

阿里 Capex 重回扩张期确认产业趋势，科技股或将进入拥挤度“失效期”——科特估系列专题（四）

报告摘要

核心观点：

- ◆ 2 月 20 日晚间，阿里巴巴业绩会上公布的资本开支计划大超预期，未来三年集团在云和 AI 的基础设施投入预计将超越过去十年的总和。回顾移动互联网行情和新能源行情的第二阶段，即景气度投资阶段，国内相关产业进入大规模扩张、渗透率爬坡期，资本开支增速均呈现快速提升态势。阿里巴巴作为中国科技企业的旗帜之一，本次明确将大幅提升云和 AI 基础设施领域的资本开支具有重要的指示意义，中国人工智能产业或将展开军备竞赛并进入大规模扩张期。鉴于此前 DeepSeek 大模型已经证明中国科技公司有能力在人工智能领域进入全球第一梯队，国内外资金已经开始对中国科技股价值重估，本次阿里业绩会议再次印证了中国科技资产价值存在巨大增长空间，会议召开后全球资金纷纷押注中国科技股。
- ◆ 时隔六年多，总书记再次出席民营企业座谈会。参考 2018 年民营企业座谈会后，相关政策快速落地。本次座谈会“科技味”浓厚，会后多部门学习会议精神并部署落实工作。预计市场的政策预期有望升温，弥补两会前的政策真空期，结合 2024 年年底中央经济工作会议等重要会议的政策基调，预计本次两会产业政策着力重点或为扩大内需和科技。
- ◆ 2018 年民营企业座谈会后一年内，市场整体呈现趋势性上行，万得全 A 在会议召开后一年累计上涨 23.68%，会中重点提及的科技领域表现亮眼，中证科技指数累计上涨 42.51%。分行业来看，民企座谈会中发言的企业家所代表行业在会后关注度提升，中长期明显占优。预计本次座谈会后，中国民营企业的企业家精神在政策支撑

作者

董忠云	分析师
SAC 执业证书：S0640515120001	
联系电话：010-59562478	
邮箱：dongzy@avicsec.com	
符旸	分析师
SAC 执业证书：S0640514070001	
联系电话：010-59562469	
邮箱：fuyys@avicsec.com	
王玉茜	分析师
SAC 执业证书：S0640524050001	
联系电话：	
邮箱：wangyx@avicsec.com	
庞晨	研究助理
SAC 执业证书：S0640124040009	
联系电话：	
邮箱：pangc@avicsec.com	
王警仪	研究助理
SAC 执业证书：S0640123090015	
联系电话：	
邮箱：wangjybj@avicsec.com	

相关研究报告

中航策略周报：《中航证券首席经济学家董忠云：DeepSeek 引发中国科技股重估进行到哪个阶段了？——科特估系列专题（三）》

中航策略周报：《DeepSeek 引发全球资本对中国科技股重估，春节行情有望迎来主升浪》

中航策略周报：《大事不过年，只争朝夕，春节行情有望持续》

中航策略周报：《海外不确定因素阶段性落地，春节行情或已提前启动》

中航策略周报：《今年有望再次演绎春节行情》

中航宏观策略年度报告：《2025 年步入内外

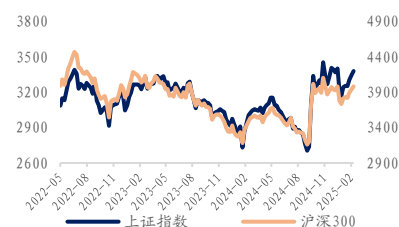
下有望被重新激活，本次会议上的科技重点产业有望在未来中期维度实现快速发展。

部政策角力期，等待盈利底驱动新一轮行情》

◆ 另一方面，本轮 A 股科技股估值重塑至今，科技股拥挤度已接近近三年最高水平，市场担忧是否存在回调风险。我们回顾移动互联网行情和新能源行情的景气度投资阶段发现，该阶段初期，相关板块均出现拥挤度“失效期”。相关板块成交额占万得全 A 比例数据均快速达到近三年最高水平附近，显示板块过于拥挤，但此后拥挤度数据和板块指数不仅没有回调，反而拥挤度数据持续处于近三年最高水平约 4 个月，同时这 4 个月板块指数显著跑赢万得全 A，且超额收益持续放大。因此，当前资金提前抢跑进入人工智能板块景气度投资阶段，或已进入拥挤度“失效期”，本轮人工智能产业革命下的中国科技股估值重塑方兴未艾。

