# 策略周报

## 价值存修复，成长仍占优

**价值蓝筹有低预期差修复的空间，阶段性风格或有趋于均衡表现，但考虑到本轮经济复苏的弹性和弱现实预期，成长向价值的风格切换难度较大。**

- **国内稳增长正预期差正在形成。**因疫情反复和部分地区限电影响，股、债、商品跨市场资产对国内经济定价了过度悲观的预期。同时，我们看到地产政策环境处于不断改善的过程中，融资端保交付，需求端利率下行与地方刺激政策正在形成组合拳，宏观财政和货币政策有进一步扩张的空间，在“金 9 银 10”开工旺季的带动下，需求有望修复。经济基本面正预期差有助于 A 股市场企稳回升仍要保持多头思维。
- **弱需求流动性宽松逻辑短期持续演绎。**7 月国内经济数据全面低于预期，7 月经济数据的全面回落与此前的 PMI、社融数据走弱形成相互印证，引发市场对于内需进一步修复空间乃至全年增速目标的担忧。我们在之前周报中指出，7 月以来市场对于后续实体经济需求的预期从 5 月末以来的单边修复转为波动观望。当前市场正在计价极为悲观的短期基本面预期，短期来看，市场仍将持续演绎需求弱+流动性宽松的逻辑。当前来看，地产产业链的下行和风险是内需疲弱的主要因素，而销售端经营性现金流的改善是当前来看最为直接和可行的手段。预计季末基本面预期有望得到一定程度修复。随着实体需求的边际修复，市场对于基本面的悲观预期有望得到边际修复。当前宏观环境仍有利于成长风格表现，但目前赛道股交易集中度和持股集中度较高，热点轮动加剧，操作难度加大。相较之下，大盘价值赔率处于较低水平，稳增长政策进一步发力可能会带来价值蓝筹估值的阶段性小幅修复。
- **低估值稳增长与高景气成长行业之间表现有望转向均衡。**近 3 个月，市场交易的主逻辑为我们此前提到的存量景气预判下优先侧重景气稀缺方向，低估值价值蓝筹呈现跷跷板式下行。复盘 21 年以来低估值稳增长相关行业及指数走势来看，政策推动的预期先行，成为风格及行业表现的核心因素，进入 8 月，尽管市场预期较低，但稳增长举措仍在有序推进。以上证 50 所代表的低估值价值蓝筹成交额占比分位以及股权风险溢价角度来看，当前相关板块及行业也已步入底部区域，重新具备一定配置价值。科技成长板块短期交易拥挤度较高，在行业指数近期加速上行后，波动率放大或难以避免，但电动车销售旺季 9-10 月即将到来，且宏观风格切换信号并不明显，难言结束，因此当前阶段建议适度转向配置均衡。
- **下半年 AR/VR 终端新品将持续推出，产业生态尚未闭环，VR 赛道仍是蓝海。**目前面向消费者的虚拟现实开发内容缺乏变现渠道，尚未形成良好的产业生态和正向循环，VR 头显仍没有成为广大消费者的刚需产品，产业生态仍未闭环，依旧大有可为。我们预计下半年开始，随着新品的逐渐发布，消费者市场会逐步打开，赛道蓝海价值有望被持续发掘。投资上，A 股方面建议关注歌尔股份、三利谱、创维数字。
- **风险提示：内需修复不及预期，疫情发展超预期恶化，VR 产品推出不及预期。**

**中银国际证券股份有限公司**
**具备证券投资咨询业务资格**

**宏观及策略：策略研究**

**证券分析师：王君**
(8610)66229061
jun.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

**证券分析师：徐沛东**
(8621)20328702
peidong.xu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300518020001

**证券分析师：郭晓希**
(8610)66229019
xiaoxi.guo@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300521110001

# 目录

观点回顾.....4
市场热点思考.....5
大势与风格.....6
中观与行业景气.....7
一周市场总览、组合表现及热点追踪.....13
风险提示.....18

# 图表目录

图表 1. 7 月地产投资持续下行.....6
图表 2. 当前成长风格与价值风格估值分位情况.....6
图表 3. 一级行业周涨跌幅.....7
图表 4. 21 年初迄今大类行业相对全 A 走势.....7
图表 5. 大类行业及一级行业成交额占比变动.....7
图表 6. 四主线趋势与动量.....8
图表 7. 低估值稳增长相对全 A 重新接近底部.....9
图表 8. 政策预期驱动低估值稳增长行业相对表现.....10
图表 9. 上证 50 成交额占比传近 5 年新低.....10
图表 10. 上证 50 股权风险溢价接近前底.....10
图表 11. 房地产行业指数与部分其他行业相关性.....11
图表 12. 政策推动房地产行业信心 U 型修复.....12
图表 13. 本周全 A 相对回报环比上周回落.....13
图表 14. 成交活跃度小幅回落.....13
图表 15. 环比上周低盈利、低价值因子占优，其余因子不变.....13
图表 16. 一周行业资金流向情况，地产、农业、公用事业累计净流入最多.....14
图表 17. 一周主题红黑榜，光伏逆变器、储能、火电涨幅领跑，半导体封测、电解液主题跌幅较大.....14
图表 18. 中银年度核心组合、月度金股连续组合本周走势情况.....14
图表 19. 2021 年全球 VR 头显设备主要品牌占比.....15
图表 20. Pico4 与 Quest2 参数对比.....15
图表 21. 中国 AR/VR 市场头显出货量预测.....16
图表 22. 全球(AR/VR)市场规模预测(产品加总).....16

## 观点回顾

**——20211203《科技突围》：科技之光将为明年 A 股注入能量**。本轮科技行情有可能复制上世纪 80 年代的美股表现，将贯穿中周期始终，并与新一轮康波周期复苏叠加。

**——20220320《政策底与多头思维》**：“金融委”会议为股市定调，“一行两会”纷纷表态后续跟进，政策底信号明确；市场底滞后政策底，仍需等待但已为期不远，A 股进入 U 型底部区域，保持多头思维。

**——20220514《反弹的必要性已经具备》**：海外逐步开启衰退交易，A 股无需过度悲观，超跌反弹行情后期关注三条行业配置线索。

**——20220710《优化结构，集中投资》**：短期蓄势调整，优选配置结构。

**——20220807《TMT 科技：小荷才露尖尖角》**：以 5G 物联网、人工智能、云计算、元宇宙等代表的数字经济有望形成新的主要经济形态，三季度中后期以 TMT 为代表的科技成长有望出现一波底部估值修复机会。

## 市场热点思考

在短周期定位面临阶段变化的过程中（当前国内处于衰退后期向扩张早期的过渡阶段），往往会发生预期与现实的摇摆，从而预期差成为决定短期 A 股大势与风格的重要变量。低预期与强现实形成正预期差，市场上涨概率加大；反之为负预期差；当预期与现实纠缠，市场趋向于震荡。

**当前市场有两个预期差：海外美联储加息预期与国内经济增长预期。**海外的预期差在美联储下一次议息会议前，需要就业与通胀数据的验证，之前很难出现明确的收敛方向。从大宗商品价格和周期定位上，美国通胀见顶概率偏大，以美股代表的海外市场震荡居多，不存在超跌的基础。因此，海外市场对 A 股的波动影响不宜计价过高。

**国内稳增长处在低预期和逐渐修复的现实之间，正的预期差正在形成。**因疫情反复和部分地区限电影响，股、债、商品跨市场资产对国内经济定价了过度悲观的预期。同时，我们看到地产政策环境处于不断改善的过程中，融资端保交付，需求端利率下行与地方刺激政策正在形成组合拳。同时宏观财政和货币政策有进一步扩张的空间，在“金 9 银 10”开工旺季的带动下，需求有望修复。经济基本面正预期差有助于 A 股市场企稳回升，接下来仍要保持多头思维。

