华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

策略周报 2026 年 06 月 28 日

【策略周报】

K 型分化延续

——策略周聚焦

- **极致分化：年初以来全 A 70%股票下跌，涨幅中位数-16%；主动权益基金 37%亏损，涨幅中位数 7%。**近期市场呈现的明显的“指数强个股弱”特点，指数持续修复但个股下跌比例却持续上行，赚钱效应持续收敛。截至 6/26 年初以来全市场共 3798 只个股录得负收益，占比 69.5%；年初以来全市场涨跌幅中位数进一步下探至-16%，其中下跌个股涨幅中位数达到-23.4%。此外，基金收益率同样出现明显分化，年初以来主动权益基金涨幅中位数 6.9%，其中负收益基金占比达到 37.3%，负收益基金收益中位数持续下探至-9.5%。
- **近期市场回调主因：内需偏弱/美联储加息预期扰动/存储涨价引发的 AI 需求担忧。**第一，二季度以来内需的持续偏弱导致相关板块出现较大幅度的调整，5 月社零同比-0.6%创 22 年以来新低；固投同比-4.1%创 20 年以来新低，导致近期内需消费相关板块跌幅居前。第二，美联储加息预期抬升美债收益率，美元指数走强推动资本回流引发新兴市场股指普跌。根据 CME 数据，由于通胀持续高位与强劲的经济增长，当前市场对美联储加息的预期已从 27 年 1 月提前至 26 年 9 月，推动美元指数从今年以来低点的 95.8 上行至当前的 101.4。从历史上来看，近二十年中美元指数持续大幅走强区间内，MSCI 新兴市场指数平均下跌 19.1%。第三，苹果涨价引发市场对担忧半导体成本飙升将开始影响消费者需求及整体科技支出的担忧。但是当前 AI 产业仍处于供需错配下上游硬件端不断涨价的过程中，下游厂商议价空间与利润被大量侵蚀导致被迫提升终端产品价格，由此形成对需求端的抑制。
- **高低切概率不高且更可能是 AI 高位回落。**当前高低切发生概率不高，主因当前 K 型分化行情并非缘于“资金虹吸”的筹码转移，而是由基本面变化所驱动。涨幅落后行业股价出现低位补涨需等待政策发力后基本面回暖带来的业绩改善，后续积极关注 7 月政治局会议对下半年经济工作的安排。当前来看 AI 板块回落更多为受分母端风险偏好、无风险利率等因素影响形成的阶段性调整，分子端因美元流动性紧张对 AI 形成业绩层面的冲击概率不大。
- **K 型分化背后是业绩分化。**从行业分化特征来看，4/7 指数反弹以来的行业分化呈现出明显的业绩定价特征，当前并未出现盈利下修但股价跑赢的泡沫行业。当前市场主线 AI 科技相关行业一季报披露以来呈现盈利上修、股价跑赢的特征，如电子、通信、建筑材料、机械设备。周期资源品则呈现盈利上修、股价跑输的真虹吸特点，如有色、化工、煤炭等。而内需消费、地产链等行业由于二季度基本面承压，呈现盈利下修、股价跑输的假虹吸特点。下跌个股主要特征：机构持仓低、小市值、营收增速低、净利润增速低、低 ROE，年初以来仅电子行业涨跌幅中位数为正。下跌个股多数集中于消费内需板块，年初至今内需板块平均约 84.2%个股下跌，平均跌幅约 22.4%。
- **短期科技 AI 回落更多源于分母端流动性因素，分子端基本面未见明显风险。**当前 AI 产业仍处于供需错配下毛利率持续上行的景气周期。需求端，当前 AI 资本开支仍主要由自身经营性现金流覆盖，对比科网泡沫中“烧钱换增长”的融资模式，本轮 AI 则更多依靠于北美云厂商的自我造血能力，当前现金流收缩与偿债压力风险尚不突出。供给端，龙头厂商产能扩张较为有限，供给格局仍维持寡头垄断下的紧平衡；本轮 AI 产业地方政府参与相对有限且需求端仍主要为北美云厂商，国内供给扩张相对较慢。
- **配置建议：科技 AI+周期资源品。**科技 AI 方面，当前产业链仍处于供需错配下毛利率持续上升的景气周期，关注细分产业中估值盈利匹配较高的数字芯片设计、模拟芯片设计、光纤、光通信、半导体材料、光模块等。周期资源品方面，PPI 回升将带动上游周期资源品企业盈利改善、形成更强业绩弹性，关注近期业绩上修/下修公司比例居前的煤炭、石化、有色、化工等。
- **风险提示：**宏观经济复苏不及预期；海外经济疲弱，可能对相关产业链及国内出口造成影响；历史经验不代表未来。

华创证券研究所

证券分析师：姚佩

邮箱：yaopei@hcyjs.com

执业编号：S0360522120004

联系人：朱冬墨

邮箱：zhudongmo@hcyjs.com

相关研究报告

《【华创策略】两融净流入创今年 1 月以来新高——流动性&交易拥挤度&投资者温度计周报》 2026-06-22

《【华创策略】K 型下沿：弱势个股因何承压——策略周聚焦》 2026-06-21

《【华创证券人工智能研究中心】AI 的科网之镜：远虑非近忧——多行业联合人工智能 6 月报》 2026-06-17

《【华创策略】股票型 ETF 近三月首次净流入——流动性&交易拥挤度&投资者温度计周报》 2026-06-15

《【华创证券中国中游制造研究中心】中国中游：FORGE 资产——多行业联合中游制造 6 月报》 2026-06-14

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图表 1 26 年以来下跌个股比例升至 70%.....3
图表 2 26 年以来全 A 涨跌幅中位数-16%.....3
图表 3 26 年以来主动权益基金负收益比例升至 37%.....4
图表 4 26 年以来主动权益基金收益中位数 7%.....4
图表 5 二季度内需整体偏弱.....4
图表 6 当前市场预测美联储加息提前至 26 年 9 月.....4
图表 7 美元指数上行区间内新兴市场股指普跌.....5
图表 8 近期硅谷 Token 支出指数出现回调.....5
图表 9 今年以来全 A 市盈率中位数下降 9%.....6
图表 10 26/5 规上工业企业利润累计同比+18.8%.....6
图表 11 近半年建材/有色/电新/化工等行业一致预测 26 净利润增速均值改善幅度居前.....6
图表 12 从超额收益和业绩预测变化看各行业位置.....7
图表 13 全 A 横截面对比：年初以来机构持仓、市值、营收、净利润、ROE 等因子有效.....8
图表 14 年初以来仅电子涨跌幅中位数为正.....8
图表 15 年初以来市值后 20%公司换手率明显回落.....8
图表 16 北美云厂商巨头资本开支持续扩张.....9
图表 17 本轮云厂商 AI 资本开支以自身现金流为主.....9
图表 18 HBM 龙头 21-24 年产能收紧.....9
图表 19 近年来台积电产能扩张审慎.....9
图表 20 AI 产业链相关主题估值盈利情况.....10
图表 21 近期煤炭/纺服/非银/环保等行业业绩预期持续改善.....10



