

## 短期再平衡与中期切换的区别

——中信建投策略周思考 20260607

### 核心观点

近两周算力板块主升但波动加大，监管加强、资金止盈及美韩 AI 产业链大幅调整导致市场疑虑是否会出现趋势性调整，资金全面切向低位板块。我们认为算力板块波动加剧的核心矛盾源于行业基本面具备绝对优势与交易结构绝对拥挤。从基本面、估值、交易结构整体来看，当前尚未达到中期大级别切换的标准，主要是短期再平衡的需求。后续行情拐点取决于估值中枢变动与基本面收敛信号，一是算力自身基本面增速放缓，二是其他行业基本面显著修复。短期市场可能大幅低开后快速企稳，总体呈现“科技跌、防御涨”的轮动特征。中期看海外科技股企稳后可继续布局算力环节内部轮动，其他景气线索关注煤炭和工业金属。

近两周算力板块演绎主升行情但波动显著放大，市场核心疑虑集中于板块成交持续拥挤是否会引发趋势性调整并导致资金全面切向低位板块。我们认为，核心矛盾来自算力板块基本面绝对优势与交易结构绝对拥挤；近期监管加强基金风格漂移治理、部分资金止盈需求释放，叠加美韩 AI 产业链大幅调整，外部冲击压制 A 股 AI 板块风险偏好。但整体来看，当前尚未达到中期大级别切换的标准，而主要是短期再平衡的需求。从基本面维度，泛 AI 行业与其他行业的基本面分化尚未收敛；从估值维度，AI 算力产业链核心公司 PEG 显著低于历史牛市主线高切低切换阈值；从交易结构维度，交易结构恶化导致的中期切换需达到极度恶化状态，当前尚未触及。因此，当 TMT 成交额占比触及拥挤线时或有短期调整，但短期调整后资金仍将重回算力景气主线。后续行情拐点取决于估值中枢变动与基本面收敛信号，一是算力自身基本面增速放缓，二是其他行业基本面显著修复、景气度抬升。

从短期看，海外科技股暴跌对国内科技股估值和市场情绪造成冲击，市场可能出现大幅低开，并在 1-3 个交易日内企稳（关注韩股/美股科技股能否企稳反弹、美联储加息预期变化）。短期市场结构上或呈现“科技跌、防御涨”的轮动特征，高股息、公用事业等低久期板块可能获得阶段性超额收益，被机构最为低配的银行板块短期或受到资金关注。从中期看，市场再平衡完成后，市场有望延续当前的景气主线，行业配置上仍以算力环节内部轮动为核心，同时关注煤炭、工业金属等行业。

重点关注：银行、煤炭、AI、光模块、存储、芯片、工业金属等。

**风险提示：政策落地不及预期；中东地缘局势恶化风险；美股波动超预期。**

## 投资策略

夏凡捷

xiafanjie@csc.com.cn

021-68821600

SAC 编号:S1440521120005

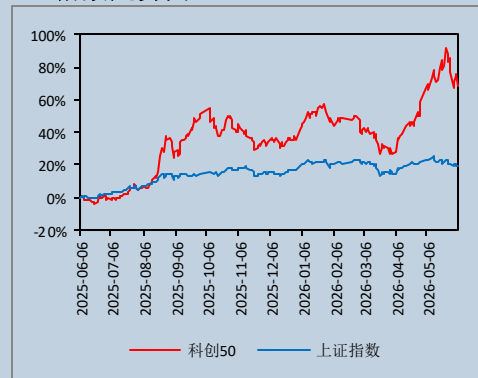
何盛

hesheng@csc.com.cn

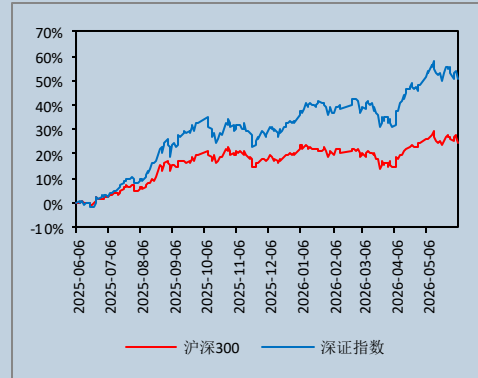
SAC 编号:S1440522090002

发布日期：2026 年 06 月 07 日

### 上证指数走势图



### 深证成指走势图



目录

一、

当前市场的主要矛盾在于算力交易拥挤.....

1

二、

海外冲击下，市场可能低开后企稳.....

7

三、

企稳后的行业中期配置思路 .....

11

风险分析.....

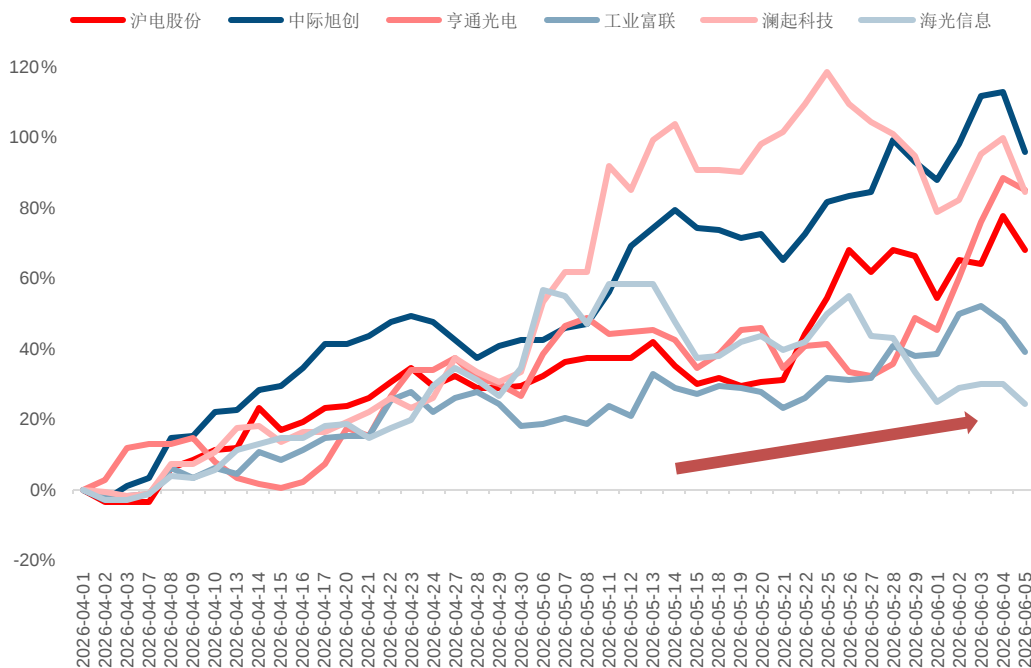
17

## 一、当前市场的主要矛盾在于算力交易拥挤

近两周算力板块领涨但波动放大，当前市场核心疑虑集中于板块成交持续拥挤、分流其他板块流动性，且市场无法判断该状态的持续时长，以及是否会引发算力板块趋势性调整。我们认为，算力板块波动加剧的核心矛盾，是行业基本面具备绝对优势与交易结构绝对拥挤的对冲结果，理解上述问题的关键在于准确辨析短期再平衡与中期切换的本质差异。二者在驱动因素、持续时长及市场含义上存在显著分野。综合基本面、估值和交易结构三个维度我们认为当前尚未达到中期大级别切换的标准而主要是短期再平衡的需求，因此当 TMT 成交额占比触及拥挤线时，可关注投资结构优化，以应对短期调整，过后资金仍将重回算力景气主线。后续算力行情中期拐点取决于估值中枢变动与基本面收敛信号，一是算力自身基本面增速放缓，二是其他行业基本面显著修复、景气度抬升。

