

首席周观点：2026年第4周

2026年1月22日

首席观点

周度观点



张天丰 | 东兴证券金属首席分析师

S1480520100001, 021-25102914, Zhang_tf@dxzq.net.cn

金属行业：弱供给周期下的行业配置属性再探讨—小金属板块估值及收益弹性有望释放

金属行业的供需结构明显优化。从供给端观察，金属行业上游已处于弱供给周期，全球矿业的供给状态在 2028 年前或延续强刚性化特征并且已显现产业链环节的垂直化扩散。从需求端观察，绿色低碳能源转型、新质生产力发展及算力资本周期的来临或将提振多金属品种需求曲线右移。

流动性周期的切换有助于金属价格的弹性释放。尽管 2025 年全球货币政策已由紧缩周期转向宽松周期，但降息缩表的操作方式或将在 2026 年逐渐常态化，全球央行资产负债表的再扩张或推动本就供需状态紧平衡的小金属品种获得流动性溢价。

金属行业的供需结构优化及流动性溢价或再次提振小金属板块的价格及估值弹性。从数据观察，近 15 年以 FED 为例的数轮扩表周期对大宗商品价格指数的溢出效应统计显示：小金属在扩表周期内的平均涨幅区间为 40%(锡)~88%(稀土)，小金属公司估值 PE TTM 的平均水平为 53X，而小金属公司股价实际相对沪深 300 的超额收益平均值为 50%。扩表周期叠加各金属品种供需结构的持续优化，小金属板块的估值及收益弹性有望释放。

稀土：供需结构优化及输出规则重定义推动稀土产业链价值重估。从供需结构观察，稀土行业供需结构持续优化。在供给端，行业整合加速叠加《稀土管理条例出台》，稀土供给已进入加速优化。2024 年稀土矿采供给年额度增速由 23 年的 21% 降至 24 年的 6%，冶炼分离年额度增速由 23 年的 21% 降至 24 年的 4%，2024 年矿采总量指标较冶炼总量指标年额度过剩增至 1.6 万吨。在需求端，新能源汽车、电力电网投资、机器人等行业发展推动稀土需求持续增长。从政策端考虑，稀土行业已迎来“战略武器化”的产业链价值重估。稀土产业的出口管制已成为中美贸易战中重要的战略武器，对外的出口管制叠加内部的供给收缩或持续提升中国稀土行业的全球定价权。稀土产品价格的上行或将持续提振行业盈利能力及估值水平。

稀土板块相关标的：中国稀土、北方稀土、广晟有色、厦门钨业、盛和资源。

铷铯：全球铷铯盐市场或已进入快速扩张期。供给端，中矿资源的铷铯盐扩产以及金银河铷铯盐产线的产能利用率提升将推动铷铯供给有效增长，其中铷盐的供给或明显改善。企业的扩产或推动全球铷供给由 2024 年的 1881 吨升至 2027 年的 2811 吨，期间 CAGR 达 14%；全球铷供给或由 2024 年的 40 吨升至 2027 年的 1740 吨。需求端，全球铷铯盐需求的增长

主要受三大主线推动：（1）铷铯盐现有消费结构的升级。（2）钙钛矿太阳能电池等新兴需求或引发铷铯盐需求爆发式增长。（3）铷盐供给预期改善后需求的发展。综合考虑，我们认为2025-2027年间全球铷铯盐合计需求或由2025年的2466吨升至2027年的4600吨，期间年均复合增长率或达36.6%。结合我们对全球铷铯盐供应与需求的拟合、预测，我们认为2025-2027年间，全球铷铯盐供给或分别为2210/3135/4550吨，全球铷铯盐需求或分别为2446/3166/4600吨，供需平衡或分别为-256/-30/-50吨。供需升级带动的铷铯盐市场扩张或有效增厚上游相关公司的利润，对应企业的估值及收益弹性有望释放。

