

TMT 拔估值行情的天花板在哪里？

报告日期： 2023-04-08

核心要点：

分析师：郑小霞

执业证书号：S0010520080007

电话：13391921291

邮箱：zhengxx@hazq.com

分析师：刘超

执业证书号：S0010520090001

电话：13269985073

邮箱：liuchao@hazq.com

- **成长科技行业拔估值行情所能达到的估值和百分位“天花板”，是随时间推进而整体不断下移的**

即每一轮拔估值行情的估值和百分位阶段性顶点高度整体上在降低。电子（消费电子）、电气设备（新能源）、计算机、通信、传媒行业近十年的历史行情回顾中，均体现了这种变化趋势。具体地。

电子行业发生过 4 次拔估值行情，分别对应估值和百分位“天花板”为：2015 年 6 月中旬，113.8X、100%；2015 年 12 月底，79.8X、86.4%；2016 年 10 月下旬，76X、85.1%；2020 年 7 月中旬，64.7X、74.6%。

电气设备发生过 5 次：2015 年 6 月中旬，100X、100%；2015 年 12 月底，59.3X、93.2%；2016 年 7 月底，49X、84.4%；2021 年 12 月中旬，58.9X、96.5%；2022 年 8 月中旬，46.5X、79.4%。

计算机发生过 5 次：2015 年 6 月初，159.7X、100%；2015 年 12 月底，104.7X、95.3%；2018 年 3 月下旬，62.5X、75.6%；2020 年 7 月中旬，91.5X、94.1%；2022 年 1 月中旬，55.2X、53.6%。

通信行业发生过 6 次：2015 年 6 月中旬，95.1X、100%；2015 年 12 月底，64.8X、95.7%；2017 年 11 月中旬，66.1X、96.8%；2019 年 3 月中旬，50.6X、71.8%；2020 年 7 月中旬，52.8X、78.5%；2022 年 1 月中旬，40.3X、47.6%。

传媒行业发生过 3 次：2015 年 6 月初，141.8X、100%；2015 年 12 月底，76.1X、89.7%；2020 年 7 月中旬，62X、85.8%。

- **计算机估值修复已接近历史可比“天花板”，通信、传媒、电子尚有较大空间**

计算机拔估值行情已接近历史可比分位数“天花板”位置。截至 4 月 5 日，计算机估值 68.1X，分位数 82.5%，已经显著高于 2018 年 3 月下旬和 2022 年 1 月中旬。往上空间考虑到“天花板”整体随时间而下降的规律，以及其他“天花板”限制，假如计算机估值能修复到 90%分位，对应估值将为 75.4X，还有 10.7%的提升空间。

通信当前估值和分位数远低于此前“天花板”。当前估值 32.2X，分位 10.6%。假如参考此前最低“天花板”分位数 47.6%，估值将达到 39.5X，相比当前还有 22.7%提升空间。

传媒当前估值和分位远低于此前“天花板”。当前估值 44X，分位 55.9%。按照“天花板”下移趋势，假如分位数能提升到 80%，估值将能提升到 57X，还有 29.5%的空间。

电子当前估值和分位同样远低于历史“天花板”。当前估值 37X，分位 27.8%。按照“天花板”下移趋势，假如分位数能提升到 70%，估值将能提升到 56.1X，还有 51.6%的空间。

此外需要重点补充说明的是，估值提升空间 \neq 指数上涨空间，尤其是在当前 4 月份正处于年报和一季报集中披露期，随着业绩的披露，行业估值可能出现较大幅度的计算性偏移。

● 风险提示

对比研究和以往经验的局限性；样本偏差等。

正文目录

1 估值贡献驱动 TMT&电子行情显著修复	4
1.1 2022 年 10 月中旬以来，TMT&电子行情表现耀眼	4
1.2 TMT&电子估值修复巨大但也出现明显分化	5
2 TMT 拔估值行情的天花板在哪里？—参考消费电子、新能源车行情	6
2.1 电子拔估值行情的天花板随时间推进而不断降低	7
2.2 电力设备拔估值行情的天花板随时间推进而整体降低	8
3 TMT 拔估值行情的天花板在哪里？—参考 TMT 历史表现	10
3.1 计算机拔估值行情的天花板随时间推进而整体降低	10
3.2 通信拔估值行情的天花板随时间推进而持续降低	11
3.3 传媒拔估值行情的天花板随时间推进而逐步降低	13
4 计算机估值修复已接近历史可比“天花板”，通信、传媒、电子尚有较大空间	14

图表目录

图表 1 估值抬升驱动 2022 年 10 月中旬以来的 TMT-电子行情	5
图表 2 2022 年 10 月中旬以来估值驱动 TMT-电子行情，估值得以显著修复	6
图表 3 电子行业估值天花板和对应分位数整体随时间推进而下降	7
图表 4 电子行业的 4 次拔估值行情天花板	8
图表 5 电力设备行业估值天花板和对应分位数整体随时间推进而下降	9
图表 6 电力设备行业的 5 次拔估值行情天花板	9
图表 7 计算机行业估值天花板和对应分位数整体随时间推进而下降	11
图表 8 计算机行业的 5 次拔估值行情天花板	11
图表 9 通信行业估值天花板和对应分位数整体随时间推进而下降	12
图表 10 通信行业的 6 次拔估值行情天花板	13
图表 11 传媒行业估值天花板和对应分位数整体随时间推进而下降	14
图表 12 传媒行业的 3 次拔估值行情天花板	14
图表 13 成长科技板块各行业的估值天花板和对应分位数均随时间的推进而整体下降	15
图表 14 百分位距离“天花板”，估值还有多少提升空间（不考虑年报和季报对估值可能造成被动抬升或下降影响） ..	16

