

2025 年 03 月 13 日

3 个判断科技成长赔率的视角

策略研究团队

——投资策略专题

韦冀星（分析师）

weijixing@kysec.cn

证书编号：S0790524030002

● 拥挤度——行业股价阶段性顶部的风险判断指标

对于行业来说，有三大指标对交易拥挤度可以形成指引：成交额占比、换手率、相对换手率。交易拥挤度往往是一个行业股价阶段性顶部的风险判断指标。历史上来看，当拥挤度指标突破阈值后，对应行业较容易出现阶段性的股价调整。但需要注意两点：（1）不是每个行业都可以用交易拥挤度来预警股价，交易拥挤度的适用范围是有限的；（2）交易拥挤度不是 100%有效的风险预警条件，交易拥挤度是基于微观结构理论的一个技术参考指标。将 3 月 7 日拥挤度数据与上一周数据比较，当前科技成长品种的拥挤度持续高位，但拥挤度有一定的边际回落：

- （1）拥挤度预警线上，交投活跃度仍有上升的行业：国防军工；
- （2）拥挤度预警线下，交投活跃度显著上升的行业：有色金属、美容护理；
- （3）从拥挤度的预警线上降至线下水平的行业：传媒、通信、汽车；
- （4）其他拥挤度仍在预警线上、但有所降温的行业：机械设备、计算机、电子、家用电器、商贸零售。

● 相对估值分位数——行业相对股价周期的指引

我们发现春节回来后拥挤度指标对于 TMT 的指引开始减弱——明显超过阈值后，TMT 和机器人仍然继续上行。我们引入一个新赔率视角：相对估值。具体做法：把科技成长品种的估值与万得全 A 的估值相除，然后判断其历史位置是高是低。

截止 2025 年 3 月 11 日，科技成长品种当前的相对估值情况来看，科技品种当前尚未到历史极值高度，但已经不算便宜（以下分位数均为 2011 年以来）：

TMT：PE：当前 TMT 与万得全 A 的相对 PE 估值在 63.1%分位数上。**PB：**当前 TMT 与万得全 A 的相对 PB 估值在 64.9%分位数上。

机器人：PE：当前机器人与万得全 A 的相对 PE 估值在 77.1%分位数上。**PB：**当前机器人与万得全 A 的相对 PB 估值在 81.2%分位数上。

电子：PE：当前电子与万得全 A 的相对 PE 估值在 75.4%分位数上。**PB：**当前电子与万得全 A 的相对 PB 估值在 98.8%分位数上。

计算机：PE：当前计算机与万得全 A 的相对 PE 估值在 94.7%分位数上。**PB：**当前计算机与万得全 A 的相对 PB 估值在 78.9%分位数上。

传媒：PE：当前传媒与万得全 A 的相对 PE 估值在 46.1%分位数上。**PB：**当前传媒与万得全 A 的相对 PB 估值在 58.4%分位数上。

通信：PE：当前通信与万得全 A 的相对 PE 估值在 26.9%分位数上。**PB：**当前通信与万得全 A 的相对 PB 估值在 90.6%分位数上。

● 绝对估值分位数——行业自身估值位置的指引

对于典型的科技成长品种来看，当前绝对估值的历史分位数（2011 年以来）仅有汽车、计算机处在历史上看“相对较贵”的位置，其余品种来看并不算特别贵。其中电力设备的 PE 和 PB 估值所处历史分位数仅为 30%附近，处于便宜区间。

风险提示：政策超预期变动；全球流动性及地缘政治风险；定价模型失效。

相关研究报告

《从 AH 溢价视角看当前港股修复——投资策略专题》-2025.3.12

《历史上两会前后的日历效应、科技成长的持续性——投资策略专题》-2025.3.1

《开源金股，3 月推荐——投资策略专题》-2025.2.28

目 录

1、 拥挤度——行业股价阶段性顶部的风险判断指标.....	3
2、 相对估值分位数——行业相对股价周期的指引.....	5
3、 绝对估值分位数——行业自身估值位置的指引.....	8
4、 风险提示.....	9

