

2025年A股市场春季展望

科技浪潮引领资产价值重估

策略研究 · 深度报告

证券分析师：王开
021-60933132
wangkai8@guosen.com.cn
S0980521030001

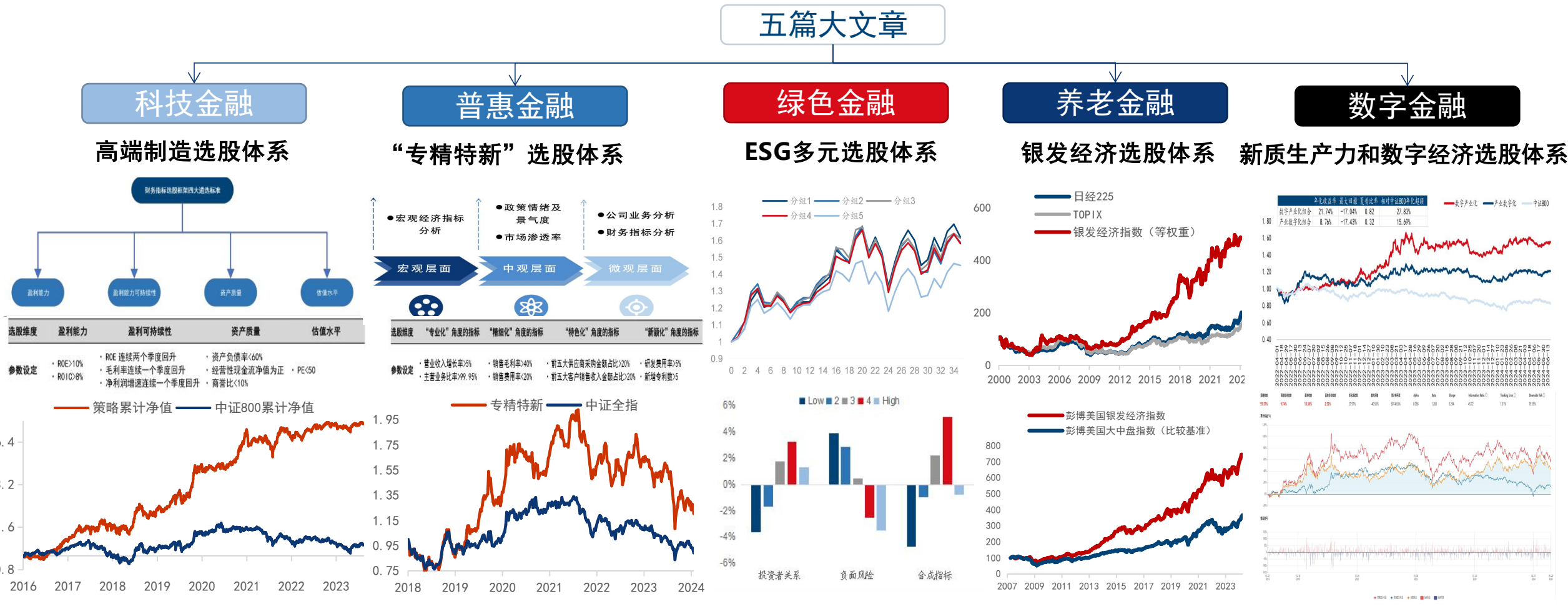
证券分析师：陈凯畅
021-60375429
chenkaichang@guosen.com.cn
S0980523090002

- **科技浪潮：经济复苏周期叠加人工智能产业突围，景气成长风格有望突破低估值风格的持续超额收益。** 1) 市场风格切换逻辑：经济周期从磨底向复苏切换时，“低估值+高股息”主线逐渐转向“高成长”赛道，目前价格由低迷转为回暖的早周期阶段支持科技风格延续。2) 中美投资范式对比：A股机构早期布局银行股基于成长逻辑（利润高速扩张），而美股机构投资银行股更多出自低估值逻辑；当前中美周期错位下，中国科技企业的自主创新（如DeepSeek模型开源、算力平替）更具战略价值。3) 产业链护城河重构：AI技术突破打破了传统比较优势理论，国内企业从应用层模仿转向核心技术自主研发（如芯片、大模型），形成“技术驱动+价值重估”双轮驱动。
- **周期定位：全球化产业链重构背景下，国内公司依托库存周期领先优势和新兴产能布局，加速抢占全球制造业微笑曲线的上游（资源）与下游（终端）环节。** 1) 全球周期定位差异：中国库存周期位置优于欧美，短期工业产成品存货同比改善显著；但中周期（产能利用率）较发达国家仍有差距，新兴产业（如新能源）产能利用率回落幅度显著高于传统行业。2) 产业链布局策略：优先布局微笑曲线的“两端”——上游资源（成本优势）和下游终端（品牌溢价），规避中游制造环节过度竞争；上游金属资源板块的本轮行情源于弱竞争格局（产能收缩+盈利提升），凸显稀缺性定价逻辑。3) 产能优化路径：通过供给侧结构性改革（如光伏行业主动控产）和需求侧创新（如新能源汽车出海）实现产业链利润再分配，打破“量增价跌”的内卷困境。
- **组合配置：国央企提供基础 β 收益稳定性，反内卷企业通过差异化竞争获取超额 α ，二者构成2025年结构性行情的双支柱。** 1) 国央企 β 的三大支撑：盈利稳定性强，2023年国央企ROE中位数（5.7%）反超非国央企（4.5%），净利率剪刀差创历史新高；避险属性突出，现金流充沛、分红率高、退市风险小，契合险资等长期资金配置需求；政策赋能优势，并购重组、回购政策、市值管理考核等制度红利持续释放。2) 反内卷 α 的实现路径：技术壁垒构建、商业模式创新、文化赋能高端定位、精准市场卡位等经营方针逆势突围。
- **多元资产：黄金的长期上涨本质是全球避险资产不足。** 1) 黄金定价逻辑重构：供给角度全球主权债信用贬值（美债危机、地缘冲突）、贵金属供应刚性；需求端激增角度，全球央行增持（购金量创历史新高）+私人部门避险需求（全球不确定性指数维持高位）；独特属性验证：1972-2020年数据显示黄金对通胀敏感度显著高于股票/债券，且在滞胀期表现最优。2) 配置策略启示：机构投资者通过“黄金+TIPS+商品”组合对冲宏观风险，个人投资者可关注黄金ETF与矿产龙头股的双向配置机会。
- **风险提示：**（1）美联储货币政策的不确定性：降息的节奏和时点，再通胀交易的可持续性；（2）财政政策力度和经济修复节奏：财政工具投放的方式、释放节奏和对经济提振效果，以及地方债务问题风险化解；（3）海外地缘冲突尚未缓解：乌克兰危机走向，中东冲突局势和对全球商品影响。

- [01] 科技vs银行：景气成长和低估值的权衡取舍
- [02] 供给vs需求：产能周期和库存周期的交织
- [03] β vs α ：国央企龙头打底的 β 与反内卷商业模式的 α
- [04] 避险资产 vs 风险资产：全球避险资产不足语境下的黄金

金融与科技：围绕“五篇大文章”构建投资策略

图：围绕“五篇大文章”构建A股投资组合

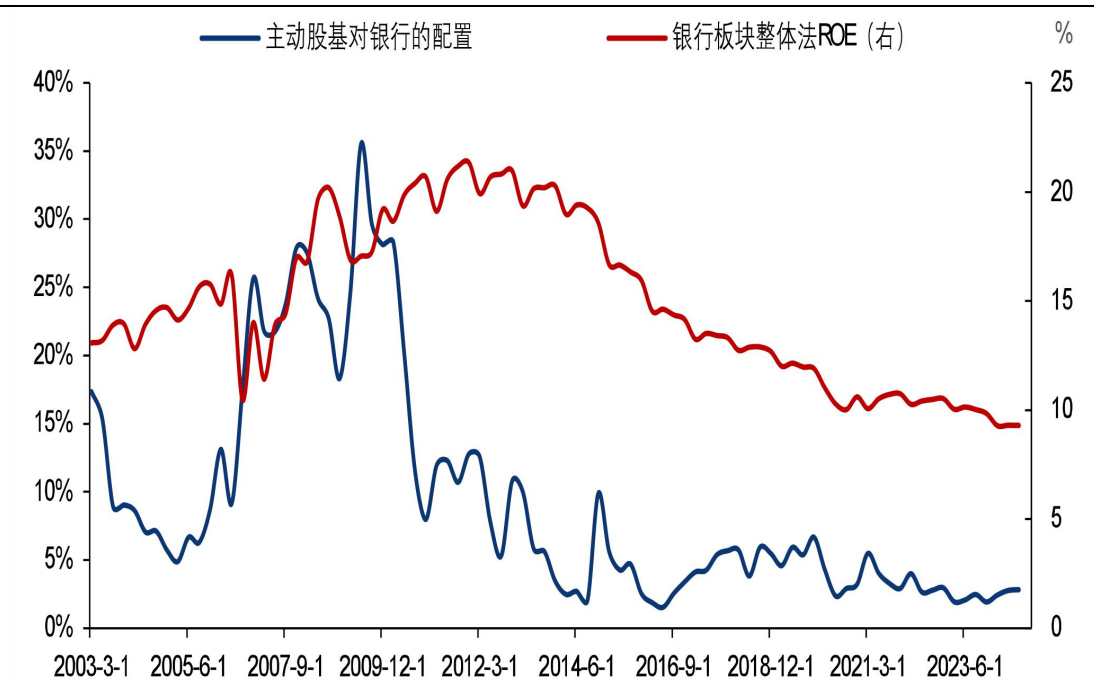


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理
注：文中所列公司仅作为历史复盘和梳理，不作为投资推荐的依据

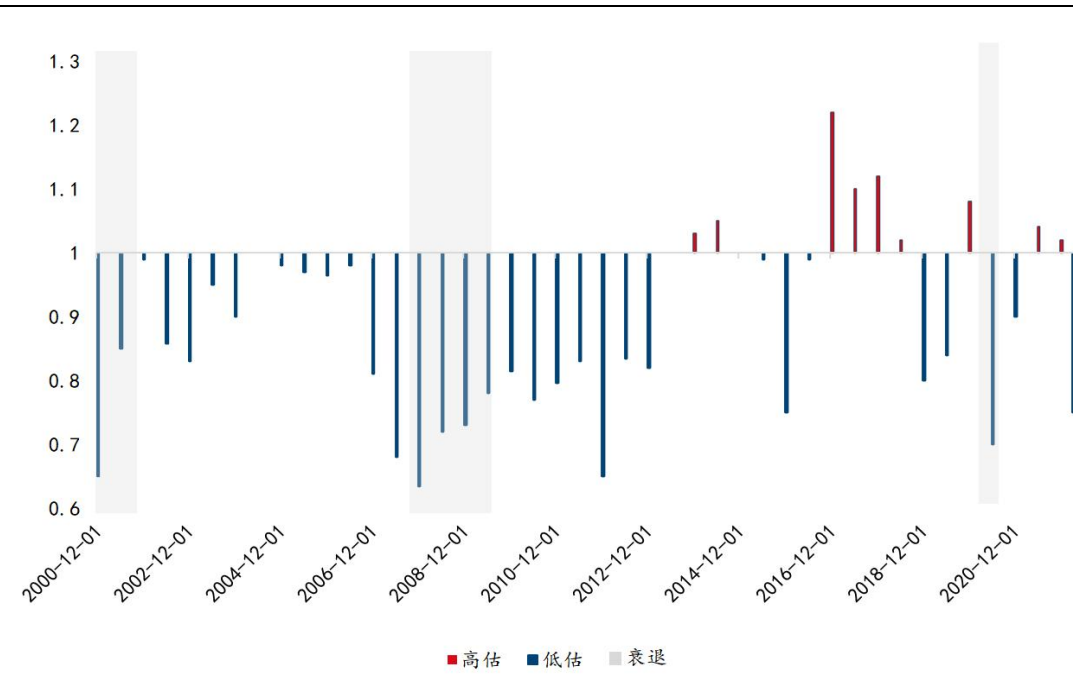
2024年行情回溯：机构对银行股的投资逻辑范式

- **A股市场：**公募20年前高配银行股，是“高景气、高成长”的投资逻辑；近2年保险机构配置银行股更多基于股息率的被动逻辑。
- **美股市场：**机构次贷危机后高配银行股，是低估值的偏价值思路，直到2023年人工智能驱动的科技浪潮来临后才逐步有向成长板块的调仓。
- **结论：**（1）同样是买银行，国内机构的是成长，美国机构看的是低估；（2）美股市场价值型投资机构拥抱成长较晚，A股市场在低估值为王时期追求高成长、回撤难以控制。
- **推论：**中美周期错位，美国主推“计划经济”，中国迎来科技浪潮。2025年国内科技板块再起步时，主动权益以高成长视角投资赚取的超额收益更强。

图：国内主动股基对A股银行板块的配置以及银行股ROE走势



图：美股银行板块长期低估值，人工智能浪潮前也是投资机构首选



美股信息技术vs银行板块：同为基石，交织轮动

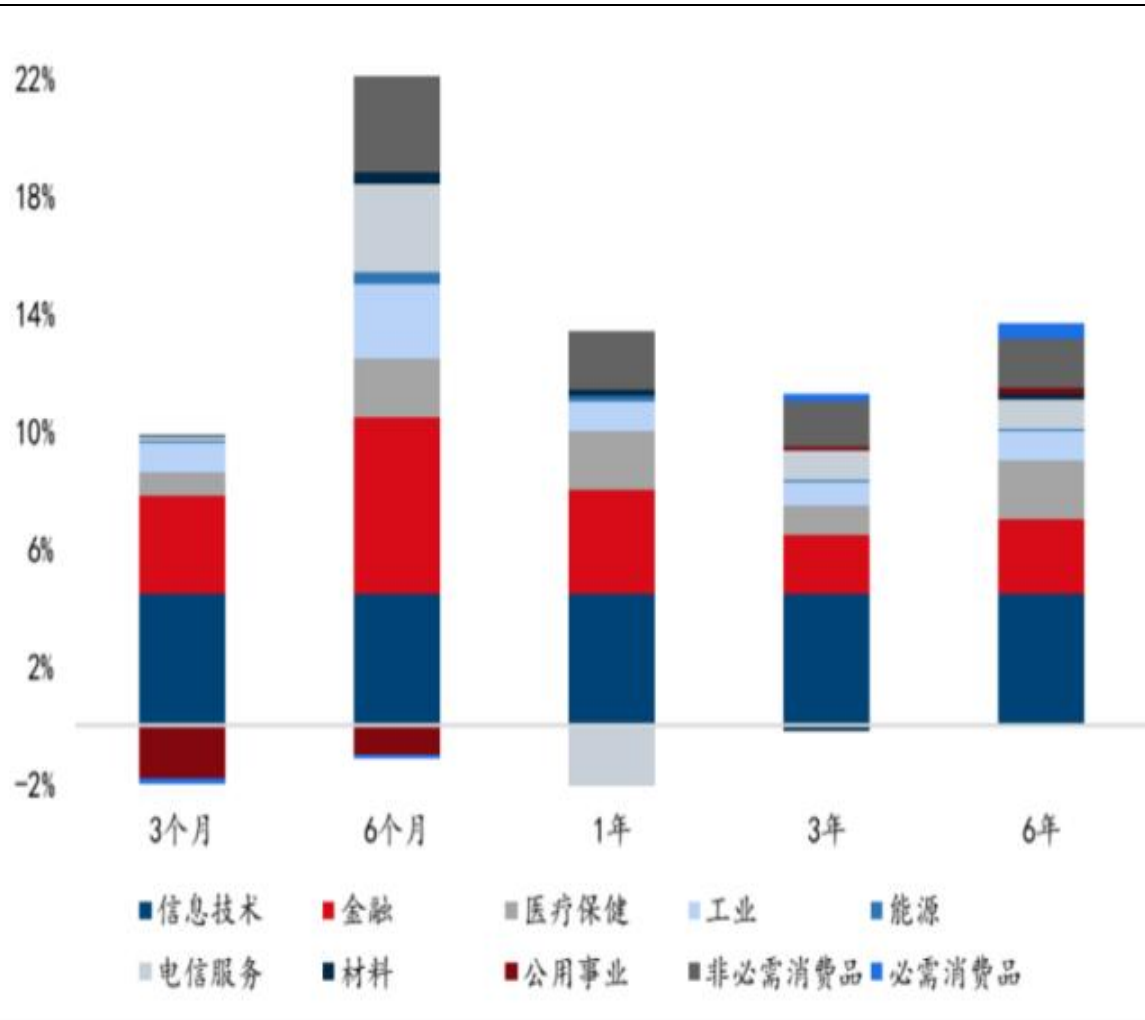
- 美股50年回溯：低估值和高成长交错轮动行情，信息科技和银行板块的龙头公司贡献美股指数主要涨幅。

图：过去50年间美股历年各行业回报率从高到低排序

1974	医疗保健8.3	材料5.2	必需消费品3.5	金融2.4	能源2.2	公用事业1.6	工业-6.4	非必需消费品-7.8	信息技术-9.1
1975	非必需消费品32.3	公用事业15.9	材料9.1	金融6.7	工业-0.7	必需消费品-2.7	信息技术-3.5	能源-13.2	医疗保健-26.7
1976	能源11.2	金融11	公用事业10.3	工业9.3	信息技术1.5	材料-0.8	非必需消费品-5.9	必需消费品-11	医疗保健-21.9
1977	公用事业17.4	能源5.3	工业3.8	必需消费品3.3	信息技术2.5	医疗保健-1.7	金融-3.5	非必需消费品-7.7	材料-15.7
1978	信息技术7.9	能源5.2	工业3.3	医疗保健2.6	金融-0.8	必需消费品-1.1	材料-5.3	非必需消费品-6.2	公用事业-11.9
1979	能源26.9	材料14	医疗保健5	工业2	金融-0.1	公用事业-3.9	非必需消费品-9.3	信息技术-13	必需消费品-14
1980	能源42	工业7.8	医疗保健-1.2	材料-4.6	非必需消费品-14.4	金融-15	信息技术-15.1	公用事业-15.5	必需消费品-17.1
1981	必需消费品22.4	金融15.4	公用事业13.8	非必需消费品11	医疗保健8.3	材料-3.8	工业-7.3	信息技术-10.5	能源-18.7
1982	信息技术32.6	非必需消费品27	必需消费品16	公用事业7.5	金融3	工业0.8	医疗保健0.4	材料-12	能源-33.8
1983	工业10.4	材料6.6	信息技术4.9	能源3.3	非必需消费品-0.5	公用事业-3	必需消费品-3.6	金融-4.1	医疗保健-14.9
1984	公用事业20.5	必需消费品8.5	金融4.4	能源1.8	医疗保健0.2	非必需消费品-2.5	工业-7	信息技术-7.2	材料-13.3
1985	必需消费品11.7	医疗保健11.2	金融9.2	非必需消费品0.3	材料-0.9	工业-1.7	公用事业-3.6	信息技术-8	能源-13.2
1986	必需消费品15.1	医疗保健11.6	材料7.5	材料7.5	非必需消费品1.8	工业-1.4	能源-1.7	金融-7.9	信息技术-25
1987	材料17.1	信息技术8.9	必需消费品6.8	能源3.5	医疗保健1.4	工业-2.6	非必需消费品-3.8	公用事业-12.6	金融-21.9
1988	必需消费品13.2	非必需消费品8.2	能源4.8	金融0.7	公用事业-1.5	医疗保健-3.6	工业-4.2	材料-6.4	信息技术-19
1989	必需消费品16.6	医疗保健11.2	能源8.7	公用事业6.2	金融1.7	工业-4.8	材料-9.2	非必需消费品-10.3	信息技术-37.6
1990	必需消费品20.9	医疗保健17.3	能源6.7	信息技术5.4	公用事业2.6	工业-3.4	材料-8.5	非必需消费品-10.9	金融-18.3
1991	医疗保健21.6	金融19.4	必需消费品17.8	工业-1	非必需消费品-1.6	材料-5.5	公用事业-6.5	信息技术-18	能源-25.2
1992	金融15.8	非必需消费品12.1	材料2.9	工业2	公用事业0.9	必需消费品-0.8	信息技术-4.2	能源-5.3	医疗保健-23.2
1993	非必需消费品10.6	信息技术9.7	工业9.6	材料4.5	公用事业3.5	能源2.7	金融1.1	医疗保健-15.9	必需消费品-16.7
1994	信息技术18.5	医疗保健12	必需消费品4.5	材料4	能源1.3	工业-4.1	金融-4.6	非必需消费品-8.4	公用事业-12.8
1995	医疗保健21	金融16.2	工业2.2	信息技术1	必需消费品-0.7	公用事业-6.1	能源-7.2	非必需消费品-15.4	材料-20.1
1996	信息技术19.3	金融13.3	能源2.8	工业1.9	必需消费品1.6	医疗保健-0.8	非必需消费品-9.1	材料-9.5	公用事业-18.8
1997	金融16.2	医疗保健7.9	必需消费品3.5	非必需消费品-3.8	信息技术-5.3	工业-5.7	公用事业-8.4	能源-8.6	材料-25.4
1998	信息技术48.5	医疗保健12.8	非必需消费品4.5	必需消费品-5.7	公用事业-14.2	工业-19.1	金融-19.5	能源-26.1	材料-37.1
1999	信息技术56.4	材料9	非必需消费品-0.1	工业-2	能源-6	金融-17.3	必需消费品-22.7	医疗保健-30.4	公用事业-30.8
2000	公用事业67.5	医疗保健47.3	金融35	能源29.1	必需消费品14.7	工业13	材料-8.8	非必需消费品-15.2	信息技术-29.4
2001	非必需消费品16.5	材料15.3	必需消费品8.7	工业4.5	金融3	能源1	医疗保健-0.2	信息技术-13	公用事业-20.2
2002	必需消费品15.5	材料14.6	金融8	能源5.9	医疗保健2.9	公用事业0.7	工业-3.7	非必需消费品-3.9	信息技术-14.7
2003	信息技术18.2	材料9.7	非必需消费品6.8	工业3.7	金融3.5	公用事业-4.5	必需消费品-12.8	医疗保健-13.6	材料-8.9
2004	能源20.4	公用事业9.5	工业7.9	材料2.8	非必需消费品0.2	金融-0.5	必需消费品-2.5	信息技术-6.3	医疗保健-10
2005	能源26.5	公用事业9.7	金融1.5	医疗保健1.1	材料-0.2	必需消费品-1.4	工业-2.9	信息技术-5.1	非必需消费品-8.1
2006	能源8.5	公用事业6.1	金融4	材料3	非必需消费品2.8	必需消费品-2.2	工业-2.3	信息技术-7.7	医疗保健-8.1
2007	能源28.9	材料16.4	公用事业12.5	信息技术11.5	必需消费品7.7	工业6.3	医疗保健1.7	非必需消费品-18.4	金融-24.1
2008	必需消费品23	医疗保健13.6	公用事业7.3	非必需消费品2.9	能源1.4	工业-2.9	信息技术-6.7	材料-8.6	金融-18.3
2009	信息技术35.6	材料21.9	非必需消费品15.9	工业-5.2	医疗保健-7.3	金融-10.4	能源-12.4	必需消费品-12.7	公用事业-14.9
2010	非必需消费品12.8	工业11.5	材料7.2	能源5.4	必需消费品-0.8	金融-2.8	信息技术-4.9	公用事业-9.5	医疗保健-12.3
2011	公用事业17.9	必需消费品11.9	医疗保健10.6	非必需消费品4	能源2.6	信息技术0.3	工业-2.7	材料-11.9	金融-19.2
2012	金融12.8	非必需消费品7.9	医疗保健1.9	工业-0.7	材料-1	信息技术-1.2	必需消费品-5.2	能源-11.4	公用事业-14.7
2013	非必需消费品43.1	医疗保健41.5	工业40.7	金融35.6	信息技术28.4	必需消费品26.1	材料25.6	能源25.1	公用事业13.2
2014	公用事业29	医疗保健25.3	信息技术20.1	必需消费品16	金融15.2	工业9.8	非必需消费品9.7	能源7.8	材料6.9
2015	非必需消费品10.1	材料8.4	医疗保健6.9	必需消费品6.6	信息技术5.9	金融-1.5	工业-2.5	公用事业-4.8	能源-21.1
2016	能源27.4	金融22.8	工业18.9	材料16.7	公用事业16.3	信息技术13.9	非必需消费品6	必需消费品5.4	医疗保健-2.7
2017	信息技术38.8	材料23.8	非必需消费品23	金融22.2	医疗保健22.1	工业21	必需消费品13.5	公用事业12.1	能源-1
2018	材料14.7	医疗保健6.5	公用事业4.1	非必需消费品0.8	信息技术0.3	必需消费品-8.4	金融-13	工业-13.3	能源-18.1
2019	信息技术50.3	金融32.1	工业29.4	非必需消费品27.9	必需消费品27.6	公用事业26.4	材料24.5	医疗保健20.8	能源11.8
2020	信息技术43.9	能源33.7	非必需消费品33.3	材料20.7	医疗保健13.5	工业11.1	必需消费品10.8	公用事业0.5	金融-1.7
2021	金融35	能源34.8	信息技术34.5	材料27.3	医疗保健26.1	非必需消费品24.4	工业21.1	必需消费品18.6	公用事业17.7
2022	能源65.7	信息技术28.2	工业12.3	公用事业1.6	必需消费品-0.6	医疗保健-2	工业-5.5	金融-10.5	非必需消费品-37
2023	信息技术57.8	非必需消费品42.4	工业18.1	材料12.6	金融12.2	医疗保健2.1	必需消费品0.5	能源-1.3	公用事业-7.1
2024	信息技术36.6	金融30.6	非必需消费品30.1	公用事业23.4	工业17.5	必需消费品14.9	能源5.7	医疗保健2.6	材料0
Ann.	信息技术19.8	非必需消费品16.2	工业13	医疗保健12.5	金融12.1	必需消费品10.9	公用事业10.1	材料9	能源6.2

