下载日志已记录，仅供内部参考

短期冲击后关注科技修复与中报业绩双主线

——A 股投资策略周报（0705）

定期报告

Meta 出售算力导致的市场大幅调整，但我们认为这并非算力过剩的信号，而是高资本开支阶段提升资产回报率的必然选择。行业当前从单纯的 Capex 扩张进入 ROIC 验证阶段，而非进入算力过剩阶段。在流动性冲击后，我们认为 AI 的产业趋势仍然没有证伪，存储芯片的供需缺口没有变、MLCC 的涨价没有变、磷化铟的缺口没有变，市场大概率仍将回归 AI 主线。此外，也可关注中报业绩有望超预期方向，如锂电材料、创新药及部分资源品、氟化工、养殖等。

- **【观策·论市】短期冲击后关注科技修复与中报业绩双主线。Meta 出售算力导致的市场大幅调整，但我们认为这并非算力过剩的信号，而是高资本开支阶段提升资产回报率的必然选择。**行业当前从单纯的 Capex 扩张进入 ROIC 验证阶段，而非进入算力过剩阶段。而市场目前的调整，主要由于短期泛算力板块涨幅较大，叠加杠杆资金放大波动，悲观叙事容易引起市场短期的资金负反馈，此前多次的 AI 泡沫论与苹果涨价，都是相同的剧情。**但在流动性冲击后，我们认为 AI 的产业趋势仍然没有证伪，存储芯片的供需缺口没有变、MLCC 的涨价没有变、磷化铟的缺口没有变，科技方向有望修复。除了科技方向之外，也可适度关注中报业绩与股价错配的方向。**7 月以来股价表现和对应业绩表现并不成正比，中报预告的定价形成明显分层，市场重点关注的是中报业绩与当前定价位置的匹配度：1）处于低预期、低估值、低仓位区间的板块，若中报验证盈利改善，往往对应更高的修复弹性；2）处于高预期、高拥挤、高涨幅区间的板块，即便中报继续高增长，新增利多对股价的边际推动也可能弱化，反而更容易成为阶段性收益兑现窗口。后续**可继续关注“估值低位+中报可验证+中报后仍可继续上修”的锂电材料、创新药及部分资源品、氟化工、养殖。**
- **【复盘·内观】本周 A 股市场震荡分化，主要原因包括：**（1）美国 6 月非农就业数据明显低于预期，缓和了市场对美联储短期进一步加息的担忧，海外流动性压力边际缓解；（2）Meta 被报道考虑推出 AI 云业务、出售多余算力，引发市场对 AI 基础设施供需和投资回报率的再评估，前期涨幅较大的 AI 硬件链出现调整；（3）医药板块受创新药出海、医保及商保创新药目录推进预期催化，低位修复逻辑强化；（4）宇树科技上市预期持续发酵，叠加人形机器人产业化进展加快，带动机器人相关板块阶段性活跃。
- **【中观·景气】5 月工企利润延续改善态势，日本半导体制造设备出货额同比回暖。**本周景气改善的领域主要有：1）资源品中铜、锡、锌等多数金属价格上涨，库存普遍下行；2）新能源产业链中碳酸锂价格上涨，5 月数控金属成形机床产量同比增幅扩大；3）TMT 延续高景气，DDR5 价格持续上涨，5 月智能手机出货量三个月滚动同比转正，5 月日本半导体制造设备出货额三个月滚动同比增幅扩大。**推荐中报业绩有望高增或者改善的半导体、元件、通信设备、有色、电池、自动化设备、证券等。**
- **【资金·众寡】融资净流入与 ETF 净申购，基金发行回升。**融资资金前四个交易日合计净流入 109.5 亿元；新成立偏股类公募基金 157.1 亿份，较前期上升 79.1 亿份；ETF 净申购，对应净流入 220.3 亿元。融资资金净买入电子、非银金融、传媒等；信息技术 ETF 申购较多，新能源&智能汽车 ETF 赎回较多。重要股东净减持规模缩小，计划减持规模下降。
- **【主题·风向】氟化工迎来多主线共振。**近期氟化工板块持续走强，核心逻辑在于供给约束与需求结构改善共同推动价格中枢上移。供给端看，氟资源开采、安全环保监管和新增产能释放节奏均存在约束，上游原料价格具备较强支撑，

相关报告

《告别交易联储：科技定价锚回归产业——A 股投资策略周报（0621）》

《三大外部扰动逐步落地，A 股后续如何演绎？——A 股投资策略周报（0614）》

《海外流动性冲击下，A 股市场及科技方向后续如何演绎？——A 股投资策略周报（0606）》

《聚焦科技主线、出口高增与产能出清领域——A 股投资策略周报（0524）》

《海外最新流动性变化以及对 A 股的影响——A 股投资策略周报（0517）》

《近期产业趋势进展和一季报景气方向——A 股投资策略周报（0509）》

李昊阳 S1090524120005
lihaoyang1@cmschina.com.cn
涂婧清 S1090520030001
tujingqing@cmschina.com.cn
陈星宇 S1090522070004
chenxingyu@cmschina.com.cn
田登位 S1090524080002
tiandengwei@cmschina.com.cn
郭佳宜 S1090525040003
guojiayi@cmschina.com.cn
杨晨 S1090526060002
yangchen4@cmschina.com.cn
王德健（研究助理）
wangdejian@cmschina.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

并逐步向下游传导；同时，制冷剂等核心品种进入配额管理阶段后，行业供给弹性下降。需求端看，传统空调、冰箱和冷链需求形成基本盘，近期空调排产、出口需求及汽车热管理升级对制冷剂消费形成支撑；此外，半导体、锂电、新能源、AI 数据中心液冷等新兴应用持续拓展，带动行业需求结构向附加值更高的产品转化，电子级氢氟酸等高附加值产品需求提升。

- **【数据·估值】本周整体 A 股估值水平较上周上行，**万得全 A 指数 PE（TTM）为 18.7，较上周上行 0.04，处于历史估值水平的 82.3%分位数。本周指数估值涨跌分化，其中，医药生物、国防军工和美容护理涨幅居前，电子、建筑材料和通信跌幅居前。

风险提示：经济数据不及预期，政策理解不全面，海外政策超预期收紧

下载日志已记录，仅供内部参考

观策·论市——短期冲击后关注科技修复与中报业绩双主线

扎克伯格算力从稀缺走向富余的言论是本周全球科技杀跌的导火索，由于 Meta 自身 AI 业务并不突出，计划出租的是前几代算力卡，核心目的是填补训练空窗期的现金缺口，但市场在算力绝对稀缺的核心假设上定价了整个 AI 产业链的估值，一旦这个地基出现一条裂缝即使裂缝远小于地基本身情绪也会将裂缝放大到全部视野范围内。**我们认为将 Meta 出售算力解读为“AI 投资放缓”或“算力过剩”，均难以成立。**更贴切的理解是，在 AI 资本开支持续高增的阶段，对外出售富余算力是 Meta 提升资产周转率与 ROIC 的自然选择。亚马逊、微软、谷歌的 AI 基础设施投入，可经由 AWS、Azure、GCP 形成外部客户收入并完成现金流循环；Meta 过去则主要依靠广告业务与内部训练、推理需求消化算力，缺少成型的外部收入回收通道。因此，对外出售算力实质上是把部分“内部成本中心”转化为“外部收入资产”，指向资本效率的改善，而非投入规模的收缩。

Meta 出售算力导致的市场大幅调整，但我们认为这并非算力过剩的信号，而是高资本开支阶段提升资产回报率的必然选择。行业当前从单纯的 Capex 扩张进入 ROIC 验证阶段，而非进入算力过剩阶段。而市场目前的调整，主要由于短期泛算力板块涨幅较大，叠加杠杆资金放大波动，悲观叙事容易引起市场短期的资金负反馈，此前多次的 AI 泡沫论与苹果涨价，都是相同的剧情。**但在流动性冲击后，我们认为 AI 的产业趋势仍然没有证伪，存储芯片的供需缺口没有变、MLCC 的涨价没有变、磷化铟的缺口没有变，科技方向有望修复。**

除了科技方向之外，也可适度关注中报业绩与股价错配的方向。7 月以来股价表现和对应业绩表现并不成正比，中报预告的定价形成明显分层，市场重点关注的是中报业绩与当前定价位置的匹配度：1）处于低预期、低估值、低仓位区间的板块，若中报验证盈利改善，往往对应更高的修复弹性；2）处于高预期、高拥挤、高涨幅区间的板块，即便中报继续高增长，新增利多对股价的边际推动也可能弱化，反而更容易成为阶段性收益兑现窗口。往后看，在 AI 主线之外，**可继续关注估值低位+中报可验证+中报后仍可继续上修的锂电、创新药及部分资源品、氟化工、养殖。**

6 月非农就业疲软，美联储加息预期已显著降温。美国劳工统计局公布数据显示，6 月非农就业人口仅增加 5.7 万人，约为市场预期 11.3 万人的一半，亦远低于 5 月修正后的 12.9 万人（初值为 17.2 万人）。失业率下降，看似失业率与新增非农数据矛盾，但主要因为失业率的下降伴随着劳动参与率下降的明显下降，表明失业率下降主要是因为大量劳动者退出劳动力市场，从而压低了失业率。时薪增速符合市场预期，雇佣率和裁员率基本稳定。受疲软非农就业数据拖累，叠加 6 月以来油价回落明显，预计 6 月通胀压力得以缓解，在此情况下，市场此前激进的加息预期回摆，市场对美联储 9 月加息的预期已显著降温，加息概率从此前的高位回落至 45.4%，意味着 7 月外部流动性环境边际改善。

风格方面，科技成长向价值全面切换的节点尚未到来，但经历 6 月的极致成长风格之后，我们认为 7 月市场风格将有所回摆，不再是只有科技上、其他行业下的 K 型分化，涨价线、业绩线等分支也将有较好的表现。但从整体产业趋势来看，AI 进展仍在加速，**AI 产业趋势带来的行情仍有较大概率成为市场主线，只是斜率或将有所放缓。**

行业配置方面，推荐围绕**中报业绩持续高增或改善的领域**领域布局，重点关注：**1）TMT 涨价链，**如电子（半导体）；**2）出口景气/出海扩张领域，**如电力设备（电池、电网设备）、机械设备（自动化设备、通用设备）；**3）供需格局改善的资源品，**如有色金属（金属新材料、工业金属、小金属）、基础化工（非金属材料、化学制品），以及**非银（证券）等。产业趋势方面，**重点关注**海外算力（光模块、PCB 以及电子、MLCC 等上游涨价环节）、半导体（设备、材料、封测）、机器人。**

1、Meta 出售算力不意味 AI 见顶，流动性冲击后关注科技方向修复

Meta 算力出租，扎克伯格称算力从稀缺走向富余。近日，彭博社援引知情人士报道称，Meta 正筹建一项云基础设施业务（内部代号“Meta Compute”），拟向外部客户出售 AI 计算资源及模型访问能力，从而进入此前由亚马逊 AWS、微软 Azure、谷歌云主导、并有 CoreWeave 等 Neocloud 参与的市场。消息公布当日，Meta 股价一度上涨约 7%，AI 算力与 Neocloud 相关标的则普遍承压，美光盘中一度下跌逾 10%，AMD 与英特尔跌幅约 7%，**市场担忧的焦点集中于算力是否已经见顶或过剩。**

扎克伯格算力从稀缺走向富余的言论是本周全球科技杀跌的导火索，由于 Meta 自身 AI 业务并不突出，计划出租的是

下载日志已记录，仅供内部参考

前几代算力卡，核心目的是填补训练空窗期的现金缺口，但**市场在算力绝对稀缺的核心假设上定价了整个 AI 产业链的估值，一旦这个地基出现一条裂缝即使裂缝远小于地基本身情绪也会将裂缝放大到全部视野范围内。**

我们认为将 Meta 出售算力解读为“AI 投资放缓”或“算力过剩”，均难以成立。更贴切的理解是，在 AI 资本开支持续高增的阶段，**对外出售富余算力是 Meta 提升资产周转率与 ROIC 的自然选择。**亚马逊、微软、谷歌的 AI 基础设施投入，可经由 AWS、Azure、GCP 形成外部客户收入并完成现金流循环；Meta 过去则主要依靠广告业务与内部训练、推理需求消化算力，缺少成型的外部收入回收通道。因此，对外出售算力实质上是把部分**“内部成本中心”转化为“外部收入资产”**，指向资本效率的改善，而非投入规模的收缩。

整体而言，Meta 出售算力导致市场大幅调整，但我们认为这并非算力过剩的信号，而是高资本开支阶段提升资产回报率的必然选择。行业当前从单纯的 Capex 扩张进入 ROIC 验证阶段，而非进入算力过剩阶段。**而市场目前的调整，主要由于短期泛算力板块涨幅较大，叠加杠杆资金放大波动，悲观叙事容易引起市场短期的资金负反馈，**此前多次的 AI 泡沫论与苹果涨价，都是相同的剧情。**但在流动性冲击后，我们认为 AI 的产业趋势仍然没有证伪，存储芯片的供需缺口没有变、MLCC 的涨价没有变、磷化铟的缺口没有变，市场大概率仍将回归 AI 主线。**

（1）Meta 为何在此时选择出售算力

理解 Meta 此时做云的动机，需将其置于北美四大 CSP 的格局中考察。在四家 CSP 中，**Meta 是唯一一家 AI 资本开支快速抬升、却缺少外部云收入回收通道的厂商。**

表 1：Meta 是唯一一家 AI 资本开支快速抬升、却缺少外部云收入回收通道的厂商

公司	2026E 资本开支	同比增速	成熟对外云服务	对算力调配的含义
Amazon	约 2000 亿美元	约 52%	AWS（成熟）	可在自用与外部客户之间灵活调配
Microsoft	约 1900 亿美元	约 61%	Azure（成熟）	可通过 Azure 与 OpenAI 生态消化产能
Alphabet	约 1800–1900 亿美元	约 100%	Google Cloud（成熟）	可通过云服务与自有模型调用消化
Meta	约 1250–1450 亿美元	约 87%	**尚未成熟**	**缺外部收入回收通道，做云是补齐能力**

资料来源：各公司 2025 年四季度 / 2026 年一季度财报电话会，招商证券

第一，在四大 CSP 中，Meta 是唯一缺少外部收入回收通道的厂商。

亚马逊、微软与谷歌均可依托成熟的公有云平台，将 AI 基础设施投入转化为外部客户收入，形成“投入、收入、再投入”的现金流循环。Meta 的情形不同，其海量推理负载集中于广告、推荐与内容排序等内部场景，与 OpenAI、Anthropic 面向外部客户售卖 token 的推理业务存在本质区别；在缺乏可直接变现的外部 token 需求时，将存量算力包装为云容量或托管模型 API 对外销售，是相对合理的资本回收路径。据彭博报道，Meta 正评估两种形态，一是类似 AWS Bedrock 的托管模型访问（含其 Muse Spark 模型），二是对外出租裸 GPU 算力。但需要注意的是，做云并不意味着放弃基础模型研发或放缓投资。基础模型相对偏弱的微软与亚马逊仍在维持高速资本开支增长，更顺畅的现金流循环反而有助于支撑资本支出的可持续性。

第二，从扎克伯格近期表态看，出售算力的核心诉求在于提升资本回报率。

当前 AI 叙事的重心，正由算力规模的扩张转向单位算力收入与 ROIC。据公司财报电话会与股东大会口径，扎克伯格在 2026 年 5 月股东大会上表示，对外出售富余算力绝对在业务范围内，且外部公司几乎每周都在寻求购买其算力或模型访问能力。对比 SpaceX 开展算力租赁、谷歌完成大额再融资与 Meta 筹划，不难发现，**资本开支本身并未踩下刹车，真正的变化来自市场与投资人对商业变现和回报率的更高要求。**对当前大模型能力有所落后的 Meta 而言，以闲时算力对外变现来摊薄折旧与运维成本，并借助 Llama 开源生态较低风险地切入 AI 云赛道，是提升资本效率的合理选择。这也解释了消息落地后 Meta 股价上涨的逻辑，市场认可的是其资本开支效率的改善，而非投入的收缩。

