仅供内部参考，请勿外传

中国平安 PINGAN
专业 · 价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

K型分化寻新机，景气扩散拓新局
——A股市场2026年中期策略报告

证券分析师

魏　伟　投资咨询编号：S1060513060001
陈　骁　投资咨询编号：S1060516070001
蒋炯楠　投资咨询编号：S1060524120002

研究助理

靳旭媛　一般从业编号：S1060124070018

2026年7月2日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

仅供内部参考，请勿外传

投资要点

- **市场回顾：A股“新旧分化、科技抱团”。**2026上半年，全球宏观环境迎来多重变化，基本面新旧分化加剧、美伊冲突扰动风险偏好并影响全球增长和通胀预期、美联储主席换届等是主要矛盾；产业层面，AI Agent技术突破驱动产业继续蓬勃发展。全球资产波动加大，美元震荡偏强，油价冲高后回落，黄金震荡走弱，铜/铝震荡上行；权益市场走出“V”字型态，以半导体产业为支柱的日韩股市领涨。A股呈现“K型定价、科技抱团”特征，两创涨幅超30%，上证指数上涨3.6%，通信、电子、建材行业领涨；消费板块普遍承压，部分行业重回924前水平。
- **市场环境：经济“K”型分化延续，增量资金入市仍然可期。**展望下半年：**1）外需有望维持韧性，不确定性在于流动性与特朗普政策。**AI浪潮、全球制造业景气改善、大国友好外交有望共同支撑外需韧性，美联储货币政策改革、中期选举需额外关注。**2）国内经济“K”型分化格局或延续。**外需>内需、新兴经济>传统经济的结构不变。物价水平延续改善，PPI同比转正后维持增长，CPI维持震荡，企业盈利整体延续修复态势。财政重点在基建与民生，重点关注“六张网”建设落地情况；货币维持适度宽松，重在结构性工具发力；产业和资本市场政策继续支持科技创新。**3）市场仍有望看到增量资金。**预计公募、私募增量各约2000-3000亿元，险资增量约2000亿元；此外，关注长鑫等科技IPO对资金面的扰动。
- **核心结构变量：围绕“K”型上沿，布局AI/先进制造/周期主线。1）AI产业链：高景气的绝对共识。**上半年“AI Agent技术突破—AI coding应用加速—大模型公司变现验证—科技巨头加大capex”形成正循环，AI核心算力部件需求高增（GPU/CPU/存储/光模块/PCB等），并向上游设备材料外溢（覆铜板/电子布/MLCC/半导体设备材料/电子特气等）。向后看，产业趋势是AI行情的底层支撑，目前仍未看到趋势拐点，产业链部分环节未来2年盈利预测仍在加速/维持高增，PEG视角看估值并不算贵（存储/光模块/PCB/半导体材料等）。**（2）先进制造：景气度有望继续受益于外需韧性+AI景气外溢。**从供需缺口视角筛选两条方向：一是优势出海制造（光伏/风电/电池/电网设备/航海装备等），二是AI外溢领域（通用设备/专用设备/自动化设备等）。**3）上游周期：能源资源安全逻辑持续强化。**有色领域看好供需逻辑支撑强的工业金属、稀土细分；化工短期关注油价回落带来的成本利好，中期关注“反内卷”+出口出海贡献的盈利修复弹性。能源板块关注受益于能源替代和电力建设逻辑的煤炭/电力。
- **市场展望：行情中继行且可期，把握结构景气溢价。**下半年，预计基本面“K”型分化延续，海外流动性虽有不确定性，但国内政策有呵护、市场增量资金可期，市场风偏在大国友好外交支撑下也有望维持顺风，有望共同支撑权益市场向上，景气溢价有望继续扩散。结构上关注：**一是AI产业链**，仍是绝对高景气方向，重点关注PEG估值合理、供需缺口支撑景气向上的细分环节（光模块/存储/PCB/半导体设备材料等）；**二是先进制造**，有望继续受益于外需韧性+AI景气外溢，关注出海制造（储能/电池/船舶等）、AI上游设备（专用设备/自动化设备等）；**三是上游周期**，关注供需逻辑坚实的细分（工业有色/稀有金属/化工等）、能源安全逻辑（煤炭/电力等）；此外，红利资产仍具配置价值（非银等）。
- **风险提示：**国内宏观经济修复不及预期；AI产业发展不及预期；海外流动性紧缩超预期；海外地缘风险超预期。

仅供内部参考，请勿外传

投资要点

2026年下半年A股展望框架



资料来源：平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传



目录 CONTENTS

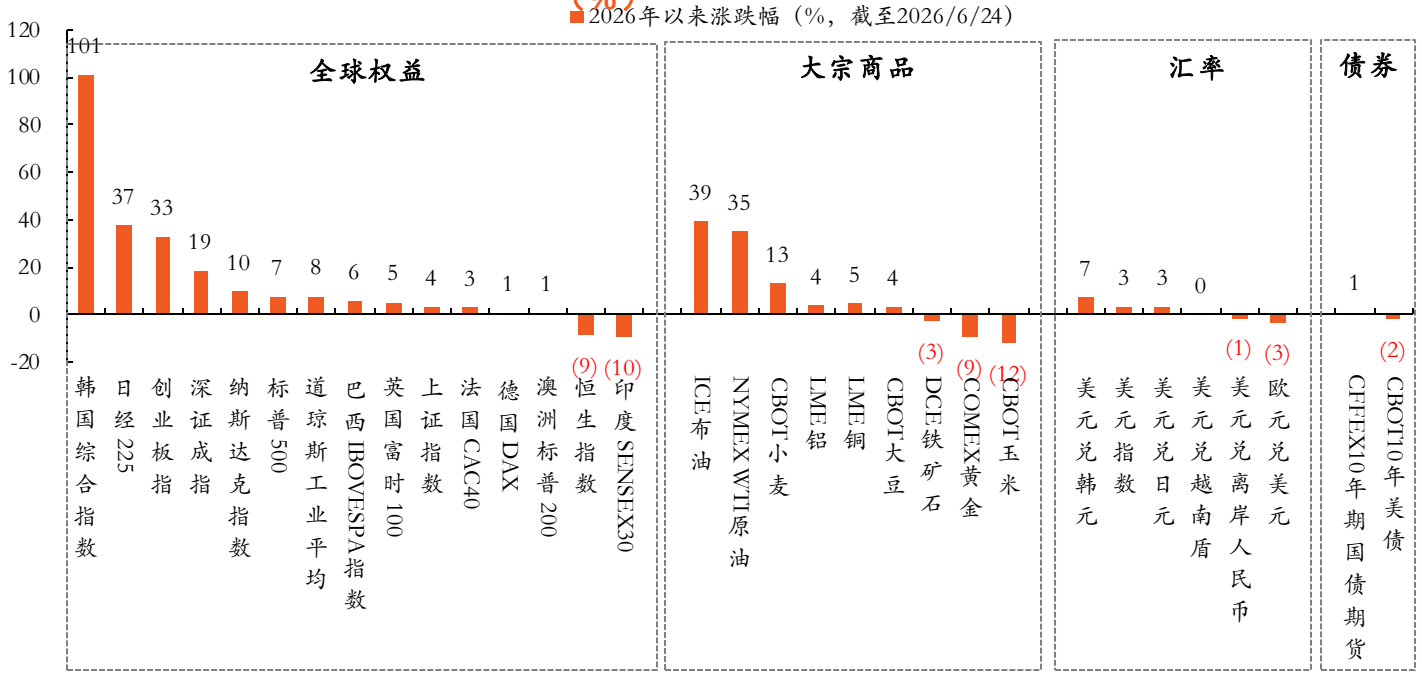
- 市场回顾：亚太股市领涨，A股新旧分化科技抱团
- 市场环境：经济“K”型分化，增量资金入市仍可期
- 结构机会：布局“K”型上沿AI/先进制造/周期主线
- 投资展望：行情中继行且可期，把握景气扩散方向

仅供内部参考，请勿外传

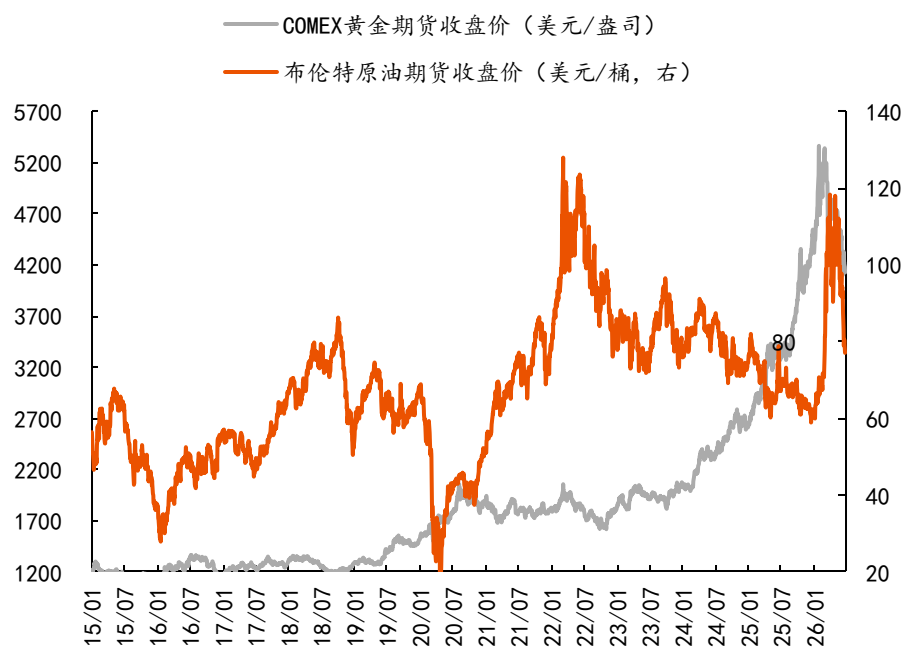
1.1全球资产|回顾：亚太股市领涨，油价冲高回落

- **2026年以来，全球经济政治格局迎来更多不确定性，特朗普政策、地缘局势等共同加剧全球资产波动。截至2026年6月24日：**
  - **权益：**全球权益多数上涨，亚太市场领涨，韩股、日股、A股涨幅相对居前，韩国综指涨幅达101%；美股三大股指上涨7%-10%。
  - **债券：**美债利率震荡上行，美伊冲突引发油价上涨推升通胀，10Y美债利率上行23BP至4.4%附近，10Y中债利率震荡下行10BP至1.7%。
  - **商品：**ICE布油、WTI原油涨幅均超30%，金价回调9%，铜、铝等工业金属也相对韧性，部分农产品在供需扰动下价格偏弱。
  - **汇率：**美元指数上涨3.4%，韩元、日元等非美货币有所走贬，不过人民币在出口高景气和结汇需求释放下走势坚挺，相对美元升值1.4%。

今年以来全球大类资产涨跌幅（%）



美伊冲突引发油价快速上行后冲高回落

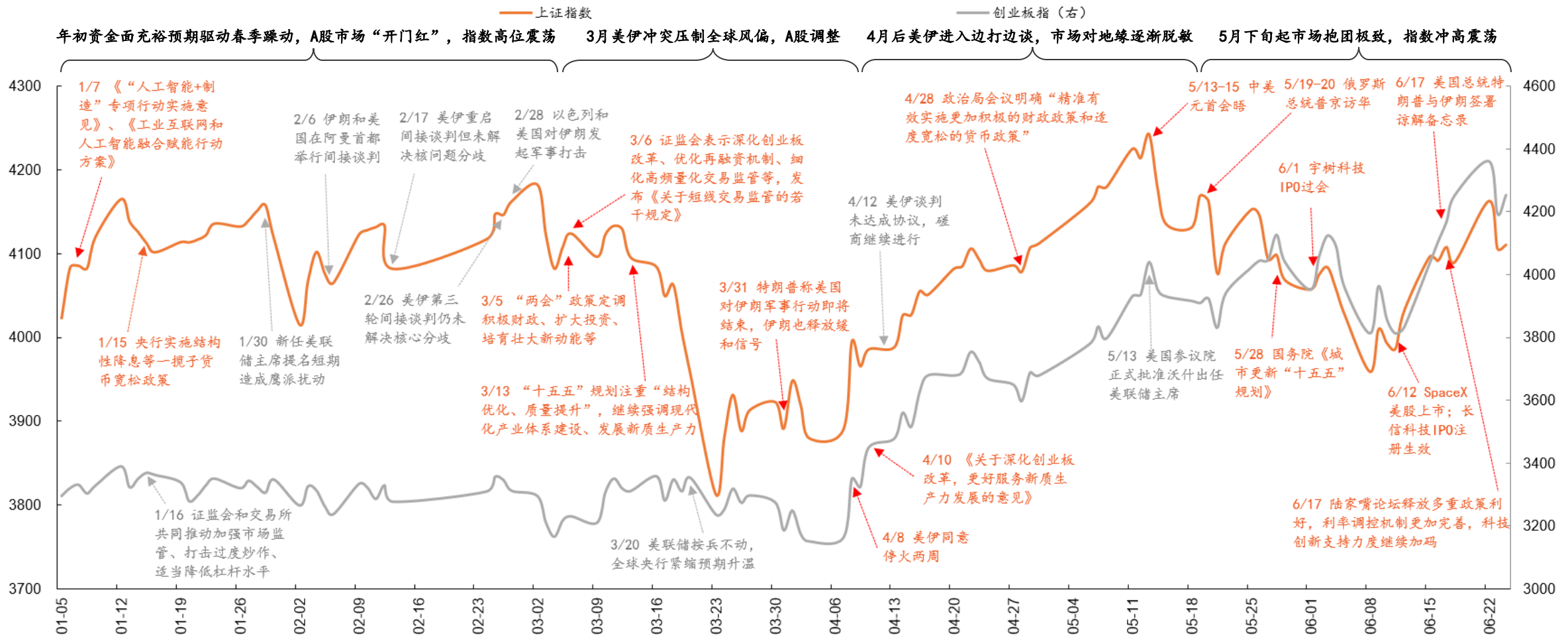


资料来源：Wind，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

1.2 A股市场|回顾：新旧分化，科技抱团

2026年A股市场：新旧分化，科技抱团

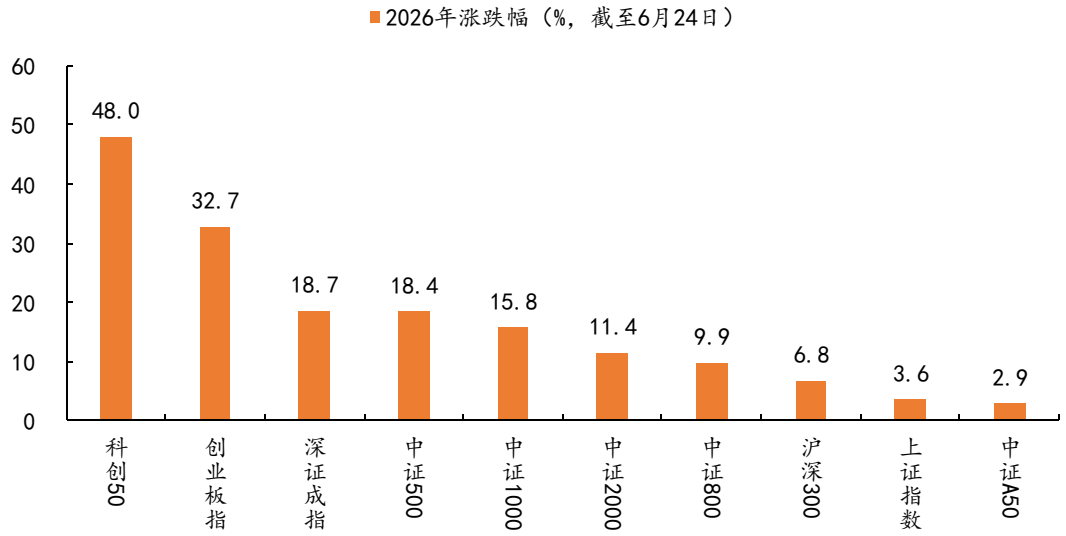


仅供内部参考，请勿外传

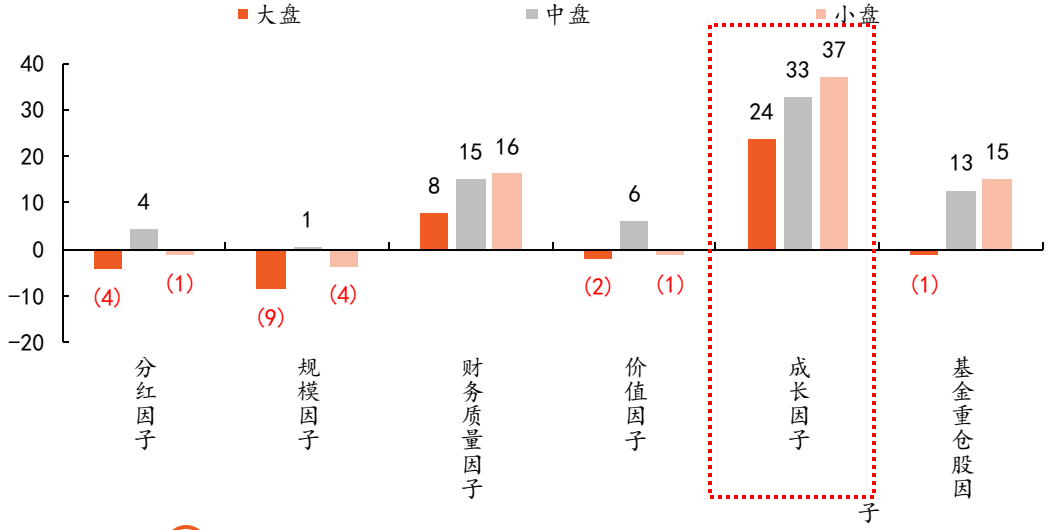
1.2 A股市场|风格：成长占优

- **2026年以来，A股市场成长风格占优。**截至2026年6月24日，上证指数累计上涨3.6%，风格上来看，以科创50、创业板指代表的成长风格领涨，双创板块涨幅超30%。中信策略因子也显示成长胜率明显更高，且小盘更为占优。在资金抱团科技成长的情况下，A股市场拥挤度指标已达48.3%历史高位水平。
- 相比之下，大盘价值风格表现相对靠后。截止2026年6月24日，中证A50、沪深300指数涨幅在10%以下，从策略因子来看，分红因子、规模因子、价值因子的胜率也相对居后。

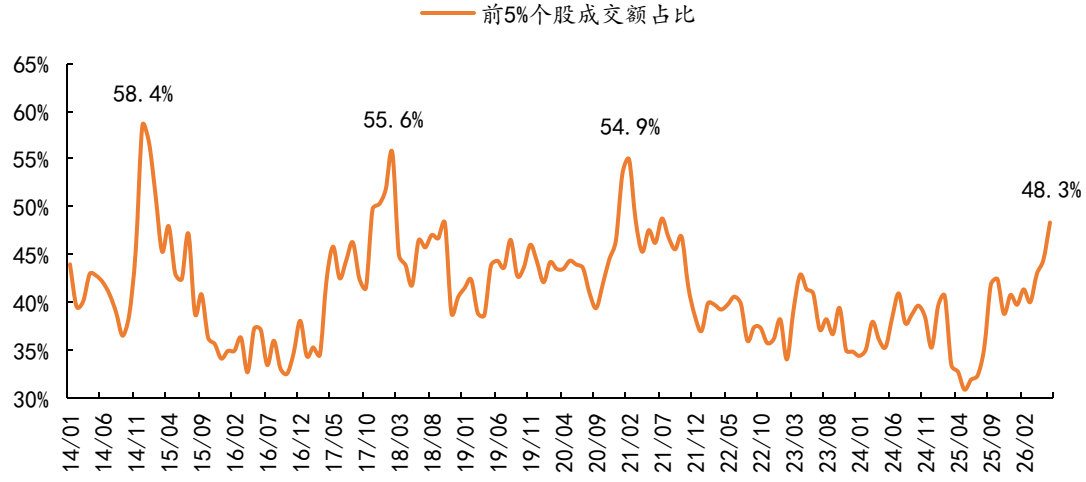
A股指数：双创板块涨幅居前



A股风格：成长风格表现占优（%，截至6月24日）



A股拥挤度指标达到48.3%高位（截至6月24日）

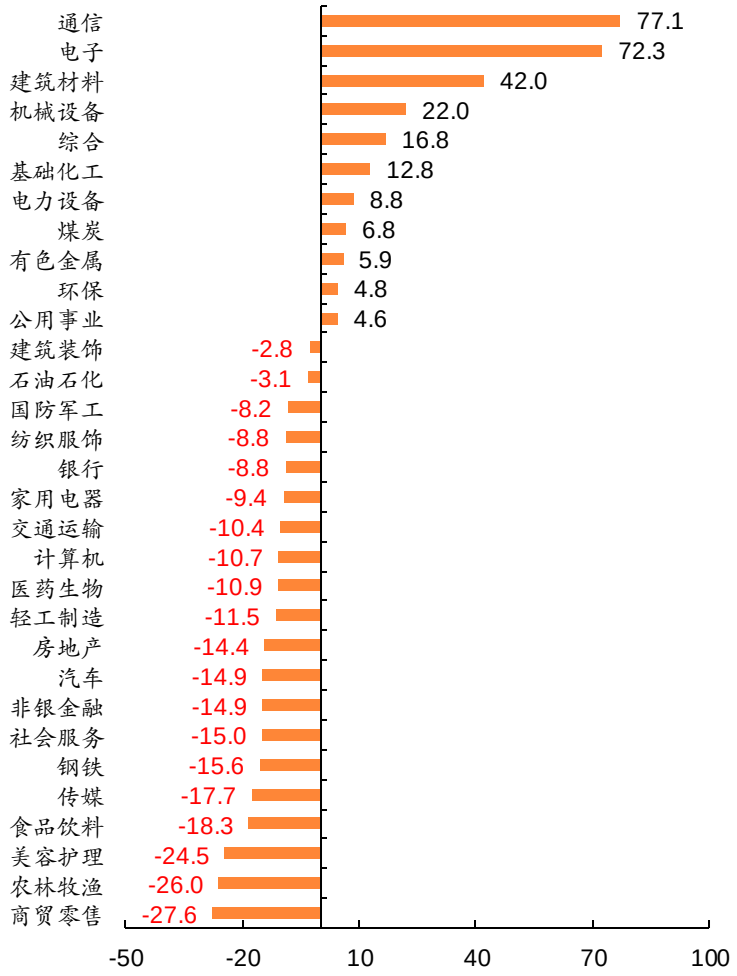


仅供内部参考，请勿外传

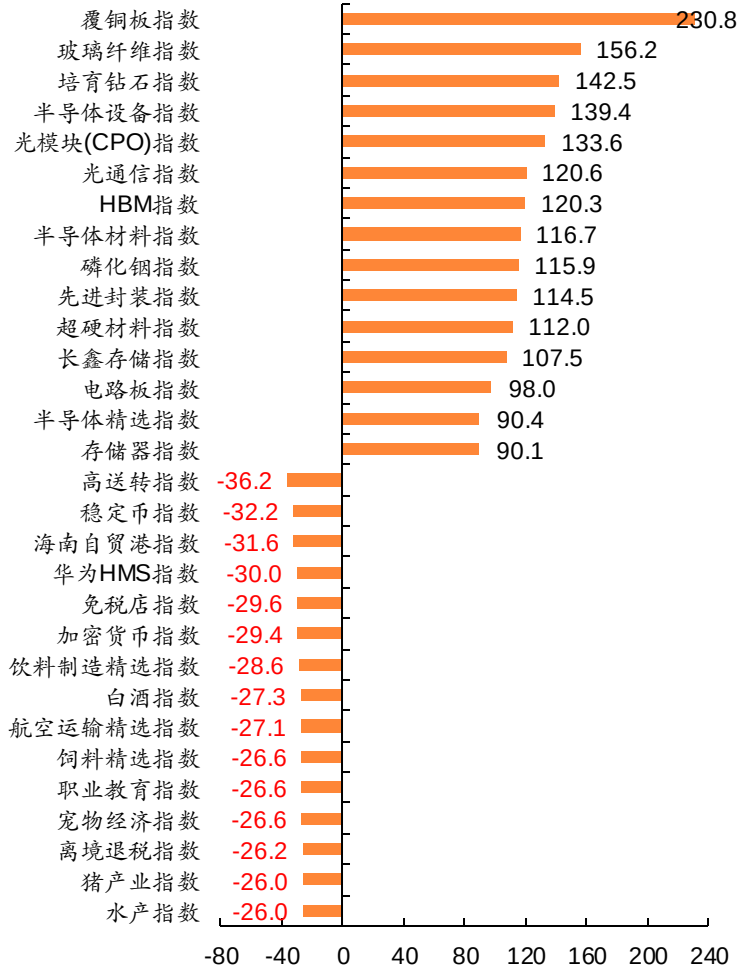
1.2 A股市场|行业：通信/电子/建材/机械设备领涨

- **2026年以来，A股呈现“新旧分化，科技抱团”特征，具体包括三条主线：**
  - **一是AI产业链，**全球AI算力需求爆发，海外云厂商资本开支高增，拉动高速光模块、PCB、存储芯片等刚需放量，截至6月24日，通信、电子行业年初以来涨幅分别达77.1%、72.3%。另外，受益于AI硬件对玻纤布的需求增长，玻璃纤维指数涨幅超150%。
  - **二是先进制造，**受益于外需韧性带动出口高增、以及国产替代驱动，截至6月24日，机械设备、电力设备年初以来涨幅也相对靠前。
  - **三是上游周期，**国际大宗商品价格上涨，油价高位下煤化工优势凸显；另外需求修复和“反内卷”也推动煤炭/化工供需紧平衡，截至6月24日，煤炭、基础化工行业也涨幅居前。
  - **相比之下，地产、消费尤其是传统消费承压。**商贸零售、农林牧渔等行业跌幅超26%。

