

策略观点

积跬步，行稳致远

策略研究 · 策略专题

证券分析师：王开

021-60933132

wangkai8@guosen.com.cn

S0980521030001

证券分析师：陈凯畅

021-60375429

chenkaichang@guosen.com.cn

S0980523090002

- **近期市场表现复盘：节后市场脉冲式调整。**A股节前最后一个交易日收至3883点，节后冲破3900点后开启调整。10月17日大盘单日跌幅创8月底以来最大，大盘、沪深300单日跌幅分别达到1.95%、2.26%。短期演绎高低切风格明显，8月成长风格领涨，整体涨幅在10%+，9月成长风格亦不弱，大盘成长补涨势头明显。进入10月后，小盘成长、国证成长分别下跌6.28%、5.96%，中小盘指数整体跌幅都在5%以上，前期滞涨的价值风格逆势获得正收益。行业层面，以三根阳线启牛市新章为分界，6月23日以来有色金属涨幅超过50%，通信、电力设备、电子涨幅超过40%，仅银行下跌5%；10月以来攻守易形，YTD涨幅在10%以上的行业中，仅有环保、钢铁、有色延续上涨，全年涨幅倒数前4的行业均上涨。港股市场9月以来“先扬后抑”，10月与A股类似，演绎高低切，9月唯一下跌的恒生消费10月仅跌3.5%，整体相对扛跌，而10月以来唯一跌幅超过10%的恒生科技，9月上涨13.9%。恒生大中小型股10月以来整体跌幅在5%+，但恒生大型股相对恒生小型股并未展现抗跌特征。资金层面，地缘脆弱性持续驱动外资流向中国资产，但被动外资整体流入速率较9月边际放缓。
- **A股后续展望：牛市第二阶段，或有新风景，阶段性维度“切”的性价比更高，长期视角科技仍是主线。**本轮始于924的行情与1999年519行情高度类似，政策驱动与周期规律共同支撑市场反转。向后看，牛市已进入基本面驱动的第二阶段，科技板块业绩率先释放，带动前期双创的结构性行情爆发，随着宏观政策进一步落地，基本面有望从“点状改善”向“全面扩散”演进。从三类资金的轮动效应看，当前正经历从盈亏平衡资金到踏空追涨资金主导的过渡期，指数平台强势震荡。从估值层面探讨成长股终局，若流动性是牛市的核心驱动力之一，则对成长股基本面不敏感，ROE因子有效性有所降低。从终局天花板科技成长估值透支幅度，赶顶期间前向估值至少透支15%（如2015年115x+的创业板），当前A股科技未到达透支前向估值15%+的水平，明年仍可重点关注AI应用端表现。风格再平衡是牛市中期典型特征，四季度价值板块具备补涨潜力，具体关注地产、券商、消费。
- **港股后续展望：中资定价权持续增强，流动性无虞，关注医药、电商新催化。**大势层面我们从中债利率、美债利率两个框架对港股目标价进行思考匡算，在A股强势震荡，上行动能为衰减的情况下，港股年内仍可看高一线。四季度港币汇率稳定、IPO 抽水作用有限，本地流动性会呈现平稳态势，国际资本受美联储降息驱动，也有望向港股市场倾斜。分子端，BF12口径下，恒指、恒科整体EPS情况自2025年三季度开始持续下滑，但当前下滑幅度边际收窄。行业结构层面，港股创新药经过前期调整回到合理区间，考虑到投资者倾向于将临床数据外推，一次性将上市后商业价值对应的现金流贴现至当前股价中，股价反应时序大幅前置，后续在新的催化下仍有望再次跑出超额；电商行业双11再迎催化，各平台大促周期持续拉长。
- **风险提示：**历史行情不代表未来，文中涉及指数和标的仅作为历史梳理而不作为投资推荐依据

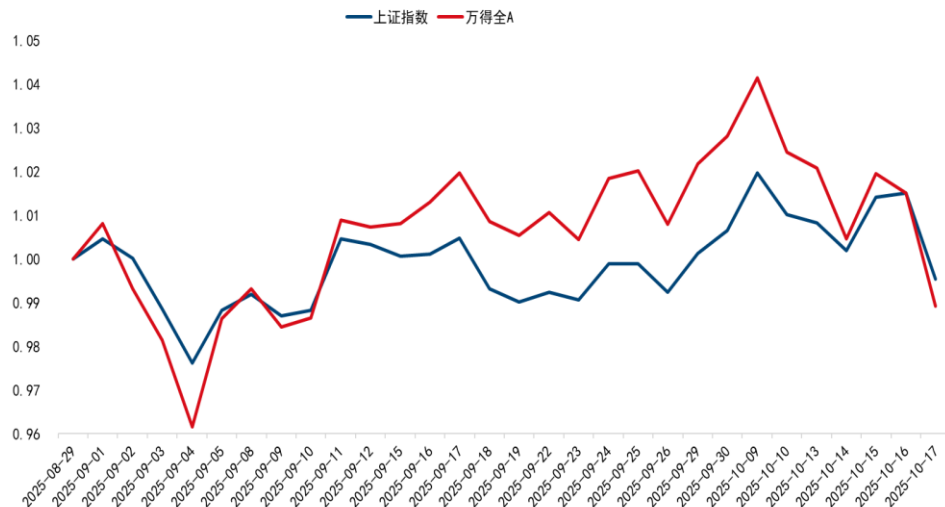
[01] 近期市场表现复盘

A股市场9月以来整体偏震荡

9月初前期强动量行情集中演绎后，市场出现脉冲式调整，科技动量行情拥挤交易等阶段性问题在9月第一周集中消化，9月4日大盘盘中一度下跌至3733点。而后市场缓慢修复，重新走强，节前最后一个交易日收至3883点，节后冲破3900点后开启调整。10月17日大盘单日跌幅创8月底以来最大，大盘、沪深300单日跌幅分别达到1.95%、2.26%。

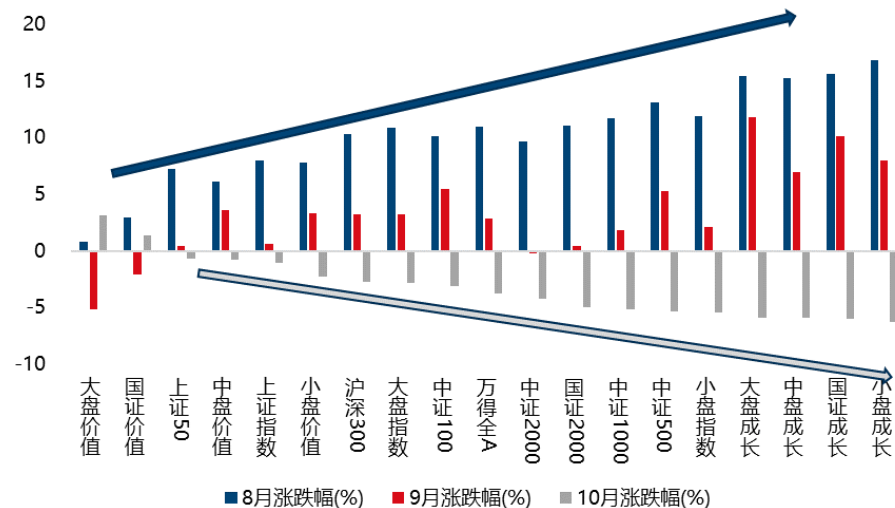
短期演绎高低切风格明显，8月成长风格领涨，整体涨幅在10%+，9月成长风格亦不弱，大盘成长补涨势头明显。进入10月后，小盘成长、国证成长分别下跌6.28%、5.96%，中小盘指数整体跌幅都在5%以上，前期滞涨的价值风格逆势获得正收益

图：9月以来市场整体表现偏震荡



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：各宽基指数8、9、10月涨跌幅对比



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

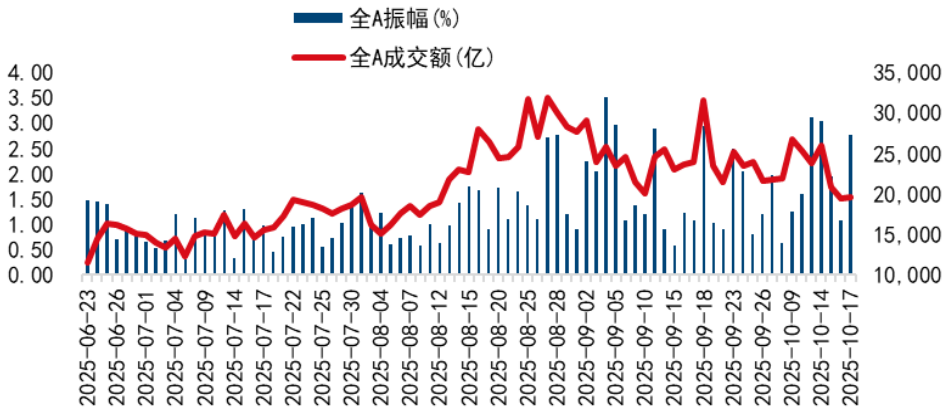
成长超额快速收敛，大盘风格后来居上

成长相对价值超额爬坡后快速滑坡，在9月初、10月10号以来两波脉冲式下跌过程中超额快速收敛，整个9、10月，成长相对价值超额收益一度达到10pct+，但后续收敛至2pct左右；

大小盘整体呈现相对均衡的走势，大盘相对小盘拉出超额的时间点在9月前半段，后续整体偏同频。

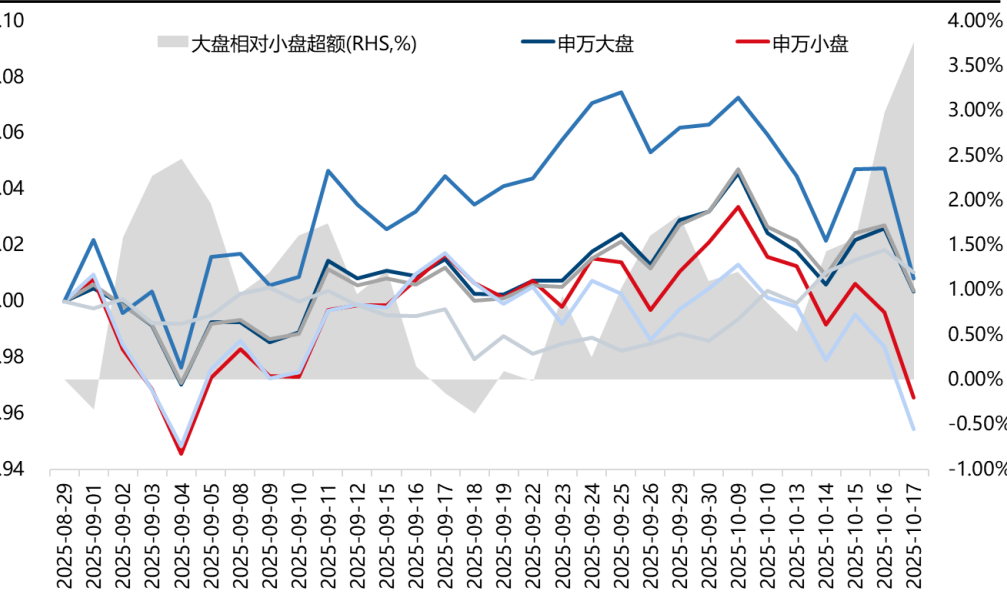
量价因子方面，9月以来缩量，但振幅有所放大。

图：各宽基指数8、9、10月涨跌幅对比



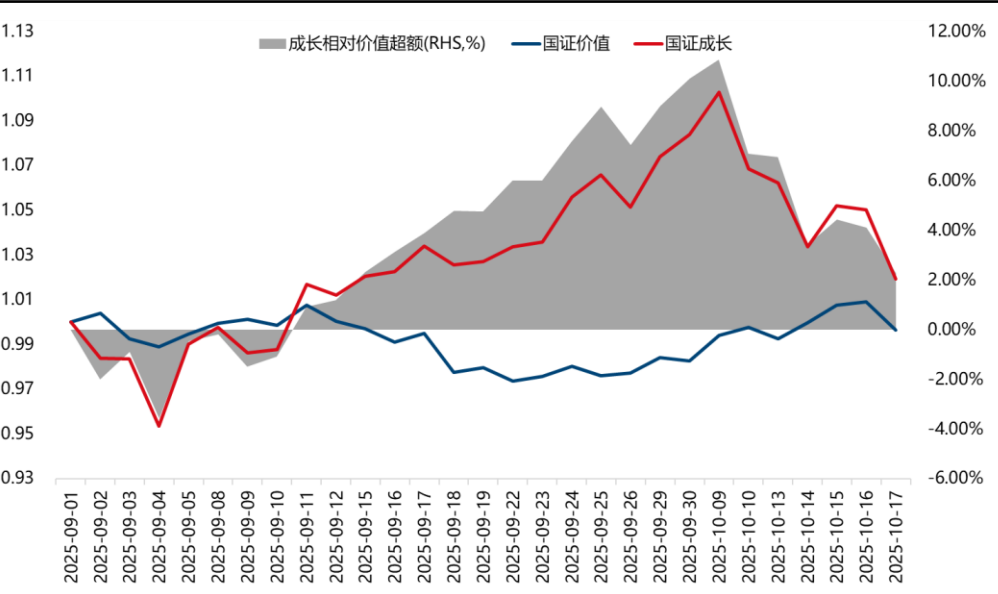
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：各宽基指数8、9、10月涨跌幅对比



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：9月以来市场整体表现偏震荡



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

有色、通信、电力设备6月以来领涨，10月攻守易形

以三根阳线启牛市新章为分界，6月23日以来有色金属涨幅超过50%，通信、电力设备、电子涨幅超过40%，仅银行下跌5%；

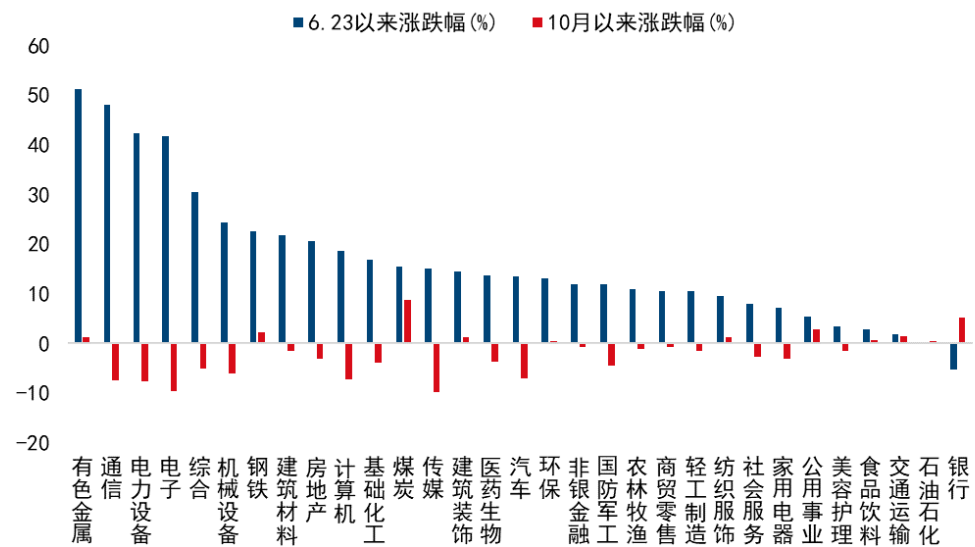
10月以来攻守易形，YTD涨幅在10%以上的行业中，仅有环保、钢铁、有色延续上涨，全年涨幅倒数前4的行业均上涨。

