

## 夏季攻势：迎接主线戴维斯双击

### ——新繁荣牛市之二十七

#### 核心观点

夏季攻势拉开帷幕，行情初期一波三折演进，亦是加仓机会。展望未来 2-3 个月，本轮夏季攻势的核心看点并非指数涨幅，而是主线的戴维斯双击。

#### □ 夏季攻势：看点是主线戴维斯双击

站在当前，综合趋势维度和边际维度，也即结构牛市趋势、股债收益比、政策预期催化，展望未来 2-3 个月，我们认为市场迎来夏季攻势。但结构牛市的背景下，结构选择比仓位选择更重要。我们认为随着中报和季报陆续展开，本轮结构牛市的主线，也即 AI 上游，部分环节随着盈利线索的陆续确认，有望迎来盈利和估值双升的戴维斯双击行情，这也是本轮夏季攻势的核心看点所在。

#### □ 以史为鉴：盈利驱动的戴维斯双击

人工智能崛起的产业背景下，本轮结构牛市的主线在于 AI 引领 TMT。本轮 TMT 行情自年初开始切换，那么如何评估后续运行规律和选股策略？4 月 23 日我们发布《慢就是快：TMT 主升段将展开》，5 月 29 日发布《择优而取：AI 明星股超额开始扩大》，分别借助计算机、半导体、新能源三轮牛市复盘，提炼了板块运行和选股策略的共性。

站在当前，随着财报季拉开维度，我们预计以 AI 上游为代表的部分领域有望迎来盈利和估值双升的戴维斯双击行情，本篇报告我们将借助计算机、半导体、新能源三轮牛市样本进一步对此复盘。借助复盘可知，三轮结构牛市运行时间为 1.5 年到 2.5 年不等，但在第一年随着中报和季报的盈利增速持续向上，继而驱动估值进一步提升，基金配置也随之迎来加仓幅度较大的阶段。

#### □ 配置建议：AI 上游的潜在盈利线索

参考智能手机先渗透再应用的规律，参考新能源车先上游再中下游的规律，现阶段 AI 的基本面线索应聚焦以算力、数据、大模型为代表的上游环节。随着中报和季报先后展开，基本面线索有望逐步显现，继而驱动板块估值的进一步提升，也有望带来基金对其配置的显著提升。换言之，AI 上游具备基本面线索的环节有望迎来戴维斯双击行情。

基于此，我们对中报线索进行前瞻，预测方法上，我们认为，Q2 期间当年净利润预期的调整一定程度上反映了行业内公司经营变化，上修情况对中报超预期或有一定指引。综合来看，参考净利润上修比例，大模型（67%）、数据可视化（67%）、半导体设备（50%）、操作系统（50%）、液冷（50%）、服务器（50%）、交换机（50%）、网络设备（50%）等环节 2023 年 Q2 净利润预期上修所占比例较高。

#### □ 风险提示

人工智能产业进展低预期；美国通胀数据持续超预期；历史统计规律下降。

分析师：王杨

执业证书号：S1230520080004

wangyang02@stocke.com.cn

#### 相关报告

1 《夏季攻势拉开帷幕》

2023.06.18

## 正文目录

1 夏季攻势：看点是主线戴维斯双击 .....	4
2 以史为鉴：盈利驱动的戴维斯双击 .....	4
2.1 盈利变化：底部反转向上 .....	5
2.2 估值变化：中枢明显抬升 .....	6
2.3 基金持仓：配置显著提升 .....	7
3 配置建议：AI 上游的潜在盈利线索 .....	8
4 风险提示 .....	12

## 图表目录

图 1: 2013-2015 计算机结构性牛市 .....	5
图 2: 2019-2020 年半导体结构性牛市 .....	5
图 3: 2020-2021 年新能源结构性牛市 .....	5
图 4: 计算机板块归母净利润 (算数平均) 同比增速 (%) .....	6
图 5: 半导体板块归母净利润 (算数平均) 同比增速 (%) .....	6
图 6: 电力设备板块归母净利润 (算数平均) 同比增速 (%) .....	6
图 7: 计算机板块 PETTM .....	7
图 8: 半导体板块 PETTM .....	7
图 9: 电力设备板块 PETTM .....	7
图 10: 计算机行业基金配置比例 .....	8
图 11: 半导体行业基金配置比例 .....	8
图 12: 电力设备行业基金配置比例 .....	8
图 13: 电子 PETTM .....	10
图 14: 计算机 PETTM .....	10
图 15: 传媒 PETTM .....	10
图 16: 通信 PETTM .....	10
图 17: 计算机配置与标配比例 .....	11
图 18: 通信配置与标配比例 .....	11
图 19: 电子配置与标配比例 .....	11
图 20: 传媒配置与标配比例 .....	11
表 1: AI 核心产业链 Q2 期间预测调整上修占比 .....	9
表 2: AI 核心产业链划分 .....	11

