

2026 年 07 月 11 日

证券研究报告|策略研究|策略点评

## 抱团行情松动有哪些特征

### 报告摘要

#### 核心观点：

- ◆ 近期，市场风格再平衡。此前不断创历史新高的科创 50 指数自进入 7 月以来转为调整，而另一方面，创新药、煤炭等低位板块出现企稳修复迹象。在此背景下，市场对于科技抱团是否松动有所担忧。因此，我们对于 2010 年以来的 A 股三次典型的抱团行情进行了复盘梳理。
- ◆ 梳理后发现，产业趋势确定性高的板块得到市场一致认同，并在流动性相对友好的背景下，市场逐渐形成抱团行情。不同抱团行情的在形成或加速阶段过程中，流动性与基本面的影响权重也有所不同。流动性驱动影响更大的行情，其后期受到流动性边际收紧的影响也更大；与之对应的，基本面驱动影响更大的行情，其后期受到基本面的影响也更大。
- ◆ 时间上，A 股抱团行情高点领先业绩高点约 4-6 个季度。抱团松动反映市场对业绩高增持续性的担忧，是对业绩见顶的预演。随后随着基本面延续上行，资金再次抱团促成反弹二波，形成 M 顶，且反弹二波顶点与业绩拐点往往同步。第一波抱团或为市场预期驱动，第二波反弹则为业绩验证驱动。但绝对高度上，抱团行情高点>反弹二波高点，二波仅能达到一波高点的 80%-90%。
- ◆ 结构上，从抱团行情高点至反弹二波高点期间，此前龙头往往跑输指数，或由于第二波反弹出现由龙头至板块内其他标的的扩散行情。
- ◆ 本轮 A 股 AI 硬件抱团行情，云厂商资本开支是产业链需求代表性前瞻指标。根据当前预测数据，五大云厂商资本开支增速震荡上行

### 作者

|                         |     |
|-------------------------|-----|
| 董忠云                     | 分析师 |
| SAC 执业证书：S0640515120001 |     |
| 联系电话：010-59562478       |     |
| 邮箱：dongzy@avicsec.com   |     |
| 刘庆东                     | 分析师 |
| SAC 执业证书：S0640520030001 |     |
| 联系电话：010-59219572       |     |
| 邮箱：liuqd@avicsec.com    |     |
| 庞晨                      | 分析师 |
| SAC 执业证书：S0640526040001 |     |
| 联系电话：                   |     |
| 邮箱：pangc@avicsec.com    |     |
| 王警仪                     | 分析师 |
| SAC 执业证书：S0640525100001 |     |
| 联系电话：                   |     |
| 邮箱：wangjybj@avicsec.com |     |
| 杨子萌                     | 分析师 |
| SAC 执业证书：S0640526060001 |     |
| 联系电话：                   |     |
| 邮箱：yangzm@avicsec.com   |     |

### 相关研究报告

中航策略周报：《盈利增速差或进一步走阔，市场分化或延续》

中航策略周报：《K 型分化或延续》

中航策略周报：《中东局势缓和下全球通胀或回落，科技最大外部风险或解除》

中航策略周报：《短期风格回摆与中期 K 型分化》

中航策略周报：《全球科技巨头上市的市场指数表现》

中航策略周报：《市场极致分化短期或将适度回摆，中期 AI 科技成长和能源依旧主线》

股市有风险 入市需谨慎

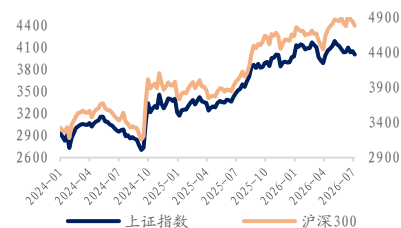
中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦  
中航证券有限公司  
公司网址：www.avicsec.com  
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

态势将持续至 2026 年末。跟踪中报季能否进一步上调增速指引。进一步，根据《华尔街日报》5 月 20 日报道，Anthropic 有望在二季度迎来首个季度盈利，如实现，则市场对于资本开支的持续性担忧有望得到缓解。

市场走势：



投资建议：

- ◆ 往后看，美伊再度出现扰动，同时市场关注美联储动向及业绩基本面，短期 A 股整体或为震荡。结构上，当前市场风格再均衡中，近期国内外科技巨头 IPO、增发将陆续落地，随后财报季海外云厂商巨头将给出资本支出新指引，AI 科技主线短期调整后有望回归。

