

研报头条精华——掘金“科特估”



策略

“科特估”主线下
投资机会：电子、通
投资、新计、机、车、
石化、化工、医药、



国际

特朗普2.0下财政风
格方面的政策计划更
可能延续，进而会导
致更大的财政赤字。



国内

全会后3个月内，人民
币往往对美元贬值。全
会对大宗商品市场表
现的影响相对较小。



行业

传媒、北斗、计
算机

一、策略——掘金“科特估”

（一）“科特估”的政策背景

1.“科特估”顺应政策对于新质生产力发展的要求

“科特估”可以理解为“科技特色估值”，旨在对我国高科技企业估值体系进行重塑。

“科特估”顺应政策对于新质生产力发展的要求。

两会将新质生产力列为十大工作任务之首，金融支持科技产业政策频发。

“科特估”有望引领国内科技股重估。

表 1：中央对“新质生产力”的相关表态

时间	出处/文件	内容表述/政策/部署
2023/9/7	新时代推动东北全面振兴座谈会	“积极培育新能源、新材料、先进制造、电子信息等战略性新兴产业，积极培育未来产业，加快形成新质生产力，增强发展新动能。”
2023/12/11	中央经济工作会议	中央经济工作会议提出，要以科技创新推动产业创新，特别是以颠覆性技术和前沿技术催生新产业、新模式、新动能，发展新质生产力。
2024/1/18	《关于推动未来产业创新发展的实施意见》	到 2025 年，未来产业技术创新、产业培育、安全治理等全面发展，部分领域达到国际先进水平，产业规模稳步提升。全面布局未来产业。把握全球科技创新和产业发展趋势，重点推进未来制造、未来信息、未来材料、未来能源、未来空间和未来健康六大方向产业发展。
2024/1/30	国家金融监督管理总局 2024 年工作会议	精准高效服务经济社会发展，统筹做好“五篇大文章”，更好服务新质生产力和现代化产业体系建设，着力支持扩大有效需求，持续增强普惠金融服务能力，切实提升金融消保工作质效。
2024/1/31	第十一次集体学习	中共中央总书记习近平在主持学习时强调，“发展新质生产力是推动高质量发展的内在要求和重要着力点，必须继续做好创新这篇大文章，推动新质生产力加快发展”。
2024/2/2	国务院国资委	近期部署 2024 年投资工作，推动国资央企聚焦主责主业、发展实体经济，积极扩大有效投资，优化投资布局结构，其中加快布局培育新质生产力是着力重点之一。
2024/2/17	国家开发银行	国家开发银行发挥中长期融资优势，围绕服务以科技创新引领现代化产业体系建设，2023 年发放先进制造业及战略性新兴产业贷款 5518 亿元，重点支持了新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源汽车、节能环保、新能源、生物医药等领域发展，助力加快发展新质生产力。
2024/3/5	《政府工作报告》	《政府工作报告》提出，大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力。加快前沿新兴氢能、新材料、创新药等产业发展，积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎。制定未来产业发展规划，开辟量子技术、生命科学等新赛道。开展“人工智能+”行动。
2024/4/27	证监会就贯彻落实新“国九条”推动新质生产力发展开展专题调研	市场各参与方和证监会系统单位要以贯彻落实新“国九条”为契机，坚守资本市场工作的政治性、人民性，提升专业性，以强监管、防风险、促高质量发展为主线，坚持市场化法治化方向，尊重规律，尊重规则，持续深化资本市场改革，推动股票发行注册制改革持续推进、走深走实，提升对新产业新业态新技术的包容性，促进新质生产力发展。
2024/6/1	《发展新质生产力是推动高质量发展的内在要求和重要着力点》	发展新质生产力是推动高质量发展的内在要求和重要着力点。新质生产力是创新起主导作用，摆脱传统经济增长方式、生产力发展路径，具有高科技、高效能、高质量特征，符合新发展理念的先进生产力质态。

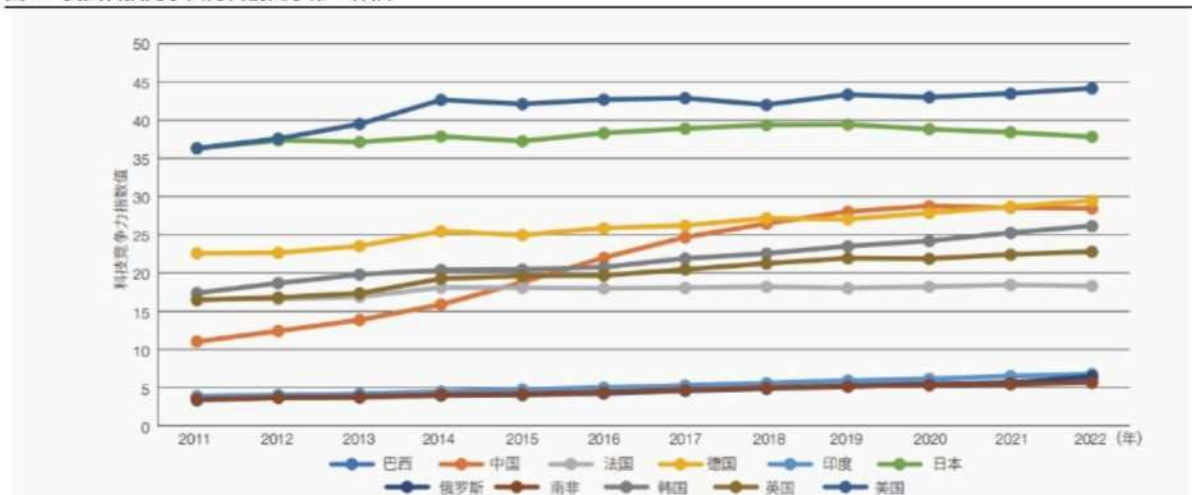
资料来源：中国政府网，新华社等，光大证券研究所整理

2.当前国内科技产业的发展前景

与美、日等科技领先国家相比，我国科技产业发展目前存在一定差距。

不过我国科技产业也在不断追赶，经过多年发展，科技竞争力已经从第二梯队末位跻身梯队前列。

图 1：我国科技竞争实力目前处于第二梯队

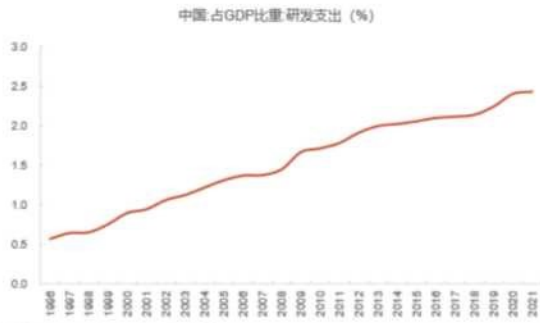


资料来源：《国家科技竞争力测度、演进与国际比较》(陈凯华，温馨，张超)，光大证券研究所

政策对于科技产业的发展也高度重视。

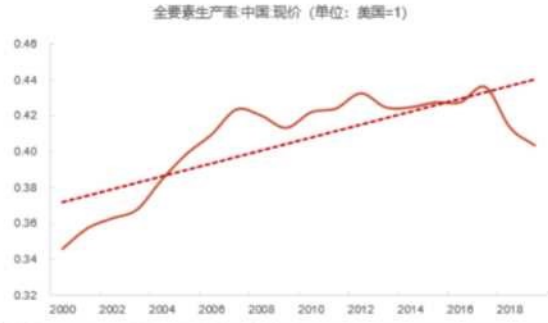
未来我国科技产业有望持续壮大，并成为支撑国内经济增长的重要动力。

图 2：我国研发支出占 GDP 比重在持续抬升



资料来源：wind，光大证券研究所

图 3：我国全要素生产率与美国的差距也呈现缩小趋势



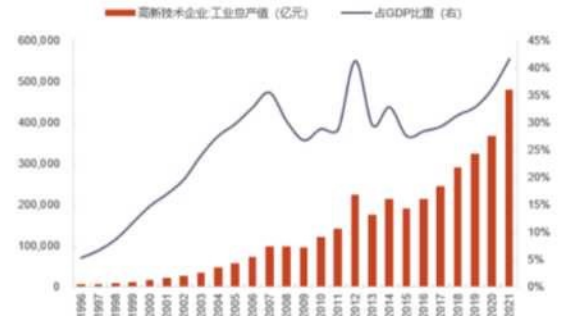
资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截至 2019 年

图 4：2020-2050 年中国和美国科技强国指数发展预测



资料来源：《科技强国评价指标体系构建及初步分析》²预测，光大证券研究所

图 5：我国高新技术产业产值逐年持续抬升



资料来源：Wind，光大证券研究所

3.国内科技产业整体估值与海外相比仍有差距

国内科技产业当前整体估值明显低于海外，尤其是 PB 估值，甚至远低于纳斯达克 100 指数长期中枢。

由于国内科技产业发展成熟度低于美国，这种估值的倒挂并非正常现象。

海外制裁扰动下对未来发展的担忧或是造成低估的主要因素。

增量资金缺乏导致的存量博弈可能是另一个影响因素。

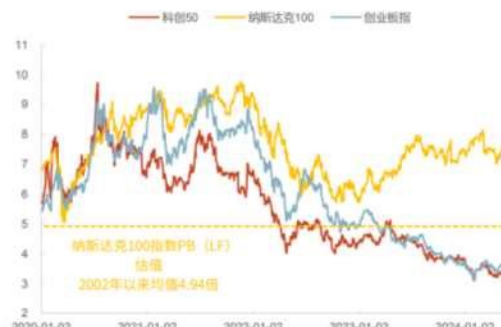
此外，股市融资端结构的变化或许也会对科技板块估值产生影响。

图 6：科创 50 的 PS 估值当前显著低于纳斯达克 100



资料来源：wind，光大证券研究所。数据截至 2024 年 6 月 12 日

图 7：科创 50 的 PB 估值近几年也明显低于纳斯达克 100



资料来源：wind，光大证券研究所。数据截至 2024 年 6 月 12 日

图 8：公募基金近两年发行较为低迷

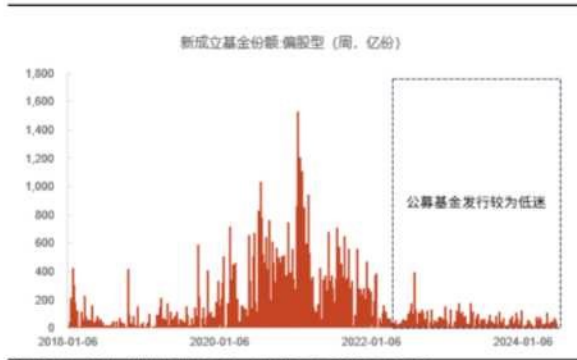
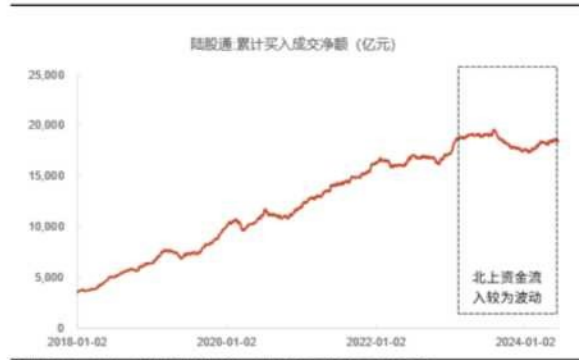


图 9：北上资金 23 年以来的流入情况较为波动



展望未来，我国科技产业估值在“科特估”概念催化下或将逐渐得到重塑。

一方面，政策高度重视，叠加自主可控持续突破，海外制裁的影响将会逐渐弱化。

另一方面，资本市场高质量发展的趋势下，资金面也将持续好转，科技板块融资占比也有望抬升。

图 11：大基金三期于 2024 年 5 月 24 日成立



图 12：国务院《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》主要内容

主要举措	预期内容
总体部署	以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻落实党的二十大精神，按照新发展格局，全面深化改革开放，规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。
严格发行上市准入关	进一步压实发行上市制度，强化发行上市主体责任，加大发行上市监管力度，加强信息披露和公司治理监管。
严格上市公司持续监管	健全完善退市制度体系，强化上市公司退市监管，强化上市公司退市监管。
加大市场监管力度	强化市场监管力度，加大违法违规打击力度，及时查处违法违规行为，维护市场秩序。
加强证券基金机构监管	强化证券基金机构监管，健全完善机构监管体系，强化证券基金机构监管。
推动行业自律发展	推动行业自律发展，健全完善行业自律体系，强化行业自律监管。
加大金融监管力度	加大金融监管力度，健全完善金融监管体系，强化金融监管。
大力推动中长期资金入市	大力推动中长期资金入市，健全完善中长期资金入市制度，强化中长期资金入市监管。
持续优化上市公司治理	持续优化上市公司治理，健全完善上市公司治理体系，强化上市公司治理监管。
进一步全面深化改革	进一步全面深化改革，健全完善全面深化改革体系，强化全面深化改革监管。
推动形成促进资本市场高质量发展的合力	推动形成促进资本市场高质量发展的合力，健全完善促进资本市场高质量发展体系，强化促进资本市场高质量发展监管。

资料来源：中国政府网站, 光大证券研究所整理

图 13：近几个季度 IPO 对股市资金的分流明显减少

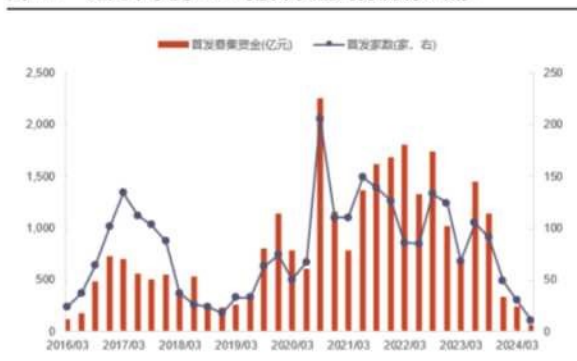
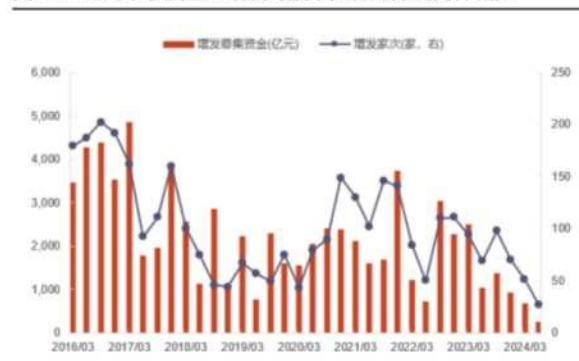


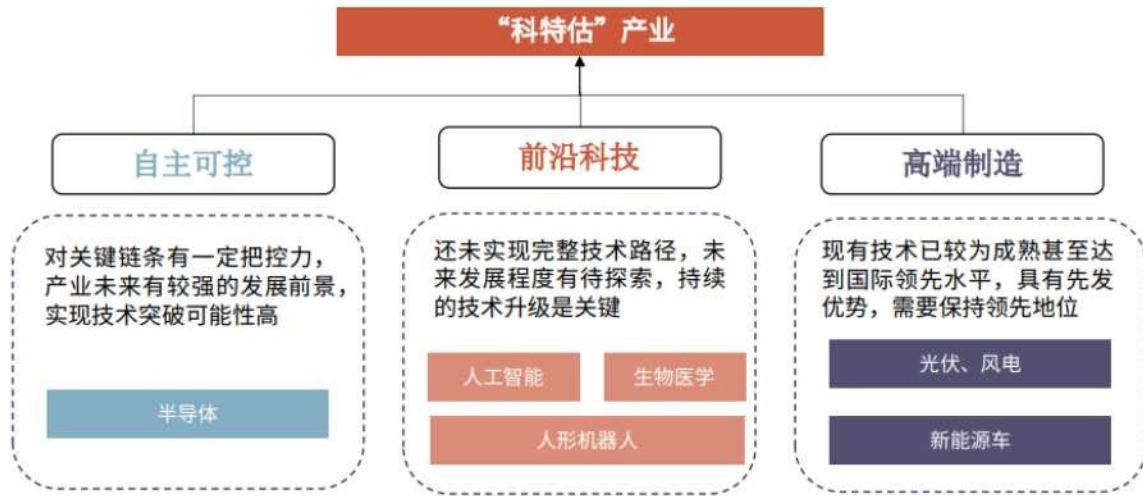
图 14：近几个季度企业增发对股市资金的分流同样减少



（二）从政策看“科特估”相关的产业方向

“科特估”核心产业方向可以分为自主可控、前沿科技以及高端制造三类。

图 15：“科特估”核心产业方向可以分为三类



资料来源：光大证券研究所绘制

1. 自主可控：发展势在必行

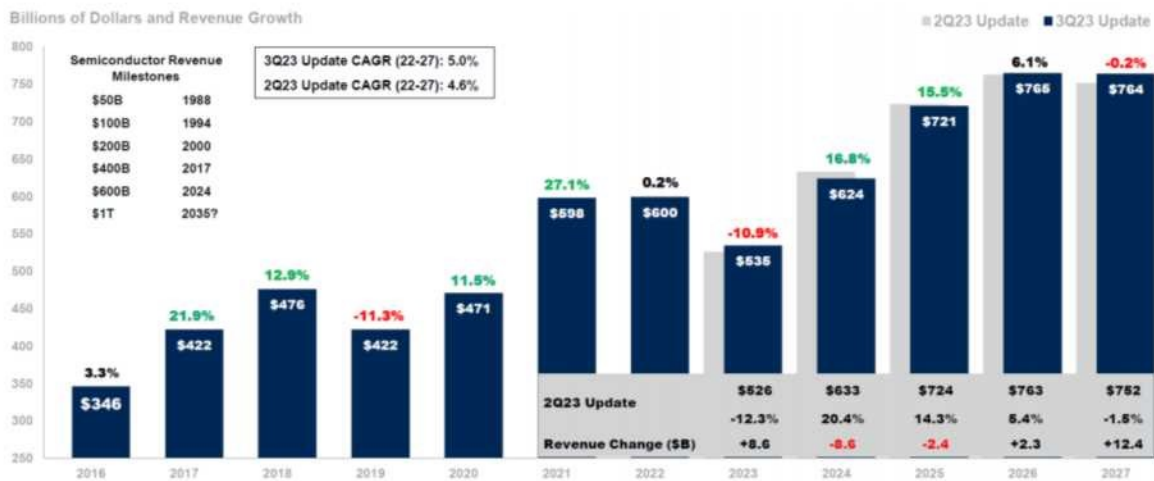
自主可控产业主要包括半导体设备与材料、信创、卫星通信元器件等，是我国技术升级的要点行业。

