

策略周评 20250831

牛市二阶段：聚焦 AI 应用的赔率交易

2025 年 08 月 31 日

观点

6-8 月市场主线围绕人工智能展开，目前行情主要集中于上游基础设施类硬件，其中景气确定性最高的海外链光模块、PCB 等在 6 月率先启动，8 月中旬以寒武纪为核心的国产算力正式开始补涨。在大盘量能充沛且产业逻辑没有出现明显瑕疵的情况下，我们并不认为算力行情即将结束，但对于场外持币者，上游硬件的强赚钱效应令人躁动不安，而客观上获利盘的不断增厚会带来一定止盈压力，主观层面持续累积的涨幅又难免使风险偏好较低的资金焦虑。“畏高”资金该如何选择？基于产业趋势确定性和赔率思维，在下游应用端“另开一桌”亦是不错的思路。

本轮 AI 行情中，下游应用滞涨的核心原因在于短期确定性不足——具有破圈效应的爆款单品和顺畅的商业模式均未出现，对应到上市公司层面则体现为业绩能见度不足，本轮行情中没有成为资金首选。但从科技浪潮演进角度，终局看 AI 赋能万物一定是通过应用端实现，亦即应用端的爆发具有中期确定性，且空间较上游硬件更为广阔，这一点已经在 10 年前的“互联网+”浪潮以及对应的股市行情中得到验证，这也意味着 AI 应用的行情启动只是时间问题。在目前量能充沛的市场环境下，主线又集中于以 AI 为核心的科技，若上游硬件端出现筹码松动（例如核心标的出现 20% 左右的调整），那么只需要边际上出现一些足以引起市场重视的事件催化（例如 H20 安全问题和 DS 模型的 FP8 使得国产算力行情由暗入明），AI 内部低位分支将展现出较强弹性，但彼时再右侧加入则将损失一部分赔率，面临和现在“是否追涨算力”同样的选择难题。故我们建议依据中期产业逻辑确定性，将下游应用端的 AI+创新药、AI+军工、AIGC、端侧 AI、人形机器人及智驾等方向视为一种“看涨期权”，左侧进行积极布局。

■ 科技浪潮的终局一定是赋能万物，这在“互联网+”时代就已得到印证，从产业趋势演进角度看 AI 应用的兴起具有必然性，AI 行情后半场将围绕应用端展开

以 10 年前“互联网+”产业浪潮为例，随着上游基础设施建设和端侧交互入口级硬件的技术进步与渗透率提升，下游应用端爆发从终局视角看是必然趋势，但何时、以何种形式出现均需后验观察。此外，从时空两个维度来看，下游应用的行情持续性要强于上游硬件。时间维度看，上游硬件主线行情为 2009/06-2010/12 的围绕果链供应链的消费电子行情，持续时间在 1.5 年左右，后续服务器方向在 13-15 年虽跟涨应用，但主要以点状行情为主，而下游应用端行情在 2013 年 1 月启动后，直到 2015 年 6 月才出现见顶，历时达两年半。空间维度看，2009/1/5-2015/6/12 移动互联网行情始末，TMT 板块中计算机、传媒板块向上弹性更大，累计涨幅分别为 1039% 和 710%，高于硬件端电子、通信板块 697% 与 300% 的涨幅。

具体来看：

2009-2012 年，移动互联网初具萌芽，3G 渗透率持续提升，iPhone4 发布带动全球智能手机放量，领涨方向主要为以电子板块为代表的硬件端，交易逻辑为景气成长；此外应用端亦出现了以新浪微博为代表的爆款，但商业化模式未能跑通，互联网应用尚处于主题投资阶段。

2013 年以来，伴随 4G 的加速降费以及智能手机渗透率达到高位，移动互联网行情延伸至下游，2013 年微信推出支付功能，《我是 MT》开创的“免费游戏+内购道具”模式打通手游变现堵点，移动支付、手游等爆款应用的用户数在这一阶段实现激增，推动行情从上游硬件切换到以传媒、计算机为代表的下游应用端。2015 年 3 月政府工作报告首提“互联网+”概念，同年 7 月国务院印发《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》，顶层设计推动下游应用场景持续拓展。“互联网+”概念向服务业、中游制造持续渗透，充分扩展行情宽度，叠加 2015 年流动性牛市助推，“互联网+”成