**本周市场回顾：**

根据同花顺数据，本周市场表现分化，科创 50 (4.52%)，表现较强；上证指数 (-1.17%)、深证成指 (-3.53%)、沪深 300 (-1.27%)、创业板指 (-4.41%)、中证 500 (-2.76%)、中证 1000 (-4.90%)，表现较弱。行业风格上，金融风格表现较强，上涨 0.16%；周期风格表现较弱，下跌 4.96%。分行业来看，申万一级行业中计算机、传媒、房地产表现较强，分别上涨 2.74%、2.01%、1.89%；建筑材料、电力设备、基础化工表现较弱，分别下跌 12.43%、8.87%、8.22%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为 29272.87 亿元，较上周减少 5117.38 亿元。估值方面，A 股整体市盈率为 23.38 倍，较上周下跌 1.88%。

**正文：**

近期，市场风格再平衡。此前不断创历史新高的科创 50 指数自进入 7 月以来转为调整，而另一方面，创新药、煤炭等低位板块出现企稳修复迹象。在此背景下，市场对于科技抱团是否松动有所担忧。因此，我们对于 2010 年以来的 A 股三次典型的抱团行情进行了复盘梳理。

第一轮为 2012 年 12 月至 2015 年 6 月的 TMT 主线，流动性是当年牛市的重要推手之一。2015 年 4 月开始证监会严查场外配资业务，5 月汇金宣布出售了部分二级市场股份和 ETF，随后 6 月抱团松动。

第二轮为 2019 年 1 月至 2021 年 2 月的白酒主线，期间由于全球公共卫生问题，全球央行经历了“超宽松”的一年。2021 年 1 月美国 10 年期国债收益率快速上行，市场担忧美联储宽松货币政策转向，本轮抱团松动，但却加速了第三轮抱团，资金切换至当时更具业绩确定性的新能源。

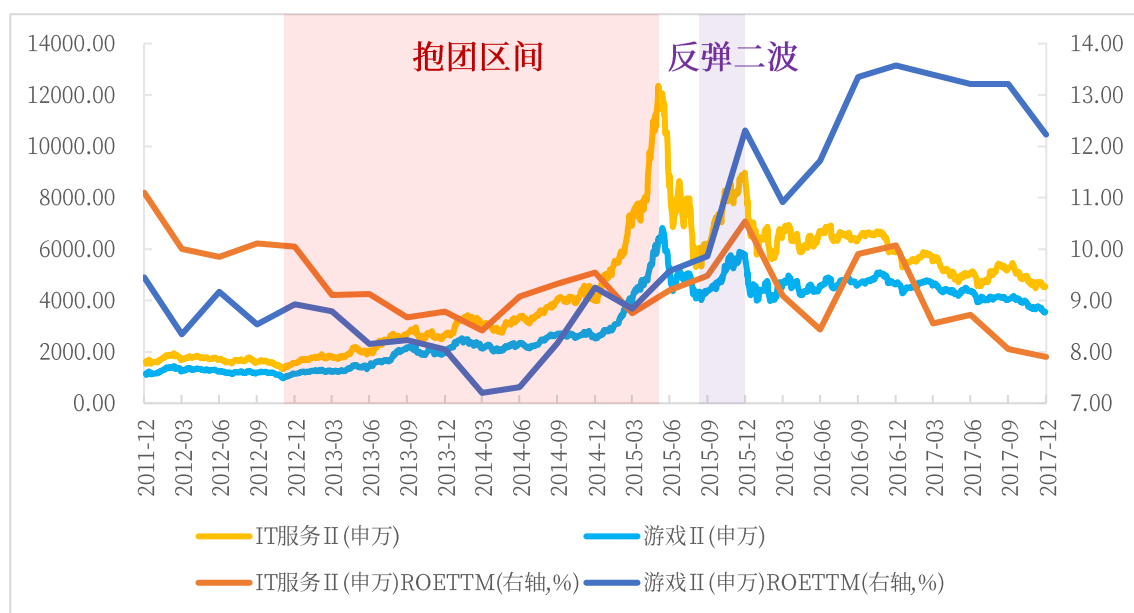
第三轮为 2020 年 3 月至 2021 年 12 月的新能源主线，在美联储流动性收紧预期背景下，行情延续，一定程度上印证了我们此前的周报《利率上行不是科技牛市泡沫破灭的充分条件，产业的高景气水平是股价的关键支撑》观点。但该抱团行情，随着市场对基本面的担忧而松动。供给端，中游扩产节奏激进，带动上游成本上涨，出现压缩中下游利润空间的隐患；需求侧，新能源车销量增速在高基数下面临见顶回落的隐患，供需错配问题被市场关注，详情可参考中航新能源团队报告《当前节点下的锂电核心疑问：行业产能过剩现状？》。同时，叠加 2021 年 11 月美联储正式宣布启动 Taper，每月缩减资产购买规模，12 月进一步鹰派转向，随后第三轮抱团松动。

