

策略周报

再议科技 M 顶：科技第二波何时来？

核心观点

核心结论：①高景气行业顶部呈 M 型，两个高点相距 4-5 个月，右侧次高点能达到左侧高点的 8-9 成。②M 顶第二波机会需要产业层面分歧消除且拥挤度回落，目前 AI 科技 M 顶第二波行情的启动因素正在累积。③扰动后 A 股牛途继续，结构上均衡布局，成长或向 AI 应用扩散，重视红利，以及基本面较优的医药券商、受益政策的内需。

高景气行业股价领先基本面 1-1.5 年见顶，顶部呈现 M 型。以过去二十年六个高景气行业为例，股价顶点领先 ROE 高点平均约 13 个月。这是由于市场在景气上行期已提前交易远期利润，当预期被线性外推至较高水平后，即便业绩仍在增长，股价也会对利好钝化。因此，当基本面数据正式确认见顶时，股价往往已经完成了一轮主要调整。但经历一轮回撤后，产业层面仍有较好业绩兑现，市场叙事再度转向乐观，股价也会大幅反弹、并形成 M 型顶部的次高点，M 型顶部的次高点也具有布局意义。

M 顶绝对高点形成主因产业不利变化压缩远期预期，且交易趋于极致。高景气行业主升浪阶段估值和拥挤度共同升温。而随着产业层面的扰动导致市场对行业景气度的远期预期从共识走向分歧时，股价步入明显回调，期间调整幅度均值为 41.5%，调整时间短则 1-2 个月、长则达 7-8 个月。

如何迈向次高点？——估值成交回归合理，产业层面担忧消除或出现新催化。首先，高景气行业估值和拥挤度需要回到合理水平。不过绝对高点后即使估值已明显压缩，也不是行情止跌向上的必要条件，还需要看到前期产业担忧消除，或是新需求快速增长带来新一轮的预期上修，进而推动高景气行业股价迈向 M 顶的次高点。此外，若 M 顶与牛熊切换恰好同步时，需等待熊市宏观冲击的减弱，高景气行业行情次高点才会出现。

AI 算力硬件等领域或已处 M 顶区域，第二波行情启动条件正在逐步累积。当前 AI 算力硬件或已步入顶部区域，M 顶左侧高点可能已经出现，接下来需要关注的走向右侧高点的条件是否已经具备。第一，AI 算力硬件跌幅已经明显，但交易指标回落幅度尚不大。第二，CSP 财报后市场对资本开支持续性的担忧略缓解、但未消除。AI 算力硬件第二波行情启动条件仍在累积，眼下或处磨底阶段，未来一是需关注 AI 收入端高增能否持续；二是关注能否出现类似 26 年初 Agent 爆发的新叙事催化，带动整体科技板块新一轮的预期抬升。

扰动后 A 股牛途继续，均衡布局是牛市中后期应对之道。7 月以来 A 股震荡回调，主因近期外部扰动较多，属于牛市中后期的正常调整。展望未来，海内外宏观积极因素支撑下，A 股牛市有望向纵深演绎。结构上，关注成长板块内部扩散，以及红利、内需相关领域。

风险提示：美联储紧缩预期大幅升温，国内经济修复出现波动。

策略研究 · 策略周报

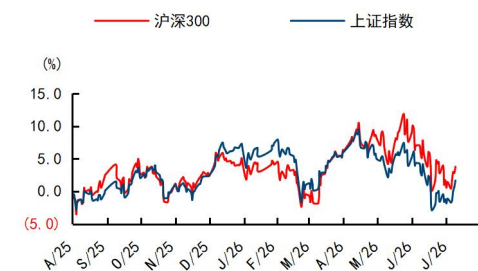
证券分析师：吴信坤 021-61761046
wuxinkun@guosen.com.cn
S0980525120001

证券分析师：杨锦 021-61761017
yangjin1@guosen.com.cn
S0980526020001

基础数据

中小板/月涨跌幅(%)	8855.04/-5.16
创业板/月涨跌幅(%)	3563.12/-8.92
AH 股价差指数	122.52
A 股总/流通市值(万亿元)	97.26/88.54

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《策略周报-美国宣布对含多晶硅等产品加征 15% 关税——每周海内外重要政策跟踪》——2026-08-07

