



计算机行业 2025 年投资展望：信创、AI 应用构投资主线，新质生产力领域具结构机会

2024 年 12 月 31 日

看好/维持

计算机

行业报告

分析师	刘蒙 电话：010-66554034 邮箱：liumeng-yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480522090001
分析师	张永嘉 电话：010-66554016 邮箱：zhangyj-yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480523070001

投资摘要：

行业回顾：全年表现与沪深 300 基本持平，924 行情以来反弹较大。从市场表现来看，今年 9 月份之前计算机板块受大盘风格和市场风险偏好影响表现略差，但下半年随着一揽子提振资本市场信心的计划出台，市场风险偏好度提升，计算机板块反弹较为明显。目前计算机板块估值水平处于合理位置，机构持仓及超配比例仍处于低位，整体风险度适中。

行业展望：信创、AI 应用构投资主线，新质生产力领域具结构机会。（1）通过复盘计算机板块历史行情，我们发现历次行情驱动发现都是受政策、技术、估值、流动性几方面的综合影响，波动大、估值提升快、行情启动领先于大盘，分析原因，我们认为一方面是由于计算机作为新质生产力的代表成长性行业，中长期空间大，边际成本低，具备爆发性增长潜力，短期逻辑难证伪；另一方面从产业链来看计算机处于整个科技板块的偏中下游环节，生产要素以人才与技术为主，下游直接面向行业应用，产业链短且透明度低，进一步催化了板块波动，此外高资金关注度以及金融信息服务、证券 IT 等受交易量强影响板块的存在进一步推高了计算机行业的贝塔属性，加快板块行情的启动速度；（2）**展望后市**，我们认为判断行情能否持续应从**基本面（强化政策、技术把握，弱化短期需求与阶段性业绩影响）、性价比（估值水平、筹码结构等综合判断）、吸引力（主题催化、风险偏好、流动性预期等综合分析）**三大维度去综合分析判断，同时在板块行情的基础上寻找一些细分领域的结构性机会。整体而言，对于 2025 年计算机行业的投资展望，我们认为市场整体流动性及风险偏好有望改善，由于估值处于历史中位、机构持仓较低集中减持风险较小，板块仍具备一定投资性价比。信创与人工智能板块在政策、技术、需求层面达成共振，同时低空经济、量子信息、智能驾驶、车路云、数据要素等新质生产力领域有望在内外催化下实现结构性行情。

投资策略：（1）信创方面，当前信创逻辑逐步扩散，板块涉及标的众多，我们认为应重点把握以下三条推荐主线：**一是主流信创生态下的各细分领域龙头标的**，因信创产业为逐级推进，前期党政信创与央企信创中积累的行业经验与产品迭代有望帮助公司积累护城河，如中国软件、太极股份、达梦数据、中国长城、奇安信、卓易信息、金山办公、福昕软件等公司；**二是自主可控需求紧迫、国内竞争格局相对较优的板块**，如国产算力生态核心公司海光信息、龙芯中科、中科曙光等公司；工业软件领域的华大九天、概伦电子、中望软件、索辰科技等公司；**三是信创逻辑扩散下华为产业链中重要参与者**，如软通动力、神州数码、中国软件国际、拓维信息、海量数据等公司；（2）**AI 应用方面**，**从发展速度上来看**，AIGC 行业正处于高速增长期，据 IDC 预测，2024 年全球人工智能产业规模将达到 6233 亿美元，同比增长 21.5%，增势迅猛。**从发展阶段上来看**，AIGC 行业应用逐步落地，头部大模型产品用户量持续增长，截止 2024 年 11 月全球前三名产品月活数较 23 年底接近翻倍。且国内外科技巨头持续加码 AI 投入，部分行业 AI 应用得到业绩验证；**从发展方向上来看**，新产品新趋势有望得到验证，AI agent、端侧智能等逐渐步入技术产品爬升阶段，产品有望逐步落地。投资方向上，一是已发布通用大模型且积极探索 AI 行业应用落地的科大讯飞、昆仑万维、三六零等公司，二是具备 AI 应用落地场景的相关标的，如万兴科技、金山办公、福昕软件等公司有望受益；（3）**其他新质生产力板块**，智能驾驶领域高阶智驾持续渗透，出海为厂商带来新机遇，德赛西威、中科创达、道通科技、地平线科技、黑芝麻智能等汽车智能化领域公司有望受益于行业发展；量子计算行业仍处于技术起步期，但应用大规模落地仍需时日，有先发布局的公司包括国盾量子、科大国创、三未信安、信安世纪、神州信息等；低空经济行业具备高发展确定性，基础设施建设先行，莱斯信息、新晨科技等公司有望受益于行业发展；车路云建设稳步推进，相关投资机遇显现，车路云相关上市公司有千方科技、万集科技、高新兴、金溢科技等；数据要素市场中长期有利于赋能新质生产力发展、促进经济增长、提升企业价值，相关公司有航天宏图、中科星图、超图软件、科大讯飞、易华录、太极股份、深桑达、三维天地、电科网安、广电运通等公司。

风险提示：政策落地及技术创新或不及预期、行业竞争加剧、相关行业发展或产品拓展不及预期、海外制裁加剧等风险。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS(元)				PE				PB	评级
	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E		
688111.SH	金山办公*	2.86	3.30	4.15	5.24	96.07	92.15	73.39	57.99	强烈推荐
688095.SH	福昕软件*	-1.03	-0.14	0.30	0.95	696.55	-503.23	229.27	72.42	强烈推荐
603019.SH	中科曙光*	1.26	1.47	1.81	2.17	59.03	50.84	41.44	34.43	强烈推荐
300496.SZ	中科创达*	1.02	0.79	1.16	1.59	2468.01	83.32	56.20	41.11	强烈推荐
688047.SH	龙芯中科*	-0.82	-0.38	0.04	0.28	-121.08	-367.04	3380.43	506.05	推荐
600536.SH	中国软件	-0.31	0.12	0.24	0.37	-283.66	407.04	205.06	132.96	-
002368.SZ	太极股份	0.61	0.62	0.79	1.01	70.36	38.79	30.65	24.01	-
688692.SH	达梦数据	5.19	4.77	5.95	7.30	74.77	72.70	58.23	47.44	-
000066.SZ	中国长城	-0.30	0.03	0.07	0.13	-59.49	614.40	207.80	117.29	-
688561.SH	奇安信	0.10	0.23	0.40	0.57	163.94	125.41	71.20	49.45	-
688258.SH	卓易信息	0.65	0.63	0.83	1.07	193.80	56.59	43.01	33.21	-
688041.SH	海光信息	0.54	0.82	1.17	1.57	190.96	189.37	133.02	98.72	-
301269.SZ	华大九天	0.37	0.24	0.45	0.66	805.89	549.42	291.33	196.20	-
688206.SH	概伦电子	-0.13	-0.12	-0.05	0.06	-103.79	-175.41	-411.41	332.00	-
688507.SH	索辰科技	1.02	0.80	1.14	1.61	214.55	71.82	50.82	35.91	-
301236.SZ	软通动力	0.56	0.68	0.87	1.08	228.01	91.18	71.22	57.14	-
000034.SZ	神州数码	1.79	2.08	2.50	2.99	19.59	17.12	14.20	11.90	-
002261.SZ	拓维信息	0.04	0.07	0.12	0.19	-1410.12	256.46	152.22	97.10	-
603138.SH	海量数据	-0.29	-0.09	0.12	0.33	-103.34	-162.94	113.95	41.57	-
002230.SZ	科大讯飞	0.28	0.25	0.40	0.56	539.07	201.15	123.54	88.55	-
300418.SZ	昆仑万维	1.05	-0.03	0.33	0.46	163.22	-1471.37	123.97	88.16	-
601360.SH	三六零	-0.07	0.01	0.03	0.04	-109.87	1715.67	324.39	245.88	-
300624.SZ	万兴科技	0.64	0.36	0.51	0.67	823.95	193.21	138.58	104.77	-
002920.SZ	德赛西威	2.81	3.82	4.95	6.22	31.60	29.75	22.94	18.22	-
688208.SH	道通科技	0.40	1.29	1.58	1.94	39.53	30.86	25.14	20.45	-
688027.SH	国盾量子	-1.54	-0.47	-0.17	0.13	-261.43	-691.78	-1908.78	2465.47	-
300520.SZ	科大国创	-1.52	--	--	--	-14.75	--	--	--	-
688489.SH	三未信安	0.59	0.72	1.00	1.30	101.89	51.66	37.05	28.59	-
688201.SH	信安世纪	0.05	0.38	0.59	0.79	-117.29	37.00	23.60	17.63	-
000555.SZ	神州信息	0.21	0.17	0.29	0.40	4798.75	70.24	41.83	30.19	-
688631.SH	莱斯信息	0.92	0.96	1.26	1.61	110.56	95.18	72.94	57.10	-
300542.SZ	新晨科技	0.12	0.23	0.31	0.44	173.17	96.86	70.82	50.66	-
002373.SZ	千方科技	0.35	0.35	0.43	0.48	71.80	30.75	24.99	22.28	-
300552.SZ	万集科技	-1.81	-0.24	0.49	1.13	-17.76	-146.05	72.07	31.45	-

简称	EPS(元)				PE				PB	评级
	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E		
300098.SZ	高新兴	-0.06	0.04	0.07	0.10	-125.68	173.33	90.47	64.36	-
002869.SZ	金溢科技	0.29	0.45	0.72	1.05	92.76	62.53	38.78	26.54	-
688066.SH	航天宏图	-1.63	-0.26	0.49	1.08	-9.91	-80.66	43.16	19.64	-
688568.SH	中科星图	0.94	0.91	1.25	1.71	73.70	58.97	42.69	31.37	-
300036.SZ	超图软件	0.31	0.32	0.44	0.56	201.44	54.83	40.21	31.15	-
300212.SZ	易华录	-2.83	-0.13	0.09	0.23	-8.84	-188.74	255.35	103.97	-
000032.SZ	深桑达 A	0.29	0.40	0.51	0.63	42.58	44.06	35.01	28.13	-
301159.SZ	三维天地	0.10	--	--	--	-58.44	--	--	--	-
002268.SZ	电科网安	0.41	0.48	0.59	0.73	242.81	36.04	29.14	23.46	-
002152.SZ	广电运通	0.39	0.44	0.51	0.58	33.87	27.74	24.21	21.05	-

资料来源：同花顺 iFinD、公司财报、东兴证券研究所（*公司当前已覆盖，未覆盖公司盈利预测取自同花顺 iFinD 一致预期）

目 录

1. 行业回顾：全年表现与沪深 300 基本持平，924 行情以来反弹较大	6
2. 行业展望：流动性与风险偏好有望改善，信创与 AI 应用具备机会	11
2.1 计算机板块行情复盘及持续性分析	11
2.2 行业展望思路：具备投资性价比，把握结构性行情	14
2.2.1 基本面：科技自立自强与新质生产力构成主线，持续关注 AI 技术落地	14
2.2.2 性价比：估值与机构持仓水平均处相对中位，板块仍具一定性价比	15
2.2.3 吸引力：关注新质生产力主题，风险偏好与流动性有望回升	16
3. 投资策略：信创、AI 应用构投资主线，新质生产力领域具结构机会	18
3.1 信创逻辑扩散：外部催化叠加政策护航，板块行情已启动	18
3.2 AIGC：行业高速发展，步入商业化落地时期	21
3.3 其他新质生产力板块	25
3.3.1 智能驾驶：高阶智驾持续渗透，出海为厂商带来新机遇	25
3.3.2 量子计算：技术起步期，应用大规模落地仍需时日	26
3.3.3 低空经济：高发展确定性，行业基建先行	27
3.3.4 车路云：稳步推进，有望弥补车端不足	30
3.3.5 数据要素：市场建设稳步推进，赋能新质生产力发展	31
4. 风险提示	34
相关报告汇总	35

