

海外宏观有“重力”，AI 前景仍高远

——2000 年科网泡沫的非典型镜像

当前市场的核心矛盾，是海外弱宏观与强产业之间的裂口。2026 年以来，美国经济处于低速扩张区间，GDP、消费、私人投资、服务业就业和商业信心均边际走弱；但 AI 资产在硬件链带动下大幅跑赢，费城半导体指数、纳斯达克 100 等明显强于大盘。市场真正关心的是：宏观走弱是否会最终传导至 AI 产业，当前上涨是产业景气的兑现，还是估值泡沫的积累。

2000 年科网泡沫的破裂，是利率压力逐步穿透产业链。1999 年美国通胀上行，美联储重启加息，短端利率和企业融资成本随之抬升。但初期信用利差并未明显恶化，说明压力首先来自无风险利率底座上移，而不是信用风险全面爆发。随后融资成本上升压缩下游通信运营商再融资能力，资本开支放缓，再进一步传导至上游设备商利润。

科网泡沫的断点在于上下游商业闭环同时的失效。下游运营商依赖债务融资扩张网络、补贴用户，收入和现金流难以覆盖高资本开支；上游设备商又通过供应商信贷提前锁定订单，本质上透支未来需求。一旦融资环境收紧，下游扩张停滞，上游同时遭遇订单收缩和坏账减值，E 的下修开始从个别公司扩散到整个产业链。

盈利闭环被证伪后，市场会重新定价长期增长率g。2000 年前后，原本被视为“新经济高成长股”的下游通信商和下游设备商分别被重新定义为现金流闭环失效的准公用事业股、或高经营杠杆的硬件周期股。估值体系随之重构，PE 中枢下行，股价在失去成长叙事支撑后进入系统性出清。

映射当前 AI 行情，估值风险在抬升，但尚未进入 2000 式的崩塌。当前通胀和利率环境尚未形成“通胀失控—政策被迫收紧—融资条件急剧恶化”的完整链条，短端利率也未显著上行。AI 产业仍有真实资本开支和盈利支撑，但估值端已较充分定价未来增长。后续关键仍在于：利率是否真正压制融资条件，AI 链盈利是否下修，以及市场是否开始重估g。

风险提示：海外通胀及美国经济韧性超预期，美联储加息节奏超预期加快，对高估值科技资产形成持续压制；AI 产业链资本开支扩张低于预期，算力投资、服务器采购及半导体订单出现下修，削弱当前强产业逻辑；AI 链盈利兑现不及预期，竞争加剧、折旧摊销压力提前显现等。

刘晨明

SAC 执证号：S0260524020001
SFC CE No. BVH021
liuchenming@gf.com.cn

陈振威

SAC 执证号：S0260524090002
chenzhenwei@gf.com.cn

请注意，陈振威并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究

如何看待汇率对港股的影响？——港股市场策略展望	2026-05-31
历史和当下：美股前 5% 个股成交占比如何？——周末五分钟全知道（5 月第 5 期）	2026-05-31
国内外巨型 IPO 前后，市场有何规律？——周末五分钟全知道（5 月第 4 期）	2026-05-24

目录索引

一、市场现状：弱宏观和强产业的裂口.....5

二、2000 年科网泡沫的历史镜像回顾.....6

 （一）宏观重力显现：利率（R）的逐渐压制.....6

 （二）商业闭环出现缺口：E 的乏力.....9

 （三）叙事崩塌与硬件周期错位：G 的重估.....12

三、现状分析：AI 景气仍存.....14

 （一）加息预期升温或推升利率水平.....14

 （二）再看 E 部分.....18

 （三）最后 G 部份，维持高增叙事.....22

四、总结：估值或有泡沫，但产业未成泡沫.....24

五、风险提示.....25

图表索引

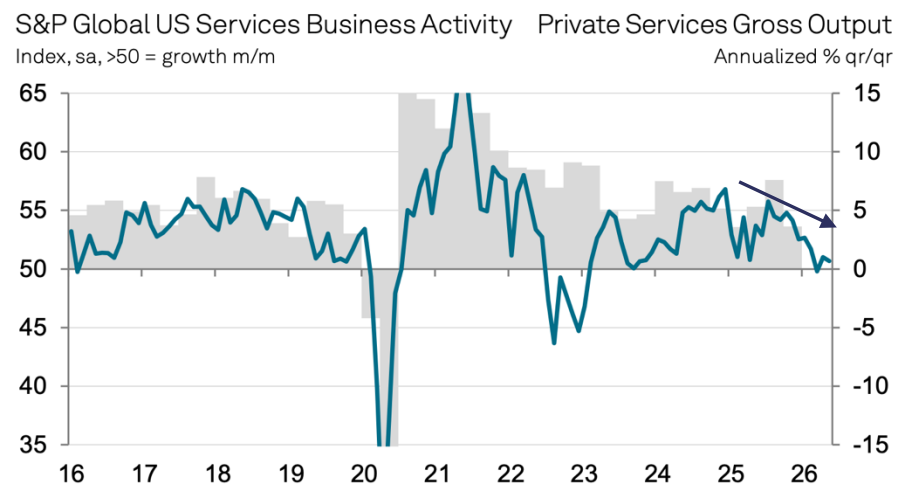
图 1：美国实际 GDP 走弱，2026Q1 环比折年下修至仅+1.6%.....	5
图 2：年初以来 AI 股指和大盘股指的分化.....	6
图 3：美国通胀端的压力从 1999 年初已经显现.....	7
图 4：1999 年 6 月末，3 个月期美债利率出现显著上行趋势.....	7
图 5：1999 年期间，中等级企业债券的整体融资成本上攀，信用利差反而基本不动.....	8
图 6：1999 年，两个利差走势相反，说明无风险利率基座是企业融资成本驱动.....	8
图 7：非金融企业杠杆增速(%).....	9
图 8：：主要科技公司债务股本比(%).....	9
图 9：朗讯客户信贷余额（Mil USD）及已提取额占营收比例.....	10
图 10：朗讯客户信贷余额（Mil USD）及已提取额占营收比例.....	11
图 11：朗讯应收账款余额占营收之比.....	11
图 12：朗讯的供应商贷款拨备余额占营收之比.....	11
图 13：企业信息设备投资对实际固定资产投资的贡献.....	12
图 14：Lucent 现金流长期为负值.....	13
图 15：Yahoo 资本支出/现金流量反复横跳.....	13
图 16：1999 年期间，S&P 500 市盈率已见顶.....	14
图 17：通胀（美国同比 CPI，月频）走势对比.....	15
图 18：最近的 6 月 17 日 FOMC 会议，加息概率仍旧低.....	15
图 19：2027 年 1 月的 FOMC 会议，加息概率已与按兵不动持平.....	15
图 20：两段历史时期降息/加息节奏对比，均取联邦基金利率目标上沿.....	16
图 21：近期，短端无风险利率走平，长段显著上行.....	17
图 22：科网泡沫破灭前，长短端利率一同走高，且在 2000 年 1 月后期限利差走窄.....	17
图 23：企业总融资成本并未上行，期限利差略降.....	18
图 24：AI 生态下，从终端用户到三层公司的需求传导.....	19
图 25：今年以来，头部模型商的 ARR（年化经常性收入）急剧攀升.....	19
图 26：英伟达和 AMD 的营收同比增速.....	20
图 27：SP500 市盈率维持稳定，震荡微升.....	23
图 28：美股整体估值水平类似 1999 年年中（横轴起始点将 2024 年初和 1997 年初重合）.....	23
图 29：信息设备投资对 GDP 同比贡献率仍在低位.....	25
表 1：互联网繁荣和泡沫前夕，上游硬件和下游软件商的净利润增速.....	12
表 2：英伟达和 AMD FY2021-2026 的具体营收.....	20
表 3：Hyper-scalers 近期公布的固定资产折旧期限.....	20
表 4：英伟达芯片架构在近 2 年加速迭代.....	21

表 5：AI 公司在 2025 年利润维持高增，且该势头预计在 2026 年持续	22
表 6：目前 AI 繁荣对照 2000 互联网繁荣的历史位置	24

一、市场现状：弱宏观和强产业的裂口

2026 年以来，全球宏观经济的边际走弱和大幅跑赢的 AI 资产之间形成明显的裂口：一方面，美国经济仍处在低速扩张区间，2026 年一季度 GDP 环比折年增速仅有 1.6%，其中个人消费支出 PCE 和国内私人总投资均被下修；同时，S&P Global US Services PMI 2026 年 5 月终值新闻稿报道，服务业就业降幅为 2020 年 5 月以来最大，商业信心也降至 2022 年 10 月以来最低。

图 1：美国实际 GDP 走弱，2026Q1 环比折年下修至仅+1.6%



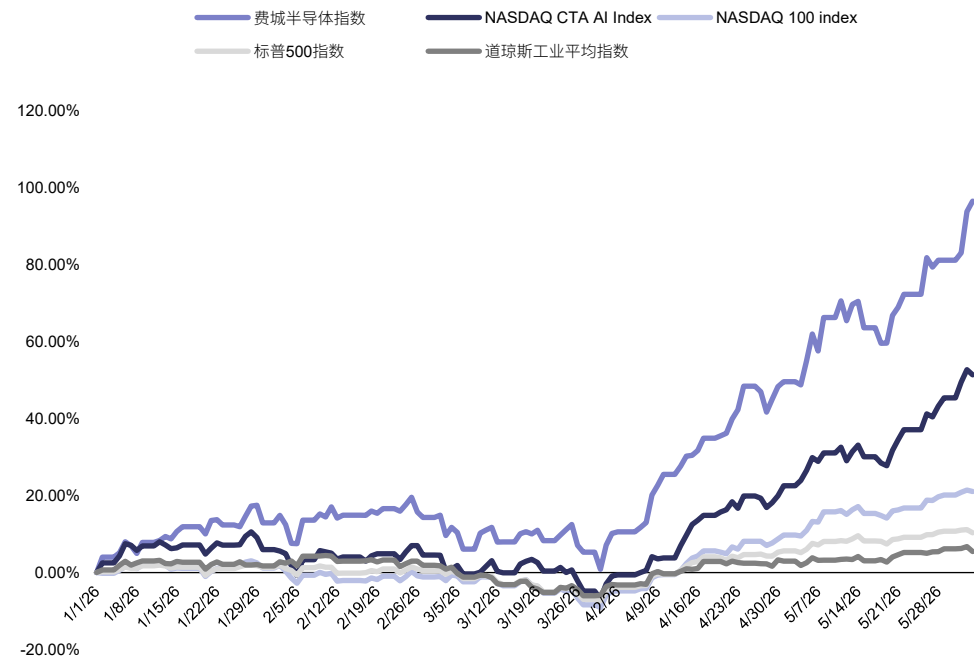
数据来源：S&P Global PMI、广发证券发展研究中心

另一方面，美国主流股指在 AI 产业领头羊的带动下屡创新高，核心 AI 硬件链的公司股价快速上涨。自 2026 年初以来，代表美股科技成份的纳斯达克 100 指数已经实现 21.1% 的涨幅，费城半导体指数在 GPU、存储、AI ASIC 等卖铲人的推动下年初以来涨幅达 96.5%。

