下载日志已记录，仅供内部参考

国海证券
SEALAND SECURITIES

证券研究报告
2026年09月13日

资产配置专题报告：
科技股后市：盈利支撑仍在，估值扩张受限
——以中际旭创与宁德时代的周期对比为线索

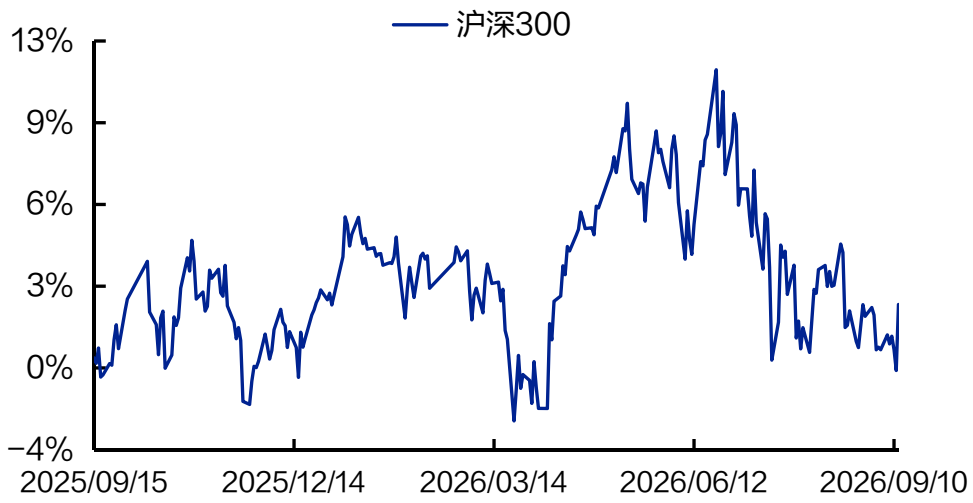
林加力(证券分析师)
S0350524100005
linjl01@ghzq.com.cn

许潇琦(证券分析师)
S0350525080004
xuxq01@ghzq.com.cn

刘子路(联系人)
S0350125080017
liuzl02@ghzq.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
沪深300	-1.3%	-3.1%	2.4%

相关报告

《资产配置专题报告：地缘与基本面双线交汇下，美联储路径与大类资产表现*许潇琦，林加力》——2026-06-29

《2026年6月大类资产配置报告：在油价反复中布局产业主线*林加力，许潇琦》——2026-06-06

《资产配置专题报告：黑天鹅之后，谁先修复？——从八次历史事件看大类资产表现规律*许潇琦，林加力》——2026-05-13

下载日志已记录，仅供内部参考

核心摘要

- **本篇报告解决了以下核心问题：2026年7月以来的科技股调整与2021年的2月和12月两轮调整有何异同？中际旭创是否出现类似宁德时代股价见顶前的产业与财务信号？高位实际利率是否具备回落条件？报告以两家龙头的周期对比为线索，依次从估值与筹码、产业与盈利、宏观与利率三个层面展开分析。**

- **一、估值与筹码：回撤以估值压缩为主，筹码约束仍存**

  - 2026年7月以来的回撤，主要体现为估值压缩和去拥挤度，调整机制更接近2021年2月，尚未确认演变为盈利与估值的双重下修。当前创业板指估值、通信和电子板块的增量融资交易热度均已明显回落，但机构持仓集中度和存量融资余额仍然偏高，以及规则型资金的同向调整可能仍会放大波动。估值压力已有释放，但不代表筹码已经充分出清。

- **二、产业与盈利：景气顶部尚未确认，现金流有待验证**

  - 宁德时代2021年末股价见顶前，锂价上涨、存货周转放缓和经营现金流回落已形成预警，毛利率下降与盈利不及预期则在后续财报中得到确认。相比之下，中际旭创目前利润率与业绩兑现仍较强，尚未出现类似的成本挤压，但2026年二季度单季经营现金流转负，提示利润增长与现金回笼出现阶段性背离。此外，北美四大云厂资本开支同比增速或于2026年四季度阶段性见顶，但缺乏可比的光模块行业供给增速数据，不能据此确认供需反转。美股AI硬件样本2026年、2027年EPS预期整体仍在上修，说明盈利支撑尚在。后续重点观察中际旭创利润率能否保持、货款回收和库存消化能否改善。

- **三、宏观与利率：实际利率居高，修复依赖盈利兑现**

  - 2026年8月底美国10年期实际利率较2021年末高约3.5个百分点，年内基准判断仍是高位震荡，科技股难以依靠估值扩张推动行情。后续重点关注9月、12月FOMC对2027年政策利率路径预期的变化，此外财政部回购等鸽派操作有助于缓冲长债流动性压力，但不能据此确认实际利率转入趋势性下行。

  - **综合判断：**总体而言，我们更倾向于将本轮视为景气延续中的估值调整，维持盈利驱动修复的判断。后续更看好盈利预期继续上修、现金流逐步改善的AI硬件龙头修复。若后续云厂商资本开支低于预期，或公司利润率持续转弱并带动盈利预测下修，则需要重新评估盈利驱动的修复逻辑。此外，若实际利率再度上行，可能压制修复力度。

风险提示：人工智能资本开支不及预期风险；人工智能投资回报风险；客户集中和技术迭代风险；盈利质量风险；实际利率和期限溢价风险；筹码和流动性风险；数据和模型风险；各公司不具备完全可比性。

下载日志已记录，仅供内部参考

第一部分 估值与筹码：回撤以估值压缩为主，筹码约束仍存

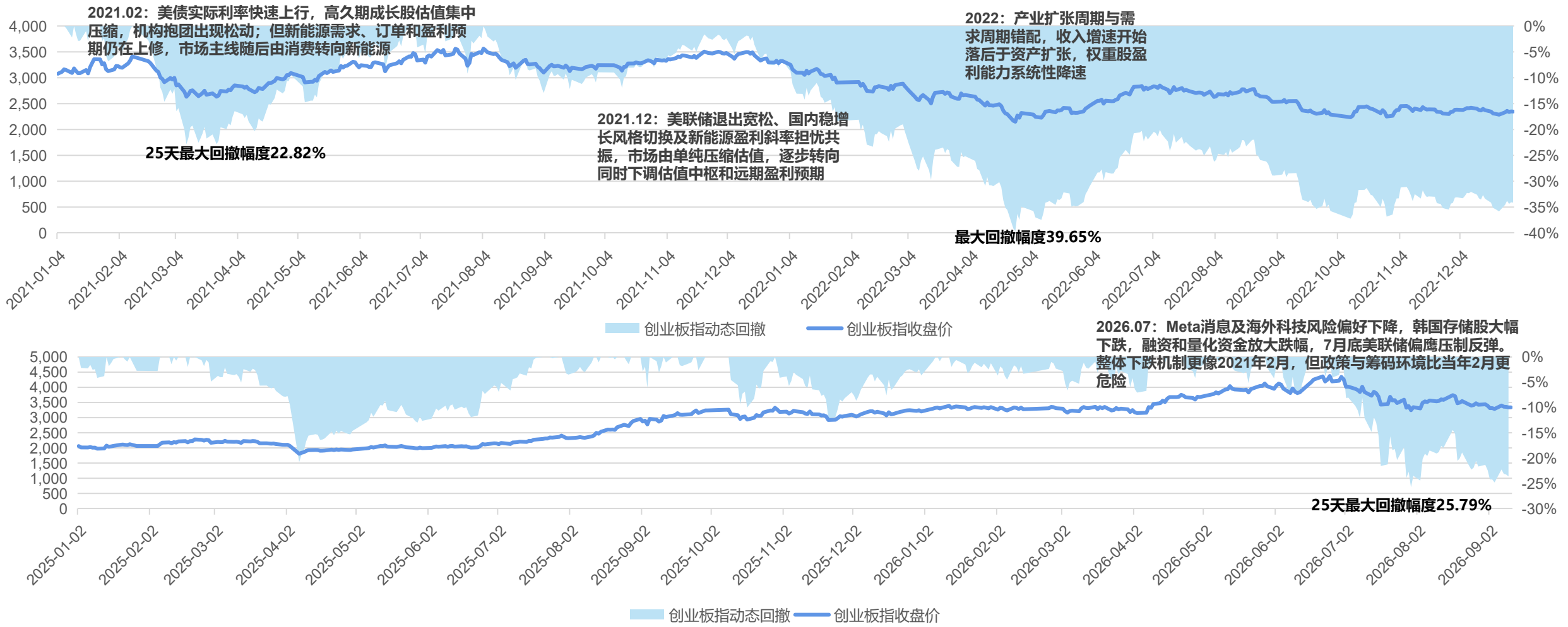
第二部分 产业与盈利：景气顶部尚未确认，现金流有待验证

第三部分 宏观与利率：实际利率居高，修复依赖盈利兑现

下载日志已记录，仅供内部参考

2026年7月更像2021年2月的估值与资金冲击，尚未演变为2021年12月式盈利顶部

- 2021年2月式调整：美债实际利率快速上行，高久期成长股估值集中压缩，但新能源需求和盈利预期仍在上修，市场主线由消费转向新能源。
- 2021年12月式顶部：美联储政策预期转鹰之外，新能源需求斜率放缓、产业供需格局变化、成本和利润率压力开始出现。
- 2026年7月至目前：海外科技风险偏好下降与实际利率上行触发调整，融资和量化资金放大跌幅，但近端盈利尚未系统性下修。

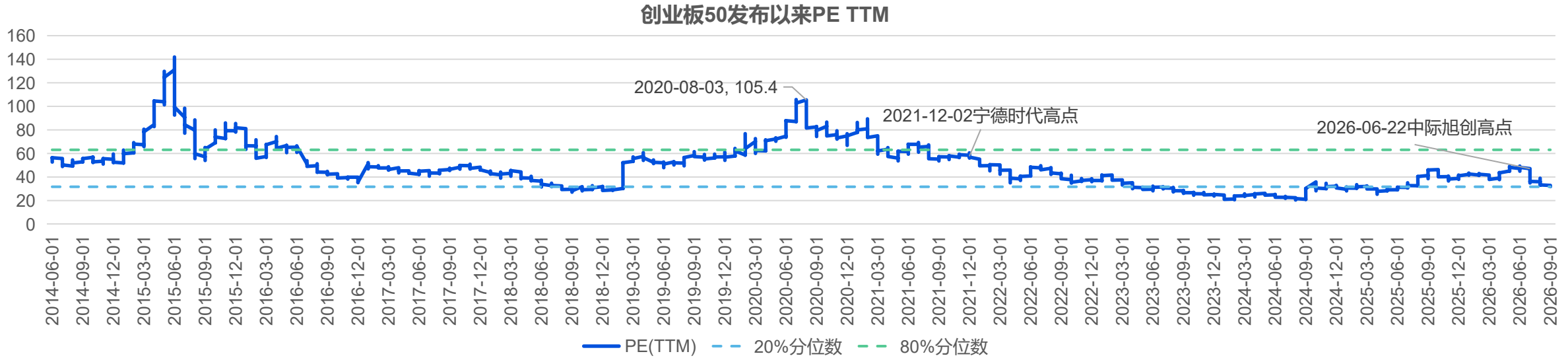


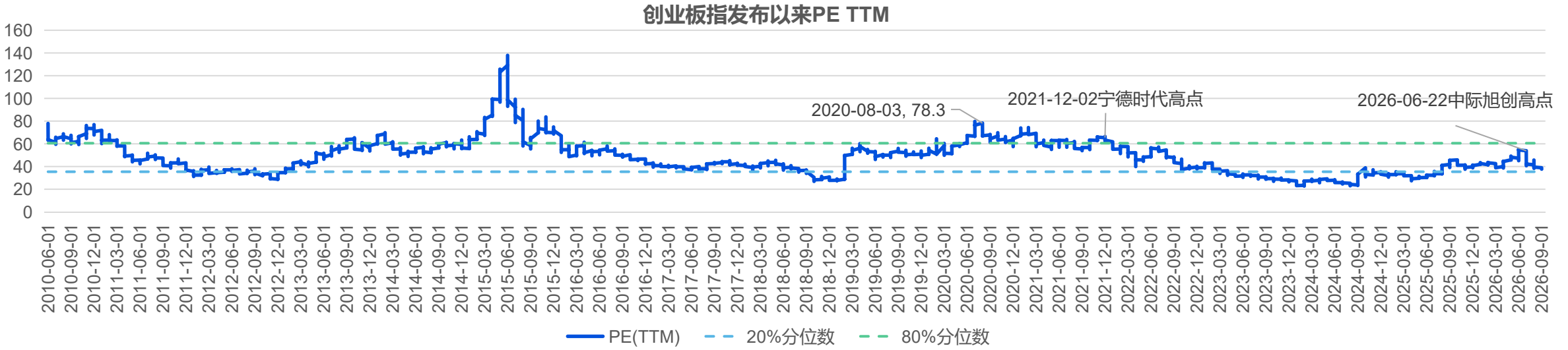
资料来源：Wind、国海证券研究所。注：上图数据统计区间为2021年1月4日至2022年12月30日；下图数据统计区间为2025年1月2日至2026年9月10日。

下载日志已记录，仅供内部参考

本轮创业板指估值高点远不及2020年，且下跌后估值压力大幅释放

- 创业板50和创业板指的PE TTM在2020-2021年均到达过80%分位数以上水平，远高于本轮高点，说明本轮并不是典型的极端估值泡沫破裂。
- 目前创业板50和创业板指PE TTM均降至指数发布以来20%分位数附近，回到低估区间。





