

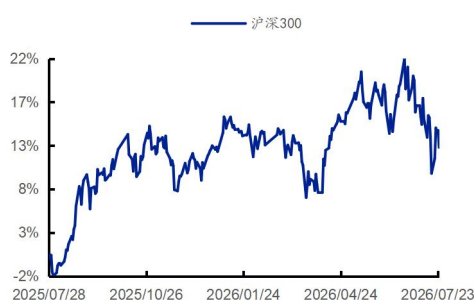
2026 年 07 月 26 日

策略周报

研究所:
证券分析师: 赵阳 S0350525100003
zhaoy05@ghzq.com.cn
证券分析师: 李畅 S0350526040003
lic08@ghzq.com.cn
联系人: 周佳慧 S0350126040012
zhoujh@ghzq.com.cn

科网泡沫股价见顶期的基本面信号有哪些？

最近一年走势



相关报告

《美股风格切换是否接近尾声？*赵阳》——
2026-07-12
《美股的成长价值风格切换会持续吗？*赵阳》——
2026-07-05
《海外映射及 AI 轮动周报 7 月第 3 期：光模块拥挤度开始回升*赵阳》——2026-07-20
《韩股去杠杆：风险出清了吗？*赵阳，袁野》——
2026-07-19
《流动性周报 7 月第 2 期：股票 ETF 再度大规模净流入*赵阳》——2026-07-14

本篇报告解决了以下核心问题：1、资本开支同比增速边际放缓是否意味着股价见顶；2、科网泡沫股价见顶期间有哪些财务指标可以用于判断股价见顶；3、如何判断资本开支的持续性以及过度投资的风险。

核心要点：

- 北京时间 7 月 23 日，谷歌发布二季度财报，进一步上调资本开支规模指引，但 2026Q2 自由现金流转负，引发市场对于资本开支可持续性的担忧。但复盘科网泡沫时期股价见顶的过程，我们发现资本开支同比增速见顶并非股价见顶的单一领先指标，还需要综合判断需求与产能格局是否真正恶化。
- 科网泡沫期间各财务指标相对股价见顶的领先性：1) Capex 并不是股价顶部的单一领先指标，科技股年度利润大幅上行后，对盈利同比增速的线性外推会导致资本开支扩张滞后于需求以及资产价格见顶；2) 自由现金流是相对可靠的领先指标(领先股价顶约 1 个季度)。我们认为自由现金流能够更真实地映射行业供需格局的边际变化。鉴于景气上行期的激进资本扩张可能会阶段性压制企业现金流，在实际应用中，建议将自由现金流与需求端二阶导拐点（营收、盈利同比增速等）进行交叉验证。3) 毛利率的走平或者下滑是股价顶的同步验证指标。行业毛利率的扩张停滞或趋势性回落，可能反映出行业供需格局的实质性转弱。
- 科网泡沫期间股价顶附近财务指标变化的四个阶段：1) 1998Q3-1999Q3 外生冲击导致资本开支同比增速下滑，但需求仍在加速上行，供需错配进一步加剧；2) 1999 年 Q3，标普 500 信息技术指数营收同比增速与 ROE 同时见顶，需求二阶拐点出现，领先 2000 年 Q1 科技股股价见顶 6 个月；3) 1999 年 Q4-2001 年 Q3，Capex 同比增速重新回升，但与营收同比增速背离，供需格局恶化；4) 2000 年 Q1，标普 500 科技指数毛利率开始走平，供需错配有所松动，股价见顶。
- 互联网不同环节企业股价见顶先后顺序并不相同，整体而言，运营商（世通、环球电讯、AT&T）和早期应用（Ebay）见顶最早，软件应用（亚马逊、微软）见顶要早于硬件设备商（英特尔、北电、思

科)。1) 运营商个股于 1999 年上半年率先见顶。在 1999 年 6 月加息启动后，“借钱建网”模式的存续性率先被定价。2) 下游应用软件（微软、亚马逊）于 1999 年底见顶。1999 年下半年，互联网应用端营收同比增速持续放缓，毛利率等指标也开始走弱，股价全年波动较大。3) 上游芯片、硬件设备股价见顶时间最晚。硬件设备商收入或高度锚定运营商 Capex，由于资本开支有惯性，因此上游硬件基本面转弱时间更晚。从领先指标看，英特尔的自由现金流在 1999 年 9 月见顶，依然提示了“缺货+扩产+订单积压”状态下供需格局实际变化。

