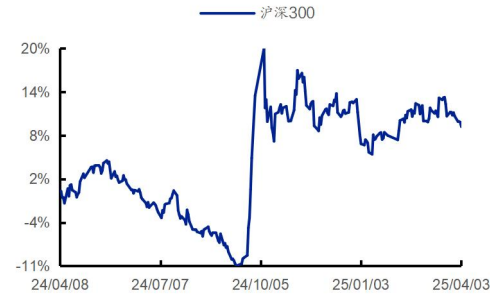


研究所:
证券分析师: 胡国鹏 S0350521080003
hugp@ghzq.com.cn
证券分析师: 袁稻雨 S0350521080002
yuandy@ghzq.com.cn

科技股调整结束了吗

——策略周报

最近一年走势



相关报告

《蓄势待发——2025年二季度策略报告*袁稻雨, 胡国鹏》——2025-03-27
《哪些涨价细分领域可以重点关注*袁稻雨, 胡国鹏》——2025-03-25
《策略周报: 两轮科技周期行业如何轮动*胡国鹏, 袁稻雨》——2025-02-23
《主观与量化的共振: 六因子行业配置模型 2.0*袁稻雨, 胡国鹏》——2025-02-19
《策略周报: 两次科技大周期的对比和启示*胡国鹏, 袁稻雨》——2025-02-17

投资要点:

- 1、科技股调整有两种性质，一种是绝对跌幅基本在 15% 以下，调整时间长度 2 个月左右的阶段性调整；另一种是绝对跌幅超过 20%，调整时间长度基本在 3 个月以上的深度调整。
- 2、阶段性调整的背景大多是前期涨幅过大、风格切换或者相对轻微的宏观扰动，深度调整背景则是宏观环境明显恶化、流动性和事件冲击，结束调整往往需要新产品出现、产业周期强化或者政策和宏观层面的催化。
- 3、2 月下旬以来科技股调整幅度接近 15%，时间长度近一个半月，成交占比回落至 2023 年以来的较低水平，细分领域龙头股高点回撤幅度大致在 20%-30%，恒生科技核心标的高点回撤幅度 20% 左右，基本符合阶段性调整的水平。
- 4、本轮科技股回调的原因在于新的产业催化暂时缺位、宽松预期收敛、财报披露期临近下的市场风格高切低，此外关税对于宏观环境的冲击有可能导致科技股进入深度调整。
- 5、往后看，科技股是结束阶段性调整，还是进入深度调整，取决于关税冲击和货币宽松的角力，AI 新产品或者应用场景的出现也能起到关键作用，部分核心标的可以考虑左侧布局。

风险提示: 研究方法（历史回溯与比较研究法）的局限性，中美摩擦加剧，地缘政治突发风险，海外流动性宽松不及预期，早期历史数据存在个别缺失值，相关测算假设条件较少仅供参考，AI 发展进程不及预期等。

内容目录

| | |
|---------------------------|----|
| 1、 如何看待本轮科技股调整 | 4 |
| 2、 上一轮科技周期的调整节奏 | 7 |
| 3、 2023 年至今，科技股调整规律 | 10 |
| 4、 风险提示 | 15 |

图表目录

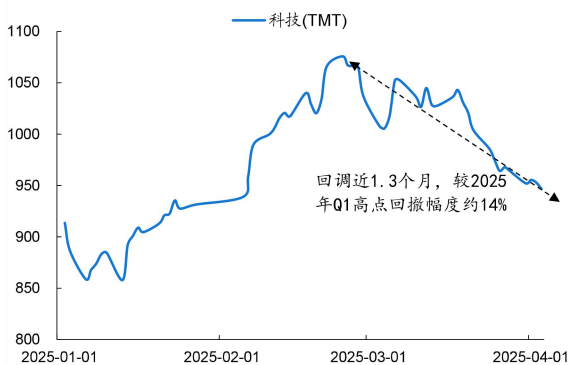
| | |
|---|----|
| 图 1: TMT 较 2025Q1 高点回撤约 14% | 4 |
| 图 2: 细分行业来看主要是计算机和通信回撤较多 | 4 |
| 图 3: 部分细分科技领域前期积累的涨幅更加明显 | 4 |
| 图 4: 中国十债利率 2025 年 2 月以来也出现上修 | 4 |
| 图 5: 过去两轮科技周期的阶段性调整, 时间平均在 2.1 个月, 绝对收益回撤幅度平均为 13%左右 | 5 |
| 图 6: TMT 成交占比已回落至偏低水平 | 5 |
| 图 7: 年初至今 (截至 2025/4/3), 部分科技板块热门概念股的股价总体表现及回撤情况 | 6 |
| 图 8: 2009 年-2015 年科技大周期行情有四段较为明显的调整期 | 7 |
| 图 9: 科技行情四段调整期中 2011 年-2012 年属于长周期调整 | 7 |
| 图 10: 2010 年一季度 GDP 同比增速达 12.20% | 8 |
| 图 11: 2010 年货币政策收紧 | 8 |
| 图 12: 2011 年上半年央行连续加息并多次上调存款准备金率 | 9 |
| 图 13: 2011 年全球主要发达市场国家经济增长下滑, 经济复苏步伐明显放缓 | 9 |
| 图 14: 2013 年 11 月三中全会开启了科技体制改革的深化进程 | 9 |
| 图 15: 2014 年国家对于互联网金融和网络安全信息化的监管明显趋严 | 10 |
| 图 16: 2023 年 1 月至 2025 年 3 月科技 (TMT) 板块行情出现过两种类型的调整 | 11 |
| 图 17: 2023 年至今科技股调整原因分析 | 11 |
| 图 18: 10 年期美债收益率从 2023 年 4 月初低点 3.3% 涨至 5 月 19 日 3.7% | 12 |
| 图 19: 2022Q4 与 2023Q1 ChatGPT 指数估值较高, 而业绩增长较慢 | 12 |
| 图 20: 2023 年中国物价整体低位运行 | 13 |
| 图 21: 2023 年人民币汇率呈现持续贬值趋势 | 13 |
| 图 22: 2024 年初 10 年期美国国债收益率走高 | 14 |
| 图 23: 2024 年 1 月至 2 月初微盘股指数急速下跌 | 14 |
| 图 24: 2024Q2 中国 GDP 增速放缓 | 14 |
| 图 25: 2024Q1/Q2 电子与计算机归母净利润同比负增长 | 14 |
| 图 26: 2024/11/13-2025/1/6, 计算机板块估值大幅下跌 | 15 |
| 图 27: 2024 年计算机板块归母净利润及同比增速情况 | 15 |