仅供内部参考，请勿外传

核心结论：

1、市场分化加剧，年初以来全 A 70%股票下跌，涨幅中位数-16%；主动权益基金 37%亏损，涨幅中位数 7%

2、近期市场回调主因：内需偏弱/美联储加息预期扰动/存储涨价引发的 AI 需求担忧。未来全 A 净利润仍有望持续回升，当前调整或相对有限。

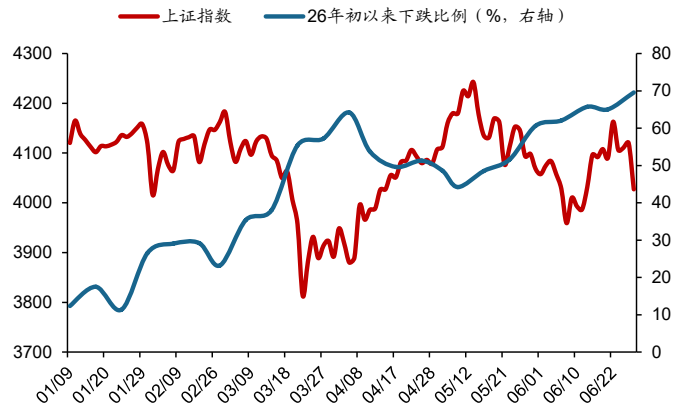
3、本轮 K 型分化背后是业绩分化，高低切概率不高且更可能是高位回落而非低位补涨；短期科技 AI 回落更多源于分母端流动性因素，分子端基本面未见明显风险。

4、配置建议：科技 AI+周期资源品。科技 AI 关注细分产业中估值盈利匹配较高的数字芯片设计、模拟芯片设计、光纤、光通信、半导体材料、光模块等；周期资源品关注近期业绩上修/下修公司比例居前的煤炭、石化、有色、化工等。

一、市场分化加剧，调整或相对有限

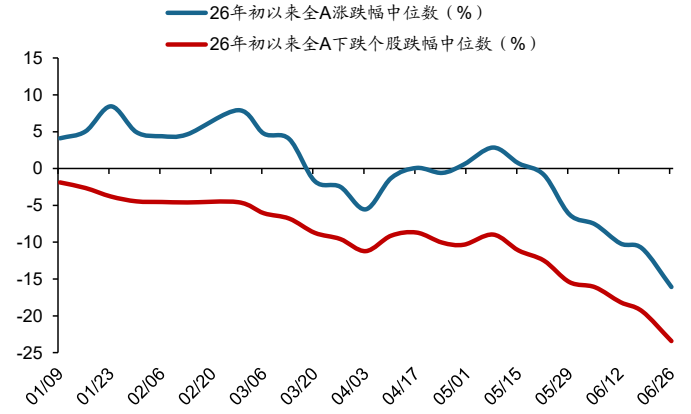
极致分化：年初以来全 A 70%股票下跌，涨幅中位数-16%；主动权益基金 37%亏损，涨幅中位数 7%。近期市场呈现的明显的“指数强个股弱”特点，指数持续修复但个股下跌比例却持续上行，赚钱效应持续收敛。截至 6/26 年初以来全市场共 3798 只个股录得负收益，占比 69.5%；年初以来全市场涨跌幅中位数进一步下探至-16%，其中下跌个股涨幅中位数达到-23.4%。此外，基金收益率同样出现明显分化，年初以来主动权益基金涨幅中位数 6.9%，其中负收益基金占比达到 37.3%，负收益基金收益中位数持续下探至-9.5%，极致结构性行情下基金收益分化明显加剧。

