

策略周评 20250209

AI “东升”，新周期开启

2025 年 02 月 09 日

■ 我们看好未来 2-3 年维度，A 股 AI 应用端中长线行情，主要基于美元周期、我国在科技应用侧的发展优势，以及 DeepSeek 工程优化带来的 AI 技术普惠趋势以及中国科技资产重估三大逻辑。

➢ 美元利率已经筑顶，强美元一旦出现逆转，中国科技公司在分子分母两端均将充分受益全球资本回流

本轮强美元周期自 2021 年 6 月启动、于 2022 年末筑顶震荡，至今已经持续超过 3 年半，2023 年以来以 NV 为代表的海外科技巨头市值持续膨胀，走出“戴维斯双击”行情，一方面北美科技公司在强科技周期中的确在技术发展早期展现出引领优势（如“互联网+PC”时代的思科、“移动互联+手机”时代的苹果和亚马逊），另一方面强美元周期之下全球资本流向美元资产，对于美股科技巨头加大资本开支、巩固技术优势，以及估值层面获得流动性溢价具有不可忽视的推动作用。

尽管特朗普加关税、制造业回流等政策主张构成“美元悖论”，但在美债付息压力与日俱增的背景之下，已在高位盘踞两年的美元利率进一步走强的空间有限，而未来一旦发生转向，全球资本的回流将缓解强美元周期之下非美经济体产业发展和资产定价压力，即：分子端，非美国货币政策空间打开，科技公司资本开支和研发投入的资金成本降低、加速技术进步，分母端，流动性改善驱动非美风险资产实现估值提升。而本轮全球 AI 科技竞赛中，全球范围内只有中国的技术实力与美国最具可比性，则强美元压力一旦缓解，中国 AI 科技公司将率先受益。

➢ 我国具备 AI 应用端蓬勃发展的天然土壤：工程师红利与庞大的用户基础成为我国在终端硬件制造和软件生态构建方面的坚实壁垒

在过去两轮科技周期中，我国虽然在底层技术研究方面起步偏晚，但在技术扩散阶段均展现出十足的“后劲”。

1、“互联网+PC”浪潮中，2000 年前最大的受益者无疑是美国信息技术产业，而 2000s 初科网泡沫破灭后，彼时中国加入 WTO 积极参与产业链国际分工，全球计算机制造端的机壳、机身等劳动密集但附加值较低的环节开始向中国转移，形成“中国从美国进口电子元器件和仪器设备，美国从中国进口计算机和家用电器等整机设备”的产业结构；同时在软件端，我国网民用户迅速增长，网游、电商等环节陆续诞生了网易、阿里、京东等互联网大厂。

2、“移动互联+手机”浪潮中，尽管 2006-2008 年亚马逊、苹果率先孕育出云计算、智能机等关键技术与产品，但 2010 年之后，中国凭借制造业技术升级快速切入苹果产业链上游供应链，本土亦诞生了“华米欧维”等优秀的整机玩家，体现在 A 股则是电子板块多家上市公司股价增长数倍。软件端，2011-2012 年我国智能机渗透率迅速增长并赶超全球，移动终端设备快速普及之下一批优秀的国产移动应用应运而生，其中微信、支付宝更是成为撬动移动互联网变革的“超级应用”。根据 BCG 数据，2009-2014 年，中美 mGDP（指移动技术贡献的 GDP）年均复合增长率分别为 17.7%/15.4%，2014 年中美 mGDP 占全国 GDP 比率分别为 3.7%/3.2%，中国作为“后起之秀”，顺应移动互联网浪潮乘势而上，在移动价值链全球分工及应用开发方面的受益程度并未输于北美。

我们认为本轮 AI 科技周期中，我国将继续享受“下半场”的技术扩散红利。对于硬件端，尽管目前全球部分劳动密集型产能逐渐转移向越南、印度等具备劳动力成本优势的新型工业化国家，同时特朗普政府致力于制造业回流北美，但本轮 AI 科技周期中，终端硬件的技术密集属性相较此前两轮科技周期将进一步强化，而我国特有的工程师红利提供了较新型工业化国家更强的高端制造能力和较北美更低的成本优势，以 AI 最大规模终端应用场景人形机器人为例，特斯拉 Optimus 的量产最佳选择将依然为中国供应商。而软件端，我国用户规模优势已初步体现，据研究机构

