

“AI+”堪比 13 年的“移动互联网+”

——“AI 奇点时刻”系列（二）

报告摘要:

- 我们自 23.3.2 持续六篇报告推荐数字经济 AI+投资机会，判断 AI 的“奇点时刻”已经到来，将贯穿 23 年投资机遇。
- 在本篇报告中，我们试图从策略视角，自上而下理解本轮“AI+”的行情。结合策略的 DDM 框架以及产业发展趋势的研究，我们发现本轮“AI+”行情与 13 年“移动互联网+”行情十分相似，因此我们在本文中从策略角度提供一个对“AI+”行情理解的新视角——
- 为何说“AI+”与 13 年“移动互联网+”十分相似？策略视角下 5 大相似点。①技术的革命性突破，带来新一代场景革命，“移动互联网+”和“AI+”分别是两大场景革命；②均是产业生命周期迎来彻底的应用拐点，产业内生性催化剂不断喷薄而出的同时，外部政策催化剂进一步刺激；③海外宏观背景：美联储货币政策边际转松。12 年末美联储开启 QE3 & QE4；23Q2 美联储加息周期尾声，全球流动性将迎拐点；④国内宏观背景：经济处在复苏通道上，但复苏弹性偏弱如地产弹性不足；社融持续改善；外需对出口拉动不足，出口增速回落；⑤股市微观流动性：市场以“存量博弈”为主导，显著的增量资金尚未明晰。
- 短期节奏和长期战略来看，行情上涨的时间和空间如何判断？①本轮“AI+”的第一波上涨波动加大但趋势未变，拥挤度的极致并不一定引发行情结束；②类似行情下，行情首次回调幅度并不大；③中长期来看，行情空间较大，时间跨度较长，且“盈利印证”重要但并非行情持续性的决定性条件。我们认为本轮“AI+”行情可能小荷才露尖尖角！
- 上涨的路径：贯穿行情的主线具备怎样特征？行情节奏的线索为何？①借鉴 13 年“移动互联网+”两大主线数字媒体与影视院线的行情，贯穿行情的主线必须同时具备三大要素：内生产业发展催化、外部政策持续刺激、盈利印证；②行情分三阶段，沿着产业链轮动：第一阶段行情以上游硬件为主，第二阶段扩散到中游软件、服务，第三阶段进一步下沉至下游应用；③如何判断不同阶段行情的切换信号？三大指引指标：外部政策催化、行业内生催化、阶段性回调；④借鉴 13 年“移动互联网+”行情，我们认为本轮“AI+”行情也将分三阶段走：上游算力→中游软件服务→下游应用。当前行情仍在第一阶段，我们重点首推“上游算力”（AI 芯片/服务器交换机/光模块光芯片/液冷温控/互联网）；同时投资者需要关注向第二阶段“中游软件服务”（网络安全/AI 大模型/数据平台/分布式数据库）和第三阶段“下游应用”（办公软件/智能家居/游戏/教育/智慧工厂）的切换信号。
- 风险提示：疫情控制反复，全球经济下行超预期，全球通胀超预期，AI 发展和政策不及预期。

分析师:

韦冀星



SAC 执证号: S0260520080004



021-38003557



weijixing@gf.com.cn

分析师:

戴康



SAC 执证号: S0260517120004



SFC CE No. BOA313



021-38003560



daikang@gf.com.cn

请注意，韦冀星并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

目录索引

一、引言：AI 奇点时刻到来，“AI+”堪比 13 年“移动互联网+”!	4
二、“AI+”与 13 年“移动互联网+”：5 大相似点	5
(一) 相似点 1: 技术革新引发“场景革命”	5
(二) 相似点 2: 内外催化剂持续刺激	8
(三) 相似点 3: 海外宏观环境	11
(四) 相似点 4: 国内宏观环境	13
(五) 相似点 5: 股市微观流动性类似	15
三、“AI+”展望之 1: 行情上涨的时间和空间研究	17
(一) 第一波行情 & 第一波回调的时间与空间	17
(二) 中长期来看，“AI+”行情小荷才露尖尖角	18
四、“AI+”展望之 2: 上涨的路径—催化剂、盈利印证还是估值更重要?	19
(一) 为何数字媒体与影视院线能够贯穿 13 年“移动互联网+”行情?	19
(二) 13 年“移动互联网+”行情大致可分为三个阶段：沿着产业链轮动	21
(三) 如何判断行情即将出现切换？关注三大有效指引指标	22
(四) “AI+”行情节奏：上游算力→中游软件服务→下游应用	24
五、风险提示	26

图表索引

图 1: AI 技术引领“第四次场景革命”开启	5
图 2: 移动互联网发展史	6
图 3: 21 世纪第二次场景革命—移动互联网场景革命	6
图 4: 美联储 12 年末起重启 QE, 快速扩表	12
图 5: 3 月点阵图显示本轮加息尾声将至	12
图 6: 债券收益率的下行会领先于美联储末次加息	12
图 7: 房地产销售降幅收窄	13
图 8: 基建投资保持较高增速	13
图 9: 地产弹性不足且存在滞后期	14
图 10: 23 年进入罕见的与外需背离的 A 股盈利上行周期	14
图 11: “地产销售+企业和居民信贷劈叉” 出现后社融增速均上行	15
图 12: 证券市场交易结算资金并未大幅增加	15
图 13: 机构经历“卖大票换小票的换仓”	15
图 14: 23 年新成立基金份额仍然偏低	16
图 15: 当前“AI+”行情主线 VS 13 年“移动互联网+”主线第一次行情及回调 ...	17
图 16: 当前 TMT 拥挤度已超 13 年顶峰, 接近 19 年拥挤度极值	17
图 17: 13 年“移动互联网+”主线行情与拥挤度变化幅度及方向较为一致	18
图 18: 19 年拥挤度的极致并未引发行情结束但加大波动; 当前 TMT 拥挤度同样来到极致范畴	18
图 19: 当前“AI+”行情主线 VS 13 年“移动互联网+”主线总行情及回调	18
图 20: 13 年“移动互联网+”行情中的各次回调时长及回调幅度均不大	18
图 21: 第一次行情切换, 交易拥挤度未给出明确指引	24
图 22: 第二次行情切换, 交易拥挤度未给出明确指引	24
图 23: 第一次行情切换, PE 估值未给出明确指引	24
图 24: 第二次行情切换, PE 估值未给出明确指引	24
图 25: 2022~2026 年 AI 服务器出货量 (千台)	25
图 26: 全球光模块市场规模及预测	25
表 1: PC 互联网和移动互联网依次引发两轮场景革命	6
表 2: “场景革命 4.0” 11 大新场景赋能一览表	7
表 3: 内外催化剂持续推动 13 年移动互联网行情与本轮 AI 行情	10
表 4: 内生产业发展催化、外部政策持续刺激、盈利印证是行情贯穿“三要素”	20

一、引言：AI 奇点时刻到来，“AI+”堪比 13 年“移动互联网+”！

我们自 23.3.2 持续六篇报告推荐数字经济机遇，这是 23 年最值得重视的或将贯穿全年的投资机遇！报告详细梳理数字经济“三大预期差→三大趋势→三大投资线索”、数据要素&数字基建两大基石，数字经济“位置感”，以及由 AI 引发第四次场景革命。我们于 4.3 发布《与风共舞：从经典科技牛看 AI 浪潮》提出，AI 的奇点时刻已经到来，我们当前站在新一轮产业浪潮的拐点，AI 技术的革命性突破让世界对通用人工智能的可能性打开了想象空间，产业前景带来的投资机遇不仅局限于“主题”范畴，可能是新一轮指数级别产业行情的拐点。从具体投资视角来看，我们于 4.2《主线抓牢——“思·变”的△三重奏》中提示，基于五大相似点，本轮“AI+”类似 13 年的“移动互联网+”，中长期来看当前 AI 行情可能小荷才露尖尖角！

在本篇报告中，我们进一步深度挖掘“AI+”与 13 年“移动互联网+”的异同，试图从策略视角，自上而下理解本轮“AI+”的行情。结合策略的 DDM 框架以及产业发展趋势的研究，我们发现本轮“AI+”行情与 13 年“移动互联网+”行情十分相似，因此我们在本文中从策略角度提供一个对“AI+”行情理解的新视角——

- (1) 站在策略 DDM 框架和产业发展趋势研究视角，如何理解当前“AI+”与 13 年“移动互联网+” 5 大的相似点——技术革新引发场景革命、内外催化剂加持、海外宏观环境、国内宏观环境、股市流动性？
- (2) 行情的时间和空间维度上，借鉴 13 年“移动互联网+”行情，如何展望本轮“AI+”的行情和节奏？如何理解“业绩印证”对于“场景革命”技术引领下的行情的作用？
- (3) 投资的具体实施路径上，“AI+”细分环节的投资顺序和路径为何？行情发生切换的触发原因，是内生产业催化剂、外部政策催化剂，还是交易拥挤度抑或是估值要素？

二、“AI+”与13年“移动互联网+”：5大相似点

站在策略DDM框架和产业发展趋势研究视角，基于“技术革新引发场景革命、内外催化剂加持、海外宏观环境、国内宏观环境、股市流动性”五大相似点，我们认为本轮“AI+”与13年的“移动互联网+”十分类似——

（一）相似点1：技术革新引发“场景革命”

技术的革命性突破，带来新一代场景革命，“移动互联网+”和“AI+”分别是两大场景革命。“移动互联网+”是智能手机与APP开启的，以外卖、团购、打车为代表的移动互联网场景革命；而本轮的“AI+”，则是以AI技术突破，推动从“万物互联”到“万物赋能”的跨越的新一轮场景革命（详见3.30《AI：第四次场景革命》）

