

2026 年 06 月 11 日
科技的 M 顶：第二个顶

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

■ 在此前专题《灰色决度：科技的卖点》和《科技的 M 顶：第一个顶》中，我们提出：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。第二个顶形成条件在于以下四点：1、产业大逻辑尚未被推翻；2、盈利增长仍在兑现；3、估值经历一顶回调后重新具备吸引力；4、宏观层面扰动阶段性消退叠加资金仓位回补的四重共振结果。要意识到二顶对应 TTM 口径下利润增速的最高位置，往后通常会出现产业趋势放缓、行业竞争格局崩塌与宏观灰犀牛（例如全球经济衰退或者流动性大幅收紧）的进一步明确，即便后续再有催化，二顶之后的下跌往往比一顶后更为持续且难以抵抗。

■ 做好第二个顶部，对应三个核心实操要点：1、战略上判断：这是弱 M 顶（二顶远低于一顶）还是标准 M 顶。如果估值大幅上升阶段伴随巨量杠杆资金介入同时市场对高景气基本面持续的信心较弱，这时候弱 M 顶形成的概率较高，典型如 2013-2015 年创业板指科技牛市，则二顶不值得期待；2、战术上判断：一顶回撤幅度与二顶反弹幅度。我们观察到一顶之后回撤 20-30% 是较好的机会，一顶探底后反弹约 20%，双顶间隔 1-2 季度，对应应当龙头企业股价从一顶透支 3-5 年回落至透支 2 年以内时，即具备介入价值。3、应对上判断：把握好二顶的关键是调整配置而非增加配置。事实上，核心 BETA 龙头二顶很难高于一顶；二三线存在一批阿尔法品种二顶高于一顶，从 beta 转向阿尔法，意识到这点是非常重要的。

■ 客观而言：同一产业浪潮中不同品种顶部形态是分化，有些是强 M 顶（二顶高于一顶）、有些是标准 M 顶、有些是弱 M 顶（二顶远低于一顶）、有些甚至是 A 字型单顶崩塌，这是在最后估值大幅上升阶段我们要充分思考的最关键问题。目前来看，当前 AI 科技正在经历阶段性高切低而非明确第一个顶部。当前 A 股高切低指数已经触及上沿（目前处于阶段性高切低常规区间上沿 60%），意味着阶段性高切低这点倒也不用否认也无法回避。值得注意的是在“茅指数”和“宁组合”抱团真正瓦解的时候，A 股高切低指数高达 90% 以上，综合宏观灰犀牛并不明确（1、海外流动性收紧预期存在反复；2、国内政策仍需跟踪）以及 AI 资本开支高位难以验伪，本轮 AI 科技抱团眼下都不会轻易结束，当前基于产业浪潮股最终结束 M 顶视角下第一个顶部大概率还未到来，其核心大主线定位并未随着股价高涨而受到动摇。

■ 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。

相关报告

新的“宁组合”与中国的“纳指”	2026-04-19
主线在哪儿？——投资方法论之 A 股如何“抓主线”	2026-04-14
谁是 2021 年宁组合？	2026-04-12
牛转熊否？	2026-04-06
2026 与 2021：再均衡的宿命	2026-03-29

目 录

图 1. 产业趋势龙头股最终顶部大概率是 M 顶	5
图 2. 拆分两个顶区别来看，往往第二个基本面顶更容易识别，也是真正值得关注的卖点. 5	
图 3. 2019-2021 年消费升级产业浪潮 M 顶	6
图 4. 2019-2021 年消费升级产业浪潮 M 顶	6
图 5. 2020-2021 新能源产业浪潮 M 顶	7
图 6. 2020-2021 新能源产业浪潮 M 顶	7
图 7. 2013-2015 年科技牛市 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. 第二个顶的形成原因：在一顶之后存在产业催化+宏观约束缓解+仓位回补.....	9
图 11. 一顶与二顶的关系 1：极端情况外第二个顶会比第一个顶低 15%-20%.....	10
图 12. 一顶和二顶的关系 2：一顶回撤至少 20%，正常 30%，一顶探底后反弹约 20%，双顶 间隔 1-2 季度；核心龙头二顶很难高于一顶；二三线存在一批阿尔法品种二顶高于一顶 . 10	
图 13. 以宁德时代为例观察一顶和二顶的关系 3：一顶回撤后的股价低位大致可以对应产 业趋势龙头股股价从透支 3 年以上水平回落至透支业绩 2 年以内的水平	11
图 14. 以贵州茅台为例观察一顶和二顶的关系 3：一顶回撤后的股价低位大致可以对应产 业趋势龙头股股价从透支 3 年以上水平回落至透支业绩 2 年以内的水平	11
图 15. 一顶和二顶关系 4：基于仓位回补惯性，二顶持仓水平比一顶更高并达到最高 ...	12
图 16. 第二个顶见顶判断：是基本面卖点，相对清晰对应 TTM 口径利润增速最高位置，背 后由于宏观灰犀牛进一步明确+竞争格局崩塌+产业趋放缓	12
图 17. 第二个顶几种形态：弱 M 顶（二顶明显低于一顶，通常对应没有基本面的边缘品 种），标准 M 顶（通常对应核心龙头）与强 M 顶（二顶高于一顶，通常存在于二三线一批 有阿尔法的品种，例如 2021 年酒鬼酒）.....	13
图 18. M 顶之二顶之后：三顶四顶主要跟随大盘与政策催化，但基本面大趋势向下	13
图 19. M 顶之二顶之后：三顶四顶主要跟随大盘与政策与产业催化，但基本面大趋势向下	14
图 20. 左侧阶段性“高切低”与 M 顶第一个顶区别： 阶段性高切低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（含政策）与低位板块出现政策和基本面催 化相关.....	14
图 21. 当前 AI 科技正在经历左侧高切低，还未看到一顶到来 当前 A 股高切低指数接近常 规上沿，但与历史两次抱团瓦解时仍存距离	15
图 22. 评估当前全球 AI 产业趋势：目前预计 2026 年下半年高资本开支无虞，最早 2027 年 年中才需警惕.....	15
图 23. 评估当前全球 AI 产业趋势：海外大厂收入加速上行，经营现金流较为强劲	16
图 24. 评估当前全球 AI 产业趋势：截止 2026 年一季报五大云厂商自由现金流充沛.....	16
图 25. 产业数据 ARR 与 token 消耗量来看，目前 AI 景气处于明确上升通道当中.....	17
图 26. 评估当前全球 AI 产业趋势	17

在此前专题《灰色决度：科技的卖点》和《科技的M顶：第一个顶》中，我们提出：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。第二个顶之所以能够形成，其形成条件往往在于这四点：1、产业趋势尚未被推翻；2、盈利增长仍在兑现；3、估值经历一顶回调后重新具备吸引力；4、宏观层面扰动阶段性消退叠加资金仓位回补的四重共振结果。

这四重催化使得第二个顶部为所有产业趋势行情中最后的确定性交易机会，但同时要意识到二顶往往对应 TTM 口径下利润增速的最高位置，换言之一旦基本面信号确认转向，即便后续再有催化，二顶之后的下跌往往比一顶后更为持续且难以抵抗。

可以看到，历史上三轮经典产业浪潮的M顶——2020-2021年新能源（“宁组合”一顶 2021年12月→二顶 2022年6-8月）、2019-2021年消费升级（“茅指数”一顶 2021年1-2月→二顶 2021年6-8月）、2013-2015年科技牛市（创业板指一顶 2015年6月→二顶 2015年12月），我们发现第二个顶能够形成具有高度一致的催化逻辑：

- 1、核心产业逻辑并未被推翻——盈利增长仍在兑现（“宁组合”二顶前新能源车渗透率仍在快速提升，“茅指数”二顶前高端白酒提价预期尚存，创业板二顶前并购外延逻辑犹在）；
- 2、宏观扰动消退——一顶往往伴随突发性宏观冲击（2021年外围加息预期、2022年俄乌冲突、2015年杠杆影响减弱），当扰动因素被消化或者阶段性回摆之后形成反弹推动力；
- 3、估值吸引力重建——一顶回调使得龙头企业估值从极度透支（3-5年）回落至相对合理区间（1-2年）；
- 4、资金仓位回补——从持仓水平来看，二顶时的机构持仓水平往往高于一顶，本质是一顶错过或被震出的资金在估值回落后以更大力度涌入抄底，形成自我实现的反弹动力。