半导体产业发展不仅驱动我国经济增长，更与国家安全密切相关。

政策给予我国半导体产业实际资金支持，助力“卡脖子”技术突破。

2024 年全球半导体销售有望迎来复苏，未来销售预期改善可观。

图 17：全球半导体收入预测



资料来源：Gartner 2023Q3 预测 注：2023—2027 年为 Gartner 2023Q3 预测

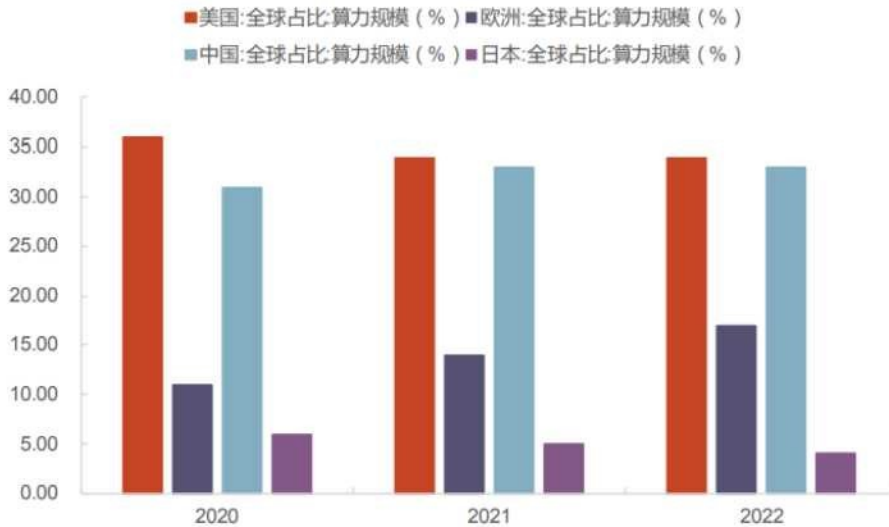
2. 前沿科技：技术持续升级

前沿科技产业主要包括人工智能、生物医学以及人形机器人等，技术持续升级是关键。

AI浪潮下，全球信息技术产业技术突破不断涌现。

伴随AI技术快速迭代，我国算力产业有望持续收益。

图 18：我国算力规模占比全球领先



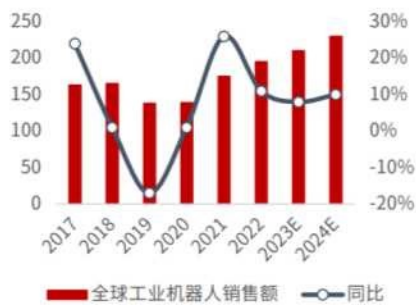
资料来源：Wind，光大证券研究所

全球机器人市场规模持续增长。

我国重视人形机器人产业的发展，为人形机器人产业的创新和成长提供了良好的环境。

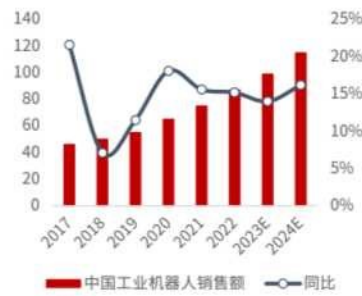
国产人形机器人研发进展快速，硬件层面拥有全球竞争力。

图 19：2017-2024 年全球工业机器人销售额及增长率



资料来源：IFR，中国电子学会；单位：亿美元

图 20：2017-2024 年中国工业机器人销售额及增长率



资料来源：IFR，中国电子学会；单位：亿美元

生物医药产业是我国生物经济首要发展领域。

生物医学产业技术持续实现突破，加速迈入成长期。

3. 高端制造：已具先发优势

我国高端制造产业已具先发优势，新能源行业是典型案例。

光伏、风电、新能源车等新能源领域已具备先发优势。

政策鼓励下新能源制造出海可能成为新的增长点。

我国新能源领域技术研发与突破持续快速进行。

图 21: 我国新能源发电占比稳步提升



图 22: 近年新能源车产销快速增长

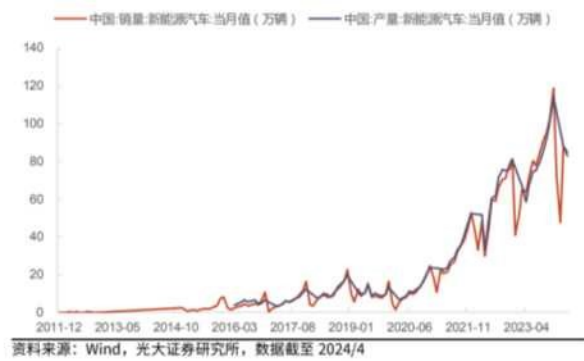


图 23: 新能源车与光伏出口稳步增长



(三) 电子: 看好 AI 和半导体未来趋势

1. 新质生产力重中之重, 大基金成立彰显了中国对半导体产业发展的强力支持

求是网近期外发多篇关于新质生产力专题文章, 包括《深刻认识习近平总书记关于发展新质生产力的重要论述的重大意义》、《发展新质生产力的实现路径在哪里》、《我国发展新质生产力有哪些优势和条件》、《发展新质生产力、推进新型工业化的重点任务》、《科技创新是发展新质生产力的核心要素》等。我们经过重点学习后, 这些文章的核心观点如下:

深刻认识习近平总书记关于发展新质生产力的重要论述的重大意义。

培育发展新质生产力要牢牢把握科技创新这一核心要素。

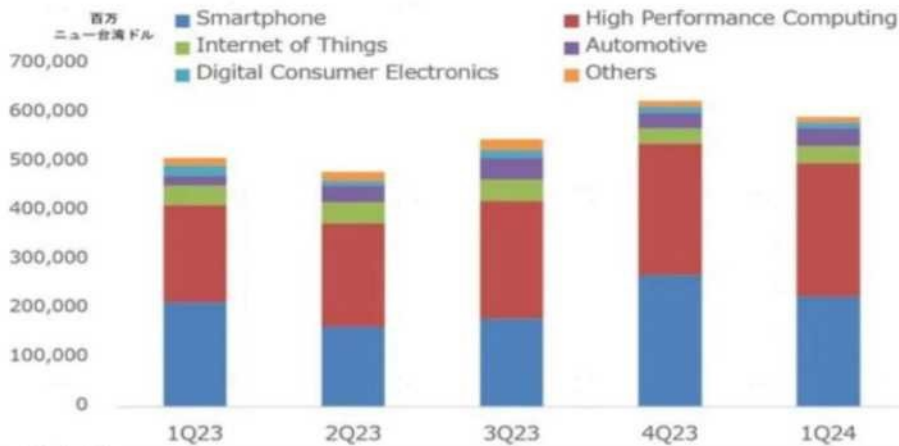
大力推进工程科技创新，加快培育和发展新质生产力。

大基金成立彰显了中国对半导体产业发展的强力支持。

大基金三期成立，注册资本高达 3440 亿元。

台积电销售额触底复苏，HPC 销量进一步提升。

图 24：台积电各季度收入构成（按应用场景；单位：百万新台币）



资料来源：台积电公告

24Q1CIS/封测等领域快速复苏。

表 3：半导体行业 2024Q1 归母净利润增速排名

24Q1 净利增速排名	行业	子行业	总市值(亿元)	净利润(亿元)					同比增速 (%)				
				23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
1	半导体	CIS	1755	0.44	0.20	2.89	2.65	6.02	-96%	-99%	扭亏	扭亏	1269%
2	半导体	封测	1905	1.45	7.47	9.43	13.09	5.08	-92%	-58%	-41%	29%	251%
3	半导体	前道设备和零部件	4758	15.94	28.87	22.50	30.52	18.99	168%	88%	3%	25%	19%
4	半导体	红外	492	0.79	2.33	1.29	-2.66	0.67	-75%	77%	-19%	N/A	-15%
5	半导体	材料	2588	10.73	13.30	9.78	4.74	7.56	-14%	-20%	-28%	-57%	-30%
6	半导体	功率半导体	1802	12.43	8.88	8.20	14.70	5.86	-27%	-57%	-56%	-12%	-53%
7	半导体	后道设备	488	0.29	2.28	0.03	1.46	-0.01	-88%	-51%	-99%	-58%	-104%
8	半导体	模拟	1721	1.16	-1.89	-2.45	3.19	-1.42	-91%	-115%	-139%	97%	-222%
9	半导体	EDA	619	0.25	0.83	0.86	0.79	-0.52	851%	46%	-27%	-55%	-309%
10	半导体	存储	2281	-1.14	-1.48	-2.63	0.34	12.39	-108%	-108%	-129%	扭亏	扭亏
11	半导体	射频	698	-0.32	1.53	3.75	3.30	1.11	-108%	-17%	129%	529%	扭亏
12	半导体	数字	3482	-2.63	9.15	2.05	-56.47	7.28	-116%	-63%	-80%	-22279%	扭亏
13	半导体	第三代	593	-0.23	0.14	1.82	-2.05	2.22	N/A	-75%	935%	-488%	扭亏
14	半导体	数字-GPU和CPU	3245	-1.58	1.80	-1.19	2.42	-0.24	N/A	85%	N/A	扭亏	N/A
15	半导体	代工	902	-7.26	-1.86	-0.57	-2.22	-1.50	-165%	-115%	-110%	N/A	N/A
16	半导体	MEMS	309	-0.18	-0.39	0.61	1.42	-0.33	-148%	-224%	184%	扭亏	N/A

资料来源：Wind、光大证券研究所整理；注：(1) 注：各细分板块内细分公司参照光大证券电子行业重点公司分类。(2) 市值时间为 2024 年 6 月 12 日。(3) 负负数据之间的净利润同比增速用“N/A”表示，正负数据之间的净利润同比增速用“扭亏”表示。

库存持续去化，模拟行业底部已现。

2. 半导体及 AI 重点公司估值情况

表 4：半导体行业重点公司 2023-2026 年归母净利润及 PE 估值

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
688012.SH	中微公司	899.91	17.86	20.30	26.17	34.11	50	44	34	26
002371.SZ	北方华创	1,725.77	38.99	56.92	76.85	98.48	44	30	22	18
300567.SZ	精测电子	167.42	1.50	2.71	3.84	5.12	112	62	44	33
603690.SH	至纯科技	96.94	3.77	5.36	6.92	8.40	26	18	14	12
688037.SH	芯源微	151.01	2.51	3.42	4.75	5.92	60	44	32	26
688082.SH	盛美上海	365.12	9.11	11.52	14.88	18.58	40	32	25	20
688072.SH	拓荆科技	394.91	6.63	8.27	11.38	14.89	60	48	35	27
688120.SH	华海清科	322.95	7.24	10.03	13.16	16.32	45	32	25	20
600641.SH	万业企业	120.24	1.51	1.83	2.32	2.93	80	66	52	41
300604.SZ	长川科技	200.95	0.45	4.96	7.77	9.61	445	40	26	21
688200.SH	华峰测控	145.59	2.52	3.37	4.28	5.44	58	43	34	27
300480.SZ	光力科技	63.04	0.69	1.05	1.42	1.71	91	60	45	37
603061.SH	金海通	39.65	0.85	1.28	1.74	2.09	47	31	23	19
002409.SZ	雅克科技	294.60	5.79	9.91	13.38	17.38	51	30	22	17
603004.SH	鼎龙股份	44.14	1.74	2.28	2.86	3.87	25	19	15	11
688019.SH	安集科技	167.90	4.03	4.87	6.24	7.69	42	34	27	22
603650.SH	彤程新材	198.54	4.07	4.93	5.99	7.13	49	40	33	28
300236.SZ	上海新阳	107.96	1.67	2.09	2.93	3.81	65	52	37	28
688035.SH	德邦科技	48.15	1.03	1.41	1.88	2.37	47	34	26	20
688233.SH	神工股份	34.66	-0.69	0.50	1.87	3.36	N/A	69	19	10
688138.SH	清溢光电	59.84	1.34	1.85	2.31	3.03	45	32	26	20
688401.SH	路维光电	53.65	1.49	2.10	2.79	3.46	36	26	19	16
300666.SZ	江丰电子	138.98	2.55	3.39	4.58	6.19	54	41	30	22
300661.SZ	圣邦股份	373.43	2.81	4.44	7.09	9.61	133	84	53	39
688601.SH	力芯微	55.70	2.01	2.74	3.48	3.94	28	20	16	14
603501.SH	韦尔股份	1,223.07	5.56	29.13	42.01	54.84	220	42	29	22
300782.SZ	卓胜微	484.16	11.22	13.71	17.56	20.64	43	35	28	23
688008.SH	澜起科技	588.99	4.51	13.50	21.67	28.42	131	44	27	21
603986.SH	兆易创新	577.54	1.61	10.63	15.91	20.22	358	54	36	29
688525.SH	佰维存储	251.31	-6.24	5.63	7.63	8.06	N/A	45	33	31
001309.SZ	德明利	125.21	0.25	6.89	6.27	7.68	501	18	20	16
301308.SZ	江波龙	390.90	-8.28	11.88	13.51	17.34	-47	33	29	23
300475.SZ	香农芯创	154.11	3.78	4.47	5.64	7.86	41	34	27	20
300857.SZ	协创数据	139.84	2.87	5.80	7.40	10.11	49	24	19	14
600584.SH	长电科技	516.07	14.71	22.31	30.40	36.06	35	23	17	14
002156.SZ	通富微电	370.02	1.69	9.34	12.86	16.80	218	40	29	22
688691.SH	灿芯股份	69.00	1.70	\	\	\	40	\	\	\
688521.SH	芯原股份	166.82	-2.96	0.16	1.09	2.74	N/A	1016	154	61

资料来源：Wind，光大证券研究所；注：1) 24-26 年归母净利润为 wind 一致预期；2) 股价时间：2024 年 6 月 12 日；注：PE 为负数用 "N/A" 表示；无 wind 一致预期用 "广" 表示

