



赚钱能力高 2.7 倍，市场给的倍数只有三分之一

文 / 0pm.AI · 2026-07-21

把 A 股 AI 链条的价格，翻译成一句可验算的假设

40.5% 和 14.9%。

这是两组 A 股 AI 产业链公司 2025 年的平均净资产收益率（ROE）。前一组的赚钱能力是后一组的 2.7 倍。

再看市场给这两组的价格：前一组平均 62 倍市盈率，后一组 177 倍。

赚钱能力高 2.7 倍的那一组，市场给的估值倍数只有另一组的三分之一。

分组标准跟盈利没有半点关系，只有一条——2025 年海外收入占比。占比 $\geq 50\%$ 的六家分成一组， $< 20\%$ 的九家分成另一组。分完再去看它们的 ROE 和 PE，就是上面这四个数。

先把话说死在前面：这篇不给估值结论。全文没有目标价，没有任何买卖倾向，也不判断哪家公司的价格是高是低。它只做一件事——把今天的价格翻译成一句可以拿计算器验算的假设：**市场现在在赌什么。**

这是一面镜子。照出来什么，你自己看。

用订单投过票的那一组

高海外收入组的六家：中际旭创、新易盛、天孚通信、沪电股份、胜宏科技、立讯精密。它们过半以上的收入来自境外客户，海外客户没有义务照顾谁，掏钱只有一个理由——买不到更好的替代方