图表 1　26 年以来下跌个股比例升至 70%



资料来源：Wind，华创证券　注：剔除 26 年初以来上市新股

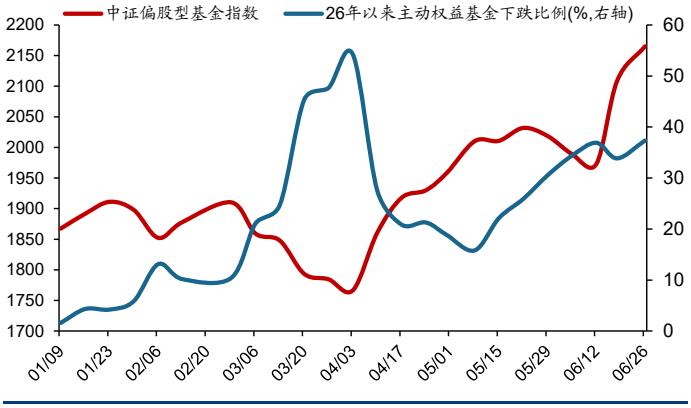
图表 2　26 年以来全 A 涨跌幅中位数-16%



资料来源：Wind，华创证券　注：剔除 26 年初以来上市新股

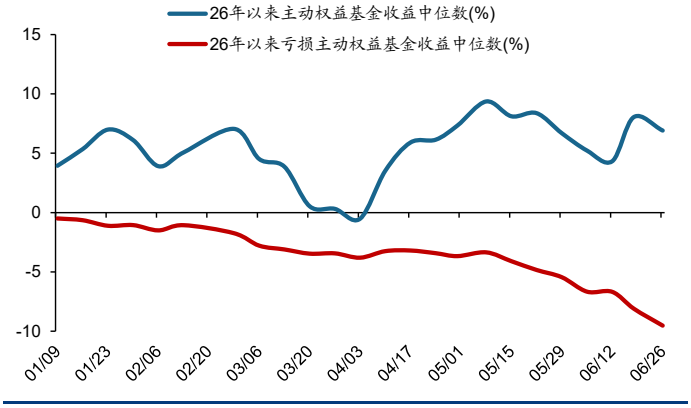
仅供内部参考，请勿外传

图表 3 26 年以来主动权益基金负收益比例升至 37%



资料来源：Wind，华创证券

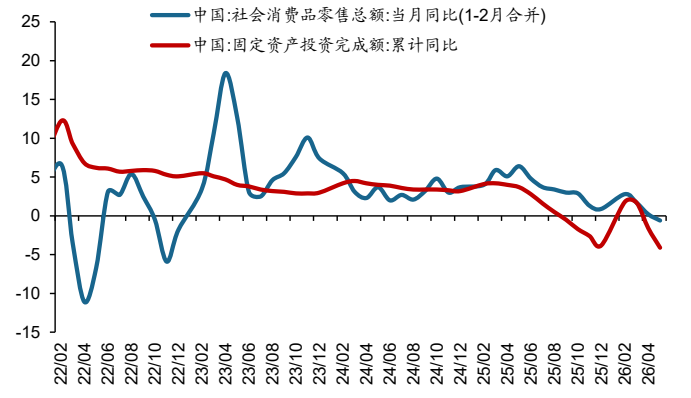
图表 4 26 年以来主动权益基金收益中位数 7%



资料来源：Wind，华创证券

近期市场回调主因：内需偏弱/美联储加息预期扰动/存储涨价引发的 AI 需求担忧。第一，二季度以来内需的持续偏弱导致相关板块出现较大幅度的调整，5 月社零同比-0.6%创 22 年以来新低；固投同比-4.1%创 20 年以来新低，导致近期内需消费相关板块跌幅居前：如零售 6 月至今累计-14.0%、公用-13.8%、美护-13.5%、食饮-12.3%、农业-11.6%等。第二，美联储加息预期抬升美债收益率，美元指数走强推动资本回流引发新兴市场股指普跌。根据 CME 数据，由于通胀持续高位与强劲的经济增长，当前市场对美联储加息的预期已从 27 年 1 月提前至 26 年 9 月，推动美元指数从今年以来低点的 95.8 上行至当前的 101.4。从历史上来看，近二十年中美元指数持续大幅走强区间内（如 08 年下半年从 72 上行 21%至 87；14/7-15/3 从 80 上行 25%至 100；21/5-22/9 从 90 上行 27%至 114），MSCI 新兴市场指数平均下跌 19.1%，其中 MSCI 越南-19.9%、恒生指数-15.2%、韩国综合指数-11.5%等跌幅居前。第三，苹果涨价引发市场对担忧半导体成本飙升将开始影响消费者需求及整体科技支出的担忧。科技产业的发展往往需要通过规模效应以实现产品成本的不断下降从而不断提升渗透率，从而形成科技公司营收规模的持续扩张。但是当前 AI 产业仍处于供需错配下上游硬件端不断涨价的过程中，下游厂商议价空间与利润被大量侵蚀导致被迫提升终端产品价格，由此形成对需求端的抑制。另外近期硅谷 Token 支出指数出现一定回调，说明在硬件端的持续涨价下，市场对 AI 的使用需求和边际支付意愿已经出现了一定程度的下滑。

图表 5 二季度内需整体偏弱



资料来源：Wind，华创证券

图表 6 当前市场预测美联储加息提前至 26 年 9 月

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.0%	70.1%	29.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.0%	0.0%	40.6%	46.8%	12.6%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.0%	0.0%	32.5%	45.6%	19.4%	2.5%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.0%	0.0%	23.0%	41.8%	27.0%	7.4%	0.7%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.0%	0.0%	21.5%	40.5%	28.0%	8.8%	1.2%	0.1%
2027/3/17	0.0%	0.0%	0.0%	18.8%	38.2%	29.6%	11.1%	2.1%	0.2%
2027/4/28	0.0%	0.0%	0.4%	19.3%	38.0%	29.2%	10.9%	2.1%	0.2%
2027/6/9	0.0%	0.0%	2.5%	21.3%	37.0%	27.2%	10.0%	1.9%	0.2%
2027/7/28	0.0%	0.3%	4.6%	23.0%	35.9%	25.3%	9.1%	1.7%	0.1%
2027/9/15	0.0%	0.9%	7.2%	24.9%	34.4%	23.0%	8.0%	1.5%	0.1%
2027/10/27	0.2%	1.8%	9.6%	26.2%	32.8%	20.9%	7.1%	1.3%	0.1%
2027/12/8	0.3%	2.6%	11.4%	26.9%	31.5%	19.4%	6.5%	1.2%	0.1%