第三，“出租旧卡、采购新卡”看似矛盾，本质上是算力的代际切换。

过去两年，Meta 已采购并部署大量 H100 与 H200。对推理、微调、企业模型服务、图像与视频生成以及传统机器学习负载而言，这批 GPU 仍具较高价值；但在下一代前沿模型训练场景下，尤其是 3T+参数规模的 MoE、长上下文、多模态与 RL 密集的后训练，其训练经济性明显下降。问题的关键不在于 H100 不能训练，而在于单位有效 token 成

下载日志已记录，仅供内部参考

本的抬升。H100 集群固然仍可运行，但训练墙钟时间更长、通信开销更高、集群利用率更难维持，训练同一前沿模型的成本与时间均不及 GB200 与 GB300，未来更不及 Vera Rubin。

由此，Meta 面对的实为一个资产配置问题：**最先进的 GB200、GB300 与 Rubin 应优先用于下一代模型训练，上一代 H100 与 H200 则宜尽量转向推理或对外商业化收入。**这也解释了做 Neocloud 与继续向 Crusoe 锁定 1.6GW 何以并行不悖。后者是为更长期、更先进、更大规模的 AI 基础设施预留战略性产能，属于 GB200、GB300 与 Rubin 时代的布局，并非简单填补 H100 的缺口；前者则是盘活已经沉淀的存量资产，避免其在代际切换后闲置。二者共同指向同一套资产分层运营逻辑。

（2）目前算力需求仍然高增

市场担忧 Meta 出售算力意味着需求见顶乃至过剩。但从多维度数据看，**当前需求仍处于高速增长区间，供需仍偏紧**，约束更多来自供给侧而非需求侧。

第一，Meta 自身仍受算力约束，并在持续大规模采购新算力。

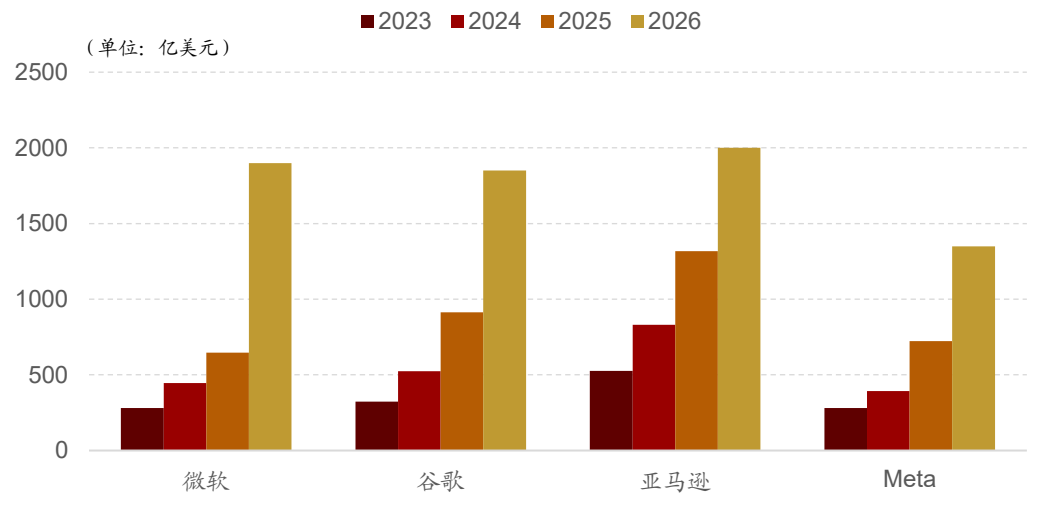
据媒体报道，因需求旺盛，谷歌于 6 月 28 日前后对 Meta 调用 Gemini 的算力进行了限流。与此同时，公司公告与媒体报道显示，Meta 仍在一边采购、一边锁定大规模新产能。2026 年 4 月 9 日 Meta 与 CoreWeave 将合作协议扩容约 210 亿美元，叠加此前 2025 年约 142 亿美元的合约，累计承诺约 350 亿美元，据 CoreWeave 披露采取 take-or-pay 结构。此外，据彭博报道，Meta 与数据中心开发商 Crusoe 签署新协议，将从其位于德州 Childress 与密苏里 Warrenton 的两个数据中心获得合计约 1.6GW 算力。

一边采购新卡、一边出租旧卡，恰恰印证了前述代际切换逻辑，而非需求萎缩。融资视角提供了一个旁证：2025 年 10 月，Meta 通过 SPV 结构（Blue Owl 持股 80%、Meta 持股 20%）为路易斯安那 Hyperion 园区发行约 273 亿美元高级担保票据，并提供剩余价值担保（RVG）。这种富余产能可自用或对外出租的安排，有助于增强债权人对资产残值与现金流覆盖的信心，是相关票据获得较高评级的重要支撑，也从侧面反映出 Meta 对其算力长期消化能力的判断。

第二，前沿 CSP 的真实需求同样指向供需偏紧。

当前几家核心公司对 AI 基础设施的投入仍在高位，且多数云厂商 2026 年资本开支继续上修。Gartner 预计 2026 年全球 AI 支出将达到 2.5 万亿美元，其中 AI 基础设施将新增 4010 亿美元支出，AI 优化服务器支出增长 49%，这意味着市场仍处在 AI 基础设施高景气阶段。

图 1：海外主要云厂商资本开支逐年上升



资料来源：各公司官网，招商证券

从头部 CSP 财报中可以看出，对于算力的需求仍未减缓。英伟达数据中心业务收入连续六个季度未见趋势性放缓，最新一季达 752 亿美元，同比增长 92%。**甲骨文 RPO** 截至 2026 年 5 月约 6380 亿美元，同比增长约 363%。据 Alphabet 财报显示，**谷歌云待执行合同余额（Backlog）**由 2025 年四季度约 2400 亿美元跃升至 2026 年一季度约 4600 亿美

下载日志已记录，仅供内部参考

元，接近翻倍，且管理层明确表示近端算力受限、若供给更充足云收入本可更高。

（3）小结

扎克伯格算力从稀缺走向富余的言论是本周全球科技杀跌的导火索。由于 Meta 自身 AI 业务并不突出，计划出租的是前几代算力卡，核心目的是填补训练空窗期的现金缺口，但**市场在算力绝对稀缺的核心假设上定价了整个 AI 产业链的估值，一旦这个地基出现一条裂缝即使裂缝远小于地基本身情绪也会将裂缝放大到全部视野全部视野范围内。**

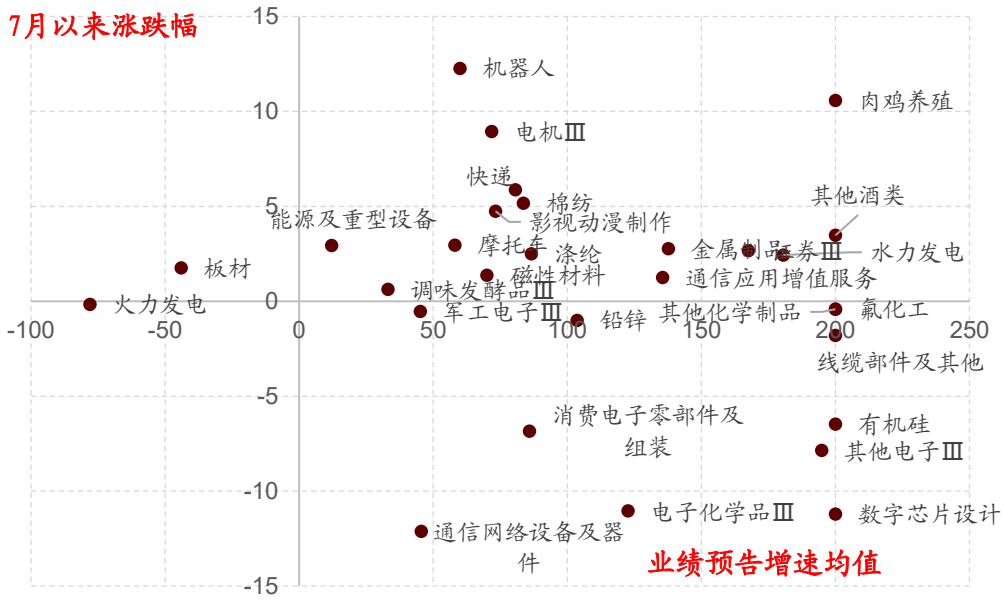
整体而言，Meta 出售算力导致市场大幅调整，但我们认为这并非算力过剩的信号，而是高资本开支阶段提升资产回报率的必然选择。行业当前从单纯的 Capex 扩张进入 ROIC 验证阶段，而非进入算力过剩阶段。**而市场目前的调整，主要由于短期泛算力板块涨幅较大，叠加杠杆资金放大波动，悲观叙事容易引起市场短期的资金负反馈，**此前多次的 AI 泡沫论与苹果涨价，都是相同的剧情。但在流动性冲击后，我们认为 AI 的产业趋势仍然没有证伪，存储芯片的供需缺口没有变、MLCC 的涨价没有变、磷化铟的缺口没有变，**市场大概率仍将回归 AI 主线。**

2、中报的筛选效应下，适度关注中报业绩与股价错配的方向

除了科技方向之外，也可适度关注中报业绩与股价错配的方向。7 月以来股价表现和对应业绩表现并不成正比，中报预告的定价形成明显分层，市场重点关注的是中报业绩与当前定价位置的匹配度：1）处于低预期、低估值、低仓位区间的板块，若中报验证盈利改善，往往对应更高的修复弹性；2）处于高预期、高拥挤、高涨幅区间的板块，即便中报继续高增长，新增利多对股价的边际推动也可能弱化，反而更容易成为阶段性收益兑现窗口。

这背后的本质其实是业绩事实、预期位置、交易拥挤度的三元定价问题，而非简单的景气比较。当前高位科技涨价链并非没有产业事实，相反，部分产业事实仍在强化；但当产业事实的强度已被前期股价大幅上行充分预支后，业绩超预期未必继续转化为股价超额收益。与之相对，化工、养殖、锂电材料、创新药等方向中，一批前期处于悲观定价区间的资产，正在通过中报预告确认盈利改善，这类资产的超预期更容易触发盈利预期上修与估值修复的共振。

图 2：7 月以来申万三级行业业绩预告增速与涨跌幅



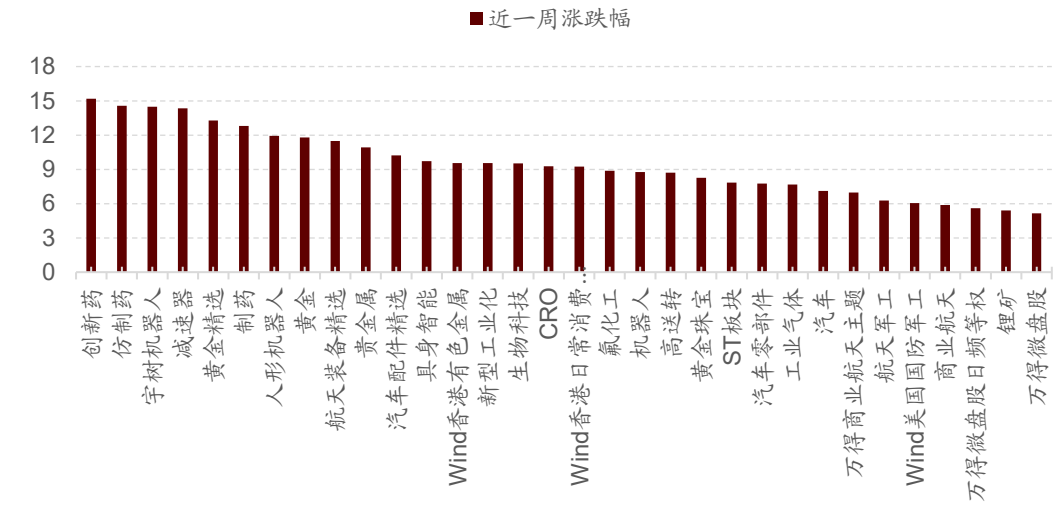
资料来源：Wind，招商证券

高位方向的核心，不是产业逻辑证伪，而是强现实是否还能继续战胜强预期。当前科技涨价链，尤其存储、部分 AI 硬件、PCB 等，产业景气依然强劲，但市场在 7 月初开始更多用“兑现”而非“再定价”的方式处理新增利好。典型的例子就是数字芯片和设计，上半年涨幅达到 99.16%，显著领先市场；但 7 月以来下跌 11.2%，而中报业绩增速却很高，这不是产业基本面突然恶化，而是前期已经经历了显著的估值与股价扩张，当下资金对高位赛道“预期过满”的集中再平衡。**换言之，高位科技板块当前面临的主要矛盾不是产业趋势弱化，而是交易层面的预期透支与拥挤度偏高，中报超预期能够强化产业逻辑，但其对股价的推动效果，需要超预期，否则更可能表现为阶段性利好兑现。**

下载日志已记录，仅供内部参考

与高位科技不同，低位方向的超预期更容易被市场解读为原先的悲观假设被纠偏。这里的关键不是景气绝对值是否比科技更强，而是**盈利改善发生在低估值、低预期、低仓位的背景之下。**比如近一周表现较好的化工、养殖、锂电材料、部分创新药及部分资源品。它们共同的特征是：此前市场对其盈利中枢、持续性、竞争格局或需求强度存在明显担忧，因此估值和仓位都压得较低；而当中报预告显示利润并未继续恶化，甚至出现同比高增和环比改善时，市场需要重新评估其盈利下限与估值底部。

图 3：近一周涨幅居前的热门指数



资料来源：Wind，招商证券

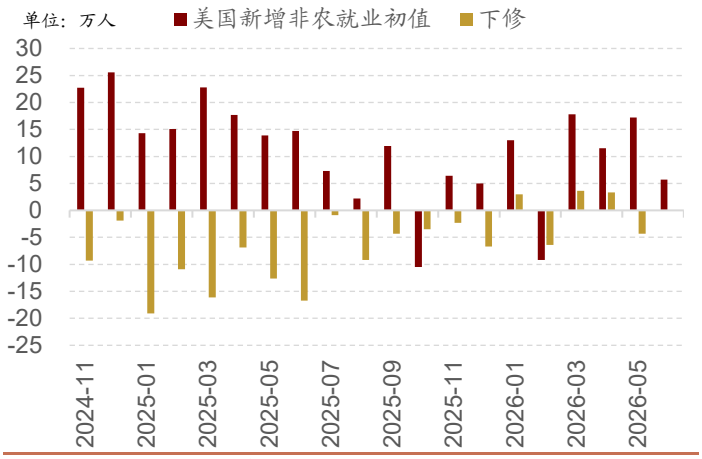
往后看，在科技方向之外，**可继续关注“估值低位+中报可验证+中报后仍可继续上修”的锂电材料、创新药及部分资源品、氟化工、养殖。**

3、美国 6 月非农就业疲软，美联储加息预期已显著降温

美国劳工统计局公布数据显示，6 月非农就业人口仅增加 5.7 万人，约为市场预期 11.3 万人的一半，亦远低于 5 月修正后的 12.9 万人（初值为 17.2 万人）。与此同时，4 月和 5 月数据合计下修 7.4 万人，显示此前数月的就业强势存在明显高估。行业层面看，6 月份休闲和酒店业就业人数减少 6.1 万人，地方政府就业人数减少 3.1 万人。

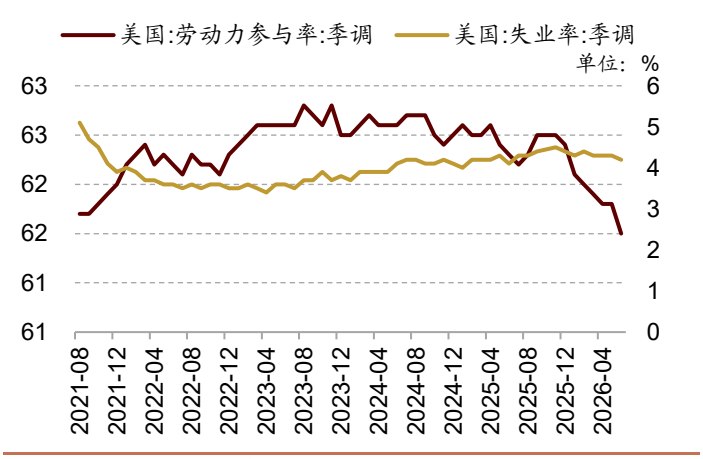
6 月失业率意外从 4.3%降至 4.2%，为 2025 年 6 月以来最低水平，但这一改善主要源于劳动参与率下滑，劳动力参与率随之从 61.8%下滑 0.3 个百分点至 61.5%。失业率的下降主要源于大量劳动者退出劳动力市场。**失业率下降，看似失业率与新增非农数据矛盾，但主要因为失业率的下降伴随着劳动参与率下降的明显下降，表明失业率下降主要是因为大量劳动者退出劳动力市场，从而压低了失业率。**

