

策略周评 20260830

又到了分子和分母赛跑的时刻

2026 年 08 月 30 日

事件

7 月末《如何把握后续的科技硬件修复机会》一文中，我们提出“流动性维度看，2026H2 市场将从“成长绝对占优”进入风格拉锯状态，但 AI 产业趋势仍留有想象空间”。8 月以来随资金风险偏好温和回升，包括科技硬件在内、A 股整体有所修复，但实际上两创并没有跑赢大盘，反而是代表交易性赚钱效应的小微盘占据优势；板块层面来说，电子、通信仅收回上个月跌幅的不足 1/3，行情演绎也并不流畅。投资者不再像 7 月那样对产业的利好“充耳不闻”，但也不愿大仓位押注做多，8 月 18 日之后随宏观不确定性由暗入明，不论是大盘还是两创，行情都进入一个平台期。

本周五 Jackson Hole 大会沃什发言偏鹰，市场上修了 9 月美联储加息概率，再叠加 8 月东京核心通胀升至 1.8% 强化日本 9 月加息预期，短期看流动性预期不够友好。但成长风格的顶部很难是流动性预期转紧这一因子单独决定的，如果产业趋势足够强劲，资金也可以把流动性的矛盾暂时“放一放”，去交易产业本身的景气预期上修，2022 年新能源板块在联储正式进入疫后加息通道后，顶着 5 月（+50bp）、6 月（+75bp）两次大幅加息而走出第二波趋势行情，本质上是电动车销量超预期的同时储能带来增量景气叙事，分子端的增速上修对冲甚至战胜了分母端加息带来的估值压制，最终走出一个“双顶”结构。AI，尤其是硬件，能否再有这样向上的一段趋势，本质上也是能否有新的景气预期去上修 2028 年及以后的订单能见度，从而把近端的估值系数推高。

■ 目前行情进入平台期，市场还没有等来下一个“Coding”时刻，但从一些产业信号看，我们对于未来并不悲观

把市场对于 AI 算力需求的担忧简化一下，可以拆分为：1) 训练方面，前沿闭源模型与一线闭源模型拉开代差的步伐在放缓，SOTA 闭源基座的 API 溢价被压缩，某种意义上动摇了“前沿超大训练算力的军备竞赛逻辑”；2) 推理侧来看，Agentic-Coding 景气兑现之后，AI 产业阶段性面临新增长场景空窗，而国产闭源模型还在不断的通过架构创新和工程能力提升来推动 Token 降本，“算力通缩”焦虑时不时卷土重来。

训练端本质是 AI 优质模型基座的供给，而推理侧对应需求场景的打开，从终局视角来看后者占比提升具备确定性，但这并不代表训练不重要。至少目前的格局看，2026 年（按照 AMD 测算）训练仍占据约 40% 的算力需求，这意味着如果市场下修头部云厂商高端训练 GPU 资本开支预期，带来的预期冲击还达不到“无关痛痒”的程度，尤其是在推理侧新场景接续还不明朗的情况下。预期的改善需要前沿模型厂商推出新的 SOTA 模型拉开代差。对于 OpenAI 即将发布的下一代模型 Astra，目前官方信息较少，综合 Stanford Tech Review 等硅谷科技媒体分析，产业端认为其可能会在长周期自律 Agent、前沿科研等方面建立闭源护城河，且该模型核心方向为强化多智能体长周期协同能力而非简单的单一基座大模型升级，开源对其的追赶难度很可能会高于传统基座模型。这里由于模型尚未发布，可以持一个开放、积极观察的态度，若 Astra 能够提高系统工程级壁垒，投资者发现闭-开源代差不容易被快速抹平，训练算力的市场情绪可能会得到边际修复。

当然，目前算力主线叙事已经转移至推理侧。虽然市场尚未明确看到一个像代码那样足够具象化，且 Token 消耗量级可验证、商业化付费闭环清晰、能够独立打开增量 TAM 空间的大规模场景，但一些产业微观层面的边际信息在指向 Agentic AI 的渗透可能比市场中性预期更快：

1) NV 本周财报很有诚意，首先是数据上驳斥了 7 月以来的“AI 泡沫论”——不仅当期的营收和下期指引双 Beat，还罕见的给出来更远期的 FY2028（对应 2027 日历年）收入增长约 70% 的指引，同时面向供应商的长单采购额度增长超过一倍说明真实的终端需求能见度高、景气确定性强，整体抬升了中期预期、给市场吃下一颗定心丸。而在业绩

