

2026 年 06 月 04 日

科技的卖点：第一个顶部

SDIC

 **策略主题报告**

证券研究报告

林荣雄

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520010001

linrx1@sdicsc.com.cn

彭京涛

分析师

SAC 执业证书编号：S1450523070005

pengjt@sdicsc.com.cn

相关报告

又添一把柴	2026-05-24
灰色决度：科技的卖点	2026-05-21
心里有底	2026-05-17
自此可高看一眼	2026-05-10
趋势、抱团与疯狂——A 股	2026-05-07
“抓主线”投资方法论（下篇）	

■ 在此前专题《灰色决度：科技的卖点》中，我们提出：凡是趋势皆为抱团。产业趋势股最终结束，往往呈现双顶格局，即 M 顶，不要纠结第一个顶部何时出现，第二个顶部的把握才是胜负手。

■ 事实上，产业趋势没有结束之前，由于股价不断上涨过程中导致的阶段性过热，使得左侧阶段性“高切低”与 M 顶第一个顶在实战过程中容易产生混淆，两者重要区别在于：阶段性高切低虽然时有伴随产业分歧，但回顾看往往与产业逻辑受损无关，多与科技阶段性过热获利了结、宏观约束（黑天鹅）与低位板块出现政策和基本面催化相关，且左侧阶段性高切低导致的回撤不会跌破 120 日均线，在交易层面实战中往往通过“A 股高切低指数”见顶回落来实现阶段性仓位向低位品种的再均衡。这也意味着在产业趋势没有结束之前，在产业趋势没有遇到宏观灰犀牛和行业竞争格局崩坏这两个拦路虎之前，即便出现短期阶段高切低，但市场仍将在后续回到产业趋势的主线上。虽然我们认为第一个顶部难以准确预料，但或许可以通过一些实用手段进行跟踪观察：

- 1、模糊对应这一阶段单季度盈利同比增速的最高位置；
 - 2、交易拥挤度、估值分位数、成交量占比等各类交易热度指标达到极限；
 - 3、核心龙头股价透支业绩增长超过 3 年；
 - 4、上涨过程呈现大（核心）—小（二三线或者产业链其他细分环节）—大（核心）特征，冲顶阶段往往对应核心大龙头带领二三线公司股价一起大幅拉升；
 - 5、资金虹吸效应明显，“最后一棒”性质的资金涌入。
- 随着二季度以 AI 科技为核心的“新宁组合”和创业板指数快速上涨，与其他板块分化来到较为极致水平，我们在近期观测到当前 A 股高切低指数已经接近上沿，意味着高切低发生概率正在不断提升，这点倒也无法回避，但可以基本明确的是当前 AI 科技的第一个顶部还未到来
- 风险提示：文中观点不代表投资建议，数据测算误差，历史经验不一定代表未来。

目 图表目录

图 1. 交易顶与基本面顶	5
图 2. 交易顶与基本面顶区别	5
图 3. “高切低”与第一个顶判别	6
图 4. “高切低与第一个顶”决策树	6
图 5. 除 2015 年出现杠杆交易外，往往第二个顶只会比第一个顶低 10%-15%	7
图 6. 2020-2021 新能源产业浪潮 M 顶	7
图 7. 2019-2021 年消费升级产业浪潮 M 顶	8
图 8. 2013-2015 年科技牛市 M 顶	8
图 9. 2000 年纳斯达克科网泡沫 M 顶	9
图 10. 贵州茅台单季度盈利增速	9
图 11. 宁德时代单季度盈利增速	9
图 12. 高切低与第一个 M 顶区别：1、跌破 60/120 日均线且 20 均线向下。2、宏观灰犀牛开始出现对产业扰动（2021 年 2 月开始监管趋严+美债收益率上升）	10
图 13. 高切低与第一个 M 顶区别：1、跌破 60 日均线且 20 均线向下。2、宏观灰犀牛开始出现对产业扰动（2022 年 1 月开始美联储激进加息）	10
图 14. 评估当前 AI 行情 1：1、代表性指数均线均持续向上（跌破 20 日均线但未跌破 60 均线）。2、宏观灰犀牛未出现。3、其余板块无明显催化	11
图 15. 第一个顶特征：大龙头“拔估值”：“宁组合”第一轮顶点高点对应龙头企业宁德时代最后出现“拔估值”	11
图 16. 第一个顶特征：大龙头“拔估值”：“茅指数”第一轮顶点高点对应龙头企业宁德时代最后出现“拔估值”	12
图 17. 第一个顶特征：虹吸效应显著：“茅指数”在冲顶过程当中呈现出虹吸：中证 500 与中证 1000 在第一个顶附近持续下跌	12
图 18. 第一个顶特征：虹吸效应显著：“宁组合”在冲顶过程当中呈现出虹吸：上证 50 沪深 300 指数在“宁组合”第一个顶附近持续下跌	13
图 19. 第一个顶特征：产业龙头等一批企业透支年份数均在三年以上：贵州茅台 2021 年高点透支 4-5 年	13
图 20. 第一个顶特征：产业龙头等一批企业透支年份数均在三年以上：“茅指数”在 2021.2.10 透支大多在三年以上	14
图 21. 第一个顶特征：产业龙头等一批企业透支年份数均在三年以上：宁德时代 2021 年高点透支 3-4 年	14
图 22. 第一个顶特征：产业龙头等一批企业透支年份数均在三年以上：“宁组合”在 2021.12.10 透支大多在三年以上	15
图 23. 第一个顶特征：估值分位数、持仓、成交额等交易指标均显示拥挤	15
图 24. 评估当前 AI 行情 2：大龙头当前未出现明显拔估值，甚至一线未跑赢光模块指数，二三线当前仍然更为活跃	16
图 25. 评估当前 AI 行情 3：虹吸效应相对较为明显，出现警惕信号	16
图 26. 评估当前 AI 行情 4：龙头企业未来透支度不高	17
图 27. 评估当前 AI 行情 4：当前大多数企业透支年份数不超过三年，核心企业透支年份数远低于 21 年与 15 年第一个顶点时期	17
图 28. 评估当前 AI 行情 5：交易指标来看，高切低指数开始出现拐点	18

在此前专题《灰色决度：科技的卖点》中，我们提出：产业趋势股最终结束，往往呈现双顶格局，即 M 顶，第一个交易顶部通常难以预料并不强求（通常模糊对应单季度盈利增速的最高位置前后），往往第二个基本面顶部才是把握的关键点（两者间隔 1-2 个季度，通常较为清晰可以对应 TTM 口径下盈利增速的最高位置前后），对应真正离场。同时，我们反复强调：不要纠结第一个顶部何时出现，第二个顶部的把握才是胜负手。

事实上，对于产业趋势定价的过程，我们总结出的一句经典观察是：凡是趋势皆为抱团，这意味着定价过程往往要经历趋势-抱团-疯狂三阶段定价：

1、何为趋势？就是跟踪基本面进行景气投资，在趋势的过程中，胜负手在探讨景气持续性和弹性，核心是对于龙头公司估值中枢和利增长以期求得后续上涨的空间和持续的时间，难点在于应付由于股价过热、宏观约束与低位板块存在催化等因素导致的阶段性高切低。

2、何为抱团？就是板块间出现明显分化，优势板块已经开始出现资金虹吸效应，市场逐渐形成持续共识，抱团过程中股价开始大幅透支未来业绩增长，抱团者这胜负手在对于第二个顶部的把握，难点在于在股价不断上涨的过程中要不要进行高位加仓。

3、在抱团基础上，股价步入大幅提升估值阶段，根据我们的案例观察和统计，“拔估值”阶段意味着股价透支业绩超过 3 年以上，步入非理性过热阶段并逐渐靠近股价最高位，胜负手不在于精准逃顶，难点在于预判板块内不同细分环节哪些会是 A 型回落，哪些能够形成 M 型双顶格局，对应做好内部仓位调整。

在此基础上，对于 AI 科技最终卖点，两个层面来看：1、从估值定价的角度，基于我们此前“科技 N 字型投资”的研究结论，一般高位股价透支业绩增长年数超过三年需警惕，对应开始考虑减仓，最强产业趋势最牛公司超过五年是极限，这种操作往往属于左侧卖出。2、基于产业趋势的角度，宏观灰犀牛（例如全球经济是否衰退）和行业竞争格局是最大拦路虎，其中行业竞争格局是最终超额收益的来源，若竞争格局崩坏即便行业再高景气也是卖点；另一方面，在竞争格局相对稳定的前提下，我们虽然坚信未来半年 AI 高资本开支很难验伪，但也无法准确预判 AI 资本开支是在更远的未来何时会真正回落，更多是以半年维度走一步看一步，这又使得通过产业趋势预判科技的实操卖点往往很难在左侧卖出，更多是右侧卖出。

在如上的认知模式下，我们会发现当产业定价从趋势阶段逐渐步入抱团阶段，那么真正的景气投资者的成功在一年甚至更早之前就已经注定，他们的胜负手已经不在于对盈利和估值中枢的精准预测，而是在早期敢于重仓，但卖点大概率在左侧，自然也吃不到最后“拔估值”的那一波；而现在忧虑何时见顶的多为抱团者，不要企图想着能精准逃顶，这是极少数人的偶然成功，难以复制也难以总结，能把握住第二个顶部卖出回过头来看已经是佼佼者。

虽然我们认为第一个顶部难以准确预料（往往伴随宏观环境的突变，例如 2021 年外围步入加息预期下“茅指数”的崩塌；2022 年俄乌冲突导致滞胀背景下“宁组合”崩塌），但或许可以通过一些实用手段进行跟踪观察，供广大投资者参考：

1、虽然相对模糊对应这一阶段单季度盈利同比增速的最高位置，但也意味着具备深刻产业洞察能力的群体在一顶观察中具备优势；

2、交易拥挤度、估值分位数、成交量占比等各类交易热度指标爆表，其中核心龙头当期估值普遍比历史 10 年估值中枢出现翻倍以上。

3、核心龙头股价透支业绩增长超过 3 年，步入大幅估值提升阶段：一旦股价要求企业用未来 3-5 年超高增速来消化估值，容错率便会显著下降。历史上，宁德时代 2021 年高点透支 3-4 年、贵州茅台透支 4-5 年、汇川技术透支 4 年以上，但基本上不超过 5 年。