插图目录

图 1：2024 年初至今 SW 计算机及沪深 300 指数行情	6
图 2：今年以来申万一级行业涨跌幅排名（%）	7
图 3：近五年计算机板块 PS 估值水平	9
图 4：近五年计算机板块 PE 估值水平	9
图 5：2020 年至今计算机板块基金持仓比例及超配水平（%）	10
图 6：计算机指数收益率近年上涨阶段复盘	12
图 7：计算机行业整体估值情况复盘	12
图 8：计算机发展逻辑维度行业框架	14
图 9：风险偏好指标与计算机行业指标对比	16
图 10：计算机行业 2025 年分析思路	17
图 11：信创板块 2018 年至今行情复盘	18
图 12：信创产业推进节奏及产业规模与增速预测	19
图 13：我国信创产业核心生态情况	20
图 14：华为鸿蒙 2030 愿景及关键特征	20
图 15：全球人工智能产业规模/亿美元	21
图 16：全球生成式人工智能投融资规模/亿美元	21
图 17：AI 产品榜 2024 年 11 月 web 全球总榜	21

图 18: AI 产品榜 2023 年 12 月全球总榜	21
图 19: o3 在数学领域的表现	22
图 20: o3 在软件工程领域的表现	22
图 21: AIGC 成熟曲线 (2024)	23
图 22: Project Mariner 展示	23
图 23: Jules 展示	23
图 24: 高阶智驾持续渗透	25
图 25: 海外国家新能源汽车渗透率水平及目标	26
图 26: 量子计算技术体系架构	26
图 27: 量子计算技术成熟度与应用展望	27
图 28: 低空经济产业链	28
图 29: 低空经济领域主要政策	28
图 30: 低空经济基础设施现状	29
图 31: 空管系统组成及功能架构	29
图 32: 北京市车路云一体化新型基础设施建设项目 (初步设计、施工图设计) 中标结果	30
图 33: 公路水路交通基础设施数字化转型升级示范区域名单 (第一批)	30
图 34: 车路云一体化系统框架图	31
图 35: 数据要素推动经济增长机理	32
图 36: 2021-2023 数据经济贡献度	32
图 37: 2021-2025E 年中国数据要素流通行业市场规模(亿元)	33
图 38: 2024 年中国数据要素产业链与行业参与者	33

表格目录

表 1: 2024 年以来分规模涨跌幅比例及平均涨跌幅	7
表 2: 2024 年以来分实控人性性质涨跌幅比例及平均涨跌幅	7
表 3: 2024 年计算机板块涨跌幅前十个股	8
表 4: 2024 年计算机板块机构重仓股情况	10
表 5: 端侧智能的优势	24
表 6: 数据要素相关政策	32

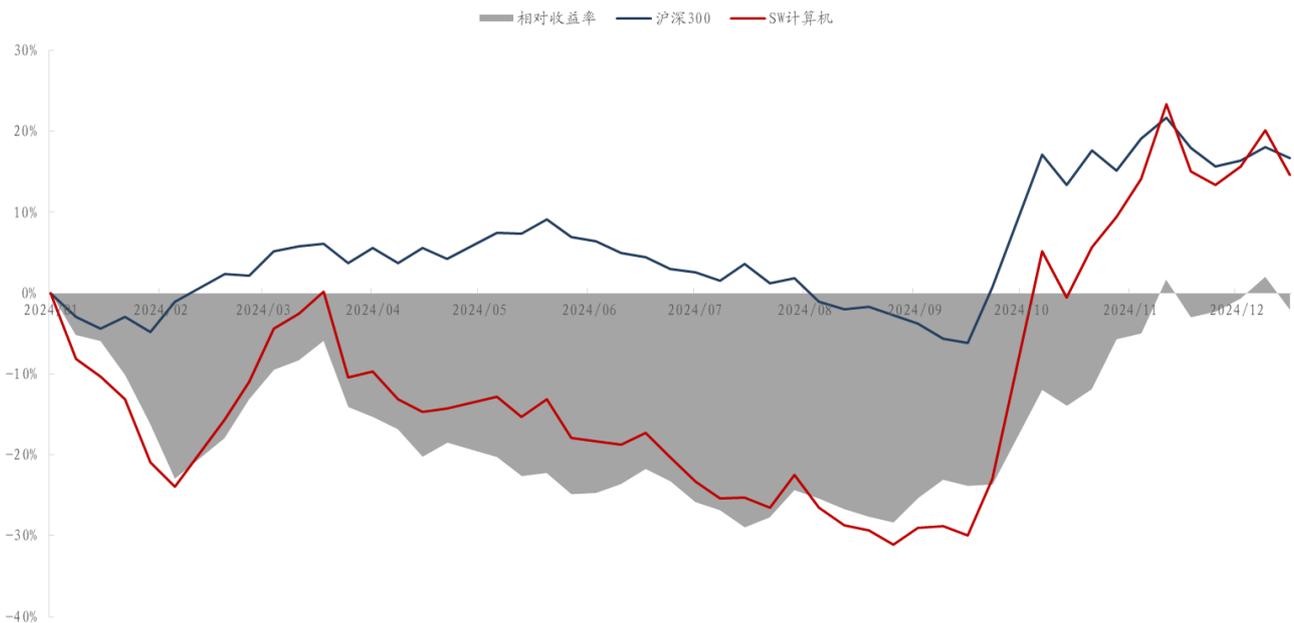
1. 行业回顾：全年表现与沪深 300 基本持平，924 行情以来反弹较大

计算机板块全年表现与沪深 300 指数基本持平，924 行情以来计算机板块反弹力度较大。截至 12 月 18 日（本部分所用数据均采用截止 24.12.18 数据），SW 计算机指数自年初累计上涨 14.61%，同期沪深 300 指数上涨 16.68%，计算机指数跑输沪深 300 指数 2.07 个 pct。

我们在半年度展望中（《计算机行业 2024 年半年度展望：聚焦新质生产力，把握行业结构性机会》，2024-07-31）提到，4 月 12 日国务院《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（国九条）公布，更注重对上市公司的严格监管，从而市场对于业绩确定性不高、市值较小的公司风险偏好度降低，计算机板块以中小市值公司为主，走势受到较大影响，截止 9 月 18 日，SW 计算机指数自年初下跌 29.97%，跑输沪深 300 指数 23.83 个 pct。

9 月 24 日上午，国新办举行发布会，人民银行行长、金融监管总局局长、证监会主席介绍金融支持经济高质量发展有关情况并答记者问，并推出《关于推动中长期资金入市的指导意见》等一揽子政策显著提振资本市场信心，市场风险偏好明显改善，计算机行业指数自 9 月 24 日起明显反弹，从 9 月 18 日跑输沪深 300 指数 23.83 个 pct 反弹至跑输沪深 300 指数 2.07 个 pct，反弹力度较大。

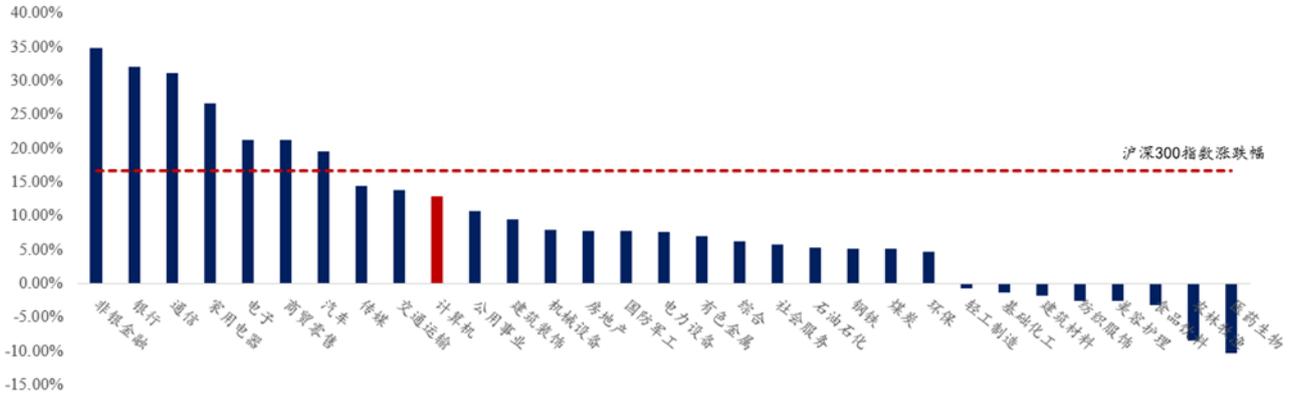
图1：2024 年初至今 SW 计算机及沪深 300 指数行情



资料来源：同花顺 iFinD，东兴证券研究所

横向来看，计算机今年整体表现在申万一级行业中居前。今年以来计算机板块在申万所有一级行业中，涨幅排名第十，略弱于大盘走势。

图2：今年以来申万一级行业涨跌幅排名（%）



资料来源：同花顺 iFinD，东兴证券研究所

大市值公司上涨比例及幅度占优。24 年以来 500 亿以上市值公司（剔除 ST 股）上涨比例为 71.43%，平均涨幅为 19.74%；100-500 亿市值公司上涨比例为 65.85%，平均涨幅为 40.65%；50-100 亿市值公司上涨比例为 63.83%，平均涨幅为 24.70%；50 亿以下市值公司上涨比例为 38.62%，平均涨幅为 -0.35%。不同市值表现与我们上述市场监管趋严结论相符。

表1：2024 年以来分规模涨跌幅比例及平均涨跌幅

市值规模	总家数	上涨家数	下跌家数	上涨比例	平均涨幅
500 亿以上	14	10	4	71.43%	19.74%
100~500 亿	82	54	28	65.85%	40.65%
50~100 亿	94	60	34	63.83%	24.70%
50 亿以下	145	56	89	38.62%	-0.35%

资料来源：同花顺 iFinD，东兴证券研究所

国有性质上市公司表现略好，但区分度不大。今年以来国有性质计算机行业上市公司的上涨比例为 59.32%，平均涨幅为 18.24%；非国有性质计算机行业上市公司上涨比例为 51.97%，平均涨幅达 17.64%。

表2：2024 年以来分实控人性性质涨跌幅比例及平均涨跌幅

实控人	上涨家数	下跌家数	总计	上涨比例	平均涨幅
国有性质	35	24	59	59.32%	18.24%
非国有性质	145	134	279	51.97%	17.64%

资料来源：同花顺 iFinD，东兴证券研究所

信创、智能交通、IT 服务等高景气板块均有个股表现亮眼。今年以来涨幅排名前十的个股分别为托普云农(+596.48%)、汇金科技(+388.64%)、达梦数据(+328.71%)、艾融软件(+320.74%)、赢时胜(+287.11%)、合合信息(+286.89%)、慧翰股份(+257.68%)、荣科科技(+233.16%)、银之杰(+229.81%)、云星宇(+199.13%)；跌幅排名前十的个股分别为卡莱特(-63.07%)、中科江南(-61.46%)、安恒信息(-56.71%)、索辰科技(-53.82%)、信安世纪(-48.98%)、浩辰软件(-48.70%)、永信至诚(-47.57%)、宝信软件(-44.18%)、博汇科技(-41.77%)、朗科科技(-39.11%)。

表3：2024 年计算机板块涨跌幅前十个股

个股涨幅前十					个股跌幅前十				
排名	证券代码	证券名称	涨跌幅/%	板块	排名	证券代码	证券名称	涨跌幅/%	板块
1	301556.SZ	托普云农	+596.48	IT 服务	1	301391.SZ	卡莱特	-63.07	计算机设备
2	300561.SZ	汇金科技	+388.64	网络安全	2	301153.SZ	中科江南	-61.46	财税 IT
3	688692.SH	达梦数据	+328.71	信创	3	688023.SH	安恒信息	-56.71	数据安全
4	830799.BJ	艾融软件	+320.74	信创	4	688507.SH	索辰科技	-53.82	工业软件
5	300377.SZ	赢时胜	+287.11	信创	5	688201.SH	信安世纪	-48.98	信息安全
6	688615.SH	合合信息	+286.89	财税 IT	6	688657.SH	浩辰软件	-48.70	工业软件
7	301600.SZ	慧翰股份	+257.68	智能交通	7	688244.SH	永信至诚	-47.57	财税 IT
8	300290.SZ	荣科科技	+233.16	IT 服务	8	600845.SH	宝信软件	-44.18	IT 服务
9	300085.SZ	银之杰	+229.81	信创	9	688004.SH	博汇科技	-41.77	人工智能
10	873806.BJ	云星宇	+199.13	智能交通	10	300042.SZ	朗科科技	-39.11	计算机设备