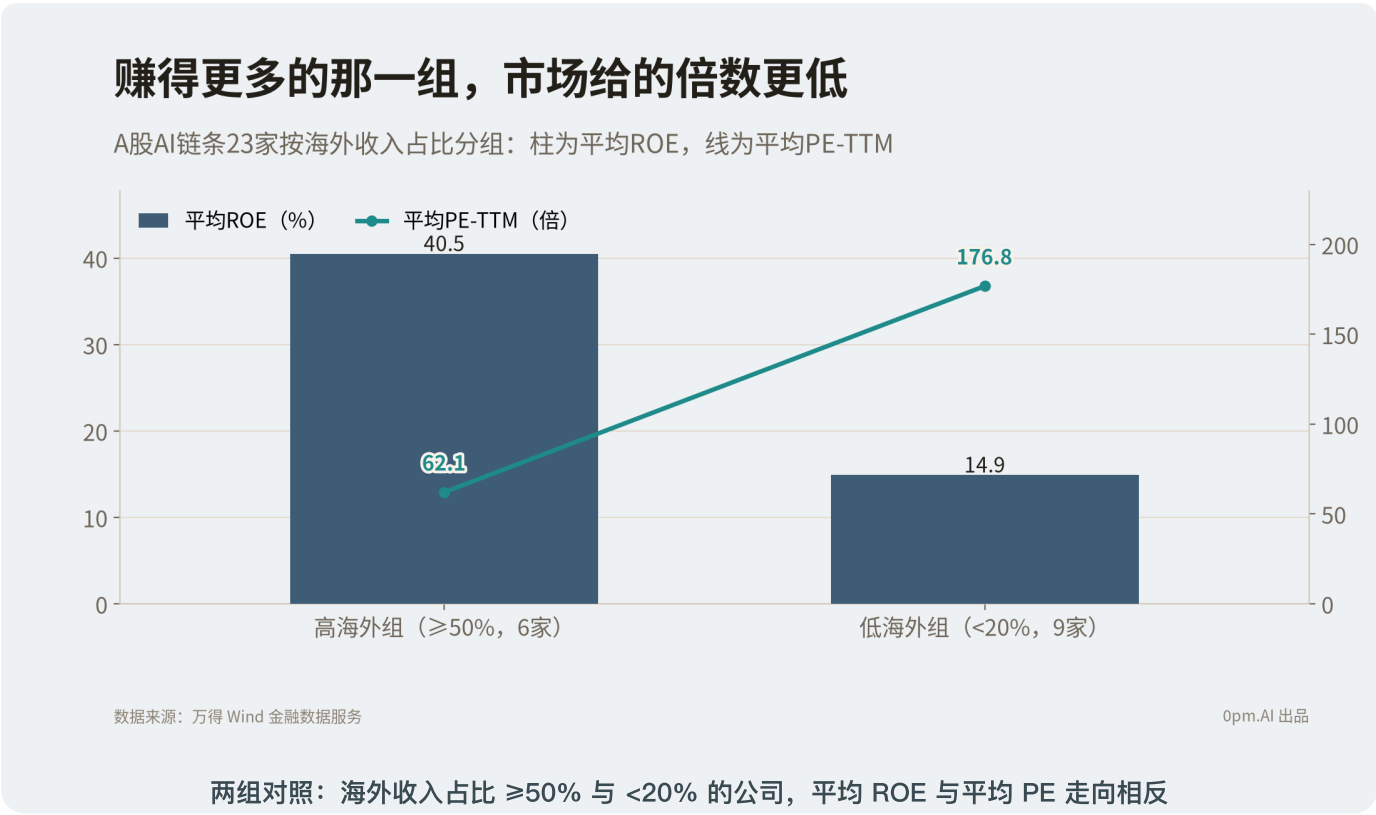
案。

低海外收入组的九家：英维克、申菱环境、金力永磁、宏和科技、寒武纪、海光信息、北方华创、中微公司、安集科技。

前一组平均 ROE 40.5%、平均 PE 62 倍；后一组平均 ROE 14.9%、平均 PE 177 倍。

把 23 家公司的海外收入占比和 PE-TTM 放进相关性检验，斯皮尔曼相关系数是 **-0.522**；换成海外收入占比和 ROE，是 **+0.414** (n=22)。