事实上，M顶的第一个顶部是交易顶部，往往模糊对应于单季度盈利增速最高位置，通常在时点上伴随着宏观灰犀牛的出现（注意：在当时或许被认为是宏观约束，直到后期才意识到概率不断增强，负面影响不断增大），对于第二个顶部判断的核心抓手是：TTM口径下盈利增速的最高位置，对应于在二顶之后我们会进一步明确三个核心要素的恶化：

- 1、产业趋势放缓（技术迭代放缓；现金流无法支撑资本开支；渗透率逐渐接近天花板；例如当下游需求无法消化上游资本开支扩张，经营现金流开始被侵蚀甚至转负时，产业内生的正向循环被打破）；
- 2、行业竞争格局崩塌（价格屠夫出现；商品价格体系剧烈波动。例如，对应新能源时期竞争格局崩坏（碳酸锂价格战）、消费时期消费景气边际走弱（批价倒挂））；
- 3、宏观灰犀牛（例如全球经济衰退或者流动性大幅收紧）的进一步明确。

对于历史行情进行复盘来看，对于第二个顶部的确认，以上三个要素三者出现其一即可确认。不同于第一个顶部往往需要依赖交易层面信号同时还需要一定运气成分，第二个顶部对应的是清晰可验证的产业基本面拐点，把握度明显高于第一个顶部。

更进一步，关于如何做好第二个顶部，我们将重点放在一顶和二顶之间这波回撤与反弹如何处理这个关键问题，对应三个核心实操要点。

1、战略上判断：这是弱M顶（二顶远低于一顶）还是标准M顶。通常而言，如果估值大幅上升阶段伴随巨量杠杆资金介入同时市场对高景气基本面持续的信心较弱，这时候弱M顶形成的概率较高，典型如2013-2015年创业板指科技牛市，2015年Q2一顶后回撤幅度高达60%，二顶较一顶回落超过30%以上，这是近乎是A字型的M顶。除2015年因杠杆交易导致的特殊情况外，正常产业基本面驱动的M顶中第二个顶往往只比第一个顶低10%-15%（“宁组合”约85%，“茅指数”约90%），那么这种标准M顶则是值得期待可以参与的。

2、战术上判断：一顶回撤幅度与二顶反弹幅度。结合二顶的形成条件，基于历史统计，我们观察到一顶之后回撤20-30%是较好的机会。具体操作层面：第一，抄底时机看龙头透支年份——当龙头企业股价从一顶透支3-5年回落至透支2年以内时，即具备介入价值，历史上宁德时代从一顶透支4年回落至透支1.5年左右即触发了二顶的反弹起点，贵州茅台亦然；第二，一顶探底后反弹约20%，双顶间隔1-2季度，。

3、应对上判断：把握好二顶的关键是调整配置而非增配。2019-2021 年消费升级产业浪潮 M 顶中，在一顶和二顶之间，可看到当时五粮液、酒鬼酒、ST 舍得股价表现要好于贵州茅台；同样在 2020-2021 新能源产业浪潮 M 顶中，在一顶和二顶之间，可以看到当时天赐材料、锂矿的股价表现要好于核心龙头宁德时代。事实上，核心 BETA 龙头二顶很难高于一顶；二三线存在一批阿尔法品种二顶高于一顶，从 beta 转向阿尔法，意识到这点是非常重要的，但是实操难度也比较大。

事实上，我们在此前专题中提到：最后的估值大幅上升就是在抱团基础上，股价步入大幅提升估值阶段，根据我们的案例观察和统计，估值大幅上升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，哪些能够形成标准 M 型双顶格局，哪些是强 M 顶格局，对应做好内部仓位调整。

客观而言：同一产业浪潮中不同品种的顶部形态的分化——即为何有些是强 M 顶（二顶高于一顶）、有些是标准 M 顶、有些是弱 M 顶（二顶远低于一顶）、有些甚至是 A 字型单顶崩塌，我们认为这背后取决于三个核心因子的组合：盈利持续性+估值透支程度+宏观约束强度。盈利久期长、估值透支少、受宏观约束弱的阿尔法品种更容易形成强 M 顶，因为市场愿意给予更长时间验证；而盈利爆发力强但持续性差、估值早期便已严重透支、受宏观约束大的品种（如 2015 年的 TMT 应用端公司）则容易出现弱 M 顶甚至 A 字型崩塌。

此外，二顶之后是否还有三顶、四顶的问题，我们的研究结论是：二顶=趋势确认终结，三顶及以后=下跌中继中的反弹，主要跟随大盘与政策与产业催化，但基本面大趋势向下，参与价值逐级递减。复盘“茅指数”（五顶格局：二顶 2021.7→三顶 2022.6 上海解封→四顶 2023.2 疫情解封→五顶 2024.9“924 行情”）和“宁组合”（四顶格局：二顶 2022.6→三顶 2022.11 疫后反弹→四顶 2024.9“924 行情”），三顶之后的每轮反弹高度持续递减，且驱动力从“基本面驱动”退化为“事件/政策脉冲驱动”——后续行情主要跟随大盘 beta 与政策与产业催化（如疫情解封、924 组合拳），产业自身基本面往往处于持续走弱趋势当中，这意味着三顶以后的行情仅具备交易价值而不具备趋势价值。

目前来看，当前 AI 科技正在经历阶段性高切低而非明确第一个顶部。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 股高切低指数已经触及上沿（目前处于阶段性高切低常规区间上沿 60%），意味着阶段性高切低发生概率正在不断提升，这点倒也不用否认也无法回避。目前看，值得注意的是在“茅指数”和“宁组合”抱团真正瓦解的时候，A 股高切低指数高达 90% 以上，综合宏观灰犀牛并不明确（1、海外流动性收紧预期存在反复；2、国内政策仍需跟踪）以及 AI 资本开支高位难以验伪，本轮 AI 科技抱团眼下都不会轻易结束，当前基于产业浪潮股最终结束 M 顶视角下第一个顶部大概率还未到来，其核心大主线定位并未随着股价高涨而受到动摇。

最后，我们想反复提示的是：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。

产业趋势龙头股的最终顶部大概率不是单尖顶，而是M顶。第一个顶是交易顶，由情绪、资金拥挤和龙头虹吸推动，对应单季度盈利增速高点，极难精准预判；第二个顶是基本面顶，对应TTM口径盈利增速的拐点，间隔第一个顶约1-2个季度（5-8个月），是投资者可以把握的右侧离场窗口。抱团者的宿命往往是卖在右侧，关键在于识别第二个顶的信号。

图1. 产业趋势龙头股最终顶部大概率是M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
盈利/财务状况	多数公司未盈利	创业板整体盈利仍增长：2014净利+22.71%，2015净利+28.38%	龙头盈利稳定但不再加速：茅台2020净利+13.33%，2021净利+12.34%	板块盈利极强：电新板块2021营收+41.78%，净利+74.49%
盈利表现增速是否最高	否，甚至大量亏损	主升后段更多靠估值与流动性，非盈利极值	是：盈利尚稳，但增速并未匹配70倍PE，2021年年中盈利高位	处于高位：前期确有盈利高增支撑，2022年下半年为经理拐点
估值水平	纳指综指PE近200倍；纳指100远期PE 60.1倍；PB约8.9倍；思科PE超200倍	创业板PE约140倍；平均PE曾达110.95倍	茅指数核心资产平均PE处历史99%分位	中证新能源指数PE 80.29倍，十年分位96%
交易拥挤	IPO狂热、散户交易极端活跃、概念股首日暴涨：1999年科技IPO 370家	成交量天量，2015/6/5两市成交2.25万亿；融资余额历史高位	茅指数成交占比、换手率显著抬升	赛道成交额占比中樞持续上移，资金抱团强化
杠杆/融资	以IPO、增发、股票并购货币化为主	最典型杠杆牛，融资余额22728亿元见顶	杠杆不如2015极端，但机构抱团和公募发行形成增量共识	主要是公募、北向、赛道资金抱团，杠杆特征弱于2015
流动性/宏观拐点	美联储1999-2000累计加息，联邦基金利率升至6.5%	去杠杆、清理场外配资、监管收紧	美债收益率上行、流动性收紧预期强化	2022全球流动性边际趋紧，估值承压
触发器	微软反垄断、现金流危机报道、加息、业绩和会计质量担忧	两融收紧、风格切换、去杠杆	利率上行+高估值失去分母支撑+白酒白电盈利放缓预期	估值过热、政策预期转弱、补涨完成、供需错配缓解预期