图1：AI技术引领“第四次场景革命”开启



数据来源：广发证券发展研究中心

1. 2013年移动互联网技术下的“场景革命”：智能手机与APP拉开“移动互联网”序幕，4G技术为移动互联网插上翅膀，PC互联网时代迈向移动互联网时代。

2007年苹果公司发布第一代iPhone，同年谷歌正式推出Android操作系统，成功占领移动终端市场，标志着移动互联网时代的正式开启。2008苹果正式推出应用商店App Store，带动了整个互联网开发和应用模式的重大变革。中国移动互联网萌芽于2000年，中国移动推出了移动互联网业务品牌“移动梦网”，涌现出一大批基于梦网的服务提供商，用户可以通过短信、彩信、手机上网等模式享受移动互联网服务。2009年，工业和信息化部为中国移动、中国电信和中国联通发放第三代移动通信牌照，标志着中国正式进入3G时代，移动网速的大幅提升初步破解了手机上网带宽瓶颈，移动智能终端丰富的应用软件让移动上网的娱乐性得到大幅提升。

图2: 移动互联网发展史



图3: 21世纪第二次场景革命—移动互联网场景革命



数据来源: 广发证券发展研究中心

数据来源: 广发证券发展研究中心

2010年以后随着智能手机的全面崛起, 中国移动互联网得到飞速发展, 更加深入地改变着人们的日常生活, 迎来了移动互联网场景革命。2010年国内微博迎来春天, 基于微博平台的政民沟通、公益参与、信息公开体系迅速发展; 2011年腾讯推出为智能终端提供即时通讯服务的应用程序微信, 2012年微信朋友圈上线, 彻底改变了传统的社交方式; 2013年余额宝上线, 大幅降低理财门槛, 唤醒了公众的理财意识。尤其是2013年工信部正式发放了4G牌照, 网速的大幅提高推动互联网应用全面发展。2014年“滴滴打车”上线, 改变了传统的扬招叫车模式, “互联网+”交通出行深入人心; 各大网游公司纷纷推出各类手游, 抢占市场份额, 其便捷性与移动性对端游造成较大冲击。在21世纪的第二个十年, 社交、电子商务、餐饮出行、教育等领域出现了前所未有的变化, 构成了本世纪第二次场景革命。

表1: PC互联网和移动互联网依次引发两轮场景革命

领域	前互联网时代		PC 互联网时代	移动互联网时代
	传统场景	第一次场景革命	第二次场景革命	
搜索	信息查询	手动查找书籍文献等	百度等搜索引擎	百度等搜索引擎/移动端 APP
社交	传统通讯	书信	邮件	微信
	即时通讯	电话/短信	QQ	朋友圈/移动 APP
	内容社区	宣传栏/线下聚会	论坛/贴吧/博客	手游
娱乐	游戏	街机/主机游戏	端游	移动端在线
	电影	录像厅、VCD/DVD	PC 下载	移动端在线音乐
	音乐	随身听、CD	PC 下载/在线音乐/MP3	
电子商务	购物	百货/商场/商店/电视购物	淘宝/京东 PC 端传统网购	移动端传统网购/生鲜 O2O/直播带货/等菜上门
	支付	现金/汇款/支票	网银/支付宝等 PC 端	网银/支付宝等移动端/支付宝、微信扫码支付
	理财	线下银行存款/基金	PC 端理财	余额宝等移动端理财
	信贷	线下银行		花呗/P2P
餐饮	买菜	菜市场	菜市场	生鲜 O2O/等菜上门

	评价	口口相传	PC 点评网站	移动端点评
住宿	看房	线下看房	线下看房	VR 看房
	租房	线下中介	线下中介/PC 网站	移动端 APP
出行	导航	传统地图/导航仪	传统地图/导航仪/PC 端在线地图	移动端导航
	打车	扬招/电调	扬招/电调	滴滴等各类打车软件
	购票	车站/机场/线下购票点	PC 端线上购票	移动端线上购票
教育	教学	线下授课	PC 录播课程	移动 APP 录播/在线直播
媒体	文学	纸质书籍	PC 在线/下载电子书	移动端在线/下载电子书
	新闻	报纸/杂志/电视	PC 门户网站	移动端新闻/自媒体

数据来源：广发证券发展研究中心

2. 本轮AI下的场景革命：2023年，以AIGC（ChatGPT）为首的AI下游应用迅速铺开，标志着“场景革命4.0”到来，推动完成从“万物互联”到“万物赋能”的跨越——

（1）三大“场景革命”驱动力：①数据要素：自5G技术大范围应用开始，数据要素逐步起量，至AI技术应用场景铺开，数据要素重要性进一步凸显（正向影响经济增长/企业盈利）。②数字技术：同时赋能数据的六大使用环节，推动B端、C端、G端场景全方位变革。③政策加持：数字转型同时作为产业升级与消费升级的重要抓手，持续获得政策加持，上升至国家战略层面。

（2）“场景革命4.0”11大新场景赋能：AI为首的数字技术赋能出行、社交、办公、搜索、娱乐、居住、教育、生产、管理、金融、医疗等11大场景、37个细分场景。

（3）新场景新应用：B、C、G端优质数字新场景：①B端：生产场景：智能工厂（数字化车间、工业机器人）；管理场景：企业云服务（云ERP）；运输场景：智慧供应链（无人矿车、无人港口集装）。②C端：工作场景：在线办公（办公云平台、AI辅助办公软件）；生活场景：智能家居（对话式AI操作助手）、聊天机器人（ChatGPT）；学习场景：智慧教育（教育新基建、教育云）。③G端：政务服务：智慧政务（政务云）；城市治理场景：智慧城市（智慧交通、智慧安防）。

表2：“场景革命4.0” 11大新场景赋能一览表

场景领域	旧场景	场景革命 4.0	对应数字技术	
出行	网约车	扬招打车/打车 APP	语音打车	
	旅行预订	网点购票/线上购票	AI 旅客服务	AI
	驾驶导航	地图/导航 APP	AI 导航	
	辅助驾驶	倒车雷达	高级自动驾驶	
	货物运输	人力/传统交通工具	无人配送/无人港口集装	5G、工业互联网、自动驾驶
	智慧交通	交通信息化	AI 智慧交通	5G、物联网、AI
社交	社交平台	QQ/微信	元宇宙	VR/AR、Web 3.0
	内容社区	微博/朋友圈	VR 社区	
办公	文档编辑	传统办公软件	AI 辅助办公软件	AIGC

	会议	线下会议/视频会议	VR 会议	VR/AR
	个人数据存储	本地存储	公有云	云计算
	合同签署	纸质合同	电子合同/智能合约	Web 3.0
	政务服务	窗口服务/政务 APP	政务云平台/智能政务客服	云计算、AIGC
搜索	搜索引擎	传统搜索引擎	AI 搜索引擎	AIGC
娱乐	游戏	端游/手游	VR/AR 云游戏	云计算、VR/AR
	音乐	MP3/在线音乐	AI 大众音乐创作	AI
	电影	DVD/在线观影	VR 电影	VR/AR
	语音交互	语音助手	聊天机器人	AIGC
	电视节目	演播室	数字主持人	Web 3.0
	演唱会	音乐厅演唱会	虚拟演唱会/数字偶像	VR/AR
居住	看房/租房	线下看房	VR 看房	VR/AR
	家用电器	传统家电	智能家居	物联网、AI
	安防	视频监控	AI 智慧安防系统	5G、物联网、AI
教育	课堂教学	教师口授/PPT	VR 课堂	VR/AR
	教学管理	纸质文档/本地教学数据	教育云平台	云计算
生产	硬件设施	人工流水线	数字化车间	5G、工业互联网、云计算
	工业机械	传统机械设备	工业机器人/人型机器人	5G、工业互联网、AI
	员工培训	教师演示/实物操作	VR 培训	VR/AR
	企业劳动力	普通员工	数字员工 (RPA)	Web 3.0
	数据中心	传统数据中心	模块化数据中心/ 边缘数据中心	云计算
管理	企业管理	传统 ERP	云 ERP	云计算、大数据
金融	支付方式	现金支付/第三方移动支付	数字货币	区块链
	银行服务	线下网点/银行 APP	AI 智慧银行	AI
	理财服务	咨询理财顾问	智能理财规划	
医疗	购药	药房/医药电商	智慧药房	AI
	慢病问诊	医院/诊所	AI 智慧诊断	
	医院管理	医疗信息本地存储	医疗云平台	云计算

数据来源：广发证券发展研究中心

（二）相似点 2：内外催化剂持续刺激

本轮“AI+”与13年“移动互联网+”均是产业生命周期迎来彻底的应用拐点，产业内生性催化剂不断喷薄而出的同时，外部政策催化剂进一步刺激。

1. 产业内生性催化事件不断：

（1）2013年被视为中国智能手机发展元年，智能手机的广泛普及为移动互联网+的应用和并购投资热潮做了铺垫。苹果4G手机“iphone5”的首次发布更是把智能手机的技术推向了高潮。而后中国三大移动网络运营商开始布局相关4G通信，4G牌照的正式颁发更是标志着我国电信产业进入4G时代。移动互联网的爆发给众多领域带来了变革，最重要的是移动APP市场的蓬勃发展。腾讯在2013年推出的微信5.0正式

开启了微信的商业化版图，其中“微信支付”等功能的推出更是为“移动互联网+”行情起到了推波助澜的作用。

传统行业也逐步与互联网几乎结合，形成“互联网+”模式，包括电子物流、电子商务、互联网教育、互联网医疗和互联网金融等都是传统行业在移动互联网下的升级创新，P2P、余额宝等相关线上金融产品也陆续浮现。同样的，“移动互联网+”也加快了新兴行业的发展，包括手机游戏、移动视频和移动阅读等，移动端娱乐成为了人们日常生活的必需品，内需的逐步扩大业带来产业的深化发展。

