仅供内部参考，请勿外传

万联证券 WANLIAN SECURITIES

大潮奔涌，聚力前行

——2026 年中期策略投资报告

2026 年 06 月 23 日

分析师： 宫慧菁
执业证书编号： S0270524010001
电话： 18028875418
邮箱： gonghj@wlzq.com.cn

投资要点：

- **2026 年 A 股市场回顾：**截至 2026 年 6 月 15 日，年初以来上证综指涨 3.22%。A 股主要宽基指数多数上涨，其中，科创指数涨幅居前，中、小盘指数表现优于大盘蓝筹指数。按风格划分，年内五大风格指数涨跌不一，其中成长风格指数涨幅最大。分行业看，通信、电子、建筑材料行业涨幅居前，科技成长主线明确，大消费领域表现较弱。

- **A 股上市公司盈利能力修复：**2026 年一季度，A 股归母净利润同比延续改善态势，上游板块盈利水平领先，下游板块表现次之。从风格板块来看，今年一季度消费风格盈利水平相对较高，成长风格板块的盈利水平增幅较大。结合行业预测 ROE 看，截至 2026 年 6 月 15 日，受益于能源转型、新质生产力发展、扩大内需等利好影响，有色金属、食品饮料、家用电器行业在 2026 年有较高的预测 ROE，显示市场对其增长前景信心较强。

- **A 股市场流动性持续改善：**4 月证监会发布《证券期货法律适用意见第 18 号》明确将社保基金、养老金、公募基金、保险资金、银行理财等纳入战略投资者范畴，并设定 5%最低持股比例。预计随着增量资金入市工作稳步推进，中长期 A 股市场流动性有望持续提升。展望下半年，新政策持续推动资本市场高质量发展，有助于增强市场信心，市场流动性有望进一步改善。

- **政策提振市场信心，市场交投热度高：**2026 年 5 月，中美经贸磋商取得成果。国内政策持续发力稳预期，年初以来，证监会、央行、金融监管总局等多措并举推动资本市场长远健康发展。预计年内配套政策陆续落地，在优化上市标准、服务实体经济、促进科技创新、提高投资者获得感等方面持续发力，提振市场长期信心。

- **投资建议：**2026 年 4 月中央政治局会议持续强调扩大内需，明确“要深入挖掘内需潜力”。产业发展方面，要求加快建设现代化产业体系，保持制造业合理比重。对全国统一大市场建设、整治“内卷式”竞争、发展人工智能、深化国企改革等领域均有部署。整体看，国内经济有望持续稳中向好，政策进一步释放内需潜力、提振市场信心，促进经济增长动能继续回升、经济结构调整持续深化。在资本市场改革深化的背景下，2026 年下半年 A 股市场有望延续震荡上扬行情。随着中长期资金入市加快，科技等热门板块热度

相关研究

构建更高质量资本市场，助力智能经济和未来产业发展

关注粤港澳大湾区内专精特新“小巨人”企业配置机会

科技板块延续上行，市场流动性持续改善

仅供内部参考，请勿外传

不减，市场交投热情有望保持高位，结构性机会或增加，A股市场风格仍侧重成长。科技创新领域受市场关注，人工智能产业链有望持续受益。供需紧平衡下估值与盈利逐步修复，资源品领域迎来战略布局期。

- **人工智能高速发展，景气度延续高位：**受益于全球AI技术迭代与商业化路径日渐清晰，AI产业链景气度维持高位。一方面，海内外科技巨头同步加码算力基建，数据中心系统以领跑姿态拉动全球IT支出增长，算力需求爆发与绿色数据中心配套成为产业发展重要一环。另一方面，大模型竞争向多模态生成、智能体能力与开源生态延伸，国内头部厂商密集迭代新品，AI原生APP用户规模实现爆发式增长，Agent商业化加速渗透。业绩端，半导体、消费电子、元件和存储板块均呈现高景气态势，验证算力需求对产业链的实质性拉动。预计算力与应用生态趋于多元，在政策与资本合力下，产业链有望持续向高附加值环节攀升。

- **关注周期资源品配置机会：**供给端，国际方面，全球主要战略资源矿端产能收缩，冶炼端表现分化。在全球能源转型持续推进、国防需求提升以及AI产业快速发展的背景下，战略资源品贸易限制升级，供应链安全成为重点关注。国内方面，重点行业供给收紧，“反内卷”效果显现。需求端，从外需看，我国在冶炼环节具有优势，主要战略资源品及相关产品出口需求旺盛。从国内产业升级需求看，在传统制造业提质升级、AI产业发展与能源转型的背景下，资源品需求增量明确。2026年一季度，在供给侧刚性强化与下游需求结构性拉动的共同作用下，上游资源品板块中多个细分领域的盈利能力与估值水平回升。

- **风险因素：**地缘政治风险；国内经济表现不及预期；技术进步不及预期；市场结构发生重大变化。

仅供内部参考，请勿外传

正文目录

1 2026 年上半年 A 股表现回顾 5
1.1 市场走势 5
1.2 宽基指数表现：科创指数涨幅较大，中小盘指数表现优于大盘 5
1.3 市场风格偏好和投资主线：成长风格指数表现较优 6
1.4 估值水平：A 股主要股指估值分位数继续回升，行业表现分化 7
2 2026 年下半年市场环境展望 9
2.1 A 股盈利展望：全 A 盈利能力继续修复 9
2.2 流动性展望：市场流动性持续改善 13
2.3 风险偏好展望：市场信心提升、交投热度较高 15
2.4 投资风格展望：科技成长行情持续，资源品领域迎来配置窗口 18
3 配置推荐 18
3.1 人工智能高速发展，景气度延续高位 18
3.1.1 产业发展加快，重点发力底层算力与终端应用 18
3.1.2 多个细分赛道业绩表现优异 23
3.2 关注周期资源品配置机会 25
3.2.1 全球产能收缩叠加地缘风险共振，部分资源品供给趋紧 25
3.2.2 外需持续回暖，制造业提质升级与 AI 产业发展拉动资源品增量需求 29
3.2.3 周期资源品细分板块盈利与估值逐步修复 32
4 风险因素 33

图表 1： 2026 年以来同花顺全 A（沪深京）收盘价 5
图表 2： 2026 年以来 A 股主要指数涨跌幅（%） 6
图表 3： 各风格指数涨跌幅（%） 6
图表 4： 2026 年以来申万一级行业涨跌幅（%） 7
图表 5： A 股主要指数当前市盈率历史分位数（%） 7
图表 6： A 股主要指数当前市净率历史分位数（%） 7
图表 7： 申万一级行业市盈率（TTM，整体法）变化（%） 8
图表 8： A 股申万一级行业预测市盈率（倍）和预测 ROE（%） 8
图表 9： A 股单季度营业收入同比增速（%） 9
图表 10： A 股单季度归母净利润同比增速（%） 9
图表 11： A 股各板块净资产收益率 ROE-TTM（%） 10
图表 12： 2026 年主要经济数据预测 11
图表 13： CPI、PPI 单月同比增速(%) 12
图表 14： 各板块归母净利润增速(%) 12
图表 15： A 股主要指数净利润增速预测 (%) 13
图表 16： 季度末主动偏股型公募基金资产净值（万亿元） 14
图表 17： 新成立偏股型基金份额（亿份） 14
图表 18： 外资持股市值（万亿元） 15
图表 19： 保险机构持股市值（万亿元）及仓位(右轴） 15
图表 20： 2026 年以来影响资本市场重要政策及举措汇总 16
图表 21： A 股日成交额（亿元）和换手率（%）（右轴） 17
图表 22： 年初至今申万一级行业日均换手率（%） 17

仅供内部参考，请勿外传

图表 23：月度两融余额（亿元）和两融交易额占 A 股成交额比（%）（右轴）..18
图表 24：美国 AI 公司资本开支.....19
图表 25：中国 AI 公司资本开支.....19
图表 26：全球 IT 支出预测.....19
图表 27：中国智能算力规模（EFLOPS）（FS32）与中国通用算力规模（EFLOPS）（FS32）.....20
图表 28：中国算力中心用电需求（亿千瓦时）.....20
图表 29：绿色算力发展框架.....21
图表 30：2026 年以来互联网大厂推理模型迭代.....21
图表 31：2026 年 3 月月活跃用户规模前四大模型（万个）与一季度新增（万个）.....22
图表 32：中国 AI Agent 市场规模（亿元）及企业渗透率（%）.....22
图表 33：AI Agent B 端商业应用.....23
图表 34：AI Agent C 端商业应用.....23
图表 35：中国 AI 50 指数与半导体销售金额当月同比（%）（右轴）.....23
图表 36：电子行业单季度归母净利润（亿元）及同比增速（%）.....24
图表 37：消费电子、元件及半导体（右轴）行业单季度归母净利润同比增速（%）.....24
图表 38：数字芯片（存储）单季度归母净利润（亿元）及同比增速（%）.....24
图表 39：主要矿产全球年产量同比增速（%）.....25
图表 40：全球能源金属矿山勘查投资及对应领域并购重组金额（十亿美元）.....25
图表 41：主要有色金属冶炼产品全球年产量同比增速（%）.....26
图表 42：现货铜精矿加工费.....26
图表 43：地缘冲突事件与布伦特原油现货价格（美元/桶）.....27
图表 44：主要资源出口国贸易限制情况.....27
图表 45：中国主要资源品进口分布（分贸易伙伴）.....28
图表 46：重点行业工业产能利用率当季值（%）.....29
图表 47：重点行业产成品年产量同比增速（%）.....29
图表 48：有色金属月出口交货值累计同比（%）.....30
图表 49：制造业规模以上工业增加值累计同比（%）.....30
图表 50：集成电路产量与铜价格.....31
图表 51：镓、铟平均价与半导体销售金额.....32
图表 52：锡平均价与半导体销售金额.....32
图表 53：周期资源品板块下属申万二级行业的 ROE、PE-TTM.....33

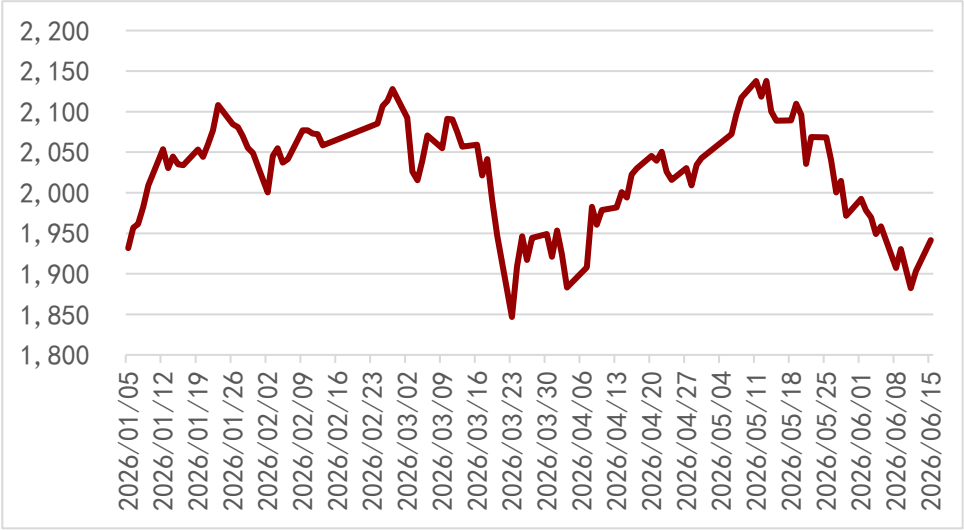
仅供内部参考，请勿外传

1 2026年上半年A股表现回顾

1.1 市场走势

从同花顺全A走势看，截至2026年6月15日，今年以来市场表现可分为以下阶段：（1）1-2月，随着央行下调结构性工具利率0.25个百分点，扩大再贷款额度并新设1万亿民企再贷款，市场情绪较高，全A震荡走高，市场风险偏好得到提振。（2）3月美伊冲突爆发推高能源价格，叠加市场对美联储降息预期下滑，全A指数出现深度回调。（3）4月以来，美伊冲突逐步缓和，我国一季度经济运行开局良好，且一季报A股业绩修复，基本面整体向好，全A稳步修复并突破前期高点。（4）5月中下旬以来，随着科技板块估值进入高位，资金表现谨慎，市场结构性分化加剧，全A指数转为下跌。其后全A指数维持震荡修复态势。

图表1：2026年以来同花顺全A（沪深京）收盘价



资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2026年6月15日

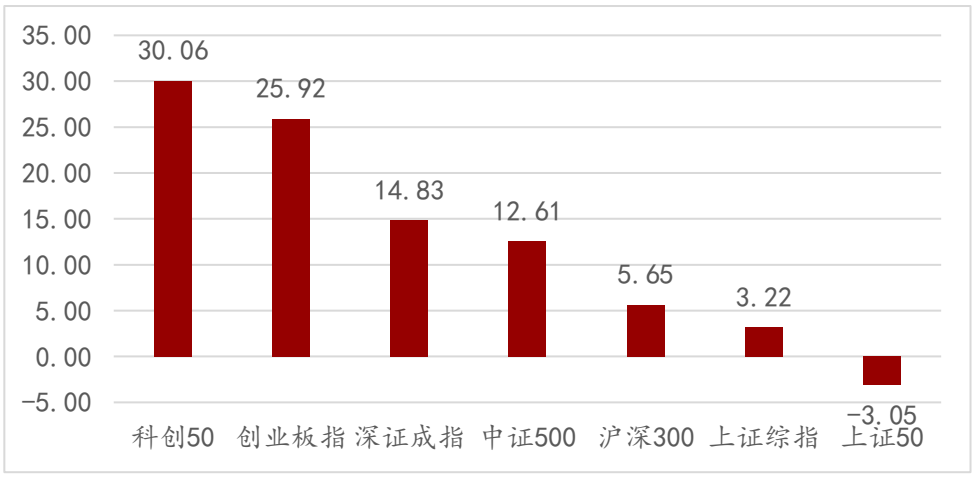
1.2 宽基指数表现：科创指数涨幅较大，中小盘指数表现优于大盘

截至2026年6月15日，年内上证综指涨3.22%。年内A股主要宽基指数多数上涨，其中，科创50、创业板指数分别上涨30.06%、25.92%，涨幅居前。按规模划分，大盘蓝筹指数表现不一，截至2026年6月15日，2026年内沪深300指数上涨5.65%，而上证50指数下跌3.05%；中、小盘指数方面，中证500指数上涨12.61%，表现优于大盘蓝筹指数。

人在草木间

仅供内部参考，请勿外传

图表2：2026年以来A股主要指数涨跌幅（%）



资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2026年6月15日

1.3 市场风格偏好和投资主线：成长风格指数表现较优

按风格划分，截至2026年6月15日，年内五大风格指数涨跌不一。其中，成长风格指数（23.94%）涨幅最大，稳定（1.86%）、周期（1.35%）风格指数小幅上涨。而消费（-10.93%）、金融（-8.05%）风格指数下跌。按业绩划分，截至2026年6月15日，年内绩优股指数涨幅最大，而亏损股指数仅小幅上涨。按市盈率划分，截至2026年6月15日，年内高、中市盈率指数分别上涨21.58%、10.64%，涨幅较大，而低市盈率指数下跌3.95%。按股价划分，高价股指数上涨幅度较大，中、低价股指数下跌。