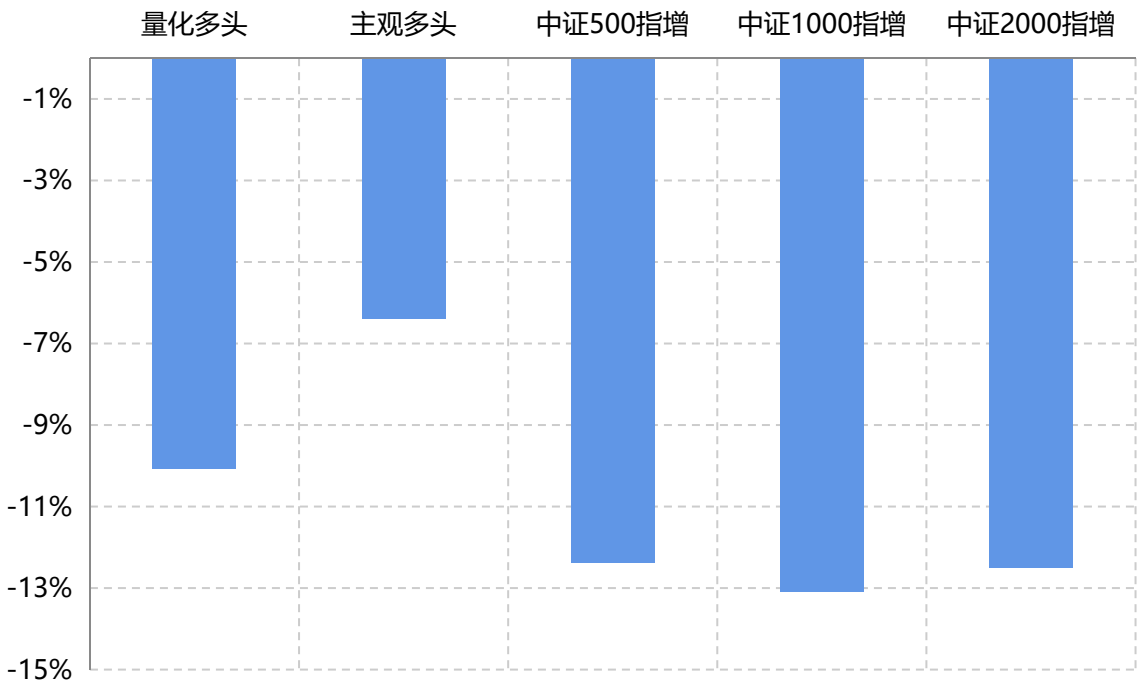
资料来源：Wind、国海证券研究所。注：上图数据统计区间为2014年6月18日至2026年9月4日；下图数据统计区间为2010年6月1日至2026年9月4日。

下载日志已记录，仅供内部参考

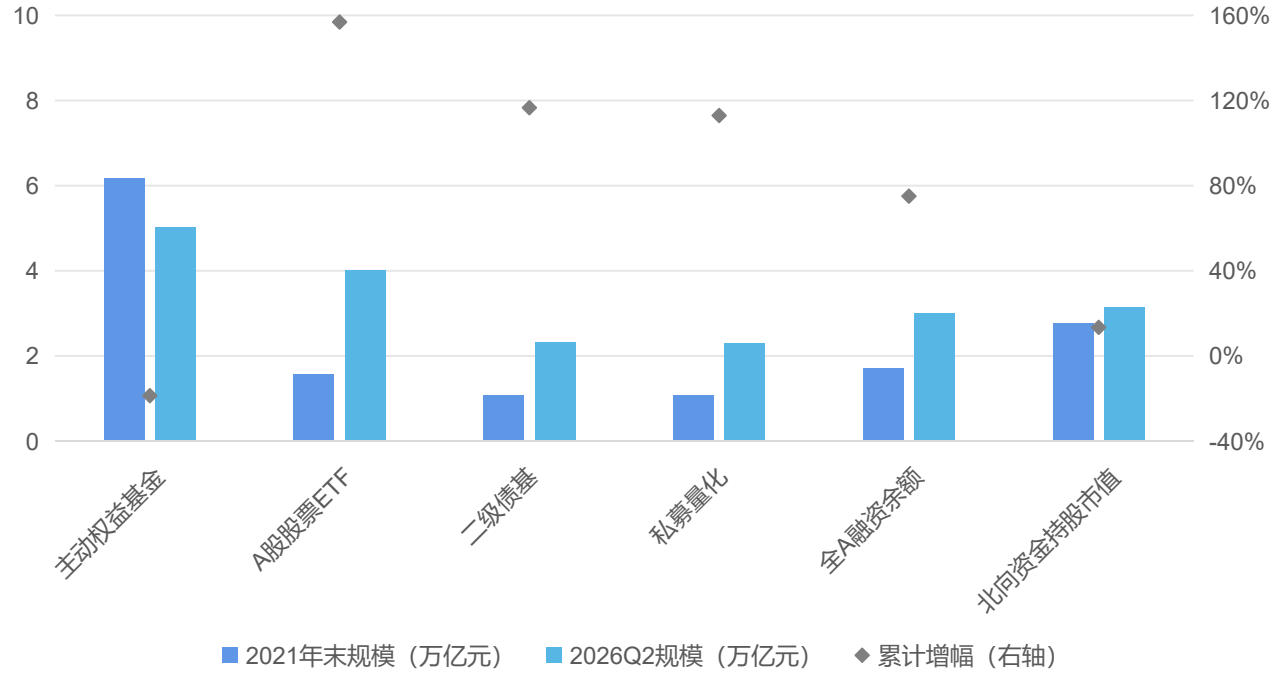
相比2021年末，量化因子拥挤和规则型资金的同步降风险可能会放大行情波动

- 2026年7月13日至17日，A股宽基指数深度调整，上证指数-5.81%、沪深300-5.26%、创业板指大跌10.78%。中证500指数录得-11.64%，中证1000指数录得-12.57%，中证2000指数录得-12.27%。各风格板块除大盘价值外均收跌，小盘成长-13.70%、中盘成长-12.27%、大盘成长-6.27%、中盘价值-4.15%、小盘价值-0.60%，唯有大盘价值逆势上涨2.69%。
- 量化指增产品出现负超额，但绝大部分净值回撤来自基准指数本身的深跌。量化多头回撤明显高于主观多头，表明因子拥挤可能加剧了量化产品净值压力。
- 相较2021年末，2026Q2末的私募量化和股票ETF等规则型资金规模明显扩张，同质化持仓在风格反转时同步降风险可能会放大行情波动。

7月13日至17日量化多头与指增在风格反转中回撤更大



A股主要可观测机构与杠杆资金的规模

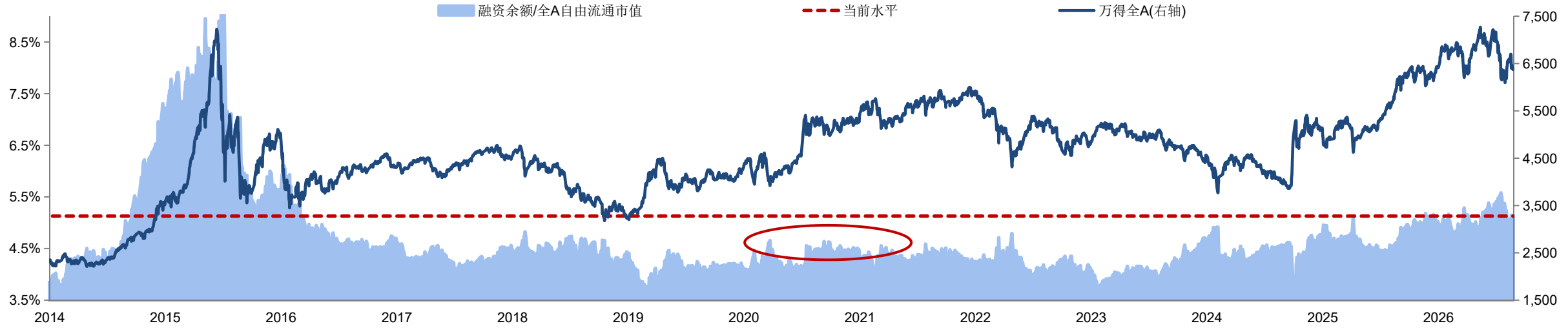


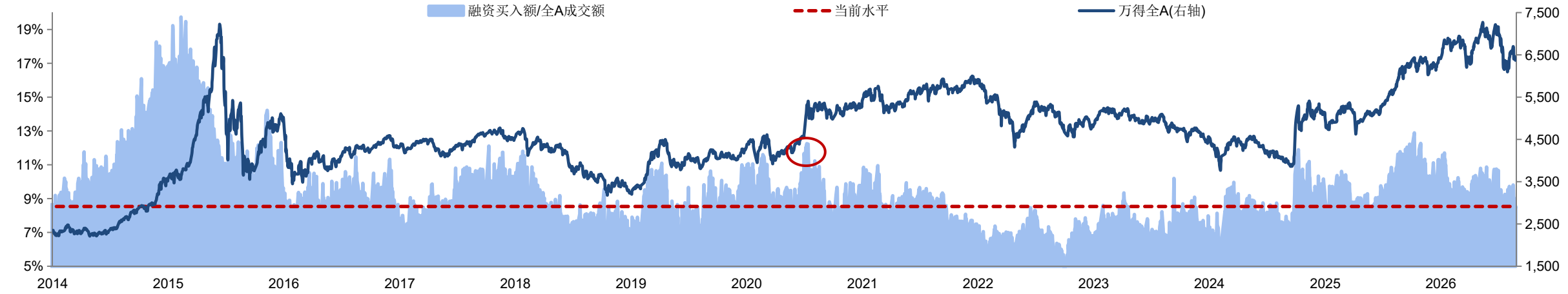
资料来源：财联社、上海证券报、中国证券投资基金业协会、中国证券报、数据宝、私募排排网、Wind、国海证券研究所。注：左图数据为样本产品平均回撤，不代表全部量化产品，统计区间为2026年7月13日至17日

下载日志已记录，仅供内部参考

存量杠杆水平高于2021年，增量杠杆的交易强度尚未超过2021年高点

- 2026年7月全A融资余额快速下降，显示科技拥挤交易出现集中去杠杆，此后杠杆资金仅部分回补。7月初融资余额近3万亿元，8月3日降至2.58万亿元，8月18日回升至2.67万亿元，9月2日又降至2.63万亿元。杠杆资金虽有反抽，但修复持续性仍然偏弱。
- 从结构看，当前融资余额占自由流通市值的比例仍高于2020-2021年，意味着单位可交易市值承载的存量融资债务更多，融资去杠杆可能产生更大的边际价格冲击。但当前融资买入额占成交额比例接近2021年末水平，说明新增融资交易资金规模相对可控。