资料来源：CME，华创证券

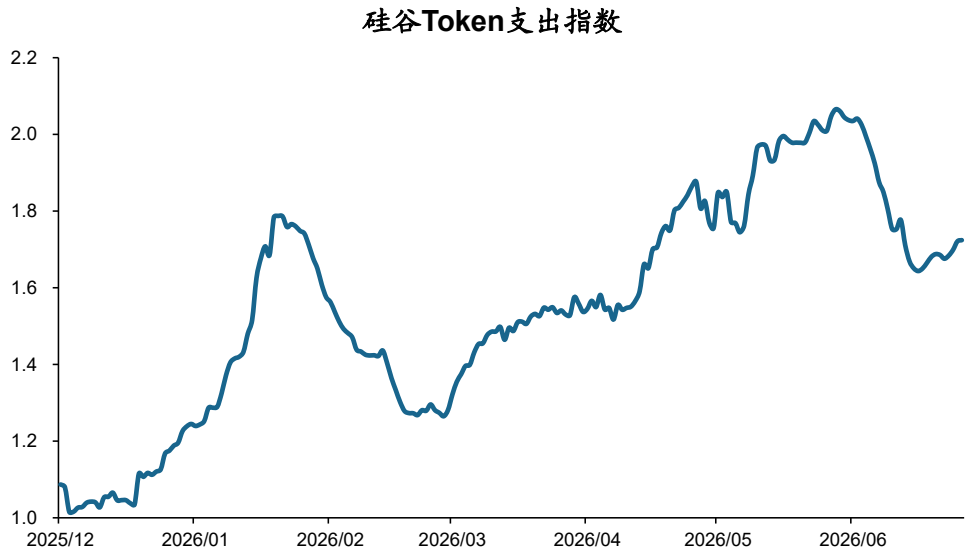
仅供内部参考，请勿外传

图表 7 美元指数上行区间内新兴市场股指普跌

近二十年美元指数上行区间新兴市场主要股指表现											
起始日期	结束日期	美元指数		新兴市场主要指数涨跌幅(%)							
		变化	涨幅(%)	MSCI新兴市场	韩国综合指数	上证指数	恒生指数	MSCI越南	印度SENSEX30	沙特全指
2008/7/17	2008/11/12	72.1→87.4	21.3	-47.5	-25.4	-31.3	-34.3	-23.4	-24.2	-38.1
2009/11/25	2010/6/7	74.3→88.5	19.2	-8.5	2.0	-22.1	-13.6	-10.4	-2.0	-5.0
2011/8/29	2012/1/13	73.7→81.5	10.6	-2.4	5.4	-14.1	-1.9	-21.9	1.9	8.5
2014/7/9	2015/3/16	80.1→99.7	24.5	-11.7	-1.0	67.1	1.7	-6.6	11.2	-3.5
2016/8/22	2016/12/27	94.5→103	9.0	-7.2	-0.7	0.2	-5.9	-12.1	-6.6	16.8
2018/4/16	2020/3/23	89.4→102.5	14.6	-35.2	-39.6	-15.8	-29.6	-46.3	-24.0	-24.9
2021/5/24	2022/9/26	89.8→114.1	27.0	-33.2	-29.6	-12.5	-37.3	-27.4	13.1	5.5
2024/9/26	2025/1/10	100.6→109.7	9.0	-7.0	-3.1	9.4	-0.3	-11.0	-9.1	-2.0
均值			16.9	-19.1	-11.5	-2.4	-15.2	19.9	-5.0	-5.3

资料来源：Wind，华创证券

图表 8 近期硅谷 Token 支出指数出现回调

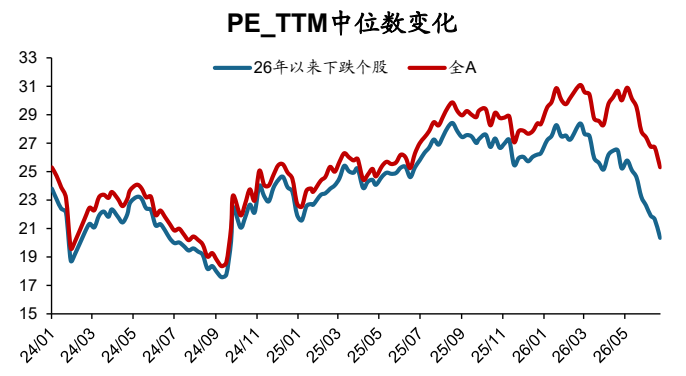


资料来源：Wind，华创证券

市场调整幅度或相对有限。我们认为在本轮回调中多数个股下跌已经较为充分，目前的调整或更多为 AI 产业链暴涨暴跌所带来的，估值已经出现了较为明显的下杀：截至 6/26，当前全 A 市盈率中位数约为 25.3 倍，较年初 29.5 倍下降 14.2%，较 2 月末高点 31.1 倍下降 18.6%；当前下跌个股市盈率中位数约为 20.3 倍，较年初 27.2 倍下降 25.1%，较 2 月末高点 28.4 倍下降 28.3%。同时，我们判断今年全 A 业绩仍有望保持较强的增长，26/5 规上工业企业利润累计同比+18.8%创 21 年以来新高，历史上工业企业利润与上市公司利润具备较强的相关性，预计未来全 A 净利润仍有望持续回升。此外，从万得一致预测变化来看，近半年 26E 全 A 非金融净利润增速（整体法，预测净利润最小值）上行 20pct 达到 25%，其中上行幅度较大的主要集中于建筑建材(+78pct)、有色金属(+42pct)、电子（+36pct）、基础化工（+34pct）等。

仅供内部参考，请勿外传

图表 9 今年以来全 A 市盈率中位数下降 9%



资料来源：Wind，华创证券

图表 10 26/5 规上工业企业利润累计同比+18.8%



资料来源：CME，华创证券

图表 11 近半年建材/有色/电新/化工等行业一致预测 26 净利润增速均值改善幅度居前

各行业26年一致预测净利润增速(%)

	平均值								最小值							
	2025/12/31	2026/1/31	2026/2/28	2026/3/31	2026/4/30	2026/5/31	2026/6/26	近半年变化	2025/12/31	2026/1/31	2026/2/28	2026/3/31	2026/4/30	2026/5/31	2026/6/26	近半年变化
建筑材料	28	28	34	46	145	126	127	99	10	11	18	23	102	88	88	78
有色金属	25	34	38	37	79	82	82	56	6	5	9	11	41	49	49	42
电子	46	51	100	108	75	81	82	36	17	22	64	72	40	47	53	36
基础化工	28	30	39	87	65	67	68	40	9	10	19	61	39	41	43	34
计算机	34	90	163	188	78	71	70	37	13	60	124	147	51	46	47	34
国防军工	42	45	86	115	78	73	70	28	17	21	57	83	45	51	50	33
电力设备	67	74	87	85	121	112	112	45	40	45	56	50	72	73	72	32
传媒	23	26	38	45	57	53	52	29	8	10	21	28	40	37	37	29
石油石化	7	7	8	17	32	36	36	29	-8	-8	-7	-8	0	12	19	27
煤炭	13	15	14	139	29	31	32	20	-13	-12	1	103	8	11	11	24
轻工制造	21	23	39	48	51	43	41	21	10	12	28	39	37	32	31	22
医药生物	19	23	39	60	42	39	39	20	4	6	22	41	23	24	23	20
机械设备	23	25	48	62	40	39	39	16	12	13	35	47	28	27	29	17
交通运输	12	24	28	45	31	29	29	17	-4	6	11	16	4	6	6	10
社会服务	20	24	36	63	34	30	27	7	8	12	25	50	23	20	18	9
美容护理	23	23	43	44	33	27	27	4	6	7	28	28	14	15	16	9
钢铁	25	25	23	50	54	37	33	9	12	12	14	38	43	27	20	8
食品饮料	8	8	10	12	17	13	12	4	-3	-6	-3	0	7	3	3	6
环保	16	16	30	51	25	25	21	4	9	9	24	44	18	18	13	4
建筑装饰	5	6	6	78	12	8	8	2	-4	-3	-3	56	1	-1	-1	3
汽车	32	42	48	70	40	35	34	2	10	17	24	40	15	14	13	2
通信	14	15	25	22	19	20	21	6	5	7	16	1	2	5	5	0
家用电器	11	11	15	95	10	9	9	-1	1	1	5	77	0	0	0	-1
纺织服饰	16	16	17	58	15	16	16	0	7	7	8	47	2	4	5	-3
公用事业	9	33	33	27	5	2	3	-6	1	20	21	15	-4	-5	-5	-5
农林牧渔	31	35	84	72	14	0	-2	-33	-35	-38	38	6	-50	-61	-60	-25
全A非金融	**23**	**28**	**38**	**56**	**48**	**46**	**46**	**24**	**5**	**8**	**18**	**30**	**21**	**24**	**25**	**20**