- **本轮 AI 科技行情当中，要判断是否出现投资过度的风险，我们认为需要观测三方面的指标：1、终端需求：**截至 2026/7/13，Token 调用量仍维持增长，终端需求并未显著放缓，截至 2026Q1 纳斯达克 100 的营收同比增速仍在回升，与资本开支同比增速未显著背离；**2、营收质量：**截至 2026Q1 纳斯达克 100 毛利率维持 50%以上的高位，ROE 也录得 23.1%，仍处于 2023 年以来较高水平。**当下可能仍未观察到显著的过度投资风险，资本开支同比增速的边际放缓并不能判断为供需格局显著恶化的结果；3、自由现金流：**2026Q2 头部云厂商自由现金流已出现收紧迹象，但纳斯达克 100 指数每股 FCF 仍维持在相对高位，现金流紧张尚未在宽基指数层面广泛蔓延，若下游应用能够跑通全新的盈利模式，盈利能力的释放有望缓解云巨头的现金流压力；反之，若下游盈利迟迟无法兑现导致现金流持续承压，可能对整体 AI 产业链的景气度造成较大冲击。
- **7 月美股财报密集披露，可能成为市场情绪的转折点：**1) 参考科网泡沫期间龙头个股调整幅度，本轮调整在时间和幅度上或均已比较充分，后续调整空间可能有限；2) 近期 A 股 ETF 增量资金的重新净流入，表明市场抛压已得到阶段性释放，本轮回调或已逐步步入尾声；3) 7 月中旬起美股进入二季度财报密集披露窗口，科技股业绩若能验证盈利韧性，则有望成为市场情绪的关键转折点，推动风格重新回归成长主线。
- **风险提示：**历史比较法的局限性；部分数据发布更新频率较慢难以反映最新现状；美国货币政策超预期紧缩；通胀显著超预期；AI 产业进展不及预期；全球宏观不确定性加剧；美股财报不及预期。

内容目录

1、 科网泡沫股价见顶前后的财务表现复盘..... 6

2、 科网泡沫中终端应用见顶早于硬件设备..... 8

3、 当前 AI 行情或仍未出现过度投资的风险信号..... 9

4、 后续会如何回归成长主线..... 11

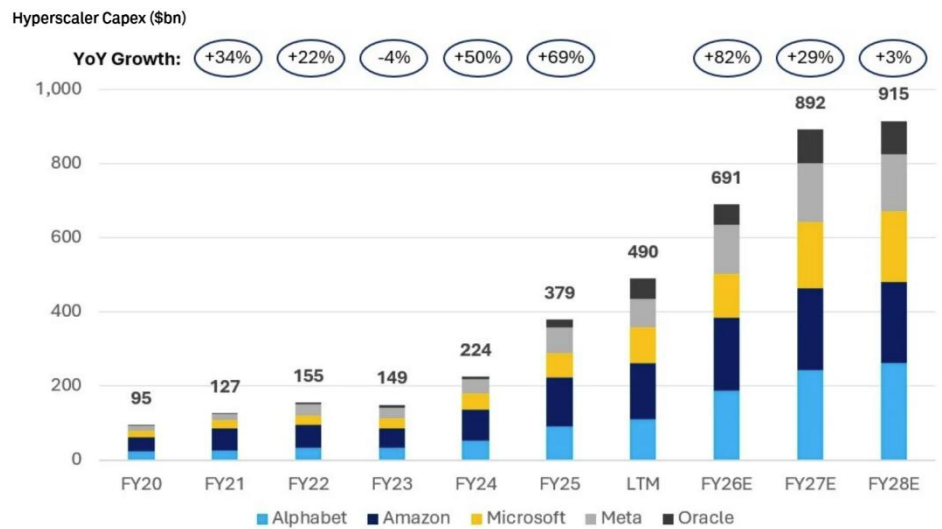
5、 风险提示..... 12

图表目录

图 1: FactSet 预计 2027 年 Hyperscaler 资本开支同比增速将大幅放缓至 29%.....	5
图 2: Hyperscaler 资本开支大部分用于计算和存储芯片投资.....	5
图 3: 云厂商和费城半导体指数持续走弱.....	6
图 4: 科网泡沫期间科技股资本开支同比增速见顶滞后于股价见顶.....	7
图 5: 1999 年底美股科技股 ROE 见顶回落，2000 年 Q1 毛利率开始走平.....	7
图 6: 1999 年 Q4 自由现金流见顶，略领先于科技股股价见顶.....	7
图 7: 科网泡沫期间指数和龙头个股财务指标见顶时间统计.....	9
图 8: 2000 年后互联网渗透率增长放缓.....	9
图 9: Token 调用量仍未见明显降低.....	9
图 10: 2025Q1 以来纳斯达克 100 营收同比增速快速上行.....	10
图 11: 纳斯达克 100 毛利率和 ROE 仍然维持高位.....	10
图 12: 云厂商现金流转紧，指数现金流仍维持高位.....	10
图 13: 信息科技和电信服务板块自由现金流背离.....	10
图 14: 美股和 A 股科技龙头调整或已较为充分.....	11
图 15: A 股双创 ETF 资金大幅净流入.....	11
图 16: 市场预期 2026Q2 美股财报半导体、能源、发电厂商和硬件设备 EPS 同比增速领先.....	11
图 17: 7-8 月美股财报日历.....	12

