



Research and
Development Center

新的赛道机会都是如何产生的？

2023 年 4 月 3 日

证券研究报告

策略研究

策略深度报告

樊继拓 策略首席分析师

执业编号: S1500521060001

联系电话: +86 13585643916

邮箱: fanjituo@cindasc.com

张颖锐 联系人

邮箱: zhangyingrui@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

新的赛道机会都是如何产生的?

2023年4月3日

核心结论:

回顾2005年至今,几乎每一轮牛市都会有明显跑赢大盘的行业。1)赛道概念在最近几年开始盛行的原因可能是,领涨行业相对大盘的超额收益明显扩大。2010年之前,领涨行业的超额收益幅度一般是20%-50%,但最近几年通常能达到100%以上。在本文中,我们将区间最大超额收益超过20%的行业都定义为赛道股。2)随着宏观经济增速的下降,单纯由宏观需求(出口、投资、消费)引发的赛道投资机会在下降,新兴产业中更容易涌现新的赛道。故而在复盘时更关注2008年以来重要赛道的启动过程。

赛道股的超额收益本质上由盈利优势所驱动。事后来看,每一轮赛道股的上涨都有盈利优势的支撑。但赛道股超额收益启动的时点与盈利优势回升的时点却存在不小差异。

赛道股启动前期,相对估值处于过去五年来低位,超额收益前期调整幅度至少30%。近年来每一次赛道股的上涨都伴随着行业长期逻辑的转变。而长期逻辑能转变的必要非充分条件就是,新一轮行情启动之前,行业更早的成长逻辑失效(超额收益累计下降超过30%),行业在前期经历了一轮估值与盈利双杀,相对估值降至1倍左右(对应投资者认为行业的成长性无法超越大盘),相对估值也降至过去五年来的历史低位。

赛道股启动初期,盈利优势边际企稳,超额收益低位震荡半年之久。这主要源于此时行业的相对估值已经较低,估值继续下沉的空间有限,同时行业盈利能力企稳,但盈利优势能否回升、行业是否能产生新的长期成长逻辑还不明朗。或者也可以理解为,行业超额收益的低位震荡其实是对估值低的确认。

赛道股中期,先有Beta才有Alpha,赛道股的超额收益大多发生在经济回升期。1)我们认为,赛道股超额收益启动时点与盈利优势回升起点产生差异的重要原因在于股票市场通常是先有Beta(经济回升、股市走牛)才有Alpha(赛道股在牛市期领涨)。2)换言之,赛道股的盈利优势理论上四种来源,即赛道股盈利的上行拐点领先大盘、赛道股盈利的上行斜率高于大盘、赛道股盈利的下行拐点滞后大盘、赛道股盈利的下行斜率小于大盘,但只有第二种情况才能带来赛道股超额收益的走高。

风险因素:报告基于对历史规律的总结,历史规律在未来可能失效。

目录

一、过去二十年间的赛道股概览.....	7
二、历史上重要赛道出现的过程.....	10
2.1 2009 年至 2010 年的智能手机产业链.....	10
2.1.1 电子行业超额收益与 ROE 的关系	10
2.1.2 电子行业超额收益的三个阶段	11
2.1.2 电子行业超额收益与经济周期的关系	14
2.2 2013 年至 2015 年的移动互联网.....	16
2.2.1 游戏行业超额收益与 ROE 的关系	16
2.2.2 游戏行业超额收益的三个阶段	17
2.2.3 游戏行业超额收益与经济周期的关系	19
2.3 2016 年至 2018 年的食品饮料	22
2.3.1 食品饮料行业超额收益与 ROE 的关系	22
2.3.2 食品饮料行业超额收益的三个阶段	23
2.3.3 食品饮料行业超额收益与经济周期的关系	25
2.4 2019 年至 2020 年的食品饮料	27
2.4.1 食品饮料行业超额收益与 ROE 的关系	27
2.4.2 食品饮料行业超额收益的两个阶段	27
2.4.3 食品饮料行业超额收益发生在经济回升期	30
2.5 2019 年至 2021 年的半导体	32
2.5.1 电子行业超额收益与 ROE 的关系	32
2.5.2 电子行业超额收益的三个阶段	33
2.5.3 电子行业超额收益发生在信用见底之后	34
2.6 2020 年至 2021 年的新能源车	36
2.6.1 新能源车产业链超额收益与 ROE 的关系	36
2.6.2 新能源车产业链超额收益的三个阶段	37
2.6.3 新能源车产业链超额收益发生在经济见底后	39
三、历史赛道股上涨的经验总结.....	40
3.1 赛道股的超额收益本质上由盈利优势所驱动.....	40
3.2 先有 Beta 才有 Alpha，赛道股的超额收益大多发生在经济回升期.....	42
3.3 赛道股超额收益的三个阶段.....	42
3.2.1 启动前，相对估值处于过去五年来低位，超额收益前期调整幅度至少 30%	42
3.2.2 初期，盈利优势边际企稳，超额收益低位震荡半年之久	44
3.2.3 中期，经济回升叠加赛道股产业景气度较高，超额收益快速抬升	45
3.4 可能的新赛道筛选.....	49
风险因素	50

表 目 录

表 1: 过去二十年中, 重要赛道的启动结束时间、产生背景、超额收益幅度	8
表 2: 2010 年至 2014 年文化产业振兴政策频出	16
表 3: 2019 年, 新能源车补贴退坡	38
表 4: 历次赛道股超额收益启动前中后期的特征	46
表 5: 可能的新赛道筛选	49

图 目 录

图 1: 电子行业超额收益与自身 ROE (单位: %)	10
图 2: 电子行业相较全 A 非金融的 ROE 之差 (单位: %)	10
图 3: 全 A 非金融与电子行业的 ROE 走势 (单位: %)	10
图 4: 电子行业相较全 A 非金融的 ROE 之差 (单位: %)	10
图 5: 电子行业在 2009 年下半年至 2010 年全年跑赢万得全 A 指数 (单位: %)	11
图 6: 2007 年电子行业超额收益启动之前, 相对估值已经达到 2004 年以来的历史低位	12
图 7: 全球半导体销量在 2005H2-2008H2 仅实现小幅度的同比增长	12
图 8: 2010 年, 电子行业相对万得全 A 的估值持续创历史新高	13
图 9: 全球半导体企业在 2008Q3-2009Q3 主动削减产能 (单位: 初制晶圆/周×1000)	13
图 10: 半导体行业在 2010 年迎来量价齐升	13
图 11: 2010 年四季度, 人民币存款准备金率加快上调	14
图 12: 2010 年 10 月央行超预期加息后, 债市调整了一个月有余	14
图 13: 2010 年末智能手机渗透率突破 20% (单位: %)	14
图 14: 2010 年, 电子行业资本开支大幅上行	14
图 15: 电子行业 2009 年至 2010 年的超额收益基本发生在经济回升期 (单位: %)	15
图 16: 游戏行业超额收益与行业自身 ROE (单位: %)	16
图 17: 游戏行业超额收益与行业 ROE 优势 (单位: %)	16
图 18: 全 A 非金融与游戏行业的 ROE 走势 (单位: %)	17
图 19: 游戏行业相较全 A 非金融的 ROE 之差 (单位: %)	17
图 20: 2010 年之后, 游戏行业上市公司数量才开始增加	17
图 21: 2010 年之后, 游戏行业上市公司占比快速提升	17
图 22: 2013 年-2014 年上市公司并购重组数量大幅增加	18
图 23: 上市公司商誉在 2013 年至 2016 年快速增加 (单位: 亿元)	18
图 24: 游戏行业超额收益的三个阶段 (单位: %)	19
图 25: 2013 年末, 手游行业渗透率突破 20% (单位: %)	19
图 26: 手游行业相对估值的变化	19
图 27: 2012 年基建投资提振宏观经济	20
图 28: 2012Q3 之后上市公司盈利增速仅小幅回升	20
图 29: 2013 年下半年出现了两轮钱荒 (单位: %)	20
图 30: 游戏行业超额收益抬升最快的阶段发生在经济回升期 (单位: %)	21
图 31: 2012 年至 2013 年, 手机网民增速均维持在 20% 左右 (单位: 万人)	21
图 32: 中国移动游戏市场实际销售收入在 2010 年至 2013 年持续走高	21

图 33: 食品饮料行业超额收益与行业自身 ROE (单位: %)	22
图 34: 食品饮料行业超额收益与行业 ROE 优势 (单位: %)	22
图 35: 全 A 非金融与食品饮料行业的 ROE 走势 (2016-2018H1)	23
图 36: 食品饮料行业相较全 A 非金融的 ROE 之差 (2016-2018H1)	23
图 37: 以茅台为代表的白酒价格在 2014 年止跌 (单位: 元/瓶)	23
图 38: 中国高净值人数连续多年快速增长 (单位: 万人; 万亿元)	23
图 39: 食品饮料行业在 2013 年至 2014 年一季度跑赢宽基指数 (单位: %)	24
图 40: PMI 在 2016Q2 回升至荣枯线附近, 在 2016Q4 减速上行 (单位: %)	25
图 41: PPI 同比增速自 2016 年开始回升, 通缩压力缓解 (单位: %)	25
图 42: 食品饮料行业超额收益抬升最快的行情均发生在经济回升期 (单位: %)	26
图 43: 食品饮料行业超额收益与行业自身 ROE (单位: %)	27
图 44: 食品饮料行业超额收益与行业 ROE 优势 (单位: %)	27
图 45: 全 A 非金融与食品饮料行业的 ROE 走势 (2019-2020)	27
图 46: 食品饮料行业相较全 A 非金融的 ROE 之差 (2019-2020)	27
图 47: 食品饮料行业在 2019 年至 2020 年继续跑赢市场 (单位: %)	28
图 48: 食品饮料行业供需格局变化, 较上一轮白酒牛市的产能扩张更显克制	29
图 49: 食品饮料盈利能力与毛利率	29
图 50: 2019 年至 2021 年的白酒牛市, 产量微增, 增速较为克制	29
图 51: 高端白酒价格提升是这一轮白酒牛市的核心理力 (单位: %)	29
图 52: 2019 年 GDP 增速直到四季度才边际企稳 (单位: %)	30
图 53: 食品饮料行业在信用见底之后、经济见顶之前的超额收益表现都不差 (单位: %)	31
图 54: 电子行业超额收益与自身 ROE (单位: %)	32
图 55: 电子行业超额收益与 ROE 优势 (单位: %)	32
图 56: 全 A 非金融与电子行业的 ROE 走势	32
图 57: 电子行业相较全 A 非金融的 ROE 之差	32
图 58: 2019 年至 2021 年, 电子行业超额收益的三个阶段 (单位: %)	33
图 59: 电子行业供需格局变化, 2018 年底供给出清	34
图 60: 电子 ROE 与毛利率在 2019Q1 触底, 营收增速在 2020Q1 触底	34
图 61: 2019 年下半年, 电子行业超额收益快速抬升 (单位: %)	35
图 62: 新能源车超额收益与行业自身 ROE (单位: %)	36
图 63: 新能源车超额收益与行业 ROE 优势 (单位: %)	36
图 64: 全 A 非金融与新能源车的 ROE 走势	36
图 65: 新能源车行业相较全 A 非金融的 ROE 之差	36
图 66: 新能源车板块超额收益的三个阶段 (单位: %)	37
图 67: 2018 年至 2019 年, 在多重利空的影响下, 新能源车销量趋势性下降	38
图 68: 新能源车产业链超额收益发生在经济见底后 (单位: %)	39
图 69: 历次赛道股的上涨都有盈利优势的支撑 (单位: %)	40
图 70: 历次赛道股的上涨都有盈利优势的支撑 (单位: %)	41
图 71: 行业盈利优势可能会有多种来源	42
图 72: 历次赛道股启动之前, 相对估值大多处于过去五年来的低位	43
图 73: 历次赛道股启动初期, 超额收益通常会低位震荡半年之久 (单位: %)	44

图 74： 历次赛道股超额收益抬升最快的时候，大多发生在经济回升期（单位：%） 45

一、过去二十年间的赛道股概览

赛道股的概念在最近几年比较火热，直观来看是指相对大盘产生了明显、持续的超额收益的个股合集。事实上，我们回顾 2005 年至今，几乎每一轮牛市都会有明显跑赢大盘的行业。赛道概念在最近几年开始盛行的原因可能是，领涨行业相较于大盘的超额收益明显扩大。2010 年之前，领涨行业的超额收益幅度一般是 20%-50%，但最近几年通常能达到 100% 以上。本报告中，我们将区间最大超额收益超过 20% 的行业都定义为赛道股。

总结来说，赛道股呈现如下三个特征：

1) 每个时期特定赛道涉及到的行业众多，具体情况可以分为三类。

第一，赛道股的产业链较长且产业产值不低，如 2010 年苹果产业链、2019 年半导体产业链、2020 年新能源产业链。如果某些新兴产业渗透率较低、增速较快，但产值不大、或者上市公司市值不高，也很难在股票市场上形成强赛道。

第二，相关需求涉及到的行业广泛，如 2001 年 WTO 概念股（对应出口需求）、2003 年五朵金花（对应投资需求）、2005-2007 年地产链（对应投资需求）、2010 年消费股（对应消费需求在宏观经济中的占比提升）。

第三，行业财务特征相似，如 2017 年白马股（高 ROE）、2013 年至 2014 年互联网经济（轻资产、并购重组）。

换言之可以说，赛道的概念足够抽象，涉及到的行业足够多，投资者的关注度越高，股价上涨的合力也会越大。

2) 赛道股相对全 A 具备业绩优势，业绩增速处于回升期，或具备较大的想象力。

3) 综合以上两点信息来看，随着宏观经济增速的下降，单纯由宏观需求（出口、投资、消费）引发的赛道投资机会在下降，新兴产业中更容易涌现新的赛道。

故而在复盘时更关注 2008 年之后重要赛道的启动过程。

表 1：过去二十年中，重要赛道的启动结束时间、产生背景、超额收益幅度

起始时间	结束时间	背景描述	赛道概念	申万行业指数	绝对收益	超额收益	区间最大超额收益	概念指数	绝对收益	超额收益	区间最大超额收益
2002/12	2003/12	1、中国经济投资增速高速增长+1998年亚洲金融危机导致前期产能投放不足 2、五朵金花2003年普涨，2004年开始分化。 3、机构化程度加深，五朵金花成为当时的蓝筹股、核心资产。	五朵金花	钢铁	34.78%	39.04%	64.77%				
				石化	19.53%	23.79%	47.57%				
				汽车	20.07%	24.33%	51.69%				
				电力	-0.54%	3.72%	30.07%				
				银行	10.50%	14.76%	50.27%				
2004/12	2007/06	1、宏观经济维持高增长、城镇化率提升，居民可支配收入作为GDP的滞后指标也实现大幅增长。 2、这段时期赛道特征不显著，领涨行业的逻辑较为独立。	商业银行股改	银行	346.74%	93.75%	121.91%				
			宏观经济高速增长	地产	403.65%	150.66%	146.73%				
				家用电器	251.40%	-1.59%	18.47%				
				商贸零售	382.59%	129.59%	204.37%				
				食品饮料	346.77%	93.78%	146.85%				
2008/12	2009/12	1、2008年至2010年的赛道比较复杂，中国经济处于新旧交替之际。 在2009年之前，四万亿财政刺激与十大产业振兴计划利好的行业领涨。 2009年之后，上市公司盈利增速高位震荡，苹果产业链开始领跑。 2、换言之，经济回升初期是周期赛道，经济回升中段及后段才是新经济赛道。可能也因为这一轮牛市期很长，所以可以表现的行业比较多。	四万亿财政刺激	有色金属	174.95%	71.47%	103.96%	周期指数	126.06%	22.59%	29.29%
				煤炭	197.81%	94.34%	118.58%				
				机械设备	118.36%	14.89%	21.96%				
			十大产业振兴计划	汽车	238.50%	135.02%	134.22%	消费指数	108.27%	4.79%	38.28%
				家用电器	154.27%	50.79%	71.90%				
2009/08	2010/12		苹果产业链	电子	85.00%	73.73%	87.49%				
				计算机	68.34%	57.07%	73.86%	液晶显示指数	108.70%	97.43%	117.87%
			消费	医药生物	66.82%	55.56%	76.01%	消费指数	48.84%	37.57%	50.98%
				食品饮料	51.26%	39.99%	64.72%				