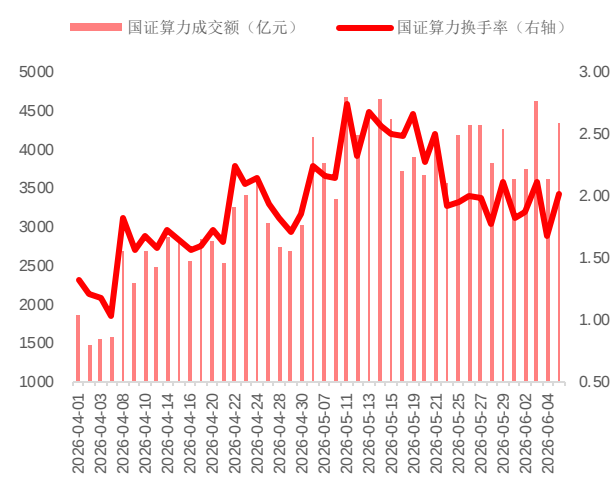
过去两周，算力板块演绎主升行情，但伴随波动显著放大。当前困扰市场的核心矛盾在于：算力成交拥挤已较为显性，其他板块确实存在流动性被抽离的困境，但投资者难以判断这一状态将持续多久，是否会引发算力板块的趋势性调整并导致资金全面切向消费等低位板块。尤其近期市场不时出现资金腾挪引发的阶段性再平衡迹象，进一步加剧了方向选择的焦虑。

图表1：算力主要公司演绎主升行情



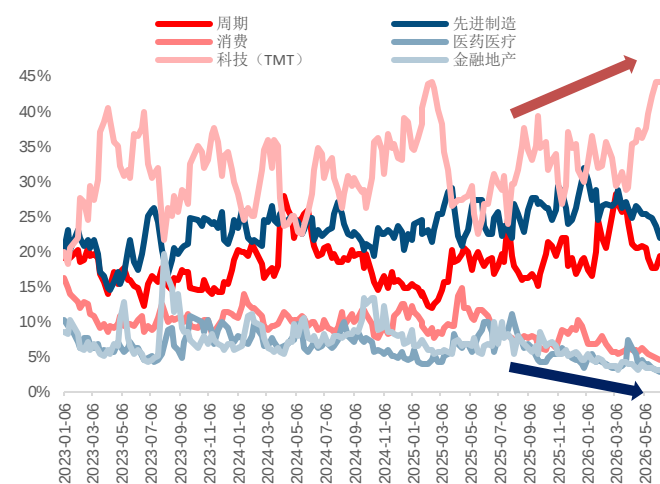
数据来源：iFinD，中信建投证券（指数累计涨跌幅，以 4.1 为基准）

图表2： 算力成交拥挤波动放大



数据来源：iFinD， 中信建投证券

图表3： 各板块占全 A 成交量比重显著分化



数据来源：iFinD， 中信建投证券

我们认为，理解上述问题的关键在于准确辨析短期再平衡与中期切换的本质差异。二者在驱动因素、持续时长及市场含义上存在显著分野。

第一，短期再平衡更多是资金交易性质驱动的风格扰动。近期监管层面对于基金风格漂移问题的关注，以及波动加剧后部分资金止盈需求的释放，均属于典型的交易性扰动。

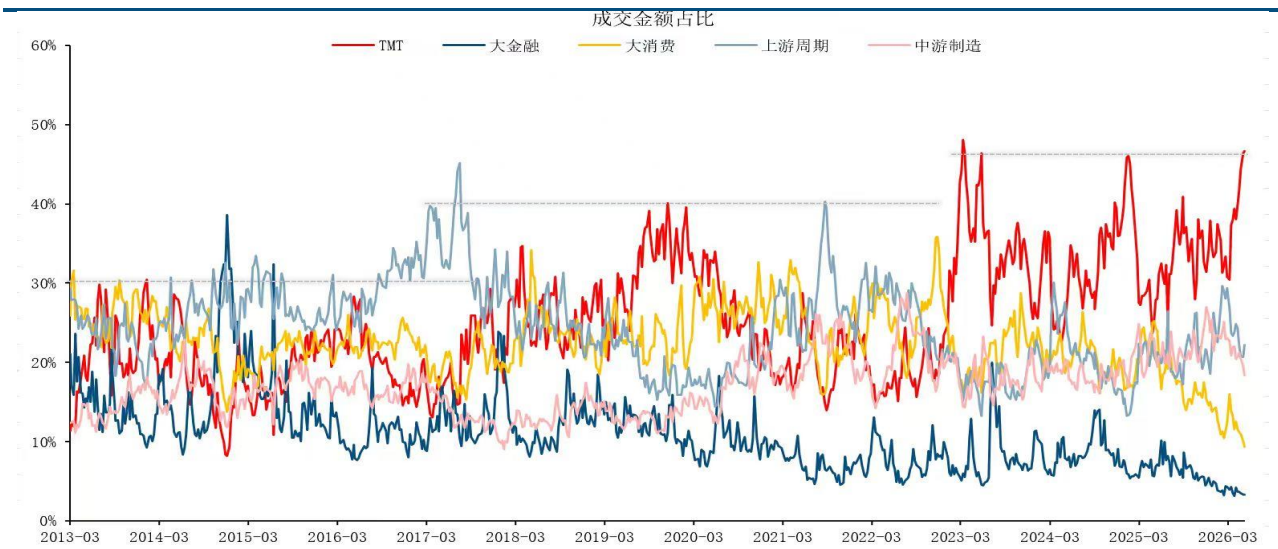
图表4： 公募基金风格漂移治理政策梳理

| 日期              | 事件                                                          |
|-----------------|-------------------------------------------------------------|
| 2025 年 5 月 7 日  | 证监会印发《推动公募基金高质量发展行动方案》；同日国新办发布会上吴清解读方案，首次明确提出治理“风格漂移”“货不对版” |
| 2026 年 1 月 23 日 | 证监会正式发布《公开募集证券投资基金业绩比较基准指引》，中基协同步发布操作细则                     |
| 2026 年 3 月 1 日  | 《业绩比较基准指引》正式施行，存量产品设 1 年过渡期                                 |
| 2026 年 3 月 13 日 | 证监会发布修订后的基金定期报告信息披露准则（5 月 1 日施行），强制披露换手率、基民盈利比等             |
| 2026 年 4 月 17 日 | 中基协修订发布《基金管理公司绩效考核管理指引》，将业绩比较基准对比、基金利润率纳入薪酬考核               |
| 2026 年 6 月 1 日  | 首批 12 家公募 195 只存量基金（约 3910 亿元）业绩比较基准调整正式生效                  |
| 2026 年 6 月 6 日  | 吴清：公募基金要坚决遏制赌押赛道、风格漂移、高位发行等顽疾                               |

数据来源：证监会，新华社，财联社，中国证券报，中国基金报，新华财经，每日经济新闻，中信建投证券

对于此类短期再平衡的触发判断，我们认为 TMT 成交占比仍是较为有效的观测指标。值得注意的是，随着市场上市公司结构的变化，投资者经验中的 TMT 成交拥挤线 40% 已出现中枢上移，当前 46% 是更为合理的经验阈值。当成交额占比触及该拥挤线时，往往意味着短期再平衡压力加大。

