仅供内部参考，请勿外传！

策略研究

策略专题报告

证券研究报告

新兴产业投资的边界

■ 产业浪潮下的股市泡沫规律研究

方奕(分析师)
021-38031658
fangyi2@gtht.com
登记编号 S0880520120005

陶前陈(研究助理)
0755-23976164
taoqianchen@gtht.com
登记编号 S0880125070014

本报告导读：

中国科技板块泡沫风险不高，局部微观结构问题还需要时间消化，但后续还会走强。2027 年中国 AI 发展具有独立叙事与金融条件，看好国产链与紧缺的硬件材料环节。

投资要点：

- **股市的繁荣与泡沫是新兴产业波浪上行的一面镜子。**金融资本既在新兴产业的落地与扩散中推波助澜，同时也在资本市场中表达对产业发展的预期。然而，金融资本的收益模型却与产业资本存在本质区别，产业资本赚取新兴产业的盈利收益，而金融资本却赚取新兴产业盈利预期变化的溢价，即资本利得。这使得金融资本在定价中总是不可避免的蕴含未来的盈利预期。金融资本适度参与新兴产业的发展有助于新技术、新产能和新商业模式在经济范式中的落地与扩散，这对于经济的新陈代谢和结构转型有十分积极的意义；但当金融资本过度“燃烧”未来盈利预期时，这又会使得新兴产业趋于金融化，进而加大远期叙事的实现难度和财务脆弱性。当越来越多的 FOMO 投资者借助金融资本在市场中表达乐观预期时，一些难以实现的“故事”便会被定格在 K 线之中，股市泡沫因此形成。
- **“科网”的回响：泡沫形成于产业金融化与海外投资者的乐观表达。**1990s 电信互联网革命起源于浏览器技术的突破与美国电信准入规则的主动求变。在产业革命初期，金融资本是产业发展的重要“燃料”，美国财政减税+预防式降息共同降低了借贷成本，金融资本大举涌入新兴产业，提高了美国企业的投资率、并促进了研发与创新。但随着 1998 年美国 IPO 融资热度指标创下历史最高水平、科技 IPO 盈利企业占比降至历史冰点，资本市场出现了明显的过热特征。与此同时美国产业金融化程度也达到了警戒水平，随着互联网初创企业并购的兴起，美国非金融企业金融资产净收购额大幅增长，占投资总额的比超过了 70%，企业资本开支对融资的依赖度也与日俱增。金融资本的供给者也出现了分化迹象，1996 年在格林斯潘提示“非理性繁荣”后，美国金融机构权益敞口保持谨慎，但海外投资者则继续大幅涌入唯一分享互联网红利的美国权益市场。2000 年股市泡沫在全球利率回升和互联网远期叙事的终结下破灭。
- **定位当下：A 股整体泡沫程度较轻，局部存在微观结构问题的股票需要一些时间消化。**A 股非金融企业金融资产占比并不高，但新兴产业资本开支对融资的依赖度已升至历史高位，需关注资本开支持续性。尽管二级市场出现一定的过热迹象，但资本市场融资规模并不极端；与此同时，重要股东减持规模占流通市值比重偏低，个人投资者参与度并未达到历史泡沫时期水平。经历回调之后，A 股前瞻估值已经偏低且科技制造景气增长仍在加速。综上，我们认为 A 股整体泡沫程度较轻，局部存在微观结构的股票估值调整已经比较充分，还需要时间消化交易侧压力，彼时股价有望再度走强。
- **投资策略：攻守兼备，AI 产业增配国产链与紧缺环节。**与市场悲观共识不同，我们认为 A 股微观结构问题仅存在于局部科技龙头，且个人、机构与大股东交易行为尚未出现明显分歧，我们建议适当分散配置，同时依旧看好 AI 产业驱动的科技板块配置机会，建议聚焦受益于国产 AI 实力提升和政策发力的国产算力链，**推荐：国产芯片/半导体设备及材料**，以及产业议价能力边际上升的硬件和材料等紧缺环节，**推荐：通信设备/PCB 及上游材料**。
- **风险提示：全球流动性出现超预期紧缩；AI 商业化以及数据中心投资进展不及预期；历史规律失效。**

请务必阅读正文之后的免责条款部分

相关报告

全球 AI 安全治理与中国 AI 建设进入加速期 2026.09.23
国产替代向纵深推进 2026.09.14
业绩增速提升，AI 与资源双轮驱动 2026.09.03
时代主线：中国本土创新与企业全球化 2026.09.01
做多金秋，扩散与下沉 2026.09.01

仅供内部参考，请勿外传！

目录

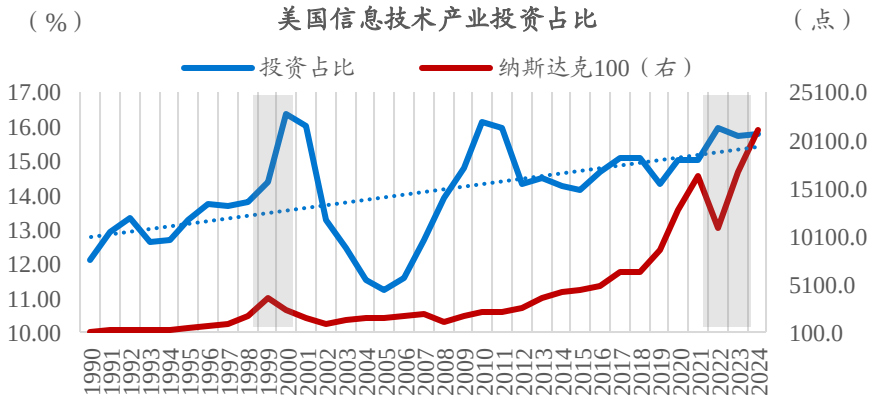
1. 新兴产业趋势下的股市泡沫规律——以“科网泡沫”为例 3
2. 金融资本对新兴产业发展的影响具有两面性 6
2.1. 金融资本既可以成为新兴产业的“燃料” 6
2.2. 金融资本也可以“燃烧”新兴产业 6
2.3. AI 产业金融化加深值得警惕，但市场定价或已包含部分泡沫风险 9
3. A 股市场泡沫规律复盘及指标观测体系 10
3.1. 2020-2022 年先进制造泡沫复盘 10
3.2. A 股整体泡沫程度较轻，但局部交易拥挤值得警惕 15
4. 投资策略：攻守兼备，AI 产业增配国产链与紧缺环节 16
4.1. AI 商业进展与投资持续性是跟踪重点 18
4.2. AI 产业链板块选择上更应聚焦高议价能力和优竞争格局的环节 21
4.3. 国产链与紧缺环节仍是 AI 板块配置重心 22
5. 风险提示 24

仅供内部参考，请勿外传！

1. 新兴产业趋势下的股市泡沫规律——以“科网泡沫”为例

从历史后视镜来看，股市的泡沫是对产业泡沫的定价。产业泡沫意味着社会资本过多涌入某一特定的产业领域，导致产业的资本回报率降至市场平均水平以下，泡沫破裂即这一现象的自我修正，而股票价格则像一面镜子与实体经济的投资存在一定的映射关系。以美国的信息技术产业发展为例，拉长时间维度可以发现，信息技术产业投资占比实际上一直围绕着长期趋势线上下波动，但在某些年份投资占比确实会大幅偏离长期趋势线。20 世纪 90 年代以来，美国信息技术产业投资占比快速上行，尤其是在 1995 年后投资占比向上大幅偏离趋势线，与此同时，反映新兴的信息技术产业的股票指数（纳斯达克 100）也出现大幅上行在 1999 年形成明显的“凸出”。2000 年后，股市出现断崖式回落，随后美国信息技术产业投资占比也大幅下滑。

图 1：美国信息技术产业投资占比与纳斯达克 100 指数变化趋势

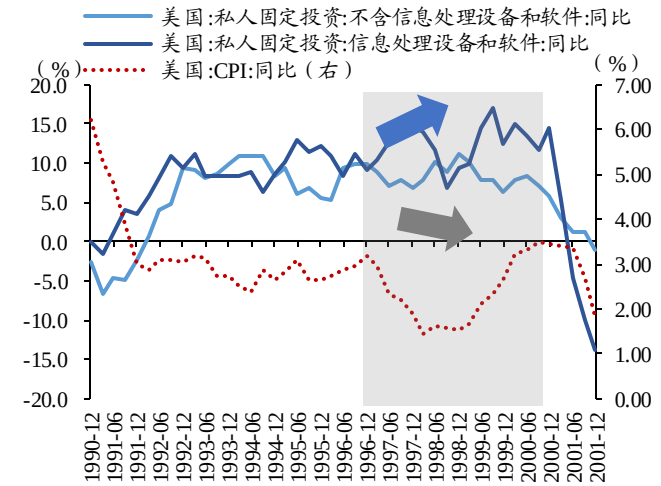


资料来源：Wind，国泰海通证券研究

亲历科网，彼时的经济也呈现明显的 K 型分化，股票市场成为投资者参与产业革命的重要渠道。1993-1995 浏览器技术快速发展（Mosaic、Netscape、Internet Explorer 相继问世）。1996 年，美国通过了《电信法案》，允许新进入者与传统运营商竞争，开启电信行业投资热潮。而后美国经济内部以及美国与全球经济均呈现出了显著的 K 型分化：1）美国信息处理设备和软件行业私人投资在 1997 年开始高速增长，而非信息产业投资增速则小幅下滑；与此同时，在亚洲面临金融危机袭扰、欧洲面临通货膨胀担忧的 1990s，美国作为互联网产业革命发源地，经济增长在全球“独树一帜”。科网时期的通信设备硬件龙头、芯片龙头以及操作系统龙头全部集中在美国一国之内，因此美股成为了全球投资者参与新兴产业革命的重要渠道。20 世纪 90 年代开始欧洲和日本大幅增配美国权益资产，尤其是在 1998 年“格林斯潘 PUT”后，日本和欧洲对美股的配置明显提速。

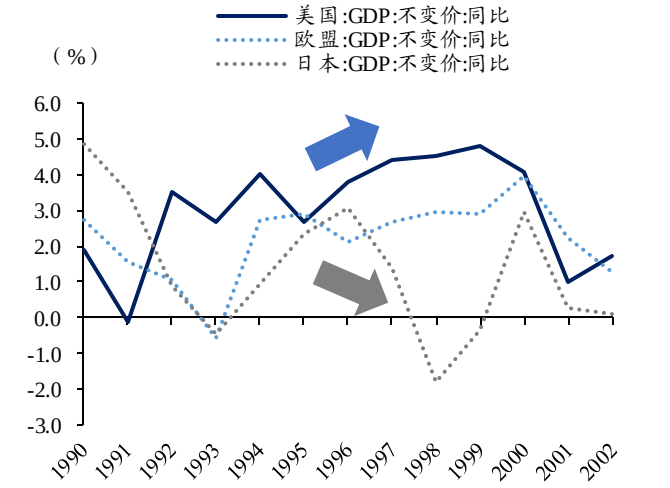
仅供内部参考，请勿外传！

图 2：从 1997 年开始 TMT 产业投资增长与其他投资出现了明显的分化



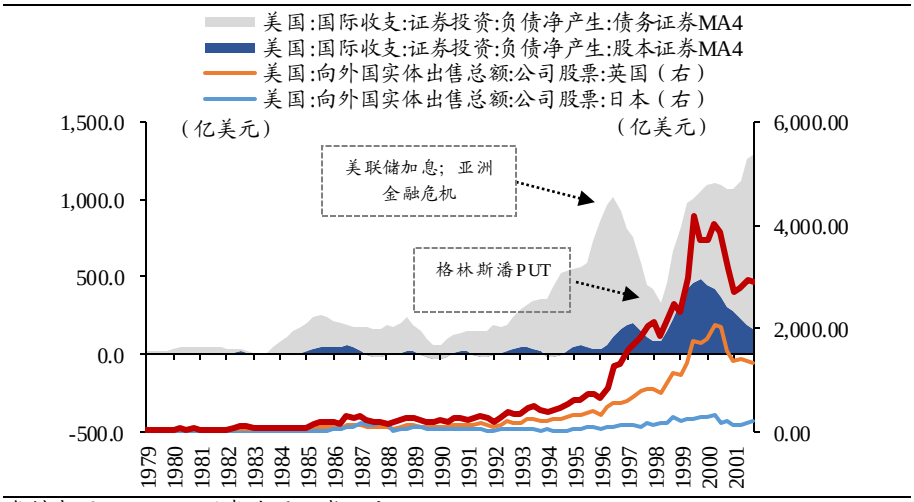
资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图 3：1990s 互联网革命时期，美国经济增长在全球“独树一帜”



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图 4：1990s 欧日投资者明显增配美股，1998 年后配置提速

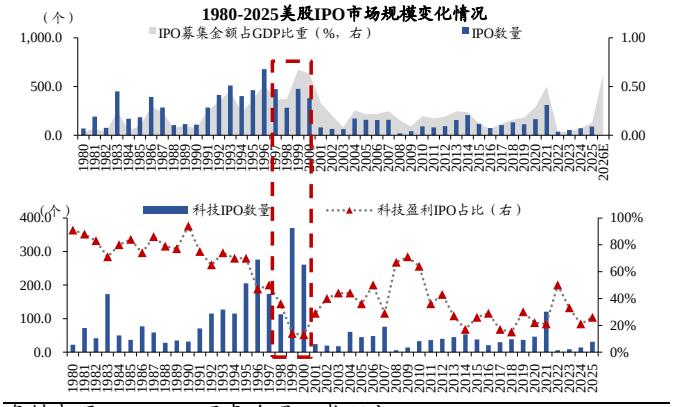


资料来源：Wind，国泰海通证券研究

金融资本对新兴产业的追逐进入狂热的状态。在格林斯潘主导的美联储货币政策框架之前，1990s 美国金融市场的流动性延续宽松的局面，叠加海外热钱的持续涌入，全球金融资本对新兴产业的追逐渐渐进入狂热的局面，体现为：1）IPO 融资出现盲目扩张迹象。1995 年以来美国 IPO 融资数量及融资规模占 GDP 比重相继创新历史最高，与此同时 1998-2000 年美国科技 IPO 的盈利企业占比降至历史冰点，反映资本市场对科技企业融资的审慎度出现了明显的下降。2）科技公司资本开支对融资的依赖度显著提升。2000 年以来美国 IT 上市公司经营现金流几乎没有增长，但资本支出仍然大幅提升，主因融资现金流的显著增加，反映资本市场对科技企业远期成长能力充满信心，并且加强了对科技公司的融资支持。