在技术升级的牵引下，互联网行业迎来一轮并购热潮，阿里巴巴5.86亿美元入股新浪微博，腾讯4.48亿美元注资搜狗，百度宣布19亿美元全资收购91无线，创下中国互联网并购案的金额新纪录。并购热潮进一步洗牌行业、升级行业，移动互联网行业的资本运作在13年显得格外热闹。

(2) 本轮AI+，则是在ChatGPT的带动下，首次将AI推进到社会生活中，而后3月发布的GPT-4，作为chatgpt3.5模型的升级，则是在技术面对AI的持续深化起到催化作用。

在AI应用方面，短短3个月的时间，微软先后从代码优化、数据安全以及办公软件等方面发布了Microsoft 365 Copilot、Security Copilot、GitHub Copilot通过ChatGPT完成对各类应用的优化升级。除此之外，GPT也在一些传统互联网企业中发挥出自己独特的智能作用。微软开始找寻Azure OpenAI服务在游戏开发中的应用场景；第五代Midjourney结合ChatGPT，修复了手部绘画不逼真等难题。同时，在国内AI方面，百度推出“文心一言”产品，首次提出“中国GPT”概念。

本轮AI行情下，模型的研发投资和使用成为了互联网投资并购的核心。2023年1月，微软以678亿元收购OpenAI的49%的股权。对于国内方面而言，2023年4月芯互联完成数亿人民币B轮融资，本轮融资金额在本年度所有B轮融资中排名前5%。

在此类内生性催化剂的推波助澜下，AIGC产业或将成功落地，颠覆各行各业，掀起内容生产力改革。目前AIGC产业的相关应用仍如雨后春笋般涌现，AI技术的突破会持续带来内生性的催化剂，新型应用将持续不断的映入我们眼球。

2. 外部政策持续催化：

(1) 2013年，外部政策持续催化移动互联网的发展。2月《关于促进信息消费扩大内需的若干意见》、8月《关于促进信息消费扩大内需的若干意见》、9月《关于组织实施2013年移动互联网及第四代移动通信产业化专项的通知》纷纷表明国家对移动互联网发展的大力支持及普及移动互联网的决心。

传统行业寻求“互联网+”模式的浪潮下，相关政策出台鼓励产业共振。例如13年1月，国家广电总局下发《广电总局关于促进主流媒体发展网络广播电视台的意见》，鼓励电台电视台与宽带互联网、移动通信网等新兴媒体结合。

在移动互联网蓬勃发展的背景下，叠加美国“棱镜事件”爆发，信息安全也受到重视，与网络信息安全相关的政策也陆续出台。例如，2013年7月，工信部公布《电信和互联网用户个人信息保护规定》，充分维护网络信息安全。

(2) 本轮AI+，数字中国相关政策持续推出，数字经济按下加速键。在短短的2个月，国家便多次出台利好数字经济相关行业的政策，2月发布的《数字中国建设整体布局规划》明确表明数字中国建设的重要性，数字经济和实体经济深度融合将

是不可逆的时代潮流。

产业共振方面，2月23日国务院办公厅印发《关于进一步深化改革促进乡村医疗卫生体系健康发展的意见》，大力推进“互联网+医疗健康”。在AI+与各产业深度融合的浪潮下，预计国家将出台更多产业共振政策，鼓励产业的深度数字化。

数字安全方面，2月《个人信息出境标准合同办法》公布，规范个人信息出境活动。在AIGC引发信息安全热议的背景下，国家政策出台有利于维护使用者权益，进而保障AI行业的可持续发展。鉴于本轮AI+对数据流动共享的高要求，预计国家将出台更多数字安全相关政策。

表3: 内外催化剂持续推动13年移动互联网行情与本轮AI行情

	2013年“移动互联网+”	本轮“AI+”
产业内生催化剂	应用基础 苹果公司于2012年9月推出iPhone5智能手机，首次支持4G网络，智能手机普及和4G落地将推动移动互联网进入快速发展的时代；移动APP市场的蓬勃发展更是进一步催化了“移动互联网+”行情。	OpenAI于2022年11月30日首次发布ChatGPT，该程序是基于GPT-3.5的人工智能聊天系统，首次将AI推进到社会生活中；3月发布GPT-4，该模型在各方面优于首次发布的chatgpt3.5，对AI持续深化应用起到催化作用。
	投融资并购 2013年中国互联网企业现并购热潮，阿里巴巴5.86亿美元入股新浪微博，百度3.7亿美元收购PPS视频业务，苏宁云商与联想控股旗下弘毅资本共同出资4.2亿美元战略投资PPTV，腾讯4.48亿美元注资搜狗等。其中，8月14日，百度全资子公司百度（香港）有线公司以18.5亿美元收购91无线网络有限公司100%股权，成为中国互联网最大并购案。	2023年1月，微软拟以678亿元收购OpenAI的49%的股权。2023年4月核心互联完成数亿人民币B轮融资，是一家物联网解决方案提供商，投资方为东方富海、招商局资本、华强创投，本轮融资金额在本年度所有B轮融资中排名前5%。
	微信移动支付 ：2013年8月微信5.0上线，腾讯正式开始探索微信商业化探索，游戏中心和“微信支付”等商业化功能推出。	中国版GPT上线 ：百度于2023年3月16日正式推出“文心一言”，并开启内测，面向企业客户开放文心一言API接口调用服务。
	移动安全领域 ：360推儿童手环，定义移动安全新边界，开始出现可穿戴设备的市场。	数据安全 ：3月16日，微软发布Security Copilot，是一款让安全人员能够以AI的速度和规模做出响应的安全产品
	“互联网+”的传统行业 ：2013年，互联网教育、互联网医疗、互联网旅游等传统行业与互联网技术相结合而形成的“互联网+”模式。	办公软件 ：3月28日，微软发布Microsoft 365 Copilot，用于辅助用户在Microsoft 365应用和服务中生成文档、电子邮件、演示文稿。
	电子商务 ：仅2013年上半年，全国电子商务交易额已达4.35万亿元，同比增长24.3%。	代码优化服务 ：GitHub Copilot能自动生成相应环境下的代码语言，对已有代码在用户的指令下进行完善，并提供相应的代码优化服务。
	互联网金融 ：2013年6月，阿里巴巴在支付宝基础上余额宝；百度推出百发在线理财产品；腾讯推出微支付、基金超市。	GPT金融 ：3月30日，根据彭博社发布最新产品BloombergGPT。该模型依托彭博社的大量金融数据源，支持金融行业内的各类任务。
移动游戏 ：移动网在线游戏用户为1.2亿，比2012年增加349.4%，移动网在线游戏用户规模实现井喷	游戏开发 ：微软针对国内游戏开发现状对发布内容进行拆解与分析，分享关于Azure OpenAI服务在游戏开发中的应用场景。	
移动视频 ：2013年4月16日，优酷移动视频流量、用户双双过亿。	图像生成 ：2023年3月31日，新版Midjourney（第五代）结合ChatGPT，修复了手部绘画不逼真等难题	

外部政策催化剂	数字中国	2013年2月22日，国家发改委会公布《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》，明确提出大力发展与建设新一代信息技术产业，推动新一代移动通信、互联网、物联网设备等移动通讯终端、云计算设备等战略新兴产业进一步发展，引导社会资源投向。	2023年2月27日，国务院印发了《数字中国建设整体布局规划》，《规划》指出建设应全面提升数字中国建设的整体性、系统性、协同性，促进数字经济和实体经济深度融合，以数字化驱动生产生活和治理方式变革
		2013年8月1日，国务院印发《“宽带中国”战略及实施方案》，通知提出到2015年宽带应用水平大幅提升，移动互联网广泛渗透；2020年宽带应用深度融入生产生活，移动互联网全面普及	2023年2月24日国务院新闻办就“深入实施创新驱动发展战略加快建设科技强国”举行发布会，科技部高新技术司司长陈家昌表示科技部将把人工智能作为战略性新兴产业，作为新增长引擎，继续给予大力支持
		2013年8月14日，国务院印发《关于促进信息消费扩大内需的若干意见》。《意见》指出面向移动互联网、云计算、大数据等热点，鼓励智能终端产品创新发展。发展移动互联网产业，拓展新兴信息服务业态，推进网络信息技术与服务模式融合创新	2023年3月10日第十四届全国人民代表大会第一次会议表决通过了关于国务院机构改革方案的决定，根据《国务院机构改革方案》第八项内容，国家数据局正式获批成立，数字经济相关行业将受益
		2013年09月22日，发改委印发《关于组织实施2013年移动互联网及第四代移动通信产业化专项的通知》，加快推动移动互联网和TD-LTE产业发展	2023年4月3日，国家发展改革委：六方面发力做强做优做大数字经济——加强政策制度建设、适度超前部署数字基础设施建设、大力推动数字产业创新发展、加快深化产业数字化转型、持续提升数字公共服务水平、不断深化数字经济国际合作
	产业共振	2013年1月4日，国家广播电影电视总局下发《广电总局关于促进主流媒体发展网络广播电视台的意见》，鼓励电台电视台与宽带互联网、移动通信网等新兴媒体结合，发展新形态广播电视播出机构——网络广播电视台	2023年2月23日国务院办公厅印发《关于进一步深化改革促进乡村医疗卫生体系健康发展的意见》，文件提到加快推进县域内医疗卫生服务信息化，大力推进“互联网+医疗健康”，加快推动人工智能辅助诊断在乡村医疗卫生机构的配置应用
		数字安全	自2013年9月1日起，为了进一步规范互联网接入服务规范，工业和信息化部制定的《互联网接入服务规范》正式实施，对电信业务经营者向公众用户提供互联网接入服务规定了服务质量指标和通信质量指标。
	2013年7月16日，工信部公布《电信和互联网用户个人信息保护规定》，保护电信和互联网行业用户信息，维护网络信息安全。		2023年3月23日，国家互联网信息办公室公布《网信部门行政执法程序规定》，进一步规范和保障网信部门依法履行职责，保护公民、法人和其他组织的合法权益