《策略周报-融资规模已回落至 4 月初水平——7 月第 4 周立体投资策略周报》——2026-08-03

《策略周报-恒指周线 5 连阳，哪些资金在买？——7 月第 4 周全球外资周观察》——2026-08-01

《策略周报-韩国监管计划引入个人投资上限举措——每周海内外重要政策跟踪》——2026-07-31

《策略周报-7 月以来电子持续去杠杆——7 月第 3 周立体投资策略周报》——2026-07-27

内容目录

再议科技 M 顶：科技第二波何时来？	4
风险提示	11

图表目录

图 1: 高景气行业股价顶点领先基本面顶点约 1-1.5 年, 且顶部呈现 M 型	4
图 2: 高景气行业 M 顶绝对高点时估值水平已经较为极致	5
图 3: 高景气行业 M 顶绝对高点时交易热度已经较为极致	5
图 4: 21 年硅料、碳酸锂价格大幅上行	6
图 5: 21 年光伏上游硅料涨价压制下游企业盈利	6
图 6: 高景气行业 M 顶区域 PE 估值变化	7
图 7: 高景气行业 M 顶区域 PB 估值变化	7
图 8: 高景气行业 M 顶区域换手率变化	7
图 9: 22 年光伏出口高增, 出口价格也有所抬升	7
图 10: 22 年 5-7 月新能源车销售增速明显回升	8
图 11: 15 年底 A 股融资交易热度回落至相对健康水平	8
图 12: 当前 AI 算力板块估值、交易热度仍较高	9
图 13: 云厂商云业务收入增速继续高速增长	9
图 14: 云厂商剩余履约义务 VS 资本开支 2026E	9
图 15: 云厂资本开支占经营性现金流比重大幅抬升	9
图 16: 北美云厂 26Q2 资本开支增速继续高增	9
图 17: 全球机器人市场规模有望快速增长	10
图 18: 今年上半年创新药 BD 交易金额继续提升	10
图 19: 一线城市二手住宅价格呈现回稳趋势	10
图 20: AI 算力、能源转型等新兴需求快速增长	10

我们在前期报告中分析过，A 股高景气行业股价顶部往往呈现“M 顶”形态，这一次科技行情或也不例外。6 月下旬以来电子、通信等 AI 科技板块大幅调整，近期行情有所企稳，很多投资者对科技的第二波行情何时启动讨论升温。那么历史上高景气行业 M 顶的第二波行情如何演绎？AI 科技行情第二波机会启动需要关注什么？本文对此进行分析。

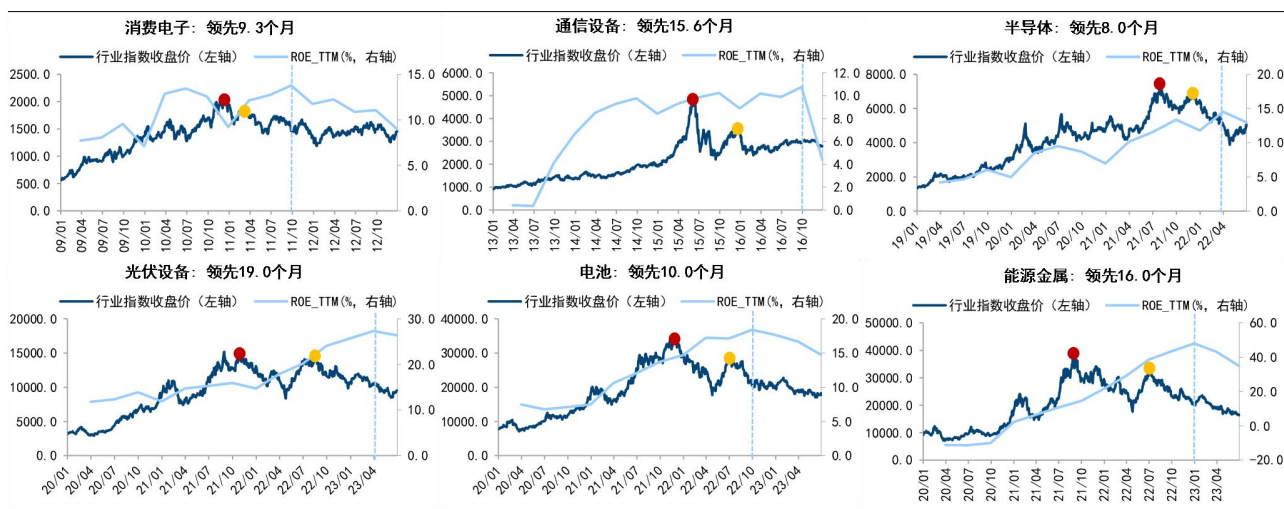
再议科技 M 顶：科技第二波何时来？

高景气行业股价领先基本面 1-1.5 年见顶。高景气行业的股价通常领先基本面见顶，顶部往往呈现 M 型。此前我们在报告《二十年六大景气行情启示：本轮 AI 何时见顶？-20260709》中分析过，以过去二十年六个高景气行业为例，股价顶点领先 ROE 高点平均约 13 个月。这是由于市场在景气上行期已提前交易订单、价格和远期利润，当预期被线性外推至较高水平后，即便业绩仍在增长，股价也会利好钝化。因此，当基本面数据正式确认见顶时，股价往往已经完成了一轮主要调整。