资料来源：同花顺 iFinD，东兴证券研究所 数据截止 24.12.18

估值水平处于历史中位。根据同花顺数据，12 月 18 日计算机板块 PS (TTM，剔除负值) 为 3.41 倍，处于过去五年 70.66%分位水平；PE (TTM，剔除负值) 为 48.4 倍，处于过去五年 60.89%分位水平，整体估值处于历史中位。

图3：近五年计算机板块 PS 估值水平



资料来源：同花顺 iFinD，东兴证券研究所

图4：近五年计算机板块 PE 估值水平



资料来源：同花顺 iFinD，东兴证券研究所

前十大重仓股变动较小，持仓量整体趋势略有下降。重仓股排名变动来看，纳思达、德赛西威、深信服、华大九天、同花顺等公司排名有所上升，但在持仓量方面，2024Q3 机构除对德赛西威、华大九天、同花顺、紫光股份持仓量有所上升外，对其余重仓股持仓量均有所下降。

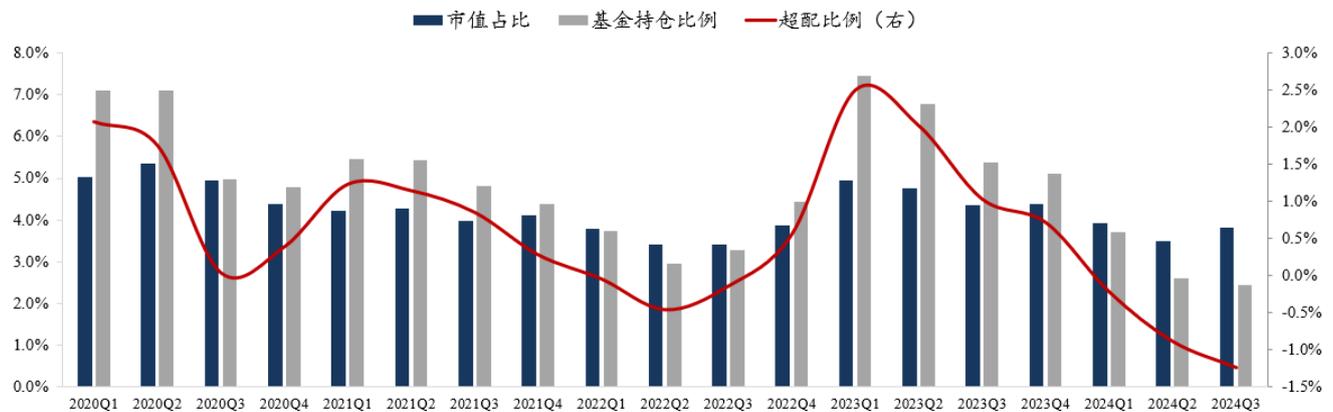
表4：2024年计算机板块机构重仓股情况

24H1 前十大重仓股					24Q3 前十大重仓股				
排名	证券代码	证券名称	持股总股数 (万股)	持股总市值 (亿元)	排名	证券代码	证券名称	持股总股数 (万股)	持股总市值 (亿元)
1	688111.SH	金山办公	4,971.24	113.10	1	688111.SH	金山办公	5,220.59↓	139.08
2	002415.SZ	海康威视	35,810.92	110.69	2	002415.SZ	海康威视	25,798.69↓	83.30
3	002230.SZ	科大讯飞	12,023.67	51.64	3	002180.SZ	纳思达↑	16,381.41↓	49.68
4	002180.SZ	纳思达	17,318.93	45.76	4	002230.SZ	科大讯飞↓	9,887.31↓	43.94
5	603019.SH	中科曙光	6,100.71	25.32	5	002920.SZ	德赛西威↑	3,327.30↑	39.86
6	002920.SZ	德赛西威	2,852.20	24.84	6	300454.SZ	深信服↑	3,965.37↓	27.86
7	300454.SZ	深信服	4,515.47	22.82	7	301269.SZ	华大九天↑	2,735.77↑	25.45
8	600845.SH	宝信软件	6,300.93	20.12	8	603019.SH	中科曙光	4,691.34↓	22.39
9	301269.SZ	华大九天	2,287.70	17.63	9	300033.SZ	同花顺↑	1,156.29↑	22.35
10	000938.SZ	紫光股份	7,420.34	16.58	10	000938.SZ	紫光股份	7,563.76↑	18.26

资料来源：同花顺 iFinD，东兴证券研究所

机构持仓水平处于低位，超配水平为负值。机构持仓水平上 2024Q3 基金持仓比例约为 2.43%，超配比例为 -1.25%，均处于较低水平。

图5：2020年至今计算机板块基金持仓比例及超配水平（%）



资料来源：同花顺 iFinD，东兴证券研究所

综上，从市场表现来看，今年9月份之前计算机板块受大盘风格和市场风险偏好影响表现略差，但下半年随着一揽子提振资本市场信心的计划出台，市场风险偏好度提升，计算机板块反弹较为明显。目前计算机板块估值水平都处于中位，且机构持仓及超配比例仍处于低位，整体风险度适中。

2. 行业展望：流动性与风险偏好有望改善，信创与 AI 应用具备机会

2.1 计算机板块行情复盘及持续性分析

计算机板块蕴含两大机会。作为高 β 、高成长性、中小公司居多的行业，计算机主要存在两大类投资机会：

一是确定性技术变革或权威性政策引领带来的主线投资机会，该种机会或将大范围催化需求，并引起相关公司发展逻辑或商业模式发生改变。该种行情通常持续时间较长，受益标的众多，核心优质公司可观涨幅随业绩提升持续消化。

二是受景气度驱动或对相关主题预期改善所带来的结构性投资机会，该类型行情往往针对特定空间大、逻辑长、短期难证伪的细分领域，相关公司短期内可见可观涨幅，但由于相关机会短期难以落在业绩上，同时受到资金面影响，整体行情较短。

对计算机板块 2012 年至今的行情进行复盘，我们认为主要有以下四段较为明显的行情：

1、2013-2015 年 TMT 大行情：计算机行业指数收益率从 2012.12.3 低点 0.83 涨至 2015.6.3 高点 7.08，牛市持续近两年半，相较大盘实现大幅超额收益。

期间国内经济增速有所放缓，2013-2015 年我国 GDP 增速分别为 7.77%、7.43%、7.04%。当时 4G 技术开始投入使用，推动了移动互联网产业的高速发展，2012 年底新一届领导班子上台后，政策重心加速聚焦中长期转型升级，“互联网+”顺应时代发展成为了政策扶持的重点方向。同时 13 年底货币政策开始逐渐转向宽松，14 年底转向全面宽松，为资本市场提供了流动性提升的空间。

除去经济、政策、技术等因素外，市场风格的转变也带来一定影响，2012 年底起 IPO 暂停，市场转向挖掘中小成长股，13 年起新一轮资本市场改革拉开序幕，定增与并购重组快速崛起，进一步带动计算机牛市出现。

2、2018-2020 年“信创+科创板”行情：计算机行业指数收益率从 2018.10.16 低点 2.06 涨至 2020.7.13 高点 4.60，牛市持续近两年，相较大盘行情结束较早，波动性更大，但具明显超额收益。

期间我国经济增速仍处下行区间，叠加新冠疫情影响，2018-2020 年我国 GDP 增速分别为 6.75%、5.95%、2.24%。特朗普任期内中美贸易摩擦不断，催化我国对半导体、基础软件等核心科技领域的自主可控需求，政府从政策、资金等各方面支持信创产业发展。同时 2019 年我国进入宽信用周期，货币政策保持宽松，为市场提供了较为充裕的流动性。叠加 5G 商用化的发展与疫情初期在线办公、远程教育等的需求一定程度上催化了行情的出现与持续。

此外，2018 年底上海证券交易所设立科创板并试点注册制，增强了市场的吸引力，带来增量资金入市，整体计算机领域标的数量与流动性水平有所提升，板块估值上涨迅速。

3、2022-2023 年结构性独立行情：计算机行业指数收益率从 2022.10.10 低点 2.26 涨至 2023.6.20 高点 3.80，牛市持续不到一年，主要是数字经济政策与人工智能等技术催化下的结构性行情。

2022 年 10 月党的二十大胜利召开，强调科技自立自强，为信创等计算机相关产业发展提供了政策指引和动力。同时数字经济相关政策不断出台，推动计算机行业受益于数字化转型等的发展。技术方面人工智能取得一系列突破，ChatGPT 等大语言模型的出现引发了市场对产业的广泛关注，行业中长期空间大幅提升。同时海外英伟达等算力公司的高增业绩及科技巨头的 CAPEX 持续提升带来 A 股市场的映射，吸引资金流入。

从估值与持仓的维度来看计算机行业在 22 年三季度末时基金持仓占比处于历史低位，且板块经过长时间调整，估值已显著低于历史均值水平，具备了一定估值优势和投资性价比，吸引资金流入。

4、2024 年 9 月至今估值修复行情：2024 年 9 月 24 日国新办金融发布会宣布降息降准等多项举措超出市场预期，资本市场流动性及市场风险偏好显著提升，计算机板块迎来估值修复行情。当前市场存在该波行情是反弹还是反转的观点分歧，我们将在下文对计算机行业行情的持续性与 2025 年行业发展进行分析展望。

图6：计算机指数收益率近年上涨阶段复盘



资料来源：同花顺 iFinD、东兴证券研究所

注：1、图表以 2012.1.4 收盘价作为指数收益率基期；

2、计算机、沪深 300 指数收益率均选用日收盘价数据进行计算；

3、计算机指数选用申万计算机指数 (801750)，沪深 300 指数选用中证沪深 300 指数 (000300)。

图7：计算机行业整体估值情况复盘



资料来源：同花顺 iFinD、东兴证券研究所

注：计算机指数选用申万计算机指数 (801750)。

综合来看历史几段行情的出现，都是受政策、技术、估值、流动性几方面的综合驱动，波动大、估值提升快、行情启动领先于大盘，分析原因，我们认为一方面是由于计算机作为新质生产力的代表成长性行业，中长期空间大，边际成本低，具备爆发性增长潜力，短期逻辑难证伪，另一方面从产业链来看计算机处于整个科技板块的偏中下游环节，生产要素以人才与技术为主，下游直接面向行业应用，产业链短且透明度低，进一步催化了板块波动，此外高资金关注度以及金融信息服务、证券 IT 等受交易量强影响板块的存在进一步推高了计算机行业的贝塔属性，加快板块行情的启动速度。

从估值的维度看，预期的提升、资金的进入带来计算机板块估值的大幅上涨，但阶段性业绩难以对高估值进行快速消化，一旦市场预期流动性将收紧，资金便会从高估值板块流出，导致计算机板块行情受到抑制；由于 5G、人工智能等新兴技术的迅速发展与内外部环境的不确定性增强，使得板块估值波动性变大。

1、2013-2015 年行情结束分析：15 年年中板块 PE 估值达 150 多倍，远超历史水平，A 股计算机公司以项目制为主，业绩弹性较弱，叠加“互联网+”转型的软件公司在转型过程中遇到困难，利润增速下滑，同时部分新技术的应用和推广还不够成熟，影响投资者对计算机板块的信心。此外 2015 年 6 月 12 日，证监会下发《关于加强证券公司信息系统外部接入管理的通知》，开始清理场外配资，导致大量杠杆资金离场，当配资渠道被限制，资金面收紧，市场失去了重要支撑，计算机板块作为此前涨幅较大的成长板块，受到的冲击尤为明显。

2、2018-2020 年行情结束分析：20 年年中受疫情影响，企业利润阶段性下滑严重，使得行业 PE 估值大幅升至 300 多倍。全球为应对疫情冲击实施了大规模的货币宽松政策，随着经济的逐步复苏，市场对流动性收紧产生预期，流动性预期的边际变化对计算机等高估值的成长板块影响较大。同时市场风格出现切换，“茅”指数表现耀眼，消费、医药等白马蓝筹股在机构抱团下不断上涨，市场资金大量涌入传统价值板块，计算机等科技成长板块被相对冷落，资金的流出使得板块行情难以持续。