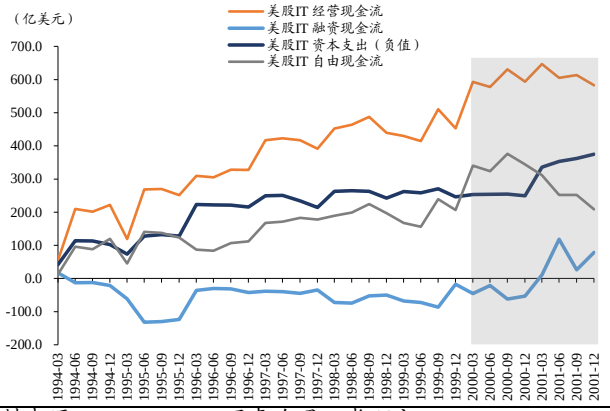
仅供内部参考，请勿外传！

图5：1996 年后科技 IPO 爆发，但盈利的科技 IPO 占比骤降



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图6：2000 年后期美股 IT 产业资本开支主要由融资现金流支撑，相对地美股经营现金流出现下滑



资料来源：Bloomberg，国泰海通证券研究

繁荣的背后，互联网公司过度乐观的盈利成长预期落空，2000 年一季度美股见顶。在产业和股市繁荣的背后，互联网公司的盈利压力却在投资、负债与营销投放下与日俱增，1999-2001 年 90%以上的互联网软件、互联网电信公司未实现盈利。2000 年微软垄断案，与巴伦周刊的“Burning Up”的封面故事（提示许多互联网公司将耗尽现金流）成为压倒互联网成长预期的最后一根稻草，2000 年一季度美国科技股见顶后大幅下跌，软件与电信股首当其冲。

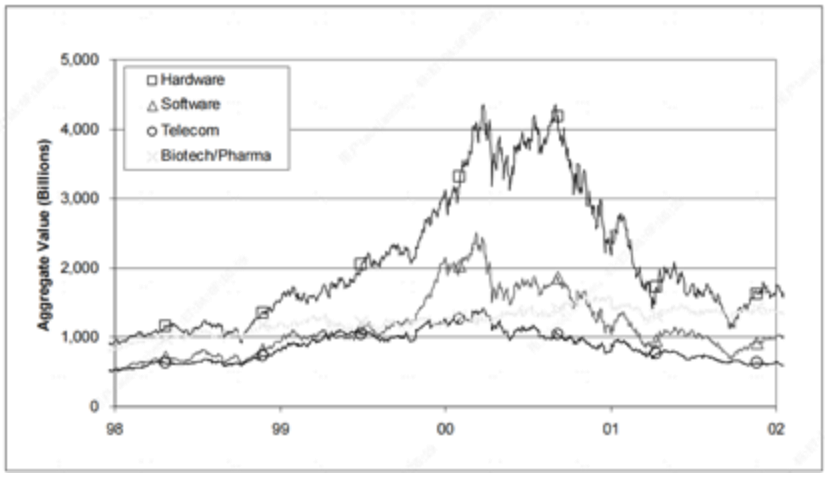
表1：1998 年以后，90%以上的互联网软件、互联网电信公司未实现盈利

年份	互联网公司：亏损占比	全部上市公司：亏损占比	互联网计算机硬件公司	互联网计算机软件公司	互联网电信公司	互联网公司亏损占比-全部公司亏损占比
1996	66.7%	23.4%	40.0%	76.7%	33.3%	43.3%
1997	86.5%	24.6%	70.0%	89.5%	100.0%	61.9%
1998	86.6%	31.0%	83.9%	88.8%	84.2%	55.6%
1999	89.0%	31.6%	76.5%	92.6%	86.4%	57.4%
2000	88.7%	31.5%	71.0%	90.8%	100.0%	57.2%
2001	92.6%	37.7%	96.3%	93.8%	93.8%	54.9%
2002	81.6%	38.8%	90.9%	86.9%	87.5%	42.8%
2003	55.4%	32.7%	85.0%	62.2%	69.2%	22.7%

资料来源：A FUNDAMENTAL INFORMATION ANALYSIS，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

图 7：2000 年一季度美股见顶，软件/电信股先于硬件股见顶



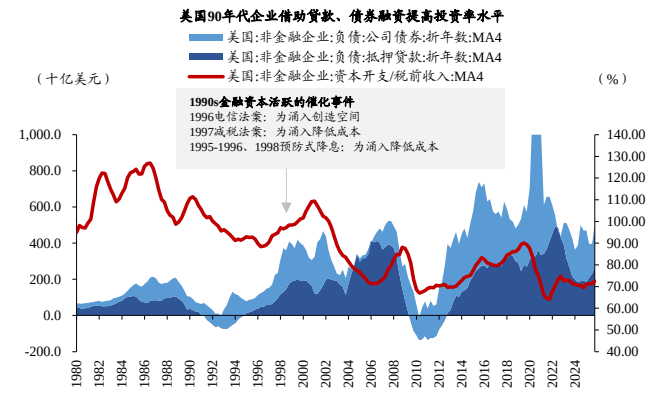
资料来源：A FUNDAMENTAL INFORMATION ANALYSIS

2. 金融资本对新兴产业发展的影响具有两面性

2.1. 金融资本既可以成为新兴产业的“燃料”

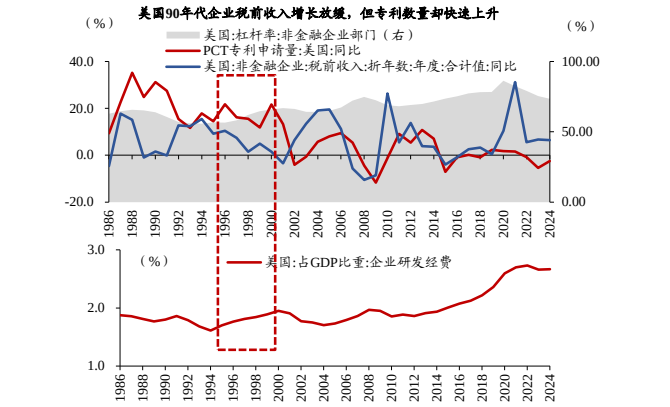
在技术革命爆发初期，金融资本是产业发展的重要“燃料”。金融资本有助于提高投资率水平并促进研发创新，进而加速新技术、新产能和新产品在经济范式中落地。1996 年《电信法》颁布打破了美国电信产业的地区和行业垄断，为金融资本涌入创造了空间；与此同时，财政减税+预防式降息共同降低了融资成本和借贷成本，金融资本大举涌入新兴产业，提高了美国企业的投资率、并促进了研发与创新。

图 8：1990s 金融资本提升了美国企业的资本开支率



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图 9：1990s 金融资本促进了美国企业的研发与创新



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

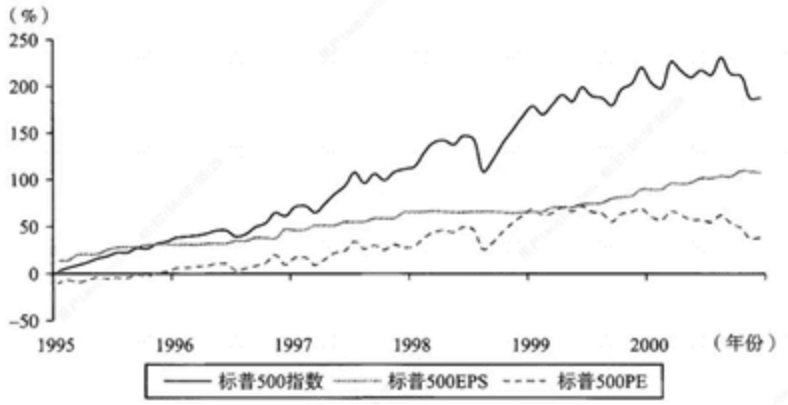
2.2. 金融资本也可以“燃烧”新兴产业

金融资本过度涌入新兴产业驱动股价上涨脱离基本面支撑，这会透支未来数年的增长预期。1998-1999 美股 EPS 增长停滞，股价上涨主要依赖估值提升。这背后实际体现出了产业资本与金融资本收益率在 1998 年出现分化：在产业资本收益率（ROE）停滞的同时，金融资本收益率（股价）却依靠互联网规模占优的远期叙事和非理性的投融资扩张而大幅上升。1998 年美股 IPO 数量延续高位，募集金额再创新高，与此同时 IPO 上市的平均首日涨幅飙升超过 50%。在资本市场陷入狂热的同时，产业/股市泡沫正在不断累积。一方面过度的投融资扩张使得行业竞争加剧，盈利能力面临下行压力；另一方面，资本市场过高的投资收益也在驱使一部分产业资本转化为金融资本，1997-1998 年美国非金融企业金融资产净收购额占投资总额比重进入

仅供内部参考，请勿外传！

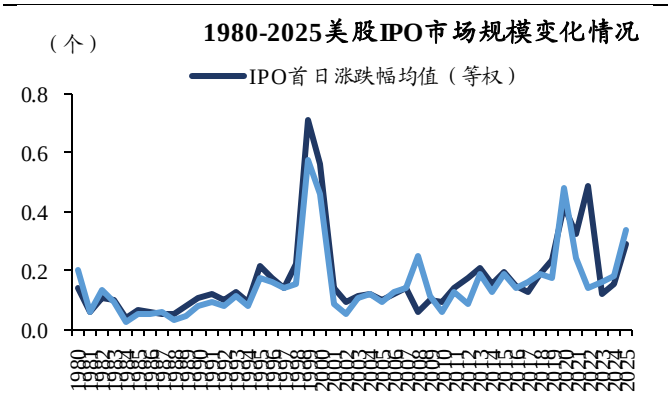
警戒区间，对应科网泡沫时期众多的股权投资行为。最终，资本市场通过“燃烧”未来数年的乐观预期造就了股市的泡沫。

图 10：1998-1999 美股 EPS 增长停滞，股价上涨主要依赖估值提升



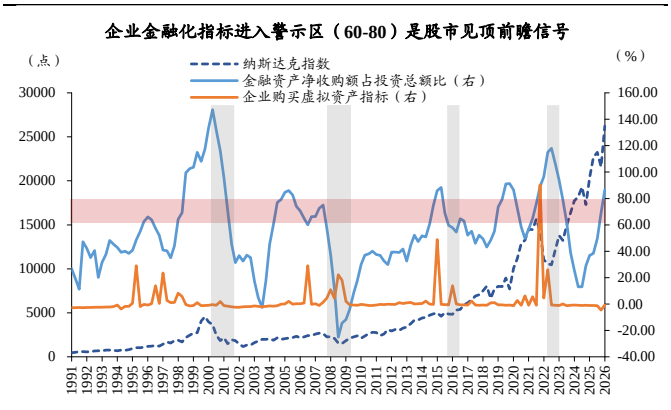
资料来源：《美股 70 年》（燕翔、战迪、许茹纯、朱成成，2020 年）

图 11：1998 年美股二级交易出现明显过热



资料来源：Initial Public Offerings: Updated Statistics，国泰海通证券研究

图 12：1998 年美国非金融企业金融资产配置比例大幅提升

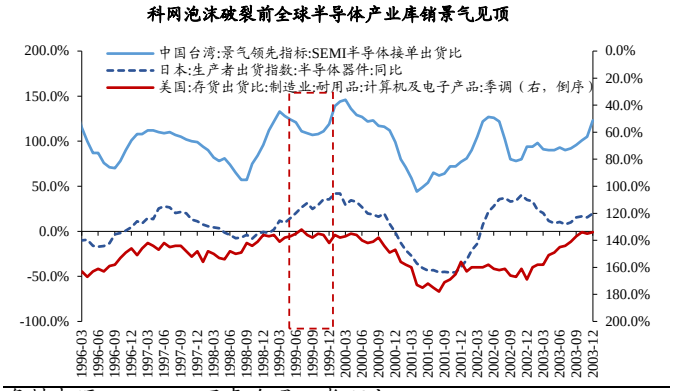


资料来源：Wind，国泰海通证券研究

1990s 后期泡沫风险增加的同时，产业趋势也有所放缓。半导体产业链景气度开始出现放缓的迹象，这使得远期成长叙事兑现难度预期提升。新兴产业之所以可以吸引金融资本通过提高杠杆水平的方式增加对外投资，本质上是全社会对其远期的成长能力寄予厚望。然而当中观层面景气增速出现放缓的迹象时，市场对新兴产业远期叙事的兑现难度预期将提升，这容易引发市场对新兴产业投资和股市泡沫的担忧。1998 年下半年来，受互联网产业投资的驱动，全球半导体产业景气度出现一轮显著的上行周期，但在 1999Q3，这一增长趋势出现了放缓的迹象，我们认为这会加剧市场对股市泡沫的担忧，构成泡沫破裂的原因之一。反观当下，全球半导体的库存景气度仍处于上行周期，体现为美国计算机及电子存货出货比继续下滑、韩国半导体存货出货比继续下滑、全球半导体销售额增速继续提升。

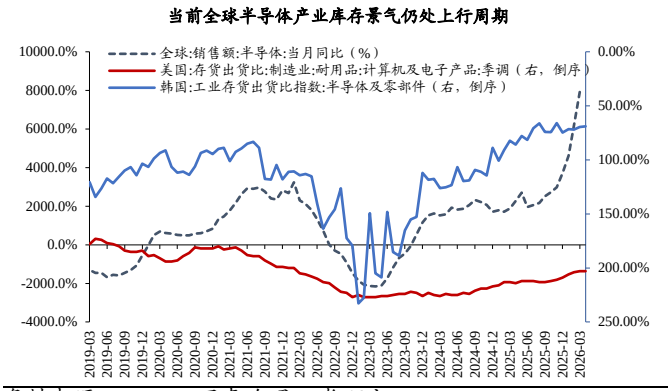
仅供内部参考，请勿外传！

图 13：1999Q3 全球半导体景气度出现下滑拐点



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

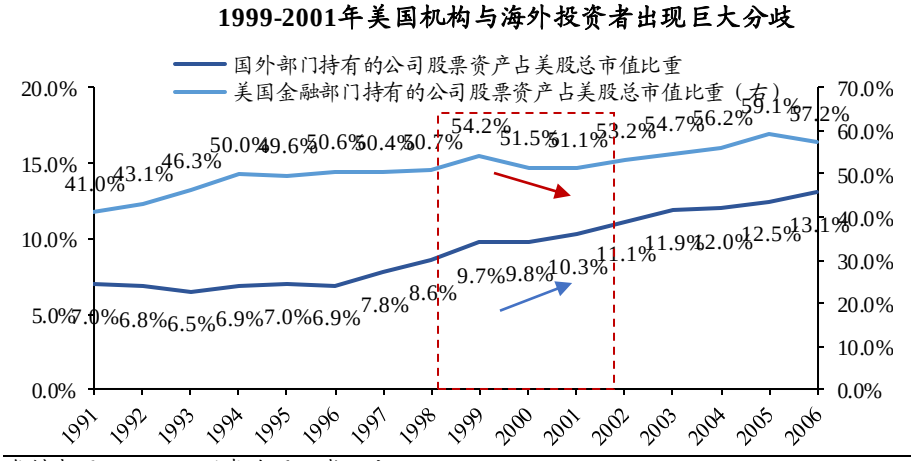
图 14：2026 年全球半导体景气度仍处于加速上行周期



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

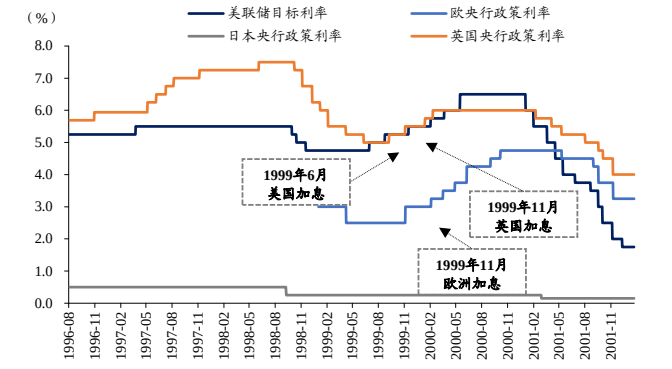
泡沫后期海外 FOMO 投资者大幅涌入美股表达乐观预期，乐观定价者资本成本上升构成泡沫破裂的重要原因。在金融资本狂热追逐新兴产业的同时，不同类型投资者的行为也在悄然发生变化。美国金融部门与非美投资者开始出现分歧。随着对股市过热的担忧，1997 以来美国金融机构对权益资产配置幅度明显放缓，而非美投资者仍在大幅涌入。美国金融部门股票资产占美股总市值的比重开始显著下滑；而非美投资者持有的美国公司股票资产占美股总市值的比重却仍一路狂飙。海外和零售投资者对资产质地的了解较本土机构投资者更浅，在股市泡沫中容易成为最终“接盘者”，叠加降息周期的差异，最终股市泡沫终结于过度乐观者资本成本边际上升的时刻，1999Q4 英法 10 年国债利率超过 5%，美股于 2000Q1 见顶。

