

2023 年 03 月 31 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

校准 AI+行情的坐标

—掘金主题专题报告

投资要点

■ 牛市初期往往会确立新主线

近三轮牛市起点与新主线确立的时点非常吻合：2013 年的 TMT、2016 年的消费、2019 年的半导体。年初以来，以 AI 为代表的 TMT 行业表现突出，具备成为新一轮牛市主线的潜力。

■ 科技新主线确立的四重共性

复盘 2013-2015 年的互联网行情与 2019-2021 年的半导体行情，发现这两轮科技牛市起点有不少相同点，均为经济弱复苏、流动性充裕、政策强支持、仓位偏低配的组合。

■ 新主线行情持续的两大支撑

之前两轮科技牛市初期都是 TMT 强势普涨，但最终有明显的分化：2013-2015 年计算机、传媒、通信、电子行业都有不错的表现，而 2019-2021 年前一个季度的普涨结束后，细分行业走势便开始走出明显的分化，仅有电子震荡走强。新主线行情的持续性主要取决于产业逻辑验证（标志产品与中观景气共振）与业绩兑现（绝对增速与相对优势兼顾）情况。

■ 以 AI+为代表的 TMT 行情有望成为本轮新主线

从六维度来看，本轮由 AI 创新引领的 TMT 行情和 2013-2015 年移动互联网主导的 TMT 行情有不少可比之处，同处于经济弱复苏、流动性充裕、政策强发力、仓位偏低配的背景下，技术层面上爆款产品已现、业绩层面上盈利大幅上修，本轮 AI 行情后续演绎或更像 2013 年-2015 年，核心产品向上下游扩散的 TMT 产业链共振后，有望形成 TMT 的全面牛市，后续需关注国内核心产品的落地与相关公司的业绩兑现情况。

参考以往两轮 TMT 牛市 A 股与美股热门股“共振”及代表性个股涨幅，建议采用“终局思维”看待本轮 TMT 行情的持续性和未来空间。

但短期市场成交占比上行至历史高位、部分 A 股 AI 龙头涨幅已超过海外可比公司，TMT 板块会有阶段性休整，内部高低切换，后续重点关注资金的接续情况。

分析师：谭倩 S1050521120005

tanqian@cfsc.com.cn

分析师：朱珠 S1050521110001

zhuzhu@cfsc.com.cn

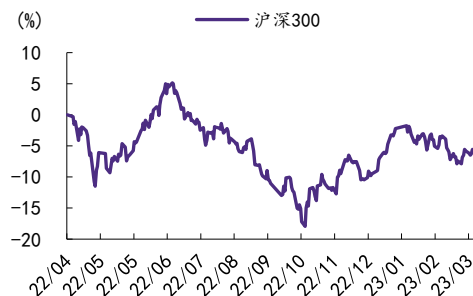
分析师：周灏 S1050522090001

zhouhao@cfsc.com.cn

联系人：杨芹芹 S1050121110002

yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘走势



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《牛市初期颠簸何时休？》2023-03-26

■ 风险提示

(1) AI 技术推进不及预期；(2) 流动性环境出现超预期紧缩

正文目录

1、 牛市初期往往会确立新主线.....	5
2、 科技新主线确立的四重共性.....	7
2.1、 经济特征：经济弱修复，全 A 盈利偏弱	7
2.2、 流动性特征：宽松是必要条件	8
2.3、 政策特征：产业政策支持不可或缺	9
2.4、 仓位特征：机构配置处于明显低位	11
3、 新主线行情持续的两大支撑.....	12
3.1、 产业逻辑：标志产品与中观景气共振	12
3.2、 业绩兑现：绝对增速与相对优势兼顾	15
4、 以 AI+ 为代表的 TMT 行情有望成为本轮新主线	18
4.1、 本轮 TMT 行情是主线而不仅仅是主题	18
4.2、 短期视角下交易过热或面临一定的休整压力	25
4.3、 长期视角下建议终局思维看本轮 TMT 配置价值	30
5、 风险提示.....	31

图表目录

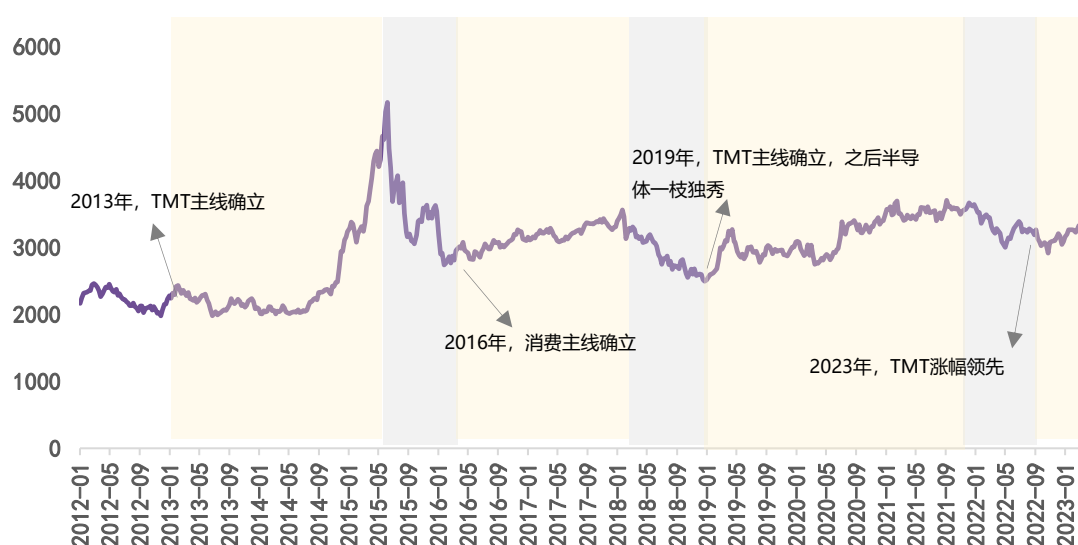
图表 1：牛市初期往往即能确定新一轮行情主线	5
图表 2：2013-2015 年 TMT 行业迎来普涨行情.....	6
图表 3：2019-2021 年 TMT 板块中电子一枝独秀.....	6
图表 4：2012 年业绩底出现，2013 年盈利高增主因还是低基数效应	7
图表 5：2019 年全 A 非金融盈利增速转负.....	7
图表 6：2013 年流动性“因祸得福”，保持惯性宽松.....	8
图表 7：2019 年为典型的宽信用之年.....	8
图表 8：2012 年起信息技术与内容创作配套政策密集出台.....	9
图表 9：2018 年以来美国对于我国科技产业密集封锁.....	10
图表 10：从 2018 年末起政策聚焦电子行业的国产替代与自主可控	10
图表 11：2012 年末 TMT 行业相较市值占比低配.....	11
图表 12：2018 年末电子超配比例处于相对低位.....	11
图表 13：全球智能手机出货量在 2010-2013 年保持高增	12
图表 14：国内智能手机渗透率在 2010 年-2012 年快速上行.....	13
图表 15：2012-2014 年移动通信基站设备产量高企.....	13
图表 16：2013 年国产电影票房收益可观.....	14
图表 17：2013 年起国内移动游戏销售收入实现高速增长.....	14
图表 18：2019 年年中全球半导体销售周期拐点向上.....	15

图表 19: 传媒 2013 年上行主要由估值贡献, 2014 年开始业绩因素解释力度增强	16
图表 20: 计算机 2013-2014 年上行主要由估值贡献, 2015 年开始业绩因素解释力度增强	16
图表 21: 电子 2019 年上行主要由估值贡献, 2020 年开始业绩解释占主导	17
图表 22: 2019-2021 年计算机、传媒、通信行业业绩承压	17
图表 23: 主线行情演绎往往伴随着相对 ROE 的上行	18
图表 24: 本轮 W 型的右侧底于 2022 年 10 月 31 日确立	19
图表 25: 预计本轮盈利弱修复, 全年盈利增速接近 6%	19
图表 26: 剩余流动性保持充裕	20
图表 27: 二十大以来数字经济相关政策密集出台	20
图表 28: 2022Q3TMT 仓位处于近年来低位	21
图表 29: 预计未来五年全球 AI 产业市场规模将保持 35% 以上	22
图表 30: 2023 年 2 月以来 AI 技术与相关应用层出不穷	22
图表 31: Chatgpt 月活跃用户突破 1 亿仅耗时 2 个月, 显著快于其他爆款应用	23
图表 32: 2013 年智能手机与 2023 年 Chatgpt 均形成了由核心产品发散的 TMT 产业链	23
图表 33: 除通信外, 2022Q3 计算机、传媒、电子归母净利增速均处在近年底部	24
图表 34: 2023 年以来计算机、传媒、电子 2023E 归母净利增速不断上修	24
图表 35: 本轮 AI 引领的 TMT 行情演绎或更像 2013-2015 年	25
图表 36: TMT 板块成交额占比行至历史高位	25
图表 37: 当前国内代表性公司涨幅整体高于海外可比公司	26
图表 38: 2013 年 6 月 TMT 成交占比达到历史高位	26
图表 39: 交易拥挤, 分歧加剧, 行情休整	27
图表 40: TMT 内部行业纷纷达到成交占比高位	28
图表 41: 拥挤推动行业轮动加速, 科技行业出现回调	29
图表 42: 拥挤度高位是触发回调的必要不充分条件	29
图表 43: 相比 2013 年和 2019 年, 本轮 TMT 行情还在初期	30
图表 44: 2013-2015 年互联网行情海内外代表性个股涨跌幅	30
图表 45: 2019-2021 年半导体行情海内外代表性个股涨跌幅	31
图表 46: 2013TMT /2019 电子个股相较于当年最低点涨幅区间分布	31

1、牛市初期往往会确立新主线

每一轮牛市的起点往往会孕育着新主线行情的方向。根据我们在专题报告《牛市初期颠簸何时休》的复盘，近三轮牛市起点对应时间分别是 2013 年 6 月、2016 年 1 月以及 2019 年 1 月，与新主线确立的时点非常吻合：2013-2015 年 TMT 是最强主线；2016-2017 年消费走势一骑绝尘；2019-2021 年半导体表现一枝独秀，疫情之后新能源接棒，在 2020-2021 年收益遥遥领先。

图表 1：牛市初期往往即能确定新一轮行情主线



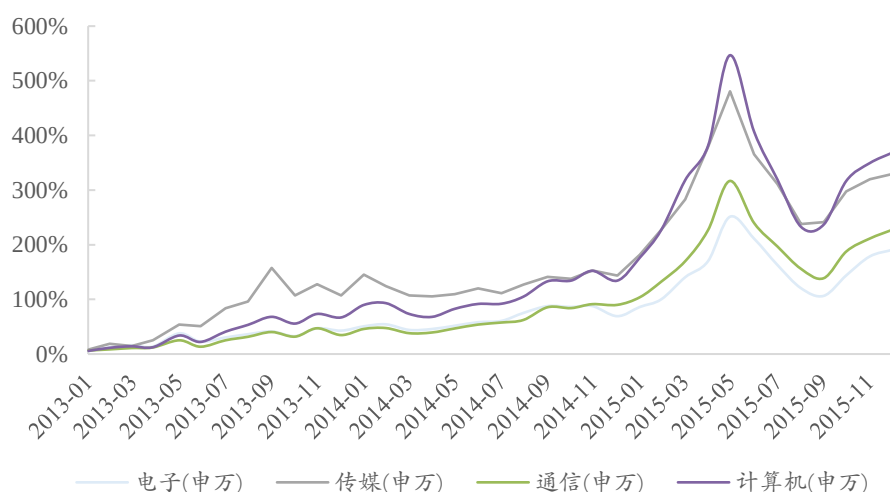
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究（注：黄色牛市，灰色熊市）

年初以来，以 AI 为代表的 TMT 行业表现突出，具备成为新一轮牛市主线的潜力。2013 年开始的互联网行情与 2019 年开始的半导体行情这两轮科技牛市，对当前的 AI+行情具有较强的指示意义。

2013 年-2015 年，移动互联网催生 TMT 强势行情。回顾 2013-2015 年以来的移动互联网牛市，从行情走势上看可谓是波澜壮阔，申万计算机、传媒、通信、电子行业指数三年复合增速分别为 67.4%/62.6%/48.6%/42.8%，以计算机/传媒为代表的偏应用模式创新的相关方向个股涨幅居前。

从行情节奏上来看，2013Q1-Q3TMT 行业普涨，但以传媒行业表现最为突出，区间涨幅为 157.6%，在 2013Q4 受钱荒短暂扰动，在修整后 2014Q1-Q2 计算机、通信、电子再现补涨行情，此后再度进入为期半年的调整期，直到 2015 年在计算机、传媒行业的带领下再次迎来全面爆发。事后来，除在 2013Q4 外，在这轮牛市期间其他季度 TMT 相关行业基本单季均能实现正收益，整体走势极为流畅。