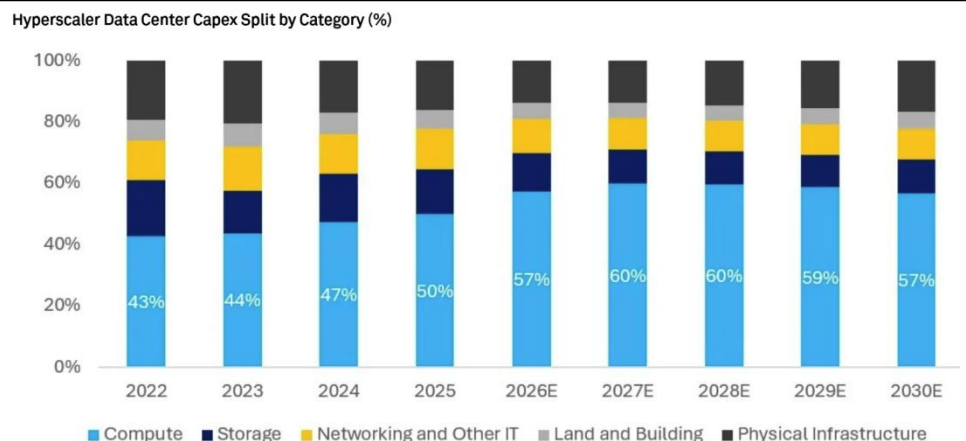
北京时间7月23日，谷歌发布二季度财报，进一步上调资本开支规模指引，预计2026年资本开支达到1950亿美元-2050亿美元，但2026Q2自由现金流转负，引发市场对于资本开支可持续性的担忧。而数据中心资本开支同比增速的放缓可能会进一步影响芯片厂商的订单需求，科技股近期普遍走弱。目前FactSet预计2026年全年大型云厂商资本开支规模为6910亿美元，2027年进一步扩大至8920亿美元，但同比增速边际回落至29%，市场担忧资本开支同比增速的放缓可能会引发行情进一步调整。但复盘科网泡沫时期资本开支同比增速见顶的过程，我们发现资本开支同比增速见顶并非股价见顶的领先指标，需要综合判断需求与产能格局。

图 1: FactSet 预计 2027 年 Hyperscaler 资本开支同比增速将大幅放缓至 29%



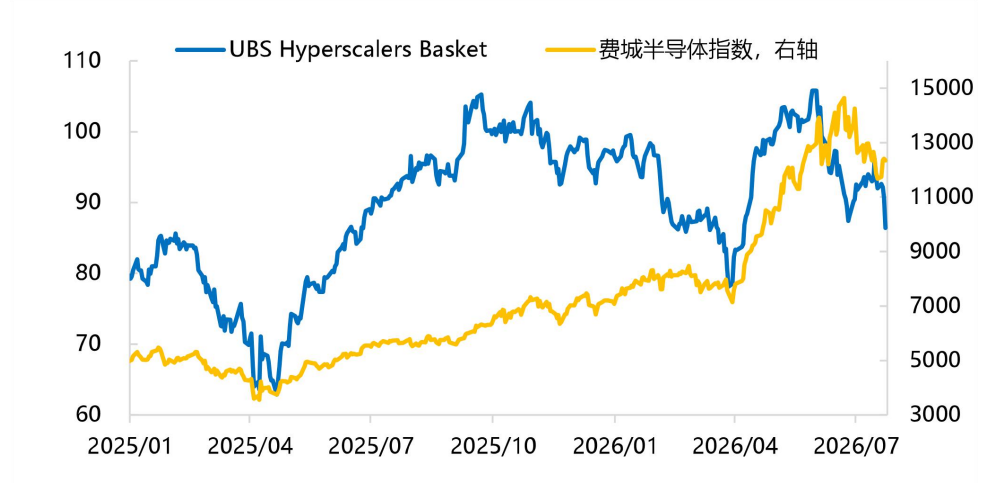
资料来源：FactSet（注：统计指标为固定资产投资现金流）

图 2: Hyperscaler 资本开支大部分用于计算和存储芯片投资



资料来源：FactSet（注：统计样本为谷歌、微软、亚马逊、META、甲骨文）

图 3：云厂商和费城半导体指数持续走弱



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

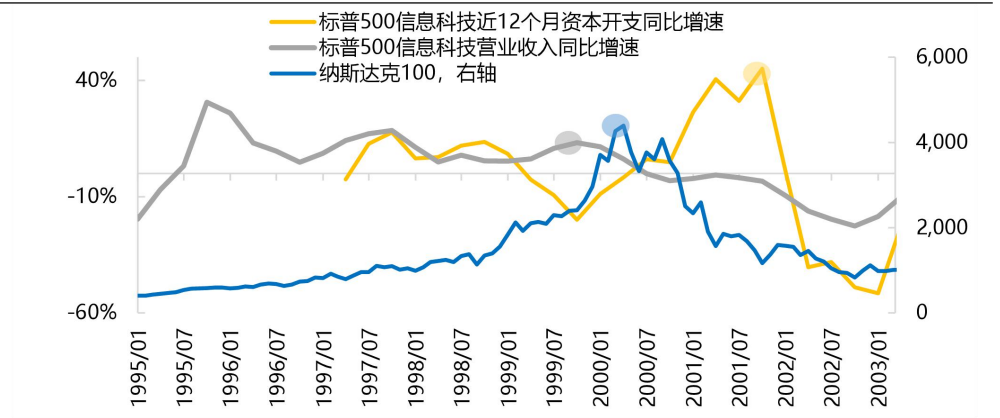
1、科网泡沫股价见顶前后的财务表现复盘

科网泡沫时期，Capex 同比增速并不是股价顶部的单一领先指标。1998-1999 年由于亚洲金融危机、半导体周期转弱以及俄债违约、LTCM 濒临破产等外生冲击带来的流动性挤压，科技资本开支同比增速回落，但反而导致供需缺口扩大，带来科技股利润的大幅增加。1999 年 Q4 标普 500 信息科技近 12 个月资本开支同比增速重新回升，同比增速顶部出现在 2001 年。这背后的原因可能在于科技股利润大幅增长后，市场对盈利增速的线性外推导致厂商重新扩大资本开支。而 1999 年底即出现了基本面顶部拐点，本轮资本开支扩张逐步脱离真实需求基本面。

