

相关研究

《回顾中美历史，哪些科技股穿越了周期？——对比历史看数字经济系列 2》
2023.05.31

《借鉴 13-15 年，这次 TMT 行情到啥阶段了？——对比历史看数字经济系列 1》
2023.05.23

《守势》2023.05.25

分析师:荀玉根

Tel:(021)23219658

Email:xyg6052@haitong.com

证书:S0850511040006

分析师:吴信坤

Tel:021-23154147

Email:wxx12750@haitong.com

证书:S0850521070001

分析师:郑子勋

Tel:(021)23219733

Email:zzx12149@haitong.com

证书:S0850520080001

分析师:杨锦

Tel:(021)23185661

Email:yj13712@haitong.com

证书:S0850523030001

分析师:余培仪

Tel:(021)23185663

Email:ypy13768@haitong.com

证书:S0850523040002

分析师:王正鹤

Tel:(021)23219812

Email:wzh13978@haitong.com

证书:S0850523060001

联系人:刘颖

Email:ly14721@haitong.com

联系人:陈菲

Email:cf15315@haitong.com

走向业绩驱动——2023 中期股市展望

投资要点:

- **核心结论:** ①从估值指标和情绪指标看，市场处在低位，价格指数隐含的基本面预期低，对比债市，股市性价比高。②上半年行业表现与基本面相关性弱，历史上阶段性出现过这种现象，随着基本面向上拐点确认，下半年行情望由基本面主导。③沿着高质量发展主线布局行业机会，数字经济是全年主线，目前阶段重视估值较低、基本面望改善的医药和基本消费。
- **现状: 低预期、性价比高。** A 股调整幅度已接近历史牛市第一波上涨后的回撤均值。从估值水平看，尽管当前多数指数估值水平与去年 10 月底仍有一定差距，但也都回到了历史低位；从市场情绪看，股市情绪弱于债市，交易热度出现下滑，基金新发规模处低位徘徊，均反映了当前股市情绪已接近历史底部水平；从基本面预期看，当前强周期板块的板块指数水平创新低，可能已经隐含了过度悲观的经济预期，甚至已经低于去年 10 月的水平。
- **展望: 风渐起、心随波动。** 今年以来基本面与股价背离，随着宏观经济和企业盈利回升，未来投资主线将回归基本面。鉴于一季度经济内生动力还不强、需求仍然不足的情况，稳增长政策或将持续发力。随着政策效力逐步显现，中国经济和 A 股盈利有望步入上行周期。我们预计经济增长有望提速，全年 GDP 同比增速有望达到 5.3%，高于 5% 的目标；Q2-Q4 盈利将稳步复苏，23 年全部 A 股归母净利润同比增速有望达 10-15%。在这样的环境下，投资者的关注点将重新聚焦基本面。此外，对比历史，本轮公募股票基金跑输大盘时间已较长，政策发力支撑基本面回升，公募基金等专业机构投资者的优势有望凸显从而重新跑赢市场。
- **机会: 高质量、科技消费。** 二十大已为我国未来的产业发展指明了方向，可以沿着高质量发展脉络寻找股市行业主线。扩大内需方面，重点在于恢复和扩大消费；现代化产业体系建设方面，科技产业已经成为构建现代化产业体系，实现高质量发展的重要抓手。落实到股市投资，重视消费和数字经济。展望下半年，消费有望成为政策发力点。政策以大宗商品为抓手，有望带动消费大盘的增长，预计今年社零总额增速有望达 8-9%。22-23 年两年平均增速为 4-5%，而疫情前社零总额增速在 9-10% 左右，未来改善空间较大。随着政策效力显现，A 股各消费行业的盈利有望改善。同时，全年维度上应重视数字经济。政策发力的数字基建、信创等领域业绩有望改善；技术变革下企业加大资本开支，人工智能及上游半导体等领域将受益。在政策端大力支持、产业端技术进步加快的推动下，以数字经济为代表的 TMT 板块行情有望进入业绩驱动阶段。我们预计 TMT 板块 23 年归母净利润同比增速有望达到 25% 左右，在大类行业中增速最快且环比改善幅度最明显。
- **风险提示:** 稳增长政策落地进度不及预期，国内经济修复不及预期。

目 录

1. 现状：低预期，性价比高	6
2. 展望：风渐起，心随幡动	9
3. 机会：高质量，科技消费	12

图目录

图 1	滚动 3 年视角下当前 A 股风险溢价率已高于一倍标准差.....	7
图 2	滚动 3 年视角下当前 A 股股债收益比已高于两倍标准差.....	7
图 3	近期市场换手率下滑明显.....	7
图 4	近期成交量萎缩较大.....	7
图 5	公募基金发行在低位徘徊.....	8
图 6	13 年以来基金发行月度规模.....	8
图 7	历史上情绪走弱始于基本面下滑.....	8
图 8	顺周期指数与市场情绪走势高度相关.....	8
图 9	强周期板块创 22/10 以来新低.....	9
图 10	去年 GDP 增速较低.....	9
图 11	今年来行业指数涨跌与盈利增速相关性较低.....	10
图 12	今年来行业指数涨跌与收入增速相关性较低.....	10
图 13	本轮库存周期或将于 23Q2 见底.....	10
图 14	预计 23 年全 A 盈利增速逐级向上.....	10
图 15	23 年 A 股 ROE 有望持续改善.....	10
图 16	2003 年来公募基金曾数次跑输过大盘，但此后均会反转.....	11
图 17	公募基金跑输市场的背景是基本面回落、相对收益反转需等基本面回暖.....	11
图 18	历史上公募基金跑输市场的背景往往是流动性宽松.....	12
图 19	本次 21 年下半年以来经济基本面休整.....	12
图 20	本次 21 年下半年以来整体流动性宽松.....	12
图 21	10 年以来消费对 GDP 增长的贡献率大多高于投资.....	13
图 22	ChatGPT 在推出仅两个月后月活用户已经突破 1 亿.....	13
图 23	23/02 以来消费板块跌幅居前.....	13
图 24	当前消费板块的超额负收益已明显.....	13
图 25	多数消费行业估值已经较低.....	14
图 26	消费复苏边际放缓且增速仍处于低位.....	14
图 27	23 年一季度居民收入信心指数和消费意愿有所恢复.....	14
图 28	医药基本面有望迎来改善.....	14
图 29	政策支持下数据中心市场规模快速扩容.....	15
图 30	我国数据要素市场将保持快速增长.....	15

图 31	我国 AI 芯片规模不断提升	15
图 32	中国智能算力规模及预测.....	15
图 33	23 年科技相关行业基本面有望整体向上	15
图 34	基金对科技行业的超配力度处在历史低位	15

表目录

表 1	历史上各大指数底部第一波上涨后获利回吐幅度.....	6
表 2	当前 A 股各大指数估值已回到历史低位	6

去年底我们在《旭日初升——2023年中国资本市场展望》提出 A 股底部已现。今年一季度末我们在《好事多磨——23 年二季度股市展望》中提出，中期牛市格局未变，但二季度市场可能进入阶段性蓄势期。市场表现基本验证了我们前期判断。经历过前期的震荡休整，从情绪、交易指标看当前 A 股性价比已经较高。政策暖风吹拂下，下半年宏观经济和企业盈利有望回升，A 股市场行情也将走向业绩驱动。

1. 现状：低预期，性价比高

A 股调整幅度已接近历史牛市第一波上涨后的回撤均值。22/10 以来市场自底部反转，今年上半年市场在经历 1 月的快速上涨后，2 月以来各大指数陆续开启回调，其中，万得全 A、沪深 300、创业板指在 2 月就已步入调整，上证综指于 5 月 9 日达到年内高点后开启回调。随着市场行情走弱，当前市场调整幅度已接近历史可比时期。历史上市场第一波上涨行情走完后往往发生回撤，历次回吐过程中沪深 300 平均下跌 73 天，指数回吐前期上涨行情 0.5-0.7 左右的涨幅。当前市场处在牛市初期第一波上涨后的回调中，沪深 300 指数回吐了第一波上涨幅度的 0.63、调整时间已持续 142 天，在调整空间和时间上均已经达到历史均值水平，而其他指数在时空上调整也已很明显（详见表 1）。下面我们将进一步从市场估值水平和情绪的角度看市场的现状。

估值方面，当前 A 股估值回到历史低位。从整体估值看，尽管当前多数指数估值水平与去年 10 月底仍有一定差距，但也都回到了历史低位。截至 2023/6/21，全部 A 股 PE(TTM, 下同)为 17.6 倍、处 05 年以来 35.8%分位(22/10/31 为 15.8 倍、23.2%)，上证综指为 12.9 倍、28.4% (11.4 倍、13.2%)，沪深 300 为 11.7 倍、22.5% (10.3 倍、10.9%)。创业板指估值已经低于去年 10 月底时的水平，当前创业板指 PE 为 32.5 倍、处 10 年有数据以来 4.8% (37.4 倍、12.6%)。