图表目录

图 1： 各一级行业拥挤度指标的有效性和阈值各不相同.....	3
图 2： 截止 3 月 7 日，交易拥挤度超过阈值的有 8 个行业，其中电子、电力设备、国防军工、计算机、机械设备共 5 个 为科技成长行业.....	4
图 3： 截止 2 月 28 日，交易拥挤度超过阈值的有 11 个行业，其中电子、电力设备、国防军工、计算机、传媒、通信、 汽车、机械设备共 8 个为科技成长行业.....	4
图 4： 当前 TMT 与万得全 A 的相对 PE 估值在 2011 年以来的 63.1%分位数上.....	5
图 5： 当前 TMT 与万得全 A 的相对 PB 估值在 2011 年以来的 64.9%分位数上.....	5
图 6： 当前机器人与万得全 A 的相对 PE 估值在 2011 年以来的 77.1%分位数上.....	5
图 7： 当前机器人与万得全 A 的相对 PB 估值在 2011 年以来的 81.2%分位数上.....	5
图 8： 当前电子与万得全 A 的相对 PE 估值在 2011 年以来的 75.4%分位数上.....	6
图 9： 当前电子与万得全 A 的相对 PB 估值在 2011 年以来的 98.8%分位数上.....	6
图 10： 当前计算机与万得全 A 的相对 PE 估值在 2011 年以来的 94.7%分位数上.....	6
图 11： 当前计算机与万得全 A 的相对 PB 估值在 2011 年以来的 78.9%分位数上.....	6
图 12： 当前传媒与万得全 A 的相对 PE 估值在 2011 年以来的 46.1%分位数上.....	7
图 13： 当前传媒与万得全 A 的相对 PB 估值在 2011 年以来的 58.4%分位数上.....	7
图 14： 当前通信与万得全 A 的相对 PE 估值在 2011 年以来的 26.9%分位数上.....	7
图 15： 当前通信与万得全 A 的相对 PB 估值在 2011 年以来的 90.6%分位数上.....	7
图 16： 当前绝对估值的历史分位数（2011 年以来）仅有汽车、计算机处在历史上看“相对较贵”的位置.....	8
图 17： 绝对估值视角下成长品种的绝对 PE（TTM）往往较高.....	8

1、拥挤度——行业股价阶段性顶部的风险判断指标

对于行业来说，有三大指标对交易拥挤度可以形成指引：成交额占比、换手率、相对换手率。

交易拥挤度往往是一个行业股价阶段性顶部的风险判断指标。但需要注意两点：（1）不是每个行业都可以用交易拥挤度来预警股价，交易拥挤度的适用范围是有限的；（2）交易拥挤度不是 100%有效的风险预警条件，交易拥挤度是基于微观结构理论的一个技术参考指标。

我们寻找出所有一级行业适用的拥挤度指标以及对应的预警阈值，以监测对应行业是否处在交易拥挤度过高的情况，从而对股价做出预警。历史上来看，当拥挤度指标突破阈值后，对应行业较容易出现阶段性的股价调整。

预警线的设置：根据历史数据，当行业拥挤度指标达到阈值后股价可能随拥挤度共同下行，因此设定阈值的 90%为预警线。

图1：各一级行业拥挤度指标的有效性和阈值各不相同

行业	成交额占比	周换手率	周相对换手率	行业	成交额占比	周换手率	周相对换手率
农林牧渔		30%		建筑材料			
基础化工		30%	180%	建筑装饰	4%	25%	200%
钢铁			150%	电力设备		25%	140%
有色金属	8.0%	40%		国防军工	4.5%	20%	200%
电子	13.0%	28%		计算机	15%	30%	280%
家用电器		14%		传媒	11%	40%	450%
食品饮料	7.0%			通信	6.5%	45%	250%
纺织服装				银行			
轻工制造		20%		非银金融		20%	120%
医药生物		25%		汽车	7%	28%	
公用事业				机械设备		27%	
交通运输				煤炭	2.5%	30%	
房地产	6.0%	30%	250%	石油石化	2%	20%	150%
商贸零售		20%		环保		30%	280%
社会服务				美容护理			310%
综合							