资料来源：Wind，华创证券 注：采用个股万得一致预测 26E 净利润均值/最小值，以整体法汇总计算

二、高低切概率不高，且更可能是高位回落而非低位补涨

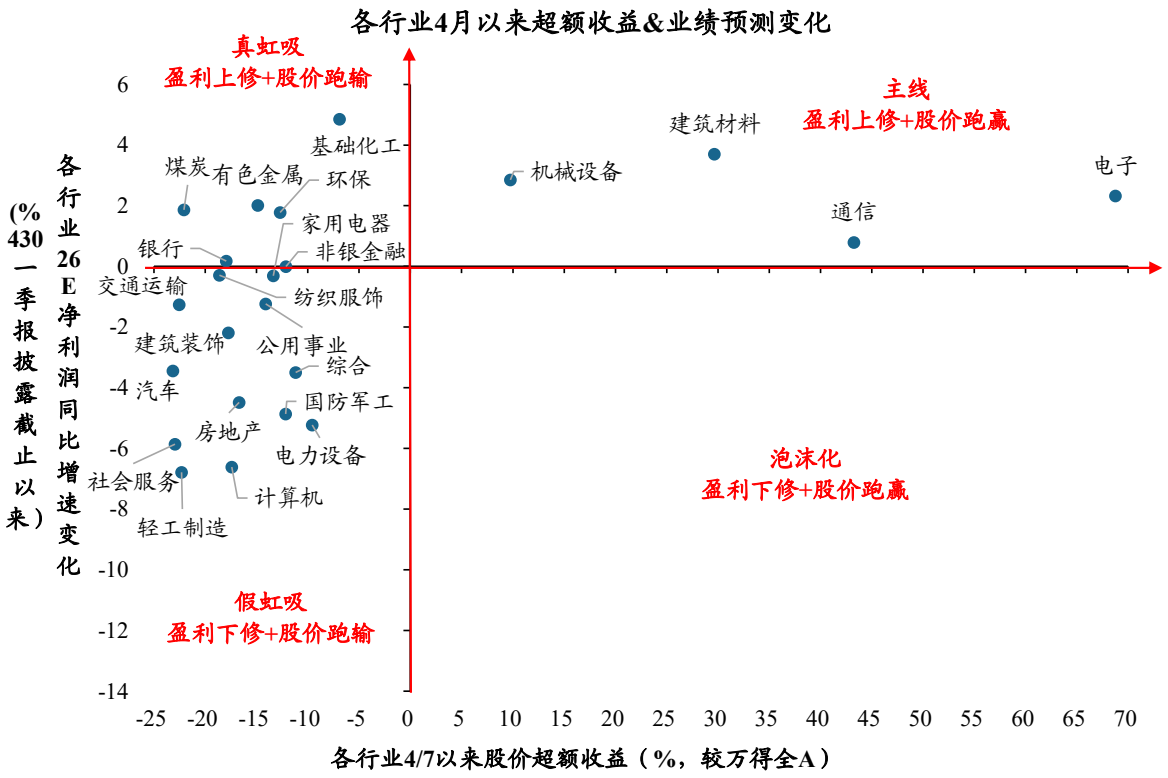
高低切概率不高且更可能是 AI 高位回落。我们在 5/24《未到高低切——策略周聚焦》中明确提出当前高低切发生概率不高，主因当前 K 型分化行情并非缘于“资金虹吸”的筹码转移，而是由基本面变化所驱动的。从 K 型下方来看，若涨幅落后行业股价出现低位补涨，则需等待政策发力后基本面回暖带来的业绩改善，后续积极关注 7 月政治局会议对下半年经济工作的安排，因此我们判断可能的高低切更多源于 K 型上方 AI 板块的高位回落。当前来看 AI 板块回落更多为受分母端风险偏好、无风险利率等因素影响形成的阶段性调整，分子端因美元流动性紧张对 AI 形成业绩层面的冲击概率不大。

K 型分化背后是业绩分化。从行业分化特征来看，4/7 指数反弹以来的行业分化呈现出明显的业绩定价特征，当前并未出现盈利下修但股价跑赢的泡沫行业（第四象限）。当前市场主线 AI 科技相关行业一季报披露以来呈现盈利上修、股价跑赢的特征（第一象限），如电子、通信、建筑材料、机械设备。周期资源品在通胀回归、供给紧张背景下的

仅供内部参考，请勿外传

业绩上修，但股价却在外围流动性、贵金属下跌等外部因素影响下持续跑输，形成盈利上修、股价跑输的真虹吸特点（第二象限），如有色、化工、煤炭等。而内需消费、地产链等行业由于二季度基本面承压，呈现盈利下修、股价跑输的假虹吸特点（第三象限），相关行业并非简单因为 AI 的“资金虹吸”效应而下跌，类似于我们在《虹吸是昂贵的假设：从 2021 年茅&宁指数分野看当下——策略周聚焦》中提到的 21 年宁组合和茅指数的 K 型分化背后同样为基本面的分歧。