1、如何看待本轮科技股调整

当前 TMT 板块较今年 Q1 高点回撤约 14%，计算机和通信板块回撤幅度相对较大。截至 2025/4/3，TMT 指数较 2025 年一季度高点已回撤 14.3%，调整时间将近 1.3 个月。分一级行业来看，主要是通信和计算机跌幅较大，分别下跌 14.6%、15.0%。二级行业看主要是软件开发、IT 服务、通信设备及消费电子回调较多。另外热门概念如 DeepSeek、算力租赁、端侧 AI 等相关板块的个股也有不同程度回调，我们对部分代表性标的也进行了梳理（见图 7），另外部分消费电子公司下跌主因 4 月 3 日美国关税政策公布，当天的调整幅度较大。

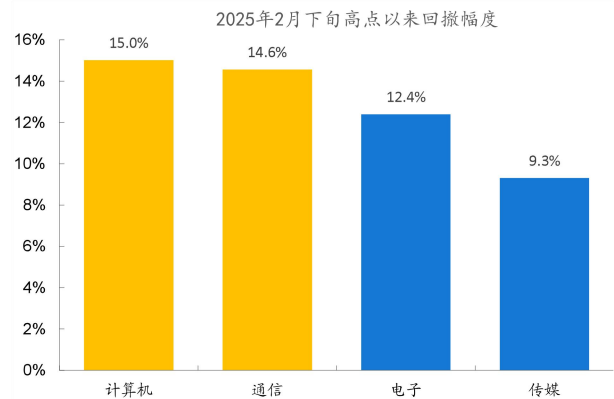
TMT 在 2 月开始回调的原因在于新的产业催化暂时缺位、宽松预期收敛、财报披露期临近下的市场风格高切低压力以及海外不确定性升温等。前期受益风险偏好修复、AI 大模型 DeepSeek (R1) 及机器人等产业进展的催化，2025 年 1 月 7 日至 2 月 24 日，TMT 实际上已积累较大涨幅，上涨 26%，近十年估值分位数从 29% 升至 45%。但后续 AI 缺乏新的重大催化，腾讯资本开支低于市场乐观预期，包括还有一些偏利空的因素压制如美国 AI 基建泡沫等言论。另一方面，4 月进入财报披露期，市场也存在高切低的调整压力，国内流动性宽松程度预期实际上较年初也有一定收敛。同时，海外不确定性的升温也进一步抑制风险偏好。

图 1: TMT 较 2025Q1 高点回撤约 14%



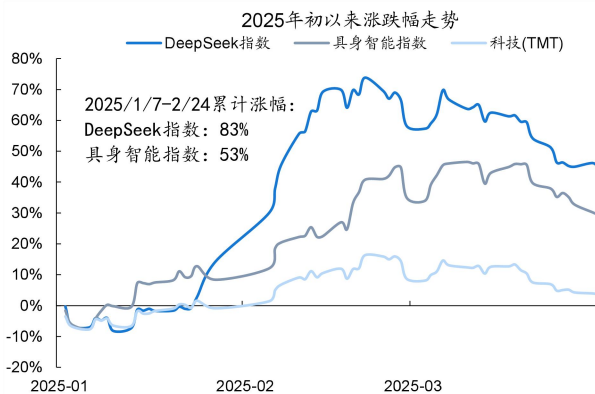
资料来源: Wind、国海证券研究所 (截至 2025/4/3)

图 2: 细分行业来看主要是计算机和通信回撤较多



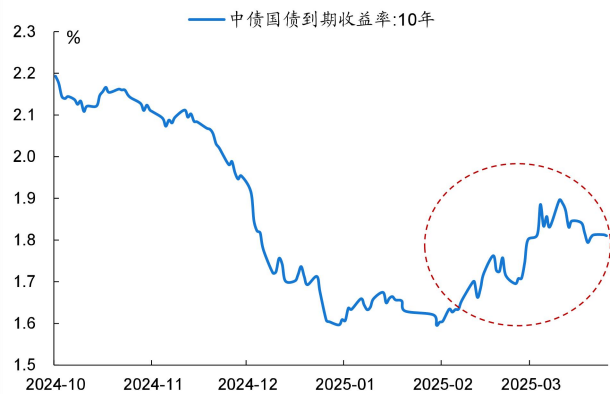
资料来源: Wind、国海证券研究所 (2025/2/24-2025/4/3)

图 3: 部分细分科技领域前期积累的涨幅更加明显



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 4: 中国十债利率 2025 年 2 月以来也出现上修



资料来源: Wind、国海证券研究所

参考以往调整类型，本轮 TMT 可能更偏阶段性调整；历史上看阶段性调整的时间平均在 2 个月左右，绝对收益的回调幅度大概在 10-20%左右。参考过往，本轮可能更偏阶段性调整，DeepSeek 带来的“AI 平权”有望推动产业周期持续向上，科技巨头资本开支总体呈现扩张态势，国家始终大力支持科技创新发展，地方支持政策也频频出台。宏观风险在美国不发生系统性衰退或者美联储政策大幅转向收紧的情况下，也总体可控。从 2009 年起及 2023 年起的两轮科技大周期来看，阶段性调整类型中，时间长度一般在 1-3 个月，绝对收益回撤幅度大概在 10-20%，超额收益回撤幅度平均在 3.6%。

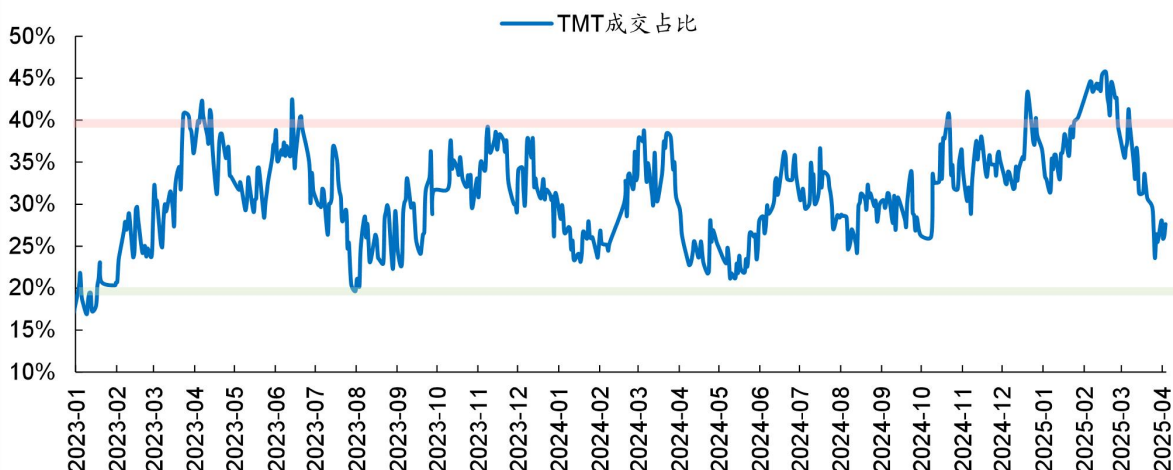
往后看 TMT 存在企稳回升契机，包括产业层面后续新品催化或资本开支落地加订单，宏观层面内外流动性宽松，市场层面拥挤度显著缓解及业绩重回空窗期。产业层面，“AI 平权”下有望驱动应用侧/端侧 AI 的更多新品出现，同时随着科技巨头的资本开支落地有望兑现为相关产业链业绩。宏观层面，6 月美联储或将降息，国内有望共振宽松。市场层面看，截至 2025/4/3 的 TMT 成交占比为 27.6%，已逼近 2023 年以来的偏低水平线（20%），拥挤度已明显缓和，同时随着 4 月财报披露期结束，市场对高风险偏好板块的情绪有望逐渐修复。但科技股结束阶段性调整还是继续深度调整，关税冲击程度和货币宽松的角力也是当前重要变量。