表 5: AI 领域重点公司 2023-2026 年归母净利润及 PE 估值

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
688256.SH	寒武纪	790.70	-8.48	-4.62	-1.43	0.77	N/A	N/A	N/A	1026
688041.SH	海光信息	1,648.89	12.63	17.23	23.68	32.07	131	96	70	51
002156.SZ	通富微电	370.02	1.69	9.34	12.86	16.80	218	40	29	22
300308.SZ	中际旭创	1,336.54	21.74	49.24	66.28	84.34	61	27	20	16
300502.SZ	新易盛	651.35	6.88	14.71	21.32	29.41	95	44	31	22
300394.SZ	天孚通信	486.72	7.30	13.62	19.91	26.90	67	36	24	18
000034.SZ	神州数码	190.16	11.72	14.22	17.30	20.53	16	13	11	9
600498.SH	烽火通信	188.37	5.05	7.06	9.14	11.43	37	27	21	16
301236.SZ	软通动力	375.27	5.34	7.40	9.82	11.38	70	51	38	33
002929.SZ	润建股份	87.41	4.39	6.05	7.78	9.49	20	14	11	9
002947.SZ	恒铭达	72.53	2.81	4.45	6.45	8.66	26	16	11	8
301013.SZ	利和兴	24.15	-0.38	0.84	1.15	1.50	N/A	29	21	16
601138.SH	工业富联	4,840.86	210.40	252.86	301.97	342.08	23	19	16	14
000977.SZ	浪潮信息	527.61	17.83	21.57	26.40	31.20	30	24	20	17
603296.SH	华勤技术	598.93	27.07	30.45	35.56	40.66	22	20	17	15
000063.SZ	中兴通讯	1,224.45	93.26	105.49	118.65	131.83	13	12	10	9
300857.SZ	协创数据	139.84	2.87	5.80	7.40	10.11	49	24	19	14
002475.SZ	立讯精密	2,399.58	109.53	137.60	172.94	206.49	22	17	14	12
002130.SZ	沃尔核材	171.72	7.00	8.45	10.13	11.57	25	20	17	15
002463.SZ	沪电股份	629.35	15.13	22.42	28.00	33.34	42	28	22	19
002916.SZ	深南电路	495.95	13.98	17.39	20.78	24.89	35	29	24	20
600183.SH	生益科技	476.69	11.64	17.64	21.58	25.19	41	27	22	19
300476.SZ	胜宏科技	256.48	6.71	11.61	14.91	17.99	38	22	17	14
002913.SZ	奥士康	82.55	5.19	\	\	\	16	\	\	\
600584.SH	长电科技	516.07	14.71	22.31	30.40	36.06	35	23	17	14
300232.SZ	洲明科技	58.53	1.44	4.34	5.79	4.72	41	13	10	12
688322.SH	奥比中光	110.00	-2.76	-1.43	-0.05	1.07	N/A	N/A	N/A	103
301280.SZ	珠城科技	39.01	1.47	2.05	2.49	3.07	27	19	16	13
002415.SZ	海康威视	3,067.90	141.08	166.40	192.79	221.50	22	18	16	14
002236.SZ	大华股份	537.00	73.62	40.00	47.44	54.61	7	13	11	10
688036.SH	传音控股	981.83	55.37	65.08	77.19	90.54	18	15	13	11
002351.SZ	漫步者	114.69	4.20	5.37	6.36	7.66	27	21	18	15
688111.SH	金山办公	1,220.11	13.18	16.68	21.95	28.49	93	73	56	43
688088.SH	虹软科技	122.41	0.88	1.40	1.93	2.56	138	87	63	48
300130.SZ	新国都	109.95	7.55	9.41	11.71	14.09	15	12	9	8

资料来源: Wind, 光大证券研究所; 注: 1) 24-26 年归母净利润为 wind 一致预期; 2) 股价时间: 2024 年 6 月 12 日 注: PE 为负数用 "N/A" 表示; 无 wind 一致预期用 "-" 表示

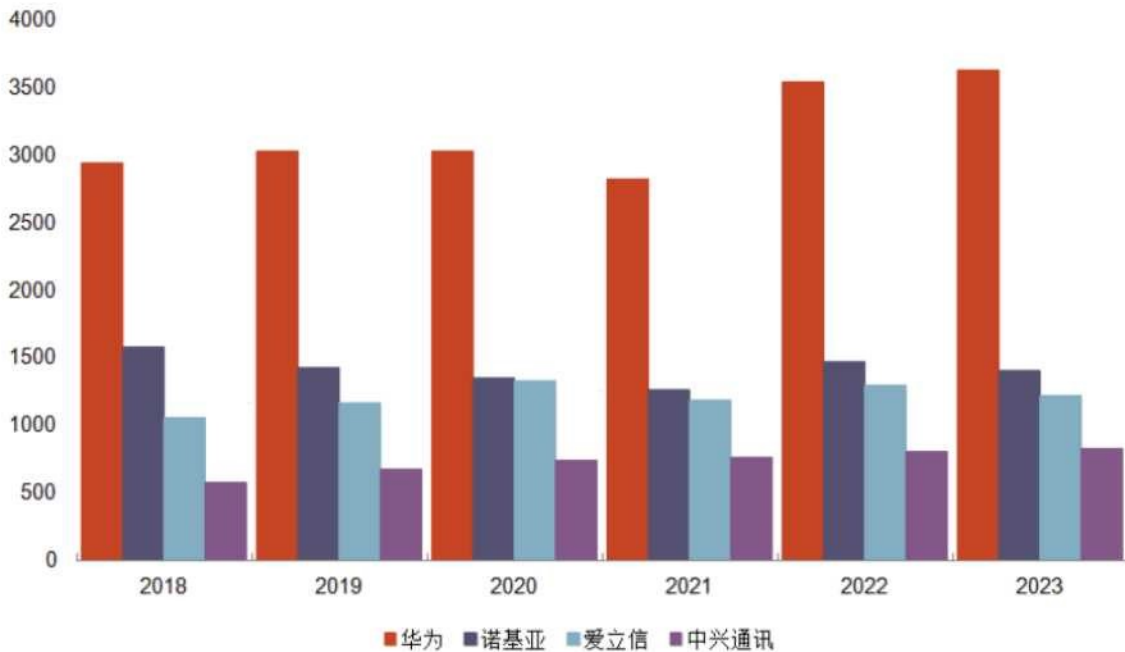
3.投资建议: 看好半导体和 AI 未来趋势

(四) 通信: 重点关注通信国产替代

1.新质生产力重中之重, 重点关注通信芯片国产化

华为中兴全球通信业地位显著。

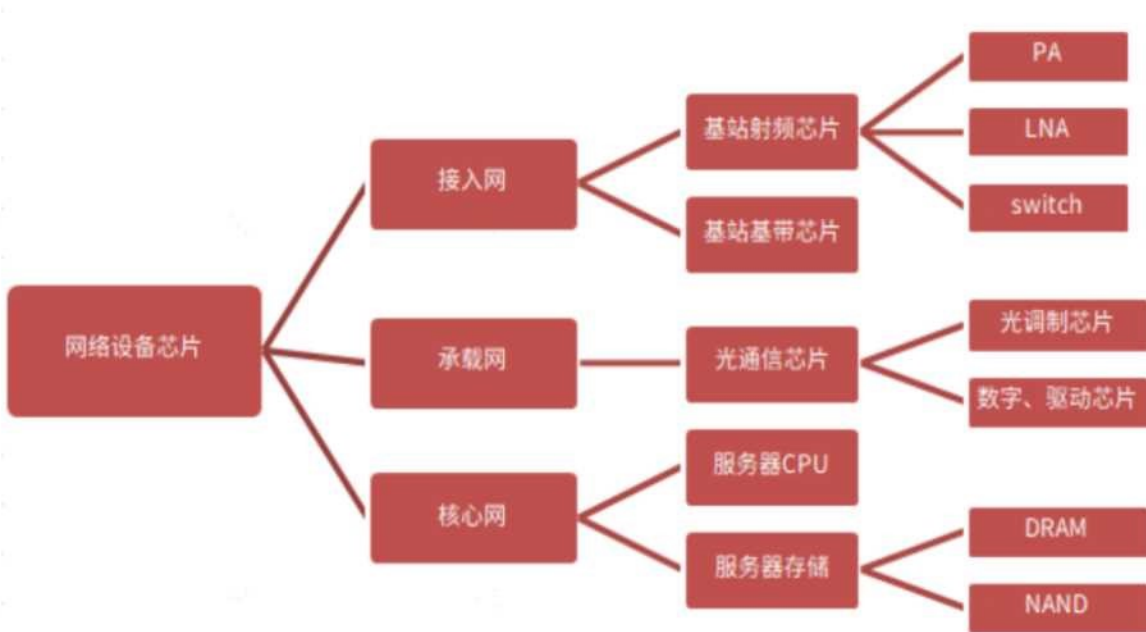
图 25：全球 4 大通信主设备商 2018~2023 年运营商网络相关业务收入（单位：亿元）



资料来源：Wind，华为年报，光大证券研究所整理 注：（1）诺基亚营收单位为欧元，爱立信营收单位为瑞典克朗，已根据 Wind 汇率统一换算成人民币；（2）华为 2022 年起按业务方向公布营收，我们把运营商业务归类为 ICT 基础设施业务

通信涉及芯片众多，是半导体产业链的重要下游应用之一。

图 26：通信设备中的核心芯片



资料来源：光大证券研究所整理

基带芯片：华为中兴芯片设计能力领先，但晶圆厂成为瓶颈。

射频芯片：完全国产化成功率高。

光芯片：是通信速率的关键因素，国内企业落后 1~2 代，铌酸锂或成为弯道超车方向。

服务器 CPU：数字芯片高度依赖先进制程，国内晶圆厂突破成为关键。

存储芯片：已实现量产，产品扩张升级则依赖半导体设备及材料的国产化进程。

2024 年一季度通信行业整体业绩稳步增长，其中专网、物联网、光模块、PCB、AI 供应链表现亮眼。

表 6：通信子行业 2024Q1 归母净利润增速排名（单位：亿元，%）

24Q1 净利润增速排名	子行业	2023 年单季度归母净利润（亿元）				2024 年单季度归母净利润（亿元）	同比增速（%）		
		23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q3	23Q4	24Q1
1	专网	-0.43	1.91	1.14	-4.97	2.48	-70%	-506%	扭亏
2	物联网	0.03	1.99	2.67	2.29	2.86	-7%	146%	11083%
3	光模块	10.94	14.02	14.79	18.07	21.41	-6%	40%	96%
4	PCB	9.11	12.33	16.42	14.78	16.08	17%	16%	77%
5	AI 供应链	48.36	62.85	92.32	114.74	77.71	26%	9%	61%
6	企业通信	5.77	8.38	7.41	-22.24	6.82	-26%	N/A	18%
7	服务器供应链	33.33	36.32	35.20	32.78	37.36	-11%	21%	12%
8	运营商	383.17	634.53	384.14	302.00	406.53	5%	-1%	6%
9	主设备	26.80	29.92	24.97	16.62	27.82	5%	22%	4%
10	IDC	9.13	10.27	10.47	2.88	9.02	34%	扭亏	-1%
11	连接器和线缆光缆	23.06	23.92	22.99	10.82	20.19	5%	6%	-12%
12	光纤光缆	14.04	24.07	15.33	12.23	12.07	-1%	2%	-14%
13	交换机	5.71	7.44	5.27	4.70	4.54	-41%	9%	-20%
14	卫星通信	4.80	8.59	4.66	1.25	2.92	-36%	-87%	-39%
15	北斗导航	1.38	4.99	1.56	6.62	0.44	-16%	753%	-68%
16	天线射频	0.59	0.68	0.00	-1.32	-0.54	-100%	-333%	-192%
17	网络可视化	-0.91	-0.97	-1.04	2.79	-0.32	N/A	-24%	N/A

资料来源：Wind、光大证券研究所整理；注：（1）注：各细分板块内组分公司参照光大证券电子行业重点公司分类。（2）负负数据之间的净利润同比增速用“N/A”表示，正负数据之间的净利润同比增速用“扭亏”表示。

2. 通信行业重点公司估值情况

表 7：通信行业重点公司 2023-2026 年归母净利润及 PE 估值

股票代码	股票简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
600941.SH	中国移动	14,655.99	1,317.66	1,415.79	1,512.43	1,608.37	11	10	10	9
601728.SH	中国电信	5,062.82	304.46	333.04	364.13	397.33	17	15	14	13
600050.SH	中国联通	1,405.59	81.73	92.47	103.23	114.40	17	15	14	12
300308.SZ	中际旭创	1,336.54	21.74	49.24	66.28	84.34	61	27	20	16
000063.SZ	中兴通讯	1,224.45	93.26	105.49	118.65	131.83	13	12	10	9
000938.SZ	紫光股份	657.53	21.03	25.28	30.63	35.52	31	26	21	19
300502.SZ	新易盛	651.35	6.88	14.71	21.32	29.41	95	44	31	22
600522.SH	中天科技	494.88	31.17	38.37	46.31	52.62	16	13	11	9
300442.SZ	润泽科技	487.10	17.62	22.67	32.44	41.23	28	21	15	12
300394.SZ	天孚通信	486.72	7.30	13.62	19.91	26.90	67	36	24	18
300628.SZ	亿联网络	462.81	20.10	24.28	29.01	35.10	23	19	16	13
600487.SH	亨通光电	358.17	21.54	27.11	32.94	39.23	17	13	11	9
688475.SH	萤石网络	313.11	5.63	7.16	8.90	10.93	56	44	35	29
002465.SZ	海格通信	265.80	7.03	8.68	10.98	13.70	38	31	24	19
002281.SZ	光迅科技	260.34	6.19	8.11	10.40	13.20	42	32	25	20
003031.SZ	中瓷电子	214.93	4.90	6.63	9.01	11.68	44	32	24	18
600498.SH	烽火通信	188.37	5.05	7.06	9.14	11.43	37	27	21	16
688100.SH	威胜信息	184.60	5.25	6.76	8.41	10.35	35	27	22	18

资料来源：Wind、光大证券研究所；注：1) 24-26 年归母净利润为 wind 一致预期；2) 股价时间：2024 年 6 月 12 日

3. 投资建议：看好 AI、高分红投资主线

(五) 计算机：看好计算机板块迎来阶段性反弹

1. 紧抓新质生产力本质，关注传统产业改造、新兴产业培育及未来产业建设三大方面

2024Q1，AI 及智能制造板块表现较优秀，营收及净利润增速居前。

表 8：计算机分板块 2023 年及 2024 年一季度收入和利润增速

板块名称	营业收入 (亿元)			营收同比增速			归母净利润 (亿元)			归母净利润同比增速		
	22A	23A	24Q1	22A	23A	24Q1	22A	23A	24Q1	22A	23A	24Q1
数字政府	2300	2233	472	1%	-3%	20%	55	-24	-17	-36%	转为亏损	亏损扩大
数字产业	138	151	25	13%	10%	5%	18	23	-0.3	-30%	28%	转为亏损
网络安全	370	357	51	5%	-4%	-9%	17	-9	-20	-40%	转为亏损	亏损扩大
金融 IT	642	689	129	7%	7%	2%	41	51	2	-29%	24%	-69%
第三方支付	171	180	40	-5%	5%	-9%	-18	22	7	转为亏损	由亏转盈	-2%
云计算	1138	1127	268	5%	-1%	50%	45	32	3	-5%	-29%	113%
汽车 IT	419	452	93	-3%	8%	15%	7	9	-3	-83%	29%	转为亏损
智能制造	850	981	264	28%	15%	21%	64	48	6	21%	-25%	20%
信创	2301	2364	526	-1%	3%	3%	47	50	6	-31%	7%	176%
医疗 IT	125	122	21	-1%	-3%	-11%	-6	-13	-2.5	转为亏损	亏损扩大	亏损扩大
AI	1247	1236	288	3%	-1%	47%	39	56	3	-58%	46%	49%

资料来源：wind，光大证券研究所整理

2. AI 及智能制造重点公司估值情况

表 9：“传统产业改造”重点公司 2023-2026 年归母净利润及 PE 估值

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
600845.SH	宝信软件	821.50	25.54	30.98	38.55	47.44	32	27	21	17
600588.SH	用友网络	373.30	-9.67	1.83	4.73	7.37	N/A	204	79	51
688777.SH	中控技术	348.67	11.02	13.24	16.37	20.19	32	26	21	17
002410.SZ	广联达	184.80	1.16	5.49	7.87	9.90	160	34	23	19
603613.SH	国联股份	160.43	14.28	/	/	/	11	/	/	/
688083.SH	中望软件	90.35	0.61	0.98	1.51	1.75	147	92	60	52
300687.SZ	赛意信息	61.40	2.54	3.12	3.83	4.57	24	20	16	13
300170.SZ	汉得信息	60.76	-0.25	/	/	/	N/A	/	/	/
300378.SZ	鼎捷软件	45.33	1.50	1.85	2.27	2.89	30	25	20	16
300996.SZ	普联软件	28.52	0.62	1.58	2.00	2.53	46	18	14	11
688768.SH	容知日新	20.11	0.63	1.10	1.45	1.74	32	18	14	12
301162.SZ	国能日新	47.72	0.84	1.15	1.52	1.90	57	41	31	25
300513.SZ	恒实科技	26.32	0.41	0.57	0.82	1.08	63	46	32	24
688078.SH	龙软科技	17.14	0.84	1.06	1.32	1.60	20	16	13	11
000066.SZ	中国长城	297.74	-9.77	1.47	3.10	4.68	N/A	203	96	64
000034.SZ	神州数码	190.16	11.72	14.22	17.30	20.53	16	13	11	9
603019.SH	中科曙光	589.68	18.36	22.54	27.49	32.40	32	26	21	18
600536.SH	中国软件	259.20	-2.33	1.35	2.39	3.76	N/A	192	109	69
688152.SH	麒麟信安	33.16	-0.30	/	/	/	N/A	/	/	/
301236.SZ	软通动力	375.27	5.34	7.22	9.49	11.38	70	52	40	33
300339.SZ	润和软件	169.48	1.64	2.79	3.84	5.06	103	61	44	34
002368.SZ	太极股份	133.31	3.75	4.70	6.13	8.19	36	28	22	16
603138.SH	海量数据	32.54	-0.81	0.09	0.54	/	N/A	362	60	/
688111.SH	金山办公	1,220.11	13.18	16.68	21.95	28.49	93	73	56	43
603383.SH	顶点软件	75.09	2.33	2.85	3.51	4.24	32	26	21	18

