仅供内部参考，请勿外传！

国投证券 SDIC SECURITIES

2026 年 07 月 23 日

科技 M 顶之外：两条金律

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

深蹲起跳，关键是谁	2026-07-19
论阴包阳	2026-07-12
灰色决度：科技的卖点	2026-05-21
科技的 M 顶：第一个顶	2026-06-04
科技的 M 顶：第二个顶	2026-06-11

过去近两个月，我们关于“科技卖点”的系列研究（《灰色决度：科技的卖点》、《科技的 M 顶：第一个顶》与《科技的 M 顶：第二个顶》）前瞻引领这次全市场“科技卖点”的大讨论，很庆幸我们此番“抛砖引玉”，尤其是关于 M 顶的深度观察深入人心。随着近期基金二季报披露，我们可以看到 TMT 持仓超过 60%，泛 AI 科技接近 7 成，机构本轮 AI 科技持仓显著超越历史茅宁抱团水平，结合近期 AI 科技大幅下跌，市场对于“AI 科技抱团瓦解”的讨论热度甚嚣尘上。

到目前为止，我们依然倾向于认为当前 AI 科技更多是基于阶段性过热获利了结而经历阶段性左侧高切低，基于产业浪潮股最终结束 M 顶第一个顶部大概率还未到来。在科技 M 顶之外，对于科技投资和交易节奏，我们认为从科技成长产业内生运动规律与趋势-抱团-疯狂三阶段投资存在着这两条经验规律值得重点分析：

1、科技产业四阶段投资：买巨头（当爆款出现）→基础设施（当巨头开启巨额资本开支）→产业链关键环节（当产业链形成）→供需缺口，这暗示 2026 年 AI 科技应该向第四阶段供需缺口去，对应我们今年重点强调“守着大光买光圈”（例如 2021 年守着宁德时代增配锂矿与汽车零部件，围绕 AI 供需缺口的二三线公司）；

2、“大-小-大-小（强阿尔法）”规律：趋势-抱团-过热（疯狂）三阶段对应趋势配置大（市场首先认知产业趋势，资金涌入最具确定性的大龙头）-抱团配置小（随着产业逻辑被广泛接受，后续资金从龙头扩散至全产业链中小公司）-最后的疯狂对应大公司核心龙头冲顶（一顶最重要的属性是核心龙头冲出来的顶，此时龙头较二三线超额不遑多让）-M 顶一顶之后配置小（二三线强阿尔法）。

以上这两条“金律”，我们认为这不是所谓简单的在产业浪潮内部细分作快速行业轮动，而是基于产业和交易把握科技投资节奏的“两大法宝”，核心解决了什么阶段配置什么收益最确定、最持续、最高的难点重点问题。

风险提示：数据统计误差，海外大厂 AI 资本开支不及预期，全球经济衰退风险，文中观点不代表投资建议等。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

内容目录

1. 两条金律：“大-小-大-小”与“趋势-抱团-过热（疯狂）” 6
2. 2026Q2 基金季报详解：极致抱团 AI 硬件产业链 12

图表目录

图 1. 基于大-小-大-小四阶段：趋势-抱团-疯狂三阶段对应趋势炒大-抱团炒小-最后的疯狂对应大公司核心龙头冲顶-M 顶一顶之后炒小（二三线强阿尔法） 6
图 2. 基于大-小-大-小四阶段：趋势-抱团-疯狂三阶段对应趋势炒大-抱团炒小-最后的疯狂对应大公司核心龙头冲顶-M 顶一顶之后炒小（二三线强阿尔法） 6
图 3. 2019-2021 年消费升级产业浪潮 M 顶：2021 年 1-2 月是交易卖点，贵州茅台对应 2020Q4 单季度盈利增速最高；2021 年 6-8 月是基本面卖点，对应 2021Q1TTM 口径利润增速最高 7
图 4. 以 2019-2021 年消费升级产业链大-小-大-小四阶段：2019 年白酒从茅台五粮液→2020 年 11 月之前抱团阶段白酒产业链及扩散到“茅指数”其他成分股→12 月-2022 年 2 月疯狂阶段茅台带着二三线品种冲顶→M 顶一顶到二顶之间转为酒鬼酒舍得等量价齐升二三线强阿尔法品种 7
图 5. 第一个顶疯狂阶段冲顶特征：“茅指数”龙头企业贵州茅台带领二三线出现最后大幅“拔估值” 8
图 6. 2019-2021 年消费升级产业浪潮 M 顶：在一顶回撤后面向二顶的重点是调整持仓结构 8
图 7. 2020-2021 新能源产业浪潮 M 顶：第一个是交易卖点在 2021 年 12 月对应单季度盈利增速最高，第二个是基本面卖点在 2022 年 6-8 月，对应 TTM 口径下 2022Q1 利润增速最高 9
图 8. 以 2020-2022 年新能源产业链大-小-大-小四阶段 9
图 9. 第一个顶疯狂阶段冲顶特征：“宁组合”龙头宁德时代带领二三线出现最后大幅“拔估值” 10
图 10. 2020-2022 新能源产业浪潮 M 顶：在一顶回撤后面向二顶过程的重点是调整持仓结构 10
图 11. 2013-2015 年科技牛市 M 顶：2015 年 6 月是交易卖点，对应 2015Q2 创业板指单季度增速最高；2015 年 12 月-2016 年 1 月是基本面卖点，对应 2016Q1TTM 口径下利润增速最高 11
图 12. 以 2013-2015 年移动互联网产业链大-小-大-小四阶段 11
图 13. 2013-2015 年科技牛市 M 顶：在一顶回撤后面向二顶过程的重点是调整持仓结构 . 12
图 14. 2026Q2 普通和偏股型基金配置速览：机构极致抱团 AI 科技 12
图 15. 2026Q2 公募基金二季报词频分析：AI 产业链是毫无争议最核心关键词 13
图 16. 图 16. Q2 机构 AI 持仓：TMT 持仓超过 60%，泛 AI 科技接近 7 成，超越历史茅宁抱团水平 13
图 17. 2026Q2 主动基金二级行业持仓变动：边际较 Q1 大幅增仓半导体、元器件、通信设备；边际较 Q1 明确减仓工业金属、化学制药、农化、汽车零部件等 14
图 18. 2026Q2 机构持仓一级行业超配比例：电子行业一枝独秀超配超过 20% 14
图 19. 2026Q2 机构持仓一级行业超配+增持：电子、通信是绝对“双子星” 15
图 20. 当前机构持仓大本营：2026Q1 泛科技+出海持仓占比目前已达到 85% 15
图 21. 图 21. 2026Q2AI 科技机构细分持仓：集中增配 AI 硬件、集成电路、PCB 赛道 ... 16
图 22. 图 22. 2026Q2 资源品机构持仓均减仓：减仓有色金属、石油石化与基础化工 16
图 23. 2026Q2 出海产业链机构持仓分化：减仓白色家电、农用化工、电气设备 17

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

图 24. 2026Q2 主动型公募机构行业仓位水平一览：偏股混合与灵活配置增仓，普通股票持平 17
图 25. 2026Q2 机构持仓水平历史分位数：电子、通信、机械、建材处于历史高位 18
图 26. 2026Q2 主动基金增减仓三级行业：边际较 2026Q1 增仓半导体设备、网络接配及塔设；边际较 2026Q1 减持汽车零部件、输变电设备、铜、白电 18
图 27. Q2 机构主动增仓个股排序：主要集中于光模块、半导体与电子布方向 19

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

过去近两个月，我们关于“科技卖点”的系列研究（《灰色决度：科技的卖点》、《科技的 M 顶：第一个顶》与《科技的 M 顶：第二个顶》）前瞻引领这次全市场“科技卖点”的大讨论，很庆幸我们此番“抛砖引玉”，尤其是关于 M 顶的深度观察深入人心，并据此提出：不纠结一顶、做好二顶、坚持到顶。随着近期基金二季报披露，我们可以看到 TMT 持仓超过 60%，泛 AI 科技接近 7 成，机构本轮 AI 科技持仓显著超越历史茅宁抱团水平，结合近期 AI 科技大幅下跌，市场对于“AI 科技抱团瓦解”的讨论热度甚嚣尘上。

事实上，自 6 月下旬之后我们反复提示随着二季度 AI 科技和双创指数不断上涨，A 股高切低指数 6 月中旬已经达到 60%的高位达到常规区间上沿，再平衡内生动力在不断增强。需要承认的是本轮高切低中上证综指再次跌破 3800 点（结构高低齐跌突破此前 3800-4200 震荡框架），创业板指高位回落超过 20%（历史高切低核心指数回落幅度不超过 20%）超出我们此前预期。事实上，2026 年我们始终类比 2021 年，而不是 2015 年陷入“流动性危机”，对应大盘形成年内“最后一跌”概率较大，截至 7.17，“A 股高切低指数”加速回落至 33%，已经接近 30%的历史区间底部，据此推测本轮从 6 月下旬开启高切低再均衡行情已经临近尾声。随着近期监管层积极维稳发声与国家队资金陆续增持，市场企稳反弹，AI 科技呈现反弹，珍惜和呵护来之不易的慢牛预期。

到目前为止，我们依然倾向于认为当前 AI 科技更多是基于阶段性过热获利了结而经历阶段性左侧高切低，基于产业浪潮股最终结束 M 顶第一个顶部大概率还未到来。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，主要在于阶段性高切低虽然时有伴随产业争议，这种争议的本质是股价到了高位天然对利空信息比较敏感。回顾看，多数时候这些争议与产业逻辑的受损无关，因此左侧阶段性高切低更多与科技阶段性过热获利了结、宏观约束（含监管）与低位板块出现政策和基本面催化相关。

在我们的实战跟踪过程中，对于左侧阶段性高切低和 M 顶一个顶如果满足以下三个条件的任意一个，基本上就是 M 顶一顶明确。目前根据最新情况评估，三个条件依然无法确认，故此即便当前 AI 科技在交易层面已经在上周五大跌中破位，但依然无法确认基于产业浪潮最终结束类似于 2021 年春节后“茅指数”和 2021 年年底“宁组合”抱团瓦解 M 顶一顶已经到来。

1、交易上定性信号：第一个顶疯狂阶段冲顶特征是在股价透支业绩增长超过 3 年后，龙头带着二三线冲顶，最后冲顶阶段龙头超额相较二三线不遑多让，例如“宁组合”冲顶中龙头企业宁德时代带领二三线出现最后大幅“拔估值”。根据过去判断，二季度 AI 科技二三线品种超额远高于龙头，这个信号不明确。

2、交易上定量信号：A 股高切低指数从远高于 60%的水平回落。6 月下旬 A 股高切低指数接近常规上沿（60%），但与历史两次抱团瓦解时仍存距离在“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。

3、产业逻辑上的信号：从茅宁来看，一顶模糊且有效对应于龙头单季度盈利增速最高位置。目前市场多数预期 AI 龙头单季度盈利增速最高位置还未到来。

尤为值得注意的是：每次大跌之后总会有变化，每次高切低之后也都不会与此前一模一样，有些品种跌下去后就再也回不来了，且反弹最持续的品种都未必是此前下跌最多的品种，这意味着后续主线即便还是 AI，但内部核心赛道很有可能将再次切换，我们的观点依然鲜明，认为：AI 核心定价将在本次下跌后从“涨价信号”逐渐转向“量增”信号，这点是需要重点提示的。

在科技 M 顶之外，对于科技投资和交易节奏，我们认为从科技成长产业内生运动规律与趋势-抱团-疯狂三阶段投资存在着这两条经验规律值得重点分析：

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

1、科技产业四阶段投资：科技成长产业投资节奏遵循巨头（爆款出现）→基础设施（巨头开启巨额资本开支）→产业链关键环节（产业链形成，完成 0-1）→供需缺口（1-100 的过程），实现从产业主题投资向景气投资的过渡。在实现0-1-100的过程中，遵循着这样的投资规律：第一阶段，在爆款出现的时候配置巨头，产业巨头开始出现营收和盈利向上预期；第二阶段，当我们意识到有新巨头加入，巨头们进行猛烈资本开支的时候，这时候应该配置基础设施，这部分基础设施建设开始出现明显的订单扩张；第三阶段，技术成功实现产业化落地，全球产业生态建立，产业链逐渐形成过程，也就是完成从 0-1 的过程，这时候应该配置产业链的关键环节（核心在于把握引领产业迭代和技术创新最关键的细分）；第四阶段，在产业链形成之实现从 1-100 的过程，这时候产业的核心矛盾开始逐步转向订单爆发和价格上涨，需求上升幅度高于供给上升速率（相对供给缺乏弹性），因此本阶段根据供需缺口来进行资产配置。

