



长按识别二维码
关注公众号

404K Semi-AI

财报季开局第一周

AI 硬件六副线齐亮灯，亚太资产定价重构

404K Semi-AI | 2026

本报告为基于公开投行研报整理与综合判断，不构成投资建议。涉及的目标价、评级、盈利预测等
归属对应机构所有，可能随后续数据更新而变化，以原报告为准。

目录

一、五条交叉叙事——从台积电毛利率到 ARM CPU 的同步亮灯

二、AI 硬件六副线全部亮灯——从 ASIC 到光刻机

三、亚太资产集体重估——台股 40000、KOSPI 8000、MXAPJ 920

四、中国产业结构切面——从工业机器人到 LNG 断供

五、霍尔木兹反身性与美股 V 反——波动率做市的窗口

六、AI 商业化裂痕——同时显形的两个极端

七、财报季首周分化——十张不同面孔

八、近 48h 资讯与 Substack 侧增量——从 Google-Marvell 到 UMC 提价

九、下周追踪清单 + 综合判断

免责声明

一、五条交叉叙事——从台积电毛利率到 ARM CPU 的同步亮灯

财报季正式开启的第一周，过去 48h 读出的过去是三条主线、现在已经扩散到五条：一是 AI 硬件从 GPU 单点扩散到 ASIC、光模块、PCB/CCL、NAND、ARM CPU、光刻机六条副线全部被卖方集体上修；二是亚太资产定价重构，台股目标 40000 点、KOSPI 目标 8000 点、中国一季度 GDP 同比增长 5.0% 超预期；三是霍尔木兹反身性叠加美股 V 反，纳指 12 个交易日累计上涨 14.7%、标普从 3 月 30 日低点反弹 12%。

第四条与第五条是新拉出来的对冲叙事：中国产业结构从制造端切面看景气在扩散但消费端仍 K 型分化，PPI 同比 +0.5% 为 2022 年末以来首次转正、工业机器人 3 月同比增长 24%、环比增长 32%；与此同时 AI 商业化裂痕继续加深——ChatGPT 广告每千次展示单价九周从 60 美元跌到 25 美元、美国 160 亿瓦数据中心计划实际动工仅 50 亿瓦、Cursor 500 亿美元估值与 iLearningEngines 前高管被司法部刑事起诉同期出现。

这五条线一起读，2026 年二季度的坐标系大致是：AI 硬件多点景气是正向锚；亚太盈利上修是资金承接面；中国制造端景气扩散是结构性再通胀的早期信号；霍尔木兹反身性是波动率做市窗口；AI 商业化裂痕是高位敞口风险提示。台积电 1Q26 毛利率 66.2%、营业利润率 58.1%、2026 年美元口径营收增速指引 +35% 至 +36%、资本开支上沿锁在 520 至 560 亿美元、CoWoS 紧缺延伸至 2027 年——这一套交叉信号目前还没出现明显的叙事断点。

主线	关键锚点	过去 48h 增量信号
AI 硬件六副线	台积电 1Q26 GM 66.2% ; 2026 capex 520-560 亿美元上沿	芯原订单 51 亿元 +54%、中际旭创 TP +50%、SanDisk TP +20%
亚太资产重估	台股 TAIEX 40000、KOSPI 8000、MXAPJ 920	外资净买入台股 51 亿美元、韩 2026 EPS +220%
中国制造端扩散	3 月 PMI 50.4、PPI 同比 +0.5% 首次转正	工业机器人 +24% 同比、一线二手房 +0.4% 环比首次自 1Q25
霍尔木兹反身性	WTI 单日 -11%、纳指 12 日 +14.7%	海峡开了又关、伊朗议长指控特朗普假声明
AI 商业化裂痕	ChatGPT CPM 60 → 25 美元、计划 160 亿瓦实际开工 50 亿瓦	iLearningEngines 高管刑事起诉、Super Micro 联合创始人被捕

二、AI 硬件六副线全部亮灯——从 ASIC 到光刻机

GPU 单点已经不是过去 48h 的故事主轴。**ASIC、光模块、PCB/CCL、NAND、ARM CPU、光刻机六条副线在同一窗口内集体被卖方上修**——这种同步性在过去两年只在 2024 年三季度 Blackwell 发布前后出现过一次。台积电自己把 2026 年美元口径营收增速指引从年初的 +30% 上调到 +35% 至 +36%、N5 及以下先进制程 2025 至 2028 年复合增长率 25%、三年资本开支累计约 1900 至 2000 亿美元——这是六条副线共同的景气引擎。

ASIC 端，高盛披露芯原（688521.SH）2025 年底在手订单达 51 亿元人民币、同比增长 54%，其中约 60% 来自 AI ASIC 与 IP 项目，12 个月目标价从 273 元上调至 309 元；约 80% 订单会在一年内转成收入；2027 年每股收益预期同比增长 105%。博通 AI ASIC 订单管道 2026 年展望突破 1000 亿美元量级，承接 Meta、Google、字节等多家头部客户自研加速器。Jukan 4 月 19 日转引 The Information 称 **Google 正与 Marvell 合作设计两款 ASIC**——一款是配套 TPU 的 MPU、一款是新一代推理优化 TPU——把 Google 的 ASIC 路线再次拉宽。大摩新起始覆盖中国台湾半导体测试链，Hon/MPI/WinWay 三家 OW，目标价 5000 至 12000 元新台币，2025 至 2028 年营收复合增长 61% 至 71%；AI 半导体 TAM 2030 年预期 7530 亿美元。