资料来源：彭博，晨星，国信证券经济研究所整理；注：上方表格为历年美股各个行业板块回报率从高到低的排序，下方表格为最新估值情况，即股价/公允价值数值。

图：信息科技和金融是美股指数主要贡献来源行业

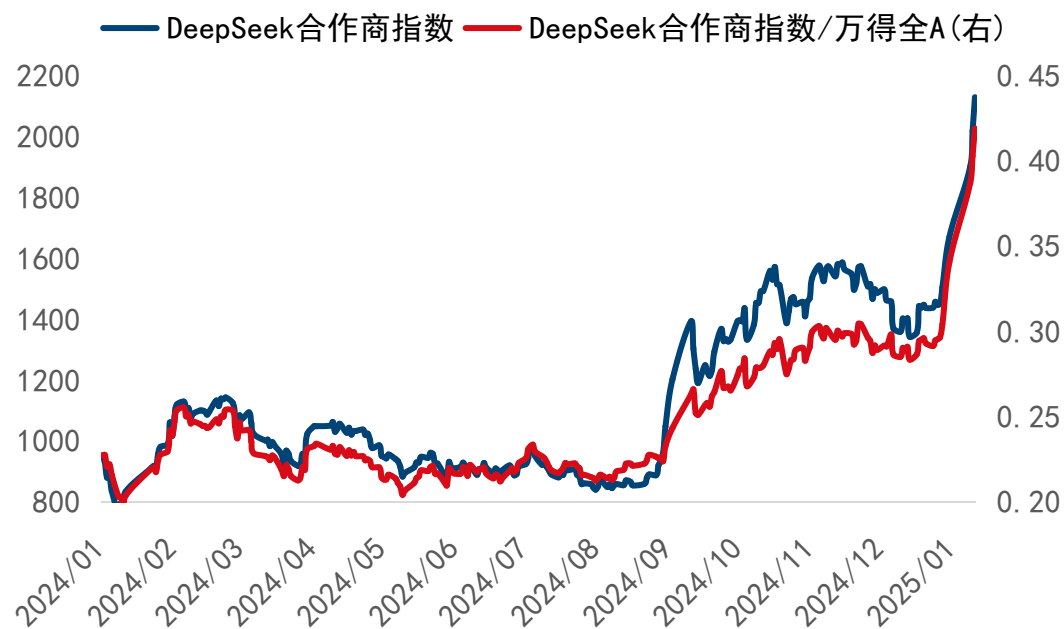


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

AI赋能A股企业成长：从模仿超越，到创新驱动

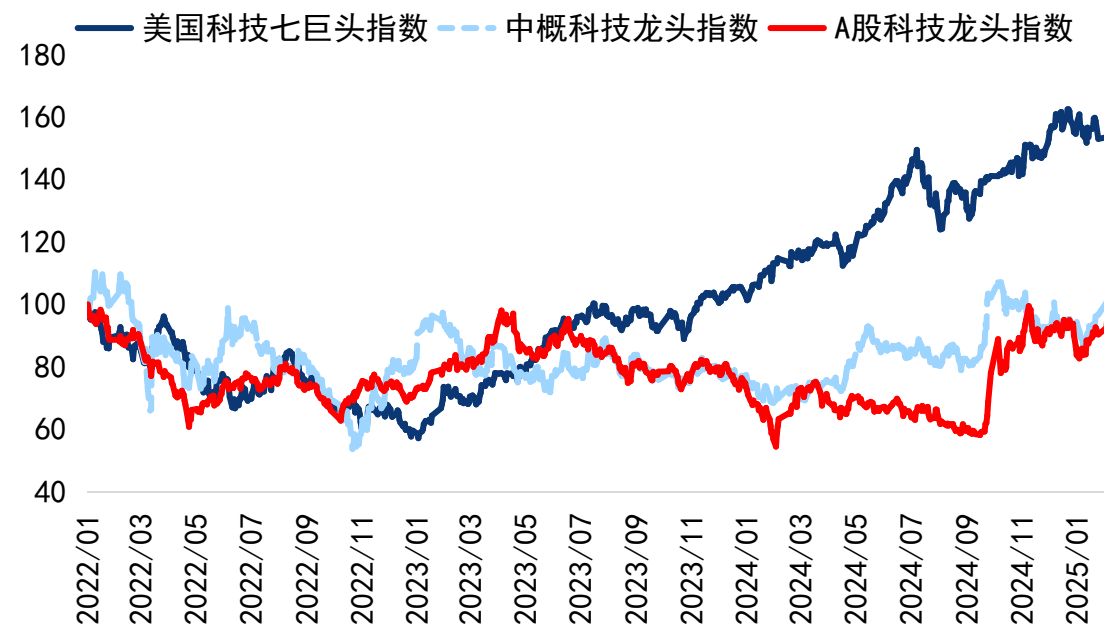
- “创新前沿探索” vs “快速商业化”：突破惯性束缚，寻求更高领域的价值投资；
- 颠覆性技术的护城河：厚积薄发原创+管理团队（长期护城河）一味模仿跟随+替代闭源+（短期护城河）；
- 挑战比较优势原理和国际分工理论：打破产业技术壁垒，从应用回归技术。

图：DeepSeek供应商指数过去一年多股价走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：中美市场科技巨头指数走势对比

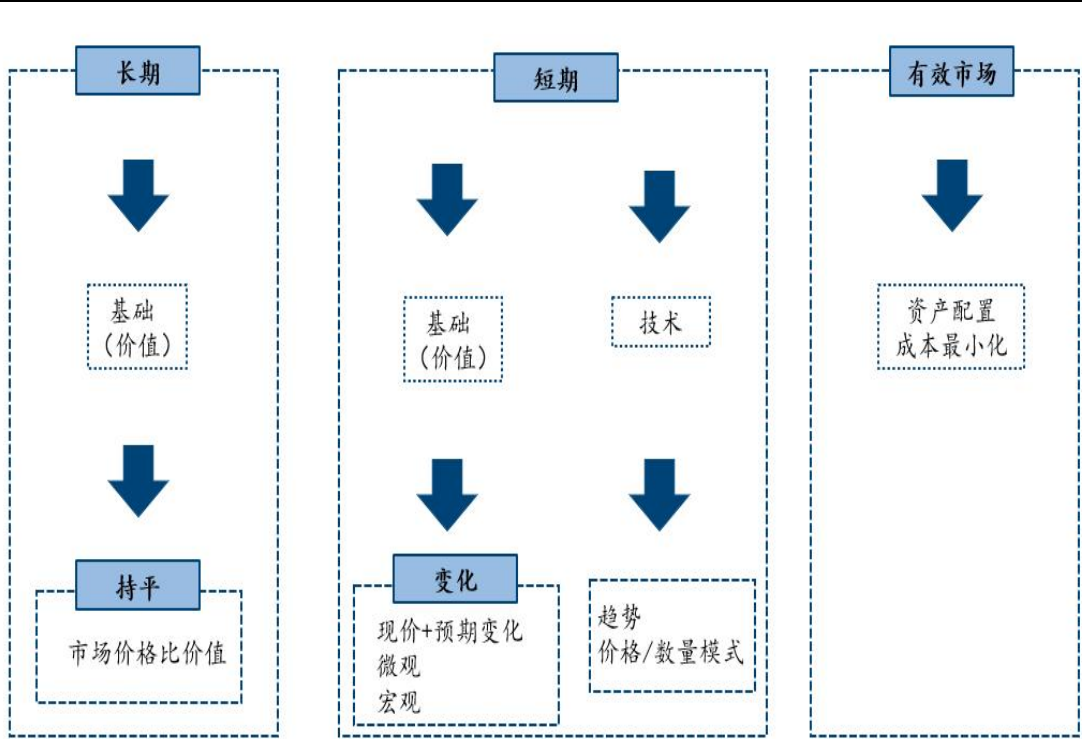


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：2022年1月初数据指数化为1

龙头公司的护城河：产业技术驱动和价值投资阶梯跃升

- 按照有效市场假说，企业遵循成本最小化原则，越是节约成本的企业越是能增厚利润获得市场份额，而实际的价值投资上技术的突破往往大幅节约成本，如带来生产经营量价模式的新变化。长期来看，技术进步催生的产业生产效率提振才是股票长期制胜的关键所在，在这个过程中龙头公司形成垄断地位、获得利润增值更是符合价值投资第三阶段的含义。

图：价值投资的范式示意图



资料来源：布鲁斯·C.N. 格林沃尔德（2020）《价值投资：从格雷厄姆到巴菲特的头号法则》[M]，中国人民大学出版社，国信证券经济研究所绘制

图：价值投资四种阶段的分类和含义阐释

内容/阶段	清算价值 (Liquidation Value)	重置价值 (Replacement Value)	特许经营价值 (Franchise Value)	有效成长 (Sustainable Growth)
含义	清算价值是指公司如果立即停止运营并出售所有资产(包括固定资产、库存、应收账款等)，在偿还所有债务后，股东能够获得的价值。	重置价值是指重新建立一个与目标公司相同规模和业务的企业所需的成本,包括购买设备、建设工厂、开发品牌等。	特许经营价值是指企业因其独特的竞争优势(如品牌、专利、市场份额、客户忠诚度等)而获得的超额盈利能力。	有效成长是指企业在不依赖过度融资或牺牲盈利能力的情况下,通过内生增长(如提高效率、扩大市场份额、创新等)实现的可持续增长。
计算方法	清算价值 = 资产的市场价值 - 负债。	重置价值通常基于资产的当前市场价值,而非账面价值。	特许经营价值通常体现在企业的长期现金流折现中,难以精确量化。	有效成长通常通过收入增长率、利润增长率和资本回报率(R0IC)等指标衡量。
适用场景	通常用于评估陷入困境或破产的企业,判断其资产是否足以覆盖债务并为股东提供剩余价值。	适用于评估重资产行业(如制造业、房地产等)的企业。	适用于拥有强大护城河的企业(如可口可乐、苹果等)。	适用于评估成长型企业,尤其是那些能够将增长转化为股东价值的企业。
投资意义	如果市场价格低于清算价值,可能存在安全边际,投资者可以以低于资产价值的价格买入,符合格雷厄姆提出的“捡烟蒂法则”。	如果市场价格低于重置价值,说明公司可能被低估,因为购买股票比重建企业更划算。	特许经营价值高的企业通常能够长期保持高利润率,是价值投资者青睐的对象。	有效成长的企业能够为股东创造长期价值,是价值投资中“成长与价值结合”的重要体现。
特点	保守估值,适合风险厌恶型投资者。	反映公司资产的当前市场价值,适合评估资产价值被低估的公司。	反映公司的长期盈利能力,适合评估具有持续竞争优势的公司。	反映公司的长期增长潜力,适合评估具有高质量盈利和良好管理能力的公司。

资料来源：布鲁斯·C.N. 格林沃尔德（2020）《价值投资：从格雷厄姆到巴菲特的头号法则》[M]，中国人民大学出版社，国信证券经济研究所绘制

算力平替关键词：从性价比到质价比

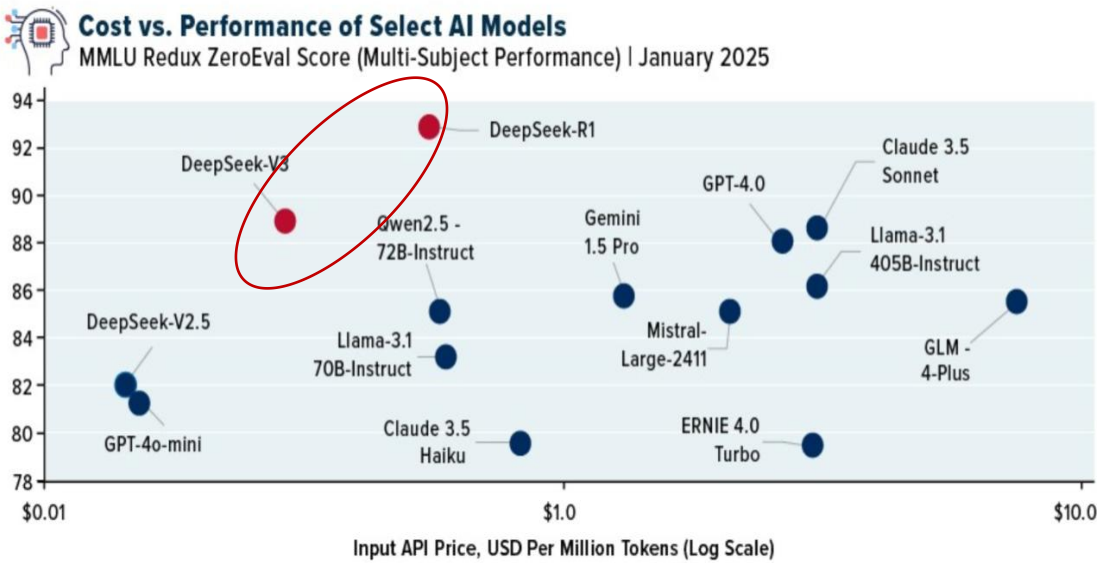
- DeepSeek模型的弯道超车，是国产大模型算力平替的标志性事件。于DeepSeek-R1而言，在数学能力、工程类代码场景不输于Open AI O1的情况下，在算法场景、百科知识维度下与O1差距不断缩小。如果我们用质价比逻辑解释，DeepSeek R1追求大模型领域的消费者剩余最大化。
- B端质价比提升的叙事逻辑。不同于泛消费领域C端“质价比”从供给层面驱动企业内卷品质，销售费用率短期内延续高位并阻碍净利率提升，国产大模型B端质价比提升驱动下游应用爆发式增长，同时反哺B端收入并提升C端利润率。
- 海外资产配置中同样隐藏着“质价比”，质的维度是风险、价的维度是回报、“资配质价比”即为风险收益或持有体验，传统股债基础上加入主动股基，让渡一定的回报、大幅降风险，实现“资配质价比”提升。

图：传统行业视角下的“质价比提升”逻辑

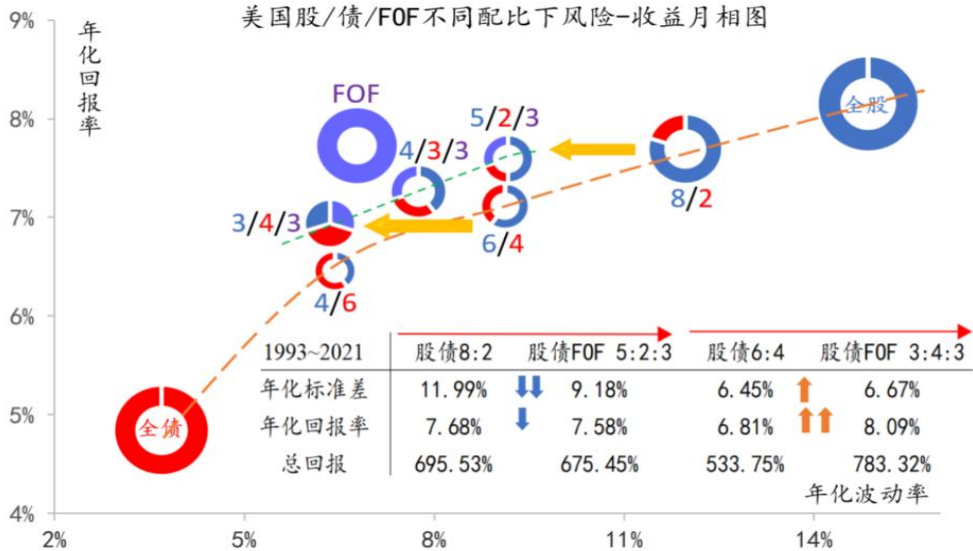
质价比=		消费者	企业
Max 消费者 剩余	产品 价值	疫情加深消费者对食品安全和品质的关注	产能供给增加，有效需求减少，内卷品质
	产品 价格	经济增速及人均可支配收入增速放缓	渠道风险累积，以价换量降低库存水位

