

科技行情走向何方？

发布日期：2026 年 07 月 30 日	分析师：蒋佳秀	电话：13818526281	SAC 编号：S1440525050001
	分析师：周君芝	电话：15601683648	SAC 编号：S1440524020001

核心观点

在 AI 硬件交易极度拥挤的情景之下，债务融资担忧、中国大模型竞争力提升、国产设备突围，三个因素巧妙叠加在一起，打碎了 AI 硬件“涨价瓶颈”的叙事。加上去杠杆，全球 AI 交易迎来广泛回调。

如何理解硬件行情潮落？

科技革命规律显示，凡可被标准化的硬件环节，最终难以吃掉行业大部分利润。掌握规模优势和用户入口的下游应用，反而会享受行业利润大头。

如何看待科技行情走向？

大模型商业模式终局，是来自规模足够大的低利润率生意，“在万亿美元级收入上赚取适度毛利”（Altman）。当前 AI 基建层行情调整并不等于科技大行情终结。

如果未来价格和需求渐成匹配，智能走向商品化，产业链纵深决定中国在制造、电力、替代链与场景四个维度具备足够优势。

近一个月来，全球 AI 交易都出现明显回调。

最具代表性的隔夜费城半导体指数，单日下跌 4.49%，三个交易日累计下跌约 10.6%，距 6 月 22 日高点回撤约 24.6%，越过 20% 的技术性熊市门槛，海外存储链单日两位数下跌。

韩国综合指数 6 月 19 日盘中触及 9385 点历史新高，此后急转直下，至 7 月 29 日跌至 5663 点，五周内距离高点的回撤达 40%，年内 9 次触发熔断，7 月 28 日单日下跌 11%、盘中两度触发熔断。

相比之下，中国股市跌幅相对平缓。上证指数 7 月 29 日收于 3828 点，距年内高点回落约 10%，约为韩国股市回撤的四分之一，科创 50 相比高点回撤约 25%。

如何看待这次全球 AI 调整，科技产业的叙事是否真的终结？

一、先回答一个基本问题，市场为什么给与硬件如此高的溢价？

自 Claude Code 发布带动应用部署加快以来，算力需求增速持续超过供给增速，供需失衡推动以硬件为代表的费城半导体指数大幅上涨，硬件成为全市场共识度和拥挤度双高的方向。硬件在今年开年以来之所以被全球股市追捧，因为硬件可以获取当前 AI 产业链绝大部分利润。

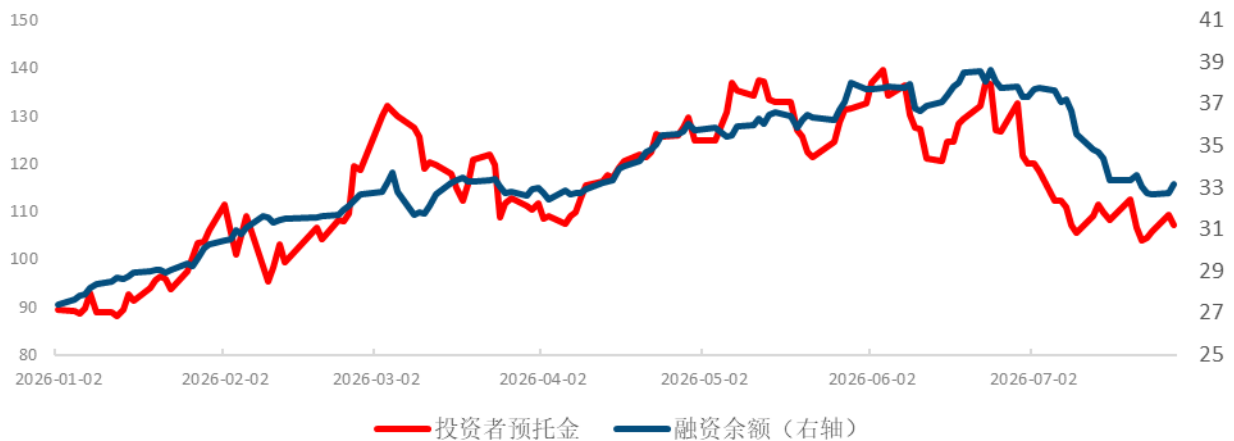
本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

