下载日志已记录，仅供内部参考

华泰证券 HUATAI SECURITIES

全球 1.2 万家公司，何为真 AI？——产业链新坐标、轮动规律与中美格局

华泰研究

2026 年 9 月 08 日 | 中国内地　　专题研究

李雨婕　研究员
SAC No. S0570525050001　liyujie@htsc.com
SFC No. BRG962　+(852) 3658 6000

黄乐平，PhD　研究员
SAC No. S0570521050001　leping.huang@htsc.com
SFC No. AUZ066　+(852) 3658 6000

方正韬*　研究员
SAC No. S0570524060001　fangzhengtao@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

王伟光*　研究员
SAC No. S0570523040001　wangweiguang@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

于可熠　研究员
SAC No. S0570525030001　yukeyi@htsc.com
SFC No. BVF938　+(86) 21 2897 2228

杨跃峰*　联系人
SAC No. S0570126080054　yangyuefeng@htsc.com

核心结论

AI 行情从科技延伸至基建，涉及全球诸多产业链，传统行业分类已难以承载。我们重构了一套适配 AI 研究的分层体系，并得出三组结论：产业链内部的轮动由各层级预期盈利增长率的拐点决定，而并非产业链位置或相对估值，据此外推，半导体 IP 与设备、AI 服务器硬件、数据中心基建、AI 软件与安全未来数月或相对占优；地区格局收敛于中美两极，各有优势，又相互关联；中国 A 股和港股的 AI 公司可以分为海外链和国产链，切换取决于海外 Capex 与国产进展的相对节奏。最后，我们横跨全球挑选头部公司，组成 AI 全产业链篮子，供投资者选股参考。

利其器：横跨全产业链、多国家和地区的 AI 研究图谱

我们从全球 12,375 只个股中逐一核实主营构成，筛出 1,137 家 AI 公司，按价值创造环节而非传统行业归属，重构为 9 个一级、29 个二级的分层体系，覆盖八个主要市场。九个一级层级自上游的 L1 半导体 IP 与设备、L3 AI 算力芯片，至中游的 L5 数据中心基建，再到下游的 L7 AI 软件与安全。**这一体系把散落在各行业中的 AI 资产置于同一框架，同层公司得以聚合为可整体观察的资产，层与层之间也有了统一的比较基准。产业链的联动关系由此可被量化检验，各环节跨市场可替代与否的边界也得以区分。**

行业轮动：领涨环节或由预期盈利增速的拐点决定

我们认为轮动方向既不取决于产业链位置，也不取决于估值高低。云厂商资本开支确实沿产业链逐层落地，但这一先后次序主要存在于实际营收，在股价所定价的盈利预期上不显著：Capex 指引一经上修，各层预期 EPS 同期同向调整，差别只在幅度。估值高切低同样不明显，2026 年以来涨幅越高的层级预期 PE 反而越低，高涨幅与低 PE 同为盈利上修的结果。

真正有效的变量是预期盈利增长率（第二个未来 12 个月预期 EPS/未来 12 个月预期 EPS-1），其高低对应产业链上供需缺口的位置，拐点则指示缺口的转移，也即领涨环节的切换。某环节产能吃紧时，远期盈利的上修幅度大于当期，增长率随之抬升，该环节领涨；产能释放后增长率掉头，领涨地位向下一个缺口所在的环节让渡。**据此外推，当前 Factset 预期盈利增长率持续上行且处于高位的是半导体 IP 与设备、AI 服务器硬件，6 月以来触底回升的是数据中心基建、AI 软件与安全，这四层在未来数月或相对占优。**

跨地区格局：全球布局与核心资产分布

AI 产业链上，具备全栈式布局能力的只有中美两个经济体，各有优势又相互依存。中国在 EDA 工具、先进算力芯片与 HBM 存储上仍待完善，可定向突破，需要以时间换空间；美国的不足主要在制造与组装产能，重建整条制造链以十年计。**两极相互依存的格局在可见期内仍将维持，但自我发展也会持续加码。**两极之外，日韩欧与中国台湾各自嵌入美系链条的一到两个环节。

中国 AI 产业：海外链与国产链的双链格局

中国的 AI 资产由需求来源不同的两条链构成。1）海外链：承接北美云厂商资本开支，盈利可由海外 Capex 直接跟踪，确定性更强，中期与全球 AI 硬件同步且弹性更大，短期则随中国资产的风险偏好阶段性偏离海外景气。**2）国产链：**由国产模型与芯片的自身进展驱动，行情始于能力重估，能否延续取决于订单与盈利的持续性。

风险提示：AI 进展不及预期风险，历史数据拟合的模型失效风险，地缘政治与产业政策变化风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

引言 4

利其器：横跨全产业链、多国家和地区的研究图谱 5

全环节 AI 产业链图谱 5

不同国家地区占据优势环节迥异 6

行业轮动：AI 产业链内部的轮动规律与领涨线索 8

全球 AI 产业链的轮动复盘 8

轮动的驱动因素：或不是产业链位置和估值高低，而是盈利预期变化 10

产业链位置决定 Capex 的分配次序，但未必决定股价的轮动次序 10

轮动并非一定从高估值环节切向低估值环节 12

轮动次序取决于预期盈利增长率的拐点 14

跨市场比较：AI 产业链的全球布局与核心资产分布 16

全球 AI 产业链强在中美两极，又互相依存 16

静态视角：AI 产业链收敛于中美两极，而非互联网时代的多极分工 16

动态视角：中美 AI 的发展模式和发展阶段并不相同 17

相互依存视角：中美 AI 产业链各有优势又相互依存 19

跨地区对比：各地区轮动也因产业链轮动触发 20

超额收益与盈利兑现：各地区的超额涨幅均有盈利支撑 20

估值检验：各地区估值整体都不算贵 21

中国 AI 产业：海外链与国产链的双链格局 22

海外链同时交易海外云厂商资本开支与中国供应链 Alpha 22

国产链的核心驱动力来自国产 AI 能力边界与国产化率的重估 24

华泰全球 AI 龙头指数 25

风险提示 28

图表目录

图表 1： 2023 年以来，全球 AI 指数显著跑赢全球指数 4

图表 2： 2023 年以来，全球 AI 指数的市值占比持续上升 4

图表 3： 全球 AI 产业链 9 个一级行业、29 个二级行业全景一览 6

图表 4： 广度、成熟度与比较优势看六大市场的产业链站位 7

图表 5： 全球 AI 指数的走势可分为 5 个阶段，每个阶段的轮动板块存在差异 9

图表 6： 2024 年以来，中国 AI 产业链与全球 AI 产业链的轮动方向大致相同 9

图表 7： Capex 向各层级营收传导的顺序图谱：各层级滞后月数与相关性 11

图表 8： 但 AI 硬件各环节的股价同涨同跌，最佳相关性均出现在同期，营收上的先后次序完全消失 11

图表 9： 2026 年上半年领涨的 L2、L3 估值反而最低 13

图表 10： 更远期的普遍收敛，原因在于越远期的盈利预期越高 13

图表 11： 低估值是盈利上修的结果，估值高低只是盈利预期的映射，不构成轮动的解释 13

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 12： 各层相对估值排序长期稳定，2026 年以后估值分化进一步扩大而非收敛 13
图表 13： 截至 6 月 30 日，五大云厂商的 Capex 占经营现金流的 97% 13
图表 14： 截至 6 月 30 日，五大云厂商的 Capex 占总营收的 37% 13
图表 15： L4 AI 服务器硬件的超额盈利预期增长率在 2025 年 4 月以来大幅上升，L4 自此大幅跑赢 AI 整体 14
图表 16： L2 晶圆制造的超额盈利预期增长率在 2025 年底止跌，L2 在 2026 年上半年领涨 14
图表 17： L3 AI 算力芯片的超额盈利预期增长率在 2026 年 6 月底见顶回落，2026 年 7 月至今跑输 AI 整体 15
图表 18： L7 AI 软件与安全的超额盈利预期增长率在 2026 年 6 月底止跌，2026 年 7 月至今跑赢 AI 整体 15
图表 19： L1 半导体 IP 与设备、L4 AI 服务器硬件的超额增长率持续上行且仍在高位 15
图表 20： L5 数据中心基建、L7 AI 软件与安全的超额增长率 6 月以来止跌回升，仍需观察持续性 15
图表 21： 中国 AI 是独立于美国 AI 的另一条主线，日韩欧与中国台湾依附于美系 AI 产业链 17
图表 22： 中美发展模式差异是中国 Capex 绝对值低于美国的原因 18
图表 23： 中国的 Capex 同比在 DeepSeek-R1 问世后大幅上升 18
图表 24： 中国 AI 链的营收 TTM 同比增速高于美国 18
图表 25： 2025 年以来中国 AI 产业链的流通市值同比增速高于美国 18
图表 26： AI 产业的盈利增速上，中国与美国尚有差距 19
图表 27： AI 产业的预期 EPS 同比增速上，中国与美国的差距尚待收窄 19
图表 28： 中美 AI 产业链的待发展环节 20
图表 29： 各地区 AI 的超额涨幅由其优势产业所处位置决定 21
图表 30： 各地区 AI 产业的超额涨幅均有盈利支撑 21
图表 31： 除中国台湾外，各地区的未来 12 个月预期 PE 仍处合理水平 22
图表 32： 各地区 AI 产业均有远期估值收敛 22
图表 33： 增速调整后，各地区 AI 产业的估值水平均处历史较低区间 22
图表 34： PB 差异可被 ROE 解释 22
图表 35： 海外链长期跟随全球 AI 景气，但弹性更大 23
图表 36： 海外链与全球 AI 产业链的硬件环节高度相关 23
图表 37： 海外链的海外基本面锚相对稳定，中国资产的风险偏好驱动短期股价偏离 24
图表 38： 中国海外链的盈利可见度更高 24
图表 39： 中国国产链由产业突破驱动预期重估，持续行情仍需订单与盈利接力 24
图表 40： 华泰全球 AI 龙头指数大幅跑赢全球权益市场 25
图表 41： 华泰全球 AI 龙头指数跑赢全球 AI 全样本 25
图表 42： 华泰全球 AI 龙头指数成分股列表（按 L1 至 L9 环节排序，前 72 位） 26
图表 43： 华泰全球 AI 龙头指数成分股列表（按 L1 至 L9 环节排序，73 位及以后） 27

下载日志已记录，仅供内部参考

引言

2023 年以来，AI 行情演绎的速度超过以往任何一轮科技周期，覆盖了全球多地区多条产业链。AI 产业涉及的环节从芯片一路延伸至电力甚至基础设施，涉及的市场也从中美扩散至日韩、欧洲乃至东南亚，且这条边界仍在持续外推。行情铺得越开，全局视角的价值就越高：只有厘清 AI 产业由哪些环节组成、每个环节握在谁手里，才谈得上牵一发而动全身的选股与轮动判断。**为此，我们从全球上万只个股中逐一核实主营构成，按价值创造环节而非传统行业归属重新归类，搭建起一张纵贯全环节、横跨全地区的 AI 产业链图谱。**

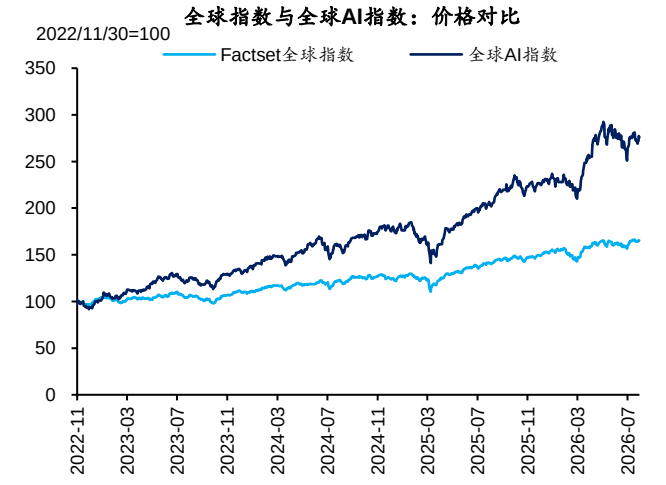
AI 产业链图谱的第一重用处，是把散落在各个行业上的 AI 资产置于同一个框架。一条 AI 产业链上，既有半导体和电子，也有电力设备、工程建筑、软件和医疗，这些公司在传统分类下分属完全不同的行业，研究上彼此少有交集，也缺少可以并列比较的口径。图谱把所有 AI 相关公司按其在产业链上的位置重新分门别类，同一层内的公司得以聚合成可整体观察的资产，不同层之间也有了统一的比较基准。

AI 产业链图谱的第二重用处，是把产业链的联动关系变成可以验证、可以调用的东西。云厂商的 Capex 以怎样的次序和时滞沉淀为各环节的营收？基本面上的传导次序，是否同样决定了股价的先后与弹性？当某一环节的景气出现边际变化，是沿链条整体扩散，还是集中兑现在少数环节？这些问题在单一行业的视角下无从回答，因为答案往往涉及多个行业。有了这张图谱和对应的股票篮子，链条上任意一环出现变化，同类公司与上下游都能即刻定位，联动关系也第一次可以被量化检验，而不必停留在经验判断。

AI 产业链图谱的第三重用处在地区维度，即区分哪些环节可以在市场之间相互替代，哪些环节无可替代。全球 AI 产业链的分工已相当清晰：有些环节在多个市场都能找到可比公司，有些环节则由少数地区占据主导地位。前者可以横向比价、配对多空交易，也可以在一个市场的行情里提前找到另一个市场的映射；后者无从替代，是全球组合中真正稀缺的那部分底仓。可替代的环节决定交易的灵活度，不可替代的环节决定组合的下限，二者的区分是跨市场配置的起点。

本文正是在这张图谱之上展开的，依次回答四个问题：第一，全球 AI 产业链由哪些环节构成，各地区分别占据了什么位置；第二，产业链各环节的轮动遵循怎样的规律，下一轮领涨的环节应当如何寻找；第三，全球格局为何收敛于中美两极，各地区的超额收益、盈利与估值如何；第四，中国 AI 产业的海外链与国产链之间如何切换。

图表1：2023 年以来，全球 AI 指数显著跑赢全球指数



注：全球 AI 指数包括全球 1137 只 AI 相关股票，构建方式为流通市值加权
资料来源：FactSet，华泰研究

图表2：2023 年以来，全球 AI 指数的市值占比持续上升



注：全球 AI 指数包括全球 1137 只 AI 相关股票，构建方式为流通市值加权
资料来源：FactSet，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

利其器：横跨全产业链、多国家和地区的研究图谱

2023 年至今，AI 主题交易扩散的产业链环节和地区越来越多，拥有一个全环节图谱的必要性也随之上升。只有弄清楚 AI 产业链由哪些环节构成，以及这些环节掌握在谁手里，才能形成从产业变化推演到资产配置的完整框架，并为理解行业轮动提供基础。为此，本文中我们从全球上万只个股中逐一核实业务构成，筛选出 1,137 家 AI 相关公司，并按 AI 产业的价值创造环节重构了一套有别于传统行业分类，专门适配 AI 研究的 9 个一级、29 个二级行业的两级分类体系。

全环节 AI 产业链图谱

AI 产业链在全球各地区禀赋各异，我们覆盖了全球八个股票市场，从上万上市公司中筛选出千余构成 AI 股票池。样本覆盖美国、中国 A 股、中国港股、中国台湾、日本、韩国、欧洲、马来西亚等主要市场，我们在 12,375 只个股中逐一核实各公司的实际业务构成、收入结构及其在 AI 产业链中的具体位置，最终筛选出 1,137 家 AI 相关上市公司，筛选比例约为 9.2%，这一公司池构成本报告全部后续分析的基础样本。

我们构建了符合市场研究习惯的 AI 研究专用分类体系，包括 9 个一级行业和 29 个二级行业，并据此对上述公司进行归类。体系采用两级编码：L1-L9 为九个一级行业，对应 AI 产业链上九个功能完整的价值创造环节，从 L1 半导体 IP 与设备、L2 晶圆制造，到 L3 AI 算力芯片、L4 AI 服务器硬件、L5 数据中心基建，再到 L6 AI 模型与数据、L7 AI 软件与安全、L8 云与算力服务，最终落至 L9 AI 应用与终端。9 个一级行业之下再设 29 个二级行业节点，编码为 L1.1、L1.2 等形式，共同构成一套完整覆盖 AI 产业链全部环节的两级分类体系。

九层结构可归并为五个逻辑阶段：工具与产能（L1-L2）、芯片到算力系统（L3-L4）、数据中心（L5）、模型、云厂商和软件（L6-L8）、AI 应用与终端（L9）。

- **工具与产能阶段（L1-L2，共 295 家）：**回答的是芯片如何被生产出来，L1 提供设计所需的工具与 IP 授权，L2 把设计变成芯片实体，二者是整条链条的起点。

- **芯片到算力系统阶段（L3-L4，共 333 家）：**回答的是芯片怎么变成能用的算力系统，L3 提供加速芯片、存储等核心元器件，L4 把这些元器件组装为服务器整机，是九层中公司数量最多的区间，这一阶段可独立进入的细分环节最为丰富。

- **数据中心阶段（L5，共 174 家）：**回答的是算力系统装在哪里、用什么资源，涵盖数据中心的场地建设与电力供给，是横跨地产与能源两类资产属性的层级。

- **模型、云厂商和软件阶段（L6-L8，共 246 家）：**回答的是 AI 能力从哪里产生、又如何被交付给最终使用者，L6 提供基础模型与训练数据这类 AI 能力生成所需的核心投入，L7 提供企业接入和使用 AI 能力所需的软件工具与安全保障，L8 提供承载和对外输出算力资源的云端渠道，三者共同构成 AI 能力从研发生产到对外交付的完整链路。