起始时间	结束时间	背景描述	赛道概念	申万行业指数	绝对收益	超额收益	区间最大超额收益	概念指数	绝对收益	超额收益	区间最大超额收益
2012/12	2015/06	1、这段时期两个强赛道是智能手机及下游应用，以及一带一路。 2、这段时期对于核心资产、价值投资的提及反而不多，可能源于增量投资者主要是个人投资者、杠杆资金等。	移动互联网的下游应用	传媒	368.82%	211.77%	334.95%	网络游戏	873.92%	716.87%	944.03%
				计算机	411.75%	254.70%	422.19%	互联网金融	1115.37%	958.31%	1372.60%
				电子	212.30%	55.25%	81.38%	并购重组概念	196.49%	39.43%	88.16%
				通信	245.54%	88.49%	148.30%				
			一带一路	建筑装饰	132.28%	-24.78%	65.81%	一带一路	175.70%	18.65%	46.77%
				交通运输	203.91%	46.86%	61.95%				
			钢铁	137.23%	-19.82%	52.67%					
2015/12	2017/12	1、供给侧改革之后，宏观经济增速、上市公司盈利的情况好于上一轮。具有顺周期属性的部分行业也能在全区间跑赢大盘。 2、龙头集中度提升的现象早于2016年。但2016年之后中小盘面临并购潮后的业绩兑现期，商誉暴雷拖累业绩增速，这进一步强化了龙头股的业绩优势。 3、这段时期股市增量资金不多，甚至是减量的状态。赛道主线偏保守。	白马股	食品饮料	64.37%	74.34%	80.05%	白马股概念指数	64.20%	74.17%	78.81%
				家用电器	38.50%	48.47%	59.16%	陆股通重仓100指数	40.28%	50.24%	51.63%
				保险	74.38%	84.35%	104.46%	行业龙头指数	16.83%	26.80%	27.28%
				银行	7.36%	17.32%	18.78%	300质量	13.04%	23.00%	23.75%
2018/12	2021/12	1、2019年至2021年的复苏进程存在波折，2020Q1的疫情曾构成干扰。 2、这段时期的赛道存在多线并行的情况，先后有消费升级、自主可控、双碳概念等。 3、增量资金先后有外资、公募、私募等，也带来了赛道风格的多样化。	高端制造	半导体	372.73%	290.31%	378.38%	自主可控	85.61%	3.19%	95.77%
				电力设备	258.08%	175.66%	228.42%	锂电池	274.35%	191.93%	254.44%
				有色金属	135.27%	52.85%	136.57%	新能源	243.12%	160.70%	202.48%
				国防军工	123.37%	40.95%	58.92%	光伏	262.01%	179.59%	217.94%
			消费升级	食品饮料	200.54%	118.12%	200.93%				
				美容护理	99.76%	17.34%	113.98%				
				社会服务	128.86%	46.44%	175.55%				
				医药生物	94.93%	12.50%	73.00%				
			双碳之传统能源	煤炭	65.72%	-16.70%	96.49%				
				石油石化	42.62%	-39.80%	58.44%				

资料来源：万得，信达证券研发中心

二、历史上重要赛道出现的过程

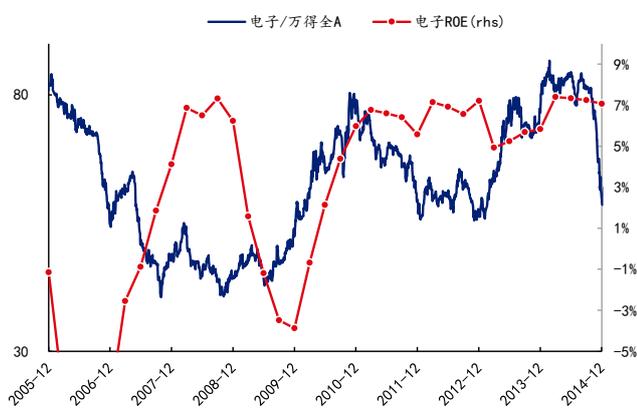
2.1 2009 年至 2010 年的智能手机产业链

2.1.1 电子行业超额收益与 ROE 的关系

电子行业产生超额收益的时间段与 ROE 产生优势的时间段基本匹配,前者略有提前。

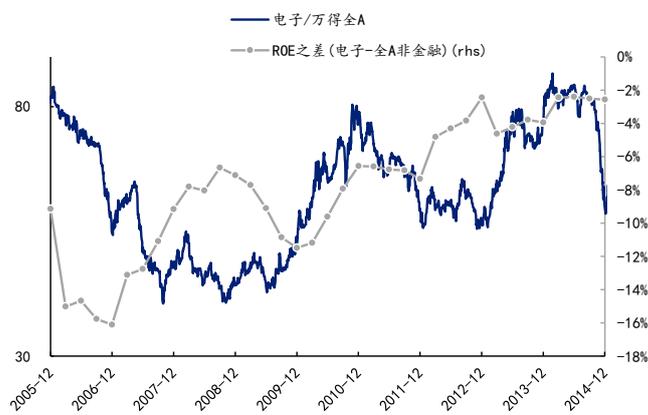
1) 电子行业在 2009 年 6 月底至 2010 年 12 月底, 产生了 93.69% 的绝对收益, 相对万得全 A 指数产生 84.22pct 的超额收益。电子行业超额收益维持的时间长达一年半。

图 1: 电子行业超额收益与自身 ROE (单位: %)



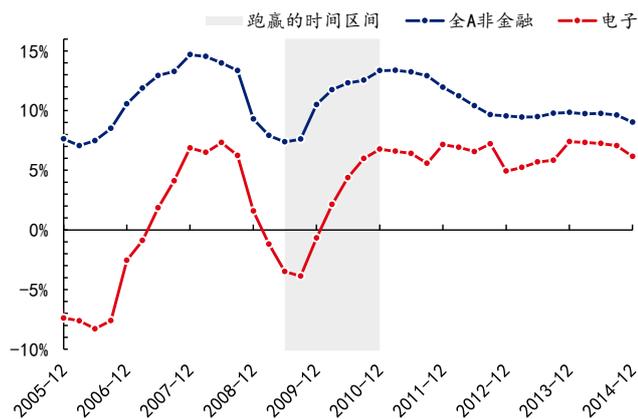
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 2: 电子行业相较于全 A 非金融的 ROE 之差 (单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

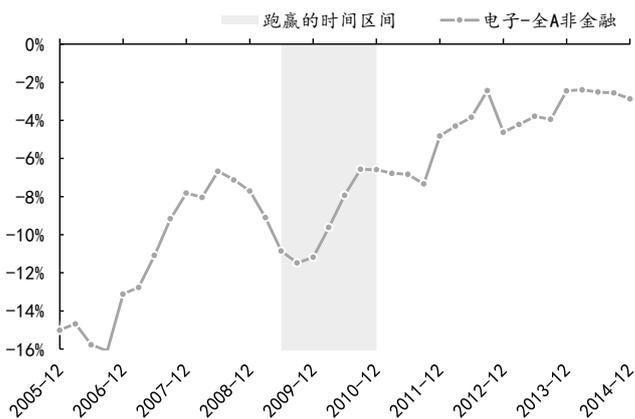
图 3: 全 A 非金融与电子行业的 ROE 走势 (单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

数据说明: 阴影部分是电子行业相对大盘产生超额收益的时期。

图 4: 电子行业相较于全 A 非金融的 ROE 之差 (单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

数据说明: 阴影部分是电子行业相对大盘产生超额收益的时期。

2) 全 A 非金融与电子行业的 ROE 分别在 2009Q2、2009Q3 见底。而电子行业 ROE 触底后的回升速度快于全 A, 进而导致电子行业的 ROE 优势在 2009Q3-2010Q3 持续回升。对应的背景是, 我国在货币与财政的强力刺激之下实现经济增速的 V 型回升, 并成为金融危

机之后率先复苏的经济体。而电子行业兼具周期与成长的属性，周期属性来自于下游个人电脑、手机出货量均受到宏观经济的影响，成长属性来自于下游应用的升级（如 iPhone 热销、智能手机渗透率提升带动触摸屏需求）。电子行业盈利拐点较全 A 略有滞后的原因在于，上市公司营收中出口占比较高，而全球经济危机之后海外经济恢复节奏略慢于中国。

3) 值得关注的是，电子行业超额收益拐点领先于 ROE 优势的拐点，领先时长约一个季度。

2.1.2 电子行业超额收益的三个阶段

进一步地，我们将电子行业超额收益行情划分为初期、中期、后期三个阶段。初期状态是超额收益走平+ROE 优势尚未回升，中期状态是超额收益走高+ROE 优势也回升，后期状态是超额收益大幅波动+ROE 高位震荡后下跌。

图 5：电子行业在 2009 年下半年至 2010 年全年跑赢万得全 A 指数（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

1) 初期，电子行业盈利优势仍在下行，但超额收益已低位震荡。

在本篇报告中，我们意图回答历史上重要赛道的出现过程，故而赛道股超额收益快速抬升前的情况也值得关注。对于电子行业来说，虽然 2007 年 10 月至 2009 年 7 月行业景气度仍在走低，相较于全 A 的盈利优势仍在下行，但这段时期的超额收益已经震荡走平（震荡走平的时间接近两年）。换言之，基本面上的利空已经定价充分。

电子行业在 2005 年至 2007 年长期跑输大盘。一方面，彼时的电子行业周期属性强于成长属性。电子行业成长属性的出现对应 2002 年至 2003 年个人电脑高速增长、2009 年至 2010 年移动互联网时代智能手机渗透率提升、2014 年至 2015 年消费电子高速增长。而 2005 年至 2007 年下游需求并未出现爆发式增长，体现为全球半导体销量增速虽然为正，但增长幅度有限。另一方面，彼时电子行业盈利弹性又弱于煤炭、钢铁等行业。这段时期电子行业并未成为投资者关注的热点。

电子行业 ROE 在 2007Q4-2008Q2 出现高位波动，A 股上市公司 ROE 在 2008Q1 见顶回

落。电子行业相较全 A 的盈利优势在 2008Q2 之后加速回落。但在此之前，电子行业相对于万得全 A 的估值已经持续下沉，截至 2007 年 10 月已经下降至 2004 年以来的历史低位。

图 6：2007 年电子行业超额收益启动之前，相对估值已经达到 2004 年以来的历史低位



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 7：全球半导体销量在 2005H2-2008H2 仅实现小幅度的同比增长



资料来源：万得，信达证券研发中心

2) 中期，超额收益快速抬升，盈利与估值出现戴维斯双击。

电子行业超额收益的快速抬升发生于 2009 年下半年至 2010 年全年。

电子行业盈利优势有三方面因素的支撑。第一，全球经济回升，提振电子行业需求。第二，电子行业下游出现以 iPhone 为代表的“杀手级”终端，智能手机渗透率提升，触摸屏需求快速增长，电子行业具备了成长属性。第三，电子行业前期产能建设不足，甚至在 2009 年上半年主动削减产能，在需求回升的背景下，行业量价齐升，盈利弹性较大。

但电子行业超额收益的回升略领先于盈利优势的回升，行情启动的触发因素有，1) 2009年下半年宏观政策微调，对周期股行情不利。2009年7月初，央行时隔半年重启央票发行，且一年期央票发行利率从7月9日的1.5022持续上升至8月11日的1.7605，累计上调25.83bp，累计上调五次。2) 创业板于当年10月30日正式开板，对成长板块构成情绪上的提振。

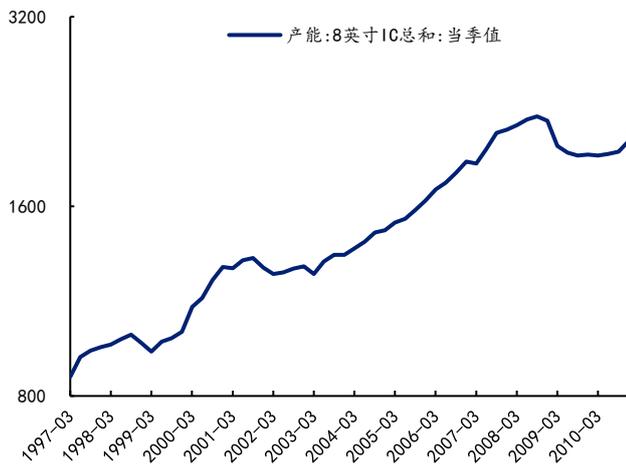
与此同时，电子行业相对估值也一路走高，一度达到5.5x的历史高位。

图 8：2010 年，电子行业相对万得全 A 的估值持续创历史新高



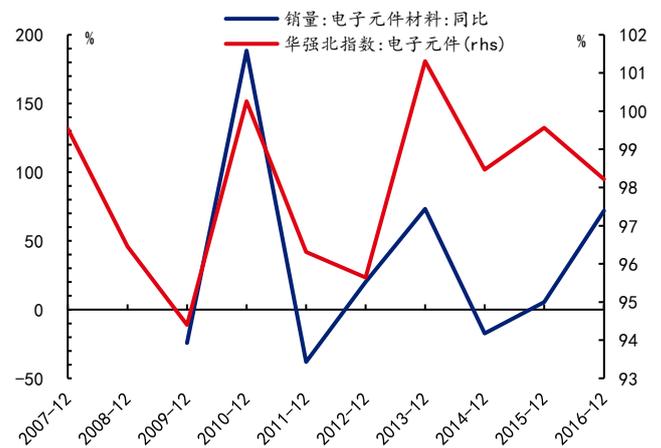
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 9：全球半导体企业在 2008Q3-2009Q3 主动削减产能（单位：初制晶圆/周×1000）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 10：半导体行业在 2010 年迎来量价齐升



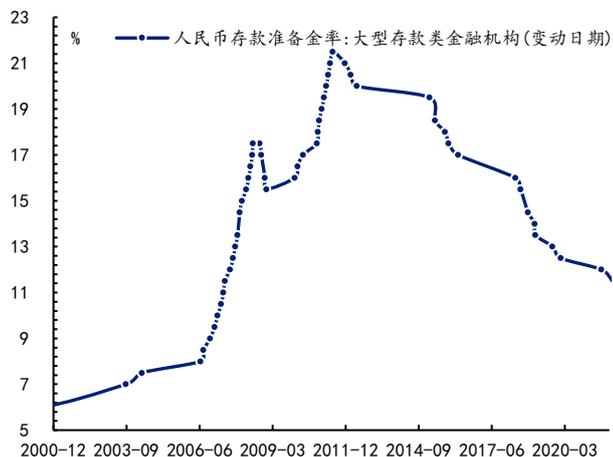
资料来源：万得，信达证券研发中心

3) 后期，超额收益大幅波动，盈利优势高位震荡后下行。

进入 2010 年四季度之后，电子行业超额收益在高位大幅波动，期间超额收益一度出现 15pct 以上的回撤。1) 从宏观角度来看，主要的利空因素是 2010 年四季度货币政策的节奏加快。2010 年全年的货币政策基调是边际收紧的，央行先是在 1 月、2 月、5 月

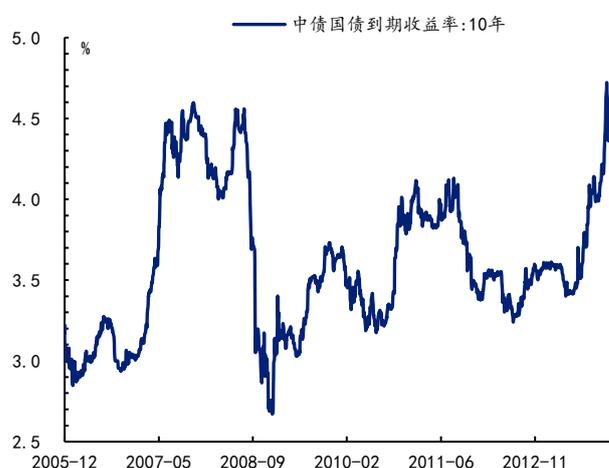
三次上调人民币存款准备金率。进入四季度之后，央行在10月开启了降息周期后的首次加息，且加息路径较为超预期，十年期国债收益率在10月加息落地后调整了一个月有余。此外，加准的节奏也明显加快，人民币存款准备金率在11月、12月经历两次上调。2) 从产业层面来看，投资者开始对产能扩张、下游需求增速回归稳态产生担忧。与此同时，电子行业相对估值开始快速下行，超额收益转为主要由盈利支撑。

图 11：2010 年四季度，人民币存款准备金率加快上调



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 12：2010 年 10 月央行超预期加息后，债市调整了一个月有余



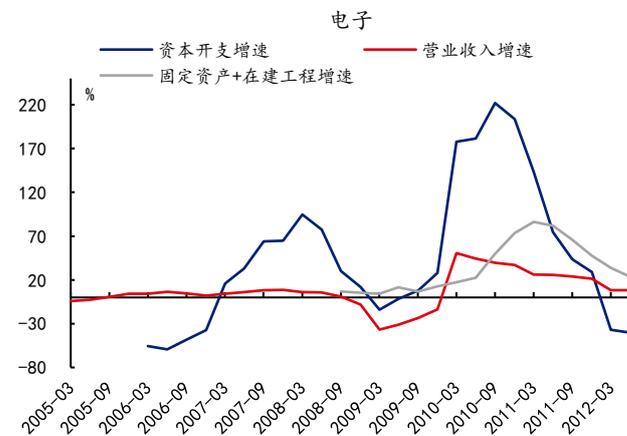
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 13：2010 年末智能手机渗透率突破 20%（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 14：2010 年，电子行业资本开支大幅上行



资料来源：万得，信达证券研发中心

2.1.2 电子行业超额收益与经济周期的关系

从经济周期视角来看，电子行业超额收益基本发生在经济回升期。

1) 2009 年宏观经济实现 V 型反转，上市公司盈利增速回升至 2010Q4。国内货币政策于 2008 年 9 月开始明显转向，降准与降息同步进行；2008 年 11 月 5 日温家宝主持召开国务院常务会议，明确提出“要实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策”。以及“进

一步扩大内需、促进经济增长的十项措施”。在货币与财政的强力刺激之下，GDP 当季同比在 2009Q1 见底，上市公司盈利增速也同步企稳。

2) 宏观经济增速在 2010Q2 高位回落，上市公司盈利增速在 2010Q4 之后加速回落。进入 2010 年之后，房价的快速上涨对民生、通胀构成不利影响，监管政策对地产开始转向严调控。名义 GDP 增速、工业增加值增速分别在 2010Q1、2010 年 2 月见顶。不过由于 2010 年下半年至 2011 年上半年，PPI 增速仍在高位运行，2010 年下半年上市公司营收面临量下、价上的组合，营收增速直到 2010Q4 才开始快速回落。万得全 A 指数在 2010 年 11 月见顶。

3) 电子行业超额收益在 2007 年 10 月至 2009 年 7 月处于窄幅震荡的状态，而 2009 年 7 月至 2010 年 12 月则持续上行。电子行业的超额收益基本发生在经济回升期。

图 15：电子行业 2009 年至 2010 年的超额收益基本发生在经济回升期（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

