

首席周观点：2026年第34周

2026年8月28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：供需错配或推升锑行业进入强景气周期

中国锑资源储量全球占比 35%。根据 USGS 统计数据, 2025 年全球锑资源储量同比增长+6.3%至 234 万吨, 储量集中度较高, CR3 高达 64%。其中, 中国锑资源储量为全球第一 (83 万吨, 占比 64%), 俄罗斯 (35 万吨, 占比 15%)、玻利维亚 (31 万吨, 占比 13%) 则分列二三位。2021-2025 年间, 中国锑资源由 48 万吨增长至 83 万吨, 期间 CAGR 达 14.7%, 对应全球储量占比由 24%增至 35%, 中国锑储量呈增长态势。然而, 长期的开采对我国的高品位锑资源损耗较高。据《中国锑行业发展现状及高质量发展建议》, 中国已消耗 63%以上的具有经济价值累计查明锑资源量, 当前可规划利用的锑矿以中小型规模的多金属矿床为主, 矿石成分较为复杂, 选冶难度较高。

全球锑矿产量集中度极高, 2025 年中国产量占比 36%。据 USGS 统计数据, 2025 年全球锑矿产量为 11 万吨, 同比-7.6%。其中, 产量前三分别为中国 (4 万吨, 占比 36%)、俄罗斯 (3.2 万吨, 占比 29%) 和塔吉克斯坦 (2.2 万吨, 占比 20%), CR3 达 85%。以十年维度观察, 全球及中国产量持续缩减, 中国产量占比不断降低。2015-2025 年间, 全球锑矿产量由 14.2 万吨降至 11 万吨 (期间 CAGR 为-2.5%), 中国锑矿产量由 11 万吨降至 4 万吨 (期间 CAGR 为-9.6%), 中国占比则由 77.5%降至 36.4%。结合储量数据分析, 近五年间, 中国锑矿储采比 (储量/年产量: 资源可用年限) 由 2020 年的 7.9 升至 20.8, 锑资源可用年限有所提升, 接近全球平均水平 (2025 年全球锑矿储采比: 21.3)。从矿端观察, 极地黄金锑矿停产导致锑矿供应超预期收缩。从再生锑方面观察, 铅酸蓄电池的消耗量下降或使再生锑产量增速下滑。综合考虑, 我们认为 **2025-2028 年间, 全球锑供应总量或由 14.4 万吨升至 15.8 万吨, 期间 CAGR 达 3.2%。**

阻燃剂锑需求占比最高, 光伏玻璃锑需求增长最快。据行业最新数据, 受益于全球光伏装机的持续快速发展, 2024 年全球锑消费量同比增长+10.8%至 16.6 万吨。其中, 阻燃剂仍为需求占比最高部分。2024 年阻燃剂锑消费量同比增长+2.9%至 7.3 万吨。由于 2024 年全球光伏新增装机容量同比增长+35.9%至 530GW, 且双玻组件渗透率不断提升, 2024 年光伏玻璃锑消费量同比增长+38.6%至 4.9 万吨, 对应占比由 23 年的 23.7%升至 29.6%, 是锑下游需求中成长性最强的板块。此外, 2024 年铅酸电池、聚酯催化和其他 (国家收储等) 锑需求量分别为 1.7 万吨 (占比 10.1%)、2 万吨 (占比 12%)、0.7 万吨 (占比 4%)。2025 年全球光伏新增装机容量同比+18.9%至 630GW, 据我们测算, 这或推动 2025 年全球光伏用锑

需求量同比+21%至 5.9 万吨，光伏用锑需求维持强劲。

光伏装机或带动锑需求显现持续性扩张。焦锑酸钠是光伏玻璃生产中不可替代的核心澄清剂，可在高温下吸附熔体微小气泡，消除玻璃缺陷，将透光率提升至 94% 以上，组件发电效率提升 1%~2%。同时，三氧化二锑与溴系复配，可作为光伏组件的阻燃材料，用于边框塑料、接线盒、背板基材，达到 V-0 阻燃等级，抑制电站热起火。从光伏行业发展观察，绿色环保发展目标持续，全球可再生能源装机容量仍将强劲增长。2025 年 9 月 24 日，习近平主席在联合国气候变化峰会上宣布我国新一轮自主贡献目标，明确 2035 年全国风电、太阳能发电总装机容量要达到 2020 年的 6 倍以上、力争达到 36 亿千瓦以上。为实现 2035 年自主贡献目标，未来 10 年每年还需新增 2 亿千瓦左右风光装机。据国际能源署 2025 年 10 月 7 日发布的《2025 年可再生能源》报告预测，2025-2030 年间，全球可再生能源新装机容量或达 4600GW，为之前五年增量的两倍。这意味着 2025-2030 年间，年平均可再生能源新装机容量或达 920GW。我们认为，2025-2028 年间，全球光伏新增装机容量或从 630GW 增至 1058GW，对应光伏玻璃锑需求或由 5.9 万吨增至 10.4 万吨，期间 CAGR 达 20%。

