

产业经济周报

证券分析师

程强

资格编号: S0120524010005

邮箱: chengqiang@tebon.com.cn

陈梦洁

资格编号: S0120524030002

邮箱: chenmj3@tebon.com.cn

研究助理

夏欣锐

邮箱: xiaxr@tebon.com.cn

相关研究

特朗普的“胆小鬼博弈”

投资要点:

- **核心观点:** 随着地缘冲突有所缓和, 近期市场整体回暖, 其中创业板表现亮眼, 细分上 AI 相关板块与新能源板块涨幅居前。我们判断: 随着美伊冲突缓和以及对特朗普“名义赢家+实际胆小鬼”的策略认知, 全球市场逐渐走出情绪底部, 加之国内经济数据迎来“开门红”, 短期 A 股指数在 4000 点附近整理后有望再次震荡向上, 方向上建议重点关注一季报业绩超预期、基本面明确边际改善的标的, 尤其是 AI 算力、锂电等高景气赛道。
- **从“胆小鬼博弈”到“业绩验证”, 市场走出情绪底部的结构修复:** 2026 年 2 月底冲突以来, 美伊冲突对市场的影响共经历几个阶段: 1) 2 月 27 日, 随着美方军事威胁升级与伊朗方面封锁霍尔木兹海峡的反制信号同时释放, 冲突升级触发供给端冲击交易, 油价快速冲高, 全球市场震荡。2) 3 月初至 3 月中下旬, “胆小鬼博弈”不退让引发流动性踩踏, 全球股市深度探底。随着美伊双方均摆出强硬姿态, 市场意识到双方正处于“胆小鬼博弈”中相向而行的危险区间, 恐慌情绪蔓延。3) 3 月中下旬至 4 月 7 日, 初步谈判信号释放, 市场进入筑底企稳的预期修复期。全球主要股指结束单边下跌, 转入底部箱体震荡。4) 4 月 7 日至今, 博弈天平边际倾斜, 风险偏好进一步修复推升反弹斜率。此阶段的核心特征是“尾部风险”定价的快速收敛, 市场交易最坏情形发生的概率已大幅下降。
- **A 股整体回暖, 创业板表现亮眼。** 市场重回本轮牛市的主线, 带领大盘走出情绪低谷。指数层面呈现清晰的风险偏好分层: 创业板指以 10.68% 的 (4.10-4.17) 周涨幅一骑绝尘, 科创 50 与中证 500 紧随其后, 分别录得 5.91% 和 4.00% 的涨幅, 而上证 50 仅微涨 0.91%, 这一格局反映出市场开始重回此前因恐慌被错杀的高成长资产。从细分行业来看, 目前市场主线聚焦在 AI 与新能源板块。涨幅方面, 本周蓄電池及其他電池、鋰電池、電池化學品漲幅居前; 通信網絡設備及器件, 印制电路板、数字芯片设计等 AI 相关板块同样有较大涨幅。我们认为临近一季报披露, 市场热点正逐渐从叙事炒作转向业绩落地, 高景气度及 Q1 业绩亮眼的板块及相关个股的关注度逐渐提升。
- **市场形成景气+涨价的双主线共振局面:** 本周市场主线聚焦在 AI 与新能源板块, 两者都具备较强的基本面。AI 方面, 2026 年八大主要 CSP 的合计资本支出将超越 7100 亿美元, 同比增长 61%, 这成为了电子、通信行业高景气度的核心动力。同时大模型公司 ARR 快速增长也在降低市场对于云厂资本开支的担忧, 以美国大模型头部公司 Anthropic 为例, 公司对外公布年化收入 (ARR) 超过 300 亿美元, 较 2025 年底的 90 亿美元大幅增长。展望后续, 我们认为 AI 可以分为三条核心主线: 1) 以 AI 芯片, 半导体代工, 光模块为代表的直接受益行业; 2) 以存储、元件等环节为代表的涨价行业; 3) AI 需求以及自主可控双驱动的国产算力链。
- **新能源方面,** 近期碳酸锂价格呈现强劲上涨趋势。储能需求逐渐扛起大旗, 1-3 月我国动力和储能電池累計銷量為 437.1GWh, 累計同比增長 52.9%。其中, 儲能電

池累计销量为 145.1GWh，占总销量 33.2%，累计同比增长 111.8%。同时全球视角下欧洲、中东和非洲以及拉丁美洲成为主要增长引擎。另外，工信部、发改委、市场监管总局、国家能源局近期联合召开动力及储能电池行业企业座谈会，部署治理“内卷外化”等工作。这标志着政策层面正在引导锂电产业从无序竞争走向高质量发展。光伏则正处于典型的周期底部阵痛期，面临着硅料价格探底与短期内装机增速换挡的双重压力。但必须认识到，这种短期的增速回调和价格内卷，正是行业加速出清落后产能、回归良性盈利生态的必经之路，在碳中和的宏大叙事下，光伏板块依然具备广阔的远期成长空间与极具韧性的长期配置价值。

- **美国降息预期未变，国内经济数据“开门红”：**美国 3 月 CPI 同比 3.3%，环比 0.9%，均符合市场预期。核心 CPI 同比 2.6%，低于预期值 2.7%；环比 0.2%，低于预期值 0.3%，从分项来看，能源价格贡献了 CPI 的大多数涨幅，这在 3 月霍尔木兹海峡封锁后就已经被市场预期，因此这份数据对市场来说可能并不会带来更多的增量影响。
- **国内方面，4 月 16 日国家统计局发布 2026 年一季度国民经济运行情况，**整体呈现开局良好态势。一季度实际 GDP 增长 5.0%，比四季度上行 0.5 个百分点。其中 PPI 数据结束了连续 41 个月同比下降的态势，表现亮眼。同时经济增长不仅是物价回升带来的，国内经济结构同样改善，外需表现亮眼，工业增加值继续高位运行，反映出国内经济增长的良好韧性。
- **4 月重点关注一季报绩优方向：**通过复盘股价涨幅与一季度业绩增速相关性后可以发现：1) 2021 年后 4 月份板块涨跌幅与板块一季度归母净利润之间的关联度基本保持在 0.2 左右或以上，证明两者之间存在一定弱关联性，考虑到各板块间估值、市值有一定扰动，因此我们认为一季度板块业绩情况对于 4 月份板块涨幅会产生一定驱动作用。同时或反映了 21 年后市场成熟度进一步提升。2) 2021 年后，4 月份板块涨跌幅与一季度业绩的相关性要高于 3 月份和 5 月份，考虑业绩披露期因素，我们认为这一点也从侧面证明一季度业绩对于股价的驱动作用。3) 需要注意，2025 年股价表现与业绩情况的相关度出现明显的偏移，我们认为这与 2025 年 4 月关税风波对股票市场的冲击有关，在贸易冲突的背景下，业绩成为股价驱动的次要因素，而行业、个股属性因素可能更加重要。
- **配置上建议：**1) 重点关注一季报业绩超预期、基本面明确边际改善的标的，尤其是 AI 算力、锂电等高景气赛道。2) 近期地缘局势缓和，建议关注航空、民营大炼化、航运港口等主题性机会。3) 也需警惕地缘反复带来的扰动，适当关注银行、公用事业等高股息防御板块。
- **风险提示：**宏观经济波动风险、市场竞争风险、产品创新不及预期等