图表 12 从超额收益和业绩预测变化看各行业位置



资料来源：Wind，华创证券，数据截至 26/6/26

本轮下跌个股主要特征：机构持仓低、小市值、营收增速低、净利润增速低、低 ROE。年初以来全 A 70%股票下跌，涨幅中位数-16%，从下跌个股特征来看，基本面因子的定价效果更强，如机构持仓低、小市值、营收增速低、净利润增速低、低 ROE 下跌幅度更大，且随着分位上移呈现出明显的单调性，尤其小盘因子今年以来流动性明显趋弱，成交、换手均出现明显下滑，截至 6/26 市值后 20%公司的成交占比从年初高点的 4.2%下降至当前 1.7%；周平均换手率从高点 5.7%回落至当前 3.2%均处于末位。从下跌个股行业分布来看，截至 6/26 年初以来仅电子行业涨跌幅中位数为正，其余行业中位数均为负。下跌个股多数集中于消费内需板块，如美护、农业、非银、传媒、食饮等下跌比例居前，年初至今内需板块平均约 84.2%个股下跌，平均跌幅约 22.4%。

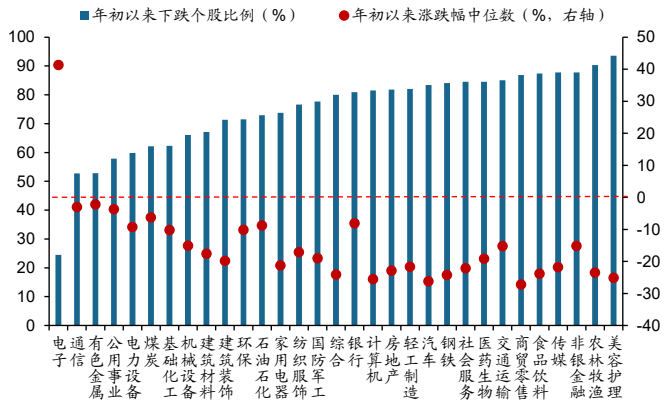
仅供内部参考，请勿外传

图表 13 全 A 横截面对比：年初以来机构持仓、市值、营收、净利润、ROE 等因子有效

年初以来涨跌幅中位数（%）									
	26Q1主动偏股基金重仓持股	中位数（%）	26年初总市值	中位数（%）	26Q1营收增速	中位数（%）	26Q1归母净利润增速	中位数（%）	26Q1ROE（TTM）	中位数（%）
有效因子	大于100亿元	57.1	前20%	0.5	前20%	-0.5	前20%	-4.2	前20%	-11.9
	50-100亿元	11.8	前20-40%	-9.2	前20-40%	-12.7	前20-40%	-11.8	前20-40%	-12.4
	10-50亿元	-0.7	前40-60%	-14.3	前40-60%	-16.6	前40-60%	-15.3	前40-60%	-16.5
	1-10亿元	-6.0	前60-80%	-20.0	前60-80%	-19.4	前60-80%	-20.7	前60-80%	-19.2
	小于1亿元	-18.0	后20%	-25.8	后20%	-23.4	后20%	-23.2	后20%	-20.8
无效因子	26年初估值近10年分位数	中位数（%）	26Q1毛利率	中位数（%）	25年海外收入占比	中位数（%）	26Q1经营现金流/营收(TTM)	中位数（%）	26Q1股息率（近12个月）	中位数（%）
	80-100%分位	-16.7	前20%	-17.4	前20%	-16.2	前20%	-12.6	前20%	-16.3
	60-80%分位	-15.9	前20-40%	-13.6	前20-40%	-10.7	前20-40%	-16.8	前20-40%	-17.8
	40-60%分位	-14.1	前40-60%	-14.5	前40-60%	-13.8	前40-60%	-17.1	前40-60%	-13.5
	20-40%分位	-13.1	前60-80%	-16.4	前60-80%	-17.3	前60-80%	-18.1	前60-80%	-12.8
	0-20%分位	-21.2	后20%	-17.6	后20%	-20.2	后20%	-16.7	后20%	-19.0