◆ 展望 2025 年商业航天板块，中航证券军工组认为：卫星星座的建设提速有望催化多家相关企业的利润表改善，特别是卫星制造板块。2025 年，伴随多款商业火箭新型号即将首飞，巨型卫星互联网星座建设有望提速，相关商业航天板块的上市公司的关注度有望提升，特别是卫星制造板块有望迎来基本面改善叠加估值提升的“戴维斯双击”。

市场走势：



投资建议：

◆ DeepSeek 引发全球资本对中国科技股重估，阿里巴巴 Capex 重回扩张期确认产业趋势，科技股或将进入拥挤度“失效期”，科特估行情重现并有望成为本轮行情主线之一。

本周市场回顾：

根据同花顺数据，本周市场整体上涨，上证指数（0.97%）、深证成指（2.25%）、沪深 300（1.00%）、科创 50（7.07%）、创业板指（2.99%）、中证 500（1.84%）、中证 1000（3.21%），均表现较强。行业风格上，成长风格表现较强，上涨 4.47%，金融风格表现较弱，下跌 0.61%。分行业来看，申万一级行业中通信、机械设备、电子表现较强，分别上涨 8.09%、7.77%、6.96%；煤炭、传媒、房地产表现较弱，分别下跌 4.31%、1.80%、1.58%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所上升，日均成交金额为 19139.63 亿元，较上周增加 1643.26 亿元。估值方面，A 股整体市盈率为 19.19 倍，较上周上涨 1.57%。

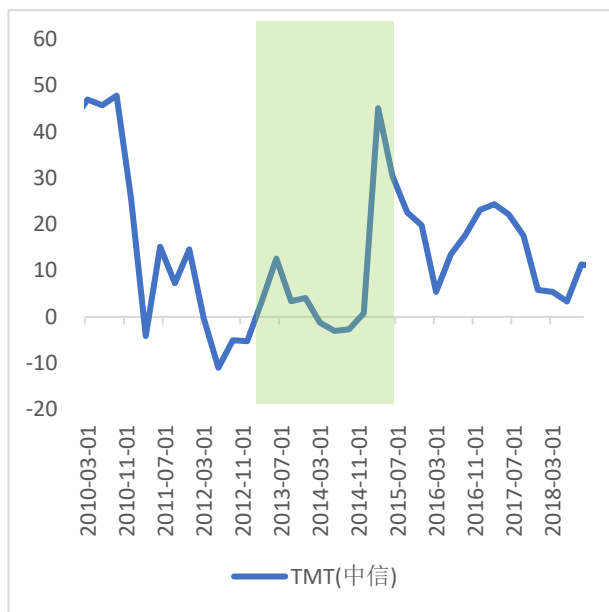
正文：

2 月 20 日晚间，阿里巴巴业绩会上公布的资本开支计划大超预期，未来三年集团在云和 AI 的基础设施投入预计将超越过去十年的总和。CEO 吴泳铭表示，阿里集团在 AI 战略里面的首要目标是 AGI 的实现，可能远远超过现在可见的任何一个应用场景。阿里巴巴预判，如果实现 AGI，人工智能相关产业大概率将会是全球最大的产业，有可能影响或者替代现在 50%左右的 GDP 构成。展望未来，吴泳铭进一步指出，AI 时代对于基础设施有明确而巨大的需求，将积极投资于 AI 基础设施建设。未来三年，集团在云和 AI 的基础设施投入预计将超越过去十年的总和。

