

策略周报

科技波动无需悲观，蓄力后仍有向上动力

市场进入“两会”交易窗口期，风格或有轮动，科技虽有调整但预期幅度有限，“两会”后、财报季，波动过后或将开启新一轮行情。

- **市场进入“两会”窗口期。**2 月 PMI 显示春节过后国内需求稳步修复但趋势仍有待巩固加强，美国经济再添消费需求减弱迹象。短期美股调整对 A 股的影响较小。但本周起关税及地缘政治风险担忧升温，这些因素都将一定程度的影响短期非美经济体的风险偏好。3 月市场即将正式进入“两会”窗口期，宏观政策的落地情况将成为未来一段时间市场风险偏好的重要影响因素。近年来，“两会”前后市场一个月表现反向的概率有所增加，买预期卖现实成为重要会议前后市场演绎的主要逻辑，相较之下，创业板指在“两会”召开之后 1 个月的时间内表现基本强于上证指数。短期政策预期的兑现以及海外风险因素叠加，市场波动或有所增加，但月内视角下，科技成长有望在波动后再度上行。
- **本轮短期调整幅度或较为有限。**我们通过波峰波谷过滤的方法，将 BOCIASI 快线情绪指标的波峰波谷进行识别判定，考虑当前快线情绪指标值已大幅回落至 47.6%，在较为悲观的假设（即重回波谷），其对应的指数调整空间仅为 2 月 28 日单日复现一次，即或可实现短周期触底，从指数绝对空间来看，调整空间有限。从更准确的慢线（性价比）指标来看，当前值 35.1% 距离慢线减仓信号触发（当前区域触发阈值为 43.2%）还有较大空间，亦无需过度悲观。
- **三月机器人行情展望，压力和动力并存是主基调。**我们重新编制机器人（等权）全指，成交额占比来看，2 月 26 日总体成交额占全 A 的比重已高达 11.9%，较其 2024 前三季度均值上行近四倍，但 2 月 28 日已回落至 8.5%。动力方面，三月上半月“两会”有关智能制造、机器人产业政策等议题或接棒继续成为市场主要关注方向。3 月上中下旬将分别召开 MWC2025 世界移动通信大会、英伟达 GTC 大会及第二届中国具身智能大会等或也将继续提供催化。压力方面，3 月下旬后市场整体进入年报和一季报披露期，静默期要求使得相关公司机器人业务进展的披露或逐步减少，产业发展的长期确定性虽高，但近端业绩的验证信号缺乏或仍会给行情演绎带来一定阻力。
- **一波三折是正常节奏，“两会”后、财报季，AI 产业链有望演绎新一轮行情。**国产算力有望走出独立行情，云计算仍是具有较高确定性的优质赛道。端侧龙头代表小米加大研发支出力度，2025 年 AI 端侧有望加速商业化进程，各类端侧产品有望陆续落地，AI 端侧行情年内有望受到持续催化。DeepSeek 低推理成本、低算力需求之下“AI+应用”有望加速推进，关注医疗、企服、教育、办公、金融、营销六大赛道投资机会。
- **底层迭代催生新需求，消费电子&信创板块或迎新风口。**2025 年 3 月华为预计将发布首款为原生鸿蒙而生的新形态手机。新形态手机或从底层操作系统到整体生态对手机产业现有格局进行深度变革与重塑，实现全栈自研。我们预期华为新机的发布将进一步推动鸿蒙生态的发展，相关产业链企业有望迎来新的增长机遇。近期多平台 DeepSeek 一体机密集发布，有望带动信创领域换机风潮。DeepSeek 一体机是专为 DeepSeek 大模型本地化部署设计的智能算力解决方案，适用于政府部门、事业单位、央企、地方国企等对数据安全要求高的场景。近期多地政府部门政务系统开始接入 DeepSeek，通过对 DeepSeek 的本地部署探索智慧政务新模式，未来类似的需求将会持续涌现，相关产业链公司有望持续受益。
- **风险提示：**1) 政策落地不及预期，宏观经济波动超预期。2) 市场波动风险。3) 海外经济超预期衰退、流动性风险。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格
策略研究

证券分析师：王君
(8610)66229061
jun.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：徐沛东
(8621)20328702
peidong.xu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300518020001

证券分析师：郭晓希
(8610)66229019
xiaoxi.guo@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300521110001

证券分析师：徐亚
(8621)20328506
ya.xu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300521070003

证券分析师：高天然
tianran.gao@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300522100001

目录

观点回顾.....	4
大势与风格.....	5
中观行业与景气.....	8
一周市场总览、组合表现及热点追踪.....	15
风险提示.....	18

图表目录

图表 1. 近期全球大类资产表现.....	6
图表 2. 本周国内外重点经济数据更新	6
图表 3. 本周成长风格明显占优.....	7
图表 4. 当前市场风格因子表现.....	7
图表 5. 2 月制造业 PMI 各分项表现 (%)	7
图表 6. 历年“两会”前后上证指数表现	7
图表 7. 历年“两会”前后市场涨跌幅表现	7
图表 8. 本周一级行业表现	8
图表 9. 本周二级行业表现（前后 15）	8
图表 10. BOCIASI-快线情绪指标波峰波谷的启示.....	9
图表 11. BOCIASI 情绪指标.....	10
图表 12. 机器人（等权）全指所示的成交额占比情况	11
图表 13. 本轮机器人板块成交额占比中枢或逐步抬升	11
图表 14. 2023 年 ChatGPT 催化下的 AI 产业链行情复盘.....	12
图表 15. AI 算力产业链各个赛道和重点个股市场表现.....	12
图表 16. 2025 年小米集团研发支出预期将有较大幅度增长	13
图表 17. 行业中观比较打分表.....	14
图表 18. 主力资金行业流向情况（单位：亿元）	15
图表 19. 本周股票型 ETF 继续遭遇净赎回（单位：亿元）	15
图表 20. 原生鸿蒙实现核心技术全栈自研	16
图表 21. 部分上市公司推出的 DeepSeek 一体机产品及其特性一览	17

观点回顾

——20240204 《等待资金面问题缓解》：被动卖出和购买意愿寡淡是当前资金面主要矛盾，经济数据修复将成为市场底部反转关键。

——20240407 《财报季关注盈利因子配置方向》：强势非农数据或推后美联储降息时点，4 月市场进入业绩窗口期及政策落地期，对盈利端的预期将有望迎来市场重新计价。

——20240804 《海外降息有望释放 A 股压力》：海外衰退宽松交易渐起，政治局会议表述更为积极，权益市场短期或将迎来“东升西降”。

——20241215 《重回跨年配置行情主线》：重要会议定调下，新兴消费与“AI+应用”作为跨年主线的线索明确。

——20241216 《重回科技主导产业——2025 年度策略报告》：盈利弱复苏，估值强支撑，科技和高端制造业有望成为市场主导。

——20250209 《指数与情绪共振：AI Infra 向上重估》：A 股性价比优势凸显，DeepSeek 产业驱动下，AI Infra 有望率先反应。

——20250216 《DeepSeek 行情的二阶段：聚焦云计算和 AI 应用》：DeepSeek 高性价比凸显之下，云计算正在成为大模型时代的“卖水人”。应用端重点关注医疗、企服、教育、办公、金融、营销等垂直领域。