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

研究助理 孔思迈

执业证书：S0600124070019

kongsm@dwzq.com.cn

相关研究

《2 月度金股：节后买什么？【勘误版】》

2025-02-06

《DeepSeek 的扰动与关税再敲门——全球大类资产观察（1.20-2.2）》

2025-02-04

QuestMobile 数据，截至 2024 年 11 月底，中国 AIGC APP 整体月活用户规模已突破 1 亿大关，相比 2024 年 6 月实现翻倍增长，我们有充足的理由相信逐渐壮大的用户基础将进一步反哺国内 AI 软件产业。

➤ **DeepSeek-R1 的工程化创新和开源属性将推动“模型平权”、加速应用端发展，并有望引导全球重估中国科技资产价值**

今年 1 月 20 日开源模型 DeepSeek-R1 问世，通过工程优化实现模型效率大幅提升，实现了基本比肩 OpenAI o1 的性能的同时大幅降低了训练和推理成本，春节期间引发海内外科技圈和资本市场高度关注。一方面，DeepSeek 的开源属性和降本能力促进 AI 技术普惠化，产业端演进逻辑得以由单纯的基座模型性能提升逐渐向应用层创新场景倾斜，市场关注重点从预训练 Scaling Law 向推理侧需求繁荣转移；另一方面，DeepSeek 的成功意味着美国科技封锁并不能阻止中国 AI 能力进步，海外科技巨头乃至美国决策层均予以高度重视，中国科技资产价值有望获得全球投资者重新评估。

■ 总结而言，我们认为在美元周期筑顶、DeepSeek-R1 出圈的背景之下，中国凭借自身在科技应用端的“后发优势”，未来 2-3 年有望充分享受 AI 技术扩散阶段的产业发展红利。

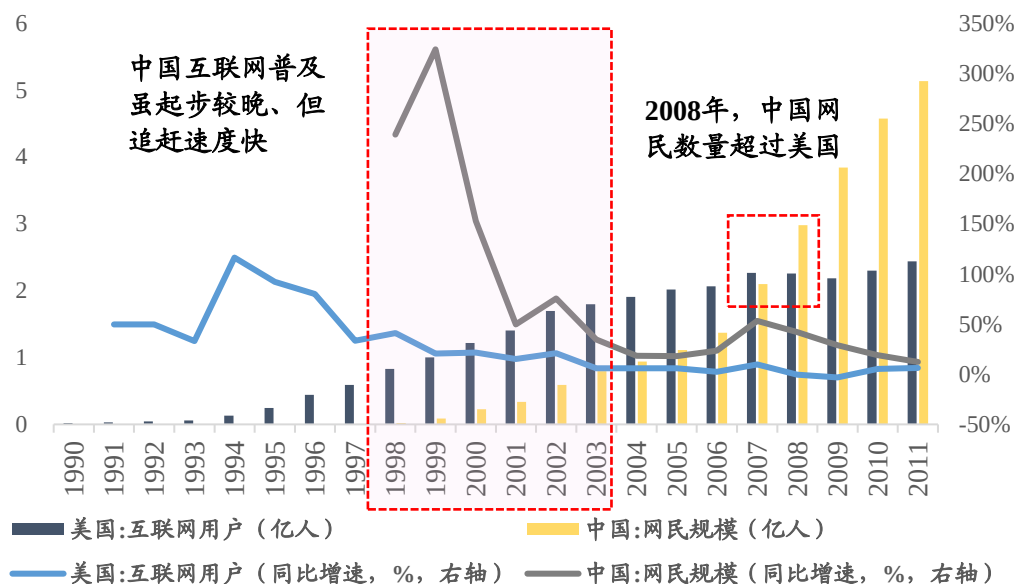
我们建议重视 AI 应用端、推理侧投资机会，关注：1) 端侧硬件，包括人形机器人、AIPC、AI 手机、AI 玩具、智能穿戴 (AI 眼镜)、智能驾驶等；2) 推理算力，包括云计算、国产 AI 芯片，以及芯片制造产业链 (半导体设备、先进封装等)；3) AI Agent 和 AI 软件应用 (包括但不限于 AI 赋能电商、营销、办公、教育、医疗等)