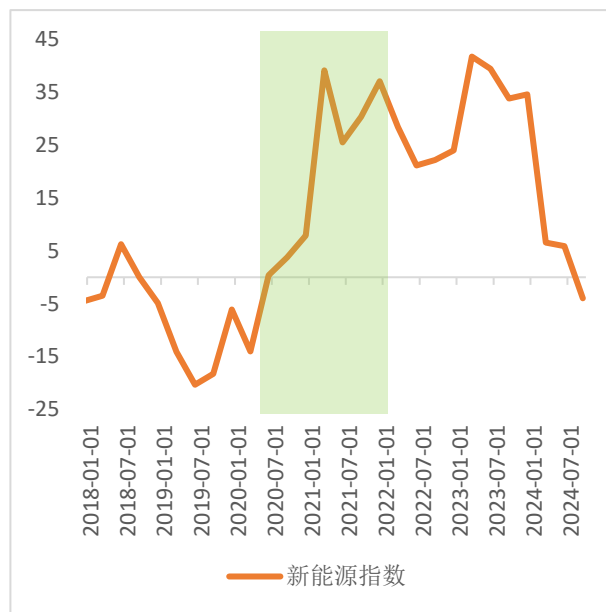
回顾移动互联网行情和新能源行情的第二阶段，即景气度投资阶段，国内相关产业进入大规模扩张、渗透率爬坡期，资本开支增速均呈现快速提升态势。阿里巴巴作为中国科技企业的旗帜之一，本次明确将大幅提升云和 AI 基础设施领域的资本开支具有重要的指示意义，中国人工智能产业或将展开军备竞赛并进入大规模扩张期。同时，鉴于此前 DeepSeek 大模型已经证明中国科技公司有能力在人工智能领域进入全球第一梯队，国内外资金已经开始对中国科技股价值重估，本次阿里业绩会议再次印证了中国科技资产价值存在巨大增长空间，会议召开后全球资金纷纷押注中国科技股。

图1 移动互联网行情景气度投资阶段，产业资本开支增速显著提升（单位：%）

图2 新能源行情景气度投资阶段，产业资本开支增速显著提升（单位：%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

时隔六年多，总书记再次出席民营企业座谈会。2025 年 2 月 17 日，民营企业座谈会在京召开，习近平总书记出席并强调，民营经济发展前景广阔大有可为，民营企业和民营企业家大显身手正当其时。努力为推动科技创新、培育新质生产力、建设现代化产业体系、全面推进乡村振兴、促进区域协调发展、保障和改善民生等多作贡献。此前习近平总书记曾三次主持召开企业家座谈会，但仅 2018 年 11 月为民营企业座谈会，2020 年 7 月及 2024 年 5 月均为有国企参会的企业家座谈会，因此我们将复盘的视线主要放在 2018 年 11 月的这场会议。

参考 2018 年民营企业座谈会后，相关政策快速落地。2018 年民营企业座谈会于 11 月 1 日召开，会上发言企业家所代表行业全部为科技或科技赋能行业。2018 年的民营企业座谈会召开的背景为中美贸易摩擦连续升级，习总书记强调“毫不动摇鼓励支持引导非公有制经济发展，支持民营企业发展并走向更加广阔舞台”。其中与会发言的企业家主要代表企业的相关行业有计算机、汽车、电力设备、国防军工、医药生物等。随后 2018 年 11 月 5 日，习总书记在首届中国国际进口博览会开幕式上宣布设立科创板，为民企融资助力。