资料来源：清华管理评论，国信证券经济研究所整理

图：代表性AI模型的成本和效能对比：从低价但相对高效，到低价且绝对高效



图：海外资产配置有效前沿：传统股债基础上加入主动股基，让渡一定的回报、大幅降风险



资料来源：彭博，晨星，国信证券经济研究所整理

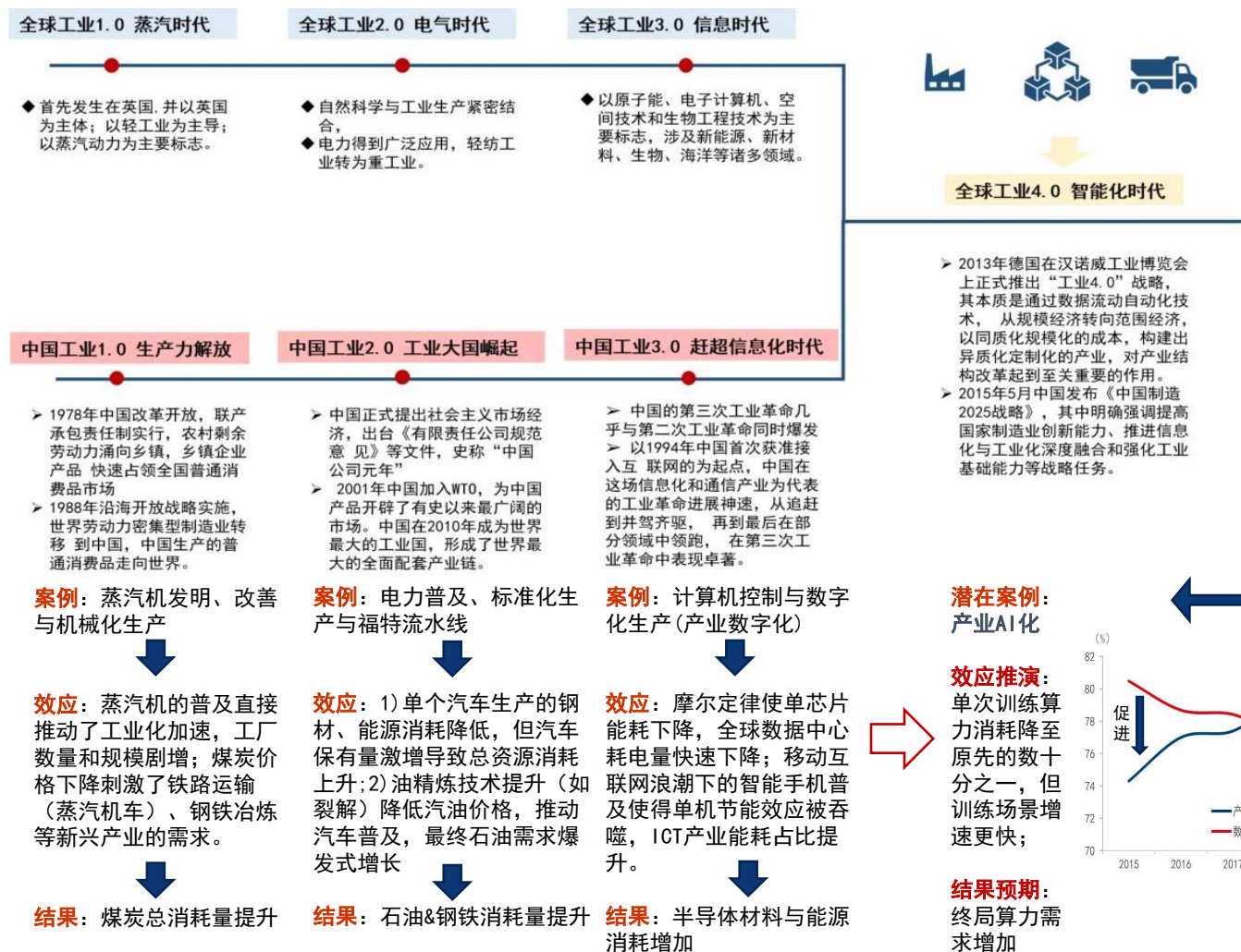
资料来源：DeepSeek, JPMorgan, U.S. Global Investors, 国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

逻辑范式的变与不变：Jevons�论贯穿工业发展的各个阶段

- 长期算力需求有望提升，算力全阶段受益。
“Jevons”悖论指的是当资源利用效率提升，反而可能导致资源消耗的增加。
- 全球工业1.0时代：**蒸汽机大幅提升了煤炭的热能利用效率，本预期能减少煤炭消耗，但实际上推动了工业化加速，工厂数量(规模)增速快于单位需求下降量，最终英国的煤炭消费量在19世纪不降反增。
- 全球工业2.0时代：**福特流水线使得汽车生产效率提升，成本大幅降低，汽车从奢侈品变为大众消费品，零部件单车价值量下降，但汽车保有量快速上升，石油和钢铁的整体消耗量加速。
- 全球工业3.0时代：**信息时代核心在于计算机控制与数字化生产，摩尔定律使单芯片能耗下降，全球数据中心耗电量快速下降，移动互联网浪潮下的智能手机普及使得单机节能效应被吞噬，ICT产业能耗占比提升。
- 全球工业4.0及未来：**从“产业数字化”到“产业AI化”，第三产业作为“量管饱、潜力大”的群体，有望在高质量开源低价模型的帮助下实现垂域应用的百花齐放，AI产业化、AI开源化进一步加速“产业AI化”，产业AI化对AI模型层形成反哺，算力需求爆发，算力全程受益。

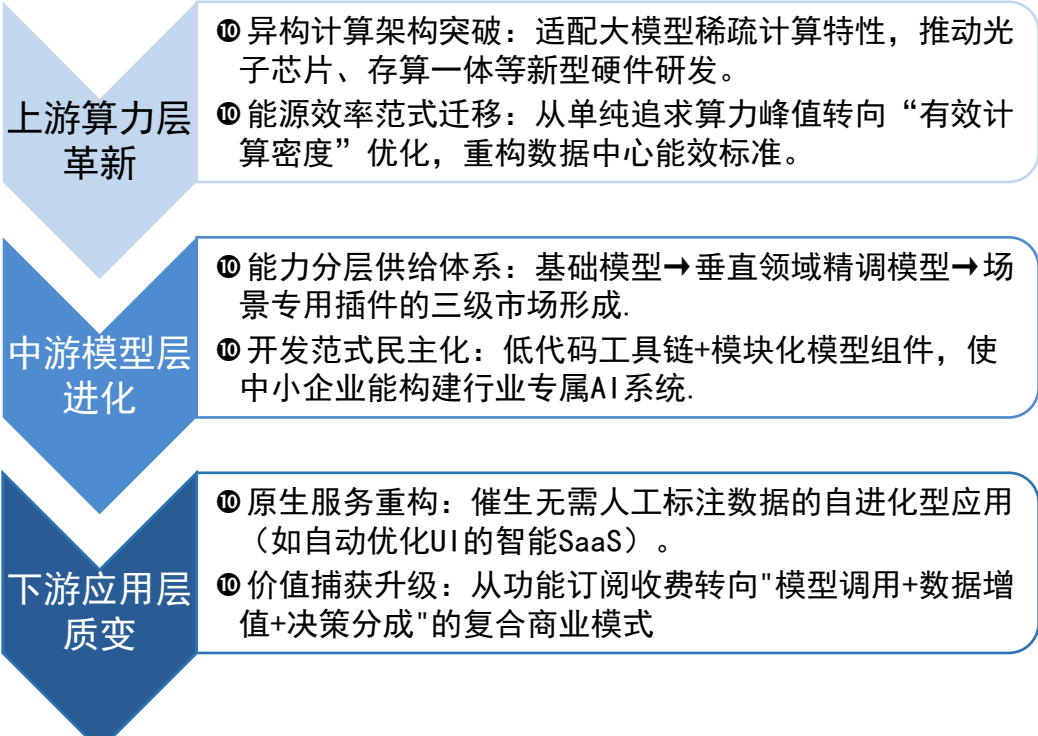
图：Jevons悖论穿插在工业1.0到4.0中



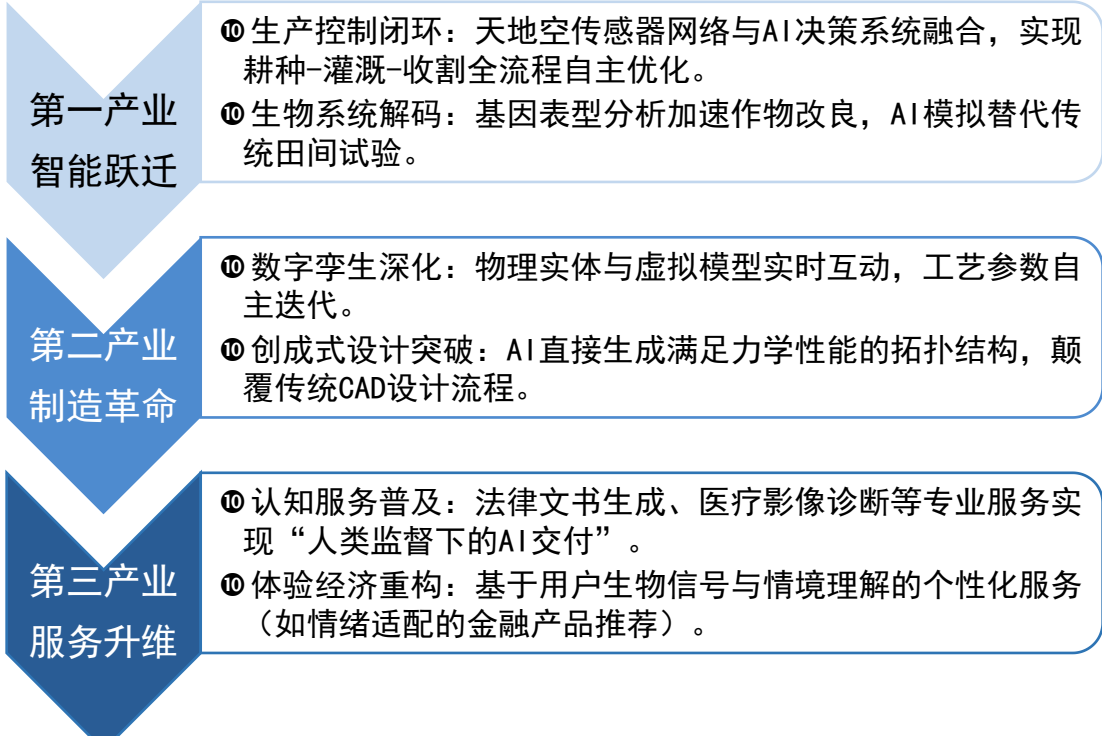
资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所绘制

图：DeepSeek对AI产业的影响逻辑

AI产业化：重构产业链价值创造



产业AI化：深度赋能逻辑重塑

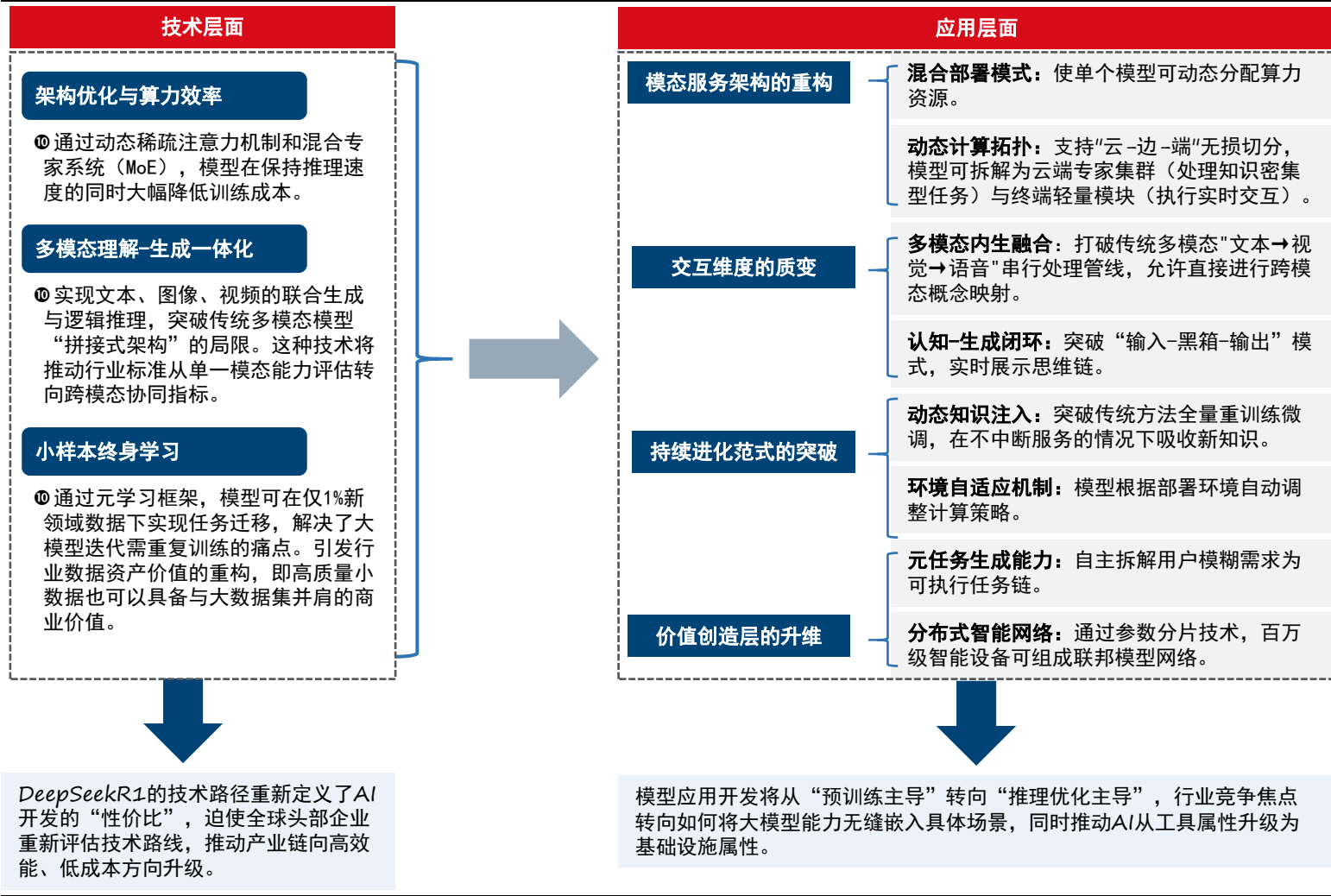


DeepSeek对AI产业的影响逻辑

算力基建	推动异构计算架构成为全球算力竞赛新焦点，中国在光子芯片、存算一体等领域的突破将挑战英伟达的硬件霸权。	倒逼数据中心从“堆砌算力”转向“有效计算密度”优化，能效比指标（如每瓦特TOPS）取代传统FLOPS成为核心评价标准。
云计算	驱动云计算从“资源租赁”转向“智能能力输出”，云服务商需自研MoE架构支持能力模块化供给。	企业上云策略从“成本导向”转为“AI能力获取导向”，混合云部署中AI算力调度能力成为选型关键指标。
端侧AI	倒逼智能终端厂商重构产品架构，手机/汽车等设备需预留算力冗余支持本地化模型迭代。	消费者形成“离线AI能力”新认知，设备是否具备本地多模态处理能力成为购买决策新要素。
AI应用	拥有算力-算法-数据全栈能力的企业形成“智能寡头”，传统行业龙头若不接入先进AI系统将面临降维打击。	消费者在医疗、教育等重大决策中对AI系统的全局分析信任度提高，形成“人类情感需求+AI理性决策”的新消费范式。

- DeepSeekR1突破了传统模型对算力堆叠的依赖，实现了“以算法换算力”的范式转变。这一革新不仅降低了开发成本，还为中小企业在有限算力下参与大模型竞争提供了可能，推动行业从“算力军备竞赛”转向“算法创新驱动”的新阶段。
- DeepSeekR1开源了670B参数的大模型及多个小规模蒸馏模型（如32B、70B），这些模型在数学推理、代码生成等任务中性能对标OpenAI的同类产品，同时显著降低了端侧部署成本。这一技术路径打破了传统大模型依赖闭源生态的垄断格局，加速了AI技术的普惠化。
- 此外，其蒸馏技术解决了传统模型压缩中的性能损失问题，使得小模型在端侧设备（如汽车、手机）上的应用成为现实，推动了“云-端协同”的普及。

图：DeepSeek技术层面的革新对AI应用范式重构的驱动路径



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

DCF视角：现金流生成机制的范式迁移

短期现金流结构优化

- 边际成本颠覆：传统AI服务的可变成本主要来自算力消耗，而DeepSeek的动态稀疏计算大幅降低推理成本，直接释放现金流。
- 获客成本重构：基于多模态理解能力，用户获取路径从“广告投放-落地页转化”简化为“自然交互-需求挖掘”，大幅提高转化率。

中期增长曲线陡峭化

- 收入加速度效应：MoE架构支持“能力模块化输出”，企业可快速组合AI能力形成新产品。产品矩阵组建成本降低、丰富度提升，直接形成经常性收入的增长驱动力。
- 续费率非线性增长：小样本终身学习使产品持续适应客户需求。通过动态更新客户行业知识库，极大提升客户净留存率，形成复利增长飞轮。

长期风险溢价压缩

- 技术护城河贴现：传统DCF模型中的技术过时风险溢价，因DeepSeek的动态进化能力被重新定价，永续增长率上调推动终端价值提升。
- 供应链韧性增强：混合部署模式降低对单一云厂商的依赖，打开平均资本成本的下降空间。

图：DCF视角和生产函数视角下DeepSeek对企业价值的提升

DCF视角下的企业价值提升公式：

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1 + wacc)^t} + \frac{CF_{n+1}(1 + g)}{(wacc - g)}$$

生产函数视角下的企业价值提升公式：

$$Y = A(t)L^{1-\varepsilon}K^\varepsilon$$

标注说明：

- DCF公式中， CF_t 受“边际成本颠覆 获客成本重构”影响； $wacc$ 受“技术护城河贴现 供应链韧性增强”影响； g 受“收入加速度效应 续费率非线性增长”影响。
- 生产函数公式中， $A(t)$ 受“技术乘数裂变”影响； L 受“劳动价值重构”影响； K 受“资本形态进化”影响。

资料来源：国信证券经济研究所整理

生产函数视角：生产要素的重新定义

技术乘数 (A) 的裂变

- 认知自动化系数：将人类经验转化为可自主迭代的AI workflows，推动技术乘数发生阶跃式提升，使得技术乘数不再局限于物理设备的升级，而是通过认知自动化重构生产逻辑。
- 动态适应乘数：环境自适应机制赋予技术乘数随时间自我强化的特性。AI系统在物流场景中持续吸收运营数据，形成“效率提升→数据积累→模型优化→效率再提升”的正向循环。技术进步的轨迹从线性增长转向指数曲线，企业无需依赖外部技术突破即可实现内生性能力跃迁。

资本形态进化 (K→K_{AI})

- AI资本替代弹性：AI资本展现出对传统资本和劳动力的超线性替代能力。在金融领域，智能风控系统不仅替代人工审核，更通过实时风险洞察提升资本配置精度，使单位资本的风险承载效率发生质变。这种替代突破传统生产要素的边际收益递减规律，形成“替代即升级”的新型价值创造路径。
- 虚拟资本增殖：模块化架构使AI能力脱离实体硬件束缚，成为可独立交易的新型资本形态。云计算厂商可将特定模型能力（如视觉处理模块）封装为标准化服务，在产业链中创造全新的价值交换节点。这种虚拟资本具备无限复制性和组合弹性，推动生产要素市场从资源依赖型向智力密集型的范式迁移。

劳动价值重构 (L→L_{AI})

- 人力-AI协同弹性：生产函数中的人力要素被重新定义为“人类智能与AI系统的协同乘积”。咨询行业通过人机分工重构，人类专家从基础分析中解放，专注于高阶价值判断，而AI系统承担信息整合与模式挖掘。这种协同不是简单的劳动力替代，而是通过能力互补实现整体生产率的非线性提升。
- 技能贴现率重置：AI持续辅助人类技能进化的特性，大幅延缓传统技能的贬值速度。工程师在AI编程助手的支持下，核心能力保持有效性的周期显著延长。这种“技能半衰期”的拉长重构了人力资本投资回报模型，使得企业更愿意进行长期人才培养而非短期技能采购。

图：DeepSeek技术层面的革新对AI应用范式重构的驱动路径

模型名称	上下文长度	输入价格 (人民币/百万Tokens)	输出价格 (人民币/百万Tokens)	对比GPT价格比例 (输入/输出)	主要特点
DeepSeek-V2	32K	1	2	约为GPT-4 Turbo的1/100	MoE架构，训练成本低，性能接近GPT-4 Turbo
DeepSeek-V3	64K	0.1 (缓存命中) 1 (未命中)	2	输入：GPT-4o的1.12% 输出：2.8%	开源，支持128K上下文，成本极低
DeepSeek-R1	64K	1 (缓存命中) 4 (未命中)	16	输入：o1的1.82% 输出：3.65%	专精数学、代码任务，性能对标o1
GPT-4 Turbo	128K	约70元 (\$10)	约210元 (\$30)	基准价	多模态支持，生成质量高
GPT-4o	128K	约17.5元 (\$2.5)	约70元 (\$10)	输入比GPT-4 Turbo低67%	优化token效率，成本下降显著
GPT-3.5 Turbo	16K	约3.5元 (\$0.5)	约10.5元 (\$1.5)	输入：DeepSeek-V3的35倍	适合基础任务，价格中等

