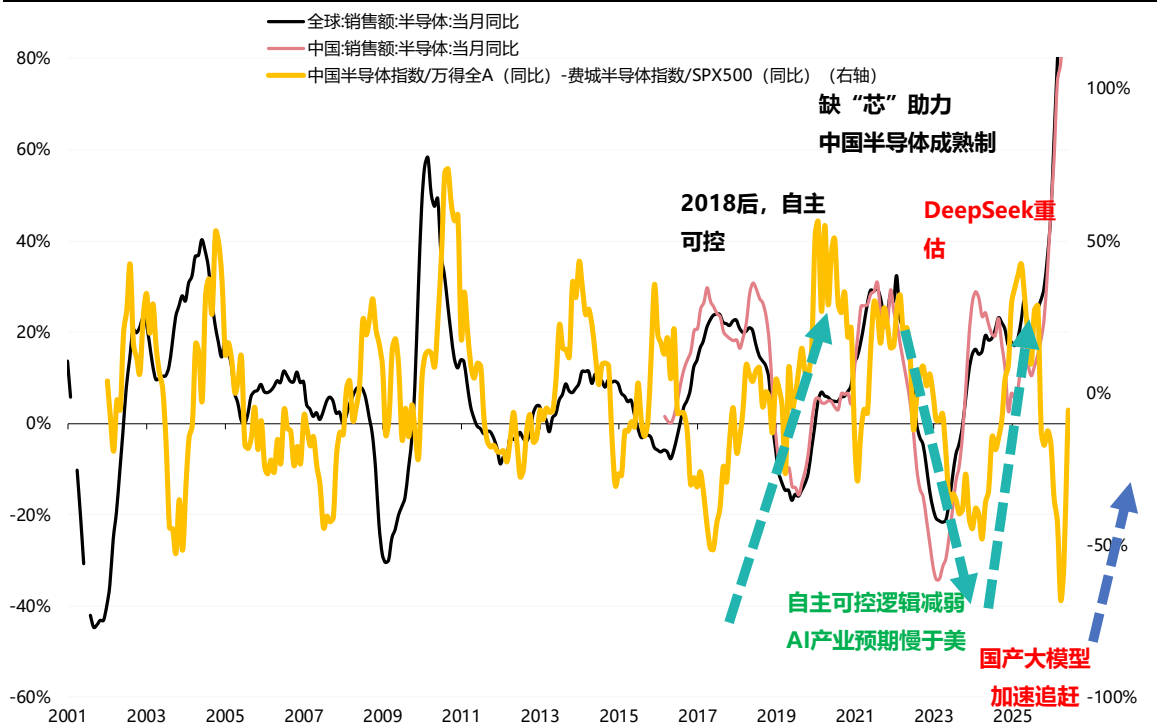
对于国产算力，市场在 2026 年 6 月将中国半导体设备与材料指数的 Alpha 指标迅速从历史低点修复至历史新高位置，显示市场存在对于相关板块此前存在“估值折价”的判断，而这一指标的迅速修复，无疑反映的是市场定价的有效性。此外，中国半导体指数的 Alpha 指标也在经历从历史底部向上修复的过程，但幅度上，仍未上修至 0% 以上，这反映中国半导体行业的整体定价仍处于相对合意水平，国产大模型和中国半导体产业的追赶仍然在途。

图表 29. 中国半导体设备与材料指数 Alpha 指标



资料来源: 万得, 中银证券

图表 30. 中国半导体指数 Alpha 指标



资料来源: 万得, 中银证券

3.3 关注主线扩散

从景气前瞻视角来看，根据 2026 年中报预告及分析师一致预期变动数据的反馈，A 股行业间景气同样呈现出扩散态势，主线科技行业之外，仍有相当比例非科技行业景气呈现上修态势，如非科技行业中的锂矿、证券、光伏设备、机器人、农化、锂电设备等。

