

2024 年 05 月 21 日

证券研究报告 | 策略周报

白马股逆袭与重返核心资产

重拾价值投资，淡化行业属性

分析师：蔡梦苑

分析师登记编码：S0890521120001

电话：021-20321004

邮箱：caimengyuan@cnhbstock.com

研究助理：郝一凡

邮箱：haoyifan@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

1、《A 股活跃度回落，短期需整固——策略周报》2024-05-19

2、《金价下跌，反而是配置良机？——从实物需求看金价涨跌》2024-04-25

3、《A 股涨势明显放缓，该如何应对？》2024-03-22

投资要点

④2024 年以来，白马股再度逆袭成“黑马”，显著跑赢全 A 股及小盘股。截至 5 月 17 日，白马股指数累计涨幅 7.21%，而 Wind 全 A 则小幅下跌 0.22%、国证 2000 大幅下行 8.58%。

④结合估值、风格切换、宏观环境变化及政策导向等因素来看，白马股为代表的核心资产的逆袭并非短期因素，“重返核心资产”仍然具备较好的中长期配置逻辑。

④需要注意的是，尽管核心资产超额回归，但与上一轮“白马龙头抱团”行情的投资逻辑仍然有着较为明显的区别——侧重基本面定价而非通过景气度提估值，侧重优质个股选择而淡化行业属性。

④本轮 A 股“重返核心资产”也是在“重拾巴菲特价值投资理念”。在选股指标上，侧重于寻找具有护城河优势、ROE 较高、现金流稳定、股息率较高的企业。这种区别变化也将体现在基金产品的选择上。

④风险提示：经济修复不及预期，美联储货币政策超预期收紧，地缘风险。

内容目录

1. 2024 年以来，白马股悄悄逆袭成“黑马”.....	3
2. 白马股逆袭背后的四因素简析.....	3
3. 重拾价值投资，淡化行业属性.....	5
4. 重返核心资产，如何选基？	6
5. 风险提示.....	6

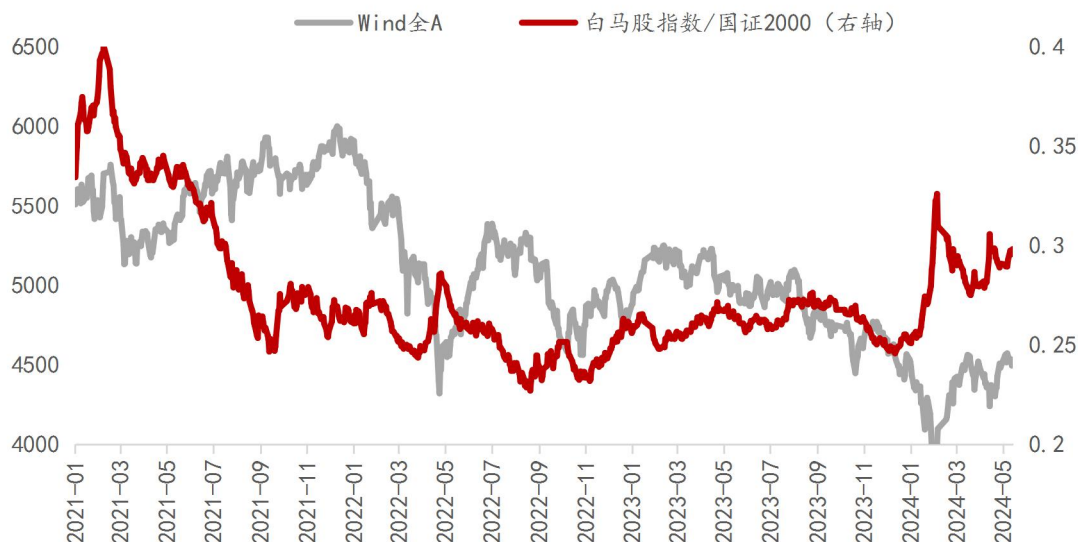
图表目录

图 1： 今年以来白马股指数显著跑赢国证 2000.....	3
图 2： 白马股指数估值（市盈率 TTM）降至历史低位.....	4
图 3： 归母净利润增速（%）对比.....	4
图 4： 上一轮大小盘风格轮动周期大盘已连续 3 年跑输小盘.....	5

