

盘京投资 | 月度观点

盘京投资 盘京投资 2025年6月11日 08:03 辽宁

受风险偏好波动等因素影响，5月份A股主要指数涨跌出现分化，上证指数上涨2.1%，沪深300上涨1.8%，科创50下跌3.5%，由于海外扰动缓和，港股市场表现更佳，恒生指数上涨5.29%，恒生科技指数上涨1.63%。

风格方面，消费防御类、红利类和小微盘表现相对较好，科技类表现不佳。一方面机构投资者在业绩披露期结束后，加大布局新消费和创新药等增长和估值相匹配且受贸易战影响较小的细分成长赛道；另一方面由于经济平稳但缺乏明确产业趋势，资金仍然围绕一些主题性的机会和风向进行小微盘风格的投资。

中小市值股票的极端定价

近期市场当中关于中小市值特别是小微盘的讨论热度居高不下，在过去相当长一段时间里，中小市值以及微盘股票走势明显好于大盘蓝筹股，这种现象在全球各大证券市场历史上都极为罕见。根据我们统计，以中证2000为代表的中小市值股票交易量占比创出历史新高，对应指数市盈率同创历史新高。估值高企且交易量不断放大，市场重心抬高但根基不稳，不以上市公司盈利增长为前提的指数牛市，不免令人担忧。

然而市场的现实情况是，投资者往往更追求短期收益，中小市值股票虽估值较高，但容易被市场反复炒作，资金通过高频交易或涨停板等手段吸引投资者跟风，形成了一种非理性的投资氛围，导致了A股市场估值分化的结构化特征。

较为撕裂的估值分化特征也让优秀的公司估值打折，比如近期在港股上市的新能源电池龙头企业，全球投资者在港股对其定价明显高于A股定价。

全球市场的估值洼地：港股

相较于A股估值体系，港股市场在全球投资者定价的背景之下，更反映上市公司基本面特征，但由于地缘政治等因素，众多优质中国公司的股价依然被严重低估，由此让港股核心资产成为全球范围内的估值洼地。

不仅如此，港股优质公司的股东回报也十分可观，比如港股互联网公司龙头企业去年的回购金额高达1200亿，充分体现了上市公司对股东利益的重视，这样的公司值得市场尊重，值得合理的定价。港股市场的优质公司，无论是在行业地位、盈利能力还是股东回报方面都具有显著优势，能够为投资组合带来较高的收益潜力。

基本面定价机制终将回归

我们一直秉持以行业赛道和企业中期景气度为核心的成长投资策略。如果一家上市公司在未来两到三年呈现连续增长态势，估值合理且无明显风险，通常会为投资者带来较好的投资回报。然而，过去三年的市场发生了巨大变化，这种投资策略似乎失效了。即使公司业绩增长，但只要不在市场热点板块，其业绩信号不仅难以转化为投资收益，甚至可能对投资组合产生负面影响。这好像跟市场的市值风险偏好有关，市场风格极大影响了大小盘股票的定价机制。

我们目前跟踪的部分优质上市公司，预测市盈率在10倍左右，这在三年以前的A股市场是不敢想象的，在当前的海外资本市场同样不敢想象，这还是建立在上市公司未来盈利增长确定的基础之上。这部分优质公司基于内生综合实力所展现的稀缺性，为未来增加了较高的投资确定性。

均值回归（Mean Reversion）是金融和统计学中的重要概念，指事物的发展趋势在长期会向历史平均水平（均值）收敛的现象。其核心逻辑是：极端值不会长期持续，最终会回归到正常水平。我们在当前看到的种种市场现象可能无法完美解释，但如果放眼更长期的视角，可能也就迎刃而解。

通过产业趋势做成长投资

过去两年我们投入了较多精力在美国市场，比如ChatGPT、减肥药这些突破性的产业革新会在美股中较早得到体现。产业趋势是做成长投资的立命之本，我们希望通过美

股找到产业灵感，比如人工智能、人形机器人、创新药这些新兴产业。以下我们通过创新药、人工智能产业链展开阐述：

中国创新药领域近些年来展现出了强大的创新能力，比如近期在港股上市的一家致力于肿瘤、自身免疫、代谢等重大疾病领域的生物制药公司，宣布其全球首创双特异性抗体融合蛋白治疗的临床数据，观察到可控的安全性、令人鼓舞的疗效以及长期生存获益的趋势。此类突破性的产业创新让市场极为震撼。

创新药板块拥有强大的产业逻辑，包括政策扶持、企业经营改善以及国际化拓展等多个方面。企业盈利路径逐渐清晰，越来越多的企业，展现出良好的盈利能力和发展前景。对于医药行业的投资，我们更倾向于寻找具有全球竞争力的公司，这类公司能够在全球市场中获取利润，具有较强的抗风险能力。

人工智能产业的兴起为成长股投资带来了新的机遇，AI产业处于快速发展阶段，其发展前景广阔。在具体产业环节中，全球互联网科技龙头公司以及国产硬件和算力环节具有较大投资潜力。比如近期Meta联合19家权威机构探讨如何基于大模型构建真正聪明又可靠的AI Agent智能体，这将是一项突破性的技术革新。

国产硬件和算力方面，龙头公司未来盈利增长在全球人工智能产业趋势背景之下不断提升，对应预测市盈率不足10倍，极具投资性价比。这些公司不仅受益于AI产业的快速发展，而且往往具备优秀的品质和较强的行业竞争力。

最后聊聊关于近期展望，目前基本面的趋势维持较为稳定的状态，外部环境变化导致的出口下滑暂未发生，内需政策仍处在蓄力的状态，企业盈利预期仍将保持平稳。6月份市场逐渐进入对半年报的预期阶段，业绩将会逐渐纳入考量因素。

关于外部扰动，关税谈判逐渐展开，对A股的影响也逐渐减弱。增量政策可关注6月中旬陆家嘴论坛和7月中央政治局会议的定调。总体来看，短期偏震荡的概率较大，市场风格预计更趋均衡，超额收益来自于自下而上的选股策略。