图：港股各宽基指数8、9、10月涨跌幅对比

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	YTD
有色金属	4.5	-0.5	7.7	-4.8	1.4	9.3	5.7	18.9	12.8	1.2	69.6
通信	-0.8	3.7	-3.8	-6.7	4.0	14.1	10.8	34.4	-0.1	-7.4	50.5
电子	-0.3	8.3	-4.4	-4.8	-2.9	8.9	6.6	24.8	11.0	-9.6	38.8
电力设备	-3.7	6.4	-3.1	-8.2	2.2	6.7	3.5	15.4	21.2	-7.7	32.7
综合	-2.8	2.8	-4.3	-3.3	4.8	6.8	9.5	21.9	-0.6	-5.2	30.3
机械设备	1.0	10.7	-1.0	-4.6	0.8	2.8	5.7	12.9	5.3	-6.1	28.9
传媒	-0.6	6.1	-1.3	-2.2	2.2	8.4	3.2	10.7	5.3	-9.9	22.3
钢铁	-1.2	7.1	-0.2	-4.1	-0.3	-0.1	16.8	0.8	-0.2	2.1	21.1
基础化工	-0.6	3.3	1.2	-2.7	2.0	4.1	5.9	9.0	1.2	-4.0	20.4
汽车	0.8	9.2	1.2	-3.9	1.4	0.3	0.4	11.6	5.2	-7.2	19.2
医药生物	-3.8	5.1	1.2	-2.1	6.4	0.7	13.9	2.6	-1.7	-3.7	18.9
计算机	-2.2	16.3	-5.4	-4.9	-0.7	7.1	3.9	15.5	-2.0	-7.3	18.6
建筑材料	-1.3	0.6	2.6	-3.6	1.4	-0.8	13.4	6.7	-0.7	-1.6	16.8
环保	-4.2	4.7	2.8	-3.1	6.8	1.1	1.6	5.3	0.8	0.4	16.8
农林牧渔	-3.0	0.2	2.0	3.4	2.5	0.5	3.8	8.2	-1.2	-1.2	15.7
国防军工	-7.3	3.7	2.2	-2.5	6.3	10.9	3.1	9.9	-7.2	-4.6	13.3
轻工制造	-2.6	2.7	-1.7	-2.1	4.8	3.6	0.9	6.4	-0.5	-1.5	10.0
纺织服饰	-2.6	1.7	0.1	-1.5	6.0	1.9	0.7	2.7	-0.9	1.3	9.5
美容护理	-3.7	2.3	3.4	6.1	2.5	-3.6	1.5	6.8	-5.0	-1.6	8.4
房地产	-6.1	5.4	-4.8	-1.6	-0.4	0.9	4.3	6.5	8.2	-3.1	8.3
银行	0.4	-1.0	2.7	-0.5	6.1	5.0	-2.0	-1.6	-6.9	5.2	6.8
建筑装饰	-5.9	3.5	-3.3	-1.4	2.9	1.5	5.4	1.9	1.3	1.1	6.7
非银金融	-6.3	1.3	-0.6	-4.2	2.7	8.0	4.6	8.3	-5.8	-0.8	6.0
社会服务	-2.7	3.8	3.3	-4.0	-0.9	4.1	5.1	5.1	-4.8	-2.7	5.8
公用事业	-5.2	-0.9	1.9	1.5	2.3	-0.5	-0.8	2.5	0.4	2.7	3.7
家用电器	-0.7	0.7	4.3	-5.7	3.5	-3.0	0.6	6.7	0.8	-3.2	3.5
商贸零售	-7.6	3.0	-3.5	1.7	1.7	2.7	1.9	7.5	-3.9	-0.8	1.7
交通运输	-4.2	-0.8	0.2	-1.2	5.6	-1.1	-0.2	2.1	-1.3	1.5	0.2
煤炭	-6.6	-7.6	3.6	-4.3	3.8	-1.2	2.6	0.4	1.9	8.8	0.2
石油石化	-4.2	-1.1	-0.7	-2.1	1.9	1.4	4.5	1.4	-4.0	0.3	-2.8
食品饮料	-6.8	4.1	1.9	-0.2	-0.1	-5.9	0.2	6.6	-4.1	0.7	-4.4

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：9月以来港股市场整体“先扬后抑”



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

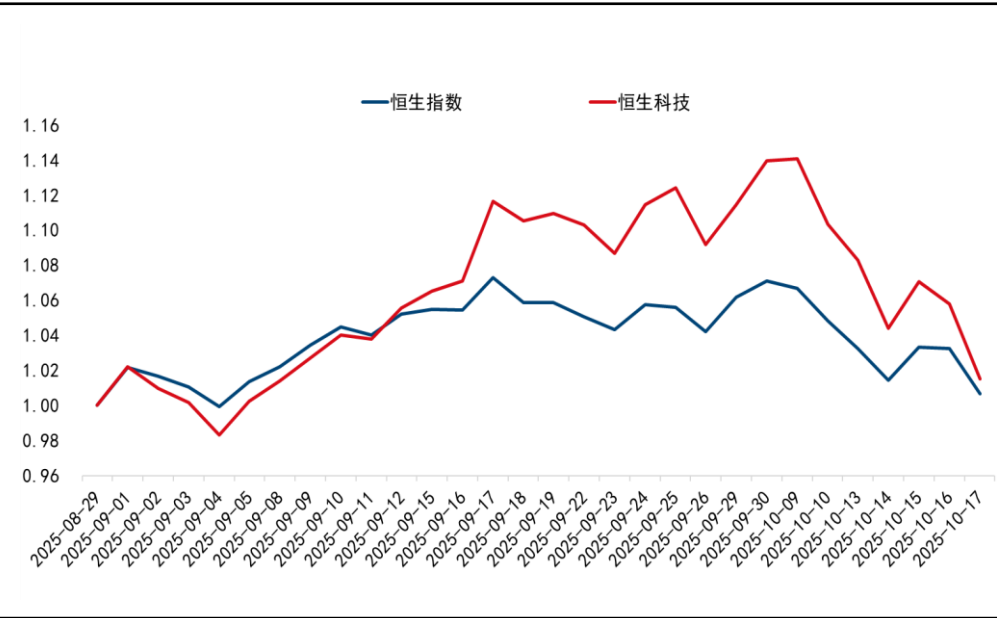
港股市场9月以来“先扬后抑”

9月以来，港股市场先扬后抑，恒生指数、恒生科技月中最大涨幅分别超过7%、12%，但是10月以来持续调整，9月1日至10月17日，恒生指数、恒生科技分别上涨0.7%、1.5%，近一周（10.6-10.10、10.13-10.17）恒生科技分别下跌5.48%、7.98%。

港股内部10月以来同样演绎极致高低切，9月唯一下跌的恒生消费10月仅跌3.5%，整体相对扛跌，而10月以来唯一跌幅超过10%的恒生科技，9月上涨13.9%。

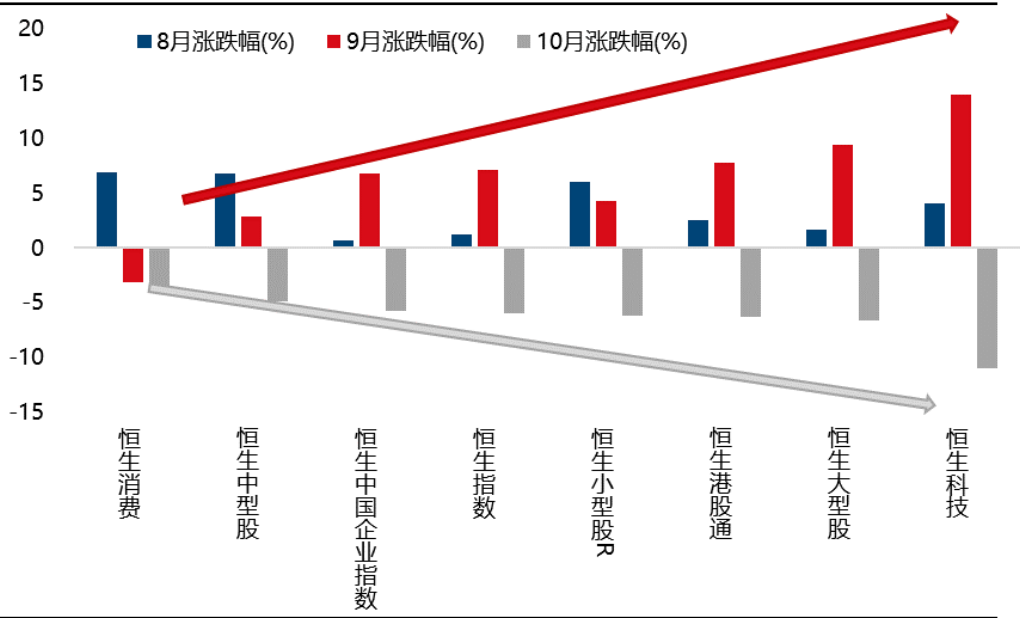
恒生大中小型股10月以来整体跌幅在5%+，但恒生大型股相对恒生小型股并未展现抗跌特征。

图：9月以来港股市场整体“先扬后抑”



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：港股各宽基指数8、9、10月涨跌幅对比



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

恒科上周回撤为事件驱动计提短期风险所致

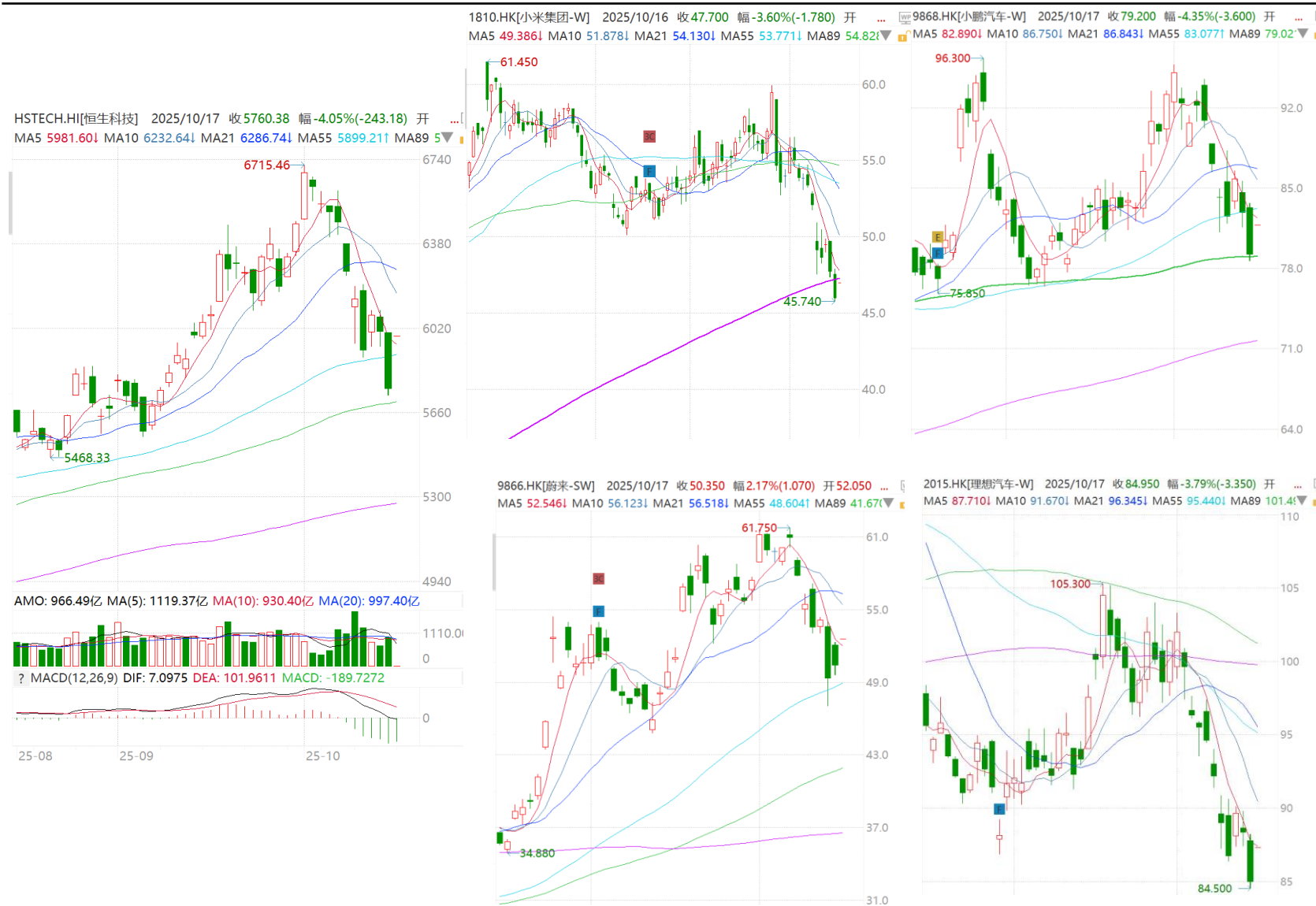
上周 恒生科技指数创年内单周最大跌幅。核心驱动因素包括：

①小米 SU7 安全事件引发市场对智能汽车产业链的担忧，小米集团全周跌 11.7%；

②部分个股前期涨幅过大引发获利了结，半导体板块周内跌超 9%。恒生汽车主题全周跌 7.43%，除小米外，蔚来、小鹏分别下跌 12.9%、9.0%，一方面受行业销量数据不及预期影响，另一方面市场对新势力车型安全性的关注度上升，加剧板块抛压。