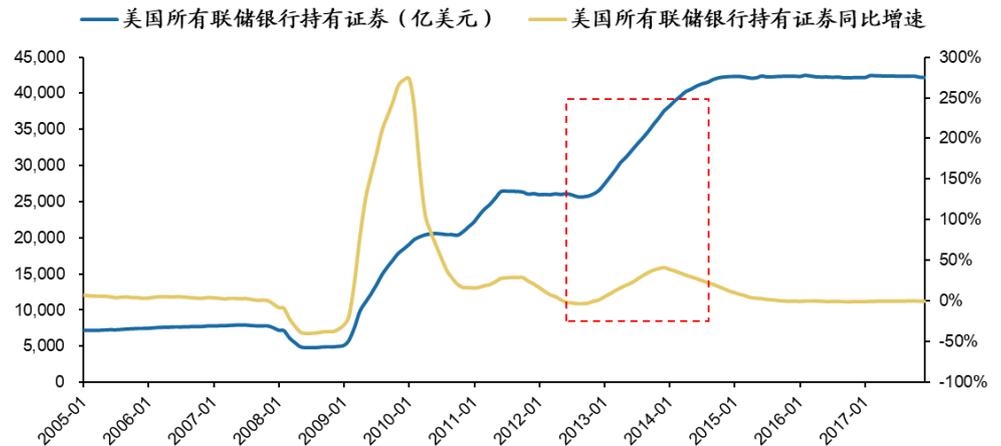
数据来源：广发证券发展研究中心

（三）相似点 3：海外宏观环境

13年初和当前，海外宏观环境均迎来了相似的环境：美联储货币政策边际转松。12年末美联储开启QE3 & QE4；23Q2美联储加息周期尾声，全球流动性将迎拐点。

1. 12年末：QE3 & QE4重新释放流动性，海外市场流动性持续宽松。12年9月美联储宣布了第三轮量化宽松货币政策(QE3)，同年12月美联储宣布了第四轮量化宽松货币政策(QE4)，全球流动性和风险偏好均迎来改善。

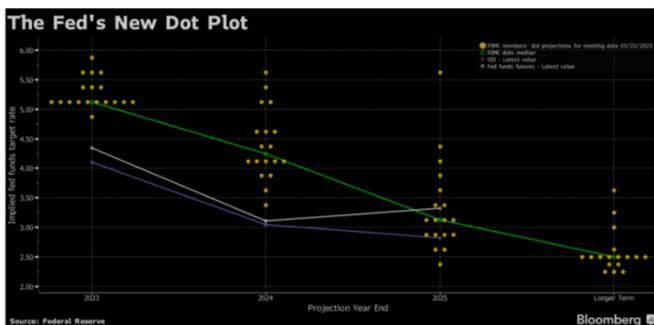
图4：美联储12年末起重启QE，快速扩表



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

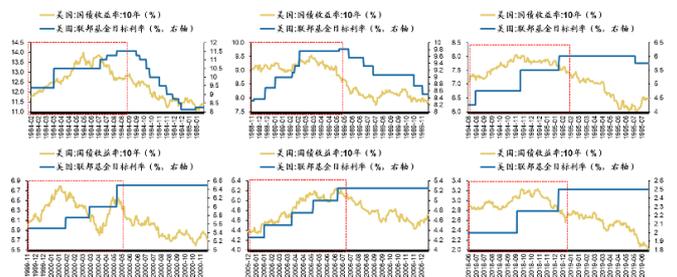
2. 23年二季度：美联储加息路径愈发清晰，全球流动性迎来拐点。从去年3月至今，美联储已进行9次加息。但随着SVB、瑞士信贷事件相继发生，美债深度利率倒挂的副作用已经显现。美联储在3月FOMC中对加息的表述由“为控制通胀而持续加息”转为“一些额外的政策紧缩可能是合适的”，叠加3月FOMC会议美联储加息至4.75%-5%之间，散点图显示2023年政策利率预期中位数为5%-5.25%，指向本次加息或已至尾声。北京时间3.31美国2月核心PCE物价指数出炉，美国通胀数据重回“低预期”轨道，上一次美国通胀数据从略高于预期进入略低于预期是22年11月10日；美国3月ADP就业人数低于预期、3月Markit服务业PMI低于预期等数据，进一步提升了市场对于美联储即将停止加息甚至年内降息的预期。我们在12.27《美加息尾声，关注大类资产拐点！》指出，鉴往知今，美债利率的顶部拐点领先美联储最后一次加息2个月左右。在美联储加息路径愈发清晰的背景下，当前全球流动性也将迎来拐点。

图5：3月点阵图显示本轮加息尾声将至



数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

图6：债券收益率的下行会领先于美联储末次加息



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(四) 相似点 4: 国内宏观环境

13年“移动互联网+”行情国内宏观环境背景，与当前的具有相当的相似性：①经济处在复苏通道上，但复苏弹性偏弱如地产弹性不足；②社融持续改善；③外需对出口拉动不足，出口增速回落——

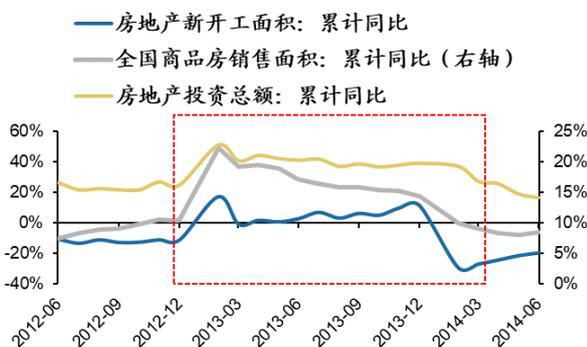
1. 13年宏观经济背景：整体呈现复苏，但复苏力度不算强劲；基建强于地产；外需对出口拉动不显著。

(1) 2012年初随着经济增速的快速下行，政府采取了“新一轮”的经济刺激政策，推动基建投资增速快速拉升。地产销售降幅收窄、地产新开工逐步回暖，地产行业景气有所回升，但复苏弹性较弱；基建投资增速自12年起不断回升，虽于13年4月触顶，但此后保持在较高增速。

(2) 社融得益于基建的宽松得到明显的改善，2012年4月开始，社融企稳，13年上半年社融增速大幅回升，政策的宽松逐步传导到信用端。但经历6月“钱荒”后，13年下半年起，社融增速有所回落。

(3) 外需对出口拉动较弱。13年，在QE的助推下美国经济有所回暖，零售数据、财政赤字等多项数据表明经济有所好转，但QE退出的预期与债务上限谈判使美国复苏程度有限。在德法等国的带动下，欧盟经济衰退也有所减缓，但债务危机阴霾未全部消散，仍对欧盟经济复苏有较大阻碍。整体而言，海外经济体弱复苏，13年出口增速回落。

图7：房地产销售降幅收窄



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图8：基建投资保持较高增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2. 23年宏观经济展望：经济整体复苏，但地产复苏向上弹性不强且存在滞后期，叠加“此消彼长”下本轮中国经济复苏缺乏外部共振，经济复苏的弹性受到压制。社融开始上行，国内宏观经济环境与13年相似。

(1) 一方面，23年地产渐进复苏，但地产链修复力的政策力度介于12年与15年之间，地产投资修复动能较弱。当前地产销售“量价”数据均有所改善，1-2月商品房销售面积同比下降3.6%，降幅明显收窄；2月份全国70个城市新建商品住宅价格指数环比涨幅为0.3%，为21年9月以来首度转正。考虑到本轮地产链“稳增长”迫

切性明显强于12年，但在本轮“房住不炒”下，地产投资修复动能较弱，预计修复弹性同样将较小，修复力度或将介于12年与15年之间。地产销售修复到投资启动一般要8-10个月的滞后期，即便23年初地产销售“量价”数据改善，地产投资改善也要等到4季度以后，对23年经济的拉动效果有限。

(2) 本轮中国经济的复苏缺乏外部共振，导致经济复苏的弹性受到压制。历史上的A股盈利周期与海外经济周期往往共振，而23年外需回落+出口下行的背景下（类似13年、19年），23年A股的盈利上行周期或与历史周期相比缺乏弹性。

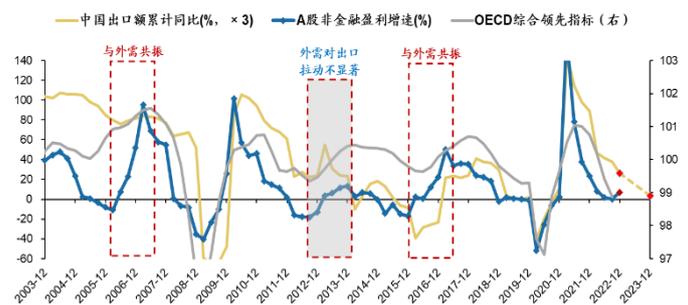
(3) 历史上来看，类似当前“商品房销售增速下行的底部区域+企业信贷规模与居民信贷规模显著劈叉”并存出现后，广义流动性往往得到显著的改善。历史上类似组合期间共有4个：08年12月、12年2月、15年2月、2020年2月。其中，08年12月和12年2月前后基建政策出现显著的改善，基建增速的快速提升带来广义流动性的改善；而15年2月、2020年2月前后则是房地产等部门的信用环境出现了显著的改善。鉴古知今，我们预计在2023年1月再次出现“商品房销售增速下行的底部区域+企业信贷规模与居民信贷规模显著劈叉”的情况后，广义流动性有望出现持续的改善。

图9：地产弹性不足且存在滞后期



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图10：23年进入罕见的与外需背离的A股盈利上行周期



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图11: “地产销售+企业和居民信贷劈叉”出现后社融增速均上行