图 5：过去两轮科技周期的阶段性调整，时间平均在 2.1 个月，绝对收益回撤幅度平均为 13%左右

| 阶段性调整 | 大概持续时间（月） | 绝对收益回撤 | 超额收益回撤 |
|----------------------|-----------|--------|--------|
| 2010/4/1-2010/6/30 | 3 | -20.2% | 1.6% |
| 2013/9/30-2013/11/15 | 1.5 | -5.2% | -3.4% |
| 2014/2/14-2014/5/15 | 3 | -10.9% | -4.0% |
| 2023/4/7-2023/5/16 | 1.3 | -12.4% | -8.3% |
| 2024/11/13-2025/1/6 | 1.7 | -14.7% | -3.9% |
| 平均： | 2.1 | -12.7% | -3.6% |
| 本轮 2025/2/24 起 | 1.3 | -14.3% | -10.6% |

资料来源：Wind、国海证券研究所（注：本轮截至 2025/4/3；“过去两轮”分别为 2009、2023 年起的两轮科技周期，具体见图 9、图 17）

图 6：TMT 成交占比已回落至偏低水平



资料来源：Wind、国海证券研究所（截至 2025/4/3）

图 7: 年初至今 (截至 2025/4/3), 部分科技板块热门概念股的股价总体表现及回撤情况

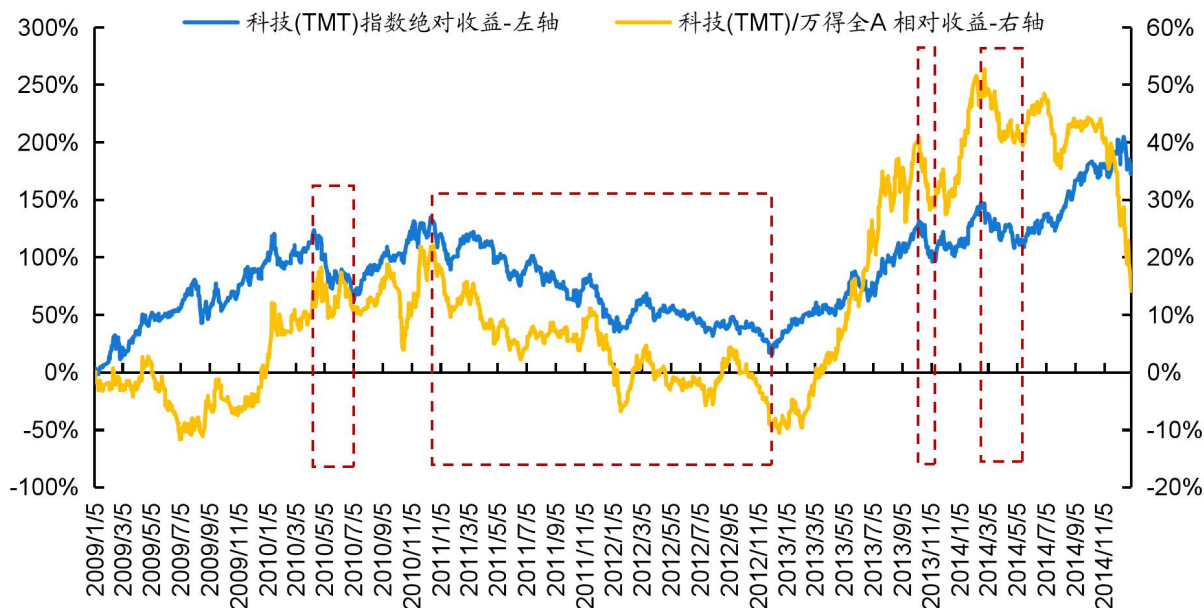
| 名称 | 市值 (亿元) | 2025Q1 见高日期 | 见高后至 今的回撤 幅度(%)↓ | 年初至今 涨跌幅(%) | 名称 | 市值 (亿元) | 2025Q1 见高日期 | 见高后至 今的回撤 幅度(%)↓ | 年初至今 涨跌幅(%) |
|----------------------|------------|----------------|------------------------|----------------|------|------------|----------------|------------------------|----------------|
| AI (DeepSeek) | | | | | | | | | |
| 每日互动 | 155.5 | 02-19 | -42.9 | 171.3 | 首都在线 | 106.1 | 02-28 | -31.9 | 52.4 |
| 优刻得 | 110.1 | 02-19 | -39.3 | 73.7 | 科华数据 | 217.2 | 03-12 | -26.4 | 47.5 |
| 拓维信息 | 352.6 | 02-24 | -32.4 | 53.3 | 深信服 | 429.3 | 03-07 | -22.6 | 77.3 |
| 算力基建/算力租赁 | | | | | | | | | |
| 新易盛 | 657.6 | 01-22 | -34.4 | -19.7 | 网宿科技 | 289.3 | 02-21 | -24.2 | 11.9 |
| 天孚通信 | 440.1 | 01-22 | -31.5 | -13.0 | 中际旭创 | 1037.1 | 01-23 | -26.5 | -24.0 |
| 英维克 | 278.3 | 02-24 | -26.2 | -7.4 | 寒武纪 | 2663.4 | 02-25 | -19.3 | -3.0 |
| AI 端侧/可穿戴设备 | | | | | | | | | |
| 立讯精密 | 2567.0 | 02-25 | -23.3 | -13.1 | 领益智造 | 591.5 | 02-21 | -21.0 | 5.5 |
| 歌尔股份 | 816.5 | 02-27 | -22.8 | -9.4 | 星星科技 | 102.3 | 03-20 | -20.2 | 3.0 |
| 环旭电子 | 339.1 | 02-25 | -21.1 | -6.4 | 虹软科技 | 183.3 | 02-25 | -18.1 | 18.5 |
| 人形机器人 | | | | | | | | | |
| 中大力德 | 125.5 | 02-27 | -28.6 | 116.2 | 拓普集团 | 983.8 | 02-07 | -22.7 | 15.5 |
| 五洲新春 | 139.3 | 02-26 | -28.5 | 53.7 | 奥比中光 | 215.9 | 02-20 | -22.6 | 16.1 |
| 长盛轴承 | 238.5 | 02-20 | -25.4 | 160.1 | 三花智控 | 1045.4 | 02-07 | -20.7 | 19.1 |
| 兆威机电 | 293.5 | 03-06 | -23.7 | 65.3 | 绿的谐波 | 267.3 | 02-26 | -18.2 | 35.0 |
| 鸣志电器 | 276.6 | 02-26 | -23.5 | 22.3 | 恒立液压 | 1055.2 | 03-10 | -16.9 | 49.1 |
| 智能驾驶 | | | | | | | | | |
| 银轮股份 | 224.3 | 03-06 | -25.2 | 43.5 | 拓普集团 | 983.8 | 02-07 | -22.7 | 15.5 |
| 广和通 | 222.4 | 02-21 | -23.2 | 44.2 | 德赛西威 | 590.1 | 02-25 | -20.6 | -3.4 |
| 联创电子 | 116.0 | 02-21 | -23.2 | 16.5 | 中科创达 | 262.0 | 02-07 | -17.4 | -4.4 |
| 低空经济 | | | | | | | | | |
| 莱斯信息 | 143.9 | 02-24 | -27.9 | 1.1 | 航发动力 | 871.4 | 01-02 | -18.9 | -21.1 |
| 宗申动力 | 243.1 | 02-24 | -21.4 | -14.7 | 中信海直 | 180.1 | 02-14 | -18.5 | -11.9 |
| 中航重机 | 251.1 | 01-02 | -19.0 | -22.1 | 万丰奥威 | 363.3 | 02-25 | -18.0 | -9.7 |
| 港股部分大型科技公司 | | | | | | | | | |
| 理想汽车 | 2087.4 | 02-27 | -23.7 | 3.8 | 京东集团 | 4886.6 | 03-06 | -14.2 | 12.9 |
| 中芯国际 | 3595.8 | 02-27 | -22.1 | 41.7 | 美团 | 9647.1 | 03-07 | -14.0 | 4.1 |
| 小米集团 | 11895.9 | 03-19 | -21.1 | 33.0 | 阿里巴巴 | 23610.6 | 03-07 | -11.8 | 49.9 |
| 百度集团 | 2414.6 | 03-18 | -15.0 | 6.2 | 腾讯控股 | 45809.5 | 03-07 | -6.7 | 19.4 |
| 小鹏汽车 | 1552.3 | 03-12 | -14.4 | 74.8 | 网易 | 5288.2 | 02-13 | 1.9 | 20.5 |