1. 2024 年以来，白马股悄悄逆袭成“黑马”

2024 年以来，白马股再度逆袭成“黑马”，显著跑赢全 A 股及小盘股。截至 5 月 17 日，白马股指数累计涨幅 7.21%，而 Wind 全 A 则小幅下跌 0.22%、国证 2000 大幅下行 8.58%。

图 1：今年以来白马股指数显著跑赢国证 2000



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

自上一轮白马龙头抱团行情之后，2021-2022 年白马股指数显著跑输小盘股；2023 年基本跑平，但整个市场弱势下行导致白马股指数依然录得负收益；2024 年初终于迎来了既有正收益、又明显跑赢市场及小盘股的转折。

那么本轮究竟是哪些因素推动了白马股的逆袭，这一趋势能否有持续性？

2. 白马股逆袭背后的四因素简析

1、估值与盈利因素——估值“瘦身”、经营稳健，核心资产性价比归来

从持续弱势到更加抗跌，白马股的估值底基本明确。在经历了 2021-2022 年“杀白马”行情之后，白马股估值已完成“瘦身”，市盈率降至低位水平。在今年年初全市场弱势行情中白马股相对市场以及小盘股回撤更低、更加抗跌。截至 5 月 17 日，白马股指数市盈率（TTM）仍然不足 10 倍，这反映出白马股的估值底部基本明确，已处于具备较高配置性价比的区间。

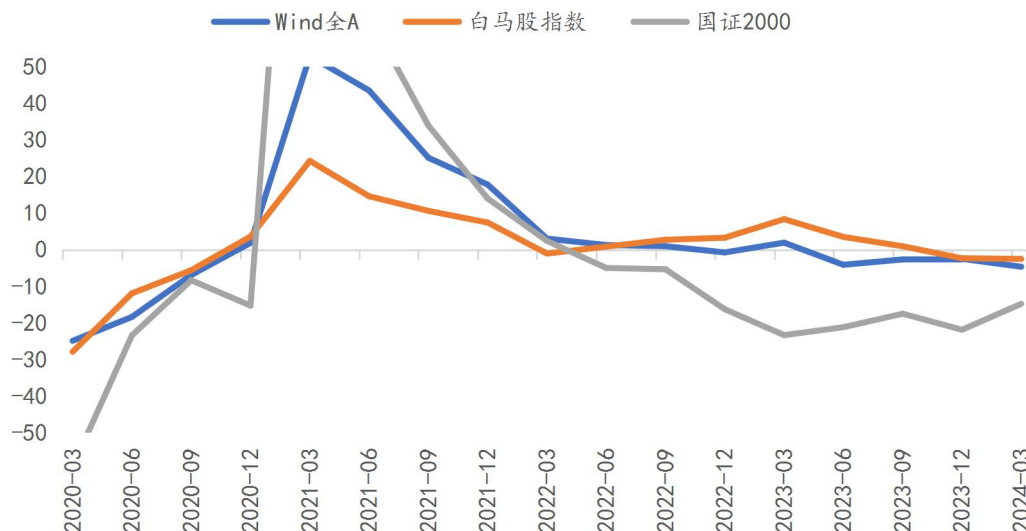
图 2：白马股指数估值（市盈率 TTM）降至历史低位



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

从盈利视角来看，尽管 2022 年以来宏观经济增长有所放缓，但白马股整体盈利增速仍然明显优于全市场以及小盘股，稳定性和持续分红能力也更强。

图 3：归母净利润增速（%）对比



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

较低的估值以及稳健的盈利能力，令以白马股为代表的核心资产配置价值再度显著提升。

2、大小盘风格——风格轮动的时间周期切换节点

除了估值分化趋于收敛，稳健的盈利令白马股配置性价比提高之外，大小盘风格轮动在时间周期上看，也已处于合适的切换节点。

从大小盘风格走势来看，A 股大小盘风格轮动的周期约为 6 年左右，而上一轮周期已持续 7 年，且大盘风格已连续三年跑输小盘。风格切换在时间周期上的条件也已具备。

图 4：上一轮大小盘风格轮动周期大盘已连续 3 年跑输小盘



资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

3、宏观因素——脱离高速增长后的投资风险收益特征变化

随着全球人口、经济周期的转向下行，我国经济转向高质量发展，A股的投资风险收益特征也发生的显著变化。一方面，大量此前处于成长期的行业和企业逐渐转向了成熟期，成长空间明显减弱。