大势与风格

内需修复趋势仍有待巩固，海外需求边际走弱。本周市场震荡走弱，周五市场出现较大调整。特朗普政府关税威胁冲击非美市场风险偏好，也阻断了此前一周持续演绎的中国科技资产估值修复行情。海外方面，美国经济再添消费需求减弱迹象，受制于利率持续高企和恶劣天气，美国1月新屋销售跌至三个月低点，随着短期增长预期的消退和通胀担忧高企，美滞胀担忧开始升温。国内方面，2月PMI显示春节过后国内需求稳步修复但趋势仍有待巩固加强。2月制造业PMI录得50.2%，相较1月回升1.1个百分点并重新回到荣枯线以上，分项来看，2月产需均有明显修复，显示节后复工稳步推进；价格分项也有不同程度的修复，原材料价格分项更是4个月后再度重回荣枯线以上。分行业来看，虽然春节扰动结束，PMI总体出现明显修复，但大小企业景气度分化、服务业及低附加值制造业景气仍有待复苏，内需修复的趋势仍有待进一步巩固和加强。此外，随着短期贸易风险因素的加大，需要警惕外需波动对于国内经济的影响。后续政策上，国内消费的刺激力度以及中美贸易的冲击幅度及应对是影响国内基本面较为重要的因素。

美股短期调整对A股影响较弱。2月美股表现不佳，纳斯达克指数2月累计跌幅更是达到3.97%，创去年4月以来最差月度表现。美股走弱的因素，一方面来源于基本面的短期走弱，前期支撑美股EPS的科技股业绩上行动力不足叠加中国AI产业链的崛起，中美科技差距的弥合冲击前期持续高涨的美国科技股七巨头；另一方面，通胀韧性带来货币政策宽松预期降温，进一步加剧本就处于高位的美科技股估值端压力。正如我们在此前深度报告及周报中所述，一季度美国经济基本面及美股都会面临一定程度的波动，但当前来看这些因素对于美国基本面的影响更多为短期冲击而非长期趋势的改变，随着私人投资的边际修复，顺周期板块或成为年内美股EPS新的支撑。对于A股来讲，上述因素导致的短期美股调整的影响较小。一方面，美国基本面仅为短期走弱而非深度衰退或危机，此外，国内各项经济数据显示节后复工稳步推进，内需复苏预期并未出现证伪，AI产业链的崛起有助于支撑中国科技资产盈利预期；另一方面，国内货币政策更多以我为主，虽然存在节奏调节，但年内宽松基调不改。需要关注的是，近期地缘政治风险担忧升温或将一定程度的影响短期非美经济体的风险偏好。

市场进入“两会”窗口期。进入3月，市场即将正式进入“两会”窗口期。当前市场基本面预期平稳偏积极，“两会”间宏观政策的落地情况将成为未来一段时间市场风险偏好的重要影响因素。复盘此前“两会”前后A股市场走势可见，多数情况下，指数表现在“两会”前后1个月内是同涨同跌的，但近年来“两会”前后市场一个月表现反向的概率有所增加，买预期卖现实成为重要会议前后市场演绎的主要逻辑；此外，“两会”召开后的一周时间内，上证指数走弱的概率较大；相较之下，创业板指在“两会”召开之后1个月的时间内表现基本强于上证指数（2017年除外）。综上，短期政策预期的兑现以及海外风险因素叠加，短期市场波动或有所增加，但月内视角下，科技成长有望在波动后上行。

图表 1. 近期全球大类资产表现

大类资产		本周涨跌幅 (%)	2月涨跌幅 (%)	年初以来涨 跌幅(%)
股	MSCI发达市场	(0.98)	(0.81)	2.63
	MSCI新兴市场	(4.36)	0.36	2.03
	标普500	(0.98)	(1.42)	1.24
	日经指数	(4.18)	(6.11)	(6.87)
	万得全A	(2.53)	4.74	2.31
	恒生指数	(2.29)	13.43	14.36
汇	美元指数	0.86	(0.88)	(0.85)
	美元兑人民币	0.06	0.06	(0.20)
	美元兑日元	0.90	(2.95)	(4.18)
	欧元兑美元	(0.79)	0.12	0.21
商	CRB商品	(1.57)	0.35	3.14
	LME铜	(2.97)	3.46	6.76
	WTI原油	(0.54)	(3.56)	(2.47)
	伦敦金现	(3.39)	(1.39)	6.58
债	10Y美债收益率(Bps)	(18.00)	(25.00)	(43.00)
	10Y国债收益率(Bps)	(0.48)	8.10	10.83

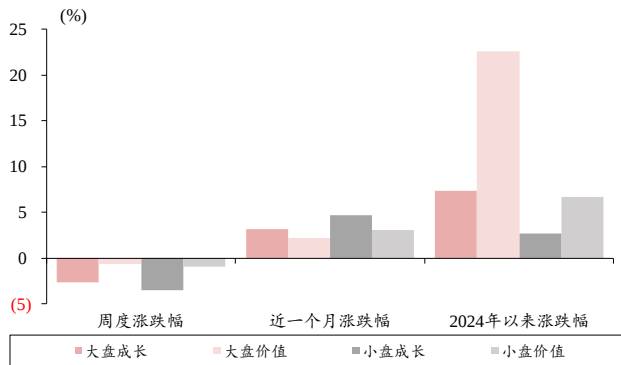
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 本周国内外重点经济数据更新

国家/地区	指标名称	前值	预测值	今值	环比变化
美国	1月新屋销售:季调:折年数(千套)	734		657	-77
	2月22日初请失业金人数:季调(人)	220000		242000	22000
	第四季度实际GDP:季调:环比折年率(%)	3.1	2.3	2.3	-0.8
	1月核心PCE物价指数:同比(%)	2.86		2.65	-0.21
	1月PCE物价指数:同比(%)	2.6		2.51	-0.09
	1月核心PCE物价指数:环比(%)	0.21		0.28	0.07
	1月欧盟:CPI:同比(%)	2.7		2.8	0.1
	1月欧元区:CPI:环比(%)	0.4		-0.3	-0.7
欧盟	1月欧元区:CPI:同比(%)	2.4		2.5	0.1
	1月欧盟:核心CPI:同比(%)	2.9		2.9	0
	1月欧元区:M3:同比(%)	3.32		3.67	0.35
	1月欧元区:M2:同比(%)	2.51		2.9	0.39
	1月欧元区:M1:同比(%)	1.63		2.68	1.05
中国	2月官方制造业PMI(%)	49.1	48.4	50.2	1.1