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

证券分析师 孔思迈

执业证书：S0600526070006

kongsm@dwzq.com.cn

相关研究

《长债利率快速上行压制美股反弹——美股周观点》

2026-08-24

《美债问题再敲门，危中有机——港股周观点》

2026-08-24

数据之外，有两个信息更值得重视，一是客户结构和增长动能的多样化，ACI&E 板块同比增长翻倍，占数据中心收入“半壁江山”，这为 AI 已经在跨行业、向多领域渗透提供直接证据；二是黄仁勋在问答中表示，他认为在上个月开始 **Agentic AI 已经跨越了临界点**（从多数 AI 是 prompted 变为多数 AI 是 Agentic），而 Agentic AI 单项任务算力是人类直接提示模型的 15-100 倍。

- 2) **OpenRouter 数据显示**，近 7 日（截至 2026-08-28）Token 流量消费结构中，不包括 Code 的 Agent 大类占比（35.5%）已经接近 Code（37.5%），而 Workflow Execution（工作流执行）成为最大的细分项支出（23.8%），准通用 Agent 对于收入的贡献已经不容小觑。

所以总结而言，Coding 之外 Agent 的渗透其实进展积极，只是利好不够具象化。回溯一下上半年的 Coding 行情，其实随 1-2 月 Claude-Code 出圈、智谱在 2 月 12 日上调 Coding-Plan 订阅价格，在 2 月底 3 月初一些跟踪科技比较紧密的投资者已经意识到 AI-Coding 将打开新的 TAM 空间，但行情真正的启动是在 3 月末。在 Coding 刚出现时，投资者难以论证其是短期开发者尝鲜还是能够成为一项长期应用，而在 3 月 31 日，Claude-Code 源代码意外泄露引发全市场对 Agent-Coding 工程范式、算力消耗的深度讨论和研究，随后国内大厂快速跟进并发布代码 Agent 产品、景气预期快速升温，投资者开始真正去交易 Agentic Coding 带来的 Token 量级跃迁。所以一个新的产业趋势，从先知挖掘到成为市场一致预期，有一个圈层传播的时滞效应，认知差的弥合可能需要一个足够具象化的热点去引爆对于远期 TAM 空间扩容的讨论，并配合以景气落地的现实证据，比如后发厂商不断跟进的新产品以及边际向上的高频数据等。目前我们就是处在一个类似年初那样的阶段，需要等待一足够具象化的利好，让市场预期出现质变。

■ AI 应用端的机会已值得开始积极关注

在《如何把握后续的科技硬件修复机会》中我们提出，从更长时间维度来看，由于明年起云厂商 Capex 整体预期降速以及终局视角下产业链利润分配倒挂不可持续，投资层面对于 AI 中下游的重视度应当提升。而本周几家超预期的美股软件财报（CRM、CRWD、OKTA）都在说明一件事情：AI 较难彻底替代软件，且 Agent 本身的运行需要一套安全防护系统进行约束，拥有成熟运行平台、专业数据和安全监管流程/权限系统护城河的大型软件公司，反而有望在 AI 时代获得价值溢价，同时也侧面印证企业端 Agent 和安全配套需求已经在兑现为 AI 产业链真实的订单、收入。在 A 股层面，目前软件公司尚未得到一些类似海外这样的标杆性财报去向市场展示其在 AI 时代商业逻辑已经跑通闭环，但叙事层面的改善至少使得软件及其他相关应用板块进入了一个逻辑观察期。