高景气行业顶部往往呈现 M 型，次高点也有布局意义。从历史数据看，六大高景气行业股价绝对高点出现后均明显调整，估值和拥挤交易同步收缩。但经历一轮回撤后，产业层面仍有较好业绩兑现，市场叙事再度转向乐观，股价也会大幅反弹、并形成 M 型顶部的次高点。从上涨空间上看，从 M 顶的低点到次高点之间，6 个行业涨幅均值为 54.3%、中位数为 60.5%，且 M 顶的次高点/绝对高点比值的中位数为 87.1%，均值为 86.9%，因此 M 型顶部的次高点也具有布局意义。

M 顶两个顶点分别对应市场对同一轮产业景气的两次定价：绝对高点反映高增长预期被集中定价后的透支，次高点则验证回撤后产业趋势是否仍能继续兑现。那么 M 顶的绝对高点为何会从景气交易转为预期收缩？高景气行业 M 顶具备重新布局机会、并向次高点演绎前，需要关注什么？

图1：高景气行业股价顶点领先基本面顶点约 1-1.5 年，且顶部呈现 M 型



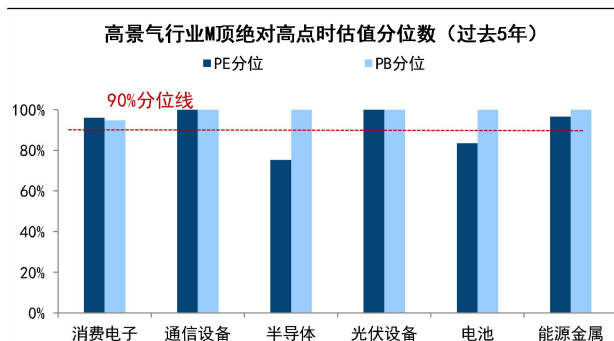
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理，注：红色点为 M 顶绝对高点，橙色点为 M 顶次高点。

M 顶绝对高点形成主因产业不利变化压缩远期预期，且交易趋于极致。在高景气行业主升浪阶段，市场将行业订单高增和利润释放线性外推至远期，估值和拥挤度共同升温。6 个高景气行业股价绝对高点时 PB 已处于近五年极值水平，成交额占比和换手率分位数也处在 95-100% 的极高热度区间。

而随着产业层面的扰动导致市场对行业景气度的远期预期从共识走向分歧时，股价对利好钝化，步入明显回调，期间调整幅度均值为 41.5%，调整时间短则 1-2 个月、长则达 7-8 个月。例如 15 年部分运营商 4G 资本开支边际下滑；又如 22 年碳酸锂、硅料价格大幅上行压缩中下游利润，光伏组件端盈利能力承压，加剧市场对光伏锂电上游成本抬升、压制需求的担忧。当高景气行业拥挤度过高、远期盈利预期出现分歧时，股价开始对利好钝化并明显调整。M 顶绝对高点后 6 个行业平均跌幅为 41.5%、跌幅中位数为 46.6%，调整时间均值为 4.6 个月、中位数为 4.1 个月。

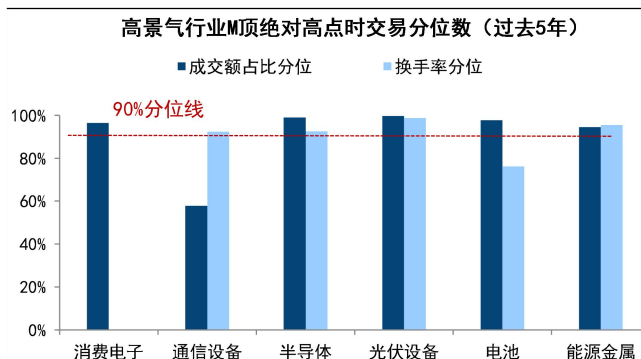
此外，若高景气行业出现绝对高点时与牛熊切换同步，调整幅度和时间均会更大。前述 6 次高景气行业行情中，15 年通信设备、21-22 年光伏设备、电池和能源金属这 4 次行情的 M 顶与牛熊切换同时出现。具体而言，2015 年中 A 股去杠杆冲击下市场走熊，与通信设备见顶同步；2022 年俄乌冲突、疫情扰动下 A 股出现牛熊转换，电池、能源金属和光伏设备行业也在此期间步入 M 顶区域。上述四个行业 M 顶绝对高点后的平均调整幅度为 50.6%、调整时间为 6 个月，这明显高于 10 年消费电子和 21 年半导体调整幅度的 23.2%、时间的 1.8 个月。可见牛熊切换时，高景气行业的股价调整和估值压缩会被风险偏好下降放大。

