

2023年04月09日

专题研究

策略研究

研究所  
 证券分析师：胡国鹏 S0350521080003  
 hugp@ghzq.com.cn  
 证券分析师：袁稻雨 S0350521080002  
 yuandy@ghzq.com.cn

## 如何看待 TMT 行情的后续空间

## ——策略专题研究报告

最近一年走势



相关报告

《——策略专题研究报告：危机模式下的大类资产配置\*胡国鹏，袁稻雨》——2023-03-19  
 《——策略专题研究报告：二季度市场风格如何演绎？\*胡国鹏，袁稻雨》——2023-03-12  
 《——策略专题研究报告：全年主线通常在何时形成？\*胡国鹏，袁稻雨》——2023-02-26  
 《——大类资产配置研究系列（二）：美联储加息结束后，大类资产应如何配置？\*胡国鹏》——2023-02-20  
 《——策略专题研究报告：TMT 行情后续如何演绎\*胡国鹏，袁稻雨》——2023-02-19

## 投资要点：

- 1、今年以来 TMT 板块呈现出“一枝独秀”的特征，通信、计算机、传媒超额收益皆在 30% 以上，市场围绕强产业趋势交易的特征明显，宏观环境上也与典型的成长牛年份（2013 年、2019 年）较为类似，大涨之后对后续 TMT 空间的判断尤为关键。
- 2、参考 2013 年、2019 年 TMT 细分行业指数涨跌幅和估值修复程度来看，当前无论是指数或估值平均上涨幅度，还是涨幅最大的主线行业的上涨幅度皆未达到 2013、2019 的全年水平。
- 3、参考过去三轮新兴产业的崛起趋势以及细分领域空间增速来看，当前 AI 主导的产业趋势类似于 2010-2015 年的互联网产业周期，TMT 相关产业有望从多点开花逐步发展至 AI 的全面渗透，我们预计中国 AIGC 商业应用规模 2022-2025 年 CAGR 有望接近 50%。细分赛道未来几年预计增速低于移动互联网，同智能手机和新能源车增速更为接近。
- 4、参考典型的成长占优年份，从 TMT 涨幅较大的个股数量来看，平均每年有 10 个左右十倍股，当前 TMT 板块尚未出现十倍股，个股层面仍有较大的上涨空间。
- 5、维持 TMT 为全年市场主线的判断，相关领域如 AI 芯片、服务器以及光模块等细分赛道将陆续迎来基本面的确认，中微观层面上尚有空间，估值修复尚未结束，个股上是找机会的格局。
- 风险提示：全球疫情反复、海外通胀超预期、美国流动性危机升级、地缘政治扰动加剧、产业政策推进速度不及预期、比较研究的局限性、历史数据仅供参考、重点关注公司业绩不达预期风险等。

## 内容目录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 1、 如何看待 TMT 行情的后续空间.....        | 4  |
| 1.1、 角度一： 细分赛道的涨跌幅及估值修复力度.....  | 4  |
| 1.2、 角度二： 过往典型产业趋势及增速 .....     | 7  |
| 1.3、 角度三： 涨幅较大的个股数量.....        | 12 |
| 1.4、 如何看待 TMT 行情的后续空间.....      | 14 |
| 2、 三因素关键变化跟踪及首选行业 .....         | 15 |
| 2.1、 经济、流动性、风险偏好三因素跟踪的关键变化..... | 15 |
| 2.2、 二季度行业配置： 电子、传媒、医药生物.....   | 16 |
| 3、 风险提示 .....                   | 18 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1: 2013 年 TMT 行情中传媒板块估值涨幅最大 .....   | 5  |
| 图 2: 估值分位数来看, 2013 年行情启动前传媒近十年估值分位最低.....   | 5  |
| 图 3: 2013 年传媒涨幅超过 100%, 电子及通信涨幅靠后 .....   | 5  |
| 图 4: 2013 年 TMT 行情中传媒板块估值涨幅最大 .....   | 6  |
| 图 5: 估值分位数来看, 2019 年行情启动前电子、传媒和计算机接近历史最低水平 .....                                    | 7  |
| 图 6: 2019 年计算机设备涨幅超过 100%, 消费电子和通信设备涨幅靠后 .....                                      | 7  |
| 图 7: 全球智能手机出货量 2009 年至 2012 年 CAGR 为 60.88% .....                                   | 8  |
| 图 8: 全球触摸屏销售收入 2009 年至 2012 年 CAGR 为 54.58% .....                                   | 8  |
| 图 9: 中国移动互联网市场规模 2012 年至 2015 年 CAGR 为 157.97% .....                                | 9  |
| 图 10: 中国手游市场规模 2012 年至 2015 年 CAGR 为 151.38% .....                                  | 9  |
| 图 11: 国内新能源汽车保有量 2019 年至 2022 年 CAGR 为 50.93% .....                                 | 9  |
| 图 12: 国内动力电池装机量 2019 年至 2022 年 CAGR 为 67.95% .....                                  | 9  |
| 图 13: 光伏装机容量 2019 年至 2022 年 CAGR 为 24.27% .....                                     | 10 |
| 图 14: 逆变器出口规模 2019 年至 2022 年 CAGR 为 48.18% .....                                    | 10 |
| 图 15: 以 2022 年为起点, 保守估计未来三年中国 AIGC 商业应用规模 CAGR 为 46% .....                          | 11 |
| 图 16: 根据亿欧智库的测算, 2025 年中国 AI 芯片市场规模将达到 1780 亿元, 2022 至 2025 年 CAGR 为 28% .....      | 11 |
| 图 17: 根据 IDC 预测, 2022 年至 2025 年中国智能算力规模 CAGR 为 51.0% .....                          | 11 |
| 图 18: 根据 Omda 预测, 2022 年至 2025 年整体市场空间将从 23.06 亿美元增长至 43.40 亿美元, CAGR 为 23.5% ..... | 12 |
| 图 19: 以各年优质股占比估算, 2023 年股价翻十倍的个股数量在 3 至 38 家之间 .....                                | 13 |
| 表 1: 受产业周期驱动的各轮成长行情中, 对应领域往往诞生涨幅较大的个股 .....   | 13 |
| 表 2: 2013 年、2019 年以及 2023 年以来 TMT 板块二级行业股价与估值涨幅对比 .....                             | 15 |
| 表 3: 二季度重点看好行业及标的 .....   | 18 |
| 表 4: 二季度行业配置表 .....   | 18 |

## 1、如何看待 TMT 行情的后续空间

今年以来市场行情结构性特征显著，我们认为无论是市场表现还是宏观环境皆与 2013 年和 2019 年较为相似。市场表现方面，今年以来 TMT 板块呈现出“一枝独秀”的特征，通信、计算机、传媒超额收益皆在 30% 以上，市场围绕强产业趋势交易的特征明显。宏观环境方面，剩余流动性回落态势较为明确，库存周期进入从“主动去库存”转向“被动去库存”阶段，整体也与 2013 年和 2019 年的环境相似。本篇报告通过重点参考 2013 年、2019 年 TMT 行情的演绎，从估值与股价的绝对涨幅、当时的产业趋势和增速以及涨幅较大个股数量等维度，来判断当前 TMT 行情的后续空间。