图 15：1999-2001 美国金融机构与海外投资者出现巨大分歧



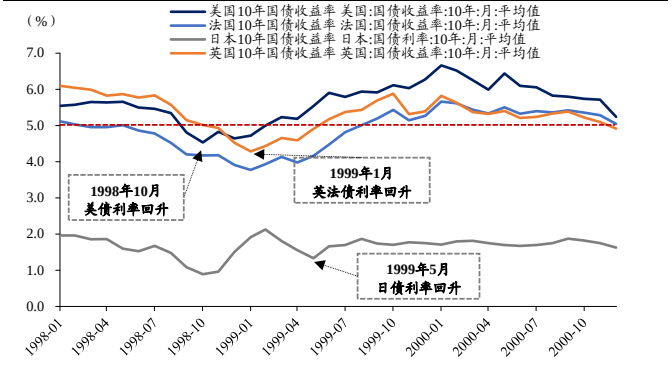
资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图 16：美联储加息要早于欧洲央行大约半年



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

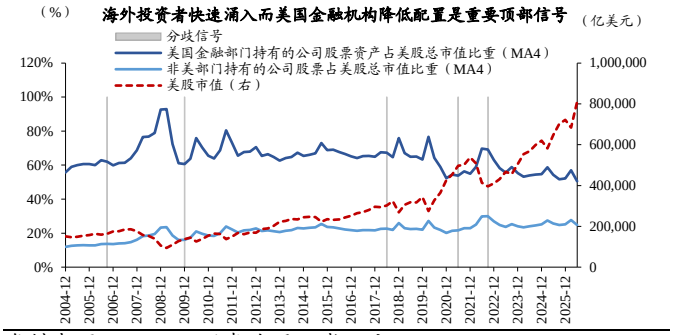
图 17：美国投资者资金成本回升早于欧洲、日本投资者 1-3 个季度



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

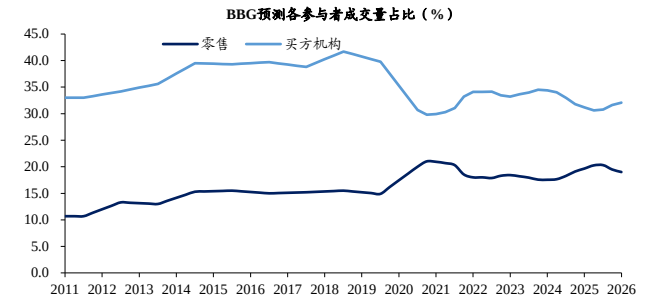
仅供内部参考，请勿外传！

图 18：2026 年美国本土金融部门与非美部门权益仓位均在未出现明显分歧



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图 19：2026 年美国机构成交占比小幅提升而零售客户成交占比则小幅下滑



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

2.3. AI 产业金融化加深值得警惕，但市场定价或已包含部分泡沫风险

我们从金融资本追逐热度、金融资本分化程度、金融资本资金成本、产业金融化程度、市场交易过热程度以及半导体产业景气度定位当下美股市场的泡沫化程度。**我们认为当前美国 AI 产业的金融化趋势已经上升到了值得警惕的区间，但市场定价所蕴含的预期也在放低，股价或已蕴含了对泡沫风险的担忧。**具体来看：

1）**金融资本追逐热度处于高位：**从美国 IPO 融资规模来看，我们预计美国 IPO 融资规模将达到 2000 亿美金，占 GDP 的比重将升至 0.63%，仅次于科网时期读数。

2）**金融资本行为尚未出现明显分化：**2023 年以来，美国金融机构与非美部门的权益敞口保持同向运行，2026Q2 两者均边际降低美股权益市场配置。从成交占比角度来看，2026 年美国机构成交占比小幅提升而零售客户成交占比则小幅下滑，机构与个人投资行为有所分化。

3）**金融资本资金成本高位仍在上升：**截至 2026 年 9 月，美国、英国和日本长端利率均升至历史高位，且边际仍在上行，美欧利率已非常接近 5%的警戒水平，日本则结束了多年的零利率政策开始进入加息周期。

4）**产业金融化程度值得警惕：**截至 2026Q2，美国非金融企业金融资产净收购额占投资总额的比已超过 80%，根据彭博一致预测，2026 年 AI 科技巨头资本开支占经营现金流比重预计超过 50%，反映美国新兴产业金融化程度较高，我们认为这表明美股当前的盈利中或已包含了部分金融化程度加深所带来的增益。

5）**市场估值与交易过热程度：**美股估值水平相对安全，标普 500 指数估值处于历史中游水平，AI 龙头（特斯拉除外）估值水平处于历史低位，且边际下行。但科技板块交易拥挤度偏高。

6）**美国半导体产业景气度拐点未现：**美国半导体行业库存紧缺性仍在边际上行，但在亚洲市场中，韩国半导体产业的存货出货比出现了高位回落的迹象（体现为存货出货比较过去 12 个月上升，且近 3 年历史分位高于 20%），后续需要观察硬件需求高景气的持续性。

仅供内部参考，请勿外传！

表2：美国非金融企业金融化程度较高，市场资金成本处于高位，但市场估值偏低，投资者行为尚未分化

美股泡沫化跟踪体系：AI产业金融化值得警惕，但市场预期放低，股价或已包含了对泡沫的担忧										
指标类型	指标	详细说明	最新日期	单位	当前读数 2026年	科网泡沫读数 1999年	金融危机读数 2007年	同比变化	近10年历史分位	评述
金融资本追逐热度	IPO融资热度	IPO融资规模占GDP比重	2026E	%	0.63	0.67	0.25	↑	100	美股IPO融资规模接近科网泡沫时期水平，但二级市场热度相对偏低，融资审慎度边际上行。
	二级市场热度	IPO首日涨跌幅	2026E	%	16.25	71.20	14.00	↓	33.3	
	融资审慎度	科技IPO盈利公司占比	2025	%	26.00	14.00	29.00	↑	55.5	
金融资本分化程度	美国金融机构参与度	美国金融部门持有的公司股票资产占美股总市值比重	2026/6/30	%	50.54	54.24	61.35	↓	0	当前美国机构投资者与海外投资者均在加仓美股，投资行为尚未出现分歧；成交占比的角度来看，买方机构成交占比边际提升，个人投资者成交占比边际下降。
	海外投资者参与度	国外部门持有的美国公司股票资产占美股总市值比重	2026/6/30	%	24.75	9.71	14.83	↓	68.1	
	买方机构参与度	BBG估计买方机构美股成交占比（TTM）	2026/6/30	%	32.08	-	-	↑	22.7	
	个人投资者参与度	BBG估计零售客户美股成交占比（TTM）	2026/6/30	%	19.00	-	-	↓	77.2	
	本土与海外分歧信号	美国金融机构减少权益配置但海外投资者增加美股购买	2026/6/30	1代表触发	0	1 (1997/2000)	1 (2006/2009)	↓	不适用	
	个人与机构分歧信号	个人成交占比提升但机构成交占比下降	2026/6/30	1代表触发	0	-	-	↓	不适用	
金融资本资金成本	美国投资者资本成本	美国10年国债收益率	2026/9/30	%	4.85	5.65	4.63	↑	100	全球市场无风险利率均处于历史高位，且边际仍在上行，金融资本的资金成本已然上升。
	欧洲投资者资本成本	英国10年国债收益率	2026/9/30	%	4.93	5.10	5.01	↑	100	
	亚洲投资者资本成本	日本10年国债收益率	2026/9/30	%	2.87	1.74	1.68	↑	100	
产业金融化程度	非金融企业金融化程度	美国非金融企业金融资产净收购额占投资总额比	2026/6/30	%	86.56	108.14	75.00	↑	79.5	非金融企业金融资产购买比重已超过警戒水平（70%以上），科技龙头资本开支过度依赖融资现金流，已经展现出产业高度金融化的特征。
	新兴产业龙头投资杠杆	美股科技龙头企业资本开支占经营净现金流比	2026E	%	70.19	52.3(1995)	-	↑	-	
市场交易过热程度	整体市场估值	标普500前瞻市盈率（一年）	2026/9/14	倍	19.01	23.93	14.82	↓	57.2	标普500前瞻指数处于历史中游，AI龙头（不含特斯拉）估值处于历史低位，且边际仍在下行；但科技拥挤度偏高。
	龙头公司估值	美股科技巨头前瞻市盈率（一年）均值	2026/9/9	倍	23.11	57.89	-	↓	1.9	
	拥挤度	纳斯达克100指数成交额与道琼斯工业平均指数成交额之比	2026/9/15	倍	277.06	-	-	↑	61.8	
科技硬件产业景气度	美国半导体景气	美国存货出货比指标顶部放缓	2026/7/31	1代表触发	0	1 (1999/12 2000/2)	-	↑	不适用	美国半导体库存紧缺性仍在提升，但亚洲半导体库存紧缺性边际下降，需求持续性有待观察。
	亚洲半导体景气	中国台湾接单出货比顶部放缓（科网）；韩国存货出货比顶部放缓（AI）	2026/7/31	1代表触发	1	1 (1999/10 1999/11)	-	↓	不适用	

资料来源：Wind，Bloomberg，国泰海通证券研究

表3：AI 产业龙头的盈利能力和成长能力较科网龙头更优，但前瞻估值更低，AI 资本开支有望延续强劲增长

科网 vs AI		微软	英特尔	高通	思科	甲骨文	IBM	均值		微软	英伟达	苹果	谷歌-A	亚马逊	脸书	特斯拉	均值
盈利能力 AI龙头盈利能力较科网龙头更强				ROE									ROE				
	1997	38.62	38.13	12.42	29.67	31.22	29.67	30.0	2023	39.17	84.60	154.19	27.36	17.49	28.04	27.94	56.6
	1998	39.42	28.49	13.80	19.88	38.64	32.56	28.8	2024	34.29	121.47	136.57	32.91	24.29	37.14	10.74	60.5
	1999	31.04	26.12	9.20	18.77	47.42	39.00	28.6	2025	34.39	103.10	151.56	35.70	22.29	30.24	4.89	58.0
	2000	23.76	30.08	5.79	13.86	156.04	39.73	44.9	2026E	29.15	95.52	131.32	76.58	12.25	28.28	5.06	58.2
				净利率									净利率				
	1997	28.83	27.61	4.79	17.98	11.52	7.76	16.4	2023	36.27	47.15	26.16	24.01	5.29	28.98	15.50	24.5
	1998	37.23	23.19	3.79	14.24	13.79	7.75	16.7	2024	35.43	55.81	24.30	28.60	9.29	37.91	7.26	27.2
	1999	40.02	24.99	8.35	15.93	16.95	8.81	19.2	2025	39.04	54.96	28.48	32.81	10.83	30.08	4.00	26.9
	2000	40.42	31.15	9.31	13.34	61.88	9.16	27.5	2026E	37.42	57.91	27.64	29.32	10.90	28.64	3.59	26.3
成长能力 AI龙头不逊色于科网泡沫时期的成长能力				营收增速									营收增速				
	1997	43.18	19.58	134.36	32.62	29.35	3.37	43.7	2023	11.51	103.33	1.46	8.68	11.83	15.69	18.80	26.6
	1998	29.72	5.09	40.24	36.44	25.61	4.02	23.5	2024	15.04	124.91	2.90	13.87	10.99	21.94	0.95	29.3
	1999	24.71	11.70	16.84	45.85	16.92	7.20	20.5	2025	16.67	65.36	9.92	15.09	12.38	22.17	-2.93	20.3
	2000	8.95	12.96	-33.73	62.59	15.30	0.97	11.2	2026E	16.37	83.71	11.13	8.39	15.60	26.45	11.98	26.2
				净利润增速									净利润增速				
	1997	57.31	33.06	488.32	24.66	3.84	12.23	103.2	2023	22.38	438.57	8.18	23.05	1,217.74	68.53	19.44	295.9
	1998	67.51	-11.73	10.84	8.04	50.37	3.86	21.5	2024	12.37	166.17	-4.41	35.67	94.73	59.50	-52.72	49.8
	1999	34.05	20.38	157.57	63.14	43.72	21.87	56.8	2025	28.58	62.87	22.29	32.01	31.09	-3.05	-46.50	16.5
	2000	10.04	40.79	-26.08	36.20	321.01	4.94	64.5	2026E	11.78	85.10	8.95	91.61	77.42	34.09	0.45	49.6
市场估值 AI云厂商和GPU龙头估值便宜				BBG预测PE（未来一年）									BBG预测PE（未来一年）				
	1997	39.2	17.8	28.9	26.6	27.3	13.0	25.5	2025	29.9	28.9	29.5	19.9	26.1	21.6	148.5	45.7
	1998	46.0	23.2	21.7	39.9	23.0	16.9	28.4	2026	22.3	21.3	31.1	24.3	22.6	17.1	184.1	50.1
	1999	56.2	27.6	52.4	68.7	38.7	24.9	44.8									
	2000	40.5	34.9	76.4	89.4	83.2	22.9	57.9									

