

AI智能车时代是【产品为王】

证券分析师：黄细里

执业证书编号：S0600520010001

联系邮箱：huangxl@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199793

2025年9月21日

■ AI时代是【产品为王】不是【流量为王】！

- **【流量为王】是PC/移动互联网时代的产物。**PC增强了人类的计算能力，手机增强了人类的连接能力，移动互联网的本质是连接，**企业的盈利取决于三个层面**：1) 用户规模越大则网络效应越强；2) 获客成本越低越好；3) 变现渠道越多元越好，距离支付越近越好。因此最终移动互联网时代的龙头公司都不满足单一产品而是建立生态护城河，**最终目的是让用户留在自己的生态里面。**
- **【产品为王】或是AI+时代的新产物。**【智能体Agent】是AI时代终端的通用名词，未来在各个子领域预计会诞生不同类型的智能体，但**具备共同的特征：帮助人类完成单一或多个任务，而且是语音交互方式不再是移动互联网时代的触控方式。**互联网时代终端的价值与留住用户的时间成正比，而**AI时代智能体的价值与帮助人类完成任务复杂度成正比**，因此互联网时代看“用户数”最重要，AI时代看“单个智能体创收价值”最重要。而AI智能体创收能力差异取决于【算法能力强弱+调用算力的能量+数据闭环能力】。

■ 智能车是被忽视的AI时代革命性终端！

- **智能车为何被忽视？思维方式的错位导致：**1) 互联网流量思维在主导当前AI行情，而智能车的用户数量级太小了。2) 懂AI的人不太懂汽车，懂汽车的不太懂AI，智能车需要AI+汽车复合型才能看懂。3) 智能车短期被电动车逻辑拖累，陷入了新车周期的投资框架。
- **智能车革命性为何很强？**无论PC还是智能手机，以及未来智能车都符合共同特征【打破资源垄断，不断去中心化、不断科技平权】，解放社会生产力且改变社会生产关系。

■ AI智能车的投资机会到底会多大？

- 我们认为大概率AI智能车这轮产业趋势投资机会更大于互联网时代！站在中美科技创新追赶角度：PC时代中国是模仿创新，诞生了品牌商【联想】等，门户网站【新浪-网易-搜狐】+搜索百度；智能手机时代中国是应用创新，诞生了品牌商【华为/小米/OV】，应用【腾讯/阿里/字节】等；智能车时代中国是底层创新，从芯片-算法（模型）-应用预计会诞生一系列全球有竞争力企业。

■ AI智能车究竟如何估值？

- 每一轮新的科技革命在产业前期或诞生新估值方式，在产业后期会回归常态化PE估值。互联网时代前期【用户数市值法】是核心估值方式，因为前期企业持续盈利出来之前核心变量是用户数的增长。AI智能车时代前期我们认为或可以考虑【智能体创收市值法】：
- 估值公式：智能体创收能力=智能体保有量***智能体能力等级**（参照人类职业差异）
- 也即影响估值高低我们认为最大变量是【智能体能力等级】，这个差异是非线性变化的。

■ AI智能车产业链投资标的？

■ Robotaxi产业链我们认为是未来5年AI智能车板块的最佳投资主线。按照产业利润分配重要性：

- 第一类：一体化模式：**特斯拉/小鹏汽车-W**（后期或考虑找合作伙伴）/千里科技（联盟制）
- 第二类：技术提供商+运营分成模式：**地平线机器人-W**/百度集团-SW/小马智行/文远知行/Momenta/元戎启行
- 第三类：传统网约车的转型：**滴滴出行**（用户运营+转型技术），**曹操出行**（用户运营+车辆管理）/如祺出行，大众交通/锦江在线（车辆管理）等
- 第四类：车辆的生产商：**北汽蓝谷/广汽集团/上汽集团**等（预计后续更多车企加入）
- 第五类：核心硬件供应商：**检测**（中国汽研+中汽股份等）/**芯片**（地平线机器人-W+黑芝麻智能）/**域控制器**（德赛西威/均胜电子/科博达/经纬恒润-W等）/**传感器**（舜宇光学科技/禾赛-W/速腾聚创）/**线控底盘**（伯特利/耐世特/浙江世宝）/智能车灯（星宇股份）/玻璃（福耀集团）。

■ AI智能车产业链投资标的？

■ Robovan产业链也是AI智能车容易被忽视的一条主线。相比Robotaxi，Robovan技术壁垒相对较低，但商业化进展会更快且对社会物流产生重大影响。

- 第一类：技术提供商+运营分成。创业公司：九识智驾/新石器/白犀牛等。
- 第二类：技术提供商+硬件生产商+运营分成。德赛西威等。
- 第三类：运营分成：中邮科技+开勒股份等。
- 第四类：核心硬件供应商：芯片（黑芝麻智能）等、域控制器+线控底盘（经纬恒润-W）等。

■ AI智能车产业链投资标的？

■ L4级智能车C端消费产业链是AI智能车产业链后期重要的一条主线。相比B端（Robotaxi/van），C端对L4智能车消费潮流兴起会稍晚一些，一旦爆发也会形成重大投资机会：

- 第一类：坚持技术自研路线的车企：特斯拉/小鹏汽车/理想汽车-W/蔚来-SW/零跑汽车。
- 第二类：坚定拥抱华为的合作伙伴：赛力斯/上汽集团/江淮汽车/北京汽车/长安汽车/广汽集团/东风集团股份等。
- 第三类：第三方+自研并行策略车企：比亚迪/吉利汽车/长城汽车/奇瑞汽车。
- 第四类：第三方智驾技术供应商。华为引望/地平线机器人-W/Momenta/元戎启行等。
- 第五类：核心部件供应商。检测(中国汽研+中汽股份等)/芯片（地平线机器人-W+黑芝麻智能）/域控制器（德赛西威/均胜电子/科博达等）/传感器（舜宇光学科技/禾赛-W/速腾聚创）/线控底盘（伯特利/耐世特/浙江世宝）/智能车灯（星宇股份）/玻璃（福耀玻璃）。

■ 风险提示：“后视镜视角”带来的认知范围有限；Robotaxi放量不及预期。

一张图看懂本篇报告核心结论

继PC互联网—移动互联网，AI汽车是新一轮革命性终端产生而深刻改变人类生活方式的浪潮。

PC互联网时代

1990-2005s

办公室里的计算机

品牌商：联想

应用：搜狐网易新浪

中国：模仿创新

移动互联网时代

2007-2020s

口袋里的计算机

品牌商：华为/小米/OV

应用：腾讯/阿里/京东/
美团/字节/拼多多等

中国：应用创新

AI时代应用之一 汽车

2023-未来

轮子上的计算机

底层：芯片+算法自研

品牌商：全球竞争力车企

应用：移动第三空间

中国：底层创新

流量为王

数字世界

革命性终端：解放生产力且改变社会关系

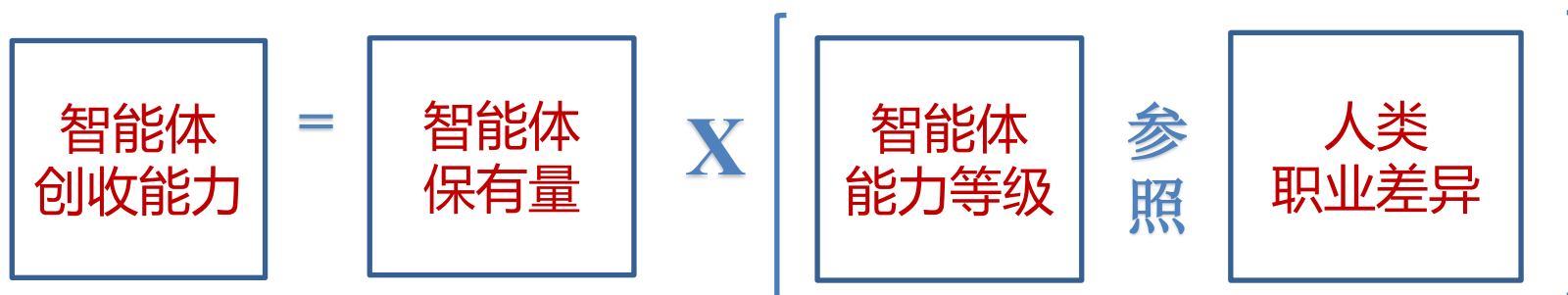
打破资源垄断，不断去中心化，不断科技平权

产品为王

物理世界

- AI时代我们认为对互联网时代的颠覆是在于：不再流量为王了，更重要是【智能体创收能力的差异】。一个智能体如果等级越高则创收能力越高，且可能是指数级的提升！

智能体估值方法



Robotaxi是物理世界
智能体



- **一、PC/移动互联网时代复盘总结**

- **二、为何本轮AI行情智能车不是核心配置方向？**

- **三、智能车是被忽视的AI时代革命性终端**

- **四、AI视角如何投资智能车？**

- **五、风险提示**

一、互联网时代复盘总结

■ 过去70年时间人类社会经历了公用计算机时代—个人计算机时代—口袋里的计算机时代（智能手机），不断去中心化和场景化，需求的变迁也让【计算机和手机】两个不同产品走向了技术融合。

大型—小型 计算机时代	台式—笔记本时代（PC时代）	智能手机时代				
● 用户：政府、军方、企业、学校 ● 特征：集中化、高成本、专业化 ● 产品：1965年DEC 推出的 PDP-8，售价1.8万美元，1970s惠普（HP）、Data General 推动小型计算机产业集群 ● 关系：1970s小型计算机开始快速替代大型计算机，1980s大型和小型计算机并存，两者形成“核心数据集中处理 + 边缘场景分散处理”的格局。 ● 技术突破：集成电路（IC）的商业化，推动“小型化、低功耗、低成本”，无需专用机房。	● 用户：家庭用户但偏专业消费者 ● 特征：从多用户共享变成了个人专属（去中心化） ● 技术突破：微处理器（将CPU装进单块芯片）。1971年英特尔推出4004，1978年推出8008（16位）为IBM PC奠定基础 ● 1977 年Apple II 的革命性突破：开箱即用，内置键盘支持图形显示和声音输出，但苹果软硬件封闭系统，限制了发展速度 ● 1981年推出IBM的PC，采用模块化设计，核心部件（CPU 用 Intel 8088、操作系统用微软 DOS）对外公开接口，允许第三方厂商生产兼容机（如康柏、戴尔），成本大幅下降，推动了普及。 ● 软件应用爆发：office套件、浏览器、门户网站、搜索等陆续出现，PC从“能计算的机器”变成“能高效办公的工具”。	● 用户：大众消费者 ● 特征：计算能力的小型化、低功耗化与场景适配化（从固定终端到移动终端） ● 技术突破：芯片制程工艺和架构升级及异构计算架构；3G/4G商用化；交互方式创新；电池技术优化； ● 2007年苹果iPhone 首次发布，2008年谷歌安卓 1.0 发布，形成“iOS + 安卓”双寡头格局。 ● 2010年苹果iphone4发布是真正定义了智能手机标准（不仅是通讯工具，更是生活移动的载体）推动了智能手机全球渗透率快速提升 ● 软件应用爆发：即时通讯和社交革命（微信）、手机游戏、电商。外卖、在线视频、短视频/直播等，几乎衣食住行各个方面都经历了移动互联网的改造				
1960s	1970s	1980s	1990s	2000s	2010s	2020s

- **泡沫形成的原因：**1) **基本面维度：**1990-2000年全球PC出货量快速普及且随着三大应用（门户+浏览器+搜索）+上网基础设施逐步完善，全球网民规模在不断扩容（1999年突破1亿），这些都构成了2000年互联网泡沫形成的产业趋势基础。2) **流动性维度：**美国持续降息、长期低利率且因为1998年亚洲金融危机导致更多资金回流美国，叠加风险投资也推波助澜，大部分资金都流向互联网行业。3) **基本面和资金面共振带来了估值体系重构，“市梦率”的盛行，“页面浏览量”“用户数”等取代了传统财务指标。**
- **泡沫破灭的影响：**普遍跌幅80%-90%，跌幅50%已经是非常好的公司（比如微软），甚至大量后期纯讲故事的应用型公司破产或退市。而留存下来这批公司的股价再次创2000年新高，基本都在2007年后（亚马逊是2009年，微软/高通是2015年，英特尔/思科是2018年）。而PC时代的应用公司：雅虎/美国在线/新浪/搜狐等都最终是退市收场（即使2000年后实现了盈利，但因错过了移动互联网时代）
- **谁最终走出了泡沫：**1) 如果用“股价创新高”来定义走出泡沫，那么“亚马逊-微软-高通-英特尔-思科”都陆续走出来了，但所花时间8-18年。2) 如果以2007年作为节点（这年是苹果手机诞生也可算是移动互联网的初期），那么基本PC互联网时代的核心公司都没有彻底走出泡沫。也就是能走出2000年泡沫的公司均是得依靠移动互联网时代的红利而且自身护城河足够深。

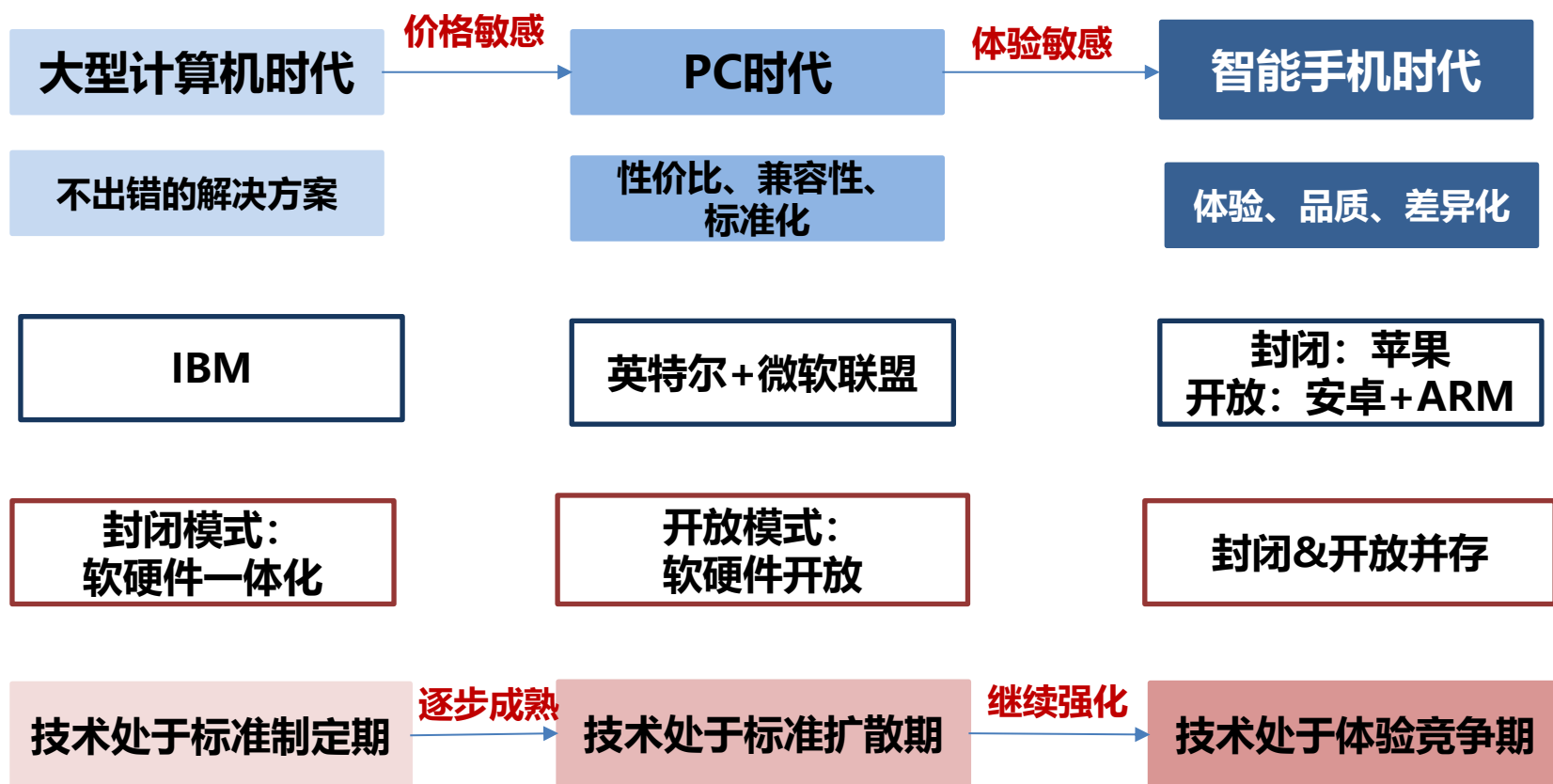
- **PC互联网时代：中国是显著落后于美国。**核心技术均掌握在美国（处理器+操作系统），在制造环节中国联想（收购IBM个人电脑业务），在应用端基本都是纯粹模仿规模模式（比如：门户网站、浏览器和搜索等）
- **移动互联网时代：中国加速跟随美国。**核心技术前期依然掌握在美国（芯片+操作系统），后期实现了一定程度的国产化（比如：华为自研芯片+操作系统）。在手机品牌商国产手机占据了中低端市场（华为-苹果-O/V），高端市场华为也获得了一些份额，但苹果是主导高端市场。在制造环节中国消费电子产业链十分发达成为了主力军，在应用环节中国做出了本土化特色，并不是一味地模仿美国模式，例如腾讯模式/字节跳动等。
- **PC时代后期的应用恰恰是移动互联网时代的主流应用模式。**也就是一个新的商业模式不会从无到有，而是一开始并不起眼但因为革命性终端出现可能会被无限放大，从而改变社会生活方式。
- **无论PC还是移动互联网时代，主流应用型公司也好，还是底层技术提供商，都是完全另外一拨人。这也意味着：科技股的基因论。**
- **技术驱动型公司核心是构建技术的生态，用户驱动型公司核心是构建体验的生态。**在科技创新时代，单一优势很难构建壁垒，必须要在多维度夯实壁垒。从PC到移动互联网，应用型公司更容易昙花一现，技术型公司或有望跨时代转型（比如：IBM、微软等）。
- **为何移动互联网没有PC当年那么大泡沫？**PC时代更像互联网的0-1突破（首次公司收入和用户数紧密相关，商业模式的突破，引入PS估值体系，且验证了产业链核心利润分配者的利润率水平），移动互联网更像1-N进化（在PC基础上应用端变现方式和能力更强，且可形成平台型公司）

■ 中美差异核心是因为经济发展阶段不同而导致了相反的结果：

- **中国处于经济快速增长阶段（2000-2010年也是互联网用户数量爆发期）**，居民收入水平有限，知识产权保护意识也较为薄弱，抢占增量用户是核心，类似工业时代的规模扩张思路，先有规模（用户）才有盈利。本质是工业化阶段“规模经济”的延伸。
- **美国处于经济相对成熟阶段（1990-2000年互联网用户数量爆发期）**，居民收入水平较高，只是产权保护意识较强，企业核心目标不是抢占增量用户，而是如果做好存量用户的单位价值。用户付费核心是“为解决问题买单”，本质是后工业化时代“服务经济”的延伸。
- **支付习惯的差异**：互联网快速普及期中国信用卡支付条件并不成熟反而催生了移动支付。移动支付让小额支付很便捷，导致用户其实更愿意**打赏形式**而不是订阅制付费模式。而美国信用卡支付普及在互联网之前，而信用卡又与订阅服务深度绑定可支持自动扣费，不仅降低了付费门槛也提高了契约精神，所以美国**订阅制付费模式**常见。

封闭VS开放：关键看时代的需求是什么

- **封闭模式VS开放模式，没有对与错。**如果在技术创新早期且标准都没有阶段，往往封闭模式是更有优势。如果技术创新进入了相对完善期尤其是在标准扩散期，开放模式优势逐步彰显。智能手机时代我们看到了两种模式的并存且都创造了非常好的价值，本质是手机需求是分层的，高端则是封闭更好体验更加，中低端则是开放。
- **对于AI时代，我们认为【谁能掌握技术标准】才是最大的赢家。**一旦技术标准确定了，封闭和开放模式并存。



1.1 PC互联网时代的复盘（1980-2005年前后）

- PC时代产业链最大的赢家是【英特尔+微软】，占据了产业链核心利润环节，其次是下游软件应用+上游核心组件，再其次是下游品牌方，最后是中游制造与系统整合商。

上游核心组件

- 处理器CPU: X86/ARM
- 主板制造商: 华硕/微星
- DRAM存储: 三星/海力士
- 独立显卡: 英伟达/AMD
- 集成显卡: 英特尔/AMD

中游制造与整合

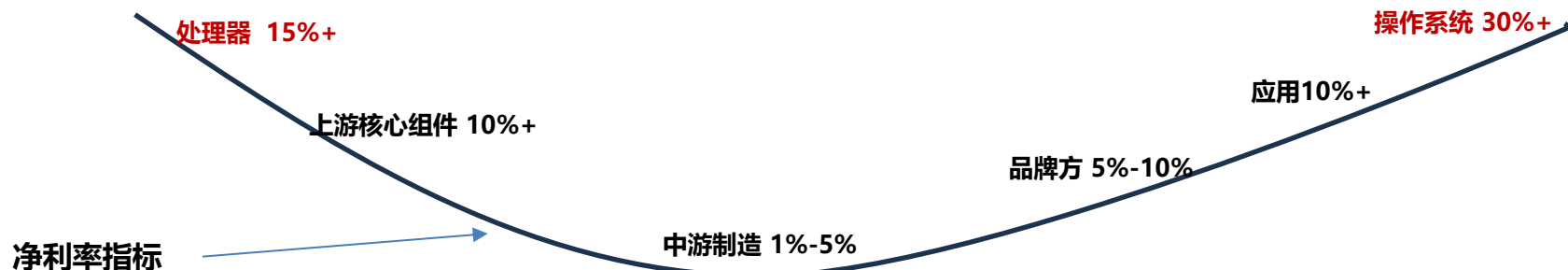
- PCB板: 沪电股份/鹏鼎
- 电源散热: 台达/思泉
- 笔记本ODM: 广达/仁宝/华勤技术等
- 外设与结构件:
- 显示器: 京东方
- 结构件模组: 春秋电子等

下游品牌与分销

- 品牌商
- 联想/惠普/戴尔/苹果/华硕
- 分销商
- 经销: 京东/天猫/苏宁易购
- 自营: 苹果直营店

软件与应用

- 操作系统: windows/OS
- 办公软件: office
- 浏览器: IE/搜狗等
- 安全软件: 卡巴斯基/360
- 门户网站: 雅虎/新浪等
- 搜索: 谷歌、百度
- PC游戏: 盛大/网易
- 社交: 博客/微博/校内网/QQ等

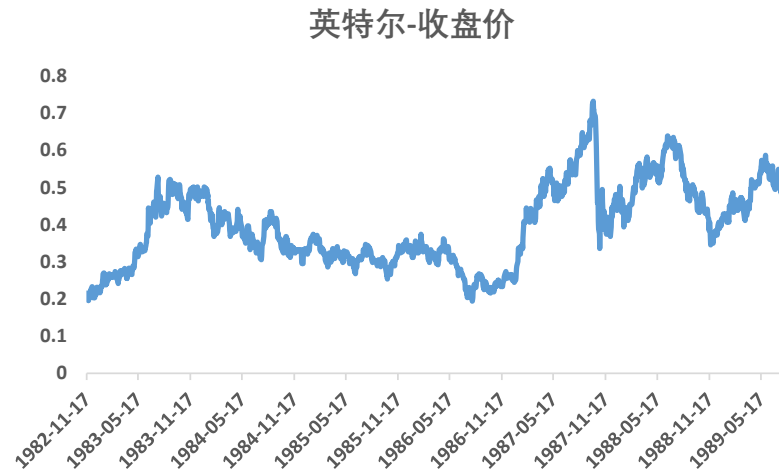
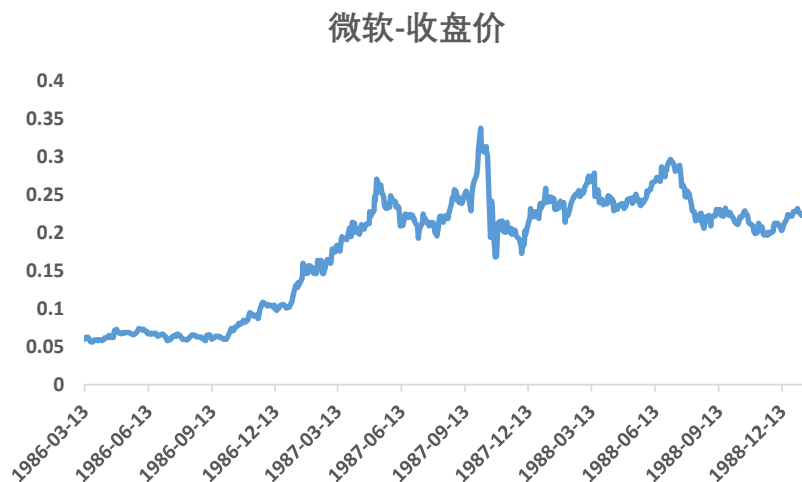
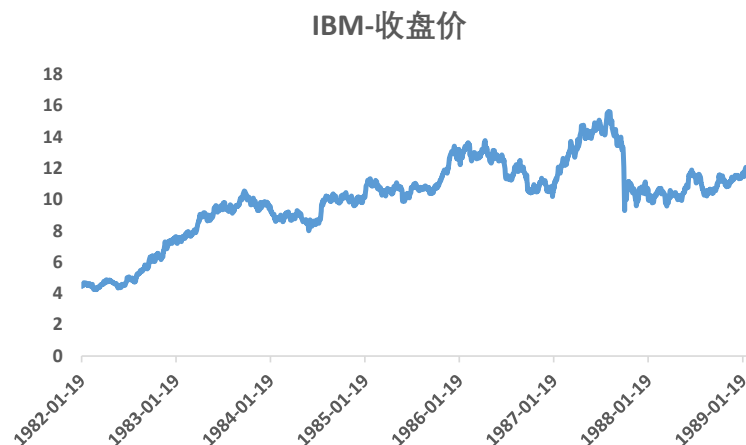
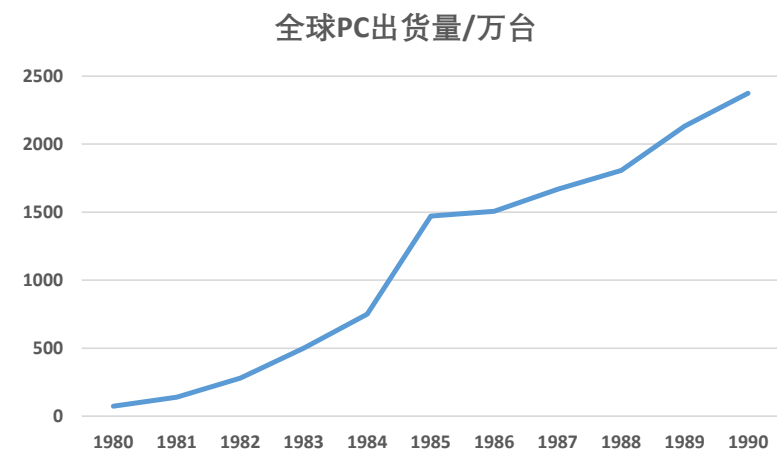


