



预计2025资本市场将“无限风光||在险峰”：

- 尾部风险化解和货币总量宽松，估值抬升先行。
- 财政渐进加码和预期修复缓慢，盈利改善滞后。
- **2025年A股**大盘小盘风格均衡，成长周期占优。

作为年度策略的姊妹篇，浙商研究同步推出各个行业“**风险排雷手册**”，
换位思考年度策略最大的软肋，主动揭示市场误判的风险，前瞻研判行业最大的困难。

特别强调，风险排雷绝不是看空，而是为了更好做多，运用逆向思维强化**2025年度策略**观点。

目录

CONTENTS

01

年度策略风险排雷

信创 | AI应用 | 算力 | 数据要素

02

重点个股风险排雷

推荐个股风险排雷 | 热门个股风险排雷

03

风险提示

01

年度策略 风险排雷

信创

AI应用

算力

数据要素

在强力化债开启+内需预期提升+科技制裁预期加剧的背景下，计算机将开启基本面预期向上之路。

- 计算机行业低位进击，9月中旬，SW计算机创10年新低。9月24日至11月19日，申万计算机指数涨幅为66.07%。在31个行业分类中，计算机行业涨幅排名第一。
- 2024年前三季度行业营收端加速增长，控人控费趋势加强。2024Q3行业重仓股配置比例为2.37%，环比下降0.13Pcts，创10年新低。

三浪叠加，我们优先看好质地优良的细分行业龙头。

- 在三轮上涨中已经遴选出行业龙头，并且符合大产业趋势，我们正在国产化、智能化、数据资产化三大浪潮的初期。过去10年中，计算机板块主要有3次明显且持续的上涨行情，最大驱动因素分别为：2012年的移动互联网技术、2019年的国产替代和云计算技术、2022年新一轮人工智能技术。
- 机构重仓股在近三年是调整幅度最深的之一，当前大部分机构重仓股跑输行业，部分行业龙头已经出现基本面企稳。

坚持政策引导的自主可控主线，AI应用精选自动驾驶等赛道，数据要素优选国企。

- 信创反转信号明显：业绩上，2024前三季度，信创减亏明显。政策上，化债带来地方资金支持；新一期安全可靠测评结果公告出炉，给替换带来指引。产品上，基础软硬件、工业软件、华为产业链是信创重要参与者，预期未来软硬一体式创新，新产品新技术密集发布期。
- AI应用：海外AI产品数据趋势向好，国内办公、工业场景的AI应用产品不断出炉。自动驾驶高景气多催化，自动驾驶业绩在过去四个季度连续大幅跑赢行业平均水平。展望未来，我们认为自动驾驶赛道的高景气度仍将持续。四季度有望受到产业面、政策面、基本面三重因素催化，成为潜在高弹性标的。
- 数据要素政策加快：中短期或迎来密集的政策高峰期，特别是关于公共数据的利用与开发或能够成为短期内较大变量之一。

投资标的：金山办公、软通动力、太极股份、索辰科技、科大讯飞、中望软件、德赛西威、中科星图、云赛智联等

(1) 年度策略观点:

- **核心逻辑:** 政府化债政策颁布+系列安全可靠测评结果发布确保信创产业的采购有据可依、有预算可用。
- **选股思路:** 科技安全上升至国家战略层面，重点关注信创整体板块、同时从安全测评公告的入围产品来看，优先看好华为产业链的合作伙伴。

(2) 成立关键假设:

- **信创政策持续推进:** 信创产业具备高度的国家战略性，政策指引及支持至关重要。
- **技术产品持续迭代:** 信创不仅要求满足国产替代，也鼓励企业推陈出新，国际化进程中，技术的可比性也尤为重要。

(3) 成立最大软肋:

- **实际产业过于复杂，国产化建设节奏低于预期:** 如果信创产品不能很好地满足核心系统的运行，应用端或较难去推进信创基础软硬件产品的完全替换。由于行业业务的复杂性，部分企业也对信创的推进存在疑惑，实际替换的效果也需要时间去验证，故国产替代可能仍需要一段时间。