图表 31. 70 个重点行业：哪些中报业绩绝对增速高且边际上修

70个代表性行业	25年盈利 增速(样本 均值)	25年盈利 增速(实际 均值)	26Q1盈利 增速(样本 均值)	26Q1盈利 增速(实际 均值)	4月E盈利增 速(样本 均值)	5月E盈利增 速(样本 均值)	6月E盈利增 速(样本 均值)	△6月-5月 盈利预期 变动	70个代表性行业	25年盈利 增速(样本 均值)	25年盈利 增速(实际 均值)	26Q1盈利 增速(样本 均值)	26Q1盈利 增速(实际 均值)	4月E盈利增 速(样本 均值)	5月E盈利增 速(样本 均值)	6月E盈利增 速(样本 均值)	△6月-5月 盈利预期 变动
锂矿	20547%	139%	5905%	25744%	76502%	85898%	86309%		纺织	-3%	29%	-2%	-6%	10%	11%	11%	
证券	47%	43%	9%	18%	52%	34%	68%	34%	动力电池	18%	25%	14%	2%	92%	92%	92%	0%
半导体	35%	18%	98%	140%	133%	118%	144%	26%	电气设备	0%	4%	16%	-29%	56%	54%	54%	0%
光伏设备	-29%	-34%	-59%	-71%	-16%	-36%	-24%	12%	塑料	3%	-23%	114%	94%	143%	144%	144%	0%
商贸零售	-43%	-183%	14%	24%	81%	67%	77%	10%	保险	57%	51%	33%	7%	26%	26%	26%	0%
工业机器人	57%	2534%	163%	95%	103%	106%	116%	9%	钢铁	-14%	-71%	-4%	-280%	62%	56%	56%	0%
房地产	-161%	-25%	-65%	0%	-24%	-47%	-42%	5%	中药	5%	-14%	15%	29%	15%	13%	13%	0%
计算机设备	42%	53%	138%	192%	132%	163%	165%	3%	消费电子	83%	67%	3%	4%	67%	64%	63%	0%
通信设备	35%	66%	58%	64%	152%	172%	174%	2%	橡胶	41%	41%	-185%	-167%	11%	-1%	-1%	0%
农化	23%	29%	58%	46%	74%	76%	77%	1%	稀土磁材	-6%	-17%	21%	39%	35%	31%	31%	0%
医疗服务	61%	62%	27%	29%	70%	69%	70%	1%	建筑	4%	-2%	71%	91%	-11%	-14%	-15%	0%
锂电设备	447%	311%	11%	25%	777%	800%	801%	1%	造纸	62%	-78%	24%	214%	23%	21%	21%	-1%
煤炭	-25%	-29%	-3%	-7%	-6%	-4%	-4%	0%	医药流通	36%	52%	-6%	-14%	15%	12%	11%	-1%
黄金	56%	67%	121%	108%	167%	183%	183%	0%	光伏	84%	453%	48%	34%	248%	220%	219%	-1%
工业金属	33%	44%	72%	96%	90%	116%	117%	0%	乘用车	1%	-4%	64%	73%	-29%	38%	37%	-1%
航运	-30%	-25%	-18%	-14%	-19%	-14%	-14%	0%	游戏	21%	37%	112%	124%	194%	197%	196%	-1%
水电	7%	8%	22%	21%	11%	12%	12%	0%	化药	12%	6%	-5%	264%	55%	59%	58%	-1%
水泥	8%	-49%	0%	-142%	27%	27%	27%	0%	火电	-6%	-6%	-37%	-36%	10%	9%	8%	-1%
啤酒	15%	17%	7%	6%	24%	24%	24%	0%	风电	11%	2075%	20%	7%	152%	125%	124%	-1%
酒店	1%	1%	72%	107%	24%	25%	25%	0%	化学原料	39%	35%	32%	26%	41%	40%	39%	-1%
银行	2%	1%	3%	3%	6%	6%	6%	0%	玻璃	148%	79%	122%	106%	105%	95%	94%	-1%
工程机械	23%	16%	-2%	-3%	58%	55%	55%	0%	石油石化	-36%	-35%	157%	147%	13%	17%	16%	-1%
装饰材料	-27%	-26%	20%	47%	50%	50%	50%	0%	家居	49%	47%	238%	345%	24%	14%	12%	-2%
燃气	9%	3%	-30%	-19%	37%	35%	35%	0%	畜牧业	40%	53%	76%	82%	-56%	-59%	-61%	-2%
机场	9%	16%	11%	2%	40%	39%	39%	0%	云服务	69%	42%	428%	345%	104%	152%	150%	-2%
厨电	-20%	-54%	-10%	-27%	-7%	-15%	-15%	0%	国防军工	97%	87%	5713%	1036%	36%	28%	26%	-3%
小家电	-14%	-16%	-35%	-38%	0%	-3%	-3%	0%	计算机软件	-7%	-10%	-14%	-11%	264%	229%	224%	-5%
种植业	271%	25%	135%	38%	-11%	558%	558%	0%	旅游及免税	131%	136%	223%	353%	19%	18%	11%	-6%
影视院线	512%	64%	-96%	-98%	518%	481%	481%	0%	白酒	74%	888%	-7%	20%	-62%	-15%	-27%	-12%
快递	5%	-3%	33%	35%	30%	30%	30%	0%	生物药	11%	831%	14%	-9%	670%	632%	616%	-17%
电信运营商	-1%	0%	-4%	-8%	-2%	-4%	-4%	0%	机床设备	61%	-35%	126%	387%	197%	189%	169%	-21%
广告	-41%	-26%	43%	34%	20%	18%	18%	0%	航空	-10%	-16%	276%	207%	523%	357%	333%	-24%
锂电化学品	55%	762%	249%	1008%	305%	331%	331%	0%	光学光电	-2%	-19%	-21%	-84%	87%	87%	47%	-40%
医疗器械	-15%	-7%	-15%	-7%	10%	5%	5%	0%	汽车零部件	-62%	-93%	258%	1361%	48%	50%	9%	-41%
白电	3%	3%	-2%	-2%	10%	9%	9%	0%	食品	1%	3%	17%	-7%	18%	17%	-29%	-46%