资料来源：iFind, Choice, Wind, 国投证券证券研究所。

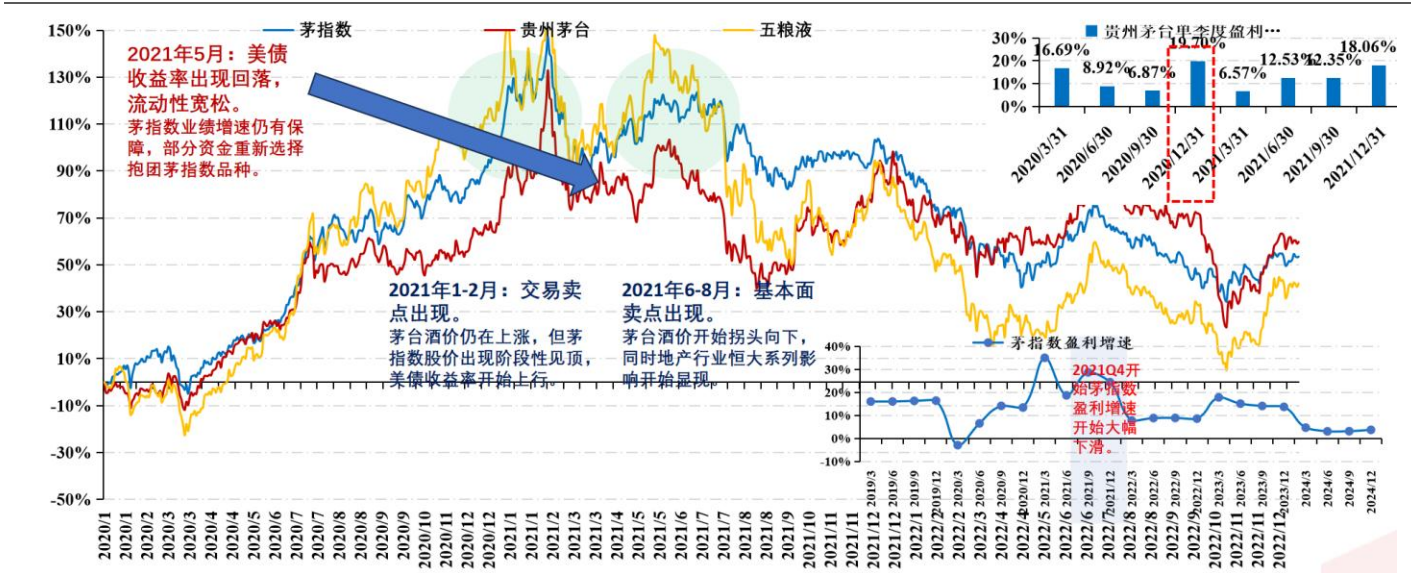
图2. 拆分两个顶区别来看，往往第二个基本面顶更容易识别，也是真正值得关注的卖点

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，但不一定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

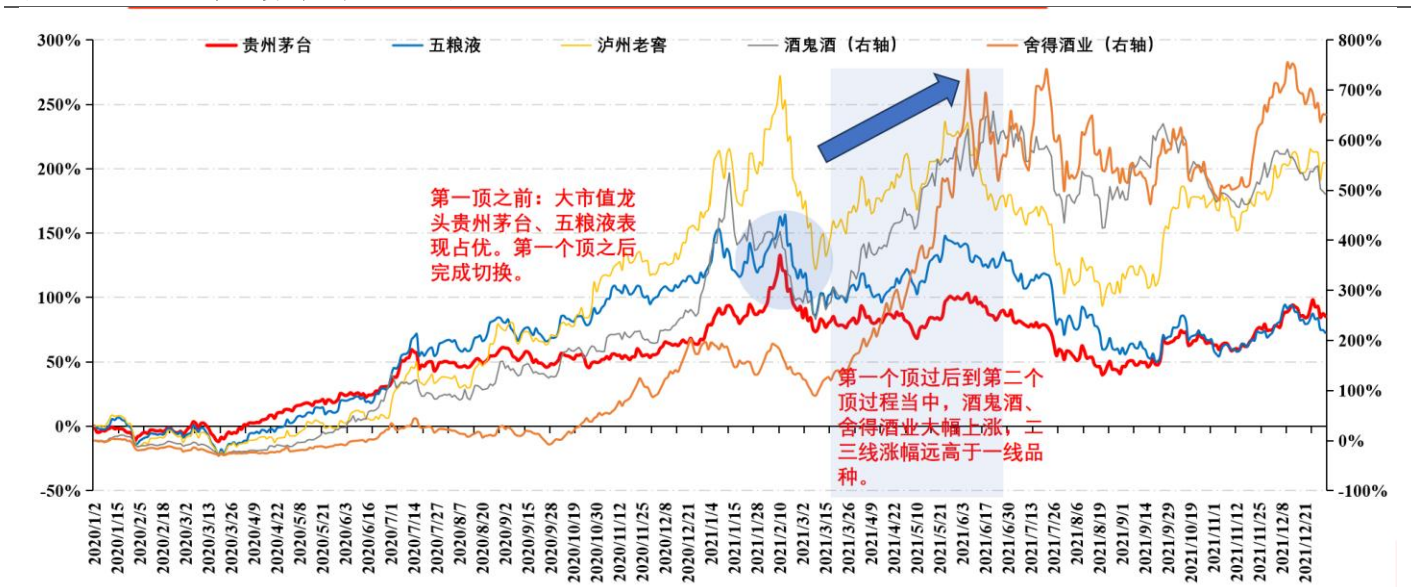
2019-2021 年消费升级（“茅指数”）和 2020-2021 年新能源（“宁组合”）均走出标准 M 顶。一项出现在 2021 年 2 月/12 月，二项在 2021 年 7-8 月/2022 年 6-8 月。一项回撤幅度普遍在 20%-30%，二项大多低于一项 10%-20%。