资料来源：Wind，光大证券研究所；注：1) 24-26 年归母净利润为 wind 一致预期；2) 股价时间：2024 年 6 月 12 日 注：PE 为负数用 "N/A" 表示；无 wind 一致预期用 "/" 表示

3.投资建议：看好计算机板块迎来阶段性反弹

建议从传统产业改造、新兴产业培育及未来产业建设关注相关投资机会。

(六) 汽车智能化——加速培育新质生产力

1.以智促变培育新质生产力，板块估值有望向上修复

汽车智能化落地有序推进，多重变革驱动行业属性延伸。

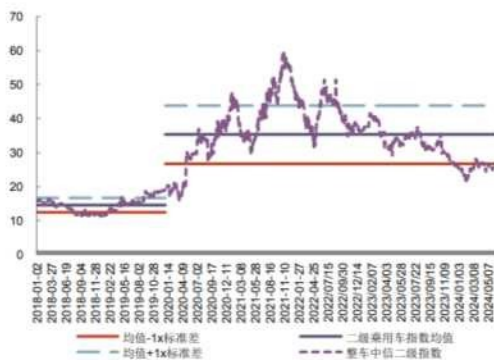
技术兑现仍为高阶智能驾驶落地关键。

线控制动/转向重要性日益凸显。

AI行情下汽车零部件或向机器人产业延伸。

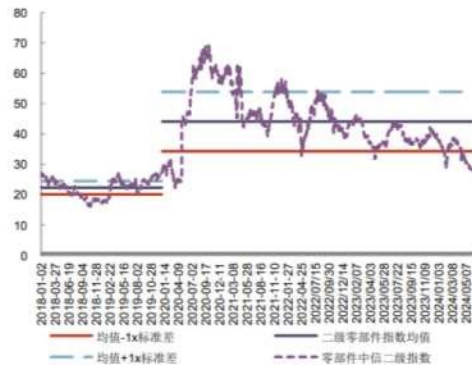
2.投资建议

图 28：2018/1/2-2024/6/11 中信二级乘用车指数 PE (TTM)



资料来源：Wind，光大证券研究所整理（注：数据截至 2024/6/11，隔年为区分 2018-2019、2020-至今数据）

图 29：2018/1/2-2024/6/11 中信二级零部件指数 PE (TTM)



资料来源：Wind，光大证券研究所整理（注：数据截至 2024/6/11，隔年为区分 2018-2019、2020-至今数据）

(1) 小鹏汽车 (XPEV.N)

国内智驾领航者。1Q24 毛利率同环比改善。2Q24E 或平稳过渡，3Q24E 新车型周期开启，看好大众合作带来长期增益。维持“买入”评级。

(2) 伯特利 (603596.SH)

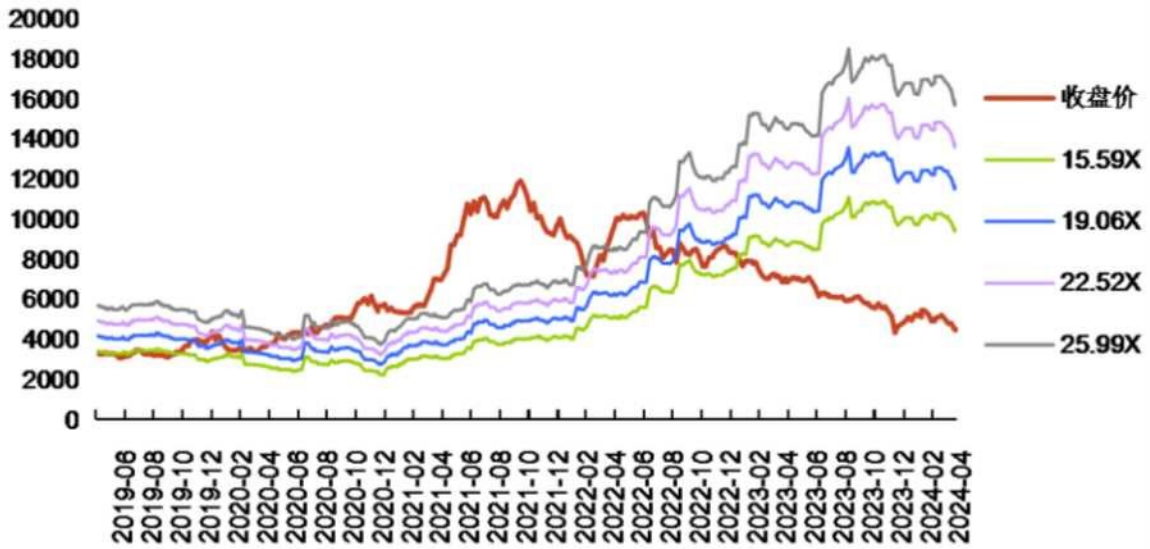
国内首家线控制动 Onebox 方案量产企业。销量规模持续扩大。推进海外布局+持续研发创新，在研项目充沛将逐步兑现。维持“买入”评级。

(3) 耐世特 (1316.HK)

百年全球转向龙头。亚太地区+EPS 业务进展顺利，2024EEBITDA 利润率有望抬升至低双位数。业务布局调整成效逐步显现，客户+产能推动营收持续增长。维持“买入”评级。

(4) 拓普集团 (601689.SH)

图 33: 锂电池指数(884039.WI) PE-Band



资料来源: wind, 光大证券研究所, 时间: 2019年6月15日至2024年6月13日

2. 宁德时代: 强者恒强, CATLinside 开启新成长

宁德时代作为锂电龙头, 产业链地位巩固。

新品周期拉开“CATLinside”序幕。

折旧政策激进前置成本, 25年折旧高峰过后利润率有望提升。

图 34: 宁德时代 ROE 拆分



资料来源: IFinD, 光大证券研究所

图 35: 宁德时代 EBITDA 分项结构



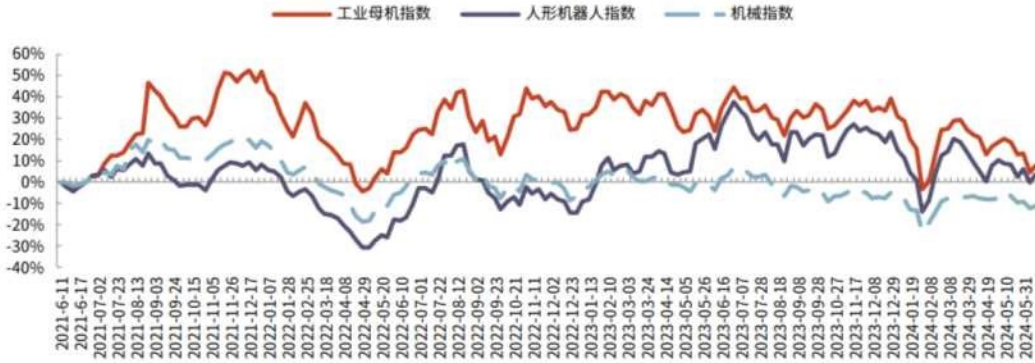
资料来源: IFinD, 光大证券研究所

海外合作新模式实现轻资产扩展的同时提升利润率。维持“买入”评级。

(八) 机械行业: 人形机器人与工业母机

从股价表现来看, 近3年机械指数、人形机器人指数、工业母机指数累计涨幅分别为-12%、7%、7%; 2024年以来机械指数、人形机器人指数、工业母机指数累计涨幅分别为-4%、-10%、-18%。

图 37: 相关板块股价涨跌幅



资料来源: Wind、光大证券研究所; 截至 2024-06-12

表 18: 相关标的估值表

	代码	简称	市值(亿元)	收盘价(元)	归母净利润(亿元)				PE(X)			
					2022A	2023A	2024E	2025E	2022A	2023A	2024E	2025E
工业母机	688305.SH	科德数控	71	69.59	0.6	1.0	1.6	2.3	117	69	45	31
	300161.SZ	华中数控	49	24.50	0.2	0.3	1.0	1.6	290	180	47	30
	601882.SH	海天精工	129	24.67	5.2	6.1	7.2	8.5	25	21	18	15
	688697.SH	纽威数控	56	17.01	2.6	3.2	3.8	4.5	21	17	15	12
	688577.SH	浙海德曼	34	44.89	0.6	0.3	0.4	0.6	57	116	76	54
	002338.SZ	奥普光电	75	31.35	0.8	0.9	1.0	1.3	92	87	73	60
机器人	003021.SZ	兆威机电	127	53.07	1.5	1.8	2.3	3.2	84	71	54	40
	603728.SH	鸣志电器	200	47.70	2.5	1.4	2.1	2.9	81	143	96	69
	603009.SH	北特科技	73	20.40	0.5	0.5	0.7	1.1	159	144	104	68
	603667.SH	五洲新春	70	19.00	1.5	1.4	2.0	2.5	47	51	36	28
	300580.SZ	贝斯特	92	27.00	2.3	2.6	3.4	4.4	40	35	27	21
	688017.SH	绿的谐波	183	108.67	1.6	0.8	1.3	1.9	118	218	142	94
	301413.SZ	安培龙	45	45.99	0.9	0.8	1.2	1.7	51	57	38	27

资料来源: Wind、光大证券研究所; 归母净利润预测为 Wind 一致预期 截至 2024-06-12

1. 人形机器人: 新质生产力的重要载体

人形机器人是新质生产力的重要载体。

人形机器人行业加速发展, 空间广阔。

人形机器人是硬件和软件的高度结合体, 是机械、电气、人工智能等多领域交叉打造的“明珠”。

表 20: 人形机器人各环节市场空间测算

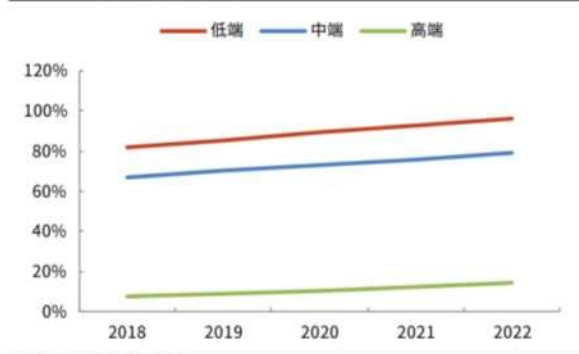
	单机价值量 (万元)	市场空间		
		10 万台 (亿元)	100 万台 (亿元)	1000 万台 (亿元)
机器人总成	15.72	157.2	1572	15720
线性关节总成	6.58	65.8	658	6580
旋转关节总成	5.74	57.4	574	5740
无框力矩电机	3.64	36.4	364	3640
力矩传感器	2.84	28.4	284	2840
行星滚柱丝杠	2.8	28	280	2800
单列向心球轴承	0.84	8.4	84	840
谐波减速器	1.96	19.6	196	1960
交叉滚子轴承	0.84	8.4	84	840
空心杯电机	0.84	8.4	84	840
行星减速器	0.72	7.2	72	720
FSD 芯片	0.8	8	80	800
摄像头	0.09	0.9	9	90
电池	0.15	1.5	15	150

资料来源: 特斯拉官网, 光大证券研究所根据步科股份、绿的谐波、鸣志电器等公司公告及官网数据整理、测算

2.工业母机：国之重器，新质生产力重要的安全资产

目前我国低端数控机床基本达到自给自足，中端数控机床基本实现国产替代，但高端数控机床国产化率仍处于较低水平。

图 40：中国机床国产化率



资料来源：头豹产业研究院

图 41：中国金属切削机床数控化率



资料来源：Wind、光大证券研究所

截至 2022 年底，国内高端机床国产化率不足 10%，进口替代空间巨大，但国内开展高端机床业务的企业数量及产销量仍与发达国家相差较大，而且高档数控系统及关键功能部件仍以进口为主。随着《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》出台，有望释放国内机床设备更新需求，推动高端数控机床国产替代，加速关键工序数控化率提升。

（九）医药行业：创新药与创新器械有望成为强劲主线

1.创新药：政策大力支持创新发展，高临床价值产品将持续获得优势

我国持续重视“安全与发展”，通过大基金等形式推动半导体产业向前迈进。

2024 年政府工作报告中提及要培育创新药产业发展，并强调了医药产业 2024 年的发展主基调为创新发展。

卫健委深化体制改革，推动卫生健康事业高质量发展。

（1）恒瑞医药：中国创新药龙头企业，把握转型再拾增长势态

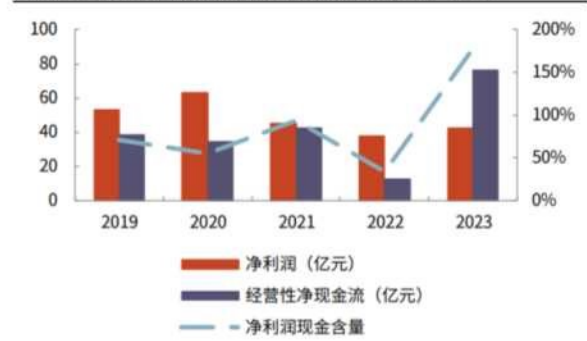
业绩收入显著改善，创新转型卓有成效。

图 50：公司近年来收入利润情况（2019~2023）



资料来源：同花顺 iFind、光大证券研究所

图 51：公司近年来净利润和现金流情况（2019~2023）



资料来源：同花顺 iFind、光大证券研究所

布局创新药新兴方向，把握新赛道的成长路径。

对外授权成果显著，借力打开国际市场。

(2) **荣昌生物**：核心品种商业化稳步推进，创新药梯队持续完善

主力产品商业化强劲增长，研发费用导致亏损扩大。

持续大力投入研发，创新药梯队日渐完善。

2.创新器械：医学影像、科学仪器等硬科技崛起

国内产品高端创新、突破“卡脖子”问题势在必行。

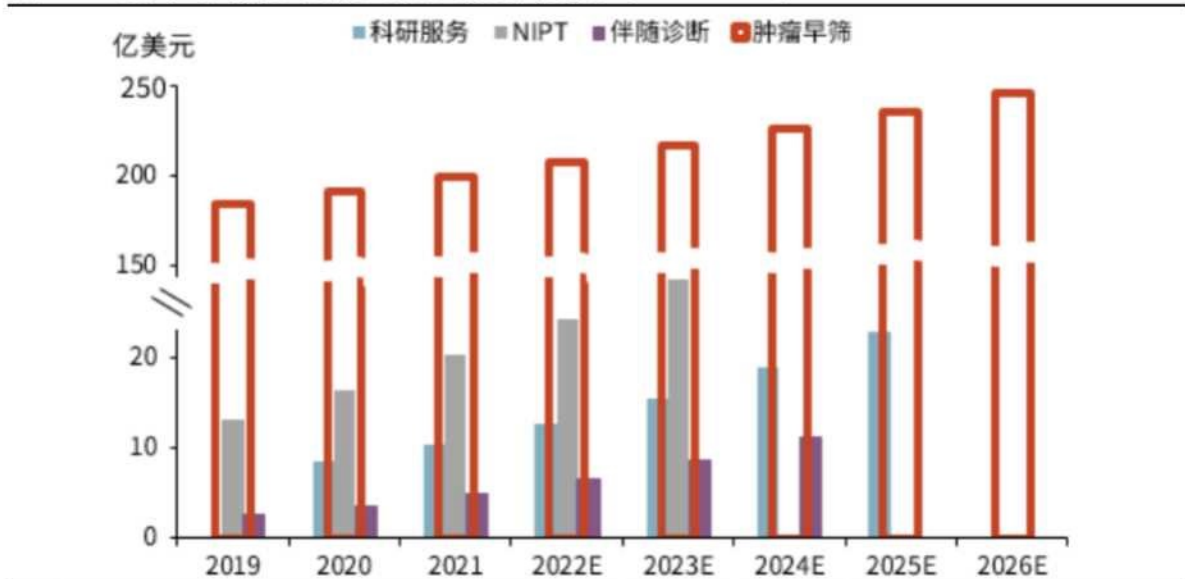
国产品牌进入重大战略机遇期，进口替代进程加快。受益于一级及以下医疗机构内镜配置率的提升，国产品牌抓住增量市场，开始进行主机铺设，未来将带动镜体的销售。

