

宏观深度报告 20250512

新动能驱动“科特估”为资本市场“排头兵”

2025 年 05 月 12 日

■ 新旧动能转换下，内需扩张迫在眉睫：

关税战是一场遭遇战、持久战，全球需求承压：“遭遇战”之下，各国的应对方式和手段在贸易战后期的很长一段时间内都将影响各自经济增长的实际走向。中美的“大国之争”在美国内在经济问题和全球经济增长问题暂未得到明显缓解之前仍将持续，“关税战”可能将是一场“持久战”，作为以打促谈的手段，关税的议题可能将贯穿较长的时间周期。关税战不仅是短期的贸易摩擦，更对全球经济结构造成深远影响，进一步抑制全球投资与消费需求。

科技产业经济占比提升，经济新动能打开内需新市场：截至 2024 年底，数字经济核心产业增加值占国内生产总值比重 10%左右。2022 年，中国的 KTI 制造业产出比 2012 年翻了一倍多，全球份额从 2012 年的 22% 增至 2022 年的 34%。数字经济技术应用和数字产品制造是引领当前经济发展的主要方向，也是激发内需潜力、驱动产业创新、塑造发展新优势的主要抓手，而科技相关服务业目前占比相对低，与海外主流国家也存在一定差距，未来仍有广阔的提升空间。通过科技新动能为内需提供多样化的供给，既是应对全球产业链重构的战略选择，也是实现高质量发展的必由之路，科技消费正当时。

“国产化”面临的内需空间广阔，“出口转内销”正在进行时：随着中国强力反制措施的落地，额外关税将会导致美国商品终端价格竞争力锐减，国内产品的国产化空间有望进一步打开。我国高科技产品和农产品的国产化空间有望进一步打开。近期，为助力外贸企业开拓国内市场，相关的部门、协会、企业已经纷纷开始行动。从假期期间市场火热程度来看，“出口转内销”的渠道已逐步打通，从“救急”转向常态化运营，外贸企业转内销逐见成效。

■ 科技赋能之下内需扩张的新路径

科技新动能的基础设施构建：科技基础设施构建不仅是技术问题，更是国家竞争力重塑的战略工程。经济层面来看，算力与数据开放共享是数字经济增长的土壤与血脉，基础设施不完备将导致产业升级动力不足。安全层面来看，自主算力与可控数据流通体系是应对地缘政治风险的防护盾。抢占算力与数据规则制高点，构建“算力充沛、数据畅通、自主可控”的科技基础设施新体系，是我国从数字大国迈向数字强国的必经之路，将为高质量发展注入持久动能。

科技赋能产品全球竞争力提升：中国通过持续的研发投入、政策支持、产业链整合及全球化布局，在多个高科技领域实现了专利、销量与标准的全面领先。随着技术迭代加速和国际标准话语权提升，中国科技产品的全球竞争力将进一步提升。

AI 应用的拓展与内需生态的整合：当前，AI+下游应用空间广阔，中国产品市场有待挖掘。科技及耐用消费品市场持续回升，以手机和穿戴设备为代表的个人消费电子场景成为市场增长的核心驱动力。智能家居、新能源汽车等产品的普及，使消费者从功能需求向体验需求转化。老年人口催生庞大的智能辅具、远程医疗等银发科技消费市场，年轻人群体则推动了电竞、虚拟现实（VR）等新兴市场快速增长。未来，技术创新突破与应用场景拓展有望形成科技消费的双轮驱动，人工智能、5G、量子计算等新领域的技术积累和创新突破为消费场景拓展奠定了基础，科技消费场景正在从传统的通讯、家电领域向智能家居、智能穿戴、健康医疗等多元化方向拓展，为科技消费市场带来新的增长点。

■ 资本市场机制与价值发现

全球化定价权提升：随着年初以来中国科技企业在人工智能等领域取得系列重大突破，越来越多外资金融机构将目光聚焦中国市场。外资机构不只是发表看好的观点，有更多的外资机构已经增加中国股票持仓，并

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

《地方国企债券融资都去哪了？——

项目投资由基建地产转向科创》

2025-05-12

《美国 4 月 CPI 前瞻：开始验收关税冲击幅度》

2025-05-11

给予超配。与此同时，外资机构对 A 股科技公司的调研热情不断升温。今年以来，中国涌现出一批现象级的科技企业，来自人工智能、机器人、智能驾驶等不同领域的科技新动能正在发展壮大。A 股优质上市公司代表了中国经济发展的优势产业部分，在全球经济不确定性提升的背景下，低估值、高质量的 A 股上市公司成为了全球最关注的投资品。目前，境外投资者对中国企业的全球化战略和技术突破表现出高度关注，中国企业通过全球化布局、资本开支提升和科技水平的飞跃能够有效对冲全球贸易形势不确定性带来的负面影响，用稳健的业绩为经济发展提供持续的动力，进一步提升了中国科技企业的全球竞争力。同时，中国庞大的人口带来科技下游的消费应用市场提升空间广阔，线上购物、数字支付、平台经济等与广阔线下消费场景结合的市场是中国的发展强项，在人工智能技术的进一步突破下，科技消费有望成为中国企业的“第二增长曲线”。

