

相关研究

《基金持仓继续向 TMT 集中——基金 2023 年二季报点评 -20230721》
2023.07.21

《基金开始向 TMT 调仓，超配比例仍在低位——基金 2023 年一季报点评 -20230422》 2023.04.22

《关注海外风险的扰动——23 年二季度大类资产配置展望》 2023.04.08

首席经济学家:荀玉根

Tel:(021)23185715

Email:xyg6052@haitong.com

证书:S0850511040006

分析师:郑子勋

Tel:(021)23219733

Email:zzx12149@haitong.com

证书:S0850520080001

分析师:吴信坤

Tel:021-23154147

Email:wxx12750@haitong.com

证书:S0850521070001

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

Tel:(021)23185665

Email:ly14721@haitong.com

迎接转机——23 年四季度 A 股展望

投资要点:

- **核心结论:** ①当前 A 股估值、情绪等指标处于历史低位，大类资产对比显示股市性价比高。②稳增长政策落地推动经济修复，活跃资本市场措施改善市场环境，四季度市场望迎来转机。③6 月下旬来传统行业优于科技的再平衡短期可能延续，中期而言，科技成长望逐渐重新占优。
- **复盘: 年初来一波三折，等待基本面接力。** 回顾今年以来 A 股的走势，整体可以分为三个阶段，年初国内疫情快速达峰后经济快速修复，在此支撑下，1 月 A 股延续自去年 10 月底以来的底部第一波上涨行情。在经历 3 个月的上涨之后，1 月底至 5 月初 A 股上涨动能开始弱化，宽基指数表现分化，背后是经济复苏动能放缓，叠加美联储加息预期升温 and 海外金融风险频发。5 月初至今在国内基本面修复偏慢和海外资金面收紧的双重压力下，市场陷入震荡休整。
- **现状: 市场调整已显著，当前性价比已高。** 对比历史市场底部，当前 A 股调整已较显著。从整体估值看，尽管当前多数指数估值水平与同为底部区域的去年 10 月底相比仍有一定差距，但也都回到了历史低位。情绪方面，当前股市情绪同样已接近历史底部水平。从大类资产比价指标看，股市情绪已明显弱于债市。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。当下政策持续发力支撑基本面修复，市场底低于政策底的概率较小。借鉴历史的政策底和市场底规律，我们认为本次市场突破前低的概率或较小。
- **展望: 积极因素正累积，市场或重回升势。** 稳增长政策密集落地，当前积极变化已经出现。724 政治局会议释放了明确的稳增长信号，对经济和政策定调颇为积极，会后稳增长政策密集落地。当前基本面积积极因素正在累积，资金流入也迎来边际改善。海内外多重积极因素正在酝酿，未来市场有望重拾升势。从股市的年度表现看，即使在 08、11、18 年这三次市场最弱的单边熊市中，依然存在两波行情。而今年年内仅有一波行情，包括去年 10 月底至今年 1 月底的整体性行情，以及今年 2 月至 5 月初的结构性行情，从历史规律看我们认为年内还会有有一次投资机会。展望四季度，海内外宏观环境有望迎来多项利好，或催化年内第二波行情展开。
- **布局: 短期再平衡延续，中期应重视科技。** 短期传统行业占优或将持续。724 政治局会议明确加大逆周期调节力度，并提出要“活跃资本市场”、“适时调整优化房地产政策”，近期相关政策频频出台，随着这些政策的落地见效，消费医药、地产、券商等行业基本面将受益。中期维度看，市场主线或将重回科技成长。首先，我国经济结构仍处在转型升级过程中，需加快建设现代化产业体系，科技行业或将成为股市中期的主线。其次，经历近期的下跌后，TMT 行业已处于超跌区域，性价比逐渐凸显。科技板块中，结合政策导向和技术进展，我们认为可重视数字基建、硬科技制造、AI 应用等领域。
- **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. 复盘：年初来一波三折，等待基本面接力	6
2. 现状：市场调整已显著，当前性价比已高	8
3. 展望：积极因素正累积，市场或重回升势	10
4. 布局：短期再平衡延续，中期应重视科技	13

图目录

图 1	今年以来市场走势一波三折	6
图 2	AI 和中特估是上半年 A 股的两条主线	6
图 3	结构性行情中 AI 和中特估相关行业上涨	6
图 4	普跌行情中仅汽车、家电、通信和机械设备上涨	6
图 5	4 月 PMI 数据处于荣枯线下	7
图 6	4 月之后地产销售和投资持续走弱	7
图 7	7 月底以来人民币贬值伴随北向资金持续流出	7
图 8	当前北上资金滚动 60 天净流入规模已处于历史极低水平	7
图 9	A 股风险溢价率已接近去年 10 月底水平	8
图 10	A 股股债收益比高于去年 10 月底水平	8
图 11	近期市场换手率下滑明显	9
图 12	近期成交量萎缩较大	9
图 13	08 年政策底、市场底、业绩底情况	10
图 14	12 年政策底、市场底、业绩底情况	10
图 15	16 年政策底、市场底、业绩底情况	10
图 16	19 年政策底、市场底、业绩底情况	10
图 17	22 年以来上证指数出现三次底部	10
图 18	一线城市二手房销售边际回暖	11
图 19	一线城市新房销售回暖	11
图 20	预计 23 年全 A 盈利增速逐级向上	11
图 21	23 年 A 股 ROE 有望持续改善	11
图 22	杠杆资金流入加快	12
图 23	近期产业资本流出持续下降	12
图 24	08、11 和 18 年的年初和年末市场均有一次机会 (1)	12
图 25	08、11 和 18 年的年初和年末市场均有一次机会 (2)	12
图 26	去年 10 月至今年 6 月下旬科技板块领涨	13
图 27	6 月下旬以来传统行业表现更优	13
图 28	计算机、传媒已处于“超跌区域”	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 我国智能汽车市场规模快速增长.....	15
图 32 我国智能家居市场规模快速增长.....	15