图 4：美国 6 月非农就业人口仅增加 5.7 万人



资料来源：Wind、招商证券

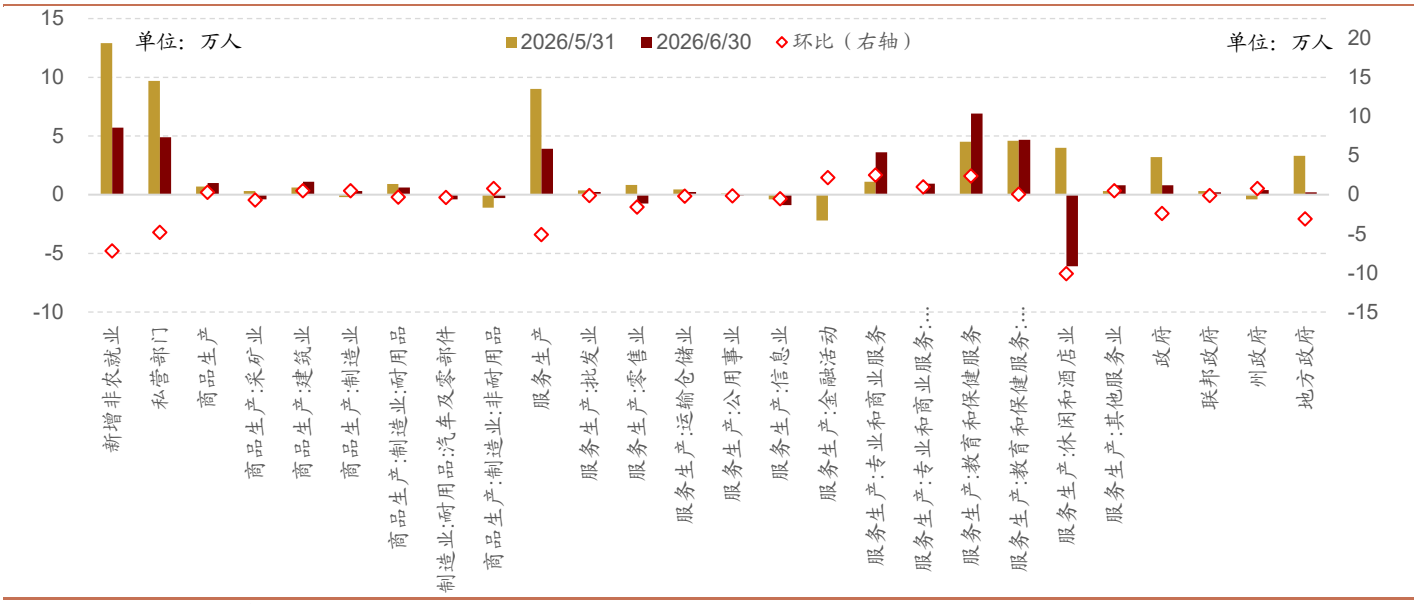
图 5：劳动参与率下滑使得 6 月失业率意外下降



资料来源：Wind、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

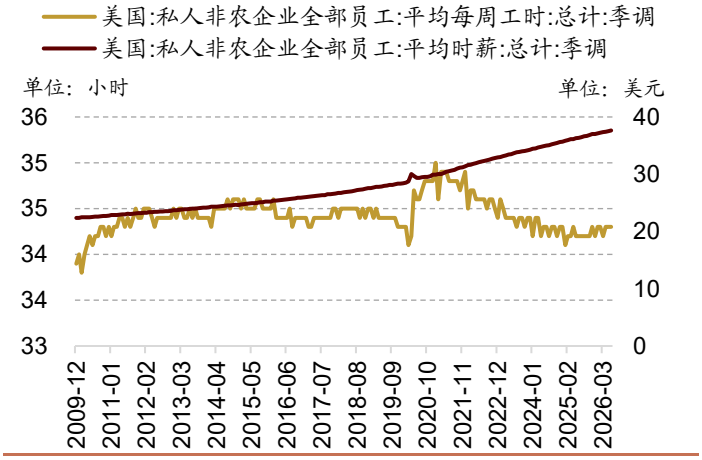
图 6：6 月休闲酒店业、地方政府就业显著减少



资料来源：Wind，招商证券

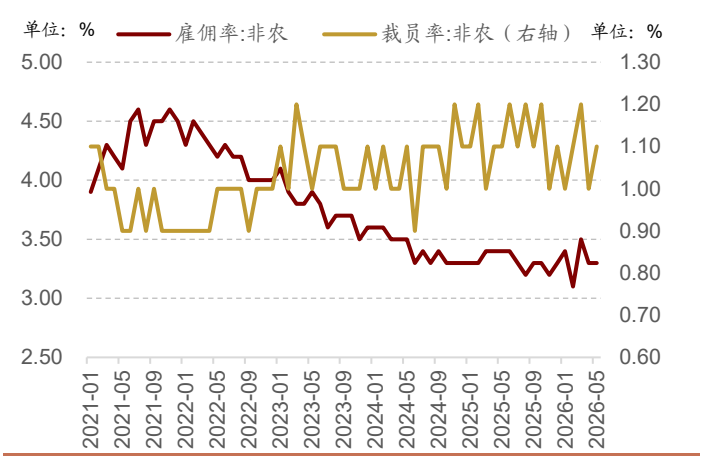
时薪增速符合市场预期，雇佣率和裁员率基本稳定。薪资方面，6 月私人非农部门全体雇员平均时薪环比上涨 0.3%，增加 13 美分至 37.64 美元，同比增速为 3.5%，均与市场预期一致，未呈现出额外的通胀压力。5 月裁员人数约 170.8 万，裁员率小幅上行至 1.1%，但仍处于历史偏低区间，招聘率稳定在 3.3%。

图 7：非农企业员工平均时薪增速与市场预期一致



资料来源：Wind、招商证券

图 8：非农企业员工雇佣率和裁员率基本稳定



资料来源：Wind、招商证券

受疲软非农就业数据拖累，叠加 6 月以来油价回落明显，预计 6 月通胀压力得以缓解，在此情况下，市场此前激进的加息预期回摆，市场对美联储 9 月加息的预期已显著降温，加息概率从此前的高位回落至 45.4%，意味着 7 月外部流动性环境边际改善。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 9：市场对美联储 9 月加息的预期已显著降温

加息幅度与概率	降息 50bp	降息 25bp	不变	加息 25bp
2026/7/29	0.00%	0.00%	78.10%	21.90%
2026/9/16	0.00%	0.00%	45.40%	45.40%
2026/10/28	0.00%	30.80%	45.40%	20.80%
2026/12/9	0.00%	23.40%	41.90%	26.70%
2027/1/27	0.00%	19.70%	39.00%	29.20%
2027/3/17	0.00%	16.00%	35.30%	31.00%

资料来源：Wind，招商证券

4、小结

扎克伯格算力从稀缺走向富余的言论是本周全球科技杀跌的导火索，由于 Meta 自身 AI 业务并不突出，计划出租的是前几代算力卡，核心目的是填补训练空窗期的现金缺口，但市场在算力绝对稀缺的核心假设上定价了整个 AI 产业链的估值，一旦这个地基出现一条裂缝即使裂缝远小于地基本身情绪也会将裂缝放大到全部视野范围内。**我们认为将 Meta 出售算力解读为“AI 投资放缓”或“算力过剩”，均难以成立。**更贴切的理解是，在 AI 资本开支持续高增的阶段，对外出售富余算力是 Meta 提升资产周转率与 ROIC 的自然选择。亚马逊、微软、谷歌的 AI 基础设施投入，可经由 AWS、Azure、GCP 形成外部客户收入并完成现金流循环；Meta 过去则主要依靠广告业务与内部训练、推理需求消化算力，缺少成型的外部收入回收通道。因此，对外出售算力实质上是把部分“内部成本中心”转化为“外部收入资产”，指向资本效率的改善，而非投入规模的收缩。

Meta 出售算力导致的市场大幅调整，但我们认为这并非算力过剩的信号，而是高资本开支阶段提升资产回报率的必然选择。行业当前从单纯的 Capex 扩张进入 ROIC 验证阶段，而非进入算力过剩阶段。而市场目前的调整，主要由于短期泛算力板块涨幅较大，叠加杠杆资金放大波动，悲观叙事容易引起市场短期的资金负反馈，此前多次的 AI 泡沫论与苹果涨价，都是相同的剧情。**但在流动性冲击后，我们认为 AI 的产业趋势仍然没有证伪，存储芯片的供需缺口没有变、MLCC 的涨价没有变、磷化铟的缺口没有变，科技方向有望修复。**

除了科技方向之外，也可适度关注中报业绩与股价错配的方向。7 月以来股价表现和对应业绩表现并不成正比，中报预告的定价形成明显分层，市场重点关注的是中报业绩与当前定价位置的匹配度：1）处于低预期、低估值、低仓位区间的板块，若中报验证盈利改善，往往对应更高的修复弹性；2）处于高预期、高拥挤、高涨幅区间的板块，即便中报继续高增长，新增利多对股价的边际推动也可能弱化，反而更容易成为阶段性收益兑现窗口。往后看，在 AI 主线之外，**可继续关注估值低位+中报可验证+中报后仍可继续上修的锂电、创新药及部分资源品、氟化工、养殖。**

6 月非农就业疲软，美联储加息预期已显著降温。美国劳工统计局公布数据显示，6 月非农就业人口仅增加 5.7 万人，约为市场预期 11.3 万人的一半，亦远低于 5 月修正后的 12.9 万人（初值为 17.2 万人）。失业率下降，看似失业率与新增非农数据矛盾，但主要因为失业率的下降伴随着劳动参与率下降的明显下降，表明失业率下降主要是因为大量劳动者退出劳动力市场，从而压低了失业率。时薪增速符合市场预期，雇佣率和裁员率基本稳定。受疲软非农就业数据拖累，叠加 6 月以来油价回落明显，预计 6 月通胀压力得以缓解，在此情况下，市场此前激进的加息预期回摆，市场对美联储 9 月加息的预期已显著降温，加息概率从此前的高位回落至 45.4%，意味着 7 月外部流动性环境边际改善。

风格方面，科技成长向价值全面切换的节点尚未到来，但经历 6 月的极致成长风格之后，我们认为 7 月市场风格将有所回摆，不再是只有科技上、其他行业下的 K 型分化，涨价线、业绩线等分支也将有较好的表现。但从整体产业趋势来看，AI 进展仍在加速，**AI 产业趋势带来的行情仍有较大概率成为市场主线，只是斜率或将有所放缓。**

下载日志已记录，仅供内部参考

行业配置方面，推荐围绕**中报业绩持续高增或改善的领域**领域布局，重点关注：**1）TMT 涨价链，**如电子（半导体）；**2）出口景气/出海扩张领域，**如电力设备（电池、电网设备）、机械设备（自动化设备、通用设备）；**3）供需格局改善的资源品，**如有色金属（金属新材料、工业金属、小金属）、基础化工（非金属材料、化学制品），以及**非银（证券）等。产业趋势方面**，重点关注**海外算力（光模块、PCB 以及电子、MLCC 等上游涨价环节）、半导体（设备、材料、封测）、机器人。**

下载日志已记录，仅供内部参考

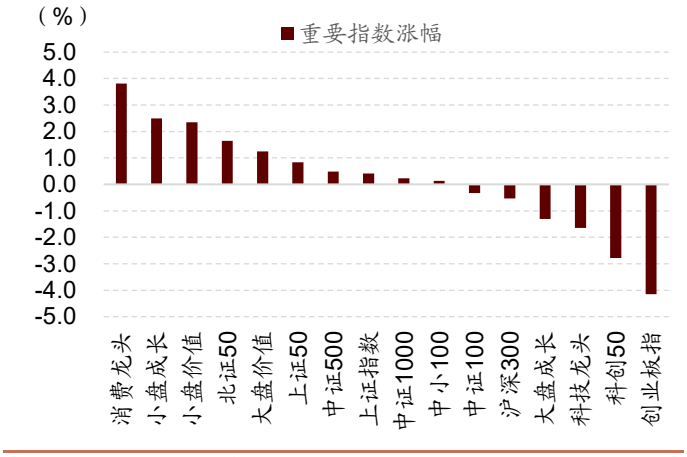
复盘·内观——A 股市场主要指数涨跌互现，消费龙头、小盘成长

本周（6 月 29 日-7 月 3 日）A 股市场主要指数涨跌互现。主要指数中，消费龙头、小盘成长表现较好，分别上涨 3.81%、2.50%；创业板指、科创 50 表现较弱，分别下跌 4.16%、2.79%。本周日均成交额 15874.34 亿元，环比下跌 1.43%。

本周 A 股市场整体震荡分化，主要原因包括：（1）美国 6 月非农就业数据明显低于预期，缓和了市场对美联储短期进一步加息的担忧，海外流动性压力边际缓解；（2）Meta 被报道考虑推出 AI 云业务、出售多余算力，引发市场对 AI 基础设施供需和投资回报率的再评估，前期涨幅较大的 AI 硬件链出现调整；（3）医药板块受创新药出海、医保及商保创新药目录推进预期催化，低位修复逻辑强化；（4）宇树科技上市预期持续发酵，叠加人形机器人产业化进展加快，带动机器人相关板块阶段性活跃。

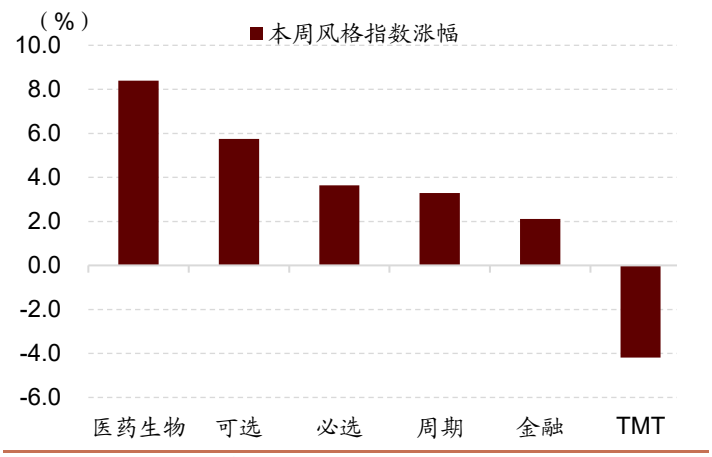
从行业上看，本周申万一级行业表现分化，医药生物（8.40%）、农林牧渔（7.15%）、美容护理（6.18%）等表现相对较好；通信（-8.82%）、建筑材料（-6.85%）、电子（-3.55%）等表现相对较弱。从涨跌原因看，本周表现较好的板块及主要原因：**医药生物**（创新药出海逻辑延续，医保及商保创新药目录推进预期升温，板块低位修复）、**农林牧渔**（养殖链价格预期改善，前期滞涨板块补涨）、**美容护理**（可选消费方向低位修复，资金向消费链扩散）。跌幅较大的行业原因：**通信**（前期涨幅较大的 AI 硬件链兑现压力增加，光模块等方向调整）、**建筑材料**（前期电子布、覆铜板等涨价主线涨幅较大，短期资金获利了结）、**电子**（半导体、存储等科技成长方向交易拥挤度抬升，资金阶段性流出）。

