

确实、踩实与扎实

——2023年二季度A股投资策略

相关研究：

- 《20230110湘财证券-2023年A股投资策略：等待短周期拐点》
2023.01.10

分析师：仇华

证书编号：S0500519120001

Tel: 021-50295323

Email: qh3062@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

核心要点：

□ 2023年一季度，短周期拐头确实

我们在2023年度策略中，预判2023年A股走势是上升的“N”形。我们判断二季度将主要处于“N”形走势的中间整理阶段。而最确实的判断依据是，宏观短周期已步入拐头区域。

由于三月份相关数据还没有出来，而3月份PMI为51.90%，虽然低于2月份的52.60%，但依然在荣枯线上方，我们判断：即使短周期会有反复，当下的底部位置也基本确定。

□ 一季度行情震荡，需要二季度继续踩实

我们对万得全A指数走势进行分析显示，2023年一季度的反弹，起始与2022年10月末，2023年1月份其实只是反弹的第二部分；而2023年2、3月份以来的震荡整理，属于“N”形态的中间部分。但震荡还不够充分，且4月份是年报和一季度报告披露期，预期二季度还需要进一步扎实基础。我们对2023年全年走势总体看好，二季度处于中间衔接的关键位置，大概率继续震荡。

从一季度的具体行业来看，TMT相关的几个板块涨幅分别位列前四：计算机上涨36.79%；传媒上涨34.24%；通信上涨29.51%；电子上涨15.50%。该趋势与2019年一季度状况类似。不过，2019年一季度TMT表现亮眼主要动力是5G启动；而2023年一季度，TMT板块上涨动力来自于人工智能作为第四次科技革命，已经进入2.0时代：从2018年开始流行的“预训练+微调”大模型，2022年模型参数超过5000亿，有效解决了1.0时代AI泛化能力不足的问题。2023年以来，GPT的突破，标志通用人工智能有效突破奇点，新一代AI技术步入新一轮技术创新周期。

□ 净利润、ROE、营业收入三维度指向短期重点行业

行业方面，我们依据行业轮动模型，从净利润、ROE、营业收入等三个维度，横轴方向取9个月的PE做对比标准，比较申万一级行业、二级行业，确认二季度重点行业方向为：有色金属、电力设备、煤炭等三个行业。

□ 投资建议

我们在2023年度报告中判断2023全年走势是上升“N”形。在一季度震荡攀升后，二季度将继续演绎“N”形态的中间变化。宏观方面，确实短周期在一季度探明底部；但需要在二季度进一步踩实；而行业方面，通过净利润、ROE以及营业利润比较，在新周期启动阶段，有色金属、电力设备、煤炭等三个行业，将成为二季度重点关注方向。

□ 风险提示

全球流动性继续快速收紧；欧美银行风波扩散；俄乌地缘危机升级。

正文目录

1 确实：短周期底部拐头	2
2 踩实：一季度行情演绎，二季度展望	2
2.1 一季度市场回顾与二季度猜想	2
2.2 一季度 TMT 行业强势	4
3 扎实：净利润、ROE 和营业收入三维度选择	9
3.1 一级行业比较选择	10
3.2 二级行业比较选择	12
4 投资建议	14
5 风险提示	14

图表目录

图 1 短周期一季度拐头确实	2
图 2 万得全 A2023 年以来走势与二季度猜想	3
图 3 对 2023 年二季度走势和区域位置的猜想	3
图 4 第一季度 A 股主要指数涨跌状况	4
图 5 第一季度申万一级行业涨跌状况	4
图 6 万得全 A 静态和动态市盈率状况(截止 3 月 31 日)	5
图 7 A 股市场全 A 和沪深 300 的股债收益差比较(截止 3 月 31 日)	5
图 8 第一季度一级行业月度涨跌状况	6
图 9 游戏Ⅲ(申万) (857641.SI) 2023 年一季度 PE/PB 状况	8
图 10 游戏Ⅲ(申万) (857641.SI) 2023 年一季度涨幅与沪深 300 比较	8
图 11 行业轮动模型归纳	10
图 12 净利润维度一级行业分布状况 (截止: 2023.3.31)	11
图 13 ROE 维度一级行业分布状况 (截止: 2023.03.31)	11
图 14 营业收入维度一级行业分布状况 (截止: 2023.3.31)	12
图 15 净利润维度二级行业分布状况 (截止: 2023.3.31)	12
图 16 ROE 维度二级行业分布状况 (截止: 2023.3.31)	13
图 17 营业收入维度二级行业分布状况 (截止: 2023.3.31)	13
表 1 申万 124 个二级行业一季度涨幅前 10 行业 (扣除: 林业Ⅱ(申万) (801011.SI))	5
表 2 申万 124 个二级行业一季度跌幅前 10 行业 (扣除: 林业Ⅱ(申万) (801011.SI))	7
表 3 申万 259 个三级行业一季度涨幅前 10 行业 (扣除 16 个无数据行业)	7
表 4 申万 259 个三级行业一季度跌幅前 10 行业 (扣除 16 个无数据行业)	7
表 5 游戏Ⅲ(申万) (857641.SI) 权重 1% 以上个股状况	9
表 6 2023 年二季度行业轮动重点行业梳理	14

1 确实：短周期底部拐头

我们在 2023 年度策略中，预判 2023 年 A 股走势是上升的“N”形。我们判断二季度将主要处于“N”形走势的中间整理阶段。而最确实的判断依据是：宏观短周期一季度步入拐头区域。

图 1 短周期一季度拐头确实



资料来源：Wind，湘财证券研究所

由于三月份相关数据还没有出来，而 3 月份 PMI 为 51.90%，虽然低于 2 月份的 52.60%，但依然在荣枯线上方，我们判断：即使短周期会有反复，当下的底部位置也基本确定。

2 踩实：一季度行情演绎，二季度展望

2023 年一季度，A 股行情运行轨迹，也基本在我们 2023 年预期的一致，一季度总体呈现震荡上行态势。其中，上行阶段主要出现在 1 月份，2、3 月份处于震荡整理。

2.1 一季度市场回顾与二季度猜想

我们对万得全 A 指数走势进行分析显示，2023 年一季度的反弹，起始与 2022 年 10 月末，2023 年 1 月份其实只是反弹的第二部分；2023 年 2、3 月份的震荡整理，幅度相对狭窄，总体并不充分。