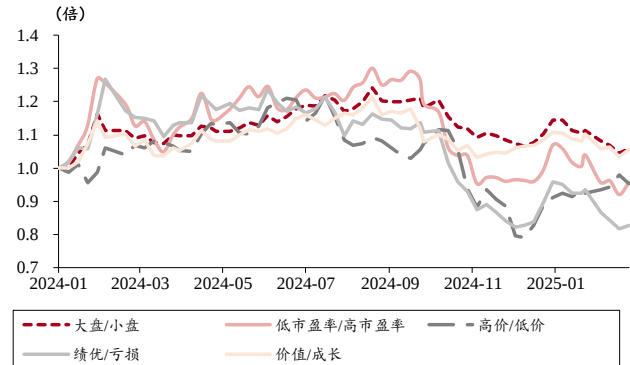
资料来源：万得，中银证券

图表 3. 本周成长风格明显占优



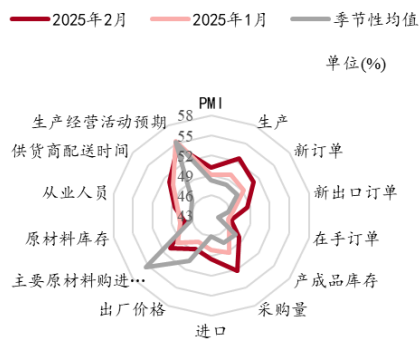
资料来源：万得，中银证券

图表 4. 当前市场风格因子表现



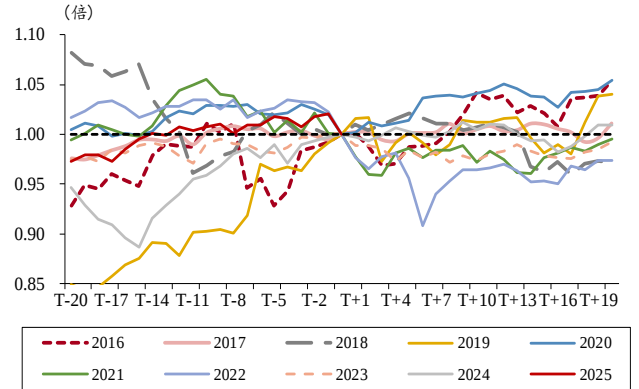
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 2月制造业 PMI 各分项表现 (%)



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 历年“两会”前后上证指数表现



资料来源：万得，中银证券（注：以“两会”开幕时间为T）
注释：图中上证指数以两会开幕日（T日）进行归一化处理；

图表 7. 历年“两会”前后市场涨跌幅表现

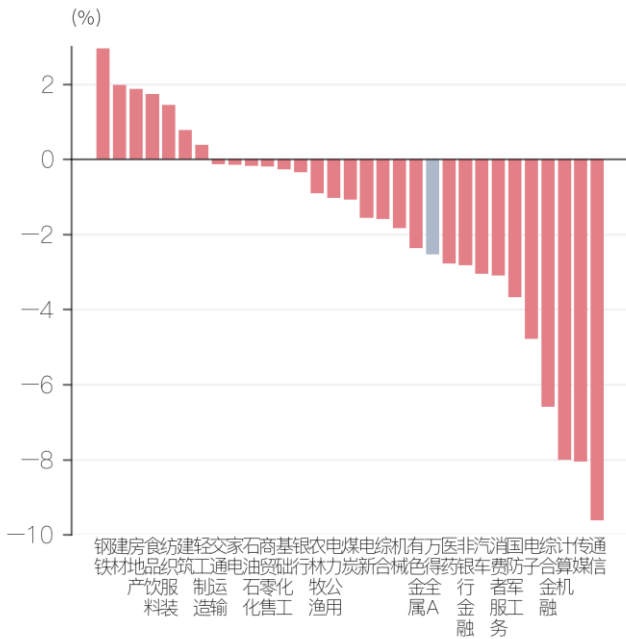
	上证						创业板					
	前1个月 (%)	前两周 (%)	前一周 (%)	后一周 (%)	后两周 (%)	后一个月 (%)	前1个月 (%)	前两周 (%)	前一周 (%)	后一周 (%)	后两周 (%)	后一个月 (%)
2016 年	8.23	0.39	4.85	(0.51)	5.03	6.23	0.03	(12.96)	(6.39)	6.09	16.78	19.53
2017 年	1.87	(0.35)	(1.02)	0.58	1.01	1.62	2.23	1.62	0.12	2.21	1.32	0.77
2018 年	(8.47)	4.06	(0.98)	2.22	0.76	(2.81)	(1.16)	12.76	7.60	6.23	4.00	7.24
2019 年	17.61	10.89	3.14	1.08	2.09	4.93	33.09	18.60	9.13	9.49	5.50	8.30
2020 年	(1.36)	(2.01)	(1.97)	(0.54)	2.19	3.48	0.15	(2.86)	(3.36)	(0.61)	3.19	10.48
2021 年	(0.09)	(4.72)	(2.32)	(1.44)	(2.82)	(0.55)	(9.17)	(13.50)	(3.53)	(3.33)	(6.32)	0.01
2022 年	1.57	(0.59)	0.52	(6.50)	(5.63)	(4.76)	(5.44)	(3.21)	(1.27)	(6.48)	(0.82)	(4.17)
2023 年	1.30	2.44	1.24	(1.79)	(2.81)	(0.96)	(6.91)	(3.58)	(1.43)	(2.70)	(5.39)	0.73
2024 年	4.73	4.72	2.38	0.55	0.77	1.17	8.99	5.00	4.68	3.88	3.93	1.40
2025 年	3.34	(0.35)	(0.89)				3.30	(0.26)	(2.48)			

资料来源：万得，中银证券（注：灰色阴影为“两会”前后一个月市场表现反向年份）

中观行业与景气

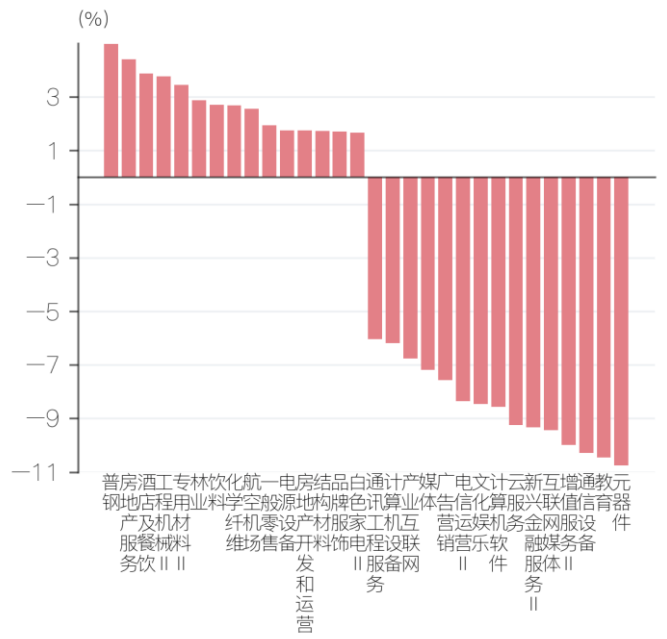
科技出现调整，高低切换初现。本周仅 7 个行业绝对收益为正，科技成长主要行业上行趋势出现调整，行业间高低切换特征初现，低估值价值行业相对涨幅居前。周一在中央一号文件影响下，农林牧渔行业涨幅居前，周三中金公司及中国银河受合并传闻影响涨停，带动非银金融行业周三表现居前，盘后相关上市公司发布公告对传闻进行回应，全周非银金融行业表现居后，周三受到供给侧新闻预期催化的钢铁行业表现则更为强势，并带动钢铁行业全周涨幅第一，此外，1 月房地产市场土拍溢价率和开盘溢价率两个指标均有明显改善，建材和房地产行业全周涨幅居前。科技方面，本周英伟达业绩发布及 ChatGPT4.5 的发布并未有显著超预期，在周五特朗普关税有关发言影响下，前期累计涨幅较大的科技股开启了较为明显的止盈交易，本周调整幅度较大。