然而就在上周五，AI 半导体市场在一份超预期的美国非农数据和潜在加息的威胁下跳水。费城半导体指数两日跌 12%，AMD、美光等跌幅均超 10%，直接传导至 A 股半导体板块——6 月 5 日 A 股集成电路 ETF、芯片 ETF 等已跌超 3%。

前期 AI 产业链的涨幅以及高估值已引发市场对 AI 泡沫的担忧，而超预期的非农数据以及流动性收紧的预期将以下疑问放大：弱宏观和强产业的裂口正在愈加扩大，这是不是一种泡沫的体现？两者之间的撕裂是否会有收敛的一天？

图 2：年初以来 AI 股指和大盘股指的分化



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

在这一背景下，我们基于基础的股权资产定价公式 $P = E/(r-g)$ ，复盘了 2000 年互联网泡沫第一波破灭前的详细传导路径，并与当下的指标作出对比，以期指导未来的投资。

$$P = \frac{E}{r - g}$$

二、2000 年科网泡沫的历史镜像回顾

（一）宏观重力显现：利率（r）的逐渐压制

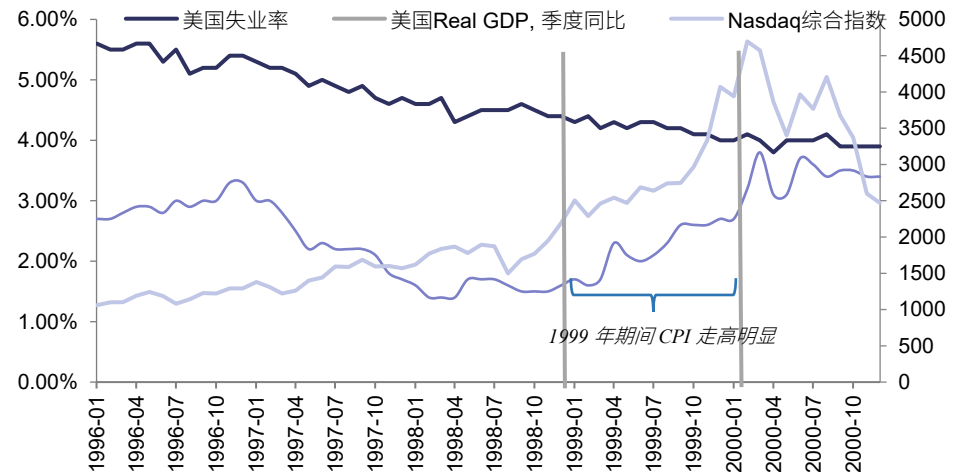
传导 1：通胀→政策利率转向

在纳斯达克综指在 2000 年 3 月触顶前，通胀端的明显压力已持续 1 年多。CPI 同比增速自 1999 年年初的 1.7% 提升至年末的 2.7%，等到第一轮泡沫崩塌前最临近的 2000 年 2 月，通胀率已经高达 3.2%。

与此同时增长和就业稳健，为货币政策收紧提供支撑。美国 1999Q4 的实际 GDP 同比略降，2000Q1 的实际 GDP 甚至还略微回升。在 1999H2，失业率从 4.3% 缓步降低到 4%，并在 2000 的前 3 个月始终维稳在 4% 水平。

基于此，1999 年 6 月 30 日，FOMC 将联邦基金目标利率从 4.75% 上调 25bp 至 5.00%。这是 1998 年秋季连续三次降息之后的第一次加息，无疑是一个比较突然的金融条件转向。

图 3：美国通胀端的压力从 1999 年初已经显现

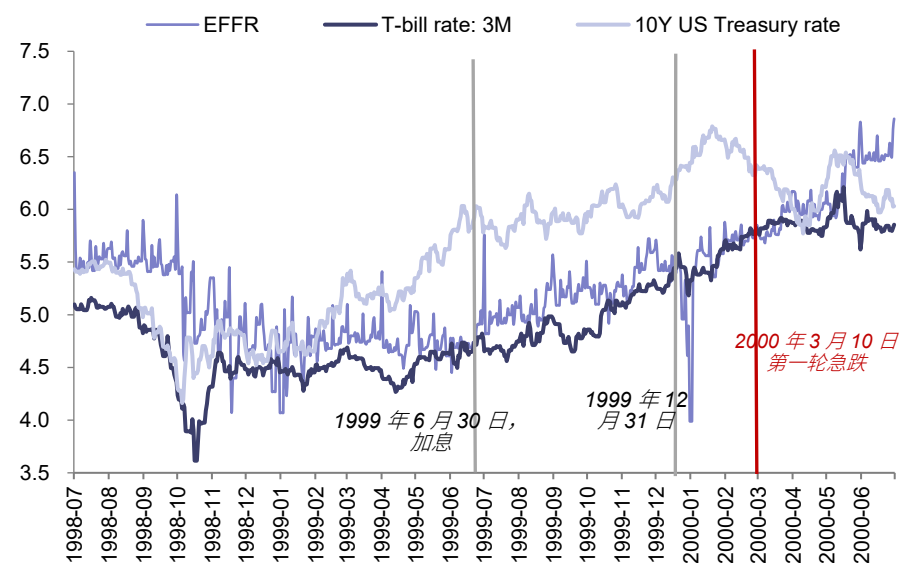


数据来源：Bloomberg、Wind、广发证券发展研究中心

传导 2：金融条件/政策利率转向（Fed 撤回宽松并继续加息）→ 短端资金成本抬升

货币政策的收紧快速传导至市场利率，造成短端无风险利率的上行。随着美联储在 1999 年中旬结束此前的宽松取向并重启加息周期，市场对未来政策路径的定价随之上移，标志性的市场短端无风险利率——3 个月期美债利率随之明显抬升，资金的机会成本和杠杆持仓成本同步提高。

图 4：1999 年 6 月末，3 个月期美债利率出现显著上行趋势

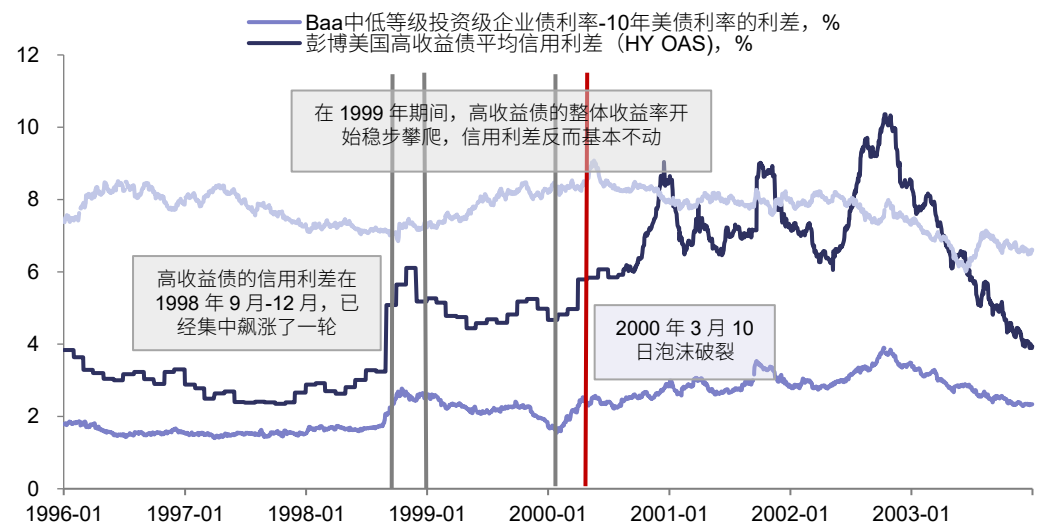


数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

传导 3: 短端资金成本抬升 → 长端资金成本抬升 → 企业融资成本上升

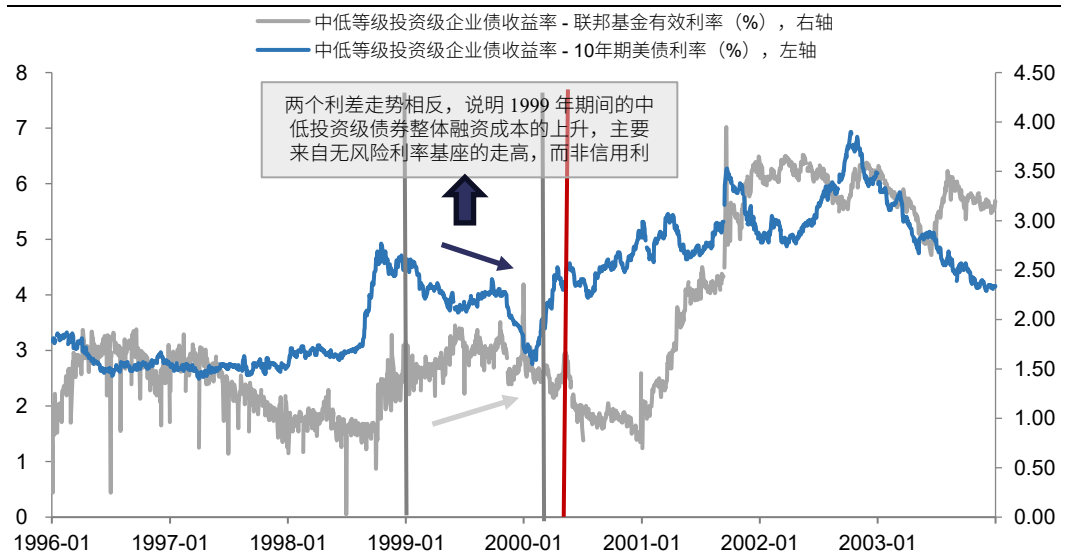
资金利率由短端传导至长端，企业融资成本也随之上行。中低等级投资级企业债的融资成本从 1999 年中开始明显稳步上涨。但同时信用利差却在缩窄，说明企业信用风险还没有出现系统性危机。值得一提，从 2000 年 1 月末到第一轮泡沫破灭前夜的 3 月 10 日，风险企业债的信用利差再次掉头上涨，是危机发生前的一个危险信号。