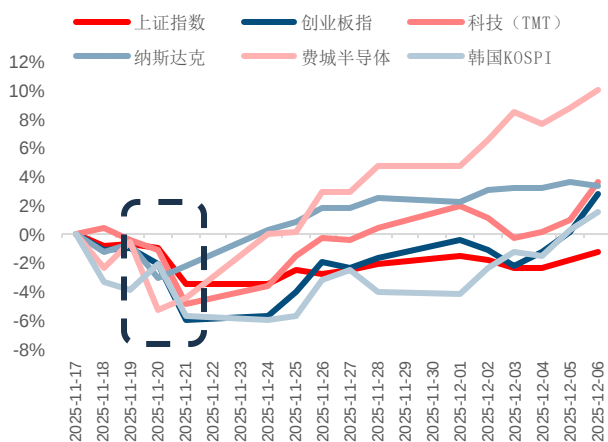
图表5：TMT 成交拥挤线中枢上移



数据来源：iFinD，中信建投证券

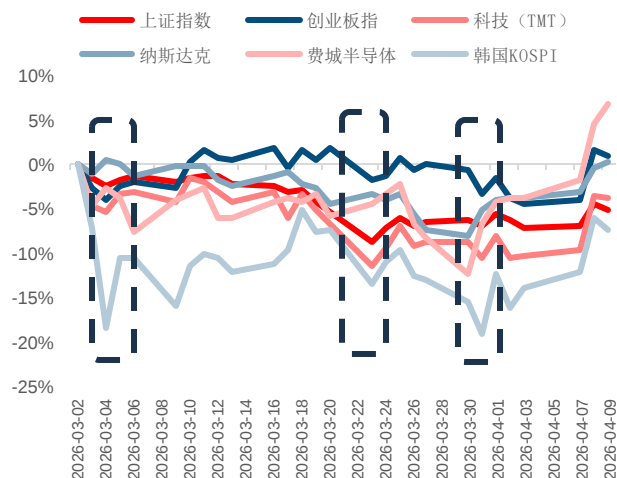
此外，隔夜美股 AI 产业链大幅调整，英伟达等核心标的跌幅显著，叠加韩国半导体指数同步走弱，海外算力资产的剧烈波动对 A 股 AI 板块风险偏好形成明显压制。复盘 2025 年 5 月算力牛市以来，美股与韩国等主要算力市场联动调整对 A 股的影响，我们发现 A 股 TMT 板块在历次外部冲击中均呈现跟随调整、弹性更大的特征：

图表6：2025 年 11 月全球股市调整情况



数据来源：iFinD，中信建投证券（指数累计涨跌幅，以 11.17 为基准）

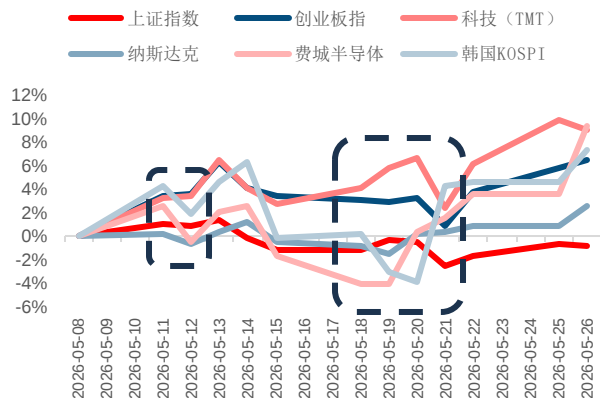
图表7：2026 年 3 月全球股市调整情况



数据来源：iFinD，中信建投证券（指数累计涨跌幅，以 3.2 为基准）

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

图8： 2026 年 5 月中旬全球股市调整情况



数据来源：iFinD，中信建投证券（指数累计涨跌幅，5.8 为基准）

图9： 历次美股调整与 A 股联动情况梳理

| 维度   | 时间规律                                                                  | 空间规律                                          |
|------|-----------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------|
| A股主板 | 11月同步见顶、同步调整；3月同步见顶但提前7天见底；5月滞后2天见顶、滞后3天见底。整体而言，A股主板调整时长与美股相当或略长1-3天。 | 上证历次调整幅度居中。                                   |
| A股科技 | 3月与美股同步见顶同步见底，调整15天（比美股短5天）；5月与主板完全同步，滞后美股2-3天。科技TMT与费城半导体联动性显著强于主板。  | 科技TMT在深度调整中弹性更大。                              |
| 韩国股市 | 韩国调整时间通常等于或超过美股，且见底滞后特征明显。                                            | 三次调整中，韩国KOSPI两次跌幅最大，是算力链波动的放大器；费城半导体在11月跌幅最大。 |

数据来源：iFinD，中信建投证券

从上述复盘可见三个规律：一是 A 股科技成长板块调整幅度普遍大于主板，创业板指历次跌幅均超 5%，3 月科技 TMT 回撤达 11.42% 显著高于上证指数的 8.83%，显示算力产业链对外部冲击的弹性放大效应；二是调整时长与冲击级别正相关，11 月与 5 月的小级别扰动均在 4-6 个交易日日内完成风险释放，3 月中级别回调则持续 14-21 个交易日，且 A 股主板在深度调整中往往提前美股见底；三是东亚算力供应链对外部冲击的定价敏感度显著高于美股，韩国 KOSPI 三次调整中两次领跌全场，A 股科技 TMT 在 3 月与费城半导体同步见顶、同步见底、跌幅接近，联动性强。

第二，中期切换的发生远比短期再平衡稀少。复盘历史中每一轮牛市的主线均具有稀缺性，市场每年出现真正中期切换的窗口有限。过往经验显示，结构性行情演绎至极致后，往往需要基本面、估值、交易结构三个层面同时发力，方能引发真正意义上的中期主线切换。

1) 从基本面维度看，结构性行情往往源于基本面的结构性分化，典型的如 2013 年创业板、2017 年上证 50、2020 年医药消费、2021 年新能源等。资金大多数时候都在追逐景气，因此结构性行情的极致往往对应基本面分化的极致。当前，泛 AI 行业与其他行业的基本面分化程度仍在继续拉大，尤其近期经济数据延续分化态势，基本面收敛的迹象尚未出现。这意味着中期切换所需的基本面条件尚不具备。

图表10： 历史牛市优势板块基本面与大盘分化

|      | 创业板净利润同比增速   | 上证净利润同比增速 | 深证净利润同比增速 |
|------|--------------|-----------|-----------|
| 2013 | 33.23%       | 14.05%    | 25.11%    |
|      | 医药300净利润同比增速 | 上证净利润同比增速 | 深证净利润同比增速 |
| 2020 | 35.33%       | -2.74%    | 23.59%    |
|      | 新能源净利润同比增速   | 上证净利润同比增速 | 深证净利润同比增速 |
| 2021 | 51.35%       | 24.76%    | 4.34%     |

数据来源：iFinD，中信建投证券

图表11： 泛 AI 行业净利润同比增速远高于其他行业

| 日期         | 周期     | 制造     | 消费      | 医药医疗   | 人工智能   |
|------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 2025-03-31 | 4.54%  | 8.96%  |         | 16.99% | 54.10% |
| 2025-06-30 | 4.45%  | 7.74%  |         | 6.01%  | 45.60% |
| 2025-09-30 | 10.08% | 12.72% | -2.50%  | 5.64%  | 46.31% |
| 2025-12-31 | 4.45%  | 12.66% | -20.63% | 15.24% | 40.12% |
| 2026-03-31 | 6.44%  | 22.94% | -3.44%  | 4.62%  | 45.01% |

数据来源：iFinD，中信建投证券

2) 从估值层面看，在之前的报告中我们建立了 PEG 估值框架评估是否存在泡沫，当前 AI 算力产业链核心公司 PEG 中位数为 1.13 倍，低于此前报告中复盘得到的历史牛市主线高切低切换阈值（1.18-3.41 倍区间），同时显著低于历史成长主线板块 PEG 2.23 的见顶阈值，整体估值处于合理偏低水平，系统性切换风险尚不构成。从核心标的 PEG 分布看，产业链呈现多数低估、个别偏高的结构性特征，估值性价比优势突出。光模块及 PCB 环节估值洼地特征显著：中际旭创 PEG 仅 0.65 倍，新易盛 0.45 倍，胜宏科技低至 0.40 倍，工业富联 0.58 倍，均处于深度低估区间；沪电股份 1.21 倍亦处于合理中枢下方。产业链内部仅存个别结构性高估。海光信息 PEG 达 5.41 倍、天孚通信 PEG 2.56 倍、澜起科技 2.50 倍，已突破历史切换阈值上限，估值透支风险相对积聚，反映市场对无源器件环节增速边际放缓的审慎预期与部分存储公司过热情况。二线标的 PEG 中位数达 1.90 倍，与一线核心资产形成明显估值落差，但也同时低于历史成长主线见顶阈值，并且二线标的因业绩基数低、增速弹性大等特性天然享有更高估值容忍度，当前分层尚属成长板块常态，不构成独立于一线的系统性切换信号；后续需重点跟踪二线公司业绩兑现节奏，警惕预期透支后的估值回归风险。