创新为导向，国产化率提升可期。

利好政策助力高端科学仪器发展，促进国产替代。

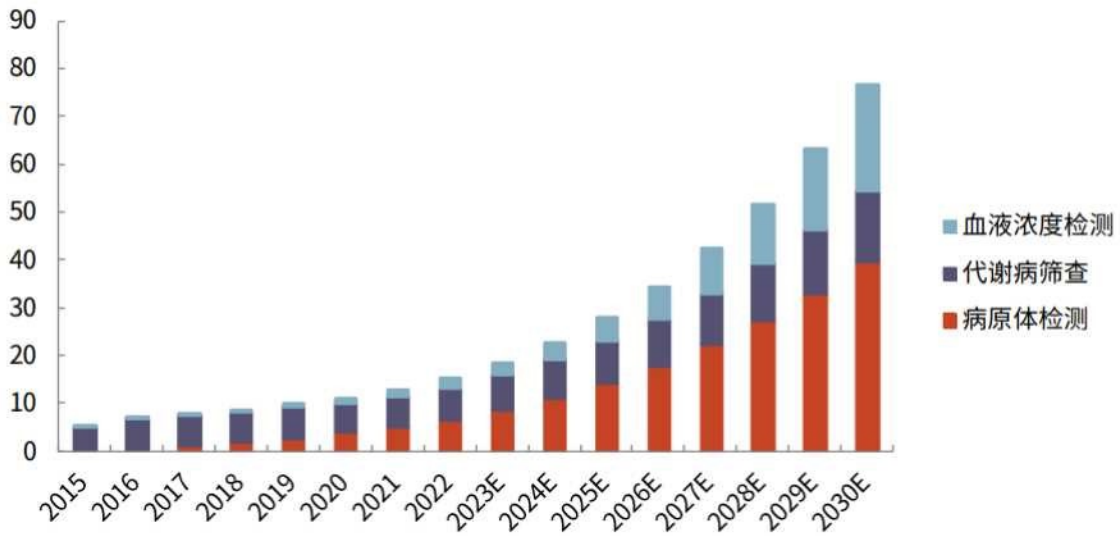
精准医疗服务深入人心，下游应用场景拓宽显著带动上游需求。

图 54：中国基因测序下游应用市场规模变化（2019-2026）



资料来源：BCC research 预测，华经产业研究院预测，头豹研究院预测，光大证券研究所整理

图 55：中国临床质谱检测服务市场规模（亿元，2015-2030E）



资料来源：灼识咨询预测，光大证券研究所整理

(2) 联影医疗：医学影像设备国产龙头，撬动千亿进口主导市场

国产医学影像设备龙头企业，深耕行业十余载。

政策扶持+技术突破，千亿医学影像设备行业格局正被撬动。

研发投入持续强劲，产品更新迭代布局完善。

国际业务发展迅速，海外收入占比提升。

(十) 石化化工：加快发展新质生产力，关注半导体材料、OLED材料及COC/COP

1. 大基金三期成立，半导体材料行业景气有望上行

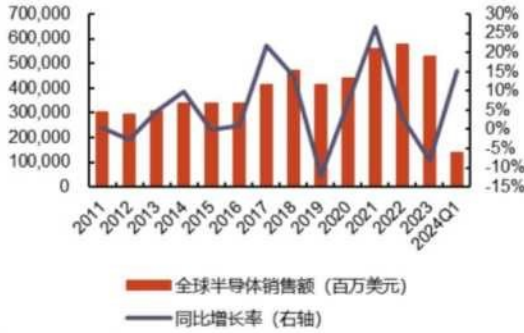
我国持续重视“安全与发展”，通过大基金等形式推动半导体产业向前迈进。

大基金三期成立，注册资本超一二期总和，持续推动半导体产业向前迈进。

我们认为中国大陆晶圆代工产能的扩增节奏与产品需求结构和国产半导体材料企业的扩产节奏与产品供应结构是相匹配的。

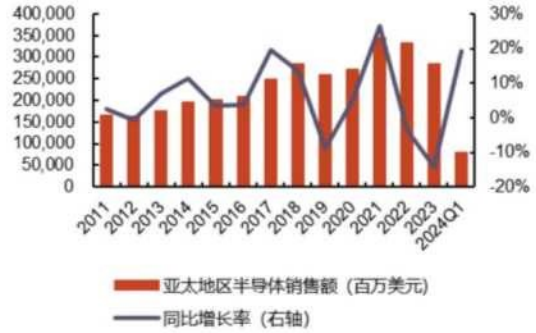
24年全球半导体销售额逐步恢复，半导体材料需求有望好转。

图 56: 全球半导体销售额



资料来源: WSTS, 光大证券研究所整理

图 57: 亚太地区半导体销售额

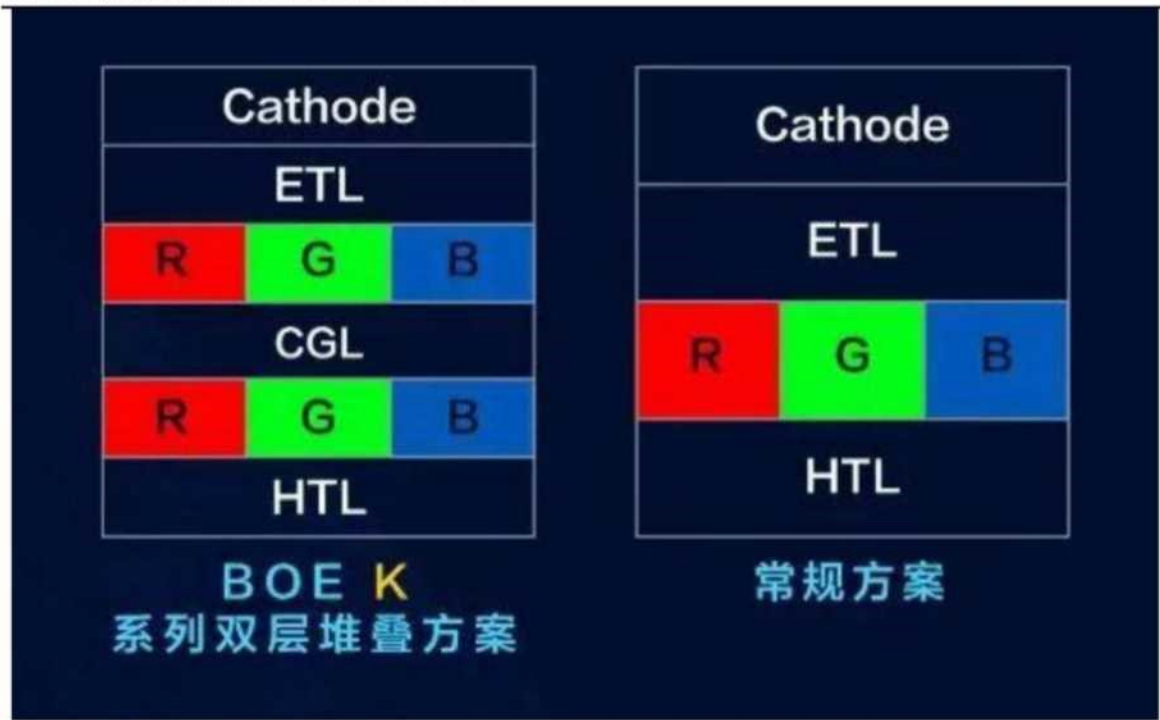


资料来源: WSTS, 光大证券研究所整理

2.国内大厂陆续规划 8.6 代线，OLED 需求快速扩增利好材料龙头

OLED 屏幕逐步向中尺寸领域渗透，提供新的增长动力。

图 58: 双栈串联 OLED 架构示意图

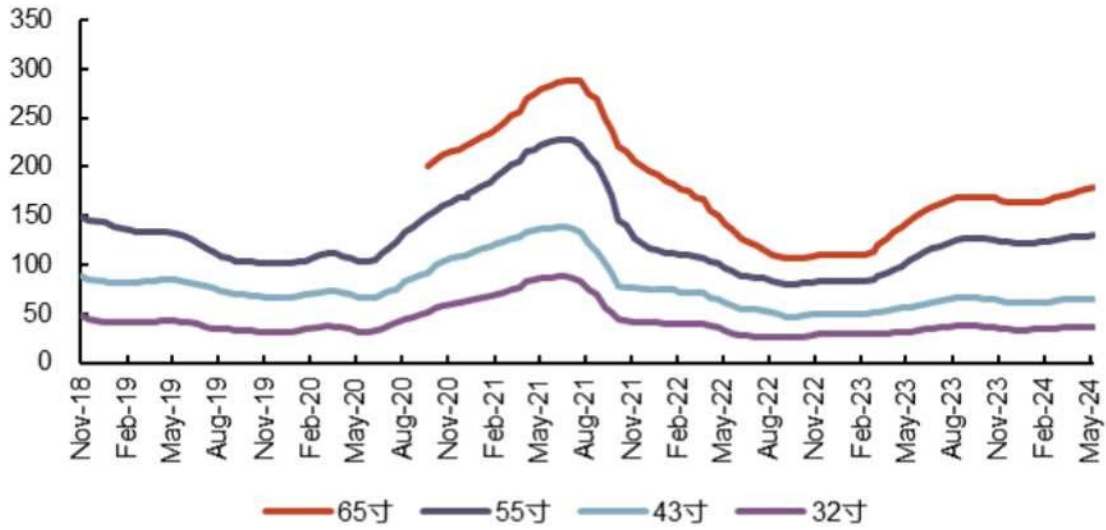


资料来源: Ofweek, 光大证券研究所整理

8.6 代线可降低中尺寸屏幕单位制造成本，国内外厂商陆续规划建设。

库存去化，22 年末以来 LCD 面板价格持续反弹，行业景气回升。

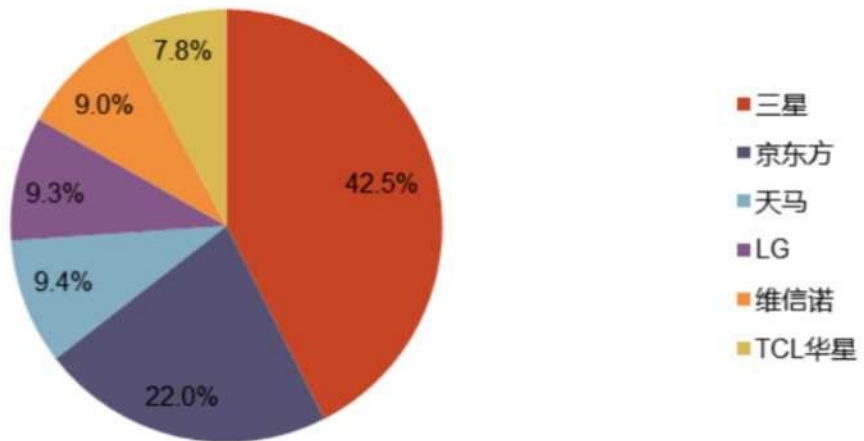
图 59：液晶电视面板价格走势（美元/片）



资料来源：iFinD, Witsview, 光大证券研究所整理, 数据截至 2024.05.22

国产 OLED 企业市占率显著提升，出货量快速增长。

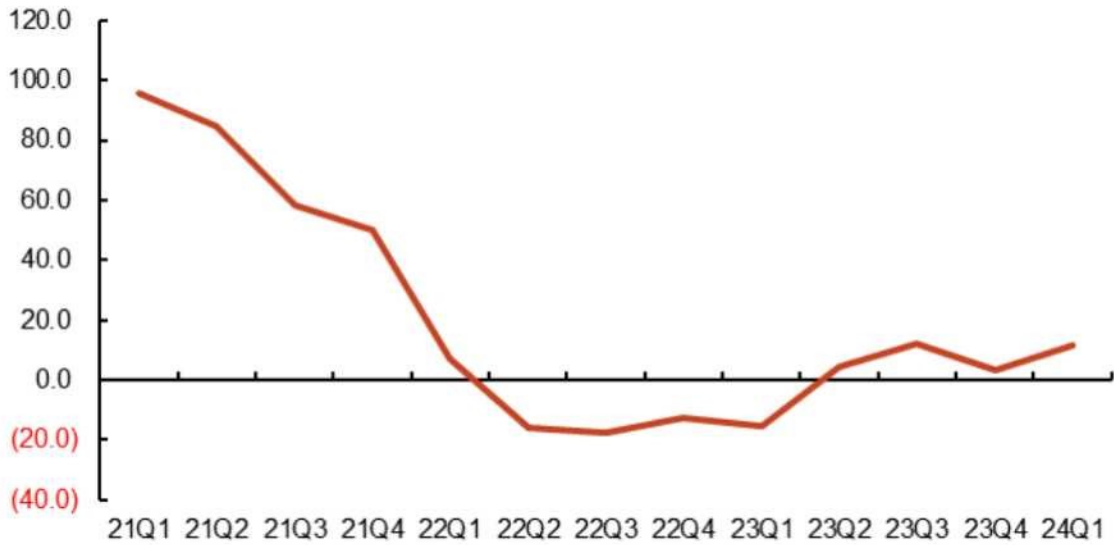
图 60：2023 年全球 AMOLED 智能手机面板出货量占比



资料来源：Wit Display, 光大证券研究所整理

24Q1OLED 行业淡季不淡，面板制造商及材料厂商业绩向好。

图 61：中信面板行业指数成分股单季度营收同比增长率 (%)

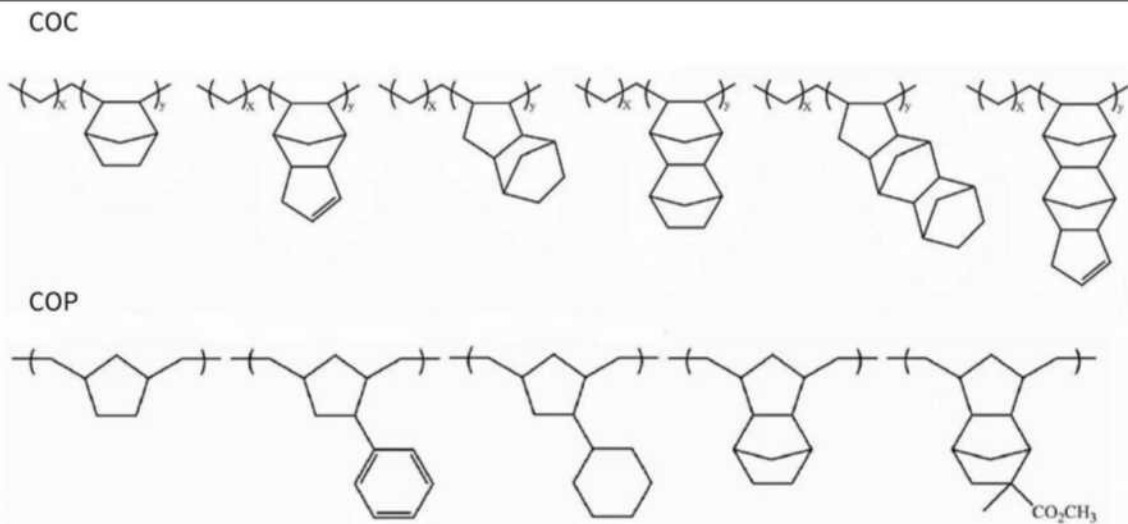


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

3.COC/COP 材料：高端光学材料潜力新星，光学及医疗领域应用前景广阔

环烯烃聚合物（COC/COP）是经环烯烃单体聚合反应而成，是一种性能优良的无定形高分子新材料，近年来引起了人们的高度重视。

图 62：COC 和 COP 的微观结构不同



资料来源：《环烯烃聚合物的合成及性能研究》（张怡然），光大证券研究所整理

COC/COP 可应用于光学、医疗等领域，前景广阔。

二、国内——改革之路：回首与展望

（一）回顾：三中全会如何布局改革？

三中全会主要以经济与改革为主题，对国家未来的经济发展方向具有重要指导意义。

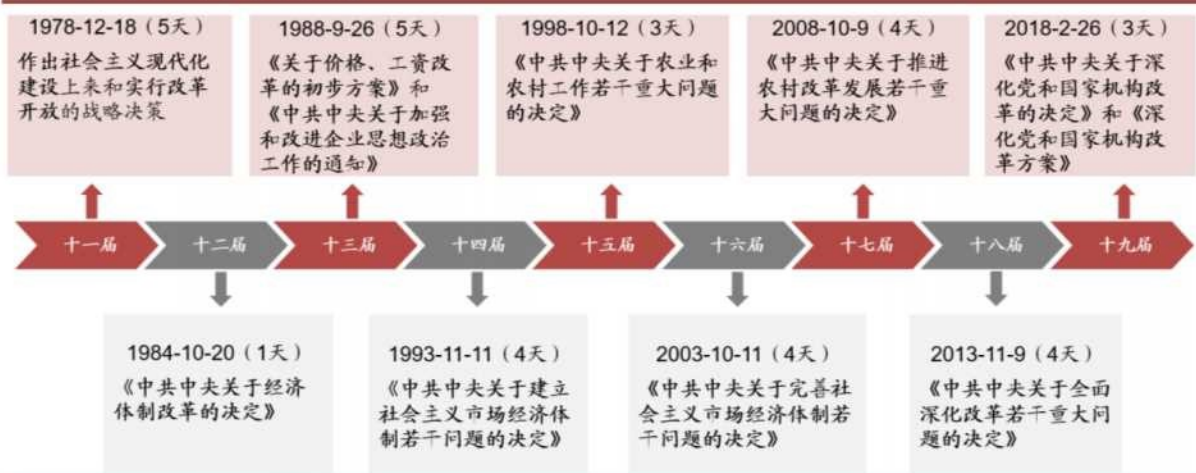
图1. 中央委员会全体会议讨论的主要内容



数据来源：中国新闻网，财通证券研究所

历届三中全会关注什么？中国特色的社会主义市场经济体制改革是主线。十八届三中全会意义重大，开创了以经济体制改革为核心，政治、文化、社会、生态文明、国防和军队以及党的建设制度全面深化改革新时期。

