证券研究报告

行业动态

上海证券 SHANGHAI SECURITIES

周观点：腾讯发布 2024 全年业绩，英伟达推出三款交换机产品

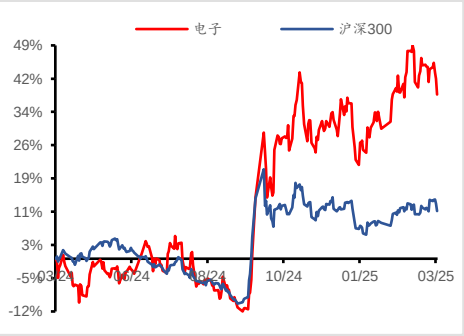
——先进科技主题 20250317-20250323

增持（维持）

行业： 电子
日期： 2025年03月26日

分析师： 王红兵
SAC 编号：S0870523060002

最近一年行业指数与沪深 300 比较



相关报告：

《周观点：亚马逊云科技提供完全托管的 DeepSeek-R1 模型，关注本周英伟达 GTC 大会》

——2025 年 03 月 18 日

《半导体并购潮持续，华为 PC 或将全面转向鸿蒙系统》

——2025 年 03 月 17 日

《周观点：Monica 发布通用型 AI Agent 产品 Manus，关注英伟达 GTC 大会》

——2025 年 03 月 12 日

■ 主要观点

【市场回顾】

◆ 本周上证指数报收 3364.83 点，周涨跌幅为-1.6%；深证成指报收 10687.55 点，周涨跌幅为-2.65%；创业板指报收 2152.28 点，周涨跌幅为-3.34%；沪深 300 指数报收 3914.7 点，周涨跌幅为-2.29%。中证人工智能指数报收 1368.87 点，周涨跌幅-5.59%，板块与大盘走势一致。

【科技行业观点】

◆ 3 月 19 日，腾讯发布 24 年四季度全年业绩报告，第四季度营收 1724.5 亿元，同比增长 11%，毛利、经营利润（Non-IFRS）增速分别为 17% 和 21%；全年营收 6602.6 亿元，同比增长 8%；毛利、经营利润（Non-IFRS）同比增长 19% 和 24%。2024 年，腾讯全年资本开支达到了 767 亿元，同比增长 221%，创下历史新高，主要系 AI 战略推动下，公司用于购买更多的 GPU，以满足 AI 推理的需求。腾讯总裁刘炽平表示，公司计划在 2025 年进一步加大资本支出，预计资本支出将占收入的十几个百分点。**我们认为公司重组 AI 团队以聚焦于快速的产品创新及深度的模型研发、增加了 AI 相关的资本开支、并加大了对原生 AI 产品的研发和营销力度，四季度加大 GPU 的采购力度，预计云服务收入将因此加速增长。**

◆ 3 月 19 日，英伟达在 GTC 大会推出全新的 Blackwell Ultra GPU，及衍生的应用于推理、Agent 的服务器 SKU，也包括基于 Blackwell 架构的 RTX 全家桶。

◆ **Blackwell 全家桶方面，**1）Blackwell Ultra 由两颗台积电 N4P（5nm）工艺，Blackwell 架构芯片+Grace CPU 封装而来，并且搭配了更先进的 12 层堆叠的 HBM3e 内存，显存提升至为 288GB，和上一代一样支持第五代 NVLink，可实现 1.8TB/s 的片间互联带宽。2）推出 Blackwell Ultra NVL72 机柜，一共由 18 个计算托盘构成，每个计算托盘包含 4 颗 Blackwell Ultra GPU+2 颗 Grace CPU，总计 72 颗 Blackwell Ultra GPU+36 颗 Grace CPU，显存达到 20TB，总带宽 576TB/s，外加 9 个 NVLink 交换机托盘（18 颗 NVLink 交换机芯片），节点间 NVLink 带宽 130TB/s，应用场景包括推理型 AI、Agent 以及物理 AI(用于机器人、智驾训练用的数据仿真合成)。3）2026 年预计上市基于 Rubin 架构的下一代 GPU 以及更强的机柜 Vera Rubin NVL144——72 颗 Vera CPU+144 颗 Rubin GPU，采用 288GB 显存的 HBM4 芯片，显存带宽 13TB/s，搭配第六代 NVLink 和 CX9 网卡。