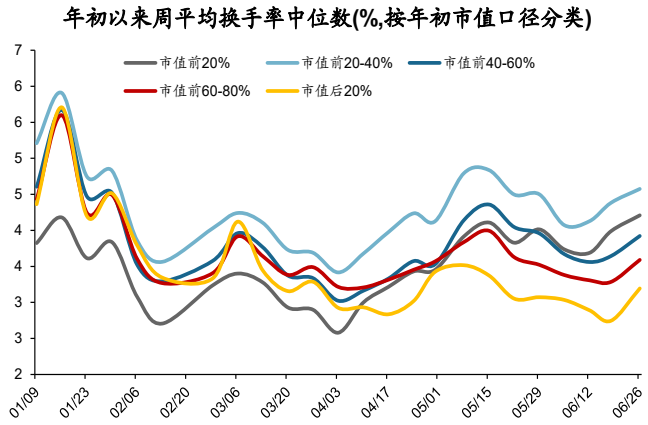
资料来源：Wind，华创证券，数据截至 26/6/26

图表 14 年初以来仅电子涨跌幅中位数为正



资料来源：Wind，华创证券，数据截至 26/6/26

图表 15 年初以来市值后 20%公司换手率明显回落

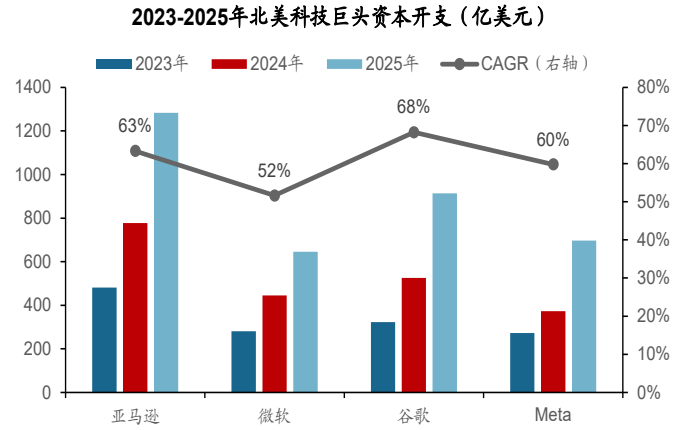


资料来源：Wind，华创证券，数据截至 26/6/26

短期科技 AI 回落更多源于分母端流动性因素，分子端基本面未见明显风险。当前 AI 产业仍处于供需错配下毛利率持续上行的景气周期。从需求端来看，本轮 AI 资本开支的主体北美云厂商龙头均具备盈利能力较强，经营现金流稳定的特点，虽然 25 年下半年以来巨额的资本开支开始逐渐依赖债务融资，但当前 AI 资本开支仍主要由自身经营性现金流覆盖，预计美联储加息预期对后续资本开支力度影响不大。另外从金融杠杆视角来看，对比科网泡沫中“烧钱换增长”的融资模式遭遇 95 年后开启的加息周期，股价泡沫破裂引发 IPO 规模大幅下降导致产业资本的融资受阻，而本轮 AI 则更多依靠于北美云厂商的自我造血能力，当前现金流收缩与偿债压力风险尚不突出（详见 6/5《AI 与科网：相似的繁荣，不同的底牌》）。从供给端来看，一方面由于前期 AI 落地的不确定性，龙头厂商产能扩张较为有限，供给格局仍维持寡头垄断下的紧平衡；另一方面，由于沉没成本高/技术难度大/认证时间长等因素，相较于 21 年新能源产业，本轮 AI 产业地方政府参与相对有限且需求端仍主要为北美云厂商，国内供给扩张相对较慢。叠加地缘政治影响导致 PCB/存储等产业扩产需布局在东南亚或北美等地，海外相对缓慢的基建速度进一步限制供给规模。