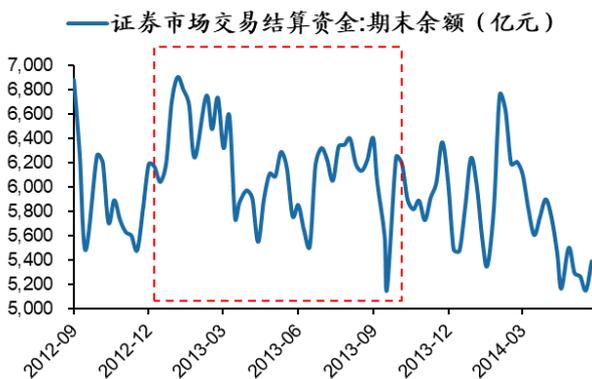
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（五）相似点 5：股市微观流动性类似

13年和本轮的股市微观流动性具备类似的特征：市场以“存量博弈”为主导，显著的增量资金尚未明晰。

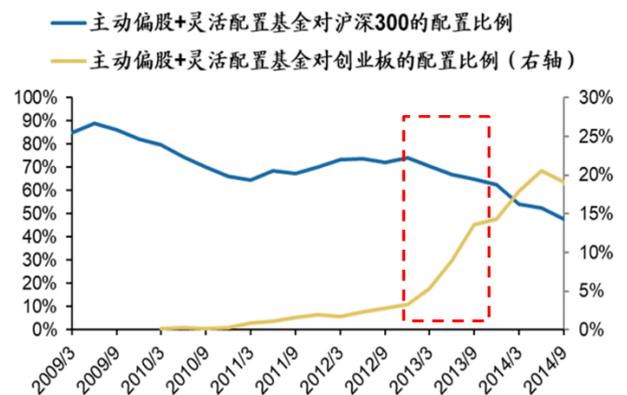
1. 13年：增量资金有限，市场“存量博弈”。在“移动互联网+”行情主导的2013年，证券市场交易结算资金基本保持在5500-6500亿元的区间内波动，没有大幅增加，而同期股票+混合型基金份额自2.0万亿不升反降、至1.8万亿左右水平，表明市场维持存量资金。存量资金格局下，13年投资者经历了明显的换仓行为。

图12: 证券市场交易结算资金并未大幅增加



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

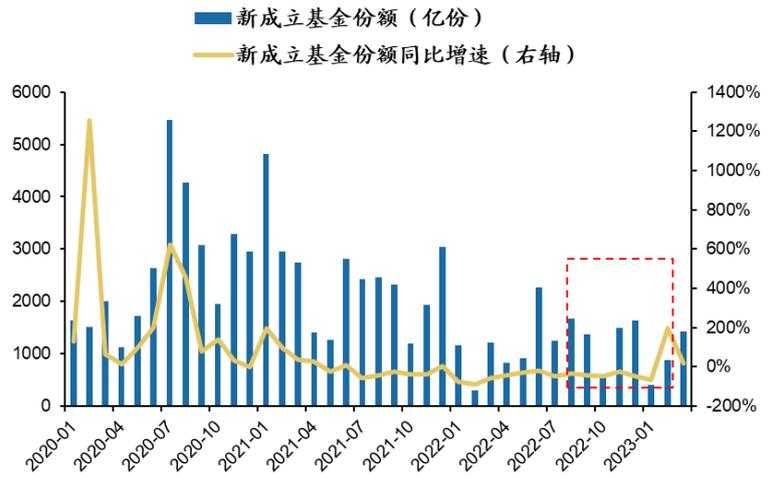
图13: 机构经历“卖大票换小票的换仓”



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2. 23年：增量基金尚未明确，新成立基金份额尚未显著回暖。新成立基金份额持续上行往往需要同时具备两大要素：①显著持续的赚钱效应；②居民其他可配置资产收益率趋势性下行。当前新成立基金份额大幅上行的重要条件“显著持续的赚钱效应”尚未完全满足，基金份额的大幅回暖尚需时日。

图14: 23年新成立基金份额仍然偏低



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三、“AI+”展望之1：行情上涨的时间和空间研究

全方面对比下，本轮“AI+”的第一波上涨因交易拥挤波动加大但趋势未变；中长期来看，当前AI行情可能小荷才露尖尖角！

（一）第一波行情 & 第一波回调的时间与空间

第一波行情：时长来看，13年“移动互联网+”行情第一波持续快速上涨时长为93天，截止4月6日AIGC指数的第一波上涨时长为66天，尚有一月之距离；涨幅空间来看，截止4月6日本轮AIGC上涨的幅度47.1%，尚远低于“移动互联网+”时期的第一波上涨幅度67.7%；而本轮AIGC估值的拔升幅度32.7%，也低于“移动互联网+”第一波行情时拔升的72.1%。

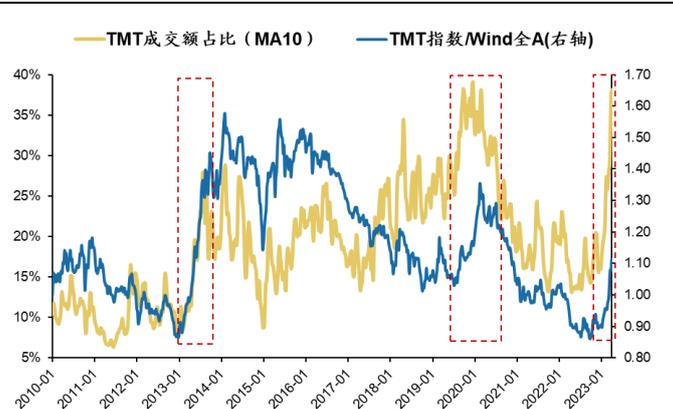
首次回调：拥挤度是催化剂，行情波动增大，但回调幅度并不大。13年“移动互联网+”第一波回调时，TMT的拥挤度（成交额占比）达到过去三年新高11.9%，市场波动增大；回调的持续时间和幅度分别为40天和-11.5%。但后续市场继续上涨，拥挤度持续创下新高，行情中拥挤度最高接近30%。当前TMT的拥挤度达到38.2%（截至2023年4月6日），接近19年拥挤度极值。但19年拥挤度两次触及39%，TMT的总行情均未结束，仅引发短暂的回调或波动性增大，之后TMT行情继续上行。我们认为，本轮“AI+”的第一波上涨因交易拥挤波动加大但趋势未变。

图15：当前“AI+”行情主线 VS 13年“移动互联网+”主线第一次行情及回调

对应指数	本轮AI行情 (截止2023年4月6日)	13年A股 “移动互联网+”行情
	AIGC指数	互联网指数
行情启动日	2023/1/30	2012/12/3
第一波行情结束日	尚未结束	2013/3/6
第一波行情持续时长(天)	66	93
第一波行情涨幅	47.1%	67.7%
第一波行情估值拔升幅度	32.7%	72.1%
第一波行情盈利贡献幅度	10.9%	-2.6%
首次回调跌幅	-	11.5%
首次回调持续时长(天)	-	40

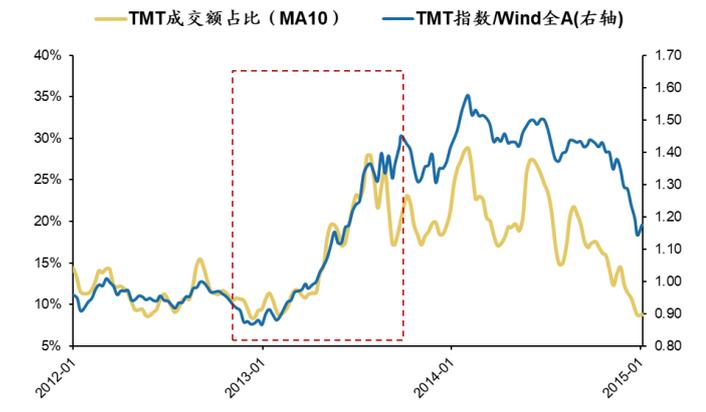
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图16：当前TMT拥挤度已超13年顶峰，接近19年拥挤度极值



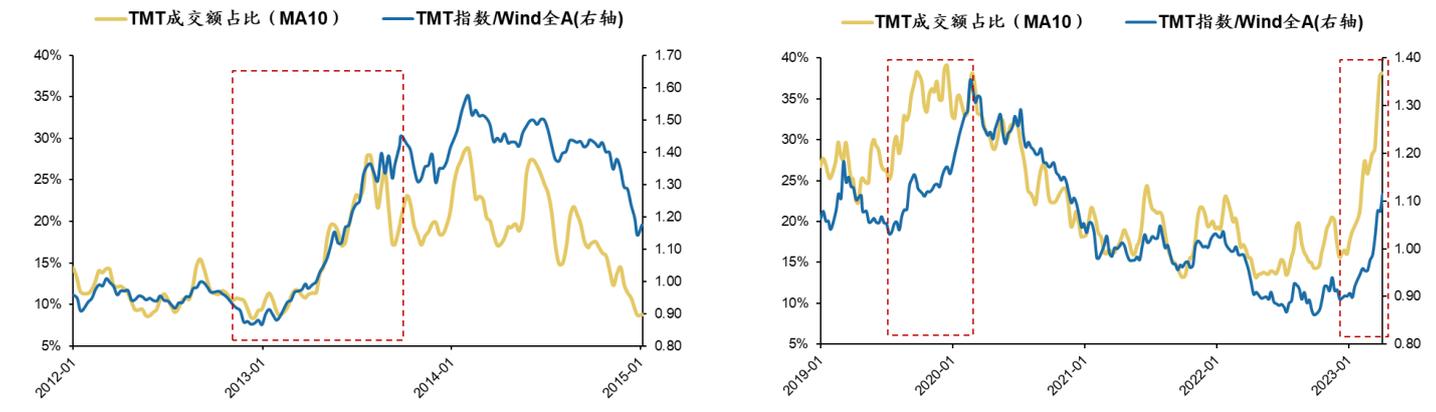
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图17: 13年“移动互联网+”主线行情与拥挤度变化幅度及方向较为一致