经营风险

- 1 发生概率：**中概率
- 2 出现时点：**全年
- 3 判断依据：**信创整体建设具有一定的技术门槛，定制化程度高，利润端或不及预期。
- 4 作用机理：**超额费用的发生会影响企业的利润率。
- 5 影响程度：**信创行业整体具备较高的技术门槛，各种技术方面的不达标预期均有可能增加额外的项目费用，但我们认为头部企业深耕行业数字化多年，具备相应的技术从而快速布局信创IT建设，从而削减部分的影响。
- 6 跟踪方法：**可以关注头部信创公司的经营数据，包括毛利率、净利率以及三费数据。



其他风险

- 1 发生概率：**较低概率
- 2 出现时点：**全年
- 3 判断依据：**信创已经历政策推动期，坚定不移进入建设落地期，但行业信创仍会因为业务复杂性而动力不足。
- 4 作用机理：**政府和国央企通过招标带动相关企业的业务的增长，但若其IT投入不及预期，直接影响信创企业的业绩。
- 5 影响程度：**受限于政府和国央企在IT方面的预算，投入不足确实会对信创产业产生一定影响，但是基于政府化债+近期大单频频出现的情况，我们认为影响程度较弱，可以保持一定的订单增速。
- 6 跟踪方法：**密切关注相关企业的订单规模及增速、项目进程及收入确认。

(1) 年度策略观点：多模态大模型呼之欲出，AI Agent及AI硬件有望推动垂直行业应用进程加速

- **核心逻辑：**24年以来AI大模型已历经多轮迭代，目前海外以OpenAI、谷歌，国内以百度、华为、科大讯飞等厂商为代表，AI大模型迭代呈现多模态、AI Agent以及赋能智能硬件的显著趋势，或将加速推动AI大模型结合行业应用进程。
- **选股思路：**基于AI大模型能力及垂直行业应用，优先看好大模型能力领先或者在垂直行业具备生态优势的厂商；此外，随着AI Agent、AI智能硬件有望爆发，看好相关环节厂商受益下游需求的爆发。

(2) 成立关键假设：

- **AI应用政策细则完善逐步推进：**AI大模型应用从数据采集、模型训练到场景应用各个环节细则仍需完善，指引市场规范进行。
- **AI+行业应用产品迭代可以有效解决用户痛点：**大模型及垂类应用厂商应当具备高质、有效的技术研发能力，从而挖掘用户痛点，实现AI+行业应用产品的商业价值最大化。

(3) 成立最大软肋：

- **大模型迭代不及预期，行业应用产品无法满足市场需求导致商业化进程不及预期：**AI大模型结合行业应用作为一个新市场，目前已有的商业化产品成熟度仍然较低，需要在技术迭代的进程中不断满足下游用户的潜在需求。但如果大模型训练推理、数据存储等技术迭代不及预期，会直接导致AI Agent、智能硬件、内容应用等产品服务无法真正解决用户痛点，进而无法在产业链终端变现，从而影响整个链条的价值转化。



政策风险

- 1 发生概率：**低概率
- 2 出现时点：**全年
- 3 判断依据：**大模型监管政策不断完善，国家政策指引以及地方层面的细化条例落实至关重要。
- 4作用机理：**大模型及垂类应用厂商在国家监管政策指引下，结合AI应用产品的功能现状及行业特点进行商业化落地，从而保障AI+行业应用的稳步推进。
- 5 影响程度：**发布较为清晰、详细的生成式人工智能监管政策会利好大模型厂商及垂类应用厂商，政策不完善则可能导致相关行业用户的数据安全、隐私安全等权益受到影响，进而影响AI商业化落地进程。
- 6 跟踪方法：**密切关注国家及地方政策落地。