梳理后发现，产业趋势确定性高的板块得到市场一致认同，并在流动性相对友好的背景下，市场逐渐形成抱团行情。不同抱团行情的在形成或加速阶段过程中，流动性与基本面的影响权重也有所不同。流动性驱动影响更大的行情，其后期受到流动性边际收紧的影响也更大；与之对应的，基本面驱动影响更大的行情，其后期受到基本面的影响也更大。

时间上，A 股抱团行情高点领先业绩高点约 4-6 个季度。抱团松动反映市场对业绩高增持续性的担忧，是对业绩见顶的预演。随后随着基本面延续上行，资金再次抱团促成反弹二波，形成 M 顶，且反弹二波顶点与业绩拐点往往同步。第一波抱团或为市场预期驱动，第二波反弹则为业绩验证驱动。但绝对高度上，抱团行情高点>反弹二波高点，二波仅能达到一波高点的 80%-90%。

结构上，从抱团行情高点至反弹二波高点期间，此前龙头往往跑输指数，或由于第二波反弹出现由龙头至板块内其他标的的扩散行情。以收盘价计，第一轮 TMT 行情的反弹二波高度约为第一波抱团高点的 80%，其中 IT 服务指数为 72.64%，游戏指数为 86.47%，最大回撤为 60.39%和 44.39%。抱团高点至二波反弹高点，游戏指数相对龙头的超额收益为 17.16%。第二轮白酒指数的反弹二波高度约为抱团高点的 95.21%，最大回撤为 32.45%，抱团高点至二波反弹高点的白酒指数相对龙头的超额收益为 7.60%。第三轮电力设备指数的反弹二波高度约为第一波抱团高点的 90.48%，最大回撤为 45.22%，抱团高点至二波反弹高点的电力设备指数相对龙头的超额收益为 7.86%。

