下载日志已记录，仅供内部参考

策略专题

二十年六大景气行业经验：本轮 AI 何时见顶？

核心观点

核心结论：① 过去二十年六大高景气行业经验显示，股价顶部可在渗透率早期、景气高增时提前出现，通常领先基本面顶部拐点 1—1.5 年。② 高景气行业通常存在 M 顶，次高点可达绝对高点的八九成，在此过程中行情对利好反馈钝化、景气分歧加大。③ 本轮 AI 行情顶部确认关键看科技巨头 Capex；当前总量预期尚未拐头，但部分公司资本开支二阶导转弱已需警惕。

产业在快速发展期也可能会见到股价 2-3 年维度的阶段性高点。今年 6 月以来通信、电子等前期热门板块均有不同程度的调整，再次 引发了投资者对板块顶部的讨论。事实上，AI 相关板块、尤其是上游硬件的行情已经演绎了较长时间，但未来远期业绩预期依然较高，因此核心问题在于：高景气行业股价是否会一直涨到业绩彻底出现拐点？历史经验显示，产业还处在快速发展的早期阶段、未来两三年渗透率仍在持续提升时，板块股价也可能提前见顶。以智能手机和新能源车为例，2010 年底消费电子见到阶段性高点时，国内智能手机渗透率约 25%，此后渗透率继续提升至 47%，但股价相较高点最大跌幅已约 46%。

过去二十年六个高景气行业案例：股价顶点领先基本面顶点约 1-1.5 年。回顾 2009 年以来消费电子、通信设备、半导体、光伏设备、电池、能源金属六个高景气行业，在其景气周期当中，股价绝对高点分别领先 ROE 高点约 8—19 个月，中位数约 12.6 个月，均值约 13.1 个月。换言之，“业绩还在兑现”并不等同于“行情还没见顶”，当基本面数据正式确认见顶时，股价往往已经完成了一轮主要调整。股价本质上反映的是预期变化，而非当期基本面本身，因此在景气仍高、利润仍增、订单仍落地的阶段，若远期预期开始从共识走向分歧，股价就可能提前反映未来基本面的回落。

高景气行业往往呈现“M 顶”，业绩利好不再带来稳定的超额回报可能是早期见顶信号。历史回顾显示，高景气股价见到绝对高点并经历第一轮下跌后，由于仍然能看到较好的业绩兑现、订单落地和利润增长，板块容易在回撤后伴随业绩确认、政策或产业催化再次反弹，形成低于绝对高点的次高点。与此同时，高位阶段并不是没有利好，而是利好已经难以继续形成普遍的超额收益。主升浪阶段正面业绩公告后的 20 日超额收益中位数为 3.2%，但在顶部窗口降至-1.5%，在次高点阶段进一步降至-2.7%。市场分歧由“估值贵不贵”逐步切换为“景气能不能延续”，这也是顶部的早期信号。

本轮 AI 算力行情见顶的核心观察变量：科技巨头的资本开支。当前 AI 硬件需求主要由海外云厂商巨头资本开支驱动，对光模块、PCB、服务器等环节而言，下游云厂商 Capex 是订单能否持续扩张的总量约束，也是相对最透明公开的远期业绩跟踪指标。目前四家 Hyperscaler 的 2026 年 Capex 指引仍然指向高位扩张，产业链订单与收入的中期能见度仍然较强，尚未看到足以判定算力链绝对高点已经成立的 Capex 下行信号。不过，Microsoft 和 Meta 的一季度 Capex 二阶导已经转负，说明部分核心云厂商资本开支扩张斜率开始放缓。若后续 Amazon、Alphabet 也出现类似回落，或未来 Capex 指引无法承接高基数导致增速边际下滑，则需警惕股价阶段性见顶风险。

风险提示：历史数据不代表未来，AI 发展不及预期。

策略研究·策略专题

证券分析师：吴信坤
021-61761046
wuxinkun@guosen.com.cn
S0980525120001

证券分析师：余培仪
021-61761040
yupeiyi@guosen.com.cn
S0980526010001

基础数据

中小板/月涨跌幅(%)	9148.77/2.28
创业板/月涨跌幅(%)	3845.35/0.88
AH 股价差指数	122.40
A 股总/流通市值（万亿元）	97.20/88.23