## 1 夏季攻势：看点是主线戴维斯双击

站在当前，综合趋势维度和边际维度，也即结构牛市趋势、股债收益比、政策预期催化，展望未来 2-3 个月，我们认为市场迎来夏季攻势。

我们在《关于 2023 年的思考之四：反转后的大势演绎》提出 2023 年迎来新一轮结构牛市，与 2022 年有显著区别。但结构牛市也不用于全面牛市，相较于 2019 至 2021 年全面牛市的轮动普涨，结构牛市意味着结构分化尤为显著。

在此背景下，市场虽迎夏季攻势，但从投资实战来看，结构选择比仓位选择更重要。我们认为随着中报和三季度报陆续展开，本轮结构牛市的主线，也即 AI 上游，部分环节随着盈利线索的陆续确认，有望迎来盈利和估值双升的戴维斯双击行情，这也是本轮夏季攻势的核心看点所在。

现阶段 AI 的基本面线索集中于以算力、数据、大模型为代表的上游环节。进一步结合中报前瞻线索，大模型、数据可视化、半导体设备、操作系统、液冷、服务器、交换机、网络设备等子领域可以积极关注。

## 2 以史为鉴：盈利驱动的戴维斯双击

人工智能崛起的产业背景下，本轮结构牛市的主线在于 AI 引领 TMT。本轮 TMT 行情自年初开始切换，那么如何评估后续运行规律和选股策略？

4 月 23 日我们发布《慢就是快：TMT 主升段将展开》，5 月 29 日发布《择优而取：AI 明星股超额开始扩大》，分别借助计算机、半导体、新能源三轮牛市复盘，提炼了板块运行和选股策略的共性。

结合《慢就是快：TMT 主升段将展开》中对板块特征的分析，主升段初期的核心特征在“慢就是快”，相较于第一波预期驱动指数急涨，进入基本面线索驱动阶段，指数慢涨，但明星股超额将持续扩大。

结合《择优而取：AI 明星股超额开始扩大》中对选股策略的分析，现阶段 AI 上游的选股关键在于聚焦优质龙头。借助复盘，一方面，就股价启动时点而言，龙头股超额收益往往于主升段初期开始扩大。另一方面，相较于股价和盈利，基金加仓有一定滞后性，且最大加仓幅度往往出现在行情后期。

站在当前，随着财报季拉开维度，我们预计以 AI 上游为代表的部分领域有望迎来盈利和估值双升的戴维斯双击行情，本篇报告我们将借助计算机、半导体、新能源三轮牛市样本进一步对此复盘。借助复盘可知，三轮结构牛市运行时间为 1.5 年到 2.5 年不等，但在第一年随着中报和三季度报的盈利增速持续向上，继而驱动估值进一步提升，基金配置也随之迎来加仓幅度较大的阶段。

图1: 2013-2015 计算机结构性牛市



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图2: 2019-2020 年半导体结构性牛市



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图3: 2020-2021 年新能源结构性牛市



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 2.1 盈利变化: 底部反转向上

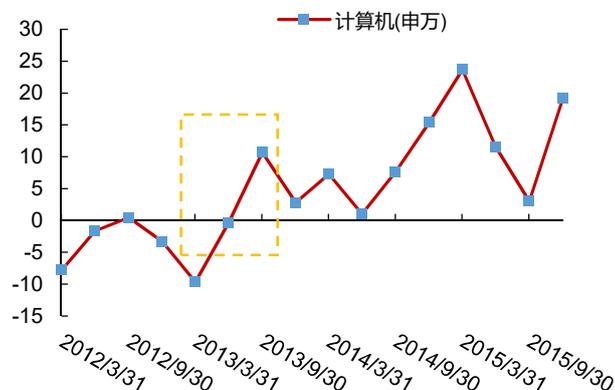
复盘结构牛市的盈利, 可以发现, 牛市启动的第一个季度, 板块盈利同比多数是负值, 随后盈利开始迎来上升通道, 对应中报、三季报、年报等盈利增速不断提升。