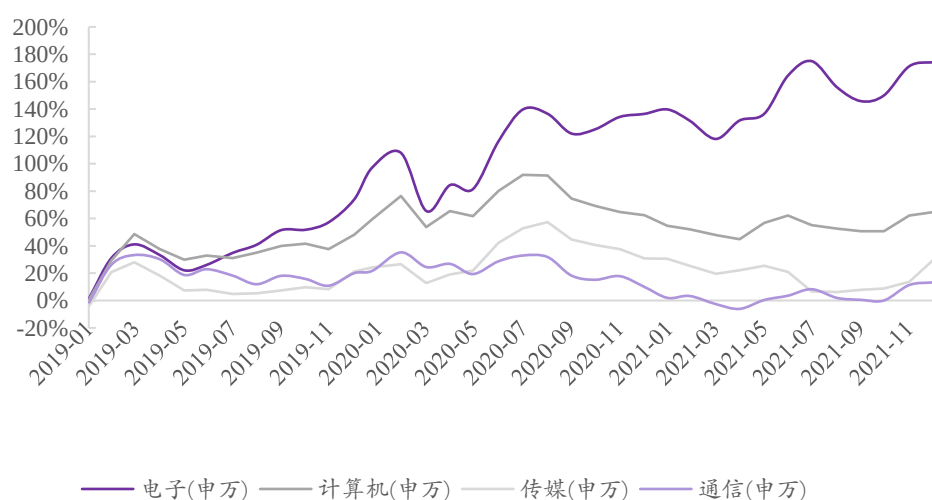
图表 2：2013-2015 年 TMT 行业迎来普涨行情



资料来源：Wind，华鑫证券研究（涨幅以各自行业 2012/12/31 收盘价为同比基准）

2019 年-2021 年，TMT 普涨后半导体一枝独秀。回顾 2019 年-2021 年的 TMT 行情，在 2019Q1TMT 板块实际上走出过一波普涨行情，电子/计算机/传媒/通信当季涨跌幅分别为 41%/48%/28%/33%，但随后在货币政策重提“总闸门”边际收紧后开始走出明显分化，在国产替代与半导体周期共振的推动下电子行业震荡走强，2019-2021 年三年复合涨幅 40%，仅在 2020Q1 疫情期间出现明显回撤，而计算机/传媒/通信板块走势则相对较弱，三年复合涨幅分别为 18%/9%/4%，弱于万得全 A 的 22%。

图表 3：2019-2021 年 TMT 板块中电子一枝独秀



资料来源：Wind，华鑫证券研究（涨幅以各自行业 2018/12/31 收盘价为同比基准）

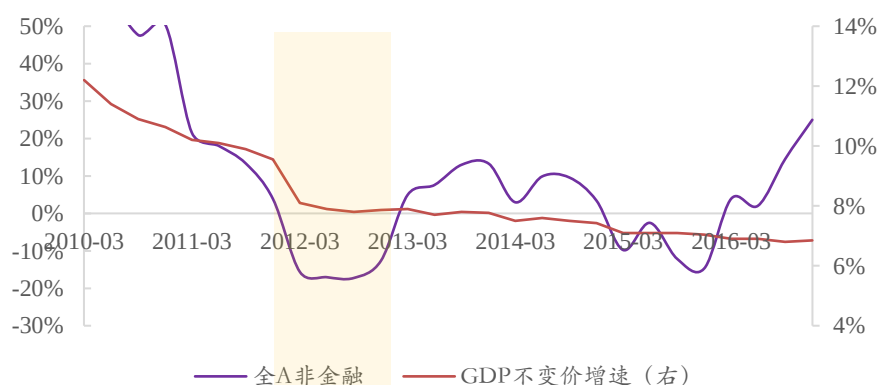
2、科技新主线确立的四重共性

复盘 2013-2015 年的互联网行情与 2019-2021 年的半导体行情，可以发现这两轮科技牛市起点有不少相同点，均为经济弱复苏、流动性充裕、政策强支持、仓位偏低配的组合。

2.1、经济特征：经济弱修复，全 A 盈利偏弱

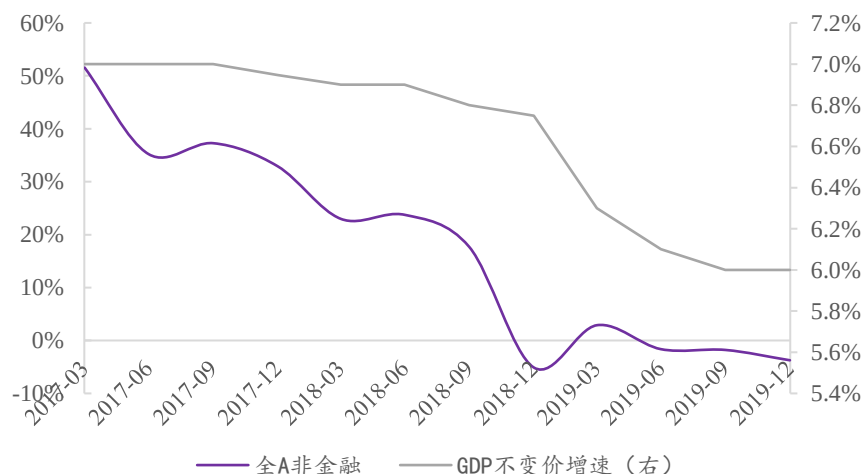
经济弱复苏+全 A 盈利走势偏弱相对更有助于 TMT 行情发酵。2012 年 GDP 增速 7.9%，相较 2011 年的 9.6% 快速下行，全 A 非金融业绩同比-12.6%，处在历史上的绝对低位。2013 年经济企稳弱复苏，全年 GDP 增速 7.8%，全 A 非金融归母净利润在业绩低基数下同比反弹 13.3%。2019 年 GDP 下探至 6%，全年工业企业利润再度转负，这也使得全 A 全 A 非金融归母净利润同比下滑-3.7%。

图表 4：2012 年业绩底出现，2013 年盈利高增主因还是低基数效应



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 5：2019 年全 A 非金融盈利增速转负

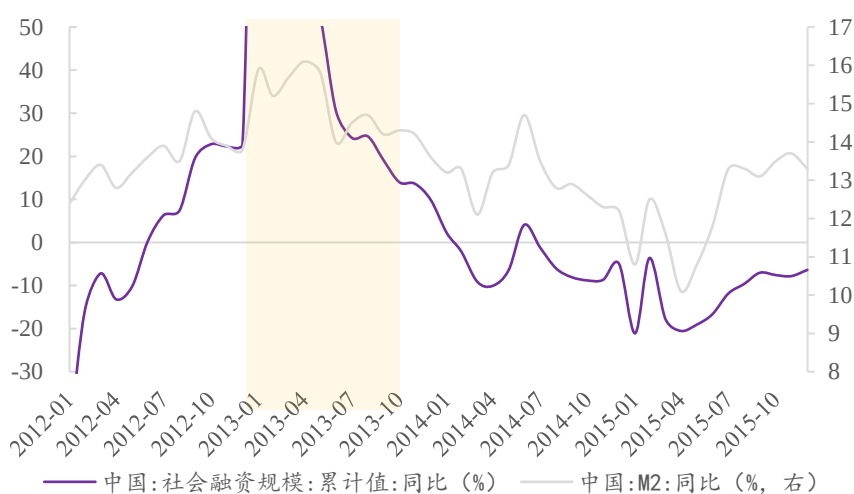


资料来源：Wind，华鑫证券研究

2.2、流动性特征：宽松是必要条件

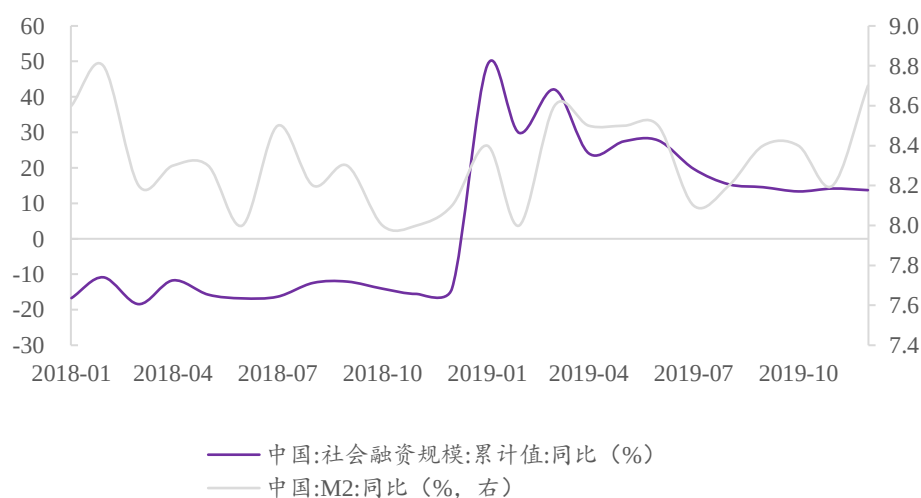
对于流动性敏感的科技板块，流动性充裕是必要条件。2013 年因国内清理影子银行与海外退出 QE 影响资金面曾出现两轮“钱荒”，但国内流动性在 2012 年两次降准两次降息的刺激惯性下，流动性全年保持宽松，2013 年全年社融同比增 9.86%，M2 同比增 13.6%。2019 年更是典型的宽信用之年，海外美联储三次降息使得全球利率中枢均有下行，国内三次降准三次降息，社融同比大增 13.7%，M2 同比增 8.7%，延续高位运行。

图表 6：2013 年流动性“因祸得福”，保持惯性宽松



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 7：2019 年为典型的宽信用之年



资料来源：Wind，华鑫证券研究

2.3、政策特征：产业政策支持不可或缺

十八大后鼓励信息技术发展，提出通过信息消费扩大内需。2012 年召开的十八大重点提出要推动战略性新兴产业、先进制造业健康发展，建设发展现代信息技术产业体系，推进信息网络技术广泛运用。此前工信部相继颁发了互联网行业与通信业十二五发展规划，重点推进互联网建设与相关应用开发。此外，2013 年 8 月国务院也颁布了《促进信息消费扩大内需的若干意见》，提出加快促进信息消费，有效拉动需求，催生新的经济增长点，同年国务院也将新闻出版总署、广电总局的职责整合，组建国家新闻出版广播电影电视总局，体现出对于互联网+内容创作传播的重视。

图表 8：2012 年起信息技术与内容创作配套政策密集出台

日期	部门	会议/政策	主要内容
2012 年 5 月	工信部	《互联网行业“十二五”发展规划》	要求实施宽带中国战略，综合利用光纤接入和宽带无线移动通信等手段，加速网络宽带化进程
2012 年 5 月	工信部	《通信业“十二五”发展规划》	统筹信息网络整体布局与产业升级，全面深化信息服务应用，推进三网融合全面展开，加快物联网产业化进程
2012 年 11 月	全国人大	十八大	推动战略性新兴产业、先进制造业健康发展。建设发展现代信息技术产业体系，推进信息网络技术广泛运用
2013 年 2 月	国务院	《关于推进物联网有序健康发展的指导意见》	实现物联网在经济社会各领域的广泛应用，掌握物联网关键核心技术，基本形成安全可控、具有国际竞争力的物联网产业体系，成为推动经济社会智能化和可持续发展的重要力量。
2013 年 8 月	国务院	《“宽带中国”战略及实施方案》	部署未来 8 年宽带发展目标及路径，宽带首次成为国家战略性公共基础设施。对进一步促进投资与技术创新及信息消费起到了积极作用。
2013 年 8 月	国务院	《关于促进信息消费扩大内需的若干意见》	提供财税、融资、法规等方面优惠政策，加快促进信息消费，有效拉动需求，催生新的经济增长点，促进消费升级、产业转型和民生改善
2013 年 12 月	工信部	工业和信息化部发放 4G 牌照	工信部正式向三大运营商发布 4G 牌照，标志着 4G 时代的到来，将使移动互联网进一步加速发展，移动互联网应用与相关产业发展也将迎来新一轮高潮
2014 年 8 月	国务院	《关于推动传统媒体和新兴媒体融合发展的指导意见》	先进技术为支撑、内容建设为根本，推动传统媒体和新兴媒体在内容、渠道、平台、经营、管理等方面的深度融合

资料来源：工信部，国务院，华鑫证券研究

2018 年后美方制裁背景下半导体产业政策与资金支持组合发力。自 2018 年以来，美国对我国科技产业实施全方面封锁，重点涉及 5G 通讯、半导体、超算、人工智能等方向，将国内科技龙头华为、中兴列入出口实体清单。为应对美国制裁，我国在产业政策方面积极鼓励高端芯片、集成电路装备和工艺技术、集成电路关键材料、集成电路设计工具、工业软件等核心领域的研发。在资金支持层面，相继创设科创板与国家大基金二期，着力拓宽半导体产业投融资渠道。