3、2022-2023 年行情结束分析：随着信创、数字经济、人工智能的逐轮爆发，计算机板块走出了独立逆势上涨行情，23 年年中板块 PE 估值超百倍。但由于催化行情出现的 AI 等新技术属于中长期逻辑，短期较难明显体现在公司业绩上。同时在短期应用和商业化过程中，仍面临一些技术难题和认知分歧，影响市场参与者信心，同时 2023 年美国持续加息，十年期美债利率的持续上行略超预期，对分母端与流动性产生一定压力，市场风险偏好持续走低，风格出现切换，资金向银行、石油煤炭等价值板块转移。

综合对过往走势的分析，我们认为判断行情能否持续应从基本面（强化政策、技术把握，弱化短期需求与阶段性业绩影响）、性价比（估值水平、筹码结构等综合判断）、吸引力（主题催化、风险偏好、流动性预期等综合分析）三大维度去综合分析判断，同时在板块行情的基础上寻找一些细分领域的结构性机会。

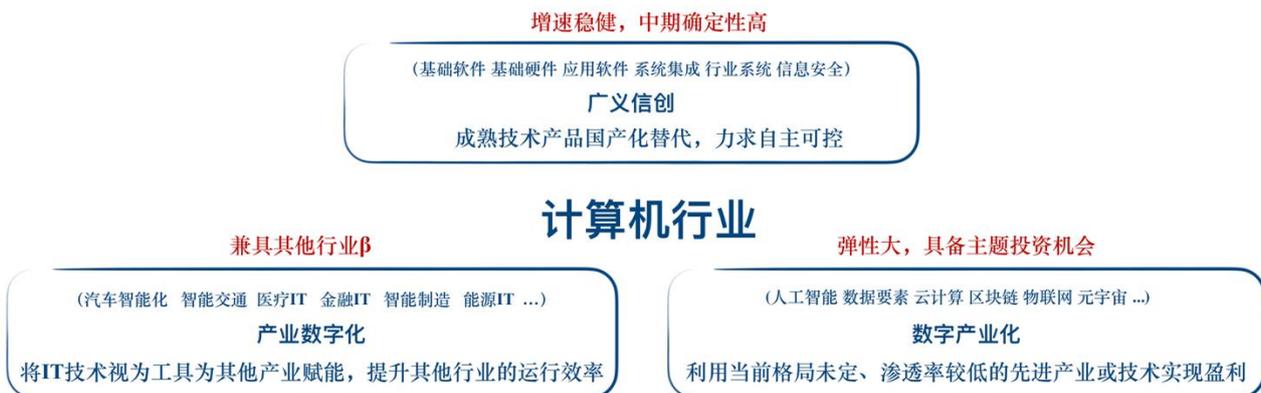
2.2 行业展望思路：具备投资性价比，把握结构性行情

计算机行业从发展逻辑角度可分为具有不同特性的三大板块。

依照产业特性与发展逻辑的不同，我们将计算机行业划分为**广义信创**（对市场现有成熟技术或产品进行国产替代）、**数字产业化**（利用当前格局未定、渗透率较低的先进产业或技术实现盈利）、**产业数字化**（将 IT 技术视为工具为其他产业赋能，提升其他行业运行效率）三大板块。

三大板块特性差异明显，**广义信创**具备较强中期确定性，一方面自主可控的大方向较为确定，同时政策端在 2+8+N 行业有着明确推进节点，因此具有较为稳健的行业增速；**数字产业化**具有较强弹性以及主题投资机会，由于板块内行业通常处于较为初级发展阶段，新技术在应用空间与场景上不断突破，加之格局未定，因此在预期上的较大分歧带来板块高弹性表现；**产业数字化**板块与下游所应用行业景气度水平、资本支出、数字化进程等联系紧密，因此通常兼具计算机行业与其他行业的多重 β 。

图8：计算机发展逻辑维度行业框架



资料来源：东兴证券研究所制图整理

2.2.1 基本面：科技自立自强与新质生产力构成主线，持续关注 AI 技术落地

对基本面情况我们从政策周期、技术周期、需求周期进行综合分析。

政策周期方面，我们主要依据中美关系、中央经济工作会议、新质生产力发展、二十届三中全会、二十大报告、发改委《“十四五”数字经济发展规划》等进行判断，对短期推进力度及节奏的判断主要参考出台相应规范性、地方性政策、以及试点落地的频次及密度。

外部环境不确定性提升，实现科技自立自强任重道远。随着美国大选落地、特朗普即将开始第二任期，我们认为科技自立自强或将成为 2025 年乃至更长维度的科技政策主线。根据信通院分析，特朗普政府上一任期内通过 CFIUS 调查、出口管制实体清单、刑事指控、从美国强制退市、联邦政府禁用企业产品、军事最终用户清单、中国军方涉军企业清单等多种途径打压我国企业，在即将到来的新一任期我国科技外部环境较难有大的改善，实现科技自立自强重要性持续。

政策扶持新质生产力发展，“人工智能+”行动持续。从中央经济工作会议来看，提出要“加强基础研究和关键核心技术攻关，超前布局重大科技项目，开展新技术新产品新场景大规模应用示范行动。开展“人工

智能+”行动，培育未来产业。积极运用数字技术、绿色技术改造提升传统产业。”我们认为新质生产力是我国在科技领域解决部分卡脖子问题、实现弯道超车的关键，人工智能、低空经济、量子信息、智能驾驶、车路云一体化、数据要素等核心板块仍是政策扶持重心，具备较强发展动能。

核心科技板块有望得到资金支持。中央经济工作会议提出要增加发行超长期特别国债，持续支持“两重”项目和“两新”政策实施。增加地方政府专项债券发行使用，扩大投向领域和用作项目资本金范围。

技术周期方面，综合考虑技术成熟度曲线与行业参与者情况，AI 仍为全球科技板块主线，生态建设与技术突破影响信创板块格局及发展。

AI 仍为当前科技周期主线。OpenAI 12 月的 12 场发布会可以看出模型能力已大幅增强，AI 应用逐步落地。模型层面，GPT-o3 在数学、编码、博士级科学问答等复杂问题上表现出超越部分人类专家的水平。同时在模型新型任务适应能力测试 ARC-AGI 中得分 87.5%，意味着模型不是死记硬背，而是真正在解决问题。应用层面文生视频模型 Sora 发布，Canvas 可被视为 OpenAI 第一次挑战 AI 工作台的产品尝试，端侧智能方面 OpenAI 与苹果展开合作。同时国内厂商奋力追赶，字节豆包日活高增，垂类应用、端侧产品、AI Agent 等逐步落地问世。作为具有颠覆性潜力的核心技术，AI 仍为当前科技周期主线。

信创生态体系初步成型，算力等关键环节“卡脖子”问题亟待解决。信息技术产品可满足部分关键领域和重要信息系统最基本的应用需求，基本具备替代 Wintel 体系的能力。在信创供给侧布局最为全面、最具代表性的是中国电子、中国电科、中科院、华为四大信创生态体系。随着前期党政信创顺利推进，国产基础软硬件生态逐步完善，未来信创行业发力重点在于通过行业应用拉动构建国产化信息技术软硬件底层架构体系和全生命周期生态体系，解决技术关键环节“卡脖子”问题。

需求周期方面，计算机行业的需求与下游行业的景气度水平密切相关，加上国内计算机公司以 2B、2G 业务为主，因此对需求周期的分析应从大的宏观环境把握，重点考虑行业数字化改造的资金来源与下游行业景气度，叠加考虑电子周期的边际传导、行业信创推进过程中政策对需求的刺激等因素。在整体经济承压背景下，中小 B 端仍有较大发展压力，IT 资本支出受限，我们认为信创、车路云等有财政资金支持或专项资金的领域发展确定性较高，同时 AI 应用、智驾功能等新技术有望打开 C 端市场，催化新的需求。

2.2.2 性价比：估值与机构持仓水平平均处相对中位，板块仍具一定性价比

对性价比指标我们重点从板块的估值分位、估值消化预期、机构持仓几个方面进行综合分析。

估值方面，正如前文分析，今年 12 月 18 日计算机板块 PS (TTM, 剔除负值) 为 3.41 倍，处于过去五年 70.66% 分位水平；PE (TTM, 剔除负值) 为 48.4 倍，处于过去五年 60.89% 分位水平，整体估值处于历史相对中位，作为高成长性板块，目前仍有一定安全边际。但受经济环境制约板块利润释放情况可能相对较弱，板块整体的估值消化速度存在不及预期的可能。

机构持仓方面，根据前文分析，目前基金持仓水平处于低位，超配水平为负。机构持仓水平上 2024Q3 基金持仓比例约为 2.43%，超配比例为-1.25%，均处于较低水平。我们认为今年四季度随着刺激政策的出台、风险偏好的提升计算机板块的基金持仓或有所提升，但整体交易拥挤度仍处适中水平，出现机构集中减仓的概率较低。

2.2.3 吸引力：关注新质生产力主题，风险偏好与流动性有望回升

对吸引力指标我们重点从主题催化、风险偏好、流动性预期几个维度进行综合分析。

主题催化方面重点关注新质生产力方向。整体来看，作为受到政策支持、具备长期增长空间的计算机板块在 2025 年预期仍将处于稳健增长状态，从催化维度看国内大部分计算机公司以 B 端和 G 端业务为主，受预算与招投标节奏限制，以及项目制商业模式影响，需求大幅改善、业绩快速释放的可能性较低，催化更多可能是在人工智能应用、车路云、智能驾驶、低空经济、量子信息、数据要素等符合新质生产力标准、大空间、长逻辑的方向上，例如新政策发布、招投标出台、商业化落地、海外映射等，但在业绩上的反馈需从更长的维度去跟踪把握。

风险偏好方面，我们选取部分银行、能源类低波动红利龙头构建了红利稳健龙头指数，在风险偏好下行的情况下资金可能会选择配置于相应稳健板块降低投资波动、赚取红利受益，因此我们认为 大盘（沪深 300 指数）与红利稳健龙头指数的相对收益表现能较好反映出市场风险偏好情况。从历史走势来看，计算机指数与该指标表现具有较高一致性，进一步印证了计算机板块受风险偏好强影响的观点。

从该指标来看，市场风险偏好在 9 月底政策出台后大幅提升，但随着政策带来的刺激逐步消化，当前风险偏好有一定的下行，对于 2025 年的展望，中性预期下我们认为随着政策落地与基本面的好转，市场整体风险偏好可能在外部环境的影响下呈现波动上行的情况，但仍需对政策和经济数据进行持续跟踪。

图9：风险偏好指标与计算机行业指标对比



资料来源：同花顺 iFinD、东兴证券研究所

注：1、红利稳健龙头指数我们选取中国银行、工商银行、建设银行、农业银行、中国石油、中国石化、中国神华、长江电力、中国广核、宝钢股份十只分红稳健、低波动大型龙头企业进行编制，加权方式为等比例权重；

2、计算机指数选用申万计算机指数（801750），沪深300指数选用中证沪深300指数（000300）。

流动性预期指标上，财政货币政策双宽基调明确，市场流动性有望宽裕。从中央经济工作会议来看，要“实施更加积极的财政政策与适度宽松的货币政策”。同时要发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，适时降准降息，保持流动性充裕”。相对宽松的流动性背景为计算机板块的市场表现带来发挥空间。

整体而言，对于 2025 年计算机行业的投资展望，我们认为市场整体流动性及风险偏好有望改善，由于估值处于历史中位、机构持仓较低集中减持风险较小，板块仍具备一定投资性价比。信创与人工智能板块在政策、技术、需求层面达成共振，同时低空经济、量子信息、智能驾驶、车路云、数据要素等新质生产力领域有望在内外催化下实现结构性行情。