硬件超额收益建立在两个支柱上：供给瓶颈带来的涨价权，和下游不计回报的采购意愿。然而硬件超额收益并非无坚不摧，硬件端高收益的来源隐含两大挑战：

一是**融资现金流挑战**。今年以来 AI 资本开支依赖多样化的债务融资，融资模式逐步走向表外和依赖项目合同。现金流约束最终会反噬不计回报的采购意愿。

二是**涨价叙事持续性挑战**。持续涨价不仅取决于下游能否承接，更重要的是高价硬件的替代性方案是否面世，是否打破海外硬件的供给瓶颈。例如，中国大模型性价比竞争、国产设备与存储替代、云厂商自研芯片，这些因素对当前海外硬件涨价权也构成实质性冲击。

图 1: 韩国股票的杠杆和集中度



数据来源: wind, 中信建投

二、理解为什么涨价之后，我们才能理解为何近期市场下跌，并且跌幅如此之深？

四大因素催化，最终市场对硬件涨价的叙事产生松动。

因素一，市场对资本开支规模转为负向定价。

上周 Alphabet 上调 2026 年资本开支指引，自由现金流转负，股价单日下跌 7%。英伟达 2500 亿美元循环融资放大了这一担忧，一旦盈利不及预期，损失会沿着相互担保的网络放大。

AI 资本开支扩张成于债务融资，也同样因此而承压。去年十月甲骨文开启大规模发债时市场也有过类似担忧，而后被大模型实现盈利和扩大资本开支 “FOMO” 叙事掩盖。

7 月初以来 AI 相关新发债规模已约 2700 亿美元，Meta 为埃尔帕索数据中心项目发行的债券收益率较自身

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

存量债高出约 0.5 个百分点。科技投资级信用债利差自年初约 76bp 走阔至约 89bp，AI 融资需求倍率从年初的 4 倍降至 1.6 倍，债务融资市场定价 AI 的“信用风险”。

因素二，智能商品化和中国大模型性价比竞争。

大模型的“先发者优势”并不明显，这也意味着依靠先发优势领先维持高价的策略或许并不能持续。使用大模型时，用户可以轻易从一个产品迁移到另一个产品，产品捆绑带来的渠道优势和规模效应非常小。

相比于 2000 年，电商抢占规模和先发者优势的紧迫性更高（报酬递增，赢者通吃）。大模型可类比于互联网时期的底层平台——网景和 IE，虽然是入口，但本身并不依赖先发优势，网景证明了先发优势叙事的脆弱。

今年上半年 Anthropic 单位经济学转正，曾带动上游半导体显著上涨，它验证了盈利-扩大资本开支-降低 token 成本-扩大需求进一步扩大盈利的正向反馈。

最近的新现象是，国产模型竞争力上升，国产模型极具性价比，打破了海外模型需求旺盛价格不跌的“神话”假设。

从第三方中转站 openrouter 数据上来看，来自国产大模型的 api 调用量占比不断上升。AI 当前份额若以用户习惯与品牌为锁定依据，需回答的是，数据飞轮是否持续转化为产品差距。

因素三，国产设备突围对硬件“瓶颈涨价”的叙事带来变化。

本轮海外芯片股下跌的两条导火索——国产浸没式 DUV 设备量产报道、长鑫存储上市，不仅意味着设备端“卡脖子”环节的国产可得性在提高，也意味着资本市场已经给国产算力进入全球高利润池定价。

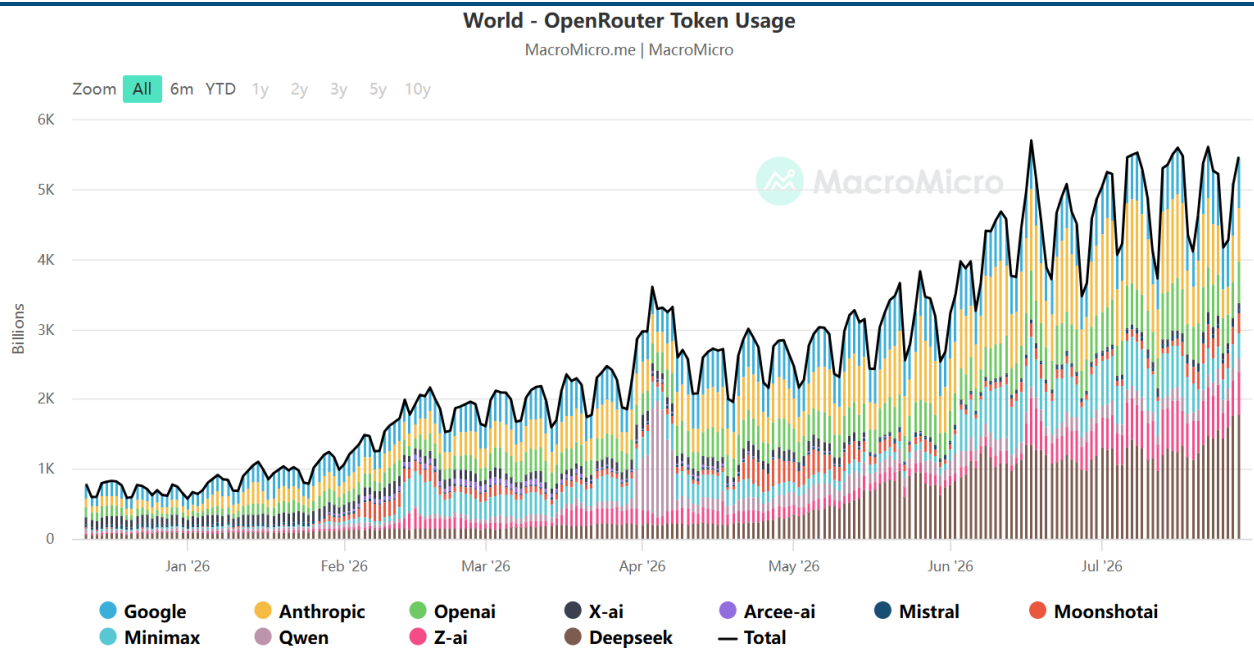
可以类比的情景是当年互联网时期，电信法案放开，光纤供给增大，光纤价格暴跌。当然，得益于光纤硬件价格下行，下游的网飞等互联网公司随后才迎来真正的快速发展。