以在新能源车产业浪潮的过程当中，演绎的顺序规律为巨头（特斯拉 model 3 成为爆款）→基础设施投资（充电桩、电网设备。2019 年开始重点定价） →产业链关键环节（锂电池，2020 年开始重点定价） →供需缺口（2021 年开始重点定价，上游缺口核心是涨价，例如当时的锂资源；下游缺口是量增，例如当时的汽车零部件） 。在本轮 AI 行情过程当中，演绎的顺序规律为巨头（2023 年 ChatGPT 出现时，英伟达微软等巨头）→基础设施投资（2024 年开始算力、光模块） →产业链关键环节（2024 下半年年开始 AI 芯片） →供需缺口应用端（存储、电力、储能及铜等是上游供需缺口；多模态、智能驾驶、AI 大模型软件是下游供需缺口，涨价是避不开的） 。可以看到，2026 年 AI 科技应该向第四阶段供需缺口去，所以我们在今年重点强调“守着大光买光圈”（例如 2021 年守着宁德时代增配锂矿与汽车零部件，围绕 AI 供需缺口的二三线公司），对应在涨价层面 2025 年下半年至今存储价格的暴涨就好似 2021 年锂矿价格的暴涨一般。

2、“大-小-大-小（强阿尔法）”规律：当产业浪潮开始步入中期，要理解凡是趋势皆为抱团，最后的疯狂最疯狂，产业趋势定价都会经历趋势——抱团——疯狂三个阶段。趋势-抱团-疯狂三阶段对应趋势炒大（市场首先认知产业趋势，资金涌入最具确定性的大龙头）-抱团炒小（随着产业逻辑被广泛接受，后续资金从龙头扩散至全产业链中小公司）-最后的疯狂对应大公司核心龙头冲顶（一顶最重要的属性是核心龙头冲出来的顶，此时龙头较二三线超额不遑多让）-M 顶一顶之后炒小（二三线强阿尔法）。

以 2020-2022 年新能源产业链大-小-大-小四阶段为例，2020 年新能源趋势从宁德开始→2021 年 10 月之前抱团扩散到锂电产业链和汽车零部件→10 月之后疯狂阶段宁德时代带着二三线品种冲顶→2022 年 M 顶一顶到二顶之间转入以德方纳米天齐锂业等量价齐升二三线强阿尔法品种。又以 2020-2022 年新能源产业链大-小-大-小四阶段为例 2020 年新能源趋势从宁德开始→2021 年 10 月之前抱团扩散到锂电产业链和汽车零部件→10 月之后疯狂阶段宁德时代带着二三线品种冲顶→2022 年 M 顶一顶到二顶之间转入以德方纳米天齐锂业等量价齐升二三线强阿尔法品种。还以 2013-2015 年移动互联网产业链大-小-大-小四阶段为例：2013 年 TMT 趋势阶段以苹果为主→2015 年 2 月之前抱团果链并扩散到创业板指→3 月之后疯狂东方财富恒生电子核心龙头带着二三线冲顶→6 月 M 顶一顶到二顶之间转为顺网科技网宿科技等二三线强阿尔法品种。

基于科技成长产业内生运动规律的四阶段投资与基于趋势-抱团-疯狂三阶段投资“大-小-大—小（强阿尔法）”定律，我们认为这不是所谓简单的在产业浪潮内部细分作快速行业轮动，而是基于产业和交易把握科技投资节奏的“两大法宝”，核心解决了什么阶段配置什么收益最确定、最持续、最高的难点重点问题，希望这两条获得实战检验过的“金律”帮助广大投资者在每一轮产业浪潮时起到放大收益的杠杆作用。

最后，我们依然想着重强调的是：所谓“将军不下马”，即在产业趋势没有结束（AI 产业链二季度财报的业绩兑现程度），没有明确宏观“灰犀牛”和行业竞争格局崩塌（算力出现产能

人在草木间

仅供内部参考，请勿外传！

过剩）这两只拦路虎之前，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。

1. 两条金律：“大-小-大-小”与“趋势-抱团-过热（疯狂）”

图1. 基于大-小-大-小四阶段：趋势-抱团-疯狂三阶段对应趋势炒大-抱团炒小-最后的疯狂对应大公司核心龙头冲顶-M顶一顶之后炒小（二三线强阿尔法）

维度	第一阶段：大公司率先启动	第二阶段：小公司扩散	第三阶段：大公司冲顶（M顶一顶）	第四阶段：有alpha的小公司（一顶至二顶）
阶段定义	产业趋势确立初期，核心龙头率先被市场定价，资金集中于确定性最强的大市值龙头	产业趋势从龙头扩散至产业链上下游及二三线公司，中小市值标的开始补涨	核心大龙头带领全板块最后一轮"拔估值"，形成股价第一个顶部（交易顶部）	M顶一顶回调20-30%后企稳，核心龙头二顶难超一顶，但二三线中一批alpha品种二顶高于一顶
市场表现	龙头涨幅显著领先板块均值，板块内分化大，小公司滞涨或小幅上涨	板块内涨幅收敛，二三线公司涨幅加速，龙头再次加速拉升带动全板块大幅上涨，板块整体市值迅速膨胀	龙头横盘或微涨，具备独立景气逻辑的二三线品种走出独立行情	
资金行为	机构集中建仓龙头，增量资金谨慎有序进入，持仓集中度提升	资金从龙头溢出至二三线，新增资金加速流入，行业ETF规模扩张	资金虹吸效应极致化，其他板块持续失血小半年，"最后一棒"资金涌入	聪明钱从beta转向alpha，从核心龙头切换至有独立逻辑的细分品种
估值特征	龙头PE从底部修复至合理区间，透支1-2年业绩增长	二三线估值提升但多数仍在合理区间，透支1-2年	龙头透支3-5年业绩，步入非理性阶段，PE比10年中枢翻倍以上	龙头从透支3-5年回落至透支2年以内，alpha品种估值仍有提升空间
持续时间	通常6-12个月	通常3-6个月	通常3-6个月（冲顶期较短）	通常1-2个季度（一顶至二顶间隔）
识别信号	龙头涨幅远超行业均值；机构持仓快速提升；产业逻辑清晰但共识度不高	板块内涨幅收敛；二三线公司量能放大；产业链投资地图开始扩散	交易拥挤度爆表；龙头当期PE超10年中枢2倍+；资金虹吸持续半年；龙头透支3年+	龙头一顶回调20-30%后企稳；二三线中独立景气品种率先创新高；从beta逻辑转alpha逻辑
茅指数案例（2019-2021）	2019年贵州茅台率先启动，全年+103%	2020年五粮液、海天味业等加速追赶	2021年春节前贵州茅台带领全板块冲顶，PE达72x，透支4-5年	一顶至二顶间：五粮液、酒鬼酒、舍得酒业表现优于贵州茅台
宁组合案例（2020-2022）	2020年宁德时代率先突破万亿市值	2021H1锂电材料、逆变器等二三线标的补涨	2021年Q4宁德时代带领全板块最后拔估值，透支约4年	一顶至二顶间：天赐材料、锂矿股表现优于核心龙头宁德时代
当前AI科技（2024-2026）	2024年中际旭创（年涨+86.3%，PE 84.8x，市值1.27万亿）、沪电股份（+67.8%）等AI硬件龙头率先启动	2025年AI应用、半导体设备、PCB等二三线标的开始扩散放量	需要观察——当前AI持仓70%，AI CapEx高位难以验伪，竞争格局未崩坏	未来需关注：一顶形成后哪些细分环节具备独立alpha（对比：贵州茅台年跌-5%，宁德时代仅+4%，虹吸已现）

资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图2. 基于大-小-大-小四阶段：趋势-抱团-疯狂三阶段对应趋势炒大-抱团炒小-最后的疯狂对应大公司核心龙头冲顶-M顶一顶之后炒小（二三线强阿尔法）

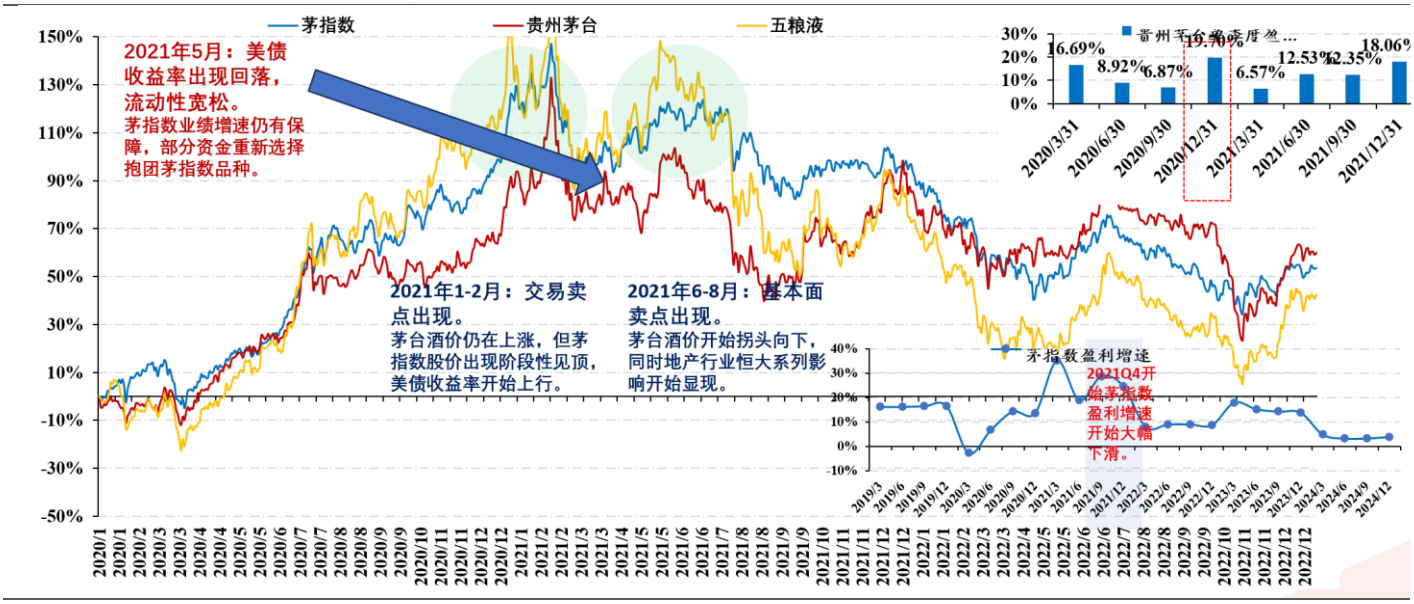
维度	趋势阶段	抱团阶段	疯狂（过热）阶段
核心驱动力	基本面景气验证（订单兑现、业绩增速、渗透率提升）	资金集中 + 相对收益考核驱动 + "不出现大幅回撤就不撤手"共识	情绪极致化 + 最后一批资金暴力涌入 + 估值想象力突破合理边界
胜负手	探讨景气持续性和弹性，匹配对应估值中枢，以期求得后续上涨的空间和持续的时间	对M顶第二个顶部的把握——二顶才是胜负手！第一个顶部难以预判，第二个顶部对应TTM口径下利润增速最高位置	不在于精准逃顶（极少数人的偶然成功），在于预判板块内不同细分环节哪些是A型回落、哪些能形成M型双顶
估值特征	龙头透支1-2年业绩增长，PE处于合理偏低区间	龙头开始透支2-3年业绩增长，部分进入过度乐观区间	龙头透支3-5年业绩增长（5年是A股历史极限），PE比历史10年估值中枢翻倍以上
资金行为特征	机构逐步建仓，持仓占比稳步从20%向30%提升，增量资金有序进入	资金虹吸效应显现——其他板块持续失血小半年，"打不过就加入"，持仓快速向推进	"最后一棒"资金暴力涌入，行业持仓占比逼近或突破历史极值
板块分化度	中等——板块内部有轮动但非极端分化	高——优势板块与其他板块的鸿沟不断拉大，资金虹吸效应加剧	极高——板块内部也开始剧烈分化，核心龙头与二三线命运分叉，部分alpha品种二顶高于一顶
M顶对应阶段	M顶尚未形成，行情处于上升途中	M顶第一个顶部（交易顶）在此阶段末期形成，模糊对应单季度盈利增速最高位置	M顶第二个顶部（基本面顶）在此阶段形成，对应TTM口径下利润增速最高位置
茅指数案例（2019-2021）	2019年白酒景气验证，茅台PE从30x修复至40x	2020年消费抱团加速，中证1000持续下跌近25%（2020.8-2021.2），茅台PE推升至60x	2021年春节前茅台PE达72x（透支4-5年），冲顶后形成标准M顶（二顶约一顶90%），集体性减仓起点在22年Q4
宁组合案例（2020-2022）	2020H1新能车渗透率突破5%，宁德时代景气验证	2021H1新能源抱团加剧，上证50持续下跌（消费大金融失血），资金虹吸持续半年	2021年Q4宁德时代透支约4年，形成标准M顶（二顶约一顶85%），大规模减仓在23年Q1
当前AI科技定位（2024-2026）	2024年AI算力硬件景气验证，光模块龙头业绩兑现（中际旭创年涨+86.3%，PE 84.8x）	当前所处阶段：2025-2026H1：TMT持仓60%+；仅电子、通信超配	尚未到达——AI CapEx高位难验伪（美国巨头CapEx占GDP 1.3%），竞争格局未崩坏，宏观灰犀牛不明确