图 5: 1999 年期间，中等级企业债券的整体融资成本上攀，信用利差反而基本不动



数据来源: Bloomberg、FRED、广发证券发展研究中心

图 6: 1999 年，两个利差走势相反，说明无风险利率基座是企业融资成本驱动



数据来源: Bloomberg、FRED、广发证券发展研究中心

(二) 商业闭环出现缺口：E 的乏力

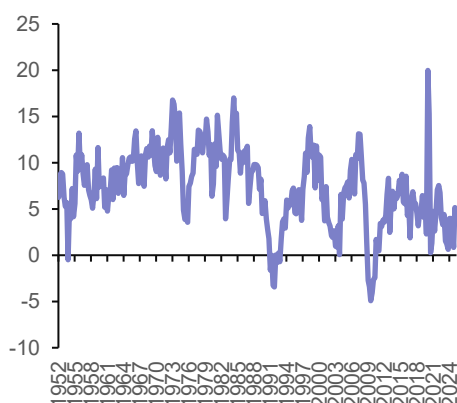
传导 4：企业融资成本扩张 → 下游通信运营商的再融资能力下降 → 终端需求不扎实&高债务融资比重的背景下，导致 FCF 不畅，压缩下游的投资扩张能力

从利率的压制传导到 E 的乏力，需求是其中的桥梁。在消费端，利率的抬高压制了私营企业和个人对终端流量的需求，从而减少了下游诸多通信运营商、新兴互联网公司的收入端来源，先打击了下游的 E。

当时很多通信运营商、CLECs 核心商业模式原本就依赖不断融资来扩张网络、补贴用户，烧钱获取设备进而获客。2000 年时，CLECs 的资本支出高达 151 亿美元，而同期营收仅为 63 亿美元。这意味着它们每赚 1 美元，就要花 2.4 美元搞建设。

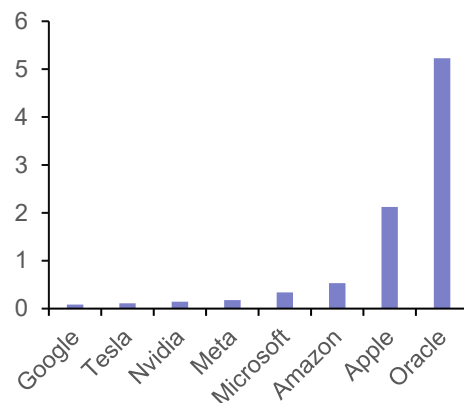
更为关键的是，互联网泡沫期间，企业部门高度依赖债务融资扩大再生产。泡沫见顶期，非金融企业宏观杠杆率季度同比增速达到 10%。这是一个非可持续扩张的危险信号，历史上，每一轮衰退前，非金融企业杠杆增速持续上升至 15% 左右的高位，暗示企业没有自身充裕的货币储备来维持高增速。

图 7：非金融企业杠杆增速(%)



数据来源：Haver、广发证券发展研究中心

图 8：主要科技公司债务股本比(%), 截止 2025 年 12 月底



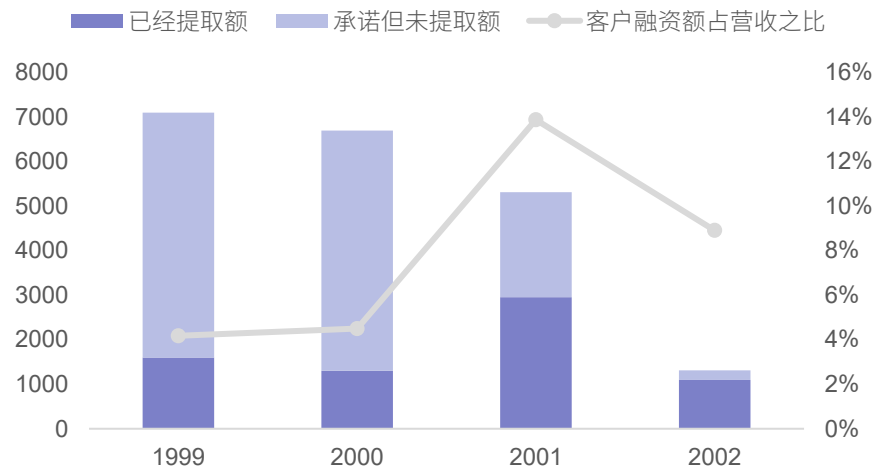
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

传导 5：下游运营商的偿还能力下降/投资扩张能力压缩 → 上游设备商的利润下降

利率上行将显著削弱下游运营商再融资能力，并通过产业链传导对上游设备商形成双重盈利冲击，核心传导载体为通信行业彼时主流的供应商信贷（Vendor Financing）模式。

供应商信贷模式，即上游通信设备厂商向下游运营商提供信贷资金，支持下游企业采购自身光纤传输、交换机等核心设备，本质是上游厂商通过垫资方式，助力下游运营商快速扩张，典型标的为彼时全球龙头朗讯（Lucent）。1999 年朗讯为全球第一大电信设备商，全年营收达 383 亿美元。90 年代末，公司开启激进的供应商信贷扩张策略，信贷规模对营收渗透率持续走高。1999 财年末，朗讯对客户承诺融资总额达 71 亿美元，其中已落地使用的融资规模 16 亿美元，占当年营收比重 4.2%；截至 2001 年，客户实际动用信贷规模攀升至 29.6 亿美元，占营收比重大幅提升至 13.9%，意味着公司当期近 14% 的营收由自身垫资支撑。

图 9：朗讯客户信贷余额（Mil USD）及已提取额占营收比例



数据来源：Lucent 财务报告、广发证券发展研究中心

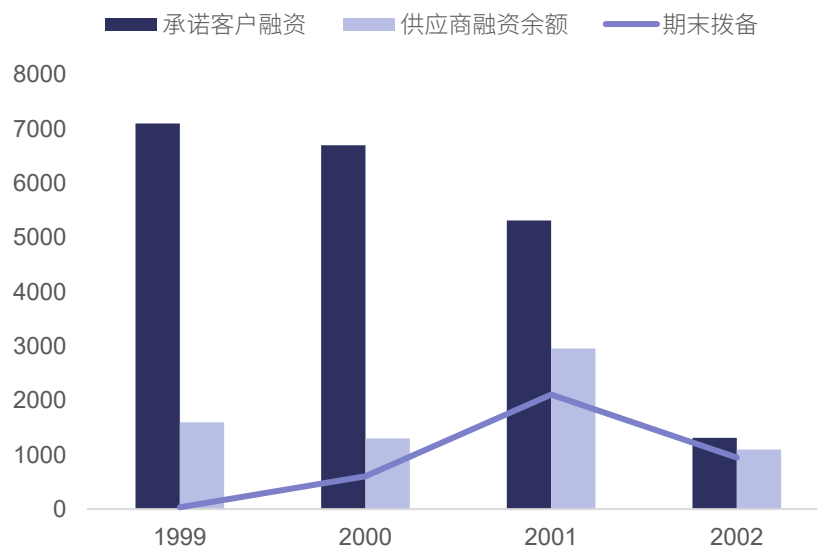
该模式短期具备显著正向作用。一方面可深度绑定下游客户、锁定长期设备需求，另一方面有效解决下游初创运营商资金短缺、融资渠道匮乏的痛点，助力下游快速扩产。但在利率上行、融资成本抬升的环境下，模式固有脆弱性彻底暴露，形成双重盈利压制，快速压缩上游设备商利润。

第一重为信用减值冲击：供应商信贷模式下，设备销售收入本质是透支未来现金流形成的当期收入，营收质量高度依赖下游运营商的持续经营与偿债能力。利率上行引发下游再融资渠道收紧、现金流断裂，导致运营商无法按期偿还供应商信贷及设备赊销款项，上游设备商应收账款坏账、信贷资产减值计提大幅增加，直接侵蚀利润。

第二重为需求订单冲击：融资成本走高压制下游运营商资本开支意愿与扩产节奏，网络建设进度放缓，直接带来上游设备采购订单回落，导致上游设备商营收及毛利水平下行，形成周期性盈利压力。

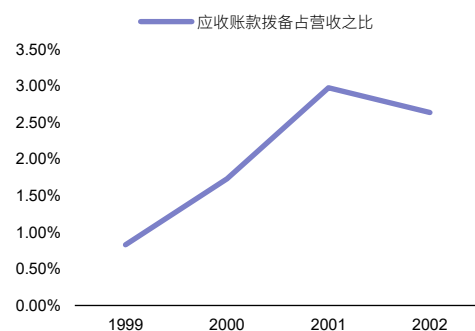
在供应商信贷循环模式下，利率上行的压力会通过“订单收缩+资产减值”双重路径向盈利端快速传导，相较于传统周期波动，对朗讯、思科、北电等上游硬件设备商的盈利冲击更迅猛、更剧烈。