人在草木间

更多资料请扫码

获取更多资料

获取更多资料

获取更多资料

获取更多资料

获取更多资料

获取更多资料

获取更多资料

获取更多资料

获取更多资料

获取更多资料

获取更多资料

获取更多资料

获取更多资料

获取更多资料

获取更多资料

获取更多资料

4、第一个顶部上涨过程呈现大（核心）—小（二三线或者产业链其他细分环节）—大（核心）特征，最后冲顶阶段往往对应核心大龙头带领二三线公司股价一起大幅拉升。“宁组合”一顶冲顶过程中龙头企业宁德时代带领二三线出现最后大幅“拔估值”，同样的过程也出现在贵州茅台在 21 年春节前的一顶冲顶过程。

5、资金虹吸效应明显，“最后一棒”性质的资金涌入。例如，在“茅指数”在冲顶过程小盘股中证 1000 持续下跌，说明资金被虹吸到“茅指数”，在“宁组合”在冲顶过程消费大金融上证 50 持续下跌，说明资金被虹吸到“宁组合”。

在这个过程中，产业趋势没有结束之前，由于股价不断上涨过程中导致的阶段性过热，在交易层面实战中往往通过“A 股高切低指数”见顶回落来实现阶段性仓位向低位品种的再均衡。事实上，左侧阶段性“高切低”与 M 顶第一个顶在实战过程中容易产生混淆，重要区别在于：阶段性高切低虽然时有伴随产业分歧，但回顾看往往与产业逻辑受损无关，多与科技阶段性过热获利了结、宏观约束（黑天鹅）与低位板块出现政策和基本面催化相关，且左侧阶段性高切低导致的回撤不会跌破 120 日均线。这也意味着在产业趋势没有结束之前，在产业趋势没有遇到宏观灰犀牛和行业竞争格局崩坏这两个拦路虎之前，即便出现短期阶段高切低，但市场仍将在后续回到产业趋势的主线上。

最后，在广泛与投资者交流的过程中，我们发现那些曾经在那波新能源领域赚取巨额利润的投资者，他们的卖点普遍在左侧，但这并非是不赚取最后一个钢镚的问题，也不是基于“能算出股价最高位”有多少独到且准确的见解，而是需要有胸怀和认知，愿意留下相当一大部分利润给他人，才能在这波行情中全身而退，赚取大钱。

在产业趋势投资的浪潮中，科技龙头股的顶部极少以单尖顶草草收场，而更大概率演绎为 M 型双顶。第一个顶是交易顶，由市场情绪的极致宣泄与资金的拥挤推升而成，往往发生在基本面仍处高位的阶段，难以提前预判；第二个顶是基本面顶，对应 TTM 口径下盈利增速的最高点，间隔第一个顶约一至两个季度，是投资者可以把握的离场窗口。通过复盘 A 股新能源、消费升级、2015 年科技牛市及 2000 年纳斯达克科网泡沫等历史案例，可以总结出 M 顶的识别特征与交易信号，并对照当前 AI 板块的估值、现金流、拥挤度与产业演进阶段，为“科技的卖点”提供一份系统性的评估方法。预计当前 AI 行情尚未进入风险区，但预计 2027 年资本开支的持续性将是关键观察窗口。

产业趋势龙头见顶多为 M 顶。第一个顶是交易顶，第二个顶是基本面顶。回顾四轮历史案例，交易顶往往领先基本面顶 5-8 个月。

图1. 交易顶与基本面顶

维度	2000美股互联网泡沫	2015年A股移动互联网	2021年茅指数	2021末-2022新能源顶部
代表资产/指数	纳斯达克综合指数、纳指100、思科/雅虎等	创业板指、TMT/互联网+	茅指数、白酒/医药/消费龙头	中证新能源/新能源车/光伏锂电龙头
顶部时间	2000/3/10，纳指收于5048.62点，2000.8再度出现高点	2015/6/5，创业板指高点4037.96点，2015.12有一轮反弹高点	2021/2/18附近，茅指数与上证阶段高点同步，2021.7有一轮反弹高点	2021/12见顶，2022.8有一轮反弹高点
是否有M顶/类M顶	有，较典型：3月高点后急跌，后续反弹未创新高	有，较典型：高位巨震后下破，随后反抽但未修复趋势	有，偏“类M顶”：2月高点后急跌，二季度反弹但整体未恢复抱团主升	有，较多龙头呈M顶/类M顶：2021年末见顶，2022年4-8月强反弹后再下行
顶部前股价特征	1995-2000五年纳指涨约5.9倍/573%，最后一年加速最陡	2012低点至2015高点，创业板涨幅约566%；2015年内大幅加速	2020下半年至2021春节前抱团加速，核心资产极致溢价	2020-2021新能源主升，2021年成为最强主线，多个细分指数翻倍
M顶第一个顶特征	交易顶：2000年3月；由交易、情绪与流动性驱动，难预判。	交易顶：2015年6月；对应2015Q2单季度盈利增速最高；股价先于基本面见顶，更偏交易性卖点。	交易顶：2021年1-2月；对应2020Q4单季度盈利增速最高；基本面当时尚未完全走弱，更像抱团高点。	交易顶：2021年12月；对应单季度盈利增速最高；往往出现在景气仍强、但交易极致拥挤阶段。
M顶第二个顶特征	基本面顶：2000年8-9月；对应2000Q1 TTM盈利增速最高；由景气高点确认，是更重要卖点。	基本面顶：2015年12月-2016年1月；对应2016Q1 TTM利润增速最高；是更应把握的退出点。	基本面顶：2021年6-8月；对应2021Q1 TTM利润增速最高；基本面卖点信号更清晰。	基本面顶：2022年6-8月；对应2022Q1 TTM利润增速最高；是产业趋势顶部判断中更重要的卖点。
双顶间隔	约5-6个月。	约6-7个月。	约5个月。	约6-8个月。
代表龙头估值透支年限	微软约接近4年，思科高于5年。	整体处于高估值高拥挤区间。	贵州茅台约4-5年。	宁德时代约3-4年，汇川技术4年以上。

资料来源：Wind，国投证券证券研究所

交易顶由情绪与资金拥挤推动，对应单季度盈利增速高点，难预判；基本面顶由景气确认，对应 TTM 盈利增速高点，是更可靠的离场信号。

图2. 交易顶与基本面顶区别

维度	第一个点：交易顶	第二个点：基本面顶
形成机制	市场情绪过热、抱团极致化、龙头标签化定价、风格虹吸和“最后一棒”资金涌入共同推动。价格往往先达到顶部，而财报和高频景气尚未显著恶化。	景气高点、盈利高点、需求边际走弱、价格高频指标见顶、资本开支与库存周期转弱等因素逐步确认，市场开始从“交易未来”转向“兑现现实”。
盈利口径特征	往往对应单季度盈利增速高点或表现业绩最亮眼阶段，但未必是完整盈利周期高点。	往往对应TTM口径盈利增速高点，盈利高点和景气高点更完整、更稳定。
双顶时间关系	是M顶结构的第一个高点，历史上通常先出现。四个典型案例分别为：2000年3月、2015年6月、2021年1-2月、2021年12月。	通常滞后于第一个顶1-2个季度，历史样本中大多落在5-8个月：2000年科网约5-6个月，2015年移动互联网约6-7个月，2021年茅指数约5个月，2021-2022新能源约6-8个月。
预判难度	高。随机性强、情绪性强、左侧判断误差大，交易顶常出现在“基本面仍很好”的阶段，因此极难精确卖在最高点。	相对较低。可通过TTM盈利增速、景气二阶导、高频价格数据、资本开支和订单变化持续跟踪确认。
常见信号	龙头冲顶、成交集中、风格虹吸、量能极致化、龙头股涨幅斜率陡峭。盘面常呈“龙头还在创新高，非核心开始掉队”的状态。	盈利增速见顶、价格高频指标拐头、资本开支见顶或放缓、订单和景气下修。股价通常先跌，基本面随后确认转弱。
PE透支年限	透支3年需警惕，透支5年是极限。第一个顶附近常见“估值透支加速”，但未必立刻终结行情。	第二个顶往往意味着“透支逻辑开始失效”，即未来增长无法继续兑现原有估值假设，股价进入再定价阶段。
交易形态	典型特征是加速上涨+随后快速破位，价格通常先于基本面变化。顶部前涨幅斜率往往明显抬升，短期赚钱效应最强。	更像“反弹后的再下跌”或“二次冲高失败”，走势未必更陡峭，但确认度更高，属于趋势终结的重要节点。
宏观与流动性环境	往往仍处流动性宽松或风险偏好极高阶段，宏观变量尚未充分压制估值；即使出现扰动，市场也倾向解释为短期噪音。	宏观约束开始变成定价核心，如美债收益率上行、利率抬升、通胀压力、去杠杆、监管收紧、地缘风险等，折现率上行压制成长估值。
与资本开支/现金流关系	若处于产业投资扩张期，第一个顶时市场往往仍相信高Capex会转化为高成长，尚未充分担忧现金流被侵蚀。	第二个顶阶段更应关注Capex/OCF、FCF、现金覆盖率、债务融资占比。框架中：Capex/OCF<50%安全，50%-80%关注，>80%危险；FCF为负且现金覆盖率<100%并依赖债务融资为危险。