资料来源：iFinD，中银证券

4 本轮牛市是低波而非高波

4.1 尚未出现分子冲击的调整类型

自 25 年 4 月以来，本轮上行市出现过多次调整，归因来看，主要是因为 1) 贸易摩擦和 2) 分母端预期扰动，近期方出现产业景气层面的担忧。但从每轮调整幅度来看，除 2025 年 4 月黑天鹅事件外，之后几次上行市中的调整幅度都较为可控，且皆属于风险偏好和分母层面的影响型冲击。后视角看，每一轮调整都构成了另一种形式上的“战略布局点”。

图表 32. 本轮上行市的回撤幅度都较为可控



资料来源：万得，中银证券。注：左轴为万得全 A 指数，右轴为该指数阶段性回撤幅度

4.2 交易拥挤度层面的担忧

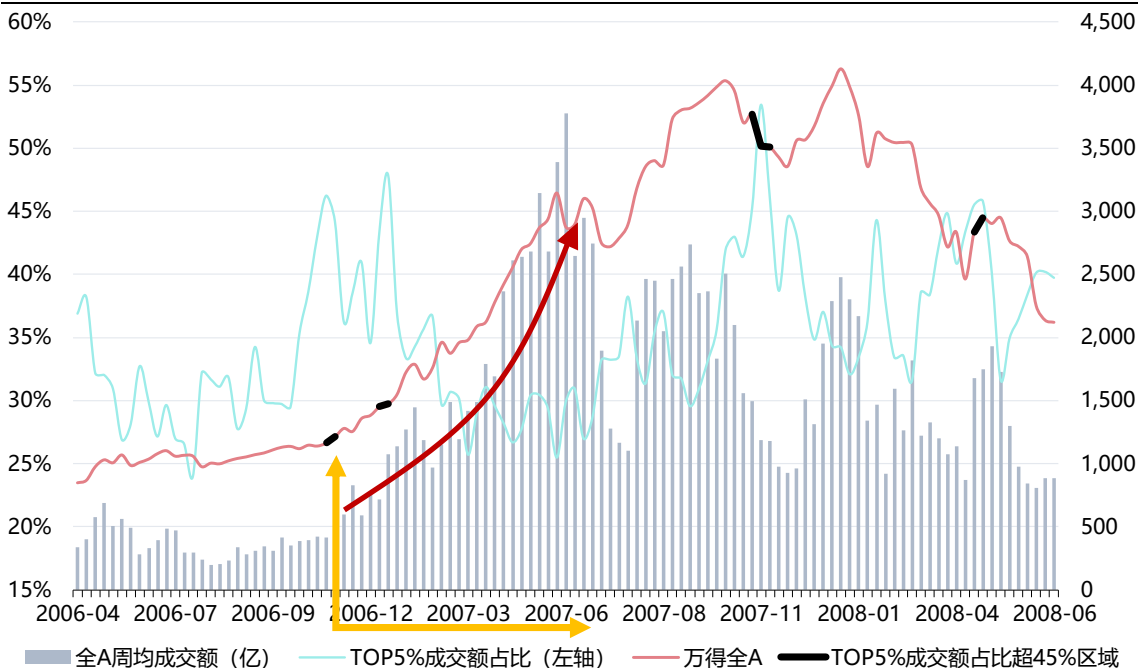
此外，市场还担忧“交易拥挤度”的问题。前期 A 股市场最热门的话题之一，便是“成交额前 5% 个股成交额占比达到 45%”。不少投资者认为，只要这一指标突破 45%，就意味着市场即将发生牛熊转换，或者至少意味着成长风格见顶、高低切换开启。