1 估值贡献驱动 TMT&电子行情显著修复

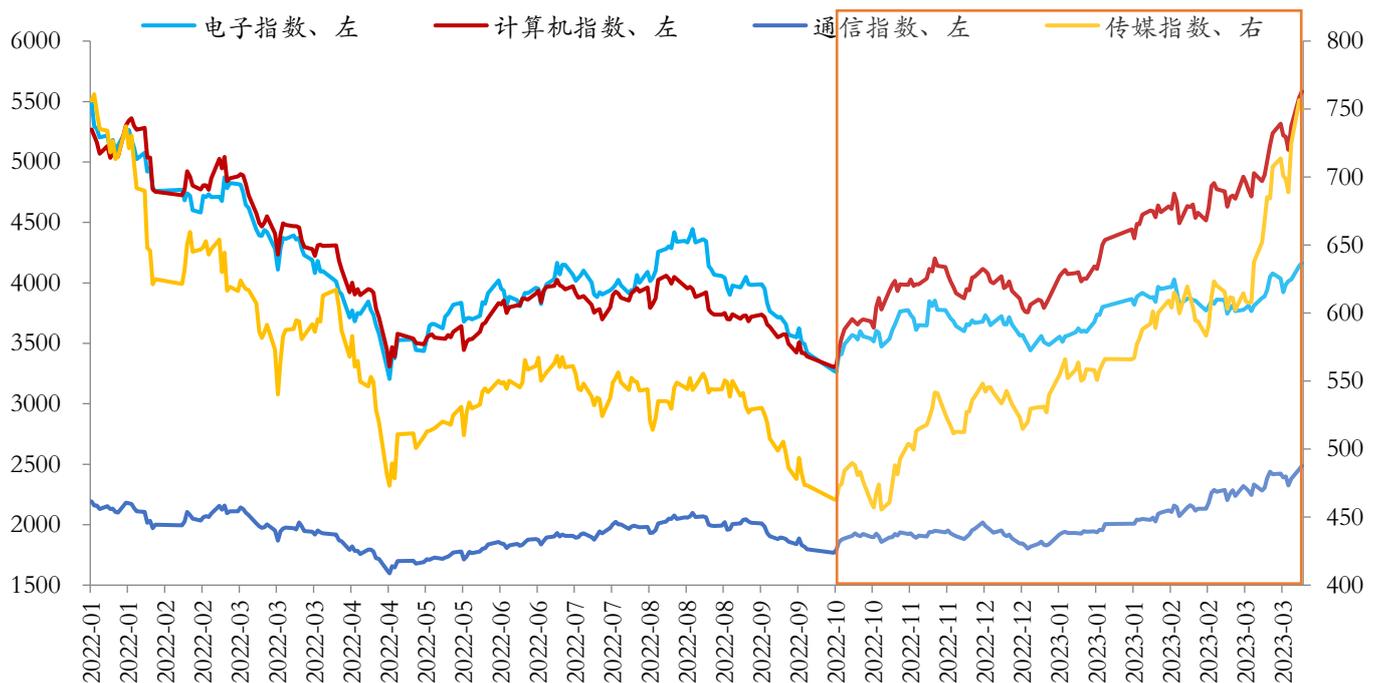
1.1 2022 年 10 月中旬以来，TMT&电子行情表现耀眼

从 2022 年 10 月中旬 A 股开启反弹以来，TMT&电子行业积累了大量的涨幅，是同期所有行业中表现最亮眼、最好的方向。在这期间里，TMT&电子方向的上涨主要经历了三个阶段：

第一阶段从 2022 年 10 月中旬市场阶段性触底反弹开始，到 2023 年 1 月底，受益于国内疫情防控放松提振经济信心以及外部美联储加息预期的持续性缓释提振市场风险偏好，市场、各风格、各行业普涨，TMT 方向跟随上涨，这期间的主要特征是市场预期修复带来的估值修复。

第二阶段是 2023 年 2 月，内部自从春节高频数据略不及预期后，市场对国内经济增长预期和宏观政策力度的预期开始降温，叠加外部美国非农、就业等数据大超预期，市场对美联储加息强化的预期再升温，市场整体呈现震荡偏弱走势。然而在内部流动性充裕（优先利好成长风格）、外部流动性加速收紧预期（抑制新能源等此前的热门赛道方向）的环境下，TMT 方向有补涨的基础和条件，因此在这一阶段 TMT 方向表现出来了较明显的占优。这期间的主要特征是内部充裕流动性环境对成长滞涨板块的估值进一步修复。

第三阶段是 2023 年 3 月至今，内部经济和宏观政策预期与第二阶段一样，外部美联储加息预期因海外银行破产事件而有所缓和，但市场出现了美国经济衰退等新的担忧，同时国内宏观流动性仍然整体充裕，因此市场延续了 2 月份以来的震荡走势。但行业表现上出现巨大分化，受益于 chatGPT 问世并不断引爆新热点、国内机构改革凸显对科技创新条线的空前重视、《数字中国建设整体布局规划》文件出台等重要催化剂，TMT 行业表现极致亮眼、几乎一枝独秀，并扩散至电子，其余行业整体暗淡。这期间的主要特征是重要事件对 TMT&电子方向的极致催化带动其估值迅速拔升。

图表 1 估值抬升驱动 2022 年 10 月中旬以来的 TMT-电子行情


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：行业指数/点

1.2 TMT&电子估值修复巨大但也出现明显分化

本轮 TMT&电子行情的最大贡献来自于估值驱动。具体地：从 2022 年 10 月中旬到 2023 年 4 月上旬，计算机行业指数上涨了 69%，而估值提升了 75.1%，上涨全部来自于估值贡献，经过显著的估值拔升后，截至当前计算机行业目前估值为 68.1X，处于 2010 年以来 82.5% 历史分位；同期传媒行业指数上涨了 61.9%，估值拔升了 76.7%，上涨全部来自于估值贡献，截至当前估值为 44X，处于 55.9% 历史分位；同期通信行业指数上涨了 40.7%，而估值提升了 29.3%，估值仍是通信指数上涨的最主要支撑，截至当前估值为 32.2X，处于 10.6% 的历史分位；同期电子行业指数上涨了 27.1%，而估值提升了 56.8%，行情上涨贡献全部来自于估值提升，截至当前估值为 37X，处于 27.8% 的历史分位。

TMT&电子方向估值迎来大幅修复的同时也出现了巨大分化。其中计算机是估值修复最大的行业，百分位上相较前低位置修复了 74.5 个百分点，当前已经处于 82.5% 的历史“高”分位水平；传媒行业大幅修复了 50.6 个百分点，当前也处于 55.9% 这一似乎“不高不低”的位置；通信行业修复了 10.6 个百分点，当前也处于低分位水平；电子行业修复了 26.9 个百分点，修复幅度也较大，当前处于 27.8% 这一似乎不高的位置。市场当前非常关注，往后看，TMT&电子方向是否还有估值修复的空间，如此生拔估值行情的天花板在哪里？我们本篇报告从估值和百分位的角度进行探索。