注: 各环节的净利率数据指行业净利率中枢, 统计时间区间是 1995 年到 2005 年

英特尔 (处理器) + 微软 (操作系统)

- **1982-1987年美股演绎了PC互联网导入期的牛市行情。** IBM作为大型计算机时代王者在转型PC时代虽然前期成效不错但涨幅不如PC时代的新秀（微软和英特尔）。这轮市场对科技股依然是PE估值体系但相比传统制造业，首次愿意给科技股PE估值溢价（30-40倍PE，传统是15-20倍PE）

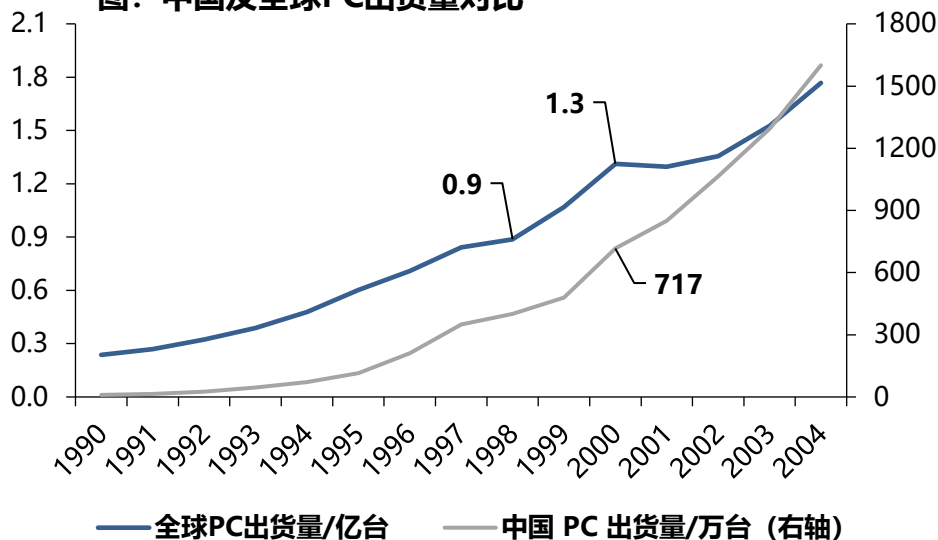
图：PC出货量（万台）及核心个股的收盘价变化（美元）



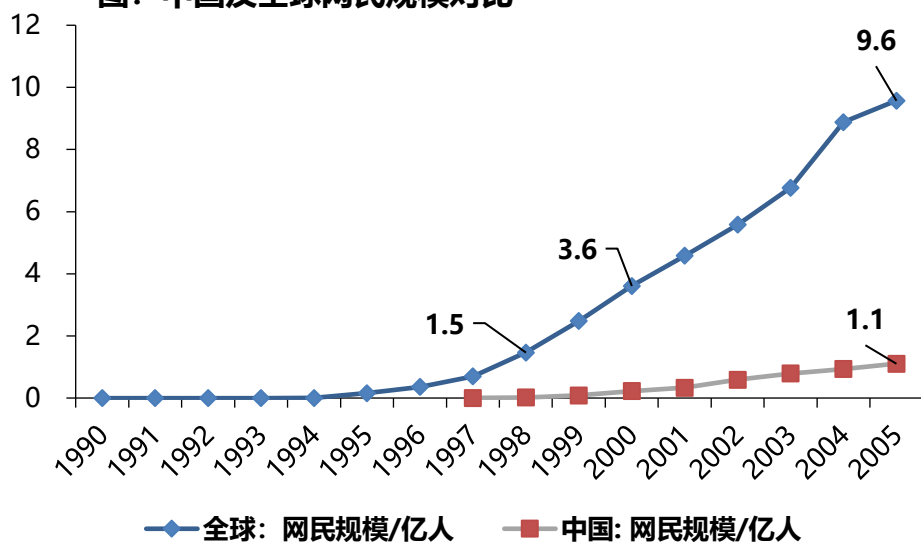
1990-2005年PC互联网的成长期

- **PC出货量：**从全球维度1990-2000年是全球PC快速普及期，这个阶段核心主导力量是美国等西方国家，中国PC普及是2000年才逐步开始。2000年全球PC出货量首次突破1亿台。
- **网民规模：**从全球维度1995-2000年是网民第一次快速增长期，这个阶段以美国等西方国家为主，中国网民是从2000年后才逐步开始加速。1998年全球网民首次突破1亿人，2000年突破至3.6亿（中国是0.2亿），2005年突破至9.6亿（中国首次突破1亿）。
- **背后核心驱动力：**英特尔处理器（奔腾系列的崛起）和微软操作系统（windows95）两大核心技术的进步，最终带来了PC电脑（康柏&戴尔）价格快速下降和体验优化。

图：中国及全球PC出货量对比



图：中国及全球网民规模对比



- **在全球PC普及核心来自几大PC品牌商：**1) 康柏（后期被惠普收购）是2000年前PC普及核心推动者，依靠规模化成本优势且采取经销模式快速扩张，后因收购服务器业务失败导致经营问题被惠普收购。2) 戴尔：采取直销模式，提倡零库存模式在2000年后超越康柏成为出货量第一。3) 惠普：通过收购康柏实现了“规模-成本-创新”三角形模式的成功。4) 联想：2005年收购IBM的PC业务，通过有效吸收IBM技术优势和自身成本优势，借助笔记本电脑浪潮成为全球龙头。

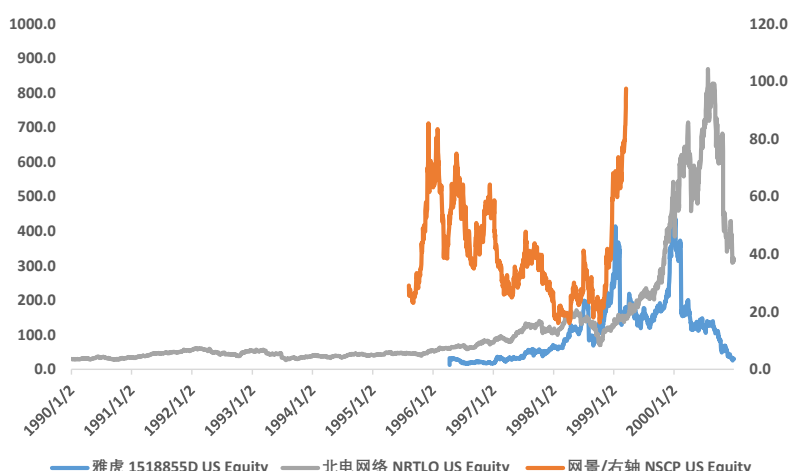
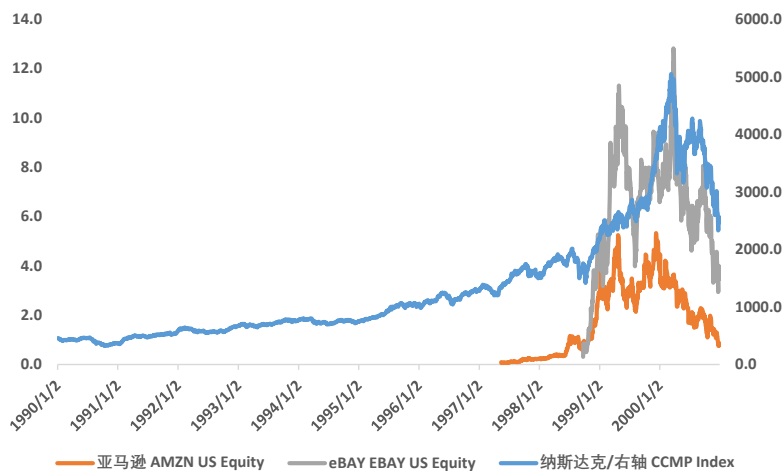
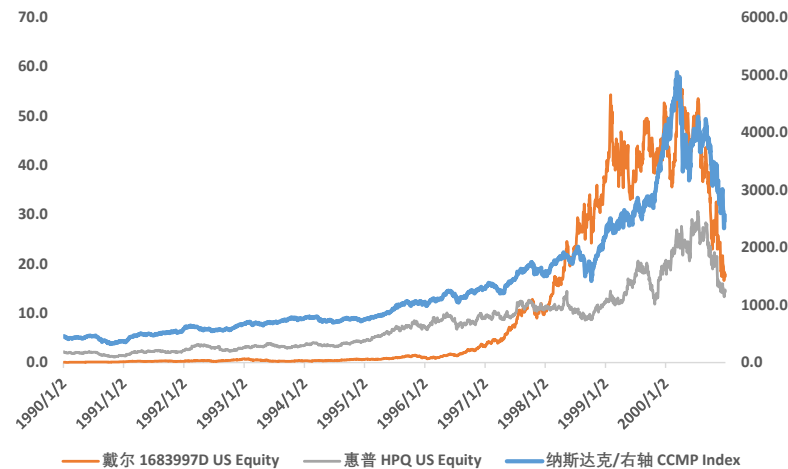
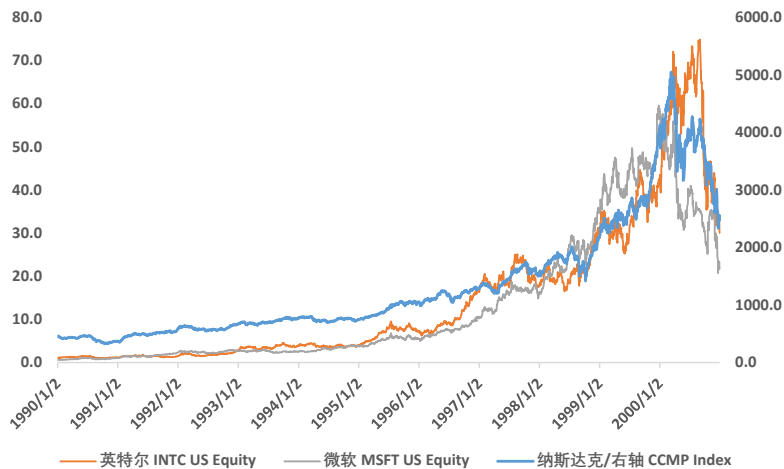
图：1996-2005年主要PC品牌的全球出货量分布情况（单位：百万台）

	康柏 (Compaq)	戴尔 (Dell)	惠普 (HP)	IBM/联想	苹果 (Apple)	全球总出货量
1996	7.09	3.9	3.05	6.09	4.18	70.9
1997	10.56	4.43	4.27	6.93	4.27	80.6
1998	12.82	7.34	5.39	7.62	5.39	92.9
1999	14.98	11.12	7.26	8.93	7.26	113.5
2000	17.24	14.55	10.24	9.16	数据缺失	134.7
2001	14.48	17.04	9.23	8.19		128.1
2002	数据合并至惠普	20.12	21.45	6.88		132.4
2003		25.34	24.25	8.95		168.9
2004		30.99	27.6	10.39		189
2005		36.71	31.9	15.08		218.5

1990-2000年PC互联网行情复盘

- 储备阶段：产业酝酿（1990-1995年），第一阶段：硬件先行（1995-1998年），第二阶段：应用扩散（1988-2000年），第三阶段：概念狂欢（2000年）

图：核心个股的收盘价变化（美元）



行情峰值硬件估值：英特尔（25倍PS）、思科（35倍PS）、高通（70倍PS）、戴尔（7倍PS）

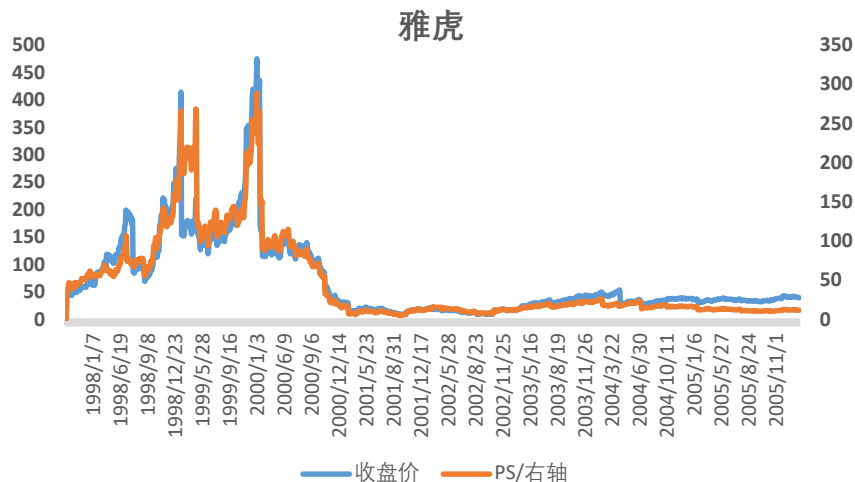
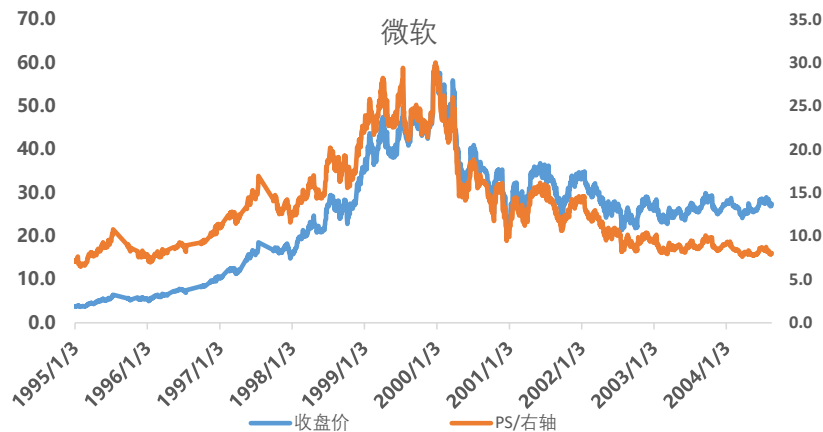
图：核心个股的收盘价（美元）及PS变化



注：PS估值为TTM口径

- 行情峰值软件应用估值：微软（30倍PS）、亚马逊（70倍PS）、雅虎（300倍PS）

图：核心个股的收盘价（美元）及PS变化

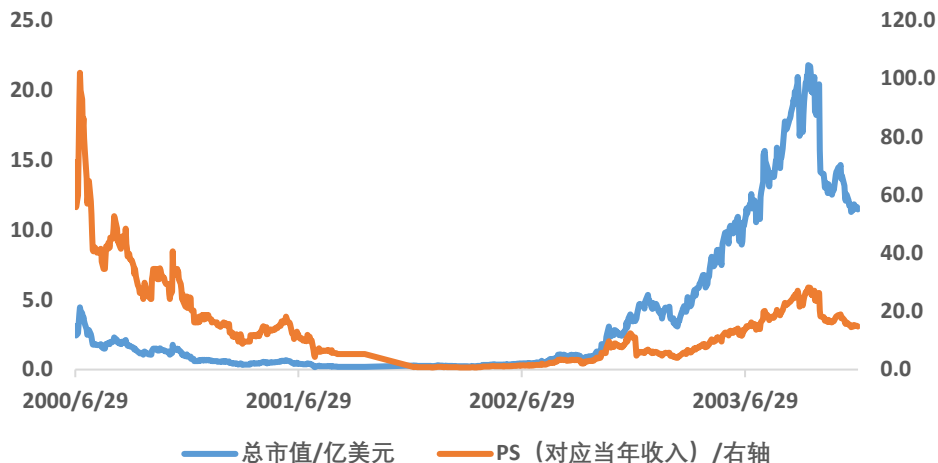


注：PS估值为TTM口径

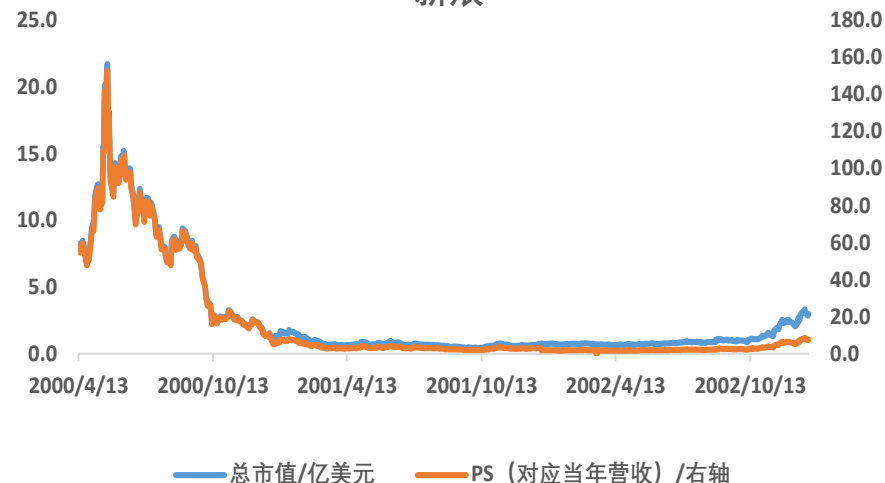
1995-2000年PC互联网行情的估值体系

- 行情峰值软件应用（中概股）估值：三大门户网站都陆续是2000年美股上市，恰逢是PC互联网行情的尾声阶段。
- 最高估值：网易（100倍PS）、新浪（140倍PS）、搜狐（70倍PS）。
- 2000年底注册用户数：新浪1600万

网易



新浪



搜狐

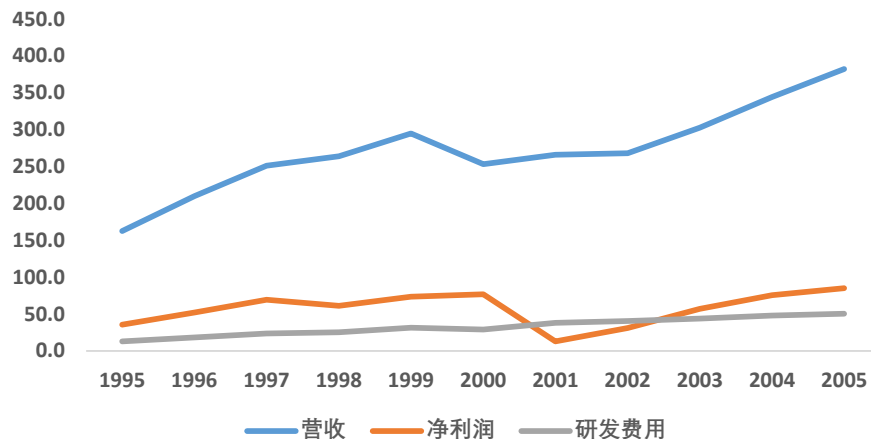


1995-2005年PC互联网主流标的盈利

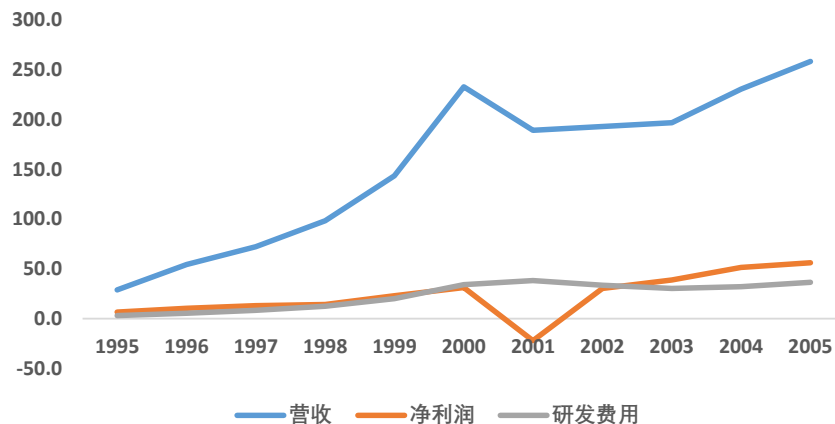
- PC硬件盈利：率先盈利且贯穿整个PC互联网周期。1995-2005各家公司平均净利率水平：英特尔20%+，思科15%+，高通（前期10%以内，后期20%+），戴尔6%-7%

图：核心个股的营收、净利润、研发费用（亿美元）

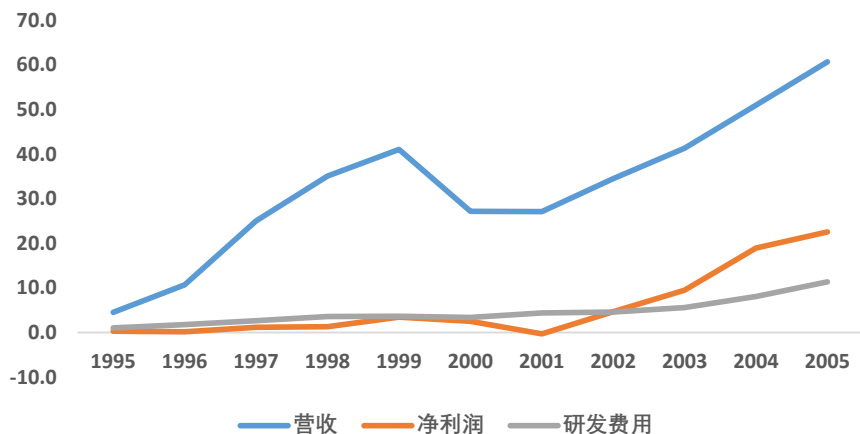
英特尔



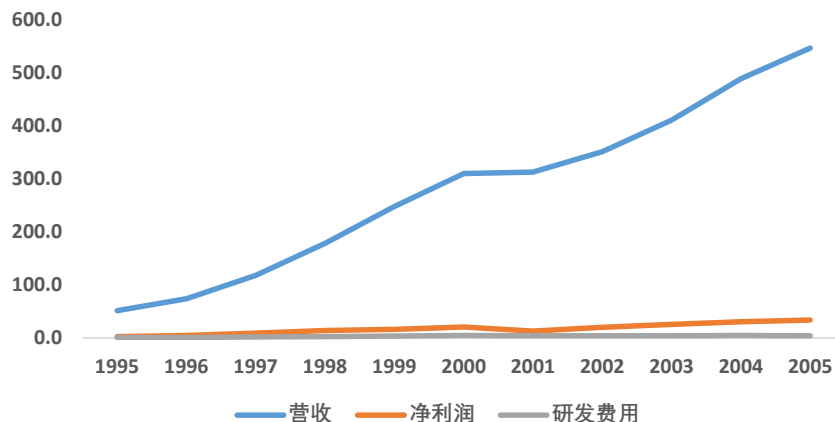
思科



高通

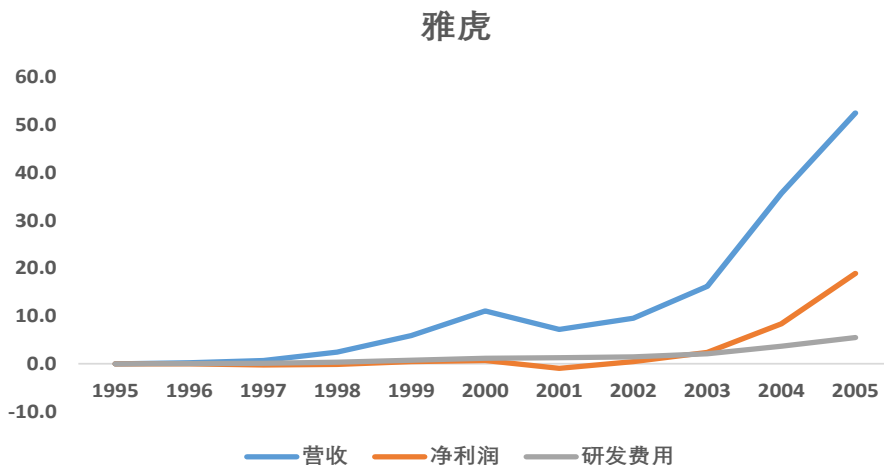
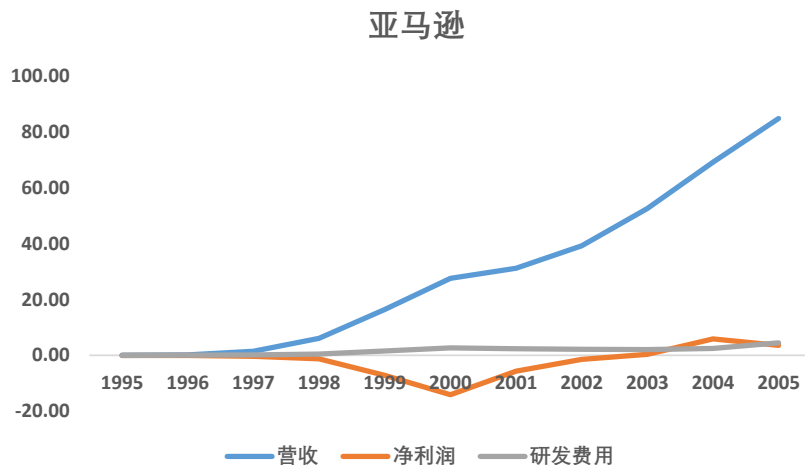
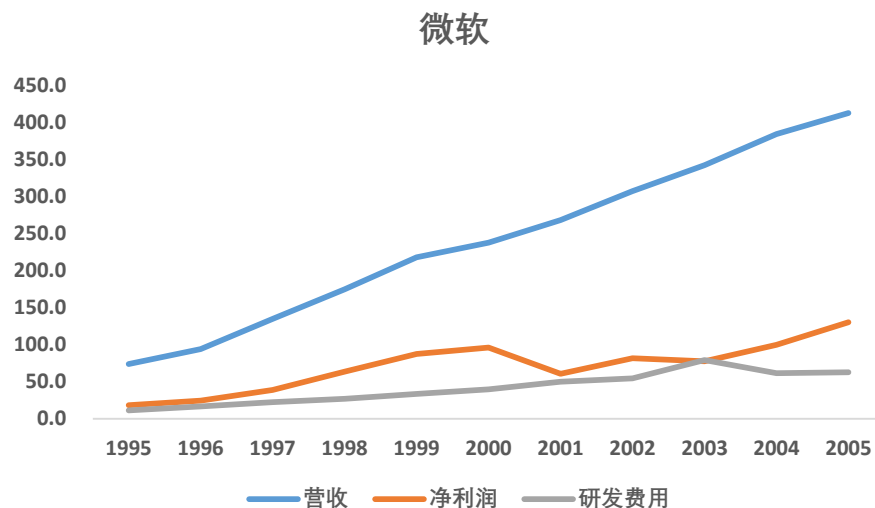