资料来源: Wind、国海证券研究所 (注: “至今”截至 2025/4/3; 股票选取标准上优先市值 100 亿元以上、股票年初以来回撤幅度较大的部分代表性概念股, 部分个股可能为交叉概念股, 只列一次)

2、上一轮科技周期的调整节奏

2009-2015年科技大周期经历了四段较为明显的调整期。2010年4月1日-6月30日，科技板块下跌20.24%，阶段性回调。2011年1月1日-2012年12月31日，板块经历长周期调整，累计下跌37.59%，调整时间最长，跌幅最深。2013年9月30日-11月15日，科技板块再次回调，下跌5.17%，调整持续约1个半月。2014年2月14日-5月15日，板块阶段性下跌10.93%。四轮调整中，2011年-2012年属于长周期调整，其余三次均为阶段性调整。

图 8：2009 年-2015 年科技大周期行情有四段较为明显的调整期



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 9：科技行情四段调整期中 2011 年-2012 年属于长周期调整

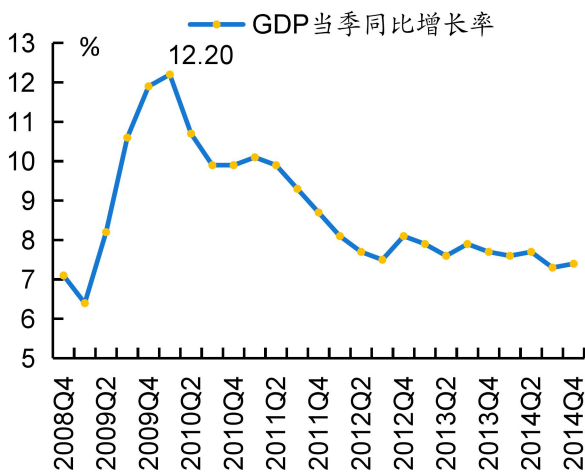
| 类型 | 时间段 | 持续时间 | 绝对涨跌幅 | 相对万得全 A 涨跌幅 | 调整原因 | 再次上涨原因 |
|-----|----------------------|-------|---------|-------------|--|------------------------------|
| 阶段性 | 2010/4/1-2010/6/30 | 3个月 | -20.24% | 1.59% | 1) 欧债危机; 2) 宏观政策紧缩加码 | iPhone 4发布, 带动苹果产业链回暖 |
| 长周期 | 2011/1/1-2012/12/31 | 2年 | -37.59% | -18.80% | 1) 货币政策持续大幅收紧; 2) 欧债危机再度升级; 3) 乔布斯去世, 引发市场担忧情绪 | 国产智能手机爆发式增长, 国产电影和移动手游助推传媒板块 |
| 阶段性 | 2013/9/30-2013/11/15 | 1.5个月 | -5.17% | -3.45% | 1) 十八届三中全会前政策真空期; 2) 美联储暗示削减量化宽松 | 十八届三中全会深化体制改革政策明朗 |
| 阶段性 | 2014/2/14-2014/5/15 | 3个月 | -10.93% | -4.02% | 1) 美联储继续迈进缩减QE计划; 2) 互联网监管升级 | 互联网金融产品百花齐放, 进入规范中稳健发展阶段 |

资料来源：Wind、中国政府网、人民网、中国经济网、光明网、BBC 新闻、中国金融信息网、苹果官网、国海证券研究所

➤ 阶段性调整 1: 2010 年 4 月 1 日-2010 年 6 月 30 日

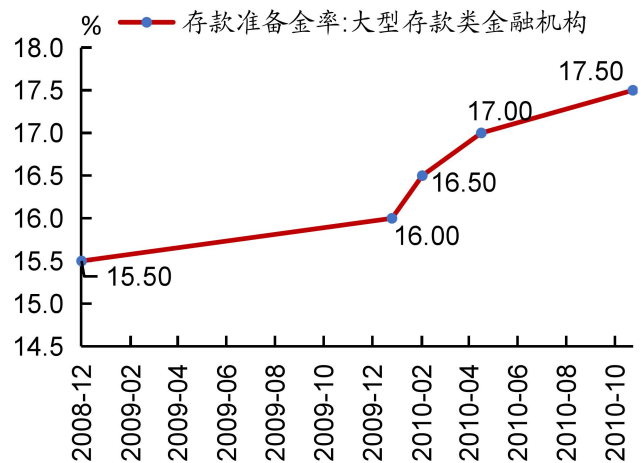
第一轮科技板块阶段性调整的核心原因是国内宏观政策收紧，叠加欧债危机爆发引发全球风险偏好显著回落。科技(TMT)指数下跌 20.24%，相对万得全 A 取得 1.59%超额收益。2010 年 4 月 15 日公布一季度 GDP 同比增速，经济明显过热，国务院发布“新国十条”房地产调控政策。几乎同时，股指期货上市交易，扩大了市场的下跌。2010 年 5 月后，央行上调存款准备金率，欧债危机影响下美股显著回调（标普 500 指数 5 月下跌 8.2%、6 月再跌 5.4%），内外因素共振导致 A 股大幅调整。尽管宏观环境趋紧，但政策对新兴产业的扶持未发生根本转变，科技成长逻辑并未实质受损。同时 2010 年 6 月 iPhone 4 发布再度强化了消费电子产业链成长预期，后续市场企稳回升。