表目录

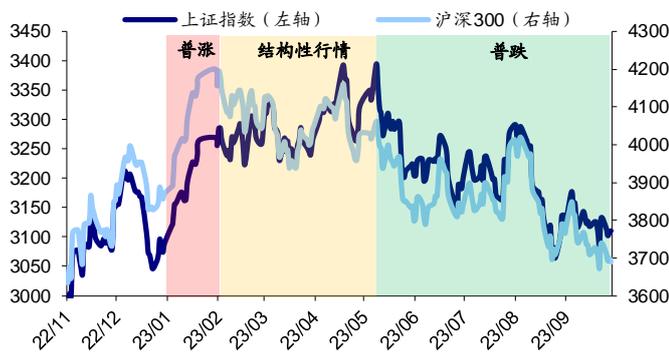
表 1	2016 年以来外资大幅流出时刻统计	8
表 2	当前 A 股各大指数估值已回到历史低位	9
表 3	历届三中全会聚焦改革目标	13

年初以来 A 股一波三折，在经历 1 月的普涨、1 月底至 5 月初的结构行情后，市场在海内外的扰动下进入调整，目前从估值、资产比价及交易情绪等指标来看，股票市场性价比已经凸显。展望四季度，随着国内稳增长政策推动基本面回暖、活跃资本市场措施落地，中美关系等外围环境出现积极变化，市场或将迎来向上的转机。

1. 复盘：年初来一波三折，等待基本面接力

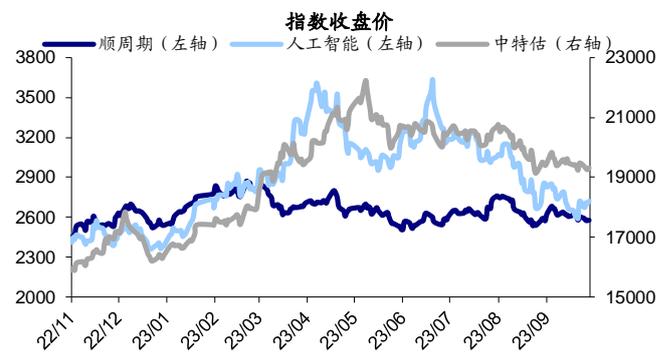
今年以来 A 股一波三折，行业轮动速度明显加快。回顾今年以来 A 股的走势，整体可以分为三个阶段，年初国内疫情快速达峰后经济快速修复，在此支撑下，1 月 A 股延续自去年 10 月底以来的底部第一波上涨行情，2023/1/1-2023/1/30 上证指数和沪深 300 分别上涨 5.8% 和 8.5%；行业层面呈现普涨的格局，申万一级行业涨跌幅的离散度（标准差/均值的绝对值，下同）仅为 0.6。在经历 3 个月的上涨之后，1 月底至 5 月初 A 股上涨动能开始弱化，宽基指数表现分化，2023/1/31-2023/5/8 上证指数上涨 3.8%，沪深 300 下跌 -3.3%，背后是经济快速复常后动能放缓，叠加美联储加息预期升温 and 海外金融风险频发；行业层面主要是结构性行情，申万一级行业的离散度上升至 17.1，与经济强相关的顺周期指数下跌 2.7%，地产链和消费链相关行业跌幅较大，与经济弱相关的人工智能和中特估表现亮眼，分别上涨 13.8% 和 27.6%，前者由数字经济政策和 ChatGPT 技术落地双轮驱动，后者受益于国企改革和国企价值重估政策催化，行业层面，两大主线对应的传媒（49.5%）、通信（20.5%）、计算机（12.0%）和建筑装饰（20.2%）、石油石化（11.6%）涨幅较大。5 月初至今在国内基本面和海外资金面的双重压力下，市场开始显著调整，2023/5/9-2023/9/28 上证指数和沪深 300 分别下跌 8.4% 和 9.2%，结构上多数行业下跌，申万一级行业的离散度降至 0.8，仅有受益于出口需求旺盛的汽车（6.7%）和家电（3.6%），以及通信（2.3%）、机械设备（0.6%）行业上涨。

图1 今年以来市场走势一波三折



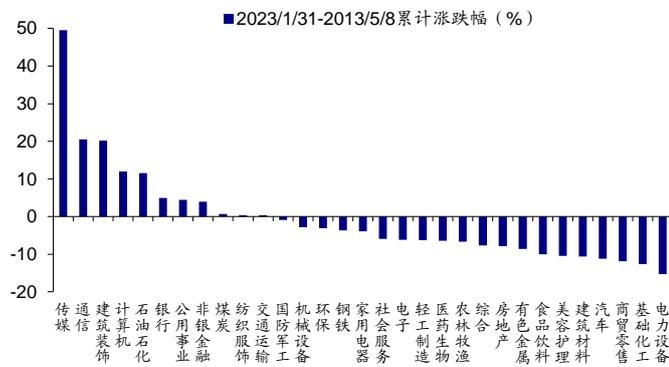
资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2023/9/28

图2 AI 和中特估是上半年 A 股的两条主线



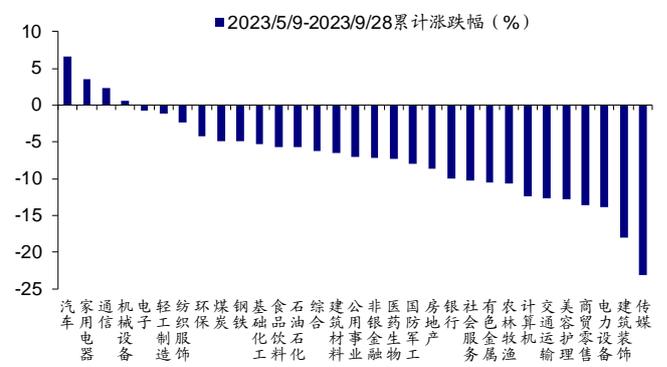
资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2023/9/28