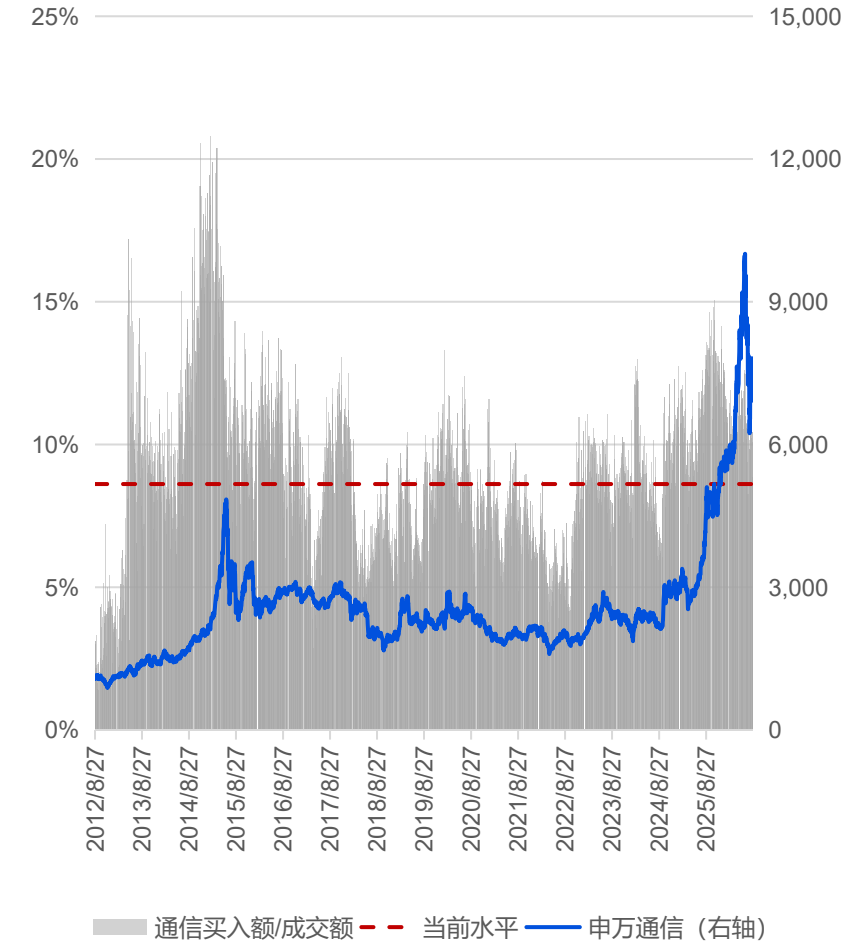


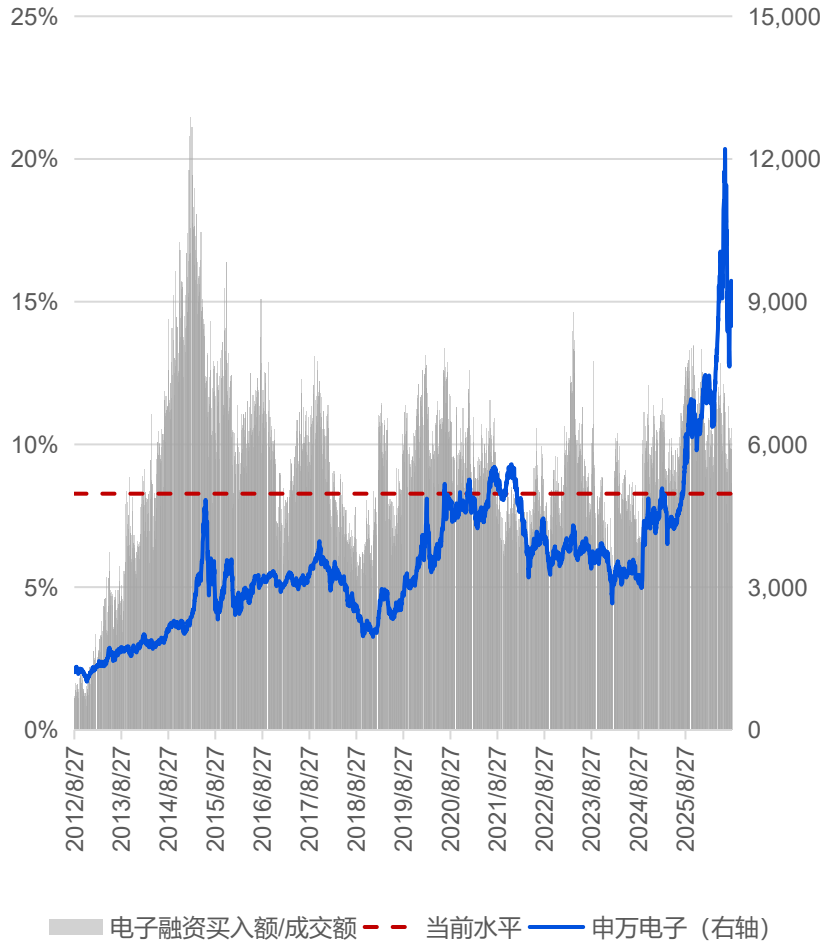
资料来源：Wind、国海证券研究所。数据统计区间截至2026-08-25。

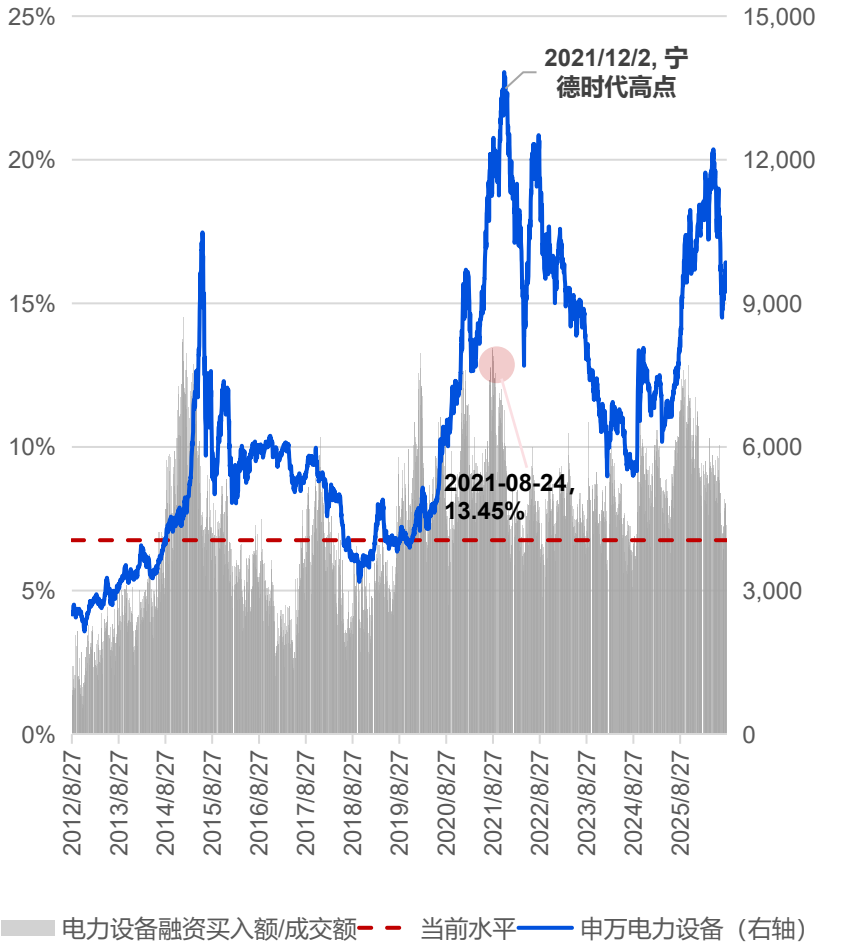
下载日志已记录，仅供内部参考

通信、电子新增融资交易强度此前达到2021年电力设备高位水平，现明显回落

- 融资买入额/成交额反映的是融资资金的毛交易参与度。通信和电子的增量融资交易曾达到2021年电力设备高位，截至2026年8月25日已明显降温。
- 通信和电子融资买入额占成交额的本轮峰值分别约为15%和13.5%，已经超过2021年电力设备高位（13.45%），说明此前科技板块确实存在较强的融资追涨交易。但截至2026年8月25日，通信和电子已分别回落至8.61%和8.27%，较各自峰值下降约43%和39%，说明融资资金的边际追涨强度已经明显减弱。



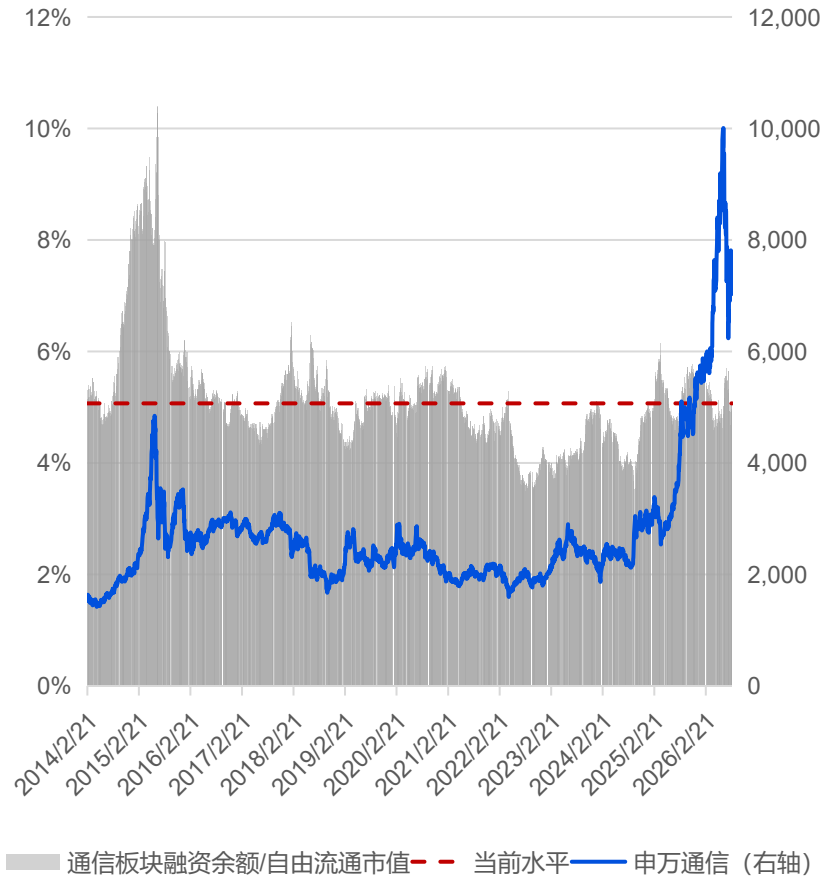


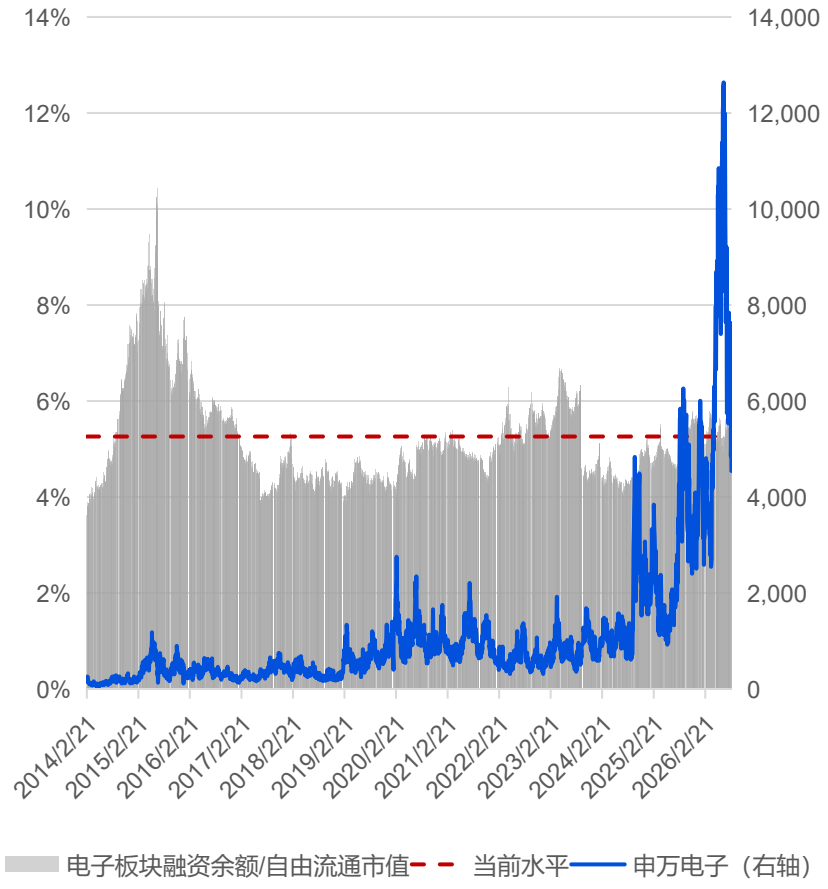


下载日志已记录，仅供内部参考

通信、电子存量融资比例仍高于2021年电力设备高位水平

- 截至2026年8月25日，通信和电子行业的融资余额占自由流通市值分别为5.07%和5.26%，仍高于2021年电力设备4.37%的阶段高点，说明板块内部存量融资仓位较重。
- 但该比例提升可能来自分子融资余额增加，也可能来自股价下跌导致分母自由流通市值收缩。电力设备2023年该比例高于2021年，主要是熊市中的分母效应。此外，2022年10月沪深交易所扩大融资融券标的范围，标的扩容会使分子覆盖面增加，结构性抬高该比例。因此，2021年与2023年的行业比例并非完全同口径可比。



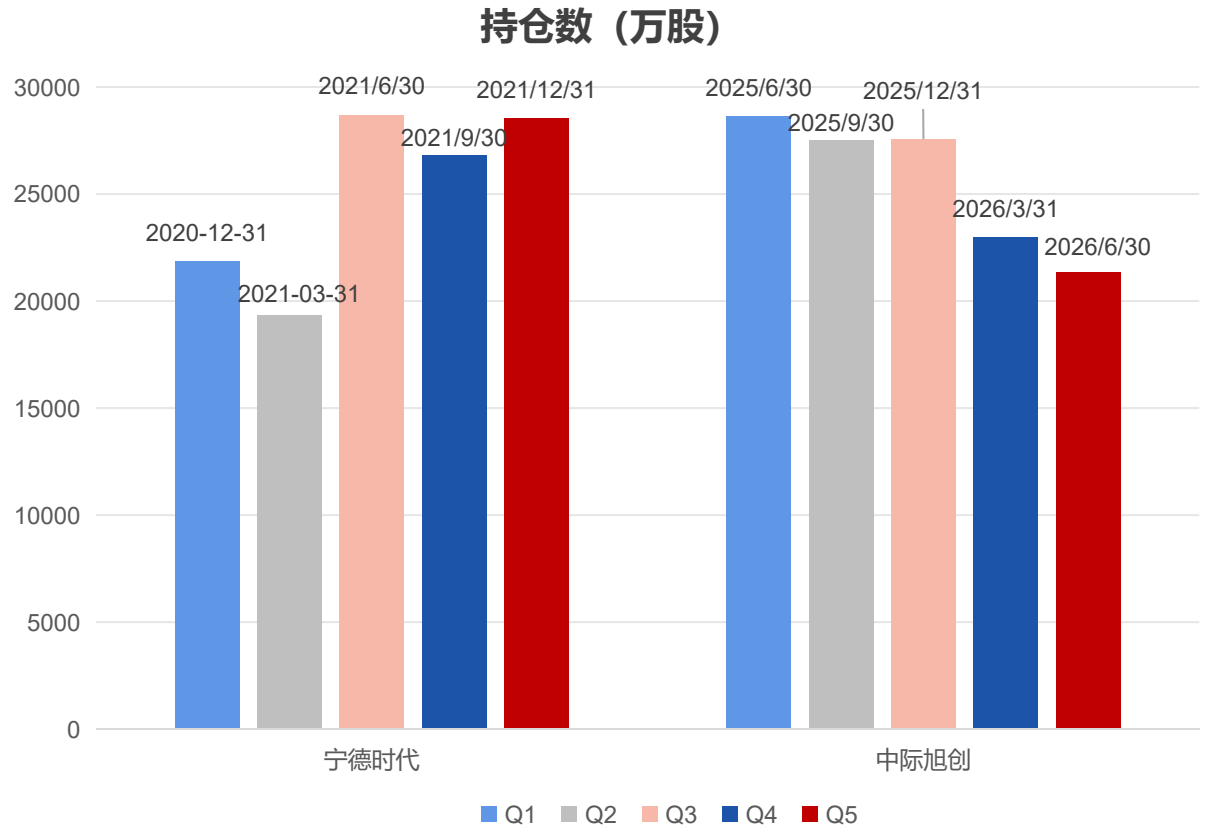


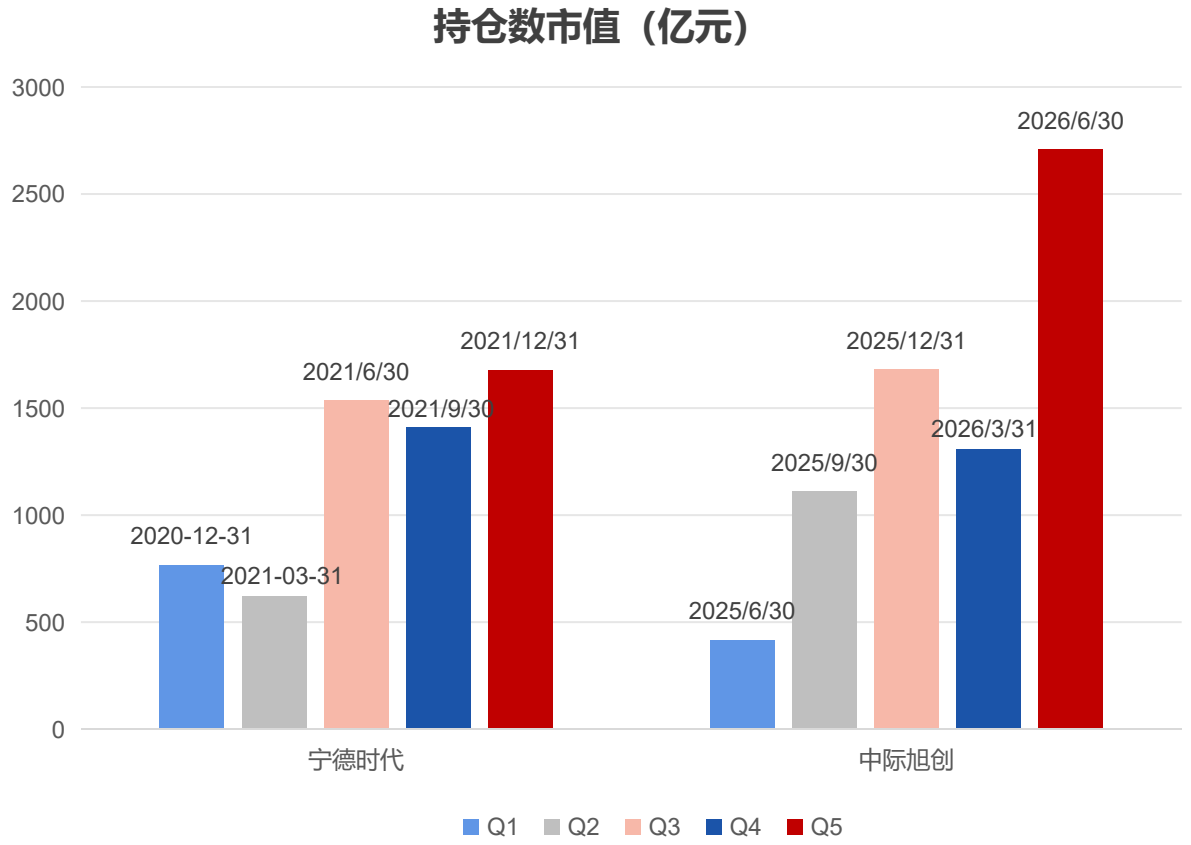


下载日志已记录，仅供内部参考

2025Q2以来全部公募基金持中际旭创股数下降，但占自由流通股比例仍处高位

- 我们把全部公募基金在2020-12-31到2021-12-31持有宁德时代的数量与2025-06-30到2026-06-30持有中际旭创的数量进行对比，发现路径差异较大，宁德时代从2020年末到2021年末基金持股数量增长30.5%，同期股价上涨73.0%，推动持仓市值增长118.6%。相比之下，中际旭创从2025年中报到2026年中报，基金持股数量下降25.5%，但股价上涨819.7%，使持仓市值增长548.9%。
- 宁德时代2021年的特征是持股数量与价格同步扩张，公募筹码积累与股价上涨方向一致。中际旭创当前更接近持股数量下降，但价格加速上涨，公募持股数量高点早于持仓市值高点。
- 2026年二季度末，公募持股占中际旭创自由流通股约25.39%，仍高于2021年末宁德时代的约23.43%。即使机构已边际减仓，剩余筹码的集中度仍然较高。