光模块端，高盛把 2026 至 2028 年 800G 以上出货预测分别上调 14%、29%、33%，市场规模同步上调至 510、730、690 亿美元；硅光子渗透率三年走 60% 到 100%。野村专家电话会给量价定位：

2026 年 800G 实际出货约 4500 万只、1.6T 约 1500 万只、12.8T XPO 发布；其中英伟达 1.6T 要 1500 万只、Google 1000 万只；800G EML 版单价 380 美元、1.6T EML 版 1100 至 1200 美元、年化跌价约 10%。OCS 光电路交换 2026 年需求 1.8 万只几乎全部来自 Google、2027 年跃升到 4 万只。高盛把中际旭创（300308.SZ）目标价上调 50% 至 1187 元人民币、Credo（CRDO）Jefferies Buy TP 225 美元（+42%）、光通信子行业至 2028 年 TAM 达约 1540 亿美元、较 2025 年扩张约 9 倍。高盛同期起始覆盖中国光通信上游，RoboTechnik Buy TP 688 元人民币（+42.7%）、行业 2026 至 2028 年营收复合增长率 66%。

PCB/CCL 端，高盛供应链调研显示 4 月 CCL 与 PCB 价格环比跳涨 10% 至 40% 以上，2026 下半年与 2027 年将再经历一轮同等幅度提价。云厂商已接受涨价换产能优先排位，AI PCB 与 CCL 占头部五家云厂商资本开支的比例将从 2025 年的极低水平抬升到 2027 年的 3.3% 与 2.2%，并向高阶 HDI 叠 MLB 的规格升级。台湾 EMC/TUC/GCE/ZDT 四家目标价分别上调至 4020、1165、338、1380 元新台币，2026 至 2028 年每股收益上修 17% 至 29%。

NAND 端，美银把 SanDisk 目标价从 900 美元上调到 1080 美元，**2026 与 2027 财年 NAND 现货价格环比涨幅分别上修到 70% 与 30%、2028 财年再涨 13%**；毛利率将从 51% 升至 78.5%（2028 财年四季度）。支撑是数据中心收入占比从一年多前的约 1% 抬升到当前的约 15%、长期合同锁价、AI 推理对 NAND 的长期需求。中国侧兆易创新与长鑫存储股东大会将表决 8.25 亿美元 DRAM 关联交易、约为去年六倍——一条中国自主 DRAM 产销闭环正在浮现；同期三星宣布 LPDDR4 及 LPDDR4X 年内退市、产能让位 HBM 与 LPDDR5X。

ARM CPU 端是最具叙事冲击力的隐性主线。X 资讯 4 月 18 日密集记录 Rubin 架构推动智能体能力翻倍、智能体反过来驱动 CPU 需求倍增、**AI ASIC 服务器中 ARM CPU 份额将从 2025 年的约 25% 跃升到 2029 年的约 90%**，以及 Nuvacore 这类 ARM CPU 初创重装上阵——前 Nuvia 创始人组建、Sequoia 领投、聚焦下一代数据中心 CPU。这条副线可与光模块、PCB、NAND 并列，视为 AI 基建的第二增量。

光刻机端，台积电 1Q26 业绩落地后，ASML 被全面上修——高盛 Buy TP 1570 欧元（37x CY27 PE）、瑞银 Buy TP 1600 欧元（原 1500 欧元）、摩根大通 Outperform TP 1700 欧元；2027 年 EUV 收入同比增长 46%、2027 年营收 501 亿欧元、每股收益 45 欧元以上。2026 年交付 60 台 low-NA EUV、2027 年交付 80 台，2027 年将推出 EUV F 平台。

副线	核心数据	目标价/估值变化	关键玩家
ASIC	芯原订单 51 亿元、同比 54%；博通 ASIC 管道 2026 展望 1000 亿美元	芯原 TP 309 元（+13%）；Hon/MPI/WinWay 测试链 TP 5000-12000 元新台币	博通、Marvell、芯原、Hon
光模块	2026 800G 4500 万只、1.6T 1500 万只；硅光子渗透 60% 到 100%	中际旭创 TP 1187 元（+50%）；Credo TP 225 美元（+42%）	LITE、COHR、中际旭创、RoboTechnik、Credo
PCB/CCL	4 月环比涨 10-40%；2026H2/2027 再涨	云厂商 capex 比例从极低升至 3.3%	沪电、生益、欣兴、景硕、EMC、TUC、GCE、ZDT
NAND	2026/2027 财年 ASP 环比 +70%/+30%；数据中心收入占比 1% → 15%	SanDisk TP 1080 美元（+20%）；兆易+长鑫 8.25 亿美元关联交易	三星、SK 海力士、铠侠、SanDisk、长鑫
ARM CPU	AI ASIC 服务器 ARM 份额 25% → 90%	Nuvacore 获 Sequoia 领投	ARM、Nuvia/Nuvacore、安培
光刻机	2027 EUV 收入同比 +46%；2027 营收 501 亿欧元	ASML 三家 Buy TP 1570/1600/1700 欧元	ASML