具体来看, 2012 年 Q4 和 2013 年 Q1 计算机板块归母净利润同比增速分别为-3.3%和-9.6%, 2018 年 Q4 半导体板块归母净利润同比增速为-42%, 而 2020 年 Q1 电力设备板块归母净利润同比增速为-23% (部分受第一轮疫情冲击), 均为负值。

随着产业发展, 板块盈利增速步入上升通道, 第一年的一季报、中报或三季报盈利增速显现提速信号。具体来看, 针对计算机, 自 2013Q1 归母净利同比见底后, 2013 中报开始反转向上, 归母净利同比-0.35%, 三季报增速达 10.7%; 针对半导体, 自 2018Q4 归母净利同比见底后, 2019Q1 开始反转向上, 一季报增速达 42.90%, 中报增速为 9.39%, 三季报增速

为 19.00%，年报增速达 119.17%；针对新能源，观察电力设备行业，自 2020Q1 归母净利润同比见底后，中报开始反转向上，中报、三季度、年报增速均持续提升。

图4： 计算机板块归母净利润（算数平均）同比增速（%）



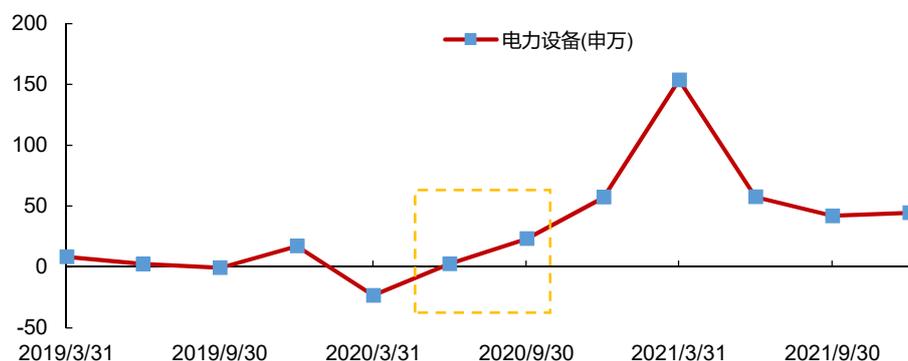
资料来源：Choice，浙商证券研究所

图5： 半导体板块归母净利润（算数平均）同比增速（%）



资料来源：Choice，浙商证券研究所

图6： 电力设备板块归母净利润（算数平均）同比增速（%）



资料来源：Choice，浙商证券研究所

## 2.2 估值变化：中枢明显抬升

复盘结构牛市的估值规律，盈利增速的提升往往驱动估值的进一步提升。具体来看，计算机、半导体、电力设备板块的 PE-TTM 在牛市启动均在 30 倍左右，随着中报、三季度、年报的盈利陆续确认，三轮结构牛市的 PE-TTM 同样迎来持续提升。

图7: 计算机板块 PETTM



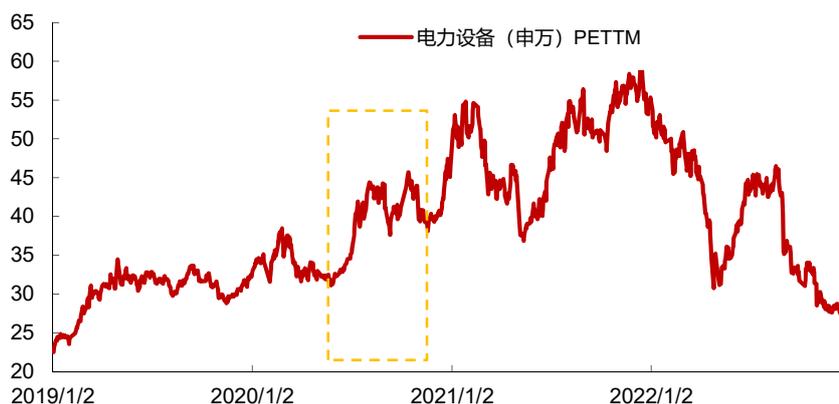
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图8: 半导体板块 PETTM



