

夏季攻势：进入高风偏阶段

——新繁荣牛市之三十三

核心观点

展望8-9月，夏季攻势渐入佳境，进入高风险偏好阶段，顺周期修复后，TMT也将开始年内第二波行情。

□ 大势：行情渐入佳境

个股和结构是指数的构成，在一轮做多窗口中，指数的启动都是渐进式，指数拉升通常在行情后期，行情初期和中期的看点在于结构的展开。针对本轮夏季行情，事实上自5月以来结构已经在有序展开。

具体来看，5月AI算力龙头股率先开启有序上涨，7月下旬随着稳增长发力顺周期板块启动。展望8-9月，7月23日我们发布《打破箱体的条件日益成熟》提出，经历了近三个月盘整后市场将开始向上突破，行情迎来赚钱效应较强阶段。一则结构面，5月以来已经有序展开；二则政策面，稳增长政策持续发力，7月24日政治局会议明确提出“要活跃资本市场，提振投资者信心”，并在稳增长和化风险等方面做出政策指引；三则资金面，北上资金从4-5月的净流出开始在6月转为净流入。

□ 结构：TMT迎第二波

我们认为，AI将引领TMT，开启年内第二波行情。就细分领域而言，算力是主线，迎来主升段右侧，光模块领涨后，服务器、交换机、PCB等环节将开启跟随上涨；与此同时，左侧布局低算力应用，以游戏、办公软件、工业软件为代表，也将开始发酵。

就催化剂而言，我们认为近期美股龙头公司财报是重要催化。具体来看，其一，整体营收利润高于市场一致预期；其二，AI对公司业绩的带动已经开始兑现；其三，未来指引中都将进一步增加AI相关的资本支出；其四，AI技术创新不断推进。

□ 主题：进入活跃阶段

随着市场风险偏好升温，主题机会将持续活跃。其中，人形机器人、自动驾驶、近端次新、国企改革等值得重视。

□ 风险提示

经济下行压力超预期；全球风险偏好大幅波动；统计规律的有效性下降。

分析师：王杨

执业证书号：S1230520080004

wangyang02@stocke.com.cn

相关报告

1 《流动性估值跟踪：盘点各类

ETF的7月动态》2023.08.03

2 《2023年八月策略金股报告》

2023.07.31

3 《夏季攻势：风格是否切换？》

2023.07.30

正文目录

1 大势：行情渐入佳境	4
2 结构：TMT 迎第二波	6
2.1 趋势视角：TMT 大切换	6
2.2 边际视角：美股财报催化	7
3 主题：进入活跃阶段	9
4 风险提示	12

图表目录

图 1: TMT 指数走势.....	4
图 2: 上证 50 指数走势.....	5
图 3: 2023 年外资净流入.....	5
图 4: 北上资金+科创板 ETF 情况.....	6
图 5: 谷歌 7 月 26 日发布财报后单日涨幅 5.8%.....	8
图 6: 英特尔 7 月 28 日发布财报后单日涨幅 6.6%.....	8
图 7: 微软 Azure 智能云业务营收超预期.....	8
图 8: 亚马逊云计算业务营收维持高增.....	8
图 9: 机器人指数行情演绎.....	10
图 10: 智能汽车指数行情演绎.....	11
图 11: 2023 年以来新股首日表现.....	11
表 1: 5 月以来主线个股展开有序上涨.....	4
表 2: 2000 年以来产业周期和大势周期运行.....	7
表 3: 美股头部 TMT 公司营收利润普遍超预期.....	8

