

2025 年 6 月 11 日 星期三

分析师推荐

【东兴有色金属】金属行业 2025 半年度展望（III）：供需结构持续改善—小金属板块或显现底部抬升（20250610）

我们在 2025 年 6 月 6 日发布的报告《金属行业 2025 半年度展望（I）：弱供给周期下的行业配置属性探讨—工业金属板块高景气度延续》及《金属行业 2025 半年度展望（II）：供需结构强化叠加流动性周期切换—贵金属行业进入强景气周期》中，分别对工业金属板块的铜、铝和贵金属板块的黄金、白银及铂金进行了讨论。本文中，我们将对镁与锂两大行业的供给与需求状态进行研究，并对其未来变化进行预测，从而判断其供需结构的变化趋势。我们发现，镁行业供需或进入持续性紧平衡状态，而锂行业供给过剩状态或逐渐改善。

全球金属行业仍然处于弱供给周期。全球矿端有效供给增量显现刚性化特征，2024 年全球矿业上游勘探投入在金属价格整体高位背景下延续第二年回落，2024 年全球金属勘探投入已降 3%至 125 亿美元。尽管 3 年行业矿端平均资本投入周期数据暗示数年后金属行业的供给弹性或有释放空间，如 2021–2023 全球矿山领域年均勘探投入已升至 123.2 亿美元（累计上升 35.4%），该数据创 1997 年以来 9 个周期中第二高位，并触及 2009–2011 年该阶段水平（QE 时期）。但海外市场的高融资成本、有效矿山项目品位的弱化、全球政经环境挥发所带来的远期增长预期波动等，均令全球矿业项目上游支出环境恶化。从最新的数据角度观察，2024 年绿地勘探项目的数量占比已经降至创纪录低点（27.9 亿美元，占比降至 22.36%），但与之对应的在产矿区项目投入占比却持续增长（49.8 亿美元，占比 40%），数据充分显示全球矿业投资环境的复杂化令资本风险偏好出现的明显弱化（如 PAI 指数在 24Q3 已经降至 2016 年来最低）。考虑到绿地项目勘探投入的实质性减少将令实际产能释放的滞后效应更为显著，我们认为全球矿业的供给状态在 2028 年前或延续强刚性化特征。

全球金属行业供给增速整体刚性承压，全球矿端平均供给增速显著低于金属产出增速。从全球 28 种矿业项目年均产出增速观察，24 年矿端实际供给增速由 6.35%降至 2.22%，仅为近 30 年供给增速均值的 49.8%（1995–2024 年全球矿端供给平均年增速为 4.45%）。而从中国的金属实际产出角度观察，中国 10 种有色金属月度累计产量供给增速 2023–2024 年间均值为 6.79%（24 年均值降至 5.95%），整体维持于 2012 年至今产出增速的波动区间内，显示金属产出的供给增速仍呈周期性的偏刚性特点。

关注行业周期性、成长性及对冲性的配置价值。考虑到金属行业景气度及周

本期编辑

分析师：程诗月

010-66555458

chengsy_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050006

东兴证券研究所金股推荐

证券代码	证券简称
000881.SZ	中广核技
000975.SZ	山金国际
002891.SZ	中宠股份
003000.SZ	劲仔食品
09992.HK	泡泡玛特
600426.SH	华鲁恒升
603565.SH	中谷物流
688095.SH	福昕软件
688531.SH	日联科技

数据来源：《六月金股汇》2025 年 05 月 28 日，东兴证券研究所

期性配置的攀升，结合 2025 下半年全球流动性市场的宽松切换，我们认为金属行业仍需关注三条主线，分别是库存周期低迷但供需状态仍显强韧性的工业金属，行业成长属性强化下的需求弹性外扩的小金属，以及具有强对冲属性且供需基本面延续紧平衡的贵金属。三条主线分别代表了周期性（供给周期及库存周期），成长性（需求长期扩张）以及对冲性（“胀”与风险）的配置机会。