图2：高景气行业 M 顶绝对高点时估值水平已经较为极致



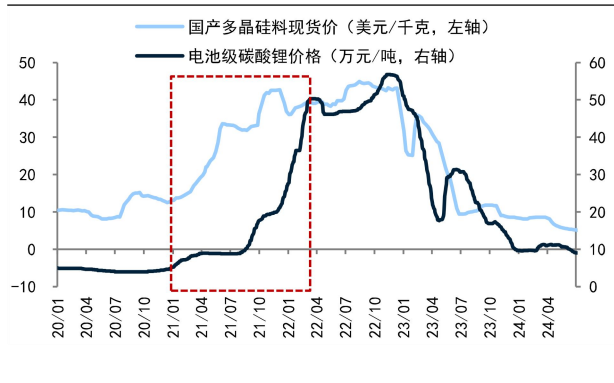
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：高景气行业 M 顶绝对高点时交易热度已经较为极致



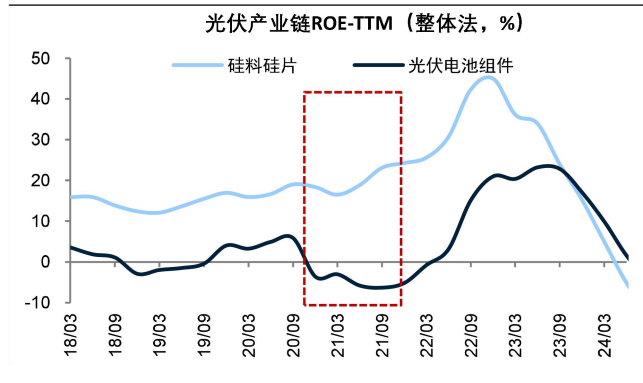
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4: 21 年硅料、碳酸锂价格大幅上行



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 21 年光伏上游硅料涨价压制下游企业盈利



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表1: 高景气行业 M 顶区域与牛转熊同步时，绝对高点出现后的跌幅更大、下跌时间更长

高景气行业	M 顶时市场环境	M 顶绝对高点时间	M 顶中低点时间	期间跌幅	下跌时间（月）
消费电子	牛市	2010-12-20	2011-01-24	-23.4%	1.2
通信设备	牛转熊	2015-06-12	2015-09-15	-53.9%	3.2
半导体	牛市	2021-07-30	2021-10-12	-23.1%	2.5
光伏设备	牛转熊	2021-08-30	2022-04-26	-44.9%	8.0
电池	牛转熊	2021-11-29	2022-04-26	-48.4%	4.9
能源金属	牛转熊	2021-08-31	2022-04-26	-55.2%	7.9
均值				-41.5%	4.6
中位数				-46.6%	4.1

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

如何迈向次高点？——估值成交回归合理，产业层面担忧消除或出现新催化。M 顶中次高点相较阶段性低点仍具备可观涨幅，行情性质并非单纯的超跌反弹，而是估值和拥挤度回到合理水平后，市场对盈利趋势、产业催化及风险约束边际改善的再次定价。

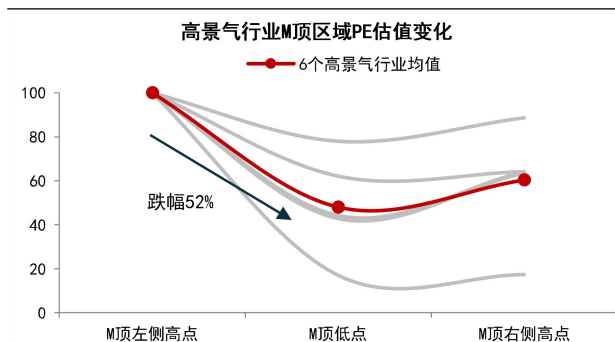
高景气行业估值和拥挤度需要回到合理水平。当高景气行业 M 顶的绝对高点出现后，估值伴随股价一同回落，且估值回落的幅度更深，体现市场对前期过于乐观预期的明显修正。6 个行业 PE 跌幅均值为 52%、PB 为 50%，均高于股价跌幅均值的 41%。大幅回撤后，PE/PB 过去 5 年分位数由极端值分别回到 40-60%、50%-70% 的中高水位。此外，前期的交易高热度也出现降温，成交额占比和换手率降幅均值近 40%。