资料来源：Wind，国投证券证券研究所

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

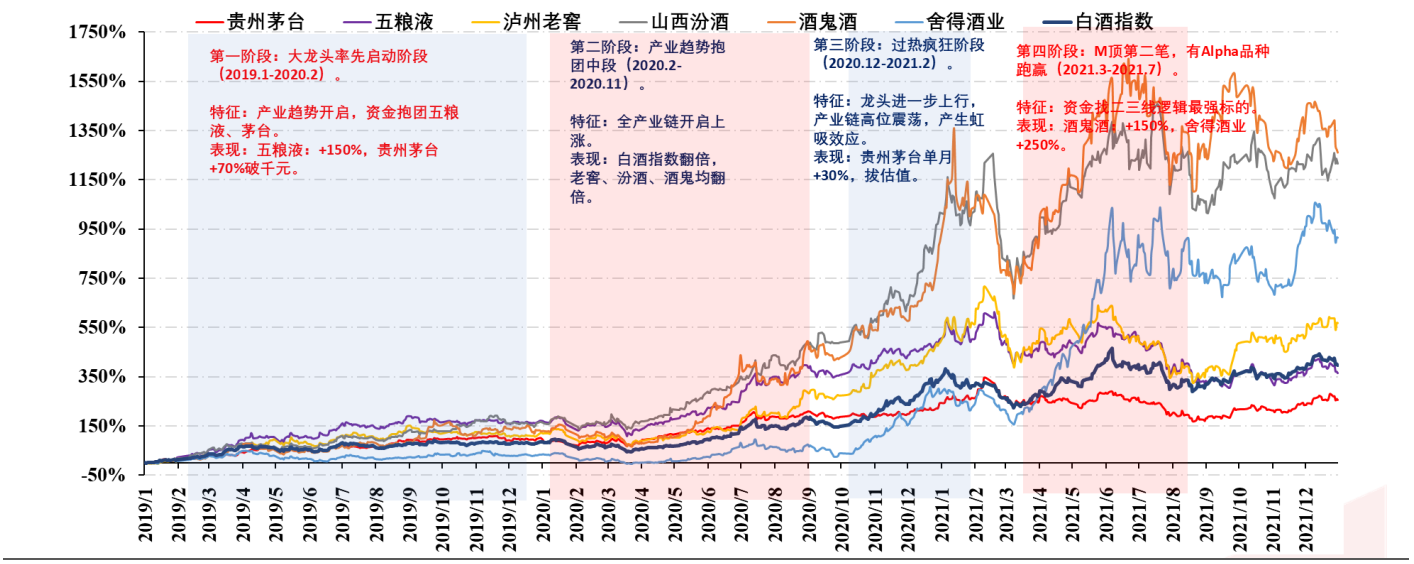
图3. 2019-2021 年消费升级产业浪潮 M 顶：2021 年 1-2 月是交易卖点，贵州茅台对应 2020Q4 单季度盈利增速最高；2021 年 6-8 月是基本面卖点，对应 2021Q1TTM 口径利润增速最高



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

从消费升级产业浪潮来看，2019 年白酒行业演绎了典型的“大-小-大-小”四阶段规律。趋势阶段茅台五粮液率先启动，随后抱团扩散至整个白酒产业链及“茅指数”成分股，2020 年 12 月后进入疯狂阶段茅台带着二三线品种冲顶，而 M 顶一顶到二顶之间则转为酒鬼酒、舍得等量价齐升的二三线强阿尔法品种主导。

图4. 以 2019-2021 年消费升级产业链大-小-大-小四阶段：2019 年白酒从茅台五粮液→2020 年 11 月之前抱团阶段白酒产业链及扩散到“茅指数”其他成分股→12 月-2022 年 2 月疯狂阶段茅台带着二三线品种冲顶→M 顶一顶到二顶之间转为酒鬼酒舍得等量价齐升二三线强阿尔法品种

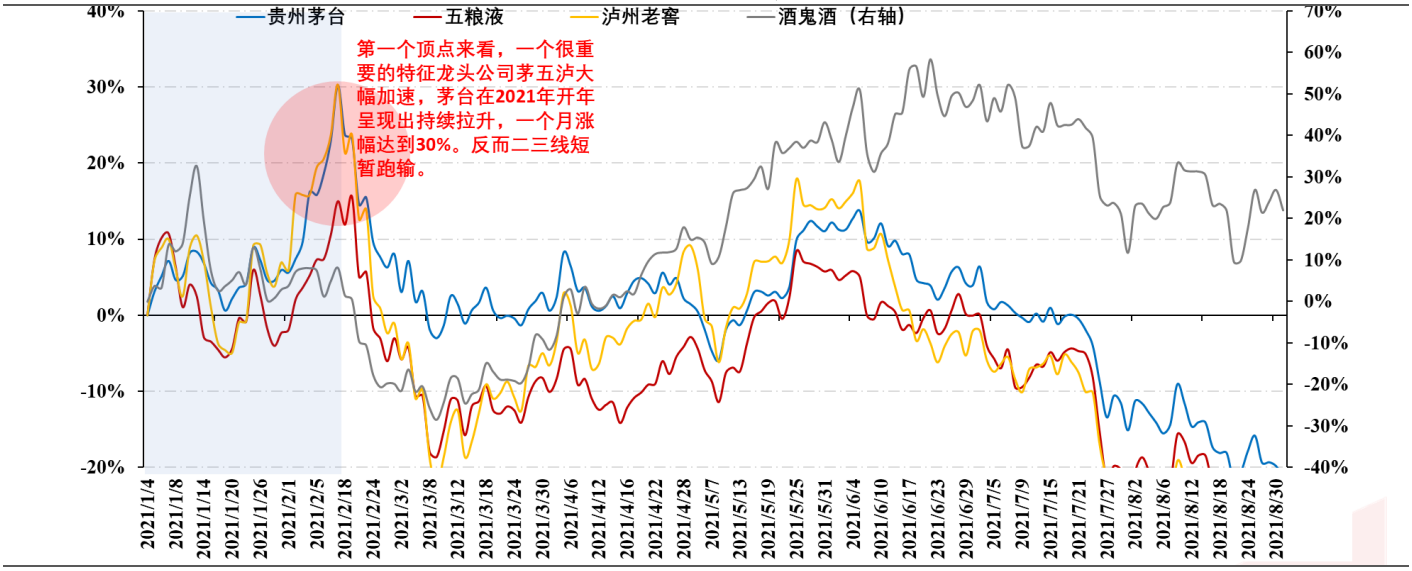


数据来源：Wind，国投证券证券研究所

在“茅指数”冲顶的疯狂阶段，龙头贵州茅台带领二三线白酒品种出现最后大幅“拔估值”的特征十分明确。这一规律印证了我们关于“一顶最重要的属性是核心龙头冲出来的顶”的判断。

仅供内部参考，请勿外传！

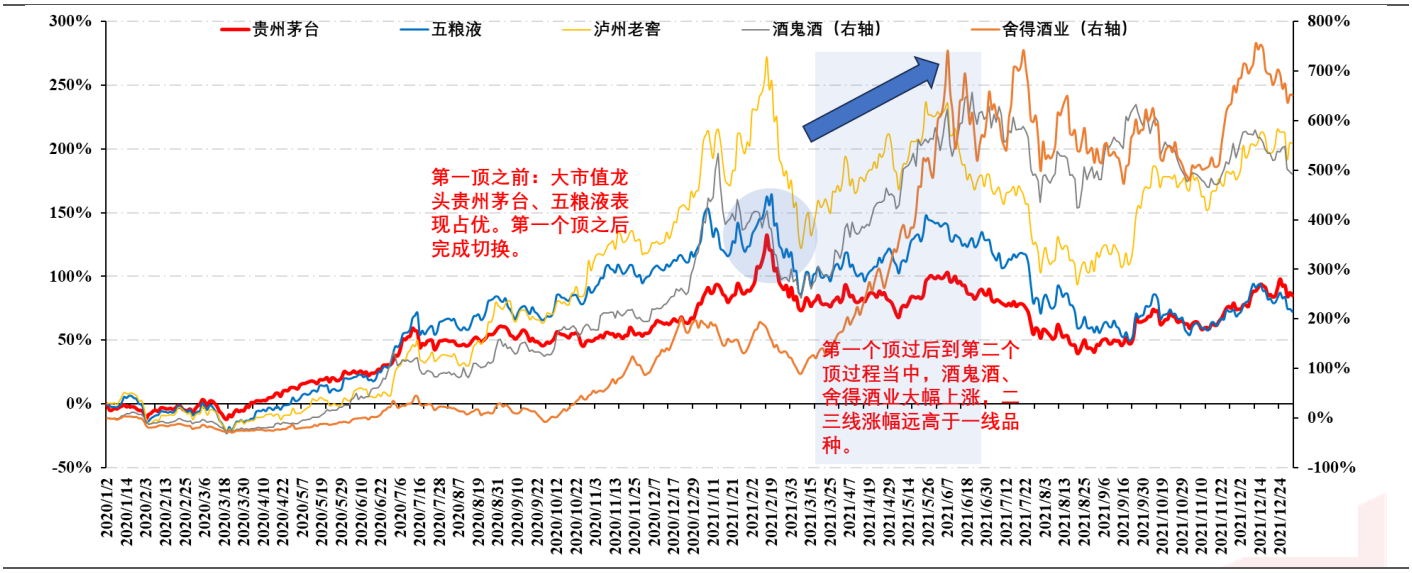
图5. 第一个顶疯狂阶段冲顶特征："茅指数"龙头企业贵州茅台带领二三线出现最后大幅"拔估值"



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

2019-2021 年消费升级产业浪潮 M 顶中，一顶回撤后面向二顶的核心操作是调整持仓结构。在一顶和二顶之间，五粮液、酒鬼酒、舍得酒业的股价表现均优于贵州茅台，说明 M 顶之间的阿尔法来自二三线品种而非龙头。

图6. 2019-2021 年消费升级产业浪潮 M 顶：在一顶回撤后面向二顶的重点是调整持仓结构

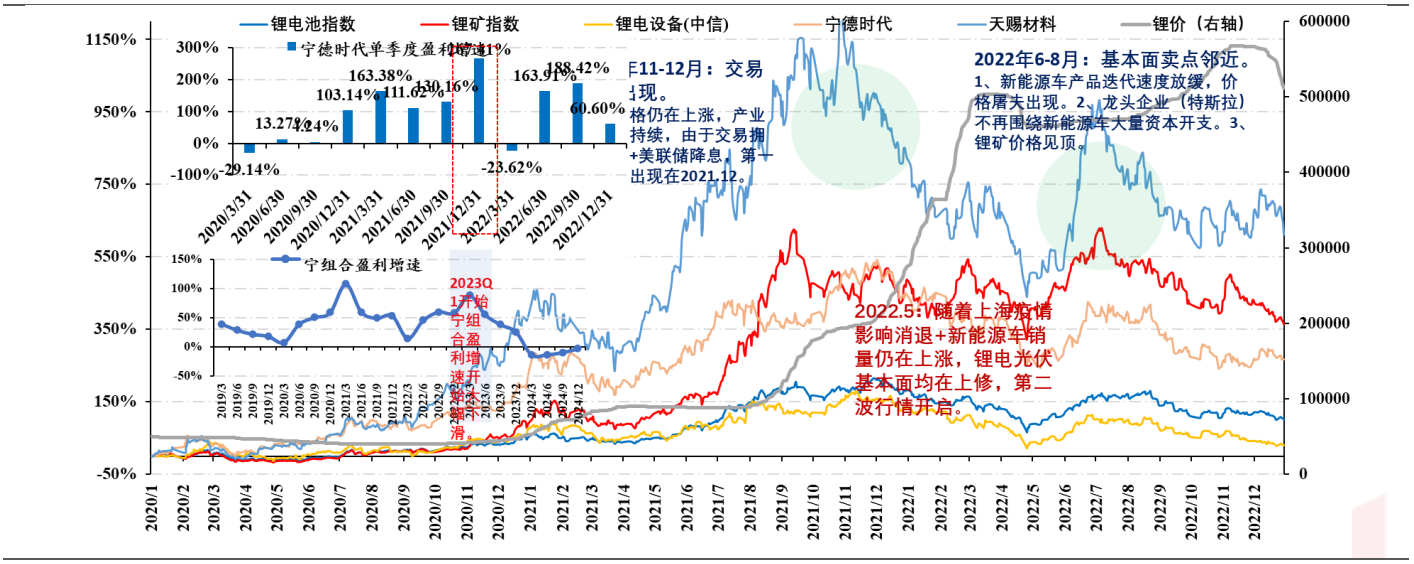


资料来源：Wind，国投证券证券研究所

新能源产业浪潮同样呈现 M 顶特征：2021 年 12 月为交易卖点（对应单季度盈利增速最高），2022 年 6-8 月为基本面卖点（对应 TTM 口径 2022Q1 利润增速最高）。2022 年 5 月上海疫情消退叠加新能源车销量回升，锂电光伏基本面上修触发第二波行情。