总的来说，即使考虑业绩持续性折现，当前主线估值水平仍远低于 2015 年 TMT 行情（PEG 中位数 3.38 倍）及 2021 年核心资产行情（PEG 中位数 2.23 倍）的泡沫化阈值，表明业绩高增长正在快速消化估值压力，形成估值被动下降的健康格局。

图表12： 历史牛市主线核心公司估值情况

| 05-07 主线公司 | 万科 A | 山西焦煤 | 招商银行  | 保利发展 | 山东黄金  | 中国平安 | 宝钢股份 | 海螺水泥 | 中位数  |
|------------|------|------|-------|------|-------|------|------|------|------|
| PEG        | 0.89 | 9.25 | 0.56  | 1.48 | 2.69  | 0.57 | 5.87 | 0.50 | 1.18 |
| 09-10 主线公司 | 招商地产 | 美都控股 | 山西焦煤  | 海螺水泥 | 苏常柴 A | 中金岭南 | 太行水泥 |      | 中位数  |
| PEG        | 1.23 | 2.99 | 0.42  | 1.66 | 3.11  | 5.88 | 5.38 |      | 2.99 |
| 14-16 主线公司 | 网宿科技 | 华谊兄弟 | 万达信息  | 掌趣科技 | 全通教育  | 飞利信  |      |      | 中位数  |
| PEG        | 0.82 | 2.05 | 12.79 | 1.72 | 11.87 | 4.71 |      |      | 3.38 |
| 19-20 主线公司 | 五粮液  | 爱尔眼科 | 迈瑞医疗  | 贵州茅台 | 中国中免  | 药明康德 | 海天味业 |      | 中位数  |
| PEG        | 3.41 | 5.51 | 2.49  | 4.54 | 1.92  | 1.86 | 7.53 |      | 3.41 |
| 21 主线公司    | 比亚迪  | 亿纬锂能 | 阳光电源  | 宁德时代 | 隆基绿能  |      |      |      | 中位数  |
| PEG        | 7.38 | 2.23 | 2.88  | 1.79 | 1.75  |      |      |      | 2.23 |

资料来源：iFinD，中信建投证券

图表13： 本轮牛市算力核心公司估值情况

| 领域    | 标的   | 2024 利润（亿元） | 2026 预测利润（亿元） | 复合增速    | 市盈率 TIM | PEG  |
|-------|------|-------------|---------------|---------|---------|------|
| 光模块   | 中际旭创 | 51.71       | 298.67        | 135.80% | 88.03   | 0.65 |
| 光模块   | 新易盛  | 28.38       | 185.34        | 155.56% | 69.36   | 0.45 |
| 光模块   | 天孚通信 | 13.44       | 33.26         | 57.37%  | 163.95  | 2.86 |
| PCB   | 胜宏科技 | 11.54       | 89.08         | 177.78% | 71.17   | 0.40 |
| PCB   | 沪电股份 | 25.87       | 57.18         | 49.27%  | 59.59   | 1.21 |
| AI 芯片 | 海光信息 | 19.31       | 45.66         | 29.64%  | 233.67  | 7.88 |
| 服务器   | 工业富联 | 232.16      | 615.15        | 62.64%  | 36.15   | 0.58 |
| 存储    | 澜起科技 | 14.12       | 32.68         | 56.12%  | 114.40  | 2.04 |
| 存储    | 兆易创新 | 11.03       | 46.54         | 105.61% | 119.02  | 1.13 |

数据来源：iFinD， 中信建投证券（2026.06.05 数据）

图表14： 本轮牛市算力二线公司估值情况

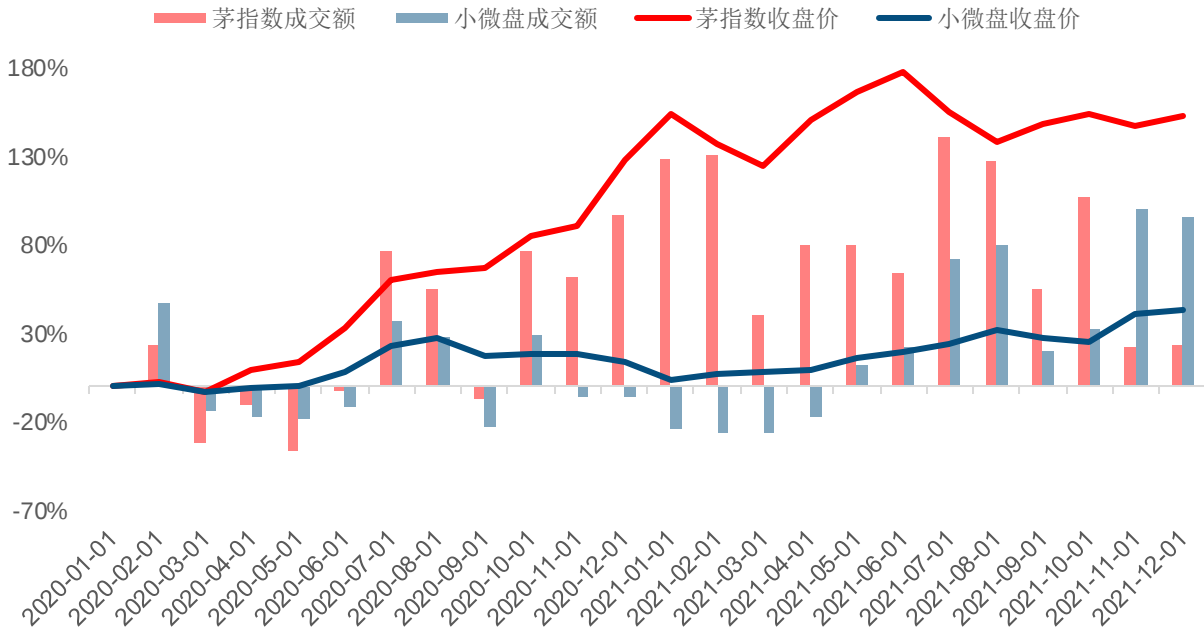
| 领域  | 标的   | 2024 利润（亿元） | 2026 预测利润（亿元） | 复合增速    | 市盈率 TIM | PEG  |
|-----|------|-------------|---------------|---------|---------|------|
| 光模块 | 华工科技 | 12.03       | 23.48         | 39.70%  | 93.01   | 2.34 |
| 光模块 | 光迅科技 | 6.56        | 15.95         | 55.91%  | 177.19  | 3.17 |
| PCB | 东山精密 | 10.85       | 67.18         | 148.83% | 198.78  | 1.34 |
| PCB | 深南电路 | 18.79       | 53.68         | 69.03%  | 69.91   | 1.01 |
| 服务器 | 中科曙光 | 19.93       | 28.98         | 20.58%  | 54.34   | 2.64 |
| 服务器 | 浪潮信息 | 22.90       | 35.56         | 24.62%  | 35.71   | 1.45 |
| 存储  | 江波龙  | 5.05        | 123.43        | 394.27% | 40.46   | 0.10 |
| 液冷  | 英维克  | 4.54        | 11.68         | 60.36%  | 174.03  | 2.88 |