◆ CPO 系统方面，光电共封模块（CPO）是将交换机芯片和光学模块共同封装，可实现光信号转化为电信号，充分利用光信号的传

输性能。英伟达一次性推出了 Quantum-X 硅光共封芯片、Spectrum-X 硅光共封芯片以及衍生出来的三款交换机产品：Quantum 3450-LD、Spectrum SN6810 和 Spectrum SN6800，统一归类到“NVIDIA Photonics”，这是一个基于 CPO 合作伙伴生态共创研发的平台。

- 软件方面，Nvidia Dynamo 是专为推理、训练和跨整个数据中心加速而构建的开源软件。Dynamo 在现有 Hopper 架构上，可让标准 Llama 模型性能翻倍。而对于 DeepSeek 等专门的推理模型，NVIDIA Dynamo 的智能推理优化还能将每个 GPU 生成的 token 数量提升 30 倍以上。Dynamo 的这些改进主要得益于分布化。它将 LLM 的不同计算阶段（理解用户查询和生成最佳响应）分配到不同 GPU，使每个阶段都能独立优化，提高吞吐量并加快响应速度。

■ 投资建议

我们认为：（1）从政策支持力度，中美博弈格局，科技核心资产重新定价，全年行情看好；（2）短期涨幅过高后的回调下，重视 PCB，ODM，AIOT，AIDC 板块的逢低布局机会；（3）3-4 月份部分业绩超预期公司的季报期行情：

1）PCB：英伟达/国产算力产业链+苹果产业链叠加受益。建议关注：【东山精密】、【沪电股份】、【鹏鼎控股】、【胜宏科技】。

2）端侧 ODM：受益于国产端侧 AI+小米产业链。建议关注：【华勤技术】、【龙旗科技】、【歌尔股份】。

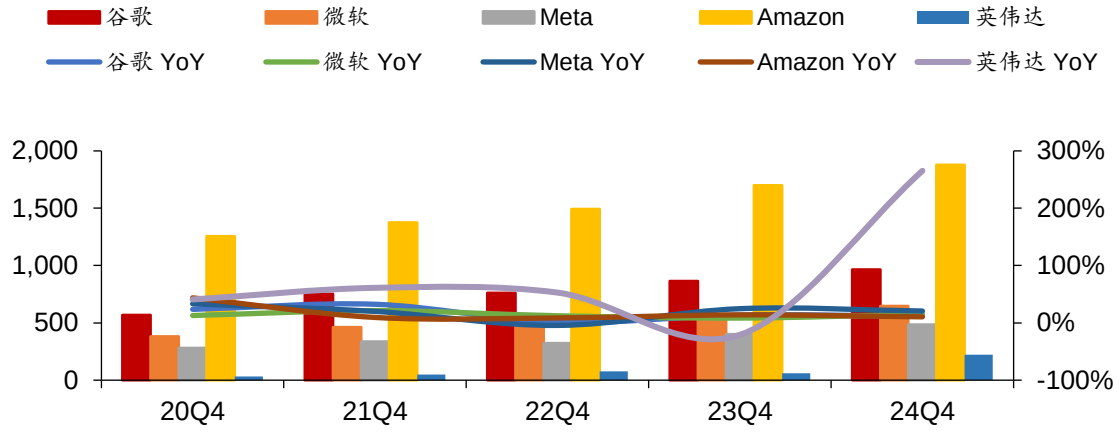
3）AI 新消费场景：受益于 deepseek 以及国产算力链后续应用端的爆发。建议关注：【恒玄科技】、【泰凌微】、【思特威】、【博士眼镜】。

