

“科特估” 重塑体系初见成效

2025 年 02 月 20 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

相关研究

《从全球价值链洞察对华关税影响》

2025-02-19

2024 年以来，各项监管政策和配套体系密集落地，资本市场“1+N”体系逐步发展、完善，尤其是对新质生产力发展加大支持力度，引领市场风格逐渐向成长轮换。年初以来，DeepSeek 横空出世引发了市场对 AI 板块的高度关注，DeepSeek 的成功主因在于提高了 AI 的训练效率，降低了 AI 的算力成本，减少了对海外高性能 GPU 的依赖，也因开拓了算力国产化的新市场；另一方面，以 DeepSeek 大模型为风向标的 AI 应用场景不断拓宽，DeepSeek 接入到日常应用场景的方方面面，各地政务系统也在积极部署 DeepSeek 使用，海量的用户需求进一步打开了国产化算力的空间。另外，科技板块在今年线下其他方向也同时产生了新的突破，如春晚智能汽车、无人机表演、机器人引发全民关注，车企智能驾驶广泛铺开，动画电影《哪吒 2》突破 120 亿票房等科技下游行业捷报频传。中国科技行业正在引领全球科技格局重塑，“科特估”体系在政策技术发展共振下取得了明显成效。

■ 跟随政策导向，2024 年 6 月开始，我们就旗帜鲜明地提出“科特估”是发展新质生产力的“排头兵”，并坚定认为科技板块的行情有一定的持续性。2024 年 6 月-7 月市场震荡的过程中，科创指数整体相对上证指数超额收益已在逐步提升；在随后的“924”行情中，科创指数涨幅也大幅跑赢大盘；2025 年春节以来，行业更是由科技板块引领，“科特估”逐步得到市场验证。整体来看，与 2024 年初提重塑“科特估”时期相比，无论是从科技板块上市公司数量、上市公司市值还是各行业估值整体水平都实现了明显提升，尤其是“硬科技”板块的提升更加明显，说明“科特估”重塑估值体系初见成效。横向对比来看，国内的 top 科技公司与海外的市值和估值水平仍有差距，也还有小部分科技行业暂时还未实现估值跃迁，但差距正在逐渐缩小，科技产业整体估值有望逐步向全球高水平行列迈进。

■ 在经济高质量发展、经济结构转型的大背景下，未来资本市场仍将通过完善“科特估”体系坚守“两个重塑”：

一是“重塑投资理念”，资本市场承担着通过市场机制引导资金流向国家重点支持领域和化解金融风险、拓宽直接融资渠道的重要任务，在金融市场不断发展与变革的当下，资本市场稳定的重要性越发凸显，中长期增量资金入市有效地提振了投资者的信心，推动市场长期健康发展。长线增量资金在“科特估”体系下投向国家新兴战略方向，引导科技板块的投资风格开始由“主题投资”转向“价值投资”，“科特估”为培育“耐心资本”打下了坚实的基础。

二是“重塑估值体系”，重塑中国高科技企业在资本市场上科学合理的估值，为符合高质量发展、经济增长转型方向、国家产业链安全的需求、顶尖科技发展方向的企业赋予更多的价值。25 年开年以来，市场对于云计算和 IDC 板块的估值予以重估，正是资本市场针对人工智能这一国家重大战略发展方向的估值体系重塑，即在原有 PE 估值体系下，加大了算力在公司估值的比重。这一现象表明市场正在逐步树立中国特色科技板块估值，这一进步有望鼓励高科技企业大胆投入、勇于创新，也是资本市场应产业发展而适配的新形态，有效地支持了产业发展，响应了国家号召，实现了金融赋能实业这一重要任务。

“科特估”体系正在营造一个可以源源不断涌现新技术、新企业、新业态的金融环境，建立中国资本市场“科特估”体系，为更多的科技引领型企业提供滋养的土壤。

■ 风险提示：年报业绩公布不及预期，美国对华政策影响市场情绪，科技产业应用发展速度不及预期。

内容目录

- 1. 中国科技企业估值有所提升4
- 2. 中国科技企业估值横向对比4
 - 2.1. 单指标相对估值视角4
 - 2.2. 双指标相对估值视角5
- 3. “科特估” 重塑估值体系初见成效6
- 4. 风险提示8