高景气行业 M 顶低点走向次高点的决定性因素，是产业担忧消除，或新需求、技术催化，带动盈利预期重新上修。绝对高点后即使估值已明显压缩，也不是行情止跌向上的必要条件，还需要看到前期产业担忧消除，或是新需求快速增长带来新一轮的预期上修，才能使得市场由“担心高景气不可持续”转向“盈利增速仍

可兑现或再加速”，进而推动高景气行业股价迈向 M 顶的次高点。具体来看，11 年初受智能手机出货量继续高增催化，消费电子止跌反弹并于 11/03 出现 M 顶次高点；22 年光伏海外需求高增、价格抬升实现硅料的成本传导，且市场对硅料产能释放的预期回升，催化光伏板块股价上行；同期国内复工复产加速，22 年 5-7 月新能源车销量增速均高于 100%，带动电池、能源金属于 22/07 出现次高点。

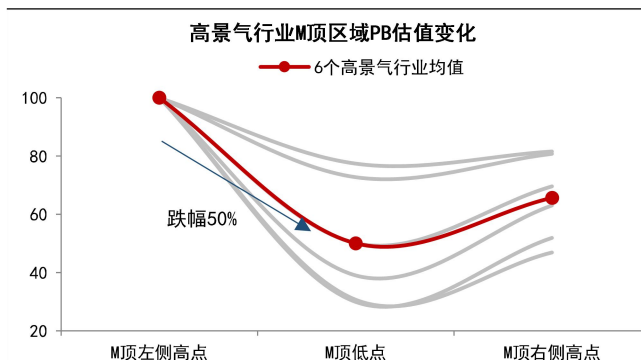
此外，若 M 顶与牛熊切换恰好同步时，需等待熊市宏观冲击减弱，高景气行业行情次高点才会出现。具体来看，15 年去杠杆导致 A 股微观资金面出现负反馈，股市经历牛转熊，直到 15 年末融资买入额占全 A 成交比重回落至 8% 左右的较为健康水平，通信设备才止跌。22 年俄乌冲突后美联储货币政策收紧，国内基本面也受到疫情冲击，A 股步入熊市；随后 22/04 时疫情扰动逐步减弱，国内政策加力之下股指企稳回升，光伏、锂电等基本面弹性更大的高景气行业开始迈向 M 顶的次高点。

图6: 高景气行业 M 顶区域 PE 估值变化



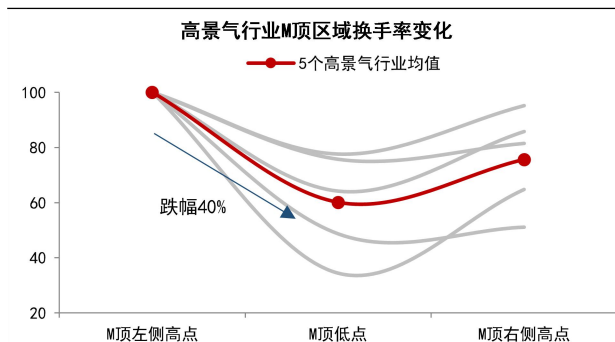
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理, 注: M 顶左侧高点 PE 标准化为 100

图7: 高景气行业 M 顶区域 PB 估值变化



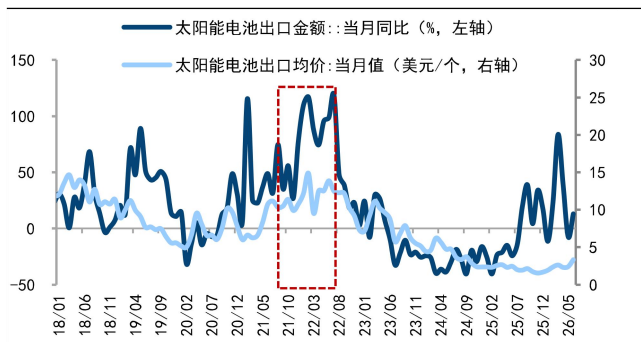
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理, 注: M 顶左侧高点 PB 标准化为 100

