

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）

报告摘要

核心观点：

- ◆ 复盘历史上 A 股近两轮较大的科技行情——移动互联网行情和新能源车行情，两轮行情发展均可归纳为两个阶段，分别为海外映射的主题投资阶段和国内渗透率提升的景气投资阶段。第一阶段，海外新兴技术应用初步落地，虽然商业模式尚未形成或初步搭建完成但仍有待验证，未来盈利性仍存在较大不确定性，但新兴产业变革下未来理论市场空间巨大。该阶段海外龙头上市公司持续上涨并点燃国内相关产业链的主题投资热潮。第二阶段，产品经历前期打磨后逐渐成熟，同时国产品牌及相关产业链出货量快速提升，国内产业进入大规模扩张、渗透率爬坡期，因此该阶段行情可在一定程度上通过业绩验证，相关行业进入景气度投资阶段，市场挖掘业绩转化线索。
- ◆ 移动互联网行情第一阶段为 2009-2010 年，由苹果 iPhone 手机掀起全球智能手机浪潮而引发的国内主题投资。移动互联网第二阶段为 2013-2015 年，国产品牌智能手机崛起，同时政府对 4G 网络普及推动智能手机出货量持续提升，相关产业链进入景气度投资。
- ◆ 新能源车行情第一阶段为 2019Q4 至 2020Q1，源于特斯拉上海超级工厂顺利投产，国内产业扶持政策同步落地。新能源车行情第二阶段为 2020Q2 至 2021Q4，新能源车性能逐渐完善同时受到政策推动下，国内新能源车销量及渗透率爆发式增长，多家国产品牌公司业绩得到验证，相关行业进入景气度投资阶段。
- ◆ 本轮人工智能行情的第一阶段由 ChatGPT 催化的海外产业趋势映射行情已经结束。当前 DeepSeek 的成功代表国产大模型从追赶迈向

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	
符畅	分析师
SAC 执业证书：S0640514070001	
联系电话：010-59562469	
邮箱：fuyyjs@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：《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》

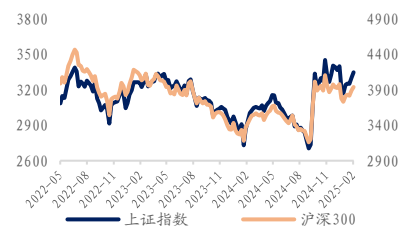
中航策略周报：《今年有望再次演绎春节行情》

中航宏观策略年度报告：《2025 年步入内外部政策角力期，等待盈利底驱动新一轮行情》

中航策略周报：《分红和退市新规即将实施，哪些行业有望受益》

创新，国内产业趋势开端或已形成，未来相关应用创新有望迎来爆发式增长并不断完善性能，人工智能产业有望进入景气度投资，DeepSeek 的成功逐渐转变全球资本对中国科技股的认知，或已提前引发市场抢跑人工智能的第二阶段行情。

市场走势：



- ◆ 参考前两轮科技行情，第二阶段与第一阶段相比持续时间更长、斜率更高。因此，我们预计本轮科技行情第二阶段虽已提前启动但尚未进入主升浪。
- ◆ 同时，参考此前移动互联网行情经验，第二阶段产业中下游的计算机、传媒等行业皆呈现出更高的区间收益。在本轮由 DeepSeek 提前引发的人工智能第二阶段行情中，伴随政策对于人工智能的支持、景气度成为权益市场投资线索之一，科技板块热度有望延续，并扩散至有机会被人工智能赋能的下游行业。DeepSeek 发布以来，计算机和传媒指数收益率再次领跑，预计未来中下游行业的 AI 应用端将迎来快速发展的黄金时期并有望贡献更高的超额收益。

投资建议：

- ◆ 海外不确定持续，国内稳增长政策接踵而至。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，科特估行情或将重现并成为本轮行情主线之一。中期看，提振消费、扩大内需和科技创新引领新质生产力发展被列为 2025 年前两大工作任务，内需板块和自主可控有望成为市场中期主线。

