

# A股企業盈利改善 下半年進「牛市2.0」

## 申萬宏源：短期聚焦AI產業鏈 中線布局周期股

### 投資人語

開年以來，A股在震盪中走強。

上證指數升至4190點，創近十年新高，其後轉入震盪市。申萬宏源策略首席傅靜濤向《大公報》記者表示，本輪「開門紅」其實是去年結構行情的延伸。隨着大市震盪區間的下限逐漸清晰，3月全國「兩會」及4月中美關係窗口，均可能帶來反彈。他預期，A股「全面牛」將於下半年啟動。

傅靜濤建議，短期可關注人工智能（AI）應用、海外算力、半導體、機器人、商業航天、儲能等AI產業鏈反彈機會。中期聚焦有色金屬、基礎化工等周期Alpha（超額收益），以及景氣科技，並有望延伸至出口及出海鏈。

大公報記者 倪巍晨

### 申萬宏源2026年A股投資觀點

#### 當前市況

●2026年以來，A股延續去年結構性行情，春季或是「牛市1.0」的階段性高點，短期指數震盪區間下限有望逐步探明。

#### 行情驅動力

●經濟周期好轉、新產業發展、居民資金流入股市，加上中國全球影響力提升，是未來牛市的四大動力。

#### 策略布局

●關注化工、金屬等周期股的復甦行情；人工智能相關的科技股；化工、機械等代表中國製造業實力的板塊。

#### 市場趨勢

●3月全國「兩會」和4月中美關係觀察窗口，均可能演繹「震盪市」中的反彈波段，A股「全面牛」行情可能在下半年開啟。

#### 行業風格

●隨着內地經濟回穩和物價見底回升，市場熱點將從科技股擴散到傳統周期板塊，企業盈利有望持續改善。

►從年中開始，基本面周期性改善的行業愈來愈多，這是全面牛市重要條件。

1月12日高位4165點

上週五收報4082點



大公報記者倪巍晨整理

A股牛市行情遠未結束。傅靜濤認為，去年「科技結構牛」屬「牛市1.0」。雖然AI產業趨勢仍有空間，但股價已太貴，長線回報並不划算。因此，今年春季可能是1.0階段高點，下半年才有望迎來全面牛市，亦即「牛市2.0」。

傅靜濤相信，從今年年中開始，基本面出現周期性改善的行業會愈來愈多，這是全面牛市的重要條件。一方面，部分行業已完成供給收縮，只要需求回暖，盈利和股價便會回升；另一方面，隨着「政策底、市場底、經濟底」依次確認，年中可能是「政策底」兌現的時候，屆時將觸發「牛市2.0」行情。

全面牛市有四大支撐。他詳細闡述，包括周期性基本面改善、新興產業趨勢強化、居民資金持續流入股市、中國全球影響力提升等。他預期，在牛市1.0到2.0的過渡期，高股息、防守性較強的股份仍會跑贏；進入2.0階段後，市場將呈現「周期性股份搭台、成長股唱戲」的局面，「政策底」將帶動順周期板塊向上突破。

### 把握三大結構性機會

策略上，傅靜濤建議把握三大結構性機會：其一，基礎化工、工業金屬等周期性行業的「復甦交易」；其二，AI業鏈的科技產業趨勢；其三，化工、工程機械等代表中國製造業競爭力提升的方向。

他補充說，目前AI硬件需求旺盛，上游行業已開始將產能向AI傾斜。投資者留意估值合理、具備加價能力的「玻纖」，以及短線勝算較高的「光纖」。至於利基存儲、晶圓代工，現價不算便宜，但中線仍有機會賺取業績增長的錢。

申萬宏源證券行業比較首席分析師林麗梅表示，隨着內地經濟需求回穩，以及工業品出廠價格指數（PPI）

見底回升，A股的風格將由科技成長主導，轉向科技與順周期板塊並行發展。

回溯歷史，林麗梅觀察到，PPI負增長時，A股科技板塊表現較佳；PPI止跌回升時，周期性行業及消費股往往跑贏。PPI見底後，A股的國防軍工、日常消費零售、建材、建築、電力設備等板塊，股價彈性和確定性都較高。