金属行业配置创新高，但四季度高位波动。有色金属行业基金持仓比例显著攀升，但 24 年呈现高位波动态势。近五年，有色金属基金持仓比例持续增长，由 20Q1 的 1.29% 增至 24Q1 的 5.43% 历史新高。其中，受供需结构偏紧及地缘政治风险加剧影响，市场预期有色行业在 24 年将较 23 年的业绩增速底部抬升（23 年营收+1.5%，归母净利润-25.21%），24Q1 有色持仓比例环比提升了 1.52PCT。至 24Q4，美联储降息预期落地，叠加经济疲软及下游需求偏弱（CPI、PPI 环比持续下滑），四季度持仓比例明显回落至 2.85%。分子板块观察，工业金属与贵金属与有色行业整体变化趋势相同，均在年内持仓占比创下新高后于四季度明显回落。其中，工业金属年内持仓比例由 23Q4 的 2.09% 最高升至 24Q2 的 3.79%（铜增幅最为明显，同期由 1.54% 升至 2.92%），但于 24Q4 回落至 1.82%；贵金属年内持仓比例由 23Q4 的 0.66% 最高升至 24Q2 的 0.78%（黄金同期由 0.66% 增至 0.95%），后于 24Q4 降至 0.40%。小金属与金属新材料板块基本维持稳定，分别由 23Q4 的 0.29% 降至 24Q4 的 0.22%，和由 0.14% 降至 0.11%。能源金属受锂行业产能过剩、价格下行影响，持仓比例持续近三年的下滑趋势，由 23Q4 的 0.73% 降至 24Q4 的 0.30%。

镁：镁行业供需或进入持续性紧平衡状态。中国原镁行业已逐渐形成镁新型现代产业集群，这有助行业规模效益的提升及盈利水平的修复，也意味着行业的发展将与新能源产业的发展形成有效共振。考虑到镁金属作为绿色及新质生产力产业发展的核心生产要素，绿色化、智能化、移动化及轻量化在产品应用端的持续拓展将推动镁行业下游需求的有效扩张，这或扭转行业产能利用率偏低的现状并且进一步提升行业规模进入良性扩张态势。鉴于企业端原镁产能现有的建设规划与产能利用率的回升，我们认为 2024-2027 年间，全球原镁产量或由 112 万吨增至 200 万吨，其中中国原镁产量或由 102.6 万吨增至 175 万吨。在镁需求端，汽车轻量化发展或为全球镁金属需求带来大幅增量，而机器人行业、镁合金建筑模板、镁基储氢及低空经济等领域发展亦或为全球镁金属需求上行提供弹性。受益于镁金属轻量化、高密度、高强度等特性，其已成为新质生产力行业发展的核心生产要素。我们认为，2024-2027 年间，全球镁金属需求或由 2024 年的 112 万吨增长至 2027 年的 200.1 万吨，期间 CAGR 或达 21%。综合考虑，2025-2027 年间，全球原镁供需缺口或为 0.1/0.9/-0.1 吨，全球原镁供需的紧平衡状态同样暗示镁行业已经显现周期性的底部特征。

镁板块相关标的：宝武镁业、星源卓镁。

锂：锂行业供需关系或持续改善。从供给端观察，盐湖提锂或为锂矿未来产出的关键变量。一方面，盐湖提锂资源储量丰富，占全球锂资源总量的 58%，而其 24 年产量占比仅为 39%，相对储量占比仍有提升空间。另一方面，从成本观察，盐湖提锂现金成本约为 2.2-3.5 万元/吨，显著低于锂云母提锂的 5-7 万元/吨，及锂辉石提锂的 6-8 万元/吨，具有成本优势。考虑到锂价持续下行对高成本矿企的锂产出影响，2025 年后锂矿端增量或逐渐缩减，而南美地区低成本盐湖提锂产出或决定全球锂供给弹性。我们预计 2024-2027 年间，全球锂供给或由 123.1 万吨 LCE 增至 186 万吨 LCE，期间 CAGR 或达 15%。其中，盐湖提锂产量或由 24 年的 47.5 万吨 LCE 增至 27 年的 84 万吨 LCE，期间 CAGR 或达 21%，对应供应占比或由 39% 升至 45%。从需求端观察，受益于新能源汽车发展带来的动力电池市场持续成长，以及新型电化学储能系统装机推动的储能锂电池需求的阶段性爆发，2024-2027 年间全球锂电池合计出货量或由 24 年的 1545GWh 增至 27 年的 2778GWh，对应碳酸锂消耗量或由 98 万吨增至 177 万吨。结合锂电池行业在碳酸锂需求中占比分析（2024 年：96%），全球碳酸锂合计需求量或由 24 年的 103 万吨增至 27 年的 184 万吨，期间 CAGR 或达 21%。综合考虑，锂供需结构或在 2025-2027 年间逐渐改善，期间供需平衡或分别达到 12.8/6/2 万吨 LCE，供应过剩状况持续减缓。