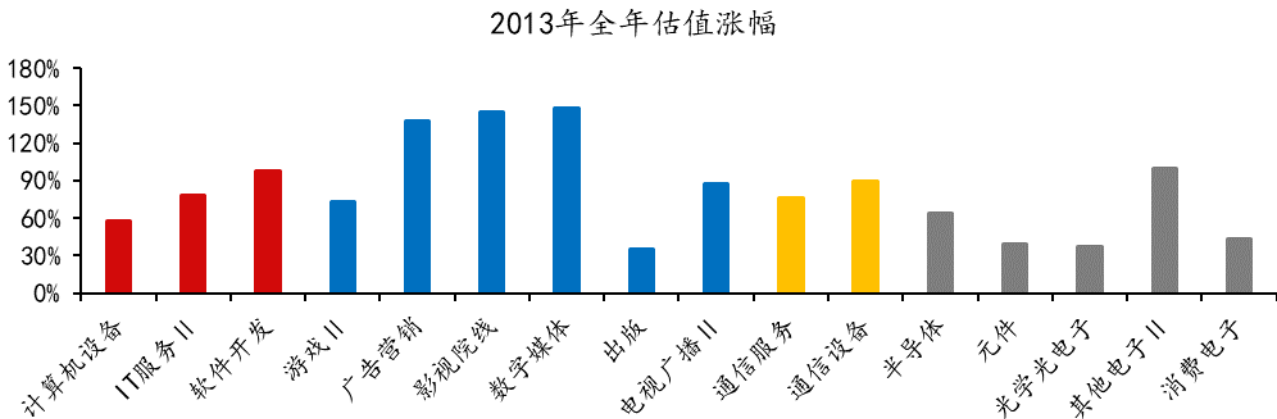
### 1.1、角度一：细分赛道的涨跌幅及估值修复力度

2013 年 TMT 行情中应用端领涨整个市场，从估值及市场涨跌幅两个角度来看，传媒行业均位居前列，此外通信是内部分化最大的板块。

估值维度来看，2013 年 TMT 行情中传媒板块估值涨幅最大。从估值绝对值来看，2013 年 TMT 板块估值平均涨幅达到 81.6%，其中传媒行业全年估值涨幅达到 123.3%，通信及计算机估值涨幅均超过 70%，电子估值涨幅为 51.6%。二级行业来看，传媒板块中数字媒体、影视院线及广告营销估值涨幅均超过 135%；通信板块中通信设备估值涨幅居前，达到 89.7%、计算机板块中软件开发估值涨幅最大，为 97.4%，电子板块中则是其他电子及半导体估值涨幅居前。从估值分位数来看，2013 年年初传媒近 10 年估值分位数仅在 3.5%，通信行业所处位置最高，其近 10 年估值分位数为 50%。截至 2013 年 TMT 行情高点时，传媒近 10 年估值分位数达到 58%，计算机、通信近 10 年估值分位数达到 80% 左右。

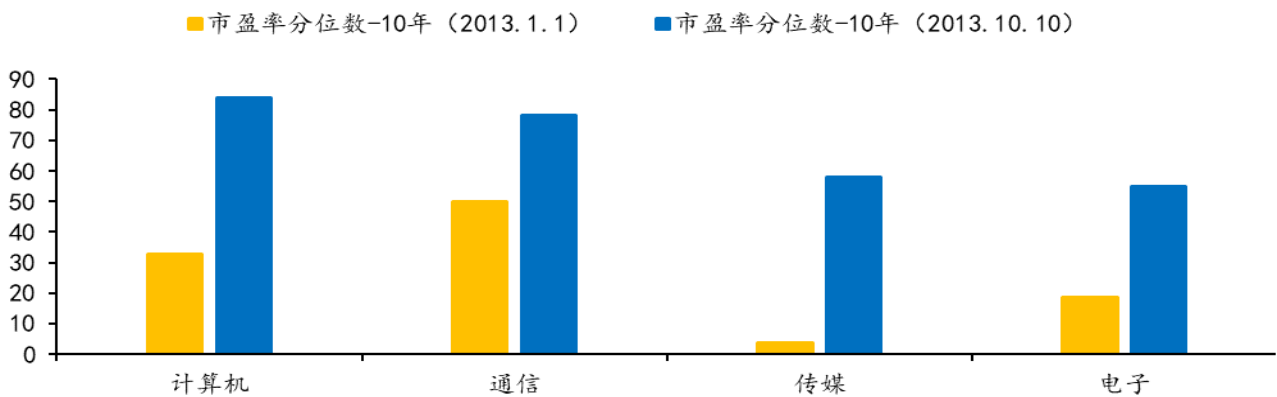
行业涨幅来看，2013 年传媒涨幅超过 100%，电子及通信涨幅靠后。2013 年传媒行业领涨 TMT 板块，其涨幅达到 107%，排名第二的计算机涨幅为 66.9%，电子及通信涨幅相对靠后。从二级行业来看，2013 年内容端全面开花，影视院线以 135.3% 的涨幅领涨各行业，数字媒体、广告营销及软件开发全年涨幅超过 70%。电子板块中，半导体及消费电子涨幅居前，全年涨幅均超过 50%。值得注意的是，2013 年通信板块内部明显分化，通信设备全年涨幅为 48.8%，通信服务全年下跌 3.7%，成为整个 TMT 板块中唯一下跌的二级行业。

图 1: 2013 年 TMT 行情中传媒板块估值涨幅最大



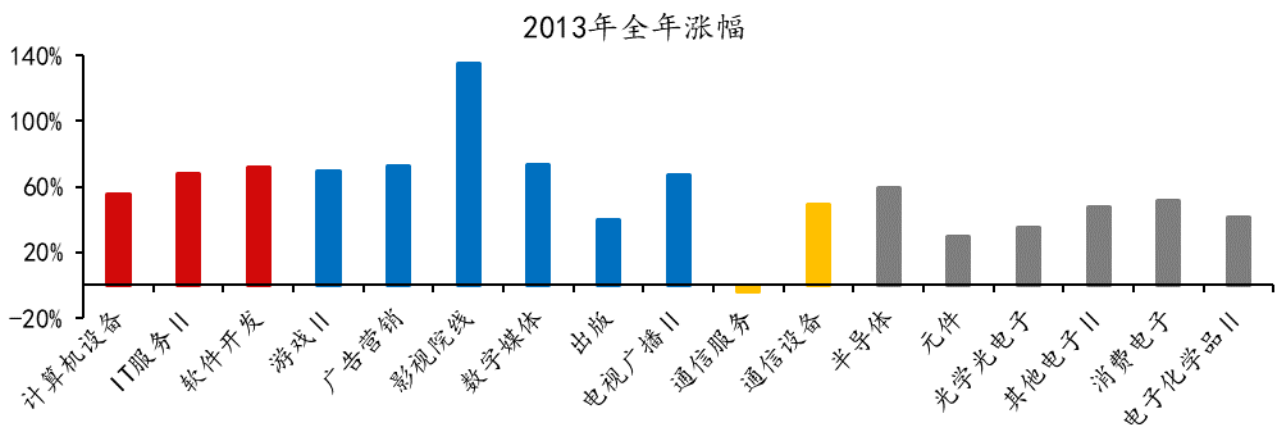
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 2: 估值分位数来看, 2013 年行情启动前传媒近十年估值分位最低



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 3: 2013 年传媒涨幅超过 100%, 电子及通信涨幅靠后



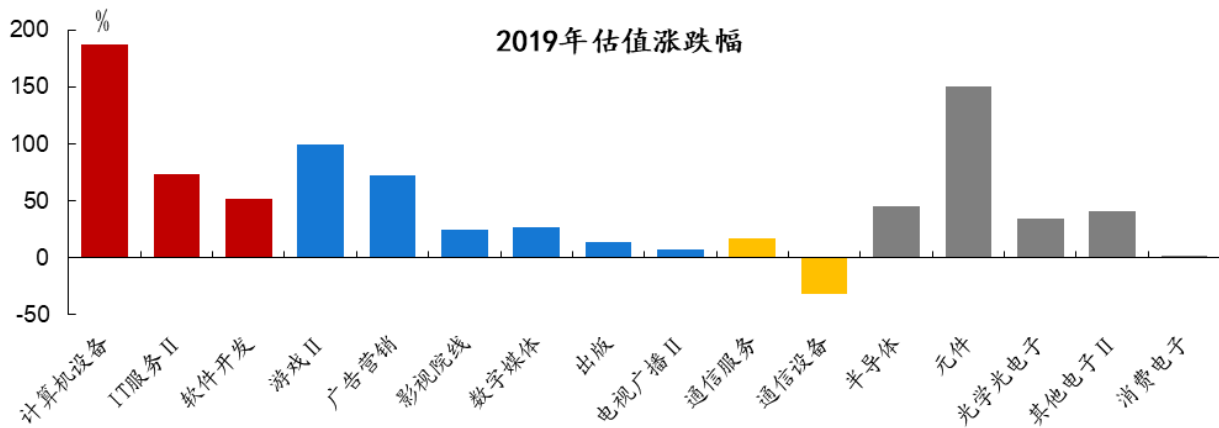
资料来源: Wind, 国海证券研究所

2019 年 TMT 行情中计算机设备领涨整个市场，从估值及市场涨跌幅两个角度来看，计算机、电子和传媒均位居前列，通信内部分化最大。

估值维度来看，2019 年 TMT 行情中计算机设备估值涨幅最大。从估值绝对值来看，2019 年 TMT 板块估值平均涨幅达到 50.99%，其中计算机设备全年估值涨幅达到 54.52%，传媒及电子估值涨幅分别为 96.42% 和 85.02%，通信估值涨幅仅为 7.28%。二级行业来看，计算机板块中计算机设备估值涨幅最大超过 180%；传媒板块中游戏估值涨幅接近 100%，广告营销估值涨幅为 72.56%；电子板块中则是元件估值涨幅超过 150%，半导体和其他电子估值涨幅超过 40%；通信板块中通信服务估值涨幅为正，而通信设备估值涨幅为负。从估值分位数来看，2019 年年初电子、传媒和计算机近 10 年估值分位数分别为 0.83%、1.67% 和 2.5%，通信行业所处位置最高，其近 10 年估值分位数为 23.33%。截至 2019 年 TMT 行情高点时，计算机近 10 年估值分位数达到 60.83%，传媒近 10 年估值分位数达到 50% 以上，电子和通信分别达到 40.83% 和 35.83%。

