

水涨船高，顺势而为

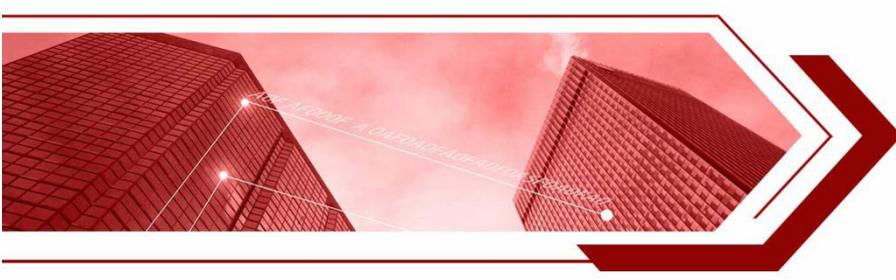
日期：2024 年 12 月 1 日

出具机构：股掌柜证券咨询有限公司

摘要：

1、大势研判和核心逻辑：市场在前期出现了明显上涨后，近期开始出现震荡调整，我们认为这是多重因素共同作用的结果：前期股票涨幅较大后，赚钱效应逐渐消退，投资者在年底倾向于将盈利落袋为安；前期市场上涨主要由政策频发驱动，而目前进入业绩真空期，缺乏新的政策催化剂；今年业绩不甚理想，年底业绩披露期有业绩压力，中小风格尤其承压；地缘政治格局反复，市场不确定性增加；美元指数与美债收益率走强，导致外资存在流出压力。目前市场处于短期调整期，仍处于大级别上行行情的演化过程中，后续随着经济政策的逐步发力并显现成效，有望迎来重要拐点，下一阶段可以在年末或明年年初利用政策预热期以及业绩披露期效应建仓。

2、行业配置核心思路：我们判断，在前期中小风格占优之后，随着中小风格补涨到位，交投占比出现较高的情况，并且此前大家预期的并购可能会随着IPO节奏的逐渐恢复有所弱化，中小风格继续进一步占优的概率降低。后续，随着化债政策顺利落地、四季度进入业绩修正和年底估值切换的阶段、ETF目前已经逐渐深入人心、中证A500进入批量建仓期，**偏蓝筹风格的指数有望获得更加正面的支撑**。行业选择层面，结合中观景气、盈利能力、筹码分布、估值、交易、周期阶段和赛道价值等多个维度，本期推荐关注**红利（高股息）、汽车（汽车零部件、乘用车）、电子（消费电子、半导体）**。



目 录

一、基本面：中美经济数据比较	3
1.1 中国经济：主要经济增长数据大多回升	3
1.2 政策出台市场信心明显提振	8
1.3.国外：最大的变量是东西碰撞	10
二、2024年12月行业和赛道选择方向	15
2.1 注重投资者回报的公司仍会有所表现	15
2.2 政策加码终端高景气，欧盟关税政策迎转机利好汽车出海	16
2.3 AI 端侧应用兴起，电子行业成为发展主航道	18



一、基本面：中美经济数据比较

1.1 中国经济：主要经济增长数据大多回升

从10月增长数据看，9月24日以来的增量宏观政策效果进一步显现。其中，消费和服务业是最大亮点，得益于“以旧换新”政策落地、资本市场及房地产市场的信心改善，其边际恢复力度最强。

在生产端，10月服务业生产指数同比增长6.3%，较上月提升1.2个百分点，创2024年以来最高值；工业增加值同比增长5.3%，较上月略有放缓，但仍高于7月和8月水平。

在需求端，社会消费品零售总额连续两个月提速，出口支撑进一步增强；投资增速保持相对稳定，房地产和基建投资增速边际回落，而制造业投资增速提升。扣除房地产开发投资，前10个月固定资产投资同比增长7.6%，较前三季度略回落0.1个百分点。**环比方面**，国家统计局发布的10月工业增加值、固定资产投资、社会消费品零售总额的季调环比数据年化分别增长5.0%、5.0%、1.9%，在9月基础上继续较快恢复。

2024年10月中国月度GDP增速达到5.6%，在9月基础上再提升0.6个百分点，较8月提升1.1个百分点，为全年“5%左右”GDP增速目标的实现注入信心。

2024年10月中国主要经济增长数据比较



来源：Wind

工业生产增速略有放缓，但产销率回升



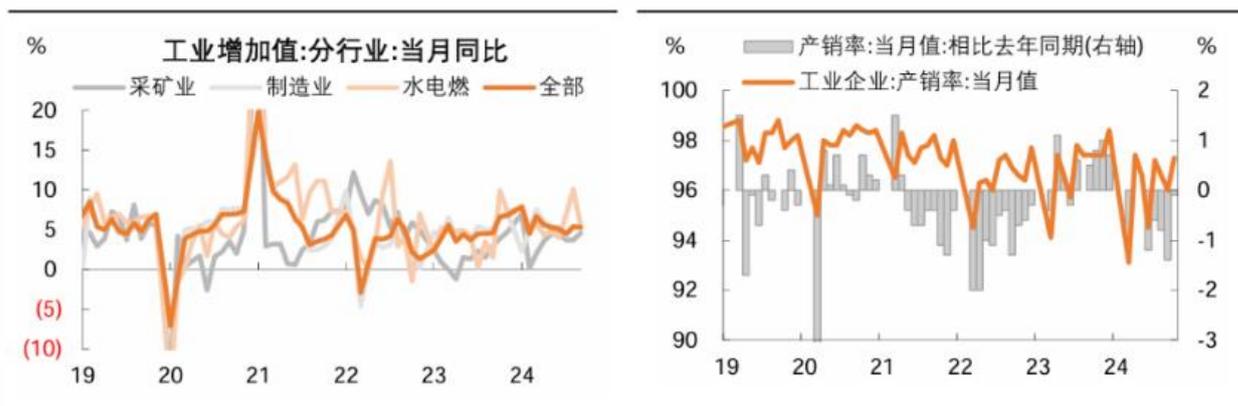
2024年10月，工业增加值同比增长5.3%，在9月强反弹的基础上略放缓0.1个百分点，仍高于7-8月水平。结构上呈现三点特征：

第一，工业增加值的主要拖累在于水电燃气行业，作为主体部分的制造业生产增速回升。分工业三大门类看，作为工业的主体部分，制造业工业增加值同比5.4%，较上月提升0.2个百分点；采矿业工业增加值增长4.6%，也较上月提升0.9个百分点；然而，水电燃气行业增速回落较上月4.7个百分点，成为工业三大门类中的唯一拖累。据国家统计局新闻发布会，9月份受到极端天气冲击，电力行业生产加快，10月份正常回落。

第二，外需保持较快增长，对工业生产的带动作用仍然较强。10月份规模以上工业出口交货值同比增长3.7%，比上月加快0.3个百分点，而工业增加值的名义增速（将工业增加值与PPI增速加总，估算10月工业增加值名义增速为2.4%）高出1.3个百分点。

第三，工业产销率恢复，生产和需求的衔接得以改善。10月份规模以上工业产品产销率97.3%，环比上月回升1.3个百分点，相比去年同期低0.1个百分点，较上月明显改善（9月产销率较去年同期低1.4个百分点）。除却外需出口的支撑，工业产销率的恢复还受到国内消费的提振，10月份社零中的商品零售额同比增速较上月提升1.7个百分点。