本周市场回顾：

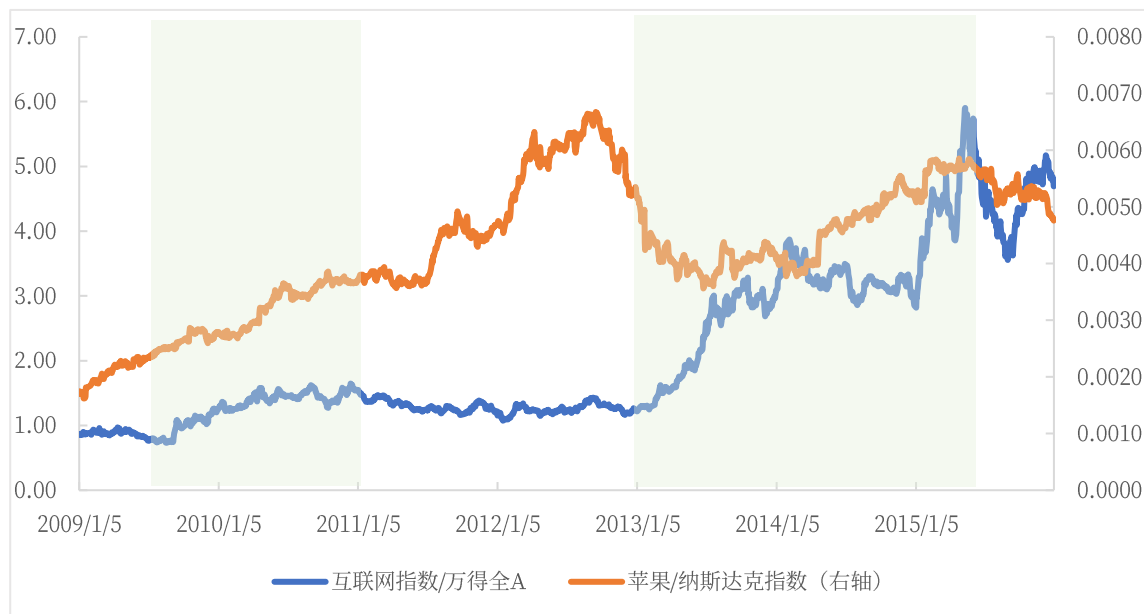
根据同花顺数据，本周市场整体上涨，上证指数（1.30%）、深证成指（1.64%）、沪深 300（1.19%）、科创 50（0.36%）、创业板指（1.88%）、中证 500（1.95%）、中证 1000（1.87%），均表现较强。行业风格上，消费风格表现较强，上涨 2.19%。分行业来看，申万一级行业中传媒、计算机、商贸零售表现较强，分别上涨 9.54%、7.77%、3.52%；煤炭、国防军工、石油石化表现较弱，分别下跌 1.50%、0.59%、0.24%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所上升，日均成交金额为 17496.37 亿元，较上周增加 1339.78 亿元。估值方面，A 股整体市盈率为 18.89 倍，较上周上涨 1.66%。

正文：

复盘历史上 A 股近两轮较大的科技行情——移动互联网行情和新能源车行情，两轮行情发展均可归纳为两个阶段，分别为海外映射的主题投资阶段和国内渗透率提升的景气投资阶段。第一阶段，海外新兴技术应用初步落地，虽然商业模式尚未形成或初步搭建完成但仍有待验证，未来盈利性仍存在较大不确定性，但新兴产业变革下未来理论市场空间巨大。该阶段海外龙头上市公司持续上涨并点燃国内相关产业链的主题投资热潮。第二阶段，产品经历前期打磨后逐渐成熟，同时国产品牌及相关产业链出货量快速提升，国内产业进入大规模扩张、渗透率爬坡期，因此该阶段行情可在一定程度上通过业绩验证，相关行业进入景气度投资阶段，市场挖掘业绩转化线索。