图表3：各风格指数涨跌幅（%）

分类	指数	2026H1	2025H2	2025H1	2024H2	2024H1
风格	金融	-8.05	4.04	7.39	30.65	2.79
	周期	1.35	27.16	6.58	9.35	-1.38
	消费	-10.93	5.39	1.20	13.06	-13.23
	成长	23.94	33.97	7.51	27.49	-14.74
	稳定	1.86	1.04	-1.05	8.24	8.74
规模	大盘指数	4.78	17.95	0.00	14.84	0.72
	中盘指数	15.69	26.66	0.32	12.95	-4.49
	小盘指数	9.32	22.32	6.33	19.91	-14.86
业绩	亏损股指数	0.18	23.39	9.30	37.53	-26.06
	微利股指数	5.78	16.56	3.31	27.73	-16.29
	绩优股指数	15.64	35.22	-0.84	6.65	-13.38
估值	高市盈率指数	21.58	25.14	4.59	30.76	-15.65
	中市盈率指数	10.64	22.55	5.10	15.75	-12.07
	低市盈率指数	-3.95	13.39	5.69	11.09	8.25
股价	高价股指数	32.10	30.28	-0.24	16.16	-11.72
	中价股指数	-1.87	15.56	10.08	16.70	-9.88
	低价股指数	-2.76	16.64	1.89	53.51	-22.32

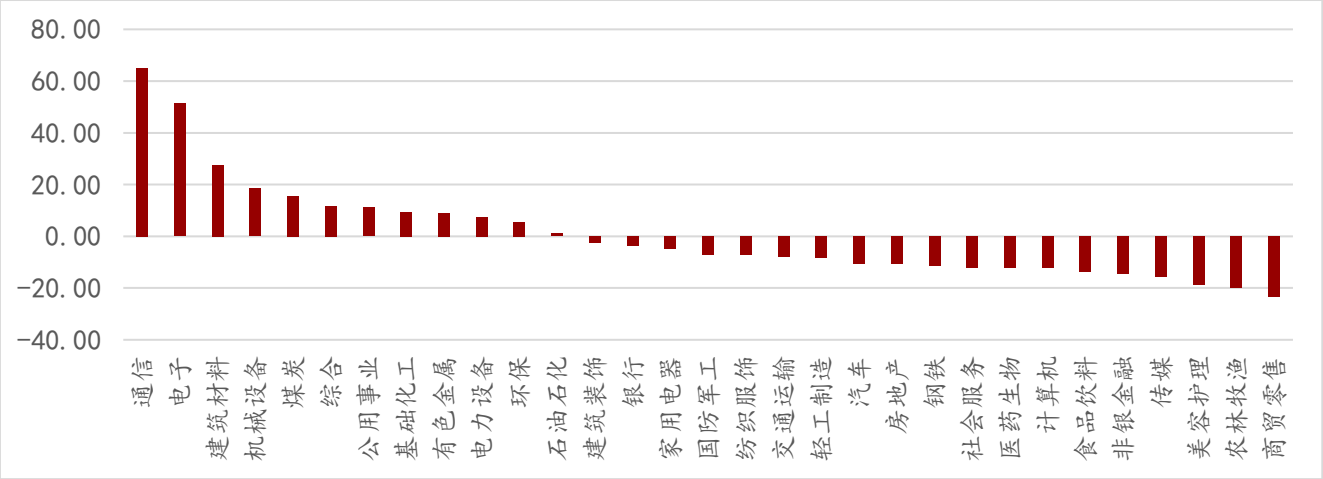
资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2026年6月15日

分行业看，截至2026年6月15日，年内申万一级行业涨跌互现。其中，有12个行业上涨，通信、电子、建筑材料行业涨幅居前，科技成长主线明确，大消费领域表现较弱。

仅供内部参考，请勿外传

图表4：2026年以来申万一级行业涨跌幅（%）



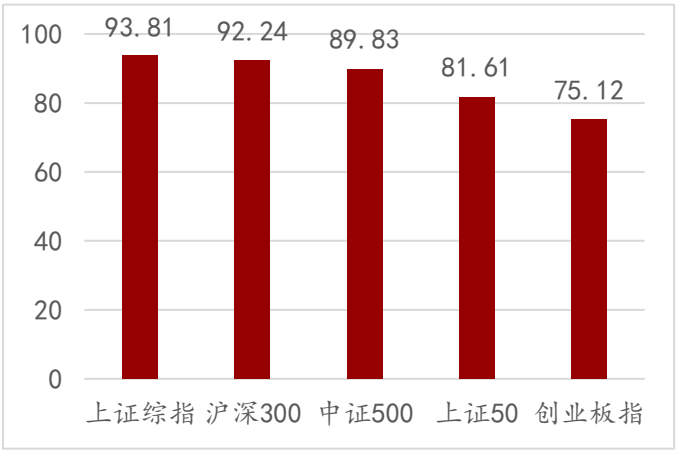
资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2026年6月15日

1.4 估值水平：A股主要股指估值分位数继续回升，行业表现分化

截至2026年6月15日，从市盈率所处历史分位数看，A股主要指数当前市盈率所处历史分位数较2025年年末继续回升，目前主要宽基指数估值水平处于近十年来的75%-95%分位数区间。其中，上证综指、沪深300指数市盈率处于90%分位数以上高位；上证50和创业板指数市盈率所处分位数相对偏低。从市净率历史分位数看，当前A股主要股指中，中证500指数和创业板指处于近十年来较高分位数水平，上证综指和沪深300指数处于中上水平，当前上证50指数市净率所处历史分位数最低，为53.96%。

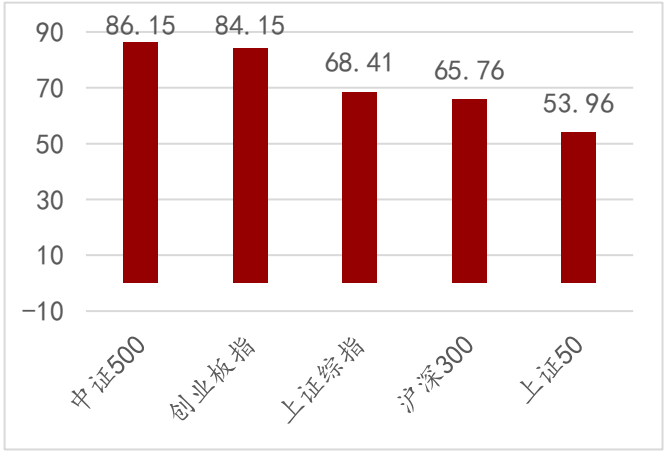
图表5：A股主要指数当前市盈率历史分位数（%）



资料来源：同花顺、万联证券研究所

注：数据截至2026年6月15日，历史分位数起点时间为2016年6月15日。

图表6：A股主要指数当前市净率历史分位数（%）



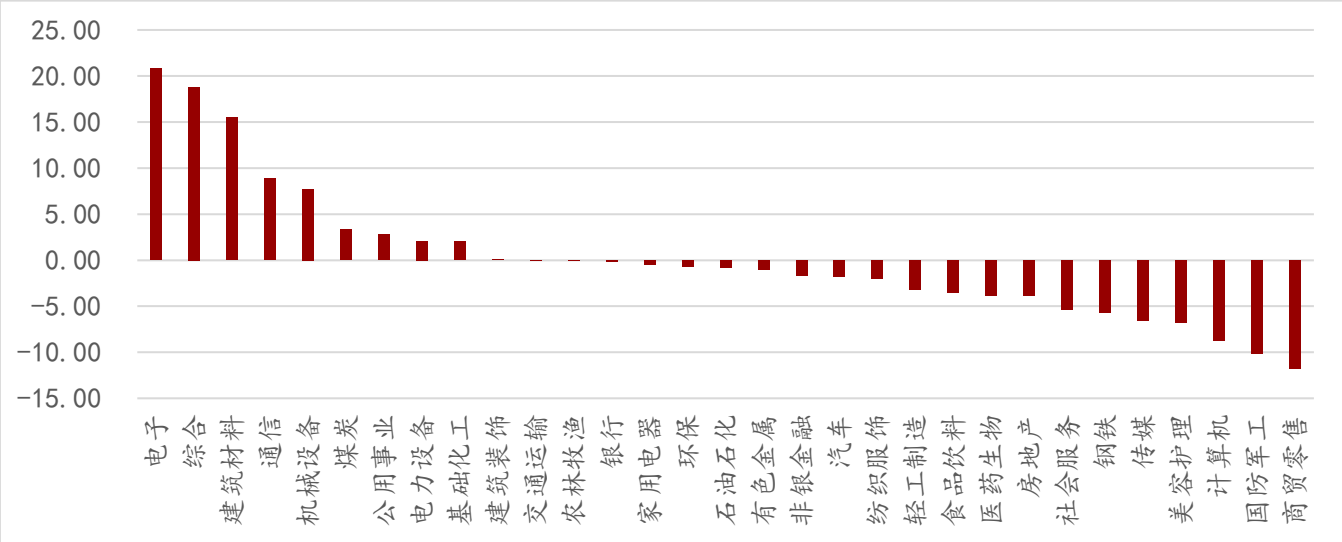
资料来源：同花顺、万联证券研究所

注：数据截至2026年6月15日，历史分位数起点时间为2016年6月15日。

分行业看，截至2026年6月15日，申万一级行业市盈率表现分化，多数行业市盈率与2025年末相比有所下降。但电子行业市盈率提升幅度最大，较2025年末提高20.83%。综合、建筑材料、通信、机械设备等行业市盈率提升幅度居前，科技创新提速与基建预期改善是推动估值回升的主要因素。估值水平较2025年末下降幅度较大的行业包括商贸零售、国防军工、计算机等。

仅供内部参考，请勿外传

图表7：申万一级行业市盈率（TTM，整体法）变化（%）



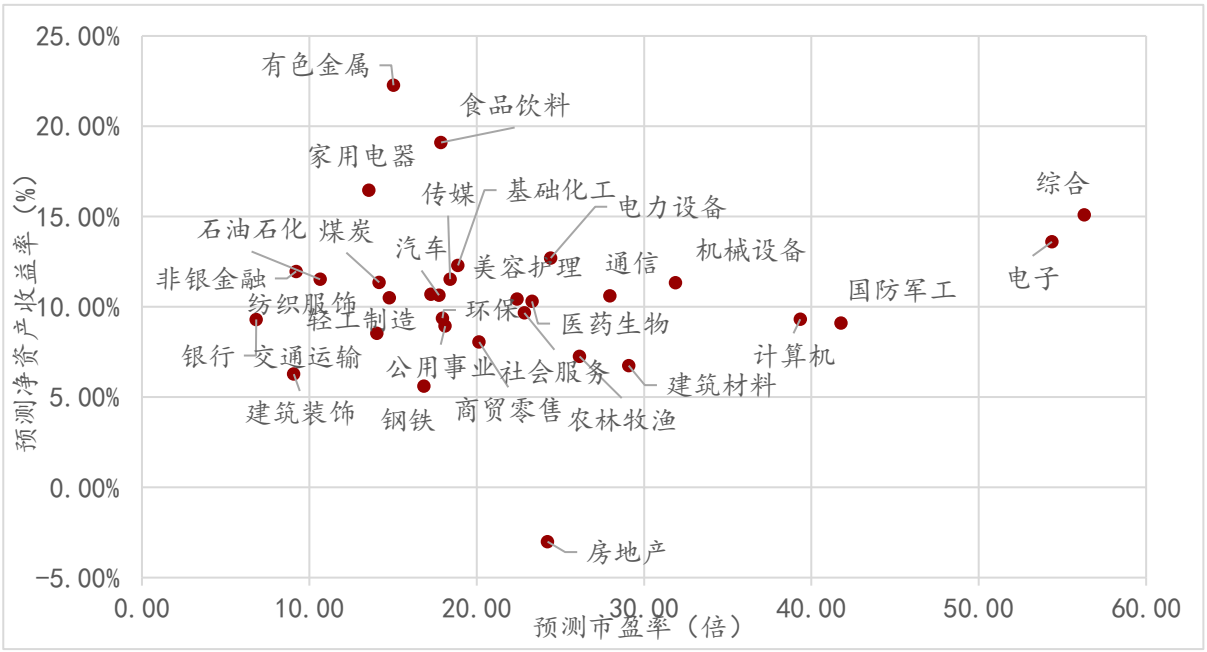
资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2026年6月15日

结合行业预测ROE看，截至2026年6月15日，受益于能源转型、新质生产力发展、扩大内需等利好影响，有色金属、食品饮料、家用电器行业在2026年有较高的预测ROE，显示市场对其增长前景信心较强。同时，受需求收缩及行业景气下行影响，房地产、钢铁、建筑装饰行业预测ROE较低。

在预测市盈率方面，AI浪潮及科技创新背景下，电子、计算机行业预测市盈率较高，同时受国家安全概念影响国防军工行业预测市盈率较高，显示出在产业升级背景下，市场对未来增长给予较高溢价。而银行、建筑装饰、石油石化行业预测市盈率较低。

图表8：A股申万一级行业预测市盈率（倍）和预测ROE（%）



资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2026年6月15日

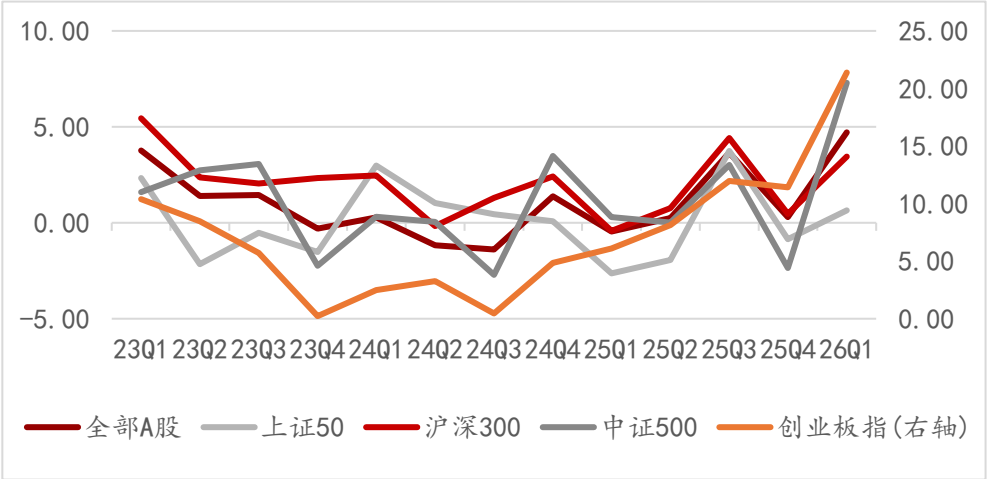
仅供内部参考，请勿外传

2 2026年下半年市场环境展望

2.1 A股盈利展望：全A盈利能力继续修复

营收端：2026年一季度同花顺全A营收17.72万亿元，同比增长4.71%，增速较2025年一季度提升5.17个百分点。分指数看，2026年一季度上证50/沪深300/中证500/创业板指数成分股合计营业收入同比增速分别为0.64%/3.44%/7.29%/21.38%，增速较2025年同期分别提高3.28pct/3.87pct/7.00pct/15.28pct，营收增速加快。其中，创业板指数营收同比增速领先，中证500指数营收同比增速改善幅度较大。