图3 结构性行情中 AI 和中特估相关行业上涨



资料来源：Wind，海通证券研究所

图4 普跌行情中仅汽车、家电、通信和机械设备上涨

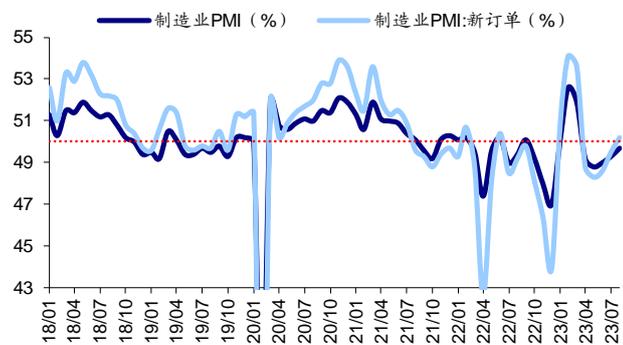


资料来源：Wind，海通证券研究所

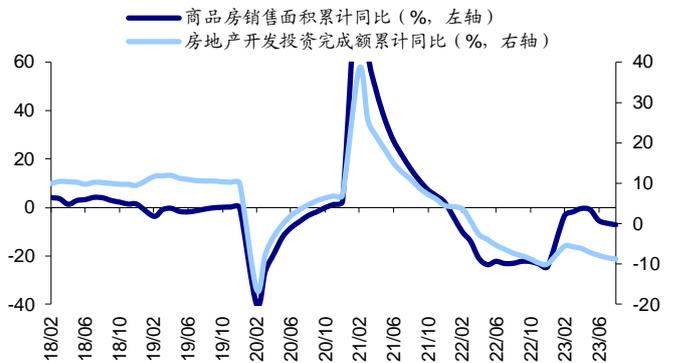
国内多项经济指标低于预期，以及美联储加息预期不断调整是市场疲弱的原因。5 月初之后市场开始走弱的“导火索”是国内多项经济数据相对疲弱。4 月 30 日公布的 4

月制造业 PMI 环比下降 2.7 个百分点至 49.2，时隔 3 个月再度跌破枯荣线；5 月 11 日公布的 4 月 CPI 下滑 0.6 个百分点至 0.1%，低于市场预期的 0.4%（Wind 一致预期，下同），引发市场对“通缩”的担忧；5 月 16 日公布的经济数据再次低于预期，4 月社零总额当月同比为 18.4%，考虑到去年的低基数，两年年化同比反而是下滑的；4 月商品房销售面积当月同比下滑至-11.8%，结束连续 3 个月提升的趋势。此后，投资者对基本面的预期有所降低，反映在资产价格上，10 年期国债利率不断下行，人民币相对美元持续贬值，A 股延续自 5 月初开始的下跌态势。

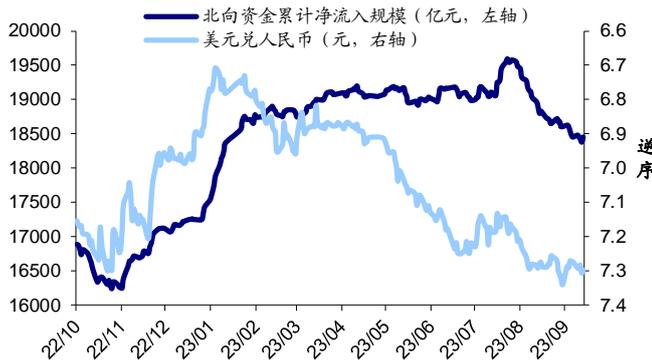
7 月 24 日中央政治局会议召开，对经济和政策的定调更为积极，会议强调下半年将“加大宏观政策调控力度”，“加强逆周期调节和政策储备”。政治局会议使得投资者对政策和经济的预期开始提升，A 股由此反弹至 7 月 31 日。之后，投资者开始观察政策落地的情况和政策的效果，但政策出台节奏相对较慢，投资者预期骤降。同时，美国通胀和经济数据回升导致美联储加息预期再度升温，10 年期美债利率突破 22 年 10 月的高点至 4.5% 以上，美元升值导致外资回流，北向资金持续大额流出 A 股，23 年 8 月至今（截至 2023/9/28，下同）陆股通北上资金累计规模从高点至低点总计减少超 1300 亿元，净流出规模已超过前五次外资大幅流出情形，此外当前滚动 60 天北上净流入规模已跌破均值向下两倍标准差。在国内外双重压力下，8 月开始 A 股加速下跌，2023/8/1-2023/9/28 上证指数和沪深 300 最大跌幅分别为 7.9% 和 9.7%。

图5 4 月 PMI 数据处于荣枯线下


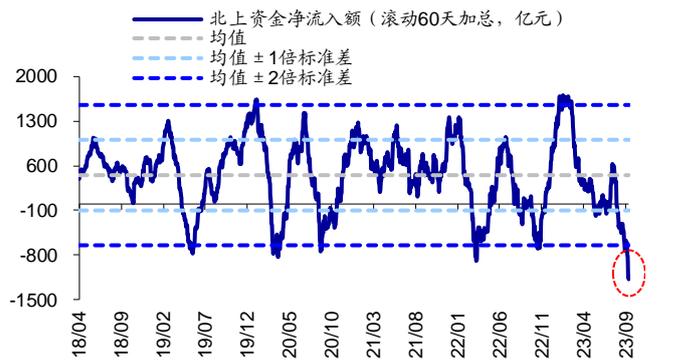
资料来源：Wind，海通证券研究所

图6 4 月之后地产销售和开发投资持续走弱


资料来源：Wind，海通证券研究所

图7 7 月底以来人民币贬值伴随北向资金持续流出


资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2023/09/28

图8 当前北上资金滚动 60 天净流入规模已处于历史极低水平


资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2023/09/28

表 1 2016 年以来外资大幅流出时刻统计

外资累计流入值阶段性高点	外资累计流入值阶段性低点	区间外资净流出规模(亿元)	当期发生事件
2023/8/1	2023/9/28	1320	国内经济复苏出现阶段性波折
2022/7/8	2022/11/3	864	保交楼及疫情扰动
2022/1/24	2022/3/25	891	俄乌冲突+美联储加息
2020/7/13	2020/9/30	898	地缘政治因素
2020/2/20	2020/3/23	1084	全球疫情蔓延
2019/4/3	2019/5/27	785	地缘政治因素

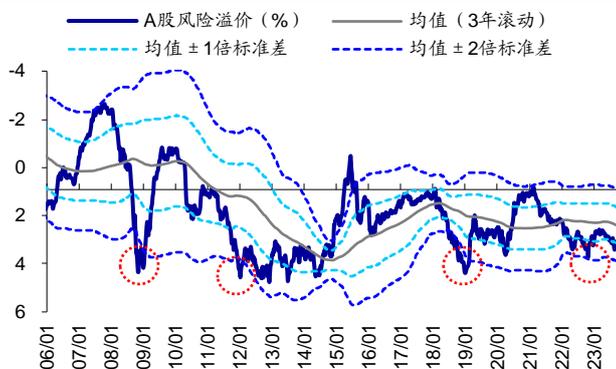
资料来源: Wind, 海通证券研究所

2. 现状: 市场调整已显著, 当前性价比已高

如前文所述, 经历 1 月底到 5 月初结构性行情后, A 股市场在海内外的扰动下进入调整, 上证指数、沪深 300 及万得全 A 等宽基指数的最大跌幅约在 10% 左右 (截至 2023/09/28, 下同)。对比历史上的市场底部区域, 我们认为从估值、资产比价及交易情绪等指标来看, 当前权益市场已经重回性价比比较高的区间。