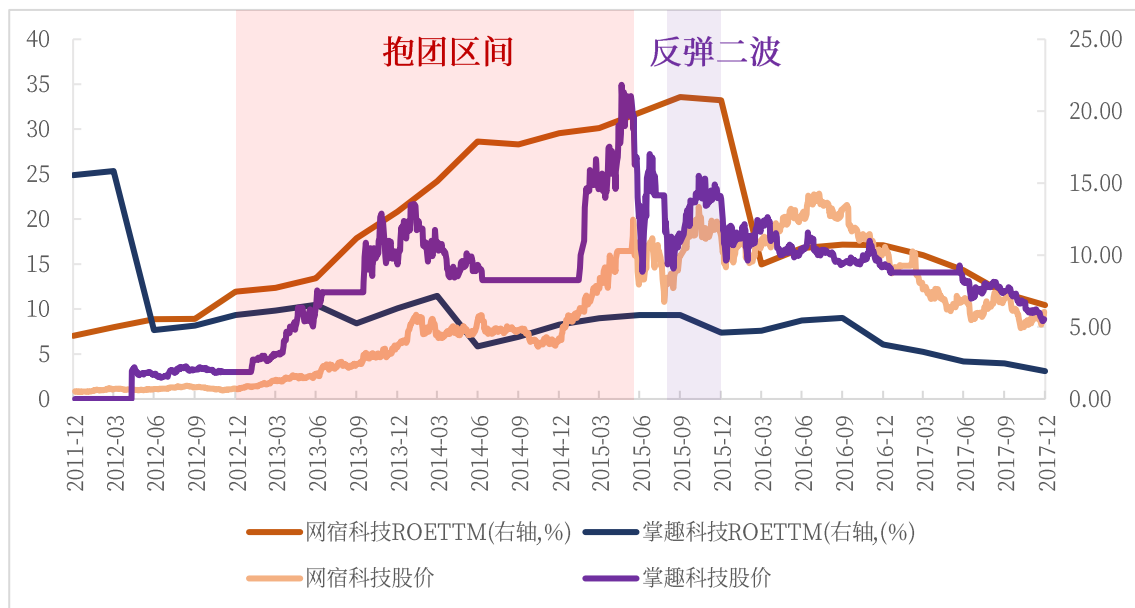
图1 第一轮抱团——TMT，行情



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

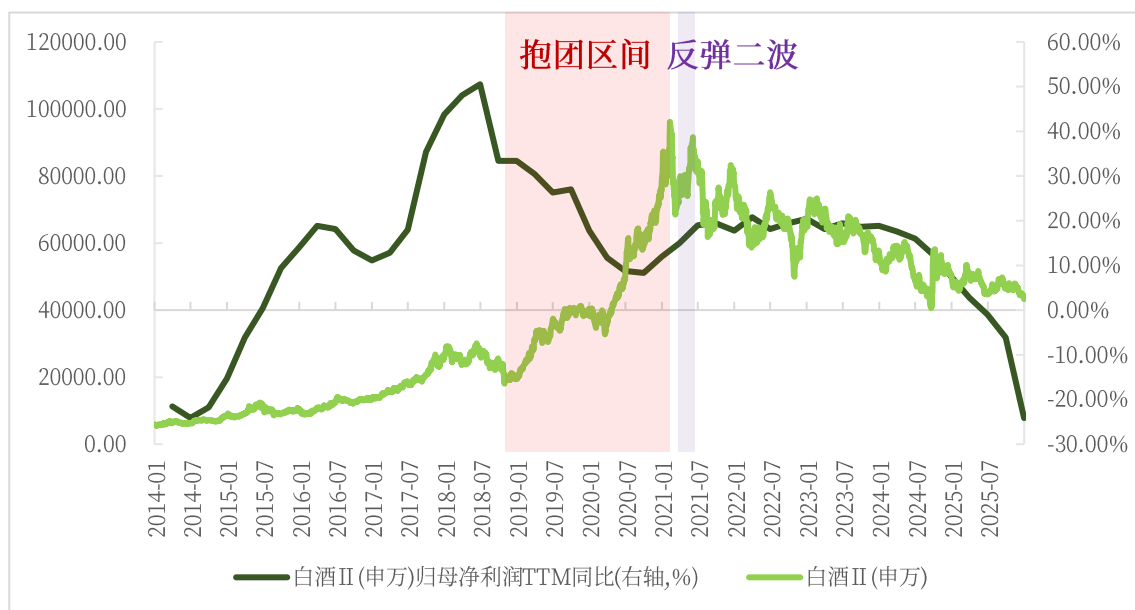


图2 第一轮抱团——TMT，龙头表现



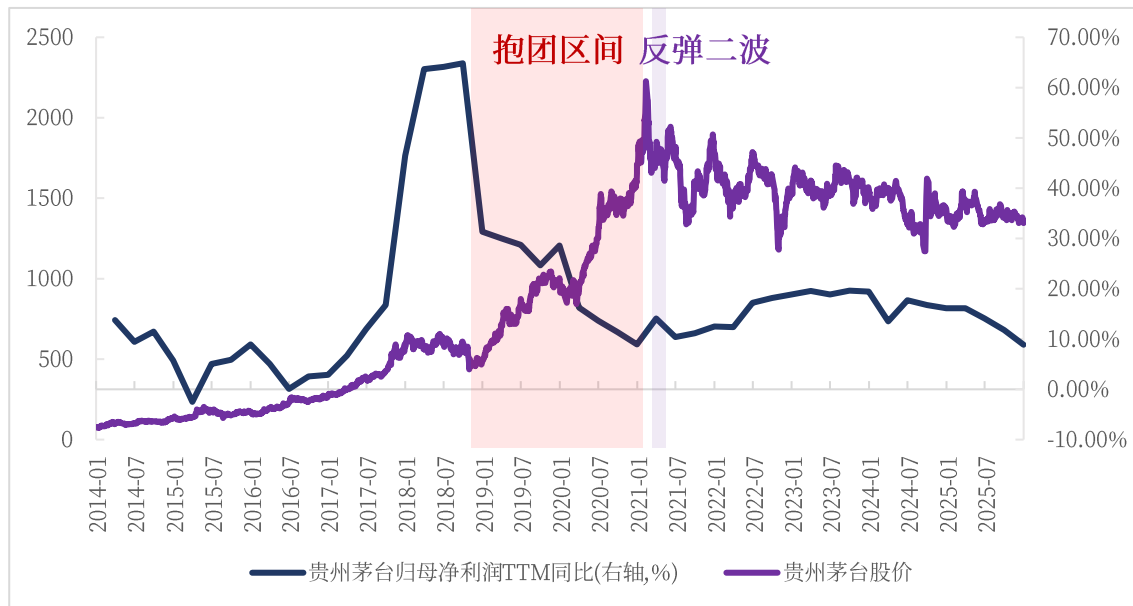
资料来源：Wind，中航证券研究所整理

图3 第二轮抱团——白酒，行情



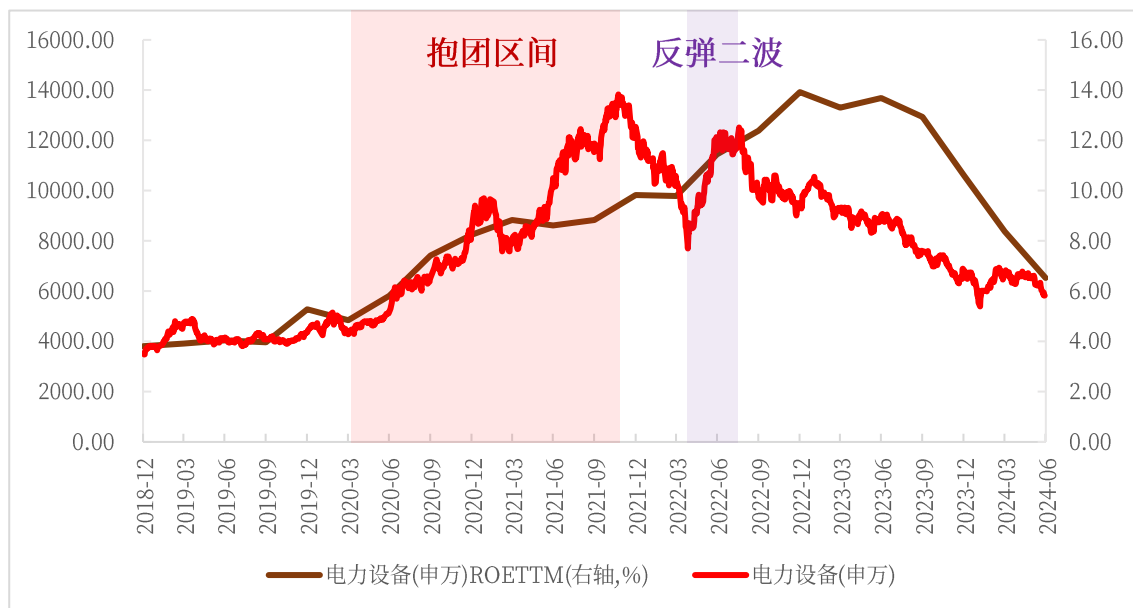
资料来源：Wind，中航证券研究所整理

图4 第二轮抱团——白酒，龙头



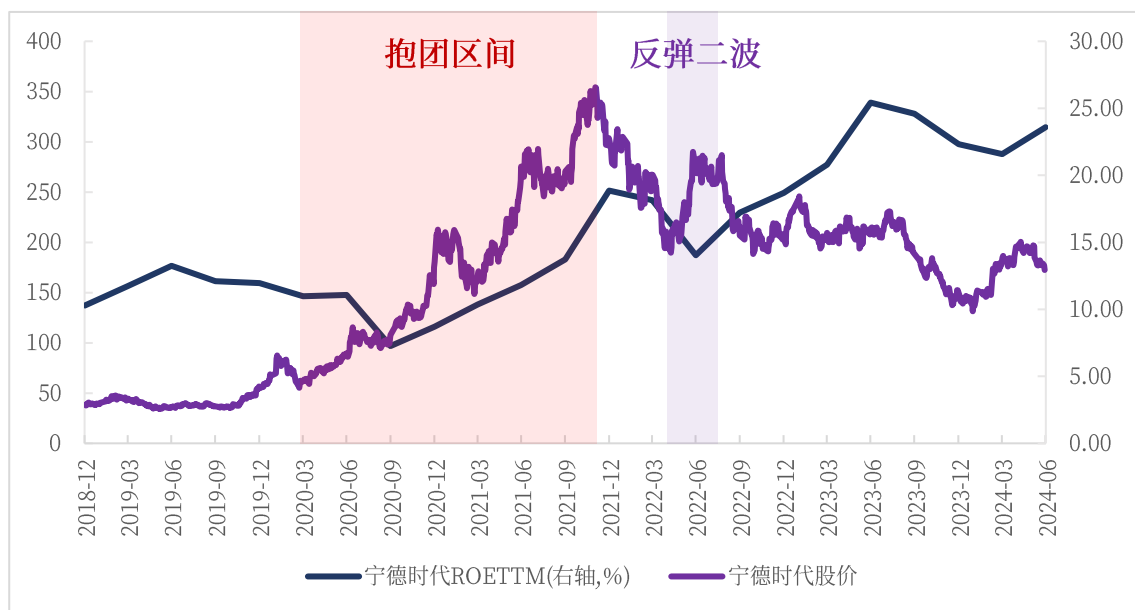
资料来源：Wind，中航证券研究所整理

图5 第三轮抱团——新能源，行情



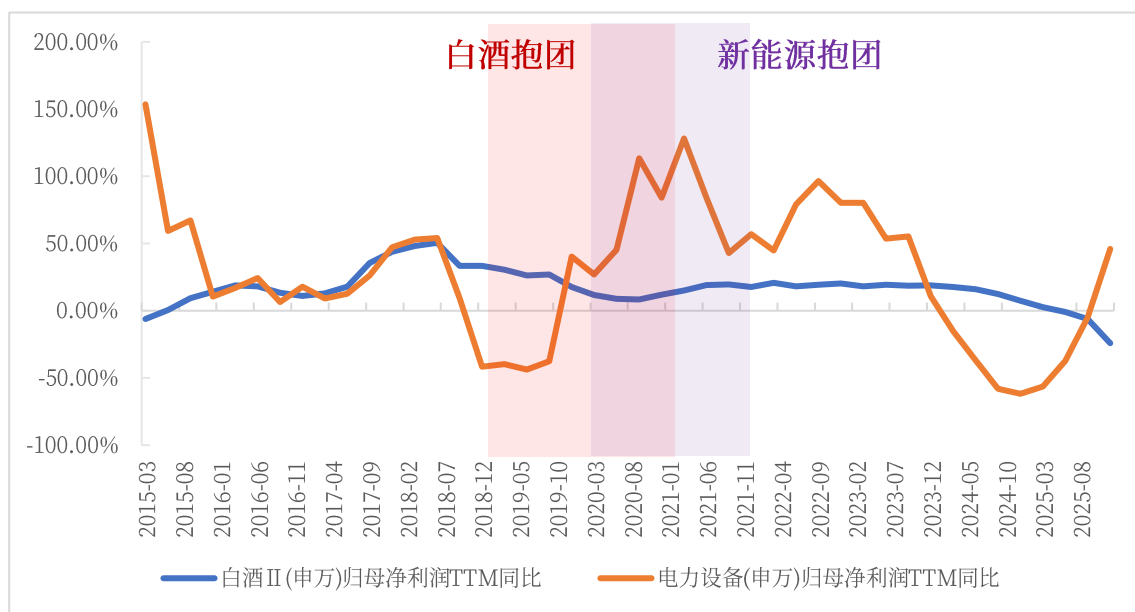
资料来源：Wind，中航证券研究所整理

图6 第三轮抱团——新能源，龙头



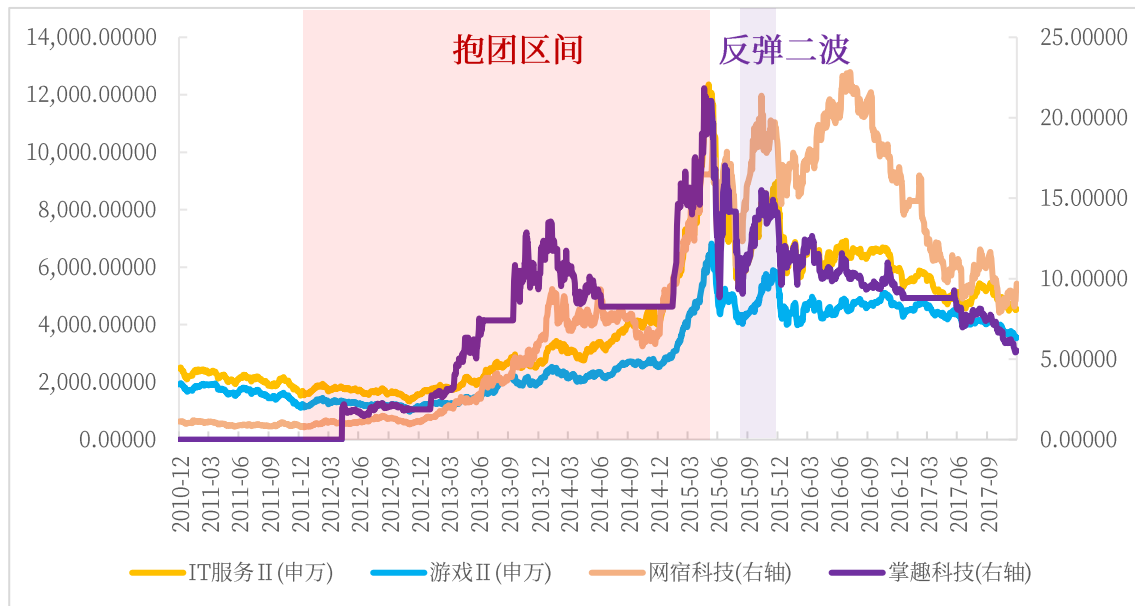
资料来源：Wind，中航证券研究所整理