表 1 历史上各大指数底部第一波上涨后获利回吐幅度

年份	第一波上涨后回吐时间起点	第一波上涨后回吐时间终点	回吐时间(天)	获利回吐时各大指数最大跌幅(%)				回吐幅度			
				上证综指	沪深 300	万得全 A	创业板指	上证综指	沪深 300	万得全 A	创业板指
2005 年	2005/9/20	2005/12/5	76	-12	-13	-16	-	0.65	0.76	0.71	-
2008 年	2008/12/9	2008/12/31	22	-14	-14	-13	-	0.66	0.59	0.49	-
2013 年	2013/3/6	2013/4/8	-	-	-	-	-10	-	-	-	0.27
2019 年	2019/4/8	2019/8/6	120	-17	-14	-17	-21	0.65	0.48	0.57	0.67
	2019/4/8	2020/3/19	346	-20	-17	-15	-20	0.76	0.52	0.45	0.93
均值	-	-	73	-14	-14	-15	-16	0.65	0.61	0.59	0.47
2023 年	2023/1/30	至今	142	-7	-11	-8	-18	0.47	0.63	0.58	1.11

资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2023/06/21，注：①2013 年回吐时间的起点和终点以创业板指衡量，2023 年回吐时间的起点和终点以沪深 300 指数衡量，其余年份时间的起点和终点由上证综指刻画；②2013 年上证综指、沪深 300、万得全 A 第一波上涨后创新低，因此获利回吐均值不计算 2013 年上证综指、沪深 300、万得全 A 的数据；③由于 2020 年突发疫情冲击，2019 年第一波上涨后回调的低点有两种划分方法，不考虑疫情影响则低点在 19 年 8 月，考虑疫情影响则低点在 20 年 3 月，计算均值时不考虑疫情影响

表 2 当前 A 股各大指数估值已回到历史低位

指数	PE(TTM, 倍)		PE(TTM)自 05 年来分位数(%)		PB(LF, 倍)		PB(LF)自 05 年来分位数(%)	
	2022/10/31	最新	2022/10/31	最新	2022/10/31	最新	2022/10/31	最新
上证 50	8.3	9.7	8.1	27.9	1.1	1.2	0.6	20.8
创业板指	37.4	32.5	12.6	4.8	4.8	4.5	41.1	31.1
科创 50	40.0	42.7	6.9	22.0	4.4	4.5	3.4	13.4
沪深 300	10.3	11.7	10.9	25.5	1.2	1.3	0.7	7.9
上证综指	11.4	12.9	13.2	28.4	1.2	1.3	0.0	7.4
万得全 A	15.8	17.6	23.2	35.8	1.5	1.6	2.3	10.7

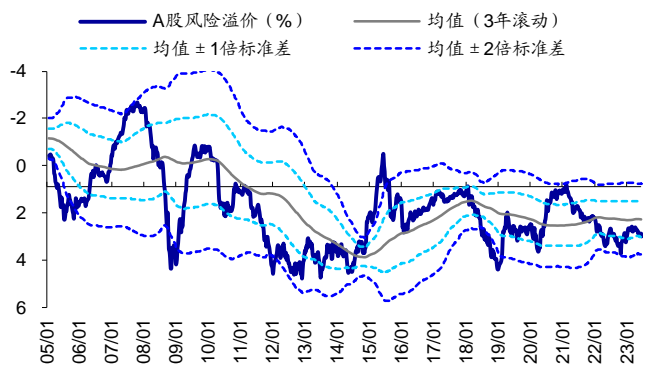
资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2023/06/21，注：创业板指数据自 2010 年开始

情绪方面，当前股市情绪已接近历史底部水平。我们对比当前与去年 10 月底市场

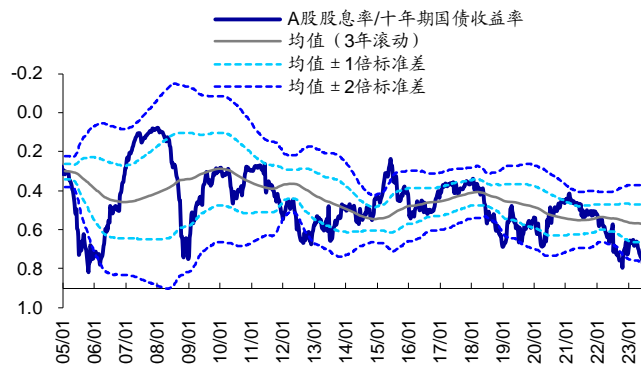
处底部时的情绪水平，可以发现各类情绪指标显示当前市场情绪已调整至历史底部。从大类资产比价指标看，股市情绪已明显弱于债市。截至 2023/06/21（下同），当前 A 股风险溢价率（1/全部 A 股 PE-10 年期国债收益率）为 3.00%、处 05 年以来从高到低 26%分位，已经高于 05 年以来均值+1 倍标准差（3 年滚动）；当前 A 股股债收益比（全部 A 股股息率/10 年期国债收益率）为 0.77、处 05 年以来从高到低 1%，已经处在 05 年以来均值+2 倍标准差（3 年滚动），接近去年 10 月底水平，可见当前市场对股市的风险偏好已处在低位。

从交易指标看，当前交易热度出现明显下滑，部分指标显示当前市场情绪已接近去年 10 月底的水平。从周换手率看，周换手率于 5 月初开始回落，当前周换手率（年化）为 277%，已接近 22/10 市场底部时的 276%。从成交情况看，全部 A 股成交量已从 5 月初的高点回落，当前全 A 成交量为 714 亿股，已经接近去年 10 月底时市场成交量 697 亿股。

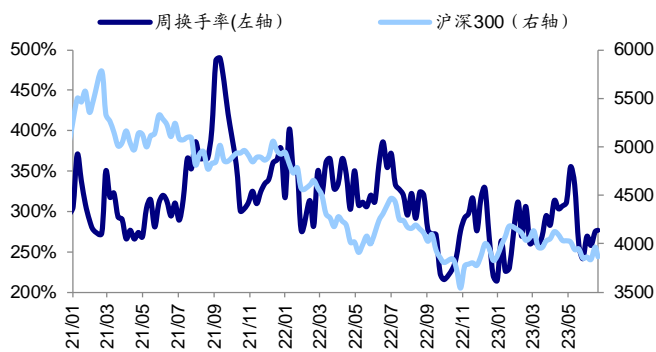
此外，资金流向也为我们提供了观测各类投资者情绪变化的窗口，可以发现目前投资者情绪回落明显。以公募基金为例，偏股型公募基金新发规模处低位徘徊，4、5 月偏股型基金发行规模分别为 261 亿元、336 亿元，已经明显低于 13 年以来历史同期均值（501 亿元、554 亿元）。

图1 滚动 3 年视角下当前 A 股风险溢价率已高于一倍标准差


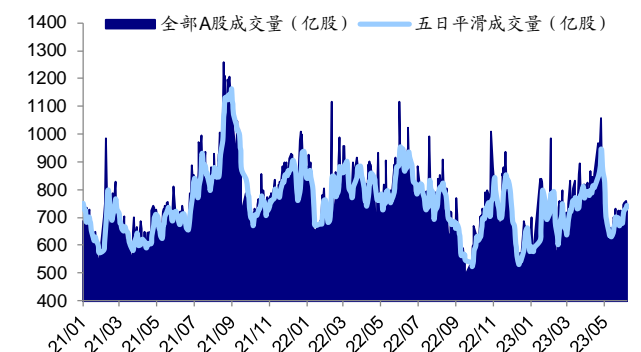
资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2023/6/21

图2 滚动 3 年视角下当前 A 股股债收益比已高于两倍标准差


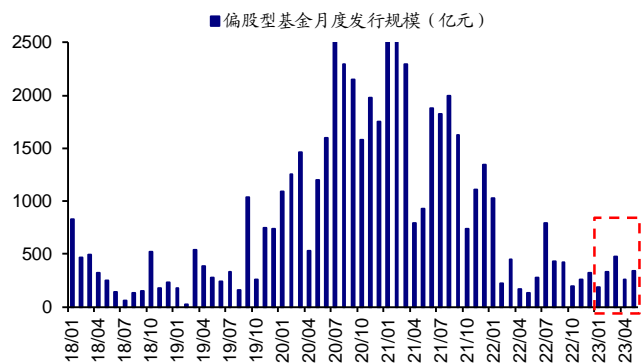
资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2023/6/21

图3 近期市场换手率下滑明显


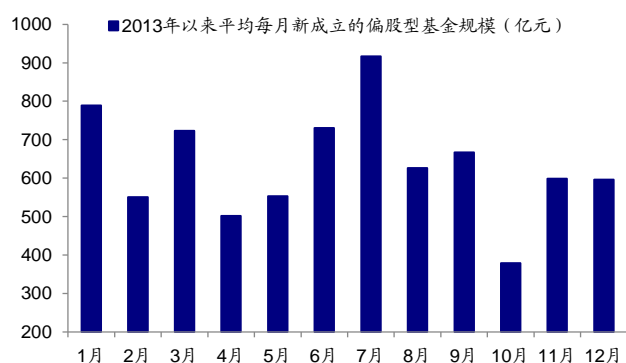
资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2023/6/21