图3. 2019-2021 年消费升级产业浪潮 M 顶



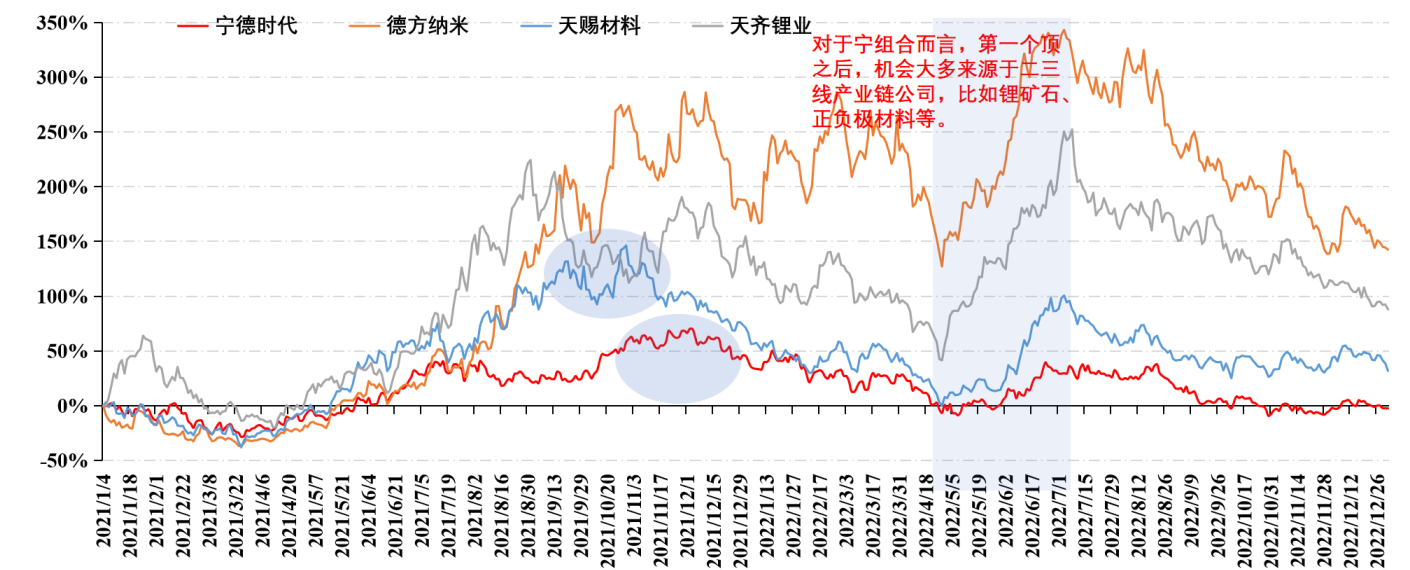
资料来源：iFind，Choice，Wind，国投证券证券研究所。

图4. 2019-2021 年消费升级产业浪潮 M 顶



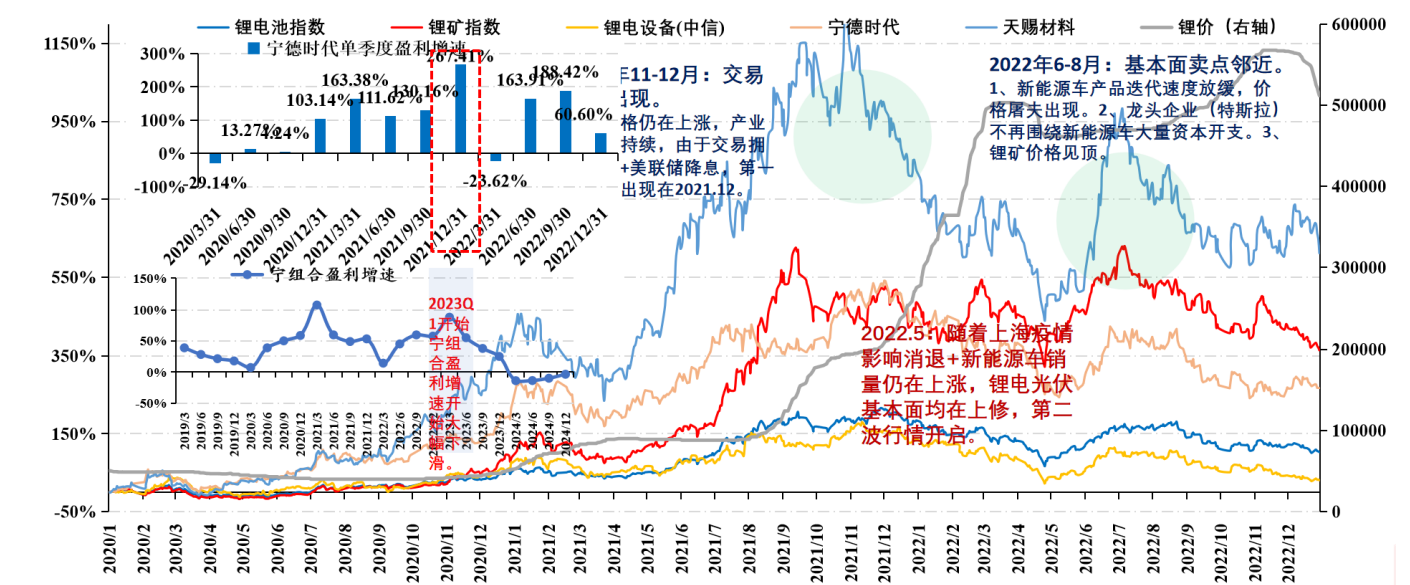
资料来源：Wind，国投证券证券研究中心

图5. 2020-2021 新能源产业浪潮 M 顶



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

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



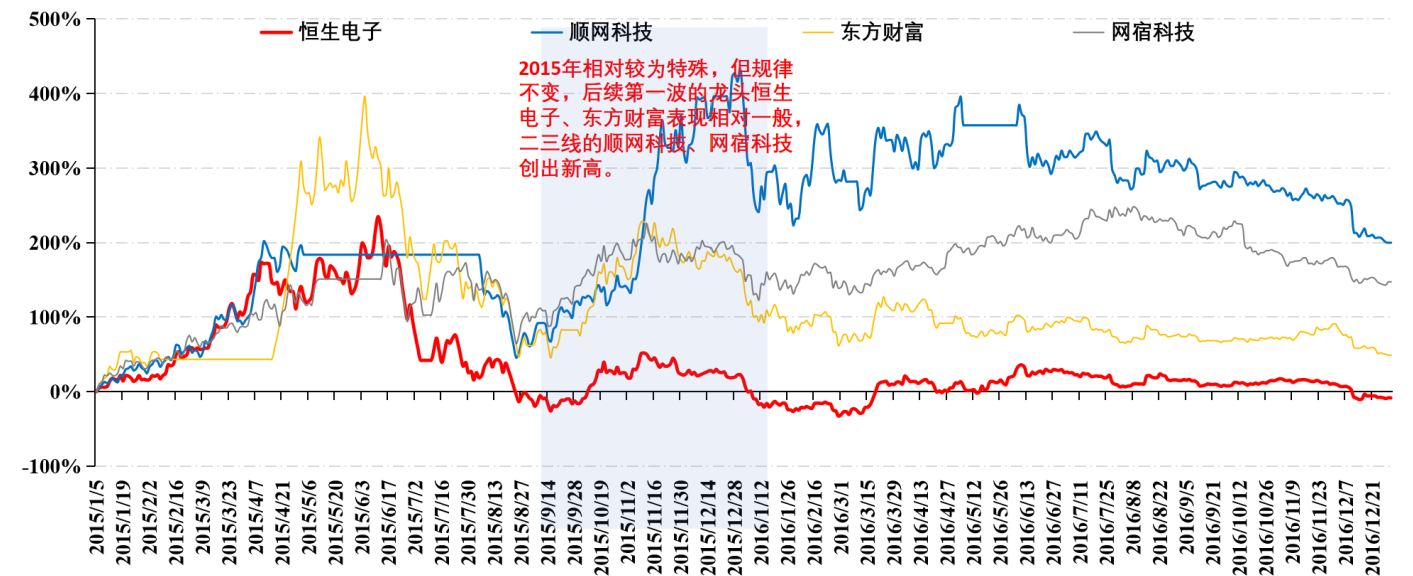
2013-2015 年 A 股科技牛市与 2000 年纳斯达克科网泡沫同样呈现 M 顶，一项与二顶相隔约半年。与 2000 年不同的是，当前科技巨头自由现金流仍充沛，并未出现上游基建侵蚀下游现金流的格局。

图7. 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

图8. 2013-2015 年科技牛市 M 顶



资料来源：Wind, 国投证券证券研究所

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

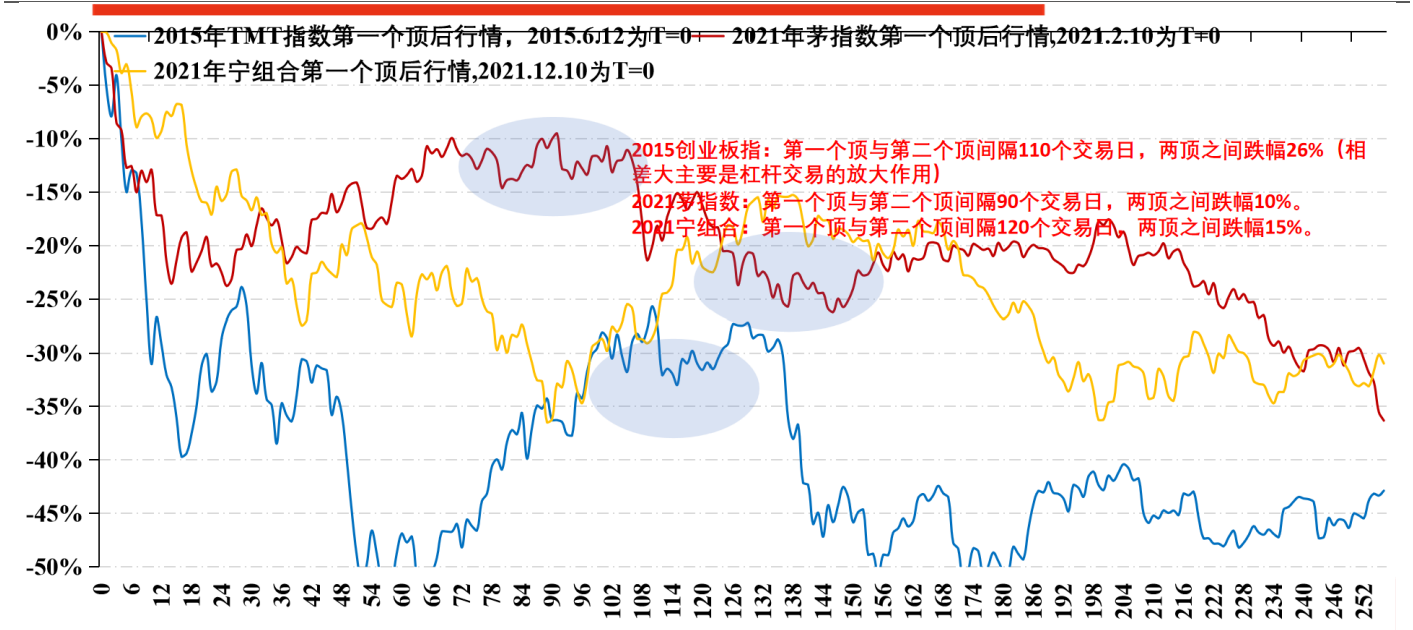
第二个顶的形成需要产业催化、宏观约束缓解和仓位回补。一顶回撤至少 20% (正常 30%), 探底后反弹约 20%。核心龙头二顶难高于一顶, 但二三线阿尔法品种可能出现二顶更高的强 M 顶。