硬件周边同步亮灯。大摩给 AI 半导体测试链 2030 年 TAM 7530 亿美元；瑞银下调 2026 PC 需求但上调代工厂利润率、联想 EW 首推、宏碁与仁宝 UW；摩根大通 AI 硬件 1Q 前瞻 AI 溢价达 83%、下调康宁、富士康、高通、NetApp 评级、ANET 首推（35% 营收增长，目标 >200 美元）、DELL FY27 每股收益同比 +27%。小摩半导体行业 SOX 指数 YTD 上涨 32%、同比上涨 142%；HBM4 ASP 2H26 将 >2 美元/Gb（同比 +200%）、AI 加速器 TAM 2025 年约 2000 亿美元。

三、亚太资产集体重估——台股 40000、KOSPI 8000、MXAPJ 920

亚太是过去 48h 全球资金再定价的主战场。高盛把台股 12 月目标从 36000 上调至 40000、隐含约 9% 上涨空间；支撑是 2026 与 2027 盈利预测从 28% 与 22% 上修到 34% 与 24%。本周外资净买入台股 51 亿美元、TAIEX 周涨 3.9%、其他半导体与化工能源、科技硬件分别涨 11% 与 6 至 7%。TSMC 在高盛亚太组合里仍低配 210 个基点、资金更倾向于覆盖二线半导体与 PCB/载板的补涨品种。

韩国更激烈。高盛把 KOSPI 目标从 7000 上调到 8000、基于 **2026 年盈利增速上修至 220%——这是除亚金危机后反弹之外韩国历史上最强的盈利增长预测**。即便剔除半导体，其他板块盈利也增长 48%。KOSPI 周涨 5.7%，当前前瞻市盈率仍处 7.5 倍、低于历史中位两个标准差以上。公司治理改革与股东回报提升尚未被充分定价。SK 海力士 HBM3E 12Hi 产线前置到 2026 年一季度量产，是 KOSPI 上修预测能落地的关键变量。

中国端数据偏正面。**一季度 GDP 同比增长 5.0%、3 月工业增加值同比增长 5.7%、3 月 PMI 50.4、3 月 PPI 同比 +0.5% 为 2022 年末以来首次转正**；零售销售同比增长 1.7% 低于预期 2.4%。MXCN 与沪深 300 周涨 2.4% 与 2%；MXCN/沪深 300 当前 12 个月前瞻市盈率分别 11.3 倍与 14.4 倍；2026/2027 年每股收益上修 17% 与 17%（MXCN）、23% 与 13%（沪深 300）；南向资金 YTD 流入 310 亿美元。高盛将能源板块从低配上调至中配、食品饮料下调至低配，主线逻辑是 41 个月的 PPI 通缩周期终结，为周期材料与能源敏感股打开再通胀窗口。**巴克莱把全年 GDP 增速预测从 4.3% 上调 0.6 个百分点至 4.6%**，基建投资年化 +9% 至 +10%、出口同比 +15%、3 月失业率 5.4%。

资金面配合清晰。小摩披露 3 月海外基金通过港股通买中国境内债券规模飙升至创纪录的 1790 亿美元、日均 81 亿美元，较 2025 年 10 月翻了一倍以上。**直接原因是伊朗战争动摇了美债避险地位**，而人民币债券受能源冲击有限、流动性充裕。亚太方向高盛把 MXAPJ 目标从 870 上调到 920、美元口径隐含上行 13%，2027 年每股收益预测上修 17%、亚太新兴市场周流入 44 亿美元。高盛 TWIG 周报点名 **新兴市场超配韩国、中国台湾、巴西**——与前段 BofA Flow Show 披露的“现金史上最大流出 1722 亿美元、EM 流出 105 亿美元、中国流出 108 亿美元”之间形成短期资金流结构错位，配置含义是机构先卖现金、区域上对 EM 仍保留择时空间。

市场	旧目标	新目标	隐含空间	盈利上修幅度
台股 TAIEX	36000	40000	约 9%	2026/2027 EPS 从 28%/22% 上修至 34%/24%
韩国 KOSPI	7000	8000	约 14%	2026 EPS 增速 220%，剔除半导体仍 48%
亚太 MXAPJ	870	920	约 13% 美元	2027 EPS 上修 17%

市场	旧目标	新目标	隐含空间	盈利上修幅度
中国 MXCN	—	12m fwd PE 11.3x	—	2026/2027 EPS +17%/+17%
中国 GDP	4.3% (巴克 莱)	4.6%	—	一季度 5.0% 超预期

四、中国产业结构切面——从工业机器人到 LNG 断供

中国侧的数据过去 48h 密集到可以独立拉一节看。**3 月工业复苏边际扩大、自动化与升级品类领先——3 月 PMI 50.4、PPI 同比 +0.5%、工业机器人产量同比 +24%、环比 +32%，金属切削机床产量同比 +5%、环比 +38%。零售销售同比 +1.7% 低于预期 2.4%、消费端仍偏弱——K 型分化在 GDP 超预期的大背景下没有缓解。**

房地产端出现拐点信号。3 月 70 城新房价格年化环比跌幅从 2 月的 -4.3% 收窄到 -4.1%、连续 3 月收窄；**一线城市二手房价格环比 +0.4%、是自 2025 年 4 月以来首次转正**，深圳 +5.3% 为龙头；一线新房环比 +0.4%、也是自 2025 年 1 月以来首次。摩根大通基准情景预测 2026 年全国新房价格跌幅 -1% 至 0%、上海展望最佳；首选华润置地、中海外发展、金茂（1918.HK / 688.HK / 817.HK）。**东方雨虹（002271.SZ）1Q26 净利润 4.02 亿元人民币、同比 +109%，毛利率 27%（上升 3.3 个百分点）、海外销售同比 +62%、4Q25 毛利率 23.7%（上升 9.3 个百分点）——这是工程端需求复苏的微观印证，高盛维持 Buy。**

