

市场不为「不可替代」付钱，它为「还没被验证的想象」付钱。

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

01 核心结论

已被全球验证

海外收入占比越高的一组，平均ROE 40.5%、平均PE 62倍。真正全球不可替代的公司，海外客户会用订单投票。

尚未被验证

海外收入占比低的一组，平均ROE 14.9%、平均PE 177倍。盈利质量更低，市场给的倍数反而更高——它为想象付钱。

一句话看懂

这个系列只解决一个问题：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。

02 数据看点 · 对标角度

-0.522

海外收入占比 vs PE
秩相关

2.7倍

高海外组的ROE是低海外组的

1/3

高海外组拿到的PE倍数
只有对方

1.86倍

低海外组被要求的增速
倍数

0.001%

证伪名单里最极端的海
外收入占比

约90%

日东纺T-glass全球份
额

你说的不可替代，海外客户为什么不买单

你说的不可替代，海外客户为什么不买单五个检验，把「全球离不开」和「中国离不开」分开 6.71 万元。

扫链条

换个口径，「中国第一」就变成了榜上无名

换个口径，「中国第一」就变成了榜上无名A股AI链条三层名单：正名单、灰名单、证伪名单 2026 年 1 月 8 日，研究机构迪罗（Dell'Oro）发了一份全球数据中心液冷厂商榜。

看分层

你的护城河，可能是别人的产品线

它在2025年年报的风险提示里写下这么一句话：「核心光芯片、电芯片等关键元器件仍主要依赖进口」。

破PE

低 PE 不是便宜：周期股的估值要反着读

低 PE 不是便宜：周期股的估值要反着读思科、北电、康宁到超微电脑，倍数为什么总在盈利顶点骗人 1995 年秋天，美国几家领先的半导体公司交出创纪录的财报...