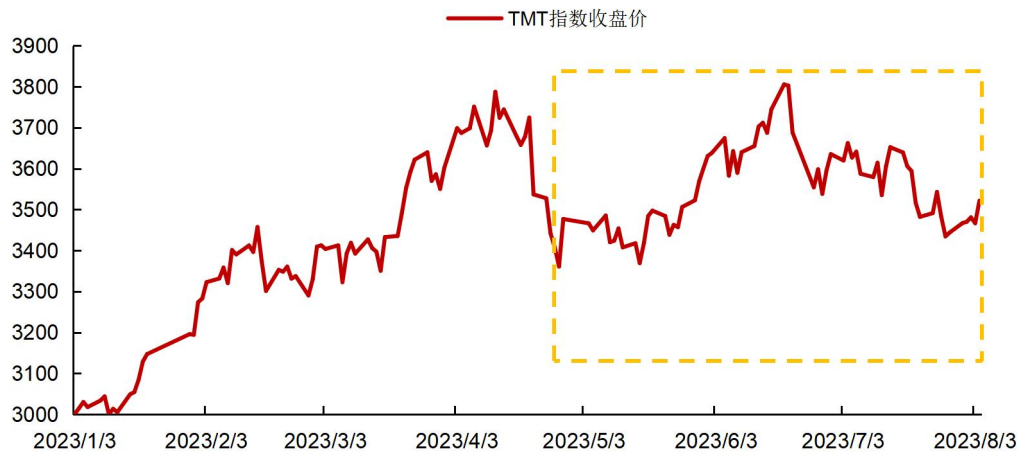
1 大势：行情渐入佳境

6月以来我们发布《做多窗口，决胜 AI 上游》《夏季攻势拉开帷幕》《夏季攻势：迎接主线戴维斯双击》等系列报告提出夏季行情开启。

个股和结构是指数的构成，在一轮做多窗口中，指数的启动都是渐进式，指数拉升通常在行情后期，行情初期和中期的看点在于结构的展开。针对本轮夏季行情，事实上自 5 月以来结构已经在有序展开。具体来看，5 月 AI 算力龙头股率先开启有序上涨，7 月下旬随着稳增长发力顺周期板块启动。

其一，5 月以来，TMT 指数震荡，但是算力个股展开有序上涨。具体来看，AI 相关的光模块、服务器、交换机等环节个股表现亮眼，其中光模块环节的天孚通信、中际旭创涨幅居前，5 月以来涨幅分别达 77.3%和 55.8%，服务器环节的拓维信息、工业富联亦表现突出，5 月以来涨幅分别达 51.9%和 55.1%。

图 1： TMT 指数走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

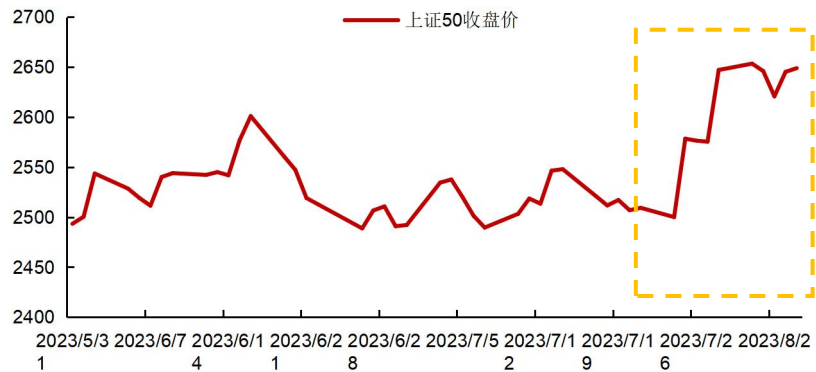
表 1： 5 月以来主线个股展开有序上涨

产业链	公司代码	公司名称	总市值 (亿元, 人民币)	本周涨跌幅	5月15日以来涨跌幅	年初至今涨跌幅
光模块	300308.SZ	中际旭创	1,123.6	10.3	84.9	418.7
	300394.SZ	天孚通信	423.2	15.6	105.1	325.6
	300502.SZ	新易盛	402.7	7.9	26.7	234.9
	002281.SZ	光迅科技	245.7	1.7	35.7	97.5
服务器	002261.SZ	拓维信息	231.1	8.6	56.2	178.0
	601138.SH	工业富联	4,722.3	6.8	69.6	165.4
	000977.SZ	浪潮信息	744.9	7.4	42.9	135.8
	603019.SH	中科曙光	682.6	3.3	2.6	111.6
	000063.SZ	中兴通讯	1,841.7	3.7	33.2	59.9
交换机	000938.SZ	紫光股份	824.8	7.1	8.3	47.8
	601138.SH	工业富联	4,722.3	6.8	69.6	165.4
	000063.SZ	中兴通讯	1,841.7	3.7	33.2	59.9
	301165.SZ	锐捷网络	293.3	5.7	12.6	53.5
指数	8841646.WI	TMT指数	--	2.3	3.3	21.8