数据来源：Wind、开源证券研究所

截止 2025 年 3 月 7 日，交易拥挤度超过阈值的行业如下图标红数据。将 3 月 7 日拥挤度数据与上一周数据比较，可以得出以下拥挤度交易结论：

- （1）拥挤度预警线上，交投活跃度仍有上升的行业：**国防军工**；
- （2）拥挤度预警线下，交投活跃度显著上升的行业：**有色金属、美容护理**；
- （3）从拥挤度的预警线上降至线下水平的行业：**传媒、通信、汽车**；
- （4）其他拥挤度仍在预警线上、但有所降温的行业：**机械设备、计算机、电子、家用电器、商贸零售**。

因此整体来看，当前以 TMT 和机器人为代表的科技成长品种的拥挤度持续高位，但拥挤度有一定的边际回落。

图2：截止3月7日，交易拥挤度超过阈值的有8个行业，其中电子、电力设备、国防军工、计算机、机械设备共5个为科技成长行业

行业	成交额占比	周换手率	周相对换手率	行业	成交额占比	周换手率	周相对换手率
农林牧渔	0.70%	10.73%	52.10%	建筑材料	0.50%	13.13%	63.77%
基础化工	3.83%	19.20%	93.23%	建筑装饰	1.55%	17.97%	87.27%
钢铁	0.79%	19.03%	92.38%	电力设备	8.33%	22.51%	109.32%
有色金属	3.64%	19.66%	95.45%	国防军工	2.88%	20.69%	100.43%
电子	14.75%	25.73%	124.93%	计算机	14.63%	45.38%	220.31%
家用电器	2.11%	17.26%	83.82%	传媒	3.36%	32.45%	157.54%
食品饮料	1.91%	7.72%	37.48%	通信	5.51%	36.09%	175.23%
纺织服饰	0.63%	21.39%	103.84%	银行	1.34%	3.81%	18.50%
轻工制造	1.05%	23.87%	115.90%	非银金融	3.15%	10.46%	50.78%
医药生物	4.15%	11.91%	57.85%	汽车	5.64%	24.71%	119.95%
公用事业	1.05%	7.09%	34.45%	机械设备	9.16%	33.19%	161.14%
交通运输	1.07%	8.32%	40.41%	煤炭	0.39%	7.86%	38.18%
房地产	1.08%	17.22%	83.63%	石油石化	0.52%	9.06%	43.98%
商贸零售	1.51%	28.69%	139.28%	环保	0.78%	18.42%	89.44%
社会服务	0.73%	24.57%	119.31%	美容护理	0.26%	18.14%	88.09%
综合	0.18%	24.52%	119.04%				

更新时间：2025-03-07 预警依据：当下监测数值超过0.9*阈值

数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：截止2月28日，交易拥挤度超过阈值的有11个行业，其中电子、电力设备、国防军工、计算机、传媒、通信、汽车、机械设备共8个为科技成长行业