戴尔



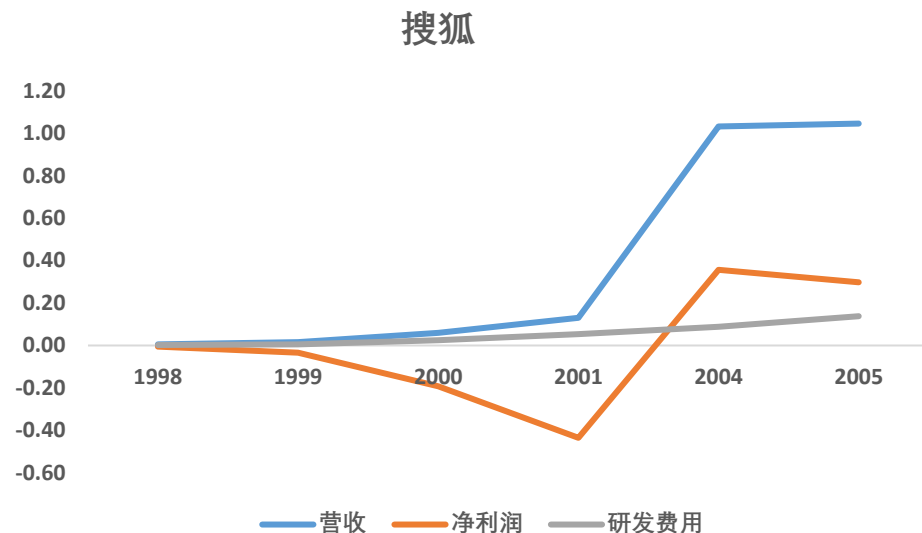
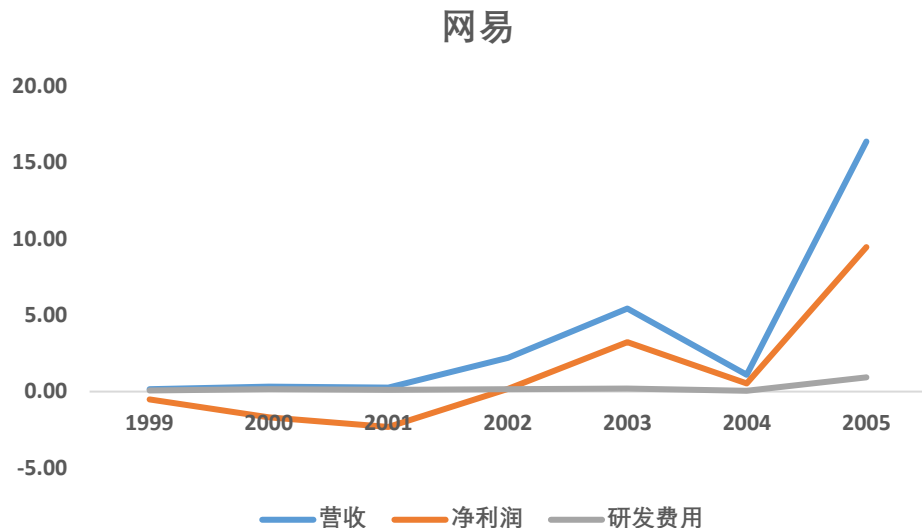
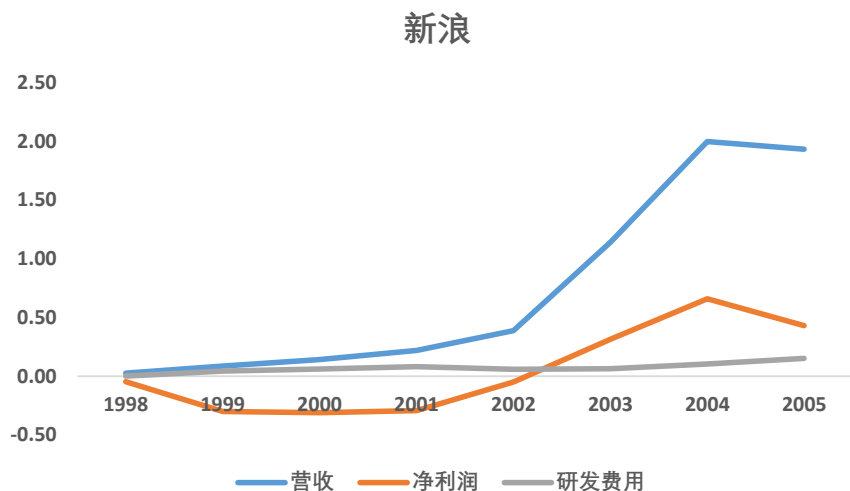
- 美国软件应用盈利：微软(操作系统&办公软件)独树一帜，门户+电商等应用盈利都在2000年之后。1995-2005各家公司平均净利率：微软25%+、亚马逊前期亏损后期10%以内，雅虎前期亏损后期20%+，美国在线前期亏损后期20%+

图：核心个股的营收、净利润、研发费用（亿美元）



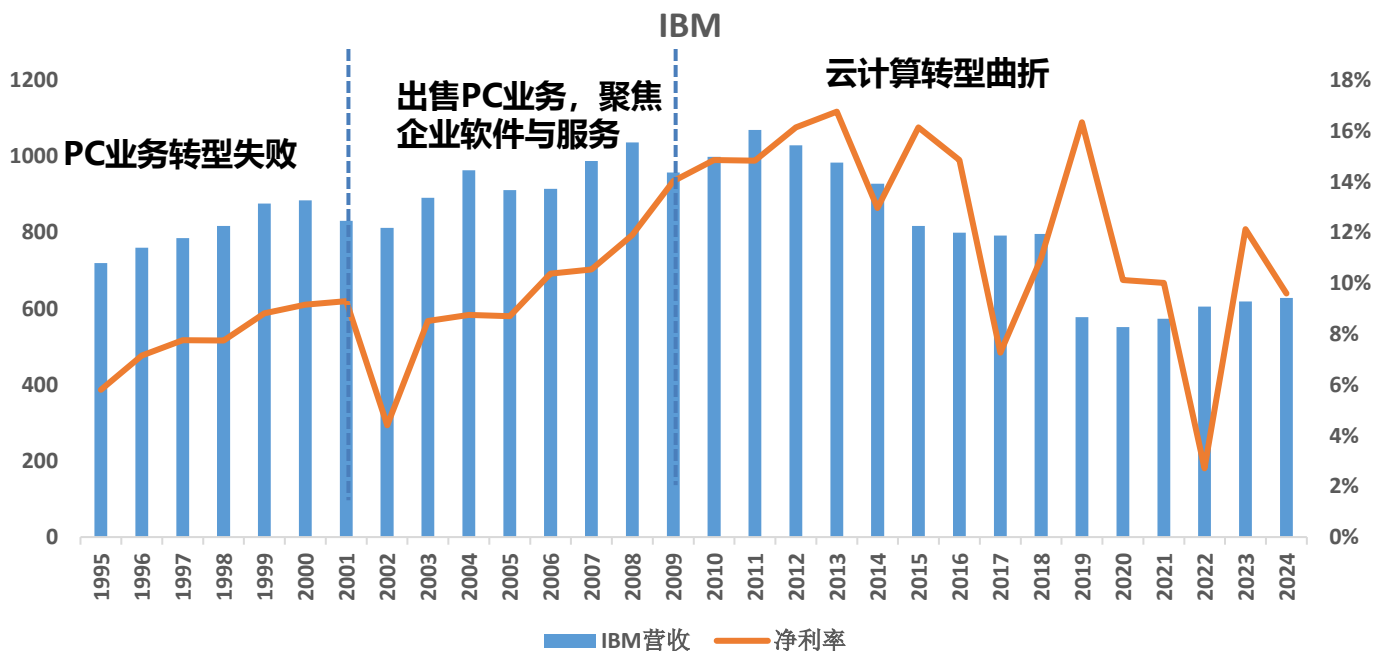
- 中概股三大门户网站基本均在2002年之后才逐步开始盈利。
- 网易2002年盈利（净利率7%，后续提升至50%+） 新浪2003年盈利（净利率27%）， 搜狐2004年盈利（净利率35%）

图：核心个股的营收、净利润、研发费用（亿美元）



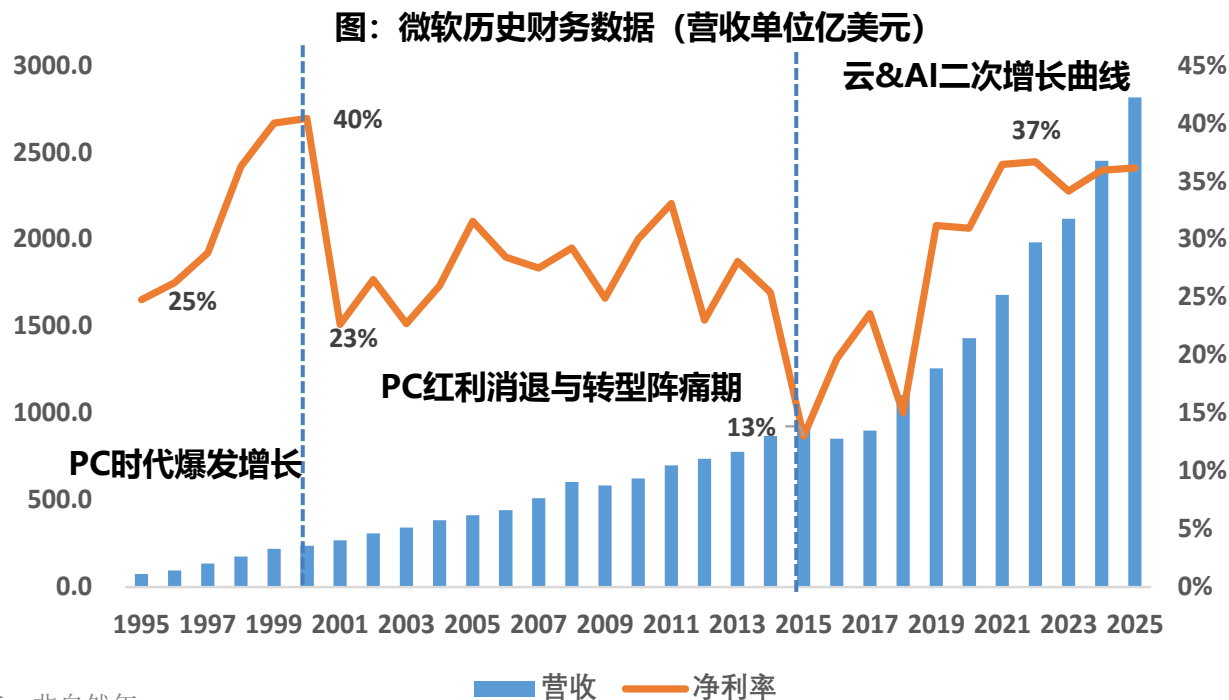
- IBM在PC时代的失败核心原因：路径依赖。具体而言：
 - IBM形成核心壁垒是：通过 垂直整合“硬件 - 软件 - 服务” 闭环定义了大型计算机时代的标准
 - 反垄断诉讼牵制了战略。大型 计算机时代IBM几乎垄断了整个市场，最终也导致1969年美国司法部启动反垄断诉讼。造成IBM放弃“软硬件捆绑销售策略”和技术标准开放。
 - 技术控制权的流失。IBM的PC核心组件均依赖（英特尔和微软），虽然短期很快获得市场份额但也给自己培养了巨大竞争对手。英特尔和微软的开放生态快速培养了一批兼容机厂商。
 - 消费级于企业级打法的差异。IBM大型机时代主要服务企业级用户，而PC时代消费级用户关注点是在于【性价比+兼容性+易用性】，这些IBM不如兼容机厂商擅长。

图：IBM历史财务数据（营收单位亿美元）



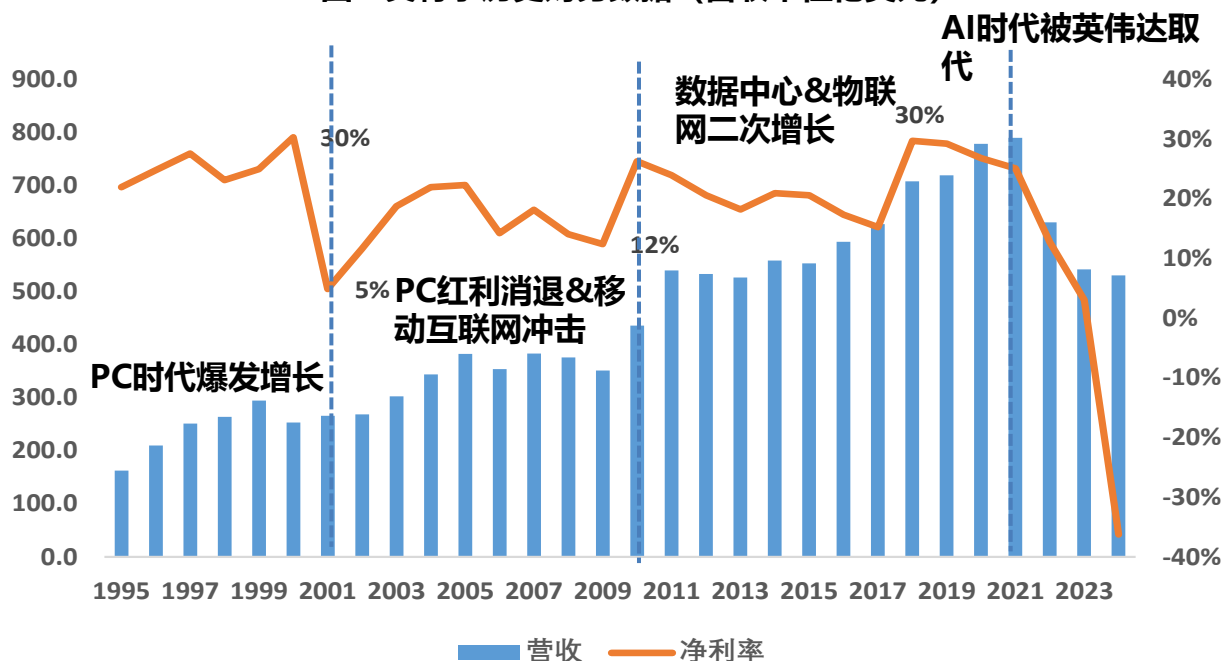
■ Wintel 联盟之所以垄断PC时代，本质是软硬件深度协同构建的生态壁垒与开放标准适配时代需求共同作用的结果。对于微软而言，在操作系统层面：

- “开放授权+跨硬件兼容”让操作系统从“硬件附属品”变成了“行业标准”。微软前期通过IBM开放策略很快切入了兼容机市场，后期凭借“极强的向下兼容软件系统能力”和“极低成本预装策略”，导致了微软在兼容机市场占据超大市场份额。
- Windows 后期将图形界面引入 DOS 兼容的系统，既保留了 DOS 的软件生态，又降低了用户操作门槛。完成了“专业工具→大众易用”的转型。



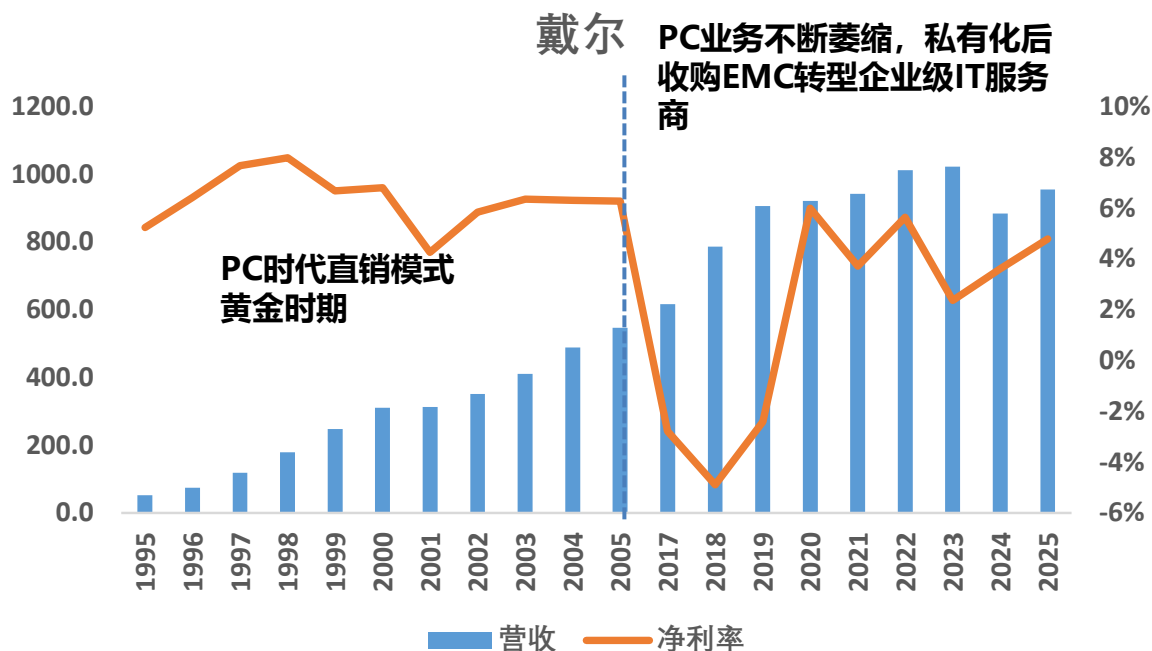
- Wintel 联盟的核心竞争力在于软硬件技术的深度绑定与协同进化，形成了“处理器性能提升→操作系统优化适配→用户体验升级→市场需求扩大”的正向循环。对于英特尔自身而言：
- 英特尔凭借 x86 架构（1978 年推出 8086 芯片）建立了 PC 处理器的技术标准，并通过“摩尔定律”（每 18-24 个月芯片性能翻倍）持续推动硬件升级——从 286、386 到奔腾（Pentium）系列，英特尔几乎主导了 PC 处理器的性能迭代节奏。
- 英特尔保持长期超高研发投入构建技术护城河，无论在芯片架构设计、制造工艺（是全球少数拥有自主晶圆厂且工艺领先的芯片厂商）都做到了持续领先。

图：英特尔历史财务数据（营收单位亿美元）



- **PC时代全球核心品牌商：惠普、戴尔、联想（收购IBM PC业务）。**他们核心价值在于：
 - **确保硬件兼容性与稳定性。**品牌商在英特尔和微软提供“X86架构和windows接口”基础上，确保组件的适配（如芯片与主板的供电匹配、显卡与系统的驱动兼容）不需要专业调试。
 - **规模化降本+用户需求分层。**品牌商通过规模化采购与高效供应链管理，将硬件成本压至最低，推动PC从“奢侈品”变为“大众消费品”。同时针对不同类型用户开发不同类型产品。
 - **售后与服务确保“最后一公里”体验。**通过直营或经销门店，以及售后服务体系解决用户痛点。

图：1995-2025财年戴尔的历史财务数据
(2006-2016年财务数据缺失是因为其中途私有化)



注：横坐标划分依据为财年，非自然年

- **PC时代前期（解决了PC使用便捷性和效率）：**围绕生产工具本身的附属应用
 - 第一类：办公与生产力工具（微软生态霸权）Microsoft Office 套件
 - 第二类：设计与创意工具：专业领域的隐形冠军。Adobe Photoshop等
 - 第三类：浏览器与网络服务：争夺互联网入口。浏览器（从最开始的网景到IE）
 - 第四类：安全与工具软件：PC 普及的护航者。杀毒软件、压缩文件等
 - 第五类：多媒体和娱乐，技术民主化的推手。RealPlayer、PDF
- **PC时代中期（解决了信息分散的痛点需求）：**【门户网站】是互联网“信息超市”的开创者
 - 雅虎（Yahoo!）：门户网站的代名词、美国在线（AOL）：拨号上网时代的“闭环帝国、**中国三大门户：新浪、搜狐、网易。**
- **PC时代中后期（解决了信息过载的痛点需求）：**【搜索引擎】互联网“导航灯”的崛起谷歌（Google）：重新定义“信息获取”：凭借PageRank 算法（基于网页链接权重排序）颠覆了传统搜索逻辑，让结果更精准、高效。雅虎搜索（Yahoo Search）：早期霸主的衰落（目录式分类+人工编辑”的模式在内容爆炸后效率低下）**百度：中国 PC 搜索的绝对王者。**
- **PC时代后期（解决了在线生活需求）：**各类移动互联网时代的社交生活类应用雏形开始出现
 - 第一类：即时通讯类。美国ICQ、中国腾讯QQ
 - 第二类：社交类：BBS、天涯论坛、MySpace、校内网、微博、QQ空间、Facebook、Twitter
 - 第三类：视频优秀类：优酷土豆视频、游戏类。
 - 第四类：电商及支付类：淘宝、京东、支付宝

- 消费者对PC核心定位依然是【办公工具】，应用核心在于提高办公效率（比如office等）。曾经一度红极一时的是门户网站（雅虎/新浪等为代表）是PC时代最核心应用（2000-2010年），但后期被搜索逐步替代，尤其是移动互联网（智能手机时代）进一步被替代掉了。
- 在线生活类应用需求在PC时代也开始兴起但真正大放光彩是在移动互联网时代。因为PC局限于固定场景，用户无法将碎片化时间转换成有效场景应用。

提高PC工作效率	提高信息检索	在线生活需求
Microsoft Office 套件	门户网站（雅虎、AOL、新浪、搜狐、网易	即时通讯类（QQ）
Adobe Photoshop		社交类：BBS、微博、校内网等
浏览器（网景/IE）		视频类：优酷土豆等
安全软件（360）		电子商务：淘宝、京东、支付宝
RealPlayer、PDF	搜索（雅虎、谷歌）	游戏类：页游（盛大等）
盈利模式：预装	盈利模式：广告	盈利模式：广告、订阅制等



微软主导



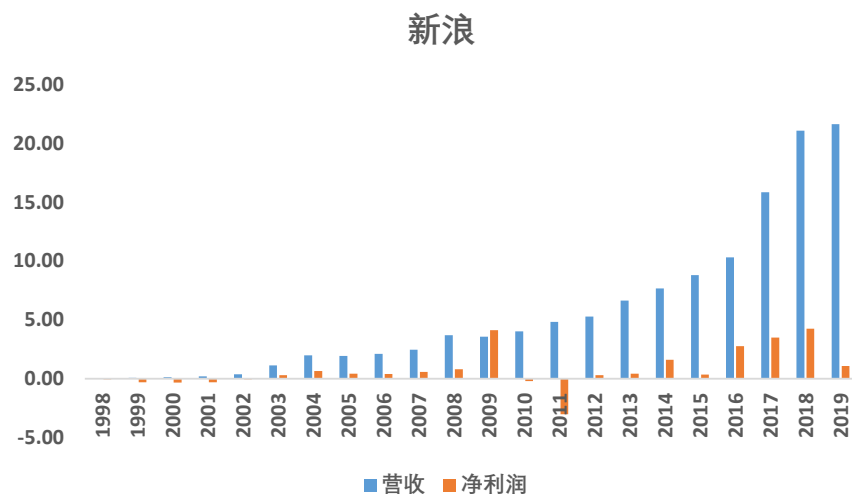
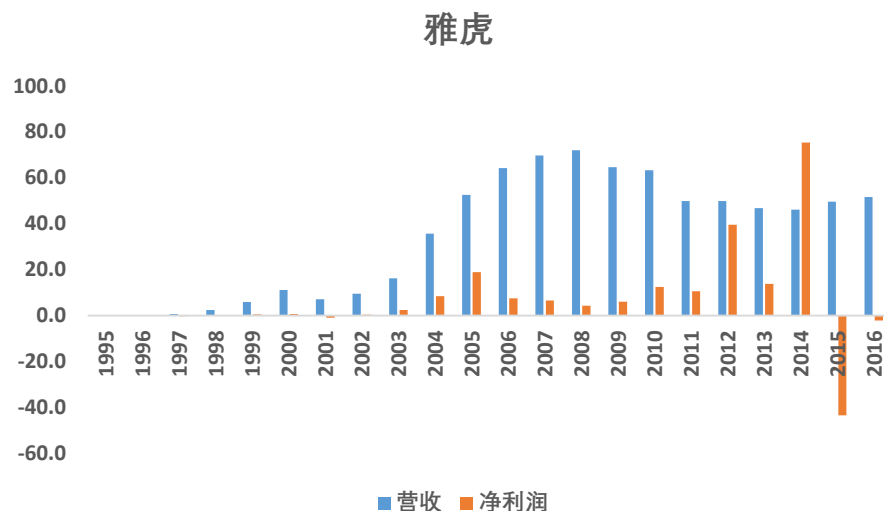
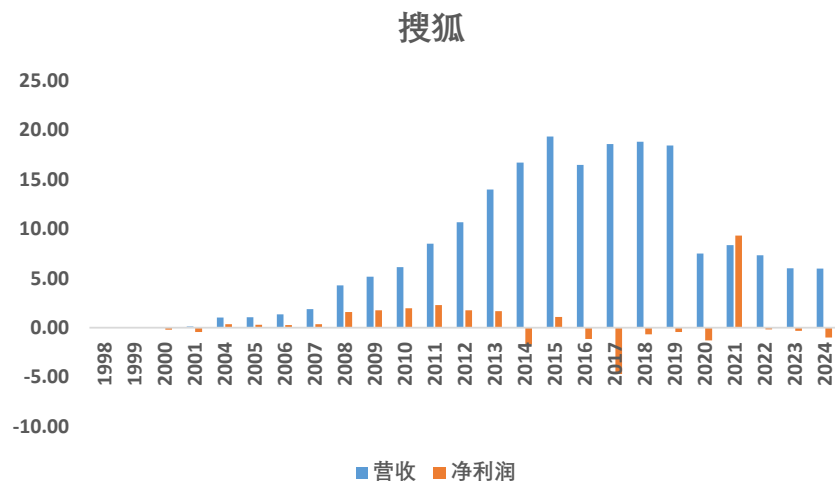
被移动端替代



