

策略周评 20260726

如何把握后续的科技硬件修复机会

2026 年 07 月 26 日

■ 流动性维度看，2026H2 市场将从“成长绝对占优”进入风格拉锯状态，但 AI 产业趋势仍留有想象空间

成长风格的顶部往往是流动性预期的拐点和产业趋势拐点共振决定的。7 月以来的剧烈调整之后，关于“科技是不是见顶了”的讨论声越来越多。首先今年的确是全球流动性拐点，日、欧、韩等央行进入加息周期，美联储货币政策预期边际收紧，“钱比货多”的阶段已到本轮周期尾声，这决定了市场要从“成长股强势占优”的风格逐渐进入一个风格拉锯的状态，类似 Q2 那样“科技硬件虹吸其他”的行情或难以复刻。对于后者，我们在《科技硬件的争议和机会》中分析过，AI 产业趋势并没有“大是大非”层面的证伪，问题更多在于 Coding 之后 AI 商业化空间进一步拓宽需要等待更多产品和数据来验证，争议点诸如“产业链利润如何分配”、“如果 AI 渗透放缓，Capex 的资本效率可能需要重新审视”等，更多是原有景气叙事计价饱和、边际买盘减少，资金面有消化拥挤度诉求、反过来把悲观的声音放大。

■ 科技硬件大概率还有一段修复行情，修复的契机可能在于板块资金面矛盾充分缓解后、对产业利好信息重新变的“敏感”，以及潜在的加息预期回摆机会

从历史经验看，一轮完整的大小、价值成长风格切换，周期普遍在半年至一年，不会依靠单一月度数据、短期宏观信号快速完成。这次科技硬件的快速调整，也很难认为行情“彻底结束”。

流动性层面看，目前市场对联储加息的预期先向上演绎，已经预计美联储下次会议加息概率为 38%，并完全消化 9 月 16 日会议加息预期，而本次加息预期的强化和美伊对抗升级有直接关联，客观上来讲，输入性通胀不同于内生粘性通胀，加息难以有效解决，所以当前比较紧俏的加息预期并非完全没有回摆空间。

产业趋势层面看，目前这种“筹码拥挤放大逻辑瑕疵”的矛盾并不“新鲜”。AI 过去几次调整中的叙事争议均被产业端数据的爆发打破质疑，股价开启新一轮趋势行情：例如 2025 年 2 月 DeepSeek-V2 发布后一度引发市场“算力过剩”的担忧，再叠加“对等关税”引发的全球资金面恐慌，纳指/SOX 分别回撤超过 20%/30%，但随后一个季度 CSP 大幅上修资本开支、算力需求侧发现“杰文斯悖论”奏效，科技硬件新趋势行情开启。2025 年 10 月末开始，由于年内 Agent 发展始终不及预期、Capex 可持续性的争议放大，纳指进入震荡调整状态，而随垂类 Agent 率先爆发的场景 Coding 在今年开始贡献 ARR 增长，3 月末算力方向开启新一轮趋势行情。目前来看，OpenRouter 数据显示 Token 消耗量还在上行趋势中，7 月 10 日 GPT-5.6 上线后，OpenAI 旗下产品 Codex 的用户规模呈现爆发式增长，这些积极信号发生在股价回调过程中，尚未被投资者充分关注。

■ 更长时间维度来看，投资层面对于 AI 中下游的重视度应当提升

2026 年不论是全球云厂商还是北美 5 大 CSP 口径下的资本开支增速均在 70%左右，但按照当前预期，明年的 Capex 同比增速将低于 25%，也就是如果没有进一步上修，则受益于资本开支的上游环节，整体增速出现断崖式下降。从产业发展“第一性”逻辑来看，BOM 成本进一步上涨、产业链利润分配倒挂也是不可持续的，终局视角下，上游品种需要基础设施化、为中下游释放利润空间。这意味着往明年去看，中游、下游的关注度需要提升，谁有更强的用户粘性和生态壁垒，谁有更强的议价权锁定利润，是下一阶段更重要的议题。

而成长股定价最核心的是盈利“二阶导”，盈利增速的预期一旦出现拐点，往往趋势行情就进入了尾部阶段、博弈性会逐渐增强，故至少从β层面看，上游 Capex 受益环节已经不适合像今年二季度这样看做是“强势普涨机