“科特估”的“含科量”范围划定：随着科技企业估值逐步提升，科技股的估值逻辑需要逐步从“渗透率驱动”转向“市占率与国产化率支撑”，后期通过业绩兑现消化高估值，头部企业也将因技术壁垒和订单增长获得持续溢价。因此，我们需要进一步筛选“含科量”更高的、公司发展持续性更强、盈利潜在增速更高、风险收益比合适的企业。因此，我们建议，从科技发展的主要产业入手，结合新质生产力范围进行“缩圈”，以人工智能为依托，从科技基础设施、数据要素、国际领先标准和 AI+ 应用生态方向入手，进一步收缩至“产业链安全”+“竞争力”+“业绩验证的可能性”三维度的筛选，在当前科技企业中加入“政府订单转化率”、“重要会议出席率”、“国产化率”、“人工智能相关度”、“业务模式成型”、“市场占有率持续提升”等多维度指标进行筛选，进一步识别“科特估”概念下的长期发展能消化估值的硬科技企业。

- 风险提示：（1）科技产业发展效率提升不及预期；（2）美国关税政策不确定性仍较高，中美关税谈判达成共识或需较长时间；（3）科技产业对下游行业的辐射影响有限。

内容目录

1. 新旧动能转换下 内需扩张迫在眉睫	5
1.1. 关税战是一场遭遇战、持久战，全球需求承压	5
1.2. 科技产业经济占比提升，经济新动能打开内需新市场	6
1.3. “国产化”面临的内需空间广阔，“出口转内销”正在进行时	7
2. 科技赋能之下内需扩张的新路径	9
2.1. 科技新动能的基础设施构建	9
2.2. 科技赋能产品全球竞争力提升	10
2.3. AI 应用的拓展与内需生态的整合	11
3. 资本市场机制与价值发现	12
3.1. 全球化定价权提升	12
3.2. “科特估”的“含科量”范围划定	12
4. 风险提示	13