- **AI 应用与终端阶段（L9，共 147 家）：**回答的是 AI 能力最终以什么形式被终端用户使用，是价值链的终点。涵盖 AI 手机、AI PC 等智能终端设备，机器人与自动驾驶等具身智能场景，以及手术机器人、AI 辅助诊断等医疗健康场景，AI 能力在这一层从后台能力转化为用户可直接接触、使用的具体产品与服务。

此处需要额外说明，在 L7 AI 软件与安全、L9 AI 应用与终端这两个最易泛化的层级，我们采用相对严格的口径，仅纳入以 AI 应用为主营业务、或能直接证明 AI 与主营业务增长相关的公司。那些只把 AI 作为内部效率工具而未体现在收入结构中的企业不予纳入。此外，同一家公司可以分属不同的 AI 一级行业和 AI 二级行业，因此各层级公司数相加大于 AI 产业链总数。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表3：全球 AI 产业链 9 个一级行业、29 个二级行业全景一览

行业		中文名称	公司总数	赫芬达尔指数(HHI)	代表公司	简介
L1		半导体IP与设备指数	140			半导体设计所需的EDA工具与IP授权环节，为芯片设计提供底层工具与技术授权基础
	L1.1	EDA与IP指数	23	2082	ARM、Cadence	数字模拟电路设计、验证与处理器架构授权，是芯片设计流程的起点环节
	L1.2	晶圆前道设备指数	68	1439	阿斯麦	光刻、刻蚀、薄膜沉积等晶圆制造前道核心设备，覆盖设备种类最多
	L1.3	先进封装设备指数	29	2864	Disco、ASMPT	先进封装工艺所需的键合、减薄、TSV等专用设备，服务于多芯片堆叠封装需求
	L1.4	半导体测试设备指数	38	1556	Advantest、Teradyne	芯片制造完成后的功能与性能检测、老化测试设备
L2		晶圆制造指数	155			将设计与原材料转化为芯片实体的制造环节，涵盖晶圆材料、代工与封测
	L2.1	晶圆材料指数	80	1043	信越化学、SUMCO	硅片、光刻胶、电子特气等晶圆制造所需的耗材与原材料
	L2.2	代工与封装指数	41	2903	台积电、中芯国际	先进逻辑代工、成熟制程代工与先进封装产能，是芯片制造的核心产出环节
	L2.3	封测代工指数	39	1620	Amkor、ASE	独立于晶圆代工厂之外的第三方封装测试代工服务
L3		AI算力芯片指数	125			算力芯片及配套核心元器件，涵盖加速芯片、存储与电源模拟等核心组件
	L3.1	AI加速芯片指数	29	4416	英伟达、博通	用于AI训练与推理的加速芯片，包括通用与专用架构
	L3.2	服务器芯片指数	27	2338	英特尔、AMD	服务器CPU、DPU等辅助计算与网络处理芯片
	L3.3	AI存储指数	28	1803	海力士、三星电子、美光	高带宽内存及DRAM/NAND等存储器件
	L3.4	电源模拟芯片指数	49	1141	德州仪器、英飞凌	芯片供电、功率转换与时钟同步等配套器件
L4		AI服务器硬件指数	208			将芯片组装为可交付服务器整机的环节，涵盖电路板、互联、整机与散热
	L4.1	PCB与载板指数	63	554	Unimicron、沪电股份	承载芯片与封装的电路板及基板材料
	L4.2	光模块指数	43	1311	Coherent、中际旭创	服务器间高速光通信收发模块及相关组件
	L4.3	网络互联指数	42	1332	Cisco、安费诺	交换机、网卡等服务器间网络连接设备
	L4.4	服务器整机指数	42	783	戴尔、HPE、超微电脑	服务器整机组装与机柜级系统集成
	L4.5	散热与液冷指数	33	992	Vertiv、英维克	服务器散热用液冷与风冷系统及配套设备
L5		数据中心基建指数	174			数据中心物理场所建设与电力供给保障环节
	L5.1	数据中心地产与建设指数	54	645	Equinix、万国数据	数据中心的开发、持有、出租及工程建设服务
	L5.2	电力设备指数	55	701	Eaton、GE Vernova	数据中心配套的发电、输配电及电力分配设备
	L5.3	电力供给指数	66	282	NextEra Energy，长江电力	上游发电与供电环节，涵盖多种能源类型
L6		AI模型与数据指数	55			支撑AI模型训练所需的模型能力与训练数据
	L6.1	基础模型指数	26	2270	微软（OpenAI）、阿里巴巴	基础大模型的研发与训练
	L6.2	AI训练数据指数	29	1148	News Corp、海天瑞声	模型训练所需的数据授权与标注服务
L7		AI软件与安全指数	150			AI能力在企业场景落地所需的软件与安全保障
	L7.1	IT集成与渠道指数	39	1563	埃森哲、IBM	面向企业的系统集成、部署咨询与渠道分销服务
	L7.2	企业AI软件指数	78	904	Palantir、Salesforce	面向企业的数据管理与AI智能化软件
	L7.3	网络安全指数	33	2314	CrowdStrike、Fortinet	网络安全防护与合规保障服务
L8		云与算力服务指数	41			提供算力资源分发的云服务环节
	L8.1	超大规模云指数	11	2197	微软、亚马逊、谷歌、Meta	自建算力支撑自身AI业务运营的云服务商
	L8.2	新兴云与边缘云指数	30	1451	CoreWeave、Cloudflare	面向细分场景的算力租赁与边缘推理服务商
L9		AI应用与终端指数	147			AI能力在终端设备与垂直场景中的应用落地
	L9.1	AI终端指数	38	7826	苹果、惠普、小米集团	AI能力集成于消费电子终端产品
	L9.2	具身智能指数	68	4406	特斯拉、发那科	机器人及自动化系统中的AI感知与决策应用
	L9.3	AI医疗指数	46	1125	Intuitive Surgical	医疗与生命科学领域的AI应用

注：本研究从全球12,375支上市股票的初始样本中，按照AI产业链价值创造逻辑筛选出1,137家AI相关公司，纳入L1-L9九层分类体系。同一家公司的业务可能横跨多个一级或二级行业节点
赫芬达尔指数（HHI）用于衡量各二级行业内部的市值集中度，计算方式为该行业内各公司流通市值占行业总流通市值比重的平方和×10000进行标准化，数值越高代表集中度越高。红色（HHI<1500）：市场竞争充分，参与者较为分散；黄色（1500≤HHI<2500）：中度集中，存在一定数量的主导型公司；绿色（HHI≥2500）：高度集中，行业市值明显集中于少数龙头公司

注：本表格中涉及的未上市/未覆盖个股，系客观信息整理，不代表团队对该公司推荐/覆盖；每家公司根据其实际业务可以横跨多个一级或二级行业节点归类，节点公司数之和因此大于去重后的公司总数，数据截至 8 月 30 日。

资料来源：FactSet，华泰研究

不同国家地区占据优势环节迥异

各市场的产业链站位由不同性质的护城河决定，美国凭数据、算法与生态的复合壁垒在模型、软件、云服务三层建立优势，中国布局最全但整体仍处数量优势向市值优势兑现的过程中，中国台湾、韩国、日本、欧洲、马来西亚则各自依托重资产壁垒、技术垄断或资本外溢承接，占据一到两个关键环节。

我们从三个维度拆解各地区在产业链上的真实站位，数据均截至 8 月 30 日。**1）公司数量占比**，衡量有没有布局，反映一个地区在某一层是否具备参与的广度；**2）市值占比**，衡量发展到什么程度，反映一个地区在某一层的公司是否已成长为具备定价权的龙头；**3）比较优势指数**，衡量相对自身哪层更强，计算方式是某地区在某层的市值占比除以该地区在全产业链的总体市值占比，数值大于 100%代表这一层是该地区的相对优势领域。**三个维度分别对应广度、成熟度与相对优势，叠加起来看才能还原一个地区真实的产业链站位。**

下载日志已记录，仅供内部参考

从公司数量看，中美能做到全产业链布局，且中国的布局比美国更完整。中国九层里七层公司数量占比超过或持平美国，整体是一张覆盖设计、制造、硬件、模型、应用的全栈式版图。美国反而有两处明显缺口：晶圆制造只有 8%的公司参与，服务器硬件 19%同样偏低，这两处缺口是美国过去二十年把制造外包给亚洲的分工惯性在股票池里的直接投影。

从市值分布看，美国产业链的整体成熟度显著领先，中国仍处数量优势向市值优势兑现的过程中。美国每一层往往只需少数几家龙头公司即可占据主要定价权，不依赖公司数量的广度，产业链相对成熟。中国的成熟度暂时低于美国，公司数量占比 37%对应市值占比 9%，目前仍处于数量优势向市值优势兑现的过程中；但中国的 L4 服务器硬件是明显的例外，市值占比 31%，是中国九层产业链中最高的，成熟度已明显领先其余各层。

从比较优势看，六个地区的优势各自建立在不同性质的护城河上，有的靠技术垄断，有的靠重资产壁垒，有的靠供应链组织能力，三种壁垒的可复制难度不同，也决定了各自优势的稳固程度不同。L1 半导体 IP 与设备被欧美日共同主导，靠的是技术壁垒型资产；L2 晶圆制造由中国台湾和韩国主导，靠的是重资产长周期壁垒。L4 服务器硬件、L5 数据中心基建是中国的优势区间，靠的是供应链效率与工程执行力。L3 算力芯片美国占有优势，但 HBM 存储环节仍由韩国把控，是美国唯一让渡出去的关键一环。L6 至 L8 美国优势较强，是数据、算法、生态的复合壁垒。马来西亚的优势集中在 L5 数据中心基建，靠电力、土地承接资本外溢，属外生优势，稳定性最弱。

图表4： 广度、成熟度与比较优势看六大市场的产业链站位

行业	公司数量	各市场公司数量占比						
		美国	中国A股+中国港股	中国台湾	日本	韩国	欧洲	马来西亚
总体：全球AI产业链	1137	30%	37%	8%	11%	7%	6%	1%
L1 半导体IP与设备	140	21%	21%	9%	21%	17%	9%	1%
L2 晶圆制造	155	8%	27%	18%	25%	15%	4%	2%
L3 AI算力芯片	125	30%	47%	9%	6%	5%	3%	0%
L4 AI服务器硬件	208	19%	53%	17%	5%	2%	3%	0%
L5 数据中心基建	174	40%	33%	1%	7%	4%	11%	3%
L6 AI模型与数据	55	27%	42%	0%	13%	5%	11%	2%
L7 AI软件与安全	150	57%	25%	1%	5%	3%	7%	1%
L8 云与算力服务	41	41%	46%	2%	2%	2%	5%	0%
L9 AI应用与终端	147	32%	52%	4%	7%	3%	2%	0%

行业	总市值（十亿美元）	各市场市值占比						
		美国	中国A股+中国港股	中国台湾	日本	韩国	欧洲	马来西亚
总体：全球AI产业链	58288	71%	9%	6%	4%	4%	6%	0%
L1 半导体IP与设备	3953	45%	8%	2%	15%	1%	28%	0%
L2 晶圆制造	5230	20%	7%	41%	7%	21%	3%	0%
L3 AI算力芯片	19146	83%	4%	1%	1%	10%	1%	0%
L4 AI服务器硬件	5109	46%	31%	13%	4%	2%	2%	0%
L5 数据中心基建	6602	53%	13%	0%	7%	2%	24%	1%
L6 AI模型与数据	13542	89%	8%	0%	2%	0%	1%	0%
L7 AI软件与安全	3470	82%	4%	0%	3%	1%	10%	0%
L8 云与算力服务	13860	91%	9%	0%	0%	0%	0%	0%
L9 AI应用与终端	7706	86%	10%	0%	3%	0%	1%	0%

行业	总市值（十亿美元）	各市场比较优势指数（=该市场在该层的市值占比/该市场在全产业链的总体市值占比，>1则具有比较优势）						
		美国	中国A股+中国港股	中国台湾	日本	韩国	欧洲	马来西亚
总体：全球AI产业链	58288							
L1 半导体IP与设备	3953	64%	90%	34%	363%	33%	454%	108%
L2 晶圆制造	5230	29%	76%	740%	175%	564%	48%	119%
L3 AI算力芯片	19146	118%	38%	25%	35%	253%	13%	0%
L4 AI服务器硬件	5109	65%	338%	240%	89%	44%	27%	15%
L5 数据中心基建	6602	75%	138%	9%	167%	49%	382%	686%
L6 AI模型与数据	13542	125%	84%	0%	59%	7%	15%	10%
L7 AI软件与安全	3470	117%	43%	1%	66%	21%	161%	12%
L8 云与算力服务	13860	128%	98%	0%	0%	0%	1%	0%
L9 AI应用与终端	7706	121%	105%	8%	72%	11%	15%	0%

注：数据截至 8 月 30 日

资料来源：FactSet，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

行业轮动：AI 产业链内部的轮动规律与领涨线索

我们认为 AI 产业链的领涨环节几经更替，但决定这一顺序的既不是产业链位置，也不是估值高低，而是各层盈利增速的变化方向。Capex 沿产业链环节造成的收入流转确实存在，但与股价最相关的盈利预期却往往同步变动，并没有先后顺序。且与直觉相悖的是，AI 产业链内部轮动的原因也不是估值高低切，不同板块的估值差异一直较为稳定。**产业链位置和估值失效的原因是同一个：无论景气的兑现还是估值的高低，市场交易的都不是现实而是预期，盈利预期才是股价轮动的关键，尤其是盈利预期本身的变化和预期增速。**

我们以预期盈利增长率（第二个未来 12 个月预期 EPS/未来 12 个月预期 EPS-1）刻画这一变量，拐点可以很好地指示领涨环节的切换，而它的经济含义是产业链上供需缺口的位置：某一环节产能吃紧、需求外溢，远期盈利的上修幅度就大于当期，增长率随之抬升，该环节有望获得最大涨幅；待产能释放或需求边际缓和，增长率掉头，领涨地位便向下一个缺口所在的环节让渡。**据此外推，L1 半导体 IP 与设备、L4 AI 服务器硬件的超额增长率仍在高位上行，L5 数据中心基建、L7 AI 软件与安全的超额增长率已于二季度触底回升，这四个层级在未来数月或有相对占优的表现。**

全球 AI 产业链的轮动复盘

AI 板块整体处于上行趋势，但内部涨幅并不同步，2022 年 11 月 ChatGPT 发布以来大致可以分成五段，每一段涨幅居前的环节都不一样。这五段并非只在全球整体层面成立，将股票池中的中国 A 股和港股公司单独拎出、按同一分层构建指数，其阶段划分与各段领涨环节与全球高度一致，说明轮动次序在全球范围内是统一的。

- **ChatGPT 引爆期（2022/12-2023 年底）：**ChatGPT 发布直接引爆生成式 AI 叙事，市场第一次意识到 AI 能力本身可以脱离硬件周期单独定价，L8 云与算力服务领涨，云厂商是离 AI 能力生产最近的一环，市场交易的是“谁能生产 AI 能力”。中国的领涨次序略有不同，领涨的是 L4 AI 服务器硬件与 L9 AI 应用与终端，因为当时国内缺少可直接表达 AI 能力生产的相关资产。
- **算力军备竞赛期（2024/1-2025/1）：**四大云厂商的资本开支进入加速期，训练大模型的算力需求成为主线，L3 AI 算力芯片重新登顶，L5 数据中心基建、L4 AI 服务器硬件同步跟涨，市场的逻辑切换到“谁能撑起 AI 训练所需的算力和基础设施”。中国自此与全球对齐，同样由 L3 算力芯片领涨。
- **DeepSeek 发布后的算力竞赛加速期（2025/1-2025 底）：**DeepSeek-R1 发布后，市场一度担心训练成本被大幅压缩会终结云厂商的资本开支狂潮，但随后几个季度美国云厂商陆续上修资本开支指引，带动 L4 服务器硬件与 L2 晶圆制造走强。但云厂商资本开支回报率的问题第一次被摆上台面，市场不再单纯秉持“投得越多越好”的逻辑。中国同样以 L4 领涨且弹性更大，不同的是国内 L8 云与算力服务、L6 AI 模型与数据出现补涨，主要来自国产模型资产重估。
- **上游稀缺性定价期（2026/1-2026 年 6 月底）：**AI 服务器需求把存储与先进制程产能挤到历史级别的紧张状态，L2 晶圆制造、L1 半导体 IP 与设备、L4 服务器硬件涨幅超过 80%。下游则是另一套逻辑，Agent 对订阅制商业模式的替代威胁叠加资本开支回报率疑虑，L7 软件与安全、L6 模型与数据、L8 云与算力服务全数下跌。这是中国与全球同步性最高的一段，上涨与下跌的分层完全对应，但中国的弹性更大。
- **下游价值重估期（2026 年 7 月至今）：**上下游关系在两个月内完成反转，此前领涨的上游三层转为两位数下跌，上一阶段下跌的 L7 AI 软件与安全、L6 AI 模型与数据、L8 云和算力服务同步反弹，涨跌排序几乎完全颠倒，但中国的 L7 AI 软件与安全尚未跟随上涨。