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

研究助理 孔思迈

执业证书：S0600124070019

kongsm@dwzq.com.cn

相关研究

《9 月港股金股：降息预期下的市场》

2025-08-30

《9 月度金股：重视高低切》

2025-08-29

为当时市场的绝对主线。此外，应用侧的“卖铲人”服务器逐步跑赢智能手机成为这一阶段的硬件端领涨主线。

若单独看软件应用，行情可大致分为 2013-2015 的“互联网+叙事下的普涨”和 2016-2017 “胜者为王的龙头行情”两个阶段。 2013-2015 年伴随“互联网+”的全行业渗透，新兴商业模式和应用层出不穷，并且均具备想象空间，此时垂类市场尚处于跑马圈地阶段，格局问题暂未显现，叠加流动性充裕背景下市场系统性的估值提升，软件应用端呈现出“沾边即涨”态势。2016-2017 年则明显以结构性行情为主，一方面互联网流量初期红利出现消退迹象，根据中国互联网络信息中心数据，2016、2017 年我国网民互联网普及率分别为 53.2%与 55.8%，相较 2010-2015 年的规模增长斜率有所放缓，移动互联逐步转向存量市场，头部厂商通过资金、技术、用户资源等优势持续扩大市场份额，中小厂商生存空间显著压缩；另一方面，2015 年 6 月“水牛”行情见顶后，出现一段较大幅度的估值回归，市场风险偏好明显下行，对公司业绩兑现能力要求提高，在马太效应极为显著的互联网领域，龙头厂商的业绩能见度更高，2016-2017 年腾讯、阿里营收利润实现高增，股价相应持续上行，2016/1/1-2017/12/31，港股腾讯/美股阿里巴巴涨幅分别为 167%/112%。

对比之下，我们接下来有望看到的是“AI+行情”的叙事普涨阶段。一方面，AI 应用领域增长斜率尚未放缓，Token 用量及 AI 软件用户数仍在加速增长。国家数据局 8 月 14 日发布会称，截至 2025 年 6 月，我国日均 Token 消耗量突破 30 万亿，自 2024 年初以来增长 300 多倍，QuestMobile 数据亦显示，截至 2025 年 3 月，AI 原生 App 活跃用户数达 2.7 亿，同比增长 536.8%。另一方面，目前国内尚未出现 AI 应用爆款与清晰高效的商业兑现模式，市场对于 AI 应用端的理解并不充分。在“龙头胜出”之前，应用侧有望先出现“百花齐放”的行情。

■ 我国 AI 应用端实现质变落地具备政策、资源禀赋等多重因素背书

中央最新出台的《人工智能+行动意见》在政策级别上可类比 2015 年的《“互联网+”行动意见》。顶层设计明确“人工智能+”发展目标，后续各职能部门具体执行措施有望出台，AI 下游应用端发展和落地有了明确的“Deadline”。2025 年 8 月，国务院印发《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》，明确到 2027 年、2030 年我国力争实现新一代智能终端、智能体普及率分别达到 70%与 90%，到 2035 年我国全面步入智能经济和智能社会发展新阶段，并强调将人工智能与科学技术、产业发展、消费提质、民生福祉、治理能力和全球合作等 6 大重点领域进行广泛深度融合。此前 2024、2025 年“人工智能+”两度写入政府工作报告，但制定具体发展目标及实施节奏为首次，后续地方更多 AI 支持措施将跟进落地，下游应用发展有望加速。