图表 8. 本周一级行业表现



资料来源：万得，中银证券

图表 9. 本周二级行业表现（前后 15）



资料来源：万得，中银证券

2 月 28 日，市场大幅调整，我们此前构建的 BOCIASI 慢线及快线指标都有所回落。快线（动量）指标此前于 2 月 26 日（本周三）录得 65.7%，接近快线减仓信号触发（当前区域触发阈值为 66.8%），2 月 28 日大幅回落至报 47.6%，本次快线指标接近发出减仓信号但仍存有细微误差，但已较为合适的反映了风险存在的情况。上一次快线（动量）指标减仓信号发出是 2024 年 12 月 12-13 日两次，上一次买入信号发出是 2025 年 1 月 10 日一次。当前来看，下行风险投资者主观上或已有所感知。从快线情绪指标来看，已出现迅速回落。从慢线指标来看，大盘整体风险不大，无需过度恐慌，市场整体或仍处于震荡格局。

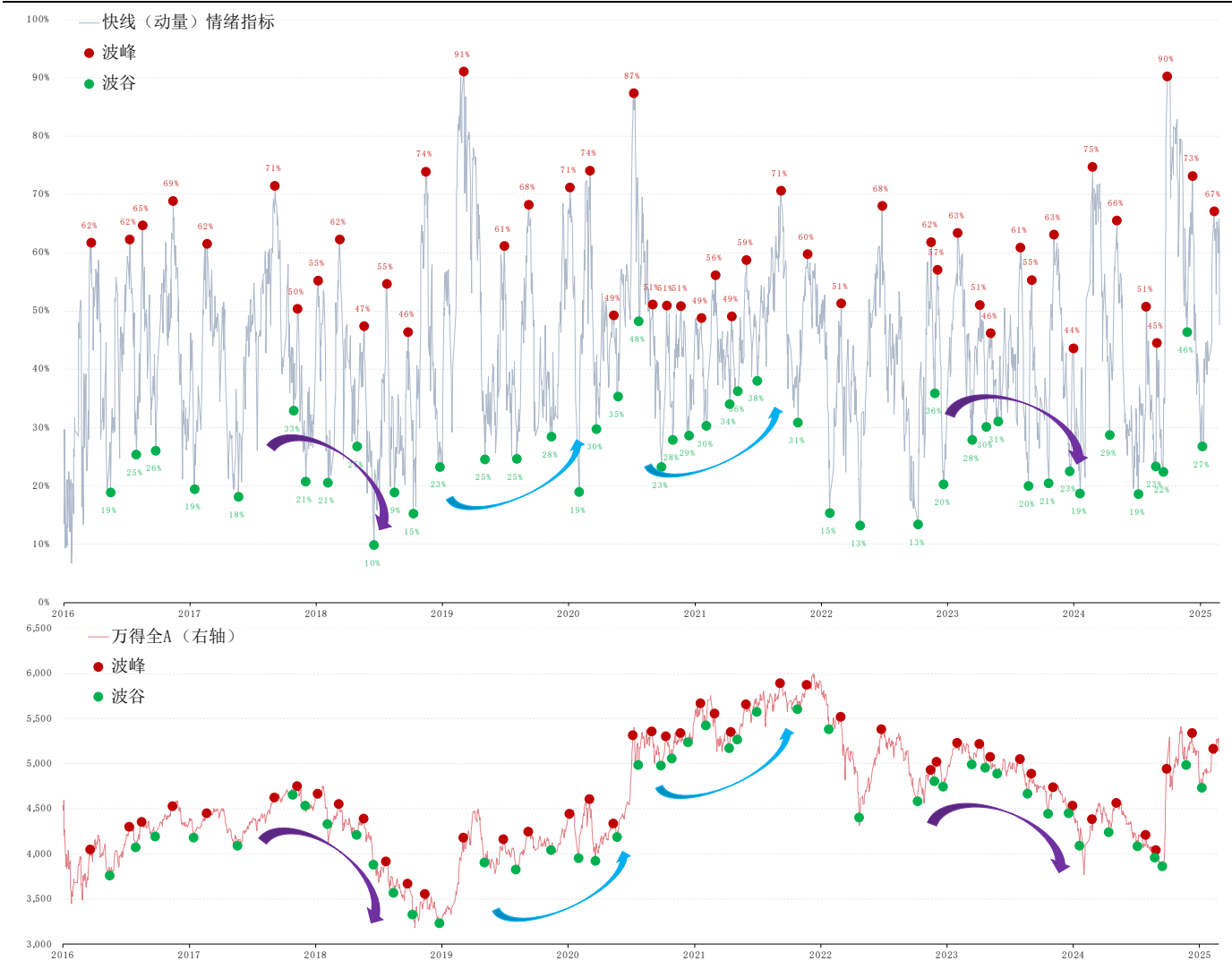
本轮短期调整幅度或较为有限。当前，投资者更关心本轮调整幅度的大小？我们通过波峰波谷过滤（突出度 prominence>0.1）的方法，将 BOCIASI 快线情绪指标的波峰波谷进行识别判定，我们得到如下几点启示：

- 1) 2016 年迄今，波峰（快线值）平均值和中位数为 61.0%/61.1%，波谷（快线值）平均值和中位数为 25.5%/24.6%。
- 2) 波谷和波峰的短周期顶底中枢和指数方向存在一定相关性，从历史规律来看，当万得全 A 指数处于中枢震荡上行区间（下表蓝色箭头区域），波谷中枢也存在持续抬升趋势，反之出现波谷中枢下行。在指数经过此前近 3 年的单边调整后，我们更倾向于后期中枢震荡上行的概览较大，因此后续快线情绪指标下一个波谷的绝对值或高于 1 月 10 号所示的 26.8%。
- 3) 从单次波峰值和波谷值的回撤幅度来看，历史上，波谷较波峰差值所反映的平均/中位数下滑幅度为 -36.1%/-36.9%，考虑上次波峰值为 67.1%，本轮底部或亦高于 31.0%。