资料来源：Wind，国投证券证券研究所

高切低不等于第一个顶。关键看三点：是否跌破中长期均线、宏观灰犀牛是否扰动、是否出现龙头虹吸。若只是交易因素导致轮动，产业趋势未必结束。

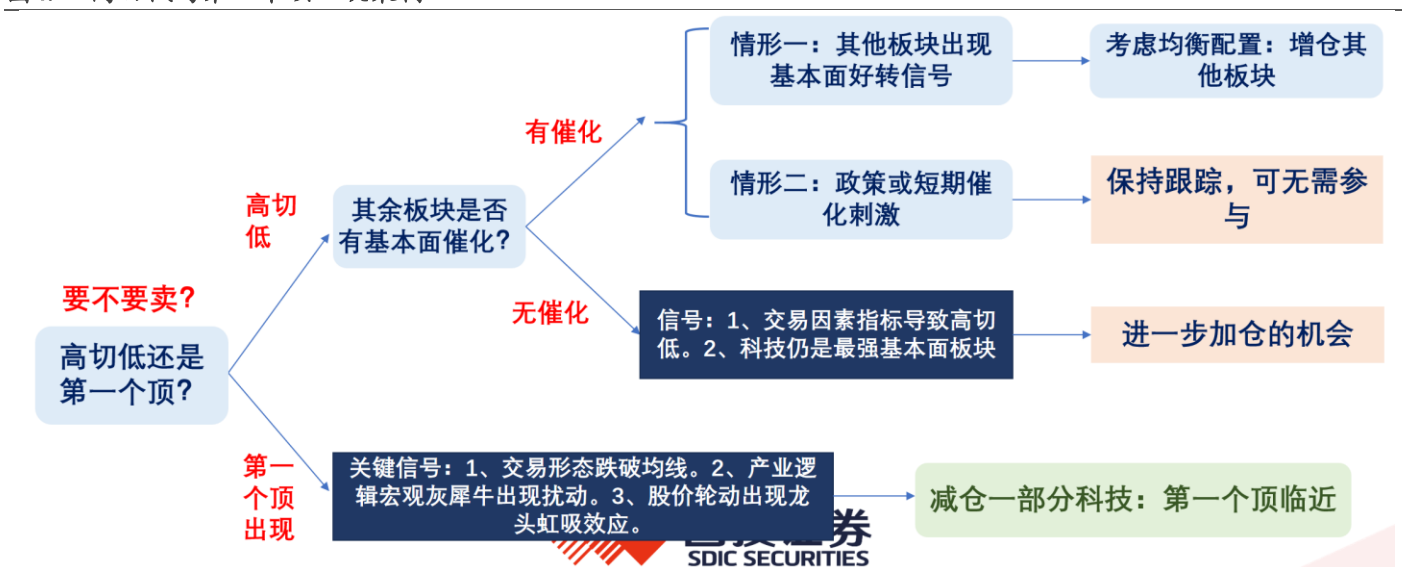
图3. “高切低”与第一个顶判別

分类	判断标准	详细说明	关键数据/案例与当前评估
高切低与第一个M顶区别1	交易形态是否跌破均线	高切低更多是风格再平衡或主线内部轮动，通常表现为高位震荡、局部调整、低位板块补涨，一般不会有有效跌破60日与120日均线；第一个顶部则是产业趋势主线的第一次交易性见顶，往往先表现为跌破20日均线，若继续演化，通常会进一步跌破60日均线，严重时连120日均线也会失守，代表中期趋势开始被破坏。	如2025年9月创业板指高切低，未跌破20日均线，则是明确的高切低
高切低与第一个M顶区别2	产业逻辑是否有宏观灰犀牛扰动	高切低发生时，通常是产业趋势未变、主线基本未被证伪，宏观灰犀牛尚未形成实质冲击，资金切换更多源于估值分化过大、持仓过于集中、或者低位方向出现边际催化。第一个顶部则往往对应市场开始遭遇宏观灰犀牛扰动，如油价冲高、地缘冲突升级、利率和通胀预期上修等，导致高估值主线的折现逻辑和风险偏好同时受到挑战。	如2022年初疫情对新能源冲击则是第一个顶部确立，但2021年初的茅指数宁组合齐跌高切低只是交易因素
高切低与第一个M顶区别3	股价轮动节奏龙头冲顶、其余板块被吸血	高切低之前往往没有特别鲜明、统一的龙头虹吸前兆，更多是高位板块涨幅大、低位板块性价比抬升后，资金开始向低位做补涨和再平衡，轮动线索较分散。第一个顶部之前则往往出现明显的龙头虹吸：主线内部上涨呈现“大—小—大”，最后冲顶由核心大龙头完成。	如2021年2月茅指数大量吸血小市值板块
第一个M顶特征1	交易热度极致化	第一个顶部附近，最典型的盘面特征是交易拥挤度、成交额占比、估值分位数、前5%个股成交集中度等指标同步抬升。但这些指标更适合判断“危险正在上升”，而不是精确逃顶。	2026/5/25，TMT成交额占比升至47%，刷新2026年新高。前5%个股成交额占比MA20达到46.1%，高于2025年10月本轮行情前高，但尚未突破50%的历史极值区。
第一个M顶特征2	核心龙头估值透支超过3年	若核心龙头股价已透支未来3年以上盈利增长，意味着市场从“赚业绩的钱”转向“赚远期估值的钱”，进入高警惕区；透支5年通常接近极限。这是识别第一个顶部最关键的量化边界之一。	透支3年需警惕，5年是极限。当前AI阶段尚未确认整体透支超过3年，因此仍不能简单判定第一个顶部已经成立。但历史上如茅台、宁德、思科等都在交易顶附近进入透支3-5年的高估值区。
第一个M顶特征3	上涨形态呈“大—小—大”，大龙头冲顶	第一个顶部前的典型结构，不是“全板块普涨”，而是先由大龙头打开空间，再扩散到补涨，最后又回到核心大龙头冲顶。这会造成盘面上“指数还强、龙头还新高，但板块内部已经开始掉队”的现象。	当前未出现龙头冲顶
第一个M顶特征4	“最后一棒”资金涌入，虹吸效应显著	第一个顶部末期，常见现象是非主线资金被迫迁移到主线。即原本配置红利、消费、固收+的资金，也开始进入科技，形成跷跷板效应。这往往意味着主线从“认知优势交易”转入“被动抱团交易”，容错率下降。	当前开始出现部分虹吸效应

