



## 2021 年市场展望：因势而动，不负来年景

全球资本市场及经济企稳复苏，但全球市场波动频现，何以在后疫情时代继续前行？——唯有紧握 Beta 的同时深挖 Alpha。

宏观方面确定性与不确定性交织，2021 年复苏的分化将延续。中国经济展现的不只是韧性，而是制造业的弯道超车和额外储蓄所带来的强劲消费动力的双引擎增长。投资策略则立足于中国及全球共振复苏的主线，叠加供需三振的思路制定了全行业配置策略，提高行业配置 Alpha 来增高安全垫，虽然全年股票回报预计为个位数，但全年先上后下，港股优于 A 股，结合行业配置仍大有可为。

随着疫情冲击加速线上化，互联网行业预计将在 2021 年将迎来数字时代的全面化：全民数字化、全场景数字化、全产业数字化。科技行业随着需求回暖，叠加供应端格局稳中有变，部分行业在受益于手机 Beta 的同时还受到 5G 渗透率提升的 Alpha。医疗行业则需要关注优质基本面、丰富管线、擅于创新的企业，一旦出现明显回调就是买入良机。消费行业则可布局趋势红利的大体量品类，选择高复购率的商业模式。

**林琰** (宏观分析师 | 研究部主管)  
sharon\_lam@spdbi.com  
(852) 2808 6438

**蔡瑞 CFA** (策略分析师)  
carl\_cai@spdbi.com  
(852) 2808 6437

**王惟颖 CFA** (消费分析师)  
summer\_wang@spdbi.com  
(852) 2808 6433

**朱倩岚** (医疗分析师)  
vicky\_zhu@spdbi.com  
(852) 2808 6439

**赵丹** (互联网分析师)  
dan\_zhao@spdbi.com  
(852) 2808 6436

**沈岱** (科技分析师)  
tony\_shen@spdbi.com  
(852) 2808 6435

**王彦臣, PhD** (宏观分析师)  
yannson\_wang@spdbi.com  
(852) 2808 6440

**胡泽宇** (助理分析师)  
ryan\_hu@spdbi.com  
(852) 2808 6446

**杨子超** (助理分析师)  
charles\_yang@spdbi.com  
(852) 2808 6409

# 目录

2021 年宏观经济展望：重整旗鼓，胜负已定 .....	4
2021 年投资策略展望：先上后下，配置下沉 .....	59
2021 年医疗行业展望：坚持创新，伺机而动 .....	112
2021 年互联网行业展望：全面拥抱数字时代 .....	143
2021 年科技行业展望：需求回暖上升，格局稳中有变 .....	165
2021 年消费行业展望：聚焦品类红利，重写行业座次 .....	201



# 2021 年市场展望： 因势而动，不负来年景

- 宏观经济：重整旗鼓，胜负已定。**在流动性充裕的大背景下，2021 年全球经济复苏的方向是明朗的，但经济体之间的复苏分化将更加明显。整体来看，中美复苏较快，发达市场的复苏进程优于新兴市场。在出口和消费双引擎的带动下，我们预计 2021 年中国 GDP 增速将攀升至 9.0%。在“十四五”新蓝图下，中国正加快成为世界最大的经济体。
- 投资策略：先上后下，配置下沉。**2021 年 MSCI 中国指数盈利预计同比增长 20%-21.5%，有望成为股市最大支撑，估值则预计回落 14.4%-15.9%，全年低个位数回报，2021 年预计和 2010 年类似，都呈现盈利扩张而估值收缩局面。此情况下更加凸显做大行业配置 Alpha 的必要，我们行业配置核心即寻找周期、结构需求叠加供应共振。全年走势或呈先上后下走势，2021 年港股优于 A 股。
- 医疗行业：坚持创新，伺机而动。**2020 年全年医药板块整体表现仍然跑赢大盘，上半年市场过度反应，下半年趋于理性。2021 年我们仍然推荐与创新相关的 CRO、生物科技和制药行业，CRO 行业增长确定性高，生物科技和制药行业分化度较高，中长期基本面趋势向上、管线丰富、创新程度高的公司，上升期间一旦回调即是机会。
- 互联网行业：全民拥抱数字时代。**疫情加速线上化，互联网行业跑赢大盘。疫情对用户习惯影响更为深远，企业加速数字化进程。展望 2021 年，进入全面拥抱数字时代：全民数字化、全场景数字化和全产业数字化。细分行业我们看好游戏、电商、本地生活服务和短视频和 SaaS 等板块，建议关注行业龙头或差异化稀缺标的。
- 科技行业：需求回暖上市，格局稳中有变。**2021 年和 2022 年全球智能手机需求步入上升周期，预期出货量将同比增长 6%和 4%。明年智能手机品牌潜在的格局变化，也为如苹果、三星、小米等头部企业，带来较为确定的增长空间。5G 智能手机渗透率持续上升，预计 2021 年和 2022 年渗透率达 48%和 67%，对应 3.5 亿和 3.0 亿部增量。从而带动相关供应链的成长，包括处理器和基带、射频/天线、光学、无线充电、电池、ODM 等。电子和半导体行业估值都回调至历史均值附近，明年估值下行风险较小。
- 消费行业：聚焦品类红利。**降糖、提鲜、健康化、年轻化和高端化，愿为便利和舒适支付溢价是整体消费趋势。建议布局享有长期趋势红利的大体量品类（无糖饮料、短保和方便食品、复合调味品、护肤美妆、便捷生活），选择高复购率并可积淀成生活方式的商业模式，及拥有行业话语权和品牌定价权的优秀消费企业。

## 林琰

宏观分析师 | 研究部主管  
 sharon\_lam@spdbi.com  
 (852) 2808 6438

## 蔡瑞 CFA

策略分析师  
 carl\_cai@spdbi.com  
 (852) 2808 6437

## 王惟颖 CFA

消费分析师  
 summer\_wang@spdbi.com  
 (852) 2808 6438

## 朱倩岚

医疗分析师  
 vicky\_zhu@spdbi.com  
 (852) 2808 6439

## 赵丹

互联网分析师  
 dan\_zhao@spdbi.com  
 (852) 2808 6436

## 沈岱

科技分析师  
 tony\_shen@spdbi.com  
 (852) 2808 6435

## 王彦臣, PhD

宏观分析师  
 yannson\_wang@spdbi.com  
 (852) 2808 6440

## 胡泽宇

助理分析师  
 ryan\_hu@spdbi.com  
 (852) 2808 6446

## 杨子超

助理分析师  
 charles\_yang@spdbi.com  
 (852) 2808 6409

2020 年 12 月 08 日



## 2021 年宏观经济展望： 重整旗鼓，胜负已定

- 疫苗供应与否不会动摇宏观经济及行业的长期趋势：**2021 年的基本情景，很大程度将取决于疫苗供应及接种情况。疫苗的不确定性，最多只能改变复苏速度，在流动性充裕的大背景下，明年复苏的方向还是明确的。更重要的是，我们认为，2021 年及以后，以下趋势只会更加明朗。1) 中国加快成为世界上最大经济体，2) 中国将积极主动地应对逆全球化进程，3) 数字经济将会持续成为通胀放缓的主要原因，4) ESG（环境、社会和治理）重要性日益凸显，5) 工业 4.0 革命带来更大的飞跃。
- 2021 年的全球经济复苏将更加分化：**我们认为复苏分化的原因来自疫情的滞后效应、财政刺激的强度、经济体本身的投资规模和创新程度三个方面。整体来看，中美的复苏较快，发达市场的复苏进程优于新兴市场。另外，除中国以外的新兴市场不太可能成为疫苗的第一批受益者，因为发达国家的疫苗厂商很有可能首先满足自己国家的疫苗需求。相比于需求端，供给端的复苏要更加迅速且充分。而全球贸易和航运的复苏，也将对各经济体的协同复苏起到重要作用。
- 美国大选后的经济复苏以消费为主：**2021 年美国政治将由共和党主导变为民主党主导，整体的政策调整随着拜登赢得总统大选而展开，第二轮财政刺激、加税议案、中美贸易关系都将成为关注的焦点。经济复苏方面，通过分析就业市场、居民收入、储蓄以及资产负债水平，我们认为 2021 年美国经济的复苏将由消费驱动。借用“美元微笑理论”和对美元指数的分析，我们认为美元将在 2021 年中旬开始逐步升值，这一点与市场预期不同。
- 中国双引擎复苏与“十四五”开局：**在出口和消费双引擎的带动下，我们预计 2021 年 GDP 增速将攀升至 9.0%。凭借着在疫情中积累的出口市场份额，将是中国制造业弯道超车的故事，是中国继 2002 年加入 WTO 后第二次的制造业爆发。明年消费端的复苏也预计强劲。我们估算居民在今年前三季度的额外储蓄约占 GDP 的 8%，这消费潜力相当于一份体量巨大的经济刺激计划。2021 年中国的货币政策将回归中性，新增社融和 M2 增速都将出现边际放缓趋势，但对经济的影响不大。今年推动人民币持续升值的贸易顺差在 2021 年将缩小，叠加中美利差回落的影响，我们预计人民币虽然保持升值，但动力将减弱。

林琰

 宏观分析师 | 研究部主管  
 sharon\_lam@spdbi.com  
 (852) 2808 6438

王彦臣, PhD

 宏观分析师  
 yannson\_wang@spdbi.com  
 (852) 2808 6440

2020 年 12 月 08 日

### 相关报告：

《SPDBI 全球央行观察：疫情二次冲击，政策宽松而分化，美元或走强》(2020-11-06)

《万字解读“十四五”规划》(2020-10-31)

《SPDBI 全球央行观察：全球整体边际放宽，欧元走强可能阶段性终结》(2020-10-12)

《2H20 宏观经济展望：后疫情时代的问与思》(2020-06-19)