图10. 第二个顶的形成原因: 在一顶之后存在产业催化+宏观约束缓解+仓位回补

反弹催化维度	2021 茅指数 一顶2月 → 二顶7.9月	2021-22 宁组合 一顶12月 → 二顶6-8月	2015 创业板指 一顶6月 → 二顶12月
① 盈利尚未证伪	Q1-Q2财报仍然亮眼 TTM口径盈利增速仍在上行 市场认为只是估值回调非盈利拐点	Q1-Q2新能源车销量仍在高增 锂电/光伏订单饱满 龙头单季盈利仍创新高	并购重组外延式增长仍推进 互联网DAU尚未明确拐点 部分个股Q3业绩仍超预期
② 产业逻辑未被证伪	消费升级长逻辑仍在 高端白酒提价预期未消 “永续成长”叙事仅受短期冲击	碳中和+新能源车渗透率 仍在快速提升(20%→40%) 产业趋势共识极强	移动互联网仍是主流叙事 “互联网+”政策未退
③ 流动性/政策托底	公募发行仍在高位 市场流动性整体充裕 核心资产仍是机构底仓	国内流动性宽松 新能源产业政策持续加码 ，购置税后延，“双碳”定调未变	国家队救市(证金/汇金) 连续降准降息 流动性从枯竭到修复
④ 估值回调后的吸引力	龙头PE从60x回落至40-45x 透支年限从5年降至1-2年 “回调即买入”共识强	宁德时代PE从150x回落至80-90x 透支从5年降至1-2年 机构仍视为核心赛道	创业板PE从120x回至60-70x 跌幅>50%后超跌反弹需求 场内资金仍充裕(两融恢复)
⑤ “抄底”资金入场	百亿基金经理加仓 外资/北向持续流入白酒 MSCI纳入A股权重提升	新能源ETF规模爆发 产业资本增持	国家队托底+杠杆资金修复 融资余额回升 游资重新活跃
二顶高度 (vs一顶)	约90% 标准M顶	约85% 标准M顶	仅约75% 弱M顶↓↓
二顶为何到此为止?	TTM盈利增速确认见顶 批价倒挂+ROE拐点 风格切向新能源	碳酸锂价格拐点 Capex/折旧4.9x产能过剩 美联储加息压制	流量红利见顶确认 一级融资断崖 2016.1熔断终结反弹

资料来源: iFind, Choice, Wind, 国投证券证券研究所

图11. 一顶与二顶的关系 1：极端情况外第二个顶会比第一个顶低 15%-20%



资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

图12. 一顶和二顶的关系 2：一顶回撤至少 20%，正常 30%，一顶探底后反弹约 20%，双顶间隔 1-2 季度；核心龙头二顶很难高于一顶；二三线存在一批阿尔法品种二顶高于一顶

行情	第一个顶时间	第一顶→谷底回撤幅度	谷底→第二顶反弹幅度	第二个顶与第一个顶价差	龙头与二三线在双顶间情况	双顶间隔	基本面逻辑	估值修复逻辑	第二个顶核心原因
2000年纳斯达克科技网	2000/3	约-35%至-40% (阶段性)	反弹约20-25%	第二顶低于第一顶约10%-15%	二三线表现不明显	约5-6个月	TTM盈利增速仍在高位; 英特尔+26%、高通+1000%+; 标普500 EPS增速1999Q4创新高; 2000Q1盈利增速尚未拐头, 基本面顶未到	纳指从5048点跌34%至3300点, PE从120x回落至70-80x, 部分机构认为跌幅过度; 1999年4月-10月的超跌历史曾被证伪, 市场存在“这次也会反弹”的路径依赖	最后一次盈利验证窗口: TTM盈利增速仍处历史峰值区间, 市场用“基本面尚好”的证据修复情绪性超跌
2015年A股TMT	2015/6	创业板3个月内跌幅超50%	反弹约15%-20%	第二顶 (12月/1月) 显著低于第一顶 (杠杆加速, 较大, 如顺网科技、网宿科技等)	二三线品种15年Q4反弹力度明显, 较大, 如顺网科技、网宿科技等	约6-7个月	TMT龙头Q3业绩仍较强: 乐视网、东方财富等2015年Q3净利润同比仍维持30-50%增速; 互联网并购重组题材持续兑现; TMT板块TTM盈利增速峰值约在2015年Q3/Q4	创业板指从4037跌54%至1850点, PE从150x以上骤降至约60-70x; 相当于“打折50%买成长股”, 极度悲观情绪推动超跌修复; 机构降低仓位后存在被动补仓压力	政策托底+估值超跌: 国家队维稳+并购重组催化, 叠加极度超跌后的技术性反弹, 基本面顶被推迟至2015年Q4-2016年Q1
2021年茅指数消费升级	2021年1-2月	从高点回撤约-20%至-25%	反弹约10%-15%至第二顶 (7-8月)	第二顶低于第一顶约10%-15%	二三线酒鬼酒、舍得酒业均创出新高, 显著跑赢一线品种	约5个月	消费龙头Q1业绩集体超预期: Q1财报披露后市场重新确认“消费核心资产”逻辑; 茅台2021年全年量价空间仍被机构普遍看好	茅台从2627跌约30%至1800元, P/E从约75x回落至约50x; 历史上看茅台50xPE附近有较强支撑 (2020年初约50x即启动); 机构持仓极端低配后存在补仓压力	业绩超预期+北向回流: Q1业绩创历史新高, 提供基本面支撑, 外资回流提供流动性催化, 市场短暂忘却监管趋严的中长期风险
2021-2022年新能源	2021/12	宁德时代从高点回撤约-30% (到2022年4月)	反弹约20%-25%至第二顶 (2022年6-8月)	第二顶低于第一顶约10%-12%	二三线德方纳米、锂矿和锂电设备跑赢一二线	约6-8个月	新能源车5月销量环比+60% (疫情后复工复产), 6月销量创新高; 宁德时代2021年TTM盈利增速在6-8月仍处历史峰值	宁德时代从692元跌36%至约430元, P/E从约100x回落至约50x, 估值回到历史相对合理区间; 超跌机构被迫补仓, 融资盘抄底入场; Q1业绩超预期消除“产业见顶”的部分质疑	最强单季业绩+政策催化: 22Q1业绩最后一次基本面验证期的高光时刻, 叠加复工复产政策催化, 推动第二个顶形成

资料来源: Wind, 国投证券证券研究所

一顶回撤后的股价低位，大致对应龙头股从透支3年以上业绩回落至透支1年左右业绩的水平。这是判断一顶回撤底部区域的重要参考锚。

图13. 以宁德时代为例观察一顶和二顶的关系 3：一顶回撤后的股价低位大致可以对应产业趋势龙头股股价从透支3年以上水平回落至透支业绩2年以内的水平



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

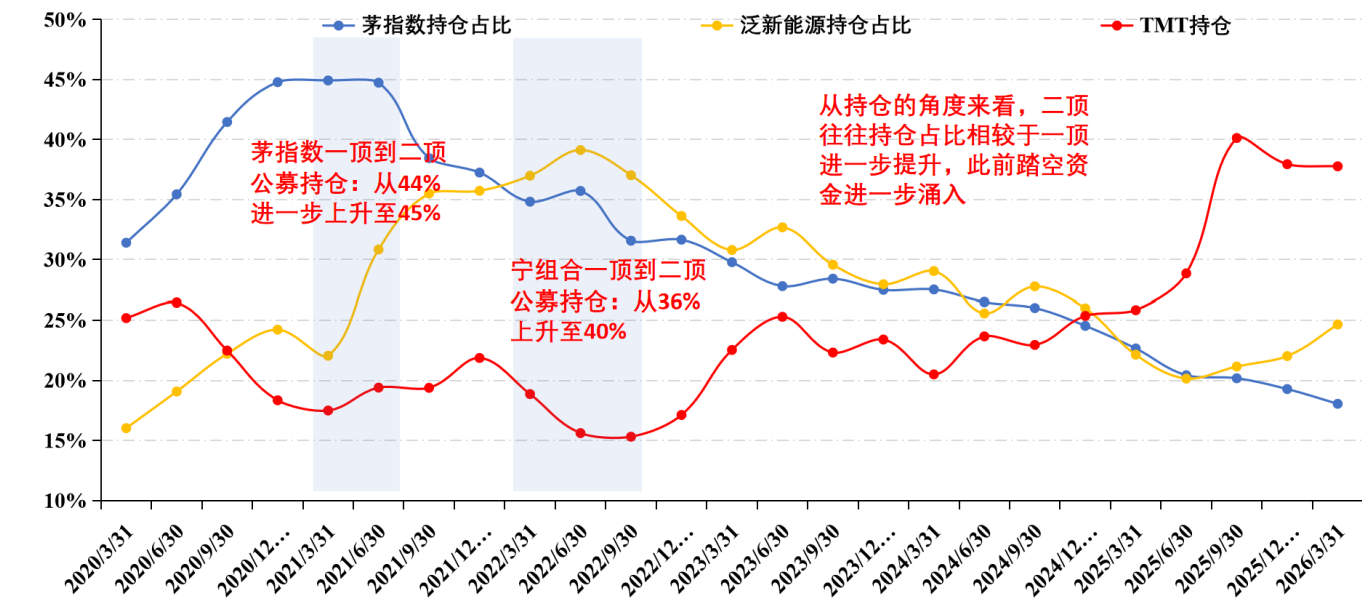
图14. 以贵州茅台为例观察一顶和二顶的关系 3：一顶回撤后的股价低位大致可以对应产业趋势龙头股股价从透支3年以上水平回落至透支业绩2年以内的水平



