

## 专题策略报告

### 边界计划：AI 涌现的系统论视角

### ——“大安全当立”系列报告（三）

方正证券研究所证券研究报告

#### 分析师

曹柳龙

登记编号：S1220523060003

联系人 徐嘉奇

#### 相关研究

《顺风，转舵——2023年A股中期策略》  
2023.07.02

《央企重估：节奏与空间——“大安全当立”系列报告（二）》2023.06.25

《本周A股估值总体收敛，资源类小幅回升——A股TTM&全动态估值全景扫描（7月第1期）》2023.07.07

#### 报告摘要：

- **边界计划：数字经济AI也是“大安全”主线的重要一环。**我们在6.17《大安全当立：AI涌现和央企盐铁》中判断：“逆全球化”趋势加速，“大安全”政策加码，23年开始A股最重要的变化之一就是“大安全”。上世纪80年代半导体技术革命拉开美苏经济底层效率代差，最终导致苏联财政崩溃。数字经济AI也有可能带来中美底层经济效率代差，也是“大安全”的重要方向：美国投资多少算力，中国也一定需要投资至少是同等规模的算力。
- **数字经济AI不是2013-15年的“移动互联网”牛市。**13-15年“移动互联网”牛市的前提是，09-12年大规模基建带来的“商业化”基础：13年做一个APP就能出来融资；15年甚至做一个PPT就可以讲“让我们为梦想窒息”大规模融资。反观当前，AI还没有大规模“算力基建”的商业化基础，即便ChatGPT也没法大规模融资。我们判断：数字经济AI是有可能引领第三次“场景革命”的，但现在仍处于【2系统建设】早周期。（过去两次“场景革命”经验，详见正文）
- **数字经济AI更像2010年大主题行情：大规模基建早周期+顶层设计。**2010年是“4万亿+4G”大规模基建早周期，叠加“七大战略新兴产业”的顶层设计。23年也是大规模“算力基建”的早周期，叠加“国家数据局”的顶层设计。今年初以来，ChatGPT行情和流动性高度相关，也侧面印证主题行情的逻辑。大主题行情我们只关注一个问题：行情什么时候终结？故事证伪或者流动性收紧，是大主题行情终结的2大标志。我们判断：AI的故事短期无法证伪，下半年流动性会维持宽松，AI行情调整下来后，较大概率是会反弹的！
- **2010年“七大战略新兴产业”大主题行情复盘启示。**（1）阶段性回撤或者拥挤度创新高，并不意味着行情结束。拥挤度可能是一个无效指标；（2）宏观经济/政策节奏/海外因素等都会导致行情回撤，但流动性收紧是行业回撤/终结的关键指标；（3）大主题行情的轮动规律：上半年“方向性政策指引”会带来政策预期的行情“先行”；下半年“实质性政策落地”会驱动政策落地的行情“接棒”。
- **下半年数字经济行情轮动方向：从“应用场景”预期，到“算力基建”落地。**今年以来AI行情的回撤，基本都是由流动性收紧驱动的。本轮AI行情回撤，也是季末流动性收紧导致的。我们判断：下半年流动性将维持宽松，数字经济AI也会迎来反弹行情！在下半年的反弹行情中，我们建议关注“算力基建”的投资机会：（1）美国已经投资大量“算力基建”，在“大安全-贴身紧逼”的战略下，中国也会投资大量“算力基建”的。（2）预计国家数据局下半年会牵头“算力基建”投资，并落地相关的政策规划/细则。（3）我们测算，即便仅实现AI在软件端的覆盖，就需要至少20万亿级别的投资规模。
- **核心假设风险：**策略观点不代表行业、宏观经济下行压力超预期、盈利环境发生超预期波动等。

## 正文目录

1 边界计划：数字经济 AI 也是“大安全”主线的重要一环	4
2 数字经济 AI 不是 2013-15 年的“移动互联网”牛市	5
2.1 2013-15 年“移动互联网”牛市的基础是：可以实现消费端的大规模商业化	5
2.2 实现大规模商业化的前提条件是：“算力基建”的大规模投资	5
2.3 数字经济 AI 有望开启第三次“场景革命”，当前处于【2 系统搭建】初期	6
3 数字经济 AI 更像 2010 年大主题行情：大规模基建早周期+顶层设计	8
3.1 2023 年数字经济 AI，更类似 2010 年“七大战略新兴产业”大主题行情	8
3.2 ChatGPT 行情和流动性高度相关，侧面印证是大主题行情	8
3.3 大主题行情我们只关注一个问题：行情什么时候终结？	9
4 2010 年“七大战略新兴产业”大主题行情复盘启示	10
4.1 启示一：初期阶段性回撤和拥挤度短期的新高，并不是行情终结的标志	10
4.2 启示二：流动性紧缩是行情调整/终结的核心指标	11
4.3 启示三：行业轮动规律——从“方向性政策指引”到“实质性政策落地”	11
5 下半年数字经济行情轮动方向：从“应用场景”到“算力基建”	13
5.1 本轮数字经济 AI 行情回撤分析：流动性收紧是主要因素	13
5.2 23H2 启动新一轮 AI 行情的关键：“算力基建”政策落地	13