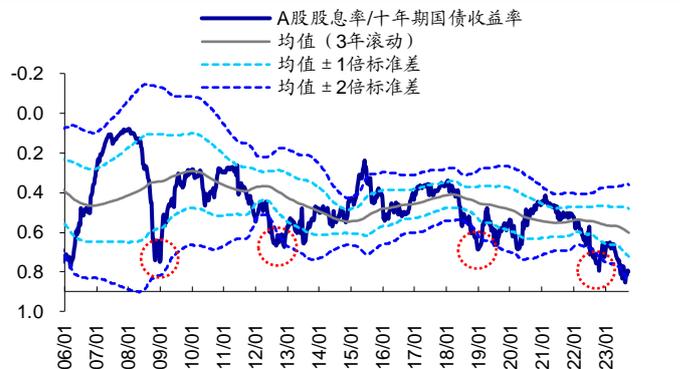
对比历史市场底部, 当前 A 股调整已较显著。从整体估值看, 尽管当前多数指数估值水平与同为底部区域的去年 10 月底相比仍有一定差距, 但也都回到了历史低位。截至 2023/09/28, 全部 A 股 PE(TTM, 下同) 为 17.3 倍、处 05 年以来 33% 分位 (22/10/31 为 15.8 倍、23%), 上证综指为 13.1 倍、31% (11.4 倍、13%), 沪深 300 为 11.5 倍、22% (10.3 倍、11%)。创业板指估值已经低于去年 10 月底时的水平, 当前创业板指 PE 为 29.4 倍、处 10 年有数据以来 2% (37.4 倍、13%)。情绪方面, 当前股市情绪同样已接近历史底部水平。从大类资产比价指标看, 股市情绪已明显弱于债市。截至 2023/09/28 (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 3.09%、处 05 年以来从高到低 25% 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 0.80、处 05 年以来从高到低 1%, 已经接近 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 217%, 已低于 22/10 市场底部时的 276%。从成交情况看, 全部 A 股五日平滑成交量已从 5 月初的高点回落, 当前全 A 成交量为 594 亿股, 已经低于去年 10 月底时市场成交量 695 亿股。

图9 A 股风险溢价率已接近去年 10 月底水平



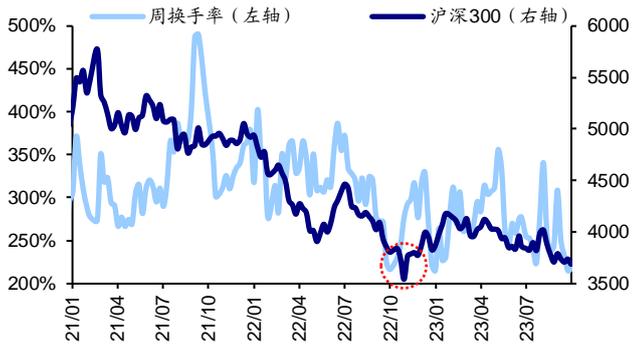
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023/09/28

图10 A 股股债收益比高于去年 10 月底水平



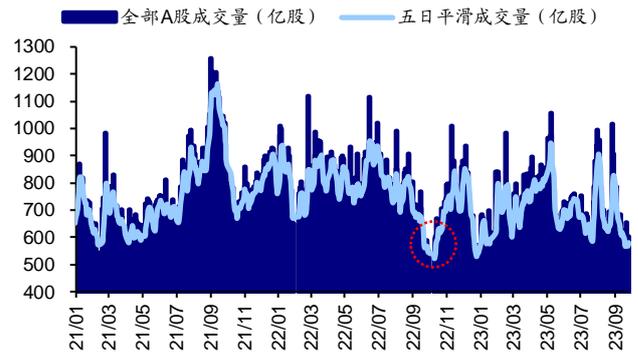
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023/09/28

图11 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 2023/09/28

图12 近期成交量萎缩较大



资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2023/09/28

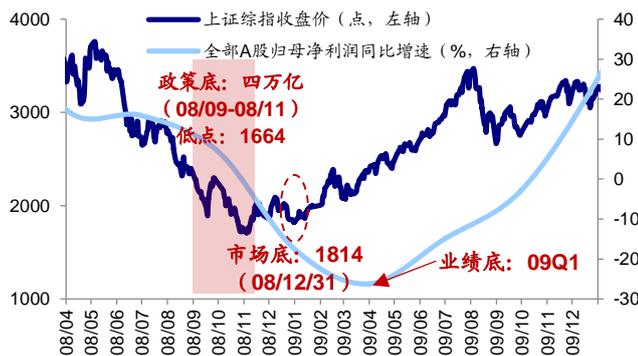
表 2 当前 A 股各大指数估值已回到历史低位

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	10.1	8.1	37.6	1.1	1.2	0.6	21.7
创业板指	37.4	29.4	12.6	1.9	4.8	4.0	41.1	17.9
科创 50	40.0	39.0	6.9	4.6	4.4	3.9	3.4	1.6
沪深 300	10.3	11.5	10.9	22.3	1.2	1.3	0.7	4.2
上证综指	11.4	13.1	13.2	31.4	1.2	1.3	0.0	6.3
万得全 A	15.8	17.3	23.2	32.6	1.5	1.6	2.3	4.4

资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2023/09/28，注：创业板指数数据自 2010 年开始