资料来源：Wind，国投证券证券研究所

交易顶由情绪与资金拥挤推动，对应单季度盈利增速高点，难预判；基本面顶由景气确认，对应 TTM 盈利增速高点，是更可靠的离场信号。

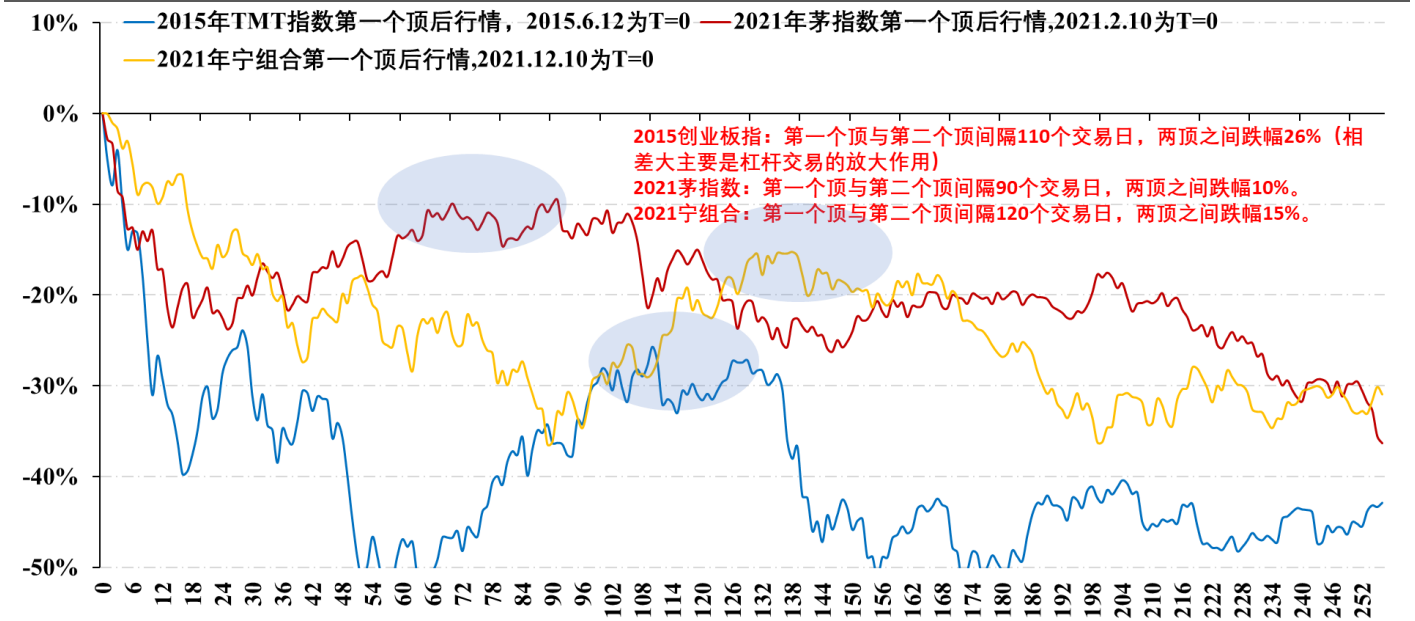
图4. “高切低与第一个顶”决策树



资料来源：国投证券证券研究所

历史规律显示，第二个顶通常比第一个顶低 10%-15%，仅 2015 年杠杆交易驱动的牛市例外。

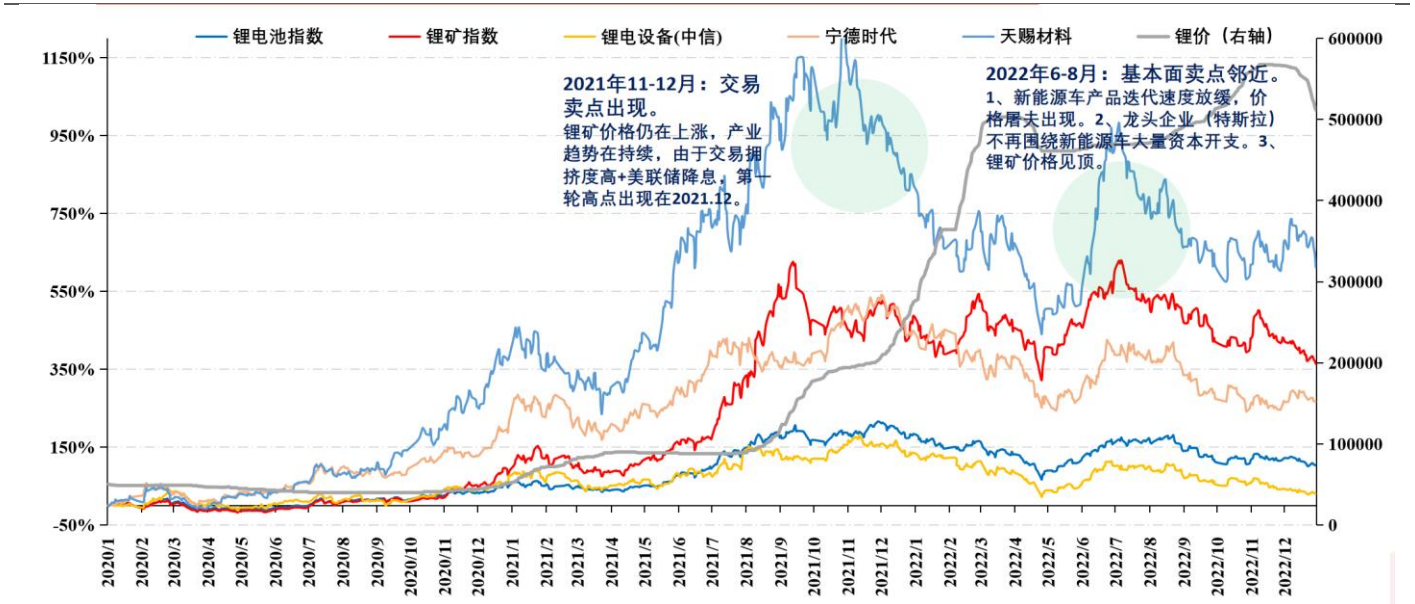
图5. 除 2015 年出现杠杆交易外，往往第二个顶只会比第一个顶低 10%-15%



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

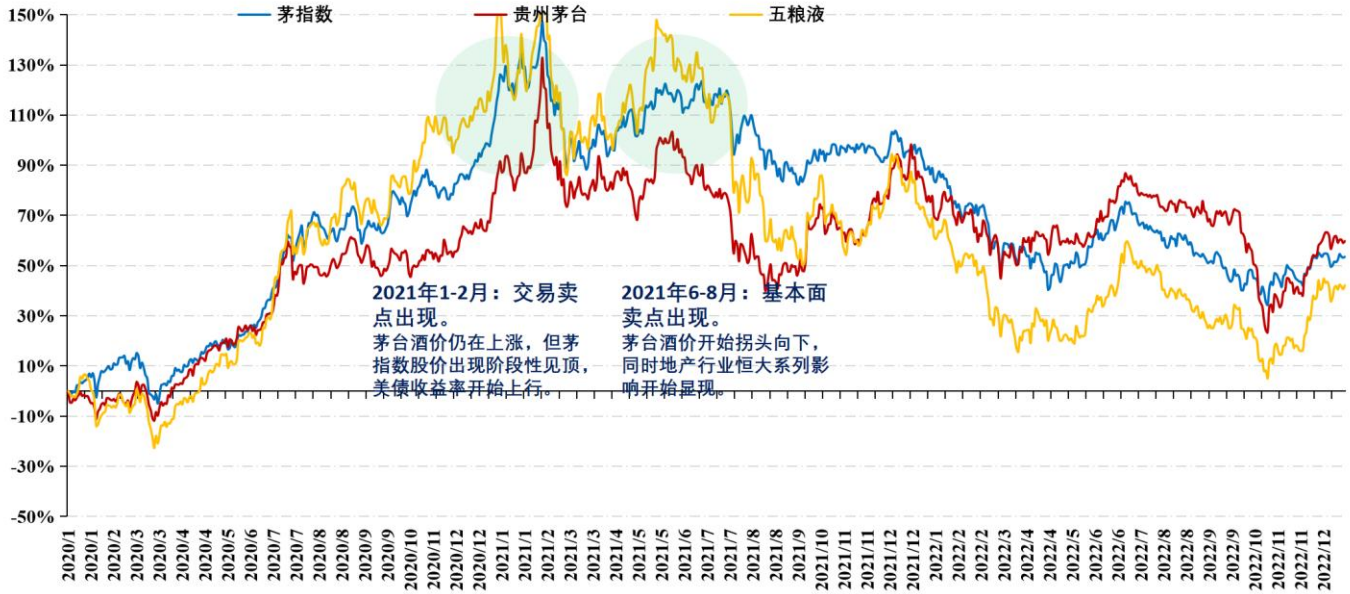
四轮产业浪潮均呈现M顶。新能源（2021. 12/2022. 6-8）、消费升级（2021. 1-2/2021. 7-8）、科技牛市（2015. 6/2015. 12-2016. 1）、科网泡沫（2000. 3/2000. 8-9），交易顶与基本面顶间隔约半年。

图6. 2020-2021 新能源产业浪潮 M 顶



资料来源：iFind，Choice，Wind，国投证券证券研究所

图7. 2019-2021 年消费升级产业浪潮 M 顶



资料来源：iFind, Choice, Wind, 国投证券证券研究所

图8. 2013-2015 年科技牛市 M 顶



资料来源：iFind, Choice, Wind, 国投证券证券研究所

与 2000 年不同，当前美股科技巨头（微软、谷歌等）自由现金流仍然充沛。当前的资本开支有较强的经营现金流支撑。

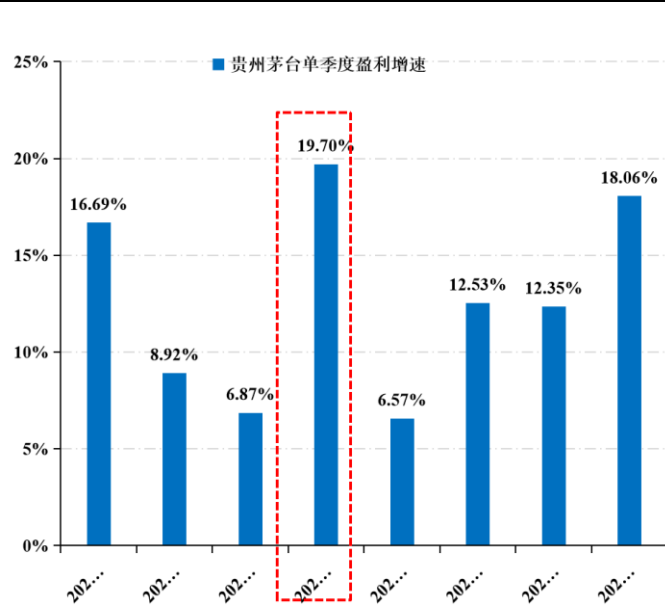
图9. 2000 年纳斯达克科网泡沫 M 顶



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

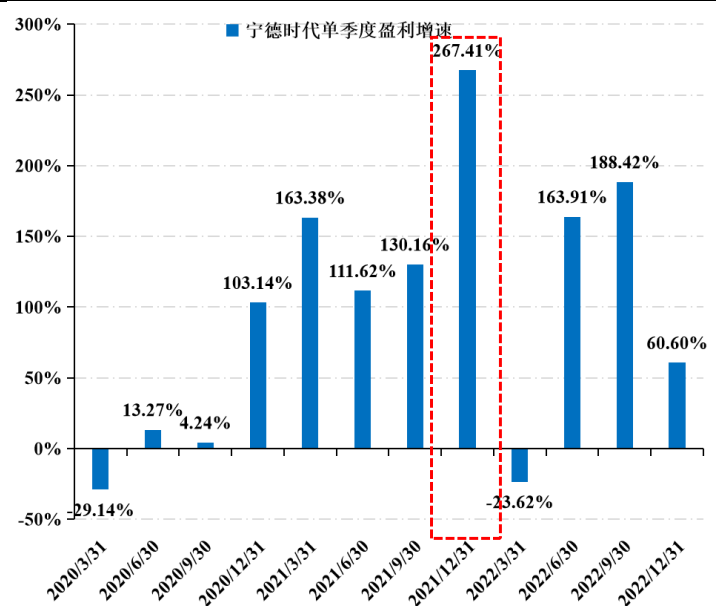
龙头第一个顶往往对应单季度盈利增速的阶段最高点。贵州茅台与宁德时代规律一致：交易顶出现时，表现业绩仍处最亮眼阶段。