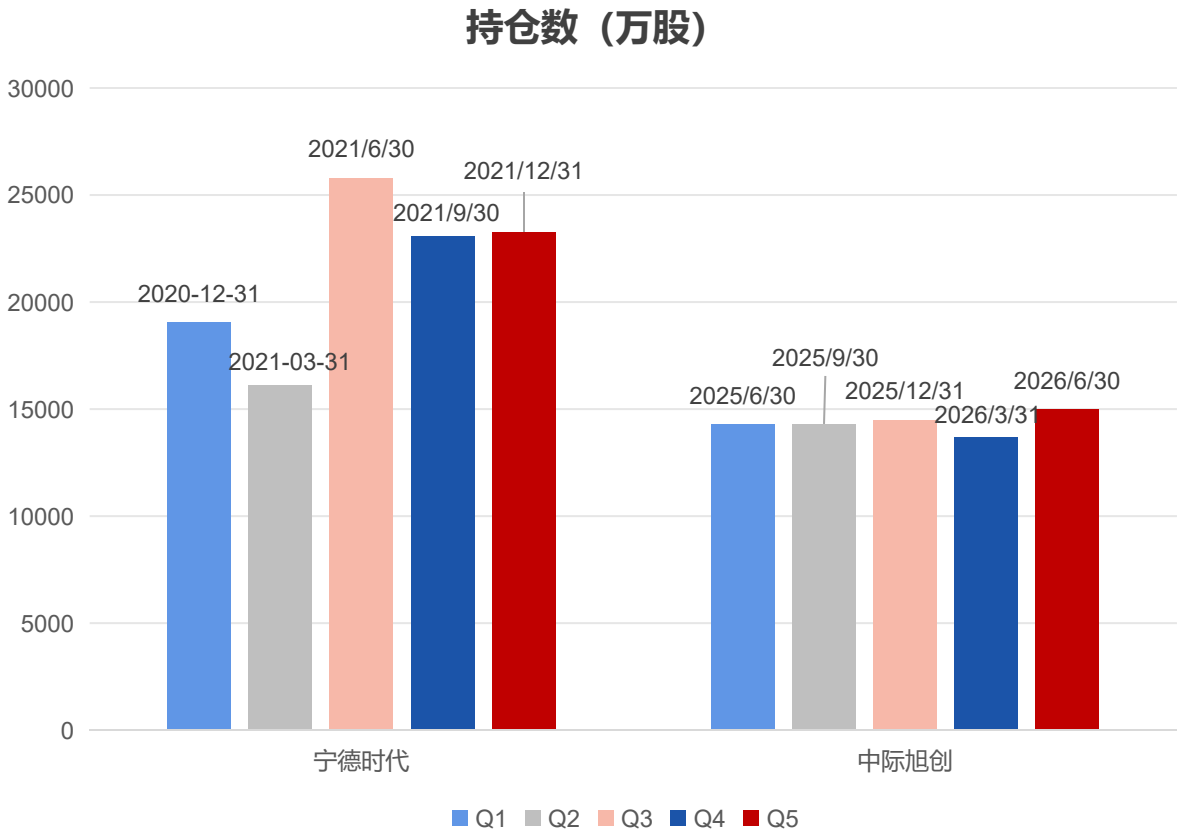


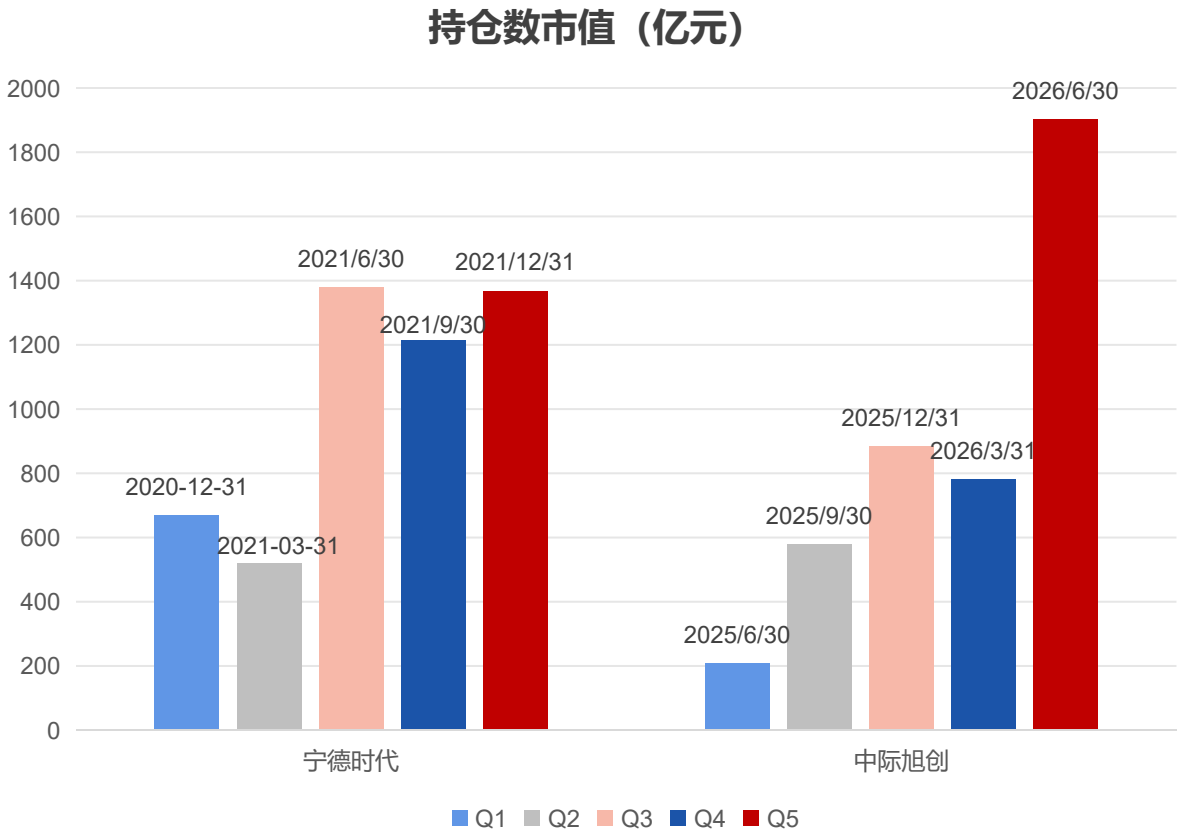
资料来源：Wind、国海证券研究所。注：全部公募基金不包含QDII基金。图中宁德时代所指的Q1-Q5区间为2020年12月31日至2021年12月31日，共5个季度末，中际旭创所指的Q1-Q5区间为2025年6月30日至2026年6月30日，共5个季度末。

下载日志已记录，仅供内部参考

剔除被动指数基金后，主动口径持有中际旭创的股数总体平稳

- 进一步拆分后，主动公募基金持有中际旭创的数量在2025年中至2026年中总体稳定，且2026年二季度环比有所回升。主动持股没有明显减少，也意味着这部分筹码尚未通过减持释放。
- 全部公募持股下降但主动口径持股微增，可能意味着被剔除的被动指数型基金持股数量有所下降。ETF中主要是宽基持股大幅收缩，汇金相关主体大幅减少宽基ETF持仓。
- 2026年二季度末，主动公募基金持股占中际旭创自由流通股约13.5%，高于2021年末宁德时代的约11.4%。目前主动公募基金的持仓共识仍强，后续表现更依赖盈利预期继续兑现和上修。若基本面预期转弱，集中持仓可能放大股价调整。



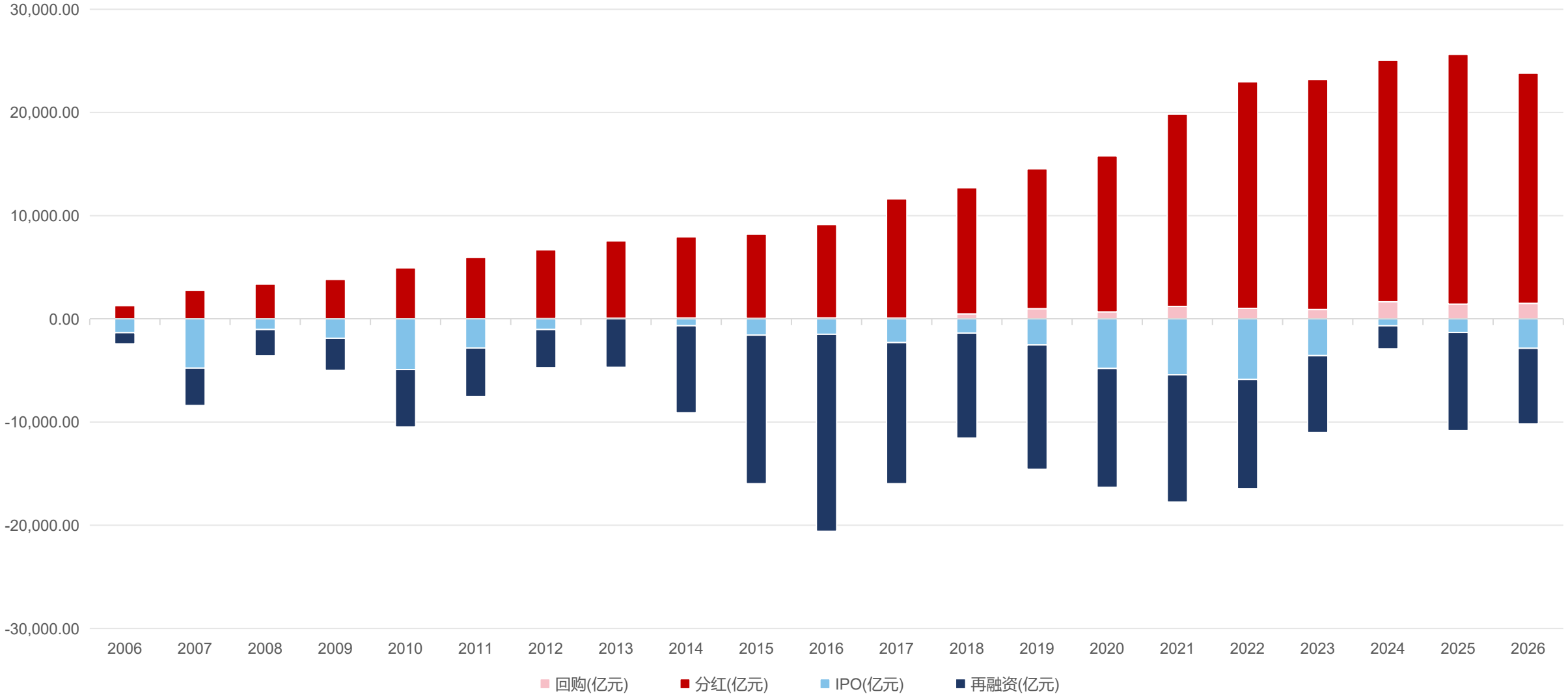


资料来源：Wind、国海证券研究所。注：全部主动公募基金不包含QDII基金、被动指数型基金。图中宁德时代所指的Q1-Q5区间为2020年12月31日至2021年12月31日，中际旭创所指的Q1-Q5区间为2025年6月30日至2026年6月30日。年报和半年报包含基金全部持股，一季报和三季报仅包含重仓持股。

下载日志已记录，仅供内部参考

全市场股权融资压力低于2021年，构成一定流动性缓冲

- 相较2021年，2026年（截至9月4日数据简单年化后），IPO和再融资规模较低，分红和回购规模较高，A股总体资金供求环境更有利，有助于降低全市场流动性同步收缩的概率。



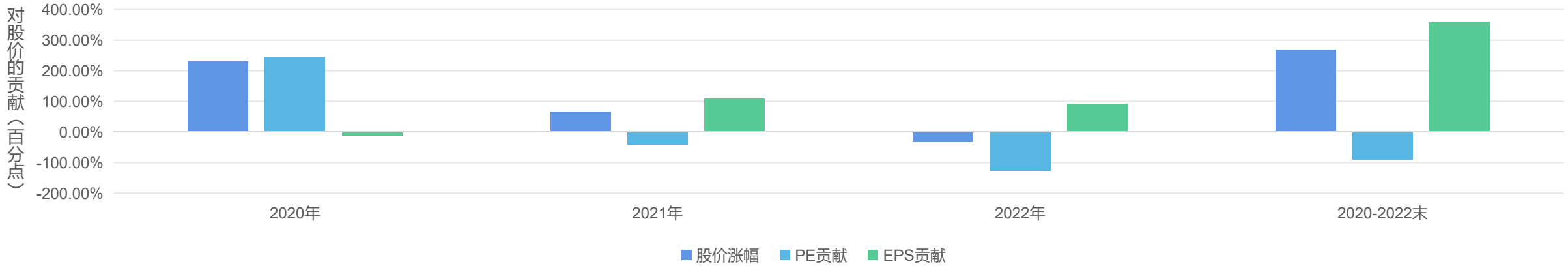
资料来源：Wind、国海证券研究所。注：2026年为截至报告日的年初至9月4日的数据进行简单年化的测算，不代表全年实际结果。