A 股“热门板块成交额占比到 45%就会导致盘面变化”的内涵：不是阈值数字“45%”这个表面信号，而是数字背后进一步的“第一性”逻辑：增量资金是否还能覆盖拥挤交易的边际需求。

如果成交集中度上升，但全市场成交额停滞不前，甚至持续萎缩，那么市场的确是在进行存量博弈。少数热门方向不断吸走资金，其他板块被迫失血，交易结构越来越脆弱。在这种情况下，45%的高集中度可能意味着拥挤，甚至可能成为风险信号。

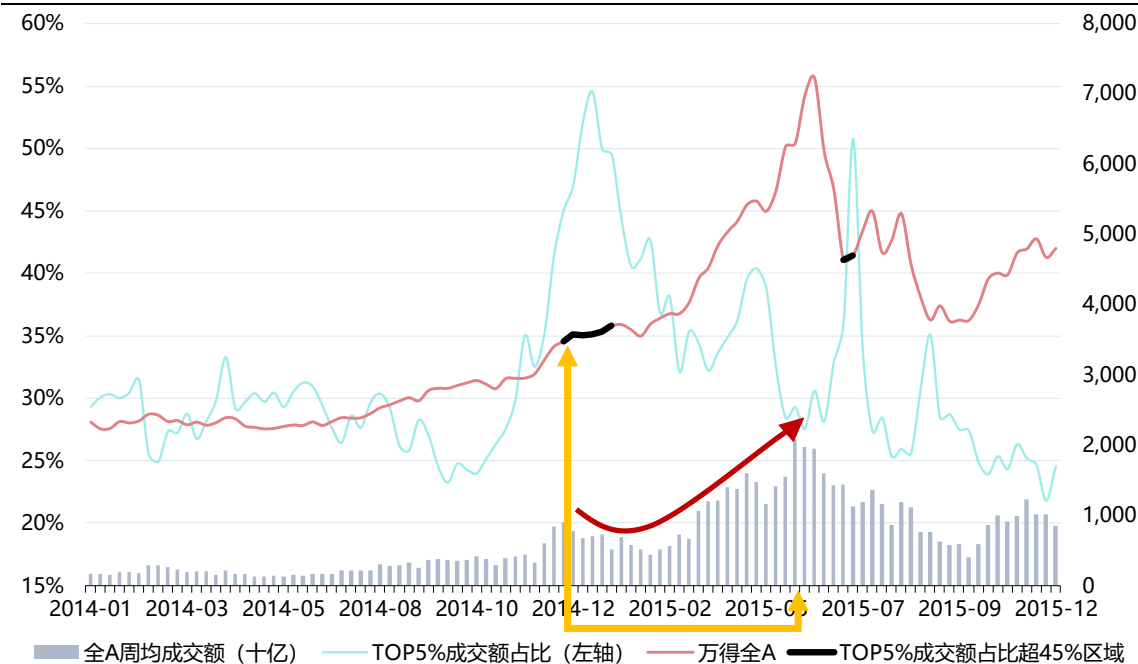
但如果情况相反，成交集中度提高的同时，全市场成交额中枢也在持续抬升，那么市场看到的就不是存量博弈，而是增量资金驱动下的趋势扩张。此时 45% 不仅不是危险信号，反而可能只是彼时牛市的一个中继信号。（如 2006 年 11 月、2014 年 12 月）。

图表 33. 2006 年 11 月，TOP5% 个股成交额占比触及高位后，仅为牛市中继



资料来源：万得，中银证券

图表 34. 2014 年 12 月，TOP5% 个股成交额占比触及高位后，仅为牛市中继



资料来源：万得，中银证券

4.3 两个指标把握回调后的布局点

1) 第一个指标是万得全 A 指数三年滚动 EPR。2025 年 9 月后，万得全 A 指数，三年滚动 ERP 指标（图中红线）持续运行在【1X 底】和【2X 顶】之间。这种新市场状态下的估值上轨与下轨，或可作为一种参考指标。当前位置距离底部下跌空间为 2.6%；顶部上涨空间为 11.0%。