图表 9：2018 年以来美国对于我国科技产业密集封锁

时间	事件
2018 年 4 月	美国制裁中兴，美国商务部下令禁止向中兴出口电信零部件，期限为 7 年
2018 年 4 月	美国禁止移动运营商使用联邦补贴购买中国企业生产的电信设备，包括华为和中兴在内
2018 年 6 月	美国商务部取消对中兴的禁令，作为条件，中兴接受缴纳 10 亿美元罚金等处罚措施
2018 年 12 月	华为 CFO 孟晚舟被加拿大代表美国政府暂扣
2019 年 5 月	美国商务部表示，将把华为及 70 家关联企业列入“实体清单”。今后如果没有美国政府的批准，华为将无法向美国企业购买元器件
2019 年 6 月	美国商务部将 5 家中国高性能计算相关企业列入实体名单。包括天津海光、中科曙光、成都海光集成电路、成都海光微电子技术以及无锡江南计算技术研究所
2019 年 8 月	美国商务部将 8 家中国人工智能相关企业列入实体名单。包括大华科技、海康威视、科大讯飞、旷视科技、商汤科技、厦门美亚柏科信息有限公司、依图科技、颐信科技有限公司
2020 年 5 月	美国商务部要求美国设备和技术的美国半导体公司，须获得美国政府许可，才可向华为出口供货
2020 年 8 月	美国商务部工业和安全局发布了对华为的修订版禁令，这次禁令进一步限制华为使用美国技术和软件生产的产品，并在实体列表中增加了 38 个华为子公司

资料来源：网易新闻，搜狐网等，华鑫证券研究

图表 10：从 2018 年末起政策聚焦电子行业的国产替代与自主可控

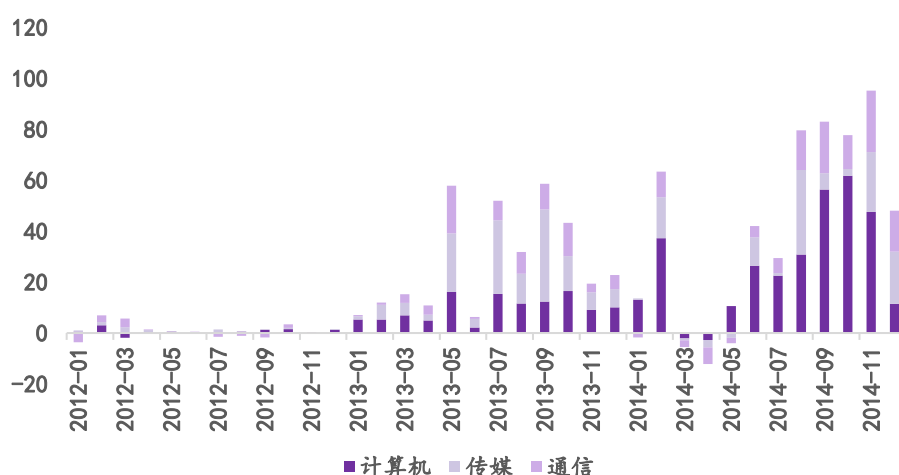
日期	部门	会议/政策	主要内容
2018 年 11 月	统计局	《战略性新兴产业分类（2018）》	将“集成电路制造”列入战略性新兴产业重点产品目录
2019 年 5 月	财政部、税务局	《关于集成电路设计和软件产业企业所得税政策的公告》	为支持集成电路设计和软件产业发展，为符合条件的集成电路设计和软件产业企业给予优惠的所得税政策
2019 年 6 月	证监会、上交所	上海证券交易所科创板开板	科创板针对集成电路等领域，为半导体公司提供了相对宽松的上市环境和便捷的融资渠道，有利于国内半导体产业的发展
2019 年 10 月	国家企业信用信息公示系统	国家大基金二期设立	国家大基金二期会继续承接一期的芯片产业链，并将侧重芯片设备与材料领域的投资。
2019 年 11 月	工信部	《重点新材料首批次应用示范指导目录（2019 年版）》	包括半导体、集成电路、钢铁材料、铜材、铝材料、钛材、先进化工材料、膜材料以及先进无机非金属材料等
2020 年 5 月	财政部、税务局	《关于集成电路设计企业和软件企业 2019 年度企业所得税汇算清缴适用政策的公告》	依法成立且符合条件的集成电路设计企业和软件企业，企业所得税优惠政策，并享受至期满为止。
2020 年 8 月	国务院	《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》	优化集成电路产业和软件产业发展环境，深化产业国际合作，制定出台财税、投融资、研究开发、进出口、人才、知识产权、市场应用、国际合作等 8 个方面政策措施

资料来源：国务院、工信部等，华鑫证券研究

2.4、仓位特征：机构配置处于明显低位

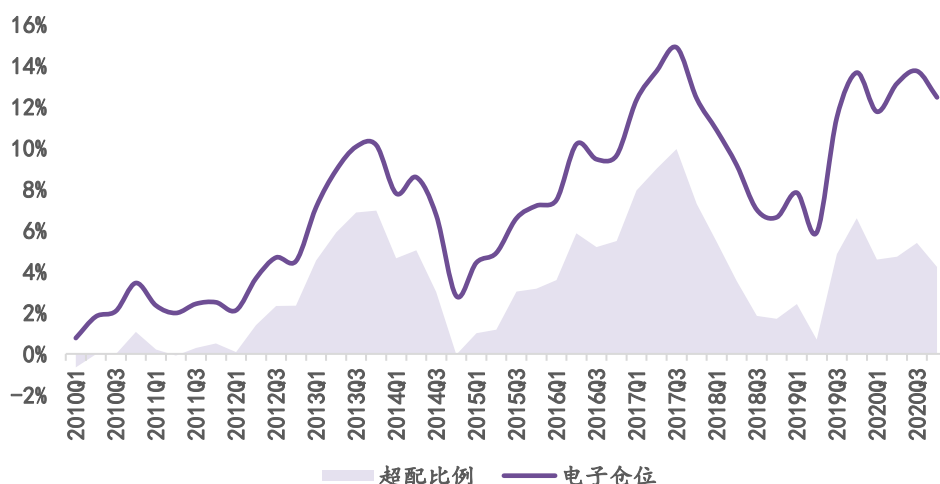
新主线确立前，相关板块配置比例处于低位，具有较大的加仓空间。若将主动型股票基金当季的行业持仓市值/全部持仓市值与该行业季度末市值/全 A 市值占比之差作为超配/低配比例，可以发现 2012 年年末 TMT 相关行业计算机/传媒/通信超配比例分别为 0.36%/-0.73%/-0.19%，合计低配 0.56%。2018 年末电子行业超配 1.7%，同样处于历史上的相对低位。

图表 11：2012 年末 TMT 行业相较市值占比低配



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 12：2018 年末电子超配比例处于相对低位



资料来源：Wind，华鑫证券研究

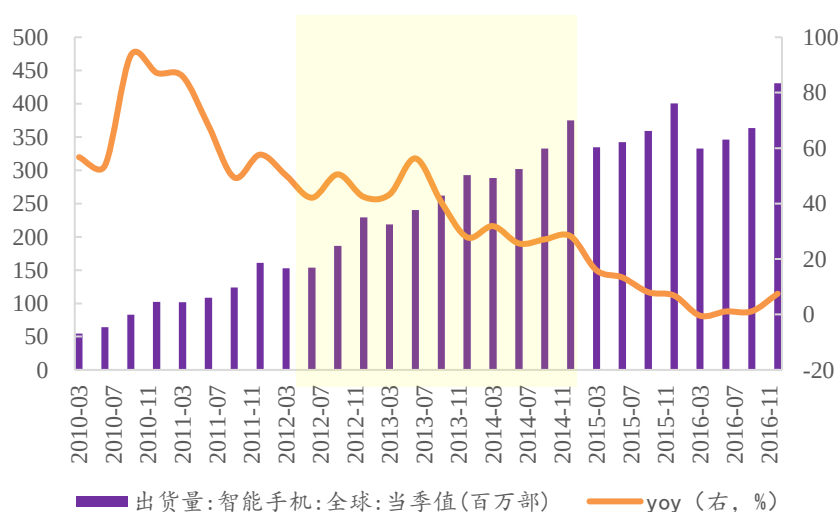
3、新主线行情持续的两大支撑

2013-2015 年和 2019-2021 年的这两轮科技牛市虽然初期都是 TMT 板块强势普涨，但最后的演进有明显的不同：2013-2015 年 TMT 板块中的计算机、传媒、通信、电子行业都有不错的表现，三年复合增速均超过 40%。而 2019-2021 年这波前一个季度的普涨结束后，细分行业走势便开始走出明显的分化，仅有电子震荡走强，三年复合涨幅高达 40%，而计算机/传媒/通信板块三年复合涨幅仅为 18%/9%/4%，弱于万得全 A 的 22%。新主线行情的持续性主要取决于产业逻辑验证与业绩兑现情况。

3.1、产业逻辑：标志产品与中观景气共振

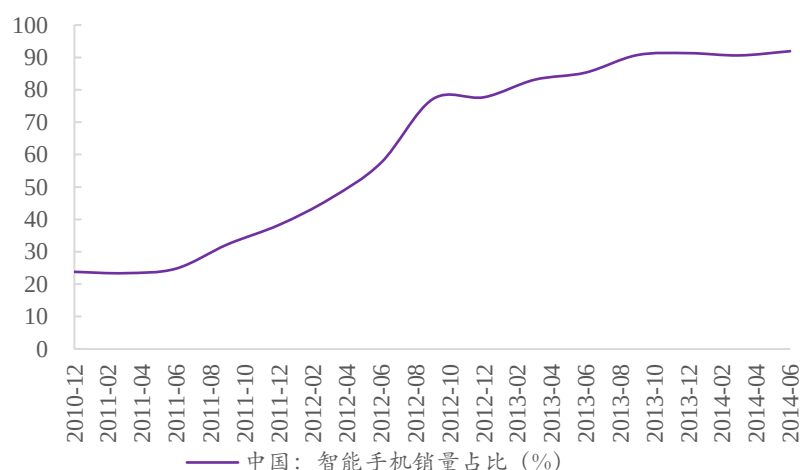
2013 年前后智能手机渗透率显著提升，海内外热销机型层出不穷。从 2010 年开始全球范围内智能手机销售开始进入井喷阶段，到 2012 年全球智能手机出货已达 7.2 亿部，同比增长 46.0%，2013 年在高基数背景下智能手机热度不减，全球智能手机年出货量突破 10 亿部大关，同比增长 40.4%。智能手机在国内市场同样进入到渗透率快速提升阶段，国内智能手机销量占比由 2010 年的 23.8% 快速上行至 2012 年的 77.7%，换机潮也催生出多款热销产品，2013 年前后无论是海外的苹果 iPhone5，三星 Galaxy S4，还是国内的华为 P1 以及小米 Redmi 系列，都在当时引发了极高的消费热度。

图表 13：全球智能手机出货量在 2010-2013 年保持高增



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 14：国内智能手机渗透率在 2010 年-2012 年快速上行

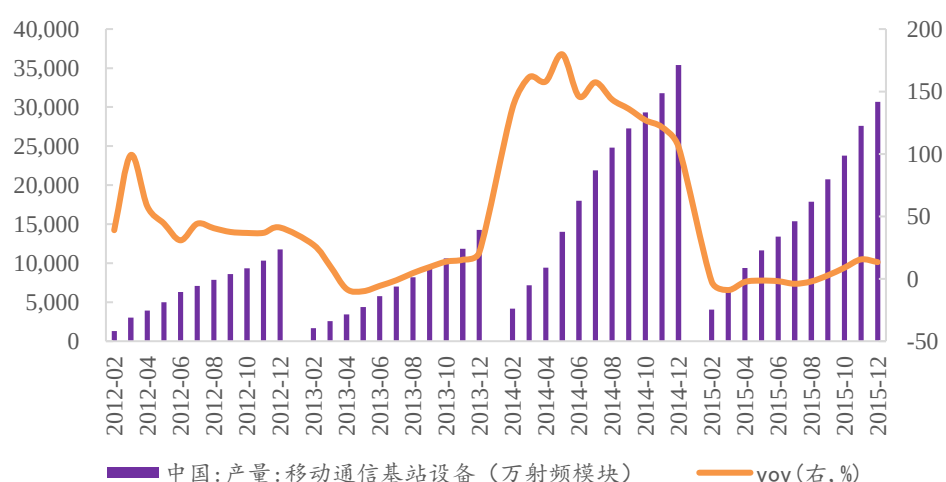


资料来源：Wind，华鑫证券研究

以智能手机为核心发散，上游通信技术/下游应用开发亦有强产业逻辑支撑。智能手机的销量激增在一定程度上也倒逼移动互联网的上下游进行产业升级与模式创新。从上游来看主要是通信技术的迭代，实际上自 2012 年开始三大运营商即开始密集进行 4G 网络集中建设，2012 年移动通信基站设备产量同比增长 41.0%，到 2013 年年末 4G 牌照正式发放，2014 年移动通信基站设备产量同比增长 105.7%。