图表目录

图表 1: 央国企“涨价重估”是基础(盐铁), 前沿科技“边界计划”和基础工业“补完计划”是目的..... 4

图表 2: 13-15 年中国移动互联网用户数..... 5

图表 3: ChatGPT 用户数&增速..... 5

图表 4: 近期科技公司均入局算力基建..... 6

图表 5: 大模型时代算力需求快速增长..... 6

图表 6: “场景革命”的 4 个阶段..... 7

图表 7: 政策推动战略新兴产业先行, 而后带动成长全面牛市..... 8

图表 8: 23 年 1 月以来, 国内流动性宽松, 驱动 ChatGPT 指数取得超额收益..... 9

图表 9: 海外流动性边际放松也对 ChatGPT 指数起到推动作用..... 9

图表 10: 流动性持续收紧导致 2010 年大主题行情结束..... 9

图表 11: 复盘 10 年, 新兴产业行情同样在初期经历回撤..... 10

图表 12: 复盘 10 年, 新兴产业拥挤度同样初期经历回撤..... 10

图表 13: 短期拥挤度冲高不意味着行情结束..... 10

图表 14: “七大战略新兴产业”行情回撤大多由于流动性收紧..... 11

图表 15: 2010 年 7 大战略新兴产业行业轮动..... 12

图表 16: 2023 年数字经济 AI 行情回撤同样大多由于流动性收紧..... 13

图表 17: 数字经济 AI 实现终局目标的四个场景阶段及相关测算..... 14

图表 18: 数字经济 AI+主题行情收益方向及对应公司..... 15

### 1 边界计划：数字经济 AI 也是“大安全”主线的重要一环

“大安全当立”是 23 年的最重要变化，数字经济 AI 是“大安全”的重要方向：前沿科技的“**补完计划**”。我们在 6.17《大安全当立：AI 涌现和央国企盐铁》中判断：“逆全球化”趋势加速，“大安全”政策加码，23 年开始 A 股最重要的变化之一就是“大安全”。我们认为“大安全”涵盖 3 个方向：央国企“涨价重估”是基础，前沿科技“边界计划”和基础工业“补完计划”是目的。

**数字经济 AI 也是“大安全”**：AI 可能带来中美经济底层效率代差，上世纪七八十年代的苏联就是前车之鉴。上世纪 70 年代“苏攻美守”，苏联是压着美国打的，但 80 年代仅仅 10 年过后，苏联解体。我们认为，苏联崩溃并不主要是制度和军事原因，关键是经济/财政原因。其中之一的解释是：80 年代美国以半导体为代表的“科技大爆炸”导致美苏经济底层效率代差，李根政府敏锐地捕捉并放大了这一代差，最后通过美苏全球争霸拖垮苏联财政。

我们判断：为了防止出现中美底层经济效率代差，中国在数字经济 AI 领域的战略一定是和美国“**贴身紧逼**”的。也就是，美国投资了多少规模的“算力基建”，我们也会投多少规模；美国开发 AI 大模型，我们也会开发相应的 AI 大模型。

图表1:央国企“涨价重估”是基础（盐铁），前沿科技“边界计划”和基础工业“补完计划”是目的



资料来源：方正证券研究所

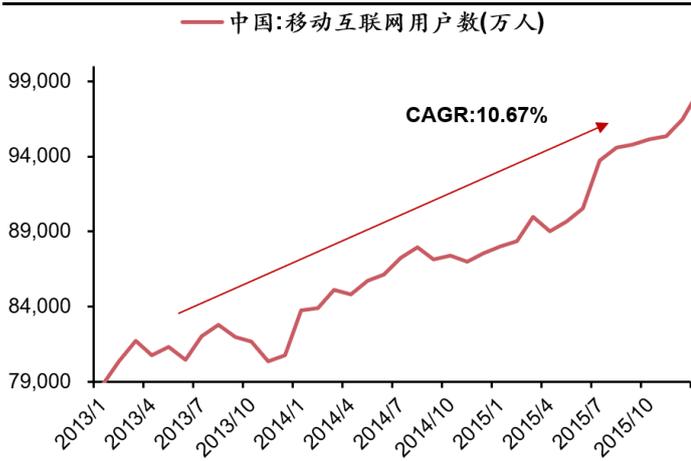
## 2 数字经济 AI 不是 2013-15 年的“移动互联网”牛市

### 2.1 2013-15 年“移动互联网”牛市的基础是：可以实现消费端的大规模商业化

实现消费端的大规模商业化，是 13-15 年“移动互联网”牛市的基础。09-12 年的大规模基建（4 万亿基建+4G 基建），带来了 13-15 年“移动互联网”消费端大规模商业化的基础：13-15 年中国移动互联网用户数 CAGR 达到 10.67%。因此我们可以看到：有了商业化的“故事”后，13 年随便一个 APP 就可以大规模融资；15 年更过分，甚至 APP 都不要了，弄一个 PPT 就可以讲“让我们为梦想窒息”大规模融资。可以大规模融资，这才是“移动互联网”牛市的基础！

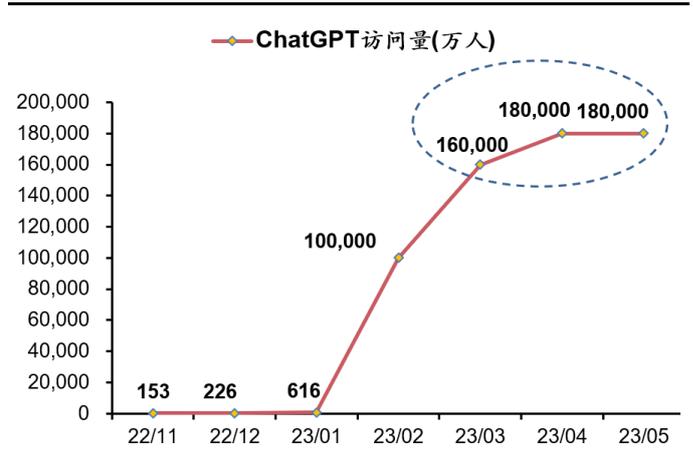
数字经济 AI 受限于“算力基建”的约束，还没法实现消费端的大规模商业化。ChatGPT 3.5 横空出世，虽然在 5 天内突破百万用户量，两个月内月活突破 1 亿，但是到 3 月后，ChatGPT 的访问量增长乏力。我们可以看到：受限于“算力基建”约束，当前的 ChatGPT 更多是工作端的商业化，而非消费端的商业化。工作端的商业化空间远小于消费端，这也是 ChatGPT 在一级市场难以大规模融资的主要原因。