资料来源：Bloomberg，国泰海通证券研究　注：估值数据截至 2026/9/9

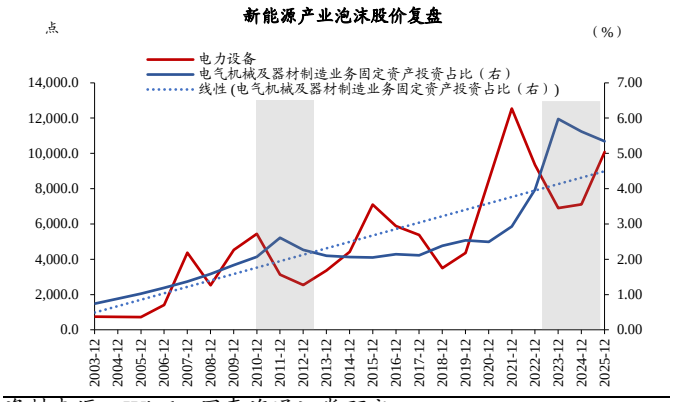
3. A 股市场泡沫规律复盘及指标观测体系

3.1. 2020-2022 年先进制造泡沫复盘

与美股泡沫规律类似，A 股市场定价也与产业泡沫间存在一定映射关系。2020 年中国首次明确提出“双碳”目标叠加新能源汽车产业进入加速发展阶段，新能源投资占比开始快速提升，与此同时 2020 年电力设备板块也迎来一轮上行行情。与当下类似，2021 年以来中国制造业投资呈现明显的 K 型分化特征，受益于能源转型和电气化产业趋势的电力设备投资增速处于 K 型上沿，而其他传统产业投资增速则处于 K 型下沿。

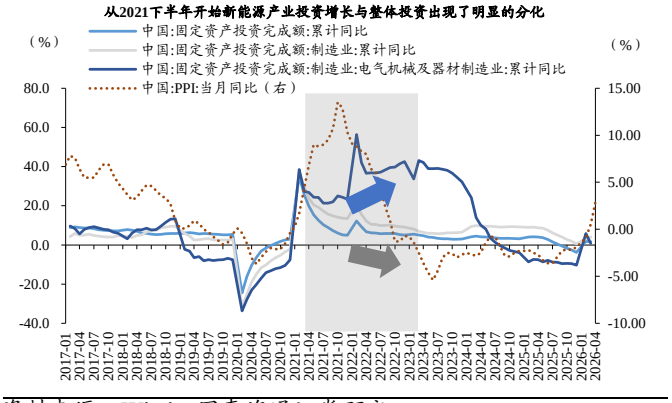
仅供内部参考，请勿外传！

图20：股票市场见顶先于产业投资占比见顶



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

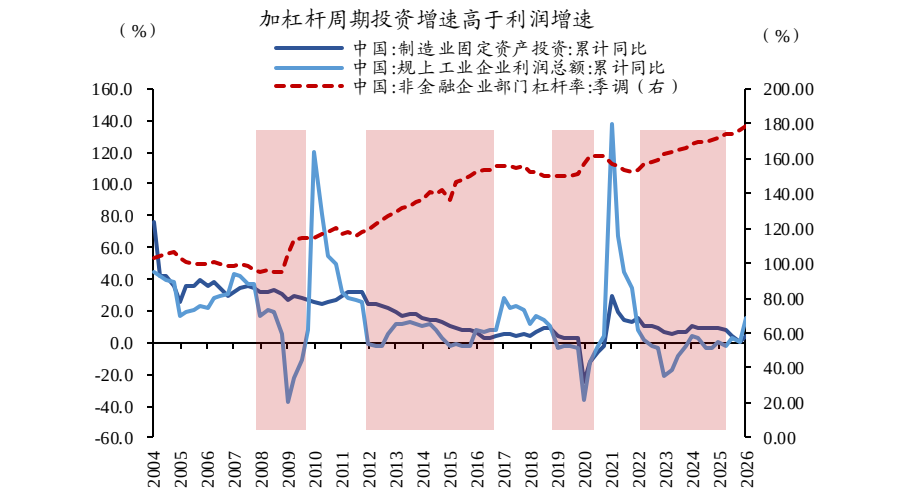
图21：2021-2024年中国制造业投资呈现K型分化



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

金融资本在经济复苏周期或新兴产业发展的早期阶段，与产业资本的结合（体现为企业杠杆提升）有助于推动资本开支增长先行。例如，2009年“四万亿”、2016年“棚改”、2020年疫情特别国债，我国非金融部门的杠杆率均经历了一波快速上行，并且在加杠杆周期中，投资暂时脱离盈利限制先行改善，随着投资增长并带动经济循环加快，企业利润增速也逐步实现复苏。金融资本在新兴产业导入和成长的初期同样扮演关键角色，即在产业实现普遍盈利前支撑行业维持较强的资本开支。从2020-2023年的IPO募集和A股资本开支可以看出，A股市场为TMT/新能源/医药生物等先进制造产业提供大量的融资支撑，进而这些产业的资本开支也在A股公司中居前，这有助于新质生产力行业的新技术、新产能和新产品在经济中加速落地和扩散。

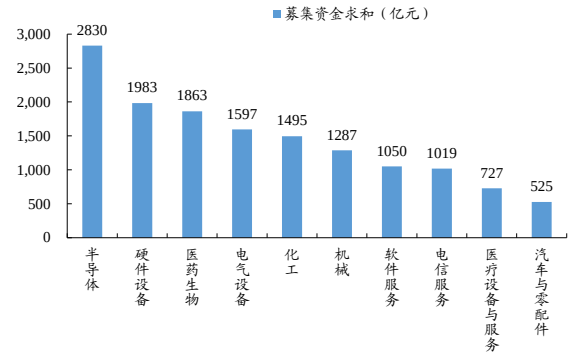
图22：企业杠杆上升有助于推动投资加速修复



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

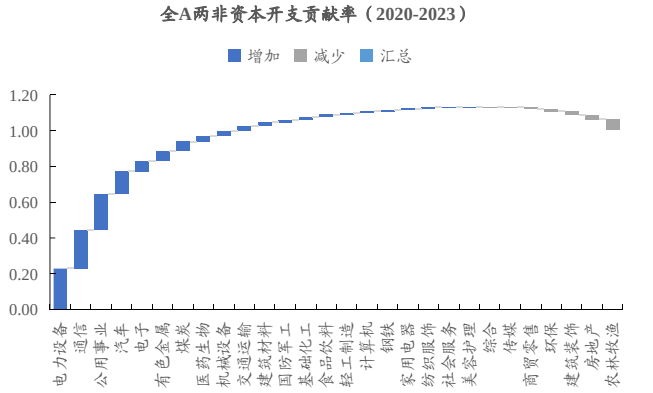
仅供内部参考，请勿外传！

图 23：2020-2023 年 A 股 IPO 融资主要流向 TMT/新能源/生物医药等先进制造产业



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

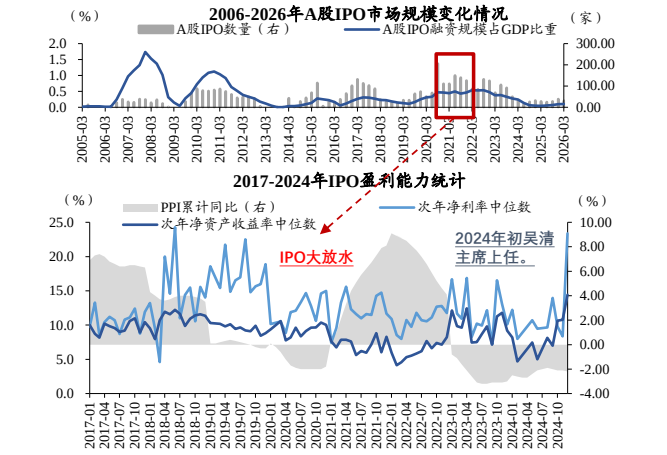
图 24：与此同时，先进制造的资本开支也构成 A 股公司的核心增量



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

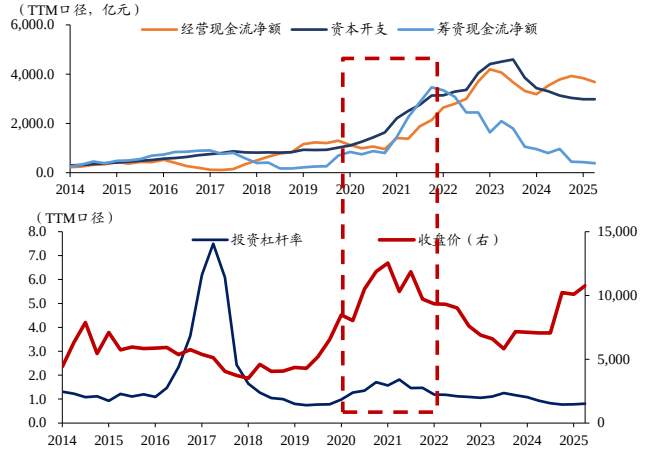
繁荣的背面：2020 年 A 股 IPO 盈利质量下滑，新兴行业资本开支过度依赖融资现金。2020-2021 年 A 股 IPO 数量和募集金额大幅提升，同时，成功过会的公司在次年（21-22）净利率/ROE 较其他时期的 IPO 公司明显下滑，尽管在此期间受益于国内疫情控制得当叠加出口增长带来 PPI 增速大幅改善，这或许反映出 2020-2021 年 IPO 市场迅速扩张的期间，资本市场融资审慎度有所下降，与 1998-1999 年美国 IPO 市场类似。2019-2021 年行业经营现金流净额下滑，但融资现金流净额显著增长，2021Q1 行业投资杠杆率（资本开支/经营现金净额）超过 1，反映出新能源行业的资本开支过度依赖融资现金，这也为后续的产能过剩和公司财务脆弱性提升埋下隐患。

图 25：2020-2021 年 A 股 IPO 质量出现明显下滑



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

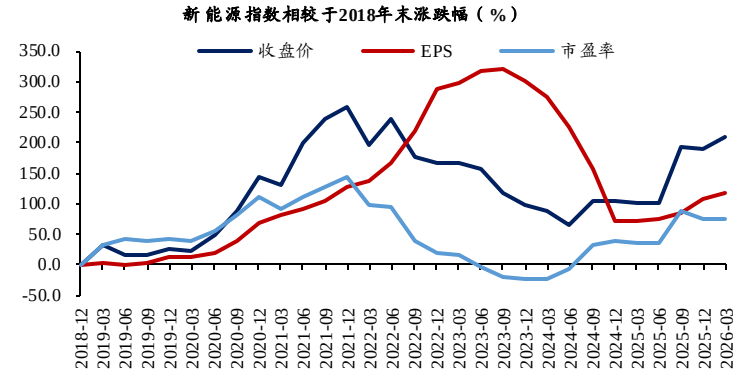
图 26：电力设备行业现金流及股价复盘



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

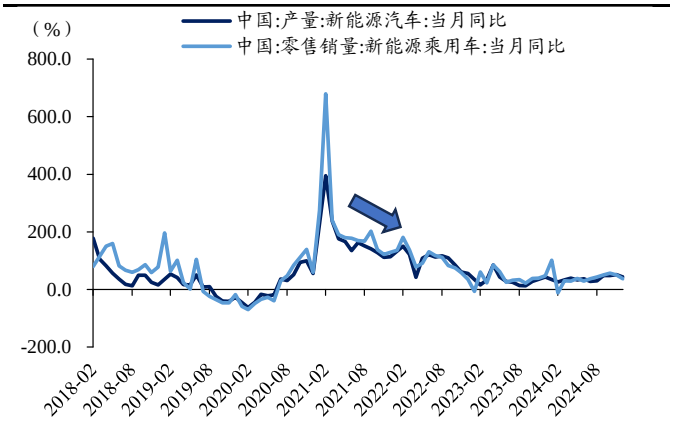
图 27：2019-20 年新能源指数上涨主要靠估值提升，市场提前定价乐观预期



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

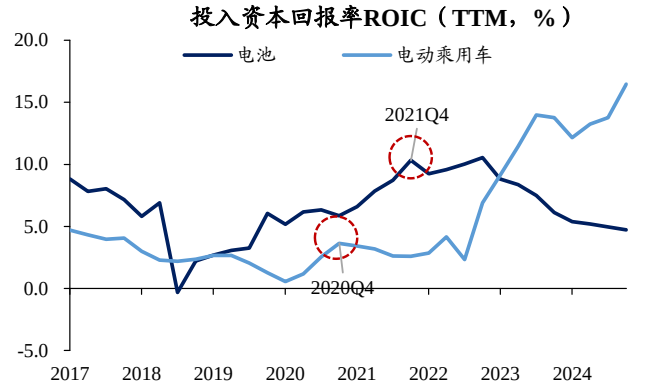
2021 年泡沫风险增加的同时，产业趋势也有所放缓。2021 年新能源车需求增长放缓，行业竞争加剧使得产业链投资回报率下滑。2021Q4 国内新能源车产需增速均有所放缓，并且年末工信部等发布《关于 2022 年新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，宣布新能源车补贴退坡，这也增加了市场对新能源车增速将继续放缓的预期。与此同时，新能源车产业链的竞争也有所加剧，电动乘用车行业与电池行业上市公司的 ROIC（TTM）相继在 2020 和 2021 年末见顶。我们认为产业趋势的放缓使得远期成长叙事兑现难度预期提升，这是股市泡沫破裂的重要因素。然而当下 AI 产业相关景气度仍在加速上行，行业 ROIC 仍在提升。

图 28：2021Q4 新能源车产需增速均放缓



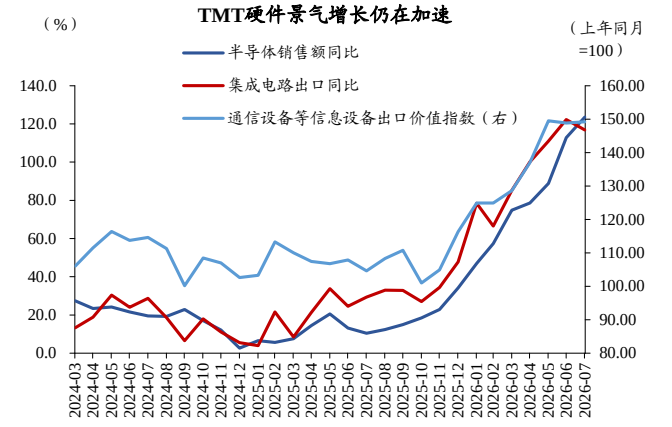
资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图 29：2021 年 A 股新能源车产业链 ROIC 均见顶下滑