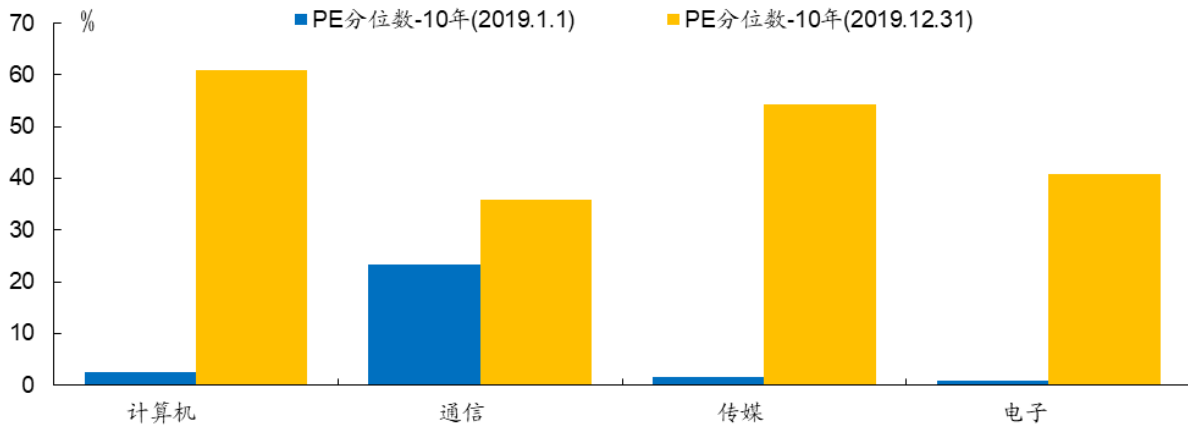
行业涨幅来看，2019 年电子涨幅超过 70%，传媒及通信涨幅靠后。2019 年电子行业领涨 TMT 板块，其涨幅达到 73.77%，排名第二的计算机涨幅为 48.05%，传媒及通信涨幅相对靠后。从二级行业来看，计算机中硬件端强于软件端，2019 年计算机设备涨幅超过 100%，IT 服务涨幅超过 50%；传媒板块中，广告营销领涨，其涨幅接近 100%；电子板块中，其他电子涨幅居前，全年涨幅均超过 50%。值得注意的是，2019 年通信板块内部明显分化，通信服务全年涨幅为 58.6%，通信设备全年涨幅仅为 16.14%。

图 4：2013 年 TMT 行情中传媒板块估值涨幅最大



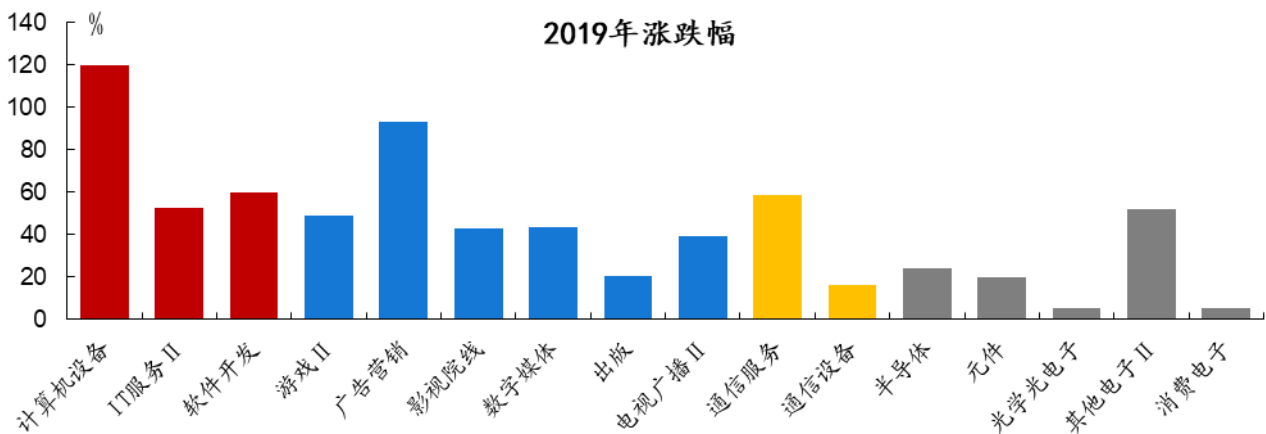
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 5: 估值分位数来看, 2019 年行情启动前电子、传媒和计算机接近历史最低水平



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 6: 2019 年计算机设备涨幅超过 100%, 消费电子和通信设备涨幅靠后



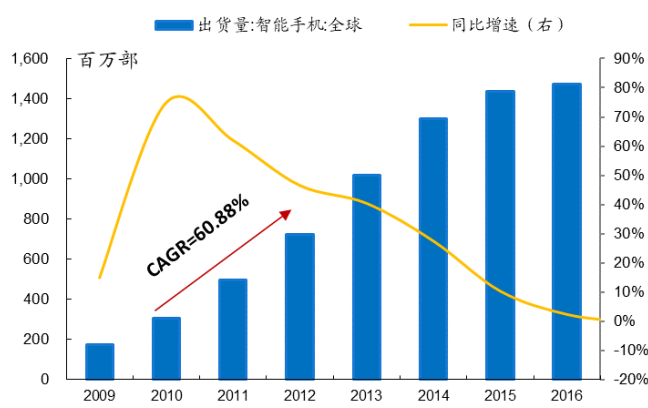
资料来源: Wind, 国海证券研究所

## 1.2、角度二：过往典型产业趋势及增速

近十几年来, 市场主要经历了三轮新兴产业的崛起, 分别为 2010 年智能手机时代的开启, 2013 年移动互联网产业的加速扩张, 以及 2019 年后新能源产业的爆发。今年以来, ChatGPT 语言 AI 大模型的全球风靡为 AIGC 大规模商业化打开了空间, AI 产业来到“IPHONE 时刻”, 站在新一轮产业趋势的起点, 与过往产业相比, AI 相关产业未来空间如何?

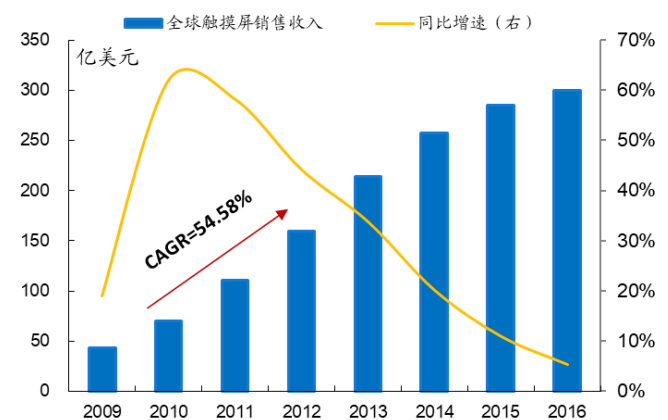
以 2009 年为起点，全球智能手机出货量三年 CAGR 为 60.9%，五年 CAGR 为 49.5%；全球触摸屏销售收入三年 CAGR 为 54.6%，五年 CAGR 为 42.8%。2010 年伴随着 iPhone4 的问世，全球智能手机产业加速变革，全球智能手机出货量从 2009 年的 1.74 亿部增长到了 2014 年的 13.01 亿部，产业爆发初期 2009-2012 年全球智能手机出货量三年复合增速为 60.9%，而从中期维度看，2009-2014 五年复合增速为 49.5%。智能手机产业的兴起也极大提高了触摸屏的需求量，全球触摸屏销售收入从 2009 年的 43 亿美元增长到了 2014 年的 257 亿美元，2009-2012 三年复合增速为 54.6%，2009-2014 五年复合增速为 42.8%。