2.2 2013 年至 2015 年的移动互联网

2.2.1 游戏行业超额收益与 ROE 的关系

传媒行业产生超额收益的时长明显短于盈利优势回升的时间段，且与盈利优势的拐点存在差异。

1) 传媒行业在 2012 年 12 月底至 2014 年 1 月底，产生了 147.19% 的绝对收益，相对万得全 A 指数产生 141.47pct 的超额收益。传媒行业超额收益维持了长达一年。

2) 全 A 非金融的 ROE 在 2013Q2 见底。直观上来看，传媒行业 ROE 见底的时点远远领先于全 A 非金融，传媒行业 ROE 早在 2009Q3 至 2011Q3 就经历了快速上行，2011Q4 小幅调整后又缓步走高至 2014Q1。传媒行业 ROE 在 2010 年至 2011 年快速上升可能主要源于创业板开板之后，传媒公司密集上市，优质企业带动行业整体 ROE 不断走高。如果看传媒行业 2011 年之后的盈利情况，其 ROE、净利润增速的上行拐点均发生在 2012Q3，此后虽然上行过程中有颠簸，但依然上行至 2016Q1。对应的背景是，2012 年 5 月国务院出台“十二五”新兴产业振兴计划，此后一系列针对移动互联网、文化产业的支持政策出台。

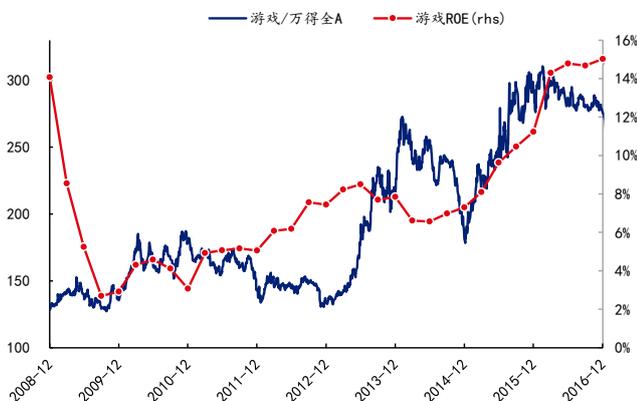
表 2：2010 年至 2014 年文化产业振兴政策频出

时间	政策
2010 年	十二五规划建议：推动文化产业成为国民经济支柱产业；深化文化体制改革，创新文化生产和传播方式，解放和发展文化生产力。在政府引导下发挥市场机制积极作用，培育骨干文化企业和战略投资者。
2011 年	新闻出版“十二五”规划：打造 10 家左右跨地区、跨行业、跨媒体经营的大型国有报刊传媒集团；形成 20 家左右数字出版骨干企业，发行产业跨地区发展取得重大突破；建设三四个中央国有大型出版传媒公司。
2012 年	“十二五”规划纲要：推动文化产业跨越式发展、增加值占国民经济比重显著提升、逐步成长为国民经济支柱性产业。将文化产业定义为经济结构战略性调整的重要支点、转变经济发展方式的重要着力点。
2013 年	十八届三中全会《决定》提出“推进文化体制机制创新”，部署管理体制、市场体系、公共文化、文化开放四大方向，强调“办文化向管文化转变”，“降低社会资本进入门槛”，“鼓励市场主体公平竞争”。

资料来源：万得，信达证券研发中心

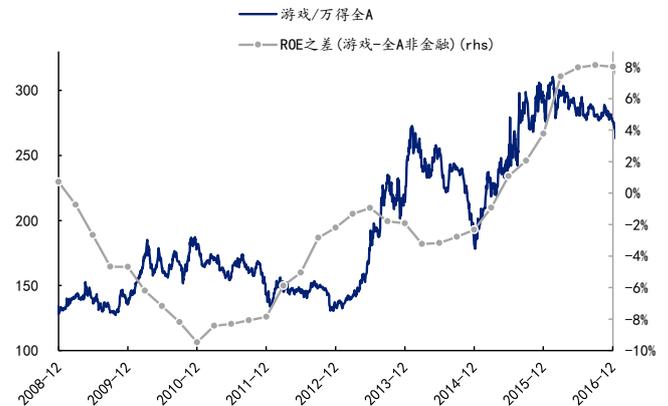
3) 传媒行业盈利优势维持的时间较长，行业 ROE 自 2012Q3 之后超过全 A，二者的差距直到 2016Q2 持续扩大（持续了接近四年）。但传媒行业超额收益持续的时间偏短，仅有一年。传媒行业超额收益启动的时点滞后于盈利优势启动的时点，超额收益结束的时点也领先于盈利优势结束的时点。甚至传媒行业的超额收益发生于盈利优势出现颠簸的时期。

图 16：游戏行业超额收益与行业自身 ROE（单位：%）

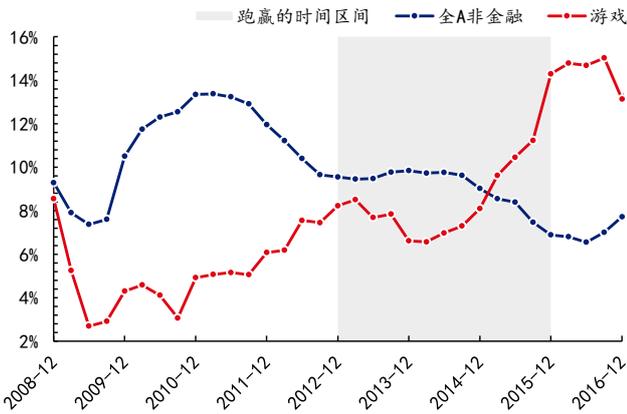


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 17：游戏行业超额收益与行业 ROE 优势（单位：%）

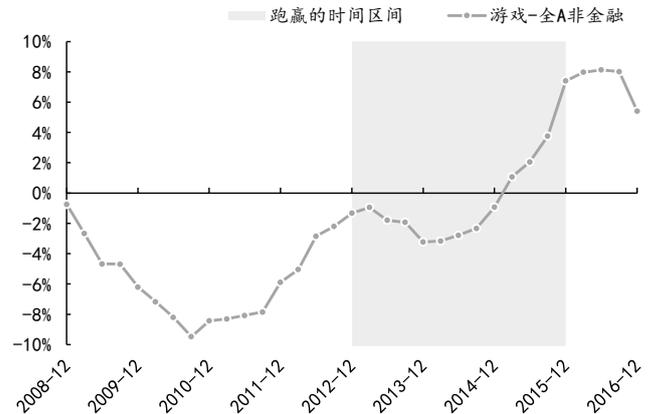


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 18：全 A 非金融与游戏行业的 ROE 走势（单位：%）


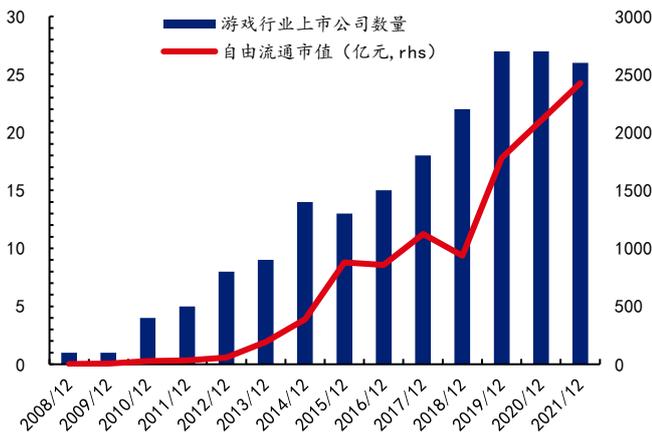
资料来源：万得，信达证券研发中心

数据说明：阴影部分是游戏行业相对大盘产生超额收益的时期。

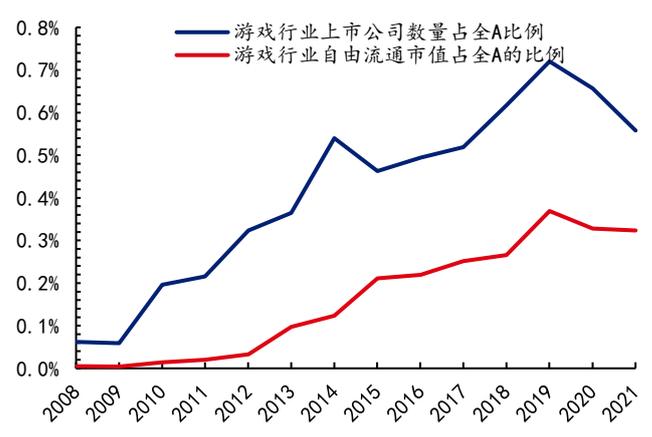
图 19：游戏行业相较全 A 非金融的 ROE 之差（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

数据说明：阴影部分是游戏行业相对大盘产生超额收益的时期。

图 20：2010 年之后，游戏行业上市公司数量才开始增加


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 21：2010 年之后，游戏行业上市公司占比快速提升


资料来源：万得，信达证券研发中心

2.2.2 游戏行业超额收益的三个阶段

进一步地，我们将游戏行业超额收益行情划分为初期、中期、后期三个阶段。初期状态是超额收益走平+ROE 震荡回升，中期状态是超额收益快速走高+ROE 小幅放缓，后期状态是超额收益大幅波动+ROE 优势再次回升。

1) 初期，游戏行业盈利优势已经开始回升，但超额收益仍在低位震荡。

事后来，游戏行业的盈利优势早在 2011 年、2012 年已崭露头角。游戏行业景气度走高的催化因素有三。第一，3G 周期上行，智能手机渗透率提升。3G 通信技术的突破、智能手机渗透率的提升为下游应用的发展提供了硬件基础。手游行业在此背景下面明显收益。第二，政策对文化产业的支持。2011 年 10 月，十七届六中全会提出“推动文化产业成为国民经济支柱性产业”。2012 年 2 月，《国家“十二五”期间文化产业发展规划纲要》提出“推动文化产业成为国民经济新的增长点，2015 年占 GDP 的比重提高到 5%”。第

三，股票市场对新兴产业大力支持，如创业板开板、二级市场并购重组繁荣等。

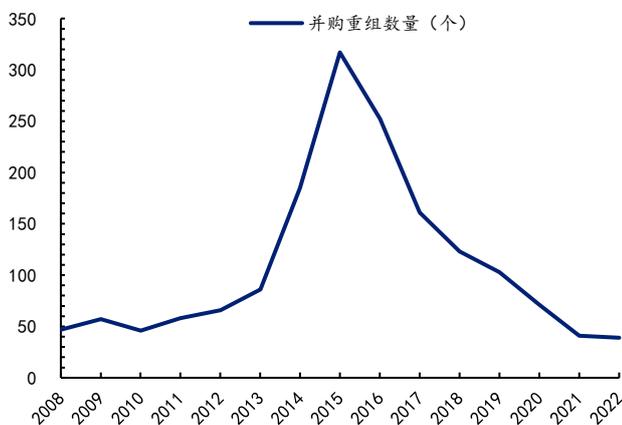
但游戏行业相对万得全 A 的超额收益在 2009 年 10 月至 2012 年 12 月低位震荡，尤其是 2011 年、2012 年并未成为当时的市场主线（2011 年 A 股领涨行业为银行和食品饮料，2012 年领涨的行业为地产链和大金融），原因可能在于上市公司数量较少，例如事后来看领涨的游戏龙头股掌趣科技是在 2012 年 5 月上市的。

2) 中期，游戏行业盈利优势高位波动，超额收益快速抬升。

游戏行业在 2012 年底至 2014 年 1 月产生 111.33% 的绝对收益，同期万得全 A 指数收涨 5.72%，游戏行业超额收益达到 100pct 以上。这段时期游戏行业上市公司盈利增速出现小幅波动，相对全 A 非金融的盈利优势也出现了高位下滑。或者说这段时期游戏行业超额收益与盈利优势的变动趋势是存在背离的，原因可能有三点。

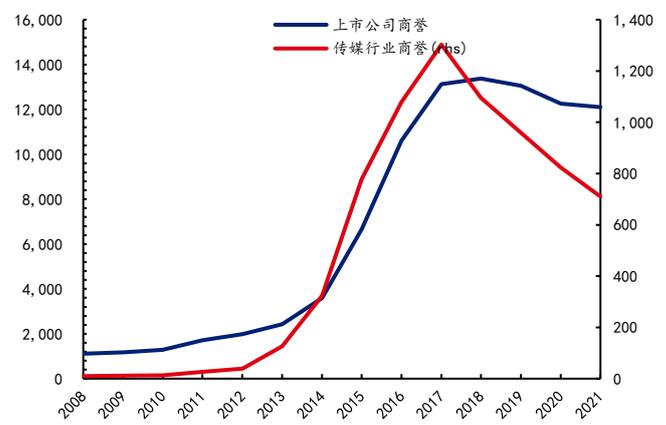
第一，手游行业在 2013 年出现爆发性增长，中国移动游戏市场实际销售收入在 2011 年/2012 年/2013 年分别为 86.81%/90.59%/246.91%。游戏行业上市公司盈利增速受单体游戏流水的影响比较大，不像制造业产业链条长、容易出现盈利的普涨；叠加部分手游公司未上市、或在其他市场上市，A 股手游上市公司盈利情况对行业整体情况的代表性不强。但行业爆发式的增长依然给了投资者较大的想象空间，A 股上市公司的股价出现快速上涨。第二，大量并购重组进行，提供了较好的盈利预期。虽然主业是手游的公司业绩增速出现波折，但通过并购重组、“含游量”边际提升的公司的盈利增速是持续高增的。第三，投资认知的转变，在周期行业产能过剩、经济转型的背景下，机构投资者转而拥抱轻资产行业。

图 22：2013 年-2014 年上市公司并购重组数量大幅增加



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 23：上市公司商誉在 2013 年至 2016 年快速增加 (单位:亿元)



资料来源：万得，信达证券研发中心

3) 后期，手游行业盈利优势大幅走高，但超额收益开始在高位波动。

2014 年 1 月至 2015 年 11 月，游戏行业产生了 127.39% 的绝对收益，相对万得全 A 指数产生了 25pct 的超额收益。但游戏行业在这段时期的波动明显加大，期间最大回撤达到 44.39%，相对万得全 A 的超额收益也一度达到 34pct 的回撤。

从游戏行业基本面因素来看，虽然行业增速放缓（中国移动游戏市场实际销售收入同比增速在 2014 年至 2015 年从高位回落，分别为 246.91%/144.57%/87.2%，），但 A 股上市

公司盈利增速较 2013 年小幅上行。传媒行业 ROE 在 2013 年-2015 年分别为 10.23%/10.85%/11.8%，主要源于并购重组后的业绩开始兑现。叠加此时全 A 盈利增速开始下行，这段时期游戏行业的盈利优势是不降反升的。总结来说，这段时期游戏行业基本面并不存在明显的利空。

超额收益出现高位波动的原因可能有二。第一，手游行业渗透率超过 20%，市场对行业增速下降出现担忧。第二，手游行业相对万得全 A 的估值达到历史极值，股价驱动力由估值转为业绩。

图 24：游戏行业超额收益的三个阶段（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 25：2013 年末，手游行业渗透率突破 20%（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 26：手游行业相对估值的变化



资料来源：万得，信达证券研发中心

2.2.3 游戏行业超额收益与经济周期的关系

从经济周期视角来看，传媒行业超额收益抬升最快的阶段发生在经济回升期。在这

次案例中，经济回升期对新兴产业超额收益的影响体现的比较显著。

1) 2012Q4 至 2013 年全年，宏观经济实现弱复苏。事后来看，2010 年之后中国潜在经济增速呈现“L”型走势，产能过剩、劳动人口占比出现向下拐点是主要原因。这些因素均导致 2012 年的复苏斜率偏弱，复苏时间也较短。工业增加值与 GDP 增速先后在 2012 年 8 月-9 月出现见底回升，但是回升力度稍弱、持续的时间很短。A 股上市公司盈利增速在 2012Q3 见底。这段时期经济在结构上的重要特征是，基建发力更为显著。地产的监管政策虽然在 2012 年之后边际转弱，带动地产销售回升，但地产投资的回升幅度不大。

图 27：2012 年基建投资提振宏观经济



资料来源：万得，信达证券研发中心

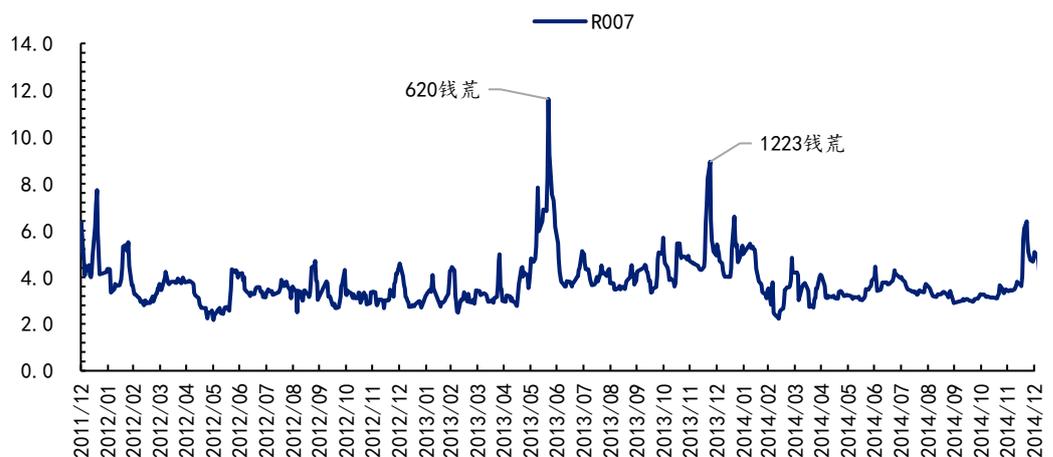
图 28：2012Q3 之后上市公司盈利增速仅小幅回升



资料来源：万得，信达证券研发中心

2) 宏观经济增速在 2014 年之后再次回落。本轮经济复苏期间，2013 年下半年两轮钱荒克制了经济复苏的强度。2013 年下半年，6 月下旬、12 月下旬均出现了银行间七天回购利率 (R007) 飙升至 8% 以上的情况，这还是在经济弱复苏、通胀保持低位的情况下发生的，根本原因在于货币政策意图打压金融杠杆。在经济内生复苏偏弱、两轮钱荒的打压之下，宏观经济在 2014 年再度开启走弱。