行业：通信/电子/建材/机械设备领涨



概念：覆铜板/玻纤/培育钻石/半导体设设备领涨



备注：Wind热门概念指数表现为涨幅前十五与跌幅前十五

资料来源：Wind，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传



目录 CONTENTS

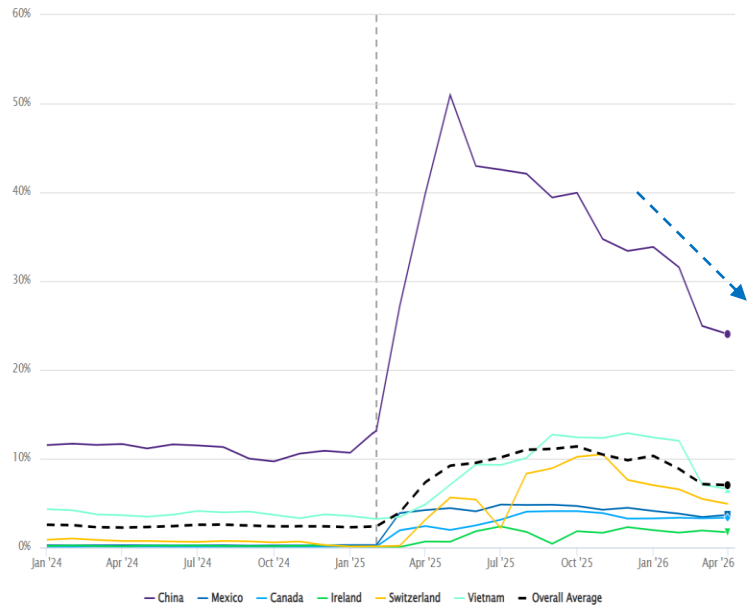
- 市场回顾：亚太股市领涨，A股新旧分化科技抱团
- 市场环境：经济“K”型分化，增量资金入市仍可期
- 结构机会：布局“K”型上沿AI/先进制造/周期主线
- 投资展望：行情中继行且可期，把握景气扩散方向

仅供内部参考，请勿外传

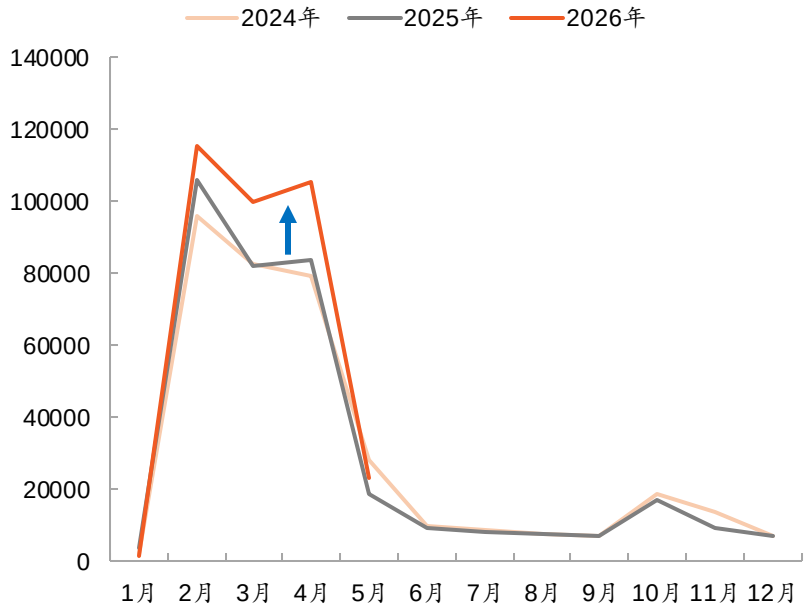
2.1基本面|外部环境稳健，美国经济表现韧性

- **在大美丽法案退税带来阶段性财政顺风、科技投资热度年内有望延续，以及关税政策趋稳的背景下，预计美国经济维持韧性。**具体看：
  - ①大美丽法案提供税收抵免以及居民退税，截至5月居民退税收入较去年同期增加500多亿美元，同比增加约17.7%，对居民消费提供底部支撑；②科技资本开支年内有望维持较高增速，延续美国经济重要支撑地位；③2月特朗普依据IPPEA加征的关税被判违法，特朗普临时加征10%122关税（预计7月24日到期），后续预计特朗普政府将通过301条款进行关税替代，整体税率或变化不大。此外，在今年中美元首保持沟通的背景下，预计美国对华关税趋于稳定。
- **费城联储经济预测显示，在油价回落背景下，核心通胀趋于下行，叠加薪资回落，再通胀风险有限，市场年内加息2次预期可能偏极端。**

2026年以来美国整体以及对华有效关税税率下降



大美丽法案增加居民部门退税收入（百万美元）



预计美国经济表现韧性，核心通胀回落

时间	实际GDP（%）	失业率（%）	薪资（千美元/月）	核心CPI（%）	核心PCE（%）
2026Q2	2.1	4.4	68.9	3.2	3.4
2026Q3	2.2	4.5	61.2	2.9	2.9
2026Q4	1.6	4.5	58.4	2.7	2.6
2027Q1	1.9	4.5	64.0	2.7	2.6
2027Q2	1.9	4.5	97.3	2.5	2.4

注：上表为费城联储2026年5月15日公布的最新专业预测调查结果。

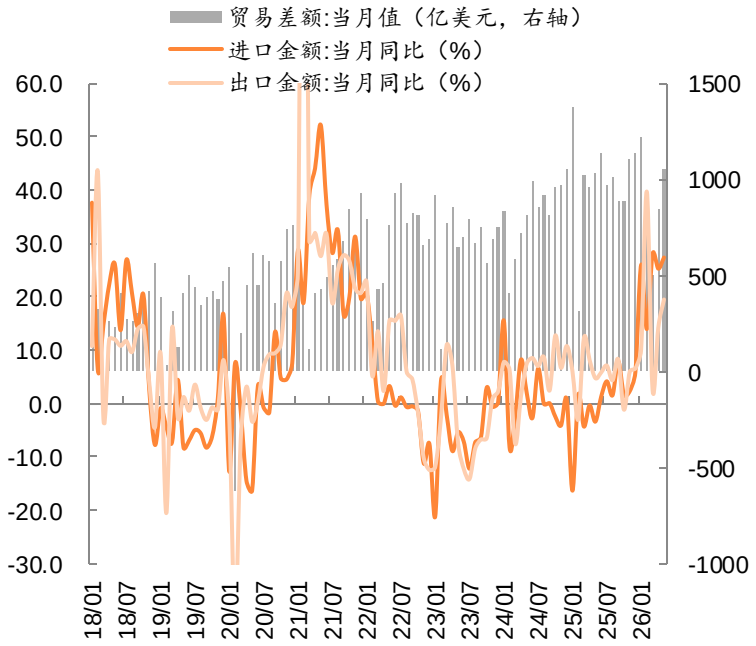
资料来源：宾夕法尼亚大学预算模型，美国财政部，费城联储，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

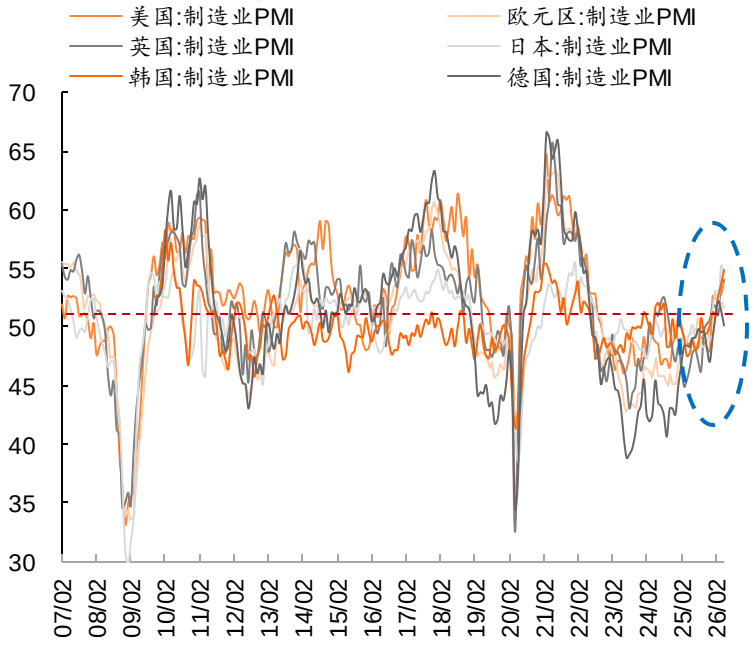
2.1基本面|经济“K”型分化，新经济强于旧经济，外需强于内需

- **今年以来国内经济基本面“K”型分化特征突出，一是新兴经济强于传统经济的分化，二是外需强于内需的分化。**
- **1）新兴产业强于传统产业：**一季度实际GDP同比较去年四季度回升0.5个百分点至5.0%，制造业、信息技术增速高于整体。生产端，1-5月规模以上工业增加值同比增长5.4%，其中高技术产业高增13.1%，新动能明显领跑，下半年外需韧性有望继续带动生产强劲。
- **2）外需强于内需：**外需方面，今年以来全球制造业景气向上，尤其是AI产业相关投入加快，以及低基数等因素共同驱动出口增长保持强势，1-5月出口累计同比高增15.5%，机电和高新技术产品是主要贡献。往后看，下半年海外AI资本开支保持高位，带动全球制造业景气延续，叠加中美关系缓和，外需韧性有望继续支撑下半年中国出口景气。

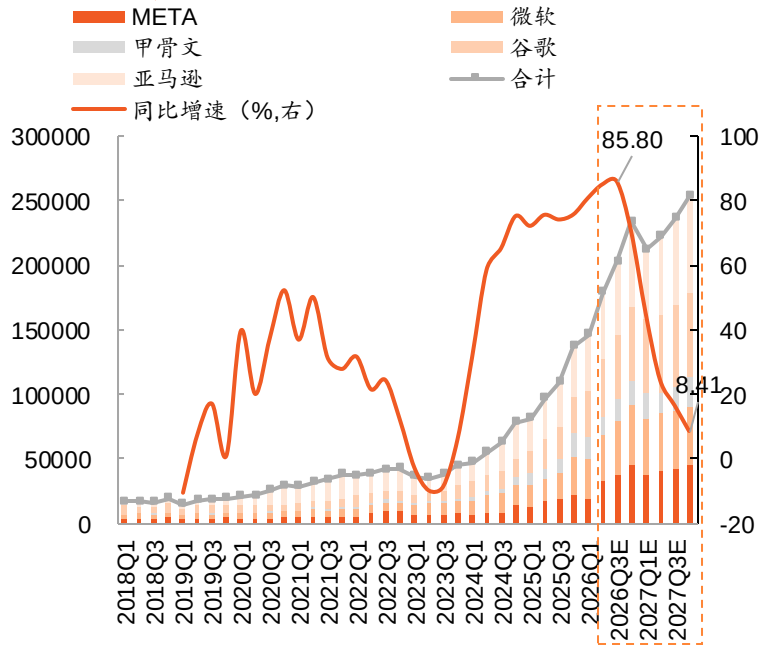
今年以来进出口增长保持强势（%）



全球制造业景气支持外需韧性（%）



下半年海外AI资本开支保持高位（百万美元）



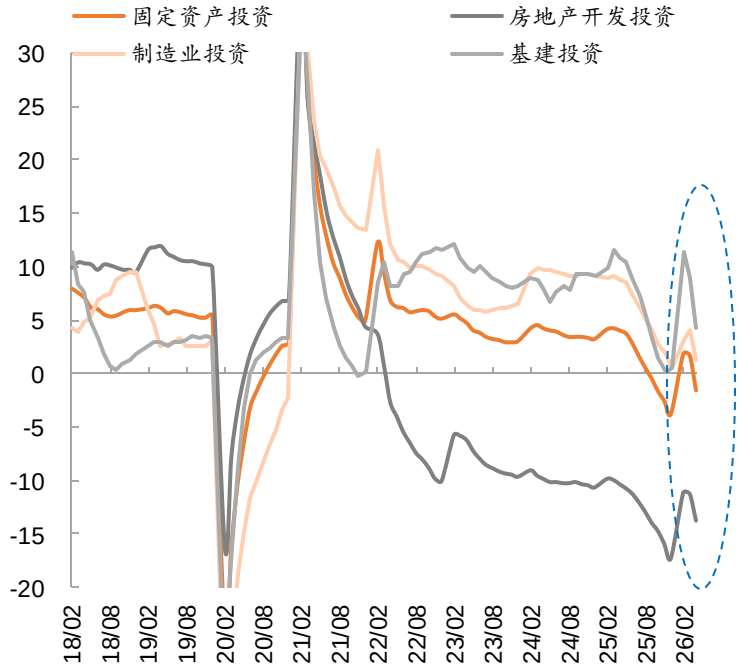
资料来源：Wind，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

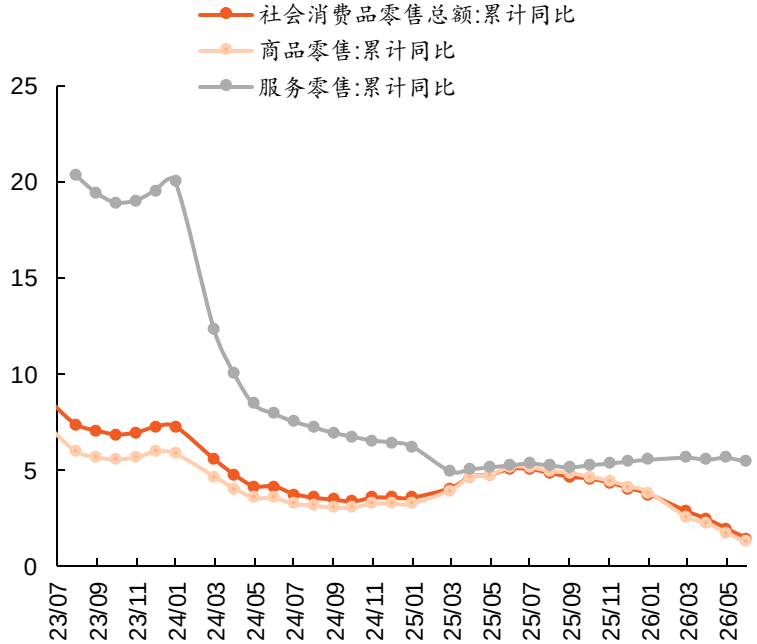
2.1基本面|经济“K”型分化，新经济强于旧经济，外需强于内需

- **内需方面，投资与消费仍偏弱。**1-5月固定资产投资累计同比-4.1%延续负增，固投三大分项均有走弱，基建增速回落至0.8%，制造业投资增速转负至-0.4%，地产投资降幅扩大至-16.2%。消费方面，1-5月社零累计同比增长1.4%增速偏弱，5月当月同比转负至-0.6%。结构上，今年服务消费表现显著强于商品消费，汽车、家电等大宗消费分项在以旧换新政策退坡后拖累较大。金融数据也显示居民部门去杠杆趋势延续，居民新增信贷趋势性收缩。
- **往后看，下半年投资数据有望转好，消费与地产政策仍待加码。**二、三季度政府债供给进入高峰期，以及8000亿政策性金融工具和“六张网”落地有望带动投资修复，但居民增收、地产修复等需求端政策加码的必要性仍然突出。

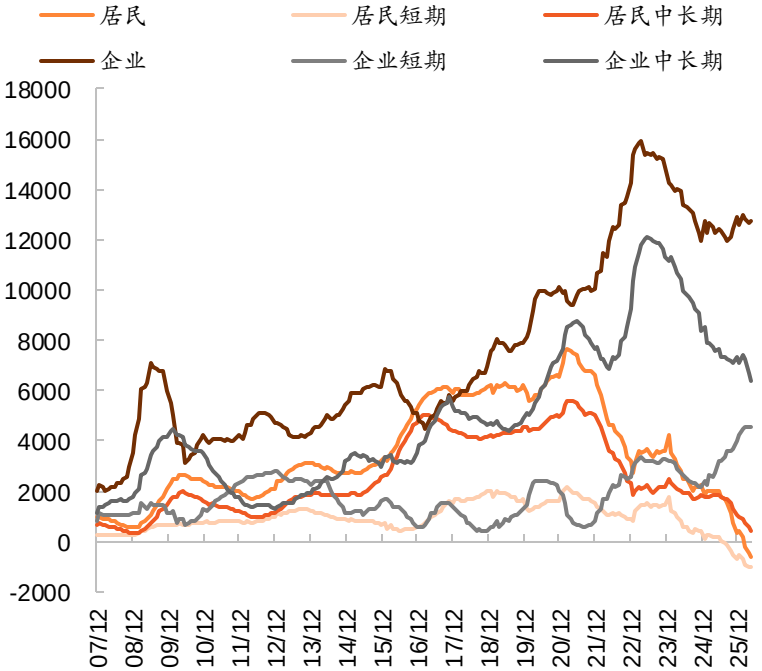
1-5月固定资产投资负增4.1%（%）



服务消费数据表现好于商品消费（%）



居民部门新增信贷收缩（新增信贷12MMA）



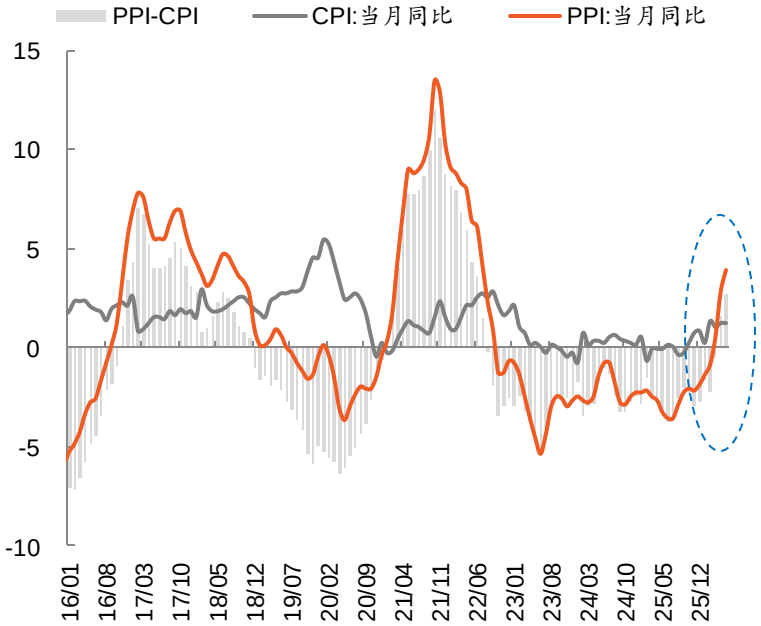
资料来源：Wind，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