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图9: 电力设备板块 PETTM



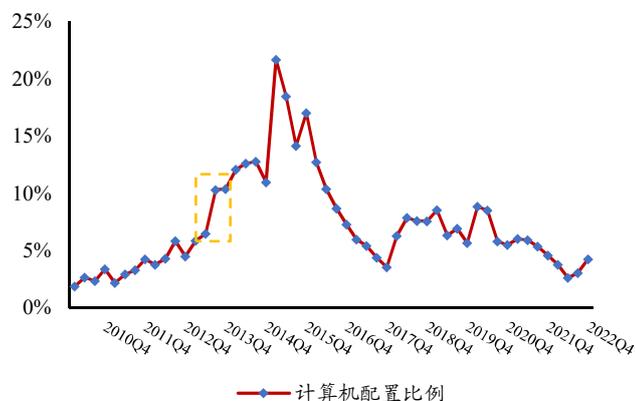
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 2.3 基金持仓: 配置显著提升

我们以“普通股票型+偏股混合型”基金为统计口径,观察计算机、半导体和电新行业的基金配置情况。可以发现,随着盈利的陆续确认,基金对板块配置也开始大幅提升。

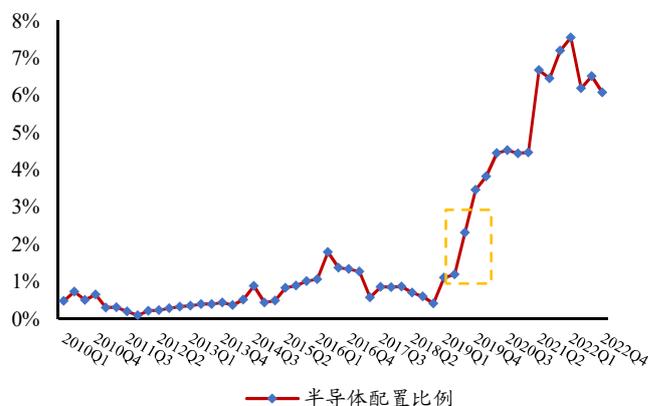
具体而言,针对计算机,随着中报和三季度盈利增速持续提升,基金对计算机的配置比例在2013Q3迎来大幅提升;针对半导体,2019年一季报增速达42.90%,中报增速为9.39%,三季度增速为19.00%,基金对半导体的配置比例在2019Q3和2019Q4迎来大幅提升;针对新能源,自2020Q1归母净利同比见底后,中报开始反转向,中报、三季度、年报增速均持续提升,相应的基金对电力设备的配置比例自2020Q1持续大幅提升,自2019Q4约4%的配置比例提升至2020Q4约11%。

图10: 计算机行业基金配置比例



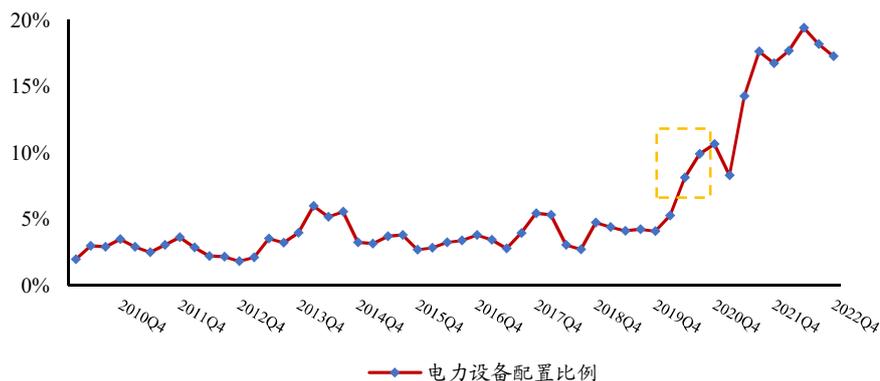
资料来源: Choice, 浙商证券研究所

图11: 半导体行业基金配置比例



资料来源: Choice, 浙商证券研究所

图12: 电力设备行业基金配置比例



资料来源: Choice, 浙商证券研究所

### 3 配置建议: AI 上游的潜在盈利线索

人工智能的快速发展, 有望逐步显现基本面线索, 参考智能手机先渗透再应用的规律, 参考新能源车先上游再中下游的规律, 现阶段 AI 的基本面线索应聚焦以算力、数据、大模型为代表的上游环节。逻辑上, 构建大模型生态与扩大算力基础设施是数字经济蓬勃发展的必要前提, 也是产业链业绩最先落地的环节

站在当前, 随着中报和三季度报先后展开, 随着基本面线索的逐步显现, 有望驱动板块估值的进一步提升, 也有望带来基金对其配置的显著提升。换言之, AI 上游具备基本面线索的环节有望迎来戴维斯双击行情。