图4 近期成交量萎缩较大


资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2023/6/21

图5 公募基金发行在低位徘徊


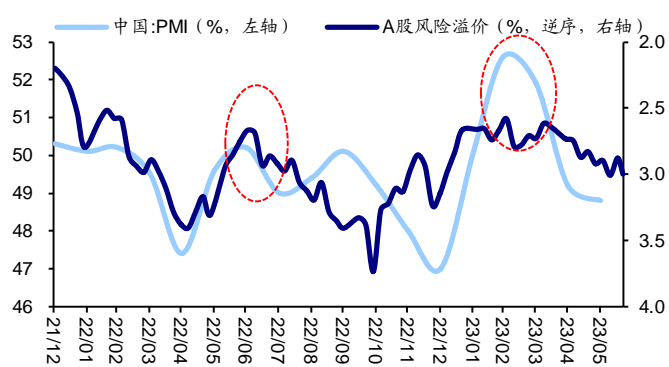
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图6 13年以来基金发行月度规模


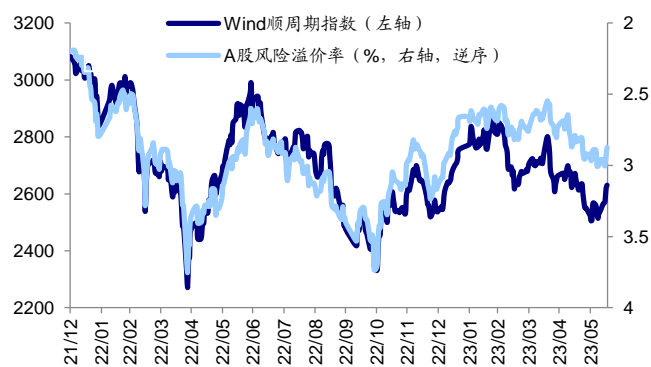
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023 年 5 月

从基本面预期看，强周期板块创新低反映经济预期或已低于 22/10。对于宏观经济的预期是主导中长期市场情绪变化的关键变量，往往基本面因素的下滑会触发市场情绪的下行，而有时部分短期无法证伪的中长期叙事会使得情绪进一步发酵，最终导致市场对基本面预期过度悲观，例如去年 PMI 于 7 月见顶后市场情绪开启下行，此后部分房地产企业问题暴露，使得市场对于相关风险的担忧升温，推动 22/10 市场情绪触底。

今年 2 月以来 PMI 已经由高点 52.6% 逐渐走弱，市场情绪也伴随基本面下滑而逐渐走弱，目前市场对于部分中长期问题的关注已使得对基本面的预期过度悲观，这点可以从顺周期板块股价的走势中得到验证。由于顺周期板块的基本面与宏观经济高度相关，因此顺周期板块的股价走势往往较大程度的反映了市场对于宏观经济的预期。例如，我们用 Wind 顺周期指数刻画宏观预期的边际变化，可以发现过去顺周期指数与市场情绪的走势高度相关，当前 Wind 顺周期指数已经接近去年 10 月低点。此外，若我们从强周期板块的行业指数看，煤炭、基础化工、有色、房地产等行业股价已经创了去年 10 月以来的新低，反映出当前大家对宏观经济的预期甚至已经低于去年 10 月的水平。而去年在疫情扰动压制宏观基本面的情况下，22Q3、Q4 GDP 当季同比增速仅为 2.9%、3.9%，那么当前强周期板块的板块指数水平可能已经隐含了过度悲观的经济预期。

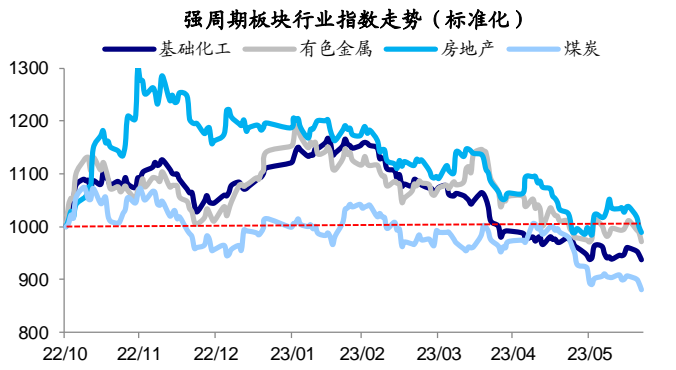
图7 历史上情绪走弱始于基本面上滑


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023/6/21

图8 顺周期指数与市场情绪走势高度相关


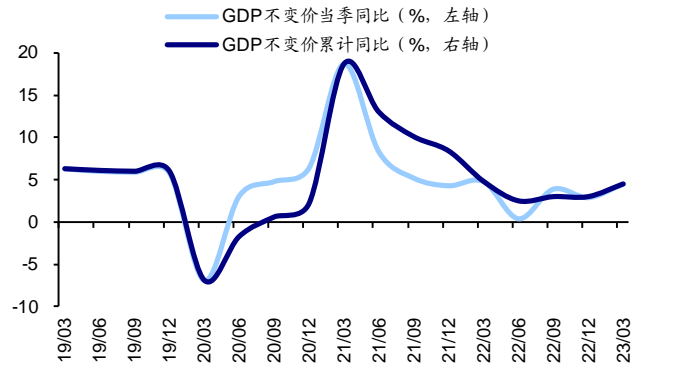
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图9 强周期板块创 22/10 以来新低



资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2023/6/21

图10 去年 GDP 增速较低



资料来源：Wind，海通证券研究所

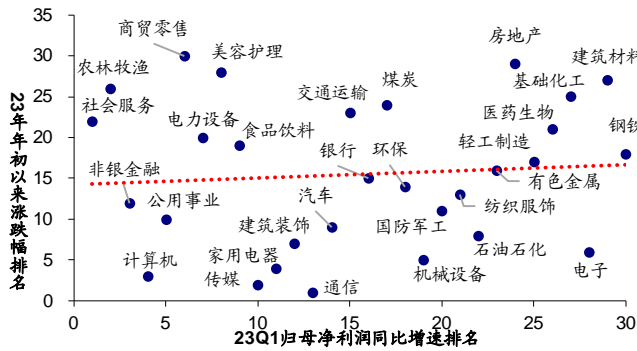
2. 展望：风渐起，心随幡动

今年以来股价与基本面背离，随着经济和盈利回升，未来投资主线将回归基本面。在今年上半年情绪整体走弱的背景下市场行情分化轮动的现象较明显，其中 TMT 及中特估等短期内未见基本面逻辑兑现的方向涨幅反而更大。我们对比了各申万一级行业年初至今（截至 2023/06/21，下同）的涨跌幅排名及对应的 23Q1 行业盈利、收入增速排名，发现今年上半年各行业指数的涨跌幅与财务指标相关性不强，甚至呈现负相关关系。回顾历史，熊转牛初期往往会存在上述基本面与股价背离的现象，但展望全年，我们预计宏观经济和企业盈利依然向好，下半年投资主线将更加聚焦基本面。

风渐起，稳增长政策或将持续发力。今年以来我国经济呈现回升向好的态势，但正如一季度央行货币政策报告指出“经济内生动力还不强、需求仍然不足”，因此政策稳增长的需求在增加。6月2日国常会指出，经济恢复的基础尚不稳固，要进一步稳定社会预期，提振发展信心，激发市场活力，推动经济运行持续回升向好；6月7日央行行长易纲在上海调研座谈会上表示，继续精准有力实施稳健的货币政策，加强逆周期调节，全力支持实体经济，促进充分就业；6月13日央行调降7天逆回购利率10个BP，6月15日央行调降MLF利率10个BP。结合海通宏观观点，政策利率调整或打开新一轮稳增长的窗口，未来其他货币、财政、产业政策均有望逐步加码；6月16日国常会围绕加大宏观政策调控力度、着力扩大有效需求、做强做优实体经济、防范化解重点领域风险等四个方面，研究提出了一批政策措施。

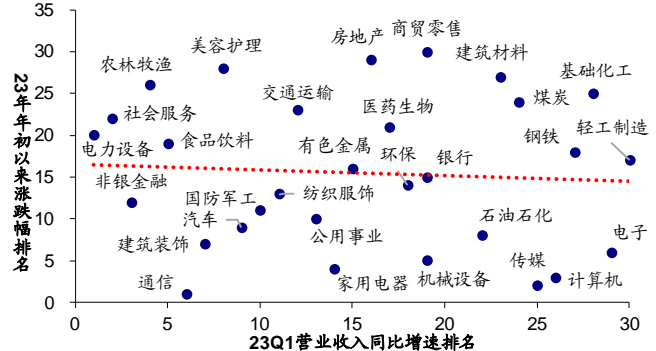
心随幡动，宏微观基本面趋于改善。随着政策效力逐步显现，中国经济和 A 股盈利有望步入上行周期。从库存周期看，本轮库存周期始于 2019 年 3 季度末 4 季度初，高点出现在 2022 年 4 月，2000 年至今中国经济共经历了 4 轮完整的库存周期，平均一个周期历时 39 个月，根据历史推断本轮库存周期或将于 23Q2 见底。政策发力叠加库存周期回升，我们预计经济增长有望提速，全年 GDP 同比增速有望达到 5.3%，高于 5% 的目标。在经济回暖的背景下，A 股盈利有望步入上行周期。全部 A 股的盈利或已在 22Q4 见到低点，全 A 剔除金融的低点也在逐渐显现，我们预计 Q2-Q4 盈利将稳步复苏，23 年全部 A 股归母净利润同比增速有望达 10-15%。在经济和盈利预期回升的环境下，投资者的关注点将重新聚焦基本面。