本次座谈会“科技味”浓厚，会后多部门学习会议精神并部署落实工作。预计市场的政策预期有望升温，弥补两会前的政策真空期，预计本次两会产业政策着力重点或为扩大内需和科技。截至 2024 年 9 月，全国登记在册民营企业数量超过 5500 万户，贡献了全国 55.5% 的外贸进出口总额，科技创新成果中民营企业占比超 70%。作为社会主义基本经济制度和国民经济的重要组成部分，民营经济已经成为发展新质生产力的重要力量，推进中国式现代化的主力军。本次民营企业座谈会与会发言的企业家主要代表企业的相关行业有电子、计算机、汽车、农林牧渔等，以科技和消费行业为主，座谈会后相关政策快速推出。据证监会网站，2 月 17 日，中国证监会党委书记、主席吴清主持召开党委会，传达学习习近平总书记在民营企业座谈会上的

重要讲话精神，研究部署贯彻落实工作。更好发挥资本市场平台作用，为民营企业做优做强提供更有力的资本市场支持。据国家发展改革委 2 月 18 日消息，我国将进一步破除市场准入的障碍，尽快修订出台新版市场准入负面清单，支持民营企业积极参与“两重两新”。2 月 20 日，中国人民银行党委书记、行长潘功胜主持召开党委会议，传达学习习近平总书记在民营企业座谈会上的重要讲话精神，研究部署贯彻落实举措。会议要求，要实施好适度宽松的货币政策，持续做好金融“五篇大文章”，发挥结构性货币政策工具总量和结构双重功能，支持科技创新和促进消费。座谈会召开后预计政策预期升温，结合 2024 年年底中央经济工作会议等重要会议的政策基调，扩大内需与科技自主可控或为政策主要发力点。结合 2024 年 12 月中央经济工作会议，全方位扩大国内需求和以科技创新引领新质生产力发展仍然是当前重点任务。

表1: 2018 年和 2025 年民营企业座谈会发言企业家

时间	企业家	主要代表企业	主营业务
2025 年	任正非	华为	ICT 基础设施、终端、云计算、数字能源、智能汽车解决方案、板级芯片和模组解决方案
2025 年	王传福	比亚迪	半导体太阳能光伏、低压电器类、电子元器件、集成电路、汽车及零配件经销
2025 年	刘永好	新希望	方便食品、禽畜养殖、肉制品、饲料
2025 年	虞仁荣	韦尔股份	半导体分立器件
2025 年	王兴兴	宇树科技	消费级、行业级高性能通用足式/人形机器人及灵巧机械臂的自主研发、生产和销售
2025 年	雷军	小米科技	智能手机、IoT 与生活消费产品、互联网服务
2018 年	刘积仁	东软集团	提供拥有自主知识产权的软件产品、云与数据服务、产品工程与软件工程服务等
2018 年	鲁伟鼎	万向集团	汽车零部件的研发及制造，提供模块化、系统化、协同化的解决方案
2018 年	王小兰	时代集团	机电行业，产品涉及检测仪器、焊接设备、试验机、配电自动化、机器人等领域
2018 年	孙飘扬	恒瑞医药	医药创新和高品质药品研发、生产及推广，抗肿瘤药、手术用药、内分泌治疗药、心血管药及抗感染药等领域
2018 年	卢勇	星箭特种玻璃	军民两用特种光学材料及零部件研发和生产，主打产品航天用特种抗辐照玻璃系列产品和石英摆片，应用于航空、航天以及武器装备等领域
2018 年	汤晓鸥	商汤科技	人工智能软件，专注于计算机视觉技术，利用公司的人工智能软件平台，协助客户增强生产力，激发创造力，提升其经营效率
2018 年	刘汉元	通威股份	发展农业和新能源两大主业，农业主业以饲料工业为核心，全力延伸和完善水产及畜禽产业链条，新能源主业拥有自主知识产权的完整光伏新能源产业链条，包括上游高纯晶硅生产、中游高效太阳能电池片生产、终端光伏电站建设
2018 年	谈剑锋	众人科技	网络安全技术、数据安全服务
2018 年	刘屹	艾可蓝	柴油机和汽油机尾气后处理产品的研发与产业化