她預期，隨着PPI回升帶動企業補庫存，加上「十五五」開局之年的基建需求，以及平穩的出口表現，A股企業的盈利增速及淨資產收益率（ROE）將持續修復。

### 非銀行金融股或追落後

估值方面，林麗梅指出，順周期及消費類股份的估值，普遍低於歷史平均水平。目前，消費、醫藥、房地產鏈、非銀行金融等板塊的估值，只相當於上證指數3300點時的水平；但電子、有色金屬、通信、汽車、銀行等行業的估值，已反映上證6000點以上的價格。

在談到今年A股行業配置時，林麗梅建議關注兩類股份：一是景氣回穩、但股價仍未反映的非銀行金融股；二是受惠「反內捲」政策及PPI回升的順周期資產，包括電力設備、化工、有色金屬等。主題投資方向，建議重點關注核聚變、機器人、國防軍工。

此外，她提到，白酒板塊已連續五年錄得負回報，不論相對或絕對表現均已處於低位，或已進入長線布局的戰略區域。

### 保持韌性

申萬宏源證券首席經濟學家趙偉表示，隨着政策加速推進、市場信心築底，中國經濟將進入「非典型復甦」階段。他預計，2026年中國名義GDP修復將帶動企業盈利改善。消費方面，服務需求彈性更大；投資增速或「前低後高」；出口份額持續提升，整體保持韌性。他判斷，今年中國GDP同比增速有望「逐季抬升」，全年可實現5%左右的增長。

今年是「十五五」開局之年。趙偉認為，這是全面深化改革的攻堅突破期，今年或是三中全會後改革全面提速的起點，宏觀政策將在複雜多變的外部

環境中，更加注重「主動性」。

他指出，要實現2035年社會主義現代化目標，經濟總量與人均GDP需較2020年翻番，人均GDP達到中等發達水平。這意味着名義GDP與實際GDP增速需分別達到約4%和4.4%以上。中央對經濟增速的基本要求，表明未來政策將嚴守經濟底線與傳統領域基本盤。

### 擴內需續深化 出口優勢顯

趙偉表示，疫後「疤痕效應」消退，擴內需政策持續深化，有助消費需求築底改善。「投資於人」政策加碼、民生保障改革提速，將為服務消費打開

更大空間。

他預計，今年社零增速約4.5%，剔除通脹後與去年基本持平；服務業零售額增速或達5.5%，優於去年。

投資方面，化債力度加大，對投資資金的「擠出效應」有所緩解，有助投資增速修復。企業盈利見底改善，也將提振投資意願。受PPI同比「前低後高」影響，全年投資增速節奏同樣呈「前低後高」格局。

他預計，今年固定資產投資增幅勝去年，回升至3%左右，重點領域包括：消費場景類基建、數字基礎設施、大都市圈樞紐建設，以及能源轉型中的技改升級與新能源項目。

外需方面，趙偉說，今年歐美日等經濟體仍將採取擴張性財政政策。中美關稅衝突階段性緩和，新興經濟體工業化進程延續，中國出口競爭優勢將持續顯現。他預期，今年對美出口佔比降幅有望收窄，對非美地區出口佔比繼續提升，中國出口的全球份額不降反升，全年出口增速保持在4%左右。

### 今年中國主要經濟指標預測

經濟指標	預測值
實際GDP	↑5%
工業增加值	↑5.3%
固定資產投資	↑3%
基建投資（全口徑）	↑9.2%
製造業投資	↑2%
房地產投資	↓10.5%
服務業投資	↑6.1%
社會消費品零售	↑4.5%
出口	↑4%
CPI	↑0.6%
PPI	↓0.5%
社融	↑8.4%
M2	↑8%