内容目录

1. 市场：从"胆小鬼博弈"到"业绩验证"，市场走出情绪底部的结构修复.....	5
2. 市场形成景气+涨价的双主线共振局面	9
2.1. AI 相关领域持续高景气	9
2.2. 新能源行业迎来周期拐点	11
3. 美国降息预期未变，国内经济数据“开门红”	12
3.1. 海外：美国 CPI 数据跳升，降息路径未变	12
3.2. 国内：一季度 GDP 增长 5%，PPI 数据亮眼	13
4. 4 月配置重点关注一季报绩优方向	14
5. 风险提示	15

图表目录

图 1：宽基指数及布伦特原油相较 2 月 27 日累计涨幅（%）	6
图 2：本周（4.10-4.17）市场表现	7
图 3：申万三级行业近期涨幅情况	8
图 4：申万三级行业近期交易情况	8
图 5：近一周涨幅前 20 板块 26 年盈利预测及板块内重点公司 Q1 业绩情况	9
图 6：2023-2026 年全球八大 CSP 资本支出总额预估（十亿美元）	9
图 7：Anthropic 与 Open AI ARR 变化情况（亿美元）	10
图 8：25Q4-26Q1 存储器价格预测	11
图 9：2011-2025 年全球光伏年度新增装机规模以及 2026-2035 年新增规模预测（单位：GW）	12
图 10：2011-2025 年国内光伏年度新增装机规模以及 2025-2035 年新增规模预测（单位：GW）	12
图 11：美国 CPI 同比增速（%）	13
图 12：美国商品和服务 CPI 同比增速（%）	13
图 13：国内 CPI 同环比增速（%）	14
图 14：国内 PPI 同环比增速（%）	14
图 15：股价涨幅与一季度归母净利润拟合情况	14
图 16：A 股历年 4 月涨跌幅与全年涨跌幅对比	15
表 1：2025 年全球前十大晶圆代工厂营收情况	10

1. 市场：从“胆小鬼博弈”到“业绩验证”，市场走出情绪底部的结构修复

自 2 月 27 日美方以强硬姿态介入中东局势以来，全球资本市场在特朗普的“胆小鬼博弈”叙事框架下，经历了四个阶段：从最初的恐慌踩踏到当下的情绪修复，市场正逐步走出悲观的底部区域。

第一阶段是冲突升级触发供给端冲击交易，油价快速冲高。2 月 27 日，随着美方军事威胁升级与伊朗方面封锁霍尔木兹海峡的反制信号同时释放，全球能源供应链的“尾部风险”被瞬间点燃。布伦特原油价格暴涨逾 10%，并在此后数日惯性冲高至 90 美元上方，油价高企之下将“滞胀”阴影投射至全球主要市场。美股三大指数应声回落，日韩股市大幅回调，A 股虽因能源结构相对独立而展现韧性，但亦难逃情绪拖累。此阶段的核心叙事是事件型冲击，市场对最坏情形进行了一次线性外推。

第二阶段约为 3 月初至 3 月中下旬，“胆小鬼博弈”不退让引发流动性踩踏，全球股市深度探底。随着美伊双方均摆出强硬姿态，市场意识到双方正处于“胆小鬼博弈”中相向而行的危险区间。恐慌情绪蔓延，标普 500 较冲突前点位的最大跌幅达到 8.18%，纳斯达克指数从 1 月 28 日的历史高点回撤超 12%；日经 225、韩国 KOSPI 等外向型市场跌幅更深。

第三阶段约为 3 月中下旬至 4 月 7 日，初步谈判信号释放，市场进入筑底企稳的预期修复期。尽管实质性协议远未达成，但愿意坐上谈判桌的态度的边际变化，已足以支撑市场从恐慌中修复。全球主要股指结束单边下跌，转入底部箱体震荡。A 股凭借国产替代的内生逻辑率先企稳。

第四阶段为 4 月 7 日至今，博弈天平边际倾斜，风险偏好进一步修复推升反弹斜率。4 月 7 日晚间，美方通过外交渠道传递出双方在霍尔木兹海峡航行安全问题上达成初步默契。尽管地缘博弈远未终结，后续反复的概率依然存在，但市场已经开始定价“胆小鬼博弈”边际转向。全球风险资产开启一轮斜率陡峭的情绪性修复，纳斯达克指数单日涨幅创年内新高，日经、韩国 KOSPI 同步上涨，创业板指与科创 50 弹性显著超越主板。此阶段的核心特征是“尾部风险”定价的快速收敛，市场交易最坏情形发生的概率已大幅下降。

我们注意到特朗普近期在美伊冲突中的一系列操作，清晰暴露其市场优先于地缘政治的核心决策逻辑，尤其在美股盘前或盘中，一旦出现有利于市场的消息，他会不遗余力地放大，这种行为模式已成为市场定价“胆小鬼博弈”边际转向的关键依据。其中典型案例是当地时间 4 月 4 日周六特朗普向伊朗发出威胁，称伊朗有 48 小时内“达成协议或开放霍尔木兹海峡”，而在 4 月 5 日周日特朗普又发帖称“美东时间周二（7 日）晚上 8 点”，将摧毁伊朗能源设施行动所设的最后时限推迟一天。我们认为这种“名义赢家+实际胆小鬼”的策略，更多是通过舆论造势掩盖战略收缩，既避免军事冲突扩大损害选情，又通过市场反弹彰显执政能力，完美契合其选举周期的核心诉求。

往后看，我们认为市场已大概率走出恐慌情绪的底部。尽管地缘问题的实质性改善不可能一蹴而就，后续围绕核问题、制裁解除等核心议题的博弈仍将引发

阶段性的情绪波折。但经过此轮压力测试，我们认为市场已形成两点关键共识：一方面，全球主要经济体的能源缓冲垫和政策独立度已有显著提升；另一方面，特朗普式的“胆小鬼博弈”模板已逐渐被市场所熟悉与定价。对于配置而言，因恐慌而被压制的风险偏好仍有进一步修复的空间，科技成长与高端制造方向依然有望成为弹性最为集中的所在，不过仍需为地缘博弈的反复存有警惕。后市重点关注方向：1) 4月22日，首轮停火协议到期；2) 美国和伊朗新一轮面对面谈判最快可能于4月20日恢复。3) 4月17日，美伊对于霍尔木兹海峡的“解封”都释放了一系列信号，但伊朗军方发言人18日称，因美国“屡次违背承诺”，对霍尔木兹海峡的控制权已恢复到以前的状态。