图 10: 2010 年一季度 GDP 同比增速达 12.20%



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 11: 2010 年货币政策收紧

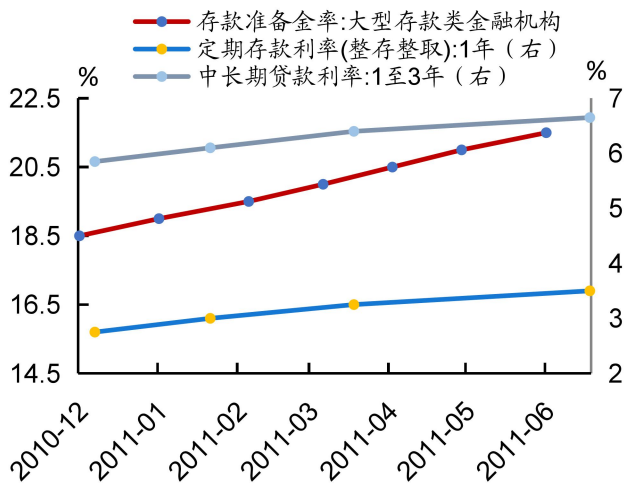


资料来源: Wind、国海证券研究所

➤ 长周期调整: 2011 年 1 月 1 日-2012 年 12 月 31 日

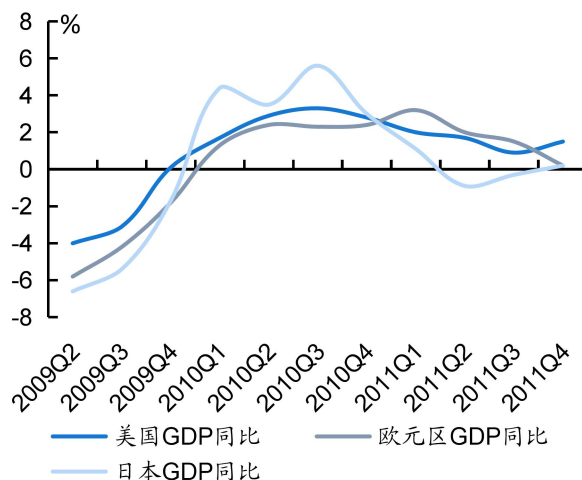
2011 年-2012 年，在国内紧缩政策未松动、外部需求疲软以及行业基本面承压的背景下，科技板块经历了长周期的深度回调。科技(TMT)指数累计下跌 37.59%，相对万得全 A 指数超额收益为-18.80%。2010 年年底，国内通胀压力加大，CPI 长期维持在高位，2011 年上半年央行连续加息并多次上调存款准备金率，市场流动性进一步收紧。2011 年下半年欧洲债务危机升级，逐步从重债国向意大利、法国等欧元区核心国家蔓延，全球经济形势转而下行，TMT 行业外部需求走弱。2011 年 10 月乔布斯去世，更是引发市场对苹果创新力的担忧，影响了苹果产业链的市场信心。随着 2012 年下半年国内政策基调开始调整，流动性边际改善，市场对于科技行业信心修复，科技板块开始触底反弹。

图 12: 2011 年上半年央行连续加息并多次上调存款准备金率



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 13: 2011 年全球主要发达市场国家经济增长下滑, 经济复苏步伐明显放缓



资料来源: Wind、国海证券研究所

➤ 阶段性调整 2: 2013 年 9 月 30 日-2013 年 11 月 15 日

2013 年 9 月底开启的科技板块阶段性调整, 核心原因是国内政策不确定性与海外流动性收紧预期。科技(TMT)指数下跌 5.17%, 相对万得全 A 超额收益为 -3.45%。一方面, 国内市场处于十八届三中全会召开前夕的政策真空期, 市场观望情绪浓厚, 风险偏好显著回落; 另一方面, 美联储明确暗示将逐步削减量化宽松(QE)规模, QE 退出预期使得新兴市场流动性受到压制。随着 2013 年 11 月中旬三中全会落地, 一系列深化改革措施出台, 其中包括深化科技体制改革。市场预期明确后风险偏好逐渐回升, 科技板块反弹向上。

图 14: 2013 年 11 月三中全会开启了科技体制改革的深化进程

| 时间 | 重大会议/政策 | 主要内容 | 对科技板块的影响 |
|----------|-------------------------------|---|---|
| 2012年11月 | 十八大 | 提出推动发展的立足点转向提高质量和效益, 科技在国家发展中的作用提升 | 强调科技创新在经济发展中的核心地位, 为后续科技体制改革奠定政策方向 |
| 2013年11月 | 十八届三中全会 | 通过《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》, 宣布中国进入全面深化改革新时期, 科技体制改革被列为重点改革方向 | 科技板块迎来制度性利好, 国家开始推动科技创新体制机制优化 |
| 2015年3月 | 《关于深化体制机制改革加快实施创新驱动发展战略的若干意见》 | 提出实施创新驱动发展战略, 明确要打破制约科技创新的体制机制障碍, 加快科技成果转化 | 政策引导科技创新企业发展, 鼓励资本向科技行业倾斜 |
| 2015年9月 | 《深化科技体制改革实施方案》 | 针对科技体制改革和创新驱动发展明确提出系统、全面、可持续的改革部署和工作格局 | 全面吹响科技体制改革号角, 促进科技企业长期发展, 资本市场对科技行业投资预期升温 |

资料来源: Wind、中国政府网、人民网、中青在线、国海证券研究所

➤ 阶段性调整 3: 2014 年 2 月 14 日-2014 年 5 月 15 日

第四轮科技板块调整驱动事件是美联储继续迈进缩减 QE 计划步伐以及国内对互联网行业监管政策升级，市场流动性预期收紧，科技成长股估值承压。在该阶段，科技(TMT)指数下跌 10.93%，相对万得全 A 超额收益为-4.02%。2014 年 1 月 28-29 日召开的美联储货币会议宣布，再次削减 100 亿美元 QE 计划。美联储持续削减量化宽松规模，全球流动性环境趋紧，资本流入减缓。同时，国内监管部门对互联网金融和网络安全信息化的监管明显趋严。进入 5 月后，美联储政策节奏趋于明朗，互联网行业逐步适应监管新环境，进入规范中稳健发展的新阶段，科技板块回升。