自由现金流是相对可靠的领先指标，科网泡沫时期领先股价顶约 1 个季度。我们认为自由现金流能够更真实地映射行业供需格局的边际变化。鉴于景气上行期的激进资本扩张可能会阶段性压制企业现金流，在实际应用中，建议将自由现金流与需求端二阶导拐点（营收、盈利同比增速等）进行交叉验证。

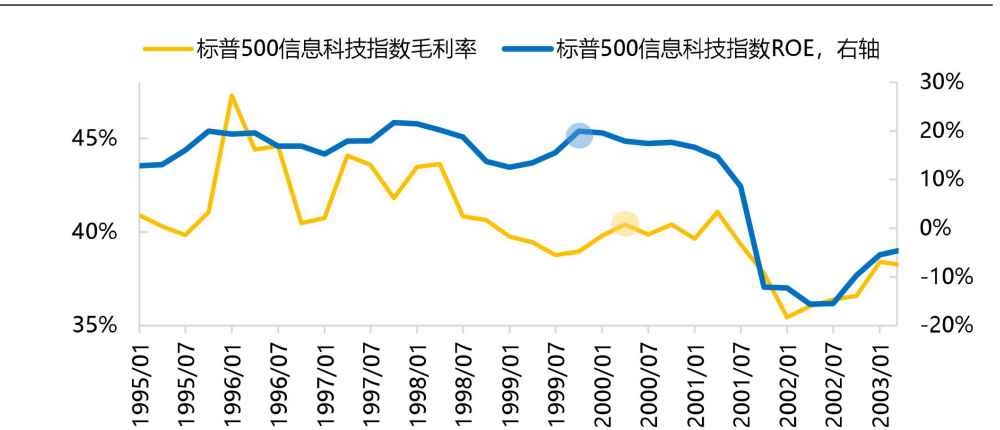
股价顶通常伴随着毛利率的走平或者下滑。行业毛利率的扩张停滞或趋势性回落，可能反映出行业景气度的实质性回落，可作为最终确认基本面与股价同步见顶的财务观测指标。

图 4：科网泡沫期间科技股资本开支同比增速见顶滞后于股价见顶



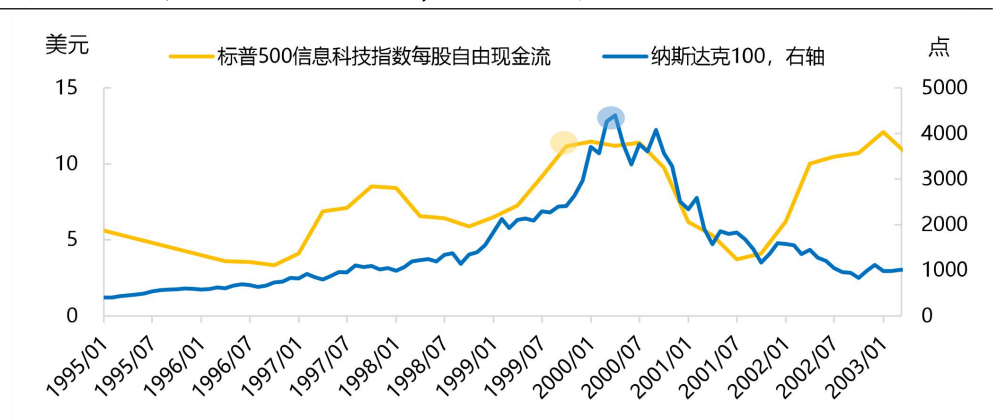
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 5：1999 年底美股科技股 ROE 见顶回落，2000 年 Q1 毛利率开始走平



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 6：1999 年 Q4 自由现金流见顶，略领先于科技股股价见顶



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

复盘 1999-2000 年科网泡沫时期重要财务指标变化，可以分为以下四个阶段：

1、1998 年 9 月-1999 年 9 月，外生冲击导致资本开支同比增速下滑，但需求仍在加速上行，供需错配矛盾显现。1998 年亚洲金融危机持续蔓延，加剧全球半导体供需失衡，叠加俄债违约、LTCM 濒临破产等冲击，全球金融市场动荡，企业集体推迟资本开支。但是互联网渗透率进一步提升，科技股营收同比增速也在提升，供需错配进一步加剧，科技股利润逐步回升，科网行情加速演进。