图表 35. 万得全 A 指数三年滚动 ERP 指标



资料来源：万得，中银证券

2) 第二个指标是 BOCIASI 快线指标。从短线市场情绪把握来看，BOCIASI 快线情绪指标，持续发挥重要作用。2026 年 7 月 7 日和 8 日，快线情绪接近快线加仓信号阈值（27.0%），两日盘中都或已触及加仓信号。此外，该指标在 2026 年 3 月 23 日也成功发出过加仓信号。

图表 36. BOCIASI 情绪指标



资料来源：万得，中银证券

5 策略专题

5.1 国产算力

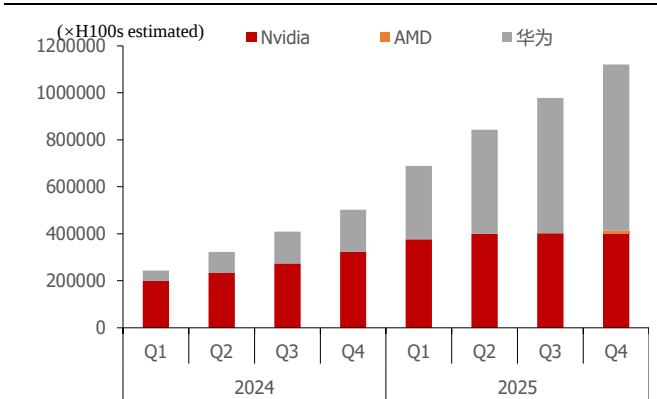
国产模型跑通全栈国产化，国产算力链逐步切换到需求、供给和业绩兑现相互印证的阶段。DeepSeek V4 的发布标志着国产大模型已基本跑通全栈国产化，理论上已形成从底层硬件、基础软件、平台服务到上层应用、安全体系的完整技术链条，映射国产 GPU、服务器整机、IDC、半导体制造、液冷等 A 股板块，国产算力板块已迎来自己的质变临界点。2026Q2 以来，国产算力链逐步切换到需求、供给和业绩兑现相互印证的阶段。需求端最重要的变化，是国内大模型训练与推理场景全面扩容，字节、美团、阿里、腾讯等平台型客户持续提高算力投入强度，行业不再停留于验证可用性，而是开始围绕高并发推理、超大规模训练集群和商业化落地形成持续采购。供给端则表现为国产芯片、服务器、交换网络、光互联和液冷等多个环节同步升级，产业链配套能力明显增强。政策端也在安全可靠、自主可控和央国企采购导向上不断加码，使得国产替代不只是技术路线选择，更逐渐成为确定性的配置方向。