图表 2 2022 年 10 月中旬以来估值驱动 TMT-电子行情，估值得以显著修复

相关行业	开始时间	截至时间	指数涨跌幅	估值涨跌幅	前低及分位数	百分位修复	估值及百分位
计算机	2022/10/11	2023/04/05	69.0%	75.1%	38.9X (8%)	74.5%	68.1X (82.5%)
传媒			61.9%	76.7%	24.9X (5.3%)	50.6%	44X (55.9%)
通信			40.7%	29.3%	24.9X (0%)	10.6%	32.2X (10.6%)
电子			27.1%	56.8%	23.6X (0.9%)	26.9%	37X (27.8%)

资料来源：Wind，华安证券研究所。估值分位数根据 2010 年起

2 TMT 拔估值行情的天花板在哪里？—参考消费电子、新能源车行情

行业估值“天花板”的样本选择，即我们所定义行业估值提升“天花板”：拔估值作为主要或者全部驱动力对行业指数上涨进行支撑，当估值达到阶段性高点时即为行业拔估值行情的“天花板”。这样的天花板样本大致符合两种类型。

第一种类型，拔估值上涨行情期间的估值顶点。在一轮完整的大估值提升上涨行情里，指数上涨和估值提升都并非是一蹴而就的，期间通常会经历一些波折，因此可能会造就估值出现数次阶段性高点。如 2019 年初到 2020 年 7 月中旬的电子指数行情里，期间估值也于 2020 年 2 月出现过阶段性高点，但这种情况下我们不将其认定为估值提升天花板的样本，原因是在后续的行中继续出现了估值的提升，2020 年 3 月底到 2020 年 7 月中旬期间估值继续支撑行情的上涨，并且估值较 2020 年 2 月份时更高，因此我们只将 2020 年 7 月中旬时认定为电子行业指数估值的天花板，这更加符合“天花板”的概念。本篇报告主要聚焦分析的是行业指数估值真正天花板的高度，而不是行业指数估值在达到天花板期间的过程。

第二种类型，估值贡献行情反弹上涨且同期指数涨幅超过 20% 的阶段性高点。与第一种类型相对应，一轮大的估值压制下跌行情里，也并非是一蹴而就的，期间可能会出现较大幅度的波动或反弹反转。如果在这反弹或反转行情里，行业指数估值仍然作为主要贡献，并且在估值提升的同期，行业指数上涨幅度超过了 20%，我们也将其估值的阶段性高点认定为拔估值行情的“天花板”。如 2015 年 6 月中旬电子行业的估值见顶后，直到 2018 年底都维持估值整体回落的过程。但不排除如 2015 年 9 月中旬到 2015 年 12 月底期间，估值作为主要贡献带动电子行业指数大幅上涨，并且这期间指数涨幅超过了 20%，因此我们同样将 2015 年 12 月底时的电子行业估值认定为这期间拔估值行业的“天花板”。

此外，需要区别的是：行业估值提升的“天花板”并不等同于行业指数见顶。如2020年9月电子行业指数估值达到了阶段性顶点天花板，但电子行业指数在后续仍然维持着波动性上涨，直到2021年12月中旬才指数见顶。但需要说明的是，在估值见顶后到指数见顶期间，指数继续上涨的主要支撑已不再是估值贡献驱动，而是业绩贡献，因此这期间行情的驱动力已经发生了变化，不符合本报告讨论的拔估值“天花板”定义。

2.1 电子拔估值行情的天花板随时间推进而不断降低

电子行业发生过4次拔估值行情对应的阶段性估值天花板。时间分别发生在2015年6月中旬、2015年12月底、2016年10月下旬、2020年7月中旬。具体地：

第一次：2015年6月中旬。这一轮水牛行情从2015年初加速到2015年6月12日高潮，期间电子行业指数上涨了136.9%，电子行业估值抬升了120.5%，因此本轮属于显著的拔估值行情。截至6月中旬电子行业估值最高为113.8X，位列2010年以来历史估值的99.4%分位。

第二次：2015年12月底。本次行情从2015年9月16日开启反弹到2015年12月30日结束，期间电子行业指数上涨了54.3%，电子行业估值抬升了55.6%，全部由估值抬升贡献。截至2015年12月底电子行业估值阶段性高点为79.8X，位列2010年以来历史估值的86.4%分位。

第三次：2016年10月下旬。本次行情从2016年3月初持续上涨至2016年10月24日的估值阶段性高点，期间电子行业指数上涨了34.8%，电子行业估值抬升了40.7%，全部由估值抬升贡献。截至2016年10月下旬电子行业估值阶段性高点为76X，位列2010年以来历史估值的85.1%分位。

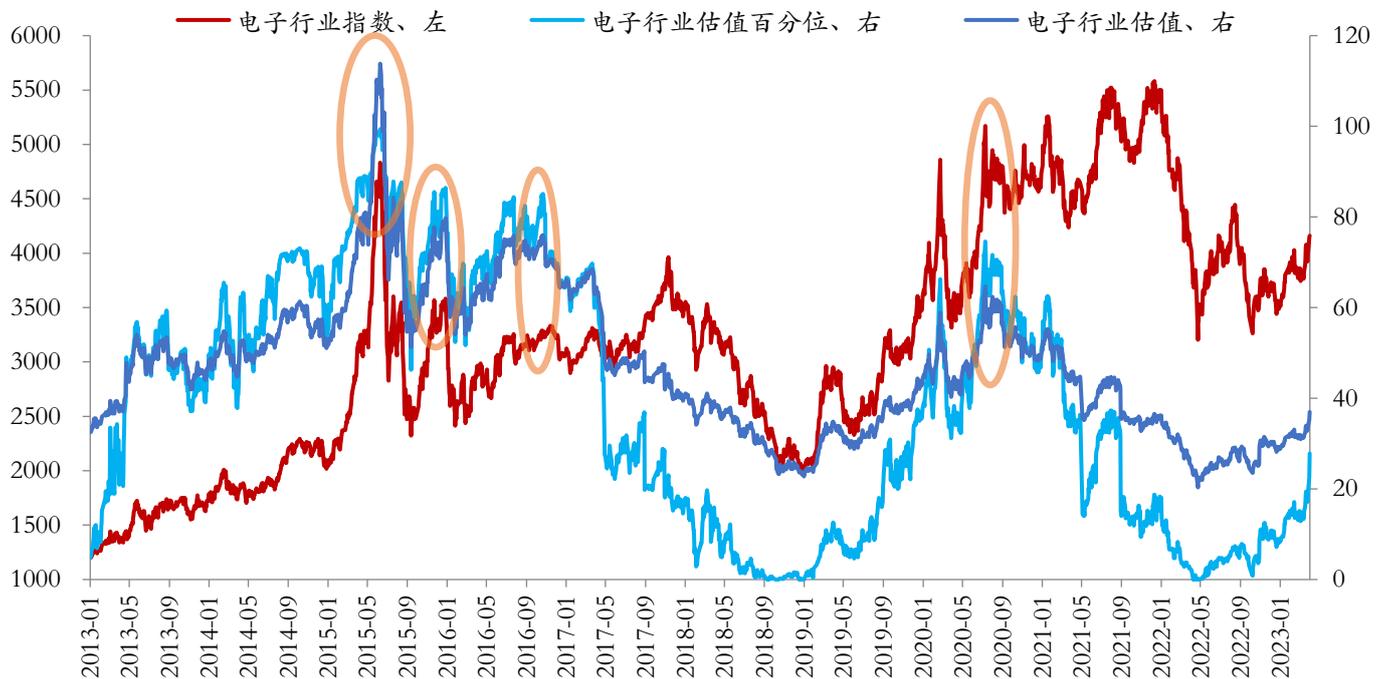
第四次：2020年7月中旬。本轮行情从2019年初启动到2020年7月13日的估值本轮高点，期间电子行业指数上涨了159.4%，电子行业估值抬升了178.9%，全部由估值抬升贡献。截至2020年7月中旬电子行业估值阶段性高点为64.7X，位列2010年以来历史估值的74.6%分位。