图10：计算机行业 2025 年分析思路



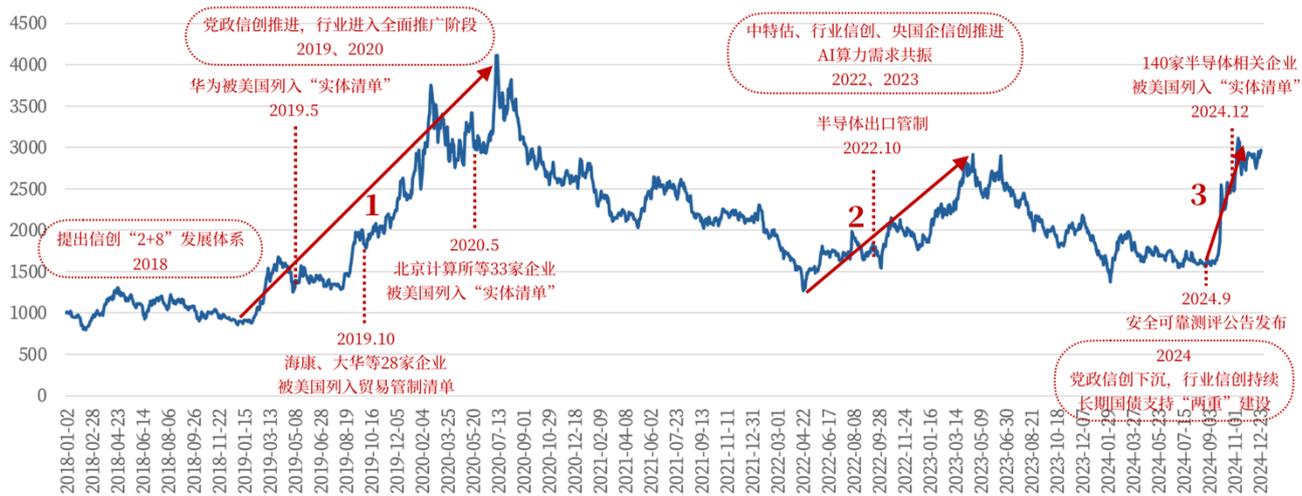
资料来源：东兴证券研究所制图整理

3. 投资策略：信创、AI 应用构投资主线，新质生产力领域具结构机会

3.1 信创逻辑扩散：外部催化叠加政策护航，板块行情已启动

我们对信创板块行情进行复盘，近年来主要有以下三轮行情：

图11：信创板块 2018 年至今行情复盘



资料来源：同花顺 iFinD、亿欧智库、信通院、财经、东兴证券研究所

注：信创指数选取太极股份、中国软件、中国长城、中科曙光、浪潮信息、海光信息、龙芯中科、寒武纪、麒麟信安、诚迈科技、海量数据、达梦数据、东方通、卓易信息、纳思达、金山办公、福昕软件、中望软件、华大九天、概伦电子共二十只信创细分领域龙头标的进行编制，加权方式为等比例权重。

第一轮（2019.2-2020.7）：核心标的引领，商业模式驱动

该轮信创行情中，诚迈科技通过收购国产操作系统厂商统信软件成为引领行情的标杆，卓易信息、金山办公、东方通等产品化程度高的基础软硬件公司涨幅位居前列。

在该阶段，2019 年 5 月美国将华为纳入“实体名单”，10 月将海康、大华等 28 家企业列入贸易管制清单，20 年 5 月将北京计算所等 33 家企业纳入“实体清单”，外部制裁倒逼我国关键技术自主可控的发展。内部我国政府部门开始启动大规模信创改造，行业逐步进入全面推广阶段。

第二轮（2022.4-2023.4）：中特估、AI 等热点共振

随着行业信创的推进、央企信创预期的提升，市场在该阶段走出新一轮信创行情，在该轮行情中能够与其他热点形成共振的标的涨幅更为靠前，受到央企重组预期、“中国特色估值体系”影响，中电子、中电科旗下中国软件、太极股份等公司涨幅领先；行情后期随着市场对 AI 预期提升，金山办公、福昕软件、中科曙光等公司兼具 AI 应用或 AI 算力逻辑，在多重催化下行情持续性占优。

在该阶段，拜登政府在 2022 年 10 月对我国实施半导体出口管制，推动国产算力预期提升；内部随着党政信创的基本完成，国产基础软硬件逐步从可用走向好用，央企为主的行业信创全面提速。

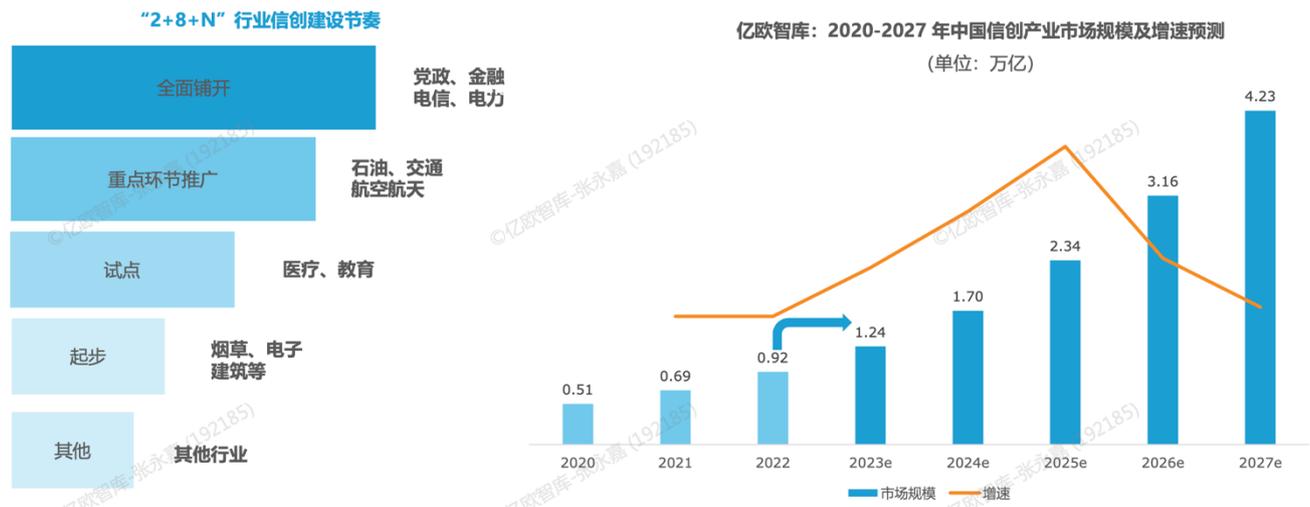
第三轮（2024.9-至今）：扩散逻辑

本轮行情涉及标的更为广泛，赛道更加多元，信创逻辑有所扩散。

当前阶段，外部随着特朗普赢得美国总统大选，即将迎来新任期，我国受到更广泛科技制裁的风险提升，同时今年 12 月 140 家半导体相关企业被纳入美国实体清单。内部《安全可靠测评结果公告（2024 年第 2 号）》已于 24 年 9 月底发布，安可测评已形成常态化发布机制，有利于信创的市场化和规范化发展。同时 10 月国家发改委主任提到，用于“两重”建设工作的 1 万亿元超长期特别国债已经全部下达到项目和地方，目前正在加快推进项目建设和资金拨付。明年要继续发行超长期特别国债并优化投向，加力支持“两重”建设。资金层面的支持有望提升信创产业的推进速度。

当前内外部环境共同催化信创产业发展，25 年产业规模增速有望达新高。综合来看，每一轮信创行情都是内外部环境的综合催化，当前背景下我们认为 2025 年仍有较大发展空间。从产业市场规模及增速来看，随着“2+8+N”体系递次推进，重点行业信创项目加速落地中，信创应用正在从党政领域向全领域转化，形成发展新格局。根据亿欧智库数据，行业空间 2025 年有望达到 2.34 万亿元，增速创新高。

图12：信创产业推进节奏及产业规模与增速预测



资料来源：亿欧智库、东兴证券研究所

产品力逐步提升，四大生态发展稳健。近年来我国信创产业在供给侧的产品生态体系已初步成型，信息技术产品可满足部分关键领域和重要信息系统最基本的应用需求，基本具备替代 Wintel 体系的能力。在信创供给侧布局最为全面、最具代表性的是中电子、中电科、中科院、华为四大信创生态体系。随着前期党政信创的顺利推进，国产基础软硬件生态逐步完善，未来信创行业发力重点在于通过行业应用拉动构建国产化信息技术软硬件底层架构体系和全生命周期生态体系，解决核心技术关键环节“卡脖子”的问题，为中国未来发展奠定数字基础。

图13：我国信创产业核心生态情况



资料来源：亿欧智库、东兴证券研究所

华为依托品牌力与产品力助力国产基础软硬件渗透。基础软件领域，华为持续根技术创新，打造稳固的产业根基和生态底座。纯血鸿蒙（HarmonyOS NEXT）底座由华为全线自研，预计到 2024 年年底将迎来超 5000 款应用完成原生鸿蒙开发。此外 GaussDB 成为国内首个软硬协同全栈自主的数据库，突破低时延确定性、机密计算、混合部署调度等关键技术；欧拉操作系统解决行业在低时延、安全、资源利用率上的核心挑战。华为作为国内科技绝对龙头，兼具品牌力与产品力，对我国关键基础产业发展起到极强催化作用。

图14：华为鸿蒙 2030 愿景及关键特征



资料来源：华为《鸿蒙 2030 白皮书》、东兴证券研究所

如前文分析，当前信创逻辑逐步扩散，板块涉及标的众多，我们认为应重点把握以下三条推荐主线：

一是主流信创生态下的各细分领域龙头标的，因信创产业为逐级推进，前期党政信创与央企国企信创中积累的行业经验与产品迭代有望帮助公司积累护城河，如中国软件、太极股份、达梦数据、中国长城、奇安信、卓易信息、金山办公、福昕软件等公司；

二是自主可控需求紧迫、国内竞争格局相对较优的板块，如国产算力生态核心公司海光信息、龙芯中科、中科曙光等公司；工业软件领域的华大九天、概伦电子、中望软件、索辰科技等公司；

三是信创逻辑扩散下华为产业链中重要参与者，如软通动力、神州数码、中国软件国际、拓维信息、海量数据等公司。

3.2 AIGC：行业高速发展，步入商业化落地时期

人工智能行业仍处于高速发展期。据 IDC 预测，2024 年全球人工智能产业规模将达到 6233 亿美元，同比增长 21.5%。主要得益于两方面因素，其一是大模型涌现式发展，自 2023 年起，全球基础模型数量快速增加，相较于 2022 年增长数量翻倍，2024 年以来全球基础模型新增或迭代近百个，保持了较强的创新态势；其二是生成式人工智能技术加速产业化进程，促进全球人工智能规模化发展。据 Gartner 预测，到 2026 年，超过 80%的企业将使用生成式人工智能 API，或部署生成式人工智能的应用程序。

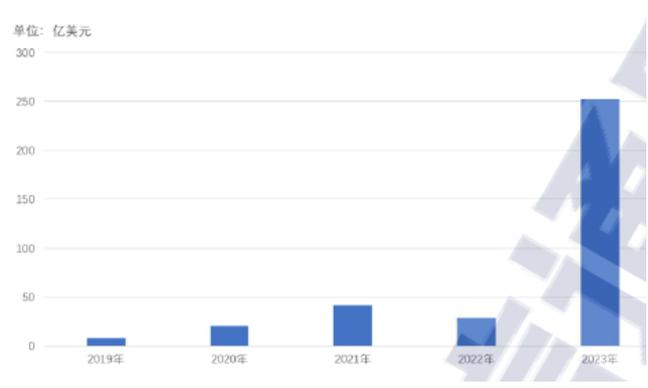
此外人工智能领域投融资增长迅猛，2024 年上半年，全球人工智能投融资金额达 316 亿美元，同比上升 84%。人工智能领域融资占全行业融资比例持续上升，从 2022 年的 4.5% 上升至 2024 年上半年的 12.1%。投融资热情高涨彰显资本市场对人工智能行业发展前景的认可度。