图 7: 全球智能手机出货量 2009 年至 2012 年 CAGR 为 60.88%



资料来源: Wind, 国海证券研究所

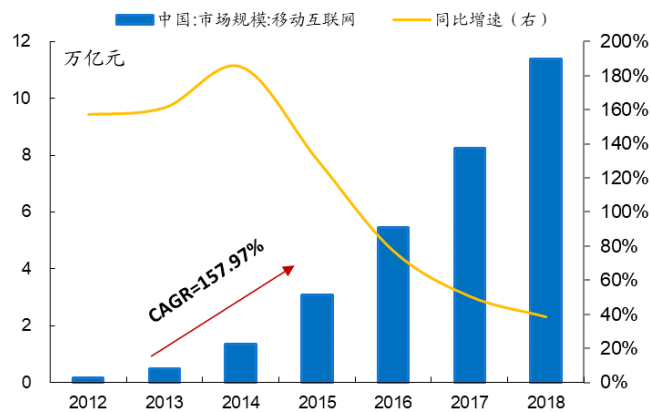
图 8: 全球触摸屏销售收入 2009 年至 2012 年 CAGR 为 54.58%



资料来源: 智研咨询, 国海证券研究所

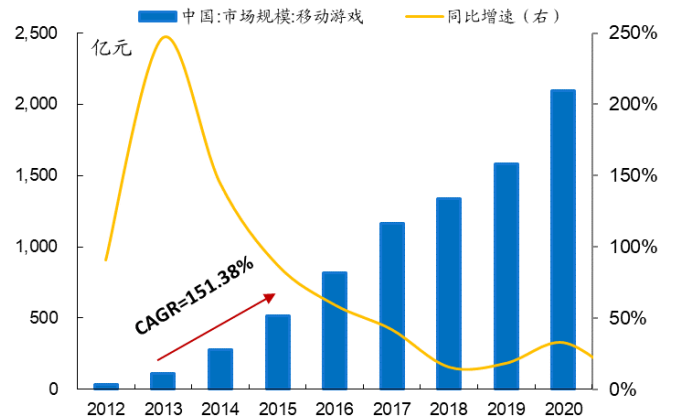
以 2012 年为起点，中国移动互联网市场规模三年 CAGR 为 158.0%，五年 CAGR 为 114.8%；中国手游市场规模三年 CAGR 为 151.4%，五年 CAGR 为 104.6%。随着智能手机和 3G 的普及，移动互联网快速兴起，其市场规模从 2012 年的 0.18 万亿元增长到 2017 年的 8.23 万亿元，2012-2015 三年复合增速 158.0%，2012-2017 五年复合增速 114.8%。与此同时国产手游也在飞速发展，中国手游市场规模从 2012 年的 32.4 亿元增长到了 2017 年的 1161.2 亿元，产业爆发期初期 2012-2015 三年复合增长率为 151.4%，2012-2017 年五年复合增长率也高达 104.6%。

图 9: 中国移动互联网市场规模 2012 年至 2015 年 CAGR 为 157.97%



资料来源: 中国互联网协会, 国海证券研究所

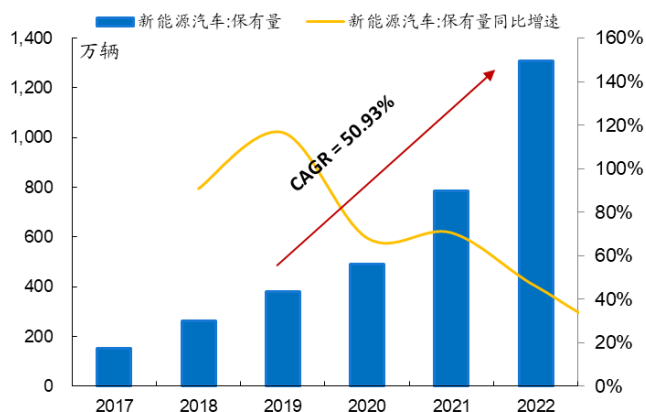
图 10: 中国手游市场规模 2012 年至 2015 年 CAGR 为 151.38%



资料来源: Wind, 国海证券研究所

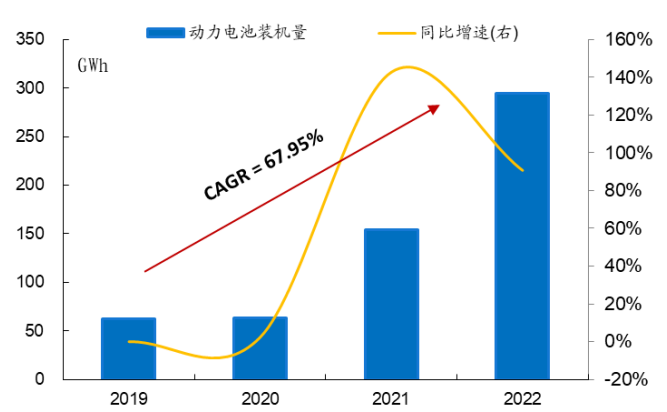
以 2019 年为起点, 国内新能源汽车保有量三年 CAGR 为 50.93%, 动力电池装机量三年 CAGR 为 67.95%; 光伏装机容量三年 CAGR 为 24.27%, 逆变器出口三年 CAGR 为 48.18%。2020 年以来在“双碳”战略以及产业技术革新的推动下, 国内新能源产业进入快速发展阶段, 中国新能源汽车保有量从 2019 年的 381 万辆增长至 2022 年的 1310 万辆, 复合增速 50% 以上, 动力电池装机量从 2019 年的 62GWh 上升至 2022 年的 295GWh, 复合增速接近 68%。光伏产业方面, 以 2019 年为起点, 从三年复合增速视角来看, 光伏产业整体增速在 24% 左右, 逆变器产业增速相对较高, 出口规模三年 CAGR 为 48.18%。

图 11: 国内新能源汽车保有量 2019 年至 2022 年 CAGR 为 50.93%



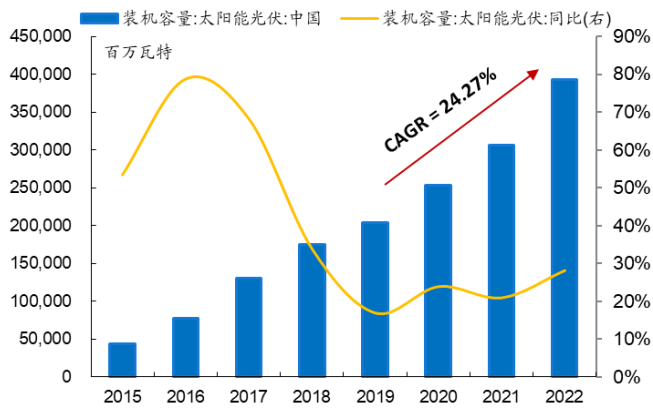
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 12: 国内动力电池装机量 2019 年至 2022 年 CAGR 为 67.95%



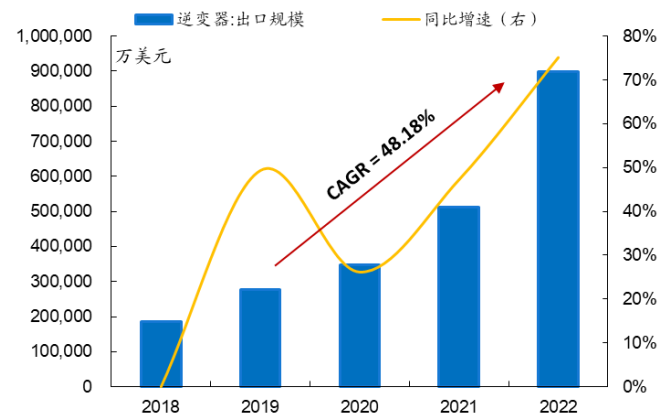
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 13: 光伏装机容量 2019 年至 2022 年 CAGR 为 24.27%



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 14: 逆变器出口规模 2019 年至 2022 年 CAGR 为 48.18%