图 10：本周重要指数涨跌幅



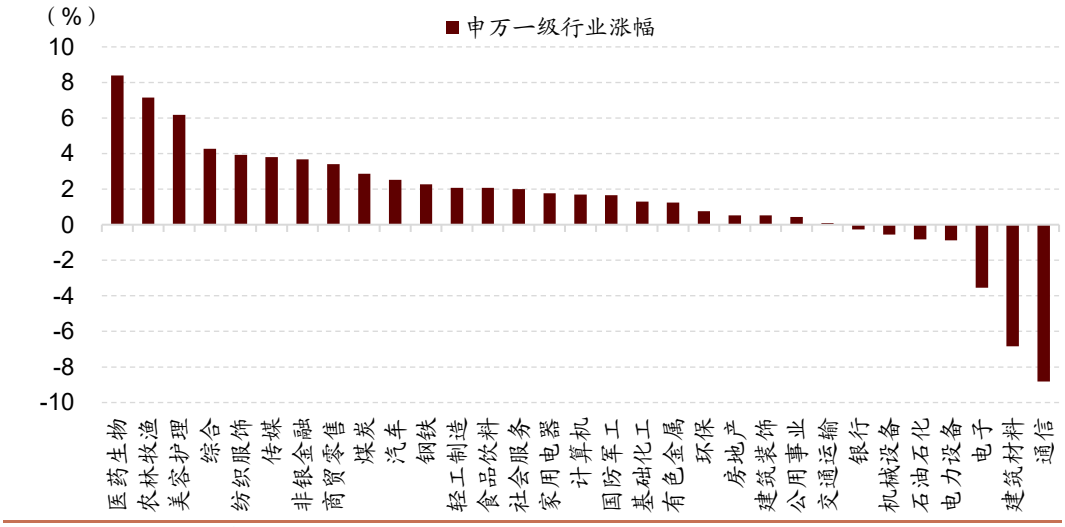
资料来源：iFind，招商证券

图 11：本周风格指数涨幅



资料来源：iFind，招商证券

图 12：本周申万一级行业指数涨幅



资料来源：iFind，招商证券

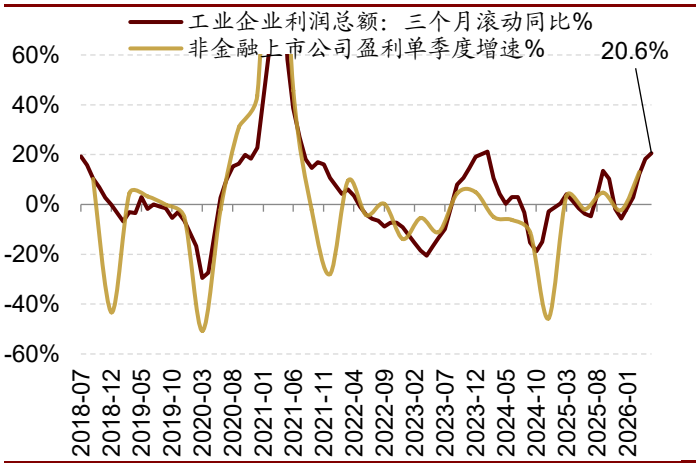
下载日志已记录，仅供内部参考

中观·景气——5月工企利润延续改善，日本半导体制造设备出货同比回暖

1-5月规模以上工业企业利润同比增幅继续扩大，5月当月同比增幅略有收窄。1-5月全国规模以上工业企业实现利润总额31439.6亿元，同比增幅扩大至18.8%（前值18.2%），受AI需求旺盛、出口景气、通胀上行等因素影响，单5月同比增速达到21.1%，前值24.7%。1-5月营业收入累计同比增长5.5%（前值5.2%），营业收入利润率5.56%。

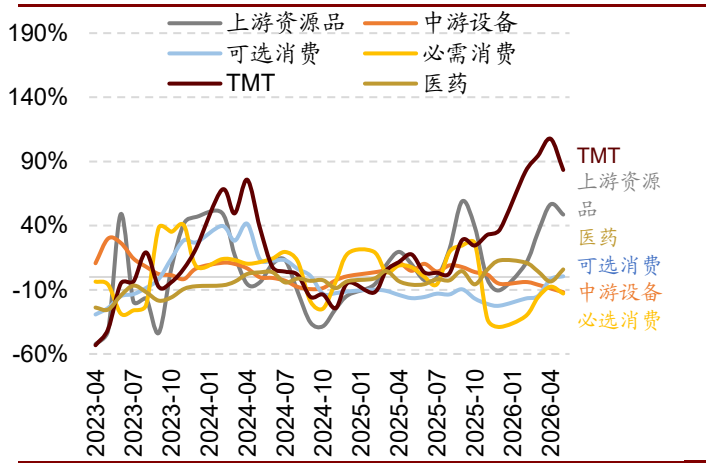
结构上，大类板块盈利持续分化，TMT、资源品持续领先，可选消费、医药同比转正，中游设备、必需消费降幅扩大。上游资源品三个月滚动同比增幅收窄8.0个百分点至48.6%；中游设备三个月滚动同比降幅扩大2.9个百分点至-11.8%；基本消费品行业中，可选消费同比转正至0.5%，必需消费同比降幅扩大5.3个百分点至-12.9%；TMT制造业三个月滚动同比增幅收窄24.3个百分点至83.4%，医药制造业三个月滚动同比转正至5.9%。

图13：工业企业盈利与非金融上市公司盈利



资料来源：Wind、招商证券

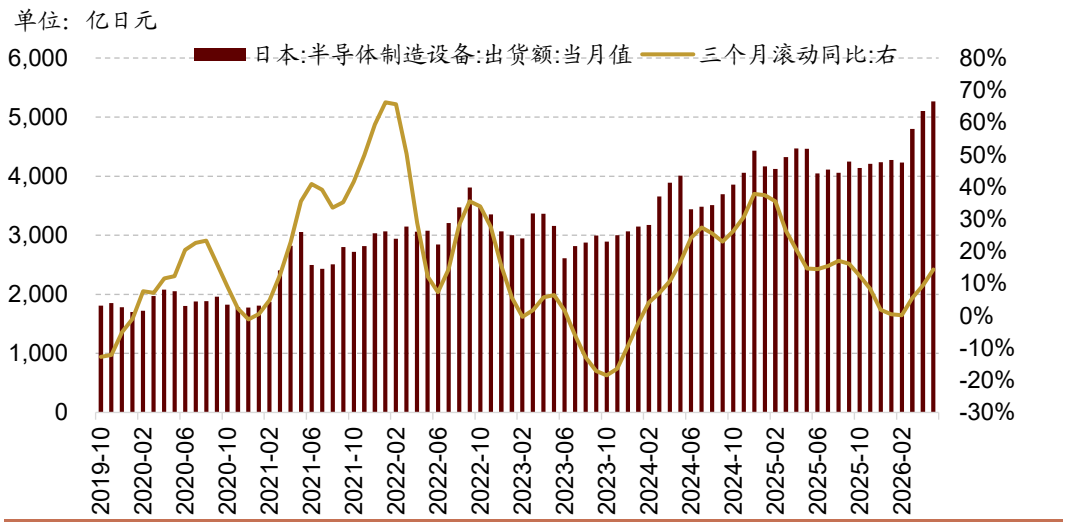
图14：大类行业利润增速三个月滚动均值



资料来源：Wind、招商证券

5月日本半导体制造设备出货额当月同比增幅扩大，三个月滚动同比增幅扩大。5月日本半导体制造设备出货额为5263.52亿日元，环比上行3.17%，同比增幅扩大3.82个百分点至17.94%，三个月滚动同比增幅扩大5.0个百分点至14.4%。

图15：5月日本半导体制造设备出货额三个月滚动同比增幅扩大



资料来源：Wind，招商证券

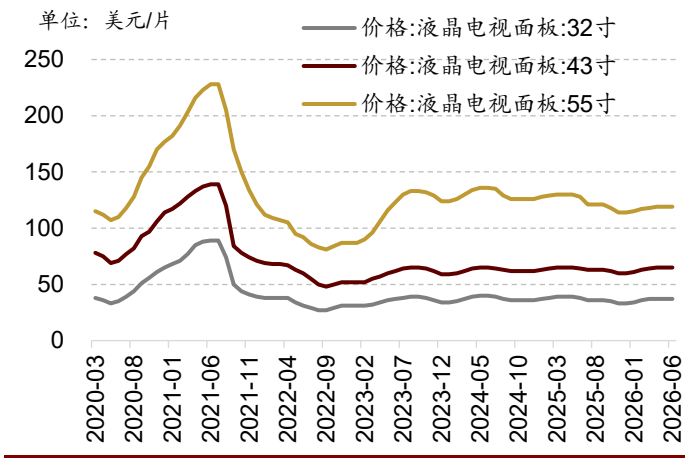
6月液晶电视面板价格、液晶显示器价格与上月持平。液晶电视面板方面，6月32寸液晶电视面板价格与上月持平为37.00美元/片，43寸液晶电视面板价格与上月持平为65.00美元/片，55寸液晶电视面板价格与上月持平为119.00美元/片。**液晶显示器**方面，6月23.8寸液晶显示器面板价格与上月持平为45.60美元/片。

5月TV LCD、NB LCD出货量三个月滚动同比转正。5月份TV LCD出货量为19.80百万个，月环比下行1.49%，同比上行1.54%，三个月滚动同比转正至1.49%；NB LCD出货量为37.00百万个，月环比上行14.20%，同比上行

下载日志已记录，仅供内部参考

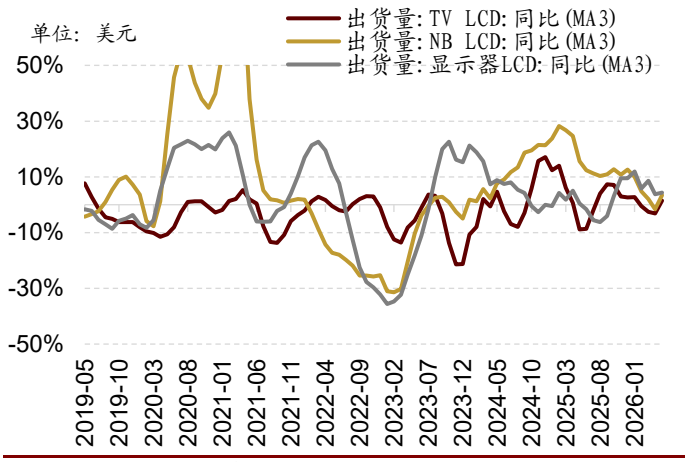
1.37%，三个月滚动同比转正至 3.39%；LCD 显示器出货量为 13.90 百万个，月环比上行 0.72%，同比下降 2.80%，三个月滚动同比增幅扩大 0.62 个百分点至 4.39%。

图 16：6 月液晶电视面板价格持平



资料来源：Wind、招商证券

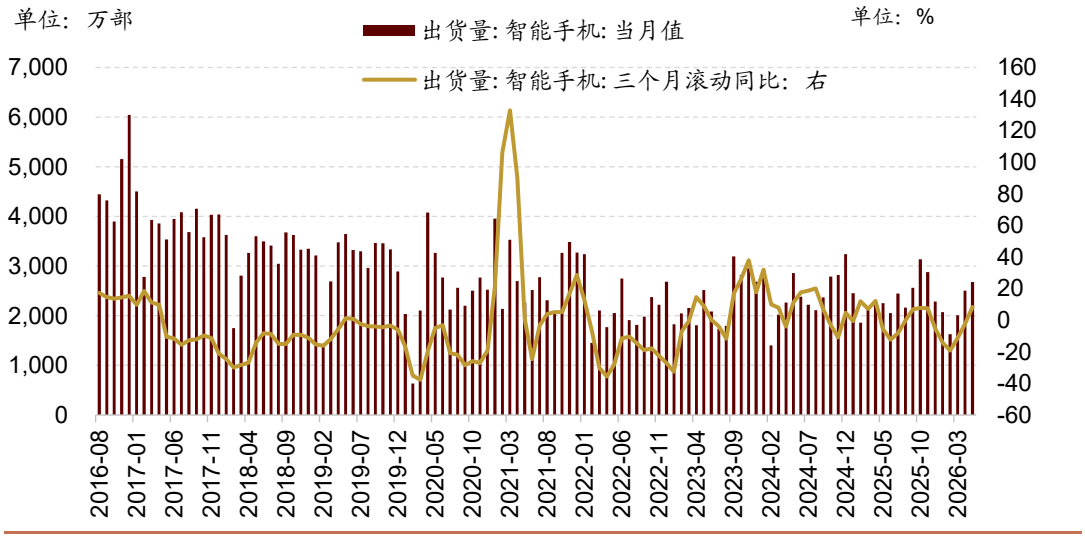
图 17：5 月 NB LCD 出货量三个月滚动同比转正



资料来源：Wind、招商证券

5 月智能手机出货量三个月滚动同比由负转正。5 月智能手机出货量为 2,680.40 万台，当月同比增幅扩大 6.7 个百分点至 19.00%，三个月滚动同比转正至 8.33%，前值-2.2%。1-5 月智能手机累计出货量为 10,900.00 万台，同比降幅收窄 5.1 个百分点至-0.40%。

图 18：5 月智能手机出货量三个月滚动同比转正

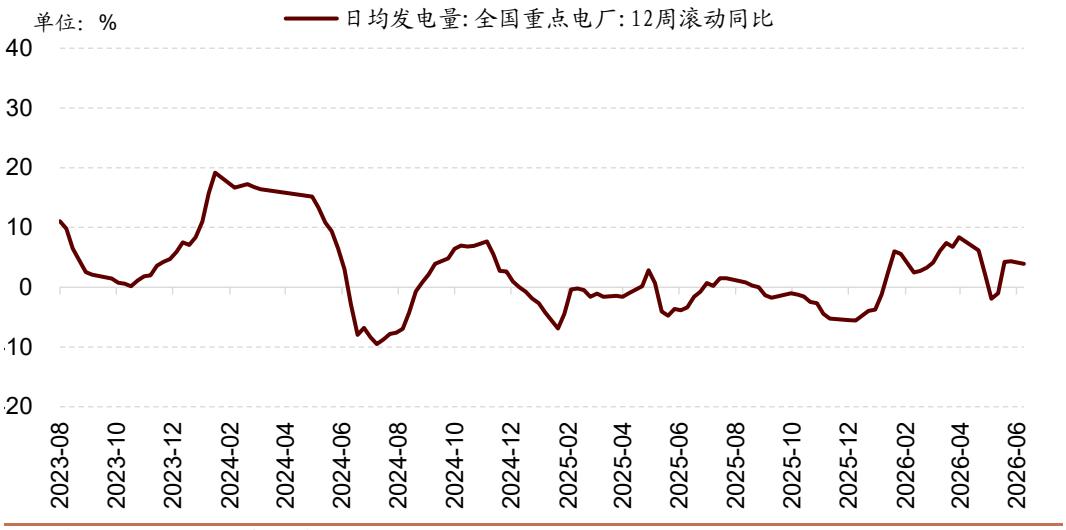


资料来源：Wind，招商证券

全国重点电厂日均发电量 12 周滚动同比增幅收窄。截至 6 月 25 日，全国重点电厂日均发电量当周同比降幅扩大至-10.2%，12 周滚动同比增幅收窄 0.43 个百分点至 3.90%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 19：全国重点电厂日均发电量 12 周滚动同比增幅收窄



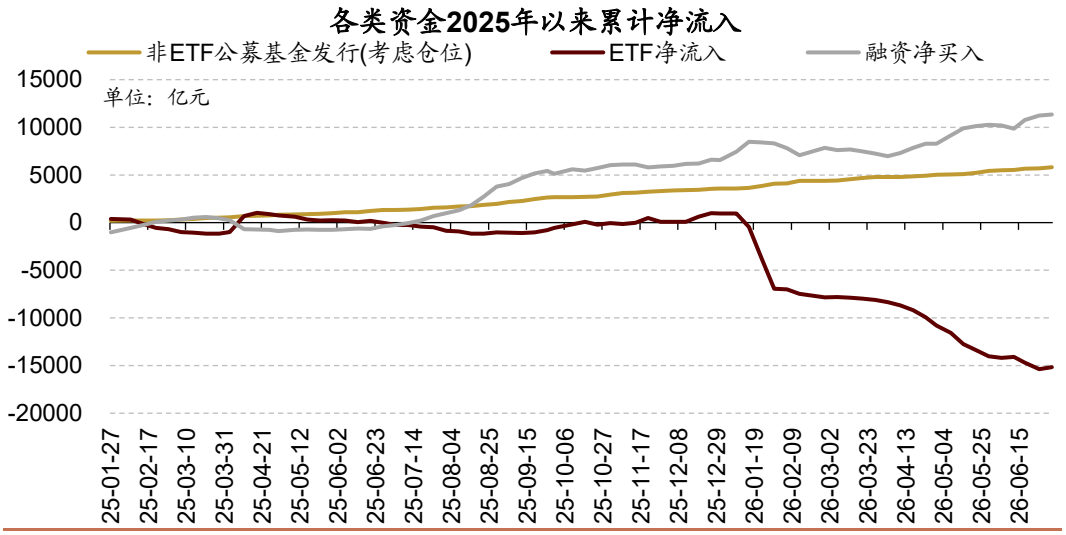
资料来源：iFnd、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