图10. 贵州茅台单季度盈利增速



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

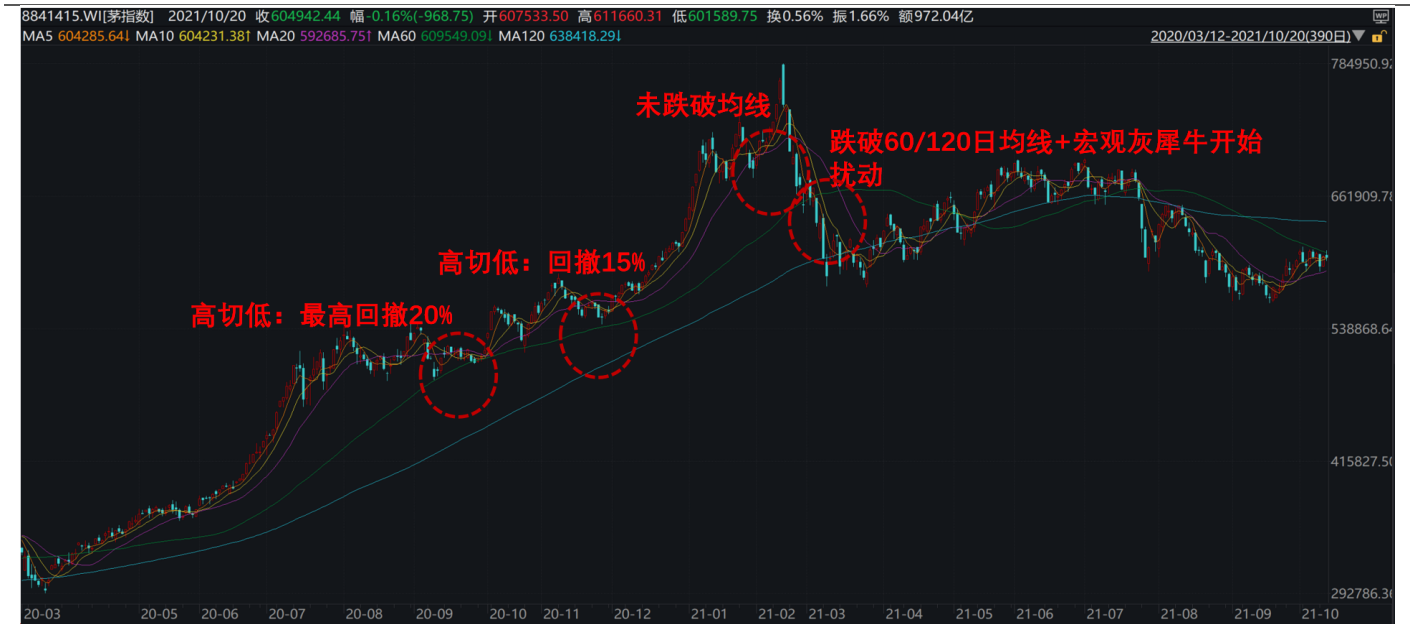
图11. 宁德时代单季度盈利增速



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

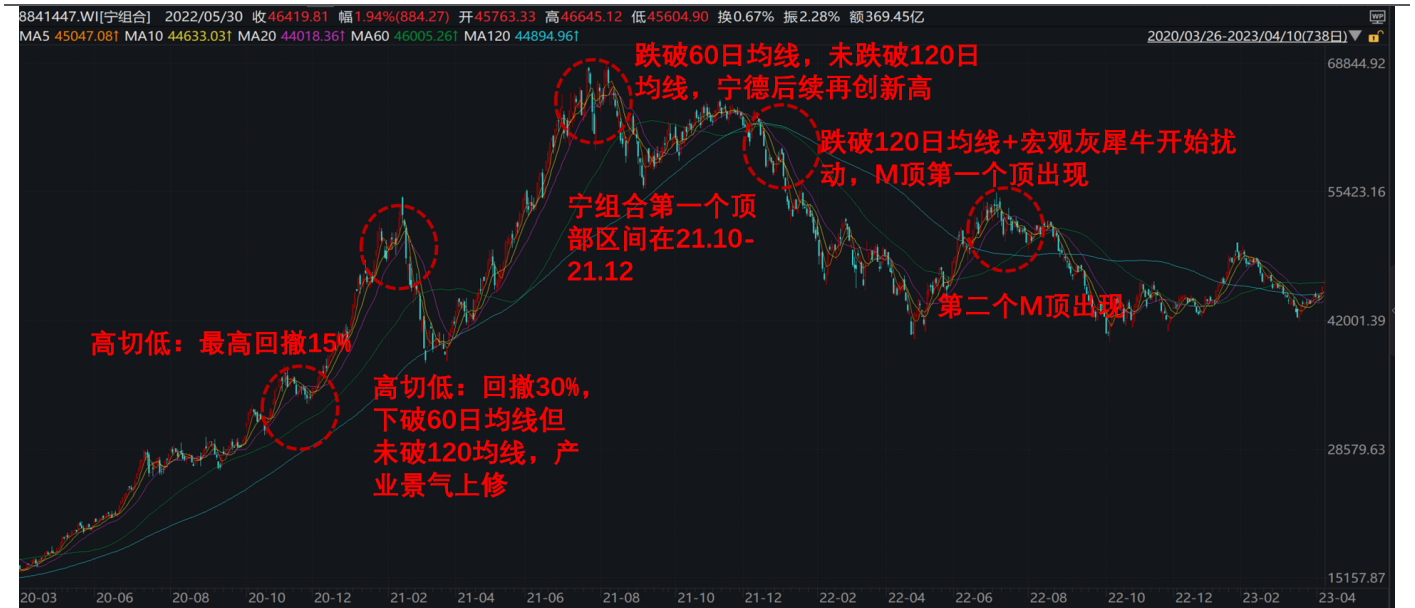
高切低与第一个顶的区别在于是否出现趋势破位与宏观扰动。2021 年 2 月“茅指数”与 2022 年初“宁组合”，均在跌破均线且宏观灰犀牛出现后确认第一个顶。

图12. 高切低与第一个M顶区别：1、跌破 60/120 日均线且 20 均线向下。2、宏观灰犀牛开始出现对产业扰动（2021 年 2 月开始监管趋严+美债收益率上升）



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

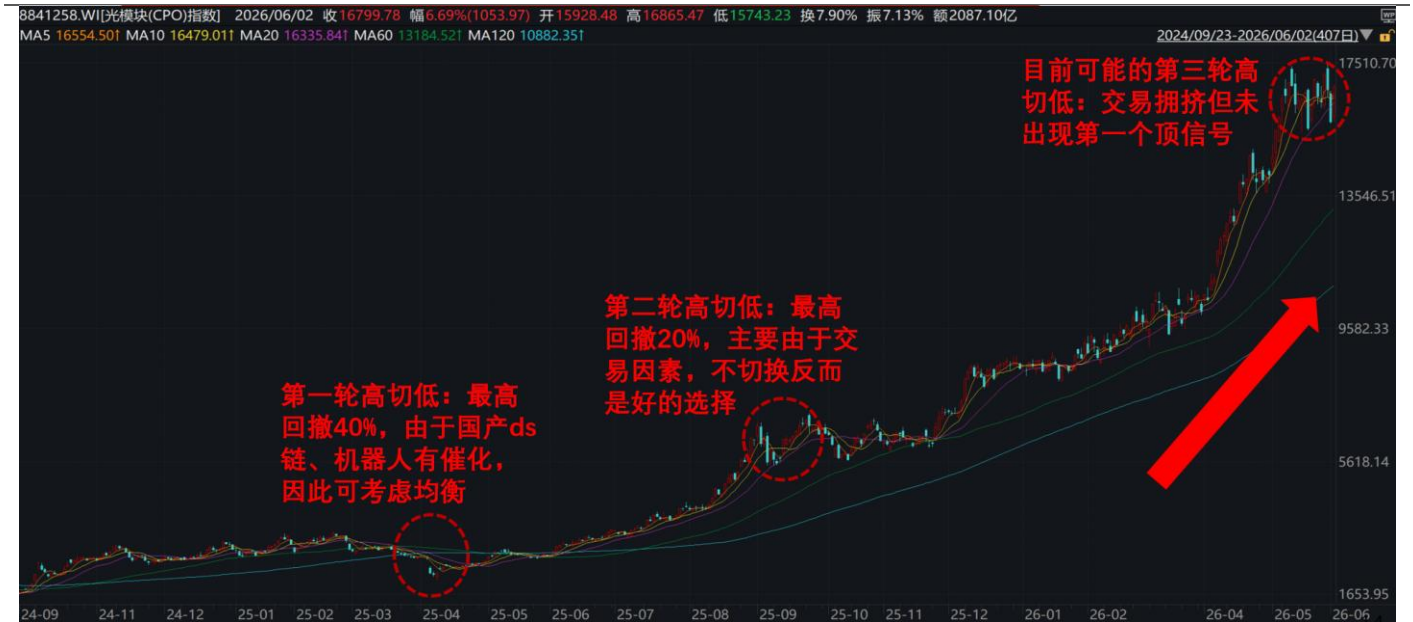
图13. 高切低与第一个M顶区别：1、跌破 60 日均线且 20 均线向下。2、宏观灰犀牛开始出现对产业扰动（2022 年 1 月开始美联储激进加息）



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

当前 AI 行情尚未出现第一个顶信号。代表性指数均线仍向上，未跌破 60 日均线，宏观灰犀牛未现，其余板块亦无明显基本面催化。

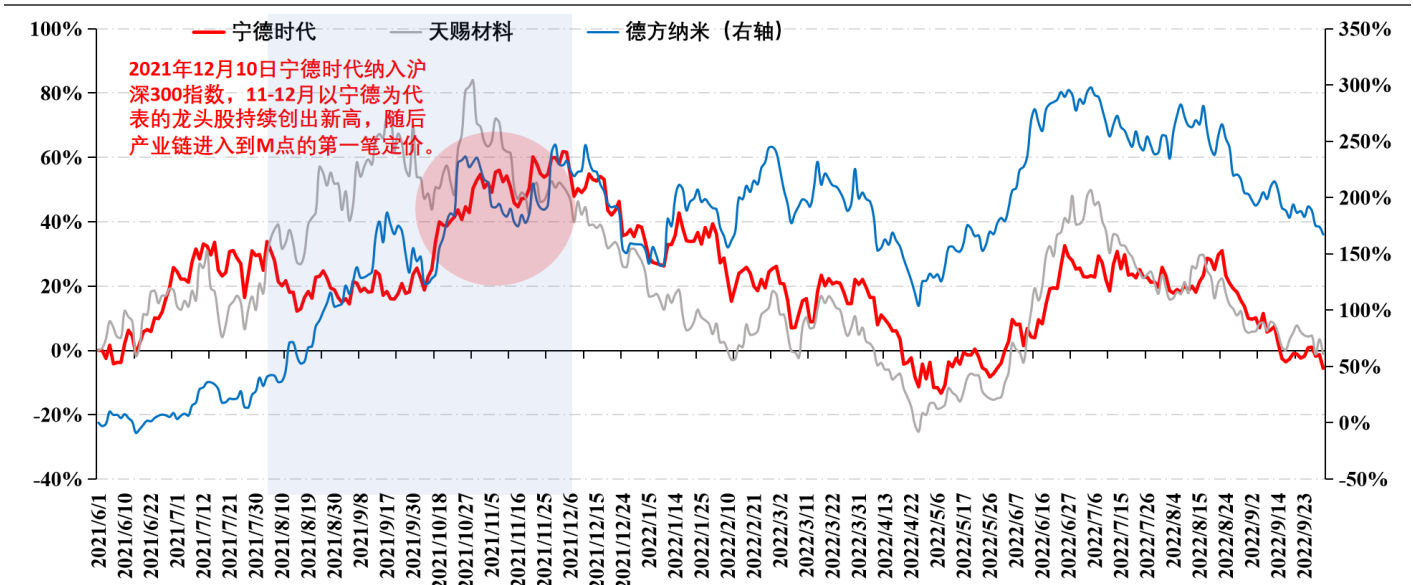
图14. 评估当前 AI 行情 1：1、代表性指数均线均持续向上（跌破 20 日均线但未跌破 60 均线）。2、宏观灰犀牛未出现。3、其余板块无明显催化