部分药企成为港股市场“避风港”。细分领域中，创新药企业表现亮眼，药捷安康 - B 周四单日大涨 46.34%，翰森制药周五逆势上涨 2.13%。

图：恒生科技主要下跌成分股一览

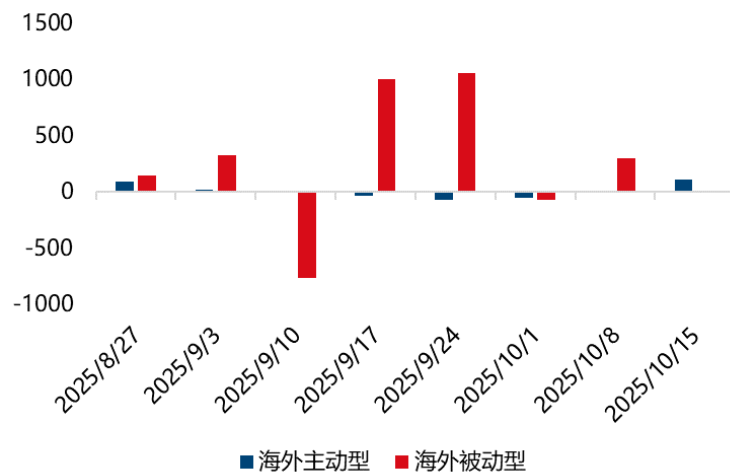


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：个股仅为行情梳理，不涉及投资建议

AH资金面：地缘脆弱性驱动外资持续流向中国资产

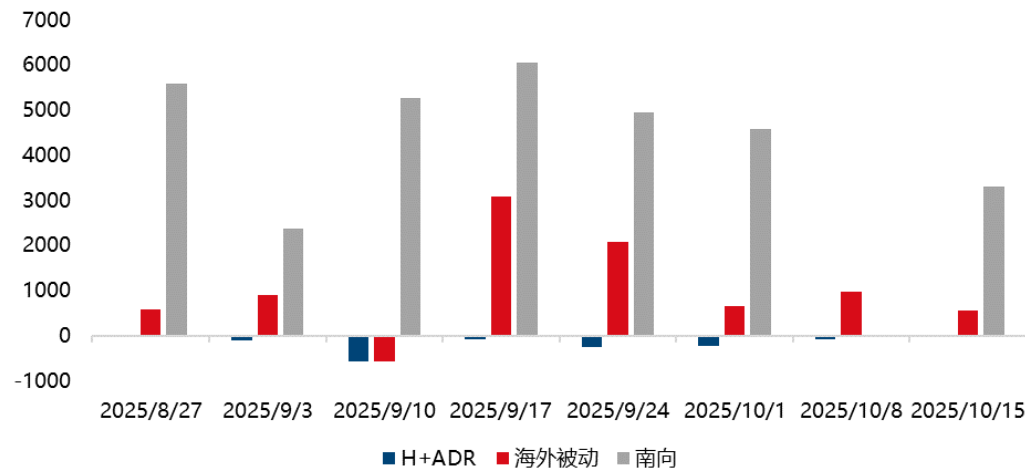
- 1) 近期流向A股的主动外资流入幅度扩大
- 2) 被动外资依旧保持一定速率的净流入，但港股的流入速率较9月中期边际放缓
- 3) 南向资金加速流入，恒生科技部分超跌个股“抄底”现象明显

图：近期A股外资流入情况



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：近期港股外资流入情况



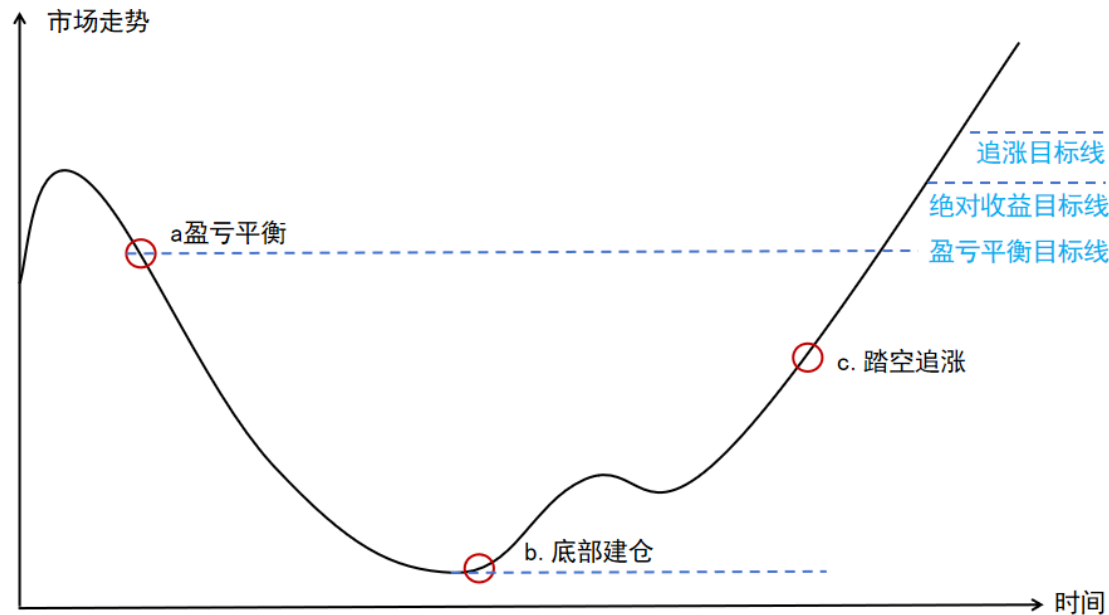
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

【 02 】 后续A股市场展望

A股牛市情绪观察——三类资金的先后轮动效应

- 根据提供的理论框架，市场资金可分为右侧止盈、盈亏平衡和踏空追涨资金三类。踏空追涨资金通常在市场上涨初期因担心错过机会而加速入场，为牛市提供增量动能；右侧止盈资金则在盈利达到预期后选择兑现收益，可能对市场构成阶段性压力；盈亏平衡资金，即在熊市中被套的投资者，在市场反弹至其成本区时选择解套离场，这部分资金的释放往往伴随着成交量的放大和指数上涨动能的减弱。资金类型的主导判断则综合考虑了价格涨幅、净买入方向、成交金额、PE估值和换手率等多个指标，具体判断逻辑如下：
- （1）底部建仓/抄底资金主导：股价处于历史低位或估值底部区间，开始温和上行，净买入为正，PE低估，换手率低。（2）盈亏平衡资金主导：股价上涨至前期熊市的高成交区或历史成本区，但上涨动能不足，出现滞涨或横盘，净买入转负，成交金额放大，PE中等。（3）踏空追涨资金主导：股价突破前高或压力区，持续上行，趋势明显，净买入为正且放大，成交金额放大，PE中高，换手率高。该阶段的结束通常以右侧止盈资金行为显现为标志，此时股价处于相对高位，出现冲高回落或高位横盘，净买入波动或转负，成交金额放大，PE高估，换手率高。

图：牛市不同阶段市场资金大体会经历三个环节

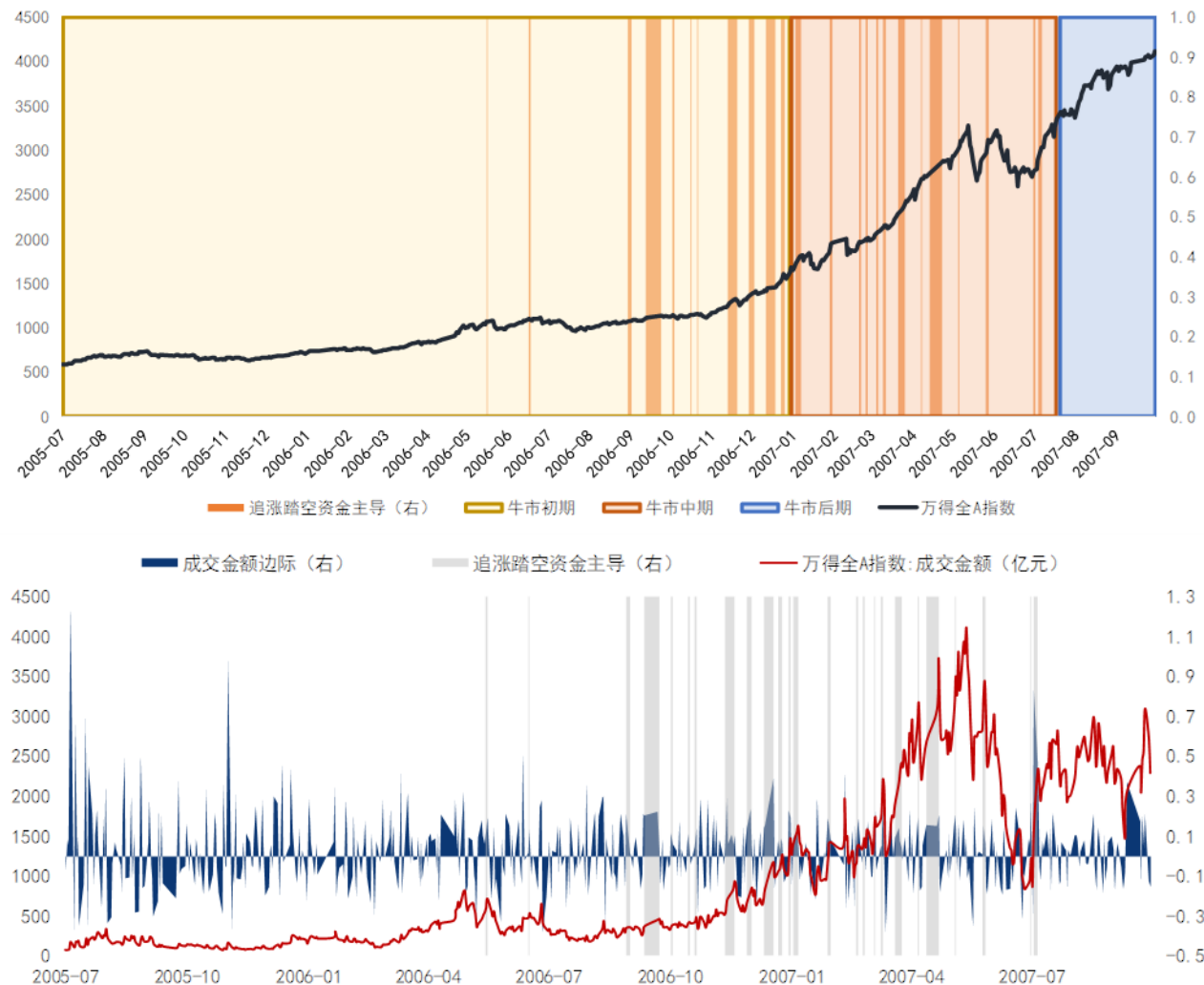


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。注：实际上右侧的盈亏平衡线对应的目标点位，和左方下行过程中a的建仓亏损位并非水平

A股牛市情绪观察——中期牛市行情里，踏空情绪催动的FOMO交易

- 以第一轮牛市为样本，起始于2005年7月18日，终止于2007年10月16日，期间万得全A指数由586点升至4116点，两年多时间累计涨幅约602%。
- 从此次牛市的资金结构来看，牛市初期（2005年下半年至2006年上半年）指数整体温和上行，日均成交额有限，资金以建仓与抄底为主，踏空追涨资金尚未形成主导力量。灰色区域显示，自2006年6月1日起，踏空追涨资金进入集中阶段，并持续至2007年7月23日，跨度超过一年，覆盖整个牛市初期后期及整个中期。在此期间，指数从约1076.391点一路攀升至3032.2051点，累计涨幅超过180%，显示出“价格趋势、成交金额和估值水平三者共振的典型“踏空情绪驱动后续成交放量”的特征。
- 成交金额及其边际波动与指数走势高度同步，是观察资金流入强度的核心指标。踏空追涨资金的集中入场与边际成交放量呈现出强共振，是推动牛市中段加速的关键力量。典型特征是每当成交金额边际快速放大时，踏空资金主导区域随之增多，说明此前观望的资金在突破行情中被迫入场。踏空资金持续集中，叠加放量成交，形成牛市的主升浪；而在2007年中后期，踏空区域逐渐减少，边际成交额正负波动加剧，市场转入右侧止盈与解套资金的对冲阶段，行情进入尾声。

图：2005-07年牛市的追涨踏空资金和市场走势关系（上）2005-07年牛市的追涨踏空资金和市场活跃度关系（下）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

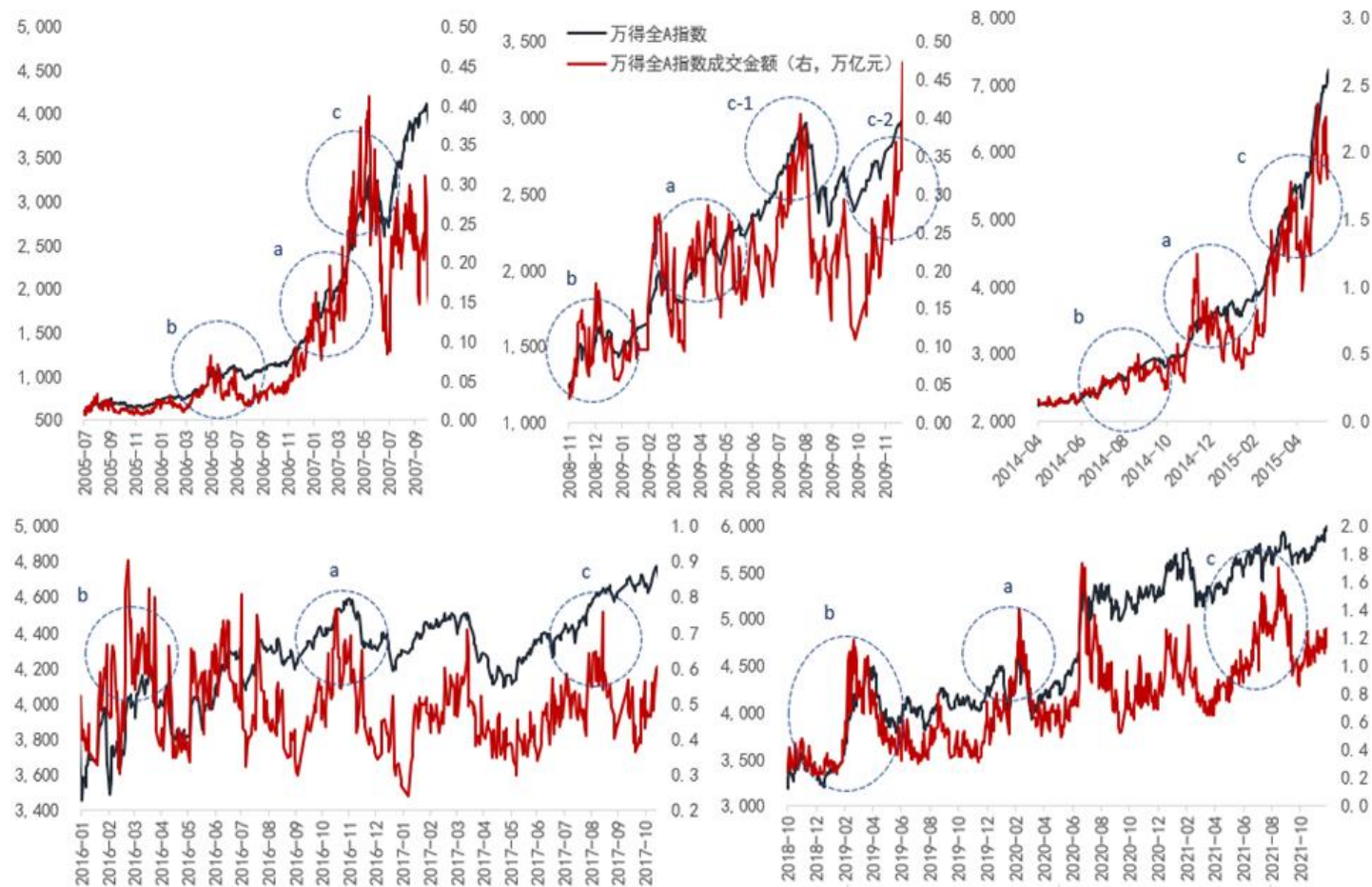
A股牛市情绪观察——五轮牛市中FOMO情绪演进的共性与个性复盘

- FOMO情绪是中期牛市里重要资金催化，决定了牛市的节奏与持续性。熊市思维在初期难以扭转，趋势的明朗是激发FOMO情绪的先决条件。而FOMO峰值所处的价格位置，定义了牛市的风格。
- 从五轮牛市的踏空追涨资金分布特征来看，可以将市场演化划分为三类情景：（1）乐观情景（牛五，牛二）下，踏空资金在中后期和高位阶段依然持续大量入场，成交金额和净买入保持高位，市场情绪亢奋，往往推动指数冲顶甚至泡沫化。这说明，即便在估值已处于高位，踏空资金依然源源不断涌入，成交金额和净买入维持高位；（2）中性情景（牛四）下，踏空资金主要集中在突破和中段加速阶段，高位阶段逐步减弱，同时右侧止盈与盈亏平衡资金增加，市场进入多空拉锯与震荡盘整，FOMO资金多集中在市场上涨的中段；（3）悲观情景（牛一）中，如果资金在低位就提前透支追涨，而高位缺乏承接，则后续容易出现止盈与解套资金集中流出，成交萎缩、情绪转冷，市场更易出现加速回调。
- 整体规律显示：踏空追涨资金的持续性与分布位置，是决定牛市延续性与强弱的关键变量；若资金在高位仍能集中涌入，则行情趋于乐观，若资金早期过度透支或尾段乏力，则更偏向中性甚至悲观。