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

证券分析师 孔思迈

执业证书：S0600526070006

kongsm@dwzq.com.cn

相关研究

《大幅加仓 AI 硬件，双创配置比例首次超过主板——2026Q2 公募基金持仓分析》

2026-07-23

《7 月港股强势领跑，未来能否延续？——港股周观点》

2026-07-21

会”，当然细分环节各自所处的周期位置以及在 BOM 成本中的占比变化趋势有差异， α 层面可精细化管理。

■ 科技硬件修复的核心：重“量”不重“价”，甄别技术壁垒，对“涨价线”品种尤其要去伪存真

6 月科技硬件行情中，最强势的是“涨价”品种。“涨价”的逻辑来自阶段性供需错配，靠产品涨价实现超额收益的品种天然带有周期属性；演绎形式的差别只在于：是强周期、弱周期、长周期，还是被技术 / 行政壁垒拉长景气区间的“慢周期”，万变不离其宗，即便是叠加了科技属性，扩产难度增加、建设周期更长，也很难“例外”的彻底摆脱底层周期规律的约束。

周期品行情的特征是股价顶往往领先于基本面顶。股价是未来现金流折现、定价的是预期，而财报展现的基本面是过往经营结果、具有滞后性，处于两者中间的是现货价格。即通常情形下完整的演绎顺序是“预期拐点（股价顶）→ 现货价格拐点 → 单季利润增速拐点 → 净利润绝对值峰值（基本面顶）”。如果预期未来一年中的某个时间点商品端价格见顶，则股价隐含的未来盈利中枢就可能已经率先见顶，“见到供需格局明确恶化”再去做卖出决策是一种右侧退出，大概率要承受一波回撤。一个典型的例子是锂矿：锂矿股价的“双顶”分别出现在 2021 年 9 月和 2022 年 6 月，碳酸锂价格的“双顶”则要推迟 2 个季度，分别出现在 2022 年 3 月和 2022 年 11 月，锂矿企业净利润在 2022 年 Q4 抵达周期峰值，而待财报数据公布时间则有进一步的时滞。

那为什么涨价品种在主升阶段的行情演绎如此“疯狂”？在商品涨价周期的前半段行情处于叙事顺风状态，资金习惯性高估扩产壁垒和景气时长，乐观者甚至默认涨价具备持续性并使用 PE 估值法，随着商品价格的不断上涨、预期 EPS 抬升，动态 PE 反而变得更加便宜，进入“低估值陷阱”。但随着涨价趋势进入中后期，高额利润吸引供给侧扩产，或者即便是寡头垄断行业，若出现下游难以吸收高成本、价格向终端传导不畅，也会倒逼上游重新议价，或者进行扩产。一旦市场看到清晰的新增产能投放时间表，资金会逐渐开始计价“景气不可永续”，估值框架逐步从 PE 切换向 PB，其隐含的逻辑是：本轮超额利润来自供需阶段性错配，属于一次性景气红利，无法长期维持，最终只基于一次性的净资产增值定价，而非永续盈利溢价。这时再去用顶峰利润算 PE，就会显著低估股价下行风险。

所以接下来科技硬件的修复行情中，最有确定性的，是前一波行情中“量增”逻辑主导、没有计入或较少计入涨价预期的品种。但这并不意味着“涨价线”完全没有机会了，由于扩产壁垒、扩产意愿不同、在产业链中的生态位不同，各细分所处的周期位置也不尽相同，“刚需配套扩产”和“无序跟风扩产”对于价格预期的影响也大相径庭，更何况在 7 月的一波“急跌”中很多标的已经把此前隐含的涨价预期回吐。

需要仔细甄别是“紧缺真的难以缓解”还是“行情炒作中扩产难度被高估”，关注几个点：

- 第一，产业链生态位决定了公司的“议价权”，进而决定了利润是否会被挤压，比如一些中游环节，如果只是赚取“低位囤货的一次性存货收益”，则产业链价格环比增速放缓时，无需等到财报公布、股价可能提前开始“杀逻辑”。
- 第二，资源禀赋壁垒、技术工艺壁垒比“扩产意愿”的约束更强，如果扩产壁垒高、难以出现大量的“跨界玩家”加入供给，则存量玩家可以享受相对更久的高价红利。已经出现规模性扩产计划的，即便产能实际落地周期可能要更久，行情博弈性也会增强，需要提前关注风险。
- 第三，在 Token 降本诉求之下，如果某些高价环节难以改善供需矛盾，则非刚需场景下也许会“退而求其次”，需要警惕替代技术路线的诞生和使用，例如新能源产业趋势中的磷酸铁锂。