图11 今年来行业指数涨跌与盈利增速相关性较低



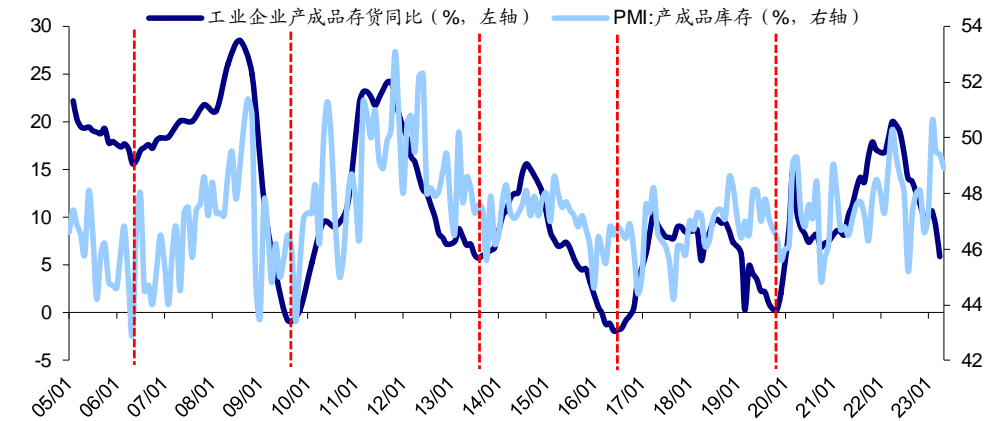
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023/06/21

图12 今年来行业指数涨跌与收入增速相关性较低



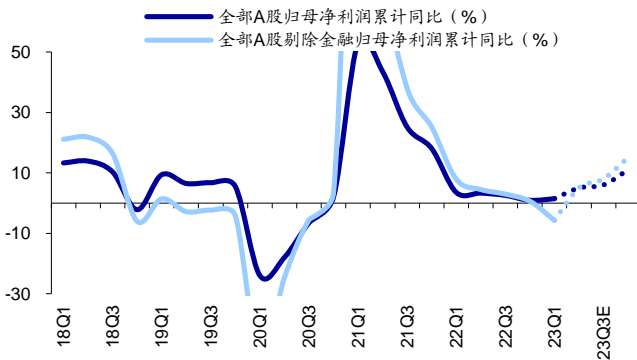
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023/06/21

图13 本轮库存周期或将于 23Q2 见底



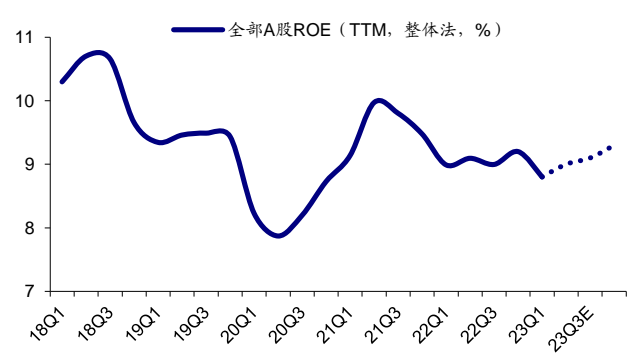
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图14 预计 23 年全 A 盈利增速逐级向上



资料来源: Wind, 海通证券研究所测算

图15 23 年 A 股 ROE 有望持续改善



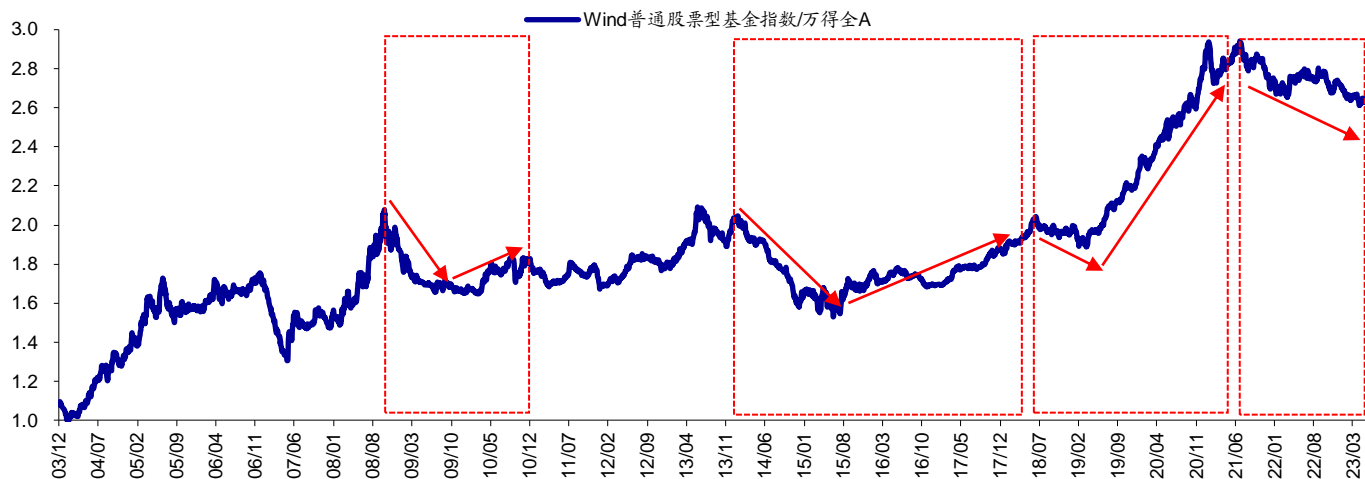
资料来源: Wind, 海通证券研究所测算

对比历史, 本轮公募股票基金跑输大盘时间已较长。在上半年市场热点轮动较频繁、基本面因素不明显的环境下, 公募基金整体表现不及大盘指数。年初至今(截至 2023/06/21) 万得全 A 指数上涨了 1.4%, 而整体主动偏股型基金的净值涨跌幅均值为 -0.2%、中位数 -1.2%, 在约 4200 只的样本量中仅约 1300 只左右的基金跑赢万得全 A。从历史对比的角度出发, 我们进一步以万得普通股票型基金指数相对万得全 A 的走势来衡量股票基金的超额收益趋势, 可以发现自 2003 年以来股票基金在较长时间维度内趋势性跑输的时间段主要有 3 次, 如 08/10-09/08、14/01-15/07、18/07-19/04, 平均持续时长为 1-2 年(虽然 07/01-07/05 期间股票基金明显跑输大盘指数, 但持续时间较短, 故不纳入统计范围)。对于本轮而言, 股票基金趋势性跑输大盘是从 21 年 7 月开始, 至今已接近两年, 对比历史从时间上看已较长。

参考历史，政策发力支撑基本面回升可驱动公募基金重新跑赢市场。回顾历史，股票基金在什么样的环境下会趋势性跑输？可能是在市场处于非基本面因素主导的时期。我们首先从影响资本市场的因素层面来考虑，6月8日证监会主席易会满在十四届陆家嘴论坛上表示：“客观来讲，资本市场对宏观经济、行业政策、微观经营主体表现等高度敏感，它的走势是基本面、政策面、资金面、情绪面以及境外环境等各种因素综合作用的结果。”即股市的走势由多种因素共同驱动，只是在不同时期主导的力量有所区别。当市场处于流动性充裕、宏观背景阶段性下行的环境中时，市场关注点可能更容易集中于热点及主题方向，此时更擅长于从基本面维度挖掘上市公司内在价值的公募基金往往较难实现超额收益。本轮公募跑输背景也与历史规律一致，21年下半年以来我国流动性环境仍维持合理充裕水平，但宏观基本面出现阶段性整固，PMI及工业增加值修复趋势出现波折，因此出现了公募基金收益率整体不及大盘指数的现象。