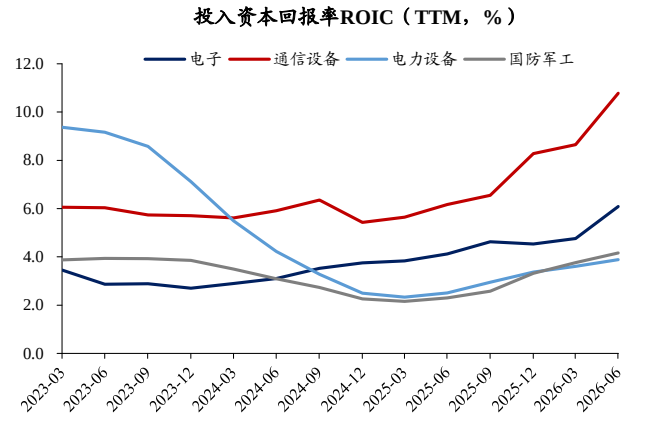
资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图 30：国内 TMT 硬件景气增长仍在加速



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图 31：科技制造板块 ROIC 仍在上行周期

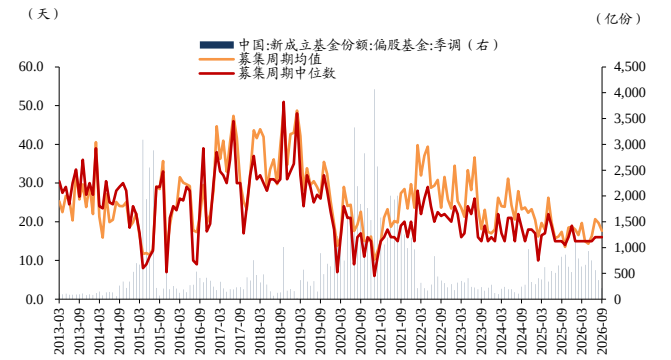


资料来源：Wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

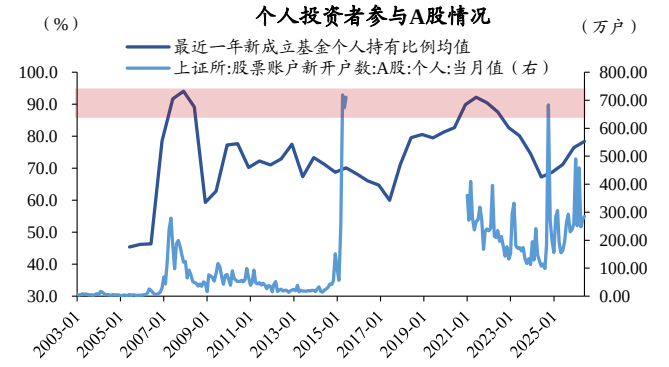
股市泡沫化特征：基金发行爆发、募资周期大幅缩短、个人投资者参与度显著提升。从金融资本的供给角度来看，每一轮股市泡沫行情，公募基金发行市场都会出现明显的过热现象，与此同时，个人投资者的参与度会出现明显提升。当下，公募基金发行有上行的趋势，个人投资者参与度尚不极端，但边际也有所上行。

图32：A 股历史上过热期间的共性特征：公募基金份额爆发+募集周期大幅缩短



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

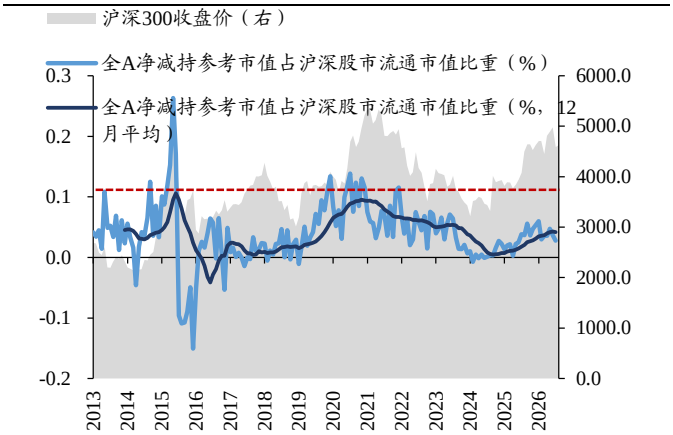
图33：A 股历史上过热期间都伴随着个人投资者参与度的大幅提升



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

大股东和保险机构的交易方向与公募发行和个人投资者明显背离。与美股以机构投资者占主导的市场相区别地，A 股中个人投资者占比较大，因此对 A 股泡沫程度的判断需要将个人投资者的交易行为纳入重要考量。我们发现在股市泡沫化阶段，公募基金发行过热与个人投资者参与度快速攀升的对立面是公司重要股东的减持大幅增加与保险机构出现谨慎的仓位表达。我们认为对于 A 股而言，大股东和保险等机构的仓位与个人投资者的仓位分歧是泡沫化程度判断的重要指标。

图34：大股东的交易方向与公募基金、散户参与度形成明显背离



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图35：2021 年保险公司股票和基金仓位大幅下降

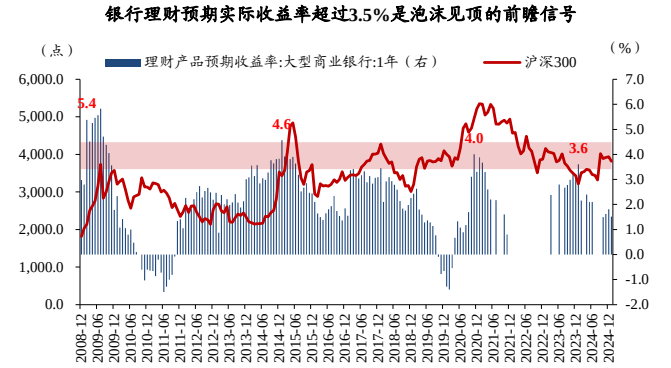


资料来源：Wind，国泰海通证券研究

泡沫终结于居民资本成本的上行，理财/贷款利率飙升导致新增买盘锐减。我们认为泡沫的破裂与否与乐观预期表达者的资本成本有重要关联。**1）银行理财实际收益率：**银行理财收益率是居民投资股市的最直接资本成本。历史来看，银行理财预期实际收益率（银行理财预期收益率-CPI 同比增速）超过 3.5%，构成股市泡沫见顶的前瞻信号。**2）住房贷款实际利率：**中国居民仍有大量财富集中于房产，且多采取贷款购房，因此居民提前还贷（从银行购入自己的债权）的收益率也构成投资股市的资本成本。历史来看，居民实际住房贷款利率（加权住房贷款利率-CPI 同比增速）超过 4.5%（较理财收益率上浮 1%，主因提前还款面临“违约金”等交易成本），构成股市泡沫见顶的前瞻信号。

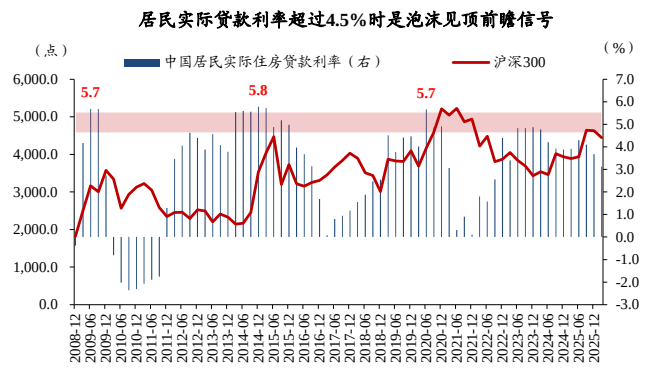
仅供内部参考，请勿外传！

图36：银行理财预期实际收益率超过3.5%是泡沫见顶的前瞻信号



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图37：居民实际贷款利率超过4.5%时是泡沫见顶前瞻信号



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

3.2. A股整体泡沫程度较轻，但局部交易拥挤值得警惕

我们从金融资本追逐热度、金融资本分化程度、金融资本资金成本、产业金融化程度、市场交易过热程度以及半导体产业景气度定位当下A股市场的泡沫化程度。**我们认为A股整体泡沫程度较轻，但需警惕AI叙事空间下修以及微观交易结构恶化的风险。**具体来看：

1）**金融资本追逐热度有所升温，但IPO融资规模仍处于历史低位：**2024年新“国九条”实施以来，A股融资制度变得更加完善，IPO融资审慎度有所提升，我们预计2026年A股融资规模将与2025持平，占GDP的比重延续在0.1%左右，处于历史低位区间。但二级市场对IPO承接热情已经升至历史高位，主要体现在IPO首日涨跌幅以及偏股基金新成立份额较高。

2）**金融资本尚未出现显著的分化迹象：**截至2026M7，A股重要股东净减持规模占自由流通市值的比重约0.04%，处于历史中游水平，明显低于历史泡沫阶段的0.1%以上区间。个人投资者参与度正在快速提升，且已经处于历史偏高为区间。但截至2026Q2，保险机构与主动基金股票仓位仍在边际提升。大股东、机构与个人投资者之间投资行为尚未出现明显的分歧。

3）**金融资本资金成本处于低位：**2026年中国居民端和机构端的资金成本均处于历史低位，考虑到稳增长政策诉求的延续，我们认为A股所面临的资本成本上升压力并不大。

4）**部分产业投资杠杆率较高，资本开支持续性值得警惕。**截至2026Q2，A股非金融上市公司金融资产同比净增额占资本开支比仍处于历史低位，反映A股整体产业金融化程度并不高；但部分上市公司的资本开支对融资现金流的依赖度正在提升。

5）**市场交易过热程度：**A股的前瞻估值处于历史低位，但换手率和交易杠杆程度已经升至历史高位，需警惕部分板块微观结构恶化的风险。

6）**国内TMT硬件景气度仍在加速上行：**与2021年新能源车景气增速放缓相区别的是，当前国内TMT硬件增长仍在加速，且科技制造板块的投资回报率仍在上行周期。我们认为AI应用处于导入阶段，全球AI资本开支仍有上修空间，叠加国内算力投资提速，TMT硬件景气高增速有望延续以消化当下科技板块的估值水平。

仅供内部参考，请勿外传！

表4：A 股上市公司投资杠杆率以及市场拥挤度偏高，但投资者行为未出现明显分化，资金成本处于低位

A股泡沫化跟踪体系										
指标类型	指标	详细说明	最新日期	单位	当前读数	新能源泡沫读数 2021年	杠杆牛泡沫读数 2015年	同比变化	历史分位	评述
金融资本追逐热度	IPO融资热度	IPO融资规模占GDP比重	2026/6/30	%	0.11	0.50	0.27	↑	21.90	A股IPO融资规模尚未达到极端泡沫化水平，且在资本市场改革政策约束下，近些年IPO质量有所提升。但二级市场热度已经达到泡沫化阶段，体现为IPO首日涨跌幅、公募基金发行均处于历史高位，公募基金募资周期正快速缩短。
	二级市场热度	IPO首日涨跌幅均值	2026/6/30	%	364.98	215.74	44.00	↑	97.50	
	IPO盈利能力	IPO次年净资产收益率中位数	2024/12/1	%	14.42	7.16	-	↑	100.00	
	公募基金发行热度	中国:新成立基金份额:偏股基金:季调（近12月均值）	2026/9/30	亿份	692.17	1769.82	1133.60	↑	69.00	
	公募基金募资周期	募集周期均值（近12月均值）	2026/9/30	天数	17.39	20.77	19.22	↓	14.90	
金融资产分化程度	重要股东净减持	净减持占总流通市值比重（近12月均值）	2026/7/31	%	0.04	0.11	0.15	↑	56.50	A股大股东净减持占自由流通市值比重仍处于历史中游，但有升高的趋势。机构和个人投资者尚未出现大幅分歧，均在增加权益资产配置。公募基金个人参与度仍偏低，但个人开户数量以及居民入市意愿已经到历史偏高水平。
	保险公司股票仓位	中国保险公司股票和证券占资金运用余额比例	2026/6/30	%	10.41	7.75	8.89	↑	100.00	
	主动偏股基金股票仓位	主动偏股基金股票市值占总值比重（MA4）	2026/6/30	%	83.97	77.85	69.25	↑	60.00	
	公募基金个人参与度	最近一年新成立基金个人持有比例均值	2026/6/30	%	78.43	90.48	68.20	↑	45.00	
	股票证券个人参与度	上证所:股票账户新开户数:A股:个人:当月值	2026/8/31	万户	275.50	277.27	417.55	↓	58.20	
	居民入市情绪	中国城镇储户问卷调查:占投资意愿比重:"股票"理财	2025/12/31	%	18.00	17.23	16.65	↑	82.80	
金融资本资金成本	居民贷款成本	中国居民实际住房贷款利率	2026/6/30	%	1.52	4.62	5.19	↓	17.50	国内居民和机构金融资本成本均处于历史低位，居民资本成本仍在下降，机构资本成本边际回升，A股所面临的资本成本上升压力并不大。
	机构资本成本	10年期国债收益率	2026/9/23	%	1.68	3.06	3.38	↓	3.40	
产业金融化程度	非金融企业金融化	非金融上市公司金融资产同比净增额占资本开支比	2026/6/30	%	13.48	28.34	9.10	↑	30.00	A股上市公司金融化尚不极端，但资本开支的杠杆率已经达到历史偏高水平，需警惕新兴产业债务压力增加所带来的投资下滑风险。
	两非投资杠杆率	全A两非上市公司资本开支占经营净现金流比重	2026/6/30	%	75.64	71.96	83.87	↑	60.00	
市场交易过热程度	指数估值	创业板前瞻PE（三年）	2026/9/23	倍	16.09	31.96	-	↑	26.10	A股指数和龙头股票的前瞻估值均处于历史低位。市场交易拥挤度、活跃度和杠杆水平正在提升，其中公募基金持仓集中度和换手率已经达到历史偏高水平，需警惕微观结构恶化风险。
	龙头个股估值	新易盛前瞻PE（三年） 宁德/隆基前瞻PE（三年）	2026/9/23	倍	12.50	42.55	-	↓	26.10	
	拥挤度	主动偏股基金C20持仓集中度	2026/3/31	%	38.00	35.11	17.79	↑	90.20	
	交易活跃度	沪深300指数换手率	2026/9/30	%	0.52	0.61	1.26	↑	56.00	
	交易杠杆程度	融资买入额（TTM）占沪深总市值比重	2026/7/31	%	98.54	100.43	134.08	↑	43.00	
新兴产业景气度	新兴产业景气增速放缓	半导体销售额增速放； 新能源车销售增速放缓	2026/8/31	1代表触发	0	1	-	不适用	不适用	TMT产业景气增长仍在加速，A股电子和通信设备行业ROIC仍在提升。
	新兴产业ROIC见顶	TMT硬件ROIC见顶； 电池/新能源车ROIC见顶	2026/3/31	1代表触发	0	1	-	不适用	不适用	