表：历史上五轮牛市过程的起止点位和全A指数涨幅复盘（上）

牛一	起止点位	牛二	起止点位	牛三	起止点位	牛四	起止点位	牛五	起止点位
2005/7/18	586.03	2008/11/4	1224.90	2014/4/28	2212.91	2016/1/28	3450.68	2018/10/18	3179.54
2007/10/16	4116.01	2009/11/23	2976.05	2015/6/12	7224.26	2017/11/13	4770.05	2021/12/13	5998.82
涨幅	6.02	——	1.43	——	2.26	——	38.24%	——	88.67%

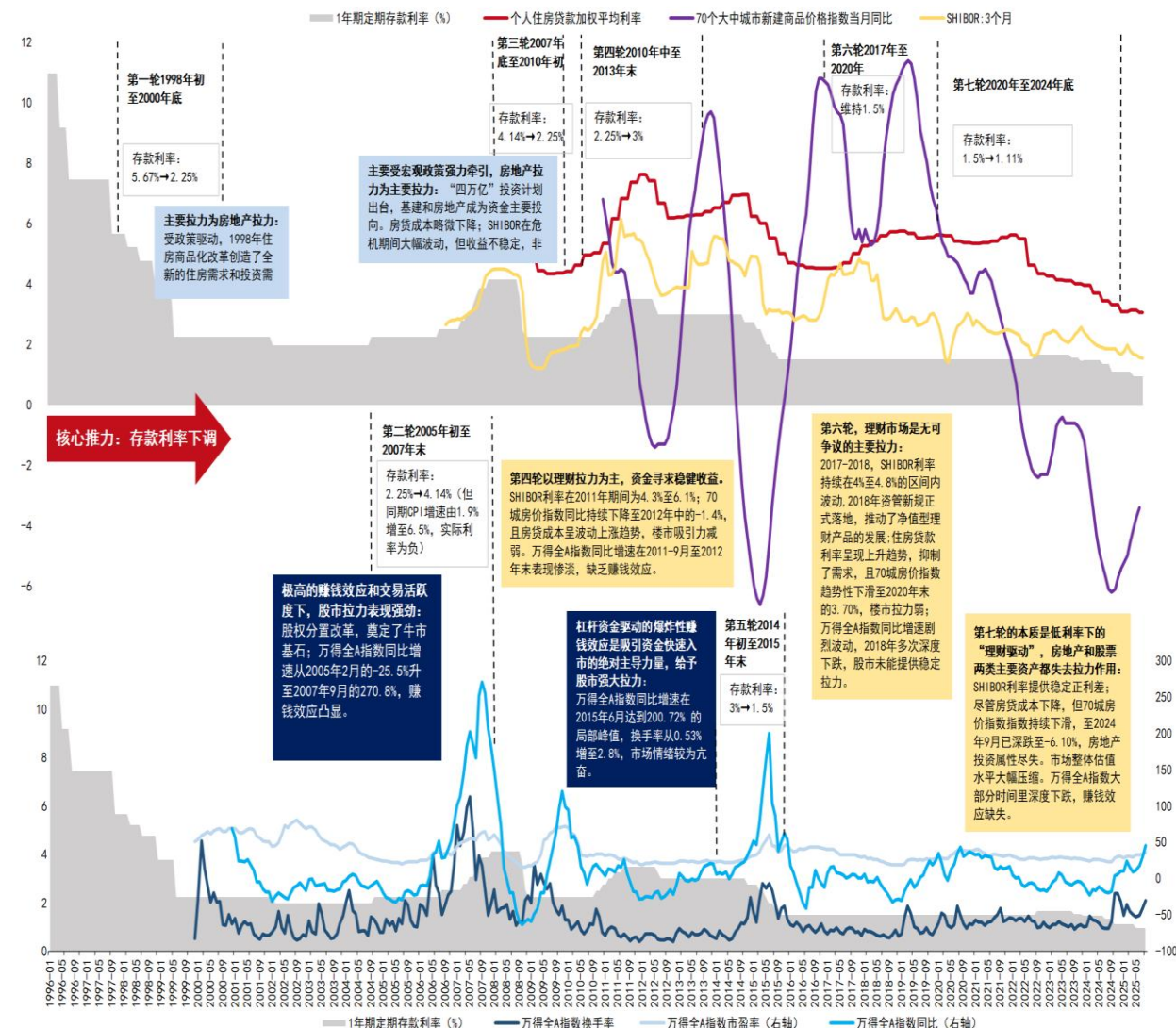
图：历次牛市过程中的盈亏平衡（a）、底部建仓（b）和踏空追涨（c）成交放量复盘（下）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

存款搬家：低利率&地产低迷的推力和股市上涨拉力

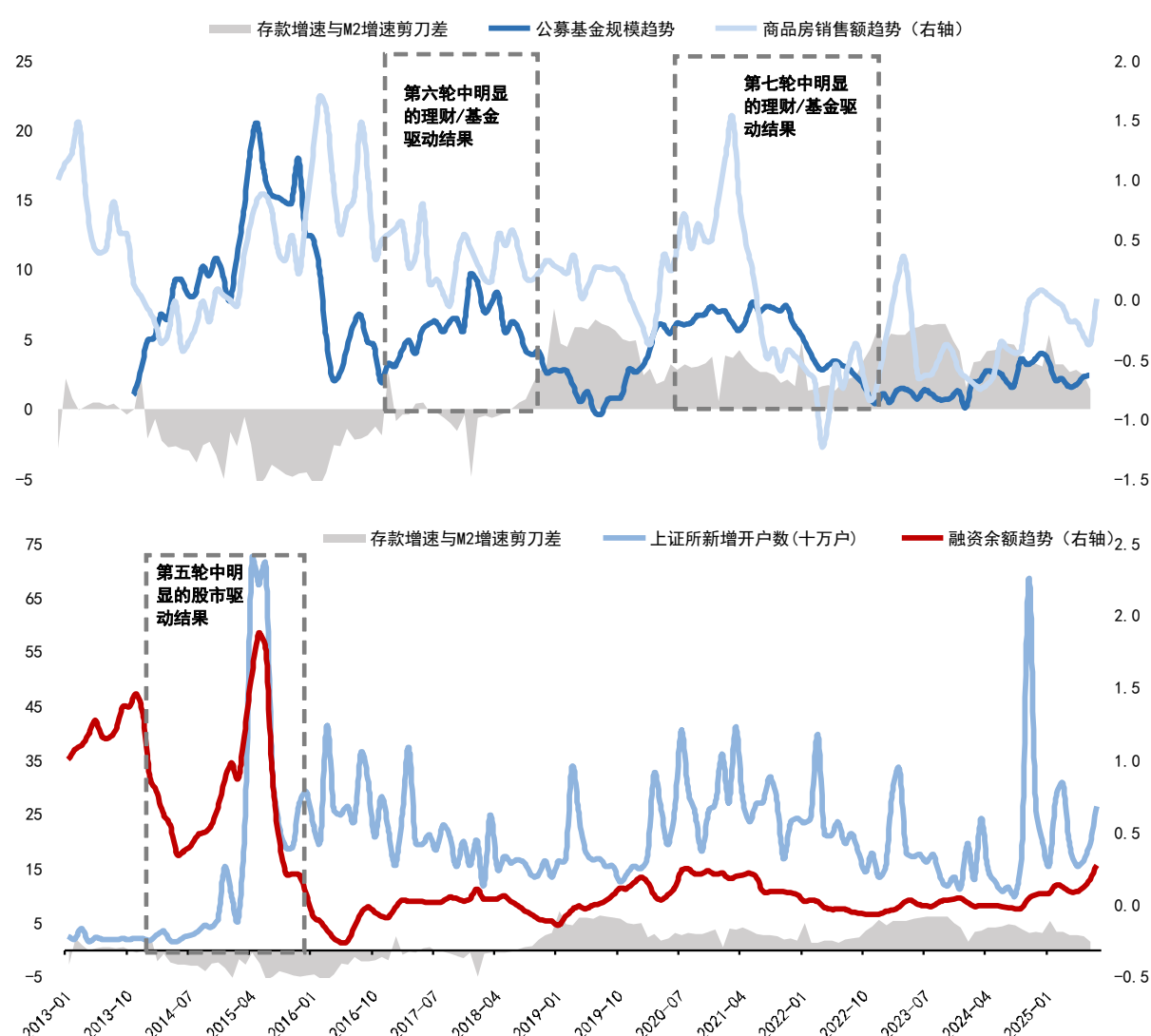
图：存款搬家的“推拉”指标分析



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：基于存款搬家不同情境的路径分析

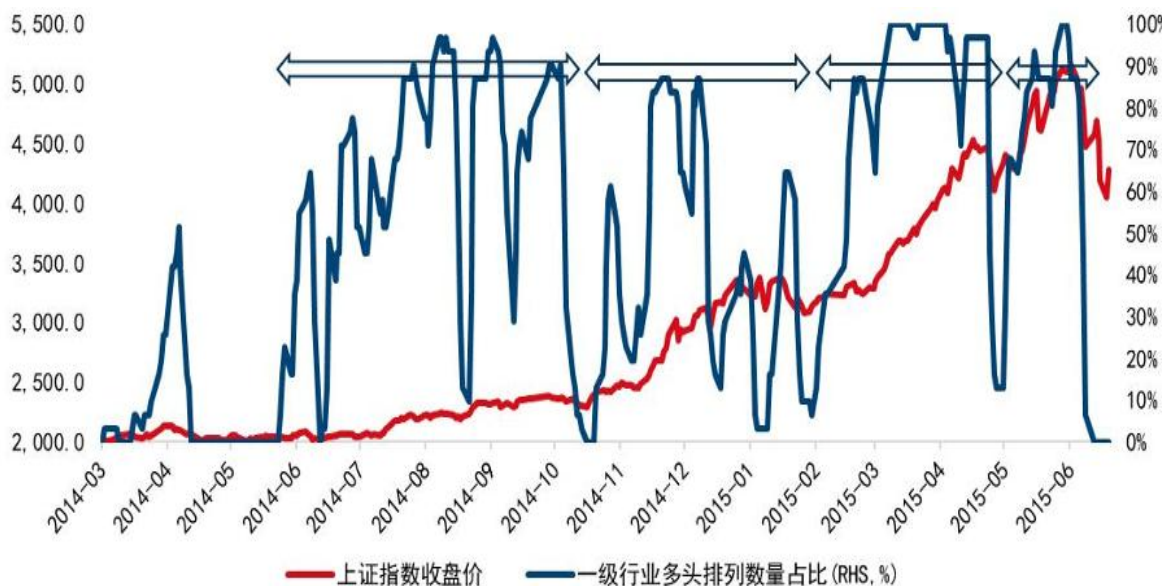


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

追还是切：微观赚钱效应视角下的加速段与高低切

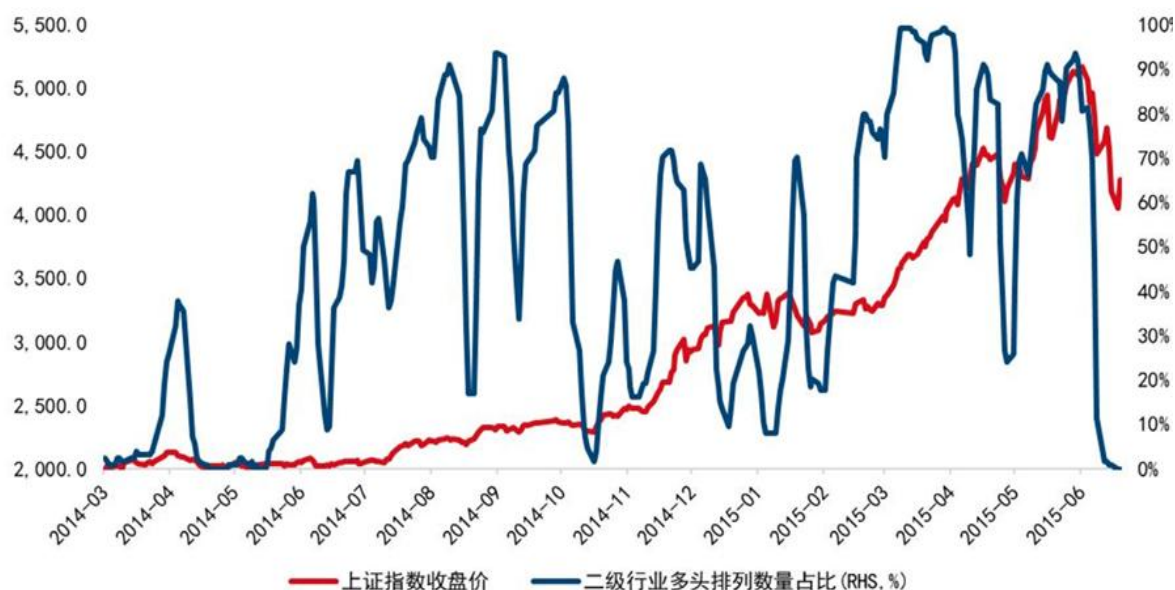
- 从几轮牛市的核心驱动因素看，2014-2015年是典型的流动性牛，指数斜率存在四轮系统性提升过程，但行业的“花期”越来越短。1) 宏观环境层面，2014-2015 年中国基本面相对承压，名义增速回落至6.5%、实际GDP降至7%以内。4月人民银行定向降准、开启一轮货币政策宽松周期，分母端成为该轮牛市的核心驱动力。2) 具体到赚钱效应与行业多头排列形态上看，我们不难发现，在指数加速赶顶的过程中，经历了4轮行业多头排列数量占比冲顶回落的过程，持续时间不断缩短，其中第一轮出现在2014年3月末至2014年10月末，指数在140余个交易日最大涨幅达到20%；第二轮出现在2014年10月末至2015年2月中，指数在70个交易日上涨44%，第三轮出现在2015年2月10日至5月8日，指数在57个交易日内上涨48%，赚钱效应斜率进一步上升；最后一轮出现在2015年5月11日至6月14日，指数在25个交易日内上涨23%，赚钱效应达峰。