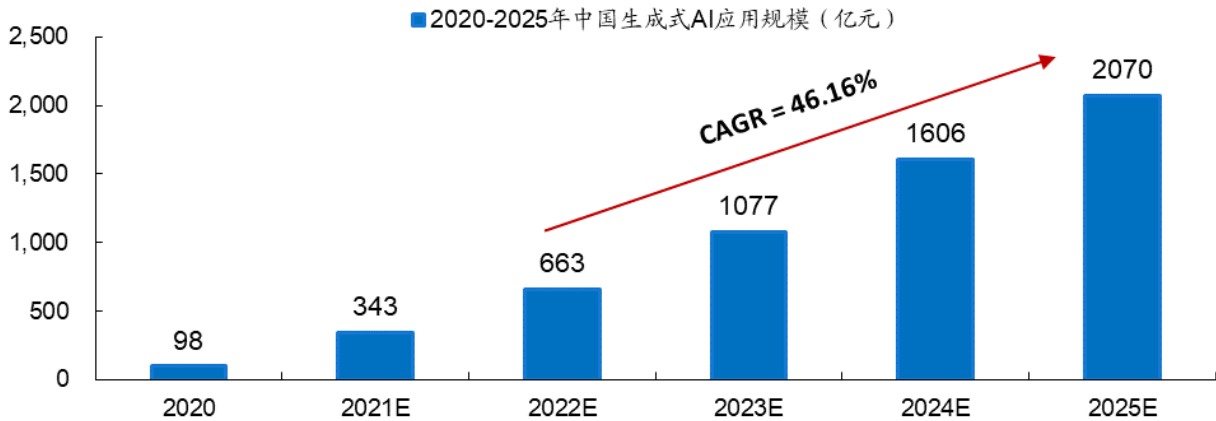
资料来源: iFind, 国海证券研究所

本轮由 ChatGPT 引领的 AIGC 产业周期逐步启航，以 2022 年为起点，我们预计未来三年中国 AIGC 商业应用规模 CAGR 接近 50%，与 2019 年后新能源汽车市场规模增速相当。根据中关村大数据产业联盟前年发布的《中国 AI 数字商业展望 2021-2025》，其预计 2022 年中国生成式 AI 商业应用规模为 663 亿元，到 2025 年商业应用规模有望达到 2070 亿元，按此数据计算，三年 CAGR 为 46% 左右。当前伴随 ChatGPT 的问世，未来 AIGC 商业应用规模的扩张速率大概率将高于此前预期，我们预计 2022-2025 年 CAGR 有望接近 50%，与 2019 年后新能源汽车市场规模增速相当。

从 AI 产业链各细分赛道来看，参考本轮 ChatGPT 热潮催化前的机构预测数据，未来三年，国内智能算力规模预期增速最高，CAGR 达 50% 以上，AI 芯片与光芯片增速相当，CAGR 在 25% 左右，AI 服务器增速略低，CAGR 为 19%，现阶段在国内大厂纷纷卷入“大模型”竞赛的背景下，未来各领域实际增速均将高于预期。具体来看：

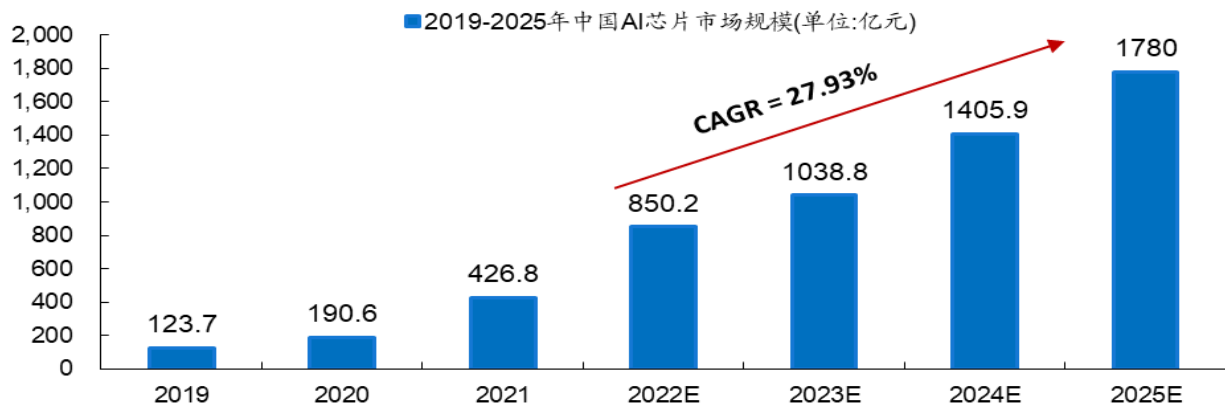
- (1) 国内 AI 芯片方面，根据亿欧智库 2022 年发布的测算，2025 年中国 AI 芯片市场规模将达到 1780 亿元，2022 年至 2025 年三年 CAGR 为 28%。
- (2) 服务器方面，根据 IDC 预测，2022 年中国智能算力规模达 268.0 EFLOPS，预计到 2025 年智能算力规模达 922.0 EFLOPS，未来三年 CAGR 为 51.0%。AI 服务器方面，2021 年中国 AI 服务器市场规模为 57 亿美元，预计 2025 年将达到 109 亿美元，年复合增长率为 19%。
- (3) 光模块方面，根据 Lightcounting 的数据，2022 年全球数据中心光模块市场规模将达到 50.50 亿美元，2025 年将增长至 73.33 亿美元，未来三年 CAGR 为 13.2%。在高速率模块光芯片方面，根据 Omdia 对数据中心和电信场景激光器芯片的预测，2022 年至 2025 年整体市场空间将从 23.06 亿美元增长至 43.40 亿美元，CAGR 为 23.5%。

图 15: 以 2022 年为起点, 保守估计未来三年中国 AIGC 商业应用规模 CAGR 为 46%



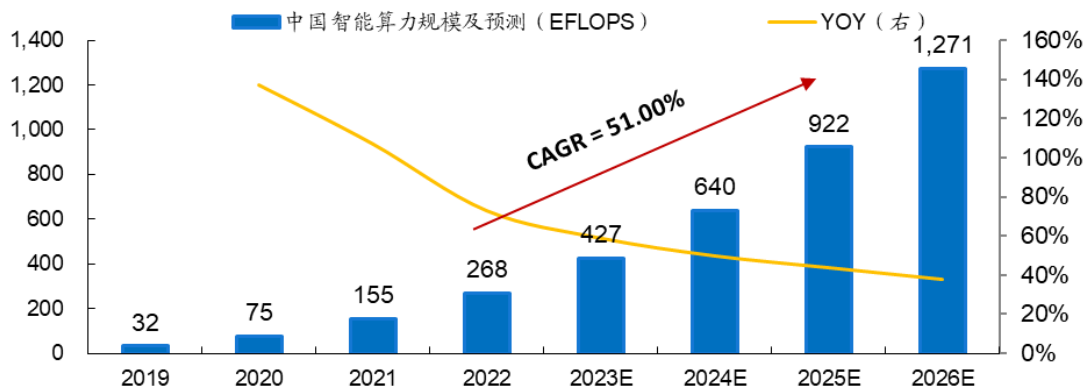
资料来源: 中关村大数据产业联盟《中国 AI 数字商业展望 2021-2025》, 国海证券研究所