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

4. 投资策略：攻守兼备，AI 产业增配国产链与紧缺环节

客观而言，当前科技板块存在微观交易结构拥挤的问题，但与市场观点不同，我们的看法是：**当前微观结构问题主要集中在局部少数个股，整体市场与绝大多数股票交易结构健康。**2026 年上半年以来，AI 硬件各主要环节龙头公司的股东户数均明显增加，表明各类社会资金均增持科技产业，主要集中于局部大市值公司。以主动型基金为例，2026Q2 基金大幅增配 TMT 产业链，对电子和通信超额配置比例（实际配置比例减去板块在自由流通市值中的占比）达到 30.06%，这在历史多轮产业抱团中都是罕见的水平。但资金配置主要集中在龙头公司，截至 26Q2，主动基金在通信和电子行业 TOP10 股票持仓市值占板块比重分别达 95.2%和 44.1%，显著高于全市场 TOP10 股票持仓集中度（27.2%），反映科技板块对龙头公司的抱团程度明显高于市场平均水平；而另一方面，前 30 大重仓股占主动基金持仓比例为 27.1%，但其自由流通市值占全 A 总自由流通市值仅为 7.2%，因此我们认为龙头公司的交易拥挤对整体市场影响仍在可控范畴可控。

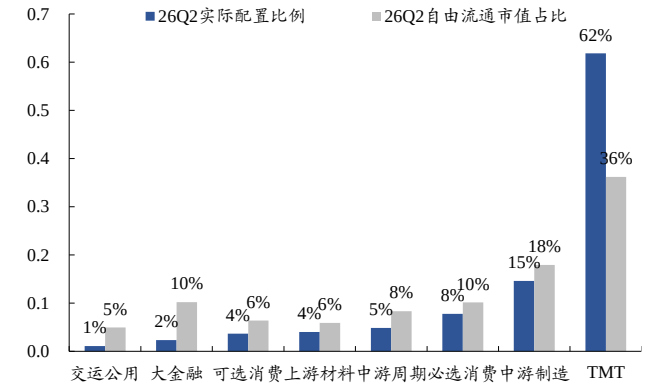
仅供内部参考，请勿外传！

表5：AI 产业链各环节龙头公司股东户数情况

股东户数（万户）		趋势线	近2年历史分位	2024/6/30	2024/9/30	2024/12/31	2025/3/31	2025/6/30	2025/9/30	2025/12/31	2026/3/31	2026/6/30
光模块	中际旭创		100.0%	6.90	7.93	13.63	19.37	12.83	13.23	14.04	15.44	20.57
	天孚通信		100.0%	5.74	6.11	6.83	8.55	8.38	12.19	12.71	12.93	30.08
	新易盛		100.0%	6.36	6.49	8.20	11.81	9.80	15.53	13.95	15.55	25.71
服务器	工业富联		100.0%	19.17	26.59	36.81	40.80	31.11	47.64	58.42	72.26	82.15
	浪潮信息		62.5%	30.23	31.81	30.17	35.06	32.41	36.40	28.91	35.17	32.47
PCB	胜宏科技		100.0%	4.61	5.14	5.17	5.95	6.92	18.39	18.75	23.22	28.40
	东山精密		100.0%	10.94	8.21	11.56	7.80	6.65	10.48	8.17	10.85	38.93
光芯片	源杰科技		100.0%	0.94	0.89	0.92	0.95	0.76	0.99	1.33	1.36	2.65
	仕佳光子		100.0%	1.96	1.92	2.07	2.36	2.48	4.43	4.68	6.52	7.83
光纤	长飞光纤		100.0%	2.61	2.43	2.73	2.56	2.26	4.82	4.71	6.62	12.15
	亨通光电		100.0%	13.68	12.56	12.03	18.34	16.17	19.18	15.96	22.23	59.06
存储	德明利		100.0%	2.88	2.92	2.33	2.63	2.72	3.01	5.53	5.59	11.41
	兆易创新		100.0%	14.15	16.28	14.15	14.60	13.78	15.75	17.44	24.37	36.03
液冷	英维克		100.0%	3.14	2.87	5.02	6.63	7.15	16.43	14.88	21.04	26.88
国产算力	寒武纪		75.0%	2.77	2.65	3.02	3.51	4.08	6.20	5.28	6.86	5.83
	海光信息		100.0%	5.38	4.47	5.65	7.21	8.00	12.75	10.46	10.86	13.32
	中芯国际		62.5%	23.41	22.42	25.20	24.72	24.18	32.60	31.21	30.95	28.71
	北方华创		62.5%	5.22	6.03	8.59	6.67	6.16	8.51	7.02	8.65	8.27
	中微公司		100.0%	3.66	3.72	4.73	4.56	4.69	6.08	5.36	5.11	8.98

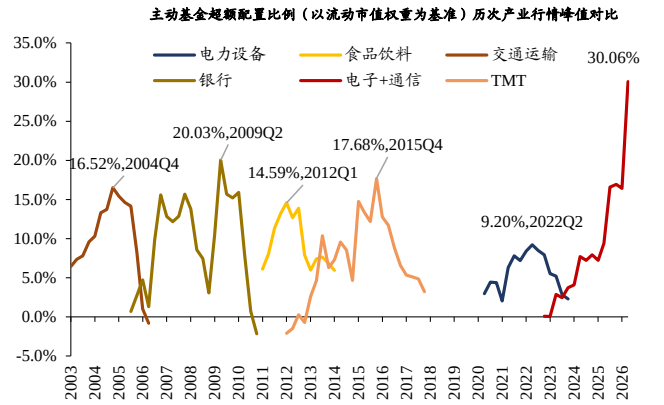
资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图38：2026Q2 主动基金大幅超配 TMT 产业链



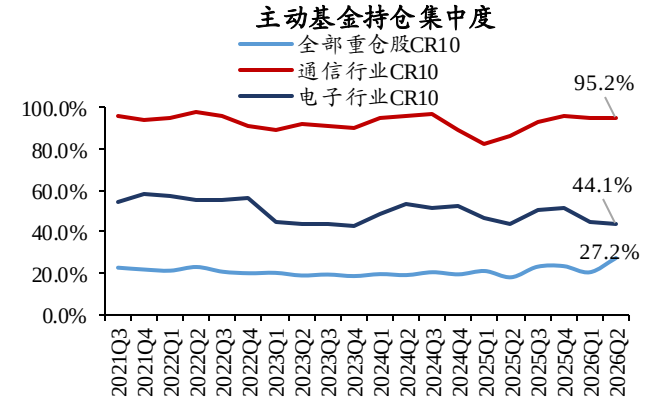
资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图39：主动基金超配核心产业比例来到历史高位



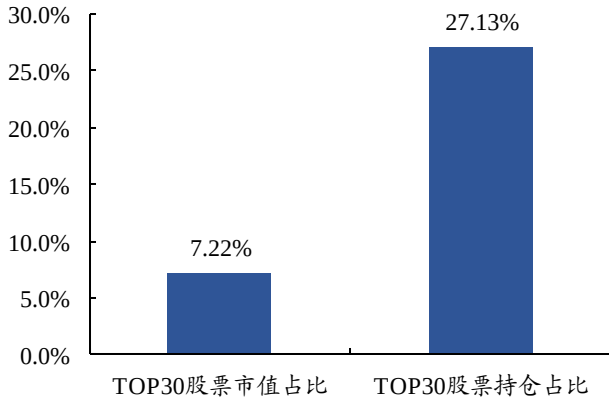
资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图40：2026Q2 主动基金科技板块的持仓集中度



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图41：26Q2 主动基金 TOP30 重仓股持仓比例

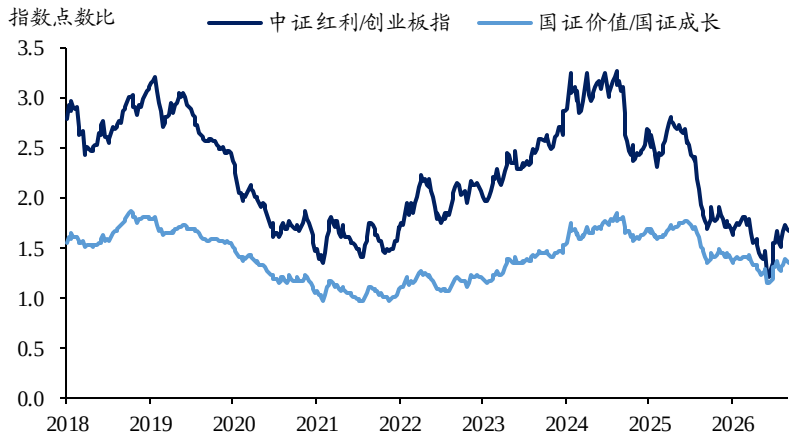


资料来源：Wind，国泰海通证券研究 注：股票市值占比为 TOP30 持仓股票自由流通市值（2026 年 9 月 17 日）占全 A 自由流通市值（2026 年 8 月）的比重。

从股指比价的较低来看，防守和价值板块仍然处于历史低位水平，考虑到科技板块部分股票高拥挤度特征，我们认为可以适度增加金融稳健方向配置增加组合均衡性。2026 年保险资金对股票和证券的配置比例显著提升，在新《保险公司资产负债管理办法》下，我们认为险资对高股息资产的配置意愿将进一步提升。与此同时，2026Q2 银行净息差保持平稳，城商行和农商行净息差环比回升，银行股分红有望保持稳定。

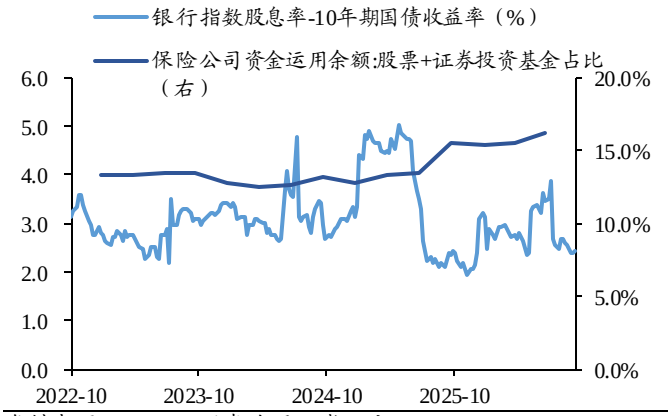
仅供内部参考，请勿外传！

图42：从指数比价的角度来看，当前防守价值板块仍处于历史低位水平



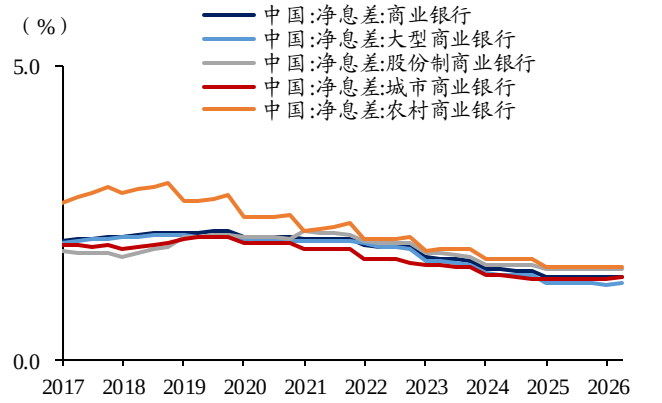
资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图43：2026 年保险资金股票证券投资占比显著提升



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图44：2026Q2 城商行和农商行净息差环比回升

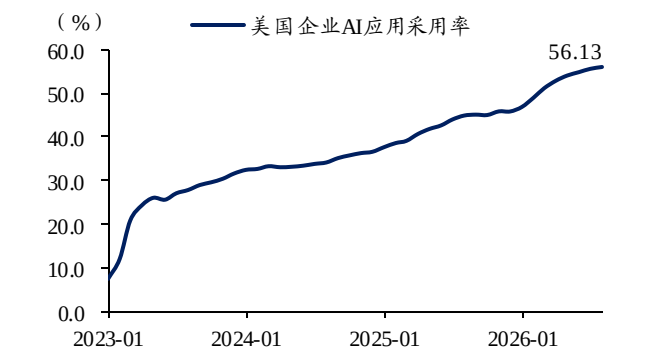


资料来源：Wind，国泰海通证券研究

4.1. AI 商业进展与投资持续性是跟踪重点

AI 应用在美国企业正在加速渗透，带动全产业链景气增长，有助于消化产业高金融化与股票估值。2026 年美国企业 AI 采用率快速提升，人均 AI 付费中位数也呈现加速增长态势，反映 AI 应用在企业实际经营场景中正在加速渗透。AI 需求的强劲增长带动了模型公司营收的快速增长与算力需求的上升，算力供需紧张度的提高进一步拉动硬件产业景气度高速增长。我们认为产业链景气的高增长为产业金融化的消化和股票估值的消化奠定了基础。

图45：2026 年 8 月美国企业 AI 采用率升至 56.13%



资料来源：Ramp，国泰海通证券研究

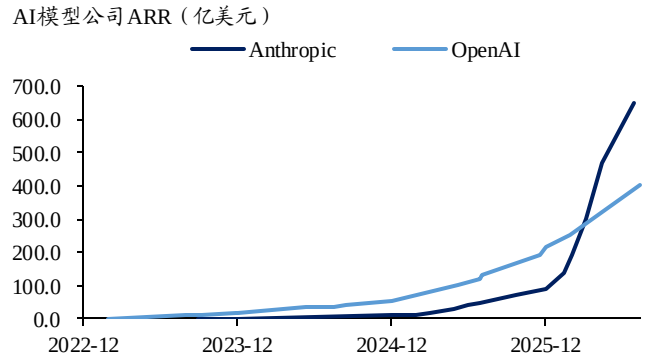
图46：2026 年 8 月美国企业人均 AI 付费中位数升至 12.5 美元/月