行业	成交额占比	周换手率	周相对换手率	行业	成交额占比	周换手率	周相对换手率
农林牧渔	0.85%	15.36%	62.29%	建筑材料	0.52%	16.54%	67.05%
基础化工	3.65%	21.95%	89.00%	建筑装饰	1.62%	22.03%	89.32%
钢铁	0.85%	24.49%	99.32%	电力设备	7.91%	25.22%	102.24%
有色金属	2.53%	17.07%	69.23%	国防军工	2.23%	20.14%	81.64%
电子	16.13%	33.90%	137.47%	计算机	14.48%	56.07%	227.36%
家用电器	2.43%	23.36%	94.73%	传媒	3.54%	42.10%	170.70%
食品饮料	1.93%	9.19%	37.27%	通信	6.09%	47.97%	194.48%
纺织服饰	0.59%	23.68%	96.02%	银行	1.20%	4.04%	16.40%
轻工制造	0.93%	25.02%	101.45%	非银金融	3.41%	12.98%	52.62%
医药生物	4.12%	13.99%	56.71%	汽车	5.80%	30.70%	124.49%
公用事业	1.03%	8.16%	33.10%	机械设备	9.98%	44.72%	181.33%
交通运输	1.14%	10.37%	42.07%	煤炭	0.42%	10.02%	40.65%
房地产	1.12%	20.66%	83.77%	石油石化	0.50%	9.93%	40.25%
商贸零售	1.48%	33.34%	135.17%	环保	0.72%	20.39%	82.67%
社会服务	0.68%	27.94%	113.27%	美容护理	0.20%	16.79%	68.07%
综合	0.16%	25.85%	104.81%				

更新时间：2025-02-28 预警依据：当下监测数值超过0.9*阈值

数据来源：Wind、开源证券研究所

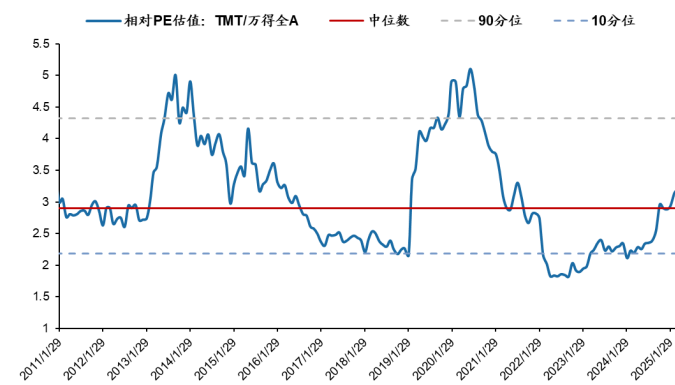
2、相对估值分位数——行业相对股价周期的指引

我们发现春节回来后拥挤度指标对于 TMT 的指引开始减弱——明显超过阈值后，TMT 和机器人仍然继续上行。我们引入一个新赔率视角：相对估值。具体做法是，把科技成长品种的估值与万得全 A 的估值相除，然后去看这个指标的历史位置是多是低。

截止 2025 年 3 月 11 日，科技成长品种当前的相对估值情况来看，科技品种当前尚未到历史极值高度，但已经不算便宜：

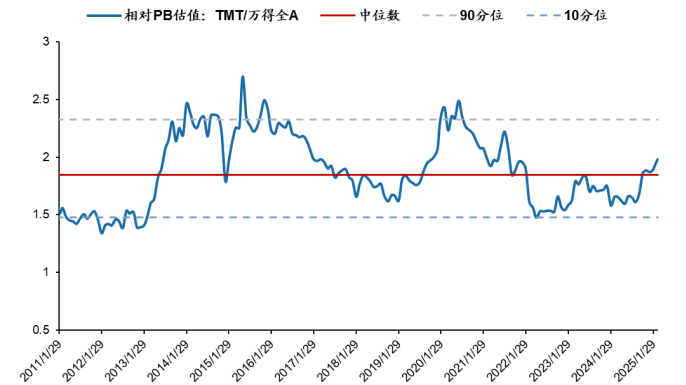
TMT——PE：当前 TMT 与万得全 A 的相对 PE 估值在 2011 年以来的 63.1%分位数上。**PB：**当前 TMT 与万得全 A 的相对 PB 估值在 2011 年以来的 64.9%分位数上。