图：四轮多头排列“冲顶回落”，持续时间不断缩短



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：二级行业多头排列数量占比整体规律一致

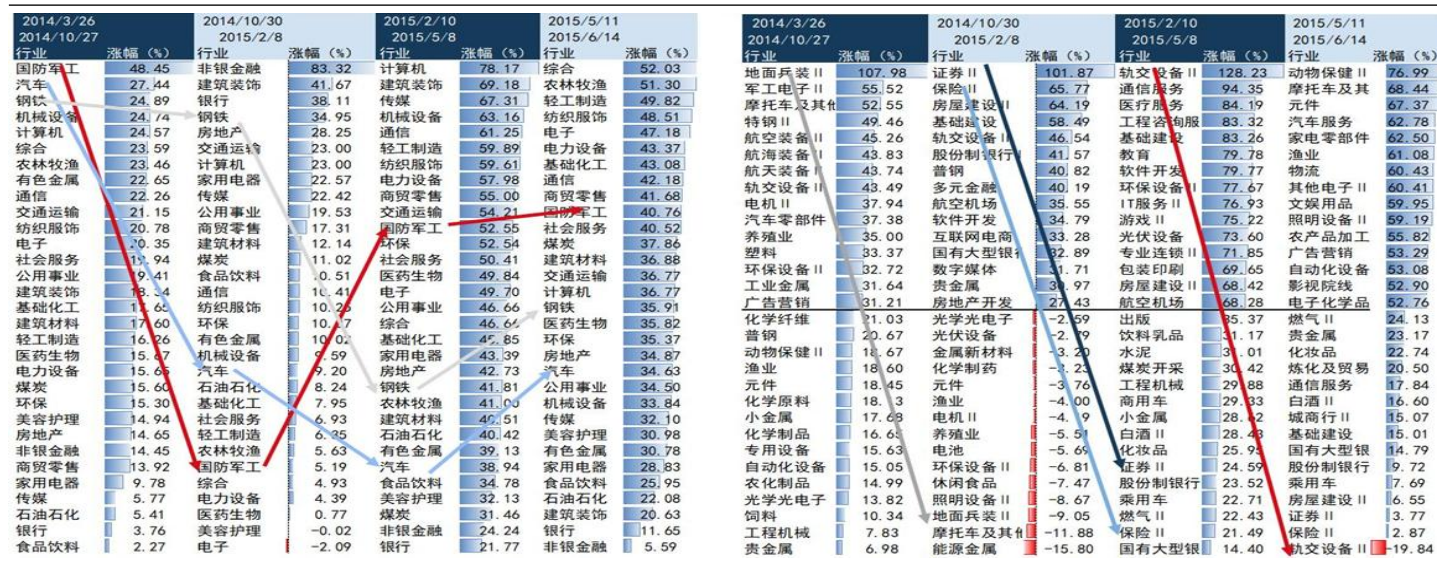


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

追还是切：微观赚钱效应视角下的加速段与高低切

图：2014-2015年四轮加速段背后的行业切换

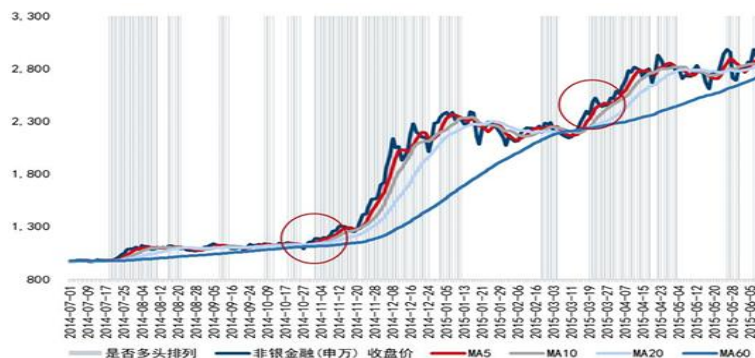
- 从2014年Q2到2015年赶顶期间，存在较为明显的行业轮动，具体看到二级行业，历次指数斜率抬升期间的领涨品种下一段斜率抬升期间超额收益大幅跑输。2014年10月末至2015年2月领涨的主要包括券商、银行、地产及地产后周期，2014年底非对称降息超市场预期，非银11月21日单日上涨近5%，行业快速完成多头排列并开启加速上涨。2014年10月末至2015年2月，非银金融上涨超过83%，1月下旬至2月上旬指数震荡整理完成后，非银开始快速跑输，2月10日至5月8日仅上涨24.24%、5月至6月市场加速赶顶期间更是仅有个位数涨幅。



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

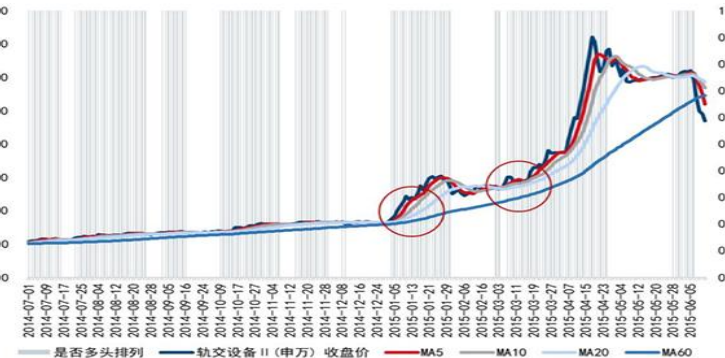
- 如果进一步将筛选范围放到二级行业或细分赛道，基于多头排列划分市场加速段的思路下，一段加速完成后，继续“追”领涨行业的赔率不佳。1) 地面兵装作为1Q14-3Q14期间唯一涨幅翻倍的二级行业，在4Q14-1Q15排名全部二级行业的倒数前三，前期涨幅排名第三、超过50%的摩托车，同样在14年10月下旬至15年2月回调超过10%；2) 14年10月至15年2月受流动性宽松驱动的证券、保险在2015年2-5月位于全部二级行业涨幅倒数前6；3) 15年2-5月补涨的轨交设备在最后一轮赶顶期间提前熄火，2015年5月11日至6月12日下跌近20%。

图：非银金融快速完成多头排列并加速上涨



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：轨交设备多头排列结束后快速下跌

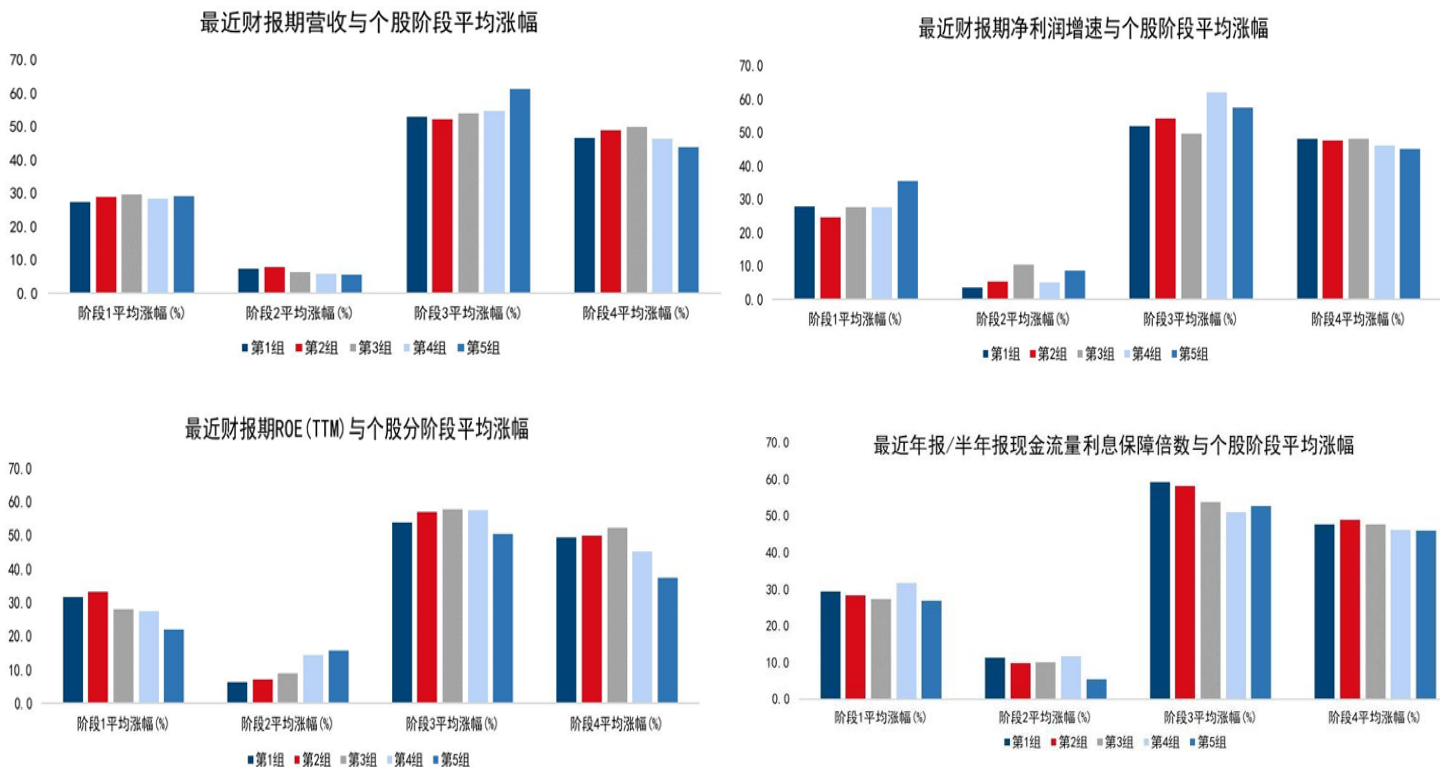


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

成长股终局：基本面重要吗？估值能透支多少？

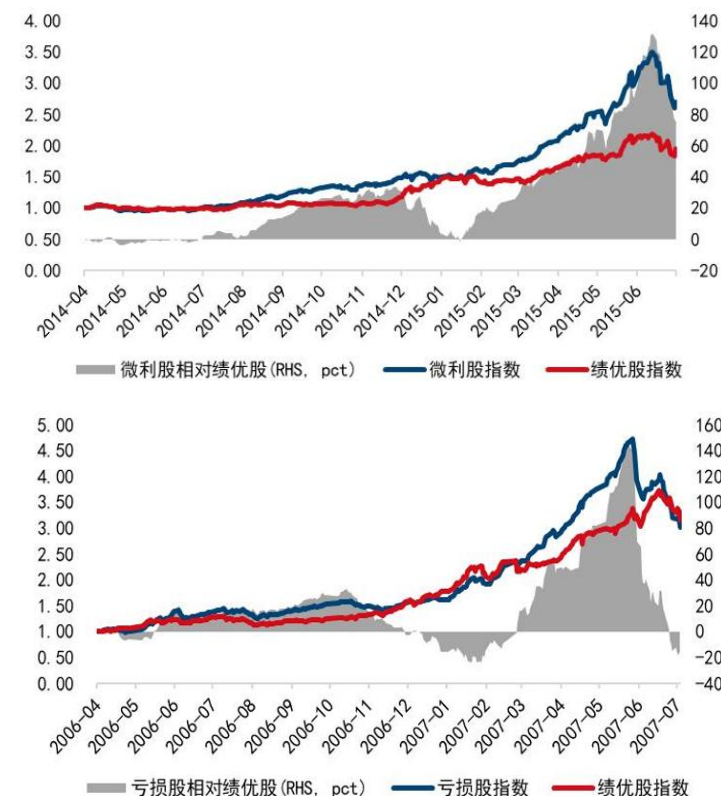
- 流动性牛市途中对基本面并不敏感，仅有赚钱效应较差的阶段ROE相对重要。对于A股市场而言，从单因子的角度看，收入和利润是相对有效的一阶指标，当然不仅仅针对A股，发达国家(如美国、日本)都是如此。长期看，日本营收高增策略相对奏效，当年增最高的组别长期收益远高于增速较低的组别，但存在例外的情况，“营收高增策略”赔率被反超主要发生在2000-2001年，2006-2008年；以利润增速衡量成长性得到的策略长期有效性更强，利润增速前30%的组别相较利润增速后30%的组别在1990-2013年之间年均超额达到13.18%。但对于A股而言，在主要由流动性驱动的牛市中，我们验证最近一个季度的营收增速、净利润增速、ROE水平和现金流利息保障倍数发现，不论是将全部A股分成5组还是10组，计价程度最高的季报期对应的基本面因子在各组别之间的单调性不明显，仅有在赚钱效应极度集中（即指数强于个股、权重强于边角料品种）的2014年10月至2015年2月，ROE因子展现出了较强的有效性，高ROE的个股在此期间占弹性相对较大。

图：2014-2015行情各加速段中基本面与涨幅关系



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：完整牛市区间里，绩优股超额吃亏



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

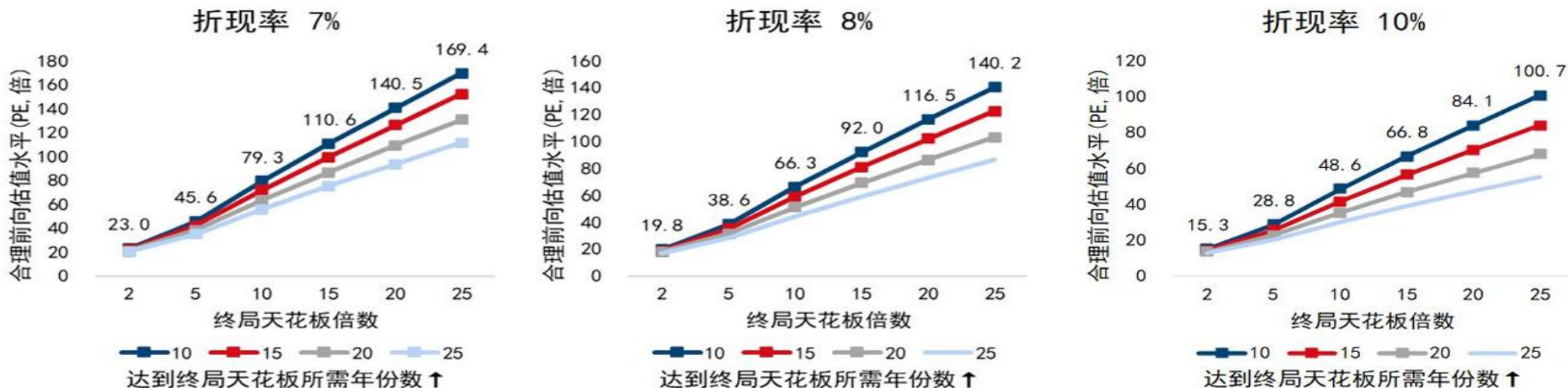
成长股终局：基本面重要吗？估值能透支多少？

- 从终局天花板和“外延式并表”看创业板估值透支幅度，创业板指内生增速对应整体动态估值水平应在80x至100x，赶顶期间前向估值至少透支15%。
- 通常情况下，投资者更愿意给增速高的公司高PE，如果按照极限思维假设某个板块/某个公司k年之后的业绩天花板是当前的m倍，并假设净利润近似等于权益现金流，考虑不同折现率对应的前向估值水平，我们可以近似对创业板为代表的高成长品种的合理估值天花板进行匡算。以跨越2-3个盈利周期(10年)为考核标准，2013-2015年创业板指内生增速大约在19-22%之间，即“15年15倍”到“15年20倍”去计价，那么创业板指在牛市期间折现率8%的假设下，合理前向估值水平在81.0x到102x。我们以创业板指的PE(TTM)和20%的预期增速简单构建动态估值，从结果上看，创业板在4轮加速段中的前2段中相对核心宽基和大盘并未展现明显超额，在2015年初，创业板指快速上涨，动态估值加速突破50x、70x、80x、100x，其中前向估值从80x到100x近用15个交易日完成，并于最终赶顶时达到115x。