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图18: 19年拥挤度的极致并未引发行情结束但加大波动; 当前TMT拥挤度同样来到极致范畴



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

（二）中长期来看，“AI+”行情小荷才露尖尖角

中长期来看，AI+行情空间较大，时间跨度较长，且“盈利印证”重要但并非行情持续性的决定性条件：13年A股“移动互联网+”行情几乎贯穿全年，总时长达到322天，总涨幅则是超过了250%。具体来看，以互联网指数为代表，13年的“移动互联网+”总共经历过3次较为典型的回调，回调时长分别为40、17、19天，回调幅度分别为11.5%、9.5%、13.7%，整体回调时长和幅度并不大，而每一次回调均是买入的机会。

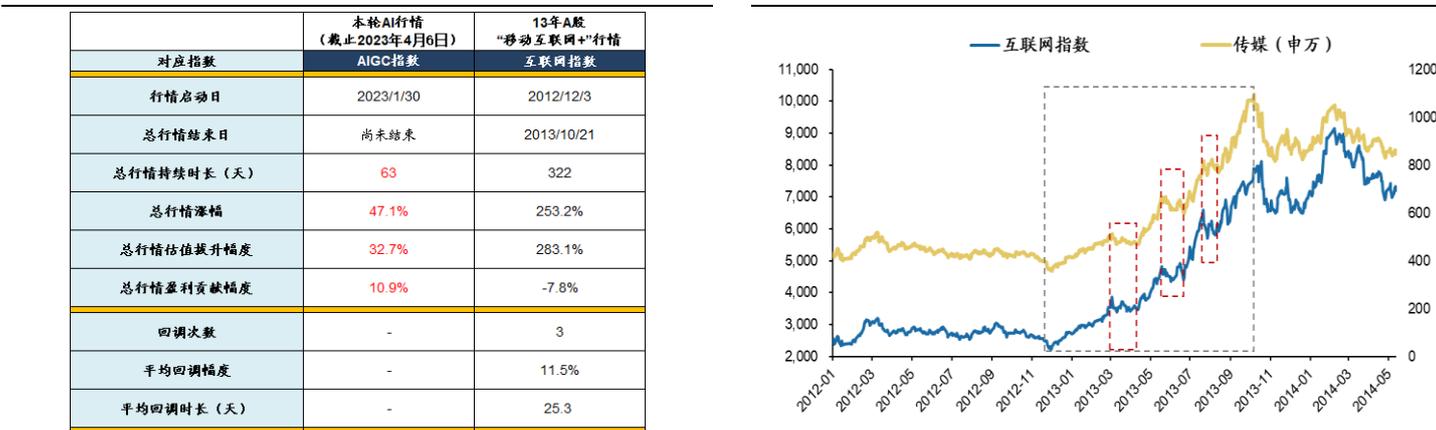
“盈利印证”重要但并非行情持续性的决定性条件。而移动互联网场景革命下的“移动互联网+”行情还有一个重要的特征：行情中估值的贡献远大于盈利。在整个“移动互联网+”行情中，整合行情中涨幅最高、占据行情主导地位的互联网指数几乎所有涨幅均由估值贡献，即“盈利印证”虽重要但并非行情持续性的决定性条件；但我们将在下文进一步论述，能够实现“盈利印证”的行业更容易具备持续、贯穿整个行情的上涨动力。综上所述，我们认为中长期来看当前AI行情可能小荷才露尖尖角！

图19: 当前“AI+”行情主线 VS 13年“移动互联网+”主线总行情及回调

对应指数	本轮AI行情 (截止2023年4月6日) AIGC指数	13年A股 “移动互联网+”行情 互联网指数
行情启动日	2023/1/30	2012/12/3
总行情结束日	尚未结束	2013/10/21
总行情持续时长(天)	63	322
总行情涨幅	47.1%	253.2%
总行情估值提升幅度	32.7%	283.1%
总行情盈利贡献幅度	10.9%	-7.8%
回调次数	-	3
平均回调幅度	-	11.5%
平均回调时长(天)	-	25.3

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图20: 13年“移动互联网+”行情中的各次回调时长及回调幅度均不大



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

四、“AI+”展望之 2：上涨的路径—催化剂、盈利印证还是估值更重要？

复盘13年“移动互联网+”行情，我们发现有两明确的主线：一方面存在两大贯穿整个行情阶段的主线行情；另一方面，市场行情又大体沿着“移动互联网”产业链，呈现“自上而下”的轮动行情。

主线行情方面，能够贯穿整个行情的主线行情（涨幅接近甚至超过200%）需要同时具备三大要素：内生产业发展催化、外部政策持续刺激、盈利印证。但我们进一步研究发现：①同时具备内部产业催化和外部政策刺激，但盈利印证缺席的行业，往往也能够实现较高的涨幅（超过120%）；②而具备业绩增速印证，但内部产业催化和外部政策刺激要素缺席的行业，虽仍有一定涨幅（60%左右），但显著跑输主线行情。

产业链行情轮动方面，我们发现2013年“移动互联网+”行情大致可以分为三个阶段：第一阶段行情以上游硬件为主，第二阶段扩散到中游软件、服务，第三阶段进一步下沉至下游应用。进一步的，如何判断行情即将出现切换？我们认为需要关注三大指引指标：外部政策、行业内催化因素，阶段性回调。但与投资者直觉不相符的是，市场赔率和交易指标——市场拥挤度与估值——并不能为行情的轮动切换提供指引信号。

借鉴13年“移动互联网+”行情，我们认为本轮“AI+”行情也将分三阶段走：上游算力→中游软件服务→下游应用。当前行情仍在第一阶段，我们重点首推“上游算力”；同时投资者需要关注向第二阶段“中游软件服务”和第三阶段“下游应用”的切换信号，如行业应用端的内生性技术进展、政策对应用端的支持进一步扩散亦或者是“AI+”主线调整后市场寻找下一个方向等切换催化剂。

（一）为何数字媒体与影视院线能够贯穿 13 年“移动互联网+”行情？

回顾2012年12月初至2013年10月中旬的“移动互联网+”行情，数字媒体与影视院线两大细分行业是贯穿整个阶段的行情主线。行情伊始，数字媒体行业显著跑赢TMT行业整体市场表现，2013年4月，影视院线行业市场上涨斜率显著上修，长期延续高增长态势，并在2013年5月超越数字媒体行业成为自行情开始以来市场表现最为占优行业，整个“移动互联网+”行情期间，数字媒体与影视院线行业分别实现215.2%和190.3%的绝对收益。

我们站在策略视角，总结两大贯穿整个行情的细分行业的特征，能够贯穿整个行情的主线行情需要同时具备三大要素：内生产业发展催化、外部政策持续刺激、盈利印证——①盈利印证：2013年前3季度，数字媒体和影视院线的累计净利润同比增速均达到了72%的高位，前三季度的盈利改善持续落地，调研数据和中高频景气数据不断印证两大行业的景气复苏；②产业自身的内生性发展催化事件持续发酵：一方面新技术运用为行业原有业务不断增添新场景，另一方面相应行业的并购重组

在2013年进入热潮，同时行业生态快速重塑、竞争格局快速变化。③外部政策端利好持续刺激：对应细分行业的生态发展得到政策的扶持。

但三大要素之间的重要性如何判别？我们进一步研究发现：①同时具备内部产业催化和外部政策刺激，但盈利印证缺席的行业，往往也能够实现较高的涨幅（超过120%）；②而具备业绩增速印证，但内部产业催化和外部政策刺激要素缺席的行业，虽仍有一定涨幅（60%左右），但显著跑输主线行情。例如，同样是“移动互联网+”下的行情，IT服务行业和游戏行业虽然在2013年持续等不到业绩增速由负转正的业绩反转印证，但由于其行业得到了外部政策的直接支持、行业内部催化事件持续推动，在催化剂的不停支撑下两大行业在13年“移动互联网+”行情中均获得了超过120%以上的涨幅；但计算机设备和光学光电子虽然前三季度业绩持续高增，13年前第三季度的累计盈利增速分别达到了42%和134%，但由于缺乏外部政策和行业内生事件的催化，在13年“移动互联网+”大行情期间录得的涨幅仅为87%和62%，显著跑输主线行情。

表4：内生产业发展催化、外部政策持续刺激、盈利印证是行情贯穿“三要素”

市场表现	行业特征	二级行业	2013年三季度净利润累计同比增速	区间涨跌幅 (2012.12.01-2013.10.30)	外部政策催化	行业内生催化
贯穿主线	盈利较强且有内外催化剂	数字媒体	72%	215%	<p>鼓励发展网络广播电视台，确立其新媒体传播领域主流地位：2013年1月国家广电总局下发《广电总局关于促进主流媒体发展网络广播电视台的意见》鼓励电台电视台与宽带互联网、移动通信网等新兴媒体结合，发展网络广播电视台新形态，并逐步确立其在新媒体传播格局中的主流地位。</p>	<p>乐视超级电视引发视频应用终端竞争加剧：2013年5月，乐视网宣布，正式推出乐视TV超级电视X60以及普及型产品S40，以此作为其互联网智能电视的硬件入口，由此引发国内互联网视频平台和电视硬件产业的加速融合。</p> <p>微信付费订阅推出，数字媒体盈利场景扩展：2013年8月，微信支付正式上线。微信的付费订阅为数字媒体的付费内容创作等业务提供更便利支付途径和支付场景，比如娱乐（游戏的增值服务）、文学（杂志的延伸阅读）。</p>
		影视院线	72%	190%	<p>国家新闻出版广电总局成立：2013年3月，国家新闻出版广电总局正式挂牌成立。统筹监督管理广播影视节目的内容和质量，有助于更有效地打击出版物和影视作品的盗版与盗播问题。</p> <p>广播影视作品制作、播映、发行纳入营改增试点：2013年4月，国务院常务会议决定，将广播影视作品的制作、播映、发行等纳入交运业及现代服务业“营改增”全国试点。据国务院测算，全部试点地区2013年相关企业将减轻负担约1200亿。</p>	<p>线上购票模式13年全面推广。2013年美国网开启了电影团购业务，2013年全年电影票线上团购贡献了全年票房的16.72%。</p> <p>影视行业持续整合，兼并收购热潮不断：2013年5月，大连万达集团和美国AMC影院公司签署并购协议，总交易金额高达26亿美元，万达成为全球规模最大的电影院线运营商。7月，华谊兄弟购买银汉科技50.88%的股权，股权预估价值约6.72亿元，意图向下并购游戏公司以延伸产业链，打造综合性传媒集团。</p>

