

“科特估”为“国产化”重塑估值 ——关税压力下的资本市场战略协同

2025 年 04 月 08 日

证券分析师 芦哲

执业证书: S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 潘京

执业证书: S0600524120011

panj@dwzq.com.cn

北京时间 4 月 3 日凌晨,美国总统特朗普宣布“史上最激进关税方案”,对中国关税税率达到 54%之高,其贸易保护主义行径严重背离 WTO 规则框架。随后,中国宣布反制,针对原产于美国的全品类进口商品实施 34% 惩罚性关税政策。中方基于《关税法》《海关法》等法律法规进行反制,不仅是对美方单边主义行为的战略回应,更是本土产业链实现进口替代、重构市场格局的战略转折点,在捍卫国家经济主权的同时,为国内产业释放出可观的市场替代空间。在全球经贸秩序重构的关键节点,国产替代已从战略储备转化为必然选择,而此次关税反制政策实质为这一趋势注入加速动能。

■ 国产替代的战略窗口开启

国家安全视角下的供应链重塑: 在全球产业链供应链面临重构的环境下,外部环境的复杂性和不确定性上升,尽管国家围绕重点产业链薄弱环节,集中优质资源合力攻关、提升产业体系自主可控和安全水平等方面已经持续取得了积极进展,但在当前外部的“围追堵截”的压力下,我国提升产业链韧性和安全水平仍然迫在眉睫。如今,在技术与产能的合力作用下,中国有望通过“内循环”进一步加速实现产业链全面“中国化”发展。

价格重构驱动消费转向本土化: 随着中国强力反制措施的落地,额外关税将会导致美国商品终端价格竞争力锐减,国内产品的国产化预计将迎来提速。对美加征关税后,我国高科技产品和农产品的国产化空间有望进一步打开,以航空器、消费电子、汽车核心部件、高端农产品为代表的领域将出现显著替代效应。

政策组合强化国产化信心: 2020 年至 2025 年,从中央部委到地方政府,各部门积极发布了各项政策,从政府采购倾斜、税收优惠、技术攻关、产业链安全、地方试点、金融支持等多维度推动国产替代,重点领域包括半导体、基础软硬件、环保装备、智能汽车等,体现了国家在关键产业链引导实施自主可控的长期战略。五年以来,本土化产业链在许多关键领域已实现大幅突破。

■ “科特估”体系为国产化重塑估值

硬科技实力持续提升,国产化率仍有空间: 中国在自主创新的路上奋力追赶,近年来排名持续上升。在科学、技术和生产的每个维度的复合领域评分上,中国在所有三个维度的复合评分都经历了飞跃,尤其在技术维度上增长得最为明显,且增长速度还在持续提升。从产业增加值和海外收入分布来看,目前中国科技企业对国内市场的依赖程度和国产化程度仍然有待提升。

“科特估”体系下资本市场与国产化的协同效应: 国产化是实现产业链安全的必要路径,国产企业通过“估值提升—信心提升—资金流入—国产化率提升—估值提升”形成正向的闭环,资本市场与产业形成产融协同新范式,有望进一步增加资本市场和经济运行的稳定性。在“科特估”的引领下,资本市场对科技企业给予了极强的信心,国产化率进一步提升的过程中,资本市场给与估值提升的配合,进一步增强企业创新的信心,“科特估”正是对中国经济“新旧动能转换”的重定价。

■ 战略反制引发的产业变革,正在催生中国制造业的“二次革命”

关税壁垒的升级表面是贸易博弈工具,实则为本土产业升级的战略机遇窗口。在市场选择与政策引导的协同作用下,“中国制造”有望突破后发优势的瓶颈,完成从“模仿”到“超越”到“主导”的质变,开启全球价值链重构的新时代。

风险提示: 经济数据改善节奏不及预期,海外关税进一步超预期,地缘政治风险,国内科技产业业绩落地不及预期

相关研究

《应对关税冲击,逆周期政策还有哪些可选项?》

2025-04-08

《对等关税后的美国经济与市场策略推演》

2025-04-07

内容目录

1. 国产替代已从战略储备转化为必然选择	4
2. 国产替代的战略窗口开启	4
2.1. 国家安全视角下的供应链重塑	4
2.2. 价格重构驱动消费转向本土化	5
2.3. 政策组合强化国产化信心	6
3. “科特估”体系为国产化重塑估值	8
3.1. 硬科技实力持续提升，国产化率仍有空间	8
3.2. “科特估”体系下资本市场与国产化的协同效应	9
4. 风险提示	10