图4：当前 TMT 与万得全 A 的相对 PE 估值在 2011 年以来的 63.1%分位数上



数据来源：Wind、开源证券研究所

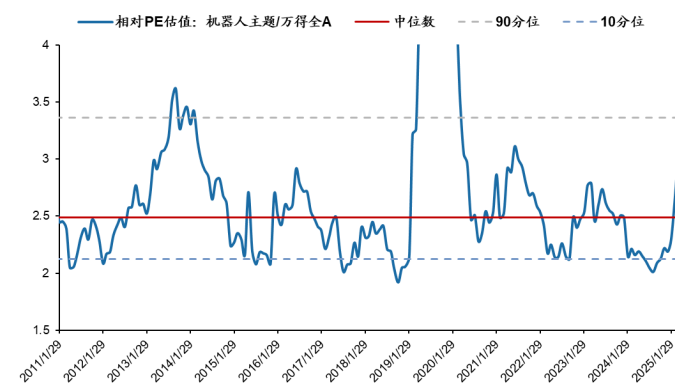
图5：当前 TMT 与万得全 A 的相对 PB 估值在 2011 年以来的 64.9%分位数上



数据来源：Wind、开源证券研究所

机器人——PE：当前机器人与万得全 A 的相对 PE 估值在 2011 年以来的 77.1%分位数上。**PB：**当前机器人与万得全 A 的相对 PB 估值在 2011 年以来的 81.2%分位数上。

图6：当前机器人与万得全 A 的相对 PE 估值在 2011 年以来的 77.1%分位数上



数据来源：Wind、开源证券研究所

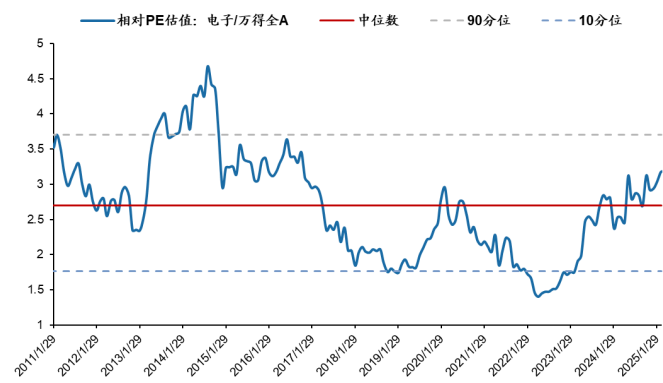
图7：当前机器人与万得全 A 的相对 PB 估值在 2011 年以来的 81.2%分位数上



数据来源：Wind、开源证券研究所

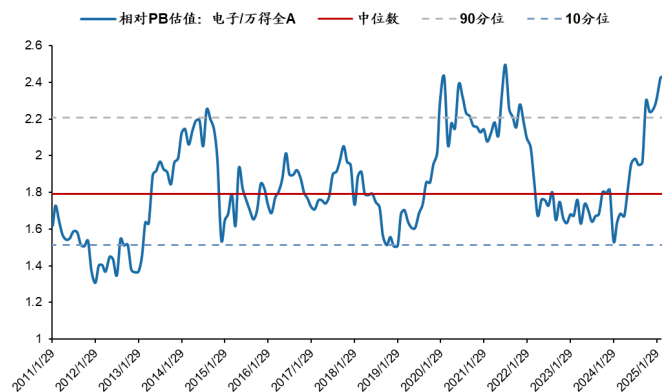
电子——PE：当前电子与万得全 A 的相对 PE 估值在 2011 年以来的 75.4%分位数上。**PB：**当前电子与万得全 A 的相对 PB 估值在 2011 年以来的 98.8%分位数上。

图8：当前电子与万得全 A 的相对 PE 估值在 2011 年以来的 75.4%分位数上



数据来源：Wind、开源证券研究所

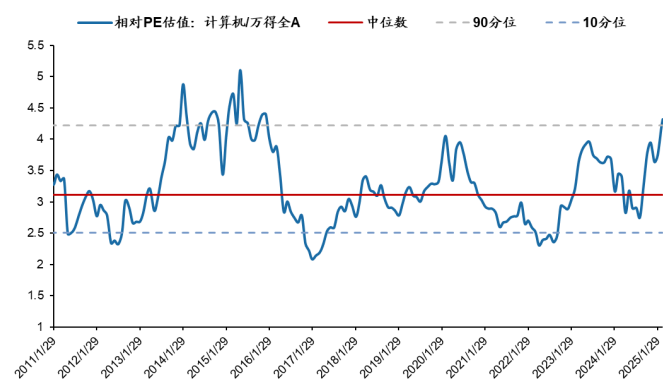
图9：当前电子与万得全 A 的相对 PB 估值在 2011 年以来的 98.8%分位数上