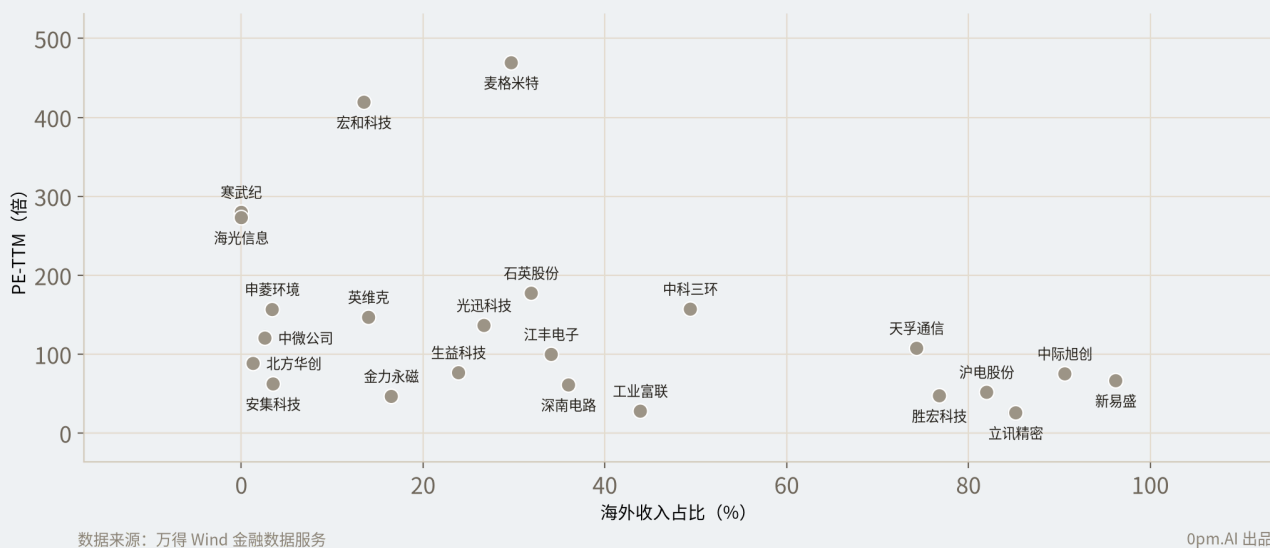
一正一负，意思很直白：海外收入越高，赚钱能力越强，市场给的倍数越低。



不可替代性并没有消失，它兑现在了分母里——变成了实实在在的利润和 ROE。它只是没有兑现在分子上，没有变成更高的倍数。

海外客户买得越多，市场给的倍数越低

A股AI链条23家：横轴海外收入占比(%), 纵轴PE-TTM(倍)；秩相关 $\rho=-0.52$



海外收入占比与 PE-TTM 的散点：越被全球客户验证，倍数越低 ($\rho=-0.522$, $n=23$)

那么问题来了：这是 A 股独有的毛病吗？

全世界都这么定价

英伟达的市盈率 31.06 倍。AMD 165.32 倍。

一个把全球 AI 算力芯片攥在手里的公司，倍数只有挑战者的 0.19 倍。

原因不在分子在分母：英伟达的盈利已经兑现成了报表上的数字，分母足够大；AMD 的高倍数，是在为一份还没兑现的预期付费。

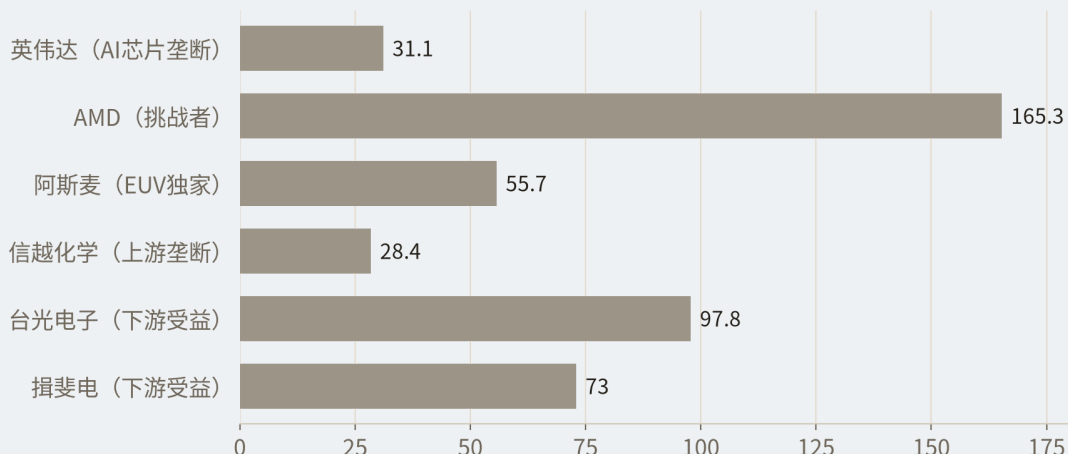
阿斯麦 (ASML) 更彻底。EUV 光刻机全球独家，找不到第二个卖家，它的 PE 是 55.68 倍——相对应用材料、泛林、科磊、东京电子这几家设备同业的均值，只有 **1.01 倍**。

全球唯一，估值溢价约等于零。

再往上游看一层。信越化学 28.35 倍，它的下游台光电子 97.76 倍、揖斐电 72.98 倍。上游那家更难被替代，倍数只有下游的约三分之一。

全球市场也一样：垄断者的倍数并不更高

海外可比公司 PE-TTM（倍），价格为2026-07-17收盘



数据来源：公开市场数据

Opm.AI 出品

全球可比公司估值锚：垄断者与挑战者、上游与下游的倍数关系

看到这里很容易顺手下一个结论：市场不给不可替代性溢价。

先别急，有一条数据的方向正好相反。

难以替代的关键光电器件那一组——高意（Coherent）、Lumentum、Credo、Astera Labs——PE 均值约 135 倍。做组装代工的广达、纬创、鸿海、超微（Supermicro），均值约 15 倍。