锂板块相关标的：天齐锂业、赣锋锂业、永兴材料、金银河。

风险提示：政策执行不及预期，利率超预期急剧上升，市场风险情绪加速回落，区域性冲突加剧及扩散。

（分析师：张天丰 执业编码：S1480520100001 电话：021-25102914 研究助理：闵泓朴 执业编码：S1480124060003 电话：021-65462553）

【东兴汽车】汽车行业 2025 年中期策略：汽车电动智能化趋势与自下而上研究策略（20250610）

销量跟踪：受益以旧换新政策，2025 年 1-4 月我国汽车销量同比增速提升。在以旧换新政策助力下，国内汽车市场逐渐回暖，24 年国庆旺季后国内市场汽车月度销量同比增速由负转正，2025 年 1-4 月，汽车国内销量为 812.3 万辆，同比增长 12%；2024 年汽车国内销量为 2557.7 万辆，同比增长 1.6%；2025 年 1-4 月，新能源汽车累计销量（含出口）430 万辆，同比增长 46.3%；2024 年新能源汽车累计销售 1286.6 万辆，同比增长 35.5%。2024 年新能源汽车渗透率提升至 40.9%，较 2023 年提升 9.3pct；2025 年 1-4 月新能源汽车渗透率达 42.7%。出口方面，2025 年我国汽车 1-4 月出口 193.7 万辆，同比增长 6.02%；2024 年出口 585.9 万辆，同比增长 19.33%。2025 年 1-4 月新能源汽车出口 64.2 万辆，同比增长 52.49%；2024 年出口 128.4 万辆，同比增长

6.73%，汽车出口稳定增长，未来空间广阔。

智能化有望加速落地：智能化是汽车电动化的下半场，智能驾驶能力将决定车企未来的市场竞争力。随着具备智能能力汽车保有量的提升带来的数据资源的提升，算力、大模型等 AI 技术的迭代升级，智能驾驶有望从量变到质变，推动高阶自动驾驶加速落地。头部企业逐渐在训练数据、训练设施、智驾生态领域建立了领先优势。我们重点梳理了国内外头部公司特斯拉、华为在该领域的布局，以围绕头部智驾企业寻找投资机会。

板块业绩：乘用车板块业绩两端分化，头部效应明显。乘用车板块（中信行业分类，下同）在 2024 年/2025Q1 分别实现营业收入 20,634.82/4348.59 亿元，同比+9.79%/+7.39%；归母净利润为 598.32/140.92 亿元，同比+1.37%/+16.35%；扣非归母净利润为 346.47/114.92 亿元，同比-8.39%/+49.62%，24 年扣非净利同比减少主要因上汽、广汽业绩下滑所致，25Q1 的利润增长主要由比亚迪贡献。零部件板块盈利能力稳步回升。汽车零部件板块 2024 年/2025Q1 分别实现营业收入 9,661.16/2,344.26 亿元，同比+6.14%/7.40%；实现归母净利润 474.1/143.23 亿元，同比+10.29%/13.56%；实现扣非归母净利润 414.07/124.84 亿元，同比+10.54%/13.08%。

零部件企业盈利能力的不断回升是多数上市企业不断提升运营效率，控制成本费用的效果体现。汽车零部件企业作为夹在整车企业与上游大宗原材料（塑料、橡胶、金属材料等）之间制造业企业，既依赖于下游整车企业的车型销量，又不具备对上游大宗原材料议价能力。所在细分行业的格局和公司治理能力是决定零部件企业行稳致远的核心，是零部件企业获取超额收益的关键。