图表目录

图 1: 全球贸易不确定性指数飙升.....6

图 2: 2024 年美国商品贸易逆差扩大至 1.21 万亿美元.....6

图 3: 全球 KTI 制造业增加值的各国份额 (%)7

图 4: 各国在全球 KTI 制造业附加值的份额 (%)7

图 5: KTI 增加值占 GDP 比重 (%)7

图 6: 我国从美国进口商品比重趋于下行 (%)8

图 7: 对美进口依赖度较高的商品 (2024 年, %)8

图 8: 2016-2023 年全球和我国算力规模与 GDP 和数字经济规模关系10

图 9: 算力发展指数与区域 GDP 的关系10

图 10: 中国科技及耐用消费品市场持续回升.....11

1. 新旧动能转换下 内需扩张迫在眉睫

1.1. 关税战是一场遭遇战、持久战，全球需求承压

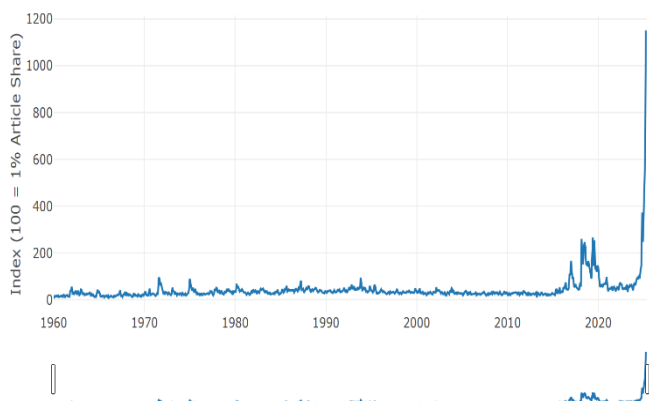
自 1776 年建国以来，美国多次试图通过提升关税来摆脱经济困境。1897 年，美国共和党总统麦金莱签署《丁利关税法案》，将羊毛、棉纺品等商品关税提升至 52%，美国进口商品价格飙升，全球贸易紧张加剧。后期麦金莱执政后期转向支持自由贸易，并在 1901 年承认“商业战争无利可图”；1930 年大萧条期间，胡佛总统对 2 万多种进口商品加征高额关税，最高税率达 60%，引发全球报复性关税，美欧贸易量锐减三分之二，全球贸易萎缩 66%，加剧经济大萧条向全球蔓延，是二战前国际经济秩序崩溃的催化剂；1960 年开始，日本纺织、汽车、半导体等产业崛起冲击美国市场，1969 年至 1971 年，美方以征收进口附加税和限制进口为威胁，迫使日本接受出口限制，1979 年至 1987 年，美国迫使日本汽车产业“自愿限制出口”，1987 年至 1991 年，美国对日本半导体加征 100% 关税，要求其开放市场并限制价格，日本产业被迫转型，汽车业通过技术创新和海外建厂维持竞争力，美国的打压促使日本加速产业升级；1971 年 8 月，尼克松单方面宣布美元与黄金脱钩，并对所有进口商品征收 10% 附加费，这一单边举措令世界惊愕，被称为“尼克松冲击”，导致美国与主要贸易伙伴关系紧张，布雷顿森林体系瓦解，美元大幅贬值，国际金融市场陷入混乱，美国的失业率与通胀率持续上升。在里根时期之前，美国在加征关税问题上吃尽了苦头，导致了美国从 80 年代起开始奉行自由贸易和经济全球化政策。相对应的，美国的主要贸易伙伴在不同时期只能被迫遭遇关税冲击，“关税战”也是“遭遇战”，在此情况下，各国的应对方式和手段在贸易战后期的很长一段时间内都将影响各自经济增长的实际走向。

作为大国在全球地位竞争时使用的重要手段，“关税战”是美国在遇到产业竞争时多次使用的保护主义工具。进入 21 世纪之后，随着美国传统制造业的衰落，保护主义重新抬头，为后续关税战埋下伏笔。在美国财政债台高筑、经济增长预期前景未明、全球经济缺乏新增长点的情况下，2018 年以来，美国开启对中国的新一轮“关税战”，意在遏制中国经济和科技产业的发展，中美的“大国之争”在美国内在经济问题和全球经济增长问题暂未得到明显缓解之前仍将持续，“关税战”可能将是一场“持久战”，作为以打促谈的手段，关税的议题可能将贯穿较长的时间周期。

关税战不仅是短期的贸易摩擦，更对全球经济结构造成深远影响。关税扭曲资源配置效率，长期将加剧全球经济失衡，尤其是债务和资本流动问题，迫使各国调整货币政策与经济政策，形成持久的经济博弈。美国对华关税战自 2018 年持续至今，但贸易逆差不降反增，2024 年达到 1.21 万亿美元，证明保护主义无法解决结构性经济问题，反而拖累全球产业链优化，加剧全球需求疲软。对汽车、芯片等关键一体化行业加征关税，导致企业成本激增，生产延迟和库存积压。中国、欧盟等经济体实施反制措施后，全球贸易网络进一步碎片化。2025 年的关税战已使全球贸易政策不确定性指数升至 2009 年以来最高水平，进一步抑制全球投资与消费需求。据世贸组织估计，2025 年全球商品贸

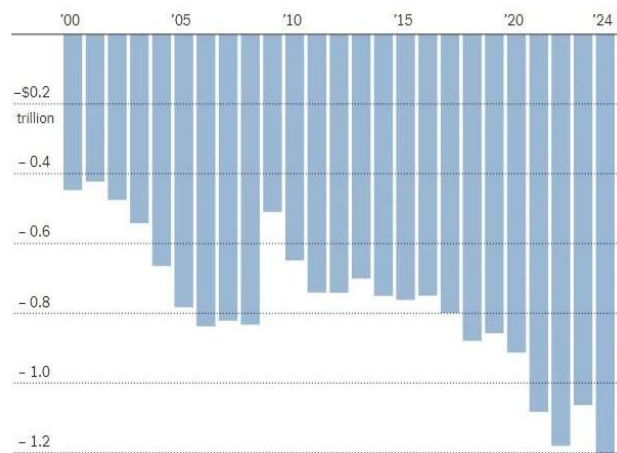
易量可能因关税战减少 1.5%，供应链中断将导致企业投资意愿下降，消费者信心受挫。供应链中断的连锁反应使原本高度专业化的全球分工体系陷入低效，抑制需求增长。