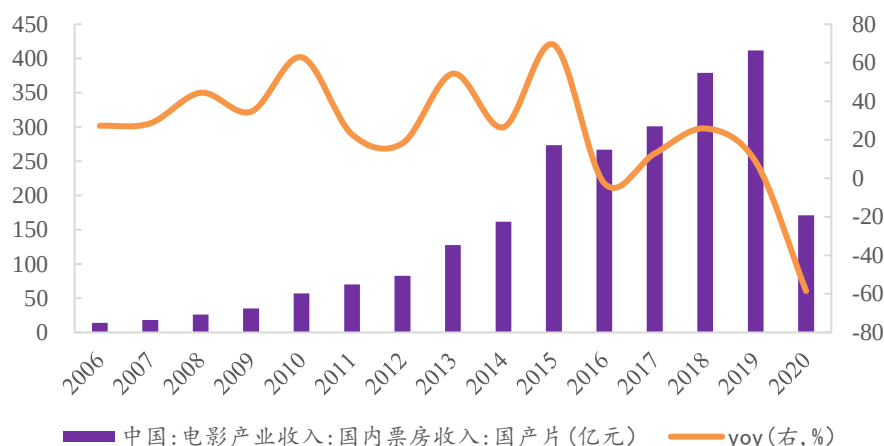
从下游应用来看，智能手机的飞速发展也促进付费影视与付费游戏模式走向成熟，极大地激发了内容创作的热情，2013 年全年国产片票房收入 127.7 亿元，同比增长 54.4%，国内移动游戏销售收入 112.4 亿元，同比增长 246.9%。

图表 15：2012-2014 年移动通信基站设备产量高企



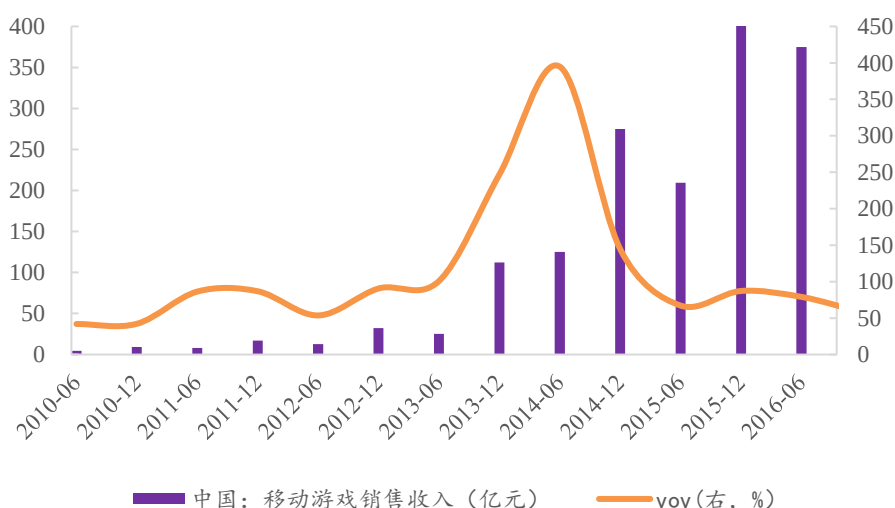
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 16：2013 年国产电影票房收益可观



资料来源：Wind，华鑫证券研究

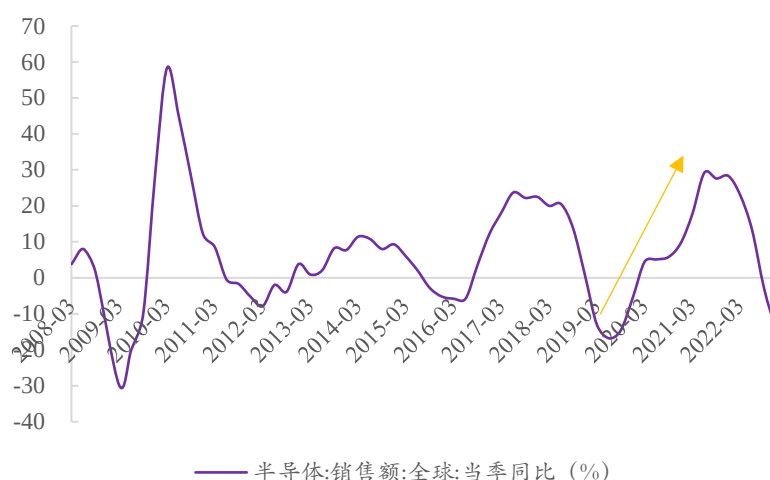
图表 17：2013 年起国内移动游戏销售收入实现高速增长



资料来源：Wind，华鑫证券研究

而 2019 年-2021 年半导体牛市未有标志性产品出现，产业逻辑上更多依赖半导体内生周期景气上行。从中观维度来看这一轮半导体牛市中并未有标志性的产品出现，因此也未如 2013-2015 年互联网牛市那样形成 TMT 板块整体的产业趋势性上行，在产业逻辑上更多依赖半导体内生周期景气上行，以三年为一轮的全球半导体销售周期于 2019 年年中触底回升，同时国内半导体企业库存去化使得半导体行业景气加速上行。

图表 18：2019 年年中全球半导体销售周期拐点向上



资料来源：Wind，华鑫证券研究

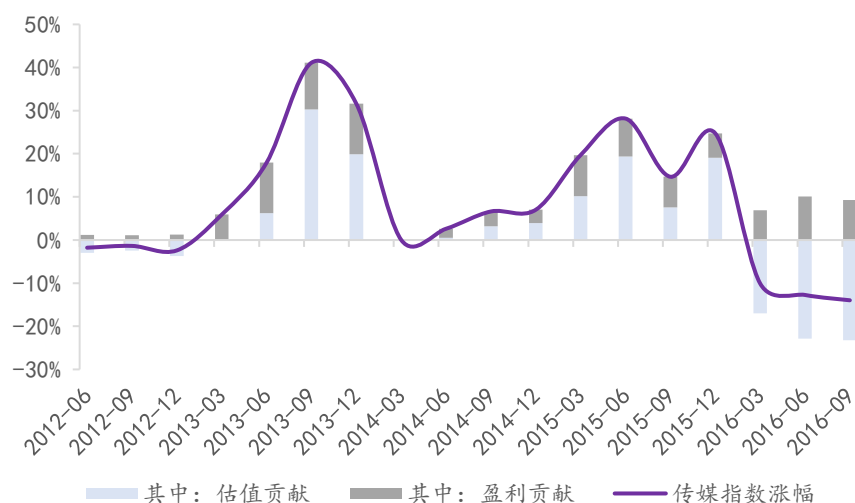
3.2、业绩兑现：绝对增速与相对优势兼顾

牛市主线前期主要由估值驱动，但后续持续需要有基本面的持续验证。通过将领涨行业季度累计涨幅的对数值拆分为估值上行幅度对数值与归母净利润同比的对数值，可以发现：

(1) 2013–2015 移动互联网行情前期以估值驱动为主，2013 年传媒行业涨幅为 31.6%，其中估值贡献 19.9%，盈利贡献 11.7%，估值贡献占比突破 60%；计算机行业这一特征则更为明显，指数涨幅分别为 23.4%，其中估值贡献 19.7%，盈利贡献 3.8%，估值贡献占比接近 85%。但从 2014 年开始传媒/计算机行业业绩对于涨幅的贡献度开始增强，2014 年传媒/计算机业绩贡献度分别上升至 44.4%/36.6%。

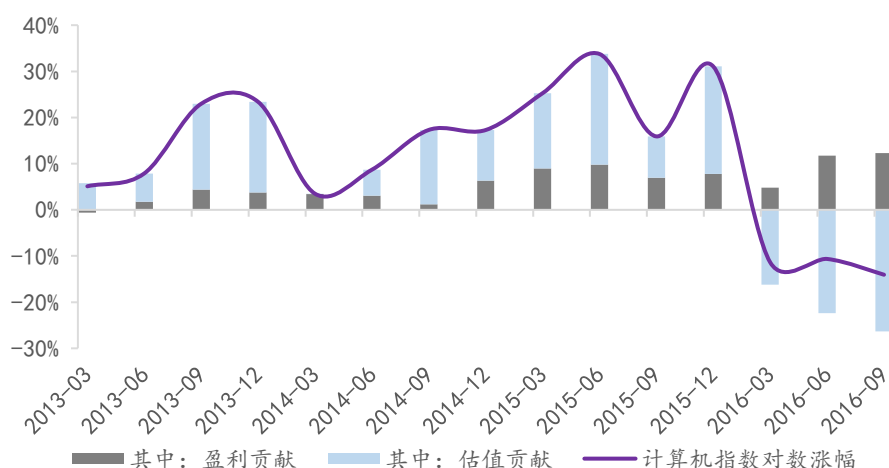
(2) 2019–2021 年半导体行情中前期以估值驱动为主，2019 年传媒电子行业涨幅为 24.0%，其中估值贡献 18.2%，盈利贡献 5.8%，估值贡献占比突破 75%，盈利贡献占比仅为 25%，但随后业绩快速兑现，2020 年盈利贡献占比已升至接近 70%，而反观计算机、通信、传媒等行业由于业绩始终不及预期，因此未能形成主线级别的行情。

图表 19：传媒 2013 年上行主要由估值贡献，2014 年开始业绩因素解释力度增强



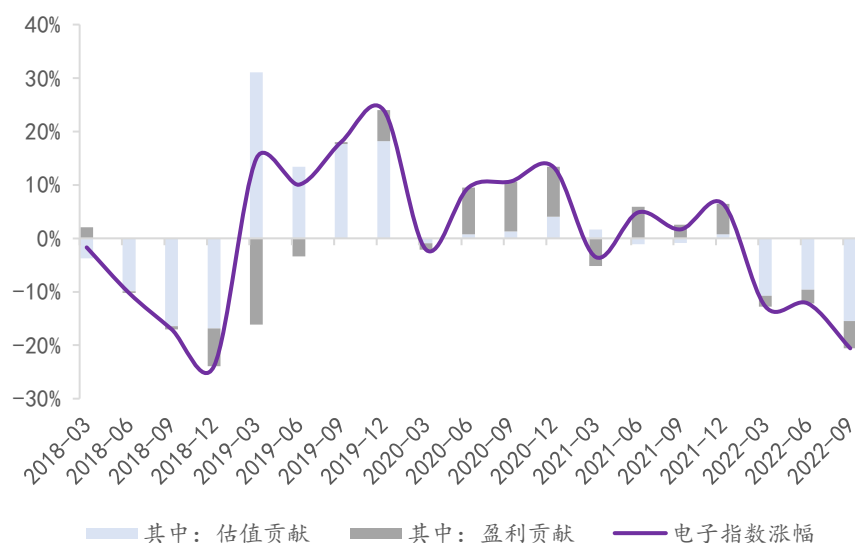
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 20：计算机 2013-2014 年上行主要由估值贡献，2015 年开始业绩因素解释力度增强



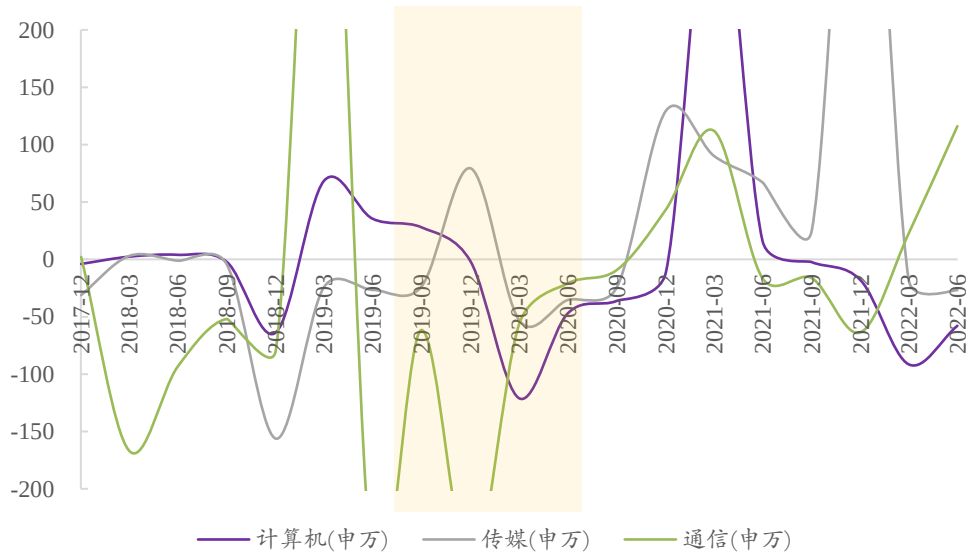
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 21：电子 2019 年上行主要由估值贡献，2020 年开始业绩解释占主导