仅供内部参考，请勿外传！

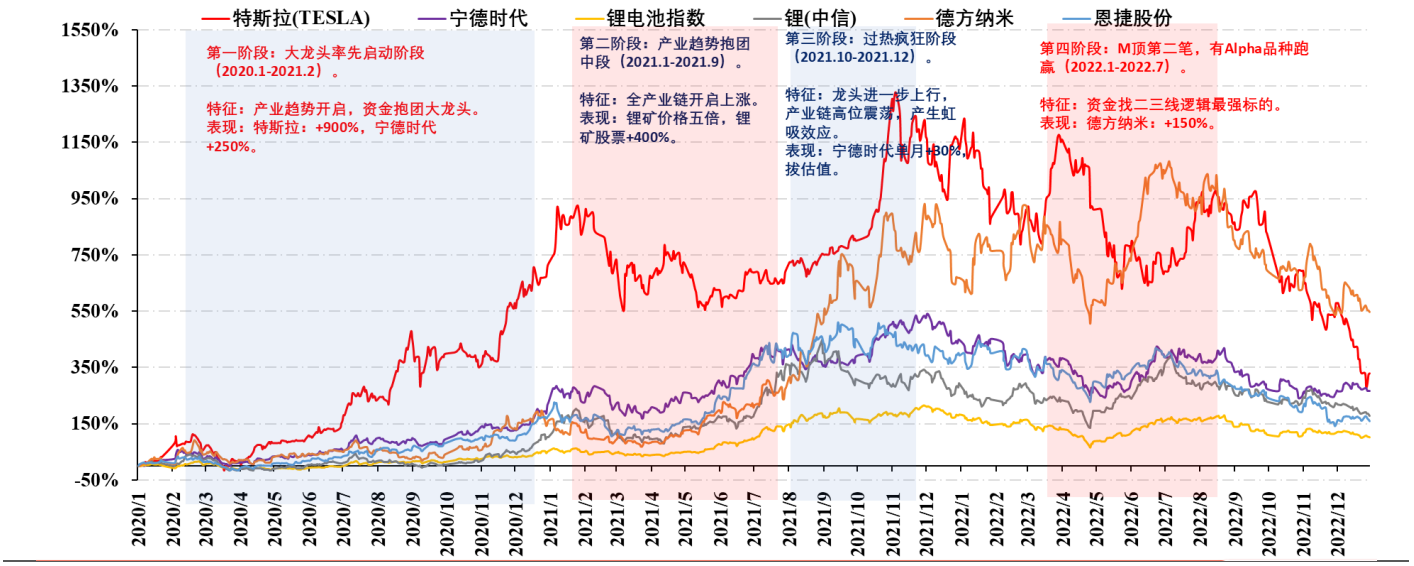
图7. 2020-2021 新能源产业浪潮 M 顶：第一个是交易卖点在 2021 年 12 月对应单季度盈利增速最高，第二个是基本面卖点在 2022 年 6-8 月，对应 TTM 口径下 2022Q1 利润增速最高



资料来源：iFind，Choice，Wind，国投证券证券研究所

新能源产业链大-小-大-小四阶段完整演绎：2020 年宁德时代趋势启动→抱团扩散至锂电和汽车零部件→2021 年 10 月后宁德时代带着二三线冲顶→M 顶一顶到二顶之间转入德方纳米、天齐锂业等量价齐升二三线强阿尔法品种。

图8. 以 2020-2022 年新能源产业链大-小-大-小四阶段



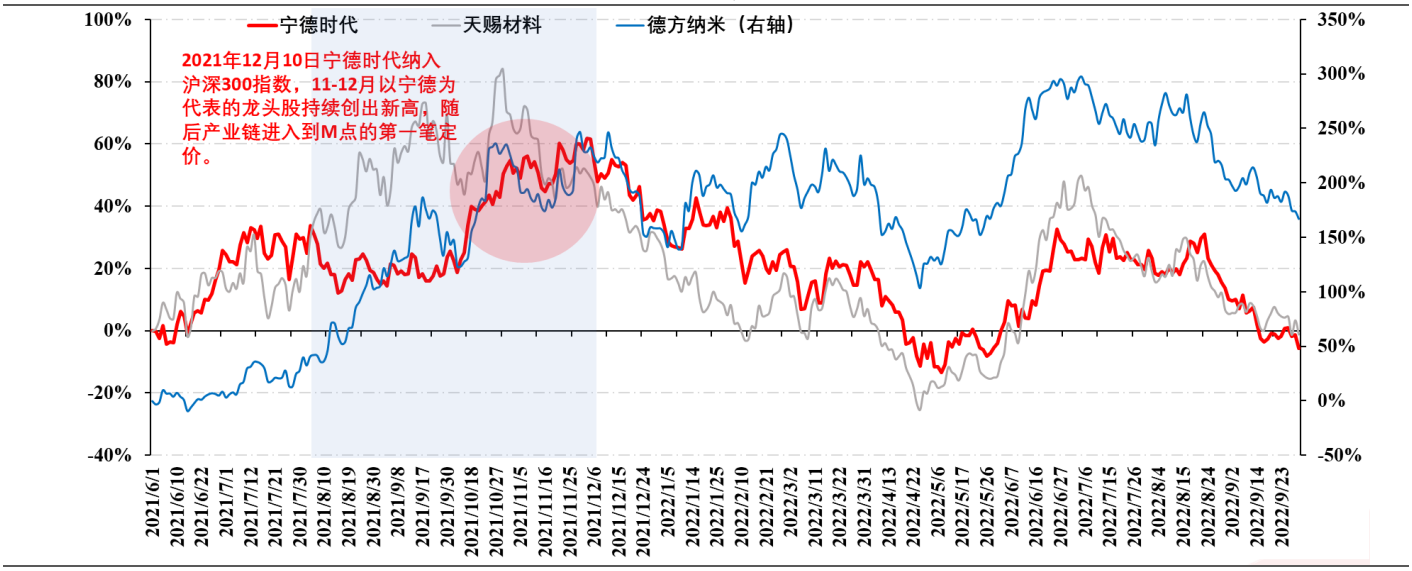
数据来源：Wind，国投证券证券研究所

“宁组合”冲顶阶段，龙头宁德时代同样带领二三线出现最后大幅“拔估值”。这与“茅指数”冲顶特征高度一致，再次验证了产业浪潮 M 顶第一个顶的疯狂阶段特征。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

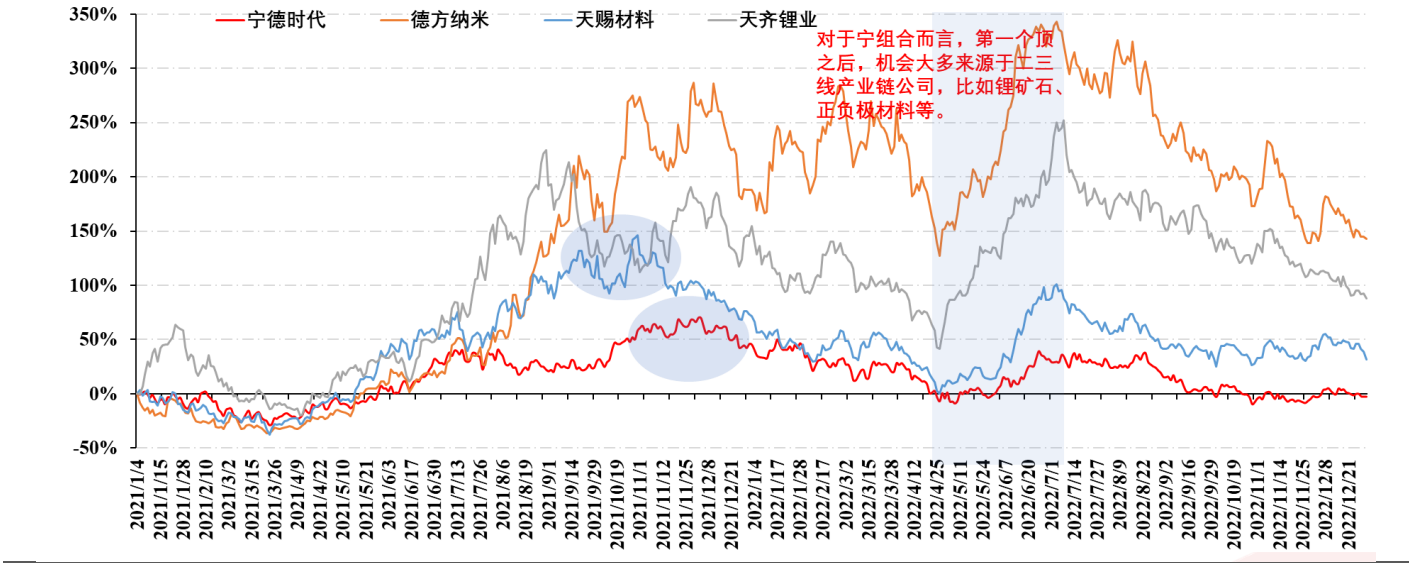
图9. 第一个顶疯狂阶段冲顶特征：“宁组合”龙头宁德时代带领二三线出现最后大幅“拔估值”



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

新能源 M 顶中一顶到二顶过程，天赐材料、锂矿的股价表现要好于核心龙头宁德时代。这再次印证了 M 顶之间重点是调整持仓结构，从核心龙头切换到量价齐升的二三线品种。

图10. 2020-2022 新能源产业浪潮 M 顶：在一顶回撤后面向二顶过程的重点是调整持仓结构



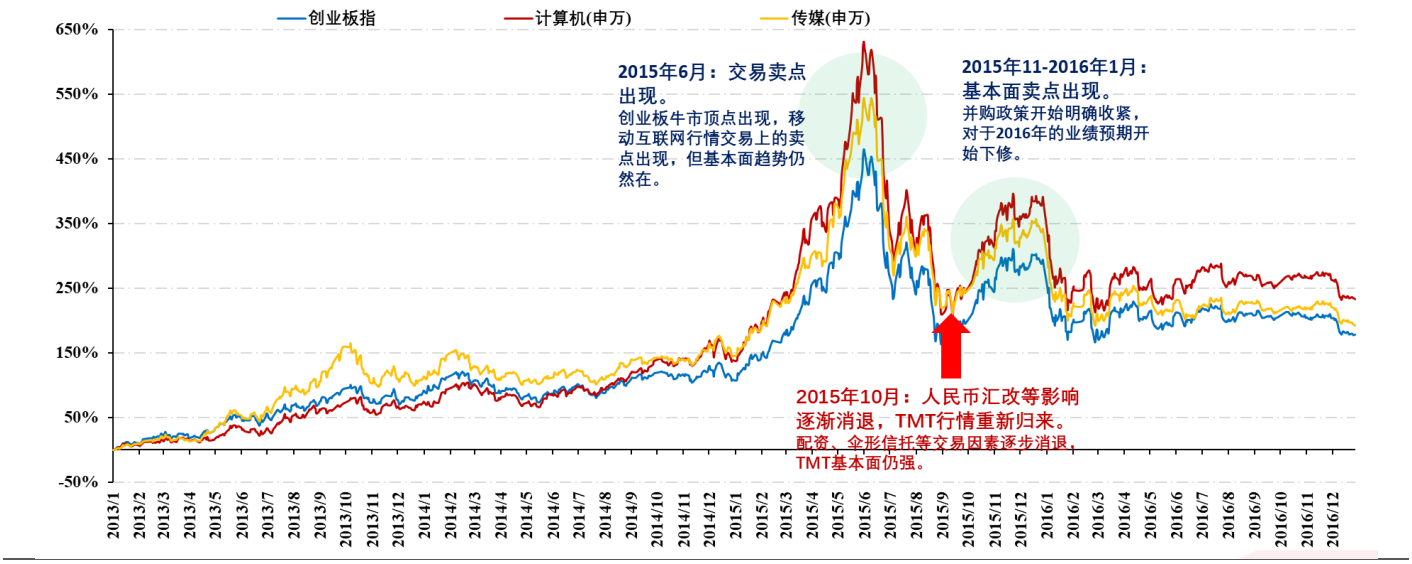
资料来源：Wind，国投证券证券研究所

2013-2015 年科技牛市呈现弱 M 顶特征：2015 年 6 月为交易卖点（创业板指单季度增速最高），2015 年 12 月至 2016 年 1 月为基本面卖点（TTM 口径利润增速最高）。一顶和二顶之间差距过大，主因当时市场对基本面信仰不足叠加强力去杠杆介入。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