# 目录

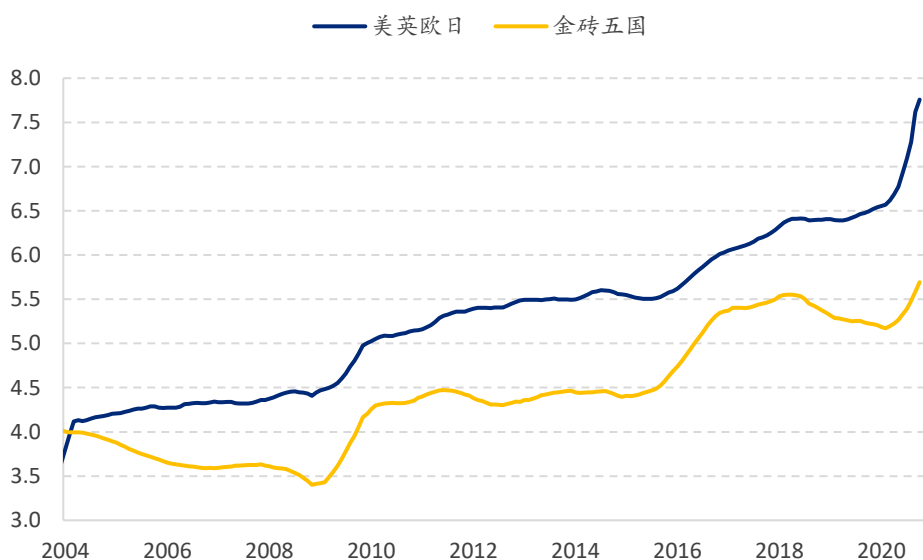
<b>2021年宏观经济展望：重整旗鼓，胜负已定</b> .....	4
<b>(一) 疫情冲击下的全球经济复苏</b> .....	12
2020年深度衰退，2021年复苏分化.....	12
分化的原因：疫情、财政刺激、投资与创新.....	15
全球经济的复苏路径.....	19
确定性与不确定性.....	21
<b>(二) 美国大选后的经济复苏</b> .....	23
疫情并未击垮美国经济.....	23
拜登新政.....	24
2021年美国的主要复苏动力——消费.....	28
鸽派货币政策的延续.....	32
美元将在2021年中旬逐渐升值.....	34
<b>(三) 中国双引擎复苏与“十四五”开局</b> .....	37
疫情后复苏之年.....	37
2021年双引擎复苏.....	40
社融、货币、宏观杠杆率、人民币升值动力边际放缓.....	48
2021年，“十四五”开局之年——中国进入新时代.....	52

## 2021 年宏观经济展望：重整旗鼓，胜负已定

预测明年的经济展望难度尤其大。因为这次经济预测似乎超出了经济学的研究范畴，而更像是科学家的工作。2021 年的基本情景，很大程度将取决于疫苗进展及接种情况。与市场预期一样，我们也认为疫苗上市能够显著提振信心并降低疫情对经济活动的冲击。但如果我们对疫苗的研判有误呢？疫苗的临床有效率的确给我们带来惊喜，但且先不论疫苗上市后大众的接种意愿，仍还有疫苗的持久性、生产、储存以及冷链运输物流等许多问题悬而未决。因此，我们有必要对剔除疫苗因素后的经济格局进行梳理和分析。

首先，无论疫苗成功与否，全球流动性在 2021 年仍将保持充裕。当前，各发达经济体央行的政策利率趋近于零，而且完全没有上调的动力。2021 年发达经济体央行也仍将继续资产购买和扩表。发达国家的过剩流动性（M1/GDP）已大幅上升，并预计在 2021 年继续走高。而金砖国家的过剩流动性尽管规模较小，但同样达到了历史高位。我们预计，明年中国的流动性将基本保持中性，但其他新兴市场经济体因疫情反复和疫苗进展慢，预计仍将维持宽松的货币政策。充裕的流动性都将为 2021 年的增长提供保障，并缩小产出缺口。疫苗是否成功问世，最多只能改变复苏速度，在流动性充裕的大背景下，明年复苏的方向是明确的。

图表 1: 发达市场(美英欧日)与新兴市场(金砖五国)的过剩流动性(M1/GDP)



资料来源：CEIC, FactSet, 浦银国际

可是，我们预期 2021 年将不会重现今年的“V”型复苏。如我们此前报告所述。后疫情时代的复苏将是不对称和分化的。经济增长的驱动力，或者更准确地说是避免经济进一步下滑的支撑，在于货币和财政政策。我们认为，尽管未来至少两年内政策都不太可能收紧，但 2021 年货币和财政政策的边际支持都将明显减少。2021 年进一步降息的空间十分有限；流动性虽仍充裕，但融资成本很难再低过今年；财政支持即使不减，规模也将大幅收缩，因为各国负债都已大幅攀升。美国则例外，因为新一届美国政府预计会暂时搁置对长期债务的问题，在上任当年通过财政刺激提振经济。我们认为，即使疫苗失败，2021 年各国的政策支持与今年相比也会更为有限。因此，明年的经济增长将回归常态，而非“V”型的强劲复苏。

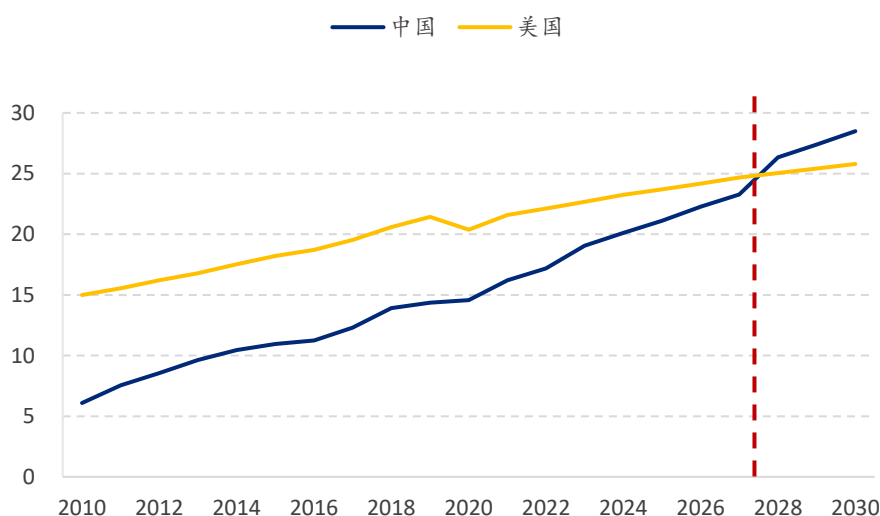
此外，不论疫苗上市与否，我们认为明年的全球复苏都将更加分化。我们预期，2021 年，在生产和消费的双驱动下，中国将继续引领复苏。之后将是美国和其他发达经济体，而除中国外的新兴市场经济体（EMxC）预计将表现欠佳。若疫苗能够上市，大多数 EMxC 经济体都不太可能成为第一批受益者，因为疫苗厂商很有可能首先满足自己国家的疫苗需求，再考虑其他国家。因此，大多数没有疫苗生产能力的 EMxC 经济体将不得不再等待一段时日。若疫苗未能如期上市，EMxC 经济体也仍会略逊一筹，因为这些经济体的医疗卫生设施相对落后，也缺少相应技术来弥补经济活动的损失。

疫苗供应与否不会动摇宏观经济及行业的长期趋势。我们认为，2021 年及以后，以下趋势只会更加明朗。

1. 中国逐步成为世界上最大经济体的趋势不变。在《2H20 宏观经济展望：后疫情时代的问与思》中，我们写道，新冠疫情下中国经济显示出它的韧性。艰难困苦，玉汝于成。此次疫情中中国经济表现亮眼，并不仅仅是因为政府的政策支持和更快地遏制住疫情，我们还见证了其他驱动力，令中国加速成为世界第一经济体，包括：1) 继续强调改革，特别是“十四五”开局，中国经济将再上新台阶；2) 价值链和技术升级，已使中国从低成本的生产商成功转型为战略性全球供应端伙伴；以及3) 巨大的内需市场日新月异，为本土品牌创造契机，对外商投资的吸引力也不断增加。

后疫情时代，我们尤为看好中国的制造业发展，因为在其他经济体受到冲击而无法继续生产时，中国制造业能够承接新订单，并迅速抢占市场份额，这不只是暂时代工，而是证明中国制造业效率的提升，智能化、自动化，让中国在短时间内满足全球市场的需求。凭借着在疫情中积累的市场份额，这将是**中国制造业弯道超车**的故事，是中国继 2000 年代加入 WTO 后第二次的**制造业爆发**。我们维持今年年中的预测，到 2028 年，中国将取代美国，成为全球最大经济体。

图表 2：中国名义 GDP 预计将于 2028 年超过美国（百万美元）



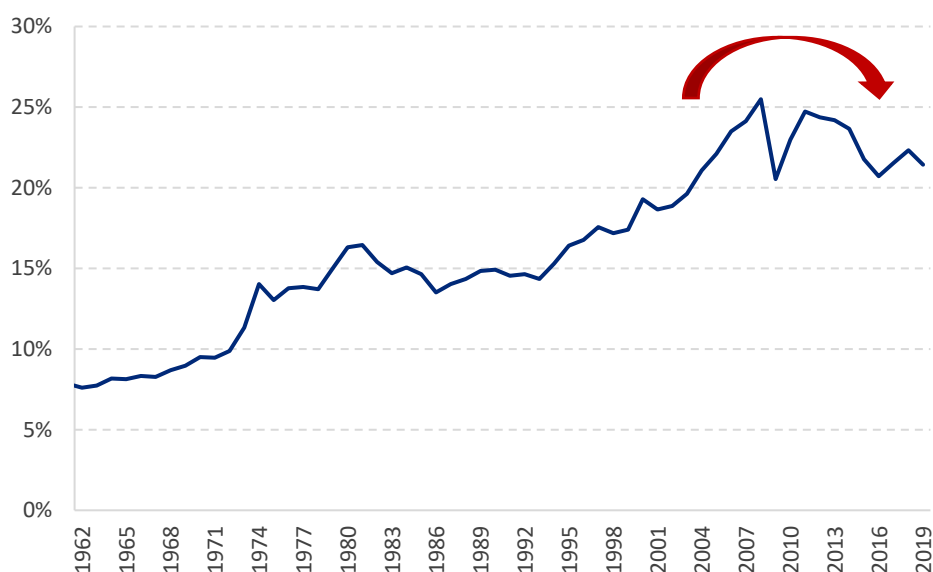
注：2020-2030 年数据为浦银国际预测

资料来源：IMF，浦银国际

2. **从全球化到本地化的趋势不改。**逆全球化早已不是新鲜事，它虽不是疫情导致的，但却会因疫情而强化。2008年，全球贸易占GDP的比重达到历史新高，之后便一路下行。国家间的贸易冲突，尤其是中美贸易摩擦，加速了这一进程。**新冠大流行暴露了各国在应对全球危机时协同合作的弱点和不足。**供应链中断，尤其是基本医疗用品供应中断，也令各国重拾以本国为中心的政策。与此同时，经济大衰退和收入差距不断拉大，只会进一步加深民族主义。尽管如此，我们认为，从全球化到本土化将会是一个渐进的过程，**全球化首先会转向区域化，再到以本国为中心。**我们认为，RCEP的建立就是其中一例。

中国一贯被视为全球化的受益者，但若全球化趋势逆转，中国却并不一定会成为受害者。恰恰相反，**我们认为中国将积极主动地应对这逆全球化进程**，正如“十四五”规划建议中所提出的，中国将“加快构建国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进”，推动国内市场发展。这不仅能够减少中国对全球市场的依赖，还能以庞大的内需市场继续吸引外商投资。