10月份工业增加值与工业产销率



投资方面，基建和制造业支撑仍然较强。

10月单月固定资产投资同比增长3.4%，持平于上月。其中，房地产投资跌幅扩大2.9个百分点至-12.3%，基建投资增速较上月放缓7.5个百分点至10%，制造业投资增速较上



月提升0.3个百分点至10%。扣除房地产开发投资，前10个月全国固定资产投资增长7.6%，较前三季度低0.1个百分点。

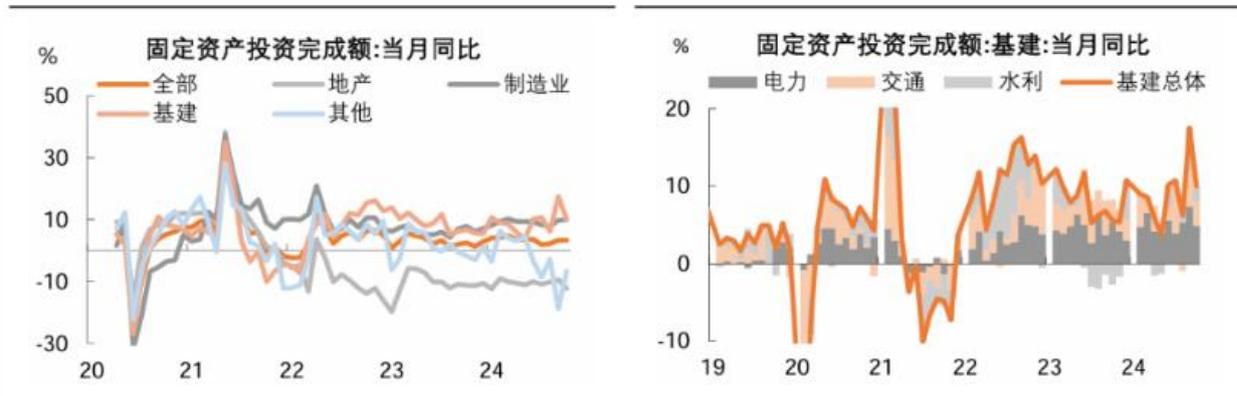
制造业投资增速提升。10月制造业投资单月同比增长10%，较上月提升0.3个百分点。大规模设备更新政策对投资的拉动仍强。据国家统计局新闻发布会，前10个月设备工器具购置投资同比增长16.1%，占全部投资的比重达到14.8%，对全部投资增长的贡献率超过了60%；前10个月装备制造业、消费品制造业固定资产投资分别增长9.1%、15%。从已公布的主要行业看，10月份化学原料制品、有色金属加工、铁路船舶等运输设备制造投资增速明显恢复，前10个月累计同比分别较前三季度提速1.1、1.1和1.2个百分点；此外，前10个月纺织业投资累计同比增速较上月提升0.6个百分点，计算机通信电子行业、汽车制造行业累计同比增速较上月提升0.1个百分点，也有一定贡献。

基建投资增速回归。10月基建投资单月同比增长10.0%，不及上月17.5%的脉冲式增长，但仍高于前9个月的9.3%。2024年10月社融口径政府债净融资规模为1.05万亿，较8-9月边际回落，随着新增专项债及特别国债发行渐入尾声，财政赤字对基建投资的支撑可能有所减弱，更需关注地方政府债务化解对基建的接续影响。

民间投资增速回落。据国家统计局解读，前10个月民间投资同比增速为-0.3%，较前三季度回落0.1个百分点；扣除房地产开发投资，民间投资增长6.3%，较前三季度增速略回落0.1个百分点。2024年前10个月，民间投资在固定资产投资中的占比为50.3%，比2023年年末低0.13个百分点。经济增长的内生动能仍有待夯实。



10 月份固定资产完成额与基建



房地产投资增速回落，但积极信号增多

房地产投资跌幅扩大，受新旧项目衔接的影响，非住宅投资拖累明显。10 月房地产开发投资单月同比-12.3%，比上月跌幅扩大 2.9 个百分点，达到年内最低值。

1) 结合主要面积指标看，10 月房地产投资增速回落，一定程度上受项目衔接的影响，存量项目的竣工提速，而新开工尚未接续。10 月房屋竣工面积当月同比跌幅收窄 11.3 个百分点至-20.1%；然而，房屋新开工面积当月同比降幅扩大 6.9 个百分点至-26.7%，存量房屋施工面积累计同比降幅较上月扩大 0.2 个百分点至-12.4%。

2) 非住宅投资是主要拖累。房地产投资各分项中，住宅投资 10 月单月同比跌幅为 9.4%，较上月跌幅收窄 1.1 个百分点，对房地产投资形成支撑；非住宅投资单月同比跌幅自上月的 5.8%扩大到 21.5%，是房地产投资回落的主要拖累。

房地产市场积极信号增多，增量政策落地带动房地产销售、房价和开发资金同步回暖。

第一，商品房销售改善。前 10 个月全国新建商品房销售面积同比下降 15.8%，降幅比 1-9 月份收窄 1.3 个百分点。10 月单月，商品房销售面积同比跌幅较 9 月收窄 9.2 个百分点，至 1.8%。统计局新闻发布会表示，一线城市销售额 10 月当月实现正增长；监测的 40 个重点城市中，前期回调幅度较大的二线城市，10 月当月销售面积实现正增长。

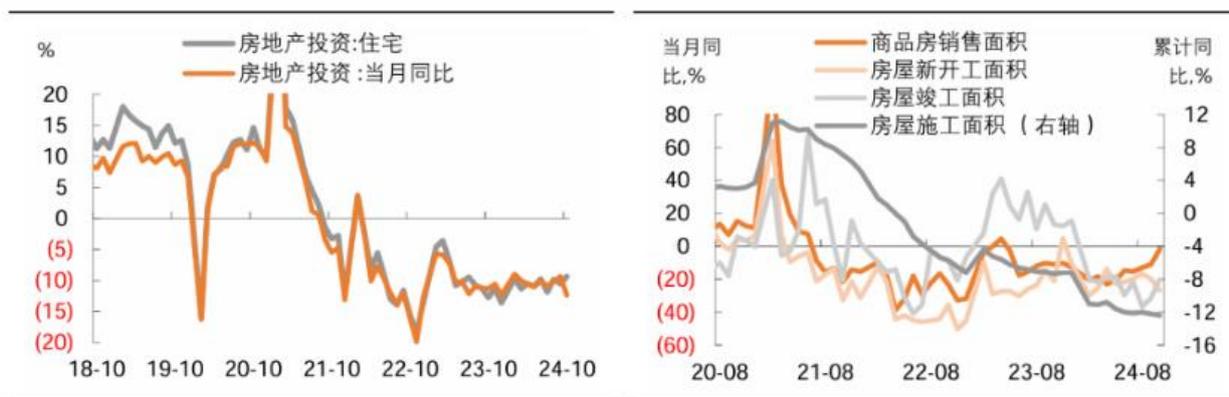
第二，房价环比跌幅收窄。从统计局公布的 70 个大中城市房价指数看，10 月份新房和二手房环比表现均有改善。其中，新建商品住宅价格 10 月环比增速为-0.5%，较上月跌