图8: 高景气行业 M 顶区域换手率变化



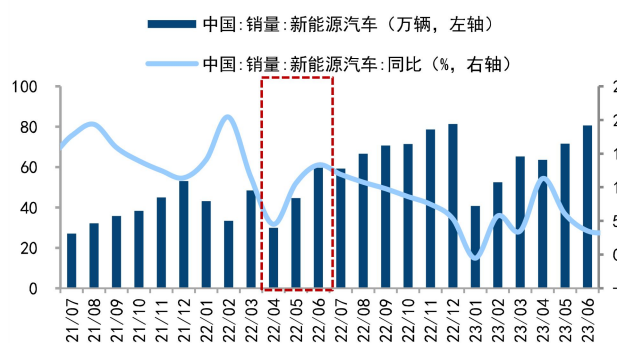
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理, 注: 此处消费电子缺少换手率数据, M 顶左侧高点换手率标准化为 100

图9: 22 年光伏出口高增, 出口价格也有所抬升



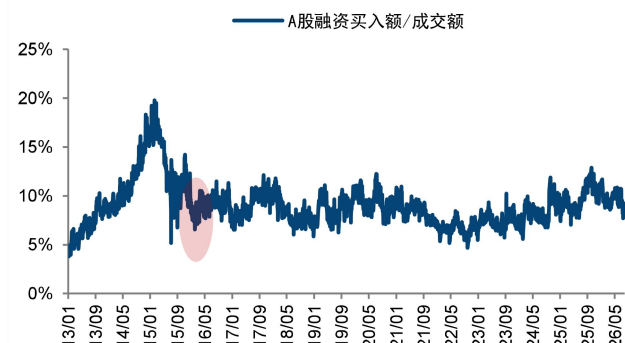
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 22 年 5-7 月新能源车销售增速明显回升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 15 年底 A 股融资交易热度回落至相对健康水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

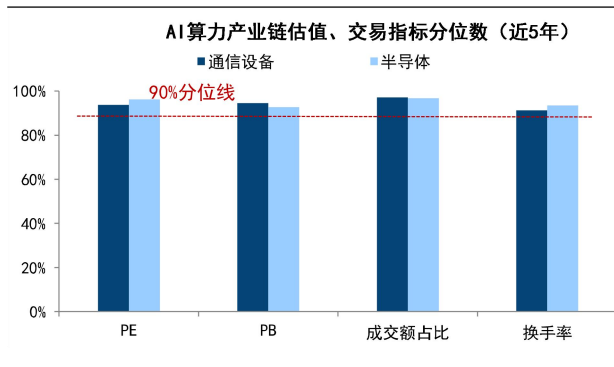
AI 算力硬件等领域或已处 M 顶区域，第二波行情启动条件正在逐步累积。今年 6 月以来，市场对 CSP 资本开支可持续性担忧明显升温，全球 AI 科技硬件板块大幅回调，A 股通信设备和半导体行业也大幅回落。若借鉴高景气行业行情的历史规律，当前 AI 算力硬件或已步入顶部区域，M 顶左侧高点可能已经出现，接下来需要关注的走向右侧高点的条件是否已经具备。

第一，AI 算力硬件跌幅已经明显，但交易指标回落幅度尚不大。目前通信设备自 6 月下旬以来最大回撤 45%、半导体为 42%，显示前期过于乐观预期的线性外推已有明显修正。但估值和交易热度指标仍处于历史极高水平，截至 26/08/07，通信设备和半导体 PE/PB、成交额占比、换手率等估值交易指标仍处于近 5 年 90% 以上分位。

第二，CSP 财报后市场对资本开支持续性的担忧略缓解。最新季报显示北美 CSP 资本开支持续高增，26Q2 北美四大 CSP 资本开支同比增速达 87%，26 年全年资本开支指引上调至超 7300 亿美元。同时 CSP 云业务收入大幅增长，谷歌、亚马逊和微软 26Q2 云业务收入增速达 38.5%，较 Q1 的 33.6% 继续抬升；并且云厂披露的剩余履约义务数据也表明客户对算力的需求仍高于 AI 基建投资额，因此近期海内外 AI 算力链略有企稳。不过高额资本开支下，CSP 现金流情况持续恶化，市场对云厂资本开支持续性的担忧还未完全消除。