因素四，去杠杆因素放大了跌幅。

韩国市场把“集中度和杠杆”推到了极致：三星电子与 SK 海力士合计占 KOSPI 权重约一半，单一股票杠杆 ETF 的引入是放大波动的重要制度性因素。

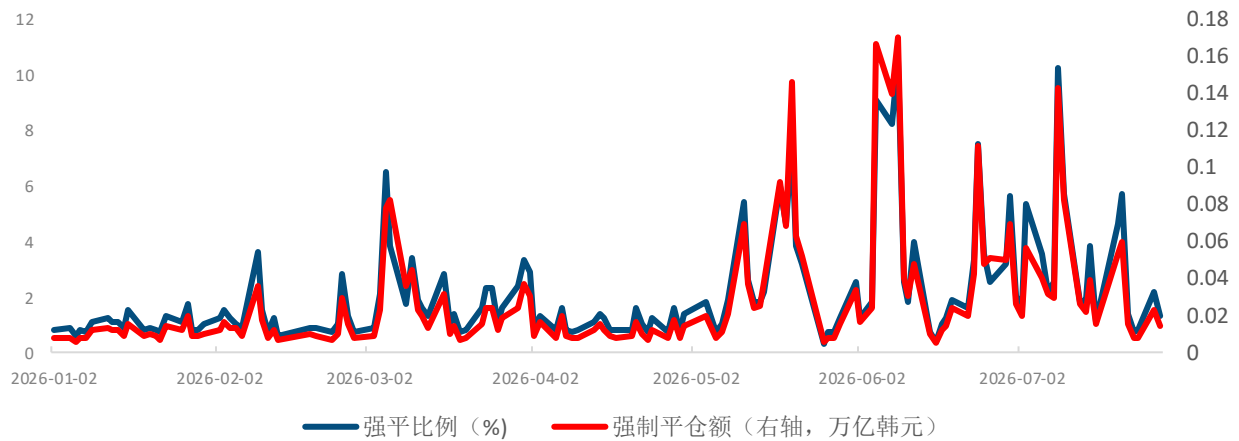
按照融资余额、证券担保融资、杠杆 ETF 规模和衍生品保证金四个核心指标等权计算，已经回吐约三分之二的年内新增杠杆。

图 2: Openrouter 不同模型 api 的调用量



数据来源: wind, 中信建投

图 3: 韩国股市强平比例和强制平仓额



数据来源: wind, 中信建投

三、AI 行情是否终结？宏观层面看中更为深层次的需求因素

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

从历次科技产业发展规律来看，最终产业链上大部分价值将流向应用和软件。

我们认为目前经济价值全部堆积在芯片层难以持续。要么上游开始产生回报，要么最终削减芯片采购，长期来看，最终价值将转向下游应用和技术壁垒最集中的地方。

上一轮通讯技术革命发展规律显示，凡能被标准化、依赖产能和拼成本的环节，终将被压低利润率，而设计图纸、操作系统、平台入口等软件则占据了产业链利润大头。因为上游基础硬件环节最终可被标准化，而下游的规模效应、技术环节不可替代性，方能撬动行业最厚的利润。