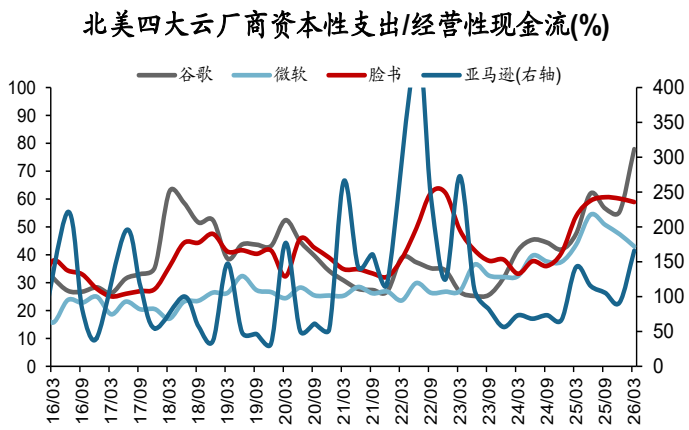
仅供内部参考，请勿外传

图表 16 北美云厂商巨头资本开支持续扩张



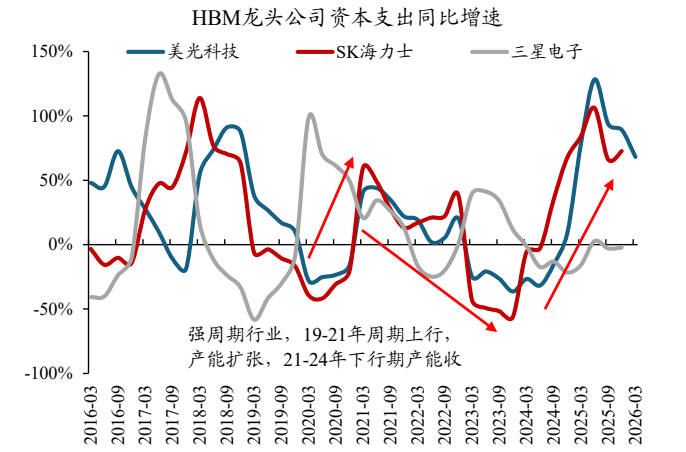
资料来源：Wind，华创证券

图表 17 本轮云厂商 AI 资本开支以自身现金流为主



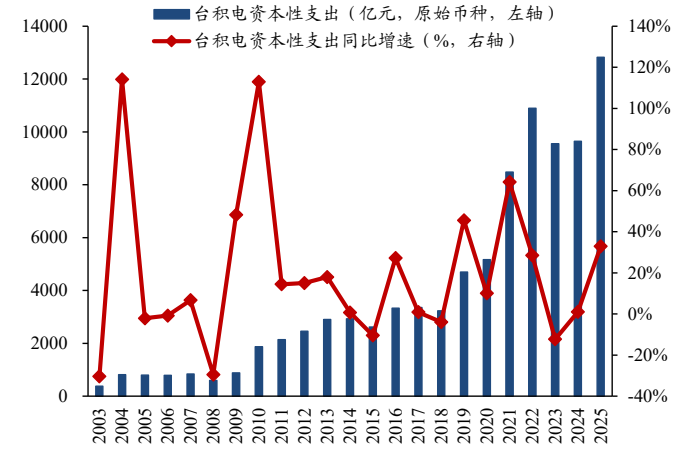
资料来源：Wind，华创证券

图表 18 HBM 龙头 21-24 年产能收紧



资料来源：Wind，华创证券

图表 19 近年来台积电产能扩张审慎



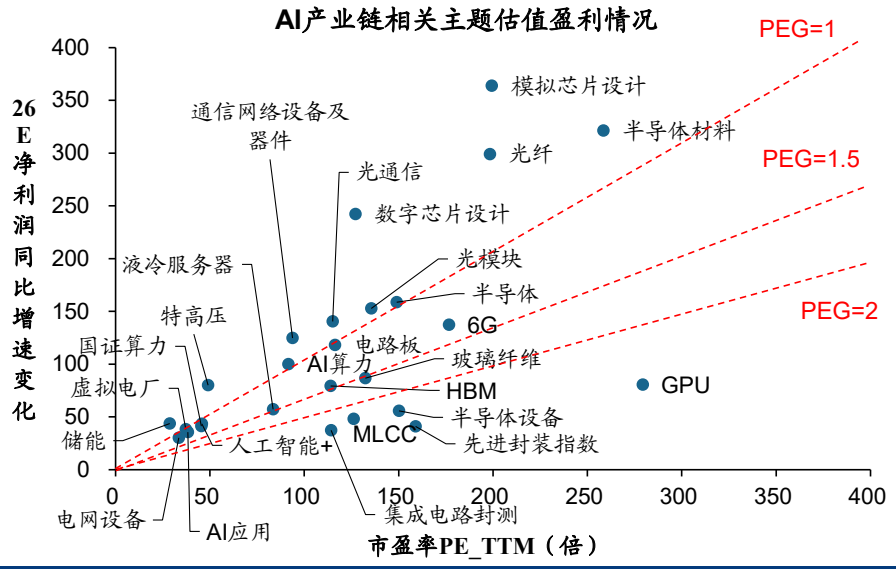
资料来源：Wind，华创证券

三、配置建议：科技 AI+周期资源品

科技 AI+周期资源品。科技 AI 方面，当前产业链仍处于供需错配下毛利率持续上升的景气周期，关注细分产业中估值盈利匹配较高的数字芯片设计（PEG0.5）、模拟芯片设计（0.6）、光纤（0.7）、光通信（0.8）、半导体材料（0.8）、光模块（0.9）等。周期资源品方面，PPI 回升将带动上游周期资源品企业盈利改善、形成更强业绩弹性，关注近期业绩上修/下修公司比例居前的煤炭（300%）、石化（167%）、有色（88%）、化工（76%）等。

仅供内部参考，请勿外传

图表 20 AI 产业链相关主题估值盈利情况



资料来源：Wind，华创证券

图表 21 近期煤炭/纺服/非银/环保等行业业绩预期持续改善

各行业26年预测净利润上修/下修公司比例（%，26E净利润近4周变化率）						
行业	近1个月涨跌幅(%)	截至5/29	截至6/5	截至6/12	截至6/19	截至6/26
煤炭	-10.5	800%	400%	180%	300%	300%
纺织服饰	-10.2	124%	72%	79%	114%	300%
非银金融	-0.9	100%	83%	83%	86%	267%
环保	-9.4	60%	117%	80%	175%	200%
石油石化	-11.5	200%	200%	300%	167%	167%
交通运输	-9.6	66%	106%	60%	67%	100%
建筑材料	18.7	69%	70%	140%	233%	100%
有色金属	-8.0	250%	273%	150%	121%	88%
通信	11.0	58%	76%	129%	145%	81%
机械设备	-2.3	59%	77%	80%	97%	81%
电子	14.6	72%	86%	93%	77%	78%
基础化工	0.2	77%	72%	90%	73%	76%
建筑装饰	-7.8	26%	33%	36%	100%	71%
食品饮料	-11.1	60%	58%	39%	59%	71%
电力设备	-10.1	50%	49%	61%	59%	68%
公用事业	-9.8	43%	67%	60%	108%	64%
美容护理	-13.9	47%	36%	27%	33%	57%
医药生物	-9.3	32%	30%	31%	30%	56%
汽车	-18.0	21%	39%	43%	38%	52%
钢铁	-12.2	17%	43%	29%	40%	50%
传媒	-13.5	48%	80%	58%	50%	50%
计算机	-14.8	54%	42%	35%	49%	47%
国防军工	-10.6	31%	36%	30%	26%	38%
家用电器	-9.2	14%	27%	50%	89%	33%
房地产	-12.9	5%	44%	75%	20%	33%
社会服务	-9.8	69%	64%	60%	50%	33%
轻工制造	-13.4	26%	38%	41%	34%	30%
银行	-3.4	92%	114%	43%	14%	25%
农林牧渔	-13.9	35%	50%	63%	25%	23%
全部A股	-2.2	54%	61%	62%	63%	68%

资料来源：Wind，华创证券

仅供内部参考，请勿外传

风险提示：

1、宏观经济复苏不及预期；

2、海外经济疲弱，可能对相关产业链及国内出口造成影响；

3、历史经验不代表未来：因市场环境等因素变化，历史数据得出的经验可能在未来失效。

仅供内部参考，请勿外传

策略组团队介绍

组长、首席分析师：姚佩

中国人民大学金融硕士，曾任东吴证券策略首席分析师、海通证券策略高级分析师，连续四年新财富策略第一团队核心成员之一。在传统策略大势研判、行业比较、主题研究以外，对大类资产、政策取向、市场风格、产业周期、个股特征均有增量研究与发现。

分析师：丁炎晨

上海交通大学硕士，华中科技大学学士，2023 年 4 月加入华创策略团队，曾任东吴证券策略研究员。目前专注于政策跟踪、个股特征等方面的增量研究。

分析师：蔡雨阳

圣路易斯华盛顿大学金融硕士。2023 年加入华创证券研究所。

助理研究员：周名未

香港理工大学金融硕士，中央财经大学金融工程学士。2025 年加入华创证券研究所。

助理研究员：朱冬墨

上海财经大学经济学学士、硕士。2024 年加入华创证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	公募机构销售总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	张羽驰	销售经理		zhangyuchi@hcyjs.com
	骆振琳	高级销售经理		luozhenlin@hcyjs.com
	刘亚东	销售经理		liuyadong@hcyjs.com
	白嘉琪	销售助理		baijiaqi@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	龚佳宁	机构销售		gongjianing@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@hcyjs.com
	刘泽群	销售经理		liuzequn@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	王艺嘉	销售助理		wangyijia1@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	保险机构销售总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	金可依	销售经理		jinkeyi@hcyjs.com
	武君书	销售经理		wujunshu@hcyjs.com
	姜茜	销售助理		jiangxi@hcyjs.com
	罗兰丹波	资深销售经理		luolandanbo@hcyjs.com
	章依若	销售经理		zhangyiruo@hcyjs.com
	谢玮颖	资深销售经理		xieweiying@hcyjs.com
	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com

仅供内部参考，请勿外传

广州机构销售部	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
	古舞	销售助理		guwu@hcyjs.com
	曹雅博	高级销售经理		caoyabo@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹玙	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	陈孟昕	销售经理		chenmengxin@hcyjs.com
	文焱艺	销售经理		wenyanyi@hcyjs.com
	王秋晓	销售经理		wangqiuxiao@hcyjs.com
	谭雯欣	销售经理		tanwenxin@hcyjs.com
	陈蕾	销售助理		chenlei1@hcyjs.com
	赵方圆	销售经理		zhaofangyuan@hcyjs.com

仅供内部参考，请勿外传

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

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/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，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口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522