图：创业板2014-2015年牛市期间前向估值变化



图：不同折现率下的前向估值合理水平

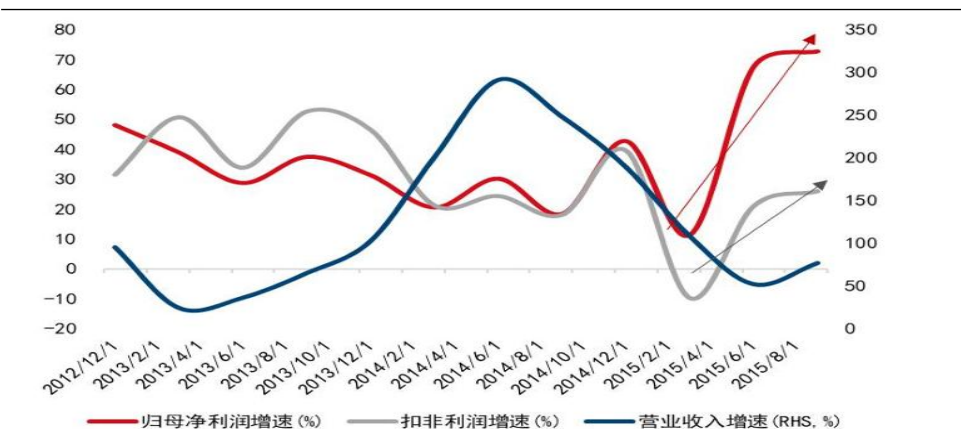


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

成长股终局：基本面重要吗？估值能透支多少？（乐视案例）

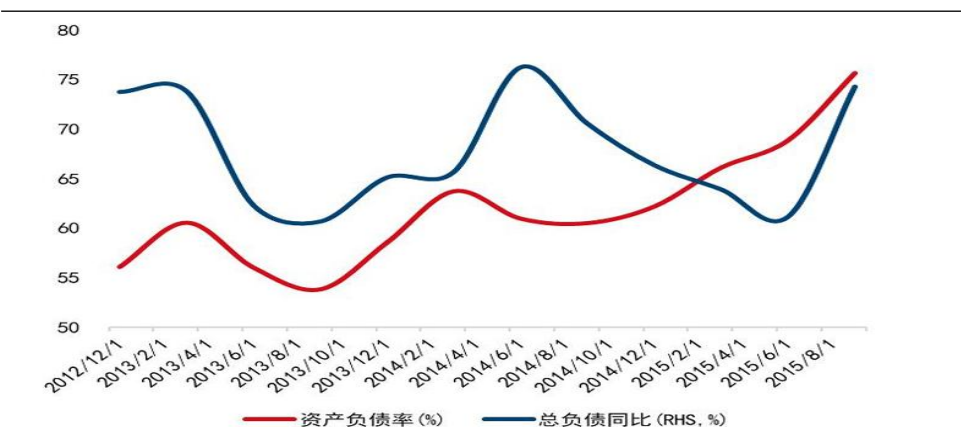
- 对于“无法精确算估值”的赛道或典型企业，终局是高度泡沫化。2015年4月乐视市值一度突破千亿，在移动互联网概念下不断完成股价和预期的自我强化，但乐视从实质上说更像是制造业，因其“生态化反”概念背后的核心载体是门槛不高的智能电视。从乐视的报表端看，2012-2014年间，乐视几乎实现了每年收入端的翻倍增长，但归母净利润增速仅为收入的一半。与此同时扣非利润增速更是远低于归母净利润增速。快速扩张下乐视的投资性现金流流出速度加剧，杠杆水平不断攀升。具体到乐视的股价表现和动态估值，创业板交投情绪火热的情况下，“生态化反”助力乐视快速突破创业板80-100x前向PE壁，实现终局高度泡沫化。

图：乐视营收增速>归母净利润>扣非利润增速



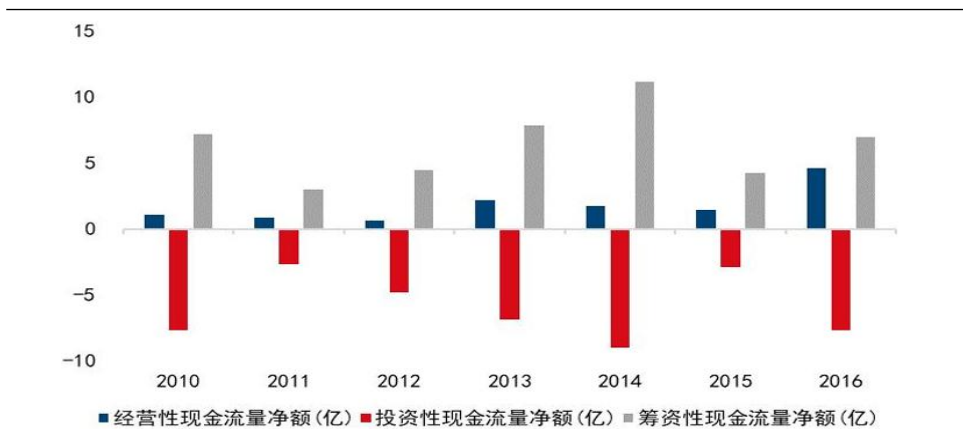
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：乐视资产负债率



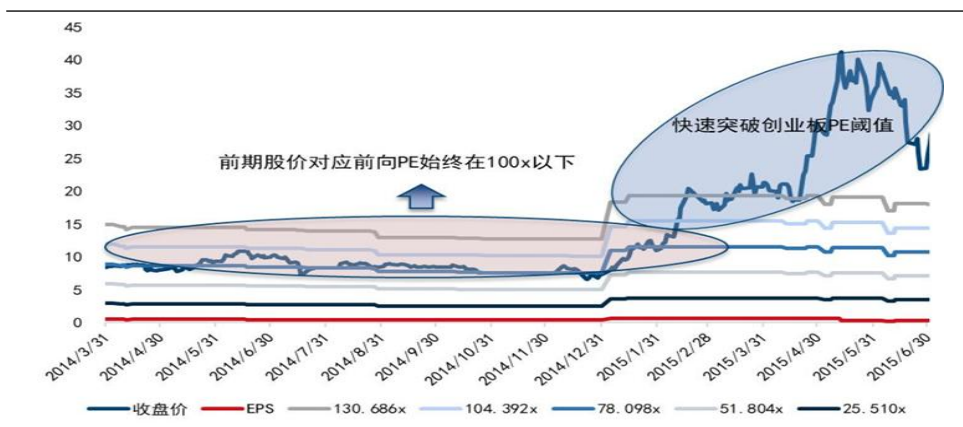
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：乐视投资性现金流流出速度加剧



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：乐视PE-Band



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

短期切换：红利短期再进“击球区”，适度加大敞口

从整一轮牛市的视角看，红利资产有绝对收益，但超额会大幅跑输

1) 2005年12月至2007年10月底，上证指数上涨超过400%，沪深300上涨超过550%，纵观红利指数，大多实现了450%+的上涨，综合考虑股息收益，跑赢大盘但跑输沪深300。行业层面看，公路铁路、电力为代表的稳定红利涨幅在300%或更少，显著跑输大盘。受益于能源需求大增，煤炭供应紧张，价格上升，加上政策支持，煤炭为代表的周期红利跑出6倍以上涨幅。

2) 2014年7月至2015年6月中旬高点期间，上证指数和沪深300整体涨幅无太大差异，除红利低波、煤炭、银行外的红利资产，整体相对大盘既有绝对收益，也有超额收益，申万公路铁路、电力指数分别上涨195.6%、191.7%和215.6%，相对沪深300超额均达到50pct+。

3) 2019年1月至2021年春节后，上证指数、沪深300分别上涨46.6%、92.9%，红利资产整体涨幅在0-20%之间，即使考虑分红收益，无法超过30%，在本轮显著跑输大盘。具体来看，公路铁路、电力在大盘成长极致占优的行情下表现乏力。

表：代表性红利资产三轮牛市期间复盘

	2005年12月至2007年10月底			2014年7月至2015年6月15日			2019年1月至2021年2月17日		
	绝对涨幅(%)	相对沪深300 超额(pct)	相对上证 指数超额(pct)	绝对涨幅(%)	相对沪深300 超额(pct)	相对上证 指数超额(pct)	绝对涨幅(%)	相对沪深300 超额(pct)	相对上证 指数超额(pct)
上证指数	441.7			147.2			46.6		
沪深300	551.0			141.1			92.9		
中证红利	521.5	-29.5	79.8	175.5	34.4	28.3	19.4	-73.5	-27.2
红利低波	467.8	-83.2	26.1	141.1	0.0	-6.0	11.2	-81.7	-35.4
上证红利	494.6	-56.4	52.9	154.8	13.7	7.7	2.0	-90.9	-44.6
中证红利(全收益)	552.7	-11.0	111.0	182.3	36.7	35.2	30.4	-71.1	-16.2
红利低波(全收益)	502.4	-61.4	60.7	149.5	3.8	2.3	21.9	-79.6	-24.7
上证红利(全收益)	527.8	-35.9	86.1	163.0	17.3	15.8	12.4	-89.1	-34.2
银行	540.8	-10.2	99.1	90.7	-50.4	-56.5	34.4	-58.5	-12.2
煤炭	620.0	69.0	178.3	142.4	1.3	-4.8	11.0	-81.9	-35.6
公路铁路	284.6	-266.4	-157.1	191.7	50.5	44.5	-12.1	-105.0	-58.6
电力	301.9	-249.1	-139.8	215.6	74.5	68.5	7.8	-85.2	-38.8

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

短期切换：红利短期再进“击球区”，适度加大敞口



三轮牛市中红利资产整体股息率情况

- 1) 第一轮牛市开启前，上证指数、沪深300股息率分别在2.5%、3%以上，牛市高点股息率降至0.5%以下，红利指数股息率从4%+降至1%-；重点红利行业股息率分化显著，其中银行、通信2005年末股息率相对较低，煤炭、电力牛市起点股息率较高，牛市终点股息率基本降到1%以下，其中煤炭整体降幅最大。
- 2) 第二轮牛市开启前，上证指数、沪深300股息率分别为2.8%、3%，牛市高点股息率降至1.6%以下，代表性红利指数在牛市起点股息率基本在4%以上，牛市区间内股息率一度达到5.5%甚至更高，牛市中冲高时刻股息率被买到3%以下。
- 3) 第三轮牛市开启前，大盘和300的股息率在2.5%到3%之间，红利指数股息率在4.6%+（上证红利超过5%），牛市终点股息率几乎没有明显变化，但纵观整个牛市演绎过程中，股息率一度降到3%+。

表：代表性红利资产三轮牛市期间复盘

	2005年12月至2007年10月底				2014年7月至2015年6月15日				2019年1月至2021年2月17日			
	起点股息率 (TTM)	终点股息率 (TTM)	股息率 最大值	股息率 最小值	起点股息率 (TTM)	终点股息率 (TTM)	股息率 最大值	股息率 最小值	起点股息率 (TTM)	终点股息率 (TTM)	股息率 最大值	股息率 最小值
上证指数	2.51	0.40	2.56	0.36	2.77	1.30	3.29	1.24	2.72	1.91	2.72	1.69
沪深300	3.05	0.45	3.08	0.45	3.04	1.55	3.67	1.47	2.93	1.74	2.93	1.73
中证红利	-	-	-	-	4.23	2.66	5.44	2.54	4.82	4.48	5.15	3.35
红利低波	-	-	-	-	4.63	3.10	6.01	2.98	4.63	5.27	5.57	3.10
上证红利	4.1	0.9	4.1	0.9	4.39	3.11	5.81	2.99	5.17	5.28	5.86	3.63
银行	1.3	0.2	1.6	0.1	4.35	4.02	6.88	3.56	4.05	4.16	5.82	2.26
煤炭	3.2	0.2	3.3	0.1	3.96	2.46	3.96	0.78	3.82	4.44	8.04	2.79
公路铁路	2.5	1.2	3.3	0.5	4.81	1.65	4.83	1.65	3.88	3.17	5.20	1.07
电力	4.1	1.0	4.4	0.9	3.23	1.05	3.53	1.05	2.63	2.55	3.59	1.36

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。注：1) 中证红利、红利低波指数发布日期分别为2008/5/26;2013/12/19，故第一轮牛市期间仅有上证红利指数能取到整体法口径下的股息率；2) 申万银行、通信、电力指数第一轮牛市期间无整体法口径下的股息率，分别取银行(中信)\通信(中信)和Wind电力指数做等效替代。

【 03 】 后续港股市场展望

大势：中资在港股市场定价影响力增强

恒生科技指数业绩经历了下修后，目前逐步企稳。指数业绩下修，但股价快速上涨，在港股历史上并不多见。一方面，我们可以视为外卖补贴的影响主要影响了美团、京东、阿里的部分业务板块，但 AI 方向的业绩依然上修；另一方面，不可否认的是，今年港股通南向资金持续流入，南向资金对港股的边际定价能力在近一步增强。

现在港股通南向资金规模更大。2015 年正值港股通开通初期，资金量有限；目前南向资金成交额占比约为 50%，持仓占比 21.3%（若考虑中资中介，则占比 31.4%）；