第四，部分细分环节的供给壁垒在于高端料号，但上一轮“涨价”行情中计价了低端料号由于产能被挤占而导致的供需错配，而后续科技硬件修复机会需要“去伪存真”，在投资者重估审视之下，低端料号部分的涨价很可能面临“去水分”

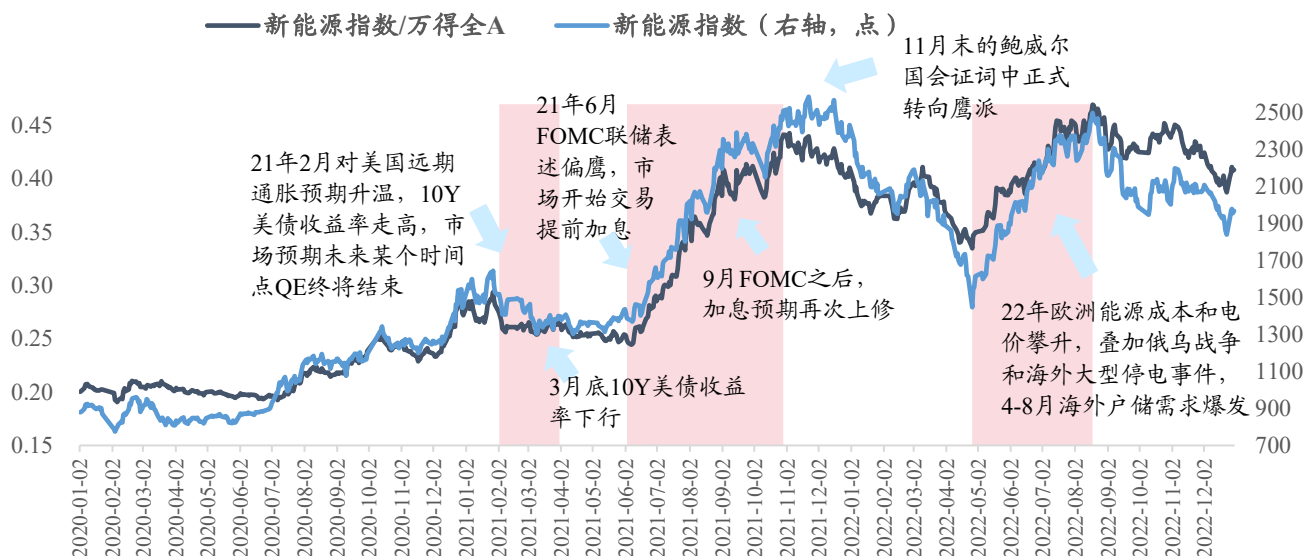
所以综合前述分析，我们认为展望后市，在资金面矛盾改善后，科技硬件板块将出现“分化”式的修复，最具确定性的是“量增”逻辑主导的细分环节龙头，其次是高供应壁垒真实存在、中期难以缓解的细分，该类环节如果出现了部分场景下的替代技术路线，则需要适当降低预期。对于已经出现规模性扩产计划、或者供给难度明显被高估的方向，建议保持谨慎。具体的，我们建议关注：

第一类：量增逻辑主导的方向，如光模块龙头，半导体设备、国产算力、CPU、AI相关 PCB

第二类：技术/工艺/资源禀赋壁垒高的环节，如 EML 光芯片、磷化铟衬底需要相对降低预期的“涨价线”，包括光棒、存储模组、MLCC、铜箔、电子布等。

- 总结：我们认为 A 股风格切换已经是“进行时态”，但并不意味着科技行情彻底结束，只是“全面押注科技”不再是最优解。从产业趋势角度，中长期来看需要增加对 AI 中下游环节的重视度；随资金面矛盾边际改善，上游硬件方向在下半年有望迎来分化修复机会，优选量增逻辑主导的方向，以及供给壁垒高且难找到替代技术路线的细分，“涨价线”中部分环节高估了远期供需矛盾，需要适当降低预期、去伪存真。
- 风险提示：经济复苏节奏不及预期；政策推进不及预期；地缘政治风险；海外政策不确定性；产业进展节奏不及预期等