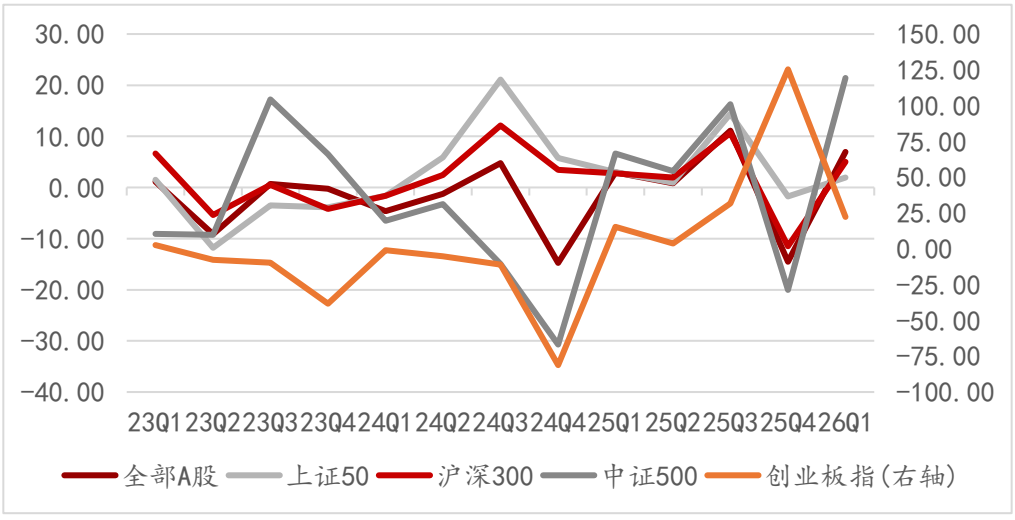
图表9：A股单季度营业收入同比增速（%）



资料来源：同花顺，万联证券研究所

利润端：A股归母净利润同比延续改善态势。2026年一季度同花顺全A归母净利润同比增长6.92%，增速较2025年一季度提升3.98个百分点。分指数看，2026年一季度上证50/沪深300/中证500/创业板指数成分股合计归母净利润同比增速分别为1.97%/5.01%/21.41%/22.39%，增速较2025年同期分别变动-1.05pct/2.25pct/14.77pct/7.02pct。创业板指及中证500指数盈利改善幅度较大，而上证50指数盈利增速小幅回落。

图表10：A股单季度归母净利润同比增速（%）



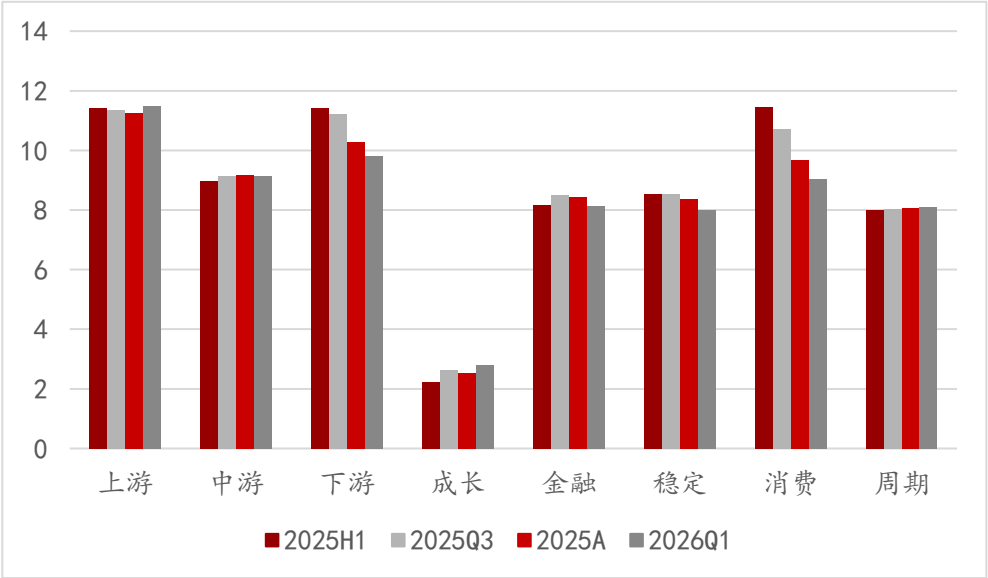
资料来源：同花顺，万联证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

从上中下游不同板块盈利情况看，截至2026年一季报数据，上游板块盈利水平领先，ROE-TTM达11.48%；下游板块次之，ROE-TTM为9.81%。相较于2025年报，上游板块盈利水平实现增长，ROE-TTM上行0.23个百分点；中游板块出现小幅回落，ROE-TTM下降0.05个百分点；下游板块回落0.46个百分点。

从风格板块来看，截至2026年一季报，消费风格盈利水平相对较高，ROE-TTM均值为9.05%。金融和稳定风格盈利水平相对接近，ROE-TTM水平在8.00%左右。相较于2025年报，不同风格板块盈利表现分化。其中，成长风格板块的盈利水平增幅较大，ROE-TTM较2025年报提高0.28个百分点；周期风格小幅提升0.05个百分点。消费、金融、稳定风格出现回调，ROE-TTM较2025年报分别下降0.63个百分点、0.33个百分点和0.36个百分点。

图表11：A股各板块净资产收益率ROE-TTM（%）



资料来源：同花顺，万联证券研究所

注:数据提取规则为：ROE(TTM，整体法)

结合机构预测数据，2026年国内经济有望巩固稳中向好的发展态势，实现“十五五”良好开局。4月中央政治局会议强调“增强经济发展内生动力”，并作出一系列重要部署，为进一步坚定发展信心。宏观政策强调有效、精准，护航经济行稳致远。

在消费端，2026年政府工作报告将“着力建设强大国内市场”置于年度重点任务首位，坚持内需主导、统筹促消费和扩投资，延续“两新”工作框架，安排超长期特别国债2,500亿元支持消费品以旧换新，设立1,000亿元财政金融协同促内需专项资金，组合运用贷款贴息、融资担保、风险补偿等方式支持扩大内需。资金投放节奏进一步提速，截至2026年4月，全国消费品以旧换新销售额超过4,332亿元，惠及超过6,093万人次。政策落地持续引导市场发展，优化了补贴标准和实施机制，新增四类数码产品纳入购新补贴范围。后续需持续关注居民就业与收入预期改善进展、消费信心的恢复对消费增长可持续性的影响。

在投资端，2026年政府工作报告明确聚焦新质生产力、新型城镇化等重点领域，增强市场主导的有效投资增长动力。今年拟安排中央预算内投资7,550亿元，安排8,000亿元超长期特别国债资金用于“两重”建设，发行新型政策性金融工具8,000亿元，带

仅供内部参考，请勿外传

动更多社会资本参与投资。在设备更新方面，全年安排2,000亿元超长期特别国债资金支持大规模设备更新。在政策带动下，一季度设备工器具购置投资同比增长13.9%，增速比1至2月份加快2.4个百分点。预计政策落地将推动投资逐步企稳修复，需持续关注“两重”项目建设进度、民间投资参与意愿及地方政府项目推进情况对投资回稳节奏的影响。

通胀方面，2026年以来通胀中枢逐步抬升。CPI方面，前五月CPI同比温和回升，物价水平逐步修复。PPI方面，受原油价格攀升和“反内卷”政策影响，PPI同比持续改善，3月已实现由负转正。整体看，在“两新”政策发力带动消费结构升级、服务消费规模有望扩大，终端价格或继续修复，CPI将温和回升；PPI在基数效应及需求改善下有望延续改善态势。

图表12：2026年主要经济数据预测

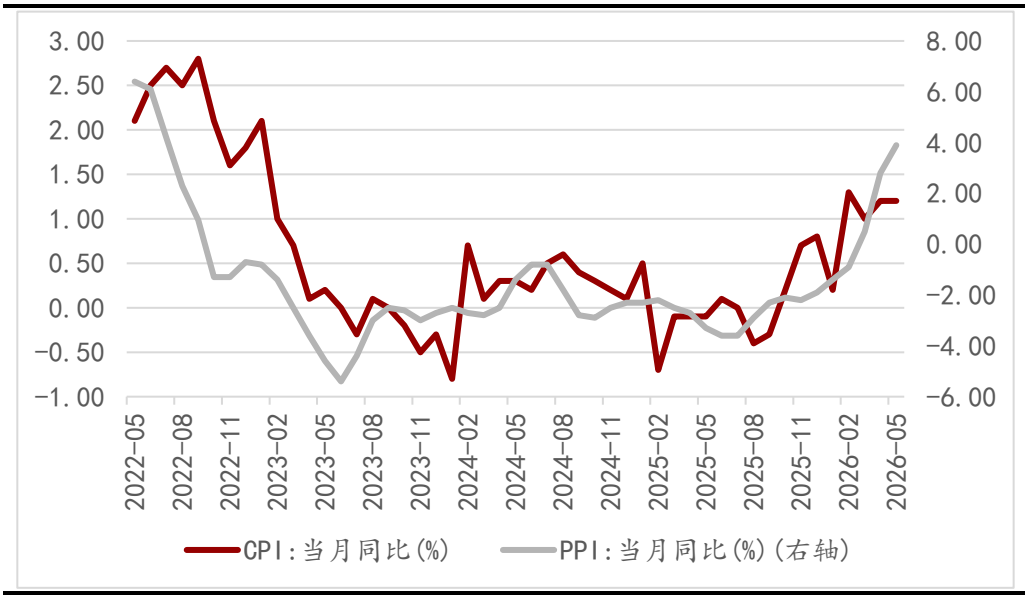
指标	2026F	2025	2024	2023	2022	2021
经济						
GDP(%)	4.78	5.00	5.00	5.42	3.13	8.57
工业增加值(%)	5.14	5.90	5.80	4.60	3.60	9.60
固定资产投资(%)	1.29	-3.80	3.20	3.00	5.10	4.90
固定资产投资:制造业(%)	3.95	--	9.21	6.48	9.10	13.50
固定资产投资:基础设施建设(%)	5.65	-2.20	4.40	5.90	9.40	0.40
固定资产投资:房地产开发(%)	-11.67	-17.20	-10.60	-9.60	-10.00	4.40
社会消费品零售(%)	2.62	3.70	3.50	7.20	-0.20	12.50
进口(%)	14.92	0.18	1.03	-5.53	0.74	30.05
出口(%)	10.68	5.45	5.82	-4.67	5.58	29.62
贸易差额(亿美元)	11,495.91	11,827.65	9,925.77	8,221.02	8,379.28	6,366.10
通胀						
CPI(%)	1.15	0.00	0.20	0.20	2.00	0.90
PPI(%)	2.15	-2.60	-2.20	-3.00	4.10	8.10
金融数据						
M2(%)	8.07	8.50	7.30	9.70	11.80	9.00
人民币贷款(%)	6.15	6.40	7.60	10.60	11.10	11.60
社会融资规模(亿元)	302,281.00	356,032.00	322,559.00	355,875.00	320,096.00	313,509.00
1年期MLF利率(%)	1.70	--	2.00	2.50	2.75	2.95
1年期LPR(%)	2.86	3.00	3.10	3.45	3.65	3.80
5年期LPR(%)	3.40	3.50	3.60	4.20	4.30	4.65
美元/人民币	6.78	7.03	7.19	7.08	6.96	6.38

资料来源：Wind、同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2026年6月10日

仅供内部参考，请勿外传

图表13：CPI、PPI单月同比增速(%)



资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2026年5月31日

从各板块盈利情况看，2026年一季度盈利表现分化。TMT板块在人工智能需求推动下盈利表现亮眼，归母净利润同比增长43.86%；中游板块受益于设备更新及制造业升级，归母净利润同比增长11.77%；下游公共服务板块盈利同比增长6.32%。2026年一季度，上游板块盈利同比小幅下降0.55%，周期板块下降3.66%，下游必选消费受农林牧渔行业拖累同比下降35.72%。

图表14：各板块归母净利润增速(%)

板块	2022第一季度	2023第一季度	2024第一季度	2025第一季度	2026第一季度
上游	42.61%	-34.44%	-41.60%	166.19%	-0.55%
中游	11.23%	1.05%	5.73%	-0.86%	11.77%
下游（可选消费）	-9.39%	13.32%	2.81%	1.97%	1.80%
下游（必选消费）	-54.98%	30.97%	27.98%	449.70%	-35.72%
下游（公共服务）	-51.38%	54.57%	15.01%	2.01%	6.32%
TMT	-12.94%	1.80%	-14.68%	147.25%	43.86%
周期	-6.43%	15.98%	-27.71%	-258.65%	-3.66%
其他	74.15%	-37.41%	-814.52%	86.13%	78.10%

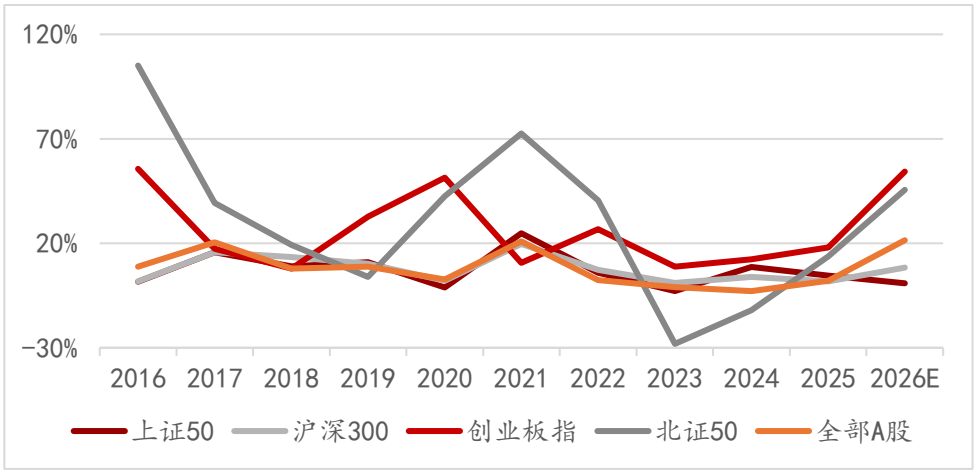
资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2026年3月31日

下半年随着国内经济延续回升向好，企业经营环境的改善有望带来盈利能力和现金流继续温和修复。截至6月10日预测数据，预计2026年全部A股净利润增速回升至21.47%，较2025年提升19.33个百分点，多数A股宽基指数2026年预测净利润同比正增长。其中，创业板指数预测净利润同比增长54.33%，较2025年提升36.37个百分点，改善幅度较大。

仅供内部参考，请勿外传

图表15：A股主要指数净利润增速预测(%)