OpenAI 创始人 Altman 在最新访谈中，对“智能会不会变成像石油一样的纯同质化商品”这一问题，给出了肯定回答。他认为大模型的商业模式的终局，是来自规模足够大的低利润率生意。即“在万亿美元级收入上赚取适度毛利”。

基建层行情调整并不等于产业的终结，判断行情终结与否，标准应是需求侧被证伪。

类比 2000 年前后电信基建见顶，应用层（谷歌、亚马逊、网飞）的大行情在其后才真正展开。

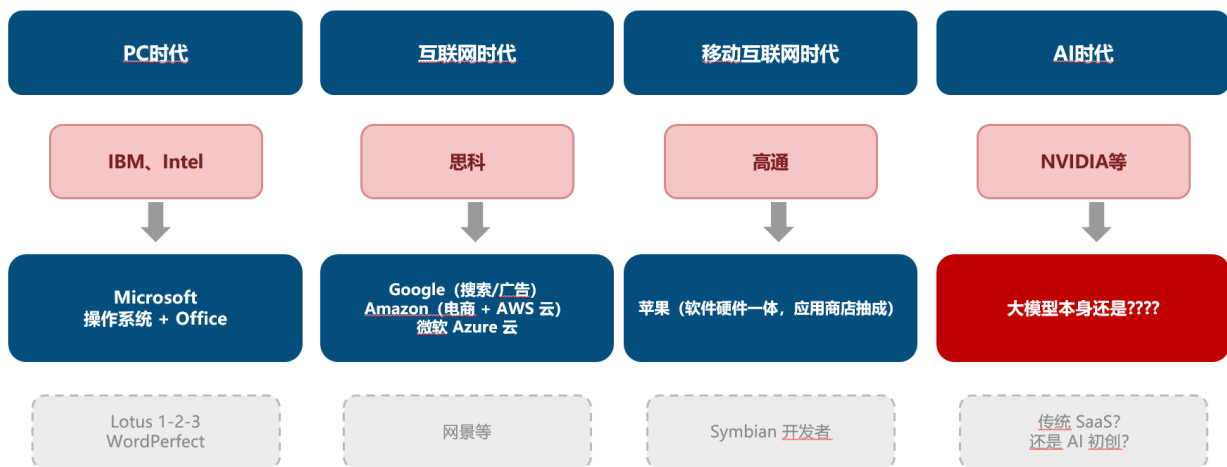
当前芯片层行情回撤，性质上更接近价值分配的重定价，而非产业逻辑的证伪。

真正需要警惕的终结信号是：token 消耗量增速见顶回落、企业采用率停滞，目前尚未看到。

与上一轮产业革命有所不同的是，互联网泡沫中应用层最早出现、承载估值也高：浏览器把“建站”变成了近乎零门槛的分发，技术到应用的距离约等于零，门户与电商在网景上市后两三年内即触达数千万消费者，融资和泡沫最极致的地方在应用层，基础设施的收入本质上是应用层融资的转化。