图表 3：全球出口占 GDP 的比例

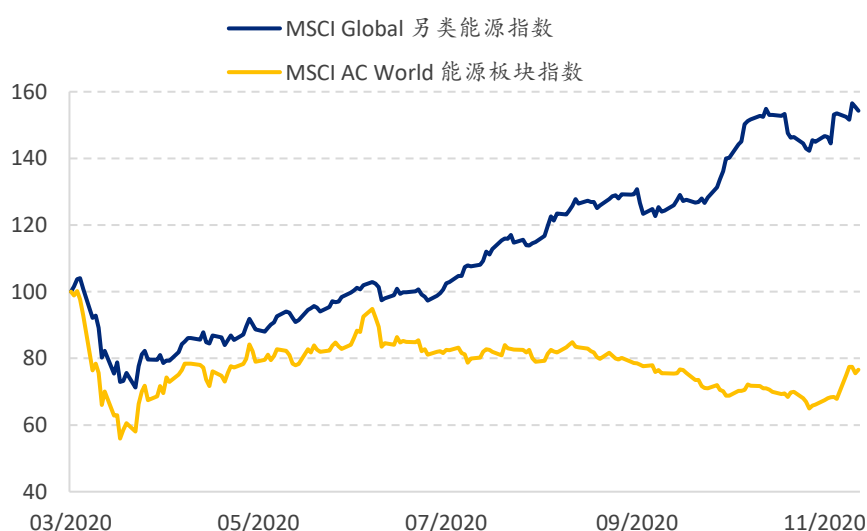


资料来源：FactSet，浦银国际

3. **通胀长期放缓**。尽管疫情期间全球央行和各国政府货币和财政的支持力度前所未有，但我们认为，未来通胀压力仍将有限。资产价格通胀是显而易见的，但 PPI 和 CPI 通胀仍被经济活动中断所抑制。财政支持大多以补贴形式提供，主要用于补缺，而非创造新需求。即使疫苗上市，经济也仅是恢复到常态，并不会过热，而只有经济过热的情况下，才会大幅推升通胀。最重要的是，在我们看来，**新冠疫情事实上使得一种结构性的通胀放缓力量被不断强化，那就是数字经济**。技术帮助企业节流，如今它们不出国门也能触达全球市场；自动化使规模经济得以实现；库存控制也越发容易等等，不胜枚举。而企业节省下来的成本又能够传递给消费者，由于信息获取的速度越来越快，消费者对于定价也更加了解。疫情下数字化趋势不断强化，在家办公节省了差旅费和租金；电子商务的规模也在迅速扩大。我们相信，未来这些趋势会成为新常态，而数字经济的兴起，也将会持续成为通胀放缓的主要原因。

4. **ESG (环境、社会和治理) 重要性日益凸显**。这次百年一遇的新冠危机，给全世界敲响了警钟。整个社会正努力适应这种新的生活方式和始料未及的习惯改变，就像是种疗法，让我们重新审视自己生活的环境。疫情期间，环境意识的确有所提高。各国政府，包括中国、欧盟以及大概率胜选的拜登所执政的美国政府，都在紧锣密鼓地**实施绿色经济计划**，部分是为了通过一系列财政措施来提振经济，但更多的则是长期致力于应对气候变化。此外，疫情还极大地提高了人们的健康意识。对健康生活和更好的医疗条件的需求，也将继续推动医疗行业的发展。

图表 4：新能源 vs 传统能源的股指表现



注：2020年3月为100

资料来源：FactSet, 浦银国际

5. **工业 4.0 革命带来更大的飞跃。**对于工业 4.0 革命，那些曾认为与其无关的人们，在这次新冠疫情后，或将有所改观。人工智能、机器人、VR、金融科技、基因测试、云计算、可再生能源等等，都在疫情助推下飞速进步。科技改变世界，推动人类前行，我们都在疫情中成为这个故事的亲历者。

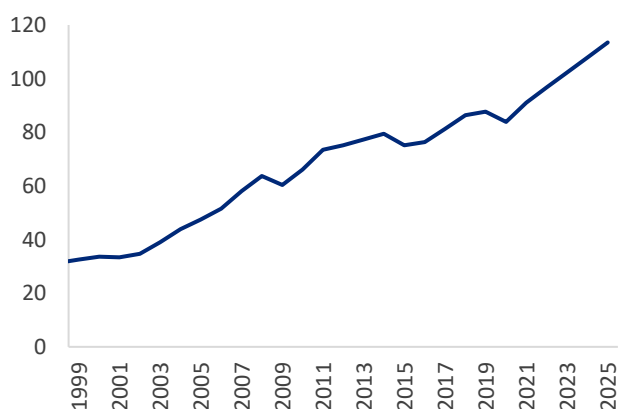
## （一）疫情冲击下的全球经济复苏

2020年，全球经济受新冠疫情影响深陷衰退泥潭，展望2021年，经济复苏成为了最受关注的话题。通过分析疫情对供需和全球经济格局的影响，我们预计2021年的经济复苏将呈现分化的特征。复苏的分化不仅体现在经济体之间，也体现在复苏路径上。而复苏的最大确定性和不确定性，也将对复苏的前景产生深远影响。

### ● 2020年深度衰退，2021年复苏分化

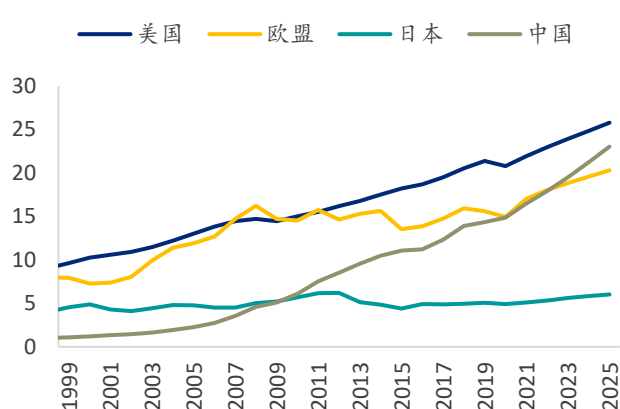
新冠疫情对全球经济和社会的影响之广、打击之深，在过去几十年未曾有过。这次疫情是自第二次世界大战以来全球面临的最严峻危机，影响远超2003年非典肺炎疫情与2008年全球金融危机，其对全球经济的打击甚至超过了二十世纪的全球经济大衰退。

图表 5：全球名义 GDP（万亿美元）趋势



注：2020-2025年数据为IMF预测  
资料来源：FactSet, IMF, 浦银国际

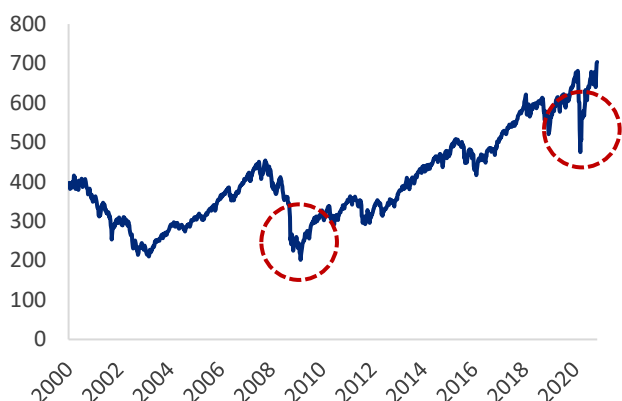
图表 6：主要经济体名义 GDP（万亿美元）趋势



注：2020-2025年数据为IMF预测  
资料来源：FactSet, IMF, 浦银国际

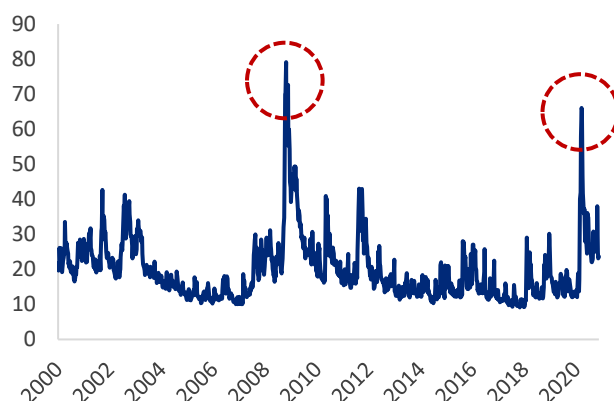
相比2003年的非典疫情，新冠疫情传播的范围更广，造成的感染和死亡病例更多。2002年11月至2003年9月间，非典蔓延全球29个国家和地区，造成了全球超过8,000人感染以及900多人死亡。相比而言，新冠疫情截至2020年10月31日已蔓延至全球191个国家和地区，感染人数超过4,500万，死亡病例接近119万。对比两组数字，新冠疫情的严重性不言而喻。除了对全球公共卫生的冲击，新冠疫情的传播导致全球主要经济体实施大规模的封锁，这不仅对需求端和供给端造成冲击，也给全球资本市场带来巨大的恐慌情绪。在新冠疫情暴发后，全球股市普遍下跌，MSCI AC全球指数在2月21日至3月20日期间下跌接近30%。股市暴跌反映了恐慌情绪的上升，VIX指数在这期间更一度上涨至66.04，上涨幅度堪比08年金融危机。

**图表 7: MSCI AC World 指数在 2008 年金融危机和 2020 年新冠危机的两次大幅下跌**



资料来源: FactSet, 浦银国际

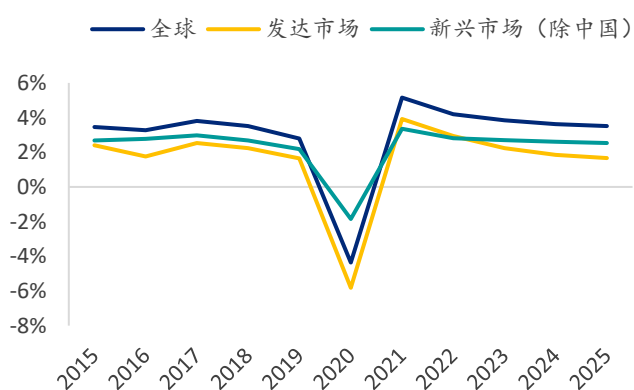
**图表 8: VIX 指数在 2008 年金融危机和 2020 年新冠危机的两次大幅上涨**



资料来源: FactSet, 浦银国际

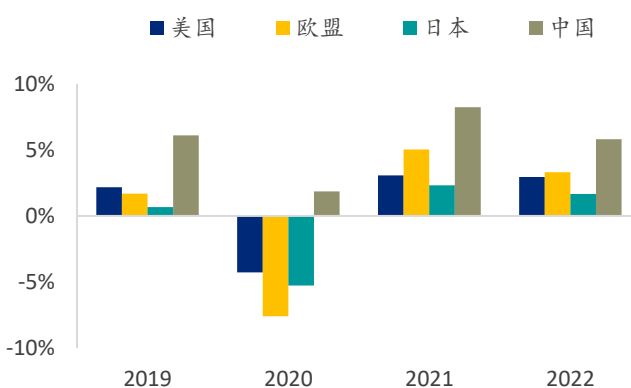
经历新冠大流行的全球经济在 2020 年跌入了衰退深渊。根据 IMF 测算, 2020 年全球 GDP 将萎缩 4.4%。而上一次全球经济萎缩出现在 2009 年, 整体 GDP 仅萎缩 0.08%。由此可见, 新冠疫情对全球经济的冲击是史无前例的。不过, 随着疫苗研发的落地和医疗方法的改善, 新冠疫情的影响在 2021 年将逐步减弱, 全球经济也将随之迎来复苏。IMF 预计, 2021 年全球 GDP 将增长 5.2%, 2022 年略有回落至 4.2%, 并在之后继续回落至 3.5% 左右, 接近 2010-2019 年的平均水平 (3.7%)。

**图表 9: IMF 今年 10 月预测的 GDP 年增长率——发达市场率先复苏, 新兴市场复苏缓慢**



注: 2020-2022 年数据为 IMF 预测  
资料来源: IMF, 浦银国际

**图表 10: IMF 今年 10 月预测 GDP 年增长率——中国与美欧日的经济增速分化加大**



注: 2020-2022 年数据为 IMF 预测  
资料来源: IMF, 浦银国际

疫情对服务业依赖型发达经济体的影响最直接。根据 IMF 的测算, 2020 年发达市场 GDP 将萎缩 5.8%, 尤其是疫情最严重的欧盟, GDP 将萎缩 7.6%。新兴市场的经济更多依赖于加工业, 虽然疫情造成了一段时间的停工停产, 但是经济活动的受冲击程度要远低于发达市场。IMF 预测, 2020 年 EMxG 的 GDP 将萎缩 1.8%。此外, 由于实施了较为得当的疫情限制措施, 我们预计中国在 2020 年将实现 2.2% 的正增长。

未来两年的经济复苏，中国>美国>发达经济体>新兴经济体。我们预计，中国的经济复苏将好于全球其他主要经济体，GDP 在 2021 年将增长 9.0%，并在 2022 年继续实现 5.5% 的高速增长。根据 IMF 的预测，美国的经济复苏较稳定，GDP 在 2021 和 2022 年都将维持 3% 左右的增速，高于 2010-2019 年的平均水平 (2.3%)。发达市场的经济复苏在 2021 和 2022 年将好于 EMx C，GDP 增速分别高出 0.57 和 0.13 个百分点。

总体来看，虽然疫情对发达市场造成了更为直接的影响，尤其是因为疫情而采取的大规模封锁措施，导致经济下滑明显，但在 2021 年的经济复苏进程中，中美将引领复苏，发达市场经济体整体上要优于 EMx C，这种存在分化的经济复苏将成为 2021 年全球经济的主要特征。

## ● 分化的原因：疫情、财政刺激、投资与创新

我们认为，发达市场和 EMxC 在 2021 年经济复苏的分化源自于疫情影响的延续，这主要包括疫情的滞后影响，应对疫情的财政刺激强度，以及经济体本身的投资规模和创新程度。

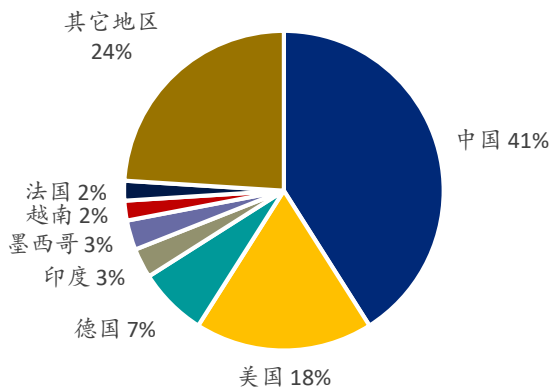
### 疫情的滞后影响

虽然新冠疫情横扫全球 191 个国家和地区，但疫情对发达市场和新兴市场造成的冲击却并不相同：发达市场虽较早经历新冠大流行，但充足的防疫物资和完备的医疗设施缓解了疫情的冲击。

根据 OECD 的数据，除中国外，以美国、德国、法国为代表的发达市场国家在全球口罩出口市场占据较高的份额，这侧面证明了发达市场国家在生产防疫物资能力上比新兴市场国家更高。疫情早期，当各国无法从中国进口口罩等防疫物资时，本国的医疗防疫物资生产能力对抵抗疫情冲击起到了决定性作用。

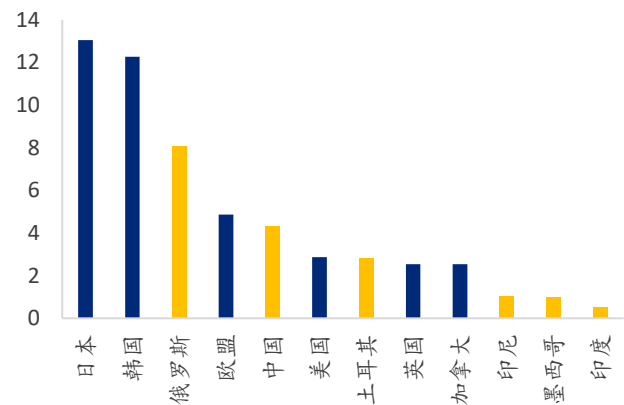
而在医疗设施方面，以病床数量为例，日本和韩国每千人病床数量超过 12 个，北美和欧洲发达市场的病床数量也维持在每千人 2.5-4.9 个的水平，而主要的新兴市场国家（例如，印尼、墨西哥、印度）的医疗系统仅能保证每千人 1 个病床。病床数量的短缺将导致医院等卫生机构无法正常地收治确诊感染者，造成死亡率的上升，并扩大疫情对经济的负面影响。

图表 11：2017 年口罩出口市场份额



资料来源：OECD，浦银国际

图表 12：2017 年主要经济体每千人病床数量

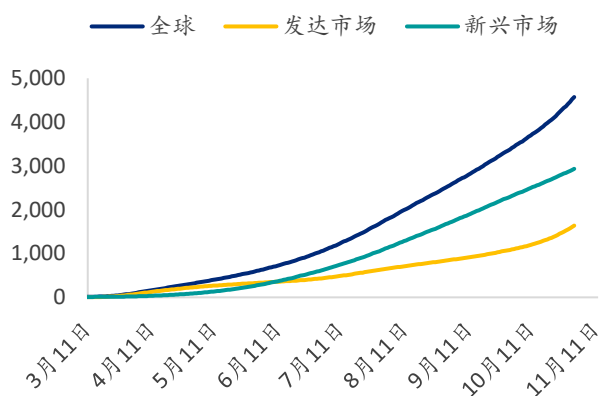


注：蓝色为发达市场国家，黄色为新兴市场国家  
资料来源：OECD，浦银国际

整体来看，发达市场的确诊和死亡病例都少于新兴市场。截至 2020 年 10 月 31 日，全球新冠疫情累计确诊约 4,572 万人，其中发达市场国家占 36%，新兴市场国家占 64%；全球累计死亡约 119 万人，其中发达市场 38%，新兴市场 62%。通过比较累计确诊曲线的斜率，我们发现疫情在新兴市场的传播速度更快，这与防疫物资的充裕程度是负相关的。此外，通过比较累计死亡曲线的斜率可以发现，发达市场国家的死亡病例增速较慢，尤其是在 2020 年 5 月第一波疫情冲击后，累计死亡病例的增速明显下降。毫无疑问，更高的医疗水平和更充裕的救护设施对降低新冠疫情的死亡率有较大的作用。

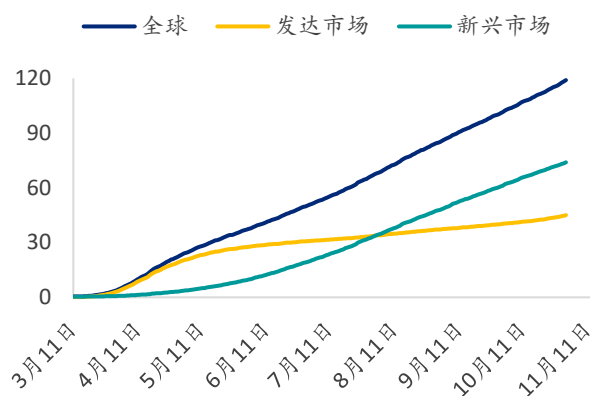
疫情的冲击对 2021 年的经济复苏将产生最根本的影响。确诊和死亡病例的规模，对于经济复苏的牵制作用将在经济重启时得到体现。对于疫情仍在传播且死亡率逐渐上升的新兴市场，经济复苏将受到拖累。

图表 13：新冠确诊病例统计（万人）



资料来源：European CDC，浦银国际

图表 14：新冠死亡病例统计（万人）



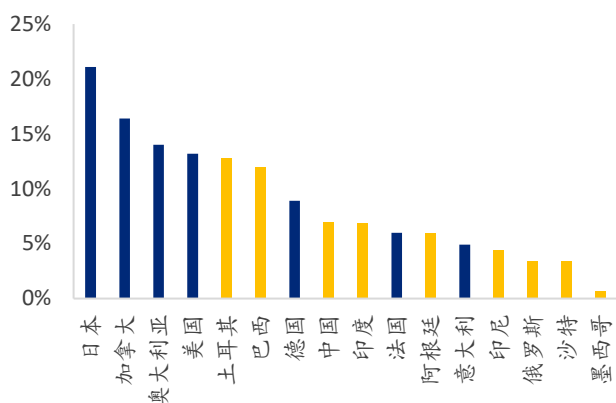
资料来源：European CDC，浦银国际

### 应对疫情的财政刺激强度

除了疫情的滞后影响，发达市场和新兴场所采取经济刺激方案的强度也有所不同。面对席卷全球的新冠大流行，各经济体都推出了对抗危机的财政刺激方案。以 G20 经济体为例，发达市场推出的财政刺激方案约占 GDP 的 12.1%，而新兴市场的财政刺激方案约占 GDP 的 5.7%，叠加经济体量的差异，经济刺激的强度相差巨大。

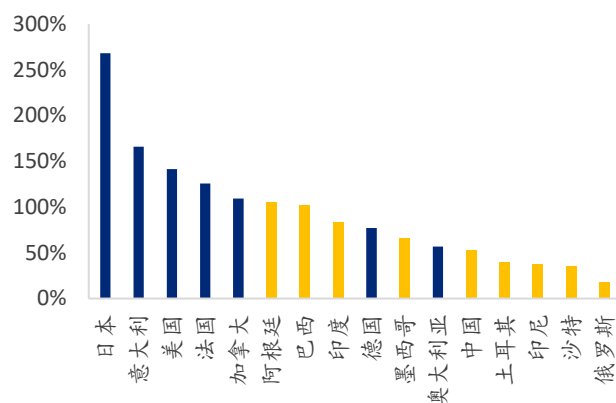
面对新冠疫情带来的经济停摆和城市封锁，经济刺激所涵盖的大规模直接支出（例如，补贴中小企业和居民消费）在很大程度上减弱了疫情对经济的冲击。一方面，刺激方案保证了中小企业的现金流，叠加各国央行的宽松政策，使得大规模破产潮并未出现。另一方面，对居民消费的补贴不仅促进了隔离措施的有效实施，也保证了疫情后消费带动经济复苏的可能性。因此，经济刺激方案的强度差异，是导致 2021 年经济复苏差异的重要原因之一。

**图表 15：新冠危机的经济刺激方案占 GDP 的比重**



注：蓝色为发达市场国家，黄色为新兴市场国家，数据截至 2020 年 10 月 31 日  
资料来源：Statista，浦银国际

**图表 16：疫情继续推高发达市场国家政府债务的 GDP 占比**



注：蓝色为发达市场国家，黄色为新兴市场国家，债务的 GDP 占比为 2019 年数据  
资料来源：Statista，浦银国际

经济刺激的短期影响是较为积极的，但其带来的长期影响仍未可知。发达市场推出的经济刺激方案虽然有利于抵消疫情对经济的负面冲击，但会推高已经高企的政府债务水平。在疫情结束后，如何消化推高的政府债务，会是发达市场面临的另一问题，这也将直接影响到经济复苏的可持续性。

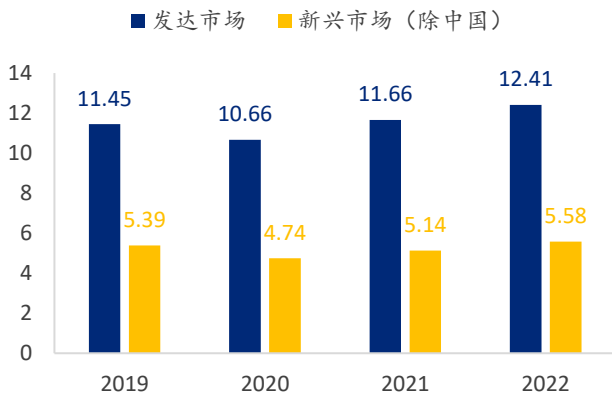
### 经济体本身的投资规模和创新程度

2021 年，全球各国都要面临经济停摆后重启的过程，发达市场经济体韧性较好，投资规模和创新程度较高，预计其经济复苏的进程也将更加顺利。

首先，投资在疫情后对经济的拉动作用是最为重要的。不同于工业生产和消费等经济活动，投资的恢复是较为简单且迅速的。从投资规模上看，发达市场的投资总额约为 EMxC 的两倍。疫情后，投资将有效地拉动经济复苏，尤其是对于基础建设的投资，这不仅会带动基建行业的复苏，也会带动一系列相关产业的复苏。

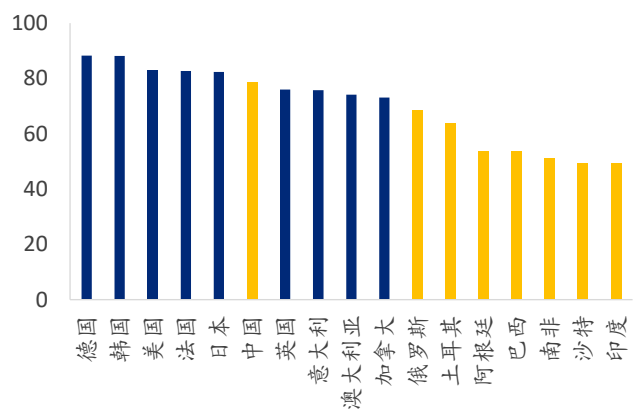
其次，经济体的创新程度也是发达市场和新兴市场复苏分化的原因。根据 Visual Capitalist 的最具创新力经济体排名，发达市场的创新能力明显高于新兴市场。创新不仅会给经济增长带来活力，也会使特殊时期下的经济复苏更具韧性。当下，经济体的创新程度高，意味着经济灵活性更强，经济活动能最大限度地适应因疫情而造成的社会环境变化。

**图表 17：发达市场投资总额（万亿美元）明显高于新兴市场**



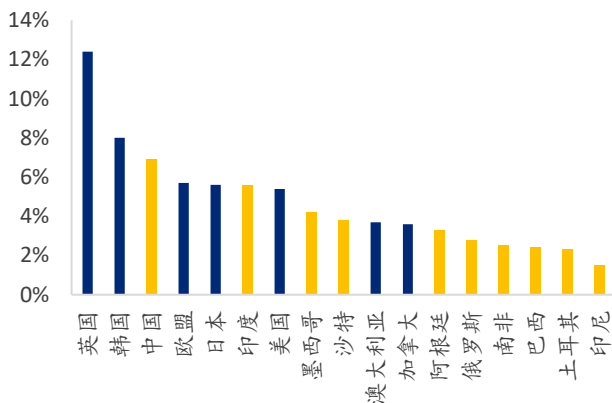
注：2020-2022 年数据为 IMF 预测  
资料来源：IMF，浦银国际

**图表 18：发达市场在最具创新力经济体排名中更好**



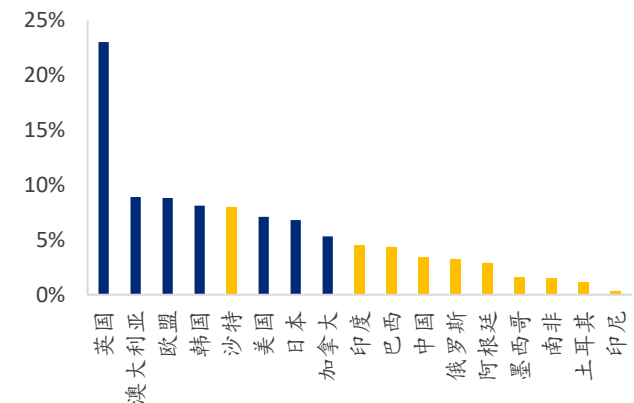
注：蓝色为发达市场国家，黄色为新兴市场国家  
资料来源：Visual Capitalist，浦银国际

**图表 19：2017 年各国互联网经济的 GDP 占比**



注：蓝色为发达市场国家，黄色为新兴市场国家  
资料来源：OECD，浦银国际

**图表 20：2017 年各国网上 B-to-C 购物 GDP 占比**



注：蓝色为发达市场国家，黄色为新兴市场国家  
资料来源：OECD，浦银国际

具体来讲，发达市场较高的创新能力体现在其互联网经济和网上零售的规模上：发达市场互联网经济和网上零售的 GDP 占比相对较高。面对 2021 年疫情发展仍具不确定性的现实情况，各国大概率会延续一定程度的隔离措施，并在疫情严重时采取更为严格的封锁措施。在这种情况下，互联网经济和网上零售便成为了免疫疫情冲击的经济模式，两者在经济中的占比越高，意味着受影响经济活动的比例更少，经济复苏的趋势更平缓、过程更稳定。

## ● 全球经济的复苏路径

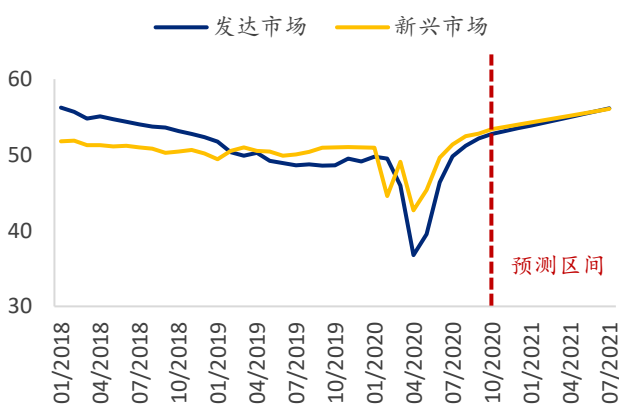
虽然经济复苏过程中，发达市场和新兴市场之间存在较大差异，但全球经济的复苏路径基本上是一致的，即复苏从供给端逐渐转向需求端。在新冠疫情的冲击下，经济停摆、生产和消费停滞，供需两端都受阻。即便是暂时免于疫情冲击的经济体，也因为航运、上游原材料供应减少、下游产品订单减少，而造成生产暂缓。此外，政府实施严格的封锁隔离措施，消费受到直接影响，需求和消费者信心都出现大幅下滑。整体来讲，供需两端都受到新冠疫情导致的、不同程度的影响。

### 供给端 V 型复苏，需求端“非对称”的 V 型复苏

考虑到疫情的影响大概率会在 2021 年逐渐减弱，供需两端都将迎来复苏。经济重启后，受益于各国的经济刺激方案和货币宽松政策，供给端的恢复会在较短的时间内完成。即便是目前疫情仍未结束的前提下，供给端已开始一定程度的复苏，不论是发达市场还是新兴市场，PMI 指数都完成了 V 型反弹。因此，我们预计 2021 年供给端的复苏将是快速且充分的。

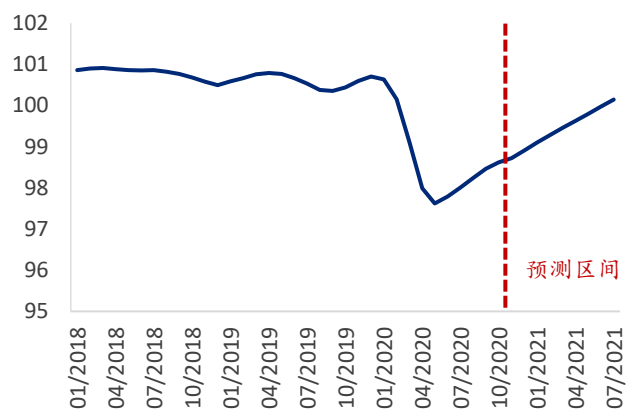
相较于供给端，需求的恢复将是缓慢且非均衡的。疫情对于经济的冲击主要在需求端，这种冲击不只体现在需求的下降，还体现在消费者信心变弱。疫情导致的经济停摆，一定程度上减少了工资收入，并导致失业率的上升。虽然这种情况在后疫情时代的 2021 年会有所减弱，但持续几个月的收入下降会导致消费的持续萎靡，这种滞后效应或将延续至 2021 年中旬。

图表 21: PMI 的 V 型反弹，生产端恢复较快



注：2020 年 10 月后的数据为浦银国际预测  
资料来源：FactSet，浦银国际

图表 22: OECD 消费者信心指数显示，需求端恢复较慢



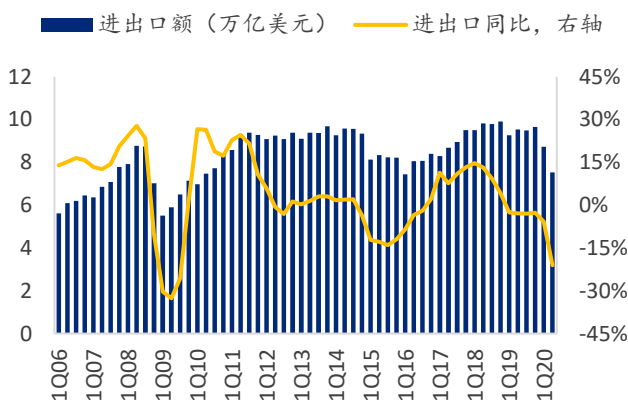
注：2020 年 10 月后的数据为浦银国际预测  
资料来源：Wind，浦银国际

尤其需要注意的是，收入的降低并非是均衡的，疫情导致的经济停摆对可以居家办公的中产阶层的影响要远远小于密集生产线上的低收入阶层。此外，疫情还导致消费者信心变弱，并间接导致消费复苏变缓。根据 OECD 的数据，消费者信心指数将呈现介于 V 型和 L 型之间的复苏，这意味着消费者信心的回暖是需要更长时间才能完成的。因此，收入下降导致的消费萎靡，叠加消费者信心变弱，需求的恢复将是缓慢且非均衡的。

### 全球贸易与航运的复苏

除了供需两端的差异化复苏，贸易的差异化复苏也将成为 2021 年经济复苏路径的另一个特征。除了造成经济停摆，新冠大流行对世界经济的冲击还体现在全球贸易的萧条。受疫情影响，全球进出口贸易总额在疫情最严重的 2Q20 同比下降 21.1%，其影响接近金融危机后的 2009 年（2009 年全球进出口贸易总额同比下降 21.7%）。2008 年金融危机后，全球贸易经历了“先下降、后回升”的 V 型反弹，受影响时间超过一年。新冠疫情对贸易的影响更为严重，疫情在各国蔓延的情况并不一致，这造成各经济体的贸易恢复速度比 2009 年金融危机时期更慢。

图表 23：全球商品进出口贸易额 2Q20 同比下降 20%



资料来源：WTO，浦银国际

图表 24：波罗的海干散货指数受疫情影响而下跌



资料来源：Wind，浦银国际

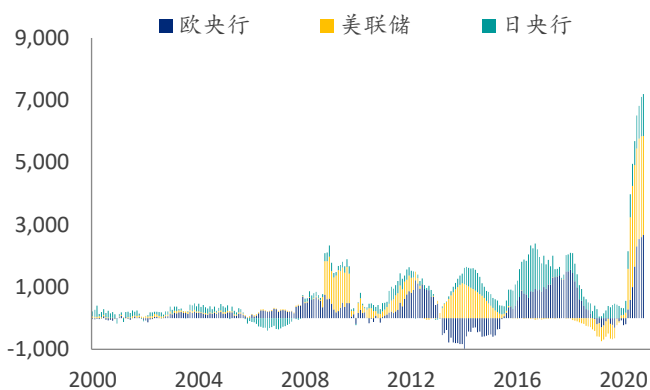
贸易的差异化复苏除了拖累各国经济复苏，还会对航运业造成打击。2020 年波罗的海干散货指数的两次大幅下跌，分别对应了 2 月份中国疫情暴发和 5 月份欧美疫情扩散。航运业的复苏反过来也会影响全球贸易和经济的复苏。展望未来，全球贸易和航运的复苏将成为重点，这将决定发达市场和新兴市场能否协同复苏，并推动全球经济摆脱衰退泥潭。

## ● 确定性与不确定性

### 确定性——充裕的流动性

对于 2021 年的经济复苏，最大的确定性是充裕的流动性。在新冠疫情暴发后，全球各国央行通过扩表向市场注入流动性。美欧日央行推出了史无前例的量化宽松，资产负债表规模剧增，资产年度增量约占 GDP 的 20%，扩表速度超过了金融危机时期。此外，包括英国、加拿大、澳大利亚、新西兰、瑞典等发达市场央行也推出了至少一轮的资产购买计划。对于何时退出量化宽松，各国央行仍未制定出明确的时间表，但确定的是大部分资产购买计划将延续至 2021 年，而减少资产购买、缩减量化宽松料将出现在 2022 年。

图表 25: 美欧日央行资产年度增量 (十亿美元)



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 26: 美欧日央行资产年度增量占 GDP 的比例

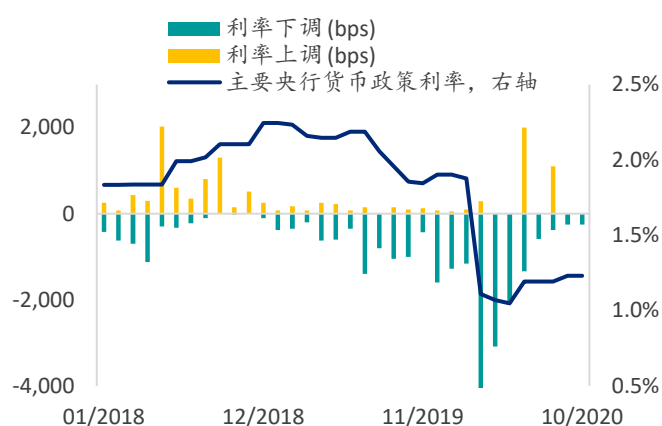


资料来源: FactSet, 浦银国际

除了推出量化宽松政策，全球央行也在通过大幅下调利率的方式向市场提供流动性。3 月，美联储下调利率至 0% 至 0.25% 的区间；同时期，全球主要央行的货币政策利率下降了 76.74 基点，从 1.88% 下降至 1.11%。在接下来的数月，全球各国央行并未停止降息步伐，利率最低达到 1.05% 的水平。截至 10 月 31 日，全球主要央行的货币政策利率仍维持在 1.23%。而部分发达市场央行（如英国、新西兰等）或将首次采取负利率。更重要的是，加息并不会在短时间内出现。根据美联储 2020 年三季度 FOMC 的会议纪要，多数委员都支持将近零利率维持到 2023 年。（详情请见我们的报告 [《SPDBI 全球央行观察：疫情二次冲击，政策宽松而分化，美元或走强》](#)）。

在量化宽松和低利率的双重影响下，充裕的流动性将成为 2021 年经济复苏阶段最大的确定性。充裕的流动性在疫情结束前能够有效避免金融系统的脆弱性，在疫情后也能够对经济复苏起到积极的推动作用。

图表 27：全球利率水平向下



注：主要央行货币政策利率选取美国、欧元区、中国、日本、英国、印度的央行利率，并按照 GDP 加权求和  
资料来源：BIS, FactSet, 浦银国际

图表 28：全球央行负利率进程重启

时间	事件
2009 年 7 月	瑞典央行将隔夜存款利率下调至-0.25%
2012 年 7 月	丹麦央行将存款利率降至-0.20%
2014 年 6 月	欧央行将隔夜存款利率降至-0.50%
2014 年 12 月	瑞士央行将隔夜存款利率下调至-0.06%
2016 年 1 月	日本央行将存款利率下调至-0.10%
2016 年 3 月	匈牙利央行将隔夜存款利率下调至-0.05%
2020 年 10 月	英国和新西兰央行开始研究负利率可行性

资料来源：浦银国际

## 不确定性——新冠疫苗

2021 年最大的不确定性在于疫苗的研发情况。在新冠疫情肆虐全球半年之后，11 月 9 日，辉瑞（Pfizer）宣布其研发的新冠疫苗在临床 III 期的有效性超过 90%；11 月 16 日，摩登纳（Moderna）也宣布其研发的疫苗在临床 III 期有效性达到 94.5%。这一系列消息将全球目光拉回到疫情的终极解决方案——疫苗。除了上述两家公司，目前仍有 8 家疫苗研发公司处于临床 III 期阶段，预计未来将有更多款疫苗通过有效性测试。

图表 29：新冠疫苗研发进展汇总

研发机构/公司	参与国家	疫苗类型	临床 III 期开始时间	预计 2021 年产能
北京生物制品研究所/国药集团	中国	灭活疫苗	2020 年 6 月 28 日	<3 亿剂
武汉生物制品研究所/国药集团	中国	灭活疫苗	2020 年 7 月 7 日	<3 亿剂
科兴生物	中国	灭活疫苗	2020 年 7 月 7 日	<3 亿剂
美国国家过敏和传染病研究所/摩登纳（Moderna）	美国	核酸疫苗	2020 年 7 月 23 日	<10 亿剂
拜恩泰科（BioNTech）/复星医药/辉瑞（Pfizer）	德国/中国/美国	核酸疫苗	2020 年 7 月 26 日	>10 亿剂
加马列亚研究所	俄罗斯	病毒载体疫苗	2020 年 8 月 19 日	
牛津大学/阿斯利康（AstraZeneca）	英国	病毒载体疫苗	2020 年 9 月 1 日	>20 亿剂
北京生物科技研究所/康希诺	中国	病毒载体疫苗	2020 年 9 月 2 日	<3 亿剂
强生（Janssen）	美国	病毒载体疫苗	2020 年 9 月 23 日	<10 亿剂
诺瓦瓦克斯（Novavax）	美国	病毒载体疫苗	2020 年 9 月 24 日	<10 亿剂

注：仅包含截至 2020 年 11 月 3 日开始临床 III 的疫苗研发项目  
资料来源：WHO, 公开资料, 浦银国际

虽然疫苗的研发进展向好，但疫苗大规模生产所带来的产能和冷链物流的问题仍有待思考。面对疫情已蔓延至全球 191 个国家和地区的现实情况，疫苗的需求将会是几十亿剂的规模。即便是产能有了较大突破，能覆盖大部分地区的冷链物流也将会是一大难题。在这种情况下，新兴市场生物科技水平低、运输条件差的特点将延迟疫苗对抗新冠疫情的效果。

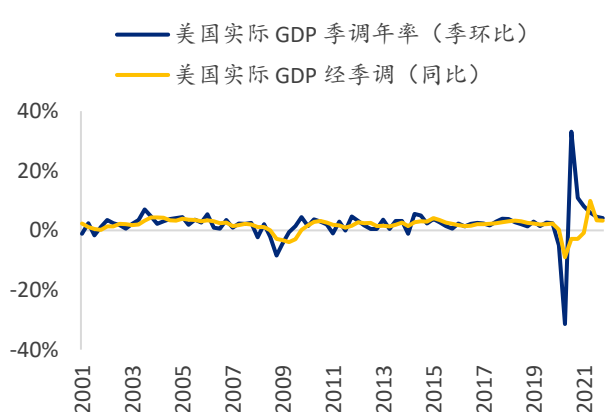
## （二）美国大选后的经济复苏

2021年，美国政治将由共和党主导变为民主党主导，整体的政策调整将非常显著，第二轮财政刺激方案、加税议案、以及中美贸易关系走向将成为新一届美国政府的政策调整方向。在疫情的冲击后，美国经济将需要多久时间恢复，将成为市场关心但不确定性很大的问题。但可以确定的是，消费将成为美国经济复苏的主要动力。虽然新冠疫情造成大量美国人感染，但在货币、财政刺激措施下，叠加完善医疗系统的影响，美国经济并未出现结构性问题，居民收入和就业受冲击的程度好于预期，这为消费的复苏提供了支撑。消费的复苏虽不均衡，但也为线上零售的发展孕育了机会。此外，我们认为虽然货币政策仍将延续宽松态势，但是考虑到美国经济的复苏会早于其他发达市场和新兴市场经济体，叠加长端收益率逐渐上升的影响，美元将在2021年中旬逐渐升值，这是 we 和市场预期不同的地方。

### ● 疫情并未击垮美国经济

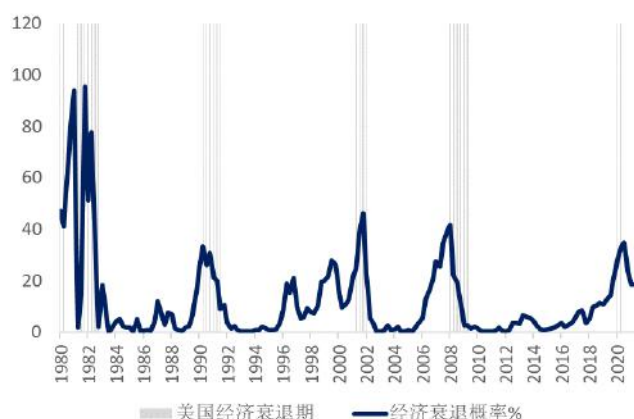
作为全球受到新冠疫情冲击最严重的国家，美国目前已有1,356万人确诊感染新冠病毒，死亡病例超过26.8万。虽然疫情持续扩散，但是美国完善的医疗系统并没有因此崩溃，相比较之下，美国的新冠疫情死亡率低于新兴市场国家。此外，叠加货币和财政刺激的影响，美国经济在较短时间内已开始复苏，GDP呈现出“不完整”的V型。

图表 30：美国 GDP 的“不完整”V 型复苏



资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 31：2021 年美国的经济衰退概率已大幅下降



资料来源：美联储，浦银国际

虽然经济复苏前景是未知的，但美国经济陷入衰退的概率已大幅下降。美联储的经济衰退概率指标在美国疫情高峰时（8月份）达到37.9%，而根据美联储的最新预测，2021年10月的经济衰退概率已下降至16.6%。

## ● 拜登新政

大选后，美国未来四年的政治格局已基本确定——民主党候选人拜登（Joe Biden）成为下一任总统，民主党继续掌控众议院，而共和党将主导参议院。唯一的变数在于，共和党能在大多程度上主导参议院。

目前，参议院的席位划分是：共和党 50 票对民主党 46 票，剩余未确定的两个席位来自佐治亚州。因所有候选人均未超过 50% 的支持率，佐治亚州将于 2021 年 1 月 5 日举行第二轮参议员选举，这将决定参议院的格局。如果共和党获得其中至少一个席位，便将继续掌控参议院；否则，共和党对参议院的掌控力度将大打折扣。

但是，不论参议院最终格局如何，美国的政治将由过去的共和党主导（总统+参议院），变为民主党主导（总统+众议院）。而政策的不确定性，将来自共和党与民主党在参议院的博弈结果。基于此，我们认为，拜登竞选纲领中需经参议院表决的政策，都将存在一些不确定性。

图表 32：美国候任总统拜登的政策概述

主题	政策概述	我们的预期
疫情防控	<ul style="list-style-type: none"> <li>建立流行病检测委员会，增加检测站点，并投资下一代检测试剂；</li> <li>利用《国防生产法案》扩大口罩和其他防护设备的生产；</li> <li>投资 250 亿美元用于疫苗的生产和分配；</li> <li>恢复白宫全球卫生安全和生物防御理事会，并重新加入 WHO。</li> </ul>	拜登的疫情防控措施较特朗普任内收紧，这对控制疫情蔓延有积极作用，并将加快美国经济重启进程。
经济和货币政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>重振美国制造业，将关键供应链回迁美国，加大创新性技术投资；</li> <li>取消减税政策，扩大儿童税收抵免金额；</li> <li>提高最低工资和失业救济金额；</li> <li>建立 600 亿美元的小型贷款基金；</li> <li>维持宽松政策和近零利率，维护美联储的独立性。</li> </ul>	拜登的政策将延续制造业企业回流美国的趋势，提高最低工资对就业市场和经济的促进作用尚不明确。美联储仍将延续宽松货币政策。
税收政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>降低最高档个人所得税门槛至 40 万美元，并提高税率至 39.6%（目前最高档个人所得税门槛是年收入 518,401 美元及以上，税率为 37%）；</li> <li>对年收入超过 100 万美元的家庭征收资本利得税。</li> <li>提高公司税率至 28%（目前是 21%）；</li> <li>提高海外美国公司境外收入税率至 21%（目前是 10.5%）；</li> </ul>	加税政策在共和党掌控参议院的情况下，大概率不会被通过。
医疗、科技、教育	<ul style="list-style-type: none"> <li>推进《平价医疗法案》；</li> <li>投资 3000 亿美元用于包括 5G 和人工智能在内的突破性技术的研发；</li> <li>完善公共服务贷款豁免计划，扩大免学费大学范围。</li> </ul>	对科技和教育的投资，以及对科技企业的偏好，利好美国经济和潜在的经济增长。
环境与能源	<ul style="list-style-type: none"> <li>通过签署行政令和推动立法的方式，致力于实现 100% 清洁能源经济；</li> <li>就气候变化议题加强国际合作，重新加入《巴黎气候协定》；</li> <li>投资基础设施、汽车、公共交通、电力、住房及农业等领域的新能源技术，并将建设 150 万套可持续性住宅。</li> </ul>	新能源领域在拜登任内将有较大发展空间。
贸易和对外政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>对使用不正当手段（汇率操纵、倾销、补贴）进行贸易执法行动；</li> <li>对未能履行气候和环境义务的国家征收碳调整费；</li> <li>对抗外国窃取美国知识产权和网络间谍的行为；</li> <li>恢复美国在全球的领导地位，重构和盟友的关系。</li> </ul>	中美贸易的紧张关系仍将持续，但紧张程度将弱于中美贸易战时期。

资料来源：乔·拜登竞选网站，浦银国际

## 关于第二轮财政刺激方案

2020年11月大选后，第二轮财政刺激方案将成为两党博弈的第一项议题。关于财政刺激方案，民主党在今年10月推出了修订后的《英雄法案》(Health and Economic Recovery Omnibus Emergency Solutions Act, HEROES Act)，该法案涉及金额达2.2万亿美元，其中主要包括：

- 每位合资格申请者最高1200美元的现金支票，以及每位合资格受养人500美元的津贴；
- 每周600美元的失业救济金；
- 总计300亿美元的薪水保障计划 (Paycheck Protection Program)；
- 总计591亿美元用于租金减免和其他住房服务；
- 总计2,780亿美元的教育支出；
- 总计750亿美元用于新冠病毒的检测、追踪和治疗。

相比较下，共和党倾向的第二轮经济刺激计划规模为1万亿美元，不足《英雄法案》的一半，而共和党参议院领袖麦康奈尔 (Mitch McConnell) 愿意接受的刺激规模仅为6,000亿美元。在疫苗已成功研发的背景下，叠加共和党对于较低规模经济刺激的倾向，我们预计即将推出的第二轮经济刺激在规模上将远低于《英雄法案》。即便如此，考虑到当选总统在任期第一年推出经济刺激措施的惯例，我们认为2021年美国经济刺激的规模应当是相对可观的。根据Ned Davis Research的测算，拜登的一揽子经济刺激计划将推动美国经济在2021年实现4.6%的增长，美国经济复苏前景向好。

## 关于加税议案

此外，拜登的竞选纲领中，最引人注目的是有关加税的内容。目前，拜登的加税政策主要包括：

- 降低最高档个人所得税门槛至40万美元，并提高税率至39.6% (目前最高档个人所得税门槛是年收入518,401美元及以上，税率为37%)；
- 对年收入超过100万美元的家庭征收资本利得税；
- 提高公司税率至28% (目前是21%)；
- 提高海外美国公司境外收入税率至21% (目前是10.5%)。

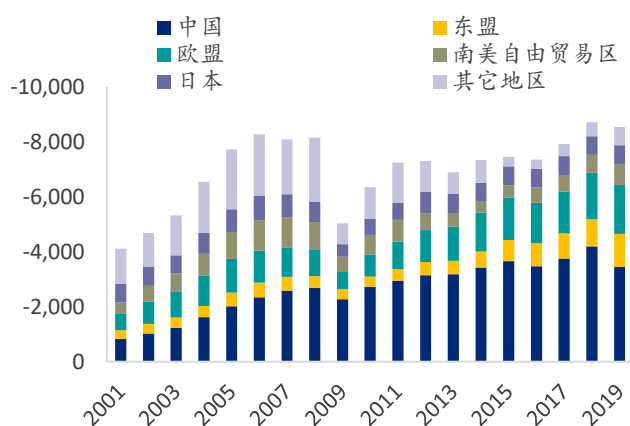
假设民主党在2021年推出税改议案，我们预计该议案大概率会在众议院通过，在参议院被搁置。在两院意见不一致的情况下，美国国会将临时成立两院代表组成的联席会议委员会 (Joint Conference Committee)，再进行审议、商讨以达成妥协方案。因此，虽不确定加税议案的最终结果如何，但根据以上分析，两院通过的加税议案相较于拜登竞选纲领中的政策，将相对温和。

## 关于中美贸易关系

除了财政刺激方案和加税议案，中美贸易关系的走向将成为拜登上任后另一件市场关注的议题。虽然拜登已声明将考虑取消因中美贸易战而施加的关税，但这并不意味着新一届美国政府不会因贸易问题与中国产生摩擦。在制造业回归美国本土的问题上，拜登与现任总统特朗普（Donald Trump）的观点是基本一致的。拜登在竞选纲领中强调，新一届美国政府的计划是确保未来是“全美国制造”（“Made in All of America” by All of America's Workers）。因此，中美贸易紧张关系是长期问题，不会因美国大选而改变方向。