2018 年

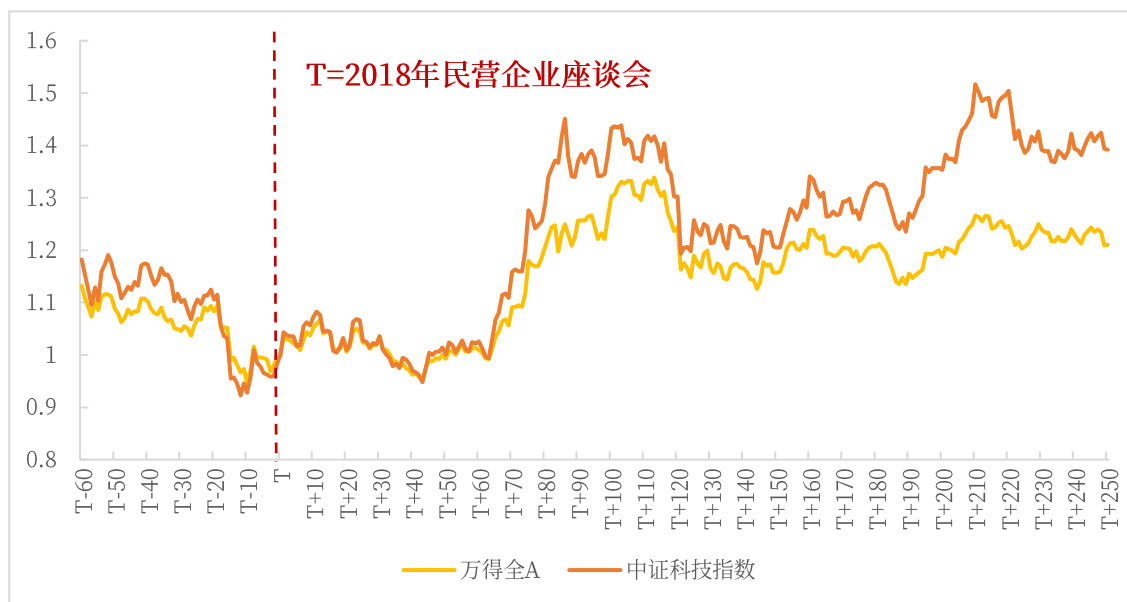
耿哲

和同信息

智慧城市公用事业能源管理信息化等领域的智能信息管理系统及终端的研发、生产和销售

数据来源：Wind，各公司官网，中航证券研究所整理

2018 年民营企业座谈会后一年内，市场整体呈现趋势性上行，万得全 A 在会议召开后一年累计上涨 23.68%，会中重点提及的科技领域表现亮眼，中证科技指数累计上涨 42.51%。分行业来看，民企座谈会中发言的企业家所代表行业在会后关注度提升，中长期明显占优。预计本次座谈会后，中国民营企业的企业家精神在政策支撑下有望被重新激活，本次会议上的科技重点产业有望在未来中期维度实现快速发展。座谈会召开短期（T+5、T+20），计算机、电力设备、医药生物等行业迅速受到权益市场关注；中期（T+60、T+120）电力设备、计算机等行业表现较好；电力设备、计算机、医药生物、国防军工、汽车等行业表现在会议后中长期（T+250、T+500、T+750）表现持续占优，政策支持下形成产业趋势。