当下政策持续发力支撑基本面修复，市场底低于政策底的概率较小。从估值、资产比价及交易情绪等指标来看，A 股调整已显著，那么往后看市场是否会跌破去年 4 月底和 10 月底的低点？借鉴历史的政策底和市场底规律，我们认为本次市场突破前低的概率或较小。实际上回顾 A 股历史可以发现，历次调整中市场底部区域的形态多是反复震荡筑底，在政策底和业绩底中间往往会出现市场阶段性低点，这是由于在政策宽松的初期，基本面还有下行压力，在这个过程中有政策利好与基本面下行两股力量角力，因此政策底与业绩底之间存在市场底。但值得注意的是，历史上的市场底未必会低于政策底，这主要取决于政策与业绩两股力量的相对大小。具体而言，若政策力度大、推动基本面快速反转，则市场底时指数点位可能高于政策底，如 08 年、19 年，反之则市场底更低，如 12 年；此外，16 年尽管政策力度温和，但当时 A 股历经三轮大跌，最终市场底并未低于政策底，详见《历史复盘：政策底、市场底、业绩底-20230902》。那么对于本轮的政策底、市场底和业绩底该如何判断？如果从股市牛熊周期 3-4 年的维度来看，这一轮政策底自 22 年 4 月就已经开始形成，其中指数在 22 年 4 月底、22 年 10 月底及当前出现了三次较明显的底部区域。至于未来市场底相比政策底的高低，如前文所述主要取决于基本面修复的进展，目前来看随着我国政策落地见效及经济周期见底回升，投资者对经济和盈利的预期有望回暖，当下已有部分经济数据出现修复迹象，这点我们将在下文详细论述。结合政策底和市场底的规律，随着政策推动经济和股市基本面回升，本次 A 股市场底相较政策底可能更有支撑。

图13 08年政策底、市场底、业绩底情况



资料来源：Wind，海通证券研究所

图14 12年政策底、市场底、业绩底情况



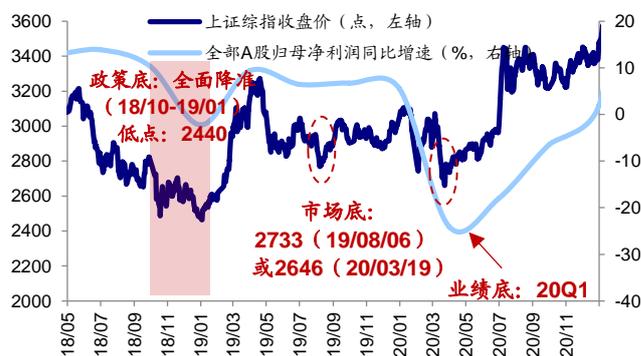
资料来源：Wind，海通证券研究所测算

图15 16年政策底、市场底、业绩底情况



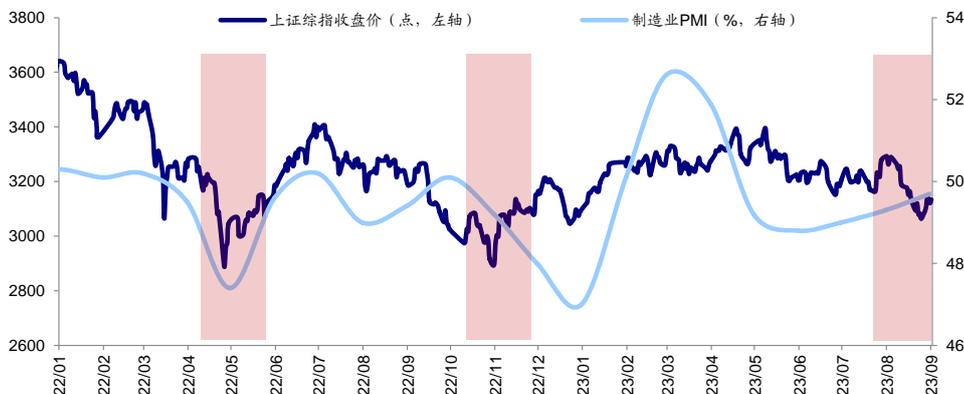
资料来源：Wind，海通证券研究所

图16 19年政策底、市场底、业绩底情况



资料来源：Wind，海通证券研究所

图17 22年以来上证指数出现三次底部



资料来源：Wind，海通证券研究所，注：红色底纹为稳增长政策发力的区域

3. 展望：积极因素正累积，市场或重回升势

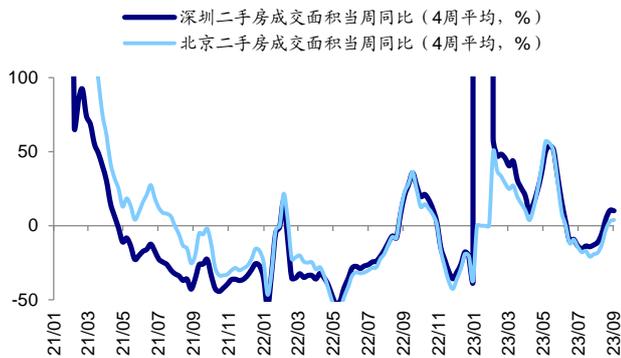
随着稳增长政策正持续落地，基本面和资金面积极因素正在悄然累积。借鉴历史看年内往往有两波机会，展望四季度，海内外宏观环境有望迎来利好，政策落地见效叠加经济周期见底回升或驱动市场迎来年内第二波行情机会。

稳增长政策密集落地下，当前积极变化已经出现。724政治局会议释放了明确的稳增长信号，对经济和政策定调颇为积极，会后稳增长政策密集落地，当前基本面积极因素正在累积，资金流入也迎来边际改善。从宏观基本面来看，最新经济数据显示稳增长政策已在起效，近期高频数据也印证了基本面或已回暖的趋势。近期地产宽松政策、降息降准、化债举措等一系列政策落地正在推动经济修复，8月以来消费、生产、出口等

数据均超预期改善：从消费数据看，8月社消零售总额同比为4.6%，超过wind一致预测的3.5%，较7月边际改善。从PMI最新数据看，9月制造业PMI回升至50.2%，环比上升0.5个百分点，延续了自5月以来的回暖态势。此外，高频数据显示地产已有改善迹象，8月底以来部分城市楼市活跃度明显提升，政策释放的需求有望向地产销售数据传导。截至2023/10/1，深圳、北京等一线城市二手房成交当周同比（4周平均）分别为4%、10%。从新房销售看，一线城市新房成交面积边际回暖，其中广州新房周成交面积环比77%，上海为21%，已连续三周回暖。往后看，随着我国稳增长政策继续落地，我国经济有望持续回升，我们预计全年GDP同比增速有望达5.3%。在经济回暖的背景下，我们预计Q2-Q4 A股盈利将稳步复苏，23年全A归母净利润同比增速有望接近5%。