图 2 万得全 A2023 年以来走势与二季度猜想

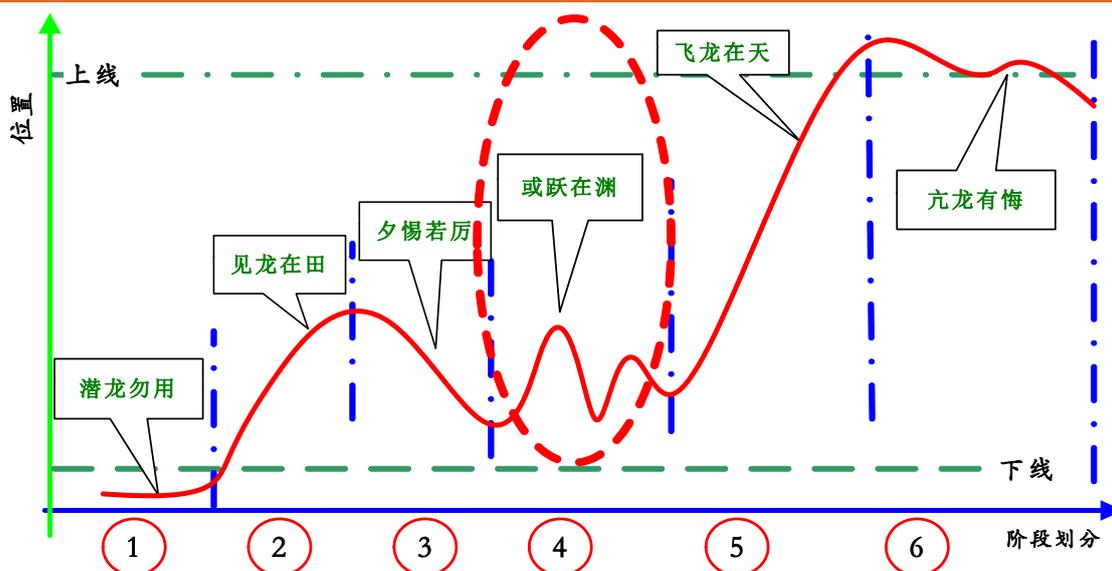


资料来源：Wind，湘财证券研究所

比较显示，2023 年 2、3 月份以来的震荡整理，属于“N”形态的中间整理。但震荡的依然不够充分，且 4 月份是年报和一季度报告披露期，预期二季度还需要进一步扎实基础。

我们对 2023 年全年走势总体看好，二季度处于中间衔接部分，大概率继续震荡。整体趋势也符合我国的传统哲学理论。

图 3 对 2023 年二季度走势和区域位置的猜想



资料来源：湘财证券研究所制作

2.2 一季度 TMT 行业强势

2023 年一季度，A 股主要指数均处于上行状态：涨幅最多的科创 50 累计上涨 12.67%；涨幅最小的创业板指上涨 2.25%；其他 4 个指数（上证指数、深圳成指、中小 100、万得全 A）涨幅都在 5、6% 左右。

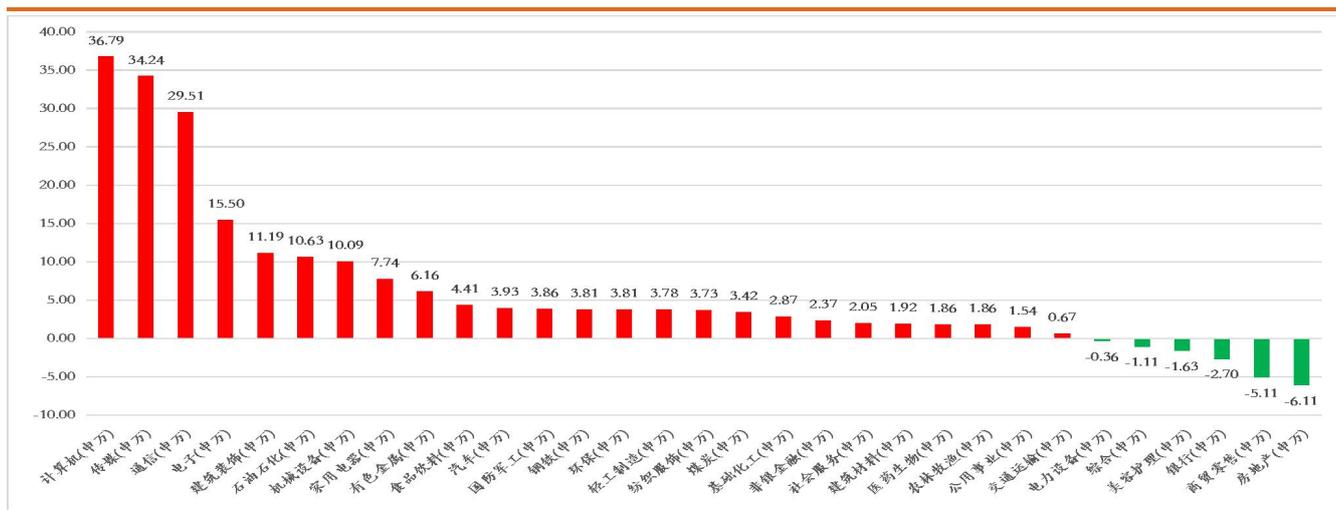
图 4 第一季度 A 股主要指数涨跌状况

代码	名称	23.01月	23.02月	23.03月	一季度累计涨跌幅	PE分位数(18月)	PB分位数(18月)
000001.SH	上证指数	5.39	0.74	-0.21	5.94	73.96	36.29
399001.SZ	深证成指	8.94	-1.81	-0.49	6.45	33.52	32.69
399006.SZ	创业板指	9.97	-5.88	-1.22	2.25	4.16	6.37
399005.SZ	中小100	8.03	-2.94	0.99	5.89	0.28	20.08
000688.SH	科创50	5.67	-2.36	9.20	12.67	59.28	49.31
881001.WI	万得全A	7.38	-0.02	-0.83	6.47	62.05	34.63