2、1999 年 Q3，标普 500 信息科技指数营收同比增速与 ROE 同时达到年内高点，阶段性见顶，需求端拐点出现，领先 2000 年 Q1 科技股股价见顶约 6 个月。宏观流动性宽松（1998 年三次降息的余温）和互联网渗透率提升的长期叙事让股价对基本面拐点的反应钝化了约 2 个季度，见顶前的最后一轮上涨行情主要由估值驱动。

3、1999 年 Q4-2001 年 Q3，Capex 同比增速重新回升，但需求端已经开始下行，自由现金流水平也于 1999 年 Q4 见顶。1999 年科技股利润快速增长后，企业可能按线性外推的渗透率/流量预期规划产能，资本开支同比增速开始重新上行，但是此时需求已经见顶下行，资本开支同比增速与营收同比增速表现背离，产能格局预期阶段性转弱。科技股自由现金流水平于 1999 年 Q4 见顶回落，领先股价见顶约 1 个季度。

4、2000 年 Q1，标普 500 科技指数毛利率开始走平，意味着供需错配开始松动，股价见顶。由于产能从“开支决策”到“投放产出”存在一定物理时滞（光纤铺设、晶圆厂建设等），标普 500 信息科技板块的资本开支同比增速在 2001 年才开始见顶放缓。但科技板块毛利率在 2000 年 Q1 已经开始走平，这也意味着供需错配开始松动，产品价格上行动能衰减，毛利率走平与股价见顶基本同步。

2、科网泡沫中终端应用见顶早于硬件设备

互联网不同环节企业股价见顶先后顺序并不相同，整体而言，运营商（世通、环球电讯、AT&T）和早期应用（Ebay）见顶最早，软件应用（亚马逊、微软）见顶要早于硬件设备商（英特尔、北电、思科）。

1、运营商个股于 1999 年上半年率先见顶。标普 500 电信服务指数的自由现金流在 1999-2001 年是持续下滑的，因此在 1999 年 6 月加息启动后，“借钱建网”模式的存续性率先被定价，运营商个股如环球电讯、AT&T 在 1999 年上半年即股价见顶。

2、下游应用软件（微软、亚马逊）于 1999 年底见顶。互联网下游应用是轻资产模式，作为直接面向消费者的终端，股价对于需求放缓比较敏感。由于 Y2K 采购前置提前透支 PC/软件周期以及行业层面互联网渗透率增长放缓，1999 年下半年，互联网应用端营收同比增速持续放缓，毛利率等指标也在走弱，股价于 1999 年见顶，且波动较大。

3、上游芯片、硬件设备股价见顶时间最晚，英特尔股价 2000 年 8 月见顶。硬件设备商收入或高度锚定运营商 Capex，由于资本开支有惯性，因此上游硬件基本面转弱时间更晚。思科股价于 2000 年 3 月见顶，英特尔到 2000 年 8 月股价才见顶。由于英特尔收入与 PC 消费周期相关（PC 销量 2001 年才负增长），而供给端由于 1998-1999 年行业投资不足导致持续偏紧，毛利率到 2000 年 Q3 之后才真正转弱，这也与 2000 年 9 月盈利预警导致的下跌时间接近。从领先指标看，英特尔的自由现金流在 1999 年 9 月见顶，依然提示了“缺货+扩产+订单积压”状态下供需格局实际变化，领先股价顶约 11 个月。s

图 7：科网泡沫期间指数和龙头个股财务指标见顶时间统计

	标普500信息科技	标普500电信服务	英特尔	北电	思科	EBAY	环球电讯	世通	AT&T	微软	亚马逊	平均值
营收同比增速见顶时间	1999/9/30	1999/12/31	2000/6/30	2000/3/31	2000/9/30	1999/9/30	1999/12/31	1999/3/31	2000/6/30	1999/6/30	1999/3/31	
资本开支同比增速见顶时间	2000/12/31	2000/6/30	2001/6/30	-	2000/12/31	-	-	1999/6/30	-	2000/3/31	1999/6/30	
自由现金流见顶时间	1999/12/31	1999/3/31	1999/9/30	2000/6/30	2000/3/31	持续改善	1999/3/31	1999/9/30	1999/9/30	持续改善	1999/3/31	
毛利率见顶时间	2000/9/30	2000/6/30	2000/9/30	-	1999/3/31	1999/3/31	-	-	2001/6/30	1999/6/30	1999/3/31	
股价见顶时间	2000/3/31	1999/11/30	2000/8/31	2000/8/31	2000/3/31	1999/4/30	1999/6/30	1999/3/31	1999/6/30	1999/12/31	1999/12/9	
营收同比领先股价见顶，月	-6	1	-2	-5	6	5	6	0	12	-6	-9	0.18
资本开支同比领先股价见顶，月	9	7	10	-	9	-	-	3	-	3	-6	5.00
自由现金流领先股价见顶，月	-3	-8	-11	-2	0	-	-3	6	3	-	-9	-3.00
毛利率领先股价见顶，月	6	7	1	-	-12	-1	-	-	24	-6	-9	1.25