行情表现：汽车指数年初至今涨幅明显。2025 年 1 月 1 日至 6 月 9 日，上证指数上涨 1.43%，沪深 300 指数下跌 1.26%，中证 1000 上涨 4.39%，中证 2000 上涨 12.38%，市场整体风格偏向中小盘。汽车行业中，中信乘用车指数上涨 4.96%，中信汽车零部件指数上涨 14.32%。乘用车指数年初至今涨幅主要由权重比亚迪带动。汽车零部件板块今年以来表现远超大盘。我们认为汽车零部件行业的上涨一方面来自于企业盈利能力的提升，结合近期板块内部分公司开拓机器人相关业务，估值得到提升；另一方面，近期整体市场小市值股票涨幅较多，而汽车零部件板块中小市值公司居多，受益市场风格。

投资策略：整车板块，关注智能化：汽车智能化进入加速发展期，头部企业逐渐在训练数据、训练设施、智驾生态领域建立了领先优势。华为凭借在 ICT 领域技术积累，业务不断延伸至联结、计算等领域，致力于构建万物互联的智能世界。其在软件、硬件、芯片、终端、网络、云等领域均具备了较强的竞争力。汽车智能化的发展在多个场景下与 ICT 技术相匹配，经过前期大规模研发投入，华为在智能汽车领域逐步进入收获期。相关受益标的为与华为深度合作的车企，包括智选车模式下的赛力斯（601127）、江淮汽车（600418）、

北汽蓝谷(600733)、上汽集团(600104),以及HI模式下的长安汽车(000625)。

零部件板块,关注细分行业格局向好、公司治理能力较强的公司:我们重点研究的细分行业包括但不限于以下领域:1)汽车橡塑管路:我们看好川环科技(300547)和溯联股份(301397)。川环科技在管路类型多样、橡胶配方、工艺创新和成本费用控制等领域具备优势;溯联股份则在尼龙管路核心零部件快速接头等上处于国内领先地位。2)内燃机产业链:国内混动趋势明显,内燃机将以混动形式长期存在。我们更看好国内涡轮增压壳体企业科华控股(603161)、气门传动组核心供应商新坐标(603040)、国内气缸套龙头公司中原内配(002448)等。3)汽车电子行业:在汽车产业电动化与智能化深度融合的产业趋势下,电子电气架构革新推动汽车电子产品在整车中的渗透率不断提升,我们看好变速操纵控制系统龙头企业宁波高发(603788),公司强成本控制、高效率将持续领先。

风险提示:汽车行业景气度持续下行,汽车行业竞争持续加剧,主要原材料大幅上涨,相关公司新产品开拓不及预期。

(分析师:李金锦 执业编码:S1480521030003 电话:010-66554142 研究助理:曹泽宇 执业编码:S1480124040003 电话:17512502830)

重要公司资讯

- 1. 万科A:**公司6月10日通过集中竞价交易方式首次出售了A股库存股,出售数量2200万股,占公司总股本的0.18%,减持所得资金总额为1.46亿元(未扣除交易费用),成交均价6.63元/股。目前公司可用于出售的A股库存股股份余额为5095.6万股。(资料来源:同花顺)
- 2. 腾讯音乐-SW:**2025年6月10日,该公司与Ximalaya Inc.(喜马拉雅控股)及若干其他订约方就其拟议收购喜马拉雅订立并购协议及计划。(资料来源:同花顺)
- 3. 影视创新:**影石创新正式登陆A股,成为“智能影像第一股”。此次IPO发行价47.27元/股,募资19.38亿元,开盘大涨285%,总市值超700亿元。(资料来源:同花顺)
- 4. 方正科技:**公司披露向特定对象发行A股股票预案,发行对象为包括公司控股股东焕新万科在内的不超过35名(含)特定投资者。其中,焕新万科承诺以现金方式参与认购,认购数量不超过本次发行实际发行数量的23.50%,且认购金额不超过人民币4.65亿元,其余股份由其他发行对象以现金方式认购。(资料来源:同花顺)
- 5. 宁德时代:**6月10日,宁德时代宣布量产交付下一代大容量储能专用电芯——587Ah电芯。据了解,宁德时代587Ah电芯能量密度达434Wh/L,较上一代提升10%,系统能量密度提升25%;通过机械结构、化学体系以及极片设计等三大方面的突破,使充放电循环中的能量效率初始值达96.5%。(资料来源:同花顺)