图表2: 13-15 年中国移动互联网用户数



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表3: ChatGPT 用户数&增速



资料来源: 方正证券研究所

### 2.2 实现大规模商业化的前提条件是：“算力基建”的大规模投资

当前的 GPU 等硬件基础设施，尚无法支撑起 AI 应用的大规模商业化。近期，知名科技公司不约而同入局算力基建。根据 OpenAI 测算，全球头部 AI 模型训练算力需求 3-4 个月翻一番，每年头部训练模型所需算力增长幅度高达 10 倍。但摩尔定律认为：芯片计算性能大约 18-24 个月翻一番。“算力基建”供需两端的巨大差距意味着——

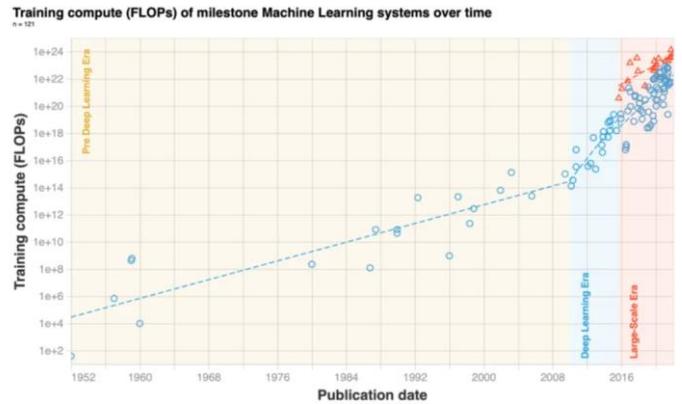
- (1) 当前 AI 的大规模消费端的商业化应用，仍缺少“算力基建”的基础；
- (2) 未来大规模“算力基建”一定是潜力巨大的投资方向。

图表4: 近期科技公司均入局算力基建

公司	具体内容
字节跳动	字节公司今年已向英伟达订购了超过10亿美元的GPU产品
AMD	AMD最近透露了其下一代GPU MI300X, 表示它将从SK海力士和三星电子获得HBM3供应。
亚马逊、微软	之前已引入生成式人工智能技术, 并大幅追加了对于AI领域的投资。
OpenAI	预估ChatGPT需要20000块显卡来处理训练数据, 预计需要超过30000块显卡
甲骨文	拉里·埃里森宣布甲骨文数十亿美元购买英伟达芯片
特斯拉	马斯克确认了Twitter 采购了大约 10,000 个英伟达计算GPU, 并表示各公司均在购买 GPU 用于人工智能

资料来源: 方正证券研究所

图表5: 大模型时代算力需求快速增长



资料来源: 奇普乐芯片, 方正证券研究所

### 2.3 数字经济 AI 有望开启第三次“场景革命”，当前处于【2 系统搭建】初期

类似于 PC 互联网和移动互联网，数字经济 AI 将会真正意义上涌现出“第三次场景革命”。从系统论视角，我们认为真正意义上的“场景革命”的涌现，大致分成4个阶段：**【1 技术诞生】**、**【2 系统搭建】**、**【3 牛市催化】**、**【4 场景革命】**——

以 PC 互联网涌现出的“第一次场景革命”为例：

- 【1 技术诞生】** 上世纪 60 年代末，PC 互联网技术就已经诞生了；
- 【2 系统搭建】** 1993 年开始美国的“信息高速公路 (NII)”建设开始启动，为 PC 互联网商业化提供了“基建”的基础；
- 【3 牛市催化】** 1997-2001 “科网泡沫”加速了 PC 互联网的商业化进程；
- 【4 场景革命】** 2001 年以后，以美股 FAANG 为代表的 PC 互联网“第一次场景革命”正式涌现出来。

以移动互联网涌现出的“第二次场景革命”为例：

- 【1 技术诞生】** 2007 年苹果智能手机就已经在美国上市了；
- 【2 系统搭建】** 09 年“4 万亿”投资和 10-12 年 4G 基建投资，带来了物流和信息流传输效率明显提升、成本显著回落，夯实了移动互联网商业化的“基建”基础；
- 【3 牛市催化】** 13-15 年的“移动互联网牛市”加速了移动互联网的商业化进程；
- 【4 场景革命】** 16 年以来，以拼多多/美团/滴滴等为代表的移动互联网“第二次场景革命”正式涌现出来。

我们判断，AI 有助于驱动数字经济“第三次场景革命”的涌现，当前的数字经济 AI 处于**【2 系统搭建】**初期，“算力基建（半导体/通信）”的投资机会同样重要！去年 11 月 ChatGPT 正式发布，可以看作是**【1 技术诞生】**，而今年初国务院设立“国家数据局”，旨在统筹规划各类数字基础设施的搭建，可以看作是**【2 系统搭建】**，能够夯实未来的数字经济商业化的“基建”基础。因此，我们判断：当前除了 AIGC 的投资机会以外，我们也同样需要重视“算力基建”相关的半导体/通信等行业的投资机会。

图表6：“场景革命”的4个阶段



资料来源：方正证券研究所

### 3 数字经济 AI 更像 2010 年大主题行情：大规模基建早周期+顶层设计

#### 3.1 2023 年数字经济 AI，更类似 2010 年“七大战略新兴产业”大主题行情

数字经济 AI 和“七大战略新兴产业”有 2 个相似点：大规模基建早周期+顶层设计。(1) 23 年处于数字经济 AI 的大规模算力基建早周期，搭配新设国家数据局的顶层设计，统筹未来各类数字基础设施的建设；(2) 10 年处于大规模基建早周期，并搭配“七大战略新兴产业”顶层设计，配套一系列新兴产业政策落地。