资料来源：Wind， 中信建投证券（2026.06.05 数据）

3) 从交易结构维度看，单纯因交易结构恶化而导致的中期切换，往往需要交易结构达到极度恶化的状态。典型案例为 2020 年底至 2021 年初的极致抱团茅指数行情，当时小微盘连续下跌数个月，直至极致状态出现显著性的崩盘式下跌，才引发资金从中期维度全面切换。



图表15： 资金从茅指数切换至小微盘



数据来源：iFinD，中信建投证券（累计涨跌幅，以2020.1.23为基准）

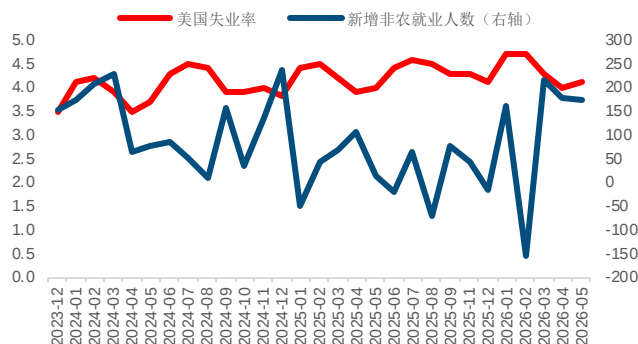
综合以上三个维度我们认为，现在全球算力的主要矛盾是基本面的绝对优势和交易结构的绝对拥挤的矛盾，导致波动愈演愈烈；但当前基本面、估值与交易结构尚未达到中期大级别切换的标准，而短期再平衡的需求客观存在。因此，投资者可适当调整投资结构，以应对波动，但大概率在短期调整后，资金仍将重回景气主线。

我们最终的判断基于估值整体的中枢还有基本面的收敛何时出现，可以是算力的基本面放缓或别的行业基本面显著上修，唯有当三大维度出现真正的严重恶化时，中期切换的条件才会成熟。

## 二、海外冲击下，市场可能低开后企稳

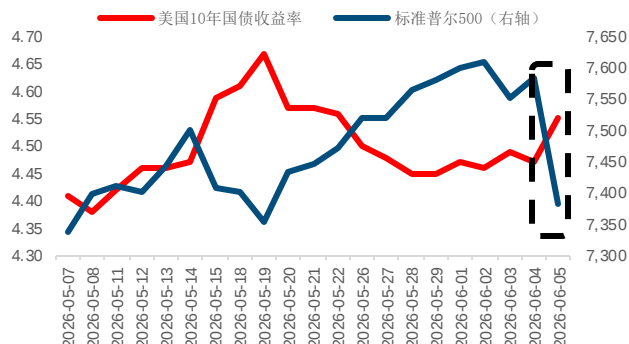
美国劳工统计局6月5日发布的5月就业数据远超市场预期。非农新增就业17.2万人，是市场一致预期8.5万人的两倍以上，失业率维持在4.3%。这彻底扭转了当前市场的政策预期，数据公布后，市场对美联储12月加息的定价显著升温。与此同时，博通6月3日公布的2026财年Q2业绩指引不及预期，调整后EPS为2.44美元、营收221.87亿美元，动摇了市场对AI支出可持续性的信心。而即将到来的SpaceX IPO估值1.75万亿美元募资750亿美元，也形成资金抽水预期。多重因素共振下，费城半导体指数单日暴跌10.3%，韩国EWY指数三日暴跌18%。

图表16： 美国失业率和新增非农就业走势



数据来源：iFinD，中信建投证券

图表17： 非农公布前后美股美债走势



数据来源：iFinD，中信建投证券

从短期看，海外科技股暴跌对国内科技股估值和市场情绪造成冲击，叠加国内对基金风格漂移监管关注和当前的交易拥挤，下周市场可能出现大幅低开，并在 1-3 个交易日内企稳（关注韩股/美股科技股能否企稳反弹、美联储加息预期变化），国内流动性宽松和政策托底预期构成下方支撑，指数不会形成趋势性下跌。我们跟踪的投资者情绪指数本周也大幅下降，周五已经降至 60 附近，从历史上看，牛市中当情绪指数降至 50-55 区间时市场往往迎来反弹，目前市场情绪正在接近。短期市场结构上或呈现“科技跌、防御涨”的轮动特征，高股息、公用事业等低久期板块可能获得阶段性超额收益，被机构最为低配的银行板块短期或受到资金关注。

图表18：投资者情绪指数本周大幅下降，已经降至 60 附近



数据来源：Wind，中信建投证券

图表19：主动权益基金行业配置情况，银行低配最多

| 板块   | 行业   | 配置比例  |       |       |      | 超配比例  |       |       |      |
|------|------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|------|
|      |      | 25Q4  | 26Q1  | 季环比   | 分位数  | 25Q4  | 26Q1  | 季环比   | 分位数  |
| 周期   | 石油石化 | 0.6%  | 1.2%  | 0.6%  | 72%  | -2.7% | -2.4% | 0.2%  | 80%  |
|      | 煤炭   | 0.3%  | 0.7%  | 0.3%  | 63%  | -1.3% | -1.2% | 0.0%  | 67%  |
|      | 有色金属 | 8.1%  | 7.0%  | -1.1% | 98%  | 3.4%  | 2.0%  | -1.3% | 94%  |
|      | 钢铁   | 0.4%  | 0.5%  | 0.1%  | 67%  | -0.5% | -0.5% | 0.1%  | 94%  |
|      | 基础化工 | 3.2%  | 4.4%  | 1.2%  | 84%  | -0.9% | 0.0%  | 0.8%  | 75%  |
|      | 建筑材料 | 0.7%  | 0.9%  | 0.2%  | 38%  | -0.1% | 0.0%  | 0.1%  | 75%  |
|      | 建筑装饰 | 0.4%  | 0.5%  | 0.1%  | 23%  | -1.3% | -1.3% | 0.0%  | 61%  |
|      | 轻工制造 | 0.6%  | 0.5%  | -0.1% | 27%  | -0.4% | -0.4% | -0.1% | 13%  |
| 制造   | 电力设备 | 11.5% | 12.8% | 1.3%  | 84%  | 4.2%  | 4.8%  | 0.6%  | 80%  |
|      | 国防军工 | 2.6%  | 2.5%  | -0.1% | 61%  | -0.3% | -0.3% | 0.0%  | 34%  |
|      | 机械设备 | 4.8%  | 5.0%  | 0.2%  | 81%  | -0.3% | -0.1% | 0.2%  | 66%  |
|      | 汽车   | 5.1%  | 4.1%  | -1.0% | 63%  | 1.0%  | 0.3%  | -0.7% | 52%  |
| 消费   | 商贸零售 | 0.5%  | 0.4%  | 0.0%  | 3%   | -0.6% | -0.5% | 0.1%  | 36%  |
|      | 社会服务 | 0.3%  | 0.3%  | 0.0%  | 8%   | -0.2% | -0.2% | 0.0%  | 11%  |
|      | 美容护理 | 0.1%  | 0.1%  | 0.0%  | 16%  | -0.1% | -0.1% | 0.0%  | 2%   |
|      | 家用电器 | 2.6%  | 1.9%  | -0.6% | 9%   | 0.7%  | 0.2%  | -0.5% | 14%  |
|      | 纺织服装 | 0.2%  | 0.2%  | 0.0%  | 6%   | -0.4% | -0.4% | 0.0%  | 31%  |
|      | 农林牧渔 | 1.0%  | 1.0%  | 0.0%  | 5%   | -0.1% | -0.1% | 0.0%  | 31%  |
|      | 食品饮料 | 4.5%  | 4.2%  | -0.3% | 9%   | 0.2%  | 0.0%  | -0.2% | 2%   |
| 医药   | 医药生物 | 8.1%  | 8.5%  | 0.4%  | 8%   | 2.3%  | 2.7%  | 0.3%  | 3%   |
| TMT  | 电子   | 23.7% | 21.7% | -2.0% | 97%  | 11.8% | 10.1% | -1.7% | 97%  |
|      | 计算机  | 1.6%  | 1.5%  | -0.1% | 0%   | -2.7% | -2.5% | 0.2%  | 2%   |
|      | 传媒   | 1.3%  | 1.0%  | -0.4% | 31%  | -0.3% | -0.6% | -0.3% | 16%  |
|      | 通信   | 11.1% | 13.1% | 2.0%  | 100% | 7.4%  | 9.1%  | 1.7%  | 100% |
| 金融地产 | 银行   | 1.9%  | 2.0%  | 0.1%  | 8%   | -8.9% | -8.4% | 0.5%  | 48%  |
|      | 非银金融 | 2.5%  | 1.5%  | -1.0% | 17%  | -3.9% | -4.1% | -0.2% | 44%  |
|      | 房地产  | 0.3%  | 0.3%  | 0.1%  | 2%   | -0.9% | -0.7% | 0.1%  | 33%  |
| 公用事业 | 公用事业 | 0.3%  | 0.3%  | 0.1%  | 5%   | -2.9% | -3.2% | -0.3% | 0%   |
|      | 交通运输 | 1.3%  | 1.6%  | 0.3%  | 38%  | -1.7% | -1.4% | 0.3%  | 89%  |
|      | 环保   | 0.3%  | 0.3%  | 0.0%  | 28%  | -0.5% | -0.6% | 0.0%  | 17%  |