图1：全球贸易不确定性指数飙升



数据来源：TPU 月度指数，matteoiacoviello.com，东吴证券研究所

图2：2024 年美国商品贸易逆差扩大至 1.21 万亿美元



数据来源：BEA，东吴证券研究所

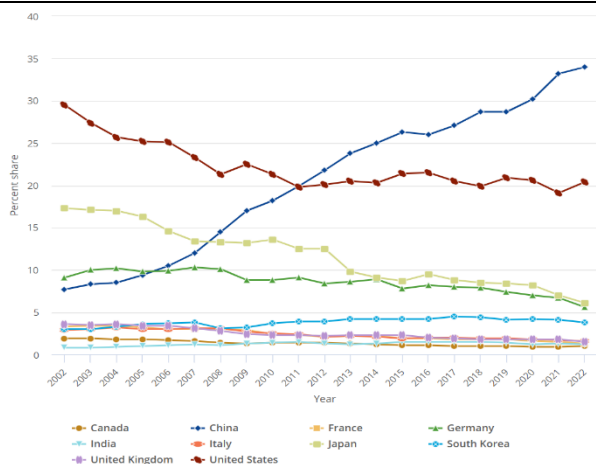
1.2. 科技产业经济占比提升，经济新动能打开内需新市场

2023 年开始，国家统计局根据《数字经济及其核心产业统计分类（2021）》，利用第五次全国经济普查结果，核算了全国数字经济核心产业增加值。2023 年我国数字经济核心产业增加值为 127555 亿元，占 GDP 的比重为 9.9%。其中，数字技术应用业占 43.6%，数字产品制造业占 33.8%，数字要素驱动业占 19.4%，数字产品服务业占 3.2%。4 月 29 日，在第八届数字中国建设峰会主论坛上，国家数据局发布《数字中国发展报告（2024 年）》显示，近三年数字中国发展指数保持 10% 以上的稳步增长，**数字经济发展提质增效，数字经济核心产业增加值占国内生产总值比重 10% 左右。**

美国国家科学基金会 (NSF) 最新发布 2024 年《全球知识密集型产业的产品和贸易》(Production and Trade of Knowledge- and Technology-Intensive Industries) 报告显示，至 2022 年，全球知识密集型 (KTI) 制造业的增加值为 7.82 万亿美元，2022 年美国在全球 KTI 制造业中的份额为 20.4%，10 年间几乎没有太大变化；与此同时，中国的 KTI 制造业产出在 2011 年超过美国后持续增长，2022 年较 2012 年翻了一倍多，全球份额从 2012 年的 22% 增至 2022 年的 34%，远超全球其他国家。本土来看，2012-2022 年，中国 KTI 产业增加值占本国 GDP 比重从 15.0% 增长至 17.0%；美国 KTI 产业增加值占本国 GDP 比重从 9.9% 增长至 11.2%，是除韩国外 KTI 产业占比最高的国家，**无论从份额还是速率来看，中国科技产业的经济占比正在快速提升。**结构上来看，KTI 制造业和服务业的表现分化：中国的 KTI 制造业全球份额持续提升，电气设备、铁路/军用车辆及其他运输设备、机械设备、化学品和化学产品、汽车/拖车和半挂车、计算机/电子和光学产品等先进科技制造业在全球占比均居首位；中国的 KTI 服务业全球份额则增长缓慢，目前仅为 11.9%，显著低于美国的水平。

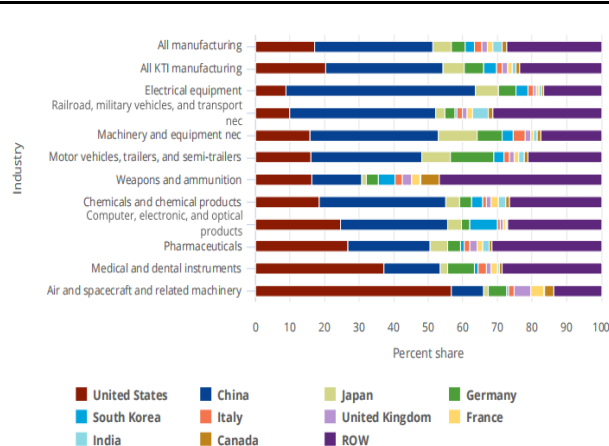
从行业分布来看，数字经济技术应用和数字产品制造是引领当前经济发展的主要方向，也是激发内需潜力、驱动产业创新、塑造发展新优势的主要抓手，而科技相关服务业目前占比相对低，与海外主流国家也存在一定差距，未来仍有广阔的提升空间。我国经济发展正处动力转换和质量提升的关键时期。通过科技新动能为内需提供多样化的供给，既是应对全球产业链重构的战略选择，也是实现高质量发展的必由之路，**科技消费正当时。**

图3: 全球 KTI 制造业增加值的各国份额 (%)