图 29：2013 年下半年出现了两轮钱荒 (单位：%)



资料来源：万得，信达证券研发中心

3) 值得关注的是，单纯从产业景气度来看，游戏行业景气度在 2011 年至 2013 年都不差，有多个数据可以佐证。1) 中国手机网民规模同比增速在 2011H2-2013H2 分别为

17.46%/22.21%/18.11%/19.45%/19.07%，持续保持在 20%左右。2) 中国移动游戏市场实际销售收入 2010 年至 2013 年的同比增速分别为 42.19%/86.81%/90.59%/246.91%，持续走高。2013 年游戏行业收入增速爆发，但早在 2011 年、2012 年就已有爆款游戏频出。3) 游戏行业上市公司的净利润增速虽然存在一定波动，但 2011Q3-2012Q2 产生了 50%以上的同比增速，而同期全 A 非金融的盈利增速受宏观经济增速下行的影响从 35.11%下降至-10.41%，这导致游戏行业的盈利优势被动走高。进入 2013 年之后，游戏行业上市公司既受益于产业的高速发展，又受益于并购重组政策，上市公司盈利增速从 2013Q2 的-18.2%上升到 2014Q2 的 108.64%，并在 2014Q2-2016Q3 保持了 80%-100%的高速盈利增长。

4) 游戏行业超额收益发生于 2012 年 12 月至 2016 年 2 月，略滞后于行业基本面的回升。其中游戏行业超额收益上行斜率最快的时期发生于 2012 年 12 月至 2013 年 10 月，基本处于经济回升期+货币政策友好期。

图 30：游戏行业超额收益抬升最快的阶段发生在经济回升期（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 31：2012 年至 2013 年，手机网民增速均维持在 20%左右（单位：万人）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 32：中国移动游戏市场实际销售收入在 2010 年至 2013 年持续走高



资料来源：万得，信达证券研发中心

2.3 2016 年至 2018 年的食品饮料

2.3.1 食品饮料行业超额收益与 ROE 的关系

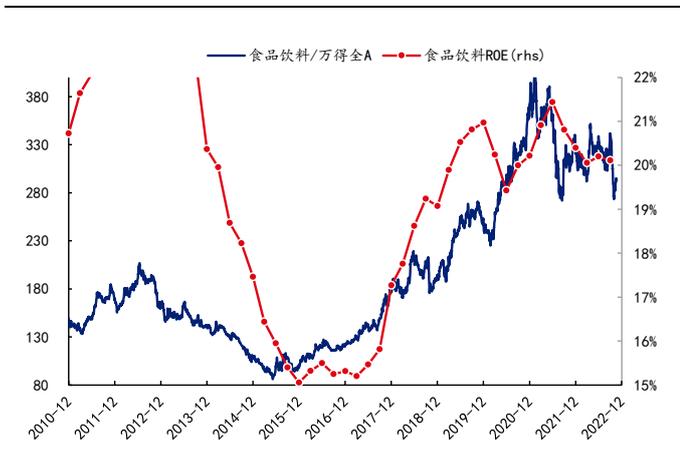
食品饮料行业产生超额收益的时间与盈利优势走高的时间基本匹配。

1) 食品饮料行业在 2015 年 6 月底至 2021 年 1 月底，产生了 287.51% 的绝对收益，相对万得全 A 指数产生 280pct 以上的超额收益。食品饮料行业相较于其他赛道的特殊之处在于，超额收益维持的时间较长，经历了两轮牛熊市。我们按照食品饮料行业超额收益的走势及波动幅度将食品饮料行业超额收益划分为两段。第一段是 2015 年 6 月至 2018 年 6 月底，食品饮料行业产生了 53.31% 的绝对收益，相对大盘产生了 80pct 的超额收益，且超额收益包含低位震荡、快速抬升、高位震荡三个阶段。第二段是 2018 年 10 月至 2021 年 1 月底，食品饮料行业产生了 254.26% 的绝对收益，相对大盘产生了 190pct 的超额收益，超额收益包含快速抬升、高位震荡两个阶段。这里我们主要研究第一段超额收益行情。

2) 全 A 非金融的 ROE 在 2016Q2 见底，食品饮料行业的 ROE 在 2015Q3 见底，食品饮料行业盈利优势在 2015Q2-2018Q2 震荡回升。值得关注的是，食品饮料行业的 ROE 拐点、净利润增速拐点均领先于全部 A 股，一方面源于行业景气低迷后的低基数效应；另一方面也源于下游消费结构中高净值人群占比提升，带动白酒需求逐步从政商需求转为个人需求，而这一变化较少受宏观经济增速的影响。

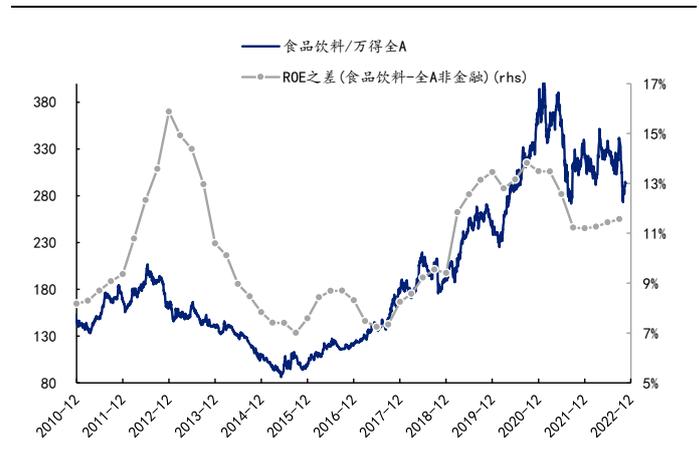
3) 食品饮料行业第一波超额收益与盈利优势的拐点基本匹配。不过，食品饮料行业盈利优势曾在 2016Q2-2017Q1 小幅下行，主要源于这段时期全 A 的 ROE 快速回升，导致食品饮料行业的盈利优势被动下降。但这并未影响到食品饮料行业的超额收益走势。

图 33：食品饮料行业超额收益与行业自身 ROE（单位：%）

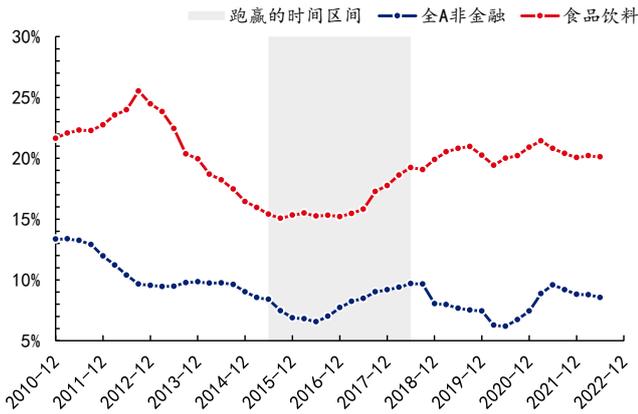


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 34：食品饮料行业超额收益与行业 ROE 优势（单位：%）

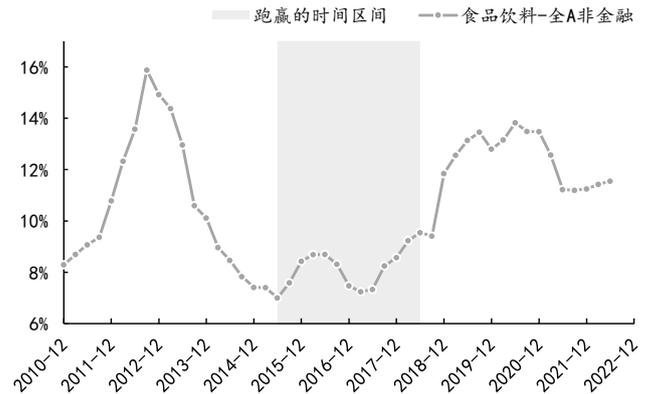


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 35：全 A 非金融与食品饮料行业的 ROE 走势（2016-2018H1）


资料来源：万得，信达证券研发中心

数据说明：阴影部分是食品饮料行业相对大盘产生超额收益的时期。

图 36：食品饮料行业相较全 A 非金融的 ROE 之差（2016-2018H1）


资料来源：万得，信达证券研发中心

数据说明：阴影部分是食品饮料行业相对大盘产生超额收益的时期。

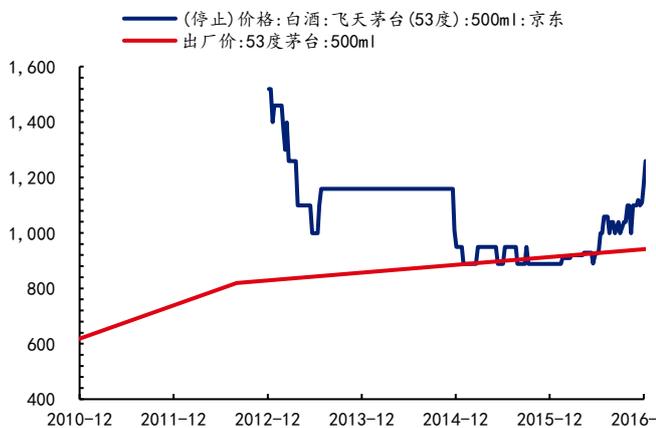
2.3.2 食品饮料行业超额收益的三个阶段

进一步地，我们将食品饮料行业超额收益行情划分为初期、中期、后期三个阶段。初期状态是超额收益低位震荡+ROE 优势回升，中期状态是超额收益快速走高+ROE 优势波动上升，后期状态是超额收益高位波动+ROE 优势仍在回升。

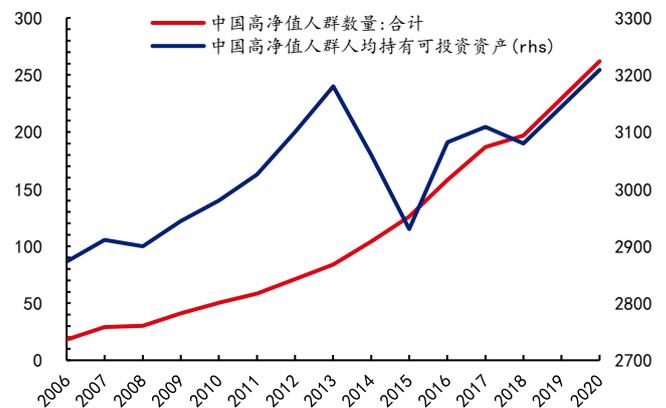
1) 初期，食品饮料行业盈利优势已经开始回升，但超额收益仍在低位震荡。

食品饮料行业超额收益在 2015 年下半年处于窄幅震荡的状态。

食品饮料行业在 2012 年遭遇限制三公消费的利空之后，终端销售下滑，白酒批价也下行。行业在 2014 年进入磨底状态（白酒批价体系趋于稳定）。2015 年白酒产量、上市公司营收增速均出现小幅回升，但行业利润率还在走低。虽然有部分投资者开始关注白酒下游消费结构的变化（如城镇化率提升、白酒主力消费群体人口占比提升、中国高净值人数的增长，大众消费有望承接政商消费），但投资者对于复苏的斜率、白酒企业的提价能力依然存在忧虑，此时的投资者更多将白酒行业所处的生命周期定位为成熟期的弱复苏，缺乏向上的弹性。

图 37：以茅台为代表的白酒价格在 2014 年止跌（单位：元/瓶）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 38：中国高净值人数连续多年快速增长（单位：万人；万亿元）


资料来源：万得，信达证券研发中心

2) 中期，食品饮料行业盈利优势波动，但超额收益快速抬升。

食品饮料行业 ROE 在 2016 年低位波动，在 2017 年快速走高，由 2016 年末的 15.2% 上升至 2017 年末的 17.76%。

2016 年对白酒行业基本面呈现的特征是，销量继续在低位波动（酒企在复苏初期为了保价也进行了控量措施），但高端白酒受益于消费结构的变化复苏势头更盛。虽然白酒行业 ROE 在 2016 年低位波动，净利润增速的回升幅度也不大，但龙头企业预收款的增长（预收款计入负债，不进入利润）、毛利润的回升、高端白酒价格上调为投资者带来信心。进入 2017 年，白酒行业复苏势头更为明朗。以茅台、五粮液为代表的高端白酒进一步提价，一二线白酒利润增速甚至呈现出环比加速的状态。

图 39：食品饮料行业在 2013 年至 2014 年一季度跑赢宽基指数（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

3) 后期，食品饮料行业盈利优势仍在走高，但超额收益窄幅波动。

2018 年全年，食品饮料行业绝对收益 22.76%，相对万得全 A 的相对收益为 5.13pct。这段时期，食品饮料行业的盈利优势主要源于行业自身盈利能力较为稳定，而全 A 盈利增速在 2018 年全年放缓并下降，食品饮料行业的盈利优势被动回升。

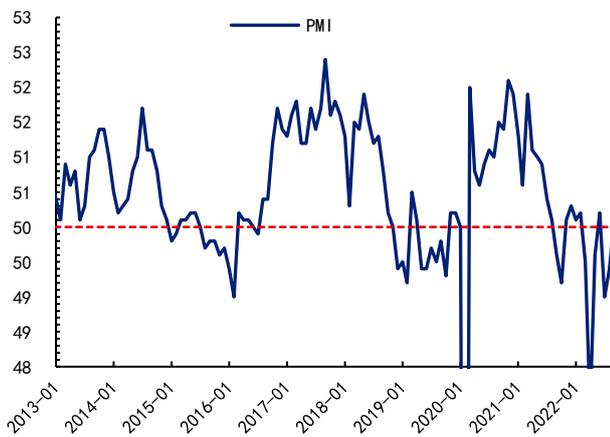
但与此同时，食品饮料行业的超额收益出现窄幅震荡。2018 年上半年食品饮料行业指数绝对收益-0.88%，相对万得全 A 跑赢接近 14bp；2018 年下半年食品饮料行业指数绝对收益-19.76%，相对万得全 A 跑输 6bp 以上。对于食品饮料行业在 2018 年下半年的跑输，有多种解释。从食品饮料行业基本面来看，2018 年下半年社零数据开始走弱，白酒行业也受到经济环境影响，渠道库存堆积，白酒单季度收入增速在 2018Q3 环比下降，且利润增速放缓幅度大于收入增速。从自上而下的角度来看，经济下行中后期多数行业都会面临基本面下行压力，且熊市末期通常会会出现前期强势股的补跌。

2.3.3 食品饮料行业超额收益与经济周期的关系

从经济周期视角来看，食品饮料行业超额收益抬升最快的阶段均发生在经济回升期。

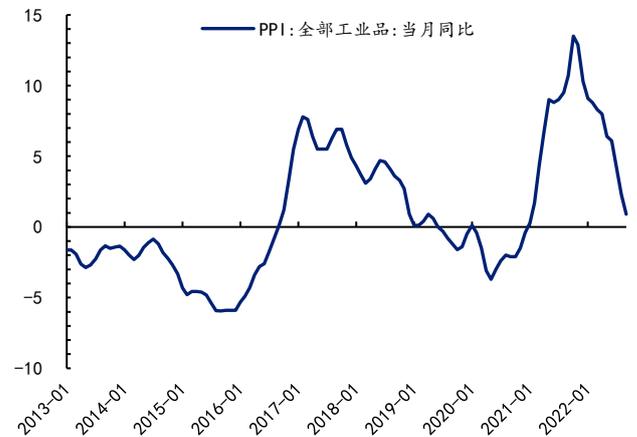
1) 2016年至2017年名义GDP增速弱复苏，供给侧改革推升企业盈利。货币政策早在2014年4月就转向宽松，尤其是2014年11月的全面降息大超预期。但这时的宏观经济依然面临潜在增速下沉、产能过剩后地产库存堆积与工业品通缩的压力，经济复苏存在波折。2015年上半年PMI曾短暂回升到荣枯线以上，但在2015年下半年又加速回落。经济实际增速的真正企稳回升是到了2016年下半年，三四线居民加杠杆，带动地产去库存。上市公司盈利增速受PPI的影响更大，2016年年初PPI同比增速回升，通缩压力缓解，带动上市公司盈利增速于2015Q4见底，ROE于2016Q2见底。

图 40: PMI 在 2016Q2 回升至荣枯线附近，在 2016Q4 减速上行 (单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 41: PPI 同比增速自 2016 年开始回升, 通缩压力缓解 (单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

2) 宏观经济名义增速于2017年年中见顶，上市公司盈利增速在2017Q2之后回落速度加快。地产监管政策自2016年下半年开启收紧，同时监管思路转为建立长效机制，抑制一二线的投机需求。2016年7月26日政治局会议首提“抑制资产泡沫”。2016年10月28日政治局再次强调“注重抑制资产泡沫和防范经济金融风险”。2016年12月中央经济工作会议首次提出“房子是用来住的，不是用来炒的”。2017年上半年，地产调控升级，热点城市联动周边城市群协同调控。此外2017年上半年货币政策转向，公开市场操作利率在2017年2月3日和3月16日各上调10个基点。

3) 食品饮料行业超额收益在2015年下半年处于窄幅震荡的状态，在2016年初至2018年初超额收益快速抬升，在2018年全年宽幅震荡。换言之，食品饮料行业超额收益抬升最稳健的时候发生在经济回升期。