4）光模块：算力板块少有的低估值赛道，头部公司仅有 10-20X。建议关注：【新易盛】、【中际旭创】、【天孚通信】。

■ 风险提示

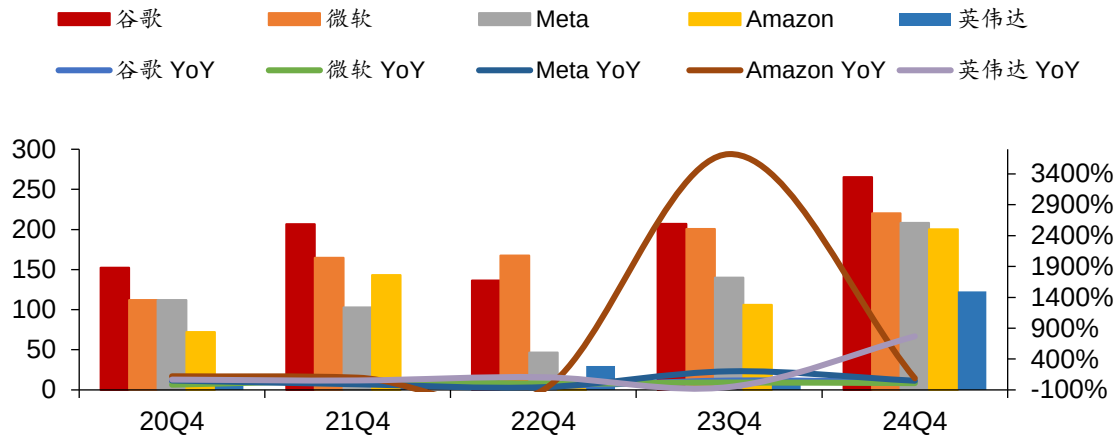
下游需求不及预期；人工智能技术落地和商业化不及预期；专精特新技术落地和商业化不及预期；产业政策转变；宏观经济不及预期等。

图 1：海外云厂商 CY2024Q4 收入情况（单位：亿美元）



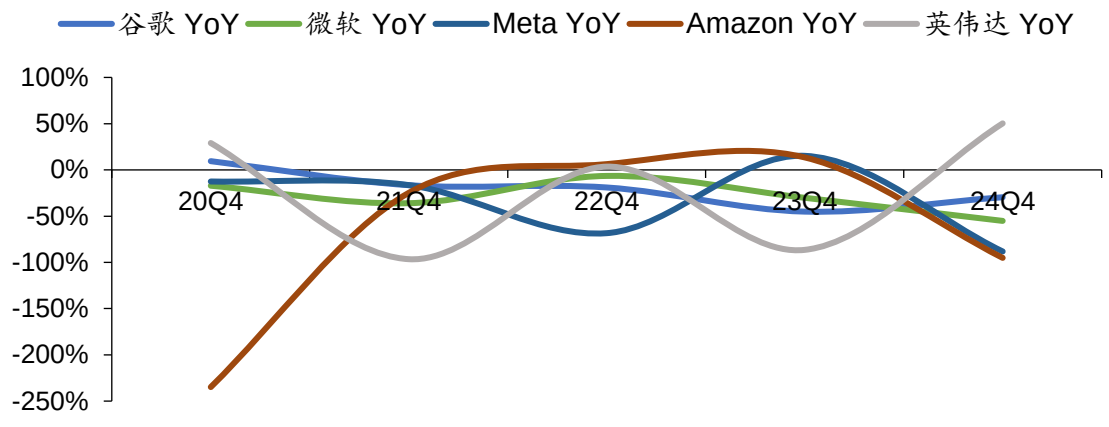
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 2：海外云厂商 CY2024Q4 净利润情况（单位：亿美元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 3：海外云厂商 CY2024Q4 资本开支情况