图15：全球人工智能产业规模/亿美元



资料来源：IDC，信通院，东兴证券研究所

图16：全球生成式人工智能投融资规模/亿美元



资料来源：The AI Index 2024 Annual Report，信通院，东兴证券研究所

AI 应用用户量持续增长。据 AI 产品榜统计，2024 年 11 月全球总榜来看，web 访问量前三名分别为 ChatGPT (3.92B)、New Bing (1.83B) 和 Canva Text to Image (827.62M)，APP 访问量前三名分别为 ChatGPT (287.25M)、豆包 (59.98M) 和 Nova (49.63M)，2023 年 12 月全球榜单来看，访问量前三名的分别为 ChatGPT (1.65B)、New Bing (1.34B) 和 Canva Text to Image (512.53M)。今年截至 24 年 11 月前三名访问总量较 23 年底增长接近翻倍。

图17：AI 产品榜 2024 年 11 月 web 全球总榜

全球排名	AI 产品榜	产品名	网站(web)分类	11月上榜网站	11月上榜网站
		AI产品榜	aicpb.com	Web访问量	变化
1		ChatGPT	AI ChatBots	3.92B	3.60%
2		New Bing	AI Search Engine	1.83B	-1.91%
3		Canva Text to Image	AI Design Tool	827.62M	1.20%

资料来源：AI 产品榜，东兴证券研究所

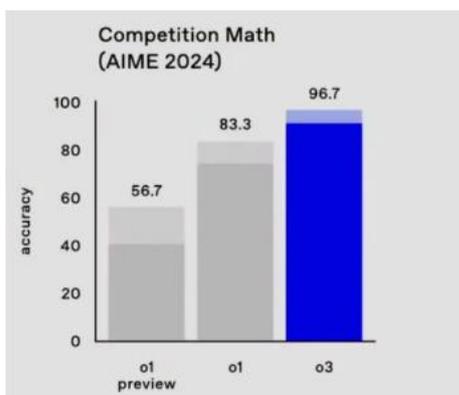
图18：AI 产品榜 2023 年 12 月全球总榜

全球排名	AI 产品榜	产品名	分类	12月上榜	12月上榜
		AI产品榜	aicpb.com	访问量	变化
1		ChatGPT	AI ChatBots	1.65B	-8.09%
2		New Bing	AI Search Engine	1.34B	3.08%
3		Canva Text to Image	AI Design Tool	512.53M	-12.81%

资料来源：AI 产品榜，东兴证券研究所

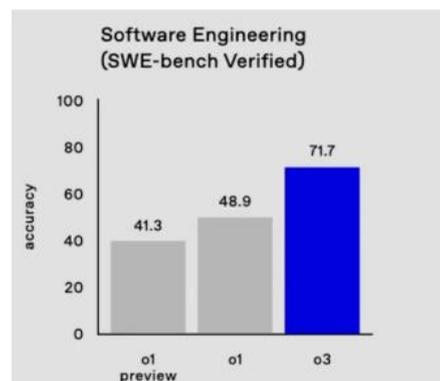
大模型持续迭代，多模态、复杂推理能力逐步提升。OpenAI 在 2024 年 12 月 12 日展示了 AI 技术创新，如开发了 Sora 的新版本——Sora Turbo、OpenAI o3 等。Sora 用户可以生成 1080p 分辨率、最长 20 秒、宽屏、竖屏或方形的视频。并且用户可以利用资源进行扩展、remix 和融合，或者基于文本生成全新的内容。OpenAI 开发了全新的界面，让使用文本、图像和视频来提示 Sora 变得更加容易，同时故事板工具让用户可以精准地指定每个帧的输入。o3 则在多项基准测试中，再次刷新 SOTA，就数学、代码、软件工程等领域的测试水平。如在 AIME 2024 数学竞赛评测中，o3 取得了 96.7% 的准确率，性能提升 13.4%；在软件工程 SWE-bench Verified 基准上，o3 的代码性能从 o1 的 48.9% 提升到了 71.7%。

图19：o3 在数学领域的表现



资料来源：新智元，东兴证券研究所

图20：o3 在软件工程领域的表现



资料来源：新智元，东兴证券研究所

国内外科技巨头持续投入，部分 AI 应用公司业绩超预期。国内外科技巨头持续加码 AI 投入，海外厂商方面，据 Business Insider 援引摩根士丹利（Morgan Stanley）11 月 5 日发布的报告称，亚马逊、Google、Meta 和微软 2025 年的资本支出合计将达到 3000 亿美左右，2026 年将进一步增长至 3365 亿美元，这些支出多数将投入固定资产，例如数据中心和房地产。国内厂商方面，预计字节跳动 2024 年的资本开支将达到 800 亿人民币，到 2025 年将达 1600 亿人民币。

业绩验证方面，海外 AI 营销公司 AppLovin 发布的三季度报显示，公司三季度实现收入 11.98 亿美元，同比增长 39%，优于市场预期 5.9%；净利润 4.34 亿美元，同比增长 300%，净利率 36%。其中，软件平台收入增长至 8.35 亿美元，同比增长 66%，该软件平台的调整后利润率为 78%。公司方面表示，得益于在 AppDiscovery 平台上应用的 AXON 2.0 人工智能技术，该工具的性能提升显著，进而推动了广告商支出的增长。

AI agent、端侧智能等逐步步入技术产品爬升阶段，产品有望逐步落地。从产业趋势上来看，目前 AI agent、视频生成、端侧智能等逐步步入技术产品爬升阶段，相关产品有望逐步落地。

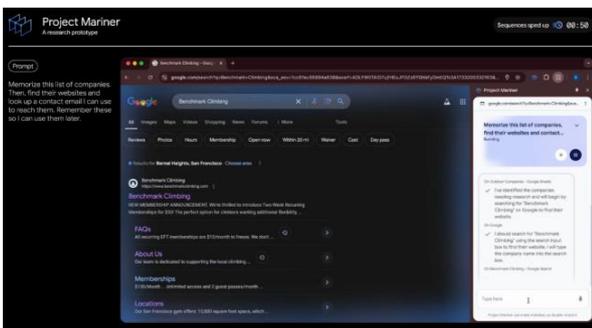
图21：AIGC 成熟曲线（2024）



资料来源：天津市人工智能学会，至顶科技，东兴证券研究所

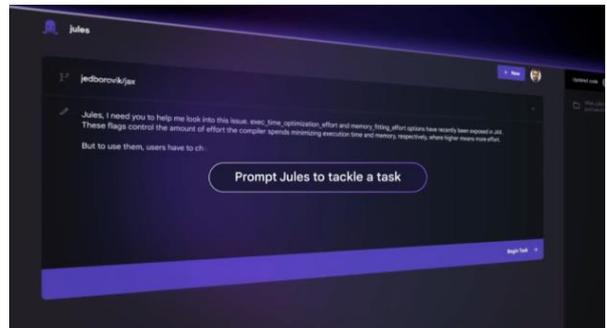
AI agent 是一种能够感知环境、进行决策和执行动作的智能实体，它通常指的是在人工智能领域中能够自主运作并完成特定任务的计算实体或程序。2024 年 12 月，谷歌发布了 Gemini 2.0，并推出了三款 AI Agent 产品，AI agent 不再仅仅是被动地回答问题，而是能够理解复杂的上下文，提前规划多个步骤，并在用户授权下采取行动。谷歌推出了三个基于 Gemini 2.0 架构的 AI 智能体原型，分别是 Project Astra、Project Mariner 和 Jules。Project Astra 是一个升级版的通用 AI 助手，可以在会话中保持长达 10 分钟的记忆，并能记住过去与用户的对话，从而提供更有帮助、更个性化的体验；Project Mariner 是浏览器操作工具，它能够理解和推理浏览器屏幕上的信息，包括像素和文本、代码、图像和表单等网络元素，然后通过实验性的 Chrome 扩展程序完成任务；Jules 是一个编程助手，Jules 能够作为自主代理直接集成到 GitHub 的工作流程系统中，分析复杂的代码库，跨多个文件实施修复，并准备详细的拉取请求（pull requests），而无需持续的人工监督。

图22：Project Mariner 展示



资料来源：谷歌，DeepTech 深科技，东兴证券研究所

图23：Jules 展示



资料来源：谷歌，DeepTech 深科技，东兴证券研究所

端侧智能是指在终端设备一侧进行的智能化处理和决策。它将人工智能算法和计算能力直接部署在边缘设备上，如智能手机、PC、智能家居、可穿戴设备、汽车、工业传感器等，使这些设备能在本地进行数据处理和分析，无需将大量数据传输到云端进行处理。这些终端通过内置的 AI 算法和硬件支持，实现了语音识别、图像处理、自然语言理解、预测分析等功能，提升用户体验和设备性能。

端侧智能依靠技术特性在多方面具备显著优势。增效方面，低延迟使得其在自动驾驶等即时反馈场景作用明显；脱机可用确保在无网络时也能持续提供智能化服务；分布式计算与边缘计算架构结合，实现多设备协同工作，增强系统计算能力。降本方面，节能高效可降低能源消耗，成本效益显著是因为减少了对云端资源的依赖，降低了带宽和存储成本。安全方面，稳定的特性可避免因云端服务波动中断 workflow；数据安全能降低数据泄露风险。此外，端侧智能还具有个性化优势，可本地分析用户行为，精准了解需求，提供个性化服务，更好地满足用户独特偏好和需求。

表5：端侧智能的优势

优势类型	具体优势	描述
增效	低延迟	AI 终端设备在本地处理数据，降低处理延迟，实现更快响应时间，在自动驾驶、智能家居和工业控制等即时反馈场景作用明显。
	脱机可用	AI 终端设备在无网络连接情况下仍能独立运行，确保在网络不稳定或断开时持续提供智能化服务，提高系统整体可靠性。
	分布式计算	与边缘计算架构结合，实现大规模分布式处理，多设备、多节点环境下协同工作，增强整体系统计算能力与效率。
降本	节能高效	本地执行计算任务，减少与云端数据交互，降低能源消耗，提升整体系统能源效率，优化资源利用，减少对外部计算资源依赖。
	成本效益	本地处理数据，减少对外部资源依赖，降低与云计算相关的带宽和存储成本，对大规模部署企业成本效益显著。
安全	稳定	调度本地大模型，避免因云端服务波动导致 workflow 中断，减少对外部模型依赖，使 workflow 更稳定可控。
	数据安全	本地处理敏感数据，避免上传至云端，降低数据泄露风险，增强隐私保护，在涉及个人信息和商业机密应用中尤为重要。
个性化	个性化	本地对用户行为细致分析，精准了解用户需求，提供个性化服务，更好适应用户独特偏好和需求。

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

综上，从发展速度上来看，AIGC 行业正处于高速增长期，据 IDC 预测，2024 年全球人工智能产业规模将达到 6233 亿美元，同比增长 21.5%，增势迅猛；从发展阶段上来看，AIGC 行业应用逐步落地，头部大模型产品用户量持续增长，截止 2024 年 11 月全球前三名产品月活数较 23 年底接近翻倍。且国内外科技巨头持续加码 AI 投入，部分行业 AI 应用得到业绩验证；从发展方向上来看，新产品新趋势有望得到验证，AI agent、端侧智能等逐渐步入技术产品爬升阶段，产品有望逐步落地。

投资方向上，（1）已发布通用大模型且积极探索 AI 行业应用落地的科大讯飞、昆仑万维、三六零等公司，以及（2）具备 AI 应用落地场景的相关标的，如万兴科技、金山办公、福昕软件等公司有望受益。

3.3 其他新质生产力板块

3.3.1 智能驾驶：高阶智驾持续渗透，出海为厂商带来新机遇

我国智驾功能渗透率持续提升。2025 年 L2+级智驾功能预计将达到 16%，随着 NOA 功能迎来飞速发展，预计 2030 年渗透率将达到 80%。市场规模层面，预计 2025 年 NOA 功能市场规模将达到 395 亿元，2030 年有望超 3000 亿元。

智驾功能发展布局方面，L2 基础行车功能凭借较高的技术成熟度，主机厂会更关注对于驾驶安全提升，并且较低的方案价格和激烈的市场竞争，也促进了出海需求；高速 NOA 功能由于较为封闭的场景特点，加上软硬件不断成熟的市场推动下，将进一步打造更具性价比的方案；城区 NOA 和未来或将实现的全场景点到点功能将成为智驾赛道新技术落地的新方向，并通过不断地优化功能，从而提高用户对于功能的体验感。