资料来源：Wind，华鑫证券研究

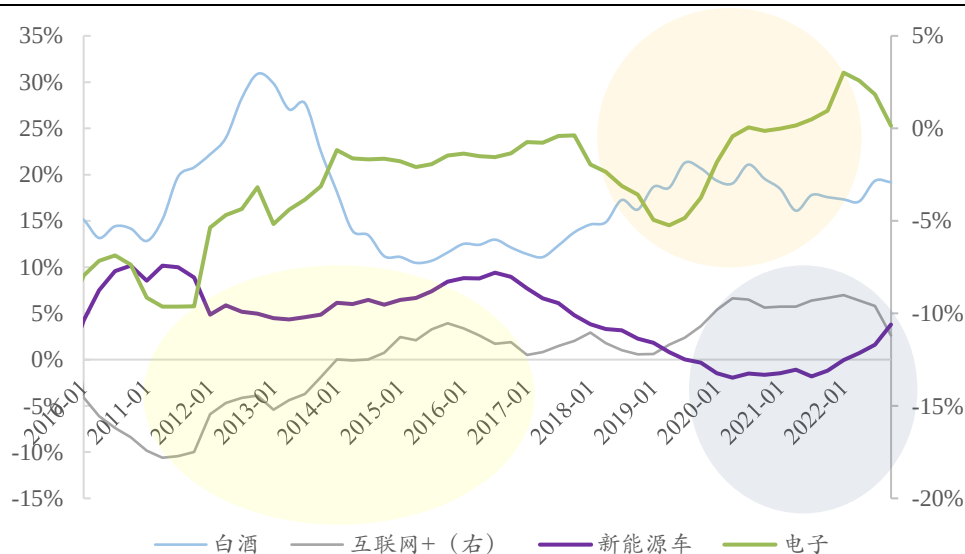
图表 22：2019-2021 年计算机、传媒、通信行业业绩承压



资料来源：Wind，华鑫证券研究

从业绩的相对优势上，在历轮主线行情中都可以观察到对应行业相对 A 股整体 ROE 趋势性上行的情况。2013-2015 年 TMT 行情中互联网+指数相对万得全 AROE 由 2012 年末的-5.42%上升至 2015 年末的 3.36%，2019-2021 年半导体行情中电子指数相对万得全 AROE 由 2018 年末的-4.95%上升至 2021 年末的 3.01%，此外在 2020 年开始的白酒与新能源行情中也可以较为明显地观察到这一特征。

图表 23：主线行情演绎往往伴随着相对 ROE 的上行



资料来源：Wind，华鑫证券研究

4、以 AI+为代表的 TMT 行情有望成为本轮新主线

结合以上两轮以 TMT 为代表的科技牛市行情复盘，从经济、流动性、政策、仓位、技术、业绩六维度来看，本轮 AI+行情和 2013-2015 年 TMT 行情较为相似，采用“终局思维”看待本轮 TMT 行情的持续性和未来空间。短期市场成交占比高位后会阶段性休整，内部高低切换，后续重点关注资金的接续情况。

4.1、本轮 TMT 行情是主线而不仅仅是主题

2023 年大概率为牛市新起点，以 AI 为代表的 TMT 行情有望成为本轮主线。根据我们此前的 A 股 W 底分析框架，2022 年 10 月底 W 型右侧底得以确认，反转行情开启，A 股正式进入新一轮牛熊周期，2023 年是熊转牛的初期。无论从主线确立指标（经济，流动性，政策与仓位）还是主线持续指标（产业与业绩）上来看，以 AI 为代表的 TMT 行情有望发展成为本轮牛市的新主线。

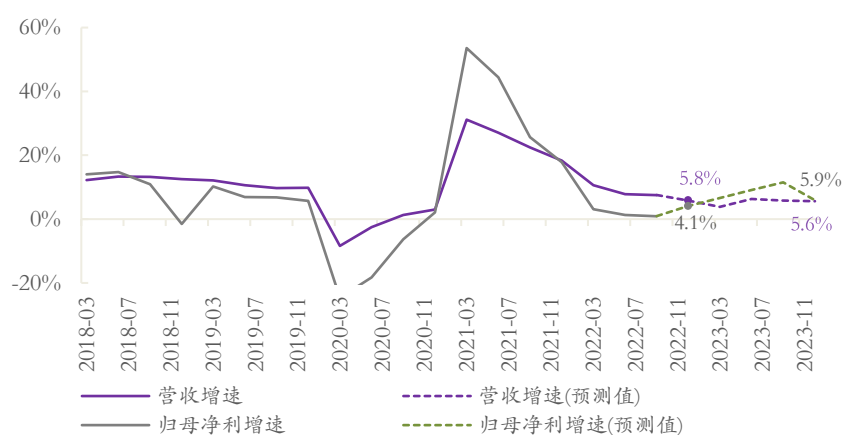
图表 24：本轮 W 型的右侧底于 2022 年 10 月 31 日确立



资料来源：Wind，华鑫证券研究

经济弱复苏，盈利大概率呈现低位修复态势，从经济与盈利维度看，两会将全年经济增长目标定为 5% 左右，底线思维明确的同时强调高质量发展，难有超常规政策刺激。根据我们在年度策略报告中的预测结果，2023 年全 A 归母净利增速预计为 5.9%，有望呈现低位修复态势。

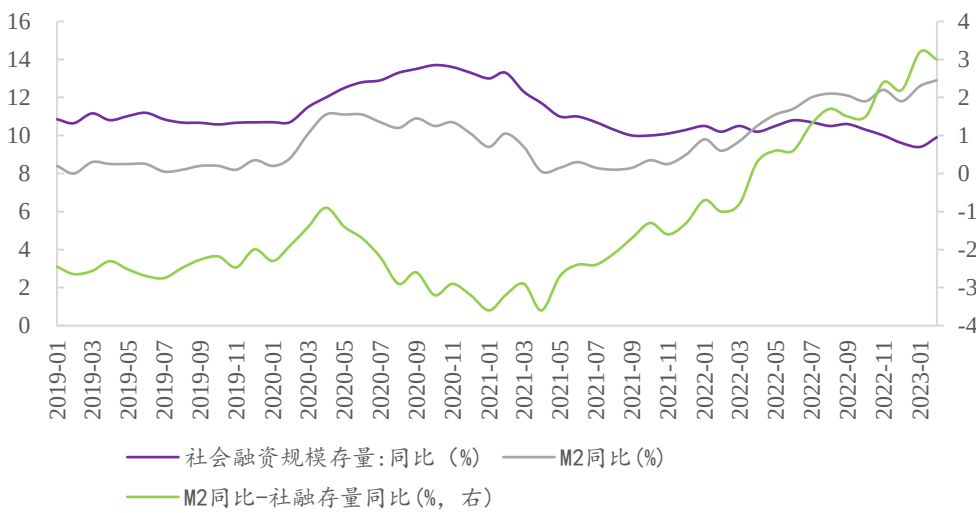
图表 25：预计本轮盈利弱修复，全年盈利增速接近 6%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

货币中性偏松，为 TMT 行情提供流动性支撑。从流动性层面看，宽信用面临多重梗阻，仍需宽货币助力。3 月降准继续释放宽松信号，后续更多依赖结构性货币工具，预计全年流动性环境依然保持合理充裕。

图表 26：剩余流动性保持充裕



资料来源：Wind，华鑫证券研究

科技大年，政策端积极发力，数字经济顶层设计与基础设施建设不断完善。二十大强调“科技自立自强”，明确要推动战略性新兴产业融合集群发展，构建新一代信息技术、人工智能、等一批新的增长引擎；新一轮国务院机构改革聚焦科技创新与数字经济，包括重组科技部，组建数据局；两会“部长通道”首场采访部委近三年以来首次变更，科技产业成为政策重心，科技领域鼓励政策显著发力。尤其是在数字经济领域，二十大后数据二十条与数字中国战略颁布，科技部也提出要布局 AI for Science，数字经济顶层设计与基础设施建设不断完善。

图表 27：二十大以来数字经济相关政策密集出台

日期	公布单位	政策名称	相关内容
2022 年 10 月	全国人大	《二十大报告全文》	强调加快发展数字经济，促进数字经济和实体经济深度融合，打造具有国际竞争力的数字产业集群，建设数字中国。
2022 年 10 月	国务院	《国务院关于数字经济发展情况的报告》	十八大以来，我国数字基础设施实现跨越式发展，数字产业创新能力加快提升，产业数字化转型提档加速，网络安全保障和数字经济治理水平持续提升。
2022 年 12 月	财政部办公厅	关于征求《企业数据资源相关会计处理暂行规定(征求意见稿)》意见的函	为加强企业数据资源管理，规范企业数据资源相关会计处理，强化相关会计信息披露，而征求意见。
2022 年 12 月	国务院	《中共中央 国务院关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》	构建适应数据特征、符合数字经济发展规律、保障国家数据安全、彰显创新引领的数据基础制度，充分实现数据要素价值、促进全体人民共享数字经济发展红利
2023 年 2 月	国务院	《数字中国建设整体布局规划》	夯实数字中国建设基础，全面赋能经济社会发展，强化数字中国关键能力，优化数字化发展环境，加强整体谋划、统筹推进，把各项任务落到实处。
2023 年 3 月	国务院	《国务院机构改革方案的议案》	提出组建国家数据局，负责协调推进数据基础制度建设，统筹数据资源整合共享和开发利用，统筹推进数字中国、数字经济，教

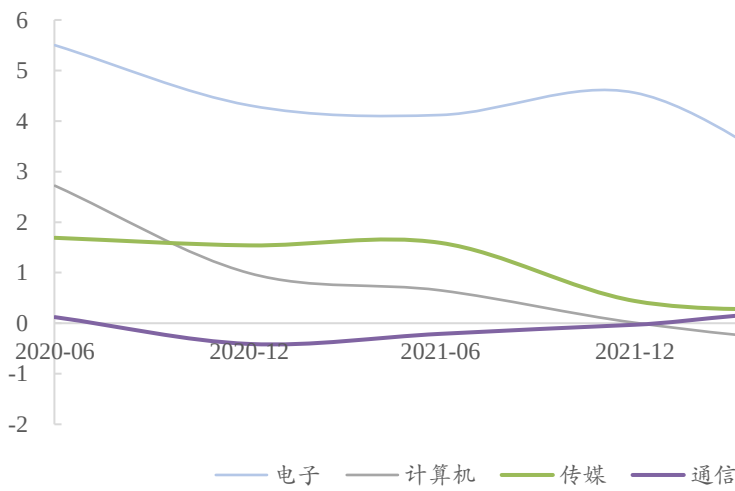
宇社会规划和建设等，由国家发原和政革委员会管理。

2023 年 3 月	国务院	《政府工作报告》	加快传统产业和中小企业数字化转型，着力提升高端化、智能化、绿色化水平。大力发展数字经济，提升常态化监管水平，支持平台经济发展。
2023 年 3 月	科技部、 自然科学基金委	《人工智能驱动的科学研究》	布局人工智能驱动的科学科技研发体系，推动研究新理论、新模型、新算法，研发软件工具和专用平台，推进软硬件计算技术升级，打造智能化科研的开源开放创新生态。
2023 年 3 月	人民日报	《人工智能产业化应用加速》	构建人工智能协同创新平台，要聚焦当前落地应用需求，平台内的各方主体通过加强人工智能算力输出、服务能力优化及人才培养等层面的要素供给，形成产业链上下游通力合作的产业生态。

资料来源：全国人大，国务院等，华鑫证券研究

TMT 板块整体仓位仍处在近年来低位。统计主动股票型基金 2022 年三季报的配置情况，可以发现计算机/通信行业相较市值占比分别低配 0.11%与 1.38%，电子/传媒行业虽分别超配 1.98%/0.23%，但超配比例近年来整体呈明显下行态势，后续加仓空间较大。