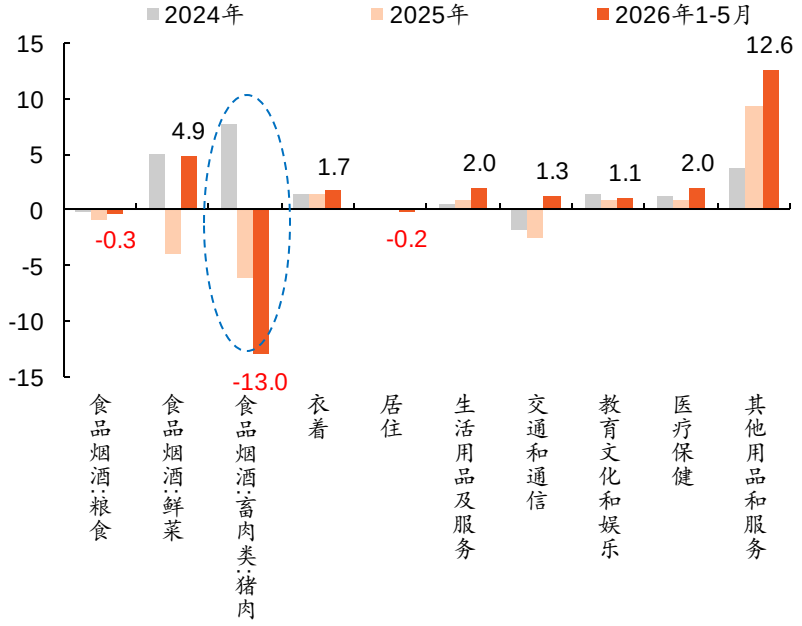
2.1基本面|价格边际改善，结构仍呈分化

- **3）价格边际改善：**今年3月PPI同比结束长达41个月的通缩首次转正，标志着上游价格环境出现质变；4、5月物价数据进一步改善，通胀整体改善但结构仍呈分化。PPI上涨主要受国际大宗商品涨价驱动，集中在有色、石油、煤炭化工等上游行业，输入性特征明显；CPI则受食品项（主要是猪肉价格）拖累，价格向消费端的传导和扩散仍待畅通。
- **往后看，PPI仍有望强势，CPI或继续温和震荡。**下半年大宗商品价格仍有支撑，包括受益于供需缺口以及基本面良好的有色，受益于二、三季度基建投资抬升的钢铁、以及厄尔尼诺气候因素驱动的煤炭和农产品等，PPI同比可能继续保持强势。CPI方面，若居民消费意愿与收入预期修复偏慢，下游消费整体偏弱的情况下，CPI同比或延续震荡格局。

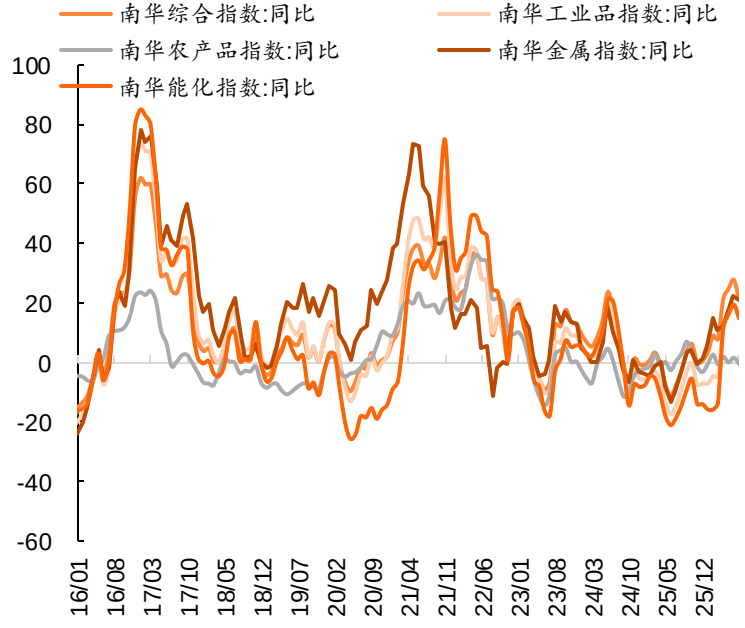
今年3月PPI同比转正并保持强势（%）



CPI累计同比：今年以来猪肉价格拖累较大（%）



上游周期涨价有望带动PPI延续高位（%）



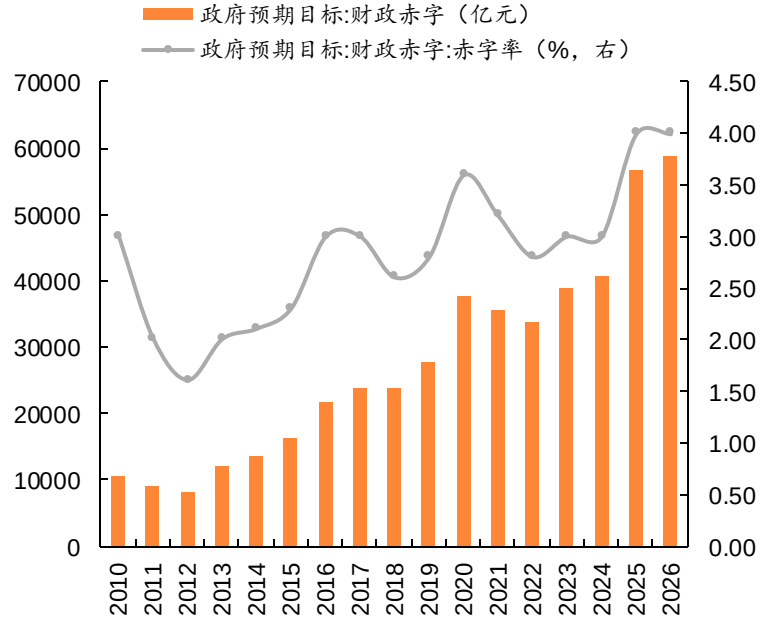
资料来源：Wind，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

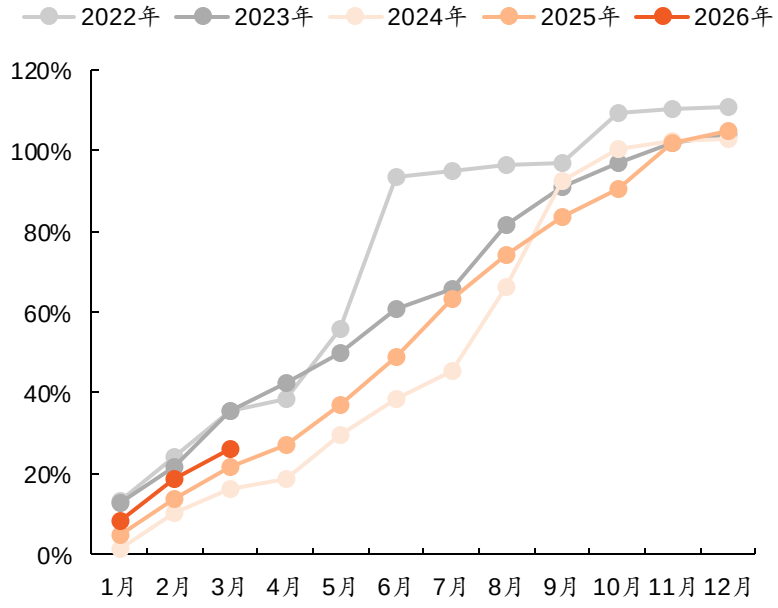
2.2政策|财政政策加力支持基建投资

- **今年政府工作报告指出“要实施更加积极有为的宏观政策”，财政政策“更加积极”，广义财政积极加码，形成强有力的宏观支撑。**
- **上半年积极财政前置发力，加力支持基建投资与民生保障。**今年赤字率保持4%高位，一般公共预算支出首次达到30万亿元新高。节奏上，1-5月地方新增专项债发行进度34%，基本持平去年。投向上，今年“六张网”及重点领域建设投资超7万亿元，成为扩内需的有力抓手，新增地方债也重点支持基建投资与民生保障。
- **下半年8000亿政策性金融工具是重要资金来源，“六张网”建设加速。**下半年主要财政资金一是超长期特别国债，目前年内已发行1640亿元，占比13%，Q2、Q3将是发行高峰，但至于增量额度可能有限；二是8000亿政策性金融工具，目前各地正在集中投放落地。投向上，“六张网”方案和进度安排即将出台，重点支持水网、新型电网、算力网、新一代通信网、城市地下管网、物流网基建。

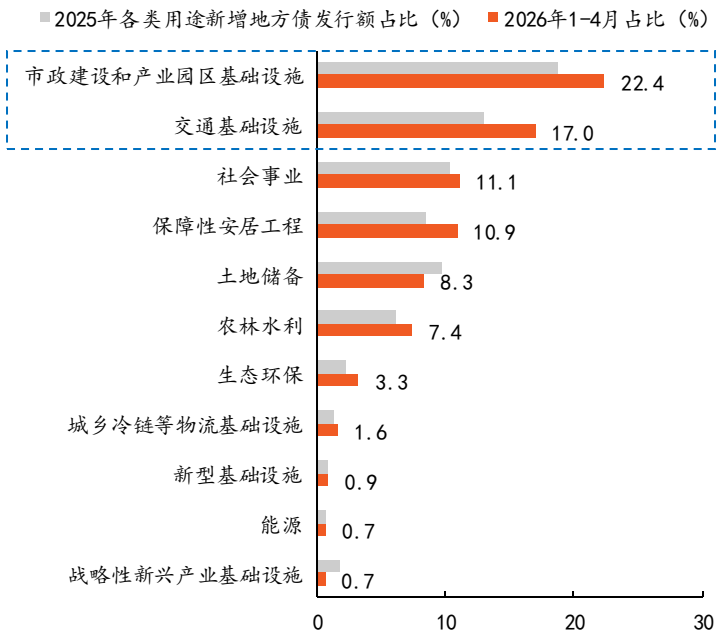
2026年财政形成强有力的宏观支撑



2026年地方新增专项债前置发力



2026年新增地方债重点支持基建投资



资料来源：Wind，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2.2政策|货币政策保持适度宽松

- **今年货币政策延续“适度宽松”基调，宏观流动性充裕，结构性工具重点发力，并推出利率调控等举措，深化货币政策框架转型。**

- **上半年货币政策呵护流动性环境，无风险利率低位震荡。**今年上半年央行采取逆回购等总量工具维持流动性充裕，以及通过一揽子结构性工具（下调再贷款与再贴现利率、新增专项再贷款等）定向支持稳增长，推动短端利率下行顺畅，长端利率则保持低位震荡。
- **下半年宽松基调或延续，政策运用更精准灵活。**央行一季度货币政策报告指出“精准有效实施适度宽松的货币政策……用好各类结构性货币政策工具”，淡化降准降息表述，更强调精准滴灌，下半年结构性工具或仍是优先选项。反映到利率上，短端利率锚在新推出的利率调控机制下更加稳固，利率走廊的收窄也使得央行调控精度提升；长端利率或继续保持低位震荡。

央行推出利率调控等多项金融举措

陆家嘴论坛上货币政策释放多重利好

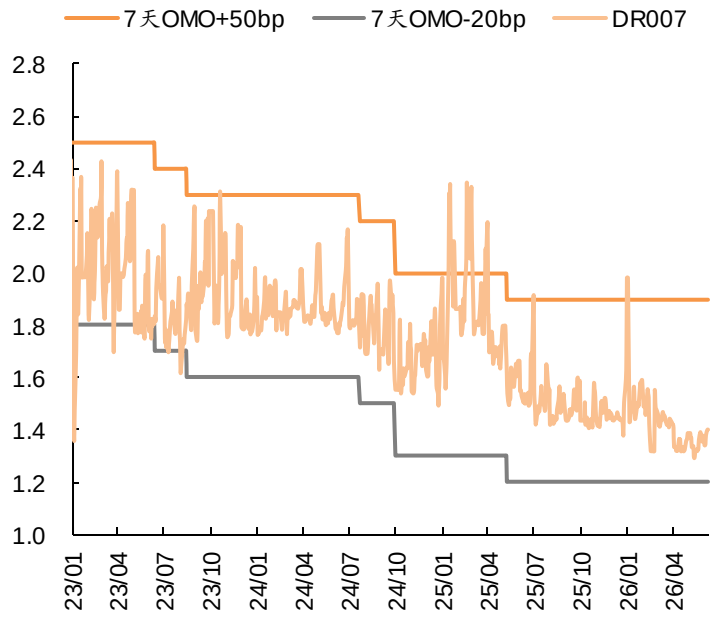
7天逆回购操作利率区间由±35BP（70BP）收窄至±25BP（50BP），并适时增加隔夜逆回购品种

设立境外央行类机构回购工具

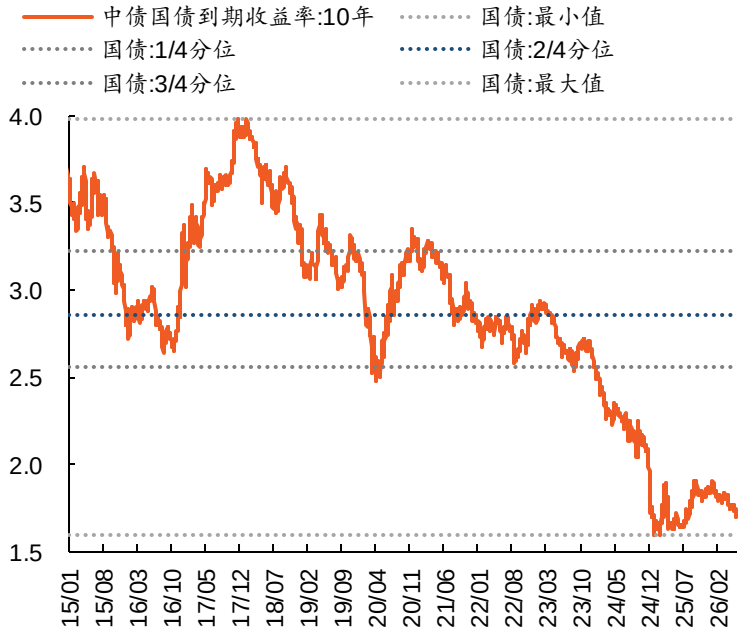
上海自贸区开展离岸人民币外汇交易试点

研究设立特定情景非银流动性支持宏观审慎工具

今年以来短端利率下行顺畅（%）



今年10Y国债利率在1.7%-1.9%区间波动（%）



资料来源：Wind，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

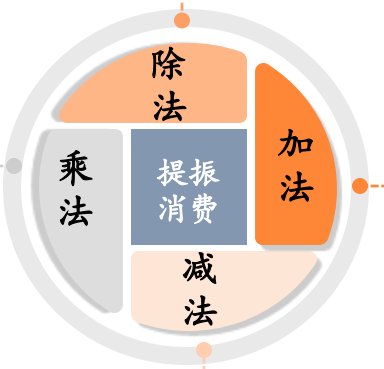
2.2政策|提振消费必要性仍然突出

- **《政府工作报告》连续两年将“扩大内需”置于首位，特别是把“实施提振消费专项行动”摆在突出位置。**对于提振消费，今年已围绕稳岗扩容、促进服务消费、增加优质供给、民生保障、以旧换新、财政贷款贴息等方面部署落地。
- **往后看，促消费政策加码的必要性仍然突出。**参照今年两会对于促消费的整体部署，下半年有望在城乡居民增收计划、落实职工带薪错峰休假制度、活跃线下与下沉市场消费（主要是服务消费、新消费）、清理各项限制措施等方面加码，另外以旧换新剩余1250亿元资金也将在下半年下达。

提振消费的四重抓手

清理各类消费限制性措施，畅通消费循环：简化促销活动的审批流程、放宽车辆购买限制、增发购车指标等

财政金融协同发挥乘数效应：
①继续实施以旧换新，并新增智能眼镜等产品
②新创设1000亿元财政金融协同促内需专项资金，支持服务业经营主体贷款贴息和个人消费贷款贴息



需求侧增加收入：
实施城乡居民增收计划（促进低收入群体增收、增加居民财产性收入、完善薪酬和社保制度等）

供给侧增加优质供给：
实施服务消费提质惠民行动
推进消费新业态新模式新场景试点
下沉市场消费渠道升级和场景创新

减轻居民“后顾之忧”：加大在医疗、养老、生育养育等方面的保障力度，提高医保补助标准，发展普惠托育服务等

今年已出台的提振消费政策及下半年展望

《稳岗扩容提质行动方案》	加法
《加快培育服务消费新增长点工作方案》	
《服务消费提质惠民行动2026年工作方案》	
《关于加快“人工智能+消费”发展的实施意见》	
《关于促进铁路与旅游融合发展扩大服务消费的若干措施》	
《关于促进旅行服务出口扩大入境消费的政策措施》	
《关于加力优化离境退税措施扩大入境消费的通知》	
推广中小学春秋假 / 落实职工带薪错峰休假制度	
城乡居民增收计划	
《超龄劳动者基本权益保障暂行规定》	减法
超长期特别国债2500亿元支持消费品以旧换新，已下达一半	乘法
《关于优化实施服务业经营主体贷款贴息政策的通知》	
《关于优化实施个人消费贷款财政贴息政策有关事项的通知》	
《关于2026年实施老旧营运货车报废更新的通知》	
《关于培育壮大汽车后市场消费若干措施的通知》	除法

资料来源：Wind，中国政府网，平安证券研究所

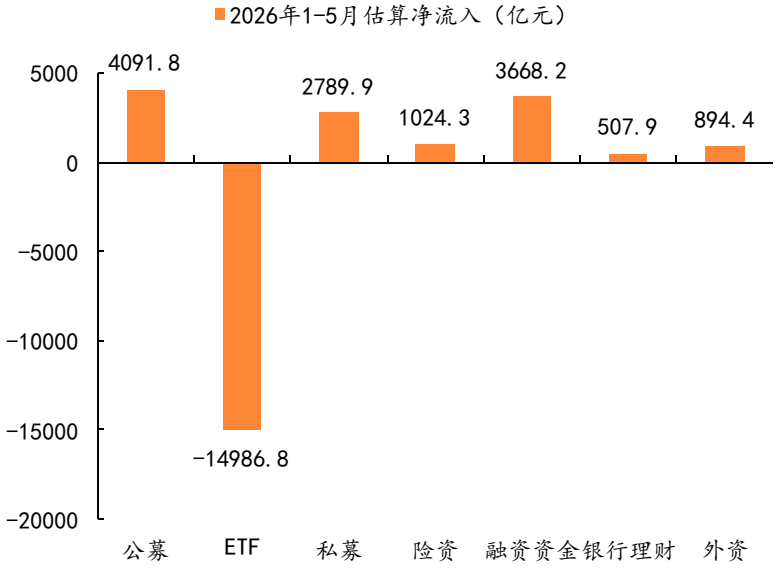
注：橙色为已出台政策，灰色为下半年有望出台政策

仅供内部参考，请勿外传

2.3流动性|公募、私募下半年增量空间各约2000-3000亿元

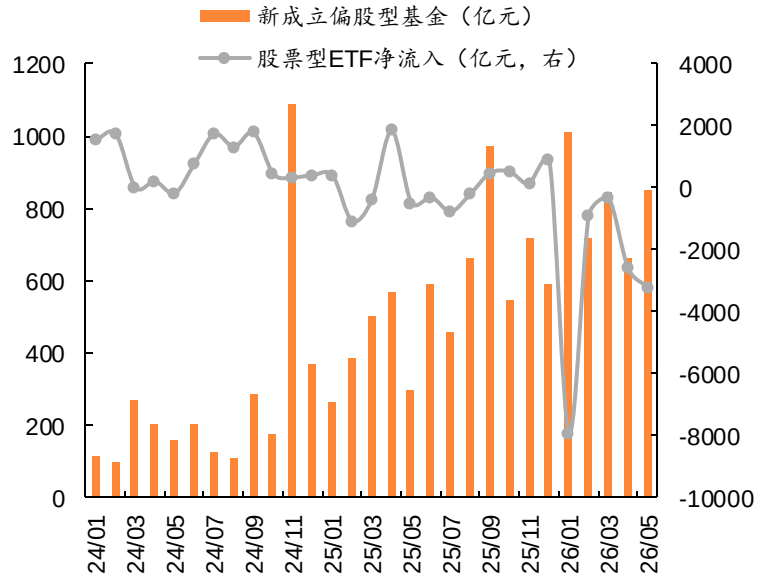
- **今年1-5月，公募、私募、融资资金贡献了市场的主要资金增量；下半年资金面的亮点主要体现在两方面：一是ETF净流出有望缓和，二是公募、险资等中长期资金将继续稳步入市。**
- **1）公募方面，**今年1-5月公募新发偏股型基金超4000亿元，较去年同期翻倍；ETF则净流出近1.5万亿元，以沪深300等宽基ETF为主。往后看，一是公募基金改革持续推进，若市场热度延续，有望对新发形成支撑；二是ETF净流出格局或有缓和，2024、2025年汇金、汇金资管增持沪深300ETF合计6362亿元，今年1-5月净流出已达7980亿元，下半年流出压力不大。不过，市场攀高过程中的获利了结可能带来主动权益的赎回压力。结合去年市场环境下公募基金净流入6491亿元，今年下半年公募或还有2000-3000亿左右的增量空间。
- **2）私募方面，**今年证券私募规模再创新高，股票仓位也阶段性新高，当前私募备案热度延续，但考虑到量化新规，以及仓位提升空间有限，预计下半年私募增量规模也在2000-3000亿元左右。

今年1-5月公募、私募、融资资金是主要增量

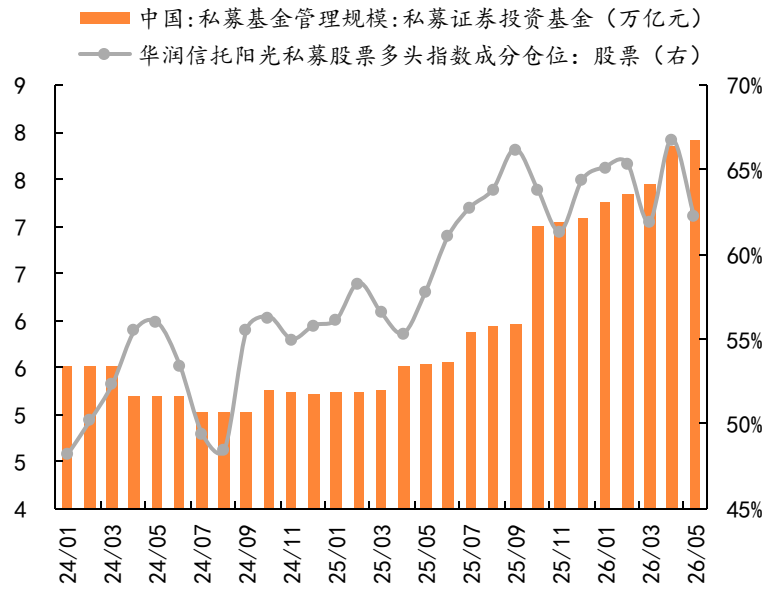


注：险资与外资为1-3月数据

1-5月公募新发热度高位，ETF则呈净流出



1-5月证券私募规模再创新高



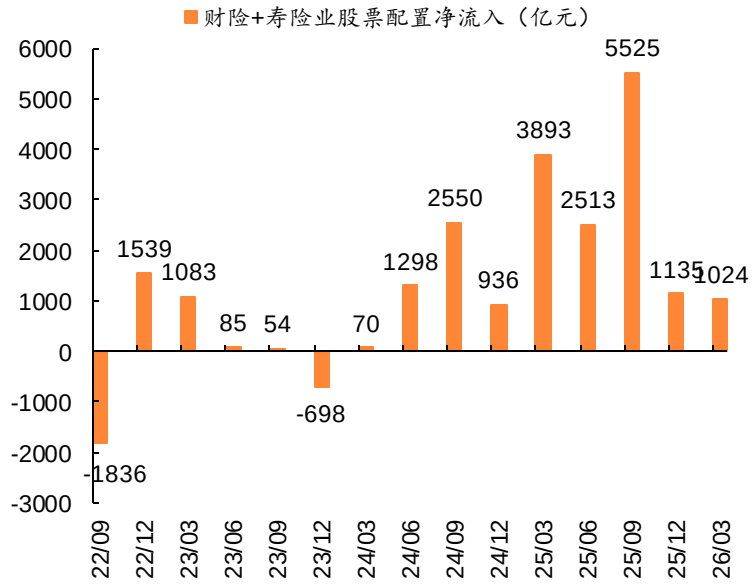
资料来源：Wind，华润信托，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