图24：高阶智驾持续渗透



资料来源：亿欧智库、东兴证券研究所

出海为汽车智能化厂商带来新机遇。中国新能源智能汽车产业链企业经过近年来快速发展，在技术上已经实现了弯道超车，在国际上具备一定竞争力，汽车智能化厂商有望随着海外国家新能源汽车的渗透率提升实现业务发展。

德赛西威目前已获得 AUDI、VOLKSWAGEN、STELLANTIS、SKODA、VOLVO、TOYOTA、MARUTI SUZUKI、TATA MOTORS 等客户的新项目订单，涵盖欧洲、东南亚、日本和北美市场。同时已在全球多个区域设立子公司、办公室、建设生产基地，目前墨西哥新工厂已完成建设，欧洲新工厂正在筹建中。

中科创达海外业务增长的主要驱动力来自于智能汽车，包括欧洲，日韩，北美等主要市场。公司发挥全球化布局优势，加大海外业务体系建设，将中国软件行业优势复制到全球各大市场，逐步扩大全球市场份额。

道通科技目前在北美销售的产品包括诊断相关设备以及充电桩设备，公司已在北美深耕 20 余年，建立了较强的品牌知名度，供应链上已在中国深圳、越南海防、美国北卡罗来纳州建立了三大生产基地，构筑了覆盖全球的生产及供应链网络。

图25：海外国家新能源汽车渗透率水平及目标



资料来源：亿欧智库、东兴证券研究所

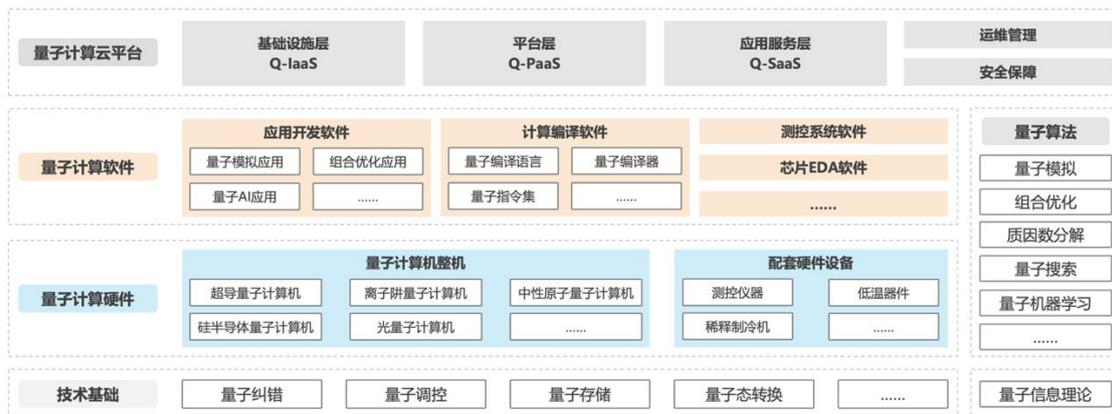
在上述逻辑下，我们认为德赛西威、中科创达、道通科技、地平线科技、黑芝麻智能等汽车智能化领域公司有望受益于行业发展。

3.3.2 量子计算：技术起步期，应用大规模落地仍需时日

量子计算有望颠覆和重塑信息处理与问题解决模式。量子计算是以量子比特为基本单元，利用量子叠加和干涉等原理实现信息处理的一种计算方案，具有经典计算无法比拟的信息表征能力和超强并行处理能力，为解决特定计算复杂问题提供指数级加速。量子计算是“第二次量子革命”的重要标志，可以带动计算能力实现跨越式发展，有望颠覆和重塑传统技术体系对于信息处理和解决问题的模式，带来前所未有的发展机遇。

软硬件及算法为技术核心，通过云平台提供算力为可行商业途径。在量子纠错、量子调控等基础技术的支撑下，硬件、软件和算法构成量子计算技术体系三大支柱，而量子计算云平台可集成三者的能力并向用户提供服务。具体来看，硬件是短期内突破重点，以企业技术积累为基础，已涌现超导、离子阱、光量子等优势路线；软件和算法是构成量子计算系统的关键，但当前尚处在系统开发和生态构建的初期阶段；云平台是量子计算技术快速实现商业化落地的可行性方式之一，正成为企业部署的重要环节。

图26：量子计算技术体系架构

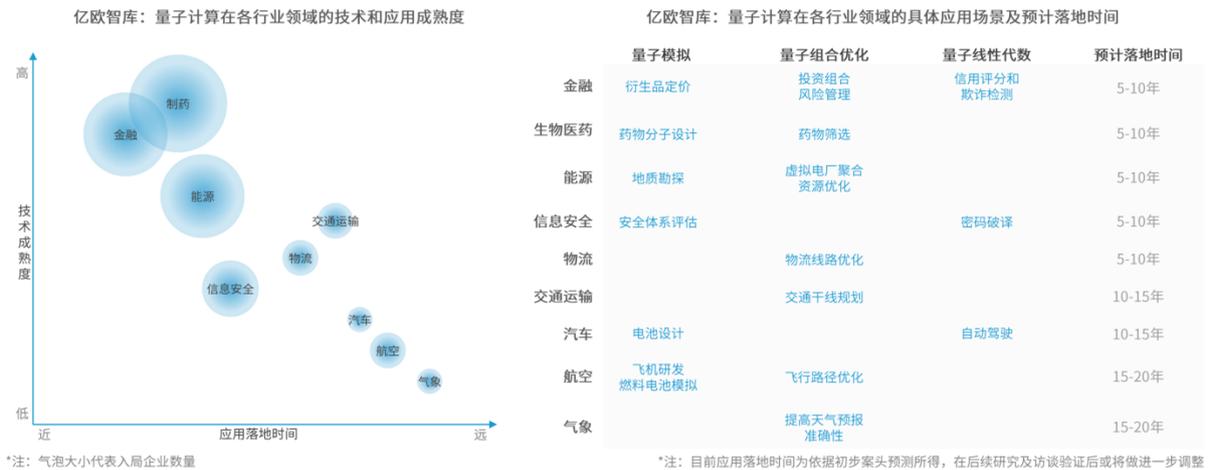


资料来源：亿欧智库、东兴证券研究所

产业链企业积极尝试商业化，应用落地仍需较长时间。现阶段，量子计算技术仍不成熟，大部分企业都处在理论积累和技术改进的突破期，产业链企业处于落地探索期。从全球视角来看，当前量子计算产业商业模式主要包括三大类：一是提供量子计算整机或芯片产品；二是与行业或场景结合，提供解决方案；三是以云服务形式为企业或科研机构提供量子的算力资源。

从应用探索方向来看，目前主要聚焦量子模拟、量子组合优化、量子线性代数三大领域。其中量子模拟应用聚焦物理模型、生物制药、材料研究等领域；量子组合优化是以量子算法解决组合优化问题，通常在经典计算中难以获得全局性最优解，主要应用于涉及复杂多变量组合优化的金融、交通规划、气象预测等领域；量子线性代数基于量子计算机解决涉及矩阵和向量的线性代数问题，量子机器学习、密码破译等领域是主要应用方向，整体来看应用落地仍需较长时间。

图27：量子计算技术成熟度与应用展望



资料来源：亿欧智库、东兴证券研究所

对于空间广阔、格局尚有较大不确定性的前沿行业，我们认为先发布局的国盾量子、科大国创、三未信安、信安世纪、神州信息等公司有望受益于行业发展。

3.3.3 低空经济：高发展确定性，行业基建先行

低空经济产业链参与者多元、带动效果明显。低空经济是新质生产力的典型代表，是依托低空空域，以有人驾驶和无人驾驶航空器的低空飞行活动为牵引，辐射带动相关领域融合发展的综合性经济形态，具有产业链条长、应用场景复杂、使用主体多元、涉及部门和领域多等特点。低空空域范围可归纳为距正下方地平面垂直距离在 1000 米以内的空域，根据不同地区特点和实际需要可延伸至 3000 米，相关产品主要包括无人机、eVTOL（电动垂直起降飞行器）、直升飞机等，广泛应用于农业、物流、交通、应急救援、文旅等领域，对构建现代产业体系具有重要作用。

图28：低空经济产业链



资料来源：36kr 研究院、东兴证券研究所

系列政策提升低空经济发展确定性，市场需求与经济价值构筑行业发展底层逻辑。低空经济并非近期才提出的概念，2010 年中央已前瞻性的规划了我们低空产业及低空空域的改革，2022 年后政策推出速度明显加快，基础研究，产品落地、政策引导三者共振为低空产业的落地和快速发展提供了良好的土壤。

从底层逻辑来看，低空经济的发展具备解决现实问题、带来经济价值的双重逻辑。低空经济在出行上能满足高效交通要求、提供出行新思路；在工业巡检、测绘地理、物流运输等作业类任务中可为传统作业模式进行赋能，实现降本增效；安全类场景下，无人机可替代人工完成高危、高难度和有损健康的作业。经济方面低空经济产业链具有全局性、战略性和外溢性的特征，同时还具备强大的产业带动作用，低空空域有望成为发展潜力巨大的新自然资源。

图29：低空经济领域主要政策



资料来源：亿欧智库、东兴证券研究所

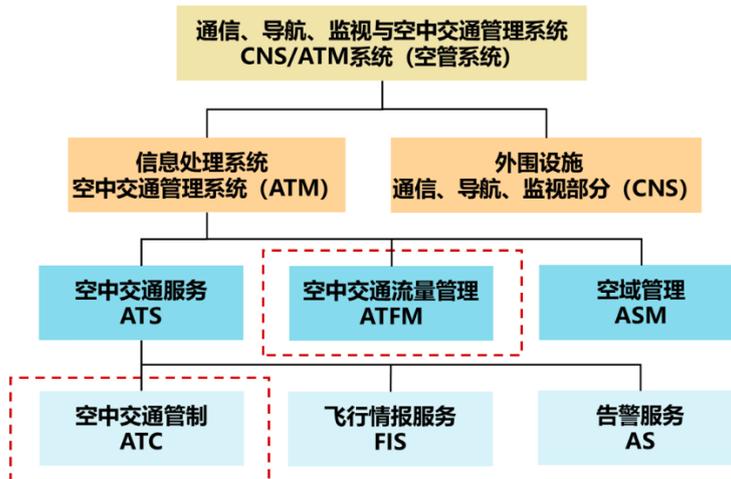
基础设施建设是行业发展前提。基础设施建设是低空经济能够发展的前提，在设施网的基础上搭建以空联网、航路网、服务网为组成部分的智能融合低空统可以有效地通过标准规范和共享设施解决有限资源的问题，降低产业门槛，解决对低空飞行器安全管理问题，推动低空空域进一步开放。空管系统是串联上下游的“大脑”，主要为低空飞行管理部门和运营人提供涵盖从空域管理、飞行计划审批到运行全过程安全、流量管理的整体解决方案。在该逻辑下，莱斯信息、新晨科技等公司有望受益于行业发展。

图30：低空经济基础设施现状



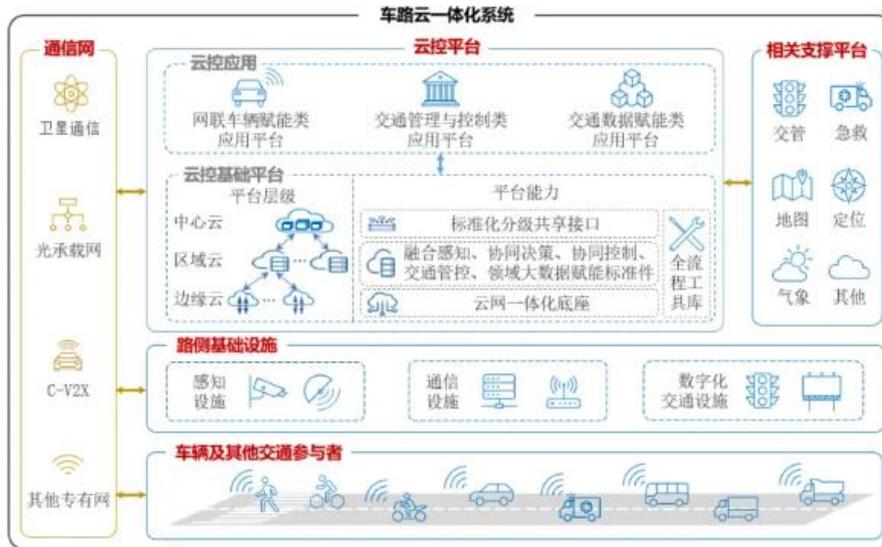
资料来源：亿欧智库、东兴证券研究所

图31：空管系统组成及功能架构



资料来源：莱斯信息招股说明书、东兴证券研究所

图34：车路云一体化系统框架图



资料来源：CAICV，东兴证券研究所

政策频出、招标持续，相关投资机遇显现。车路云一体化方面试点城市、设计标招标稳步推进，北京进度符合预期，后续其他试点城市也有望逐步推进。车路云相关上市公司千方科技、万集科技、高新兴、金溢科技等有望受益。