注：本文所涉及个股或者公司仅代表与产业链或交易热点有关联，本文所引述的资讯、数据、观点均以展示为目的，不构成投资建议，个股层面请参照东吴证券研究所各行业组所推荐标的。

■ **风险提示：**经济增长不及预期；政策推进不及预期；地缘政治风险；海外降息节奏及特朗普政府对华政策不确定性风险等。

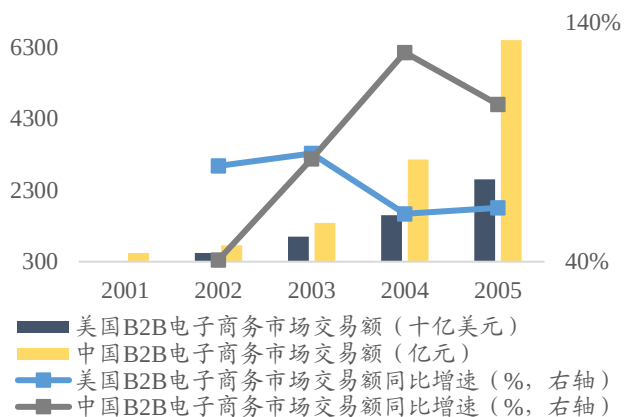
注：本文所涉及个股或者公司仅代表与产业链或交易热点有关联，本文所引述的资讯、数据、观点均以展示为目的，不构成投资建议，个股层面请参照东吴证券研究所各行业组所推荐标的。

图1：我国互联网普及起步虽晚、但追赶速度快



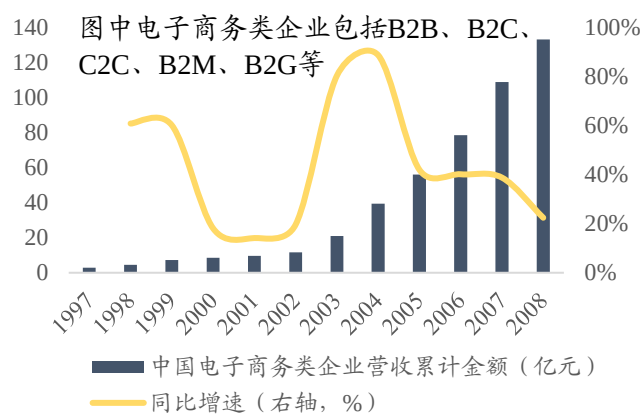
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：我国 B2B 电子商务起步晚，2003 年起快速追赶



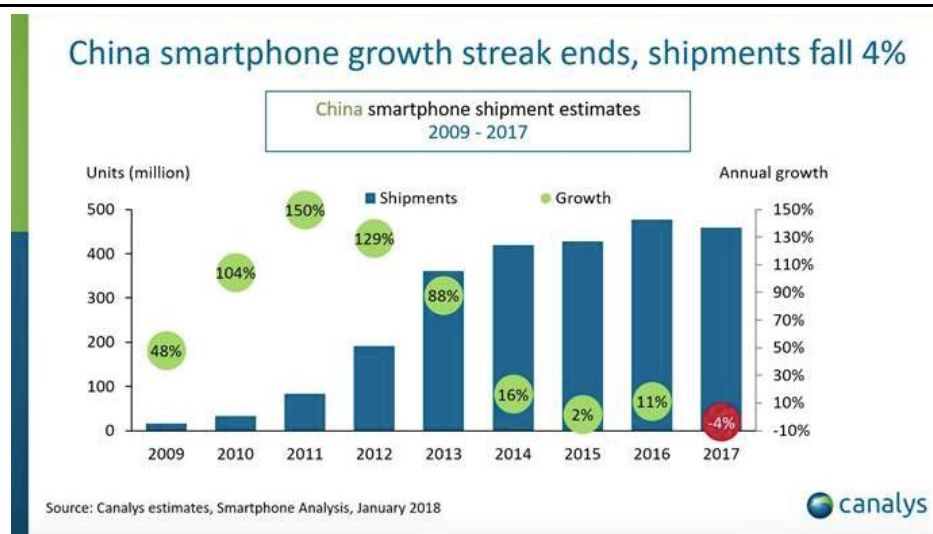
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：2002-2004 年电子商务企业营收高速增长