在移动端壮大

- 门户网站（美国雅虎+美国在线，中国搜狐+新浪）2007年后盈利能力都逐步进入衰退期，核心是移动互联网兴起且其单一广告商业模式护城河不够。

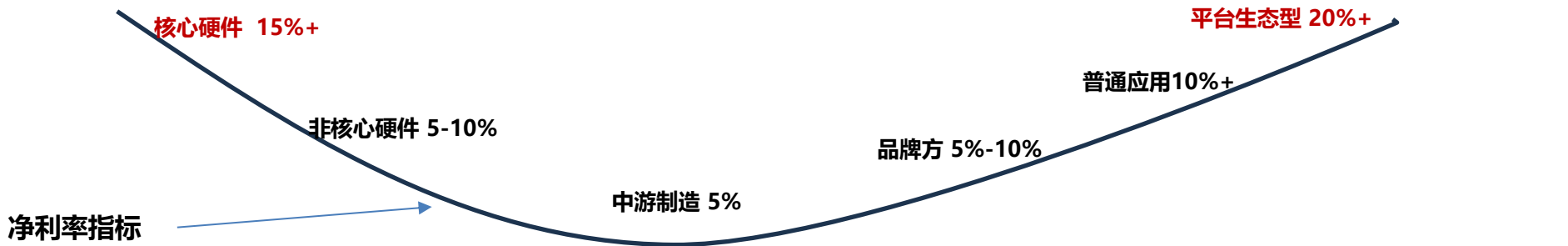
图：核心个股的营收、净利润、研发费用（亿美元）



1.2 移动互联网时代的复盘

■ 移动互联网时代的最大赢家共同特征是：具备生态闭环能力护城河足够深。苹果（硬件-软件-应用形成了IOS封闭系统）+谷歌（安卓开放系统）+Meta（社交关系的数字化垄断）+亚马逊（电子商务到商业基础设施）

上游核心组件	中游制造与整合	下游品牌与生态	上层应用
● 架构IP授权：ARM ● SoC芯片设计：高通/联发科/苹果/海思 ● 芯片制造：台积电/中芯国际 ● 摄像头模组：舜宇光学 ● 显示屏：三星/京东方 ● 电池：三星/LG/ATL等	● 手机组装：富士康、立讯精密、华勤等 ● 其他组件：蓝思科技、长盈精密、歌尔声学等	● 核心品牌：苹果、三星、华为、小米、O/V ● 操作系统：苹果IOS、谷歌安卓、华为鸿蒙 ● 应用商店：苹果APP store、Google Play、华为应用市场等	● 即时通讯：微信、QQ ● 社交娱乐类：Facebook、微信、抖音等 ● 电子商务：亚马逊/阿里巴巴/京东/拼多多 ● 游戏类：腾讯/网易等 ● 垂直内容类：小红书/在线视频/汽车之家等 ●

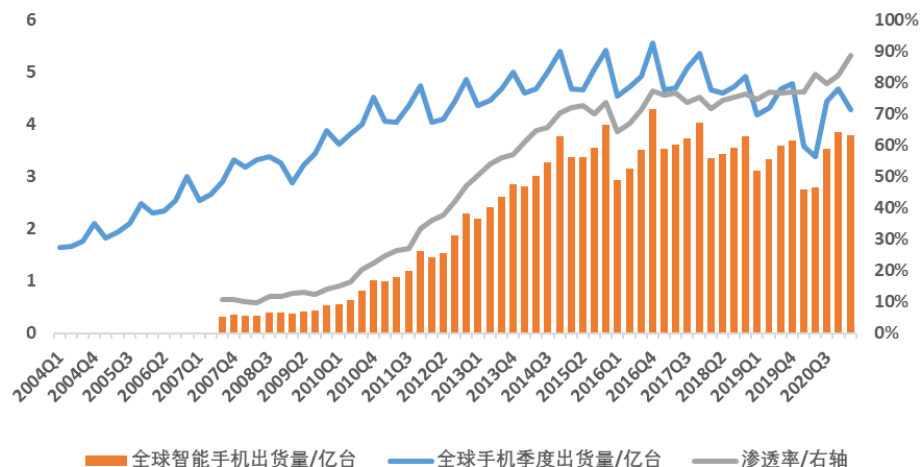


注：各环节的净利率数据指行业净利率中枢，统计时间区间是 2006年到 2024 年

苹果（IOS封闭系统）+谷歌（安卓开放系统）+平台型公司（Meta/亚马逊等）

- **全球市场：**2007年自苹果发布iphone标志着智能手机普及开始，2007-2009年是导入期，2010年随着iphone4出现标志智能手机快速成长期，仅5年左右时间实现了全球渗透率70%。

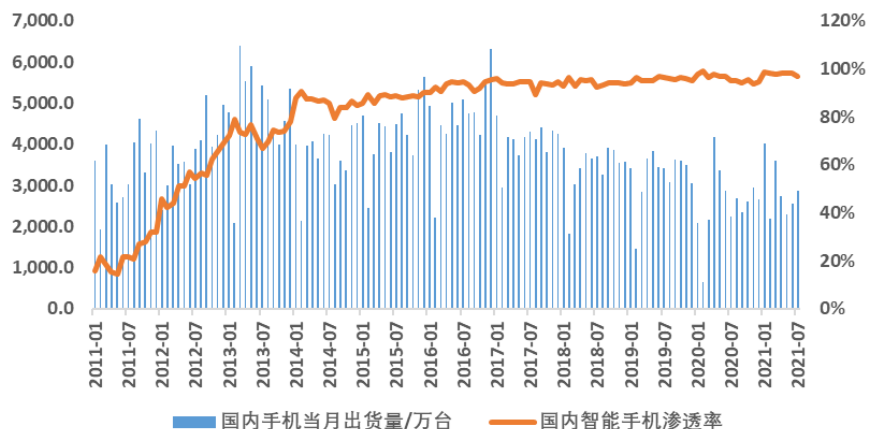
图：全球智能手机季度渗透率（2007Q3-2021Q1）



图：国内智能手机月度渗透率（2011/1-2021/7）

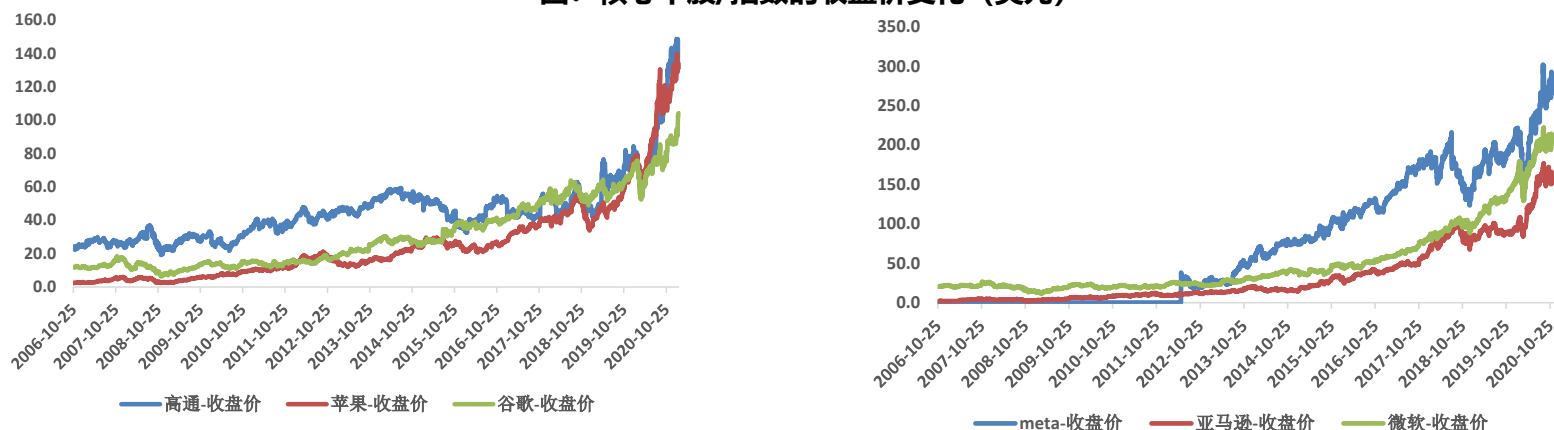
- **中国市场：**相比海外，中国市场随着苹果手机在华热销，国产手机快速跟进，仅仅用了3-4年时间就完成了快速普及期（斜率快于海外市场），2015年已经渗透率高达近90%。

国内智能手机渗透率

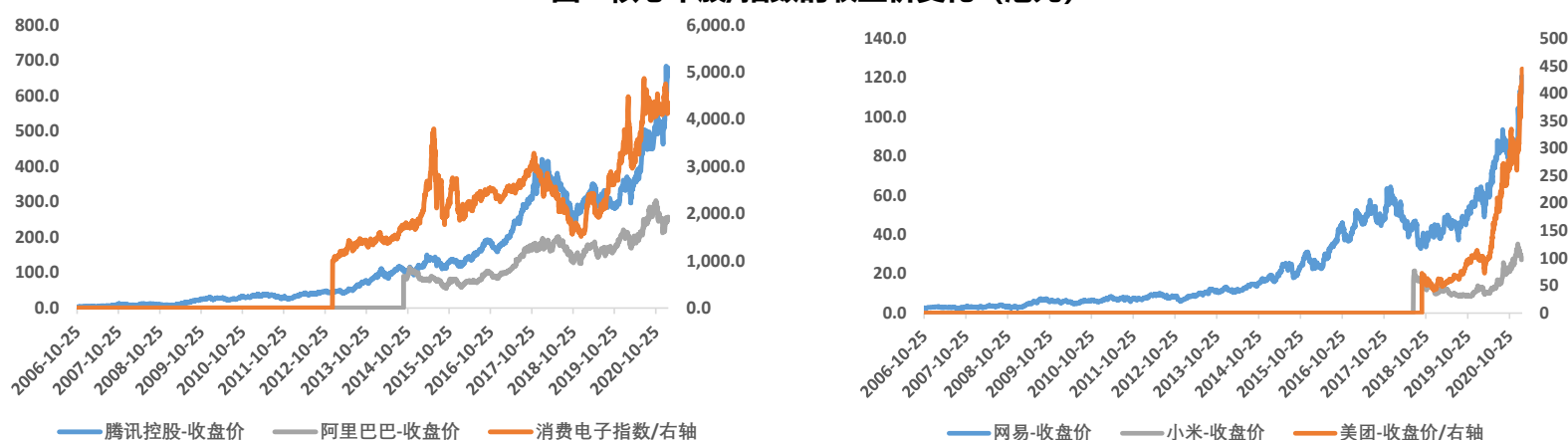


- 类似于PC互联网，移动互联网遵循了“硬件先行再扩散软件应用”规律。美股核心科技股中：前期表现苹果/谷歌/高通，后期meta/亚马逊/微软（云计算）。中国这轮表现分散在三个市场：1) A股是果链（消费电子硬件）；2) H-美股是应用型公司，腾讯/网易二级参与机会较多；3) 阿里/美团/京东等上市较晚，二级参与空间有限。

图：核心个股/指数的收盘价变化（美元）

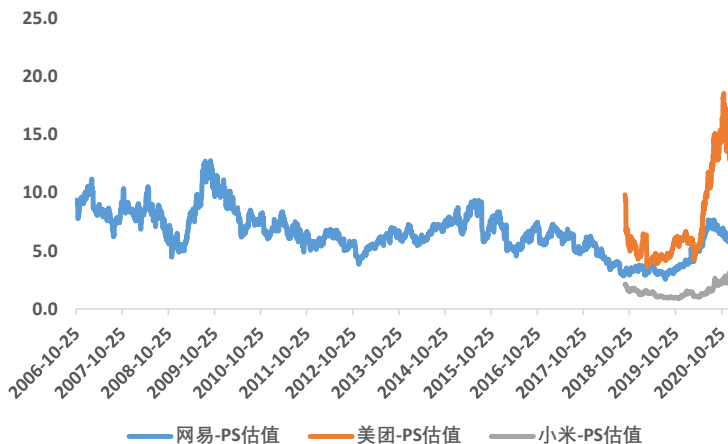
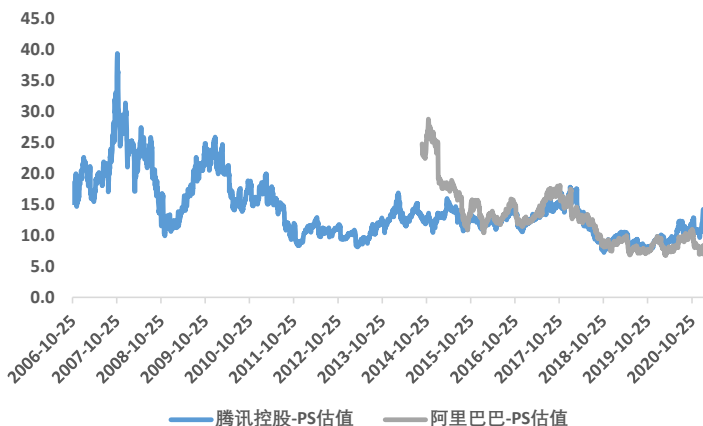
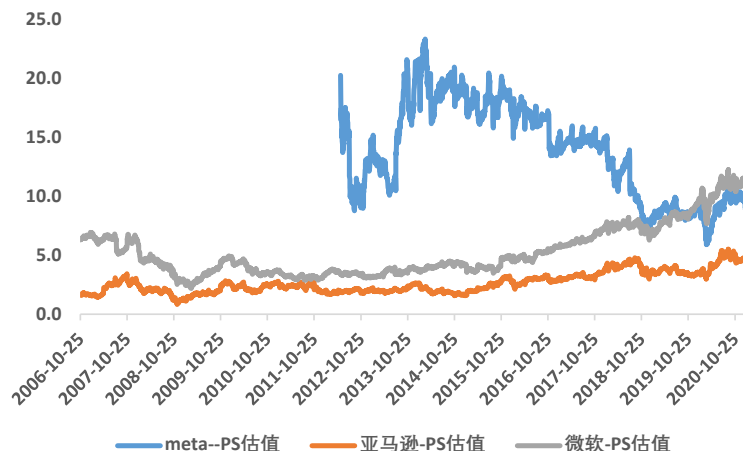
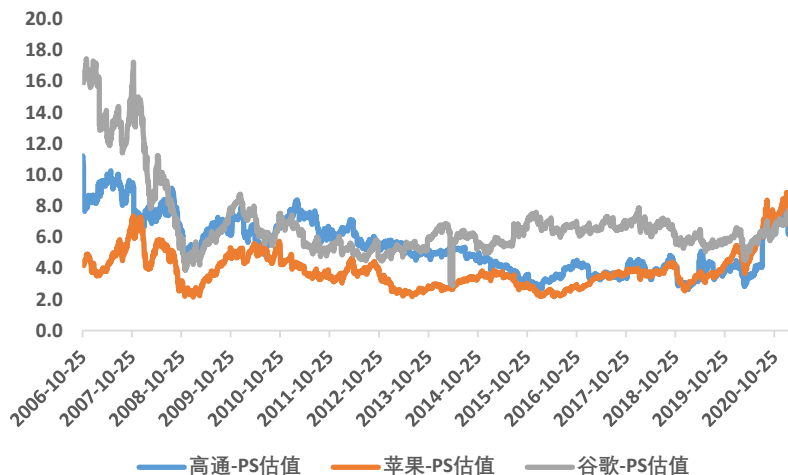


图：核心个股/指数的收盘价变化（港元）



- 相比PC互联网时代，移动互联网时代估值相对理性，PS估值中枢相对稳定，在盈利之前PS一般在20倍上下，盈利之后PS一般在5-10倍PS（核心取决于净利率中枢）

图：核心个股/指数的PS估值变化

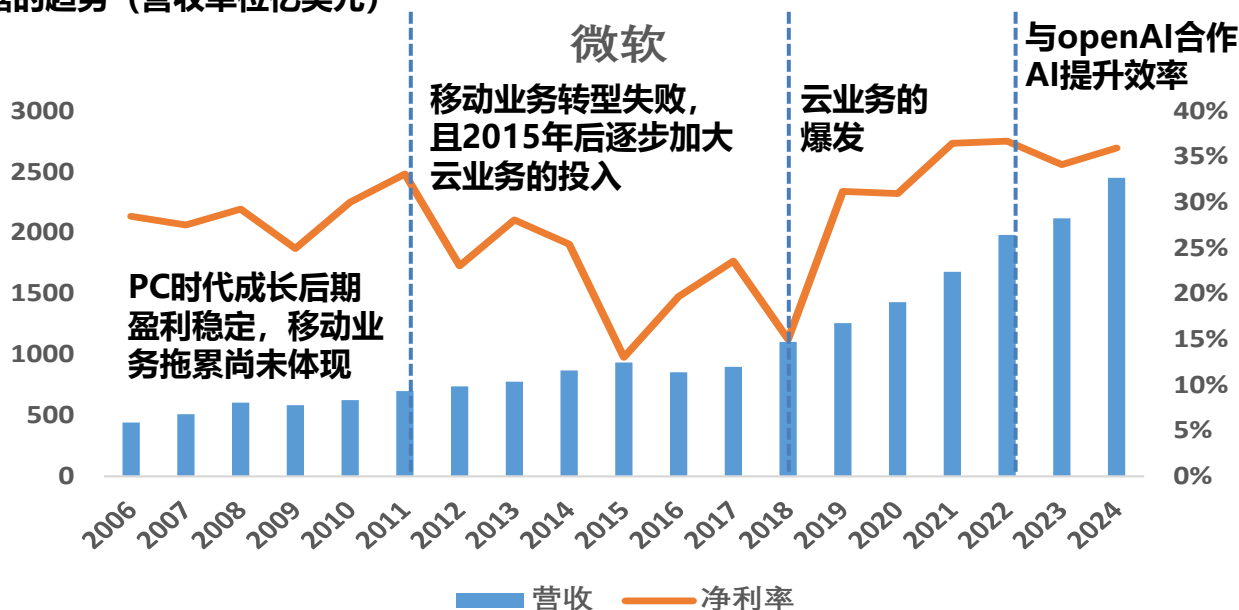


注：PS估值为TTM口径

数据来源：wind，东吴证券研究所

- **Wintel 联盟在智能手机时代的失败核心原因也是：路径依赖（工业时代标准化思维与移动互联网个性化需求的冲突）。**具体而言：1) **技术架构的路径依赖。**英特尔 x86 架构为追求高性能采用复杂指令集（CISC），导致处理器功耗显著高于 ARM 的精简指令集（RISC）。微软的 windows 系统沿用传统桌面应用的触控交互方式，导致用户体验逊于 Android 和 iOS。2) **商业模式的路径依赖。**英特尔习惯了 X86 架构在 PC 领域的高利润策略，不愿意接受低利润（拥有 ARM 架构 StrongARM 业务 2006 年出售了）。微软因 PC 时代过于垄断在手机时代对生态合作伙伴依然采用强大控制欲（要求手机厂商强制使用某些配置），远不如安卓的开源生态的吸引力。
- **微软后期抓住了“云计算-AI 和订阅服务”三大增长引擎：**1) 云计算业务爆发式增长。通过混合云架构（Azure Arc）和行业合规能力（覆盖 HIPAA、PCI DSS 等 100 + 认证），微软在企业级市场建立护城河，Azure 已成为全球第二大公有云服务商（市占率 24%）。2) Office 业务订阅制转型。将 Office 从买断式许可转为订阅制，企业付费持续增长。3) AI 生态的深度绑定。与 OpenAI 的战略合作：通过 100 亿美元投资获得 GPT-4 独家商用权，Azure 成为 ChatGPT、DALL-E 等应用的唯一云服务商。

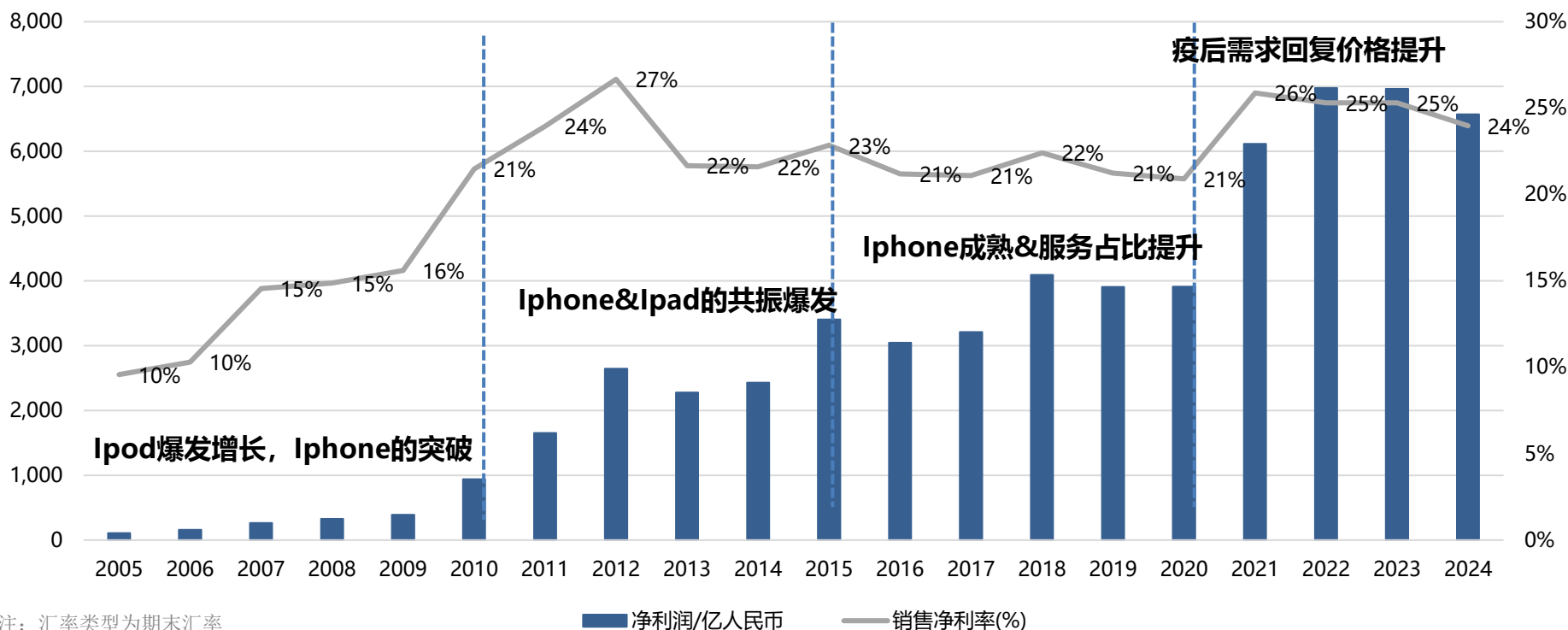
图：微软财务数据的趋势（营收单位亿美元）



■ 苹果公司：全球智能手机领导者 科学和艺术最完美结合

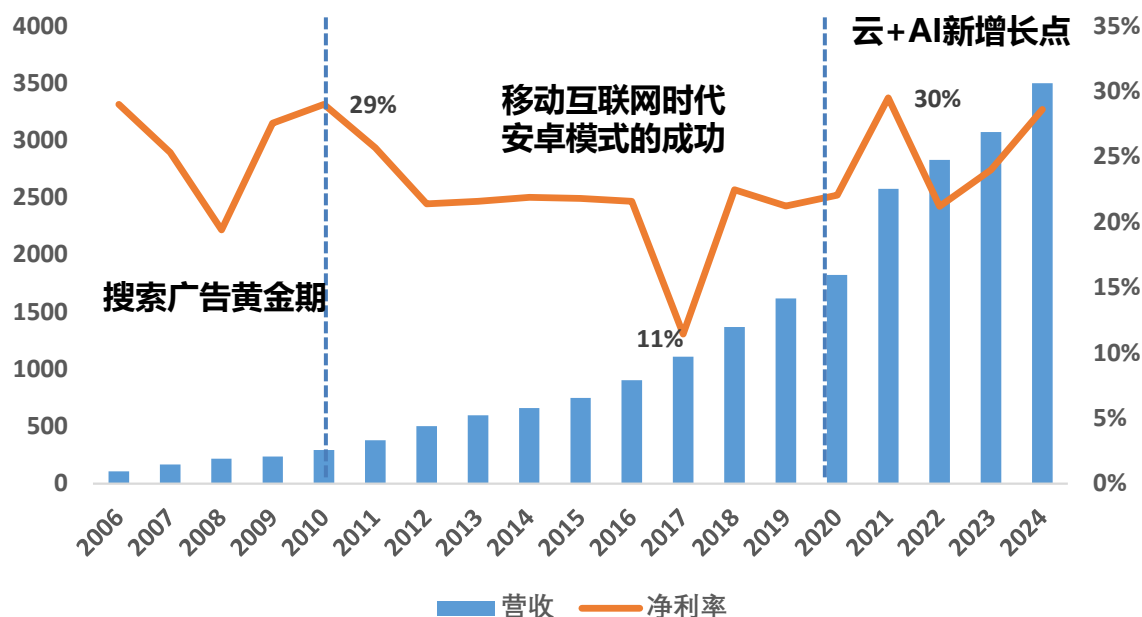
- **商业模式：**硬件+软件+服务的闭环体系。以硬件为入口获取用户，以软件和服务提升粘性，通过垂直整合的生态系统实现长期价值锁定。
- 苹果将其在PC时代的玩法延续到了手机时代，垂直一体化的封闭模式恰好为符合了【手机高端用户追求极致体验的差异化需求】，尤其对隐私保护。