图 10：朗讯客户信贷余额（Mil USD）及已提取额占营收比例



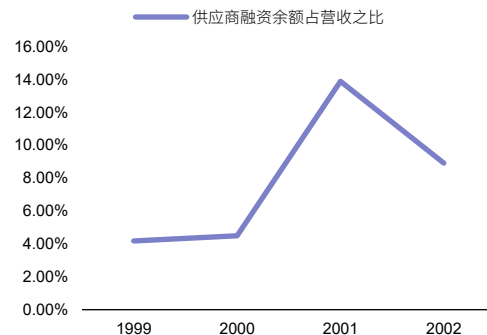
数据来源：Lucent 财务报告、广发证券发展研究中心

图 11：朗讯应收账款拨备占营收之比



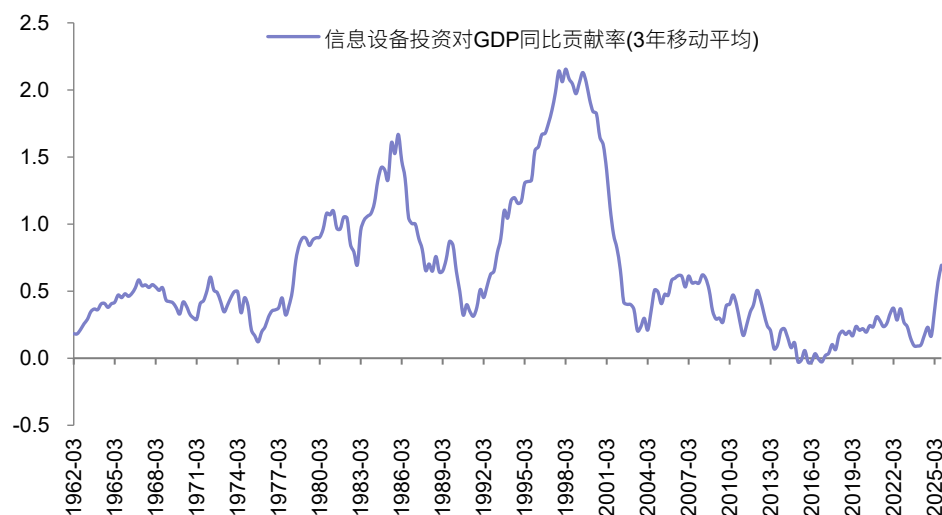
数据来源：Lucent 财务报告、广发证券发展研究中心

图 12：朗讯的供应商融资余额占营收之比



数据来源：Lucent 财务报告、广发证券发展研究中心

图 13：企业信息设备投资对实际固定资产投资的贡献



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

(三) 叙事崩塌与硬件周期错位：g 的重估

传导 6：上游和下游 E 的增长一同回落 → 商业闭环不成立 → g 的回落

随着市场预期修复，投资者逐步确认行业高增长逻辑（g）在上下游两端同步证伪。下游维度，终端业务收入盈利能力持续走弱，无法覆盖自身资本开支（CAPEX），同时高企的融资成本阻断了企业借再融资掩饰营收疲软的路径，下游高增长逻辑彻底瓦解。上游维度，下游基本面的持续恶化，通过供应链金融的连锁骨牌效应，加速上游企业资产减值计提与利润大幅下滑，上游增长逻辑同步失效。

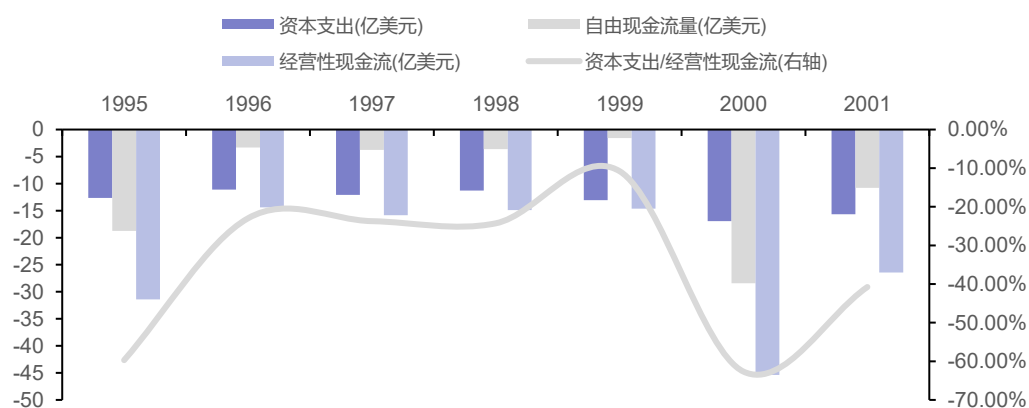
表 1：互联网繁荣和泡沫前夕，上游硬件和下游软件商的净利润增速

公司	业务	年化增速	1995 年	1996 年	1997 年	1998 年	1999 年	2000 年	2001 年
戴尔	电脑	57.87%	82.40%	92.30%	71.00%	54.80%	-24.70%	27.40%	24.19%
诺基亚	电信设备	27.50%	—	260.60%	22.70%	72.20%	46.00%	52.81%	-44.13%
微软	操作系统	31.01%	54.20%	28.90%	52.90%	75.00%	22.80%	21.01%	-22.03%
英特尔	芯片	-15.58%	133.10%	120.30%	-8.70%	18.40%	2.10%	44.04%	-87.75%
思科	电信设备	-53.69%	75.00%	-0.20%	86.00%	52.10%	-18.90%	31.88%	-138.01%
爱立信	电信设备	-81.83%	—	30.00%	76.90%	-2.80%	33.30%	73.27%	-201.17%
IBM	电脑	10.78%	39.10%	18.20%	3.50%	12.10%	-11.00%	4.94%	-4.57%
惠普	电脑	-25.74%	42.40%	-4.40%	24.40%	-11.90%	7.00%	5.90%	-88.96%
Lucent	电信设备	-1055.93%	—	—	21.13%	126.60%	349.67%	-74.55%	-1412.55%
Nortel	电信设备	-979.21%	15.93%	31.71%	11.56%	-284.46%	-72.62%	888.60%	687.23%
摩托罗拉	通信终端	-53.51%	14.17%	-35.20%	0.87%	-177.92%	198.24%	47.92%	-398.71%

数据来源：SEC 官网公司年报、广发证券发展研究中心

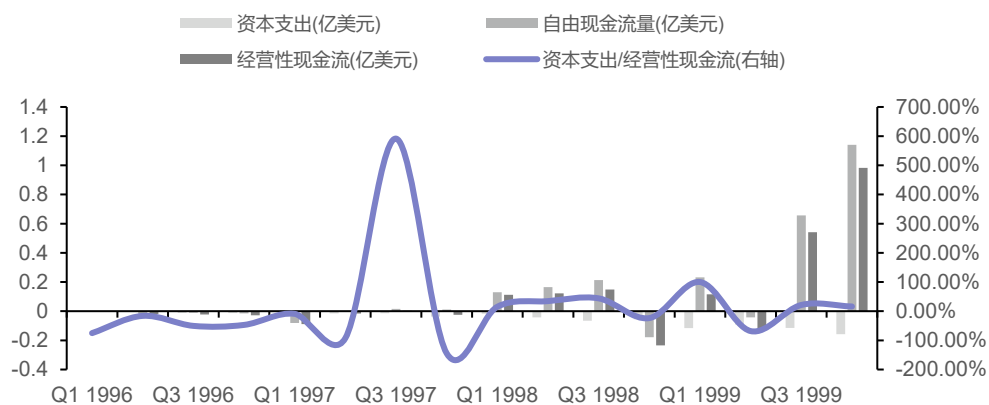
基于基本面逻辑的彻底反转，市场对相关标的的估值定价体系全面重构：原本被定义为“新经济高成长股”的通信企业，分别被重新定价为**现金流闭环失效的准公用事业股**与**高经营杠杆的硬件周期股**，行业增长预期迎来系统性崩塌。

图 14: Lucent 现金流长期为负值



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

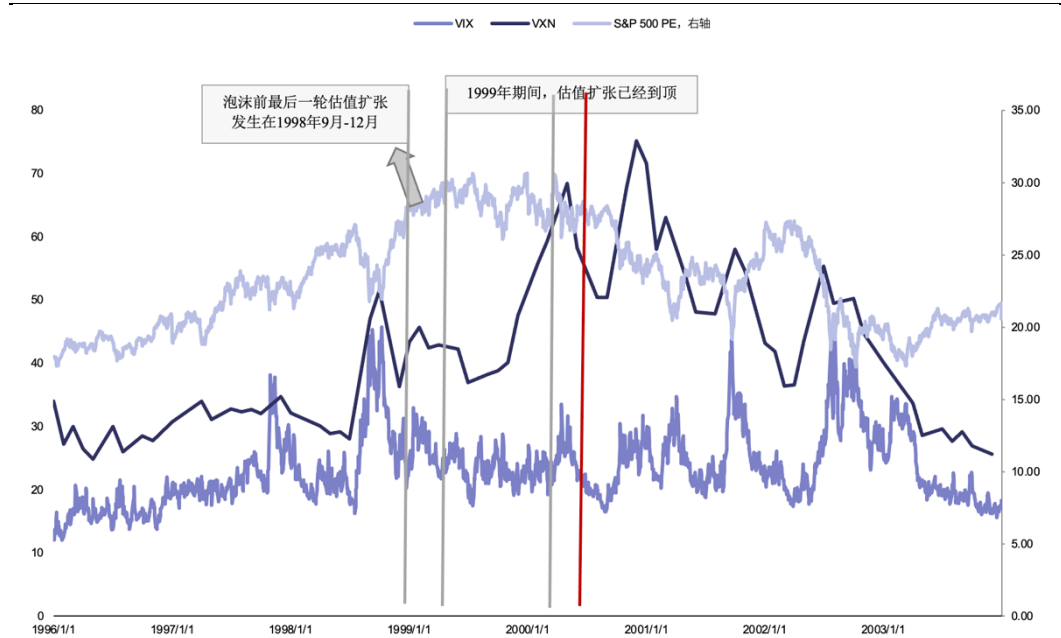
图 15: Yahoo 资本支出/现金流量反复横跳



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

估值层面，1999 年标普 500 平均市盈率已率先陷入停滞、震荡走弱，估值先行反映市场预期分化。2000 年初，行业估值模式迎来崩塌式回归，市场 PE 估值中枢明确拐头向下、持续下行。整体来看，个股股价在失去成长预期的估值支撑后脆弱性大幅抬升，最终在市场风险偏好快速收缩的背景下，行业泡沫彻底出清。