图1：成长风格的顶部往往是流动性预期的拐点和产业趋势拐点共振导致（单位：点）



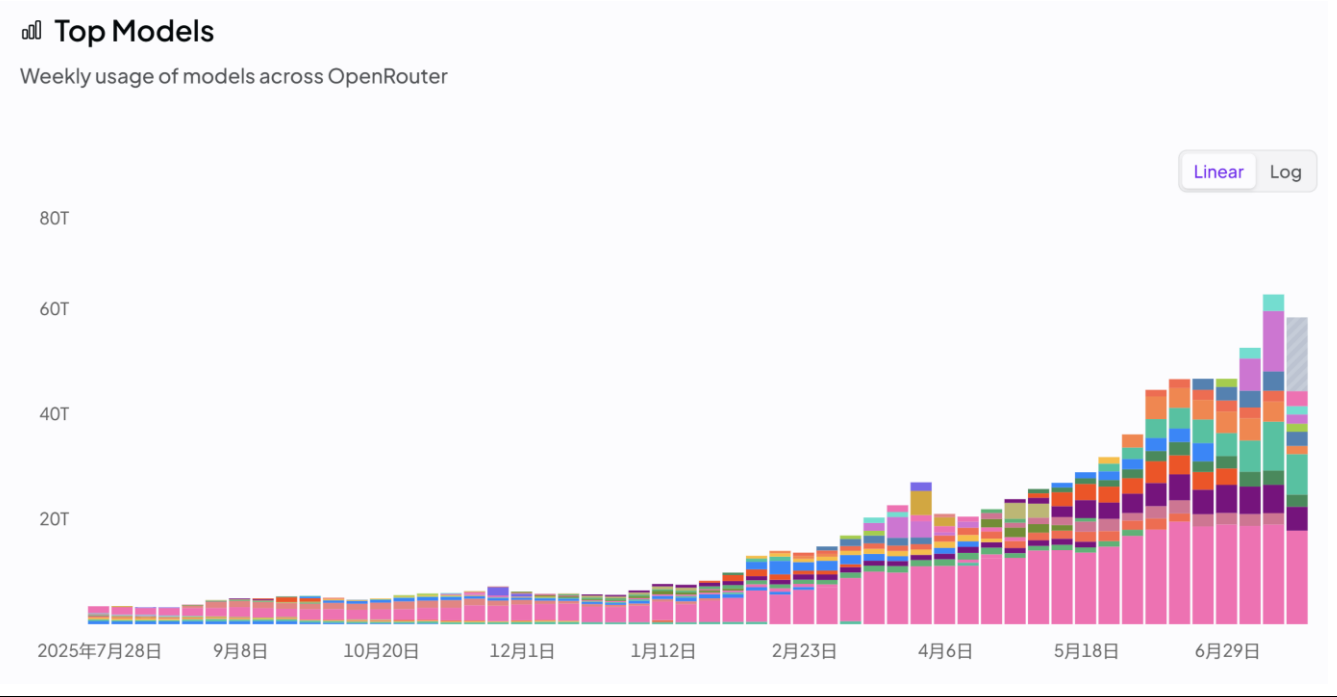
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2025年以来的几次AI产业争议，最终被强劲的需求增长数据化解，新一轮趋势行情开启（单位：点）



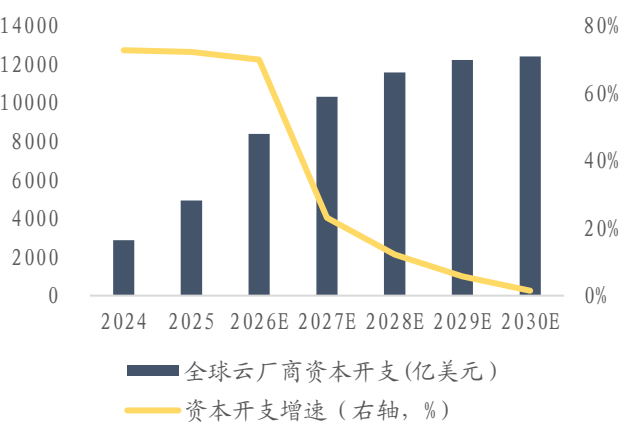
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3: Token 消耗量还在增长趋势中