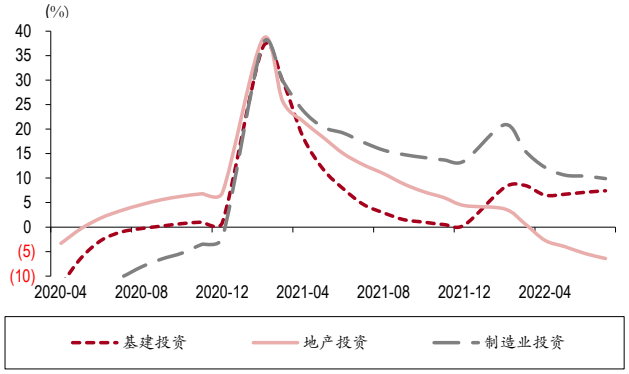
**在基本面企稳回升的判断下，高景气成长仍是风格与行业的首选方向。**配合产业趋势，中小市值在业绩反转向上过程中的高贝塔继续成为占优的因子。成长内部将继续演绎电子、电新交替螺旋上涨的过程以及观察硬科技向 TMT 软科技的扩散迹象。同时，也应看到以地产为代表的价值蓝筹有低预期差修复的空间，阶段性风格有趋于均衡的表现，但考虑到本轮经济复苏的弹性和弱现实预期，成长向价值的风格切换难度较大。

## 大势与风格

**弱需求流动性宽松逻辑短期持续演绎。**7 月国内经济数据全面低于预期：需求端，基建投资跌幅较小，而备受关注的地产投资和销售数据进一步恶化引发市场担忧。与此同时，16-24 岁人口失业率进一步抬升，显示中小微企业困境下，就业环境依旧严峻。7 月经济数据的全面回落与此前的 PMI、社融数据走弱形成相互印证，引发市场对于内需进一步修复空间乃至全年增速目标的担忧。与此同时，今年夏季南方地区气温持续升高引发多地电力负荷激增，近期部分地区限电限产也一定程度影响短期工业生产。我们在之前周报中指出，7 月以来市场对于后续实体经济需求的预期从 5 月末以来的单边修复转为波动观望。我们认为，当前市场正在计价极为悲观的短期基本面预期，短期来看，市场仍将持续演绎需求弱+流动性宽松的逻辑。往后看，悲观预期有望逐步修复，一方面本轮限电限产影响有限并有望随着极端天气缓和逐渐减弱；另一方面，政策稳增长意愿依然存在，前期政策落地有望带来悲观预期的边际修复。

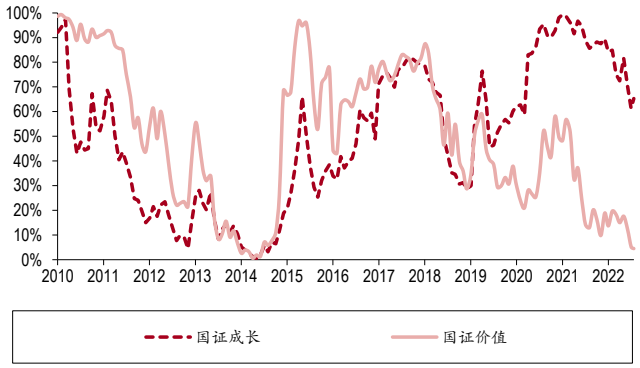
**悲观预期修复或带来风格分化阶段性弥合。**当前来看，地产产业链的下行和风险是内需疲弱的主要因素，而销售端经营性现金流的改善是当前来看最为直接和可行的手段。本周初央行双双调降 MLF 及逆回购利率，降息操作及幅度大超市场此前预期。央行意外降息一方面显示当前政策稳增长的决心和意愿，另一方面也强化了市场对于 8 月 LPR 利率调降预期。此外，本周国常会也着重部署推动降低企业融资成本支持信贷有效需求回升，同时监管机构也在通过各种方式为示范房企提供流动支持。预计季末基本面预期有望得到一定程度修复。海外方面，我们看到 7 月通胀数据披露后，市场对于 9 月联储加息 75BP 的预期迅速降温，当前海外进一步紧缩的可能性进一步降低，这也印证了我们中期策略中对于下半年海外冲击减弱的预判。下半年，中美货币政策的分化趋势将会得到进一步收敛，海外资金边际净流出压力减轻。短期市场或仍持续在需求弱+流动性宽松的逻辑演绎之中，而随着实体需求的边际修复，市场对于基本面的悲观预期有望得到边际修复。当前宏观环境仍有利于成长风格表现，但目前赛道股交易集中度和持股集中度较高，热点轮动加剧，操作难度加大。相较之下，大盘价值赔率处于较低水平，稳增长政策进一步发力可能会带来价值蓝筹估值的阶段性小幅修复。

**图表 1. 7 月地产投资持续下行**




*资料来源：万得，中银证券*

**图表 2. 当前成长风格与价值风格估值分位情况**

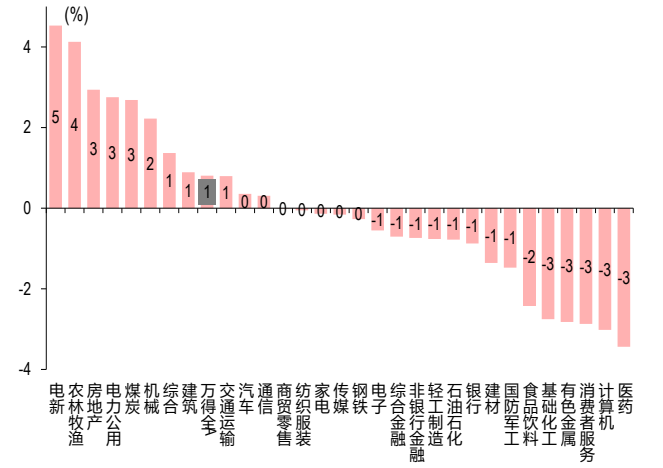



*资料来源：万得，中银证券*

## 中观与行业景气

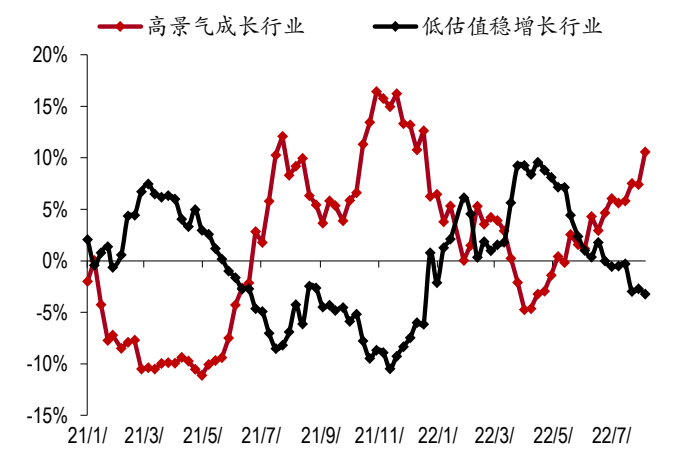
本周下跌行业相比于上周有所增加，各大板块结构性分化延续，高景气成长行业跑赢低估值稳增长行业。本周行业和热点轮动现象明显，焦点仍是新能源赛道，光伏板块周内连续走高。成交额占比方面，科技成长（计算机/通信）周度成交额占比小幅下降，高景气中游成长行业中（军工/电子）小幅下降，金融地产稳增长（电力公用/建筑/交运/地产）整体有所回升，消费类（消费者服务/商贸零售/医药/食品饮料）延续回落。从我们构建的相对收益趋势与动量图（RMG，Relative return trend and Momentum Graph）观察各主线区间超额收益趋势与短期动量走势来看，疫情零星爆发以及政策发力真空期的消费大类相对收益延续回落，流动性宽松环境下高景气成长继续震荡上行，稳增长与资源通胀类震荡企稳。