资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2026年6月10日

注：2026年为预测值

2.2 流动性展望：市场流动性持续改善

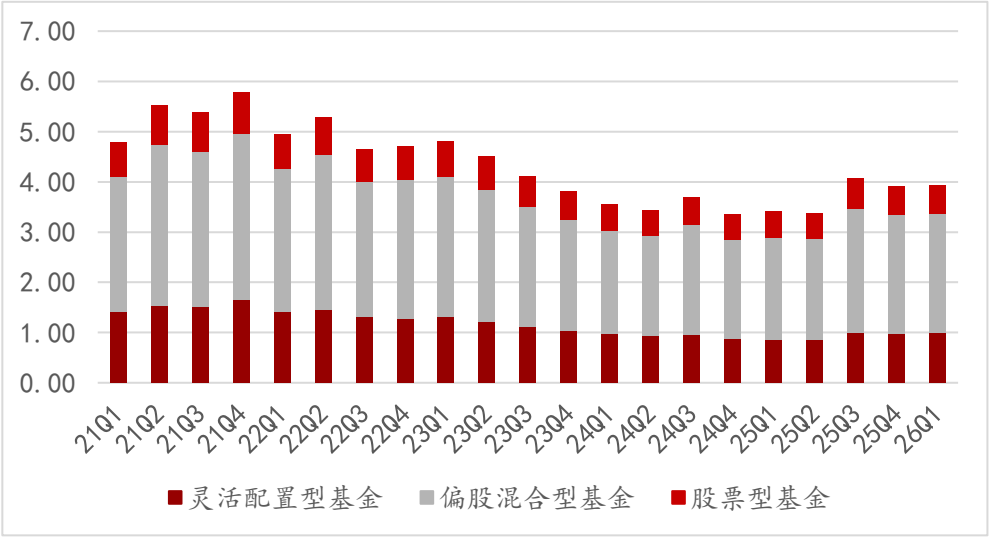
2026年以来，我国货币政策延续“适度宽松”总基调，边际上更加强调结构性工具发力，政策目标更为聚焦，明确将“促进经济稳定增长和物价合理回升”作为核心考量。此外，政策更注重内外平衡，面对地缘冲突等外生冲击，强调防范输入性通胀和金融风险。数量政策方面，2026年1月央行下调再贷款、再贴现利率0.25个百分点，引导金融机构加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度。截至2026年6月10日，2026年货币市场利率持续下行。央行在一季度货币政策执行报告中强调，继续实施好适度宽松的货币政策，保持流动性充裕和社会融资条件相对宽松。加强对扩大内需、科技创新、中小微企业等重点领域的金融支持。总的来看，国内宏观流动性或将延续偏宽松格局。

资本市场流动性方面，4月证监会发布《证券期货法律适用意见第18号》明确将社保基金、养老金、公募基金、保险资金、银行理财等纳入战略投资者范畴，并设定5%最低持股比例，有望引导更多中长期资金加大对A股的配置力度。预计随着增量资金入市工作稳步推进，中长期A股市场流动性有望持续提升。展望下半年，新政策持续推动资本市场高质量发展，有助于增强市场信心，市场流动性有望进一步改善。

从机构资金看，2026年一季度末主动偏股型公募基金资产净值为3.94万亿元，较2025年同期增加15.42%。从规模看，偏股混合型基金资产净值规模最高，2026年一季度末达到2.38万亿元。从基金资产净值同比增速看，灵活配置型基金与偏股混合型基金资产净值增长较快。2026年一季度灵活配置基金资产净值同比增长16.82%，偏股混合型基金资产净值同比增长16.62%。2026年1至5月，新成立偏股型基金份额合计4,124.38亿份，较2025年同期增长101.15%。

仅供内部参考，请勿外传

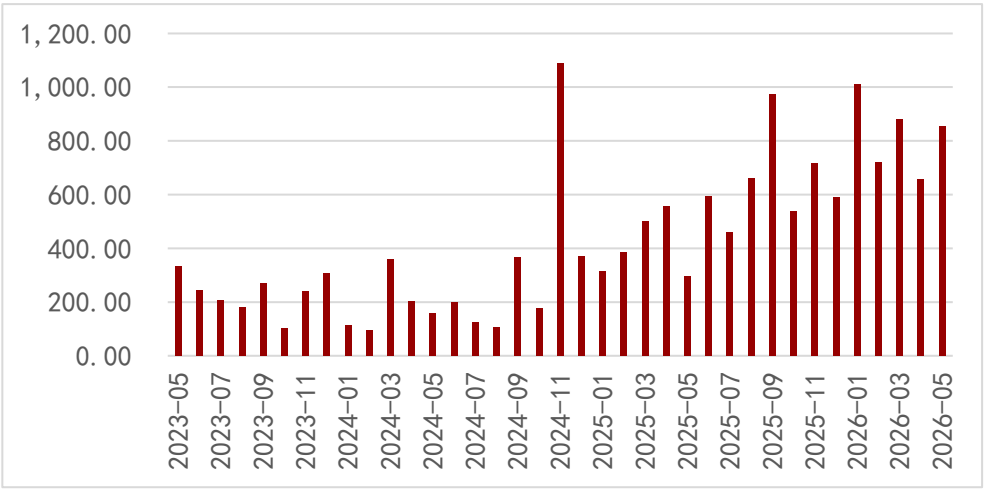
图表16：季度末主动偏股型公募基金资产净值（万亿元）



资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2026年3月31日

图表17：新成立偏股型基金份额（亿份）



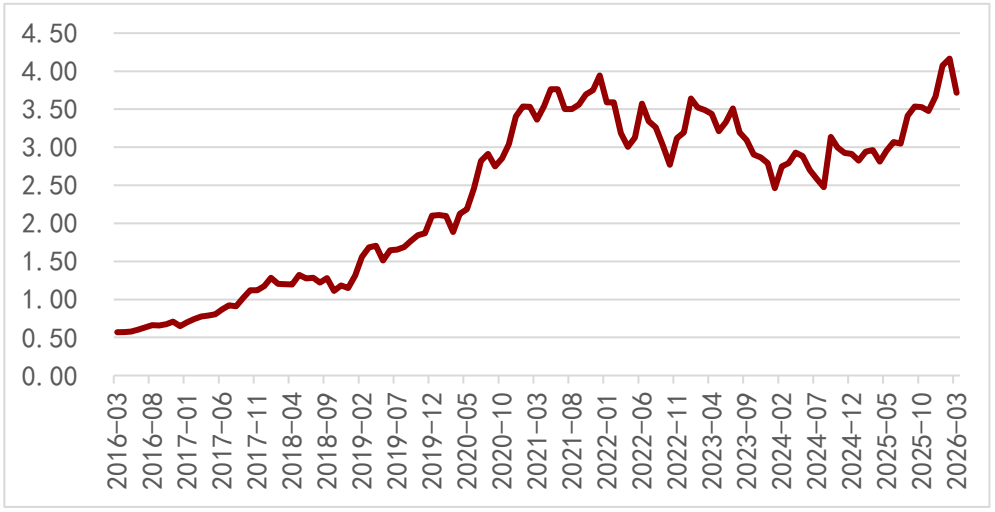
资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2026年5月31日

截至2026年一季度末，外资持股市值达到3.71万亿元，同比增长25.29%。截至2026年一季度末，保险机构持股市值（仅包括人身险和财产险公司，下同）达到3.84万亿元，同比增长36.19%。与2025年末相比，2026年一季度保险机构持股市值增加2.74%，边际增速较前期有所放缓。从仓位水平看，截至2026年一季度末，保险机构持仓比例达到10.09%，维持增长态势。

仅供内部参考，请勿外传

图表18：外资持股市值（万亿元）

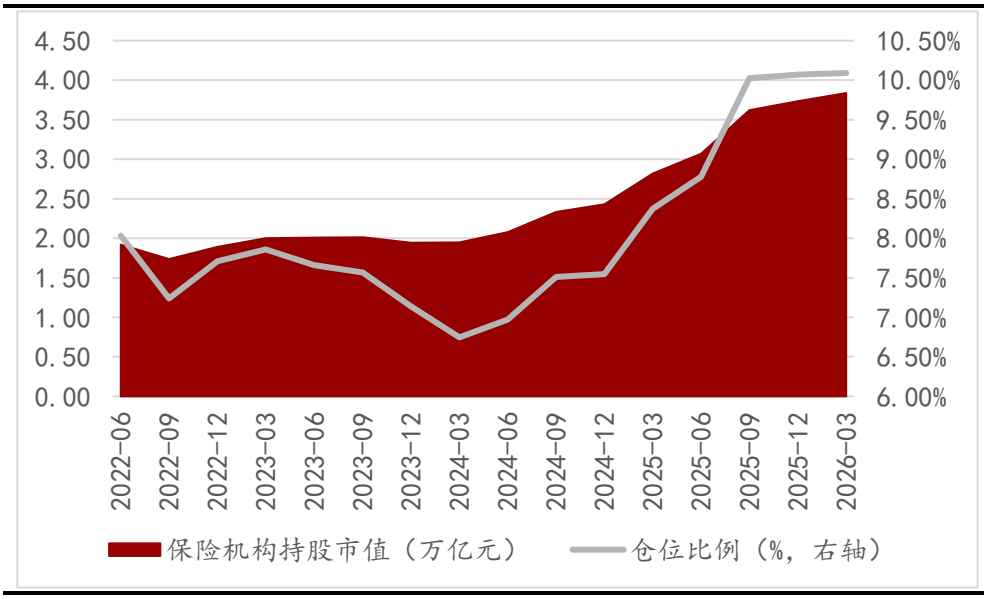


资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2026年3月31日

注：外资持股市值口径为：“境外机构和个人持有境内人民币金融资产:股票”

图表19：保险机构持股市值（万亿元）及仓位（%）（右轴）



资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2026年3月31日

注：使用“财产险公司:资金运用余额”和“人身险公司:资金运用余额”的合计值估算保险机构的持股市值及仓位。

2.3 风险偏好展望：市场信心提升、交投热度较高

从外部看，全球经济面临增长动能不足、贸易保护主义加剧和地缘政治紧张等挑战。2026年5月，中美经贸磋商取得成果，双方原则同意在贸易理事会项下讨论同等规模产品对等降税框架安排，规模各为300亿美元或更多，并成立政府间贸易理事会和投资理事会，推动经贸磋商由“危机式应对”转向“机制化管理”。但当前全球贸易保护主义和逆全球化抬头，海外主要经济体经济表现分化，地缘政治风险频发一定程度

仅供内部参考，请勿外传

上压抑了投资者的风险偏好。

国内政策持续发力稳预期。年初以来，证监会、央行、金融监管总局等多措并举推动资本市场长远健康发展。3月，证监会主席吴清在十四届全国人大四次会议经济主题记者会上表示，“十五五”时期将完善中国特色稳市机制，增强市场内在稳定性。优化创业板上市标准及再融资“扶优扶科”导向，将科创板、创业板轻资产高研发投入认定标准拓展至主板。4月，央行等四部门召开科技金融工作推进会，强调推动金融资源精准投向科技创新领域，发挥科技创新再贷款、并购贷款、债券市场“科技板”等政策作用。5月，证监会等八部门联合印发《综合整治非法跨境证券期货基金经营活动实施方案》，建立长效机制净化资本市场生态。预计年内证监会、沪深京交易所将陆续出台配套政策，在优化上市标准、服务实体经济、促进科技创新、提高投资者获得感等方面持续发力，提振市场长期信心。

图表20：2026年以来影响资本市场重要政策及举措汇总

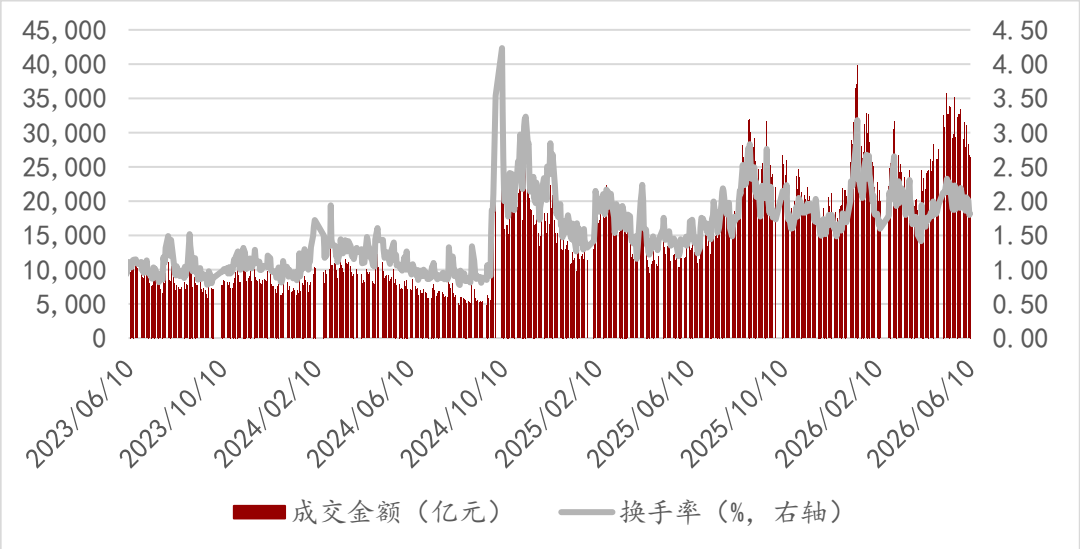
时间	机构/会议	会议/政策/事件	内容
2026/3/9	中国证监会	证监会主席吴清3月6日在十四届全国人大四次会议经济主题记者会上发言	证监会主席吴清3月6日在十四届全国人大四次会议经济主题记者会上表示，“十五五”时期，将完善中国特色稳市机制建设，增强市场内在稳定性；精准有力打击财务造假、操纵市场、内幕交易等恶性违法行为；将在创业板增设一套更加精准包容的上市标准；进一步突出再融资“扶优扶科”导向，将现行科创板、创业板的轻资产、高研发投入认定标准进一步拓展到主板市场；深化细化高频量化交易监管，依规则限制过度投资；严查严处蹭热点、炒概念、搞操纵等行为；巩固加强战略性力量储备和稳市机制建设，进一步健全中长期资金入市机制。
2026/3/23	中国发展高层论坛	中国发展高层论坛2026年年会开幕部长们春天释放政策“春风”	2026年3月22日至23日，中国发展高层论坛2026年年会在北京召开。中国人民银行行长潘功胜在论坛上表示，将稳步推动金融业的高水平开放，深化金融市场互联互通。同时，将继续实施适度宽松的货币政策，综合运用存款准备金率、政策利率、公开市场操作等多种货币政策工具，保持流动性充裕。
2026/4/2	科技金融工作交流推进会	央行等四部门：推动金融资源更加精准投向科创领域	4月1日，中国人民银行、科技部、金融监管总局、证监会联合召开科技金融工作交流推进会。会议强调，要继续加强有关部门、地方政府、金融机构等各方协同互动，扩大信息共享，加快建设技术要素市场，提高金融资源配置效率。增强科技金融服务专业能力，丰富适应高新技术领域特点的金融产品。发挥好科技创新和技术改造再贷款、金融资产投资公司股权投资试点、并购贷款、债券市场“科技板”等政策作用，推动金融资源更加精准投向科技创新领域。
2026/5/15	商务部	商务部美大司负责人解读中美经贸磋商初步成果	本次中美经贸磋商在关税、贸易投资机制及双边贸易领域达成初步成果。双方原则同意在贸易理事会项下讨论同等规模产品对等降税框架安排，规模各为300亿美元或更多，对彼此关注产品有望适用最惠国税率甚至更低；同时同意成立政府间贸易理事会和投资理事会，推动经贸磋商由“危机式应对”转向“机制化管理”，并重申推动吉隆坡经贸磋商联合安排延期。在双边贸易方面，中国航空将按商业化原则引进200架波音飞机，双方就稀土等关键矿产出口管制充分沟通，并就扩大农产品双向贸易达成积极共识，原则同意将相关产品纳入对等降税框架安排。
2026/5/22	证监会	中国证监会等八部门联合印发《综合整治非法跨境证券期货基金经营活动实施方案》	《综合整治非法跨境证券期货基金经营活动实施方案》明确，为进一步防范和打击非法跨境证券期货基金经营活动，维护金融市场秩序和投资者合法权益，八部门联合建立综合施策、标本兼治的长效机制，有利于净化资本市场生态，保障资本市场健康发展，引导投资者通过合法渠道开展境外投资，保护投资者合法权益，经过2年集中整治全面取缔境外证券期货基金经营机构非法跨境经营活动。