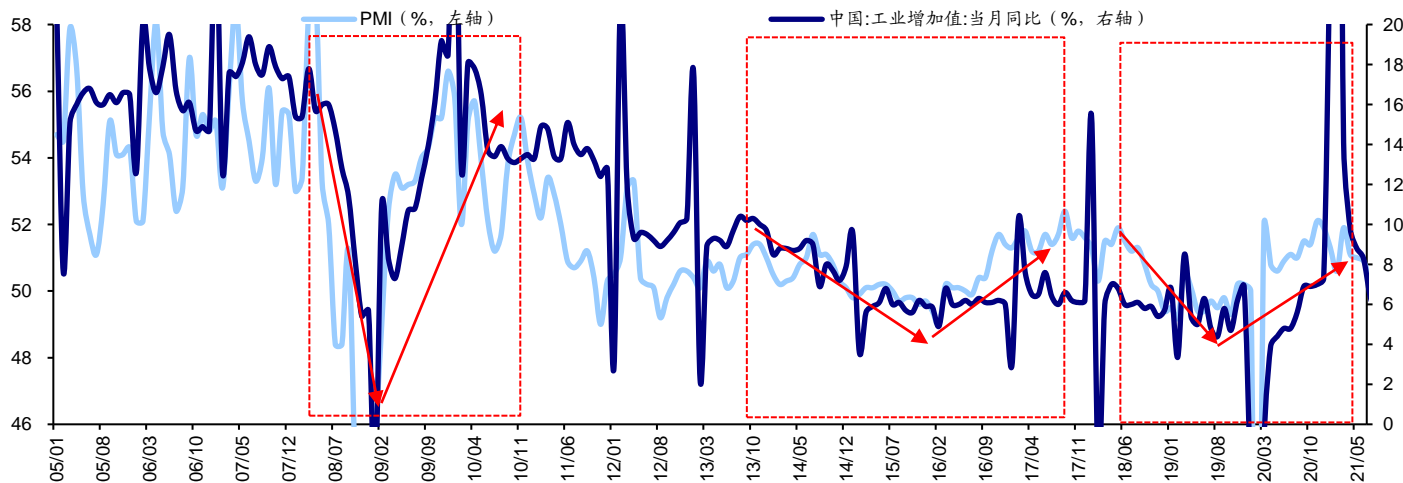
那么公募基金收益何时有望趋势回暖？参考历史经验，需静待政策发力推动基本面进一步回升，使得市场定价逻辑重回基本面因素。参考09年、15年及19年政策调控力度进一步加码，政策发力有效提振经济开始复苏，PMI和工业增加值等主要经济指标均率先开始见底回升，随后部分中长期指标也开始企稳并开启向上趋势。随着宏观基本面向上的拐点得到确认，市场行情逐渐开始由基本面主导，此时更善于挖掘基本面亮点的公募基金得以实现持续性的超额收益，万得普通股型基金指数从09年下半年、16年及19年下半年起持续性跑赢万得全A。

图16 2003年来公募基金曾数次跑输过大盘，但此后均会反转



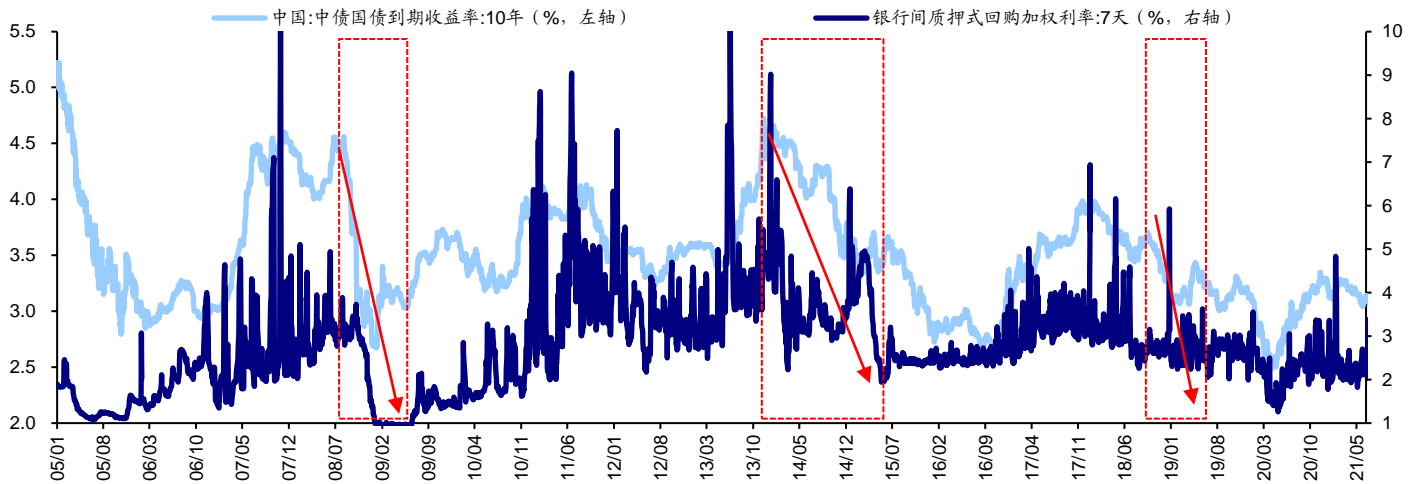
资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2023/06/21

图17 公募基金跑输市场的背景是基本面回落、相对收益反转需等基本面回暖



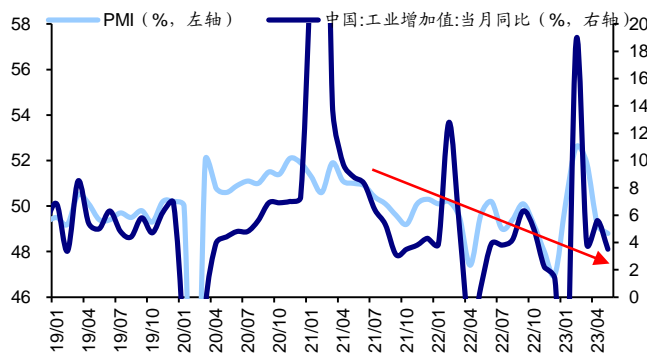
资料来源：Wind，海通证券研究所

图18 历史上公募基金跑输市场的背景往往是流动性宽松



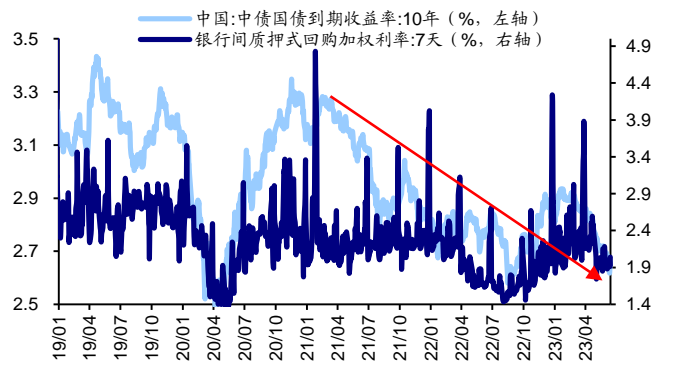
资料来源：Wind，海通证券研究所

图19 本次 21 年下半年以来经济基本面休整



资料来源：Wind，海通证券研究所

图20 本次 21 年下半年以来整体流动性宽松

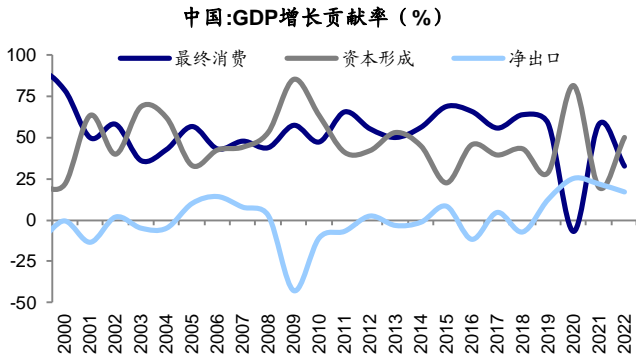


资料来源：Wind，海通证券研究所

3. 机会：高质量，科技消费

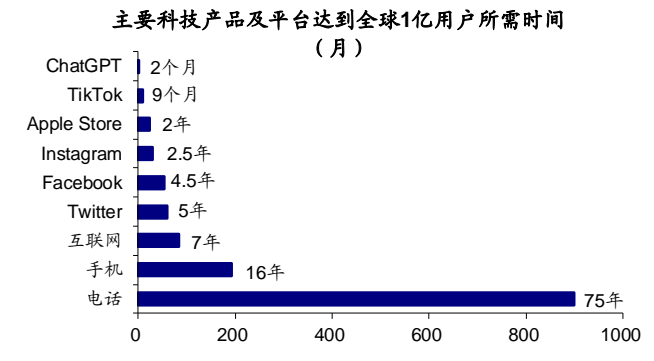
沿着高质量发展脉络寻找股市行业主线。二十大报告要求“坚持以推动高质量发展为主题，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合”、“建设现代化产业体系”，为我国未来的产业发展指明了方向。扩大内需方面，重点在于恢复和扩大消费。目前消费已成为我国经济增长的重要拉动力，2010年以来，除了受疫情影响的20年和22年，消费对GDP增长的贡献率持续高于投资。短期看，随着疫情影响逐渐消退，居民收入和消费预期都在发生积极变化；中长期来看我国已处在转型升级阶段，消费发展空间仍大。现代化产业体系建设方面，参考二十大以来的政策脉络，科技产业已经成为构建现代化产业体系，实现高质量发展的重要抓手。近年来，发展数字经济已上升到国家战略，《数字中国建设整体布局规划》和机构改革成立国家数据局、重组科技部均表明政策支持力度仍在不断加大。且数字经济产业趋势上也有积极变化，根据新华社报道，人工智能应用 ChatGPT 在推出仅两个月后月活用户已经突破 1 亿，拉开了大语言模型和生成式 AI 产业蓬勃发展的新篇章。综合以上，落实到股市投资，我们在寻找具体的行业方向时要兼顾高质量发展和产业发展趋势的脉络，重视消费和数字经济。

图21 10年以来消费对GDP增长的贡献率大多高于投资



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图22 ChatGPT在推出仅两个月后月活用户已经突破1亿