资料来源：DeepSeek官网，OpenAI官网，国信证券经济研究所整理

DeepSeek全产业链视角：AI产业化与产业AI化股票池



图：AI产业化与产业AI化股票池

板块	细分领域	代码	简称	一级行业	二级行业	总市值(亿)	板块	细分领域	代码	简称	一级行业	二级行业	总市值(亿)	板块	细分领域	代码	简称	一级行业	二级行业	总市值(亿)
AI应用侧	半导体产业链核心	688981.SH	中芯国际	电子	半导体	8134.3	AI应用侧	互联网	9988.HK	阿里巴巴-W	商贸零售	互联网电商	23588.5	AI算力侧	IDC设备	688676.SH	金盘科技	电力设备	电网设备	185.0
		002463.SZ	沪电股份	电子	元件	800.6			0700.HK	腾讯控股	传媒	社交II	45692.2			301291.SZ	明阳电气	电力设备	电网设备	166.0
		600584.SH	长电科技	电子	半导体	717.0		金融	600120.SH	浙江东方	非银金融	多元金融	268.4			603063.SH	禾望电气	电力设备	风电设备	148.8
	消费电子 AIPC	0992.HK	联想集团	计算机	计算机设备	1560.5			601555.SH	东吴证券	非银金融	证券II	388.6		600885.SH	宏发股份	电力设备	电网设备	348.9	
	(全生态)	1810.HK	小米集团-W	电子	消费电子	12416.0			300033.SZ	同花顺	计算机	软件开发	1659.8		宇树链	2498.HK	速腾聚创	计算机	计算机设备	220.8
	300638.SZ	广和通	通信	通信设备	315.2	300803.SZ		指南针	计算机	软件开发	395.6	300718.SZ	长盛轴承			机械设备	通用设备	295.1		
	603893.SH	瑞芯微	电子	半导体	741.5	9923.HK		移卡	计算机	软件开发	43.0	301325.SZ	曼恩斯特			电力设备	电池	97.6		
	688220.SH	翱捷科技-U	电子	半导体	296.1	301171.SZ		易点天下	传媒	广告营销	157.6	688208.SH	道通科技			计算机	计算机设备	195.0		
	300458.SZ	全志科技	电子	半导体	322.3	AI营销		600986.SH	浙文互联	传媒	广告营销	158.6	688322.SH			奥比中光	电子	光学光电子	272.4	
	688018.SH	乐鑫科技	电子	半导体	265.7	AI眼镜		002899.SZ	英派斯	轻工制造	文娱用品	38.3	特斯拉链	002050.SZ		三花智控	家用电器	家电零部件	1291.0	
	688608.SH	恒玄科技	电子	半导体	431.7	AI潮玩	002292.SZ	奥飞娱乐	传媒	影视院线	147.3	601689.SH		拓普集团		汽车	汽车零部件	1234.0		
	300493.SZ	润欣科技	电子	其他电子II	133.2	情感陪护	300459.SZ	汤姆猫	传媒	游戏II	230.6	688279.SH		峰岬科技		电子	半导体	222.5		
	002241.SZ	歌尔股份	电子	消费电子	992.0	AI视频短剧	300133.SZ	华策影视	传媒	影视院线	162.9	688017.SH		绿的谐波		机械设备	自动化设备	317.4		
	(消费电池)	688772.SH	珠海冠宇	电力设备	电池	190.6	AI游戏	002517.SZ	恺英网络	传媒	游戏II	354.1	603667.SH	五洲新春		机械设备	通用设备	158.8		
	001283.SZ	豪鹏科技	电力设备	电池	51.3	AI游戏	002605.SZ	姚记科技	传媒	游戏II	119.0	603728.SH	鸣志电器	电力设备	电机II	326.1				
	物联网模组/终端	603236.SH	移远通信	通信	通信设备	222.3	AI语料	000681.SZ	视觉中国	传媒	数字媒体	177.0	002472.SZ	双环传动	汽车	汽车零部件	329.7			
		300638.SZ	广和通	通信	通信设备	315.2	国产芯片	688981.SH	中芯国际	电子	半导体	8134.3	688017.SH	绿的谐波	机械设备	自动化设备	317.4			
		002881.SZ	美格智能	通信	通信设备	147.5		688041.SH	海光信息	电子	半导体	3192.9	603305.SH	旭升集团	汽车	汽车零部件	165.4			
		汽车+智驾	688279.SH	峰岬科技	电子	半导体		222.5	688521.SH	芯原股份	电子	半导体	278.8	603009.SH	北特科技	汽车	汽车零部件	168.4		
			688234.SH	天岳先进	电子	半导体		250.7	通信	000063.SZ	中兴通讯	通信	通信设备	1932.1	601100.SH	恒立液压	机械设备	工程机械	1058.0	
688262.SH			国芯科技	电子	半导体	97.1		000938.SZ		紫光股份	计算机	IT服务II	854.9	600480.SH	凌云股份	汽车	汽车零部件	155.7		
002920.SZ			德赛西威	计算机	软件开发	743.6		688629.SH		华丰科技	国防军工	军工电子II	233.7	智元链	600580.SH	卧龙电驱	电力设备	电机II	372.7	
603786.SH			科博达	汽车	汽车零部件	300.5		301165.SZ		锐捷网络	通信	通信设备	408.7		300433.SZ	蓝思科技	电子	消费电子	1441.5	
603596.SH		伯特利	汽车	汽车零部件	374.4	002281.SZ		光迅科技		通信	通信设备	418.2	688320.SH		禾川科技	机械设备	自动化设备	80.3		
2498.HK		速腾聚创	计算机	计算机设备	220.8	000988.SZ		华工科技	机械设备	自动化设备	458.5	002896.SZ	中大力德		机械设备	通用设备	121.9			
9660.HK	地平线机器人	-	-	1020.4	IDC服务	300442.SZ		润泽科技	通信	通信服务	967.1	300432.SZ	富临精工		电力设备	电池	226.3			
企业应用	688111.SH	金山办公	计算机	软件开发		1688.2	9698.HK	万国数据	计算机	IT服务II	633.4	华为链	003021.SZ	兆威机电	电力设备	电机II	302.8			
	688095.SH	福昕软件	计算机	软件开发		71.1	VNET.O	世纪互联	计算机	IT服务II	227.6		(战略合作)	002779.SZ	中坚科技	机械设备	专用设备	165.0		
	300170.SZ	汉得信息	计算机	IT服务II		211.6	300383.SZ	光环新网	通信	通信服务	302.9			688320.SH	禾川科技	机械设备	自动化设备	80.3		
	603039.SH	泛微网络	计算机	软件开发		184.2	IDC设备	601138.SH	工业富联	电子	消费电子			4615.1	688165.SH	埃夫特-U	机械设备	自动化设备	173.1	
	0268.HK	金蝶国际	计算机	软件开发	517.8	000977.SZ		浪潮信息	计算机	计算机设备	950.6			300607.SZ	拓斯达	机械设备	自动化设备	169.3		
002230.SZ	科大讯飞	计算机	软件开发	1258.0	603019.SH	中科曙光		计算机	计算机设备	1083.8										

资料来源：万得，国信证券经济研究所电子、计算机、汽车、通信、互联网、传媒、机械、金融、电新团队整理；注：团队次序不分先后，数据截至2025.2.19

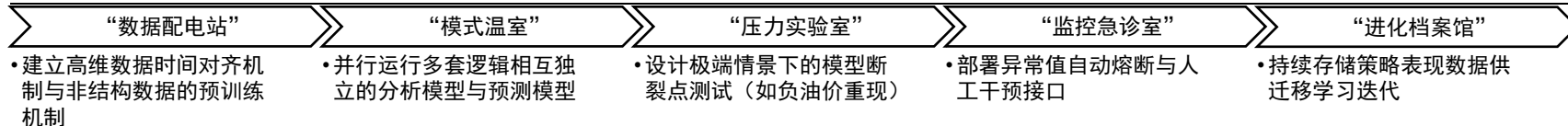
DeepSeek全面赋能策略研究

图：从宏观到微观，DeepSeek赋能投研全链路



资料来源：国信证券经济研究所整理

图：DeepSeek启发投研的执行闭环，从研究到策略落地的六步法



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

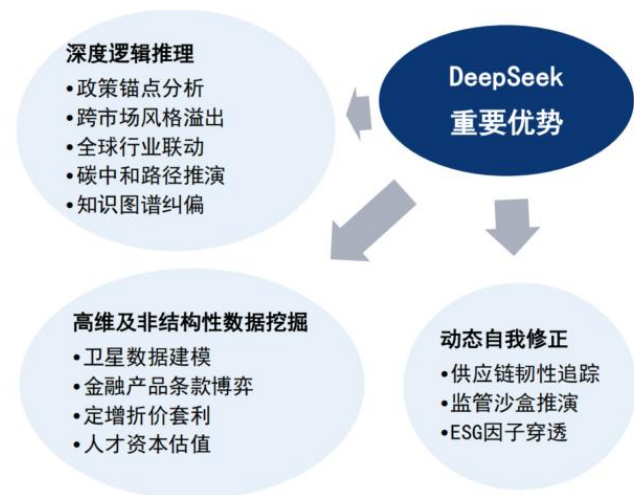
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：DeepSeek从研究工具到Alpha工厂



资料来源：国信证券经济研究所整理

图：DeepSeek重要优势体现在拓展场景中

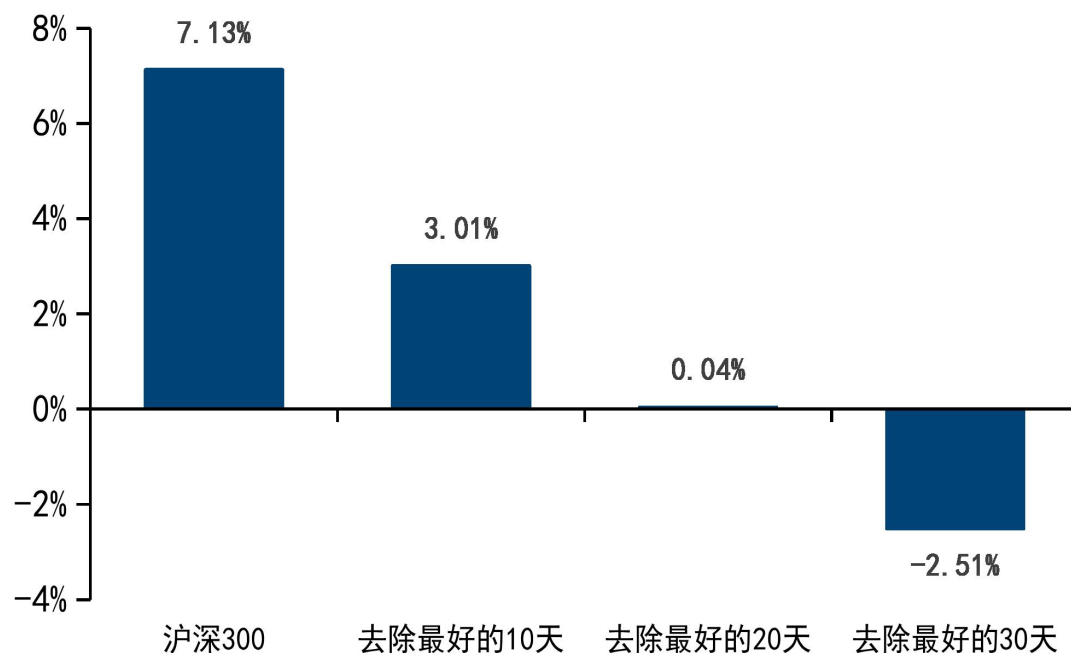


资料来源：国信证券经济研究所整理

少数关键交易日对股市行情的贡献

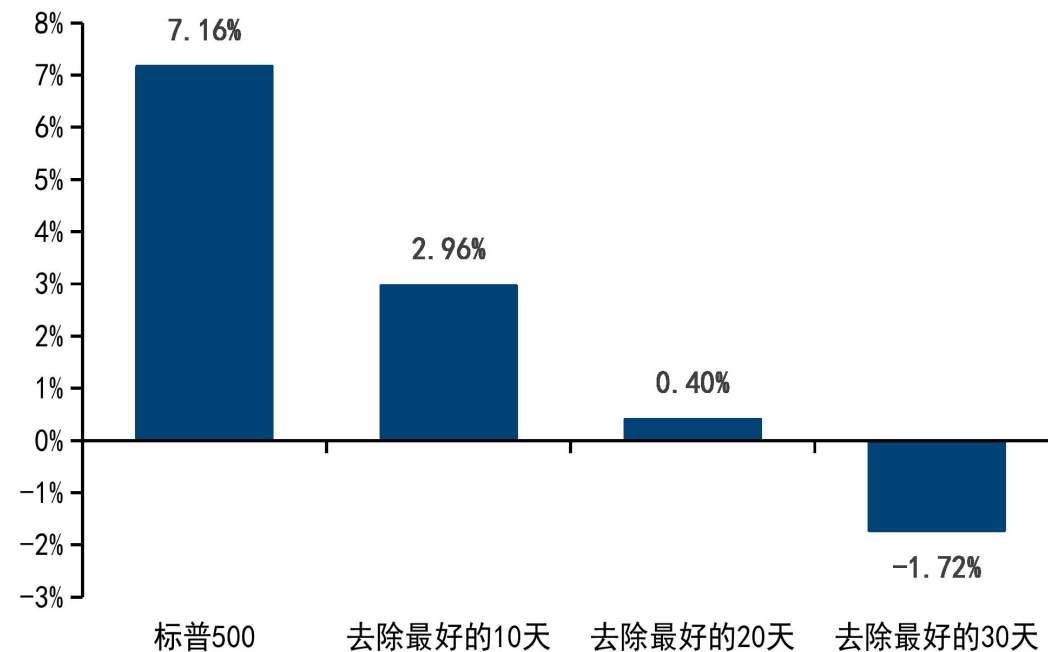
- 对于中美股市而言，一个共通规律是少数关键的几个交易日，贡献了一年中大大部分的收益。对沪深300指数过去20年的测算显示，如果错过一年中涨幅最高的10个交易日，年复合收益率将从7.13%下降到3.01%。如果进一步，去掉一年中涨幅最高的前20天，年复合收益率将接近于0。如果去掉一年中涨幅最高的30天，收益率将由正转负。与A股中核心资产沪深300规律类似，如果一年内去掉涨幅最高的30天，标普500的年化收益率将从正的7.16%转为负的1.72%。

图：过往20年沪深300指数年化收益率的分布测算



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：时间2005年1月至2025年1月。

图：过往20年标普500指数年化收益率的分布测算

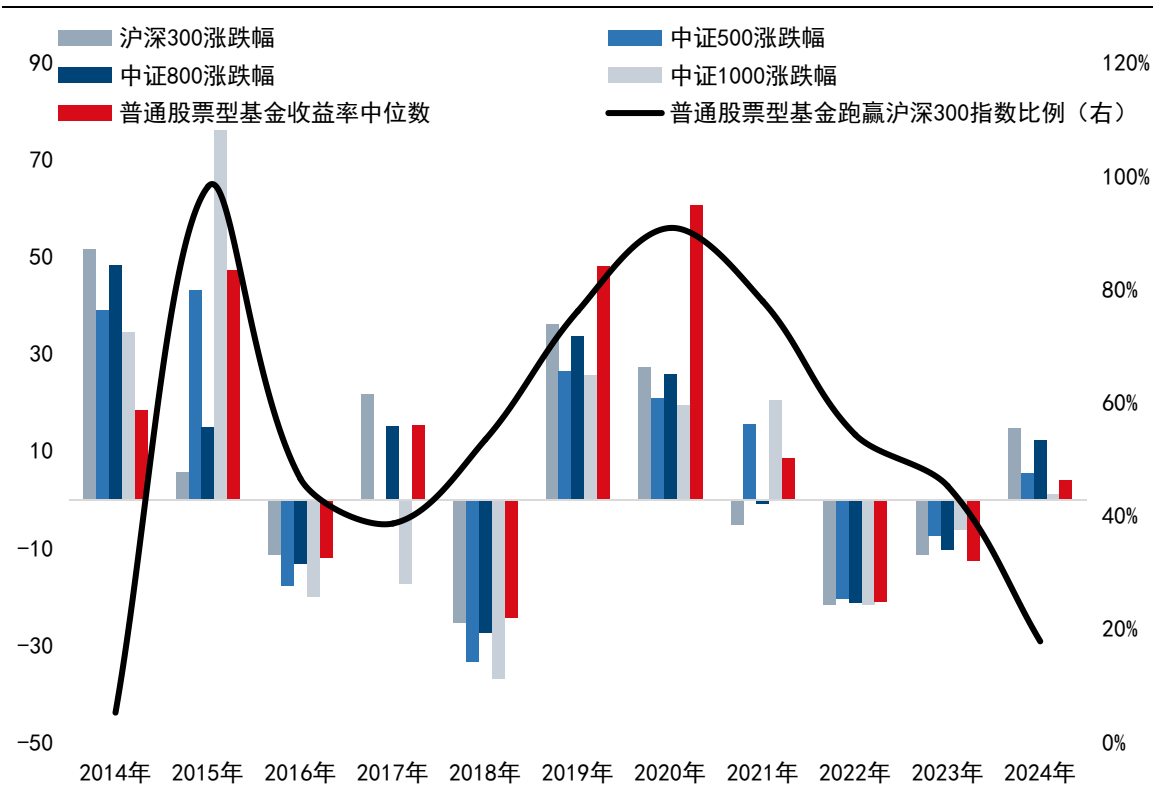


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：时间2005年1月至2025年1月。

主动股基和被动指数的相对强弱规律

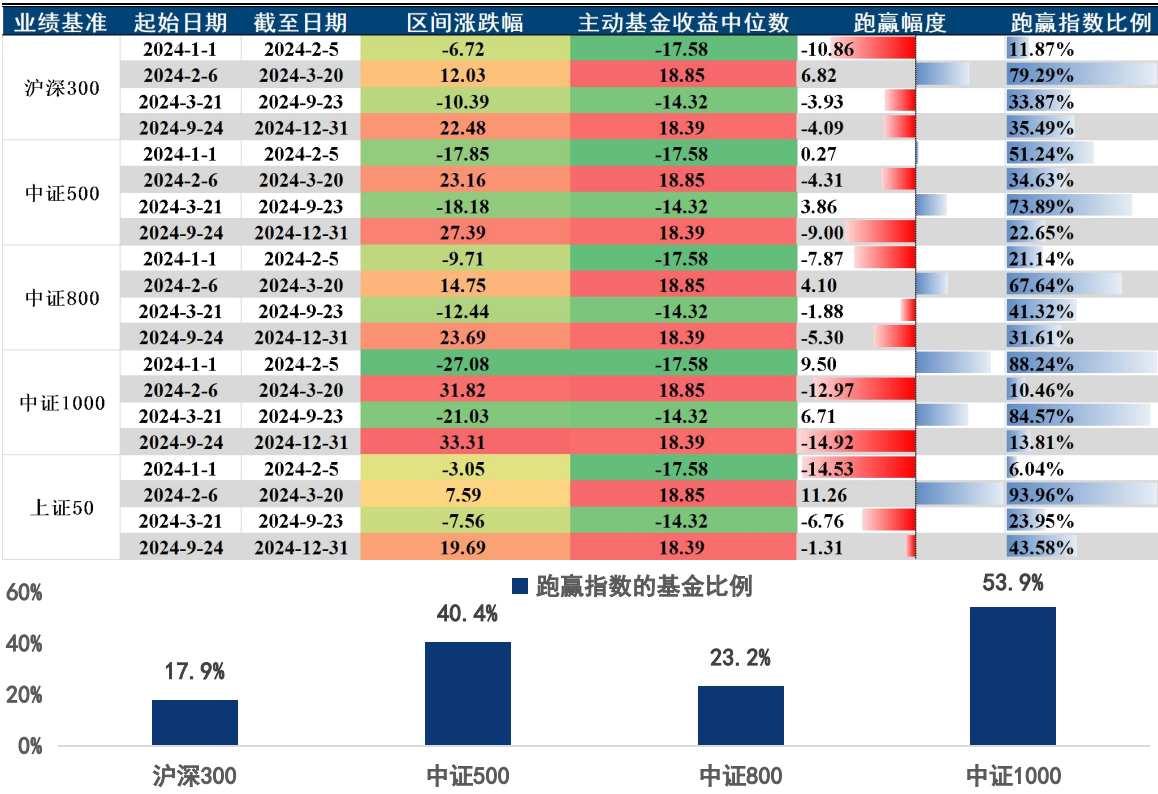
- 长期来看，指数投资胜率上强于主动股基，弹性上后者更强。过去 6/20 年主动管理型基金跑赢沪深300指数，分别为2015年以及2018年至2022年。2024年主动管理型基金算术平均收益为跑输沪深300指数、中证500指数、中证800指数，仅仅小幅跑赢中证1000指数2.58%个百分点。其中跑赢沪深300的主动管理基金181只，平均收益22.07%。跑输沪深300的主动管理基金746只，平均收益-0.66%。
- 是否只要牛市开启，主动基金就会再度跑赢指数？2015年和2024年A股市场向好是从宽货币传导过程中的流动性溢出催化的，由风险溢价贡献的牛市中，主动基金的基本面研究失效是其跑输指数的根本原因。2025年产业逻辑驱动的行​情中，主动股基有望再度领跑。

图：2014年至今主动管理型股票基金跑赢指数比例



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：2024年主动股基分阶段表现，以及全年主动股基跑赢各类宽基指数比例