图 15: 2014 年国家对于互联网金融和网络安全信息化的监管明显趋严

| 时间 | 政策或事件 | 主要内容及影响 |
|-----------|---|--|
| 2014/2/27 | 中央网络安全和信息化领导小组成立 | 加强对网络安全和信息化工作的领导，国家战略层面提高对互联网产业发展的监管和指导力度 |
| 2014/3/5 | 政府工作报告明确互联网金融监管方向 | 提出促进互联网金融健康发展，完善监管协调机制，防范区域性和系统性金融风险。首次在政府报告层面明确监管方向，行业进入规范发展阶段 |
| 2014/3/14 | 央行暂停虚拟信用卡及二维码支付业务 | 加强第三方支付业务监管，防范支付安全风险。短期冲击市场情绪，引发互联网金融监管收紧担忧 |
| 2014/4/14 | 开展“扫黄打非·净网2014”专项行动 | 整治网络违法及不良信息，加强内容监管 |
| 2014/4/18 | 银监会与人民银行联合发布《关于加强商业银行与第三方支付机构合作业务管理的通知》 | 规范银行与第三方支付机构业务合作，保障客户资金与账户安全。明确了第三方支付行业边界，提升金融安全和合规要求 |
| 2014/8/6 | 上海《关于促进互联网金融健康发展的若干意见》 | 鼓励有条件的企业在上海市发展互联网金融业务、申请有关业务许可或经营资质。明确鼓励了互联网金融创新与规范发展的方向，行业进入规范中稳健发展的新阶段 |
| 2014/8/26 | 国家网信办正式被授权加强互联网内容管理 | 明确网信办对全国互联网信息内容统一管理职责，进一步强化行业监管 |

资料来源: Wind、中国政府网、人民网、上海市政府、国海证券研究所

3、2023 年至今，科技股调整规律

2023 年至今，科技 (TMT) 板块共经历 5 轮回调，可分为短期阶段性与长周期调整两类。短期阶段性调整持续时间小于 2 个月、绝对跌幅小于 15%，包括 2023/4/7-5/16 (-12.4%) 和 2024/11/13-2025/1/6 (-14.7%)；长周期调整持续时间大于 2 个月、绝对跌幅大于 15%，包括 2023/6/20-10/23 (-21%)、2023/11/20-2024/2/5 (-31.7%) 及 2024/3/20-9/18 (-20.4%)。

图 16: 2023 年 1 月至 2025 年 3 月科技 (TMT) 板块行情出现过两种类型的调整



资料来源: Wind、国海证券研究所 (注: 黑色框为短期阶段性调整, 红色框为长周期调整)

图 17: 2023 年至今科技股调整原因分析

| 类型 | 时间段 | 持续时间 | 绝对跌幅 | 相对万得全 A 跌幅 | 调整原因 | 再次上涨原因 |
|--------|----------------------|--------|--------|------------|--|--|
| 阶段性回调 | 2023/4/7-2023/5/16 | 1.3 个月 | -12.4% | -8.3% | 1) 美将华 28 家公司纳入实体清单; 2) 美联储加息 25bp; 3) ChatGPT 概念股估值回调 | AI 算力驱动光模块需求, 800G 光模块龙头加速放量 |
| | 2024/11/13-2025/1/6 | 1.7 个月 | -14.7% | -3.9% | 1) 风格切换; 2) 计算机板块业绩承压 | Deepseek 驱动市场对 AI 产业商业化前景的预期显著升温 |
| 相对深度调整 | 2023/6/20-2023/10/23 | 4 个月 | -21% | -9.3% | 1) 中美科技摩擦升级, 碧桂园违约, 影响市场风险偏好; 2) 国内经济复苏不及预期, 人民币贬值; | 1) 美联储暂停加息; 2) 汇金增持四大行; 3) 互动影视游戏+短剧催化传媒板块 |
| | 2023/11/20-2024/2/5 | 2.5 个月 | -31.7% | -11.2% | 1) 美债利率上行; 2) 雪球产品爆仓 | Sora 发布激发 AI 应用想象 |
| | 2024/3/20-2024/9/18 | 6 个月 | -20.4% | -5.7% | 1) 宏观经济疲软; 2) 科技板块业绩失速 | 924 宏观政策催化 |

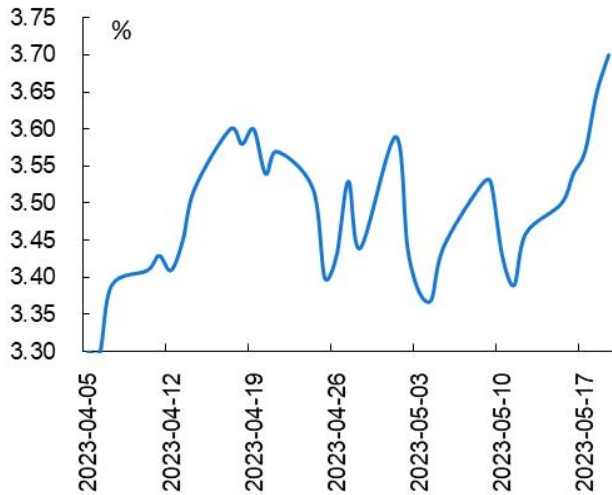
资料来源: Wind、重庆商报、财联社、证券日报网、观察者网、参考消息、中华网、长江云新闻、中国经营报、QuestMobile、华尔街见闻、经济观察网、福布斯中国、和讯网、界面新闻、每日经济新闻、中国金融新闻网、国海证券研究所

➤ 阶段性回调 1: 2023 年 4 月 7 日至 5 月 16 日

2023 年 4 月 7 日至 5 月 16 日，TMT 板块受外部流动性压制、地缘风险扰动以及 ChatGPT 概念热度退坡影响，绝对跌幅达-12.4%，相对市场跌幅-8.3%。核心压制因素来自两方面：一是前期（2023/3/3）美国将 28 家中国科技企业纳入实体清单，压制市场风险偏好。二是美联储加息催化下，10 年期美债收益率从 4 月初低点 3.3% 涨至 5 月 19 日 3.7%，从分母端对高估值科技资产形成压制。三是 4 月为上市公司业绩披露高峰期，前期引发市场高度关注与资金追捧的 ChatGPT 概念股估值较高，而业绩增速较慢导致资金热情消退，引发板块回调。

2023 年 5 月 16 日后科技板块反弹的核心驱动因素在于 AI 算力需求驱动下 800G 光模块龙头加速放量。2023 年 5 月 16 日至 6 月 15 日，TMT 板块绝对涨幅 8.6%，相对市场涨幅 8.5%。主要原因为 AI 算力驱动光模块需求释放，A 股通信公司积极布局 800G 光模块，部分龙头企业已量产或形成交付，大幅提升市场对通信板块未来业绩预期，进而推动板块上扬。