图表 37. DeepSeek V4 发布后国产大模型理论上已跑通全栈国产化



资料来源：中银证券

图表 38. 中国境内算力供应：国产占比持续提升



资料来源：epoch.ai，中银证券

图表 39. 国产算力/海外算力股价比远景能否跟上算力趋势



资料来源：万得，epoch.ai，中银证券

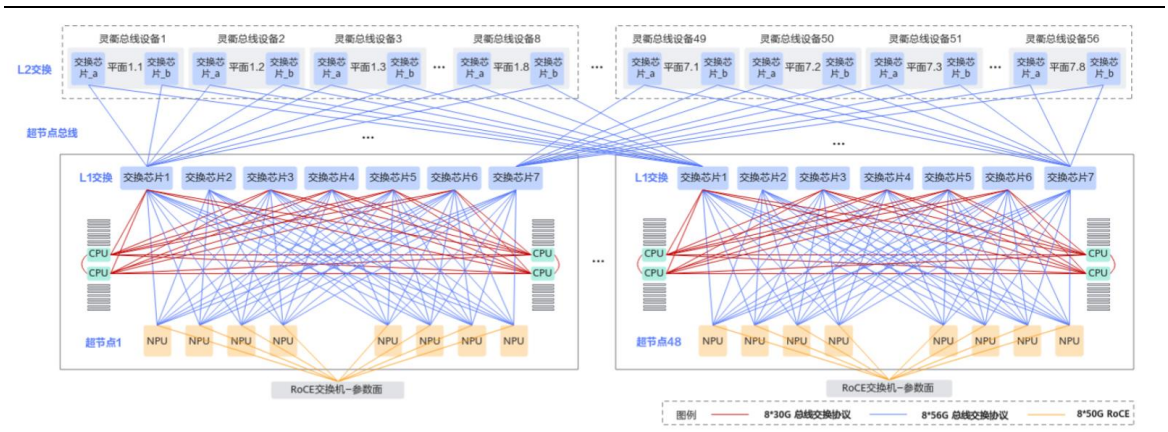
超节点化和系统集成趋势有望提升国产算力整体景气度。虽然一季报里国内算力受制于单卡性能，以及互连与先进封装、HBM 和高端材料的短板，没有完整反映出下游 Agent 驱动下 Token 集中释放的景气度，不过随着以昇腾 950 为代表的硬件交付加速，这一被动局面或接近扭转。二季度国产算力链最核心的变化在于，过去市场更多将服务器视为简单组装环节，而在当前架构升级背景下，单机柜价值量显著提升，交换芯片、高速连接器、光模块、液冷、电源和系统软件的重要性同步上升。未来国产算力链的盈利弹性或不只集中在 GPU 或加速卡本身，而是会沿着整条高性能算力基础设施链条扩散。IDC 数据显示，截至去年国内 AI 加速卡市场国产产品份额已提升至四成以上，说明行业景气的支撑已经从政策预期过渡到真实订单与真实支出。

图表 40. 国内外代表性算卡参数对比

	华为昇腾 950PR	英伟达 H100
发布时间	2026 年 Q1 (已量产)	2022 年 3 月发布, 2022 年 Q4 量产
芯片架构	达芬奇架构 (SIMD/SIMT 双模)	Hopper 架构
制程工艺	未公开 (国产工艺)	台积电 4nm
FP8 算力	1 PFLOPS	约 1.979 PFLOPS
FP4 算力	1.56-2 PFLOPS (原生支持)	不支持
FP16 算力	1440 TFLOPS	约 1979 TFLOPS
显存容量	112-128GB HBM (自研 HiBL 1.0)	80GB HBM3
显存带宽	1.4-1.6 TB/s	3.35 TB/s
芯片互联带宽	2 TB/s	NVLink 900 GB/s
功耗(TDP)	600W	700W
精度支持	FP32/HF32/FP16/BF16/FP8/ MXFP8/HiF8/MXFP4/HiF4	FP64/FP32/TF32/BF16/ FP16/FP8/INT8
软件生态	CANN+MindSpore (兼容 CUDA)	CUDA (400 万+开发者)
主要应用场景	AI 推理 (Prefill 阶段)	AI 训练/推理、高性能计算
价格区间	约\$6,000-\$10,000	\$20,000+

资料来源：万得，中银证券

图表 41. 华为超节点组网方案示意图



资料来源：华为，中银证券

从产业链结构看，国产算力链上游核心的部分仍是算力芯片设计、晶圆制造、先进封装以及半导体设备这些环节，算力芯片决定了国产替代的技术高度，晶圆制造和封装能力则决定了量产节奏与交付能力，设备环节则是整个上游扩产逻辑最直接的先行指标。当前市场之所以持续关注中芯国际、北方华创、中微公司等，原因并不仅仅在于它们所处位置靠前，而在于这些环节一旦进入扩产周期，往往具备更清晰的订单传导和更高的业绩可见度。中游是本轮国产算力链中最值得重视的利润承接区，主要包括 AI 服务器整机、超节点集成、交换芯片、高速连接器、光模块和液冷散热。超节点架构的兴起，使得服务器不再只是承接芯片的盒子，而是成为计算、互联、散热与调度能力的综合载体。下游则主要体现为 IDC、AIDC、算力租赁和云服务，随着智算中心建设提速，数据中心运营商和第三方算力平台的商业模式正在被重新定价，下游公司的弹性虽然通常晚于芯片和整机环节体现，但一旦行业进入放量阶段，盈利兑现往往更稳定。