资料来源：财联社、中国新闻网、经济参考报、商务部新闻办公室、央广网，万联证券研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

截至2026年6月10日，2026年A股日均成交额为26,657.28亿元，同比大幅增长91.29%。分行业看，截至2026年6月10日，通信、电力设备、电子、有色金属、石油石化行业换手率居前。从两融市场看，截至2026年5月31日，2026年两融余额呈现震荡上升态势，自3月以来两融交易额占A股总成交额比例持续回升，市场情绪走高。预计2026年下半年在市场流动性转好的带动下，投资者情绪有望持续改善。

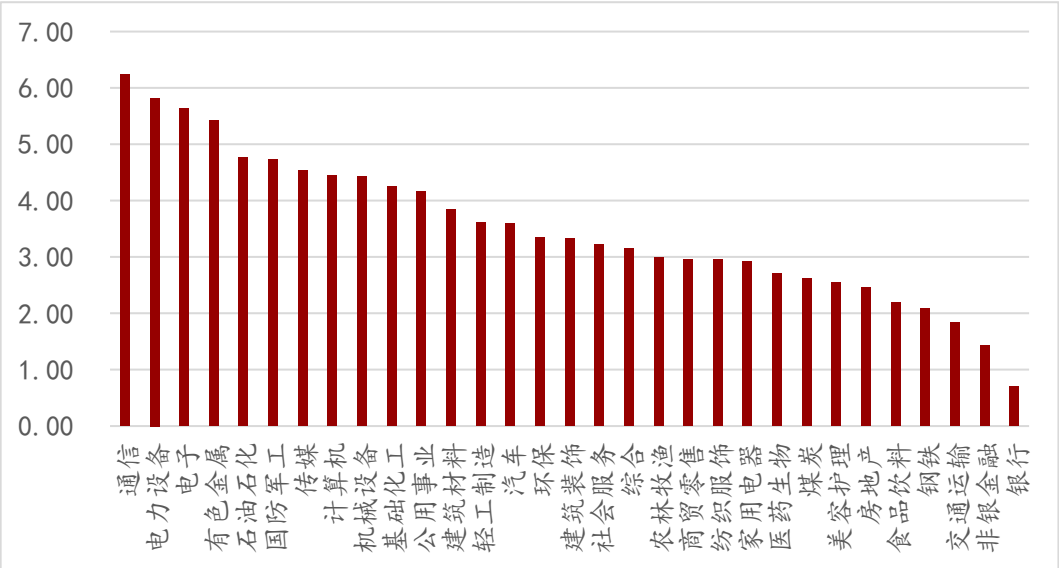
图表21：A股日成交额（亿元）和换手率（%）（右轴）



资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2026年6月10日

图表22：年初至今申万一级行业日均换手率（%）

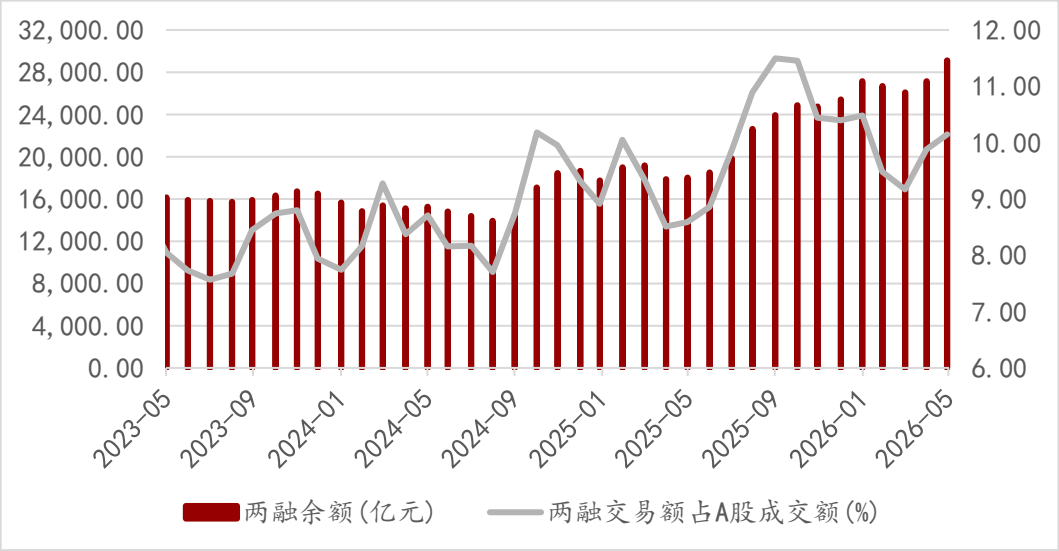


资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2026年6月10日

仅供内部参考，请勿外传

图表23：月度两融余额（亿元）和两融交易额占A股成交额比（%）（右轴）



资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2026年5月31日

2.4 投资风格展望：科技成长行情持续，资源品领域迎来配置窗口

2026年4月中央政治局会议持续强调扩大内需，明确“要深入挖掘内需潜力。扩大优质商品和服务供给，推动消费升级”，要求进一步做强国内大循环，做优国内国际双循环。产业发展方面，要求加快建设现代化产业体系，保持制造业合理比重。对全国统一大市场建设、整治“内卷式”竞争、发展人工智能、深化国企改革等领域均有部署。整体看，国内经济有望持续稳中向好，政策进一步释放内需潜力、提振市场信心，促进经济增长动能继续回升、经济结构调整持续深化。通过用好用足宏观政策，保持宏观政策取向一致性。产业政策进一步推动现代化产业体系建设，促进经济转型升级。随着经济增长动能回升，价格温和修复，预计企业盈利预期有望延续改善。在资本市场改革深化的背景下，2026年下半年A股市场有望延续震荡上扬行情。随着中长期资金入市加快，科技等热门板块热度不减，市场交投热情有望保持高位，结构性机会或增加，A股市场风格仍侧重成长。科技创新领域受市场关注，人工智能产业链有望持续受益。供需紧平衡下估值与盈利逐步修复，资源品领域迎来战略布局期。

3 配置推荐

3.1 人工智能高速发展，景气度延续高位

3.1.1产业发展加快，重点发力底层算力与终端应用

从资本开支看，2026年以来，全球AI产业延续高景气运行，技术迭代、资本扩张加快。海外与国内科技巨头同步加码资本开支，推动算力基建进入体系化扩张阶段。算力需求爆发与能耗约束并存，绿色数据中心与电力配套成为产业发展重要一环。同时大模型竞争从参数规模扩展转向场景落地与智能体能力构建，商业化路径日渐清晰。

海外厂商方面，2025年，Meta、微软、谷歌、亚马逊四家科技巨头资本开支合计约3,565.7亿美元。进入2026年，各公司在一季度业绩会后进一步上修全年指引，四家公司2026年资本支出合计预计达7,250亿美元，同比增长约103%。其中，微软全年指引约1,900亿美元，同比增速高达194%，为四家中最快。

仅供内部参考，请勿外传

图表24：美国AI公司资本开支

公司	2025(亿美元)	2026 预计（亿美元）	年同比增长(%)
亚马逊	1,283	2,000	56%
微软	646	1,900	194%
谷歌	914.5	1,900	108%
元宇宙	722.2	1,450	101%
总计	3,565.7	7,250	103%

资料来源：各公司财报、各公司业绩说明会、财新网，万联证券研究所

国内厂商方面，2025年，字节跳动、腾讯、阿里巴巴三家国内科技巨头资本支出合计约3,343亿元。进入2026年，各公司均释放加大AI基础设施投入的信号，合计资本支出预计达7,165亿元，同比增长约114%。国内互联网大厂AI投资也进入高速扩张周期。

图表25：中国AI公司资本开支

公司	2025(亿元)	2026 预计(亿元)	年同比增长(%)
字节跳动	1,691	4,735	180%
腾讯	792	1,170	48%
阿里巴巴	860	1,260	47%

资料来源：公司财报、高盛、财新网、Bloomberg，万联证券研究所

从支出投向看，AI基础设施投资正成为全球IT支出扩张的重要方向。2026年全球IT总支出预计达6.32万亿美元，同比增长 13.5%，其中数据中心系统以55.8%的同比增速领跑各细分板块，支出规模预计达7,880亿美元，反映AI工作负载规模扩大对底层算力基础设施的强劲拉动。IT服务作为AI部署的关键载体，2026年支出预计达1.87万亿美元，同比增长9.0%，为总支出规模最大的领域。整体而言，AI驱动的数据中心投资正推动全球IT支出结构向算力密集型持续倾斜。

图表26：全球IT支出预测

	2025 支出(百万美元)	2025 年增长率(%)	2026 支出(百万美元)	2026 年增长率(%)
数据中心系统	505,634	51.6	787,990	55.8
设备	791,663	9.7	856,189	8.2
软件	1,254,449	12.8	1,443,621	15.1
IT 服务	1,715,650	6.2	1,870,197	9
通信服务	1,296,409	3.3	1,358,553	4.8
IT 总支出	5,563,805	10.5	6,316,550	13.5

资料来源：Gartner，万联证券研究所

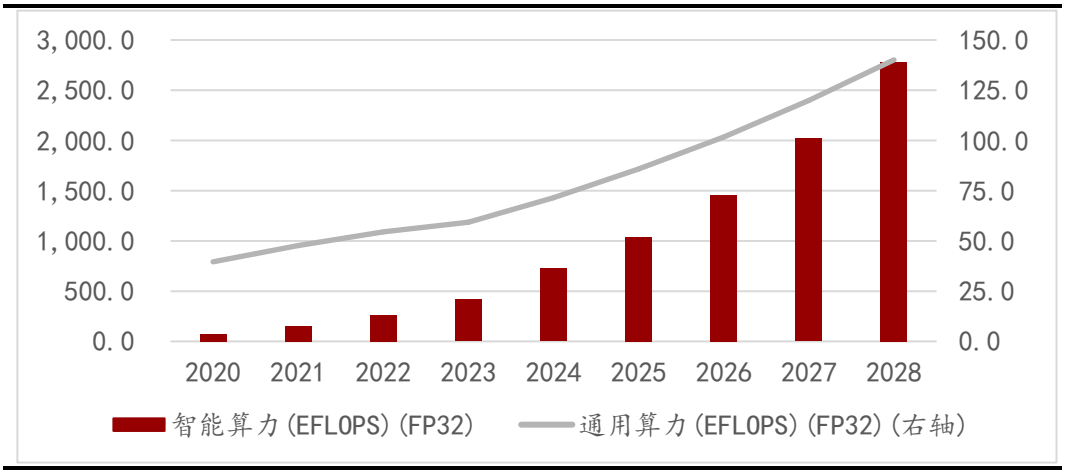
（1） 算力基建

随着人工智能、大数据、工业互联网等数字化技术规模化应用，全球算力需求高速增长。据IDC预测，我国智能算力规模将从2023年的75 EFLOPS跃升至2025年的1,037.3 EFLOPS，并有望在2028年达到2,781 EFLOPS，2023-2028年复合增长率约46.2%，较此前预期值33.9%显著上修；同期通用算力五年复合增速约18.8%，预计2028年达140.1 EFLOPS，较上一版本预期值33.9%和16.6%，均有显著提升。大模型训练与推理需求的

仅供内部参考，请勿外传

爆发正驱动算力基建向智算中心加速倾斜，智能算力已成为算力扩张的核心引擎。

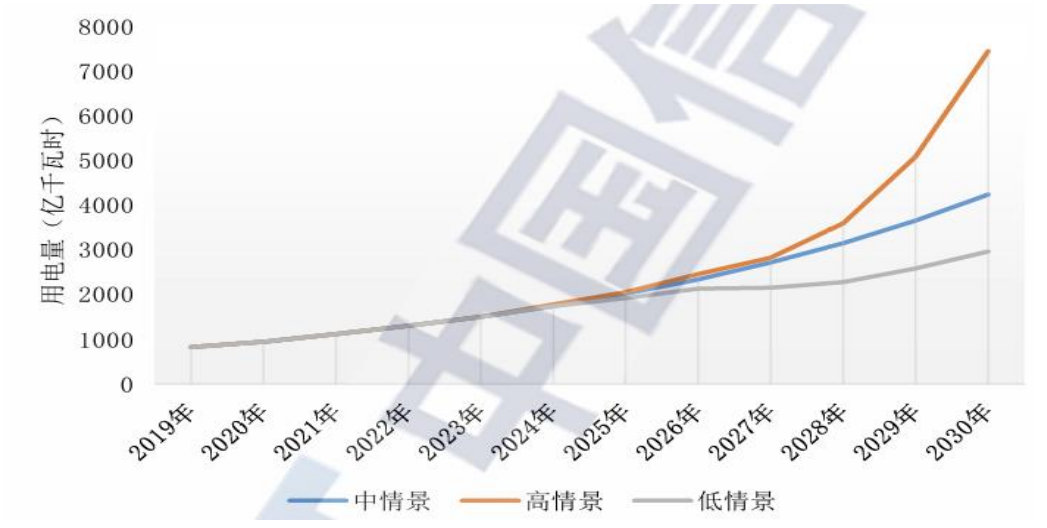
图表27：中国智能算力规模(EFLOPS)(FS32)与中国通用算力规模(EFLOPS)(FS32)



资料来源：中国信息通信研究院，万联证券研究所

随着智能算力需求的爆炸式突破，算力用能急剧增长。中国信息通信研究院对我国算力用电需求进行了多情景预测。在中情景下，人工智能发展呈匀速增长态势，2030年我国算力中心用电或超过4,000亿千瓦时，占全社会用电量3.0%。

图表28：中国算力中心用电需求（亿千瓦时）



资料来源：中国信息通信研究院，万联证券研究所

从算力基建的能耗约束与绿色转型维度观察，算力需求爆发与能效法规趋严正推动产业向绿色集约方向演进。

以中国信通院绿色算力发展框架为例，从促进能源转型出发，系统构建了绿色算力的三维协同框架，涵盖“能源供给-算力生产-需求消纳”全链条。能源侧强调算能协同清洁化，算力侧聚焦设备高效化与载体节能化，需求侧则推动算力赋能应用集约化。该框架为算力基建投资提供了明确的绿色化路径指引。