图表目录

图 1: 全球产品集群与产业链交叉集中化5

图 2: 我国从美国进口商品比重趋于下行 (%)6

图 3: 对美进口依赖度较高的商品 (2024 年, %)6

图 4: 中国在全球创新指数 (GII) 排名中上升最快8

图 5: 中国科技竞争力持续提升8

图 6: 中国制造业产出海外增加值占比 (%)9

图 7: 2018 年以来科技产业海外收入占比均有提升9

1. 国产替代已从战略储备转化为必然选择

北京时间4月3日凌晨，美国总统特朗普宣布“史上最激进关税方案”，对中国关税税率达到54%之高，其贸易保护主义行径严重背离WTO规则框架。随后，中国宣布反制，针对原产于美国的全品类进口商品实施34%惩罚性关税政策。中方基于《关税法》《海关法》等法律法规进行反制，不仅是对美方单边主义行为的战略回应，更是本土产业链实现进口替代、重构市场格局的战略转折点，在捍卫国家经济主权的同时，为国内产业释放出可观的市场替代空间。政策细则显示，中国进口美国商品的综合成本将显著提升，而现行保税及减免税政策维持不变则精准保障了国内产业链关键环节的稳定性。在全球经贸秩序重构的关键节点，国产替代已从战略储备转化为必然选择，而此次关税反制政策实质为这一趋势注入加速动能。

2. 国产替代的战略窗口开启

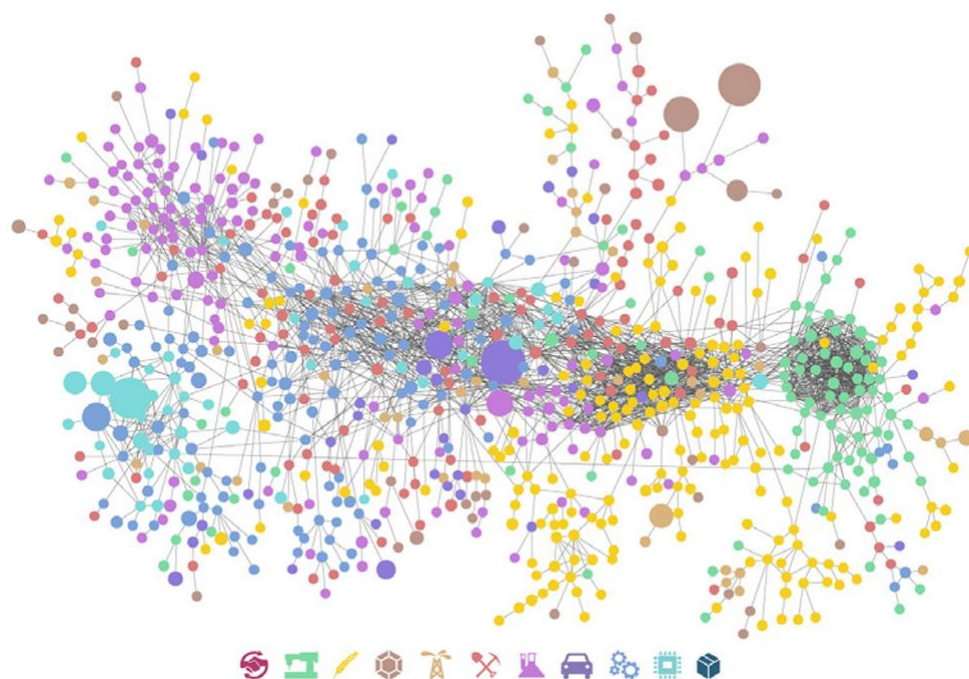
2.1. 国家安全视角下的供应链重塑

近年来，随着大国竞争的加剧和地缘政治不确定性的上升，国家安全的范围逐渐扩大到经济、技术等领域，经济安全作为国家安全的一个重大议题愈加受到各国重视。在各种不稳定、不确定性因素明显增加的情况下，经济全球化遭遇逆流，全球产业链从融合逐步走向脱钩，全球各国的产业捆绑逐步减弱，保障各国本土产业链供应链安全、维护产业链供应链稳定畅通，成为了各国的战略任务。