资料来源：Wind，湘财证券研究所

就一级行业来看，TMT 相关的几个板块涨幅分别位列前四：计算机上涨 36.79%；传媒上涨 34.24%；通信上涨 29.51%；电子上涨 15.50%。该趋势与 2019 年一季度状况类似。不过，2019 年一季度 TMT 表现亮眼主要动力是 5G 元年的推动；而 2023 年一季度，TMT 板块动力来自于人工智能作为第四次科技革命，已经进入 2.0 时代：从 2018 年开始流行的“预训练+微调”大模型，2022 年模型参数达到 5400 亿，有效解决了 1.0 时代 AI 泛化能力不足的问题，2023 年以来，GPT 的突破，标志通用人工智能有效突破奇点，新一代 AI 技术步入新一轮技术创新周期。

图 5 第一季度申万一级行业涨跌状况



资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 6 万得全 A 静态和动态市盈率状况(截止 3 月 31 日)



资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 7 A 股市场全 A 和沪深 300 的股债收益差比较(截止 3 月 31 日)



资料来源：Wind，湘财证券研究所

表 1 申万 124 个二级行业一季度涨幅前 10 行业 (扣除：林业 II(申万) (801011.SI))

排名前十	一季度涨幅前 10 的二级行业	涨幅 (%)
1	游戏 II(申万)	64.75
2	软件开发(申万)	39.55
3	黑色家电(申万)	39.33
4	IT 服务 II(申万)	35.45
5	计算机设备(申万)	34.24
6	航天装备 II(申万)	30.13
7	通信服务(申万)	29.86
8	出版(申万)	29.78
9	通信设备(申万)	29.37
10	数字媒体(申万)	28.46

资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 8 第一季度一级行业月度涨跌状况

代码	名称	1月	2月	3月	年初以来 涨跌幅
801750.SI	计算机(申万)	12.80	5.69	14.74	36.79
801760.SI	传媒(申万)	5.06	4.16	22.67	34.24
801770.SI	通信(申万)	9.24	8.59	9.18	29.51
801080.SI	电子(申万)	9.52	-0.37	5.85	15.50
801720.SI	建筑装饰(申万)	5.54	2.45	2.83	11.19
801960.SI	石油石化(申万)	7.90	2.00	0.51	10.63
801890.SI	机械设备(申万)	9.72	3.33	-2.89	10.09
801110.SI	家用电器(申万)	8.29	0.31	-0.82	7.74
801050.SI	有色金属(申万)	14.67	-3.58	-3.98	6.16
801120.SI	食品饮料(申万)	5.16	1.05	-1.74	4.41
801880.SI	汽车(申万)	10.89	-0.67	-5.64	3.93
801740.SI	国防军工(申万)	6.45	1.30	-3.69	3.86
801040.SI	钢铁(申万)	7.28	4.55	-7.44	3.81
801970.SI	环保(申万)	5.95	1.79	-3.75	3.81
801140.SI	轻工制造(申万)	5.01	6.68	-7.36	3.78
801130.SI	纺织服饰(申万)	4.68	4.73	-5.38	3.73
801950.SI	煤炭(申万)	5.15	2.93	-4.45	3.42
801030.SI	基础化工(申万)	8.00	2.64	-7.20	2.87
801790.SI	非银金融(申万)	8.90	-2.59	-3.51	2.37
801210.SI	社会服务(申万)	-0.30	2.70	-0.34	2.05
801710.SI	建筑材料(申万)	8.96	0.06	-6.51	1.92
801150.SI	医药生物(申万)	5.47	0.12	-3.53	1.86
801010.SI	农林牧渔(申万)	3.28	0.58	-1.95	1.86
801160.SI	公用事业(申万)	2.15	1.13	-1.71	1.54
801170.SI	交通运输(申万)	1.97	-0.48	-0.80	0.67
801730.SI	电力设备(申万)	11.82	-6.02	-5.19	-0.36
801230.SI	综合(申万)	0.09	0.04	-1.23	-1.11
801980.SI	美容护理(申万)	0.81	2.35	-4.66	-1.63
801780.SI	银行(申万)	3.33	-3.80	-2.12	-2.70
801200.SI	商贸零售(申万)	-1.18	-2.51	-1.50	-5.11
801180.SI	房地产(申万)	3.71	-2.02	-7.61	-6.11

资料来源：Wind，湘财证券研究所

表 2 申万 124 个二级行业一季度跌幅前 10 行业 (扣除: 林业 II (申万) (801011.SI))

排名前十	一季度涨幅前 10 的二级行业	涨幅 (%)
124	城商行 II (申万)	-6.97
123	休闲食品(申万)	-6.42
122	房地产开发(申万)	-6.29
121	渔业(申万)	-6.12
120	能源金属(申万)	-5.99
119	饮料乳品(申万)	-4.85
118	航空装备 II (申万)	-4.77
117	非金属材料 II (申万)	-4.74
116	酒店餐饮(申万)	-4.72
115	饲料(申万)	-4.61

资料来源: Wind, 湘财证券研究所

表 3 申万 259 个三级行业一季度涨幅前 10 行业 (扣除 16 个无数据行业)

排名前十	一季度涨幅前 10 的二级行业	涨幅 (%)
1	游戏 III (申万)	64.75
2	横向通用软件(申万)	52.81
3	通信网络设备及器件(申万)	41.42
4	国际工程(申万)	39.40
5	其他计算机设备(申万)	37.99
6	大众出版(申万)	37.83
7	印刷(申万)	36.47
8	IT 服务 III (申万)	35.45
9	营销代理(申万)	33.96
10	垂直应用软件(申万)	33.13

