

策略点评

AI 回调的布局窗口

AI 应用商业模式与硬件需求的不确定性是产业深化的必然阶段而非趋势终结，短期回调不改长期产业上行逻辑。

- 2026年1月中旬以来，AI产业链出现了持续性回调，特别是2月初这一趋势在几个事件的催化下进一步加剧：1) 微软财报暴露增长依赖与投资回报的双重隐忧；2) 英伟达对 OpenAI 投资态度引发市场担忧；3) Anthropic 发布 AI 法律工具，引发市场对于 SaaS 厂商可能受到冲击的担忧。市场情绪走弱的原因在于双重不确定性：AI 应用商业模式的不确定性与真实需求的不确定性。我们认为，市场担忧的商业模式与硬件需求不确定性，是 AI 技术迈向产业深度融合的必然阶段，而非产业前景的根本性威胁。垂类应用厂商有望借助其行业积淀与数据优势在 AI 时代构建新壁垒，硬件需求有望随软件成熟度提升而同步增长。短期回调不改长期产业上行趋势，回调反而贡献配置机会。建议关注 AI 应用、云服务、存储等 AI 产业链环节投资机会。
- **风险提示：**1) 政策落地不及预期，宏观经济波动超预期。2) 市场波动风险。3) 海外经济超预期衰退、流动性风险。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

策略研究

证券分析师：王君

(8610)66229061

jun.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：高天然

tianran.gao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522100001

2026年1月中旬以来，AI产业链出现了持续回调，特别是2月初这一趋势在几个事件的催化下进一步加剧：

(1) 微软财报暴露增长依赖与投资回报的双重隐忧。1月29日，微软发布了截至12月31日的2026财年第二季度财报。财报显示 Azure 云计算业务增长放缓，同时公司预计2026年资本支出将超过1000亿美元，并且微软云业务合同积压金额中，约45%的剩余履约义务仅由OpenAI一家公司贡献。微软财报的发布引发了市场的担忧情绪，一方面，市场担心超过1000亿美元的高额资本支出能否带来与之匹配的回报，特别是在云服务收入增速放缓的背景下，另一方面，微软的业绩增长对于OpenAI依赖度较高，而OpenAI的商业模式变现、技术领先、未来支付能力仍存在较高的不确定性。

(2) 英伟达对OpenAI投资态度引发市场担忧。当地时间2月1日，英伟达CEO黄仁勋明确表态，公司并没有必须投资OpenAI的责任，而是更愿意“走一步看一步”，逐步投入，此前，OpenAI曾暗示英伟达可能最高投资1000亿美元。但2月3日，黄仁勋在接受CNBC Jim Cramer采访时明确表示公司投资OpenAI的计划仍在“按计划推进”，否认了近期有关双方关系紧张的市场传闻，并表示英伟达将考虑参与OpenAI未来的任何融资轮次，并希望参与OpenAI最终的IPO。

(3) Anthropic 发布 AI 法律工具，引发市场对于 SaaS 厂商可能受到冲击的担忧。近期，美国 AI 公司 Anthropic 发布一款面向企业内部法务团队的工具，Anthropic 表示，该工具可以实现合同审查、保密协议(NDA)分类、简报撰写以及模板化回复等法律工作的自动化。这引发了市场对于传统 SAAS 厂商业务可能受到冲击的担忧。

市场情绪走弱的原因在于双重不确定性：AI 应用商业模式的不确定性与真实需求的不确定性。市场情绪走弱的本质在于 AI 产业的估值逻辑正在从为未来潜力支付溢价转向审视当下现实的确定性与投资回报。一方面是 AI 应用商业模式的不确定性，AI 垂类应用的商业模式与业绩验证仍然存在高不确定性，传统 SaaS 厂商的商业模式正在受到冲击，当企业可能通过自建 AI 服务工具替代现有的 SAAS 服务，SAAS 公司盈利可能被大幅度削弱，利润可能从现有 SAAS 公司转向通用大模型公司；另一方面是真实需求的不确定性，云厂商的大额投资，最终需要海量企业买单，企业是否愿意、且有能力为 AI 支付高溢价仍具有不确定性。

我们认为，市场担忧的商业模式与需求不确定性，是 AI 技术迈向产业深度融合的必然阶段，而非产业前景的根本性威胁。

传统应用厂商有望凭借行业积淀与数据优势构建 AI 时代新壁垒，先发厂商有望获得估值提升。对于商业模式的不确定性，我们认为当前市场对商业模式颠覆的担忧可能一定程度上混淆了“工具革新”与“价值消亡”的本质区别，传统 SaaS 厂商所面临的并非是被彻底取代，而是一场必要的价值链条重构。传统厂商的核心优势不仅在于软件功能，更在于长期积累的行业专属知识、数据，深度嵌入客户业务流程的复杂解决方案，以及由此建立的高客户迁移成本与信任关系。下游企业自建 AI 系统在成本效益上不经济，在专业性和可持续性上可能也缺乏保障。一方面，企业需投入组建跨学科团队（算法、工程、数据等）进行模型训练与优化，另一方面，企业自身有限的海量数据也可能导致自建模型效果易陷入瓶颈，而专业 SaaS 厂商拥有行业层面长期积累的大量数据、资料以及对行业流程的深度积累，对于开发高效模型具有先天优势，同时对于开发模型的固定成本，专业 SaaS 厂商可将这些成本摊薄至大量客户。传统 SAAS 厂商的 AI 化转型仍是产业逻辑上最具效率的方式。

能在 AI 转型中占据优势地位的应用厂商未必会因通用人工智能的分流影响业绩，反而可能获得系统性的估值提升。SAAS 厂商的深度 AI 化有望提升其服务的深度与效率，推动其商业模式趋向于从“提供一个软件账号”转向“交付一位在辅助产出业务成果的全职数字员工”，帮助下游客户提升人效比，进而提升下游客户的付费意愿。

硬件需求有望随软件成熟度提升而同步增长。而关于需求不确定性的担忧，我们认为市场焦虑的焦点本质上是下游应用成熟度的问题，而非需求本身存在与否的问题。当前，AI 应用正在逐步跨越从“技术演示”到“生产工具”的门槛，伴随 AI 应用解决问题能力的提升与下游需求的增长，产业链硬件端需求有望迎来同步催化。

综合来看，当前市场情绪走弱主要源于对商业模式与需求不确定性的担忧，而垂类应用厂商有望借助其行业积淀与数据优势在 AI 时代构建新壁垒，硬件需求有望随软件成熟度提升而同步增长。短期回调不改长期产业上行趋势，回调反而贡献配置机会。建议关注 AI 应用、云服务、存储等 AI 产业链环节投资机会。

风险提示

1) 政策落地不及预期，宏观经济波动超预期。2) 市场波动风险。3) 海外经济超预期衰退、流动性风险。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371