数据来源：Wind，中信建投证券

注：图中分位数为2010年以来历史分位数

从中期看，市场再平衡完成后，若基本面、估值和交易结构并未如前述达成中期切换的条件，市场有望延续当前的景气主线，行业配置上仍以算力环节内部轮动为核心，同时关注煤炭、工业金属等行业。

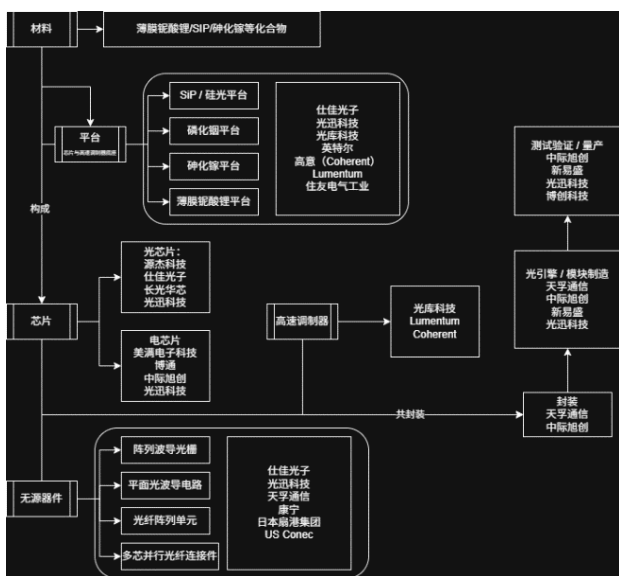
### 三、企稳后的行业中期配置思路

#### 1) 算力环节内部轮动

算力行情正从单一主线向产业链内部多环节扩散，轮动逐步展开。AI 算力产业链环节众多，涵盖光模块、PCB、存储、算力芯片、液冷散热、服务器、高速连接等多个板块，各环节的景气逻辑与市场定位存在差异。其中，光模块环节价值量大、业绩兑现充分，是市场较早关注、当前涨幅领先的核心主线；存储受益于 AI 景气扩散逻辑，价格大幅上涨，环节业绩弹性较为突出；算力芯片方面，国产芯片受英伟达 H200 对华出售窗口的短期压制，但供给受限的核心矛盾未变，调整后存在资金回补空间；液冷散热则受益于新一代架构向全液冷的演进，前期涨幅相对落后。

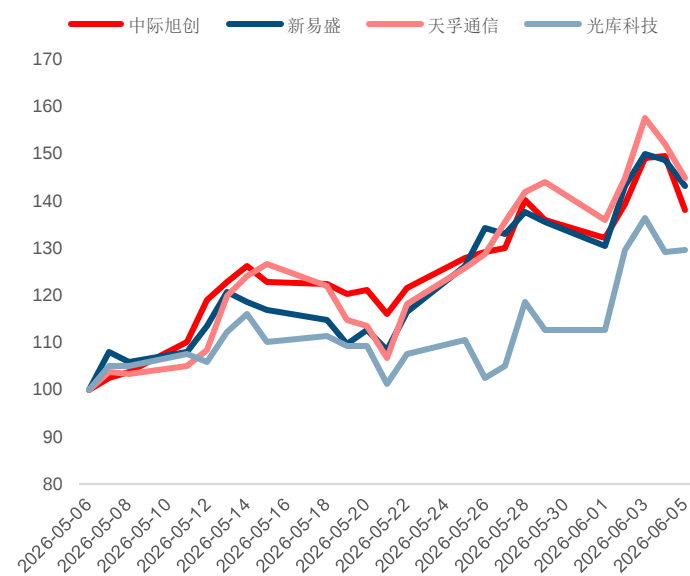
光模块是算力核心环节之一，近一个月延续强势，后续增长动能主要来自 1.6T 的放量。中际旭创、新易盛等核心标的近一个月涨幅居前。从产业链结构看，光模块上游为光芯片、电芯片及无源器件等核心环节，天孚通信、光库科技在无源器件与封装环节占据份额；中游模块制造与封装由中际旭创、新易盛主导，并已切入北美云厂商及英伟达供应链。从出货节奏看，中际旭创一季度 800G 与 1.6T 出货量持续增长；新易盛 1.6T 一季度出货占比尚小，预计自二季度起明显起量、三四季度逐季抬升。1.6T 的放量曲线，是判断这一环节景气能否延续的关键变量。

图表20：光模块产业链环节



数据来源：中信建投证券

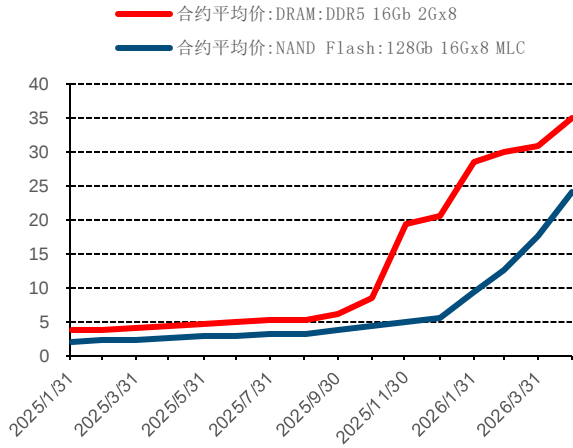
图表21：光模块板块核心标的近一月涨跌幅



数据来源：iFinD，中信建投证券

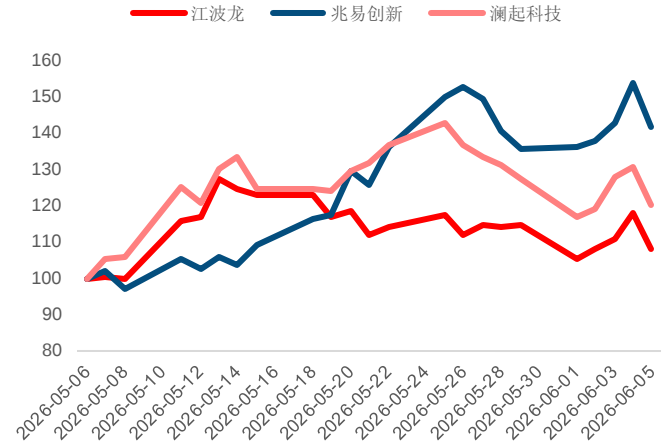
存储是算力链中价格弹性最大的环节，AI 需求驱动下合约价大幅上涨，板块表现强势。存储芯片涨价的供给侧逻辑在于，原厂将有限产能优先投向高附加值的 HBM 以配套 AI 芯片需求，挤压标准 DRAM 与 NAND Flash 供给，供需缺口扩大推动合约价持续上行。2025 年 1 月至 2026 年 4 月，DRAM（DDR5 16Gb）合约均价上涨逾 8 倍，NAND Flash（128Gb）涨幅逾 10 倍。价格上行带动板块股价同步走强，近一个月存储核心标的整体延续上涨态势，板块景气维持高位。