图 18: 10 年期美债收益率从 2023 年 4 月初低点 3.3% 涨至 5 月 19 日 3.7%



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 19: 2022Q4 与 2023Q1 ChatGPT 指数估值较高，而业绩增长较慢



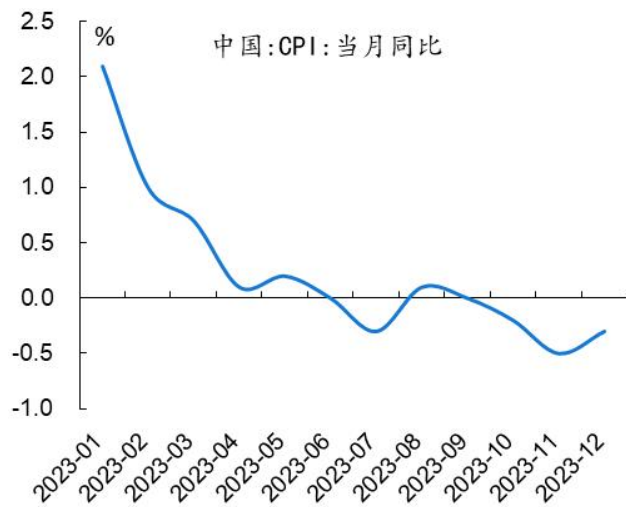
资料来源: Wind、国海证券研究所

➤ 相对深度调整 1: 2023 年 6 月 20 日至 10 月 23 日

2023 年 6 月 20 日至 10 月 23 日，科技板块整体表现低迷，绝对跌幅达-21%，跑输市场 9.3%，核心压制因素来自中美科技摩擦升级与国内弱复苏态势。7 月美国计划扩大对华半导体的出口限制，10 月进一步将 42 家中国科技企业列入实体清单，引起市场风险偏好变化。2023 年以来国内经济复苏不及预期，物价低位运行，人民币持续贬值，叠加 8 月碧桂园美元债利息违约引发信用风险担忧。

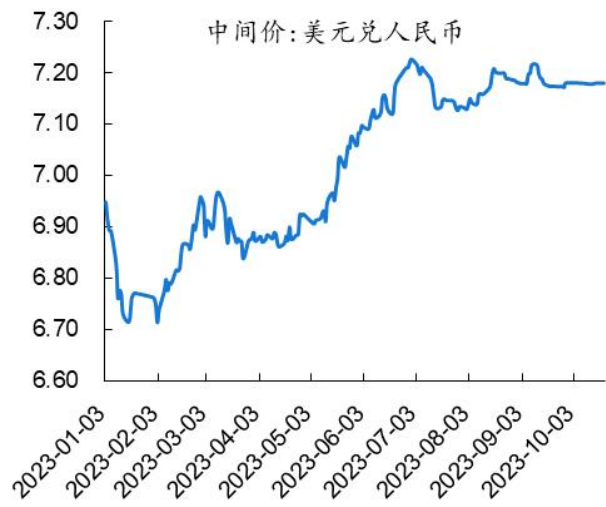
2023年10月23日至11月20日，汇金增持释放稳定资本市场信号，美联储暂停加息减缓分母端压制，A股科技板块迎来阶段性修复，期间传媒板块迎来明显反弹。本次科技行情修复的核心驱动来自10月11日汇金公司增持四大行，提振市场信心，叠加11月1日美联储暂停加息引发的流动性预期改善，高弹性科技赛道估值压力缓解。其中，传媒板块表现更为强劲，绝对涨幅15%，超额收益9.6%，10月18日上线的真人恋爱影视游戏《完蛋！我被美女包围了》迅速蹿红，叠加短剧市场在该时段加速扩张（QuestMobile数据显示，11月短剧应用行业活跃用户规模达到1.2亿，同比增长超过1,126%），共同推动传媒板块上涨。

图 20：2023 年中国物价整体低位运行



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 21：2023 年人民币汇率呈现持续贬值趋势



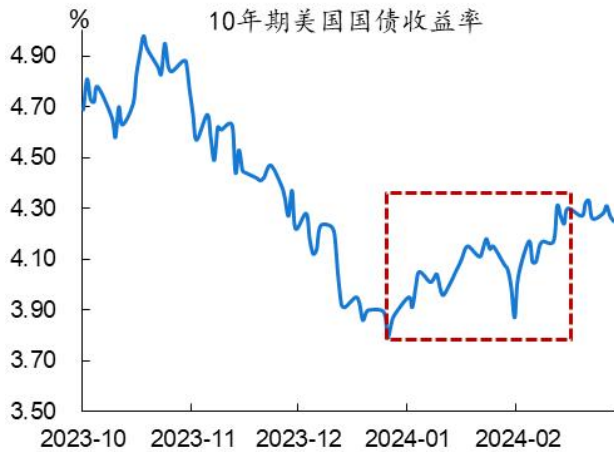
资料来源：Wind、国海证券研究所

➤ 相对深度调整 2：2023 年 11 月 20 日至 2024 年 2 月 5 日

2023 年 11 月 20 日至 2024 年 2 月 5 日，A 股科技板块全球流动性预期修正与雪球敲入的双重冲击，绝对跌幅达 31.7%，跑输市场 11.2%。2023 年末资金呈现从科技股等成长股转向防御型资产的风格切换特征，叠加 2024 年初市场对美联储降息的预期回落，2024 年 1 月 2 日至 2 月 15 日，10 年期美债收益率从 3.95% 快速反弹至 4.24%。此外，2024 年 1 月 17 日“雪球产品风波”下，微盘股指数明显下跌，综合影响科技股股价在该阶段跌幅显著。

2024 年 2 月 19 日至 3 月 15 日，A 股科技板块在产业技术迭代催化下迎来显著反弹。美国当地时间 2 月 15 日，OpenAI 发布 Sora 视频生成模型，激发了市场对 AI 应用拓展的想象，引发科技投资热潮。2024/2/19-3/15 期间科技 TMT 指数绝对涨幅 17.8%，相对市场实现超额收益 7.9%。

图 22: 2024 年初 10 年期美国国债收益率走高



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 23: 2024 年 1 月至 2 月初微盘股指数急速下跌