我国具备 AI 应用端蓬勃发展的天然土壤，工程师红利与庞大的用户群体是下游应用量变到质变的基础。从硬件应用来看，AI 终端硬件的技术密集属性相较此前两轮科技周期将进一步强化，而我国特有的工程师红利提供了较新型工业化国家更强的高端制造能力和较北美更低的成本优势，以 AI 最大规模终端应用场景人形机器人为例，特斯拉 Optimus 的量产最佳选择将依然为中国供应商。从软件端来看，我国用户规模优势显现，根据 QuestMobile 发布的《2025 年 AI 应用市场半年报》，截至 2025 年 6 月 30 日，移动端 AI 应用月活跃用户规模达 6.8 亿。我国庞大的用户群体不仅形成巨大的潜在市场需求、催生更为多元的应用场景，还能够提供更为多样化的海量数据助力模型训练与垂类应用能力提升，赋能 AIGC 产业链发展。

■ 本轮国产芯片行情带来的启示：只要产业逻辑具备确定性，行情启动只是时间问题

基本面能见度会影响板块在投资者心中的优先级，即期景气度稍弱的分支可能在表现次序上滞后，只要大盘量能充沛且 AI 行情仍在，具备产业趋

势逻辑的方向行情启动只是时间问题，本次国产算力行情就是个典型的例子。

海外算力硬件之所以成为本轮行情的排头兵，核心在于最为扎实的即期业绩、高能见度的中期景气和难以证伪的未来增长，相比之下国产算力、端侧和软件应用等在上述几个维度均“差点意思”。复盘来看，本轮海外算力链行情启动于5月末、持续时间较长，核心在于PCB、光模块等算力通信的即期和中期景气度被新易盛等国内厂商业绩及海外CSP大厂资本开支指引不断验证和上修，但在6月-8月上旬长达两个月的时间中，国产算力板块表现始终“不温不火”。

但熟悉科技板块的投资者都清楚，不论NV算力卡是否放开对华出口，实现芯片自给都是AI时代的生存权问题，国家大基金三期、科创板创新层的设立等等无不在明示上层引导资本和资源支持“科技自立自强”，亦即国产芯片和上游制造端（晶圆代工、设备、材料等）的中期逻辑是非常确定的，只是尚没有标志性事件去吸引更多资金关注，缺乏行情启动的契机。而8月8日中芯国际Q3业绩指引略不及市场乐观预期，便遭遇较大抛压，可见就在国产算力和半导体行情正式启动前夕，板块都是处于缺乏赚钱效应的状态，但同时基于较强的中期确定性和大盘充沛的流动性，板块底部中枢是在缓慢抬升的，依然以中芯国际为例，8月8日错杀后资金积极抄底、行情修复迅速。直到8月10日中央广播电视总台旗下媒体玉渊谭天发文“美国如何给芯片安‘后门’”揭示H20“既不环保，也不先进，更不安全”，随后8月12日寒武纪20cm涨停，国产算力线才正式“由暗入明”。8月21日，DeepSeek V3.1使用FP8参数架构增强国产芯片适配性，8月27日金融时报报道中国芯片制造商明年拟将三倍扩张AI处理器产量，多头的叙事不断累积强化板块信心，科创50爆发出极大的上涨弹性：8月1日-27日科创50上涨超20%，显著跑赢沪深300与创业板指，寒武纪作为国产芯片龙头在此期间涨幅超90%。

国产芯片及半导体从“无人问津”到市场主线的转变本质上是一个凝聚市场共识、做多动能累积的过程，但如果在“两根阳线”之后追涨，就难免有赔率损失，若入场更晚些、缺乏利润垫保护，则持股心态亦会受到影响。在中期产业趋势具备确定性的情况下，我们无法准确预判重要催化在何时发生以扭转资金态度，但大盘流动性充裕时板块向下空间亦十分有限，此时较优的策略是基于赔率思维，将具有产业逻辑确定性的相对低位板块作为“看涨期权”左侧布局。

■ 目前AI行情中，下游应用端相比上游硬件明显落后，为具备赔率优势的潜在配置方向。

自4.7关税风波下大盘形成“黄金坑”以来，若以科创创业50作为基准，则仅有上游硬件端跑赢，消费电子、机器人板块次之，软件应用板块涨幅最为落后。从4月7日-8月26日区间涨跌幅来看，上游硬件端光模块/PCB/高速铜连接/服务器板块分别跑赢基准67.8/17.3/14.6/6.3pct，中下游软件及应用端仅游戏板块跑赢基准14.3pct，其余AIGC/智能体/云计算/人形机器人/AI穿戴设备/智能驾驶/电商等板块分别跑输基准13.1/12.5/16.5/13.3/15.1/19.4/14.7pct。