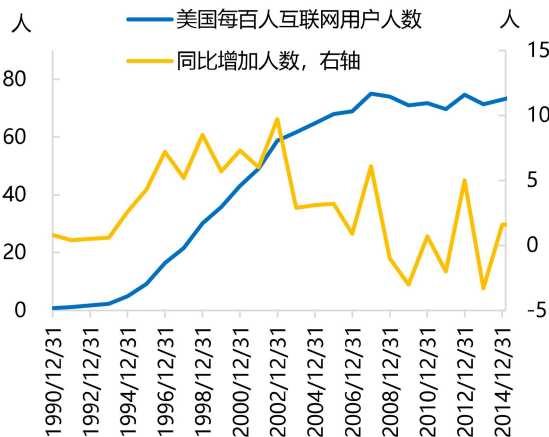
资料来源：Bloomberg、iFind、国海证券研究所（注：各财务指标统计区间为 1999Q1-2001Q4；股价取月末最后一天收盘价作为参考；亚马逊股价采用日度数据进行统计，亚马逊毛利率统计区间为 1999Q1-1999Q4）

3、当前 AI 行情或仍未出现过度投资的风险信号

1999 年 Q4 之后的资本开支滞后于需求回落，导致产能格局迅速恶化，在本轮 AI 科技行情当中，要判断是否出现投资过度风险，我们认为需要观测三方面的指标：**1、终端需求**：科网泡沫期间 1999-2000 年互联网渗透率增长边际放缓，而截至 2026/7/13, Token 调用量仍维持增长，终端需求并未显著放缓，截至 2026Q1 纳斯达克 100 的营收同比增速仍在回升，与资本开支同比增速未大幅背离。

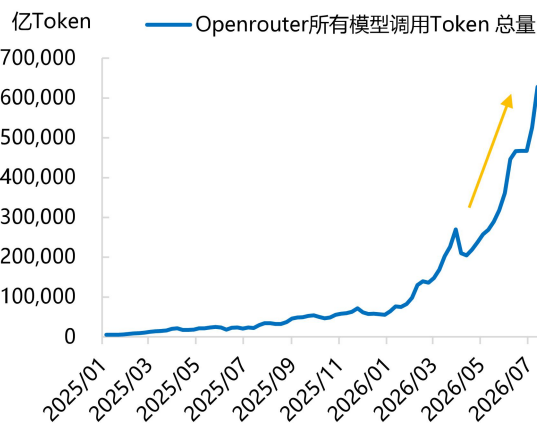
2、营收质量：截至 2026Q1 纳斯达克 100 毛利率维持 50%以上的高位，ROE 也录得 23.1%，仍处于 2023 年以来较高水平。总体而言当下可能仍未观察到显著的过度投资风险。资本开支同比增速的边际放缓可能更多是基数扩大后的结果，而非产能格局显著恶化的结果。

图 8：2000 年后互联网渗透率增长放缓



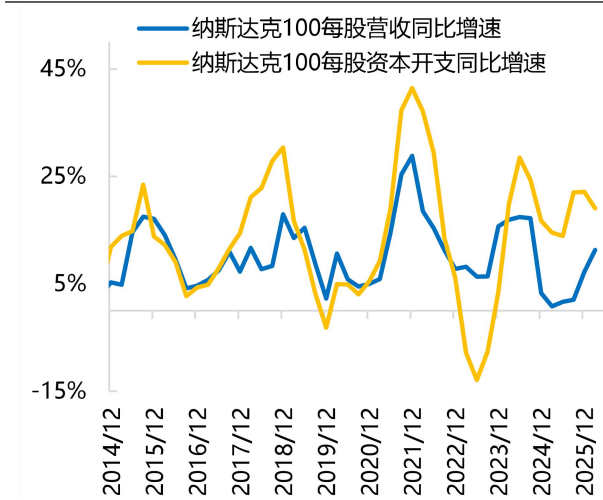
资料来源：iFind、国海证券研究所

图 9：Token 调用量仍未见明显降低



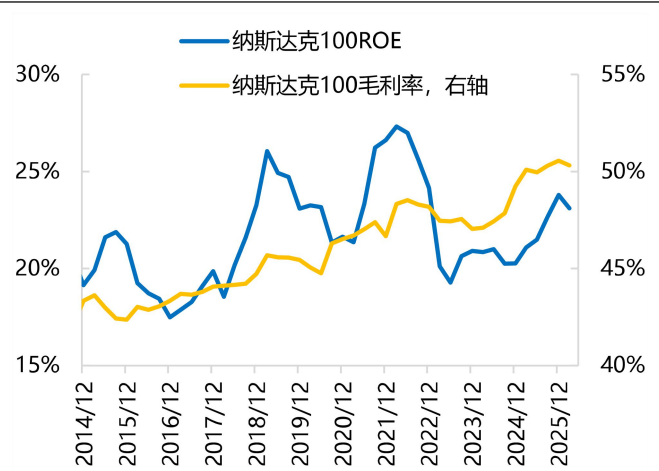
资料来源：Openrouter、国海证券研究所（注：统计时间截至 2026/7/13）