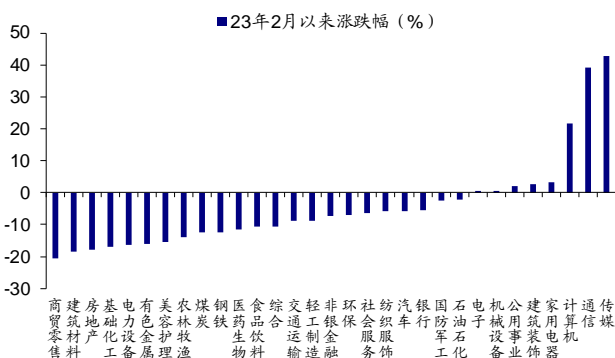
资料来源: 中国社会科学网、金融界、人民网, 海通证券研究所

重视前期调整较多的消费。今年2月A股市场回落以来消费行业跌幅在所有行业中明显偏大,如零售跌20%、农林牧渔跌14%、医药跌11%、食品饮料跌11%。如果对比消费板块相较大盘的超额收益趋势,可以发现过去一个季度大多数消费行业已录得明显负收益。经历持续下跌后,消费多数行业的估值已经达到较低位,如截至2023/6/21,食品加工PE(TTM)/13年来分位数为25倍/2%,医药生物为27倍/12%,农林牧渔为28倍/25%,家用电器为15倍/32%。消费板块表现较弱主要是因为近期宏观层面消费数据表现相对平淡,尽管3月、4月社零总额当月同比增速达到10.6%、18.4%,但是考虑到去年的低基数作用,如果看两年年化同比增速,3月、4月仅为3.3%、2.6%。

由于短期消费表现偏弱,投资者对消费复苏的预期不强,部分投资者开始担心中国社会类似1990年代日本,发生居民资产负债表衰退,进而抑制消费活动。针对此点担忧,我们在《中国消费的韧性:没有日本式资产负债表衰退-20230507》分析过,从财富端看,我国居民手中最重要的资产——房产价格相对趋稳,居民财富大幅缩水的风险较小;从收入端看,我国经济仍在修复轨道中,经济修复将推动居民收入和消费意愿的回升。因此,我们认为我国陷入资产负债表衰退、长期消费不振的可能性较低,不过消费的修复还需扩内需、促消费政策的进一步呵护。

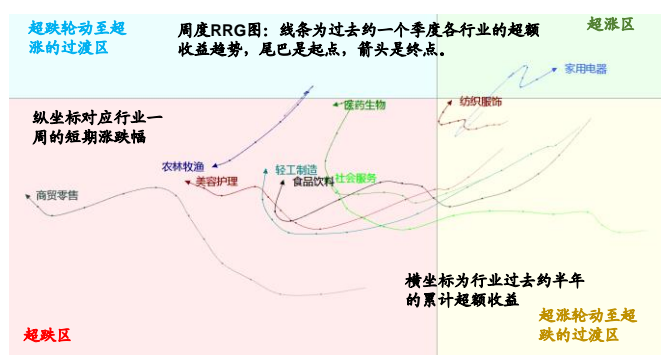
展望下半年,消费政策有望发力,6月2日国常会提出要进一步稳定市场预期、优化消费环境,更大释放新能源汽车消费潜力;6月20日中共中央政治局常委、全国政协主席王沪宁在“恢复和扩大消费”调研协商座谈会上指出“要深刻认识恢复和扩大消费是推进中国式现代化的应有之义”,消费有望成为政策发力点。政策以大宗消费品为抓手,有望带动消费大盘的增长,我们预计今年社零总额增速有望达8-9%,22-23年两年平均增速为4-5%,疫情前社零总额增速在9-10%左右,因此未来改善的空间较大。随着政策效力显现,A股各消费行业的盈利有望改善,其中医药和基本消费部分子行业的盈利有望实现较快增长,结合海通行业分析师和Wind一致预测,我们预计23年医药板块中中药归母净利增速为20%、医疗服务为50%、创新药为30%,基本消费中食品加工为30%。叠加消费估值已经不高,尤其是医药估值分位较低,消费的性价比已经凸显。

图23 23/02以来消费板块跌幅居前



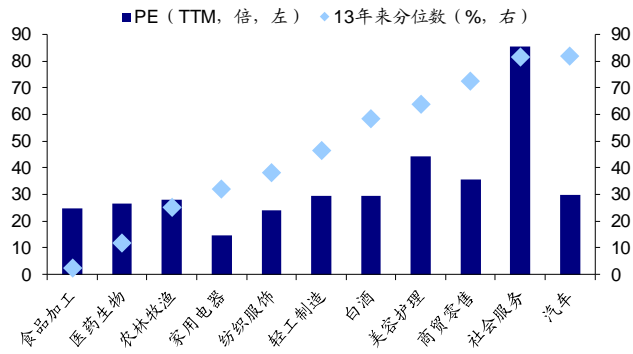
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至2023/06/21

图24 当前消费板块的超额负收益已明显



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至2023/06/16

图25 多数消费行业估值已经较低



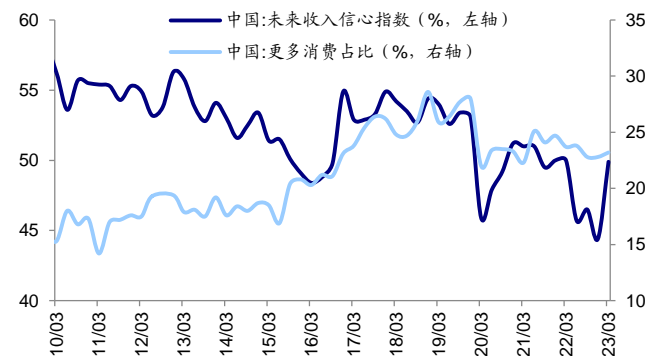
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023/06/21

图26 消费复苏边际放缓且增速仍处于低位



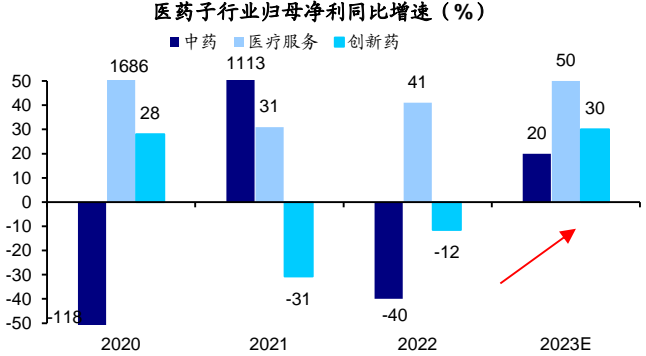
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图27 23年一季度居民收入信心指数和消费意愿有所恢复



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图28 医药基本面有望迎来改善



资料来源: Wind, 海通证券研究所预测

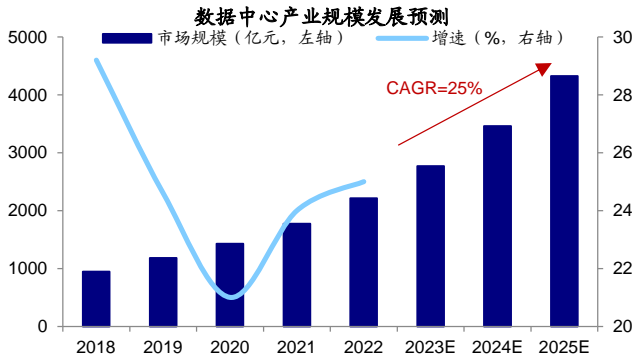
全年维度应重视数字经济。我们在去年年度策略报告《旭日初升——2023年中国资本市场展望》中提出，政策和技术双轮驱动下，以数字经济为代表的TMT板块或将成为23年投资主线。今年4月初我们在《好事多磨——23年二季度股市展望》中提示TMT行业已出现阶段性热度过高的情况，短期内可能遭遇波折。去年底以来TMT板块的表现已经印证了我们的判断，那么往后看数字经济行情又将如何演绎？参考借鉴13-15年TMT行情，在经历了估值抬升阶段后，未来数字经济板块或将进入基本面驱动阶段。在基本面驱动阶段中，我们前述提到的政策端、技术端的逻辑都在逐渐强化，或可从这两个角度出发，寻找数字经济中订单好转、业绩显现的领域，详见《借鉴13-15年，这次TMT行情到啥阶段了？——对比历史看数字经济系列1》、《回顾中美历史，哪些科技股穿越了周期？——对比历史看数字经济系列2》。

政策发力的数字基建、信创等领域业绩有望改善。今年以来，多地对数字经济发展提出明确考核要求。例如江苏省提出力争23年数字经济规模突破5.5万亿元、较22年增长7.8%，这一增速高于江苏省23年GDP目标增速的5%；浙江省提出到2027年数字经济核心产业增加值要超过1.6万亿元，按此目标推算23-27年间浙江省数字经济核心产业增加值的年复合增速将达12.2%。而数字基建正是短期稳增长和中长期经济结构调整的交集，我们认为随着各地政府陆续加大对数字经济领域的投入，数字经济中数字基建、数据要素和信创等领域订单和业绩或有望受提振。根据中国通服数字基建产业研究院，预计“十四五”期间我国数据中心产业规模复合增速将达到25%。根据华经情报网，预计2025年信创产业市场规模将达到23354.6亿元，22-25年CAGR为35.7%。