基于此, 我们对中报线索进行前瞻, 我们认为, Q2 期间当年净利润预期的调整一定程度上反映了行业内公司经营变化, 上修情况对中报超预期或有一定指引。综合来看, 参考净

利润上修比例, 大模型(67%)、数据可视化(67%)、半导体设备(50%)、操作系统(50%)、液冷(50%)、服务器(50%)、交换机(50%)、网络设备(50%)等环节 2023 年 Q2 净利润预期上修所占比例较高。

表1: AI 核心产业链 Q2 期间预测调整上修占比

行业	较截至 2023/3/31 年净利润预测上修	较截至 2023/3/31 年净利润预测下修	较截至 2023/3/31 年营收预测上修	较截至 2023/3/31 年营收预测下修	净利润上修占比	营收上修占比
大模型	2	1	0	3	67%	0%
数据可视化	2	1	2	1	67%	67%
半导体设备	5	5	6	4	50%	60%
操作系统	2	2	1	3	50%	25%
液冷	1	1	1	1	50%	50%
交换机	2	2	1	3	50%	25%
网络设备	1	1	0	2	50%	0%
服务器	3	3	2	4	50%	33%
工业软件	4	6	3	7	40%	30%
CPU/GPU	1	2	0	3	33%	0%
EDA/IP	1	3	1	3	25%	25%
光模块	1	3	0	4	25%	0%
半导体材料	1	5	1	5	17%	17%
IDC	1	5	1	5	17%	17%
数据安全	1	10	0	11	9%	0%
数据要素	1	10	3	8	9%	27%
Chiplet	0	3	0	3	0%	0%
零部件	0	5	1	4	0%	20%
晶圆厂	0	1	0	1	0%	0%
ASIC	0	2	0	2	0%	0%
FPGA	0	3	0	3	0%	0%
存储	0	3	0	3	0%	0%
中间件	0	3	1	2	0%	33%
信创软件	0	3	0	3	0%	0%
系统软件	0	1	0	1	0%	0%
光芯片	0	4	0	4	0%	0%
光缆光纤	0	2	0	2	0%	0%
PCB	0	5	0	5	0%	0%
运营商	0	3	2	1	0%	67%
边缘算力承载平台	0	3	1	2	0%	33%
boss 系统	0	2	0	2	0%	0%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

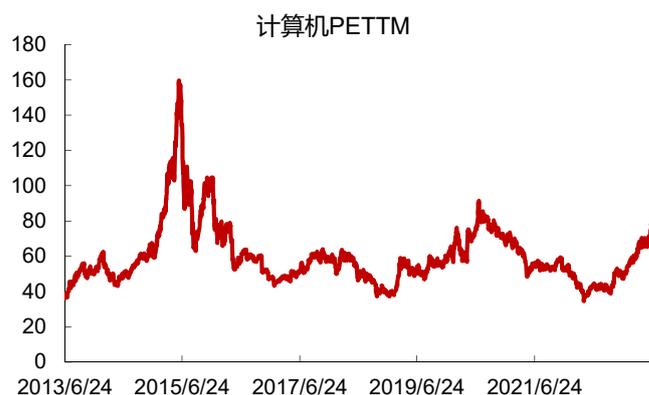
从估值角度来看，尽管经历了估值修复，但整体而言 TMT 估值仍处合理水平。具体来看，观察 PE-TTM，电子目前为 45 倍、计算机 75 倍、传媒 50 倍、通信 35 倍，相较于此前高点的 114 倍、160 倍、142 倍、95 倍的水平仍有较大的增长空间。

图13: 电子 PETTM



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图14: 计算机 PETTM



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图15: 传媒 PETTM



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

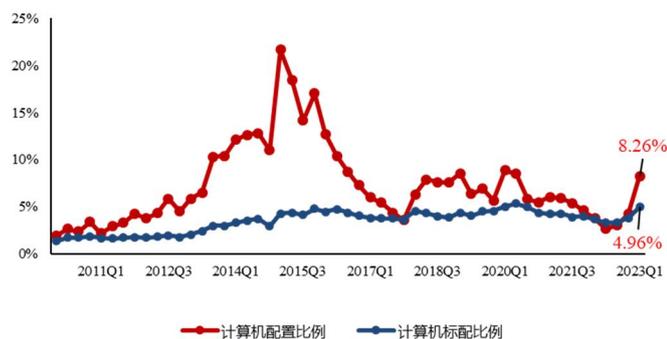
图16: 通信 PETTM



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

就基金配置而言，虽然一季度 TMT 持仓比例有所提升，但整体仍处低位。计算机配置比例自 2022Q4 的 4.25% 提升至 2023Q1 的 8.26%，是 TMT 中提升最多的行业，但相较于 2015 年高点超 20% 的配置比例仍有较大差距。与此同时，截止 2023Q1，通信配置比例为 1.80%，传媒为 1.08%，而电子配置基本持平于 2022Q4，为 9.10%。