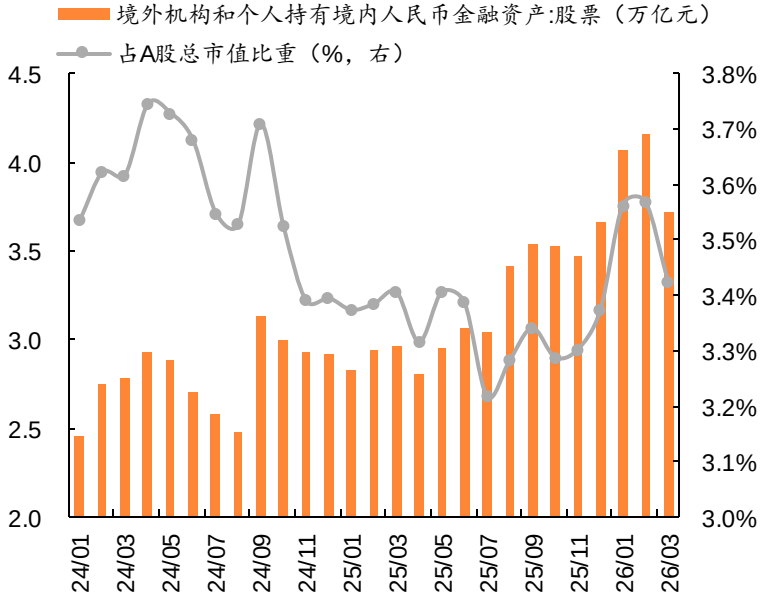
2.3流动性|险资稳定流入，外资尚有空间

- **3）险资方面，**截至一季度末，财险+寿险业股票和基金配置规模5.9万亿元，权益仓位保持在15.5%高位水平。从流量角度，今年一季度保险资金合计净流入A股1024.3亿元。往后看，一是保费增长为险资入市提供有力支撑；二是政策要求大型险企每年新增保费30%用于投资A股，增量确定性较强；不过险资权益仓位是否会进一步提升，仍取决于市场后续表现，若市场延续震荡分化的结构性行情，险资配置或延续高股息压舱，科技成长择时，季度净流入或保持在千亿左右水平，下半年合计2000亿元左右，全年4000亿元左右。
- **4）外资方面，**今年在基本面和汇率配合之下，外资扭转去年净流出格局，一季度估算净流入894亿元。往后看，一是全球AI周期与估值扩张有望继续驱动A股核心资产受益；二是下半年潜在结汇力量有望支撑人民币汇率保持偏强；三是美伊冲突暂告平息，全球资金风偏修复；上述三点均有望驱动外资流入。结合外资机构观点，高盛认为AI利好以及人民币潜在走强的驱动下，预计全年北向资金实现净流入200亿美元，目前Q1估算净流入894亿元人民币，后续可能尚有500亿元左右的空间。不过，若美联储货币政策的鹰派姿态强于预期，则将对外资形成干扰。

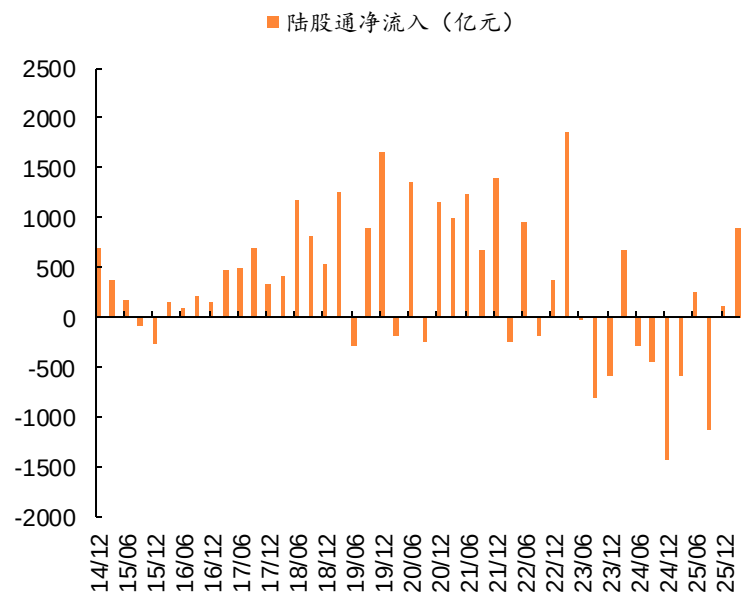
今年一季度保险资金合计净流入A股1024.3亿元



今年一季度外资持有境内股票规模回升



今年一季度估算北向资金净流入894亿元



资料来源：Wind，平安证券研究所

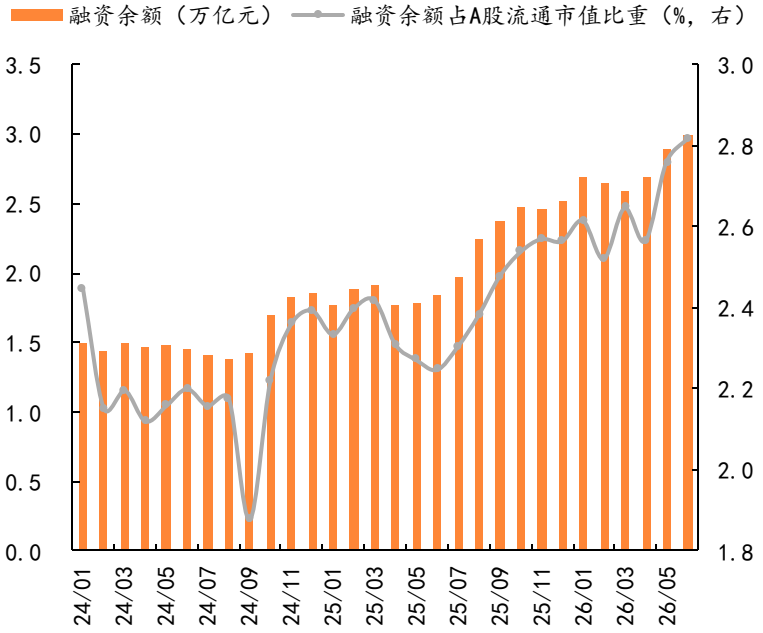
注：2024Q4起为估算值

仅供内部参考，请勿外传

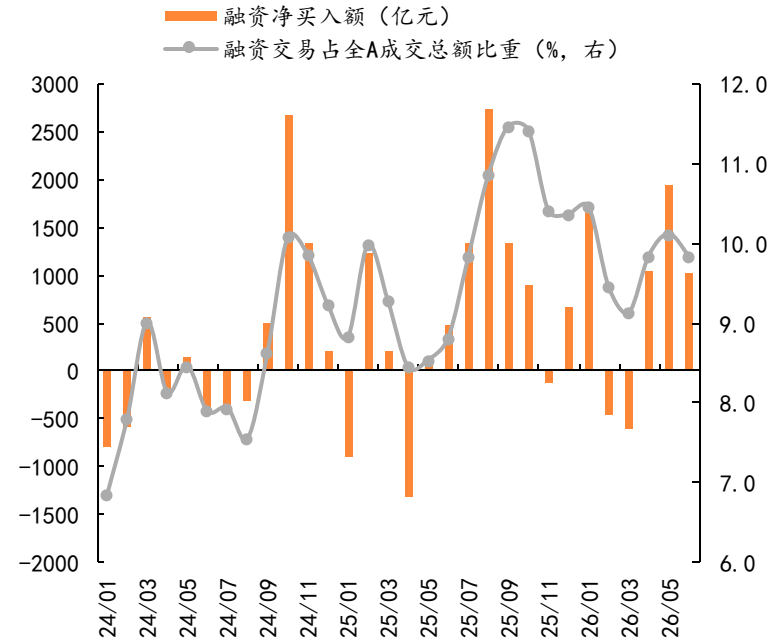
2.3流动性|融资资金下半年增量空间约300亿元

- **5）融资资金方面，**今年融资资金两轮热度集中在1月份和4-6月份，1月A股市场“开门红”，市场交投火热，融资资金持续净流入，1月中旬后监管上调融资保证金比例，并强调“做好逆周期调节”“防止市场大起大落”，资金情绪降温；4-6月则是在科技行情极致演绎的情况下，交易型资金抱团集中在电子、通信、机械设备等方向，其中电子行业获得融资净流入1762.4亿元占比过半。进入6月，融资资金继续保持净流入，截至6月24日，融资余额已接近3万亿元新高。
- 往后看，一是在调整融资保证金比例等背景下，融资资金爆发式增长或放缓；二是随着后市走向均衡分化，拥挤度指标（前5%个股成交额占比）也达到48.3%高位，抱团或边际降温；三是5月金融数据也显示居民加杠杆意愿仍偏弱。参照2019-2020年牛市节奏，融资余额经历30%-40%的高增后，2021年增速降至16%，假设今年增速保持20%，据此估算今年融资余额在3万亿左右，下半年增量空间约300亿元。

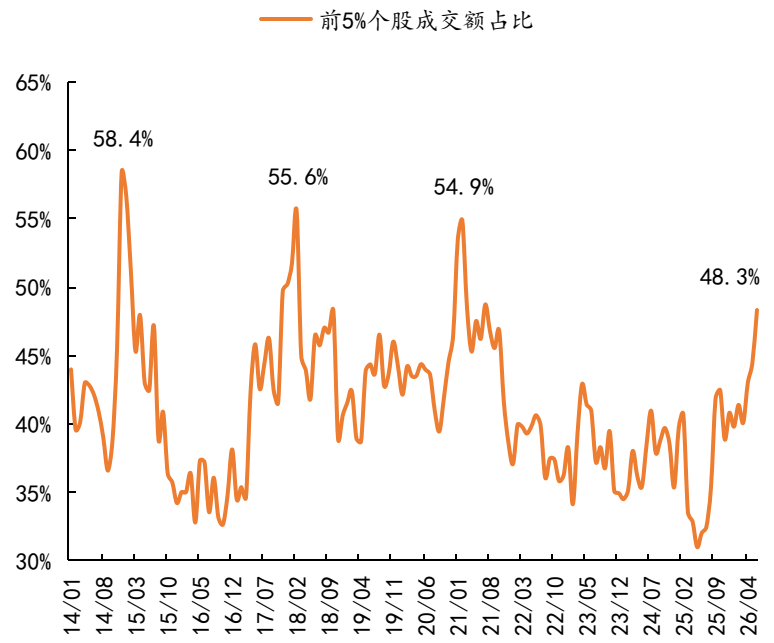
截至6/24，融资余额已接近3万亿元新高



今年融资资金两轮热度集中在1月份和4-6月份



截至6/24，A股拥挤度指标达到48.3%高位



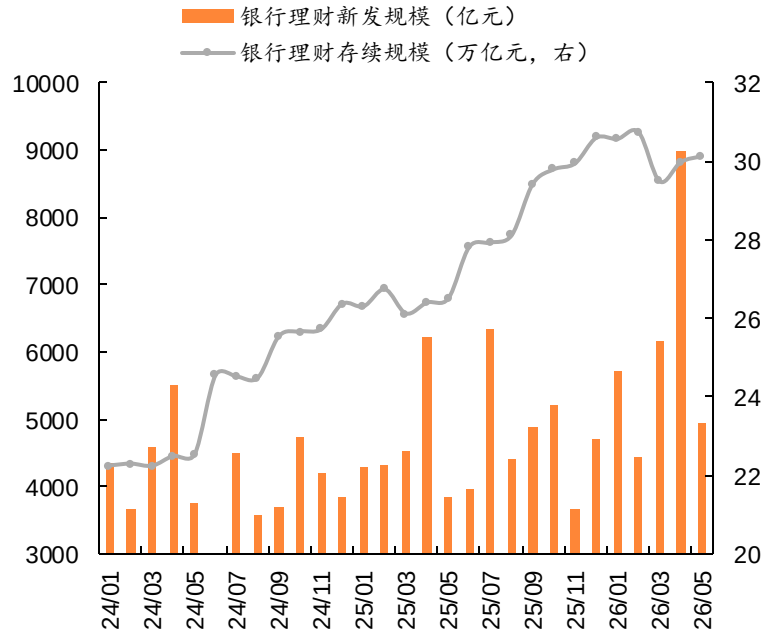
资料来源：Wind，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

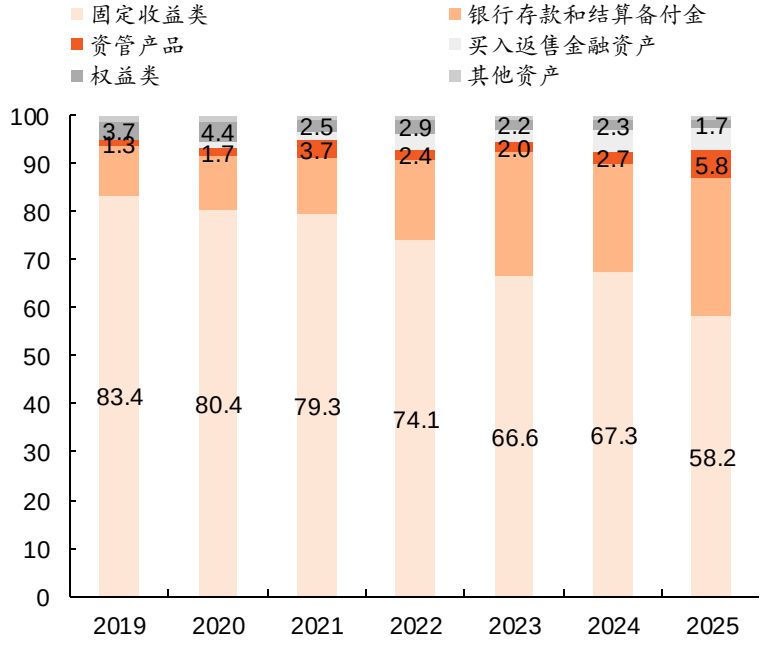
2.3流动性|银行理财下半年入市增量约500-1000亿元

- **6）居民资金方面，**低利率环境下A股优质股权的配置价值持续凸显，但在入市渠道上，居民资金主要通过银行理财等间接方式入市。从证券化率来看，截至4月底，A股总市值/居民储蓄存款比值在67.8%（2010年以来历史均值70.6%，中位数68.8%，2021年牛市高点89.4%），居民资金向股市转移的潜力尚未充分释放。从理财产品配置来看，2019年以来固收类资产配置趋势性下降，资管产品尤其是公募基金占比持续提升，而权益类资产占比未见明显提高，低风偏的居民资金当前仍以间接入市为主。在此之下，今年银行理财市场继续加速扩容，1-5月新发银行理财规模3万亿元，较去年同期增长30.4%，目前存续规模已超30万亿元，成为不容忽视的活跃资金蓄水池。
- 往后看，根据目前银行理财配置情况，穿透后固收类资产为58.2%，权益类资产仅1.7%，对应今年1-5月508亿元间接入市资金，下半年或继续保持在500-1000亿元左右。

今年1-5月新发银行理财规模3万亿元



2019年以来银行理财固收类资产配置下降（%）



目前居民资金向股市转移的潜力尚未充分释放



资料来源：Wind，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传



目录 CONTENTS

- 市场回顾：亚太股市领涨，A股新旧分化科技抱团
- 市场环境：经济“K”型分化，增量资金入市仍可期
- 结构机会：布局“K”型上沿AI/先进制造/周期主线
- 投资展望：行情中继行且可期，把握景气扩散方向

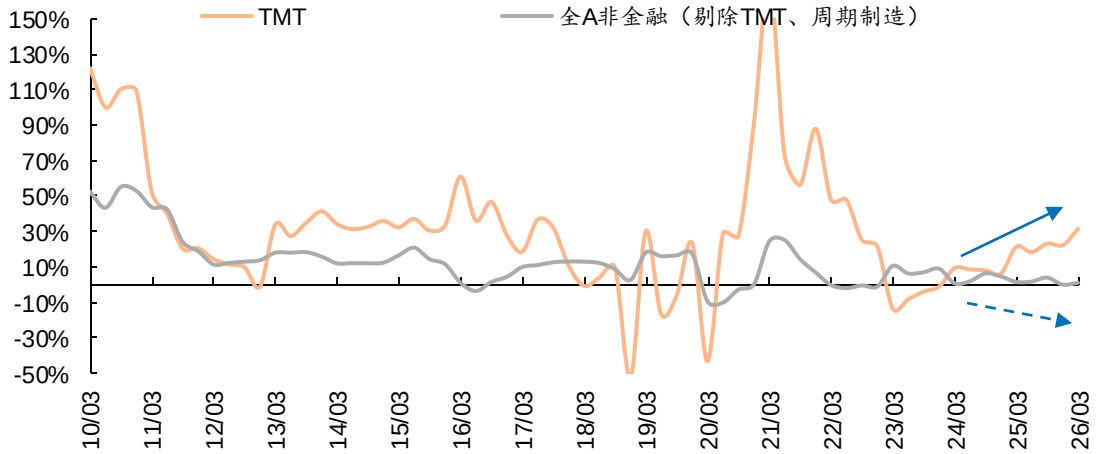
仅供内部参考，请勿外传

3.0 结构机会|总览：从“K”型视角筛选结构性机会

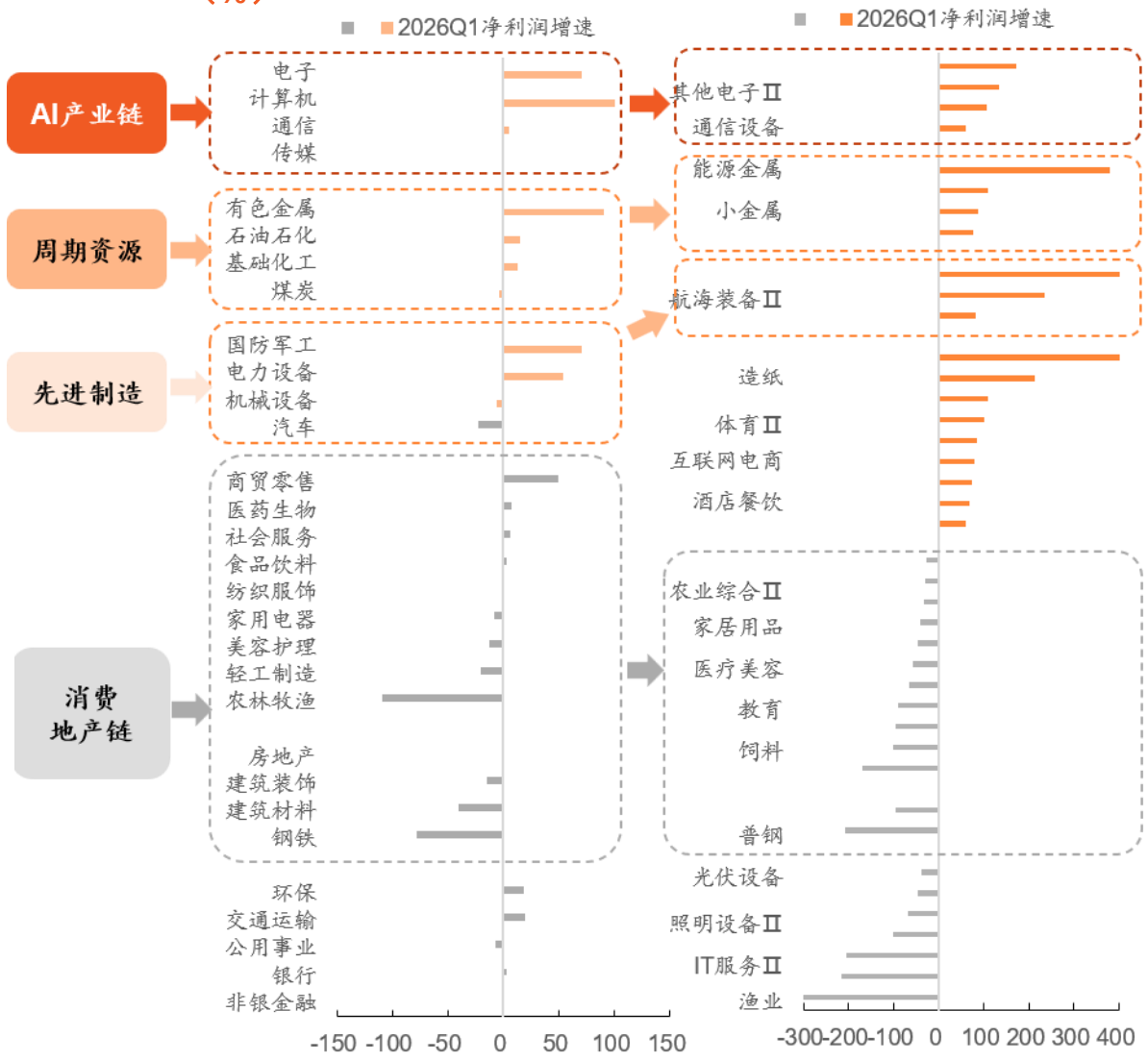
- **2026年上市公司基本面可见度提升，整体盈利修复趋势进一步确认，但“K”型分化特征加剧。从“K”型视角梳理结构性机会：**

- **一是关注K型最上沿的AI主线。**高景气主要由需求增长驱动，在AI产业趋势持续的假设下，相关行业业绩高增有望持续，尤其是算力产业链中存在较大供需缺口的细分环节。
- **二是关注K型中上沿的周期、制造板块。**基本面分化改善，周期行业以紧供给逻辑为主导，制造业则更多得益于外需增长，总需求修复偏缓是制约景气度向上弹性的核心因素。向后看，从供需缺口挖掘景气改善更加确定的方向（新能源/军工/机械/能源/化工/有色等）。
- **三是K型下沿的消费、地产链，beta机会受限。**景气度普遍进一步下探，板块beta机会还需关注后续政策支持和内生修复情况。

2026Q1上市公司盈利K型分化进一步加剧



26Q1申万一级行业利润增速、盈利增速前20和后20申万二级行业（%）



资料来源：Wind，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

3.1 AI主线|驱动逻辑：产业趋势是AI行情的底层支撑

- **产业趋势是AI行情的底层逻辑，技术迭代与应用进程为行业高景气提供支撑。**从2023年ChatGPT破圈后的模型训练军备竞赛，到2025年DeepSeek破圈带动推理算力需求爆发，再到2026年初Agent coding应用加速、Token调用量攀升——每轮AI主升行情均伴随底层技术升级与产业链需求增长。2026上半年观察到两个关键变化：