图 16：1999 年期间，S&P 500 市盈率已见顶



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

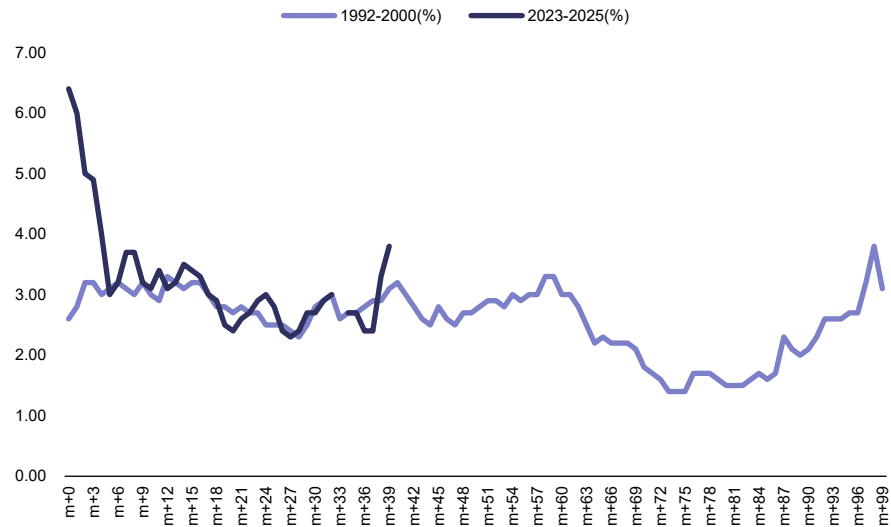
三、现状分析：AI 景气仍存

（一）加息预期升温或推升利率水平

1. 通胀与加息时点的对照

从通胀环境看，当前美国通胀的走势与水平更接近 1995 年中期，而非 2000 年泡沫破裂前夕的状态。即宏观层面尚未进入明显的“通胀失控—政策被迫收紧—融资条件急剧恶化”的经典杀估值链条。但需要警惕的是，近期美伊冲突带来的油价上行或导致通胀数据连续走高，通胀抬头的风险仍高。

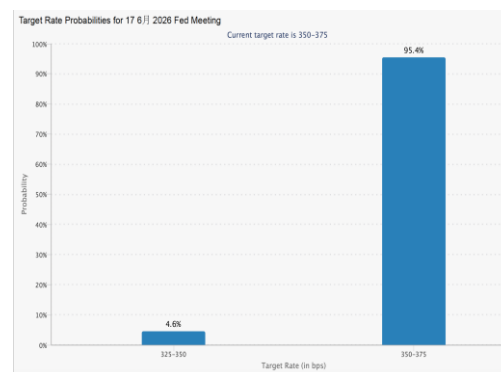
图 17：通胀（美国同比 CPI，月频）走势对比



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

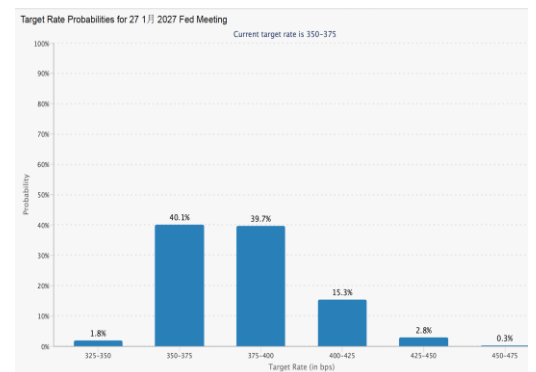
更直接的扰动来自就业端。6月5日晚间公布的非农数据大幅超预期后，市场对美联储政策路径的定价迅速调整，加息预期明显升温。截至目前，2027年1月27日会议加息25bp的概率已经抬升至40%左右。

图 18：最近的6月17日 FOMC 会议，加息概率仍旧低



数据来源：FedWatch、广发证券发展研究中心

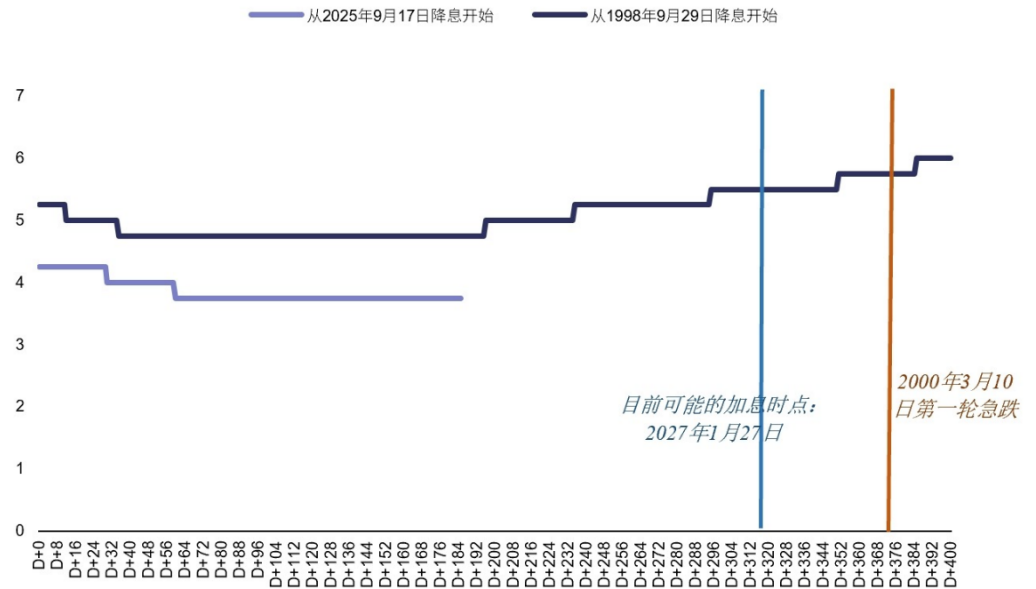
图 19：2027 年 1 月的 FOMC 会议，加息概率已与按兵不动持平



数据来源：FedWatch、广发证券发展研究中心

不过，从科网泡沫的历史回照看，加息并没有直接触发泡沫的破裂。2000 年纳指第一轮快速崩塌发生在美联储 1999 年 6 月首次加息后约 9 个月。即政策利率转向至泡沫第一轮破裂之间，存在一段相当长的传导时滞：先是短端利率上行，随后融资条件收紧，再进一步传导至资本开支、盈利预期和估值叙事。

图 20： 两段历史时期降息/加息节奏对比，均取联邦基金利率目标上沿



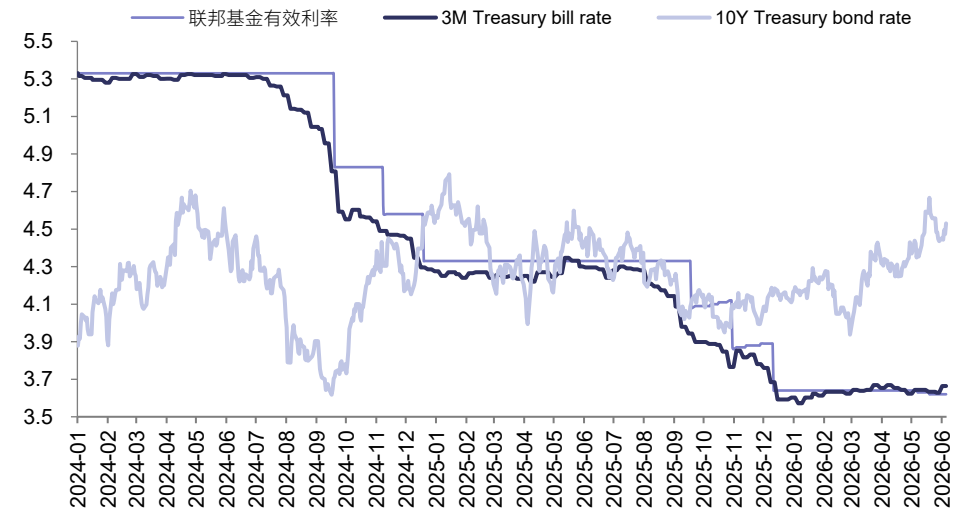
数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

映射到当下，即便市场目前已经开始交易远期加息风险，距离最可能出现的第一次加息仍有约 7 个月左右的时间。换言之，当前利率上行的风险提升，AI 交易的边际风险信号显现，但若有泡沫也不会立即被刺破。