图 42：食品饮料行业超额收益抬升最快的行情均发生在经济回升期（单位：%）



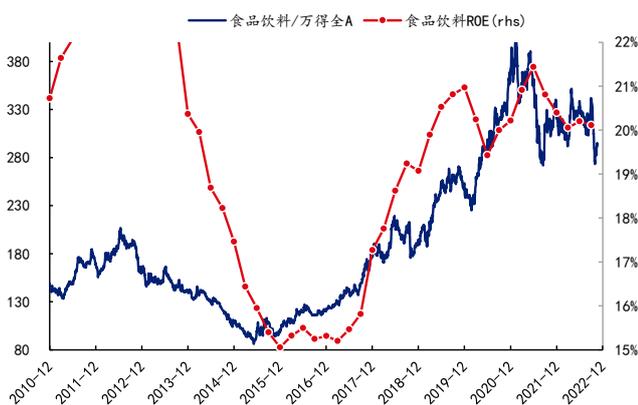
资料来源：万得，信达证券研发中心

2.4 2019 年至 2020 年的食品饮料

2.4.1 食品饮料行业超额收益与 ROE 的关系

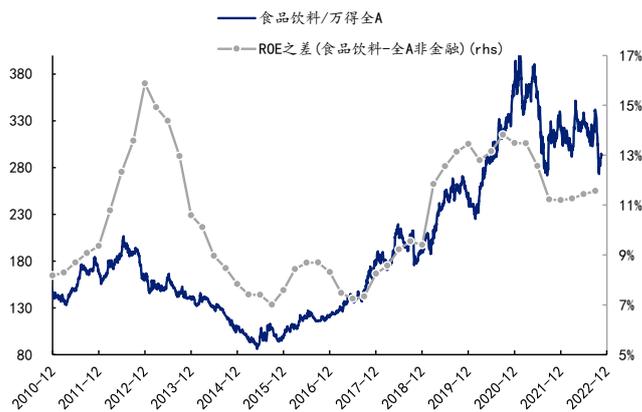
食品饮料行业第二轮超额收益也与盈利优势基本匹配。二者主要的差别在于，食品饮料行业超额收益的起点略领先于盈利优势的改善，超额收益的终点略滞后于盈利优势的下降。换言之，在 2019Q3-2020Q4，食品饮料行业盈利优势高位震荡的时候，行业超额收益仍在快速走高。直到 2021Q1、2021Q2 食品饮料行业盈利优势出现快速下行时，行业超额收益则在波动中下跌。

图 43：食品饮料行业超额收益与行业自身 ROE（单位：%）



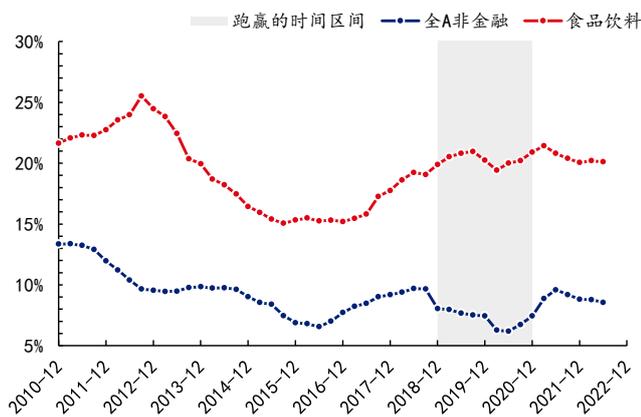
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 44：食品饮料行业超额收益与行业 ROE 优势（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

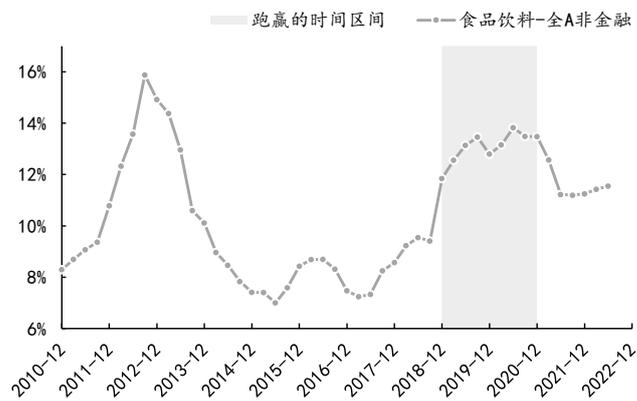
图 45：全 A 非金融与食品饮料行业的 ROE 走势（2019-2020）



资料来源：万得，信达证券研发中心

数据说明：阴影部分是食品饮料行业相对大盘产生超额收益的时期。

图 46：食品饮料行业相较于全 A 非金融的 ROE 之差（2019-2020）



资料来源：万得，信达证券研发中心

数据说明：阴影部分是食品饮料行业相对大盘产生超额收益的时期。

2.4.2 食品饮料行业超额收益的两个阶段

这段时期食品饮料行业超额收益可以划分为两个阶段。与其他赛道表现不同的是，这

次赛道没有超额收益低位震荡的阶段。只有超额收益快速走高+ROE 优势走高后震荡、超额收益下行+ROE 优势下行。

图 47：食品饮料行业在 2019 年至 2020 年继续跑赢市场（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

1) 中期，食品饮料行业盈利优势回升又高位震荡，超额收益快速抬升。

食品饮料行业超额收益在 2019 年初至 2020 年末快速走高，这段时期的绝对收益为 219.75%，相对万得全 A 产生了 152.6pct 的超额收益。期间食品饮料行业超额收益的最大回撤幅度发生在 2019/11/20-2020/2/25，绝对收益-6.62%，相对万得全 A 指数跑输 17.69pct。

这段时期，食品饮料行业盈利优势的主导因素存在变化。先是 2018Q4-2019Q3 食品饮料行业自身 ROE 走高，同期万得全 A 的 ROE 还在下行，这导致食品饮料行业的盈利优势持续扩大。值得关注的是，2019Q4 食品饮料行业 ROE 曾出现短暂回落。此后，新冠疫情对各行业盈利能力造成普遍冲击，食品饮料、万得全 A 的 ROE 均在 2020Q1 触底回升，白酒行业受疫情冲击相对较小（尤其是高端白酒利用渠道库存缓解销售压力），导致食品饮料行业的盈利优势在 2020Q1、2020Q2 再次回升，但 2020Q3-2020Q4 食品饮料行业 ROE 的回升弹性不如全 A，盈利优势再次回落。

从行业基本面的角度来看，白酒行业在 2019 年至 2020 年景气度向好主要由高端白酒提价所驱动。

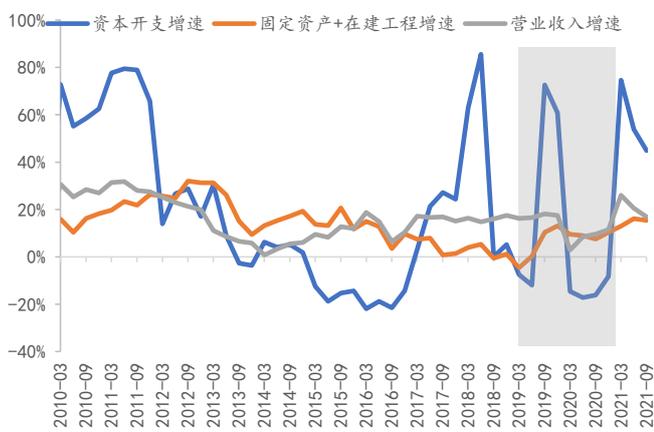
1) 需求端，消费升级的逻辑延续。事后来，个人消费群体壮大，高端白酒价格提升是 2015 年-2021 年白酒牛市的核心推力。期间 2018 年下半年宏观经济下行则对白酒景气度产生短暂的负面影响，但高端白酒价格在 2019 年下半年重启上行。

2) 供给端，高端白酒新增供应较为克制。白酒行业的固定资产一般是指窖池，从数据上来看窖池的建设一般需要 3-5 年。而叠加高端白酒企业对出厂酒质的要求，基酒转化为成品酒的生产周期也需要 3-5 年。对应到 2019 年-2020 年的情况是，白酒行业在 2012 年至 2014 年景气度下滑，直到 2016 年资本开支增速才开始触底回升，固定资产+在建工程增速在 2019 年之后回升，基酒数量不足限制了高端白酒的供应。

白酒行业的产能周期逻辑是，资本开支~在建工程→固定资产（滞后三年）~基酒库存→成品酒供应（高端白酒需要滞后三年到五年）。历史上来看，白酒行业在2004年-2007年、2009年-2012年的上涨行情均持续了三年左右，这两轮牛市是由需求的增加所主导的，所以一旦供应放量，带来价格崩盘，白酒牛市随之终结。而最近一轮牛市期（2015年-2021年），白酒企业的产能投放较为克制，白酒牛市是由高端白酒提价助推的，这导致最近一轮牛市期维持的时间偏长。

历史上来看，白酒行业在2004年-2007年、2009年-2012年的牛市期均持续了三年左右，这两轮牛市是由需求的增加所主导的，所以一旦供应放量，带来价格崩盘，白酒牛市随之终结。而最近一轮牛市期（2015年-2021年），白酒企业的产能投放较为克制，白酒牛市是由高端白酒提价助推的，这导致最近一轮牛市期维持的时间偏长。

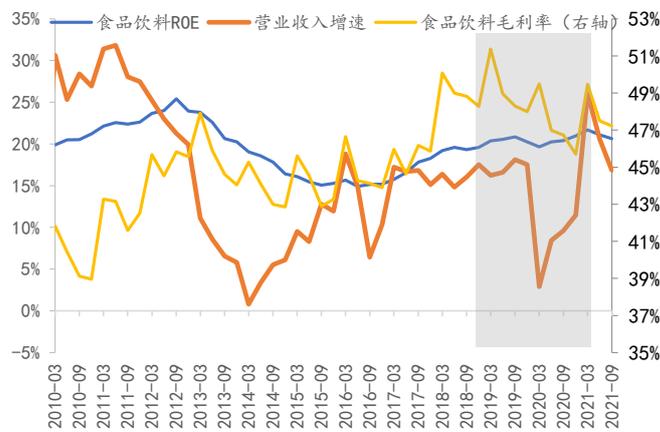
图 48：食品饮料行业供需格局变化，较上一轮白酒牛市的产能扩张更显克制



资料来源：万得，信达证券研发中心

数据说明：阴影部分是食品饮料行业相对大盘产生超额收益的时期。

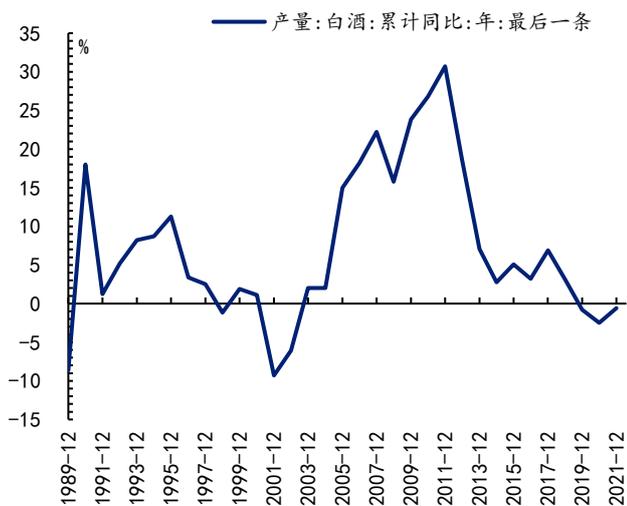
图 49：食品饮料盈利能力与毛利率



资料来源：万得，信达证券研发中心

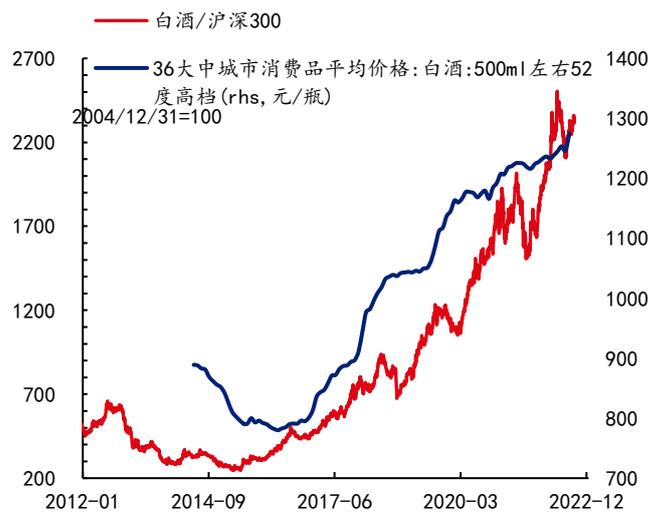
数据说明：阴影部分是食品饮料行业相对大盘产生超额收益的时期。

图 50：2019 年至 2021 年的白酒牛市，产量微增，增速较为克制



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 51：高端白酒价格提升是这一轮白酒牛市的核心理力（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

2) 后期，食品饮料行业盈利优势下降，超额收益提前转跌。

食品饮料行业在 2021 年上半年的绝对收益为 2.42%，相对万得全 A 指数跑输接近 5bp。这段时期，食品饮料行业的 ROE 优势出现同步下降，但超额收益向下的拐点略领先于盈利优势的拐点。对应的情况是，食品饮料行业 ROE 在 2021Q1 之后出现下降，白酒行业净利润增速在 2021Q2 之后小幅放缓，白酒行业营业收入增速在 2021Q1 之后出现下行。对应的产业情况是，虽然白酒行业业绩不差，但基数效应下，业绩回归稳健增长，且高端白酒提价幅度放缓，投资者对消费税存在担忧。

2.4.3 食品饮料行业超额收益发生在经济回升期

2019 年的经济预期一波三折，经济增速直到年末才边际企稳。2018 年底，面对制造业投资、出口、消费三大马车的普遍下滑，中央经济工作会议明确提出“宏观政策要强化逆周期调节”。此后，2019 年的信用条件从 2018 年的极度收紧转向适度宽松，1 月的社融增速一度大超市场预期。但信用条件仅在上半年呈现总量扩张（社融增速在一季度和二季度震荡上行），下半年则转为结构性改善。事后来看，2019 年的信用扩张力度相较此前几轮明显偏弱，当年 4 月的政治局会议提出“坚持结构性去杠杆”即是政策边际调整的重要信号。宽信用的克制未能扭转经济的内生性下行，全年 GDP 增速直到四季度才边际企稳。全 A（非金融）盈利增速的趋势与宏观经济增速的趋势基本一致。全 A（非金融）的 ROE 在 2018Q4 快速下滑，主要源于新兴产业商誉减值的拖累。进入 2019 年之后，全 A（非金融）的 ROE 持续下行，直到 2019Q4 才环比走平。

图 52：2019 年 GDP 增速直到四季度才边际企稳（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

本轮经济回升期，食品饮料行业的超额收益出现走高，与其他赛道在经济回升期跑赢的规律一致。不过本轮赛道股行业也存在一些特殊性，即食品饮料行业在信用底至经济底期间的表现也不差。

我们认为产生这一现象的原因有二。第一，2020Q1 疫情打破了原本的经济复苏路径，导致经济回升的起点后移，信用见底到经济见底的时间间隔较长。第二，赛道股通常有较

强的产业 alpha，在宏观经济止跌时，赛道股的基本面就会出现改善。具体来说，此前宏观经济下行发生在 2018 年下半年至 2019 年上半年，但白酒行业基本面下行只维持了一个季度。

图 53：食品饮料行业在信用见底之后、经济见顶之前的超额收益表现都不差（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

2.5 2019 年至 2021 年的半导体

2.5.1 电子行业超额收益与 ROE 的关系

电子行业产生超额收益的时间段与 ROE 产生优势的时间段基本匹配,前者略有提前。

1) 电子行业在 2019 年 6 月底至 2020 年 2 月底,产生了 63.10%的绝对收益,相对万得全 A 指数产生超过 55pct 的超额收益。

2) 全 A 非金融与电子行业的 ROE 分别在 2020Q2、2019Q3 见底,电子行业 ROE 的回升明显早于全 A。而电子行业较全 A ROE 差异则早在 2018Q3 就出现回升。对应的背景是,半导体周期与国内宏观经济周期的错位,电子行业景气度早在 2017 年下半年就开启了下行。

3) 总结来说,电子行业 ROE 优势的回升先后由不同的因素驱动。2018Q3-2019Q3 主要源于电子行业景气度处于底部状态,而全 A ROE 仍在下行,电子行业 ROE 优势被动抬升。而 2019Q3-2020Q2 则源于电子行业景气度回升的幅度大于全 A。2020Q2-2021Q1,电子行业相较全 A 的盈利优势还曾出现短暂回落,主要源于经济回升后段,全 A ROE 加速回升,电子行业盈利优势出现被动下降。

图 54: 电子行业超额收益与自身 ROE (单位: %)



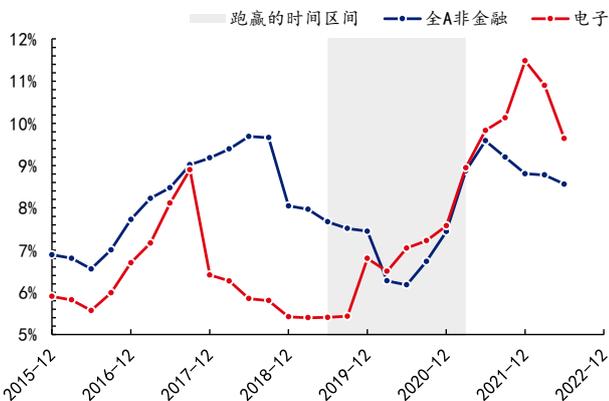
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 55: 电子行业超额收益与 ROE 优势 (单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