仅供内部参考，请勿外传

图表29：绿色算力发展框架



资料来源：中国信息通信研究院，万联证券研究所

（2） 大模型

从模型侧看，2026年以来，国内头部互联网厂商持续投入大模型研发与迭代，技术路线加速向多模态生成、智能体能力与开源生态延伸。在DeepSeek推动开源范式与长上下文技术突破后，字节、腾讯、阿里、百度等科技巨头相继发布视频生成、基座推理及端侧模型等产品，技术实力与场景覆盖度持续获得市场认可，标志着国产大模型竞争进入差异化能力构建的新阶段。

图表30：2026年以来互联网大厂推理模型迭代

日期	厂商	更新	主要特点
2月12日	字节	Seedance 2.0	多模态音视频生成，支持双声道与工业级创作
2月14日	字节	豆包2.0	支撑亿级用户复杂任务执行
3月19日	小米	MiMo-V2	覆盖智能体推理、全模态理解与语音交互
4月20日	月之暗面	Kimi K2.6	开源，长时程编码与Agent集群能力
4月23日	腾讯	混元 Hy3	MoE架构，代码与Agent能力突出
4月24日	DeepSeek	DeepSeek V4	全量开源，比肩全球顶级闭源模型
5月9日	百度	文心5.1	多维弹性预训练
5月20日	阿里巴巴	Qwen3.7	多模态与推理能力迭代

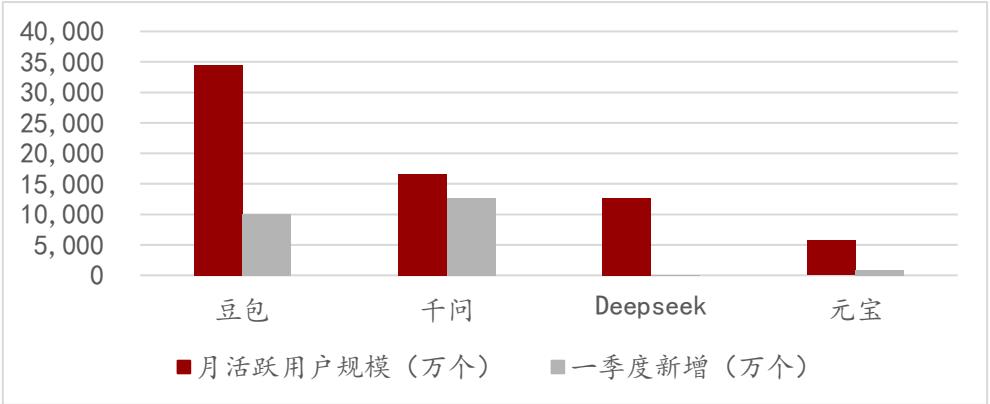
资料来源：字节跳动、财新网、Kimi、快科技、搜狐、每日经济新闻、阿里巴巴，万联证券研究所

观察用户规模情况，截至2026年3月，AI原生APP月活用户规模已达到4.4亿，其中，

仅供内部参考，请勿外传

豆包、千问、DeepSeek位居前三位，月活用户规模分别为3.45亿、1.66亿和1.27亿，行业单季度新增超1.3亿用户。同时，三者在整个一季度的平均活跃率分别达到33.5%、17.1%、21.0%，显示出用户粘性在快速提升。

图表31：2026年3月月活跃用户规模前四大模型（万个）与一季度新增（万个）

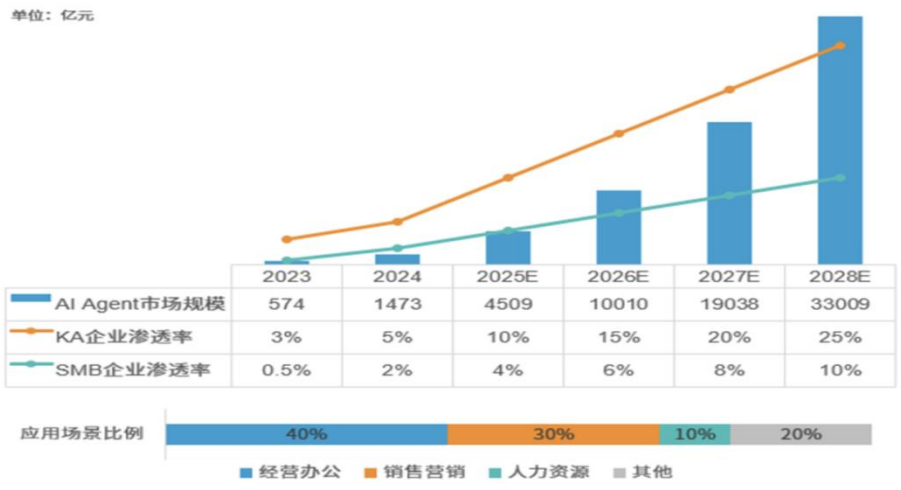


资料来源：QuestMobile，万联证券研究所

（3） 智能体商业应用

当前人工智能智能体（AI Agent）市场正处爆发前夜，规模有望实现指数级跃迁。据亿欧智库数据，2024年中国AI Agent市场规模约1,473亿元，企业渗透率尚不足5%，仍处于早期导入阶段；但随着Agent在SaaS产品中增益价值扩大及定制化开发市场成熟，预计2028年市场规模将达3.3万亿元，2023-2028年复合增长率超90%。其中，大客户渗透率预计从2023年的3%快速提升至2028年的25%。中小企业渗透率预计从0.5%温和升至10%。

图表32：中国AI Agent市场规模（亿元）及企业渗透率（%）



资料来源：亿欧智库，万联证券研究所

面向企业端，全球科技巨头正积极构建Agent生态，通过构建开放生态、完善工具链和推动场景落地，加速AI从辅助工具向自主代理的转变。谷歌推动开放标准（如A2A）与生态整合，上线AI Agent Space一站式商用市场；微软发布Copilot Studio平台，已有超10万家企业创建或编辑智能体。OpenClaw框架（开源AI Agent框架）引燃全球

仅供内部参考，请勿外传

开发者社区。

面向消费者端，OpenAI发布Operator（可代理用户执行网页操作），智谱发布AutoGLM（手机智能体）和GLM-PC（电脑智能体），字节于2026年春节前推出“豆包手机”（AI智能体手机），Anthropic为Claude新增Computer Use功能，实现跨APP复杂任务自动化。AI应用正在逐步成为真正的个人生产力助手。

图表33：AI Agent B端商业应用

时间	事件
2024/11/19	超10万组织使用微软的Copilot Studio创建/编辑AI agent
2024/11/21	Google Cloud上线AI Agent Space
2025/4/9	Google发布A2A开放协议
2025/11/1	OpenClaw开源AI Agent框架首次发布（Clawdbot）
2026/3/2	人工智能模型主流API聚合平台OpenRouter的数据显示，3月初周度词元使用量达14.8万亿，两个月涨幅约160%，新增用量绝大部分由OpenClaw贡献。

资料来源：中国日报网、VentureBeat、Platform Engineering、Neurohive，万联证券研究所

图表34：AI Agent C端商业应用

时间	事件
2024/10/22	Anthropic为Claude新增Computer Use功能，实现跨APP复杂任务自动化。Agent正从“聊天”进化为“执行”，成为真正的个人生产力助手。
2024/11/29	智谱发布AutoGLM手机智能体与GLM-PC电脑智能体
2025/1/23	OpenAI发布Operator（可代理用户执行网页操作）
2025/12/1	字节推出豆包手机（AI智能体手机）

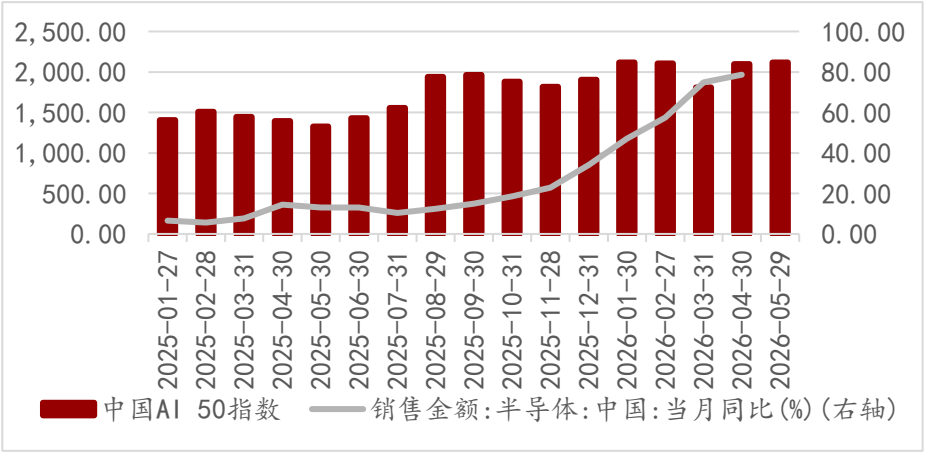
资料来源：字节跳动、财新网、TechCrunch、Anthropic，万联证券研究所

3.1.2多个细分赛道业绩表现优异

（1） AI产业链业绩逐步兑现

国内半导体销售与板块指数共振上行。自2025年初以来，我国半导体销售金额持续回升，AI 50指数于2025年下半年同步加速走高。进入2026年后，半导体销售金额同比增速进一步抬升，4月已达78.64%的高位水平，同期AI 50指数延续强势表现，5月达2,117.4点，反映资本市场对AI产业链业绩兑现的认可度提升。

图表35：中国AI 50指数与半导体销售金额当月同比（%）（右轴）



资料来源：同花顺，万联证券研究所

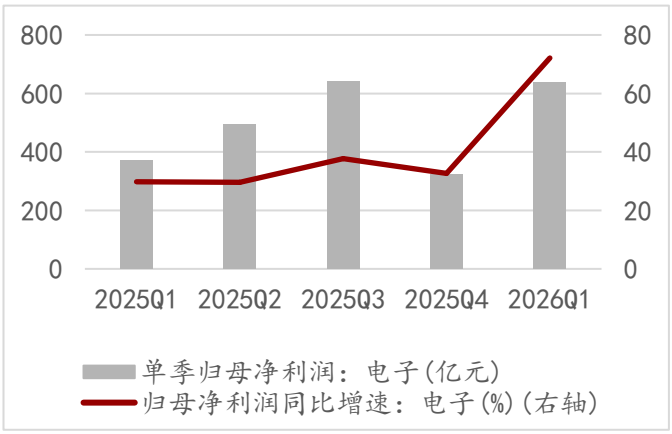
注：数据截至2026年5月29日

仅供内部参考，请勿外传

分行业看，受AI算力基础设施建设及终端应用加速渗透驱动，电子行业盈利景气度持续上行。2026年一季度，行业单季归母净利润同比增长72.44%，环比2025Q4实现翻倍增长，增速创近五个季度新高。

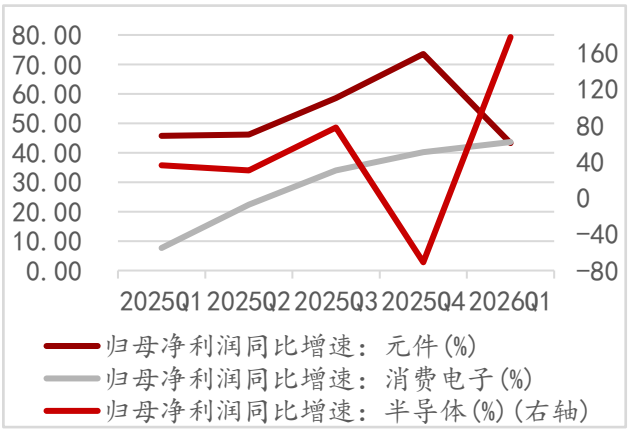
从二级行业来看，半导体、元件及消费电子行业表现较好。2026年一季度，半导体行业盈利波动显著放大，2026Q1在低基数叠加AI算力芯片、存储及先进封装需求爆发驱动下，同比增速大幅反弹至177.66%；消费电子行业盈利修复路径稳健，同比增速自2025Q1的7.65%逐季抬升，2026Q1达到43.63%，呈现持续加速态势；元件行业盈利增速维持高位运行，2025年全年呈现逐季改善态势，由2025Q1的45.71%持续攀升至2025Q4的73.54%。AI算力硬件需求对被动元件、PCB等核心品类的拉动作用较强。2026Q1增速回落至43.26%，仍处近年较高水平。

图表36：电子行业单季度归母净利润（亿元）及同比增速（%）



资料来源：同花顺，万联证券研究所

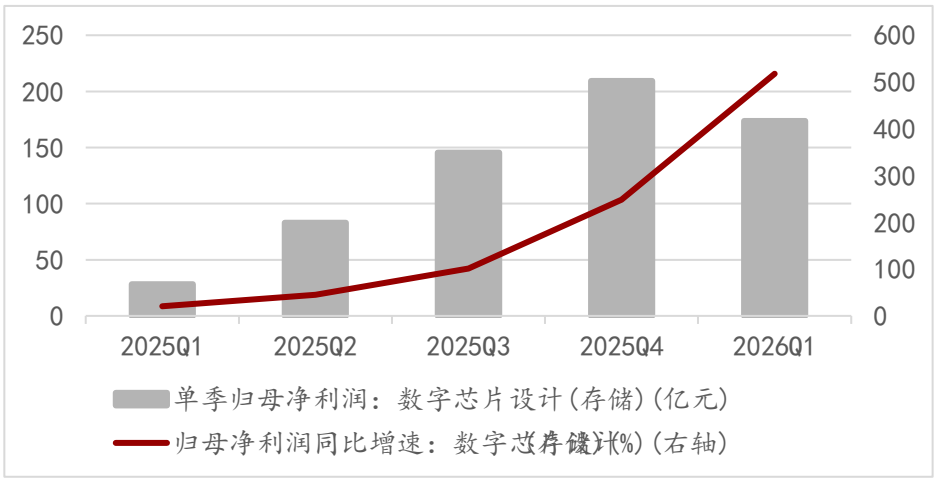
图表37：消费电子、元件及半导体（右轴）行业单季度归母净利润同比增速（%）



资料来源：同花顺，万联证券研究所

在存储端，AI大模型训练与推理需求激增使得HBM、高带宽DRAM及NAND Flash成为算力系统的核心瓶颈，存储芯片价格持续上行。数字芯片设计（存储）板块单季归母净利润自2025Q1的28.10亿元逐季扩张至2025Q4的209.19亿元，同比增速由20.59%持续抬升至248.38%；2026Q1单季净利润达173.56亿元，同比增长517.74%。