**图表 3. 一级行业周涨跌幅**



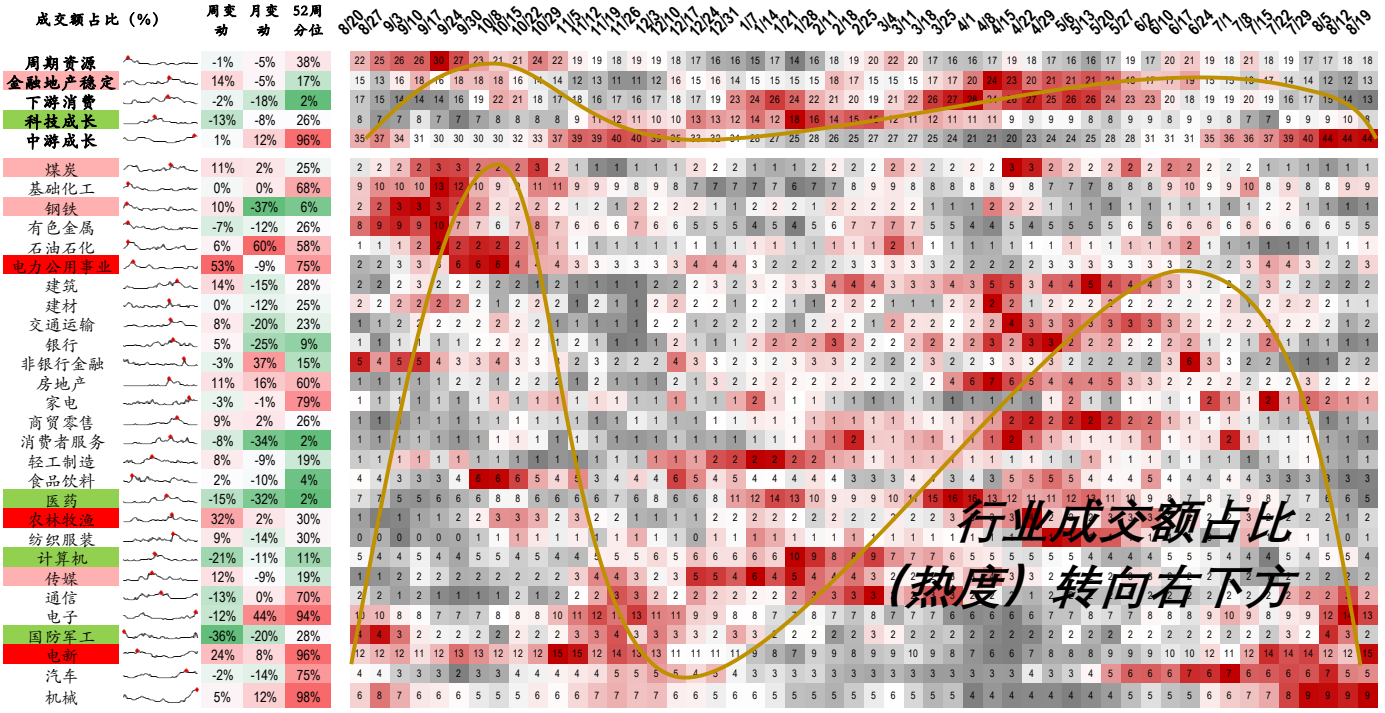

*资料来源：万得，中银证券*

**图表 4. 21 年初迄今大类行业相对全 A 走势**



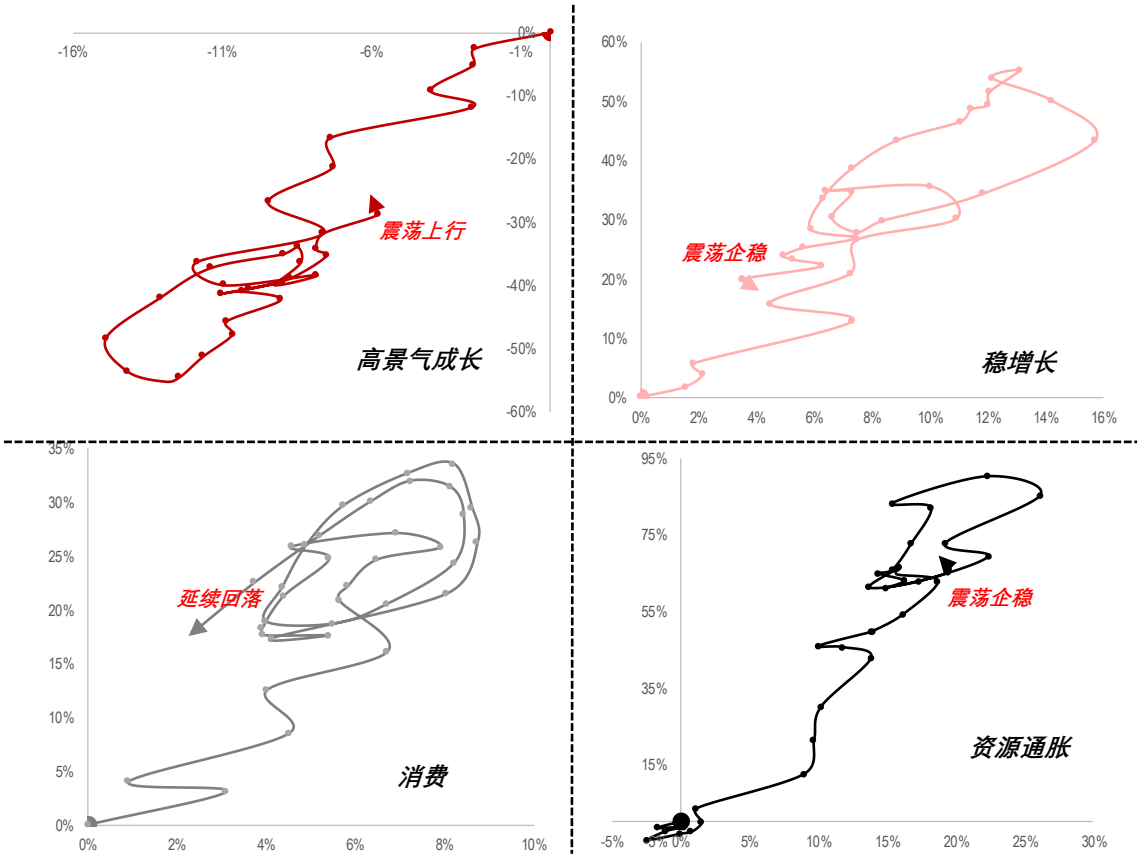

*资料来源：万得，中银证券；注:以电子/电新/军工三个行业等权拟合高景气指数,以建筑/交运/家电/地产/银行等 6 个行业等权拟合稳增长指数*

**图表 5. 大类行业及一级行业成交额占比变动**




*资料来源：万得，中银证券*

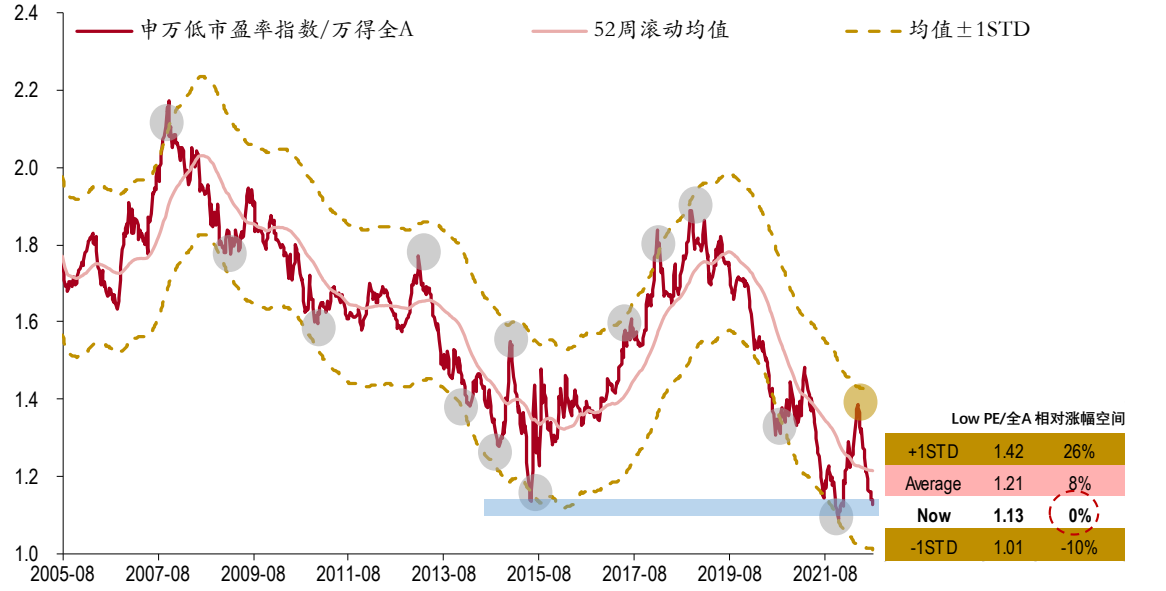
**图表 6. 四主线趋势与动量**




*资料来源：万得，中银证券；注：高景气成长（电子/军工/电新），稳增长（建筑/建材/机械/银行/地产），消费（社服/家电/医药/农林牧渔/食品饮料），资源通胀（石油石化/煤炭/有色），相对全 A 平均收益拟合；收益趋势与动量图（RMG，Relative return trend and Momentum Graph），横轴为 21 年 12 月迄今相对全 A 区间收益趋势，纵轴为四周动量。*

我们在 4 月 10 日周报《耐心等待内需企稳》中提出，“对于地产链基建链空间展望而言，低估值行业相对收益大概率将迈过均值，向一倍标准差上沿迈进，距离上沿还有 5%的相对收益空间，仅存在交易型机会。时间角度展望来看，参考历史情境较为相似的 12 年稳增长行情，在信贷数据高增验证完成或经济增长指数实际数据拐点发生前，低估值指数转头向下，市场重新交易强宽松背景下此前超跌的成长相关行业。”从当前情况来看，风格如期转向超跌的成长行业，且低估值稳增长链此前在触碰上沿后，如期回落且回撤幅度较大，迅速向均值下沿迈进，但从当前绝对位置来看，已基本接近 15 年中级 21 年中的底部区间，因此当前阶段对于低估值稳增长蓝筹的关注重要性重新提升。