下载日志已记录，仅供内部参考

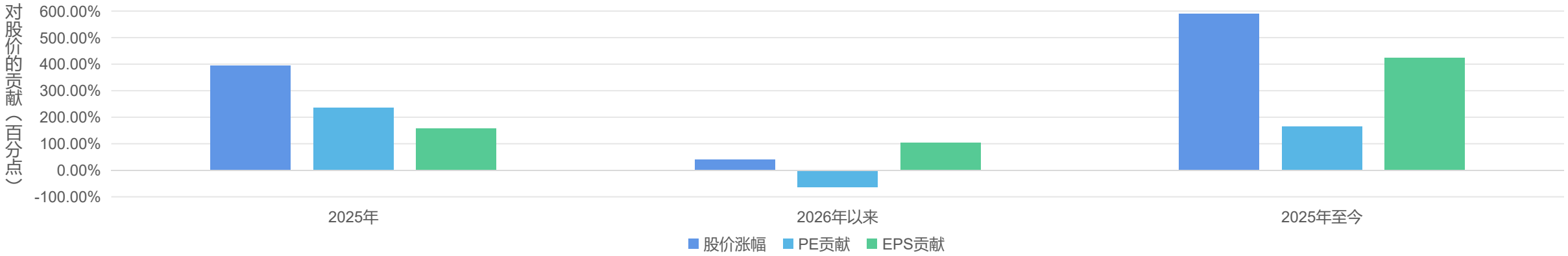
2025年以来与2020-2021年两轮行情均由估值扩张启动，随后由EPS增长接力

- 宁德时代2020年主要依靠PE扩张，2021年逐步由EPS增长接力。中际旭创2025年经历估值与盈利共振，2026年以来股价贡献已经更多来自EPS增长。
- 本轮回撤主要由估值压缩和筹码去化驱动，目前增量融资压力已经缓和，创业板指估值回落，但机构集中度和存量融资尚未完全出清。因此，板块具备结构性修复基础，但依赖估值再次大幅扩张的难度有所增加。

宁德时代：2020估值扩张，随后EPS接力并消化估值



中际旭创：2025估值与盈利共振，2026由EPS接力



资料来源：Wind、国海证券研究所，数据截至2026-08-26。注：基于“股价=PE（TTM）×隐含EPS（TTM）”进行两因子夏普利分解，其中隐含EPS（TTM）=同口径收盘价÷PE（TTM），PE与EPS的交互项各分配50%。

下载日志已记录，仅供内部参考

第一部分 估值与筹码：回撤以估值压缩为主，筹码约束仍存

第二部分 产业与盈利：景气顶部尚未确认，现金流有待验证

第三部分 宏观与利率：实际利率居高，修复依赖盈利兑现

下载日志已记录，仅供内部参考

宁德时代：顶部前的领先信号来自成本与营运资金，毛利率下降则在年报中得到确认

- 顶部前能够看到的信号：截至2021年12月股价高点，最新可得财报仍是2021年三季报，收入和利润同比保持高增长，但收入增速边际放缓、存货周转天数环比上升，经营活动产生的现金流量净额环比大幅下降，碳酸锂价格也从2021年三季度开始快速上涨。
- 后续财报完成确认：2021年四季度毛利率下降至24.7%，直到2022年4月年报披露时才被市场正式确认。真正的大幅盈利低于预期则出现在2022年一季报，净利润同比、毛利率、净利率等数据全面出现异常。

报告期	实际披露日	收入同比	Δ收入同比（pct）	毛利率	净利润是否超过彭博一致预期	净利润同比	Δ利润同比（pct）	净利率	存货环比	存货周转天数	产能利用率	产销率	经营活动产生的现金流量净额（亿元）	备注
2020Q1	2020-04-28	-9.5%	33.0%	25.1%	低于预期	-29.1%	37.8%	8.2%	-11.2%	144.2			31.5	
2020Q2	2020-08-27	-4.7%	4.8%	29.0%	符合预期	13.3%	42.4%	12.2%	-10.5%	135.2	52.5%	/	26.8	
2020Q3	2020-10-28	0.8%	5.5%	27.8%	低于预期	4.2%	-9.0%	11.2%	2.5%	122.9			44.8	
2020Q4	2021-04-28	45.3%	44.5%	28.4%	大幅高于预期	103.1%	98.9%	11.8%	41.5%	122.3	74.8%	90.6%	81.2	
2021Q1	2021-04-30	112.2%	66.9%	27.3%	高于预期	163.4%	60.2%	10.2%	30.0%	98.2			109.7	
2021Q2	2021-08-26	154.2%	42.0%	27.2%	高于预期	111.6%	-51.8%	10.2%	40.5%	105.0	92.2%	59.0%	147.8	
2021Q3	2021-10-28	130.7%	*-23.5%*	27.9%	符合预期	130.2%	18.5%	11.2%	*44.7%*	*122.3*			*29.4*	***顶部前最新可得财报***
2021Q4	2022-04-22	203.2%	72.5%	*24.7%*	***大幅高于预期***	267.4%	137.2%	14.4%	15.0%	100.1	95.0%	82.2%	142.2	毛利率下降到25%
2022Q1	2022-04-30	*154.0%*	*-49.2%*	*14.5%*	***大幅低于预期***	*-23.6%*	*-291.0%*	*3.1%*	*53.2%*	110.0			70.8	收入与利润同比增速偏后验
2022Q2	2022-08-24	158.1%	4.1%	21.8%	低于预期	163.9%	187.5%	10.4%	22.6%	113.3	94.3%	/	116.1	
2022Q3	2022-10-22	232.5%	74.3%	19.3%	符合预期	188.4%	24.5%	9.7%	4.7%	94.4			72.9	
2022Q4	2023-03-10	107.5%	-125.0%	22.6%	大幅高于预期	60.6%	-127.8%	11.1%	-3.0%	80.3	83.4%	88.9%	352.4	

资料来源：Wind、彭博、宁德时代公告、国海证券研究所。注：产能利用率、产销率，各季度时间均指代当年累计报表数据。

下载日志已记录，仅供内部参考

中际旭创：盈利指标仍在改善，下一阶段需重点验证现金流

- 与宁德时代2021年末不同，中际旭创目前尚未出现明显成本挤压或量价错配。2025年二季度以来，公司毛利率总体上升，2026年二季度毛利率和净利率进一步改善，产能利用率和产销率也处于较高水平。
- 需要警惕的是，2026年二季度经营现金流转为-15.7亿元，利润增长与现金回笼出现阶段性背离。利润高增长有一部分停留在资产负债表上，因为光模块技术升级路径更快，1.6T之后还会面临2.4T、3.2T及新封装路线演进，库存若不能按预期消化，非线性减值的风险更高。

报告期	实际披露日	收入同比	Δ收入同比（pct）	毛利率	净利润是否超过市场预期	净利润同比	Δ利润同比（pct）	净利率	存货环比	存货周转天数	产能利用率	产销率	经营活动产生的现金流量净额（亿元）	备注
2024Q1	2024-04-22	163.6%	130.8%	32.8%	高于预期	303.8%	167.6%	20.8%	21.3%	131.4			6.5	
2024Q2	2024-08-26	174.9%	11.3%	33.4%	高于预期	270.8%	-33.0%	22.7%	18.4%	130.4	72.7%	94.8%	3.2	
2024Q3	2024-10-23	115.2%	-59.6%	33.6%	高于预期	104.4%	-166.4%	21.4%	15.9%	133.9			3.5	
2024Q4	2025-04-21	77.6%	-37.6%	35.1%	低于预期	61.7%	-42.7%	21.7%	-1.4%	129.3	73.6%	95.0%	18.5	
2025Q1	2025-04-21	37.8%	-39.8%	36.7%	符合预期	56.8%	-4.8%	23.7%	10.9%	158.4			21.6	
2025Q2	2025-08-27	36.2%	-1.6%	41.5%	高于预期	78.8%	22.0%	29.7%	17.3%	162.7	81.0%	96.3%	10.5	
2025Q3	2025-10-31	56.8%	20.6%	42.8%	符合预期	125.0%	46.2%	30.7%	18.9%	163.6			22.4	收入与利润增速均重新加速
2025Q4	2026-03-31	102.1%	45.2%	44.5%	符合预期	158.3%	33.4%	27.7%	16.3%	160.2	84.7%	88.8%	54.4	
2026Q1	2026-04-17	192.1%	90.0%	46.1%	高于预期	262.3%	103.9%	29.4%	23.6%	121.3			33.7	
2026Q2	2026-08-22	174.6%	*-17.5%*	46.4%	高于预期	228.2%	*-34.1%*	35.5%	26.5%	*130.3*	85.1%	100.7%	*-15.7*	毛利率、净利率继续提升，但经营现金流下滑

资料来源：Wind、彭博、中际旭创公告、国海证券研究所。注：产能利用率、产销率，各季度时间均指代当年累计报表数据。

下载日志已记录，仅供内部参考

宁德时代：2022年一季度首次明显低于预期，此前业绩总体兑现

- 2021年一季度至四季度，宁德时代业绩总体符合或超过市场预期，2021年四季度甚至大幅超预期。直到2022年一季度，原材料涨价和顺价滞后才导致盈利大幅低于预期。

财报季度	市场预期净利润（亿元）	业绩预告区间（亿元）	实际净利润（亿元）	盈利意外程度	彭博一致预期差结论
2021Q1	13.62	—	19.54	43.50%	高于预期
2021Q2	17.45	—	25.29	44.95%	高于预期
2021Q3	33.16	—	32.67	-1.46%	符合预期
2021Q4	28.37	62.49-87.49（中值75）	81.80	188.34%	大幅高于预期
2022Q1	48.00	—	14.93	-68.90%	大幅低于市场预期（原材料涨价+顺价滞后）
2022Q2	82.88	—	66.75	-19.46%	低于预期
2022Q3	95.95	83.32-98.32（中值91）	94.24	-1.78%	符合预期
2022Q4	68.14		131.38	92.80%	大幅高于预期

资料来源：Wind、彭博、宁德时代公告、每日经济新闻、国海证券研究所。注：盈利意外程度=实际单季净利润÷市场预期净利润-1，盈利意外程度绝对值在5%以内视为符合预期，超过50%视为大幅偏离预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

中际旭创：2025年以来业绩持续兑现，尚未出现明显低于预期

- 2025年一季度至2026年二季度，中际旭创业绩持续符合或超过市场预期，2026年二季度实际净利润仍高于市场预期约6.5%。从已披露财报看，尚未出现类似宁德时代2022年一季度的大幅盈利miss。

财报季度	市场预期净利润（亿元）	业绩预告区间（亿元）	实际净利润（亿元）	盈利意外程度	彭博一致预期差结论
2025Q1	16.64	14–17	15.83	-4.90%	符合预期，略超预告中值（毛利率环比上行）
2025Q2	18.84	单季隐含20.2–28.2（中值24.2）	24.12	28.06%	高于预期
2025Q3	30.27	—	31.37	3.62%	符合预期
2025Q4	37.28	全年98–118（Q4隐含27–47）	36.65	-1.67%	符合预期（子公司资产计提减值 1.13 亿元、汇兑损失 2.7 亿元拖累）
2026Q1	43.92	—	57.35	30.58%	高于预期
2026Q2	74.35	—	79.17	6.48%	高于预期（1.6T放量+物料瓶颈缓解驱动）
2026Q3	97.79	—	未发生	—	前瞻预期
2026Q4	127.72	—	未发生	—	前瞻预期

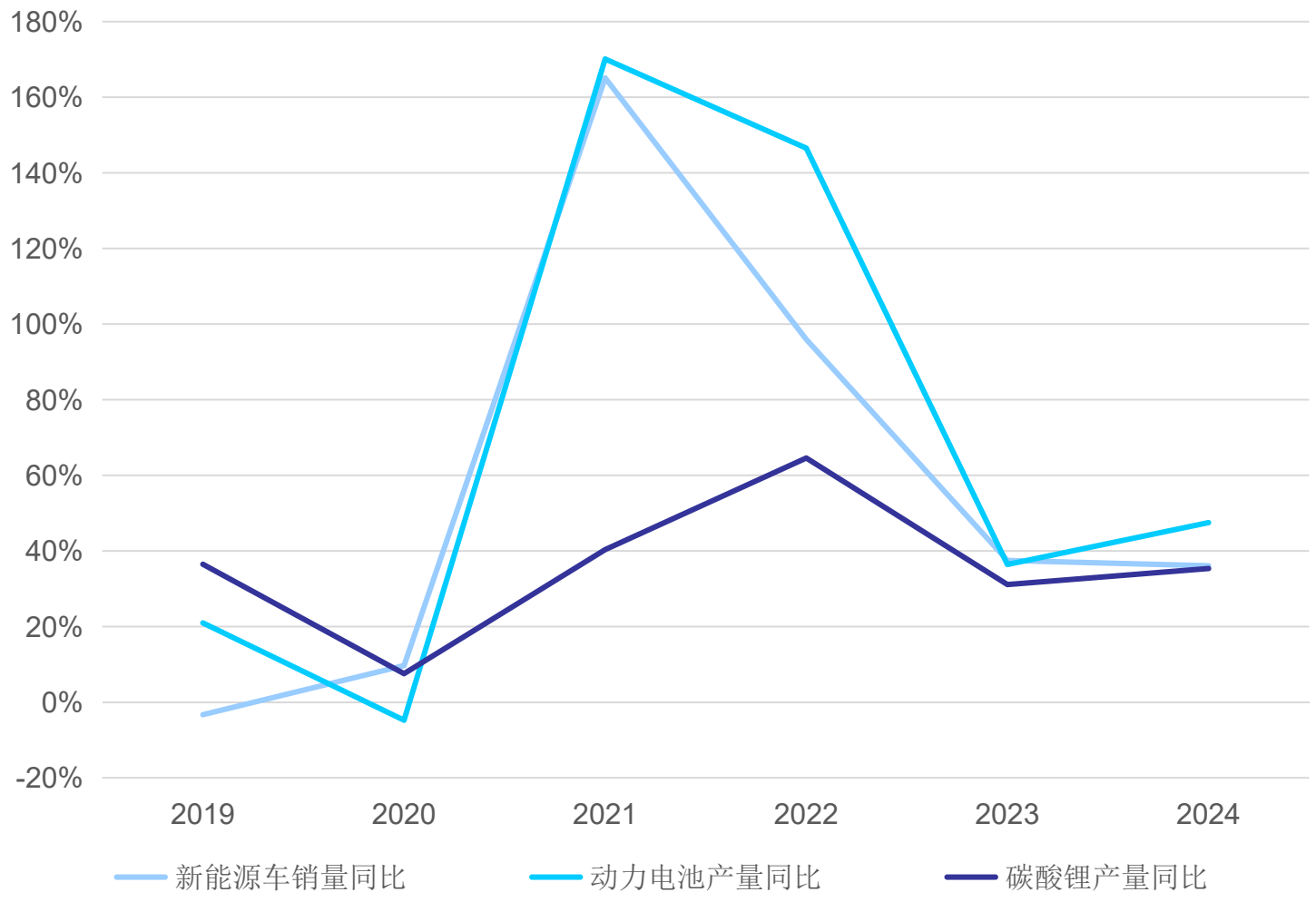
资料来源：Wind、彭博、中际旭创公告、国海证券研究所。注：盈利意外程度=实际单季净利润÷市场预期净利润-1，盈利意外程度绝对值在5%以内视为符合预期，超过50%视为大幅偏离预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