资料来源：Wind，上海证券研究所

表：科技重点公司对比 （截至 3 月 23 日）

细分板块	股票简称	营业收入				归母净利润				PE 2025E	年初至今
		2023	2023 YoY	2024	2024 YoY	2023	2023 YoY	2024	2024 YoY		
数字芯片设计	乐鑫科技	14.3	12.74%	20.1	40.04%	1.4	39.95%	3.4	149.13%	39.8	-1.38%
	泰凌微	6.4	4.40%	8.4	0.00%	0.5	0.01%	1.0	93.87%	47.6	7.10%
	恒玄科技	21.8	46.57%	32.6	0.00%	1.2	0.99%	4.6	271.70%	68.0	6.17%
	中科蓝讯	14.5	33.98%	18.2	0.00%	2.5	78.64%	3.0	19.38%	37.9	-8.08%
	炬芯科技	5.2	25.41%	6.5	0.00%	0.7	21.04%	1.1	62.90%	49.0	-2.41%
	韦尔股份	210.2	4.69%	0.0	0.00%	5.6	-43.89%	0.0	0.00%	37.0	30.26%
	思特威	28.6	15.08%	59.7	0.00%	0.1	117.18%	3.9	2651.81%	49.8	27.75%
	瑞芯微	21.3	5.17%	0.0	0.00%	1.3	-54.65%	0.0	0.00%	86.4	46.08%
	格科微	47.0	-20.97%	63.9	0.00%	0.5	-89.01%	1.9	287.24%	82.9	12.05%
	佰维存储	35.9	20.27%	67.0	0.00%	-6.2	-976.68%	1.8	0.00%	50.2	17.48%
	普冉股份	11.3	21.87%	18.0	0.00%	-0.5	-158.06%	2.9	0.00%	33.4	9.13%
	芯原股份	23.4	-12.73%	23.2	0.00%	-3.0	-501.64%	-6.1	0.00%	4109.1	81.67%
	盛科通信	10.4	35.17%	10.8	0.00%	-0.2	33.62%	-0.7	0.00%	1023.1	-23.95%
集成电路封测	晶方科技	9.1	-17.43%	0.0	0.00%	1.5	-34.30%	0.0	0.00%	51.5	8.78%
	长电科技	296.6	-12.15%	0.0	0.00%	14.7	-54.48%	0.0	0.00%	24.4	-11.26%
	通富微电	222.7	3.92%	0.0	0.00%	1.7	-66.24%	0.0	0.00%	35.0	-7.28%
	汇成股份	12.4	31.78%	15.0	0.00%	2.0	10.59%	1.6	-18.48%	36.8	7.25%
模拟芯片设计	汇顶科技	44.1	30.26%	43.7	-0.75%	1.7	122.08%	6.0	265.76%	33.8	-5.39%
	美芯晟	4.7	7.06%	4.0	0.00%	0.3	-42.67%	-0.7	-321.66%	0.0	12.18%
	艾为电子	25.3	21.12%	29.3	0.00%	0.5	195.55%	2.5	399.83%	43.9	8.85%
	南芯科技	17.8	36.87%	25.7	0.00%	2.6	6.15%	3.0	16.02%	30.3	2.77%
集成电路制造	灿芯股份	13.4	2.99%	10.9	0.00%	1.7	79.70%	0.6	-64.20%	0.0	-0.87%
分立器件	闻泰科技	612.1	5.40%	0.0	0.00%	11.8	-19.00%	0.0	0.00%	17.4	-10.03%
半导体材料	华海诚科	2.8	-6.70%	3.3	0.00%	0.3	-23.26%	0.4	28.97%	96.6	5.97%
仪器仪表	精智达	6.5	28.53%	8.0	0.00%	1.2	75.10%	0.8	-28.93%	31.8	-2.89%
工控设备	赛腾股份	44.5	51.76%	0.0	0.00%	6.9	123.72%	0.0	0.00%	12.0	-11.52%
光学元件	茂莱光学	4.6	4.40%	5.2	0.00%	0.5	-20.83%	0.4	-9.70%	218.9	32.08%
军工电子Ⅲ	奥普光电	7.7	23.34%	7.6	0.00%	0.9	5.91%	0.7	-20.64%	113.8	1.72%
其他电子Ⅲ	富信科技	4.0	-20.29%	5.2	0.00%	-0.1	-123.19%	0.5	0.00%	0.0	11.04%
	沃尔核材	57.2	7.16%	69.3	0.00%	7.0	13.97%	8.6	22.70%	21.6	-15.25%
	润欣科技	21.6	2.80%	0.0	0.00%	0.4	-34.15%	0.0	0.00%	0.0	-12.58%
	瑞可达	15.5	-4.32%	24.1	0.00%	1.4	-45.86%	1.7	26.41%	33.6	3.09%
垂直应用软件	华大九天	10.1	26.61%	0.0	0.00%	2.0	8.20%	0.0	0.00%	261.6	-7.91%
	概伦电子	3.3	18.07%	4.2	0.00%	-0.6	-225.46%	-1.0	0.00%	-503.0	32.36%
	广立微	4.8	34.31%	0.0	0.00%	1.3	5.30%	0.0	0.00%	62.4	10.35%
其他电源设备Ⅲ	欧陆通	28.7	6.17%	0.0	0.00%	2.0	116.46%	0.0	0.00%	52.1	38.88%
	麦格米特	67.5	23.30%	0.0	0.00%	6.3	33.13%	0.0	0.00%	38.7	-2.49%