铷铯板块相关标的：中矿资源、金银河。

锂：锂行业供需关系或持续改善。从供给端观察，生产成本分化或决定锂矿端供给增量。考虑到锂价对高成本矿企的锂产出影响，2025年后锂矿端增量或逐渐缩减，而南美地区低成本盐湖提锂产出或决定全球锂供给弹性。我们预计2024-2027年间，全球锂供给或由123.1万吨LCE增至186万吨LCE，期间CAGR或达15%。其中，盐湖提锂产量或由24年的47.5万吨LCE增至27年的84万吨LCE，期间CAGR或达21%，对应供应占比或由39%升至45%。从需求端观察，受益于新能源汽车发展带来的动力电池市场持续成长，以及新型电化学储能系统装机推动的储能锂电池需求的阶段性爆发，2024-2027年间全球锂电池合计出货量或由24年的1545GWh增至27年的2778GWh，全球碳酸锂合计需求量或由24年的103万吨增至27年的184万吨，期间CAGR或达21%。综合考虑，锂供需结构或在2025-2027年间逐渐改善，期间供需平衡或分别达到12.8/6/2万吨LCE，供应过剩状况持续减缓。随着“反内卷”政策持续深化，叠加下游新能源汽车及储能领域的高景气度运行，锂行业供需结构改善或推动金属产品价格、行业盈利及估值水平持续改善。

锂板块相关标的：中矿资源、金银河、天齐锂业、赣锋锂业、永兴材料。

锑：供需错配或推升锑行业进入强景气周期。从供给侧观察，一方面，极地黄金锑矿停产导致锑矿供应超预期收缩；另一方面，受持续的环保限制、储量保护及出口管制影响，中国锑矿产量或维持下降趋势。再生锑方面，铅酸蓄电池的消耗量下降或使再生锑产量增速下滑。2024-2027年间，全球再生锑供应或由3.3万吨升至3.5万吨，期间CAGR为2%，占全球锑供应比例或由24.2%升至27.4%。从需求端观察，光伏装机的强劲增长或推动锑需求快速提升，而隐形库存的再建或推动锑需求稳定增长，2024-2027年间全球锑需求增速CAGR或达11%。综合考虑，2024-2027年间，全球锑供需缺口或持续放大，分别为-2.8/-6.0/-7.6/-9.5万吨，占需求比例或为17.1%/32.8%/37.7%/42.8%。考虑到2025-2027年间锑供需缺口的持续放大，锑价运行重心已进入上行通道，有助于相关上市公司营收及利润的持续增厚，锑板块配置属性有望增强。

锑板块相关标的：华钰矿业、华锡有色、湖南黄金。

钼：供需延续紧平衡或推动价格中枢上行。从供给侧观察，2020-2024年间全球钼供给从27.3万吨增长至29.2万吨，年均复合增速仅为1.6%。考虑到钼矿国内新增项目或于2027年之后才开始逐渐达产，而海外受矿山低品位与罢工扰动频发影响，供给增量较少且不及预期，全球钼供给量或维持低速增长。从需求侧观察，随着钢铁行业的高端化及绿色化转型，航空航天、汽车轻量化领域对含钼合金钢需求增强，预计2024-2027年间钼需求端CAGR或达3.8%。

考虑到全球钼供需基本面持续紧平衡状态，我们认为钼精矿的价格中枢有望持续上行并回归到 5000 元/吨的水平，钼金属价格的提升或助推相关公司的盈利及估值弹性释放。

钼板块相关标的：洛阳钼业、金钼股份、西部矿业。

镁：镁行业供需或进入持续性紧平衡状态。中国原镁行业已逐渐形成镁新型现代产业集群，这有助于行业规模效益的提升及盈利水平的修复，也意味着行业的发展将与新能源产业的发展形成有效共振。鉴于企业端原镁产能现有的建设规划与产能利用率的回升，我们认为 2024-2027 年间，全球原镁产量或由 112 万吨增至 200 万吨，其中中国原镁产量或由 102.6 万吨增至 175 万吨。在镁需求端，汽车轻量化发展或为全球镁金属需求带来大幅增量，而机器人行业、镁合金建筑模板、镁基储氢及低空经济等领域发展亦或为全球镁金属需求上行提供弹性。我们认为，2024-2027 年间，全球镁金属需求或由 2024 年的 112 万吨增长至 2027 年的 200.1 万吨，期间 CAGR 或达 21%。综合考虑，2025-2027 年间，全球原镁供需缺口或为 0.1/0.9/-0.1 万吨，全球原镁供需的紧平衡状态同样暗示镁行业已经显现周期性的底部特征。考虑到部分镁生产企业的高污染，中国原镁行业产能的低利用率（24 年为 69%），镁价的低迷（24-25 年镁价长期低于行业平均成本 1.9 万元/吨），以及镁行业集群化发展的趋势，我们认为，“反内卷”政策或有望在 2026 年向镁行业扩散，镁行业的供需结构改善或推动镁价由周期性的底部上行，镁企业盈利及估值水平有望提升。