图表目录

图 1: 当前 PB-ROE 的匹配程度视角看相对估值的横向对比6

图 2: 2019 年至今 PB-ROE 的 5 年平均增长变化视角的横向对比 (%)6

图 3: 2014 年至今 PB-ROE 的 10 年平均增长变化视角的横向对比 (%)6

表 1: 中美科技板块估值比较.....4

表 2: 全球主要市场科技行业估值对比.....5

表 3: 各地政府政务正在积极布局 DeepSeek 平台7

1. 中国科技企业估值有所提升

截至 2 月 14 日,国内上市公司总数与美国几乎持平,狭义科技类公司数量占比(22%)比 2024 年 5 月提升 1%,略高于美国的水平(17%),泛科技公司总数占比有所提升,目前 38%的占比略低于美国 42%的水平,泛科技和狭义科技公司总市值占比(34%/22%)较 2024 年 5 月(32%/17%)有所提升,但仍然远低于美国(49%/38%),且狭义科技类的市值占比几乎仅占美国的一半,说明美国的科技公司整体为高市值公司,A 股科技类公司在总市值上仍然存在差距。

从市值 TOP50 公司来看,截至 2 月 14 日,美国全部类别的市值 TOP50 公司的 PB、PS 中位数和其近 10 年分位数全部高于中国,而中国泛科技类和狭义科技类 TOP50 公司的 PE 略高于美股,狭义科技相对泛科技类的 PE 差距更大一些,相比 2024 年 5 月头部科技板块 PE 绝对估值水平已经有所提升。

表1: 中美科技板块估值比较

		中国				美国					
		整体	泛科技		狭义科技		整体	泛科技		狭义科技	
数量（家）/占比		5395	2065	38%	1201	22%	5516	2308	42%	946	17%
市值（万亿）/占比		95.94	32.88	34%	20.75	22%	581.06	287.10	49%	219.95	38%
		数值	数值		数值		数值	数值		数值	
市值 top50 估值水平 中位数	PE	14.39	36.05		40.67		31.18	35.78		35.61	
	分位 (%)	33.80	43.71		50.82		68.44	57.08		56.08	
	PB	1.83	3.75		5.64		7.40	7.75		9.03	
	分位 (%)	36.72	32.88		54.53		85.33	72.87		73.88	
	PS	2.11	5.42		5.77		5.59	6.51		9.70	
	分位 (%)	54.55	34.66		57.44		87.83	76.86		87.50	

数据来源: wind, 东吴证券研究所, 数据截至 2 月 14 日, 狭义科技为 wind 一级行业通讯服务和信息技术对应企业, 泛科技为 wind 分类下包含狭义科技和工业、医疗、公用事业大类中所包含的二级科技行业所对应的企业, 分位数为近 10 年分位数

2. 中国科技企业估值横向对比

2.1. 单指标相对估值视角

从 PE 视角来看,截至 2025 年 2 月 14 日,军工、计算机、传媒的大部分细分科技行业高于同期其他国家,医药的半数细分行业和通信的细分行业的 PE 低于其他国家,日本 PE 普遍偏低,德国生物医药行业 PE 普遍偏低,英国 PE 普遍偏高。

从 PB 视角来看,截至 2025 年 2 月 14 日,美国大部分科技类行业 PB 较高,中国仅多元电信服务、媒体两个细分行业的 PB 高于其他所有国家,其他行业 PB 位于美国