图表3 电子行业估值天花板和对应分位数整体随时间推进而下降

顺序次数	开始时间	估值阶段性高点 天花板时间	指数涨跌幅	估值涨跌幅	天花板 估值倍数	分位数
第1次	2015年初	2015/06/12	136.9%	120.5%	113.8X	99.4%
第2次	2015/09/16	2015/12/30	54.3%	55.6%	79.8X	86.4%
第3次	2016/03/01	2016/10/24	34.8%	40.7%	76X	85.1%
第4次	2019年初	2020/07/13	159.4%	178.9%	64.7X	74.6%

资料来源：Wind，华安证券研究所。估值分位数根据2010年起

图表 4 电子行业的 4 次拔估值行情天花板



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：行业指数/点、估值/倍、估值百分位/%

2.2 电力设备拔估值行情的天花板随时间推进而整体降低

电力设备行业发生过 5 次拔估值行情对应的阶段性估值天花板。时间分别发生在 2015 年 6 月中旬、2015 年 12 月底、2016 年 7 月底、2021 年 12 月中旬、2022 年 8 月中旬。具体地：

第一次：2015 年 6 月中旬。从 2015 年初到 2015 年 6 月 12 日行情和估值的顶点，期间电力设备行业指数上涨了 136.9%，估值抬升了 132.6%，行情基本由估值提升贡献。截至 6 月中旬电力设备行业估值最高为 **100X**，位列 2010 年以来历史估值的 **100% 分位**。

第二次：2015 年 12 月底。本次行情从 2015 年 9 月 16 日开启，到 2015 年 12 月 30 日结束，期间电力设备指数上涨了 43.6%，估值抬升了 43.2%，全部由估值抬升贡献。截至 2015 年 12 月底电力设备行业估值阶段性高点为 **59.3X**，位列 2010 年以来历史估值的 **93.2% 分位**。

第三次：2016 年 7 月底。本次行情从 2016 年 3 月初持续上涨至 2016 年 7 月 26 日的估值阶段性高点，期间电力设备行业指数上涨了 26.7%，估值抬升了 22.5%，绝大部分由估值抬升贡献。截至 2016 年 7 月底电力设备行业估值阶段性高点为 **49X**，位列 2010 年以来历史估值的 **84.4% 分位**。

第四次：2021年12月中旬。本次行情从2018年10月19日上涨至2021年12月16日的估值阶段性高点，期间电力设备行业指数上涨了320.7%，估值抬升了190.1%，主要由估值抬升贡献，当然业绩也有重要的贡献。截至2021年12月中旬电力设备行业估值阶段性高点为**58.9X**，位列2010年以来历史估值的**96.5%分位**。

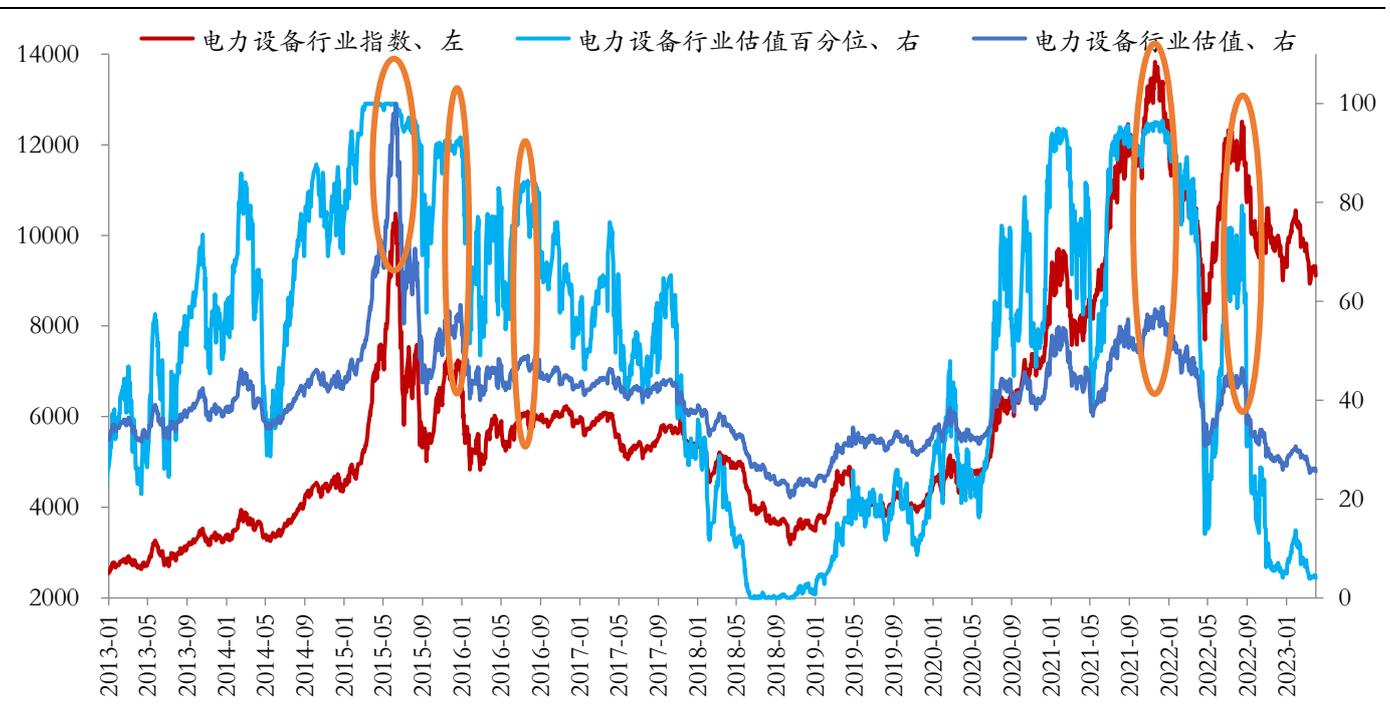
第五次：2022年8月中旬。本轮行情从2022年4月27日启动反弹到2022年8月18日的估值本轮高点，期间电力设备行业指数上涨了62.5%，估值抬升了51%，大部分由估值抬升贡献。截至2022年8月中旬电力设备行业估值阶段性高点为**46.5X**，位列2010年以来历史估值的**79.4%分位**。