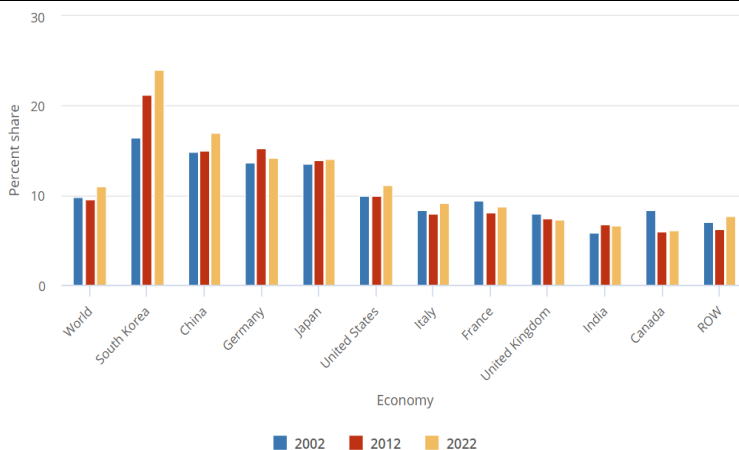
数据来源: NSF, 2002-2022, 东吴证券研究所

图4: 各国在全球 KTI 制造业附加值的份额 (%)



数据来源: NSF, 按 KTI 产业划分, 2022, 东吴证券研究所

图5: KTI 增加值占 GDP 比重 (%)



数据来源: NSF, 东吴证券研究所

1.3. “国产化”面临的内需空间广阔，“出口转内销”正在进行时

随着中国强力反制措施的落地，额外关税将会导致美国商品终端价格竞争力锐减，而中国对美进口商品的需求也将迎来重构，国内产品的国产化预计将迎来提速，尤其是自美进口绝对金额较大的行业，国内产品的国产化空间有望进一步打开。

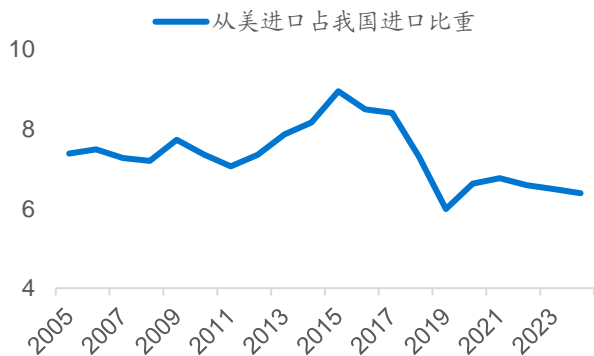
从总量维度上来看，2024 年，我国从美进口总额约为 1652 亿美元，约占我国进口总额的 6.4%，我国对美进口依赖度较低，自 2018 年首轮中美贸易摩擦以来我国从美进

口份额逐步降低。从结构维度上来看，2024 年，进口绝对金额方面，从美国进口产品中矿物产品（231 亿美元）、机械设备（202 亿美元）、电气设备（183 亿美元）、精密仪器（131 亿美元）和用于生产的植物（126 亿美元）进口额超过 100 亿美元；进口依赖度方面，我国从美进口航空航天器依赖度较高，占我国航空航天器全部进口的比重超过 50%，印刷品、部分动物产品以及炸药烟火等易燃制品从美进口依赖度也超过 20%；重点产品方面，我国乘用车（19%）、货运车（33.5%）、高粱（66.8%）、大豆（22.8%）、活猪（66.9%）、牛肉（39.8%）从美进口依赖度较高。对美加征关税后，我国高科技产品和农产品的国产化空间有望进一步打开，以航空器、消费电子、汽车核心部件、高端农产品为代表的领域将出现显著替代效应。

对于农产品等有较高依赖的初级产品来讲，短期内或难以寻找新的供应商而造成价格有所上涨，但农产品可替代性较高，本土化趋势和同类替代趋势有望进一步加强。针对高科技产品，2024 年，我国本土品牌乘用车零售占比约为 65.2%，仍有较大提升空间，本轮反制后我国汽车厂商有望获得替代美企的市场空间，也一定程度上可以缓解过剩产能。在半导体和集成电路等关键领域，本次反制措施也彰显出我国加大科技投入，突破关键领域卡脖子技术的决心，有望加速国产替代进程。