资金·众寡——融资净流入与 ETF 净申购，基金发行回升

从全周资金流动的情况来看，本周融资资金净流入，新成立偏股类公募基金上升，ETF 净申购。具体来看，融资资金前四个交易日合计净流入 109.5 亿元；新成立偏股类公募基金 157.1 亿份，较前期上升 79.1 亿份；ETF 净申购，对应净流入 220.3 亿元。

图 20：融资净流出与 ETF 净申购，基金发行回升



资料来源：Wind，招商证券

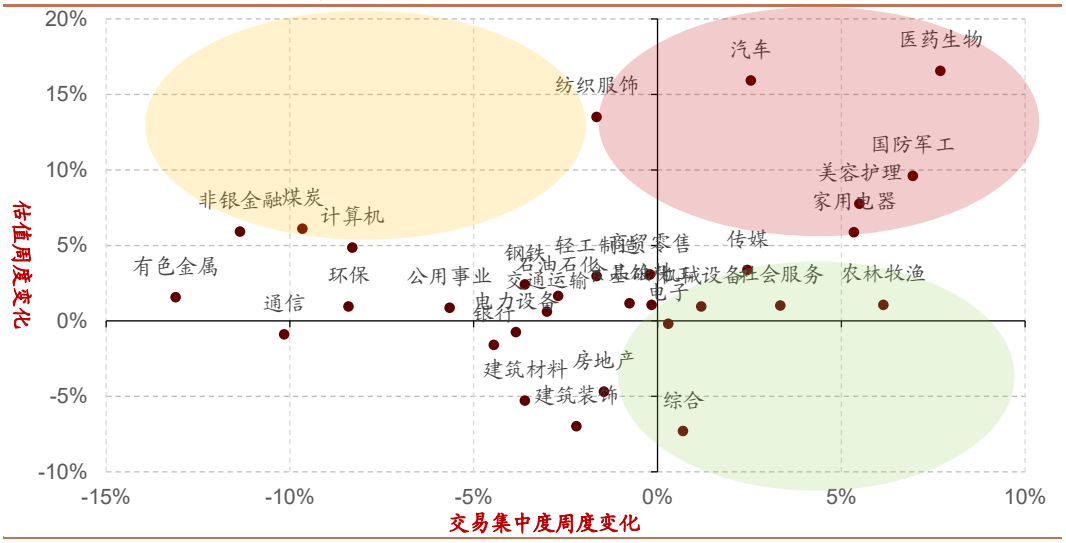
表 2：各类资金分行业当周净流入规模（单位：亿元）

行业	融资资金	ETF	重要股东净增持	合计(↓)
电子	79.62	333.75	-40.28	373.08
非银金融	12.27	29.74	-1.42	40.59
医药生物	9.74	27.51	-7.96	29.29
传媒	10.51	8.62	-0.59	18.54
国防军工	0.58	16.16	0.07	16.81
煤炭	-3.21	12.63	0.00	9.42
纺织服饰	0.07	2.49	-1.13	1.43
社会服务	0.53	0.52	0.00	1.06
综合	0.29	0.21	0.00	0.50
钢铁	-0.04	-0.89	0.01	-0.92
美容护理	-0.80	-0.43	0.00	-1.24
轻工制造	-2.08	0.67	-0.85	-2.26
商贸零售	-2.16	-1.06	0.21	-3.01
房地产	-1.00	-1.30	-1.11	-3.41
环保	-2.08	1.36	-3.00	-3.72
机械设备	5.94	1.27	-11.46	-4.26
公用事业	5.15	-9.77	0.28	-4.35
家用电器	6.78	-11.62	-0.35	-5.20
基础化工	6.86	-8.89	-3.45	-5.48
石油石化	-4.29	-4.34	0.00	-8.63
农林牧渔	-4.13	-2.21	-2.42	-8.76
通信	-6.10	-3.00	-0.35	-9.44
建筑装饰	-5.64	-4.19	-2.51	-12.35
计算机	-8.48	-6.90	-0.59	-15.98
交通运输	-7.39	-7.09	-4.96	-19.44
建筑材料	4.13	-3.26	-21.12	-20.26
有色金属	1.94	-21.83	-0.84	-20.73
汽车	-9.68	-10.23	-2.46	-22.36
食品饮料	-10.73	-24.05	0.02	-34.76
银行	0.57	-46.81	1.93	-44.30
电力设备	-9.55	-47.92	-5.47	-62.94
合计	67.60	219.13	-109.81	176.91

资料来源：Wind，招商证券
注：重要股东净增持以变动截止日期为参考；融资截至周四；ETF 拆分所有股票型 ETF

下载日志已记录，仅供内部参考

图 21：行业估值与交易集中度周度变化

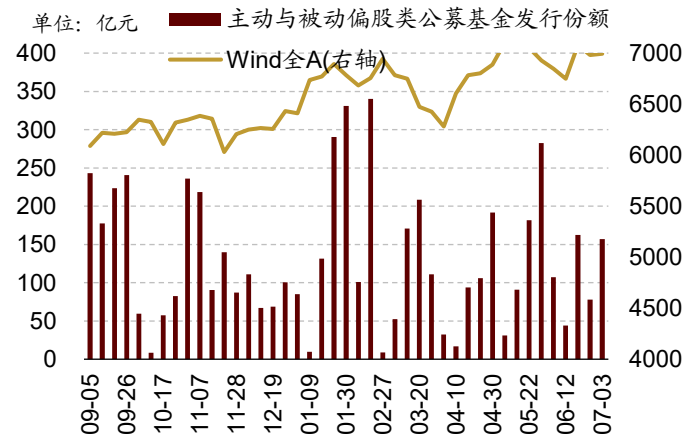


资料来源：Wind，招商证券

从 ETF 净申购来看，ETF 净申购，宽指 ETF 申赎参半，其中科创 50ETF 申购较多，沪深 300ETF 赎回较多；行业 ETF 申赎参半，其中信息技术 ETF 申购较多，新能源&智能汽车 ETF 赎回较多。具体来看，股票型 ETF 总体净申购 961.8 亿份。其中，沪深 300、创业板 ETF、中证 500ETF、上证 50ETF、双创 50ETF 和科创 50ETF 分别净赎回 112.5 亿份、净赎回 1.7 亿份、净申购 2.8 亿份、净申购 1.8 亿份、净申购 13.2 亿份、净申购 222.6 亿份。行业方面，信息技术 ETF 净申购 827.3 亿份；消费 ETF 净申购 3.6 亿份；医药 ETF 净申购 38.4 亿份；券商 ETF 净申购 70.5 亿份；金融地产 ETF 净赎回 3.3 亿份；军工 ETF 净赎回 2.5 亿份；原材料 ETF 净赎回 2.3 亿份；新能源&智能汽车 ETF 净赎回 5.0 亿份。

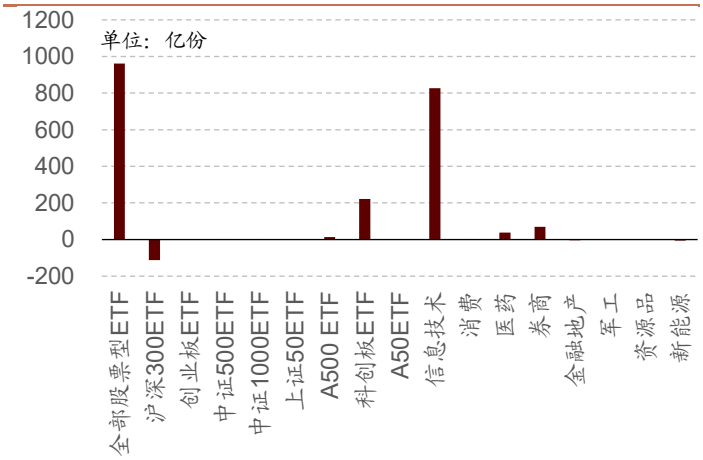
本周新成立偏股类公募基金规模较前期回升，新成立偏股类基金 157.1 亿份。

图 22：新成立公募基金发行份额



资料来源：Wind、招商证券

图 23：各行业和宽基 ETF 净申购份额

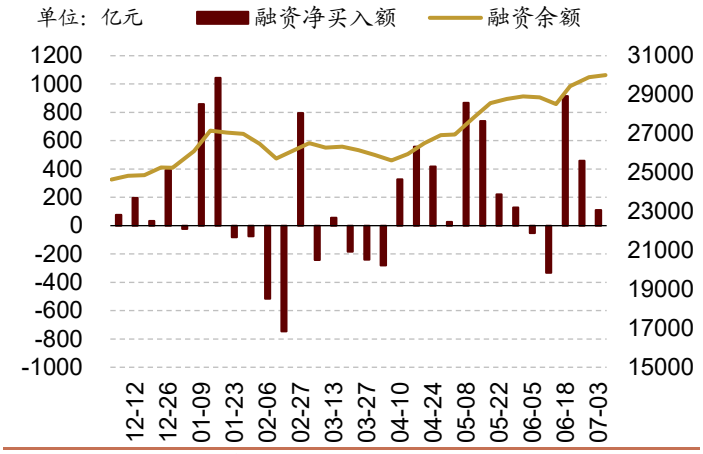


资料来源：Wind、招商证券

两融方面，融资资金前四个交易日净流入 109.5 亿元。从行业偏好来看，本周融资资金集中买入电子，净买入额达 79.6 亿元，其他净买入规模最高的行业主要包括非银金融、传媒、医药生物等；净卖出的主要是食品饮料、汽车、电力设备等。

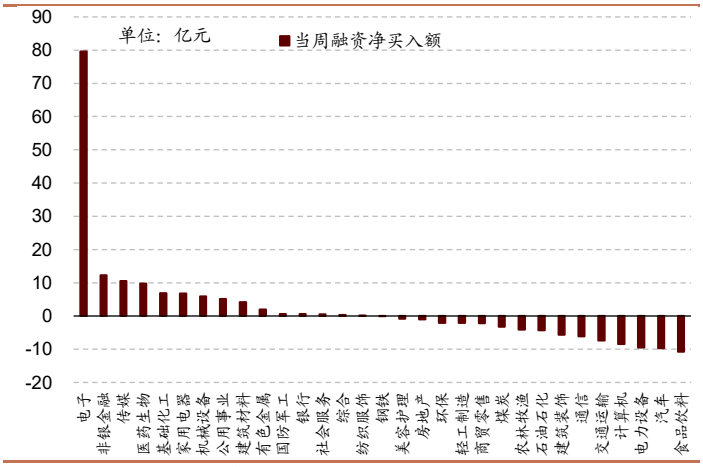
下载日志已记录，仅供内部参考

图 24：融资资金每周净买入额



资料来源：Wind、招商证券

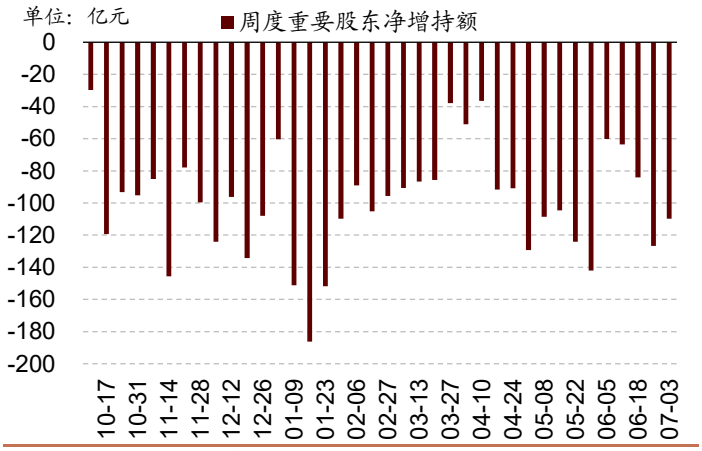
图 25：融资资金周度各行业净买入额



资料来源：Wind、招商证券

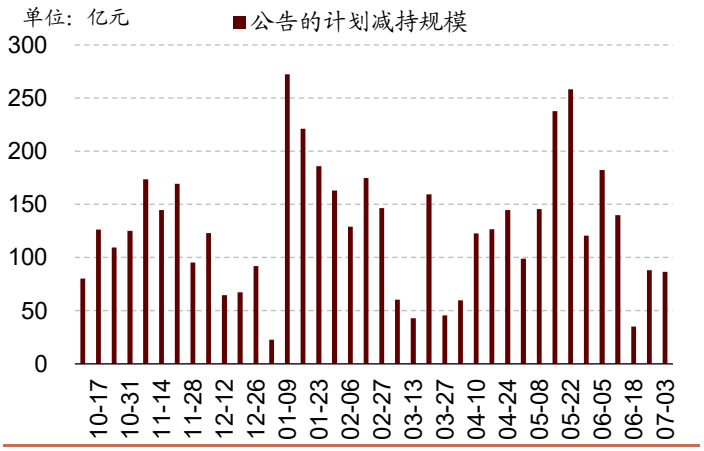
从资金需求来看，重要股东净减持规模缩小，计划减持规模下降。本周重要股东二级市场增持 8.2 亿元，减持 118.0 亿元，净减持 109.8 亿元，净减持规模缩小。其中，净增持规模较高的行业包括银行、公用事业、商贸零售等；净减持规模较高的行业包括电子、建筑材料、机械设备等。本周公告的计划减持规模为 86.5 亿元，较前期下降。

图 26：重要股东净增持规模



资料来源：Wind、招商证券

图 27：计划减持规模



资料来源：Wind、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

主题·风向——氟化工迎来多主线共振

近期氟化工板块持续走强，核心逻辑在于供给约束与需求结构改善共同推动价格中枢上移。供给端看，氟资源开采、安全环保监管和新增产能释放节奏均存在约束，上游原料价格具备较强支撑，并逐步向下游传导；同时，制冷剂等核心品种进入配额管理阶段后，行业供给弹性下降。需求端看，传统空调、冰箱和冷链需求形成基本盘，近期空调排产、出口需求及汽车热管理升级对制冷剂消费形成支撑；此外，半导体、锂电、新能源、AI 数据中心液冷等新兴应用持续拓展，带动行业需求结构向附加值更高的产品转化，电子级氢氟酸等高附加值产品需求提升。

➢ 氟化工产业链环节

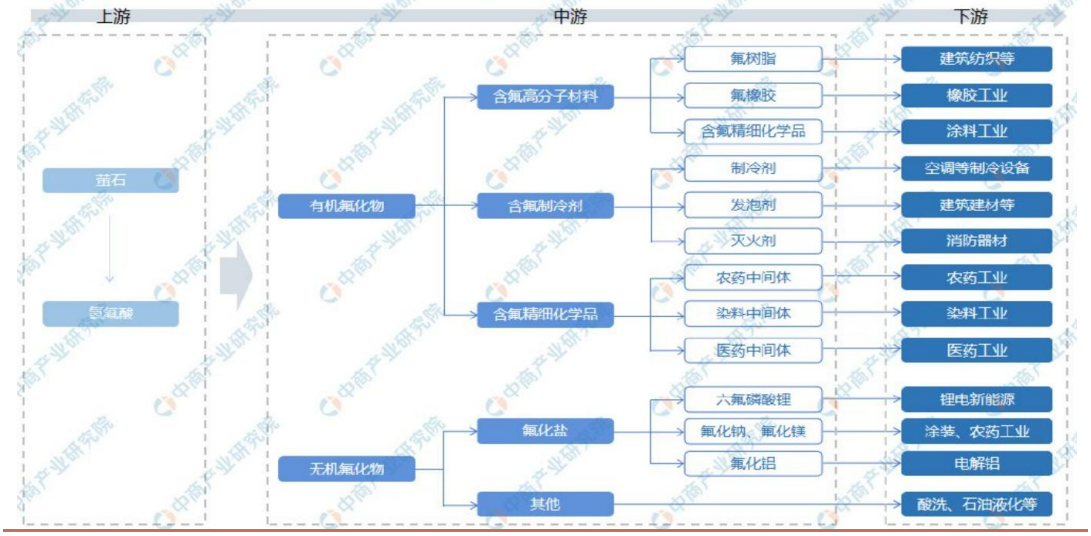
氟化工上游原材料主要包括萤石、磷化工副产氟硅酸、硫酸、氢氟酸以及部分基础有机原料，核心作用在于提供氟元素来源、完成氟资源初级转化，并决定后续氟化工产品的成本基础、供应稳定性和产业链延伸能力。其中，萤石是上游最核心的氟元素来源，经过选矿形成酸级萤石粉后，与硫酸反应生成无水氢氟酸。硫酸在这一环节中主要作为反应原料，用于将萤石中的氟元素转化为可进一步利用的氢氟酸。