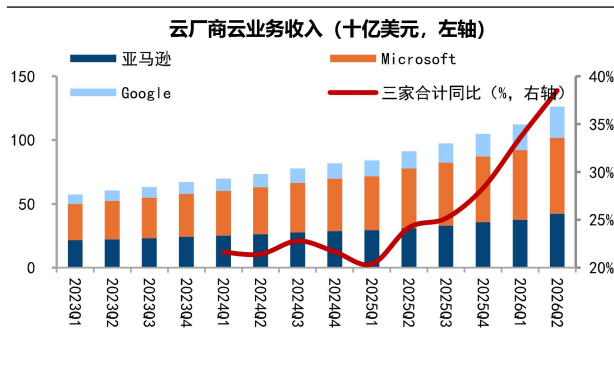
综合来看，AI 算力硬件第二波行情启动条件仍在累积，眼下或处磨底阶段，未来一是需关注 AI 收入端高增能否持续；二是关注能否出现类似 26 年初 Agent 爆发的新叙事催化，带动整体科技板块新一轮的预期抬升。

图12: 当前 AI 算力板块估值、交易热度仍较高



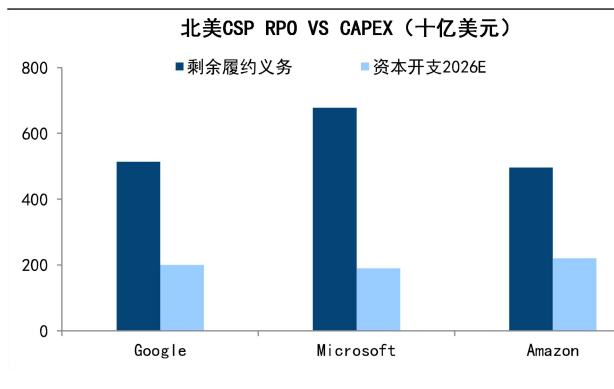
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 云厂商云业务收入增速继续高速增长



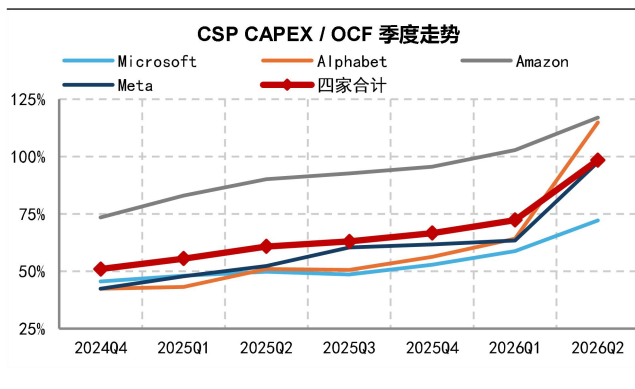
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 云厂商剩余履约义务 VS 资本开支 2026E