稍有不同的是：2010 年“技术大爆炸”，技术路线的选择众多；而当前“技术大停滞”，全世界的目光都聚焦 AI 一条技术路线上，这会显著放大 AI 行情的波动幅度。

图表7:政策推动战略新兴产业先行，而后带动成长全面牛市



资料来源：Wind，国务院，发改委，中国政府网等，方正证券研究所 备注：“7 大战略新兴产业”指数构建，各自细分行业中筛选 3 支代表个股，组成含 21 支股票的“七大战略新兴产业精选组合”，下同

#### 3.2 ChatGPT 行情和流动性高度相关，侧面印证是大主题行情

国内流动性宽松 & 海外流动性边际放松，是 23H1AI 行情的主要推手之一。23 年 1 月以来，国内流动性宽松与 ChatGPT 指数取得超额收益显著相关。23 年 3 月以来，10 年期美债收益率震荡回落，驱动 ChatGPT 指数上涨。

图表8:23年1月以来,国内流动性宽松,驱动ChatGPT指数取得超额收益



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表9:海外流动性边际放松也对ChatGPT指数起到推动作用



资料来源: Wind, 方正证券研究所

### 3.3 大主题行情我们只关注一个问题:行情什么时候终结?

大主题行情终结的标志之一是:故事证伪。但AI短期内是无法被证伪的。正如2010年的“七大战略新兴产业”一样,当前的数字经济AI,从技术逻辑层面是短期内无法被证伪的。因此,“故事证伪”很难成为本轮AI行情终结的标志。

大主题行情终结的标志之二是:流动性收紧。2010年“七大战略新兴产业”大主题行情的终结,主要原因就是,10年末通胀起来,流动性收紧,行情结束。

所以我们建议:这一波AI行情调整下来,(1)如果不幸“被埋”,现在肯定不应该“割肉离场”,下半年流动性环境将维持宽松,AI大概率能够反弹;(2)如果已经“逃顶成功”,不妨等AI充分调整之后,布局“算力基建”投资机会!

图表10:流动性持续收紧导致2010年大主题行情结束



资料来源: Wind, 方正证券研究所

## 4 2010 年“七大战略新兴产业”大主题行情复盘启示

### 4.1 启示一：初期阶段性回撤和拥挤度短期的新高，并不是行情终结的标志

初期阶段性回撤不代表行情的终结，拥挤度短期的新高也不是行情结束的标志。

(1) 2010 年初，七大战略新兴产业组合经历了两轮回撤，但短期的回撤并未影响中期内行情的持续性。(2) 2010 年 3 月，七大战略新兴产业组合的拥挤度已基本接近历史高位，但 3 月行情刚刚进入起步阶段，而拥挤度也同样在后续的 6 月再创新高。