图表 42. A 股国产算力链股票池

股票代码	简称	所处产业链环节
688256.SH	寒武纪	算力芯片设计
688041.SH	海光信息	算力芯片设计（CPU/GPU）
688981.SH	中芯国际	晶圆代工（先进制程）
600584.SH	长电科技	先进封装（CoWoS/Chiplet）
002371.SZ	北方华创	半导体设备（刻蚀/薄膜）
000977.SZ	浪潮信息	AI 服务器龙头
603019.SH	中科曙光	AI 服务器+超节点整机
688702.SH	盛科通信	交换芯片（超节点必选）
002837.SZ	英维克	液冷（冷板式全链条）
300442.SZ	润泽科技	大规模 AI 数据中心

资料来源：万得，中银证券

5.2 人形机器人

人形机器人产业正在完成从 1-10 规模化放量的关键跨越。近期人形机器人行业利好集中涌现，海外龙头方面，特斯拉 Optimus 7-8 月在加州弗里蒙特工厂启动量产，原 Model S/X 产线全面改造为机器人专用产线，第一代产线设计年产能 100 万台。国内方面，据高工机器人测算，2026 年人形机器人国内出货量有望提升至 6.25 万台，我们预计下半年将成为产业逻辑兑现的关键窗口期。同时证监会已经同意国内宇树科技 IPO 注册申请，公司即将登陆科创板。宇树科技 IPO 从受理到注册仅 104 天，创科创板预先审阅机制落地以来最快审核纪录。1-5 月我国机器人规上企业营收突破 900 亿元、同比增长 26.9%，从中报预告看人形机器人产业链向好趋势显著，多家产业链公司密集披露半年报预增公告，从核心零部件到整机集成均呈现盈利改善趋势。

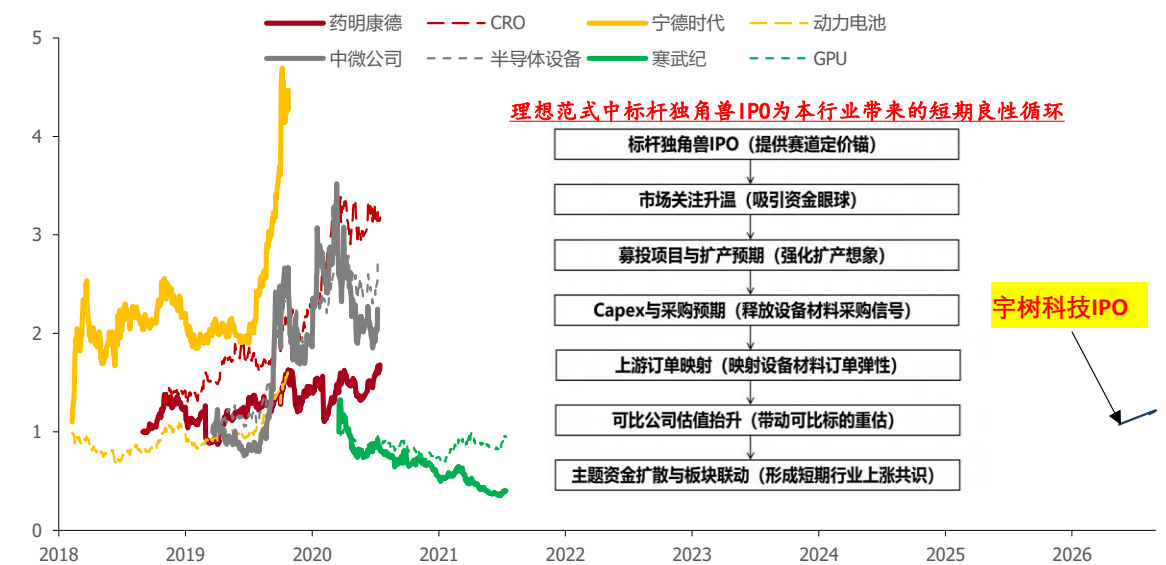
图表 43. 国内外代表性机器人公司最新进展

重点厂商	2026 年量产节点/产能情况
特斯拉	7-8 月弗里蒙特工厂启动量产，原 Model S/X 产线改造为机器人产线，第一代产线设计年产能 100 万台
宇树	2026 年目标出货量 1 万-2 万台；IPO 于 2026 年 7 月 2 日注册生效，成 A 股人形机器人第一股
优必选	2026 年产能将达到万台规模
智元	计划 2026 年实现 1 万台产能，若交付顺利，营收有望实现翻倍增长
小鹏	新一代 IRON 计划 2026 年底月产能提升至 1000 台以上