图：苹果净利润（左轴/亿元）及销售净利率（右轴/%）情况



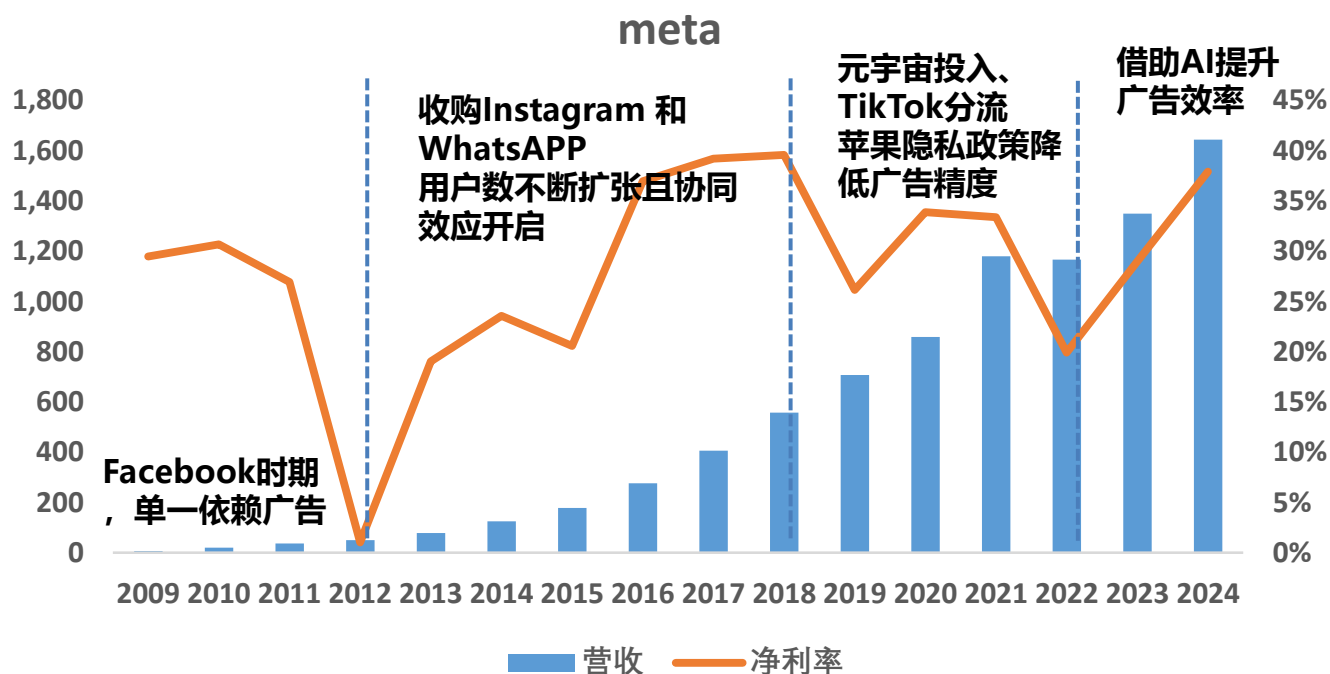
- **PC时代：微软+英特尔。手机时代：谷歌+ARM。两者类似但有差异。**
- **商业模式：**通过“手机操作系统+核心应用”掌控了手机入口，微软靠 Windows+Office，谷歌靠安卓 + GMS（搜索、地图、Play Store）。用户切换系统需承担极高迁移成本（文件兼容、使用习惯、数据同步等）。
- **开源换市场 + 闭源赚利润模式：**安卓底层（AOSP）完全开源，手机厂商可免费修改和使用，降低了行业进入门槛（这也是安卓能快速击败 Symbian、Windows Mobile 的关键）；但核心服务（GMS、Play Store、广告 SDK）完全闭源，通过“开源吸引厂商→闭源服务收割价值”形成闭环。对硬件厂商：通过 GMS 授权费/专利费；对开发者：应用商店抽成方式。
- **中国市场对谷歌意义：**利润「明失」与生态「暗得」。中国安卓生态存在强化全球安卓生态，可以通过间接方式（比如专利传导/中国手机/应用全球化收取GMS）。

图：谷歌的财务数据分析（营收单位为亿美元）



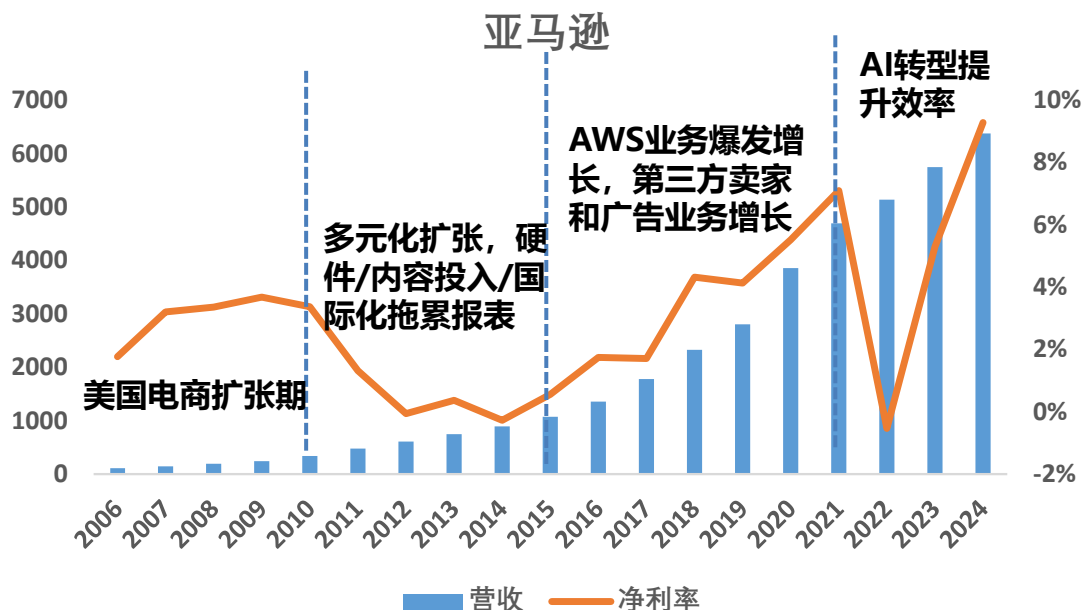
- **商业模式：全球最大的用户网络与多应用协同效应。** Meta 旗下 Facebook、Instagram、WhatsApp、Messenger 四大应用覆盖全球 70% 以上网民，形成「社交 - 内容 - 通讯」的全场景渗透。经过通过强大算法能力支撑实现跨平台数据整合给广告主提供全域用户画像。广告主可针对同一用户在 Facebook 看到品牌广告、在 Instagram 观看产品视频、通过 WhatsApp 接收促销信息，形成「认知 - 兴趣 - 转化」的全链路营销
- **总结而言meta形成了【用户-数据-广告-技术】的正向循环持续构建护城河。Meta通过全球化布局来争夺用户时间从而实现广告表现的规模效应。** 国内腾讯是通过生态去深度挖掘场景价值从而构建生态壁垒。字节跳动则是通过算法优化匹配效率，实现广告和电商的精准变现。

图：meta的财务数据趋势（营收单位为亿美元）



- **商业模式：基础设施+商业生态的双向强化，构建了「电商+云计算+广告+内容+物流」闭环。**
- **零售业务：自营+第三方平台，全球供应链+本地化仓储实现极致效率。**
- **Prime会员业务：【效率和品质的代名词】。**付费订阅服务，通过整合购物、娱乐、生活服务等多维度权益，构建了全球最具影响力的会员生态体系。
- **AWS云计算业务：全球领先的云计算服务平台，**通过提供弹性计算、存储、数据库、人工智能等全栈技术能力，帮助企业和开发者以按需付费的模式构建数字化基础设施。
- **零售业务通过物流和Prime构建了消费者高频消费的护城河，AWS业务凭借技术优势形成了企业级基础设施壁垒，广告和其他硬件（比如：智能音箱等）是数据资产的二次变现。**
- **亚马逊模式核心是：有高毛利业务去支持公司全栈自研研发能力而且能覆盖全球市场。国内阿里/京东/拼多多等都局限于垂直电商领域，陷入【补贴-流量-规模】的非良性循环。**

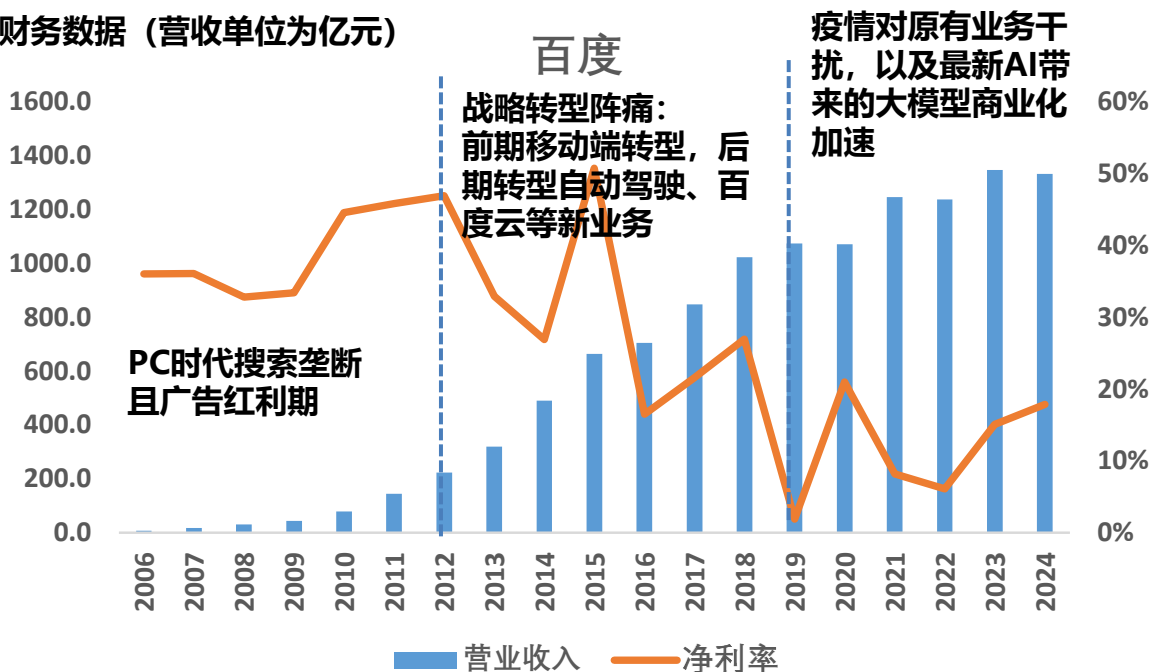
图：亚马逊财务数据（营收单位为亿美元）



■ 百度错失移动互联网时代的核心原因是：路径依赖。具体展开：

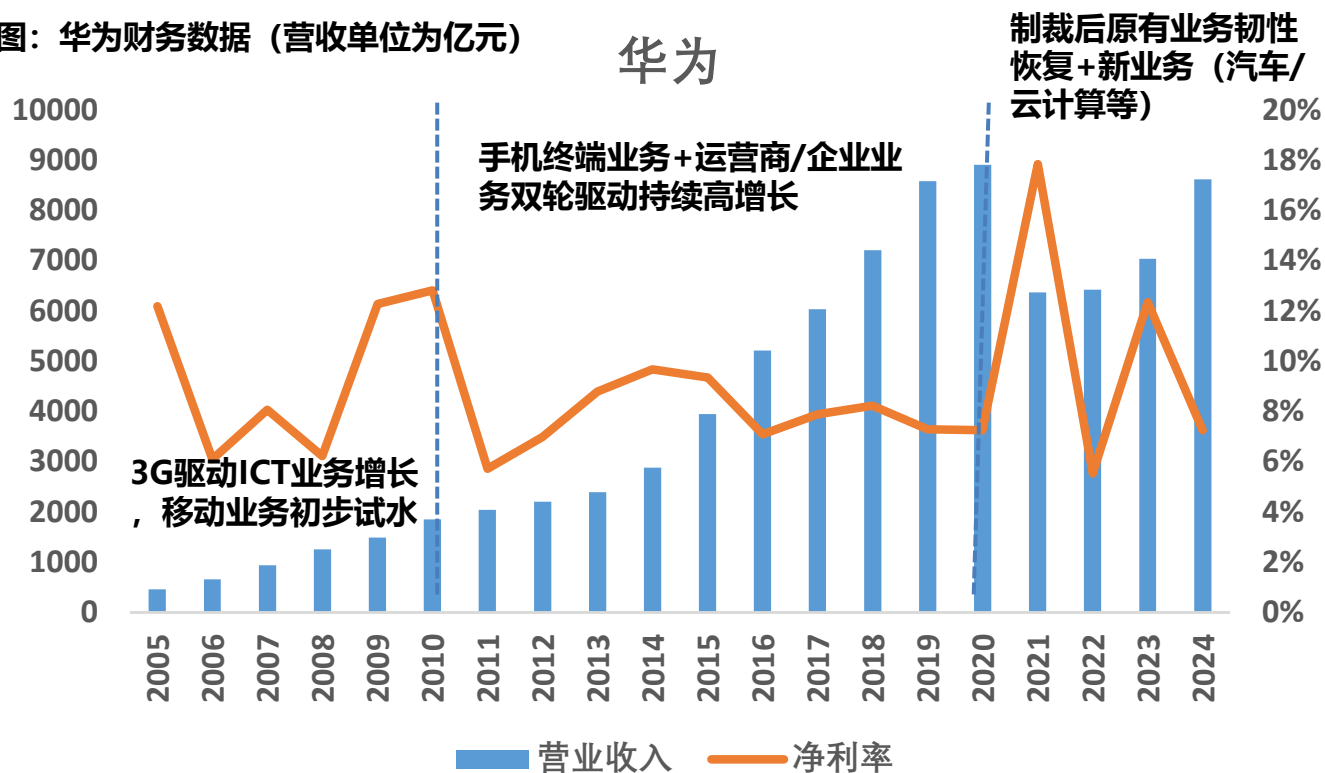
- 搜索业务的高利润模式阻碍了创新。在PC互联网时代百度通过搜索（尤其是谷歌退出中国后）建立了高利润模式（核心依赖搜索广告模式），造成了“搜索依赖症”。
- 未能真正理解移动互联网的本质。不是简单把PC产品搬到手机上，而是重构用户需求。移动互联网时代百度不仅缺乏入口级别产品，且不同产品应用之间并没有打通好生态，例如：百度旗下拥有搜索、地图、贴吧、爱奇艺等产品，但缺乏统一的用户账号体系和数据共享机制。
- 组织层面的“大企业病”，缺乏创新机制。百度采用高度集权的产品决策模式，所有业务由内部团队主导开发，导致创新速度缓慢。内部长期以广告收入为核心 KPI，导致产品设计过度商业化。

图：百度财务数据（营收单位为亿元）



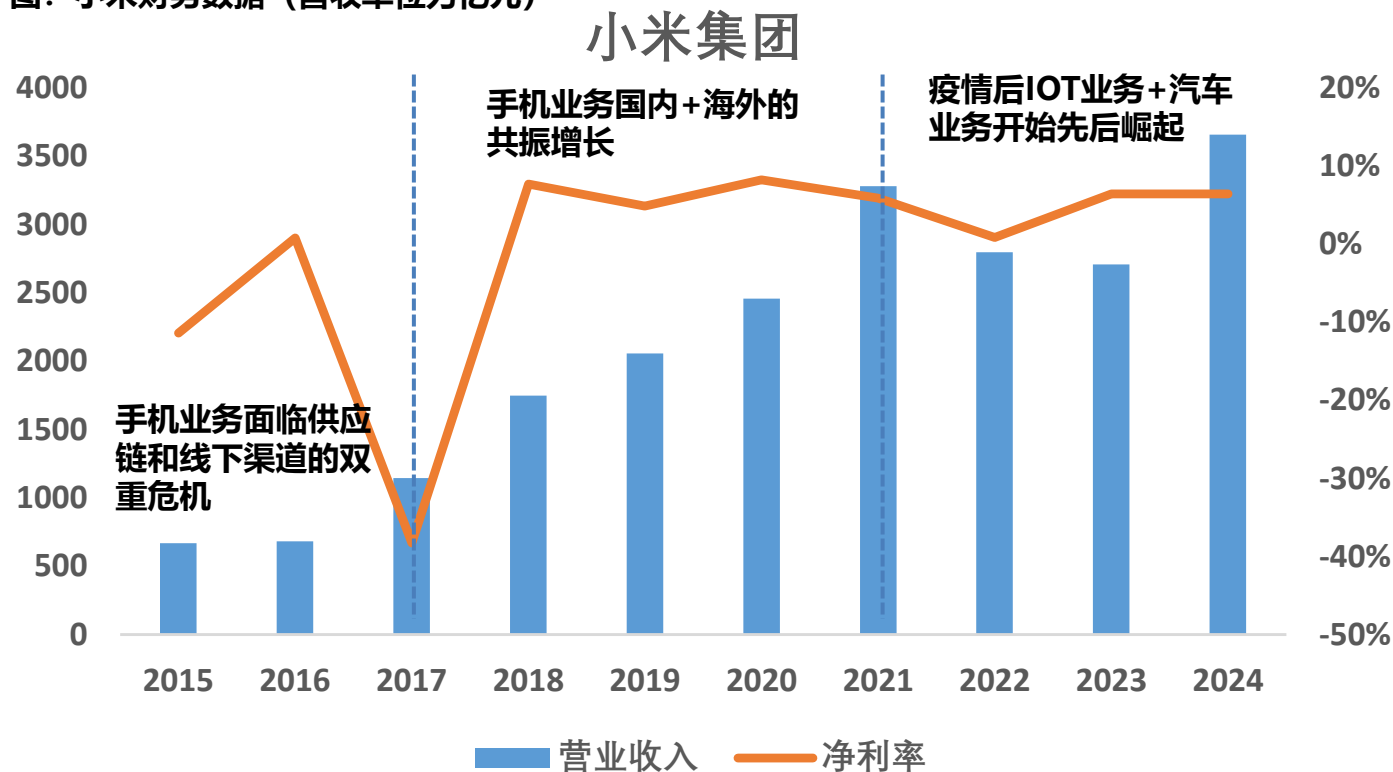
- 在互联网时代，华为更类似谷歌/苹果是技术驱动型的生态构建者，与小米/腾讯/阿里等用户需求应用型生态构建者是有显著不同点：
 - 华为「技术 - 标准 - 生态」的三位一体，目标是获得「数字世界的基础设施」地位。而应用型互联网公司核心是获取「数字世界的应用入口」地位。
 - 华为在互联网时代取得重要技术地位：1) 通信技术的标准制定者；2) 芯片自研能力；3) 操作系统自研能力；4) 云计算能力等。核心商业模式是：通过技术授权，提供政企解决方案，生态收费实现盈利，而不是完全依赖于用户流量表现（纯手机业务也有类似广告收入等）。

图：华为财务数据（营收单位为亿元）



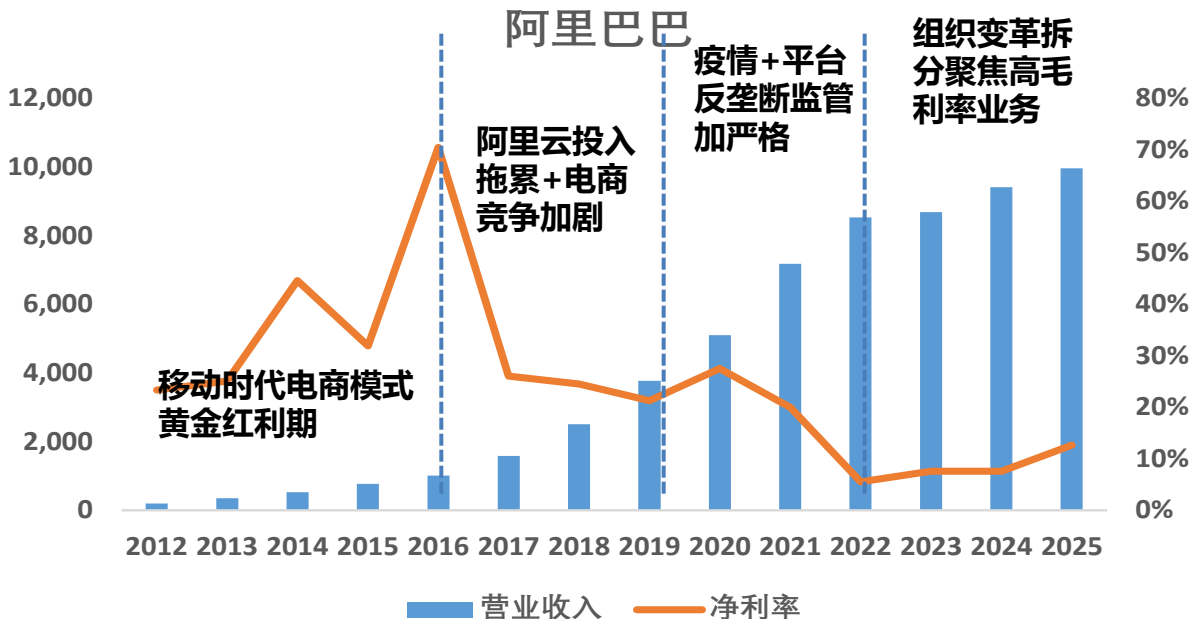
- 小米通过硬件引流 - 软件粘客 - 服务变现 - 生态闭环的逻辑，将移动互联网思维从虚拟世界延伸至物理世界。
- 小米通过硬件 + 软件 + 服务的「铁人三项」连接用户生活场景（手机-IOT-汽车等），以手机作为最大的硬件引流入口，2025年用户月活也是亿级别。
- 快速迭代是小米也是互联网基因。这个本质是数据驱动的敏捷迭代思路。
- 小米生态链扩张。小米投资的生态链公司涉及：智能家居、穿戴设备等多个领域。

图：小米财务数据（营收单位为亿元）

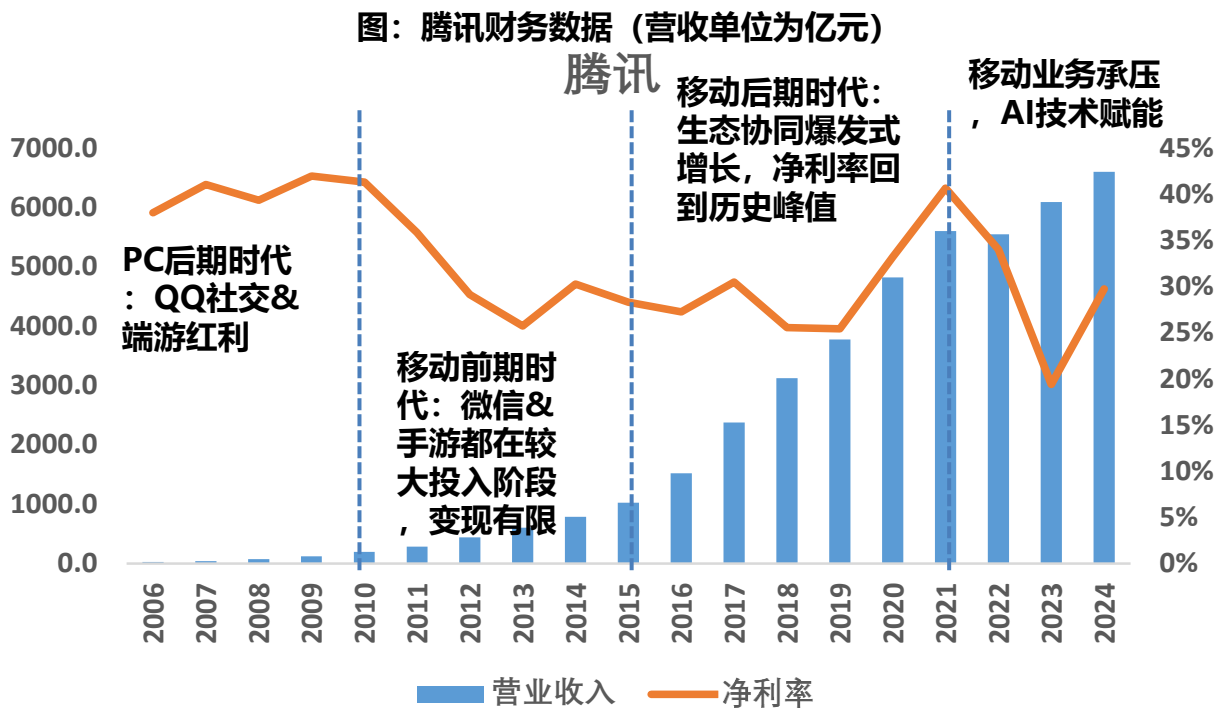


- 从B2B到B2C阿里巴巴成功把握了PC到移动互联网的转型发展机遇：
- 电商-支付-物流形成有效闭环。【淘宝+天猫】开创了中国消费者网上购物模式，尽管后期拼多多、抖音电商等崛起，目前阿里依然是国内电商龙头。菜鸟物流前期通过整合申通、圆通等通达系资源解决最后一公里的痛点，2018年后启动自营化转型进一步提高配送效率。
- 阿里云业务：从内部IT成本转型数字引擎。2025年Q1阿里云以 33% 的市场份额稳居中国云服务第一。
- 国际化业务拓展：阿里在欧洲/东南亚/中东采取各自不同的出海策略，但海外市占率总体一般。
- 2018年是阿里巴巴的转折点：随着移动互联网流量红利的见顶，以及拼多多/抖音对阿里的影响，阿里进入了转型期。一方面原有业务份额受到挑战，另外新增长点未达到如期效果。