图 10：2025Q1 以来纳斯达克 100 营收同比增速快速上行



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所（注：为季度数据）

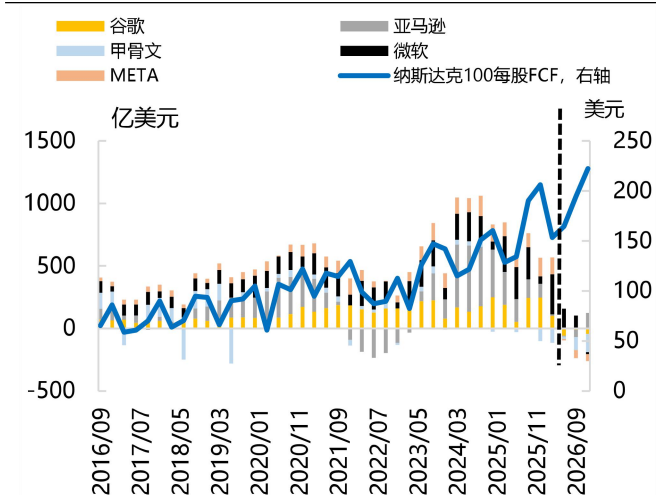
图 11：纳斯达克 100 毛利率和 ROE 仍然维持高位



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所（注：为季度数据）

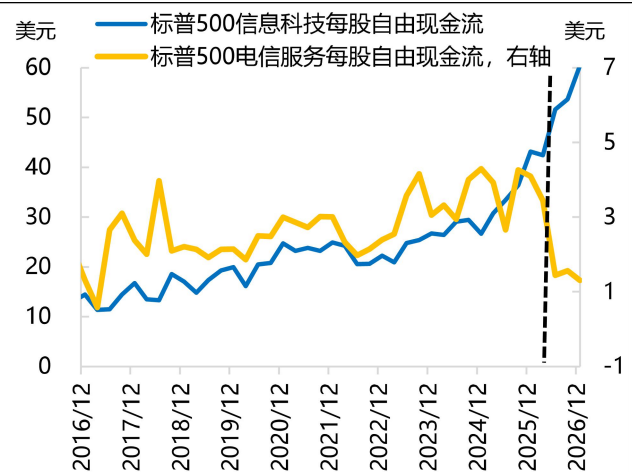
3、自由现金流：2026Q2 头部云厂商自由现金流已出现收紧迹象，但纳斯达克 100 指数每股 FCF 仍维持在相对高位，表明现金流紧张尚未在宽基指数层面广泛蔓延。在当下的行情演进中，具备充沛现金流的标的展现出更显著的配置性价比。展望后市，核心观测变量或在于“下游应用商业化变现对上游云厂商现金流的反哺机制”：若下游应用能够跑通全新的盈利模式，盈利能力的释放有望缓解云巨头的现金流压力；反之，若下游盈利迟迟无法兑现导致现金流持续承压，云厂商资本开支放缓的风险可能沿产业链传导，可能对整体 AI 产业链的景气度造成较大冲击。

图 12：云厂商现金流转紧，指数现金流仍维持高位



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所（注：指标采用季度 FCF，预测值为彭博一致预期）

图 13：信息和电信服务板块自由现金流背离



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所（注：预测值为彭博一致预期季度数据）

4、后续会如何回归成长主线

自今年6月下旬以来，中美科技股普遍出现调整，参考科网泡沫时期风格切换期间龙头个股的调整幅度，本轮调整在时间和幅度上或均已比较充分，后续调整空间可能有限。截至7月17日，美光、闪迪和中际旭创调整持续天数均已超过20天，下跌幅度分别达到30.0%、42.0%和29.1%，已高于科网泡沫时期平均调整幅度25.8%。

近期增量资金的重新净流入，表明市场抛压已得到阶段性释放，本轮回调或已逐步步入尾声。7月13日-7月22日当周A股ETF录得大量资金净流入，其中科创50净流入196.19亿元，创业板指净流入147.49亿元。

图 14：美股和 A 股科技龙头调整或已较为充分

公司	开始时间	结束时间	持续天数	下跌幅度
戴尔	1998/9/28	1998/10/8	10	-28.8%
思科	1998/9/25	1998/10/7	12	-34.0%
甲骨文	1999/3/29	1999/4/7	9	-24.8%
高通	1999/4/13	1999/4/19	6	-26.6%
甲骨文	2000/1/3	2000/1/6	3	-18.7%
高通	2000/1/3	2000/1/6	3	-21.9%
平均值			7	-25.8%
中位数			8	-25.7%
美光	2026/6/26	2026/7/17	21	-30.0%
闪迪	2026/6/26	2026/7/17	21	-42.0%
中际旭创	2026/6/23	2026/7/17	24	-29.1%

图 15：A 股双创 ETF 资金大幅净流入

宽基指数ETF	7/13-7/22资金净流入(亿元)
沪深300	399.84
中证1000	256.28
科创50	196.19
中证500	163.6
中证A500	161.94
创业板指	147.49
上证指数	100.25
上证50	61.62
创业板50	25.83
科创创业50	17.95

资料来源：Bloomberg、iFind、国海证券研究所

资料来源：Wind、国海证券研究所

7月中旬起美股进入二季度财报密集披露窗口，市场预期科技板块仍能维持高景气度，经济K型分化下传统周期行业业绩相对承压，科技股业绩若能验证盈利韧性，则有望成为市场情绪的关键转折点，推动风格重新回归成长主线。