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《策略专题研究-全球追逐 AI，中国排位如何？》——2026-06-22
《AI 赋能资产配置（三十八）- Agent 赋能开发行业轮动策略》——2026-06-16
《策略专题-什么是判断行业过热可靠指标？——对本轮 AI 行情的思考》——2026-06-13
《策略周报-科技成长风格会逆转吗？》——2026-06-06
《美债利率与配置展望 - 高位震荡，防御久期》——2026-06-04

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

二十年六大景气行业经验：本轮 AI 何时见顶？ 4
风险提示 8
免责声明 9

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图1： 2010 年时期消费电子在产业发展早期阶段见顶 4
图2： 2021 年时期新能源车在产业发展早期阶段见顶 4
图3： 高景气行业历史经验：股价顶点领先基本面顶点约 1-1.5 年 5
图4： 高景气行业股价见到绝对高点后往往存在次高点 6
图5： 在板块顶部区域时市场对基本面景气信息钝化 6
图6： 目前四家科技巨头 Capex 仍维持高增长 7
图7： 今年一季度 Amazon Capex 增速仍高 8
图8： 今年一季度 Alphabet Capex 增速仍高 8
图9： 今年一季度 Microsoft Capex 增速边际转弱 8
图10： 今年一季度 Meta Capex 增速边际转弱 8

下载日志已记录，仅供内部参考

今年 6 月以来通信、电子等前期热门板块均有不同程度的调整，再次引发了投资者对板块顶部的讨论。事实上，这类板块目前的客观矛盾是，AI 相关板块、尤其是上游硬件的行情已经演绎了较长时间，但是其未来远期的业绩预期依然较高，那么这类高景气行业股价会一直涨到业绩彻底出现拐点吗？该基于什么判断其行情顶部？本文对此进行分析。

二十年六大景气行业经验：本轮 AI 何时见顶？

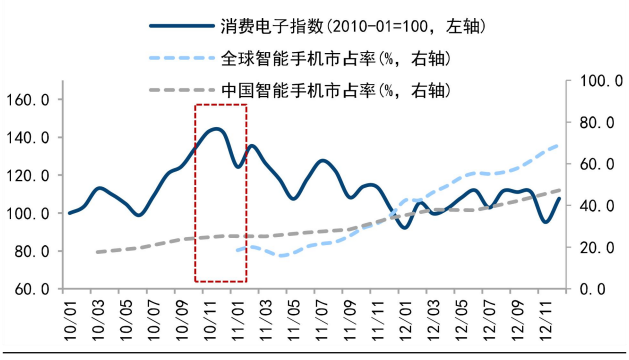
此前我们在报告《什么是判断行业过热可靠指标？——对本轮 AI 行情的思考-20260613》中分析过，当前 A 股高景气的硬科技板块已经处于交易拥挤的过热区间，同时指出交易过热虽然不预示着股价见顶，但往往指向后续行情波动加大、赔率减小、尾部风险上升。6 月以来，通信和电子板块的高波动正持续验证我们的判断。

不过，既然交易过热并非见顶确认信号，那么究竟什么是一轮主线行业的见顶标志？一轮牛市的主线往往对应着产业趋势清晰、业绩预期高增的高景气行业，一般而言会认为该类行业的股价拐点会出现在基本面的边际拐点。我们认为这个判断没错，但不完全准确。下文中我们将一一回顾历史上的高景气板块见顶过程。

产业在快速发展期也可能会见到股价 2-3 年维度的阶段性高点。在研究产业趋势时，渗透率是一个量化产业生命周期位置的重要指标。根据创新扩散理论，当渗透率突破 16%后，渗透率就会快速上行，对应 S 曲线最陡峭的高增长阶段。但是如果我们将产业的渗透率和股价进行对比，会发现即便产业还处在快速发展的早期阶段、未来两三年产业渗透率仍在持续提升，但板块股价提前见顶。以智能手机和新能源车这两个典型产业为例：在 09 之后的智能手机周期中，A 股消费电子行业指数的股价在 2010 年底见到阶段性的高点，对应时期国内的智能手机渗透率约 25%，2012 年底时渗透率提升至 47%，但此时股价相较高点最大跌幅已经约有 46%；同时，2020 年以来的新能源周期中，A 股新能源车价格高点出现在 2021 年 11 月，同期新能源乘用车零售渗透率约 21%，到了 2023 年底该渗透率进一步提升至 40%，但期间股价的最大跌幅达到 60%。