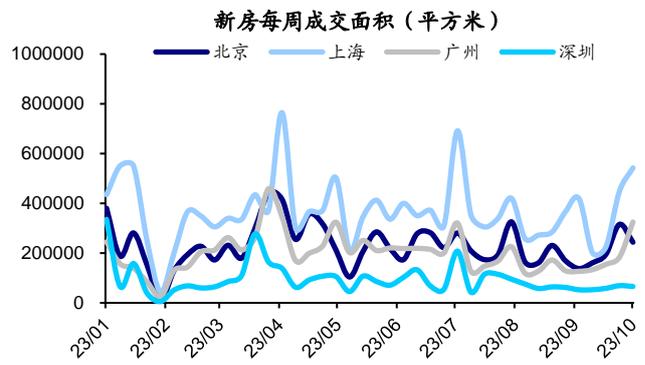
从资金面看，随着活跃资本市场政策持续出台，资金供求关系已明显改善。8月18日证监会有关负责人答记者问以来，活跃资本市场政策“组合拳”加快发布，比如优化IPO、再融资监管，规范股份减持行为，证券交易印花税实施减半征收等多项政策。在此背景下当前资金供求格局迎来改善，9月以来杠杆资金净流入已由负转正，截至09/27，融资净流入已达492亿元，内资流入明显加速。此外，A股融资节奏已有所放缓，9月IPO融资规模为181亿元，明显低于18年以来的当月均值490亿元。近期产业资本流出也降至历史低位，9月产业资本流出仅为62亿元，较8月的198亿元明显下降。未来增量活跃资本市场措施有望推出，这或将进一步提振投资者信心。

图18 一线城市二手房销售边际回暖



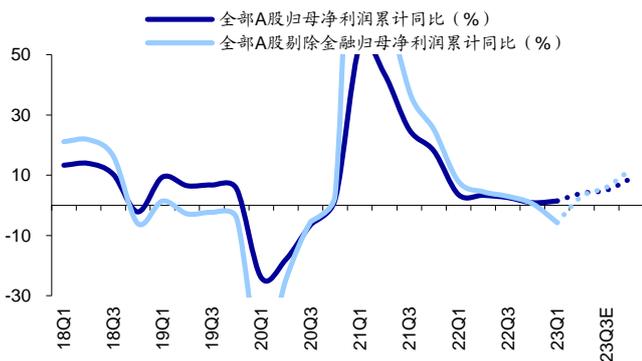
资料来源：Wind，海通证券研究所

图19 一线城市新房销售回暖



资料来源：Wind，海通证券研究所

图20 预计23年全A盈利增速逐级向上



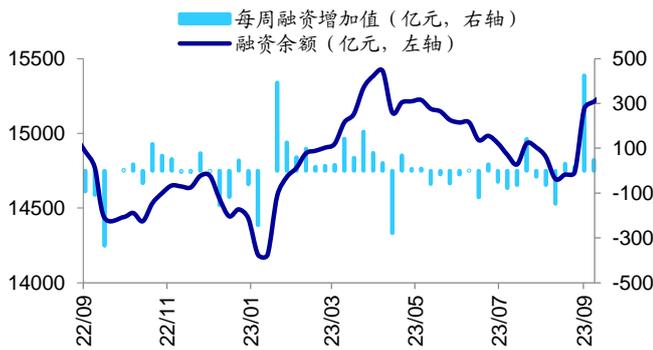
资料来源：Wind，海通证券研究所测算

图21 23年A股ROE有望持续改善



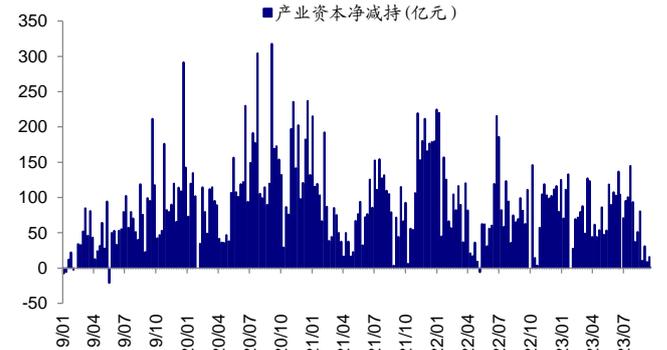
资料来源：Wind，海通证券研究所测算

图22 杠杆资金流入加快



资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2023/09/29

图23 近期产业资本流出持续下降



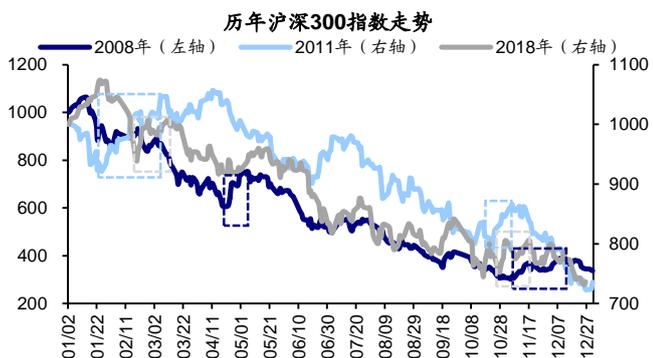
资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2023/09/29

海内外多重积极因素正在酝酿，未来市场有望重拾升势。从股市的年度表现看，即使在 08、11、18 年这三次市场最弱的单边熊市中，依然存在两波行情。而今年年内仅有一波行情，包括去年 10 月底至今年 1 月底的整体性行情，以及今年 2 月至 5 月初的结构性情行，从历史规律看我们认为年内还会有有一次投资机会。国庆假期间海外股市有所反弹，国庆假期间（09/27 收盘后-10/07）纳斯达克涨 2.6%，标普 500 为 0.8%，德国 DAX 指数涨 0.1%，或有助于 A 股市场情绪好转。

那么接下来行情上涨的催化剂何在？我们认为，当前基本面和资金面均已经出现了积极变化，展望四季度，海内外宏观环境有望迎来多项利好，或催化年内第二波行情展开。具体来看：国内方面，历史规律显示三中全会往往在每隔五年的下半年召开，回顾 78 年以来历届三中全会，会议往往聚焦改革目标，本届三中全会召开有望对我国的发展提出新的改革目标，提振市场对我国经济平稳发展的信心。此外，10 月“一带一路”峰会将于北京召开，我国“一带一路”朋友圈有望不断扩大，国际环境迎来向好格局。

海外方面，接下来外围环境的利好因素值得期待，中美关系有望迎来改善，推动市场风险偏好抬升。近期中美双方高层互动频繁，双方已商定成立经济领域工作组，包括“经济工作组”和“金融工作组”，将就经济、金融领域相关问题加强沟通和交流。接下来中美双方高层有望在 11 月召开的 APEC 会议会晤，未来双方关系或出现更多积极变化。综合来看，接下来海内外积极因素的酝酿有望推升市场风险偏好，共同催化市场第二波行情。