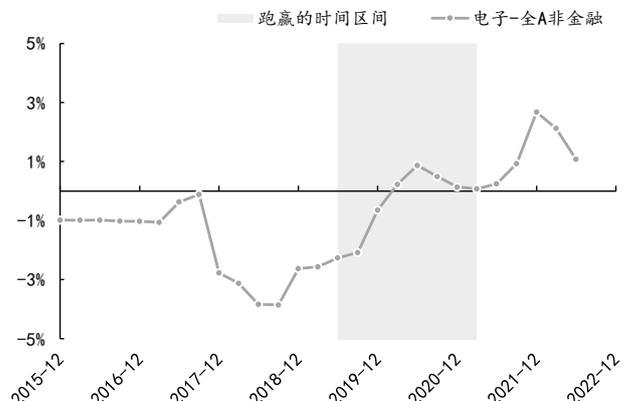
图 56: 全 A 非金融与电子行业的 ROE 走势



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

数据说明: 阴影部分是电子行业相对大盘产生超额收益的时期。

图 57: 电子行业相较全 A 非金融的 ROE 之差



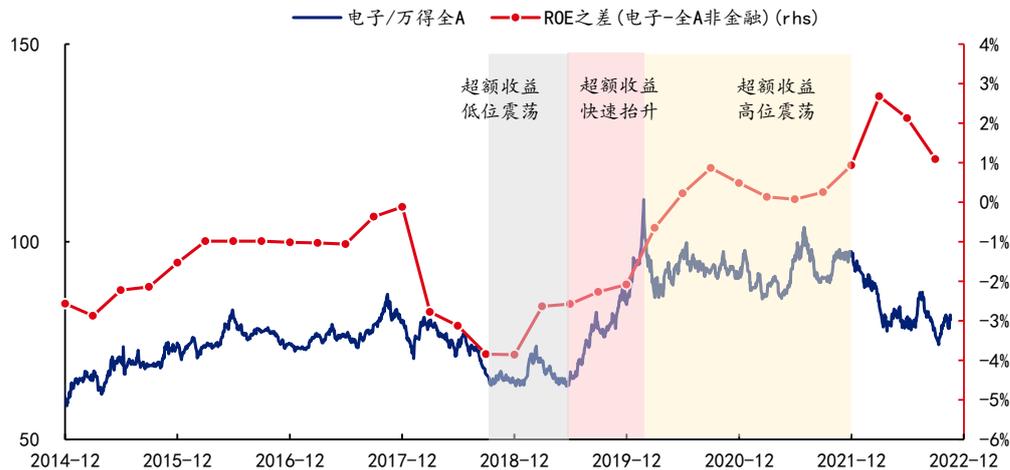
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

数据说明: 阴影部分是电子行业相对大盘产生超额收益的时期。

2.5.2 电子行业超额收益的三个阶段

我们将电子行业超额收益行情划分为初期、中期、后期三个阶段。初期状态是超额收益走平+ROE 优势抬升，中期状态是超额收益快速走高+ROE 优势回升，后期状态是超额收益波动下降+ROE 优势震荡下行。

图 58：2019 年至 2021 年，电子行业超额收益的三个阶段（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

1) 初期，电子行业盈利优势已经开始回升，但超额收益仍在低位震荡。

电子行业在 2018/10/16–2019/6/18 产生了 16.32% 的绝对收益，与万得全 A 指数的涨跌幅基本持平，而在此之前电子行业超额收益已经下降一年之久（2007/11/13–2018/10/16）。

值得关注的是，电子行业超额收益走平的同时，其自身的景气度尚未出现改善，仅仅是相对全 A 的盈利优势存在被动抬升。

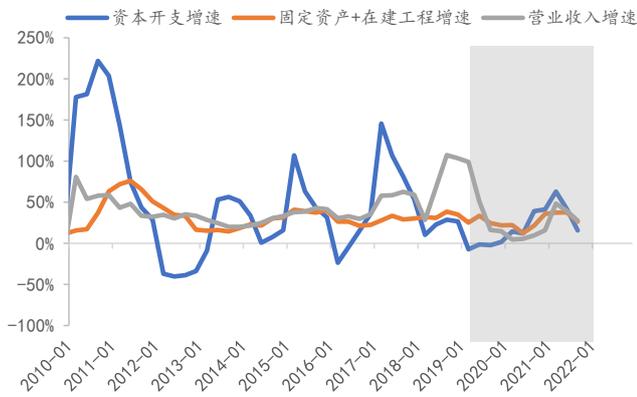
2) 中期，电子行业盈利优势转为自身景气驱动，超额收益快速抬升。

电子行业在 2019/6/18–2020/2/25 产生了 104.7% 的绝对收益，相较万得全 A 指数的相对收益达到 86.86pct。这期间电子行业盈利优势继续回升，且盈利优势的回升转为自身景气度驱动。

具体来看，电子行业景气走高的产业逻辑在于供给出清+需求回升。1) 电子行业供给在 2018 年底出清。电子行业上一轮扩产能周期结束于 2017Q1，此后固定资产投资与在建工程增速上行至 2018Q3，与营收增速的顶部接近。截至 2019Q1，电子行业资本开支增速已下探到负值。电子行业资本开支下行的原因是，智能手机渗透率饱和、国内企业在半导体产业链中的地位不高。2) 电子行业下游需求于 2019 年 6 月底见底。2019 年下半年电子行业需求回升的预期走高（细分行业如半导体优先见底），电子行业整体需求的回升是到了 2020 年。一方面，全球半导体销量增速在 2019 年全年负增长，但全年低点发生在 2019

年6月。全球半导体周期开启上行的重要推力在于5G通讯技术突破带来的智能手机换机潮、5G基站建设、以及TWS渗透率的提升等。另一方面，国内半导体企业的业绩弹性好于全球半导体销量增速，主要源于在于中美贸易关系冲突加速了半导体的国产替代。

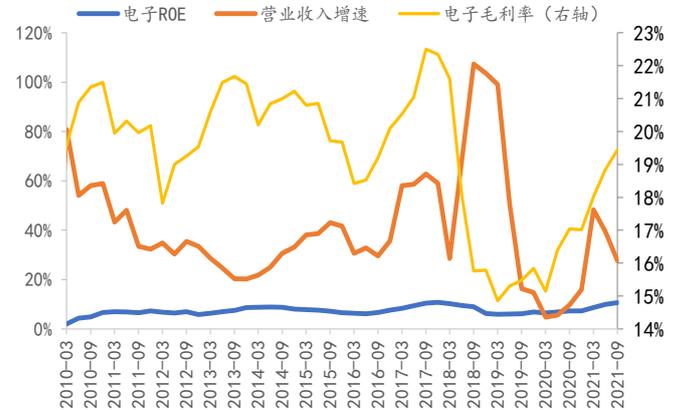
图 59：电子行业供需格局变化，2018 年底供给出清



资料来源：万得，信达证券研发中心

数据说明：阴影部分是电子行业相对大盘产生超额收益的时期。

图 60：电子 ROE 与毛利率在 2019Q1 触底，营收增速在 2020Q1 触底



资料来源：万得，信达证券研发中心

3) 后期，电子行业盈利优势震荡，超额收益转为下行。

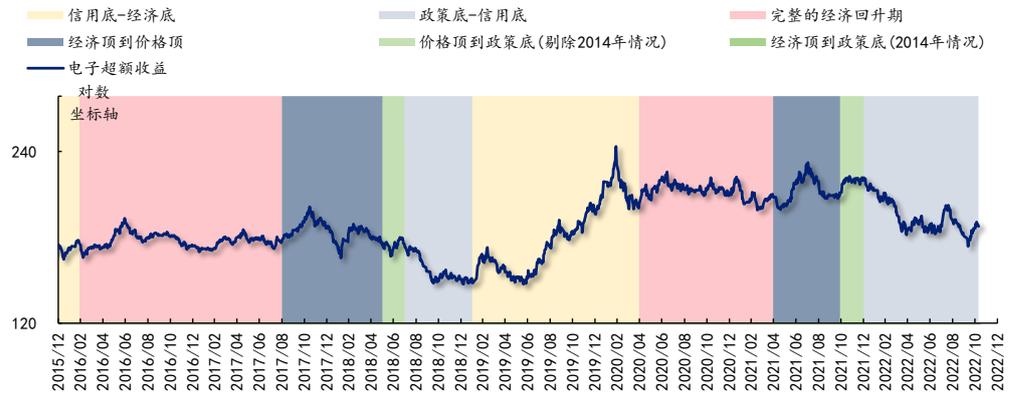
电子行业在 2020/2/25-2021/12/31 产生了 14.98% 的绝对收益，相较万得全 A 指数的跑输幅度接近 15pct。这期间电子行业景气度仍在走高（全球半导体销量增速于 2020 年 2 月转正），但相较全 A 的盈利优势则转为震荡。其中 2021Q2-2021Q4 电子行业 ROE 的走高主要源于新冠疫情对半导体周期的冲击，一方面疫情爆发影响产业供给，另一方面又提升了居家办公消费需求，电子行业景气度延续至 2021Q4。

历史上来看，电子行业超额收益通常在景气回落之前就放缓，核心原因在于供给增加后，投资者对于利润率的担忧。本轮电子行业超额收益的震荡回落也符合历史规律，电子行业上市公司的资本开支增速在 2019 年下半年回升，固定资产与在建工程增速在 2020 年下半年开启回升。

2.5.3 电子行业超额收益发生在信用见底之后

2019 年电子行业超额收益启动的时间发生在信用见底之后，与食品饮料行业类似。

图 61：2019 年下半年，电子行业超额收益快速抬升（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

2.6 2020 年至 2021 年的新能源车

2.6.1 新能源车产业链超额收益与 ROE 的关系

新能源车产业链指数产生超额收益的时间段与 ROE 产生优势的时间段基本匹配，但超额收益的启动小幅领先于盈利优势的拐点；超额收益转入高位震荡时，相对 ROE 仍在走高。

1) 新能源车产业链指数在 2020 年 4 月底至 2021 年 10 月底，产生了 194% 的绝对收益，相对万得全 A 指数产生了接近 160pct 的超额收益。

2) 全 A 非金融与新能源车产业链的 ROE 分别在 2020Q3、2020Q2 见底，新能源车产业链的 ROE 略早于全 A ROE 见底。新能源车相较于全 A 的盈利优势在 2020Q2 见底。

3) 总结来说，新能源车指数的超额收益领先于盈利优势的回升，也领先于产业自身景气度的回升，领先时长约为一个季度。

图 62：新能源车超额收益与行业自身 ROE（单位：%）



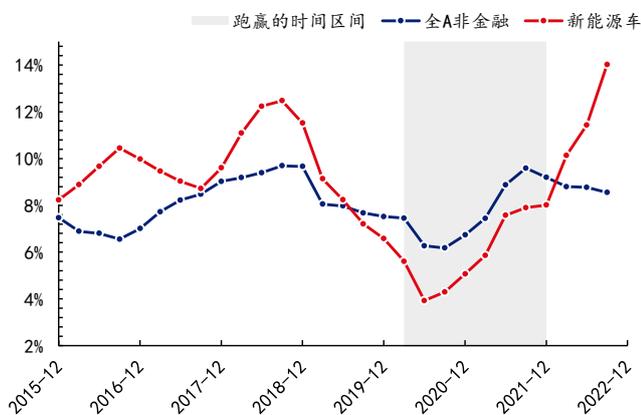
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 63：新能源车超额收益与行业 ROE 优势（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

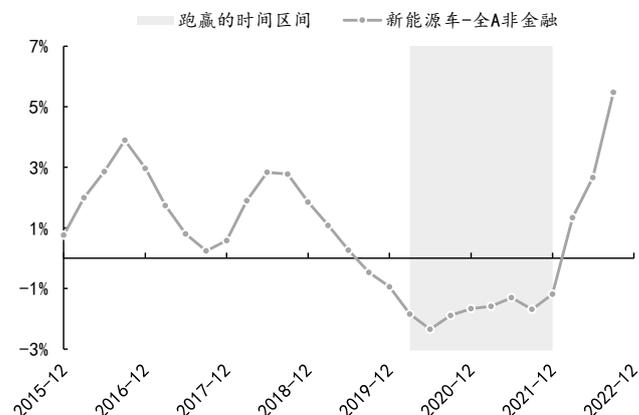
图 64：全 A 非金融与新能源车的 ROE 走势



资料来源：万得，信达证券研发中心

数据说明：阴影部分是新能源车行业相对大盘产生超额收益的时期。

图 65：新能源车行业相较于全 A 非金融的 ROE 之差



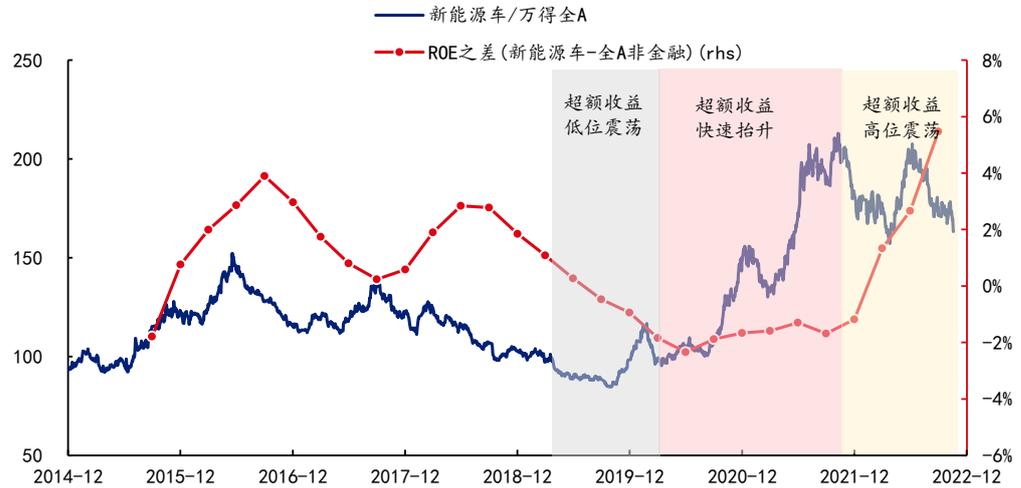
资料来源：万得，信达证券研发中心

数据说明：阴影部分是新能源车行业相对大盘产生超额收益的时期。

2.6.2 新能源车产业链超额收益的三个阶段

我们将新能源车行业超额收益行情划分为初期、中期、后期三个阶段。初期状态是超额收益走平+ROE 优势下降，中期状态是超额收益快速走高+ROE 触底回升，后期状态是超额收益波动下降+ROE 优势仍在上行。

图 66：新能源车板块超额收益的三个阶段（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

1) 初期，行业盈利优势已经开始回升，但超额收益仍在低位震荡。

新能源车行业在 2019/4/17-2020/3/23 产生了-13.72%的绝对收益，期间出现小幅波动，但全区间来看与万得全 A 指数的跌幅基本持平。在此之前新能源车行业超额收益已经下降接近三年（2016/6/16-2019/4/17）。

新能源车行业超额收益走平的同时，行业盈利能力、相对全 A 的盈利优势仍在下降。从产业层面来看，在宏观经济下行、整车景气度下降、国五去库存（燃油车终端折扣加大，挤占新能源车份额）、新能源车补贴退坡的大背景下，新能源车销量在 2018 年至 2019 年持续下行。具体来看，2019 年 1 月、3 月、6 月单月同比增速较上月回升，主要源于这些月份分别是补贴政策延续期、政策过渡期的截至时间点，而上半年的抢装又透支了原有需求，导致 2019 年下半年新能源车销量加速下行，一度进入负增长。虽然双积分政策趋严对行业长期发展有托底作用，但站在 2019 年投资者对于次年新能源车的销量依然存在不小担忧，关注点主要在于，车企作为供给端能否推出优质电动车刺激真实消费。

表 3：2019 年，新能源车补贴退坡

时间	政策或重大事件
2016年	《网络预约出租汽车经营服务管理暂行办法》，办法对网约车车辆进行了多维度的限制，既加速了私家车的退出，又使得燃油汽车用作网约车的成本增加，助推了网约车的电动化。
2019年3月26日	《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》发布，不考虑地补的情况下乘用车和客车补贴退坡50%以上，考虑地补后，退坡幅度75%左右。
2019年7月9日	工信部发布《双积分修正案（征求意见稿）》，对2021年-2023年做出指引。
2019年10月24日	首台国产特斯拉Model 3下线。
2019年12月3日	工信部等部门发布《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》，提出2025年新能源汽车新车销量占比达到25%。

资料来源：万得，信达证券研发中心

图 67：2018 年至 2019 年，在多重利空的影响下，新能源车销量趋势性下降


资料来源：万得，信达证券研发中心

2) 中期，新能源行业盈利优势小幅回升，但超额收益快速走高。

新能源行业在 2020/3/13-2021/11/9 产生了 164.16% 的绝对收益，相较万得全 A 指数的相对收益超过 130pct。这期间新能源车行业盈利优势出现小幅回升，且盈利优势的回升主要由自身景气度所驱动。具体来看，2020 年、2021 年的产业逻辑略有差异。

2020 年国内新能源车销量仅仅是低位企稳，新能源行业指数的超额受益主要由估值驱动。这段时间，产业层面上的利好有三。1) 国内新能源车的下游需求结构转好。新能源车终端销量中 To C 的占比快速提升，显示行业下游需求正式由政策驱动转为供给驱动。而新能源车销售总量整体偏弱，主要是受宏观经济复苏偏弱、局部疫情扰动的影响，直到 2020 年 9 月新能源车销量大幅抬升，市场才开始对 2021 年的景气预期抱有期待。2) 欧洲碳排放政策正式开始执行，带动新能源车市场高景气，且渗透率突破 10%，利好锂电产业链。