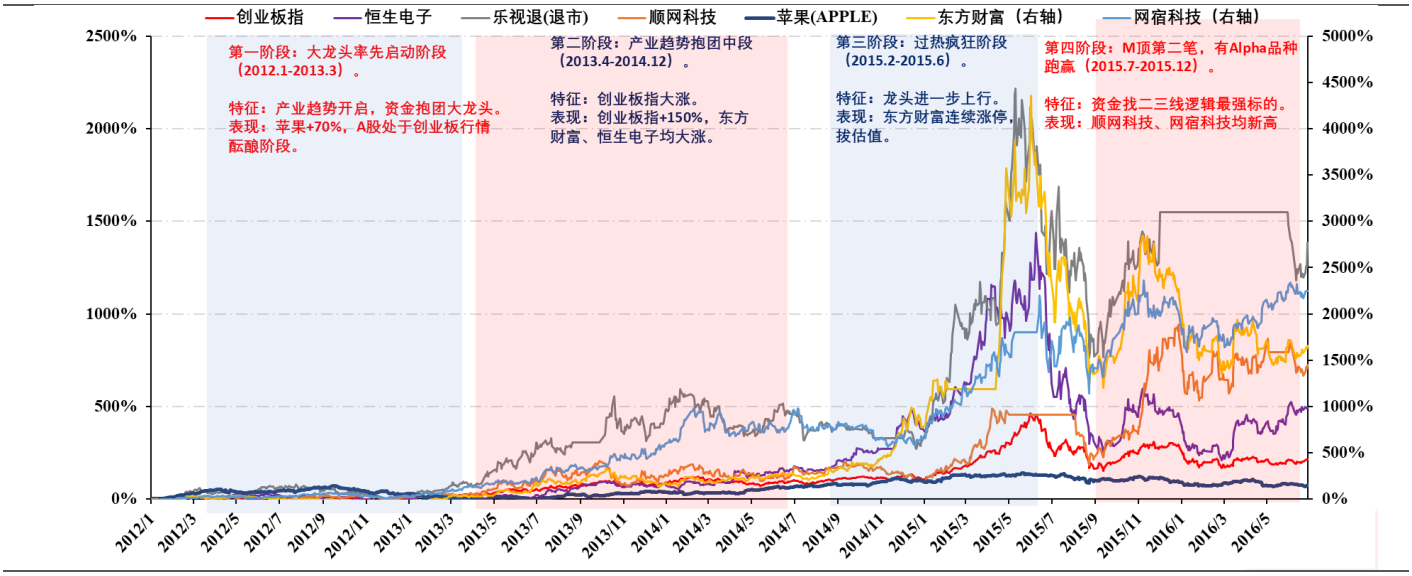
图11. 2013-2015 年科技牛市 M 顶：2015 年 6 月是交易卖点，对应 2015Q2 创业板指单季度增速最高；2015 年 12 月-2016 年 1 月是基本面卖点，对应 2016Q1TTM 口径下利润增速最高



资料来源：iFind，Choice，Wind，国投证券证券研究所

2013-2015 年移动互联网产业链完整演绎：2013 年 TMT 趋势以苹果为主→2015 年 2 月前抱团果链扩散至创业板指→3 月后东方财富恒生电子带着二三线冲顶→6 月 M 顶一顶到二顶之间转为顺网科技、网宿科技等二三线强阿尔法品种。

图12. 以 2013-2015 年移动互联网产业链大-小-大-小四阶段

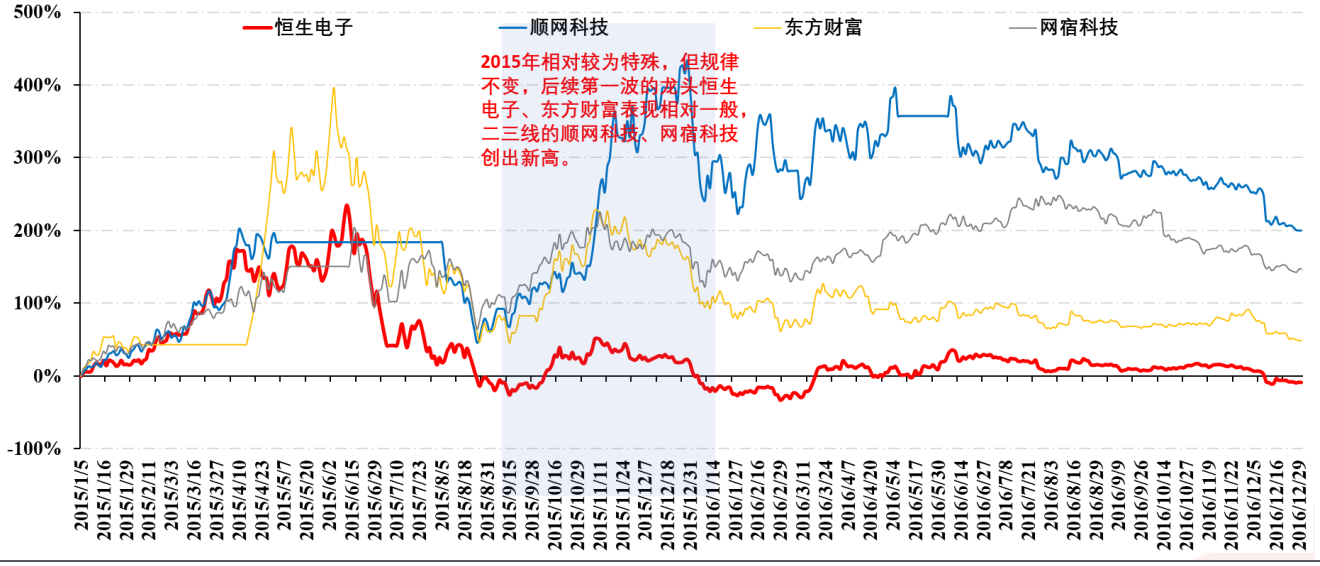


数据来源：Wind，国投证券证券研究所

2013-2015 年科技牛市 M 顶中，一顶到二顶之间顺网科技、网宿科技表现好于核心龙头恒生电子，同样验证了 M 顶之间的持仓结构调整规律。

仅供内部参考，请勿外传！

图13. 2013-2015 年科技牛市 M 顶：在一顶回撤后面向二顶过程的重点是调整持仓结构



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

2. 2026Q2 基金季报详解：极致抱团 AI 硬件产业链

2026Q2 公募基金二季报数据显示，机构对 AI 科技的配置已达到极致抱团水平。普通和偏股型基金的持仓结构充分反映了当前市场对 AI 产业链的高度共识。

图14. 2026Q2 普通和偏股型基金配置速览：机构极致抱团 AI 科技

主要板块	26Q1	26Q2	26Q2环比26Q1变化(pct)	代表指数	26Q2指数区间涨跌幅
主板	64.67%	49.19%	-15.47%	上证综指	5.20%
科创板	14.06%	24.03%	9.97%	科创50	75.74%
创业板	21.28%	26.78%	5.50%	创业板指	36.35%

第一、Q2机构增持逻辑：1）业绩确定性最强的AI硬件板块（如光模块、光纤光缆、电网设备、燃气轮机等）；2）AI产业链光圈（建材电子布、机械钻针设备等）
第二、Q2机构减持逻辑：1）绝大多数非AI相关行业；2）AI当中下游应用、港股互联网等。

1、分行业看，2026Q2机构增持仅有四个一级行业，分别为：电子、通信、建材、计算机（均为AI相关）；减持前五分别为：电力设备及新能源、医药、有色金属、食品饮料、汽车。
2、2026Q2机构对AI产业链出现历史级别增持，电子持仓占比高达43.12%（高于2007年银行29%持仓），为A股所有一级行业历史最高持仓水平，通信持仓占比15.95%，两个一级行业合计持仓占比59%。细分行业来看：集成电路（+8.02pct）、半导体设备（+6.02pct）、光模块（+3.87pct）、PCB（+2.70pct），被动元件（+1.79pct），资金抱团核心业绩兑现度较好的板块。
3、2026Q2机构对非电子、通信行业的加仓主要侧重于AI相关的材料层面，比如玻璃纤维（电子布，+0.95pct）、油气装备（燃气轮机，+0.23pct）、铜（PCB钻针，+0.10pct）。
4、梳理非AI细分方向，2026Q2机构投资者加仓的细分行业主要有：化学制品（+0.43pct）、证券（+0.14pct）、造船（+0.01pct）、磷化工（+0.01pct）、体育及户外品牌（+0.04pct），其余均为减仓。

绝对增持行业仅有四个：电子、通信、建材、计算机

中信一级行业	26Q1	26Q2	历史分位数	26Q2环比26Q1变化(pct)	26Q2中信行业指数区间涨跌幅
电子	21.94%	43.12%	100.00%	21.18	89.88%
通信	12.87%	15.95%	100.00%	3.08	66.12%
建材	0.73%	1.43%	73.68%	0.71	34.75%
计算机	2.05%	2.57%	19.30%	0.52	1.87%

绝对减持行业前五：电力设备及新能源、医药、有色金属、食品饮料、汽车

中信一级行业	26Q1	26Q2	历史分位数	26Q2环比26Q1变化(pct)	26Q2中信行业指数区间涨跌幅
电力设备及新能源	10.19%	5.70%	57.89%	-4.49	-2.19%
医药	9.32%	6.14%	1.75%	-3.18	-8.83%
有色金属	6.33%	3.22%	61.40%	-3.11	-3.24%
食品饮料	4.80%	1.73%	1.75%	-3.08	-15.67%
汽车	3.83%	1.81%	10.53%	-2.03	-12.65%
基础化工	6.31%	4.35%	40.35%	-1.96	11.95%
国防军工	1.61%	0.74%	17.54%	-0.87	-4.81%
银行	1.99%	1.15%	1.75%	-0.84	-8.29%
交通运输	1.43%	0.66%	3.51%	-0.77	-11.99%
家电	1.98%	1.23%	3.51%	-0.75	-0.05%
传媒	0.91%	0.24%	1.75%	-0.66	-16.38%
农林牧渔	1.16%	0.57%	1.75%	-0.59	-19.41%
石油石化	1.10%	0.56%	24.56%	-0.54	-16.10%
钢铁	0.63%	0.14%	22.81%	-0.49	-15.58%
非银行金融	1.27%	0.85%	19.30%	-0.42	1.31%
建筑	0.47%	0.13%	1.75%	-0.35	-14.05%
消费者服务	0.35%	0.06%	1.75%	-0.29	-21.84%
轻工制造	0.57%	0.31%	12.28%	-0.26	-12.63%
煤炭	0.49%	0.24%	24.56%	-0.24	-12.20%
电力及公用事业	0.51%	0.31%	3.51%	-0.20	-6.81%
机械	6.47%	6.32%	92.98%	-0.14	17.49%
商贸零售	0.17%	0.05%	1.75%	-0.12	-13.63%
房地产	0.34%	0.27%	1.75%	-0.07	-8.62%
纺织服装	0.18%	0.14%	10.53%	-0.04	-6.34%

