

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会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），



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

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。

目录

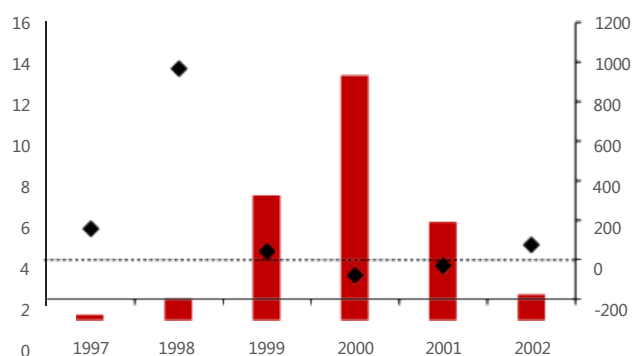
1 本轮科技成长行情的纠结点：当绩差和亏损成为主力	3
2 我们的思考：宏大叙事+估值体系+定价力量	7
2.1 海外映射行情驱动，产业浪潮下的稀缺性溢价	7
2.2 对“安全”定价仍处于探索阶段，一致预期模糊化	8
2.3 增量资金被动化形成的正反馈，业绩权重天然降低	9
3 估值模糊化，寻找新的定价锚	12
4 填补从主题投资到产业浪潮的新空白	20
5 风险提示	23
插图目录	24