经济要闻

1. 商务部：商务部国际贸易谈判代表兼副部长李成钢在伦敦谈到中美经贸磋商机制首次会议时表示，中美双方进行了专业、理性、深入、坦诚的沟通。双方原则上就落实两国元首6月5日通话共识以及日内瓦会谈共识达成了框架。（资料来源：同花顺）

2. 国新办：6月11日电，国务院新闻办公室定于2025年6月16日（星期一）上午10时举行新闻发布会，国家统计局新闻发言人、国民经济综合统计司司长付凌晖介绍2025年5月份国民经济运行情况，并答记者问。（资料来源：同花顺）

3. 央行：人民银行6月11日公告称，以固定利率、数量招标方式开展了1640亿元逆回购操作，中标利率为1.4%。今日公开市场有2149亿元逆回购到期，净回笼509亿元。（资料来源：同花顺）

4. 国台办：国台办11日上午举行例行新闻发布会，发言人朱凤莲就近期两岸热点问题回答记者提问。

有记者提问：影视交流持续成为两岸交流的亮点，发言人可否介绍近期有哪些影视文化交流活动？对此，发言人朱凤莲表示，影视交流是今年两岸文化交流的亮点之一。继“第十六届两岸电影展之大陆电影展”为台湾观众带去7部大陆热门影片后，“第十六届两岸电影展之台湾电影展”于6月7日在四川雅安开幕，将展映6部台湾优秀电影，受到大陆观众欢迎。（资料来源：同花顺）

5. 中办国办：6月10日，据新华社，为深入推进深圳综合改革试点、深化改革创新扩大开放，中办、国办印发《关于深入推进深圳综合改革试点深化改革创新扩大开放的意见》。据了解，意见部署，统筹推进教育科技人才体制机制一体改革，推进金融、技术、数据等赋能实体经济高质量发展，建设更高水平开放型经济新体制，健全科学化、精细化、法治化治理模式。（资料来源：同花顺）

6. 汽车工业协会：最新数据显示，今年前5个月，汽车产销量同比增长均超10%。当前，我国汽车行业整体运行呈现稳中向好态势。数据显示，1至5月份，汽车产销量分别完成1282.6万辆和1274.8万辆，同比分别增长12.7%和10.9%。其中，新能源汽车产销量分别完成569.9万辆和560.8万辆，同比分别增长45.2%和44%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的44%。在出口方面，1至5月，汽车出口249万辆，同比增长7.9%。其中，新能源汽车出口85.5万辆，同比增长64.6%。（资料来源：同花顺）

7. 海关总署：海关总署6月11日发布数据显示，2000年中非合作论坛成立以来，中国对非洲进出口总值由当年不足1000亿元增至2024年2.1万亿元，累计增长超20倍，年均增速达到14.2%，充分显示出中非经贸合作的强大活力。当天，海关总署还发布了2024年中国—非洲贸易指数，这一指数从2000年的基期值100点快速攀升，2024年达到1056.53点的新高。（资料来源：同花顺）

8. 多家车企：多家车企纷纷发表声明，承诺将供应商支付账期统一至60天内。2025年6月1日起，修订后的《保障中小企业款项支付条例》正式施行。条例明确规定，大型企业从中小企业采购货物、工程、服务，应当自交付之日起60日内支付款项。汽车行业中的众多车企作为大型企业，对产业链上数量众多的中小企业供应商有着巨大影响，此次集体承诺正是对政策的积极响应。（资料来源：同花顺）

9. 教育部：教育部发展规划司6月11日发布《关于拟同意设置本科高等

学校的公示》。根据《中华人民共和国高等教育法》《普通高等学校设置暂行条例》《普通本科学校设置暂行规定》《本科层次职业学校设置标准（试行）》等有关规定以及第八届全国高等学校设置评议委员会考察评议结果，经教育部党组会议审议，拟同意设置大湾区大学等 10 所学校。（资料来源：同花顺）

10. 市场监管总局：为加强直播电商监督管理，维护广大消费者和经营者合法权益，促进直播电商健康发展，市场监管总局在充分调研和广泛征求意见的基础上，会同国家网信办研究起草了《直播电商监督管理办法（征求意见稿）》（以下简称《办法》），今天（10 日）向社会公开征求意见。《办法》分总则、直播电商平台经营者、直播间运营者、直播营销人员服务机构和直播营销人员、监督管理、法律责任、附则等七章，共五十七条。（资料来源：同花顺）

