

## 策略周评 20260628

# 科技硬件的争议和机会

2026年06月28日

### 事件

4月以来景气信号驱动的AI算力硬件行情演绎得如火如荼，按照“终端→制造→设备→材料”的需求和订单传导顺序，5-6月海内外市场的算力硬件上游设备和材料标的已经出现了明显正反馈。不过6月起行情变的更加颠簸，这一点我们在6月7日报告《如何理解和应对本次科技行情的波动》中也分析过，本周市场波动依然较大，除了加息预期折返往复、海内外资本市场季末资金面再平衡带来的中观流动性层面波动之外，产业方面本身也产生了一些新的争议，除了去年四季度已经讨论过的，担心海外大型云厂激进CAPEX可能导致现金流恶化之外，还有对CSP竞争格局和利润空间（模型厂自建算力，开源模型进步缩小与前沿模型代差，Token降价）的担忧，以及焦虑上游部分环节高价可能反噬下游需求或毛利（周四晚苹果产品提价只是一个预演，市场讨论度发酵）等。

如果做个简单的总结，市场纠结的原因在于，在新的财报季去验证景气之前，暂时缺乏闭源SOTA模型去证明继年初的Coding之后AI的商业化空间被进一步打开。例如Fable 5的金字塔尖客户基数偏小，且高昂的定价使得其较难进入更下沉的市场，而智谱GLM5.2在开源模型中实现综合能力跃升、已经大幅压缩与海外一线闭源模型（GPT-5.5与Claude Opus 4.8）的代差，定价却明显更加便宜。硅谷的工程师或许对AI能力提升打开TAM空间的长期前景非常乐观，如果通过AI能力提升（比如单Token性能提升、帮助公司取代更多人力从而Cover掉Token成本）可以把蛋糕快速做的更大，那么分配问题就可以先放一放，但显然眼下是一个缺乏相关数据去向资本市场“自证”的空窗期。与此同时，Fable 5和Mythos 5对非美公民封禁，最新发布的GPT 5.6也仅向少数“可信合作伙伴”提供预览权限，这使得对于不同国家主体的AI全产业链自主可控诉求开始被投资者重视。在这种情况下，市场关注点自然从“海外大厂激进锁定高端算力”逐渐的转向“Token降本之后谁更受益，主权AI建设带来冗余需求，谁能受益”。所以市场近期的波动，并非代表AI商业化潜力直接证伪了，而是缺乏一些信号去验证其想象空间可以进一步打开，进而市场对于整个产业链条上结构性的逻辑演绎变的挑剔。

另一个维度是流动性层面，今年的确是全球流动性拐点，欧、日央行回到偏紧缩格局，市场对联储货币政策的预期从降息转为加息，但从历史行情来看，货币政策预期的拐点和产业趋势行情的拐点并不一定同步，典型如2021年的新能源行情（《如何理解和应对本次科技行情的波动》），大级别的风格切换往往是个长达半年-1年的过程，单从这个角度，科技行情很难因为单一月度数据或者宏观预期波动戛然而止。在联储没有实质性动作之前，市场的加息预期常常迂回往复、曲折演绎，期间的折返未必是正确计价，短期来看市场率先完成对加息预期的向上计价，反而为后续的回摆提供了一定的空间。

所以可以明确的是，不论是从流动性还是产业趋势角度，都不支持现在就去谈“AI算力行情见顶”，如果后面能够有产业信号让市场意识到SOTA模型/Agent新品可以有效撬动增量市场需求、拓宽AI商业化落地边界，那么投资者对CSP资本开支持续性的质疑也就可以再向后推，眼下的这些分歧就又和去年四季度的情形类似，成了“虚惊一场”。而在AI前述争议短期得不到解答的情况下，有哪些机会是值得把握的？

1) 国产算力和上游代工、设备、材料：一是本土AI产业链商业化提速，今年是“国产模型-国产算力”的闭环打通的起点，国产算力集群加速建设，产业迎来质变；二是主权AI建设诉求之下AI全产业链加速自主化，地缘不稳定性倒逼芯片制造国产化逻辑从美系、欧系设备延伸至日系垄断的上游材料、精密零部件领域，相关环节迎来供应链重塑机遇。而以上的战略属性和长期确定性决定了，国产线对即期业绩的敏感度要更低，估值层面因为生存权溢价的存在而约束相对更小。