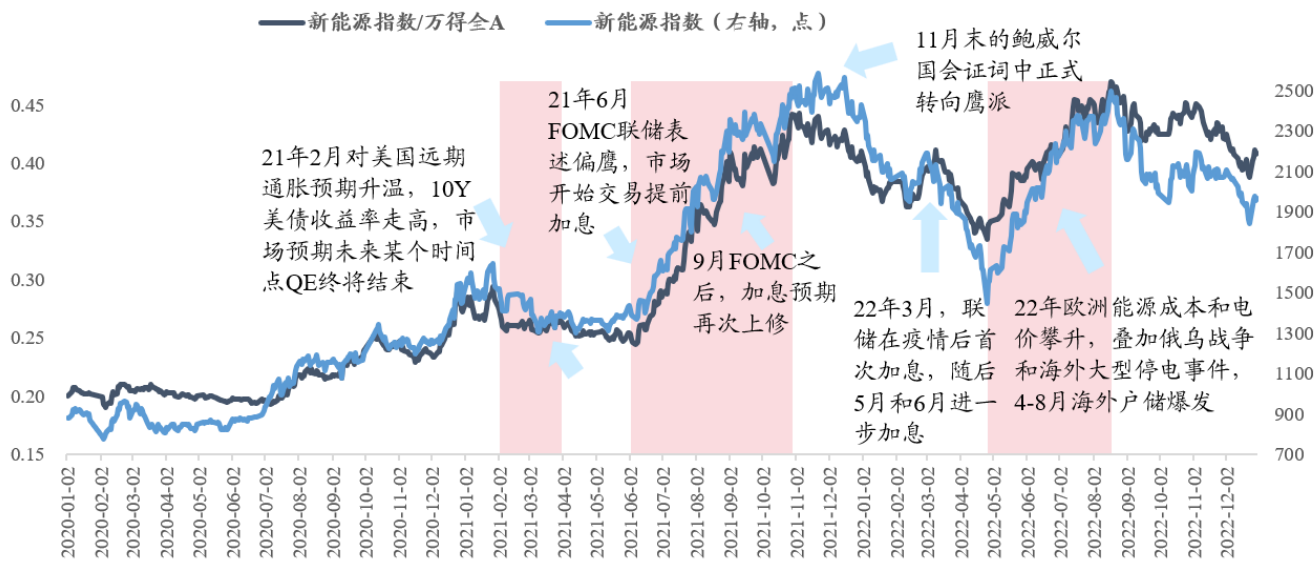
■ 观点总结：风格拉锯已经如期进行，但 AI 行情未必就此告一段落，需要静待一个 Agent 的“质变”时刻

宏观层面预期的拉锯的确压制风险偏好，但这不代表 AI 行情的终结。目前又到了分子与分母的博弈窗口——如果产业景气足够强劲，分子端产业预期的上修很可能阶段性战胜分母端利率对估值的压制。8 月两创跑输大盘、科技硬件仅弱修复，趋势资金尚未返场。我们认为目前市场对 Agentic AI 渗透的积极信号重视度不足，产业端的进展和市场叙事扭转之间往往存在时滞，可能需要等待更具象化的利好作为行情触发点。但与此同时，宏观流动性的拐点意味着今年下半年以来市场正式进入风格拉锯状态，也就是说哪怕 AI 终端叙事再迎重磅利好，市场去复刻 Q2 那样“科技硬件全面占优”的行的概率也并不高。而目前除了科技之外，资金暂时还没找到一个容量足够大且景气预期显著上修的方向，则后续：

- 1) 对于 AI 的硬件保持一个开放、积极观察的态度，一旦出现新的 TAM 空间打开的叙事、更强的修复行情很可能开启，细分层面关注量增逻辑主导的方向和国产线（具体逻辑和细分参考《如何把握后续的科技硬件修复机会》）。

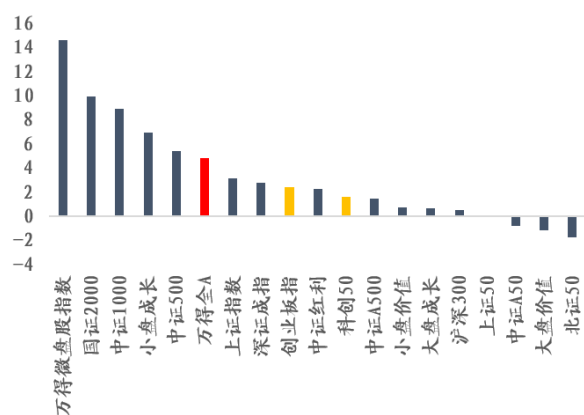
- 2) 中期看风格更加均衡，意味着一些预期出现边际改善的方向需要增加重视，这里更多可能是 α 机会，板块方面关注大炼化、新能源、医药创新链等。
 - 3) AI 中下游已经出现叙事层面的改善，且对应的很多板块筹码压力比硬件更小，哪怕暂时缺乏明确的“AI 增厚业绩”的兑现，也可能作为一种叙事驱动的题材而活跃。待流动性压制因素边际缓和，对于这些主题型机会可以增加关注。这里除了软件，还包括一些 AI 赋能型方向，比如 8 月以来活跃的医药创新链等，类似的可以关注非银金融。
- 风险提示：经济复苏节奏不及预期；政策推进不及预期；地缘政治风险；海外政策不确定性；产业进展节奏不及预期等