这一轮 AI 从技术到应用的距离似乎大于建站，Altman 认为扩展定律将继续成立，需求故事成立与否，取决于价格能否一直降。

图 4: 科技价值链的演进规律



数据来源: wind, 中信建投

图 5: 互联网革命时期的产业链和代表性公司

产业链环节	商业模式细分	代表公司	收入来源 (谁付钱)	护城河或脆弱点
dotcom 电商与消费应用	拍卖 / 撮合平台	eBay, Priceline	交易佣金与服务费, 不持库存	双边网络效应真实, 规模即壁垒
	自营综合零售	亚马逊, Buy.com, Value America	商品买卖差价, 自建仓储与配送	靠周转与复购摊薄履约, 早期毛利极薄
	垂直品类电商	Pets.com, eToys, Boo.com, drugstore.com	单一品类的商品买卖差价	品类窄、获客贵、复购弱, 毛利覆盖不了获客
	重履约即时配送	Webvan, Kozmo	商品差价加配送费	自建仓网与最后一公里, 订单密度不足即巨亏
	B2B采购与交易软件	Ariba, Commerce One, i2 Technologies	软件许可费与交易撮合费	收入随企业IT预算同步收缩, 缺经常性底盘
机房托管 IDC	机房托管 / CDN	Exodus, Globix, AboveNet, Digex, Equinix, Akamai	机柜、带宽与加速服务费	资本开支前置, 客户多是靠融资活着的dotcom
运营商 网络运营	本地在位商 (RBOC)	Verizon, SBC, BellSouth	本地话音与接入费, 收现金	自有最后一公里, 存量用户与监管牌照难替代
	长途 / 骨干网	WorldCom/MCI, AT&T, Sprint	长途话音、企业专线与骨干网流量费	固定成本高, 单价下跌直接吃掉利润
	新干线 / 海缆批发	Global Crossing, Level 3, Qwest, 360networks	批发带宽与IRU容量出售	垃圾债建网、重复铺设, IRU对倒虚增收入
设备与服务器 设备层	电信设备	朗讯、北电、Ciena, Sycamore, 阿尔卡特	向运营商销售交换与传输设备	客户高度集中, 还靠卖方融资撑订单
	数据网络设备	思科, Juniper, 3Com, Extreme, Foundry	路由器与交换机, 企业与运营商双客群	IOS、认证与整网锁定, 客户更分散
	服务器与存储	Sun, EMC, IBM, HP, 康柏、戴尔、NetApp、博科	硬件销售加维护服务	企业IT预算是真实底盘, 增量仍来自dotcom
上游 器件与材料	光器件	JDSU, SDL, E-Tek, Agere	向设备商供激光器、放大器与滤波器	订单牛鞭最末端, 换股并购推出巨额商誉
	光纤材料	康宁、朗讯OFS、住友	光纤与光缆销售	工艺与规模壁垒真实, 但需求单押长途建设
	通信芯片	博通、PMC-Sierra, AMCC, Vitesse	以太网、宽带接入与SONET芯片	技术壁垒真实, 但部分厂商终端市场单一
	计算芯片	英特尔、AMD、美光	CPU与存储芯片	需求来自广泛PC与企业市场, 比电信链分散

数据来源: wind, 中信建投

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

四、我们认为 AI 大的产业革命并未结束，中国在科技上的竞争优势正逐步彰显

长期来看，如果最终需求故事成立与否，被证明取决于价格能否一直降，而智能走向商品化，这将是中国产业链纵深发挥优势的地方。中国在制造、电力、替代链与场景四个维度同时具备算力生产体系的纵深。

其一，制造与建设的动员能力。吉瓦级设施需要一万名建筑工人干一年半，需要变电站、输电走廊与冷却系统成套落地——成建制、低成本、按期交付这类超大型工程，是中国基建与制造体系过去三十年反复验证过的能力，也是当前全球少有的能同时开动数十个此类工程而不挤占其他部门产能的经济体。

其二，电力的增量纵深。AI 算力的终极约束是电。中国拥有全球规模领先的年度新增发电装机与特高压输电网络。

其三，全链条的国产替代在同步推进。

其四，需求侧的场景纵深。中国大模型的性价比路线压低全球 token 价格后，应用扩散的第一现场就在中国广泛的制造业、电商与本土服务业的场景中，形成“低价智能到算力需求”的闭环。

风险分析

一是去杠杆外溢与流动性风险。韩国杠杆资金的出清尚未确认结束，强平压力可能继续向全球存储链传导，美联储议息临近，若流动性预期收紧，高估值资产将面临额外的贴现率压力。

二是需求侧证伪的风险。若 token 消耗量增速见顶回落、企业采用率停滞，则重定价而非终结的定性不再成立。

三是智能商品化路径的不确定性。若前沿模型能力再度拉开代差、智能层重获定价权，则价值将回流模型层。

四是历史类比的局限。2000 年互联网泡沫为单一样本，产业链逐级见顶的传导顺序未必重演；且本轮 AI 的资本开支与估值集中于芯片与模型层、应用层尚未成型，与互联网时代的产业结构存在差异。

分析师介绍

周君芝

浙江大学经济学博士，现任中信建投证券首席宏观分析师。

曾获 2023 年 wind 第 11 届金牌分析师宏观第一；2023 年 21 世纪金牌分析师宏观第四；2023 年第 11 届 choice 最佳分析师宏观第三。

曾于 2017-2020 年连续四年荣获“新财富”宏观第一名（团队核心成员），2017-2020 年连续四年荣获卖方分析师“水晶球”奖第一名（团队核心成员）。

蒋佳秀

中信建投宏观组研究员，主要覆盖海外宏观经济、政策和流动性。上海财经大学本科，北京大学硕士，此前曾在法国巴黎银行环球市场部和东北证券首席经济学家团队从事宏观研究工作。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京

朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层

电话：（8610） 56135088

联系人：李祉瑶

邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海

上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室

电话：（8621） 6882-1600

联系人：翁起帆

邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳

福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼

电话：（86755） 8252-1369

联系人：曹莹

邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港

中環交易廣場 2 期 18 樓

电话：（852） 3465-5600

联系人：刘泓麟

邮箱：charleneliu@csci.hk