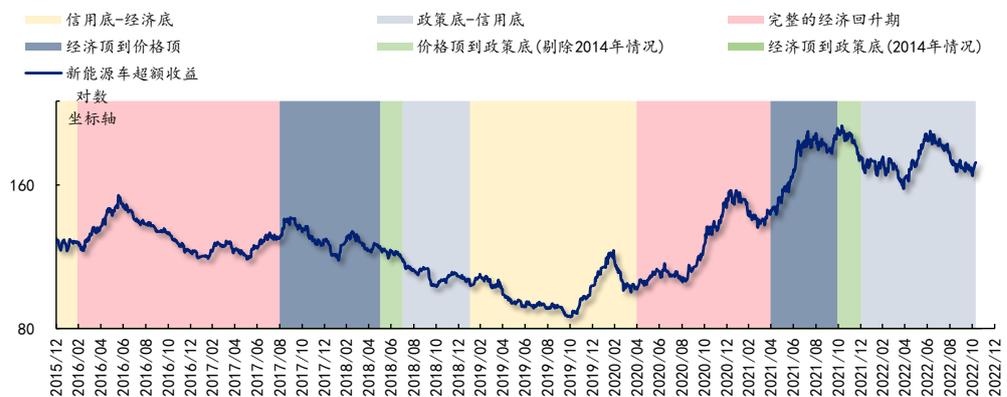
进入 2021 年之后，新能源车产业链迎来戴维斯双击。1) 下游需求方面，国内新能源车销量增速实现超预期增长；欧洲市场延续 2020 年的高景气；美国新能源车受益于拜登颁布的刺激政策，景气预期强劲。2) 供给方面，爆款车型频出，新能源车需求正式由政策驱动转入供给驱动。3) 锂电产业链方面，行业步入量价齐升的高景气状态。

3) 后期，新能源行业盈利优势仍在走高，但超额收益转为下行。

对应的情况是，一方面，新能源车渗透率达到一定水平后，投资者对新能源车销量增速的预期下调。另一方面，中下游企业大量扩产能，产能增加的背景下，投资者对利润率下滑抱有担忧。

2.6.3 新能源车产业链超额收益发生在经济见底后

图 68：新能源车产业链超额收益发生在经济见底后（单位：%）



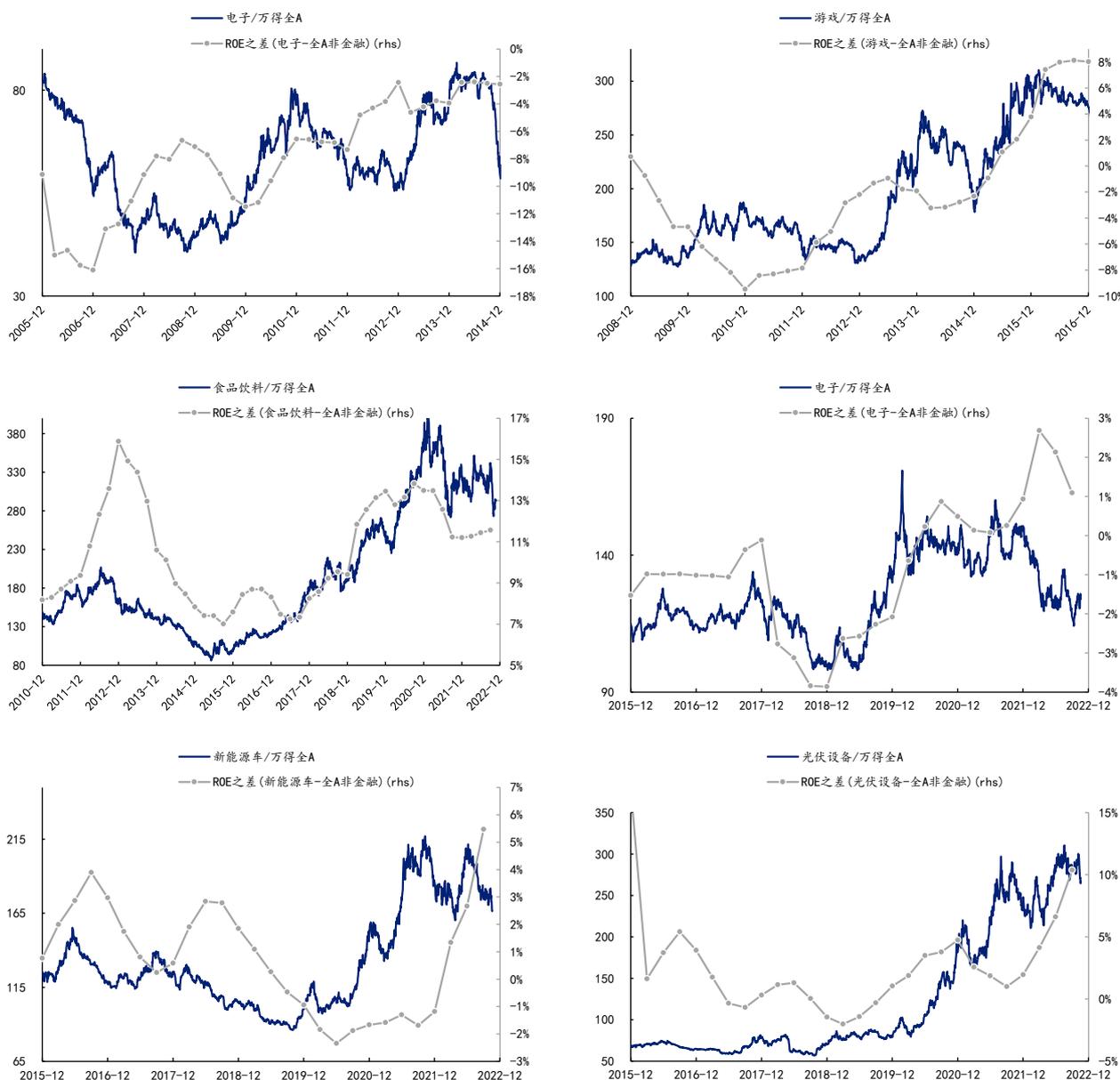
资料来源：万得，信达证券研发中心

三、历史赛道股上涨的经验总结

3.1 赛道股的超额收益本质上由盈利优势所驱动

事后来看，每一轮赛道股的上涨都有盈利优势的支撑。但赛道股超额收益启动的时点与盈利优势回升的时点却存在不小差异。例如 2009 年-2010 年电子行业超额收益领先盈利优势约一个季度，2013 年至 2015 年游戏行业超额收益滞后盈利优势一年以上，2016 年至 2018 年白酒行业超额收益与盈利优势的拐点接近（但不久之后，盈利优势的波动下降也未能影响到白酒行业超额收益的一路走高）；2019 年至 2020 年白酒行业超额收益领先盈利优势的拐点一个季度；2019 年至 2021 年电子行业超额收益滞后盈利优势两个季度；2020 年至 2021 年新能源汽车的超额收益滞后盈利优势一个季度；2020 年至 2021 年光伏产业链的超额收益领先盈利优势两个季度。

图 69：历次赛道股的上涨都有盈利优势的支撑（单位：%）

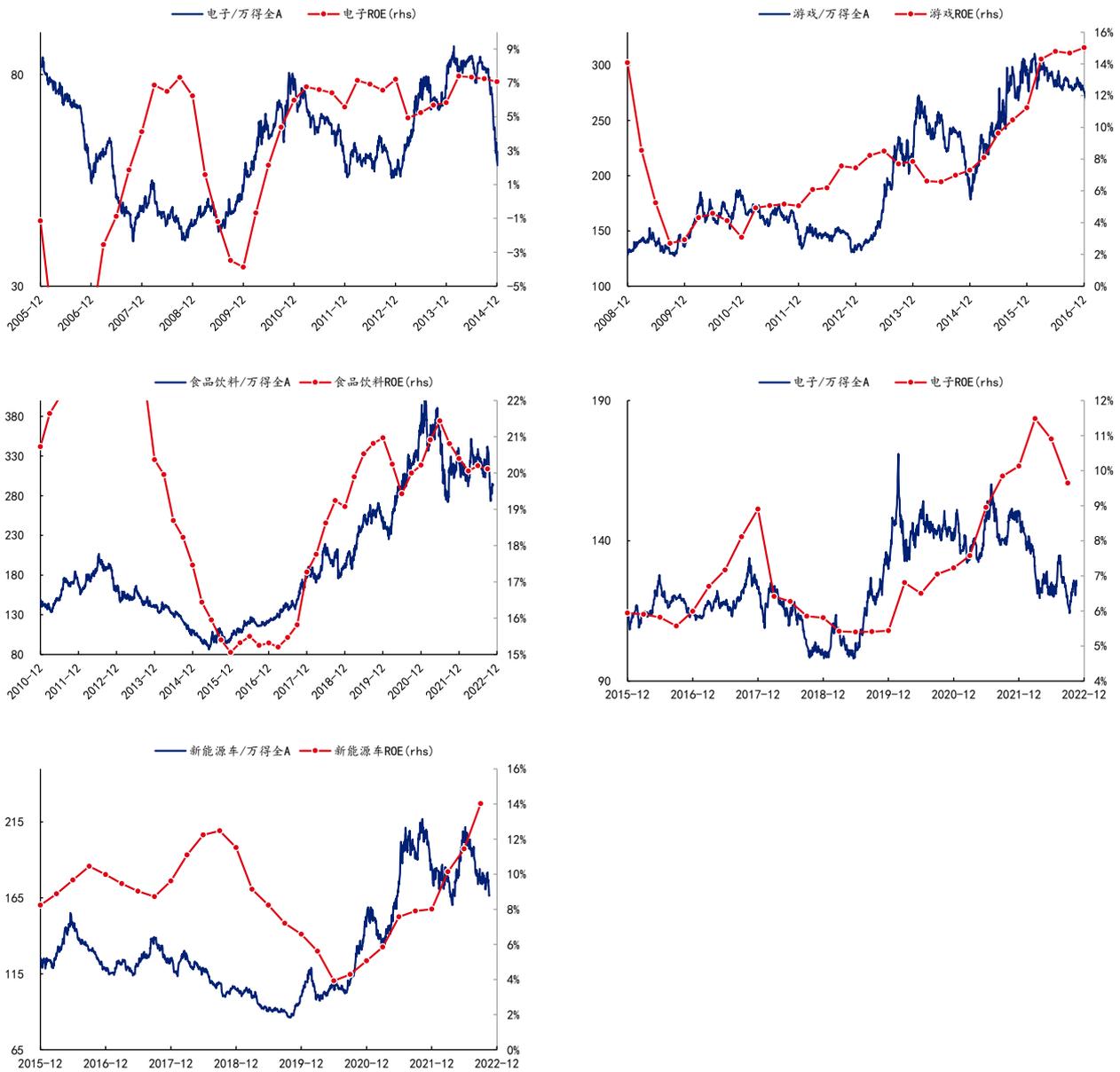


资料来源：万得，信达证券研发中心

总结来说，赛道股超额收益走势与盈利优势的关系可以分为三类：

- 1) 超额收益企稳大幅领先盈利改善，如 2008-2009 年电子、2015-2016 年食品饮料。
- 2) 超额收益企稳大幅滞后盈利改善，如 2014 年-2015 年游戏。
- 3) 超额收益快速抬升的时候，行业景气度仅小幅改善。如 2019H2 电子、2020 年新能源板块。

图 70：历次赛道股的上涨都有盈利优势的支撑（单位：%）



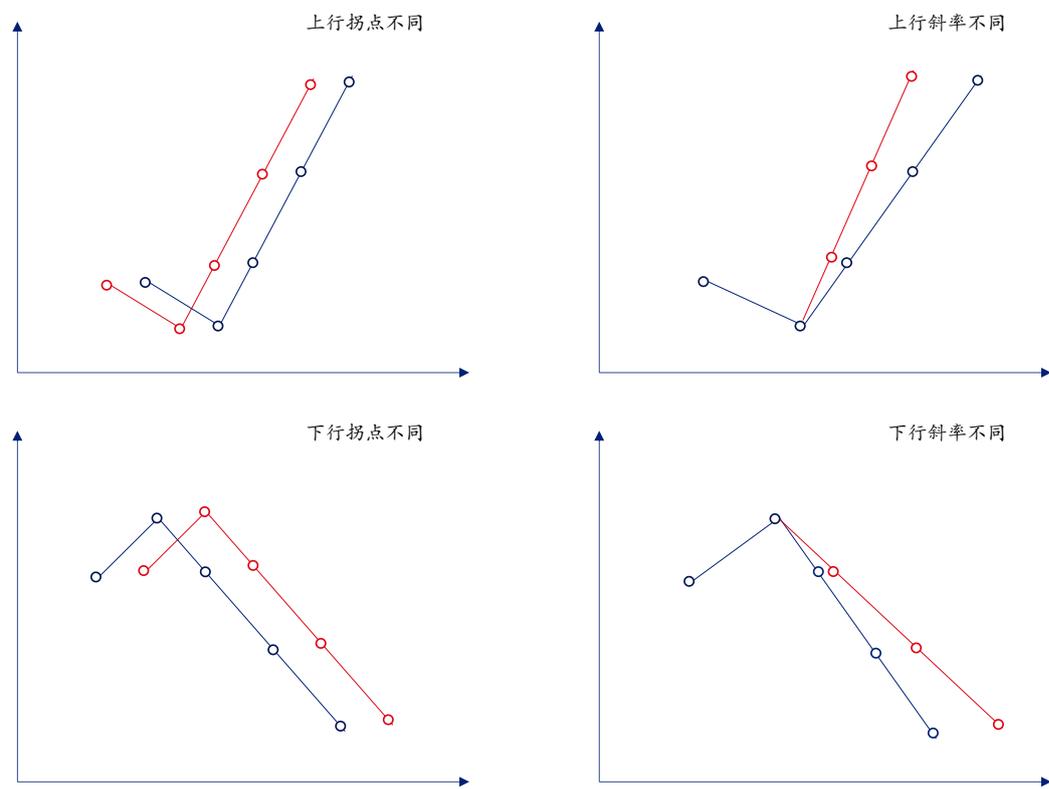
资料来源：万得，信达证券研发中心

3.2 先有 Beta 才有 Alpha，赛道股的超额收益大多发生在经济回升期

我们认为，赛道股超额收益启动时点与盈利优势回升起点产生差异的重要原因在于股票市场通常是先有 Beta（经济回升、股市走牛）才有 Alpha（赛道股在牛市期领涨）。

换言之，赛道股的盈利优势理论上有四种来源，即赛道股盈利的上行拐点领先大盘、赛道股盈利的上行斜率高于大盘、赛道股盈利的下行拐点滞后大盘、赛道股盈利的下行斜率小于大盘，但只有第二种情况才能带来赛道股超额收益的走高。

图 71：行业盈利优势可能会有多种来源



资料来源：万得，信达证券研发中心

初步结论，只有右上这种情况，也就是行业景气度和宏观经济景气度都上涨才会带来赛道股的上涨。后续待验证。

3.3 赛道股超额收益的三个阶段

进一步地，我们结合第二章中对各赛道股超额收益三阶段的复盘，总结赛道股超额收益三阶段的特征。

3.2.1 启动前，相对估值处于过去五年来低位，超额收益前期调整幅度至少 30%

新一轮赛道股启动之前，股价通常会经历一轮不小的调整，具体体现为行业超额收益累计下降 30%以上（例外情况只有 2019 年至 2020 年的白酒），相对估值降至过去五年来的低位（例外情况只有 2013 年至 2014 年的游戏、2019 年至 2020 年的白酒）。其中 2013 年至 2014 年的游戏行业相对估值不低，可能源于 2013 年之前相关上市公司较少，历史估值的参考意义不大。总结来说，赛道股启动之前的特征较为接近，仅 2019 年至 2020 年的白酒最为特殊。事实上，白酒行业是唯一一个连续在两轮牛市都跑赢的行业。

事后来看，近年来每一次赛道股的上涨都伴随着行业长期逻辑的转变。如 2009 年至 2010 年电子行业，长期逻辑的变化是国内电子企业开始深度参与国际电子产业链；2013 年至 2014 年游戏行业，长期逻辑的变化是 3G、4G 通信技术的突破带来游戏行业从端游到手游业态的变化；2016 年至 2017 年白酒行业，长期逻辑的变化是下游需求由政商需求逐渐过渡为大众需求；2019 年至 2020 年电子行业，长期逻辑的变化是半导体国产替代加速；2020 年至 2021 年新能源车与光伏产业，长期逻辑的变化是政策驱动需求转变为供给驱动需求。而长期逻辑能转变的必要非充分条件就是，新一轮行情启动之前，行业更早的成长逻辑失效，行业在前期经历了一轮估值与盈利双杀，相对估值降至 1 倍左右（对应投资者认为行业的成长性无法超越大盘），相对估值也降至过去五年来的历史低位。