资料来源：华尔街见闻，新浪财经，澎湃新闻，中银证券

标杆独角兽 IPO 有望带动加速行业二级化进程。宇树科技 IPO 在即，A 股历史上投资者非常喜欢新兴行业标杆独角兽 IPO，认为其一定程度上会强化行业关注度，提升板块风险偏好，完善估值锚和产业叙事，同时为后续同类企业 IPO 及一级市场估值提供参考基准。人形机器人是当前少有的内外共振合力细分赛道，宇树正式挂牌后国内人形机器人行业有望开启明确的商业化订单、量产爬坡、成本下降和盈利改善的行业正向循环。我们预计 2026 年下半年整机厂商集中进入 IPO 窗口期，除宇树外，云深处、乐聚机器人、傅利叶智能 IPO 材料已获受理，智元机器人、银河通用、众擎机器人、星海图、松延动力均已完成股改，这些主机厂资本化进程的加速将扭转市场将国内机器人定价为特斯拉映射的旧有逻辑，推动赛道估值重构从一级市场转向二级市场。

图表 44. 新兴行业标杆独角兽的 IPO 后，股价走势以及对对应行业指数走势



资料来源：万得，中银证券；股价/行业指数已做归一化处理，取独角兽上市日及其对应细分行业指数起始日两者较晚日期为主基准日

具身大模型迭代加速，软件壁垒逐步建立。当前世界模型+VLA 已成为行业主流架构，具身模型架构加速收敛，软件与数据飞轮能力正逐步成为人形机器人行业下一阶段的竞争壁垒。投资上，根据人形机器人产业价值链分布，当前成本结构中，价值量高度集中于少数核心环节。根据觅途咨询《2024 人形机器人产业白皮书》数据，丝杠、无框力矩电机、减速器、力传感器、空心杯电机、轴承在人形机器人价值占比分别为 19%、16%、13%、11%、8%、5.5%，其他零部件合计占 27.50%，减速器、电机、丝杠和传感器四大类零部件合计占比接近 60%，构成了人形机器人最核心的价值部分。而丝杠、减速器等属于重资产、扩产慢、整机刚需的核心零部件，供需易呈偏紧状态，是本轮下游客户寻求保供锁单的重点方向。从投资者视角看，市场共识聚焦五大方向：1）本体（宇树、优必选等整机及代工映射）；2）减速器/丝杠等重资产核心零部件（谐波、行星滚柱丝杠）；3）轻量化结构件（塑料件渗透率持续提升）；4）伺服电机（高转矩密度轴向磁通电机加速渗透）；5）传感器与电子皮肤。确定性最强的是特斯拉 Tier1、丝杠、谐波减速机等供应链逐步缩圈的环节；弹性方向则看灵巧手（导入行星滚珠丝杠、电子皮肤）、电机与轻量化（PEEK、镁铝合金）等技术迭代与降本主线。

图表 45. A 股主要人形机器人上市公司产业链位置及估值情况

代码	名称	产业链环节	总市值(亿元)	PE-TTM(倍)
002050.SZ	三花智控	Tier1 总成	1,764.80	43.20
601689.SH	拓普集团	Tier1 总成	944.70	34.20
601100.SH	恒立液压	丝杠	1,444.10	52.20
603667.SH	五洲新春	丝杠/轴承	226.70	268.80
688017.SH	绿的谐波	减速器	695.80	508.80
002472.SZ	双环传动	减速器	360.30	28.40
002850.SZ	科达利	结构件	549.70	29.90
300115.SZ	长盈精密	结构件/关节模组	388.00	70.80
603728.SH	鸣志电器	电机	233.30	344.40
003021.SZ	兆威机电	灵巧手/微传动	219.10	91.10
300969.SZ	恒帅股份	电机	155.40	94.20
002126.SZ	银轮股份	Tier1/热管理	440.30	45.90

资料来源：万得，中银证券；数据截至 2026/7/14

6 风险提示

- 1) 周期定位出现偏差，海外经验借鉴失效，依据历史数据归纳的结论参考意义有限或失效。
- 2) 盈利判断存在误差，估值超预期下行。
- 3) 逆周期政策不及预期，宏观经济超预期下行。
- 4) 中周期主导产业业绩下滑超预期。
- 5) 新兴产业趋势发展不及预期。
- 6) 贸易摩擦进一步加剧。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371