幅收窄 0.2 个百分点；二手住宅 10 月环比跌幅为-0.5%，较上月跌幅收窄 0.4 个百分点。

第三，房企开发资金改善。销售回暖、价格趋稳，以及房地产融资项目“白名单”推进，同步助力房企资金改善。10 月单月，房地产开发企业本年到位资金同比增速为-10.1%，降幅较上月收窄 8 个百分点；其中，国内贷款单月同比降幅收窄 5.2 个百分点至-8.2%，与房地产销售关联较高的定金及预收款及个人按揭贷款同比-5.3%，较上月降幅收窄 21.6 个百分点。

住宅投资增速回升、商品房销售与竣工面积降幅收窄



居民商品消费需求和服务业生产较快恢复

服务业生产明显提升。10 月服务业生产指数同比增长 6.3%，增速比上月加快 1.2 个百分点，达到年内最高值。据国家统计局新闻发布会，在增量政策带动下，10 月批发和零售业生产指数回升的幅度达到 2 个百分点，金融业生产指数加快 3.7 个百分点；房地产业生产指数同比增长 0.8%，回升幅度达到 3 个百分点，实现了从去年 6 月以来的首次由降转增。

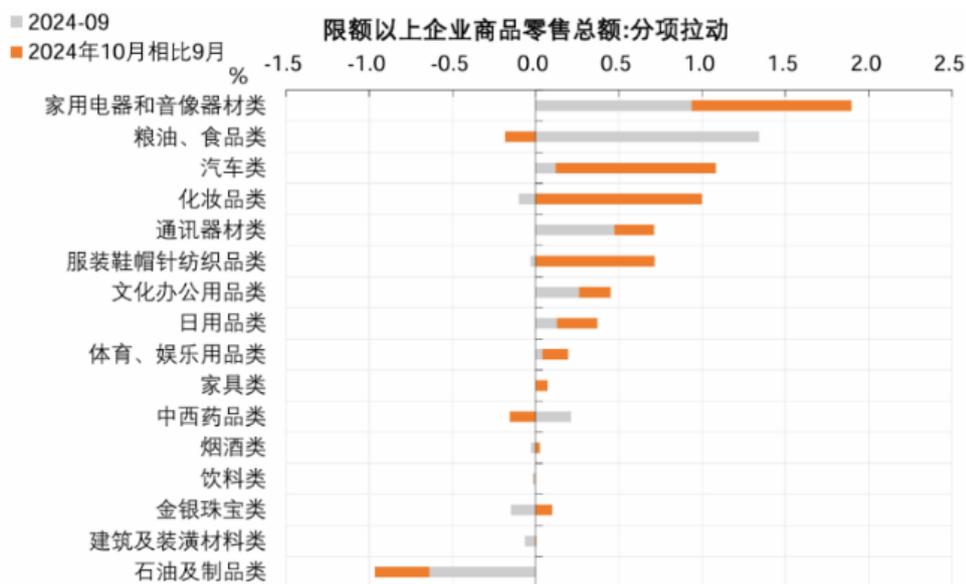
就业有所改善。10 月城镇调查失业率 5.0%，较上月回落 0.1 个百分点，持平于去年同期。结构上，本地户籍人口调查失业率约 5.1%，较上月回落 0.1 个百分点；外来户籍人口调查失业率持平于 4.8%。

居民消费恢复较强。10 月社会消费品零售总额同比增长 4.8%，较上月回升 1.6 个百分点。其中，商品零售增速提升 1.7 个百分点至 5.0%，餐饮收入增速微升 0.1 个百分点至



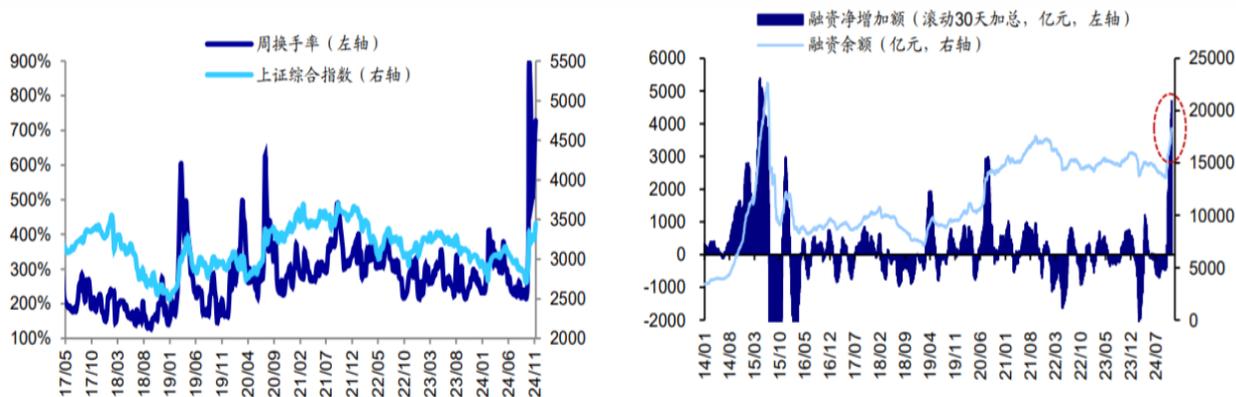
3.2%。10月下旬存量房贷利率下调政策落地，叠加“双十一”大促助力，消费品“以旧换新”政策效果积极显现，对商品消费的带动较强。从限额以上商品数据看，10月涉及以旧换新政策的家电、汽车、家具、办公用品等商品零售额同比增速都比上月加快，涉及以旧换新的这四类线上商品零售额拉动社会消费品零售总额增速达到1.2个百分点（据统计局新闻发布会），对10月社零增速提升的解释率达到75%。

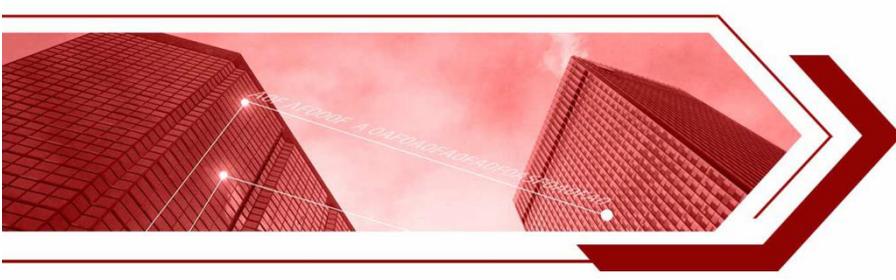
10月份商品零售额分行业拉动情况



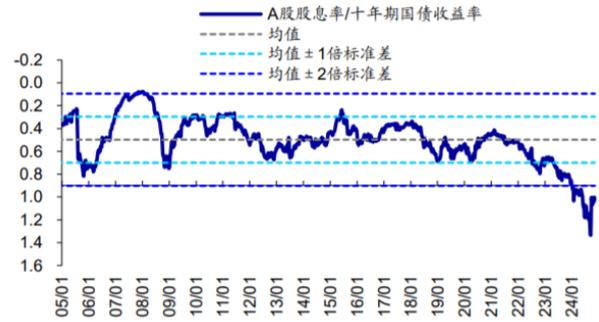
1.2 政策出台市场信心明显提振

短期来看，9/24以来市场情绪修复已较为显著：周换手率（年化）由9月中旬的低点214%上升至目前的656%，融资交易资金净流入超4000亿元，超过21年牛市顶点。