- 1 发生概率：**中概率
- 2 出现时点：**全年
- 3 判断依据：**25年预计各厂商将在多模态大模型以及垂直行业应用领域持续投入研发，可能导致业务盈利能力承压。
- 4作用机理：**布局AI大模型及行业应用的企业会通过持续研发巩固核心技术优势，具备AI领域先发优势的厂商可能短期业务盈利能力承压。
- 5 影响程度：**24年部分厂商加大对AI大模型及应用产品的研发投入导致业绩承压，我们认为25年大模型及行业应用产品的迭代需求仍然较为强烈，相关标的研发投入不确定性较大，故短期盈利能力承压的风险存在。
- 6 跟踪方法：**可以持续关注标的公司的研发投入规模以及AI大模型相关产品服务的迭代进度。

力产业链有望加速迭代

2025年投资策略

(1) 年度策略观点：算力进入全面国产化时代，国产AI算力产业链有望加速迭代

- **核心逻辑：**大模型AI算力需求旺盛，美国不断加码芯片禁令，国产AI芯片已在性能上逐步接近英伟达芯片，智算中心、运营商和金融等行业客户、受限企业/央国企、互联网厂商有望加速进行AI算力的国产化进程。
- **选股思路：**基于供应的稳定性、性能、能否支持大模型训练和推理，优先看好华为、海光产业链相关标的；其次建议关注美国禁令下能供应英伟达新品服务器的相关厂商困境反转机会；最后建议关注AI手机、AIPC等终端产业链。

(2) 成立关键假设：

- **AI大模型应用快速推进，大额算力投资能实现商业闭环：**由于AI算力投资占用Capex金额较多，因此大模型能否尽早实现算力投资+应用变现的闭环对后续算力释放节奏影响较大；
- **美国不会放开对中国出口高端AI芯片的限制，同时国产芯片厂商供应相对充足：**目前AI算力供不应求，AI算力国产化能在商用客户中快速推进的前提是难以买到美国高端AI芯片，同时国内具备足够性能的芯片供应相对充足；
- **供应国产AI服务器的厂商毛利率不会大幅下降：**服务器整机厂本身业绩受下游客户议价权和上游拿货成本影响较大；

(3) 成立最大软肋：

- **国产芯片供应不稳定或美国放开高端芯片出口限制：**大模型仍处于训练投入期，算力需求旺盛，目前华为昇腾、海光深算等国产芯片性能已逐步趋近英伟达A/H卡，并可进行一定参数量的大模型训练和推理，若国产芯片供应不足，或美国放开芯片限制，则将影响国产算力芯片的市占率，进而影响未来算力供应格局。

- 1 发生概率：**中概率
- 2 出现时点：**全年
- 3判断依据：**美国近年来持续加强对我国芯片设计、代工、生产设备、芯片供应、人员等多环节的限制，同时不断设定更加严格的参数控制向中国出口AI芯片。
- 4 作用机理：**美国若持续收紧芯片供应，则更多客户将直接转向国产算力；若美国持续收紧芯片生产制造端限制，则未完全实现供应链国产化的AI芯片厂商则将受到掣肘。
- 5 影响程度：**美国对高端AI芯片的上游生产制造、下游出口中国的政策直接影响国产芯片的供应和需求。
- 6 跟踪方法：**持续跟踪美国芯片相关政策、英伟达AMD等推出中国特供版芯片的节奏、国产芯片厂商生产制造国产化的进程。

预期的风险

市场风险

- 1 发生概率：**低概率
- 2 出现时点：**全年
- 3 判断依据：**AI算力需要进行比普通算力更多的资本开支投入，且目前AI应用仍未完全实现商业闭环。
- 4作用机理：**大模型厂商需要一定的现金流来支撑软硬件投入，在初期大规模投资之后，后续的投入意愿和能力受到能否产生充足的商业化现金流的影响。
- 5 影响程度：**若大模型及应用商业化变现能力弱于预期，则下游算力采购支出的总额或节奏可能暂缓或弱于预期。
- 6 跟踪方法：**持续跟踪GPT等国内外大模型商业化变现进程。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：
<https://d.book118.com/455004211243012004>