数据来源：Wind，国投证券证券研究所

二顶时的机构持仓水平比一顶更高，达到阶段性峰值。第二个顶的判断相对清晰：对应 TTM 口径利润增速的最高点，背后是宏观灰犀牛明确、竞争格局崩塌或产业趋势放缓。

图15. 一顶和二顶关系 4：基于仓位回补惯性，二顶持仓水平比一顶更高并达到最高



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图16. 第二个顶见顶判断：是基本面卖点，相对清晰对应 TTM 口径利润增速最高位置，背后由于宏观灰犀牛进一步明确+竞争格局崩塌+产业趋放缓

历史案例	第一个顶（交易顶）	第二个顶（基本面顶）	双顶间隔	产品趋势放缓信号	价格屠夫出现	Capex转向信号
2000年纳斯达克科网泡沫	2000年3月（NASDAQ 5132点）	2000年8-9月	约5-6个月	互联网商业模式仍未跑出来，盈利模型坍塌；Barron's《Burning Up》报道（2000. 3. 20）披露互联网公司现金即将耗尽	网络设备价格开始下降，思科等硬件大厂订单取消	互联网公司资本开支大幅削减，AT&T等大型电信商Capex/OCF 2001年峰值达140%后开始断崖式下降
2015年A股TMT（科技牛市）	2015年6月（创业板5178点附近）	2015年12月-2016年1月	约6-7个月	互联网金融监管收紧，移动互联网DAU增速放缓，用户流量红利趋于见顶	游戏、影视行业同质化加剧，买量成本骤升	融资市场骤寒，科技创业公司融资额急剧下滑，项目扩张节奏失速
2021年茅指数（消费升级）	2021年1-2月	2021年7-8月	约5个月	白酒提价传导疲软，高端消费边际消费人群开始收缩；行业增速从高增切换为减速	渠道库存积压，批价倒挂，经销商开始抛货	白酒龙头资本开支维持但ROE开始下行，收入预期开始连续下修
2021-2022年新能源（锂电/光伏）	2021年12月（宁德时代/隆基绿能股价高点）	2022年6-8月	约6-8个月	锂电行业竞争格局崩坏，二三线产能大量释放；光伏技术迭代（TOPCon vs PERC），行业新技术推广迟缓	碳酸锂价格高位后，电池组件价格开始被迫下调；光伏组件单价下降幅度超50%	2021年末资本开支增速触顶（全行业Capex/折旧+摊销峰值4.9x），产能过剩迹象出现

资料来源：Wind，国投证券证券研究所

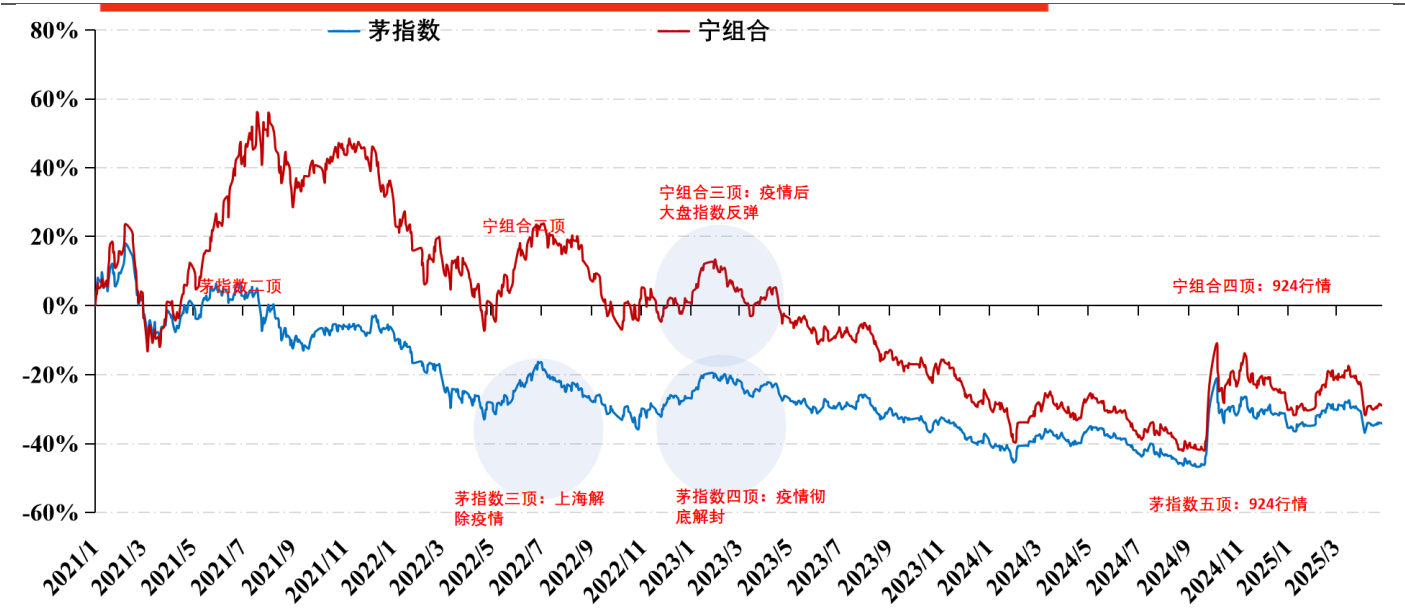
M 顶有三种形态：弱 M 顶（边缘品种）、标准 M 顶（核心龙头）、强 M 顶（二三线阿尔法品种，如 2021 年酒鬼酒）。二顶之后基本面大趋势已向下，后续三顶四顶仅跟随大盘和政策催化，参与价值有限。

图17. 第二个顶几种形态：弱 M 顶（二顶明显低于一顶，通常对应没有基本面的边缘品种），标准 M 顶（通常对应核心龙头）与强 M 顶（二顶高于一顶，通常存在于二三线一批有阿尔法的品种，例如 2021 年酒鬼酒）

对比维度	A 字型（单项急杀）	弱 M 顶（二顶明显低于一顶）	标准 M 顶（二顶≈一顶）	强 M 顶（二顶高于一顶）
形态定义	仅一个顶，冲高后无有效反弹，直接急速下杀，形如倒 V	双顶结构，第二顶比第一顶低 15% 以上，反弹力度弱	经典双顶，第二顶与第一顶相差 10% 以内	双顶结构，第二顶超越第一顶，形成“更高的高点”
第二顶/第一顶位置关系	无第二顶（单峰结构）	第二顶 < 第一顶 x 80%	第二顶 ≈ 第一顶（± 10-15% 区间）	第二顶 > 第一顶（创新高后回落）
产业/基本面逻辑	产业逻辑被证伪或突发政策打击，无法修复	产业逻辑仍在但景气已过高点，复苏乏力	产业逻辑尚存但边际转弱，第二顶为“最后确认”	产业逻辑仍强但估值极致，最终被流动性/盈利证伪
盈利特征	盈利预期断崖式下修或直接出现亏损/暴雷	盈利增速明确放缓但未至负增长	TTM 盈利增速见顶，二阶导先转负	盈利仍在高增但增速边际放缓
回撤幅度	极大：通常回撤 50%+ 速度快（1-3 个月）	中等：回撤 30%-50% 节奏较慢（3-6 个月）	中等：回撤 30%-50% 节奏较慢（3-6 个月）	中等：回撤 30%-50% 节奏较慢（3-6 个月）
交易特征与逻辑	往往杠杆投资者较多，第一时间止损离场不抄底	第一顶后可轻仓参与反弹，但需严格止盈	往往机构投资者偏多，第一顶后可择机参与，第二顶确认后坚决离场	往往机构投资者偏多，结合资金面/估值参与
典型历史		2015 年移动互联网计算机、传媒 TMT 大牛市（政策+退潮）	2000 年纳斯达克 2021 年茅指数 2021 年宁组合	2022 年锂电二线标的