同一条 AI 服务器产业链上，两端差了约 9 倍。

这两条数据摆在一起，看起来在打架，其实说的是同一件事。

市场为**环节的价值量**付钱：你所在的这道工序技术含量高、毛利厚、别人挤不进来，那这个环节整体享有高倍数，代工组装就只值十几倍。

但在同一个环节内部，市场**不**为「谁更不可替代」额外付钱：英伟达比 AMD 更不可替代，倍数反而更低；阿斯麦比同业更独家，溢价 1%。

一枚硬币的两面。你手里那家公司拿到高倍数，多半是因为它站的位置，而不是因为它站在那里有多难被换掉。

那么，市场为不可替代性付的钱去哪儿了？

答案是：它没付给「已经被验证的不可替代」，它付给了「可能会不可替代」。

为一则传言定价

有一个案例把这件事推到了极端。

2025 年以来，英维克市值累计上涨 410%，一度超过 1100 亿元，动态市盈率一度达到 2841.82 倍。市场当时把它当作英伟达液冷供应链的核心标的。

2026 年 4 月 23 日，第一财经记者杨佼、魏中原做了一件很朴素的事：把英伟达中国官网和 MGX 专页全文检索了一遍。

「英维克」「Envicool」两个词，一次都没出现。

这里必须把话说清楚，否则就是对一家上市公司的不实指控：公司自己从来没有宣称过这个身份。英维克的公告和年报里没有「英伟达直接供应商」的表述，也没有披露过来自英伟达的直接订单与收入。面对记者求证，公司证券事务部门的回应是「客户对我们有保密要求，暂时没有计划披露相关内容」，以及「无法披露是否形成订单、是不是它的供应商」。

也就是说，公司既没有认领这个身份，也没有替市场否认它。**真正在讲故事的，从来不是公司。**

年报里实际披露的事实只有一条：公司的 UQD、MQD 产品在 2025 年 OCP 全球峰会期间，被列为英伟达 MGX 生态合作伙伴。

翻译成成人话——产品符合英伟达的技术标准。

同期的另外两个数字：2026 年一季度净利润同比下滑 82%；2025 年上半年算力设备及机房液冷相关收入超过 2 亿元，占当期总营收 25.73 亿元不到 8%（「液冷相关」为公司自定义口径）。

所以这不是一个公司骗了市场的故事。这是一个**市场在为一条未经证实的传言定价**的故事——传言从股吧和媒体转述里长出来，公司既没认也没否，价格照涨。

对照着看会更清楚：「有名分」长什么样。

麦格米特确实出现在英伟达官方博客公布的 800V HVDC 生态名单上，逐字核对过。但它在「电源系统组件」这一档，也就是卖零部件；「数据中心电源系统」那一档只有三家——伊顿、施耐德电气、Vertiv（维谛技术）。

一条真实的名分，长得比传言朴素得多，也窄得多。

上称：现价隐含了什么

前面都是横向比较。现在换一种问法，把每家公司单独放上称。

模型只有一个假设：**十年后，市场给它 20 倍市盈率。**

然后倒推：以今天的价格买入并持有十年，公司的利润需要以多快的速度增长，买入者才刚好不赚不亏。这个数就是盈亏平衡增速。公司实际增长快过它，买入者赚；慢于它，亏。

纯算术。你拿手机计算器就能验算。

- **高海外组**：平均隐含年复合增速 **12.5%**，十年利润需增长 3.6 倍。这组当前平均 ROE 是 40.5%。
- **低海外组**：平均隐含年复合增速 **23.2%**，十年利润需增长 10.8 倍。这组当前平均 ROE 是 14.9%。