资料来源：Wind，浙商证券研究所

其二，7月下旬随着稳增长持续发力顺周期板块启动。7月24日政治局会议关于资本市场和房地产等释放积极信号后，以上证50为代表的顺周期板块强势上涨。

图 2: 上证 50 指数走势

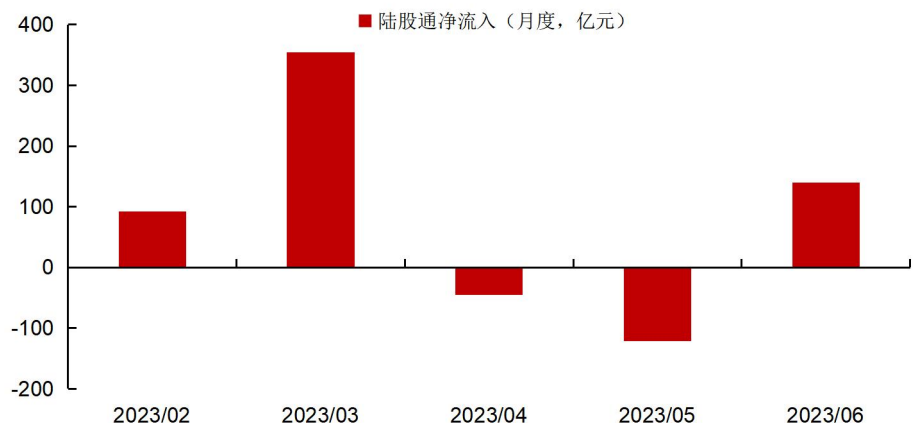


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

展望 8-9 月，7 月 23 日我们发布《打破箱体的条件日益成熟》提出，经历了近三个月盘整后市场将开始向上突破。具体来看，通过复盘 2019 年 8 月、2020 年 7 月、2021 年 5 月等三轮样本，打破箱体源自三大驱动，其一，结构面，指数突破箱体需要主线引领；其二，消息面，重视政策催化；其三，资金面，北上资金是前瞻信号之一。

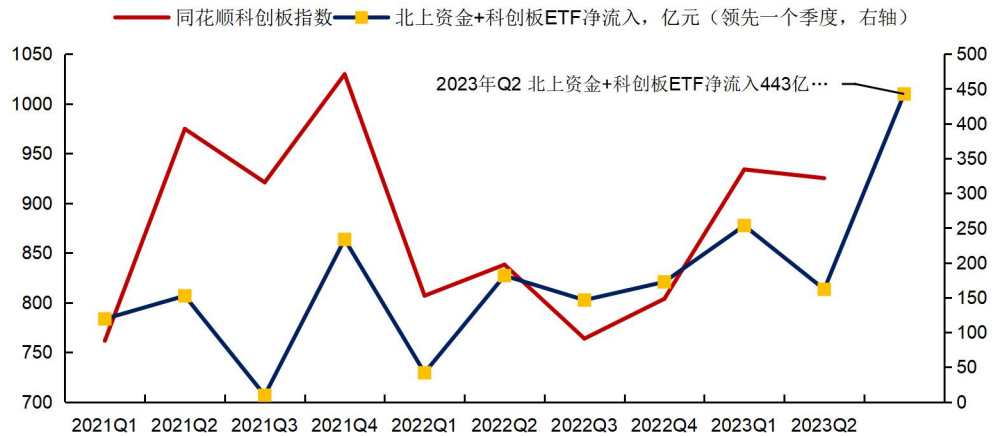
7 月下旬以来，打破箱体的条件日益成熟，一则结构面，5 月以来已经有序展开；二则政策面，稳增长政策持续发力，7 月 24 日政治局会议明确提出“要活跃资本市场，提振投资者信心”并在稳增长和化风险等方面做出政策指引；三则资金面，北上资金从 4-5 月的净流出开始在 6 月转为净流入，与此同时，科创 50 是本轮结构牛市的引领宽基指数，流入科创板的北上资金和 ETF 之和通常领先行情一个季度，Q2 该指标显著扩大。