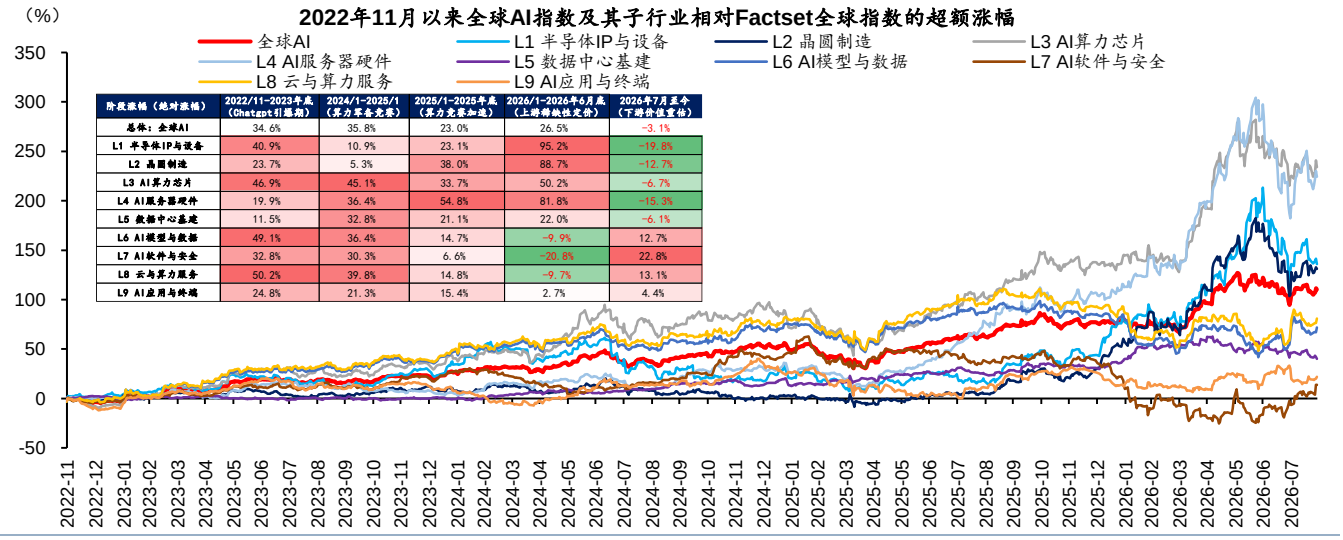
五段复盘下来，中国与全球在同一时点领涨和滞涨的层级基本相同，轮动规律在两者之间是共通的，因此后文对轮动规律的探索统一从全球层面展开，相关结论对中国同样适用。

下载日志已记录，仅供内部参考

但中国与全球也存在两类分化，且都能对应中国的产业事件。1）轮动方向相同但中国的弹性更大，如算力竞赛加速期（2025 年）国内在光模块环节直接承接海外云厂商订单、并持续提升全球份额，业绩兑现度高于全球同类公司，带动中国的 L4 AI 服务器硬件涨幅远超全球同层。**2）中国独有的叙事导致中国的轮动次序与全球出现阶段性错位，**中国的 L6 模型与数据、L8 云与算力服务在 2023 至 2024 年始终落后于全球同层，直至 2025 年初 DeepSeek R1 发布、国产大模型与国产芯片链得到重估后才集中补涨，2025 年涨幅明显高于全球。

这两类分化的来源是同一个，即国内 AI 资产实际上由海外链和国产链两部分构成，前者承接海外订单、与全球同步且弹性更大，后者则由国产大模型与国产算力的自身进展驱动，不依赖海外资本开支。**两条链之间的轮动是中国独有的问题，脱离了全球 AI 各环节的统一规律，构成一条独立主线，本章先聚焦全球 AI 产业链内部的层级轮动，国产链与海外映射链之间的关系我们放到后文的跨市场比较中展开。**

图表5： 全球 AI 指数的走势可分为 5 个阶段，每个阶段的轮动板块存在差异

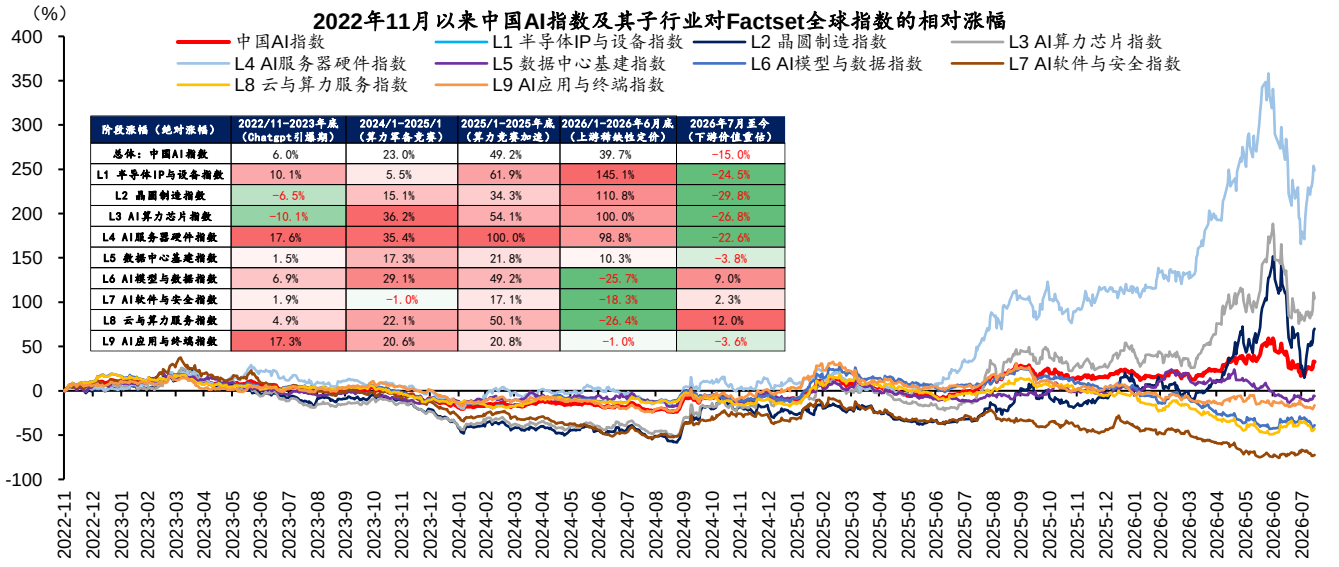


阶段涨幅（绝对涨幅）	2022/11-2023年底（Chatgpt引爆期）	2024/1-2025/1（算力军备竞赛）	2025/1-2025年底（算力竞赛加速）	2026/1-2026年6月底（上游稀缺性定价）	2026年7月至今（下游价值重估）
总体：全球AI	34.6%	35.8%	23.0%	26.5%	-3.1%
L1 半导体IP与设备	40.9%	10.9%	23.1%	95.2%	-19.8%
L2 晶圆制造	23.7%	5.3%	38.0%	88.7%	-12.7%
L3 AI算力芯片	46.9%	45.1%	33.7%	50.2%	-6.7%
L4 AI服务器硬件	19.9%	36.4%	54.8%	81.8%	-15.3%
L5 数据中心基建	11.5%	32.8%	21.1%	22.0%	-6.1%
L6 AI模型与数据	49.1%	36.4%	14.7%	-9.9%	12.7%
L7 AI软件与安全	32.8%	30.3%	6.6%	-20.8%	22.8%
L8 云与算力服务	50.2%	39.8%	14.8%	-9.7%	13.1%
L9 AI应用与终端	24.8%	21.3%	15.4%	2.7%	4.4%

注：数据截至 8 月 30 日

资料来源：FactSet，华泰研究

图表6： 2024 年以来，中国 AI 产业链与全球 AI 产业链的轮动方向大致相同



阶段涨幅（绝对涨幅）	2022/11-2023年底（Chatgpt引爆期）	2024/1-2025/1（算力军备竞赛）	2025/1-2025年底（算力竞赛加速）	2026/1-2026年6月底（上游稀缺性定价）	2026年7月至今（下游价值重估）
总体：中国AI指数	6.0%	23.0%	49.2%	39.7%	-15.0%
L1 半导体IP与设备指数	10.1%	5.5%	61.9%	145.1%	-24.5%
L2 晶圆制造指数	-6.5%	15.1%	34.3%	110.8%	-29.8%
L3 AI算力芯片指数	-10.1%	36.2%	54.1%	100.0%	-26.8%
L4 AI服务器硬件指数	17.6%	35.4%	100.0%	98.8%	-22.6%
L5 数据中心基建指数	1.5%	17.3%	21.8%	10.3%	-3.8%
L6 AI模型与数据指数	6.9%	29.1%	49.2%	-25.7%	9.0%
L7 AI软件与安全指数	1.9%	-1.0%	17.1%	-18.3%	2.3%
L8 云与算力服务指数	4.9%	22.1%	50.1%	-26.4%	12.0%
L9 AI应用与终端指数	17.3%	20.6%	20.8%	-1.0%	-3.6%

注：数据截至 8 月 30 日

资料来源：FactSet，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

轮动的驱动因素：或不是产业链位置和估值高低，而是盈利预期变化

AI 产业链内部的轮动接力清晰可见，且这一规律在各市场之间共通，随之而来的问题是：什么决定了轮动的方向，下一段行情又会轮到谁。传统的行业比较框架通常从两个维度入手，一是景气，即基本面的兑现节奏；二是估值，即性价比的相对高低。

但在 AI 产业链上，两个维度都无法解释轮动：Capex 的传导次序只存在于实际营收，但各层级价格同时调整，缺乏先后顺序；估值高切低也无法解释轮动，2026 年以来涨幅越高的层级估值反而越低。**两个维度失效后留下的共同线索仍是盈利，但起作用的不是盈利增速的高低，而是预期增速的变化——领涨环节的每一次切换，对应的都是某一层预期盈利增长率的拐点。**

产业链位置决定 Capex 的分配次序，但未必决定股价的轮动次序

第一个先验判断是产业链位置决定轮动次序。Capex 是 AI 产业链基本面的锚，五大云厂商的资本开支是全链需求最主要的边际变量。若 Capex 沿链条自上而下逐层落地，各层的业绩兑现便有先后，股价的领涨顺序理应沿同一条路径推进。**但实际检验显示，Capex 的价值流转次序只存在于实际营收，在股价定价所依据的预期盈利上并不成立。**

财报营收口径下，Capex 的传导次序清晰、时滞可测，资本开支先转化为芯片与整机采购，再向上游设备材料以及下游软件延展，最末端为数据中心基建。以五大云厂商 Capex TTM 同比为基准，L1 至 L5 五个硬件层叠加 L7 AI 软件与安全，营收相关性均在 68%以上。L3 算力芯片滞后仅 1 个月、L4 AI 服务器硬件 2 个月，是 Capex 最先兑现的两环，随后回溯至 L2 晶圆制造（3 个月）、L7 AI 软件与安全（6 个月）、L1 半导体 IP 与设备（7 个月），最末端是 L5 数据中心基建（8 个月），对应土建与电力工程的建设周期。L6 AI 模型与数据、L8 云与算力服务是例外，相关性仅 24.5%与 18.7%，原因是这两层的主体正是 Capex 的支出方，对其而言 Capex 是成本而非收入。

但股价定价的是预期，而预期 EPS 口径下，各层的修正同期同向，仅有修正幅度的差异。当云厂商上修资本开支指引时，全产业链各层的预期 EPS 同期同向调整，方向高度一致，看不出与实际营收相对应的领先滞后关系，差异只在修正幅度的大小。**而这一修正幅度的差异，恰好与各层的涨幅排序相对应：每一阶段涨幅居前的环节，也正是预期 EPS 上修幅度最大的环节。**

因此，Capex 与产业链位置无法完全解释各层预期 EPS 的相对变动，更难以据此判断轮动方向。从 AI 硬件端股价的交叉相关性也能看出，AI 硬件各层级股价几乎同时调整，最佳相关性的滞后期都为 0。**预期 EPS 的修正幅度差异提供了第一条线索：决定各层相对表现的不是谁先被传导到，而是同一时点上谁被上修得更多。**

下载日志已记录，仅供内部参考

图表7：Capex 向各层级营收传导的顺序图谱：各层级滞后月数与相关性

五大云厂商Capex同比与AI产业链各层级营收TTM同比的交叉相关性										
最佳滞后月	5	7	3	1	2	8	3	6	5	3
最佳相关性	85.0%	70.8%	80.0%	90.0%	93.1%	70.1%	24.5%	68.0%	18.7%	63.3%
	所有AI	L1 半导体IP与设备	L2 晶圆制造	L3 AI算力芯片	L4 AI服务器硬件	L5 数据中心基建	L6 AI模型与数据	L7 AI软件与安全	L8 云与算力服务	L9 AI应用与终端
-12	-33.0%	-31.7%	-20.5%	1.7%	12.5%	-69.9%	0.2%	-22.1%	-16.9%	-14.7%
-11	-21.8%	-26.2%	-8.7%	12.0%	24.7%	-61.5%	5.1%	-12.1%	-12.4%	-6.5%
-10	-11.4%	-21.2%	2.3%	22.1%	35.2%	-52.9%	9.1%	-3.0%	-8.5%	-0.1%
-9	-3.3%	-18.6%	10.3%	31.1%	43.3%	-46.3%	12.0%	-1.2%	-5.0%	5.8%
-8	5.7%	-13.7%	17.6%	40.2%	50.6%	-37.6%	14.0%	2.5%	-2.0%	12.0%
-7	15.0%	-7.6%	26.0%	48.6%	57.9%	-28.4%	15.8%	7.0%	0.6%	18.3%
-6	23.9%	-1.1%	33.7%	56.3%	64.0%	-19.4%	17.7%	11.8%	3.1%	24.7%
-5	33.3%	5.8%	42.4%	63.8%	70.4%	-9.6%	18.2%	19.2%	5.0%	31.0%
-4	43.0%	14.4%	51.3%	70.6%	76.9%	0.6%	19.3%	25.9%	6.5%	37.0%
-3	51.5%	22.0%	58.5%	76.5%	82.1%	9.9%	19.6%	31.8%	7.5%	43.0%
-2	59.0%	27.9%	65.1%	81.9%	86.3%	17.5%	20.3%	37.6%	8.6%	48.1%
-1	65.9%	33.6%	70.7%	86.0%	89.6%	25.3%	19.8%	43.7%	9.5%	52.3%
0	71.4%	38.4%	73.9%	88.9%	92.1%	31.5%	19.1%	47.8%	10.3%	56.9%
1	75.7%	43.7%	76.6%	90.0%	93.0%	37.9%	21.6%	53.0%	12.9%	59.9%
2	79.7%	50.0%	78.9%	89.8%	93.1%	45.0%	23.3%	58.4%	14.9%	61.8%
3	82.9%	56.2%	80.0%	88.8%	93.0%	51.7%	24.5%	62.4%	16.8%	63.3%
4	84.8%	61.1%	79.9%	86.4%	91.4%	57.7%	24.4%	66.0%	18.2%	63.1%
5	85.0%	65.3%	78.1%	82.1%	88.5%	62.6%	22.8%	67.5%	18.7%	61.0%
6	84.1%	68.9%	75.4%	77.0%	84.5%	67.1%	20.2%	68.0%	18.7%	57.7%
7	81.2%	70.8%	71.1%	70.6%	78.7%	69.4%	17.1%	65.8%	17.6%	52.8%
8	76.0%	70.6%	65.2%	62.3%	71.0%	70.1%	12.4%	63.9%	15.7%	45.4%
9	69.8%	69.2%	58.1%	53.4%	62.9%	70.1%	7.2%	60.1%	13.2%	37.3%
10	61.6%	65.8%	49.6%	42.9%	52.5%	68.6%	1.1%	54.0%	10.0%	27.9%
11	50.9%	59.3%	39.5%	31.1%	40.9%	64.6%	-8.0%	45.8%	3.0%	16.5%
12	40.4%	53.1%	30.3%	19.5%	29.3%	60.9%	-17.1%	37.5%	-4.4%	5.3%