图：阿里巴巴财务数据（营收单位为亿元）



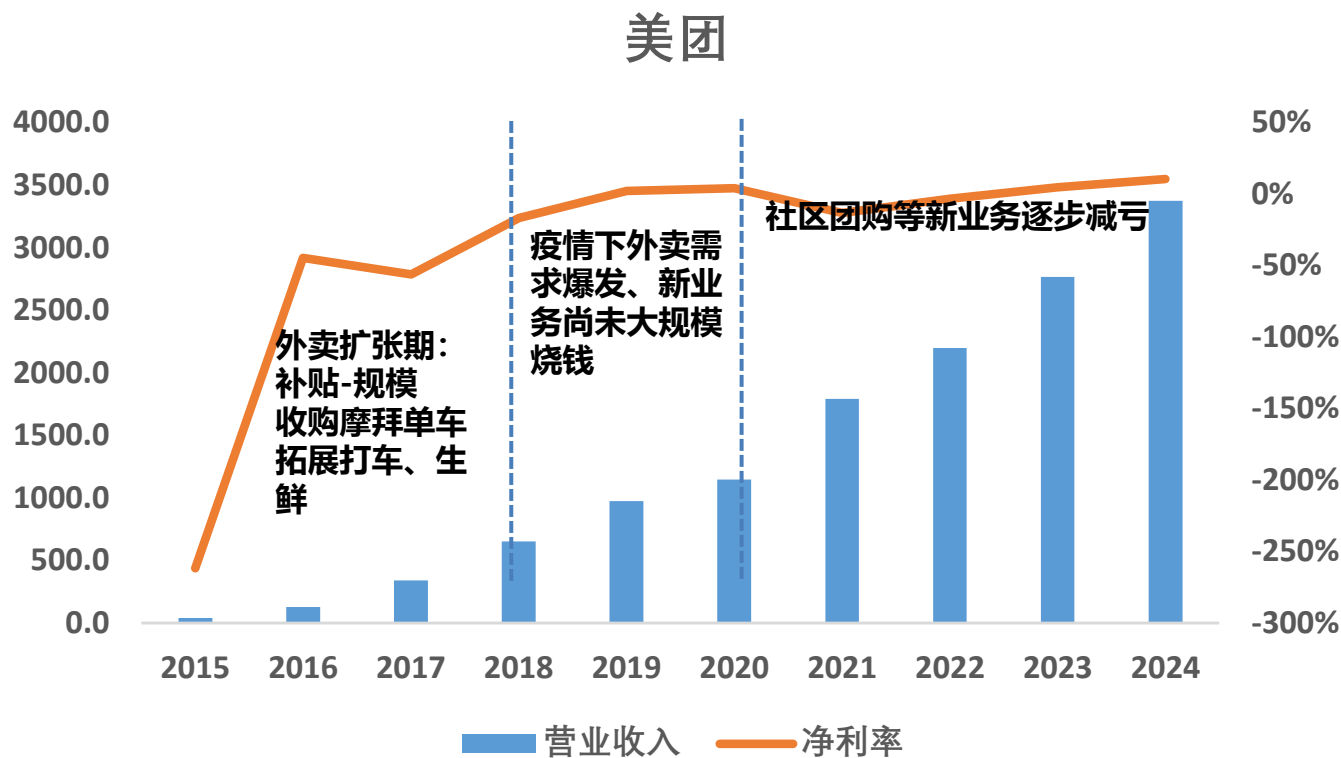
- 护城河源于社交关系链的不可替代性、多场景融合的生态闭环、技术积累与数据驱动，以及开放战略与资本运作。其商业模式以社交为流量入口，通过游戏、广告、金融科技等多元业务变现，并通过生态协同实现交叉导流：
 - QQ&微信及时通讯构建了覆盖 14 亿用户的超级社交网络，形成了强网络效应，且不可替代性。
 - 将社交与支付（微信支付）、内容（微信视频号）、服务（小程序）深度绑定，形成生态协同效应，进一步提高了用户的切换成本和增强用户粘性。
 - 流量变现渠道丰富：增值服务（游戏）+ 广告业务+ 金融科技与企业服务等多个维度实现变现。
 - 在云计算、AI、大数据领域的投入形成技术壁垒，且进一步反哺原有业务，形成强大正循环。



■ 美团以“零售 + 科技”为战略核心，通过高频刚需的外卖业务吸引用户，构建覆盖餐饮、零售、到店、酒旅等场景的超级入口，并通过佣金、广告、金融服务实现流量变现，形成闭环生态：

➤ 业务架构分为三层：1) 高频流量层，以外卖业务为核心，贡献流量为低频业务导流。2) 中高频变现层。到店酒旅、即时零售为核心，实现较高毛利率。3) 战略创新层：社区电商+海外业务+无人配送等。变现方式：外卖佣金收入+广告收入+金融服务等。

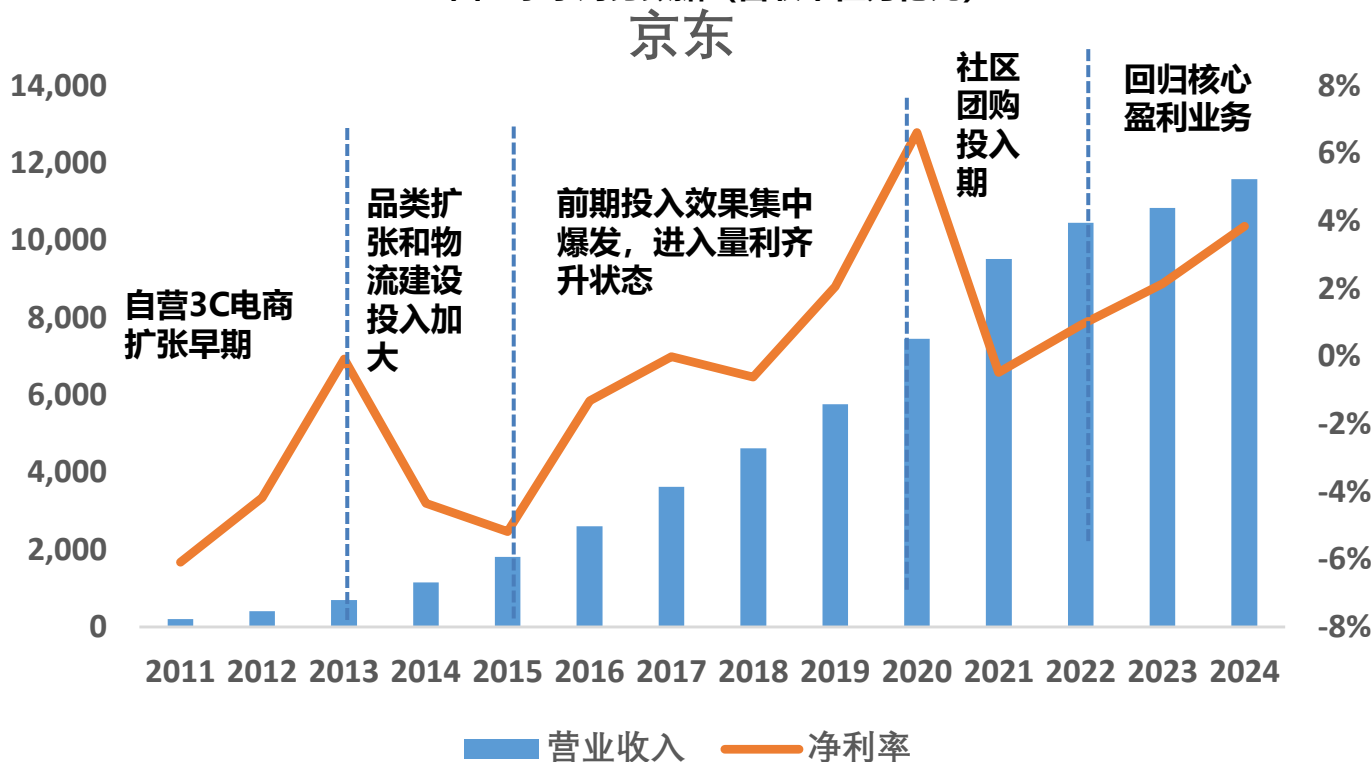
图：美团财务数据（营收单位为亿元）



■ 京东以自营 + 第三方平台为核心，通过物流基础设施 + 技术赋能构建全渠道零售网络，形成 “正品低价、快速履约、品质服务” 用户心智，并通过会员体系、金融科技、国际化实现多元变现

- **自营业务：**以 3C 家电为核心（2025H1 占自营收入 60%+），通过集中采购 + 规模效应实现低价优势，且通过自营物流体系构建供应链优势，确保用户体验。
- **第三方平台业务：**开放物流、数据、流量资源，吸引中小商家入驻。
- **遇到的挑战：**1) 拼多多和抖音电商带来的竞争压力；2) 转型外卖业务的短期对业绩压力。

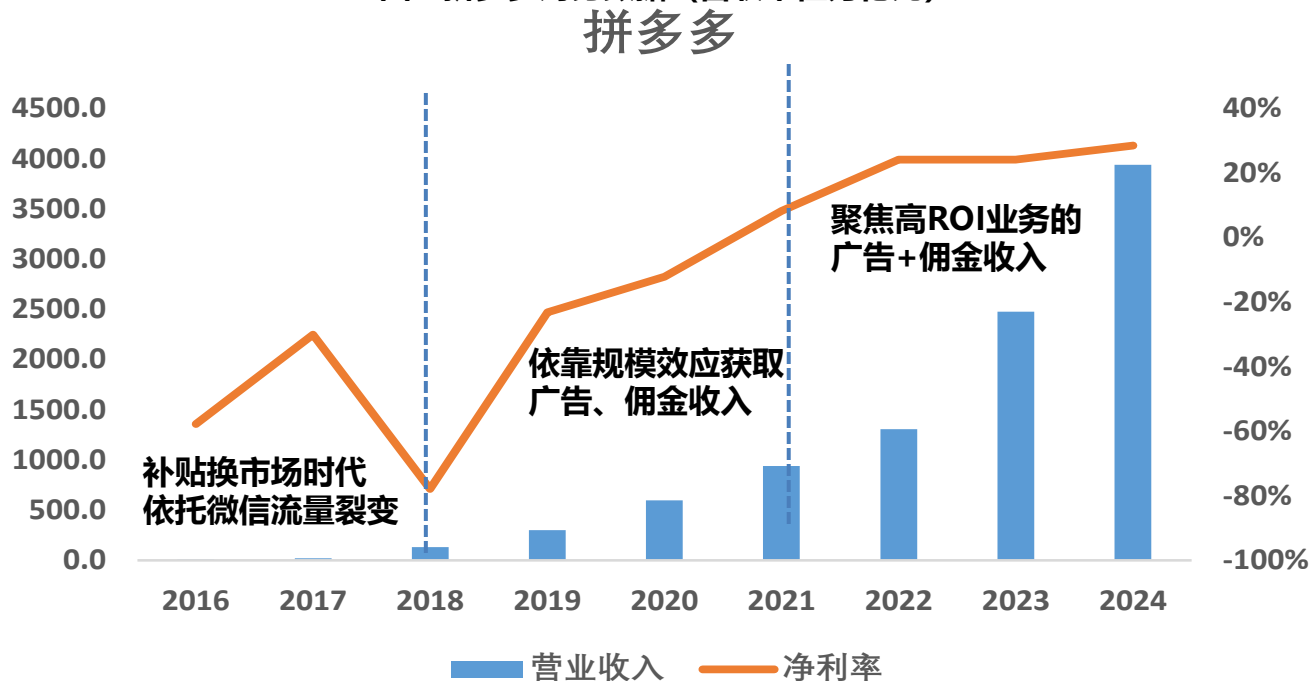
图：京东财务数据（营收单位为亿元）



■ 拼多多以社交裂变驱动的低价生态为核心，通过供应链重构和用户心智占领构建了难以复制的护城河，具体展开：

- **通过社交裂变获取流量。**通过“拼团”等社交裂变玩法，利用微信生态实现低成本获客。
- **C2M模式。**平台通过聚合大量的用户订单需求，从而驱动C2M模式产生，降低供应链成本且可实现规模化采购，从而在用户成本形成“高性价比”用户心智。
- **广告收入是核心盈利。**2025年Q1在线营销服务收入487.2亿元（同比+15%），占营收51%。平台以转化率为核心分配流量，形成“低价→高转化→更多流量→更低价格”的正循环

图：拼多多财务数据（营收单位为亿元）



- **业务模式以内容生态为流量入口，通过广告、电商、企业服务三大变现支柱构建商业闭环，同时以AI 技术、自研芯片、全球化布局为底层驱动力，形成难以复制的护城河：**
- **内容平台：流量变现的基础设施。**短视频双引擎：抖音与 TikTok 的全球统治力，平台通过算法推荐 + 社交裂变让用户对抖音形成依赖。而对于内容创作者，通过流量分成 + 电商佣金激励内容生产。
- **图文与中视频：多元化内容矩阵。**今日头条、西瓜视频和番茄小说等进一步与抖音形成协同。
- **流量变现：1) 广告业务。**算法通过实时预测用户兴趣，使广告点击率高出行业均值。2) **电商业**务：基于内容产生的电商交易。通过用户行为数据（如社交关系、地理位置）构建动态画像直接智能推荐商品带来下单。
- **企业服务：AI + 云的产业赋能。**火山引擎和飞书赋能企业用户，形成公司新的增长曲线。
- **技术基础设施：超算中心建设+豆包大模型强化AI时代能力。**

二、为何本轮AI行情智能车不是核心配置方向？

■ 我们认为本质上是在反应：1) 新的AI科技革命“卖铲子”角色，比如：“英伟达”及其产业链。2) 上一轮科技革命的龙头型公司受益AI提升效率带来基本面改善。3) 应用端呈现高度发散，市场不知道“最终AI时代革命性终端”到底是什么？那么这个阶段就是技术路线众多，市场对强吸引力叙事普遍选择相信，核心体现“重叙事、轻验证”的特点。

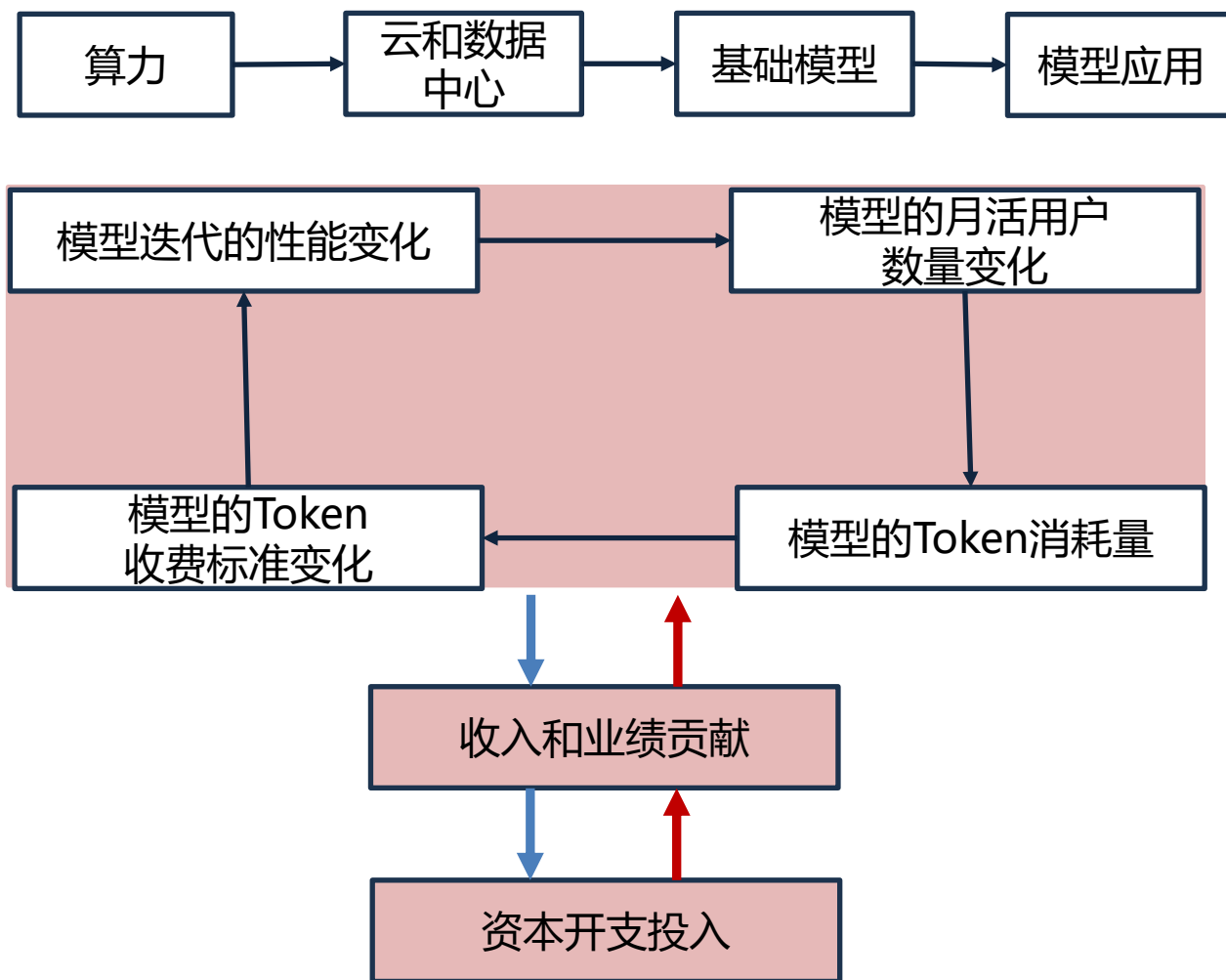
➤ 市场为何对智能车“无人问津”原因是：1) 懂AI的不太懂汽车：研究AI基本是以懂软件为主，对硬件不太懂尤其是对汽车这个垂类涉足较少。2) 懂汽车的不太懂AI：研究汽车基本是看硬件出身，对软件的理解不够尤其是对互联网研究不深。3) 智能化还被电动化给“遮住”了。市场记住的是过去5年电动车行情，对智能化往往会认为是其基础上的一个模块应用。4) 市场有“机器人”和“科技大厂”和“AI算力侧/国产替代链”短期逻辑更加顺畅的板块可以布局，汽车智能化“空间不是最性感、短期业绩也一般、AI应用中看起来也不是很快”。

➤ 那么市场为何对“机器人”和“科技大厂”的投资热情这么高？机器人满足了市场对AI的足够多想象“大空间、全新终端、全场景覆盖”且A股可投资的产业链标的非常多。“科技大厂”满足了市场“业绩和估值戴维斯双击的美好现实”，他们有“资金优势、人才优势、渠道优势”，在英伟达核心客户也是大模型积极推出者，而且对短期报表上看到对业绩的改善。

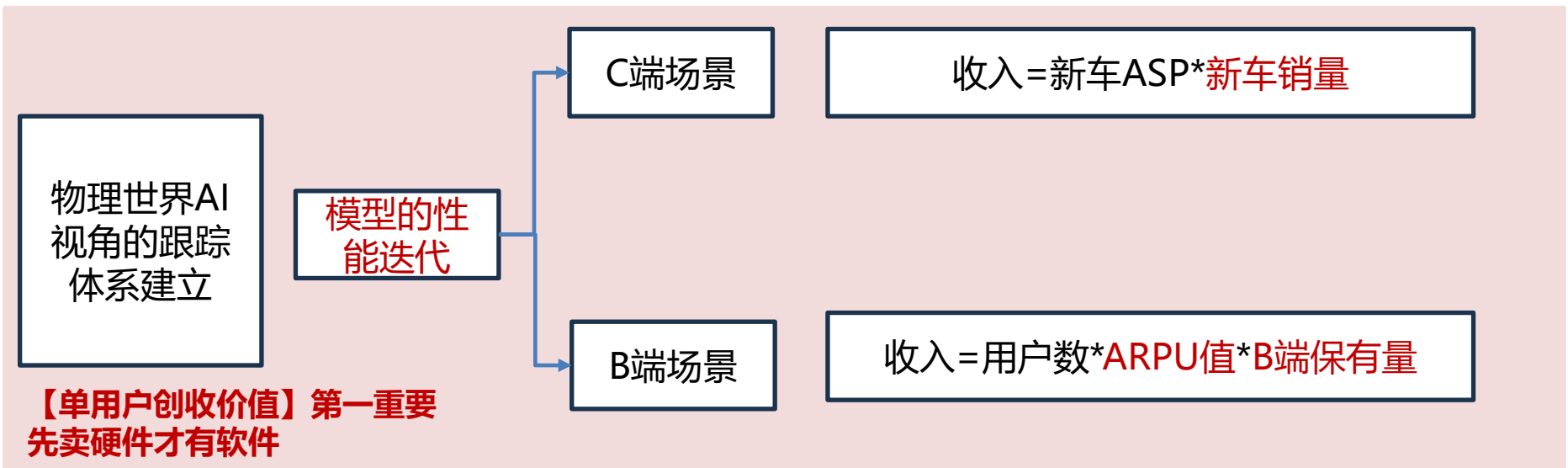
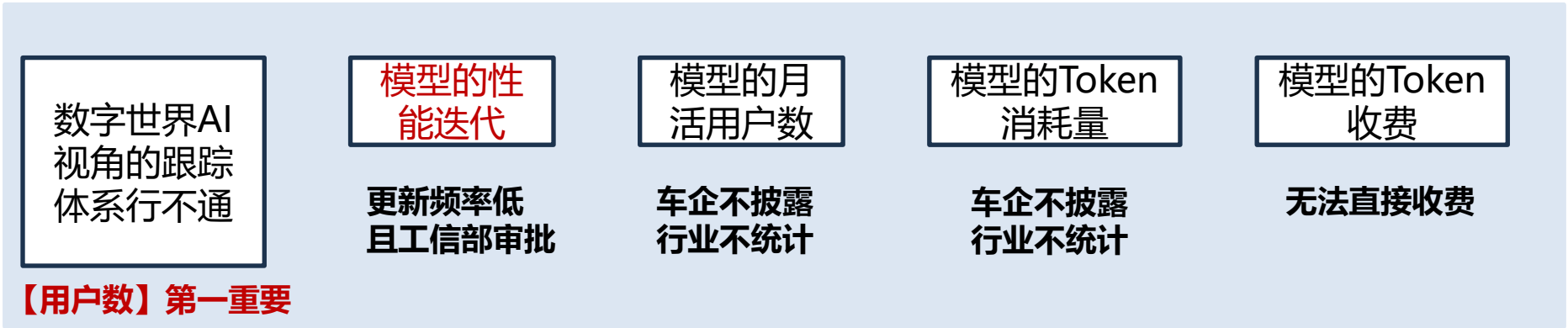
➤ 为何AI算力侧/国产替代链会不断反复创新高？核心原因：算力-模型-应用的闭环似乎起来了但又没太起来，这样的朦胧状态看到的现状是：互联网科技大厂增加资本开支——英伟达及产业链&国产替代链业绩不断超预期——互联网科技大厂业绩改善。而“AI agent能否让用户持续付费意愿真正起来”决定了这个正循环的持续性从而决定了AI行情的持续性。

➤ “三电+算力+算法”三大技术底座是智能车这个终端脱颖而出的必要条件，而2020-2022年电动化行情和2023-2025年AI科技行情均是在做好准备工作。电动化行情让三电技术产业链基础走向成熟，AI科技行情让云端算力/数据中心产业链打好基础，大模型的更是耳熟能详。尽管市场偶尔会因为情绪走向泡沫，但对于一个新兴产业只有经历了泡沫才能真正成长起来。因为“泡沫才会带来大量的资金和人才，而泡沫破灭才会去伪存真将真正资源聚焦给商业模式能跑通的个别领域”。2000年互联网泡沫期后生长出“亚马逊/腾讯”等一大批互联网时代科技公司。

- AI产业链四个环节最终是依赖于【模型应用】持续超预期，能够带动中上游的云-数据中心-算力需求。未来更多是挖掘垂直领域模型应用的出现。

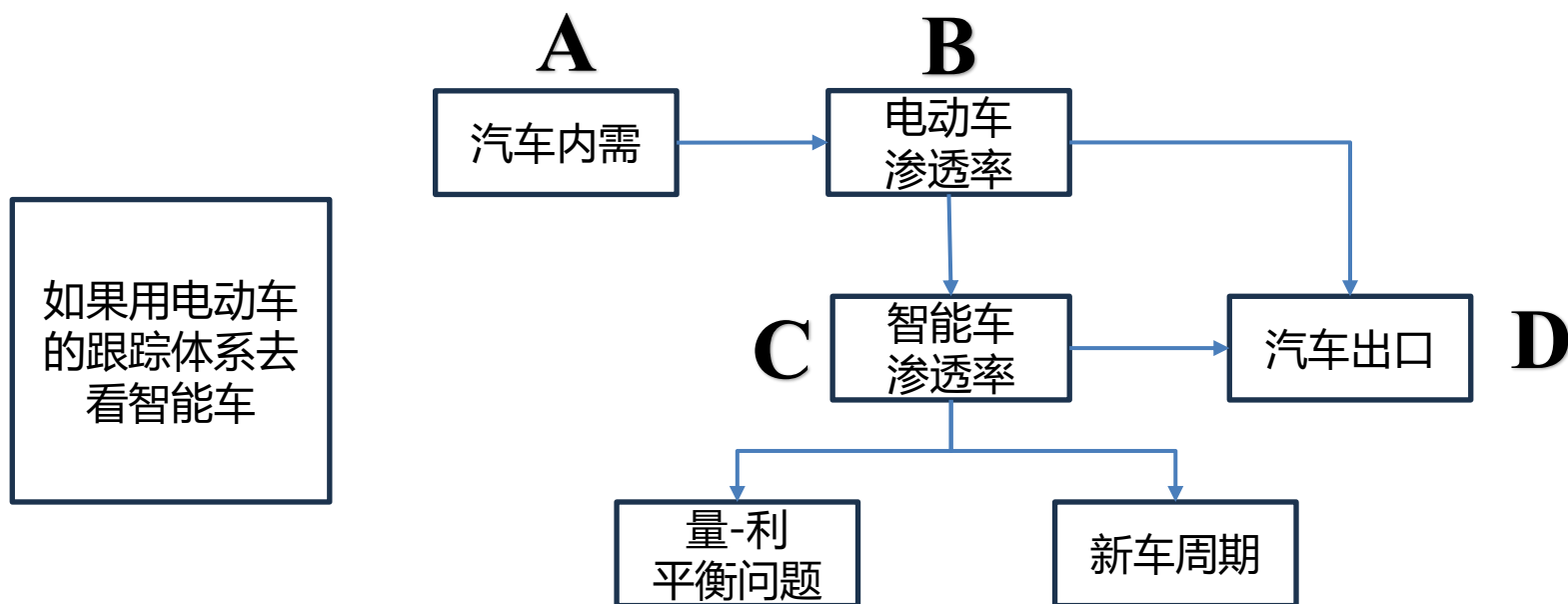


- 数字世界AI视角的投资跟踪体系是无法直接来套用“智能车”，而应用站在物理世界AI视角下去改善投资跟踪体系。最核心：1) 先卖硬件才有软件；2) 单用户创收价值是第一重要
- 目前市场AI资金以数字世界框架为主，因此也容易忽视智能车的投资机会