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

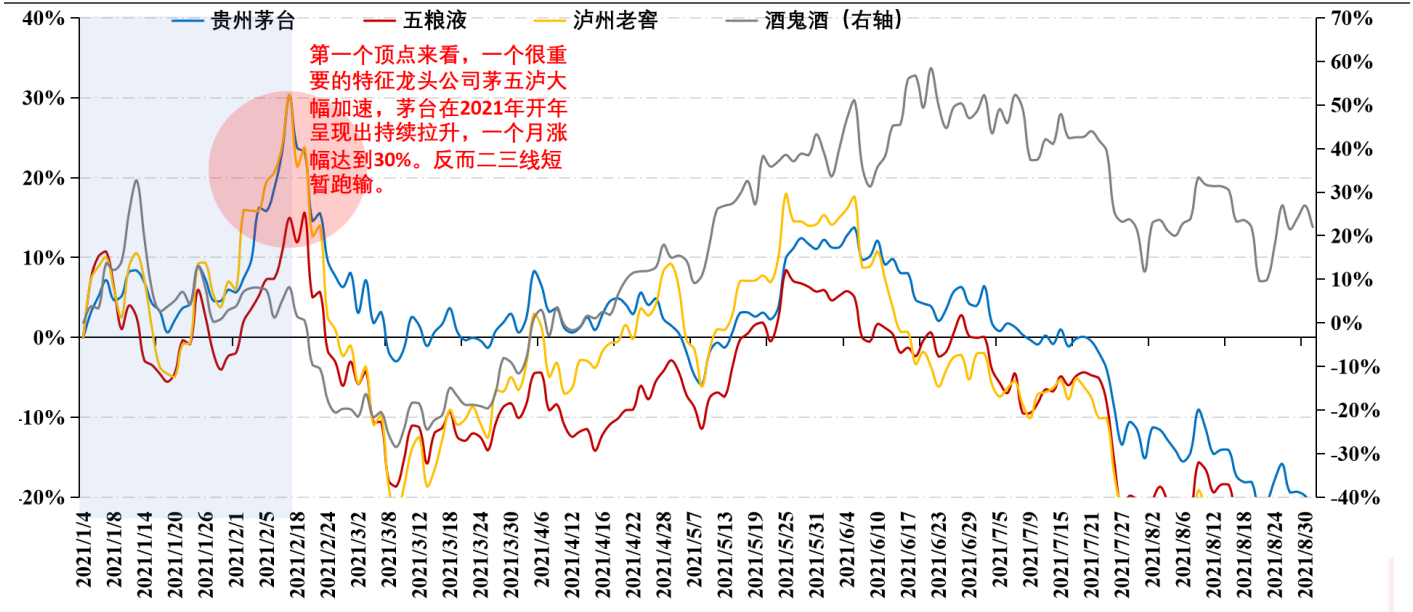
历史第一个顶前，核心龙头会出现最后一轮“拔估值”。“宁组合”看宁德时代，“茅指数”看贵州茅台，冲顶阶段龙头估值加速扩张，二三线补涨后再度集中到大龙头。

图15. 第一个顶特征：大龙头“拔估值”：“宁组合”第一轮顶点高点对应龙头企业宁德时代最后出现“拔估值”



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

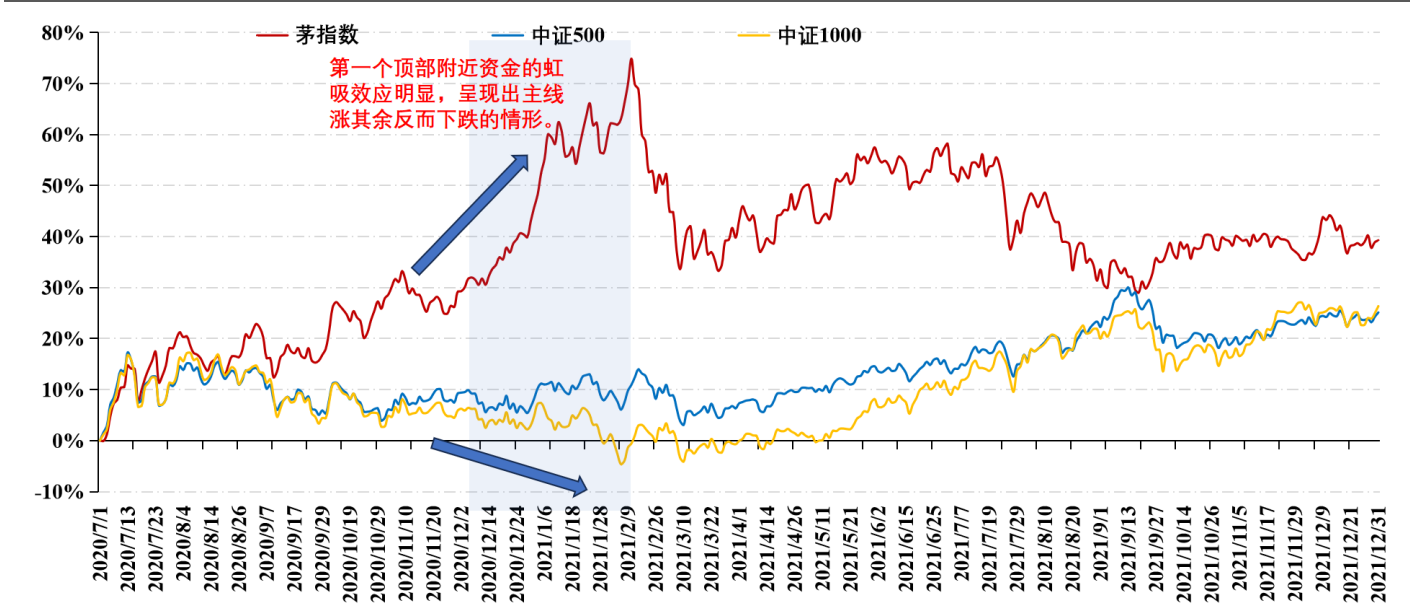
图16. 第一个顶特征：大龙头“拔估值”：“茅指数”第一轮顶点高点对应龙头企业宁德时代最后出现“拔估值”



数据来源：Wind，国投证券证券研究所

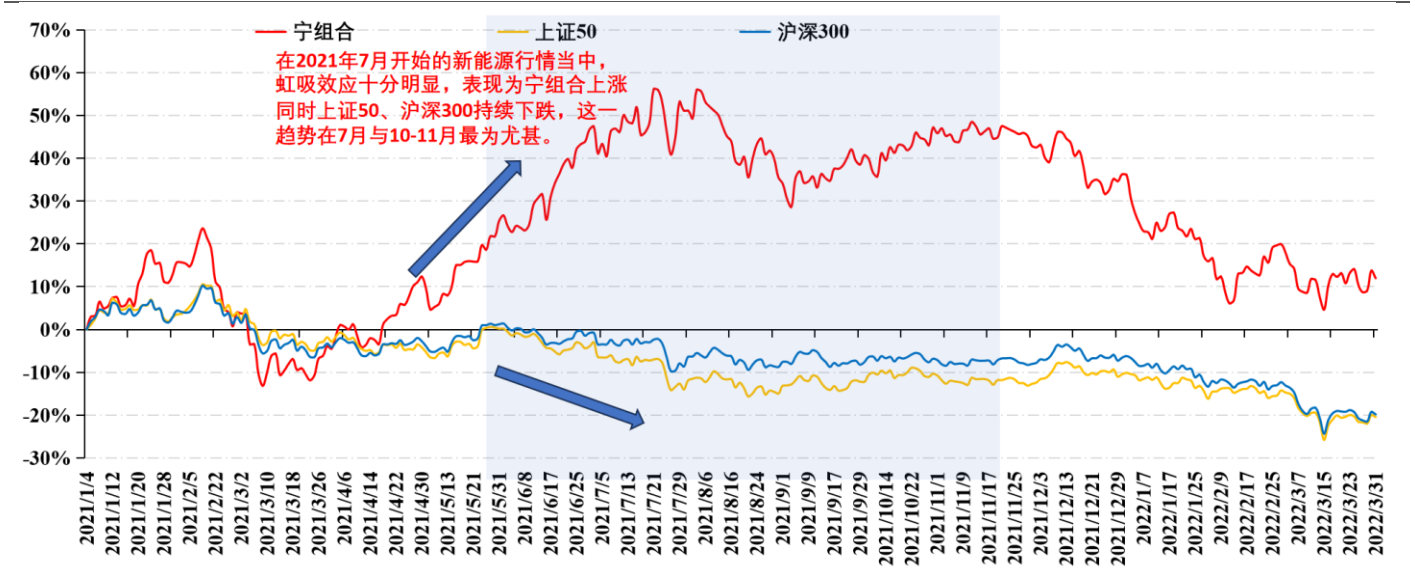
第一个顶伴随显著虹吸效应。“茅指数”冲顶时中证500、中证1000持续下跌；“宁组合”冲顶时上证50、沪深300下跌，资金向主线极致集中。

图17. 第一个顶特征：虹吸效应显著：“茅指数”在冲顶过程当中呈现出虹吸：中证500与中证1000在第一个顶附近持续下跌



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图18. 第一个顶特征：虹吸效应显著：“宁组合”在冲顶过程当中呈现出虹吸：上证 50 沪深 300 指数在“宁组合”第一个顶附近持续下跌



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

第一个顶时产业龙头普遍透支 3 年以上未来业绩。茅台 2021 年高点透支 4-5 年，宁德透支 3-4 年，“茅指数”与“宁组合”成分股在顶部大多透支三年以上

图19. 第一个顶特征：产业龙头等一批企业透支年份数均在三年以上：贵州茅台 2021 年高点透支 4-5 年



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图20. 第一个顶特征：产业龙头等一批企业透支年份数均在三年以上：“茅指数”在 2021.2.10 透支大多在三年以上