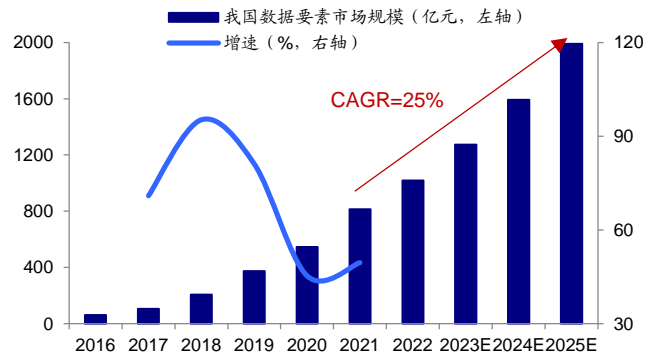
技术变革下，企业加大资本开支，人工智能及上游半导体等领域将受益。当前科技巨头正加速布局以ChatGPT为代表的AI模型，新一轮科技变革或将加速到来。其中，算力是AI大模型发展的重要基础，根据中国日报、光明网援引IDC&浪潮信息发布的《2022-2023中国人工智能算力发展评估报告》，预计2026年我国智能算力规模将达1271EFlops，22-26年期间CAGR达52.3%。AI大模型的发展将对上游算力相关的硬件领域产生较大拉动，根据亿欧智库，预计23-25年我国AI芯片市场规模复合增速达

31%。此外，全球半导体产业每3-4年经历一轮周期，据此推算，2019年开始的这轮半导体产业周期或已进入下行的尾声阶段。往后看，在AI大模型等产业变革的催化下，今年二、三季度半导体产业周期或有望见底回升，届时半导体板块盈利或将改善。

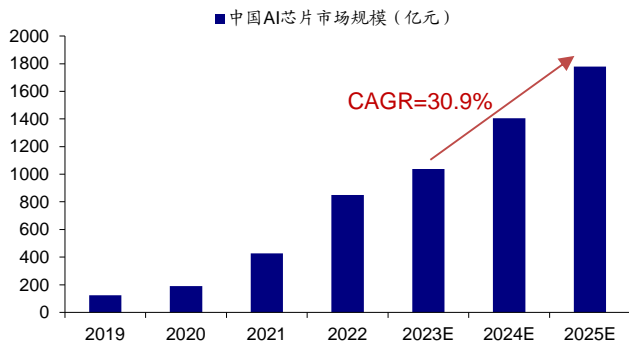
在政策端大力支持、产业端技术进步加快的推动下，以数字经济为代表的TMT板块行情有望进入业绩驱动阶段。我们预计TMT板块23年归母净利润同比增速有望达到25%左右，在大类行业中增速最快且环比改善幅度最明显，细分行业来看，预计23年计算机行业归母净利增速将达30%、传媒为30%、电子为25%、通信为15%。从基金持仓看，23Q1基金重仓股中TMT板块超配比例（相对沪深300行业占比）仍处在2013年以来低位，借鉴公募基金大调仓经验看，历史上公募基金调仓往往需要一年，随着数字经济发展提速，公募基金或将持续增配TMT板块。

图29 政策支持下数据中心市场规模快速扩容


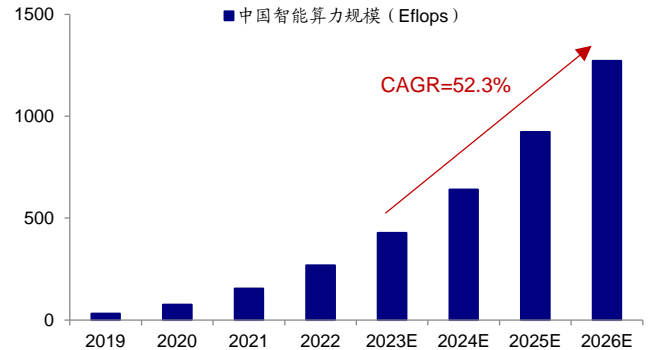
资料来源：中国通服数字基建产业研究院，IDC 历年报告，海通证券研究所，注：22-25年数据中心产业规模CAGR为“十四五”的预测增速

图30 我国数据要素市场将保持快速增长


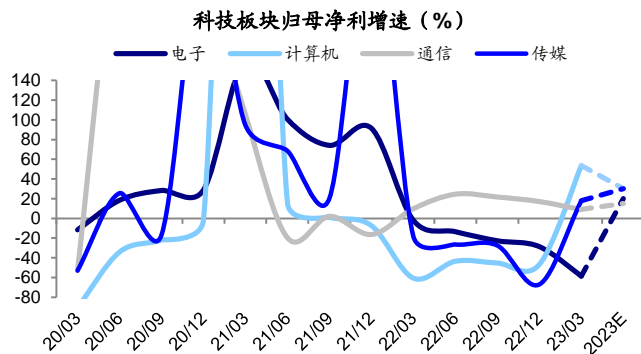
资料来源：国家工业信息安全发展研究中心，前瞻产业研究院，海通证券研究所

图31 我国 AI 芯片规模不断提升


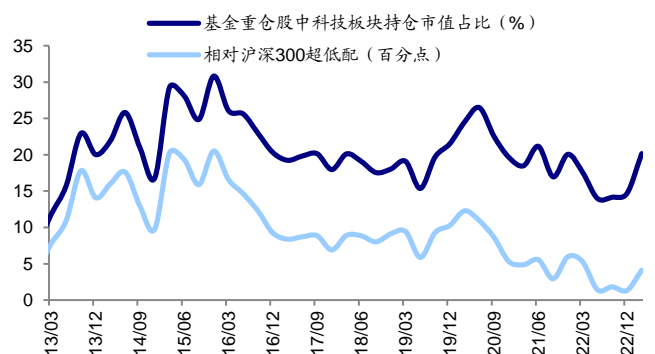
资料来源：亿欧智库，工信部，信通院，海通证券研究所

图32 中国智能算力规模及预测


资料来源：IDC，中国日报中文网，光明网，海通证券研究所

图33 23年科技相关行业基本面有望整体向上


资料来源：Wind，海通证券研究所测算

图34 基金对科技行业的超配力度处在历史低位


资料来源：Wind，海通证券研究所

风险提示：稳增长政策落地进度不及预期，国内经济修复不及预期。

信息披露

分析师声明

荀玉根 策略研究团队
吴信坤 策略研究团队
郑子勋 策略研究团队
杨锦 策略研究团队
余培仪 策略研究团队
王正鹤 策略研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

 路颖 所长
 (021)23185717 luying@haitong.com

 邓勇 副所长
 (021)23185718 dengyong@haitong.com

 荀玉根 副所长
 (021)23185715 xyg6052@haitong.com

 涂力磊 所长助理
 (021)23219747 tll5535@haitong.com

 余文心 所长助理
 (0755)82780398 ywx9461@haitong.com

 汪立亭 所长助理
 (021)23219399 wanglt@haitong.com

 孙婷 所长助理
 (010)50949926 st9998@haitong.com

宏观经济研究团队

 梁中华(021)23219820 lzh13508@haitong.com
 应稼娴(021)23185645 yjx12725@haitong.com
 李俊(021)23154149 lj13766@haitong.com
 侯欢(021)23185643 hh13288@haitong.com
 联系人
 李林芷(021)23185646 llz13859@haitong.com
 王宇晴(021)23185641 wyq14704@haitong.com
 贺媛(021)23185639 hy15210@haitong.com

金融工程研究团队

 冯佳睿(021)23219732 fengjr@haitong.com
 郑雅斌(021)23219395 zhengyb@haitong.com
 罗蕾(021)23185653 ll9773@haitong.com
 余浩淼(021)23185650 yhm9591@haitong.com
 袁林青(021)23185659 ylq9619@haitong.com
 黄雨薇(021)23185655 hyw13116@haitong.com
 张耿宇(021)23183109 zgy13303@haitong.com
 联系人
 郑玲玲(021)23185656 zll13940@haitong.com
 曹君豪(021)23185657 cjh13945@haitong.com
 卓滢莹 zyx15314@haitong.com

金融产品研究团队

 倪韵婷(021)23219419 niyt@haitong.com
 唐洋运(021)23185680 tangyy@haitong.com
 徐燕红(021)23219326 xyh10763@haitong.com
 谈鑫(021)23219686 tx10771@haitong.com
 庄梓恺(021)23219370 zzk11560@haitong.com
 谭实宏(021)23185676 tsh12355@haitong.com
 江涛(021)23185672 jt13892@haitong.com
 张弛(021)23185673 zc13338@haitong.com
 吴其右(021)23185675 wqy12576@haitong.com
 滕颖杰(021)23185669 tj13580@haitong.com
 联系人
 章画意(021)23185670 zhy13958@haitong.com
 陈林文(021)23185678 clw14331@haitong.com
 魏玮(021)23185677 ww14694@haitong.com
 舒子宸(021)23185679 szc14816@haitong.com

固定收益研究团队

 姜珊珊(021)23154121 jps10296@haitong.com
 王巧喆(021)23185649 wqz12709@haitong.com
 孙丽萍(021)23185648 slp13219@haitong.com
 张紫睿(021)23185652 zzz13186@haitong.com
 联系人
 王冠军(021)23154116 wgj13735@haitong.com
 方欣来(021)23185651 fxl13957@haitong.com
 藏多(021)23185647 zd14683@haitong.com