图 16: 根据亿欧智库的测算, 2025 年中国 AI 芯片市场规模将达到 1780 亿元, 2022 至 2025 年 CAGR 为 28%



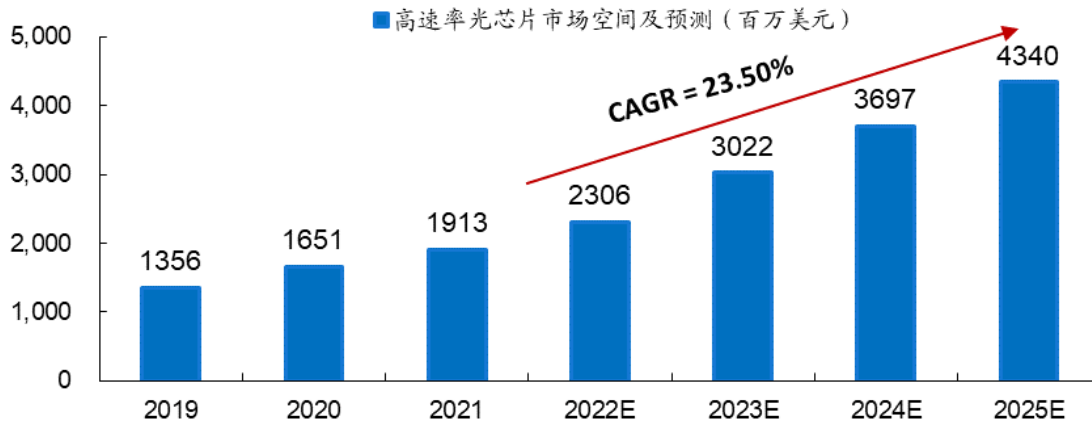
资料来源: 亿欧智库, 国海证券研究所

图 17: 根据 IDC 预测, 2022 年至 2025 年中国智能算力规模 CAGR 为 51.0%



资料来源: 光明网, IDC 与浪潮信息《2022-2023 中国人工智能算力发展评估报告》, 国海证券研究所

图 18: 根据 Omidia 预测, 2022 年至 2025 年整体市场空间将从 23.06 亿美元增长至 43.40 亿美元, CAGR 为 23.5%



资料来源: Omidia, 源杰科技招股书, 国海证券研究所

### 1.3、角度三：涨幅较大的个股数量

受产业周期驱动的各轮成长行情中，对应领域往往诞生股价涨幅较大的个股。2013 年至今成长风格占优的年份共 6 年，分别为 2013 年、2015 年、2019 年、2020 年、2021 年以及 2023 年年初至今的成长行情。通过梳理每年沪深 A 股最大涨幅的个股，不难发现受产业周期驱动的成长行情往往会诞生相关领域的优质个股，比如 2013 年移动游戏周期下的中青宝、掌趣科技，2015 年互联网应用领域的中文在线、信息发展，2019 年半导体景气周期下的卓胜微，2020 年新冠疫情背景下的英科医疗，以及 2021 年新能源行情中的南网能源。2023 年年初至今 TMT 主线行情中，涨幅靠前的个股包括传感器龙头中航电测、游戏厂商昆仑万维，以及人工智能、大数据服务商拓尔思等，领涨个股大多属于 TMT 行业，也是最有可能诞生优质股的领域。

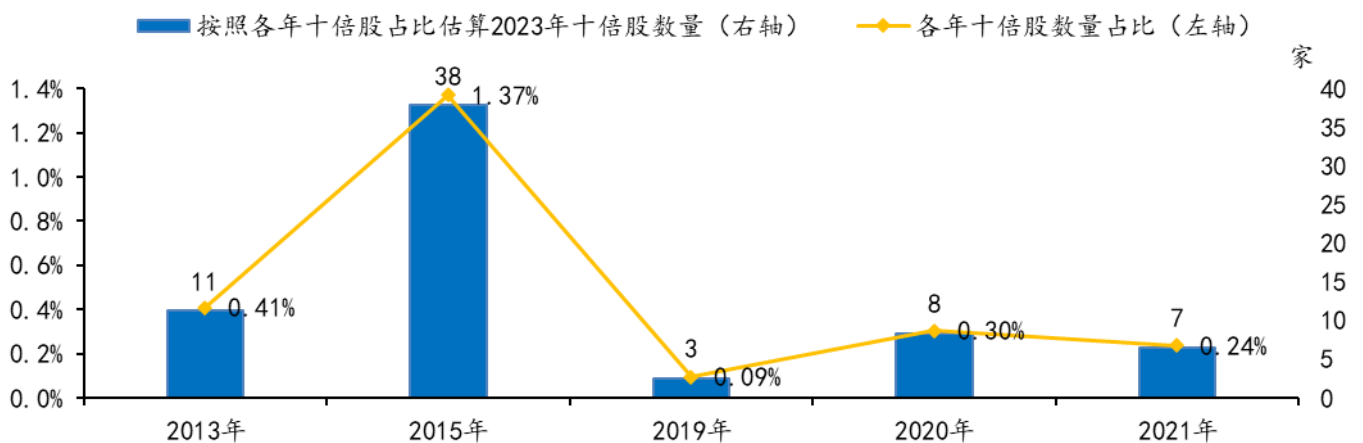
从个股的涨幅高度、领涨个股的数量占比的角度看，2023 年 TMT 行情仍有上涨空间。从个股的涨幅高度看，2015 年、2020 年牛市优质股较多，2014-2015 年股价翻十倍的个股在 2015 年内最大涨幅大多超 1000%，其中，中文在线的涨幅高达 2981%；其余年份受市场行情影响，股价翻十倍的个股在当年的涨幅较小，最大涨幅处于 500%-1100% 之间。反观 2023 年年初至今，领涨个股除中航电测外，其余最大涨幅均不超过 300%，即便与 2013 年、2021 年平衡市的个股涨幅情况相比，当前 TMT 领域个股仍有上涨空间。从领涨个股占比看，2015 年股价十倍的个股最多，占沪深 A 股的 1.37%；以各年股价十倍的个股占比估算 2023 年潜力股的数量，预计 2023 年年内潜力股的数量在 3 至 38 家之间，平均为 13 家，截至目前 TMT 领域暂无股价十倍的个股诞生。

表 1: 受产业周期驱动的各轮成长行情中, 对应领域往往诞生涨幅较大的个股

| 2013 年 |          | 2015 年 |          | 2019 年 |          | 2020 年 |          | 2021 年 |          | 2023 年年初至今 |          |
|--------|----------|--------|----------|--------|----------|--------|----------|--------|----------|------------|----------|
| 证券名称   | 最大涨幅 (%) | 证券名称   | 最大涨幅 (%) | 证券名称   | 最大涨幅 (%) | 证券名称   | 最大涨幅 (%) | 证券名称   | 最大涨幅 (%) | 证券名称       | 最大涨幅 (%) |
| 中青宝    | 905.3    | 中文在线   | 2981.1   | 卓胜微    | 1033.8   | 英科医疗   | 1467.0   | 联创股份   | 1096.0   | 中航电测       | 533.0    |
| 奋达科技   | 693.4    | *ST 易尚 | 2371.2   | 诚迈科技   | 701.9    | 康华生物   | 1079.5   | 永太科技   | 932.2    | 昆仑万维       | 262.8    |
| 掌趣科技   | 606.8    | 乐凯新材   | 1802.7   | 三角防务   | 694.6    | 首都在线   | 980.0    | 九安医疗   | 917.2    | 万辰生物       | 207.7    |
| 华谊兄弟   | 490.3    | 光启技术   | 1592.5   | 中简科技   | 654.6    | 北摩高科   | 866.2    | 南网能源   | 800.6    | 拓尔思        | 205.0    |
| 网宿科技   | 487.9    | 创业慧康   | 1498.6   | 美锦能源   | 588.2    | ST 天山  | 749.5    | 顺控发展   | 794.6    | 汤姆猫        | 201.0    |
| 福石控股   | 483.2    | 埃斯顿    | 1490.9   | 漫步者    | 580.3    | 阳光电源   | 718.8    | 江特电机   | 772.9    | 鸿博股份       | 190.0    |
| 东方财富   | 476.3    | 航新科技   | 1326.5   | 万集科技   | 577.8    | 新强联    | 687.6    | 众泰汽车   | 771.9    | 万兴科技       | 185.5    |
| 潜能恒信   | 474.5    | 清水源    | 1213.4   | 瑞达期货   | 566.2    | 新余国科   | 628.8    | 赫美集团   | 745.3    | 恒久科技       | 182.6    |
| 北纬科技   | 474.1    | 广生堂    | 1200.6   | 康龙化成   | 548.2    | 锦浪科技   | 600.4    | 楚天龙    | 737.7    | 景嘉微        | 171.7    |
| 天舟文化   | 459.9    | 博世科    | 1191.7   | 顺灏股份   | 540.7    | 乐歌股份   | 594.8    | 大金重工   | 708.5    | *ST 吉艾     | 164.9    |
| 爱施德    | 458.2    | 信息发展   | 1153.7   | 兴齐眼药   | 535.9    | 派瑞股份   | 548.1    | 金银河    | 684.5    | 中文在线       | 164.2    |
| 天喻信息   | 440.3    | 全信股份   | 1126.5   | 宝鼎科技   | 520.7    | 酒鬼酒    | 524.5    | 富满微    | 678.8    | 神州泰岳       | 163.6    |
| 光线传媒   | 378.7    | 浩云科技   | 1092.6   | 指南针    | 508.0    | 康泰医学   | 515.0    | 清水源    | 669.2    | 新易盛        | 162.0    |
| 川发龙蟒   | 363.2    | 酒鬼酒    | 1082.7   | 左江科技   | 507.1    | 博杰股份   | 510.3    | 中瓷电子   | 665.9    | 凯龙高科       | 161.3    |
| 拓维信息   | 359.4    | 博济医药   | 1082.4   | 圣邦股份   | 493.6    | 博晖创新   | 496.5    | 联络互动   | 638.9    | 汉王科技       | 161.1    |
| 神州信息   | 353.6    | 汉邦高科   | 1081.7   | 钢研纳克   | 477.6    | 鸿路钢构   | 495.2    | 上能电气   | 621.9    | 中际旭创       | 159.5    |
| 阳光电源   | 326.3    | 金石亚药   | 1075.6   | *ST 中潜 | 461.3    | 道恩股份   | 489.6    | 精工科技   | 609.7    | 同花顺        | 158.1    |
| 神州泰岳   | 325.0    | 迅游科技   | 1043.0   | 正威新材   | 458.3    | 蓝英装备   | 486.0    | 国民技术   | 607.9    | 拓维信息       | 157.5    |
| 上海莱士   | 321.5    | 特力 A   | 1013.4   | 北京君正   | 440.2    | 北鼎股份   | 478.3    | 鞍重股份   | 594.8    | 联特科技       | 151.6    |
|        |          | 鹏辉能源   | 974.6    | 金溢科技   | 435.2    | 天赐材料   | 469.2    | 广宇发展   | 584.3    | 天孚通信       | 185.4    |