图表 28：2022Q3TMT 仓位处于近年来低位

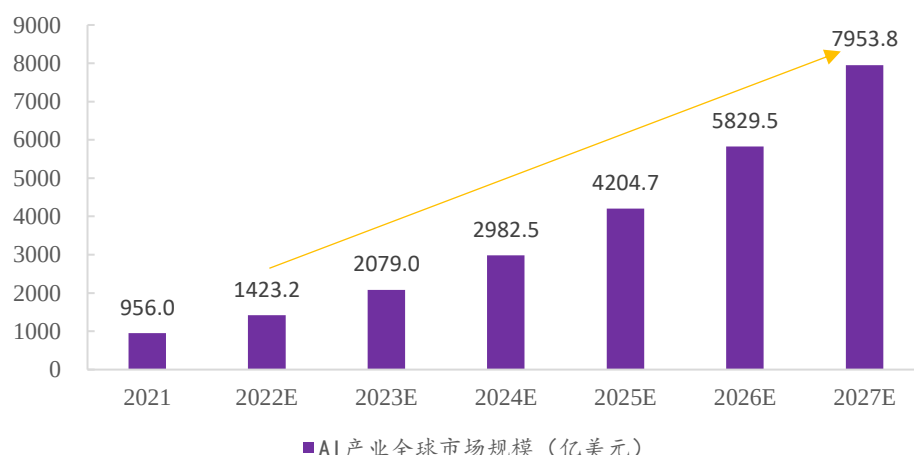


资料来源：Wind，华鑫证券研究

结合经济、流动性、政策、仓位来看，以 AI 为代表的 TMT 行情有望成为本轮牛市新主线。接下来研究行情的持续性，重点关注技术变革前景和业绩兑现预期。

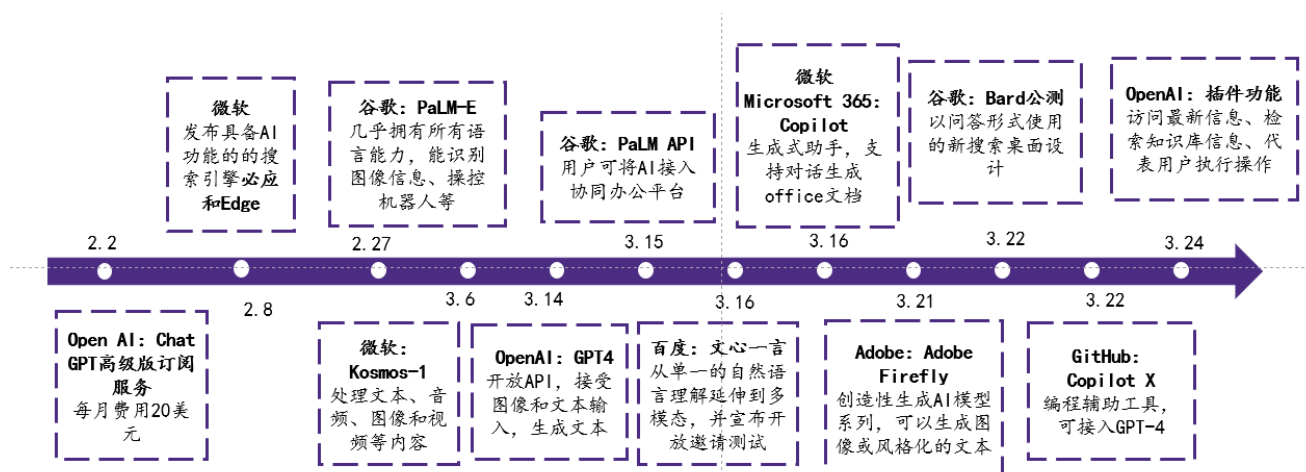
从技术层面看，AI 技术迭代与模式创新层出不穷。根据 statista，未来五年全球 AI 产业市场规模将保持 35%以上增速增长，到 2027 年全球市场规模将有望接近 8000 亿元，AI 前景广阔。自 2022 年 11 月 Chatgpt 发布以来，引发了全球范围内的人工智能热潮，尤其自 2023 年 2 月以来，从产品供给侧来看，GPT-4、Microsoft 365 Copilot、Google PaLM API、文心一言、英伟达 H100 NVL、Adobe Firefly 等相关产品相继问世，涉及硬件、AI 模型、插件应用等多个方向百花齐放。

图表 29：预计未来五年全球 AI 产业市场规模将保持 35% 以上



资料来源：statista，华鑫证券研究

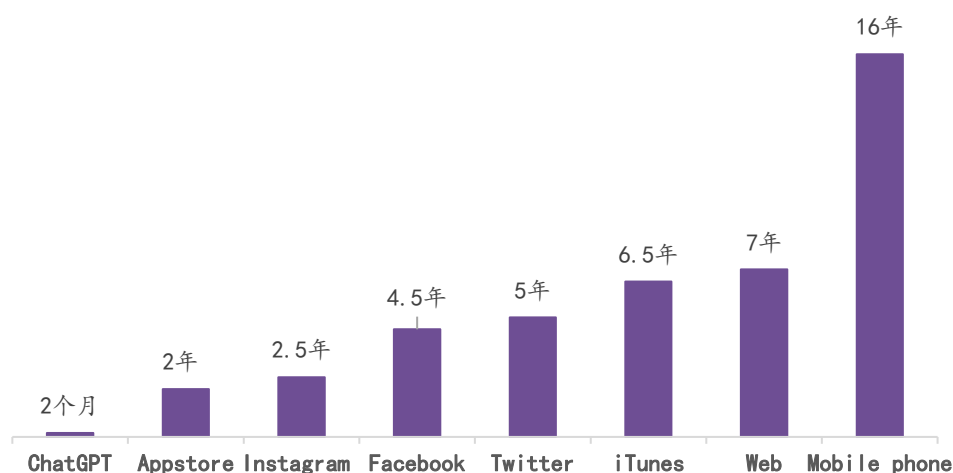
图表 30：2023 年 2 月以来 AI 技术与相关应用层出不穷



资料来源：新浪财经，和讯网等，华鑫证券研究

Chatgpt 及相关竞品已成为现象级应用，AI 的 iPhone 时刻即将开启。以 Chatgpt 为代表的 NLP 应用当前或处在导入期渗透率二阶导最快的时期，根据 World of Engineering 统计，Chatgpt 月活跃用户突破 1 亿仅耗时 2 个月，远远快于以往的应用爆品如 Appstore 与 Instagram 等，国内类似竞品如百度文心一言、华为盘古大模型，阿里 M6 模型承载产品后续在国内市场推出的热度值得期待。

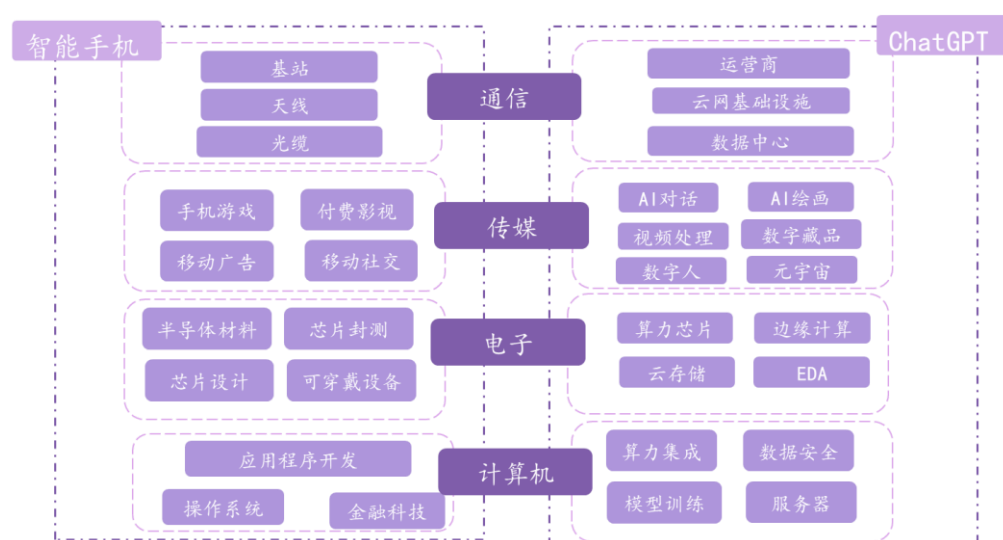
图表 31：Chatgpt 月活跃用户突破 1 亿仅耗时 2 个月，显著快于其他爆款应用



资料来源：World of Engineering，华鑫证券研究

从产品角度来看，2013 年和 2023 年 TMT 行情均出现了爆款产品（Iphone 等热销机型/Chatgpt 等 NLP 产品），并形成了海内传导至国内，由核心产品向上下游扩散的 TMT 产业链共振。

图表 32：2013 年智能手机与 2023 年 Chatgpt 均形成了由核心产品发散的 TMT 产业链

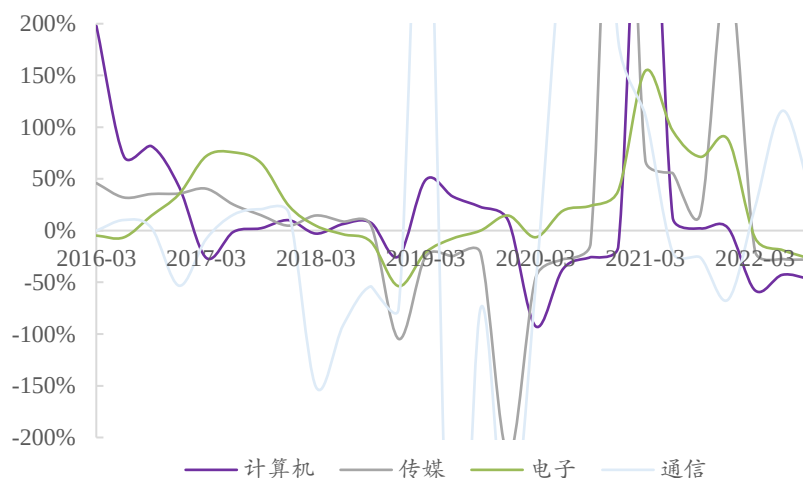


资料来源：华鑫证券整理

从业绩层面来看，TMT 板块低基数下盈利修复确定性较强。除通信外，2022Q3 计算机、传媒、电子归母净利润增速分别为-47%/-28%/-27%，均处在增速底部区间。展望 2023 年，在业绩低基数下 TMT 行业盈利修复确定性较强，观察 2023 年以来 TMT 各行业盈利预期的上修情况，可以发现计算机、传媒、电子行业的 2023E 归母净利润增速不

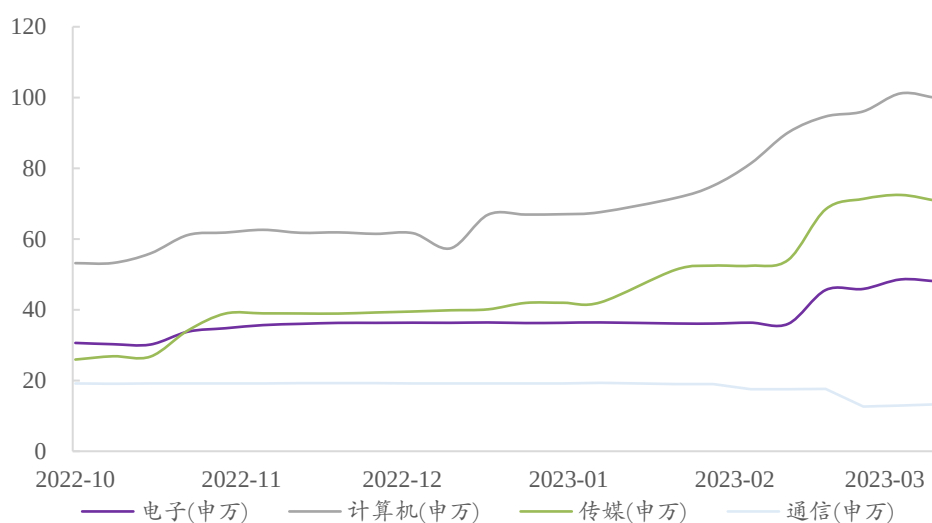
断上修，其中计算机/传媒年内上修幅度均已超过 30 个百分点。

图表 33：除通信外，2022Q3 计算机、传媒、电子归母净利增速均处在近年底部



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 34：2023 年以来计算机、传媒、电子 2023E 归母净利增速不断上修



资料来源：Wind，华鑫证券研究

结合前文的论证，我们认为从六维度来看，本轮由 AI 创新引领的 TMT 行情和 2013-2015 年移动互联网主导的 TMT 行情有不少可比之处，同处于经济弱复苏、流动性充裕、政策强发力、仓位偏低配的背景下，技术层面上爆款产品已现、业绩层面上盈利上修，本轮 AI 行情后续演绎或更像 2013 年-2015 年，核心产品向上下游扩散的 TMT 产业链共振后，有望形成 TMT 的全面牛市，后续需关注国内核心产品的落地与相关公司的业绩兑现情况。