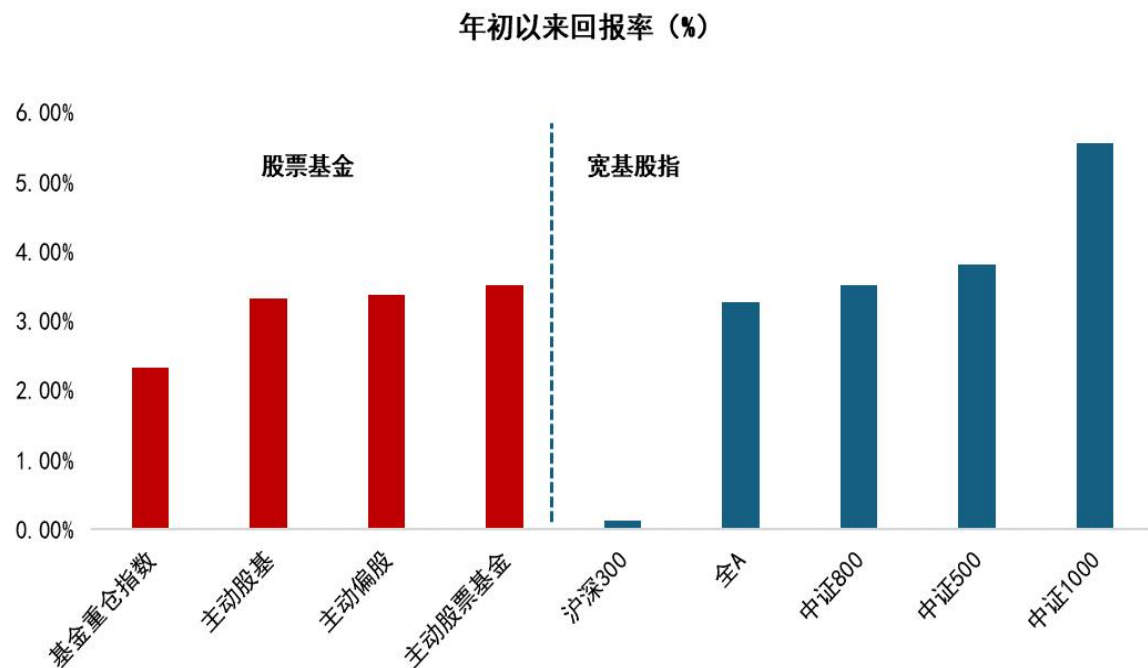


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

2025开年：主动反超被动能否持续？

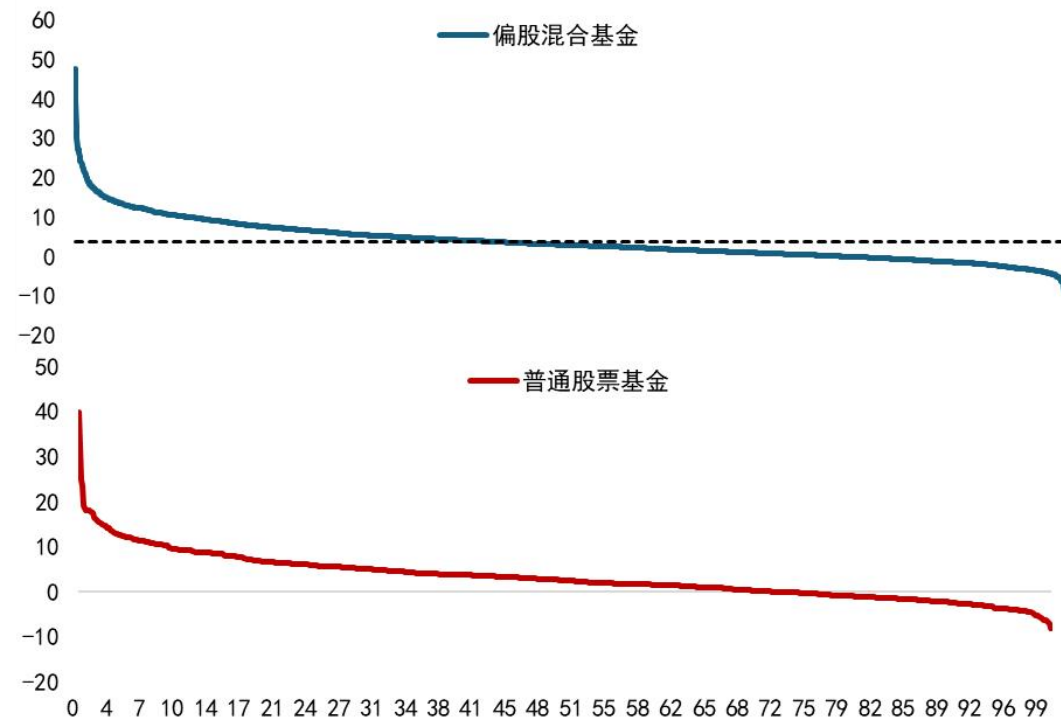
- 2025年以来主动型股票基金和偏股混合基金指数转暖，平均来看跑赢沪深300，基本持平全A和800，小幅跑输中小市值属性的500和1000；
- 股票基金指数（基金重仓、主动偏股基金、主动股票基金）整体离散程度较小，不及宽基指数间大/小市值指数的显著分化；
- **两极分化与胜率提升：**另外在基金内部，收益率极高的（几十倍）是极少数，规模加权来看收益率并没有算术均值口径所反应的高，两极分化明显，而改善之处在于78%的偏股混合基金和67%的普通股基都收获了正回报，在胜率上有所提升。

图：中观视角看当前各行业在库存周期中轮动与切换顺序



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理
注：数据截至2025. 2. 19

图：2025开年普通股票基金和偏股混合基金的表现两极分化



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：横轴为业绩分位数，纵轴为年初以来回报率分布（单位为%）
注：数据截至2025. 2. 19

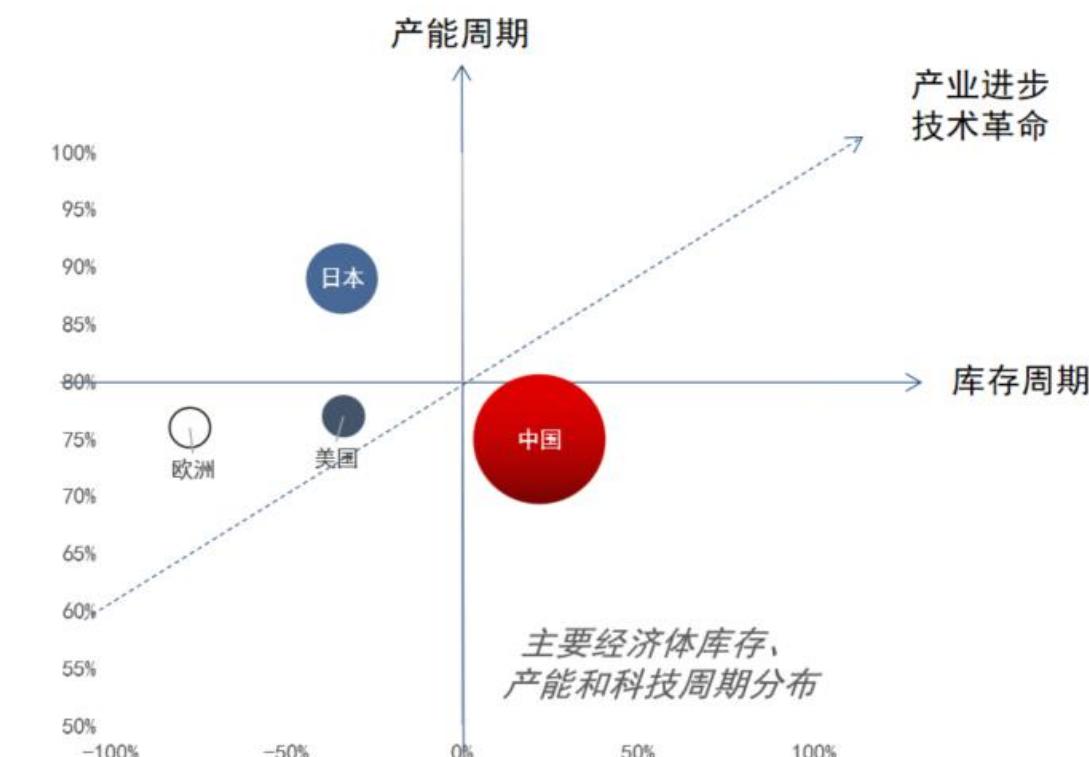
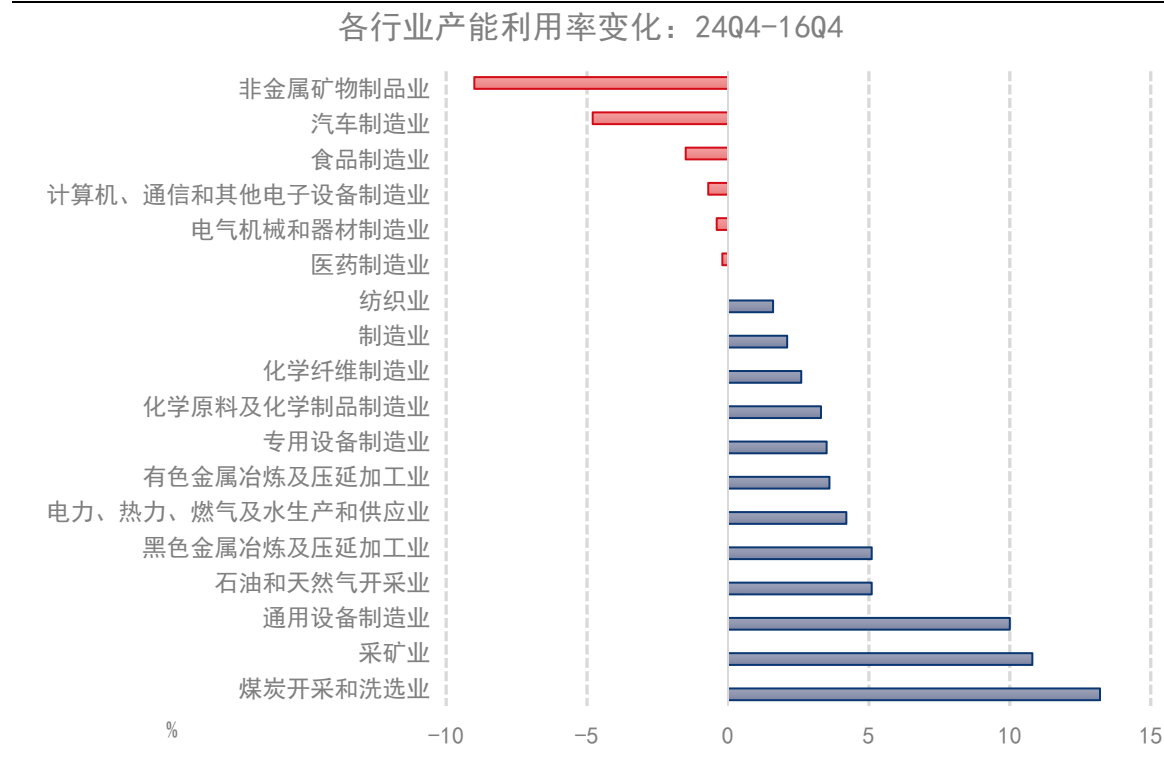
- [01] 科技vs银行：景气成长和低估值的权衡取舍
- [02] 供给vs需求：产能周期和库存周期的交织
- [03] β vs α ：国央企龙头打底的 β 与反内卷商业模式的 α
- [04] 大类资产配置：全球避险资产不足语境下的黄金

全球长中短周期定位：中周期有改善空间

- 中美日欧比较：唯一结构性亟待改善点在于中周期产能。从全球主要经济体长（技术）、中（产能）、短（库存）周期的对比来看，国内在长周期和短周期都有领先，维度中周期和发达市场相比有提升空间。虽然PPI同比低迷但CPI同比已有回暖，考虑工业产成品存货同比，国内库存周期位置还要好于欧美等国；长周期角度虽然海外OpenAI开启了人工智能的周期，但国内DeepSeek等企业算力平替和技术突围后来居上，同时考虑其他新兴产业多点开花，用更广义的TFP/GDP来衡量长周期技术贡献，也明显较欧美日拉开差距；维度在中周期角度，虽然国内上市公司中实体企业资本开支近半年已有克制、产能利用率也有提振，但是和欧美日相比仍有差距，也是本次国常会重要部署所着力解决疏导的堵点和难点。

图：本轮周期新兴产业的产能利用率较传统行业回落更多

图：库存、产能和技术定位的全球短、中、长周期



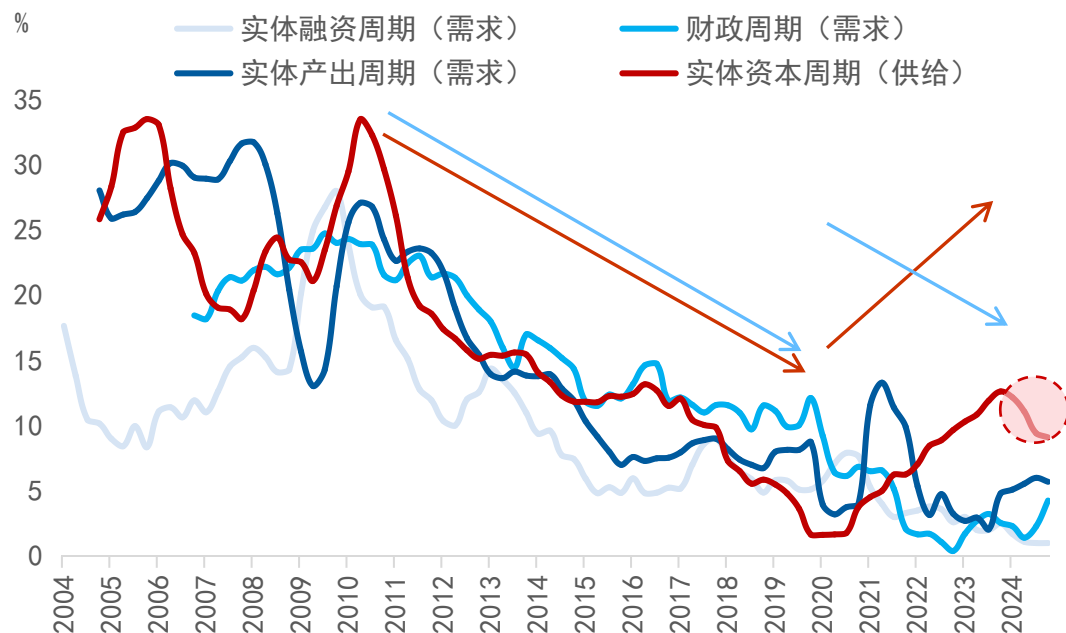
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

资料来源：彭博，国信证券经济研究所绘制；注：横轴表示各经济体库存周期和上轮相比所处位置，纵轴表示工业产能利用率，面积表示彭博预测2024年的全要素生产率对GDP贡献，实心为+，空心为-

供需格局：流动性解决不了的问题要靠供给端思维

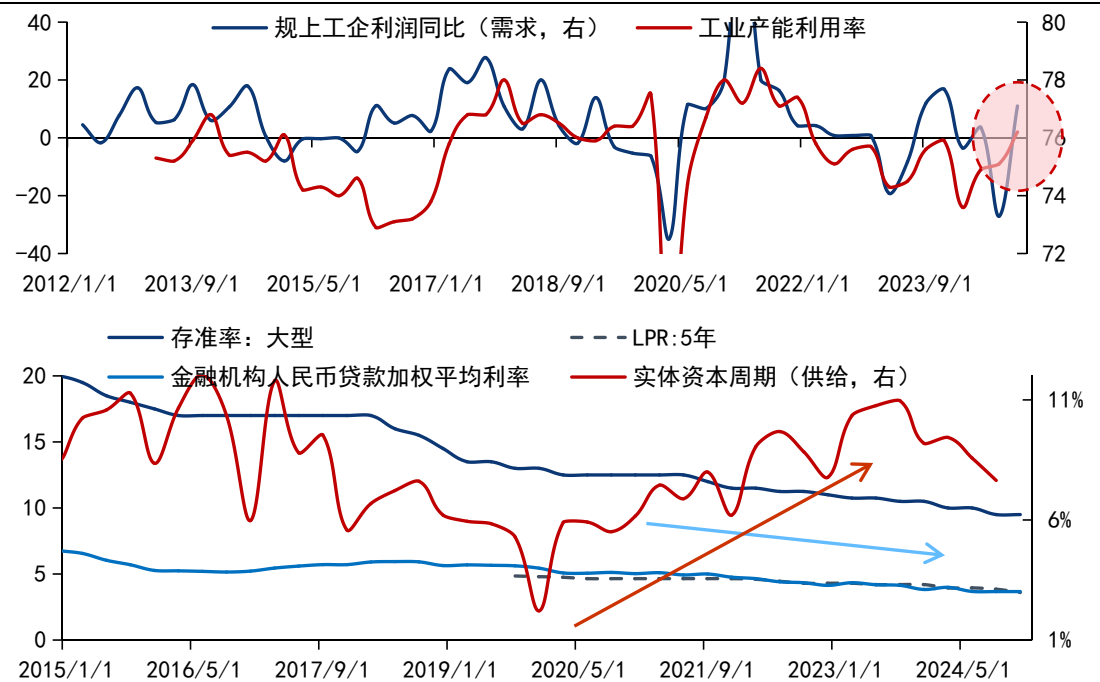
- 流动性宽松解决不了价格低迷和盈利不振：2015以来，各宏观周期从同步到分化；2018年以来需求中枢下移、周期属性仍在，只有实体部门的资本开支周期在独立上行。
- Capex成了“脱离引力”的独立线条：2021年来，企业资本开支独立于宏观周期的增长是产能和供给双扩张的微观因素。
- 利润率回暖 = 利润拐点：只有产能利用率的改善才能拯救利润，走出中期价格低迷，有赖于产能克制的多点开花，从行业自律到政策驱动。
- 2月10日国务院常务会议指出“坚持从供需两侧发力，标本兼治化解重点产业结构性矛盾等问题，促进产业健康发展和提质升级。要优化产业布局、强化标准引领、推进整合重组，推动落后低效产能退出，增加高端产能供给。”

图13：从供需双方回归常态到供需走势存在差异



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图13：流动性的投放对供给的刺激强于需求，产能提质增效才有助于利润改善



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

从经济周期定位看低估值+高分红向科技成长的切换

- 经济周期从震荡磨底过程向着复苏阶段转化时：低估值+高股息在历史上多切换为成长风格主线行情。
- 当前工业品价格仍较为低迷（2025.01，PPI同比-2.3%，半年来从-2.9%边际转暖到-2.3%）；而数量方面已有转暖（工业增加值同比从2024.08的4.5%低点回暖到6.2%），按照“量先价行”的逻辑，当前正处在经济从磨底到复苏的切换过程中；叠加DeepSeek国产化大模型算力平替的机遇，银行等低估值+高股息为代表的行情切换为科技成长行情。

图：风格和行业视角：早周期经济从承压走向复苏过程中，低估值+高股息向高成长风格切换

	超额收益			盈利增速（年化）			盈利同比变动（年化）		
	低估值	高估值	红利	低估值	高估值	红利	低估值	高估值	红利
衰退	11%	-15%	7%	13%	-53%	10%	-10%	67%	-12%
复苏	-14%	0%	-4%	-4%	175%	1%	14%	-14%	19%
过热	1%	4%	-3%	14%	26%	26%	2%	36%	3%
滞涨	-7%	-2%	-3%	10%	36%	7%	-14%	-48%	-15%

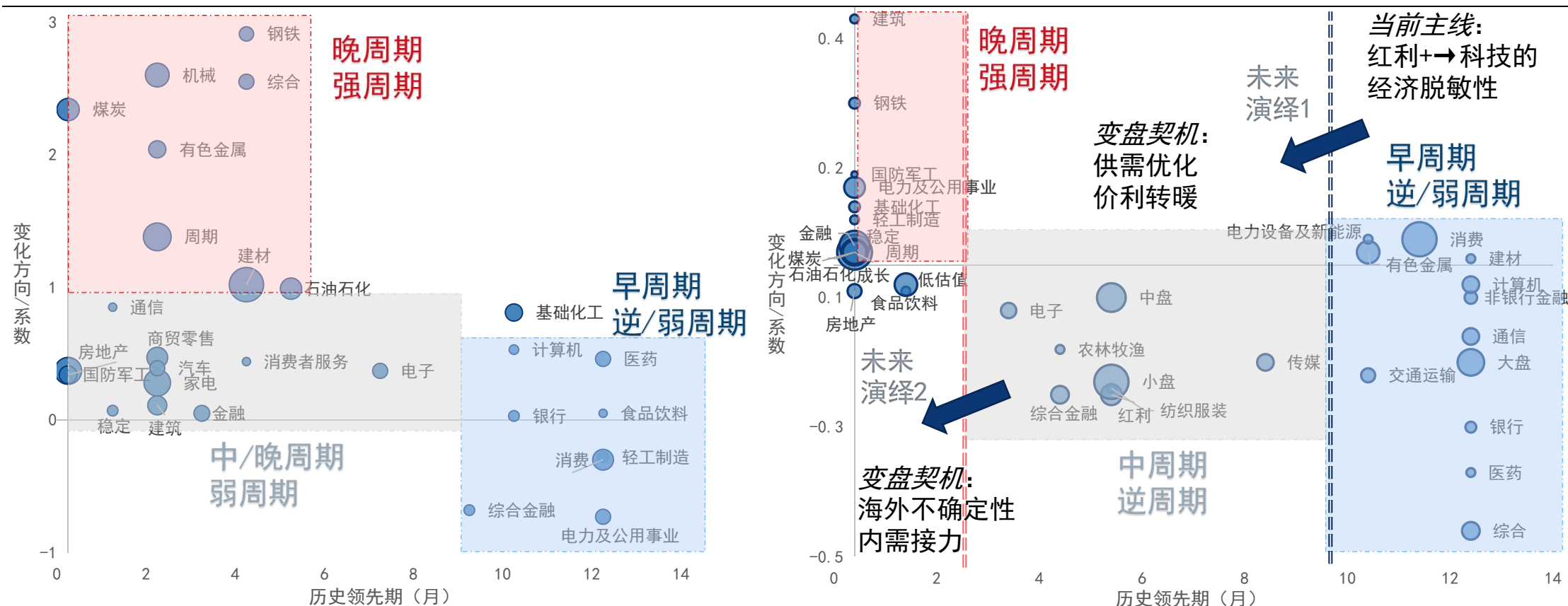
	五大板块超额收益					五大板块的盈利增速（年化）					五大板块的盈利同比变动（年化）				
	周期	消费	金融	稳定	成长	周期	消费	金融	稳定	成长	周期	消费	金融	稳定	成长
衰退	-5%	-11%	19%	21%	-10%	-54%	28%	23%	2%	-36%	-96%	13%	-3%	-1%	-6%
复苏	4%	11%	-11%	-8%	8%	159%	11%	-8%	256%	68%	144%	59%	10%	48%	125%
过热	-8%	3%	4%	-5%	9%	3021%	25%	23%	10%	31%	22%	17%	4%	-6%	48%
滞涨	4%	3%	-9%	-6%	6%	34%	12%	8%	-10%	33%	-74%	-76%	-15%	-39%	-159%