电力与电网设备是另一个新拉出来的超级周期。大摩全球电力超级周期持续，超配安徽应流（603308.SH）、三星医疗（601567.SH）、华明装备（002270.SZ），分别对应叶片、高压开关、变压器，目标全球份额 2%、6%、11%。对应信号是 PJM 可靠性保障拍卖结果稍紧、BKH 与微软签数据中心大单、YTD 公用事业发行 471 亿美元（vs FY26 1350 亿美元预期）——数据中心供电瓶颈正在全球同时定价。

燃气公用事业出现双向信号。伯恩斯坦预测 2026 年中国天然气需求从 +1% 下调至零增长、2027 年加速至 +8%；**中东冲突致全球 LNG 供应约 20% 中断、新接单环比下滑 15% 至 25%。**评级分化：ENN（2688.HK）目标价 78 港元、昆仑能源（135.HK）9.6 港元，Outperform；华润燃气、港华智慧、中国燃气 Underperform。此节与霍尔木兹反身性的能源主题直接交叉。

消费与食品饮料分化继续加剧。贵州茅台（600519.SH）4Q25 核心单品销售同比 -20%、FY25 销售 -1%、利润 -4.5%，是上市以来首次下滑、营业利润率同比下降 8.7 个百分点、2025 年派息率 79%（历史高位）；大摩维持增持 TP 1790 元人民币。五粮液销售同比 -35%、东鹏特饮收入同比 +23%、万辰集团销售同比 +41%——白酒持续承压但消费板块结构性机会在平替与升级两端同时冒头。百胜中国（9987.HK）获高盛 CL Buy，中国餐饮行业 2025 年 +3.2%、2026 年 +4.2%、2027 年 +4.7%，首

选目标价美股 57.7 美元、港股 450 港元。**中国可选消费受中东危机供应链扰动相对可控**——运动服装 2026 年影响有限但 2027 年或显现，鞋服 OEM 2Q26 原料已锁，孟加拉与印度供应链电力供应受扰需持续盯。

医药与机械端也有明显信号。药明康德（2359.HK / 603259.SH）被花旗上调 A 股至 140 元人民币、H 股至 158.5 港元，TIDES 2026 年营收增速从 30% 至 40% 上修至 40%；替尔泊肽占 2026、2027、2028 年营收 29%、27%、24%、多肽产能 13 万升。艾德生物（300685.SZ）FY25 业绩符合预期、NGS 毛利率改善、高盛 Buy TP 30 元（+27.6%）。中信证券（600030.SH / 6030.HK）1Q26 利润同比 +55%、摩根大通上调 A 股至 OW、TP 从 26.80 元上调至 33 元。浙江鼎力（603338.SH）4Q25 净利润同比 +81%（低于预期）、海外销售 +16%、Buy TP 74 元；三一重工（600031.SH）1Q26 净利润预计同比 -9%（主要是约 8 亿元人民币的汇兑损失）、中联重科 -48%、恒力重工同比 +30%。广东松发陶瓷（603268.SH）4 月 20 日复牌摘帽、借壳恒力重工，2027 年有望成为全球第二大船厂、Buy TP 169 元（+39.4%）、订单簿升约 50% 至 390 亿美元。

中国互联网方面，3 月电商行业 GMV 同比 +2.5%（季节性 + 晚春节），1Q 行业 +7.5%；**阿里巴巴 GMV +5%、客户管理收入 +1%、京东零售 GMV flat、拼多多营销收入 +6.5%、抖音电商双位数**；拼多多净利润同比 +55%。伯恩斯坦认为即时零售投资约 1200 亿元人民币将趋缓；阿里云 2026 年营收增速 +7% 至 +8% 加速；京东自由现金流回购约 10 亿美元，隐含约 6% 总回报；腾讯 TP 780 港元。拼多多被国家市场监督管理总局处以 15 亿元人民币反垄断罚款——平台经济监管在 GDP 超预期的窗口期重新出手。

中国子板块	关键数字	卖方动作
工业	3 月 PMI 50.4；PPI +0.5% 首转正；工业机器人 +24% 同比	—
房地产	一线二手房 +0.4% 环比自 1Q25 首转正	JPM 首选华润置地、中海、金茂
电力设备	叶片/高压开关/变压器目标全球份额 2%/6%/11%	大摩 OW 安徽应流、三星医疗、华明装备
燃气	2026 零增长、2027 +8%；LNG 20% 断供	ENN/昆仑 OP，华润、港华、中国燃气 UP
白酒消费	茅台 4Q25 核心 -20%、五粮液 -35%	大摩增持茅台 TP 1790 元
餐饮消费	2026/2027 +4.2%/+4.7%	高盛 CL Buy 百胜中国
医药	药明 TIDES 2026 +40%、艾德 NGS +14%	花旗上调药明 TP、高盛 Buy 艾德
券商	中信 1Q26 利润 +55%	摩根大通 OW TP 33 元
机械	浙江鼎力 4Q25 +81%、三一 1Q26 -9%	花旗短期下调三一中联
	阿里 GMV +5%、拼多多 NP +55%	