总市值(亿)	假定合理估值中枢	股价 (元)	20EPS	21EPS (E)	22EPS (E)	23EPS (E)	20PE	21PE	22PE	23PE	透支年份数
32673.70	30	2601.00	37.17	43.29	50.69	57.57	69.98	60.09	51.32	45.18	超过三年
13300.33	30	342.65	5.14	6.27	7.39	8.82	66.65	54.66	46.35	38.84	超过三年
9612.81	20	412.66	2.49	3.27	4.26	8.61	165.45	126.36	96.96	47.92	三年左右
7637.82	20	266.95	1.47	1.93	2.42	3.23	181.60	137.99	110.44	82.73	三年左右
7572.87	20	387.86	3.14	5.64	7.56	10.25	123.34	68.75	51.29	37.85	超过三年
7539.96	20	107.11	3.93	4.16	4.69	5.39	27.25	25.72	22.83	19.88	1-2年
6678.88	30	206.11	1.98	2.32	2.73	3.25	104.10	88.89	75.40	63.38	超过三年
6668.56	30	123.00	1.21	1.48	1.69	1.91	101.65	82.88	72.62	64.24	超过三年
6166.66	30	66.00	1.45	1.73	2.04	2.47	45.67	38.20	32.30	26.77	透支一年
6012.20	30	494.55	5.48	6.33	7.68	9.92	90.30	78.09	64.35	49.87	超过三年
5822.24	30	109.20	1.19	1.55	1.95	2.12	91.76	70.34	56.05	51.40	超过三年
5335.59	30	117.10	1.64	2.07	2.58	2.33	71.40	56.70	45.47	50.34	超过三年
4599.18	30	313.99	4.10	4.85	5.80	7.90	76.58	64.74	54.14	39.72	超过三年
4524.64	30	185.00	1.27	1.52	1.96	2.91	145.67	121.58	94.55	63.54	超过三年
4266.37	30	54.03	0.67	0.40	0.47	0.64	80.64	133.67	115.37	83.82	超过三年
3754.70	30	91.10	0.42	0.58	0.76	0.98	215.32	158.32	119.37	93.06	超过三年
3706.52	20	52.78	1.03	1.44	1.87	2.21	51.24	36.56	28.30	23.91	三年左右
3638.92	30	60.49	3.71	4.03	4.69	5.45	16.30	15.01	12.91	11.10	未透支
3401.60	20	212.60	2.06	2.91	3.78	4.94	103.04	73.10	56.29	43.00	超过三年
3315.20	20	38.49	0.58	0.67	0.84	1.19	66.50	57.06	45.90	32.22	2-3年
3150.72	20	34.90	1.34	1.12	1.32	1.79	26.10	31.11	26.34	19.52	2-3年
2827.81	20	46.49	1.17	1.40	1.61	1.91	39.74	33.16	28.94	24.30	2-3年
2628.57	30	302.97	3.21	4.39	5.73	8.34	94.38	69.04	52.84	36.33	两年左右
2376.83	30	393.96	2.77	3.42	4.23	5.05	142.22	115.15	93.19	78.04	超过三年
2096.64	20	111.00	0.89	1.56	2.08	3.27	124.72	71.38	53.36	33.94	超过三年
2001.42	20	494.52	7.53	9.46	11.85	16.10	65.67	52.28	41.72	30.71	超过三年
1946.43	30	422.22	1.90	2.68	3.73	4.75	222.22	157.49	113.15	88.97	超过三年
1244.08	30	388.00	1.54	2.31	3.02	3.97	251.95	167.76	128.49	97.81	超过三年

资料来源：Wind，国投证券证券研究所。注：个股代码与名称已隐去

图21. 第一个顶特征：产业龙头等一批企业透支年份数均在三年以上：宁德时代 2021 年高点透支 3-4 年



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图22. 第一个顶特征：产业龙头等一批企业透支年份数均在三年以上：“宁组合”在 2021.12.10 透支大多在三年以上

总市值(亿)	假定合理估值中枢	股价 (元)	21EPS	22EPS (E)	23EPS (E)	24EPS (E)	21PE	22PE	23PE	24PE	透支年份数
14916.28	20	639.95	6.88	8.62	12.34	23.59	93.07	74.20	51.88	27.13	超过三年
8774.77	30	301.42	1.06	2.97	4.13	6.44	284.36	101.48	73.00	46.84	超过三年
4698.98	20	86.81	1.69	2.74	3.41	4.19	51.37	31.69	25.44	20.73	三年左右
4505.23	20	370.59	6.59	8.26	10.05	11.80	56.26	44.84	36.89	31.40	超过三年
4134.94	30	139.90	1.75	2.00	2.63	4.31	79.94	69.82	53.19	32.48	超过三年
2659.29	30	305.98	5.16	6.88	8.69	9.98	59.30	44.46	35.23	30.66	超过三年
2604.78	30	137.22	1.54	2.53	3.52	4.17	89.10	54.33	38.97	32.91	超过三年
2397.61	30	44.35	0.43	0.57	0.74	0.95	102.33	77.64	59.65	46.62	超过三年
2364.88	20	265.00	3.06	4.71	6.64	10.73	86.60	56.31	39.94	24.70	超过三年
2227.68	30	149.99	1.08	2.70	3.48	3.74	138.88	55.57	43.10	40.13	超过三年
1933.99	20	367.92	2.15	2.39	3.13	5.81	171.30	154.18	117.37	63.34	超过三年
1860.34	30	70.85	1.37	1.67	2.17	2.58	51.72	42.54	32.62	27.44	三年左右
1597.33	20	35.66	0.29	0.69	0.91	1.00	122.97	51.83	39.08	35.77	三年左右
1314.39	30	607.50	4.43	6.39	9.09	13.43	137.13	95.14	66.84	45.22	超过三年
1296.35	30	136.30	2.35	2.57	3.14	4.29	58.00	53.00	43.40	31.75	超过三年
1281.24	20	184.50	2.53	3.57	4.96	8.11	72.92	51.70	37.22	22.75	超过三年
1243.27	30	142.50	3.31	3.07	3.74	5.69	43.05	46.46	38.13	25.06	2-3年
1236.46	30	470.00	4.40	6.04	7.40	12.31	106.82	77.80	63.47	38.18	超过三年
1008.76	20	176.35	3.59	4.87	6.36	7.67	49.12	36.22	27.72	22.98	超过三年
924.37	20	150.00	1.76	1.30	1.64	2.75	85.23	115.38	91.46	54.62	超过三年
835.34	20	174.03	1.63	2.40	3.23	3.65	106.77	72.63	53.83	47.74	超过三年
714.79	30	418.97	2.48	2.99	4.09	7.37	168.94	140.06	102.33	56.81	超过三年
680.40	20	212.20	2.19	3.05	4.00	4.31	96.89	69.54	53.10	49.27	超过三年
545.66	20	816.98	21.03	30.99	39.41	41.69	38.85	26.36	20.73	19.60	两年左右
481.40	30	126.27	1.51	1.58	2.07	3.26	83.62	80.04	61.01	38.76	超过三年

资料来源：Wind，国投证券证券研究所。注：个股代码与名称已隐去

第一个顶时估值分位数、机构持仓、成交额占比等交易指标同步进入极端拥挤区间。这些指标不精确提示逃顶，但标志危险正在上升。

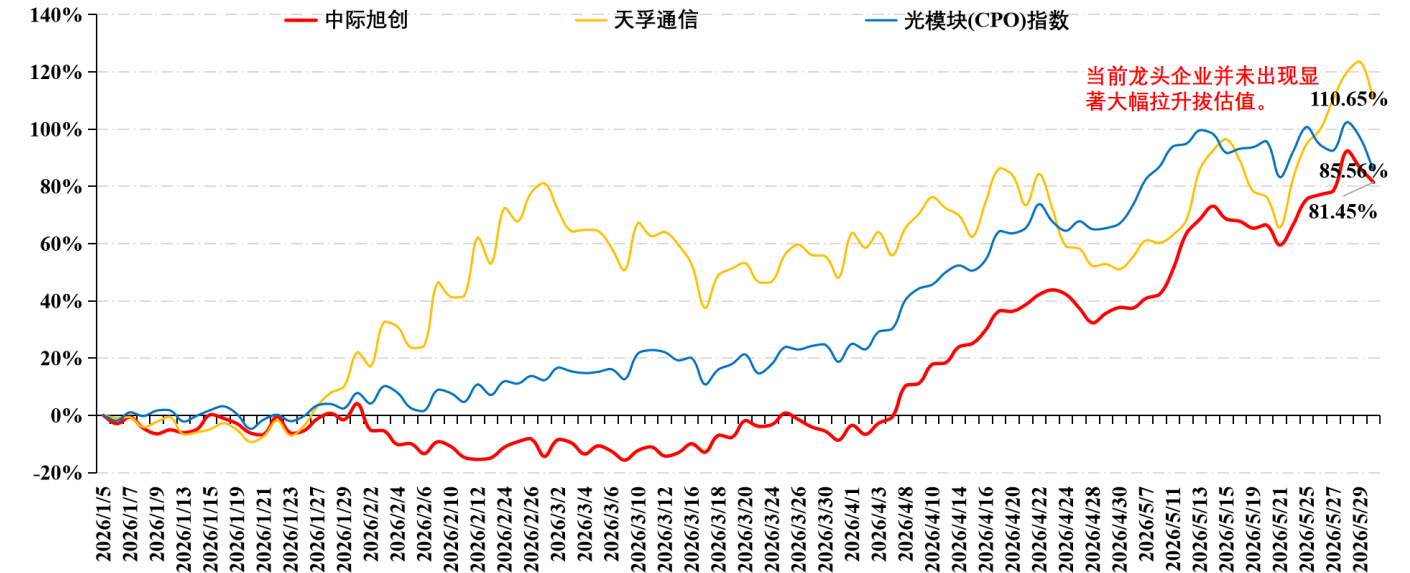
图23. 第一个顶特征：估值分位数、持仓、成交额等交易指标均显示拥挤

第一个顶部时点	主线	成交/换手热度	估值热度	资金/筹码热度	结论
2000/3 美股互联网泡沫高点	互联网、通信、软件	科技股主导市场，IPO与VC狂热，纳指单年涨幅极端	纳指100远期PE 60.1倍，纳综近200倍；PS数百倍至上千倍	巴菲特指标约180%；Top10占比约27%	估值脱锚最极致
2015/6 A股互联网高点	互联网+、TMT	TMT区间成交占全A约16%；6月多日成交额近2万亿；两融峰值18%	计算机/通信/传媒/电子PE中位数分别达211/172/138/139倍	015Q1计算机仓位20.7%，但更核心是散户加杠杆	成交+杠杆最极致
2021/2 茅指数高点	核心资产、消费白马、医药白马	相对成交热度升至0.8、突破95%分位；成交占比自5%-7%升至10%-15%	白酒100%分位、医药95%分位；白酒PE 60-63.6倍	前5%个股成交集中度49.6%；公募持仓占比26.6%	机构抱团最极致
2021/12 宁组合高点	新能源车、锂电、光伏	新能源下半年成交额占全市场30%以上；创业板成交占比23%/95.3%分位	宁德时代PE 150倍，历史高点216倍；电新拥挤度分位96.7%	超500只基金重仓宁德时代；龙头单日成交超沪深300总和10%左右	赛道虹吸最极致