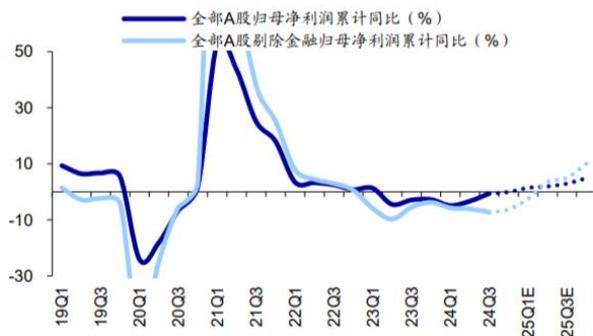
从更长的周期视角看，A股情绪仍处在历史中低位路，当前A股风险溢价率为3.4%、处05年以来从高到低22%分位，A股股债收益比为1.04、处2%分位。



2022年以来行情偏弱背景下偏股基金份额不降反升。本轮行情新特点是被动型基金成为保持行业稳定的重要因素。



历次底部政策发力到基本面改善需要一个过程，基本面修复滞后于政策底出现。9月24日以来宏观政策基调明显转向，一揽子政策组合拳陆续出台，政策效果已经逐步体现在近期的经济数据上。随着政策持续发力，内需有望持续提振，我们预计25年实际GDP同比增速或在5%左右，A股归母净利润同比增速有望达5-10%。





1.3. 国外：最大的变量是东西碰撞

2024 年大选，特朗普大获全胜，同时拿下白宫及参众两院。美国全面“红移”，共和党在各类选民中的边际优势均扩大。发展是一切问题的解决办法。中国的诉求是高质量发展，特朗普的诉求是“MAGA”；本质上都是发展问题，但侧重点不太一样。发展的过程中势必面临着对立与冲突，因而造成宏观的不确定性。

美联储不必然继续降息周期。（1）美国的经济增速自疫情以来趋势提升，同时伴随国债收益率和通胀水平的提升；三者内核一致，反应是美国当前经济的强弱。本轮 趋势上行并非首次，类比于 1955 年战后的美国经济，亦出现过经济增长中枢、通胀 和利率的趋势上行。（2）从经济底层看，本轮利率上行开始于 2017 年，对应的居民 端收入增速亦趋势性上行。我们给出的猜想是，产业端重构，居民收入提升，带动 整体经济趋势性上行；而产业端的重构一方面是在于产能周期的开启，即推动产业 扩张（修复），另一方面是康波周期的拐点，处于科技革命向产业端输出的开始。

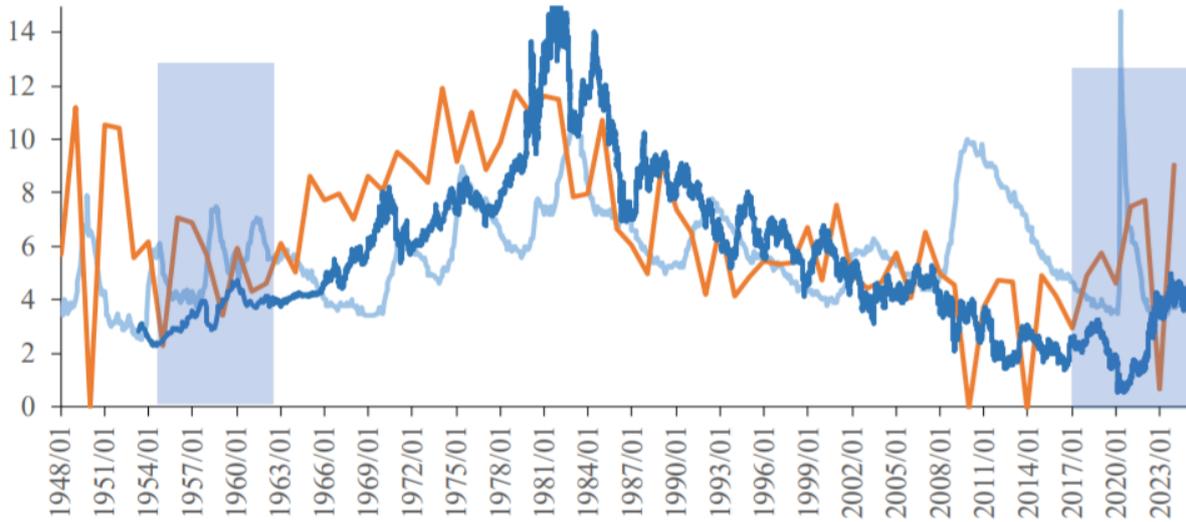
经济周期处于新的上行大周期



美国进入收入上行周期



— 美国:失业率:季调 % — 美国:个人可支配收入:同比 % — 美国:国债收益率:10年 %



特朗普 2.0：更加激进的“美国优先”

特朗普 2.0 时期，“美国优先”仍是指导思想，再工业化、贸易保护主义、企业减税和严打非法移民仍是主要内容，但各项政策主张相较 1.0 时期更为激进。

Trump2.0 政策主张核心内容一览以及与 1.0 时期政策对比

		2.0	1.0
Trump 2.0	国内减税	<ul style="list-style-type: none"> 《减税和就业法案》永久化 降低企业所得税税率21%→20% 	<ul style="list-style-type: none"> 降低个人所得税率，部分条款2025年到期； 降低企业所得税率从35%降至21%。
	国际贸易高关税	<ul style="list-style-type: none"> 《互惠贸易法案》 特定税 10%全球基准关税+60%中国关税 	<ul style="list-style-type: none"> 加征全球钢（25%）和铝（10%）关税； 利用301条款发起对华贸易战（加征3轮关税）。
	严格移民政策	<ul style="list-style-type: none"> 严格打击非法移民 支持优质合法移民 	<ul style="list-style-type: none"> 大规模驱逐非法移民； 继续修建边境墙； 加重非法入境惩罚。
	回归传统能源	<ul style="list-style-type: none"> 加大自身油气资源开采力度 减少对可再生能源的支持 	<ul style="list-style-type: none"> 取消石油天然气开采禁令； 放宽温室气体排放标准； 退出《巴黎协定》。
	外交上美国优先	<ul style="list-style-type: none"> 减少对乌援助 降低对华议题炒作力度 	<ul style="list-style-type: none"> 取消乌克兰援助。 推动北约成员国分担防务费用。

税收政策方面，“对外加税，对内减税”，旨在刺激内需，降低贸易逆差，引导制造业产业及就业回流，推动美国“再工业化”。

外部税方面，相比 1.0 时期的局部贸易战（仅对钢铁、铝征收特别关税，仅对中国



发起国家级贸易战），特朗普 2.0 时期的贸易政策显然更加激进。特朗普表示将对进入美国的商品无差别征收 10%的基准关税，并对中国商品征收 60%以上的定向关税。