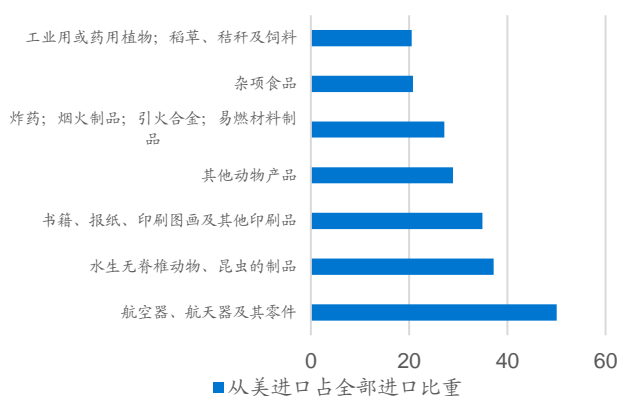
近期，为助力外贸企业开拓国内市场，相关的部门、协会、企业已经纷纷开始行动。商务部组织有关商协会、大型商超和流通企业座谈；实体商超迅速响应，接连宣布将通过加大补贴力度、开通绿色通道等多种方式，帮助外贸企业开拓国内市场。京东、盒马、永辉、华润万家、武商集团等商超巨头正在积极开放外贸企业转内销通道，阿里、抖音电商、快手、叮咚买菜、唯品会等十多家电商平台表示，将发挥电子商务直联供需优势，推出订单直采、外贸专区、流量支持、绿色通道、供采对接等八方面举措，将优质外贸产品以电商速度传递到千家万户。五一假期期间，广东、江苏、浙江、上海、重庆等地抓住假期窗口，积极推动“出口转内销”展销会，广交会的参展企业数量达到历史新高。从假期期间市场火热程度来看，“出口转内销”的渠道已逐步打通，从“救急”转向常态化运营，外贸企业转内销逐见成效。

图6：我国从美国进口商品比重趋于下行（%）



数据来源：ITC，东吴证券研究所

图7：对美进口依赖度较高的商品（2024 年，%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

2. 科技赋能之下内需扩张的新路径

4月25日，在中共中央政治局第二十次集体学习时，习总书记强调，人工智能作为引领新一轮科技革命和产业变革的战略性技术，深刻改变人类生产生活方式。党中央高度重视人工智能发展，近年来完善顶层设计、加强工作部署，推动我国人工智能综合实力整体性、系统性跃升。同时，在基础理论、关键核心技术等方面还存在短板弱项。要正视差距、加倍努力，全面推进人工智能科技创新、产业发展和赋能应用，完善人工智能监管体制机制，牢牢掌握人工智能发展和治理主动权。

在科技产业变革的新周期，科技产业的发展和扩张有望通过人工智能技术为桥梁，构建基础设施、核心技术产品和下游应用生态的全产业链布局，全面推动新动能锚点的内需扩张。

2.1. 科技新动能的基础设施构建

在科技产业快速发展的当下，我国科技发展的新动能离不开科技基础设施的构建，AI+的全面铺设离不开算力的支持、硬件的产业链配套和产品生态的全面搭建，算力的全面国产化和数据资源的有效积累是推动AI产业发展的基础，习总书记指出，要“统筹推进算力基础设施建设，深化数据资源开发利用和开放共享。”科技基础设施是数字经济时代的“新基建”，是驱动创新、赋能产业升级、重塑全球竞争格局的战略基石。其中，算力基础设施作为数字经济的动力引擎，数据资源开放共享作为生产要素流通枢纽，二者共同构成科技新动能的核心支撑。

数字经济本质是“算力经济”，算力规模与经济增长呈强正相关。据中国信通院发布的《先进计算暨算力发展指数蓝皮书（2024年）》，算力发展指数每增长1%，国家数字经济GDP将增长1.06%，区域GDP将增长0.97%。当前，人工智能、大数据分析、工业互联网等新兴技术对算力需求呈指数级增长，无论是AI大模型训练、智能制造、还是科技研发领域都依赖超级算力。作为国家安全的战略保障，算力自主是全球算力竞争加剧下的必然选择，美国、欧盟通过《芯片与科学法案》《欧洲高性能计算战略》强化算力垄断，我国必须构建自主可控的算力体系，避免关键领域算力依赖外部平台，当前国产芯片已实现14nm制程突破，需通过算力基础设施规模化应用培育产业生态。

数据资源开放共享是释放数据要素价值的核心路径。数据作为第五大生产要素，唯有通过开放共享才能激活价值。2024年我国数据要素市场规模达1600亿元，但数据“孤岛化”问题突出：政府部门数据开放率偏低，企业间数据流通成本占数据应用总成本偏高。数据开放共享后，一方面可以实现数据运用的效率提升，另一方面，也可以使用开放数据对新型研究创新赋能，通过数据确权与定价机制，实现数据产品的资产增值，带来经济效益的提升。数据开放共享是产业融合与协同发展的核心纽带，数据共享打破行业壁垒，有望催生需求的新业态和新模式：工业互联网跨企业共享工艺参数、供应链库存等信息缩短产品研发周期，提升订单响应速度，智慧民生数据共享可以整合医疗、教

育、交通等数据，实现公共服务办理效率提升，金融风控数据共享，降低违约风险等。另外，数据开放也是治理现代化与公共服务升级的重要支撑，政务数据开放是建设“数字政府”的核心抓手，可以实现精准治理、透明监管和应急管理，体系的效率有望进一步提升。