图7 第二轮切换至第三轮抱团



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

图8 第一轮抱团——TMT，反弹二波



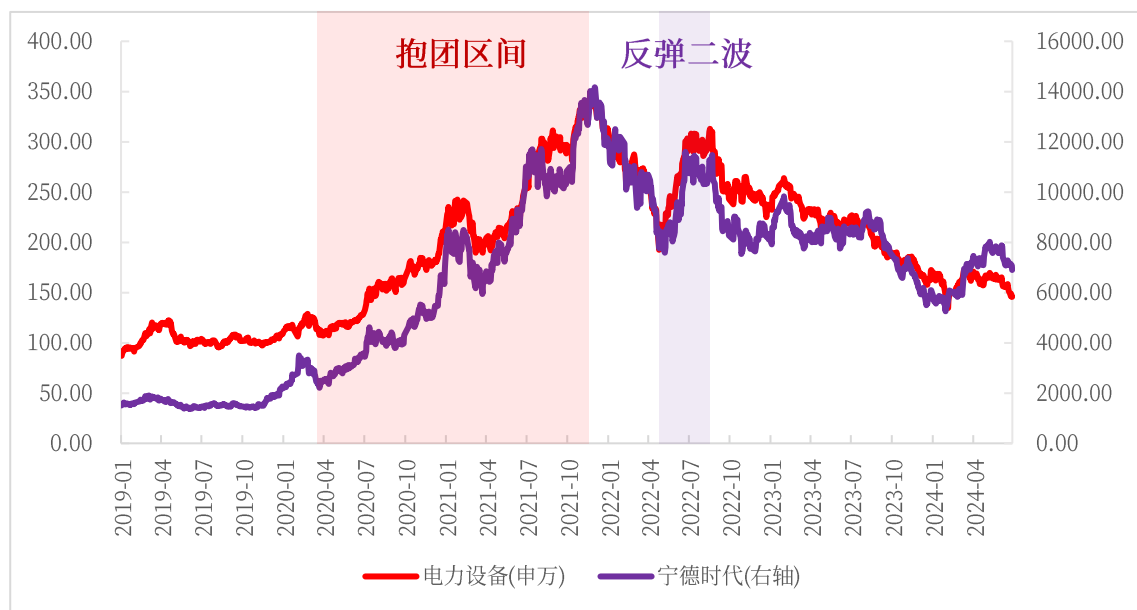
资料来源：Wind，中航证券研究所整理

图9 第二轮抱团——白酒，反弹二波



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

图10 第三轮抱团——新能源，反弹二波



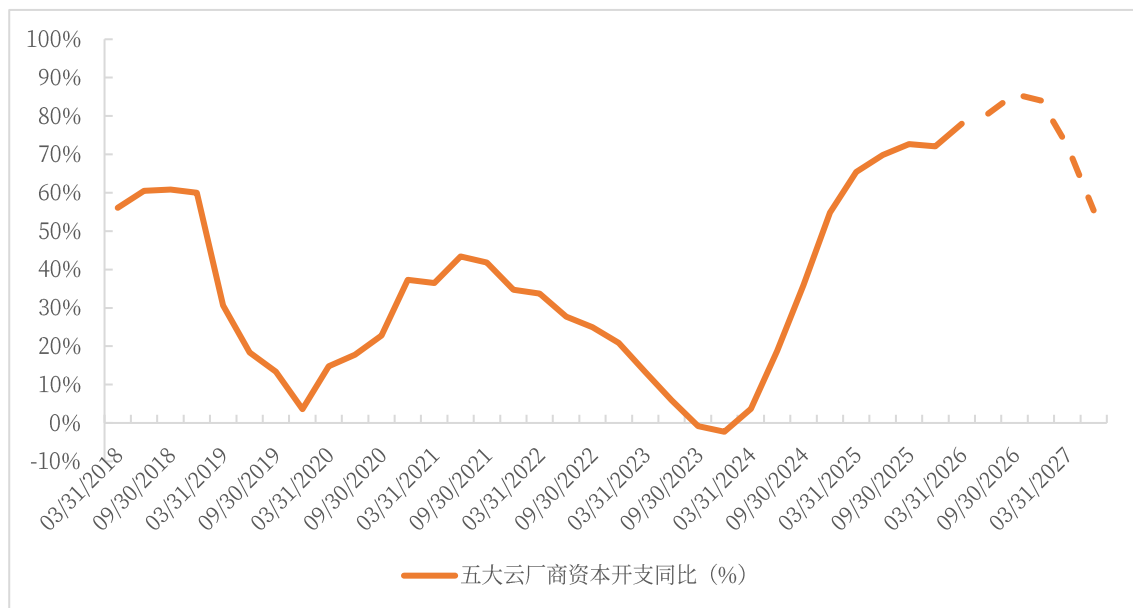
资料来源：Wind，中航证券研究所整理

本轮 A 股 AI 硬件抱团行情，业绩已从最初的光模块逐步扩散，更多细分行业基本面呈现改善趋势或迹象。但考虑的 A 股抱团行情往往对于业绩拐点提前预演，因此需捕捉业绩领先指标。

AI 硬件盈利来自中下游对于算力、存储等资本开支，云厂商资本开支是产业链需求代表性前瞻指标。自本轮 AI 行情开启以来，全球五大云厂商资本开支增速持续攀升。每个财报季，五大云厂商均将对未来资本开支更新指引。根据当前预测数据，五大云厂商资本开支增速震荡上行态势将持续至 2026 年末。