氢氟酸是氟化工产业链中重要的基础平台产品和中间体。在整个产业链中，氢氟酸承接上游萤石、氟硅酸等基础原料，是萤石中的氟元素进入化工材料体系的关键转化环节；同时氢氟酸作为重要的中间体，可以为下游进一步加工提供基础原料，无水氢氟酸向下游可以生产制冷剂、氟化铝、含氟单体、含氟聚合物、六氟磷酸锂等，普通工业级氢氟酸主要用于大宗氟化工产品，电子级氢氟酸则经过进一步提纯和杂质控制后，进入半导体、显示面板、光伏等领域的清洗、腐蚀和蚀刻环节。

氟化工中游主要是围绕上游氢氟酸继续加工，形成各类无机氟化物、有机氟中间体、含氟单体和基础制冷剂产品。无机氟化物包括氟化铝、冰晶石、氟化钠、氟化钾等。氟化盐可用于电解铝工业、冶金、玻璃、陶瓷等具有工业属性的场景。有机氟中间体和含氟单体是中游更具材料属性的环节，将基础氟化工产品转化为高性能材料体系的关键中间体，主要包括 TFE、VDF、HFP、CTFE 等，这些单体是生产含氟聚合物的关键前驱体。制冷剂包括 R22、R32、R125、R134a 等产品，部分制冷剂既是终端制冷工质，也可以作为进一步生产含氟单体和含氟材料的中间体。

有机氟化物下游应用主要包括制冷与热管理、半导体电子、高端制造等；无机氟化物应用方向包括新能源电池、农药工业、电解铝等。

图 28：氟化工产业链图



资料来源：中商产业研究院，招商证券

➢ 上游矿山扩产受限于监管约束

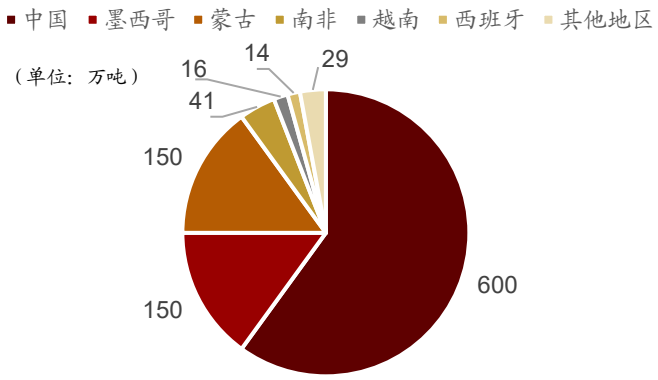
从全球分布看，萤石产量高度集中度，中国具有绝对的资源优势。USGS 数据显示，2025 年全球萤石矿山产量约 1000 万吨，其中中国产量约 600 万吨，仍是全球最大生产国，蒙古、墨西哥、南非、越南等也是重要生产地区。储量方面，USGS 估计全球萤石储量约 3.3 亿吨，其中中国约 1.1 亿吨，占全球总储量约三分之一，墨西哥、南非、蒙古等国家

下载日志已记录，仅供内部参考

也具备较大资源基础。从国内分布看，我国萤石资源和企业主要集中在浙江、江西、福建、湖南、内蒙古等地，其中浙江、江西、福建等华东地区与氟化工产业集群联系紧密，靠近氢氟酸、制冷剂和含氟材料产能；内蒙古则具备资源增量和大型矿山开发潜力。

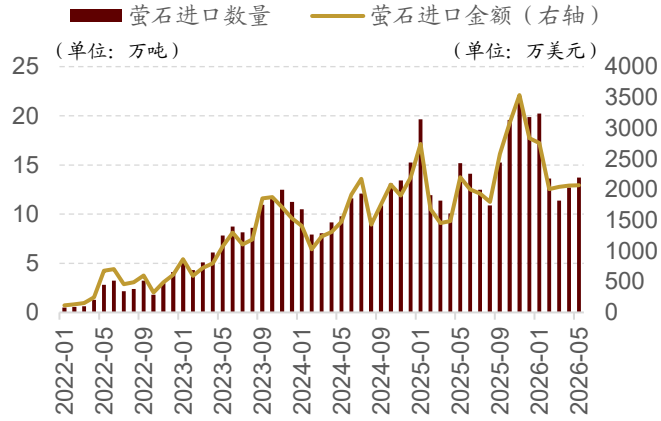
尽管我国是全球最大的萤石储备国，国内供给端长期受资源和监管约束。萤石自 2022 年以来持续被纳入出口许可证管理货物目录，商务部、海关总署公布的《出口许可证管理货物目录（2022 年）》明确提出，出口目录内货物需向商务部或受委托地方商务主管部门申请取得出口许可证，凭证向海关办理通关验放手续，萤石（氟石）位列目录中，这一制度在 2024 年、2025 年和 2026 年持续延续。2022 年 3 月，《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》中明确提出要夯实安全发展基础，保护性开采萤石资源，鼓励开发利用伴生氟资源。**在出口受限、新增矿山审批难度较高、小矿山安全环保监管趋严的背景下，我国萤石进口数量和进口金额自 2022 年起均大幅上升，截至 2026 年 5 月，萤石进口数量较 2022 年 1 月增长超 27 倍、进口金额增长超 16 倍。**

图 29：全球萤石产量集中在中国



资料来源：USGS，招商证券

图 30：我国萤石进口量逐年上升



资料来源：iFind，招商证券

表 3：萤石开采监管政策

时间	政策文件	内容	影响
2022 年 1 月	《出口许可证管理货物目录（2022 年）》	出口许可证管理货物目录中明确列入萤石（氟石），包括氟化钙含量 97%及以下、97%以上两类萤石，出口企业需要按出口许可证制度办理，不能完全自由出口。	出口端持续纳入许可证管理，有助于约束资源外流，优先保障国内氟化工、制冷剂、含氟材料等产业链用料。
2022 年 3 月	《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》	明确提出要夯实安全发展基础，保护性开采萤石资源，鼓励开发利用伴生氟资源。	表明国家从石化化工产业链安全角度，要求萤石开发从粗放开采转向保护性开发。
2022 年 8 月	《“十四五”矿山安全生产规划》	强调矿山安全要坚持源头治理、严格安全准入、推动落后产能淘汰退出、推进重大灾害超前治理，并要求构建企业风险分级管控和隐患排查治理双重预防机制。	对萤石矿山形成长期安全准入和隐患治理约束，中小矿山、地下矿山、存在采空区和安全设施不足的矿山复产扩产难度提高。
2024 年 1 月	《关于防范遏制矿山领域重特大生产安全事故的硬措施》	文件要求矿山企业建立安全风险分级管控制度和重大事故隐患自查自改常态化机制；监管部门要采取“四不两直”、明查暗访、突击夜查、杀“回马枪”等检查方式深入排查整治。	显著抬高矿山安全监管强度，对萤石矿而言，超强度生产、越界开采、重大隐患反复出现等行为面临更严处罚，问题矿山复产扩产节奏受限。
2024 年 3 月	萤石矿山安全生产专项整治	明确提出扎实组织开展萤石矿山安全生产专项整治	短期导致部分矿山停产、整改、复产节奏放缓，中长期推动行业集中度提升和安全合规成本抬升。

资料来源：商务部，海关总署，工信部，应急管理部，国家矿山安全监察局，招商证券

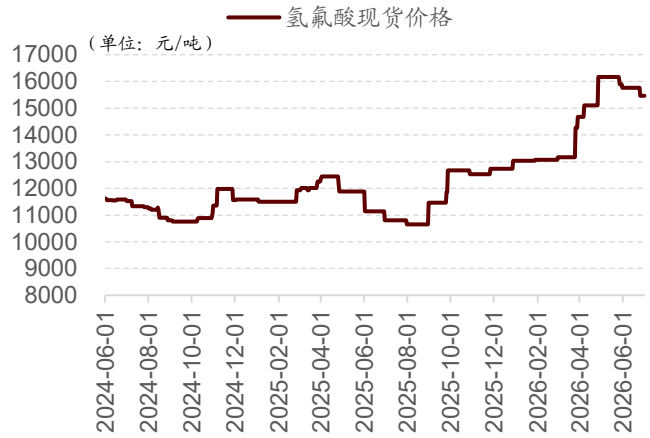
氢氟酸主要由萤石和硫酸反应制得，中国是全球重要的氢氟酸生产国和消费国，产能约占全球总产能的 87%，在国

下载日志已记录，仅供内部参考

际供应链中占据绝对主导地位。根据福布斯商业洞察测算，2025 年全球氢氟酸市场规模约 31.6 亿美元，其中亚太地区 2025 年市场份额占比 43.67%；预计 2026 年达到 33.1 亿美元、2034 年达到 49.7 亿美元，2026-2034 年复合增速约 5.2%。

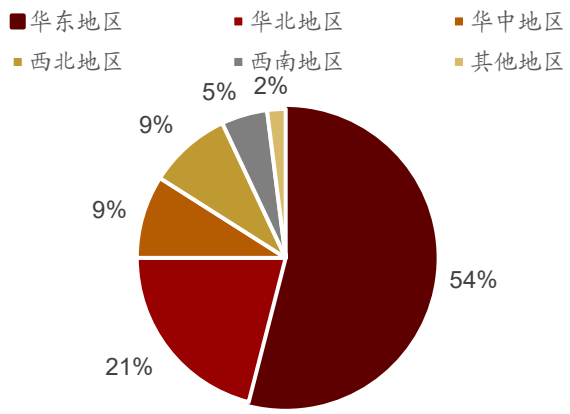
萤石在氢氟酸生产成本构成中约占 50%，是决定成本的关键变量。2024 年起，国内萤石企业开工率偏低，矿山开采不足，安全检查、环保要求趋严，导致萤石开工和供给恢复受限，萤石价格上行后，氢氟酸现货报价随之上调，截至 2026 年 7 月 1 日，国内氢氟酸现货价格为 15466.67 元/吨，较 2025 年 8 月价格低点上涨约 45%。国内氢氟酸产能主要分布在福建、内蒙古、江西、山东、浙江等地，其中福建和内蒙古年产能均超过 60 万吨，华东地区产能占比约 54%；全国约 77 家氢氟酸生产企业，大部分企业规模较小，竞争较激烈，行业集中度不高。

图 31：国内氢氟酸现货价格今年涨价显著



资料来源：iFind，招商证券

图 32：2025 年国内氢氟酸产能分布集中在华东地区

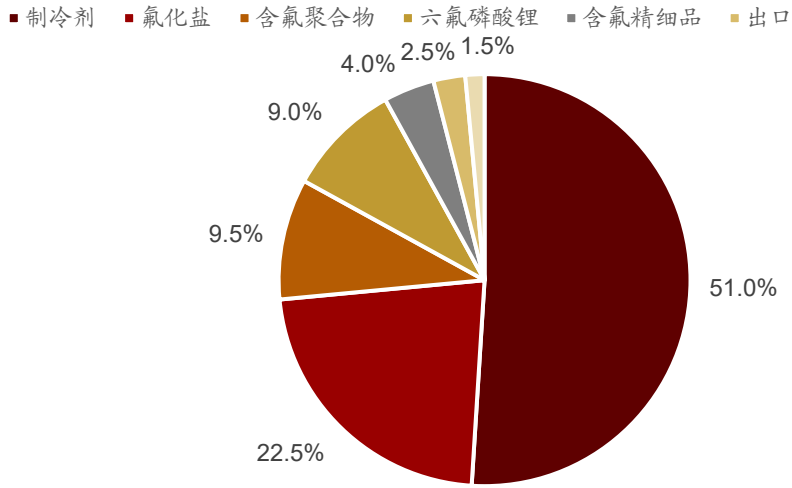


资料来源：生意社，招商证券

➢ 产业链中游：制冷剂仍是最大应用方向，六氟磷酸锂、含氟精细品成为新增量方向

伴随科学技术的进步和新能源、新材料、半导体等新兴领域的发展，氢氟酸的应用领域也变得越来越广泛，已从传统的制冷剂、氟化盐等拓宽到六氟磷酸锂、含氟聚合物等新兴领域。制冷剂仍是氢氟酸下游最主要的应用领域之一，市场占比约为 51%，氟化盐占比约 9.5%，六氟磷酸锂占比约为 9%。

图 33：制冷剂是氢氟酸最大的应用方向



资料来源：生意社，招商证券

从产业链地位看，制冷剂是氟化工中游规模最大、政策约束最强的方向。制冷剂包括 R22、R32、R125、R134a 等产品，部分制冷剂既是终端制冷产品，也可以作为进一步生产含氟单体和含氟材料的中间体。全球制冷剂市场仍处于增长通道，福布斯商业洞察数据显示，全球制冷剂市场规模预计从 2025 年的 281.8 亿美元增长至 2034 年的 558.6 亿美元，2026-2034 年复合增速约 7.9%。我国在全球制冷剂市场中处于强势地位，中国制冷剂产能约占全球 65%，

下载日志已记录，仅供内部参考

需求量约占全球 40%。过去几年，影响我国制冷剂市场扩张最主要的因素是配额制度，配额制度会把龙头企业过去的产量优势转化为制度化份额，中小企业很难通过新增产能获取有效供给份额，因此供给端弹性下降。

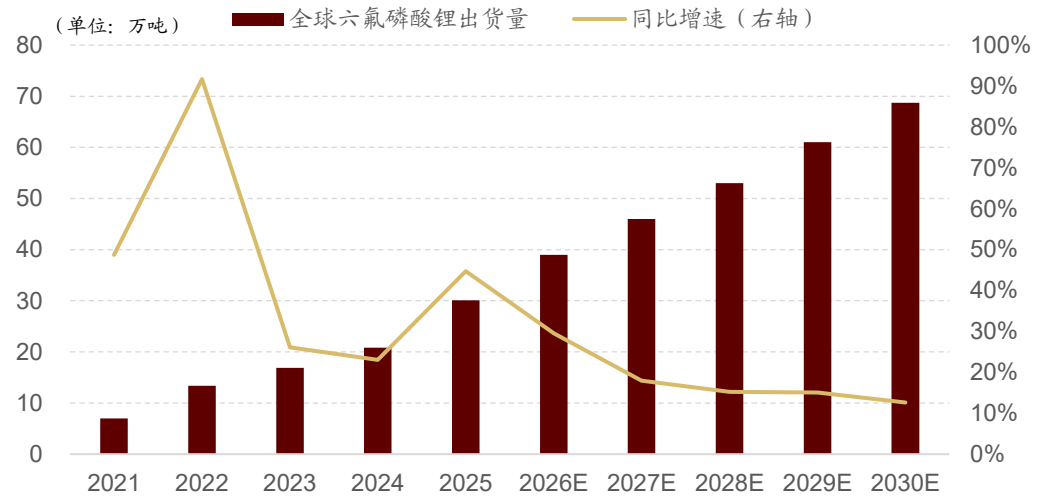
表 4：主流制冷剂梳理

制冷剂	制冷剂类型	主要作用
R22	二代 HCFC	传统制冷工质，同时也是重要含氟单体原料
R32	三代 HFC	高效空调制冷剂，也是 R410A 重要组分
R125	三代 HFC	混配制冷剂关键组分，主要用于提升阻燃性和稳定性
R134a	三代 HFC	中高温制冷剂，汽车空调主流工质之一
R143a	三代 HFC	低温混配制冷剂组分
R152a	三代 HFC	中温制冷剂、发泡剂、气雾剂推进剂