国内软件应用方向看，模型能力不足导致垂类应用能力受限，市场尚未在软件应用板块看到业绩兑现可能及爆款应用带来的想象空间；而从“海外映射”角度，目前美股AI软件应用也只是Palantir、AppLovin等个别公司单点表现，没有出现大面积行情，核心依然是产业发展“奇点”仍需等待，这也是许多投资者顾虑的因素之一，因此AI软件应用板块滞涨最为明显。而根据前文分析，应用的落地是科技浪潮的必然结果，在龙头公司胜出之前，会先有一段基于产业逻辑叙事的全面行情，触发点可能是某款国产基座模型能力的跨越式进步及token调用量骤增，某应用月活/排名的陡峭上升，某项“AI+”政策给予具体的研发或落地补贴等。

事实上，在良性的“慢牛”格局下，板块内部的超额较难无限拉开，部分持币者因畏高而倾向于在低位分支“另开一桌”，同时部分持筹者止盈心态随利润累积而放大，后续若高位上游硬件端出现筹码松动（震荡/调整），流动性外溢亦有助于提升低位分支的上涨弹性。对于上游硬件端的踏空资金而言，后续有动机低位布局短期业绩能见度低，但中长期终局具备确定性且当前位置存在性价比的下游应用方向。立足赔率思维，我们建议积极布局下游应用方向的 AI+创新药、AI+军工、AIGC、传媒游戏、AI 端侧、人形机器人以及智驾板块的投资机会。