资料来源: WIND, 湘财证券研究所

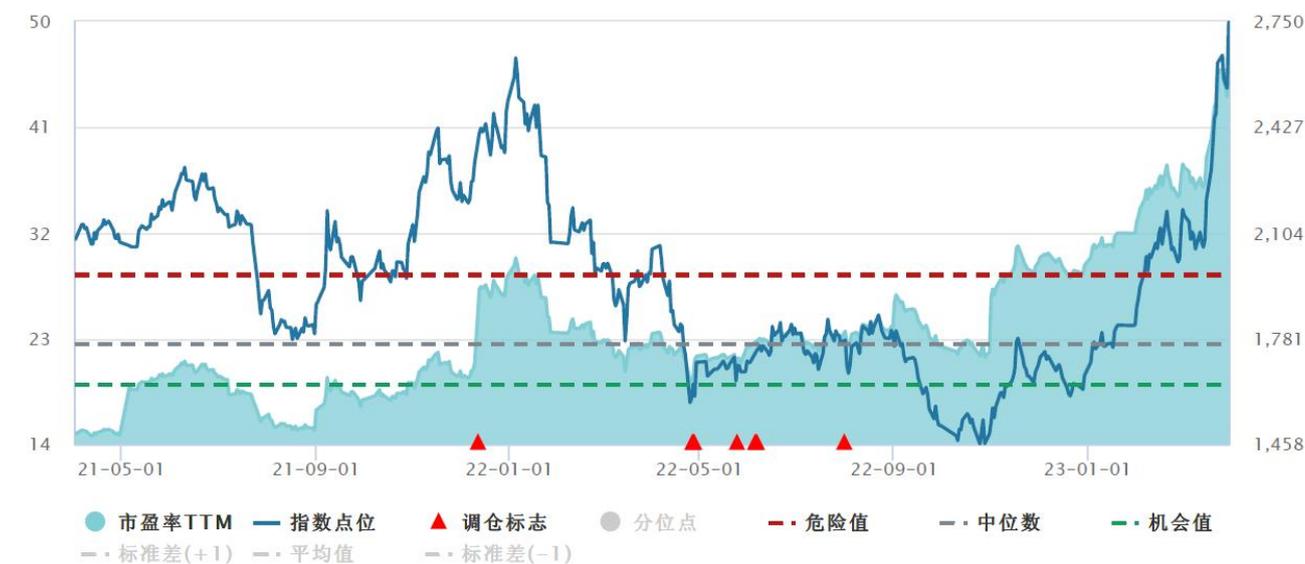
表 4 申万 259 个三级行业一季度跌幅前 10 行业 (扣除 16 个无数据行业)

排名前十	一季度涨幅前 10 的二级行业	涨幅 (%)
259	水产养殖(申万)	-8.52
258	住宅开发(申万)	-8.23
257	百货(申万)	-7.82
256	医疗研发外包(申万)	-7.68
255	疫苗(申万)	-7.20
254	城商行 III (申万)	-6.97
253	旅游综合(申万)	-6.46
252	快递(申万)	-6.41
251	乳品(申万)	-6.15
250	其他橡胶制品(申万)	-5.47

资料来源: Wind, 湘财证券研究所

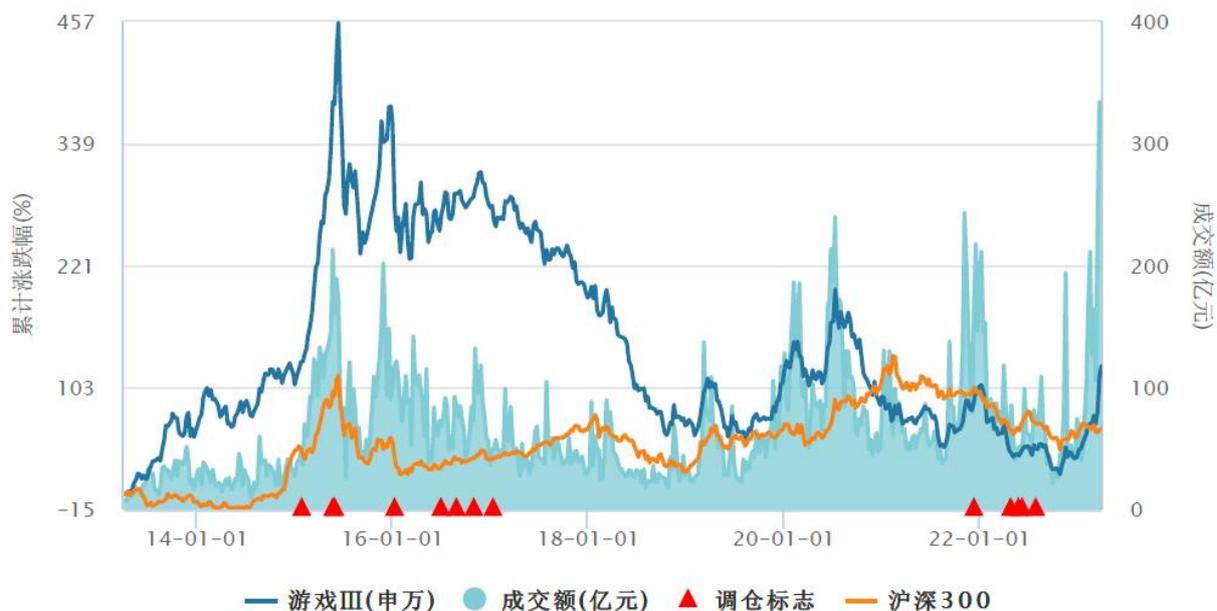
就游戏Ⅲ(申万) (857641.SI) 行业的走势来看, PE/PB 已远偏正常值, 有回归压力, 且参加成交量也放出巨量, 预期二季度改板块有较大压力。不过, 就整体指数而言, 目前依然处于相对低位, 预期该板块经历调整 (或跌在渊) 后, 依然有上行潜力。

图 9 游戏Ⅲ(申万) (857641.SI) 2023 年一季度 PE/PB 状况



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图 10 游戏Ⅲ(申万) (857641.SI) 2023 年一季度涨幅与沪深 300 比较



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

表 5 游戏Ⅲ(申万) (857641.SI) 权重 1%以上个股状况

代码	简称	权重 (%)	一季度涨跌幅 (%)
002555.SZ	三七互娱	12.4991	57.18
300418.SZ	昆仑万维	11.128	224.64
002602.SZ	世纪华通	9.7654	58.01
002517.SZ	恺英网络	6.8687	84.60
603444.SH	吉比特	6.1501	52.40
002624.SZ	完美世界	5.9445	33.81
300459.SZ	汤姆猫	5.4829	161.90
300002.SZ	神州泰岳	4.9145	117.05
002558.SZ	巨人网络	4.5385	65.58
300315.SZ	掌趣科技	3.4236	34.58
002354.SZ	天娱数科	2.7856	58.06
002174.SZ	游族网络	2.6018	40.93
600633.SH	浙数文化	2.5808	52.87
300113.SZ	顺网科技	2.0999	48.61
300031.SZ	宝通科技	2.0823	49.89
300494.SZ	盛天网络	1.8837	100.00
002605.SZ	姚记科技	1.6576	87.47
300052.SZ	中青宝	1.6499	14.91
002425.SZ	凯撒文化	1.4337	30.11
300299.SZ	富春股份	1.3077	60.99
300533.SZ	冰川网络	1.1754	58.13