**图表 7. 低估值稳增长相对全 A 重新接近底部**



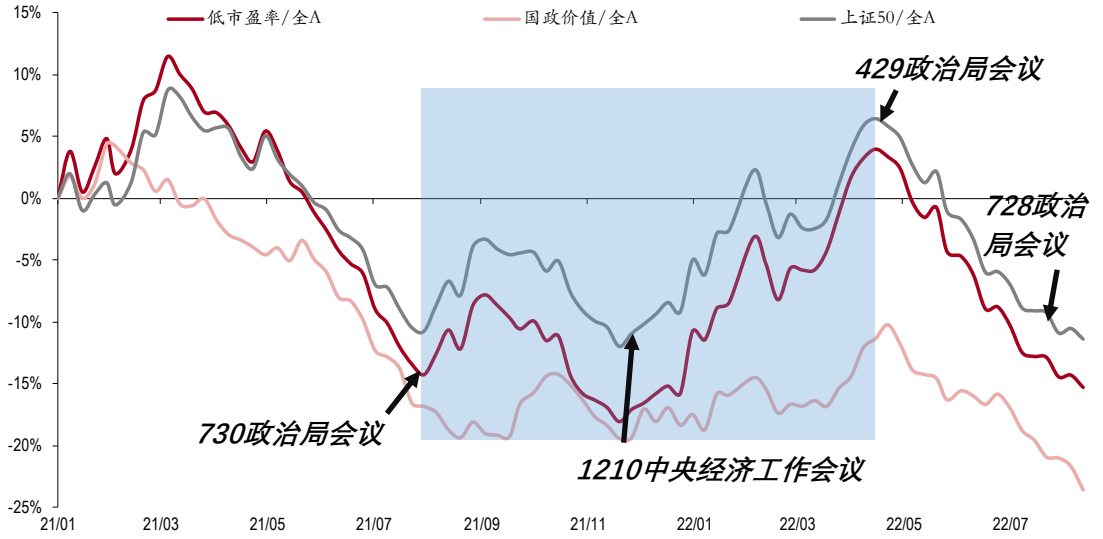

*资料来源：万得，中银证券*

**低估值稳增长与高景气成长行业之间表现有望转向均衡。**近 3 个月，在科技成长年初超跌、美债利率上行趋缓，国内市场流动性充裕等众多因素支撑下，市场交易的主逻辑为我们此前提到的存量景气预判下优先侧重景气稀缺方向，电新/电子/军工以及 TMT 等小市值科技成长股在此逻辑下录得较强市场表现，而整体宏观层面目标放缓、挑战增多以及政策定力等使得低估值价值蓝筹呈现跷跷板式下行。

复盘 21 年以来低估值稳增长相关行业及指数走势来看，政策推动的预期先行，成为风格及行业表现的核心因素，21 年 730 政治局会议释放出经济下行压力加大的信号，市场首次开始预期稳增长举措将出台，低估值价值风格首次引领风格切换，但随后稳增长措施出台较慢，预期因子逐渐消退，直到 12 月 10 日中央经济工作会议召开，市场将其视作正式定调稳增长的信号，相关低估值稳增长行情顺势开启。而进入 22 年年中，以《扎实稳住经济的一揽子政策措施》/33 条措施发布，标志前期稳增长政策密集发布高峰告一段落，而到了 7 月，政府取消年初经济增长目标，更是强化了稳增长行情的预期消退。

进入 8 月，尽管下半年宏观经济发展仍面临一定不确定性，国务院相继召开经济大省政府主要负责人经济形势座谈会，总理在广东省考察中强调进一步巩固经济恢复发展基础，把稳增长放在更加突出位置，以及国常会部署推动降低企业融资成本和个人消费信贷成本的措施等，反映尽管市场预期较低，但稳增长举措仍在有序推进。从以上证 50 所代表的低估值价值蓝筹成交额占比分位以及股权风险溢价角度来看，当前相关板块及行业也已步入底部区域，重新具备一定配置价值。科技成长板块短期交易拥挤度较高，在行业指数近期加速上行后，波动率放大或难以避免，但电动车销售旺季 9-10 月即将到来，且宏观风格切换信号并不明显，难言结束，因此当前阶段建议适度转向配置均衡。