2. 短端和长端无风险利率的对照

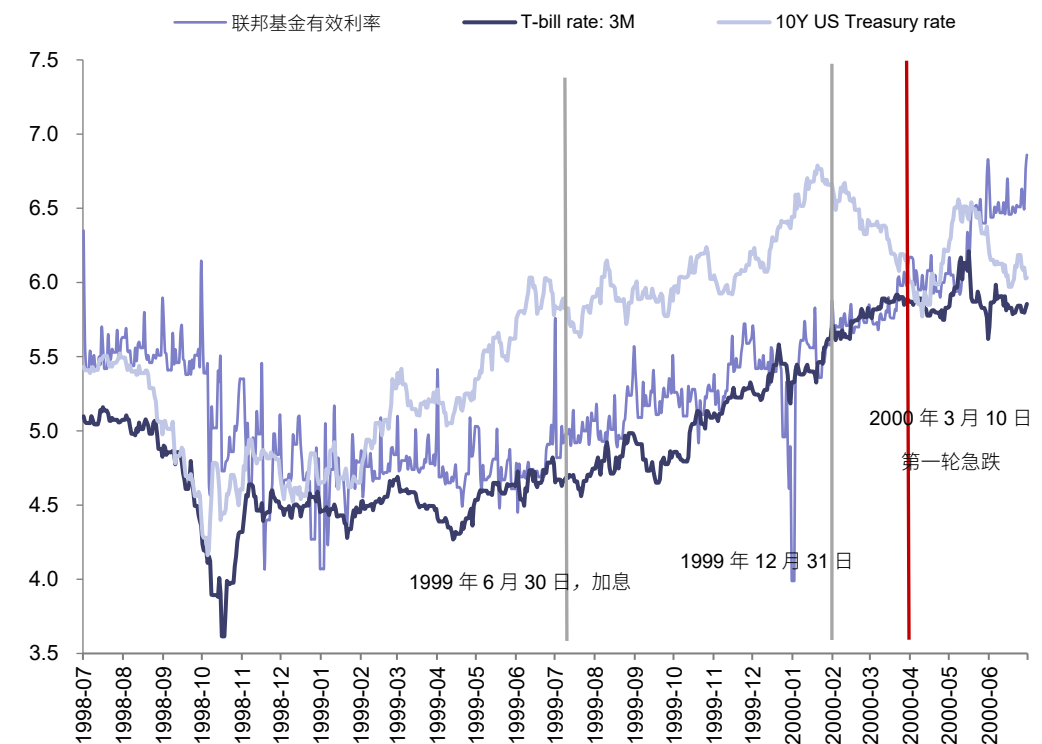
目前来看，更高的加息前景尚未真正传导至短端无风险利率。3 个月期美债利率并没有出现明显走高，说明货币市场对政策再收紧的定价仍然相对克制；相较之下，10 年期美债收益率近期大幅上行，更多反映的是中东冲突升温后，市场对长期通胀预期和期限溢价的重新定价。因此，目前的利率压力并不是典型的“短端政策利率上行—带动长端利率——融资条件全面收紧”历史路径。

图 21：近期，短端无风险利率走平，长段显著上行



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

图 22：科网泡沫破灭前，长短端利率一同走高，且在 2000 年 1 月后期限利差走窄



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

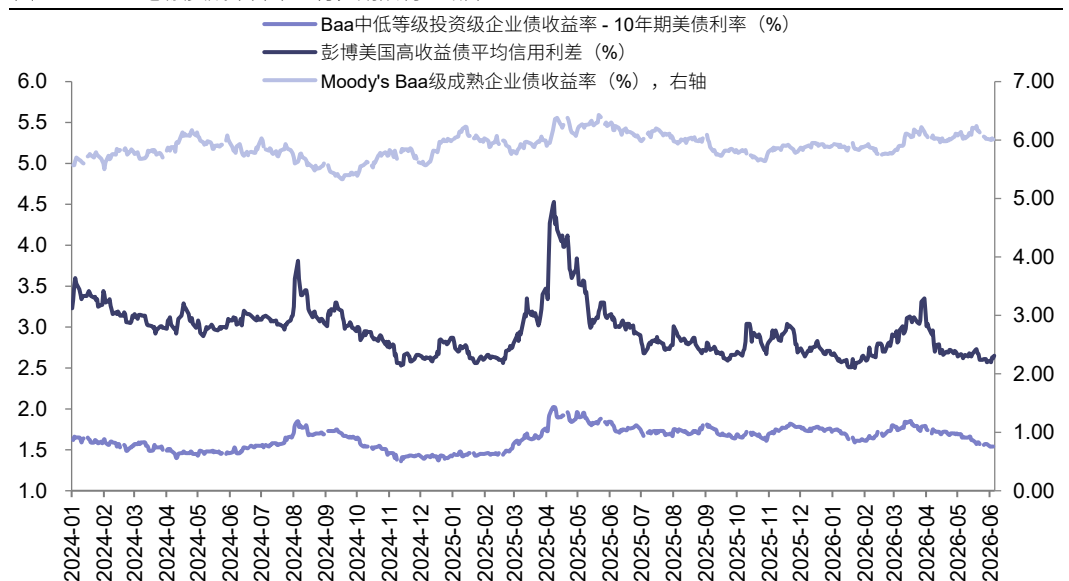
3. 企业总融资成本和信用利差的对照

目前来看，企业总融资成本仍处在相对平稳的运行状态。拆开来，企业总融资成本大致由三部分构成：短端

无风险利率、期限溢价和信用利差。从 2026 年 4 月开始，中等级企业债和高收益企业债的信用利差甚至都在缓慢压缩。这说明当前企业债务融资市场并没有进入“借钱变难”的状态，反而仍然处在资金相对宽裕、投资者愿意继续承担信用风险的环境中。

所以，企业融资条件并未出现明显恶化。更准确的表述是：长端利率上行开始带来边际扰动，但短端资金成本和信用风险溢价尚未同步抬升，企业总融资成本整体仍然平稳。这与 2000 年科网泡沫破裂前夕“短端和长端资金成本同时抬升、企业融资压力系统性扩散”的状态仍有明显区别。

图 23：企业总融资成本并未上行，期限利差略降



数据来源：Bloomberg、FRED、广发证券发展研究中心

（二）再看 E 部分

AI 生态下公司的利润 $\text{Earnings} \approx \text{收入端流入} - \text{企业融资成本} - \text{CAPEX 转化为的折旧摊销} - \text{研发运营等其他费用}$ 。

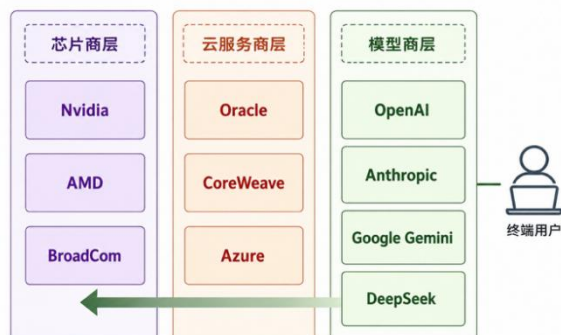
我们接下来讨论另外 2 项重要的变量“收入”和“折旧摊销”的变动：

1. 收入端势头仍猛

首先，从产业链结构看，AI 资产大致可以分为三层：模型商、云服务商和芯片厂。



图 24： AI 生态下，从终端用户到三层公司的需求传导

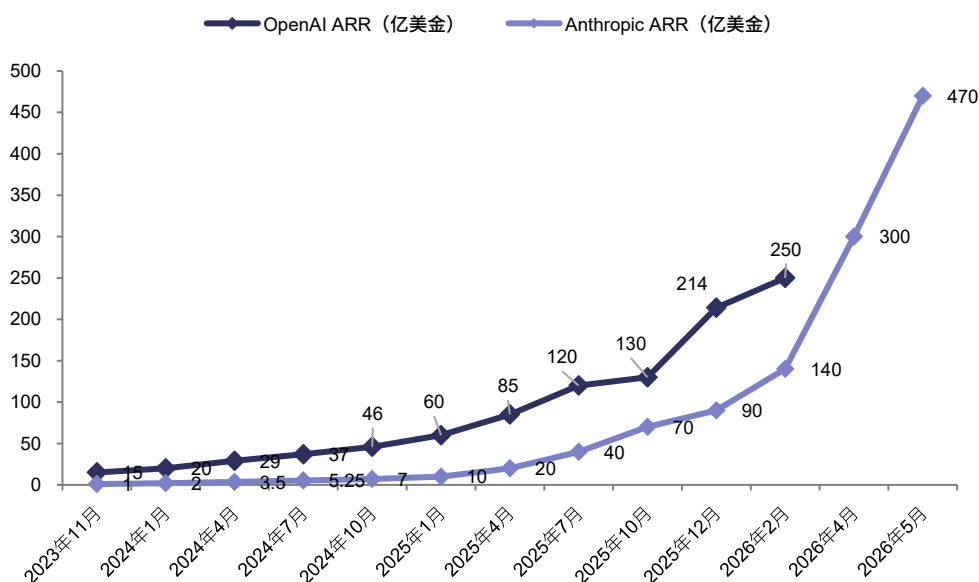


数据来源：广发证券发展研究中心

AI 产业可自上而下划分为芯片、云服务、模型三层核心产业链，各环节成本结构、收入模式与盈利约束差异显著。从产业链传导来看，下游模型商是全链需求的核心锚点。上游算力扩容、硬件迭代、机房建设等资本开支，最终均依赖下游模型服务的商业化落地兑现价值，核心看 API 调用、Token 消耗及企业订阅需求的增长。因此，大模型厂商的真实商业化能力，是验证 AI 行业景气度持续性的核心标尺。

今年以来，头部模型商 OpenAI 和 Anthropic 的 ARR 呈现非线性快速抬升，说明模型商的收入增长并不只是短期热度驱动，而是在订阅收入、API 调用和企业长期协议等多个维度上同步兑现。换言之，终端需求并非停留在“试用”和“概念验证”阶段，而是正在转化为真实付费和持续使用。

图 25： 今年以来，头部模型商的 ARR（年化经常性收入）急剧攀升



数据来源：智东方，广发证券发展研究中心

这也意味着，当前模型商的商业闭环已经有一定基础，收入端的韧性较强。用户愿意为模型能力付费，企业客户开始把 AI 接入自身业务流程，API 调用量也在随使用场景扩展而放大。

受模型商终端需求的带动，上游“卖铲人”同样受益明显。以 NVIDIA 和 AMD 为例，两家公司自 2024 年以

来营收均进入快速扩张阶段。除 AMD 在 2023 财年增速一度有所放缓外，其余阶段营收同比基本稳定在两位数增长区间；其中 NVIDIA 的收入弹性更为突出，甚至多次实现同比翻倍以上增长。