低海外组被要求的增速，是高海外组的 1.86 倍；而它当前的 ROE，只有高海外组的 0.37 倍。

盈利质量更低的那一组，被要求跑得更快。

这就是「为想象付钱」的算术形态。

落到个股，这道题会变得很具体：

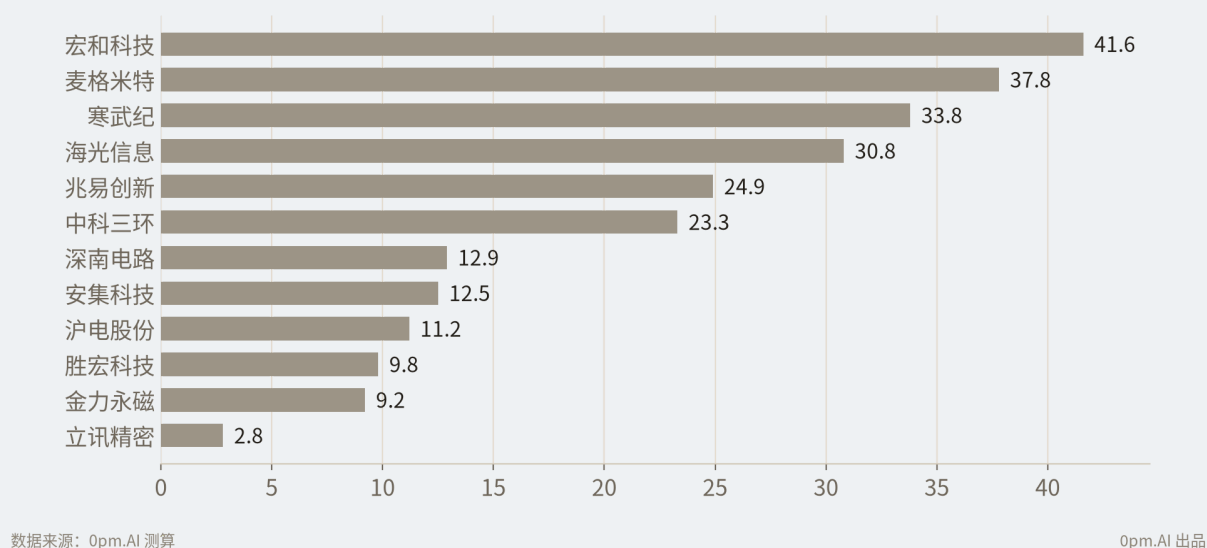
立讯精密 2.8%，胜宏科技 9.8%，沪电股份 11.2%，新易盛 14.1%，中际旭创 17.9%。

寒武纪 33.8%，十年利润需要增长 18.4 倍。海光信息 30.8%，14.6 倍。麦格米特 37.8%，24.7 倍。宏和科技 41.6%，32.3 倍。

十年 32.3 倍是什么概念？你把 2025 年的利润乘以 32.3，中间十年不能有一年掉链子。

现价买入，等于要求它十年这么快地长

盈亏平衡增速：假设10年后给20倍PE，反推年复合净利增速（%）·取两端各6家



现价买入的盈亏平衡增速：两端各六家，市场对谁的要求更高

有人会说：20 倍的终局假设太苛刻了。

那就放宽到 30 倍再算一遍。宏和科技的要求从 41.6% 降到 35.9%，寒武纪从 33.8% 降到 28.5%。

你会发现数字松了，数量级没变。

这个模型的边界也得说清楚：它唯一的假设就是终局市盈率，除此之外没有别的输入；它不含分红，也不考虑再融资对股本的稀释；它是一次算术推演，不是预测，更不是估值结论。它算不出一家公司值多少钱，只能告诉你——**今天的价格，正在假设什么。**

三盆冷水

到这里必须自己泼三盆，否则前面全是廉价的聪明。

第一，不可替代解决不了价格问题。一家公司的护城河再宽，定价里可能早就把它算进去了，甚至算过了头。低倍数和高倍数各自都可能是对的，也都可能是错的——产业地位和价格，是两个必须分开做的判断。