综上，考虑当前快线情绪指标值已大幅回落至 47.6%，在较为悲观的假设（即重回波谷），其对应的指数调整空间仅为 2 月 28 日单日复现一次，即或可实现短周期触底，从指数绝对空间来看，调整空间有限，无需过度悲观。

从更准确的慢线（性价比）指标来看，2 月 28 日报 35.1%，较昨日近期高点（2 月 27 日）的 39.4% 回落，此前慢线走高一方面源于股指上行，另一方面源于近期债市调整幅度较大，提升慢线相对性价比水平。当前值 35.1% 距离慢线减仓信号触发（当前区域触发阈值为 43.2%）还有较大空间，亦无需过度悲观。

图表 10. BOCIASI-快线情绪指标波峰波谷的启示



资料来源：万得，中银证券

图表 11. BOCIASI 情绪指标



资料来源：万得，中银证券

我们结合万得和同花顺人形机器人指数成分股及市场近期关注的相关机器人相关标的，补充/筛选/去重后得到 170 支代表性较强，市场认可度较高的机器人概念相关公司，重新等权编制为机器人（等权）全指，以期更好反映当前市场机器人行情的整体情况。

从机器人（等权）全指反映的成交额占比来看，2 月 26 日，170 家公司总体成交额占全 A 的比重已高达 11.9%，较其 2024 前三季度均值 3.2%，上行近四倍，但 2 月 28 日已回落至 8.5%。

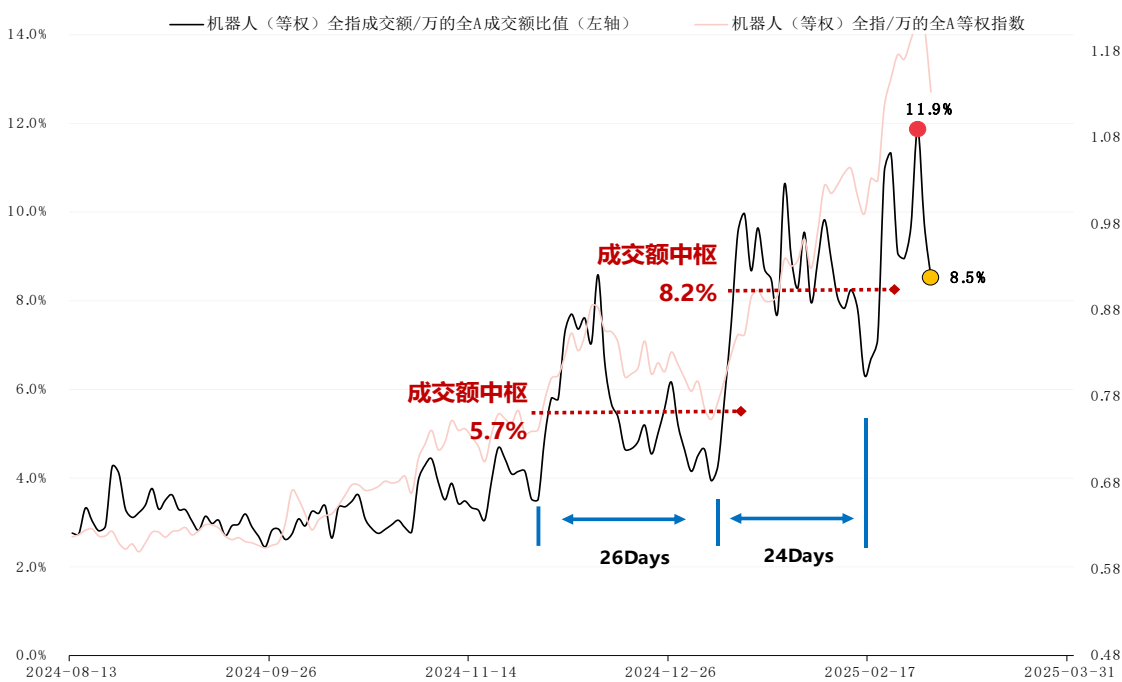
对于三月机器人行情展望而言，压力和动力并存是主基调。一方面前述成交额中枢上行趋势下，机器人行情整体回调幅度有限。动力方面，三月上半月“两会”有关智能制造、机器人产业政策等议题或接棒继续成为市场主要关注方向。产业事项方面，3 月上中下旬将分别召开 MWC2025 世界移动通信大会、英伟达 GTC 大会及第二届中国具身智能大会等或也将继续提供催化。压力方面，3 月下旬后市场整体进入年报和一季报披露期，一方面静默期要求使得相关公司机器人业务进展的披露或逐步减少，另一方面产业发展的长期确定性虽高，但近端业绩的验证信号缺乏或仍会给行情演绎带来一定阻力。

图表 12. 机器人（等权）全指所示的成交额占比情况



资料来源：万得，中银证券。注：机器人（等权）全指共纳入 170 家市场关注度较高的机器人概念相关公司，纳入所反映的有效性或存有误差

图表 13. 本轮机器人板块成交额占比中枢或逐步抬升



资料来源：万得，中银证券

AI 产业链有所回调，一波三折是正常节奏。上周（20250224-20250228）AI 产业链出现一定回调，DeepSeek 指数下跌 9.1%，科技板块情绪过热之下风格出现一定“高低切”，历史经验来看，AI 行情一波三折是正常节奏，如 2023 年上半年的 ChatGPT 行情，适度回调有益于更长期的健康上涨。

回顾 2023 年上半年的 ChatGPT 行情，行情共有三波演绎，分别是 ChatGPT 推出、用户数迅速破亿催化的第一波行情（20230103-20230215），性能进一步提升的 GPT-4 推出催化的第二波行情（20230314-20240403）以及云厂商加大资本开支力度、英伟达业绩亮眼验证强力算力需求催化的第三波行情（20230517-20230620）。综合来看，chatGPT 推动下 AI 经历了从新技术预期-技术迭代-需求验证的三轮行情。

“两会”后、财报季，AI 产业链有望演绎新一轮行情。类比本轮 DeepSeek 行情，当前的行情仅仅走完一轮，可以视为经历了 ChatGPT 的技术预期+技术迭代行情，而后续算力需求的验证有望催化新一轮行情。“两会”前后，市场风格或向“政策预期交易”方向轮动，但随着“两会”后政策预期逐渐落地、市场进入财报业绩验证期，AI 产业链特别是算力端的强力需求有望得到验证，一方面产业链业绩或有望兑现，另一方面国内外主流云厂商资本开支或将维持高景气，此前阿里巴巴的资本开支预期已经释放积极信号。综合来看，“两会”后、财报季，AI 产业链有望演绎新一轮行情。