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

红利→科技是對抗经济早周期价格低迷的主线

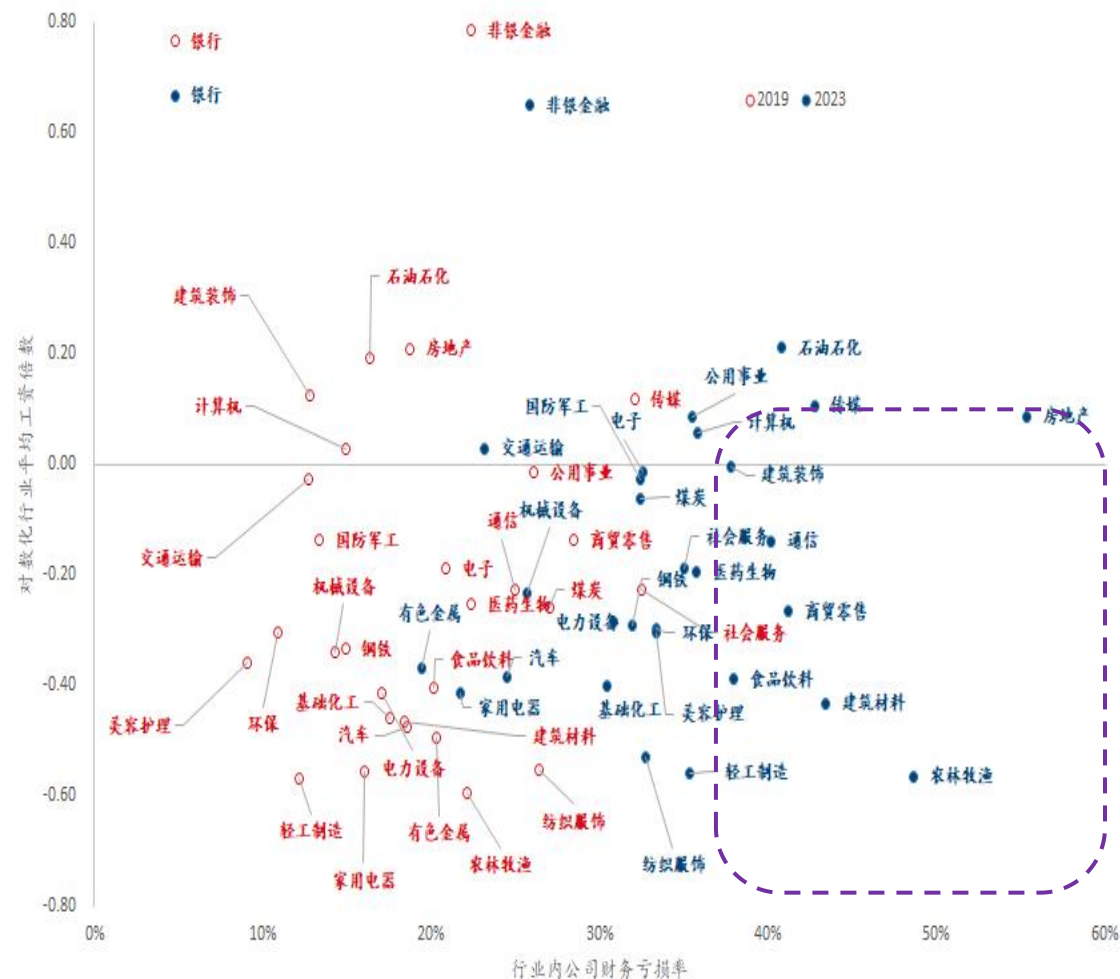
- 早周期+抗周期行业组合：科技高成长独立逻辑（本轮TMT为主）和价格脱敏，**大盘红利**对价格指标脱敏甚至对抗价格低迷；
- 晚周期+强周期行业组合：同步或稍领先，对宏观量、价指标敏感板块集中了传统的顺周期（钢铁、煤炭、建材等）；
- 量/价中周期组合：中下的制造和消费在经济拐点半年内反应完毕，和经济周期有一定程度脱钩（跟量的指标脱敏，跟价的指标对抗）。
- 银行板块腾挪为大模型，当前处在**低估值→高科技**切换的主线且**仍将持续**，未来演绎路径的触发逻辑和方向可能依次是**供需改善催化的中游制造**和**贸易摩擦催化的顺周期**。

图：各行业与经济的量（左）与价（右）的关联度



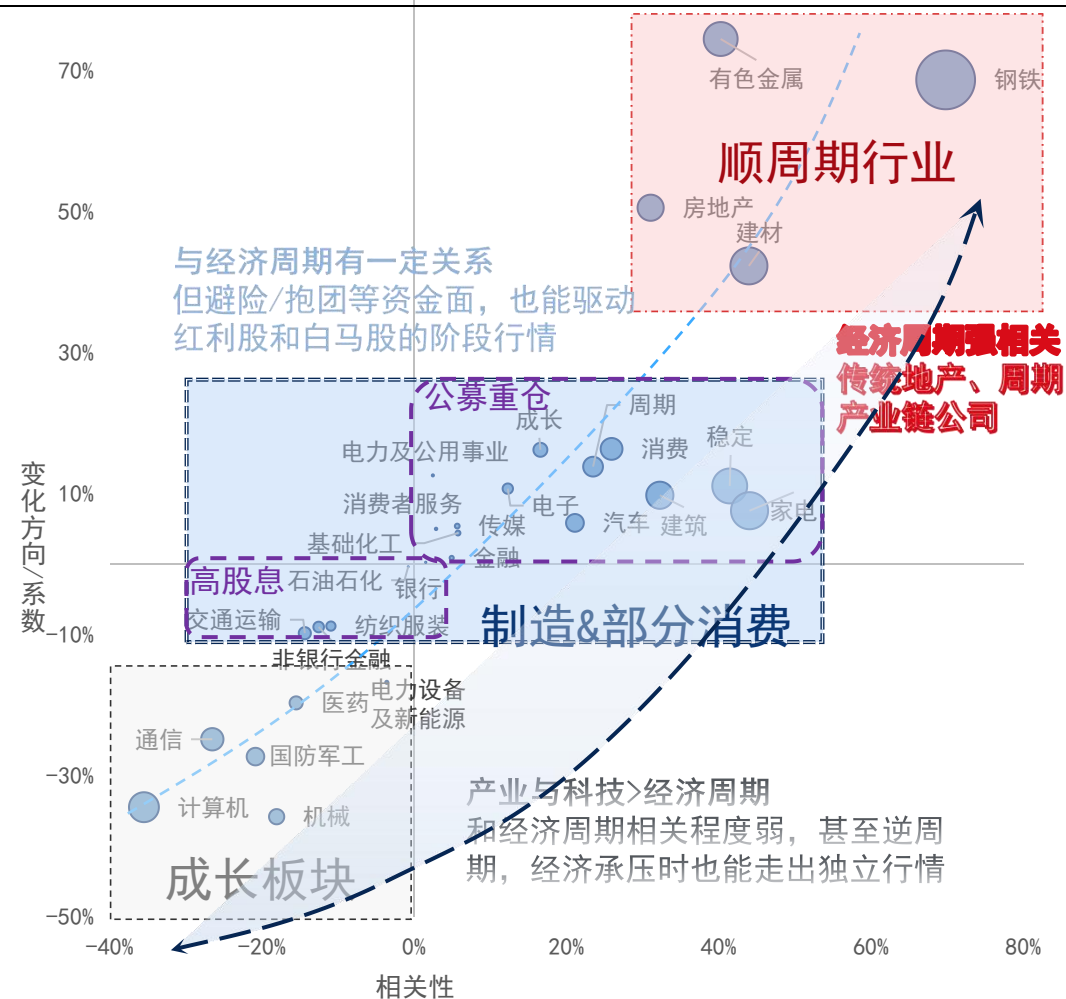
国信证券
GUOSEN SECURITIES

- 图：一级行业的亏损公司比例和相对收支情况分布



请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

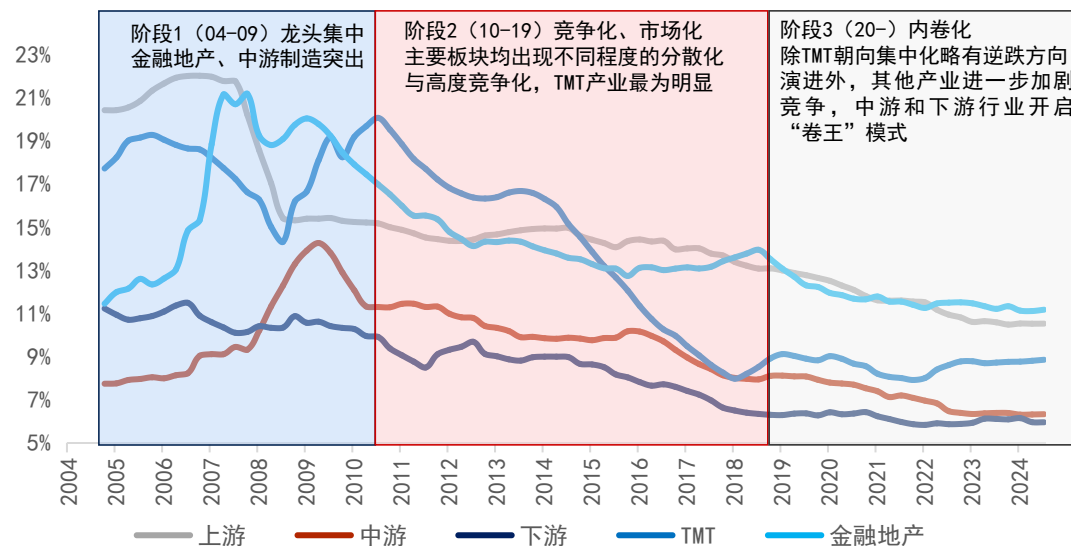
图：“内卷型”行业多分布在中下游的消费和制造板块里



甄别高度竞争化行业：从上游资源品到TMT的机遇的逻辑

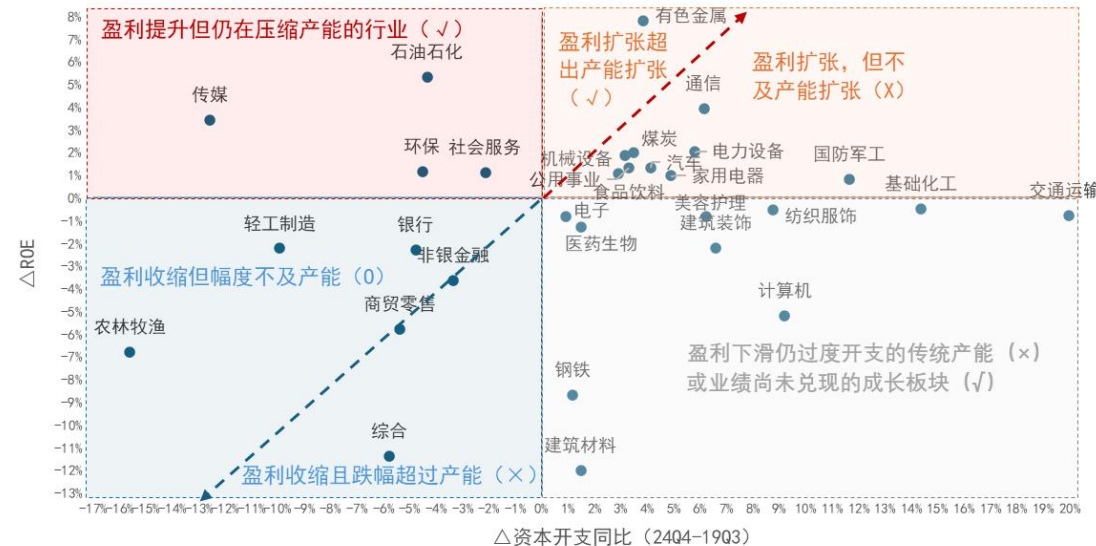
- A股主要行业集中度经历了从龙头集中（2004-2009）到高度竞争化和市场化（2010-2019），再到个别板块过度竞争乃至内卷化（2020年以来）的模式变迁；中游制造和下游消费板块市占率和收入高度分散，内卷化特征突出。
- 根据盈利（需）和资本开支（供）来看过去五年间行业层面高度竞争的定义，最为突出的是：钢铁、建材、纺服、美护行业（盈利下滑同时仍然过度扩张产能），盈利和产能双紧且盈利下修幅度超过产能（综合、商贸零售），盈利扩张但跟不上产能扩张速度（家电，以及电力设备为代表的制造业公司）。
- 为什么此前上游金属和资源产生阶段行情？竞争程度相对较弱的有：盈利提升但产能仍在压缩（石油石化、环保等），盈利和产能双扩且盈利更胜一筹（有色），盈利收缩且产能收缩更多（银行、轻工），以非国内地产链、周期链定价的上游金属、资源板块为代表。
- 另一类比较特殊，处于成长（业绩）缺位但是高热化博弈的未来成长行业：产能扩张、业绩尚未兑现的主线成长板块（计算机、电子等）。

图：各板块产业集中度底部震荡、从竞争到内卷化，TMT集中度逆跌反弹



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：数据为各板块HHI指数

图：根据盈利和开支情况来看各行业定位

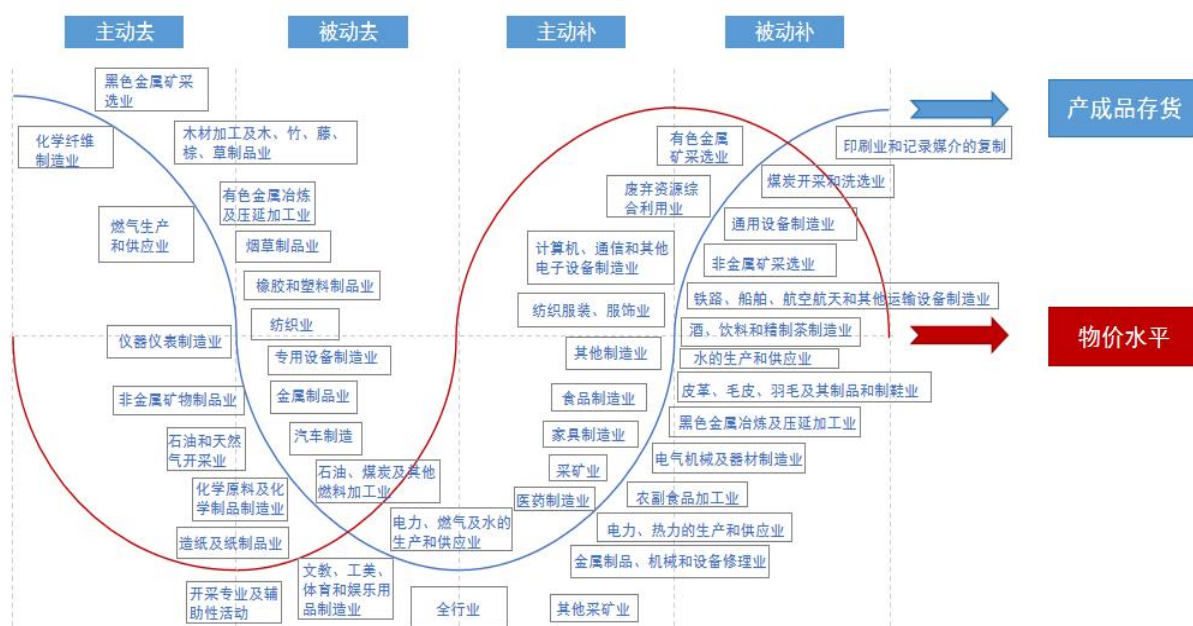


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

短+中周期再定位：TMT产业的逆势突围破局

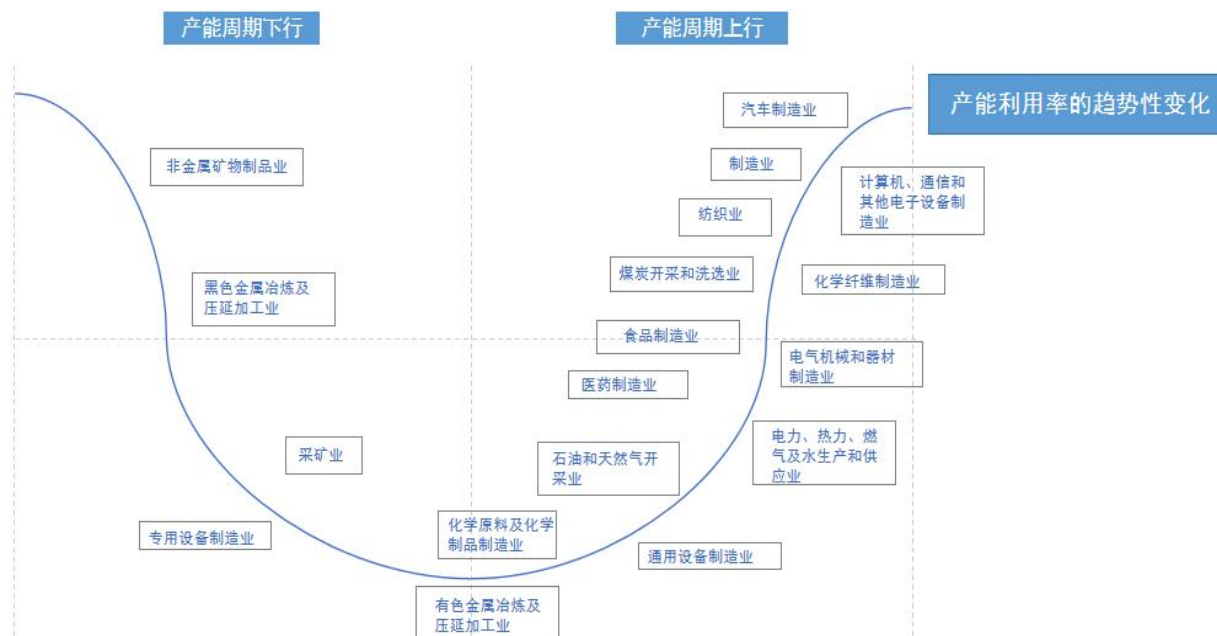
- 考虑到当前中观行业的定位，当前处在主动补库的行业主要以中下游行业为主，包括计算机、通信和其他电子设备制造业，纺织服装、服饰业，食品制造业，医药制造业，家具制造业，其他制造业；被动补库的代表行业包括：印刷业和记录媒介的复制、煤炭开采和洗选业、通用设备制造业、非金属矿采选业。
- 当前处在扩产能定位的行业包括：计算机、通信和其他电子设备制造业，汽车制造业，纺织业，煤炭开采和洗选业，化学纤维制造业，食品制造业，电气机械和器材制造业，石油和天然气开采业，电力、热力、燃气及水生产和供应业，通用设备制造业。
- 当前处在产能收缩定位的行业包括：非金属矿物制品业，黑色金属冶炼及压延加工业，专用设备制造业，采矿业。
- 少数打破审慎时期缩产逻辑的行业逻辑：技术驱动→逆势扩产能的行业+补库存行业：计算机、通信和其他电子设备制造业。

图：中观视角看当前各行业在库存周期中轮动与切换顺序



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：中观各行业在产能周期中所处位置

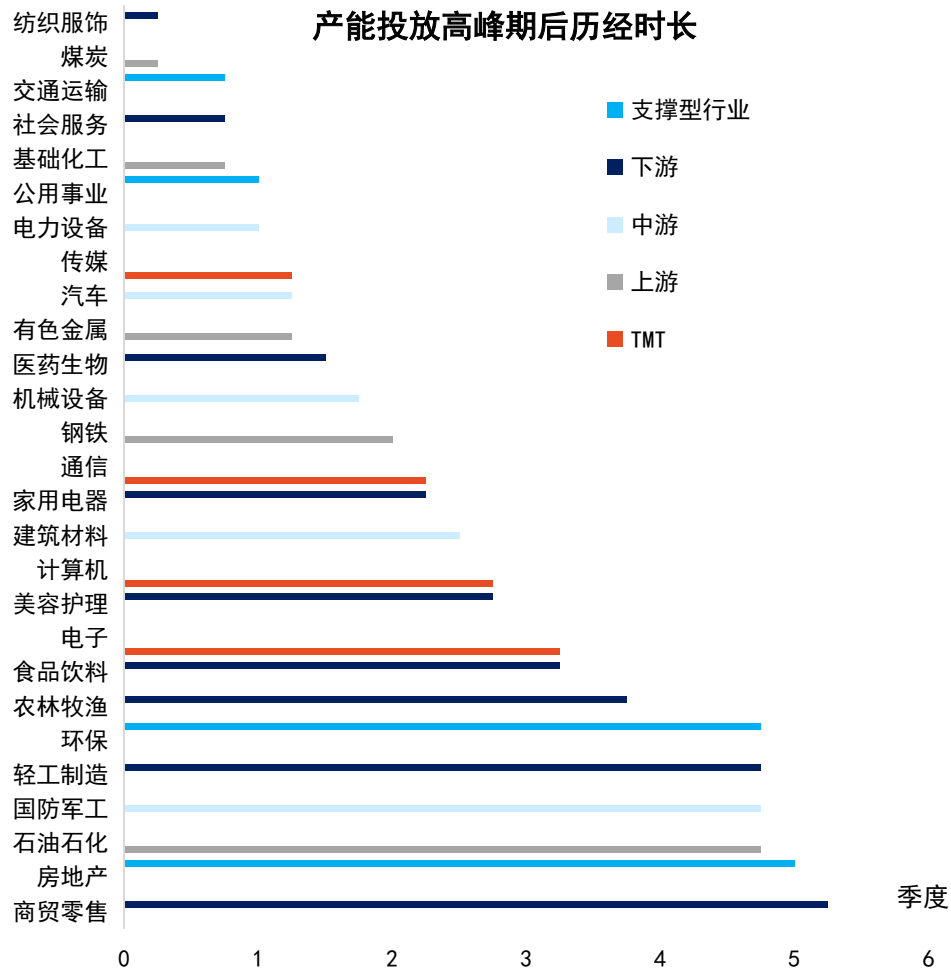


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

详细拆解产能周期“两步走”：建设周期相比投放周期更贴近价格

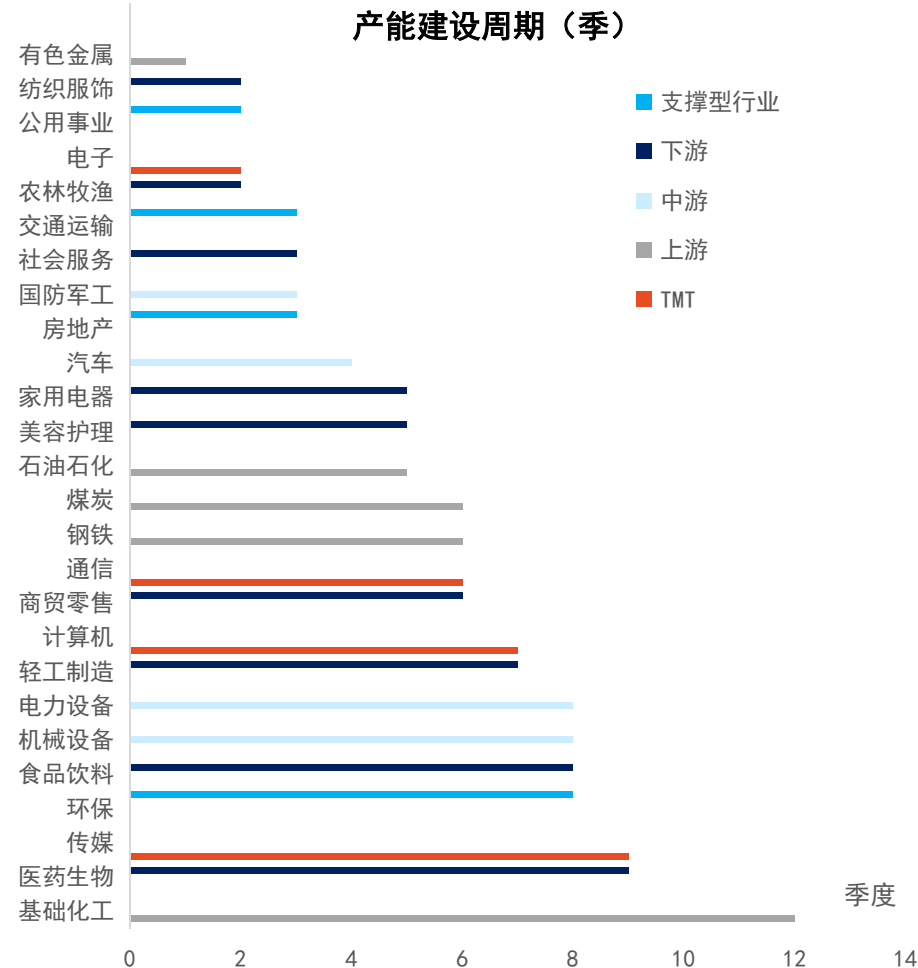
- 下游竣工端消费投放起步，上游和TMT建设回暖，建设端的价格信号和股价反应更及时。如果将产能周期详细拆分为和产能投放周期和产能建设周期，则目前：（1）产能投放周期有明显回升趋势的行业包括 家电、美容护理、食品饮料、纺织服装；（2）产能建设周期有回升趋势的行业包括 石油石化、煤炭、钢铁、建筑材料、美容护理、电子。