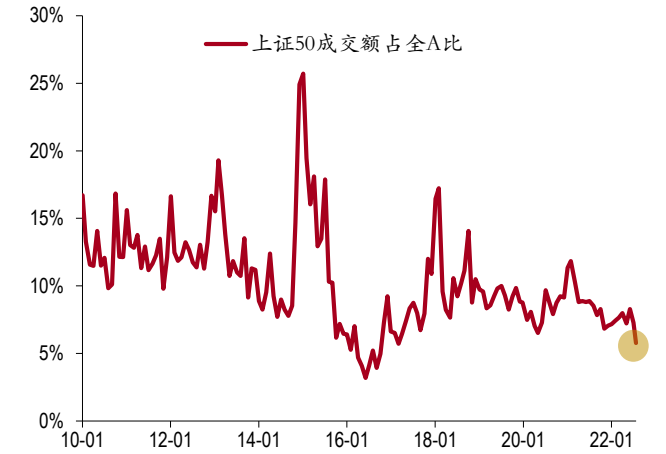
**图表 8. 政策预期驱动低估值稳增长行业相对表现**




| | 21年730政治局会议 | 21年1210中央经济工作会议 | 22年428政治局会议 | 22年728政治局会议 |
|---|---|---|---|---|
| 财政政策 | 积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。 | 积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。要保证财政支出强度，加快支出进度。实施新的减税降费政策，强化对中小微企业、个体工商户、制造业、风险化解等的支持力度，适度超前开展基础设施投资。 | 实施好退税减税降费等政策。 | 财政货币政策要有效弥补社会需求不足。用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额。 |
| 货币政策 | 稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复。要增强宏观政策自主性，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。 | 稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。引导金融机构加大对实体经济特别是小微企业、科技创新、绿色发展的支持。 | 用好各类货币政策工具。 | 货币政策要保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金。 |
| 地产政策 | 要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期，促进房地产市场平稳健康发展。加快发展租赁住房，落实用地、税收等支持政策。 | 要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。 | 要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展。 | 要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。 |

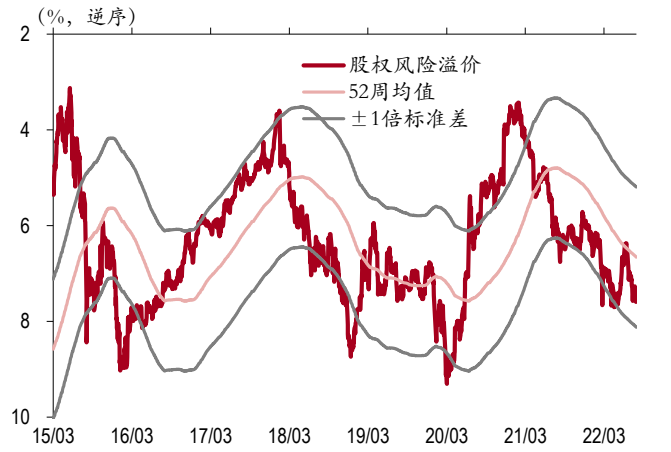
*资料来源：万得，新华社，中银证券*

**图表 9. 上证 50 成交额占比传近 5 年新低**




*资料来源：万得，中银证券*

**图表 10. 上证 50 股权风险溢价接近前底**

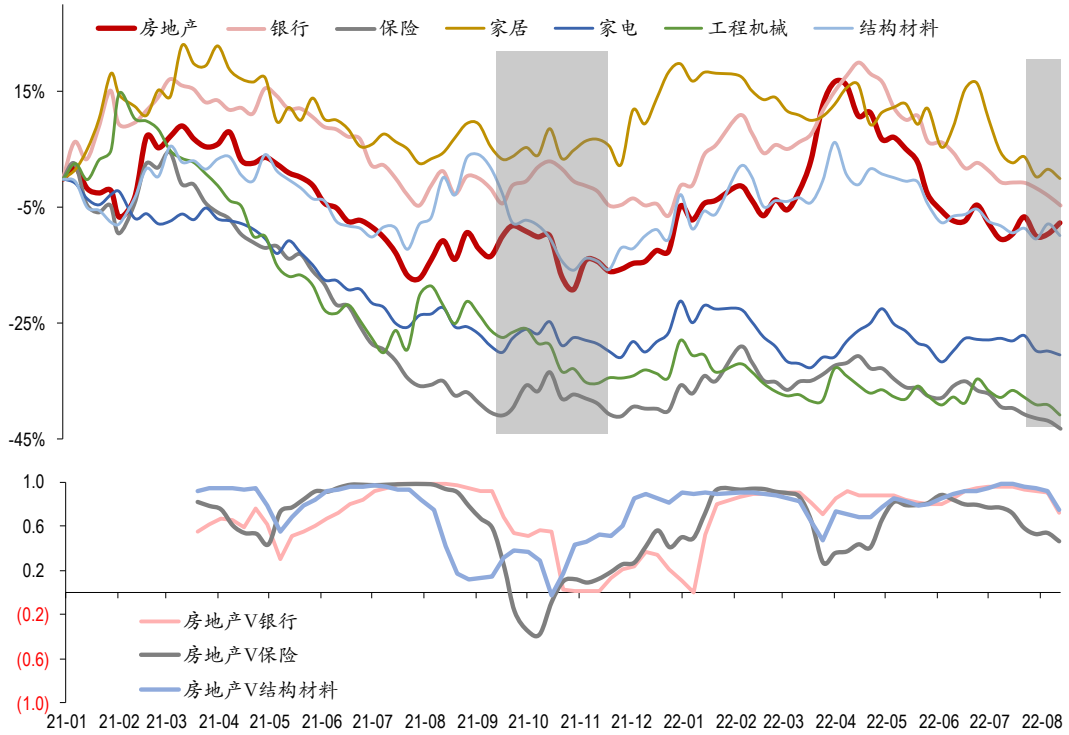



*资料来源：万得，中银证券*

**稳增长金融地产方向此前受利空影响大幅回落，后续依赖政策刺激信心及股价修复。**此前地产/银行/建材/家电等稳增长金融地产链相关行业在部分停工楼盘断贷消息影响下大幅回落。同样涉及地产领域风险的类似事件是 2021 年 9 月恒大债务危机事件的发酵，复盘恒大债务事件发酵对于各行业的影响来看，整体节奏呈现典型的沿政策纾困节奏逐步实现信心 U 型修复的特征。

去年 9 月恒大债务问题开始发酵，相关行业股价走势随即走弱，民营房企信用风险逐渐片状扩散，花样年/阳光城/佳兆业/奥园等先后出现美元债展期情况，市场信心进一步被削弱，从各一二级行业指数的联动反应来看，保险/银行以及同产业链的家具/家电/部分建材/机械都与地产行业具有一定的正相关性，从我们测算的滚动相关系数来看，保险/银行行业与地产行业指数的相关性更高，前者担忧的地产行业资产价格大幅下跌带来的投资收益下降，后者担忧的地产行业资产质量大幅下降带来的经营风险。

