

分析师： 燕翔
登记编号： S1220521120004

分析师： 许茹纯
登记编号： S1220522010006

分析师： 朱成成
登记编号： S1220522010005

分析师： 金晗
登记编号： S1220522090002

联系人： 沈重衡

A股市场于10月底录得年内二次低点以来，市场走势整体向上。12月7日，优化疫情防控措施“新十条”出台，A股市场缩量调整，过去一个月市场行情以区间震荡为主。我们认为，目前优化疫情防控措施后的短期冲击只是暂时的，防控政策调整带来的长期正向影响大于短期冲击。明年国内经济面临低基数效应，随着政策密集出台助力经济发展，国内经济将逐步回归潜在增速水平，企业盈利有望持续改善。

从主要指数估值看，截至2022年12月20日，全部A股市盈率(TTM)为16.7倍，位于2010年至今35%的历史分位数水平。代表小盘股的中证1000指数市盈率为28.2倍，位于2014年10月至今的10%的历史分位数水平，处于指数发布日以来的历史较低水平。

从六大板块估值来看，金融板块近期股价有所修复，但估值仍处于历史极低水平，近期房地产支持政策接连出台，金融板块有望迎来较大的估值修复行情。科技板块整体处于历史偏低估值水平，影视院线行业受疫情影响较大，市盈率居高不下。消费板块估值分化较大。医药板块估值处于历史较低水平，继续下行空间有限，在业绩驱动下估值有望向上。中游板块来看，航空运输行业等受盈利冲击影响市盈率处于历史较高水平，港口与航运行业估值水平较低。周期板块整体估值不高，近期楼市利好政策接连出台，建材、家电等行业需求有望得到改善。

从一级行业估值与盈利预期看，金融、电信服务、能源等行业市净率处于历史极低水平。这些行业极低的市净率明显与行业较高的盈利能力ROE不一致，具有较大的估值修复空间。

风险提示：宏观经济不及预期、地缘政治冲突、海外衰退影响出口、国际贸易政策风险、历史经验不代表未来等。

目录

1	A股细分行业估值纵览	4
1.1	A股市场表现回顾	4
1.2	主要指数估值情况	5
1.2.1	万得全A	5
1.2.2	沪深300	6
1.2.3	中证1000	6
1.3	细分行业估值情况	7
1.3.1	金融板块	7
1.3.2	科技板块	7
1.3.3	消费板块	8
1.3.4	医药板块	9
1.3.5	中游板块	9
1.3.6	周期板块	11
1.4	近期热门主题估值	11
1.4.1	中药	12
1.4.2	装修建材	12
1.4.3	医药商业	13
1.4.4	游戏	13
2	估值与盈利匹配情况	14
2.1	一级行业估值及历史分位数	14
2.2	一级行业估值与盈利预期	14
2.3	热门赛道估值与盈利预期	15
3	当前估值下的长期收益表现	17
3.1	万得全A	17
3.2	沪深300	18
3.3	中证1000	19
3.4	国证2000	19

图表目录

图表 1: 2022 年 12 月 A 股市场行情以区间震荡为主	4
图表 2: 2022 年年初至今表现领先的十个细分行业	4
图表 3: 2022 年年初至今表现落后的十个细分行业	5
图表 4: 主要宽基指数估值及分位数	5
图表 5: 2000 年至今万得全 A 指数市盈率 (TTM)	6
图表 6: 2005 年至今沪深 300 指数市盈率 (TTM)	6
图表 7: 2014 年 10 月至今中证 1000 指数市盈率 (TTM)	6
图表 8: 金融板块主要细分行业估值及分位数	7
图表 9: 科技板块主要细分行业估值及分位数	7
图表 10: 消费板块主要细分行业估值及分位数	8
图表 11: 医药板块主要细分行业估值及分位数	9
图表 12: 中游板块主要细分行业估值及分位数	10
图表 13: 周期板块主要细分行业估值及分位数	11
图表 14: 2010 年以来中药行业市盈率 (TTM)	12
图表 15: 2010 年以来装修建材行业市盈率 (TTM)	12
图表 16: 2010 年以来医药商业行业市盈率 (TTM)	13
图表 17: 2010 年以来游戏行业市盈率 (TTM)	13
图表 18: A 股一级行业市盈率及历史分位数	14
图表 19: A 股一级行业市净率及历史分位数	14
图表 20: 一级行业 2022 年预测市盈率与预测利润增速匹配情况	15
图表 21: 一级行业 2022 年预测市净率与预测 ROE 匹配情况	15
图表 22: 热门主题预测市盈率与预测盈利匹配情况	16
图表 23: 热门赛道 2022 年预测市盈率与预测利润增速匹配情况	16
图表 24: 热门赛道 2022 年预测市净率与预测 ROE 匹配情况	17
图表 25: 万得全 A 指数在不同市盈率情况下的持有收益率统计	17
图表 26: 万得全 A 指数在不同市净率情况下的持有收益率统计	18
图表 27: 沪深 300 指数在不同市盈率情况下的持有收益率统计	18
图表 28: 中证 1000 指数在不同市盈率情况下的持有收益率统计	19
图表 29: 国证 2000 指数在不同市盈率情况下的持有收益率统计	19

1 A股细分行业估值纵览

1.1 A股市场表现回顾

2022年元旦以来，A股市场持续下探，4月末录得年内收盘最低点，自4月末至8月中旬迎来一波反弹，随后在9月二次下探，于10月底录得年内二次低点。11月初以来，A股市场走势整体向上。12月7日，优化疫情防控措施“新十条”出台，A股市场再度缩量调整，过去一个月市场行情以区间震荡为主。我们认为，目前优化疫情防控措施后的短期冲击只是暂时的，防控政策调整带来的长期正向影响大于短期冲击。明年国内经济面临低基数效应，随着政策密集出台助力经济发展，国内经济将逐步回归潜在增速水平，企业盈利有望持续改善。