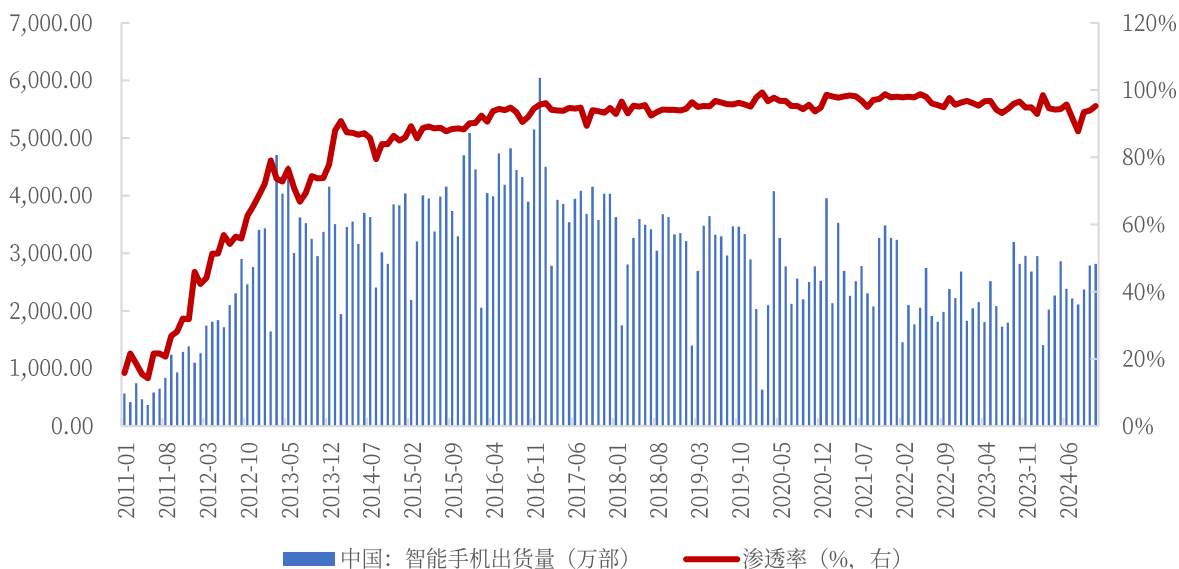
移动互联网行情第一阶段为 2009-2010 年，由苹果 iPhone 手机掀起全球智能手机浪潮而引发的国内主题投资。苹果智能手机 iPhone3GS、iPhone4 的陆续发布掀起智能手机科技浪潮，苹果股价持续上行，跑赢纳斯达克指数，并带动国内相关产业链上涨。但彼时国内智能手机刚出现不久，出货量低，因而该阶段行情仅为海外映射到 A 股形成的主题投资。移动互联网第二阶段为 2013-2015 年，国产品牌智能手机崛起，同时政府对 4G 网络普及推动智能手机出货量持续提升，相关产业链进入景气度投资。随着智能手机逐渐普及，中国智能手机出货量和渗透率快速提升。2013 年，国产智能手机快速崛起叠加政策端开始持续发力，国内移动互联网步入加速发展阶段。联想、华为、小米等品牌的迅速发展带动国产手机在中国市场份额不断提升。标志性事件为，苹果手机在中国市场份额出现下滑，在 2013 年 Q2 在中国市场份额一度不足 5%。同时政策端配套措施也在 2013-2015 年密集推出。2013 年 8 月，国务院印发《关于促进信息消费扩大内需的若干意见》，促进信息消费，提出实施“宽带中国”战略，统筹推进移动通信发展；2013 年 12 月工信部发放 4G 牌照，推动移动互联网布局。此后相关政策持续出台支撑下，在 2013 年 1 月至 2015 年 6 月，国内互联网行情爆发，互联网指数快速拉升，持续大幅跑赢万得全 A。

图1 互联网行情



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

图2 中国智能手机出货量及渗透率



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

新能源车行情第一阶段为 2019Q4 至 2020Q1，源于特斯拉上海超级工厂顺利投产，国内产业扶持政策同步落地。2019 年新能源产业的标志性事件为特斯拉在上海开工建设超级工厂并年底成功交付国产 Model3，特斯拉估价快速拉升。此外，2019 年 12 月 3 日工信部等起草了《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》（征求意见稿）支持新能源车产业发展。海外新能源龙头的技术革新落地，在中国建厂并快速投产，同时国内政策充分支持新能源车产业，让资本市场看到商业模式的可行性，资本市场交易海外映射。基本面看，2019 年新能源车销量和