阶段 行情	盈利 较差 但有 内外 催化 剂	IT 服 务 II	-14%	123%	国务院印发《“宽带中国”战略及实施方案》（以下简称《战略方案》）：《战略方案》强调要促进产业链不断完善。通过关键技术研发、重大产品产业化、智能终端研制和支撑平台建设等，推进技术创新，提升产业自主能力。同时，注重增强宽带网络安全保障能力。加快构建应急通信系统，保障网络信息安全。	余额宝理财产品上线，2013 年成为互联网金融元年。余额宝借助蚂蚁和阿里平台的丰富应用场景迅速成为集收益性、流动性、安全性和便利性于一身的客户消费和理财行为的底层账户。 多领域内合作并购推动中游研发。5 月，高德宣布获得阿里 2.94 亿美元投资。双方将在地理数据、地图引擎、产品开发与推广、技术和商业化等多个层面展开合作。移动搜索领域也迎来龙头合作，9 月，腾讯向搜狗注资 4.48 亿美元并将旗下的腾讯搜搜业务和其他相关资产并入搜狗，以完善产业布局。
		游戏 II	-23%	128%	《网络出版服务管理规定》、《网络游戏审批管理细则》落地：两规定出台将提高网络游戏审批效率，规范网络游戏出版运营秩序，为企业提高自主创新能力、创作更多精品力作提供制度保障。 新闻出版总署办公厅决定开展第八批“中国民族网络游戏出版工程”项目申报评选工作：继续扩大民族网络游戏作品的积极影响，推动中国网络游戏产业向更高层次、更高水平发展。	游戏行业掀起兼并收购热潮：2013 全年，A 股共有 20 家上市公司发起 22 次有关游戏的并购，其中 14 次为手游收购，涉及并购金额 194.69 亿元。其中，百度 2013 年 7 月 16 日对外证实将斥资 19 亿美元收购 91 无线。这也打破了 2005 年雅虎投资阿里巴巴时 10 亿美元的纪录，成为中国互联网行业最大投资案。
表现 较弱	盈利 较强 但无 内外 催化 剂	计算 机设 备	42%	87%	-	-
		光学 光电 子	134%	62%	-	-

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）13 年“移动互联网+”行情大致可分为三个阶段：沿着产业链轮动

产业链行情轮动方面，我们发现 2013 年“移动互联网+”行情大致可以分为三个阶段：第一阶段行情以上游硬件为主，第二阶段扩散到中游软件、服务，第三阶段进一步下沉至下游应用。

1. 第一阶段（2012 年 12 月上旬-2013 年 5 月中旬），以上游硬件为主。第一阶段内，在 TMT 二级行业内明显相对占优的主要是通讯设备以及广告营销。2012 年 12 月初以来，智能终端、通讯基础设施建设不断推进，通讯设备行业延续高景气行情，至 2013 年 5 月初实现约 50% 累计涨幅。总的来说第一阶段行情驱动以 TMT 产业链上游硬件驱动为主。

2. 第二阶段（2013年5月下旬-2013年7月下旬）：行情以中游软件、服务为主，并开始向部分最敏感的下游行业扩散。5月中旬以来，前期上游占优产业明显回调，持续相对走弱，市场逐步确立了对软件开发、IT服务的行情主线，体现市场交易主线沿“移动互联网+”产业链条的向下扩散。截止至二阶段末，两行业录得近40%累计涨幅。与此同时，敏感性较强的下游行业也呈现出相对走强态势。游戏行业二阶段初期显著走高，二阶段整体录得近30%累计收益。

3. 第三阶段（2013年8月下旬-2013年10月中旬）：下游应用为主。进入8月，TMT行业下游产业市场表现快速抬升。游戏、广告营销、电视广播相对于中上游行业市场显著占优，自8月20日至10月15日，游戏、电视广播行业实现约30%累计涨跌幅，广告营销实现20%以上涨幅。

（三）如何判断行情即将出现切换？关注三大有效指引指标

我们发现13年“移动互联网+”行情沿着产业链分三大阶段进行，**进一步的，如何判断行情即将出现切换？**通过全面的复盘，我们认为需要关注三大指引指标：外部政策、行业内催化因素，阶段性回调。另一方面与投资者直觉不相符的是，市场赔率和交易指标：市场拥挤度与估值，并不能为行情的轮动切换提供指引信号。

1. 外部政策的方向对“移动互联网+”行情中两次行情切换均做出有效指引。

2013年第二阶段初期，5月24日，财政部、国家税务总局明确将对于提供信息技术、文化创意、广播影视服务的纳税人提供技术转让、技术开发和与之相关的技术咨询、技术服务免征增值税。政策利好驱动下，市场交易主线逐渐切换，5月中旬市场行情由上游硬件向中游IT服务，软件开发切换。

2013年第二阶段与第三阶段过渡时期，8月14日，国务院颁布《关于促进信息消费扩大内需的若干意见》（以下简称《意见》），《意见》明确了2015年互联网新型信息消费规模达到2.4万亿，实现年均30%以上增长的中期目标，同时强调电子商务交易额要超过18万亿元，网络零售交易额实现突破3万亿元。政策强驱动下，移动互联网产业下游应用端业绩预期抬升，行情于8月底由中游软件、服务为主切换为游戏、广告营销、电视广播行业驱动上行。

2. 阶段性回调为行情切换提供“窗口期”，市场新主线在其中逐步形成。

2013年以来，整体移动互联网行情共出现三次阶段性回调，后两次回调均位于新行情阶段前端或领先于市场行情切换。由此阶段性的TMT行业整体回调或为市场提供寻找新的交易主线的窗口期。

2013年3月6日至4月15日，TMT市场行情出现第一次阶段性回调，本次回调并未改变市场的交易主线，但针对窗口期内政策导向，市场主线发生边际变化。2013年4月10日，国务院常务会议决定，将广播影视作品的制作、播映、发行等纳入交通运输业及现代服务业“营改增”全国试点。据国务院测算，全部试点地区2013年相关企业将减轻负担约1200亿元。税制改革刺激影视院线行业随后快速上行，迅速超越数字媒体成为2013年TMT行情首要贯穿行情。

第二三次回调分别出现在23年5月21日至6月7日，以及7月24日至8月12日。均发生在市场行情交替的过渡位置。其中，2013年5月24日，财政部、国家税务总局发布《关于在全国开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点税收政策的通知》（以下简称《通知》），《通知》明确对于试点纳税人提供技术转让、技术开发和与之相关的技术咨询、技术服务免征增值税。税收优惠支持刺激下，2013年5月开启了以中游软件、服务为主的第二阶段行情。2013年8月14日，国务院颁布《关于促进信息消费扩大内需的若干意见》（以下简称《意见》），《意见》明确了促进信息消费快速增长的长期目标，明确提出与23年内发放4G拍照，加快相关网络建设和产业化发展，成为驱动第三阶段TMT行情向下游应用扩散的主要政策动力。

3. 行业内生技术发展与新运用、兼并收购成为行情切换的行业内生催化剂。

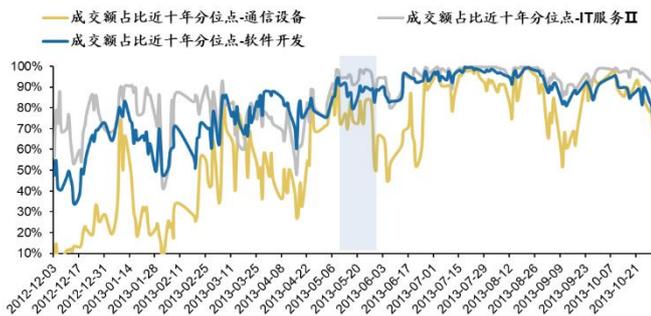
2013年第二阶段初期，6月，余额宝理财产品上线，2013年成为互联网金融元年。互联网+金融的快速发展促使传统金融行业加快线上化进程，对中游软件、IT服务需求显著抬升。第一阶段末期，5月7日，全球移动互联网行业盛会“**2013年全球移动互联网大会**”在北京开幕。大会以“重新定义移动互联网”为主题，超过3500个中游软件开发群体参加。细分领域内合作并购推动中游研发。5月10日，高德宣布获得阿里巴巴 2.94 亿美元投资，产品商业化和共建大数据服务体系是合作关键词。双方将在地理数据、地图引擎、产品开发与推广、技术和商业化等多个层面展开合作。第一二阶段过渡期间涌现了诸多下游新产品与新方向，市场出现新需求方向，促使市场转移焦点至中游供给端。同时，中游行业内的合作兼并有助于提升行业整体创新与供给能力，增强企业竞争力。由此，二阶段中游软件、服务行情逐步展开。