2) 算力链中供需缺口中期较难收敛的上游材料：近期“算力通胀”线已

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

研究助理 孔思迈

执业证书：S0600124070019

kongsm@dwzq.com.cn

### 相关研究

《沃什“鹰派”表态后，美股何去何从？——美股周观点》

2026-06-24

《高波环境下的港股：赔率吸引，但压制仍存——港股周观点》

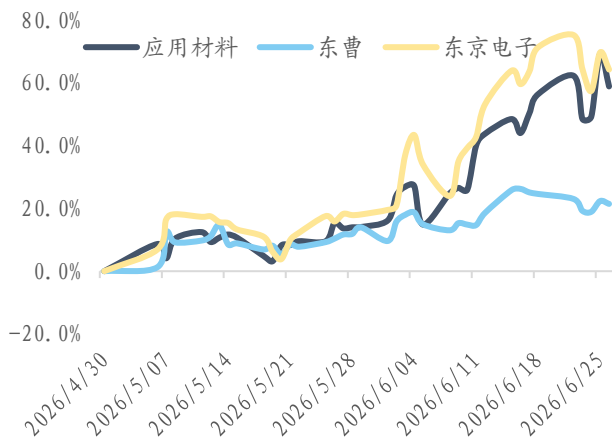
2026-06-24

经在积极演绎，包括存储、光纤光棒、MLCC、PCB 上游材料和设备端耗材等，半导体方向的硅片、靶材、电子特气等也有相似属性，此外金融属性偏弱、受益于 AI 需求的一些资源品如铜、钨、锡、重稀土等也开始尝试活跃。对于这一类细分的判断，目前市场交易的是“供给释放明显追不上需求增长”，相比于算力的长期需求叙事，行情演绎更核心的是看其自身价格变化趋势的预期，即供需格局的动态变化，如果供需持续紧俏、价格继续看涨，则不轻言股价见顶，能够打破股价正循环往往是中期供需格局的转弱，所以行业的扩产动作、产能释放进度需要重点跟踪，紧俏预期延续甚至强化的，继续偏积极看待。

**注：**本文（包括图表）所涉及个股或者公司仅代表与产业链或交易热点有关联，本文所引述的资讯、数据、观点均以展示为目的，不构成投资建议，个股层面请参照东吴证券研究所各行业组所推荐标的。

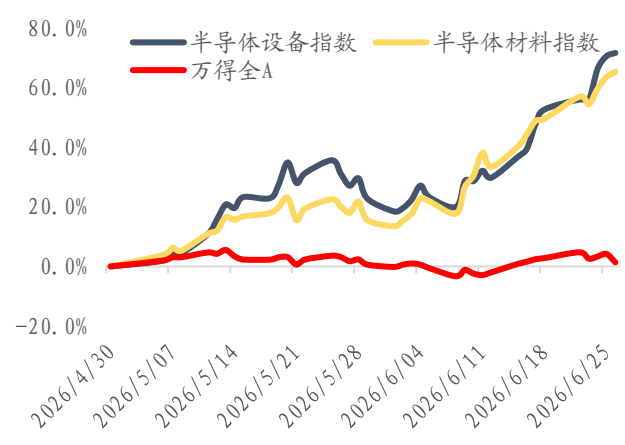
■ **风险提示：**经济复苏节奏不及预期；政策推进不及预期；地缘政治风险；海外政策不确定性；产业进展节奏不及预期等

图1: 5-6月部分海外算力硬件上游设备材料表现(%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 5-6月 A 股半导体设备、材料表现(%)