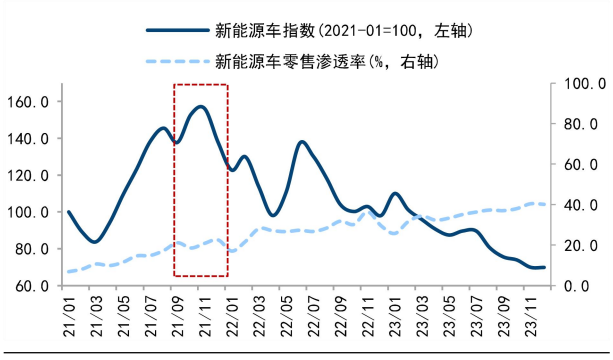
智能手机和新能源车案例表明，产业发展早期渗透率从低位快速抬升时，市场会集中定价产业空间打开、龙头盈利改善和估值体系重估。这个阶段股价弹性最大，但也容易在市场预期过度线性外推后形成阶段性高点。

图1：2010 年时期消费电子在产业发展早期阶段见顶



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图2：2021 年时期新能源车在产业发展早期阶段见顶

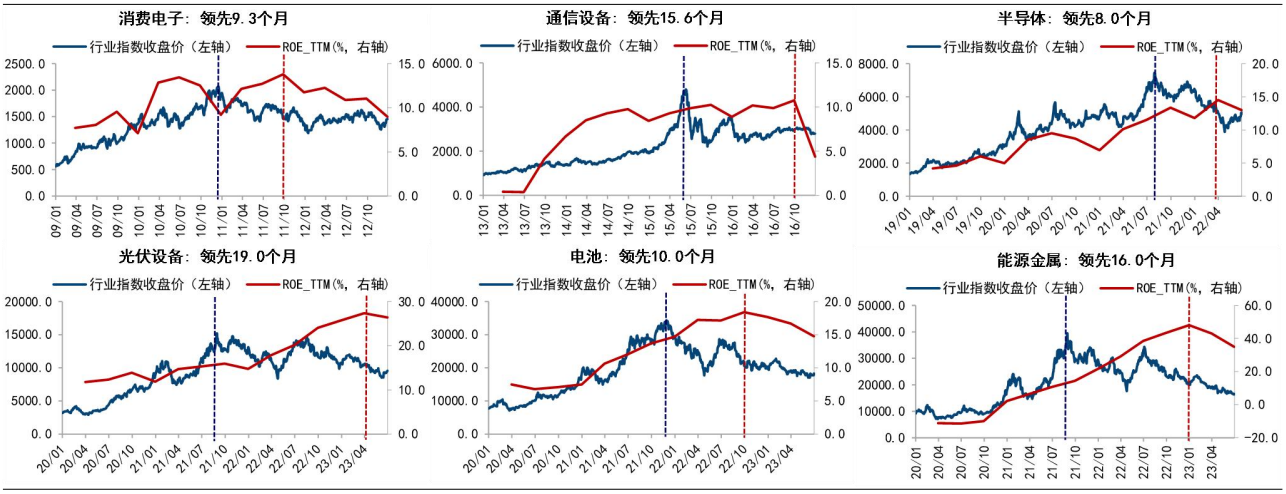


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

过去二十年六个高景气行业案例：股价顶点领先基本面顶点约 1-1.5 年。与渗透率视角下的结论类似，如果直接对比行业股价和基本面之间的关系，会发现“业绩还在兑现”并不等同于“行情还没见顶”，历史上高景气行业在基本面指标仍然向上时，股价就可能先行见到中期高点。由于营收或利润增速等往往容易受到上期基数影响、指标波动较大，因此我们采取 ROE（TTM）作为基本面的刻画指标。我们回顾了 2009 年以来消费电子、通信设备、半导体、光伏设备、电池、能源金属这六个高景气行业在其景气周期当中的股价表现，数据显示其各自的股价绝对高点分别领先 ROE 高点约 8—19 个月，中位数约 12.6 个月，均值约 13.1 个月。换言之，当基本面数据正式确认见顶时，股价往往已经完成了一轮主要调整。