资料来源: Wind, 国海证券研究所 (注: 涨幅为区间自最低价的最大涨幅, 红色阴影部分为股价翻十倍的个股)

图 19: 以各年优质股占比估算, 2023 年股价翻十倍的个股数量在 3 至 38 家之间



资料来源: Wind, 国海证券研究所

## 1.4、如何看待 TMT 行情的后续空间

从 2013 年、2019 年 TMT 二级行业股价和估值的涨跌幅来参考现在，当前无论是二级行业平均的股价和估值上涨幅度，还是涨幅最高的主线行业的上涨幅度皆未达到 2013、2019 的全年水平。2023 年以来游戏板块是 TMT 二级行业里面股价和估值涨幅最高的行业，分别达到 81.2%和 72.4%，但相比 2013 年的影视院线、数字媒体以及 2019 年的半导体表现来看，当前股价与估值仍具备上行空间。此外，2023 年以来 TMT 二级行业股价以及估值上涨幅度的平均值分别为 31.6%、34.2%，对比 2013 年和 2019 年全年平均值也仍有上行空间。

从过去三轮新兴产业的崛起的趋势以及细分领域空间增速来看，当前产业趋势类似于 2010-2015 年的互联网产业周期，保守预测下的增速则类似于 2019 年的新能源汽车产业周期。产业趋势上看，2010 年-2015 年的互联网在我国实现了从硬件设备到内容应用、再到场景应用的完整传导，产业趋势从多点开花至全面渗透。具体来看 2010 年的标签是苹果产业链；2013 年的标签是手游元年、国产电影元年、视频付费元年，产业趋势及商业逻辑得到反复加强；进入 2015 年后，“互联网+”浪潮向全行业各领域广泛渗透，内容领域红利持续释放，科技产业周期达到高点。产业增速上来看，以 2022 年为起点，保守估计未来三年中国 AIGC 商业应用规模 CAGR 为 46%左右。当前伴随 ChatGPT 的问世，未来 AIGC 商业应用规模的扩张速率大概率将高于此前预期，未来三年 CAGR 可能将接近 50%，与 2019 年后新能源汽车市场规模增速相当。

参考典型的成长占优年份，从 TMT 涨幅较大的个股数量以及数量占全市场股票数量比重的两个维度来看，当前仍有较大的上涨空间。从个股的涨幅高度看，2015 年、2020 年牛市优质股较多，2015 年股价翻十倍的个股年内最大涨幅大多超过 1000%；其余年份受市场行情影响，股价翻十倍的个股年内涨幅较小，最大涨幅处于 500%-1100%之间。2023 年以来，领涨个股除中航电测外，其余最大涨幅均不超过 300%。从领涨个股占比看，2015 年股价翻十倍的个股最多，占沪深 A 股的 1.37%；以各年股价翻十倍的个股占比估算 2023 年潜力股的数量，预计 2023 年年内潜力股的数量在 3 至 38 家之间，平均为 13 家，截至目前 TMT 领域暂无股价翻十倍的个股诞生。

表 2：2013 年、2019 年以及 2023 年以来 TMT 板块二级行业股价与估值涨幅对比

| TMT 二级行业 | 2013 年 (%) |       | 2019 年 (%) |       | 2023 年以来 (%) |      |
|----------|------------|-------|------------|-------|--------------|------|
|          | 股价涨幅       | 估值涨幅  | 股价涨幅       | 估值涨幅  | 股价涨幅         | 估值涨幅 |
| 计算机设备    | 55.1       | 16.7  | 43.6       | 26.6  | 43.0         | 43.9 |
| 通信设备     | 48.8       | 17.8  | 20.5       | 13.7  | 42.0         | 38.0 |
| IT 服务 II | 67.8       | 62.4  | 39.3       | 7.7   | 43.7         | 42.8 |
| 软件开发     | 71.7       | 63.7  | 58.6       | 17.7  | 46.0         | 39.9 |
| 通信服务     | -3.7       | -50.3 | 16.1       | -31.8 | 36.0         | 34.7 |
| 游戏 II    | 69.1       | 82.8  | 23.9       | 45.1  | 81.2         | 72.4 |
| 广告营销     | 72.4       | 63.5  | 19.7       | 150.3 | 16.4         | 16.3 |
| 影视院线     | 135.3      | 26.3  | 5.4        | 34.3  | 17.4         | 18.5 |
| 数字媒体     | 73.1       | 107.1 | 51.8       | 40.9  | 33.8         | 35.8 |
| 出版       | 39.5       | 17.3  | 5.1        | 2.1   | 30.6         | 31.3 |
| 电视广播 II  | 66.7       | 55.8  | 6.2        | 38.5  | 14.3         | 14.4 |
| 半导体      | 59.1       | 61.6  | 119.8      | 187.0 | 24.3         | 32.9 |
| 其他电子 II  | 47.9       | 90.7  | 52.8       | 73.9  | 13.4         | 16.4 |
| 元件       | 29.3       | 25.2  | 60.0       | 51.6  | 22.5         | 24.6 |
| 光学光电子    | 34.8       | 25.6  | 48.9       | 99.4  | 25.0         | 70.3 |
| 消费电子     | 51.5       | 34.4  | 93.4       | 72.6  | 21.9         | 22.2 |
| 电子化学品 II | 41.3       | 71.3  | 43.0       | 24.8  | 26.3         | 27.1 |
| 平均值      | 56.5       | 45.4  | 41.7       | 50.3  | 31.6         | 34.2 |

资料来源：Wind，国海证券研究所

## 2、三因素关键变化跟踪及首选行业

### 2.1、经济、流动性、风险偏好三因素跟踪的关键变化

从最新的经济高频数据来看，生产端开工率有所改善，需求端地产恢复形势较好，汽车消费环比回升，外需方面的领先指标韩国出口仍具有较大下行压力。从生产端来看，各项开工率有所回升，4月第1周唐山高炉开工率与上周持平，产能利用率继续提升，轮胎开工率则有所回升。需求端方面，由于2022年3-4月受到上海疫情的影响，2023年4月2日-4月7日30大中城市商品房成交面积同比上升48.89%，地产销售在改善的过程之中。从汽车销售来看，3月1-31日，乘用车市场零售159.6万辆，同比持平，较上月增长17%，但1-3月乘用车销量累计同比仍然为负。从出行的情况来看，四大一线城市地铁客运量较上周有所回落。从外需来看，韩国3月出口额同比下降13.6%，降幅较2月有所扩大，外需方面的领先指标韩国出口仍具有较大下行压力。

国内市场利率窄幅波动，美债利率和美元指数继续下行，外资持续流入。从国内市场利率来看，近期国内十债利率在2.85%上方窄幅波动，国内流动性整体维持较为充裕的状态，短端利率围绕2%的逆回购政策利率震荡。海外方面，十年期

美债收益率下降至 3.39%，实际利率和通胀预期均较上周有所回落。汇率方面，美元指数有所反弹，人民币汇率小幅贬值至 6.85 上方。从市场流动性来看，外资在本周有所流出。

本周市场延续上涨，成长涨幅最大，风险偏好明显回升。过去一周 A 股呈现上涨的态势，各类风格中，成长涨幅最大，消费涨幅相对较小，周期不涨反跌，风险偏好整体回升，日度成交金额维持在 1 万亿元上方。