图 3: 2023 年外资净流入



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 4: 北上资金+科创板 ETF 情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

蓄势，夏季行情迎来赚钱效应较强阶段。回顾本轮夏季攻势的运行脉络，5月以来AI上游龙头股率先展开，7月下旬顺周期带动权重股修复。站在当前，展望8月至9月，TMT将开始启动，与此同时，主题投资也将开始活跃。

2 结构：TMT 迎第二波

我们认为，AI 将引领 TMT，开启年内第二波行情。就细分领域而言，算力是主线，迎来主升段右侧，光模块领涨后，服务器、交换机、PCB 等环节将开启跟随上涨；与此同时，左侧布局低算力应用，以游戏、办公软件、工业软件为代表，也将开始发酵。就催化剂而言，我们认为近期美股龙头公司财报是重要催化。

2.1 趋势视角：TMT 大切换

AI 引领 TMT 是今年市场的主线，详细分析见 3 月《十年一轮回：AI 引领 TMT 大切换》。

对 A 股而言，产业周期主导了 5-7 年的市场主线，库存周期主导了 3-4 年的大势运行。具体来看，重工业主导了 2002 年至 2008 年的主线，2002 年至 2003 年的结构牛市，2005 年至 2007 年是全面牛市；智能手机主导了 2009 年至 2015 年的主线，2009 年至 2010 年是智能手机渗透主导的结构牛市，2013 年至 2015 年至智能手机应用引领的全面牛市；消费升级和新能源车主导了 2016 年至 2021 年的主线，2016 年至 2017 年的主线是消费升级和新能源车上游资源，2019 年至 2021 年的主线是消费升级和新能源产业链。

新一轮结构牛市自 2022 年 12 月底启动，详细分析见《底部右侧，坚定看多》。就产业而言，人工智能引领了新一轮技术创新周期，也是本轮结构牛市的主线。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,现阶段人工智能主线应聚焦上游(算力、数据、大模型)和低算力应用(游戏、办公软件、工业软件等)。

细化到行情演绎,5月是AI行情分水岭,5月之前是预期驱动的急涨阶段,5月以来进入基本面线索驱动的主升慢涨阶段,以光模块为代表的算力环节率先爆发,上游和低算力应用的相关子领域正跟随基本面线索有序展开。

顺周期修复搭台后,随着夏季行情进入高风险偏好阶段,AI主线将引领TMT开启板块行情,这也是8-9月行情的重要看点。

表 2: 2000 年以来产业周期和大势周期运行

各轮周期	主导产业	小牛市起始	小牛市终止	跨时	区间涨跌幅 (以万得全 A 衡量)	大牛市起始	大牛市终止	跨时	区间涨跌幅 (以万得全 A 衡量)
2001Q3-2007Q3	重工业	2002-01-22	2004-04-06	26 月	19%	2005-12-06	2008-01-14	26 月	556%
2007Q4-2015Q2	智能手机	2008-12-29	2010-11-08	24 月	109%	2012-12-04	2015-06-12	31 月	279%
2015Q3-2021Q4	消费升级 新能源车	2016-01-28	2018-01-24	25 月	32%	2019-01-04	2021-12-13	37 月	87%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.2 边际视角: 美股财报催化

对于 AI 产业链,新兴产业具备供给创造需求的特征,海外产业发展对 A 股 TMT 板块的发酵扩散具备一定借鉴意义。我们总结 7 月以来发布财报的美股 AI 相关概念股业绩与股价表现,对财报中业绩指引以及技术进展等进行梳理总结。

其一,整体营收利润高于市场一致预期;其二,AI 对公司业绩的带动作用已经开始兑现;其三,未来指引中都将进一步增加 AI 相关的资本支出;其四,AI 技术创新不断推进。