第二，越不可替代，客户越少。高海外收入是一张选票，也是一份集中度。全球只有几家超大规模云厂商在下单，这意味着任何一家客户的资本开支节奏一变，供应商的收入曲线立刻跟着变形。护城河的另一面是悬崖。

第三，护城河有保质期。份额型的优势会被产能扩张侵蚀。高纯石英砂的故事已经演过一遍：技术壁垒没被突破，矿也没被抢走，但扩产周期一到、下游需求一转，净利润两年里砍掉一半还多。稀缺性溢价的真实期限，约等于下游需求周期乘以竞争者扩产周期。

把镜子交给你

这个系列写到这里，六篇下来其实只解决了一个问题：把形容词换成可以验算的东西。

「不可替代」是形容词。海外收入占比是数字。「成长空间大」是形容词。十年 23.2% 的复合增速是数字。

形容词可以贴在任何一家公司身上，数字不行——它要么支持你，要么不支持你。

所以最后不给判断，给三个问题。下次你看到一份把某家公司写成「全球不可替代」的材料，可以按顺序问一遍：

一、去年海外客户给它下了多少订单？占收入多少？

二、按今天的价格，它十年利润要涨多少倍，我才不亏？

三、我认为它能做到吗——如果能，理由是这家公司自己披露过的事实，还是别人转述给我的？

第三问最要命，因为它照的不是公司。

它照的是你。

口径声明：本文 A 股数据为 Wind PE-TTM（未扣非）、总市值含限售股口径，取数日 2026-07-20；海外公司为 GAAP 口径 PE-TTM，价格为 2026-07-17 收盘。两边未扣非口径已对齐，但会计准则、税率与资本结构差异仍然存在，跨市场倍数比较只作方向参考，不可直接换算。

风险提示：本文所引财务数据来自上市公司公开披露文件及 Wind 终端，存在事后会计调整可能；估值倍数随价格每日变动，本文数据仅为特定取数日的静态快照。隐含增速为基于单一终局市盈率假设的算术推演，不含分红与再融资影响，不是盈利预测。AI 产业链具有强周期属性，下游资本开支变化可能显著改变上述所有测算的前提。

本文不构成任何投资建议，不含任何证券买卖推荐，未对任何公司股票价格作出高低判断或走势预测。文中提及公司仅为算术推演所需的事实举例。投资有风险，决策请独立判断。

数据来源：Wind 金融终端（A 股估值与基本面面板，取数 2026-07-20）；海外可比公司估值数据（GAAP PE-TTM，价格 2026-07-17 收盘）；第一财经关于英维克与英伟达供应链关系的实名调查报告（记者杨佼、魏中原，2026-04-23）；21 世纪经济报道（英维克 2025 年半年度业务结构，2025-08-22）；英伟达官方技术博客 800V HVDC 生态合作伙伴名单（2025-05-20）；英维克、麦格米特 2025 年年度报告；江苏太平洋石英股份有限公司 2025 年年度报告摘要。

◆ Opm.AI 出品

用一把严苛的尺子把「中国离不开」和「世界离不开」分开，再把价格翻译成可验算的假设

- 真图驱动
- 一手权威源
- 多源交叉核验

数据与口径

数据来源
万得 Wind 金融数据服务（取数 2026-07-20）、公司2025年年度报告、USGS 美国地质调查局 Mineral Commodity Summaries 2026、TrendForce 集邦咨询、LightCounting、Prismark、Dell'Oro Group、CINNO Research、晨星 Morningstar 经济护城河评级方法、Damodaran 公开讲义与数据、麦肯锡《Valuation》、第一财经

更新：2026-07-21

访问官网



扫码直达 Opm.ai
官网入口
Opm.AI

风险提示：本内容基于公开信息整理，仅供研究参考，不构成任何投资建议、不预测涨跌、不承诺收益；力求准确但不保证完整无误，据此操作风险自担。市场有风险，决策需谨慎。