和其他国家之间，小部分如航空航天与国防、生物科技、娱乐行业甚至低于传统整体低估值的日本股市，日本整体 PB 也在所有国家中偏低。

表2: 全球主要市场科技行业估值对比

所属行业	细分行业	PE					PB				
		中	美	日	英	德	中	美	日	英	德
军工航空	航空航天与国防	64.70	28.83	24.27	20.47	28.84	2.53	3.79	4.30	3.00	11.99
新能源	电气设备	24.89	28.28	17.38	12.66	18.21	2.63	3.43	1.62	1.68	2.10
医药生物	医疗保健设备与用品	28.62	39.78	30.22	30.04	0.89	4.48	7.65	3.32	2.45	3.18
	医疗保健提供商与服务	21.98	21.81	13.82	47.54	16.37	2.55	2.78	0.94	1.61	0.94
	医疗保健技术	90.95	59.03	24.19	45.72	20.59	-	5.50	2.48	2.18	2.82
	生物科技	26.51	28.30	20.25	81.75	8.52	1.64	5.32	1.72	5.11	-
	制药	25.91	6.25	24.66	25.50	7.53	2.48	5.71	1.87	4.40	-
	生命科学工具和服务	25.98	35.75	20.61	13.67	53.87	3.09	3.69	2.22	4.05	2.35
计算机	信息技术服务	55.87	2.37	25.11	20.71	24.86	2.99	7.50	2.81	5.42	4.11
	软件	87.91	42.22	28.49	38.24	95.50	6.17	10.46	2.00	5.28	9.86
	电脑与外围设备	39.95	33.13	-	45.89	16.86	3.64	31.55	1.42	6.31	2.09
通信	通信设备	33.77	36.34	19.50	78.10	55.77	4.75	5.47	0.81	3.90	3.54
	多元电信服务	18.09	0.02	-	19.61	26.44	3.65	1.56	1.48	1.11	1.54
	无线电信业务	-	0.28	9.01	6.76	8.94	-	3.09	1.30	0.41	0.80
电子	电子设备、仪器和元件	32.37	27.24	26.94	23.09	0.55	2.03	2.93	2.21	3.16	0.40
	半导体材料与设备	55.29	48.04	25.40	26.19	57.92	3.93	15.26	6.29	2.20	83.20
	半导体产品	94.84	1.00	19.95	-	-	3.54	4.65	1.05	-	-
传媒	媒体	22.31	13.93	18.50	22.28	10.13	3.15	2.01	0.85	2.17	1.94
	娱乐	23.02	8.89	38.81	13.99	37.77	2.89	4.72	4.67	1.84	8.59
	互动媒体与服务	175.52	25.45	-	-	-	3.55	8.35	1.82	0.74	-

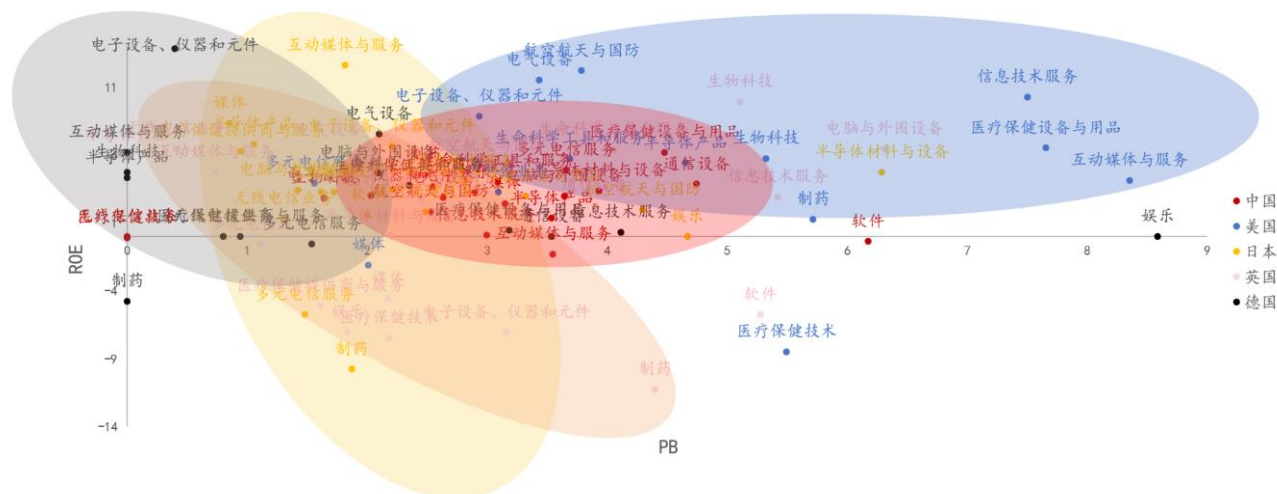
数据来源：wind，东吴证券研究所，PE、PB 均为整体法口径（剔除负值），数据截至 2025 年 2 月 14 日