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

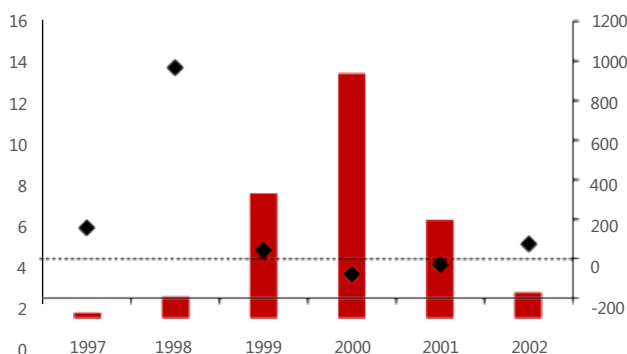
■ 亚马逊年亏损额（亿美元） ◆ 亚马逊年涨跌幅（%，右轴）



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

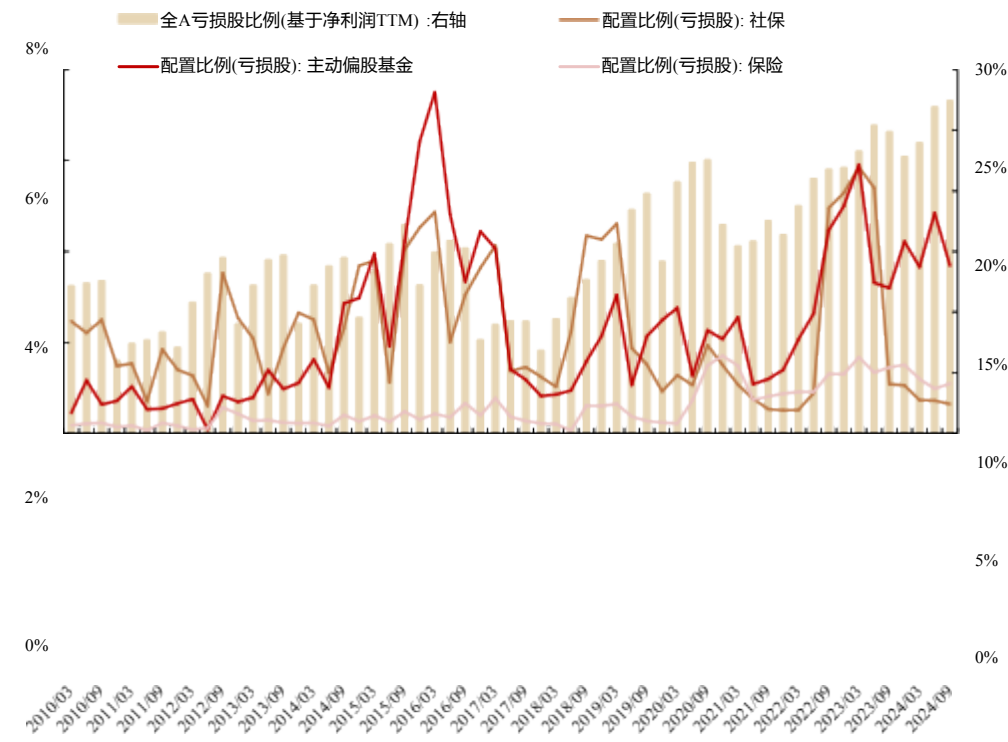
■ 亚马逊年亏损额（亿美元） ◆ 亚马逊年涨跌幅（%，右轴）



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

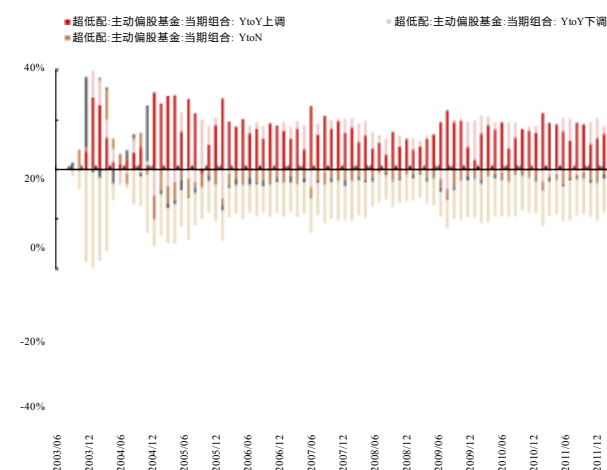
图4：从因子暴露视角来看：主动股基偏好大市值、高 ROE、高销售净利率以及高净利润增速的标的，险资则偏好大市值、高股息、低估值(PE、PB)、高 ROE 的标的



		0
0.33 0.61 0.36 0.73 0.57 0.95 0.82 0.81 0.38 0.53 0.62 0.55 0.63 0.57 0.61 0.39 0.60		0
0.67 0.28 0.49 0.55 0.35 0.54 0.58 0.48 0.27 0.64 0.48	0.39	0
	0.54	.
	0.41	4
	0.60	4
	0.55	0
	0.84	0
	0.67	.
	0.67	4
	0.43	9
	0.48	0
	0.54	0
	0.49	.
	0.60	4
	0.52	3
	0.54	0
	0.44	0
	0.55	.
	0.59	5
	0.38	5
	0.50	0
	0.54	0
	0.41	.
	0.53	5
	0.55	3
	0.49	0
	0.22	0
	0.55	.
	0.46	8
		3
		0
		.
		5
		3
		9
		0
		.
		4
		6
		1
		0
		.
		4
		5
		0
		.
		4
		6
		0
		.
		4
		9
		0
		.
		4
		7
		0
		.
		6
		0
		0
		.
		4
		9
		0
		.
		4
		9
		0
		.
		4
		7
		0
		.
		5
		2
		0
		.
		5
		4
		0
		.
		4
		3
		0
		.
		5