图表5 电力设备行业估值天花板和对应分位数整体随时间推进而下降

顺序次数	开始时间	估值阶段性高点天花板时间	指数涨跌幅	估值涨跌幅	天花板估值倍数	分位数
第1次	2015年初	2015/06/12	136.9%	132.6%	100X	100%
第2次	2015/09/16	2015/12/30	43.6%	43.2%	59.3X	93.2%
第3次	2016/03/01	2016/07/26	26.7%	22.5%	49X	84.4%
第4次	2018/10/19	2021/12/16	320.7%	190.1%	58.9X	96.5%
第5次	2022/04/27	2022/08/18	62.5%	51%	46.5X	79.4%

资料来源：Wind，华安证券研究所。估值分位数根据2010年起

图表6 电力设备行业的5次拔估值行情天花板



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：行业指数/点、估值/倍、估值百分位/%

3 TMT 拔估值行情的天花板在哪里？—参考 TMT 历史表现

3.1 计算机拔估值行情的天花板随时间推进而整体降低

计算机行业发生过 5 次拔估值行情对应的阶段性估值天花板。时间分别发生在 2015 年 6 月初、2015 年 12 月底、2018 年 3 月下旬、2020 年 7 月中旬、2022 年 1 月中旬。具体地：

第一次：2015 年 6 月初。从 2015 年初行情加速到 2015 年 6 月 3 日行情和估值到达顶峰，期间计算机行业指数上涨了 206.3%，估值抬升了 166.6%，行情支撑主要由估值提升来贡献。截至 6 月初计算机行业估值最高为 **159.7X**，位列 2010 年以来历史估值的 **100%分位**。

第二次：2015 年 12 月底。本次行情从 2015 年 9 月 16 日开启，到 2015 年 12 月 30 日结束，期间计算机指数上涨了 63.3%，估值抬升了 66.2%，全部由估值抬升来贡献。截至 2015 年 12 月底计算机行业估值阶段性高点为 **104.7X**，位列 2010 年以来历史估值的 **95.3%分位**。

第三次：2018 年 3 月下旬。本次行情从 2018 年 2 月 7 日开始上涨，到 2018 年 3 月 20 日达到估值阶段性高点，期间计算机行业指数上涨了 22.4%，估值抬升了 25%，行情上涨全部由估值抬升贡献。截至 2018 年 3 月下旬计算机行业估值阶段性高点为 **62.5X**，位列 2010 年以来历史估值的 **75.6%分位**。

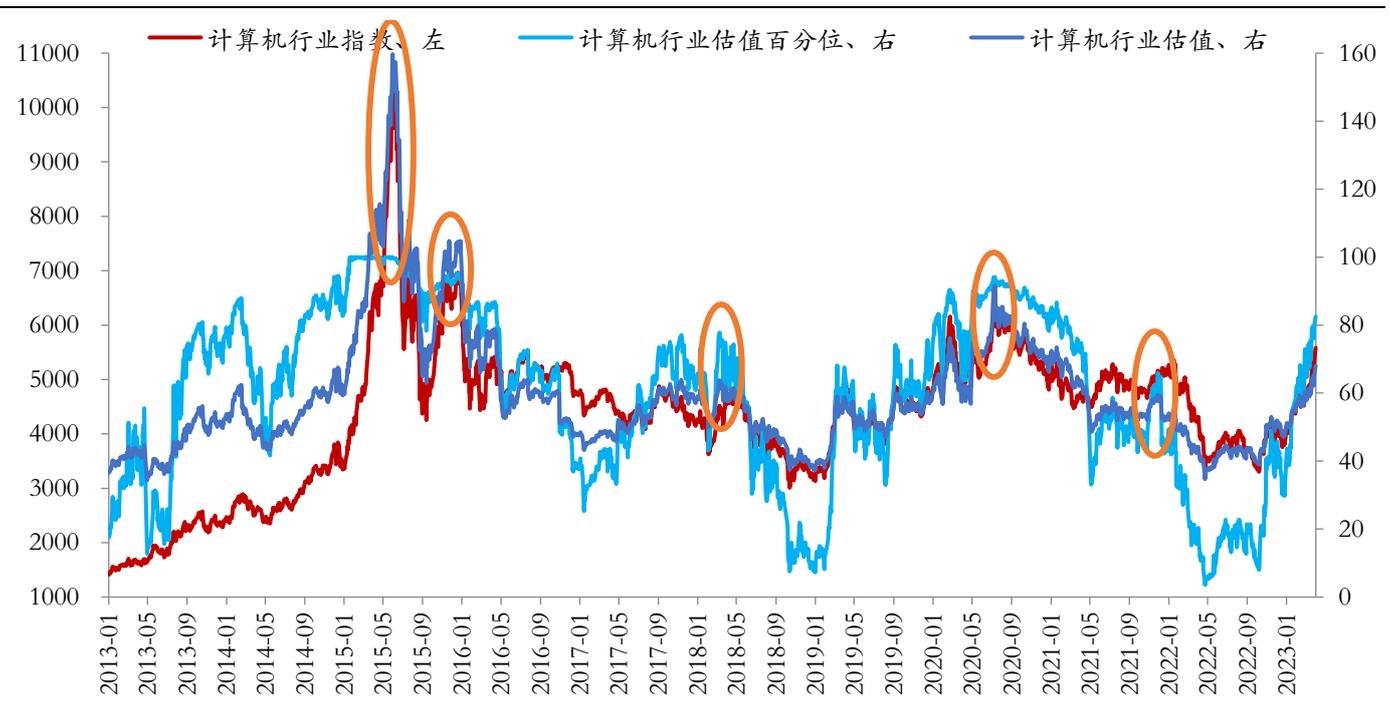
第四次：2020 年 7 月中旬。本次行情从 2019 年初启动上涨，到 2020 年 7 月 13 日的行情和估值阶段性高点，期间计算机行业指数上涨了 114.6%，估值抬升了 145.3%，行情上涨全部靠估值抬升进行贡献。截至 2020 年 7 月中旬计算机行业估值阶段性高点为 **91.5X**，位列 2010 年以来历史估值的 **94.1%分位**。