图2. 历史上各届三中全会主要成果



数据来源：中华网，财通证券研究所

政治局会议已经指明，二十届三中全会将围绕推进中国式现代化进行全面深化改革，与十六届和十八届三种全会类似，均是在改革整体方向上的顶层设计。

图3.十六届三中全会和十八届三中全会重点内容



数据来源：中国政府网，财通证券研究所

此外，前期改革成果也是二十届三中全会进一步改革的基础，特别是国家机构改革的落地，为本届三中全会改革顶层设计的贯彻提供了必要保障。

十九届三中全会党和国家机构改革进展如何？目前，改革方案中绝大多数领域的改革已基本落地。

图4.党和国家机构改革进展情况



数据来源：中国政府网等，财通证券研究所

二十届三中全会的关键议题和政策脉络，其实已隐含在近期的工作部署之中，从前期全会决议、总书记的重要指示、部委行动及专家意见中，我们可以初窥端倪。

上一次全会关注什么？强调要坚定不移深化改革开放，加强改革系统集成、协同高效，要坚持和完善社会主义基本经济制度，完善中国特色现代企业制度，加强和完善现代金融监管，推动高水平对外开放。

总书记最近的 8 次考察强调什么？一是发展新质生产力；二是扩大对内和对外开放，推动区域协调发展；三是加快数字经济发展；四是推动农业农村经济发展；五是关注生态环境治理。

图5.近一年来习近平总书记在8个省市考察中的关键指示



数据来源: 中国政府网等, 财通证券研究所

近期各部委有何行动? 从去年年底至今各部委重要会议和发布的文件内容来看, 改革、产业、数字、城乡、能源、资本市场等词汇出现频率最高。各部委的政策关切主要集中在三个方面: 产业升级、数字经济和资本市场改革。

图6.近期各部委的会议和文件内容词云



数据来源: 财政部、发改委、国资委等, 财通证券研究所

专家对改革有何见地? 从近期各专家公开发言内容来看, 一方面, 发展新质生产力, 通过科技创新引领现代化产业体系发展是主要关注之一。另一方面, 要素流动和全国统一大市场建设也是专家的关注焦点。

还有专家指出防范金融市场、地产市场和地方债务风险不容忽视，农村土地制度改革和社会保障体系改革也有待深化。

图7.近期专家言论关注点



数据来源：中国经济时报、清华大学管理学院、浙江大学区域协调发展研究中心等，财通证券研究所

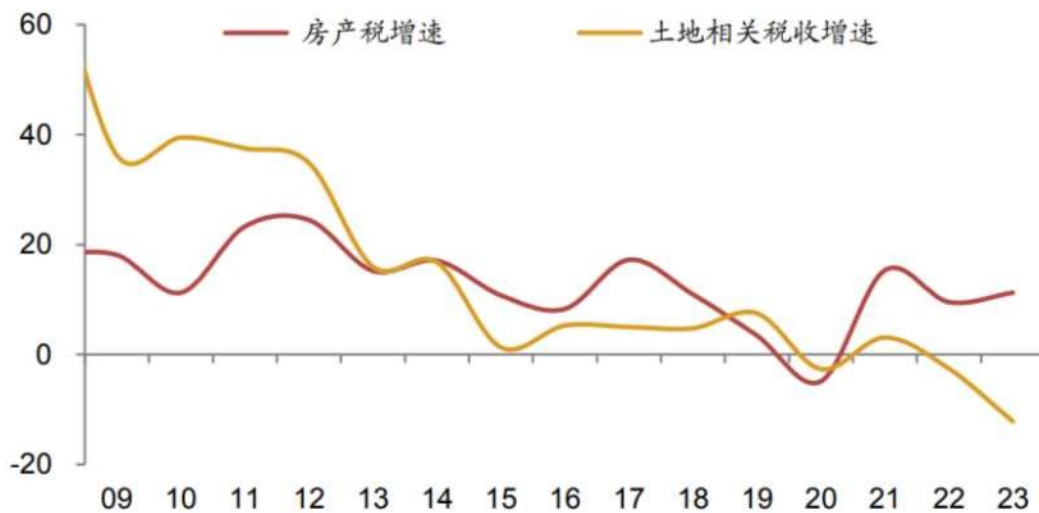
（二）展望：本次会议重点改什么？

基于前文所述，我们认为，本次三中全会改革的着力点或将涵盖六大方面：

第一，财税体制改革是重中之重。本次改革或涉及央地和财政收支关系等结构方面的再平衡。

土地收入下降，财政收入来源待拓宽。

图8.房产税和土地相关税收增速下行（%）

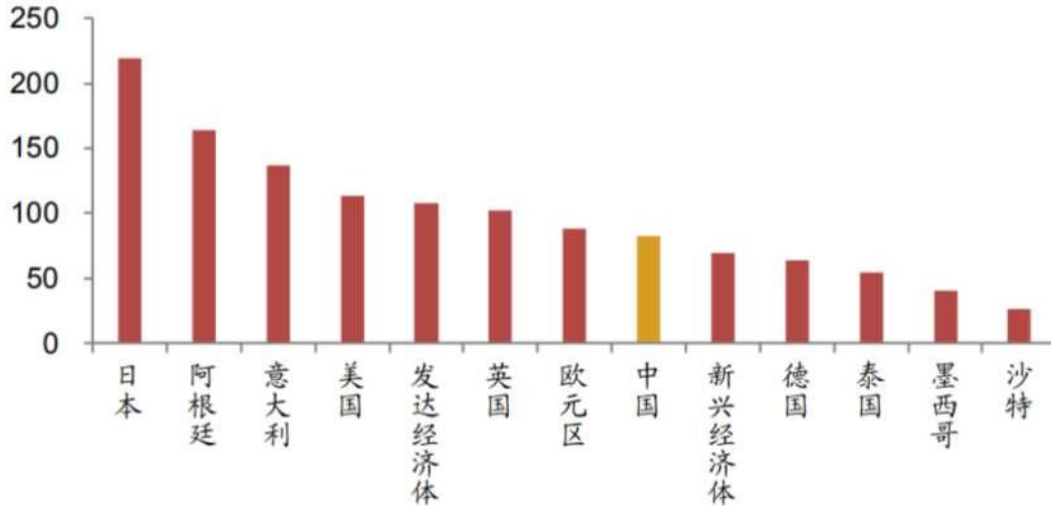


数据来源：Wind，财通证券研究所

税收改革推动共同富裕。

国债规模提升，发力长期建设。

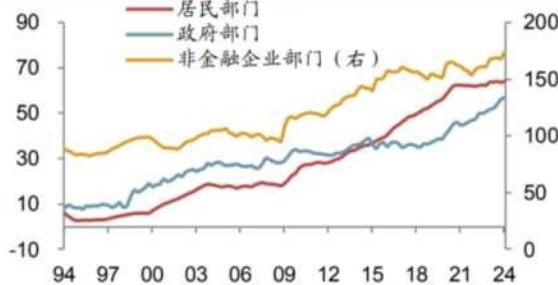
图10.世界主要经济体政府部门杠杆率 (%)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

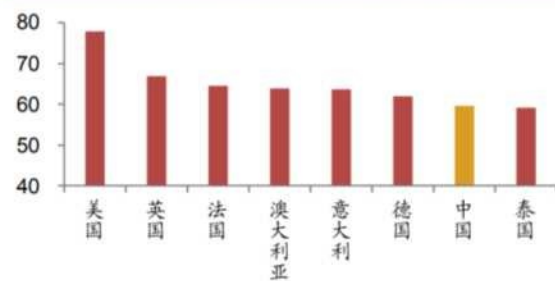
居民部门收入较低，财政或将适当照顾。

图13.居民部门杠杆率增加不大 (%)



数据来源: Wind, 财通证券研究所, 数据截至 2024 年 3 月

图14.各国居民部门可支配收入占 GDP 比重 (%)



数据来源: Wind, 财通证券研究所, 数据为 2021 年

支出更加注重民生领域。

图15.各地地产收储近期进展



数据来源：中国政府网，人民网，各城市住房和城乡建设局，中国房地产网，财通证券研究所

第二，发展新质生产力是“传统+新兴”“两手抓”。

图16.如何发展新质生产力？



数据来源：中国政府网，财通证券研究所

科技创新体系为新质生产力提供有力支撑。

图17.数字化转型及科技创新相关政策

时间	政策
数字化转型升级	
2023年12月	《关于加快传统制造业转型升级的指导意见》中提到，提升传统制造业 高端化、智能化、绿色化、融合化 发展水平。
2024年3月	中央财政将连续三年支持4万多家 中小企业进行数字化转型 ，深入推进中小企业数字化转型城市试点工作。
2024年5月	《关于深化智慧城市发展 推进城市全域数字化转型的指导意见》提出促进 城市数字化转型和大中小企业融合创新 协同发展。
科技创新	
2023年3月	科技部党组成员、秘书长林新表示科技部全面完成《深化科技体制改革实施方案》的 143项任务 ，下一步将 不断深化科技体制改革 。
2024年1月	中共中央政治局常委、国务院总理在陕西调研时强调， 以科技创新推动产业创新 ，加快培育和发展新质生产力，更好带动和促进经济转型升级。
2024年4月	科技部表示持续推进科技人才评价、成果评价改革试点，提出 深化科技评价改革新举措 ，加快建立以创新价值、能力、贡献为导向的评价体系。
2024年6月	中央全面深化改革委员会第五次会议《关于建设具有全球竞争力的 科技创新开放环境 的若干意见》指出建设具有全球竞争力的 科技创新开放环境 。

数据来源：中国政府网，财通证券研究所

第三，推进现代企业制度和标准市场体系改革。

图18.现代企业制度和标准市场体系改革



数据来源：中国政府网，国家发改委，财通证券研究所

优化国企考核指标，增强创**新动力**。

图19. 国企考核指标改革进程

	2022年 两利四率	2023年 一利五率	2024年 一利五率
国企考核指标改革进程	两利: 净利润、利润总额 四率: ① 营业收入利润率 ② 资产负债率 ③ 研发投入强度 ④ 全员劳动生产率 两增: 利润总额和净利润高于GDP增速 一控: 控制好资产负债率 三提高: 营业收入利润率、全员劳动生产率、研发投入强度进一步提高	一利: 净利润、利润总额 五率: 营业收入利润率 ① 资产负债率 ② 净资产收益率 ③ 研发投入强度 ④ 全员劳动生产率 ⑤ 营业现金比率 一增: 利润总额和净利润高于GDP增速 一稳: 资产负债率总体保持稳定 四提升: 净资产收益率、全员劳动生产率、研发经费投入强度和营业现金比率实现进一步提升	一利: 利润总额 五率: ① 资产负债率 ② 净资产收益率 ③ 研发投入强度 ④ 全员劳动生产率 ⑤ 营业现金比率 一增: 中央企业效益稳步提升, 利润总额、净利润和归母净利润协同增长 五优化: 净资产收益率、全员劳动生产率、营业现金比率、整体资产负债率、研发投入强度和科技产出效率优化
	数据来源: 中国政府网, 国资委, 财通证券研究所		
	第四, 大刀阔斧改革金融市场, 优化投融资环境。		
	图20. 金融市场新改革政策		
时间	政策		
利投资			
2023年12月	证监会《现金分红指引》明确鼓励现金分红导向, 推动提高分红水平。对不分红的公司加强披露要求等制度约束督促分红。		
2023年12月	证监会《关于修改〈上市公司章程指引〉的决定》督促公司在章程中细化分红政策, 明确现金分红目标, 更好稳定投资者预期。		
2024年4月	国务院发布关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见, 表示要强化上市公司现金分红监管, 对低分红公司设限警示, 激励优质公司提高股息率, 并增强分红稳定性, 以推动资本市场高质量发展。		
严监管			
2024年4月	国务院加强资本市场监管, 构建防假打假体系, 整治财务造假、资金占用等违规行为, 推动高质量发展。		
2024年4-5月	证监会发布系列配套制度, 涵盖退市制度、随机抽查、科创评价、股东减持、董监高持股管理、上市券商监管及程序化交易管理等。		
2024年5月	最高法、最高检、公安部、证监会联合印发《证券期货犯罪案件意见》, 强调零容忍、严打击, 加大财产刑力度, 全链条追责, 实现政治、法律、社会效果统一。		
数据来源: 中国政府网, 中国证监会, 国家发改委, 中国最高人民法院, 财通证券研究所			
推动耐心资本成为定海神针, 打造长期牛市基础。			

图21.关于耐心资本提法的历程



数据来源：中国政府网，中国证监会，国家发改委，中国政协委员会，财通证券研究所

第五，扩大对外开放，参与全球治理。

展望未来，一方面，我国将推动扩大现有国际组织规模。另一方面，我国积极扩大“朋友圈”。

图22.中国参与并主导的部分国际组织

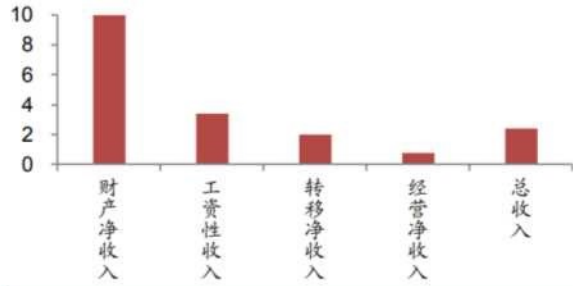


数据来源：中国互联网信息办公室，人民日报，新华社，人民论坛网，GICDC，中文网，中国政府网，央视新闻，中国新闻网，财通证券研究所

放开外资限制，提高投资自由度。未来我国资本市场有望启动与更多发达经济体资本市场的合作业务，建立资本市场间互联互通机制。

第六，推动城乡要素流动和区域一体化，打造“全国统一大市场”。

图24.城乡各类收入差距情况（城镇/农村）



数据来源：iFinD，财通证券研究所，数据为2023年，图中为城乡收入之比

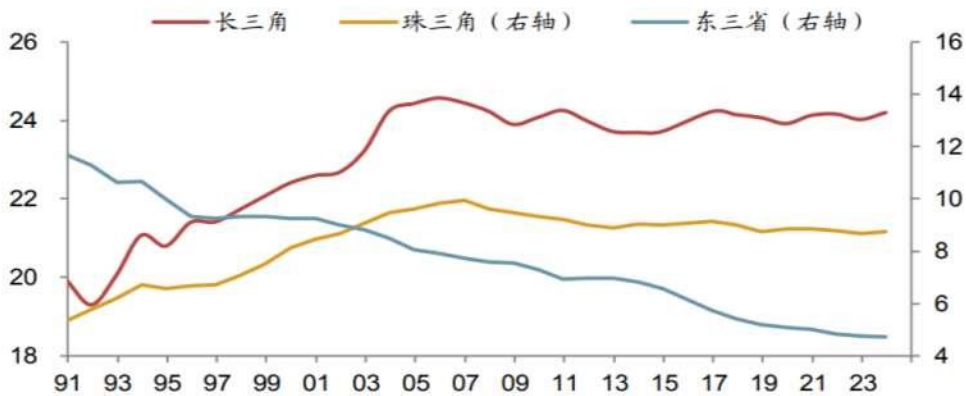
图25.近期土地、人员等要素跨区域流转政策



数据来源：人民日报，新华社，中国经济时报，财通证券研究所

打破地域壁垒，加强区域协同。

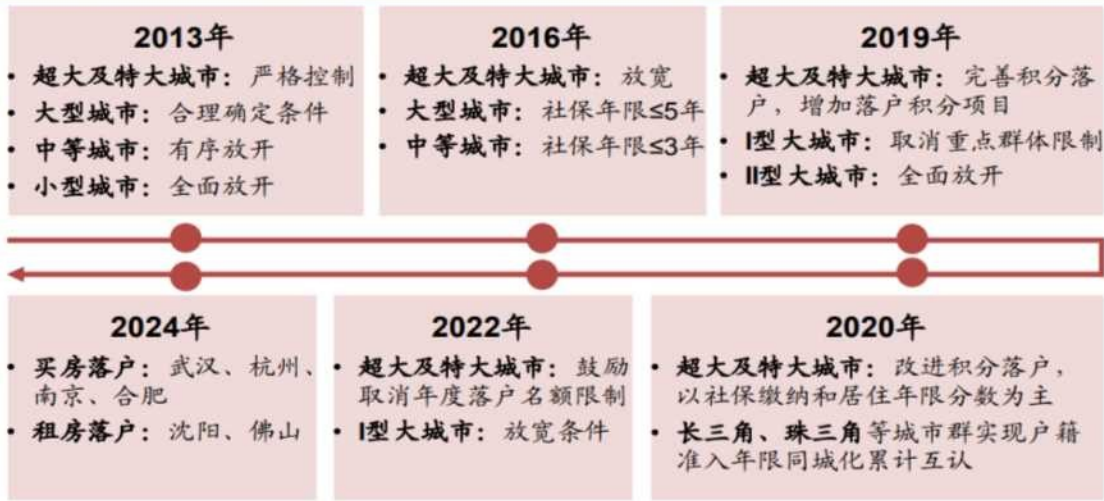
图26.各区域 GDP 占全国 GDP 比重 (%)