图1: 在 2022 年加息周期中, 新能源在储能增量叙事之下走出二波行情



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

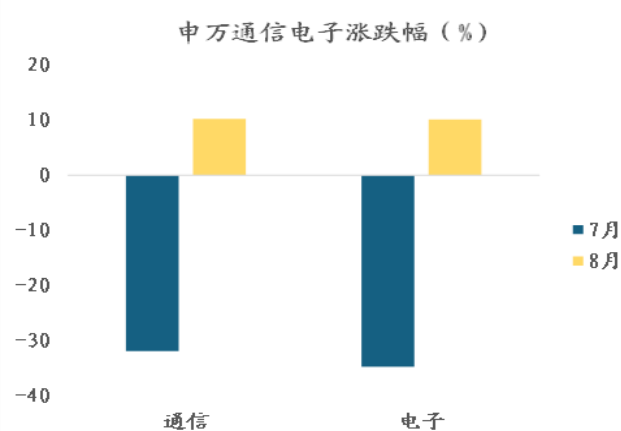
图2: A股8月双创跑输大盘(%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 8月数据截至8月28日收盘

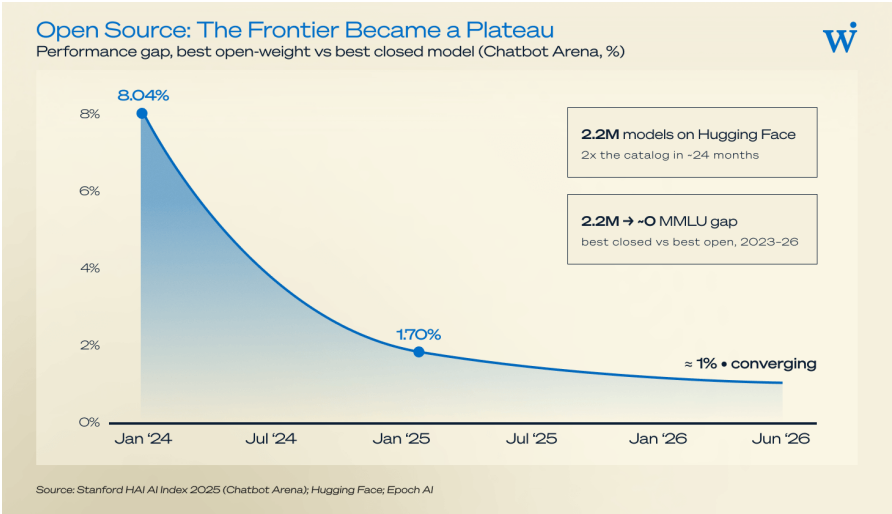
图3: 8月通信、电子尚未收复7月跌幅的1/3



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

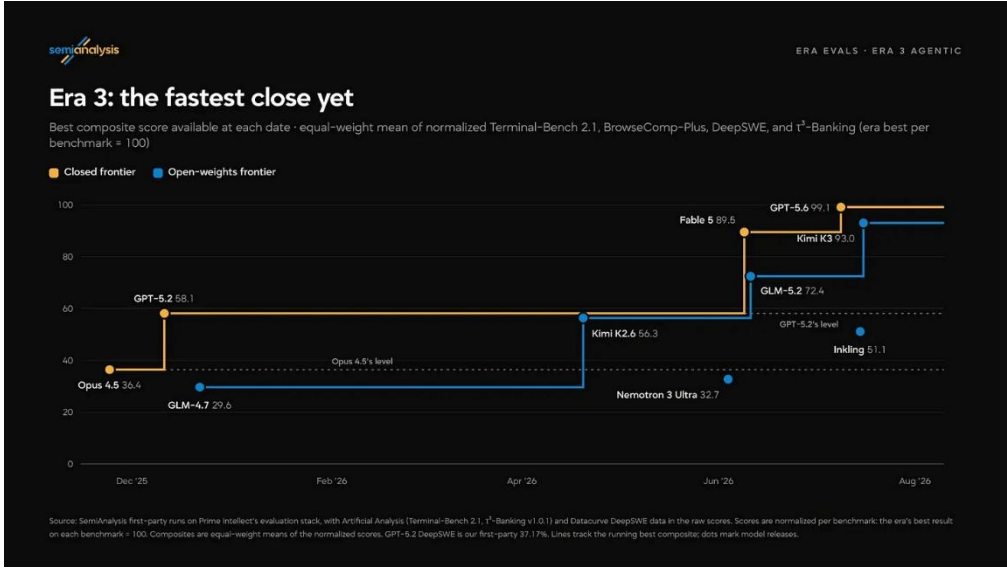
注: 8月数据截至8月28日收盘

图4：开源闭源模型性能差距持续收敛



数据来源：斯坦福大学，HuggingFace，EpochAI，东吴证券研究所

图5：开源模型追赶闭源 SOTA 的速度提升



数据来源：SemiAnalysis，东吴证券研究所

图6：2026 年推理份额占比已经过半，远期看推理有望占据算力需求的 3/4 甚至更多

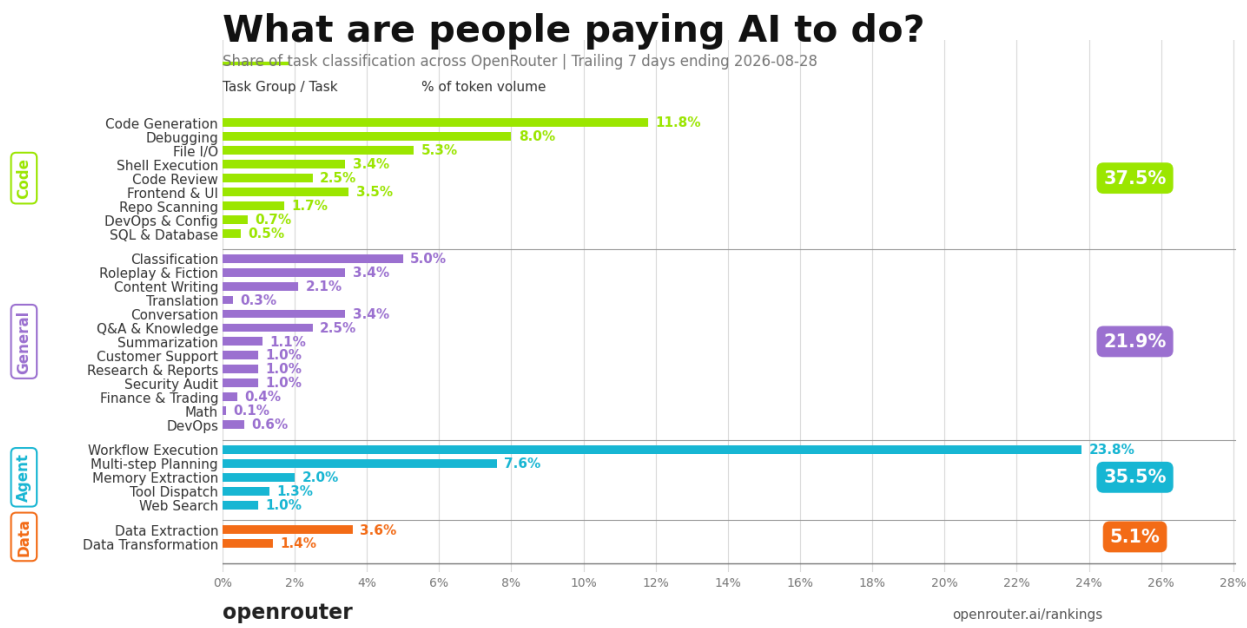
The Crossover

Year	Inference share of AI compute
2023	~33%
2025	~50%
2026	~55-67% depending on measure
2030 (forecast)	~75-80%

数据来源：Presenc AI，东吴证券研究所

注：摘自 Ramanath，Presenc AI 技术官兼联合创始人在 26 年 7 月发表的报告