给方法

别问值多少倍，问它还能赚多少年

别问值多少倍，问它还能赚多少年它买的不是溢价倍数，是超额回报还能持续的年数 晨星(Morningstar)的股票研究方法论里，护城河等级只分三档。

上称

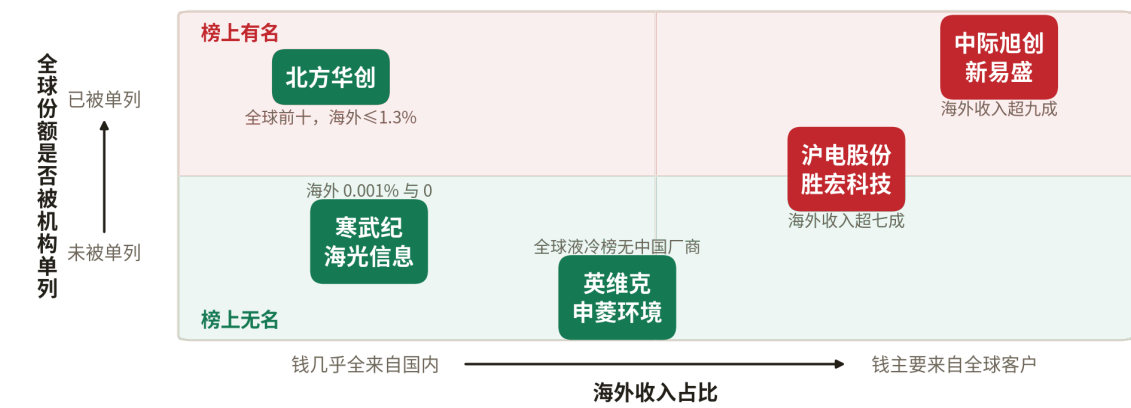
赚钱能力高 2.7 倍，市场给的倍数只有三分之一

赚钱能力高 2.7 倍，市场给的倍数只有三分之一把 A 股 AI 链条的价格，翻译成一句可验算的假设 40.5% 和 14.9%。

03 精选图表

把「中国离不开」和「世界离不开」分开

横轴：钱由谁给（海外收入占比） | 纵轴：全球份额有没有被机构单列 | 红=已被全球客户验证



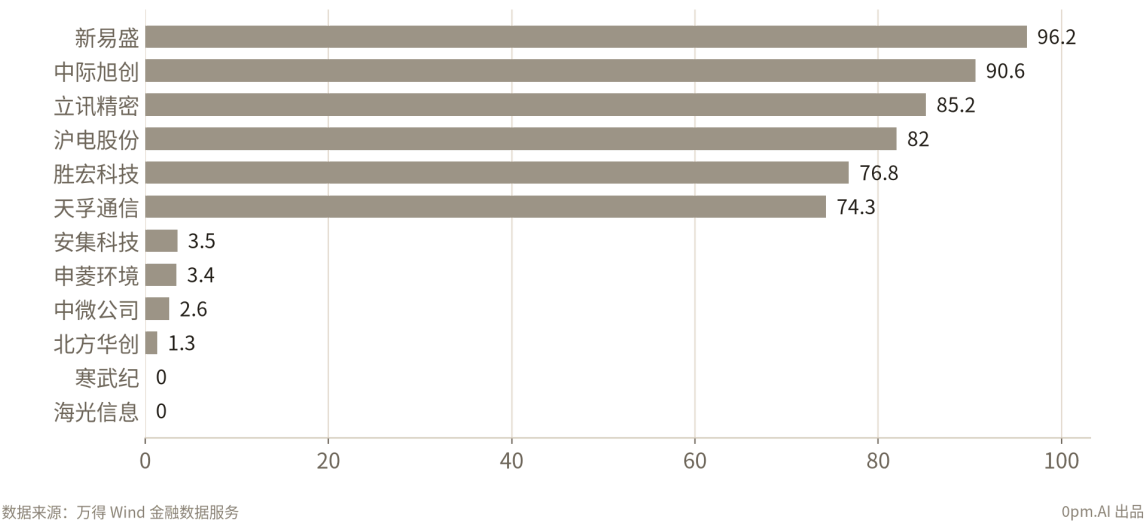
数据来源：公司2025年年度报告|万得 Wind|LightCounting|Prismark|CINNO|Dell'Oro Group