资料来源：招商证券

传统无机氟化物主要服务于电解铝、金属表面处理、玻璃蚀刻、化工助剂，新型无机氟化物则更多进入锂电池电解液、钠电池、半导体电子化学品等领域。根据 Research Nester 测算，2025 年全球无机氟化物市场约 10.2 亿美元，预计 2035 年达到 16.8 亿美元，2026-2035 年 CAGR 约 5.1%，其中亚太地区以约 32%份额领先全球无机氟化物市场，主要受中国、印度工业化和铝产量增长带动。六氟磷酸锂是无机氟化物里成长性最强的品类，EVTank 数据显示，2025 年全球六氟磷酸锂出货量达到 30.1 万吨，全球产值超过 220 亿元，预计 2030 年全球出货量达到 68.7 万吨。

图 34：全球六氟磷酸锂未来出货量有望持续创出新高



资料来源：EVTANK，招商证券

有机氟中间体覆盖含氟医药中间体、含氟农药中间体、含氟电子化学品中间体、液冷材料中间体等。2025 年全球有机氟化学品市场规模约 1829 亿元，同比增长 15.4%，中国市场规模约 827 亿元，同比增长 16.0%，中国市场占全球比重约 45.22%。国内优势在于“萤石—氢氟酸—有机氟中间体”链条完整，短板在于部分高端医药中间体、电子级氟化液、低 PFAS 风险的新型含氟材料仍需客户验证和工艺积累。

➢ 产业链下游重要应用方向

制冷剂是氟化工下游最重要的传统应用方向，核心作用是在制冷系统中完成吸热和放热循环。需求主要来自空调、冰箱冷柜、冷链物流、工商制冷等，其中空调是最大终端，汽车热管理和冷链是中长期增量。当前我国制冷剂行业最核心的变化在于配额制度落地：三代 HFCs 从过去的产能竞争转向配额竞争，行业有效供给受到限制。

电子工业与半导体是无机氟化物中的高端应用方向，部分无机氟化物经过高纯化后，可用于半导体、显示面板和光伏制造中的清洗和蚀刻。氟化工产品在半导体制造中主要承担五类功能：电子级氢氟酸、氟化铵等用于晶圆清洗、氧化层去除和湿法蚀刻；含氟电子特气用于等离子刻蚀、CVD 腔体清洁和金属沉积；半导体级含氟聚合物用于高纯化学

下载日志已记录，仅供内部参考

品输送管路、阀门、泵、密封件和湿法设备部件；氟化液、全氟聚醚等用于精密电子清洗、半导体设备润滑和 AI 服务器液冷；含氟精细化学品用于光刻胶、显示材料、低介电封装材料和高频高速电子材料。

六氟磷酸锂是氟化工下游无机氟化物中最具成长性的新能源材料，核心应用是作为锂离子电池电解液的主流锂盐，主要进入动力电池、储能电池和消费电子电池，其作用在于提供锂离子传导能力，并影响电池循环寿命、倍率性能和表现。相比传统无机氟化物主要应用于电解铝、玻璃陶瓷和金属处理，六氟磷酸锂将氟资源导入新能源汽车和储能产业链，使氟化工从传统工业材料向新能源关键材料延伸。

➢ 本轮涨价行情推动因素

本轮氟化工行情主要由“制冷剂价格达到近十年最高水位+半导体与新能源需求扩散”两方面共同推动。

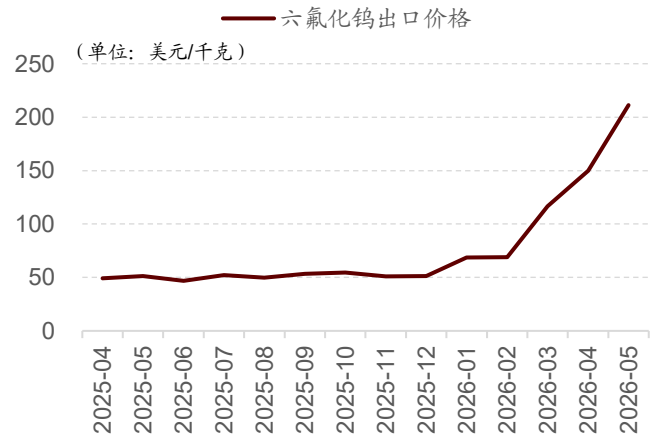
制冷剂价格迅速攀升是本轮推动氟化工高景气最直接的因素。隆众资讯数据显示，截至 6 月 16 日，空调常用的氟制冷剂 R32 市场主流参考价为 63000-63500 元/吨，新能源汽车常用的氟制冷剂 R134a 市场主流参考价为 62000-63000 元/吨。与历史同期相比，当前制冷剂价格已行至近十年来的最高水位，以主流工厂报盘为基准计算，R32 价格同比上涨约 77%，较年初上涨约 6%，R134a 价格同比上涨约 32%，较年初上涨约 13%。

制冷剂价格强势的根本原因在于：需求端，海外极端高温天气推动国内空调厂商外销需求高增；供给端，配额制让产能无法跟随价格快速放量。海外需求高增是推动短期价格强势的重要因素，法国、德国、捷克等欧洲国家出现破纪录高温天气，气温较常年同期高出 5-12℃。据国际能源署统计，欧洲家用空调普及率仅 20%左右，和美国近 90%的渗透率存在巨大差距，市场随即掀起空调抢购热潮。供给方面，国内制冷剂配额制度使得产能无法大规模扩张，生态环境部核发的 2026 年度配额中，2026 年三代制冷剂生产配额总量为 79.78 万吨，较 2025 年初仅增加 5963 吨，二代制冷剂继续削减，R22 生产配额减少 3005 吨，R141b 配额清零。

伴随 AI 芯片、HBM、先进制程和数据中心建设加速，氟化工行业由传统资源化工和制冷剂周期行业，逐步向半导体关键材料和 AI 基础设施材料延伸，其中较为关键的三个产品是六氟化钨、六氟磷酸锂和电子级氢氟酸。

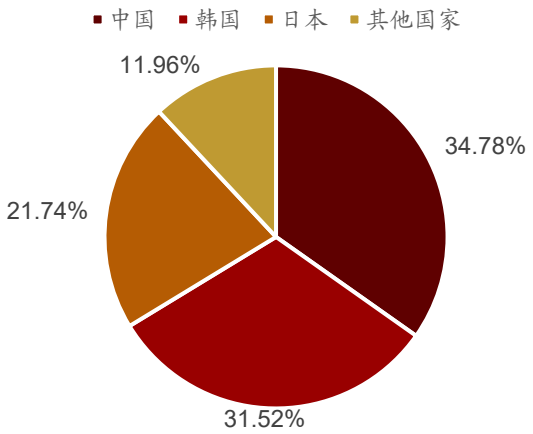
最强的科技主线是半导体电子特气，核心品种是六氟化钨，用于半导体 CVD 钨沉积，是逻辑芯片、DRAM、3D NAND、HBM 等制造环节的重要材料。2026 年以来，六氟化钨价格出现明显跳涨，海关数据显示，2026 年 5 月国内六氟化钨出口均价升至 211.24 美元/千克，同比上涨 312.01%，较年初上涨超 200%。供给端，全球高纯六氟化钨长期由中日韩厂商主导，2026 年 4 月，日本关东电化、中央硝子因高纯钨粉库存紧张向全球芯片制造商发出供应预警，提示下半年供应无法保障，市场上随即出现超 20%的高纯六氟化钨供给缺口；需求方面，高纯六氟化钨的供应替代难度极高，半导体厂商担心断供导致产线停摆，因此六氟化钨供应安全溢价被迅速放大，年内价格飙升。

图 35：六氟化钨出口价格今年出现明显跳涨



资料来源：iFind，招商证券

图 36：高纯六氟化钨由中日韩厂商主导



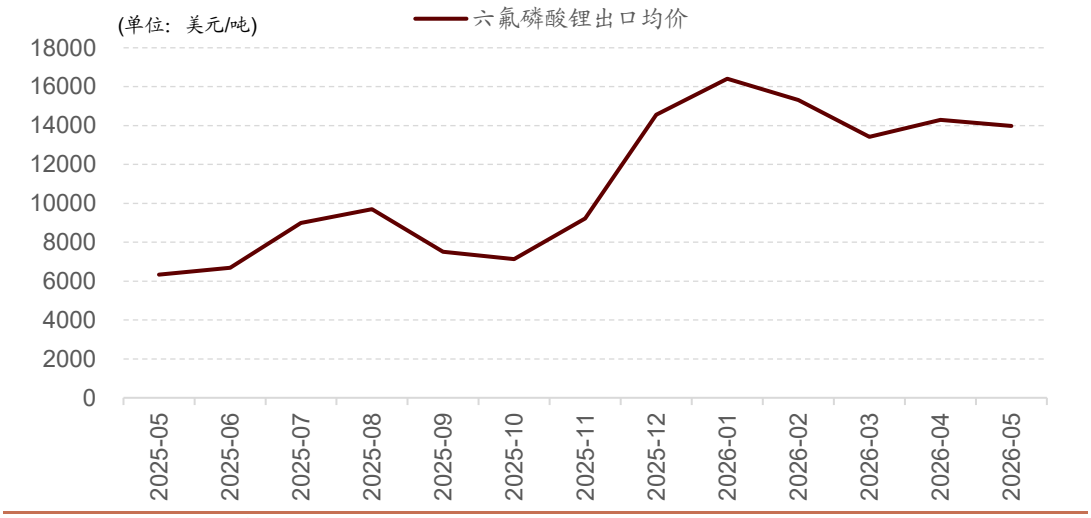
资料来源：新浪财经，招商证券

六氟磷酸锂是锂离子电池电解液中最主流的导电锂盐，其需求主要跟随动力电池、储能电池、消费电池排产变化。2026 年 5 月中国锂电市场排产总量约 249GWh，连续三个月刷新历史峰值，其中储能电芯排产占比达到 42.3%，成为拉动锂电排产增长的核心力量。储能需求提升使电池厂排产回升，电解液厂补库需求增加，六氟磷酸锂进入刚需补库存阶段，部分公司库存仅剩一周左右，产线开工率约 90%，推动六氟磷酸锂价格抬升。截至 2026 年 5 月，六氟磷酸锂

下载日志已记录，仅供内部参考

出口均价升至 1.40 万美元/吨，同比涨幅超 120%。

图 37：六氟磷酸锂出口均价同比大幅上升



资料来源：iFind，招商证券

电子级氢氟酸用于晶圆清洗、湿法刻蚀等环节，是半导体制造中基础但不可替代的含氟材料。随着晶圆制造产能利用率修复、先进制程推进、存储和 AI 芯片需求上行，单位晶圆对应的高纯湿化学品消耗量和质量要求都会提升，高端产品仍有认证和稳定供货门槛，因此客户黏性强，产品价格敏感度相对较低。2026 年 6 月，国内电子级氢氟酸龙头公司多氟多披露，公司产能利用率维持较高水平，目前市场上电子级氢氟酸价格上涨约 20%-30%。

➢ 产业投资机会

氟化工投资机会可沿供给约束、需求修复、国产替代和高端材料升级四条线索展开，具体配置方面，重点关注制冷剂、半导体高纯含氟材料、锂电含氟材料、上游氟资源与氢氟酸四大细分方向。从行业整体观察，氟化工板块多条主线形成共振，从单一涨价向多环节景气扩散。

制冷剂受配额制度约束，供给弹性明显弱于普通化工品，在空调、汽车热管理、维修市场和出口需求支撑下，价格中枢具备上移基础，是本轮行情中确定性较强的方向，后续可以观察需求端是否具有持续性。半导体高纯含氟材料受益于 AI 算力扩张、晶圆制造景气修复和材料国产替代，电子级氢氟酸、高纯六氟化钨、含氟电子特气等方向具备更强成长属性和价格弹性。锂电含氟材料受动力电池和储能排产提升带动，六氟磷酸锂等环节有望受益于电解液补库和需求修复。上游萤石、无水氢氟酸以及含氟聚合物等方向分别体现资源成本支撑和中长期新材料升级逻辑。

本周和下周值得关注的主题事件有：

➢ 国内重要资讯与产业政策

（1）算力基建—八部门：推动工业互联网基础设施和智算设施、超算设施等算力基础设施一体规划、同步建设

财联社 6 月 30 日电，工业和信息化部等八部门印发《关于推动工业互联网高质量发展的实施意见》，意见提出，提升算力支撑水平。推动工业互联网基础设施和智算设施、超算设施等算力基础设施一体规划、同步建设。探索构建工业算力网络体系，加强端边云多层级算力动态协同能力，满足各类主体业务发展算网存用需求。依托一体化算力网，强化算力互联互通，加强智能、边缘算力匹配供给，增强对海量异构数据高速处理和深度加工能力，深度赋能工业领域大模型训练、工业元宇宙实时交互等场景。

新闻来源：https://www.cls.cn/detail/2413112

（2）小额快速融资——证监会征求意见：在拟融资规模不超过净资产 20%的前提下 沪深交易所上市公司小额快速融资上限从 3 亿元提升至 6 亿元

证监会就完善上市公司再融资规则公开征求意见，优化小额快速再融资制度，在拟融资规模不超过净资产 20%的前提下，沪深交易所上市公司小额快速融资上限从 3 亿元提升至 6 亿元，净资产超过 100 亿元的特大型企业小额快速

下载日志已记录，仅供内部参考

融资上限提升至 10 亿元；北交所上市公司小额快速融资上限从 1 亿元提升至 2 亿元。同时，将小额快速再融资由上市公司年度股东会授权修改为上市公司股东会授权，提高融资灵活性。

新闻来源：https://www.cls.cn/detail/2416795

（3）IPO—证监会同意宇树科技科创板 IPO 注册申请

财联社 7 月 2 日电，证监会同意宇树科技股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市的注册申请。

新闻来源：https://www.cls.cn/detail/2415447

（4）创新药—国家药监局：将符合条件的细胞与基因治疗药品纳入创新药临床试验审评审批 30 日通道

财联社 7 月 3 日电，国家药监局综合司就《关于优化细胞与基因治疗药品审评审批有关事项的公告(征求意见稿)》公开征求意见。其中提到，鼓励研发创新，提高临床研发质效。支持以临床价值为导向的细胞与基因治疗药品研发创新，聚焦恶性肿瘤、罕见病、遗传性疾病、免疫系统疾病、神经退行性疾病等重点领域开展研究，鼓励在中国开展全球同步研发和国际多中心临床试验，将符合条件的细胞与基因治疗药品纳入创新药临床试验审评审批 30 日通道，提高临床研发质效。

新闻来源：https://www.cls.cn/detail/2416685

（5）人工智能—Kimi 估值升至 315 亿美元 ARR 突破 3 亿美元 收入曲线现 Anthropic 早期特征

《科创板日报》30 日讯，《科创板日报》记者独家获悉，月之暗面 Kimi 上一轮 200 亿美元估值融资于近日完成交割，新一轮融资已经启动，投前估值涨至 315 亿美元。据接近 Kimi 的机构人士介绍，Kimi 在本轮融资沟通中披露了其最新收入数据：6 月中旬，ARR（年度经常性收入）突破 3 亿美元。Kimi 此轮收入增长主要来自模型迭代带动的开发者使用和 API 收入提升。目前，API 收入已占 Kimi 整体收入 7 成以上并持续走高。Kimi 的收入曲线初现 Anthropic 早期商业化阶段的特征：开发者调用放量、API 占比提升、海外付费用户增长，并由模型能力迭代带动价格体系上移。

新闻来源：https://www.cls.cn/detail/2412708

（6）动力电池—2026 年我国新能源汽车动力电池需求预计达 888.7GWh

《科创板日报》30 日讯，6 月 30 日，中国汽车动力电池产业创新联盟 2026 年度论坛召开，国家动力电池创新中心副主任马小利在论坛上表示，受新能源汽车增量放缓影响，国内动力电池行业由“高速增长”进入“稳健增长、结构升级”阶段，增速较 2025 年降低。预计 2026 年国内动力电池全年装车需求达 888.7GWh，同比增长 15.8%。其中，新能源乘用车装车需求达 672.7GWh，同比增长 10.8%，新能源商用车装车需求达 216.1GWh，同比增长 34.7%。