图24 08、11 和 18 年的年初和年末市场均有一次机会（1）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图25 08、11 和 18 年的年初和年末市场均有一次机会（2）



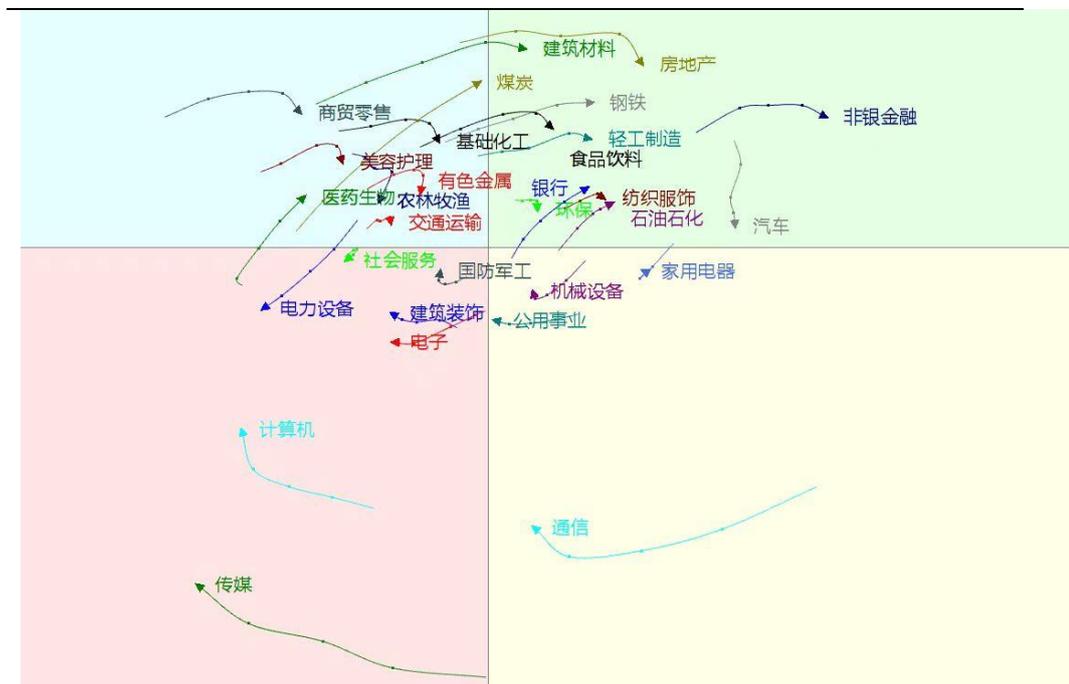
资料来源：Wind，海通证券研究所

2019 年增长 4.1%；实现国内旅游收入 7534.3 亿元，按可比口径较 2019 年增长 1.5%。综合以上，短期看受益于政策支持和基本面修复的传统行业或仍维持占优局面。

中期维度看，市场主线或将重回科技成长。首先，我国经济结构仍处在转型升级过程中，需加快建设现代化产业体系，科技板块或仍将是股市中期维度的主线。当前我国已经把科技自立自强作为国家发展的战略支撑，二十大报告明确指出要坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位；今年 3 月机构改革提出组建中央科技委员会，强化中央对科技工作的统一领导，统筹推进国家创新体系建设和科技体制改革。随着 10 月底上市公司三季报披露完毕，改革预期的不断提升，市场的关注焦点或从微观企业利润转向经济转型和改革的受益方向，映射到股市上，科技行业或将成为股市中期的主线。

其次，经历近期的下跌后，根据 RRG 模型，TMT 行业已处于“超跌区域”，性价比逐渐凸显。行业相对大盘的超额收益存在周期往复的特征，当一个行业大幅跑输大盘后其超额收益可能会趋于扩大。当前计算机、传媒行业已经轮动到“超跌区域”且已持续较长时间。因此，TMT 行业超额收益趋势存在逆转可能。

图28 计算机、传媒已处于“超跌区域”



资料来源：Uqer, Optuma, 海通证券研究所

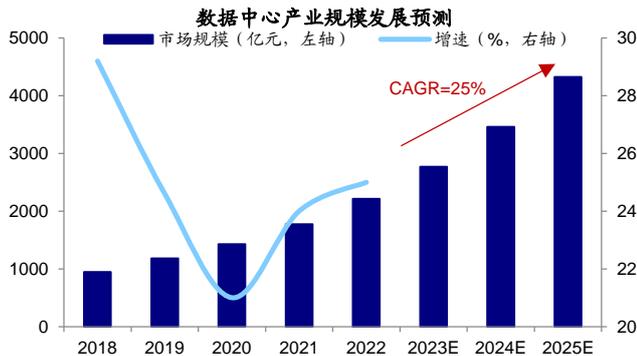
科技板块中，结合政策导向和技术进展，我们认为可重视数字基建、硬科技制造、AI 应用等领域。

(1) 数字基建：今年 2 月 27 日，中共中央、国务院印发了《数字中国建设整体布局规划》，明确了数字中国建设的总体架构。其中，明确了数字基建是数字中国建设的重要基础。参考往年情况，今年四季度财政部或将提前下达 2024 年部分专项债额度，数字基建作为稳增长和调结构的重要抓手，有望成为政府支出的重点。根据中国通服基建产业研究院，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%。

(2) 硬科技制造：硬科技制造是我国现代化产业体系的支柱，在半导体周期见底回升和华为产业链创新突破两大因素的推动下或将受益。一方面，全球半导体产业每 3-4 年经历一轮周期，当前全球半导体销售额当月同比自 4 月以来跌幅持续收窄，半导体周期或已开始自底部回升。往后看，随着半导体产业周期见底回升，半导体板块盈利有望改善。另一方面，近年来华为多次在基础软硬件领域实现突破，如服务器和 PC 的鲲鹏系列芯片、面向全场景的分布式操作系统鸿蒙等。随着本土企业加大对技术创新和自主可控的投入，有望成为驱动我国硬科技制造进步的重要力量。