宁德时代顶部前可见的产业链风险是锂价冲击，供需宽松则在2022年得到确认

- 截至2021年12月股价高点，当时能够实时观察到的主要信号，是新能源汽车需求增速斜率放缓，以及碳酸锂价格从2021年三季度开始快速上涨，成本压力已经先于利润表出现。
- 2022年动力电池产量增速高于新能源汽车销量增速，进一步确认供给扩张开始快于终端需求。

月份	碳酸锂月均价(元/吨)	锂价环比
2021-01	62,888	32.3%
2021-02	74,829	19.0%
2021-03	85,118	13.7%
2021-04	89,679	5.4%
2021-05	88,980	-0.8%
2021-06	88,028	-1.1%
2021-07	88,221	0.2%
2021-08	98,910	12.1%
2021-09	146,716	48.3%
2021-10	189,079	28.9%
2021-11	197,755	4.6%
2021-12	236,705	19.7%
2022-01	328,868	38.9%
2022-02	422,304	28.4%
2022-03	499,225	18.2%
2022-04	484,561	-2.9%
2022-05	461,424	-4.8%
2022-06	467,601	1.3%
2022-07	469,779	0.5%
2022-08	478,791	1.9%
2022-09	499,324	4.3%
2022-10	536,394	7.4%
2022-11	565,810	5.5%
2022-12	550,038	-2.8%

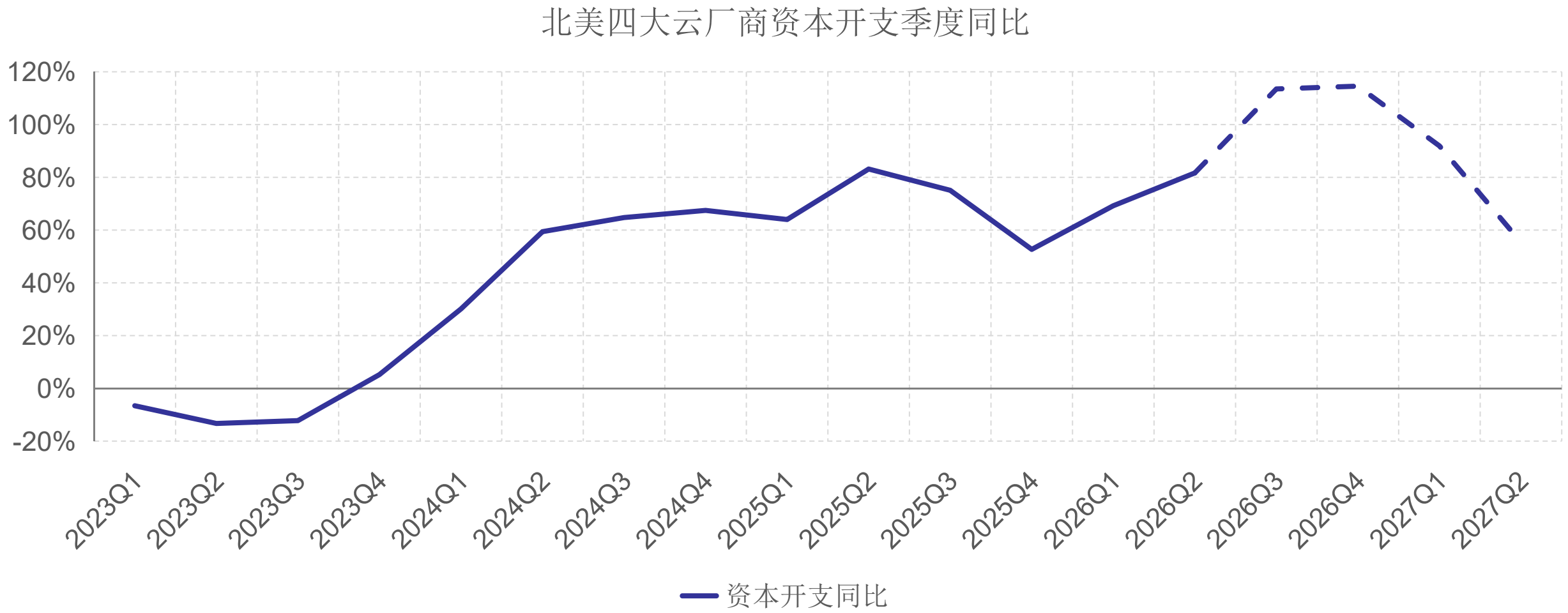


资料来源：Wind、国海证券研究所。注：左图统计区间为2021年1月至2022年12月；右图统计区间为2019年至2024年。

下载日志已记录，仅供内部参考

2026年内北美云厂资本开支仍处高位，2027年指引决定盈利拐点

- 2026年二季度，北美四大云厂商（谷歌、微软、亚马逊、脸书）资本开支同比约增长82%，根据四家云厂商年度资本开支指引及历史季度分布测算，2026年三、四季度合计资本开支同比增速仍维持较高水平。
- 但随着基数抬升，市场关注点已经由2026年的高增长转向2027年的增速与投资回报。当前尚未出现确定性景气拐点，2027年资本开支与网络投入指引是盈利顶部的首要验证。



资料来源：Wind、彭博、国海证券研究所。注：其中2026Q3-2027Q2为预测数据。

下载日志已记录，仅供内部参考

宁德时代股价高点PE(NTM)达80倍左右

- 宁德时代股价高点时PE(NTM)约84倍，属于高估值的机构抱团行情，估值顶部显著领先盈利顶部。
- 2021-10-28披露三季报，已经可以观测到收入增速边际放缓、存货周转天数抬升的早期预警信号，但当期盈利仍强，市场仍给予较高估值。
- 2021年年报披露确认毛利率下行，直至2022Q1业绩大幅不及预期，盈利端风险才得到验证，开始持续消化估值。

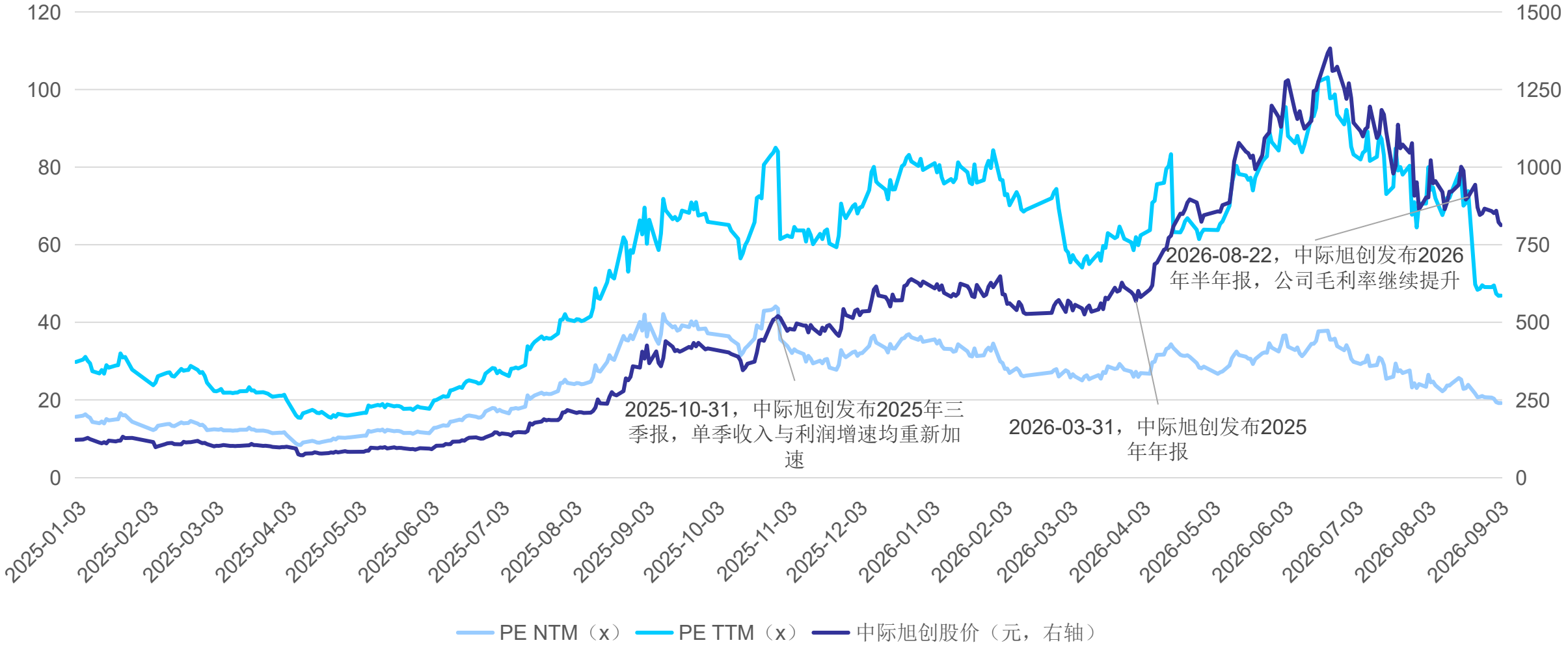


资料来源：Wind、彭博、国海证券研究所。注：数据统计区间为2019年1月2日至2022年12月30日

下载日志已记录，仅供内部参考

中际旭创本轮高点PE(NTM)不到40倍

- 中际旭创本轮股价高点时对应的前瞻PE(NTM)不足40倍，显著低于宁德时代2021年约84倍的高点，说明其绝对估值泡沫化程度相对较低。
- 但两家公司所处利率环境、客户集中度和产业周期不同。当前美国实际利率显著高于2021年，中际旭创盈利又更依赖于北美云厂资本开支，仅比较PE倍数不能直接得出股价具有充分安全垫。

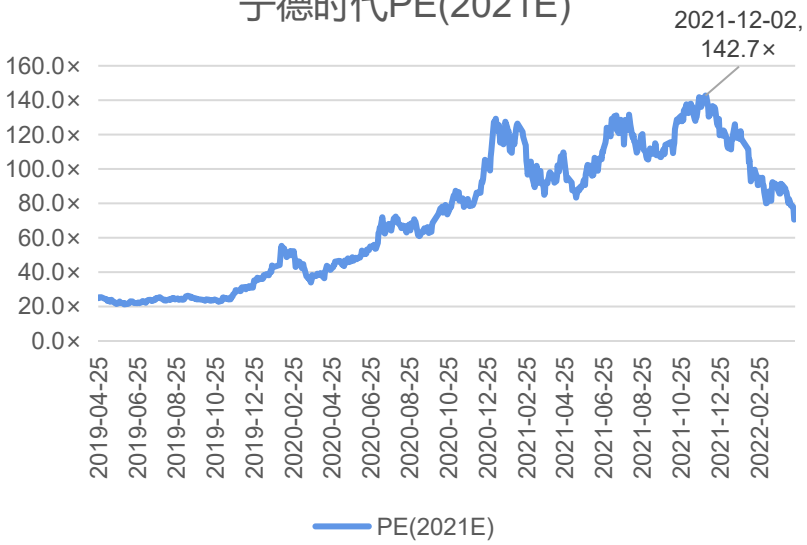


资料来源：Wind、国海证券研究所。注：数据统计区间为2025年1月3日至2026年9月4日

下载日志已记录，仅供内部参考

中际旭创高点时2028E大约20倍，宁德时代2021年高点时2023E大约56倍

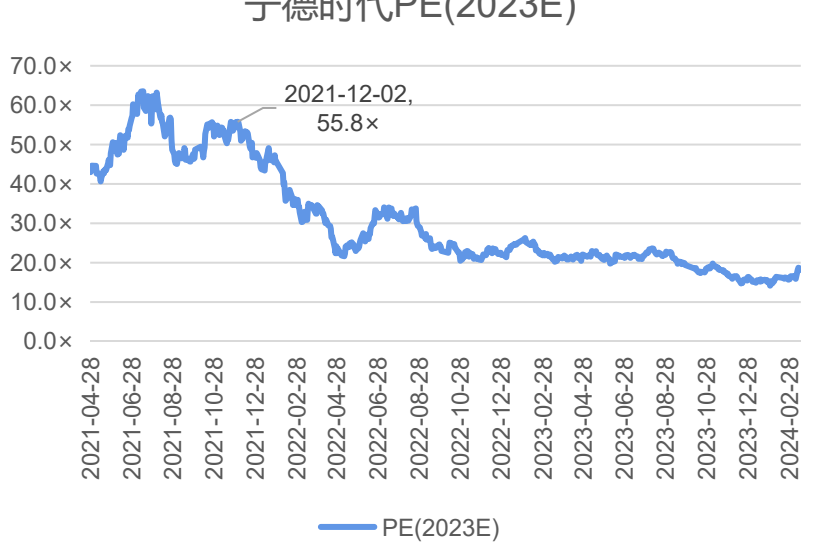
宁德时代PE(2021E)



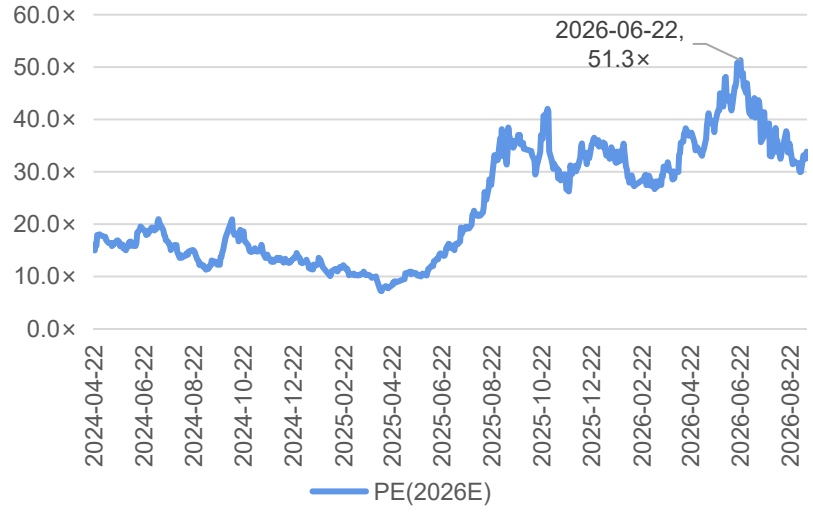
宁德时代PE(2022E)



