策略周评 20261108

关注 AI 下游和低位价值方向

2026 年 11 月 08 日

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

《11 月度金股：修复窗口开启》
2026-11-03

《前方仍有颠簸——港股周观点》
2026-11-03

我们在 11 月 4 日的金股报告中给出观点“修复窗口开启”，中选结果落地和海内外财报的扰动期收官、外部不确定性持续收敛，海外虽因 AI 叙事逆风、地缘局势悬念和中选超预期的“蓝潮”（传统红州翻蓝）而出现 Risk off，但 A 股市场在 10 月的调整中已经率先完成风险释放，再叠加国内稳市政策持续加码呵护市场信心、缓解流动性层面压力，**我们认为行情有望自缩量避险逐步切换至量价温和回升。**从本周市场表现来看，多数重要宽基指数在周三通过一根放量长阳结束技术上的下行通道形态，周五在隔夜美股 SOX 大跌的压力测试之下低开收阳线、韧性超预期，盘面信号较为积极。

市场的分歧在于结构和方向。持续了 2 年以上的海外 AI Capex 链条进入叙事逆风期。Coding 浪潮之后，AI 需求侧并非没有增量，但新蛋糕体量尚不足以支撑 AI 基建增速的线性外推，“卖铲人”环节开始消化估值。8 月以来上游硬件端先后面临了 AI 安全监管风波、O 和 A 两家前沿模型厂商业化进展低于市场预期（以价换量、ARR 增长质量受到质疑）以及估值或融资目标面临下修压力、新云信用风险问题发酵等逆风事件，而近期在中选“蓝潮”之下，由于数据中心建设监管很可能下沉到州，新项目建设的合规成本在时间和金钱双重维度都面临抬升风险，AI 上游硬件的叙事进一步承压：能够显著推高 ARR 的终端应用新场景空窗，算力订单续约弹性预期受阻，Neocloud 自主扩产融资难度抬升，以及州际监管可能导致部分拟建设项目 delay、延长 Capex 兑现节奏等等，上游硬件情绪面进一步承压。

单纯客观分析产业，明年全球 AI 基建的实物工作量依然可观、很难去对景气度本身进行质疑。融资成本抬升不是必然意味着资金链断裂，美国重要数据中心州的监管如何落实也要明年才能看得清，更重要的是 AI 能力的提升以及对新场景的拓展是非线性的。尤其是对于 CSP 来说，抓住 AI 浪潮是其生存之计，较难单纯因为几次加息或投资者的质疑就自发降速，决定整体 Capex 节奏的核心还是产业本身供需预期，所以现在得不出 27-28 年 Capex 下修的结论。但问题在于，前述悲观叙事在目前也看不到证伪的论据——明朗一些的 28 年 Capex 情况很可能需要等到明年一季报或者中报阶段，海外 AI 大厂看清楚次年的下游需求、反过来给出 Capex 指引。当前是 AI 巨头从消耗自有资金纷纷转为借钱投资的阶段，投资者没有等来 TAM 空间的上修，就很容易先去交易这个不可证伪的悲观预期。

■ AI 投资视角已开始切换至中下游

在 7.26 周观点《如何把握后续的科技硬件修复机会》中，我们就提出“往明年去看，对中游、下游的关注度需要提升”。成长股定价的核心是斜率，增速预期的放缓会导致行情博弈性增强，而终局视角下产业链难以持续利润倒挂，上游品种需要基础设施化、为中下游释放利润空间。**在 AI 上游叙事逆风强化的背景下，当前可视为 AI 中下游投资的起点。**