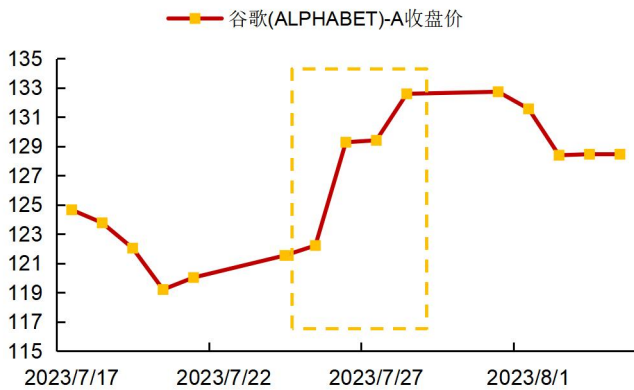
线索一: 多数公司营收利润高于市场一致预期。具体来讲,微软、谷歌、META、英特尔、亚马逊发布 FY23Q4 财报:其中,微软营收同比增长 8%至 562 亿美元,高于市场预期 555 亿美元;英特尔单季度总营收为 129 亿美元,同比-15%,超出市场预期的 120.2 亿美元;谷歌第二季度总营收为 746.04 亿美元,同比+7%,远高于 603 亿美元的一致预期。其中,谷歌与英特尔在财报发布后次日,单日涨幅分别达到 5.8%、6.6%。

表 3: 美股头部 TMT 公司营收利润普遍超预期

发布日期	公司名称	营收 (亿美元)	YOY	一致预测营收 (亿美元)	净利润 (亿美元)	YOY	一致预测净利润 (亿美元)	财报发布后 单日涨跌幅
2023/7/26	微软	562	8%	555	201	20%	190	-3.8%
2023/7/26	谷歌	748	7%	603	184	15%	176	5.8%
2023/7/27	META	320	11%	311	78	16%	75	4.4%
2023/7/28	英特尔	129	-15%	120	15	去年同期为-5 亿美元	-1	6.6%
2023/8/4	苹果	818	-1%	816	199	2%	188	-4.8%
2023/8/4	亚马逊	1344	11%	1316	68	去年同期为-20 亿美元	--	8.3%

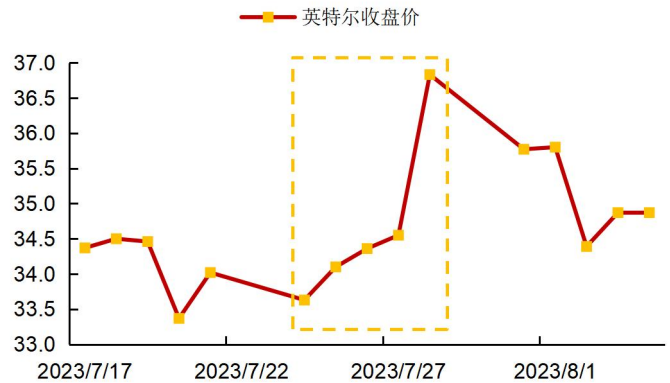
资料来源: Wind, 彭博, 浙商证券研究所

图 5: 谷歌 7 月 26 日发布财报后单日涨幅 5.8%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 6: 英特尔 7 月 28 日发布财报后单日涨幅 6.6%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

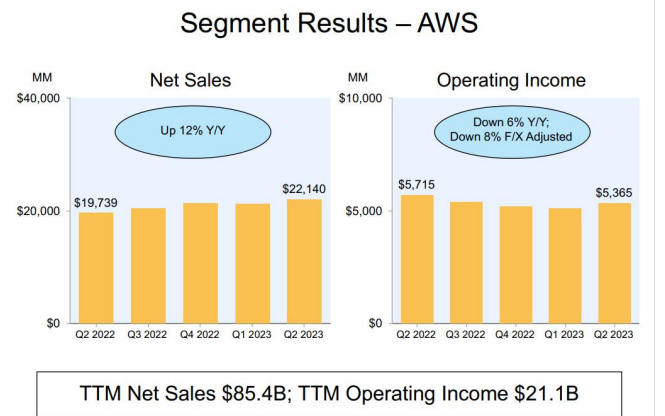
线索二: AI 对公司业绩的带动作用已经开始兑现。其中, 在 AI 驱动下, 微软 Azure 智能云业务营收同比增长了 15% 至 240 亿美元, 高于市场预期的 238 亿美元。谷歌云高歌猛进, Q2 云收入 80.3 亿美元, 高于市场预期 78.3 亿美元, 同比增长约 28%。亚马逊云计算业务营收 221 亿美元, 同比 12%。