注：样本区间为 2019 年至今

资料来源：FactSet，华泰研究

图表8：但 AI 硬件各环节的股价同涨同跌，最佳相关性均出现在同期，营收上的先后次序完全消失

各层级股价同比超额涨幅的交叉相关性										
最佳滞后月	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
最佳相关性	89.5%	86.7%	74.0%	64.9%	85.9%	93.2%	76.0%	77.7%	76.8%	78.4%
	L1 半导体IP与设备 VS L2 晶圆制造	L1 半导体IP与设备 VS L3 AI算力芯片	L1 半导体IP与设备 VS L4 AI服务器硬件	L1 半导体IP与设备 VS L5 数据中心基建	L2 晶圆制造 VS L3 AI算力芯片	L2 晶圆制造 VS L4 AI服务器硬件	L2 晶圆制造 VS L5 数据中心基建	L3 AI算力芯片 VS L4 AI服务器硬件	L3 AI算力芯片 VS L5 数据中心基建	L4 AI服务器硬件 VS L5 数据中心基建
-12	-27.4%	-20.0%	-20.4%	-24.7%	-18.1%	-2.6%	3.5%	-15.5%	-17.7%	19.1%
-11	-18.1%	-14.1%	-6.7%	-20.4%	-14.6%	10.3%	7.3%	-0.5%	-10.1%	25.5%
-10	-5.0%	-4.4%	8.3%	-16.7%	-6.8%	24.7%	9.9%	16.1%	-5.3%	29.0%
-9	11.8%	7.0%	24.9%	-8.9%	3.0%	40.2%	14.5%	32.8%	1.0%	30.6%
-8	27.6%	18.3%	37.3%	0.9%	12.8%	51.8%	21.2%	45.4%	10.1%	34.5%
-7	41.4%	25.5%	46.0%	9.9%	19.6%	59.7%	26.9%	52.5%	20.0%	36.7%
-6	54.6%	32.7%	53.2%	19.7%	27.3%	67.2%	34.8%	57.1%	28.2%	41.5%
-5	66.0%	39.1%	59.4%	31.4%	34.0%	73.3%	45.2%	61.8%	39.3%	49.5%
-4	77.6%	48.2%	65.0%	42.0%	43.8%	80.2%	56.0%	67.2%	50.4%	60.8%
-3	82.1%	58.8%	66.7%	50.6%	55.6%	82.8%	65.7%	70.0%	62.7%	69.2%
-2	85.4%	68.7%	69.5%	58.0%	66.2%	85.7%	71.7%	70.6%	69.5%	76.8%
-1	86.6%	79.2%	71.7%	60.5%	78.6%	89.9%	74.0%	73.7%	73.1%	77.9%
0	89.5%	86.7%	74.0%	64.9%	85.9%	93.2%	76.0%	77.7%	76.8%	78.4%
1	80.9%	80.3%	63.8%	57.2%	81.6%	84.8%	68.8%	68.2%	68.6%	67.8%
2	70.6%	75.7%	53.5%	51.9%	80.7%	77.9%	67.3%	53.5%	62.2%	64.4%
3	59.5%	70.2%	41.2%	44.9%	80.6%	70.4%	65.0%	40.5%	60.3%	66.4%
4	45.8%	58.4%	28.1%	34.2%	74.0%	61.9%	60.0%	29.1%	52.7%	69.6%
5	30.7%	45.1%	13.5%	25.3%	62.3%	47.0%	52.1%	19.9%	46.1%	69.5%
6	14.9%	31.6%	0.2%	15.0%	50.7%	34.1%	43.7%	12.5%	38.9%	67.1%
7	0.3%	18.9%	-10.3%	5.4%	38.0%	22.5%	33.6%	7.6%	31.8%	59.8%
8	-13.1%	4.5%	-19.8%	-3.9%	24.6%	11.4%	24.4%	4.5%	28.5%	51.8%
9	-27.7%	-12.3%	-30.6%	-14.2%	9.1%	-0.3%	13.8%	-2.0%	21.0%	39.7%
10	-40.8%	-27.8%	-38.9%	-24.6%	-6.8%	-10.3%	2.8%	-7.0%	12.7%	26.9%
11	-49.3%	-40.6%	-44.6%	-29.8%	-19.6%	-17.2%	-3.4%	-10.8%	8.9%	20.5%
12	-55.3%	-51.9%	-49.7%	-36.2%	-30.6%	-22.7%	-11.8%	-13.5%	3.8%	14.4%

注：样本区间为 2019 年至今

资料来源：FactSet，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

轮动并非一定从高估值环节切向低估值环节

第二个直觉判断是估值的高切低决定轮动，即某一环节涨到估值偏高后，资金转向更便宜的环节。但这一路径同样不成立，进入 2026 年后，AI 产业链往往呈现涨幅越高的层级估值反而越低。以 2026 年上半年的上游稀缺性定价期为例，领涨的 L2 晶圆制造与 L3 算力芯片，截至 8 月 30 日的未来 12 个月预期 PE 仅 11.7 倍与 14.1 倍，是九层中最低的两层，双双跌破自身 10%分位。反观同期跌幅最深的 L6 模型与数据、L8 云与算力服务，PE 分别为 21.4 倍与 21.7 倍，反而高于领涨的硬件端。**领涨环节的估值不升反降，落后环节的估值反而更高，资金从贵向便宜切换的假设并不成立。**

领涨环节估值反而更低，根源在于预期 PE 的分母是盈利预期，高涨幅和低 PE 都是盈利驱动的结果。这一点在远期估值上体现得最直接，AI 产业链整体存在远期 PE 收敛，第二个 12 个月预期 PE 普遍低于未来 12 个月预期 PE。原因在于多数环节的盈利仍处于上升通道，看得越远，对应的盈利预期越高，分母随之抬升，PE 自然收敛。

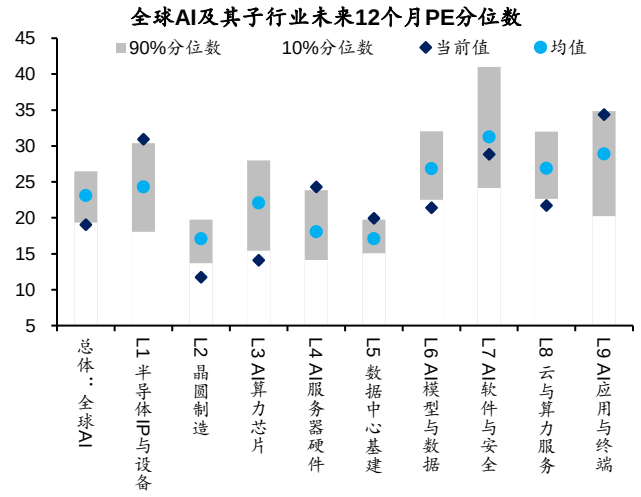
以 PEG 剔除增长的影响后，同样可以发现估值基本都有盈利作为支撑：多数层级的低 PE 有增长支撑，L6 模型与数据和 L8 云与算力服务的低 PE 则源于增长率本身偏低。PEG 以 PE 除以长期增长率，剔除了增长本身对 PE 的影响。除 L6 和 L8 外，各层的 PEG 与 PE 同步低于历史均值，说明低 PE 有相应的长期增长率支撑。L6 与 L8 则是 PE 低于历史均值，PEG 却高于历史均值，这一组合只能由长期增长率低于其历史水平来解释。原因在于这两层的主体正是 Capex 的支出方，Capex 对其是成本而非收入，截至 6 月 30 日，五大云厂商 Capex 已占经营现金流的 97%、占总营收的 37%，市场对 Capex 压制长期增长率的担忧尚未消散。**同样是 PE 跌破自身 2019 年以来的 10%分位，成因却完全相反：硬件端是盈利上修快于股价，分母抬升压低了 PE，PEG 随之走低；L6 与 L8 是长期增长率被下修、股价随之下跌，PE 的降幅不及增长率，PEG 反而抬升。低 PE 本身不含方向性信息，其含义取决于分子与分母孰先变动。**

这样的估值差异不仅存在于当前时点，在时序上同样长期稳定、不会自行弥合。以 2022 年 11 月以来的样本对各层 12M Forward PE 作 Z-Score 处理可见，全球 AI 整体存在向历史中枢回归的倾向，Z-Score 多数时间在正负 1 倍标准差之间往复；但内部的高低位次长期未发生互换，从未出现由高估值层向低估值层的收敛，2026 年以来分化不但没有收窄，反而扩大至样本内最阔水平。

因此，各层估值的高低差异只是盈利预期差异的映射，本身不构成轮动的解释变量。估值分位既无法识别领涨环节，因为领涨环节的估值往往更低；也无法为落后环节提供支撑，因为其低估值恰恰反映的是被压制的长期增长率。**但 PEG 的分野提供了第二条线索：真正区分各层的不是估值本身，而是估值分母中的长期增长率。**

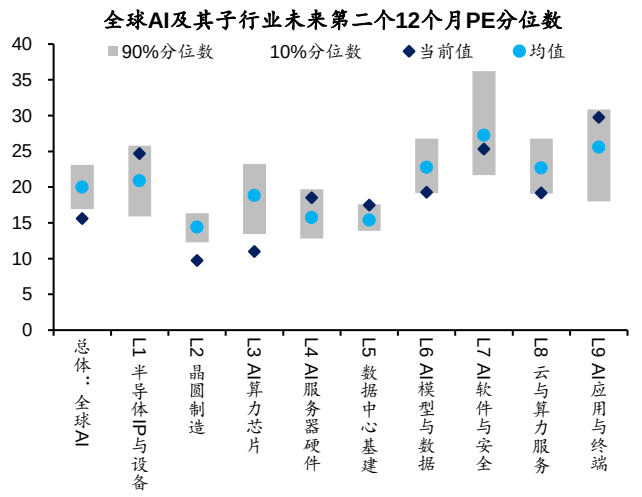
下载日志已记录，仅供内部参考

图表9：2026 年上半年领涨的 L2、L3 估值反而最低



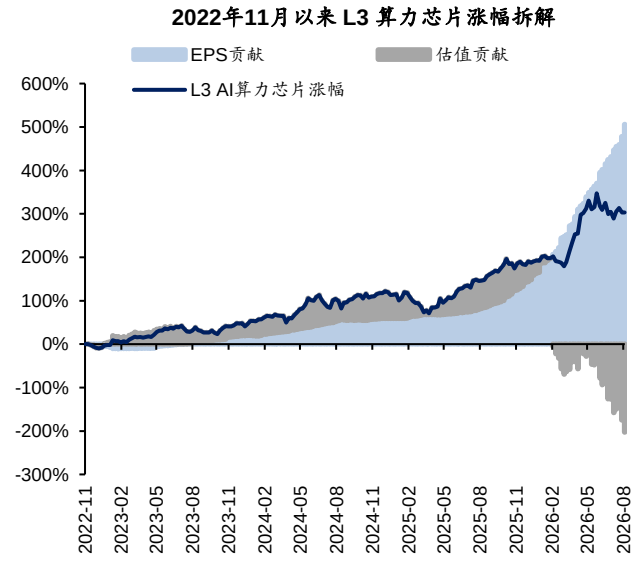
注：分位数为 2019 年以来
资料来源：FactSet，华泰研究

图表10：更远期的普遍收敛，原因在于越远期的盈利预期越高



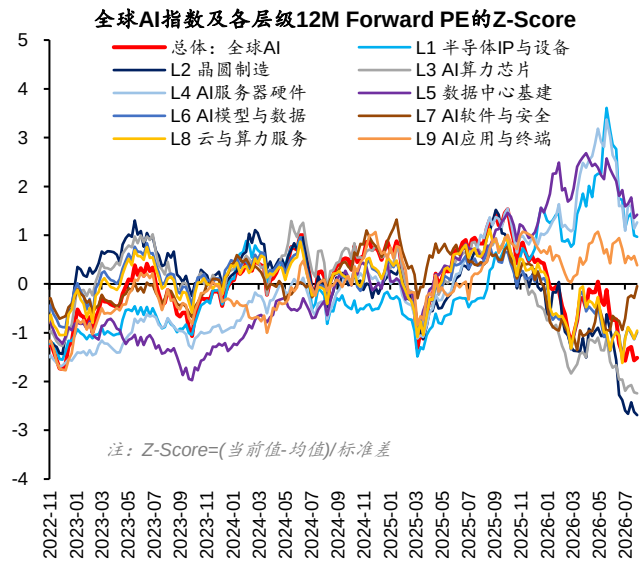
注：分位数为 2019 年以来
资料来源：FactSet，华泰研究

图表11：低估值是盈利上修的结果，估值高低只是盈利预期的映射，不构成轮动的解释



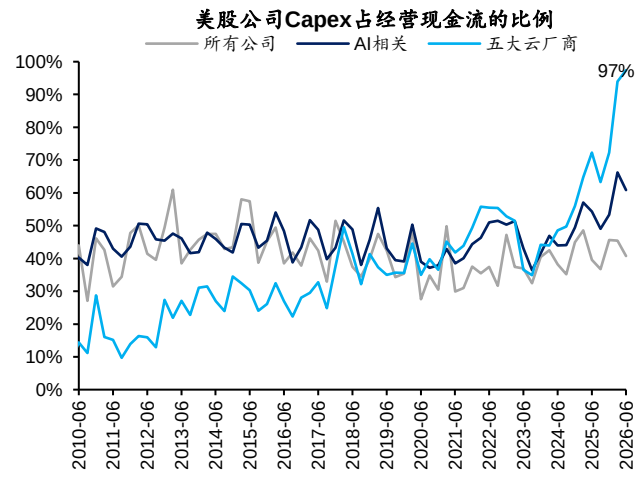
资料来源：FactSet，华泰研究

图表12：各层相对估值排序长期稳定，2026 年以后估值分化进一步扩大而非收敛



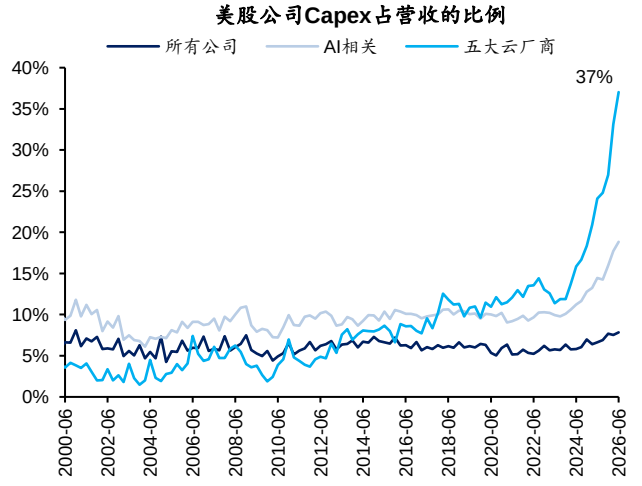
资料来源：FactSet，华泰研究

图表13：截至 6 月 30 日，五大云厂商的 Capex 占经营现金流的 97%



资料来源：FactSet，华泰研究

图表14：截至 6 月 30 日，五大云厂商的 Capex 占总营收的 37%



资料来源：FactSet，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

轮动次序取决于预期盈利增长率的拐点

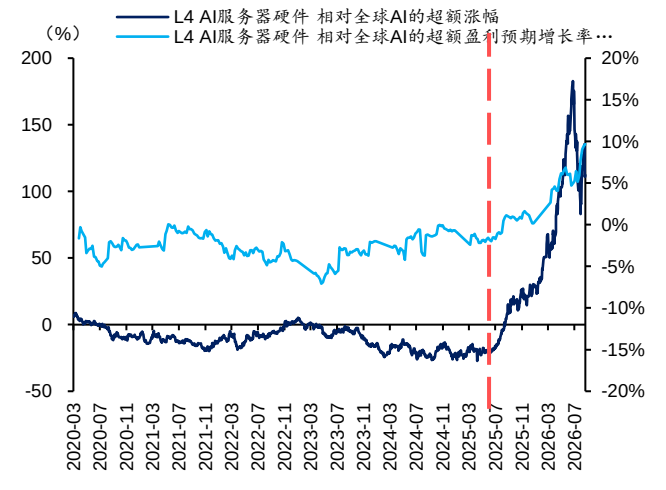
前两节留下的两条线索指向同一个结论：预期盈利增长率的变化才是真正决定轮动方向的核心变量。第一条线索是预期 EPS 的上修幅度，领涨环节被上修得最多；第二条线索是长期增长率，估值持续偏低的环节反而增长率最强。两者其实是同一件事的两个侧面：只有长期增长率本身在持续抬升的环节，才会在每一次调整中上修得更多，也才会让远期估值不断收窄、PE 始终维持低位。**预期盈利增长率（第二个未来 12 个月预期 EPS/未来 12 个月预期 EPS-1）是盈利的一阶导，其变化方向即盈利的二阶导。因此需要跟踪的不是增长率的高低，而是它在往上走还是往下走，其拐点对应的正是领涨环节的切换。**

复盘可见，每一轮领涨环节的切换均对应该层预期盈利增长率的拐点。以各层预期盈利增长率对全球 AI 整体的超额值作序列观察，L2 晶圆制造的超额增长率于 2023 年初见顶后逐级回落，其超额涨幅同步走弱；L1 半导体 IP 与设备、L4 AI 服务器硬件的超额增长率自 2025 年下半年转为单边上行，对应 2026 年上半年的领涨。

预期盈利增长率的有效性源于它是产业链供需缺口的直接映射。对硬件端而言，当某一环节需求旺盛而产能受限时，分析师对其远期盈利的上修幅度大于当期，增长率随之抬升，该环节获得最大涨幅；当产能释放或需求边际缓和，增长率开始回落，领涨地位向下一个缺口所在的环节让渡。对软件端而言，其增长率的变化则对应 AI 对既有商业模式构成增量还是替代的判断切换。

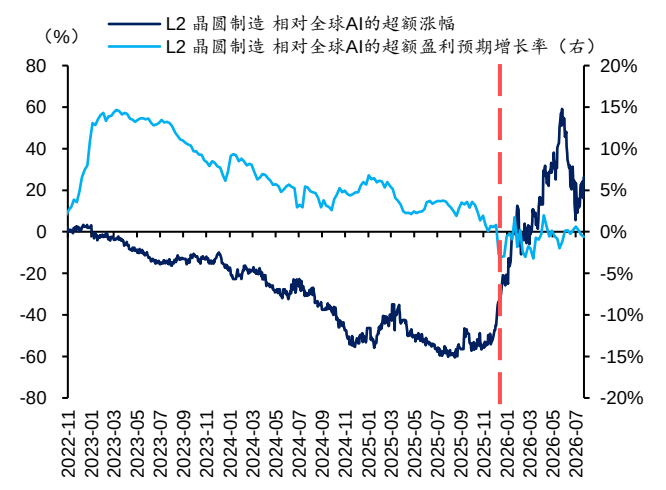
据此外推，当前超额预期盈利增长率处于上行的共有六个层级，但持续性存在差别，可分为三类。一是 L1 半导体 IP 与设备、L4 AI 服务器硬件，超额增长率自 2025 年至今持续上行，当前仍维持高位；二是 L5 数据中心基建、L7 AI 软件与安全，2026 年 6 月以来持续反弹，但绝对水平仍低于全球 AI 整体。三是 L6 AI 模型与数据、L8 云与算力服务，6 月以来超额增长率仍在下行，仅近期出现回升，回升能否延续尚待观察；考虑到这两层主要由四大云厂商构成，本身是资本开支的支出方，一旦市场对资本开支回报率的担忧再度升温，其盈利预期增长率可能再度承压，持续性或弱于前两类。**综合来看，L1 半导体 IP 与设备、L4 AI 服务器硬件、L5 数据中心基建、L7 AI 软件与安全在未来数月或有相对占优的表现。**