**图表 11. 房地产行业指数与部分其他行业相关性**



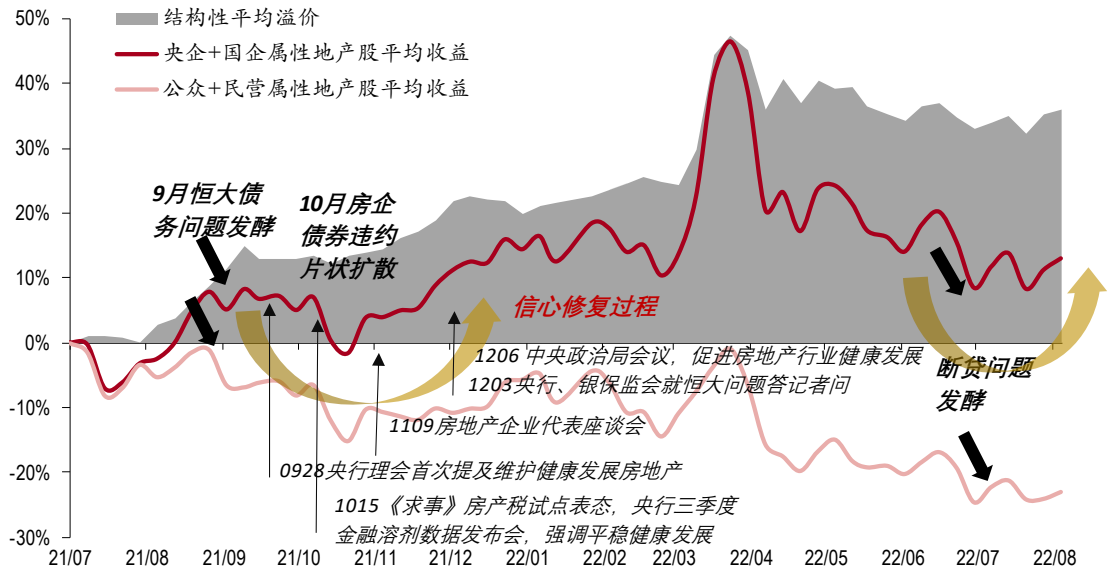

*资料来源：万得，观点地产网，中指研究院，中银证券；注：下图为相对全 A 收益 12 周滚动相关性*

但与风险扩散同步展开的是政策的纾困速度，与之伴生的是各政府机构密集发声所带来的信心修复。在去年 9 月中部分地产债问题爆发前后，全国已经出现零星的地方城市落户放松或楼市放松政策，国家层面在 9-12 月展开了至少四轮政策密集发声：第一轮信心修复政策信号为 21 年 9 月 27 日央行货币政策委员会召开 2021 年第三季度例会，提及“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”以及 9 月 29 日央行银保监会主持召开房地产金融工作座谈会；第二轮为 10 月密集召开房地产企业代表座谈会以及刘鹤副总理发言，强调地产企业合理资金需求正在得到满足，保持房地产信贷平稳有序投放，维护房地产市场平稳健康发展。第三轮为 11 月中旬央行、银保监会等再发声，强调房住不炒框架下的稳地价、稳房价、稳预期，政策对房企融资支持力度有所加强。第四轮为 12 月 3 日五部门就恒大问题答记者问以及 12 月 6 日的中央政治局会议，强调推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环。

政策底信号叠加估值历史底部，房地产行业指数于 21 年 11 月初见底，在纾困政策的逐步发力下，伴随着信心修复，房地产及其他相关稳增长链行业也开启同步修复上行。

22 年 7 月断贷事件发生，仍属于民营地产企业债务问题扩散的后续事件，整个 7 月，上证 50/国政价值/申万低市盈率指数较万得全 A 超额收益为-6.0%/-3.3%/-4.2%，担忧情绪得到一定表露和释放，事件发生后银保监会也出台了有关措施，表态将引导金融机构市场化参与风险处置，加强住建部门、中国人民银行工作协同，支持地方政府积极推进三保工作。七月至 8 月初，政策的发声密度与强度较去年明显偏弱，地产为代表的相关稳增长链修复力度也同样偏弱，尽管包括 728 政治局会议在内的顶层和多个地方政策相继表态，但方向上仍然聚焦在“保交楼”，而进入八月中旬，增量政策方面，华融与阳光城签署纾困重组框架协议，监管指导为示范房企提供流动性支持，以及五年期 LPR 下调预期等明显开始提振市场信心，参考上一轮恒大债务问题爆发后的市场及行业走势来看，等待政策再次密集发布所带来的稳增长低估值价值行业信心 U 型修复值得保持关注。

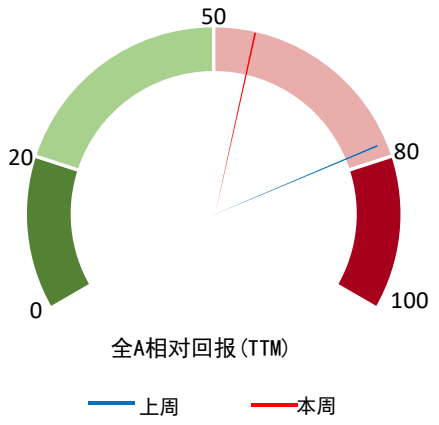
**图表 12. 政策推动房地产行业信心 U 型修复**




*资料来源：万得，观点地产网，中指院，中银证券；注：选取 AH 两地市场万得四级行业房地产开发&多样化房地产活动共 148 家上市公司计算平均收益。*

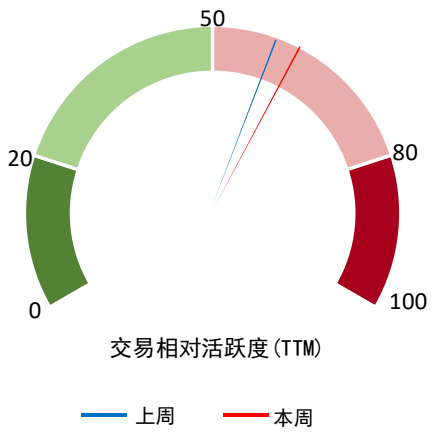
# 一周市场总览、组合表现及热点追踪

**图表 13. 本周全 A 相对回报环比上周回落**



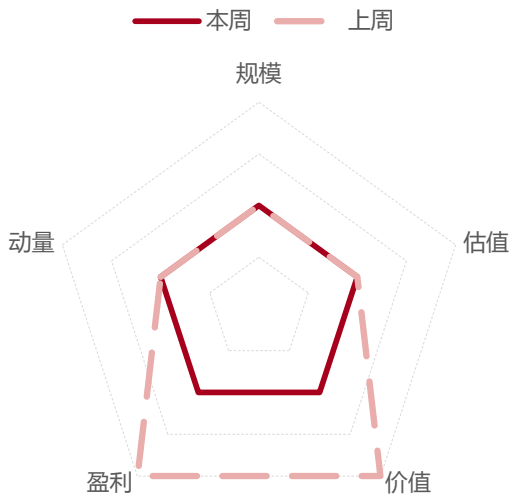

*资料来源：万得，中银证券*

**图表 14. 成交活跃度小幅回落**




*资料来源：万得，中银证券*

**图表 15. 环比上周低盈利、低价值因子占优，其余因子不变**




*资料来源：万得，中银证券*

**图表 16. 一周行业资金流向情况，地产、农业、公用事业累计净流入最多**

| 行业 | 主力净流入率(%) | 连续流入天数 | 行业 | 主力净流入率(%) | 连续流入天数 |
|---|---|---|---|---|---|
| 房地产 | 0.78 | 1 | 电子 | (2.20) | (1) |
| 农林牧渔 | 0.33 | 1 | 社会服务 | (2.23) | (4) |
| 公用事业 | (0.07) | 1 | 传媒 | (2.29) | 1 |
| 通信 | (0.31) | (1) | 环保 | (2.43) | (5) |
| 煤炭 | (0.51) | 1 | 石油石化 | (2.46) | 1 |
| 电力设备 | (0.73) | (3) | 国防军工 | (2.73) | (5) |
| 商贸零售 | (1.14) | 1 | 建筑材料 | (2.74) | (3) |
| 银行 | (1.36) | 1 | 非银金融 | (2.94) | (2) |
| 纺织服饰 | (1.45) | (2) | 轻工制造 | (3.00) | (5) |
| 综合 | (1.53) | (4) | 食品饮料 | (3.23) | (5) |
| 家用电器 | (1.60) | (4) | 美容护理 | (3.66) | (5) |
| 交通运输 | (1.86) | (5) | 基础化工 | (3.67) | (5) |
| 机械设备 | (1.88) | (3) | 计算机 | (3.88) | (5) |
| 汽车 | (2.06) | (2) | 有色金属 | (4.51) | (4) |
| 建筑装饰 | (2.08) | (5) | 医药生物 | (4.86) | (5) |
| 钢铁 | (2.19) | (3) | | | |