2.2. 双指标相对估值视角

截至 2025 年 2 月 14 日，国内科技行业估值整体水平高于日本和德国，与英国略持平，低于美国。ROE 整体水平美国和日本最强，日本 PB 不及美国，也存在低估的情况，德国整体 PB-ROE 匹配程度较弱。日本、中国和英国的明显相比美国低估。

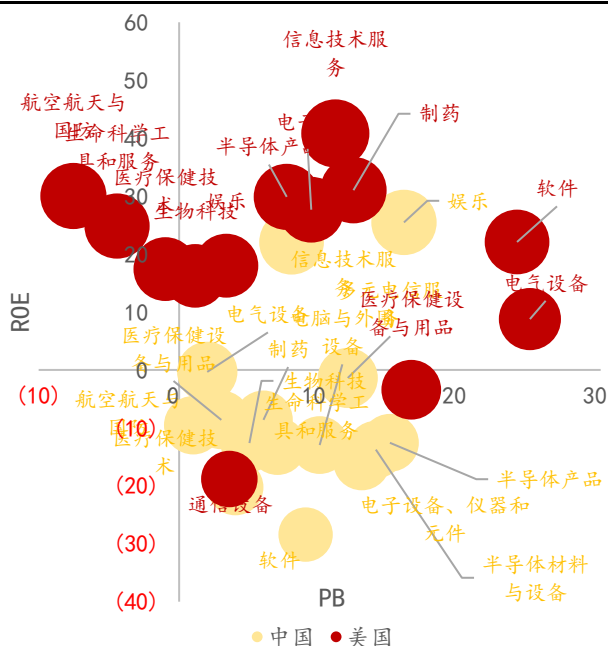
5 年视角来看，美国的电脑信息技术服务、制药、电子设备仪器和原件、半导体产品行业 PB 和 ROE 在同步提升，软件和电气设备的估值提升较为迅速。国内的信息技术服务、娱乐行业 PB-ROE 匹配度较高。大部分行业 PB 增速快于 ROE 增速，且 ROE 平均增速为负。10 年视角来看，国内 ROE 增速靠前的半导体设备、半导体产品 PB 已经快速提升，其他科技行业 PB 提升速度快于 ROE 增速，且 ROE 增速大多为负。

图1: 当前 PB-ROE 的匹配程度视角看相对估值的横向对比



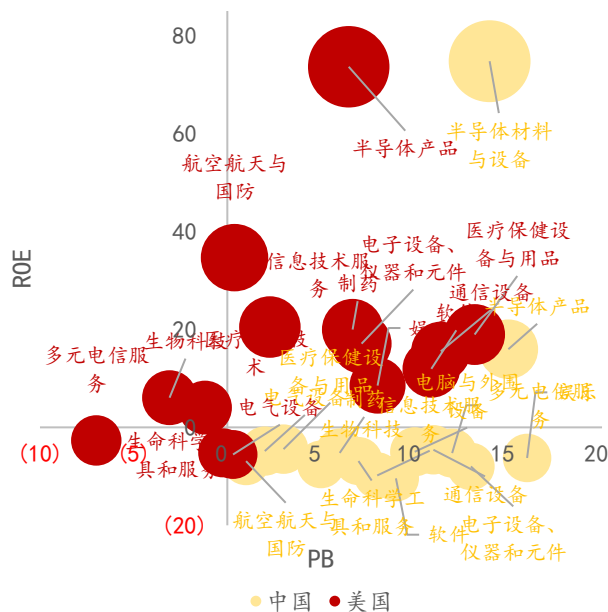
数据来源: wind, 东吴证券研究所, 数据截至 2025 年 2 月 14 日

图2: 2019 年至今 PB-ROE 的 5 年平均增长变化视角的
横向对比 (%)