图表38：数字芯片（存储）单季度归母净利润（亿元）及同比增速（%）



资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2026年6月10日

仅供内部参考，请勿外传

3.2 关注周期资源品配置机会

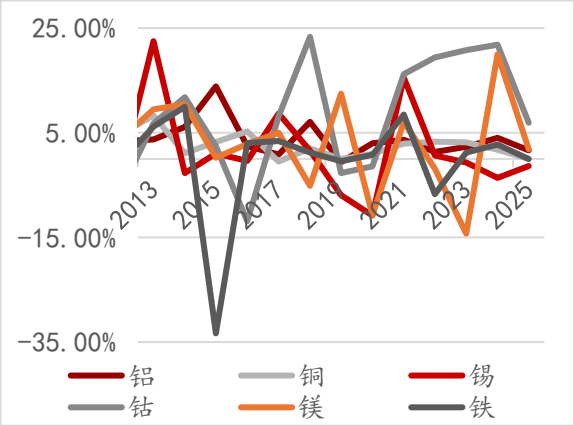
3.2.1全球产能收缩叠加地缘风险共振，部分资源品供给趋紧

（1）全球主要战略资源矿端产能收缩，冶炼端表现分化

2025年，全球主要矿产产量同比增速放缓，战略资源供给呈现边际收缩态势。其中，镁锭和钴矿产量同比增速下滑幅度居前，扩产节奏明显放缓。铁矿与铜矿产量均与2024年持平，二者同比增速较2024年小幅下滑。锡矿产量同比增速为-1.36%，维持负增长态势。

从资本开支角度看，全球矿产勘查投资持续萎缩，结构性问题加剧。据S&P，2025年全球有色金属矿产勘查投资总额为124亿美元，系连续第三年名义支出下降。分资源品种看，2025年，全球能源金属勘查投资延续下降态势。值得注意的是，2025年，全球能源金属领域并购重组金额有所上升，但并购重组金额的增加并未直接转化为能源金属领域的勘查投资，融资环境的改善对勘查投资的拉动作用相对有限。未来矿端增量空间或将进一步收窄，供给侧中长期刚性预计难以逆转。

图表39：主要矿产全球年产量同比增速（%）



资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表40：全球能源金属矿山勘查投资及对应领域并购重组金额（十亿美元）

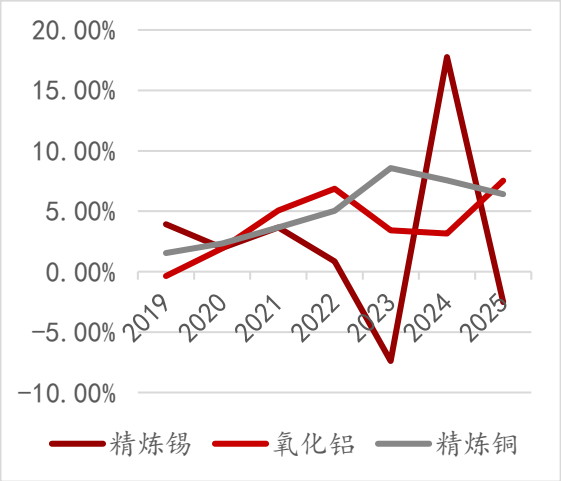


资料来源：IEA，万联证券研究所

2025年，全球有色金属冶炼端同比增速表现分化。其中，印尼政策收紧、缅甸瓦邦复产滞后、刚果（金）地缘冲突等因素持续冲击锡供应端，精炼锡供应总量同比减少2.52%，供应缺口扩大至3.80万吨。与此同时，2025年，全球氧化铝产量同比增加7.53%，增速出现明显回升；精炼铜产量同比增加6.42%，增速小幅回落，二者冶炼端产量增速均高于矿端。矿端供给短缺在铜品种上较为突出。截至2026年6月5日，全球铜精矿加工费（TC/RC）已跌至-116.30美元/千吨和11.63美分/磅的历史低位，进一步印证了铜矿端供给持续收紧。总体而言，冶炼端增速分化背后，矿端供给刚性正从锡向铜等主流品种扩散。

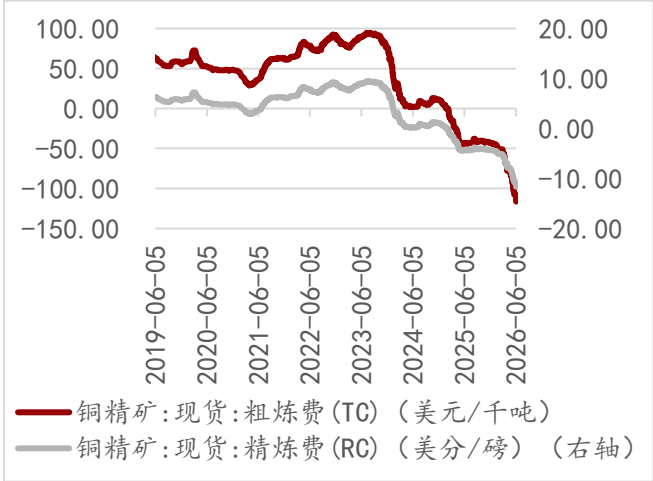
仅供内部参考，请勿外传

图表41：主要有色金属冶炼产品全球年产量同比增速（%）



资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表42：现货铜精矿加工费



资料来源：同花顺，万联证券研究所

数据截至2026年6月5日

（2）战略资源品贸易限制升级，供应链安全成为重点关注

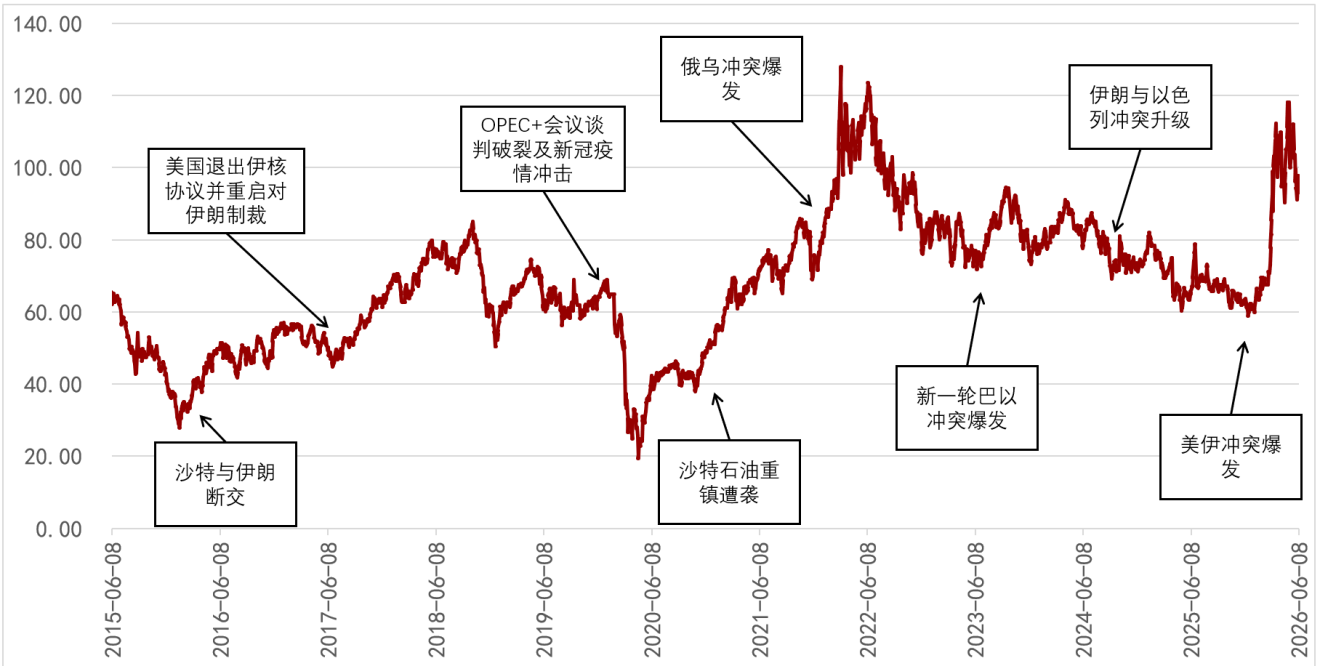
党的二十届四中全会对“十五五”时期能源安全工作作出了明确部署，提出要“夯实国家安全基础保障，确保粮食、能源资源、重要产业链供应链、重大基础设施安全”。原油作为大宗商品市场的核心品种，在交通运输、工业燃料及化工原料等领域具有不可替代性。2025年，我国原油产量同比增长1.5%，进口量同比增长4.4%，消费量同比增长3.6%。

据Rystad，截至2025年末，全球可采石油储量约1.5万亿桶，而已探明石油储量的分布呈现显著的区域集中性特征。其中，中东地区占据全球已探明石油储量的一半以上。供给端的高度集中使得油价对主要产油国的政治局势及地缘事件天然敏感。近十年来，俄乌冲突、新一轮巴以冲突等事件反复推升地缘风险溢价。2026年3月美伊冲突爆发对全球原油供应链产生直接扰动，布伦特原油价格在今年4月30日超118美元/桶。尽管近年来市场对地缘冲击的边际定价有所钝化，但冲突爆发后油价短期溢价仍出现上升。

从产业链传导看，石油价格波动通过成本端逐级向下游扩散。上游勘探开采成本的变动直接影响炼化环节的利润空间，下游化工、汽车、纺织等行业则面临原料与燃料成本的双重挤压，进而影响全球制造业的生产成本曲线与通胀中枢。地缘冲突所引发的能源供给刚性正从上游逐级传导至中下游，全球供给侧的外生性约束持续强化。

仅供内部参考，请勿外传

图表43：地缘冲突事件与布伦特原油现货价格（美元/桶）



资料来源：同花顺、新华网、中新网、中国网等，万联证券研究所

数据截至2026年6月8日

在全球能源转型持续推进、国防需求提升以及AI产业快速发展的背景下，锂、钴、铜、稀土等战略性矿产作为新能源、军工、半导体等核心产业的重要基础材料，战略资源品的供应链安全受到越来越多国家的关注，成为保障经济安全与可持续发展的重要环节。世界主要资源出口国中，部分收紧外贸政策，从出口配额、关税调节、原矿禁令到本地加工要求及外资审查等多维度加码限制，战略资源品供应面临系统性收缩。总体而言，全球关键矿产贸易限制措施日趋严格，供给刚性进一步强化，资源品外贸条件持续收紧。

图表44：主要资源出口国贸易限制情况

主要贸易伙伴	贸易管控涉及的主要矿产	具体内容
几内亚	铝土矿	将出台铝土矿出口管制新政，2026年铝土矿出口总量上限设定为1.5亿吨，较2025年实际出口量1.83亿吨减少约3300万吨，降幅18%。
澳大利亚	战略材料（铝、铜、磷、锌、锡）、关键矿产（锑、钴、镓、石墨、锂、锰、稀土元素等）	建立国家战略储备、强化外资审查
南非	铬、其他关键矿产	铬矿出口管控措施，其他关键矿产实施贸易伙伴审查
智利	关键矿产清单（铜、锂等）	上调铜精矿出口关税（叠加动态关税返还），锂资源国有化
津巴布韦	锂	全面禁止锂精矿及原矿出口，仅允许深加工产品出口
印度尼西亚	镍	禁止镍原矿出口，2026年镍矿年度开采配

仅供内部参考，请勿外传

		额降幅超过30%，镍铁等15类铁合金出口集中管制
尼日利亚	稀土	稀土等矿产出口前必须在境内完成至少30%的本地加工

资料来源：各国官网、中国有色网等，万联证券研究所

从主要资源品进口分布看，我国在铁、铝、锰、铬等重要矿产上的来源集中度较高。以铝矿砂、镍矿砂、铬矿砂、锂辉石及稀土金属矿为例，前十大进口来源地的合计占比均超过80%，其中几内亚、印度尼西亚、南非、津巴布韦、智利、澳大利亚等国的供应权重尤为突出。结合相应国家对该类矿产实施的贸易限制措施看，我国关键资源品的进口供应链同时面临来源地集中度较高与贸易政策持续收紧的约束。

图表45：中国主要资源品进口分布（分贸易伙伴）

贸易伙伴	铁矿砂及其精矿，包括焙烧黄铁矿	铝矿砂及其精矿	锰矿砂及其精矿	铜矿砂及其精矿	铬矿砂及其精矿	镍铁	镍矿砂及其精矿	锡矿砂及其精矿	锂辉石	稀土金属矿
几内亚	0.50%	81.00%								
澳大利亚	58.73%	14.76%	14.93%	1.63%			0.53%	9.20%	42.01%	
南非	3.62%		54.03%	0.18%	79.73%			0.04%	18.77%	
菲律宾	0.01%			0.54%	0.17%		86.53%			
智利	1.53%			30.79%						
秘鲁	2.50%			24.29%						
巴西	20.16%	0.33%	3.61%	1.73%		1.22%	0.28%	0.82%	4.37%	
津巴布韦				0.01%	8.41%				12.40%	
印度尼西亚				0.38%		96.36%		0.49%		2.53%
尼日利亚								6.98%	12.94%	94.66%
缅甸	0.09%		1.75%	0.03%				38.26%		
合计	87.14%	96.08%	74.32%	59.60%	88.31%	97.57%	87.34%	55.78%	90.48%	97.20%

资料来源：中国海关总署，万联证券研究所

注："铁矿砂及其精矿，包括焙烧黄铁矿"占比情况使用中国2026年1至4月进口金额计算，即"该贸易伙伴进口金额 / 中国同期该矿种总进口金额 × 100%"。其余资源品各贸易伙伴的进口占比使用2026年1-4月中国进口数量计算，即"该贸易伙伴某矿种进口量 / 中国该矿种同期总进口量 × 100%"。

（3）国内重点行业供给收紧，"反内卷"政策效果显现

2024年7月中央政治局会议首次提出，防止"内卷式"恶性竞争，强化市场优胜劣汰机制，畅通落后低效产能退出渠道。2025年3月政府工作报告进一步将"综合整治'内卷式'竞争"列入年度重点工作。随后，国家发展改革委加快部署推动高质量发展若干举措，推动炼油、钢铁、煤化工等传统产业落后产能出清。2025年下半年，相关制度建设持续深化，行业自律措施逐步完善。2026年《政府工作报告》再次将整治"内卷式"竞争作为重点任务。4月中共中央政治局会议强调，"要纵深推进全国统一大市场建设，深入整治'内卷式'竞争"。

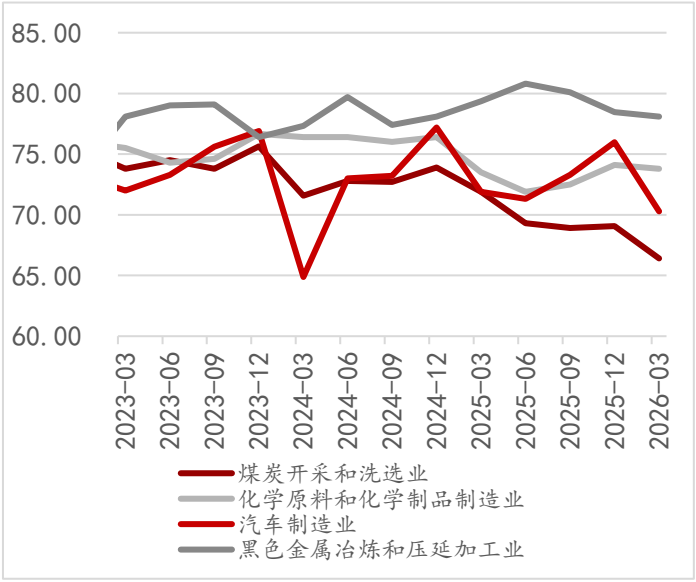
从政策布局看，当前治理主要围绕严控增量、规范价格、规范招投标、出清落后产能、畅通退出渠道等方面展开。预计将持续推动钢铁、煤炭、石化、有色等领域加速从产能扩张竞赛转向结构优化与价值升级，落后产能出清与行业竞争秩序修复有望持续