资料来源：Wind，湘财证券研究所

数据显示，游戏行业在 2023 年一季度一骑绝尘，成为推动 TMT 板块大幅上涨的主要动力源泉。从三级游戏行业具体情况来看，比重分别为 12.4991% 和 11.1280% 的三七互娱 (002555.SZ)、昆仑万维 (300418.SZ)，一季度分别上涨了 57.18% 和 224.64%，是推动游戏板块指数上行的主要力量。不过，就游戏板块而言，短期上涨幅度已较大，调整压力将显著上升。

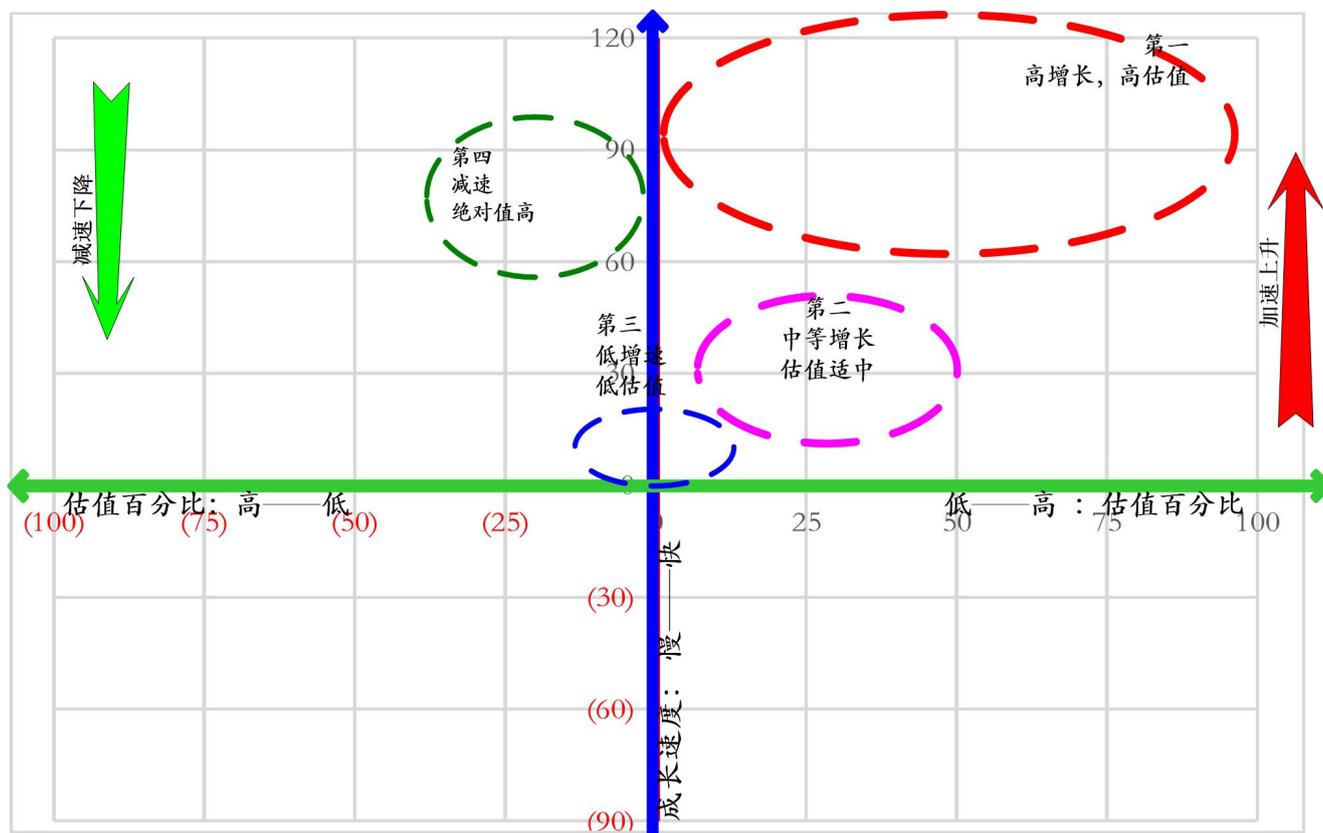
3 扎实：净利润、ROE 和营业收入三维度选择

行业方面，我们依据行业轮动模型，从净利润、ROE、营业收入等三个维度，横轴方向取 9 个月的 PE 做对比标准，比较申万一级行业、二级行业，确认二季度重点行业方向为：有色金属、电力设备、煤炭等三个行业。

3.1 一级行业比较选择

我们从净利润、ROE 和营业收入三个维度，对 31 个申万一级行业进行比较选择。

图 11 行业轮动模型归纳



资料来源：Wind，湘财证券研究所

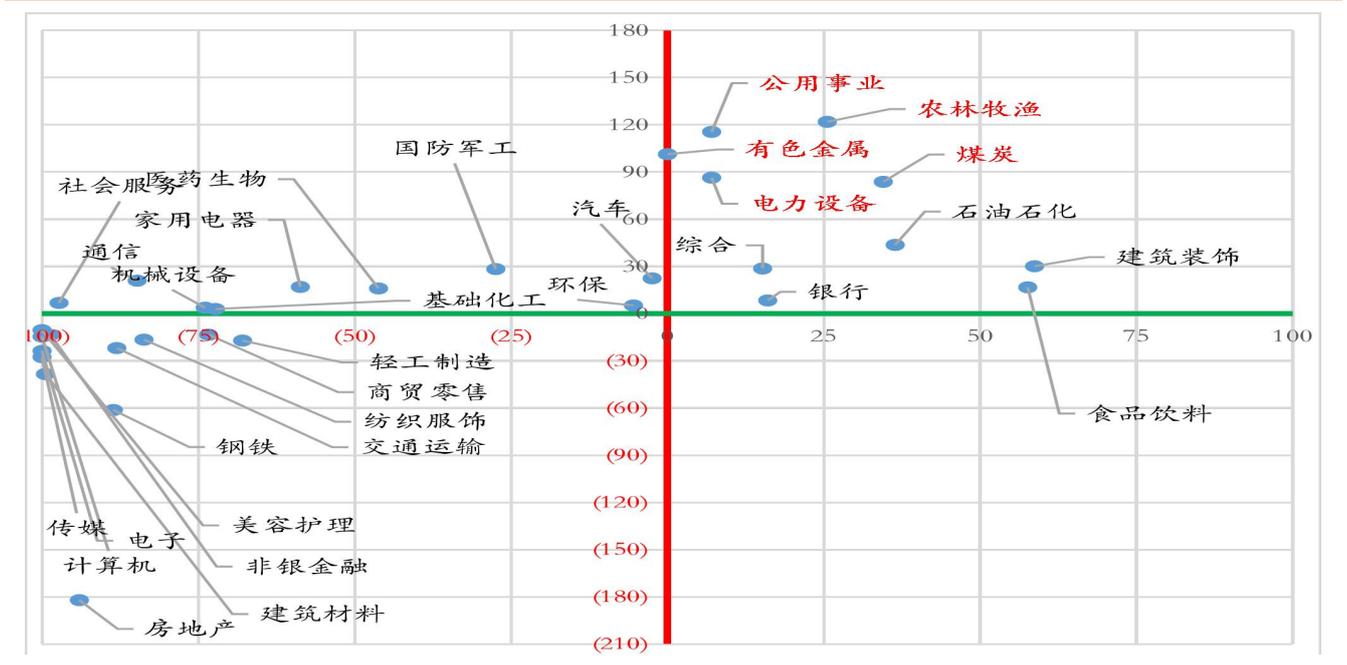
在具体分析行业轮动时，结合当下行情走势特征，短周期重启，新周期利好上游行业。同时，我国强势行业在震荡整理后，有继续强势的空间。