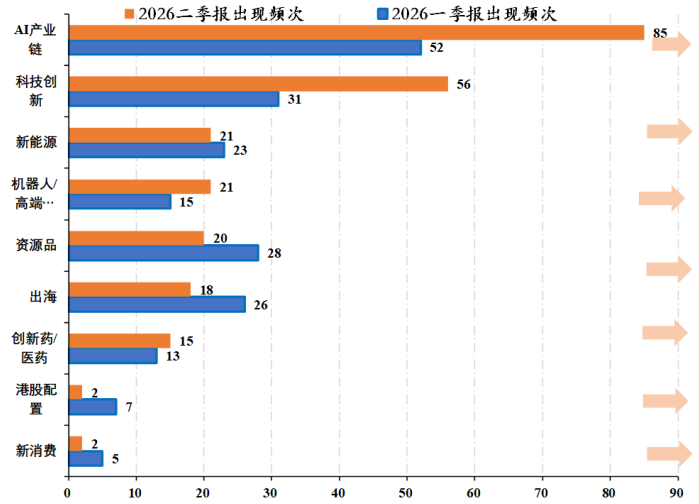
数据来源：Wind，国投证券证券研究所

从二季报词频分析来看，AI 产业链是公募基金经理论述中毫无争议的最核心关键词，反映出当前机构对 AI 赛道的高度聚焦已从配置层面深入到认知层面。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

图15. 2026Q2 公募基金二季报词频分析：AI 产业链是毫无争议最核心关键词

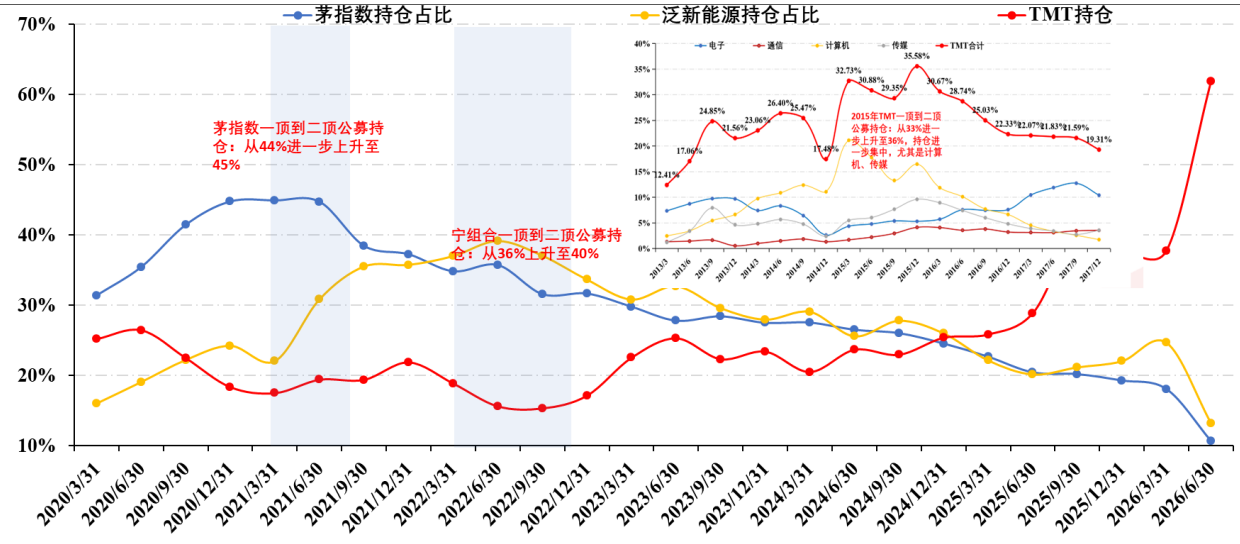


核心细分领域及关键词
算力需求：海外算力链、国产算力芯片
涨价链：光纤光缆、电网设备、PCB等
AI材料：电子布、半导体材料等
半导体国产替代：先进制程突破、封装技术、材料自主化
通信技术：5G/6G、卫星互联网
前沿技术：量子通信、超导材料、可控核聚变
资源品：电解铝、铜、稀土、钢铁减产
出海：风电设备、储能逆变器
供需优化反内卷：光伏出清、锂电格局稳定
人形机器人：量产元年、特斯拉技术迭代
高端制造：半导体设备、工业母机、精密制造
创新药出海：BD授权交易、临床突破
器械/CXO：进口替代、订单回暖（如药明康德）
新消费：潮玩、宠物经济、国货美妆、平价茶饮
传统消费分化：白酒承压，黄酒、保健品崛起
消费出海：品牌全球化、供应链本地化（如家电、电动车）

数据来源：Wind，国投证券证券研究所

Q2 机构 AI 持仓数据最为关键：TMT 持仓超过 60%，泛 AI 科技接近 7 成，已显著超越历史上“茅指数”和“宁组合”的抱团水平。从历史经验来看，一顶仓位水平并不是最高，二顶对应的才是最高持仓水平，这意味着抱团仍可能进一步强化。

图16. 图 16. Q2 机构 AI 持仓：TMT 持仓超过 60%，泛 AI 科技接近 7 成，超越历史茅宁抱团水平

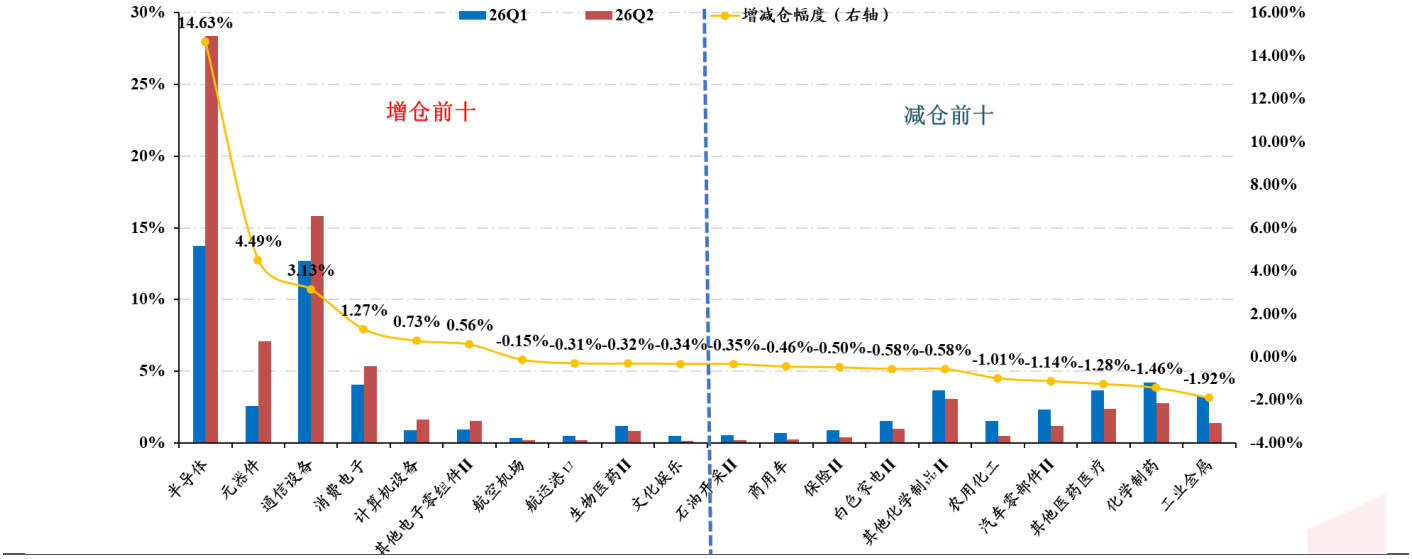


数据来源：Wind，国投证券证券研究所

Q2 主动基金在二级行业层面呈现明确的“加科技减周期”特征：边际较 Q1 大幅增仓半导体、元器件、通信设备，同时明确减仓工业金属、化学制药、农化、汽车零部件等，资金从传统制造向 AI 科技的迁移仍在加速。

仅供内部参考，请勿外传！

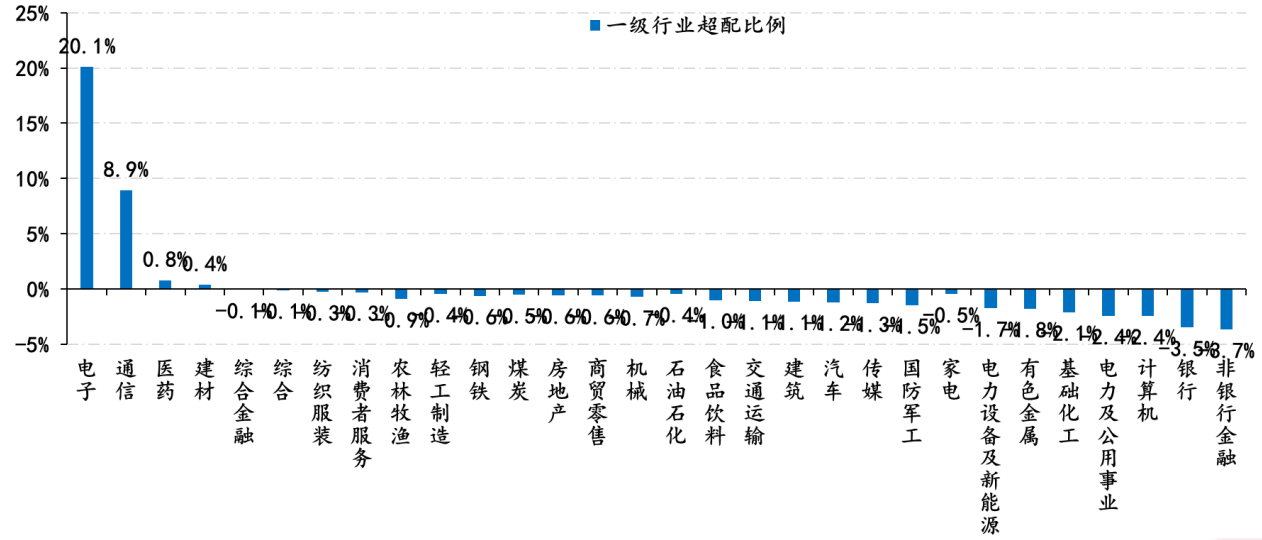
图17. 2026Q2 主动基金二级行业持仓变动：边际较 Q1 大幅增仓半导体、元器件、通信设备；边际较 Q1 明确减仓工业金属、化学制药、农化、汽车零部件等



数据来源：Wind，国投证券证券研究所

一级行业超配比例中，电子行业一枝独秀超配超过 20%，远超其他行业。这一极端配置水平在历史上较为罕见，反映了本轮 AI 产业浪潮下机构配置的高度集中。

图18. 2026Q2 机构持仓一级行业超配比例：电子行业一枝独秀超配超过 20%



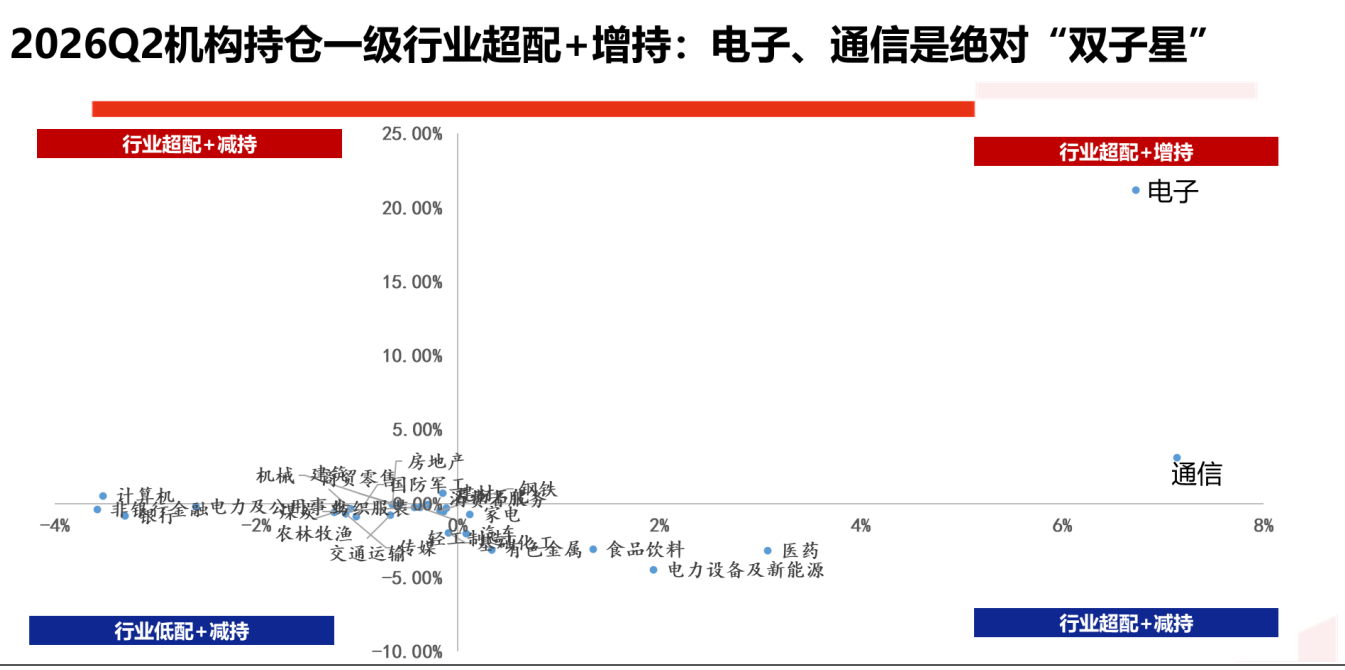
数据来源：Wind，国投证券证券研究所

从超配与增持双维度观察，电子、通信是绝对“双子星”——既是超配比例最高的行业，也是边际增持最明确的方向。二者构成当前公募持仓的绝对核心。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