图表22: DRAM、NAND 合约价 (美元)



数据来源: iFinD, 中信建投证券

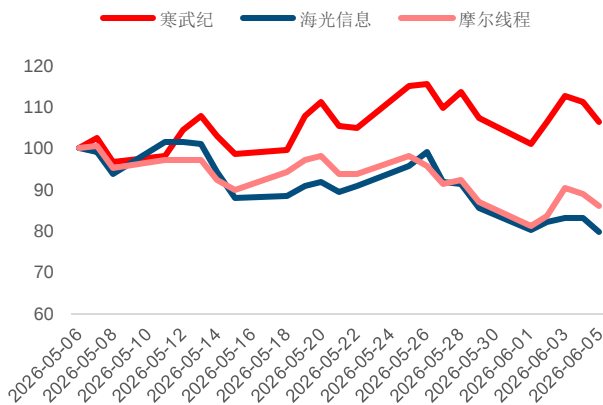
图表23: 存储板块核心标的近一月涨跌幅



数据来源: iFinD, 中信建投证券

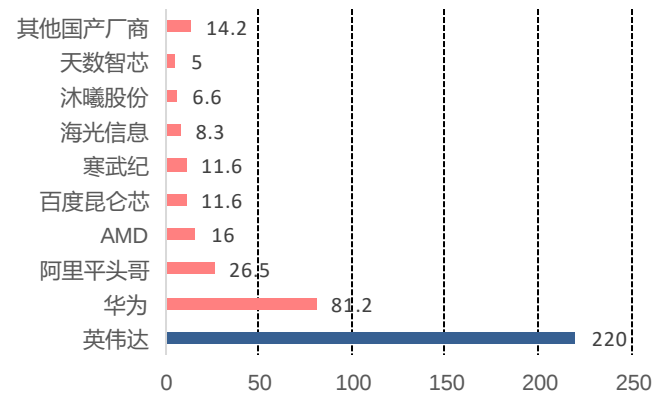
国产算力芯片受英伟达 H200 对华出售窗口压制, 近一个月股价整体承压并出现分化, 但供给受限的核心矛盾未变。近一个月, 国产算力芯片标的走势分化: 海光信息回调约 20.4%, 摩尔线程回调约 14.2%, 反映 H200 出售窗口对市场情绪的短期压制; 寒武纪则相对抗跌、小幅上涨约 6.2%。2025 年中国市场英伟达以 55% 的份额占据主导, 国产厂商合力份额有限, 主要受制于供给能力。今年受益于国家扶持, 国产芯片份额有望迈上新台阶。因此, 短期股价压制更多源于交易情绪而非基本面恶化, 调整后存在资金回补空间。

图表24: 算力芯片核心标的近一月涨跌幅



数据来源: iFinD, 中信建投证券

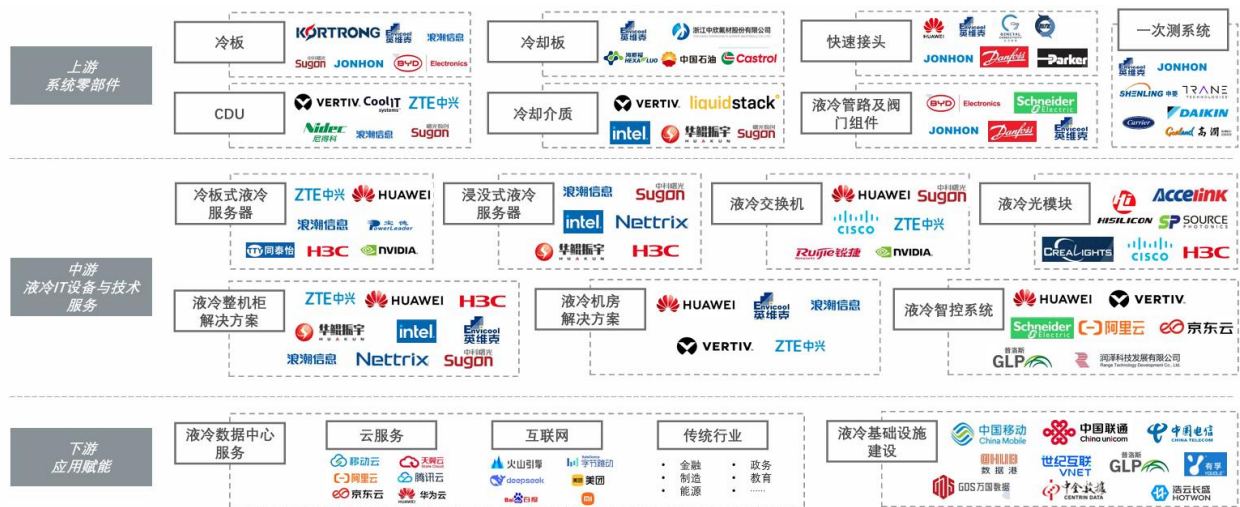
图表25: 2025 年算力芯片出货量 (万张)



数据来源: Bernstein Research, 中信建投证券

液冷是算力散热的确定性方向，但 26Q1 行业“增收不增利”，盈利端明显分化。随着英伟达新一代架构向全液冷演进，液冷需求长期确定性强，相关公司在技术路径与客户卡位上各具优势。但价格竞争叠加费用与减值上升，多数标的一季度增收不增利：英维克营收同比增长 26.0%、营业利润下滑 88.5%，申菱环境营收微降、营业利润下滑 51.3%；高澜股份营业利润逆势增长 63.7%；中科曙光、南方泵业营业利润分别增长 16.6%、15.2%，但两者主业并非液冷。整体看，液冷需求逻辑硬、长期空间大，但短期受价格战与交付节奏影响，业绩与股价均承压，属“长逻辑强、短期待验证”环节。

图表26：液冷产业链



数据来源: iFinD, 中信建投证券

图表27：液冷核心标的公司情况

| 企业简称 | 核心竞争力分析                                                                 | 26Q1 业绩情况 |             | 近一月<br>股价走势                                                                           |
|------|-------------------------------------------------------------------------|-----------|-------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
|      |                                                                         | 营收<br>YoY | 营业利润<br>YoY |                                                                                       |
| 英维克  | 全球首创液环式真空 CDU，漏液检测精度 0.1mL/min，适配英伟达 GB300；冷板+浸没双路径全链条散热，腾讯、字节跳动核心供应商   | 26.03%    | -88.46%     |    |
| 高澜股份 | 唯一覆盖冷板/浸没/集装箱三大方案，CDU 换热效率+40%、PUE 低至 1.1；中标中国移动 30 亿元项目，字节跳动浸没式模组独家供应商 | -2.77%    | 63.68%      |    |
| 申菱环境 | 全球首创"冷源+末端液冷机柜"全栈方案，CDU 市占率领先、PUE 低至 1.15；华为数据中心液冷唯一合作伙伴                | -1.80%    | -51.29%     |    |
| 中科曙光 | 浸没式液冷市占率 58.8%，冷板式支持单机柜 100kW，PUE 低至 1.04；中标马来西亚 61MW 数据中心，应用于国家超算中心    | 23.71%    | 16.60%      |    |
| 南方泵业 | 磁悬浮液冷泵散热密度 1200W/cm²，价格为进口 50%；液冷泵收入同比+210%，英伟达唯一国产认证厂商                 | 7.48%     | 15.20%      |  |