就模型而言，行业轮动有四个方向：

- 1、在市场低迷阶段，重点行业多处于利润增速适中+低估值的行业；
- 2、下行过程中，阶段企稳时，高估值+高增长行业多数会有表现；
- 3、行情启动后，超跌反弹的行业多数在当时处于低估值状况。

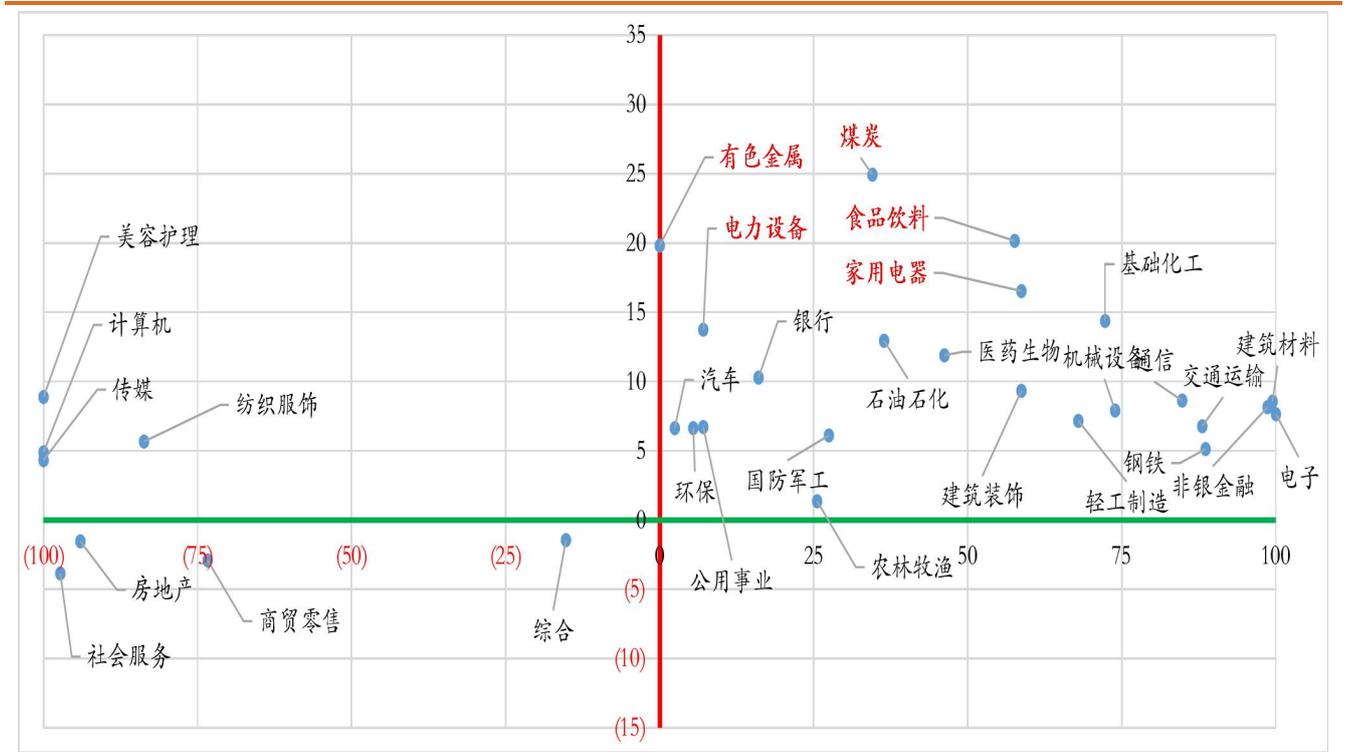
比较而言，虽然二季度行业轮动由于时间短，并不会完全根据轮动模型运行，但高成长，低 PE 百分位依然是短期选择的重要依据。

图 12 净利润维度一级行业分布状况 (截止: 2023.3.31)