数据来源：iFinD，财通证券研究所

降低户籍门槛，推动城市化进程。

图27.近年来户籍制度逐步放开



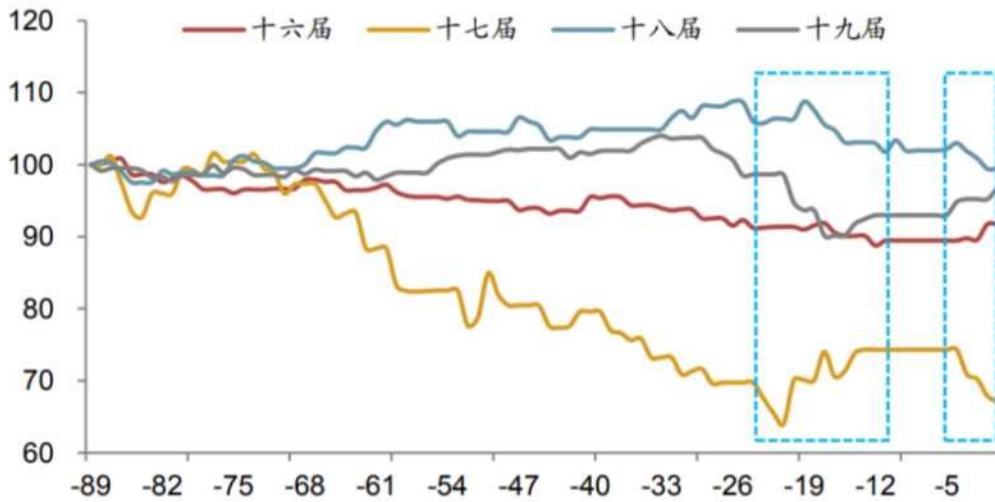
数据来源：中国政府网，求是网，财通证券研究所

（三）影响：会议前后市场有何表现？

三中全会对市场来说，其实会带来一定程度的改变。

三中全会前 1 个月和前 1 周市场往往会出现两次明显调整。

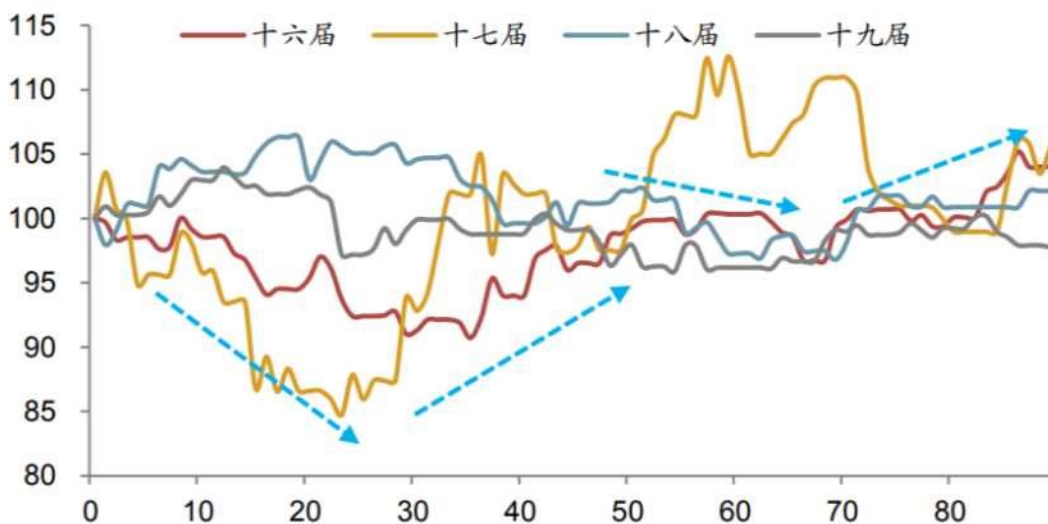
图28.历史上三中全会前 90 天内万得全 A 指数的表现



数据来源：WIND，财通证券研究所，会议召开前第 90 天为 100，无法剔除会前十一长假的节日效应影响

三中全会后 1-2 个月内行情有概率反转。

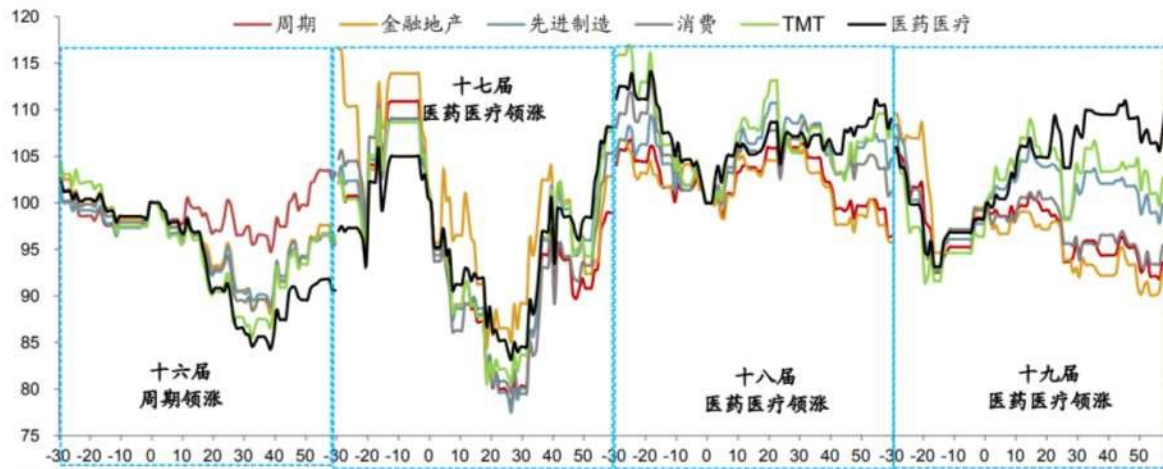
图29.历史上三中全会后 90 天内万得全 A 指数的表现



数据来源：WIND，财通证券研究所，会议结束当天为 100

三中全会前后市场风格明显切换。

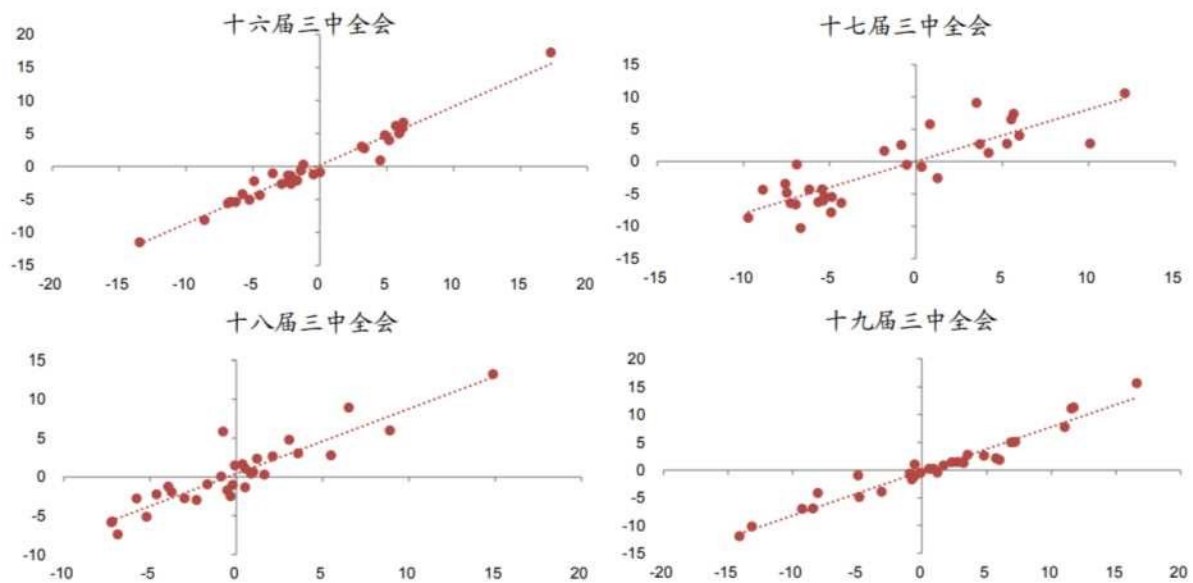
图30.历史上三中全会后前后各风格指数表现



数据来源：WIND，财通证券研究所，会议召开当日为100

三中全会并不会改变行业短期趋势。从经验来看，通信、电力设备、公用事业和医药生物行业能够在4次三中全会前后均获得较高的超额收益，且在众多行业中表现相对靠前。

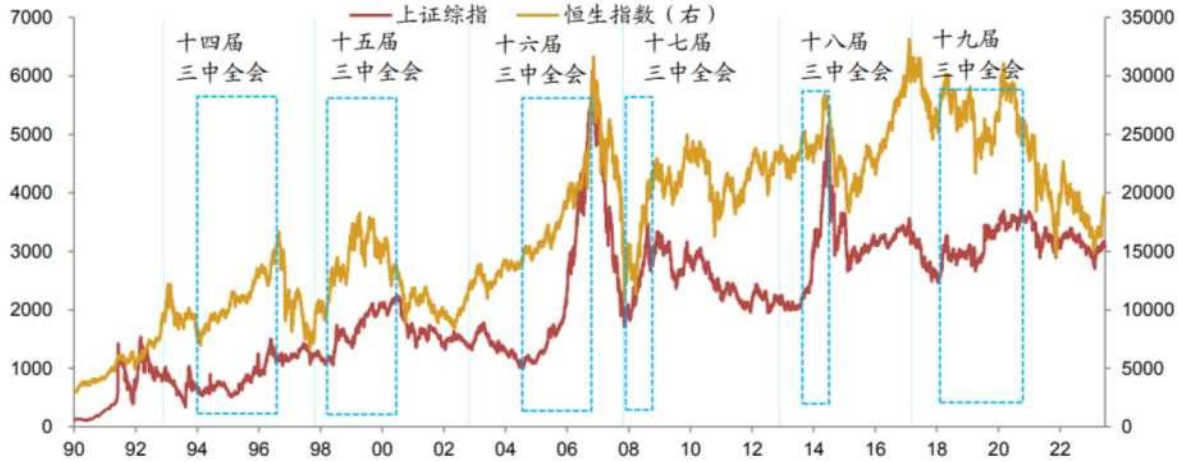
图31.历史上三中全会前后30天各行业指数较万得全A的超额收益(%)



数据来源：WIND，财通证券研究所，横轴为会议召开前30天的超额收益，纵轴为会议召开后30天的超额收益

会后1-2年内有望出现牛市或稳增长行情。

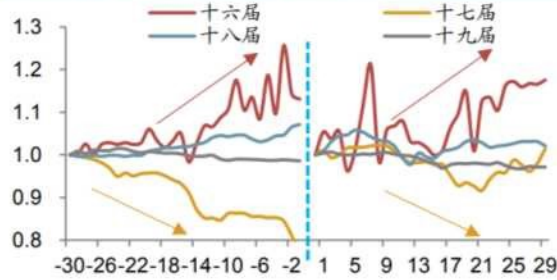
图32.历史上三中全会后股票市场表现



数据来源: WIND, 财通证券研究所

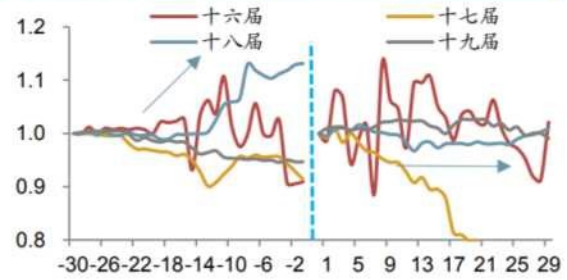
三中全会对债市短期影响不大。

图33.三中全会前后30天内10Y国债利率



数据来源: WIND, 财通证券研究所, 会前30天和会后第一天为1

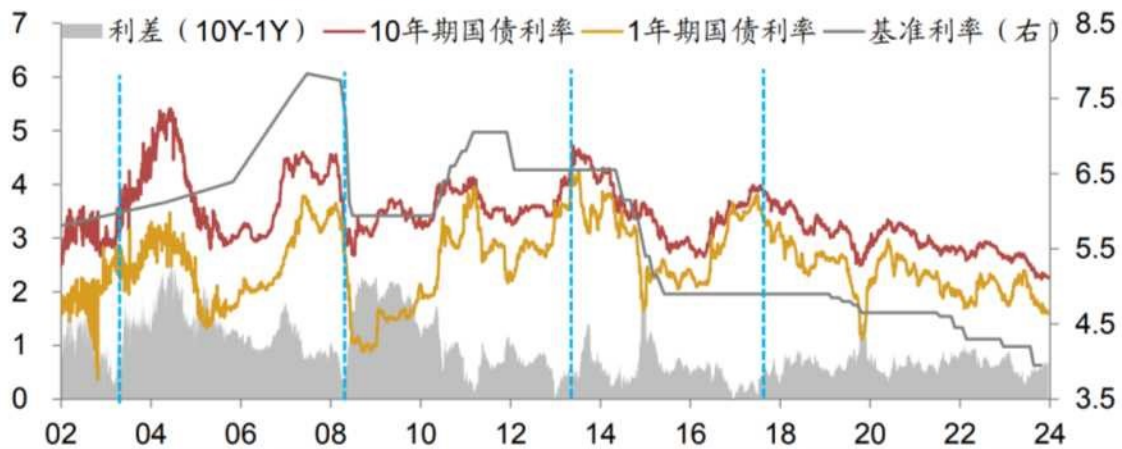
图34.三中全会前后30天内1Y国债利率



数据来源: WIND, 财通证券研究所, 会前30天和会后第一天为1

中长期债市风险偏好或趋于提升。债券市场表现并没有体现出很强的受会议主导的行情。

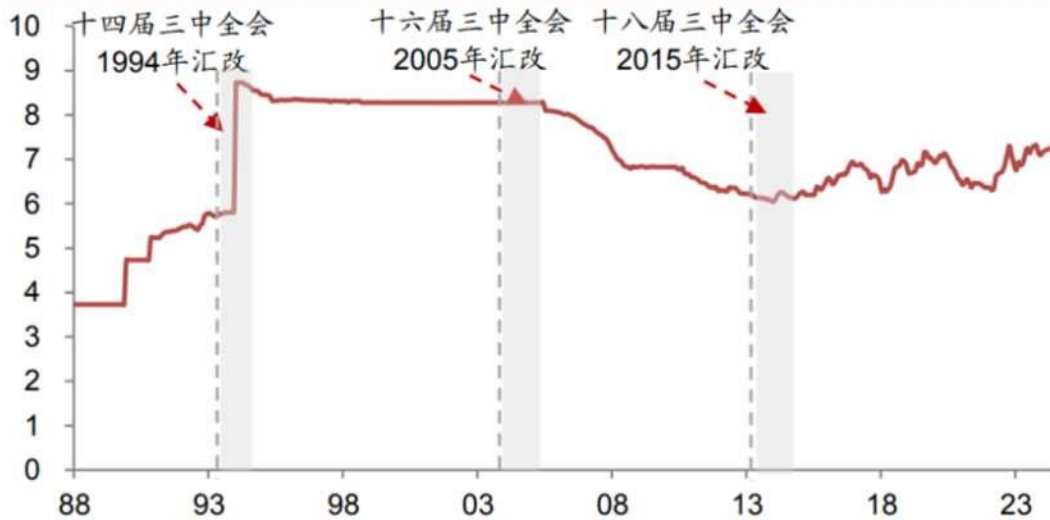
图35.历史上三中全会后债券市场表现 (%)