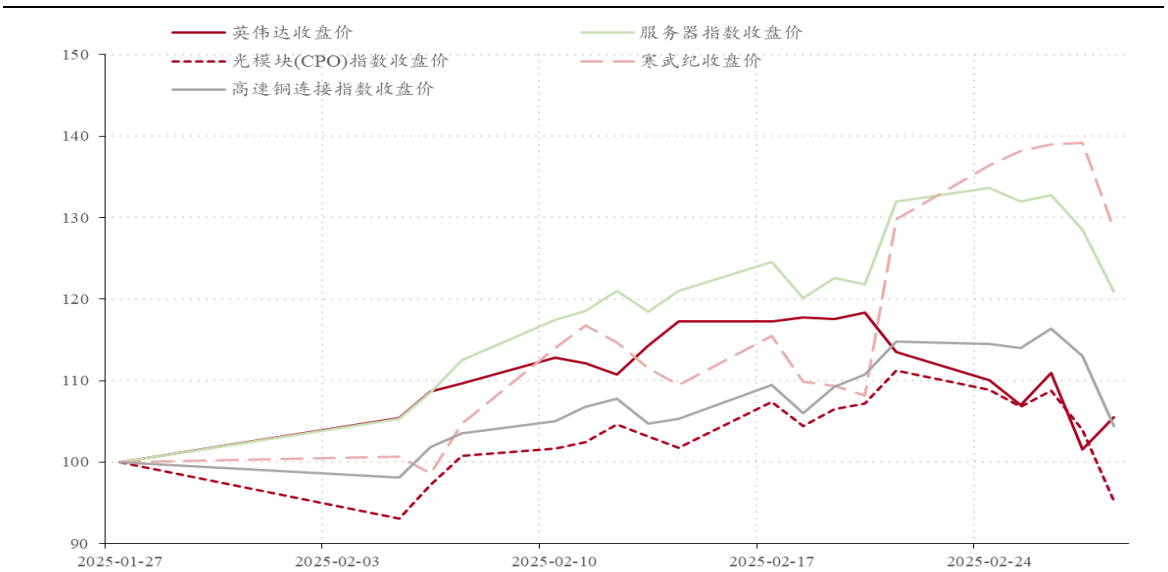
图表 14. 2023 年 ChatGPT 催化下的 AI 产业链行情复盘



资料来源：万得，中银证券

国产算力有望走出独立行情，云计算仍是具有高确定性的优质赛道。春节前后，DeepSeek 刚刚推出时，由于模型自身对于算力需求的减弱，英伟达映射下的 AI 算力产业链出现了明显回调，但海外算力芯片封锁担忧之下，国产算力走出了独立行情，国产算力芯片代表寒武纪与国产服务器板块市场表现均明显优于英伟达链。DeepSeek 的后续行情之中，我们认为国产算力有望走出独立行情，而云计算仍是具有高确定性的优质赛道，值得重点关注。

图表 15. AI 算力产业链各个赛道和重点个股市场表现



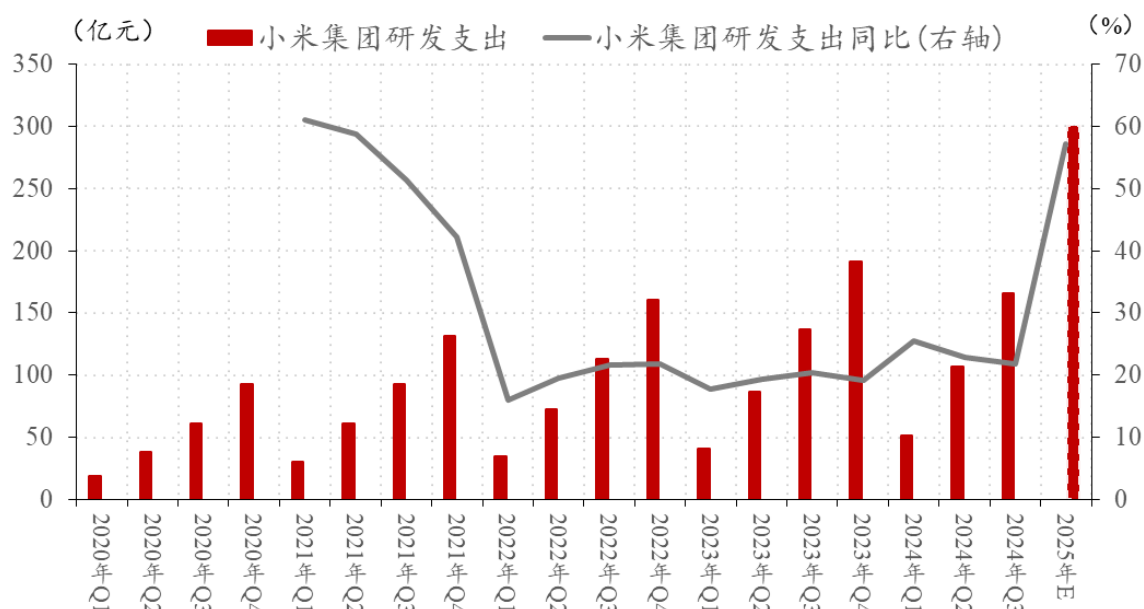
资料来源：万得，中银证券

注释：图中数据为原始价格数据做归一化处理，均以 2025 年 1 月 27 日价格为 100；

端侧龙头代表小米加大研发支出力度，2025 年 AI 端侧有望加速商业化进程，各类端侧产品有望陆续落地。2 月 27 日的小米“双 Ultra 发布会”上，小米集团 CEO 雷军表示小米坚持技术立业，五年研发投入 1050 亿元，2025 年预计达 300 亿元，2025 年预计研发支出较过去几年有较大幅度增长。2025 年各类 AI 产品有望加速商业化落地，AI 眼镜如 Rokid Glasses 首次作为提词器，亮相杭州市余杭区经济高质量发展大会，中国移动表示计划于 2025 年全年推出十余款 AI 眼镜产品，中国电信研发的 AI 眼镜产品有望于今年上半年面市。端侧产品加速落地之下，AI 端侧行情年内有望受到持续催化。

DeepSeek 低推理成本、低算力需求之下“AI+应用”有望加速推进，关注六大赛道投资机会。3 月 1 日，DeepSeek 发表题为《DeepSeek-V3/R1 推理系统概览》的文章，根据 DeepSeek 官方披露，DeepSeek V3 和 R1 的所有服务均使用 H800 GPU，如果所有 tokens 全部按照 DeepSeek R1 的定价计算，理论上一天的总收入为 562027 美元/天，成本利润率为 545%。DeepSeek 推理侧成本低、算力芯片需求低，对于下游各类“AI+应用”的商业化落地有着较大的催化作用。我们认为应用场景明确、商业模式易验证、产业链投资成本低、用户需求高频刚需的 AI 垂直领域更易率先实现商业化。对于 AI 应用的不同垂直领域中，我们认为医疗、企服、教育、办公、金融、营销等 AI 垂直领域最具备这些特点。