3.3.5 数据要素：市场建设稳步推进，赋能新质生产力发展

政策指引数据要素市场建设，行业发展稳步推进。自 2022 年“数据二十条”出台以来，2023 年 3 月党和国家机构改革方案组建国家数据局，2023 年 8 月推出《数据资产评估指导意见》，2024 年 1 月发布《“数据要素×”三年行动计划（2024—2026 年）》，政策出台保障数据要素市场稳步建设。

截至 2024 年 3 月底，全国共计成立 49 家数据交易场所，共分布在 25 个省份，除西藏、黑龙江、辽宁、江西、云南、青海、宁夏回族自治区外，其余省级行政区均成立过相关数据交易场所。其中，广东省和江苏省交易所数量并列第一，均为 6 家。在地方层面，在国家数据局揭牌的示范效应下，各省份迅速反应，纷纷成立或挂牌省级数据管理机构，监督管理数据交易市场，保障数据交易的合规性和安全性。截止 2024 年 5 月，31 个省（区、市）和新疆兵团均完成机构组建。

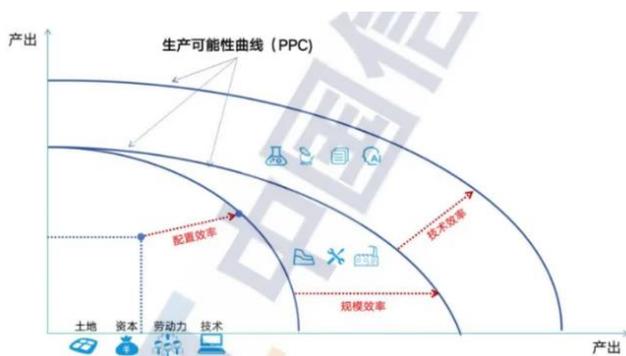
表6：数据要素相关政策

时间	政策名称	主要内容
2014.03	《2014政府工作报告》	大数据首次写入《政府工作报告》
2016.07	《国家信息化发展战略纲要》	最大程度发挥信息化的驱动作用，实施国家大数据战略，推进“互联网+”行动计划，引导新一代信息技术与经济社会各领域深度融合，推动优势新兴业态向更广范围、更宽领域拓展，全面提升经济、政治、文化、社会、生态文明和国防等领域信息化水平
2019.10	中国共产党第十九届中央委员会第四次全体会议	第一次将数据列为生产要素，要鼓励勤劳致富，健全劳动、资本、土地、知识、技术、管理和数据等生产要素按贡献参与分配的机制
2020.03	《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》	首次明确提出要加快培育数据要素市场，这标志着数据要素市场化改革正式启动
2021.11	《“十四五”大数据产业发展规划》	以释放数据要素价值为导向，打造数字经济发展新优势
2022.12	《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》	“数据二十条”
2023.03	《党和国家机构改革方案》	组建国家数据局
2023.08	《数据资产评估指导意见》	确定数据资产价值的评估方法包括收益法、成本法和市场法三种基本方法及其衍生方法
2024.01	《“数据要素×”三年行动计划（2024—2026年）》	实施“数据要素×”行动，推动数据要素与劳动力、资本等要素协同
2024.01	《数字经济促进共同富裕实施方案》	以 8 个国家算力枢纽、10 个国家数据中心集群为抓手，立体化实施“东数西算”工程，深化算网融合，强化网络支撑，推进算力互联互通，引导数据要素跨区域流通融合

资料来源：政府官网，东兴证券研究所

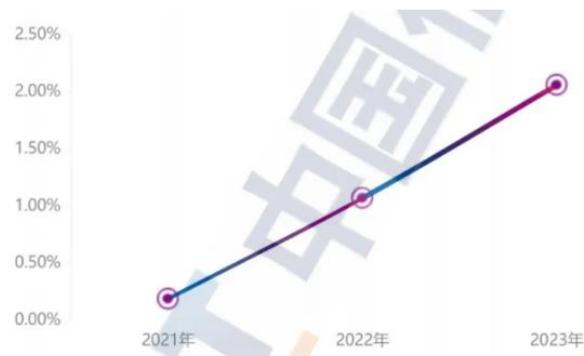
数据要素可赋能新质生产力，推动经济增长。数据作为新型生产要素，既能直接通过流通交易创造价值，又与其他生产要素融合，降低交易成本，形成规模经济和范围经济，以配置效率、规模效率和技术效率提升全要素生产率，赋能新质生产力，推动经济增长。根据中国信通院测算，2023 年，我国数字经济贡献度为 2.05%，比 2022 年增长 0.99 个百分点，数据驱动经济增长能力已经初步显现。

图35：数据要素推动经济增长机理



资料来源：信通院，东兴证券研究所

图36：2021-2023 数字经济贡献度



资料来源：信通院，东兴证券研究所

数据要素市场规模高速增长，到 2025 年有望超 2000 亿。据艾瑞咨询测算，2024 年全年预计中国数据要素流通市场规模将达 1662 亿元，2025 年预计将释放两千亿需求空间。2024 年 1 月，国家数据局发布《“数据要素×”三年行动计划(2024-2026 年)》后，以政务、金融、互联网、交电为代表的行业持续深化数据要素的发展与应用，2024 年预计全年市场规模将达 1662.0 亿元。后续随着公共数据授权运营平台建设加速开展，基础设施的建设与完善将进一步带动数据流通服务与交易，及能源、医疗等其他行业也在陆续入局，进一步释放增

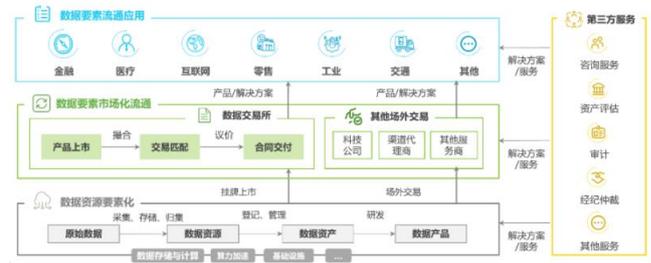
长空间。同时，公共数据和其他数据供给方对于数据隐私和安全性的重视日益凸显，数据安全流通以及隐私保护和加密合规等需求将进一步浮出水面，带动数据服务、数据安全以及第三方咨询、审计等服务高速增长。预计 2025 年将持 25.7% 的复合增速，市场规模将有望达 2042.9 亿元。

图37：2021-2025E 年中国数据要素流通行业市场规模(亿元)



资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

图38：2024 年中国数据要素产业链与行业参与者



资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

政策与意愿动机双轮驱动数据资产入表，已有多个案例落地。据艾瑞咨询，截止 2024 年 6 月 30 日，全国范围内数据资产入表落地案例为 35+。在全国各地覆盖了上海、浙江、江苏四川、河南、福建、广东、湖南等多个省市，涉及了交通运输、能源、金融、制造业等多个行业，聚焦于数据盘点、确权估值、入表运营等一系列核心维度，在大数据交易所等平台申请数据知识产权登记，明确了所在行业内的企业数据资源标准，成功获得了银行融资授信，并探索相关数据应用场景。不过目前案例多使用“成本法”进行数据资产评估与计量，缺乏针对数据长期价值的挖掘与探索。

综上，在政策支持下数据要素市场建设稳步推进，在通过数据资产增厚资产价值意愿驱动下，已有多个数据资产入表案例落地。从短期来看，数据要素市场建设较为早期且任重道远，但从中长期来看，数据要素市场完善有利于赋能新质生产力发展、促进经济增长、提升企业价值。

因此建议长期关注数据要素市场建设过程中蕴含的投资机遇，相关标的包括（1）具备数据优势的公司如航天宏图、中科星图、超图软件、科大讯飞等；（2）与数据基础设施建设相关的易华录、太极股份、深桑达、星环科技、三维天地、电科网安、深信服、安恒信息、奇安信、广电运通等公司。

4. 风险提示

政策落地及技术创新或不及预期、行业竞争加剧、相关行业发展或产品拓展不及预期、海外制裁加剧等风险。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	如何看待华为盘古大模型 5.0? —科技龙头巡礼专题（一）	2024-11-17
行业深度报告	端侧智能行业：人工智能重要应用，产品落地爆发在即—人工智能系列报告	2024-09-27
行业深度报告	计算机行业：英伟达成长启示录：保持远见、不断奔跑，用心打好逆风球—海外硬科技龙头复盘研究系列（十一）	2024-09-06
行业普通报告	计算机行业：“小鹏图灵”流片，华为引望智能上半年扭亏为盈—汽车智能化板块动态追踪	2024-08-28
行业普通报告	计算机行业：地平线完成境外上市备案，享界 S9 搭载华为端到端—汽车智能化板块动态追踪	2024-08-12
行业深度报告	计算机行业 2024 年半年度展望：聚焦新质生产力，把握行业结构性机会	2024-07-31
行业普通报告	计算机行业：设计标及设备招标逐步落地，车路云一体化建设节奏符合预期—智慧交通系列报告之三	2024-07-29
行业普通报告	计算机行业：车路云政策有序推进，落地节奏逐步清晰—智慧交通系列报告之二	2024-07-04
行业深度报告	计算机行业：车路协同久久为功，蓄势待发—智慧交通系列报告之一	2024-06-14
行业深度报告	计算机行业：汽车智能化快速渗透，车路协同再迎催化—汽车智能化系列报告	2024-06-05
公司普通报告	福昕软件（688095.SH）：Q3 订阅收入占比过半，中期仍具高成长性—2024 三季度业绩点评	2024-11-06
公司普通报告	中科曙光（603019.SH）：业绩符合预期，国产算力仍维持高景气—2024 年三季度报点评	2024-11-05
公司普通报告	金山办公（688111.SH）：业绩符合预期，把握 AI 及信创下沉趋势—2024 年三季度报点评	2024-10-31
公司普通报告	中科创达（300496.SZ）：业绩环比改善，加大研发把握智能化趋势—2024 三季度业绩点评	2024-10-30
公司深度报告	福昕软件（688095.SH）：具备全球竞争力的版式软件领军企业—人工智能&云计算系列报告	2024-09-05
公司普通报告	中科创达（300496.SZ）：业绩阶段性承压，持续投入发力端侧智能—2024 中报业绩点评	2024-09-02
公司普通报告	中科曙光（603019.SH）：业绩稳健增长，算力建设稳步推进—2024 半年报点评	2024-08-23
公司普通报告	金山办公（688111.SH）：业绩符合预期，AI 产品拓展顺利—2024 半年报点评	2024-08-22

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘蒙

计算机行业分析师，清华五道口金融硕士。2020 年加入东兴证券，2021 年新浪财经金麒麟计算机行业新锐分析师团队核心成员，主要覆盖数字经济、信创、信息安全、人工智能等细分领域。

张永嘉

计算机行业分析师，对外经济贸易大学金融硕士，2021 年加入东兴证券，主要覆盖基础软件、数据要素、金融 IT、汽车智能化等板块。

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，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（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）：
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（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）：
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：100033	邮编：200082	邮编：518038
电话：010-66554070	电话：021-25102800	电话：0755-83239601
传真：010-66554008	传真：021-25102881	传真：0755-23824526