第五次：2022 年 1 月中旬。本轮行情从 2021 年 5 月 10 日开始上涨，到 2022 年 1 月 19 日的估值阶段性高点，期间计算机行业指数上涨了 19.5%，估值抬升了 13.6%，大部分由估值抬升贡献行情上涨。截至 2022 年 1 月中旬计算机行业估值阶段性高点为 **55.2X**，位列 2010 年以来历史估值的 **53.6%分位**。

图表 7 计算机行业估值天花板和对应分位数整体随时间推进而下降

顺序次数	开始时间	估值阶段性高点天花板时间	指数涨跌幅	估值涨跌幅	天花板估值倍数	分位数
第 1 次	2015 年初	2015/06/03	206.3%	166.6%	159.7X	100%
第 2 次	2015/09/16	2015/12/30	63.3%	66.2%	104.7X	95.3%
第 3 次	2018/02/07	2018/03/20	22.4%	25%	62.5X	75.6%
第 4 次	2019/01/04	2020/07/13	114.6%	145.3%	91.5X	94.1%
第 5 次	2021/05/10	2022/01/19	19.5%	13.6%	55.2X	53.6%

资料来源：Wind，华安证券研究所。估值分位数根据 2010 年起

图表 8 计算机行业的 5 次拔估值行情天花板


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：行业指数/点、估值/倍、估值百分位/%

3.2 通信拔估值行情的天花板随时间推进而持续降低

通信行业发生过 6 次拔估值行情对应的阶段性估值天花板。时间分别发生在 2015 年 6 月中旬、2015 年 12 月底、2017 年 11 月中旬、2019 年 3 月中旬、2020 年 7 月中旬、2022 年 1 月中旬。具体地：

第一次：2015 年 6 月中旬。从 2015 年初行情加速到 2015 年 6 月 12 日行情和估值见顶，期间通信行业指数上涨了 143.6%，估值抬升了 133.1%，上涨行情主要来自于估值提升的贡献。截至 6 月中旬通信行业估值最高为 **95.1X**，位列 2010 年以来历史估值的 **100%分位**。

第二次：2015年12月底。行情从2015年9月16日开启，到2015年12月30日阶段性估值见顶结束，期间通信指数上涨了43.8%，估值抬升了38.8%，大部分上涨贡献都来自于估值抬升。截至2015年12月底通信行业估值阶段性高点为**64.8X**，位列2010年以来历史估值的**95.7%分位**。

第三次：2017年11月中旬。本次行情从2016年3月初开始缓慢上涨，持续到2017年11月13日达到估值阶段性高点，期间通信行业指数上涨了29%，估值抬升了52%，行情上涨全部由估值抬升来贡献。截至2017年11月中旬通信行业估值阶段性高点为**66.1X**，位列2010年以来历史估值的**96.8%分位**。

第四次：2019年3月中旬。本次行情从2018年11月初启动上涨，到2019年3月12日估值阶段性高点，期间通信行业指数上涨了54.8%，估值抬升了55.7%，行情上涨全部靠估值抬升进行贡献。截至2019年3月中旬通信行业估值阶段性高点为**50.6X**，位列2010年以来历史估值的**71.8%分位**。

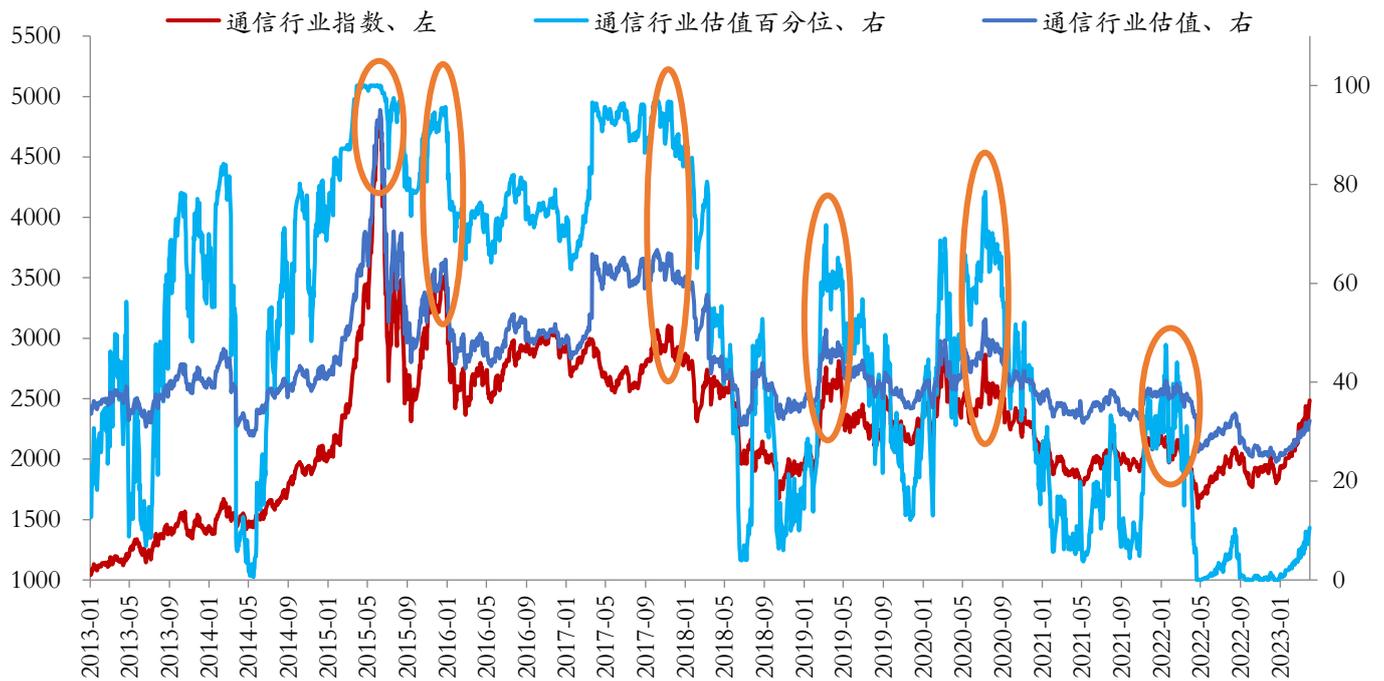
第五次：2020年7月中旬。本轮行情从2019年11月26日开始上涨，到2020年7月13日的估值阶段性高点，期间通信行业指数上涨了34.9%，估值抬升了52.2%，行情上涨全部由估值抬升贡献。截至2020年7月中旬通信行业估值阶段性高点为**52.8X**，位列2010年以来历史估值的**78.5%分位**。