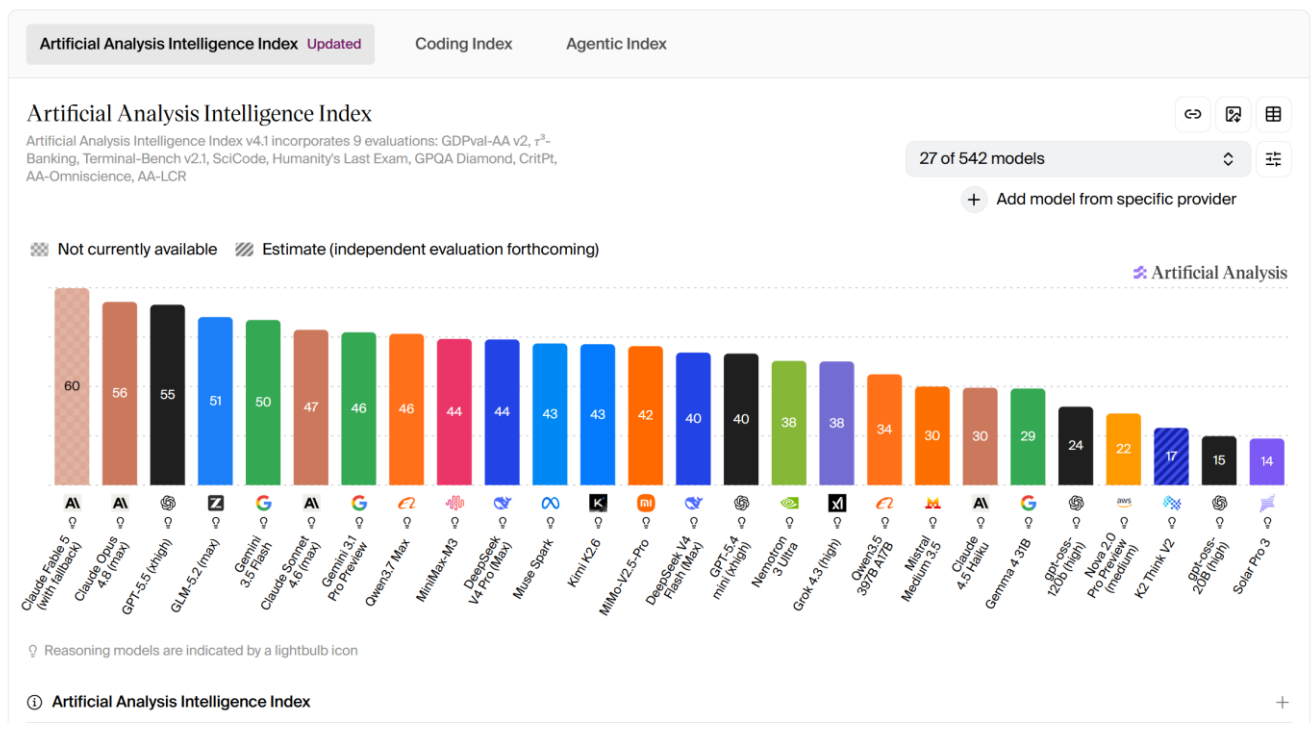


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

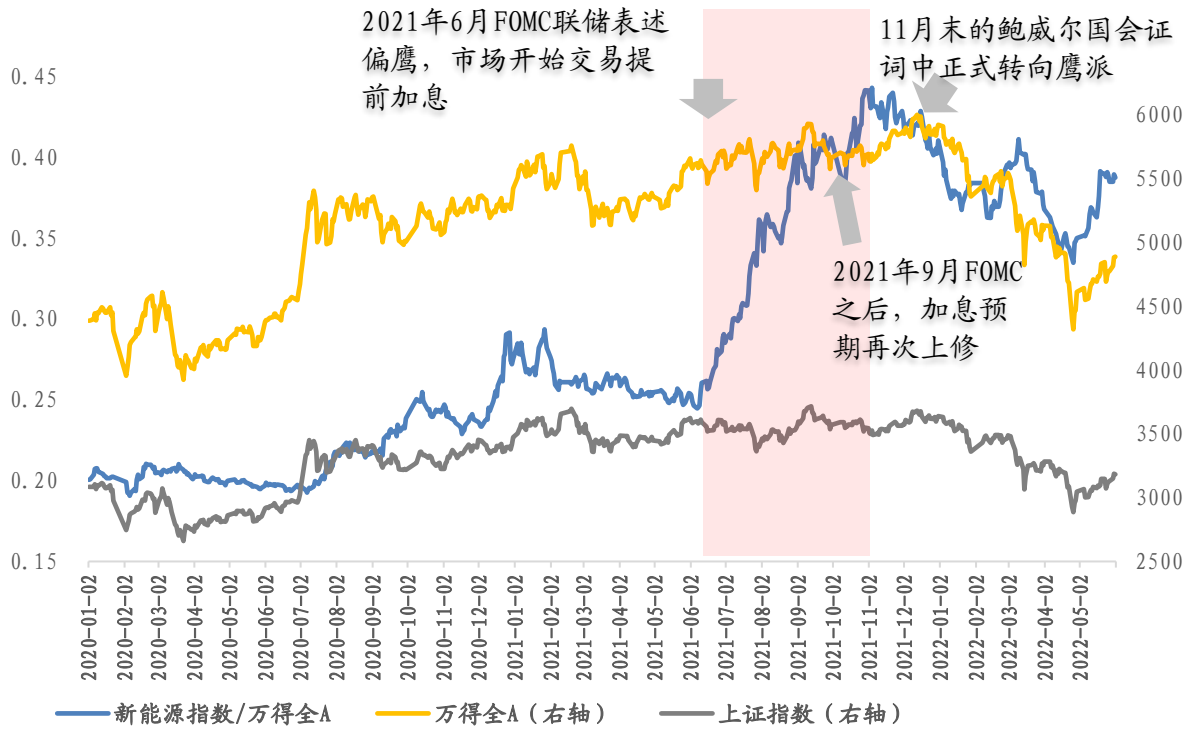
图3: 智谱 GLM 5.2 已经大幅压缩与海外一线闭源模型的代差

Intelligence Updated

Intelligence of leading AI models based on our independent evaluations



数据来源: Artificial Analysis, 东吴证券研究所

**图4：2021年新能源行情复盘：货币政策预期的拐点和产业趋势行情的拐点不一定同步（单位：点）**


数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>