图3 2018 年民营企业座谈会后一年内市场趋势性上行


资料来源：Wind，中航证券研究所整理

表2: 2018 年民营企业座谈会后行业区间收益率情况（单位：%）

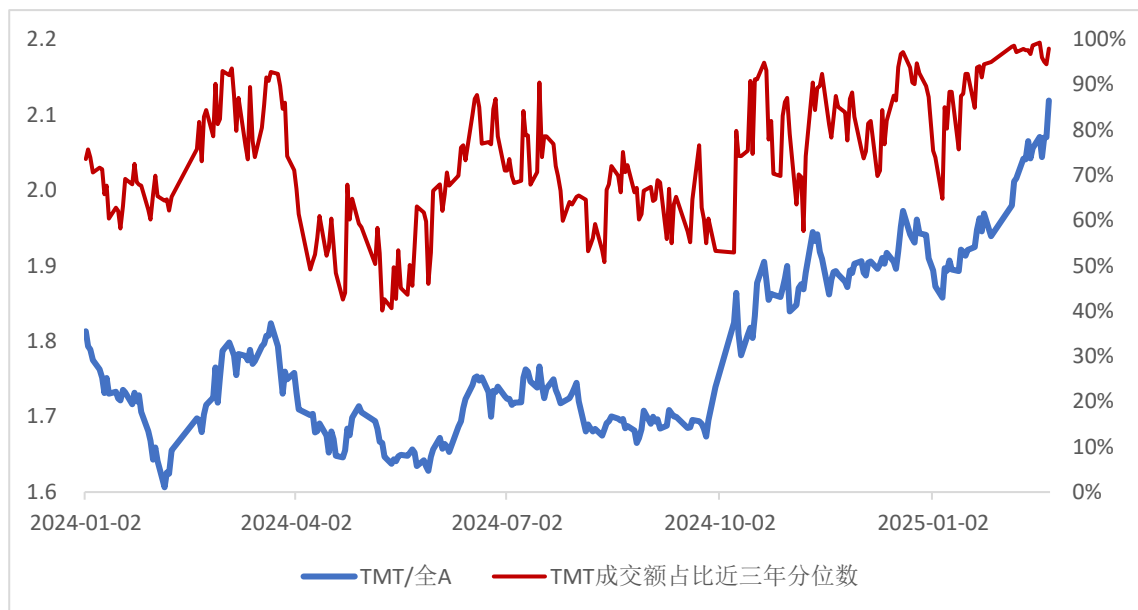
行业	T+5	T+20	T+60	T+120	T+250	T+500	T+750
农林牧渔	3.52	5.08	11.60	65.34	61.27	76.90	61.08
基础化工	1.78	-1.71	-2.22	21.26	6.25	61.38	117.87
钢铁	-1.63	-12.01	-11.43	-2.41	-24.06	-7.37	17.36
有色金属	1.83	-1.18	-1.86	10.60	0.28	52.12	137.57
电子	3.18	1.84	2.13	29.01	49.51	126.69	161.77
家用电器	5.01	2.43	9.88	39.72	44.06	106.87	54.48
食品饮料	4.13	3.07	15.39	60.78	81.09	200.08	206.64
纺织服饰	4.68	4.57	3.42	20.62	3.43	9.45	2.41
轻工制造	4.01	4.73	4.84	25.83	13.99	49.65	45.12

医药生物	4.56	4.27	-6.87	20.99	27.74	81.97	77.79
公用事业	2.55	1.46	1.24	15.76	4.60	10.01	30.55
交通运输	2.24	1.48	1.49	24.74	10.30	18.57	12.63
房地产	1.47	4.47	2.29	26.14	10.21	17.75	-8.26
商贸零售	2.37	2.67	3.43	24.04	3.92	17.96	1.67
社会服务	4.66	3.16	0.22	27.17	26.92	109.39	107.10
综合	6.68	10.72	7.34	35.30	21.03	54.44	62.66
建筑材料	2.68	1.41	2.55	26.22	23.34	93.22	70.98
建筑装饰	1.42	1.79	0.27	12.11	-7.71	-1.43	-0.30
电力设备	4.11	5.61	12.67	29.39	17.30	115.17	300.21
国防军工	1.38	3.14	3.02	25.00	17.53	73.62	115.26
计算机	4.16	3.75	3.91	35.31	37.82	66.04	57.65
传媒	1.98	4.53	2.26	18.09	8.21	38.44	12.86
通信	4.91	5.88	11.89	41.67	22.20	30.41	20.39
银行	-0.15	-4.29	-3.34	10.45	10.63	10.28	4.39
非银金融	1.71	-0.46	-0.38	32.23	26.28	41.22	12.99
汽车	2.57	2.46	4.36	23.77	7.35	76.57	111.82
机械设备	3.46	4.00	6.48	26.47	14.60	61.32	87.90
煤炭	0.26	-6.07	-5.86	12.82	-7.69	5.92	42.88
石油石化	1.24	-7.34	-10.15	5.43	-10.04	4.97	20.37
环保	3.90	5.18	0.03	18.15	-0.68	10.60	17.93
美容护理	2.84	4.08	4.23	26.16	30.88	109.32	111.10