在逆全球化的浪潮和全球脱钩的背景下，中国高度重视产业链供应链安全，从战略层面推动产业链供应链体系建设。产业链供应链安全是助力国家产业高质量发展、保障实体经济稳定运行、构建新发展格局的重要内容，也是国家经济安全的重要组成部分。在近年来的极端事件冲击下，我国产业链能够在受到外部冲击后较快自我适应，在受到封锁打压时维持有效运转，在极端情况下保证基本功能稳定运行，维持产业链的韧性和安全水平，得益于在战略上的提前布局：我国拥有全球最齐全的产业门类、最强大的产业配套能力，不仅为赢得大国博弈提供了战略支撑，也为全球经济的顺畅运行提供了保障。

产业链供应链韧性和安全水平取决于关键环节的自主可控和产业体系的完整稳定。一直以来，我国供应链本土化的进程持续提速，但部分关键核心技术仍然受制于人。在全球产业链供应链面临重构的环境下，外部环境的复杂性和不确定性上升，尽管国家围绕重点产业链薄弱环节，集中优质资源合力攻关、提升产业体系自主可控和安全水平等方面已经持续取得了积极进展，但在当前外部的“围追堵截”的压力下，我国提升产业链韧性和安全水平仍然迫在眉睫。参考2018年贸易摩擦至今的中国应对经验，国内制造业已经通过自主技术突破逐步实现了部分产业链的重构，如今，在技术与产能的合力作用下，中国有望通过“内循环”进一步加速实现产业链全面“中国化”发展。

图1: 全球产品集群与产业链交叉集中化



数据来源: WIPO, 东吴证券研究所, 贸易十图标分别代表纺织品, 农业, 矿产, 开采, 金属, 化学品, 机动车, 机械, 电子和其他, 每个点代表一个产品类别 (基于 1992 年协调制度分类), 并且每个点的大小与该产品的世界贸易规模成正比。点与点之间的距离近似反映了生产两种产品所需专门要素的相似程度。

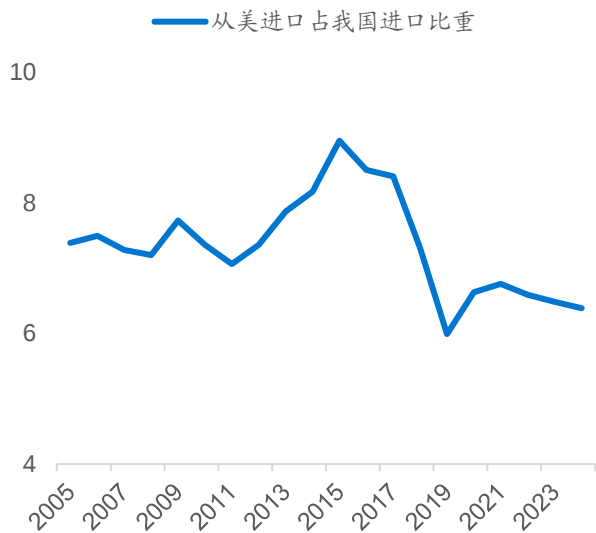
2.2. 价格重构驱动消费转向本土化

随着中国强力反制措施的落地, 额外关税将会导致美国商品终端价格竞争力锐减, 而中国对美进口商品的需求也将迎来重构, 国内产品的国产化预计将迎来提速, 尤其是自美进口绝对金额较大的行业, 国内产品的国产化空间有望进一步打开。

从总量维度上来看, 2024 年, 我国从美进口总额约为 1652 亿美元, 约占我国进口总额的 6.4%, 我国对美进口依赖度较低, 自 2018 年首轮中美贸易摩擦以来我国从美进口份额逐步降低。从结构维度上来看, 2024 年, 进口绝对金额方面, 从美国进口产品中矿物产品 (231 亿美元)、机械设备 (202 亿美元)、电气设备 (183 亿美元)、精密仪器 (131 亿美元) 和用于生产的植物 (126 亿美元) 进口额超过 100 亿美元; 进口依赖度方面, 我国从美进口航空航天器依赖度较高, 占我国航空航天器全部进口的比重超过 50%, 印刷品、部分动物产品以及炸药烟火等易燃制品从美进口依赖度也超过 20%; 重点产品方面, 我国乘用车 (19%)、货运车 (33.5%)、高粱 (66.8%)、大豆 (22.8%)、活猪 (66.9%)、牛肉 (39.8%) 从美进口依赖度较高。对美加征关税后, 我国高科技产品和农产品的国产化空间有望进一步打开, 以航空器、消费电子、汽车核心部件、高端农产品为代表的领域将出现显著替代效应。