- **1）AI技术变现似乎在得到验证。**受益于Claude Code应用增长，2-5月Anthropic ARR环比持续两位数增长，并超越OpenAI，市场对AI“高投入、难变现”的担忧有所降低。

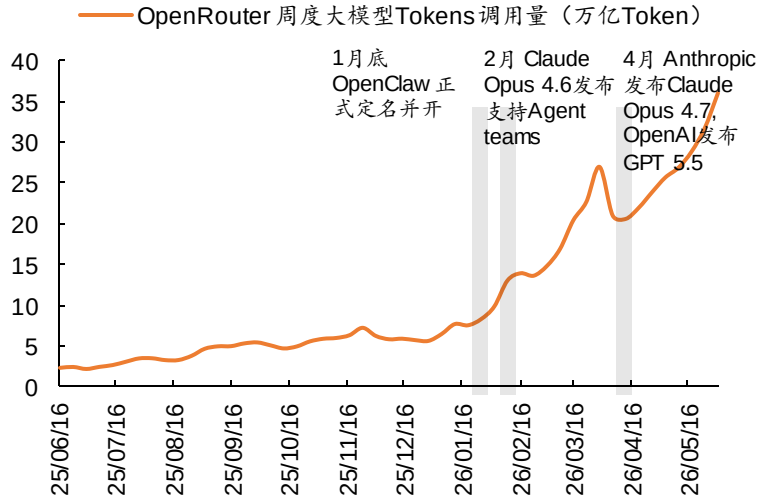
- **2）AI资本开支与产业链景气正循环继续强化。**技术变现有望验证的背景下，主要科技公司继续加大AI资本开支投入，算力需求高增。产业链部分环节出现供需缺口，存储、高端PCB、光纤、MCLL等细分领域量价齐升，相关公司业绩进入高增通道。

- **单从产业趋势看AI行情仍有支撑，**后续关注：一是本轮Agent应用下，Token用量、企业ARR、Capex高增速的持续性；二是新技术进步和应用普及叙事（非线性、无法预测）。

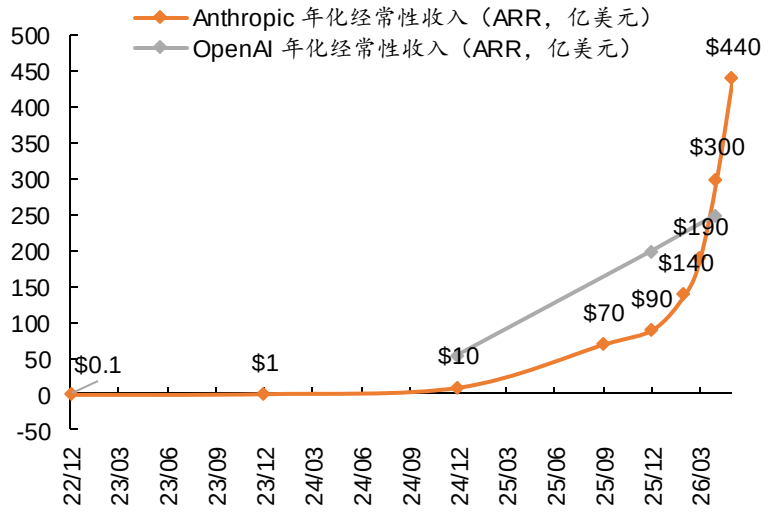
AI技术迭代和应用进程是支撑产业高景气的底层逻辑

- 2023年：•ChatGPT破圈后，全球主要科技公司进行AI军备竞赛，Scaling Law驱动**训练端算力需求高增。**
- 2024-2025年：•2024下半年，大模型迭代，ChatGPT Plus付费用户增长 •2025年初，Deepseek破圈加快对话式大模型应用普及，**推理端算力需求增长**，并外溢至存储、电力等。
- 2026上半年：•2026年初，Openclaw破圈、Anthropic Claude模型迭代等因素**加快Agent coding应用**进程，Token调用量增长、推升AI算力需求。
- •**新的AI技术进步、应用普及叙事...**

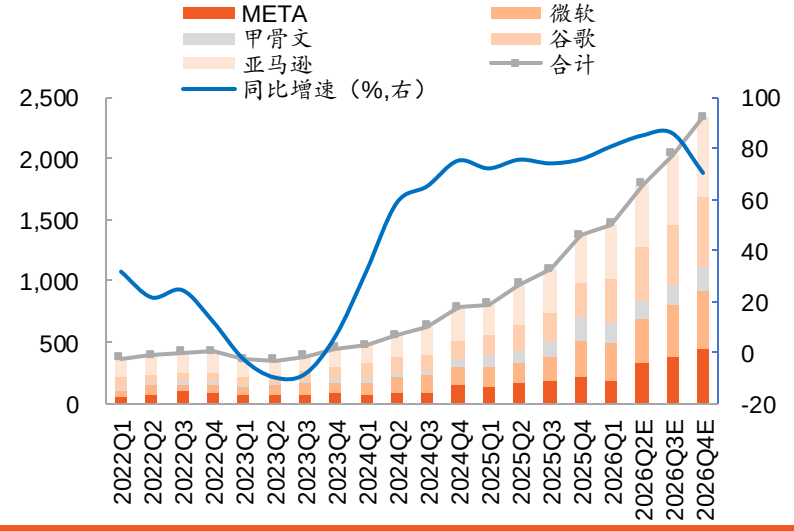
Agent应用驱动token用量大幅增长



Anthropic ARR快速增长降低市场对AI变现担忧



2026年美国科技公司仍在增加AI资本开支（亿美元）



资料来源：Wind，OpenRouter，华尔街见闻、投中网，36氪，第一财经，腾讯云，FACTSET，证券市场周刊，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

3.1 AI主线|硬件：把握景气确定、有供需缺口的方向（光模块/存储/PCB/上游材料设备等）

- **在AI产业趋势持续向好（下半年科技公司维持高capex、终端Token用量持续增长）的情况下：**

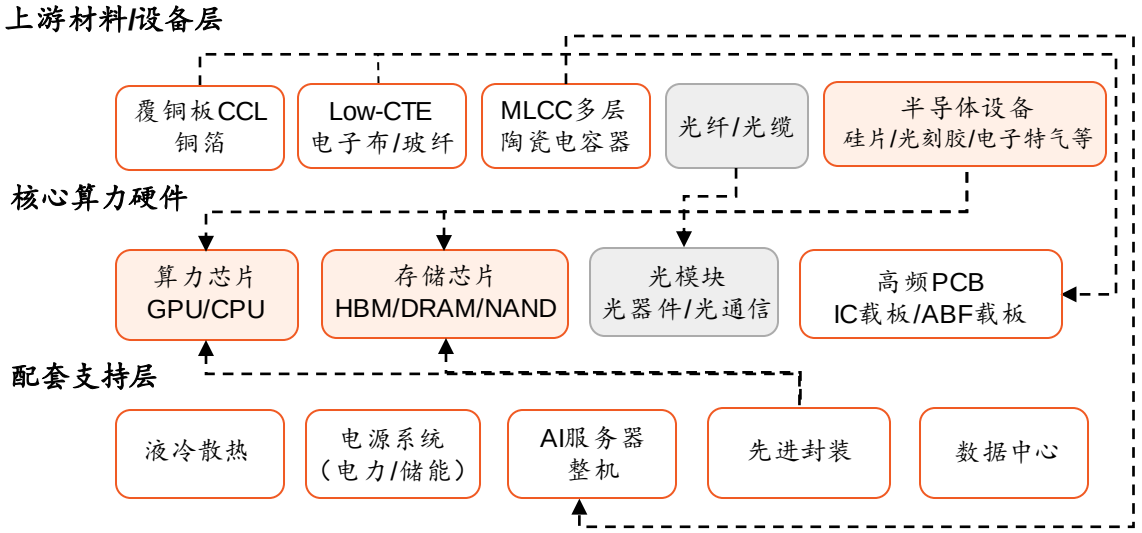
- **1）AI算力硬件需求将维持高景气。**据Morgan Stanley 5月报告，英伟达下一代AI服务器Rubin VR200售价较前一代GB300翻倍，其中**存储、PCB、MLCC**价值增幅最显著。6月，世界半导体贸易统计组织也大幅上修半导体行业增长预期，预计2026全年半导体市场规模yoy将达89.9%（2026年一季度yoy为62.5%）。

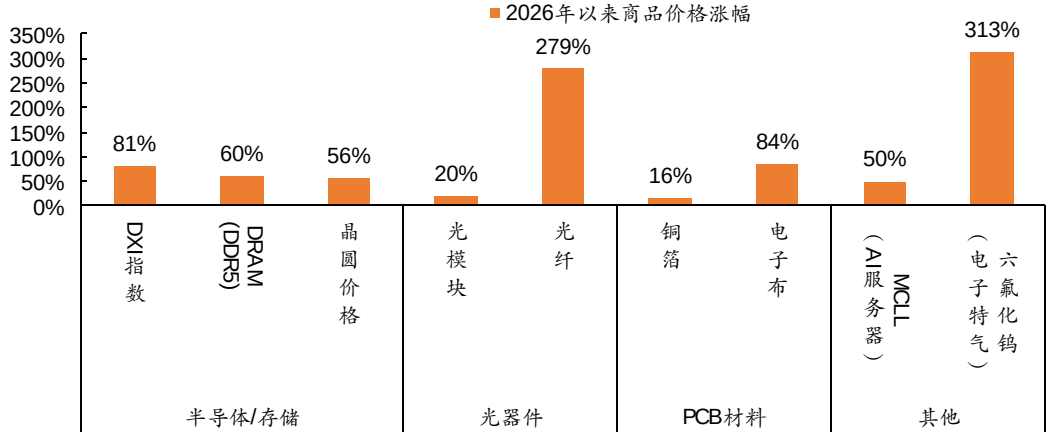
- **2）供需缺口逻辑将继续向上游材料、设备扩散。**2026上半年光纤、铜箔、电子布、MLCC、电子特气等材料价格已显著上涨。下半年，核心算力硬件向产业链上下游的涨价传导与产能瓶颈仍是核心跟踪变量。

Morgan Stanley：英伟达下一代AI服务器Rubin VR200架构物料清单拆解

物料拆解（单位：万美元）	Rubin VR200	占比	GB300	占比	增幅
GPU	$396	50.7%	$252	63.1%	57.1%
CPU	$18	2.3%	$18	4.5%	0.0%
Nvlink Switch chip（高速互联交换芯片）	$14	1.8%	$6	1.6%	122.2%
other networking chips（其他网络芯片）	$58	7.4%	$26	6.5%	120.7%
存储	**$200**	**25.7%**	**$37**	**9.4%**	**435.3%**
液冷	$7	0.9%	$6	1.6%	11.6%
电源	$8	1.0%	$6	1.4%	31.9%
PCB（印刷电路板）	**$12**	**1.5%**	**$4**	**0.9%**	**232.6%**
ABF Substrate（ABF载板）	$2	0.3%	$1	0.3%	82.3%
MLCC（多层片式陶瓷电容器）	**$0**	**0.1%**	**$0**	**0.0%**	**182.4%**
其他	$62	8.0%	$40	10.1%	54.9%
rack assembly value add整机组装增值	$3	0.4%	$2	0.6%	28.6%
合计	$780	100.0%	$399	100.0%	95.3%

AI算力核心部件上下游产业链拆解：核心中间品需求增长拉动上游材料涨价





注：DXI指数、DRAM(DDR5)价格统计区间2026/1/1-2026/6/24，光模块、光纤、铜箔、六氟化钨价格统计区间2026/1/1-2026/5/31，MLCC价格统计区间为2026年下旬至5月底，电子布统计区间为2026/1/1-2026/3/31

资料来源：Wind，科创板日报，金融界，Trendforce，平安证券研究所

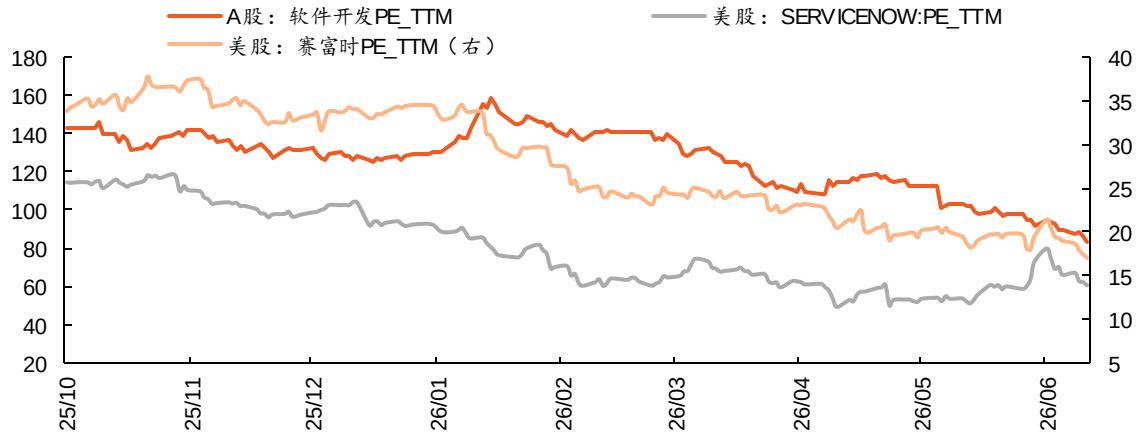
仅供内部参考，请勿外传

3.1 AI主线|软件：关注AI盈利兑现情况，优选具备护城河+低估的优质企业

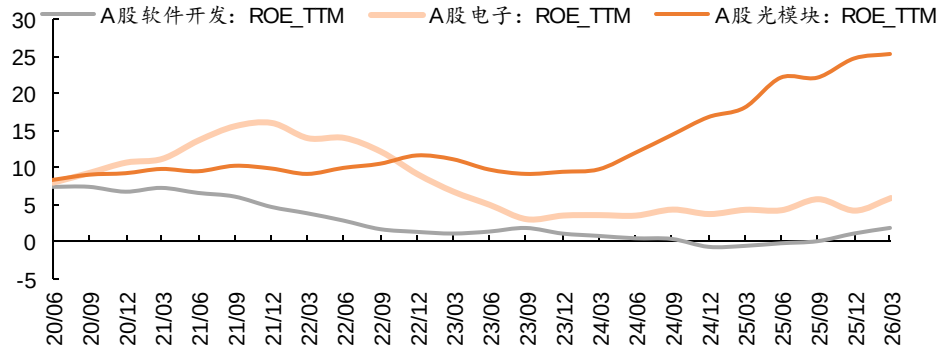
- **本轮全球AI行情呈现“硬件强、软件弱”特征。**尤其是2026年以来，Agent Coding加剧软件商业模式被颠覆焦虑，中美软件股估值剧烈下杀，赛富时、ServiceNow等美股主要Saas软件公司股价下跌超30%，PE估值调整显著，最新估值已处于近十年1%附近低位；A股软件开发指数下跌17.3%，PE估值调整幅度达33%。但从底层逻辑来看，在2023年ChatGPT出圈以来的AI浪潮中，软件股市场表现相对偏弱还是源于其盈利兑现相对偏慢（较电子、通信设备等硬件）。
- **向后看，一是关注软件公司在AI时代下的商业模式转型、盈利兑现情况；二是关注具有盈利护城河、绝对低估的优质公司，在AI科技行情轮动的过程中，优质企业或有估值修复机会。**

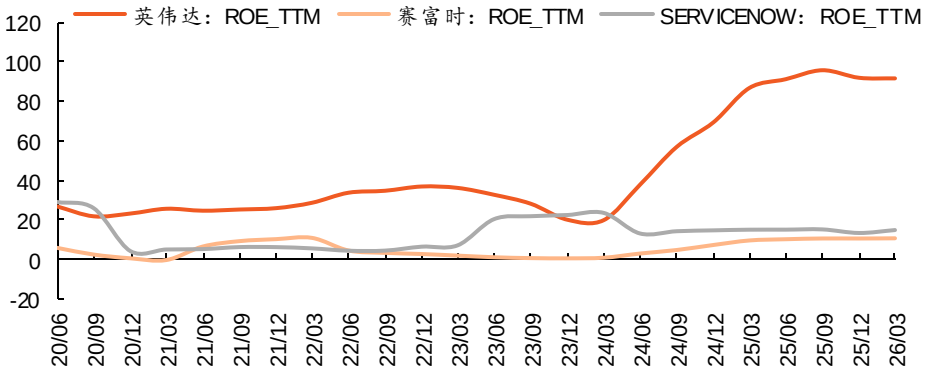
Agent coding引发软件公司商业模式被颠覆的焦虑，软件股估值下杀（截至6/24）

	A股硬件		A股软件		美股硬件	美股软件		
项目（%）	半导体	光模块	IT服务	软件开发	费城半导体指数	赛富时 SALESFORCE	SERVICENOW	奥多比 ADOBE
2026年指数涨幅	83.8	133.6	-8.6	-17.3	90.0	-42.0	-38.8	-43.8
2026年PE变动	43.1	65.6	-2.7	-33.2	4.8	-54.6	-40.1	-47.4
当前PE分位数	96.1	99.9	93.4	51.4	79.0	**0.1**	**1.2**	**0.1**



软件公司在AI时代的盈利兑现偏慢是行情承压的底层原因（%）





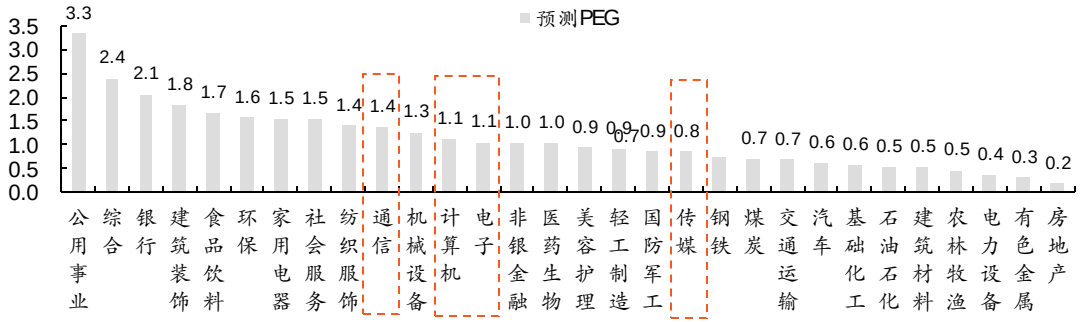
资料来源：Wind，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

3.1 AI主线|盈利&估值：部分硬件环节景气仍在加速，PEG视角看估值不算贵

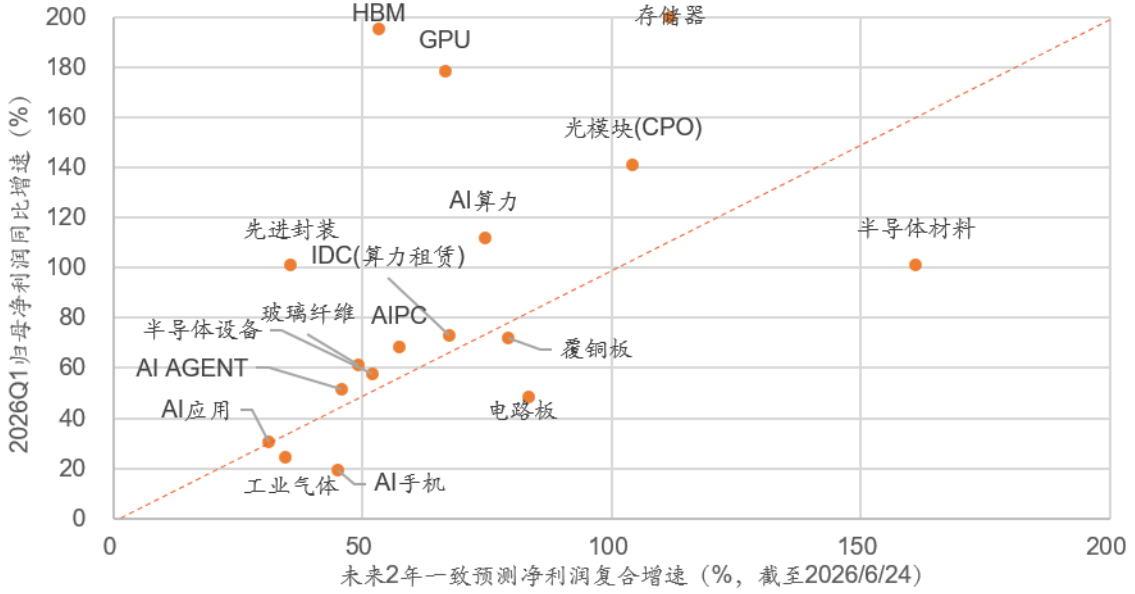
- **结合当期盈利和远期盈利预测，AI产业链的高景气凸显，且部分细分环节景气度仍在加速上行。**具体地，存储器、光模块、GPU、HBM等领域的当期及远期盈利增速均处于50%以上；半导体材料、覆铜板、电路板(PCB)、工业气体等领域未来2年盈利增速有望进一步加速。
- 市场对AI产业链的一大担忧在于估值高位，但对于具备高增产业趋势的方向，静态PE需结合盈利增速动态评估。**从预测PEG来看，TMT多数行业在申万一级行业中处于中等水平，反映当前较高PE可被未来业绩增速有效消化。**