图表15：L4 AI 服务器硬件的超额盈利预期增长率在 2025 年 4 月以来大幅上升，L4 自此大幅跑赢 AI 整体



资料来源：FactSet，华泰研究

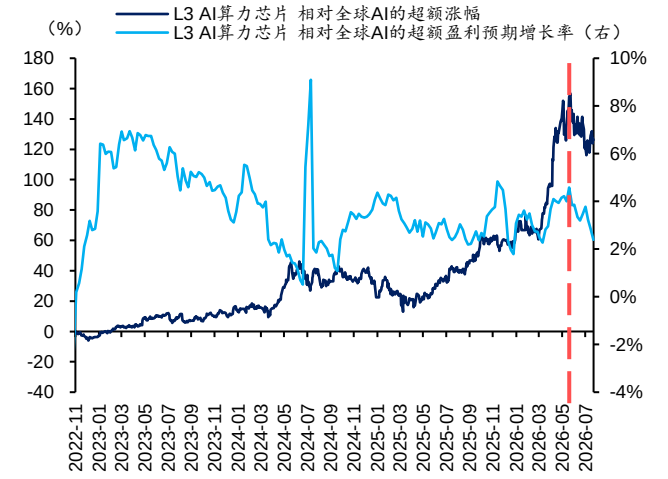
图表16：L2 晶圆制造的超额盈利预期增长率在 2025 年底止跌，L2 在 2026 年上半年领涨



资料来源：FactSet，华泰研究

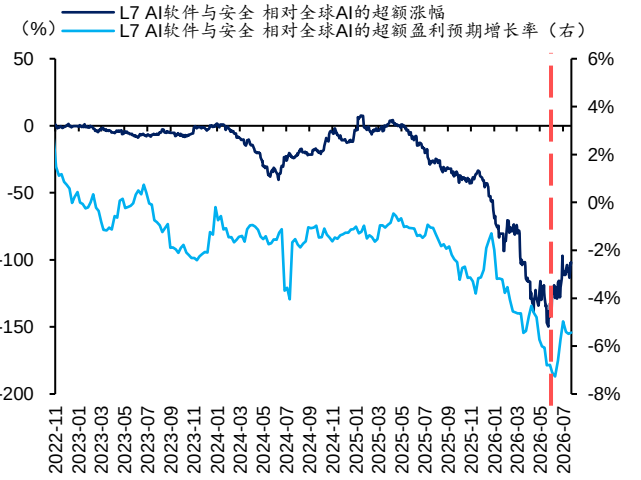
下载日志已记录，仅供内部参考

图表17：L3 AI 算力芯片的超额盈利预期增长率在 2026 年 6 月底见顶回落，2026 年 7 月至今跑输 AI 整体



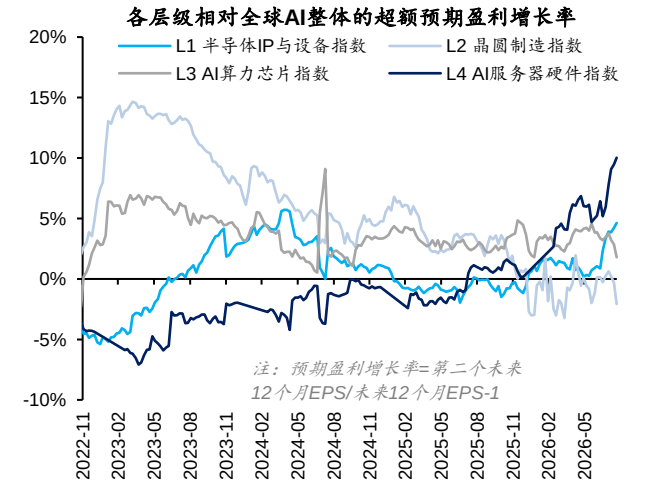
资料来源：FactSet，华泰研究

图表18：L7 AI 软件与安全的超额盈利预期增长率在 2026 年 6 月底止跌，2026 年 7 月至今跑赢 AI 整体



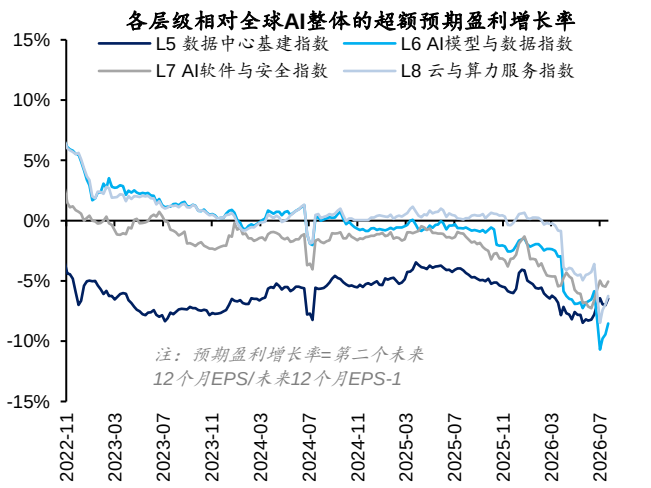
资料来源：FactSet，华泰研究

图表19：L1 半导体 IP 与设备、L4 AI 服务器硬件的超额增长率持续上行且仍在高位



资料来源：FactSet，华泰研究

图表20：L5 数据中心基建、L7 AI 软件与安全的超额增长率 6 月以来止跌回升，仍需观察持续性



资料来源：FactSet，华泰研究



下载日志已记录，仅供内部参考

跨市场比较：AI 产业链的全球布局与核心资产分布

环节维度上我们讨论的是轮动，跨区域维度上我们主要讨论配置。全球 AI 产业链名义上遍布全球，实则收敛于中美两极，日韩欧与中国台湾各自嵌入美系链条的一到两个环节，各地区的超额收益由其优势环节决定。中国的情况则更复杂一层，中国的 AI 资产由承接北美资本开支的中国海外链与自主进展驱动的中国国产链构成，两条链的切换是中国独有的配置问题。本章依次回答格局为何如此收敛成两极、各地区值得配置什么，以及中国内部何时交易海外链、何时交易国产链。

全球 AI 产业链强在中美两极，又互相依存

AI 产业链的地区格局收敛于中美两极，而非移动互联网时代的多极分工。但两极的模式与阶段均不相同：美国是资本密集前置，靠巨额资本开支堆出算力规模再行变现；中国走的是模型效率优先、由应用场景倒逼算力投资的路径，中美差距集中在从规模到利润的转化上。但中美产业链的闭环不等于完全自足，两极各有优势又相互依存，中国的待发展环节点状集中在 EDA、先进算力芯片与 HBM，美国的不足面状分布在制造产能与终端市场，**当前格局并非零和竞争，而是深度嵌套的相互依存。**

静态视角：AI 产业链收敛于中美两极，而非互联网时代的多极分工

前文的三个维度已经给出一组彼此印证的结论：1）公司数量上，中美是仅有的两个产业链全覆盖的经济体，中国甚至比美国更完整；**2）市值上，**美国以 30%的公司数量占据 71%的市值，成熟度显著领先，中国 37%的公司数量仅对应 9%的市值，仍处在数量优势向市值优势兑现的过程中；**3）比较优势上，**中美在多层指数均超过 100%，其余四地则各自锁定在一到两个环节。**问题随之而来：为什么全栈能力只出现在这两个经济体身上，而不是像移动互联网产业链那样，由多个地区共同创造完整链条。**

移动互联网发展过程中全球只有一套硬件供应链，服务两套美国主导的软件生态。移动互联网时代同样存在中美双极，iOS 与安卓生态之外，中国有自己封闭且完整的应用与内容体系，两者都靠各自的内需支撑，这一点与今天并无本质不同，真正不同的是硬件端。移动互联网那个时代，无论苹果还是小米，用的都是台积电的代工、三星的存储、日本的设备与材料、中国的组装产能。硬件是一条统一的全球链条，同时向两套生态供货，因此每个地区只需专精其中一环，就能通过出口获取完整回报，多极分工由此得以成立。

AI 与移动互联网的根本性区别是两极均在建立相对自主的全栈式产业链。对中国而言，高水平科技自立自强是既定的战略方向，"十四五"规划已将科技自立自强作为国家发展的战略支撑，"十五五"规划纲要进一步单设专篇部署，明确提出打好关键核心技术攻坚战、坚持锻长板和补短板相结合、完善新型举国体制，并将集成电路列为需要全链条推动、力争取得决定性突破的重点领域。全栈布局因此是中国产业升级的主动选择，外部环境的变化更多加快了这一进程的推进节奏。美国方面同样在推动制造回流与本土产能重建，全球格局由此从一条统一的硬件链，转向两套各自完整的产业体系。

全栈式布局需要五个要素同时具备：技术自主权、制造业基础、人才、资本、内需。日本、韩国与中国台湾都缺内需规模、模型层的技术自主权与顶尖人才；欧洲缺制造业基础与模型层的技术自主权。美国本身在制造业这一项上其实是空心化的，本土并不具备完整的晶圆制造与封测能力，但这一缺口通过美系链条在亚太的分工被间接补齐。中国在高精尖技术上采取分阶段突破的路径，进展持续兑现：模型层的自主权已经追平甚至局部反超，芯片层公司的技术布局与资本均已就位，长鑫存储等企业陆续登陆资本市场，能力与资源已然具备，全链条能力的完善正沿着既定节奏推进。

下载日志已记录，仅供内部参考

各层级股价同比与各地区股价同比的相关性数据为这一判断提供了直接验证。由于美国占据全球 AI 产业链约七成市值，各层价格指数本质上是美系链条的映射，某地区与某层的高相关性，反映的正是它在美系链条中的嵌入位置。韩国与 L2 晶圆制造、L4AI 服务器硬件相关性高达 94.7%与 91.8%，与 L6 模型、L7 软件几乎脱钩，是最极致的单环节专家；日本与中国台湾在 L1 至 L4 普遍超过 83%,同样锁定上游硬件;欧洲各层相关性均匀分布在 71%至 83%，对应设备、基建、软件三处分散优势。**中国则是唯一的例外，九层相关性全部落在中等区间，没有一层最高，也没有一层完全不相关。中国承接海外订单的环节在股价上与全球高度同步，但从整条链条看，中国并未像日韩那样嵌入美系链条的某个单一节点，这正是"两条独立全栈链"在股价层面的体现。**

图表21：中国 AI 是独立于美国 AI 的另一条主线，日韩欧与中国台湾依附于美系 AI 产业链

各环节价格指数同比与各地区价格指数同比的相关性							
行业	美国	中国A股+中国港股	韩国	日本	中国台湾	欧洲	马来西亚
L1 半导体IP与设备	74.90%	45.40%	76.71%	91.15%	87.52%	83.21%	34.35%
L2 晶圆制造	63.24%	66.71%	94.68%	93.01%	93.73%	72.58%	26.48%
L3 AI算力芯片	90.17%	62.28%	66.68%	83.54%	90.57%	79.07%	44.37%
L4 AI服务器硬件	49.42%	69.38%	91.82%	85.04%	82.96%	60.30%	26.33%
L5 数据中心基建	62.81%	57.19%	61.42%	79.50%	79.01%	74.40%	50.49%
L6 AI模型与数据	91.89%	50.43%	17.63%	58.11%	59.70%	74.94%	50.67%
L7 AI软件与安全	82.81%	45.74%	-3.14%	44.79%	44.78%	71.63%	36.52%
L8 云与算力服务	91.58%	49.33%	16.68%	57.53%	58.51%	74.63%	52.15%
L9 AI应用与终端	77.14%	57.59%	26.50%	49.74%	62.67%	63.00%	1.07%

行业	总市值（十亿美元）	各市场比较优势指数（=该市场在该层的市值占比/该市场在全产业链的总体市值占比，>1则具有比较优势）						
		美国	中国A股+中国港股	中国台湾	日本	韩国	欧洲	马来西亚
总体：全球AI产业链	58288							
L1 半导体IP与设备	3953	64%	90%	34%	363%	33%	454%	108%
L2 晶圆制造	5230	29%	76%	740%	175%	564%	48%	119%
L3 AI算力芯片	19146	118%	38%	25%	35%	253%	13%	0%
L4 AI服务器硬件	5109	65%	338%	240%	89%	44%	27%	15%
L5 数据中心基建	6602	75%	138%	9%	167%	49%	382%	686%
L6 AI模型与数据	13542	125%	84%	0%	59%	7%	15%	10%
L7 AI软件与安全	3470	117%	43%	1%	66%	21%	161%	12%
L8 云与算力服务	13860	128%	98%	0%	0%	0%	1%	0%
L9 AI应用与终端	7706	121%	105%	8%	72%	11%	15%	0%

注：数据截至 8 月 30 日

资料来源：FactSet，华泰研究

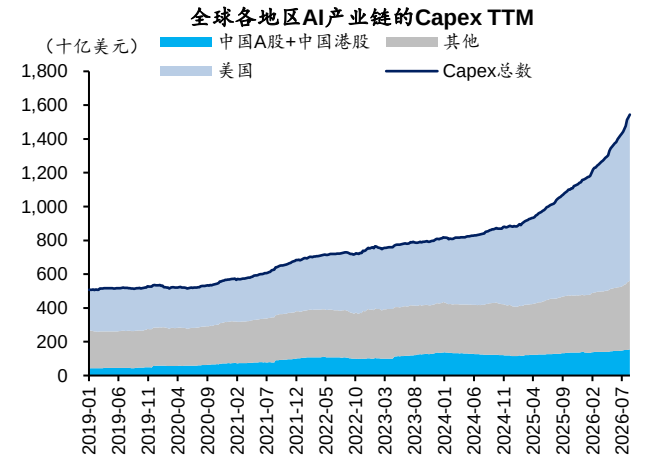
动态视角：中美 AI 的发展模式和发展阶段并不相同

中美两极的 AI 发展模式截然不同：美国是资本密集前置，中国是供给约束下先优化模型效率。美国的路径是先用巨额资本开支堆出算力规模，再靠模型能力与云生态变现，希望通过算力规模形成壁垒。中国的顺序恰好相反，在买不到同等算力的前提下，只能走“有限算力上做更高效模型、再快速推向应用场景”的路线，先验证模型与应用，再倒逼算力投资，因此总体 Capex 低于美国。

2025 年 1 月 DeepSeek-R1 问世是中美模式的分水岭，其意义不仅仅在于模型本身，而在于它证明了低算力也能达到高资本开支下的前沿模型能力。中国 AI 产业链 Capex 同比增速在 DeepSeek-R1 问世后开始快速上升，节奏上比美国晚约一年。国产模型能力得到验证，推理需求随之爆发，国产加速芯片采购与算力基建投资被同步激活。**中美资本开支的绝对规模差距在短期内或不会快速收敛，国产加速芯片的供给放量将是决定这条曲线斜率的核心变量。**

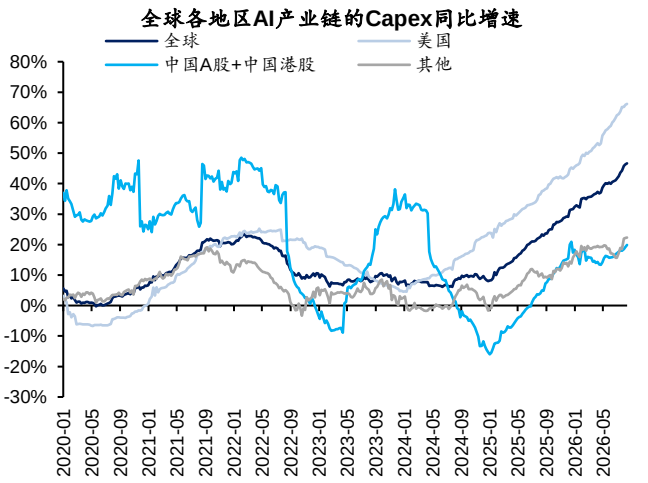
下载日志已记录，仅供内部参考

图表22：中美发展模式差异是中国 Capex 绝对值低于美国的原因



资料来源：FactSet，华泰研究

图表23：中国的 Capex 同比在 DeepSeek-R1 问世后大幅上升



资料来源：FactSet，华泰研究

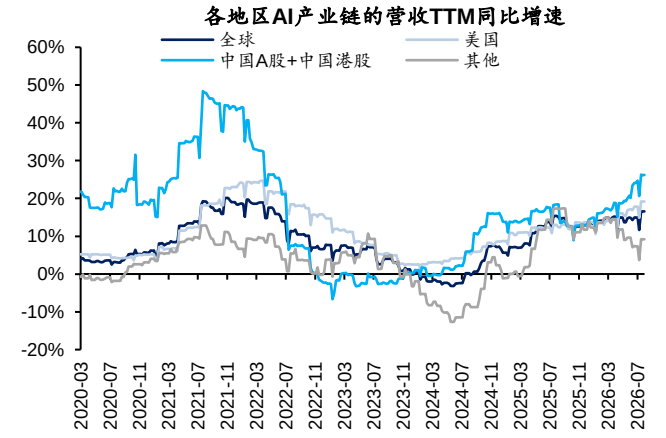
中美不仅路径不同，所处的发展阶段也不同，营收 TTM 同比增速上中国并不落后。中国 AI 产业链营收同比在 2024 年以来持续回升，截至 8 月 30 日，中国 AI 产业链的营收同比已升至 26.28%，高于全球整体与美国，与美国绝对规模的差距来自基数而非增长动能，中国的未来 12 个月预期 EPS 同比约 33.1%，同样处在美国 2024 年的水平区间。