图 7: 微软 Azure 智能云业务营收超预期



资料来源: 微软官网, 浙商证券研究所

图 8: 亚马逊云计算业务营收维持高增



资料来源: 亚马逊官网, 浙商证券研究所

线索三：未来指引中都将进一步增加 AI 相关的资本支出，同时展望中将 AI 定义为未来业绩增长的重要驱动因素。具体来看，英特尔表示云端业务大客户正在人工智能训练事务上大规模支出；Alphabet 首席财务官在电话会议上表示在 2023 年剩余时间和 2024 年里“资本支出将继续增加”，以支持公司在人工智能中看到的机会；微软预计整个财年都会继续增加资本支出来满足人工智能的研发需求，2023 年支出将达到 450-600 亿美元，达到 50% 的超高增长率；亚马逊表示将为生成式人工智能创新中心投资 1 亿美元，该计划将把 AWS AI 和机器学习专家与全球客户联系起来，帮助他们设想、设计和推出新的生成式 AI 产品、服务和流程。

线索四：随资本支出增加，头部厂商的 AI 技术创新不断推进。英特尔将发布代号为 MeteorLake 的下一代芯片，该芯片作为“首款内置神经处理器的消费级芯片”，能够胜任一系列机器学习任务，助力未来 AI 发展；Meta 计划进一步发展 LLaMA 模型，同时利用 AI agent 在内容创作、广告个性化推荐和提升内部编写代码生产率三方面获取更大价值；亚马逊将 AWS 业务与人工智能深度结合，推出面向医疗保健软件提供商的 AWS HealthScribe，它使用语音识别和生成式人工智能，能够根据患者与医生的对话自动创建初步临床文档。

3 主题：进入活跃阶段

针对夏季行情，随着市场风险偏好升温，主题机会将持续活跃。其中，人形机器人、自动驾驶、近端次新、国企改革等值得重视。

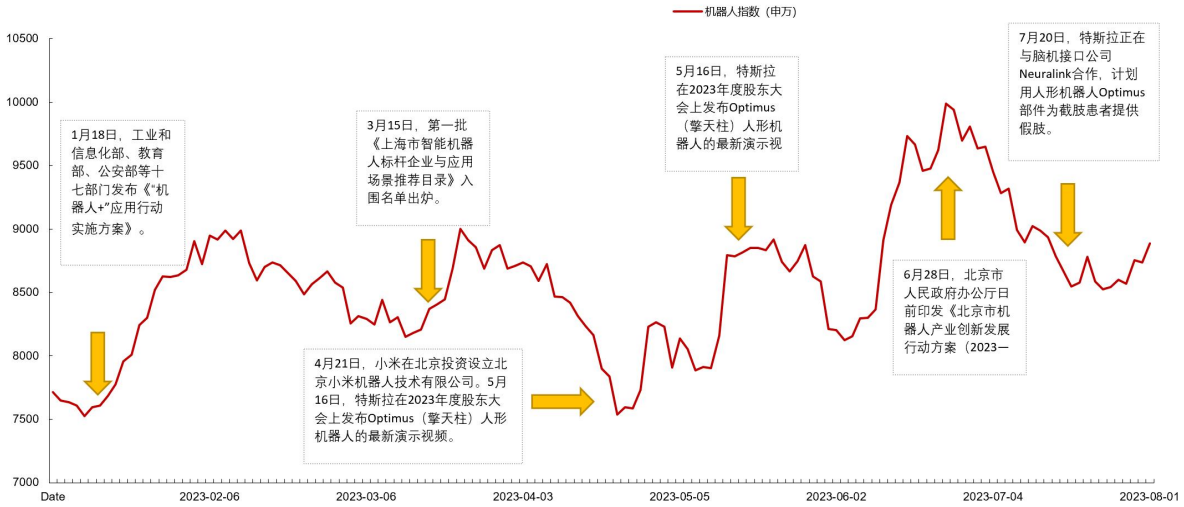
人形机器人：随着人工智能的发展，具身智能可能将是 AI 的终极形态，人形机器人是实现具身智能的最佳形态之一。因此，AI 浪潮引领之下，人形机器人产业有望形成突破并引领新一轮主题投资。结合当前人形机器人引领的主题投资现状来看，其契合新意足、空间大、热度高的基本要求，且顺应 AI 浪潮的产业趋势。