申万一级行业预测PEG：TMT行业PEG估值在申万一级行业中不算贵



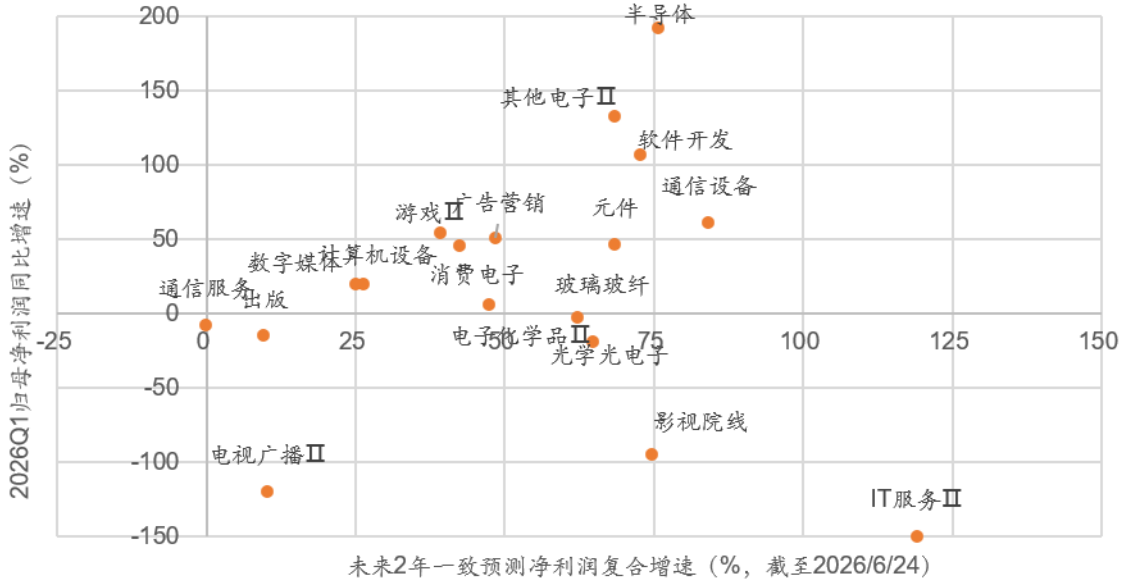
注：此处预测PEG=预测市盈率(未来12个月)/一致预测净利润2年复合增长率

AI细分产业链环节：26Q1盈利增速及未来2年预测净利润复合增速



注：存储器2026Q1净利润增速达912.3%，此处为图标美观作极值处理，设定为200%

TMT板块二级行业：26Q1盈利增速及未来2年预测净利润复合增速



注：IT服务、电视光膜2026Q1盈利增速分别为-242.9%、-215.9%，为图示美观作极值处理，此处设定为-150%、-120%

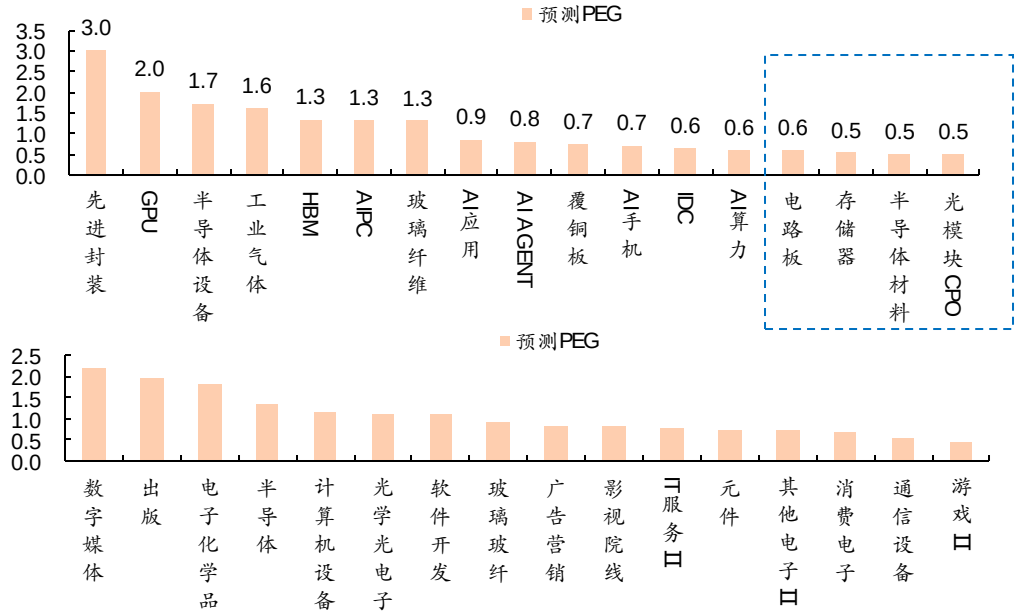
资料来源：Wind，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

3.1 AI主线|盈利&估值：多数AI产业链细分环节预测PEG<1

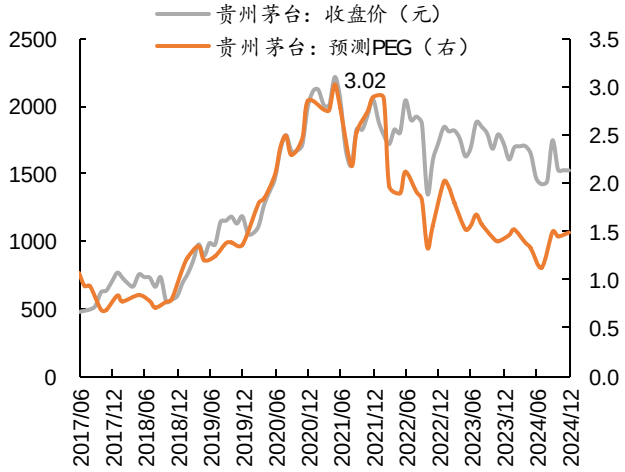
- **历史A股强产业趋势行情中，PEG估值对行情具有较好指引性，龙头公司PEG高点往往高于1，部分可达1.5以上甚至更高**（如2021年贵州茅台、2021-2022年阳光电源）。对比而言，当前AI行情中业绩确定性较高的龙头公司预测PEG仍低于1，如存储领域的兆易创新、光模块领域的中际旭创。
- **具体而言，目前多数AI产业链细分环节的预测PEG<1**，半导体材料、存储器、光模块、电路板领域预测PEG<=0.6，反映当前高PE仍有望被未来高盈利增速有效消化。

多数AI产业链细分环节、TMT二级行业预测PEG<1（截至2026/6/24）

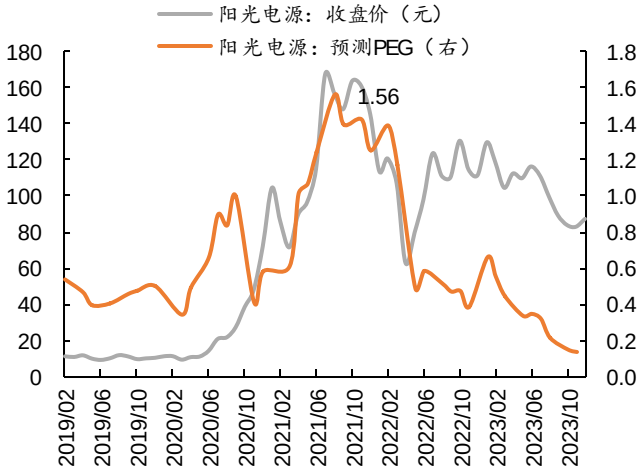


强产业趋势行情中，PEG估值对行情具有较好指引性，龙头公司PEG高点往往高于1

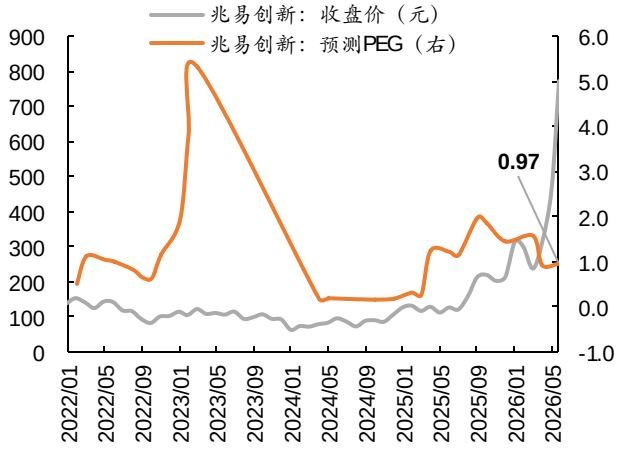
2018-2021年白酒



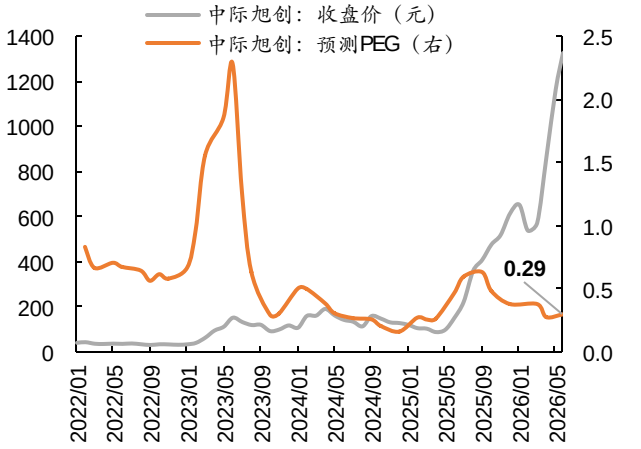
2020-2021年新能源



当前AI行情：存储



当前AI行情：光模块



注：本页所示预测PEG=预测市盈率(未来12个月)/一致预测净利润2年复合增长率，最新截至2026/6/24　资料来源：Wind，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

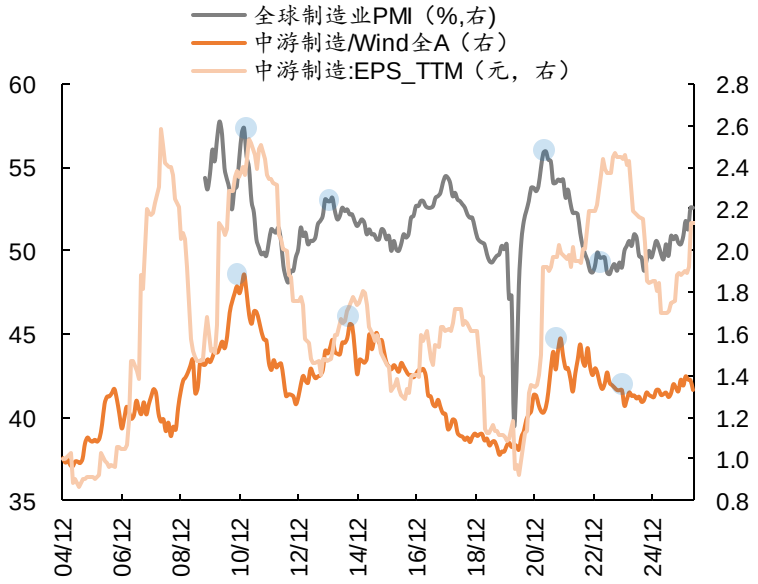
3.2 制造业|驱动逻辑：外需支撑盈利周期改善，关注后续总需求修复进展

- 在《行业比较框架系列（二）中游制造篇：双周期修复方兴未艾，行情中继行且可期》研究发现，全球制造业PMI、社融增速对中游制造业的盈利周期、行情有一定指引性：

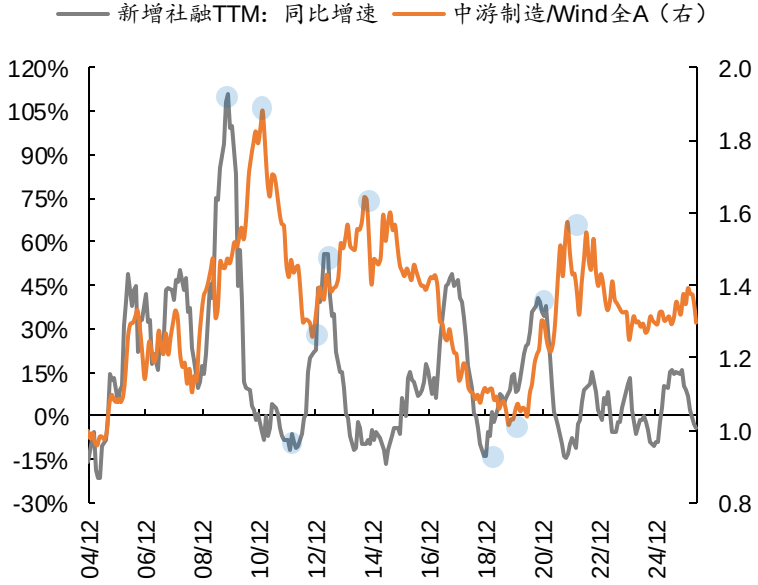
- 2026年以来，全球制造业PMI持续扩张上行，对应我国出口持续高增；而社融增速温和回落，实体融资需求偏弱，反映内需修复偏缓。**总的看，当前制造业盈利修复仍更多依赖外需，总需求修复偏缓是制约盈利向上弹性的重要因素，汇兑损失、地缘风险下的能源材料涨价等因素也对盈利修复形成一定制约。这一过程下，板块虽超额收益但斜率有限。**

- 外需支撑盈利周期修复的逻辑下，我们进一步梳理出口高增的细分品类以挖掘景气方向：**车辆、电机电气及音像设备、船舶、光学及医疗设备**等。

全球制造业PMI对制造业行情、盈利周期有指引



社融增速对中游制造行情有一定指引意义



2026年1-5月细分产品出口累计同比：机电产品高增



仅供内部参考，请勿外传

3.2 制造业|展望：从供需缺口视角筛选景气方向，关注出海制造、AI外溢领域

- **外需强、内需修复偏缓的需求环境下，供给端出清相对充分的细分领域盈利修复弹性或更优。**在《行业比较框架系列（二）》中研究发现，制造行业行情启动往往伴随着“供给出清后的需求回升”。基于这一框架，我们试图筛选出制造板块中存在潜在供需缺口的细分领域：

- **1. 产能周期低位+需求改善**（资本开支、固定资产+在建工程增速分位<50%；营收增速向上）：通用设备、专用设备、工程机械、自动化设备、光伏设备、电池。

- **2. 产能周期不算低但产能利用率较高+需求改善**：（资产周转率>50；营收增速向上）：风电设备、电网设备、航海装备、军工电子。

- 结合需求产业逻辑将上述细分领域分为两类：**一是优势出海制造，**包括光伏、风电、电池、电网设备、航海装备等，印证宏观层面电机电气、船舶产品出口高增，后续关注外需表现与我国市占率提升空间；**二是AI外溢领域，**包括通用设备、专用设备、自动化设备，行业内领涨个股集中在PCB/光模块设备及耗材、机器人产业链等领域，后续关注AI算力需求表现。

中游制造四大行业及二级行业的盈利、产能周期、库存周期指标

板块	盈利情况		产能周期						库存周期			
	净利润同比增速(%)	营业利润（剔除财务费用）同比增速(%)	资本开支同比增速(%)	资本开支分位数	固定资产+在建工程同比增速(%)	固定资产+在建工程同比增速分位数	资产周转率(次)	资产周转率分位数	存货同比同比增速(%)	存货同比同比增速分位数	营收同比增速(%)	近五期营收增速
机械设备	-5.8	10.8	-8.2	15%	5.7	21%	0.5	27%	9.2	50%	7.5	
通用设备	**-15.5**	**3.5**	**-17.7**	**11%**	**8.6**	**40%**	**0.6**	**44%**	**13.4**	**67%**	**3.0**	
专用设备	**-11.1**	**-4.5**	**-4.8**	**38%**	**2.5**	**21%**	**0.5**	**47%**	**2.9**	**15%**	**4.9**	
轨交设备Ⅱ	5.1	12.1	14.1	76%	8.4	52%	0.5	3%	6.3	42%	6.4	
工程机械	**-4.9**	**29.2**	**-12.6**	**35%**	**0.2**	**16%**	**0.5**	**42%**	**12.7**	**56%**	**11.9**	
自动化设备	**9.5**	**26.9**	**0.9**	**24%**	**13.8**	**23%**	**0.5**	**14%**	**19.8**	**45%**	**19.6**	
电力设备	53.4	80.7	-0.4	36%	6.2	6%	0.5	21%	20.1	70%	21.7	
电机Ⅱ	-6.0	14.3	13.5	47%	9.9	37%	0.6	12%	9.1	32%	3.7	
其他电源设备Ⅱ	29.1	26.8	44.0	92%	9.6	55%	0.5	55%	22.1	83%	8.9	
光伏设备	**-38.8**	**74.2**	**-33.1**	**24%**	**-5.7**	**6%**	**0.5**	**2%**	**-1.5**	**17%**	**-8.0**	
风电设备	**39.2**	**60.1**	**30.5**	**65%**	**20.0**	**42%**	**0.4**	**67%**	**15.8**	**44%**	**37.4**	
电池	**82.9**	**105.9**	**3.2**	**41%**	**12.3**	**11%**	**0.5**	**11%**	**46.3**	**56%**	**47.0**	
电网设备	**3.2**	**17.7**	**27.9**	**79%**	**9.1**	**24%**	**0.7**	**67%**	**13.1**	**32%**	**16.8**	
国防军工	70.9	92.4	14.3	80%	12.1	56%	0.4	36%	4.6	23%	25.1	
航天装备Ⅱ	-101.7	-126.6	32.6	76%	9.5	56%	0.3	11%	19.8	70%	17.8	
航空装备Ⅱ	-18.6	-3.1	-1.4	35%	6.2	21%	0.4	2%	3.8	9%	-4.3	
地面兵装Ⅱ	621.2	448.2	-14.5	24%	5.4	48%	0.4	17%	-9.8	14%	29.2	
航海装备Ⅱ	**235.3**	**315.4**	**50.5**	**91%**	**27.2**	**85%**	**0.4**	**86%**	**7.1**	**39%**	**63.0**	
军工电子Ⅱ	**24.7**	**61.7**	**11.3**	**45%**	**8.6**	**6%**	**0.4**	**73%**	**0.0**	**6%**	**21.9**	
汽车	-22.6	22.0	-19.9	9%	11.6	32%	0.8	6%	10.4	38%	2.2	
汽车零部件	-8.3	25.9	-3.5	18%	16.8	52%	0.7	17%	16.8	56%	4.1	
汽车服务	-7.6	14.2	41.8	94%	17.7	71%	1.0	8%	-13.5	23%	-8.7	
摩托车及其他	-33.9	-15.2	41.9	71%	18.3	63%	0.8	59%	27.8	76%	4.8	
乘用车	-46.9	18.2	-32.3	8%	7.7	26%	0.8	17%	3.5	18%	-2.3	
商用车	1.0	49.3	8.0	73%	-1.5	19%	1.0	44%	24.6	80%	19.1	

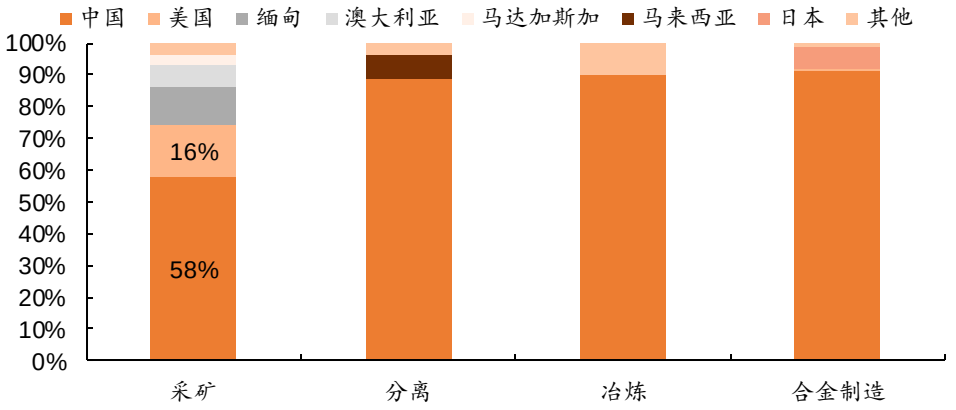
资料来源：Wind，平安证券外发报告《行业比较框架系列（二）中游制造篇：双周期修复方兴未艾，行情中继行且可期-20260413》，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

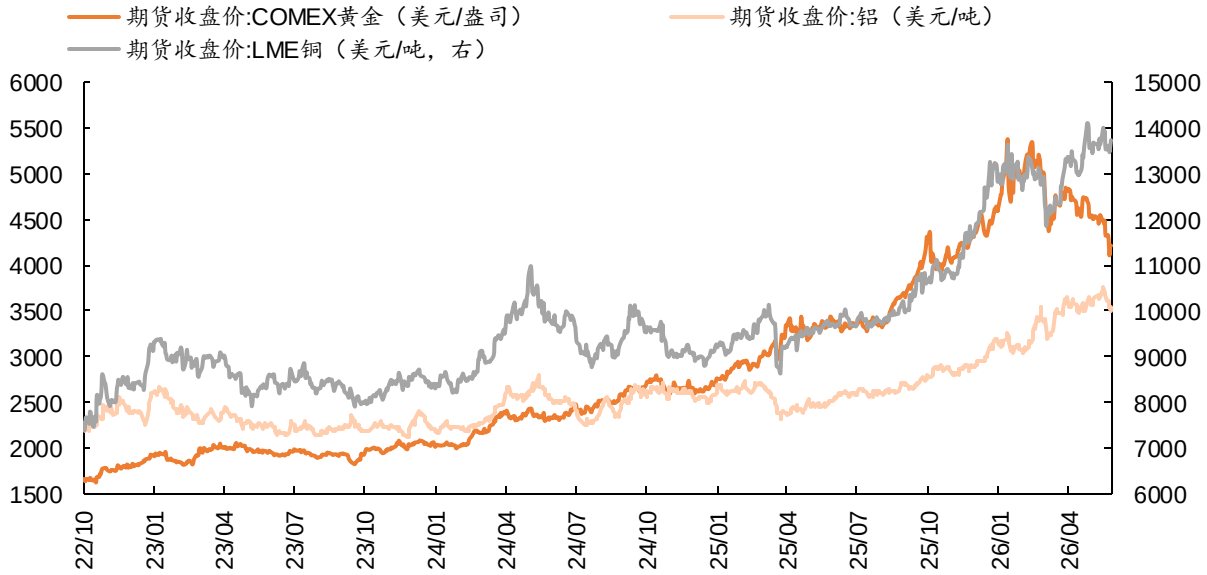
3.3 周期品|有色：关注宏观压制因素缓和，看好工业金属、稀土价格中枢抬升

- **2026上半年，有色商品面临宏观因素压制。**地缘风险推高油价、通胀预期升温，叠加美联储新任主席偏鹰言论，市场加息预期升温，黄金等有色金属价格承压。
- **向后看，关注宏观压制因素的缓和，中期继续看好工业金属、战略稀土价格中枢抬升。**短期美伊局势趋于缓和，自6月23日免费开放霍尔木兹海峡60天，油价持续回落。但美联储新任主席沃什货币政策仍存不确定性，市场紧缩交易持续，**向后看还需关注紧缩交易是否回摆。**细分品种：①工业金属（铜、铝）仍面临矿端供给刚性，AI算力基建支撑需求韧性；②稀土方面，地缘风险强化资源安全逻辑，稀土作为半导体、军工等高端制造的原材料，战略安全溢价有望维持。