图表11:复盘 10 年，新兴产业行情同样在初期经历回撤



资料来源: Wind, 方正证券研究所

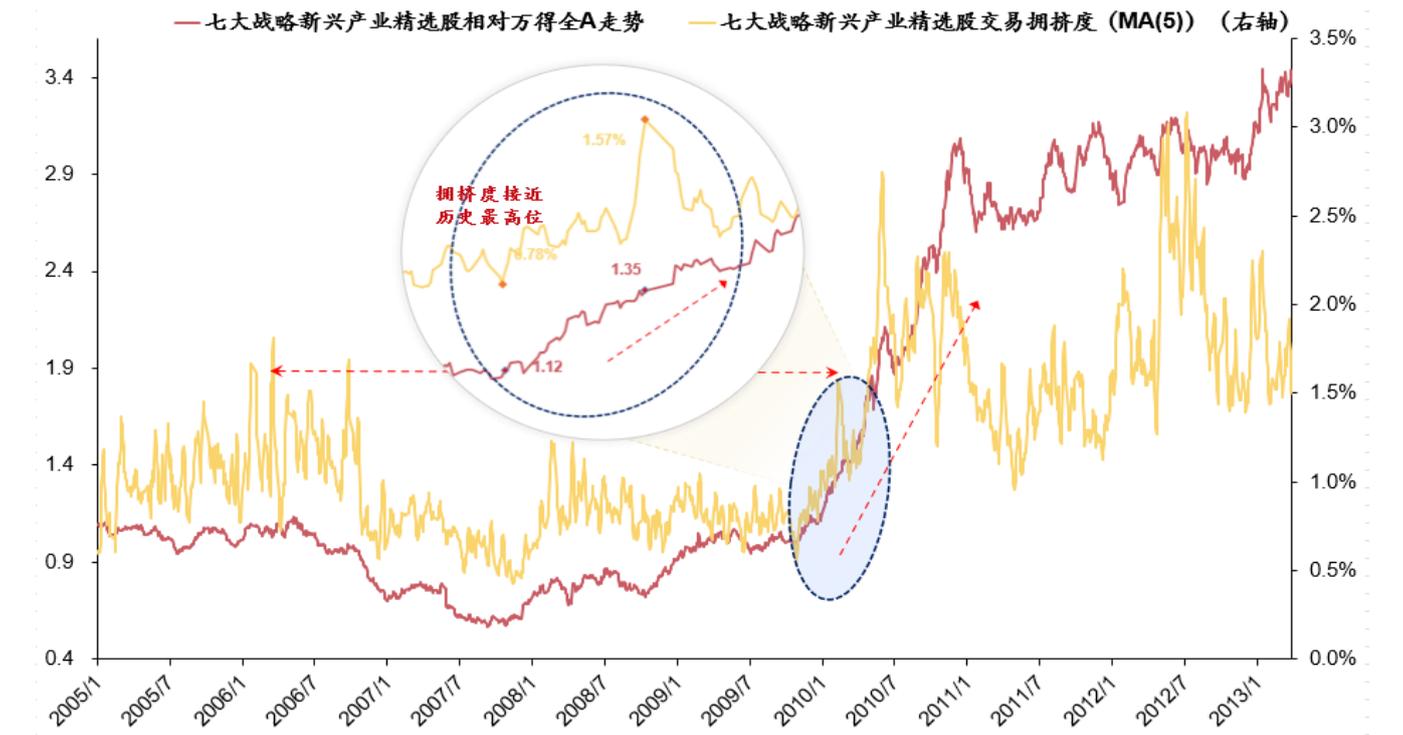
图表12:复盘 10 年，新兴产业拥挤度同样初期经历回撤



资料来源: Wind, 方正证券研究所

拥挤度也不是一个有效指标。“七大战略新兴产业”行情演绎早期(2010 年 4 月)，组合的估值、拥挤度便已经上升至过去 5 年的相对高点，但随着后续政策的逐渐落地，估值、拥挤度等同样持续破新高。

图表13:短期拥挤度冲高不意味着行情结束

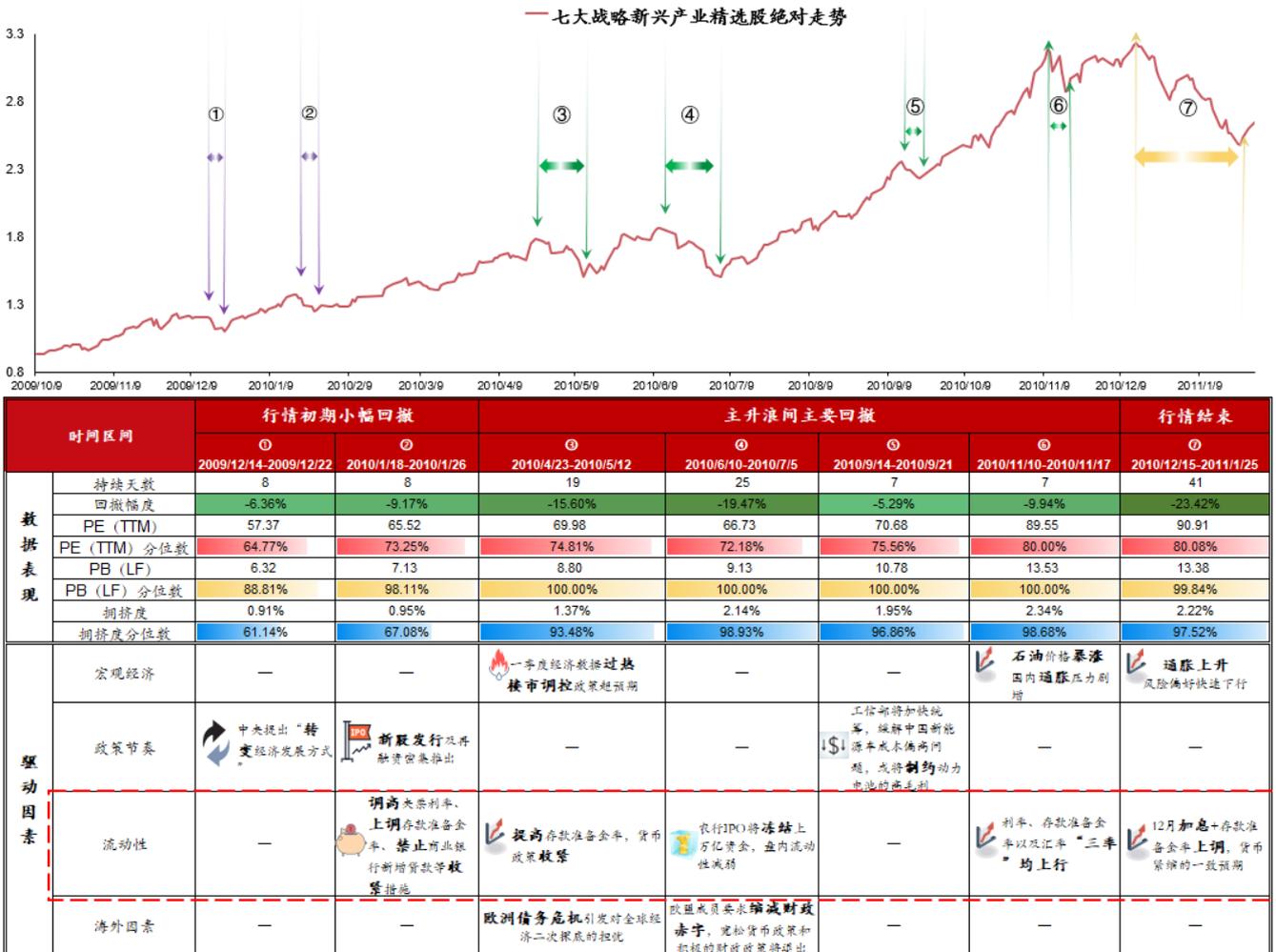


资料来源: Wind, 方正证券研究所

### 4.2 启示二：流动性紧缩是行情调整/终结的核心指标

主题行情调整/终结的关键因素在于流动性，宏观经济/政策节奏/海外因素也会导致短期回撤。通过复盘 2010 年七大战略新兴产业组合走势的每次回撤，我们发现：（1）七次回撤中位数回撤幅度为 9.94%，回撤时间跨度中位数为 8 个交易日。（2）回撤的驱动因素有 5 次是由于市场流动性的收紧，而宏观经济/政策节奏/海外因素多会对行情形成短期扰动，造成短期回撤，但不会造成行情的终结。