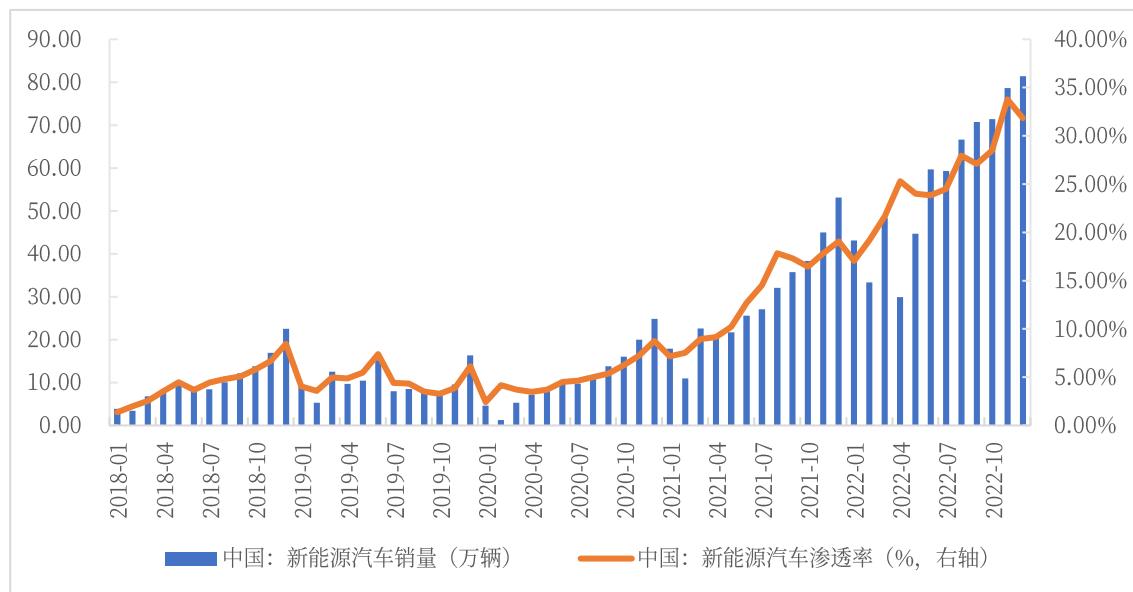
渗透率一度下行，因此该阶段市场实际是新能源车的主题投资，交易电动化率提升后国内新能源车行业规模具备宽广空间的预期。新能源车行情第二阶段为 2020Q2 至 2021Q4，新能源车性能逐渐完善同时受到政策推动下，国内新能源车销量及渗透率爆发式增长，多家国产品牌公司业绩得到验证，相关行业进入景气度投资阶段。2020 年年中新能源车渗透率开始爆发式增长，伴随商业模式的验证，市场更加认可路线的确定性。2020 年 10 月 20 日国务院正式印发《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》推动行业快速发展。比亚迪 2020 年三季度业绩大幅增长，蔚来、理想、小鹏等造车新势力毛利率也先后转正，业绩推动下市场行情得到进一步加强。2021 年新能源车销量和市场渗透率再度加速上行，至 2021 年 12 月销量达 53.09 万辆，行业渗透率达 19.06%，行业盈利能力逐渐兑现，基本面向好的加持下，行情持续延续至 2021 年四季度。