中国子板块	关键数字	卖方动作
互联网电商		伯恩斯坦 Alicloud 加速；腾讯 TP 780 港元
造船	恒力重工 2027 全球第二大	Buy 松发陶瓷 TP 169 元 (+39%)

五、霍尔木兹反身性与美股 V 反——波动率做市的窗口

本轮周末最具戏剧性的是霍尔木兹海峡"开了又关"。周六早盘海运短暂恢复，12 艘船只离港（其中半数为伊朗关联）、3 艘进港、超大型油轮 FPMC C Lord 载 200 万桶原油率先驶离；数小时后伊朗海军无线电重新通知关闭海峡，至少 9 艘油轮和 4 艘达飞集装箱船掉头。伊朗议长随后指控特朗普"一小时内发表七个假声明"。Kobeissi Letter 4 月 19 日提示伊朗若封锁海峡每日损失油收超 5 亿美元、内部经济约束会倒推外交让步概率——这条非投行信号来源仅供参考。

油价周一一度因美伊达成 200 亿美元 20 年期铀料合作 MOU 而 WTI 单日下跌约 11%，但周末再生变数。高盛维持 2026 年布伦特与 WTI 均价 83 与 78 美元的基准预测，并把风险从"显著上行"修正为"双向"。**全球油需求对产品价格的反应是非线性的**：布伦特 60 美元区间时 10 美元涨价只拖累每日 20 万桶需求，但布伦特到 100 美元且炼油毛利偏高时会拖累每日 90 万桶。同一组报告给出中周期布伦特 5:3:2 裂解 22 美元/桶的基准假设、Buy 名单 PR/VLO/TRGP/AEP/HAL/ENPH/NUE、Cautious 名单 CRK/OKE/EXC。美国中小型炼油商侧，西海岸偏紧叠加 RIN 赤字 2026 与 2027 年，PARR 与 DK 被 GS 列为 Buy、CVI 卖出、PBF 中性。

美股侧的反身性更直观。高盛策略 4 月 17 日报告指出**标普自 3 月 30 日低点反弹 12%，纳指连涨 12 天累计上涨 14.7%、有望达成第 13 日上涨连胜；标普 11 个交易日内从超卖区间跑进超买区间，是 1983 年以来仅第 15 次出现，唯一更快的是 1982 年沃尔克降息那轮**。但盈利修正极度集中：美光与埃克森美孚合计贡献标普 2026 年每股收益上修的 60% 以上，除能源与信息技术外的中位数公司过去几个月没有任何修正。2026 年每股收益预测整体上修 12%、修正集中于能源与科技两个板块。

交易结构给出微妙警示。**CTA 五日买盘创下有记录以来最大、从净空头转为净多头、5 日累计买入 700 亿美元以上；L/S 比率从 177% 回落到 163%、全球 CTA 多头定位高位**；贪婪指数已回到去年 7 月以来最高、纳指看涨期权成交量接近历史峰值；美元净多头仓位上升到 180 亿美元、为 12 个月最高。高盛交易台 Cullen Morgan 表示短期回调对这个市场是最健康的事，但上行趋势难以对抗；配置含义是卖方偏好看涨期权替代股票多头、用罗素两千看跌期权价差做下行对冲。BofA Flow Show 口径本周资金流极端——**113 亿美元流入股市、1722 亿美元流出现金（史上最大）、105 亿美元流出新兴市场、108 亿美元流出中国**，Bull & Bear 指标 6.3。

宏观数据分歧延伸这套风险意涵。美国 3 月初请失业金 207k 低于预期 213k、费城联储 26.7 超过预期 10，但工业生产环比 -0.5%、Q1 GDP 环比年化 +2.8%。花旗全球综合 PMI 已回落至 51.4、服务业 50.8，核心 CPI 2.3%、整体 CPI 从 2% 反弹至 2.6%。摩根大通全球数据观察预测布伦特 4Q26 到 80 美元、核心 PCE 3%、美联储 2026 年降息 2 次、中国一季度同比 +6.7%。**欧洲市场 STOXX 600 目标不变、总回报约 5%，TTF 天然气从冲突前 -30% 至 40 欧元/兆瓦时，布伦特 -20% 至 100 美元；**欧洲卖方内部共识是伊朗冲突在 5 月中旬之前结束的概率 >90%。

避险脉络内部也在换锚。小摩披露比特币 3 月市值上涨 2%、同期黄金下跌 11%，**伊朗战争期间美国比特币现货 ETP 净买入 13 亿美元创 10 月以来最大**；加密货币市场整体市值 2.32 万亿美元（环比 +2%），是 2025 年 9 月以来首个正收益月，但成交量同比 -20% 以上。白银连续第六年结构性短缺、2026 年缺口同比扩大 15% 至 4600 万金衡盎司。高盛 Oppenheimer 组合提示：**近 50 年来科技股相对回报是最弱的一次；价值板块跑赢成长——这句话和 AI 硬件景气并不矛盾，是说的估值层面不再便宜，而非基本面转弱。**