数据来源: iFinD，中信建投证券

2）其他景气线索主要关注煤炭和工业金属板块

煤炭：安监政策系统性收紧叠加行业整治，供给收缩逻辑落地，煤价底部中枢稳步抬升。年内多地接连出现安全生产事故，倒逼全国范围内煤矿安全督查力度全面升级，各地陆续开展专项安全整治行动，不合规矿井临时停产整改、合规矿也增加安全检修周期，直接约束原煤有效产能释放；叠加煤炭行业反内卷管控政策持续落地，无序超产现象得到遏制，全行业原煤增量释放空间明显收窄。供给端约束持续兑现之下，市场供需格局逐步优化，现货煤价摆脱前期低位区间，底部支撑不断夯实。

图表28：煤炭现货价格



数据来源：iFinD，中信建投证券

**能源安全、旺季备货、算力新增三重因素形成共振，电煤消费韧性持续超预期。**煤炭作为我国能源保供核心压舱资产，战略定位持续抬升；临近迎峰度夏周期，各大火电企业提前开展冬春储煤、夏季前置备货，火电日耗稳步抬升。同时国内 AI 超算中心、规模化数据中心集中投产落地，算力集群全天候高负荷运转催生持续性工业用电增量，双重需求共同托举电煤刚需，从需求端稳固煤炭基本面。

**工业金属：全球资源保护政策落地叠加矿山资本开支不足，上游矿产供给收紧预期持续走强。**全球产业链重构进程中地缘博弈趋于常态化，多个国家陆续出台矿产出口限制、本土资源优先开发等相关管控政策；同时全球矿业企业长期资本投入偏弱，新矿勘探与项目投产节奏放缓，矿产新增产能有限，上游原料紧缺预期不断升温。

图表29： 国家各部门 AI 产业政策持续出台

| 日期         | 事件                                                                                                                                                           |
|------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2026 年 1 月 | 赞比亚正式通过矿业本地化法规，明确要求境内矿业公司在规 <span></span> 定年限内，将核心货物与服务的本地采购比例至少提 <span></span> 升至 40%，强化本土产业配套要求                                                            |
| 2025 年 2 月 | 加纳总统马哈马正式宣布，计划到 2030 年全面停止出口所有未经加工的矿石，管控范围涵盖锰矿、铝土矿、铁矿 <span></span> 石等核心矿产品类                                                                                 |
| 2026 年 2 月 | 津巴布韦矿业部突发官方声明，即日起全面暂停所有锂原矿、锂精矿的出口业务，管控范围同步覆盖已装船、在运 <span></span> 输途中的所有相关货物，禁令持续至另行通知                                                                        |
| 2026 年 3 月 | 印度尼西亚能源与矿产资源部宣布，大幅削减 2026 年镍矿开采配额至约 2.1 亿吨，较 2025 年既定开采目标下 <span></span> 降超 40%，进一步收紧镍矿资源供给                                                                  |
| 2026 年 4 月 | 肯尼亚政府正式发布矿产管控新规，全面禁止未加工的矿产原矿出口，要求所有核心矿产必须在本土完成指定标准 <span></span> 的深加工后方可开展出口贸易                                                                               |
| 2026 年 5 月 | 莫桑比克议会高票通过《矿产法》修订案，明确全面禁止原矿出口，同时新增强制要求：国家在境内所有矿业项目 <span></span> 中的持股比例不得低于 15%                                                                              |
| 2026 年 5 月 | 津巴布韦正式发布《矿产分类与宣言》，将锂、镍、钴、石墨、铜、稀土等 14 类矿产列入国家级关键资源清单， <span></span> 全面禁止清单内矿产原矿出口，强制要求本土深加工；同时明确新建矿产项目必须让渡部分股权给国家指定特别目 <span></span> 的机构，无政府参股资质的企业不得开展相关开采运营 |
| 2026 年 5 月 | 刚果（金）官方宣布，将 2026 年钴矿出口配额正式削减至 9.66 万吨，较 2025 年实际出口量减少超 50%，大幅 <span></span> 收紧全球核心钴资源供给                                                                      |
| 2026 年 6 月 | 几内亚矿业部正式落地铝土矿出口管制方案，将 2026 年铝土矿全年出口总量上限设定为 1.5 亿吨，较 2025 年 <span></span> 实际出口量减少约 18%，强化全球第一大铝土矿生产国的资源管控力度                                                   |

数据来源：新华社、光明网、中国经济网、环球时报、大宗商品资讯平台，中信建投证券

**传统基建与新兴产业需求同步扩容，工业行业大宗商品需求稳步释放。**传统需求层面，依托一带一路沿线及东南亚地区工业化、城镇化建设提速，基建与制造业投资稳步落地，拉动铜、铝等基础金属刚需。新兴需求端，国内六张网、特高压项目批量招标落地，新能源车、储能、AI 算力配套建设持续加码，带动铜材、稀土以及各类小金属需求上行，近期无氧铜杆加工价格稳步抬升，已从现货端验证需求回暖。

## 风险分析

（1）内需支持政策效果低于预期。如果后续国内地产销售、投资等数据迟迟难以恢复，通胀持续低迷，消费未出现明显提振，企业盈利增速持续下滑，经济复苏最终证伪，那么整体市场走势将会承压，过于乐观的定价预期将会面临修正。

（2）中东地缘局势恶化风险。警惕美伊冲突进一步升级，国际油价中枢上行，增加全球通胀压力，制约国内外央行货币宽松空间，若通胀恶性演绎，可能对经济总需求造成拖累，加剧全球经济衰退风险，同时对权益市场造成冲击。

（3）美股市场波动超预期。若美国经济超预期恶化，或美联储宽松力度不及预期，可能导致美股市场出现较大波动，届时也将对国内市场情绪和风险偏好造成外溢影响。

## 分析师介绍

### 夏凡捷

中信建投资深策略分析师，硕士毕业于武汉大学金融工程专业，曾任安信证券高级策略分析师，长期从事市场策略、专题研究和金股配置方面的工作。新财富、水晶球、金牛奖策略分析师，Wind 金牌分析师。

### 何盛

上海交通大学本硕，目前主要负责大势研判、专题研究、海外策略等领域。曾任东北证券策略分析师，2022 年加入中信建投证券研究发展部。

## 评级说明

| 投资评级标准                                                                                                                                         |      | 评级   | 说明            |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|---------------|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。 | 股票评级 | 买入   | 相对涨幅 15%以上    |
|                                                                                                                                                |      | 增持   | 相对涨幅 5%—15%   |
|                                                                                                                                                |      | 中性   | 相对涨幅-5%—5%之间  |
|                                                                                                                                                |      | 减持   | 相对跌幅 5%—15%   |
|                                                                                                                                                |      | 卖出   | 相对跌幅 15%以上    |
|                                                                                                                                                | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10%以上    |
|                                                                                                                                                |      | 中性   | 相对涨幅-10-10%之间 |
|                                                                                                                                                |      | 弱于大市 | 相对跌幅 10%以上    |

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层  
电话：（8610）56135088  
联系人：李祉瑶  
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室  
电话：（8621）6882-1600  
联系人：翁起帆  
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
福田区福中三路与鹏程一路交汇  
处广电金融中心 35 楼  
电话：（86755）8252-1369  
联系人：曹莹  
邮箱：caoying@csc.com.cn

### 中信建投（国际）

香港  
中环交易广场 2 期 18 楼  
电话：（852）3465-5600  
联系人：刘泓麟  
邮箱：charleneliu@csci.hk