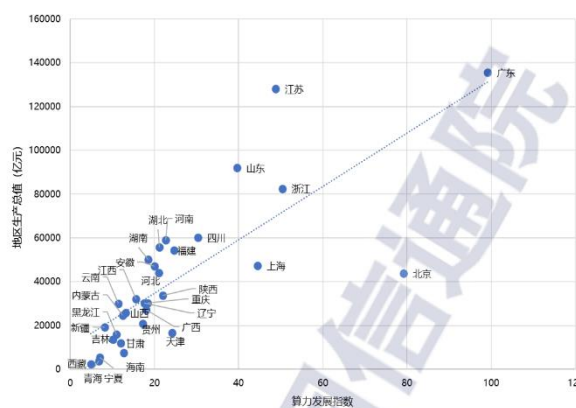
科技基础设施构建不仅是技术问题，更是国家竞争力重塑的战略工程。经济层面来看，算力与数据开放共享是数字经济增长的土壤与血脉，基础设施不完备将导致产业升级动力不足。安全层面来看，自主算力与可控数据流通体系是应对地缘政治风险的防护盾。抢占算力与数据规则制高点，构建“算力充沛、数据畅通、自主可控”的科技基础设施新体系，是我国从数字大国迈向数字强国的必经之路，将为高质量发展注入持久动能。

图8：2016-2023 年全球和我国算力规模与 GDP 和数字经济规模关系



数据来源：中国信通院，东吴证券研究所

图9：算力发展指数与区域 GDP 的关系



数据来源：中国信通院，东吴证券研究所

2.2. 科技赋能产品全球竞争力提升

在集体学习会议上，总书记强调，要广泛开展国际合作，帮助全球南方国家加强技术能力建设，为弥合全球智能鸿沟做出中国贡献。推动各方加强发展战略、治理规则、技术标准的对接协调，早日形成具有广泛共识的全球治理框架和标准规范。

目前，中国在人形机器人、消费电子、新能源、通信等各产业链均在全球技术专利、产品销量、设计标准等方面占据全球领先地位，为科技产业国际化做出全球化的规范表率。2023 年人民网发布《人形机器人技术专利分析报告》显示，中国人形机器人技术专利累计申请量达 6618 件，专利覆盖本体结构、驱动控制、智能感知等领域。全球人形机器人本体企业超 300 家，中国企业占比超 50%；通信产业来看，华为在 5G NR、6G 太赫兹通信等领域的技术提案被 3GPP、ITU-R 采纳，推动全球统一标准制定，在 6G 技术上中国标准也领先于世界，在太赫兹通信、通感一体化、AI 原生网络等领域取得突破；消费电子产业来看，2024 年第四季度，中国手机品牌（小米、OPPO、vivo 等）全球出货量占比达 56%，在亚洲、非洲、欧洲市场均表现强劲；新能源产业来看，中国动力电池

专利占全球 74%，2025 年工信部发布全球最严电池安全新规，推动中国标准成为全球标杆，麒麟电池、刀片电池等在全球均处于技术领先地位。

中国通过持续的研发投入、政策支持、产业链整合及全球化布局，在多个高科技领域实现了专利、销量与标准的全面领先。随着技术迭代加速和国际标准话语权提升，中国科技产品的全球竞争力将进一步提升。

2.3. AI 应用的拓展与内需生态的整合

总书记指出，我国数据资源丰富，产业体系完备，应用场景广阔，市场空间巨大。要推动人工智能科技创新与产业创新深度融合，构建企业主导的产学研用协同创新体系，助力传统产业改造升级，开辟战略性新兴产业和未来产业发展新赛道。以人工智能引领科研范式变革，加速各领域科技创新突破。

当前，AI+下游应用空间广阔，中国市场有待挖掘。国务院第十二次专题学习指出，“要大力促进科技消费，用好我国应用场景丰富、技术迭代能力强等优势，加快人工智能技术推广，释放人工智能终端产品等消费潜力”，为我国科技消费发展指明了方向。《2024-2025 中国科技类消费电子产业发展白皮书》显示，2024 年我国科技及耐用消费品市场持续回升，预计营业额达 22406 亿元，同比增长约 5%；以手机和穿戴设备为代表的个人消费电子场景营业额增速达 10%，成为市场增长的核心驱动力。智能家居、新能源汽车等产品的普及，也使消费者从功能需求向体验需求转化。人口结构的分层也为科技消费带来了不同的市场需求，一方面，超 2.9 亿的老年人口催生庞大的智能辅具、远程医疗等银发科技消费市场，另一方面，年轻人群体则推动了电竞、虚拟现实（VR）等新兴市场快速增长。未来，技术创新突破与应用场景拓展有望形成科技消费的双轮驱动，人工智能、5G、量子计算等新领域的技术积累和创新突破为消费场景拓展奠定了基础，科技消费场景正在从传统的通讯、家电领域向智能家居、智能穿戴、健康医疗等多元化方向拓展，为科技消费市场带来新的增长点。