图表 16. 2025 年小米集团研发支出预期将有较大幅度增长



资料来源：万得，中银证券

图表 17. 行业中观比较打分表

	大类行业风格赋分	中观景气指标及景气预期赋分	盈利预期赋分	估值及交易拥挤度水平赋分	行业综合评分	行业配置推荐
计算机	5	4	4	1	39	高配
汽车	3	4	2	4	36	高配
电子	4	4	5	1	36	高配
自动化设备	4	4	4	1	36	高配
通信	4	3	5	2	35	高配
新兴消费	3	5	4	4	35	高配
能源金属	2	3	5	3	32	高配
国防军工	4	3	3	2	32	高配
传媒	5	4	3	3	31	高配
社会服务	2	2	5	4	31	高配
家用电器	3	4	2	2	30	标配
猪产业	1	2	5	5	29	标配
银行	1	2	1	1	28	标配
贵金属	2	3	3	3	27	标配
证券	4	2	2	2	27	标配
医药	2	3	3	2	26	标配
公用事业	3	4	1	4	26	标配
煤炭	3	3	1	3	25	标配
建材	2	2	4	2	25	标配
电力设备	2	2	4	2	25	标配
钢铁	2	2	4	2	25	标配
食品	2	2	3	3	25	标配
白酒	2	2	2	5	25	标配
工程机械	2	2	3	2	23	低配
工业金属	2	2	2	4	23	低配
家具家居	2	1	3	3	22	低配
航运港口	4	3	0	3	21	低配
商贸零售	1	1	4	3	21	低配
石油石化	2	2	1	3	19	低配
建筑	2	2	1	3	19	低配
房地产	2	1	1	5	19	低配
纺织服装	1	1	3	3	18	低配
保险	1	2	5	4	17	低配

资料来源：万得，中银证券

注释：行业综合评分=3*大类行业风格赋分+3*中观景气指标及景气预期赋分+2.5*盈利预期赋分+1.5*估值及交易拥挤度水平赋分，数据统计截至2025年3月1日

一周市场总览、组合表现及热点追踪

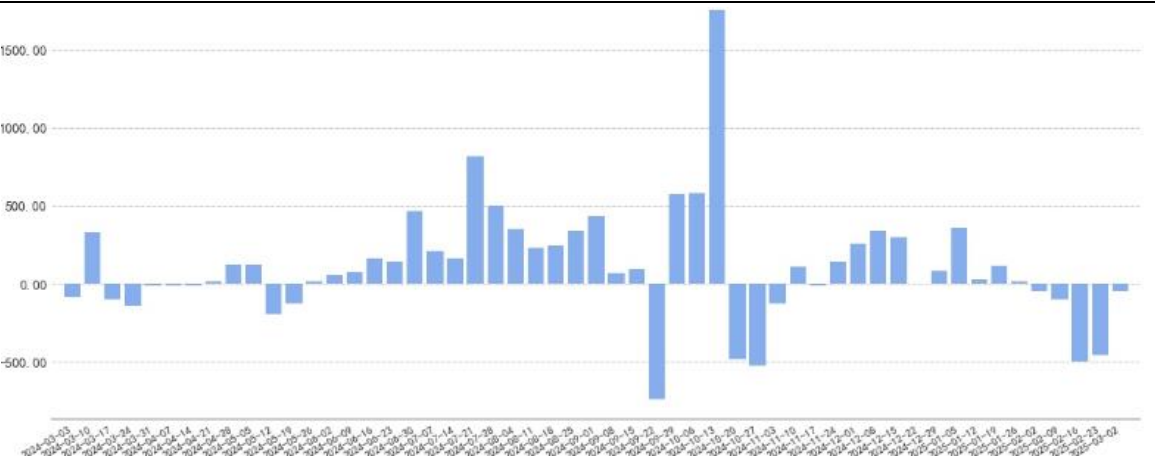
本周 A 股市场主力资金净卖出 2492.9 亿元，结束此前连续 3 周的净买入，单周净卖出规模创 3 个月以来最大。具体行业上，本周最受资金青睐的行业是食品饮料，资金净流入规模达 47.23 亿元；排名二、三的分别是房地产、钢铁行业，资金净流入规模分别是 29.60 亿元和 17.24 亿元；资金净流出规模最大的三个行业是计算机、电子和通信。本周股票型 ETF 场内净赎回金额 50.46 亿元，为连续第 5 周净赎回，净赎回规模环比减少 409.72 亿元。具体产品上，份额增加最多的五只 ETF 分别是富国中证港股通互联网 ETF、华夏中证机器人 ETF、广发中证香港创新药 ETF(QDII)、易方达中证人工智能主题 ETF、国泰中证全指证券公司 ETF；减少最多的的五只 ETF 都是权重指数 ETF，具体为华泰柏瑞沪深 300ETF、易方达沪深 300ETF、华夏上证 50ETF、南方中证 500ETF、嘉实沪深 300ETF。

图表 18.主力资金行业流向情况（单位：亿元）

	近一周	近一月	近三月	近半年		近一周	近一月	近三月	近半年
食品饮料	47.23	38.04	(51.17)	133.11	银行	(32.88)	(105.33)	33.79	(17.01)
房地产	29.60	0.98	(154.71)	72.51	公用事业	(37.72)	(105.06)	(186.94)	(515.70)
钢铁	17.24	29.32	33.37	51.76	农林牧渔	(43.19)	(85.49)	(166.04)	(248.81)
汽车	15.61	188.07	437.10	613.78	家用电器	(44.89)	(38.71)	8.42	128.87
建筑装饰	11.75	53.49	(63.91)	(0.73)	有色金属	(60.36)	(144.74)	(318.54)	(543.98)
建筑材料	7.58	(10.95)	(43.00)	(22.60)	电力设备	(60.91)	95.41	(181.12)	327.56
美容护理	(2.01)	(2.41)	(23.55)	(24.93)	国防军工	(85.72)	(59.41)	(275.72)	(310.32)
纺织服饰	(2.40)	(10.72)	(9.52)	46.96	基础化工	(101.37)	(55.58)	(281.92)	(384.99)
综合	(3.16)	(5.35)	(27.13)	19.45	机械设备	(146.29)	182.04	431.16	662.96
商贸零售	(4.41)	(26.92)	(6.72)	289.83	非银金融	(177.68)	(59.56)	(715.24)	311.80
石油石化	(10.57)	(87.02)	(114.44)	(247.94)	医药生物	(178.37)	(122.64)	(647.90)	(922.47)
煤炭	(16.00)	(80.89)	(118.57)	(182.74)	传媒	(244.49)	(144.57)	(113.70)	210.36
环保	(16.72)	(6.79)	(74.24)	(54.27)	通信	(307.71)	72.45	342.54	473.67
轻工制造	(17.78)	(32.41)	(58.35)	57.30	电子	(480.45)	4.98	310.55	665.60
社会服务	(24.89)	(24.39)	(53.67)	(42.38)	计算机	(492.44)	603.79	55.61	996.56
交通运输	(29.52)	(112.52)	(212.39)	(309.20)					