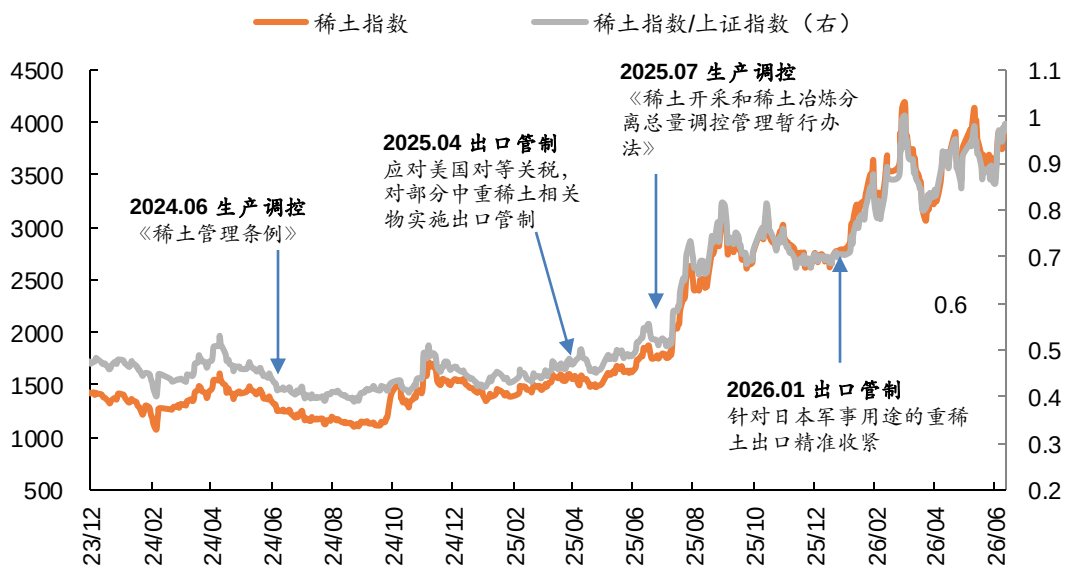
稀土产业链全球产能分布格局：我国具有显著优势



2026上半年宏观因素压制贵金属涨价，工业有色（铜/铝）价格波动上涨



2024年以来我国围绕生产调控、出口管制加强稀土资源管理



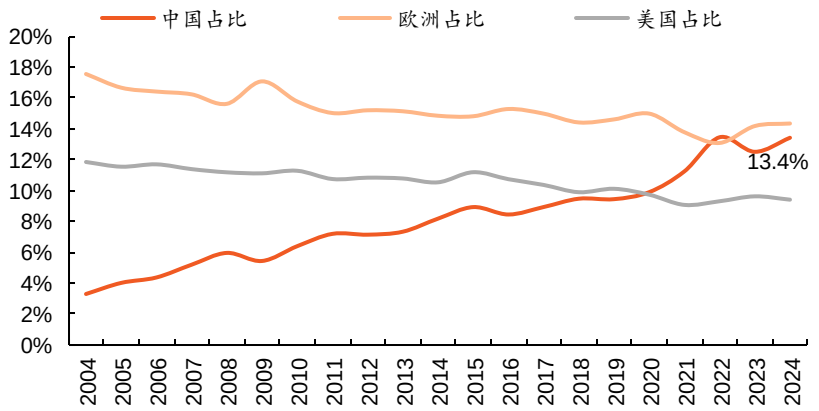
资料来源：Wind，U.S. Department of Energy《Rare Earth Permanent Magnets》，中国政府网，商务部官网，工信部官网，外交部官网，每日经济新闻、上海证券报，金融界、芝商所，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

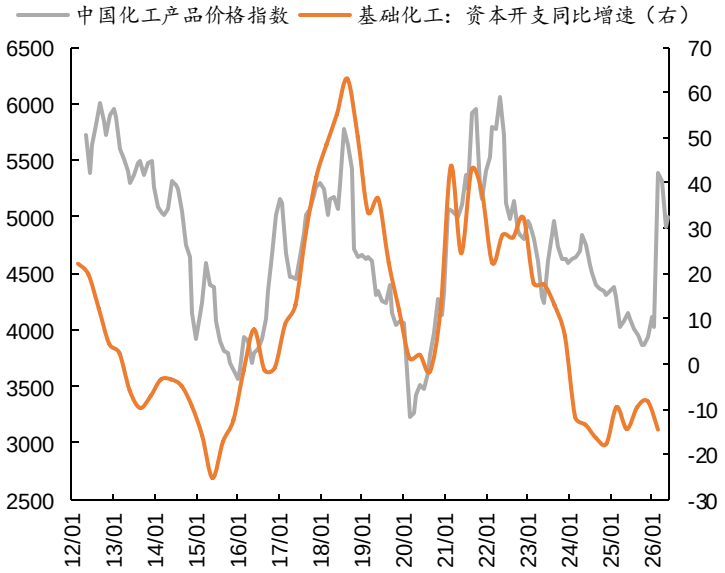
3.3 周期品|化工：关注供给“反内卷”+出口增长有望拉动行业盈利周期改善

- **2026年，化工行业盈利周期仍有望持续改善。**上半年行业盈利修复的主要压制因素在于总需求修复偏缓、油价上涨的成本压制。但从供需格局来看：1）供给端“反内卷”逻辑坚实，26Q1上市化工企业资本开支增速已降至历史低位，而“十五五”能耗环保约束强化，未来落后产能仍有望加速出清。2）需求端有望受益于海外市场扩张，2026年1-4月化工品出口同比高增，有望带动上市企业境外收入增长、盈利修复。对比看，化工行业26Q1净利润增速与未来2年预测净利润复合增速均处于申万一级行业中上游位置。
- **向后看，短期关注美伊局势缓和后油价回落带来的成本端利好，中期关注产业自身供需格局改善贡献的盈利修复弹性**（供给“反内卷”+出口增长），建议关注供给出清充分、全球市占率有望提升的细分品类，或受益于AI相关需求的细分品类。

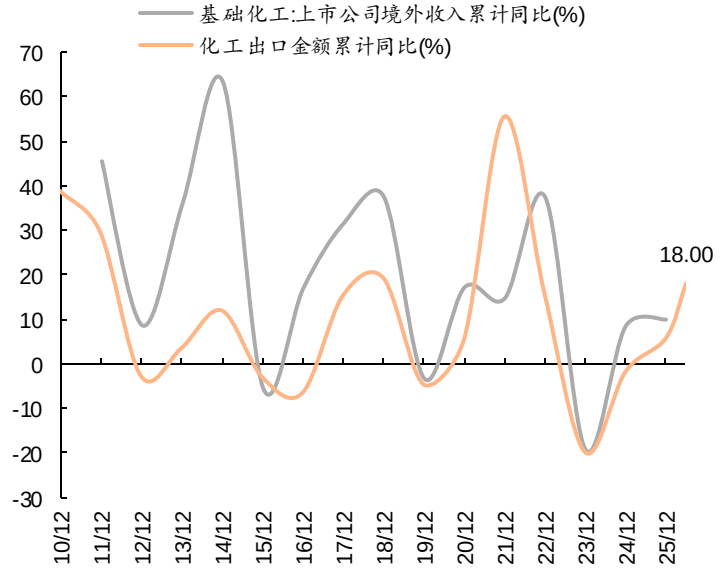
中国化工品出口全球份额持续提升



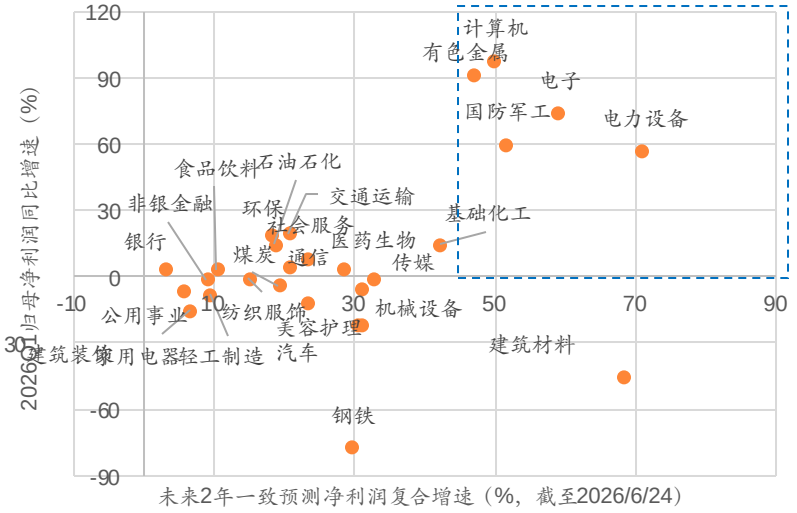
上市化工企业处于产能周期低位



2026年化工出口高增有望拉动企业境外收入增长



申万一级行业当期及远期盈利：化工属于占优行业



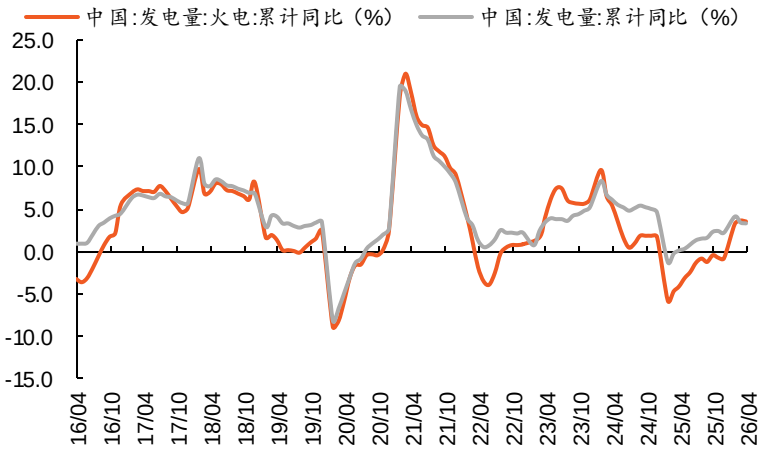
仅供内部参考，请勿外传

3.3 周期品|能源：地缘强化能源安全逻辑，关注能源替代/电力建设（煤炭/电力等）

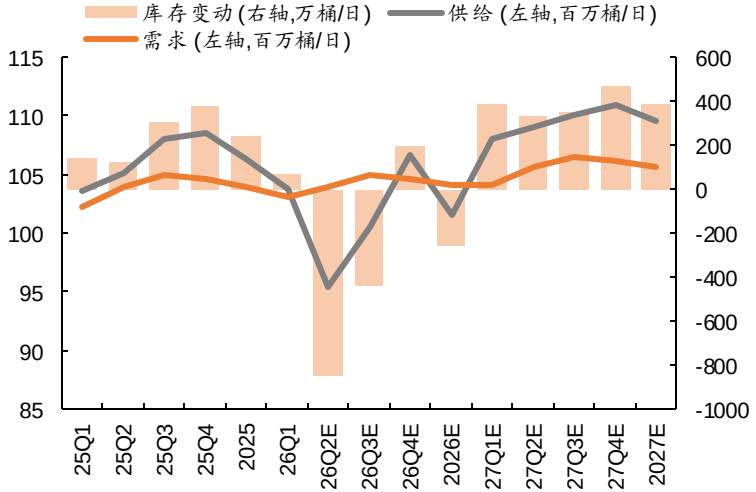
- **2026上半年，美伊冲突致霍尔木兹海峡封锁，油价大幅攀升，能源安全重要性凸显。**

- **石油：下半年油价中枢有望回落，但难回此前低位，可以关注产业链偏下游的油化工。**参考EIA预测，随着美伊局势缓和，全球原油紧供给格局会在Q2-Q4逐季缓解，但全年仍处于紧库存状态。在此过程中，油价中枢会逐步回落，但难回冲突前60美元/桶左右的低位。
- **煤炭：下半年关注潜在紧供给带来的波段机会+高股息配置价值，中期受益于能源自主可控逻辑。**上半年煤价因地缘风险溢价、安全生产事件的供给扰动上涨。下半年，待夏季保供压力过后，安检、“反内卷”或对供给端形成阶段性扰动，而发电需求在回暖，预计煤价仍有波段上行机会。中期维度，全球油价中枢抬升背景下，煤炭战略安全溢价有望持续。
- **电力：终端用电需求回暖下，未来电价有望上行。**26Q1用电大省上网电价已降至历史低位，随着终端用电需求回暖+煤价中枢抬升，未来电价有望上行并带动电力企业盈利修复

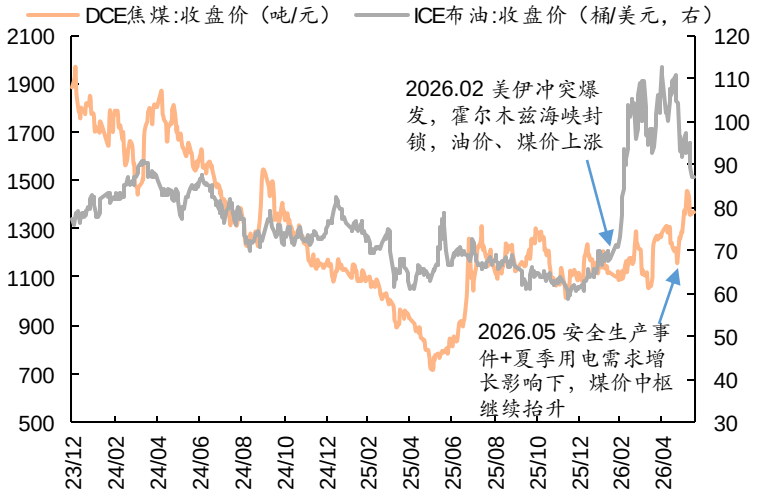
需求：2026年全社会用电量、火电发电量增长



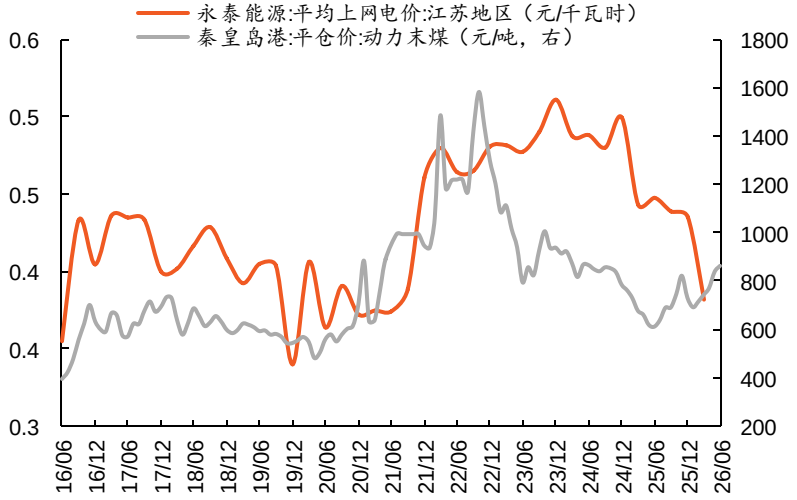
EIA预测2026年全球原油处于紧库存状态



2026煤价因地缘溢价、供给扰动中枢抬升



电价：26Q1用电大省上网电价已降至历史低位，未来有望随煤价中枢上移



资料来源：Wind，EIA，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传



目录 CONTENTS

- 市场回顾：亚太股市领涨，A股新旧分化科技抱团
- 市场环境：经济“K”型分化，增量资金入市仍可期
- 结构机会：布局“K”型上沿AI/先进制造/周期主线
- 投资展望：行情中继行且可期，把握景气扩散方向

仅供内部参考，请勿外传

4.1市场展望|行情中继行且可期，把握“K”型上沿的景气溢价扩散

- **展望下半年，预计基本面“K”型分化持续，新兴产业有望贡献更多盈利增长，海外宏观流动性虽有不确定性，但国内政策仍有呵护、市场增量资金仍然可期，市场风偏在地缘风险缓释、大国友好外交的支撑下仍处于顺风期。综上，继续看好国内权益市场的向上空间、景气溢价有望扩散，从K型视角梳理结构主线：**

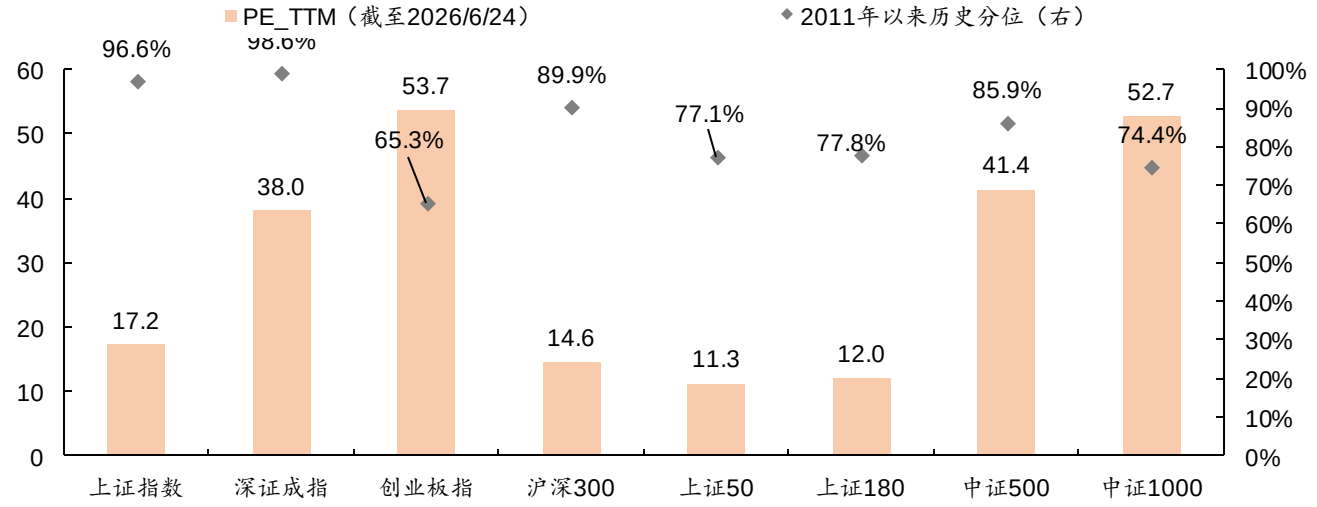
- **一是AI产业链。**目前仍是绝对高景气方向，重点关注PEG估值合理、供需缺口支撑景气向上的细分环节（光模块/存储/PCB/半导体设备与材料等）；

- **二是先进制造。**景气度有望继续受益于外需韧性+AI景气外溢，关注优质出海制造（储能/电池/船舶等）、AI上游设备（专用设备/自动化设备等）；

- **三是上游周期。**有望持续受益于能源资源安全逻辑，关注供需逻辑相对坚实的细分方向（工业有色/稀有金属/化工等），以及能源安全逻辑（煤炭/电力等）。

- **此外，红利资产仍具配置价值。**尤其关注业绩受益于资本市场向好的非银。

A股主要市场指数估值及历史分位（截至2026/6/24）



2025年A股申万一级行业市场表现（截至2026/6/24）

行业	区间涨跌幅	PE估值		PB估值	
	2026年涨跌幅（%）	PE_TTM	历史分位	PB_LF	历史分位
	77.1	77.8	99.3%	8.3	99.9%
电子	72.3	98.2	99.4%	8.3	100.0%
建筑材料	42.0	44.8	99.5%	1.9	44.6%
机械设备	22.0	49.8	82.2%	3.7	93.3%
综合	16.8	136.5	99.4%	3.0	72.5%
基础化工	12.8	33.3	78.1%	2.5	57.9%
电力设备	8.8	37.6	51.1%	3.5	66.0%
煤炭	6.8	20.8	77.7%	1.3	41.6%
有色金属	5.9	23.0	22.0%	3.5	78.4%
环保	4.8	27.4	48.7%	1.7	28.0%
公用事业	4.6	20.6	44.3%	1.6	35.3%
建筑装饰	-2.8	15.0	72.2%	0.8	10.9%
石油石化	-3.1	18.8	54.7%	1.3	20.0%
国防军工	-8.2	65.9	53.4%	3.5	68.4%
纺织服饰	-8.8	24.5	44.9%	1.7	16.2%
银行	-8.8	5.8	30.2%	0.5	9.3%
家用电器	-9.4	14.3	32.2%	2.2	8.1%
交通运输	-10.4	16.6	47.6%	1.2	1.3%
计算机	-10.7	70.2	77.5%	3.8	42.9%
医药生物	-10.9	30.6	23.4%	2.4	2.8%
轻工制造	-11.5	33.2	58.2%	1.8	26.9%
房地产	-14.4	17.5	67.9%	0.8	15.7%
汽车	-14.9	25.7	66.2%	2.2	47.7%
非银金融	-14.9	11.3	0.8%	1.1	8.0%
社会服务	-15.0	40.6	31.0%	2.5	2.7%
钢铁	-15.6	29.7	68.5%	1.0	38.5%
传媒	-17.7	35.1	31.5%	2.5	31.5%
食品饮料	-18.3	18.9	9.6%	3.0	0.0%
美容护理	-24.5	29.0	12.8%	2.3	0.1%
农林牧渔	-26.0	36.1	48.0%	2.0	0.0%
商贸零售	-27.6	33.3	64.4%	1.6	23.6%

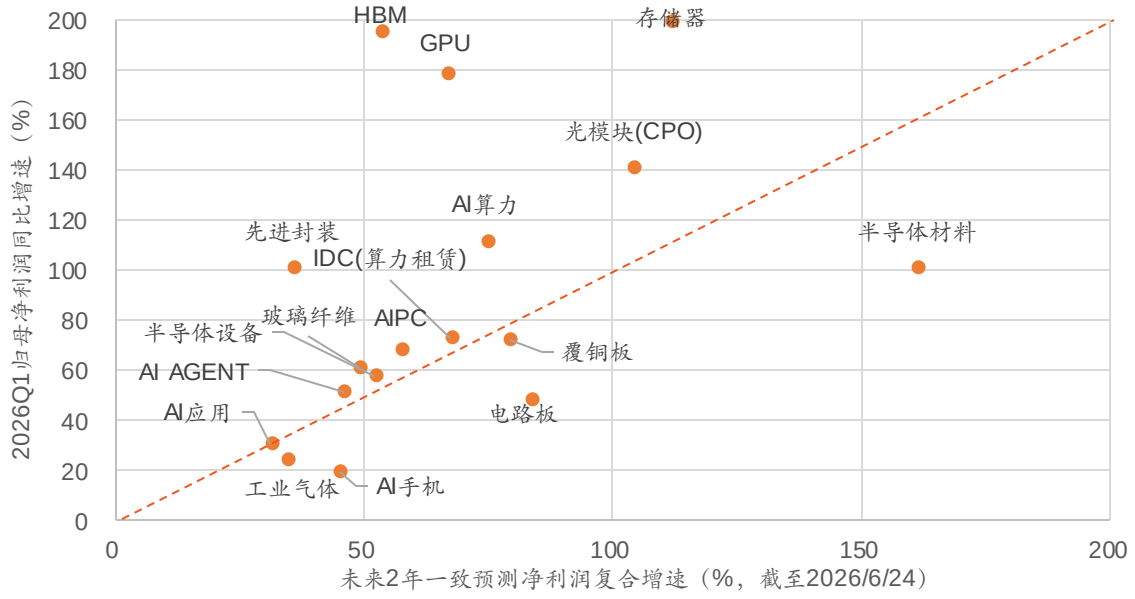
资料来源：Wind，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