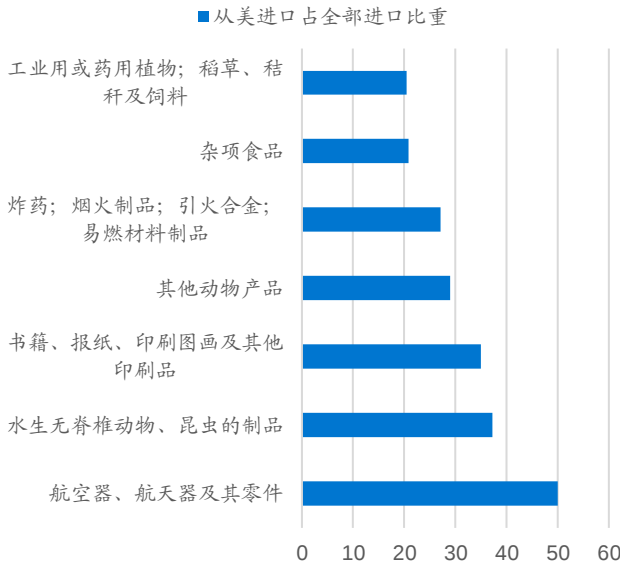
对于农产品等有较高依赖的初级产品来讲，短期内或难以寻找新的供应商而造成价格有所上涨，但农产品可替代性较高，本土化趋势和同类替代趋势有望进一步加强。针对高科技产品，2024 年，我国本土品牌乘用车零售占比约为 65.2%，仍有较大提升空间，本轮反制后我国汽车厂商有望获得替代美企的市场空间，也一定程度上可以缓解过剩产能。在半导体和集成电路等关键领域，本次反制措施也彰显出我国加大科技投入，突破关键领域卡脖子技术的决心，有望加速国产替代进程。

图2: 我国从美国进口商品比重趋于下行 (%)



数据来源: ITC, 东吴证券研究所

图3: 对美进口依赖度较高的商品 (2024 年, %)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

2.3. 政策组合强化国产化信心

2020 年至 2025 年，从中央部委到地方政府，各部门积极发布了各项政策，从政府采购倾斜、税收优惠、技术攻关、产业链安全、地方试点、金融支持等多维度推动国产替代，重点领域包括半导体、基础软硬件、环保装备、智能汽车等，体现了国家在关键产业链引导实施自主可控的长期战略。五年以来，本土化产业链在许多关键领域已实现大幅突破：华为、寒武纪等企业在 AI 芯片领域缩小与国际差距，部分产品性能接近国际水平，中国芯片自给率大幅提升；国内自主研发的工业级操作系统内核及部分关键代码自主率达 100%；中高端医疗设备国产化率显著提升，费用显著下降；金融机构支持国产、投早投小，培育了一大批新兴国产科技企业。

表1: 2020 年以来支持国产化的政策

发布文件	发布时间	发布部门	主要内容
新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策	2020 年	国务院	提出财税优惠、投融资支持、研发鼓励等政策，推动集成电路和软件产业自主创新，减少对外依赖。
关于扩大战略性新兴产业投资培育壮大新增长点增长极的指导意见	2020 年	发改委、科技部、工信部、财政部	明确重点突破光刻胶、电子封装材料等“卡脖子”领域，强化产业链安全。