内部税方面，减税力度或较 1.0 时期全面加码。在推动 2017 年《减税和 就业法案》永久化的基础上，特朗普寻求进一步降低企业税率（去年 10 月表示从当前 21%降至 15%，今年 6 月最新发言表示从 21%降至 20%），对加班收入免税，以及终止对社会福利的征税。特朗普希望通过对外加税以弥补对内减税，避免财政过度扩张。

移民政策方面，“支持优质移民，严打非法移民”，旨在保护美国本土居民就业机会，优化社会治安环境。一方面，特朗普主张严厉打击非法移民，具体措施可能包括审查入境者意识形态、加重非法入境惩罚、限制地方政府在移民问题的自主权、大规模驱逐非法移民、继续修建边境墙。另一方面，特朗普也表态支持优质合法移民，声称每个在美国大学毕业的外国人都应有资格获得绿卡。

总体上看，考虑到“优质移民”在数量上远低于“普通移民”，特朗普移民政策仍然相当保守。

能源政策方面，“支持老能源，打压新能源”，旨在降低油价、抑制通货膨胀，并通过扩张页岩油产能实现能源独立。一方面，特朗普主张加大对自身油气资源的开采力度，另一方面则主张减少对可再生能源的支持。美国可能再次退出《巴黎协定》，禁止 ESG 投资，并取消对电动汽车的补贴。

外交政策方面，进一步强调“美国优先”，更大程度维护美国利益，不让其他国家“占便宜”。特朗普强调，若需要美国军事保护，非美国国家需要自行支付账单。相比于拜登-哈里斯政府对乌克兰予以真金白银的大力支持，特朗普主张取消对乌克兰援助，寻求尽快结束俄乌冲突。但在中东问题上，特朗普表达了对以色列的坚定支持。

基于经济影响评估，特朗普 2.0 时期的政策主张存在较大矛盾，或难实现其“让美国再次强大”的目标，反而可能令美国经济在中期陷入困境。

对华影响：短期双重压力



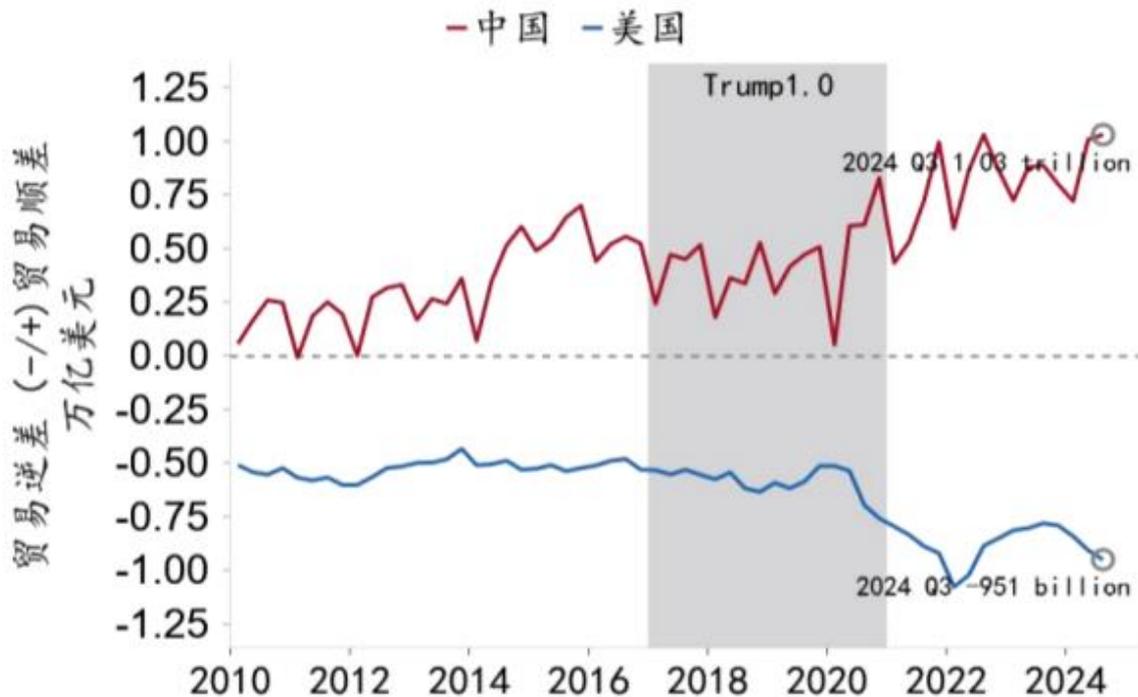
短期看，美国“高通胀、高利率、高增长、高关税”的状态，将对我国经常项及资本项形成双重压力。经常项方面，高关税将冲击我国出口利润，压缩企业部门生存空间，压制经济增长。资本项方面，美国利率水平保持高位，高增长对美股亦有支撑，资本流出压力相应上升。