资料来源：Ramp，国泰海通证券研究

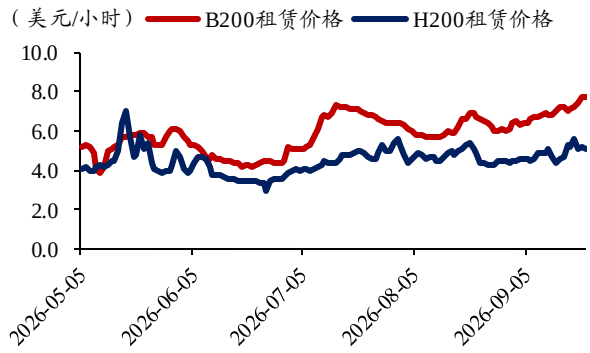
仅供内部参考，请勿外传！

图 47：头部 AI 公司 ARR 变化趋势



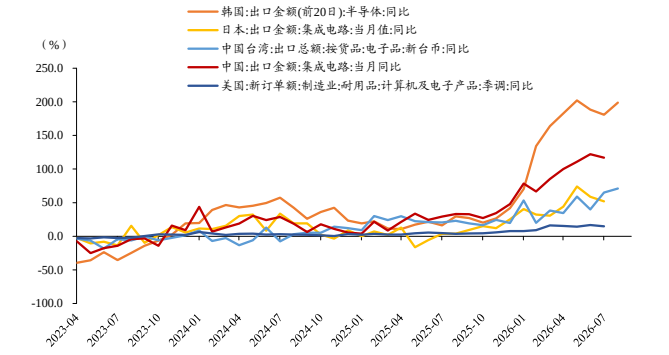
资料来源：EPOCH AI，国泰海通证券研究

图 48：算力租赁价格变化趋势



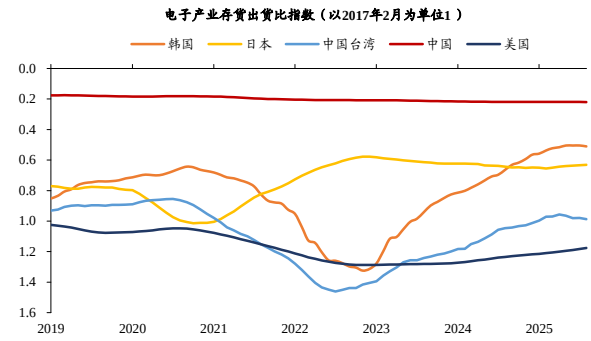
资料来源：Ornn，国泰海通证券研究

图 49：2026 年全球半导体销售景气仍在加速



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

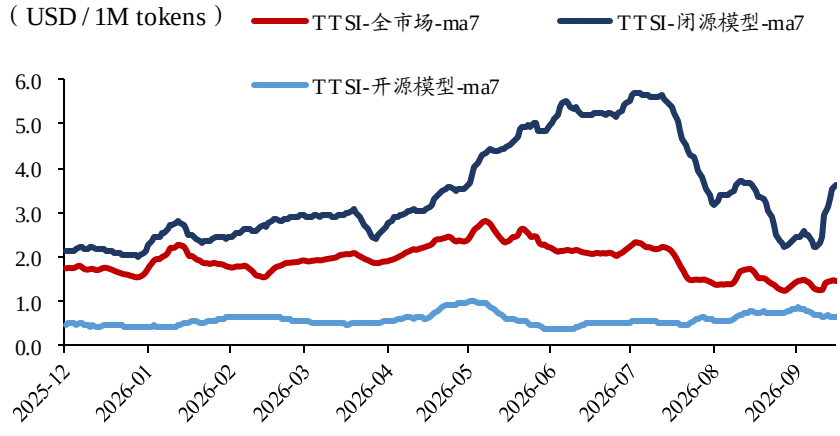
图 50：亚洲电子产业存货出货比边际回升



资料来源：Wind，国泰海通证券研究 注：纵轴为逆序排列。

但 AI 产业景气也有隐忧，主要体现为：模型公司价格竞争加剧以及 AI 资本开支持续性担忧。2026 年三季度以来全球 AI 模型 Token 均价出现明显的下滑，主要原因在于：1）头部云厂商价格竞争边际加剧，降价行为有所增加；2）国产开源模型性能快速提升，对闭源模型市场形成一定冲击。模型层价格竞争加剧或减缓 AI 产业链现金流入速度，并对资本开支形成掣肘以及加剧产业链财务脆弱性。另一方面，海外云厂商自由现金流出现转负，AI 资本开支对债务融资依赖度正在快速上升，倘若 AI 业务盈利能力出现下行，资本开支持续性或将受损。我们认为这些因素有可能增加 AI 产业链出现资金断裂及连锁反应风险的概率，需要密切跟踪。

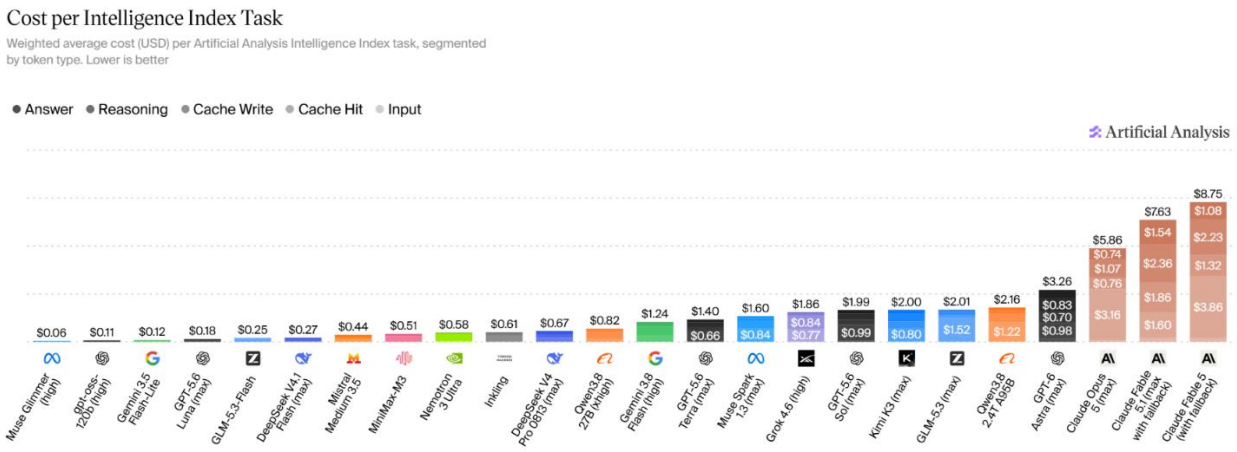
图 51：2026Q3 全球 AI 模型 Token 均价显著下滑



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

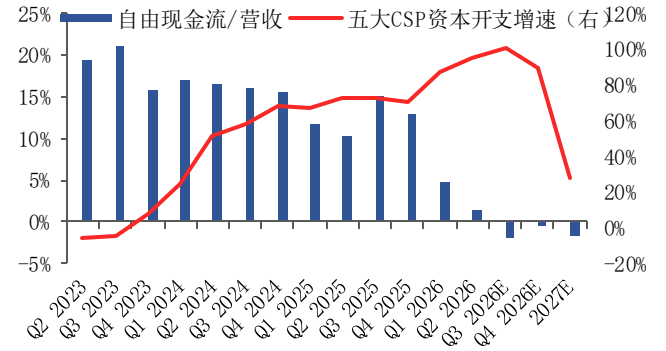
仅供内部参考，请勿外传！

图 52：国产开源模型单位任务的使用成本显著低于海外旗舰模型



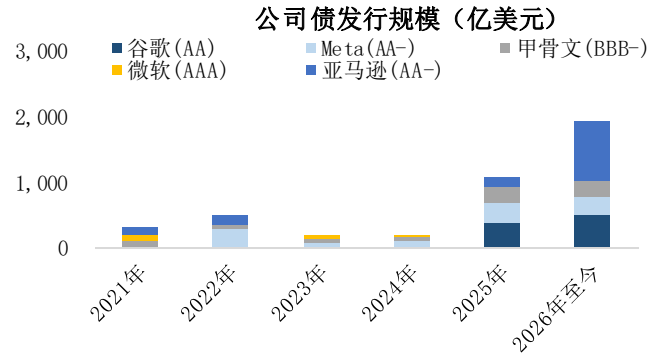
资料来源：Artificial Analysis

图 53：2026Q2-3 CSP 自由现金流在下半年震荡转负



资料来源：Bloomberg，国泰海通证券研究

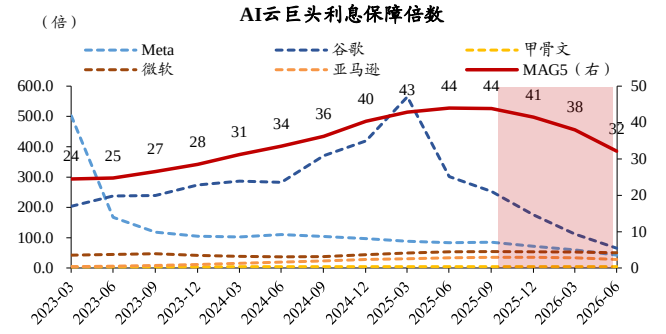
图 54：五大 CSP 债务发行规模迅速增长，2026 年前 7 个月已发行增速达 1941 亿美元



资料来源：Bloomberg，国泰海通证券研究

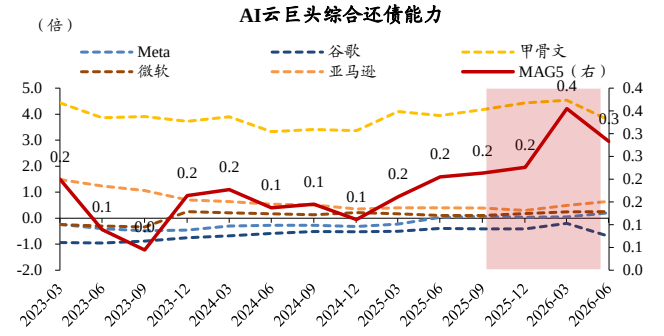
当前 AI 云巨头偿债能力较强，且云业务增长强劲，资本开支仍然具备大幅增长的基础。2025 年三季度以来，AI 云巨头外部融资大幅提升，其偿债能力指标有所减弱，但整体仍然处于十分健康区间。具体而言，AI 五巨头（谷歌、微软、Meta、亚马逊和甲骨文）利息保障倍数超过 30 倍，净债务与 EBITDA 比仅 0.3，反映 AI 云巨头的盈利规模能够充分覆盖债务。与此同时，其综合偿债成本虽有所上升，但整体仍然处于低位。不仅如此，云业务受益于 AI 需求的强劲增长，五巨头的剩余履约义务从 25Q2 以来也大幅增长。基于此，我们认为云巨头资本开支仍有大幅增长的基础。后续需重点跟踪云巨头融资成本和债务规模以及云业务盈利能力变化情况。

图 55：AI 云巨头利息保障倍数超过 30 倍



资料来源：Bloomberg，国泰海通证券研究　注：利息保障倍数=EBIT/利息支出

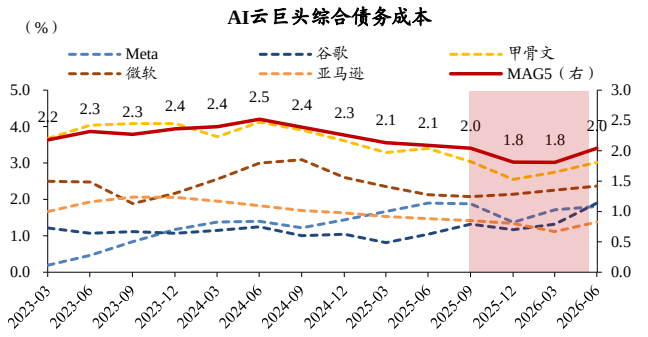
图 56：AI 云巨头净债务/EBITDA 约 0.3



资料来源：Bloomberg，国泰海通证券研究　注：综合还债能力=净债务/EBITDA

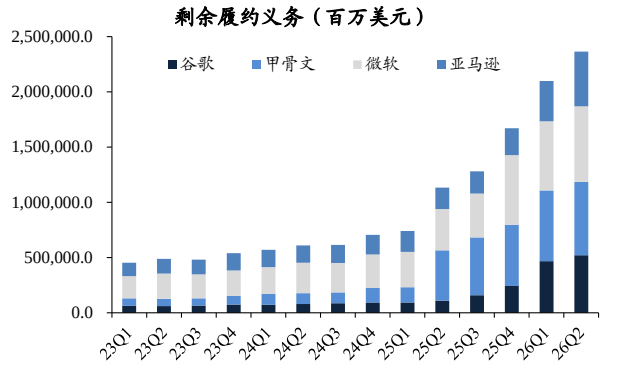
仅供内部参考，请勿外传！

图57：AI 云巨头综合债务成本仍处于低位



资料来源：Bloomberg，国泰海通证券研究 注：综合偿债成本=利息支出/（短期债务+长期债务）

图58：AI 云巨头履约订单大幅增长



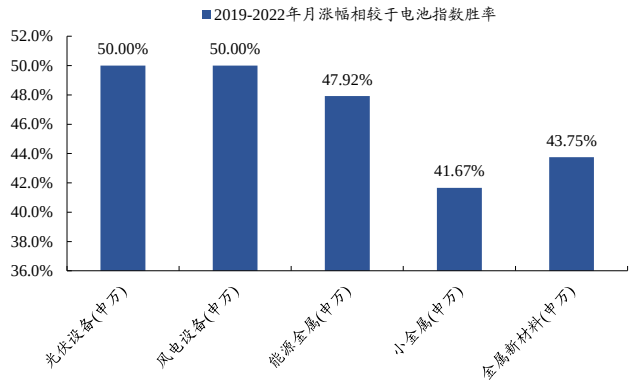
资料来源：Bloomberg，国泰海通证券研究

4.2. AI 产业链板块选择上更应聚焦高议价能力和优竞争格局的环节

我们复盘了新能源行情的板块轮动规律，核心启示如下：

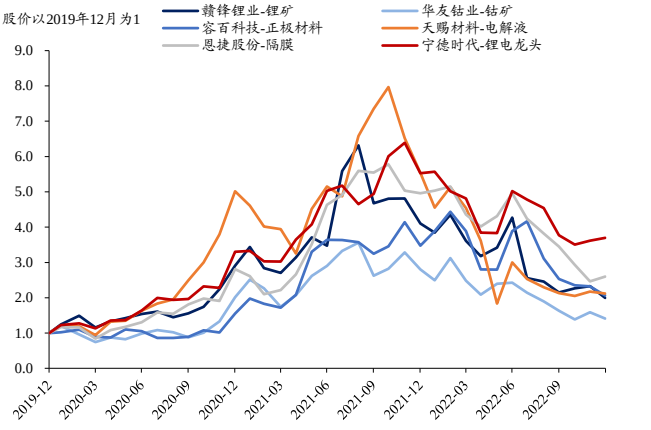
1）风格大幅切换难以出现，主产业环节具备超额收益。新兴产业投资中行业风格漂移策略的胜率较低，有色金属/新材料指数跑赢电新产业核心指数的胜率不足 50%。从各环节龙头股价来看，细分环节龙头股价难以较主产业环节龙头（宁德）出现超额收益。我们认为核心原因在于主产业环节占据核心价值且具备较高议价能力，因而细分赛道的盈利天花板预期变化难以大幅偏离主产业盈利天花板预期的变化。

图59：行业级别的风格偏移难以出现



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图60：主产业龙头长期具备超额收益

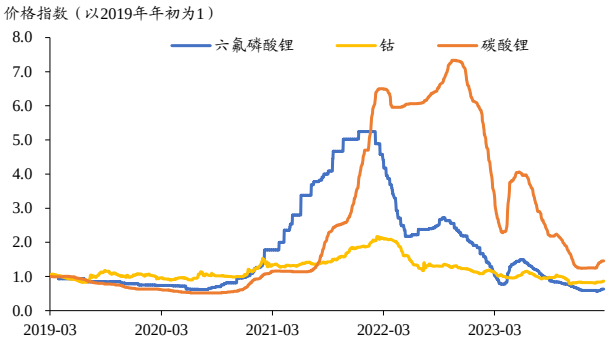


资料来源：Wind，国泰海通证券研究

2）细分龙头超额收益取决于利润占比提升预期，价格因素是核心催化，但超额行情持续时间明显低于涨价的持续时间。从新能源行情历史经验来看，产业链核心价值环节（电池）股价涨幅难以超越，体现为其他环节相对电池指数股价非增。但 2021 年以来能源金属相较于电池产业具备超额收益，与其净利润占主产业链比重提升趋势保持一致。我们认为新兴产业的主产业链占据核心价值环节，且对上下游议价能力较强，利润天花板最高。材料环节的利润天花板预期往往依赖于主产业链，因此难以持续较主产业链具备超额收益。但例外情况是材料板块利润占比出现趋势性提升叙事。材料环节出现涨价是超额收益的核心催化，超额幅度与价格涨幅存在正向关系，但涨价持续并不意味着超额行情的持续，顺价受阻/龙头扩产/政策限价是超额行情结束的重要催化。