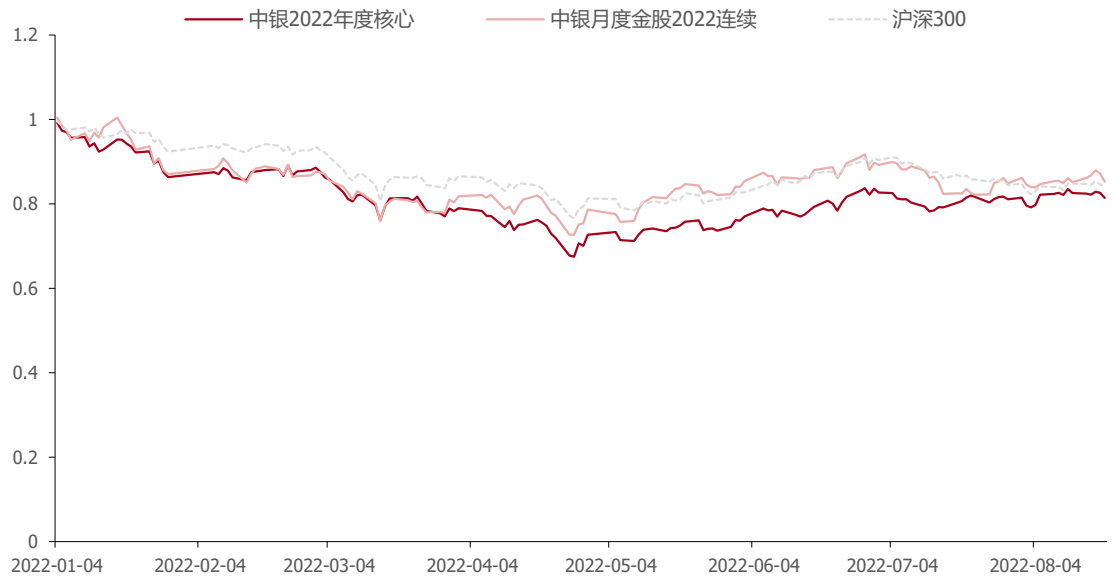
*资料来源：万得，中银证券*

**图表 17. 一周主题红黑榜，光伏逆变器、储能、火电涨幅领跑，半导体封测、电解液主题跌幅较大**

| 最热主题 | 周涨跌幅(%) | 最凉主题 | 周涨跌幅(%) |
|---|---|---|---|
| 光伏逆变器 | 14.70 | 半导体封测 | (5.17) |
| 储能 | 8.49 | 锂电电解液 | (4.99) |
| 火电 | 7.83 | 稀有金属 | (4.19) |
| 钠离子电池 | 7.03 | CRO | (4.14) |
| 水电 | 6.79 | 稀土 | (4.14) |
| 电源设备 | 6.70 | 操作系统 | (4.10) |
| 光伏屋顶 | 6.51 | 人工智能 | (4.09) |
| 风力发电 | 6.35 | 疫苗 | (4.01) |
| 绿电 | 6.11 | 自主可控 | (3.93) |
| 电力股 | 6.02 | 钴矿 | (3.76) |

*资料来源：万得，中银证券*

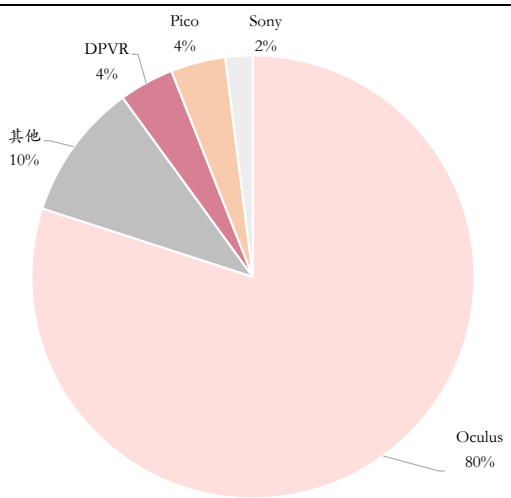
**图表 18. 中银年度核心组合、月度金股连续组合本周走势情况**




*资料来源：万得，中银证券*

**AR/VR 终端新品不断迭代。**2021 年全年全球 AR/VR 头显出货量达 1,123 万台，同比增长 92.1%，其中 VR 头显出货量达 1,095 万台，突破年出货量 1000 万台的行业重要拐点，其中 Oculus 份额达到 80%。市场预计 2022H2 pico4、Meta Quest2Pro、索尼 PSVR2 将会推出，2023 年新品还有 Meta Quest3、苹果第一代头显等，整体新品推出在加速，尤其明年 Quest3 有望带动出货量上行，苹果的产品泽有望从功能及形态端重新定义。

**图表 19. 2021 年全球 VR 头显设备主要品牌占比**




*资料来源：IDC，中银证券*

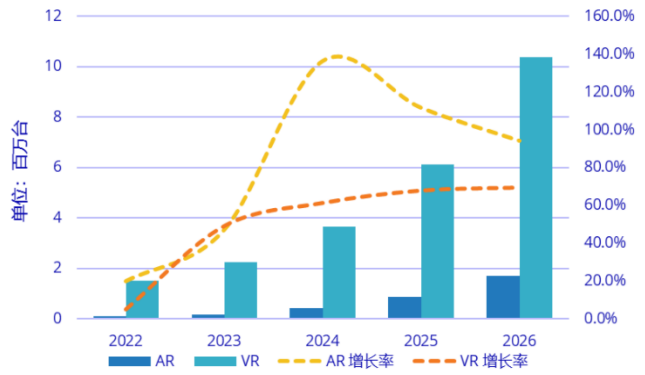
**价格下探叠加热度提升助推头显市场出货量攀升。**国内厂商新品价格集中在 2000 至 3000 元人民币，配合厂商打卡返现、购买赠内容等多种促销方式，C 端销量明显增长，2021 年国内 VR 一体机市场 C 端占比达到 46.1%。价格下探的同时，国内 VR 行业的热度也逐渐提升，2022 年上半年，中国 VR 市场零售额突破 8 亿元，同比增长 81%，头戴式显示器销售均价由早期的千元以下升至 1740 元左右。根据 IDC 的数据，2016-2021 年间，全球 VR 头显设备出货量从 180 万台增长至 1095 万台，5 年 CAGR 高达 43%；2022 年 Q1 全球 VR 头显设备出货量 356 万台，同比增长 242%，而中国 VR 头显出货 25.7 万台，同比增长约 15%，占全球比例约为 7%，受疫情等因素影响出货量增速放缓。IDC 预计 2022 年全年 VR 头显出货量将达到 1390 万台，同比增长约 27%。在 2023 年，随着 Meta、Pico、Sony 都将推出下一代 VR 头显设备，苹果或将发布 MR 头显设备，市场出货量有望加速增长。

**图表 20. Pico4 与 Quest2 参数对比**

| | Pico 4 | Quest 2 |
|---|---|---|
| 电池容量 | 5300mAh | 3640mAh |
| 分辨率 | 单眼 2160*2160 | 单眼 1832*1920 |
| PPI | 1200 | 773 |
| 视场角 | 可视角度 105° | 可视角度约 100° |
| 瞳距调节 | 无级调节 | 58mm,63mm,68mm |
| 镜片方案 | Pancake | 菲涅尔透镜 |
| 裸手识别 | 支持 | 支持 |
| 面部识别 | 支持（仅 Pro 版本） | 不支持 |
| 眼球追踪 | 支持（仅 Pro 版本） | 不支持 |
| 彩色透视 | 支持 | 不支持(为黑白透视) |