图表 35：本轮 AI 引领的 TMT 行情演绎或更像 2013-2015 年

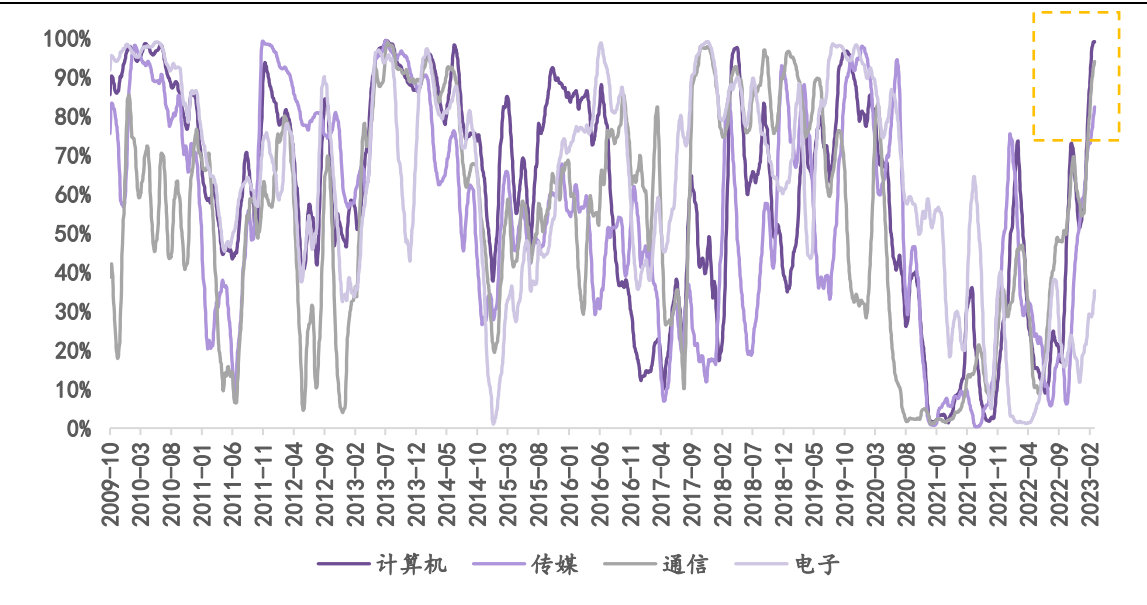
指标分类	维度	2013-2015 年互联网行情	2019-2021 年半导体行情	2023 年 TMT 行情
主线确立	盈利	GDP 增速快速下行，全 A 盈利低基数回升	GDP 增速小幅微降，全 A 盈利转负	经济增长目标定为 5%左右，预计全 A2023E 盈利+6%，整体呈现弱复苏
	流动性	流动性充裕，杠杆资金活跃	宽信用之年，社融、M2 增速高企	年初降准，预计货币政策保持中性偏松
	政策	十八大强调信息技术发展，国务院机构改革成立广电总局	美国封锁背景下政策聚焦国产替代与自主可控	数据二十条与数字中国政策颁布，数字经济顶层要素趋于完善
	仓位	2012 年底 TMT 相对低配	2018 年底电子超配比例历史低位	近年来 TMT 行业相对配置占比趋势性下行，加仓空间较大
主线持续	产业	出现 iphone5 等热销机型，景气扩散至游戏/电影等	半导体周期与 5G 周期叠加，无标志性产品出现	Chatgpt 用户数量迅速破亿，国内文心一言，盘古大模型紧随其后
	业绩	2014 年开始 TMT 行业业绩对盈利贡献度显著提升	2020 年后电子涨幅中业绩因素开始占主导	2022 年 TMT 行业业绩低基数，2023E 盈利预测大幅上修

资料来源：华鑫证券整理

4.2、短期视角下交易过热或面临一定的休整压力

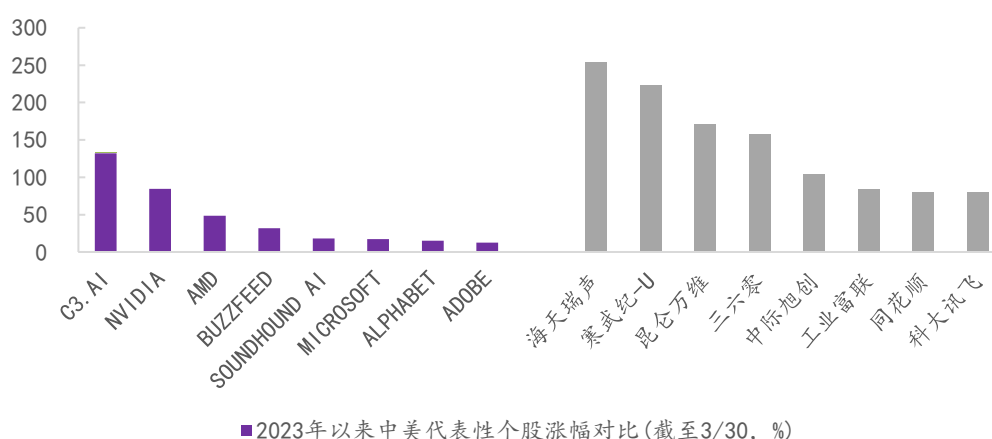
从交易层面来看短期存在过热现象，例如 TMT 板块成交额占比行至历史高位，部分 A 股 AI 龙头公司涨幅已超过海外可比公司。2023 年前期市场分歧较大，行业轮动速度持续创新高，市场赚钱效应差，TMT 主线被市场认可后迅速成为共识，因此本轮科技行情的初步共识要比 2013 年和 2019 年都要迅速。计算机和传媒成交占比已超过了历史 90%的分位水平，通信也达到了 80%以上分位水平，仅电子行业启动相对较晚，行业成交占比回升至历史 35%的水平。

图表 36：TMT 板块成交额占比行至历史高位



资料来源：Wind, 华鑫证券研究

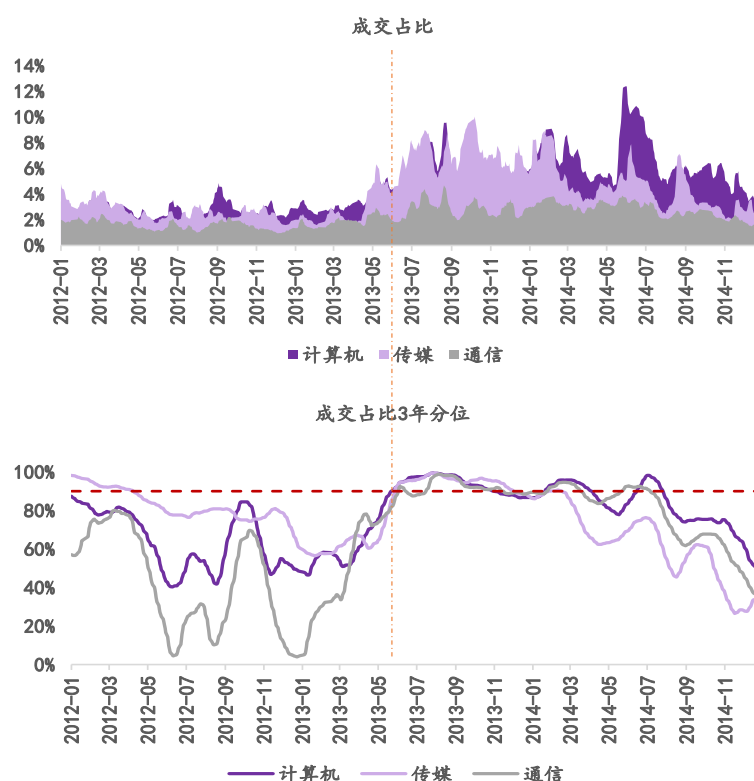
图表 37：当前国内代表性公司涨幅整体高于海外可比公司



资料来源：Wind, 华鑫证券研究

无论是 2013 年还是 2019 年，交易过热后都出现了回调。2013 年 1-5 月市场逐步形成对于 TMT 板块的共识，计算机、传媒、通信齐头并进，普涨持续了 120 个交易日，TMT 各行业平均涨幅为 55%，TMT 行业内部轮动速度较低，市场交易热度在 6 月初触及历史高位。6 月交易拥挤后板块回调持续了 18 个交易日，下修幅度达-12%，TMT 内部细分行业轮动加速，一级行业开始分化，传媒走出了相对优势。