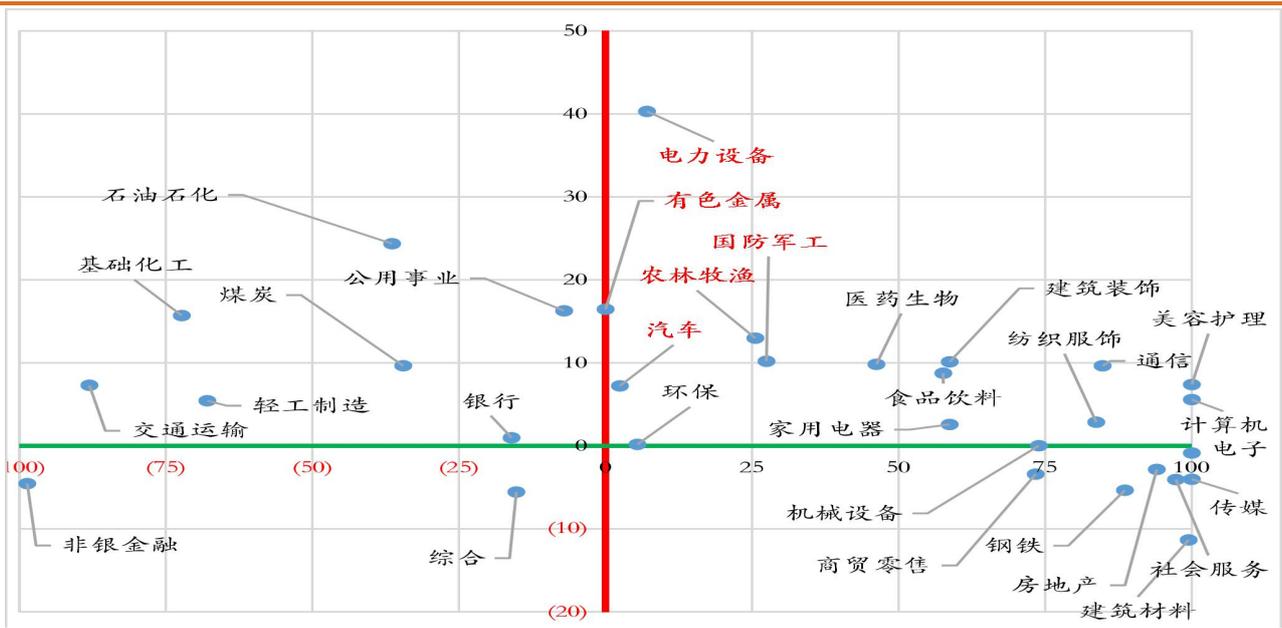
资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图 13 ROE 维度一级行业分布状况 (截止: 2023.03.31)



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图 14 营业收入维度一级行业分布状况（截止：2023.3.31）

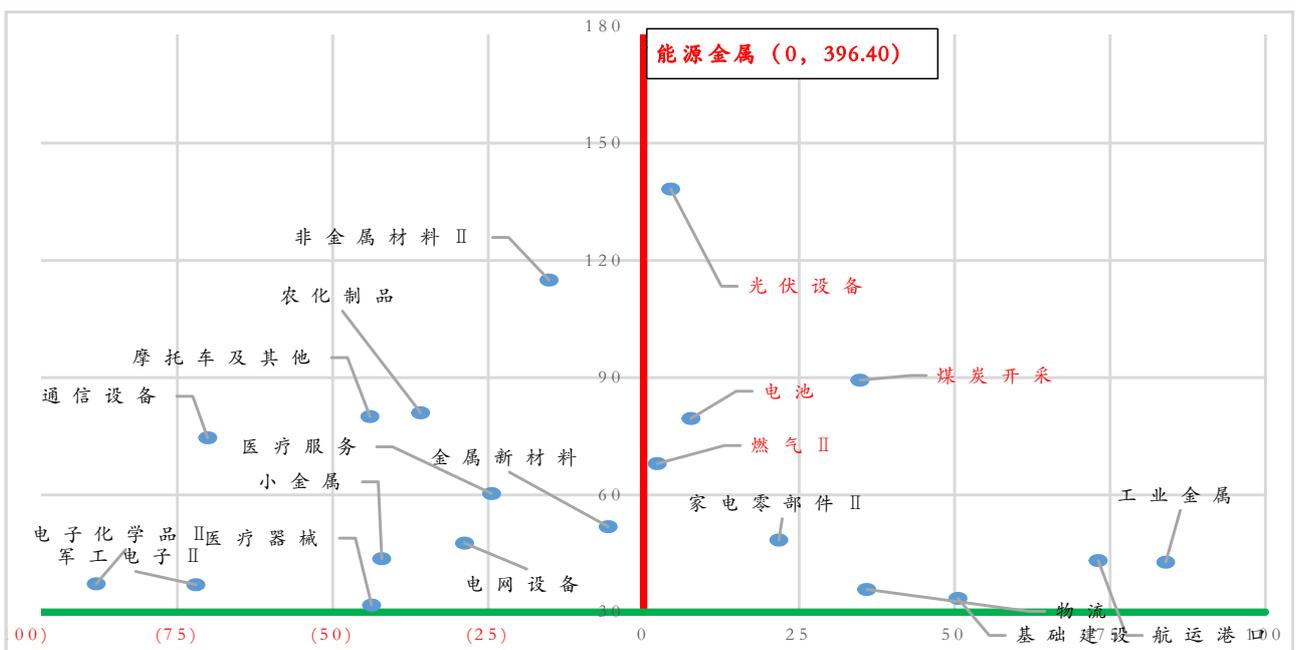


资料来源：Wind，湘财证券研究所

3.2 二级行业比较选择

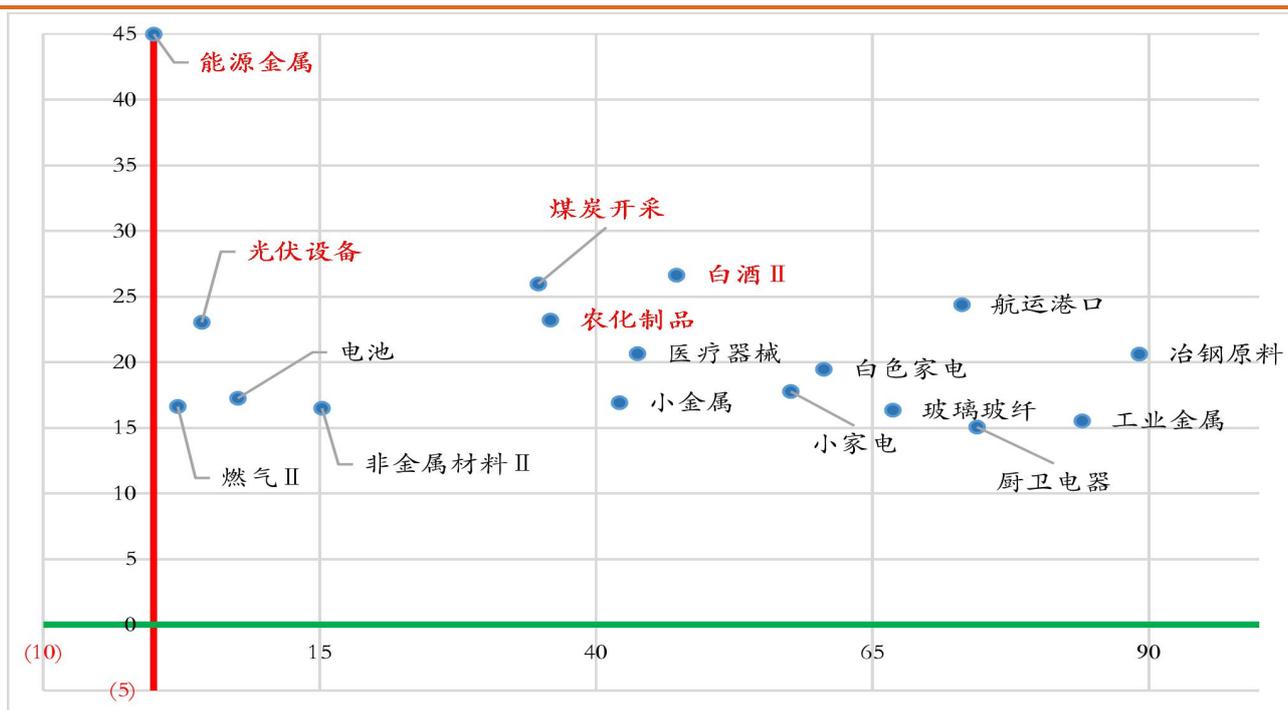
我们从净利润、ROE 和营业收入三个维度，对 124 个申万二级行业（扣除没有数据的林业）进行比较选择。比较原则依然是“纵向优先，横向次之”。