数据来源：Wind，中航证券研究所整理（注：T 为 2018 民营企业座谈会当日，后推 n 个交易日，统计 T 至 T+n 日区间涨跌幅）

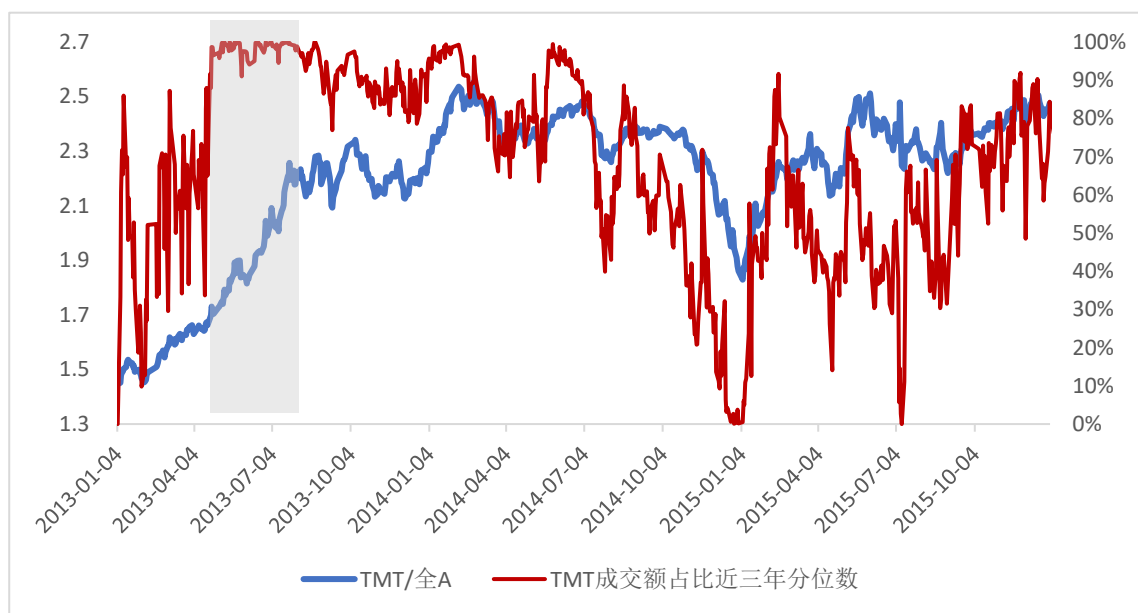
另一方面，本轮 A 股科技股估值重塑至今，科技股拥挤度已接近近三年最高水平，市场担忧是否存在回调风险。我们回顾移动互联网行情和新能源行情的景气度投资阶段发现，该阶段初期，相关板块均出现拥挤度“失效期”。相关板块成交额占万得全 A 比例数据均快速达到近三年最高水平附近，显示板块过于拥挤，但此后拥挤度数据和板块指数不仅没有回调，反而拥挤度数据持续处于近三年最高水平约 4 个月，同时这 4 个月板块指数显著跑赢万得全 A，且超额收益持续放大。因此，当前资金提前抢跑进入人工智能板块景气度投资阶段，或已进入拥挤度“失效期”，本轮人工智能产业革命下的中国科技股估值重塑方兴未艾。