数据来源: WIND, 财通证券研究所

三中全会推动我国汇率改革进程。

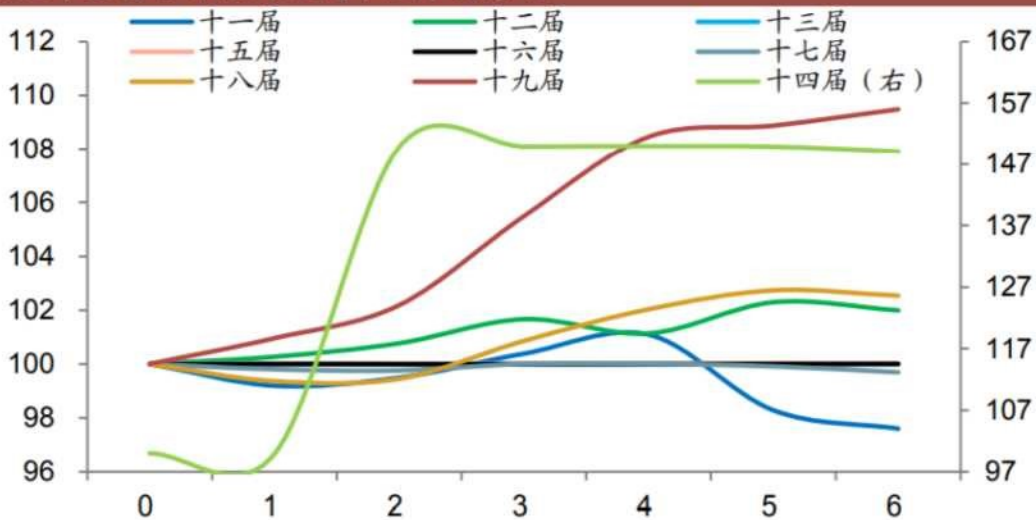
图36.人民币兑美元汇率（美元/人民币）



数据来源：CEIC，财通证券研究所

三中全会后3个月内人民币汇率走贬概率较大。

图37.三中全会召开后对人民币汇率的影响

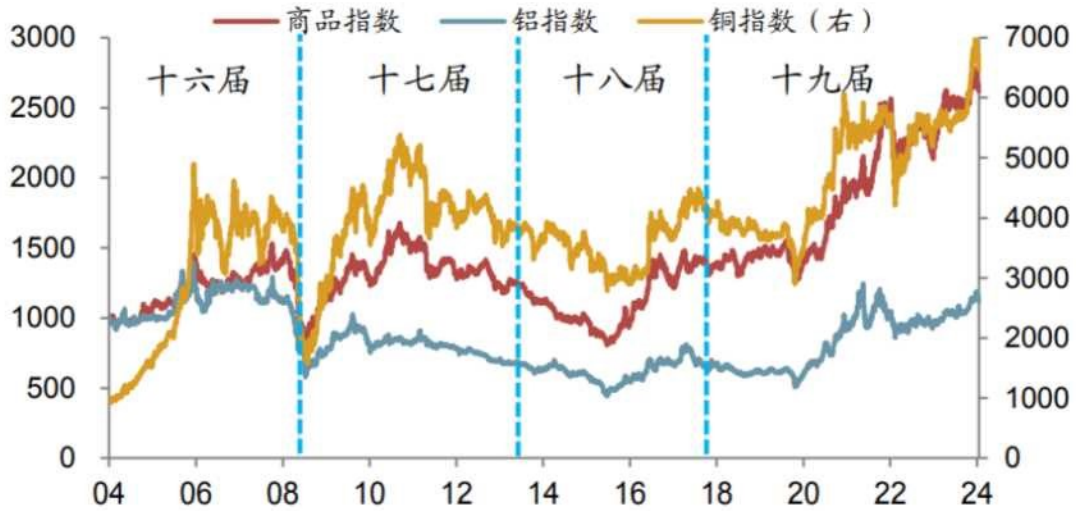


数据来源：CEIC，财通证券研究所，三中全会召开当月=100，十四届三中全会后汇率大幅贬值主要受1994年初汇率并轨影响

三中全会召开对大宗商品市场的短期影响较小。

对大宗商品市场的长期影响也不大。

图39.南华大宗指数（点）



数据来源：WIND，财通证券研究所

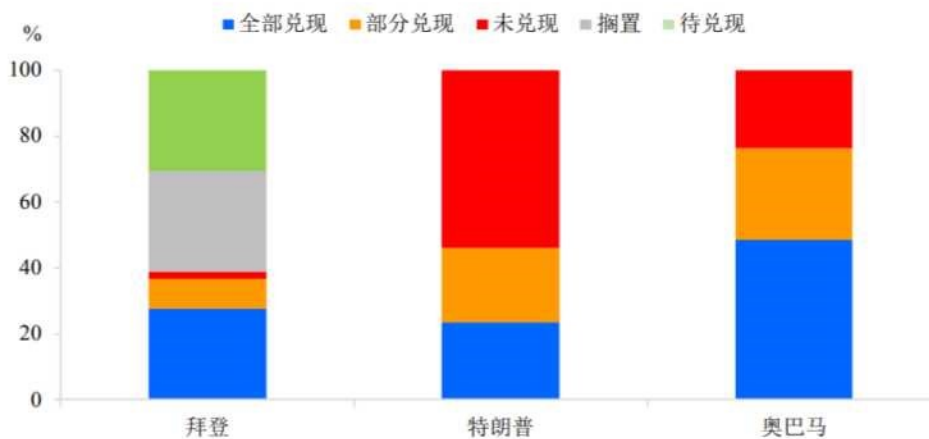
来源：财通证券-三中全会前瞻及市场影响：改革之路，回首与展望

三、国际——特朗普 2.0，那些承诺会兑现吗？

（一）特朗普 1.0，他兑现了多少承诺？

特朗普 1.0 竞选承诺兑现度是近三届总统内最低。

图1：特朗普为近三届政府中承诺兑现度最低的



数据来源：Wind，东吴证券研究所

究其原因，当时他是华盛顿政治圈的终极“局外人”，导致其承诺兑现困难重重。正因如此特朗普不得不任命一些与他“并不熟悉”的人进入内阁。

通过的法案大多集中在两院由共和党统一执政时期。那么具体来看：

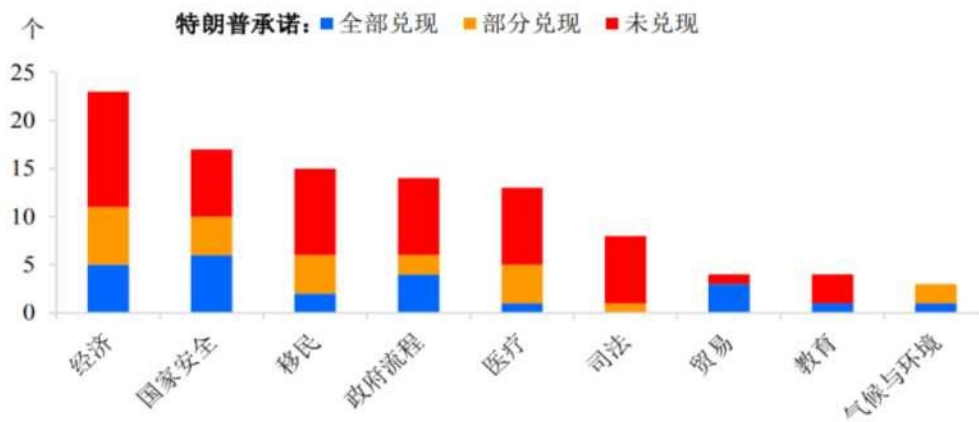
经济：承诺最多，兑现最少。

尽管诸多经济政策的执行会受到国会批准的限制，但特朗普个人态度的转变也是其失约的重要因素之一。

贸易：“火力全开”，基本全部兑现。这得益于贸易政策的实施逍遥于国会控制，特朗普有更大的行政权力直接拍板。

除此之外，特朗普踢到了司法的“钢板”。

图3：特朗普 1.0 下，经济兑现度较低，贸易兑现度较高

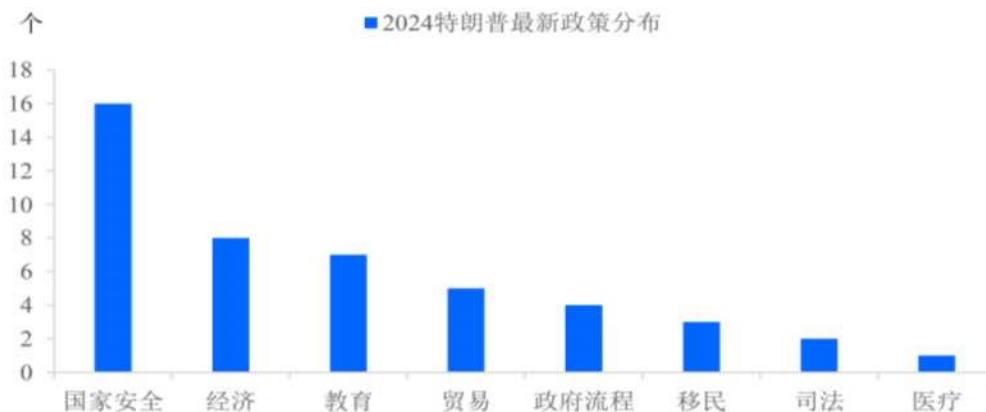


数据来源：Wind，东吴证券研究所

（二）特朗普 2.0，政策纲领有什么不同？

从政策重心上看，特朗普今年政策纲领转向贸易，减弱了对经济方面的承诺。

图4：特朗普提出的 2024 政策纲领分布



数据来源：Agenda 47，东吴证券研究所

（三）特朗普 2.0，政策承诺兑现将会何去何从？

首先从整体上看，特朗普 2.0 的“核心圈”比 1.0 更忠诚，将全力以赴配合承诺。鉴于此，特朗普 2.0 下的政策兑现度将普遍高于之前。

图5：特朗普 1.0 时期的核心团队



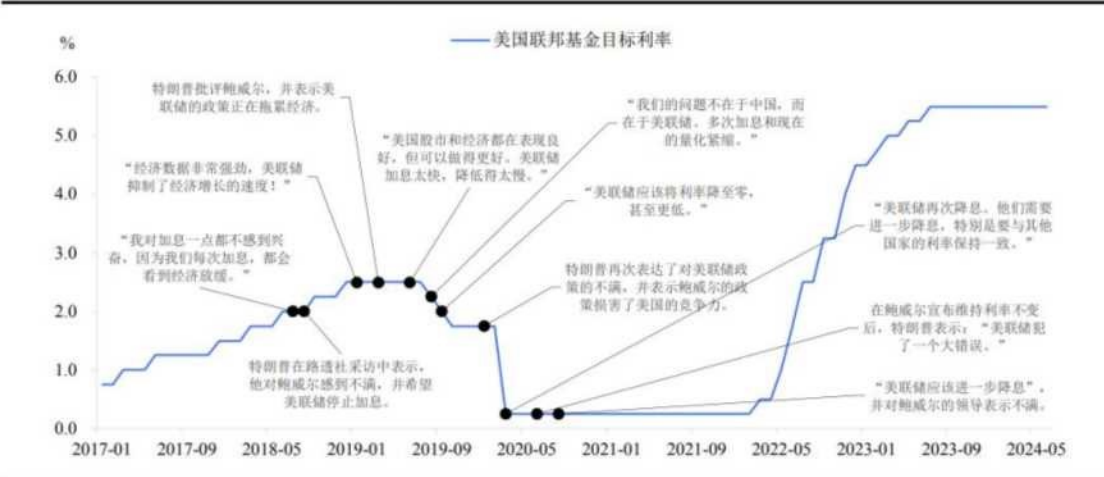
数据来源：Ballotpedia, 东吴证券研究所

其次从核心事项来看，贸易将进一步升级。

除此之外，移民政策也将进一步收紧。移民问题是美国人当前关心的头等大事，特朗普或在第一任期强硬移民政策之上进一步升级。

最后，财政货币“双宽松”在路上。

图6：特朗普任期内，频繁向美联储施压



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

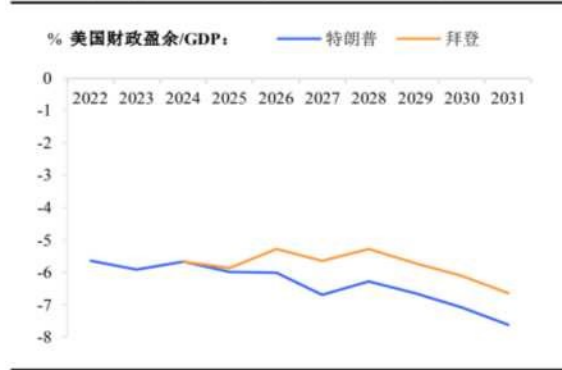
另一方面，参考过去经验，特朗普是减税及财政宽松的“爱好者”。

图7: 特朗普时期的财政宽松刺激赤字率大幅上涨



注: 赤字率为美国联邦赤字/GDP
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 特朗普 2.0 可能会导致更大的财政赤字



注: 拜登的基线预测来自 CBO (2023 年 5 月)《扩展税法案》; 特朗普的基线预测来自 CBO (2023 年 5 月)《财政责任法案》
数据来源: CBO, 东吴证券研究所

来源: [东吴证券](#)-宏观深度报告: 特朗普 2.0, 那些承诺会兑现吗?

四、行业

(一) 华金证券-传媒行业深度研究: 科技创新下传媒行业的投资机会

行业	内容	投资建议
传媒行业	<ol style="list-style-type: none"> 1. 伴随着ChatGPT掀起的人工智能热潮, 2023年迎来生成式AI元年。 2. 随着数字基础设施建设不断扩容提速, 以及“人工智能+”及“数据要素×”等相关行动的不断推进, 将持续推进数字经济与实体经济深度融合, 赋能我国经济社会高质量发展。 3. 我们长期看好AI的科技发展方向, 以及国家战略方向的一致性。 	<p>建议关注昆仑万维, 恺英网络, 姚记科技, 天娱数科, 视觉中国, 捷成股份, 天下秀, 南方传媒, 中文在线, 蓝色光标, 浙文互联等。</p>

(二) 东北证券-北斗行业深度报告: 北三应用大范围推广, 北斗行业进入爆发期

行业	内容	投资建议
北斗行业	<ol style="list-style-type: none"> 1. 特种产业北三大规模换装, 时空信息集团成立, 北三开始应用大规模推广周期。 2. 北斗短报文国家标准推出, 有望在民用智能手机等领域进一步推广。 3. 低空经济、自动驾驶、农机等细分下游领域成长潜力巨大, 推动北斗导航产业快速发展。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 全产业链布局: 海格通信、北斗星通、振芯科技、司南导航。 2. 芯片及关键元器件: 海格通信、电科芯片、北斗星通、振芯科技、华力创通、天奥电子。 3. 设备端: 华测导航、北斗星通、司南导航、中海达、合众思壮。 4. 软件及产业应用: 航天宏图、四维图新、超图软件、中科星图。

(三) 国泰君安-计算机行业: 电改加速, 数字化技术助推电力市场化

行业	内容	投资建议
计算机行业	<ol style="list-style-type: none"> 1. 电力市场体系建设是电改的核心, 我国目前基本形成了中长期、现货、辅助服务和容量电价的电力市场体系。 2. 电改的重要着力点之一便是新能源参与市场的机制, 新型电力系统建设的重要性愈发凸显。 3. 数字化技术构筑安全基石, 同时也助力电力商品的市场化实现。 	<p>建议关注国能日新、朗新集团, 受益标的: 国网信通、东方电子、远光软件、金现代。</p>

研报来源慧博投资分析 APP

慧博官网: www.hibor.com.cn