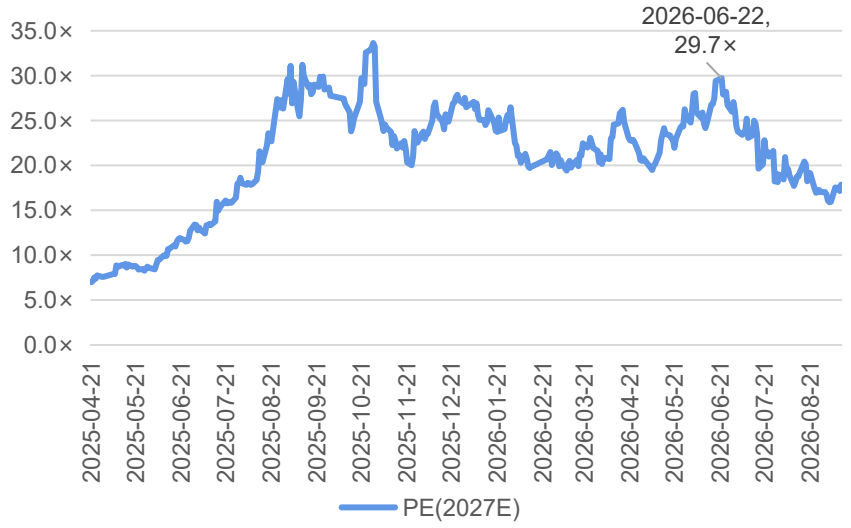
宁德时代PE(2023E)



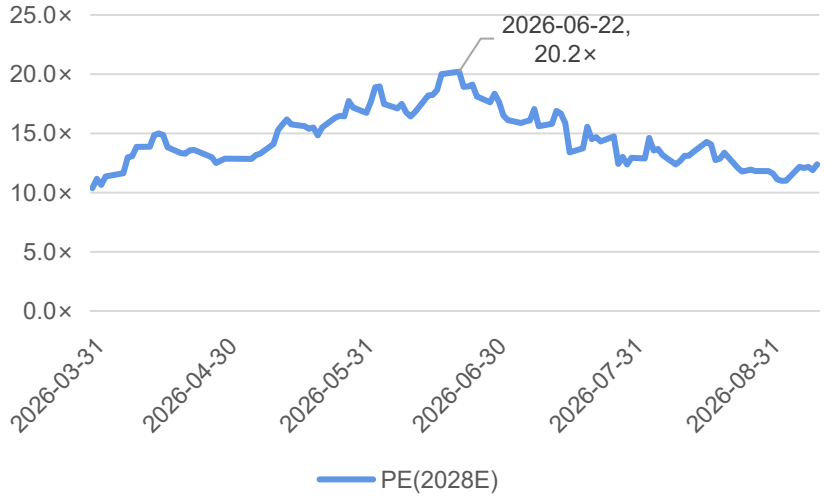
中际旭创PE(2026E)



中际旭创PE(2027E)



中际旭创PE(2028E)

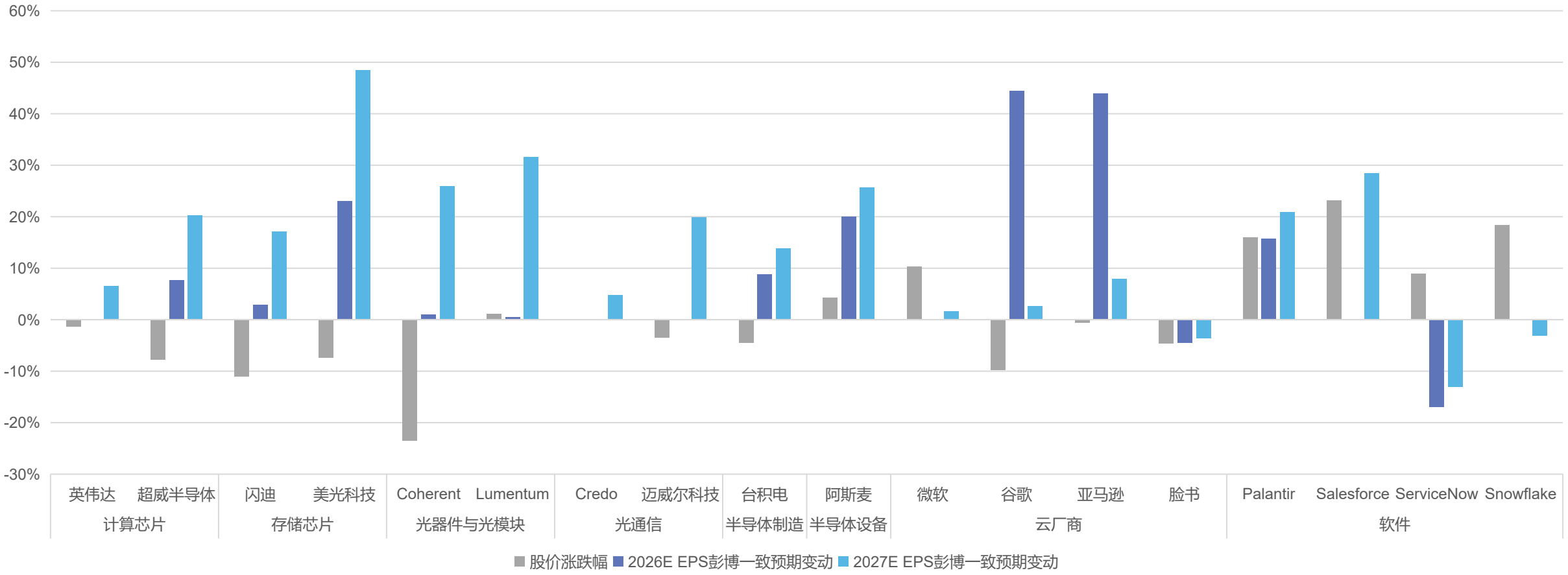


资料来源：Wind、国海证券研究所，预期PE=当日总市值÷当日Wind一致预测净利润。

下载日志已记录，仅供内部参考

近端EPS仍在上修，本轮下跌主要由估值压缩与资金去化驱动

- 2026年6月1日至8月28日，美股AI硬件产业链2026E和2027E的EPS彭博一致预期整体仍在上修，其中计算芯片、光器件与光模块、存储芯片、光通信等板块均大幅上修，但多数相关股票同期下跌，股价与近端盈利预期出现背离。
- 这表明本轮调整并非由当期盈利下修主导，而是更多反映高实际利率下的估值压缩、拥挤交易与杠杆资金去化，以及市场对2027年资本开支增速放缓风险的提前定价。
- 中际旭创尚未出现产业需求、利润率、EPS预期同步转弱的顶部结构。后续若2027年EPS继续上修、现金流改善，背离将向上修复。若EPS预期转为下修且强业绩持续无法推动股价，顶部风险会明显上升。



下载日志已记录，仅供内部参考

第一部分 估值与筹码：回撤以估值压缩为主，筹码约束仍存

第二部分 产业与盈利：景气顶部尚未确认，现金流有待验证

第三部分 宏观与利率：实际利率居高，修复依赖盈利兑现

下载日志已记录，仅供内部参考

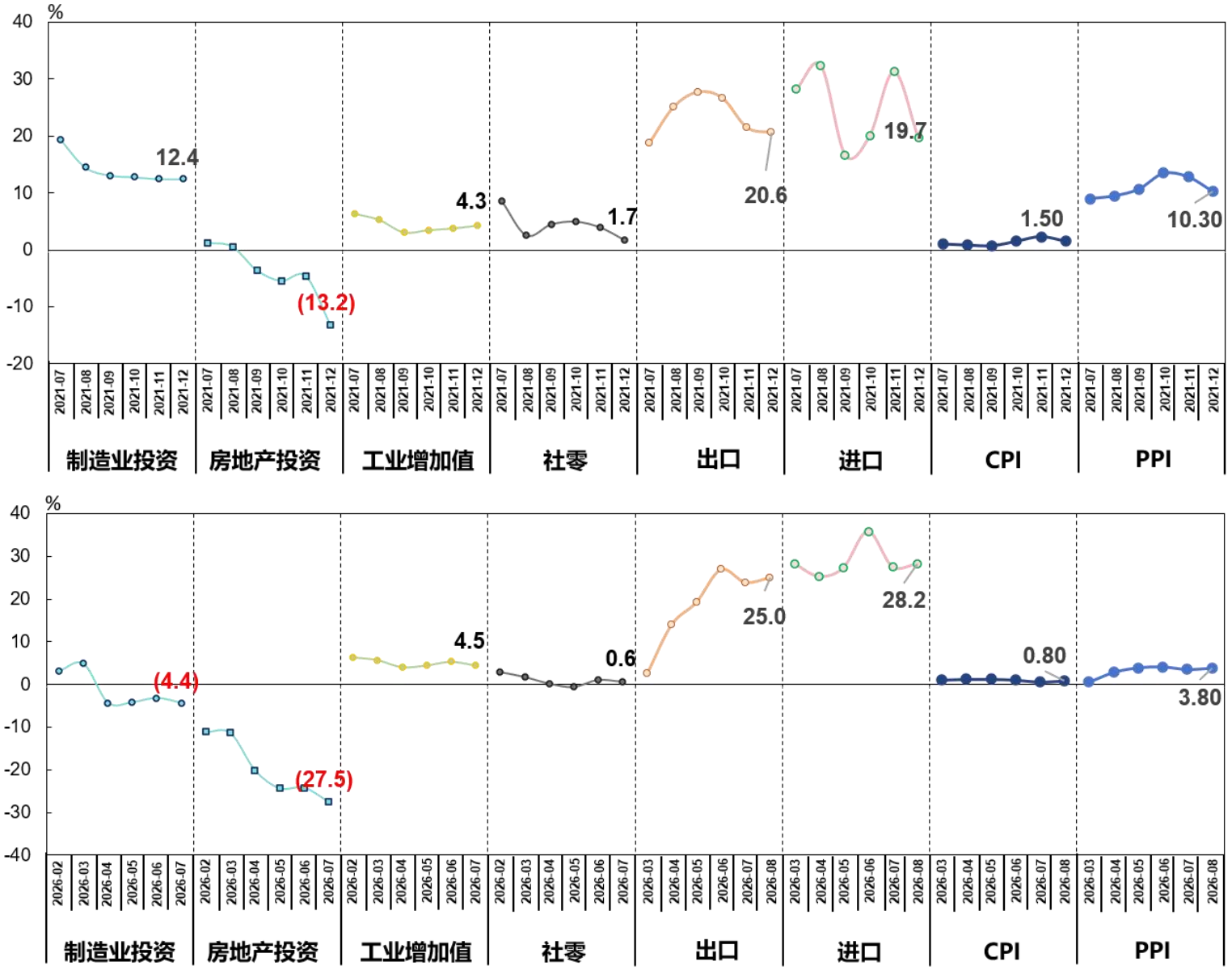
中际旭创盈利更依赖北美资本开支，估值更受美国实际利率约束

维度	宁德时代（2021年）	中际旭创（最新）	对比结论
境外收入占比（收入口径）	全年境外收入272.4亿元（同比 +276.2%），占总营收20.9%，国内仍是主体，占比约79.1%	2026H1境外收入396.1亿元（同比 +209.9%），占总营收94.8%，境内占比5.2%	2026H1中际旭创境外收入规模约为2021宁德时代的4.5倍
美国单一市场敞口（收入口径）	2021年宁德时代在美国动力电池市场份额6.2%，欧洲市场份额17%。	2026Q1美国占比进一步升至61.7%（H股招股书口径）	2026Q1中际旭创超一半收入来自美国单一市场，宁德时代2021年几乎无美国敞口
客户集中度（收入口径）	第一大客户（特斯拉）销售收入130.39亿元，占比10.0%，前五大客户合计占比31.3%	2026Q1前五大客户占比81.9%，最大客户占比25.1%	2026Q1中际旭创前五大客户集中度是2021宁德的约2.6倍
海外产能	2021年末产能几乎全在国内，德国图林根工厂尚在建，2023年初投产	2025年境外光模块产能占比71.0%	宁德时代2021年是国内生产、出口海外，中际旭创2025年产能也已深度外迁，双向绑定海外
需求结构	中国和欧洲新能源车渗透率提升与补贴政策驱动，客户覆盖全球大部分主流车企，需求来源多元	北美云厂商AI Capex产业周期驱动，招股书提示主要客户无长期采购承诺，可随资本开支节奏调整订单	中际旭创业绩与北美人工智能资本开支周期高度相关，波动弹性更大
全球市占地位	动力电池装机量全球第一，2021年96.7GWh，SNE Research口径市占32.6%（连续五年第一）	光互连解决方案收入全球第一（2021–2025 连续五年，灼识咨询），2025年市占21.2%，高速数通光互连市占28.1%	均为全球第一，但统计口径不同（装机量vs收入）

- 与2021年的宁德时代相比，当前中际旭创的盈利驱动更加外部化：宁德时代当时收入与装机主体仍在国内，海外业务主要提供增量弹性。中际旭创当前收入高度来自境外，订单与北美云厂人工智能资本开支的相关性更高。2026H1约95%的收入来自境外，2026年一季度数据显示美国收入占比进一步升至61.7%，前五大客户收入占比达到81.9%。
- 中际旭创还存在H股估值和美国市场准入风险两项额外变量：相比2021年的宁德时代，中际旭创H股价格为公司提供第二估值锚，更直接地受到全球AI硬件风险偏好和海外投资者定价影响。此外，2021年宁德时代没有遇到与当前FCC拟议禁令类似的准入风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

当前与2021年同属于国内总量偏弱，行业增长偏强的环境



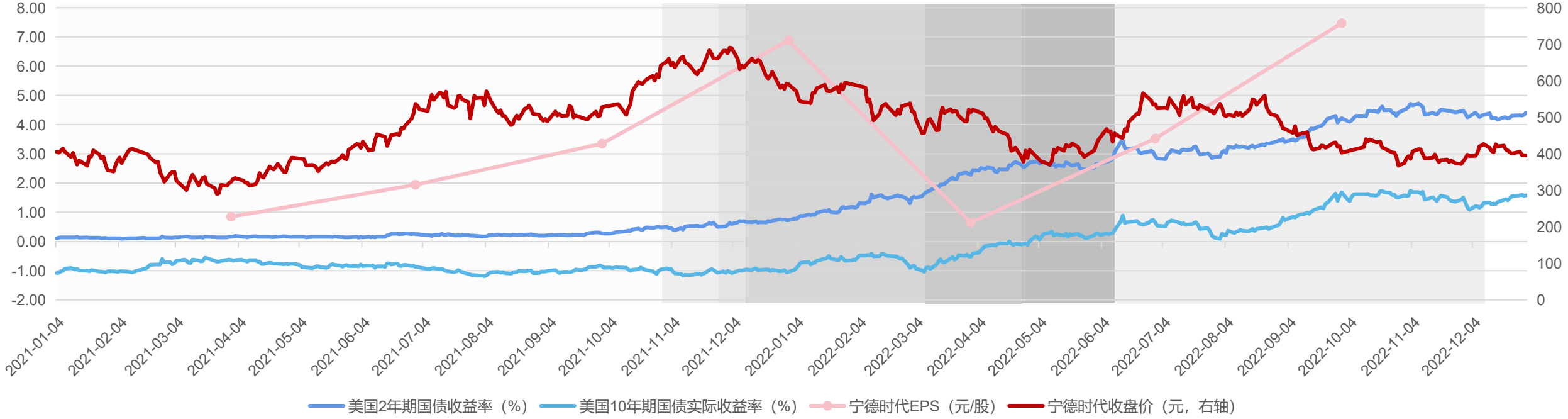
- 2021年末与当前的宏观环境存在相似的结构分化：房地产、消费和总量需求偏弱，而工业生产和出口相对有韧性。
- 但通胀与利率环境与2021年末不同：当前PPI（2026年8月 +3.8%）的绝对水平远低于2021年末（+10.3%），截至2026年9月10日，10年期国债收益率约1.68%（2021年12月底约2.77%）。
- 此外，内需向两家公司的传导路径存在差异：2021年宁德时代境内收入占比约79.1%，收入和终端需求主体在国内，国内需求放缓和补贴退坡压制市场对次年销量的预期。成本端，PPI高位叠加碳酸锂价格从2021年初约5.3万元/吨涨至2021年末27.5万元/吨，直接侵蚀当期毛利率。而截至2026年上半年，中际旭创约95%的收入来自境外，国内弱总量对其EPS的直接解释力明显更低。