图表14：“七大战略新兴产业”行情回撤大多由于流动性收紧



资料来源：Wind，方正证券研究所

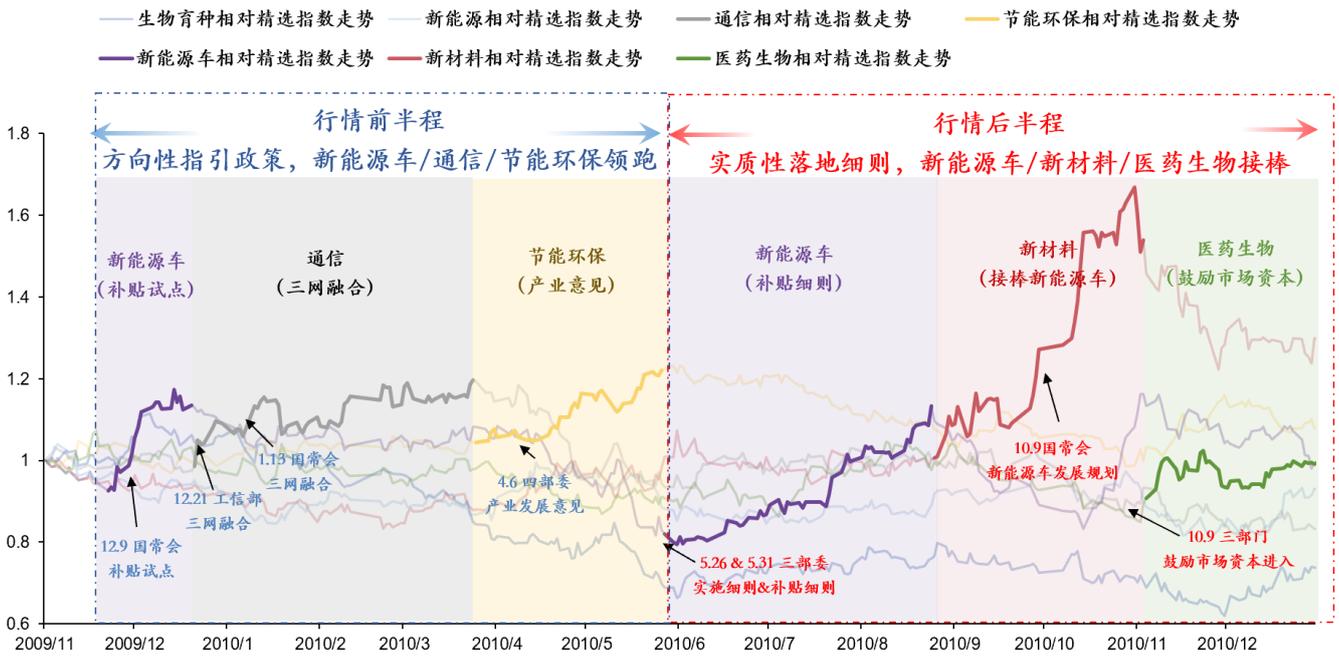
### 4.3 启示三：行业轮动规律——从“方向性政策指引”到“实质性政策落地”

2010 年“七大战略新兴产业”行情，行业沿着“方向性政策指引”产业转向“实质性政策落地”产业方向轮动——

（1）2010 年上半年，产业政策未方向性指引型政策，无实质性细则落地，率先颁布方向性政策指引的行业率先启动，带来新能源车、通信和节能环保产业领跑。

（2）2010 年下半年新能源车/材料、医药生物行业实质性细则落地，并引领行业轮动接棒，带来新能源车、新材料和医药生物产业接棒。

图表15:2010年7大战略新兴产业行业轮动



资料来源: Wind, 方正证券研究所

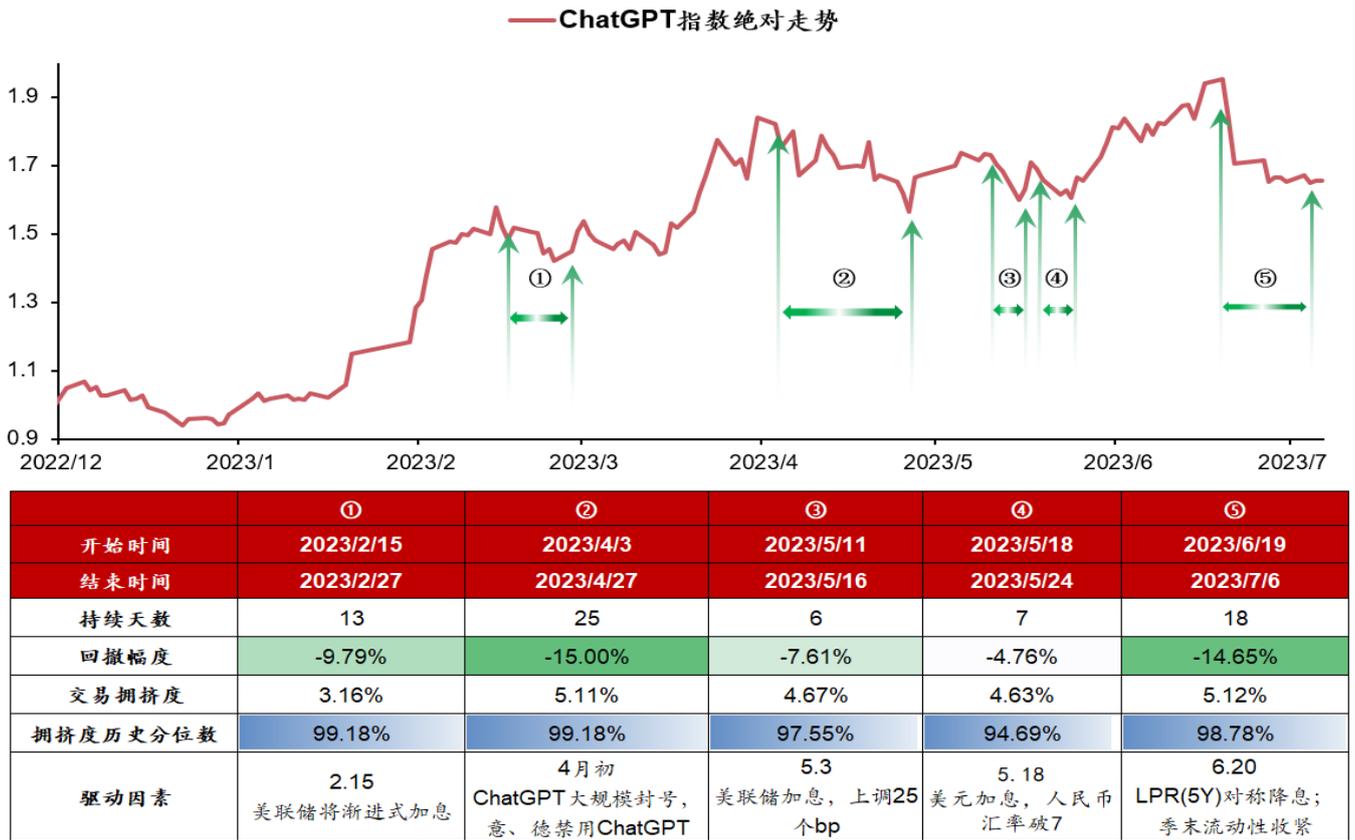
## 5 下半年数字经济行情轮动方向：从“应用场景”到“算力基建”