图：产能投放高峰期后各行业历经市场排序



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：近一轮产能建设周期长度排序



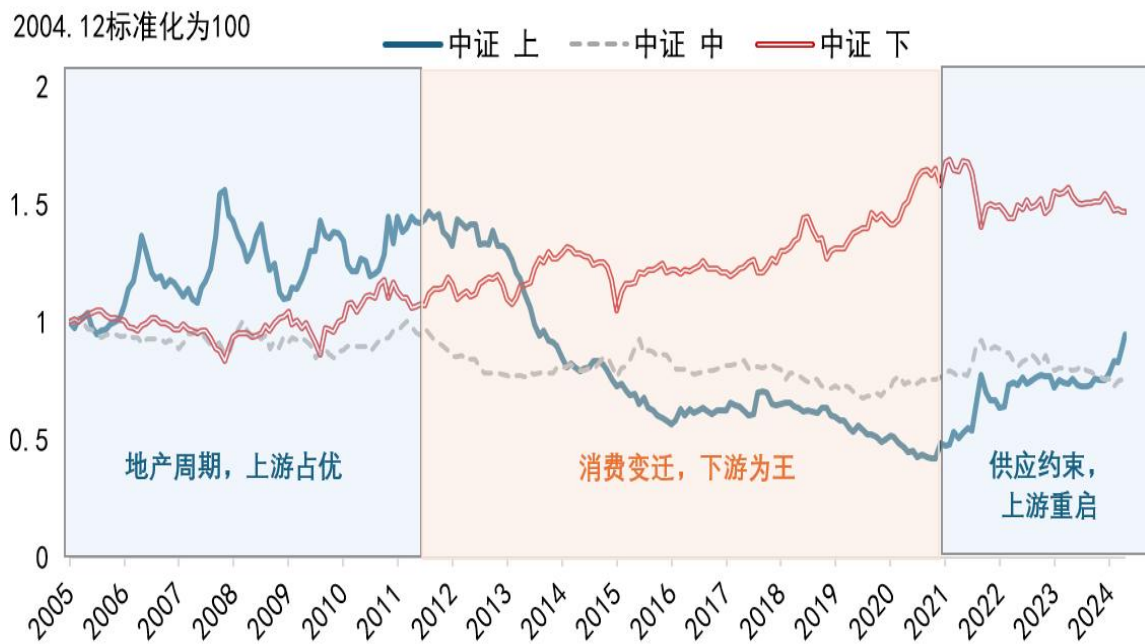
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

- [01] 科技vs银行：景气成长和低估值的权衡取舍
- [02] 供给vs需求：产能周期和库存周期的交织
- [03] β vs α ：国央企龙头打底的 β 与反内卷商业模式的 α
- [04] 避险资产 vs 风险资产：全球避险资产不足语境下的黄金

上轮周期的经验：时间和空间维度把握微笑曲线的“两端”

- **空间上两端**：投资中选择上游 vs 下游产业，规避中游产业；**时间的两端**：从零到一的初始成长阶段 vs 出清寡占后的二次成长阶段，规避高度竞争和内卷的中间阶段；
- 上游在环保和绿色浪潮影响下构造了足够深的护城河；中游“卷王出海”是过度竞争、利润压缩的无奈解；下游产成品出海是产业升级赋能终端快速量产、多快好省的最优解。股价也没有优势。地产周期的时候上游占优、消费升级的时候下游为王，近年供应约束的时候上游股价表现突出，中游行业量价挤压上双向吃亏。
- **新一轮周期中游制造的逆袭逻辑**：上一轮产业链环节利润分配不均和新一轮周期疤痕效应下的开支谨慎。

图：空间维度：上游和下游行业赚钱效应更加突出

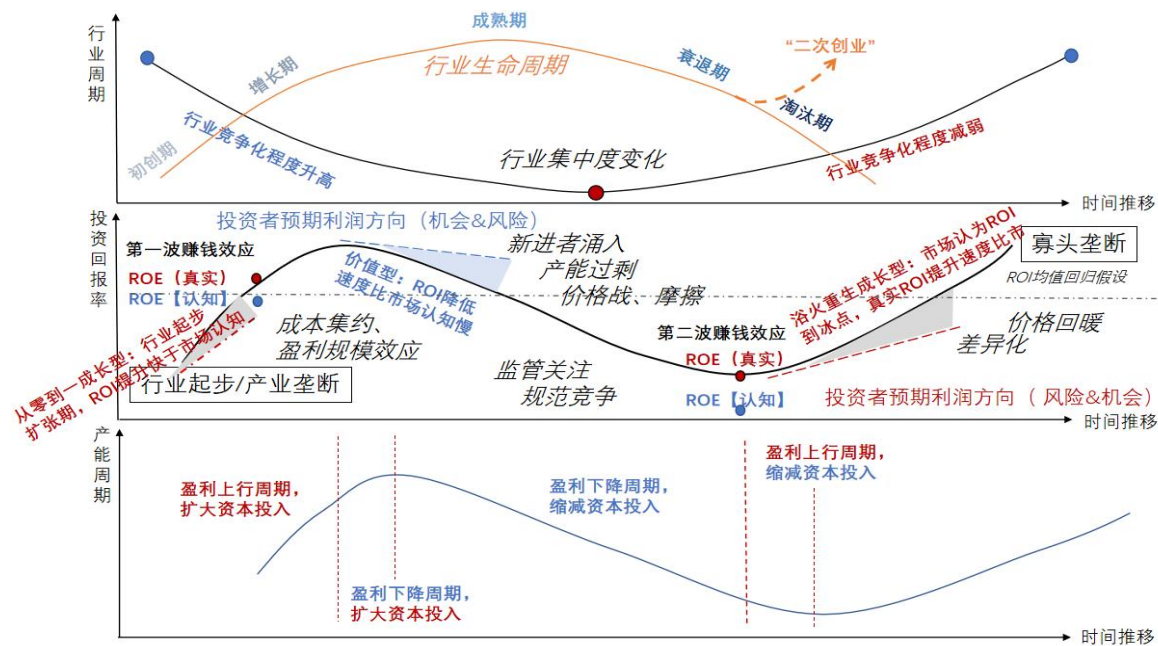


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

注：石油、天然气、煤炭、有色金属、非金属采矿及制品等行业的证券归为上游资源产业；将化学制品、钢铁、机械制造、通信设备等；行业的证券归为中游制造产业；将汽车、消费者服务、耐用消费品及服装、食品饮料、医疗保健、电信服务等行业的证券归为下游消费与服务产业。

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：时间维度：布局生命周期的拓张段和成熟段

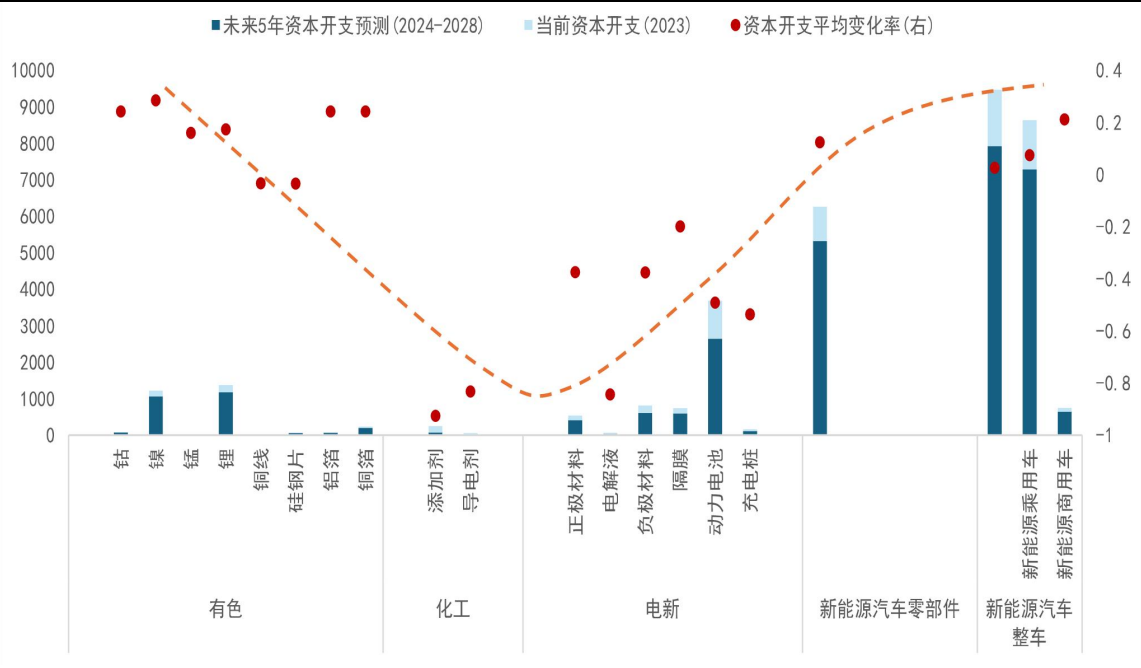


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

供需反转下的价格和利润前瞻：为什么长期看中游会困境反转

- 新能源上/下游未来资本开支意愿强于中游。资本开支预测的背后是利润前景，上游金属、化工的多元应用和下游整车的“出海”前景带动了资本开支的上行，但中游电池及其组成材料受近年来供需格局对价格的压力，中期资本开支意愿不高。从产业链思维看，中游资本开支的相对谨慎可能在长期限制整体产业链的供给能力。中游板块的未来资本开支意愿偏谨慎，供需格局容易率先优化甚至反转。
- 外需对新兴制造产业化解国内产能、改善结构问题至关重要，企业“出海”持续发力，但2025年在海外不确定性因素下可能受到牵制。以新能源车为例，上/中/下游产业链无一例外都加大了出海扩外需的计划，但2025年海外不确定性影响之下，内需比外需更是主战场，受近两年供需错配对价格和利润的影响，在资本开支和需求前景同时面临不确定性的情况下，行业优化供给确定性比需求端恢复的确定性更强。

图：新能源车产业链未来 5 年资本开支预测



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：新能源车产业链未来 5 年营业收入中外需占比



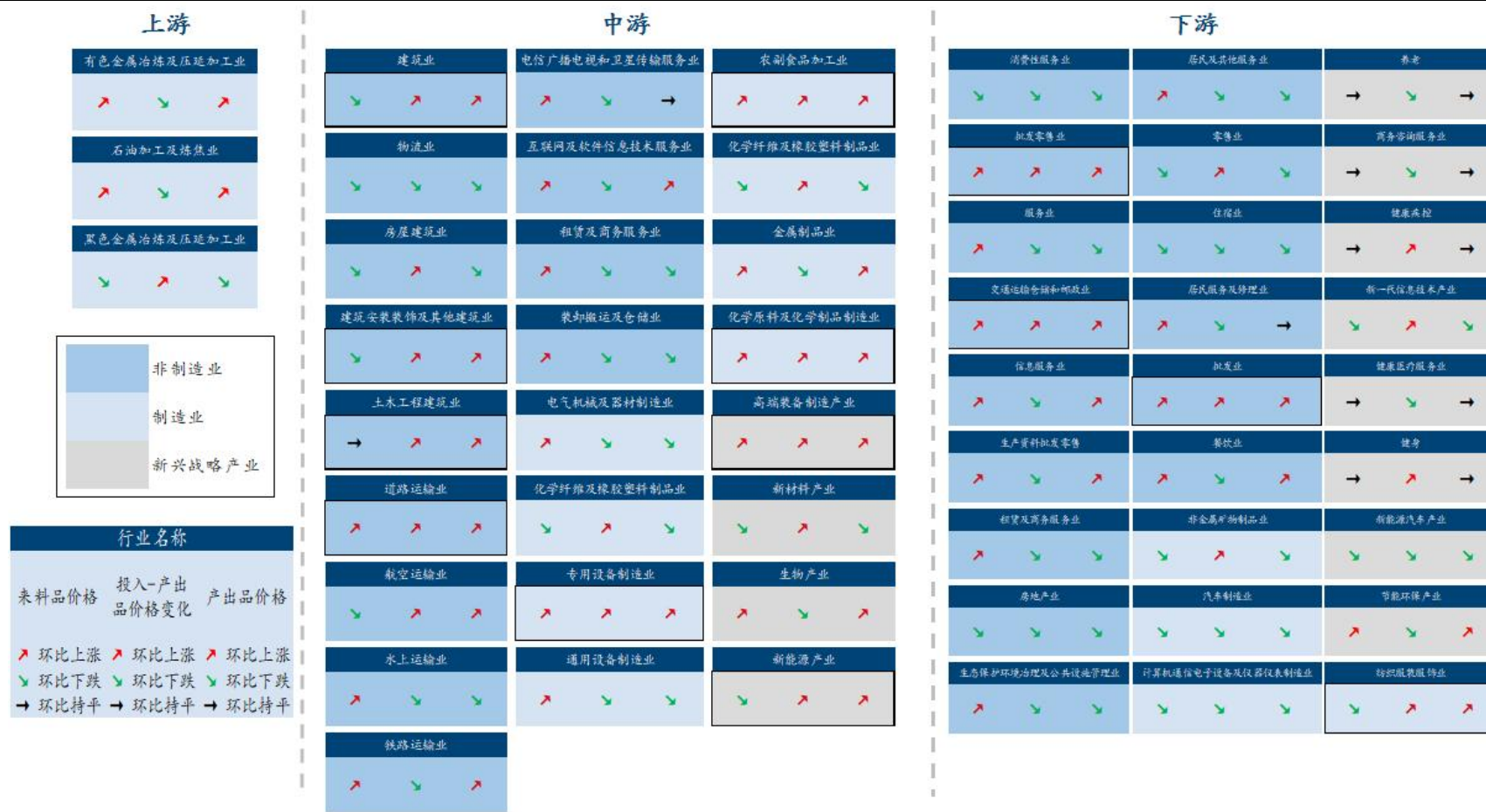
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

高质量发展：寻找有“去量留价”具有涨价空间的细分领域



- **目标：产成品/终端品价格回暖，中间价差维持不变或者增厚的行业。**这类行业并非单纯的上游来料成本驱动、价格向中下游传导带来价格虚增，或者即便成本上涨催化传导，也没有影响留存在生产环节的价格和利润。符合这一模式的行业包括中游的**农副食品加工业、化学原料及化学制品制造业、专用设备制造、高端装备制造业**；以及下游的**交通运输仓储和邮政业、批发零售业**。

图：产业链上中下游价格变化趋势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

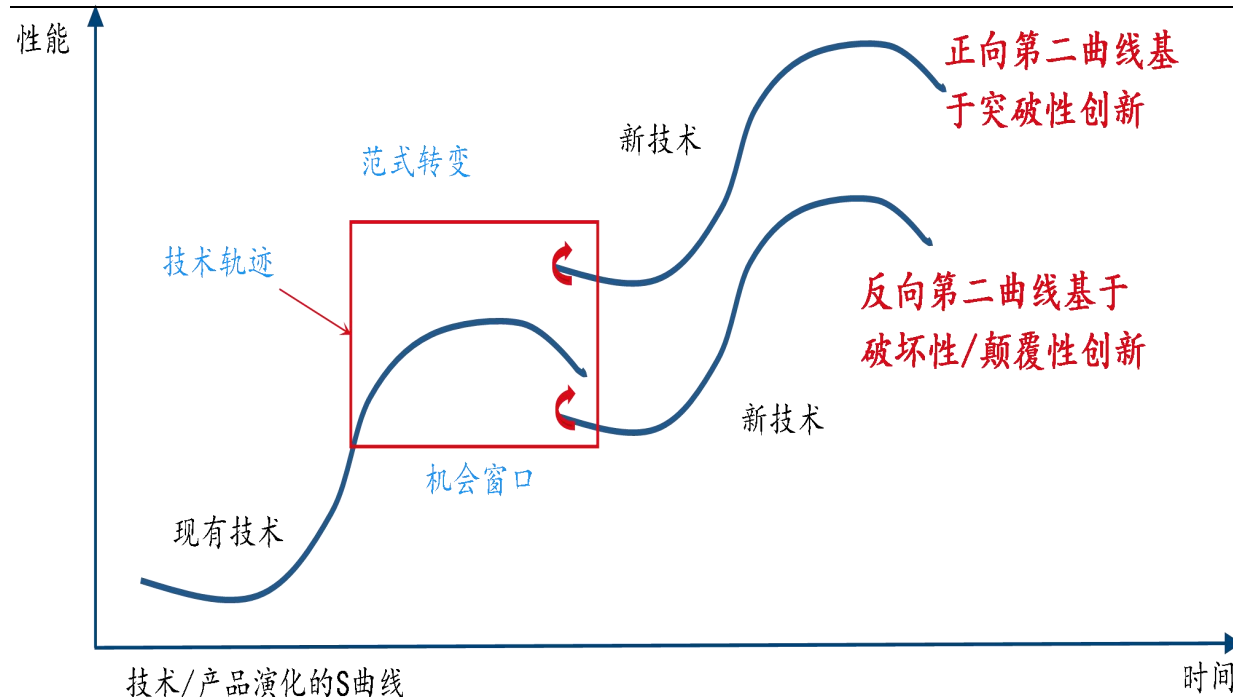
“杭州六小龙”启示：无法被计划的创新和民间资本敏锐商机

- 第二曲线的核心逻辑是通过非连续性创新另辟新增长路径，具体包括突破性创新和颠覆性创新两种模式。突破性创新聚焦技术性能的数量级提升，通过技术跃迁重构行业标准；而颠覆性创新则通过创造新市场或满足边缘需求实现替代。两者均需摆脱对第一曲线的路径依赖，但前者强化技术壁垒，后者重塑价值网络，共同指向“不破不立”的转型思维。
- 实现颠覆需系统性方法论支撑：其一，通过质疑现有逻辑建立批判性思维；其二，以多学科交叉打破专业壁垒；其三，刻意练习“追根溯源”；其四，拥抱不确定性。这些路径共同指向“本质思维-跨界实践-迭代验证”的闭环。
- 创新逆袭的规律总结：从低端市场切入，避免正面竞争；从高端市场起步，塑造品牌价值；颠覆性创新主要体现在三方面：技术创新、商业模式创新和用户体验创新。