以腾讯、阿里巴巴为代表的上市公司通过多年的积累，ROE 变得更高，且回购量增加，基本面持续改善。

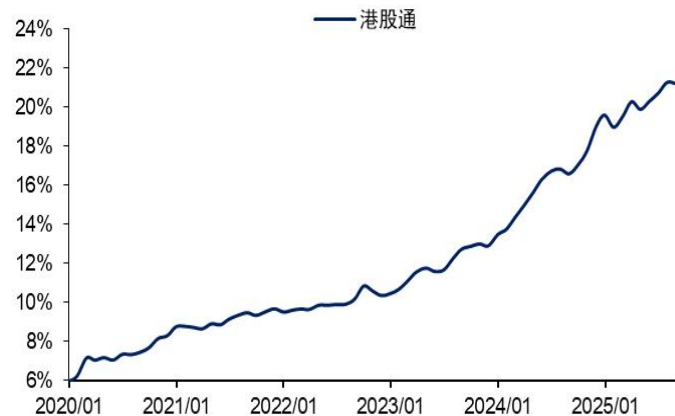
从今年开始，以美国债风险溢价模型来观察港股显得有些不够全面了。

图：南向资金交易额占港股成交额的比重



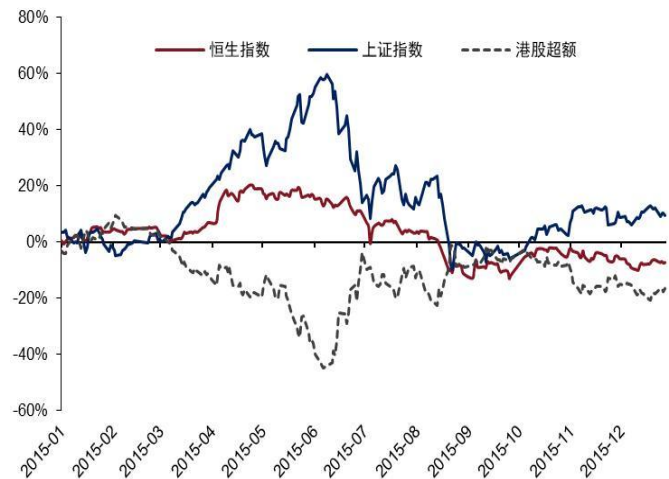
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：港股通持股占比



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：2015、2025年恒指与上证指数比较



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

恒生指数的风险溢价，在美、中国债利率两种框架下的目标价测算

- 截至9月30日，恒指的风险溢价（美债利率）水平达到了4.0，创出历史新低，即估值创历史新高。在港股业绩下修的情况下，估值创新高，这过去的10年中是没有出现过的。因此我们认为这里的定价力量来自于南向资金的影响。在中债利率的框架下，目前港股的风险溢价也是与A股一样，处在历史的平均水平，而远未到极致水平。
- 但可以注意到，中债利率框架下，港股的风险溢价波动很大。过去十几年间高点达到了11%（美债框架下高点约为9%），低点达到了2.5%（美债框架下低点约为4.1%）。鉴于这种标准差过大的历史表现，在历史上我们很难用该框架给港股估值。

图：恒生指数风险溢价（基于美国10Y国债利率）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：恒生指数风险溢价（基于中国10Y国债利率）

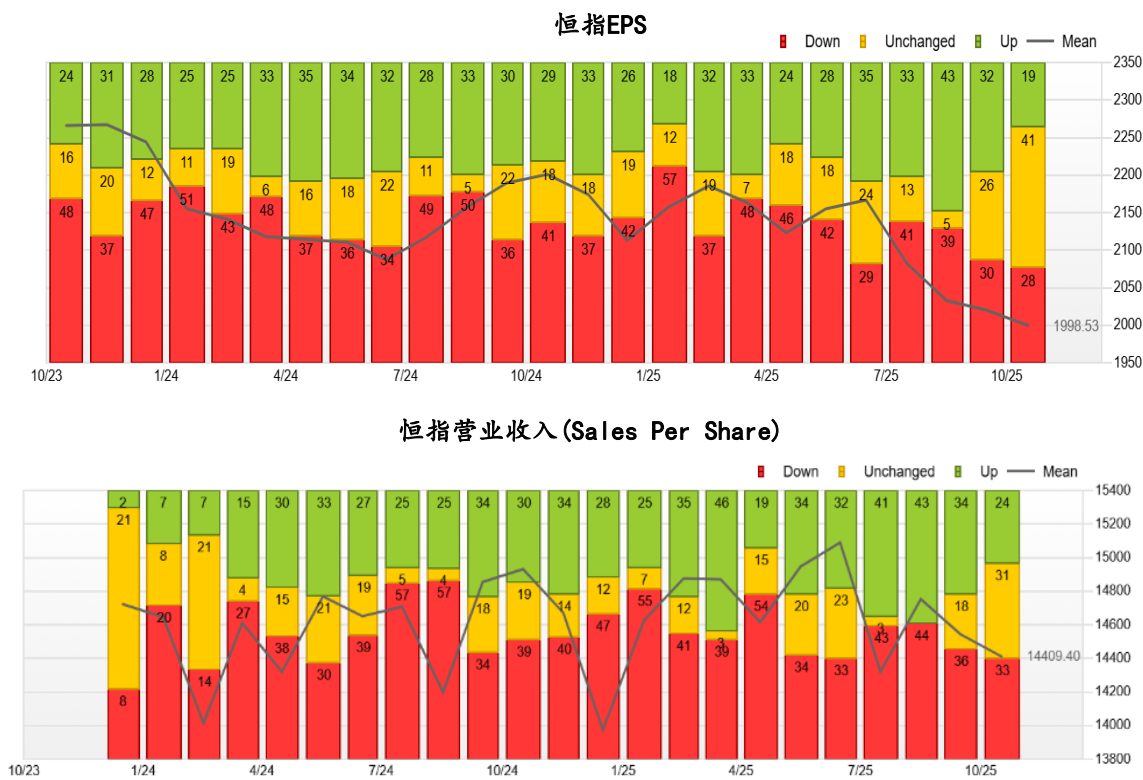


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

盈利：近期下修家数显著高于上修家数

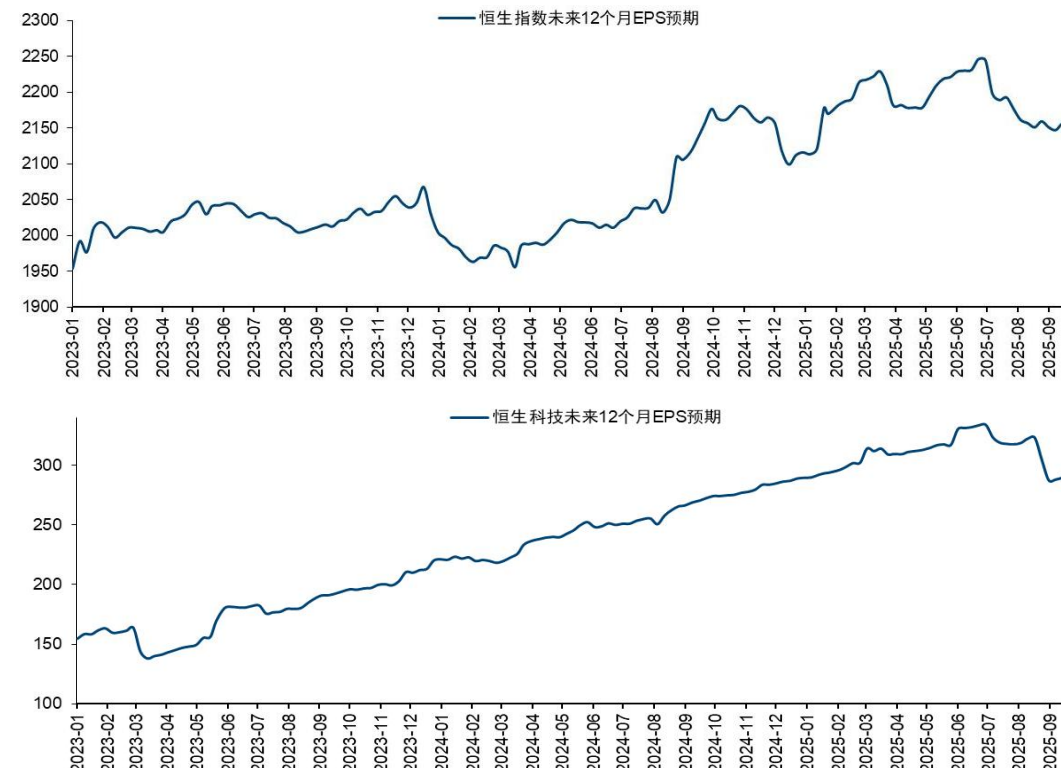
- 恒生指数EPS上调家数显著低于下调家数，10月以来上调营收的海外卖方仅有24家，下调营收的则有33家。
- BF12口径下，恒指、恒科整体EPS情况自2025年三季度开始，持续下滑，但当前下滑幅度边际收窄。

图：外资卖方对恒指EPS和营收的预期变化上下调情况



资料来源：Factset，国信证券经济研究所整理

图：恒指、恒科未来12个月EPS预期变化

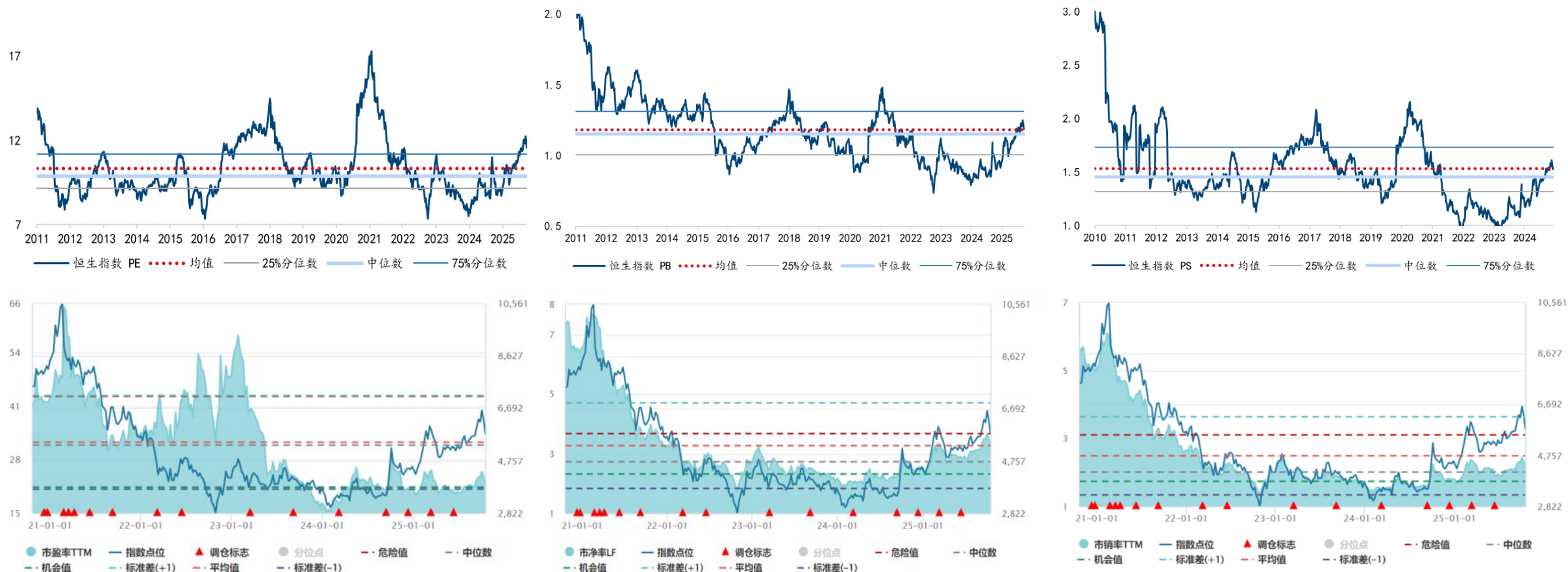


资料来源：WIND、Bloomberg、Factset，国信证券经济研究所整理

估值：恒指整体分位数水平高于恒科

- 恒生指数PE目前为11.6倍，略高于2010年以来75%分位数，PB在经历近期调整后回落至均值水平，但略高于2010年以来中位数，PS整体分位数情况与PB更类似。
- 恒生科技当前静态PE 22.1倍，处于近5年26.54%分位数，低于31倍的中位数水平；3.24倍PB位数处于近5年71.5%分位数；当前PS为2.15倍，处于近5年61.54%分位数，整体估值依旧存在一定抬升空间。

图：恒生指数、恒科当前估值情况



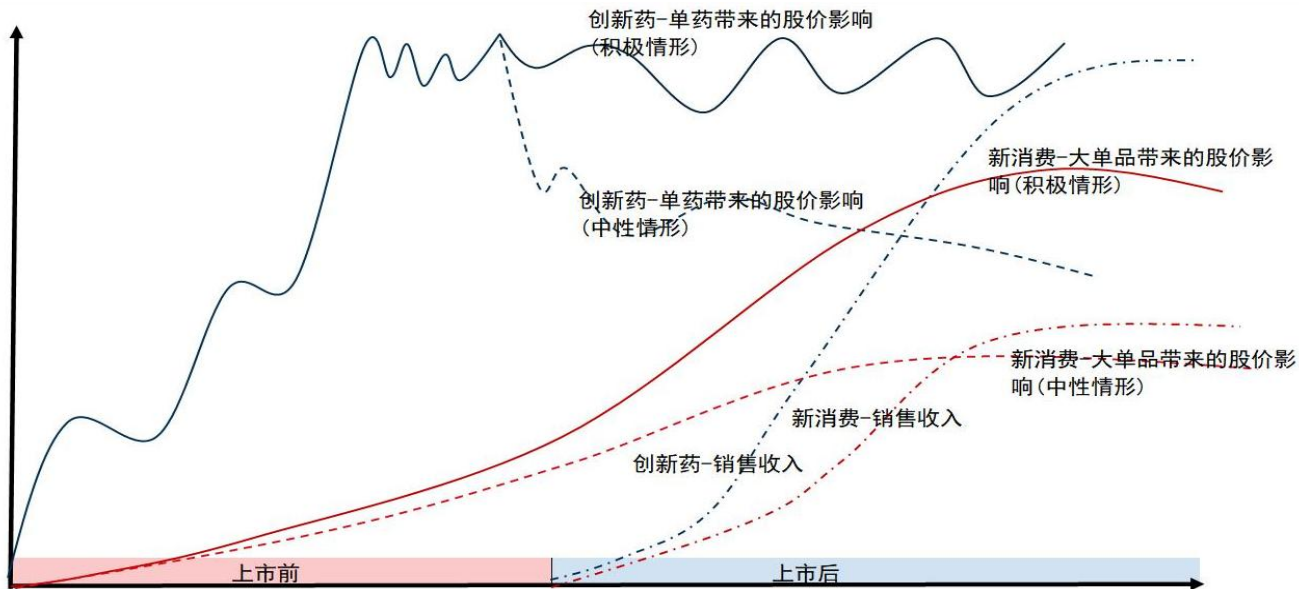
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