图 26：英伟达和 AMD 的营收同比增速

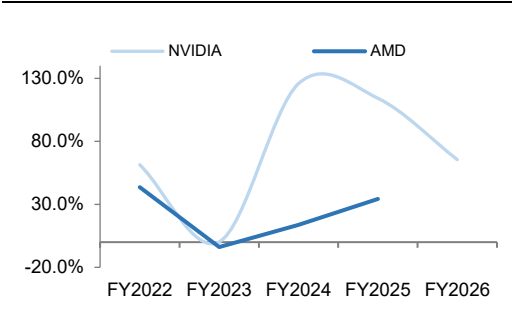


表 2：英伟达和 AMD FY2021-2026 的具体营收

公司	财年	报告期截止日	营收 (百万美元)	同比增速
NVIDIA	FY2021	2021-01-31	16675	
	FY2022	2022-01-30	26914	0.614033
	FY2023	2023-01-29	26974	0.0022293
	FY2024	2024-01-28	60922	1.2585453
	FY2025	2025-01-26	130497	1.1420341
	FY2026	2026-01-25	215938	0.6547354
AMD	FY2021	2021-12-25	16434	
	FY2022	2022-12-31	23601	0.4361081
	FY2023	2023-12-30	22680	-0.039024
	FY2024	2024-12-28	25785	0.1369048
	FY2025	2025-12-27	34639	0.3433779

数据来源：同花顺 iFinD、广发证券发展研究中心

数据来源：同花顺 iFinD、广发证券发展研究中心

这说明，模型商需求的扩张并没有停留在软件订阅和 API 调用层面，而是已通过资本开支链条向上游硬件端传导了。

2. 费用端警惕折旧加速

折旧摊销端需要警惕的风险在于实际经济折旧年限可能远短于财报中的假设期限。这一风险主要集中在云计算和算力提供商环节，因为它们的资本开支大量投向数据中心、网络设备和计算设备，其中 GPU、存储和互联设备的价值占比越来越高，而这些资产恰恰处在技术迭代最快的环节。

表 3：Hyper-scalers 近期公布的固定资产折旧期限

Servers and networking equipment; 另有 Heavy equipment 用于数据中心支持设备		服务器和网络设备：5-6 年；Heavy equipment: 10-13 年；建筑：40 年或剩余寿命孰短	用 5-6 年。AI/ML 相关部分设备从 6 年缩短到 5 年。	用 5-6 年作为存储服务器/网络设备代理；不要把 Heavy equipment 直接当成存储。
Amazon / AWS				
Meta	Servers and network assets	2024 年为 4-5 年；2025 年起多数 servers and network assets 延长到 5.5 年	当前建模用 5.5 年；历史期可用 4-5 年。	没有单独存储口径，建议用 servers and network assets 代理。
Alphabet / Google	Technical infrastructure 中的 servers and network equipment	服务器和网络设备通常 6 年；数据中心和办公楼 7-40 年	用 6 年作为 GPU/TPU 服务器和相关网络设备代理。	用 6 年作为存储服务器/网络设备代理。
Microsoft / Azure	FY2025 表中为 computer equipment; 历史披露 cloud infrastructure server and network equipment	FY2025 computer equipment 为 2-6 年；历史明确云服务器/网络设备从 4 年延长到 6 年	若做 Azure/AI 基础设施建模，建议用 6 年；若严格按 FY2025 折旧表，只能写 2-6 年。	建议用 6 年作为云服务器/网络设备代理；存储硬件未单独披露。

注：四家公司公开文件均没有单独披露 GPU 或存储硬件折旧期限，本表使用服务器/网络设备/计算机设备口径做代理指标。

数据来源：Amazon/Meta/Alphabet/Microsoft 公司年报、广发证券发展研究中心

上述产业逻辑已在企业财报与硬件迭代周期中得到验证。亚马逊 2025 年年报披露，自当年 1 月 1 日起，公司将部分服务器及网络设备折旧年限由 6 年缩短至 5 年，核心原因系 AI 技术迭代提速，硬件淘汰周期显著缩短。

算力芯片端迭代节奏同样持续加快。NVIDIA 从 Hopper 到 Blackwell 架构迭代周期为 24 个月，全新 Rubin 平台进一步压缩至 22 个月，硬件性能、能效与推理成本持续快速优化。据 NVIDIA 数据，Rubin 平台相对 Blackwell NVL72 在特定重推理的工作负载下可实现推理 Token 成本下降 10 倍、MoE 模型训练 GPU 用量缩减 4 倍，硬件效率大幅升级、成本显著下行，将带动算力集群新一轮设备更新与采购需求。

表 4：英伟达芯片架构在近 2 年加速迭代

Hopper → Blackwell → Rubin 的发布时间与间隔梳理			
代际 / 平台	发布时间 / 首次公布	与上一代间隔	备注
Hopper / H100	2022 年 3 月 GTC 发布	—	作为 H100 所在架构，开启本轮 AI 训练 GPU 周期
Blackwell / B200、GB200	2024 年 3 月 GTC 发布	距 Hopper 约 24 个月	新一代 AI 加速平台，面向大模型训练与推理
Rubin / Vera Rubin	2024 年 6 月 Computex 公布路线图；2026 年 1 月进一步发布平台	距 Blackwell 路线图约 3 个月；距 Blackwell 正式发布至平台进一步发布约 22 个月	说明下一代算力架构预期形成速度明显提前

数据来源：公开数据整理，广发证券发展研究中心

因此，当前 5-6 年的会计折旧假设未必能完全反映 AI 算力资产的真实经济寿命。根据这些 hyper-scalers 的公司财报披露，Microsoft 曾将服务器和网络设备的估计使用寿命从 4 年延长至 6 年，Alphabet 将其服务器和网络设备一般按 6 年折旧，Meta 则在 2025 年初将部分服务器和网络资产的预计使用寿命提高至 5.5 年。但随着 GPU 和存储采购在云厂商 CAPEX 中的权重继续上升，未来固定资产的平均折旧年限反而可能面临压缩压力，这是未来的关键风险所在。

3. 利润增长仍可期

回归盈利维度，当前 AI 产业链利润（E）仍处于确定性兑现区间。收入端，下游模型商终端需求持续放量，自上而下带动中游算力云厂商、上游芯片厂商订单稳步释放；成本端，尽管技术迭代提速压缩硬件实际使用年限，存在折旧压力潜在隐患，但现阶段该风险尚未集中释放、未对盈利形成明显压制。

从 2025 年行业业绩表现来看，海内外 AI 产业链盈利高景气特征显著。海外市场中，NVIDIA 及头部 AI 应用平台企业凭借行业先发优势，实现两位数利润增速。国内赛道同样景气度高涨，CPO、PCB、高速铜缆等硬件配套环节盈利表现突出，新易盛等高景气标的，年度利润增速更是实现三位数高增。

更核心的是，截止目前 2026 年 Q1 AI 板块的盈利依然强劲。当前披露的一季报显示，AI 硬件、算力核心赛道企业仍将维持高利润增速。整体而言，行业暂未进入“收入增长乏力、CAPEX 与折旧反噬利润”的压力周期，现阶段产业链盈利高景气，由真实终端需求与持续扩张的订单基本面扎实支撑。

表 5： AI 公司在 2025 年利润维持高增，且该势头预计在 2026 年持续

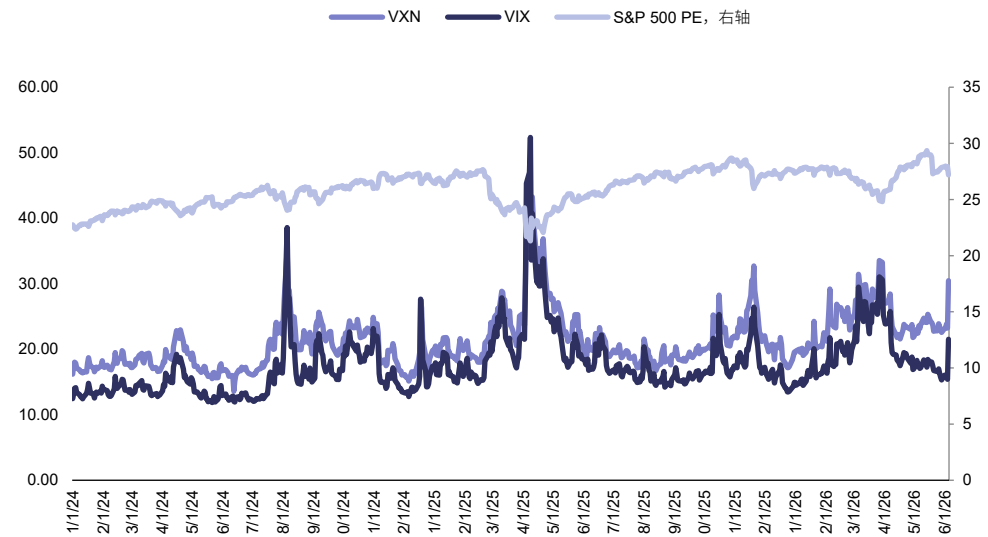
公司	业务	利润增速				ROE			
		2023	2024	2025	2026 Q1	2023	2024	2025	2026 Q1
英伟达	GPU	581.30%	144.90%	68.34%	26.80%	91.50%	119.20%	101.49%	23.01%
微软	AI 平台与应用	21.80%	15.50%	14.70%	13.32%	37.10%	33.30%	33.28%	7.85%
谷歌	AI 平台与应用	23.00%	22.40%	32.56%	85.24%	27.40%	31.50%	35.70%	14.00%
新易盛	CPO	-23.80%	312.30%	235.96%	83.09%	13.40%	41.10%	72.62%	14.52%
天孚通信	CPO	81.20%	84.10%	52.69%	45.36%	25.10%	37.50%	42.53%	8.57%
沪电股份	PCB	11.10%	71.10%	49.10%	56.22%	16.80%	23.90%	28.36%	7.79%
工业富联	服务器	4.80%	10.30%	58.01%	109.39%	15.60%	15.90%	22.09%	6.18%
沃尔核材	铜缆/铜连接	14.00%	21.00%	32.38%	-8.31%	15.10%	16.20%	19.01%	2.96
海光信息	国产 AI 芯片	57.20%	52.90%	29.15%	32.77%	7.10%	9.90%	11.91%	2.99%