Opm.AI 出品

两把尺子定位：左上角是最容易被误读的一格

照妖镜：谁的钱是全球客户给的

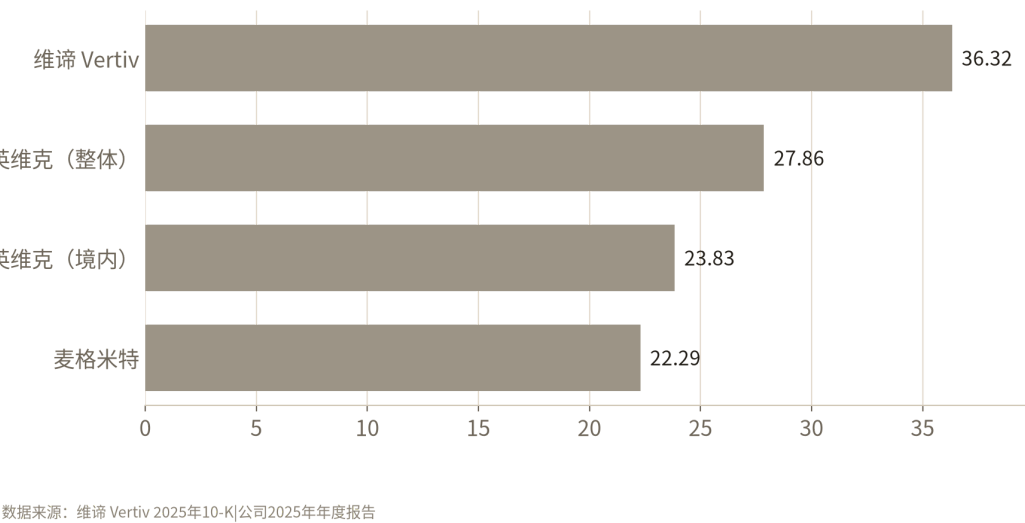
A股AI链条 2025年海外收入占比（%） · 取两端各6家，中间11家略



两端断崖：上面六家74–96%，下面六家0–3.5%

换个口径，第一名就变成榜上无名

数据中心温控毛利率对照（%）：全球玩家与中国玩家的差距



换个口径，第一名就变成榜上无名

你在自己那层不可替代，不代表整条链上不可替代

AI服务器高速板：中国厂商全球领先的那一环，最上游的基材仍由日本供应



数据来源：TrendForce（集邦咨询）|日本经济新闻|Prismark（转引太平洋证券研报）|公司2025年年度报告

Opm.AI 出品

AI服务器板拆到布这一层，就换了国籍

盈利顶点那年，PE看起来最便宜