每日研报**【东兴宏观】非农乏善可陈，暑期消费或有一定支撑——5月美国非农数据点评（20250610）**

美国5月季调后非农就业增13.9万，预期13万，前值14.7万；失业率4.2%，预期4.2%，前值4.2%。

主要观点：

数据方面，支撑非农的四大行业（医疗、专业和商业服务、住宿餐饮、政府）仅剩医疗和住宿餐饮尚可。新增就业主要集中于教育和医疗（8.7万）、住宿餐饮（3.1万）、艺术娱乐（1.7万）、金融（1.3万）以及社会辅助（0.8万）。传统的主要支撑就业的专业和商业服务（-1.8万）以及政府（-0.1万）连续数月处于低迷状态。（图10）

暑期服务类消费可能较好。观光就业在5月有明显上涨，赌博就业速度也未见放缓。时薪同比增速4%，仍明显超过通胀速度，暑期消费仍有一定支撑。（图6、12）

劳动力市场仍处于较为僵化的状态。离职率、雇佣率和解雇率均处于低位状态，表明劳动力市场的流动性仍处于底部。周度的初请数据已连续数周小幅上升，若后者累计数据出现向上趋势，则是值得注意的负面信号。（图7、8、9、13）

劳动力市场往往滞后于经济数据以及金融市场的表现，因此不能以劳动力市场的数据来判断经济的拐点。

关税对经济属于外生的负面冲击，需要时间来慢慢体现在经济数据之中，类似于“外伤”转化为“内伤”需要时间。如果“外伤”不能及时消解，最终将影响经济有机运行。这与一般的经济危机不同。一般的经济危机往往是经济运行一段时间后自然集聚的问题集中爆发，即“内伤”显性化。因此，内生性问题出现时往往不可挽回，容易陷入经济衰退。

目前来看，关税的不确定性有所下降但尚未完全消失，市场可能最终接受基础性关税10%的结果。特朗普后续的政策为将2017年的减税政策永久化，并可能进一步降低税收。虽然对联邦政府的债务有恶化影响，但短期内，对经济有一定正面的刺激作用。

市场方面观点不变，流动性尚充裕。（图14）

风险提示：海外通胀超预期，海外经济衰退。

（分析师：康明怡 执业编码：S1480519090001 电话：021-25102911）

【东兴计算机】计算机行业2025年中期策略：AI Agent引领计算机行业价值重估（20250610）

行业回顾：上半年计算机指数在DeepSeek等技术催化下跑赢大盘。纵向看，得益于一季度DeepSeek催化，

计算机指数上半年跑赢大盘，截至 25 年 5 月 31 日，计算机行业指数自年初累计上涨 1.65%，跑赢沪深 300 指数 4.07pct。横向看，计算机板块上半年整体表现居中，收益率在申万一级 31 个子行业中排名第 14，并强于大盘走势，行业风格上今年上半年科技板块整体处于相对劣势。从市场表现来看，今年上半年计算机板块仍表现出极强弹性，一季度在技术驱动下跑出显著超额收益，后受风险偏好降低影响估值承压回撤，当前行业指数有所回升，整体处于震荡区间，并存在一定结构性分化。目前计算机板块估值处于中位偏高水平，机构持仓下滑趋势逐步企稳有望回升，行业整体风险度适中。

行业展望：AI Agent 板块政策、技术、需求多维共振，景气度持续上行。综合对过往走势的分析，我们当前认为对行业投资机会的把握应从基本面（政策、技术、中长期需求）、性价比（估值水平、筹码结构等综合判断）、吸引力（主题催化、风险偏好、流动性预期等综合分析）三大维度去综合分析判断。对于下半年计算机行业的投资展望，我们预期市场整体流动性相对宽裕，风险偏好稳中有升，机构对计算机板块的持仓意愿有所增强。当前科技自立自强与发展数字经济仍构筑板块政策主线，符合政策主题的人工智能与国产算力具备市场高关注度，技术端模型侧与海外龙头差距正在缩小，叠加国产算力逐步成熟；需求端部分传统行业亟需 AI Agent 等技术手段帮助其创收或提效，同时推理需求的爆发有望在当前早于颠覆性应用出现。基于此，我们认为具备景气度以及有望重塑计算机行业价值的 AI Agent 及相关领域将成为下半年板块核心投资机会。