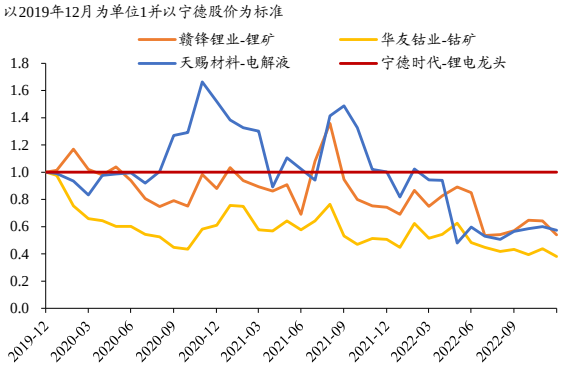
仅供内部参考，请勿外传！

图 61：2021 年锂电材料出现大幅涨价



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图 62：锂电细分环节龙头对于锂电龙头的相对股价



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

综上，我们认为在 AI 产业链投资的板块选择中，投资仓位应主要集中在高技术壁垒、高议价能力和竞争格局清晰的环节。在产业链细分环节出现涨价预期时，可以灵活参与，但不应迷信涨价，需警惕顺价受阻/龙头扩产/政策限价等扰动涨价预期的催化因素。

4.3. 国产链与紧缺环节仍是 AI 板块配置重心

国产模型的性价比优势突出，商业化进展迅速，政策因势利导下，国产算力链有望保持强劲增长。根据 EPOCHAI，国产 AI 模型年化收入在 2026 年快速上升，头部玩家超过 10 亿美金。随着国产 AI 模型需求的持续增长，国内云厂商和模型厂商的 AI 资本开支有望加速；与此同时，根据工信部规划，到 2030 年，我国智能算力规模较 2025 年增长超 5 倍，我们预计国产算力产业链需求仍将保持强劲增长。看好国产芯片以及供需紧张、议价能力边际提升的设备材料环节。

表 6：“十五五”信息通信行业发展主要指标

序号	指标名称	2025年	2030年	年均/累计
1	信息通信行业收入（万亿元）	3.8	4.1	1.5%
2	信息基础设施累计投资（万亿元）	3.7*	3.8*	[0.1]
3	电信业务总量增速（%）	9	—	7
4	研发投入强度（%）	4.7	4.8	[0.1]
5	单位电信业务总量二氧化碳排放量下降幅度（%）	6	17*	—
6	新建大型超大型算力设施运行电能利用效率（PUE）	1.25	<1.2	[>0.05]
7	每万人拥有5G（含5G-A）基站数（个）	34	50	[16]
8	50G-PON端口数（万个）	2	100	[98]
9	智能算力规模（每秒百亿亿次浮点运算）	1590	9800	[8210]
10	先进存力规模（EB）	540	1700	[1160]
11	5G（含5G-A）用户普及率（%）	85.7	95	[9.3]
12	千兆以上宽带用户数（亿户）	2.4	3.2	[0.8]
13	通信网络终端连接数（亿个）	54	65	[11]

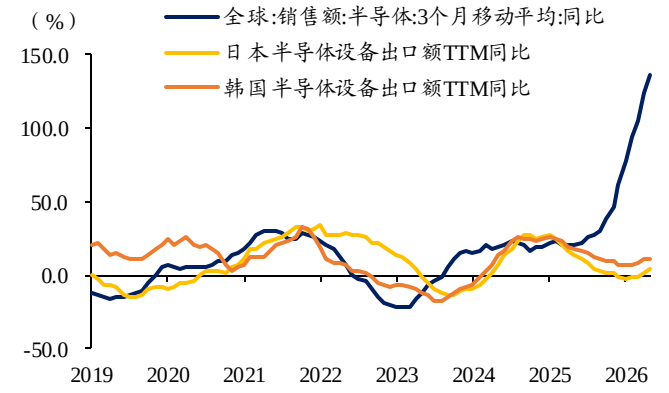
资料来源：工业和信息化部关于印发《信息通信行业发展“十五五”规划》的通知，国泰海通证券研究 注：①〔〕内为 5 年累计变化数。②带*的为连续 5 年累计值。③信息通信行业收入、信息基础设施累计投资、研发投入强度包括基础电信企业及规模以上互联网企业数据。

受益于全球晶圆厂扩产以及国产渗透率提升，半导体设备及上游材料紧缺性或将进一步上升。根据历史经验，半导体设备行业呈现出后周期属性，聚焦当下，在 AI 硬件需求强劲增长的趋势之下，全球晶圆厂资本开支计划明显扩张，并带动半导体制造设备市场的预期空间上修。根据 SEMI，2026 年全球半导体制造设备（OEM）总销售额将创下 1659 亿美元的历史新高，同比增长 23.2%。增长势头预计将持续至 2028 年，总设备销售额有望达到创

仅供内部参考，请勿外传！

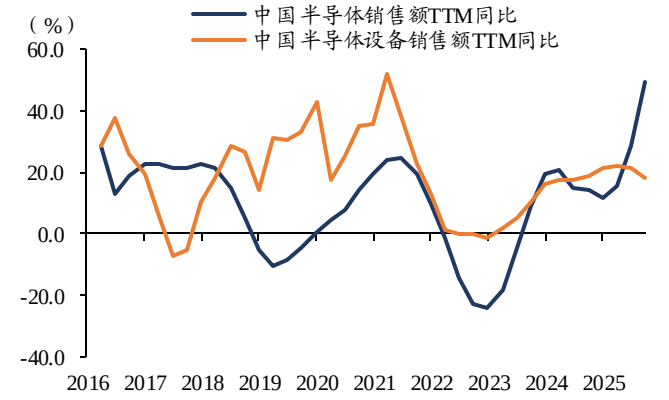
纪录的 2295 亿美元。此外，国产半导体设备材料加快国产替代步伐，预计将受益于全球半导体设备资本开支共振。从 2026 年中报来看，AI 产业链各环节中上游材料及设备环节现金周期边际收缩更加剧烈，反映产业链议价能力上升，我们预计国内半导体设备及材料产业紧缺性将进一步上升。

图 63：半导体设备呈现出后周期属性



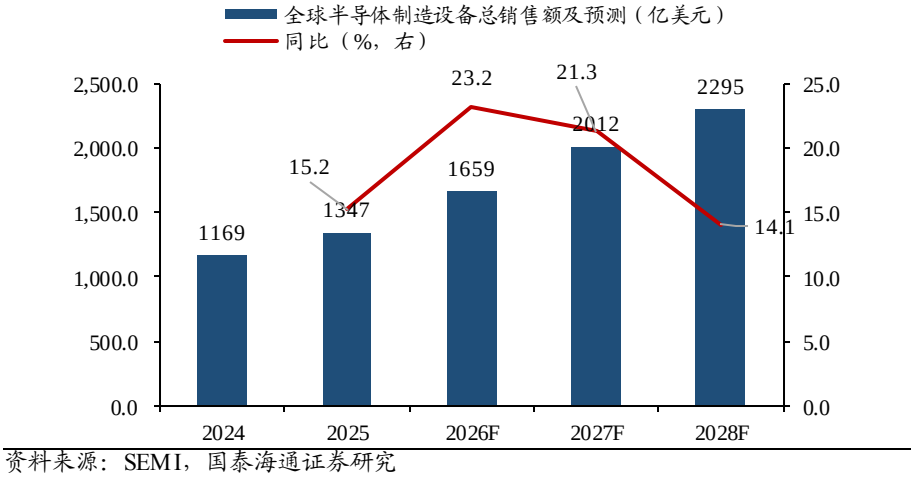
资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图 64：中国半导体设备销售额增速明显落后于半导体



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图 65：2026-2028 年全球半导体制造设备销售额有望保持强劲增长



资料来源：SEMI，国泰海通证券研究

表 7：国内半导体设备材料加快国产替代，高端环节仍待突破

国产替代进展	设备	材料
产业化程度较高	刻蚀、清洗、CMP	湿电子化学品、部分CMP材料
加快验证导入	薄膜沉积、涂胶显影、离子注入、部分量检测	12英寸硅片、KrF光刻胶、电子特气
重点突破方向	先进光刻、高端量检测	ArF光刻胶等高端材料

资料来源：Wind，国泰海通证券研究



仅供内部参考，请勿外传！

表8：2026Q2 AI 产业链各环节中上游材料及设备环节现金周期边际收缩更加剧烈，反映产业链议价能力上升

AI产业链现金周期（天数）	申万二级行业	趋势	2024/9/30	2024/12/31	2025/3/31	2025/6/30	2025/9/30	2025/12/31	2026/3/31	2026/6/30	环比变化	同比变化	历史分位
上游材料	非金属材料Ⅱ		145.5	151.4	155.1	156.0	153.6	150.3	143.7	138.2	-5.54	-17.83	0%
	贵金属		34.6	33.2	31.6	27.8	25.8	23.0	21.0	19.9	-1.10	-7.86	0%
	元件		54.2	51.7	49.2	47.1	45.9	43.6	42.1	40.1	-1.99	-7.05	0%
	电子化学品Ⅱ		89.8	91.9	93.8	95.7	93.1	90.7	90.5	88.9	-1.61	-6.82	0%
	化学制品		42.7	39.5	37.4	36.5	34.2	32.3	31.8	31.1	-0.63	-5.41	0%
	金属新材料		103.8	102.7	101.4	99.8	99.4	98.5	97.4	94.6	-2.77	-5.11	0%
	塑料		78.2	77.5	76.2	75.3	74.5	74.2	72.7	70.7	-1.93	-4.51	0%
	玻璃玻纤		28.1	29.4	20.8	18.6	21.5	17.2	16.7	16.5	-0.19	-2.12	0%
	化学原料		-18.6	-17.8	-17.1	-17.1	-16.8	-16.7	-16.4	-15.9	0.57	1.19	100%
	工业金属		32.4	33.6	34.7	35.7	36.8	38.2	39.0	40.3	1.30	4.57	100%
	小金属		89.2	95.4	99.3	104.0	108.0	108.6	108.8	109.1	0.35	5.16	100%
服务器和设施	自动化设备		163.4	164.0	146.4	140.7	136.8	131.4	109.0	110.3	1.26	-30.40	14%
	光伏设备		12.4	21.6	18.4	29.0	26.8	26.5	12.2	20.2	7.97	-8.88	43%
	专用设备		149.3	146.0	140.3	139.5	138.1	138.5	137.1	133.4	-3.67	-6.04	0%
	通用设备		111.3	104.2	105.4	105.8	108.1	103.5	102.0	101.0	-1.04	-4.83	0%
	消费电子		39.5	35.6	34.2	32.2	30.2	29.6	29.6	30.5	0.86	-1.70	43%
	电网设备		84.2	82.5	78.5	83.6	83.3	84.2	82.3	82.2	-0.11	-1.38	14%
	其他电源设备Ⅱ		27.0	35.2	0.7	18.4	17.1	29.4	-8.9	17.8	26.78	-0.51	43%
	电力		24.9	23.6	25.9	29.1	30.7	32.6	32.1	30.7	-1.40	1.55	57%
算力芯片和通信	通信设备		117.3	112.9	104.1	111.3	106.4	103.4	91.9	89.2	-2.69	-22.06	0%
	半导体		146.9	147.2	148.3	150.0	152.1	155.1	157.9	160.4	2.45	10.42	100%
下游应用	游戏Ⅱ		-8.5	-4.3	0.1	-7.2	-4.9	-6.5	-15.7	-22.7	-7.08	-15.58	0%
	IT服务Ⅱ		116.1	111.0	109.3	109.1	106.3	100.3	98.5	98.4	-0.14	-10.74	0%
	广告营销		38.9	35.9	42.1	38.7	37.6	33.1	36.3	32.8	-3.58	-5.89	0%
	互联网电商		-24.3	-22.1	-20.5	-18.6	-17.2	-16.3	-17.0	-17.6	-0.59	1.08	57%
	数字媒体		-47.5	-45.9	-46.9	-45.8	-43.1	-32.7	-48.5	-44.0	4.44	1.74	71%
	影视院线		129.0	144.2	113.0	108.6	102.8	110.3	107.7	112.5	4.80	3.90	57%
	专业服务		53.7	51.8	47.3	43.6	48.7	52.7	56.2	59.4	3.22	15.86	100%

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

投资策略：攻守兼备，AI 产业建议聚焦国产链与紧缺环节。当前 AI 产业进展依然积极，算力硬件紧缺性持续验证，但在 Coding 之后，下游应用的叙事空间上修尚未凝聚起强劲的市场共识，叠加客观上 AI 板块存在交易拥挤的问题，建议在配置上攻守兼备，分散部分仓位到金融等稳定板块降低组合波动性。但与市场共识不同，我们认为 A 股微观结构问题仅存在于局部科技龙头，科技板块整体微观结构依然较为健康，且个人、机构与大股东交易行为尚未出现明显分歧，公募基金发行等情绪指标未达到历史泡沫水平，因此，我们依旧看好 AI 产业驱动的科技板块配置机会，结构上，建议聚焦受益于国产 AI 实力提升和政策发力的国产算力链，**推荐：国产芯片/半导体设备及材料**，以及产业议价能力边际上升的硬件和材料等紧缺环节，**推荐：通信设备/PCB 及上游材料**。

5. 风险提示

全球流动性出现超预期紧缩。若全球流动性出现超预期情况的紧缩，乐观预期表达者资金成本或快速上行并加速股市泡沫破裂。

AI 商业化以及数据中心投资进展不及预期。若 AI 商业化及数据中心投资进展不及预期，AI 产业链利润空间或面临下修风险，对股价下行形成催化。

历史规律失效。本研究结论包含历史规律的归纳，若宏观和产业情形发生重大变化可能会导致历史经验的失效。

仅供内部参考，请勿外传！

本公司是本报告所述容百科技(688005),中微公司(688012),海光信息(688041),寒武纪(688256),中芯国际(688981)的做市券商。本报告系本公司分析师根据容百科技(688005),中微公司(688012),海光信息(688041),寒武纪(688256),中芯国际(688981)公开信息所做的独立判断。

仅供内部参考，请勿外传！

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，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。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～10%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号 邮编 200011 电话 （021）38676666