资料来源：Wind，国投证券证券研究所

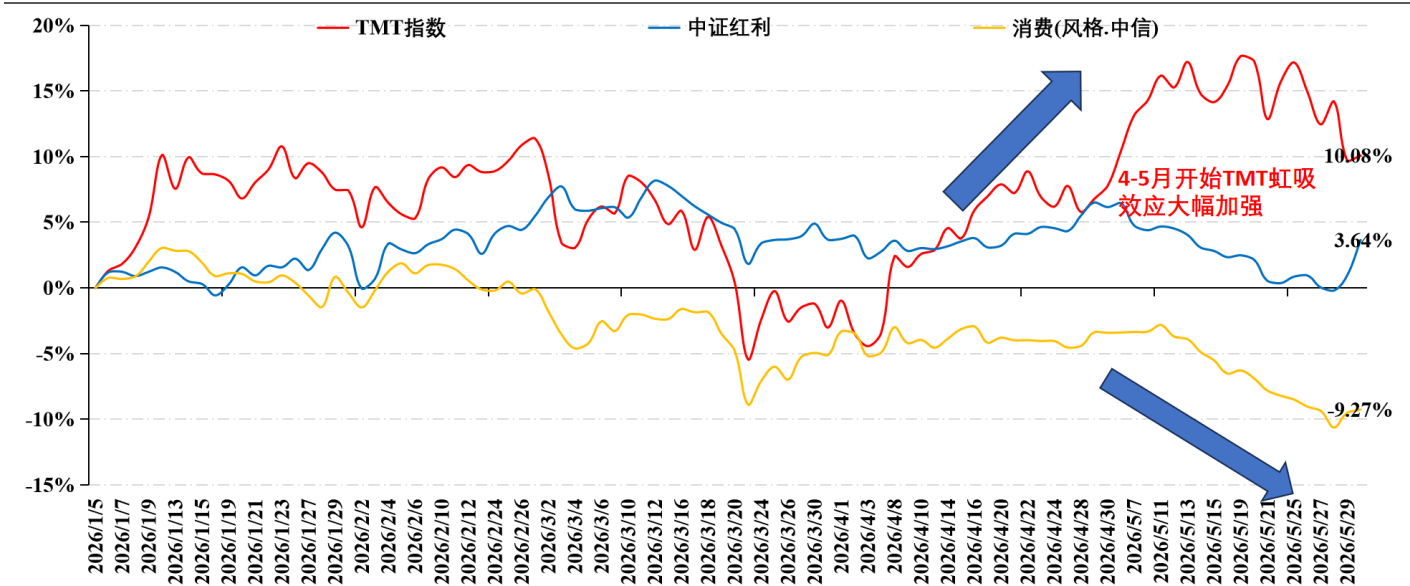
当前 AI 行情评估：大龙头尚未出现明显拔估值，甚至跑输光模块指数；虹吸效应已现需警惕；但龙头透支年份多在三年以内，核心企业远低于 2021 年与 2015 年顶部水平；高切低指数刚现拐点，分化未到极致。

图24. 评估当前 AI 行情 2：大龙头当前未出现明显拔估值，甚至一线未跑赢光模块指数，二三线当前仍然更为活跃



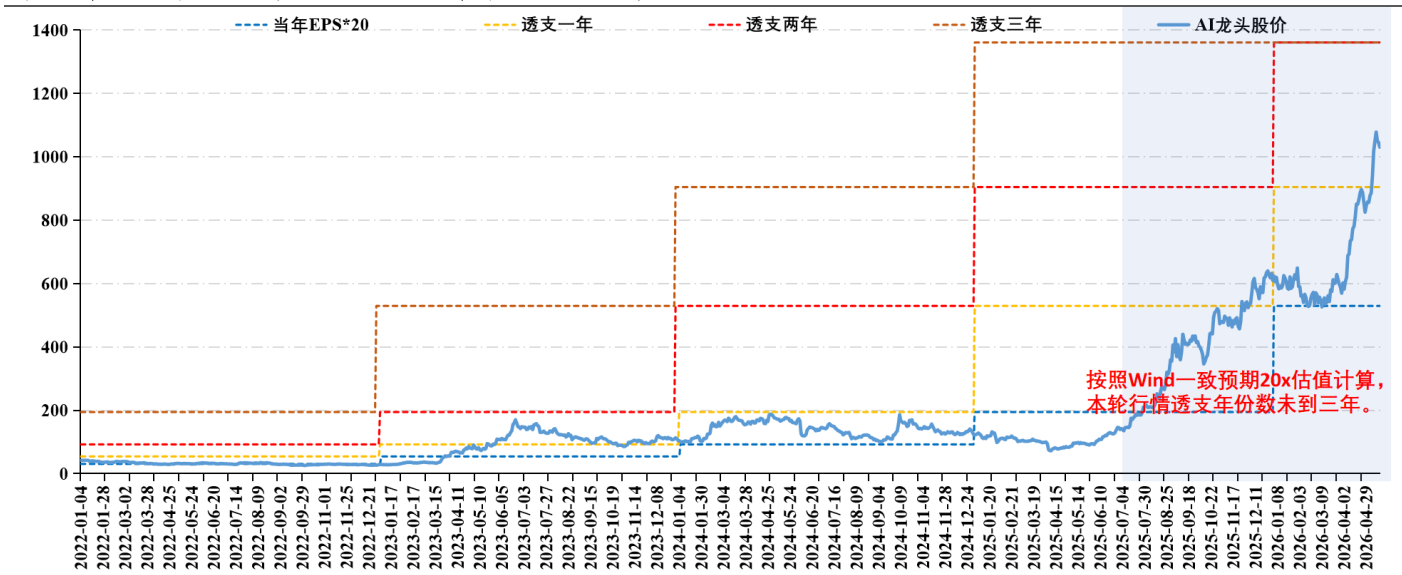
资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图25. 评估当前 AI 行情 3：虹吸效应相对较为明显，出现警惕信号



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图26. 评估当前 AI 行情 4：龙头企业未来透支度不高



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图27. 评估当前 AI 行情 4：当前大多数企业透支年份数不超过三年，核心企业透支年份数远低于 21 年与 15 年第一个顶点时期

总市值(亿)	假定合理估值中枢	股价 (元)	25EPS	26EPS (E)	27EPS (E)	28EPS (E)	25PE	26PE	27PE	28PE	透支年份数
20073.89	20	426.42	11.58	20.43	25.12	30.21	36.82	20.87	16.98	14.11	未透支
13287.61	20	1275.00	4.72	26.76	46.15	68.68	270.13	47.65	27.63	18.56	1-2年
8167.81	30	1378.10	-1.09	8.57	16.12	25.08	-1264.31	160.86	85.48	54.94	超过三年
7439.36	20	782.25	4.00	18.74	30.08	50.24	195.56	41.74	26.01	15.57	1-2年
4369.29	30	614.84	10.57	10.90	15.02	19.26	58.15	56.40	40.95	31.93	2年左右
3580.44	20	170.80	5.32	7.71	9.26	10.74	32.11	22.17	18.44	15.90	未透支
3560.76	30	497.38	2.43	4.37	5.93	8.16	205.05	113.73	83.90	60.98	超过三年
3863.41	20	223.99	0.64	3.85	7.75	12.37	349.98	58.21	28.89	18.11	1-2年
1500.71	20	154.39	1.21	2.24	2.80	3.50	127.60	68.83	55.06	44.07	超过三年
1090.44	20	687.65	0.41	0.30	0.59	1.19	1677.20	2310.65	1159.03	577.61	超过三年
1502.61	20	1405.00	-0.07	6.18	10.35	15.28	-20071.43	227.33	135.74	91.96	超过三年
717.20	20	205.56	-0.04	1.08	1.89	3.08	-5139.00	191.22	108.81	66.85	超过三年
865.60	20	247.86	4.33	4.06	5.21	6.55	57.24	61.11	47.53	37.86	三年左右
709.50	20	66.35	1.01	1.27	1.79	2.40	65.67	52.06	37.04	27.68	三年左右
1088.63	20	277.90	-0.17	0.12	0.58	2.31	-1634.71	2321.64	475.77	120.06	超过三年
1735.24	20	224.00	0.85	1.99	3.09	4.55	263.53	112.70	72.53	49.25	透支两年
691.26	20	244.90	0.25	3.74	6.97	0.00	979.60	65.54	35.13		2-3年
797.43	20	337.06	0.27	1.71	2.40	0.00	1251.15	197.16	140.45		超过三年
698.32	20	168.86	0.14	1.60	2.49	3.97	1175.91	105.42	67.71	42.58	三年左右
669.51	20	202.60	0.62	3.84	6.87	0.00	326.77	52.70	29.51		1-2年
441.16	20	334.17	0.72	2.10	4.13	5.52	466.46	158.95	80.91	60.53	超过三年
623.50	20	381.01	-0.57	0.43	0.87	1.57	-671.26	895.44	436.14	242.47	超过三年
394.70	20	31.50	0.07	0.05	0.18	0.36	431.51	604.61	174.81	86.97	超过三年
1909.60	20	2004.00	1.82	5.23	8.37	13.00	1101.10	383.40	239.52	154.17	超过三年

资料来源：Wind，国投证券证券研究所。注：个股代码与名称已隐去

图28. 评估当前 AI 行情 5: 交易指标来看，高切低指数开始出现拐点



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券证券研究所

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034