但中国的高营收增速仍待转化为高盈利增速。截至 8 月 30 日中国 AI 产业链 EPS TTM 同比约为 7%，略低于美国 2024 年的同阶段水平。2024 年美国 AI 链盈利的爆发高度集中在 L3 算力芯片，英伟达一家的利润增量贡献了其中的绝大部分，而非全链条的均匀改善。**换言之，EPS 的兑现节点不在链条的收入端，而在利润池所在的那一环。**

中国目前的收入结构决定了这个节点尚未到来。中国的收入主要落在 L4 AI 服务器硬件与 L5 数据中心基建，这类环节能贡献可观的营收规模，却难以贡献同等的利润弹性，而利润池所在的加速芯片环节被境外供应商获取。**这不是效率问题，而是价值环节的位置问题。**

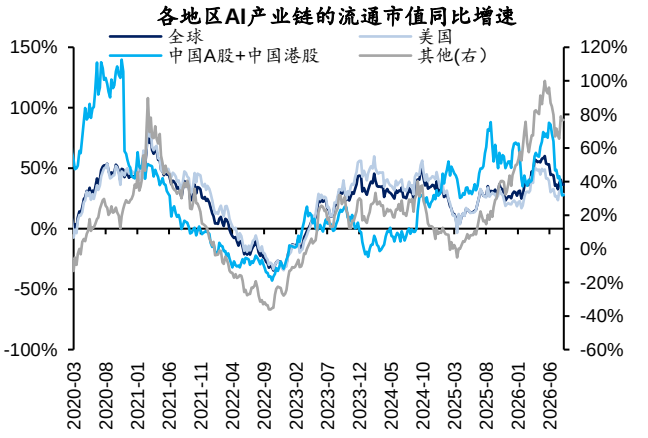
因此，中国 AI 链整体利润率的改善路径，在于高附加值环节的收入占比提升。随着国产加速芯片逐步放量，这一环节的收入将更多体现在境内上市公司报表中，收入结构相应上移；同时芯片供给也是当前整条链条的约束条件，供给改善有助于下游释放产能、形成规模效应。**这与上一节的结论指向同一个变量：国产加速芯片的供给放量，既决定 Capex 曲线的斜率，也决定盈利空间能否打开。**

图表24：中国 AI 链的营收 TTM 同比增速高于美国



资料来源：FactSet，华泰研究

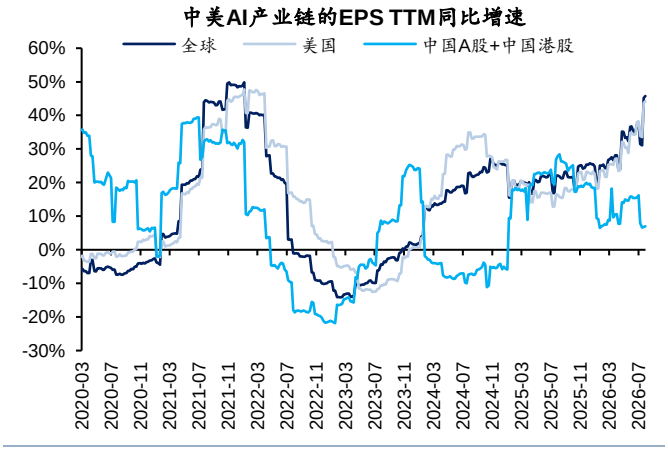
图表25：2025 年以来中国 AI 产业链的流通市值同比增速高于美国



资料来源：FactSet，华泰研究

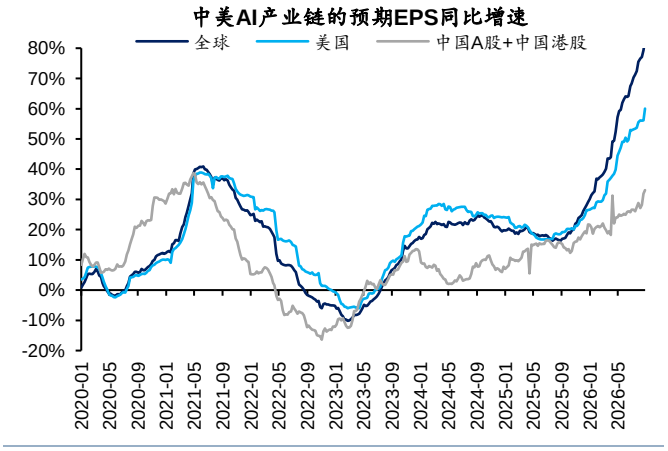
下载日志已记录，仅供内部参考

图表26：AI 产业的盈利增速上，中国与美国尚有差距



资料来源：FactSet，华泰研究

图表27：AI 产业的预期 EPS 同比增速上，中国与美国的差距尚待收窄



资料来源：FactSet，华泰研究

相互依存视角：中美 AI 产业链各有优势又相互依存

两极各自闭环，但闭环不等于自足。中国在 EDA 工具、先进算力芯片与 HBM 存储上仍待完善，可定向突破，需要以时间换空间；美国的不足主要在制造与组装产能，重建整条制造链以十年计。**两极相互依存的格局在可见期内仍将维持，但自我发展也会持续加码。**

我国 AI 产业链的待发展环节集中在三个节点：EDA 工具、先进算力芯片与 HBM 存储。这三个环节的共同特征不是公司层面的集中度有多高，而是地理层面的集中度：前文的 HHI 测算中，L3.1 AI 加速芯片高达 4416，L1.1 EDA 工具与 L3.3 HBM 存储虽处于中度集中区间，但供给方几乎全部落在美系及其盟友体系内。**这类待发展环节边界清晰，数量有限，可通过以时间换空间的方式定向突破，这也正是前文所说中国分阶段突破路径的现实基础。**

美系 AI 产业链的待发展环节分布在制造产能与终端市场两个层面，补齐难度较高。制造端的缺口来自二十年的外包分工：L2 晶圆制造中美国公司仅占 8%、L4 AI 服务器硬件中仅占 19%，与之对应，中国在 L4 AI 服务器硬件的比较优势指数（即该地区该层市值占比与其全产业链市值占比之比）达 338%，光模块、服务器整机等环节的全球龙头高度集中在中国。

比制造产能更难替代的是硬件终端市场，这里指的是智能手机、AI PC、机器人、智能汽车等实体设备，而非软件与云服务的付费市场。美国的模型与芯片能力，有相当一部分需要装进硬件终端才能变现，而中国既是全球最大的电子产品组装基地，也是这类终端最大的单一消费市场之一，苹果、特斯拉的收入结构即是直接印证。产能理论上可以迁移，市场规模无法迁移。

两类待发展环节的完善周期不同，这决定了相互依存的格局在可见期内仍然稳定。中国待发展的环节可以通过以时间换空间的方式定向突破，路径清晰、进度可跟踪；美国 AI 产业链的缺口则需要重建整条制造链才能填补，投入以十年计，且中国庞大的终端需求体量本身不具备替代方案。因此当前的格局并非零和竞争，而是深度嵌套的相互依存。**对投资而言，值得跟踪的是各自待发展环节的完善进度：中国看国产加速芯片与 EDA 的放量节奏，美国看本土制造产能的爬坡进度，这两条曲线的相对斜率，决定了未来这一格局向哪一侧倾斜。**

下载日志已记录，仅供内部参考

图表28： 中美 AI 产业链的待发展环节



资料来源：FactSet，华泰研究

跨地区对比：各地区轮动也因产业链轮动触发

各地区 AI 的超额涨幅由其优势产业所处位置决定，且各地区的超额涨幅均有盈利支撑。估值层面，无论以 PEG 还是 PB 与 ROE 的匹配衡量，各地区均不算贵。

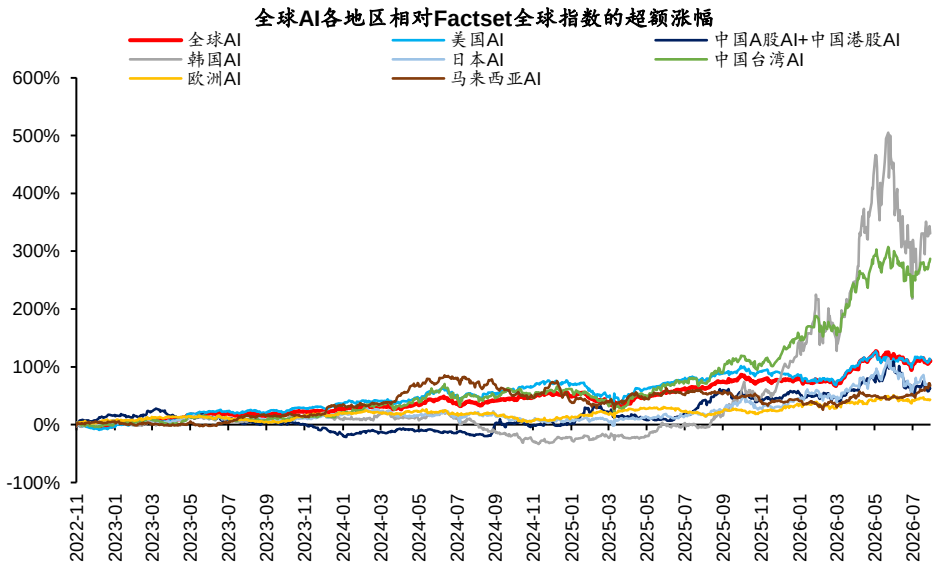
超额收益与盈利兑现：各地区的超额涨幅均有盈利支撑

前文在产业链轮动维度得出的结论，在国别维度同样成立：涨幅排序不由基本面增速的绝对高低决定，而由预期盈利增长率的变化方向决定，其经济含义是各地区优势环节离当期供需缺口的远近。2022 年 11 月以来相对全球指数的超额涨幅，中国台湾、韩国、美国三地明显领先，前两者对应先进制程与 HBM 存储，正是这一轮周期中依次成为缺口的环节；美国则在除 L2 晶圆制造与 L4 AI 服务器硬件以外的各环节具备比较优势。日本与欧洲的优势集中在设备、材料与基建，属于上游存量能力而非当期最紧的一环，超额因此明显更薄；马来西亚承接的是资本外溢，与缺口的距离最远，几乎没有跑出超额。国别层面的超额收益，本质上是各层增长率差异穿透到地区维度的结果。

从地区维度来看，各地的超额涨幅均有盈利支撑。将各地区预期 EPS 指数以 2022 年 11 月为基期对齐后可以看到，韩国与中国台湾的盈利预期扩张幅度显著高于全球与美国，涨得最多的地区同样也是盈利兑现最充分的地区，两者的排序高度一致。

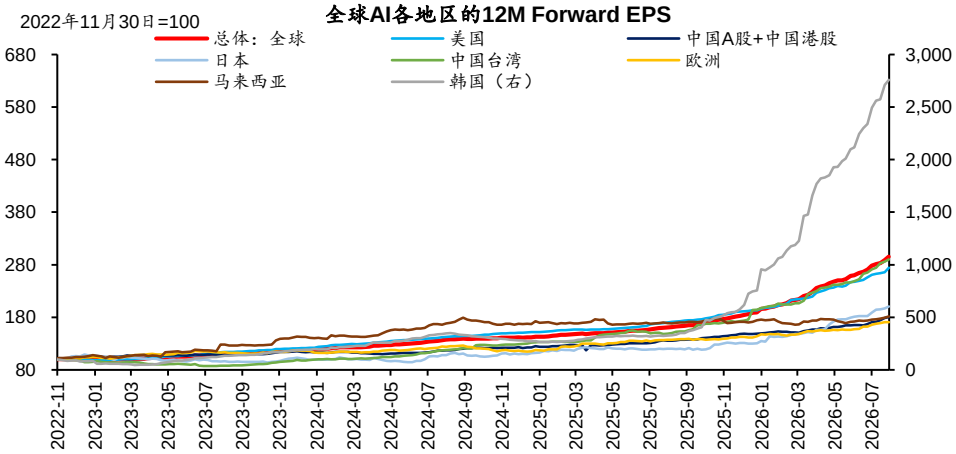
下载日志已记录，仅供内部参考

图表29：各地区 AI 的超额涨幅由其优势产业所处位置决定



资料来源：FactSet，华泰研究

图表30：各地区 AI 产业的超额涨幅均有盈利支撑



资料来源：FactSet，华泰研究

估值检验：各地区估值整体都不算贵

地区层面的估值检验，主要看估值与盈利增速的匹配关系。按这一标准，全球 AI 在地区口径下均不算贵。

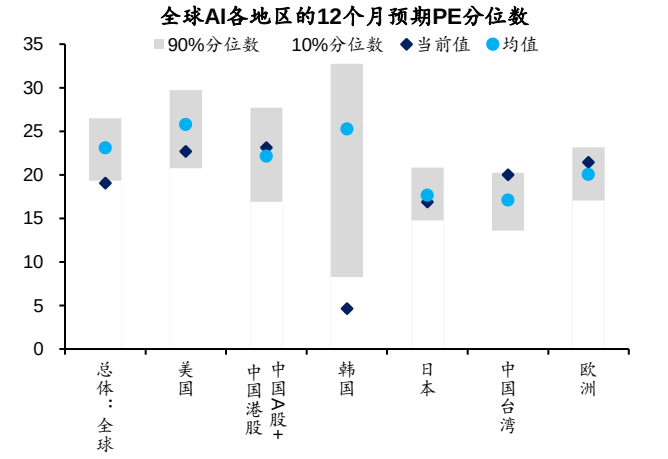
第一个口径是估值本身与增速的匹配，采用 PEG 估值。盈利增速越高的地区，估值往远期看收敛越快，增速调整后的估值反而更低。各地区在这一口径下均不算贵，PEG 估值普遍低于以动态 PE 衡量的估值，说明当前的高估值很大程度上已被高增速消化，估值扩张并非全靠情绪推动。

第二个口径是 PB 与盈利能力的匹配，结论完全一致。PB 与 ROE 的地区散点回归拟合优度达到 0.821，各地区之间的 PB 差异绝大部分能被盈利能力差异解释；预期口径的点位普遍比 TTM 口径更靠近回归线，意味着以未来一年的盈利能力衡量，全球 AI 的估值溢价正在系统性收窄而非扩张。偏离度上，韩国显著落在回归线下方，其 ROE 的抬升速度远超市场给出的 PB；美国稳定位于回归线上方，溢价由模型、软件与云生态的复合壁垒支撑。

两个口径下韩国的读数都最低，但这并不指向大幅低估。韩国当前的盈利增速与 ROE 均处于存储周期上行段的高点，未来两年将逐步回落，其估值应视为合理而非便宜。

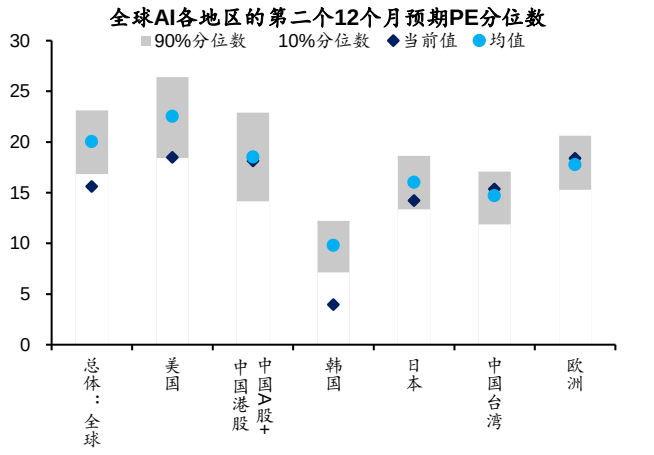
下载日志已记录，仅供内部参考

图表31：除中国台湾外，各地区的未来 12 个月预期 PE 仍处合理水平



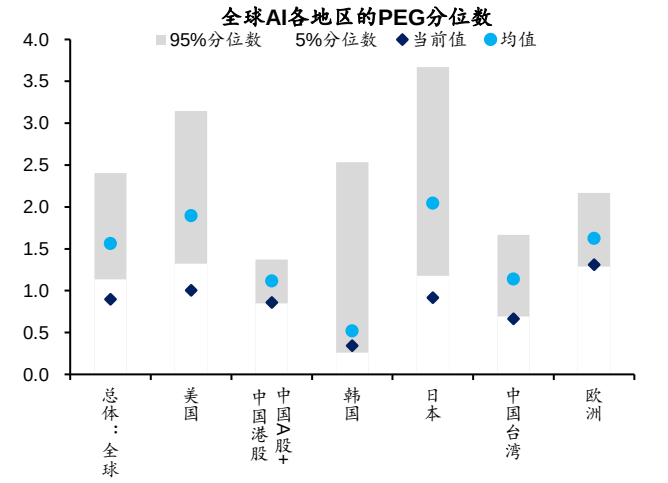
注：分位数为 2019 年以来
资料来源：FactSet，华泰研究

图表32：各地区 AI 产业均有远期估值收敛



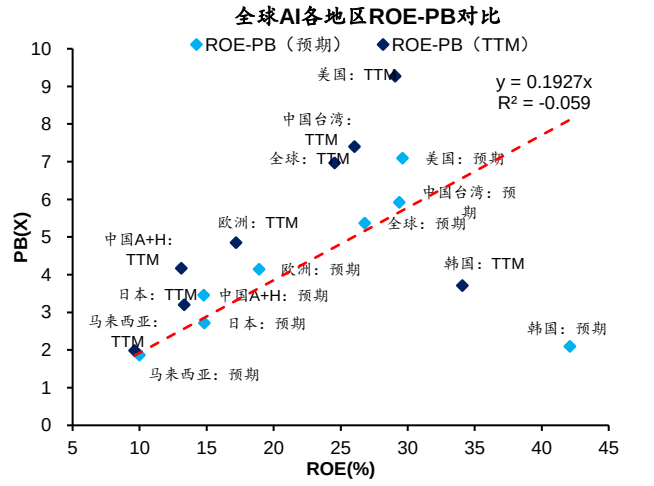
注：分位数为 2019 年以来
资料来源：FactSet，华泰研究

图表33：增速调整后，各地区 AI 产业的估值水平均处历史较低区间



注：分位数为 2019 年以来
资料来源：FactSet，华泰研究

图表34：PB 差异可被 ROE 解释



注：数据截至 8 月 30 日
资料来源：FactSet，华泰研究

中国 AI 产业：海外链与国产链的双链格局

前文的行业轮动章节已经指出，中国与全球的层级轮动规律共通，但中国 AI 产业链与全球 AI 产业链偶有分化。分化的根源在于中国 AI 由两条链构成：海外链承接北美资本开支，与全球同步且弹性更大；国产链由国产大模型与国产算力的自身进展驱动，不依赖海外 Capex。前一节的证据与此一致：中国是唯一一个九层股价相关性全部落在中等区间的经济体，这一中等值正是两条链合并后的平均。**本章探讨中国 AI 两条链之间的轮动规律：什么时候交易海外链，什么时候交易国产链。**