图 15 净利润维度二级行业分布状况（截止：2023.3.31）



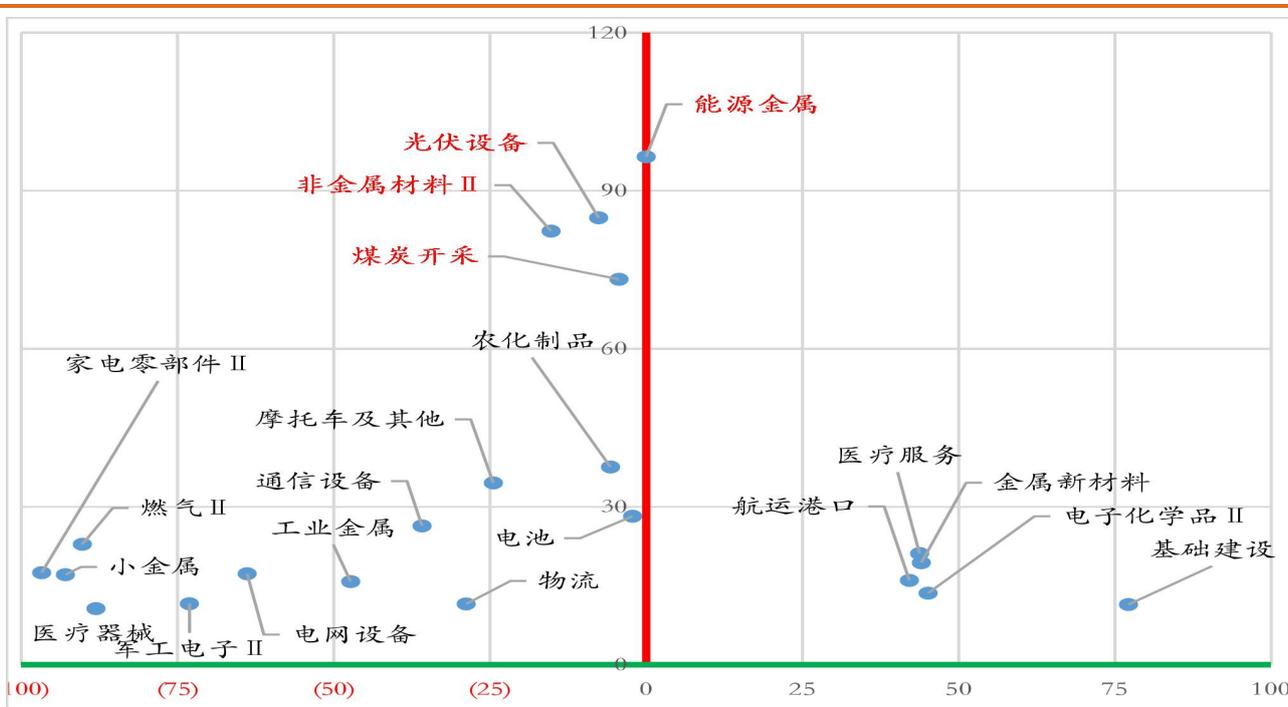
资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 16 ROE 维度二级行业分布状况 (截止: 2023.3.31)



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图 17 营业收入维度二级行业分布状况 (截止: 2023.3.31)



资料来源: Wind, 湘财证券研究所 (注: 营业收入数据统计中, 使用的是 2022 年三季度数据)

根据 2023 年 3 月 31 日申万一级行业、二级行业的 ROE、净利润以及营业收入的增长率和 9 个月 PE 百分比的综合结果,2023 年二季度重点标的方向归纳如下:

表 6 2023 年二季度行业轮动重点行业梳理

类别	净利润维度	ROE 维度	营业收入维度	重点方向
一级行业	有色金属	有色金属	有色金属	有色金属 电力设备 煤炭
	电力设备	电力设备	电力设备	
	煤炭	煤炭	国防军工	
	农林牧渔	食品饮料	农林牧渔	
	公用事业	家用电器	汽车	
二级行业	能源金属	能源金属	能源金属	能源金属 光伏设备 煤炭开采
	光伏设备	光伏设备	光伏设备	
	煤炭开采	煤炭开采	煤炭开采	
	电池	农林产品	非金属材料	
	燃气	白酒		

资料来源: Wind, 湘财证券研究所

比较归纳, 有色金属、电力设备、煤炭等三个行业, 有望成为二季度重点关注方向。

4 投资建议

我们在 2023 年度报告中判断 2023 全年走势是上升“N”形。在一季度震荡攀升后, 二季度将继续演绎“N”形态的中间变化。宏观方面, 确实短周期在一季度探明底部; 但需要在二季度进一步踩实; 而行业方面, 通过净利润、ROE 以及营业利润比较, 在新周期启动阶段, 有色金属、电力设备、煤炭等三个行业, 将成为二季度重点关注方向。

5 风险提示

全球流动性继续快速收紧; 欧美银行风波扩散; 俄乌地缘危机升级。

分析师声明

本人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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰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。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不做任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。