六、AI 商业化裂痕——同时显形的两个极端

AI 资本开支的两个极端在本周同时显形，这是过去 48h 最值得标注的"对冲信号"。

正向极端。ZeroHedge 报道微软在怀俄明州夏延市新购 3200 英亩土地，既有 11 个数据中心加 3 个在建；**全球超大规模资本开支 2026 年预计超 7000 亿美元、约为 2020 年的 10 倍。**Cursor 据报正以 500 亿美元估值融资 20 亿美元，A16Z 联合领投、英伟达跟投、Thrive Capital 参与——AI 编程赛道头部效应进一步固化。DeepSeek 寻求外部融资被中国大型国资背景私募证实属实、估值约 100 亿美元以上、但目前阶段尚无法参投。**SemiAnalysis 测算数据中心建设毛利率自 2023 年一季度以来上升 7.41 个百分点**，EPC 总包商因稀缺劳动力与任务关键度拿到了定价权。Madison Air 完成 22.3 亿美元 IPO、首日上涨 18%、市值达 155 亿美元，其中 20% 收入来自数据中心。OpenAI 与 Cerebras 签 200 亿美元长约——算力来源从英伟达单极向多极扩散。

反向极端。Sightline Climate 同期估算美国计划 2026 年上线的约 160 亿瓦数据中心容量近一半可能延期或取消，**实际只有 50 亿瓦破土动工**；瓶颈来自变压器、电网与供应链。OpenAI 英国 Stargate 项目近期也因能源成本与监管暂停。ZeroHedge 数据显示美国 2026 年 16 吉瓦新建数据中心中有一半被延期、仅 5 吉瓦实际动工、电力、机电、土建进度跟不上 GPU 下线节奏。这组数字与第四节"中国电力与电网设备超级周期"的逻辑互相印证——电力供给已经是全球 AI 资本开支落地的共同瓶颈。

变现端的信号同样不一致。Digiday 报道 ChatGPT 广告费率九周内从每千次展示 60 美元跌至最低 25 美元、**最低投放门槛从 25 万美元降至 5 万美元**；OpenAI 高管 Kevin Weil 将离职；Anthropic CEO 4 月 18 日赴白宫会谈——AI 与美国能源政策进入实质性交集；Claude 开放 Word 集成给 Pro 与 Max 用户，Codex 被定义为"全功能智能体 IDE"并将于本月底开黑客马拉松、奖池 10 万美元 API 额度、Opus 4.7 全面可用。SaaS 侧瑞银重申 Xero 买入但目标价从 174 澳元大幅下调 27% 至 127 澳元、FY27

EBITDA 8.84 亿美元、英国 3 月 app 下载环比 +44%——论点是 AI 对 SaaS 护城河的冲击被过度定价。垂直 SaaS 侧摩根大通 GWRE TP 300 美元 (+140%)、CSGP TP 82 美元 (+118%)，但 DOCS YTD -50%——SaaS 内部分化在加速。

最尖锐的是 AI 估值反面的清算。美国司法部起诉前 AI 借壳上市公司 iLearningEngines 高管，指控其捏造几乎全部客户与收入，通过 1.44 亿美元循环交易经空壳客户账户来回走账模拟真实收入，最终由兴登堡 2024 年做空报告击穿；公司破产前内部人士已套现数百万；Super Micro 联合创始人上月被捕。对比兴登堡早在 2024 年披露"96% 收入来自未披露关联方"的定性，AI 叙事的尾部风险正从估值泡沫外化为刑事追诉——这是 2000 年互联网泡沫破灭前 18 个月才出现的同类信号。

伯恩斯坦 Gen AI 对软件行业长远影响框架给出观点分层——IaaS/PaaS 受益（CPU 与 GPU 用量双升），SaaS 分化；MSFT 与 ORCL Outperform、SAP 最佳定位、HubSpot 相对受益、CRM Underperform；护城河顺序为 ERP > HCM > CRM。花旗 2026 AI Summit 纪要覆盖 125+ 家公司、47 场演讲，涉及 Anthropic、OpenAI、Google、Amazon、Broadcom、Micron；Anthropic Mythos 引发网络安全关注。**生成式 AI 的赢家正在从"所有 SaaS 都受益"迭代到"护城河深的受益、浅的被挤压"。**

七、财报季首周分化——十张不同面孔

财报季第一周已经显形分化。除台积电外，奈飞、施瓦布、雅培、茅台、药明、Xero、PayPal、百胜、东方雨虹、中信证券等十张面孔同时落地，给了一张完整的板块分化切面。

流媒体一家独大。奈飞（NFLX）三家投行一致看多但目标价略分化：大摩 OW TP 115 美元（30x 27E 每股收益）、摩根大通 OW TP 118 美元（原 120，略下调）、高盛 Buy TP 120 美元；Q1 营收超街 7800 万美元、Q2 营收指引 125.8 亿美元（原 126.6 亿）；**广告层新注册用户占比 >60%、26 年营业利润率 31.5%、自由现金流 125 亿美元（原 110 亿）、广告收入 2025 到 2027 年翻倍至 30 亿美元；FY27 每股收益预测 3.87 美元；Q1 回购 13 亿美元。**广告层 2027 年起成为核心增长引擎。摩根大通预期 2025 至 2028 年营收 CAGR +12%、营业利润 +21%、每股收益 +24%、自由现金流 +23%。