图表 38：2013 年 6 月 TMT 成交占比达到历史高位

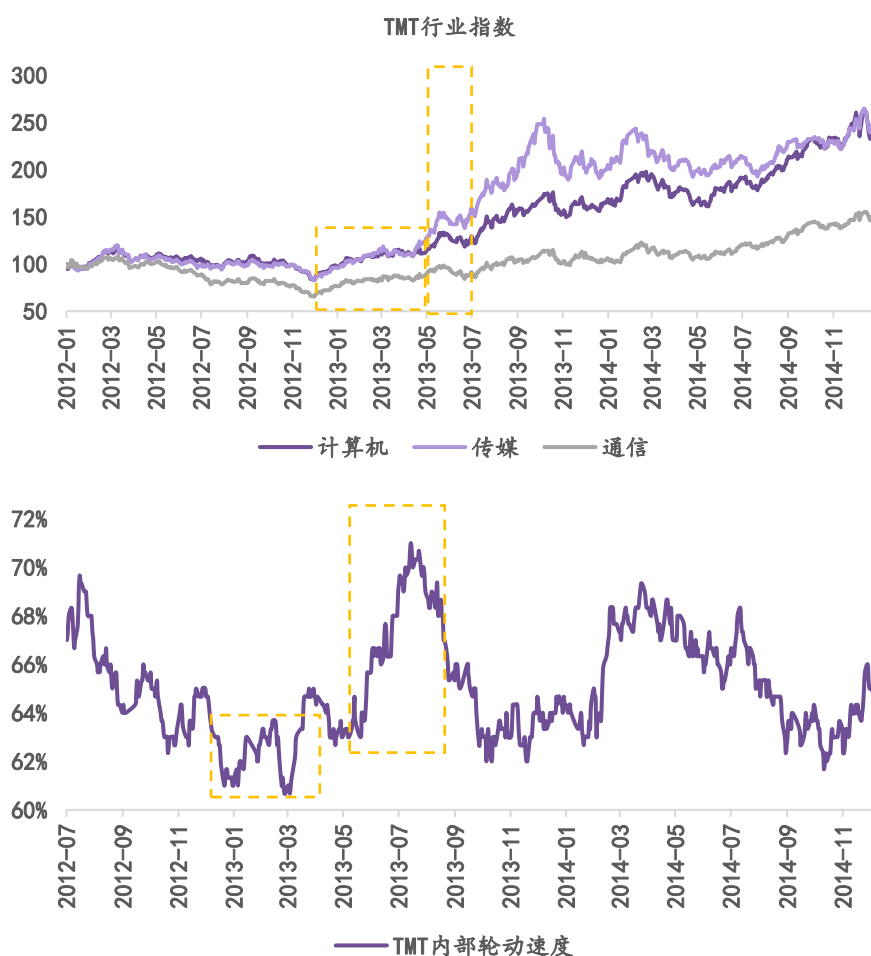


资料来源：Wind, 华鑫证券研究

请阅读最后一页重要免责声明

26

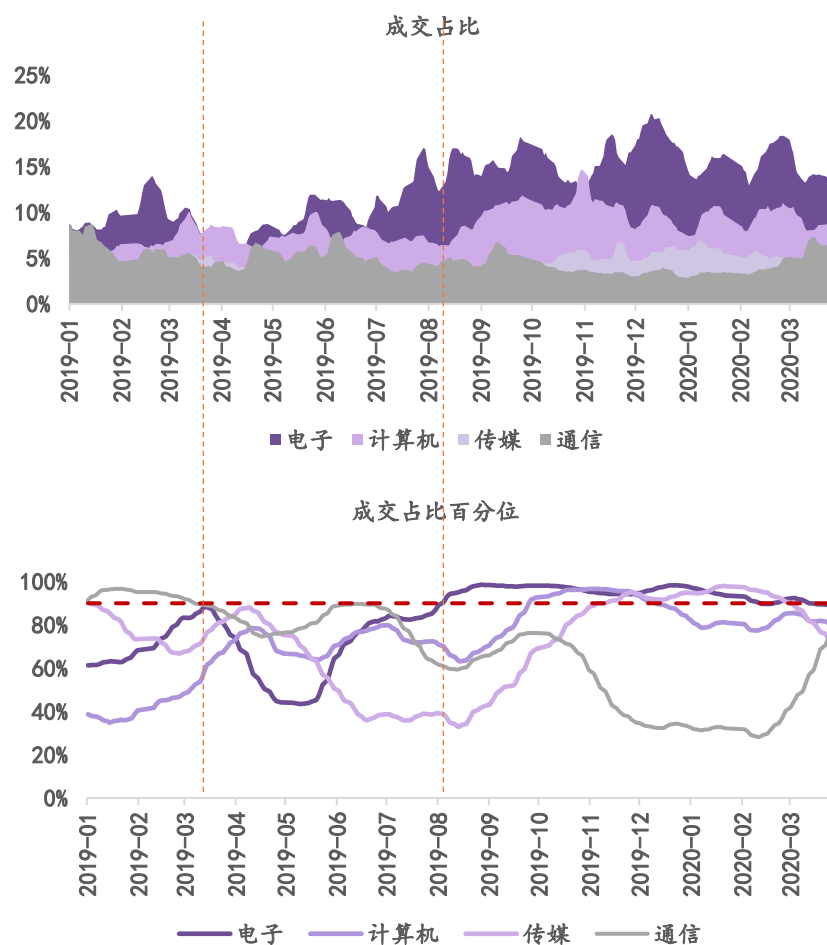
图表 39：交易拥挤，分歧加剧，行情休整



资料来源：Wind, 华鑫证券研究

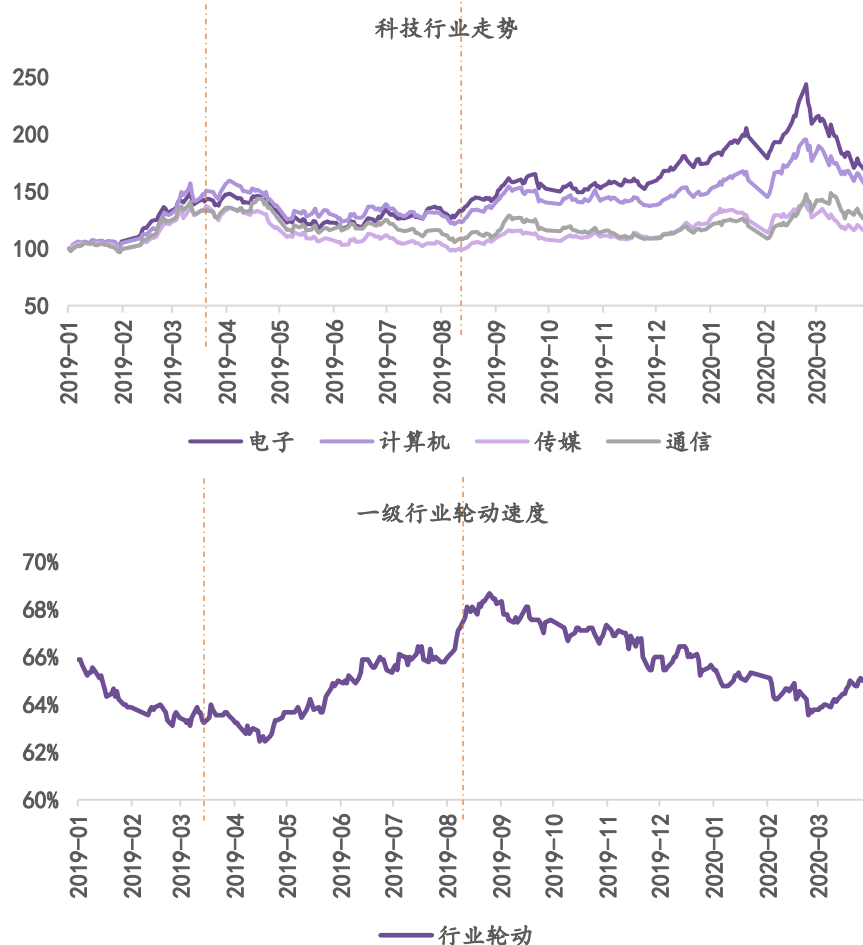
2019 年电子行业相对更为拥挤。2019 年初科技行业成为市场共识，电子、传媒、计算机和通信普涨，第一阶段 TMT 普涨持续了 25 个交易日，平均涨跌幅为 36%；一季度后行业轮动加速，行业选择出现分歧，交易拥挤后回调持续了 60 个交易日，下修幅度达-17%，计算机和电子相对较优。

图表 40: TMT 内部行业纷纷达到成交占比高位



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 41：拥挤推动行业轮动加速，科技行业出现回调



资料来源：Wind, 华鑫证券研究

成交占比过高导致的交易拥挤是调整的重要原因，但行情的企稳并不一定需要拥挤度消化。复盘总结 2013 年和 2019 年的 TMT 行情可以发现，拥挤度首次达到高位后都触发了休整，但不同的是 2013 年企稳阶段成交占比并未回落，主要是央行释放流动性，“钱荒”缓解后增量资金入场维稳大盘，TMT 行情重启。从 2019 年来看，企稳阶段成交占比有所回落，同时中美流动性同步宽松，美国连续三次降息，中国 LPR 改革后降息释放流动性，A 股估值修复。

图表 42：拥挤度高位是触发回调的必要不充分条件

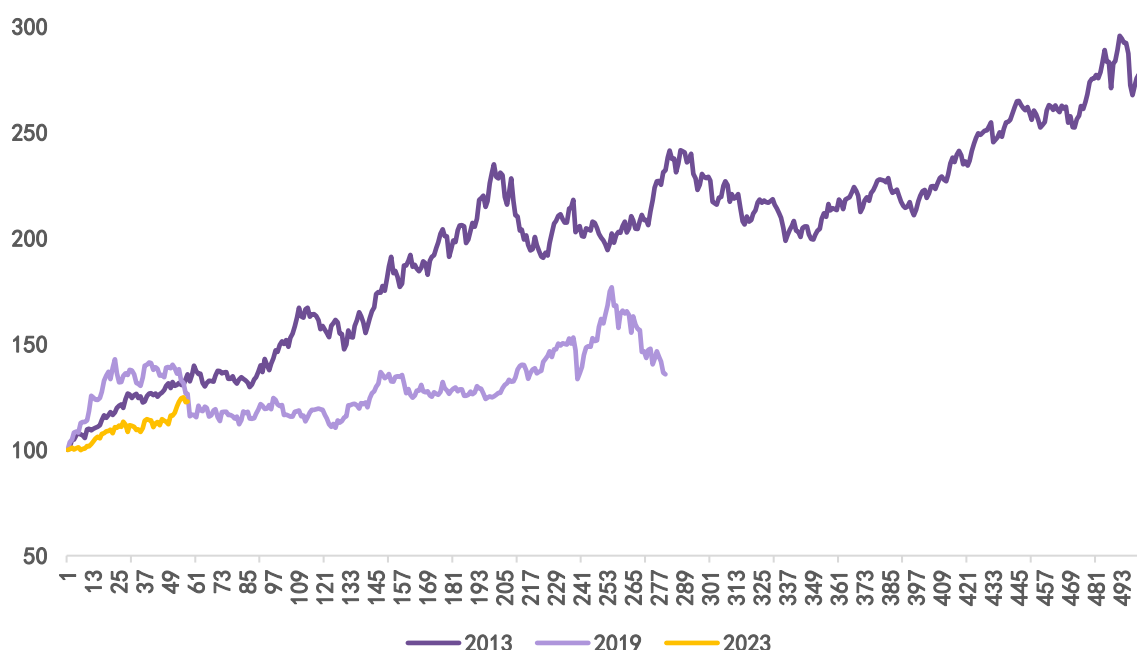
两轮 TMT 行情		持续时间（涨跌幅）	期末成交占比分位	期末成交占比
2013 年	普涨	120 日（+55%）	91%	11%
	调整	18 日（-12%）	93%	14%
企稳核心原因：央行提供流动性支持				
2019 年	普涨	25 日（+36%）	90%	21%
	调整	60 日（-17%）	78%	18%
企稳核心原因：中美货币政策同步宽松				
2023 年初迄今	第一阶段	39 日（+18%）	92%	25%

资料来源：Wind, 华鑫证券研究

4.3、长期视角下建议终局思维看本轮 TMT 配置价值

关注 A 股与美股热门股联动，看长做短建议采用“终局思维”。通过复盘 2013-2015 年互联网行情与 2019-2021 年半导体行情，我们可以发现 A 股与美股热门股之间的共振同样不可忽视，例如 2013-2015 年互联网牛市中以美股奈飞、T-Mobile、暴雪等为代表的互联网传媒股涨幅同样显著。2019 年半导体行情则更为明显，费城半导体指数与万得半导体指数走势同步性极强，这背后是海内外产业逻辑的趋同与投资者“学习效应”，从 2013TMT /2019 电子个股相较当年最低点涨幅区间分布来看热门股上行空间仍大，建议投资者采用“终局思维”看待本轮 TMT 长线行情。

图表 43：相比 2013 年和 2019 年，本轮 TMT 行情还在初期



资料来源：Wind, 华鑫证券研究

图表 44：2013-2015 年互联网行情海内外代表性个股涨跌幅

公司简称	2013 年涨幅 (%)	2013-2015 年涨幅 (%)	公司简称	2013 年涨幅 (%)	2013-2015 年涨幅 (%)
网宿科技	404.3	1475.4	奈飞	297.6	764.7
掌趣科技	397.4	640.4	T-Mobile	238.4	293.6
			Live Nation 娱		
中青宝	341.9	417.6	乐	112.2	163.9
上海钢联	326.6	661.0	Meta	105.3	293.2
天喻信息	321.1	425.6	动视暴雪	70.1	276.7
乐视网	313.1	1211.1	Interpublic	63.9	125.0
福石控股	310.4	625.8	电子艺界	58.0	373.3
华谊兄弟	293.3	490.9	Take-Two	57.8	216.4
北京君正	207.5	368.6	Alphabet	58.4	119.8
光线传媒	121.9	380.0	迪士尼	55.3	119.0
易华录	85.7	266.0			

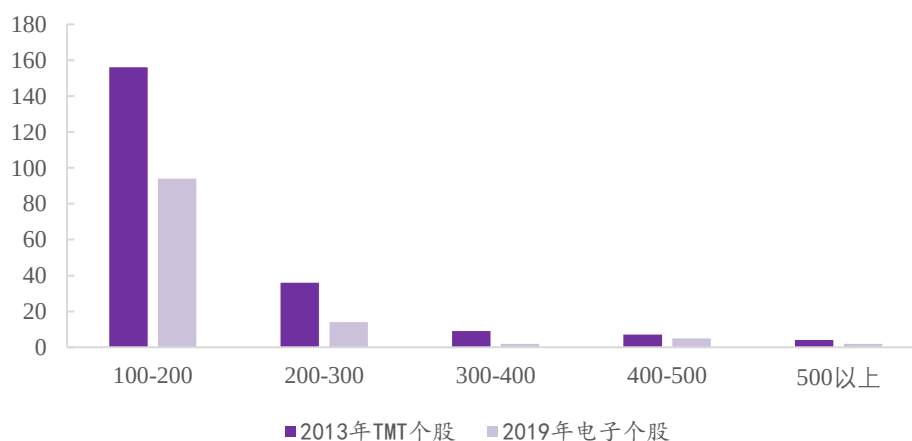
资料来源：Wind, 华鑫证券研究

图表 45：2019-2021 年半导体行情海内外代表性个股涨跌幅

公司简称	2019 年涨幅 (%)	2019-2021 年涨幅 (%)	公司简称	2019 年涨幅 (%)	2019-2021 年涨幅 (%)
韦尔股份	389.6	962.4	超威	148.4	679.5
圣邦股份	380.0	1225.7	拉姆研究	119.3	453.3
北京君正	378.1	636.1	泰瑞达	118.9	429.3
闻泰科技	337.8	513.5	科天	104.0	407.1
立讯精密	238.2	495.4	阿斯麦	93.1	426.3
歌尔股份	193.1	703.2	英特格	80.9	404.4
南大光电	176.1	683.8	英伟达	76.9	786.9
晶方科技	140.6	468.3	恩智浦半导体	75.7	222.2
北方华创	133.2	820.3	美光	69.5	194.3
士兰微	91.0	569.5	迈威尔科技	65.7	451.6
国科微	78.8	719.4	台积电	63.2	249.4
紫光国微	76.2	681.0	高通	60.8	248.0
长川科技	48.4	581.5	慧荣	51.8	200.9
富满微	29.2	516.7	安森美	47.7	311.4

资料来源：Wind, 华鑫证券研究

图表 46：2013TMT /2019 电子个股相较当年最低点涨幅区间分布



资料来源：Wind, 华鑫证券研究

5、风险提示

- (1) AI 技术推进不及预期
- (2) 流动性环境出现超预期紧缩

■ 宏观策略组介绍

谭倩：13 年研究经验，研究所所长、首席分析师。

朱珠：会计学士、商科硕士，拥有实业经验，wind 第八届金牌分析师，2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所。

杨芹芹：经济学硕士，7 年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任 CCTV 新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

周灏：金融学硕士，2022 年 7 月加盟华鑫研究所，两年券商研究经验，从事中观比较与主题投资研究。

李刘魁：金融学硕士，2021 年 11 月加盟华鑫研究所。

孙航：金融学硕士，2022 年 5 月加盟华鑫研究所。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。