数据来源：中国 B2B 研究中心《中国电子商务十二年调查报告》，东吴证券研究所

图4：2009-2010 年，中国智能手机出货量快速增长



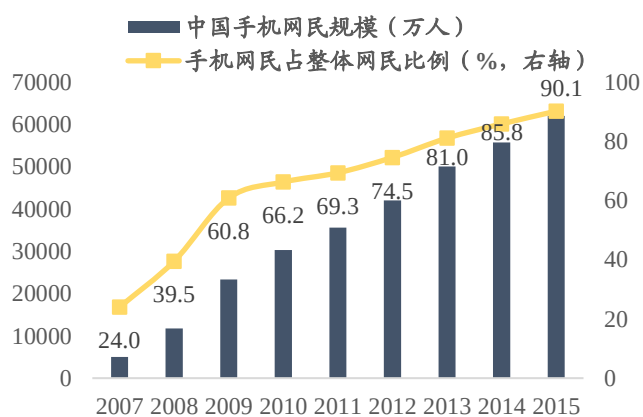
数据来源：Canalys，东吴证券研究所

表1：2009-2015 年，A 股智能手机产业链相关公司股价表现

证券代码	证券简称	上市日期	主营业务/受益环节	2009年1月1日-2015年6月30日			
				区间内自最低价的最大涨幅 (%)	区间涨跌幅 (%)	区间最低价日	区间最低价日后的最高价日
002241.SZ	歌尔股份	2008-05-22	电声元器件	2,021.7	1,572.5126	2009-07-06	2013-05-21
002475.SZ	立讯精密	2010-09-15	连接器	704.2	469.7781	2013-06-21	2015-06-12
300115.SZ	长盈精密	2010-09-02	精密电子零组件	617.9	252.7870	2014-12-23	2015-06-03
300433.SZ	蓝思科技	2015-03-18	视窗防护玻璃	449.4	167.0190	2015-03-18	2015-06-02
002436.SZ	兴森科技	2010-06-18	PCB样板、IC载板	441.3	107.2488	2012-12-03	2015-04-14
600183.SH	生益科技	1998-10-28	覆铜板 (CCL)	417.5	255.1290	2012-12-04	2015-06-15

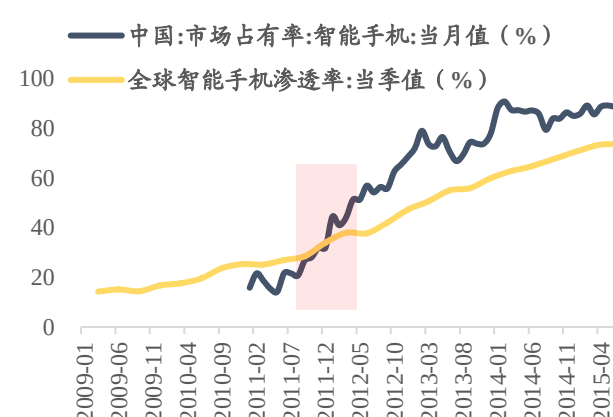
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2009-2014 年中国手机网民规模迅速增长



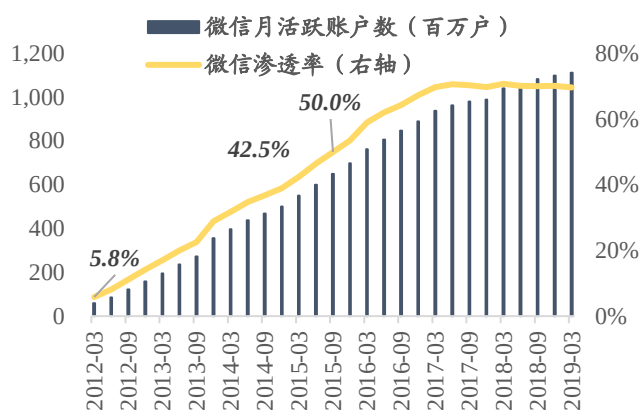
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2012 年初中国智能手机渗透赶超全球