政策端持续加大支持力度，驱动板块行情升温。3 月 15 日，第一批《上海市智能机器人标杆企业与应用场景推荐目录》入围名单出炉。6 月 28 日，北京市人民政府办公厅印发《北京市机器人产业创新发展行动方案（2023-2025 年）》。该方案明确提出了到 2025 年的量化发展目标，并表示从全产业链全方位支持人形机器人加快发展。

产品端来看，AI 大模型助力特斯拉 Optimus 发展提速，人形机器人概念打开远期想象空间。5 月 16 日，特斯拉在 2023 年度股东大会上发布 Optimus 人形机器人的最新演示视频后，7 月 20 日，特斯拉宣布正在与脑机接口公司 Neuralink 合作，计划用人形机器人 Optimus 部件为截肢患者提供假肢，人形机器人接口及应用场景将进一步拓展。

结合行业，相关公司有双环传动、绿的谐波、埃斯顿、鸣志电器、汇川技术等。

图 9: 机器人指数行情演绎



资料来源：工信部，北京市人民政府，Wind，浙商证券研究所

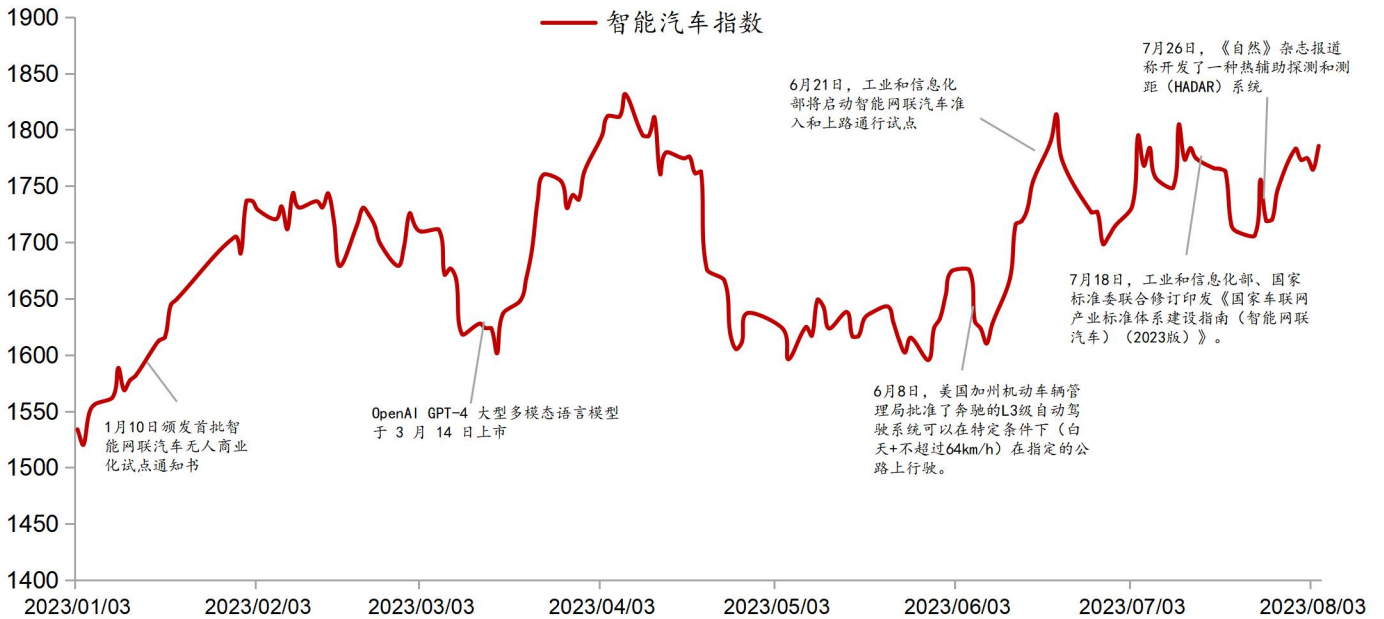
自动驾驶：高等级智能驾驶呼之欲出，关注 L3（及以上）级别智能驾驶市场空间及增量。一直以来，处于过渡阶段的 L3 级自动驾驶系统，被认为是自驾能力的分水岭，它标志着驾驶权正式从人移交到自动驾驶系统。