图3 新能源车行情



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

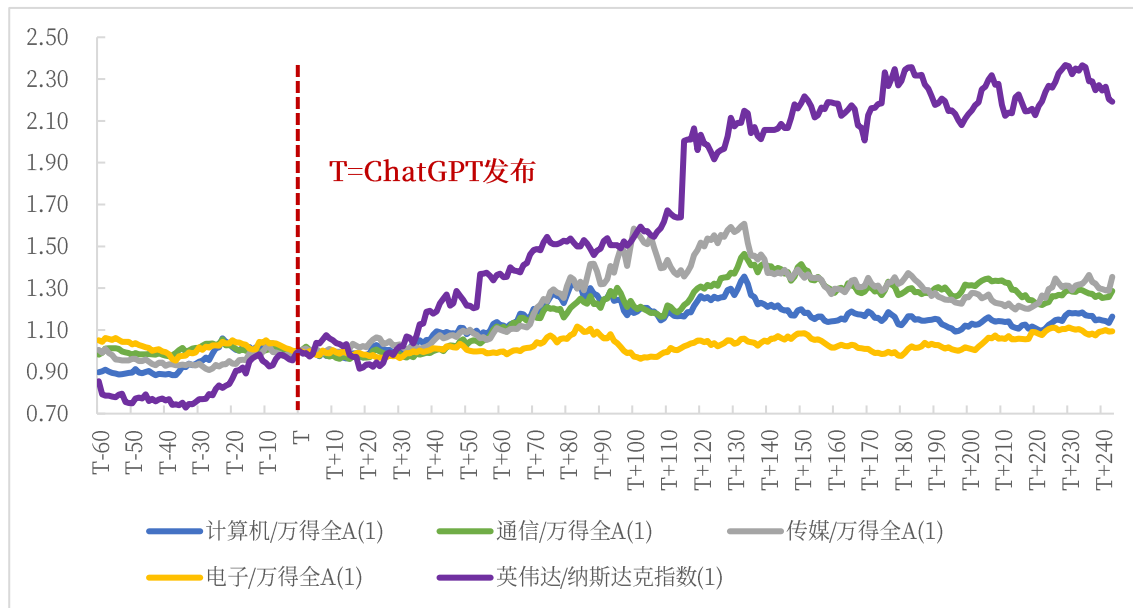
图4 中国新能源车出货量及渗透率



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

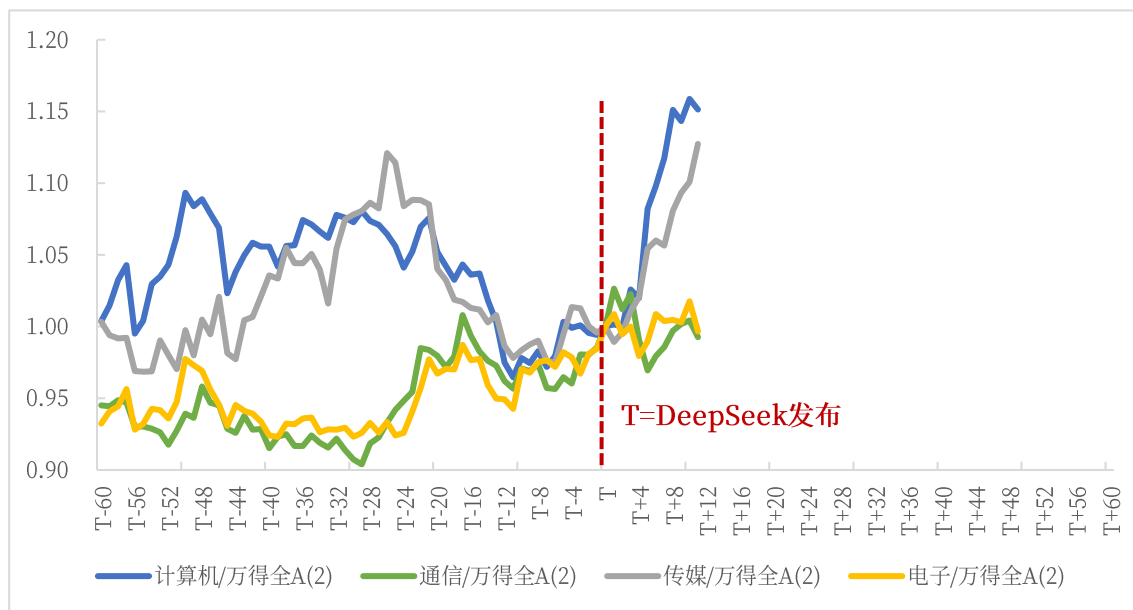
本轮人工智能行情的第一阶段由 ChatGPT 催化的海外产业趋势映射行情已经结束。当前 DeepSeek 的成功代表国产大模型从追赶迈向创新，国内产业趋势开端或已形成，未来相关应用创新有望迎来爆发式增长并不断完善性能，人工智能产业有望进入景气度投资。此前的第一阶段行情中，ChatGPT 于 2022 年 11 月发布，成为人工智能科技革新的标志性事件，资本市场迅速作出反应，英伟达股价大涨并持续跑赢纳斯达克指数。国内 TMT 板块在这一刺激下启动了超过 130 个交易日的行情，期间震荡上行，到达顶部后回调进入平台期横盘震荡，但仍远高于 ChatGPT 发布时点。未来产业有望进入第二阶段行情，DeepSeek 的成功或已提前引发市场抢跑。2025 年 1 月 20 日，深度求索发布国产推理模型 DeepSeek-R1，其性能对标 OpenAI o1-mini，并极大降低了训练和推理成本，因此服务定价大幅降低。DeepSeek-R1 在逐渐转变全球资本对中国科技股的认知，或迎来中国的“斯普特尼克”时刻。自发布以来，多家外资投行和基金看多中国资产。

图5 第一阶段 ChatGPT 行情



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：申万一级行业指数、万得全 A、英伟达、纳斯达克指数均以 T0 为基数进行标准化）

图6 DeepSeek 或已引发第二阶段行情提前启动



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：申万一级行业指数及万得全 A 均以 T0 为基数进行标准化；数据截至 2025 年 2 月 13 日）