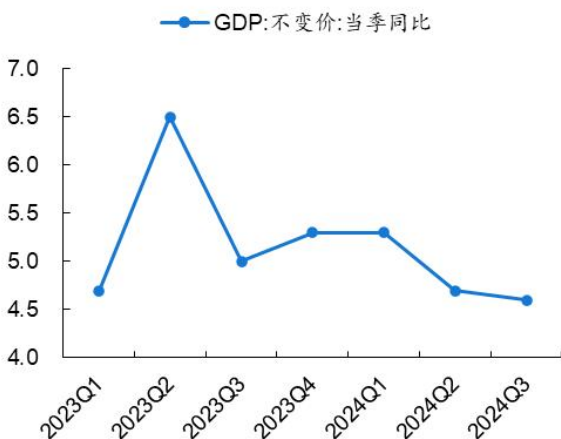
资料来源: Wind、国海证券研究所

➤ 相对深度调整 3: 2024 年 3 月 20 日至 9 月 18 日

2024 年 3 月 20 日至 9 月 18 日, 科技 (TMT) 板块绝对跌幅达 20.4%, 相对万得全 A 指数跑输 5.7%, 核心压制因素来自宏观经济修复趋缓与产业基本面疲弱的双重冲击。一方面, 2024Q2, GDP 同比增速放缓至 4.7%, 低于 2024Q1 的 5.3%, 弱于市场预期, 经济基本面承压拖累整体 A 股市场表现; 另一方面, 科技板块业绩连续两季失速, 2024Q1 与 Q2 计算机行业归母净利润同比分别下滑 24.2%和 85.3%, 电子行业归母净利润同比分别下滑 31%和 5.2%。

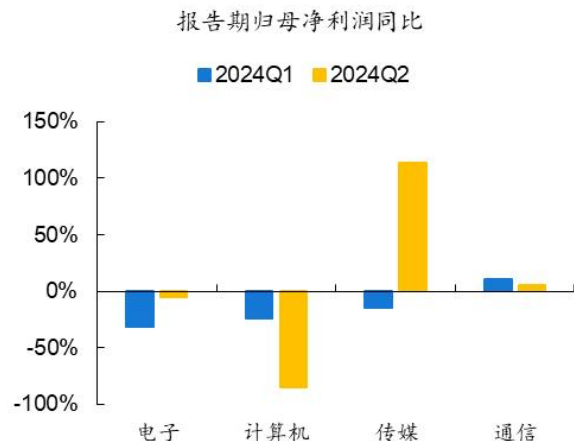
2024 年 9 月 24 日至 11 月 11 日, 市场整体在稳增长举措连续落地后迎来反攻, 高弹性科技板块反弹明显。2024 年 9 月 24 日, 国务院及央行同步推出“稳增长政策组合拳”, 大幅提振市场信心, A 股市场迎来普涨, 其中弹性较强的科技 (TMT) 板块绝对涨幅 59.3%, 相对市场实现绝对收益 21.4%。

图 24: 2024Q2 中国 GDP 增速放缓



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 25: 2024Q1/Q2 电子与计算机归母净利润同比负增长



资料来源: Wind、国海证券研究所

➤ 阶段性回调 2: 2024 年 11 月 13 日至 2025 年 1 月 6 日

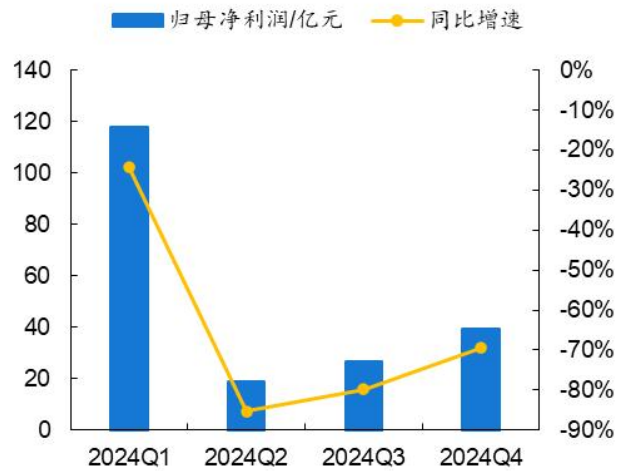
2024 年 11 月 13 日至 2025 年 1 月 6 日，科技（TMT）板块出现调整，绝对跌幅为 14.7%，跑输市场-3.9%。此次调整主要由计算机板块驱动，期间内绝对跌幅 20.6%，相对市场跌幅 9.8%，估值从 915.8x 降至 144x。2024 全年维度看，计算机板块业绩持续承压，归母净利润同比增速均呈负增长。临近年末市场呈现风格切换特征，资金从高估值成长板块向高股息防御性板块迁移，计算机板块受前期估值溢价与业绩预期修正双重压力，成为阶段性调仓主要承压点。

2025 年 1 月 13 日至 2 月 26 日，科技（TMT）板块上涨 23.9%，跑赢市场 9.2%。主因是 1 月 11 日 DeepSeekAPP 发布，上线 1 个月累计下载量突破 1 亿次（据每日经济新闻转引 QuestMobile 数据），1 月 20 日发布 R1 模型，其以超预期性能表现与极低的训练成本引发市场对 AI 技术迭代路径与商业变现能力的价值重估。

图 26: 2024/11/13-2025/1/6，计算机板块估值大幅下跌

| 板块 | 绝对跌幅 | 相对市场跌幅 | PE(TTM)变化幅度 |
|-----|--------|--------|-------------|
| 电子 | -13.6% | -2.8% | 6.2 |
| 计算机 | -20.6% | -9.8% | -771.7 |
| 传媒 | -11.0% | -0.2% | -4.9 |
| 通信 | -8.9% | 1.9% | 0.5 |

图 27: 2024 年计算机板块归母净利润及同比增速情况



资料来源: Wind、国海证券研究所

资料来源: Wind、国海证券研究所

4、风险提示

研究方法（历史回溯与比较研究法）的局限性，中美摩擦加剧，地缘政治突发风险，海外流动性宽松不及预期，早期历史数据存在个别缺失值，相关测算假设条件较少仅供参考，AI 发展进程不及预期等。

【策略研究小组介绍】

胡国鹏，研究所副所长，策略组首席分析师，15年策略研究经验，十四届新财富策略研究入围，西南财经大学金融学硕士，金融界《慧眼识券商》行业配置榜连续5年前五。2010-2014年策略高级分析师，2014-2021年首席分析师、所长助理。侧重经济形势分析、市场趋势研判和行业配置。

袁稻雨，策略联席首席分析师，5年策略研究经验，约翰霍普金斯大学硕士，侧重市场趋势研判与产业专题研究，国别比较等。

崔莹，策略分析师，对外经济贸易大学硕士，侧重政策跟踪与分析、产业专题研究等。

袁野，策略分析师，香港大学硕士，侧重美股、美债、港股等海外市场研究。

陈艺鑫，策略分析师，上海财经大学硕士，侧重大类资产配置、大势研判和贵金属研究等。

常毅翔，策略研究助理，中国科学技术大学硕士，侧重行业比较、专题研究等。

郭可凡，策略研究助理，新加坡国立大学硕士，侧重量化研究、行业配置、基金产品等。

【分析师承诺】

胡国鹏，袁稻雨，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不

构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。