图10：中国科技及耐用消费品市场持续回升



数据来源：GFK，东吴证券研究所

3. 资本市场机制与价值发现

3.1. 全球化定价权提升

随着年初以来中国科技企业在人工智能等领域取得系列重大突破，越来越多外资金融机构将目光聚焦中国市场。近日，高盛、德意志银行、汇丰、美国银行等密集发声，表示看好中国科技产业发展前景，对中国市场表现抱有信心。中国科技企业从 5G 通信技术开始就已经参与到国际竞争中，今年以来的人工智能大模型训练技术全球开源是中国科技企业科技国际竞争力的又一跃升，也是外资机构重新评估中国硬科技企业价值和打破估值折价的新契机，推动港股和 A 股科技板块估值修复。外资机构不只是发表看好的观点，有更多的外资机构已经增加中国股票持仓，并给予超配。与此同时，外资机构对 A 股科技公司的调研热情不断升温。今年以来，高盛、德意志银行、瑞银、摩根大通、富达国际、摩根士丹利等外资机构频繁出现在 A 股上市公司调研名单中，对人工智能、新能源、高端制造、医疗健康等新兴产业发展表现出浓厚兴趣。

在近日香港召开的“上市公司香港交流日”活动中，多家外资机构现身参会。今年以来，中国涌现出一批现象级的科技企业，来自人工智能、机器人、智能驾驶等不同领域的科技新动能正在发展壮大。A 股优质上市公司代表了中国经济发展的优势产业部分，在全球经济不确定性提升的背景下，低估值、高质量的 A 股上市公司成为了全球最关注的投资品。目前，境外投资者对中国企业的全球化战略和技术突破表现出高度关注，中国企业通过全球化布局、资本开支提升和科技水平的飞跃能够有效对冲全球贸易形势不确定性带来的负面影响，用稳健的业绩为经济发展提供持续的动力，进一步提升了中国科技企业的全球竞争力。同时，中国庞大的人口带来科技下游的消费应用市场提升空间广阔，线上购物、数字支付、平台经济等与广阔线下消费场景结合的市场是中国的发展强项，在人工智能技术的进一步突破下，科技消费有望成为中国企业的“第二增长曲线”。

3.2. “科特估”的“含科量”范围划定

在“科特估”概念提出的初期阶段，在传统的企业更倾向于以盈利为主要指标对估值进行衡量的体系中，我们认为需要增加“战略价值”、“技术价值”和“新经营价值”三方面的价值指标、减少既有财务盈利稳定性指标来构建“科特估”的新体系，因此最终从三类指标中选取了新质生产力对应的二级市场细分行业作为战略价值指标，发明专利个数中位数以上、研发人员数量在科技企业中位数以上、研发人员占比在科技企业中位数以上作为技术价值指标，研发支出总额占营业收入比例在中位数以上、三年累计分红占比在中位数以上作为新经营价值指标，最终筛选的行业分类相对也较为分散，在计算机、通信、电子、生物医药、军工、新能源和新能源汽车行业中均有分布。科技板块初期依赖概念炒作，随着科技企业估值逐步提升，已经有部分行业和公司与国际主流机构估值齐平，科技股的估值逻辑需要逐步从“渗透率驱动”转向“市占率与国产化率支撑”，后期通过业绩兑现消化高估值，头部企业也将因技术壁

垒和订单增长获得持续溢价。因此，我们需要进一步筛选“含科量”更高的、公司发展持续性更强、盈利潜在增速更高、风险收益比合适的企业。因此，我们建议，从科技发展的主要产业入手，结合新质生产力范围进行“缩圈”，以人工智能为依托，从科技基础设施、数据要素、国际领先标准和 AI+应用生态方向入手，进一步收缩至“产业链安全”+“竞争力”+“业绩验证的可能性”三维度的筛选，在当前科技企业中加入“政府订单转化率”、“重要会议出席率”、“国产化率”、“人工智能相关度”、“业务模式成型”、“市场占有率连续提升”等多维度指标进行筛选，进一步识别“科特估”概念下的长期发展能消化估值的硬科技企业。

4. 风险提示

- (1) 科技产业发展效率提升不及预期;
- (2) 美国关税政策不确定性仍较高，中美关税谈判达成共识或需较长时间;
- (3) 科技产业对下游行业的辐射影响有限。

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>