政府采购进口产品审核指导标准	2021 年 5 月	财政部、工信部	要求政府采购优先采购本国产品，进口产品采购需严格审核，并优先选择有利于技术转让或本土创新的产品。
研发机构采购国产设备增值税退税管理办法	2021 年 6 月	国家税务总局	对研发机构采购国产设备实行增值税全额退税政策，鼓励国产设备应用。
基础电子元器件产业发展行动计划（2021-2023 年）	2021 年	工信部	支持电子元器件上游材料及封装材料的研发生产，提升国产配套能力。
关于进一步深化改革、促进检验检测行业做优做强的指导意见	2021 年 9 月	国家市场监督管理总局	建立国产仪器设备“进口替代”验证评价体系，推动国产设备质量提升。
基础软硬件政府采购需求标准	2023 年 12 月	财政部、工信部	明确乡镇以上党政机关采购操作系统、数据库、服务器等需符合安全、可靠测评要求，并列出国产 CPU、操作系统及数据库厂商清单。
浦东新区促进高端装备产业高质量发展专项操作细则	2024 年 10 月	浦东新区科经委、财政局	对首批次国产替代核心零部件企业给予合同金额 10%的补贴，单个企业最高 500 万元。
关于政府采购领域本国产品标准及实施政策有关事项的通知（征求意见稿）	2024 年 12 月	财政部	政府采购中本国产品可获 20%价格评审优惠，并计划 3-5 年内细化生产组件国产化比例要求。
促进环保装备制造业高质量发展的若干意见	2025 年 3 月	工信部等三部门	推动 5G、人工智能技术在环保装备制造的应用，实施重大技术装备三年提升行动。
智能网联汽车产品准入、召回及软件在线升级管理的通知	2025 年 3 月	工信部、市场监管总局	强化智能网联汽车生产一致性管理，推动国产技术标准落地。
关于做好金融“五篇大文章”的指导意见	2025 年 3 月	国务院办公厅	明确科技金融重点支持国家重大科技任务和硬科技企业，通过投早、投小、投长期强化国产替代领域融资。

数据来源：国务院、发改委、科技部、工信部、财政部、国家税务总局、国家市场监督管理总局、浦东新区科经委、财政局，东吴证券研究所整理

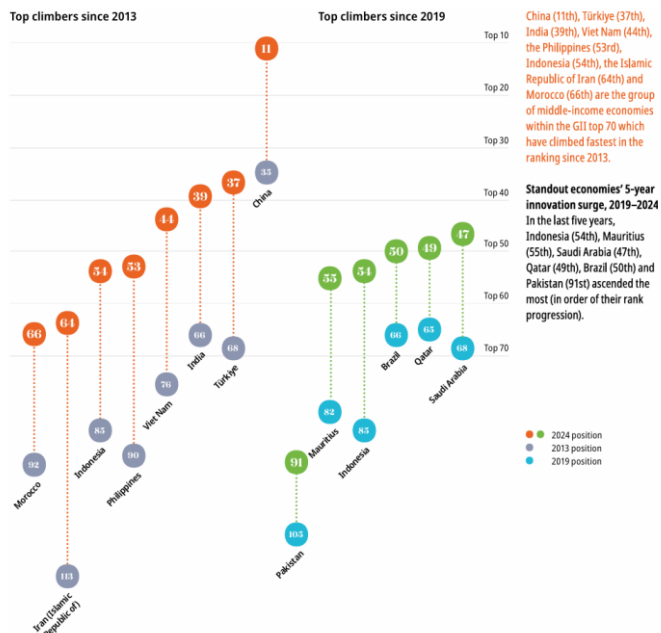
3. “科特估”体系为国产化重塑估值

3.1. 硬科技实力持续提升，国产化率仍有空间

根据世界知识产权组织的全球创新指数报告（2024），创新能力可以分为科学、技术和生产三个维度。通过研究科学出版物、专利申请和国际贸易的数据，可以衡量特定国家或地区基于科学、技术和生产知识的创新能力。对 154 个国家的数据分析显示，在过去 20 年中，排名前八的国家占了 50% 的出口、60% 的科学出版物和 80% 的国际专利，而中国在自主创新的路上奋力追赶，近年来排名持续上升。在科学、技术和生产的每个维度的复合领域评分上，中国在所有三个维度的复合评分都经历了飞跃，尤其在技术维度上增长得最为明显，且增长速度还在持续提升。

从产业增加值和海外收入分布来看，目前中国科技企业对国内市场的依赖程度和国产化程度仍然有待提升。电子电气设备、机械设备、运输设备等商品的海外增加值占比较高，中国产出的国内附加值相对较低，国内市场仍有进一步提升的空间。2018 年以来，电子、汽车、机械设备、电力设备行业的上市公司海外营收占比均有所提升，尽管结构上由美国逐渐分散去南美、欧洲和东盟，仍然没有实现向国内营收占比的大幅转化。