资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图18. M 顶之二顶之后：三顶四顶主要跟随大盘与政策催化，但基本面大趋势向下



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

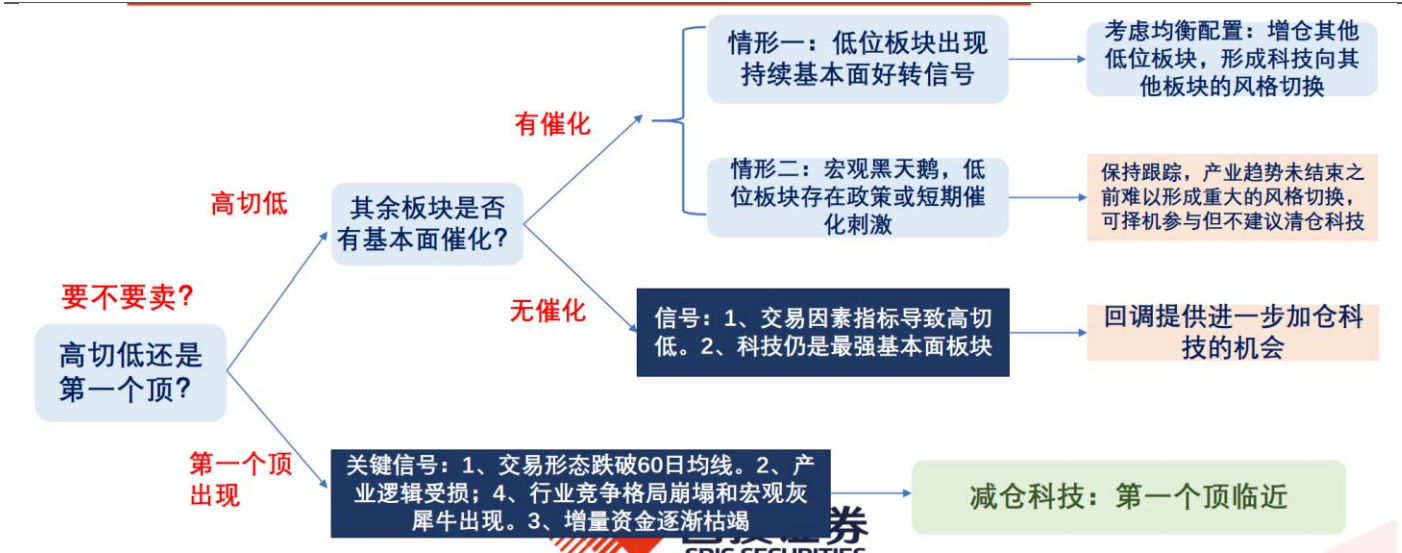
图19. M 顶之二顶之后：三顶四顶主要跟随大盘与政策与产业催化，但基本面大趋势向下

	茅指数 二顶	茅指数 三顶	茅指数 四顶	茅指数 五顶	宁组合 二顶	宁组合 三顶	宁组合 四顶
时间节点	2021. 7-9月	2022. 6-7月	2023. 2-3月	2024. 9-10月	2022. 6-8月	2022. 11- 2023. 1月	2024. 9-10月
催化事件	盈利尚未证伪 公募加仓 估值回调后吸引	上海解除疫情 消费场景修复预 期	疫情彻底解封 线下消费复苏预 期	924政策组合拳 降息降准+地产松 绑	盈利未证伪 新能源ETF抄底 双碳政策加码	疫情后大盘 指数反弹 系统性风险修复	924政策组合拳 降息降准+地产 松绑
距一顶 时间	约5个月	约16个月	约24个月	约44个月	约6-8个月	约12个月	约34个月
顶部高度 (vs一顶)	~90%	~70%	~75%	~55%	~85%	~60%	~50%
反弹驱动 性质	基本面驱动 (盈利仍在)	事件驱动 (疫情政策)	事件驱动 (解封预期)	政策驱动 (非基本面)	基本面驱动 (盈利仍在)	系统性修复 (大盘beta)	政策驱动 (非基本面)

资料来源：Wind，国投证券证券研究所

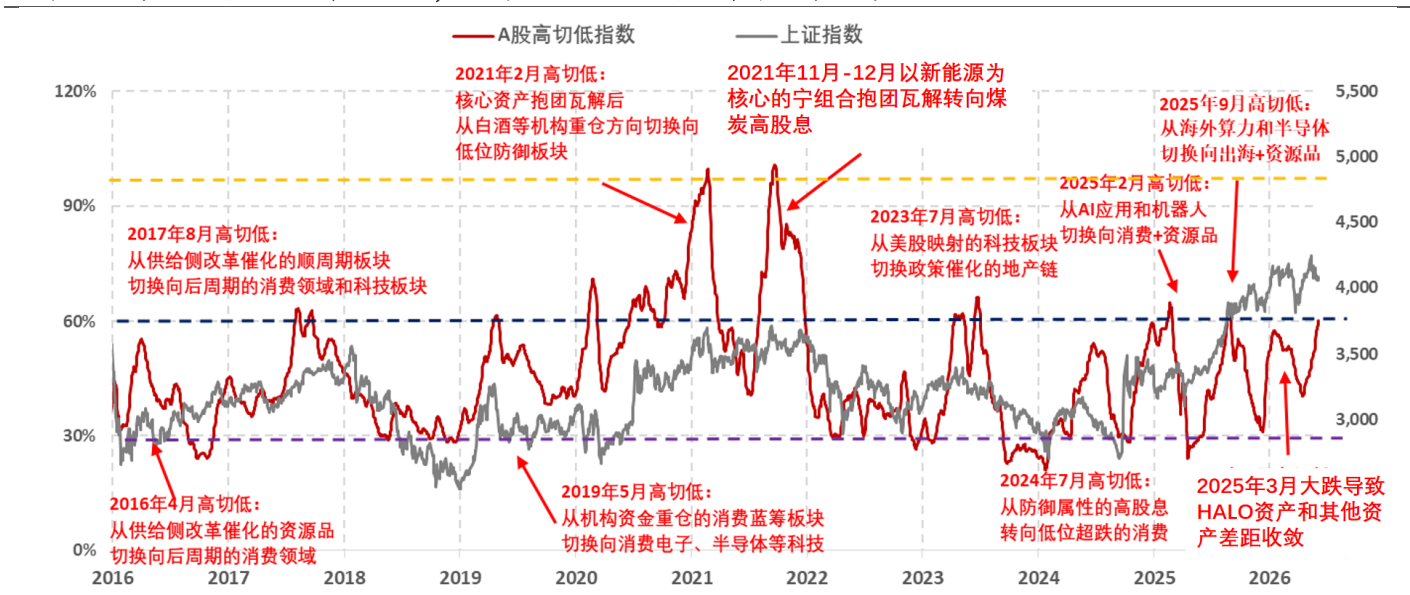
左侧阶段性“高切低”不等于第一个顶。区别在于：是否跌破中长期均线、宏观灰犀牛是否出现、是否呈现龙头最后虹吸。当前高切低指数接近常规上沿，但与历史抱团瓦解时（2021年“茅指数”、2022年“宁组合”）仍有距离，第一个顶尚未确认。

图20. 左侧阶段性“高切低”与 M 顶第一个顶区别：阶段性高切低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（含政策）与低位板块出现政策和基本面催化相关