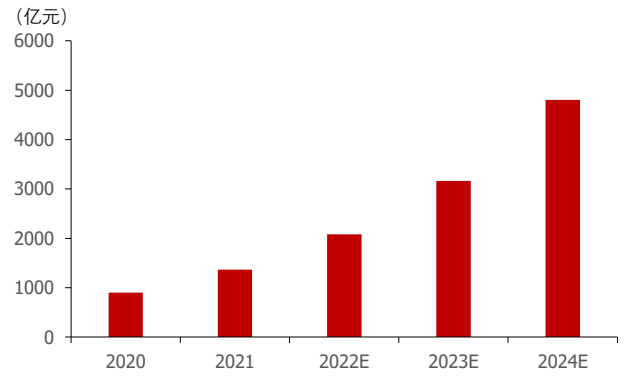
*资料来源：字节跳动，Meta，中银证券*

**图表 21. 中国 AR/VR 市场头显出货量预测**




*资料来源：IDC，中银证券*

**图表 22. 全球(AR/VR)市场规模预测(产品加总)**




*资料来源：高瞻产业研究院，中银证券*

**硬件厂商内容生态建设投入力度加大。**当前硬件厂商基本维持硬件+内容强绑定的现状，各自头显内的应用商店较为独立。通过自研+引进两种模式，国内 VR 厂商应用商店内的游戏数量在 2021 年持续提升。目前国内市场主流一体机产品硬件配置差异不大，厂商开始重点发力各自应用商店内的应用内容生态建设，重点提升游戏数量以及游戏质量。目前市面上硬件产品性能成熟，VR 设备出货量高速增长，VR 用户群体正在以高速逐渐扩大，而 VR 游戏更是 VR 类体验中最核心的内容。然而，国内 VR 游戏产业链存在诸多痛点。游戏内容来源层面，国内市场面临着海外佳作较难引进、本土化优秀作品缺失的窘境；VR 游戏内容在本土的商业化和运营能力稍显薄弱，VR 游戏和玩家的社区生态建设仍在起步阶段，内容提供商依然较为稀少；目前 VR 消费者的使用习惯及活跃阵地尚在培养期，用户体验远不及传统游戏。

**行业营销模式多样化销售渠道多元化，VR 全景或成销售新宠儿。**自 2021 年国内 VR 厂商的营销模式及销售渠道均开始出现变化，随着互联网头部厂商的收购入局，电商平台直播、KOL 推广、代言人宣传、活动广告植入等新的营销方式接连刺激消费者市场。同时值得关注的是，2022 年初 VR 厂商已经开始了线下自有品牌门店的尝试，除了提供给消费者在电商平台购买产品的新渠道外，更具有品牌行为的意味。随着 5G 网络加速推进移动互联网发展，传统的文字、图片、视频被动的展示形式已经无法满足消费者对信息真实性的要求。以酒店营销为例，VR 全景通过 1 比 1 还原现实场景，将全方位将酒店信息进行真实展示，并且赋予用户多视角、多场景主动选择的权利。用户可以在各个漫游点中了解酒店一切，转动手机或移动鼠标，身临其境地 720 度转动查看，用“上帝视角”提前了解酒店的室内外分布及实景 VR 效果，所见即所得。VR 全景最大化地匹配每个用户的针对性需求，实现信息的精准、有效传播，从而为实体商户创造丰富的线上转化。

**VR/AR 赛道方面值得关注的环节：显示技术、光学透镜、摄像头以及 MR 技术。**显示技术层面，设备的分辨率和响应时间的不断改善为用户带来更加逼真的沉浸式体验，因而产品更迭中 Mini LED 渗透率逐步提升。在对分辨率的高要求下，新型显示技术 Mini LED 与 Micro OLED 正成为受厂商青睐的新型显示技术。在当前，已发布的应用 Mini LED 的 VR 头显共有三款，为 Varjo Aero 及 Pimax Reality 产品及 Crystal 产品。目前该产品的成本仍是难题，以 2021 年较为知名的 Micro OLED 产品 arpara VR 一体机为例，pancake 光学设计，分辨率 2.5K，刷新率最高 120Hz，32PPD，重量仅 200g。价格为 3999 起。

**VR/AR 光学透镜层面，下一代 Pancake 方案或成未来主流方案。**新方案可以大幅降低 VR 眼镜厚度、改善视觉体验，目前主流产品项目均已采用，有望成为主流方案。据悉 Pancake 方案利用光的偏振特性，通过半透半反膜、反射偏振片等使光在光学模组中反射多次，达到“折叠”光学路径的目的，从而大幅降低 VR 头显重量及尺寸，提升用户的佩戴体验。已知 Pico 今年 9-10 月于国内及美国同步发布的 Pico Neo 4 以及 Pico Neo 4 Pro，显示系统搭载的是 Pancake 方案；Meta 的 Project Cambria，预计将于 10 月的 Connect 大会发布，光学采用的也是 Pancake 方案；在“2022 世界 5G 大会”上，创维最新的 VR 短焦产品 PANCAKE1 亮相，采用的正是 Pancake 超短焦折叠光学。

**VR/AR 摄像头层面，眼球追踪技术将拉动摄像头需求。**随着眼球追踪等更多功能的引入，每台设备的摄像头数量将有所增加。目前的 VR 设备，在硬件方面对于畸变和色散的修正并不完善，大部分是基于图形算法层面进行补偿，这只是一定程度的减少了畸变和色差。由于人的瞳距不同，佩戴方式不同，注视点不同，都会导致人的瞳孔偏离出瞳位置，造成实时观看中畸变形状不同，影响用户体验。通过眼球追踪技术获得人眼的注视点，人眼和镜片的相对位置，能够实时矫正。近日，抖音 Pico 公司 VR 眼球追踪专利获授权，其应用将可减小计算误差。

**苹果和 Meta 押注穿透式 MR 技术，MR 头显即将面世。**MR 相对一般 VR/AR 赛道更为特殊，苹果公司和 Facebook 母公司 Meta 预计将在未来一年发布混合现实（MR）的头戴式显示设备（下文简称"头显"）。为了扩大市场，Meta 和苹果公司需要让消费者相信更先进的技术是值得投资的。据媒体报道，两家公司都押注于一种名为"穿透式混合现实"（Pass through Mixed Reality）的新技术，这种技术要求更好的显示器和更强的处理器。如果该项 MR 技术真如广告所宣传的那样，那么未来的头显将同时拥有 VR 和增强现实（AR）的功能，从而增强虚拟应用和现实世界的融合。穿透式 MR 头显的主要问题是，该设备需要很多昂贵的零部件和功能强大的头盔显示器，而高昂的成本限制了其市场规模。Varjo 公司创始人 Urho Konttori 表示，要开发一款重量、尺寸、功能、体验、价格都合适的产品是非常棘手的，而目前的成本价和运输费用都很高昂，Meta 和苹果仍然面临挑战。

**投资建议：产业生态尚未闭环，VR 赛道仍是蓝海。**目前由于内容与服务较为匮乏、应用生态不完善，能满足消费者需求的爆款级、标杆级 VR 应用尚未出现，面向消费者的虚拟现实开发内容缺乏变现渠道，尚未形成良好的产业生态和正向循环。尽管 VR 技术正在改进，但目前为止，VR 头显仍没有成为广大消费者的刚需产品，仍是一小部分人群使用 VR 设备。根据维深 WellsennXR 的数据，2021 年全球 VR 出货量为 1029 万台，预计 2024 年将达 3546 万台，CAGR+51.05%。虽然元宇宙概念在过去一年起到了前所未有的概念普及作用，消费市场出货占比在过去几个季度持续提升，但这一年内 VR 设备的技术参数和内容体验没有出现跨越式的进步。我们预计下半年开始，随着新品的逐渐发布以及线下各类计划的推进，消费者市场会逐步打开，A 股方面建议关注歌尔股份（VR/AR 组装代工龙头）、三利谱（国内偏振片龙头）、创维数字（刚发布 VR 短焦产品 PANCAKE1）。

## 风险提示

内需修复不及预期，疫情发展超预期恶化，VR 产品推出不及预期。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

**公司投资评级：**

买　　入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

**行业投资评级：**

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

**中银国际证券股份有限公司**
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

**相关关联机构：**

**中银国际研究有限公司**
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

**中银国际证券有限公司**
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

**中银国际控股有限公司北京代表处**
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

**中银国际(英国)有限公司**
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

**中银国际(美国)有限公司**
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

**中银国际(新加坡)有限公司**
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371