金融板块 AI 结构性威胁首度概率化定价。嘉信理财（SCHW）高盛维持 Buy 但目标价从 124 美元下调至 118 美元、核心是"AI 优化是未来三年最大结构性威胁"——大模型驱动的智能投顾与自动资金调度可能侵蚀嘉信客户现金扫款利差收入；**高盛给出概率化情景：若 AI 优化吞噬 30% 客户现金余额、2028 年每股收益可能下修至 7.2 美元、**否则基准 2026/2027/2028 年每股收益 6.09、7.34、8.71 美元、超共识约 5%；Q1 净利息收入 +16% 至 31 亿美元、3 月新增净资金流 7.8%。这是过去半年第一次有顶级投行把 AI 对传统金融商业模式的侵蚀概率化定价进盈利模型。PayPal (PYPL) 瑞银 Neutral TP 44 美元、Branded Checkout 份额 2030 年从 6.5% 降至 4.5%、Apple Pay 从 7.5% 升到 11%、Shop Pay 从 1.5% 升到 4.5%——支付入口格局再洗牌。

医药端分化。雅培（ABT）一季度有机收入低于预期、全年营收指引下调但高盛 12 个月目标价维持 121 美元、2026 年营收增速从 6.9% 下调至 6.7%、每股收益 5.48 美元（原 5.44）、25 至 28 年每股收益 CAGR 11%；流感季疲弱拖累 60 至 80 个基点。药明康德（2359.HK / 603259.SH）花旗 A 股 TP 140 元、H 股 158.5 港元；26 年每股收益 5.697 元；TIDES 2026 年营收增速 40%、多肽产能 13 万升；tirzepatide 占 26/27/28 年营收 29%、27%、24%。艾德生物 Buy TP 30 元（+27.6%）、NGS 毛利率改善。

消费端两极拉大。贵州茅台大摩 OW TP 1790 元——4Q25 核心单品销售同比 -20%、FY25 销售 -1%、利润 -4.5%（上市首次下滑）、营业利润率同比 -8.7 个百分点、派息率 79%；短期承压但长期品牌稀缺性与批价弹性支撑中长期回报。百胜中国 CL Buy TP 57.7 美元 / 450 港元；中国餐饮 2025 年 +3.2%、2026 年 +4.2%、2027 年 +4.7%。**中国可选消费受中东危机扰动可控——**运动服装 2026 年影响有限、2027 年或显现，鞋服 OEM 2Q26 原料锁定，COGS worst-case +3% 至 +5%。

公司	评级	目标价	关键判断
奈飞 NFLX	增持（大摩/摩根大通/高盛）	115-120 美元	广告层 2027 年成核心增长引擎；CPM 遭 ChatGPT 挤压
嘉信 SCHW	买入	118 美元（下调）	AI 现金归集可能侵蚀 30% 客户现金余额、2028 EPS 下修至 7.2 美元
PayPal PYPL	中性	44 美元	Branded Checkout 份额 2030 年 6.5% → 4.5%
雅培 ABT	12 个月 PT 不变	121 美元	流感季疲弱拖累营收；执行力兑现待证
贵州茅台 600519.SH	增持（大摩）	1790 元人民币	4Q25 核心 -20%；长期定价权仍在
药明康德 2359.HK	买入（花旗，上调）	158.5 港元	TIDES 2026 +40%；GLP-1 占营收 29%
艾德生物 300685.SZ	买入（高盛）	30 元人民币（+27.6%）	NGS 毛利率改善
百胜中国 9987.HK	Conviction List Buy	450 港元 / 57.7 美元	中国餐饮 2026/2027 +4.2%/+4.7%
东方雨虹 002271.SZ	买入	1Q26 NP 4.02 亿（+109%）	海外 +62%；毛利率 4Q25 大幅修复
中信证券 600030.SH	增持（上调）	33 元人民币	1Q26 利润 +55%；26-28 利润预期上调 6/6/7%
Xero XRO.AX	买入	127 澳元（下调 27%）	FY27 EBITDA 8.84 亿美元；AI 对 SaaS 冲击被过度定价

八、近 48h 资讯与 Substack 侧增量——从 Google-Marvell 到 UMC 提价

X 资讯侧过去 48h 归档 205 条，AI 应用与智能体、半导体与硬件、地缘能源三类最密集。**最值得标注的微观信号十条：**

#	信号	来源	日期	关联主线
1	Google 与 Marvell 深化合作自研 ASIC v8、TPU 路线变阵	SemiAnalysis / Jukan	04-19	第二节 ASIC 副线
2	Credo 收购 DustPhotonics 7.5 亿美元、CPO 整合落地	Credo 公司公告	04-17	第二节 光模块副线
3	三星 LPDDR4 / LPDDR4X 年内退市、产能让位 HBM 与 LPDDR5X	Jukan	04-17	第二节 NAND/ DRAM 副线
4	UMC 成熟制程全线提价 5% 至 10%、代工产能再现紧张	dnystedt	04-18	第二节 副线扩散
5	SK 海力士 HBM3E 12Hi 前置到 2026Q1 量产	Jukan	04-19	第二节 / 第三节 KOSPI
6	台积电亚利桑那厂建设速度达台湾本地 70%、超预期	semivision	04-18	第二节 光刻机副线
7	Cursor 500 亿美元估值、A16Z 领投、英伟达跟投	Kobeissi Letter	04-18	第六节 AI 商业化正向极端
8	DeepSeek 新一轮估值 100 亿美元 +	deepseek_ai	04-17	第六节 AI 商业化正向极端
9	兆易创新 + 长鑫 8.25 亿美元 DRAM 产能合作协议落地	Jukan	04-18	第二节 NAND/ DRAM 副线
10	OpenAI 与 Cerebras 签 200 亿美元长约、算力多元化	OpenAI	04-17	第六节 AI 商业化正向极端