策略研究团队

 荀玉根(021)23185715 xyg6052@haitong.com
 高上(021)23185662 gs10373@haitong.com
 郑子勋(021)23219733 zzx12149@haitong.com
 吴信坤 021-23154147 wxk12750@haitong.com
 杨锦(021)23185661 yj13712@haitong.com
 余培仪(021)23185663 ypy13768@haitong.com
 王正鹤(021)23185660 wzh13978@haitong.com
 联系人
 刘颖(021)23185665 ly14721@haitong.com
 陈菲 cf15315@haitong.com

中小市值团队

 钮宇鸣(021)23219420 ymniu@haitong.com
 潘莹练(021)23185635 pyl10297@haitong.com
 王园沁(021)23185667 wyq12745@haitong.com

政策研究团队

 李明亮(021)23185835 lml@haitong.com
 吴一萍(021)23185838 wuyiping@haitong.com
 朱蕾(021)23185832 zl8316@haitong.com
 周洪荣(021)23185837 zhr8381@haitong.com
 李姝醒(021)23185833 lsx11330@haitong.com
 联系人
 纪尧(021)23185836 jy14213@haitong.com

石油化工行业

 邓勇(021)23185718 dengyong@haitong.com
 朱军军(021)23154143 zjj10419@haitong.com
 胡歆(021)23185616 hx11853@haitong.com
 联系人
 张海榕(021)23185607 zhr14674@haitong.com

医药行业

 余文心(0755)82780398 ywx9461@haitong.com
 郑琴(021)23219808 zq6670@haitong.com
 贺文斌(010)68067998 hwb10850@haitong.com
 朱赵明(021)23154120 zzm12569@haitong.com
 梁广楷(010)56760096 lgk12371@haitong.com
 孟陆 86 10 56760096 ml13172@haitong.com
 周航(021)23185606 zh13348@haitong.com
 联系人
 彭婷(021)23185619 pp13606@haitong.com
 肖治健(021)23185638 xzj14562@haitong.com
 张澄(010)56760096 zc15254@haitong.com

汽车行业

 王猛(021)23185692 wm10860@haitong.com
 房乔华(021)23185699 fqh12888@haitong.com
 张觉尹(021)23185705 zjy15229@haitong.com
 刘一鸣(021)23154145 lym15114@haitong.com
 联系人
 石佳艺 sjy15440@haitong.com

公用事业

 吴杰(021)23154113 wj10521@haitong.com
 傅逸帆(021)23185698 fuf11758@haitong.com
 联系人
 余玫翰(021)23185617 ywh14040@haitong.com
 阎石(021)23185741 ys14098@haitong.com

批发和零售贸易行业

 汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com
 李宏科(021)23154125 lhk11523@haitong.com
 高瑜(021)23185683 gy12362@haitong.com
 曹蕾娜 cln13796@haitong.com
 联系人
 张冰清(021)23185703 zbq14692@haitong.com
 李艺冰 lyb15410@haitong.com
 王逸欣 wyx15478@haitong.com

互联网及传媒

 毛云聪(010)58067907 myc11153@haitong.com
 陈星光(021)23219104 cxg11774@haitong.com
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@haitong.com
 康百川(021)23212208 kbc13683@haitong.com
 联系人
 崔冰睿(021)23185690 cbr14043@haitong.com

有色金属行业

 陈先龙 02123219406 cxl15082@haitong.com
 陈晓航(021)23185622 cxh11840@haitong.com
 甘嘉尧(021)23185615 gjy11909@haitong.com
 联系人
 张恒浩(021)23185632 zhh14696@haitong.com

房地产行业

 涂力磊(021)23219747 tll5535@haitong.com
 谢盐(021)23185696 xiey@haitong.com
 联系人
 曾佳敏(021)23185689 zjm14937@haitong.com

电子行业 张晓飞 zxf15282@haitong.com 李 轩(021)23154652 lx12671@haitong.com 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com 华晋书(021)23185608 hjs14155@haitong.com 薛逸民(021)23185630 xym13863@haitong.com 联系人 文 灿(021)23185602 wc13799@haitong.com 郇奕滢 lyy15347@haitong.com 张 幸 zx15429@haitong.com	煤炭行业 李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com 王 涛(021)23185633 wt12363@haitong.com 联系人 朱 彤(021)23185628 zt14684@haitong.com	电力设备及新能源行业 吴 杰(021)23154113 wj10521@haitong.com 房 青(021)23219692 fangq@haitong.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@haitong.com 马天一 02123219171 mty15264@haitong.com 胡惠民 hhm15487@haitong.com 联系人 姚望洲(021)23185691 ywz13822@haitong.com 马菁菁(021)23185627 mjj14734@haitong.com 吴志鹏 wzp15273@haitong.com
基础化工行业 刘 威(0755)82764281 lw10053@haitong.com 张翠翠(021)23185611 zcc11726@haitong.com 孙维容(021)23219431 swr12178@haitong.com 李 智(021)23219392 lz11785@haitong.com 李 博(021)23185642 lb14830@haitong.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@haitong.com 杨 林(021)23154174 yl11036@haitong.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@haitong.com 洪 琳(021)23185682 hl11570@haitong.com 联系人 杨 蒙(021)23185700 ym13254@haitong.com 夏恩寒 xsh15310@haitong.com 杨昊翔(021)23185620 yhy15080@haitong.com	通信行业 余伟民(010)50949926 ywm11574@haitong.com 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com 联系人 夏 凡(021)23185681 xf13728@haitong.com 徐 卓 xz14706@haitong.com
非银行金融行业 何 婷(021)23219634 ht10515@haitong.com 任广博(010)56760090 rgb12695@haitong.com 孙 婷(010)50949926 st9998@haitong.com 联系人 曹 锐 010-56760090 ck14023@haitong.com 肖 尧(021)23185695 xy14794@haitong.com	交通运输行业 虞 楠(021)23219382 yun@haitong.com 陈 宇(021)23185610 cy13115@haitong.com 罗月江(010)56760091 lry12399@haitong.com	纺织服装行业 梁 希(021)23185621 lx11040@haitong.com 盛 开(021)23154510 sk11787@haitong.com 联系人 王天璐(021)23185640 wtl14693@haitong.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@haitong.com 潘莹练(021)23185635 pyl10297@haitong.com 申 浩(021)23185636 sh12219@haitong.com	机械行业 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@haitong.com 赵靖博(021)23185625 zjb13572@haitong.com 联系人 刘绮雯(021)23185686 lqw14384@haitong.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@haitong.com
建筑工程行业 张欣劼 18515295560 zxj12156@haitong.com 联系人 曹有成(021)23185701 cyc13555@haitong.com 郭好格 13718567611 ghg14711@haitong.com	农林牧渔行业 李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com 巩 健(021)23185702 gj15051@haitong.com 冯 鹤 fh15342@haitong.com	食品饮料行业 颜慧菁 yhj12866@haitong.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@haitong.com 程碧升(021)23185685 cbs10969@haitong.com 联系人 张嘉颖(021)23185613 zjy14705@haitong.com
军工行业 张恒昶 zhx10170@haitong.com 联系人 刘砚菲(021)23185612 lyf13079@haitong.com 胡舜杰(021)23155626 hsj14606@haitong.com	银行业 林加力(021)23154395 ljl12245@haitong.com 联系人 董栋梁(021)23185697 ddl13206@haitong.com 徐凝碧(021)23185609 xnb14607@haitong.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@haitong.com 联系人 毛弘毅(021)23183110 mhy13205@haitong.com 王祎婕(021)23185687 wj13985@haitong.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@haitong.com 李 阳(021)23185618 ly11194@haitong.com 刘 璐(021)23185631 ll11838@haitong.com 联系人 吕浦源 lpy15307@haitong.com	造纸轻工行业 郭庆龙 gq113820@haitong.com 高翩然 gpr14257@haitong.com 王文杰(021)23185637 wwj14034@haitong.com 吕科佳(021)23185623 lkj14091@haitong.com	环保行业 戴元灿(021)23185629 dyc10422@haitong.com 联系人 杨寅琛 yyc15266@haitong.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@haitong.com
蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@haitong.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@haitong.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@haitong.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@haitong.com
欧阳梦楚 (0755)23617160
oymc11039@haitong.com
巩柏含 gbh11537@haitong.com
张馨尹 0755-25597716 zxy14341@haitong.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@haitong.com
黄 诚(021)23219397 hc10482@haitong.com
季唯佳(021)23219384 jiwj@haitong.com
黄 毓(021)23219410 huangyu@haitong.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@haitong.com
马晓男 mxn11376@haitong.com
邵亚杰 23214650 syj12493@haitong.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@haitong.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@haitong.com
谭德康 tdk13548@haitong.com
王祎宁(021)23219281 wyn14183@haitong.com
张歆钰 zxy14733@haitong.com
周之斌 zzb14815@haitong.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@haitong.com
董晓梅 dxm10457@haitong.com
郭 楠 010-5806 7936 gn12384@haitong.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@haitong.com
郭金珪(010)58067851 gjy12727@haitong.com
张钧博 zjb13446@haitong.com
高 瑞 gr13547@haitong.com
上官灵芝 sglz14039@haitong.com
姚 坦 yt14718@haitong.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com