政策端，对自动驾驶功能商业化应用的支持力度加大。其一，6月21日，工业和信息化部副部长辛国斌在国务院政策例行吹风会上表示，将启动智能网联汽车（自动驾驶）准入和上路通行试点，组织开展城市级“车路云一体化”示范应用，支持 L3 级及更高级别的自动驾驶功能商业化应用。其二，7月18日，工业和信息化部、国家标准委联合修订印发《国家车联网产业标准体系建设指南（智能网联汽车）（2023版）》。

技术端，AI 大模型不断突破，为自动驾驶提供技术支撑。7月26日，《自然》杂志报道称，开发了一种热辅助探测和测距系统，可通过训练 AI 来确定热像中每个像素的温度、能量特征和物理纹理，帮助自动驾驶车辆在所有户外条件下更安全地运行。

相关公司有德赛西威、经纬恒润-W、中科创达、华依科技、保隆科技、伯特利、均胜电子、中鼎股份、拓普集团、华阳集团等。

图 10: 智能汽车指数行情演绎

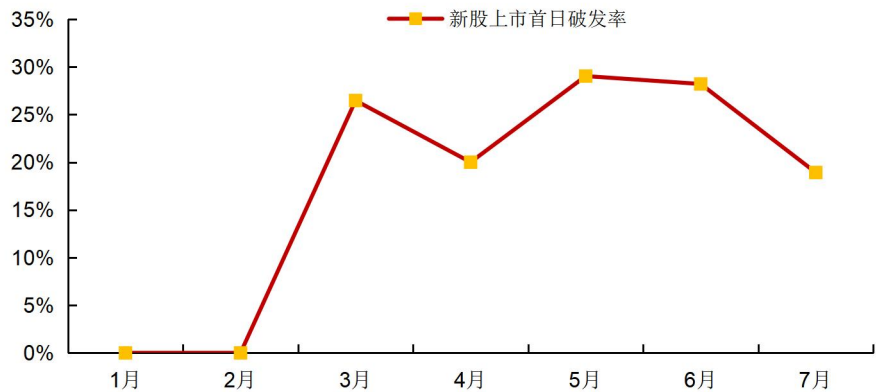


资料来源: 工信部, 财联社, 科创日报, Wind, 浙商证券研究所

近端次新: 近端次新是指上市近一年以内新股, 也是每轮上涨行情的急先锋。4月至7月新股首日跌破发行价占比显著提升, 随着市场进入高风偏阶段, 近端次新迎布局良机。具体到选股策略, 结合行业、业绩、市值等视角, 一则新兴赛道和科创板弹性更大, 二则中报盈利高增是重要驱动, 三则市值小的次新弹性更大。

结合行业, 近一年以来上市的新股中, 永信至诚、金海通、英方软件、金橙子、卡莱特、三未信安、长盈通、茂莱光学等值得关注。

图 11: 2023 年以来新股首日表现



资料来源: Wind, 浙商证券研究所 (截至 2023 年 7 月)

国企改革：我们认为国企改革机会可以从三条脉络把握，分别是高分红、并购重组、科技创新。其中，**并购重组相关政策催化密集**。年初《当前经济工作的几个重大问题》中提出要以市场化方式推进国企整合重组，打造一批创新型国有企业。而后国务院国资委、深交所相继发文，强调央企要充分发挥市场在资源配置决定性作用，以上市公司为平台开展并购重组。此外，7月国资委先后发文提出，要提升国有企业在现代化产业体系的重要位置，并加快布局人工智能、生物技术、新材料等15个重点产业领域方向。

4 风险提示

- 1、经济下行压力超预期。
- 2、全球风险偏好大幅波动。
- 3、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>