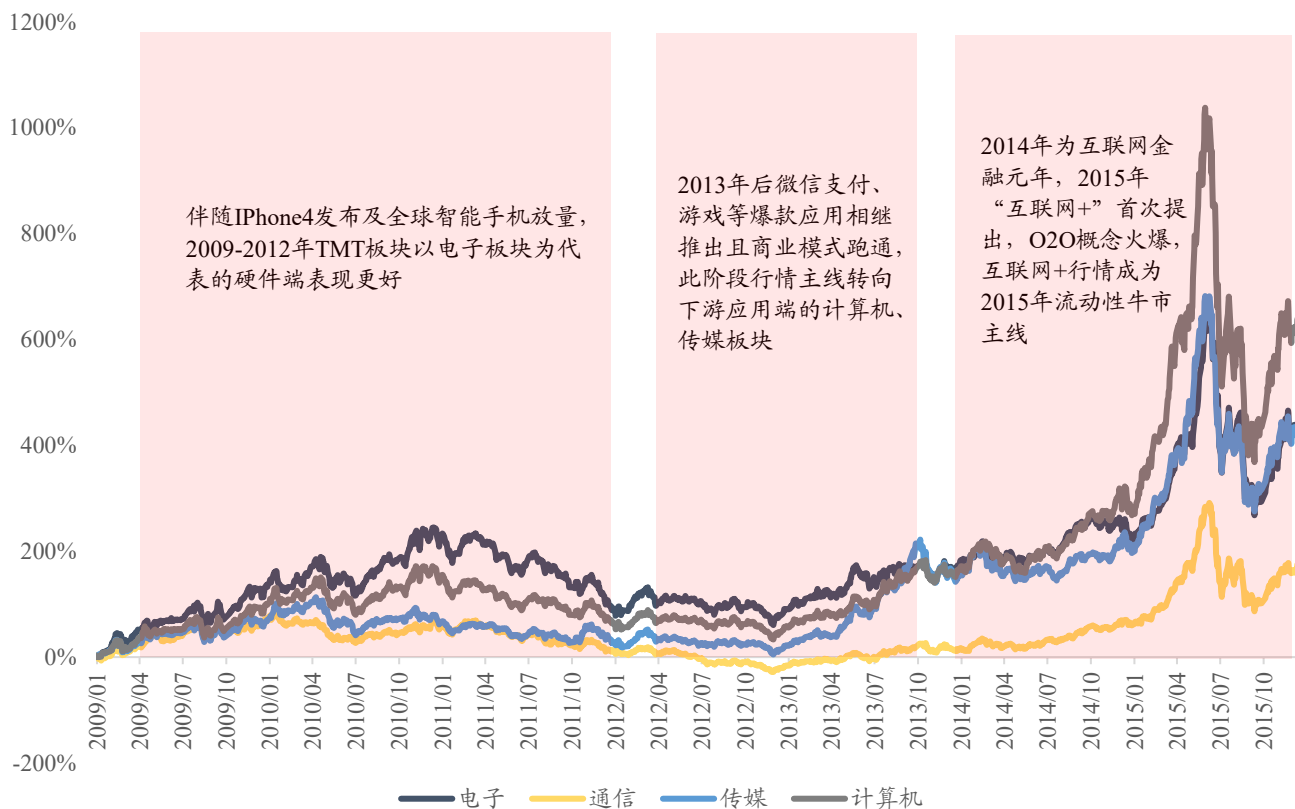
基于此，我们核心推荐以下 AI 应用端方向（包括硬件应用与软件应用）：

- AI+创新药：AI 在制药领域的应用有望显著降低药物发现的成本与时间周期，加速靶点开发与验证过程，同时可通过模拟临床试验降低初试失败风险
- AI+军工：人工智能赋能军工信息化建设，通过有效实时整合卫星、雷达、无人机等多源情报数据，构建全面精准的战场态势图，革新指挥系统；机器狼、机器狗等无人装备与自主作战系统是 AI+军工的另一关键领域
- AIGC：终局叙事完备，但短期由于爆款应用推出尚待时日，业绩能见度较低，后续关注国产大模型能力升级、AI Agent 产业进展等催化
- 人形机器人：AI 最大规模终端应用场景，国产机器人厂商逐步走向订单验证阶段，重点关注特斯拉 Optimus V3 新图纸更新
- 消费电子：9 月后新品密集推出，重点关注 9.10 苹果消费电子新品发布会以及 Meta AI 眼镜产品反馈
- 智能驾驶、车路云：VLA 技术范式重塑车企格局，云车协同竞争进入白热化阶段，亦是端侧 AI 的重要分支，但受车企竞争格局影响短期弹性相对不足
- AI+其他：AI+金融、AI+农业、AI+物流、AI+法律、AI+政务、AI+电商、AI+编程等

注：本文所涉及个股或者公司仅代表与产业链或交易热点有关联，本文所引述的资讯、数据、观点均以展示为目的，不构成投资建议，个股层面请参照东吴证券研究所各行业组所推荐标的。

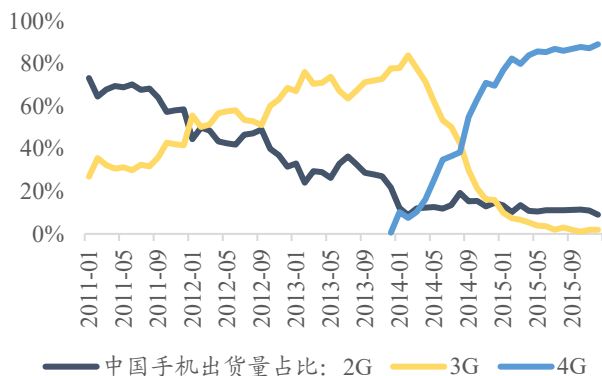
- **风险提示：**政策理解不到位风险；国内经济复苏节奏不及预期；海外降息节奏及特朗普政府对华政策不确定性风险；地缘政治事件“黑天鹅”；行业基本面不确定性风险。