資料來源：申萬宏源 大公報記者倪巍晨整理



▲中國擴內需政策持續深化，有助消費需求築底改善。

### 資金湧入 恒指今年最樂觀升34%

#### 形勢大好

去年恒指升27.7%，科指升23.4%，整體屬牛市格局。申萬宏源海外策略分析師董易表示，港股表面由估值擴張帶動，但與全球相比估值不算高，且越來越多公司上調盈利預測，港股對中國科技發展的代表性日漸增強。他判斷，基準情景下今年恒指潛在升幅約23%，樂觀情景更有望升近34%。板塊方面，建議聚焦AI持續滲透的科技互聯網，以及受惠紅利外溢、宏觀彈性較大的順周期板塊。

董易指出，目前港股股權風險溢價（ERP）約5%，已降至近年低位，上次出現此水平是2017年底至2018上半年。他認為，港股上市公司及投資者結構已出現根本變化，ERP中樞有長期下行空間。

從行業結構看，新經濟板塊市值及成交佔比過去十年已超越傳統經濟，估值中樞應上移。董易表示，港股科技板塊匯聚多家AI、半導體龍頭，對中國科技發展的代表性日漸增強，有望在這輪產業趨勢中搶佔先機。

董易指出，港股企業基本面與內地經濟高度相關，資金來源卻較複雜。目前港股通成交佔大市總成交約25%至30%，佔比持續上升。北水具備「長錢、聰明錢」特質，有助改善



▲港股表面由估值擴張帶動，但與全球相比估值不算高。

港股的離岸折價，推動估值向其他市場靠攏。

### 關注科技股 擇優認購新股

回顧歷史，董易表示，PPI處改善通道時，外資往往同步回流。在「反內捲、產能出清」背景下，今年PPI有望改善，顯著提振股股風險偏好。市場轉旺，內地存款有望流向股市。參考2014年經驗，待A股漲勢趨緩、投資人獲利了結時，資金往往流向港股。董易預計今年港股增量資金仍然充裕，基準情景下，恒指潛在升幅約23%。

投資策略方面，AI已成為港股互聯網板塊重要驅動力，董易建議關注科技與周期主題紅利板塊，同時參與新股認購，港股新股上市首日收市漲幅中位數達16.22%，「IPO賺錢效應」已浮現，建議精選新股投資標的，把握認購機會。

### 美AI股估值持續高位 提防大跌市

#### 謀定而動

今年以來，美國納指表現明顯落後道指，但盈利預期依然優於標指和道指。申萬宏源研究資產配置首席分析師金倩婧表示，目前AI基建債務壓力不大，但市場對AI公司盈利審視更嚴。由於硬件制約常引發AI板塊季度調整，美股「逢低買入」策略仍然有效。基準情境下，AI軟約束風險可控，建議聚焦企業端滲透率能否提升，留意現金流穩定、擴張穩健的公司。不過她強調，美國AI股估值已處高位。若流動性趨勢收緊或產業趨勢證偽，將引發市場大跌，衝擊全球科技股風險偏好。

### 投資者嚴審AI公司盈利

金倩婧指出，美股本輪AI行情始於2023年，首兩年以估值提升為主，基建及應用股普遍上漲。但去年相關板塊估

值貢獻有限，加上企業靠債務融資支撐投資，在回報率未明朗下，投資者對AI公司盈利審視變得更嚴苛。

她提到，春節前美股軟件股大跌，源於市場憂慮非上市大模型公司顛覆行業生態，引發估值重估。同時互聯網龍頭面對「逾期收入追不上短期支出」的壓力，將導致科技股內部分化。

金倩婧認為，新技術有助提升效率，但要轉化為生產力，仍需技術成本下降及企業結構調整。新技術帶來規模效應的時間，與市場對回報的樂觀預期存在落差，正是「AI泡沫」憂慮的根源。當投資者看清生產力轉化邊界，股價泡沫便有機會破裂。

她解釋，AI「軟約束」涉及監管合規、人才組織、數據質量、商業回報等。一旦浮現，可能觸發泡沫系統性破裂，調整以年為單位，屆時需考慮減持。在軟

約束出現前，市場傾向將算力、電力等資源堆砌視為獲取回報的途徑。

AI「硬約束」在於算力、電力、網絡、算法等物理邊界，決定生產成本與速度。由於硬約束只引發季度調整，逢低買入仍可行。



▲申萬宏源認為，美國AI股估值已處高位。