新闻来源：https://www.cls.cn/detail/2412859

（7）工业互联网—八部门：目标到 2030 年工业互联网核心产业增加值突破 2.5 万亿元

工业和信息化部等八部门印发《关于推动工业互联网高质量发展的实施意见》，目标到 2030 年，工业互联网实现更广范围、更深程度、更高水平发展，推动实体经济和数字经济深度融合迈上新台阶。新型基础设施实现规模化部署，建设 5 万张工业 5G 专网，标识解析服务企业范围不断拓展，打造 5 个左右具有国际影响力的综合型平台，初步构建较为完备的工业数据基础制度体系。融合应用实现 207 个工业中类全覆盖，培育一批分级分类、特色鲜明的 5G 工厂，重点行业规上工业企业安全分类分级普及率达到 80%。工业互联网技术、标准、产品供给不断完善，企业实力和跨界合作水平显著提升，核心产业增加值突破 2.5 万亿元，成为新质生产力的重要组成。到 2035 年，建成全球领先的工业互联网基础设施体系和国际先进的技术产业体系，融合应用实现国民经济重点行业领域广泛深度覆盖，全面形成对新型工业化的支撑能力。

新闻来源：https://www.cls.cn/detail/2413111

（8）PMI—国家统计局：6 月份制造业采购经理指数为 50.3% 重返扩张区间

下载日志已记录，仅供内部参考

财联社 6 月 30 日电，国家统计局数据显示，6 月份，制造业采购经理指数为 50.3%，比上月上升 0.3 个百分点，重返扩张区间；非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数分别为 50.2%和 50.6%，均比上月上升 0.1 个百分点，我国经济景气水平有所回升。

新闻来源： https://www.cls.cn/detail/2412431

（9）设备更新——今年 2000 亿元“两新”设备更新资金已全部下达

财联社 7 月 3 日电，近日，国家发展改革委已经下达今年第三批设备更新项目清单和资金安排，支持能源电力、物流、教育、养老机构、线下消费商业设施、老旧营运货车、住宅老旧电梯等领域设备更新和老旧小区加装电梯。今年以来，国家发展改革委会同有关部门，优化支持范围，完善申报流程，强化审核把关，加快工作节奏，分三批下达设备更新资金。目前，全年 2000 亿元设备更新资金总额已下达完毕，共支持 22 个领域约 1.1 万个项目，对加快产业升级、促进绿色发展、改善民生福祉、强化安全保障提供有力支撑。今年 1—5 月，设备工器具购置投资同比增长 9.3%，占全部投资的比重为 17.5%，比上年同期提高 2.2 个百分点。

新闻来源： https://www.cls.cn/detail/2416142

（10）新能源—国务院：合理控制煤电装机规模和发电量 全面提升可再生能源电力消费比重

财联社 7 月 3 日电，国务院印发《美丽中国建设“十五五”规划》。其中提出，积极稳妥推进和实现碳达峰。实施积极应对气候变化国家战略，落实国家自主贡献目标，扎实推进碳达峰行动，全面实施碳排放总量和强度双控制度。坚持风光水核等多能并举，深入开展节能降碳改造和控煤减煤，合理控制煤电装机规模和发电量，全面提升可再生能源电力消费比重，加快推进新增用电量由新增清洁能源电量覆盖。实施应对气候变化一揽子重大工程，推动碳捕集利用与封存技术发展和示范项目建设。

新闻来源： https://www.cls.cn/detail/2416631

➢ 国外重要资讯与产业政策

（1）非农就业—美国 6 月非农就业人数增加 5.7 万人 远低于市场预期

财联社 7 月 2 日电，美国 6 月非农就业人数增加 5.7 万人，预估为增加 11.3 万人，前值为增加 17.2 万人。私营部门非农就业人数增加 4.9 万人，前一个月为增加 9.7 万人，预估为增加 10.7 万人。制造业非农就业人数增加 0.3 万人，前一个月为减少 0.2 万人，符合预期，接受调查的 15 位经济学家的预测范围为减少 0.1 万人至增加 1 万人。

新闻来源： https://www.cls.cn/detail/2415716

（2）算力出售—Meta 据悉布局 AI 云业务 拟对外出售算力 挑战亚马逊、微软和谷歌

财联社 7 月 1 日电，据媒体援引消息人士报道，社交媒体巨头 Meta 正制定计划，拟推出云基础设施业务，向外部客户出售 AI 算力和模型访问权限。这将使其在云计算领域与亚马逊 AWS、微软 Azure 和谷歌 Cloud 等行业龙头展开新的竞争。知情人士表示，Meta 近年来一直加速建设数据中心及其他基础设施，以支撑自身人工智能（AI）战略。如今，该公司正筹建一项新业务，通过向外部客户出售富余算力实现收入增长。其中一种方案是，向客户开放部署在 Meta 现有 AI 基础设施上的多种 AI 模型，类似于 AWS 的 Bedrock 服务。知情人士称，Meta 将负责运行支撑这些模型的数据中心和芯片，包括自研的 Muse Spark 模型，并向开发者收取调用费用。据悉，Meta 相关计划仍处于制定阶段，未来战略仍可能调整。

新闻来源： https://www.cls.cn/detail/2414547

（3）汇率—日元兑美元汇率创下近 40 年来新低

财联社 6 月 30 日电，日元跌破 1 美元兑 162 日元关口，触及 1986 年以来的最低水平。有日本学者指出，由于成本推动型通胀、人口压力以及日元与美元存在较大利差等因素的存在，日元走势疲软。日本内阁官房长官木原稔表示，将根据需要对外汇采取适当行动。

新闻来源： https://www.cls.cn/detail/2412365

（4）美伊冲突—伊朗称将适时启动伊美最终协议谈判

下载日志已记录，仅供内部参考

记者当地时间 7 月 1 日自伊朗方面获悉，伊朗副外长加里巴巴迪率伊朗外交部、央行等部门代表团访问卡塔尔，当天上午在多哈与卡塔尔首相兼外交大臣穆罕默德举行会晤，讨论落实美伊谅解备忘录等议题，包括在黎巴嫩实施停火等问题上"消除现有障碍"。消息称，在加里巴巴迪与穆罕默德会晤后，伊朗、卡塔尔和巴基斯坦代表于多哈举行了三方会谈，以审查美伊谅解备忘录的执行情况。加里巴巴迪在会后表示，伊朗方面已经成立负责跟进美伊谅解备忘录执行情况并就最终协议进行谈判的工作组，但尚未正式就此展开谈判。伊朗正在通过调解人继续磋商，以确定其工作组开展谈判的时间和地点，"如果必要条件得到满足，工作组将正式展开谈判"。

新闻来源： https://baijiahao.baidu.com/s?id=1869513024415920351&wfr=spider&for=pc

（5）算力—英伟达推出 AI 基础设施新合作模式 与 AI 云厂商共享收入助力算力建设

财联社 7 月 2 日电，英伟达当地时间 7 月 1 日宣布推出全新的 AI 基础设施合作模式，将通过收入分成（Revenue-sharing）和信用支持（Credit-support）机制，与 AI 云服务商共同建设大规模、多租户 AI 工厂，帮助初创企业、模型开发者、企业及科研机构更快获得 AI 算力，同时为英伟达创造与算力使用量挂钩的持续性收入。根据方案，AI 云厂商将部署基于英伟达 DSX AI Factory 架构的 AI 工厂，对外提供云计算服务。首批合作伙伴包括 Sharon AI 和 Firmus。其中，Sharon AI 计划部署最多 4 万块 NVIDIA Grace Blackwell GB300 GPU；Firmus 将在印度尼西亚巴淡岛建设 DSX AI 工厂园区，规划扩展至 360 兆瓦电力规模，并部署最多 17 万块英伟达 GPU。

新闻来源： https://www.cls.cn/detail/2415071

（6）半导体—三星传获 Meta 超 10 万亿韩元 AI 芯片代工订单 2 纳米中长期积压订单看涨

财联社 7 月 3 日电，据报道，三星电子正成为全球大科技公司自研 AI 芯片（ASIC）的核心生产基地，其中长期积压订单有望逼近 50 万亿韩元。据悉，Meta 正推进与三星晶圆代工合作设计并生产价值超 10 万亿韩元的下一代 ASIC。其自研 AI 加速器"MTIA"已锁定三星为合作伙伴，计划采用 2 纳米尖端工艺量产数十万组。同时，美国 AI 巨头 Anthropic 也在评估使用其 2 纳米工艺开发芯片。

新闻来源： https://www.cls.cn/detail/2416527

（7）投资计划—韩国联合三星、SK 等企业推出 312 万亿韩元投资计划 重点布局半导体与航天产业

财联社 7 月 3 日电，韩国副总理兼企划财政部长官具润哲 7 月 3 日宣布，将推动各大企业在东南部（岭南地区）投资超 312 万亿韩元（约 2040 亿美元），以发展先进制造和 AI 产业。具体规划中，SK 集团、三星、韩华及现代汽车将分别注入约 140 万亿、60 万亿、55 万亿和 42 万亿韩元，重点布局半导体、AI 和航天等领域；LG 与斗山也将跟进投资。此外，韩国还公布了以泗川为核心的国家航天战略，旨在打造南部沿海航天产业带。

新闻来源： https://www.cls.cn/detail/2416482

（8）半导体—三星 4nm 产能基本售罄 部分 8nm 产能满负荷运转 已开始选择性接单

《科创板日报》3 日讯，据业内人士透露，三星电子晶圆代工部门近期调整了供货策略，优先处理现有客户的订单，并有选择地接受新客户的订单。行业分析师指出，人工智能市场的爆炸式增长正在从根本上改变晶圆代工的需求结构。此前主要集中在智能手机应用处理器（AP）上的先进制造工艺需求，近期已转向人工智能加速器芯片、专用集成电路（ASIC）芯片和高性能计算（HPC）芯片。三星晶圆代工的 4nm 工艺产能已基本售罄，甚至明年的产能也已售罄，部分 8nm 工艺产能也几乎达到满负荷运转。

新闻来源： https://www.cls.cn/detail/2416471

（9）存储—消息称三星电子第三季度 DRAM 价格将上调至多 20%

《科创板日报》3 日讯，据业内人士 3 日透露，三星电子目前正在与客户进行谈判，目标是将今年第三季度 DRAM 的平均售价比上一季度提高 20%。

新闻来源： https://www.cls.cn/detail/2416318

（10）半导体—Anthropic 据悉正与三星洽谈定制人工智能芯片

财联社 7 月 2 日电，据三位直接了解该项目的人士透露，Anthropic 已开始开发自有的 AI 芯片，并与三星电子进行了谈判，作为潜在的制造合作伙伴，效仿竞争对手 OpenAI 试图获得对其模型背后昂贵计算系统的更多控制权。如

下载日志已记录，仅供内部参考

果 Claude 制造商继续推进该芯片，与其他公司相比，它在开发自有 AI 服务器芯片方面将是相对较新的。

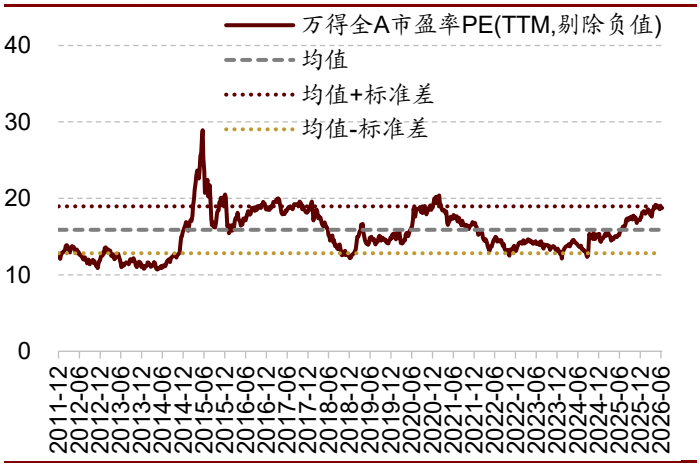
新闻来源：https://www.cls.cn/detail/2415812

下载日志已记录，仅供内部参考

数据·估值——整体 A 股估值较上周上行

本周整体 A 股估值水平上行。截至 7 月 3 日收盘，万得全 A 指数 PE（TTM）为 18.7，处于历史估值水平（10 年以来）的 82.3%分位数。创业板指 PE（TTM）下行 1.7 至 44.9，处于历史估值水平的 56.1%分位数。代表大盘股的沪深 300 指数 PE（TTM）与上周基本持平为 13.6，处于历史估值水平的 77.4%分位数。代表中小盘股的中证 500 指数 PE（TTM）上行 0.1 至 33.0，处于历史估值水平的 74.8%分位数。

图 38：本周万得全 A 指数 PE（TTM）上行 0.04 至 18.7



资料来源：Wind、招商证券

图 39：本周创业板指 PE（TTM）下行 1.7 至 44.9



资料来源：Wind、招商证券

图 40：本周沪深 300 指数 PE（TTM）与上周基本持平为 13.6



资料来源：Wind、招商证券

图 41：本周中证 500 指数 PE（TTM）上行 0.1 至 33.0



资料来源：Wind、招商证券

在行业估值方面，本周指数估值涨跌分化，其中，医药生物、国防军工和美容护理涨幅居前，电子、建筑材料和通信跌幅居前。医药生物指数估值上涨 2.84 至 29.22，处于 42.6%历史分位（近十年，下同）；国防军工指数估值上涨 3.14 至 61.72，处于 60.4%历史分位；美容护理指数估值上涨 2.00 至 28.07，处于 18.5%历史分位；电子指数估值下跌 3.59 至 86.15，处于 99.8%历史分位；建筑材料指数估值下跌 3.90 至 47.16，处于 99.8%历史分位；通信指数估值下跌 1.95 至 31.76，处于 51.0%历史分位。截至 7 月 3 日收盘，一级行业估值排名前五的行业分别是电子、国防军工、计算机、建筑材料、机械设备。

表 5：一级行业估值(PE、PB、PS)及对应分位数

	PE(TTM,剔除负值)		PB(LF,内地)		PS（TTM）	
	现值	分位数	现值	分位数	现值	分位数
农林牧渔	26.93	51.8%	2.11	0.7%	0.89	1.7%

下载日志已记录，仅供内部参考

基础化工	28.27	86.4%	2.42	60.8%	2.09	95.1%
钢铁	16.99	74.7%	0.98	32.0%	0.45	50.6%
有色金属	20.82	30.9%	3.27	81.4%	1.33	75.9%
电子	86.15	99.8%	8.14	99.8%	5.50	99.8%
汽车	23.90	53.6%	2.27	53.2%	1.06	51.0%
家用电器	15.47	37.1%	2.21	3.7%	1.21	47.9%
食品饮料	18.56	0.9%	2.99	0.1%	3.62	0.1%
纺织服饰	19.87	51.2%	1.76	35.6%	1.29	15.2%
轻工制造	22.32	35.0%	1.80	30.9%	1.55	24.8%
医药生物	29.22	42.6%	2.53	10.3%	2.65	36.9%
公用事业	19.01	49.5%	1.57	44.8%	1.76	72.2%
交通运输	15.15	43.4%	1.16	0.3%	0.64	16.8%
房地产	10.22	39.1%	0.77	16.0%	0.60	35.8%
商贸零售	21.67	36.0%	1.60	36.7%	0.65	41.4%
社会服务	31.11	25.6%	2.55	4.3%	2.26	7.8%
银行	6.45	54.7%	0.48	8.8%	2.42	74.7%
非银金融	10.37	1.9%	1.15	15.4%	1.98	60.6%
综合	88.47	97.6%	2.93	87.8%	2.17	66.9%
建筑材料	47.16	99.8%	1.89	52.0%	2.32	87.0%
建筑装饰	10.43	72.6%	0.73	7.2%	0.22	24.2%
电力设备	33.86	56.3%	3.28	59.4%	2.30	49.7%
机械设备	44.21	90.0%	3.75	99.8%	3.37	95.3%
国防军工	61.72	60.4%	3.67	81.6%	4.39	86.4%
计算机	48.17	49.5%	3.73	40.1%	3.13	27.5%
传媒	23.36	28.5%	2.51	47.7%	2.62	32.4%
通信	31.76	51.0%	7.20	99.0%	2.96	98.8%
煤炭	16.23	85.5%	1.35	49.7%	1.73	95.6%
石油石化	12.13	39.3%	1.25	17.0%	0.59	74.5%
环保	20.63	52.8%	1.65	37.9%	2.28	41.8%
美容护理	28.07	18.5%	2.41	0.5%	2.54	30.1%

资料来源：Wind，招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。