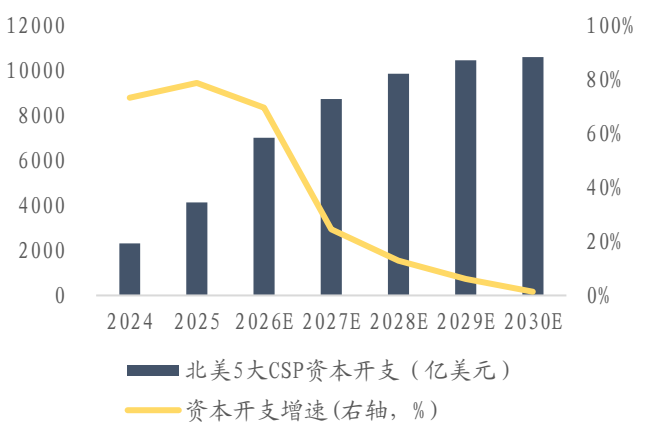
数据来源: OpenRouter, 东吴证券研究所

图4: 全球云厂商资本开支增速 2027 年明显放缓



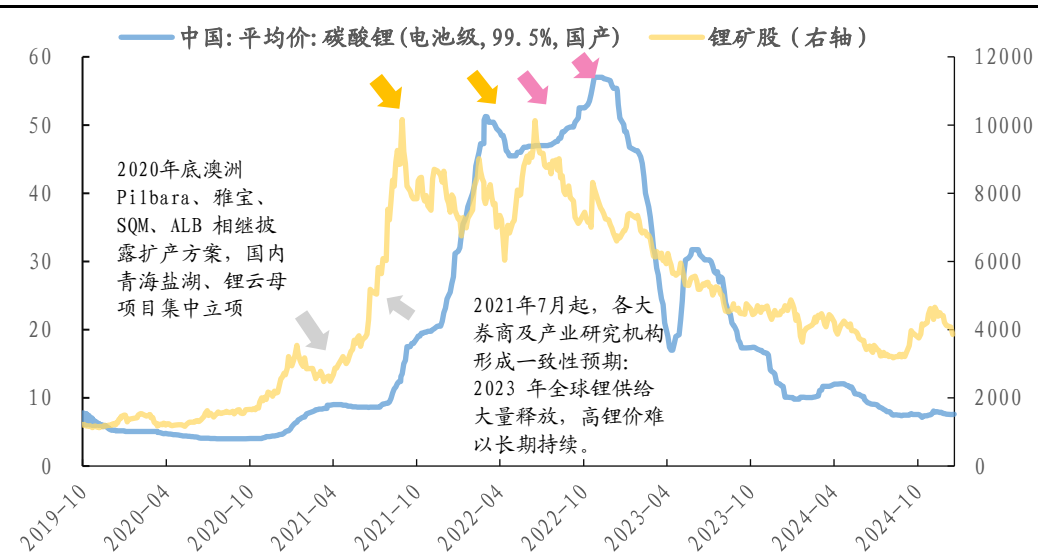
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图5: 北美 5 大 CSP 资本开支增速 2027 年明显放缓



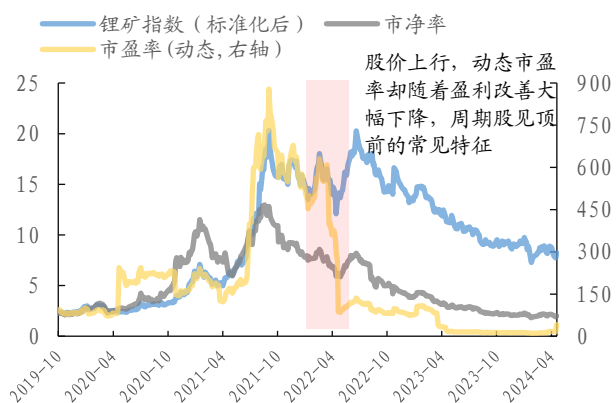
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图6：锂矿股行情顶领先于商品价格顶，行情的两个顶分别出现在2021年9月和2022年6月（单位：元/吨；点）



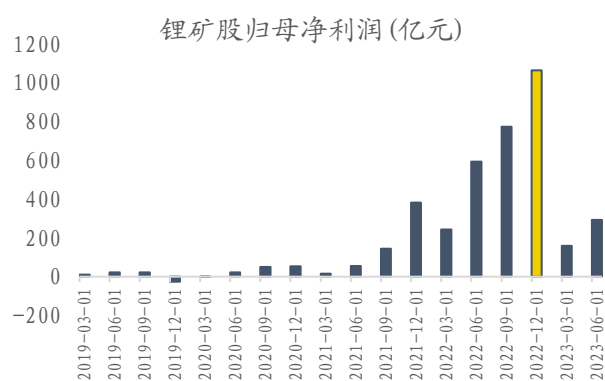
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：周期涨价行情的后半段，常出现“低估值陷阱”



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：锂矿股归母净利润高点在2022Q4出现



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：锂矿股采用的是Wind锂矿主题数

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>