图7：从近 7 日 OpenRouter 消费结构数据数据看，不包括 Code 的 Agent 付费需求占比已经接近 Code 大类



数据来源：OpenRouter，东吴证券研究所

注：数据为截至 2026-08-28 的近 7 日 OpenRouter 平台 Token 流量结构

表1：本周北美重要软件公司财报超预期

公司名称	财报发布时间	AI时代核心增量业务
Salesforce（CRM）	2026年8月26日	AI智能体平台 Agentforce、企业数据整合平台 Data 360，AI与数据产品ARR即将突破40亿美元，同比增长210%，核心为AI驱动的企业业务流程自动化与客户关系管理智能化
CrowdStrike（CRWD）	2026年8月27日	AI安全平台 Falcon、Charlotte AI、Agentic MDR，核心为AI驱动的网络安全防护、威胁检测与响应；公司整体ARR同比增长25%，平台化布局成效显著，51%的客户采用6个以上功能模块，AI相关能力是核心增长引擎
Okta（OKTA）	2026年8月26日	AI代理身份安全、机器身份治理，核心为AI智能体的身份认证、访问管控与安全防护，AI相关产品贡献30%新增订单，2028年将成为核心增长极

数据来源：Salesforce、CrowdStrike、Okta 官网，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用,且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用,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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后,应立即退回并销毁,不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>