数据来源：Wind、开源证券研究所

计算机——PE：当前计算机与万得全 A 的相对 PE 估值在 2011 年以来的 94.7%分位数上。**PB：**当前计算机与万得全 A 的相对 PB 估值在 2011 年以来的 78.9%分位数上。

图10：当前计算机与万得全 A 的相对 PE 估值在 2011 年以来的 94.7%分位数上



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：当前计算机与万得全 A 的相对 PB 估值在 2011 年以来的 78.9%分位数上



数据来源：Wind、开源证券研究所

传媒——PE：当前传媒与万得全 A 的相对 PE 估值在 2011 年以来的 46.1%分位数上。**PB：**当前传媒与万得全 A 的相对 PB 估值在 2011 年以来的 58.4%分位数上。

图12：当前传媒与万得全 A 的相对 PE 估值在 2011 年以来的 46.1%分位数上



数据来源：Wind、开源证券研究所

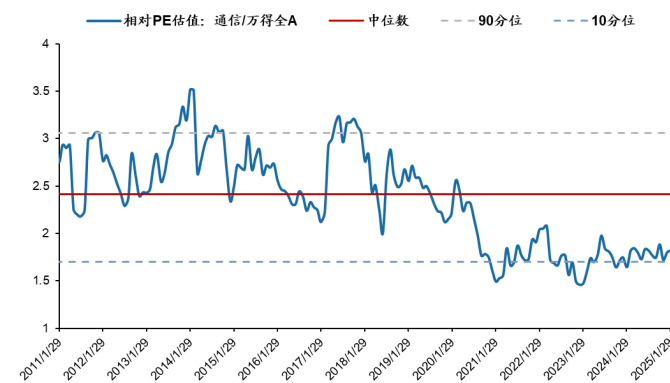
图13：当前传媒与万得全 A 的相对 PB 估值在 2011 年以来的 58.4%分位数上



数据来源：Wind、开源证券研究所

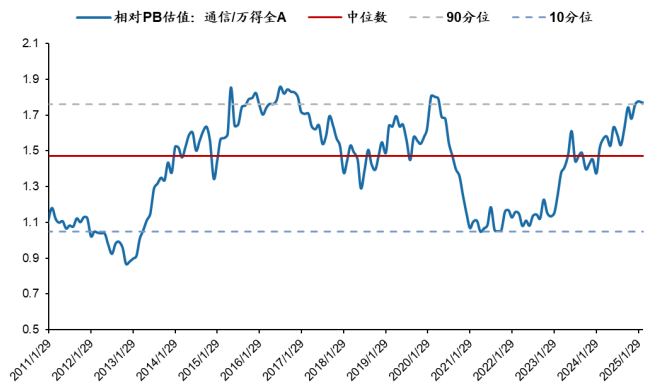
通信——PE：当前通信与万得全 A 的相对 PE 估值在 2011 年以来的 26.9%分位数上。**PB：**当前通信与万得全 A 的相对 PB 估值在 2011 年以来的 90.6%分位数上。

图14：当前通信与万得全 A 的相对 PE 估值在 2011 年以来的 26.9%分位数上



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：当前通信与万得全 A 的相对 PB 估值在 2011 年以来的 90.6%分位数上