图4 本轮科技股拥挤度已接近近三年最高水平



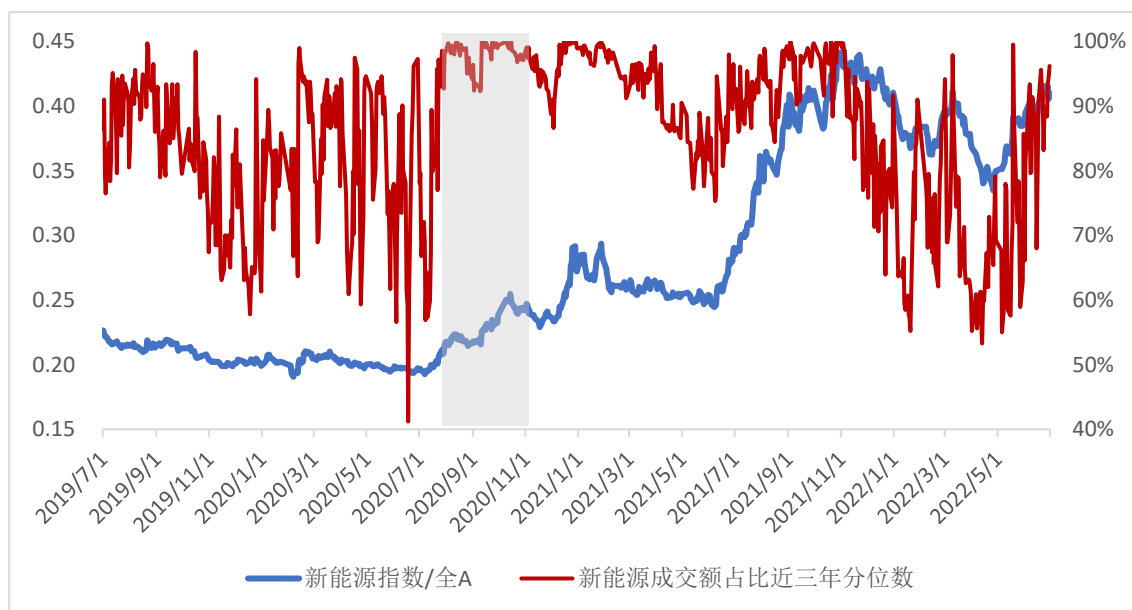
资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：拥挤度为板块成交额占全 A 比例的近三年历史分位数）

图5 移动互联网行情第二阶段拥挤度情况



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：拥挤度为板块成交额占全 A 比例的近三年历史分位数；阴影部分为拥挤度“失效期”）

图6 新能源行情第二阶段拥挤度情况



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：拥挤度为板块成交额占全 A 比例的近三年历史分位数；阴影部分为拥挤度“失效期”）

针对近期我国商业航天产业重大事件，中航证券军工组有如下分析及判断：1.多款新型号火箭有望在 2025 年首飞；2.多个低轨卫星互联网星座建设再提速；3.商业航天发射场持续建设有望助推相关产业集群；4.消费级卫星通信国际化应用进一步扩容市场空间；5.资本市场对商业航天产业关注度有望维持在高位；6.各国商业航天领域新参与者快步入场。展望 2025 年商业航天板块，中航证券军工组认为：卫星星座的建设提速有望催化多家相关企业的利润表改善，特别是卫星制造板块。2025 年，伴随多款商业火箭新型号即将首飞，巨型卫星互联网星座建设有望提速，相关商业航天板块的上市公司的关注度有望提升，特别是卫星制造板块有望迎来基本面改善叠加估值提升的“戴维斯双击”。

投资建议：

DeepSeek 引发全球资本对中国科技股重估，阿里巴巴 Capex 重回扩张期确认产业趋势，科技股或将进入拥挤度“失效期”，科特估行情重现并有望成为本轮行情主线之一。

风险提示：

- 1.国内政策推行不及预期；
- 2.地缘政治事件超预期；
- 3.海外流动性宽松不及预期；

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券策略团队：站在总量研究的高度，以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维，对实际投资更具指导意义。

销售团队：

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

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，再次申明，本报告清晰、准确地反映了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：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558
传 真：010-59562637