锑基负极材料为钠离子电池的重要发展路径，钠离子电池发展或大幅提升锑金属需求。Sb 与 Na 发生合金化反应生成 Na_3Sb ，理论容量可达 660mAh/g，远超传统硬碳（300mAh/g 以内）。相较硬碳负极，锑基负极材料具有高能量密度、倍率性能优秀、低温放电好（-30℃可保留 85% 容量）等优势，尤其在高能量密度乘用车动力电池中，锑基负极材料或成为首选。宁德时代、比亚迪、中科海钠等头部企业二代钠电池已批量搭载锑负极，宁德时代已与华锡集团签订 8000 吨/年锑金属长协，比亚迪钠电产线满产后，锑基负极材料月采购量突破 1200 吨。目前，量产乘用车钠电池单位用锑量约为 1180~1350 吨/GWh。此外，锑亦可用作电解液阻燃助剂，有机锑化合物（乙醇锑）少量添加即可大幅抑制电解液燃烧，且不牺牲电导率。结合宁德时代、比亚迪等企业的投产规划以及 SMM、电池百人会等机构的预测，我们认为 **2025-2028 年间，全球钠离子电池出货量或由 5.5GWh 升至 200GWh，对应锑金属需求量或由 0.2 万吨升至 6.8 万吨，期间 CAGR 或达 240%。**

综合考虑，光伏装机的强劲增长或推动锑需求持续提升，国家收储或推动锑需求稳定增长，钠离子电池商业量产化落地或推动锑需求爆发式增长，我们认为 **2025-2028 年间，全球锑需求或由 18.4 万吨增至 30.7 万吨，期间 CAGR 或达 19%。**

全球锑供需缺口或持续放大。从供给端观察，俄罗斯矿端供应超预期收缩、中国环保及出口限制政策趋严或使矿端供应增速呈现刚性特征，叠加铅酸蓄电池的锑含量以及消耗量下降导致的再生锑供应增速下滑，2025-2028 年间全球锑供应 CAGR 或为 3.2%。从需求端观察，光伏装机的强劲增长或推动锑需求持续提升，而隐形库存的再建或推动锑需求稳定增长，叠加钠电池量产化发展带来锑需求的爆发式增长，2025-2028 年间全球锑需求增速 CAGR 或达 19%。综合考虑，**2026-2028 年间，全球锑供需缺口或持续放大，分别为-6.2/-10.2/-14.9 万吨。**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。

相关公司：华钰矿业、湖南黄金。

风险提示：锑矿端供应超预期上行，政策变化风险，光伏行业需求不及预期，钠电池行业发展不及预期。

参考报告：《金属行业 2026 半年度展望（I）：科技金属--结构性溢价攀升或推动产业链估值重塑》，2026-6-18



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 半年度策略：2026 年下半年 AI 硬件的跃迁与突围

年初至 2026 年 6 月 18 日，电子行业指数（中信）跑赢沪深 300 指数。我们分析认为 2026 年全球 AI 大模型与智能体应用爆发，科技巨头 AI Capex 持续高增，直接拉动了上游算力硬件设施的需求与资本开支强度，相关环节业绩进入高增兑现期。2026 年一季度起，全球半导体及硬件供应链迎来“结构性涨价潮”：AI 算力相关的晶圆代工、先进封测、高端芯片、高端 PCB 及被动元件等核心环节供需趋紧，价格上行；同时上游原材料（电子布/铜箔等）的刚性供给进一步强化了成本传导逻辑。除此以外，华为提出“ τ 定律”，主张以“时间缩微”替代“几何缩微”，指导产业发展的新原则。2026 年初至 2026 年 6 月 18 日，电子行业指数（中信）上涨 61.02%，沪深 300 指数上涨 4.74%，创业板指数上涨 29.07%。2026 年 Q1 基金持有电子行业总市值为 7201.06 亿元，占流通 A 股市值比重为 3.82%；2026 年 Q1 电子板块基金持仓市值前十的公司凸显在 AI 基础设施 Capex 维持高强度的背景下，机构对 AI 算力产业链国产化的集中押注。2026Q1 基金持仓电子行业总市值在申万一级行业中排名第二。

2026 年一季度起，全球半导体迎来全产业链结构性涨价潮，展望未来，AI 浪潮推动电子行业进入新发展阶段，三大核心领域增长动能明确看好方向如下：（1）MLCC（2）液冷（3）玻璃基板：