## 2.2、二季度行业配置：电子、传媒、医药生物

**行业配置的主要思路：**二季度伴随业绩窗口期的到来，市场表现将更贴合业绩的相对优势，维持 TMT 是全年主线的判断，并建议关注短期维度业绩可能超预期的部分消费板块。行业配置上看好大概率为全年主线的安全资产，以及阶段性存业绩存在超预期可能性的部分消费板块，包括 1) 安全资产领域，在二十大报告利好政策和 ChatGPT 引发新一轮技术革命的双核驱动下，半导体、软件开发、计算机等 TMT 行业有望成为全年主线；2) AIGC 为行业发展带来新机遇，软件及内容板块景气度持续提升；3) 业绩可能超预期的部分消费板块，根据我们的专题报告《一季报有何看点》梳理，消费板块中金银珠宝、中西药等领域一季报业绩有望体现出相对优势。二季度首选行业为**电子、传媒、医药生物**。

### ➤ 电子

**支撑因素之一：ChatGPT 可接入插件促进算力芯片需求提高。**2023 年 3 月 ChatGPT 宣布支持第三方插件，第一批三方插件包含了 11 种类型，包括出行、购物、办公等场景。同时，推出了网络浏览器和代码解释器两款插件并开源了知识库检索插件的代码，将近一步增加其应用场景。随着人工智能应用的发展，庞大的算力需要硬件的支撑，算力芯片将在此背景下受益。

**支撑因素之二：半导体国产替代持续演绎，封装建设快速增长。**在晶圆市场供给有限、新产能未释放的背景下，晶圆代工厂扩产将增加半导体晶圆用量需求。在美国与荷兰的出口限制下，我国半导体领域国产替代也将持续演绎。同时，国内外公司目前在 Chiplet 的封装方面已取得初步成果并将继续扩大投资进行封装项目的建设，市场规模有望快速增长。

**支撑因素之三：受益于华为新产品发布，消费电子产品需求有望快速增长。**2023 年 3 月 23 日，华为发布新手机 P60，并带来全新智慧搜图功能，基于多模态大模型技术，在手机端侧对模型进行小型化处理，在业界率先实现了首创的、精准的自然语言手机图库搜索体验。同时，其拥有最薄折叠屏并支持双向北斗信息等新功能，新特性有望促进消费电子需求提升。

**标的：**晶方科技、华峰测控、海光信息、立讯精密等。

### ➤ 传媒

**支撑因素之一：AIGC 为行业发展带来新机遇。**互联网内容正在从娱乐化走向知

识化，AI 技术的飞速发展，将会进一步激发知识类视频的快速增长，质量与产量，都将飞速提升。过去，创作者需要花费大量时间在知识信息的检索、筛选、编辑和视频内容的后期制作剪辑上，未来借助 AI 的力量，人力与时间成本都会大幅降低，创作者可以将精力完全聚焦于核心创意的思考生成，将会带来内容创作生态的极大丰富。

**支撑因素之二：随着版号发放恢复正常，游戏市场开始复苏。**2023 年 3 月 23 日，国家新闻出版署发布游戏审批结果，共 86 款游戏获得游戏版号。截至 2023 年 3 月，已经有 261 款国产游戏获得游戏版号。同时，今年，腾讯《黎明觉醒：生机》和网易的《逆水寒手游》等游戏版号获批，有望带动游戏市场复苏。

**支撑因素之三：疫情影响进一步减弱，影视院线市场逐渐回暖。**2023 年 3 月份总共有 39 部新片上映，不仅数量超过去年同期，口碑和票房也有提升。截至 3 月 30 日，3 月的单月票房达 18.1 亿元人民币：3 月 10 日上映的《保你平安》4.8 亿元，同日上映的《回廊亭》1.9 亿元，24 日上映的《铃芽之旅》也已创造 3.8 亿的成绩。同时，截至 2023 年 3 月 30 日，中国 2023 年累计票房已达 157 亿元，新片数量、上座率等显著回升。

标的：恺英网络、三七互娱、捷成股份、昆仑万维等。

### ➤ 医药

**支撑因素之一：政策利好催化企业业绩释放，中药行业有望迎来戴维斯双击。**2023 年 2 月 28 日国务院办公厅印发了《中医药振兴发展重大工程实施方案》，该实施方案的发布标志国家推进中医药发展工作进入新阶段，中医药产业将更加明显地获益：中医药人才培养、服务体系建设和中西医协同工程将显著增加中医药服务的供给量，中医药文化弘扬和开放发展工程将促进国内和海外的中医药需求提升。操作性更强的《实施方案》，将加速政策利好向企业业绩的转化，中药企业业绩和估值有望同步提升。

**支撑因素之二：连锁药店持续扩张是大趋势。**我国目前零售药店数量较多，集中度和连锁化率较低。但随着新医改的不断推进以及新版 GSP 推行，行业集中化成为未来医药零售行业发展的趋势。零售药店行业集中度提升是大趋势，而扩张是头部连锁药店的必选之路。全国空白市场仍旧空间较大，对于头部连锁药店而言，无论是自建、并购还是加盟的方式，依靠资本和品牌加速拓展大有可为。

**支撑因素之三：医疗设备公司将在大型医药设备配置证限制放松中受益。**2023 年 3 月，卫健委发布《大型医用设备配置许可管理目录（2023 年）》，与 2018 年版目录相比，管理品目由 10 个调整为 6 个，其中，甲类由 4 个调减为 2 个，乙类由 6 个调减为 4 个。在此政策下，可以促进大型医疗设备资源科学配置，有望推动大型医用设备进一步扩容。

标的：同仁堂、华润三九、益丰药房、联影医疗等。

表 3: 二季度重点看好行业及标的

| 最看好的行业 | 主要标的                  |
|--------|-----------------------|
| 电子     | 晶方科技、华峰测控、海光信息、立讯精密等  |
| 传媒     | 恺英网络、三七互娱、捷成股份、昆仑万维等。 |
| 医药     | 同仁堂、华润三九、益丰药房、联影医疗等。  |

资料来源：国海证券研究所

表 4: 二季度行业配置表

| 行业名称 | 沪深 300 权重 (%) | 配置建议 | 行业名称 | 沪深 300 权重 (%) | 配置建议 |
|------|---------------|------|------|---------------|------|
| 食品饮料 | 12.47         | 标配   | 建筑装饰 | 2.25          | 标配   |
| 电力设备 | 10.99         | 标配   | 通信   | 1.95          | 标配   |
| 银行   | 10.57         | 标配   | 房地产  | 1.75          | 标配   |
| 非银金融 | 9.04          | 标配   | 农林牧渔 | 1.64          | 标配   |
| 电子   | 7.71          | 超配   | 国防军工 | 1.64          | 标配   |
| 医药生物 | 7.03          | 超配   | 煤炭   | 1.27          | 标配   |
| 计算机  | 5.52          | 标配   | 石油石化 | 1.24          | 低配   |
| 有色金属 | 3.31          | 标配   | 建筑材料 | 1.05          | 标配   |
| 家用电器 | 3.29          | 标配   | 商贸零售 | 0.92          | 标配   |
| 汽车   | 3.24          | 标配   | 传媒   | 0.85          | 超配   |
| 交通运输 | 3.22          | 标配   | 钢铁   | 0.6           | 低配   |
| 公用事业 | 2.73          | 标配   | 美容护理 | 0.45          | 低配   |
| 基础化工 | 2.65          | 标配   | 轻工制造 | 0.27          | 标配   |
| 机械设备 | 2.31          | 标配   | 纺织服装 | 0.04          | 标配   |

资料来源：Wind、国海证券研究所

### 3、风险提示

全球疫情反复、海外通胀超预期、美国流动性危机升级、地缘政治扰动加剧、产业政策推进速度不及预期、比较研究的局限性、历史数据仅供参考、重点关注公司业绩不达预期风险等。

## 【策略研究小组介绍】

胡国鹏，研究所副所长，策略组首席分析师，11年策略研究经验，十四届新财富策略研究入围，西南财经大学金融学硕士，金融界《慧眼识券商》行业配置榜连续5年前五。2010-2014年策略高级分析师，2014-2021年首席分析师、所长助理。侧重经济形势分析、市场趋势研判和行业配置。

袁稻雨，策略联席首席分析师，5年策略研究经验，约翰霍普金斯大学硕士，侧重市场趋势研判与产业专题研究，国别比较等。

陈鑫宇，帝国理工学院风险管理与金融工程硕士，侧重专题研究、大类资产配置等

陈婉妤，伦敦政治经济学院硕士，侧重行业比较，国别比较以及消费板块研究等。

崔莹，对外经济贸易大学硕士，侧重政策跟踪与分析、产业专题研究等。

## 【分析师承诺】

胡国鹏,袁稻雨,本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所指证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。