仅供内部参考，请勿外传

深化。

2026年以来，作为“反内卷”重点行业，钢铁、煤炭、化工、汽车的产能利用率出现不同程度下降。截至2026年3月末，煤炭开采和洗选业、化学原料和化学制品制造业、汽车制造业、黑色金属冶炼和压延加工业的产能利用率分别为66.41%、73.80%、70.29%、78.09%，较2025年末分别下降2.67pct、0.30pct、5.69pct、0.37pct。从主要产品产量变动看，2025年，粗钢、螺纹钢、二甲苯产量均出现同比下降。严控增量、出清落后产能等供给端调控措施正逐步见效。

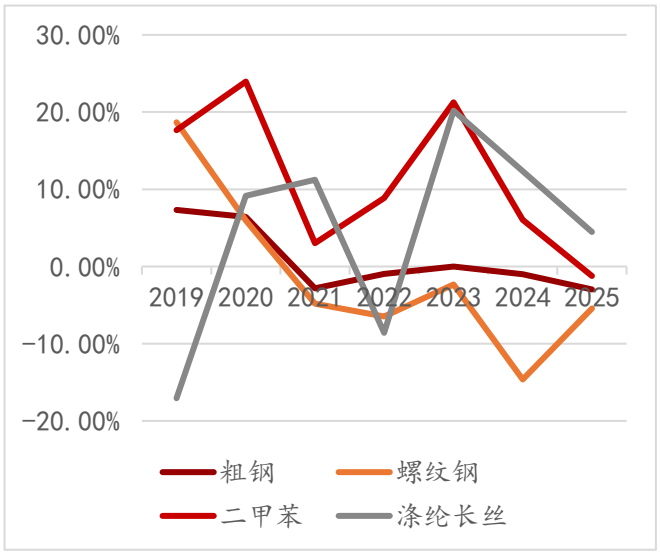
图表46：重点行业工业产能利用率当季值（%）



资料来源：同花顺，万联证券研究所

数据截至2026年3月31日

图表47：重点行业产成品年产量同比增速（%）



资料来源：同花顺，万联证券研究所

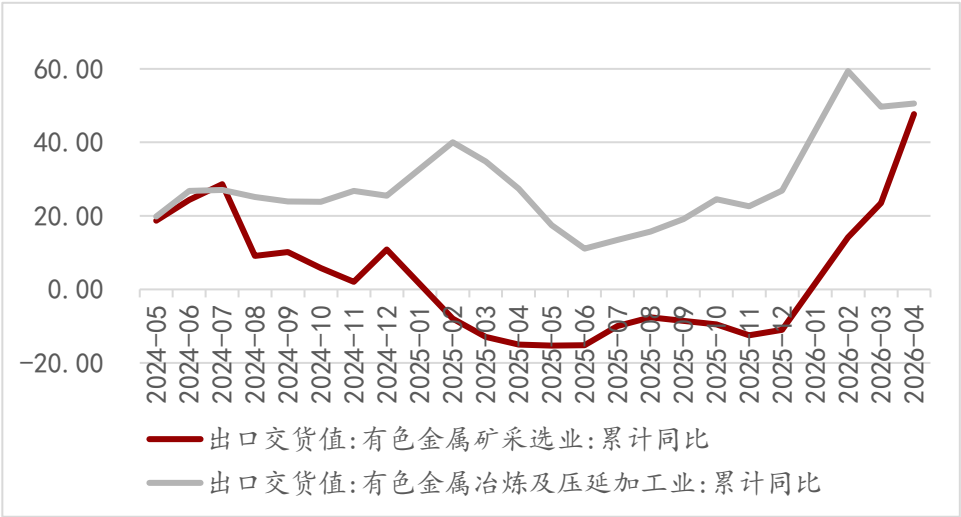
3.2.2外需持续回暖，制造业提质升级与AI产业发展拉动资源品增量需求

（1）主要战略资源品出口回升

2026年以来，有色金属矿采选业的月出口交货值累计同比增速回正，截至2026年4月末出口交货值累计同比增速达到47.70%。冶炼端，据IEA，在主要的20种战略资源中，我国在其中19种矿产的加工与精炼环节平均市场份额高于70%。2025年10月至今，有色金属冶炼及压延加工业的月出口交货值均维持较高累计同比增速。我国在冶炼环节具有优势，相关产品出口需求旺盛。

仅供内部参考，请勿外传

图表48：有色金属月出口交货值累计同比（%）



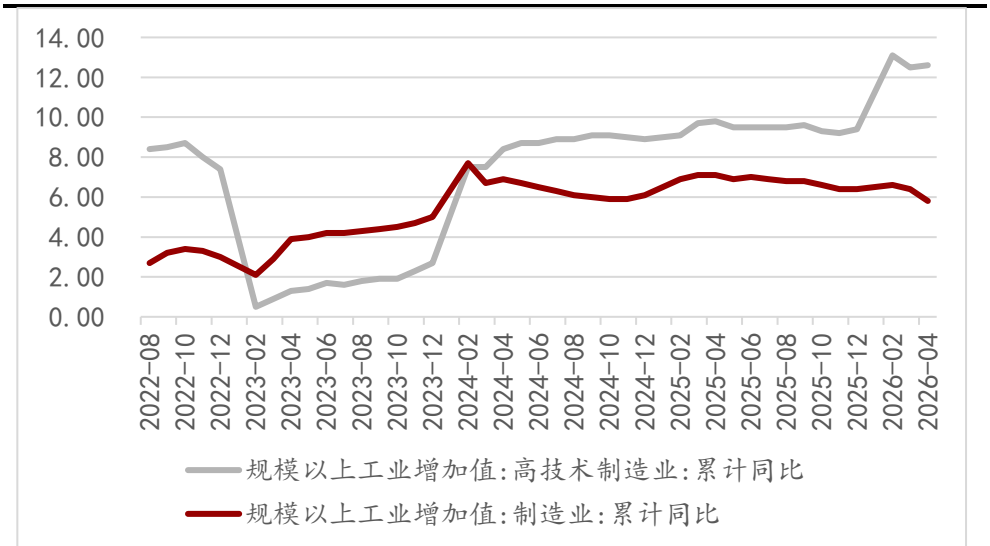
资料来源：同花顺，万联证券研究所

数据截至2026年4月30日

（2）传统制造业提质升级拉动周期资源品需求

内需方面，传统制造业提质升级拉动周期资源品需求。2026年1至4月，制造业规模以上工业增加值累计同比增速为5.8%，制造业整体保持平稳增长。其中，2026年1至4月，高技术制造业规模以上工业增加值累计同比增长12.6%，产业高端化明显。投资方面，重点产业链高质量发展稳步推进，制造业产业转型升级步伐加快，大规模设备更新政策持续发力显效。2026年1至4月，大规模设备更新投资快速增长，直接转化为对金属制品、特种钢材、精密铜材、高性能铝材等中高端资源品的工业消耗。“十五五”规划纲要将“优化提升传统产业”列为四大任务之首，预计下游行业转型升级将持续为相关资源品需求提供支撑。

图表49：制造业规模以上工业增加值累计同比（%）



资料来源：同花顺，万联证券研究所

数据截至2026年4月30日

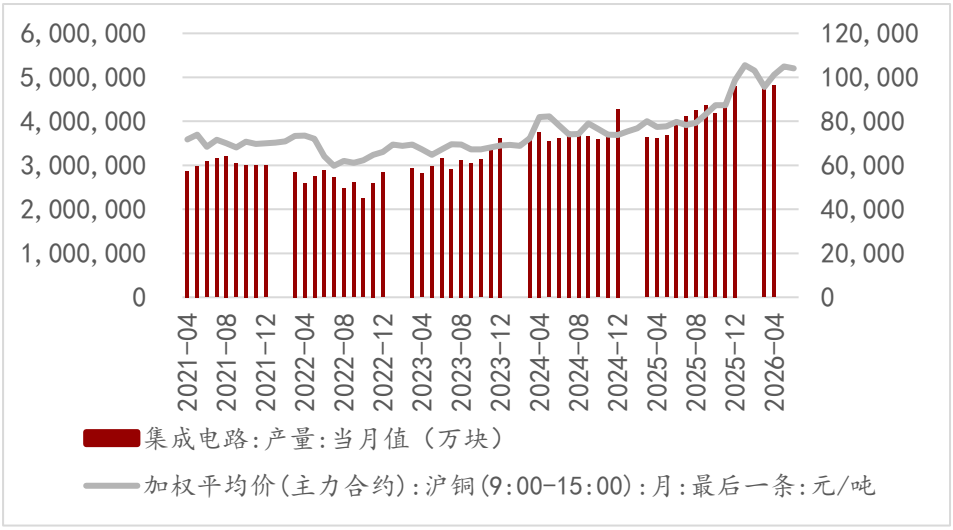
仅供内部参考，请勿外传

（3）AI产业发展拉动能源、金属需求

AI产业的发展以能源为基石，算力规模扩张持续拉动全社会用电需求增长。电力需求的增长中，煤炭等传统能源扮演了重要角色。据IEA数据，全球数据中心的电力供应结构中，煤电占比约为30%，在所有电源类型中居于首位，在我国这一比例则更高。预计AI基础建设推进将持续带动煤炭等传统能源需求增长。

AI相关硬件及算力基础设施建设的快速推进，对工业金属及小金属产生了大量增量需求。AI资本开支的持续扩张使相关资源品普遍受益。以铜为例，铜价与集成电路产量自2024年以来同步上行，半导体产业链扩张对上游工业金属存在拉动作用。据赛迪智库预测，在2025年至2028年期间，处理人工智能应用的数据中心每年需要多达20万公吨的铜，到2030年，铜的缺口将再增加260万公吨。整体看，AI算力扩张从需求端为铜等工业金属提供持续增量支撑。

图表50：集成电路产量与铜价格



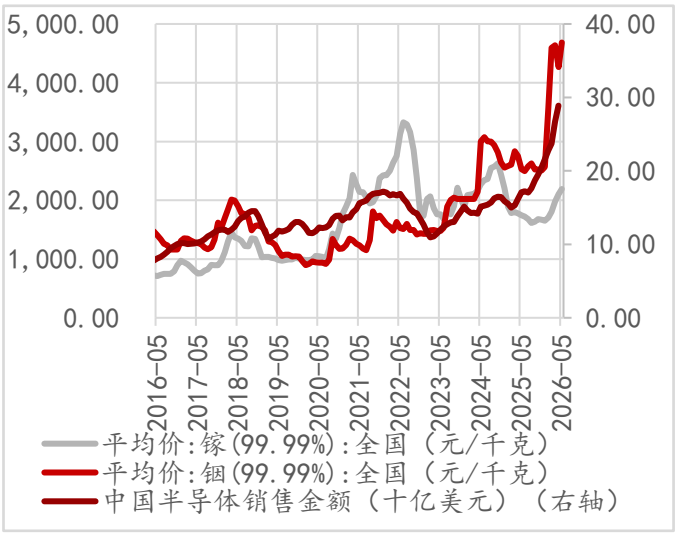
资料来源：同花顺，万联证券研究所

数据截至2026年4月30日

此外，部分小金属因在芯片技术中的高效性能而受到关注。例如，镓砷化物广泛用于微波电路、高速开关电路以及红外电路等，磷化铟是高端光模块核心芯片材料。同时，AI服务器、光模块、半导体先进封装已经成为锡需求最大增量来源。从价格走势来看，国内相关小金属价格近年来也持续走高。AI产业发展正通过拉动半导体及芯片需求，对上游小金属形成实质性的价格支撑。

仅供内部参考，请勿外传

图表51：镓、铟平均价与半导体销售金额



资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2026年5月31日

图表52：锡平均价与半导体销售金额



资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2026年5月31日

3.2.3 周期资源品细分板块盈利与估值逐步修复

2026年一季度，在供给侧刚性强化与下游需求结构性拉动的共同作用下，上游资源品板块中多个细分领域的盈利能力与估值水平回升。

其中，有色金属表现亮眼。工业金属一季度ROE达6.48%，同比提升2.58pct，PE-TTM为14.72倍，盈利与估值匹配度较高。能源金属ROE改善幅度最大，同比提升3.63pct。小金属ROE为3.74%，同比提升1.54pct，PE-TTM为53.21倍，盈利为高估值提供了支撑。钢铁板块中，冶钢原料ROE为1.44%，盈利水平同比小幅提升。石油石化板块中，油气开采ROE为4.52%，PE-TTM为9.48倍。炼化及贸易ROE为2.81%，同比提升0.46pct，PE-TTM为13.49倍。

盈利方面，与全部A股相比，工业金属、小金属、能源金属、油气开采、炼化及贸易、农化制品等申万二级行业在2026年一季度实现了高于全A的ROE水平。估值方面，与全部A股相比，除工业金属、农化制品、普钢、特钢II、石油石化外，其余行业估值水平均高于全部A股水平。

仅供内部参考，请勿外传

图表53：周期资源品板块下属申万二级行业的ROE、PE-TTM

申万一级行业	申万二级行业	2026年一季度ROE水平	ROE较2025年同期变动比例（pct）	PE-TTM
有色金属	金属新材料	1.61	-0.16	74.40
	工业金属	6.48	2.58	14.72
	小金属	3.74	1.54	53.21
	能源金属	4.76	3.63	25.68
基础化工	化学原料	1.85	0.09	23.02
	化学制品	1.93	-0.10	27.21
	化学纤维	1.40	0.28	40.78
	塑料	1.53	0.26	55.38
	橡胶	0.96	-0.88	37.76
	农化制品	2.80	0.75	17.08
	非金属材料Ⅱ	1.56	-0.14	77.64
钢铁	冶钢原料	1.44	0.23	38.64
	普钢	-0.30	-0.59	14.78
	特钢Ⅱ	1.53	-0.30	13.58
石油石化	油气开采Ⅱ	4.52	-0.03	9.48
	油服工程	1.42	-0.41	17.49
	炼化及贸易	2.81	0.46	13.49
煤炭	煤炭	2.04	-0.20	19.24
	煤炭开采	2.17	-0.22	19.18
	焦炭Ⅱ	-2.07	-0.09	71.64
全部A股		2.18	0.02	18.02

资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：PE-TTM计算剔除负值，交易日期为2026年6月9日。ROE采用摊薄（整体法）计算。

4 风险因素

地缘政治风险;国内经济表现不及预期;技术进步不及预期;市场结构发生重大变化。

仅供内部参考，请勿外传

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％至-10％之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10％以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15％以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5％至15％；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5％至5％；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5％以上。
基准指数 ： 沪深300指数

风险提示

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

免责条款

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。
本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。
市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的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。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。
本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所
上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦
北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳福田区深南大道 2007 号金地中心
广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场