### 5.1 本轮数字经济 AI 行情回撤分析：流动性收紧是主要因素

本轮数字经济 AI 主题行情五次回撤的主要驱动因素为海内外流动性紧缩预期和部分产业突发事件。复盘本轮数字经济主题行情，自 22 年 11 月末 ChatGPT 出世启动至今已经历五次回撤，其中四次回撤的原因是海内外流动性的紧缩预期导致的市场避险情绪加大，五次回撤幅度的中位数为 9.79%，回撤时间跨度中位数为 13 个交易日，与 10 年七大战略新兴产业主题行情的回撤幅度中位数和时间跨度相似。

我们判断，下半年流动性将维持宽松，AI 行情有望实现反弹。当前，数字经济 AI 主题行情正处于调整阶段，本轮调整的主要驱动因素是 5 年期 LPR 的对称降息导致的流动性宽松边际收敛。但是，我们需要认识到：对称降息意味着流动性宽松仍然是货币政策的方向，宽松的边际收敛不代表流动性紧缩。

图表 16: 2023 年数字经济 AI 行情回撤同样大多由于流动性收紧



资料来源：Wind，方正证券研究所

### 5.2 23H2 启动新一轮 AI 行情的关键：“算力基建”政策落地

“算力基建”也是“大安全”主线，下半年有望大规模启动。数字经济 AI 可能带来经济底层效率代差，中国对于数字经济的战略一定是对美国“贴身紧逼”：美国投资多少算力，中国也需要投资多少算力；美国开发大模型，中国也需要开发

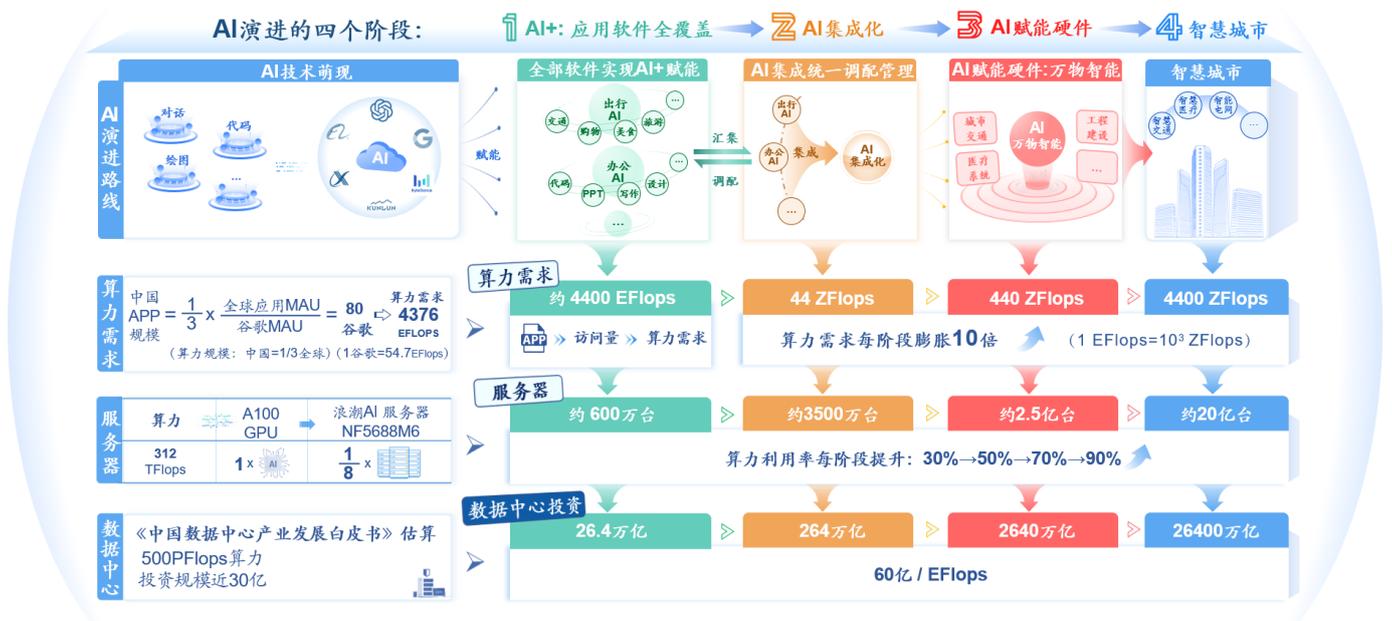
类似功能的大模型。当前美国已经投资大量的“算力基建”，这意味着今年下半年中国也会在“算力基建”投资方向发力。