图 16：市场预期 2026Q2 美股财报半导体、能源、发电厂商和硬件设备 EPS 同比增速领先

	半导体	能源	发电厂商	硬件与设备	原材料	标普500	金融	电信服务	软件与服务	电力公用事业	工业	媒体与娱乐	必需消费	可选消费	房地产	医疗保健
2026Q2 E	137.8%	127.0%	51.6%	39.8%	37.5%	24.7%	19.8%	18.2%	12.3%	9.6%	8.3%	5.9%	4.5%	4.2%	3.7%	-17.7%
2026Q1	90.8%	1.3%	160.4%	35.6%	29.1%	26.2%	21.7%	10.3%	20.1%	8.2%	10.4%	59.6%	5.6%	36.2%	6.9%	-4.3%
2025Q4	54.5%	2.0%	-7.5%	20.8%	24.1%	12.9%	10.3%	26.5%	22.9%	2.8%	13.5%	17.3%	2.7%	54.4%	-0.6%	0.5%
2025Q3	57.2%	-3.8%	7.3%	13.9%	12.0%	15.2%	21.7%	-4.0%	19.3%	12.7%	14.9%	19.6%	0.7%	7.1%	2.0%	4.8%
2025Q2	37.5%	-22.9%	-3.6%	14.2%	-1.8%	8.7%	8.6%	3.3%	18.4%	-1.9%	-0.6%	29.2%	0.7%	2.9%	3.2%	7.8%
2025Q1	41.1%	-18.8%	2.0%	9.2%	-4.7%	13.4%	3.6%	2.8%	11.9%	14.0%	11.4%	37.1%	-5.8%	6.7%	-0.9%	47.1%
2024Q4	42.0%	-30.5%	84.0%	12.8%	4.1%	13.1%	22.3%	6.6%	11.1%	-0.6%	-3.6%	36.5%	-13.1%	-22.2%	5.7%	14.4%
2024Q3	33.5%	-26.4%	-28.4%	13.2%	-8.5%	7.4%	6.8%	0.6%	9.0%	5.2%	-9.2%	32.9%	3.9%	11.5%	4.0%	15.3%

资料来源：Bloomberg、国海证券研究所（注：2026Q2 数据为彭博一致预期，统计指标为 EPS 同比增速）

图 17：7-8 月美股财报日历

7-8月美股财报日历					
	周一	周二	周三	周四	周五
7月	13	14 ASML 摩根大通 美国银行 高盛 富国银行 花旗	15 摩根士丹利 贝莱德	16 台积电 通用电气 Netflix	17
	20	21	22 谷歌 特斯拉 ServiceNow	23 英特尔 黑石 洛克希德·马丁	24
	27	28 Visa 可口可乐 Bloom Energy	29 微软 META 海力士 ARM 高通	30 苹果 亚马逊 三星	31 埃克森美孚 雪佛龙
8月	3 Palantir	4 AMD Spotify 超微电脑	5 闪迪 西部数据 AppLovin	6 SpaceX CoreWeave 应用光电	7 伯克希尔
	10	11 Lumentum	12 思科	13 应用材料 阿里巴巴 京东	14 Coherent
	17	18	19	20	21 百度
	24	25	26 英伟达	27	28

注：表中标注日期均为美东时间

资料来源：SeekingAlpha、国海证券研究所

5、风险提示

历史比较法的局限性：历史环境与当前环境存在差异，过往经验对比可能存在局限性风险，历史情形仅供研究参考，不能代表未来；

部分数据发布更新频率较慢难以反映最新现状：历史数据仅供参考，部分数据更新频率较低，早期历史数据存在个别缺失值等，可能较难反映最新现状；

美国货币政策超预期紧缩：美国关税、货币等政策仍存在较大的不确定性，可能导致相关假设及结论存在偏差；

通胀显著超预期：通胀超预期波动可能对政策节奏以及经济活动等形成扰动；

AI 产业进展不及预期：若后续应用侧无法实现可持续的商业闭环，将导致资本开支意愿减弱，AI 产业链景气度存在回落风险；

全球宏观不确定性加剧：地缘政治波动风险、政策不及预期风险、宏观经济波动风险；

美股财报不及预期：受美股财报不及预期，市场风险偏好可能会进一步降低，导致本轮风格切换持续时间超预期，美股波动加大。

【策略研究小组介绍】

赵阳，国海证券研究所策略组首席分析师，9年策略研究经验，伯明翰大学货币银行金融硕士，南开大学金融学与行政管理双学士，2023-2024年新财富最佳分析师第1名、2022年新财富最佳分析师第3名、2021年新财富最佳分析师第2名团队核心成员。先后在广发证券、天风证券研究所从事策略研究。擅长行业轮动与市场情绪研究，在大势研判、风格和行业比较、组合构建等方面有独创研究。

李畅，策略分析师，华东师范大学世界经济硕士，侧重A股策略、大类风格、行业比较等研究。

袁野，策略分析师，香港大学硕士，侧重美股、美债、港股等海外市场研究。

周佳慧，策略研究助理，上海财经大学硕士，侧重海外宏观、产业链映射研究。

【分析师承诺】

赵阳，李畅，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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，请公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司的证券研究报告。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。