图 72：历次赛道股启动之前，相对估值大多处于过去五年来的低位

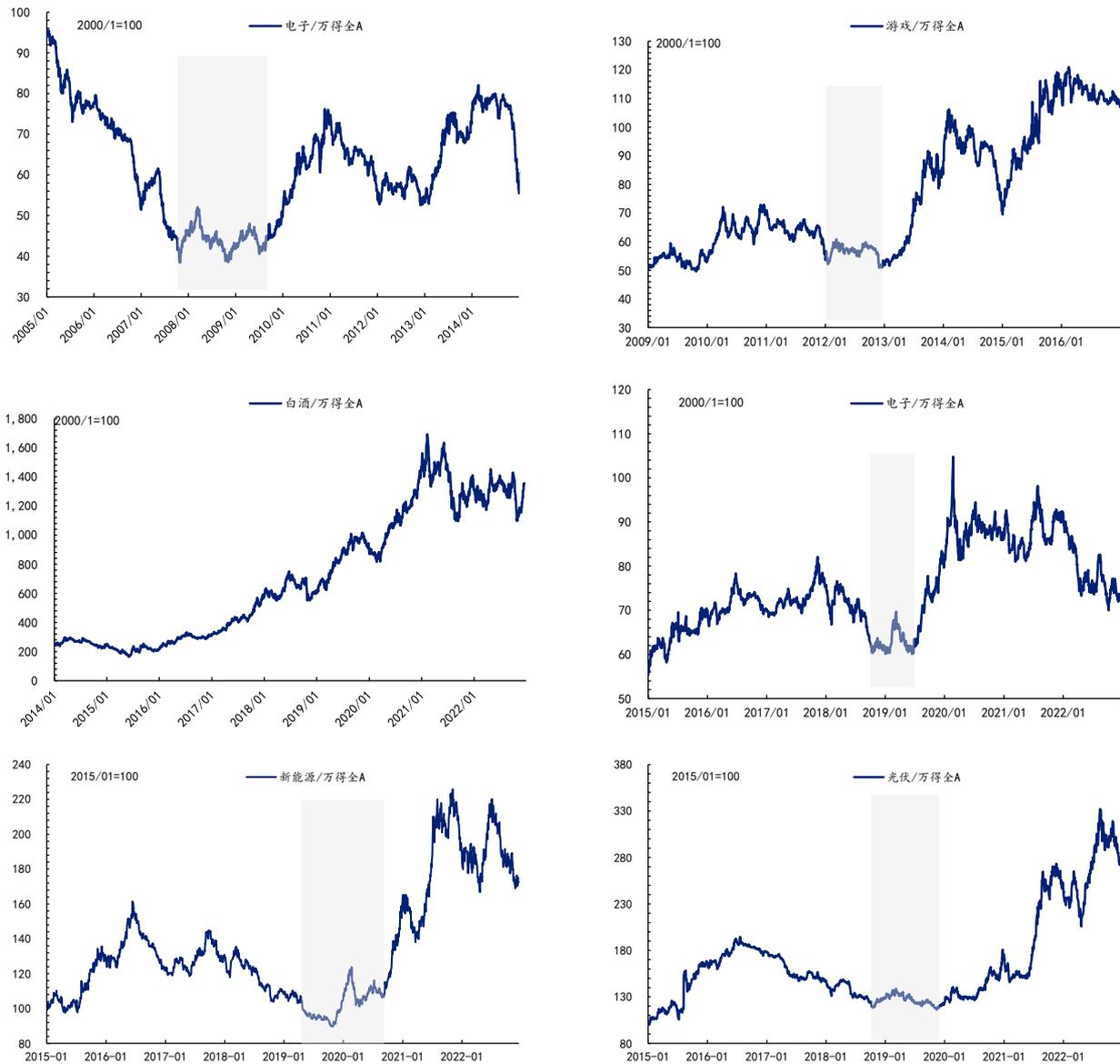


资料来源：万得，信达证券研发中心

3.2.2 初期，盈利优势边际企稳，超额收益低位震荡半年之久

新一轮赛道股超额收益启动初期，行业的超额收益会在低位震荡半年之久。这主要源于此时行业的相对估值已经较低，估值继续下沉的空间有限，同时行业盈利能力企稳，但盈利优势能否回升、行业是否能产生新的长期成长逻辑还不明朗。或者也可以理解为，行业超额收益的低位震荡其实是对估值低的确认。

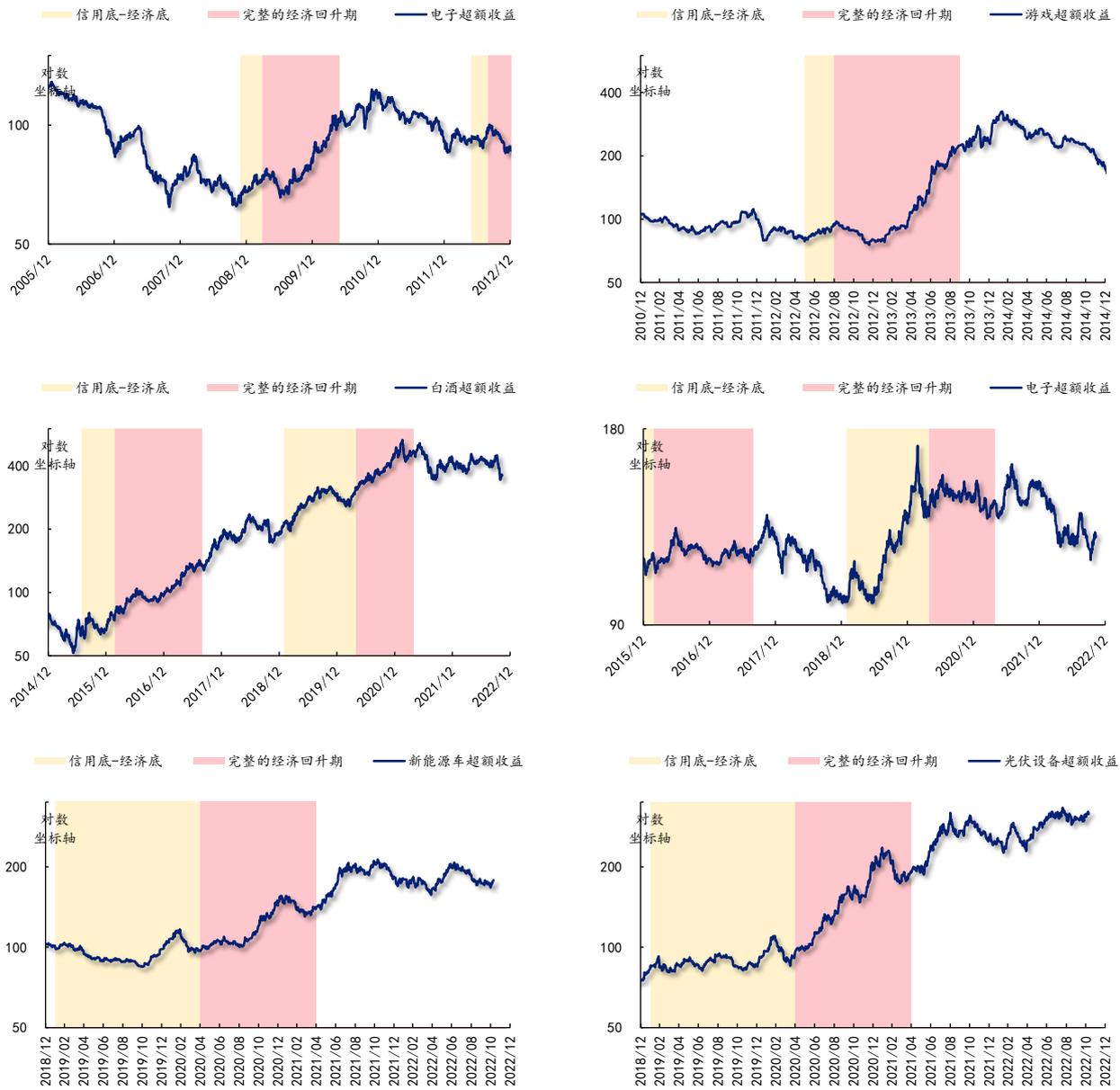
图 73：历次赛道股启动初期，超额收益通常会低位震荡半年之久（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

3.2.3 中期，经济回升叠加赛道股产业景气度较高，超额收益快速抬升

图 74：历次赛道股超额收益抬升最快的时候，大多发生在经济回升期（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

表 4：历次赛道股超额收益启动前中后期的特征

赛道名称及时间		前期 (超额收益下跌)	初期 (超额收益低位震荡)	中期 (超额收益快速抬升)	后期 (超额收益震荡或下跌)	总结-该赛道的特殊性
2009-2010年电子	起始时间	2004/12/6	2007/10/29	2009/7/6	2010/12/20	
	结束时间	2007/10/29	2009/7/6	2010/12/20	2012/12/30	
	时间长度(月)	34	20	17	24	
	行业景气度	下行、低位回升两个阶段	下行	一个季度后景气度上行	下行	
	宏观经济	下行、上行两个阶段	下行	上升	下行	
	股市表现	熊市、牛市两个阶段	熊市	走牛	走熊	
	行业盈利优势	主动下行、被动抬升两个阶段	主动下行	一个季度后快速上行	主动下行	
	相对估值	1.38x→1.12x 过去五年来的历史低位	1.12x→1.89x 相对估值由过去五年来的历史低位回升至过去五年来的历史高位	1.89x→3.71x 相对估值创出历史新高	3.71x→2.30x 相对估值降至2010年之后新低	
	超额收益变化	-61%	5.34%	87.05%	-30%	
2013-2015年游戏	起始时间	2010/12/20	2012/1/9	2012/12/3	2014/2/10	游戏行业盈利优势在2010年至2016年持续上升，但超额收益只在经济回升期、股市走牛的情况下才出现（2013年）。
	结束时间	2012/1/9	2012/12/3	2014/2/10	2015/12/31	
	时间长度(月)	12	10	14	22	
	行业景气度	上行	上行	上行	上行	
	宏观经济	下行	出现复苏迹象	2013H1复苏，随后回落	下行	
	股市表现	走熊	低位震荡	震荡回升	杠杆牛、熊市两个阶段	
	行业盈利优势	上行	上行	上行	上行	
	相对估值	3.94x→2.91x	2.91x→2.51x 降至2010年以来历史低位	2.51x→6.83x 相对估值创历史新高	6.83x→4.75x	
	超额收益变化	-30%	-3%	108%	13%	

资料来源：万得，信达证券研发中心

表 4：历次赛道股超额收益启动前中后期的特征

赛道名称及时间		前期 (超额收益下跌)	初期 (超额收益低位震荡)	中期 (超额收益快速抬升)	后期 (超额收益震荡或下跌)	总结-该赛道的特殊性
2016-2018年白酒	起始时间	2012/7/13	2015/6/5	2015/11/26	2017/12/31	无
	结束时间	2015/6/5	2015/11/26	2017/12/31	2018/10/30	
	时间长度(月)	34	5	25	9	
	行业景气度	下行	底部震荡	2016年底部震荡, 2017年回升	2018Q4小幅下行	
	宏观经济	复苏、下行两个阶段	下行	2016年下半年回升	2018H2走低	
	股市表现	震荡走低、杠杆牛	熊市	走牛	走熊	
	行业盈利优势	高位快速下行	被动走高	震荡回升	高位震荡	
	相对估值	2.08x→0.77x 过去十年来的低位	0.77x→0.91x	0.91x→1.77x 重回上一轮高点	1.77x→1.37x	
	超额收益变化	-58%	9.40%	102%	5.13%	
2019-2020年白酒	起始时间			2018/10/30	2021/2/10	白酒行业是唯一一个穿越两轮牛熊市的赛道股。此轮超额收益启动之前的调整幅度不足30%。 白酒行业超额收益发生在信用见底之后。
	结束时间			2021/2/10	2021/9/15	
	时间长度(月)			27	7	
	行业景气度			震荡回升	2021Q2景气度下降	
	宏观经济			2020Q1之后回升	2021Q2下降	
	股市表现			走牛	高位震荡	
	行业盈利优势			高位震荡	快速下行	
	相对估值			1.37x→2.94x	2.94x→2.07x	
	超额收益变化			152.60%	-33.00%	

资料来源：万得，信达证券研发中心

表 4：历次赛道股超额收益启动前中后期的特征

赛道名称及时间		前期 (超额收益下跌)	初期 (超额收益低位震荡)	中期 (超额收益快速抬升)	后期 (超额收益震荡或下跌)	总结-该赛道的特殊性
2019-2020年电子	起始时间	2017/11/13	2018/10/16	2019/6/18	2020/2/25	电子行业超额收益快速抬升的时间发生在信用见底后、经济见底前。
	结束时间	2018/10/16	2019/6/18	2020/2/25	2021/12/31	
	时间长度(月)	11	8	8	22	
	行业景气度	2017Q4之后下行	低位震荡	回升	震荡走高	
	宏观经济	2018Q之后下行	下行	下行	2021Q2之后回落	
	股市表现	走熊	走牛	走牛	高位震荡	
	行业盈利优势	主动下行	被动走高	回升	走低后又冲高	
	相对估值	3.05x→1.75x 相对估值降至十年来新低	1.75x→1.76x 仍处于过去十年来低位	1.76x→3.32x	3.32x→1.65x	
	超额收益变化	26.50%	0.00%	87%	-15.00%	
2020-2022年新能源车	起始时间	2016/6/16	2019/4/17	2020/3/23	2021/11/9	
	结束时间	2019/4/17	2020/3/23	2021/11/9	2022/11/17	
	时间长度(月)	34	11	19	12	
	行业景气度	下行	下行	回升	上升	
	宏观经济	上行、下行两个阶段	下行后段	回升	下行	
	股市表现	走牛、走熊、走牛三个阶段	走牛	走牛	走弱	
	行业盈利优势	下行	下行	回升	上升	
	相对估值	2.84x→1.10x	1.10x→1.95x 相对估值处于过去5年来历史低位	1.95x→5.27x 后期估值持续创历史新高	5.27x→1.82x	
	超额收益变化	37.59%	0.00%	130%	-15.00%	
总结-前中后期的共性		1、超额收益前期回撤幅度达到30%以上。 2、超额收益走低的时间达到1年。(例外情况2019-2020年白酒) 3、行业相对估值降至五年来新低。(例外情况2019-2020年白酒)	1、超额收益低位震荡的时间持续半年左右。(例外情况：2019-2020年白酒) 2、行业相对盈利优势止跌(例外情况：2009-2010年电子、2020-2022年新能源车)。	赛道股超额收益快速抬升通常需要两个条件，股市走牛(信用见底或经济回升)与赛道股景气弹性高，这两项缺一不可。	1) 经济回落或股市调整都会带来赛道股超额收益的回落。 2) 此时赛道股盈利优势不再重要。	

资料来源：万得，信达证券研发中心

3.4 可能的赛道筛选

综合行业相对估值、超额收益表现、盈利等来看，得分最高的行业为计算机，得分3分。其次是社会服务、商贸零售、通信、房地产得分2分。

需要注意的是，以上筛选指标容易给困境行业打出高分，在实际使用时需要关注有望实现困境反转的行业，规避价值陷阱类行业。

表 5：可能的赛道筛选

板块	行业	相对估值情况		超额收益情况			盈利情况		打分
		相对估值	相对估值历史分位 (过去五年)	超额收益过去三年 的变动幅度	过去半年超额收益 变动幅度	行情启动前超额收 益是否企稳	ROE-Zscore	预期盈利增速	
消费	食品饮料	4.05	61.98%	27%	1%	是	0.00	66.11%	0
	社会服务	1.88	19.65%	32%	-6%	是	-1.78	200.92%	2
	医药生物	1.96	25.08%	-3%	-4%	是	0.33	-135.20%	1
	美容护理	3.22	96.25%	19%	5%	是	0.82	-24.28%	0
	商贸零售	1.38	96.25%	-37%	-2%	是	-1.75	860.20%	2
	纺织服饰	1.03	44.01%	-37%	-4%	是	0.45	2.71%	1
	汽车	1.36	91.77%	37%	15%	否	-0.74	-9.19%	0
	家用电器	1.54	6.07%	-24%	2%	是	-0.10	0.54%	1
	轻工制造	1.16	58.95%	-12%	-5%	是	-2.04	-27.19%	0
	农林牧渔	2.18	80.19%	-11%	1%	是	-1.19	1009.85%	1
成长	电力设备	2.64	80.51%	135%	14%	否	2.17	8.05%	0
	国防军工	2.09	97.20%	17%	12%	否	1.63	-0.21%	0
	通信	1.15	27.40%	-34%	8%	是	1.82	3.57%	2
	电子	1.63	12.62%	-2%	-3%	是	0.42	22.70%	1
	计算机	1.80	11.26%	-36%	-6%	是	-1.48	23.45%	3
	传媒	1.08	0.48%	-37%	-12%	否	0.38	-2.94%	1
周期	煤炭	0.99	96.57%	77%	4%	是	2.47	-59.10%	0
	石油石化	0.80	33.15%	3%	0%	是	1.64	-42.78%	0
	基础化工	1.48	76.52%	50%	-2%	是	1.10	-15.63%	0
	钢铁	0.59	34.19%	-7%	-15%	否	-1.89	26.94%	1
	有色金属	1.74	78.83%	58%	-5%	是	1.94	-77.47%	0
	建筑材料	0.97	2.80%	-9%	-16%	否	-2.90	-4.02%	1
	机械设备	1.43	89.94%	6%	5%	是	0.10	-2.59%	0
稳定	建筑装饰	0.53	33.79%	-22%	-10%	否	-1.71	0.29	1
	交通运输	0.91	86.26%	-20%	-2%	是	0.01	6.12	0
	公用事业	1.08	97.04%	0%	10%	是	-1.58	-0.04	0
	环保	0.97	41.77%	-25%	-3%	是	-0.56	-0.04	1
	金融	非银金融	0.67	2.56%	-49%	-11%	否	-1.99	0.04
银行		0.30	5.27%	-36%	-16%	否	-0.91	0.33	1
房地产		0.53	21.73%	-42%	-14%	否	-2.22	7.18	2
高亮标准	<1.5倍	<30%	<-25%	±10%		<-1	>10%		
得分标准		<30%	同时满足得一分			同时满足得一分			

资料来源：万得，信达证券研发中心，截至 2022/10/14

风险因素

报告基于对历史规律的总结，历史规律在未来可能失效。



研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，10年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018第一财经年度最佳新人奖。

2018-2022年代表观点：2018年6月《全面对比2011年熊市》，2019年3月《3月震荡，4月决断》，2019年8月《战略性看多A股》，2020年6月《增量资金已是趋势》，2021年12月《V型大震荡》，2022年4月《V型反转》。

李畅，华东师范大学世界经济硕士，4年宏观策略研究经验，2021年6月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

张颖锐，上海财经大学应用统计硕士，4年宏观策略研究经验，2021年9月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张瀚夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，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。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。