在此背景下，我国宏观政策逆周期性的必要性上升。考虑到美国利率居高不下，我国货币政策宽松空间或受一定掣肘，财政政策或更加积极。

中长期看，随着“滞胀”压力上升，美国经济政策或不得不向现实妥协，可能的选项包括下调关税税率/利率，届时我国国际收支所面临的双重压力有望相应缓解。

特朗普 1.0 时期中国贸易顺差有所收敛

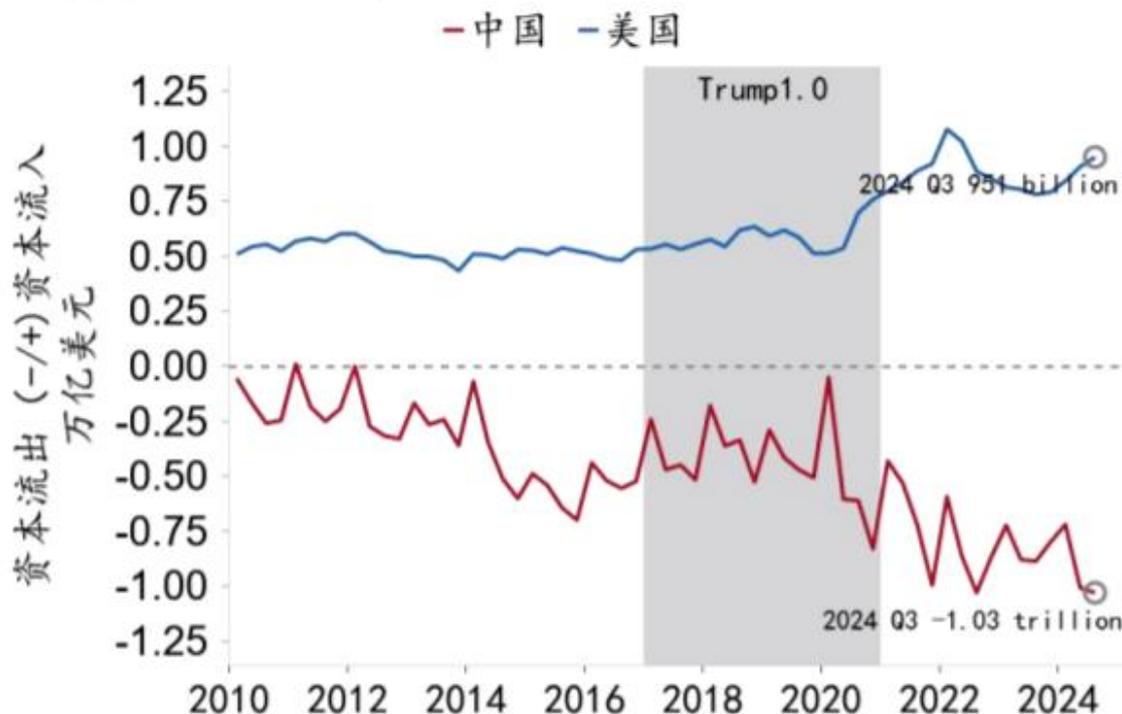
中美经常项目差额年化值



特朗普 1.0 时期美国资本流入保持高位



中美资本项目差额年化值



资本市场：特朗普交易 2.0 特朗普政策框架

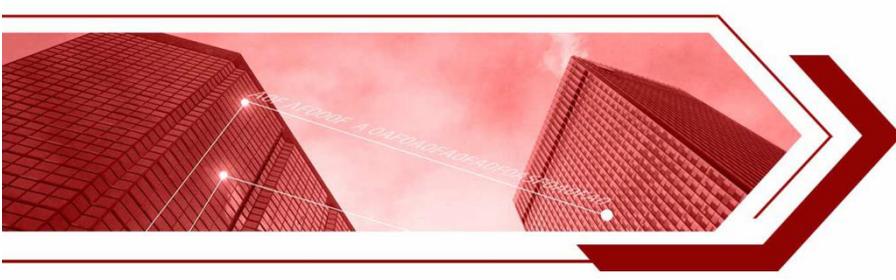
2.0 隐含的交易主线有三：通胀、贸易摩擦、地缘政治风险下降。

第一，通胀是特朗普交易的核心线索，这将对美联储降息构成阻碍，推升美债利率和美元，对非美货币和黄金构成压力。对于美股而言，大规模减税将提升企业盈利预期，但利率中枢上移可能会对估值构成负面影响，尤其是对小盘股而言。

第二，贸易摩擦风险上升，可能会导致风险偏好下降，不利于非美货币，也会对 A 股等非美权益市场构成阶段性压力。

第三，地缘政治风险下降。特朗普并不想在俄乌等军事战争中投入过多资源，主张取消对于乌克兰的援助，并寻求尽快结束俄乌冲突，对黄金、原油等商品不利。此外还需关注特朗普所主张的产业政策：支持传统能源、主张推动人工智能的发展、放松监管等，这将利好美股的传统能源、金融、科技等板块，但对新能源形成利空。

总体而言，特朗普政策 2.0 将利空美债、非美货币、黄金、原油、美股小盘股、新



能源板块，利多美元、美股传统能源、金融、科技等行业。

短期看，特朗普交易已运行 1 月有余，目前很难评估市场是否已经过度交易，在特朗普上台叠加共和党横扫两院的背景下，市场或仍延续前期走势，但空间或相对有限。

中期看，需关注特朗普对于竞选承诺的兑现、政策落地的节奏，这将决定特朗普交易的走向。

长期看，需警惕美国债务可持续性承压所隐含的尾部风险。特朗普政策将推升美国财政赤字率与通胀，高利率将随之而来，令美国财政面临更大付息压力，此循环一旦形成，美国的债务雪球将越滚越大，消耗政府信用。一旦信用问题爆发，美国股债汇或出现“三杀”。

二、2024 年 12 月行业和赛道选择方向

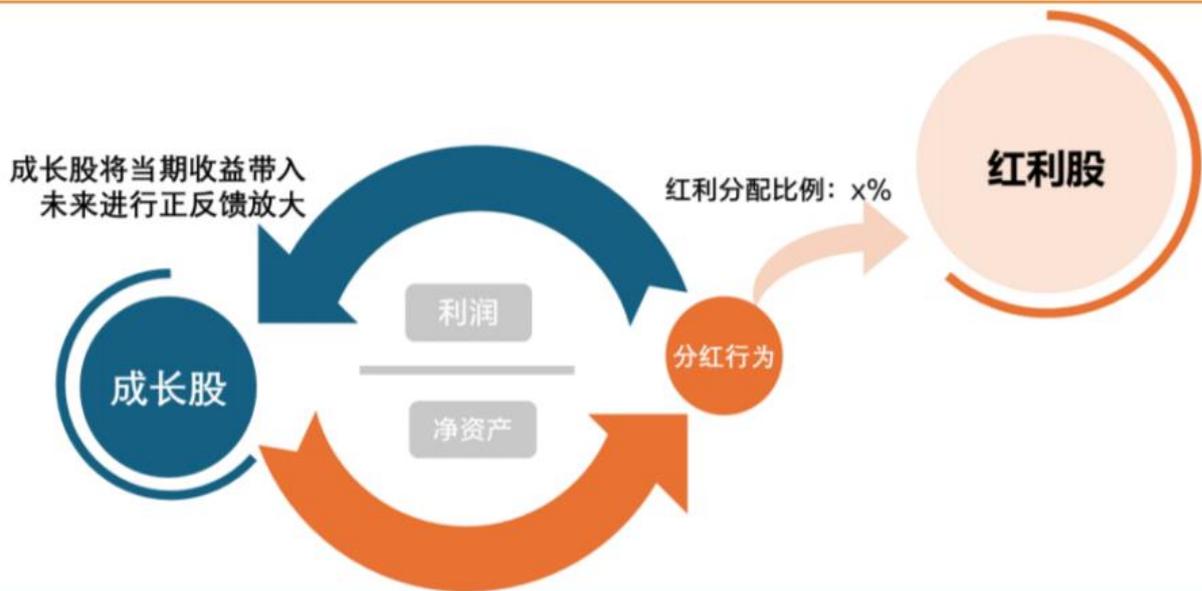
目前市场处于短期调整期，仍处于大级别上行行情的演化过程中，后续随着经济政策的逐步发力并显现成效，有望迎来重要拐点。关于下一阶段的加仓时间节点和方向：1) **利用政策预热期建仓**：当前的经济数据有所改善，但是需要政策进一步强化，针对年末的经济工作会议，可以考虑加仓与稳增长相关的汽车行业等；针对明年的经济工作会议可以关注消费扩内需、供给侧改革和新质生产力；2) **利用业绩披露期效应建仓**：明年一月中旬下旬业绩落地后，可以根据政策导向，产业趋势等因素考虑加仓空间大，政策支持，有技术进步催化的科技行业。

2.1 注重投资者回报的公司仍会有所表现

近年来红利风格的兴起或非简单的市场风格轮换，而是一个更为持久的趋势，是我国经济增长速度、产业架构及上市公司发展阶段的自然产物。越来越多的上市公司步入成熟期，其面临的是市场空间的逐渐饱和、新市场的缩减，继续大规模投资，利用高资本开支抢占市场的产业趋势打法已无法保持过去的盈利水平。投资者和监管机构均呼吁上市公司增加股东回报，增加分红（包括股份回购和注销）成为上市公司必须采取的策略，反映在