（一）**MLCC：**AI 算力引爆高端需求，结构性缺口推动超级周期。本轮 MLCC 上行核心由 AI 服务器驱动：单机柜 MLCC 用量达百万颗级，价值量随 GB200 至 Rubin 平台迭代飙升，从 H100 约 3000 美元跃升至 VR200 约 22000 美元，涨幅显著。供给端，日韩大厂产能优先向 AI 级高容倾斜，扩产周期长达 18-24 个月，叠加车规需求共振，高端 BB 比率持续高于 1，交期延长至 20 周以上。海外原厂方面村田制作所率先出手，4 月 1 日起对 AI 服务器用 MLCC 涨价 15%到 35%。与此前库存周期不同，本轮由 AI 算力基建刚性需求主导，高端与通用品 K 型分化明确。国产厂商加速突破材料配方与车规/AI 认证，承接紧缺产能外溢。推荐：火炬电子；受益标的：三环集团、风华高科、宏明电子等。

（二）**液冷：**AI 算力密度跃升，热管理向机柜级架构升级。本轮液冷放量核心由 AI 高功耗

机柜驱动，GB200/NVL72 等平台将单机柜功率推至 120kW 级以上，传统风冷触及物理瓶颈，液冷从机房空调升级为机柜级基础设施刚需。需求端，IEA 预计全球数据中心用电 2030 年将翻倍，AI 加速服务器能耗增速显著领跑，且渗透率仍处早期（多数机构液冷机架占比<10%），后续提升空间广阔。供给端，冷板、快接（UQD）、Manifold 及 CDU 等长交期部件产能受限，海外龙头通过并购整合端到端方案，国内厂商则加速全链条交付能力建设。受益标的：英维克、申菱环境、科创新源、金富科技。

（三）**玻璃基板**：AI 算力突破封装极限，TGV 良率决定量产节奏。AI 高带宽互连与 HBM 堆叠推动封装向 10μm 以下线宽演进，传统有机基板触达物理天花板，玻璃基板凭借绝缘低损、高平整度及面板级扩展性成为下一代关键载体。产业核心瓶颈已由材料转向 TGV（玻璃通孔）加工良率——通孔成形、填铜质量与热可靠性是决定量产经济性的唯一门控。全球进度锚定 Intel 官宣 2026–2030 年量产窗口，台积电 CoWoS 玻璃方案处于供应链验证阶段。上游高纯玻璃仍由康宁/肖特/AGC 主导，国内厂商中沃格光电、京东方 A 在 TGV 全制程与面板级试验线进度领先。2026 年为量产验证关键节点，建议跟踪相关公司大客户认证与良率爬坡信号。受益标的：沃格光电、京东方 A、凯盛科技、彩虹股份、天承科技、德龙激光、帝尔激光、美迪凯等。

风险提示：AI 资本开支不及预期、行业景气度下行、技术迭代风险、中美贸易摩擦加剧、行业渗透放缓等。

参考报告：《电子行业 2026 半年度策略：2026 年下半年 AI 硬件的跃迁与突围》，2026-06-23



曹奕丰 | 东兴证券交运分析师

S1480519050005, 021-25102903, caoyifengwx@163.com

交运行业：快递 2026 年 7 月数据点评：竞争格局维持稳定

2026 年 7 月全国快递服务企业业务完成量约 170.8 亿件，同比增长 4.1%，增速较上月的 3.8% 略增，其中同城件业务量同比下降 6.9%，异地件业务同比增长 5.3%。

件量增速方面，7 月行业件量增速整体略增。申通增速继续领跑；圆通件量增速略有抬升；韵达从 5 月以来业务量同比增速维持在 0 附近。整体来看，7 月行业格局与 6 月变化不大。

价格方面，2026 年 7 月行业单票价格同比提升 3.8%，价格同比指标维持平稳。环比看 7 月单价较 6 月略降，主要系季节性影响。分公司看，7 月申通单票收入同比增长 4.6%，增幅收窄；韵达同比增长 12.0%，涨幅提升；圆通同比下降 1.0%，降幅收窄。环比看，申通单票收

入环比下降 0.05 元，降幅较明显，韵达上涨 0.03 元，圆通环比持平。

行业在 4-5 月短暂表现出价格竞争加剧，但主管部门对行业的监管维持了较高的强度，强监管带动后续竞争烈度回落。当前行业竞争烈度可控，申通与圆通依旧谋求市场份额的提升，韵达则重点稳固存量客户。

根据近几个月的件量增速与单票收入变化情况，我们发现企业若想要短期提升份额，则其当月的单票收入下滑也会较为明显，也就是企业争夺市场份额的代价在提升。我们认为这是反内卷背景下，行业由增量市场向存量市场变化的表现，因为争夺存量客户需要付出的代价会明显超过增量客户。这也意味着存量客户的重要性明显提升。

投资建议：我们认为今年行业反内卷的力度与持续性都有望超预期，短期的单票价格波动并不改变行业长期向好的趋势。通达系中报皆实现大幅增长也验证了反内卷的成效。我们建议重点关注服务品质领先的龙头中通和圆通，以及经营数据改善最明显的申通。

风险提示：行业价格战加剧；反内卷持续时间低于预期；人力成本攀升；政策面变化等

参考报告：《快递 2026 年 7 月数据点评：竞争格局维持稳定》，2026-8-24

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