资料来源：万得，中银证券；数据截至 2025/2/28

图表 19. 本周股票型 ETF 继续遭遇净赎回（单位：亿元）



资料来源：通联数据，中银证券

底层迭代催生新需求，消费电子&信创板块或迎新风口。2025 年 2 月 24 日，华为余承东在社交平台宣布：“3 月，我们将发布首款为原生鸿蒙而生的新形态手机。”新形态手机不单是手机硬件的创新、交互逻辑的革新，更是一场从底层操作系统到整体生态的深度变革与重塑，或能实现硬件、软件和生态的全新突破。原生鸿蒙即 HarmonyOS Next 系统，自发布就备受关注，它是华为完全自研的操作系统，突破根技术，实现全栈自研。从技术创新角度，原生鸿蒙不再使用传统 Linux 架构和基于 ASOP 开发，采用自研架构如鸿蒙内核、方舟编译器等，提升了系统安全性和性能。我们认为，华为首款原生鸿蒙手机将是技术创新的集大成者，或成为中国操作系统生态独立的关键里程碑。我们预期华为新机的发布将进一步推动鸿蒙生态的发展，相关产业链企业有望迎来新的增长机遇。建议关注 3 月首款原生鸿蒙手机正式推出后相关概念股的表现。

图表 20. 原生鸿蒙实现核心技术全栈自研

华为		其他公司
盘古	AI大模型	GPT / Gemini / LLaMA / ...
MindSpore	AI框架	TensorFlow / PyTorch / Caffe / ...
DevEco Studio / DevEco Testing / ...	集成开发环境	Xcode / Android Studio / VS Code / ...
HarmonyOS Design	设计系统	Material Design / Flat Design / ...
ArkUI / ArkUI-X	编程框架	SwiftUI / Jetpack Compose / Flutter / ...
方舟编译器 / 毕昇编译器 / 方舟运行时	编译器&运行时	GCC / CL / Clang+LLVM / ART / Dalvik / ...
ArkTS / 仓颉	编程语言	Swift / Java / Kotlin / C / C++ / ...
EROFS / HMDFS分布式文件系统...	文件系统	FAT / NTFS / APFS / SquashFS...
鸿蒙内核	OS内核	Linux / Unix...

资料来源：华为，搜狐新闻，中银证券

近期多平台 DeepSeek 一体机密集发布，有望带动信创领域换机风潮。DeepSeek 一体机是专为 DeepSeek 大模型本地化部署设计的集成化计算设备，它能够将高性能的算力硬件（如 GPU/NPU 芯片、服务器）、算法框架（如 DeepSeek 系列模型）以及行业应用软件等深度融合，形成“开箱即用”的智能算力解决方案。DeepSeek 一体机的核心目标是满足政府机关、企事业单位对数据隐私、部署效率及成本可控的需求，适用于政府部门、事业单位、央企、地方国企等对数据安全要求高的场景。

从不同平台推出的 DeepSeek 一体机的共性来看，DeepSeek 一体机有以下共性特点：

- 1) 硬件软件双双实现高度集成化。**在硬件层面，市面上的大多数 DeepSeek 一体机目前已经整合了诸如华为昇腾、海光 DCU 等国产芯片，也已经使用了国产的服务器、存储等，并同时支持 8 卡、16 卡、32 卡等多种算力配置；在软件层面，大多数 DeepSeek 一体机已经预装了 DeepSeek 全系列模型及工具链，支持快速部署和二次开发。
- 2) 多用户并发与高吞吐量。**市面上的大多数 DeepSeek 一体机目前支持上百个用户同时在线，一些性能较为优秀的一体机，已经能够实现响应延迟时间做到低至 50 毫秒，系统吞吐量达 3300 Tokens/秒，可以说，大大提高了企业办公协作效率。
- 3) 全栈国产化适配与兼容。**市面上的大多数 DeepSeek 一体机目前已经能够兼容国产芯片及操作系统，国产芯片如昇腾、海光、摩尔线程等都能兼容，DeepSeek 一体机已经逐步形成了自主可控的算力生态。
- 4) 能够实现快速交付与极简运维。**DeepSeek 一体机现在能够直接实现提供“交钥匙工程”式服务，因为一体机已经预装了算力集群和行业应用模板，这给企业用户部署 DeepSeek 大模型的周期大大缩短了时间。

我们认为 DeepSeek 一体机的新特质将会推动新一轮的信创领域换机风潮，近期多地政府部门政务系统开始接入 DeepSeek，通过对 DeepSeek 的本地部署探索智慧政务新模式，未来类似的需求将会持续涌现，相关产业链公司有望持续受益。

图表 21.部分上市公司推出的 DeepSeek 一体机产品及其特性一览

上市公司	DeepSeek 一体机产品	产品主要特质
浪潮信息	浪潮 DeepSeek “推理一体机”	全面兼容 DeepSeekV3（通用底座）、R1（推理优化）、Janus Pro（多模态）等系列模型，支持智能客服与对话、文本分析、工业质检、医疗影像识别等场景快速适配;搭载国内 AI 算力产品，单卡 FP16 算力达到国际主流水平，支持 FP32/FP16 混合精度加速，单机即可完成百亿级参数模型的实时推理。
中科曙光	曙光 DeepSeek 人工智能一体机	内置强大的 AI 管理平台 SothisAI3.0，支持从 10 亿级参数模型推理到 1000 亿级参数模型训练的 AI 全场景需求,适配包括 DeepSeek-Janus-Pro、DeepSeek-R1-671B 在内的 DeepSeek 全家桶，同时对 QWen2.5、LLama3.2、ChatGLM 等国内外主流开源 AI 大模型也全面兼容。
紫光股份	新华三 DeepSeek 智能一体机	集成高性能计算单元，支持 DeepSeek 全系列模型，优化数据处理与推理速度。
神州数码	神州鲲泰问学一体机 DeepSeek 版	基于鲲鹏、昇腾的全栈适配服务；配置算力优化模组，算力成本直降 30%；20 年 IT 服务体系保驾护航，懂部署，更懂企业级服务。
南威软件	DeepSeek 通用一体机	深度融合算力+大模型+智能体，预置 30+智能体场景，开箱即用，能快速满足用户需求，助力 AI 大模型价值释放。
科大讯飞	星火 +DeepSeek 双引擎一体机”	讯飞星火 DeepSeek 塔式一体机支持办公室灵活部署，讯飞星火 DeepSeek 一体机适用机房部署，覆盖多种部署场景，助力开发者和科创企业加速业务创新。
天融信	DeepSeek 安全智算一体机	融合“计算、存储、网络、安全、智能”五大能力，为客户提供高性能、安全可靠的一体化智算中心建设方案。

资料来源：万得，中银证券

风险提示

1) 政策落地不及预期，宏观经济波动超预期。2) 市场波动风险。3) 海外经济超预期衰退、流动性风险。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371