Q3 开始我们持续跟踪到中下游的一些积极信号。首先是 7 月以来前沿模型厂面向客户的 API 售价出现非常明显的实质性调降，TrakToken 支出指数（TTSI，按市场真实用量加权计算每百万 token 的支出价格）从 7 月 8 日到 11 月 6 日已经腰斩，**推理降本有利于下游应用层经济性改善。其次是随模型能力的进步，不同领域的下游应用层各自迎来一些重要进展：**节奏最快的 AI 影视进入工业化工作流落地、已经跨过商业化临界点；AI4S 方面“假设→预测→湿实验验证→数据回流”的自主科研流水线闭环加速打通；物理 AI 方面，Astra 一代通用模型开始向物理世界扩展能力边界，产业端正在加力补齐真机数据等核心短板，瓶颈打通后有望看到物理 AI 的产业“奇点”…；端侧方面，Muse 为代表的个人 Agent 快速出圈，智能代理向 C 端开始普及，后续随个人 Agent 渗透，端侧软硬件迎来协同升级机遇。**和硬件的预期逆风“不可证伪”相似，AI 中下游的发展前景目前也有“难以证伪”的属性，且相比上游基建链，应用类板块还具有筹码层面优势，值得加大重视。**

请务必阅读正文之后的免责声明部分

具体方向可关注：1）AI 影视、内容生成相关方向，供给爆发后 IP 和流量分发稀缺性提升，关注优质 IP 版权方（包括一些出版类公司）和渠道分发平台；2）AI4S，目前核心还是 AI 制药，关注湿实验配套环节（基因合成、重组蛋白、抗体表达等）、干湿一体化 AIDD 药物发现平台、AI 赋能药物发现 CRO 等；3）物理 AI，主要关注数据采集相关软硬件，其次是 OpenAI、T 链零部件以及国产机器人本体；4）端侧方面，市场对于“AI 算力涨价挤出传统消电需求”的计价已相对充分，后续博弈点在于物理 AI 和消费级端侧新品带来的增量，关注 SoC 等环节的估值修复。

■ 我们对率先释放风险的 A 股算力板块不悲观，逻辑层面国产链优于海外链

本轮行情中，A 股算力硬件调整节奏早于海外，所以本周“蓝潮”交易触发 SOX 下行加速时，A 股算力链的承接韧性显著好于美股，当然资本市场政策底的呵护更是功不可没。7 月 1 日~11 月 3 日，两创指数级别的调整幅度均已经在 45%左右，对比过去比较有代表性的进攻性行情第一个大级别调整波段，如 2021-2022 年的茅指数（2021.2.18-2022.4.26 调整幅度近 43%）和新能源（2021.11.23-2022.4.6 调整幅度约为 44%），目前 A 股算力硬件的跌幅已经比较充分，**美股硬件近期的下跌可能是 A 股算力品种中期维度“最后的情绪面利空”，再叠加稳市政策的加码约束了流动性压力引致的下行风险，部分核心龙头目前的估值可能会吸引一些中长久期资金的配置盘，我们认为 A 股硬件在这里大概率“跌不动”**。

而算力国产链有相对独立的逻辑。产业趋势维度在于海外科技封锁之下，国内数据中心硬件的本土化率本就有提升诉求；**而情绪面上**，这里可能还有一层预期变化博弈，主要是针对“蓝潮”的潜在影响：从美国过去几届政府来看，针对科技硬件封锁政策，共和党容易出现交易化、个案谈判式处理，政策稳定性较民主党更低，共和党执政期间一度出现出“收紧”与“放松”并行的局面。而民主党在拜登政府期间落实了参数化、体系化、联盟化的“小院高墙”，政策连续性更强。所以部分投资者预期新一届国会就任后可能出现一些政策倒逼国内芯片本土化加速。事实上分立政府格局下，国会推翻白宫否决权的门槛并不低，但目前中选刚刚结束，距离新国会履职还有 2 个月，**资金的“蓝潮影响”博弈成为一种短中期很难证伪的叙事**。