第六次：2022年1月中旬。本轮行情从2021年5月11日开始上涨，到2022年1月17日的估值阶段性高点，期间通信行业指数上涨了22%，估值抬升了26.7%，行情上涨全部由估值抬升贡献。截至2022年1月中旬通信行业估值阶段性高点为**40.3X**，位列2010年以来历史估值的**47.6%分位**。

图表9 通信行业估值天花板和对应分位数整体随时间推进而下降

顺序次数	开始时间	估值阶段性高点 天花板时间	指数涨跌幅	估值涨跌幅	天花板 估值倍数	分位数
第1次	2015年初	2015/06/12	143.6%	133.1%	95.1X	100%
第2次	2015/09/16	2015/12/30	43.8%	38.8%	64.8X	95.7%
第3次	2016/03/01	2017/11/13	29%	52%	66.1X	96.8%
第4次	2018/11/02	2019/03/12	54.8%	55.7%	50.6X	71.8%
第5次	2019/11/26	2020/07/13	34.9%	52.2%	52.8X	78.5%
第6次	2021/05/11	2022/01/17	22%	26.7%	40.3X	47.6%

资料来源：Wind，华安证券研究所。估值分位数根据2010年起

图表 10 通信行业的 6 次拔估值行情天花板


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：行业指数/点、估值/倍、估值百分位/%

3.3 传媒拔估值行情的天花板随时间推进而逐步降低

传媒行业发生过 3 次拔估值行情对应的阶段性估值天花板。时间分别发生在 2015 年 6 月初、2015 年 12 月下旬、2020 年 7 月中旬。具体地：

第一次：2015 年 6 月初。从 2015 年初行情加速到 2015 年 6 月 3 日行情和估值见顶，期间传媒行业指数上涨了 163.2%，估值抬升了 173.7%，上涨行情全部来自于估值提升的贡献。截至 6 月初传媒行业估值最高为 **141.8X**，位列 2010 年以来历史估值的 **100%分位**。

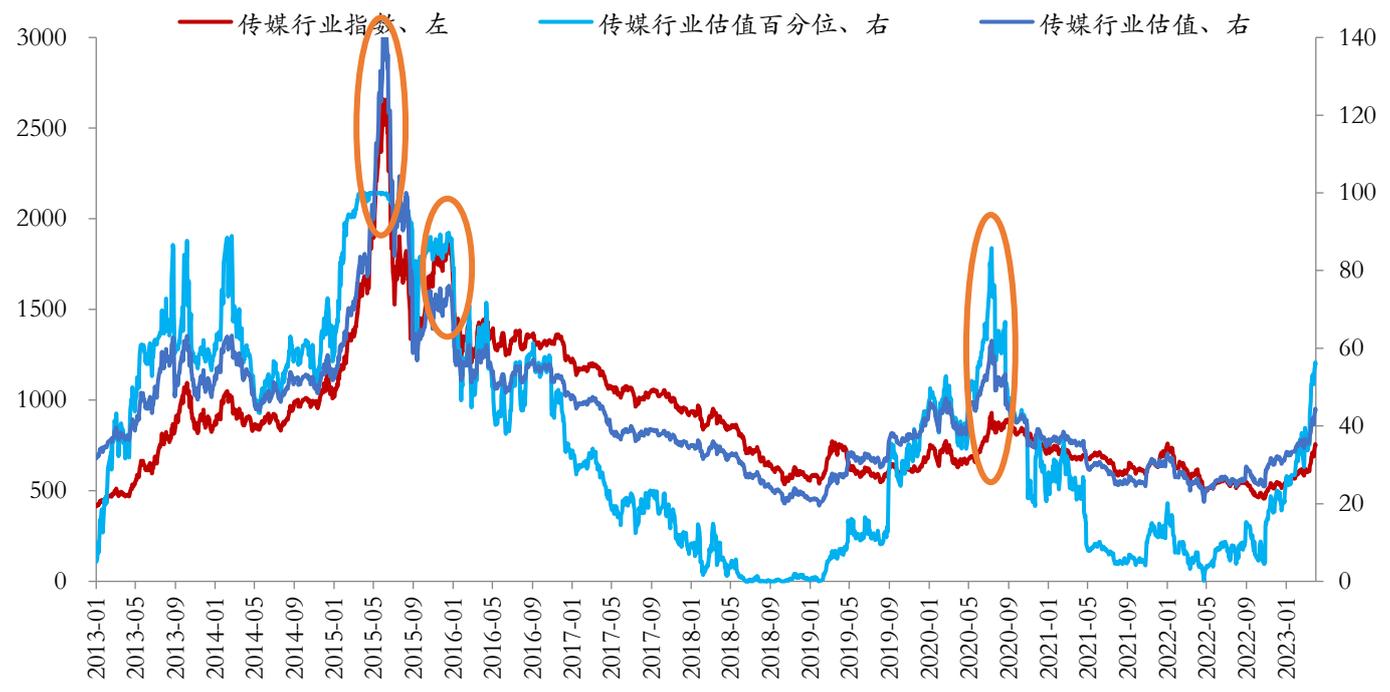
第二次：2015 年 12 月下旬。行情从 2015 年 9 月 16 日开启，到 2015 年 12 月 22 日阶段性估值见顶结束，期间传媒指数上涨了 47.9%，估值抬升了 33.7%，上涨贡献主要来自于估值抬升。截至 2015 年 12 月下旬传媒行业估值阶段性高点为 **76.1X**，位列 2010 年以来历史估值的 **89.7%分位**。