品牌消费电子	国光电器	59.3	-1.01%	0.0	0.00%	3.6	102.28%	0.0	0.00%	23.2	-16.74%
通信线缆及配套	兆龙互连	15.6	-3.45%	0.0	0.00%	1.0	-24.76%	0.0	0.00%	81.0	-11.60%
其他专用设备	英维克	35.3	20.72%	0.0	0.00%	3.4	22.74%	0.0	0.00%	44.1	9.28%
制冷空调设备	申菱环境	25.1	13.06%	0.0	0.00%	1.0	-36.91%	0.0	0.00%	47.4	12.17%
印制电路板	深南电路	135.3	-3.33%	179.1	32.39%	14.0	-14.81%	18.8	34.29%	21.8	4.84%
	沪电股份	89.4	7.23%	133.4	0.00%	15.1	11.09%	25.9	71.05%	19.2	-13.95%
	生益电子	32.7	-7.40%	46.9	0.00%	-0.2	-107.99%	3.3	0.00%	36.1	-19.28%
	胜宏科技	79.3	0.58%	107.3	0.00%	6.7	-15.09%	11.6	72.94%	29.3	102.33%
	兴森科技	53.6	0.11%	0.0	0.00%	2.1	-59.82%	0.0	0.00%	121.9	17.37%
	鹏鼎控股	320.7	-11.45%	351.4	0.00%	32.9	-34.41%	36.2	10.14%	18.6	-0.66%
	东山精密	336.5	6.56%	0.0	0.00%	19.6	-17.05%	0.0	0.00%	20.4	16.88%
	景旺电子	107.6	2.31%	0.0	0.00%	9.4	-12.16%	0.0	0.00%	21.5	28.20%
	世运电路	45.2	1.96%	0.0	0.00%	5.0	14.17%	0.0	0.00%	25.5	4.12%
	方正科技	31.5	-35.59%	0.0	0.00%	1.4	131.89%	0.0	0.00%	61.1	20.73%
通信网络设备及器件	中际旭创	107.2	11.16%	238.6	0.00%	21.7	77.58%	51.7	137.90%	13.0	-17.05%
	新易盛	31.0	-6.43%	0.0	0.00%	6.9	-23.82%	0.0	0.00%	15.2	-17.75%
	天孚通信	19.4	62.04%	0.0	0.00%	7.3	81.14%	0.0	0.00%	21.4	-3.98%
	意华股份	50.6	0.96%	0.0	0.00%	1.2	-49.04%	0.0	0.00%	17.4	6.96%
消费电子零部件及组装	华勤技术	853.4	-7.89%	0.0	0.00%	27.1	5.59%	0.0	0.00%	22.5	11.28%
	龙旗科技	271.9	-7.35%	0.0	0.00%	6.1	7.84%	0.0	0.00%	24.1	-2.67%
	电连技术	31.3	5.37%	0.0	0.00%	3.6	-19.64%	0.0	0.00%	28.1	-6.55%
	领益智造	341.2	-1.05%	0.0	0.00%	20.5	28.50%	0.0	0.00%	22.0	14.13%
	歌尔股份	985.7	-6.03%	0.0	0.00%	10.9	-37.80%	0.0	0.00%	25.6	4.57%
	立讯精密	2319.1	8.35%	0.0	0.00%	109.5	19.53%	0.0	0.00%	16.7	-2.21%
通信应用增值服务	润泽科技	43.5	60.27%	0.0	0.00%	17.6	47.03%	0.0	0.00%	32.4	16.42%
IT 服务Ⅲ	宝信软件	129.2	-1.78%	0.0	0.00%	25.5	16.82%	0.0	0.00%	24.1	3.83%
	云天励飞	5.1	-7.36%	9.2	0.00%	-3.8	14.31%	-5.7	0.00%	-83.1	22.72%

资料来源：Wind，iFinD 一致预期，上海证券研究所

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资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
	增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
	中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
	减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
	无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
	中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
	减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。		

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，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、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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，投资者应当自行建议关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。