投资策略：AI Agent 具备爆发潜力，有望重塑计算机行业价值，持续把握相关领域投资机遇。Agent 是大模型驱动的 AI 高阶应用形态，具备独立思考、自主执行和持续迭代三大核心能力，其核心组件包括大模型、规划、记忆和工具使用能力。当前技术上在感知层、决策层和执行层仍存在数据质量、隐私保护等痛点，但 MCP 协议、A2A 互操作协议等技术突破，以及大模型推理成本降低，推动其商业可行性提升。预计我国 AI Agent 行业市场规模将从 2024 年的 1473 亿元增长至 2028 年的 3.3 万亿元，规模化应用逐步实现。从参与者的维度来看，AI Agent 行业参与者包括大模型创业厂商、互联网大厂、RPA/流程自动化厂商和传统数字化企业服务商，四类参与者各具技术、生态等优势。AI Agent 类型分为平台框架型和垂类应用型，前者提供全流程工具，后者聚焦行业场景，细分为解决方案型和功能型。从价值创造看，AI Agent 能提升高价值服务业生产力，在金融、教育、医疗、法律、零售等行业可显著节约成本或创造直接价值，推动工作流和交互效率变革。

我们认为 Agent 有望重塑计算机行业整体价值。首先带来国产算力需求提升（DeepSeek 对训练算力资源的节约，并未让整体算力需求减少，反而由于 AI Agent 等应用的落地，用于推理的 AI 芯片占比持续升高，同时由于推理环节对 AI 芯片性能要求较低，国产 AI 芯片被逐步投入使用，叠加英伟达出口受限，可能进一步推动国内 AI 芯片的结构发生变化），其次软件服务产业自身就是高人力成本服务业，AI Agent 能直接降本增效，有望推高行业毛利率中枢（当前 A 股计算机公司以 2B 项目制业务为主，人力成本为占相关公司营业成本的较大比例。从结果导向看，我们认为 AI Agent 的应用能大幅提升程序员工作效率，降低单项目人数投入或加快项目节奏，实现公司营运效率的提升以及盈利能力的释放，有望进一步推高行业毛利率中枢），最后 AI Agent 有望推动计算机公司商业模式升级（随着 AI Agent 与企业平台、企业软件深度结合，一方面厂商可通过增加提供 AI 功能直接提升项目或产品价值量，带来直接创收，同时由于 AI 模型在持续更新迭代，客户为能使用到最为先进的应用有意愿去接受订阅制的产品或允许软件厂商帮助其建设开放式平台，底层可接入多种大模型，软件厂商有望通过 Token 分销的模式赚取具备相对持续性的收入，实现商业模式的升级。再进一步，AI Agent 有望将软件产品的定位从“工具”升级为“劳动力”，实现结果导向型创收）。

AI Agent 当前具备爆发潜力，我们认为在相关领域具有布局的上市公司将有望持续受益于行业发展：1、平台类 AI Agent：科大讯飞、昆仑万维、商汤、第四范式等公司。2、垂类 AI Agent：1）办公/OA/ERP/CRM：金

山办公、福昕软件、泛微网络、致远互联、金蝶国际、用友网络、能科科技、赛意信息、汉得信息等公司；2) 金融/财税：同花顺、顶点软件、税友股份、宇信科技、中科金财、新致软件等公司；3) 编程：卓易信息、普元信息等公司；4) 教育：科大讯飞、佳发教育等公司；5) 医疗：讯飞医疗科技、卫宁健康等公司；6) 营销：迈富时等公司；7) 司法：金桥信息、华宇软件等公司；8) 端侧：中科创达、萤石网络等公司。3、国产算力：海光信息、寒武纪、浪潮信息、金山云等公司。

风险提示：政策落地及技术创新或不及预期、行业竞争加剧、相关行业发展或产品拓展不及预期、海外制裁加剧等风险。

(分析师：张永嘉 执业编码：S1480523070001 电话：010-66554016)

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

以上内容来源于东兴证券研究报告的观点。

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（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）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（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）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。