■ 如果用电动车的跟踪体系去看智能车：【智能车C】的投资机会，一定得先【汽车内需A】*【电动车渗透率B】同时共振才能成立。这会导致2种情景出现：

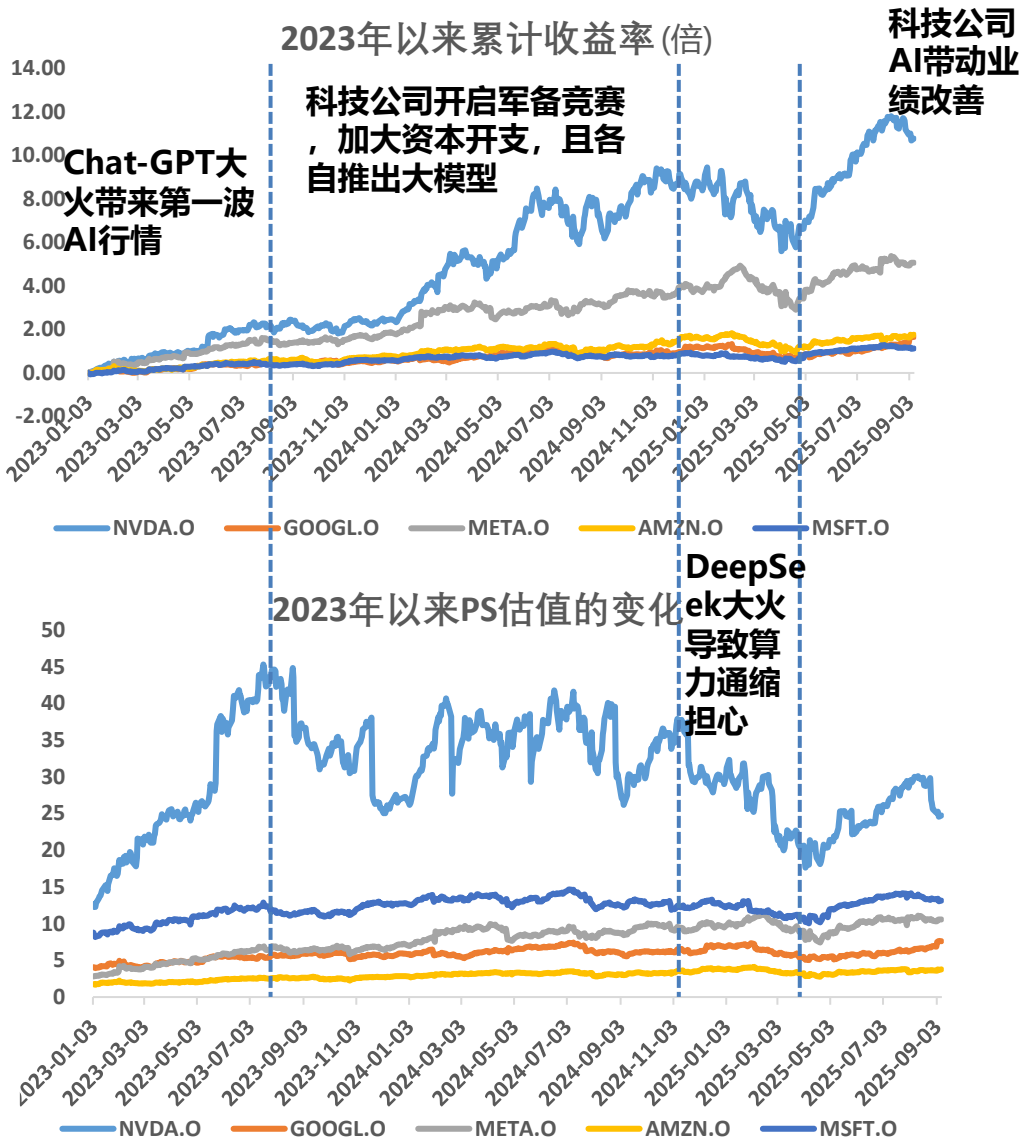
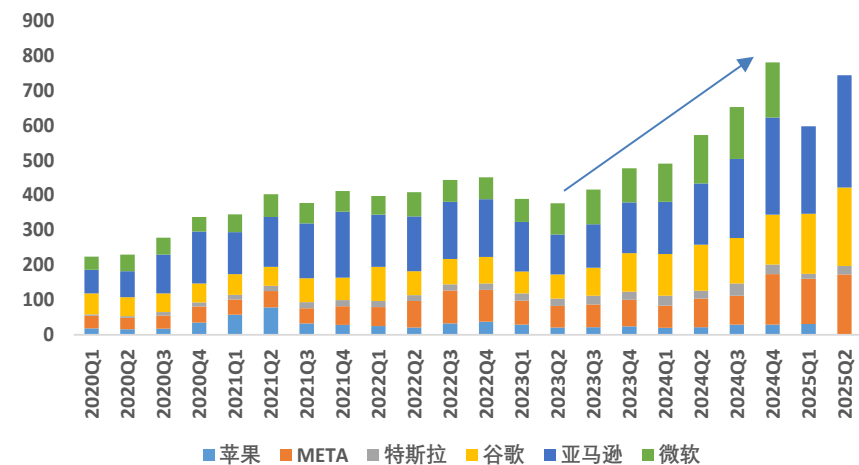
- 1) 市场认为：A+B+D的逻辑会更加顺畅。汽车全球化的投资机会更大于汽车智能化。
- 2) 市场认为：A+B+C的逻辑太长，且一旦A和B逻辑出现问题反倒会拖累C。
- 这也就是为何纯从汽车视角，汽车智能化为何不受待见的原因。



■ 样本量：英伟达-微软-谷歌-亚马逊-meta等美股AI本轮5家公司作为代表分析：自2023年以来美股AI行情经历了至少三大波的上涨：

- 第一波：Chat-GPT3.5版本应用大火，2023年1月用户数突破1亿。
- 第二波：美国科技公司陆续推出大模型应用，且大幅上调2024年资本开支预算，英伟达业绩2023Q2开始持续超预期
- 第三波：下游科技公司继续上调2025年资本开支预算，且大模型token消耗量持续上升。

美国科技公司季度资本开支（单位：亿美元）



注：PS估值为TTM口径

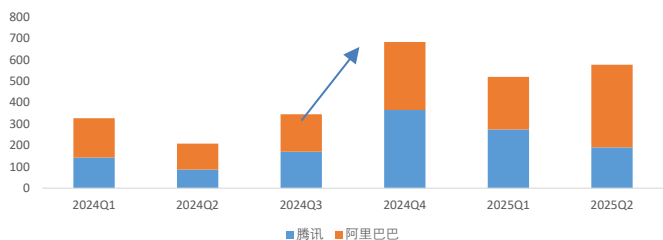
■ 美股核心科技公司本轮AI技术创新在业绩层面兑现效果已体现，初步形成了：算力-模型-应用-业绩的商业闭环。

	英伟达		微软		谷歌		meta		亚马逊	
	营收YOY	净利润YOY	营收YOY	净利润YOY	营收YOY	净利润YOY	营收YOY	净利润YOY	营收YOY	净利润YOY
2023Q1	-13%	-14%	7%	9%	3%	2%	3%	3%	9%	19%
2023Q2	101%	225%	8%	11%	7%	8%	11%	10%	11%	19%
2023Q3	206%	322%	13%	16%	11%	15%	23%	27%	13%	20%
2023Q4	265%	338%	18%	20%	13%	20%	25%	36%	14%	22%
2024Q1	262%	339%	17%	18%	15%	20%	27%	32%	13%	19%
2024Q2	122%	139%	15%	14%	14%	15%	22%	22%	10%	14%
2024Q3	94%	95%	16%	13%	15%	19%	19%	19%	11%	14%
2024Q4	78%	71%	12%	13%	12%	15%	21%	22%	10%	15%
2025Q1	69%	31%	13%	11%	12%	15%	16%	17%	9%	11%
2025Q2	56%	50%	18%	16%	14%	17%	22%	23%	13%	17%
	英伟达		微软		谷歌		meta		亚马逊	
	毛利率	净利率	毛利率	净利率	毛利率	净利率	毛利率	净利率	毛利率	净利率
2023Q1	65%	28%	69%	35%	56%	22%	79%	20%	47%	2%
2023Q2	70%	46%	70%	36%	57%	25%	81%	24%	48%	5%
2023Q3	74%	51%	71%	39%	57%	26%	82%	34%	48%	7%
2023Q4	76%	56%	68%	35%	56%	24%	81%	35%	46%	6%
2024Q1	78%	57%	70%	35%	58%	29%	82%	34%	49%	7%
2024Q2	75%	55%	70%	34%	58%	28%	81%	34%	50%	9%
2024Q3	75%	55%	69%	38%	59%	30%	82%	39%	49%	10%
2024Q4	73%	56%	69%	35%	58%	28%	82%	43%	47%	11%
2025Q1	61%	43%	69%	37%	60%	38%	82%	39%	51%	11%
2025Q2	72%	57%	69%	36%	60%	29%	82%	39%	52%	11%

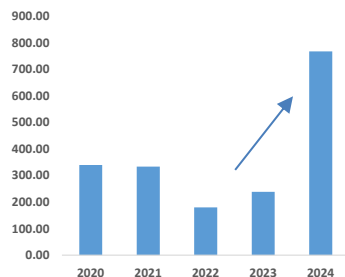
■ **国内AI硬件板块我们选取了英伟达算力链+国产替代链：**工业富联（英伟达服务器代工）/中际旭创（英伟达光模块供应商）/胜宏科技（英伟达PCB供应商）/寒武纪/中芯国际（国产替代链龙头）

➤ **国内AI硬件链整体是和美国科技股同步节奏，只是每一波回调幅度国内要大于美股。**第一波（2023H1）是纯粹修复估值为主；第二波（2024/10之前）业绩与估值初步共振；第三波（2025/5以来）业绩与估值高度共振。

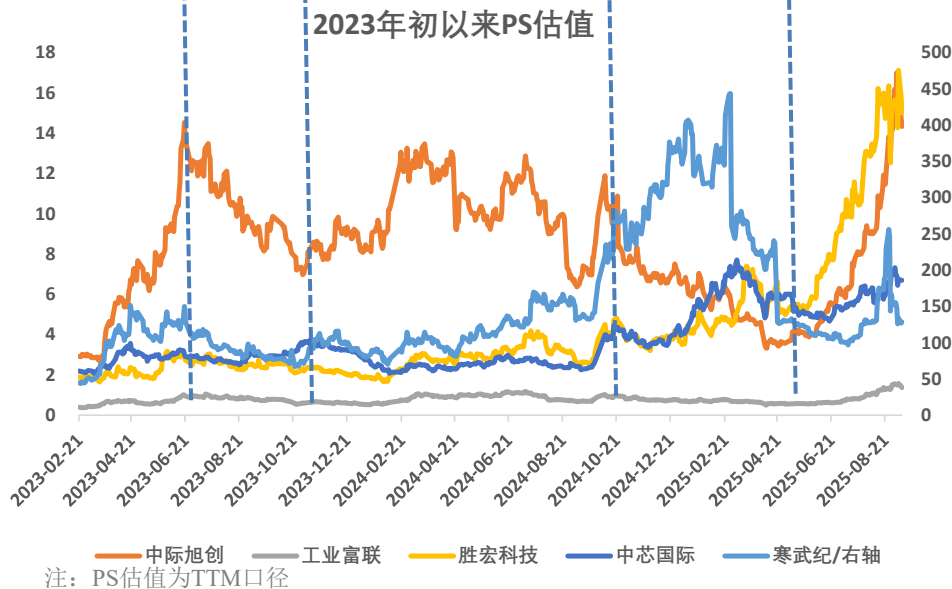
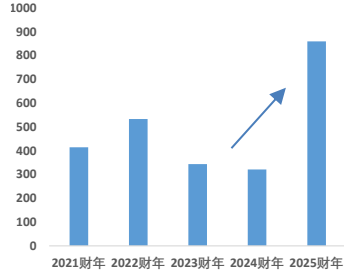
国内互联网大厂资本开支（单位：亿元）



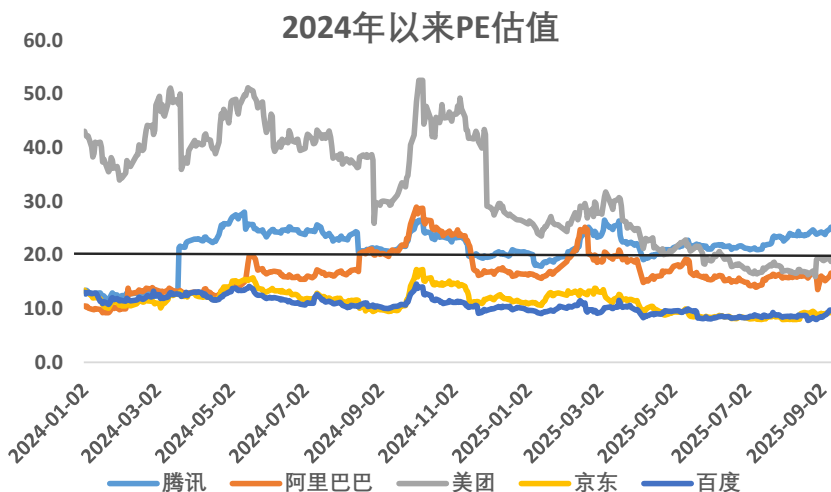
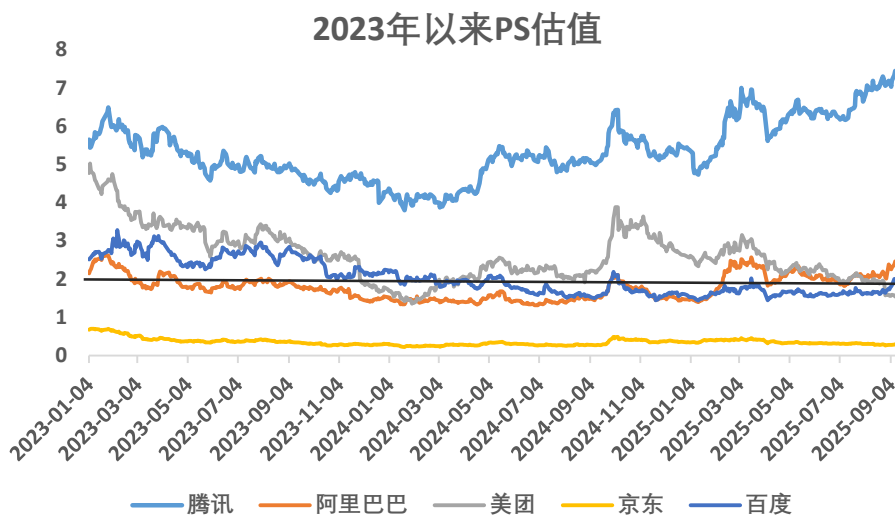
腾讯



阿里巴巴



- **国内AI应用板块我们选取了互联网科技大厂：腾讯/阿里/美团/京东/百度（字节未上市）。**2023年以来国内互联网大厂的涨幅远不及美国互联网科技公司，也远不如国内AI硬件板块。
- **从结构上看：腾讯表现最佳（积极拥抱大模型），其次是阿里。其余是负收益率且估值收敛。**背后原因分析看：1) 从AI大模型和云业务发展，腾讯/阿里发展相对顺利，百度文心一言变现能力有限。2) 原有业务电商/外卖/搜索都面临较大的竞争压力。
- **总结：国内互联网正处在“存量博弈+模式同质化+监管约束”阶段，AI底层技术创新能力又相对不足（大模型/AI芯片/云计算）**



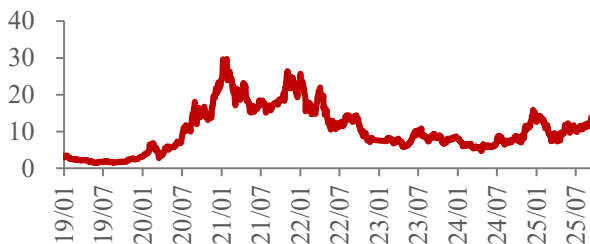
注：PE估值为TTM口径

注：PS估值为TTM口径

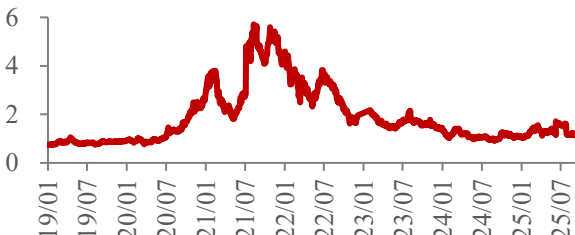
智能车：短期依然被电动化逻辑拖累

- **智能车短期市场认知还是停留在**：电动车基础上增加了智能驾驶模块，而且车企业绩（包括特斯拉）核心贡献来自于电动车。而电动车渗透率国内市场已经进入增速放缓阶段，而海外市场一直增速有限，这导致车企的单车盈利进入下行期。
- **从估值维度**，特斯拉PS已经回落至历史中等水平，国内车企基本回到了接近油车时代水平。**市场并没有给智能车的估值溢价。**

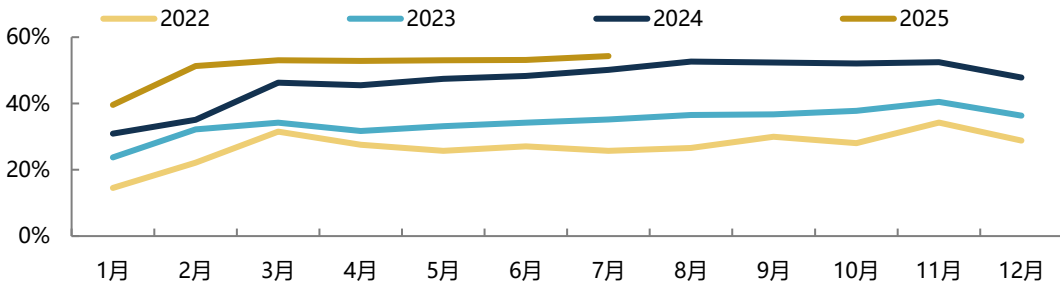
图：美股特斯拉25/09/12 PS(TTM) 13.8倍



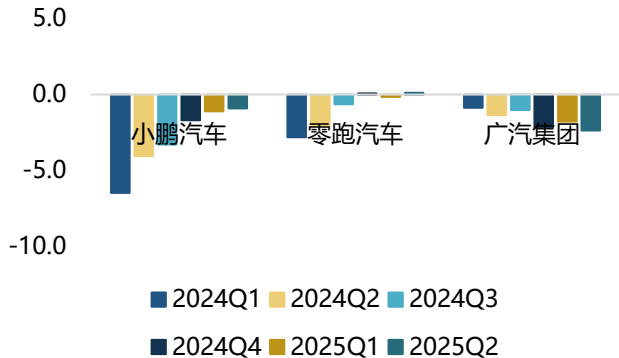
图：非特斯拉的A股&港股整车 25/09/12 PS(TTM)1.1倍



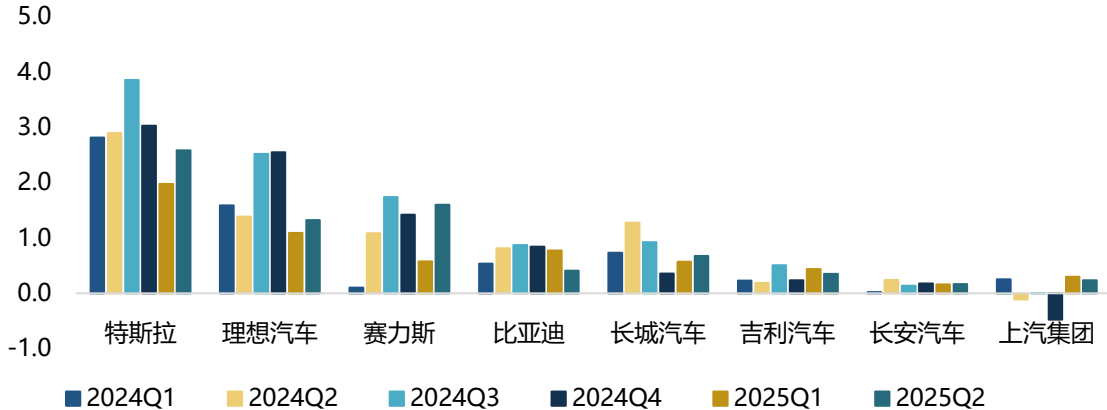
图：新能源零售渗透率增长放缓



图：单车盈利（近似）/万元
部分车企仍未盈利



图：单车盈利（近似）/万元 新能源头部车企的单车盈利进入下行期



三、智能车是被忽视的AI时代革命性终端

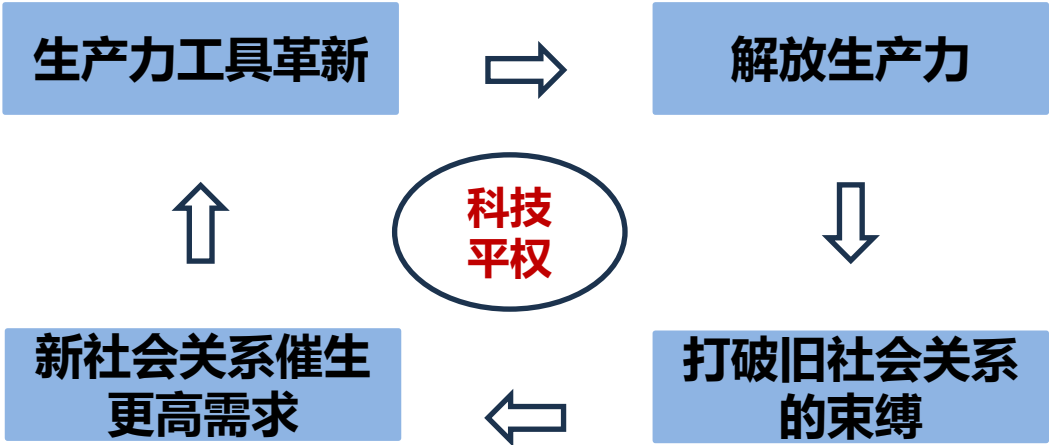
- **“智能车”符合革命性终端共同特征【去中心化、科技平权】。**任何一次科技革命都会诞生革命性终端，他们共同特征是【去中心化，科技平权】，都不仅改变生产力还会改变社会关系。PC是增强人类计算能力，手机是增强人类链接能力，智能车是或替代人类驾驶。PC是办公室里的计算机，手机是口袋里的计算机，智能车是轮子上的计算机。PC时代实现跨部门协作，手机时代实现远程办公，智能车时代实现人人可创业（用户直接参与公司利润分成，比如以后个人私家车直接纳入robotaxi运营等）
- **“智能车”或是AI时代前期率先落地的智能体。**当下这轮人工智能科技革命我们认为某些维度应该要去参考第二次工业革命。算力/算法（大模型的核心）/数据是AI的三大核心要素，大模型是AI时代各个领域都会应用的，更像基础设施，而最终大模型是需要硬件载体才能形成“智能体”。而智能体面临着：1) 物理世界的复杂环境，自由度越多越复杂；2) 数字世界的长链路思考能力和多任务并行能力。“智能车”我们认为或是AI时代前期率先落地的智能体：1) **相比机器人，智能车的自由度是少很多，且运行环境是有交通法则的道路环境；**2) **相比数字世界智能体，智能车最重要的任务是“代替人类司机开车”，其次是语音助手。**
- **智能车这个终端会如何改变社会出行方式？**1) 从汽车共享出行市场角度，我们认为Robotaxi一定不仅简单的复制“网约车对出租车的内卷（存量博弈最终都不赚钱）”，而是要实质性通过扩大汽车共享出行人次（让更多基础出行走向共享化）去扩大总规模。2) 从体验角度看，我们认为Robotaxi也好还是L4车也好，核心是解放司机生产力同时去拓展“第三移动空间”，去改变社会“人流和物流”的运行效率，甚至会类似手机会诞生很多全新的应用，最终让整个社会效率更高，经济增长找到新的动力。

■ 人类目前已经完成了3次技术革命，当下正处于第四次人工智能革命。回顾历次技术革命我们发现：1) 商业模式虽然现象层面有创新但底层模式是基本一样；2) 每一轮新技术革命的核心主导力量其实在上一轮科技革命后期已经出现雏形；3) 工业革命和信息革命最大区别是：硬件边际成本后期是上升的（管理半径有限、规模不经济），而软件的边际成本是为0。

	第一次工业革命	第二次工业革命	第三次信息技术革命	第四次人工智能革命
基础研究	牛顿经典力学（支撑蒸汽机机械结构设计），早期热力学（探索热功转换规律）	电磁学（法拉第电磁感应、麦克斯韦方程组）、热力学第二定律（优化内燃机效率）	量子力学（晶体管物理基础）、信息论（香农《通信的数学理论》）、图灵机理论（计算机逻辑架构）	神经网络理论等？
核心产品	蒸汽机车、纺纱机、焦炭炼铁高炉	发电机、电动机、电话、电灯、飞机、汽车	计算机、笔记本电脑、智能手机、云计算	智能车、机器人？
组织创新	规模化生产的工厂制度	流水线到柔性化生产方式	扁平化组织形式	数字化生产方式？
代表性公司	日博尔顿 - 瓦特公司（蒸汽机研发与生产） - 利物浦 - 曼彻斯特铁路公司（铁路运营） - 阿克莱特纺织厂（规模化纺织生产） - 达比家族铁厂（焦炭炼铁）	标准石油公司(石油垄断) - 通用电气公司(电力设备 + 多元化) - 福特汽车公司(汽车流水线) - 巴斯夫公司(有机化工) - 贝尔电话公司(通信)	IBM(早期计算机 + 企业服务) - 微软(PC 软件 + 云计算) - 谷歌(互联网搜索 + AI) - 苹果(智能手机 + 生态) - 亚马逊(电商 + AWS 云计算)	英伟达（AI芯片）、Open AI、特斯拉等？
边际成本	生产依赖原材料、厂房、人工等物理资源，边际成本随着产量增加先降后升		软件的成本边际为0	
商业模式	1) 硬件&软件一次性买断；2) 技术授权费；3) 订阅制；4) 按需/量付费（用多少付多少）；5) 按贡献度分成；			

- 智能车时代我们预计会延续PC/手机【去中心化、科技平权】特征，但有所不同在于：1) 需求从追求效率到追求自由，也即智能车可以让“注意力自由”。2) PC是增强人类计算能力，手机是增强人类链接能力，智能车是或替代人类驾驶。3) 生态构建从开放到共生。智能车要实现“车-路-云-人”协同，开放性要求更高。

	大型/微型计算机时代	PC时代	智能手机时代	智能车时代
改善劳动资料	少数机构垄断的重型计算工具	可普及的固定场景轻型计算工具	可普及的全时空移动计算工具	无须注意力的可移动全时空计算工具
延伸劳动者	专业技术人员	普通白领劳动者	普通劳动者	普通劳动者+智能体
拓展劳动对象	有限企业数据	企业数据	用户数据	物理世界数据
生产关系	金字塔式层级	跨部门协同	无边界化协作	人人创业
交往关系	受限于物理距离	打破物理距离限制	打破时间限制	打破注意力限制
资源分配	打破资源垄断，不断去中心化，资源分布式流动			