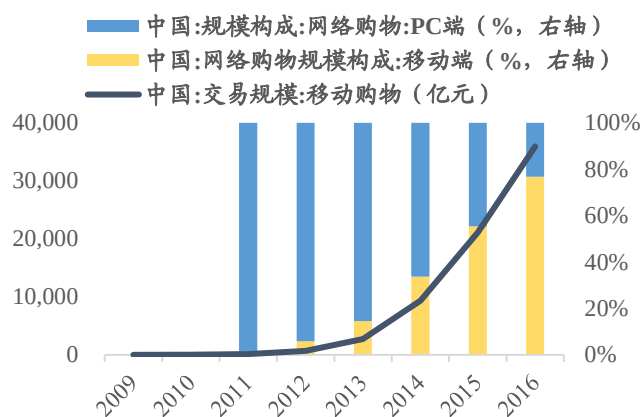
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7: 2012-2015 年, 微信渗透率快速提升



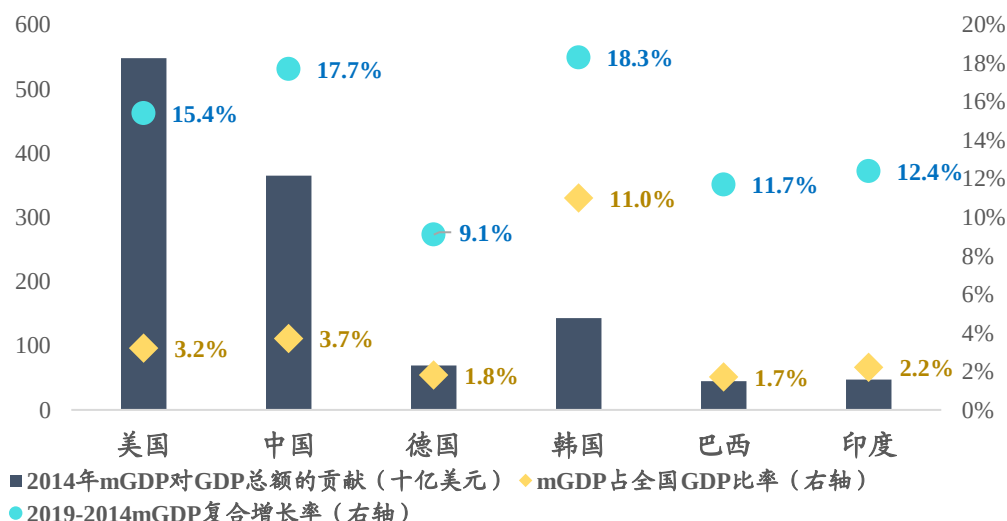
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 2012-2016 年, 移动购物占网购比例大幅提升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 我国在移动价值链全球分工及应用开发方面的受益程度并未输于北美



数据来源: BCG, 东吴证券研究所

注: “mGDP”来自BCG报告, 指移动技术贡献的GDP

表2: 2009-2015 年, A 股移动应用相关公司股份表现

证券代码	证券简称	上市日期	主营业务/受益环节	2012年1月1日-2015年6月30日			
				区间内自最低价的最大涨幅 (%)	区间涨跌幅 (%)	区间最低价日	区间最低价日后的最高价日
300059.SZ	东方财富	2010-03-19	互联网金融	7,039.8	2,584.4	2012-12-04	2015-06-05
300017.SZ	网宿科技	2009-10-30	互联网加速器	2,591.7	1,478.1	2012-01-06	2014-02-19
002439.SZ	启明星辰	2010-06-23	信息安全	1,910.5	667.9	2012-11-29	2015-05-13
300058.SZ	蓝色光标	2010-02-26	数字营销	824.4	323.7	2015-06-30	2015-06-30
002230.SZ	科大讯飞	2008-05-12	智能语音	756.7	287.0	2012-06-29	2015-04-13
300047.SZ	天源迪科	2010-01-20	电信业务支撑软件	632.9	524.2	2013-06-25	2015-06-02

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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>