预计 23H2 大规模算力基建将出现“实质性落地细则”，会驱动“算力基建”的结构性行情。23H1 数字经济 AI 主要体现在“政策/产业预期”驱动的 AI+主题行情领跑。我们在 7.1 发布的中期策略展望《顺风，转舵》中提示：AI 的发展所需投资量级巨大，如需实现 AI 的大规模软件端覆盖，需要数十万亿量级的“算力基建”投资。

测算过程如下图所示，结果显示仅实现 AI 在软件端的覆盖，就需要至少 20 万亿级别的投资规模。（测算具体方式和假设参考 7.1 《顺风，转舵》）

预计 23H2 国家数据局可能会出台“算力基建”相关的政策指引/细则，有望驱动“算力基建”行情接棒。

图表17:数字经济 AI 实现终局目标的四个场景阶段及相关测算



资料来源: ahrefs.com, 中国算力发展指数白皮书(2022年), similarweb, IDC, 信通院, 中国数据中心产业发展白皮书 (2023年) 等, 方正证券研究所

下半年数字经济 AI 主题行情: 聚焦算力! 当前正处于数字经济 AI【2 系统搭建】初期, 近期国内数字经济、人工智能鼓励政策亦密集发布, 面对指数增长的 AI 需求, 算力的供需不平衡将直接导致算力基建将成为数字经济 AI 主题行情的受益方向。

(1) 政策持续驱动人工智能发展: 北上深陆续出台人工智能创新策源地实施方案/人工智能利好政策等, 试图在新的国际科技竞争中保持领先地位。

(2) 产业集中力量进行算力建设: 23年6月5日, 全国一体化算力算网调度平台发布。23H2 可密切关注国家数据局对算力基础设施建设、人工智能产业规划等相关政策是否会密集出台。

图表18:数字经济AI+主题行情收益方向及对应公司

行业	股票名称	关注理由	PE(TTM)		PB(LF)		动态PE	基金持仓比例	
			2023.7.6	10年以来分位数	2023.7.6	10年以来分位数	23预测	23Q1	较22Q4差异
光模块	中际旭创	800G光模块布局领先,收购君歌电子加速汽车光电子布局	94.2	72.59%	9.6	95.56%	74.5	0.29%	0.27%
	新易盛	高速率光模块多点突破,海外业务快速拓展	54.9	45.45%	9.9	80.68%	52.6	0.01%	0.01%
	天孚通信	光引擎放量持续加码助力800G,海外业务高速增长	102.3	100.00%	16.6	100.00%	78.3	0.10%	0.09%
	华工科技	多元化布局奠定基础,高速数通光模块有望加速突破	38.7	35.19%	4.6	81.48%	35.9	0.02%	0.02%
	光迅科技	光模块、光芯片一体化整合,高速率芯片有望突破	52.5	67.90%	3.7	35.80%	45.5	0.00%	0.00%
服务器	中科曙光	"中科系"算力体系核心平台,算力需求爆发背景下全面获益	47.7	23.08%	4.4	27.88%	35.4	0.14%	0.14%
	浪潮信息	拥有领先数据中心产品和服务及最全AI计算全栈解决方案	36.5	21.60%	4.4	58.02%	27.1	0.05%	0.04%
	拓维信息	算力领域与华为全面合作,期待盘古大平台及应用产品	-23.8	6.79%	9.6	95.68%	225.9	0.00%	0.00%
	工业富联	全球领先的高端智能制造及工业互联网解决方案服务商	25.1	100.00%	3.8	81.97%	20.0	0.13%	0.12%
基站	中兴通讯	通信+算力底座龙头,深耕服务器与存储多年	25.4	67.28%	3.6	72.22%	19.8	0.39%	0.23%
	盛路通信	领先的天线、射频产品研发,制造的高新技术企业	33.9	21.15%	2.7	52.56%	25.2	0.00%	-0.02%
GPU	海光信息	少数同时具备高端通用处理器和协处理器研发能力的企业	176.4	72.73%	9.2	72.73%	126.8	0.10%	0.10%
	寒武纪-U	中国AI芯片领域先行者,布局云边端车一体新生态	-64.0	38.89%	12.3	88.89%	-105.9	0.23%	0.22%
	景嘉微	国产GPU龙头,特种算力未来可期	290.5	98.86%	12.5	67.05%	100.4	0.06%	0.04%
存储器	澜起科技	国内内存接口芯片龙头,DDR5新产品研发硕果累累	64.4	22.92%	6.5	4.17%	70.7	0.27%	0.04%
	兆易创新	存储&MCU双龙头,DRAM打开长期成长空间	46.7	21.69%	4.7	8.43%	62.1	0.33%	0.03%
	北京君正	国内车载存储龙头,"计算+存储+模拟"多维布局	63.3	33.56%	3.8	47.26%	50.0	0.08%	0.01%

资料来源: Wind, 方正证券研究所

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 评级说明：

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		A股市场以沪深300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基准。

## 方正证券研究所联系方式：

北京：西城区展览馆路 48 号新联写字楼 6 层

上海：静安区延平路71号延平大厦2楼

深圳：福田区竹子林紫竹七道光银行大厦31层

广州：天河区兴盛路12号楼隼峰苑2期3层方正证券

长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

网址：<https://www.foundersc.com>

E-mail：[yjzx@foundersc.com](mailto:yjzx@foundersc.com)