- 手机和电脑走向了技术融合本质或是因为：**移动场景对通用计算能力的需求爆发**。相比工业时代，信息时代人类更需要基于“大数据分析处理”去加速迭代，而不再是简单基于经验的积累。

1960s-2000s

本质：计算和存储工具

大型—微型—个人计算机时代

核心技术：集成电路微型化。通用计算硬件（CPU、内存、存储、显卡）。核心提高了企业和用户的办公效率，且不断去中心化实现个人生产力的解放。

1990s-2000s

本质：通信工具

功能手机时代

核心技术：无线通信，蜂窝网络。通过基站与终端的无线连接，实现了用户在移动状态下的语音通信，彻底摆脱了电话线的束缚

2007年以来至今

本质：口袋里实现“计算、通信、娱乐、办公”全功能

智能手机/pad/办公电脑时代

技术融合：用户需求驱动技术收敛和改善。硬件层面智能手机延续PC的思路，实现了CPU-内存-存储的PC化。人机交互层面智能手机通过“触控”替代了“鼠标+键盘”。软件层面“IOS和安卓”实现移动版的通用操作系统。

- PC（办公室里的计算机）—手机（口袋里的计算机）—汽车（轮子上的计算机）。汽车在智能手机化背后本质或是：人类期望移动计算和数据采集能力的延伸，**将智能汽车构建物理世界与数字世界的深度连接节点。**

2007年以来至今

本质：口袋里实现“计算、通信、娱乐、办公”全功能

智能手机时代

核心技术：硬件层面CPU-内存-存储。软件层面“IOS和安卓”操作系统。触控的人机交互方式

2016年（waymo诞生）-至今

本质：轮子上的计算机。集“交通工具—能源中心—数据中心”智能体

智能车时代

核心技术：算力-算法-数据，汽车在手机化

1910s—2010s

本质：A-B点交通出行工具

燃油车时代

核心技术：硬件层面发动机+变速箱+底盘。软件层面是嵌入式系统。物理按键式人机交互。

2008年（特斯拉首款车）—至今

本质：A-B点交通出行工具

电动车时代

核心技术：动力电池的技术创新，底层是来自于3C（含手机电池）基础原理。

- 我们认为AI Agent无论数字世界还是物理世界的底层框架和原理是一样的，无非是各自难度系数和交互能力上有所差异

- 最终AI Agent或率先在某些特定场景下找到了人类痛点需求而爆发出来

- 智能车我们认为或是超预期的终端：
1) 自由度相对简单；2) 不仅解放人类司机生产力且成为汽车成为移动的数据中心&能源中心&第三空间。

数字世界

C端
Agent

通用型：Chat-GPT
豆包、kimi
垂直型：Cursor（专注代码）等

B端
Agent

针对中大型企业级/中小企业/个人等AI开发平台

物理世界

以汽车为例：
各家车企均有自动驾驶大模型和智能座舱大模型
特斯拉：FSD
小鹏：XNGP
华为：ADS

幻觉后果

影响任务可靠性

影响生命安全

执行维度

高自由度（各类工具都会用）

低自由度（制动/转向）
/高自由度

决策维度

大脑要类似人类思考能力

感知维度

文本-图像-视频均有，物理世界环境更复杂

硬件载体

PC/手机

智能车/机器人

感知



决策

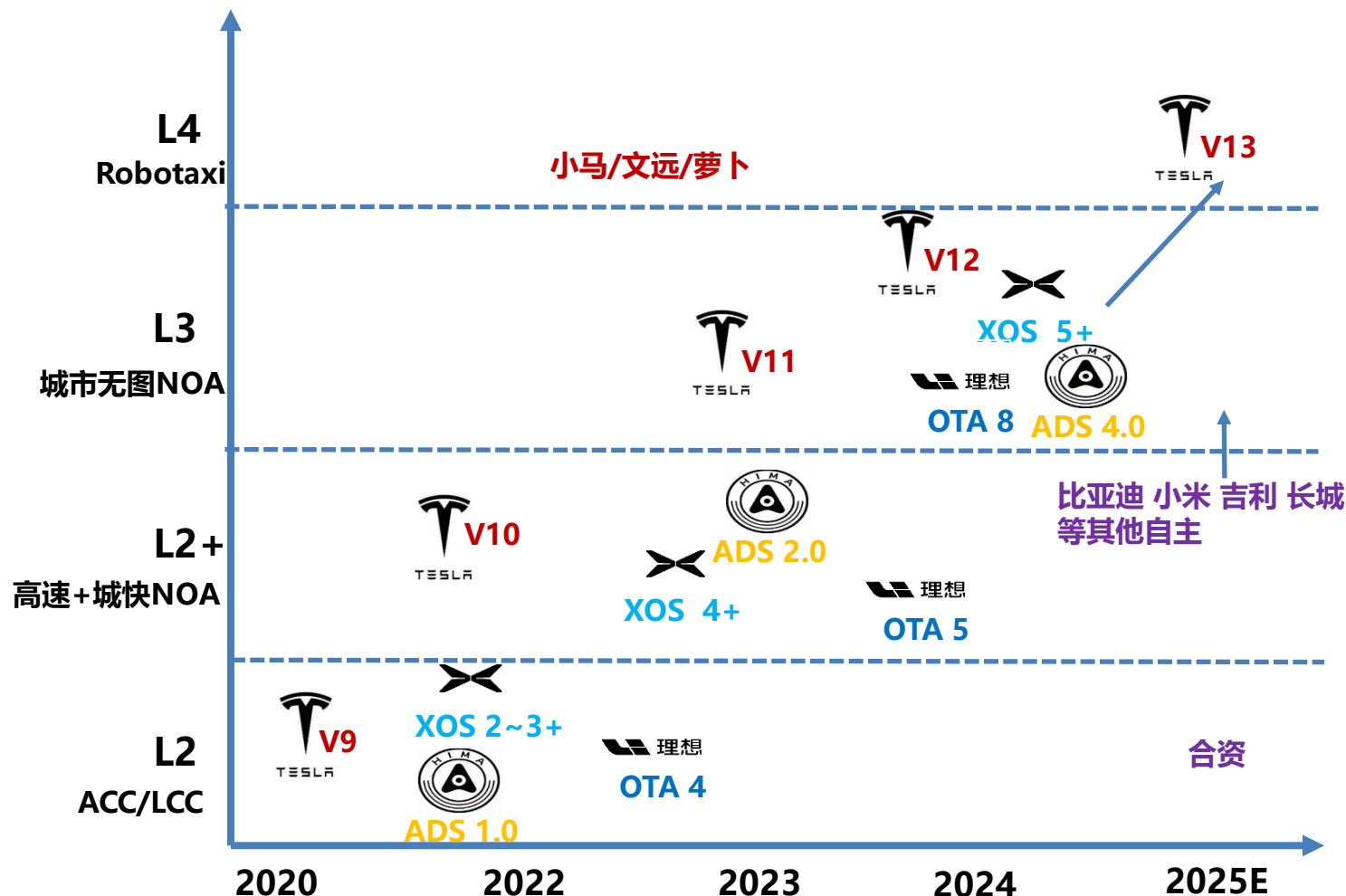


执行

智能体发展等级：L1->L2->L3->L4->L5

“智能车” 的体验究竟到了什么水平?

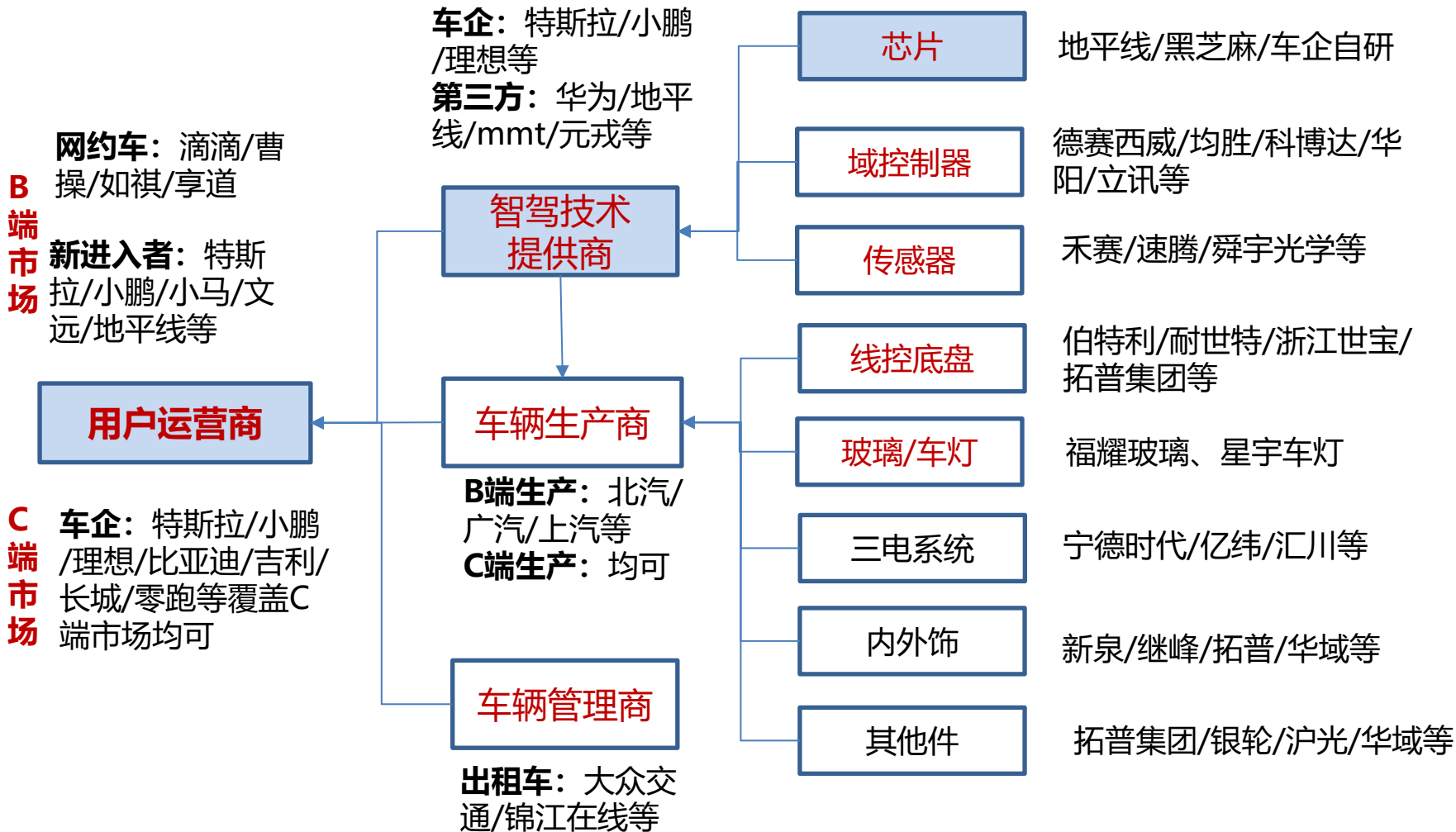
- L4级：特斯拉已经在美国开启L4-Robotaxi试运营，国内小马文远萝卜等也在特定城市范围内对外运营。L3级（能力为标准，法规目前还不允许）国内第一梯队（华为/小鹏/理想），第二梯队（小米/比亚迪/长城/吉利）等都在积极追赶。



四、AI视角如何投资智能车？

一张图梳理未来智能车产业链投资图谱

■ 类似PC/移动互联网，智能车产业链利润分配：芯片-智驾技术提供商（含算法-数据）-用户运营商，这三个环节预计会成为产业链微笑曲线的两端，其他环节是普通硬件生产商或管理角色。



■ **历史PC互联网时代：2000年是泡沫最峰值，2005年是去伪存真后的应用兑现且开始酝酿切换移动互联网时代。【用户数市值法】是互联网时代的产物，尤其在2000年左右，当时门户网站（雅虎/新浪为代表）/电商（亚马逊为代表）注册用户数在暴增，收入次之，持续盈利能力还未显现。市场给予了“眼球经济”高估值，直接根据用户数去测算市值。**

■ **2000年：**当互联网流量变现模式还未体现报表时候，市场假设雅虎每个注册用户未来全生命周期会消费900多美金，相当于一年美国人收入的3%。**对应PS高达100倍左右**

■ **2005年：**当互联网流量变现模式开始去伪存真，雅虎-新浪-亚马逊-腾讯都陆续盈利兑现，**最终回归了PE估值**（按照当年利润算是30倍PE，如果按照TTM利润约50倍PE）。单用户市值相比2000年峰值缩水了80%-90%，也即实际用户支付意愿并不强烈

图：2000-2005年PC互联网时代估值方式

2000年	雅虎	亚马逊	新浪	备注
2000年底注册用户数/亿	1.3	0.2	0.16	亚马逊是会员数
国家人均年收入/万美元	2.82	2.82	0.14	中国是一线城市收入
2000年市值峰值/亿美元	1200	237	20	
2000年营业收入/亿美元	11	27.6	0.24	
2000年净利润/亿美元	0.7	-14	-0.3	
单用户市值/美元	923	1184	125	
单用户市值/人均收入	3%	4%	9%	
PS估值	109.1	8.6	83	
PE估值	失效	失效	失效	
2005年	雅虎	亚马逊	新浪	腾讯
2005年底注册用户数/亿	4.5	0.4	1	5
国家人均年收入/万美元	3.5	3.5	0.24	0.24
2005年市值峰值/亿美元	550	200	13	20
2005年营业收入/亿美元	52.6	84.9	1.94	1.77
2005年净利润/亿美元	19	3.59	0.43	0.6
单用户市值/美元	122	500	13	4
单用户市值/人均收入	0.3%	1%	1%	0.2%
PS估值	10.5	2.4	7	11
PE估值	29	56	30	33

注：市值峰值为近似值

- **历史移动互联网时代：**有了PC互联网时经验和教训，资本市场也基本清楚了互联网应用型公司的商业模式和利润率中枢水平，因此**移动互联网时代的估值体系是遵循了PC时代**，并没有格外的泡沫化。当然2014-2016年中国创业板牛市一定程度上出现了估值泡沫。
- **美股科技股：**1) 苹果作为软硬一体公司，2006-2018年PS估值5倍上下，PE估值15-30倍；2) 同期轻资产的谷歌/meta的PS估值10倍上下，稳态利润出来后（2016-2018年）PE估值50倍上下。
- **中国科技股：**腾讯/阿里最有代表性，2006-2018年PS估值在10倍上下，PE估值40-50倍上下。
- **中国A股创业板：**2006-2018年快速经历了PC-移动互联网两轮红利，尤其是2013-2015年移动互联网红利在A股达到巅峰，PS估值高达20倍，PE估值120倍。当时A股不少互联网+公司在重演2000年互联网的【用户数市值法】来估值。

图：2007-2018年年移动互联网时代估值方式

PS估值中枢 (TTM)	2006-2009	2010-2012	2013-2015	2016-2018
苹果	6	4	4	4
谷歌	15	8	8	8
亚马逊	3	3	4	5
meta	未上市	15	20	10
腾讯	20	15	10	10
阿里巴巴	未上市	未上市	20	10
中国创业板指数	无数据	15降到5	5提升到20	20下降到4
PE估值中枢 (TTM)	2006-2009	2010-2012	2013-2015	2016-2018
苹果	35	20	15	15
谷歌	35	20	30	40
亚马逊	100+	2012亏损	2014亏损	150
meta	未上市	盈亏附近	200	100下降到50
腾讯	60	40	40	40
阿里巴巴	未上市	未上市	40	40
中国创业板指数	无数据	80降到40	40提升到 120	120下降到40

- Robotaxi作为AI科技时代的革命性终端（简称智能体）如何估值？我们认为：
 - 1) 在Robotaxi商业模式完全跑通之前（“跑通”的定义是：收入和利润端已经在快速释放业绩），应该思想上借鉴PC互联网时代前期，但形式上不能简单照搬“用户数市值法”。因为AI时代是【产品为王】而不是【流量为王】。
 - 2) 在Robotaxi商业模式完全跑通之后，最终我们估计会回归PE估值（类似互联网后期），这是任何一个新兴产业走向成熟之后，一定是能回归常态化的估值方法。
- 在Robotaxi商业模式完全跑通之前（但产业很明显迹象要结束0-1导入期进入1-N快速成长期），我们认为或许考虑【智能体创收市值法】，核心是3个维度：
 - 1) 智能体保有量指标（每年新投放智能体数量）
 - 2) 智能体能力等级越高，则帮助人类解决问题能力越强，则单位创收能力越强。
 - 3) 智能体单位创收能力可以对标人类不同职业的创收能力。

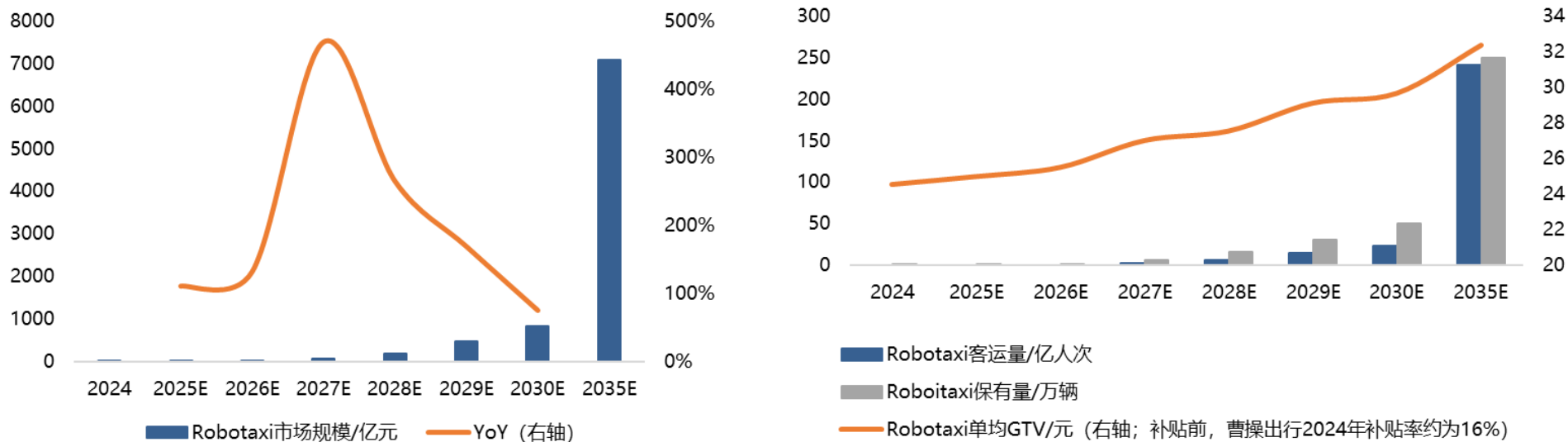
智能体估值方法

$$\boxed{\text{智能体创收能力}} = \boxed{\text{智能体保有量}} \times \left[\boxed{\text{智能体能力等级}} \text{ 参照 } \boxed{\text{人类职业差异}} \right]$$

Robotaxi是物理世界智能体

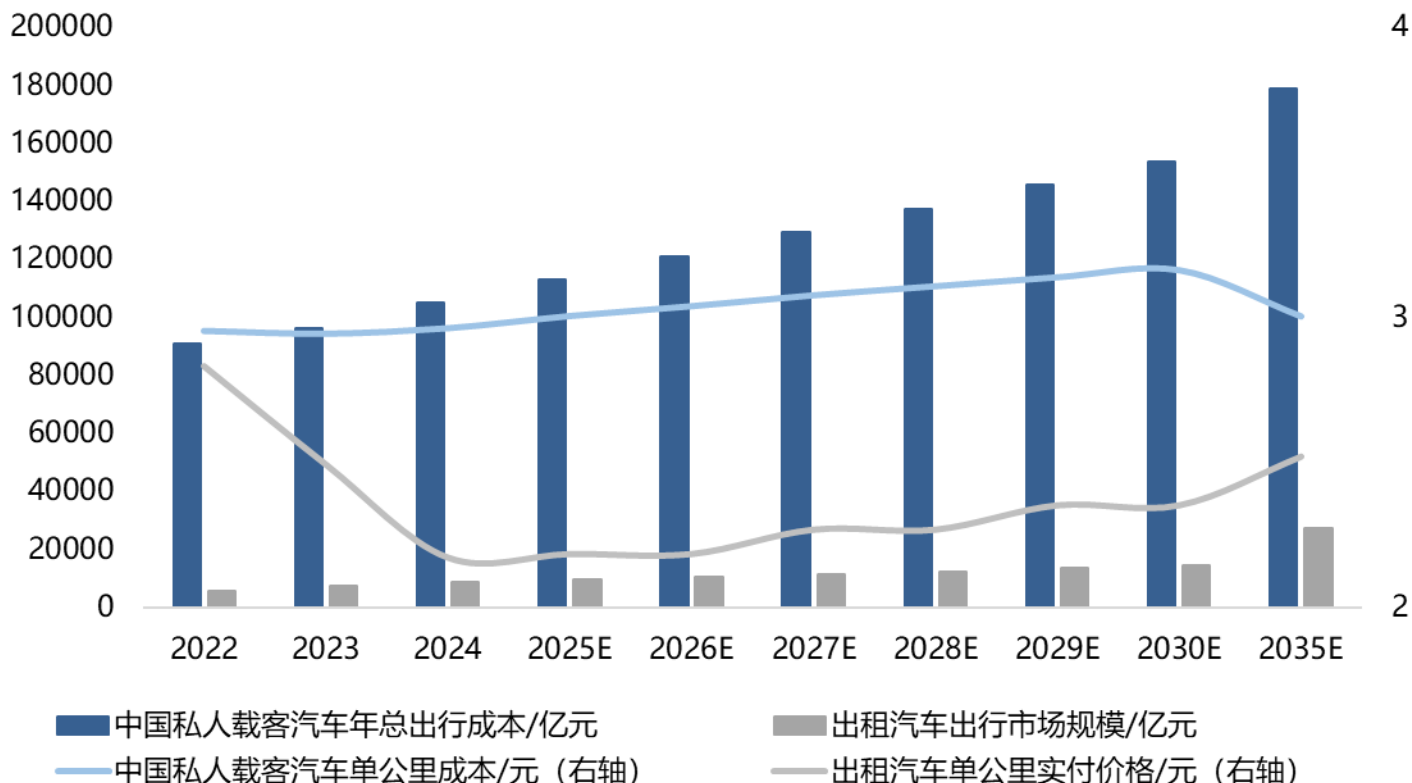
- 我们预测到2030年Robotaxi车市场规模达到831亿元，到2035年增长至7096亿元。
- **无人车 (Robotaxi) 核心假设：**
 - **价维度：**我们假设Robotaxi单均GTV（即补贴前价格）与网约车保持一致。
 - **量维度：**我们做供给侧测算，Robotaxi年均运营数量在2025-2026年由小马、文远、萝卜和其他Robotaxi公司的保有量自下而上加总，2030年保有量假设50万台，2035年假设250万台。单车Robotaxi日均订单量与运营天数逐步提升。

图：2024-2035ERobotaxi车市场规模/城市客运量/单均GTV（右轴）/保有量结构变化



- 2025年中国C端私人载客汽车出行市场年出行总成本约在11万亿元+，约为汽车共享出行市场规模的12倍，且单公里成本高于汽车共享出行实付价格。Robotaxi作为汽车共享出行未来主要方式长期有望去逐步替代C端私家车出行市场规模，且空间成长性很大。
- **核心假设：**假设中国私人载客汽车年总出行成本包含：1) 使用成本，包括补能费用、保养费、停车费、维修费、过路费、保险费；2) 购置成本：主要包括一次性购车成本和购置税，在折旧费中体现。

图：2022-2035E中国私人载客汽车年总出行成本与共享汽车市场规模及对应单公里成本/价格对比



注：出租汽车包含巡游出租车、网约车、Robotaxi

■ AI智能车的投资机会到底会多大？

- **我们认为大概率AI智能车这轮产业趋势投资机会更大于互联网时代！** 站在中美科技创新追赶角度：PC时代中国是模仿创新，诞生了品牌商【联想】等，门户网站【新浪-网易-搜狐】+搜索百度；智能手机时代中国是应用创新，诞生了品牌商【华为/小米/OV】，应用【腾讯/阿里/字节】等；智能车时代中国是底层创新，从芯片-算法（模型）-应用预计会诞生一系列全球有竞争力企业。

■ AI智能车究竟如何估值？

- **每一轮新的科技革命在产业前期或诞生新估值方式，在产业后期会回归常态化PE估值。** 互联网时代前期【用户数市值法】是核心估值方式，因为前期企业持续盈利出来之前核心变量是用户数的增长。AI智能车时代前期我们认为或可以考虑【智能体创收市值法】：
- **估值公式：智能体创收能力=智能体保有量*智能体能力等级（参照人类职业差异）**
- **也即影响估值高低我们认为最大变量是【智能体能力等级】，这个差异是非线性变化的。**

■ AI智能车产业链投资标的？

■ Robotaxi产业链我们认为是未来5年AI智能车板块的最佳投资主线。按照产业利润分配重要性：

- **第一类：一体化模式：特斯拉/小鹏汽车-W（后期或考虑找合作伙伴）/千里科技（联盟制）**
- **第二类：技术提供商+运营分成模式：地平线机器人-W/百度集团-SW/小马智行/文远知行/Momenta/元戎启行**
- **第三类：传统网约车的转型：滴滴出行（用户运营+转型技术），曹操出行（用户运营+车辆管理）/如祺出行，大众交通/锦江在线（车辆管理）等**
- **第四类：车辆的生产商：北汽蓝谷/广汽集团/上汽集团等（预计后续更多车企加入）**
- **第五类：核心硬件供应商：检测（中国汽研+中汽股份等）/芯片（地平线机器人-W+黑芝麻智能）/域控制器（德赛西威/均胜电子/科博达/经纬恒润-W等）/传感器（舜宇光学科技/禾赛-W/速腾聚创）/线控底盘（伯特利/耐世特/浙江世宝）/智能车灯（星宇股份）/玻璃（福耀集团）。**

五、风险提示

- **“后视镜视角”带来的认知范围有限。**文章中对PC/移动互联网复盘是以“后视镜视角”去复盘总结，对当时历史真实发展的情景无法真实还原，可能会导致认知范围有限带来的结论偏颇。
- **Robotaxi放量不及预期。**因为中央/地方政策落地不及预期，或导致Robotaxi放量不及预期。

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>

东吴证券 财富家园