图：创新逆袭矩阵



图：第二曲线模型



资料来源：郑刚（2024）《创新者的逆袭：新质生产力与颠覆性创新战略》，国信证券经济研究所整理

资料来源：郑刚（2024）《创新者的逆袭：新质生产力与颠覆性创新战略》，国信证券经济研究所整理

个股维度：没有β的行业也可以筛选挖掘“反内卷”型强 α



图：行业内“反内卷”典型企业及业务模式特点

珠宝首饰行业	老铺黄金	品牌定位明确	• 专注于高端黄金市场，主打古法工艺和传统文化，吸引了追求品质与文化内涵的消费者。
		产品差异化	• 通过古法工艺、独特设计和高端材质，老铺黄金的产品在市场中脱颖而出，避免了同质化竞争。
		文化赋能	• 将中国传统文化融入产品设计，赋予黄金饰品文化价值，提升了品牌溢价能力。
房地产行业	毛戈平	公域+私域获客	• 突破传统渠道依赖，线上通过小红书等内容平台传播妆容技巧与品牌理念，线下依托372个百货专柜承接流量。
		长期主义	• 前期深耕东方美学定位与线下服务体系，积累品牌认知；后期借势国货崛起与社媒红利，通过内容裂变快速破圈。
		专注高品质	• 滨江与龙湖专注打造高品质住宅，通过产品力、品牌力树立市场认知，避免低价竞争，将“好房子”作为核心竞争力。
新能源行业	龙湖/滨江	深耕细分市场	• 滨江集团专注浙江本地，稳步增长，注重口碑与产品迭代，逐步形成“杭州好房子”标志。
		重点布局布局	• 龙湖在重点城市如北京、上海、广州等落子，通过“观萃系”产品打造高端住宅，逐步拓展市场份额。
		合理控产	• 通威股份通过减少产能和调整生产计划，避免恶性价格竞争，推动光伏产业向更健康、可持续的方向发展。
汽车行业	通威股份	全域自研	• 坚持核心技术自研，如CTC电池底盘一体化、自研芯片等，降低研发和生产成本
		垂直整合优化	• 核心部件自产，减少供应商依赖，单车成本降低
		精细化运营	• 采用“直营+代理”模式，降低渠道成本，控制资本开支
汽车行业	零跑汽车	精准营销	• 聚焦刚需市场，避开高端竞争，定位10-20万元刚需市场，满足大众化需求

资料来源：李宇嘉.《新世界来的如此真切》. 2025-1-21；钱德虎.《老铺黄金如何与国际奢侈品牌继续正面交锋?》. 2025-1-27；郑刚.《为什么中国企业很难做颠覆性创新?》；2024-1-25，张峻豪/孙乔容若.《毛戈平：国货高端美妆龙头未来可期》；2024-12-10，澎湃新闻.《零跑九年：从“新势力”到全世界》. 2024-12-26；通威股份官网；国信证券经济研究所整理
注：文中所列公司仅作为历史复盘和梳理，不作为投资推荐的依据

底仓价值的核心在稳不在急：国央企盈利稳定性更强

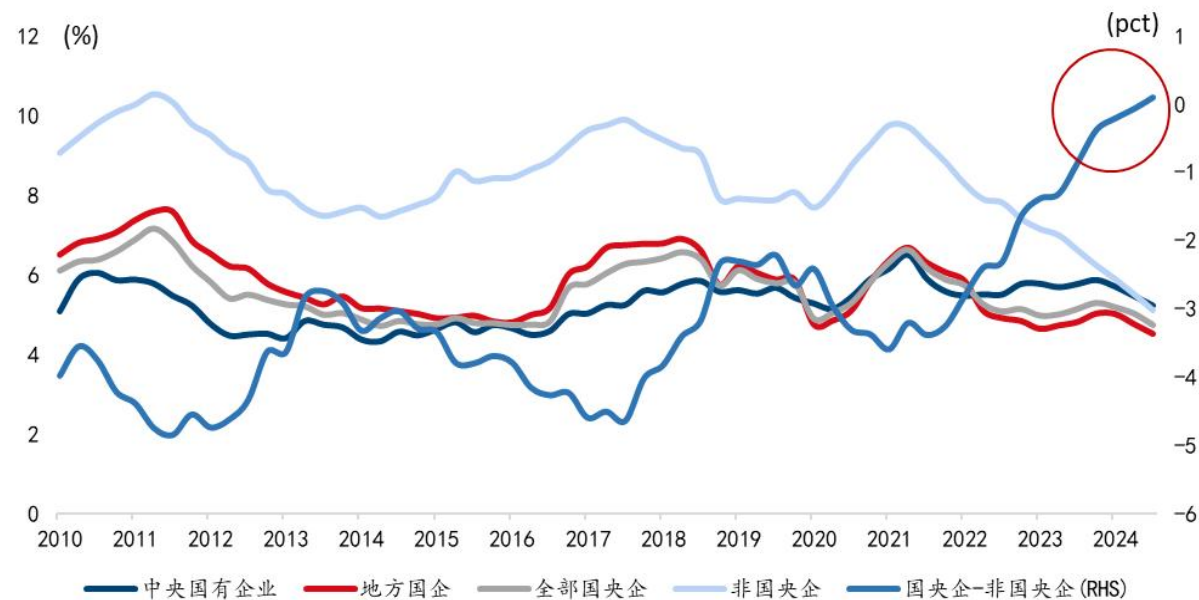
- 考虑到部分国央企盈利体量太大，对整体法口径的计算影响过大，以中位数口径的财报数据进行比对：
- 1) ROE稳定性方面，2021年Q2以来的盈利下行周期里，全部非国央企的ROE中枢由9%快速回落至4.5%，相应地央企ROE仅从8.2%回落至5.7%，2023年央企ROE反超非国央企。2) 利润率方面，国央企相对民企的净利率中枢剪刀差到达最高位。
- 市值管理维度，A股中国央企标的更为受益：披露空间更大、并购重组优化供给、退市风险小、险资举牌提供增量资金、更容易获得回购再贷款、盈利稳定性更强、分红倾向更为明显。
- 选取A股中“现金奶牛型”国央企：1) 连续五年经营活动产生现金流量净额为正；2) 盈利质量由高到低排名位于全部国央企前80%，3) 按照自由现金流率将全部国央企进行排名，并选择相对高排名的标的。

图：国央企ROE稳定性更强



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：国央企相对民企的净利率中枢剪刀差到达最高位



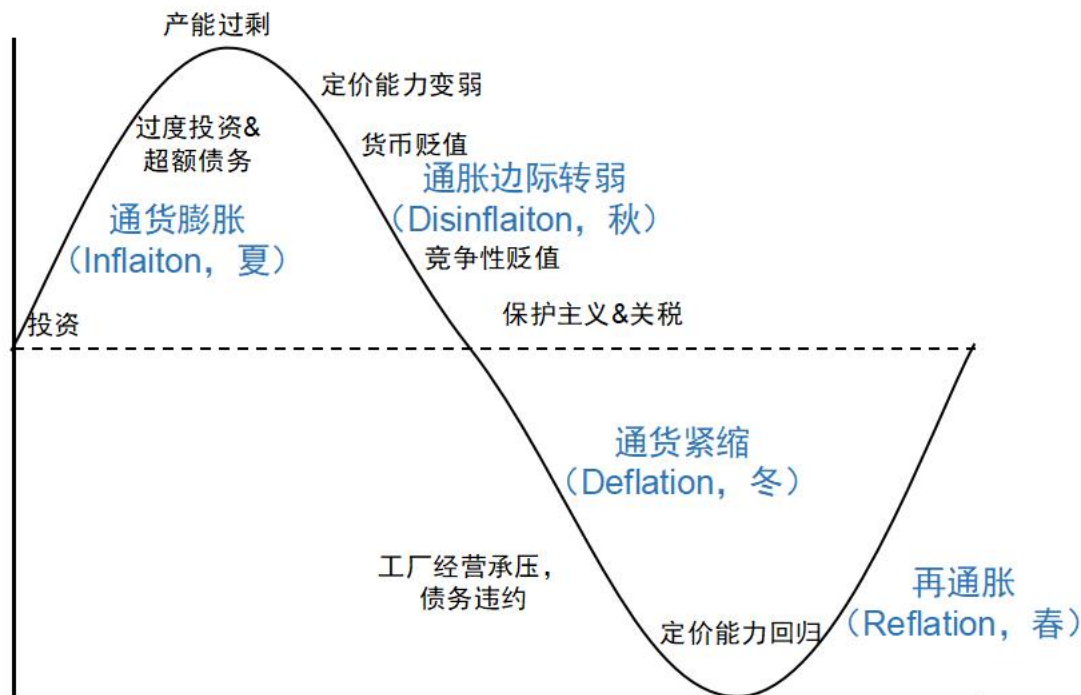
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

- [01] 科技vs银行：景气成长和低估值的权衡取舍
- [02] 供给vs需求：产能周期和库存周期的交织
- [03] β vs α ：国央企龙头打底的 β 与反内卷商业模式的 α
- [04] 避险资产vs风险资产：全球避险资产不足语境下的黄金

价格波动与资产配置的“季节性”规律

- 三十年间各类资产价格敏感度排序：黄金>股票/债券。1972年至2020年，美国10年TIPS的通胀敏感度最高，其次是黄金和商品；股票和债券的通胀敏感度为负。若将观测范围缩短至1997年-2020年，则除美国国债外，其余主要资产物价敏感度均为正，商品的物价敏感度最高。
- 为什么全球碎片化、经济周期分化下黄金持续上涨？黄金既不喜欢通胀，更不惧怕通胀，核心概念是对通胀不敏感。

图：价格周期与资产配置的“季节性”规律

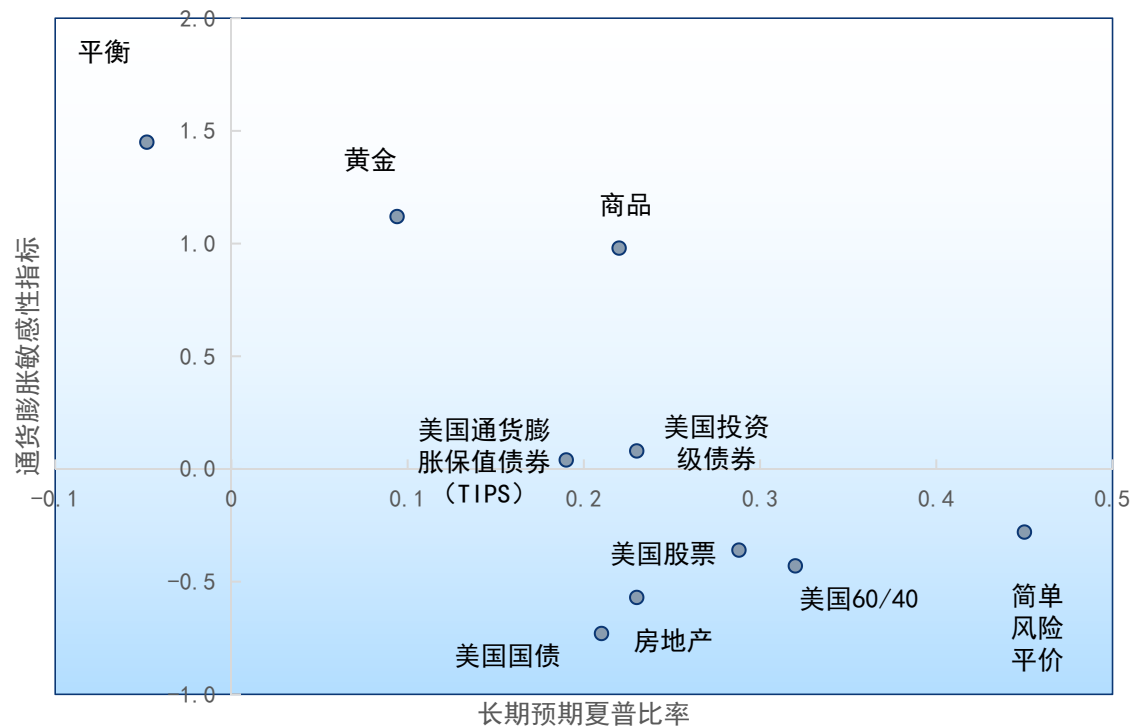


资料来源：美联储，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：各类资产对物价水平的敏感性边界

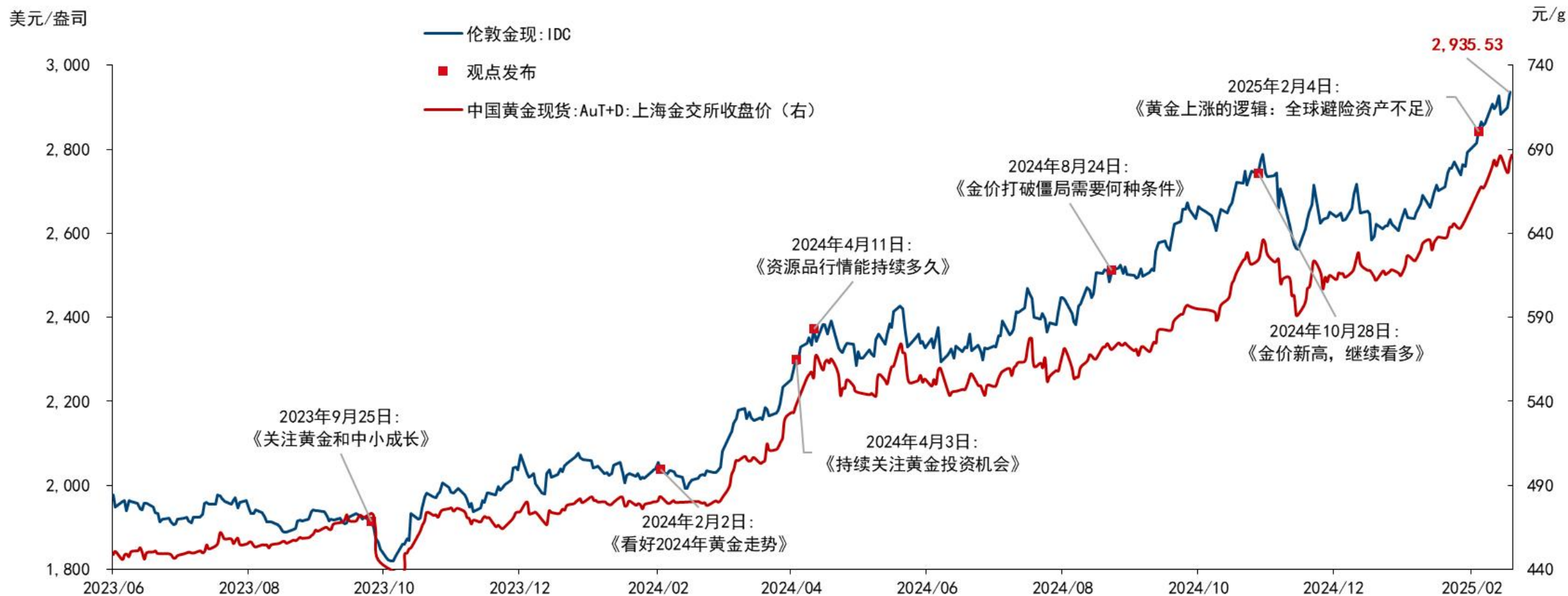
通货膨胀资产配置敏感前沿



资料来源：AQR，彭博，美国劳工统计局，国信证券经济研究所整理

黄金成为长赢资产的历程

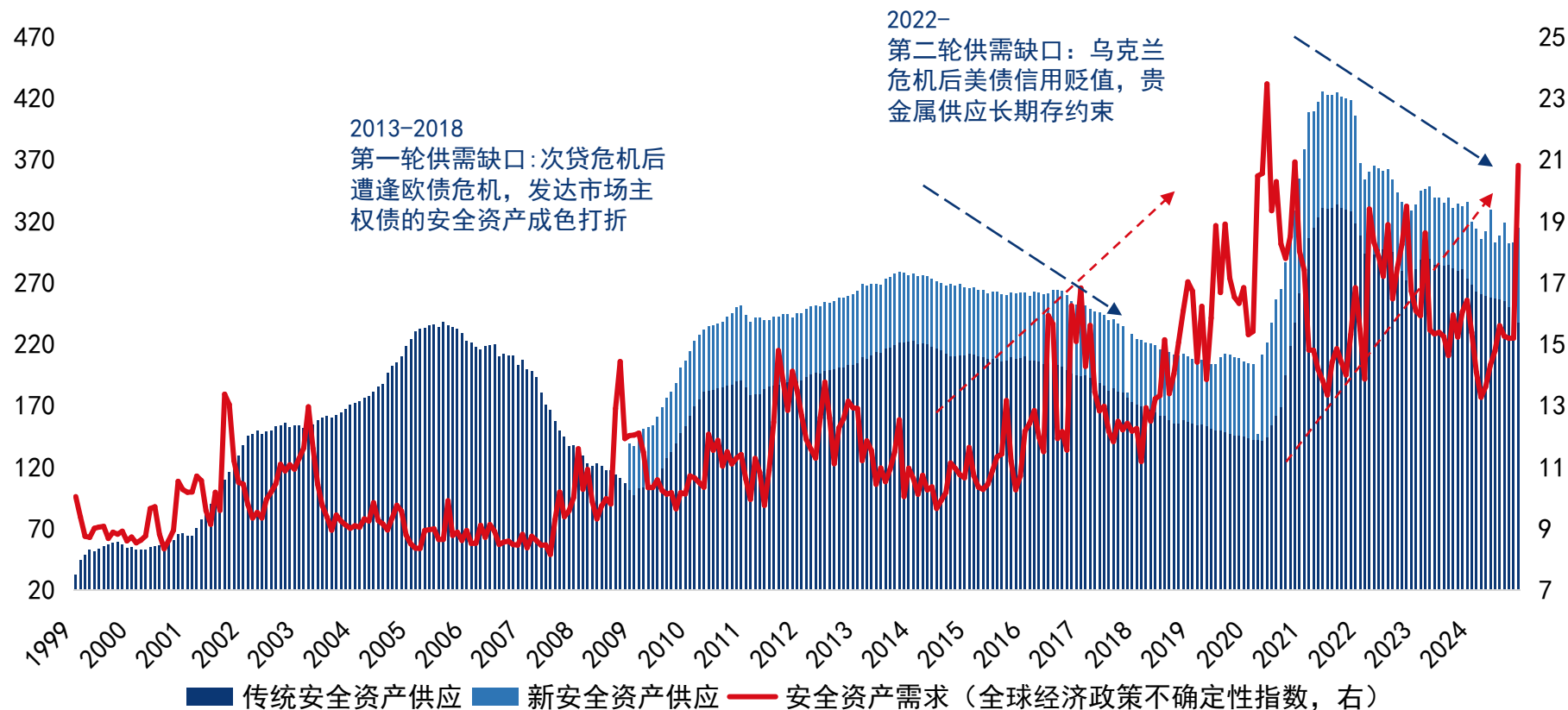
图：黄金价格走势和相应研判观点



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：数据截至2025. 2. 19

黄金上涨模糊正确的主线：全球避险资产不足

图：全球安全资产不足的逻辑是金价长期上涨的主要原因



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

低利率时期绝对收益资金的命题作文：股债如何轮动



图：全球公共养老金在低利率时期的投资策略

公共养老金	日本GPIF	韩国NPF	德国BVK养老金计划	挪威GPF	加拿大CPP
低利率时期	•低利率时期（1991-1998） •零利率时期（1999-2016） •负利率时期（2016-2024. 02）	低利率时期（2015年6月-2022年4月）	•低利率时期（2009年2月-2016年2月） •零利率时期，存款便利利率实现“负利率”（2016年3月-2022年6月） •加息初期的低利率环境（2022年7月-2022年10月）		低利率时期（2008年12月-2018年9月，2020年3月-2022年6月）
主动/被动投资占比	•被动投资为主 •主动投资比重17. 12%，被动投资比重82. 31%	•主动投资占比较大 •国内股权主动投资比重70%，海外股权主动投资比重53%			•主动投资为主 •主动投资比重60%，被动投资比重40%
股债配置比重	国内固收比重26. 95%；国内权益比重24. 33%	国内固收比重29. 3%；国内权益比重12. 7%	•权益投资为主 •权益比重75. 88%；固收比重17. 16%	•权益投资为主 •权益比重70. 8%；固收比重28. 6%	•权益投资为主 •权益比重59%；固收比重25%
股债大类	国内债券比例降低，权益类资产占比提升，股债逐渐均衡	•权益投资比重增加，国内权益的占比始终高于15% •国内固收资产占主要地位，但占比持续下滑 •权益资产配置与股市走势呈现出高度的同步性，而固定收益资产的占比则持续下滑。	•零利率时期：BVK更加注重股票投资 •加息周期：适时调整投资组合，增配固收资产	•权益资产占比明显提高，低利率时期维持在60%以上，固收资产配置下降 •权益配置与股市走势一致 •零利率时期更侧重于权益资产的配置，且提升幅度更大	•2008-2014年：减少了权益资产配置，提升固定收益资产占比 •2015-2018年：权益资产占比回升，固定收益资产占比回落 •2020年至今：延续了权益配置上升而固定收益配置下降的趋势
行业配置情况		增配科技行业，消费、金融、工业等领域占比保持相对稳定	科技、消费、工业、金融行业的占比相对较高，科技产业呈现增配态势	行业配置较为分散，科技、工业、金融占比较大，科技、消费占比上升，而能源、原材料占比下降	私募股权占比上升，私募股权与公开市场股票占比趋于相对均衡
权益资产		倾向于投资具有较强竞争力和稳定收益的大型企业		重仓股选择较为稳定，多长期持有	私募股权投资涉及多个行业，其中IT、消费（包括必需品和非必需品）以及金融行业的占比相对较高
重仓券情况		重仓股选择较为稳定，多长期持有		重仓股排名变化一定程度反映了经济发展驱动力的结构变化	——
固收资产	债券品类配置情况	市政债券的投资占比持续攀升，而国债、公司债等资产的配置比重则逐步缩减		固收资产以政府债券为主，公司债占比呈现扩张趋势	从政府债向金融债、企业债等多元化类型转移
					可流通政府债的配置明显上升，其他固收资产的行业上偏好金融和房地产

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

- 美联储货币政策的不确定性：降息的节奏和时点，再通胀交易的可持续性；
- 财政政策力度和经济修复节奏：财政工具投放的方式、释放节奏和对经济提振效果，以及地方债务问题风险化解；
- 海外地缘冲突尚未缓解：乌克兰危机走向，中东冲突局势和对全球商品影响。

国信证券投资评级			
投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032