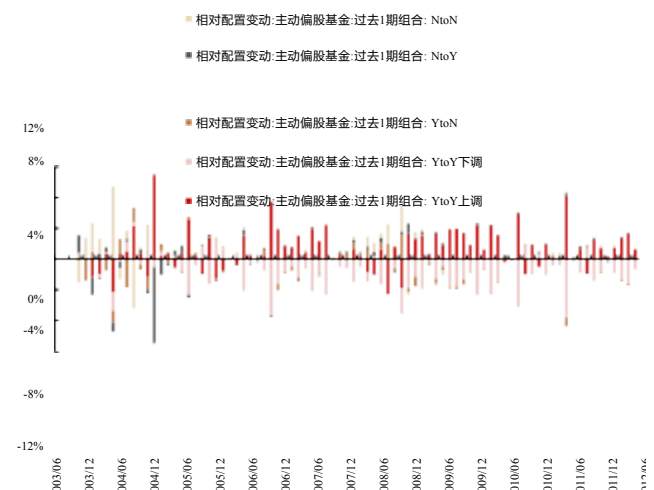
资料来源：wind，民生证券研究院。注：数据截至 2024Q4。

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。

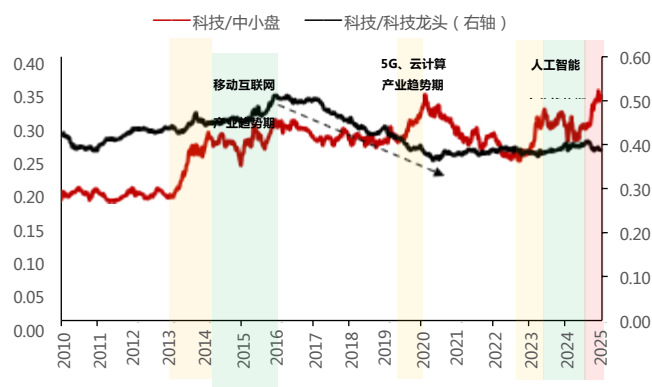
图6：从历史上看，主动偏股基金往往会在下一季度继续增配本期的业绩超预期组(业绩上调组)，减配本期的不及预期组(业绩下调组)



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

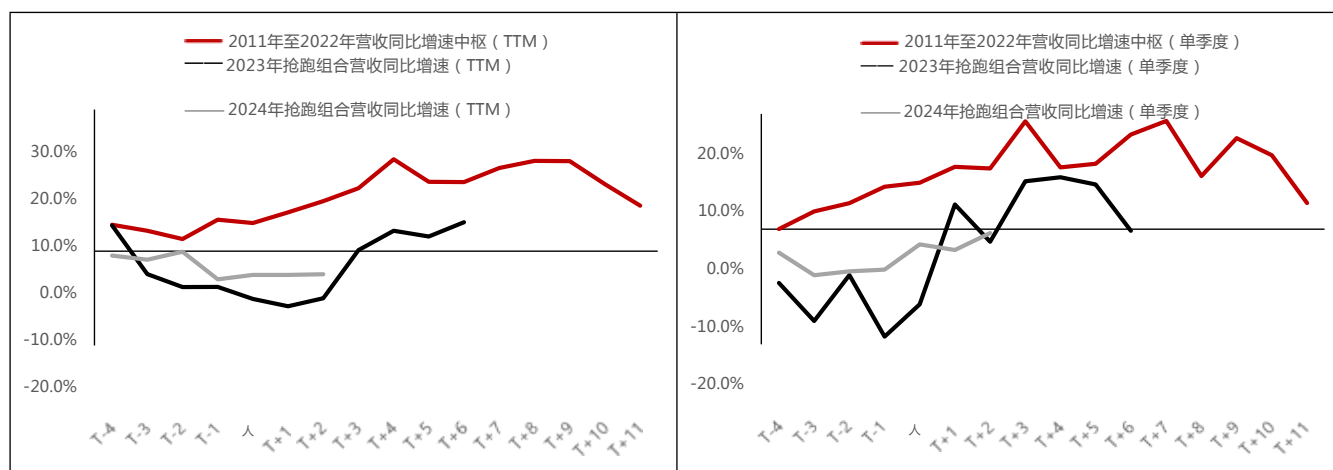
图8：等到产业浪潮来临时，投资者则习惯性采用景气投资的方法论，关注成长性能否持续超预期，历史上高景气成长板块的业绩兑现度与其股价表现整体一致



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”



以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/016112211212011035>