2013年第二阶段至第三阶段过渡时期，2013年8月初，**微信移动支付**正式推出，微信的付费订阅为移动互联网下游产业产品付费内容创作等业务提供更便利支付途径和支付场景，比如娱乐（游戏的增值服务）、文学（杂志的延伸阅读）、电商（电商账号的交易）。同期，**国内互联网龙头加速向下游并购。**2013年8月14日，百度宣布收购 91无线（下游游戏产业），百度为此支付 18.5 亿美金；2013年8月24日，百度1.6亿美元控股糯米网（首家线上团购平台）。8月12日，浙富股份以 7.6 亿元人民币的价格买入2345导航38%的股份。2013年9月16日，腾讯4.48亿美元战略入股搜狗。第二三阶段过渡期间新技术运用带来下游产品线上交易的便利，拓展了商业模式场景，有效释放市场需求。此外，产业链向下游整合有利于实现线上平台资源渠道共享，推送下游应用受众进一步扩展，市场行情受行业内生演变切换至“移动互联网+”下游产业驱动。

4.与投资者预期不相符合的是，交易层面的市场拥挤度与市场估值指标则未能对2013年5月上旬和8月中旬的市场切换提供指引。拥挤度方面，以行业成交额相对Wind全A成交额占比作为市场交易拥挤度的代表指标，其近十年分位数在第一、二次行情切换过渡期（2013年5月中下旬，2013年8月中上旬）均未给出明显的行情切换指引信号。一方面过渡期以往占优行业成交额占比虽居于历史高位，但纵观整体行情历史高位多次被突破并在一定较长时间内保持，因此此时的市场微观结构恶化信号意义不大，另一方面，新占优行业拥挤度也占据高位，单纯从交易层面出发市场并无切换动力。估值方面，第一次行情切换的过渡时期（2013年5月中下旬），

PE(TTM)具有一定的指引，表明市场在当前交易主线行情PE(TTM)突破相对高位后，倾向于向低估值行业切换。但PE(TTM)在第二次行情切换的过渡时期（2013年8月中旬）指引效果较差，一方面前期的市场主线，上游软件开发长期估值高位震荡，过渡时期的偏高估值信号意义不大，另一方面，下一阶段的市场主线行情下游应用中，除电视广播外，游戏和广告营销均处于估值相对高位，纯粹估值视角下，行情向其切换动力不足。

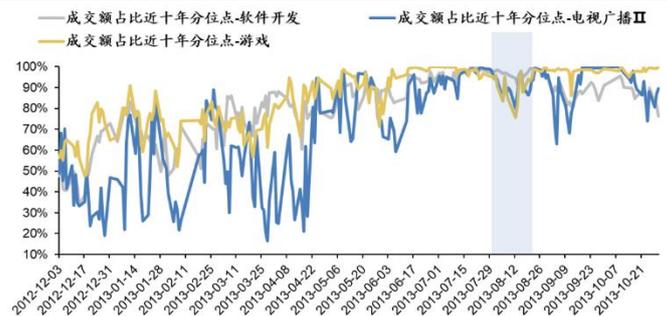
图21：第一次行情切换，交易拥挤度未给出明确指引



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：蓝色区域代表2013年TMT行情第一次切换期

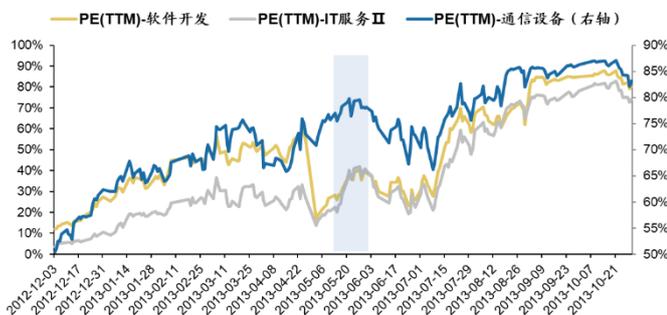
图22：第二次行情切换，交易拥挤度未给出明确指引



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：蓝色区域代表2013年TMT行情第二次切换期

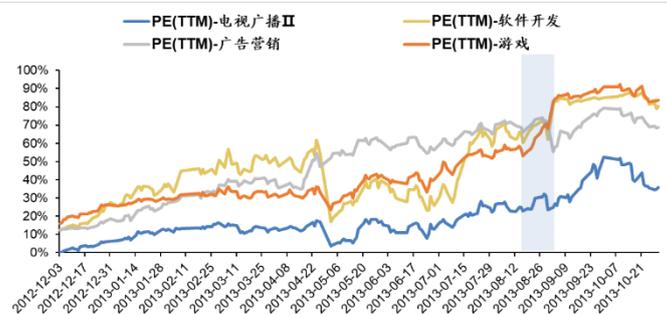
图23：第一次行情切换，PE估值未给出明确指引



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：蓝色区域代表2013年TMT行情第一次切换期

图24：第二次行情切换，PE估值未给出明确指引



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：蓝色区域代表2013年TMT行情第二次切换期

（四）“AI+”行情节奏：上游算力→中游软件服务→下游应用

借鉴13年“移动互联网+”行情，我们认为本轮“AI+”行情也将分三阶段走：上游算力→中游软件服务→下游应用。当前行情仍在第一阶段，我们重点首推“上游算力”；同时投资者需要关注向第二阶段“中游软件服务”和第三阶段“下游应用”的切换信号，如行业应用端的内生性技术进展、政策对应用端的支持进一步扩散亦或

者是“AI+”主线调整后市场寻找下一个方向等切换催化剂。

1. 第一阶段：上游算力。AI大模型引发确定性算力需求，关注流量基础设施产业链。

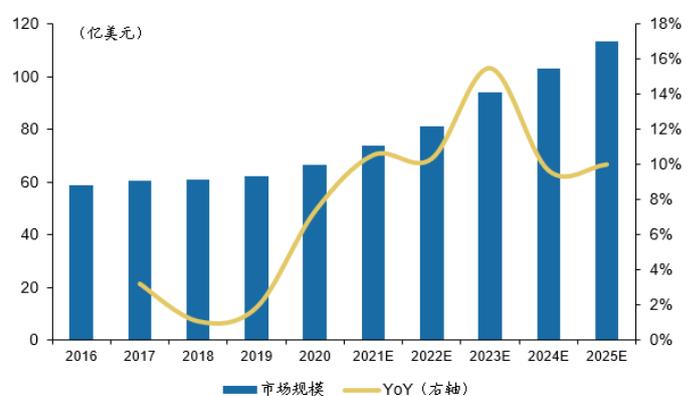
AI大模型训练、推理需要大量高性能计算算力支持，算力基础设施产业链需求确定性强：（1）**AI芯片**：GPU/ASIC/FPGA三种计算架构并行，在通用性和高效性之间平衡，是决定芯片算力的本质因素。（2）**服务器/交换机**：伴随着数据流量持续提升，交换机作为数据中心必要设备，预计全球数据中心交换机保持稳定增长。（3）**光模块/光芯片**：传统可插拔光模块技术弊端和瓶颈开始显现，NPO/CPO技术有望成为高算力背景下的解决方案。（4）**液冷温控**：稳定CPU温度、保障CPU在一定范围内进行超频工作不会出现过热故障，有望在超高算力密度场景下持续渗透。

图 25：2022~2026 年 AI 服务器出货量（千台）



数据来源：TrendForce，广发证券发展研究中心

图 26：全球光模块市场规模及预测



数据来源：LightCounting，广发证券发展研究中心

2. 第二阶段：中游软件服务。AI落地呼唤中游软件服务支持，关注云服务产业链。

上游算力发展为中游软件服务爆发蓄力，AI下游产业链呼唤中游软件服务提供支撑：（1）**网络安全**：AI的生产创造自动化将催生出大量的安全防护需求，在新时代“国家安全”主线下，网络安全有望受益（2）**AI大模型**：AI发展需AI大模型作为支撑，多模态大模型是AI大模型的发展方向，应用前景广阔。（3）**数据平台**：数据平台提供数据和算力层，为AIGC产业落地提供底层支持。（4）**分布式数据库**：大数据的存储与应用是AI最重要的发展基础，AI的高并发数据处理需求利好分布式数据库。

3. 第三阶段：下游应用。AI赋能C端、B端、G端的重要场景领域，关注“技术+场景”。

AI技术引领第四次场景革命，赋能生活、生产、办公、医疗、出行、金融等C端、B端、G端的重要场景领域：（1）**办公软件**：在内容生产领域具备天然的结合点，显著提升用户的工作效率，从软件产品向价值工具、生产力工具转变。（2）**智能家居**：有望解决人机交互弱、器件间交互弱的问题，提高全屋智能家居渗透率，进入全面互联阶段。（3）**智能工厂**：在生产调度、质量监控、机器人控制、设备预测维护、

物流管理等场景实现更高效的智能生产。(4) 智慧政务: 通过资源整合、流程优化、业务协同, 提高政府办公、服务、监管、决策的智能化水平。

五、风险提示

疫情控制反复, 疫情管控政策变化;

全球经济下行超预期, 需求衰退过快;

全球通胀超预期, 导致全球货币政策持续收紧;

AI发展不及预期, AI相关政策方向和力度不及预期。

广发投资策略研究小组

- 戴康：CFA，首席分析师，中国人民大学经济学硕士，12年A股策略研究经验。
- 郑恺：联席首席分析师（行业比较），华东师范大学金融学硕士，8年A股策略研究经验。
- 曹柳龙：CPA，资深分析师（行业比较），华东师范大学管理学硕士，7年A股策略研究经验。
- 韦冀星：资深分析师（大势研判、行业比较），美国杜兰大学金融学硕士，4年A股策略研究经验。
- 倪康：资深分析师（主题策略），中山大学经济学硕士，4年A股策略研究经验。
- 吴迪：资深分析师（海外及港股策略），复旦大学经济学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 李学伟：高级分析师（主题策略，专题研究），复旦大学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 杨泽蓁：研究员（行业比较），上海财经大学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 徐嘉奇：研究员（行业比较），伦敦国王学院硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 侯蕾：研究员（主题策略），复旦大学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 杨藤：研究员（海外策略），新加坡国立大学硕士，2023年加入广发证券。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 47楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。