美光科技营业收入：2018财年到2019财年（亿美元）



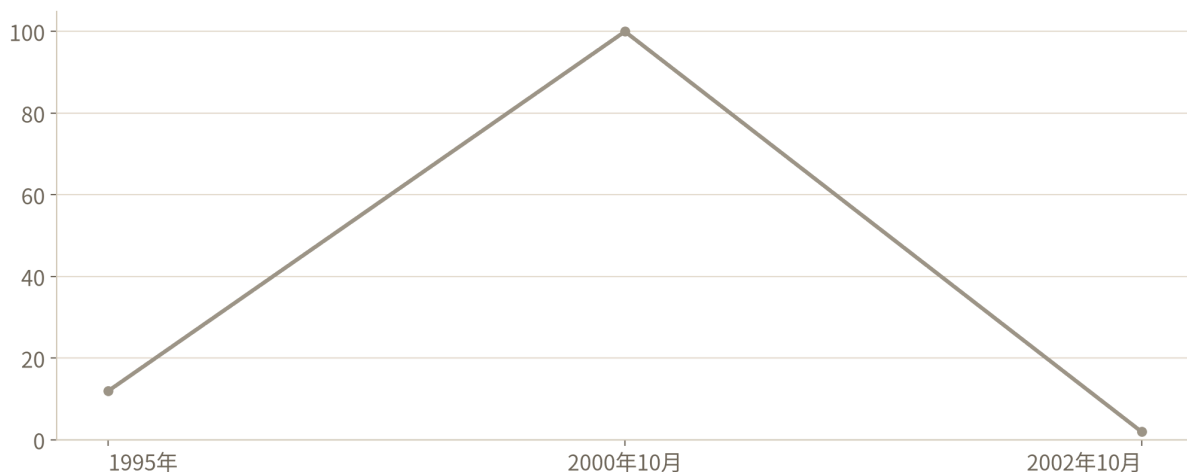
数据来源：美国证券交易委员会(SEC)公开披露文件

Opm.AI 出品

盈利顶点那年，PE看起来最便宜

技术领先没能豁免它：康宁的三个价位

光纤技术领导者康宁(Corning)股价路径（美元·约数）



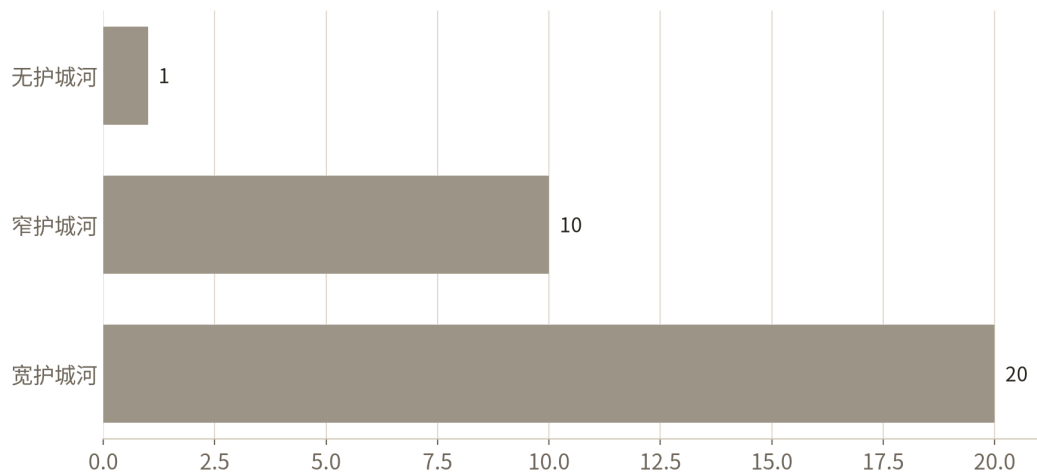
数据来源：公开历史行情整理

0pm.AI 出品

康宁：技术领先没能豁免估值坍塌

护城河买的不是倍数，是年数

晨星三阶段DCF：护城河宽度直接决定第二阶段(fade期)长度——超额回报向资本成本收敛所需年数



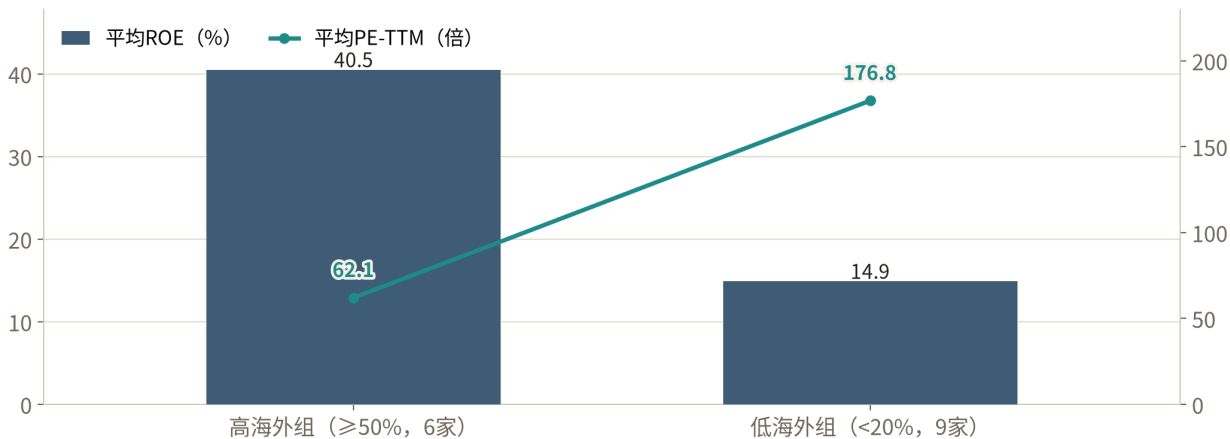
数据来源：晨星(Morningstar)