镁板块相关标的：宝武镁业、星源卓镁、万丰奥威。

风险提示：政策执行不及预期，利率超预期急剧上升，金属库存大幅增长及现货贴水放大，市场风险情绪加速回落，区域性冲突加剧及扩散。

参考报告：《弱供给周期下的行业配置属性再探讨—小金属板块估值及收益弹性有望释放》，2025-12-16



刘航 | 东兴证券电子行业首席分析师

S1480522060001, 021-25102909, liuhang-yjs@dxzq.net.cn

电子行业：电子行业 2026 年度策略：掘金 AI 创新周期

年初至 2025 年 12 月 5 日，电子行业指数（中信）上涨 44.67%。年初受 DeepSeek 引领的开源模型创新浪潮驱动，国内 AI 大模型产业价值重估，叠加终端侧 AI 应用的持续迭代升级，算力产业链表现相对强劲。后续 AI 技术引领的产业链创新与终端应用复苏持续推动电子行业上行，同时 2H25 开始存储板块受供需缺口影响下开启涨价周期。2025 年初至 2025 年 12 月 5 日，电子行业指数（中信）上涨 44.67%。据 2025 年基金三季报披露的信息，2025 年 Q3 基金持有电子行业总市值为 9370.88 亿元，占流通 A 股市值比重为 5.07%，AI 产业周

期叠加业绩释放期，电子板块持续受到机构投资者青睐。2025年Q3电子板块基金持仓市值/流通市值占比前十的公司分别为：茂莱光学、澜起科技、源杰科技、中科飞测、晶晨股份、中芯国际、中微公司、兆易创新、芯源微、思特威。半导体核心赛道优质公司受益于AI创新周期与国产替代产业周期共振，机构持仓占比较高。

目前，我们看到AI逻辑正在不断强化：①算力需求快速增长，在生成式人工智能蓬勃发展的推动下，算力行业维持高景气。②AI芯片崛起，端侧AI领域百花齐放。③AI工作负载的指数级增长正在增加数据中心的功率需求。我们建议沿着AI创新周期，布局新技术、新需求和新周期，掘金优质赛道。展望未来，AI浪潮叠加进口替代，产业趋势不断强化，电子行业进入新发展阶段，看好方向如下：

- （一）**半导体存储**：存储行业迎来上行周期，AI驱动供需失衡推动价格进入超级周期。本轮存储上行周期的核心驱动力是AI算力基础设施的爆发性需求，特别是AI服务器对存储的用量是普通服务器的数倍，带动HBM、DDR5、企业级SSD等高性能存储需求激增。在供给端，三大原厂（三星、SK海力士、美光）将产能优先分配给高利润的HBM和DDR5等领域，导致用于传统服务器和消费电子的DDR4等成熟制程产品产能被挤压，供应紧张。同时，全球存储供应商的库存水平已降至历史低位。在需求端，AI推理应用普及使得“冷数据”和“温数据”的调用需求增加，进一步推动了对大容量SSD的需求，QLC SSD因其高密度和成本优势正在加速替代传统HDD。受益标的：（1）存储模组：香农芯创、江波龙、佰维存储、德明利等；（2）存储芯片：兆易创新、澜起科技、东芯股份、普冉股份等。
- （二）**半导体测试设备**：AI算力发展推动AI芯片与高性能存储（如HBM）需求，显著提升测试复杂度与时间，带动测试机市场量价齐升。当下SoC测试机（占市场60%）和存储测试机（占21%）为核心品类，2025年全球测试设备市场规模有望突破138亿美元。AI芯片的先进制程（如3nm GAA）、Chiplet异构集成及HBM堆叠技术，要求测试机具备高通道数、高速信号处理能力，直接推动了测试机市场的“量价齐升”。具备高精度测量、高效并行测试能力及专用芯片等核心技术壁垒的国产厂商，正加速突破高端测试领域，推荐：精智达；受益标的：长川科技、华峰测控等。
- （三）**磁性元件**：随着AI服务器单机柜功率从传统数千瓦跃升至超100kW，传统交流供电架构因多级转换效率低、空间占用大及铜材消耗剧增而面临瓶颈。英伟达行业转向800V高压直流（HVDC）架构，更大的电力需求下已明确将SST作为2027年量产方案。SST方案中磁元件成本占比约15%-20%。作为能大幅提升电能转换效率的关键设备，SST方案落地有望加速磁性元件需求快速增长；除固态变压器配套需求外，算力网拉动承载算力需求的服务器磁性元件规模增长，与此同时高效算力倒逼磁元件高端化，相关受益标的：可立克、京泉华、铭普光磁、顺络电子等。