图1：2009-2015 年互联网行情复盘



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2011-2015 年 3G、4G 渗透率逐步提升



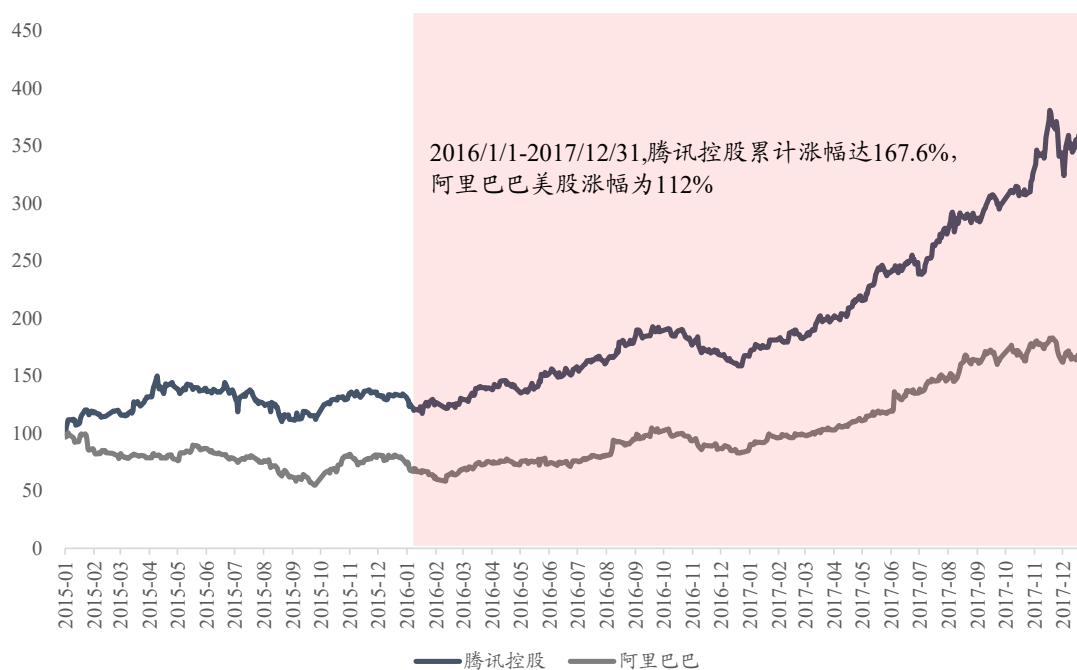
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：我国智能手机渗透率在 2013 年后达到高位



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4: 腾讯、阿里巴巴 2016-2017 年股价持续上行



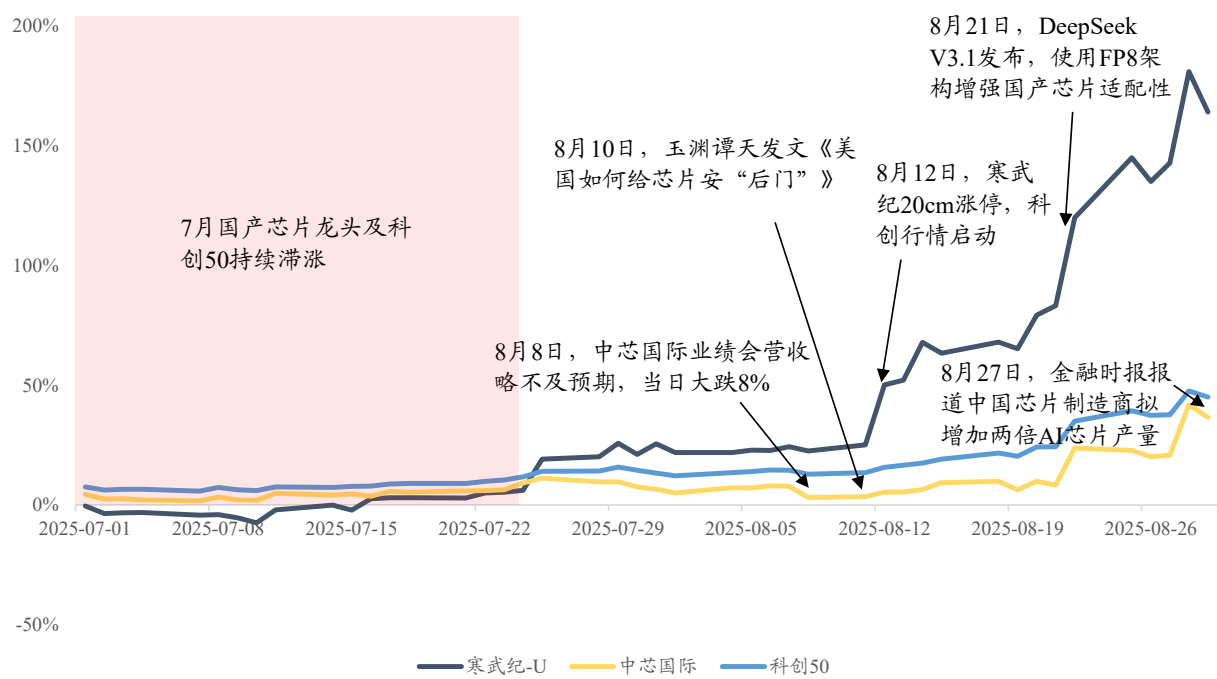
数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 注: 图中腾讯控股为港股走势, 单位为港元; 阿里巴巴为美股走势, 单位为美元