远期增速回落部分源于公司尚未提供对应期间的资本开支指引，彭博一致预期更多基于分析师假设，未来或将随公司指引持续更新而动态修正。因而后续即将到来的中报季或将成为验证产业趋势的重要窗口，需密切关注后续五大云厂商等科技巨头对资本开支的计划与表态，其边际变化或将成为影响行情走势的关键变量。

进一步，从第一性原理来看，本轮 AI 硬件盈利来自中下游对于算力、存储等资本开支，因此 AI 大模型或应用若能实现盈亏平衡，则市场对于资本开支的持续性担忧有望得到缓解。根据《华尔街日报》5 月 20 日报道，Anthropic 有望在二季度迎来首个季度盈利，后续重点跟踪。

图11 五大云厂商资本开支同比（单位：%）



资料来源：Bloomberg，中航证券研究所整理（注：五大云厂商为亚马逊、谷歌、微软、Meta、甲骨文，自 2026.6.30 开始的黄色虚线为彭博统计分析师预测值。远期增速回落部分源于公司尚未提供对应期间的资本开支指引，Bloomberg 一致预期更多基于分析师假设，未来或将随公司指引持续更新而动态修正。）

## 投资建议：

往后看，美伊再度出现扰动，同时市场关注美联储动向及业绩基本面，短期 A 股整体或为震荡。结构上，当前市场风格再均衡中，近期国内外科技巨头 IPO、增发将陆续落地，随后财报季海外云厂商巨头将给出资本支出新指引，AI 科技主线短期调整后有望回归。

## 风险提示：

- 1.国内政策推行不及预期；
- 2.地缘政治事件超预期；
- 3.海外流动性宽松不及预期。

## 公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。  
增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。  
持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。  
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。  
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。  
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

## 研究团队介绍汇总：

中航证券策略团队：站在总量研究的高度，以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维，对实际投资更具指导意义。

## 销售团队：

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003  
李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012  
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001  
李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

## 分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

## 免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。本报告仅供中航证券客户使用，未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人或其他渠道。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任并有权追究转载方的法律责任，包括但不限于立即停止未经授权的转载行为，通过公开声明或其他方式消除因侵权行为造成的不良影响、要求承担赔偿责任等。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558

传 真：010-59562637