4.2市场展望|AI：关注景气确定、PEG合理的细分（光模块/存储/PCB/上游材料设备等）

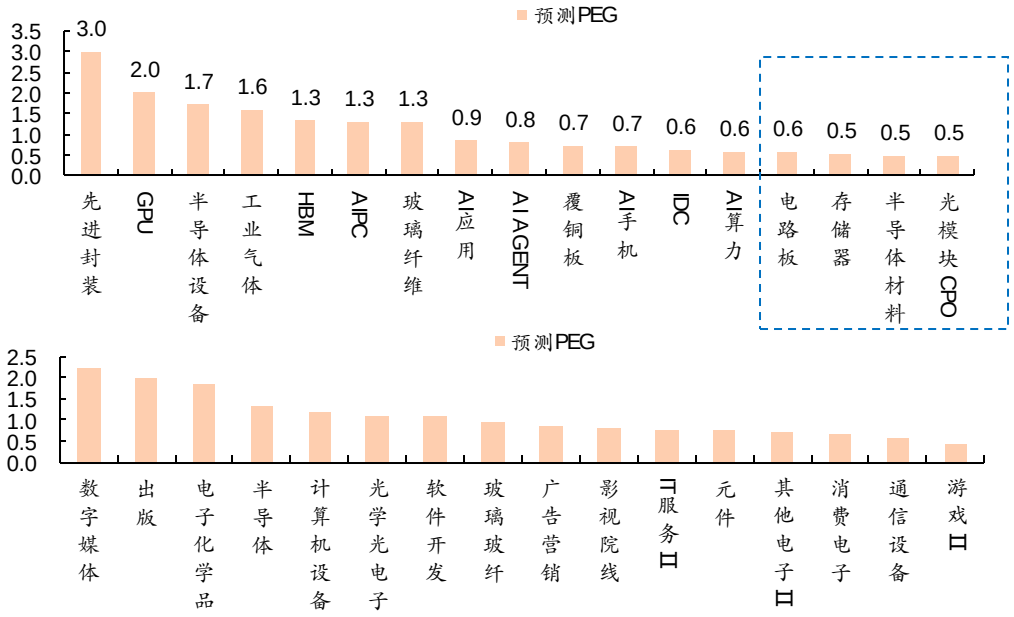
- **2026上半年，AI技术进步-企业盈利兑现形成正循环，全球资本市场资金也加速抱团AI板块，形成大波段行情。**
- **展望下半年，继续看好AI行情持续性，尤其关注高景气趋势确定、PEG估值相对合理的细分方向（光模块/存储/PCB/上游材料设备等）。**产业趋势是AI行情的底层支撑，目前仍未看到拐点，科技巨头大规模资本开支有望持续至2026Q4，算力需求有望维持高增。从上市企业业绩来看，产业链部分环节未来2年盈利预测仍在加速/维持高增，PEG视角看估值并不算贵，随着后续盈利持续兑现，相关细分方向仍具备创新高动能（光模块/存储/PCB/半导体材料等）。

AI细分产业链环节：26Q1盈利增速及未来2年预测净利润复合增速



注：存储器2026Q1净利润增速达912.3%，此处为图标美观作极值处理，设定为200%

多数AI产业链细分环节、TMT二级行业预测PEG<1（截至2026/6/24）



注：本页所示预测PEG=预测市盈率(未来12个月)/一致预测净利润2年复合增长率

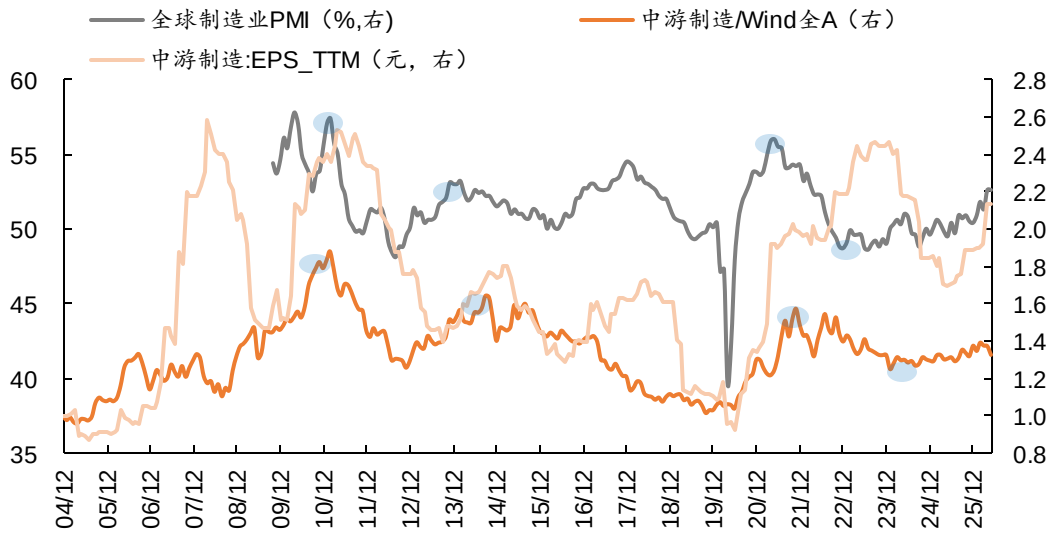
资料来源：Wind，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

4.2市场展望|先进制造：关注优质出海制造（储能/电池/船舶等）、AI上游设备

- **2026上半年，A股先进制造行业亦有不错收益，但节奏上存在波折，主因海外地缘冲突阶段性扰动终端需求修复预期。**
- **展望下半年，随着地缘风险缓释，先进制造行业景气度有望继续受益于全球制造业景气改善+AI外溢，行业估值也具有吸引力。**结合产能周期和需求指标对制造行业进行筛选，提示关注两条细分方向：**一是优质出海制造**，景气有望受益于外需韧性（储能/电池/船舶等）；**二是AI景气外溢领域**，即算力核心部件的上游制造设备（专用设备/自动化设备等）。

全球制造业PMI对制造业行情、盈利周期有指引



中游制造四大行业及二级行业的盈利、产能周期、库存周期指标

板块	盈利情况		产能周期						库存周期			
	净利润同比增速(%)	营业利润（剔除财务费用）同比增速(%)	资本开支同比增速(%)	资本开支分位数	固定资产+在建工程同比增速(%)	固定资产+在建工程同比增速分位数	资产周转率(次)	资产周转率分位数	存货同比同比增速(%)	存货同比同比增速分位数	营收同比增速(%)	近五期营收增速
机械设备	-5.8	10.8	-8.2	15%	5.7	21%	0.5	27%	9.2	50%	7.5	
通用设备	**-15.5**	**3.5**	**-17.7**	**11%**	**8.6**	**40%**	**0.6**	**44%**	**13.4**	**67%**	**3.0**	
专用设备	**-11.1**	**-4.5**	**-4.8**	**38%**	**2.5**	**21%**	**0.5**	**47%**	**2.9**	**15%**	**4.9**	
轨交设备Ⅱ	5.1	12.1	14.1	76%	8.4	52%	0.5	3%	6.3	42%	6.4	
工程机械	**-4.9**	**29.2**	**-12.6**	**35%**	**0.2**	**16%**	**0.5**	**42%**	**12.7**	**56%**	**11.9**	
自动化设备	**9.5**	**26.9**	**0.9**	**24%**	**13.8**	**23%**	**0.5**	**14%**	**19.8**	**45%**	**19.6**	
电力设备	53.4	80.7	-0.4	36%	6.2	6%	0.5	21%	20.1	70%	21.7	
电机Ⅱ	-6.0	14.3	13.5	47%	9.9	37%	0.6	12%	9.1	32%	3.7	
其他电源设备Ⅱ	29.1	26.8	44.0	92%	9.6	55%	0.5	55%	22.1	83%	8.9	
光伏设备	**-38.8**	**74.2**	**-33.1**	**24%**	**-5.7**	**6%**	**0.5**	**2%**	**-1.5**	**17%**	**-8.0**	
风电设备	**39.2**	**60.1**	**30.5**	**65%**	**20.0**	**42%**	**0.4**	**67%**	**15.8**	**44%**	**37.4**	
电池	**82.9**	**105.9**	**3.2**	**41%**	**12.3**	**11%**	**0.5**	**11%**	**46.3**	**56%**	**47.0**	
电网设备	**3.2**	**17.7**	**27.9**	**79%**	**9.1**	**24%**	**0.7**	**67%**	**13.1**	**32%**	**16.8**	
国防军工	70.9	92.4	14.3	80%	12.1	56%	0.4	36%	4.6	23%	25.1	
航天装备Ⅱ	-101.7	-126.6	32.6	76%	9.5	56%	0.3	11%	19.8	70%	17.8	
航空装备Ⅱ	-18.6	-3.1	-1.4	35%	6.2	21%	0.4	2%	3.8	9%	-4.3	
地面兵装Ⅱ	621.2	448.2	-14.5	24%	5.4	48%	0.4	17%	-9.8	14%	29.2	
航海装备Ⅱ	**235.3**	**315.4**	**50.5**	**91%**	**27.2%**	**0.4**	**86%**	**7.1**	**39%**	**63.0**		
军工电子Ⅱ	**24.7**	**61.7**	**11.3**	**45%**	**8.6**	**6%**	**0.4**	**73%**	**0.0**	**6%**	**21.9**	
汽车	-22.6	22.0	-19.9	9%	11.6	32%	0.8	6%	10.4	38%	2.2	
汽车零部件	-8.3	25.9	-3.5	18%	16.8	52%	0.7	17%	16.8	56%	4.1	
汽车服务	-7.6	14.2	41.8	94%	17.7	71%	1.0	8%	-13.5	23%	-8.7	
摩托车及其他	-33.9	-15.2	41.9	71%	18.3	63%	0.8	59%	27.8	76%	4.8	
乘用车	-46.9	18.2	-32.3	8%	7.7	26%	0.8	17%	3.5	18%	-2.3	
商用车	1.0	49.3	8.0	73%	-1.5	19%	1.0	44%	24.6	80%	19.1	

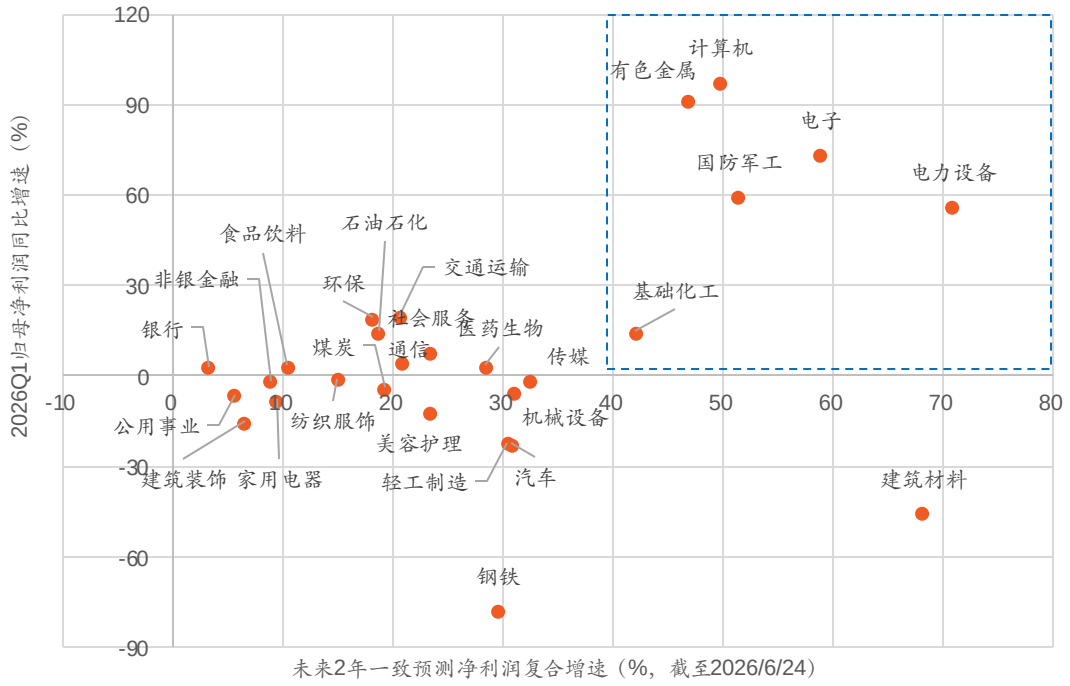
资料来源：Wind，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

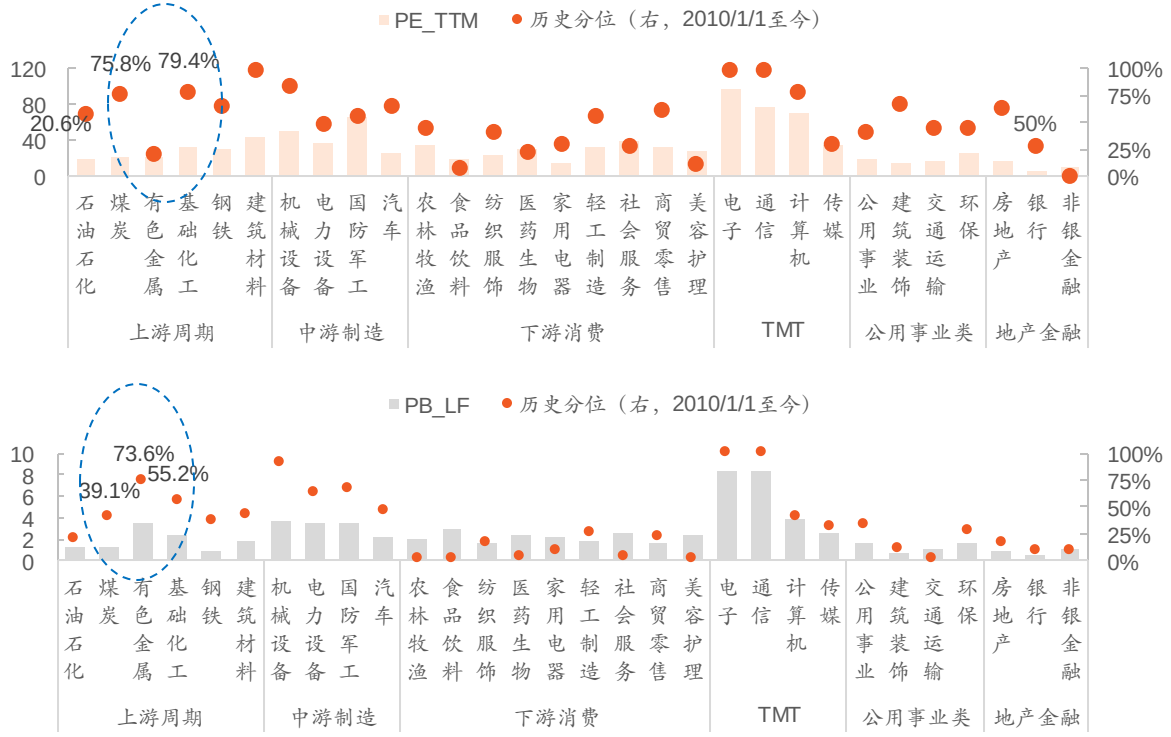
4.2市场展望|上游周期：关注供需逻辑坚实的（有色/化工）、能源安全（煤炭/电力）

- **2026上半年，A股部分上游周期行业也有阶段性表现，但美伊冲突导致能源价格飙升对行情形成扰动，行情节奏存在波折。**
- **展望下半年，全球能源资源安全逻辑正在强化，看好具有供需逻辑支撑的周期行业向上空间，当前多数周期行业估值也处于合理中枢。**第一，有色行业短期关注宏观压制因素的缓和，中期持续看好供需逻辑坚实的工业有色、稀有金属细分方向；第二，化工行业盈利修复预期在上半年受美伊冲突扰动，下半年关注油价回落后的成本端利好催化，中期关注“反内卷”+出口出海贡献的盈利修复弹性；第三，能源板块关注能源替代和安全逻辑（煤炭/电力等）。

申万一级行业当期及远期盈利：有色、化工属于占优行业



当前多数周期行业估值处于历史合理中枢（截至2026/6/24）



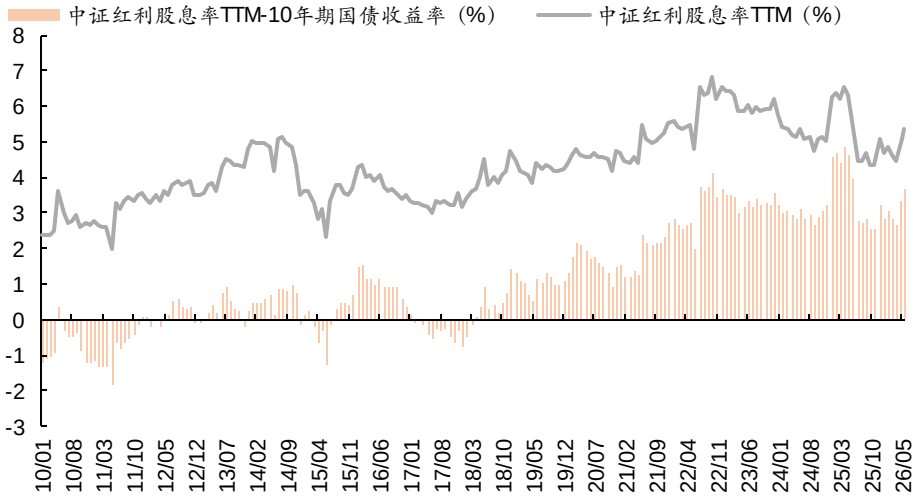
资料来源：Wind，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

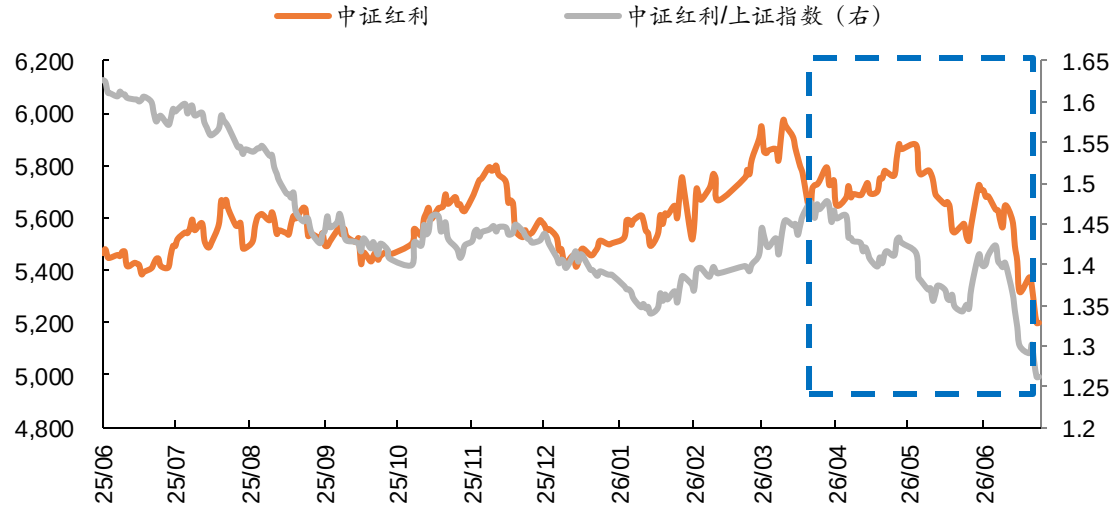
4.2市场展望|红利策略：低利率环境下仍有配置价值

- **2026上半年，A股红利策略显著跑输大盘。**尤其是4月市场反弹以来，AI板块表现强势，资金抱团科技，导致传统行业占比较高的红利策略承压。
- **展望下半年，我们认为红利资产仍具备较好的配置价值，建议优选业绩相对稳健的细分方向（如非银/银行等）。**一方面，下半年我们仍看好AI行情，但极致的资金抱团或有所缓解、并向其余景气方向均衡，预计资金面对红利板块的负面影响或弱于上半年。另一方面，截至6/24，我国十年期国债收益率仍低于1.8%，而中证红利的股息率达5%以上，反映红利资产的高股息特质相较于债券仍有较好的配置吸引力。行业层面，大金融、能源、消费行业的高股息属性突出，业绩相对稳健的方向或是更优选，如业绩受益于资本市场向好且筹码出清相对充分的非银行业。

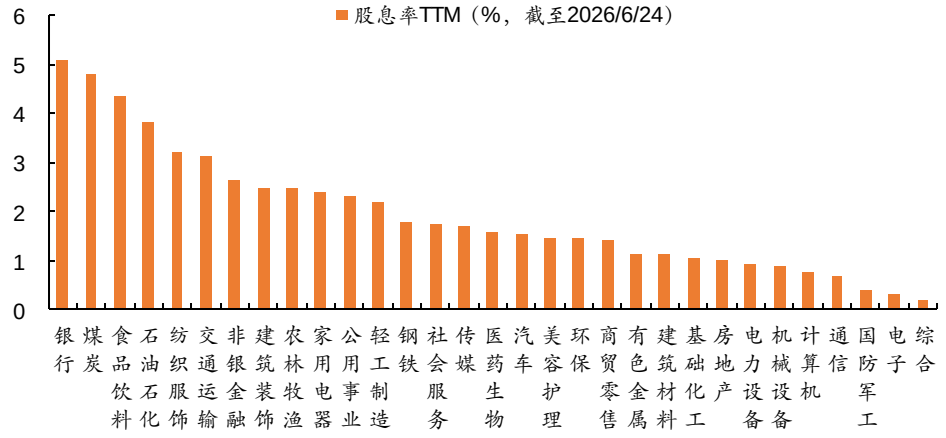
当前中证红利股息率较国债收益率仍有明显优势（截至2026/6/24）



2026年4月市场反弹以来，红利策略大幅跑输大盘



申万一级行业股息率：大金融、能源、消费行业的高股息属性突出



仅供内部参考，请勿外传

风险提示

1. **国内宏观经济修复不及预期拖累企业盈利及分红能力。**如果宏观经济修复不及预期，上市公司的盈利将相应遭受负面影响，分红规模和持续性也将受到拖累。
2. **AI产业发展不及预期。**2026上半年全球AI大波段行情主因AI技术突破和应用拓展，向后看技术变革存在非线性、不可预测性，若AI技术和产业发展不及预期，或对相关企业盈利和估值带来负面影响。
3. **海外流动性紧缩超预期。**全球流动性宽松环境是过去几年科技行情高估值的重要支撑因素，2026年地缘风险、美联储主席换届等因素对海外流动性预期带来较多扰动，向后看，美联储货币政策改革、经济增长和通胀情况仍存较多变数，若出现流动性超预期收紧，预计将对全球权益市场估值形成较大不利影响。
4. **海外地缘风险超预期。**短期美伊地缘局势趋于缓和，但下半年外部仍有美国中期选举等重要事件，不排除区域性地缘风险、特朗普经贸政策再次出现超预期风险，届时或将对全球资本市场带来较大负面影响。

仅供内部参考，请勿外传

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）

推　荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）

中　性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）

回　避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）

中　性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资质。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2026版权所有。保留一切权利。