表1: 4月7日-8月26日, AI上游硬件端显著跑赢基准, 中下游出现明显滞涨

产业链环节	细分方向	细分方向	年初至今涨跌幅 (1.1-8.26)	关税战以来涨跌幅 (4.7-8.26)	关税战以来较基准超额 (4.7-8.26)
上游算力硬件	通信硬件	光模块	87.7807	106.6341	67.8332
		电路板	62.9174	56.1038	17.3029
		射频及天线	41.6392	39.4228	0.6219
		高速铜连接	55.0268	53.4034	14.6025
		光纤	51.4605	45.4495	6.6486
		IDC(算力租赁)	51.0934	23.0314	-15.7696
		服务器	56.6731	45.1284	6.3274
	半导体	半导体材料与设备	25.3301	19.6286	-19.1723
		GPU	28.9981	27.9374	-10.8635
		AI芯片	34.8229	30.8253	-7.9756
		存储器	39.2043	29.1504	-9.6505
		先进封装	18.0296	20.5156	-18.2853
中游软件服务	算法	AIGC	40.2509	25.6866	-13.1143
		AI大模型	46.8149	25.4705	-13.3304
		智能体	39.4553	26.2676	-12.5333
		机器视觉	39.2443	25.5734	-13.2275
	软件	工业软件	36.2738	22.5568	-16.2441
		操作系统	32.6878	22.6882	-16.1128
		ERP软件	33.0944	19.0244	-19.7766
		网络安全	34.3200	24.6744	-14.1265
	服务	边缘计算	22.6031	12.0282	-26.7727
		IT服务	36.0529	23.6247	-15.1762
		云计算	47.7560	22.3492	-16.4518
下游应用	端侧	人形机器人	55.1134	25.4753	-13.3256
		AIPC	29.4151	22.0632	-16.7378
		AI手机	31.8659	31.0272	-7.7737
		智能家居	20.9206	24.8298	-13.9712
		AI穿戴设备	25.6222	23.6456	-15.1553
		无人机	36.2225	29.3475	-9.4534
	AI应用	游戏	64.2327	53.1116	14.3107
		出版	11.4966	12.1721	-26.6288
		医药数智化	33.5765	17.9769	-20.8241
		影视	31.5223	16.7830	-22.0180
		电商	20.9914	24.0970	-14.7039
		在线教育	37.4586	25.3034	-13.4975
		智能驾驶	27.9832	19.3761	-19.4248
		金融科技	31.7475	31.1591	-7.6418
		数字政务	27.3365	20.3765	-18.4244

数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 注: 表中基准指数选取科创创业 50 指数(代码: 931643.CSI)

图5：2025 年 7-8 月国产芯片行情复盘



数据来源：Wind，华尔街快讯，财联社，金融时报，东吴证券研究所，注：涨跌幅计算起始时间为 2025/04/07

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>