(3) AI 应用（智能汽车、智能家居）：①政策支持和技术创新加持下，智能汽车商

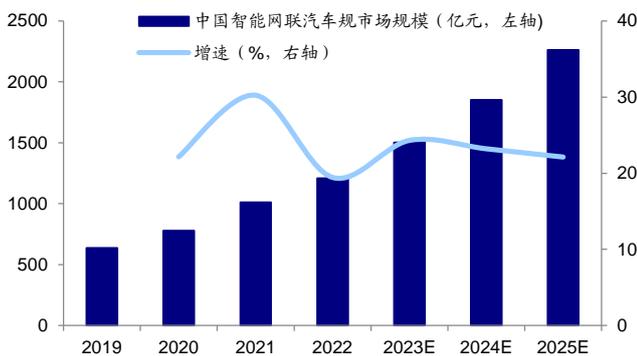
业化应用提速。政策上，7月工信部修订《国家车联网产业标准体系建设指南（智能网联汽车）（2023版）》，为智能汽车产业提供更完善全面的建设框架；9月28日工信部装备工业一司汽车管理处处长吴锋表示支持L3级更高级别自动驾驶功能的商业化应用。技术上，AI加持下，自动驾驶技术在环境感知、精准定位、决策与规划、控制与执行等方面有望实现突破性提升。根据华经情报网的数据，预计2025年我国智能网联汽车市场规模将达2262亿元，22-25年间CAGR为23.2%。②智能家居方面，随着物联网、AI、5G等技术的飞速发展，家电行业加速智能化转型，智能家居的产品性能和普及率将逐渐提升，未来智能家居将向全屋智能的方向演进。根据艾瑞咨询公众号的数据，预计25年智能家居市场规模将达8000亿元，22-25年间CAGR为28.2%。

图29 政策支持下数据中心市场规模快速扩容


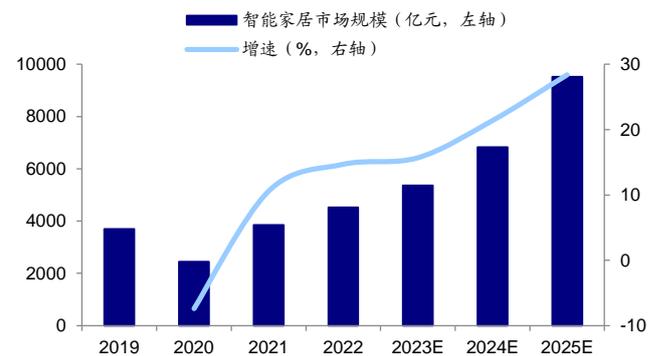
资料来源：中国通服数字基建产业研究院，IDC 历年报告，海通证券研究所，注：22-25年数据中心产业规模CAGR为“十四五”的预测增速

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 我国智能汽车市场规模快速增长


资料来源：华经情报网，海通证券研究所

图32 我国智能家居市场规模快速增长


资料来源：艾瑞咨询公众号，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
 郑子勋 策略研究团队
 吴信坤 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涂力鑫 所长助理
021-23185710 tll5535@haitong.com

宏观经济研究团队

梁中华(021)23219820 lzh13508@haitong.com
应稼娟(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
卓泮莹(021)23183938 zyx15314@haitong.com
马毓婕 myj15669@haitong.com
付欣都 02123183940 fxy15672@haitong.com

金融产品研究团队

倪韵婷(021)23185605 niyt@haitong.com
唐洋运(021)23185680 tangyy@haitong.com
徐燕红(021)23185600 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 tyj13580@haitong.com
章画意(021)23185670 zhy13958@haitong.com
联系人
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

王巧喆(021)23185649 wqz12709@haitong.com
孙丽萍(021)23185648 slp13219@haitong.com
张紫睿(021)23185652 zzz13186@haitong.com
姜珮珊(021)23154121 jps10296@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

杨锦(021)23185661 yj13712@haitong.com
余培仪(021)23185663 ypy13768@haitong.com
王正鹤(021)23185660 wzh13978@haitong.com
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
联系人
刘颖(021)23185665 ly14721@haitong.com
陈菲(021)23185707 cf15315@haitong.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 yniu@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)23185963 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 010-58067975 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)58067988 zc15254@haitong.com
江珅 js15833@haitong.com
陈铭 cm15886@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
潘若婵 prc15750@haitong.com

公用事业

吴杰(021)23183818 wj10521@haitong.com
傅逸帆(021)23185698 fuf11758@haitong.com
联系人
阎石(021)23185741 ysh14098@haitong.com
胡鸿程(021)23185962 hhc15605@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 zbzq14692@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
 梁琳(021)23185845 ll15685@haitong.com

房地产行业

谢盐(021)23185696 xiey@haitong.com
 涂力磊 021-23185710 tll5535@haitong.com
 联系人
 曾佳敏(021)23185689 zjm14937@haitong.com
 陈昭颖(021)23183953 czy15598@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
 文灿(021)23185602 wc13799@haitong.com
 联系人
 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)23183818 wj10521@haitong.com
 房青(021)23185603 fangq@haitong.com
 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@haitong.com
 马天一(021)23185735 mty15264@haitong.com
 胡惠民 hhm15487@haitong.com
 余玖翰(021)23185617 ywh14040@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
 罗青 lq15535@haitong.com
 孔淑媛(021)23183806 ksy15683@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)23185389 swr12178@haitong.com
 李智(021)23185842 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)23183969 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
 夏思寒(021)23183968 xsh15310@haitong.com
 杨昊翊(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
 于一铭 021-23183960 yym15547@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
 曹锐 010-56760090 ck14023@haitong.com
 联系人
 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)58067993 lyj12399@haitong.com
 联系人
 吕春雨 lcy15841@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)23183846 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
 毛冠锦 021-23183821 mgj15551@haitong.com
 联系人
 刘绮雯(021)23185686 lqw14384@haitong.com
 丁嘉一 021-23180000 djy15819@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 010-58067828 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
 联系人
 蔡子慕(021)23183965 czm15689@haitong.com

食品饮料行业

颜慧菁(021)23183952 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
 苗欣 mx15565@haitong.com

军工行业

张恒晖 zhx10170@haitong.com
 联系人
 刘砚菲(021)23185612 lyf13079@haitong.com
 胡舜杰(021)23155626 hsj14606@haitong.com
 李雨泉 lyq15646@haitong.com

银行行业

林加力(021)23154395 lj12245@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 xyx11630@haitong.com
 王祎婕(021)23185687 wyj13985@haitong.com
 联系人
 毛弘毅(021)23183110 mhy13205@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(021)23183822 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(021)23188562 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
郭金焱(010)58067851 gjy12727@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