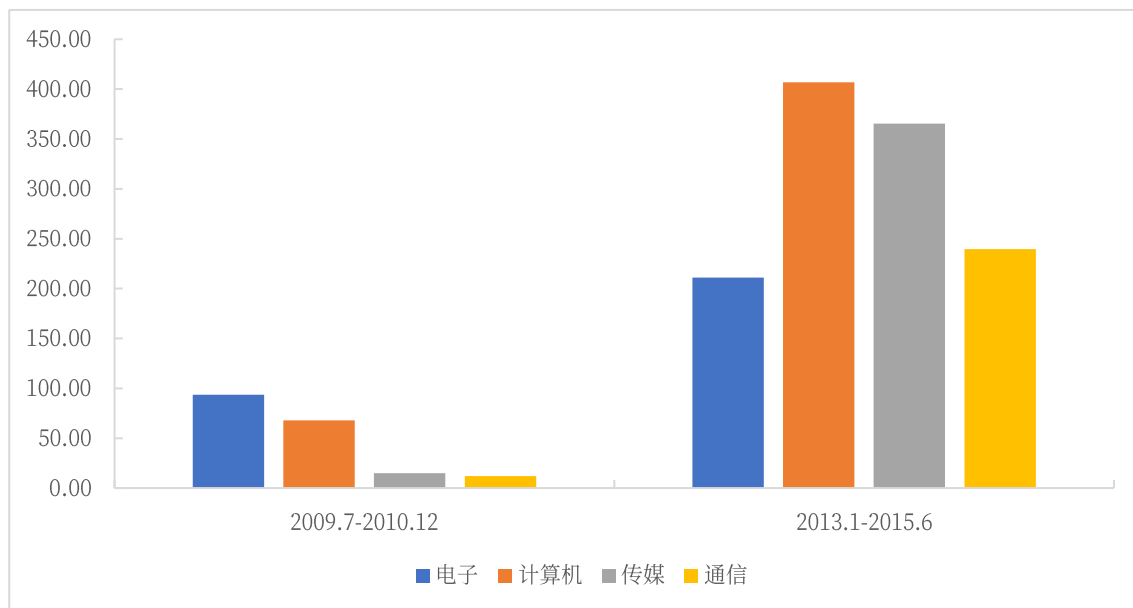
参考前两轮科技行情，第二阶段与第一阶段相比持续时间更长、斜率更高。DeepSeek 有望带动国内产业进入快速扩张期。相较于海外映射的主题投资，应用场景和业绩转化带来的基本面改善预期对于市场风险偏好和投资者交易热情的提升更为坚实。因此，我们预计本轮科技行情第二阶段虽已提前启动但尚未进入主升浪。

同时，参考此前移动互联网行情经验，第二阶段产业中下游的计算机、传媒等行业皆呈现出更高的区间收益。移动互联网行情两阶段中，电子、计算机、传媒、通信四个行业均跑赢万得全 A。进一步看互联网两阶段行情区间内四行业的区间收益情况。第一阶段在海外映射期，主题投资行情更多集中在上游的电子行业；而第二阶段，中下游的计算机、传媒等行业皆呈现出更高的区间收益，实现了多点开花。在本轮由 DeepSeek 提前引发的人工智能第二阶段行情中，伴随政策对于人工智能的支持、景气度成为权益市场投资线索之一，科技板块热度有望延续，并扩散至有机会被人工智能赋能的下游行业。DeepSeek 发布以来，计算机和传媒指数收益率再次领跑，预计未来中下游行业的 AI 应用端将迎来快速发展的黄金时期并有望贡献更高的超额收益。

图7 互联网行情从上游向中下游扩展形成“互联网+”热潮



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：申万一级行业指数及万得全 A 均以 2009 年 1 月 5 日为基日标准化）

图8 互联网行情从上游向中下游扩展形成“互联网+”热潮


资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：两阶段互联网行情时间选取四行业相对万得全 A 趋势性上行阶段，第一阶段时间为 2009.7.1-2010.12.31，第二阶段时间为 2013.1.4-2015.6.30）

投资建议：

海外不确定持续，国内稳增长政策接踵而至。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，科特估行情或将重现并成为本轮行情主线之一。中期看，提振消费、扩大内需和科技创新引领新质生产力发展被列为 2025 年前两大工作任务，内需板块和自主可控有望成为市场中期主线。

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