数据来源：同花顺 iFinD, 广发证券发展研究中心

（三）最后 g 部份，维持高增叙事

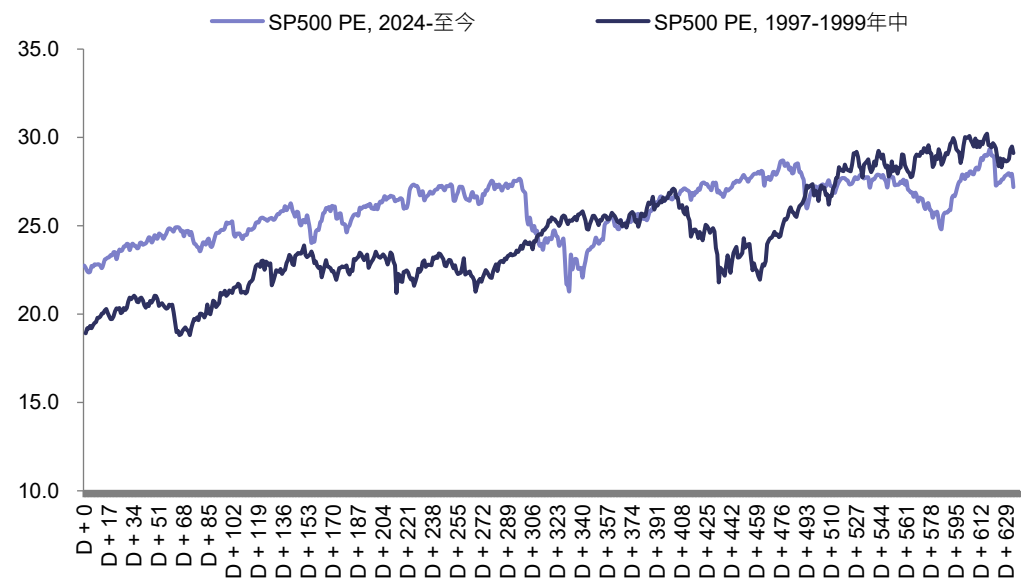
综上，反映到估值层面，高增长 g 的叙事模式依然被市场广泛认可。以 S&P 500 指数为例，其市盈率还未见明显触顶回落信号，整体稳定地震荡、甚至略有攀升。以 VIX 指数和 VXN 指数（纳斯达克隐含波动率）为标志的风险偏好也未见明显扩张，仍然在近 3 年的低位水平徘徊。

图 27： SP500 市盈率维持稳定，震荡微升



数据来源：Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 28： 美股整体估值水平类似 1999 年年中（横轴起始点将 2024 年初和 1997 年初重合）

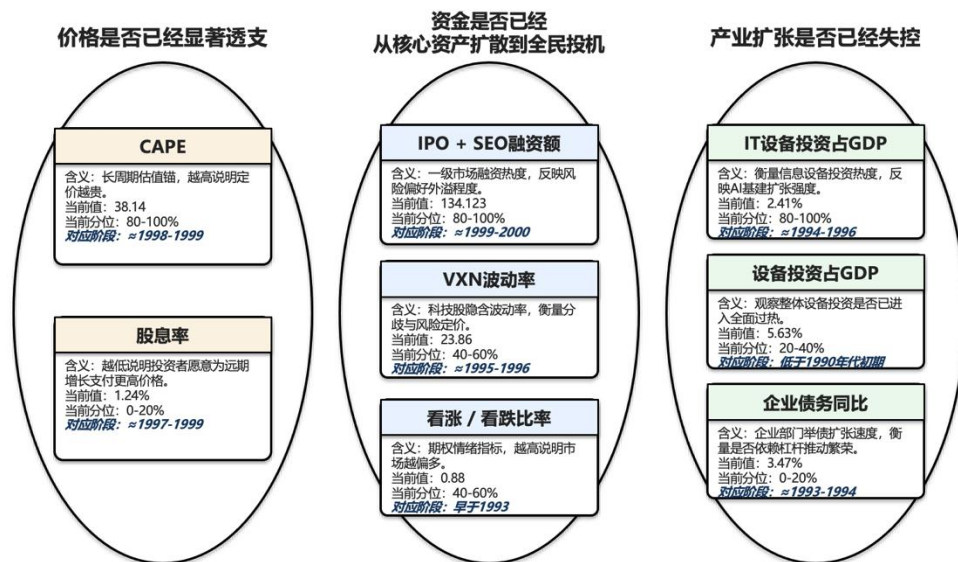


数据来源：Bloomberg, 广发证券发展研究中心

目前美股的整体估值水平位于历史 1999 年中的水平，市盈率水平相较历史水平略高。但企业融资成本对大额 CAPEX 的前景尚未产生压缩，利润在收入端的终端需求和订单传导下依旧稳健，因而我们判断 AI 的叙事逻辑尚未受到扰动，依然具有较强的可持续性。

四、总结：估值或有泡沫，但产业未成泡沫

表 6：目前 AI 繁荣对照 2000 互联网繁荣的历史位置

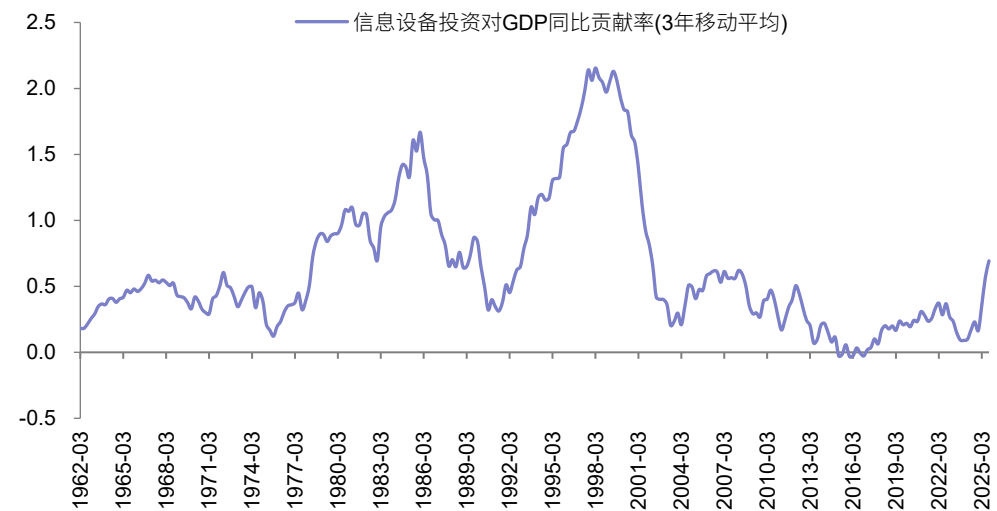


数据来源：Haver Analytics，广发证券发展研究中心

从指标看，当前 AI 交易最突出的矛盾并非产业已经走到末端，而是价格走得比基本面扩散更快。产业端已出现明确升温，IT 设备投资占 GDP 处在 80%-100%分位，这说明 AI 算力、数据中心、服务器等基础设施投入已经成为资本开支的重要方向；但这种扩张还没有演化成全社会层面的过度投资。整体设备投资占 GDP 仅在 20%-40%分位，企业债务同比也处在 0%-20%分位，意味着当前繁荣尚未主要依赖企业部门普遍加杠杆支撑，这和 2000 年前电信运营商大规模举债铺光纤的状态仍有明显差别。

当下需要警惕的是资金和估值之间的错位。一级市场 IPO 融资已经升至高分位，说明风险偏好正在从少数龙头向更广泛的 AI 资产外溢；但 VXN 波动率和看涨/看跌比率仍处在中性区间，意味着市场还没有进入全面亢奋、散户化、彩票化的交易状态。情绪并不冷比较乐观但也不算失控。相较而言，估值端位置已经明显偏晚期：CAPE 处在 80%-100%分位，股息率处在 0%-20%分位，美股尤其科技巨头的定价已经提前吸收了未来多年增长预期。

图 29： 信息设备投资对 GDP 同比贡献率仍在低位



数据来源：Wind, 广发证券发展研究中心

总而言之，当前 AI 行情是产业周期仍在前中段，但资产价格已经进入高敏感区间。这意味着后续更可能出现高波动和板块轮动：部分涨幅过大的个股可能剧烈回撤，但只要企业部门尚未全面举债、产能尚未普遍过剩、投机情绪尚未扩散到低质量资产，行业层面的系统性崩塌风险仍有较长的距离。

五、风险提示

海外通胀及美国经济韧性超预期，美联储加息节奏超预期加快，对高估值科技资产形成持续压制；

AI 产业链资本开支扩张低于预期，算力投资、服务器采购及半导体订单出现下修，削弱当前强产业逻辑；

AI 链盈利兑现不及预期，竞争加剧、折旧摊销压力提前显现等。

广发投资策略研究小组

刘晨明：首席分析师，南开大学世界经济硕士，12 年策略研究经验。

郑 恺：首席分析师，华东师范大学金融学硕士，12 年策略研究经验。

许向真：（上海）资深分析师，厦门大学硕士，10 年策略研究经验。

倪 康：（上海）资深分析师，中山大学硕士，9 年策略研究经验。

陈振威：（上海）资深分析师，香港中文大学硕士，4 年策略研究经验。

杨泽葵：（上海）资深分析师，上海财经大学硕士，4 年策略研究经验。

杨清源：（上海）高级分析师，西南财经大学硕士，4 年策略研究经验。

毕露露：（上海）高级研究员，上海财经大学硕士。

逸 昕：（北京）资深分析师，澳大利亚国立大学硕士，5 年策略研究经验。

李如娟：（广深）资深分析师，中山大学硕士，11 年策略研究经验。

余可骋：（广深）资深分析师，澳大利亚国立大学硕士，8 年策略研究经验。

分析师及联系人



刘晨明

SAC 执证号：S0260524020001
SFC CE No. BVH021
liuchenming@gf.com.cn



陈振威

SAC 执证号：S0260524090002
chenzhenwei@gf.com.cn

请注意，陈振威并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

广发证券 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

行业投资评级说明 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

公司投资评级说明 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们	地址	邮政编码	客服邮箱
	广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	510627	gfzqyf@gf.com.cn
	深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	518026	
	北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	100045	
	上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	200120	
	香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	-	

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。

在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。