数据来源: wind, 东吴证券研究所, 数据截至 2025 年 2 月 14 日

图3: 2014 年至今 PB-ROE 的 10 年平均增长变化视角的横向对比 (%)



数据来源: wind, 东吴证券研究所, 数据截至 2025 年 2 月 14 日

3. “科特估”重塑估值体系初见成效

2024年以来,各项监管政策和配套体系密集落地,资本市场“1+N”体系逐步发展、完善,尤其是对新质生产力发展加大支持力度,引领市场风格逐渐向成长轮换。年初以

来，DeepSeek 横空出世引发了市场对 AI 板块的高度关注，DeepSeek 的成功主因在于提高了 AI 的训练效率，降低了 AI 的算力成本，减少了对海外高性能 GPU 的依赖，也因开拓了算力国产化的新市场；另一方面，以 DeepSeek 大模型为风向标的 AI 应用场景不断拓宽，DeepSeek 接入到日常应用场景的方方面面，各地政务系统也在积极部署 DeepSeek 使用，海量的用户需求进一步打开了国产化算力的空间。另外，科技板块在今年线下其他方向也同时产生了新的突破，春晚智能汽车、无人机表演、机器人引发全民关注、车企智能驾驶广泛铺开、动画电影《哪吒 2》突破 120 亿票房等科技下游行业捷报频传。中国科技行业正在引领全球科技格局重塑，“科特估”体系在政策技术发展共振下取得了明显成效。

表3: 各地政府政务正在积极布局 DeepSeek 平台

时间	区域	DeepSeek 政务部署
2025/2/16	内蒙 呼和浩特	呼和浩特市大数据管理局组织完成 DeepSeek-R1 在政务外网的本地化部署，模型规模覆盖 7B、14B、32B 和 70B，实现城市大脑与该大语言模型初步集成，是内蒙古自治区首个将 DeepSeek 应用于城市大脑的地区。
2025/2/1	广东 东莞	DeepSeek 在东莞市人工智能大模型中心完成部署上线，登录该中心可获 DeepSeek-R1671B 满血版服务，后续将推动 AI 赋能东莞制造业。
2025/2/7	浙江 杭州	杭州城市大脑积极拥抱这一前沿技术，基于城市大脑智能中枢，全国首个实现 DeepSeek-R1 671B、Distill-Qwen-32B、Distill-Qwen-14B 等系列模型在政务信创环境的部署应用。
2025/2/8	广东 深圳	深圳市龙岗区政务服务和数据管理局已在政务外网部署上线 DeepSeek - R1 全尺寸模型。2 月 10 日完成 DeepSeek R1 (671B) 满血版模型在政务云上的部署，2 月 13 日组织培训，2 月 16 日基于政务云环境面向全市各区各部门提供模型应用服务，提升政务服务智能化水平。
2025/2/11	河北 石家庄	石家庄市数据局与深桑达所属中国电子云基于石家庄人工智能计算中心可信智算资源，共同探索 DeepSeek 大模型在政务领域创新应用，将在“石 i 民”“石 i 企”城市应用上基于 DeepSeek 大模型。
2025/2/12	江苏 宿迁	国内领先的人工智能公司 DeepSeek 正式登陆宿迁。这一重要举措标志着宿迁在人工智能领域迈出了关键一步，为本地企业开启了智能化转型的新篇章，助力区域经济高质量发展。
2025/2/14	江西 赣州	已完成政务环境 DeepSeek 系列大模型部署，成为江西省首个成功部署上线该大模型的地级市，本地化部署涵盖政务办公、便民惠企、民意速办等领域。
2025/2/14	江苏 苏州	苏州市开展多场与 DeepSeek 相关的学习活动，市委组织部举办讲座，相城区委理论学习中心组举行专题学习会，强调要把握 AI 发展机遇，推动大模型赋能经济社会发展，为苏州建设“人工智能 +”城市贡献力量。
2025/2/14	辽宁 大连	大连金普新区举办 DeepSeek 应用技能专题培训会，吸引各部门、单位主要负责同志以及 500 余家相关企业代表参加。
2025/2/14	广东 广州	广州市政务服务和数据管理局于近日在政务外网正式部署上线 DeepSeek - R1、V3671B 大模型，依托数字广州创新实验室实施，推动模型在民生政策解读、12345 热线工单分派等政务领域应用。
2025/2/14	甘肃 庆阳	作为庆阳数据集群算力主要提供方，中国电信“东数西算”国家枢纽庆阳算力中心的算力服务器在 DeepSeek 开源的第一时间进行了适配。
2025/2/15	河南 郑州	郑州举办“问学前沿”讲堂，围绕“AIGC 与 DeepSeek”作专题辅导，市委书记指出要拥抱新技术，运用 DeepSeek 提升干部能力、赋能城市转型发展，与会人员将落实部署使用该大模型。
2025/2/15	新疆 昌吉	全疆首个基于 DeepSeek 的智慧政务大模型上线。
2025/2/15	山东 临沂	临沂市基于政务云成功实现了 DeepSeek 本地化全栈部署，并率先完成“沂蒙慧眼”（企业精准画像）系统的接入应用，为临沂市政务服务领域注入了强劲 AI 动力。
2025/2/16	江苏 无锡	近日，无锡在省内率先实现政务信创环境下 DeepSeek-R1-671B 全尺寸模型部署，通过融合通用大模型的泛化能力与政务数据集专精优势，为“城市大脑”注入更强大的 AI 动能，正在重塑城市数字治理的智能化版图。