0pm.AI 出品

护城河买的是fade期年数，不是溢价倍数

赚得更多的那一组，市场给的倍数更低

A股AI链条23家按海外收入占比分组：柱为平均ROE，线为平均PE-TTM



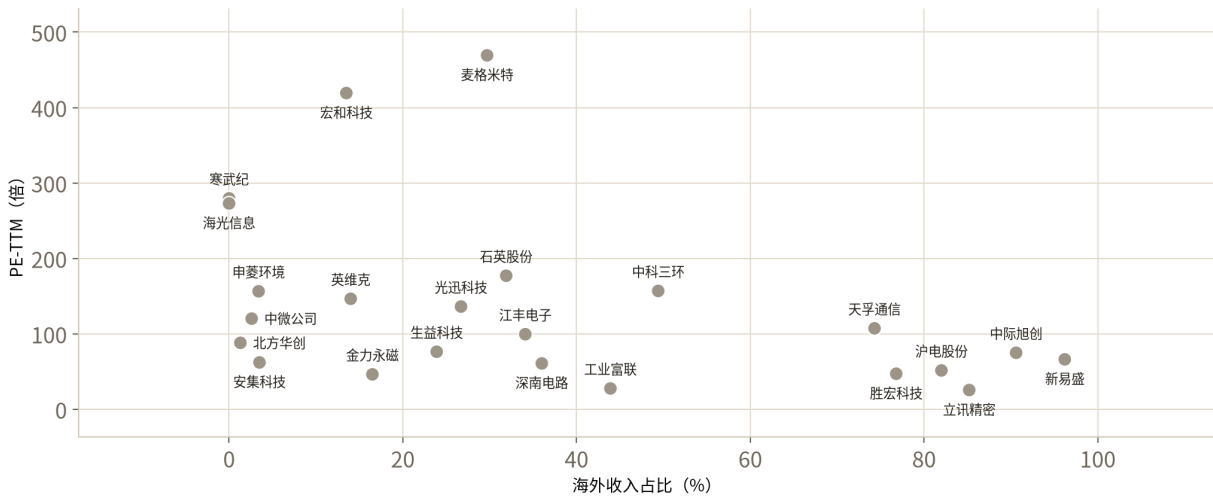
数据来源：万得 Wind 金融数据服务

0pm.AI 出品

赚得更多的那一组，市场给的倍数更低

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 $\rho=-0.52$



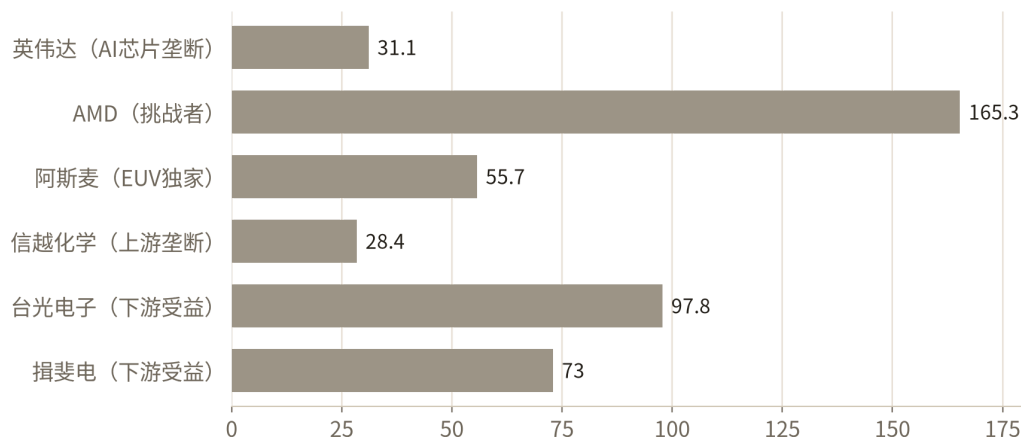
数据来源：万得 Wind 金融数据服务

0pm.AI 出品

秩相关-0.522：越被全球客户验证，倍数越低

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



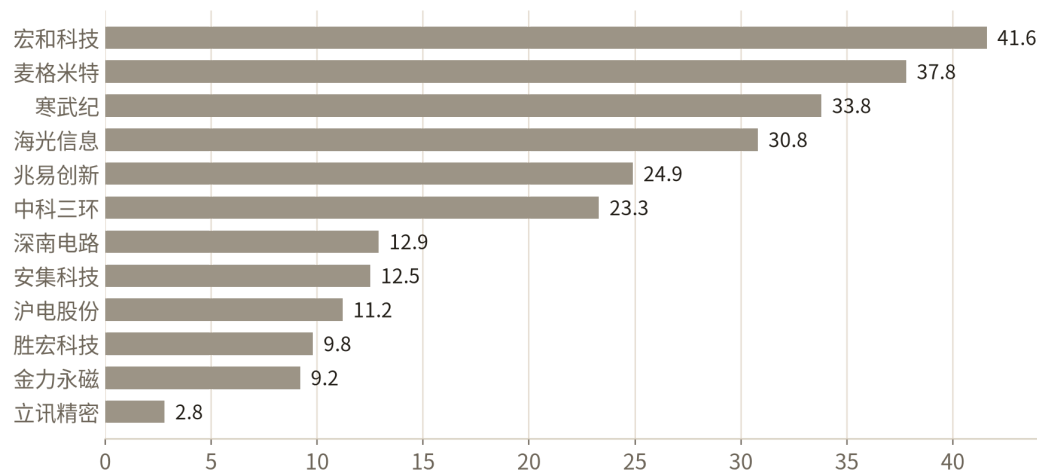
数据来源：公开市场数据

Opm.AI 出品

全球市场同一规律：垄断者的倍数并不更高

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



数据来源：Opm.AI 测算

Opm.AI 出品

现价买入的盈亏平衡增速：谁被要求跑得更快

04 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

◆ 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。