中观层面，越来越多的行业或呈现出“耐心”特征：降低资本开支，注重 ROE 水平和现金流，注重投资者回报。

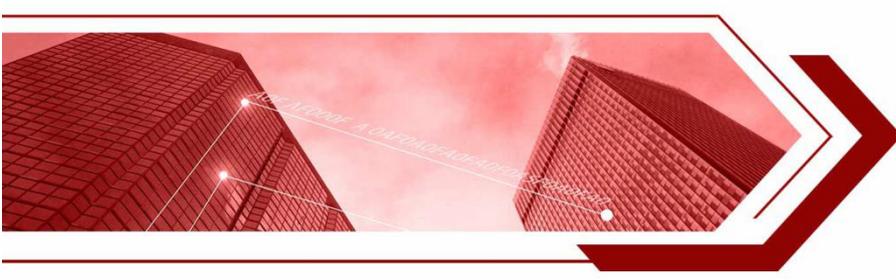
成长股投资默认将当期和远期利润投入企业进行扩大再生产，暗含的假设是增大杠杆乘数、追求向上波动的高风险偏好



2.2 政策加码终端高景气，欧盟关税政策迎转机利好汽车出海

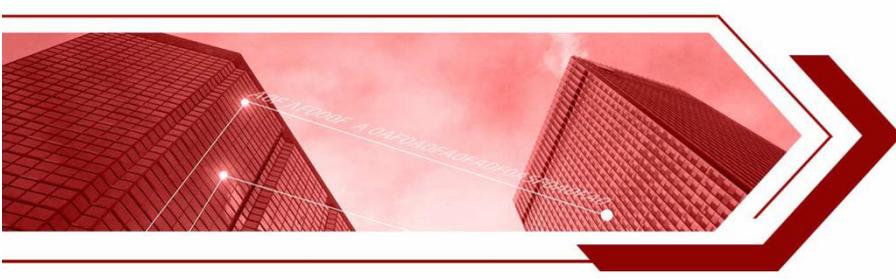
11 月车市受以旧换新政策效果加速显现、新车持续高热度、车企旺季备货及促销等推动，销量预计同环比明显增长。11 月虽为一般意义上的车市淡季，但在以旧换新政策效果持续显现的背景下，11 月车市整体维持非常高的热度。国家报废更新补贴申请量持续处于高位，地方置换更新补贴政策也持续发力，目前全国汽车报废更新和置换更新补贴申请均突破 200 万份，合计超过 400 万份。同时，11 月车企继续推出品牌增换购补贴、金融礼、选装礼、补能礼等多种购车权益以吸引消费者。

10 月乘用车出口量小幅创新高，同环比增长 10.7%、1.8%，新能源车出口量环比增长 15.5%并创新高，远期来看本土化供应大势所趋。尽管海外多地存在关税壁垒，但需求旺季到来尤其是部分地区过年早于国内、海运费继续下降处于低位的背景下，国内车企继续发挥燃油车产品性价比、新能源车产品力及性价比优势，继续积极开拓海外市场。

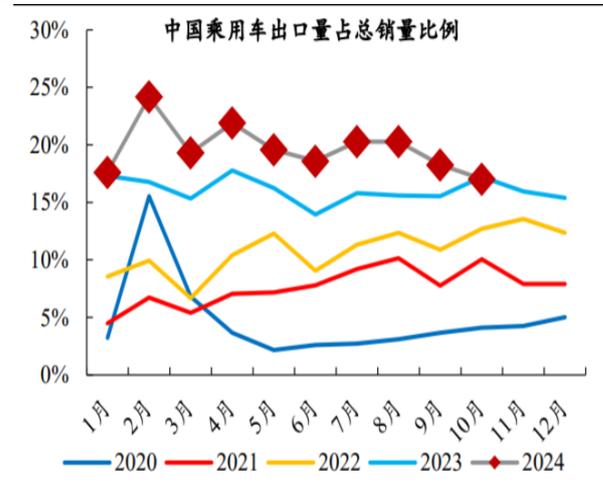
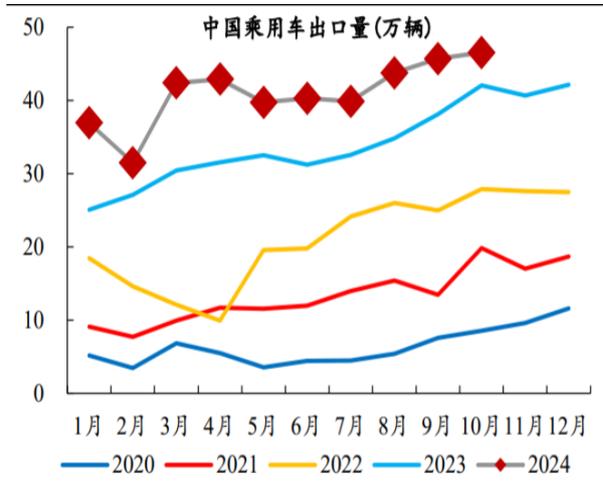


10月乘用车出口量延续同比高增的表现，小幅再创新高。其中新能源车出口量也有较为亮眼的表现，环比增长较为明显并创新高。分地区看，受报废税政策影响，我国出口至俄罗斯的燃油车出口量近几月快速增长（10月开始加征环比小幅下滑），而受巴西新能源车关税的影响，我国出口至南美的燃油车数量也有明显增长（新能源车10月环比也有恢复），此外出口至亚洲其他地区、非洲地区的燃油车数量也在波动增长。新能源车方面，欧盟关税政策的影响逐渐缓和，近期出口至欧盟的新能源车数量迎来明显恢复。其他地区方面，我国出口至东南亚的乘用车新能源车数量近期相对稳定、燃油车数量呈波动提升趋势，北美地区则受关税政策预期透支部分需求影响近期出口明显下滑。

从海外市场乘用车发展环境来看，全球新能源车的发展进程远不及国内，庞大的市场对于长安、长城等品牌燃油车出口形成一定的支撑，尤其是独联体、中东等地区预计有较为明显的需求基础。即使是新能源车领域，当前全球多国制定了明确的新能源车发展规划，短期需求波动不改新能源车的长期发展趋势，并且电动智能化技术及产品性价比方面远不及国内。同时，海外各国实施的关税政策很大一部分原因是希望吸引本土车企到当地建厂，带动相关产业链的发展、贡献就业与税收等，因此长期来看海外本土化供应是绕开贸易壁垒等的重要手段。尤其是在短期乘用车直接出口对销量的拉动作用有所下滑（10月乘用车出口量占总销量的比重为17.0%，同比下降0.2pct，环比下降1.2pct）的背景下，远期更需要推进海外本土化供应。其中，依托新能源领域的技术优势，比亚迪、长城、奇瑞、长安等多家车企正加速海外产能建设，尤其是在欧洲、东南亚、南美洲三大重点市场积极布局。



中国乘用车出口情况



2.3 AI 端侧应用兴起，电子行业成为发展主航道

自 2022 年 11 月 ChatGPT 面世以来，大模型快速迭代，百家争鸣。2024 年上半年 OpenAI 推出 GPT-4o，标志着从单一文本处理扩展到多模态理解和生成的新时代。同时，端侧 AI 应用商业化提速，AI 手机、AIPC 先后发布，并向可穿戴、智能车、XR 等领域延伸，重点关注端侧 AI（智能手机、新型耳机、智能眼镜、智能车等）。AI 快速迭代带来算力需求快速增长，先进制程、先进封装需求高涨，相关厂商积极扩产。国内传统半导体的国产化率较高，但高端芯片自给受限，亟需国产化。