行业：港药估值逻辑的深入理解

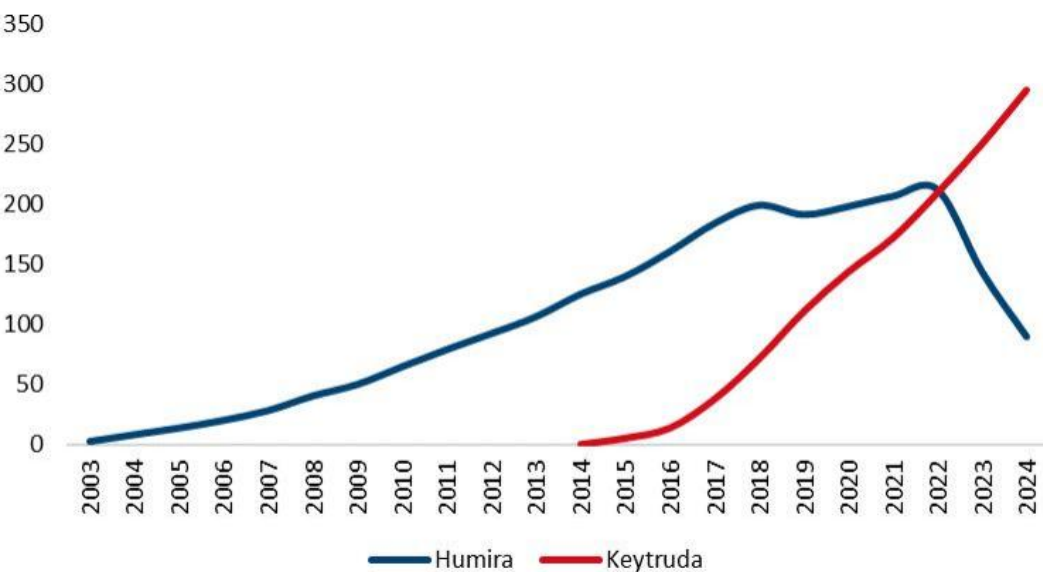
- 理解创新药年初至年中行情的持续性强于新消费，要从两者估值逻辑的异同出发。共同点而言，由于新品上市的销售放量路径和市场接受度存在不确定性，新消费和创新药都是“估值先行”。不同点在于，对于新消费来说，股价随着不断高于一致调查值/企业指引的收入/利润逐步攀升，股价或估值中枢最终位于销售收入的计价区间内，即后续股价需要业绩的验证；而对创新药来说，年初相对新消费位置更好，且经历多年调整后的估值水位极低，在快速上涨的过程中投资者倾向于将临床数据外推，一次性将上市后商业价值对应的现金流贴现至当前股价中，股价反应时序大幅前置。因此本轮创新药的上涨斜率相对新消费更陡峭，扩散效应也更强。
- 从长期估值规律看，“大单药开张吃10年”打开创新药估值天花板，但“专利悬崖&销售额坍塌”会导致超额与绝对收益的快速跑输。2014年9月Keytruda（后文简称K药）上市，2018年K药非小细胞肺癌适应症获批，K药的收入增长曲线在2019-2024年迎来爆发，2022年超越Humira并快速拉开差距，实现新老药王交接。从默沙东的长期股价规律看，“K药开张吃10年”是典型分子端驱动的逻辑，伴随K药销售额的百倍上涨，默沙东股价涨幅超3倍。2024年以来默沙东股价的大幅下跌则源于2028年K药面临15年专利过期窗口以及基数变大后分子端增速弹性趋于常态化，K药收入从14-17年的成倍增长到18-20年的50%+再到21年以来的20%附近，前期拔估值过程中对股价空间有透支。

图：创新药与新消费估值层面的异同



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

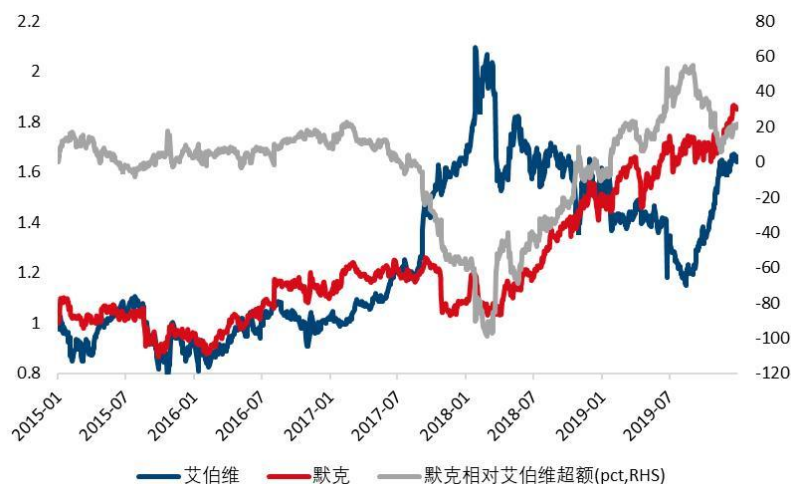
图：Humira和Keytruda历年销售额(单位：亿美元)



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

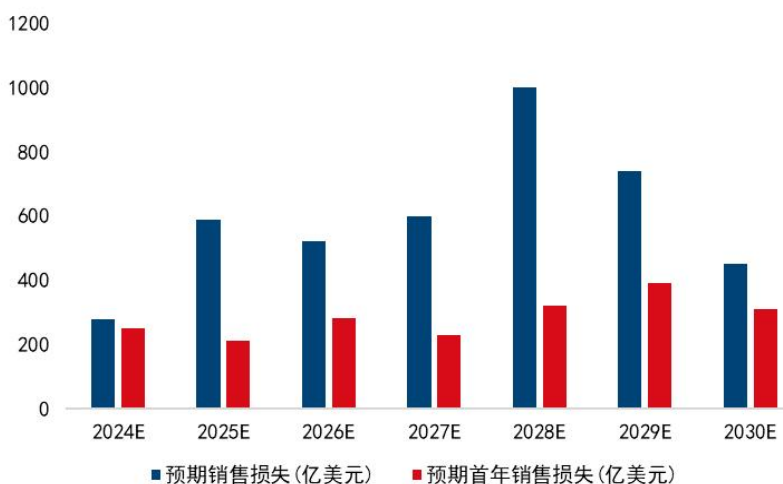
- 从“替代品”的逻辑看，相对景气的计价模式与“专利悬崖”基本接近。默克和艾伯维在2018年开始的接近1年股价劈叉一定程度上印证了“专利悬崖”的计价模式，2018年实际上只是Humira增速常态化的驻点，并未到达断崖式下跌的窗口期（2022年以后），但Keytruda相对Humira的销售额剪刀差已快速收敛，2018-2019年默克相对艾伯维最大超额达到130个百分点以上。推出Humira的艾伯维，尽管在后续采取了相对灵活的定价策略，“专利悬崖”后也难逃市场份额被蚕食的命运，默克相对艾伯维超额景气的计价模式整体前置5年左右。
- MNC直面专利悬崖，催生“中国创造”长期估值提升机遇。无论是从“绝对景气”逻辑上国际MNC大厂面对专利悬崖的预期收入冲击，还是从相对景气维度对潜在替代品种估值折价前置5年左右，无不催生制药巨头掀起BD浪潮。以First in class药物衡量中国药企的创新程度，2021年以来FIC药物全球占比稳定在40%附近，原创性靶点带来巨大出海潜力。在“双抗+ADC”的创新药疗法底层逻辑支撑下，中国人才红利与中国药企研发成本优势有望进一步显现。短期视角下，PD(L) 1/VEGF双抗相关持仓敞口较多的创新药ETF有望率先企稳，中长期视角下板块估值仍有向上突破空间。

图：艾伯维和默克相对景气与超额



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：海外MNC预期销售损失变化



资料来源：Evaluate Pharma，国信证券经济研究所整理

图：1H25全球GLP-1相关领域交易规模超过24年全年



资料来源：医药魔方，国信证券经济研究所整理

行业：电商行业双十一或迎催化



GMV增速看，今年各家电商投入力度普遍收缩，预计各家GMV份额变化与去年类似：淘天份额小幅下降，京东多多抖快份额有望继续提升。

用户端，淘天京东加大核心会员用户补贴力度，各平台整体补贴力度均显著减小；商家侧各家加强电商商业化速度，淘天、京东和快手取消免佣政策（除抖音电商外），大促流量扶持力度降低，平台扶持主要集中在AI工具赋能上。

平台节奏：各平台大促周期持续拉长，淘宝闪购/小红书首次参与双11。

1) 天猫京东大促体系成熟，已形成“蓄水-爆发-品类专场-再蓄水-爆发”的标准活动流程；2) 抖快“蓄水-爆发”的节奏感加强，开始时间更早提前抢占用户钱包份额；3) 新入场玩家：即时零售—淘宝闪购同步参与天猫双11活动，美团闪购暂未公布双11节奏；内容电商—小红书市集首次参与双11。

表：主要电商平台双11大促节奏



资料来源：天猫营销中心、京东官网、抖音官网、快手引力大会，小红书商家中心，国信证券经济研究所整理

表：2025年双11各平台GMV表现预期



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

表：2025年双11平台出资对用户端和商家端补贴变化汇总

	天猫	京东	抖音	快手
25年力度上升	88VIP 会员红包 分4波发送，大额券更多； 淘闪 加入88VIP大促活动	京东PLUS 会员红包 多波发放，券数更多	-	-
用户侧 25年力度不变	-	平台满减红包	平台亿级消费券	-
25年力度下降	平台 百亿加补 弱化为平台10亿补贴店铺限时红包	弱化 百亿补贴 全网最低价心智	-	20亿用户红包、10亿商品补贴弱化为平台通用大额补贴
25年力度上升	淘宝直播 投入30亿扶持商家； AI工具 赋能工具升级	AI工具 赋能工具升级； 偏远地区包邮 全覆盖	AI工具 赋能力度提升	分期免息 平台无门槛补贴； 大牌大补 场域倾斜补贴； 退货包邮 商家补贴； AI工具 赋能力度提升
商家侧 25年力度不变	-	-	商品卡（货架场）免佣；分期免息费率优惠	重点投入商城、搜索等泛货架场建设
25年力度下降	各项 免佣 政策取消；平台投入百亿 买流量 被弱化；减少商家 退货成本 活动取消	春晓 免佣 计划取消；平台 外采流量 被弱化 直播场域流量 和 平台补贴 下降	低价秒杀场域平台补贴 取消	商品卡 免佣 活动结束

资料来源：天猫营销中心、京东官网、抖音官网、快手引力大会，国信证券经济研究所整理

组合：基于Alpha动量因子的港股通互联网增强

图：动量因子计算方法

计算每日超额收益

对每只股票，计算每日相对于宽基指数的超额收益：

$$\text{超额收益}_t = \text{个股日收益率}_t - \text{宽基指数日收益率}_t$$

加权复合超额收益率

将每日超额收益进行**加权复合**，权重通常采用指数衰减加权（Exponential Weighted Moving Average, EWMA），赋予近期数据更高权重。

具体公式为：

$$\text{Alpha动量因子} = \sum_{t=1}^T w_t \cdot \text{超额收益}_t$$

其中， w_t 为指数衰减权重，满足 $\sum_{t=1}^T w_t = 1$ ，且 w_t 随时间呈指数衰减。

指数衰减权重计算

指数衰减权重通常采用半衰期（half-life）参数，例如半衰期为126个交易日（约半年），则权重计算为：

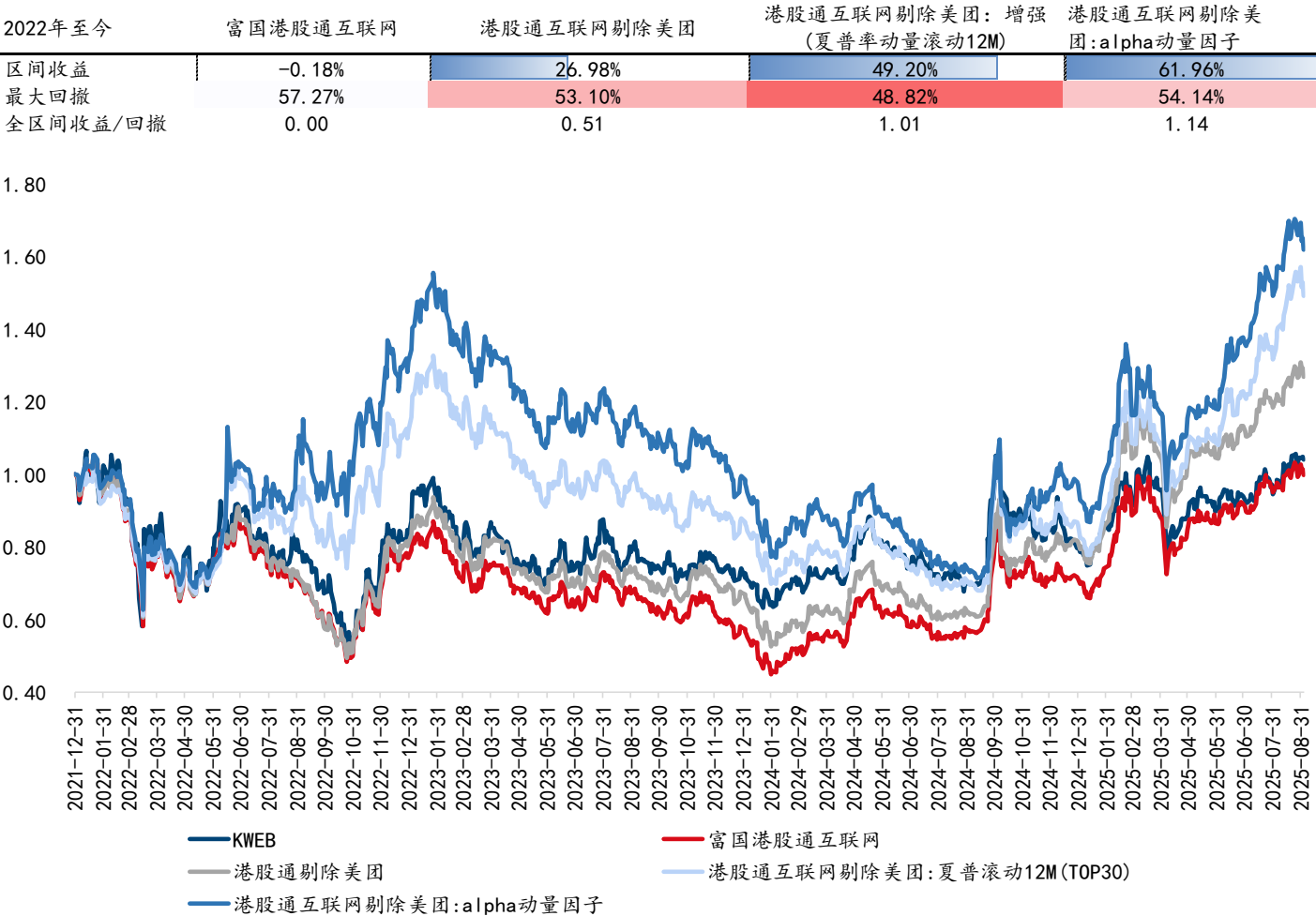
$$w_t = \frac{2^{(t-T)/\text{半衰期}}}{\sum_{t=1}^T 2^{(t-T)/\text{半衰期}}}$$

最终Alpha收益动量因子

将上述加权复合后的结果作为Alpha收益动量因子，用于后续选股或指数编制。

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：港股通Alpha动量因子组合



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

风险提示

历史行情不代表未来，文中涉及指数和标的仅作为历史梳理而不作为投资推荐依据

免责声明

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032