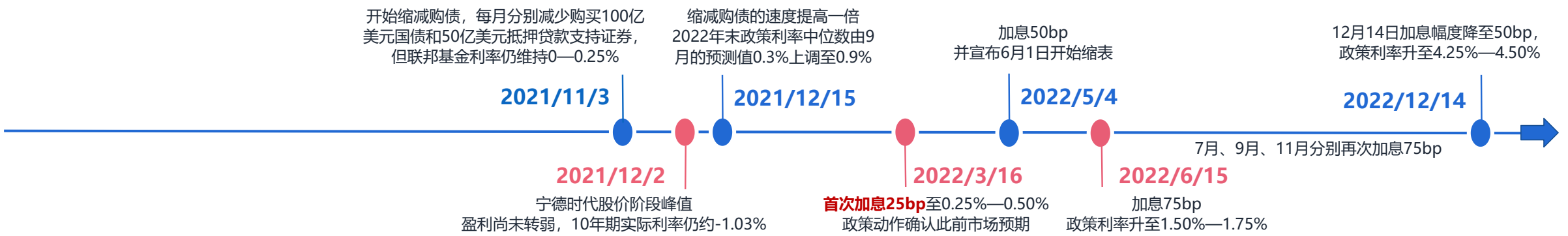
资料来源：Wind，国海证券研究所。注：制造业投资及房地产开发投资为根据累计金额反推的当月同比，其余指标为官方公布的当月同比

下载日志已记录，仅供内部参考

复盘2021：先交易美联储政策转鹰，后由实际利率与盈利下修确认顶部

- 2021年11月至2022年3月：美联储政策快速转鹰、缩减购债提速、点阵图上移，2年期收益率上升，推动市场重新定价未来贴现率。宁德时代EPS尚未转弱，股价在此区间见顶。
- 2022年3月至2022年5月：美联储开启加息、10年期国债实际利率回正，宁德时代EPS走弱，行情转为估值与盈利共同下修。

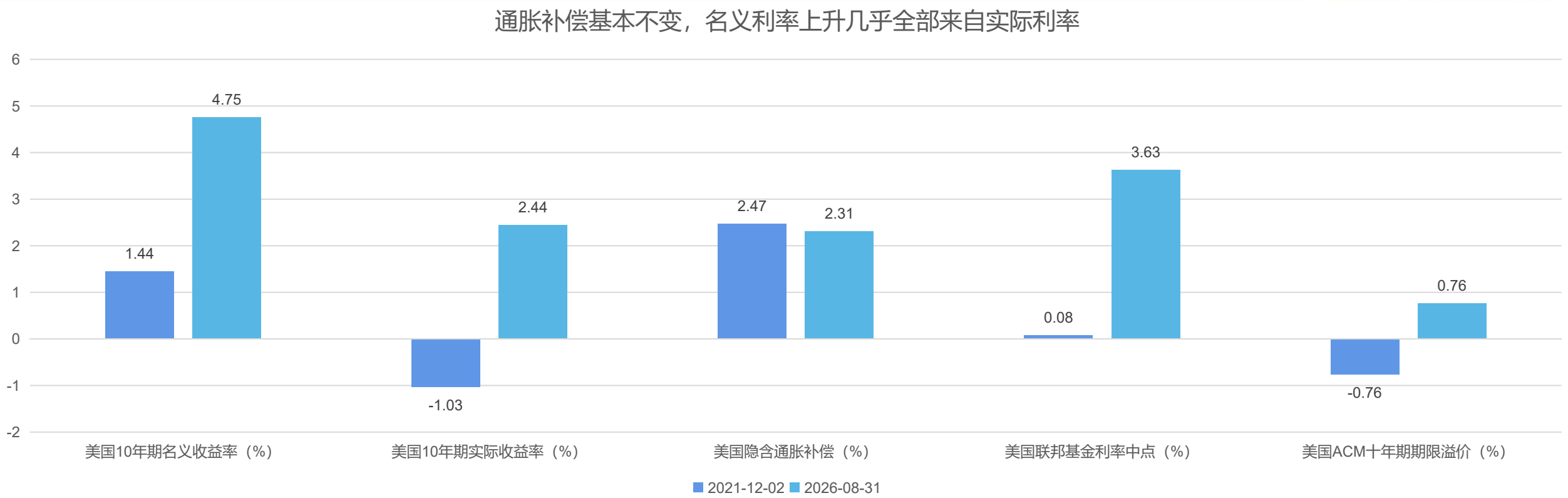




资料来源：Wind，美联储，国海证券研究所。注：数据统计区间为2021年1月4日至2022年12月30日。2022年12月14日并非本轮加息周期终点。

下载日志已记录，仅供内部参考

2026年8月底美国十年期实际利率较2021年12月初高约3.5个百分点



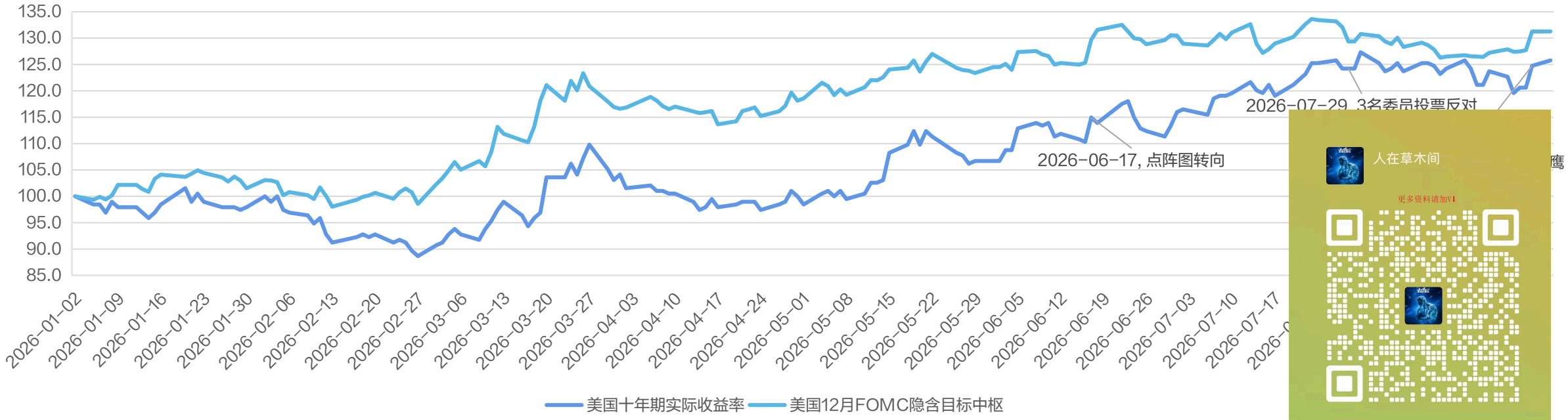
- 2021年12月2日至2026年8月31日，美国10年期名义收益率上升331个基点，隐含通胀补偿下降16个基点，使得10年期实际收益率上升347个基点。Δ10Y实际利率=Δ10Y名义利率-Δ10Y通胀补偿，名义长债收益率上升几乎全部体现为无风险真实回报要求的提升。
- 实际利率上升主要包含三层因素。第一，2021年本身是异常低基数，零利率和量化宽松共同压低了实际利率。第二，持续通胀改变了市场对美联储反应函数的判断，推动未来实际短端利率路径整体上移。与此同时，经济韧性、投资需求和财政扩张等结构性因素，也使美联储参与者对长期中性利率的判断有所上修。第三，实际期限溢价也高于2021年。美国财政赤字和债务供给维持高位，投资者面对更大的久期供给、政策不确定性和利率波动，需要更高的真实期限补偿。

下载日志已记录，仅供内部参考

美国2026年内十年期实际利率大概率维持高位震荡，回落幅度有限

- 美国2026年内基准情形大概率是实际利率高位震荡，科技股修复受限。若通胀持续降温、政策路径下移，同时产业盈利预期保持稳定，有利于盈利与估值共同修复。若实际利率下行源于增长和资本开支预期明显转弱，则估值利好可能被EPS下修抵消。
- 美国财政部显然偏鸽派：2026年8月19日宣布，自9月9日至11月4日，将10-20年和20-30年期名义国债流动性支持回购的单次上限由20亿美元至少提高至40亿美元。这有助于改善旧券流动性，并在长债波动放大时提供一定缓冲。
- 沃什在Jackson Hole会议上偏鹰派：若9月加息，12月需要判断它究竟是一次性调整还是新一轮加息周期的开始，若9月维持不变，12月仍可能成为年内加息窗口。对长端实际利率而言，真正重要的是2027年政策利率中位数是否下移，以及通胀是否回落。6月点阵图将2027年政策利率中位数由3.1%上调至3.6%，2028年由3.1%上调至3.4%，反映政策预期已由年内决策延伸至中期路径。

政策利率预期尚未持续下移，实际利率回落仍需验证



人在草木间
更多资料请加V

资料来源：Wind，CME Group，美国财政部，美联储，财经会议圈，国海证券研究所。数据统计区间为2026年1月1日至2026年8月31日。
注：12 月 FOMC 隐含目标利率中枢为CME FedWatch各目标利率区间中点与对应概率的加权平均；以2026年1月2日两个指标数值作为基点。

下载日志已记录，仅供内部参考

AI资本开支的内生对冲：推升EPS，也可能抬高实际利率中枢

- 盈利链较为确定，增长—利率链和储蓄—投资链正逐步进入资产定价，资源瓶颈向广谱通胀扩散的证据仍然较弱。对中际旭创而言，关键不再只是人工智能资本开支是否强劲，而是EPS上修速度能否持续跑赢实际利率抬升与PE压缩。

盈利链 → EPS	云厂AI资本开支上升	训练与推理集群扩张	高速端口数量增加、传输速率升级	出货量、产品结构与毛利率改善	EPS持续上修
增长—利率链 → PE	AI应用与投资扩张	生产率与潜在增速预期上升	中性实际利率预期上移	长端实际利率中枢抬升	PE扩张受限
储蓄—投资链 → PE	数据中心建设扩张	电力、设备、土地及融资需求增加	投资增量快于储蓄增量	均衡实际利率上移	PE继续承压
通胀链 → PE	数据中心建设扩张	局部资源瓶颈与成本上升	若进一步扩散至核心通胀，通胀回落速度放缓	美联储降息路径后移，长端实际利率下行受阻	PE继续承压

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

- 人工智能资本开支不及预期风险：若北美云厂资本开支增速、网络设备投入比例或下一年度资本开支指引低于预期，光模块需求和盈利预测可能下修。
- 人工智能投资回报风险：若人工智能收入、自由现金流和资本回报无法覆盖高资本开支，云厂可能延后或削减基础设施建设。
- 客户集中和技术迭代风险：高速光模块代际更新较快，若主要客户调整采购节奏、技术路线或供应商份额，公司收入和利润率可能显著波动。
- 盈利质量风险：若应收账款、存货和资本开支增长持续快于收入，经营现金流弱于净利润，可能表明盈利兑现质量下降。
- 实际利率和期限溢价风险：若美国实际利率、政策利率预期或长期期限补偿继续上升，高久期科技股估值中枢可能进一步下移。
- 筹码和流动性风险：科技板块持仓、融资交易和量化暴露较为集中，市场调整时可能出现同步减仓和流动性冲击。
- 数据和模型风险：一致预期、资本开支拆分、基金持仓、期限溢价和行业供需数据存在口径差异、修订和滞后，历史比较不构成对未来价格路径的保证。
- 各公司不具备完全可比性：行业内企业在产品结构、客户资源、技术研发、产能成本等维度存在差异，简单对标同类公司进行业绩与估值推演，易产生投资判断偏差。

下载日志已记录，仅供内部参考

研究小组介绍

银行&资产配置小组介绍

林加力，国海证券研究所副所长、首席资产配置官、金融首席分析师。毕业于浙江大学、复旦大学，曾就职于海通证券、民生证券、浦发银行。2019-2023年连续上榜新财富最佳分析师评选，分别获得银行方向第五名、第四名、第三名、第三名、第四名。在境内其他分析师评选活动中也持续获得佳绩，擅长信用风险、监管政策、银行经营、资产负债管理等方面的研究。
徐凝碧，国海证券研究所银行&资产配置分析师。毕业于中国人民大学、北京国家会计学院，金融专业，2年证券从业经验，主要覆盖银行和机构资产配置方向。
袁雨琦，国海证券研究所银行&资产配置分析师。毕业于新加坡国立大学量化金融和南开大学金融专业，2年证券从业经验，主要覆盖量化资产配置和金融产品研究方向。
许潇琦，国海证券研究所银行&资产配置分析师。毕业于伦敦政治经济学院、外交学院，3年证券从业经验，主要覆盖主观资产配置和另类资产研究方向。
刘子路，国海证券研究所银行&资产配置研究助理。本科毕业于中央财经大学统计学专业，辅修北京大学国家发展研究院经济学双学位项目，研究生毕业于威斯康星大学麦迪逊分校计量经济学专业与香港中文大学（深圳）数字经济大数据方向。主要覆盖主观资产配置和另类资产研究方向。

分析师承诺

林加力, 许潇琦, 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。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明和风险提示

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、展示或以其他任何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。

下载日志已记录，仅供内部参考

国海证券 SEALAND SECURITIES

国海证券•研究所•银行&资产配置研究团队

心怀家国，洞悉四海

国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597