■ AI 链之外的机会同样值得重视：关注低位且景气预期有改善的方向，以及现金流红利类价值资产

AI 应用层顺应当前海内外 AI 投资视角的切换，但其中不少细分赛道还处于“0-1”或“1-10”阶段，成长属性强、依据远期预期空间定价，对应到行情表现可能涨速快、波动大，各子板块或呈现运行中枢向上的脉冲式轮动特征，并非各类属性资金都容易参与。**一些长久期、低换手资金将提升对非 AI 链条的关注度。关注两类方向：第一类是估值、股价、筹码拥挤度筑底，而基本面预期企稳甚至改善的方向，如白酒等内需品种，以及军工等**。对于内需，虽然当前逆周期政策的博弈门槛较高，然而一旦出现海外 AI 基建降速预期转为一致的情形、对应出口增速预期下修，则内需提振的必要性会增强；军工的逻辑则在于其自身产业节奏，除了军贸增长属性外，27 年是建军百年，市场预期订单拐点或临近。**第二类是盈利相对稳定的高股息、高自由现金流红利资产。**

■ 总结

随中选等不确定性落地，我们认为 A 股在指数层面将迎来量价温和回升的反弹。目前海外 AI 基建链叙事逆风较难证伪，超额抓手或更多在于 AI 中下游应用层“0-1”和“1-10”的成长性方向，以及 AI 链之外的“低位+预期改善”板块如内需、军工等。中长期维度现金流红利类价值资产或成为重要的绝对收益胜负手。同时我们对 A 股算力硬件板块并不悲观，相关环节已先于海外定价潜在利空、下行风险得到约束，在美国新国会就任前的“跛脚鸭”窗口，国产算力链相比海外算力链在产业逻辑层面更具优势。

■ **风险提示：**经济复苏节奏不及预期；地缘政治风险；美联储加息时间和幅度超预期；AI 下游商业化进展低于预期；历史经验不代表未来

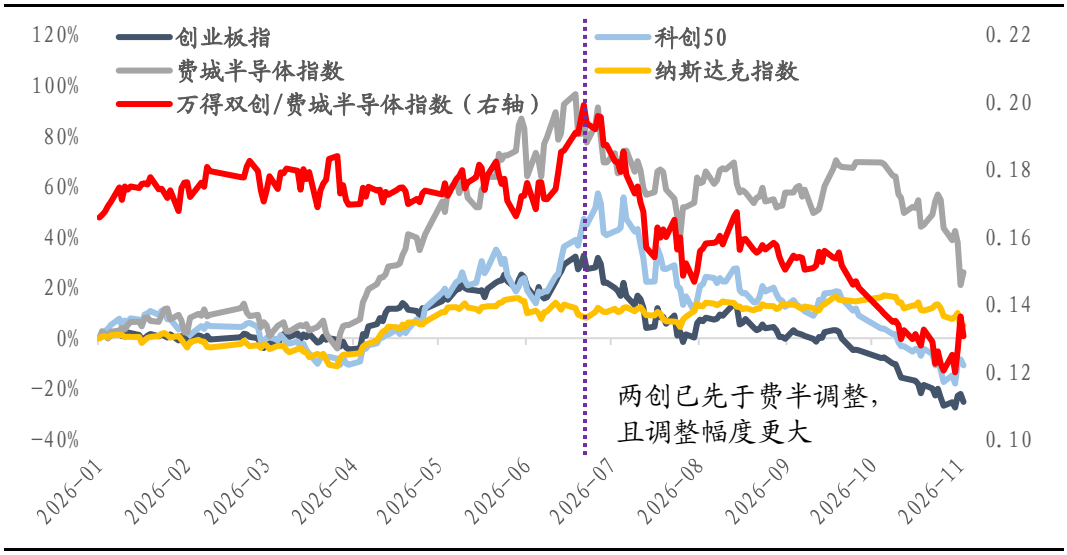
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图1：7 月以来推理 Token 价格快速下降



数据来源：TrakToken，东吴证券研究所

图2：A 股硬件先于美股硬件释放风险



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，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。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

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