另一方面，新兴产业、高成长行业逐渐减少，大量资金尚未改变投资理念、仍然习惯于高景气投资，导致了成长及题材风格的内卷加剧，投资难度加大，往往呈现出波动较大、轮动较快的特征。

4、政策因素——新“国九条”展现出以价值投资为导向的监管趋取向

4月出台的新“国九条”中进一步明确了以价值投资为导向的监管趋取向。一方面强调了“长钱长投”的基础设施生态构建。如针对违规减持、重组，炒小、炒差、炒壳，量化高频交易的严监管；以及鼓励提高分红等措施，均重在引导“上市公司提高投资价值，投资者回归价值投资”。

另一方面，还提出推动和引导保险、银行理财、养老金等资金提升权益投资。从保险、银行理财、养老金等增量资金的投资偏好来看，均带有偏重于“低波稳健”、“绝对收益”的特征，也意味着未来A股中具备这些特征的标的将更易于吸引资金流入并长期持有。

3. 重拾价值投资，淡化行业属性

结合上述估值底、大小盘风格切换、宏观环境变化及政策引导“价值投资”等因素来看，白马股为代表的核心资产的逆袭并非短期因素，“重返核心资产”仍然具备较好的中长期配置逻辑。

需要注意的是，尽管核心资产超额回归，但与上一轮“白马龙头抱团”行情的投资逻辑仍然有着较为明显的区别——侧重基本面定价而非通过景气度提估值，侧重优质个股选择而淡化行业属性。

侧重基本面定价而非提估值。上一轮“白马龙头抱团”行情中具备更强的成长属性，行业特征也更加突出。如消费、医药、新能源等热门行业的成长属性（行业成长性、龙头集中度、规模效应等）更加突出，市场给予行业整体更高的估值定价，赚估值提升的钱。从图2中可以看出，在2019-2021年的行情中，白马股估值涨幅较大。而本轮核心资产则更关注基本面指标，选择稳健、低估、具备长期持有价值的标的进行配置，赚长期持有的稳健收益。

侧重优质个股选择而淡化行业属性。本轮行情中，如高股息概念，侧重于企业的经营、自由现金流稳定性，一旦将高股息概念作为主题炒作、快速推升估值，反而会降低其股息率、违背高股息投资的理念；如出海概念，则在于筛选各行业出海业务占总营收比例更高的企业。因此，当前环境下应该将红利、出海、核心资产视作主线，并进行优质个股筛选，而非当做一种行业主题投资。

总体来看，本轮A股“重返核心资产”也是在“重拾巴菲特价值投资理念”。在选股指标上，侧重于寻找具有护城河优势、ROE较高、现金流稳定、股息率较高的企业。这种区别变化也将体现在基金产品的选择上。

4. 重返核心资产，如何选基？

1、被动ETF的选择

侧重偏核心资产的宽基指数选择，如A50、上证50、沪深300等偏大盘宽基指数，以及红利相关ETF，适度淡化行业属性。

2、主动权益基金的挑选

“在成长题材中卷、在核心资产中躺”。

由于行业、主题轮动较快，对灵活度的要求更高；且行业主题型主动权益基金、ETF基金均存在不易遴选、不够聚焦热点的问题，想要在成长题材中获取超额收益，通过个股交易仍然明显优于配置基金。

但对于想要“躺”在优质核心资产中获取长期相对稳健收益的投资者来说，建议侧重于选择偏大盘价值、绝对收益风格，且行业分散度较高、个股筛选能力较强的主动管理型权益基金。

3、偏绝对收益风格的固收+

部分固收+基金经理，在管理权益部分投资时也具有较强的债性思维，倾向于绝对收益风格的投资，重视低估值、高股息等属性。这类固收+基金由于契合当下A股市场的风格易于获取超额收益，同时也依然具备相对低波的特征。对于风险偏好不高、又不满足于无风险收益率持续下行的投资者来说也是优质选择之一。

5. 风险提示

经济修复不及预期，美联储货币政策超预期收紧，地缘风险。

分析师承诺

本人承诺，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本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司就不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。