数据来源：各地区政务网站、公众平台，东吴证券研究所

跟随政策导向，2024 年 5 月开始，我们就旗帜鲜明地提出“科特估”是发展新质生产力的“排头兵”，并坚定认为科技板块的行情有一定的持续性。2024 年 6 月-7 月市场

震荡的过程中，科创指数整体相对上证指数超额收益已在逐步提升；在随后的“924”行情中，科创指数涨幅也大幅跑赢大盘；2025年春节以来，行业更是由科技板块引领，“科特估”逐步得到市场验证。整体来看，与2024年初提重塑“科特估”时期相比，无论是从科技板块上市公司数量、上市公司市值还是各行业估值整体水平都实现了明显提升，尤其是“硬科技”板块的提升更加明显，说明“科特估”重塑估值体系初见成效。横向对比来看，国内的top科技公司与海外的市值和估值水平仍有差距，也还有小部分科技行业暂时还未实现估值跃迁，但差距正在逐渐缩小，科技产业整体估值有望逐步向全球高水平行列迈进。

在经济高质量发展、经济结构转型的大背景下，未来资本市场仍将坚守“两个重塑”。一是“重塑投资理念”，资本市场承担着通过市场机制引导资金流向国家重点支持领域和化解金融风险、拓宽直接融资渠道的重要任务，在金融市场不断发展与变革的当下，资本市场稳定的重要性越发凸显，中长期增量资金入市有效地提振了投资者的信心，推动市场长期健康发展。长线增量资金在“科特估”体系下投向国家新兴战略方向，引导科技板块的投资风格开始由“主题投资”转向“价值投资”，“科特估”为培育“耐心资本”打下了坚实的基础。二是“重塑估值体系”，重塑中国高科技企业在资本市场上科学合理的估值，为符合高质量发展、经济增长转型方向、国家产业链安全的需求、顶尖科技发展方向的企业赋予更多的价值。25年开年以来，市场对于云计算和IDC板块的估值予以重估，正是资本市场针对人工智能这一国家重大战略发展方向的估值体系重塑，即在原有PE估值体系下，加大了算力在公司估值的比重。这一现象表明市场正在逐步树立中国特色科技板块估值，这一进步有望鼓励高科技企业大胆投入、勇于创新，也是资本市场应产业发展而适配的新形态，有效地支持了产业发展，响应了国家号召，实现了金融赋能实业这一重要任务。“科特估”体系正在营造一个可以源源不断涌现新技术、新企业、新业态的金融环境，建立中国资本市场“科特估”体系，为更多的科技引领型企业提供滋养的土壤。

4. 风险提示

年报业绩公布不及预期，美国对华政策影响市场情绪，科技产业应用发展速度不及预期。

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>