AI 手机新阶段——大模型驱动智能化升级，将成为新一代 AI 手机的核心特点。 AI 大模型激发了将更先进的 AI 能力集成到智能手机中的愿景。AI 大模型，如 GPT-4 表现出在多种任务上的卓越性能，包括自然语言理解、对话生成和复杂的推理任务。这些模型的复杂性和所需的计算资源远远超出了传统手机应用的范畴，但它们的成功激发了将更先进的 AI 能力集成到移动设备中的愿景。将 AI 大模型运用到手机上可能会大大提升手机的智能化程度，使得设备能够执行更复杂的任务，提供更个性化的体验，并更有效地处理大量数据。例如，手机可以使用 AI 模型来优化语音、图像处理等传统加速任务，并提供高度个性化的推荐，甚至进行实时的语言翻译和复杂的对话交互。

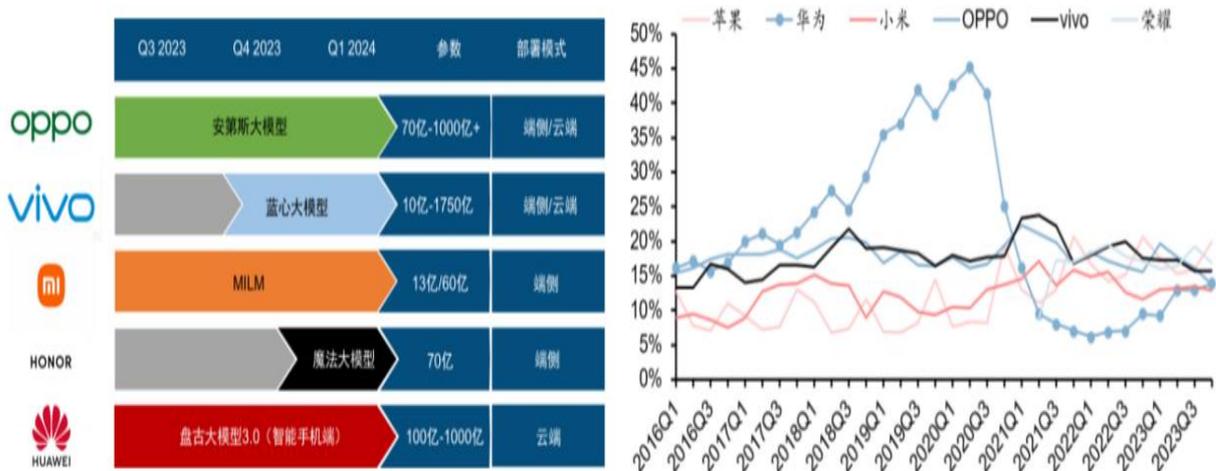
AI 手机发展将推动智能手机市场进入新的竞争阶段。随着华为在市场上的重新崛起，

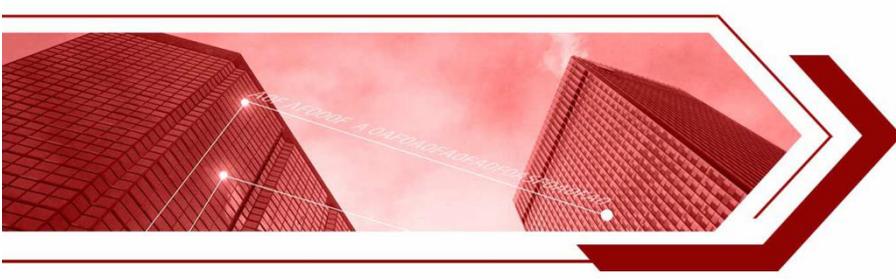
防守市场份额 并投资开发全新的亮眼功能成为其他厂商聚焦重心，AI 成为关键因素，有望打破原有“堆叠硬件”的竞争 局限，刺激创新加速并深刻改变商业模式，大模型能力决定红利分配方式。 高度个性化体验推动创新，AI 算法和硬件的优化适配成为重点。AI 手机可以根据用户的习惯和偏好，自动调整手机设置，推荐相关内容，甚至预测用户需求，高度个性化的体验将推动厂商在软件和服务上 进行更多创新，如图像识别、语音交互、健康监测等，为厂商提供新的竞争领域，厂商之间的竞争将不 再仅仅局限于硬件规格，还包括如何优化算法和硬件配合以更好地支持 AI 应用。

手机厂商与大模型厂商竞合并存，市场发展红利进一步向头部集中。一方面，手机厂商与大模型厂 商合作，大模型厂商借用手机厂商的渠道和用户基础推广技术并变现，手机厂商利用大模型厂商的技术

提升品牌价值和产品竞争力。另一方面，手机厂商希望拥有自主 AI 技术保持独立性和竞争优势，与专门 提供 AI 服务厂商形成竞争。而不同于堆叠硬件的简单粗暴模式，培育优质大模型周期长、成本较高，未 来市场格局或将向头部手机厂商自研 AI，头部大模型厂商赋能尾部手机厂商（不排除会如 SOC 出现高通、 联发科一样出现独大的大模型厂商）方向演变，市场发展红利将向头部手机厂商与大模型厂商集中。

中国智能手机厂商在大语言模型领域的进展与国内智能手机份额变化





智能手机厂商可借助 AI 手机创新及相关卖点推动 ASP 持续增长。全球智能手机市场的 ASP 自 2016 年持续上升，多摄像头、5G 等技术的创新进一步提高了物料成本是背后的重要原因之一。面对换机周期 延长和零部件成本上升的双重压力，智能手机厂商有动力利用 AI 特性来区分其产品，吸引寻求最新技术 和最佳性能的消费者，以支持价格调整并促进 ASP 的增长。

【免责声明】

本报告仅供股掌柜证券投资咨询有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告或推荐交易。

本报告的信息来源于已公开的市场交易资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现



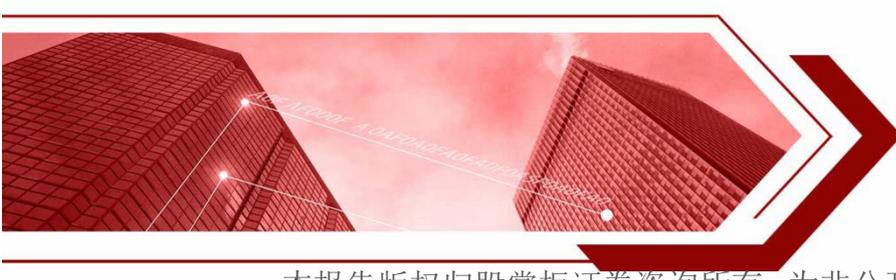
不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“股掌柜证券咨询”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，股掌柜证券咨询力求报告内容和引用资料及数据的客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与股掌柜证券投资咨询有限公司无关。



本报告版权归股掌柜证券咨询所有，为非公开资料，仅供股掌柜证券投资咨询有限公司客户使用。未经股掌柜证券咨询书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。股掌柜证券咨询保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。