图3：高景气行业历史经验：股价顶点领先基本面顶点约 1-1.5 年

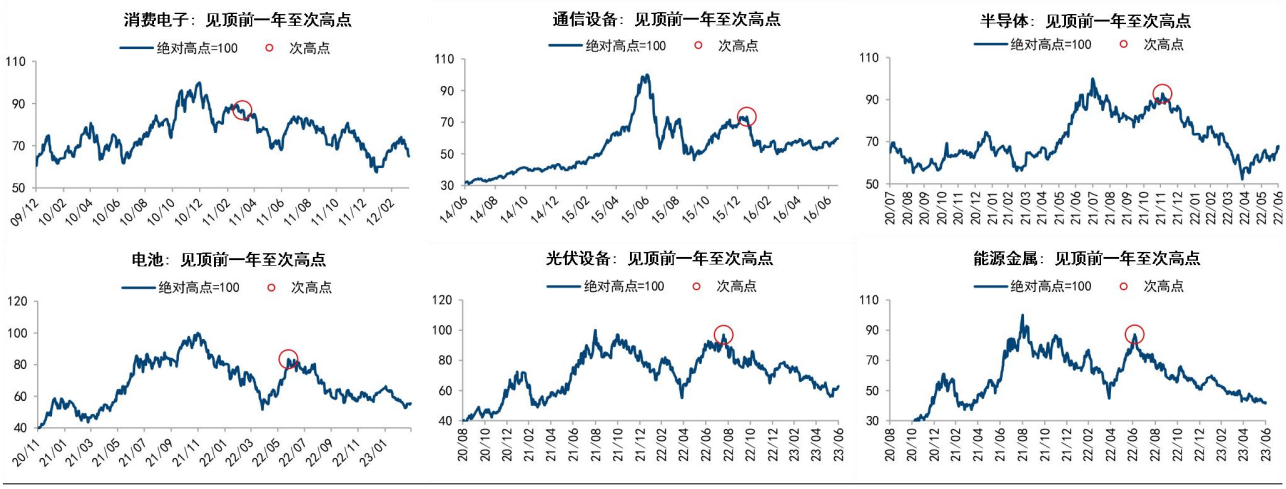


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

高景气行业往往呈现“M 顶”，次高点通常仍可达到绝对高点的八九成附近。此外我们在回顾中同样发现，在高景气股价见到绝对高点的第一轮下跌后，由于仍然能看到较好的业绩兑现、订单落地和利润增长，因此容易在回撤后伴随业绩确认、政策或产业催化再次反弹，形成低于绝对高点的次高点。在六个价格领先 ROE 的案例中，次高点/绝对高点比例的中位数为 87.1%，均值为 86.9%。对中长期资金而言，绝对高点通常难以实时确认，但当价格先出现大幅回撤、基本面仍然强、市场叙事再次乐观时，次高点也同样具备布局意义。因为此时风险收益比已经发生变化：上行空间受前高压制，下行风险则取决于基本面彻底被证实见顶。随着后续盈利斜率边际确认转弱，次高点之后的调整往往才更具持续性。