第三次：2020 年 7 月中旬。本次行情从 2019 年 8 月 12 日开始上涨，持续到 2020 年 7 月 14 日达到估值阶段性高点，期间传媒行业指数上涨了 66.5%，估值抬升了 106.7%，行情上涨全部由估值抬升来贡献。截至 2020 年 7 月中旬传媒行业估值阶段性高点为 **62X**，位列 2010 年以来历史估值的 **85.8%分位**。

图表 11 传媒行业估值天花板和对应分位数整体随时间推进而下降

顺序次数	开始时间	估值阶段性高点 天花板时间	指数涨跌幅	估值涨跌幅	天花板 估值倍数	分位数
第 1 次	2015 年初	2015/06/03	163.2%	173.7%	141.8X	100%
第 2 次	2015/09/16	2015/12/22	47.9%	33.7%	76.1X	89.7%
第 3 次	2019/08/12	2020/07/14	66.5%	106.7%	62X	85.8%

资料来源：Wind，华安证券研究所。估值分位数根据 2010 年起

图表 12 传媒行业的 3 次拔估值行情天花板


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：行业指数/点、估值/倍、估值百分位/%

4 计算机估值修复已接近历史可比“天花板”，通信、传媒、电子尚有较大空间

成长科技板块拔估值行情所对应的估值和百分位天花板，基本上均随着时间的推进而整体在下降。这从电子、电气设备、计算机、通信、传媒的历史行情中皆有所体现。当一轮新的拔估值行情演绎时，估值能达到高度和对应的历史百分位很难超越或企及此前的高点，而每轮拔估值行情的高点整体上随着时间的往后推进，高度不断下降。

计算机本轮行情的估值和百分位修复高度已经接近历史可比行情的“天花板”。截至 2023 年 4 月 5 日，计算机已达到 82.5% 的估值历史分位，相比过去 5 次天花板

达到的分位对比看，已经显著超过了2018年3月下旬和2022年1月中旬，距离2015年12月底和2020年7月中，还有一定空间。但考虑到随着时间推进，估值和分位天花板整体是下降的，因此假定计算机如果能达到历史90%分位的话，那么对应估值将提升到75.4X，相比当前还有10.7%的提升空间。（需要重点说明的是，估值提升空间≠指数上涨空间，尤其是在当前正处于年报和一季报披露期间，随着业绩的披露，行业估值可能出现较大幅度的计算性偏移。后同）

通信、传媒、电子的估值距离历史可比“天花板”仍有很大提升空间。通信、传媒、电子行业当前估值和分位数均远不及历史可比的“天花板”的位置。分别看：

通信行业当前分位数仅10.6%，假如其百分位能提升至此前哪怕最低的天花板47.6%，所对应的估值将达到39.5X，较当前还有22.7%的提升空间。

传媒行业当前分位数为55.9%，按照“天花板”下移趋势，假如传媒行业估值分位数能提升到80%，其所对应的估值将达到57X，较当前还有29.5%的提升空间。

电子行业当前分位数为27.8%，同样按照“天花板”下移的变化趋势，假如电子行业估值分位数能提升到70%，其所对应的估值将达到56.1X，相比当前还有51.6%的提升空间。

图表 13 成长科技板块各行业的估值天花板和对应分位数均随时间的推进而整体下降

电力设备-新能源 估值“天花板”			电子-消费电子 估值“天花板”			TMT-计算机 估值“天花板”			TMT-通信 估值“天花板”			TMT-传媒 估值“天花板”		
时间	估值	百分位	时间	估值	百分位	时间	估值	百分位	时间	估值	百分位	时间	估值	百分位
2015年 6月中	100X	100%	2015年 6月中	113.8X	99.4%	2015年 6月初	159.7X	100%	2015年 6月中	95.1X	100%	2015年 6月初	141.8X	100%
2015年 12月底	59.3X	93.2%	2015年 12月底	79.8X	86.4%	2015年 12月底	104.7X	95.3%	2015年 12月底	64.8X	95.7%	2015年 12月下	76.1X	89.7%
2016年 7月底	49X	84.4%	2016年 10月下	76X	85.1%	2018年 3月下	62.5X	75.6%	2017年 11月中	66.1X	96.8%	2020年 7月中	62X	85.8%
2021年 12月底	58.9X	96.5%	2020年 7月中	64.7X	74.6%	2020年 7月中	91.5X	94.1%	2019年 3月中	50.6X	71.8%	当前	44X	55.9%
2022年 8月中	46.5X	79.4%	当前	37X	27.8%	2022年 1月中	55.2X	53.6%	2020年 7月中	52.8X	78.5%			
						当前	68.1X	82.5%	2022年 1月中	40.3X	47.6%			
									当前	32.2X	10.6%			

资料来源：Wind，华安证券研究所。估值分位数根据2010年起。加粗标红为截至2023/4/5日指数估值和百分位

图表 14 百分位距离“天花板”，估值还有多少提升空间（不考虑年报和季报对估值可能造成被动抬升或下降影响）

模型	行业/项目	计算机	通信	传媒	电子
实际	当前估值	68.1X	32.2X	44X	37X
	当前估值百分位	82.5%	10.6%	55.9%	27.8%
测算	历史参考百分位	90%	47.6%	80%	70%
	对应估值	75.4X	39.5X	57X	56.1X
	估值提升空间	10.7%	22.7%	29.5%	51.6%
	估值空间≠指数空间，因为估值可能因为年报、季报出现较大计算性变动				

资料来源：Wind，华安证券研究所。估值分位数根据 2010 年起。其中历史参考百分位根据历史百分位天花板情况主观设定

风险提示：

对比研究和以往经验的局限性；样本偏差等。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。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。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

- 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%至15%；
- 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；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。