风险提示：产品价格波动、行业景气度下行、行业竞争加剧、中美贸易摩擦加剧。

参考报告：《电子行业2026年度策略：掘金AI创新周期》，2025-12-17



曹奕丰 | 东兴证券交运分析师

S1480519050005, 021-25102903, caoyifengwx@163.com

交运行业：航空机场 2025 年 12 月数据点评：国内线需求明显优于 24 年，国际线供给略有过剩

上市航司发布 2025 年 12 月运营数据。国内航线供需整体向好，但国际航线客座率承压较明显。

国内航线方面，12 月上市公司国内航线运力投放同比提升约 4.2%，环比 11 月提升约 1.9%。四季度以来，三大航的运力投放同比增速呈缓慢上升趋势，我们认为主要是 24 年淡季需求较差倒逼供给端收缩，而 25 年同期供需关系相对改善。客座率方面，2025 年 12 月上市公司整体客座率较 24 年同期提升约 2.4pct，同比改善依旧比较明显，环比 11 月下降 1.0pct，主要系季节性波动。综合运力投放与客座率的指标可以看出，25 年四季度国内航线整体供需关系较 24 年同期有所好转，在运力投放增速缓慢提升的同时，客座率也较 24 年同期持续保持 2pct 以上的增长。

国际航线方面，25 年 12 月上市航司国际航线运力投放同比 24 年提升约 12.8%，环比 11 月提升 9.3%。客座率方面，12 月客座率同比 24 年提升 1.0pct，但环比降幅较大，上市航司平均降幅达 3.1pct。我们认为客座率同比增长 1.0pct 更多是 24 年同期基数较低的影响，与之对比，10 月和 11 月国际客座率同比 24 年提升都在 4pct 左右，12 月增幅降至 1pct，实际上体现的是需求不及预期，供给短期出现过剩。在日本航线需求受到影响的背景下，部分运力外溢至其他航线，确实更容易导致运力过剩，因此后续航司有必要继续加强对国际航线的供给管控。

机场方面，日本航班取消对机场影响大于航司。12 月上海、首都、白云和深圳机场国际旅客吞吐量同比增长分别为 4%、9%、22%和 9%，除白云机场外，其余机场国际吞吐量同比增速较 11 月都明显下降，例如上海机场增速从 11 月的 20%左右降至 12 月的 4%左右。这一方面和 24 年同期基数提升有关，另一方面也受日本航线取消的影响。由于日本航线普遍航距较短，但客流量大，而机场航空性收入按照客流量和起降架次计费，导致日本航班取消对机场造成的影响比对航司更明显。

风险提示：宏观经济下行；民航政策变化；安全事故；油价汇率大幅波动；异常天气因素、国际局势变动等。

参考报告：《航空机场 2025 年 12 月数据点评：国内线需求明显优于 24 年，国际线供给略有过剩》，2026-01-16

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级(A股市场基准为沪深300指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普500指数):
以报告日后的6个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐:相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐:相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间;

中性:相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间;

回避:相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级(A股市场基准为沪深300指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普500指数):
以报告日后的6个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好:相对强于市场基准指数收益率5%以上;

中性:相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间;

看淡:相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编:100033

电话:010-66554070

传真:010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编:200082

电话:021-25102800

传真:021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编:518038

电话:0755-83239601

传真:0755-23824526