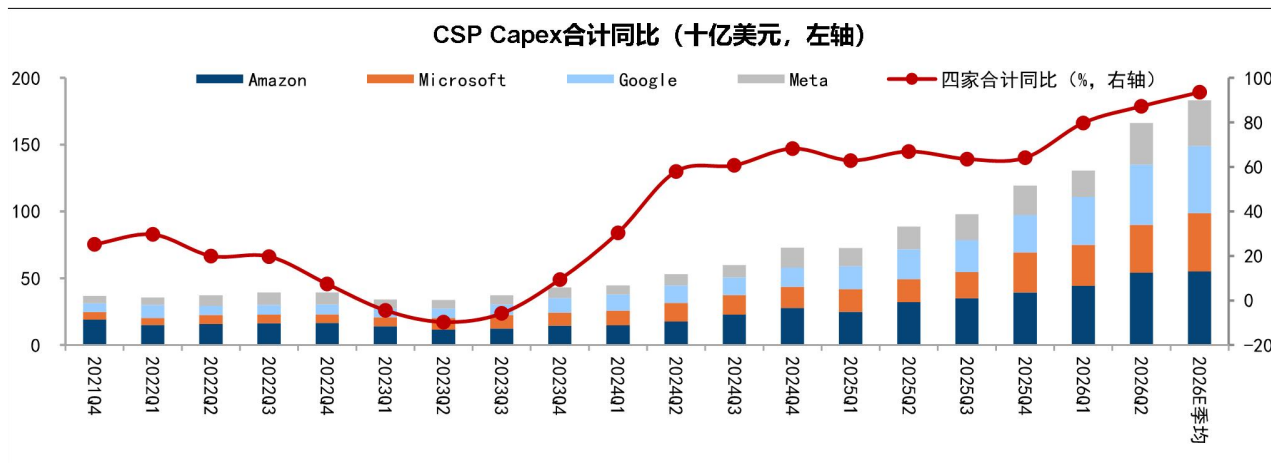
资料来源: 各公司财报, 国信证券经济研究所整理

图15: 云厂资本开支占经营性现金流比重大幅抬升



资料来源: 各公司财报, 国信证券经济研究所整理

图16: 北美云厂 26Q2 资本开支增速继续高增



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

扰动后 A 股牛途继续，均衡布局是牛市中后期应对之道。7 月以来 A 股震荡回调，主因近期外部扰动较多，属于牛市中后期的正常调整。历史上 A 股牛转熊往往出现在整体股市情绪过热、流动性环境持续收紧、宏观环境明显走弱时，当前均未出现。展望未来，国内 7 月末政治局会议明确加大逆周期调节力度，有望推动宏观基本面修复；此外，外需依然延续韧性，7 月美元计价下国内出口同比增长 23.9%，半导体、高端制造等领域出口增速持续亮眼。海外美国通胀自高位回落，叠加中期选举的政治压力，美联储 9 月或难加息。海内外宏观积极因素支撑下，A 股牛市有望向纵深演绎。

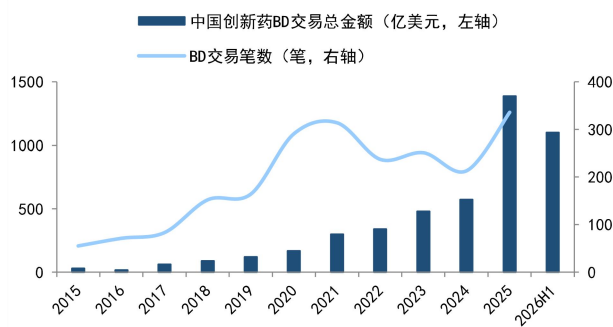
结构上，关注成长板块内部扩散，以及红利、内需相关领域。①科技内部向低位扩散。前文我们分析过，在拥挤度消化和产业层面催化等积极因素累积后，AI 算力链未来或仍有向上机会。当前科技内部有望向低位方向扩散，可关注具备基本面预期、产业层面存在积极催化的 AI 应用环节、港股科技等。②长钱入市+市场波动下，红利性价比凸显。政策引导长线资金入市，叠加当下市场环境可能还处阶段性波动，具备相对性价比的红利资产具备持续性。③此外，还可关注基本面较优的医药、券商，以及政策加码扩内需的白酒、地产。

图17：全球机器人市场规模有望快速增长



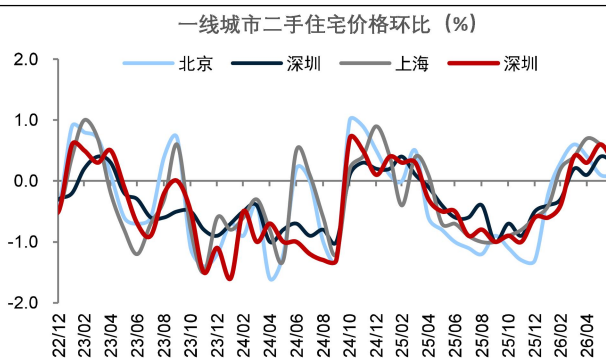
资料来源：Markets and Markets，国信证券经济研究所整理

图18：今年上半年创新药 BD 交易金额持续提升



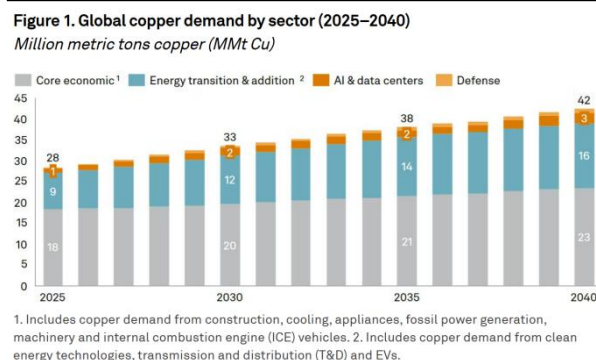
资料来源：医药魔方，国信证券经济研究所整理

图19：一线城市二手住宅价格呈现回稳趋势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图20：AI 算力、能源转型等新兴需求快速增长



资料来源：标普全球，国信证券经济研究所整理

风险提示

美联储紧缩预期大幅升温，国内经济修复出现波动。

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明显观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032