图17: 计算机配置与标配比例



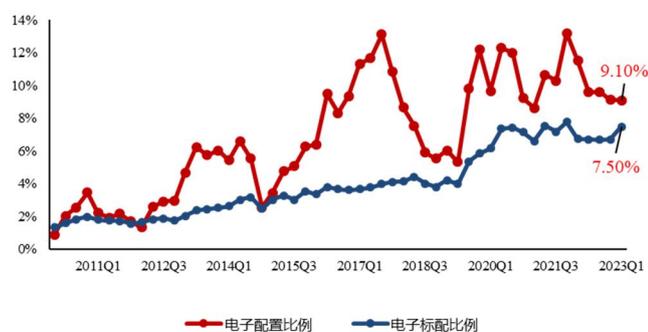
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图18: 通信配置与标配比例



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图19: 电子配置与标配比例



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图20: 传媒配置与标配比例



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表2: AI 核心产业链划分

细分赛道	相关公司
EDA/IP	华大九天、概伦电子、广立微、芯原股份
Chiplet	通富微电、长电科技、芯原股份
零部件	茂莱光学、富创精密、江丰电子、神工股份、新莱应材
半导体设备	晶盛机电、北方华创、华海清科、芯源微、精测电子、万业企业、长川科技、华峰测控、拓荆科技-U、盛美上海
半导体材料	大全能源、鼎龙股份、沪硅产业-U、立昂微、彤程新材、雅克科技
晶圆厂	中芯国际
ASIC	寒武纪-U、澜起科技
CPU/GPU	海光信息、中国长城、景嘉微
FPGA	安路科技-U、复旦微电、紫光国微
存储	北京君正、兆易创新、澜起科技
中间件	东方通、宝兰德、普元信息
信创软件	远光软件、润和软件、科蓝软件、致远互联
系统软件	远光软件、中国软件
工业软件	宝信软件、中望软件、中控技术、华大九天、鼎捷软件、能科科技、科远智慧、川仪股份、汉得信息、用友网络
操作系统	中国软件、诚迈科技、太极股份、麒麟信安、中科曙光、软通动力
光芯片	源杰科技、仕佳光子、光迅科技、长光华芯
光模块	中际旭创、新易盛、天孚通信、光迅科技、
交换机	锐捷网络、工业富联、中兴通讯、紫光股份
液冷	英维克、申菱环境

网络设备	中兴通讯、创维数字
光缆光纤	长飞光纤、亨通光电
PCB	沪电股份、深南电路、兴森科技、生益科技、胜宏科技
服务器	浪潮信息、中科曙光、拓维信息、工业富联、中兴通讯、紫光股份
IDC 及运营商	奥飞数据、数据港、宝信软件、光环新网、润泽科技、万国数据、中国电信、中国联通、中国移动
数据中心	证通电子、天玑科技、亚康股份、南凌科技、东方国信、科华数据、湘邮科技
云	铜牛信息、立方数科、优刻得-W、品高股份
通信网络	中国移动、中国电信、中国联通
5G 基站	中国移动、中国电信、中国联通、锐捷网络、紫光股份、华工科技
数据安全	安恒信息、奇安信-U、电科网安、美亚柏科、深信服、安博通、信安世纪、三未信安、三六零、启明星辰、绿盟科技
数据要素	云赛智联、浙数文化、拓尔思、易华录、超图软件、深桑达 A、零点有数、太极股份、三维天地、上海钢联、山大地纬
大模型	三六零、昆仑万维、科大讯飞
边缘算力承载平台	美格智能、广和通、移远通信
数据可视化	浩瀚深度、恒为科技、中新赛克
boss 系统	亚信科技、天源迪科、东方国信

资料来源：同花顺，浙商证券研究所

## 4 风险提示

- 1、人工智能产业进展低于预期。
- 2、美国通胀持续超预期或美国经济显著回落。
- 3、历史统计规律的有效性下降。

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>