海外链同时交易海外云厂商资本开支与中国供应链 Alpha

海外链的收益来自海外 AI 景气、中国供应商份额提升与产品价值量升级的共同驱动。中国海外链与全球 AI 硬件高度相关，两者共享同一个海外 AI 资本开支周期；但海外链的阶段性弹性明显更大，尤其自 2025 年下半年以来，其涨幅显著超过全球 AI 指数与 L4 AI 服务器硬件。海外云厂商的 Capex 决定需求总量，中国供应商的份额变化与产品价值量决定盈利弹性，A/H 市场自身的风险偏好进一步影响短期估值。**海外链因此同时具备海外需求 Beta 和中国制造 Alpha，是海外 AI 景气在中国优势制造环节上的放大表达。**

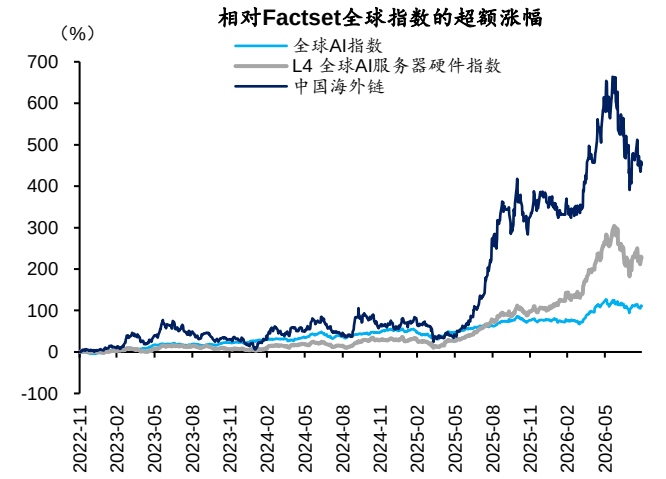
下载日志已记录，仅供内部参考

中国供应商的份额提升和单机价值量增长，使海外需求可以转化为更大的盈利弹性。海外云厂商资本开支扩张首先带动服务器与算力基础设施需求，下一代算力平台升级又进一步提高高速互联、PCB、电源、散热等环节的价值量；与此同时，中国优势供应商凭借产能、成本和交付能力持续提升全球份额。**需求增长、价值量提升和份额扩张三者叠加，使中国海外链公司的收入与利润增速能够明显高于海外 AI 需求本身，且兑现路径可由海外 Capex 直接跟踪，盈利确定性强于国产链。**

海外链的趋势强弱取决于海外需求与自身盈利预期能否持续上修。海外 Capex 的绝对水平决定行业所处景气位置，Capex 预期、供应链订单和盈利预测的边际变化决定股价方向。当云厂商持续上修资本开支、下一代平台进入放量期、中国供应商订单能见度同步改善时，海外链容易形成“Capex 上修—订单增长—盈利上修—预期盈利增长率抬升”的正反馈。随着 Capex 与订单上修斜率趋缓，海外链也会逐步进入盈利兑现和预期消化阶段。**因此，对海外链而言，持续跟踪盈利预期的变化比观察当期景气绝对水平更重要。**

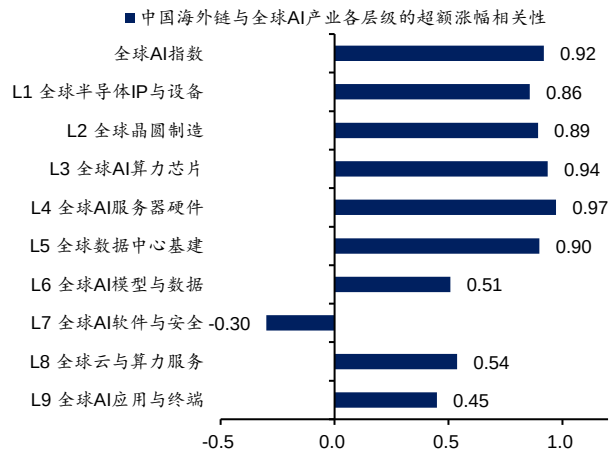
但仍需注意，美股对中国海外链的映射止于硬件，美股软件行情不能直接外推至国产软件。海外链与 L6 全球 AI 模型与数据、L8 全球云与算力服务、L9 全球 AI 应用与终端的相关性降至 0.45 至 0.54，L7 全球 AI 软件与安全甚至为-0.30。差异的根源在于是否存在真实订单关系。硬件环节中，海外云厂商的资本开支通过整机 BOM 直接形成中国供应商的收入与利润，海外景气与国内报表本质上是同一笔订单的两端，相关性因此接近于同一资产。软件环节则不存在跨境订单，国内软件公司的客户结构、付费能力与算力数据条件均由国内决定，海外软件行情向国内的传导只剩风险偏好与叙事层面的映射，缺乏可跟踪的盈利锚。

图表35：海外链长期跟随全球 AI 景气，但弹性更大



资料来源：FactSet，华泰研究

图表36：海外链与全球 AI 产业链的硬件环节高度相关



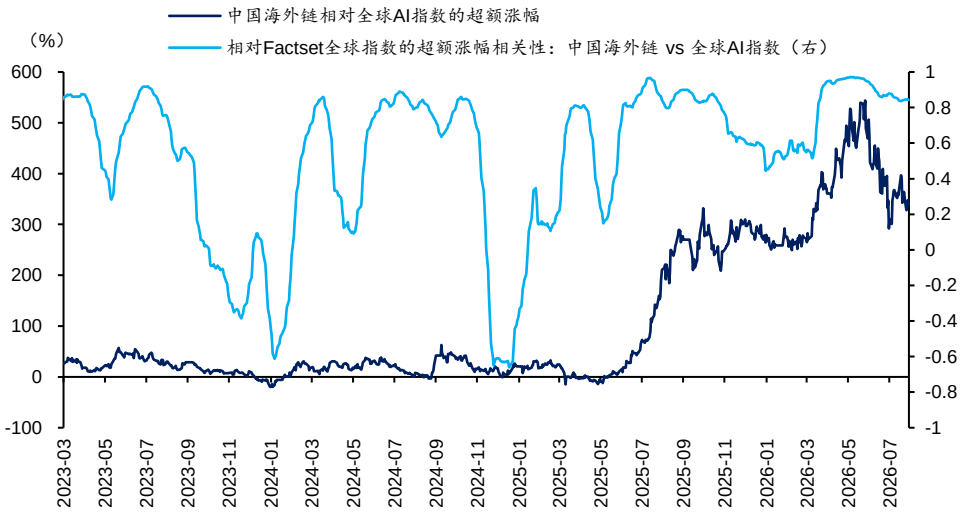
注：样本区间为 2022 年 11 月 30 日以来
资料来源：FactSet，华泰研究

中国海外链的股价会阶段性脱离海外景气，对中国资产的风险偏好决定了中国海外链的偏离程度。海外链与全球 AI 的滚动 3 个月相关性长期维持在 0.8 以上，但每隔一段时间会大幅回落，回落均由中国市场自身的贴现率与风险偏好变化触发，而非海外需求变化。

两次典型背离分别对应中国资产偏好的两个方向。2023 年下半年是海外景气向上、中国资产偏好向下，全球 AI 仍由算力需求推动，海外链订单未变，股价却受中国权益市场整体估值压制，相关性一度转负。2024 年四季度则相反，随着一揽子增量政策落地，中国资产迎来快速重估，市场波动同步放大，海外链短期更多跟随境内市场运行，与全球 AI 的映射同样减弱。**因此判断中国海外链的短期位置，需在海外 Capex 之外叠加对中国资产偏好的判断。**

下载日志已记录，仅供内部参考

图表37：海外链的海外基本面锚相对稳定，中国资产的风险偏好驱动短期股价偏离



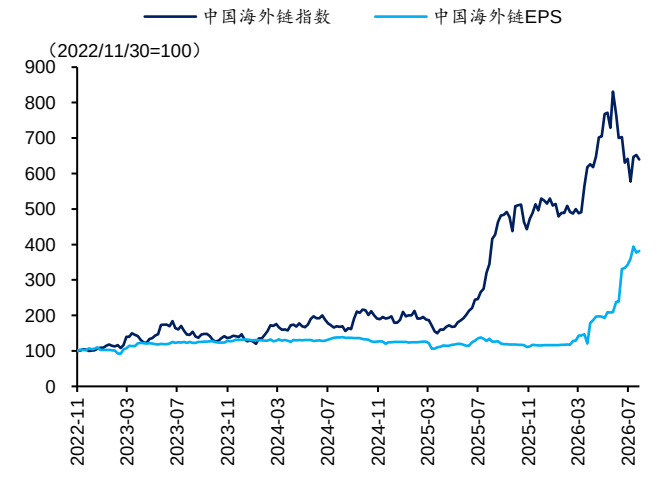
资料来源：FactSet，华泰研究

国产链的核心驱动力来自国产 AI 能力边界与国产化率的重估

国产链的行情起点通常来自技术突破、供给突破和国内资本开支变化对原有预期的重新定价。国产链覆盖国产模型、国产算力芯片、先进制造、基础软件与自主可控相关环节，需求来自国内云厂商、运营商、政企与国产替代。市场先判断国内 AI 能力的上限与关键环节的国产化率，再据此调整空间与盈利预期，因此模型能力突破、国产芯片放量、先进制造进展与国内算力招标节奏，都会直接改变国产链的定价中枢。

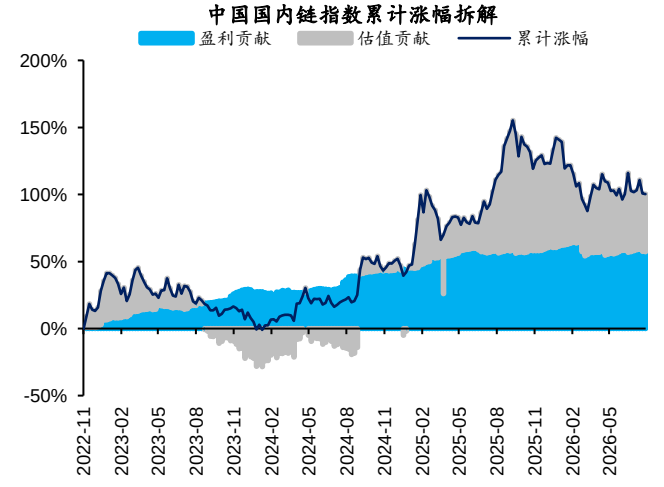
2025 年初 DeepSeek-R1 推动国产链从能力验证进入集中重估，随后逐步转向基本面验证。DeepSeek 显著抬升了市场对国产模型效率和国内 AI 产业发展路径的判断，此前先进算力供给不足被视为国内 AI 发展的重要约束，而 DeepSeek 强化了“有限算力条件下仍能实现较强模型能力”的预期，带动国产模型、云服务、国产芯片和自主可控环节同步重估，国产链指数也在 2025 年初快速上行。随着预期修复迅速进入价格，市场定价进一步转向国内 Capex、算力招标、国产芯片出货、模型商业化和上市公司盈利上修等基本面验证。此后国产链从高位逐步回落，而同期全球 AI 和海外链仍延续上行，说明海外订单已进入持续兑现阶段，国产链则仍处在由技术突破向订单和利润转化的过程中，**市场关注点也由“能力能否实现”转向“能力何时形成收入和利润”。**

图表38：中国海外链的盈利可见度更高



资料来源：FactSet，华泰研究

图表39：中国国产链由产业突破驱动预期重估，持续行情仍需订单与盈利接力



资料来源：FactSet，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

华泰全球 AI 龙头指数

前文的分析都建立在 1,137 家 AI 公司的全样本之上，但全样本中包含大量流动性不足、AI 业务占比过低的公司，无法直接构成可投资的组合。为此，我们在既有分层体系之上再做一次客观筛选，构建华泰全球 AI 龙头指数，把前文的产业链判断落到一个可跟踪、可复现、可持续维护的标的组合上。

该组合筛选完全依据可验证的客观指标，不含主观判断，资产池按流通市值（美元计价）加权，每季度进行一次再平衡，目的是形成一个投资全球 AI 的全产业链组合。全部五道标准均来自公开数据。筛选标准如下：

第一，唯一归类。一家公司只归属一个二级环节，按其映射至各环节的 AI 相关收入占比最高者确定，已入选者不在其他环节重复计入。

第二，上市年限。截至基准日已上市满 12 个月，确保有完整的财报与交易数据可供检验。

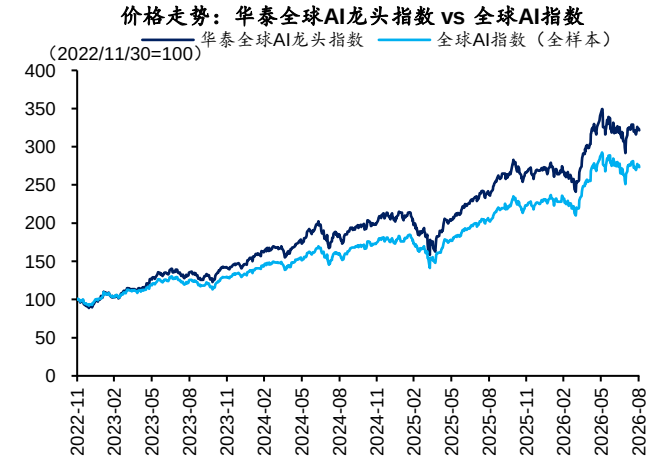
第三，AI 纯度，分为三个识别方法。1）默认采用收入占比法，要求映射至本环节的 FactSet RBICS 6 级子行业收入合计占比不低于 30%；**2）绝对规模法，**占比不足 30%但该部分收入绝对额居本环节全球前五者入选，以免因公司体量过大而稀释了占比；**3）对 L3.2 服务器芯片、L5.2 电力设备、L5.3 电力供给、L6.1 基础模型、L6.2 AI 训练数据、L9.2 具身智能这六个业务尚未形成独立收入列示的环节，采用事实认定法，**须在定期报告中作为独立披露的战略业务并给出量化指标，或存在公开可查的重大合同、产能与客户协定。

第四，流动性门槛。非中国 A 股和中国港股的标的要求流通市值不低于 100 亿美元、近三个月日均成交额不低于 5,000 万美元；中国 A 股和中国港股的标的对应 25 亿美元与 1,500 万美元。中国 A 股和中国港股单独设阈是因为两地市场的市值分布与换手结构本就不同，用同一把尺子会系统性排除掉中国的优势环节。

第五，环节容量。单一二级环节全口径不超过 10 只，中国 A 股和中国港股的标的数量占比不低于 30%，中国 A 股和中国港股池与全球池分别计算。这一条的作用是防止个别环节因公司数量众多而主导整个资产池。

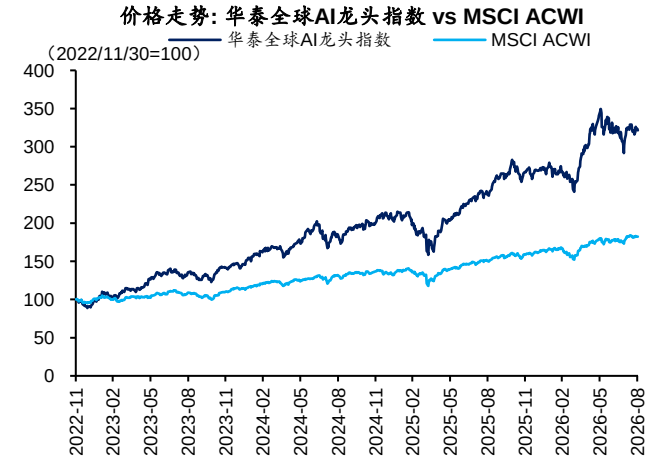
资产池相对全球 AI 指数与 MSCI ACWI 均取得超额收益，且两个基准的含义不同。相对 MSCI ACWI 的超额，衡量的是配置 AI 相对配置全球权益的收益差，本质上是 AI 主题的 Beta；相对全球 AI 指数的超额，衡量的才是本资产池的筛选价值，即在同样是 AI 资产的前提下，头部标的相对 AI 全样本的差异。