Substack 订阅侧 (semivision / viks / tmtb / a16z / macrocharts / capitalwars 六个频道 48h 新文) 关键补充：semivision 周六长文"从效率到耗竭：AI 电力叙事转向供给约束主导"与 Sightline Climate 的 160 亿瓦对 50 亿瓦数据中心开工数据互相印证。viks 在 TWiC 周报里量化 Credo 在 AEC 市场维持 70% 份额、对手追赶落后 2 个季度；CPU 与 NAND 双短缺延续到 2026 下半年、服务器 OEM 提前锁单。a16z 本周图表：**科技股远期市盈率低于 10 年均值、估值折价回归——这与高盛 Oppenheimer 组合"近 50 年科技股相对回报最弱"的结论互相印证。**macrocharts 给出"全球主要股指同步共振指标回到

2021 年一季度水平"的量化读数。capitalwars 在"倒计时 T-9 天"推演中美新一轮关税窗口——政策尾部风险在 GDP 超预期的窗口期同步回升。

资讯侧来源质量标注。以上表格按严格度排序：博通/Marvell/Credo/兆易 + 长鑫 的并购与产能公告、SK 海力士 HBM3E 前置、台积电亚利桑那进度来自 SemiAnalysis、Jukan、semivision 等专业半导体账号，与卖方研报交叉一致、可直接进入汇总主文。**Kobeissi Letter 的宏观数字（美联储累计浮亏 2100 亿美元、Buffett 指标 227%、伊朗日损 5 亿美元）来自二手推文、未与官方数据或投行研报交叉印证，**此处仅作单独提示、未进主文核心数字、不作为配置判断依据。

九、下周追踪清单 + 综合判断

过去 48h 五条主线一起读，2026 年二季度的坐标系大致清晰：**AI 硬件多点景气是正向锚，亚太盈利上修是资金承接面，中国产业链制造端景气扩散是结构性再通胀的早期信号，霍尔木兹反身性给出波动率做市窗口，AI 商业化裂痕则在高位提醒敞口风险。**台积电自己把 2026 年美元口径营收增速指引推到 +35% 至 +36%、N5 以下先进制程三年资本开支约 1900 亿到 2000 亿美元、CoWoS 紧缺延伸到 2027 年——六副线的景气引擎在单一公司的业绩口径里得到了共同验证。

如果用一组组合语言浓缩卖方共识——超配 ASIC、光模块、PCB/CCL、NAND、ARM CPU、光刻机六条副线的硬件多点；重估台股、韩股、亚太新兴市场与中国再通胀敞口的亚太承接面；对中国电力、燃气、房地产（一线修复）、医药（GLP-1 与 TIDES）、机械（海外主导）五条中国子线结构性加仓；用宽幅看涨期权替代美股指数多头以应对反身性；对 AI 应用层非理性估值（Cursor 500 亿、ChatGPT 广告每千次展示 25 美元、iLearningEngines 司法追诉）保留对冲——是卖方共识中能浓缩出来的最朴素也最一致的一套结构。

最大的尾部风险来自三处：第一是霍尔木兹海峡再次封锁导致油价二次冲击 100 美元区间；第二是数据中心电力供给瓶颈（Sightline Climate 50 亿瓦实际开工 vs 160 亿瓦计划）从单点延期外化为板块级砍单；第三是 AI 借壳类公司被司法部连续起诉触发对全行业估值的连锁清算（iLearningEngines 之后的下一家是谁）。这三处任一被触发，霍尔木兹反身性的波动率做市机会会立即转化为系统性回撤，需要在仓位层面提前留好对冲腿。

类别	事件	时间	关注点
财报	奈飞、德州仪器	下周二三	奈飞广告层 ARPU 验证；TXN 工业半导体周期信号
财报	AMD、博通 Q1 预览更新	下周二	ASIC 管道更新；MI400 量产节奏
	Charles Schwab 完整电话会	下周	AI 现金归集场景验证

类别	事件	时间	关注点
财报			
宏观	美伊核协议正式文本公开	待定	200 亿美元铀料合作 MOU 细节落地
宏观	中国二季度 PMI	4 月 30 日	K 型分化是否加剧；PPI 同比能否维持正值
宏观	美联储 5 月 FOMC 点阵图	5 月初	对油价反弹与劳动力市场的回应
宏观	中美关税豁免到期 T-9 天	4 月底	新一轮博弈剧本推演
价格	WTI 50 至 55 美元区间持续性	持续	霍尔木兹反身性是否再现
价格	标普 12 个交易日内是否回落 10%	持续	二次探底信号
产业	CoWoS 产能季度更新	持续	2027 年紧缺判断的定量验证
产业	OCS 在超大规模数据中心的商用落地节奏	持续	Google 2027 年 4 万只需求的兑现路径
产业	SK 海力士 HBM3E 12Hi 2026Q1 量产节奏	2026Q1	KOSPI 盈利预测 +220% 落地关键
产业	UMC 成熟制程提价 5-10% 落地持续性	持续	成熟节点供需反转扩散
结构	CTA 700 亿美元机械买入完成后资金流入是否延续	未来 5 日	反弹结构的可持续性
结构	BofA Flow Show 现金 1722 亿美元史上最大流出是否反转	未来两周	风险偏好极端值的均值回归窗口

免责声明

本汇总为基于过去 48 小时增量研报与资讯做的二次浓缩，目标价、评级、盈利预测等归属对应卖方机构所有，可能随后续数据更新而变化，以原报告为准。不构成投资建议。