图表 1：2022 年 12 月 A 股市场行情以区间震荡为主

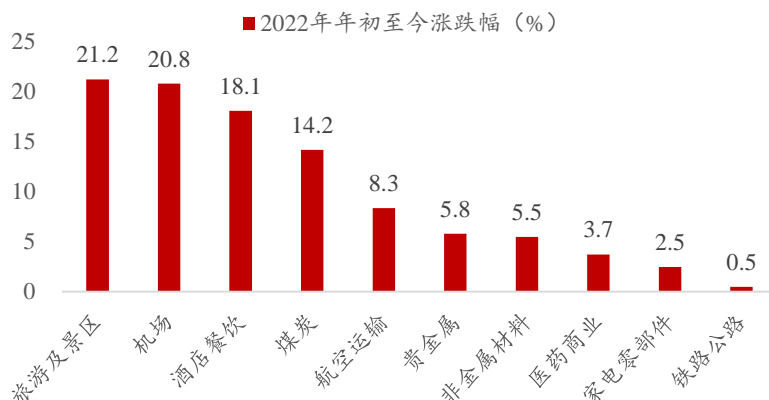


资料来源：wind，方正证券研究所

注：数据截至 2022/12/20

从我们筛选的 6 大板块 108 个细分行业来看，2022 年年初至今行情表现领先的前 5 名细分行业及涨跌幅分别是旅游及景区 (+21.2%)、机场 (+20.8%)、酒店餐饮 (+18.1%)、煤炭 (+14.2%) 以及航空运输 (+8.3%)。

图表 2：2022 年年初至今表现领先的十个细分行业

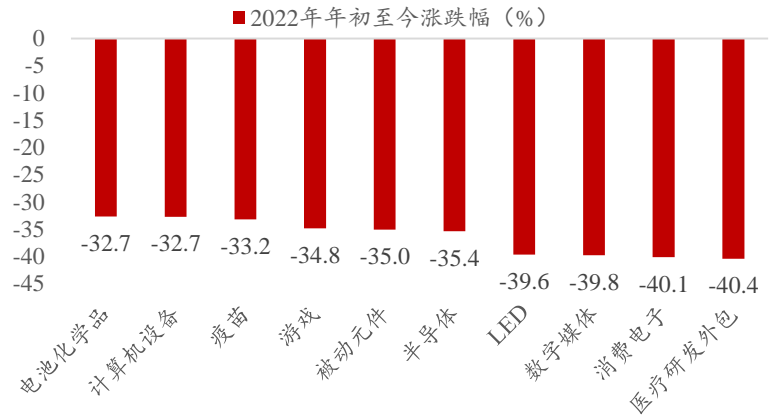


资料来源：wind，方正证券研究所

注：数据截至 2022/12/20

2022 年年初至今行情表现落后的后 5 名细分行业及涨跌幅分别是医疗研发外包 (-40.4%)、消费电子 (-40.1%)、数字媒体 (-39.8%)、LED (-39.6%)、半导体 (-35.4%)。年初以来科技 (消费电子、半导体、媒体等)、医药 (疫苗、CXO 等) 板块细分行业普遍下跌。

图表 3：2022 年年初至今表现落后的十个细分行业



资料来源：wind，方正证券研究所
注：数据截至 2022/12/20

1.2 主要指数估值情况

在统计的 10 个主要宽基指数中，当前大部分指数估值普遍偏低，具有较好的估值性价比。目前没有指数估值明显偏高（明显偏高定义为 2010 年至今估值分位数大于 85%，下同）。以创业板指为例，其市盈率处于历史分位数较低水平，市净率处于历史中等水平（接近 50% 分位数）。

图表 4：主要宽基指数估值及分位数

指数名称	2018 年底 市盈率	当前市盈率 (TTM)	2010 年至今分 位数	2018 年底 市净率	当前市净率 (LF)	2010 年至今分 位数
万得全 A	13.1	16.7	35%	1.41	1.58	9%
上证指数	11.0	12.2	30%	1.24	1.26	4%
上证 50	8.5	9.2	21%	1.08	1.23	32%
沪深 300	10.2	11.2	27%	1.26	1.32	9%
中证 500	16.2	22.7	17%	1.55	1.69	6%
中证 1000	21.4	28.2	10%	1.80	2.23	16%
国证 2000	25.3	41.4	44%	1.79	2.15	22%
创业板指	27.9	38.2	15%	3.24	4.88	43%
科创 50	.	40.8	17%	.	4.31	5%
恒生指数	9.5	9.4	27%	1.08	0.94	8%

资料来源：wind，方正证券研究所
注：统计时间截至 2022/12/20，分位数按 2010 年年初以来的估值日度数据计算，分位数小于 15% 标记为绿色，大于 85% 标记为红色

1.2.1 万得全 A

截至 2022 年 12 月 20 日，全部 A 股市盈率 (TTM) 为 16.7 倍，位于 2010 年至今 35% 的历史分位数水平。当前 A 股整体市盈率不高，位于 2010 年以来的较低水平。

图表 5：2000 年至今万得全 A 指数市盈率（TTM）



资料来源：wind，方正证券研究所

1.2.2 沪深 300

截至 2022 年 12 月 20 日，沪深 300 指数市盈率为 11.2 倍，位于 2010 年至今 27% 的历史分位数水平，处于近 13 年来历史较低水平。

图表 6：2005 年至今沪深 300 指数市盈率（TTM）



资料来源：wind，方正证券研究所

1.2.3 中证 1000

截至 2022 年 12 月 20 日，中证 1000 指数市盈率为 28.2 倍，位于 2014 年 10 月至今 10% 的历史分位数水平，处于 2014 年指数发布日以来的历史较低水平。

图表 7：2014 年 10 月至今中证 1000 指数市盈率（TTM）



资料来源：wind，方正证券研究所

1.3 细分行业估值情况

1.3.1 金融板块

金融板块近期股价有所修复，但估值仍处于历史极低水平。从市盈率来看，银行、保险行业估值处于历史极低水平，房地产行业受部分企业严重亏损影响，市盈率被动抬升。从市净率来看，全部细分行业普遍处于过去 12 年来的极低水平。近期接连出台多个重磅政策，例如“金融十六条”、“第二支箭”支持民企债券融资、“第三支箭”支持房企股权融资等，金融板块有望迎来较大的估值修复行情。

图表 8：金融板块主要细分行业估值及分位数

指数名称	2018 年底 市盈率	当前市盈率 (TTM)	2010 年至今分 位数	2018 年底 市净率	当前市净率 (LF)	2010 年至今分 位数
房地产	8.8	13.5	48%	1.24	0.91	5%
银行	5.9	4.8	5%	0.73	0.49	2%
证券	22.9	18.5	27%	1.16	1.16	3%
保险	11.0	9.8	13%	1.90	1.08	5%
多元金融	17.3	17.4	19%	1.61	0.97	3%

资料来源：wind，方正证券研究所

注：统计时间截至 2022/12/20，分位数按 2010 年年初以来的估值日度数据计算，分位数小于 15% 标记为绿色，大于 85% 标记为红色

1.3.2 科技板块

科技板块的估值整体处于历史较低水平，从市盈率来看，消费电子、通信设备等 7 个行业的市盈率明显偏低；从市净率来看，电视广播、数字媒体、消费电子等 11 个细分行业的市净率明显偏低。消费电子、面板、计算机设备、通信设备、出版 5 个细分行业无论从市盈率还是市净率来看，当前估值都处于历史极低水平。

图表 9：科技板块主要细分行业估值及分位数

指数名称	2018 年底 市盈率	当前市盈率 (TTM)	2010 年至今分 位数	2018 年底 市净率	当前市净率 (LF)	2010 年至今分 位数
国防军工	53.6	50.7	22%	1.90	3.21	49%
半导体	38.6	36.5	2%	2.30	4.31	55%
消费电子	22.8	23.0	0%	3.12	2.67	1%
面板	20.1	20.7	11%	1.09	1.13	3%
印制电路板	30.1	22.2	4%	3.12	2.45	17%
LED	17.1	55.1	69%	1.85	2.15	9%
被动元件	22.9	36.2	24%	2.35	3.28	39%
软件开发	68.3	80.9	53%	3.97	4.12	16%
计算机设备	44.1	29.3	5%	2.11	2.65	8%
IT 服务	35.9	44.8	47%	2.31	2.38	5%
通信设备	33.0	25.4	0%	2.50	2.35	9%
通信服务	57.6	22.9	16%	1.26	1.27	36%
游戏	19.2	28.2	30%	1.93	1.96	3%
广告营销	14.3	32.3	26%	1.87	2.60	12%
出版	15.5	13.3	10%	1.35	1.21	4%
影视院线	16.3	122.3	99%	1.70	2.26	31%
电视广播	17.1	31.5	49%	1.06	0.92	3%
数字媒体	40.3	46.8	18%	4.04	2.90	4%

资料来源：wind，方正证券研究所

注：统计时间截至 2022/12/20，分位数按 2010 年年初以来的估值日度数据计算，分位数小于 15% 标记为绿色，大于 85% 标记为红色

1.3.3 消费板块

消费板块细分行业的估值分化程度较大，从市盈率来看，养殖业、饲料、旅游及景区、酒店餐饮 4 个行业估值明显偏高，而白色家电、小家电 2 个行业估值处于历史偏低水平；从市净率来看，仅家电零部件行业估值处于历史较高水平，而乳品、食品加工、白色家电、厨卫电器等 8 个行业估值处于历史偏低水平。其中白色家电行业的估值不论从市盈率还是市净率来看都处于历史低位，估值性价比凸显。

图表 10：消费板块主要细分行业估值及分位数

指数名称	2018 年底 市盈率	当前市盈率 (TTM)	2010 年至今分 位数	2018 年底 市净率	当前市净率 (LF)	2010 年至今分 位数
白酒	18.6	33.1	71%	4.79	8.33	71%
调味发酵品	29.9	46.5	74%	5.65	6.91	77%
乳品	24.1	24.9	31%	4.33	3.71	2%
食品加工	25.0	30.1	39%	3.98	3.48	5%
休闲食品	32.3	46.6	81%	3.02	3.94	62%
啤酒	44.0	44.8	42%	2.11	5.00	76%
软饮料	17.0	24.4	30%	2.42	3.18	28%
其他酒类	65.8	84.9	65%	2.54	3.73	20%
白色家电	10.8	10.6	2%	2.51	2.29	4%
小家电	22.4	23.5	15%	2.56	3.84	53%
家电零部件	22.1	34.2	42%	1.94	4.44	86%
厨卫电器	13.7	21.5	45%	2.86	2.41	6%
黑色家电	9.6	21.2	34%	1.07	1.32	12%
美容护理	28.3	41.2	51%	2.51	5.07	82%
养殖业	28.6	596.2	94%	3.48	3.26	23%
农产品加工	23.0	43.1	51%	1.95	2.29	19%
饲料	21.3	77.1	88%	2.12	3.14	38%
种植业	33.1	53.0	26%	1.99	3.14	26%
纺织服饰	18.8	22.8	26%	1.53	1.74	12%
家居用品	23.0	28.7	21%	1.67	2.41	28%
包装印刷	22.9	30.6	55%	2.02	2.02	12%
造纸	8.3	25.6	42%	1.06	1.24	18%
文娱用品	41.5	60.7	74%	3.35	4.25	53%
一般零售	16.9	27.3	51%	1.50	1.44	12%
互联网电商	11.4	52.5	64%	1.52	2.68	64%
旅游及景区	19.0	6,051.6	100%	2.15	3.42	61%
专业服务	60.2	42.1	18%	3.43	3.94	45%
酒店餐饮	24.8	355.1	98%	1.97	3.47	61%

资料来源：wind，方正证券研究所

注：统计时间截至 2022/12/20，分位数按 2010 年年初以来的估值日度数据计算，分位数小于 15% 标记为绿色，大于 85% 标记为红色

1.3.4 医药板块

医药板块估值总体处于历史偏低水平。从市盈率来看，医疗器械、医疗研发外包、其他生物制品等 6 个行业处于历史偏低水平；从市净率来看，血液制品、其他生物制品等 4 个行业处于历史偏低水平。其中医疗器械、其他生物制品、血液制品 3 个细分行业无论从市盈率还是市净率看都处于历史低位。医保集采政策出现改善，医药行业估值继续下行空间有限，医药行业在业绩驱动下估值有望向上。

图表 11：医药板块主要细分行业估值及分位数

指数名称	2018 年底 市盈率	当前市盈率 (TTM)	2010 年至今分 位数	2018 年底 市净率	当前市净率 (LF)	2010 年至今分 位数
医疗器械	41.7	13.6	0%	3.44	3.33	6%
化学制剂	29.9	34.4	29%	2.84	2.97	8%
中药	17.9	22.6	10%	2.13	2.81	22%
医疗研发外包	45.9	24.6	0%	4.68	4.51	17%
疫苗	41.9	28.6	42%	2.91	4.09	70%
原料药	17.8	25.8	11%	2.02	2.62	16%
医药商业	13.8	21.0	33%	1.65	1.77	26%
医疗服务	17.7	103.9	78%	4.00	7.38	77%
其他生物制品	31.1	22.7	4%	3.71	2.99	2%
血液制品	35.3	33.5	15%	4.80	2.06	3%

资料来源：wind，方正证券研究所

注：统计时间截至 2022/12/20，分位数按 2010 年年初以来的估值日度数据计算，分位数小于 15% 标记为绿色，大于 85% 标记为红色

1.3.5 中游板块

中游板块估值分化明显，从市盈率来看，电池化学品、港口、航运等 8 个行业处于历史偏低水平，而火力发电、航空运输、机场等 5 个行业处于历史偏高水平；从市净率来看，环保、物流、港口、铁路公路等 7 个行业处于历史偏低水平，而航空运输行业处于历史偏高水平。其中，无论从市盈率还是市净率来看，航空运输行业受盈利冲击影响估值都处于历史较高水平，港口行业则恰恰相反，均处于历史低位。

图表 12：中游板块主要细分行业估值及分位数

指数名称	2018 年底 市盈率	当前市盈率 (TTM)	2010 年至今分 位数	2018 年底 市净率	当前市净率 (LF)	2010 年至今分 位数
光伏设备	25.3	24.6	3%	1.97	5.03	68%
锂电池	28.4	43.0	31%	2.71	5.81	35%
电网设备	20.2	20.5	2%	1.66	2.34	31%
电池化学品	24.2	23.0	1%	2.28	3.94	53%
风电设备	16.9	24.3	25%	1.25	2.24	46%
其他电源设备	25.5	46.7	74%	1.59	2.13	18%
电机	21.7	28.3	8%	1.47	2.29	24%
水力发电	15.7	18.5	41%	1.80	2.11	46%
火力发电	23.8	66.8	94%	1.05	1.05	25%
风力发电	22.6	24.1	16%	1.48	2.23	25%
燃气	25.6	20.3	6%	1.73	1.98	22%
环保	19.4	21.4	15%	1.66	1.49	2%
通用设备	29.0	35.0	18%	1.91	2.44	26%
专用设备	22.2	26.1	43%	1.50	2.25	38%
自动化设备	28.0	39.4	32%	2.96	4.25	39%
工程机械	12.1	27.9	74%	1.41	1.83	49%
轨交设备	21.4	17.5	24%	1.93	1.10	3%
物流	17.3	16.7	32%	1.67	1.74	11%
铁路公路	9.8	15.2	59%	1.07	0.93	3%
港口	15.1	11.7	2%	1.19	0.94	1%
航空运输	23.3	1,065.6	100%	0.96	4.00	93%
航运	44.2	3.4	0%	1.26	1.23	9%
机场	21.3	-	-	2.45	2.76	81%
汽车零部件	12.9	30.2	79%	1.52	2.14	33%
乘用车	11.4	31.2	86%	1.39	2.58	78%
商用车	21.5	137.6	99%	1.08	1.77	40%
汽车服务	17.4	32.5	50%	1.12	1.12	5%
摩托车	51.8	28.9	20%	2.54	2.60	15%

资料来源：wind，方正证券研究所

注：统计时间截至 2022/12/20，分位数按 2010 年年初以来的估值日度数据计算，分位数小于 15% 标记为绿色，大于 85% 标记为红色

1.3.6 周期板块

周期行业整体来看估值水平不高，市盈率来看，化工产业如化学制品、化学原料等 11 个细分行业处于历史偏低水平；市净率来看，水泥、化学纤维等 6 个细分行业处于历史偏低水平。其中，无论是从市盈率还是市净率来看，化学纤维、建筑装饰、炼化及贸易、小金属等 4 个行业都处于历史低位，具有良好的估值性价比。非金属材料估值水平比上月有所降低，但仍处于历史较高水平。近期楼市利好政策接连出台，建材、家电等行业需求有望得到改善。

图表 13：周期板块主要细分行业估值及分位数

指数名称	2018 年底 市盈率	当前市盈率 (TTM)	2010 年至今分 位数	2018 年底 市净率	当前市净率 (LF)	2010 年至今分 位数
煤炭	8.0	6.5	0%	1.00	1.35	37%
钢铁	5.8	16.7	40%	1.00	1.00	30%
化学制品	13.5	16.8	6%	1.81	2.60	36%
化学原料	11.6	11.9	7%	1.29	1.67	20%
农化制品	14.8	9.9	0%	1.60	2.44	39%
塑料	17.8	31.6	40%	1.60	2.31	16%
非金属材料	14.2	33.7	30%	3.05	6.18	83%
化学纤维	15.9	17.7	14%	1.75	1.65	3%
水泥	7.4	9.0	24%	1.34	0.92	2%
装修建材	19.2	29.3	35%	2.04	2.82	37%
玻璃玻纤	15.2	13.1	6%	1.29	2.36	42%
建筑装饰	10.2	9.2	9%	1.11	0.86	5%
炼化及贸易	11.3	10.6	7%	1.23	1.19	3%
油服工程	41.0	42.7	79%	1.25	1.62	31%
工业金属	23.6	13.7	2%	1.25	1.86	33%
小金属	28.5	19.0	0%	2.65	3.18	10%
能源金属	12.2	10.5	0%	2.78	3.73	33%
贵金属	29.9	36.9	41%	2.36	2.46	14%
金属新材料	14.3	28.5	16%	1.97	3.04	26%

资料来源：wind，方正证券研究所

注：统计时间截至 2022/12/20，分位数按 2010 年年初以来的估值年度数据计算，分位数小于 15% 标记为绿色，大于 85% 标记为红色

需要说明的是，由于不同行业的经营模式各不相同，简单跨行业对绝对估值数据进行比较可能并不妥当，而对同类行业相似阶段的历史数据进行纵向比较可能更具参考意义。

1.4 近期热门主题估值

从近期市场活跃度来看，中药、装修建材、医药商业、游戏等细分行业成为热门投资主题。我们对这些热门主题自 2010 年以来的估值数据进行统计分析，可以看到这些行业当前估值并不算高，多数热门主题的市盈率（TTM）处于历史平均值附近或者偏低水平。

1.4.1 中药

受优化疫情防控措施等因素影响，医药需求持续增长。今年 11 月以来中药行业股价一路上涨，过去一周开始小幅回调。截至 12 月 20 日，中药行业的市盈率（TTM）为 22.62 倍，处于 2010 年年初至今的 10% 历史分位数，低于历史市盈率平均值减一倍标准差水平。

图表 14：2010 年以来中药行业市盈率（TTM）



资料来源：wind，方正证券研究所

1.4.2 装修建材

装修建材行业在近期行情中表现较好。截至 12 月 20 日，装修建材行业的市盈率（TTM）为 29.3 倍，处于 2010 年年初至今的 35% 历史分位数，略高于历史市盈率平均值减一倍标准差水平。

图表 15：2010 年以来装修建材行业市盈率（TTM）



资料来源：wind，方正证券研究所

1.4.3 医药商业

截至12月20日，医药商业的市盈率（TTM）为21.0倍，处于2010年年初至今的33%历史分位数，接近历史市盈率平均值减一倍标准差水平。

图表 16：2010 年以来医药商业行业市盈率（TTM）



资料来源：wind，方正证券研究所

1.4.4 游戏

下半年以来游戏版号下发数量逐渐增多，游戏行业销售额上涨，景气度修复上行。从估值来看，截至12月20日，游戏行业的市盈率（TTM）为28.24倍，处于2010年年初至今的30%历史分位数，接近历史市盈率减一倍标准差水平。

图表 17：2010 年以来游戏行业市盈率（TTM）



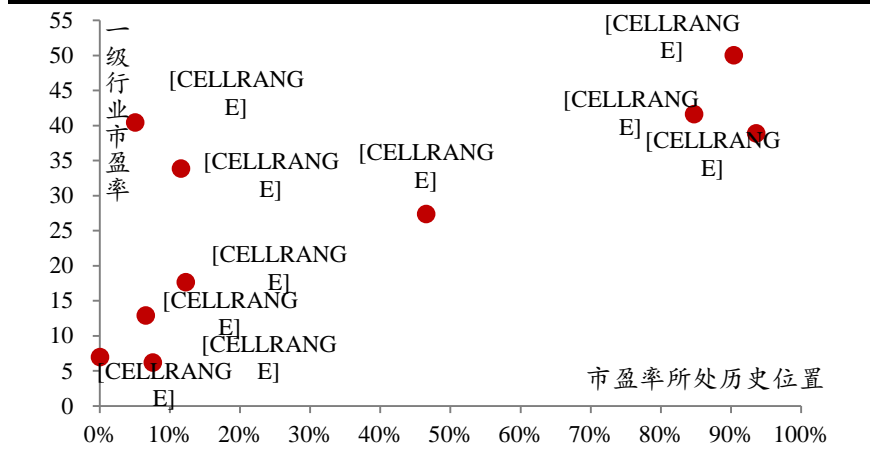
资料来源：wind，方正证券研究所

2 估值与盈利匹配情况

2.1 一级行业估值及历史分位数

从 Wind 一级行业的估值来看，截至 2022 年 12 月 20 日，A 股市盈率表现出较为明显的分化。公用事业行业的市盈率处于历史高位（大于 90% 分位数），工业的市盈率处于历史中枢水平（50% 分位数）。能源、金融、电信服务、信息技术等行业的估值处在历史极低水平（低于 10% 分位数）。

图表 18：A 股一级行业市盈率及历史分位数

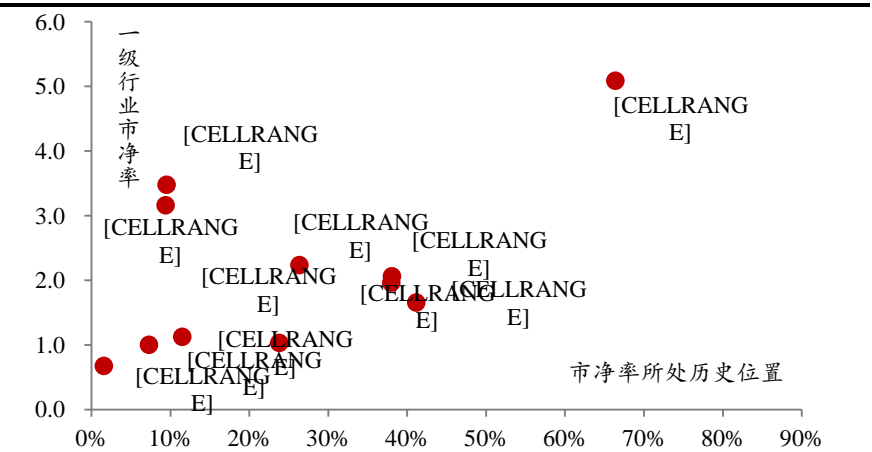


资料来源：wind，方正证券研究所

注：Wind 一级行业分类下的房地产行业市盈率异常波动，故未列入比较

从一级行业市净率来看，A 股的市净率的分化程度不如市盈率明显。日常消费的市净率处于历史较高水平，材料、工业、公用事业估值接近历史中枢水平，金融、房地产、信息技术、医疗保健等行业市净率处于历史极低水平。

图表 19：A 股一级行业市净率及历史分位数

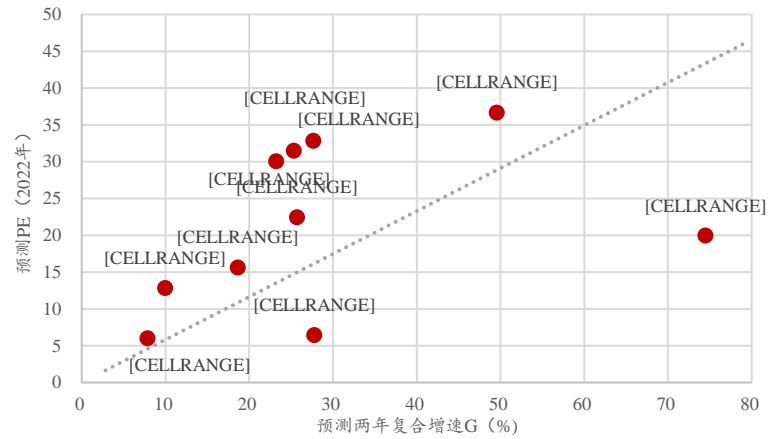


资料来源：wind，方正证券研究所

2.2 一级行业估值与盈利预期

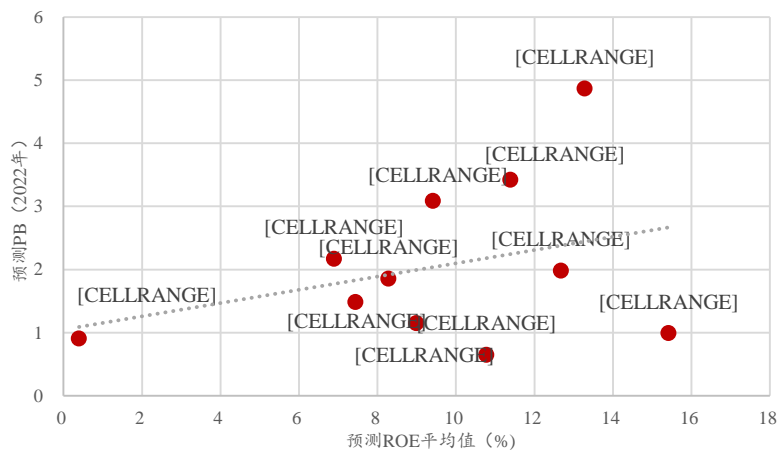
比较一级行业 2022 年预测市盈率与预测盈利增速的匹配情况。相对来看日常消费的估值、增速水平都相对较高，金融和电信服务为低估值、低增速的“双低行业”，能源行业估值明显偏低。由于去年火电行业大幅亏损，公用事业预测 PE 与预测利润增速匹配度不高。

图表 20: 一级行业 2022 年预测市盈率与预测利润增速匹配情况



资料来源: wind, 方正证券研究所
注: 时间截至 2022/12/20

图表 21: 一级行业 2022 年预测市净率与预测 ROE 匹配情况



资料来源: wind, 方正证券研究所
注: 时间截至 2022/12/20

预测 2022 年市净率与 ROE 的关系则不太显著, 可以看到日常消费、材料、能源行业均具有较强的盈利能力, 而三者市净率则有较大差距, 日常消费的市净率较高、材料次之, 能源行业的市净率最低。由于不同公司的经营模式、财务杠杆率等因素各不相同, 简单跨行业对 PB-ROE 进行比较可能并不妥当。不过金融、电信服务、能源行业的极低市净率明显与这些行业较高的盈利能力 ROE 不一致, 具有较大的估值修复空间。

2.3 热门赛道估值与盈利预期

具体来看主要热门赛道预期估值和盈利的匹配情况。从预测两年盈利复合增速 G 与预测市盈率 PE 的匹配情况来看, 港口、银行处在低增速、低市盈率的“双低区域”, 而国防军工、美容护理行业处在高增速、高市盈率的“双高区域”。

单纯从 PEG 来看, 目前证券、调味发酵品等行业估值偏高; 建筑装饰、

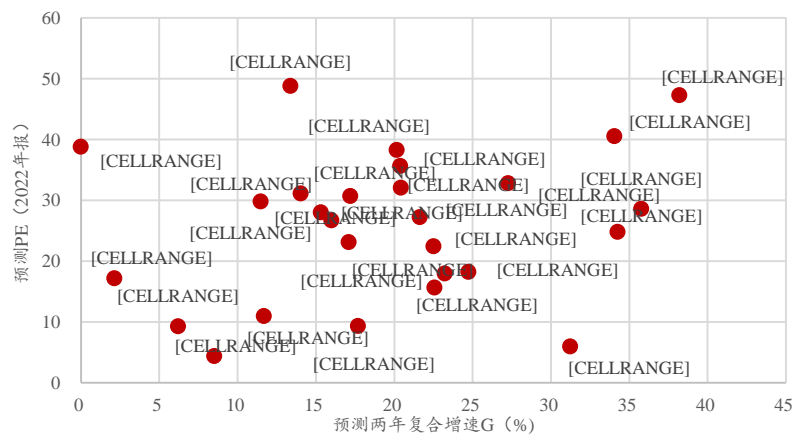
银行等行业已处在明显偏低的估值范围，具有较好的估值性价比；风电设备、白色家电等估值较为适中。

图表 22：热门主题预测市盈率与预测盈利匹配情况

行业名称	预测PE			预测PB			预测ROE (%)			预测净利润增速 (%)			预测PEG (G为两年复合增速)	
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	两年复合增速 (较2021年)	2022PE÷G	2023PE÷G
房地产	-290.2	10.9	10.0	0.86	1.12	1.02	-0.3	10.2	10.3	-116.7	2,751.9	7.0	-41.64	1.57
银行	4.4	4.1	3.7	0.50	0.47	0.43	11.5	11.6	11.6	7.6	7.4	8.5	0.52	0.48
证券	17.2	13.7	11.8	1.21	1.21	1.13	7.0	8.9	9.5	-18.0	25.6	2.2	7.97	6.35
国防军工	47.3	33.7	25.1	3.05	3.70	3.28	6.4	11.0	13.1	33.1	40.5	38.2	1.24	0.88
半导体	35.6	27.4	21.2	4.29	3.89	3.30	12.0	14.2	15.5	8.0	30.0	20.4	1.75	1.34
消费电子	18.2	14.8	12.3	2.29	2.26	1.97	12.6	15.3	16.1	26.1	22.8	24.7	0.74	0.60
软件开发	75.7	41.3	31.1	4.02	4.21	3.74	5.3	10.2	12.0	25.8	83.2	31.6	2.39	1.31
计算机设备	31.1	20.7	16.8	2.78	3.37	2.94	8.9	16.3	17.5	-1.0	50.6	14.0	2.22	1.47
游戏	27.2	18.1	15.3	1.90	2.34	2.08	7.0	13.0	13.6	11.5	50.6	21.6	1.26	0.84
影视院线	-321.5	31.0	25.9	2.38	2.65	2.48	-0.7	8.6	9.6	28	1,138	219	-1.47	0.14
白酒	32.1	26.8	22.7	7.97	6.74	5.66	24.8	25.1	25.0	21.2	19.6	20.4	1.57	1.31
调味发酵品	48.8	40.3	34.0	8.03	7.75	6.64	16.4	19.2	19.6	5.9	21.0	13.4	3.65	3.01
乳品	26.7	20.9	17.3	3.24	3.20	2.86	12.1	15.3	16.5	5.5	27.6	16.0	1.67	1.31
白色家电	10.9	9.9	8.9	2.13	1.93	1.66	19.4	19.5	18.6	13.4	10.6	11.7	0.94	0.85
小家电	23.1	19.5	16.8	3.90	4.06	3.67	16.9	20.9	21.9	17.4	18.9	17.1	1.35	1.14
美容护理	40.5	32.6	26.3	4.66	4.90	4.33	11.5	15.0	16.5	18.1	24.4	34.1	1.19	0.96
养殖业	-386.0	10.2	11.5	3.09	2.55	2.15	-0.8	25.0	18.8	96.1	3,880	0.0	0.00	0.00
饲料	38.8	14.8	14.1	3.27	2.90	2.48	8.4	19.6	17.6	301	162	0.0	0.00	0.00
纺织服装	29.8	16.4	13.7	1.77	2.08	1.89	5.9	12.7	13.7	-11.9	82.2	11.5	2.60	1.43
互联网电商	-3.3	40.8	28.8	2.15	6.18	5.07	-64.1	15.2	17.6	3.7	108.2	39.3	-0.09	1.04
旅游及景区	-62	57.8	37.1	3.45	4.06	3.72	-5.6	7.0	10.0	-12.9	207	0.0	0.00	0.00
酒店餐饮	-489.8	41.9	29.4	3.62	3.77	3.41	-0.7	9.0	11.6	-621	1,269.3	285.8	-1.71	0.15
医疗器械	18.0	26.9	22.5	3.74	5.19	4.35	20.8	19.3	19.4	33.4	-33.2	23.2	0.77	1.16
化学制剂	38.3	31.8	26.1	2.93	4.09	3.60	7.7	12.9	13.8	10.1	20.6	20.2	1.90	1.58
中药	28.0	29.9	28.3	2.91	3.78	3.85	10.4	12.6	13.6	-1.1	-6.2	15.3	1.83	1.95
医疗研发外包	24.8	22.8	18.2	4.18	3.82	3.21	16.8	16.7	17.7	68.2	8.7	34.3	0.72	0.67
光伏设备	21.8	17.1	13.9	4.94	4.01	3.17	22.6	23.5	22.8	131.1	27.9	65.8	0.33	0.26
锂电池	38.1	22.9	16.7	6.36	5.10	3.97	16.7	22.2	23.7	64.7	65.8	66.0	0.58	0.35
风电设备	22.4	16.1	12.5	2.31	2.28	1.96	10.3	14.1	15.7	1.6	39.1	22.5	1.00	0.72
通用设备	32.8	28.0	22.1	2.55	4.08	3.50	7.8	14.6	15.9	10.5	17.1	27.3	1.20	1.03
物流	15.6	15.3	12.9	1.74	1.85	1.65	11.1	12.1	12.8	25.3	2.1	22.6	0.69	0.68
港口	9.3	18.9	18.1	0.96	2.20	1.99	10.3	11.6	11.0	28.8	-50.9	6.2	1.50	3.05
航空运输	-5.9	50.6	13.8	4.92	4.11	3.22	-83.8	8.1	23.4	-173.1	111.6	0.0	0.00	0.00
航运	3.1	5.7	7.6	1.18	1.22	1.14	37.9	21.4	14.9	39.9	-45.3	-8.2	-0.38	-0.70
乘用车	28.6	19.5	15.2	2.41	2.22	1.98	8.4	11.4	13.0	42.9	46.3	35.8	0.80	0.55
商用车	166.5	20.9	32.0	1.61	1.89	2.69	1.0	9.0	8.4	245.8	696.8	113.5	1.47	0.18
煤炭	6.0	6.1	5.8	1.32	1.27	1.12	22.1	20.8	19.2	65.5	-1.9	31.2	0.19	0.20
钢铁	16.4	11.8	10.0	0.95	1.15	1.14	5.8	9.8	11.4	-55.8	39.4	-14.4	-1.14	-0.81
装修建材	30.7	20.6	16.3	2.89	3.07	2.68	9.4	14.9	16.5	-0.7	49.4	17.2	1.79	1.20
建筑装饰	9.4	7.2	6.3	0.80	0.80	0.72	8.6	11.1	11.5	17.8	29.9	17.7	0.53	0.41

资料来源：wind，方正证券研究所

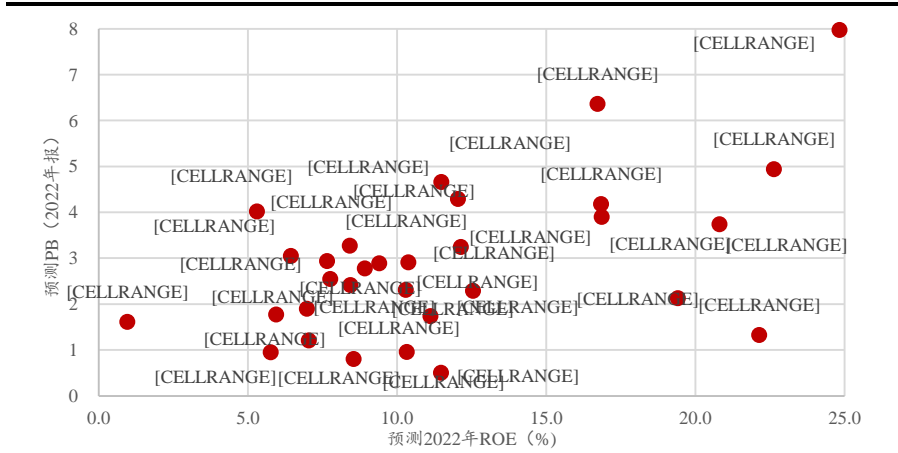
图表 23：热门赛道 2022 年预测市盈率与预测利润增速匹配情况



资料来源：wind，方正证券研究所
注：时间截至 2022/12/20

从预测 ROE 与预测 PB 情况来看，匹配程度不如 PE-G 效果明显，但可以看出白酒、光伏设备等行业拥有较高市净率估值以及较高盈利能力 (ROE 较高)，商用车、钢铁、纺织服装等行业预测 PB 及 ROE 均处于较低水平。

图表 24：热门赛道 2022 年预测市净率与预测 ROE 匹配情况



资料来源：wind，方正证券研究所

注：时间截至 2022/12/20

3 当前估值下的长期收益表现

从不同估值区间的长期收益表现来看，估值对 A 股主要宽基指数收益率的影响较为明显。无论是市盈率还是市净率，低估值区间（0%-30%分位数）在各阶段的持有收益率都明显高于高估值区间（70%-100%分位数）。极端低市盈率（0%-10%分位数）比极端高市盈率（90%-100%分位数）情况下的 3 年持有收益率整体差距可达 100 个百分点。

3.1 万得全 A

以万得全 A 指数为例，截至 2022 年 12 月 20 日，万得全 A 指数的市盈率（TTM，最近 12 个月）为 16.66 倍，位于 2000 年以来的 22% 分位数水平，万得全 A 指数的市净率（LF，最新报告期）为 1.68 倍，位于 2000 年以来的 5% 分位数水平，均处于历史较低水平。从长期来看，在该市净率估值水平下，万得全 A 指数长期持有收益率较为可观。

图表 25：万得全 A 指数在不同市盈率情况下的持有收益率统计

估值分位数	1M	3M	6M	1Y	2Y	3Y
0%~10%	2.53	7.74	16.43	45.89	69.87	90.08
10%~20%	1.06	3.68	15.18	19.60	46.25	66.63
20%~30%	-0.12	3.08	6.48	15.35	29.12	27.30
30%~40%	2.49	6.16	4.19	9.86	53.29	35.41
40%~50%	0.04	1.97	4.11	5.98	85.49	45.05
50%~60%	0.01	-0.53	1.45	12.31	41.58	38.22
60%~70%	0.45	1.39	10.52	52.87	43.90	121.50
70%~80%	0.13	0.57	4.03	9.53	-3.82	41.78
80%~90%	2.71	4.69	3.62	-13.05	-20.91	-4.34
90%~100%	-0.19	-1.02	-4.28	-10.81	-26.47	-34.89

资料来源：wind，方正证券研究所

注：统计时间起始于 2000 年 1 月，持有收益率按日度数据平均计算

图表 26: 万得全 A 指数在不同市净率情况下的持有收益率统计

估值分位数	1M	3M	6M	1Y	2Y	3Y
0%~10%	3.55	10.23	17.03	51.54	73.49	75.53
10%~20%	1.16	4.05	13.13	32.65	117.80	79.01
20%~30%	-0.71	1.45	10.35	34.41	141.61	91.70
30%~40%	2.02	1.87	2.80	8.52	22.49	55.67
40%~50%	0.29	1.58	3.50	8.61	10.86	47.36
50%~60%	1.83	9.35	20.35	48.13	37.81	116.31
60%~70%	0.26	4.44	5.90	1.69	-5.15	24.69
70%~80%	1.48	-2.46	-2.84	-4.57	-17.37	4.78
80%~90%	-1.14	-2.21	-0.50	0.11	-14.94	-17.64
90%~100%	0.64	0.36	-6.24	-23.56	-24.75	-30.09

资料来源: wind, 方正证券研究所

注: 统计时间起始于 2000 年 1 月, 持有收益率按日度数据平均计算

从不同细分指数来看, 越是成分股特征相似的指数, 估值对收益率的影响就越具有参考价值。例如行业指数比宽基指数的估值更有参考意义, 仅包含 300 只大盘股的沪深 300 指数比包含 2000 只小盘股的国证 2000 指数的估值与收益率关系更加明显。

3.2 沪深 300

以沪深 300 指数为例, 截至 2022 年 12 月 20 日, 沪深 300 指数的市盈率 (TTM, 最近 12 个月) 为 11.19 倍, 位于 2002 年以来的 20% 分位数水平。沪深 300 指数涵盖不同行业的公司龙头, 目前估值水平处于较低水平区间, 当前估值下的未来预期收益率较为可观。

图表 27: 沪深 300 指数在不同市盈率情况下的持有收益率统计

估值分位数	1M	3M	6M	1Y	2Y	3Y
0%~10%	2.41	8.53	20.42	42.36	43.87	54.97
10%~20%	0.83	2.10	5.30	4.38	32.31	41.85
20%~30%	0.97	1.02	2.48	8.66	16.78	27.99
30%~40%	1.18	3.93	5.04	13.61	17.40	15.20
40%~50%	0.82	1.38	0.96	9.19	47.45	31.66
50%~60%	-0.15	1.73	7.96	14.17	95.01	35.83
60%~70%	0.82	3.36	4.47	11.26	72.89	39.98
70%~80%	0.42	2.25	2.22	15.56	27.85	13.54
80%~90%	0.43	3.60	24.24	86.04	20.79	41.73
90%~100%	3.31	7.38	6.95	-11.46	-22.07	-20.28

资料来源: wind, 方正证券研究所

注: 统计时间起始于 2002 年 1 月, 持有收益率按日度数据平均计算

3.3 中证 1000

以中证 1000 指数作为小盘股的代表之一，截至 2022 年 12 月 20 日，中证 1000 指数的市盈率 (TTM, 最近 12 个月) 为 28.2 倍，位于 2005 年以来的 10% 分位数水平。目前的估值水平处于历史较低估值区间。

图表 28：中证 1000 指数在不同市盈率情况下的持有收益率统计

估值分位数	1M	3M	6M	1Y	2Y	3Y
0%~10%	2.14	5.25	8.03	11.39	37.69	54.15
10%~20%	-2.33	-1.37	-2.17	-8.97	3.86	15.05
20%~30%	0.50	-5.22	-8.44	-5.38	-0.25	8.76
30%~40%	-0.08	-0.90	-2.59	-3.93	7.54	17.80
40%~50%	0.59	4.70	10.33	9.31	21.76	24.71
50%~60%	-2.15	-2.92	-2.58	-12.38	-10.66	-0.54
60%~70%	0.57	3.77	3.17	7.93	-1.34	0.87
70%~80%	4.51	16.04	24.92	10.95	-1.00	-13.00
80%~90%	3.41	5.87	0.36	-5.67	-29.26	-35.83
90%~100%	-2.24	-10.29	-12.47	-15.55	-28.95	-46.01

资料来源：wind，方正证券研究所

注：统计时间起始于 2005 年初，持有收益率按日度数据平均计算

3.4 国证 2000

国证 2000 指数也可代表小盘股表现情况，截至 2022 年 12 月 20 日，国证 2000 指数的市盈率 (TTM, 最近 12 个月) 为 41.4 倍，位于 2010 年以来的 44% 分位数水平，估值水平接近中枢估值区间。相较于沪深 300 以及中证 500，其含个股数量较多且以小盘股为主，估值与收益率关系程度较为不明显。从历史持有收益率看，长期投资收益率更稳定。

图表 29：国证 2000 指数在不同市盈率情况下的持有收益率统计

估值分位数	1M	3M	6M	1Y	2Y	3Y
0%~10%	2.02	6.18	9.17	9.71	31.21	55.39
10%~20%	1.58	2.92	4.67	1.54	10.48	22.46
20%~30%	0.15	-2.44	-2.29	-4.62	6.13	12.68
30%~40%	-1.03	-2.85	0.53	2.50	13.85	22.06
40%~50%	-2.28	-0.97	1.57	14.15	29.13	36.60
50%~60%	-0.57	-1.75	-4.94	-9.94	-9.78	1.95
60%~70%	3.14	10.22	15.50	67.64	49.01	44.72
70%~80%	2.55	11.60	34.15	24.10	22.39	9.19
80%~90%	5.60	16.85	5.72	3.24	-15.86	-25.13
90%~100%	-0.55	-8.41	-7.18	-7.56	-19.68	-37.45

资料来源：wind，方正证券研究所

注：统计时间起始于 2010 年初，持有收益率按日度数据平均计算

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为C3及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载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。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

- 强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
- 推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
- 中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
- 减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

- 推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
- 中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
- 减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

地址	网址： https://www.foundersc.com	E-mail： yjzx@foundersc.com
北京	西城区展览馆路48号新联写字楼6层	
上海	静安区延平路71号延平大厦2楼	
上海	浦东新区世纪大道1168号东方金融广场A栋1001室	
深圳	福田区竹子林四路紫竹七路18号光大银行大厦31层	
广州	天河区兴盛路12号楼隽峰苑2期3层方正证券	
长沙	天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层	