下载日志已记录，仅供内部参考

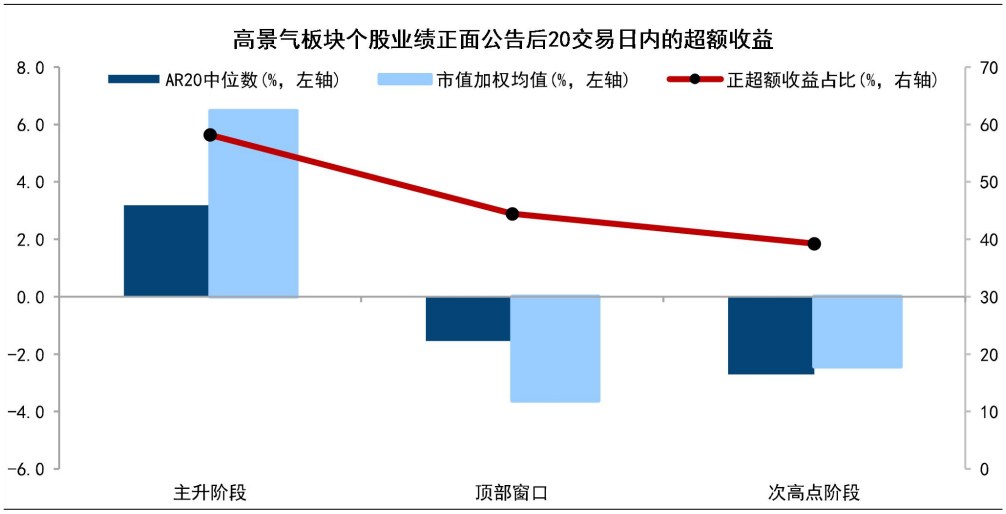
图4：高景气行业股价见到绝对高点后往往存在次高点



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

高景气行业的顶部早期信号，是业绩利好不再带来稳定的超额回报。那么为什么高景气板块股价会先于基本面见顶？一个解释是股价本就是基本面的领先指标，它主要反应预期的变化而非当期基本面的变化。当市场对板块景气度的远期预期从共识走向分歧时，当期基本面端的利好对股价推升便会变得愈发困难。我们统计了前述的高景气板块个股在发布正面业绩公告（业绩单季高增或增长斜率延续向上）后的超额表现，发现在主升浪阶段这类个股的 20 日超额收益中位数为 3.2%，但在顶部窗口降至 -1.5%，在次高点阶段进一步降至-2.7%，不同阶段正超额收益的个股占比也明显下降。此外如果计算市值加权均值的超额收益，会发现股价顶部区域对基本面利好钝化的现象在大市值公司样本上会更明显，主升浪阶段高景气板块个股 20 日超额收益的市值加权均值为 6.5%，但在顶部窗口降至-3.6%、次高点窗口降至-2.4%。这说明，高位阶段并不是没有利好，而是利好已经难以继续形成普遍的超额收益。市场分歧由前期交易拥挤时纠结的“估值贵不贵”逐步切换为“景气能不能延续”，这也是顶部的早期信号。

图5：在板块顶部区域时市场对基本面景气信息钝化



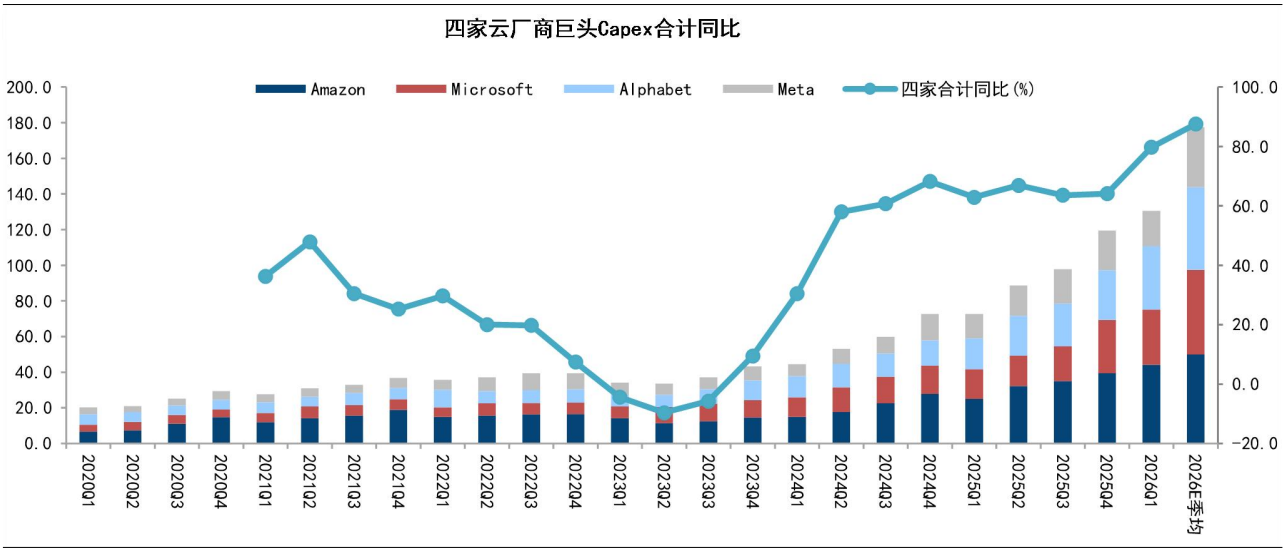
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

本轮 AI 算力行情见顶的核心观察变量：科技巨头的资本开支。当前 AI 硬件的需求主要由海外云厂商巨头资本开支驱动。对光模块、PCB、服务器等环节而言，下游云厂商 Capex 是订单能否持续扩张的总量约束，也是相对最透明公开的远期业绩跟踪指标。只要 Amazon、Microsoft、Alphabet、Meta 等公司资本开支仍在上修，产业链远期业绩大概率仍有支撑；但一旦 Capex 增速斜率拐头，如前文所述，股价通常会提前反映未来基本面的回落。目前来看，四家 Hyperscale 的合计 Capex 从 2023 年的低位回升，2024 年以来同比增速明显抬升，2025 年全年同比增速 64%、2026Q1 同比增速 80%，2026 年指引中值计算的全年 Capex 合计约 7100 亿美元，相较 2025 年同比提升 88%。这说明四家 Hyperscaler 的 2026 年 Capex 指引仍然指向高位扩张，产业链订单与收入的中期能见度仍然较强。从基本面确认角度看，尚未看到足以判定算力链绝对高点已经成立的 Capex 下行信号。

不过，具体公司层面的资本开支或已经出现需要警惕的二阶导变化。今年一季度 Microsoft 和 Meta 的 Capex 二阶导已经转负，说明部分核心云厂商的资本开支扩张斜率开始放缓。如果后续 Amazon、Alphabet 也出现类似斜率回落，或者未来 Capex 指引无法承接前期的高基数导致增速边际下滑，那么此时需警惕股价阶段性见顶的风险。根据前文中我们回顾的股价顶与基本面顶之间的领先关系，假设 2028 年 AI CPAEX 增速出现边际拐点，或会对应着 AI 硬件 2026 年下半年至 2027 年上半年的股价顶部。反之，如果四家公司合计 Capex 继续上修，且 Microsoft、Meta 的单季走弱没有扩散，那么行情更可能表现为趋势延续。

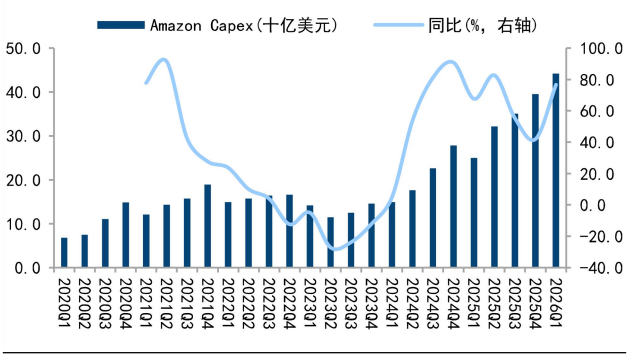
图6：目前四家科技巨头 Capex 仍维持高增长



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

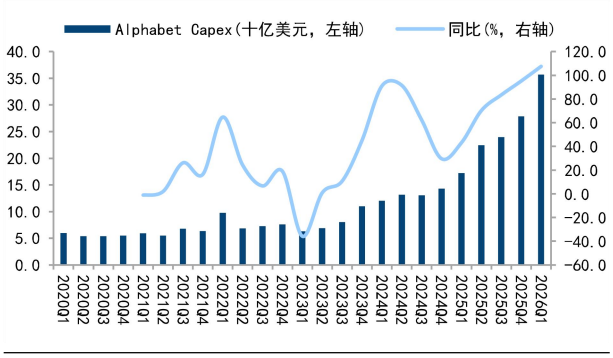
下载日志已记录，仅供内部参考

图7：今年一季度 Amazon Capex 增速仍高



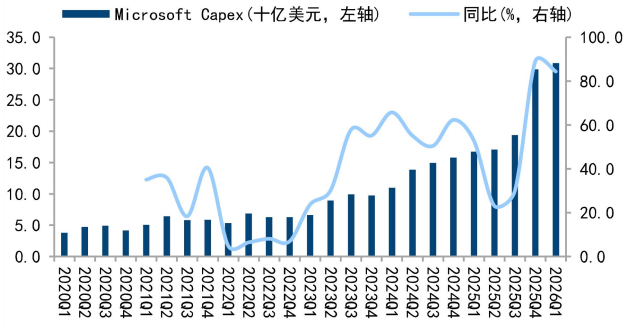
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图8：今年一季度 Alphabet Capex 增速仍高



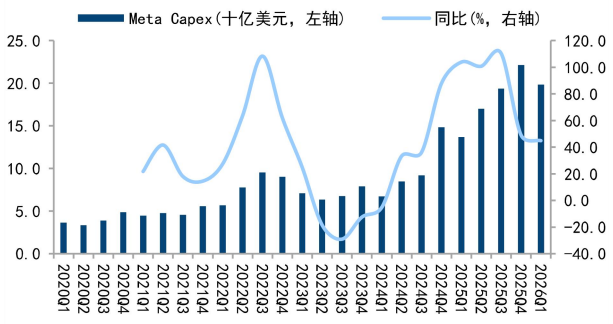
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图9：今年一季度 Microsoft Capex 增速边际转弱



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图10：今年一季度 Meta Capex 增速边际转弱



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

风险提示

历史数据不代表未来，AI 发展不及预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普 500 指数(SPX.GI)或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

下载日志已记录，仅供内部参考

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032