资料来源：国投证券证券研究所

图21. 当前 AI 科技正在经历左侧高切低，还未看到一顶到来
当前 A 股高切低指数接近常规上沿，但与历史两次抱团瓦解时仍存距离



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

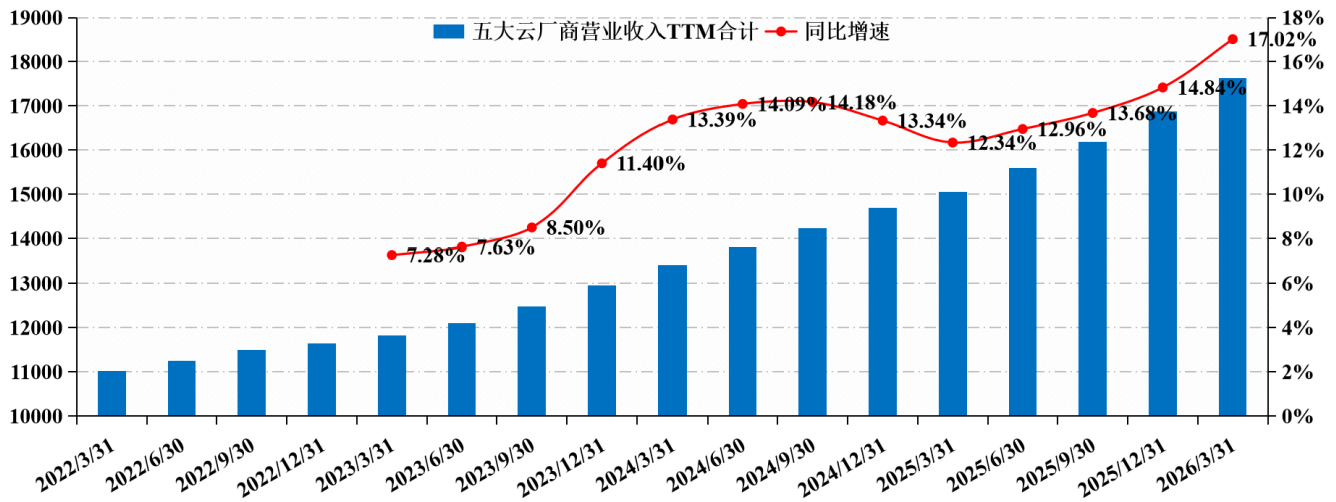
当前 AI 产业趋势仍在上升通道：2026 年下半年高资本开支无虞，最早 2027 年年中才需警惕；海外大厂收入加速上行，经营现金流强劲，五大云厂商自由现金流充沛；ARR 与 token 消耗量明确向上。AI 尚未进入全面危险区，但交易拥挤度已高，关键观察窗口在 2027 年的资本开支持续性。

图22. 评估当前全球 AI 产业趋势：目前预计 2026 年下半年高资本开支无虞，最早 2027 年年中才需警惕

公司	2023年Capex (亿美元)	2024年Capex (亿美元)	2025年Capex (亿美元)	2026年Capex指引 (亿美元)	YoY增速 (26E vs 25)	Capex/OCF (26Q1)	详细说明
亚马逊AWS	~477	~754	1310	2000	52.67%	166.1% (81%分位)	AWS backlog 3,640亿美元; Trainium锁定2,250亿美元承诺
谷歌 (Alphabet)	~321	~524	914.5	1,800-1,900	翻倍	77.9% (历史新高)	26Q1 Capex达357亿美元; 2027年Capex将"显著增加"
Meta	~281	~384	722.2	1,250-1,450	翻倍	58.9% (88%分位)	上修主因：存储组件价格上涨+27年数据中心准备
微软	~289	~552	646 (FY25)	~1,900	约200%	43.0% (近10年90%分位)	2Q26 Capex将超400亿美元; 约2/3用于GPU/CPU短寿命资产
北美4大合计	~1,368	~2,214	3593	6,950-7,250	至少翻倍	-	26Q1单季合计1,306亿美元，再创新高
国内阿里、腾讯字节等	-	-	-	预计大幅加速	目前均上修资本开支指引	-	阿里26Q1: 269亿元，同比+9%; 管理层表示"供不应求，3,800亿偏保守"; 腾讯26Q1: 319亿元，同比+16%，环比+63%，大超市场预期

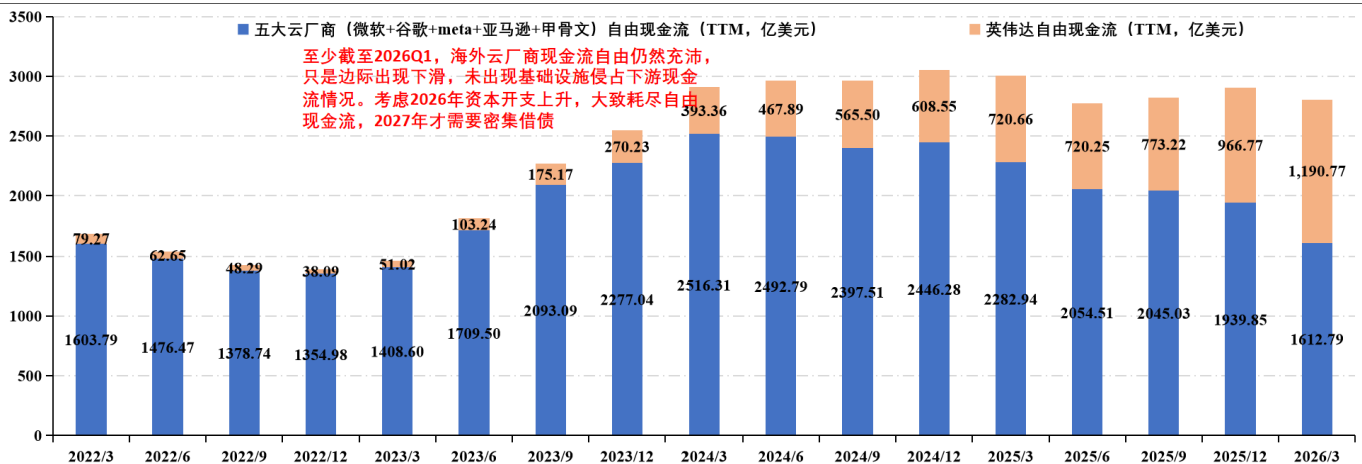
资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图23. 评估当前全球 AI 产业趋势：海外大厂收入加速上行，经营现金流较为强劲



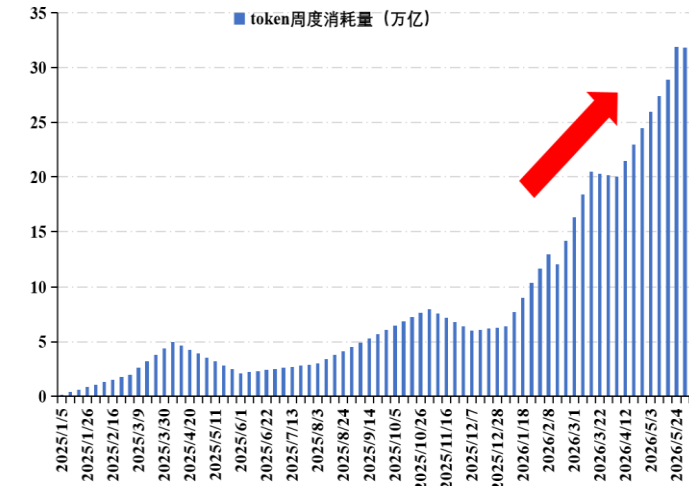
资料来源: Bloomberg, 国投证券证券研究所

图24. 评估当前全球 AI 产业趋势：截止 2026 年一季报五大云厂商自由现金流充沛



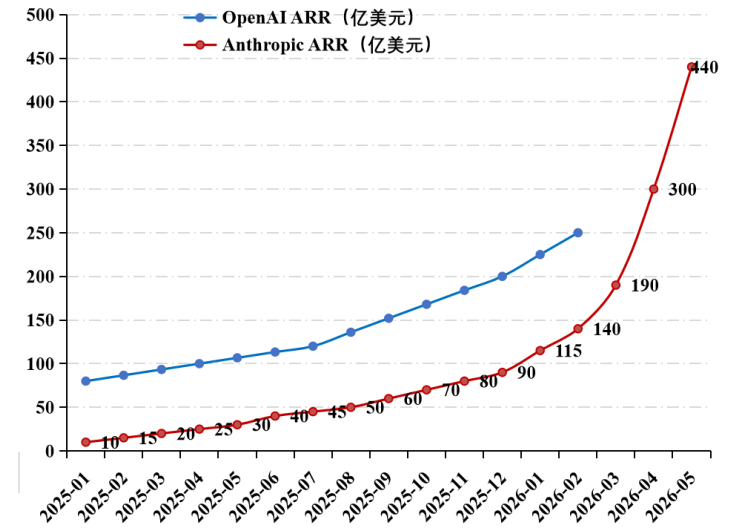
资料来源: Bloomberg, 国投证券证券研究所

图25. 产业数据 ARR 与 token 消耗量来看，目前 AI 景气处于明确上升通道当中



资料来源: OpenRouter, 公司公告, Bloomberg, 国投证券证券研究所

图26. 评估当前全球 AI 产业趋势



资料来源: OpenRouter, 公司公告, Bloomberg, 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