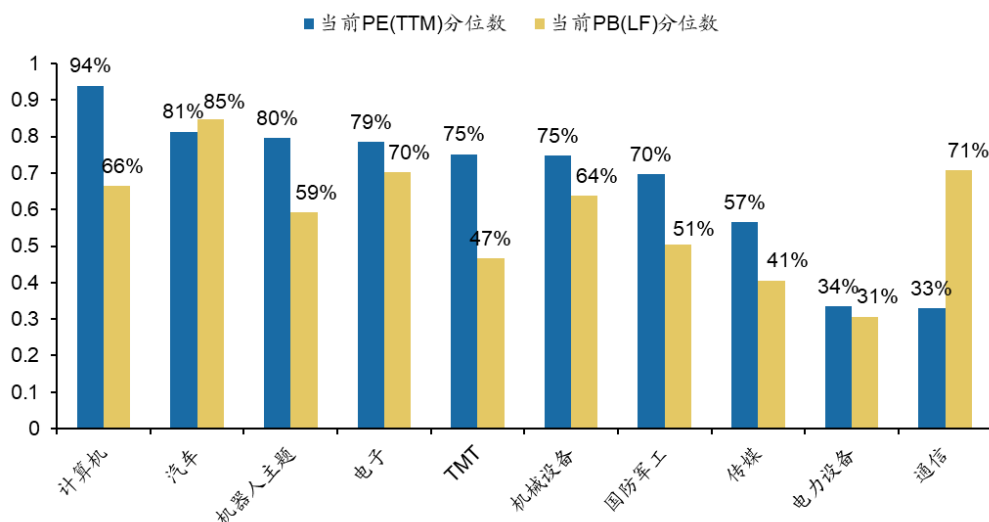


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、绝对估值分位数——行业自身估值位置的指引

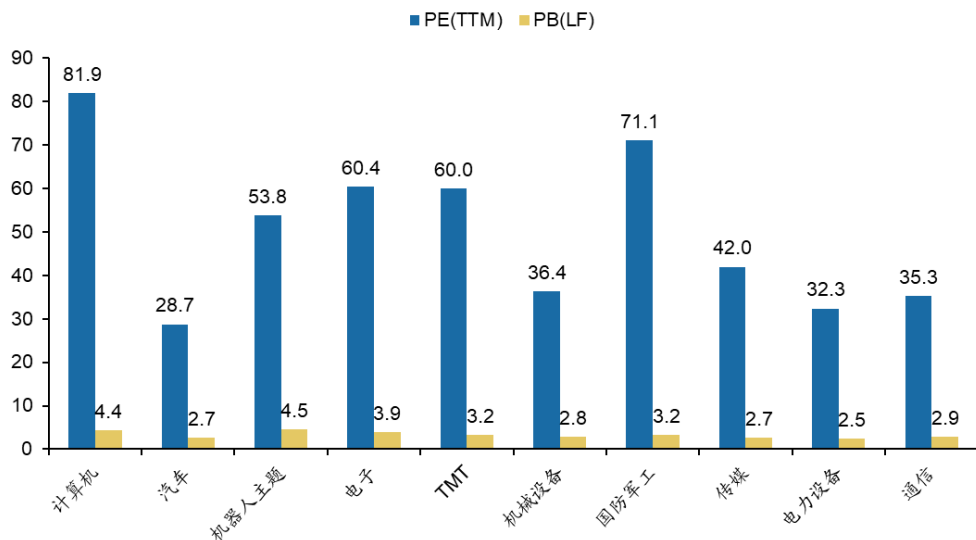
对于典型的科技成长品种来看，当前绝对估值的历史分位数（2011 年以来）仅有汽车、计算机处在历史上看“相对较贵”的位置，其余品种来看并不算特别贵。其中电力设备的 PE 和 PB 估值所处历史分位数仅为 30%附近，处于便宜区间。

图16：当前绝对估值的历史分位数（2011 年以来）仅有汽车、计算机处在历史上看“相对较贵”的位置



数据来源：Wind、开源证券研究所，数据截止 3 月 11 日

图17：绝对估值视角下成长品种的绝对 PE（TTM）往往较高



数据来源：Wind、开源证券研究所，数据截止 3 月 11 日

4、风险提示

宏观政策超预期变动放大市场波动。

全球流动性及地缘政治恶化风险。

测算的定价模型基于历史数据，不能代表未来。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn