

没有“景气”的科技浪潮

2025 年 02 月 05 日

➤ **本轮科技行情的独特之处：亏损大市值科技龙头屡创新高。**过往科技成长板块的投资分为两种形式：第一种是对新兴技术和概念的主题投资，此时对业绩的关注度相对偏低，却往往与中小弹性票紧紧绑定；第二种则是产业浪潮驱动的实际业绩增长的景气投资，标的资产业绩增长较高且持续超预期。本轮部分大市值科技股的持续上涨不太符合上述两种特征，而人工智能的产业浪潮的投资过度前置也与历史经验不符，这对于主流机构投资者的框架形成了挑战：对于保险机构而言，历史风格倾向于大市值、高股息、低估值(PE、PB)、高 ROE；而公募基金即使更喜欢高成长性，对业绩的及时兑现与连续性要求往往较高：从历史上看，股价对于业绩的抢跑不会超过三个季度，且盈利弹性明显。相较之下近两年“抢跑”的行业至今未见业绩弹性兑现。这一轮亏损大市值科技龙头股屡创新高后，要讨论这一现象背后是否存在泡沫，就需要拆解后面的因素以及找到历史参考坐标。

➤ **估值不断抬升的背后，是相关个股享受着产业浪潮下的稀缺性溢价+逆全球化下的安全性溢价+增量资金被动化下的流动性溢价。**稀缺性溢价视角，在过去中外映射行情中，海外技术/概念本体的映射会因为技术门槛过高、概念过于前沿、体量差距过大等原因而无法在 A 股找到相对纯正的映射标的。而一旦存在则会享受明显的稀缺性溢价，如果海外映射本体的产业发展持续催化，投资者也将不断提升映射标的的以 PS 为代表的估值与业绩容忍度。**安全性溢价看**，当下逆全球化进程不断深化，“安全”重要性关注度空前，逐渐成为科技、资源等板块部分核心个股估值框架中的重要一环。然而给予多少溢价依然处于探索或者说“边走边看”的状态；对于“安全”所驱动的基本面层面市场也存在更大的分歧，由于缺乏相对明确的盈利一致预期，乐观投资者的存在也可能使得传统估值框架阶段性失效。**从增量资金被动化视角看**，2022 年以来，A 股参与者结构的重要变化之一便是被动基金的快速发展，从当下主要 ETF 跟踪的指数编制以市值分层、行业中性、科创/创业板等领域为主，指数基金的购买者相较于主动基金、保险与北上等天然对业绩的关注更低。而其他参与者对于 ETF 指数编制方法的学习效应也会使得部分资产受益于资金的正反馈而价格短期大幅提升。

➤ **估值定价看：远离地面，又未到绝对的天花板。**稀缺性溢价视角：与历轮海外映射行情中本体映射的 A 股相关稀缺性标的在行情的泡沫化期能享受的最高估值与溢价程度相比，当前市场对本轮 AI 产业链市销率的乐观程度已然偏高，仅次于 2013 年至 2015 年的消费电子与移动互联网，部分个股甚至已达相对极端水平，相较下对净资产的定价则处于中等，表明市场对 AI 与人形机器人需求大幅上行已经抱有非常高期待。**而安全性溢价视角**：以 2018 年至 2022 年相对典型的半导体设备行情来看，我们采用半导体设备（实现“安全”的难度大且重要）与半导体封测（“安全”叙事较少）的估值作为产业链“安全”估值溢价上限的参考，可以看到：在 2020 年下半年至 2021 年市场对于半导体的“安全”叙事“盛行”时期，给予半导体设备“安全”估值溢价上限可达其历史中枢的 2 到 3 倍；最新 AI 产业链中的类“半导体设备”环节 GPU 板块估值溢价相较近两年中枢均尚不到 2 倍。**流动性溢价视角**：复盘上一轮投资者结构大切换，即 2016 年至 2021 年，以北上资金为代表的机构投资者成为了市场的核心定价力量，其中叠加产业周期的电新板块龙头企业的三大估值指标（PS、PE、PB）最高相较行业整体分别可溢价 6.5 倍、3.9 倍与 4.6 倍，相较之下当下 AI 产业链中主流标的所享受的 PS 溢价大多已超越，PB 视角则部分标的尚有一定距离。

➤ **估值扩张后，绩差/亏损龙头的股价走势需要关注以下几大变量：逻辑迭代、数据验证与估值体系正常化。**第一，多重宏大叙事与资金力量的叠加使得该部分科技龙头股享受了更高的以 PS 为代表的估值溢价，然而未来其中任何叙事兑现路径与逻辑的变化（如近期 DeepSeek 的出现对算力叙事的挑战）、外部突发事件冲击都可能令估值发生剧烈波动；第二，走“特斯拉”与“亚马逊”的路径：基本面层面有部分可跟踪的指标能够持续兑现（如订单量、用户数、市占率等），让投资者相信产业趋势依然存在，并且企业在其中依然占据着至关重要的地位；第三，如果主题投资向产业趋势如期切换，此时市场参与者在景气投资的方法论指引下，关注思路也将从宏大叙事转换至业绩超预期的持续性上，定价逻辑切换期也可能将放大市场表现的波动；第四，中期视角来看，新公司的上市对相关标的的稀缺性溢价造成的冲击同样需要关注。

➤ **风险提示：**历史数据无法有效指引当前。宏观环境变化速度超出预期。



分析师 牟一凌

执业证书：S0100521120002

邮箱：mouyiling@mszq.com

分析师 吴晓明

执业证书：S0100523080002

邮箱：wuxiaoming@mszq.com

分析师 梅锴

执业证书：S0100522070001

邮箱：meikai@mszq.com

相关研究

- 1.策略专题研究:2024 年 A 股业绩预告解读:磨底-2025/02/01
- 2.资金跟踪系列之一百五十四:市场热度继续回升,北上与机构 ETF 是阶段主要买入力量-2025/01/27
- 3.策略专题研究:民生研究:2025 年 2 月金股推荐-2025/01/27
- 4.A 股策略周报 20250126:春节后的悬念-2025/01/26
- 5.市场温度计系列之十七:个人与机构形成阶段向上共振-2025/01/26

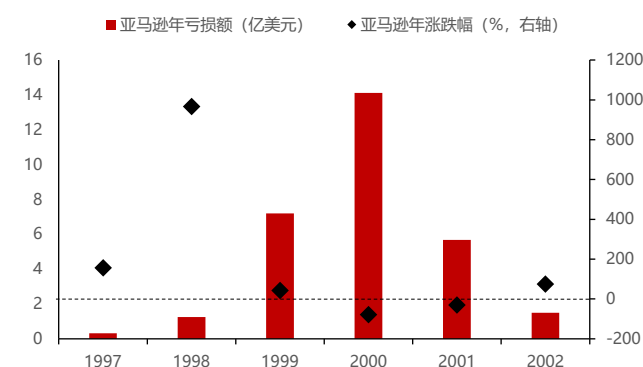
目录

1 本轮科技成长行情的纠结点：当绩差和亏损成为主力	3
2 我们的思考：宏大叙事+估值体系+定价力量.....	7
2.1 海外映射行情驱动，产业浪潮下的稀缺性溢价	7
2.2 对“安全”定价仍处于探索阶段，一致预期模糊化	8
2.3 增量资金被动化形成的正反馈，业绩权重天然降低	9
3 估值模糊化，寻找新的定价锚	12
4 填补从主题投资到产业浪潮的新空白	20
5 风险提示	23
插图目录	24

1 本轮科技成长行情的纠结点：当绩差和亏损成为主力

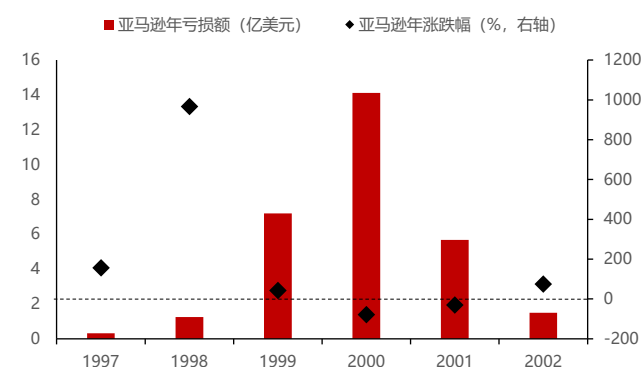
近期科技成长股表现出色，尽管投资者对以人工智能、自主可控等为代表的产业趋势逐渐形成共识，然而其中部分盈利状况长期不佳的大市值科技龙头个股的持续上涨依然引发了市场投资者热议，这一现象或许在美股为代表的成熟市场较为常见（如大家耳熟能详的超级成长股亚马逊与特斯拉，在上市前期均连年亏损，然而并不影响其表现出色），然而在 A 股市场上却较为罕见。

图1：亚马逊上市初期，在互联网产业浪潮驱动下，尽管持续亏损，亚马逊依然可以连续三年上涨



资料来源：彭博，民生证券研究院

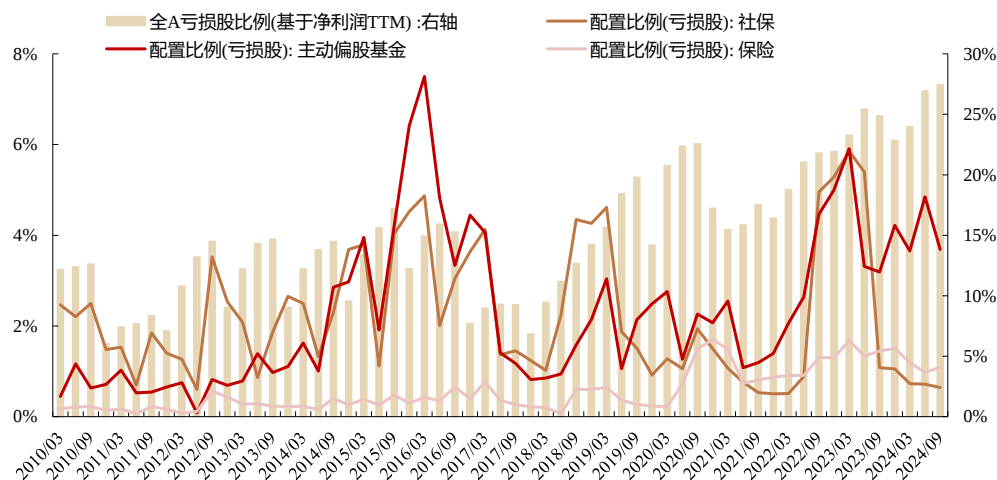
图2：特斯拉上市前十余年连续亏损，股价表现依然出色



资料来源：彭博，民生证券研究院

一方面，过去 IPO 核准机制对上市公司存在一定盈利要求，因此能在 A 股上市的科技成长股往往已经具备一定的规模与盈利能力，而另一方面，即使在注册制时代部分亏损科技股陆续上市，然而对于主流机构投资者而言，无论是保险还是公募，都对亏损股不那么偏好，前者倾向价值，而后者则喜欢高确定性的成长性，对业绩的及时兑现与连续性要求往往较高。

图3：从历史上看，无论主动偏股基金、还是保险，对于亏损股的配置比例均较低，特别是保险资金

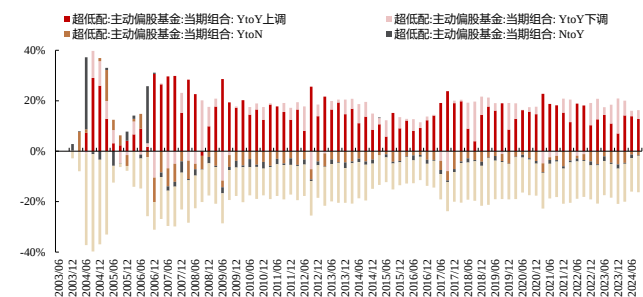


资料来源：wind，民生证券研究院

图4：从因子暴露视角来看：主动股基偏好大市值、高 ROE、高销售净利率以及高净利润增速的标的，险资则偏好大市值、高股息、低估值(PE、PB)、高 ROE 的标的

指标	主动偏股基金	被动偏股基金	固收+基金	私募基金	险资	北上	全A	两融
市盈率	0.40	0.40	0.31	0.37	0.14	0.33	0.39	0.44
市净率	0.67	0.57	0.58	0.53	0.23	0.61	0.54	0.49
市现率	0.44	0.43	0.35	0.39	0.16	0.36	0.41	0.43
股息率	0.62	0.64	0.69	0.62	0.86	0.73	0.60	0.55
PEG	0.52	0.56	0.52	0.55	0.64	0.57	0.55	0.53
市值	0.88	0.93	0.90	0.85	0.95	0.95	0.84	0.83
ROE	0.77	0.71	0.79	0.67	0.74	0.82	0.67	0.59
ROE-3年复合	0.76	0.73	0.78	0.66	0.73	0.81	0.67	0.61
ROE-3年标准差	0.44	0.42	0.41	0.41	0.25	0.38	0.43	0.45
销售毛利率	0.59	0.52	0.53	0.52	0.25	0.53	0.48	0.46
销售净利率	0.67	0.57	0.58	0.53	0.26	0.62	0.54	0.49
资产周转率	0.59	0.45	0.58	0.50	0.22	0.55	0.49	0.47
权益乘数	0.55	0.60	0.60	0.60	0.84	0.63	0.60	0.60
营收增速-TTM	0.61	0.52	0.57	0.53	0.41	0.57	0.52	0.49
营收增速-3年复合	0.67	0.57	0.58	0.53	0.24	0.61	0.54	0.49
营收增速-3年标准差	0.46	0.46	0.43	0.41	0.28	0.39	0.44	0.47
归母净利润增速-TTM	0.60	0.54	0.60	0.56	0.54	0.60	0.55	0.52
归母净利润-3年复合	0.68	0.61	0.67	0.60	0.58	0.67	0.59	0.54
归母净利润-3年标准差	0.37	0.34	0.34	0.37	0.17	0.28	0.38	0.43
资本开支增速-TTM	0.52	0.49	0.51	0.51	0.53	0.49	0.50	0.50
资本开支增速-3年复合	0.58	0.56	0.55	0.53	0.54	0.55	0.54	0.54
资本开支增速-3年标准差	0.39	0.40	0.35	0.39	0.41	0.35	0.41	0.43
自由现金流增速-TTM	0.54	0.53	0.54	0.52	0.49	0.54	0.53	0.53
自由现金流-3年复合	0.57	0.57	0.59	0.55	0.56	0.58	0.55	0.54
自由现金流-3年标准差	0.50	0.50	0.50	0.46	0.45	0.48	0.49	0.50
现金分红比例	0.19	0.24	0.25	0.24	0.44	0.27	0.22	0.20
现金分红比例-过去3年	0.57	0.57	0.60	0.57	0.60	0.64	0.55	0.53
现金分红比例-过去3年标准差	0.48	0.45	0.48	0.48	0.40	0.48	0.46	0.46

资料来源：wind，民生证券研究院。注：数据截至 2024Q4。

图5：主动偏股基金往往会在当季度主要超配当期业绩超预期组(业绩上调组)


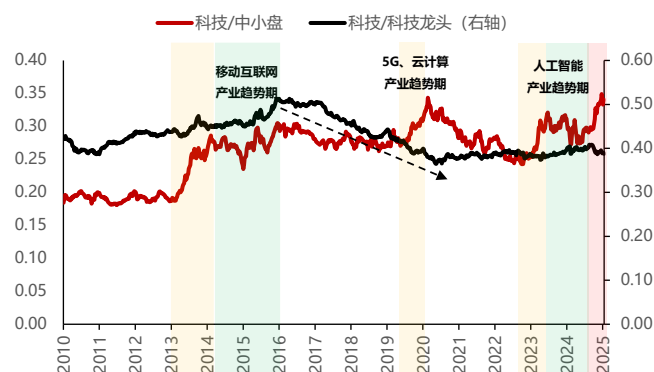
资料来源：wind，民生证券研究院。注：我们将全A划分为5组：业绩上调组(YtoY上调)、业绩下调组(YtoY下调)、暂停覆盖组(YtoN)、新增覆盖组(NtoY)、持续未覆盖组(NtoN)，下同。

图6：从历史上看,主动偏股基金往往会在下一季度继续增配本期的业绩超预期组(业绩上调组)，减配本期的不及预期组(业绩下调组)


资料来源：wind，民生证券研究院

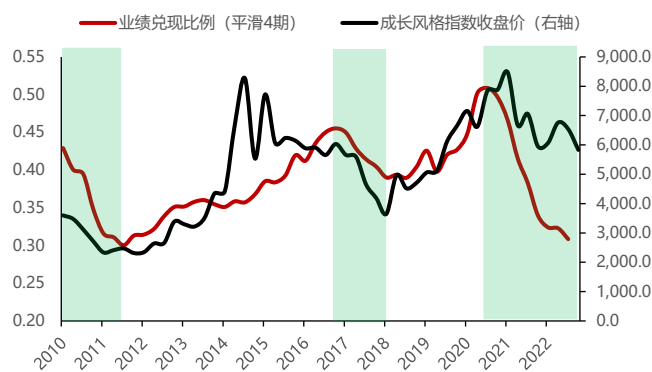
事实上过去传统框架中，投资者习惯性地科技成长板块的上涨与主题投资、产业浪潮等关联在一起，参与科技成长类主题投资的投资者对业绩的关注度相对偏低，然而却往往与中小弹性票紧紧绑定，事实上从2010年以来，科技板块表现与中小盘股长期一致，仅仅在几次产业周期中出现过短暂的明显跑赢；相较下龙头科技股系统性跑赢的时期恰恰是市场偏好绩优龙头白马时期（2016年至2021年）；而等到产业浪潮来临时，投资者则习惯性采用景气投资的方法论，关注成长性能否持续超预期。很明显这一轮亏损大市值科技股的持续上涨并不符合主流投资者的传统认知。当然有投资者认为这是由于市场预期其未来能够兑现业绩，与过去的习惯性抢跑产业周期并无二致，然而从历史上典型的产业周期抢跑行情经验来看，A股市场投资者对产业周期的抢跑往往并不会超过一年，在当年出现估值大幅抬升之际，业绩也往往在同年的第二、三个季度开始便出现明显改善。相较之下近两年的抢跑所兑现的业绩弹性偏弱，市场对其中部分亏损股的业绩容忍度明显更强。抛开是否存在泡沫的讨论，或许这一轮亏损大市值龙头股屡创新高的背后，也许隐藏着部分更深层次的因素。

图7：2010 年以来，科技板块表现长期与中小盘股整体一致，仅仅在几次产业周期中出现过短暂的明显跑赢。当下科技开始跑赢中小盘开始有了新产业浪潮的意味，而龙头企业开始跑赢一般科技公司（这与历史上有业绩支撑的特点不符合）



资料来源：wind，民生证券研究院

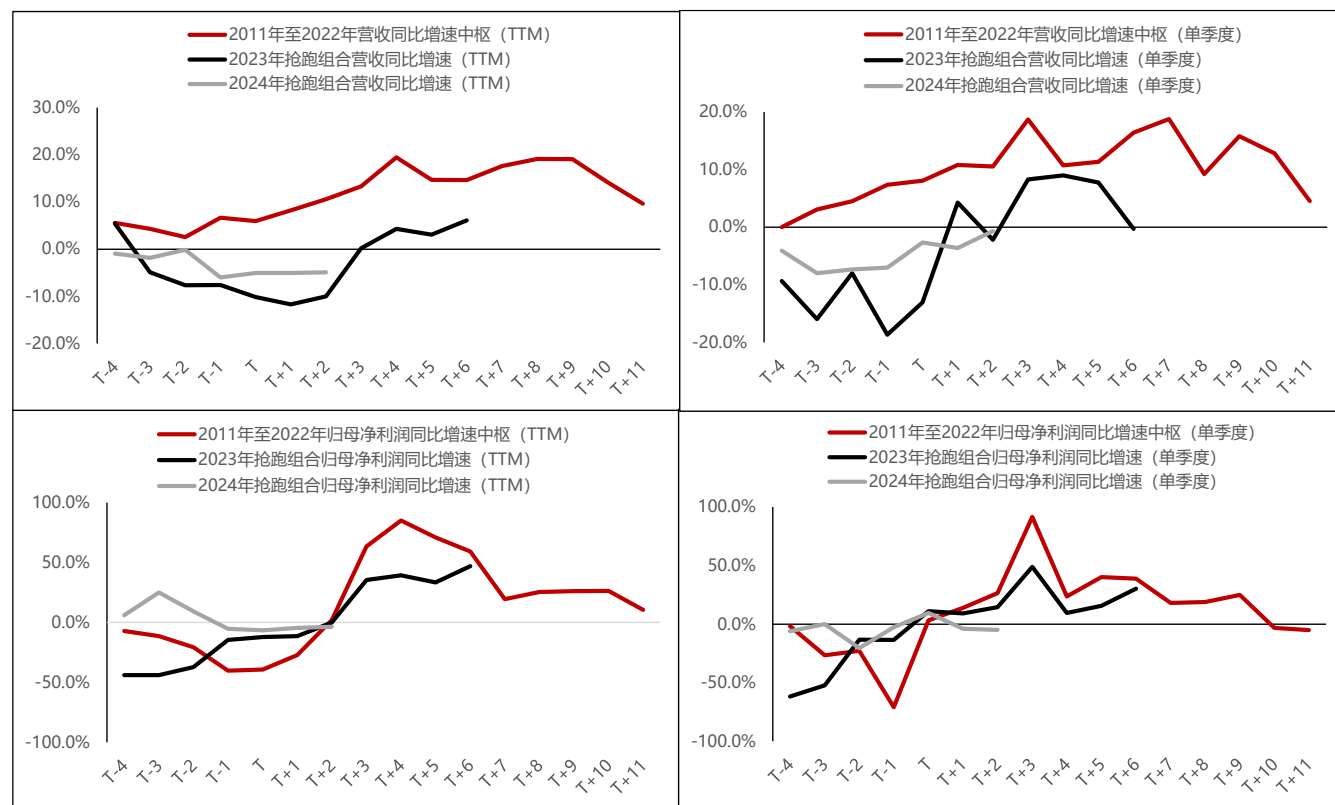
图8：等到产业浪潮来临时，投资者则习惯性采用景气投资的方法论，关注成长性能否持续超预期，历史上高景气成长板块的业绩兑现度与其股价表现整体一致



资料来源：wind，民生证券研究院

备注：业绩兑现度是指业绩披露后盈利预测出现上调或者持平的个股占整体样本个股的比重。

图9：从历史上典型的产业周期抢跑行情经验来看，A 股市场投资者对产业周期的抢跑往往并不会超过一年，在当年出现估值大幅抬升之际，业绩也往往在同年的第二、三个季度开始便出现明显改善，相较之下近两年的抢跑组合的业绩弹性的兑现有点“迟迟未到”



资料来源：wind，民生证券研究院绘制

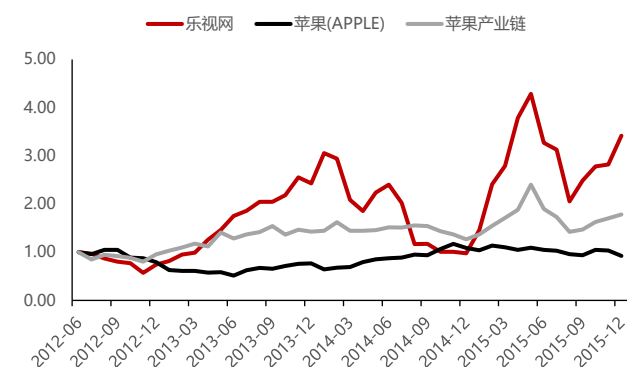
备注：我们在 2011 年至 2021 年每一年年末筛选当年 PB (LF) 与 PS (TTM) 扩张两倍以上个股作为当年市场的抢跑组合，然后以当年 Q1 作为第 T 期基准，往前推四期，往后推 11 期，测算各个季度的抢跑组合营收与利润增速。

2 我们的思考：宏大叙事+估值体系+定价力量

2.1 海外映射行情驱动，产业浪潮下的稀缺性溢价

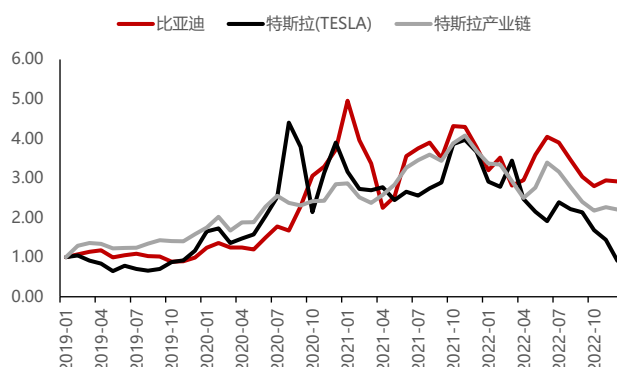
我们在前期报告《海外映射投资探索：经验，路径与路标》中曾对海外产业映射行情的三条路径进行过阐述，即海外技术/概念本体的直接映射、产业链中上游分工的映射与下游应用端的映射。一般而言，在全球化效率驱动的分工体系下，A股往往会存在部分公司或多或少参与至海外映射本体的产业链分工中，共享跨国公司的增长红利，其业绩确定性相对较强而容易率先得到定价；而应用端则往往需要经历商业化场景的探索与落地，且往往门槛相对较低而经历惨烈竞争，择股难度相对较大；相较之下海外技术/概念本体的直接映射反而会因为技术门槛过高、概念过于前沿、体量差距过大等原因而无法找到相对纯正的映射标的。而一旦存在，则会享受明显的稀缺性溢价，此时如果海外映射本体的产业发展趋势持续催化，基于“星辰大海”的想象也足以支持投资者对其拥有相对较高的估值与业绩容忍度。以比亚迪为例，在2012年至2013年汽车电动化浪潮早期，海外本体特斯拉发布新品并宣布首次盈利时，尽管彼时A股映射比亚迪业绩表现持续不佳，股价依然可以跟随着海外映射本身的上涨而上涨。

图10：移动互联网浪潮期间，作为A股市场上少有类似于苹果一般具备软硬件全生态的乐视网享受明显的稀缺性溢价，估值抬升幅度显著高于苹果产业链（2012年6月PB=1）



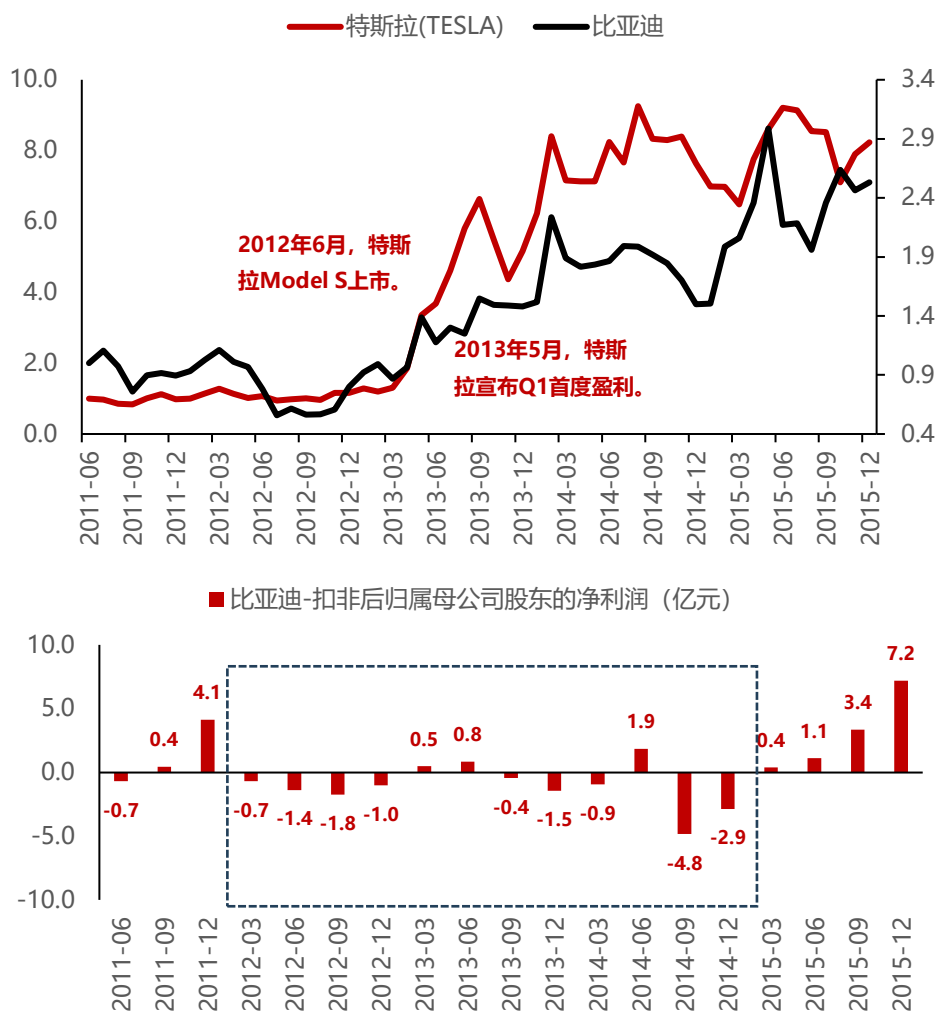
资料来源：wind，民生证券研究院

图11：汽车电动化浪潮期间，作为A股市场上少有的与特斯拉在电动车市场上直接竞争的比亚迪享受明显的稀缺性溢价，估值抬升幅度同样长期高于特斯拉产业链（2019年12月PB=1）

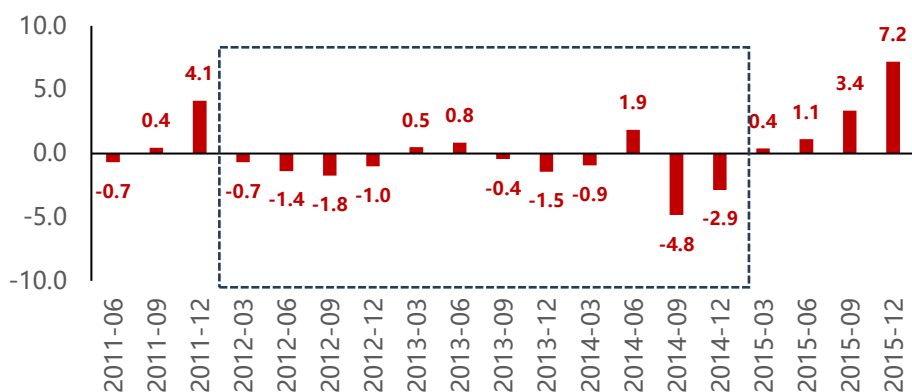


资料来源：wind，民生证券研究院

图12：值得一提的是，在2012年至2013年汽车电动化浪潮早期，海外本体特斯拉发布新品并宣布首次盈利时，尽管彼时A股映射比亚迪业绩表现持续不佳，股价依然可以跟随着海外映射本身的上涨而上涨（2011年6月收盘价=1）



■ 比亚迪-扣非后归属母公司股东的净利润（亿元）

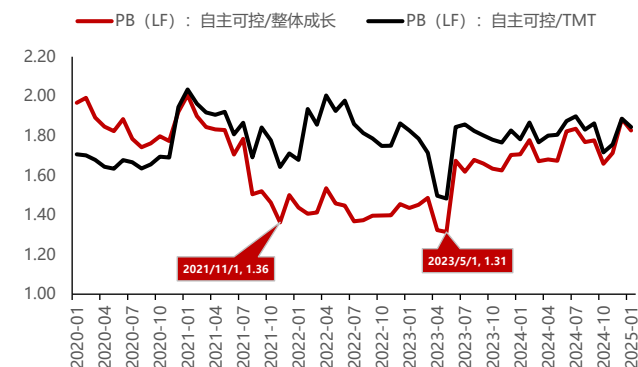


资料来源：wind，民生证券研究院绘制

2.2 对“安全”定价仍处于探索阶段，一致预期模糊化

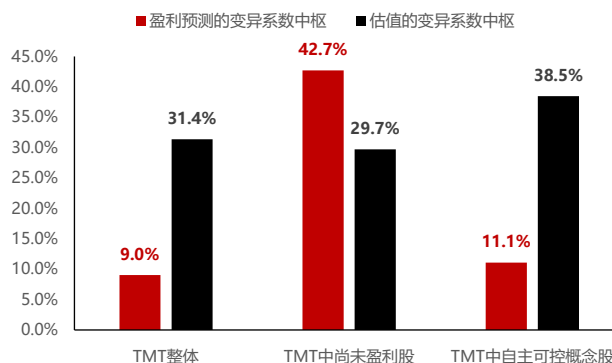
随着当下逆全球化进程的不断深化，“安全”重要性与关注度空前，逐渐成为科技、资源等板块部分核心个股估值框架中的重要一环。然而由于“安全”本身缺乏量化的工具与标准，且尽管中长期可预见性较强，然而在短期与实现“安全”的路径上存在大量的反复与波折，由于A股与机构投资者的发展过程长期处于全球化的宏观背景下，这使得当下市场在面对逆全球化时，估值框架中赋予“安全”、“自主可控”多少溢价依然处于探索或者说“边走边看”的状态；事实上，对于“安全”所驱动的基本面层面，市场也往往存在更大的分歧，由于缺乏相对明确的盈利一致预期，乐观投资者的存在也可能会使得传统估值框架阶段性失效。

图13：PB 视角：2020 年以来，市场给予“安全”的估值溢价长期高于成长整体，弱于 TMT。走势上看，安全概念估值在 2021 年经历了向成长的回归，而在 2023 年 Q2 以后，“安全”热度再度抬升，估值溢价重新上行



资料来源：wind，民生证券研究院

图14：TMT 中“安全”概念股的估值定价波动高于 TMT 整体，且市场对“安全概念”与尚未盈利的个股盈利预测分歧也往往更大



资料来源：wind，民生证券研究院

2.3 增量资金被动化形成的正反馈，业绩权重天然降低

2022 年以来，A 股参与者结构的重要变化之一是，被动基金得以快速发展，从当下主要 ETF 跟踪的指数来看，相关指数的编制以市值分层、行业中性、科创/创业板等领域为主。正如我们在报告《越久越“被动”：ETF 崛起的海外经验与市场影响》中所讨论的：

一、ETF 的崛起使得市场的投资端逐步向融资端靠拢，而在注册制时代下随着亏损科技股的不断上市，ETF 也相适配的提供了投资端的支持，以科创相关的 ETF 为例，其在主要 ETF 跟踪的指数中亏损股的占比靠前，相应地，2021 年以来 ETF 持续净买入科创 50 指数成分股；

二、ETF 的崛起也会吸引大量的参与者学习其持仓，包括但不限于主动偏股基金等，而从海外经验来看，主动基金学习被动基金的过程可能会将相关资产的估值推升至明显偏离其合理水平，并带来相关资产的长期跑输。从科创 50 的例子来看，两融与主动基金自 2024 年 10 月以来大幅净买入科创 50 相关成分股。

三、ETF 的崛起为不知情交易者提供了良好的投资工具。如：科创 50ETF 的个人持有比例较高，在个人投资者并不一定能够获得更多关于公司层面信息的情况下，其交易行为更有可能反映的是公司业绩之外的信息。

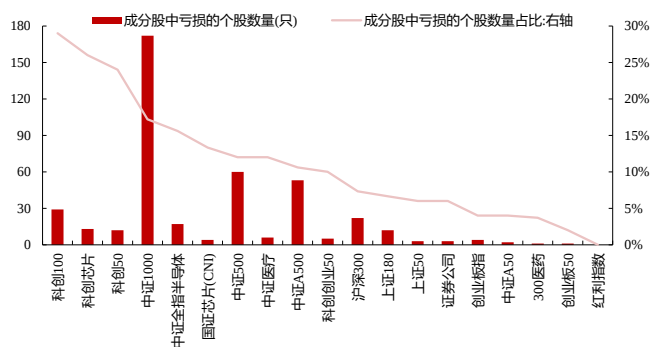
综上所述，在当下 ETF 已经开始成为市场的主要参与者之一的情况下，公司业绩在定价层面的权重实际上在天然降低，而其他参与者对于 ETF 指数编制方法的学习效应会将相关资产的价格短期大幅提升，但会带来长期的较低回报。

图15：ETF 指数跟踪上以市值分层、行业中性、科创/创业板等领域为主

序号	指数代码	指数名称	指数类型	跟踪ETF规模(亿元)	指数简介	ETF规模变化图
1	000300.SH	沪深300	宽基	9852.8	沪深市场中规模大、流动性好的最具代表性的300只证券	
2	000510.SH	中证A500	宽基	2494.3	中证A500指数从各行业选取市值较大、流动性较好的500只证券作为指数样本, 满足行业中性	
3	000688.SH	科创50	宽基	1821.6	科创板中市值大、流动性好的50只证券	
4	000016.SH	上证50	宽基	1595.2	沪市A股中规模大、流动性好的最具代表性的50只股票	
5	000905.SH	中证500	宽基	1421.0	由全部A股中剔除沪深300指数成份股及总市值排名前300名的股票后, 总市值排名靠前的500只股票	
6	399006.SZ	创业板指	宽基	1269.1	由最具代表性的100家创业板上市企业股票组成, 反映创业板市场层次的运行情况	
7	000852.SH	中证1000	宽基	1175.7	由全部A股中剔除中证800指数成份股后, 规模偏小且流动性好的1000只股票组成	
8	399975.SZ	证券公司	行业	724.0	选取中证全指样本股中至多50只证券公司行业股票	
9	399673.SZ	创业板50	行业	373.3	从创业板指数的100只样本股中选取考察期内流动性指标最优的50只股票	
10	930050.CSI	中证A50	宽基	361.0	从各行业龙头上市公司证券中, 选取市值最大的 50 只证券。时满足各中证二级行业入选数量不少于 1 只。	
11	980017.CNI	国证芯片(CNI)	宽基	352.4	为反映A股市场芯片产业相关上市公司的市场表现, 丰富指数化投资工具	
12	931643.CSI	科创创业50	宽基	330.3	从科创板和创业板中选取市值较大的50只新兴产业上市公司证券	
13	399989.SZ	中证医疗	主题	296.3	从沪深市场中选取业务涉及医疗器械、医疗服务、医疗信息化等医疗主题的医药卫生行业上市公司证券	
14	000698.SH	科创100	宽基	260.2	从上海证券交易所科创板中选取市值中等且流动性较好的100只证券作为样本	
15	000685.SH	科创芯片	主题	258.7	从科创板上市公司中选取业务涉及半导体材料和设备、芯片设计、芯片制造、芯片封装和测试相关的证券	
16	h30184.CSI	中证全指半导体	行业	238.6	选取中证全指样本股中的半导体产品与设备行业股票	
17	000015.SH	红利指数	主题	234.0	在上证所上市的现金股息率高、分红比较稳定、具有一定规模及流动性的50只股票	
18	000913.SH	300医药	行业	231.2	反映沪深 300 指数样本中医药公司证券的整体表现	
19	931637.CSI	港股通互联网	主题	223.8	从港股通范围内选取30家涉及互联网相关业务的上市公司证券	
20	000010.SH	上证180	宽基	214.3	沪市A股中规模大、流动性好的180只股票, 满足行业中性	

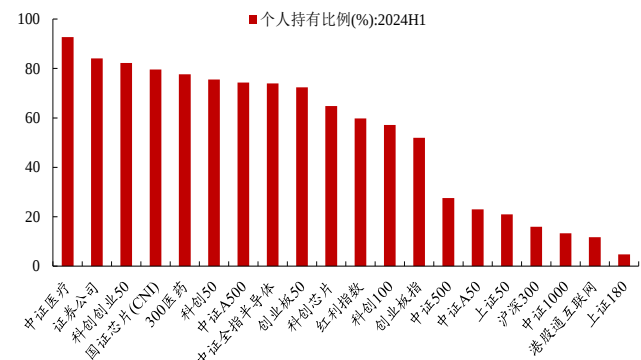
资料来源: wind, 民生证券研究院。注: 数据截至 2024 年 12 月末。

图16：截至 2024Q3，对于 ETF 跟踪的主要指数而言，科创 100、科创芯片、科创 50、中证 1000 中的亏损股占比较高



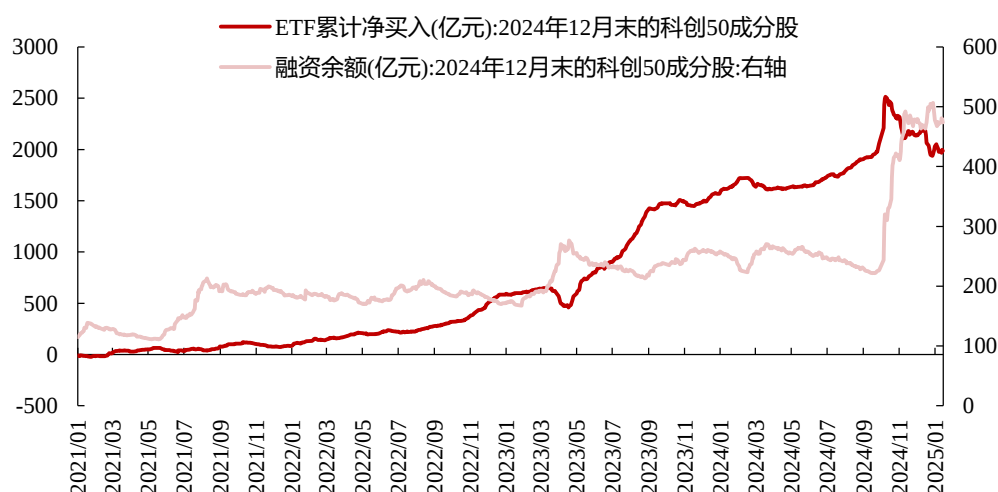
资料来源: wind, 民生证券研究院

图17：截至 2024H1，医药、券商、芯片、科创板/创业板等领域个人持有比例较高



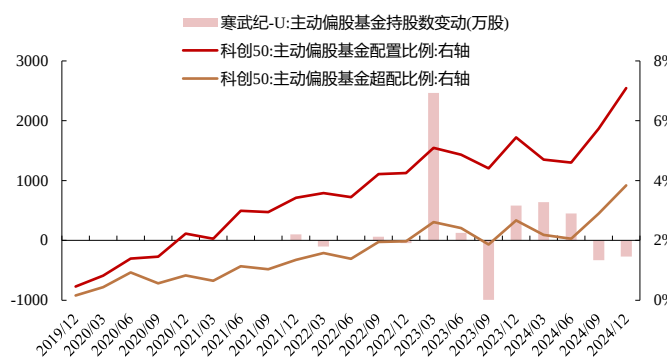
资料来源: wind, 民生证券研究院

图18：2021年以来，ETF持续净买入科创50成分股，2024年10月以来两融大幅买入



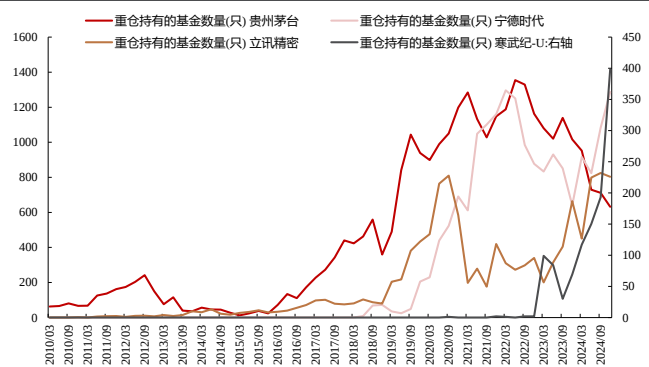
资料来源：wind，民生证券研究院。注：我们将ETF跟踪的指数穿透到个股，并按照ETF的个股权重与ETF的净申购金额汇总个股的ETF净流入金额，最后按照指数成分股汇总。

图19：2019年至2022年，主动偏股基金对于科创50的超配比例震荡上升，2023年以来，主动偏股基金对于科创50的超配比例则维持震荡，2024年下半年开始增加



资料来源：wind，民生证券研究院

图20：2024年以来，重仓持有寒武纪的基金数目快速增加



资料来源：wind，民生证券研究院

3 估值模糊化，寻找新的定价锚

在此我们解释了为什么当下部分绩差的龙头大市值股票依然可以连续领涨，即海外本体映射下的 A 股龙头股稀缺性溢价与逆全球化下核心企业“安全”性溢价，以及增量资金被动化下业绩权重的系统性降低。尽管当下的估值存在一定的模糊性质，然而天梯不可只往上爬，我们依然需要去寻找一些新的可参考的定价锚。基于上述框架，我们也尝试提供几个思路：

首先稀缺性溢价视角，我们梳理了历轮海外映射行情中本体映射的 A 股相关稀缺性标的，可以发现其在整个产业浪潮演绎的过程中，确实存在明显的估值溢价：在行情的泡沫化期，各个 A 股映射本体 PS (TTM)、PE (TTM) 与 PB (LF) 最高值中位数分别为 31.1 倍、408.5 倍与 25.4 倍，相较产业整体分别溢价 5.5、3.6 和 2.9 倍左右；而在整个产业浪潮演绎期间估值中枢相较产业整体也同样分别溢价 4.1、2.0 与 2.3 倍。当下两大热门产业映射人形机器人与 AI 产业链同历史上历轮中外映射的产业周期相比，市场对本轮 AI 与人形机器人需求与收入扩张的乐观程度更高，相较于对净资产的定价则相对处于合理水平；而从相对于市场的溢价来看，AI 与人形机器人市销率均仅次于移动互联网。这也表明着当下市场对 AI 与人形机器人需求大幅上行的期待远高于最终能够获得的资本回报。

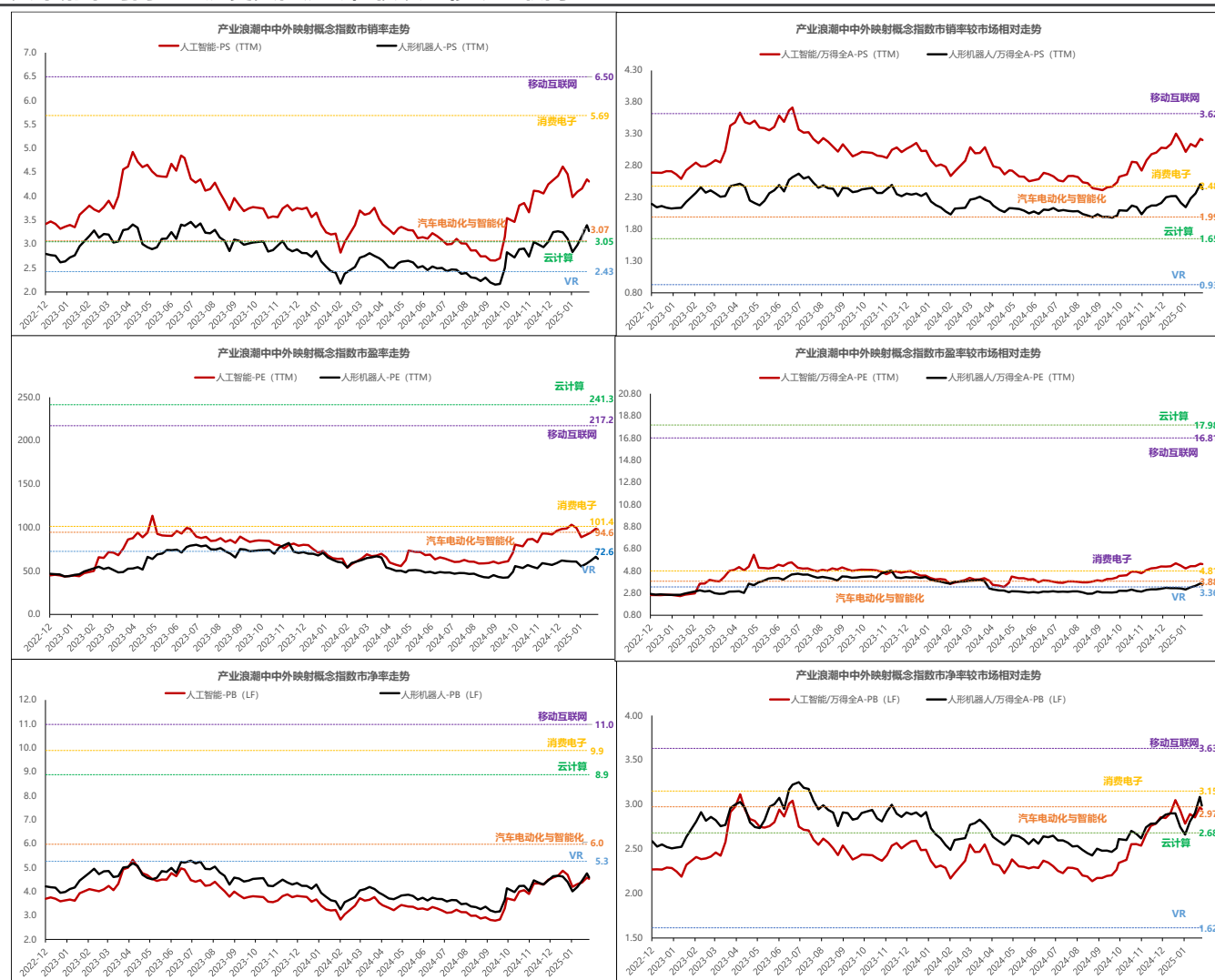
从产业周期中部分稀缺性标的的定价情况来看，PS 口径下与历史上历轮中外映射的产业周期相比，尽管近期有所回落，市场对部分 AI 产业链中的稀缺性标的定价远超过明显高于历史上各产业周期中的稀缺性标的。

图21：在行情的泡沫化期，A 股映射本体 PS (TTM)、PE (TTM) 与 PB (LF) 最高值中位数分别为 31.1 倍、408 倍与 25.4 倍，相较产业整体分别溢价 5.5、3.6 和 2.9 倍左右；而在整个产业浪潮演绎期间估值中枢相较产业整体也同样分别溢价 4.1、2.0 与 2.3 倍

产业浪潮	核心映射环节	海外本体 (包括中国企业海外上市)		国内A股映射		标的稀缺性评估	产业浪潮期间最高估值			产业浪潮期间估值中枢			产业浪潮期间概念整体最高估值			产业浪潮期间概念整体估值中枢		
		股票简称	股票代码	股票简称			PS (TTM)	PE (TTM)	PB (LF)	PS (TTM)	PE (TTM)	PB (LF)	PS (TTM)	PE (TTM)	PB (LF)	PS (TTM)	PE (TTM)	PB (LF)
消费电子	智能手机与系统生态	苹果	300104.SZ	东信网络	★★★★★	31.1	408.5	47.1	14.2	110.2	13.4							
	AWS耳机	苹果	002351.SZ	漫步者	★★★★★	23.8	162.6	9.5	6.0	44.2	2.7							
	电池	LG	000049.SZ	德赛电池	★★★★★	4.8	1,698.3	35.4	2.1	96.0	16.6							
	代工工厂	富士康	002475.SZ	立讯精密	★★★★★	12.9	112.1	10.8	5.1	54.6	6.6	5.7	101.4	9.9	3.3	54.5	5.1	
移动互联网	在线视频	奈飞	300413.SZ	芒果超媒	★★★★★	14.4	290.2	25.4	6.3	135.7	11.3							
	在线游戏	网易	002555.SZ	三七互娱	★★★★★	67.7	4,143.0	21.0	13.1	549.0	5.2							
	互联网金融	Robinhood	300099.SZ	东方财富	★★★★★	194.6	2,527.1	85.5	44.8	218.5	10.7							
	电子商务	PayPal	300085.SZ	银之杰	★★★★★	257.8	2,160.0	81.4	39.3	284.5	9.8							
	互联网医疗	平安好医生	300253.SZ	卫宁健康	★★★★★	99.1	418.2	69.3	26.0	111.0	15.2	6.5	217.2	11.0	2.1	67.1	4.2	
	在线教育	Coursera_edX	300010.SZ	立思辰	★★★★★	37.5	423.5	25.4	8.7	83.8	5.6							
	在线旅游	Airbnb	002707.SZ	众信旅游	★★★★★	6.6	257.9	24.5	2.4	92.7	12.9							
	互联网安全	三六零	002268.SZ	卫士通	★★★★★	32.5	394.6	30.7	11.5	128.4	9.9							
	VR眼镜	谷歌	300431.SZ	暴风科技	★★★★★	91.3	1,158.2	82.0	50.7	677.8	43.2	2.4	72.6	5.3	1.1	39.9	2.7	
	数据中心	Equinix	300383.SZ	光环新网	★★★★★	76.5	400.1	56.4	10.7	69.8	6.5							
云计算	云服务	SAP	600588.SH	用友网络	★★★★★	22.6	2,345.1	28.3	7.5	155.9	8.8	3.1	241.3	8.9	1.2	61.9	3.7	
	服务器	惠普	000977.SZ	浪潮信息	★★★★★	5.8	1,423.5	19.9	1.8	98.3	4.8							
	汽车整车	特斯拉	002594.SZ	比亚迪	★★★★★	5.5	286.0	13.4	2.2	104.8	6.1							
汽车电动化与智能化	汽车电子	博世	002920.SZ	德赛西威	★★★★★	11.4	147.8	20.1	5.0	68.7	9.1							
	汽车芯片	英飞凌	603290.SH	斯达半导	★★★★★	64.1	322.4	62.5	26.2	123.4	17.0	3.1	94.6	6.0	1.6	39.9	3.1	
	核心零部件	LG	300750.SZ	宁德时代	★★★★★	21.9	216.2	21.9	7.5	71.2	8.6							
	大模型	谷歌	002230.SZ	科大讯飞	★★★★★	11.7	617.2	12.1	7.0	183.4	7.2							
AI	GPU算力芯片	英伟达	688256.SH	寒武纪-U	★★★★★	406.9		59.3	106.5		11.5							
	CPU算力芯片	AMD	688041.SH	海光信息	★★★★★	45.1	285.6	18.7	29.3	151.5	9.4	6.8	113.6	6.8	4.4	55.5	4.7	
	AI应用	微软	688111.SH	金山办公	★★★★★	120.2	432.9	34.7	46.7	152.7	17.2							
	整机制造	特斯拉	688165.SH	埃夫特-U	★★★★★	14.3		12.4	4.5		3.1	7.0	291.8	8.8	3.9	78.9	5.0	
产业浪潮的中外映射行情		国内映射本体稀缺龙头估值中枢				31.1	408.5	25.4	8.7	111.0	9.4	5.7	113.6	8.8	2.1	55.5	4.2	

资料来源：wind，民生证券研究院

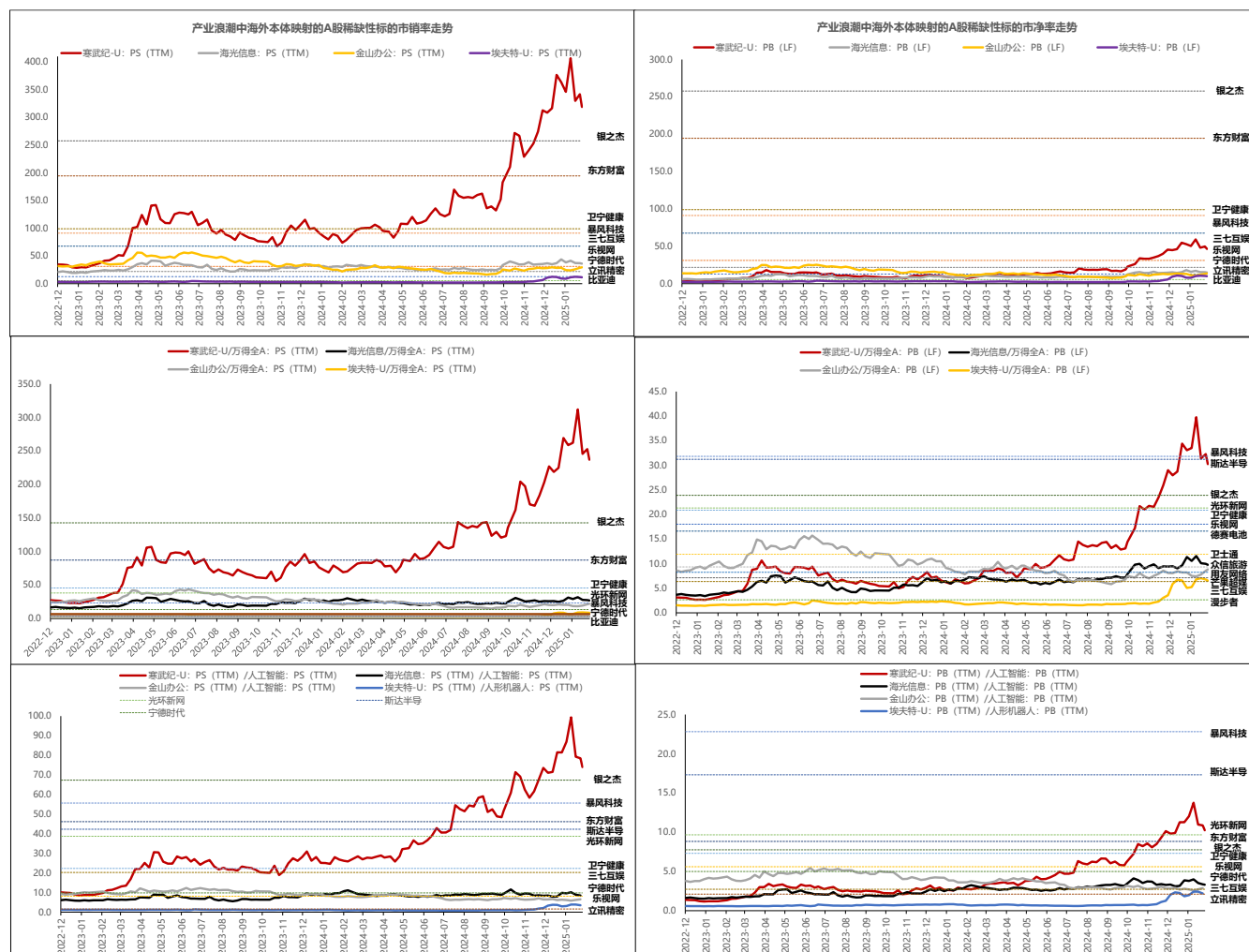
图22：当下产业周期的定价情况：与历史上历轮中外映射的产业周期相比，市场对本轮 AI 与人形机器人需求与收入扩张的乐观程度更高，相较下对净资产的定价则相对处于合理水平；而从相对于市场的溢价来看，AI 与人形机器人市销率均高于了历史其他浪潮，仅次于移动互联网



资料来源：wind，民生证券研究院

备注：历史上产业周期的估值指标均选自其产业浪潮期间的最高估值读数，下同。

图23：从产业周期中稀缺性标的的定价情况来看，PS 口径下与历史上外轮中外映射的产业周期相比，尽管近期有所回落，市场对部分 AI 产业链中的稀缺性标的定价远超过明显高于历史上各产业周期中的稀缺性标的



资料来源：wind，民生证券研究院

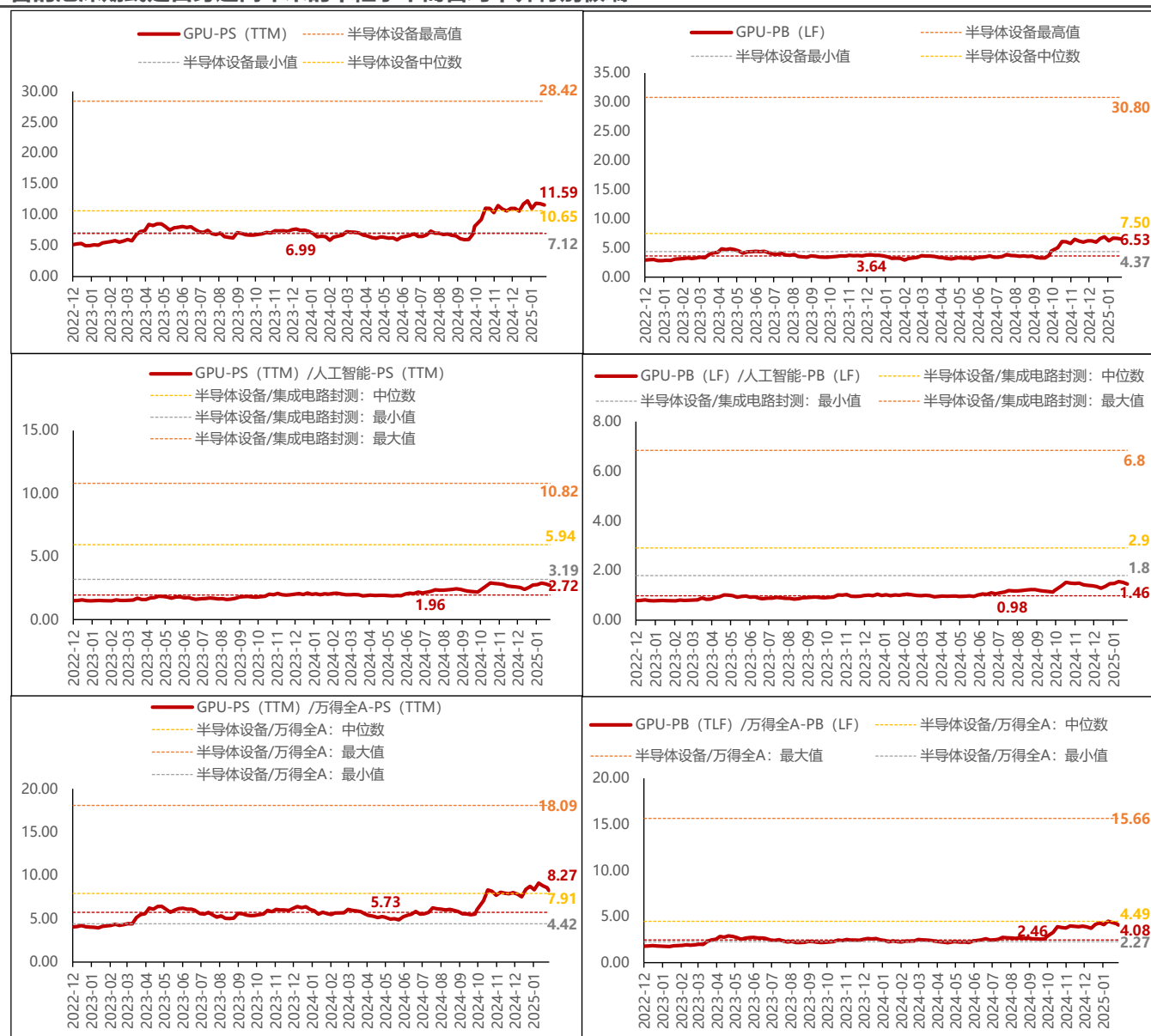
备注：历史上稀缺性标的的龙头的估值指标均选自其产业浪潮期间的最高估值读数。下同。

其次安全性溢价视角，可参考的历史经验相对较少，2018 年美国商务部对中兴通讯的出口禁令拉开了本轮美国针对中国科技限制的序幕，在随后多年中，美国对中国相关高科技产业采取了大量制裁与贸易限制措施，其中对 A 股市场影响最为深刻的无疑是由此掀起的半导体国产替代行情，又以半导体设备最为典型：

一方面，半导体设备被普遍认为是半导体产业链中国产替代难度较大却又相对较为重要的环节，使得其在 2019 年至 2022 年期间享受了相较其他细分环节更高的估值（PS（TTM）、PE（TTM）与 PB（LF）最高分别达到 28.4 倍、262.5 倍与 27.8 倍）。而相对视角来看，集成电路封测是半导体产业链中国产替代率最高的领域，其估值中隐含的“安全”溢价相对轻微。因此采用半导体整体与集成电路封测的估值比作为彼时半导体整体“安全”性溢价的表征，而半导体设备与半导体整体的估值比作为在“安全”产业链中实现“安全”的难度或者说重要性溢价的表

征，与此同时半导体设备与半导体封测的估值比一定程度上则可作为剔除一定产业周期影响后的“安全”溢价上限的参考。我们可以看到：2020年下半年至2021年是市场对于半导体的“安全”定价最为热烈的时间段，在行情“泡沫化”的最高点（2021年Q2至Q3），基于PS（TTM）、PE（TTM）与PB（LF）三个估值口径的“安全”溢价上限分别为10.8、7.7与6.8，而在整个2019年至2024年，其“安全”溢价上限中枢分别为5.9、2.4与2.9，换言之在“安全”叙事“盛行”的时期，市场最高给予国产化难突破却又尤为重要的环节“安全”性估值溢价上限可达其历史溢价中枢的2到3倍左右。而当下AI产业链中市场给予最高安全估值溢价的GPU环节，无论是PS或是PB视角来看，相较于半导体设备的泡沫期或是自身近两年来的中枢水平而言均不算特别极端。

图24：当下 AI 产业链中市场给予最高安全估值溢价的 GPU 环节，无论是 PS 或是 PB 视角来看，相较于半导体设备的泡沫期或是自身近两年来的中枢水平而言均不算特别极端



资料来源：wind，民生证券研究院

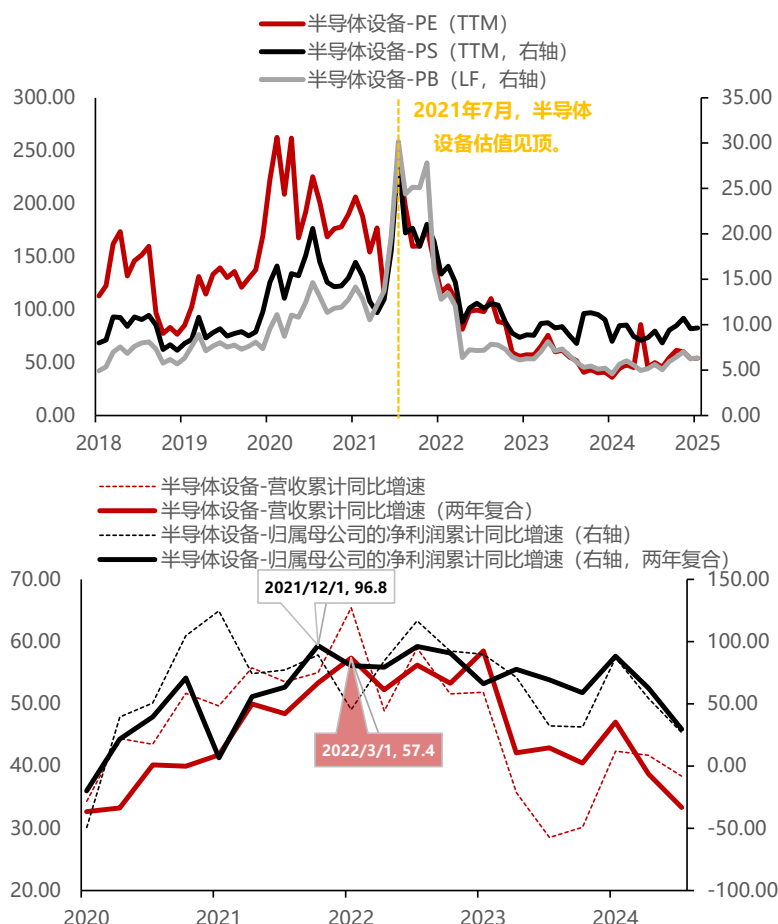
值得一提的是，半导体设备也确实成为了业绩兑现弹性更大的细分领域，同时一定程度上依靠着“安全”带来的成长性在本轮半导体周期的底部依然展现了较强的业绩韧性。值得一提的是，半导体设备板块市盈率、市销率与市净率均在 2021 年 Q2 见顶回落，而实际业绩增速则相对滞后两、三个季度，这或许表明高景气投资有效的背后，是业绩增长能否持续超预期，而非绝对增速。与此同时，在业绩开始兑现的 2020 年与 2021 年，我们也看到了半导体设备估值水平的先跌后涨，一定程度上也表明从主题投资到景气度投资的估值体系切换过程中往往会带来估值波动的放大。

图25：半导体设备也确实成为了业绩兑现弹性更大的细分领域，同时一定程度上依靠着“安全”带来的成长性在本轮半导体周期的底部依然展现了较强的业绩韧性（%）

营业收入累计同比增速	分立器件	半导体材料	数字芯片设计	模拟芯片设计	集成电路封测	半导体设备	印制电路板	被动元件	面板	LED	光学元件	电子化学品III	集成电路制造
2018/12/31	12.10	35.94	3.28	6.90	9.25	52.04	16.50	14.62	12.54	17.96	26.94	14.34	
2019/12/31	2.82	16.81	14.01	65.20	3.92	29.18	12.12	17.29	-6.49	2.61	19.25	4.17	
2020/12/31	20.73	31.08	13.34	19.79	12.20	51.68	12.33	-0.50	7.06	-7.51	-3.02	26.88	23.65
2021/12/31	55.71	35.99	37.52	41.52	29.85	58.42	23.52	36.95	46.44	24.62	-29.40	34.61	30.09
2022/12/31	12.44	5.92	3.68	-12.90	13.09	55.99	-0.37	-2.71	-11.27	-9.71	-14.01	9.55	31.77
2023/12/31	6.37	-10.09	-1.04	6.89	-4.27	30.17	-4.10	3.34	-1.59	5.75	3.76	0.29	-7.14
2024/9/30	16.19	10.29	32.93	16.32	19.27	38.21	19.00	14.27	4.60	3.54	21.79	8.05	13.24
归母净利润累计同比增速	分立器件	半导体材料	数字芯片设计	模拟芯片设计	集成电路封测	半导体设备	印制电路板	被动元件	面板	LED	光学元件	电子化学品III	集成电路制造
2018/12/31	-2.80	63.42	189.10	-17.38	-123.14	34.40	45.22	31.94	-101.96	-96.03	-71.05	16.25	
2019/12/31	-54.21	20.07	23.71	155.68	286.22	42.50	5.58	-73.34	-70.30	439.99	119.68	-7.11	
2020/12/31	85.31	69.79	178.84	8.41	421.96	104.63	9.91	364.91	303.63	24.65	-104.62	-23.29	137.97
2021/12/31	209.22	46.70	160.17	67.96	89.82	80.94	21.43	64.15	463.14	154.67	-525.62	39.79	140.25
2022/12/31	-11.01	15.84	-30.68	-67.89	-23.00	73.70	1.92	-26.42	-99.77	-61.26	-191.19	21.90	11.13
2023/12/31	-34.45	-33.00	-68.04	-92.88	-52.61	30.10	-29.77	-1.78	-20,186.17	-17.36	104.31	-22.25	-66.42
2024/9/30	-48.01	-12.93	188.94	132.43	58.33	26.67	26.07	19.82	144.61	-2.88	509.65	6.82	-36.21
ROE-TTM	分立器件	半导体材料	数字芯片设计	模拟芯片设计	集成电路封测	半导体设备	印制电路板	被动元件	面板	LED	光学元件	电子化学品III	集成电路制造
2018/12/31	7.18	6.76	5.10	13.27	-1.02	7.05	13.47	10.72	-0.12	0.41	2.76	8.94	
2019/12/31	2.90	7.23	7.57	29.59	1.76	6.74	12.36	3.04	0.42	2.66	8.00	7.67	
2020/12/31	7.53	7.54	7.89	19.65	8.75	9.03	11.82	12.82	3.19	3.18	-0.37	5.48	6.68
2021/12/31	16.94	6.85	15.78	21.48	13.04	10.19	12.44	14.94	11.25	4.38	-2.16	7.32	10.81
2022/12/31	7.85	6.00	8.63	3.99	8.14	11.89	11.12	8.98	0.02	1.34	-10.49	9.11	10.13
2023/12/31	4.44	3.63	2.23	0.21	3.45	12.01	6.98	8.08	-4.75	1.03	0.43	5.97	2.99
2024/9/30	2.25	3.43	5.37	0.76	4.43	12.39	8.44	8.73	-2.22	0.86	3.87	5.61	1.96

资料来源：wind，民生证券研究院绘制

图26：半导体设备板块市盈率、市销率与市净率均在 2021 年 Q2 见顶回落，而实际业绩增速则相对滞后两、三个季度



资料来源：wind，民生证券研究院

而在定价权切换视角，我们参考 2016 年 12 月以来的参与者变化来看，正如我们在报告《北上资金的“十年”》中所讨论的，2016 年 12 月至 2021 年初，在北上资金与主动偏股基金的共振下，以围绕高 ROE 与高复合增长为代表的核心资产得以明显重估。在这个过程当中，如果我们分别统计白酒、家电、电新、机械等行业的龙头公司相较于行业本身的估值溢价来看：

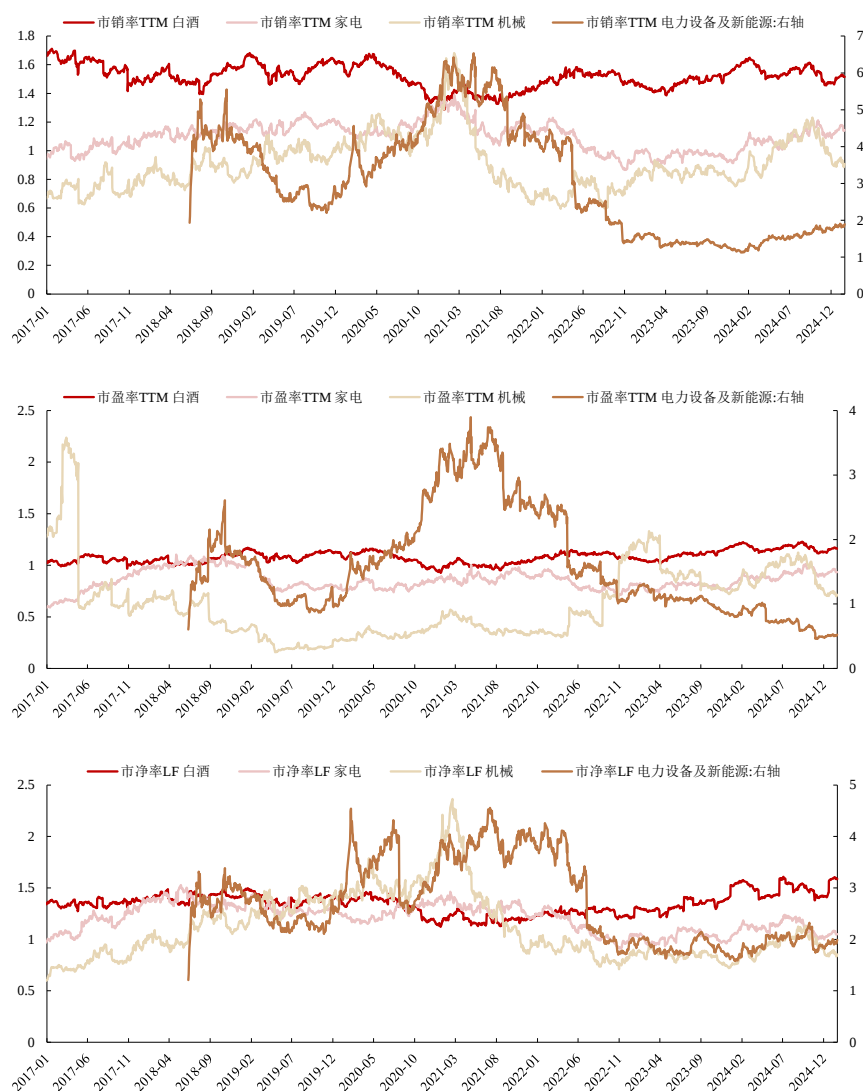
一、**电新行业**无论从市销率、市盈率还是市净率来看，其龙头核心资产相较于行业的估值溢价极值与中枢均最高，其中，PS (TTM)、PE (TTM) 与 PB (LF) 三个估值口径的估值溢价区间极大值分别为 6.5、3.9、4.6，中枢分别为 2.9、1.3、2.5（测算区间为 2016 年 12 月至 2021 年初，下同）。

二、**机械行业**估值溢价的极值次之，其中，PS (TTM)、PE (TTM) 与 PB (LF) 三个估值口径的估值溢价区间极大值分别为 1.7、2.3、2.4，中枢水平则较低，分别为 0.8、0.5、0.9。

三、**白酒与家电**行业的三个估值溢价上限均为超过 1.8。

从这一视角来看，**当下市场对部分科技龙头的需求侧与市占率的预期甚至超过新能源产业链，一定程度上也对景气的兑现与产业周期的级别提高了要求。**

图27：2017 年以来，从极值点来看，电新行业 PS (TTM)、PE (TTM) 与 PB (LF) 三个估值口径的龙头股估值溢价区间极大值分别为 6.5、3.9、4.6，白酒、家电行业的三个估值的溢价上限均未超过 1.8



资料来源：wind，民生证券研究院。注：我们分别使用贵州茅台、美的集团、三一重工、宁德时代作为白酒、家电、机械、电新行业的龙头公司，并计算市销率 TTM、市盈率 TTM 以及市净率 LF 相较行业的比值。

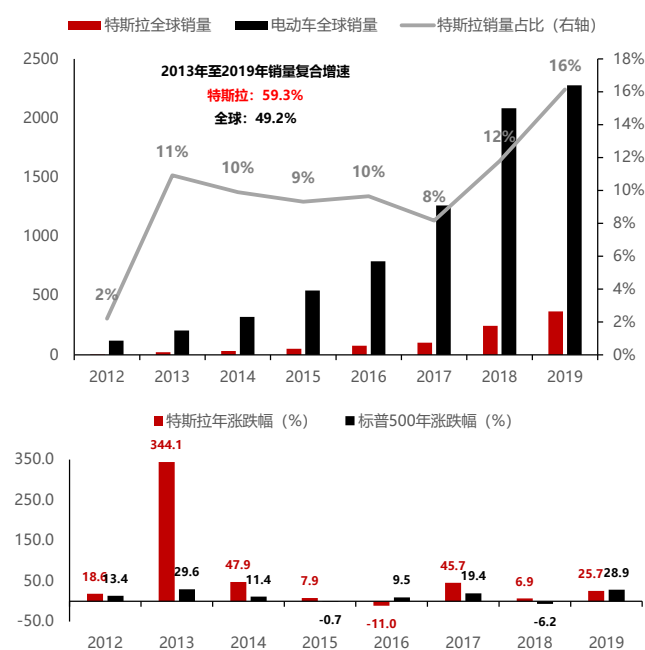
4 填补从主题投资到产业浪潮的新空白

对于 A 股的科技成长股而言，市场对产业浪潮的期待催生了主题投资行情。尽管亏损科技龙头股的持续上涨一定程度上打破了传统认知，实际上依然是在各种因素的催化与扰动下，投资者对业绩兑现的久期与以 PS 为代表的估值容忍度相较以往抬升的结果。行情的持续性演绎最终仍然需要回归到主题投资到产业趋势的具体路径上，当下更高的估值模糊性使得其中一些潜在风险点的变化相较过去更需要关注，高波动性可能是该部分个股的常态：

第一，多重宏大叙事与资金力量的叠加使得该部分亏损科技龙头股享受了相较过去更高的以 PS 为代表的估值溢价。结合我们在前面的讨论，**考虑亏损科技龙头暂时可能并未完全符合主流机构投资者的审美，其定价可能并非处于稳态区间。这意味着在出现明显的业绩兑现信号之前（尚未吸引大量机构投资者参与带来动量效应），未来其中任何叙事兑现路径与逻辑的变化、外部突发事件的冲击都可能令估值发生剧烈波动。**

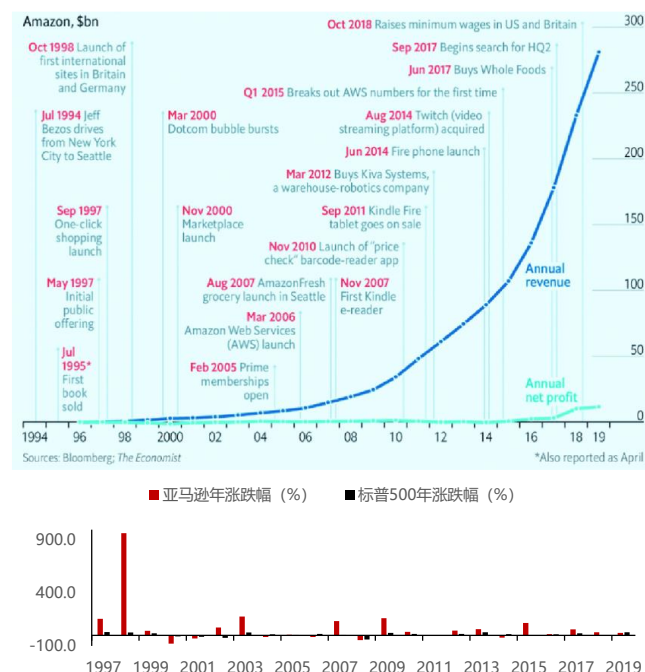
第二，从历史上看，海外部分科技龙头股出现长期亏损，股价却能不断上涨的背后，除了宏大叙事尚未被打破，也可以看到公司本身一些基本面上的指标持续在兑现（如订单量、用户数与市占率的快速增长、新的创新与应用场景不断涌现等），让投资者相信产业趋势依然存在，而企业在其中依然占据着至关重要的地位。这也意味着即使投资者对其拥有了更高的估值容忍度，基本面层面有部分可跟踪的指标或事件能够持续兑现依然是重中之重。

图28：在 2012 年至 2019 年，特斯拉电动车销量复合增速高于全球，在电动车市场的市占率长期维持在 10% 左右，让投资者始终相信在汽车电动化浪潮中特斯拉将占据着至关重要的地位，带动股价在此期间多年跑赢标普 500（千辆）



资料来源：Ofweek, EV volumes, wind, 民生证券研究院

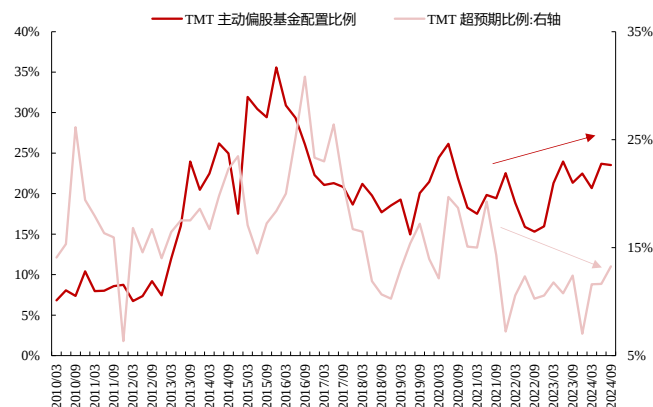
图29：同样地，对于亚马逊而言，尽管其长期亏损，然而投资者依然可以看到其新的商业模式与创新的不断涌现，并驱动收入持续增长



资料来源：Economist, wind, 民生证券研究院

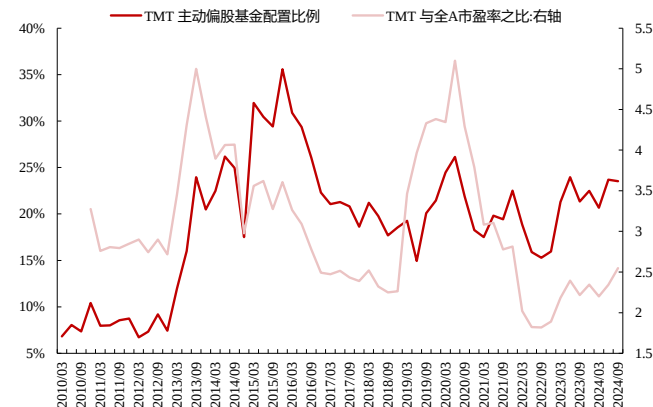
第三， 往后看，主题投资向产业趋势如期切换，相关企业业绩开始得以兑现，此时市场参与者在景气投资的方法论指引下，关注思路也将从宏大叙事转换至业绩超预期的持续性上，定价逻辑与估值切换期一定程度上也可能将放大市场表现的波动。需要关注的是，在业绩兑现期，如果相关资产的估值(PE)相较于全 A 过高，可能很容易出现由于超预期比例回落而带动估值(PE)回落：以 TMT 板块为例，从历史上看，TMT 板块相较于全 A 市盈率的大幅回升背后往往是主动偏股基金配置比例的大幅上升，而当主动偏股基金的配置比例较高时，TMT 板块的超预期比例可能会因为被相对充分研究而回落，进而带动主动偏股基金的减仓与估值(PE)的回落。这也是主题投资向产业趋势切换期相关资产往往会大幅波动的重要微观机制之一。

图30：2010 年以来，主动偏股基金对于 TMT 板块的配置比例与 TMT 板块的超预期比例呈现一定负相关关系



资料来源：wind，民生证券研究院。按照分析师是否有盈利(净利润)预测，以及财报(包括预告)公布前后分析师是否调整盈利(净利润)预测，我们将全A划分为5组：业绩上调组(YtoY上调)、业绩下调组(YtoY下调)、暂停覆盖组(YtoN)、新增覆盖组(NtoY)、持续未覆盖组(NtoN)，其中，超预期比例指的是业绩上调组(YtoY上调)的个股数量占比。

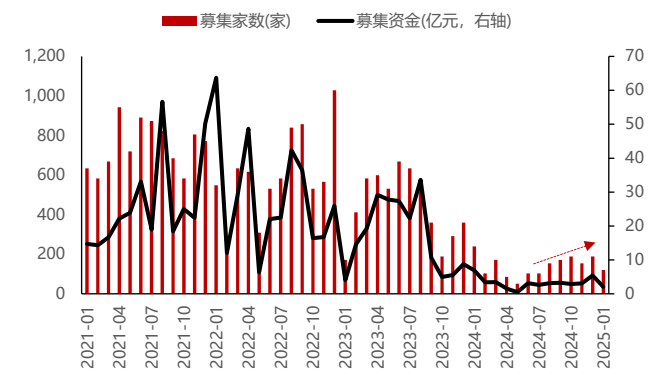
图31：2010 年以来，主动偏股基金配置对于 TMT 的配置比例与 TMT 板块相较于全 A 的市盈率之比呈现正相关关系，当下配置比例再度回到了 21 年以来的高位



资料来源：wind，民生证券研究院

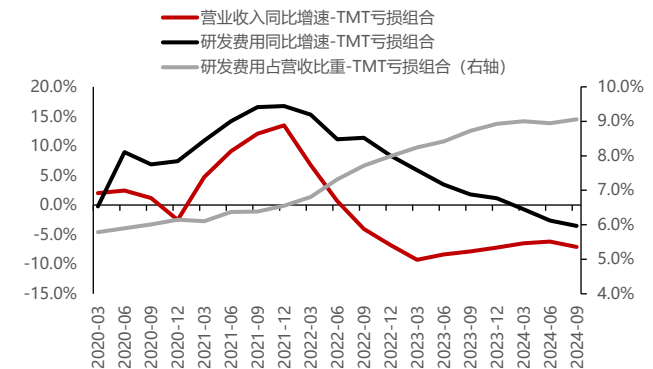
第四，此外中期视角来看，IPO 逐渐恢复下，新公司的上市对相关标的稀缺性溢价造成冲击同样可以关注。值得一提的是，尽管近些年来上市公司研发投入强度持续抬升（以研发支出占营收比重衡量），然而从同比增速来看依然处于持续下滑趋势中，与不断走弱的营收表现一致。如果未来宏观景气度的不确定性持续抬升，总量需求侧的长期承压也可能最终影响到其研发投入的积极性与能力，最终导致创新力的下滑。

图32：近期 IPO 逐渐恢复下，新公司的上市对相关标的稀缺性溢价造成冲击值得关注



资料来源：wind，民生证券研究院

图33：同样地，营收侧的长期承压终将逐渐影响到科技行业尤其是其中亏损股的研发投入的积极性与能力



资料来源：wind，民生证券研究院

5 风险提示

1) 历史数据无法有效指引当前。由于本文所采用的估值溢价分析思路均基于历史数据进行判断与评估，其中存在所选择的股票与行业的偏差，因此存在历史上的复盘数据无法准确对当前形成指引的风险。

2) 宏观环境变化速度超出预期。宏观环境的变化对于不同行业产业周期的影响也不同，如果宏观环境波动进一步放大，那么产业周期的演绎方向也将变得更为不确定。

插图目录

图 1: 亚马逊上市初期,在互联网产业浪潮驱动下,亚尽管持续亏损,亚马逊依然可以连续三年上涨	3
图 2: 特斯拉上市前十余年连续亏损,股价表现依然出色	3
图 3: 从历史上看,无论主动偏股基金、还是保险,对于亏损股的配置比例均较低,特别是保险资金	4
图 4: 从因子暴露视角来看:主动股基偏好大市值、高 ROE、高销售净利率以及高净利润增速的标的,险资则偏好大市值、高股息、低估值(PE、PB)、高 ROE 的标的	4
图 5: 主动偏股基金往往会在当季度主要超配当期业绩超预期组(业绩上调组)	5
图 6: 从历史上看,主动偏股基金往往会在下一季度继续增配本期的业绩超预期组(业绩上调组),减配本期的不及预期组(业绩下调组)	5
图 7: 2010 年以来,科技板块表现长期与中小盘股整体一致,仅仅在几次产业周期中出现过短暂的明显跑赢。当下科技开始跑赢中小盘开始有了新产业浪潮的意味,而龙头企业开始跑赢一般科技公司(这与历史上有业绩支撑的特点不符合)	6
图 8: 等到产业浪潮来临时,投资者则习惯性采用景气投资的方法论,关注成长性能否持续超预期,历史上高景气成长板块的业绩兑现度与其股价表现整体一致	6
图 9: 从历史上典型的产业周期抢跑行情经验来看,A 股市场投资者对产业周期的抢跑往往并不会超过一年,在当年出现估值大幅抬升之际,业绩也往往在同一年度的第二、三个季度开始便出现明显改善,相较之下近两年的抢跑组合的业绩弹性的兑现有点“迟迟未到”	6
图 10: 移动互联网浪潮期间,作为 A 股市场上少有类似于苹果一般具备软硬件全生态的乐视网享受明显的稀缺性溢价,估值抬升幅度显著高于苹果产业链(2012 年 6 月 PB = 1)	7
图 11: 汽车电动化浪潮期间,作为 A 股市场上少有的与特斯拉在电动车市场上直接竞争的比亚迪享受明显的稀缺性溢价,估值抬升幅度同样长期高于特斯拉产业链(2019 年 12 月 PB = 1)	7
图 12: 值得一提的是,在 2012 年至 2013 年汽车电动化浪潮早期,海外本体特斯拉发布新品并宣布首次盈利时,尽管彼时 A 股映射比亚迪业绩表现持续不佳,股价依然可以跟随着海外映射本身的上涨而上涨(2011 年 6 月收盘价=1)	8
图 13: PB 视角:2020 年以来,市场给予“安全”的估值溢价长期高于成长整体,弱于 TMT。走势上看,安全概念估值在 2021 年经历了向成长的回归,而在 2023 年 Q2 以后,“安全”热度再度抬升,估值溢价重新上行	9
图 14: TMT 中“安全”概念股的估值定价波动高于 TMT 整体,且市场对“安全概念”与尚未盈利的个股盈利预测分歧也往往更大	9
图 15: ETF 指数跟踪上以市值分层、行业中性、科创/创业板等领域为主	10
图 16: 截至 2024Q3,对于 ETF 跟踪的主要指数而言,科创 100、科创芯片、科创 50、中证 1000 中的亏损股占比较高	10
图 17: 截至 2024H1,医药、券商、芯片、科创板/创业板等领域个人持有比例较高	10
图 18: 2021 年以来,ETF 持续净买入科创 50 成分股,2024 年 10 月以来两融大幅买入	11
图 19: 2019 年至 2022 年,主动偏股基金对于科创 50 的超配比例震荡上升,2023 年以来,主动偏股基金对于科创 50 的超配比例则维持震荡,2024 年下半年开始增加	11
图 20: 2024 年以来,重仓持有寒武纪的基金数目快速增加	11
图 21: 在行情的泡沫化期,A 股映射本体 PS (TTM)、PE (TTM) 与 PB (LF) 最高值中位数分别为 31.1 倍、408 倍与 25.4 倍,相较产业整体分别溢价 5.5、3.6 和 2.9 倍左右;而在整个产业浪潮演绎期间估值中枢相较产业整体也分别溢价 4.1、2.0 与 2.3 倍	12
图 22: 当下产业周期的定价情况:与历史上历轮中外映射的产业周期相比,市场对本轮 AI 与人形机器人需求与收入扩张的乐观程度更高,相较下对净资产的定价则相对处于合理水平;而从相对于市场的溢价来看,AI 与人形机器人市销率均高于了历史其他浪潮,仅次于移动互联网	13
图 23: 从产业周期中稀缺性标的的定价情况来看,PS 口径下与历史上历轮中外映射的产业周期相比,尽管近期有所回落,市场对部分 AI 产业链中的稀缺性标的定价远超过明显高于历史上各产业周期中的稀缺性标的	14
图 24: 当下 AI 产业链中市场给予最高安全估值溢价的 GPU 环节,无论是 PS 或是 PB 视角来看,相较于半导体设备的泡沫期或是自身近两年来的中枢水平而言均不算特别极端	16
图 25: 半导体设备也确实成为了业绩兑现弹性更大的细分领域,同时一定程度上依靠着“安全”带来的成长性在本轮半导体周期的底部依然展现了较强的业绩韧性(%)	17
图 26: 半导体设备板块市盈率、市销率与市净率均在 2021 年 Q2 见顶回落,而实际业绩增速则相对滞后两、三个季度	17
图 27: 2017 年以来,从极值点来看,电新行业 PS (TTM)、PE (TTM) 与 PB (LF) 三个估值口径的龙头股估值溢价区间极大值分别为 6.5、3.9、4.6,白酒、家电行业的三个估值的溢价上限均未超过 1.8	19
图 28: 在 2012 年至 2019 年,特斯拉电动车销量复合增速高于全球,在电动车市场的市占率长期维持在 10%左右,让投资者始终相信在汽车电动化浪潮中特斯拉将占据着至关重要的地位,带动股价在此期间多年跑赢标普 500 (千辆)	21
图 29: 同样地,对于亚马逊而言,尽管其长期亏损,然而投资者依然可以看到其新的商业模式与创新的不断涌现,并驱动收入持续增长	21

图 30: 2010 年以来, 主动偏股基金对于 TMT 板块的配置比例与 TMT 板块的超预期比例呈现一定负相关关系.....	22
图 31: 2010 年以来, 主动偏股基金配置对于 TMT 的配置比例与 TMT 板块相较于全 A 的市盈率之比呈现正相关关系, 当下配置比例再度回到了 21 年以来的高位.....	22
图 32: 近期 IPO 逐渐恢复下, 新公司的上市对相关标的稀缺性溢价造成冲击值得关注.....	22
图 33: 同样地, 营收侧的长期承压终将逐渐影响到科技行业尤其是其中亏损股的研发投入的积极性与能力	22

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048