本周市场资金沿着当前阻力最小方向进行修复，主要聚焦在业绩好、产业趋势明确的成长赛道。从本周（4.10-4.17）的盘面结构来看，市场重回本轮牛市的主线，带领大盘走出情绪低谷。指数层面呈现清晰的风险偏好分层：创业板指以10.68%的周涨幅一骑绝尘，科创50与中证500紧随其后，分别录得5.91%和4.00%的涨幅，而上证50仅微涨0.91%，这一格局反映出市场开始重回此前因恐慌被错杀的高成长资产。

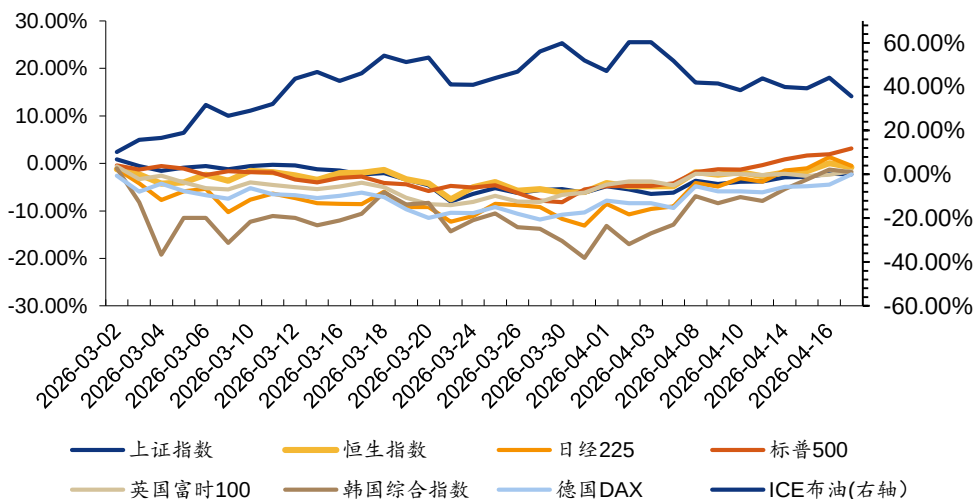
风格与行业的分布更印证了这一判断。申万一级行业普遍上涨，但通信、电子、电力设备三大成长赛道包揽涨幅前三，而此前因地缘风险溢价而被抱团的石油石化、交通运输则逆势收跌，这反映出市场对供给冲击叙事的纠偏。当霍尔木兹海峡的紧张预期边际缓和，此前被油价推高的能源股逻辑开始松动，而被滞涨甚至衰退预期压制的科技成长估值，则迎来修复窗口。本周的行情主线基本围绕AI与新能源两条产业趋势确定性较强的赛道展开：

新能源链条中，蓄电池、锂电池、电池化学品包揽涨幅前三，分别涨20.0%、13.0%、11.4%，核心驱动在于两点：一是行业“反内卷”之下，产业链价格企稳与盈利修复的逻辑正在被市场重新定价；二是地缘扰动反而强化了能源安全逻辑且我国在锂电、储能领域的供给优势与出海逻辑正在凸显。

AI方向上，通信网络设备及器件、印制电路板、数字芯片设计三大细分领域涨幅分别为15.6%、15.6%、9.8%，且交易集中度高度聚焦——三者合计贡献了全市场逾12%的成交额，换手率普遍运行在20%-30%的区间。在AI产业趋势与国产算力替代的双重驱动下，上游硬件与基础设施环节的景气度仍是当前A股的主线，高换手率与高成交集中度的背后是资金在定价“十五五”科技立国的长期叙事。

值得关注的是，本周涨幅居前的板块，恰恰也是25/26年预期营收及净利润增速亮眼的板块，多家重点公司已披露的26Q1业绩预告显示，归母净利润普遍实现大幅增长，部分龙头公司甚至超出市场一致预期。随着一季报披露窗口临近，市场的定价锚正在发生改变，从此前的叙事逻辑逐步转向业绩验证，高景气度及Q1业绩亮眼的板块及相关个股的关注度逐渐提升。

图1：宽基指数及布伦特原油相较2月27日累计涨幅（%）



资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 2：本周（4.10-4.17）市场表现

主要股指	最新	近一周	上一周	近一个月	近三个月	PE百分位 (20Y)
上证指数	4051.43	2.15	1.71	-0.82	-1.23	77.67%
沪深300	4728.67	3.56	3.52	1.22	-0.07	68.89%
万得全A	6784.28	3.94	3.90	0.56	0.20	81.91%
上证50	2910.87	0.91	1.62	-1.46	-5.48	61.23%
中证500	8214.19	4.00	4.79	0.35	-0.22	68.13%
科创50	1423.35	5.91	8.11	2.77	-5.99	92.38%
创业板指	3678.29	10.68	8.70	9.57	9.44	40.81%
中信风格指数	最新	近一周	上一周	近一个月	近三个月	PE百分位 (20Y)
金融	8535.60	2.05	0.57	-1.97	-5.24	47.51%
周期	6477.02	1.62	2.72	-2.34	1.03	71.28%
消费	10430.60	0.04	-0.52	-2.62	-5.03	34.63%
成长	9798.62	7.07	7.39	4.37	2.91	86.01%
稳定	3070.77	0.68	-0.87	-4.83	1.75	44.24%
申万行业板块	最新	近一周	上一周	近一个月	近三个月	PE百分位 (20Y)
农林牧渔	2869.77	1.67	-1.49	-7.07	-1.44	17.79%
基础化工	4873.56	0.93	4.04	-4.43	5.18	76.65%
钢铁	2758.63	1.40	2.23	-4.16	2.18	74.30%
有色金属	9532.50	3.79	4.55	2.17	1.36	35.30%
电子	7505.69	8.08	10.79	6.38	2.43	88.24%
家用电器	8812.07	2.53	0.32	-1.71	-6.23	28.61%
食品饮料	15524.12	-1.76	-0.99	-4.24	-4.26	12.49%
纺织服饰	1696.83	1.89	1.08	-1.73	-1.78	52.37%
轻工制造	2460.55	1.04	2.02	-3.38	-0.76	58.59%
医药生物	8175.23	-0.06	-1.35	0.80	-5.57	36.95%
公用事业	2598.72	1.38	-1.83	-4.61	4.66	36.44%
交通运输	2235.74	-1.22	-0.83	-4.10	-1.25	53.15%
房地产	2114.07	4.92	1.67	-3.79	-5.09	97.06%
商贸零售	2106.15	1.94	1.07	-6.02	-15.34	81.66%
社会服务	8650.73	2.52	1.26	-4.02	-7.15	39.71%
综合	4744.08	5.76	1.54	-3.22	6.66	98.09%
建筑材料	6284.73	5.48	3.42	2.88	13.79	79.08%
建筑装饰	2271.25	0.67	1.83	-4.46	0.83	55.69%
电力设备	11581.17	8.44	4.11	0.10	8.45	64.29%
国防军工	1988.96	5.22	3.79	-1.52	-7.05	77.95%
计算机	5179.19	4.58	5.11	-2.71	-11.77	91.89%
传媒	820.34	1.94	3.86	-1.40	-13.29	48.29%
通信	7275.57	10.61	13.68	23.58	28.26	94.65%
银行	4019.66	1.12	-2.29	0.07	1.02	30.77%
非银金融	1814.74	2.70	3.61	-3.45	-11.57	1.05%
汽车	7843.38	3.18	3.13	-0.29	-4.57	75.80%
机械设备	2339.60	3.91	6.29	1.15	1.29	79.96%
煤炭	3145.55	-1.10	-2.01	-7.42	11.02	71.37%
石油石化	2912.40	-3.70	-0.22	-7.71	12.56	23.29%
环保	2150.74	1.95	2.84	-2.56	5.42	49.59%
美容护理	3984.08	0.55	-1.13	-8.60	-11.02	33.73%

资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 3：申万三级行业近期涨幅情况

细分板块	近一周	上一周	近一个月	板块总市值（亿元）
蓄电池及其他电池(申万)	20.00	23.12	12.53	1105.75
玻纤制造(申万)	17.76	26.41	24.13	4387.94
通信网络设备及器件(申万)	15.59	32.22	35.34	27825.74
印制电路板(申万)	15.59	30.46	15.14	20284.80
锂电池(申万)	13.04	11.74	8.63	26327.36
分立器件(申万)	11.97	18.54	17.36	5203.43
电池化学品(申万)	11.36	13.68	7.49	10652.91
非金属材料III(申万)	10.04	16.59	1.42	1093.41
风电零部件(申万)	9.98	11.43	-0.44	3190.14
膜材料(申万)	9.92	14.99	6.09	2325.25
锂电专用设备(申万)	9.86	16.26	7.29	2305.11
其他橡胶制品(申万)	9.85	13.81	-0.15	576.14
数字芯片设计(申万)	9.83	19.26	5.40	38055.80
光伏加工设备(申万)	9.82	6.42	-2.09	2988.42
光伏发电(申万)	9.78	8.20	-1.23	1619.26
被动元件(申万)	8.74	16.13	7.29	3166.87
机床工具(申万)	8.61	11.65	-0.53	1408.10
航天装备III(申万)	8.34	10.48	2.06	4994.31
民爆制品(申万)	8.18	8.92	1.71	1585.07
通信工程及服务(申万)	8.14	14.08	5.69	1188.74

资料来源：Wind，德邦证券研究所，行业截取近一周涨幅前 20 板块

图 4：申万三级行业近期交易情况

细分板块	交易额（亿元）	换手率	交易额占比
通信网络设备及器件(申万)	7058.13	28%	4.99%
数字芯片设计(申万)	6423.16	19%	4.54%
印制电路板(申万)	4999.12	30%	3.54%
消费电子零部件及组装(申万)	4737.45	16%	3.35%
IT服务III(申万)	3512.97	23%	2.49%
锂电池(申万)	3377.84	34%	2.39%
电池化学品(申万)	3075.78	27%	2.18%
通信线缆及配套(申万)	2403.39	63%	1.70%
化学制剂(申万)	2240.64	19%	1.59%
垂直应用软件(申万)	2159.35	23%	1.53%
军工电子III(申万)	2093.97	21%	1.48%
证券III(申万)	1864.25	6%	1.32%
底盘与发动机系统(申万)	1754.91	16%	1.24%
金属制品(申万)	1726.41	33%	1.22%
其他专用设备(申万)	1578.03	16%	1.12%
其他计算机设备(申万)	1547.07	19%	1.09%
铜(申万)	1376.59	10%	0.97%
输变电设备(申万)	1361.56	26%	0.96%
航空装备III(申万)	1347.12	12%	0.95%
其他电子III(申万)	1332.83	35%	0.94%

资料来源：Wind，德邦证券研究所，行业截取近一周交易额前 20 板块

图 5：近一周涨幅前 20 板块 26 年盈利预测及板块内重点公司 Q1 业绩情况

细分板块	近一周	26年营收预 测增速	26年净利润预 测增速	重点公司26Q1业绩情况
蓄电池及其他电池(申万)	20.00	-10%	239%	
玻纤制造(申万)	17.76	14%	59%	宏和科技Q1净利润同比+354.22%
通信网络设备及器件(申万)	15.59	27%	77%	中际旭创Q1净利润同比+262.28%
印制电路板(申万)	15.59	15%	76%	
锂电池(申万)	13.04	21%	25%	宁德时代Q1净利润同比+48.52%
分立器件(申万)	11.97	-16%	33%	长光华芯Q1净利润同比+159.73%
电池化学品(申万)	11.36	12%	282%	
非金属材料III(申万)	10.04	6%	15%	
风电零部件(申万)	9.98	-9%	101%	
膜材料(申万)	9.92	-43%	142%	
锂电专用设备(申万)	9.86	2%	154%	
其他橡胶制品(申万)	9.85	-55%	271%	
数字芯片设计(申万)	9.83	29%	78%	佰维存储Q1净利润同比+1567.85%；海光信息Q1净利润同比+35.82%
光伏加工设备(申万)	9.82	-8%	0%	
光伏发电(申万)	9.78	-38%	48%	
被动元件(申万)	8.74	-13%	22%	
机床工具(申万)	8.61	-26%	235%	
航天装备III(申万)	8.34	-16%	48%	
民爆制品(申万)	8.18	3%	46%	
通信工程及服务(申万)	8.14	-27%	67%	

资料来源：Wind，德邦证券研究所

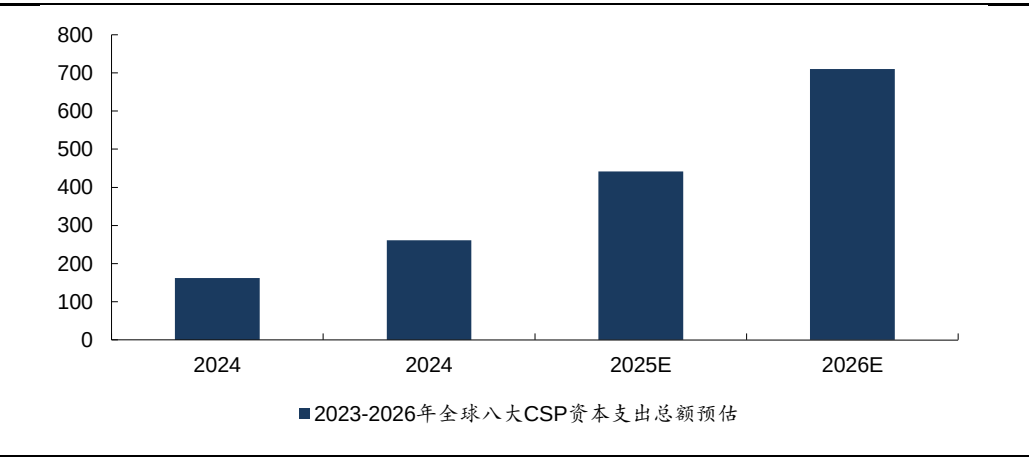
2. 市场形成景气+涨价的双主线共振局面

本周市场主线聚焦在 AI 与新能源板块，市场整体呈现景气与涨价双主线共振的局面，从基本面角度来看：

2.1. AI 相关领域持续高景气

电子、通信行业高景气的核心锚点在于全球云厂商资本开支的超预期扩张。根据 TrendForce 数据，为加速 AI 应用的导入与迭代，全球主要 CSP 持续加码 AI 服务器及基础设施投入，预计 2026 年八大 CSP 合计资本支出将突破 7100 亿美元，同比增速高达 61%，这一体量已超越诸多国家级重大工程项目，构成了上游硬件环节业绩高增的坚实基础。

图 6：2023-2026 年全球八大 CSP 资本支出总额预估（十亿美元）

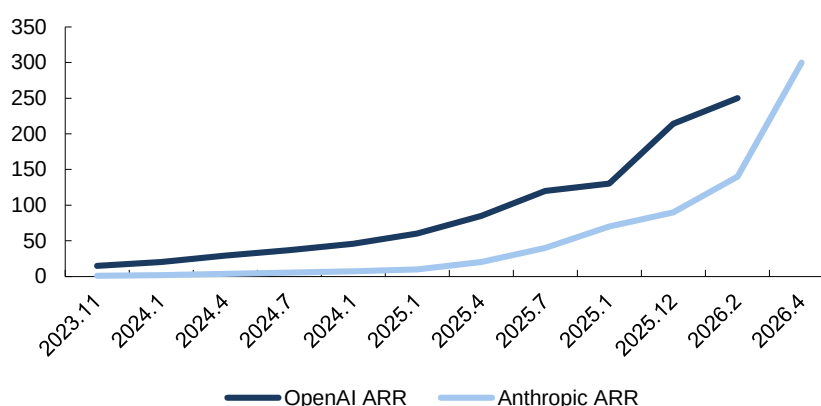


资料来源：TrendForce，2026.02 预测，德邦证券研究所

大模型公司 ARR 快速增长也在降低市场对于云厂资本开支的担忧。市场此

前担忧：一是云厂自身现金流能否支撑持续向上的资本开支；二是大模型公司作为云厂的下游客户，其大幅亏损能否持续，而这些担忧在大模型公司 ARR 快速提升的背景下有所减弱。以美国大模型头部公司 Anthropic 为例，公司对外公布年化收入（ARR）超过 300 亿美元，较 2025 年底的 90 亿美元大幅增长，Claude 需求持续加速，已超过行业披露的 OpenAI 年化收入 250 亿美元。今年 2 月，Anthropic 在宣布 G 轮融资时曾表示，已有超过 500 家商业客户每年支出均超过 100 万美元。如今，这一数字已超过 1000 家，不到两个月就翻了一倍。根据第一财经公众号，此次 ARR 冲破 300 亿美元，华尔街机构预估 Anthropic 在上市前的估值将涨至 4000 亿美元至 5000 亿美元。ARR 的陡峭爬坡意味着大模型商业化的飞轮正在加速运转，云厂商资本开支的“下游承接力”正获得实质性验证。

图 7：Anthropic 与 Open AI ARR 变化情况（亿美元）



资料来源：智东西公众号，德邦证券研究所

我们认为当前 AI 主线可以分为三条主要脉络：

1) 直接受益链：AI 芯片、半导体代工、光模块。云厂商资本开支的高速扩张直接拉动核心环节景气上行。以半导体代工为例，TrendForce 数据显示 2025 年全球前十大晶圆代工厂合计营收约 1695 亿美元，同比增长 26.3%，创历史新高。其中台积电凭借 AI 芯片需求独占鳌头，营收达 1225 亿美元，同比增长 36.1%，市占率从 64.4%进一步攀升至 69.9%。芯片设计端，2025 年全球前十大 Fabless 公司合计营收超 3594 亿美元，同比增长 44%，英伟达以 2057 亿美元蝉联榜首，同比增速达 65%，占前十合计营收的比重从 50%提升至 57%。由于全球 AI 资本开支仍高度集中于北美云厂商，A 股映射逻辑下，光模块、PCB 等深度嵌入全球供应链的环节仍是确定性较强的受益方向，相关板块及公司业绩有望高增。

表 1：2025 年全球前十大晶圆代工厂营收情况

排名	公司	2025 年营收 (百万美元)	2024 年营收 (百万美元)	YoY	2025 年市场 份额	2024 年市场 份额
1	台积电 (TSMC)	122,543	90,047	36.10%	69.90%	64.40%
2	三星 (Samsung)	12,634	13,152	-3.90%	7.20%	9.40%
3	中芯国际 (SMIC)	9,327	8,030	16.20%	5.32%	5.70%
4	联电 (UMC)	7,629	7,234	5.50%	4.35%	5.20%
5	格芯 (GlobalFoundries)	6,791	6,750	0.60%	3.87%	4.80%
6	华虹集团 (HuaHong Group)	4,500	3,595	25.20%	2.60%	2.60%
7	高塔半导体 (Tower)	1,566	1,436	9.10%	0.89%	1.03%
8	世界先进 (VIS)	1,561	1,371	13.80%	0.89%	0.98%
9	合肥晶合 (Nexchip)	1,514	1,286	17.70%	0.86%	0.92%

10	力积电 (PSMC)	1,404	1,304	7.70%	0.80%	0.93%
—	前十名合计	169,469	134,204	26.30%	97%	96%

资料来源：TrendForce，2026 年 3 月数据，德邦证券研究所

注：三星仅计入晶圆代工事业部营收，力积电仅计入存储和逻辑晶圆代工营收，华虹集团含华虹宏力及上海华力
2024 年 1 美元兑换 1363 韩元；1 美元兑换 32.1 台币；2025 年 1 美元兑换 1421 韩元；1 美元兑换 31.2 台币

2) 涨价传导链：存储、元器件等环节的价格重估。AI 需求的爆发对全产业链形成需求虹吸，带动存储芯片、电子元器件等偏大宗品种的价格中枢系统性上移。消费级需求虽受 AI 挤压但相对刚性，叠加原厂扩产在主观决策与客观产能爬坡上的双重滞后，供需缺口驱动的涨价行情有望延续。其中存储板块因 AI 敞口大、服务器单机价值量高、行业格局高度集中，弹性更为突出。TrendForce 已全面上修 Q1 价格指引：Conventional DRAM 合约价从年初预期的环增 45-50%大幅上调至 90-95%，NAND Flash 从环增 33-38%上调至 55-60%，且不排除进一步上修空间。

图 8：25Q4-26Q1 存储器价格预测

	4Q25	1Q26E revised
PC DRAM	DDR4&DDR5 blended: up 38~43%	DDR4&DDR5 blended: up 105~110%
Server DRAM	DDR4&DDR5 blended: up 53~58%	DDR4&DDR5 blended: up 88~93%
Mobile DRAM	LPDDR4X: up 48~53% LPDDR5X: up 43~48%	LPDDR4X: up 88~93% LPDDR5X: up 88~93%
Total DRAM	Conventional DRAM: up 45~50% HBM Blended: up 50~55%	Conventional DRAM: up 90~95% HBM Blended: up 80~85%
Enterprise SSD	up 25~30%	up 53~58%
Total NAND Flash	up 33~38%	up 55~60%

Source: TrendForce, Feb. 2026

 TrendForce

资料来源：TrendForce，2026.02 预测，德邦证券研究所

3) 国产算力：AI 需求以及自主可控双驱动的国产算力链。根据 CIC 灼识咨询，阿里巴巴、腾讯、百度、字节跳动在 AI 相关的资本开支 2025 年合计达到 507.16 亿美元，未来存在进一步上调资本开支的较大可能性。加之国产算力芯片持续发展，市占率有望不断扩大。另一方面我们认为，随着 AI 资本开支的快速增长带动半导体产业结构发生重大变化，AI 芯片的需求占比持续提升，以往消费级的手机 SOC、CPU 等芯片替代较为缓慢，继而使国内先进制程代工的需求受限。而 AI 芯片作为新品种，国内芯片设计、半导体制造等环节更有可能实现弯道超车。

2.2. 新能源行业迎来周期拐点

美伊冲突使得能源供应链安全的重要性不断凸显，同时新能源行业反内卷成效显著，加之需求有所驱动，我们认为相关行业的周期拐点已经确认，行业逐渐进入涨价通道。

1) 锂电

近期碳酸锂价格呈现强劲上涨趋势。4 月 17 日，广州期货交易所碳酸锂期货主力合约（LC2609）收盘至 177560 元/吨。需求方面储能逐渐扛起大旗，1-3 月我国动力和储能电池累计销量为 437.1GWh，累计同比增长 52.9%。其中，动力

电池累计销量为 291.9GWh，占总销量 66.8%，累计同比增长 34.3%；储能电池累计销量为 145.1GWh，占总销量 33.2%，累计同比增长 111.8%。同时全球视角下欧洲、中东和非洲以及拉丁美洲成为主要增长引擎。生产方面，根据中国汽车动力电池产业创新联盟发布的最新数据，2026 年 3 月，我国动力和储能电池合计产量为 177.7GWh，环比增长 25.5%，同比增长 50.2%。今年 1 至 3 月，我国动力和储能电池累计产量达到 487.4GWh，累计同比增长 49.3%。

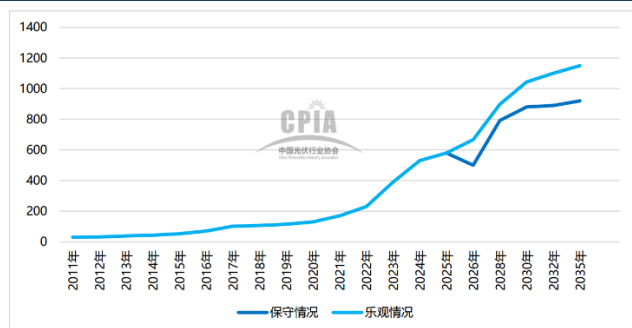
另外，工信部、发改委、市场监管总局、国家能源局近期联合召开动力及储能电池行业企业座谈会，部署规范产业竞争秩序相关工作，深入推进产能预警调控、规范价格竞争、压缩供应商账期、治理“内卷外化”等工作。这标志着政策层面正在引导锂电产业从无序竞争走向高质量发展。

2) 光伏：阵痛中加速出清，长期空间依旧广阔

近期，光伏产业链核心硅料环节价格持续走弱。但在需求端方面，行业正经历由无序扩张向高质量发展的过渡期。据中国光伏行业协会（CPIA）名誉理事长王勃华最新公布的预测数据，2026 年国内光伏新增装机规模预计为 180GW 至 240GW，在全球新增 500GW 至 667GW 的背景下，国内整体规模较 2025 年的高基数有所回落。但拉长周期来看，“十五五”期间（2026 年-2030 年）终端需求依然保持着极高的绝对体量：预计国内年均新增装机中枢将企稳在 238GW 至 287GW，全球年均新增装机规模更是高达 725GW-870GW。

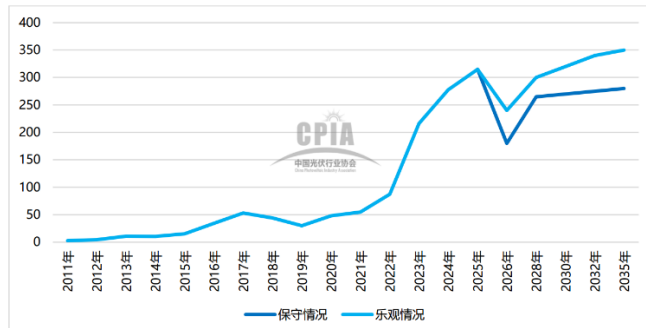
我们认为，当前光伏板块正处于典型的周期底部出清阶段，硅料价格探底与短期装机增速换挡是行业回归健康生态的必经过程。这种短期的增速回调和价格内卷，实质上是市场机制在加速淘汰落后产能、重塑供需格局。从“十五五”的远景展望不难判断，光伏作为全球能源转型主力军的底层逻辑并未动摇。随着本轮深度洗牌的完成与行业格局的重塑，具备核心技术壁垒与成本优势的优质产能将率先突围，在碳中和的宏大叙事下，板块依然具备广阔的远期成长空间与长期配置价值。

图 9：2011-2025 年全球光伏年度新增装机规模以及 2026-2035 年新增规模预测（单位：GW）



资料来源：中国光伏行业协会，德邦证券研究所

图 10：2011-2025 年国内光伏年度新增装机规模以及 2025-2035 年新增规模预测（单位：GW）



资料来源：中国光伏行业协会，德邦证券研究所

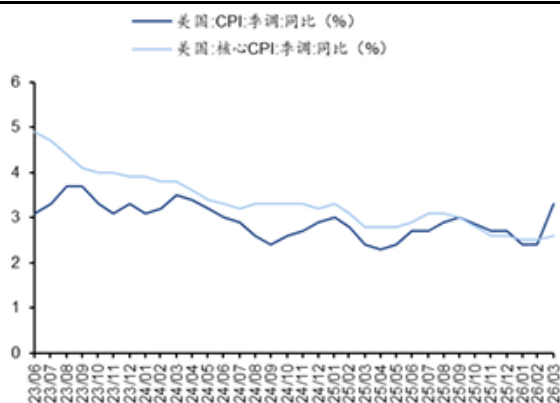
3. 美国降息预期未变，国内经济数据“开门红”

3.1. 海外：美国 CPI 数据跳升，降息路径未变

宏观层面，本周海内外同步释放了关键的经济信号，共同指向一个核心结论：制约市场风险偏好的宏观枷锁正在松动，而国内经济的基本盘为结构性行情提供了坚实的土壤。

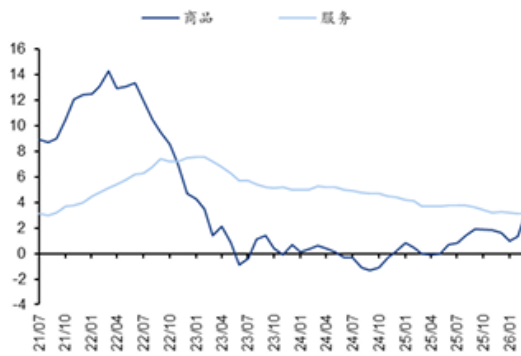
美国：CPI 数据跳升已在预期之内，地缘扰动峰值或已过去。美国 3 月 CPI 数据出炉，表面看同比 3.3%、环比 0.9% 的涨幅堪称跳升，环比更是创下 2022 年 6 月以来最大单月涨幅。然而，市场对此反应平淡，核心原因在于结构上的“虚惊一场”。拆解分项数据不难发现，绝大多数涨幅由能源价格贡献，而这一切早已在 3 月霍尔木兹海峡封锁的恐慌中被市场充分定价。更能反映经济内生通胀压力的核心 CPI，无论是同比 2.6% 还是环比 0.2%，均低于市场一致预期，且较上月并无显著恶化。正因如此，CME 模型隐含的降息路径在数据公布前后几乎纹丝不动，市场对首次降息的时点预期依然锚定在遥远的 2027 年 9 月。这份通胀报告更像是对过去一个月地缘冲击的滞后确认，而非新一轮紧缩恐慌的导火索。

图 11：美国 CPI 同比增速 (%)



资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 12：美国商品和服务 CPI 同比增速 (%)



资料来源：Wind，德邦证券研究所

3.2. 国内：一季度 GDP 增长 5%，PPI 数据亮眼

4 月 16 日国家统计局发布 2026 年一季度国民经济运行情况，整体呈现开局良好态势。一季度实际 GDP 增长 5.0%，比四季度上行 0.5 个百分点。其中 PPI 数据结束了连续 41 个月同比下降的态势，表现亮眼。同时经济增长不仅是物价回升带来的，国内经济结构同样改善，外需表现亮眼，工业增加值继续高位运行，反映出国内经济增长的良好韧性。具体来看：

生产方面：一季度全国规模以上工业增加值同比增长 6.1%，比上年四季度加快 1.1 个百分点，其中装备制造业增加值同比增长 8.9%，高技术制造业增加值增长 12.5%；从行业看，集成电路制造、生物药品制造等行业增加值分别增长 49.4% 和 14.8%。

固定资产投资方面：一季度全国固定资产投资（不含农户）同比增长 1.7%，上年全年为下降 3.8%；扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长 4.8%。分领域看，基础设施投资同比增长 8.9%，制造业投资增长 4.1%，房地产开发投资下降 11.2%。其中新兴领域投资增势较好，高技术制造业投资同比增长 5.2%，其中航空航天器及设备制造业、电子及通信设备制造业投资分别增长 19% 和 6.6%。

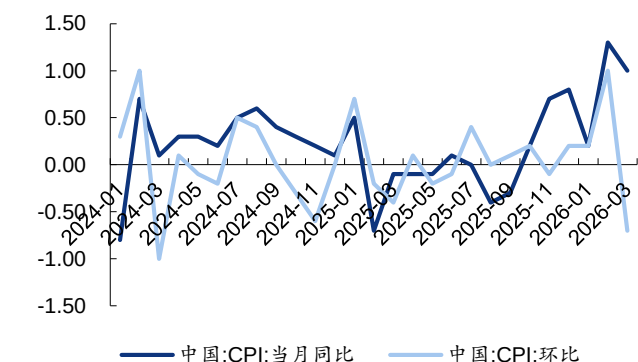
进出口方面：一季度货物进出口总额同比增长 15.0%。其中，出口 68467 亿

元, 增长 11.9%; 进口 49913 亿元, 增长 19.6%。一般贸易进出口同比增长 9.0%。对共建“一带一路”国家进出口增长 14.2%。

价格方面: 3 月份工业生产者出厂价格同比上涨 0.5%, 结束了连续 41 个月同比下降的态势, 环比上涨 1%, 连续 6 个月上涨。主要原因一方面是受国际能源和有色金属价格上涨的影响, 3 月份石油和天然气开采业价格同比上涨 5.2%, 有色金属矿采选业价格上涨 36.4%; 同时市场竞争秩序逐步优化, 重点行业产能治理扎实有序推进, 深入整治“内卷式”竞争取得了积极成效。

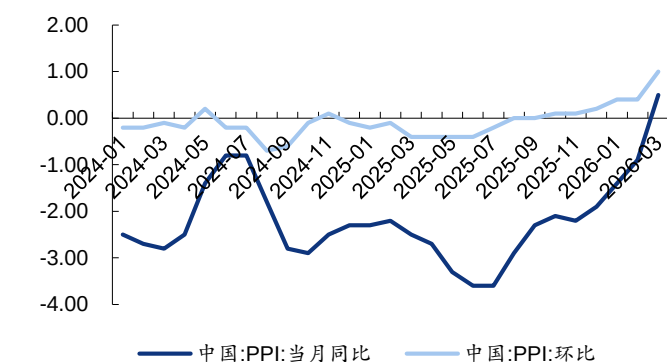
3 月份全国 CPI 同比继续保持温和上涨, 涨幅略有回落至 1.0%。其中工业消费品价格同比上涨 2.2%, 涨幅比上月扩大 1.1 个百分点, 影响 CPI 同比上涨约 0.67 个百分点。而受季节性回落影响, 服务价格同比上涨 0.8%, 涨幅比上月回落 0.8 个百分点; 食品价格同比上涨 0.3%, 涨幅比上月回落 1.4 个百分点。

图 13: 国内 CPI 同环比增速 (%)



资料来源: Wind, 德邦证券研究所

图 14: 国内 PPI 同环比增速 (%)



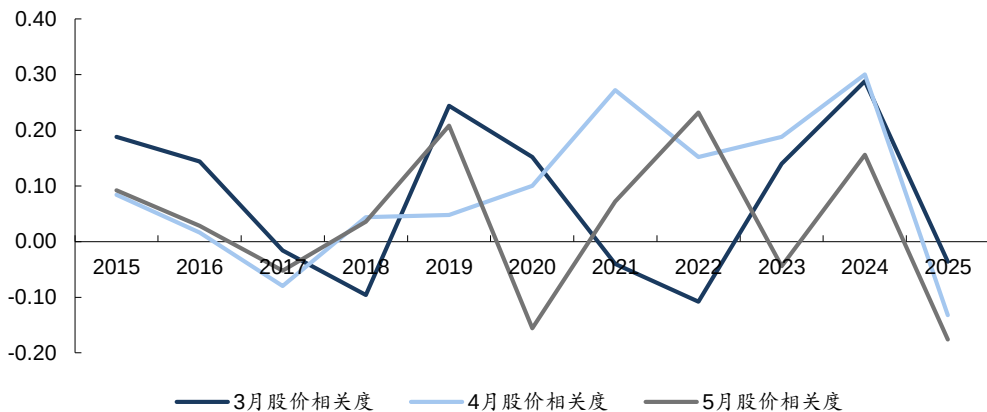
资料来源: Wind, 德邦证券研究所

4. 4 月配置重点关注一季报绩优方向

我们对 124 个申万二级行业的一季度归母净利润增速进行五档分级(前 20%、20% - 40%、40% - 60%、60% - 80%、后 20%)，同时统计这些行业过去 10 年在 3 月、4 月、5 月的股价涨幅，并采用相同分级方式，利用斯皮尔曼相关系数评估一季报业绩对 3 - 5 月板块涨幅的驱动作用。

结果显示: 1) 2021 年以来, 4 月板块涨跌幅与一季度归母净利润的关联度基本维持在 0.2 或以上, 表明两者存在一定弱相关性; 考虑到各板块估值和市值的扰动, 可以认为一季度业绩对 4 月板块涨幅具有部分驱动作用, 同时或反映出 2021 年后市场成熟度有所提升。2) 2021 年后, 4 月板块涨跌幅与一季度业绩的相关性明显高于 3 月和 5 月, 结合业绩披露窗口期, 这进一步印证了一季度业绩对股价的驱动效应。3) 值得注意的是, 2025 年股价表现与业绩的相关性出现显著偏离, 我们认为主要受当年 4 月关税风波冲击, 在贸易冲突背景下, 业绩成为股价的次要驱动因素, 而行业及个股属性等特征更为关键。

图 15: 股价涨幅与一季度归母净利润拟合情况



资料来源：Wind，德邦证券研究所

同时，我们复盘了 A 股过去 4 月份涨幅与全年涨幅的情况，可以看到：以 4 月前 10 日涨幅来进行排序，涨幅最高的 12 个年份中，有 8 个年份在整个 4 月继续保持上涨，有 9 个年份在全年保持上涨，其中涨幅高于 4 月前 10 日涨幅的有 8 年。

图 16：A 股历年 4 月涨跌幅与全年涨跌幅对比

年份	4月前10日涨跌幅	4月涨跌幅	4月后涨跌幅	全年涨跌幅	年份	4月前10日涨跌幅	4月涨跌幅	4月后涨跌幅	全年涨跌幅	年份	4月前10日涨跌幅	4月涨跌幅	4月后涨跌幅	全年涨跌幅
1993	34%	47%	-39%	7%	2011	3%	-1%	-24%	-22%	2021	0%	0%	6%	5%
2007	8%	21%	37%	97%	1995	3%	-10%	-4%	-14%	1992	0%	17%	75%	167%
2015	8%	19%	-20%	9%	2009	3%	4%	32%	80%	2022	0%	-6%	1%	-15%
2005	6%	-2%	0%	-8%	2003	3%	1%	-2%	10%	1991	0%	-5%	157%	129%
1998	6%	8%	-15%	-4%	2012	2%	6%	-5%	3%	2008	0%	6%	-51%	-65%
2014	5%	0%	60%	53%	2020	2%	4%	21%	14%	2024	0%	2%	8%	13%
2019	5%	0%	-1%	22%	2017	1%	-2%	5%	7%	2013	0%	-3%	-3%	-7%
2006	5%	11%	86%	130%	2000	1%	2%	13%	52%	2016	-1%	-2%	6%	-12%
2002	5%	4%	-19%	-18%	2023	1%	2%	-10%	-4%	2004	-1%	-8%	-21%	-15%
1996	4%	22%	35%	65%	2010	1%	-8%	-2%	-14%	2025	-3%	-2%	21%	18%
1999	4%	-3%	22%	19%	2001	1%	0%	-22%	-21%	1994	-4%	-16%	9%	-22%
1997	4%	13%	-14%	30%	2018	1%	-3%	-19%	-25%					
平均	8%	12%	11%	34%		2%	0%	-2%	6%		-1%	-2%	19%	18%
中位数	5%	10%	0%	21%		2%	1%	-3%	0%		0%	-2%	6%	-7%
上涨年份数	12	8	6	9		12	7	4	6		2	4	8	5
涨幅高于4月前10日年份数		7	5	8			5	4	6			4	8	5

资料来源：Wind，德邦研究所

随着美伊冲突缓和以及对特朗普“名义赢家+实际胆小鬼”的策略认知，全球市场逐渐走出情绪底部，加之国内经济数据迎来“开门红”，我们判断短期 A 股指数在 4000 点附近整理后有望再次震荡向上。从复盘来看，一季度业绩对 4 月板块涨幅具有部分驱动作用，因此聚焦业绩确定性较强的板块胜率可能更高。

配置上建议：1) 重点关注一季报业绩超预期、基本面明确边际改善的标的，尤其是 AI 算力、锂电等高景气赛道。2) 近期地缘局势缓和，建议关注航空、民营大炼化、航运港口等主题性机会。3) 也需警惕地缘反复带来的扰动，适当关注银行、公用事业等高股息防御板块。

5. 风险提示

宏观经济波动风险;

市场竞争风险;

产品创新不及预期

信息披露

分析师与研究助理简介

程强，博士，CFA，CPA，德邦证券研究所所长、首席经济学家。

陈梦洁，硕士，德邦证券研究所产业研究中心负责人。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。