图表40： 华泰全球 AI 龙头指数大幅跑赢全球权益市场



资料来源：FactSet，华泰研究

图表41： 华泰全球 AI 龙头指数跑赢全球 AI 全样本



资料来源：FactSet，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

图表42：华泰全球 AI 龙头指数成分股列表（按 L1 至 L9 环节排序，前 72 位）

华泰全球AI龙头指数成分股列表（按L1-L9环节排序）

注：流通市值和成交量数据截至2026/8/30

序号	一级环节	二级环节	市场	彭博代码	名称	权重（流通市值加权）
1	L1 半导体IP与设备	L1.1 EDA与IP	美股	ARM US Equity	Arm Holdings plc	0.59%
2	L1 半导体IP与设备	L1.1 EDA与IP	美股	CDNS US Equity	Cadence Design Systems, Inc.	0.21%
3	L1 半导体IP与设备	L1.1 EDA与IP	美股	SNPS US Equity	Synopsys, Inc.	0.19%
4	L1 半导体IP与设备	L1.1 EDA与IP	A股	301269 CH Equity	华大九天	0.02%
5	L1 半导体IP与设备	L1.2 晶圆前道设备	美股	ASML US Equity	ASML Holding NV	1.49%
6	L1 半导体IP与设备	L1.2 晶圆前道设备	美股	AMAT US Equity	Applied Materials, Inc.	0.83%
7	L1 半导体IP与设备	L1.2 晶圆前道设备	美股	LRCX US Equity	Lam Research Corporation	0.86%
8	L1 半导体IP与设备	L1.2 晶圆前道设备	美股	KLAC US Equity	KLA Corporation	0.52%
9	L1 半导体IP与设备	L1.2 晶圆前道设备	日股	8035 JP Equity	Tokyo Electron Ltd.	0.37%
10	L1 半导体IP与设备	L1.2 晶圆前道设备	A股	002371 CH Equity	北方华创	0.17%
11	L1 半导体IP与设备	L1.2 晶圆前道设备	欧股	ASM NA Equity	ASM International N.V.	0.10%
12	L1 半导体IP与设备	L1.2 晶圆前道设备	A股	688012 CH Equity	中微公司	0.12%
13	L1 半导体IP与设备	L1.2 晶圆前道设备	日股	6920 JP Equity	Lasertec Corp.	0.04%
14	L1 半导体IP与设备	L1.3 先进封装设备	日股	6146 JP Equity	Disco Corporation	0.09%
15	L1 半导体IP与设备	L1.3 先进封装设备	欧股	BESI NA Equity	BE Semiconductor Industries N.V.	0.04%
16	L1 半导体IP与设备	L1.3 先进封装设备	港股	522 HK Equity	ASMPT Ltd	0.02%
17	L1 半导体IP与设备	L1.4 半导体测试设备	日股	6857 JP Equity	Advantest Corp.	0.35%
18	L1 半导体IP与设备	L1.4 半导体测试设备	美股	TER US Equity	Teradyne, Inc.	0.12%
19	L2 晶圆制造	L2.1 晶圆材料	日股	4063 JP Equity	Shin-Etsu Chemical Co., Ltd.	0.16%
20	L2 晶圆制造	L2.1 晶圆材料	台股	6488 TW Equity	GlobalWafers Co., Ltd.	0.03%
21	L2 晶圆制造	L2.1 晶圆材料	A股	688126 CH Equity	沪硅产业	0.03%
22	L2 晶圆制造	L2.2 代工与封装	美股	TSM US Equity	Taiwan Semiconductor Manufacturing Co., Ltd.	4.90%
23	L2 晶圆制造	L2.2 代工与封装	A股	688981 CH Equity	中芯国际	0.37%
24	L2 晶圆制造	L2.2 代工与封装	日股	7741 JP Equity	HOYA CORPORATION	0.12%
25	L2 晶圆制造	L2.2 代工与封装	港股	1347 HK Equity	华虹公司	0.06%
26	L2 晶圆制造	L2.3 封测代工	美股	ASX US Equity	ASE Technology Holding Co., Ltd.	0.18%
27	L2 晶圆制造	L2.3 封测代工	A股	600584 CH Equity	长电科技	0.05%
28	L2 晶圆制造	L2.1 晶圆材料	A股	300666 CH Equity	江丰电子	0.02%
29	L3 AI算力芯片	L3.2 服务器芯片	美股	INTC US Equity	Intel Corporation	1.07%
30	L3 AI算力芯片	L3.1 AI加速芯片	美股	NVDA US Equity	NVIDIA Corporation	12.11%
31	L3 AI算力芯片	L3.1 AI加速芯片	美股	AVGO US Equity	Broadcom Inc.	4.01%
32	L3 AI算力芯片	L3.1 AI加速芯片	美股	AMD US Equity	Advanced Micro Devices, Inc.	1.75%
33	L3 AI算力芯片	L3.1 AI加速芯片	美股	MRVL US Equity	Marvell Technology, Inc.	0.42%
34	L3 AI算力芯片	L3.1 AI加速芯片	A股	688256 CH Equity	寒武纪	0.24%
35	L3 AI算力芯片	L3.1 AI加速芯片	A股	688041 CH Equity	海光信息	0.20%
36	L3 AI算力芯片	L3.1 AI加速芯片	台股	3443 TW Equity	Global Unichip Corp.	0.06%
37	L3 AI算力芯片	L3.1 AI加速芯片	台股	3661 TW Equity	Alchip Technologies Ltd.	0.03%
38	L3 AI算力芯片	L3.2 服务器芯片	台股	2454 TW Equity	MediaTek Inc	0.45%
39	L3 AI算力芯片	L3.2 服务器芯片	A股	603893 CH Equity	瑞芯微	0.03%
40	L3 AI算力芯片	L3.3 AI存储	韩股	005930 KS Equity	Samsung Electronics Co., Ltd.	2.84%
41	L3 AI算力芯片	L3.3 AI存储	美股	MU US Equity	Micron Technology, Inc.	2.46%
42	L3 AI算力芯片	L3.3 AI存储	韩股	000660 KS Equity	SK hynix Inc.	2.03%
43	L3 AI算力芯片	L3.3 AI存储	美股	SNDK US Equity	SanDisk Corporation	0.52%
44	L3 AI算力芯片	L3.3 AI存储	美股	STX US Equity	Seagate Technology Holdings plc	0.43%
45	L3 AI算力芯片	L3.3 AI存储	日股	285A JP Equity	Kioxia Holdings Corporation	0.39%
46	L3 AI算力芯片	L3.3 AI存储	美股	WDC US Equity	Western Digital Corporation	0.37%
47	L3 AI算力芯片	L3.3 AI存储	A股	603986 CH Equity	兆易创新	0.10%
48	L3 AI算力芯片	L3.3 AI存储	A股	688008 CH Equity	澜起科技	0.08%
49	L3 AI算力芯片	L3.4 电源模拟芯片	欧股	IFX GR Equity	Infineon Technologies AG	0.19%
50	L3 AI算力芯片	L3.4 电源模拟芯片	美股	MPWR US Equity	Monolithic Power Systems, Inc.	0.14%
51	L3 AI算力芯片	L3.2 服务器芯片	美股	QCOM US Equity	QUALCOMM Incorporated	0.41%
52	L4 AI服务器硬件	L4.1 PCB与载板	台股	2383 TW Equity	Elite Material Co., Ltd.	0.14%
53	L4 AI服务器硬件	L4.1 PCB与载板	台股	3037 TW Equity	Unimicron Technology Corp.	0.11%
54	L4 AI服务器硬件	L4.1 PCB与载板	A股	600183 CH Equity	生益科技	0.12%
55	L4 AI服务器硬件	L4.1 PCB与载板	A股	300476 CH Equity	胜宏科技	0.08%
56	L4 AI服务器硬件	L4.1 PCB与载板	日股	4062 JP Equity	IBIDEN CO., LTD.	0.08%
57	L4 AI服务器硬件	L4.1 PCB与载板	A股	002463 CH Equity	沪电股份	0.08%
58	L4 AI服务器硬件	L4.2 光模块	A股	300308 CH Equity	中际旭创	0.34%
59	L4 AI服务器硬件	L4.2 光模块	A股	300502 CH Equity	新易盛	0.19%
60	L4 AI服务器硬件	L4.2 光模块	日股	5803 JP Equity	Fujikura Ltd	0.13%
61	L4 AI服务器硬件	L4.2 光模块	美股	COHR US Equity	Coherent Corp.	0.12%
62	L4 AI服务器硬件	L4.2 光模块	A股	300394 CH Equity	天孚通信	0.10%
63	L4 AI服务器硬件	L4.3 网络互联	美股	ANET US Equity	Arista Networks Inc	0.56%
64	L4 AI服务器硬件	L4.3 网络互联	A股	002475 CH Equity	立讯精密	0.15%
65	L4 AI服务器硬件	L4.4 服务器整机	A股	601138 CH Equity	工业富联	0.43%
66	L4 AI服务器硬件	L4.4 服务器整机	美股	DELL US Equity	Dell Technologies Inc. Class C	0.67%
67	L4 AI服务器硬件	L4.4 服务器整机	台股	2317 TW Equity	Hon Hai Precision Industry Co., Ltd.	0.25%
68	L4 AI服务器硬件	L4.4 服务器整机	港股	992 HK Equity	联想集团	0.11%
69	L4 AI服务器硬件	L4.4 服务器整机	台股	2382 TW Equity	Quanta Computer Inc.	0.09%
70	L4 AI服务器硬件	L4.4 服务器整机	台股	6669 TW Equity	Wiwynn Corporation	0.09%
71	L4 AI服务器硬件	L4.4 服务器整机	美股	CLS US Equity	Celestica Inc.	0.09%
72	L4 AI服务器硬件	L4.4 服务器整机	A股	000977 CH Equity	浪潮信息	0.04%

注：本表格中涉及的未上市/未覆盖个股，系按照客观标准及客观信息整理，不代表团队对该公司推荐/覆盖；

资料来源：FactSet，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

图表43：华泰全球 AI 龙头指数成分股列表（按 L1 至 L9 环节排序，73 位及以后）

华泰全球AI龙头指数成分股列表（按L1-L9环节排序）

注：流通市值和成交量数据截至2026/8/30

序号	一级环节	二级环节	市场	彭博代码	名称	权重（流通市值加权）
73	L4 AI服务器硬件	L4.5 散热与液冷	台股	2308 TW Equity	Delta Electronics, Inc.	0.34%
74	L4 AI服务器硬件	L4.5 散热与液冷	美股	VRT US Equity	Vertiv Holdings Co. Class A	0.23%
75	L4 AI服务器硬件	L4.5 散热与液冷	A股	002837 CH Equity	英维克	0.03%
76	L4 AI服务器硬件	L4.1 PCB与载板	A股	002384 CH Equity	东山精密	0.12%
77	L4 AI服务器硬件	L4.2 光模块	美股	LITE US Equity	Lumentum Holdings, Inc.	0.19%
78	L4 AI服务器硬件	L4.4 服务器整机	美股	HPE US Equity	Hewlett Packard Enterprise Co.	0.16%
79	L5 数据中心基建	L5.1 数据中心地产与建设	美股	EQIX US Equity	Equinix, Inc.	0.24%
80	L5 数据中心基建	L5.1 数据中心地产与建设	A股	300442 CH Equity	润泽科技	0.03%
81	L5 数据中心基建	L5.1 数据中心地产与建设	港股	9698 HK Equity	万国数据-SW	0.01%
82	L5 数据中心基建	L5.2 电力设备	美股	GEV US Equity	GE Vernova Inc.	0.54%
83	L5 数据中心基建	L5.2 电力设备	欧股	SU FP Equity	Schneider Electric SE	0.44%
84	L5 数据中心基建	L5.2 电力设备	美股	ETN US Equity	Eaton Corp. Plc	0.36%
85	L5 数据中心基建	L5.3 电力供给	美股	CEG US Equity	Constellation Energy Corporation	0.22%
86	L5 数据中心基建	L5.3 电力供给	A股	601985 CH Equity	中国核电	0.06%
87	L5 数据中心基建	L5.2 电力设备	A股	300274 CH Equity	阳光电源	0.06%
88	L6 AI模型与数据	L6.1 基础模型	港股	700 HK Equity	腾讯控股	1.19%
89	L6 AI模型与数据	L6.1 基础模型	日股	9984 JP Equity	SoftBank Group Corp.	0.42%
90	L6 AI模型与数据	L6.1 基础模型	A股	002230 CH Equity	科大讯飞	0.03%
91	L6 AI模型与数据	L6.2 AI训练数据	美股	RDDT US Equity	Reddit, Inc. Class A	0.06%
92	L7 AI软件与安全	L7.1 IT集成与渠道	美股	IBM US Equity	International Business Machines Corporation	0.50%
93	L7 AI软件与安全	L7.1 IT集成与渠道	美股	ACN US Equity	Accenture Plc Class A	0.26%
94	L7 AI软件与安全	L7.2 企业AI软件	美股	PLTR US Equity	Palantir Technologies Inc. Class A	1.02%
95	L7 AI软件与安全	L7.2 企业AI软件	美股	SAP US Equity	SAP SE	0.58%
96	L7 AI软件与安全	L7.2 企业AI软件	美股	NOW US Equity	ServiceNow, Inc.	0.35%
97	L7 AI软件与安全	L7.2 企业AI软件	A股	688111 CH Equity	金山办公	0.04%
98	L7 AI软件与安全	L7.2 企业AI软件	港股	268 HK Equity	金蝶国际	0.01%
99	L7 AI软件与安全	L7.3 网络安全	美股	PANW US Equity	Palo Alto Networks, Inc.	0.71%
100	L7 AI软件与安全	L7.3 网络安全	美股	CRWD US Equity	CrowdStrike Holdings, Inc. Class A	0.54%
101	L8 云与算力服务	L8.1 超大规模云	美股	GOOGL US Equity	Alphabet Inc. Class A	9.45%
102	L8 云与算力服务	L8.1 超大规模云	美股	META US Equity	Meta Platforms Inc Class A	3.32%
103	L8 云与算力服务	L8.1 超大规模云	美股	MSFT US Equity	Microsoft Corporation	8.57%
104	L8 云与算力服务	L8.1 超大规模云	美股	AMZN US Equity	Amazon.com, Inc.	6.38%
105	L8 云与算力服务	L8.1 超大规模云	美股	ORCL US Equity	Oracle Corporation	0.98%
106	L8 云与算力服务	L8.1 超大规模云	港股	9988 HK Equity	阿里巴巴-W	0.66%
107	L8 云与算力服务	L8.1 超大规模云	A股	600941 CH Equity	中国移动	0.72%
108	L8 云与算力服务	L8.2 新兴云与边缘云	美股	CRWV US Equity	CoreWeave, Inc. Class A	0.11%
109	L8 云与算力服务	L8.2 新兴云与边缘云	港股	3896 HK Equity	金山云	0.01%
110	L8 云与算力服务	L8.2 新兴云与边缘云	美股	NBIS US Equity	Nebius Group N.V. Class A	0.13%
111	L8 云与算力服务	L8.2 新兴云与边缘云	港股	20 HK Equity	商汤-W	0.02%
112	L9 AI应用与终端	L9.1 AI终端	美股	AAPL US Equity	Apple Inc.	10.53%
113	L9 AI应用与终端	L9.1 AI终端	港股	1810 HK Equity	小米集团-W	0.21%
114	L9 AI应用与终端	L9.1 AI终端	港股	2382 HK Equity	舜宇光学科技	0.02%
115	L9 AI应用与终端	L9.2 具身智能	美股	TSLA US Equity	Tesla, Inc.	3.31%
116	L9 AI应用与终端	L9.2 具身智能	A股	300124 CH Equity	汇川技术	0.06%
117	L9 AI应用与终端	L9.2 具身智能	港股	9660 HK Equity	地平线机器人-W	0.02%
118	L9 AI应用与终端	L9.2 具身智能	A股	688017 CH Equity	绿的谐波	0.02%
119	L9 AI应用与终端	L9.2 具身智能	港股	9880 HK Equity	优必选	0.01%
120	L9 AI应用与终端	L9.3 AI医疗	美股	ISRG US Equity	Intuitive Surgical, Inc.	0.30%
121	L9 AI应用与终端	L9.3 AI医疗	A股	688271 CH Equity	联影医疗	0.03%
122	L9 AI应用与终端	L9.3 AI医疗	港股	2228 HK Equity	晶泰控股	0.01%

注：本表格中涉及的未上市/未覆盖个股，系按照客观标准及客观信息整理，不代表团队对该公司推荐/覆盖；

资料来源：FactSet，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

AI 进展不及预期风险。若 2027-28 年 AI 算力需求系统性回落，云厂商的资本开支或出现明显放缓，各环节的预期盈利难以兑现。

历史数据拟合的模型失效风险。本文所用的相关性、滞后期与轮动规律均基于历史数据客观整理。若产业格局、供需结构或市场定价机制发生变化，上述历史关系可能失效。

地缘政治与产业政策变化风险。若出口管制、关税或产业政策超预期调整，全球 AI 产业链的相互依存格局可能改变，相关环节的供给与需求均面临不确定性。

研报涉及的未覆盖个股，系客观信息整理，不代表团队对该公司推荐/覆盖。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

分析师声明

本人，李雨婕、黄乐平、方正韬、王伟光、于可熠，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格) 。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

下载日志已记录，仅供内部参考

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师李雨婕、黄乐平、方正韬、王伟光、于可熠本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（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 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

下载日志已记录，仅供内部参考

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司
滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183
https://www.htsc.com.sg

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司