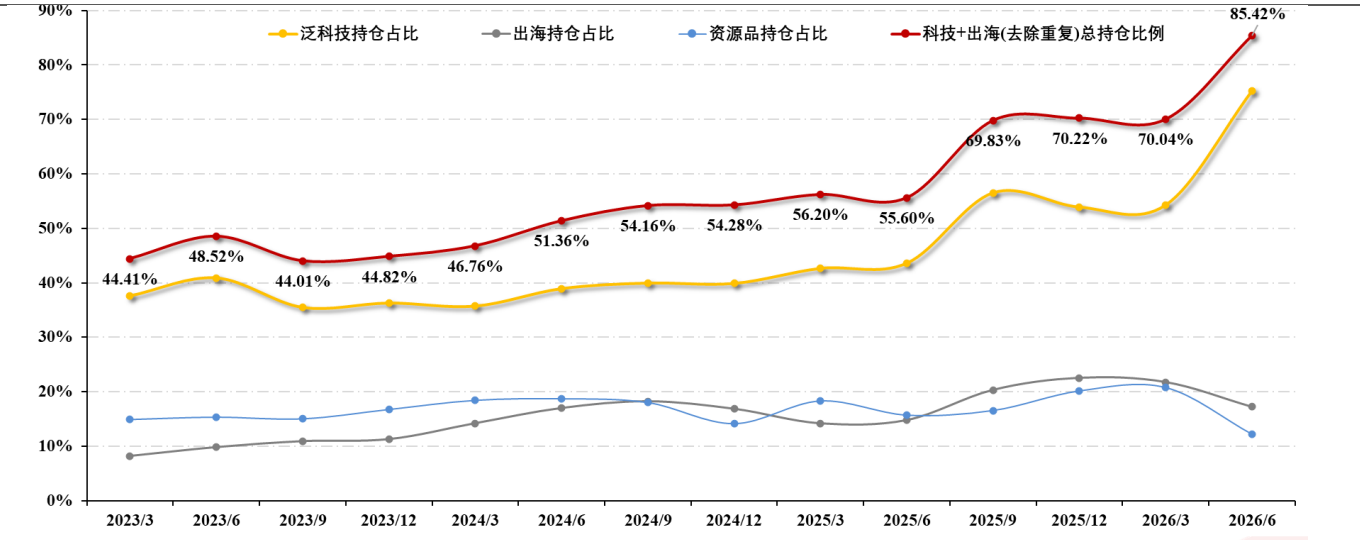
图19. 2026Q2 机构持仓一级行业超配+增持：电子、通信是绝对“双子星”



数据来源：Wind，国投证券证券研究所

拉长视角看，2026Q1 泛科技+出海持仓占比已达 85%，机构持仓大本营高度集中。这意味着一旦发生风格再平衡，其调整幅度和烈度可能超出市场预期。

图20. 当前机构持仓大本营：2026Q1 泛科技+出海持仓占比目前已达到 85%



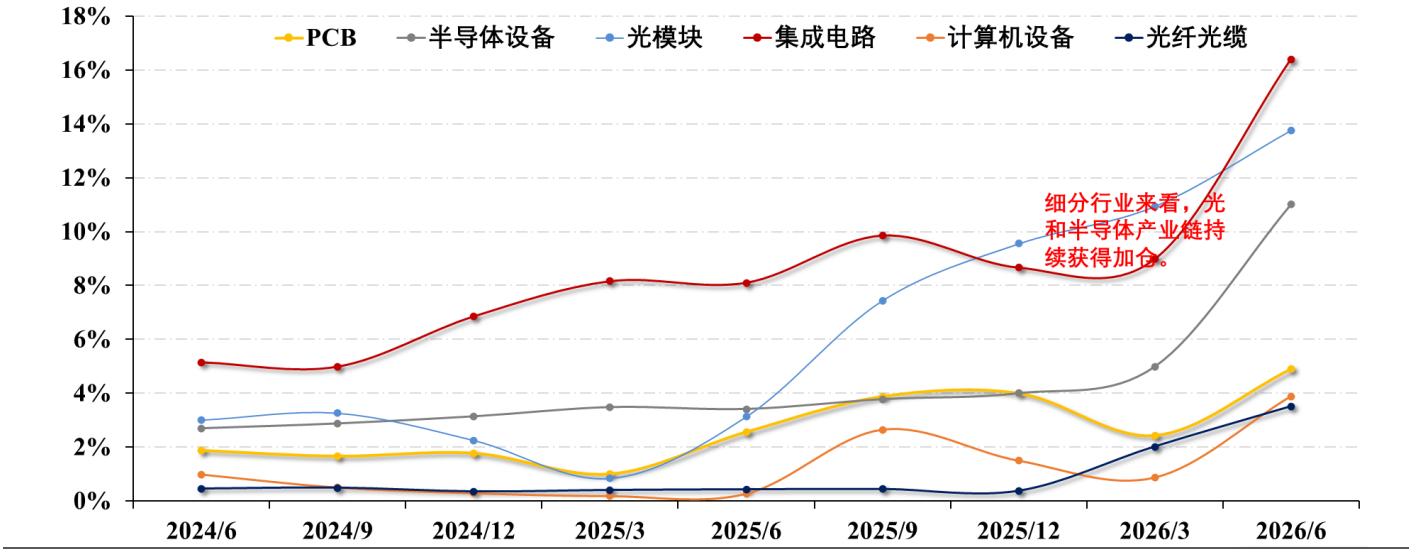
资料来源：Wind，国投证券证券研究所

AI 科技内部细分来看，Q2 机构集中增配 AI 硬件、集成电路、PCB 赛道，定价逻辑仍以算力基础设施为核心。这与我们判断的“从涨价向量增切换”的产业节奏方向一致。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

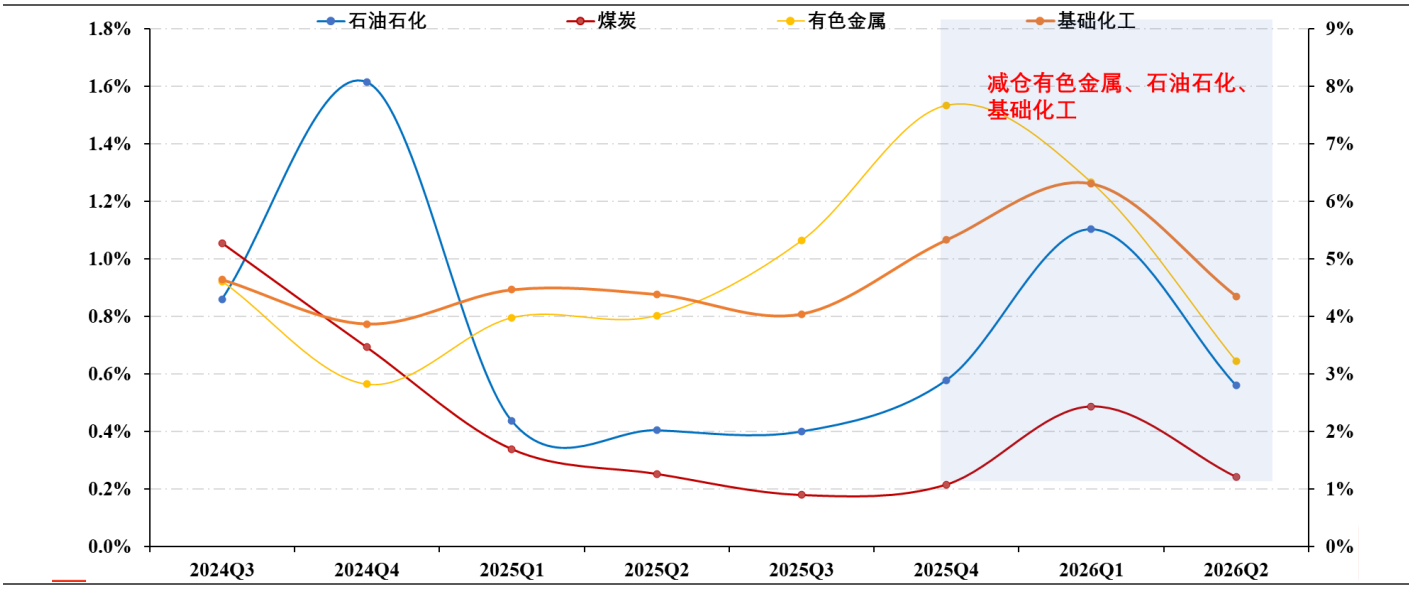
图21. 图 21. 2026Q2AI 科技机构细分持仓：集中增配 AI 硬件、集成电路、PCB 赛道



数据来源：Wind，国投证券证券研究所

Q2 资源品板块机构持仓全面减仓，有色金属、石油石化与基础化工均遭减配。这反映出资金从上游周期品向下游科技成长的系统性迁移仍在持续。

图22. 图 22. 2026Q2 资源品机构持仓均减仓：减仓有色金属、石油石化与基础化工



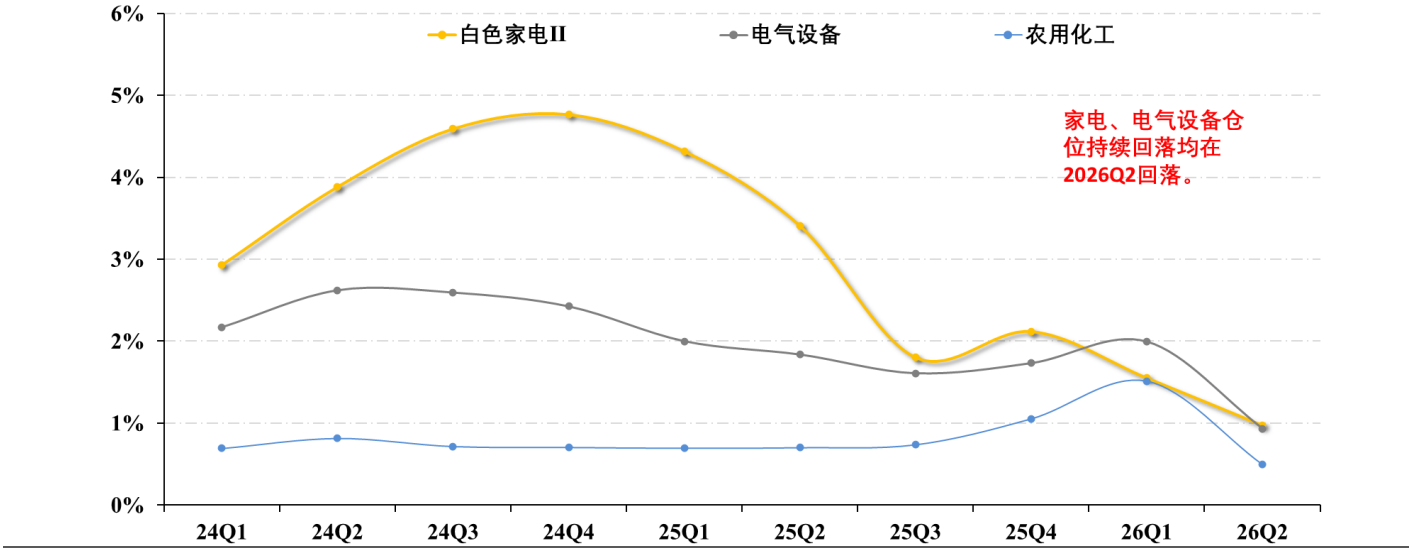
数据来源：Wind，国投证券证券研究所

出海产业链内部分化加剧：白色家电、农用化工、电气设备遭减仓，机构对出海链的偏好正从泛出海向 AI 产业链出海收敛。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

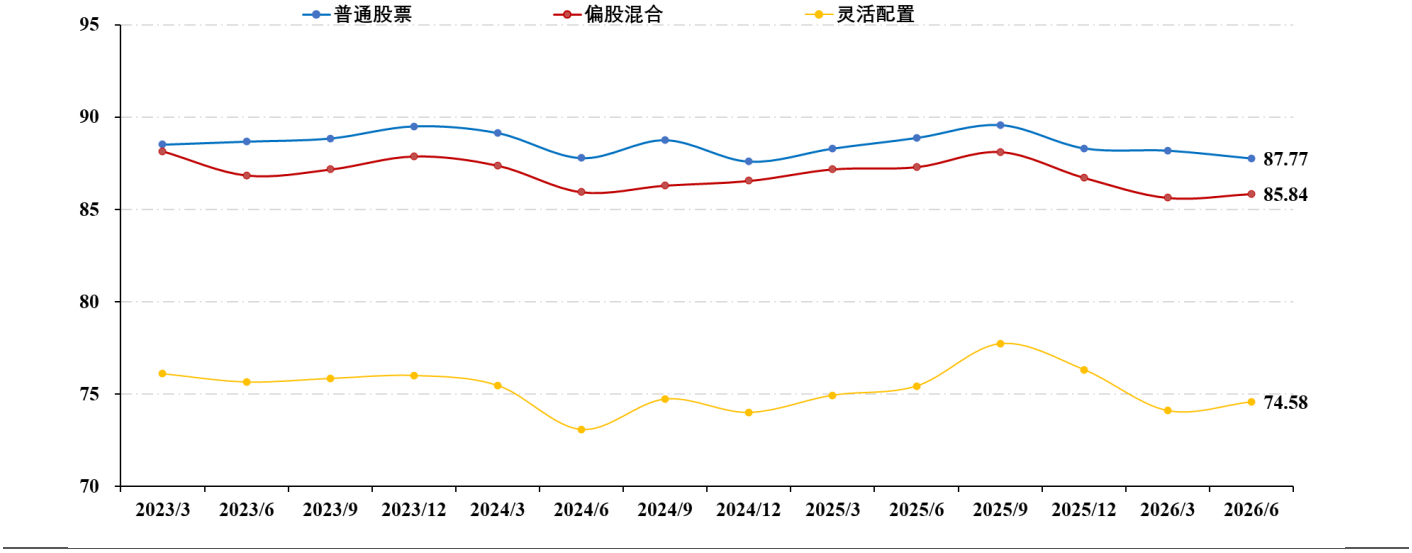
图23. 2026Q2 出海产业链机构持仓分化：减仓白色家电、农用化工、电气设备



数据来源：Wind，国投证券证券研究所

从基金类型拆分来看，偏股混合与灵活配置型基金 Q2 整体增仓，普通股票型基金持平，表明当前市场的增量配置动力主要来自灵活型产品对科技方向的追加。

图24. 2026Q2 主动型公募机构行业仓位水平一览：偏股混合与灵活配置增仓，普通股票持平



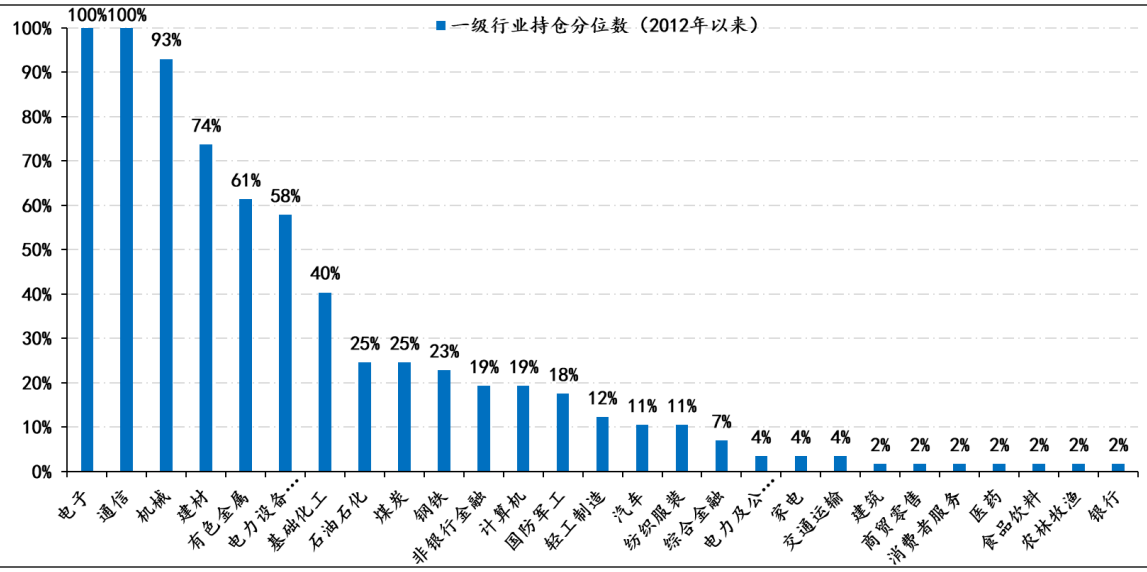
数据来源：Wind，国投证券证券研究所

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

从历史分位数来看，电子、通信、机械、建材处于历史高位。其中电子、通信的高分位配置印证了 AI 抱团的极致程度，而机械、建材或反映出部分资金对基建和设备更新的阶段性博弈。

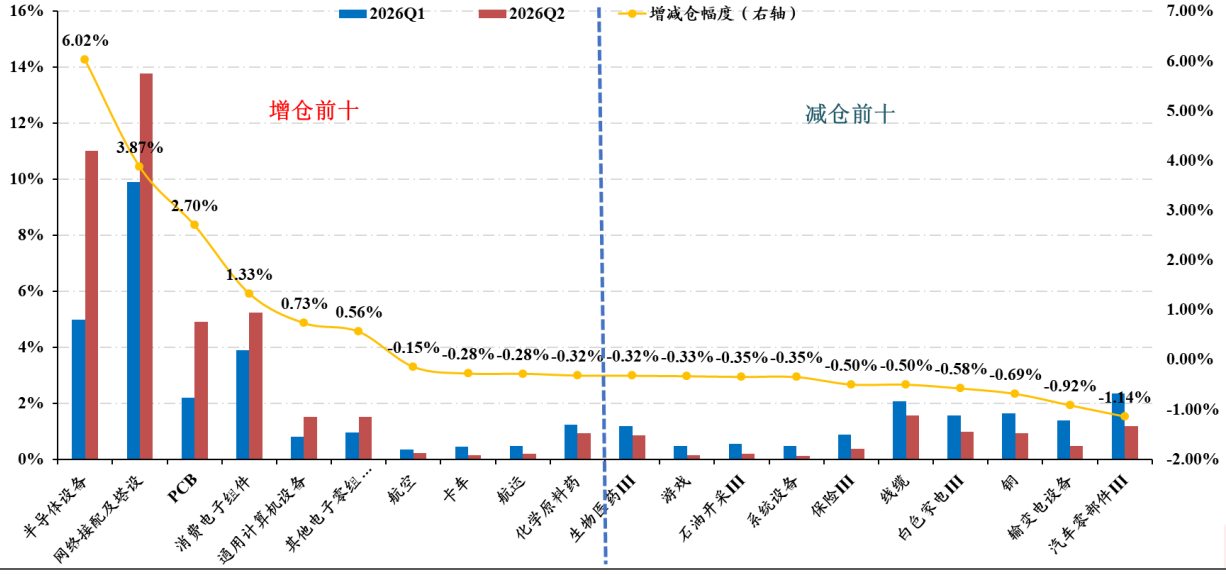
图25. 2026Q2 机构持仓水平历史分位数：电子、通信、机械、建材处于历史高位



数据来源：Wind，国投证券证券研究所

三级行业颗粒度下，Q2 增仓最显著的是半导体设备和网络接配及塔设，减持最明确的是汽车零部件、输变电设备、铜和白电。资金向 AI 硬件的精准聚焦进一步强化。

图26. 2026Q2 主动基金增减仓三级行业：边际较 2026Q1 增仓半导体设备、网络接配及塔设；边际较 2026Q1 减持汽车零部件、输变电设备、铜、白电



数据来源：Wind，国投证券证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

从个股维度来看，Q2 机构主动增仓个股主要集中于光模块、半导体与电子部方向，与行业层面的增仓方向高度一致，印证了 AI 算力硬件是当前机构最强共识。

图27. Q2 机构主动增仓个股排序：主要集中于光模块、半导体与电子布方向

代码	名称	申万一级行业	申万二级行业	总市值（亿元）	季报持仓变动（万股）	按平均价测算加仓金额（亿元）	持股占流通股比(%)	持股总市值（亿元）	持股市值占基金净值比(%)
300502. SZ	新易盛	通信	通信设备	6189. 80	7773. 50	453. 52	18. 95	1442. 81	2. 94
688256. SH	寒武纪	电子	半导体	5637. 93	3051. 91	409. 05	7. 20	721. 54	1. 47
0981. HK	中芯国际	电子	半导体	4751. 78	24389. 62	184. 17	4. 98	331. 12	0. 67
300408. SZ	三环集团	电子	元件	1284. 05	15308. 94	181. 01	11. 56	360. 67	0. 73
002371. SZ	北方华创	电子	半导体	3464. 34	2347. 52	141. 12	8. 46	542. 55	1. 10
688012. SH	中微公司	电子	半导体	2006. 07	3793. 19	139. 90	8. 96	395. 71	0. 81
688981. SH	中芯国际	电子	半导体	8643. 76	10645. 78	138. 52	7. 78	246. 92	0. 50
600183. SH	生益科技	电子	元件	1846. 13	11799. 19	138. 30	7. 86	326. 39	0. 66
688498. SH	源杰科技	电子	半导体	1258. 32	944. 64	130. 90	20. 90	484. 44	0. 99
601138. SH	工业富联	电子	消费电子	13273. 71	18394. 86	125. 91	1. 70	242. 83	0. 49
002475. SZ	立讯精密	电子	消费电子	4956. 66	13201. 16	89. 62	7. 09	364. 29	0. 74
1888. HK	建滔积层板	电子	元件	967. 56	15056. 15	88. 24	5. 29	143. 62	0. 29
688041. SH	海光信息	电子	半导体	6024. 68	2717. 45	82. 01	4. 13	354. 96	0. 72
688200. SH	华峰测控	电子	半导体	408. 36	1684. 82	63. 24	14. 00	147. 40	0. 30
1347. HK	华虹宏力	电子	半导体	1732. 42	4587. 75	62. 91	5. 54	179. 83	0. 37
0148. HK	建滔集团	电子	元件	490. 32	6477. 61	55. 58	5. 97	68. 52	0. 14
688347. SH	华虹宏力	电子	半导体	2247. 45	2844. 57	55. 37	14. 74	202. 19	0. 41
600176. SH	中国巨石	建筑材料	玻璃玻纤	1291. 01	13171. 91	55. 21	6. 33	183. 31	0. 37
000636. SZ	风华高科	电子	元件	260. 10	11488. 73	55. 07	11. 55	96. 54	0. 20
688808. SH	联讯仪器	机械设备	通用设备	0. 00	386. 20	54. 53	20. 01	89. 63	0. 18
688120. SH	华海清科	电子	半导体	677. 88	2207. 38	52. 07	13. 68	218. 11	0. 44
300475. SZ	香农芯创	电子	其他电子 II	753. 67	2613. 11	50. 48	9. 76	131. 82	0. 27
688249. SH	晶合集成	电子	半导体	625. 77	12276. 27	49. 65	10. 57	75. 53	0. 15
300308. SZ	中际旭创	通信	通信设备	9873. 41	480. 22	48. 77	12. 78	1801. 13	3. 66
301511. SZ	德福科技	电力设备	电池	405. 11	4788. 24	46. 92	15. 06	81. 17	0. 17

*数据来源：Wind，国投证券证券研究所。注：按照平均价测算公式为：金额=季度成交均价*季度持仓变动*

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

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。

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。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任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