图4：中国在全球创新指数（GII）排名中上升最快



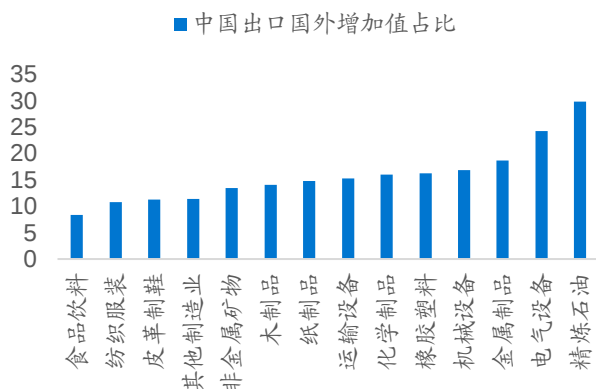
数据来源：WIPO，东吴证券研究所，2013 年以来

图5：中国科技竞争力持续提升



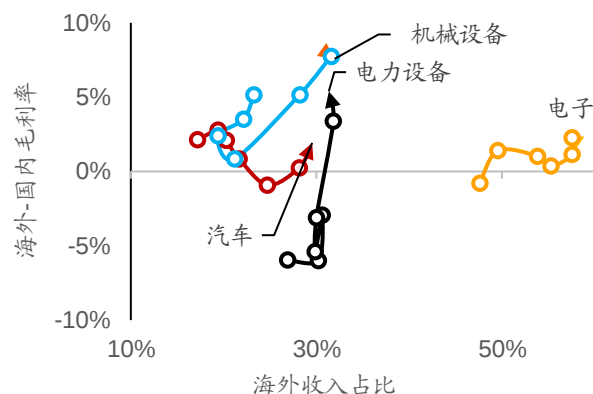
数据来源：WIPO，东吴证券研究所，2004-2020 年

图6：中国制造业产出海外增加值占比（%）



数据来源：ABT，东吴证券研究所

图7：2018年以来科技产业海外收入占比均有提升



数据来源：wind，东吴证券研究所，2018-2024H1

3.2. “科特估”体系下资本市场与国产化的协同效应

我们在提出“科特估”的价值体系时，将战略价值的重要性放在第一位，其中，产业安全是战略价值中最重要的部分。国产化是实现产业链安全的必要路径，科技企业的估值体系需要给国产化率提升的过程更多的溢价，为符合高质量发展、经济增长转型方向、国家产业链安全需求的企业赋予更多的价值，国产企业通过“估值提升—信心提升—资金流入—国产化率提升—估值提升”形成正向的闭环，资本市场与产业形成产融协同新范式，有望进一步增加资本市场和经济运行的稳定性。

今年一季度资本市场的行情正验证了“科特估”与科技企业国产化的完美结合。从DeepSeek更改训练方式引发大模型的效率革命，增加国内AI+和国产算力需求开始，其他科技产业在春节之后的发展步伐也同步加快，阿里云、华为、百度等龙头企业的全球化步伐加快，国产人形机器人大规模铺开使用，国内的智能驾驶系统搭载价格也进入历史新低，中国高端制造业已经开始重塑全球供应链格局。在“科特估”的引领下，资本市场对科技企业给予了极强的信心，带动市场成交热度持续提升。春节后由DeepSeek引发的估值重塑，并非单纯的技术事件，而是中国创新体系从“单点突破”向“系统进化”转型的缩影，国产化率进一步提升的过程中，资本市场给与估值提升的配合，进一步增强企业创新的信心，中国科技的技术突破、智能制造和资本市场共同配合有望推动中国经济转型加速完成，向创新驱动型经济体发展，“科特估”正是对中国经济“新旧动能转换”的重定价。

这场由战略反制引发的产业变革，正在催生中国制造业的“二次革命”。关税壁垒的升级表面是贸易博弈工具，实则为本土产业升级的战略机遇窗口。关税调整不仅是国产替代的催化剂，更是产业链价值跃升的战略支点。随着“国货”消费逐步提升、“双循环”体系逐步深化，本土产业有望从进口替代向技术输出转型。在政策窗口期，中国产业链将构建“技术创新+供应链本土化”的双轮驱动体系，进一步夯实国货竞争力。历史经验表明，每一次重大技术封锁最终都催生出更强大的创新体系，中国自主可控的产业

链有望书写全球化 2.0 时代的新叙事。在市场选择与政策引导的协同作用下，“中国制造”有望突破后发优势的瓶颈，完成从“模仿”到“超越”到“主导”的质变，开启全球价值链重构的新时代。

4. 风险提示

经济数据改善节奏不及预期，海外关税进一步超预期，地缘政治风险，国内科技产业业绩落地不及预期。

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>