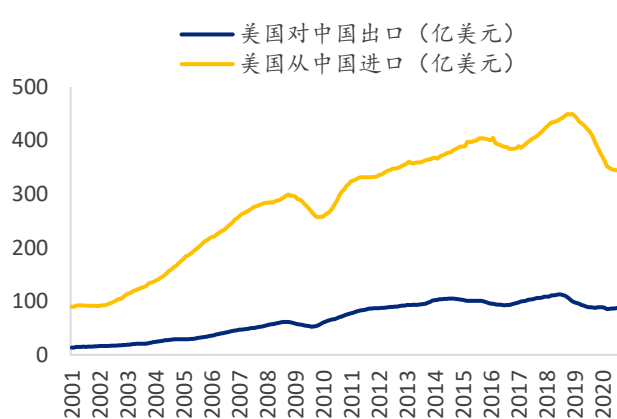
出于政治原因，拜登在贸易问题上可能延续对中国的强硬态度。拜登在竞选时特别提到中国的钢铁、铝、光纤和造船等行业的产能过剩问题，主张采取积极的贸易执法行动，制裁倾销和补贴等不公平行为。因此，基于政治上的判断，我们认为美国针对中国的贸易政策不会出现 180 度转弯。

图表 33: 美国净出口 (亿美元) ——中国依然是美国最大的贸易逆差来源国



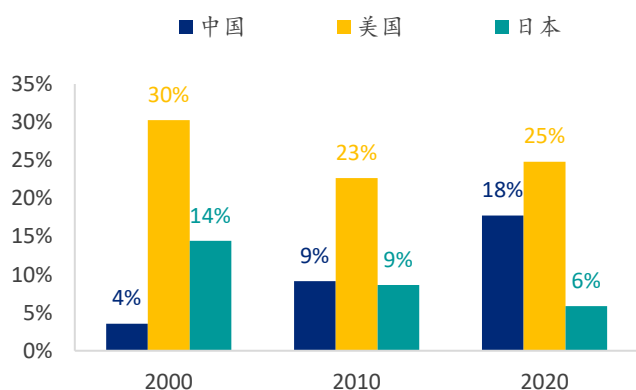
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 34: 目前美国对中国的进口是出口的 4 倍



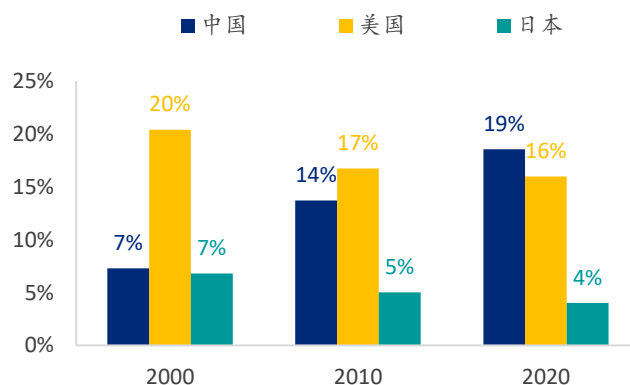
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 35: IMF 预测三大经济体名义 GDP 的全球占比



资料来源: IMF 预测, 浦银国际

图表 36: IMF 预测三大经济体经过购买力平价调整后 GDP 的全球占比



资料来源: IMF 预测, 浦银国际

在经济层面上，中美贸易关系也是难以调和的。虽然经历了贸易战，但中国依然是美国最大的贸易逆差来源国，2019年美国对中国的贸易逆差达到了3,451亿美元，略小于美国对东盟、欧盟、日本三者贸易逆差的总和（3,671亿美元）。中美贸易战和疫情的双重影响下，美国从中国进口的贸易额下降明显，不过仍大于美国对中国的出口，前者约为后者的四倍。况且，按照购买力平价计算的GDP全球占比，中国已超越美国成为世界第一经济体，经济层面的竞争关系难以调和。这些基础性问题决定了中美在贸易问题是竞争是大于合作的，美国政府的对华贸易政策也是构建在经济层面上、且不会轻易发生改变的。

### 美国新政府的政策波动和整体不确定性减小

虽然财政刺激方案、加税议案、中美贸易上仍有较多不确定性，但是拜登政府整体的政策方向是回归美国领导下的国际合作，政策波动和整体不确定性仍小于特朗普政府时期。例如，在涉及到与加拿大、墨西哥以及欧洲等盟国的贸易议题时，拜登选择释放善意，并未表现出特朗普执政时期在贸易问题上对盟友的敌意。因此，拜登新政将为疫情后的全球经济复苏带来更多的稳定因素，这不仅有利于全球加强控制疫情的合作，也有利于经济的复苏和资本市场的恢复。

图表 37: 标普 500 指数与政策不明朗指数的反向趋势



资料来源: FactSet, policyuncertainty.com, 浦银国际

图表 38: MSCI 中国指数与政策不明朗指数的反向趋势



资料来源: FactSet, policyuncertainty.com, 浦银国际

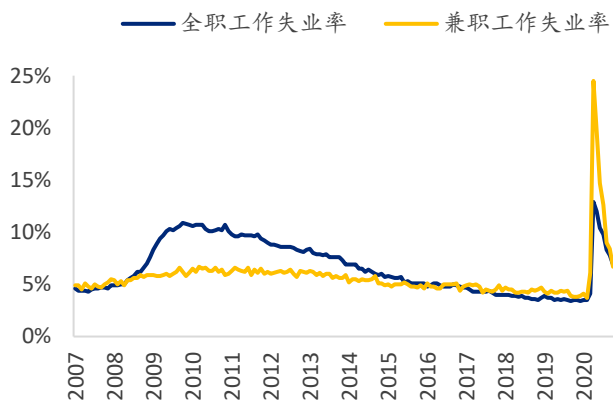
## ● 2021 年美国经济的主要复苏动力——消费

美国新政府的政策调整和经济刺激措施，对经济的复苏有积极帮助，而美国经济复苏的内在动力是什么呢？通过分析美国就业市场、居民收入、储蓄以及资产负债水平，我们认为 2021 年美国经济的复苏动力将来自于消费。

### 就业市场和居民收入受冲击程度好于预期

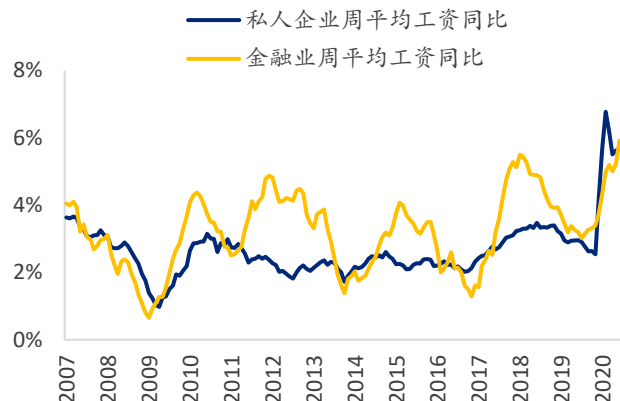
新冠疫情造成美国失业率大幅上升，但全职工作的失业率上涨幅度有限，远低于兼职工作失业率的上升幅度。这说明疫情对就业的影响更多是在质量较低的兼职工作，而非质量较高的全职工作。因此，我们认为此次疫情下，就业市场受到冲击的程度要远低于 2008 年金融危机时期。就业市场的稳定对疫情后的经济复苏将起到基础性作用，经济重启的速度也更快。

图表 39: 2020 年美国失业率上升主要是兼职而非全职类型



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 40: 疫情以来，美国平均工资并未出现增速下滑，相反上升明显



注: 三个月移动平均

资料来源: FactSet, 浦银国际

在第一轮财政刺激的帮助下，工资水平并没有出现大幅下降的情况反而出现大幅攀升，这一点也是与 2008 年金融危机时期不同的。金融危机时期，私人企业和金融业的每周平均工资同比增速出现大幅度下降，但新冠疫情后，每周平均工资同比增速上升至 6%。平均工资水平的上升保证了美国家庭的收入水平不会因疫情而下降过多，这对疫情后消费复苏提供了直接的支持。

## 疫情期间储蓄上升

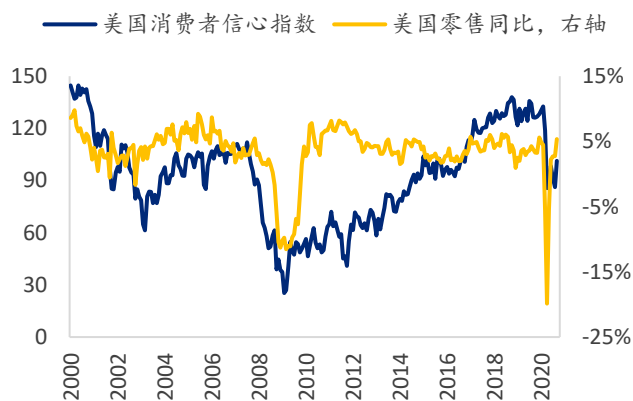
受疫情后美联储非常规货币宽松政策的影响，美国股市反弹势头强劲，标普500指数从2020年3月的低点（2237.4）反弹至11月的3621.6点。股市的回暖，以及第一轮财政刺激的帮助，为美国居民带来了显著的财富增长，但由于疫情造成了隔离和封锁，财富增长并没有导致过度消费，而是转化成为储蓄，这也导致了个人储蓄率的飙升。

图表 41：本次财富增长并没有导致过度消费



资料来源：BEA, FactSet, 浦银国际

图表 42：消费者信心在修复中



资料来源：FactSet, Wind, 浦银国际

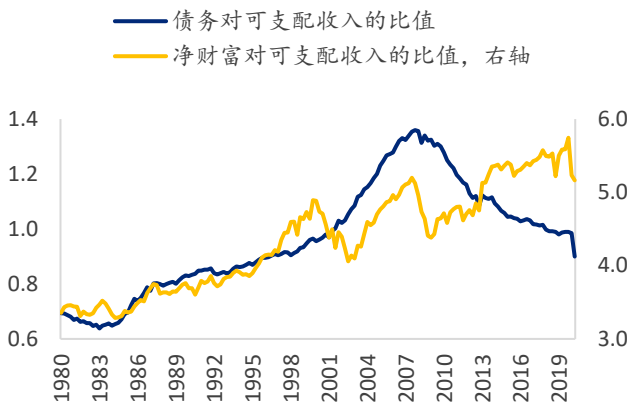
11月的美国消费者信心指数为96.2，显示其仍在恢复过程中，距离疫情开始前130的水平仍有差距。受圣诞假期的影响，消费品零售已恢复至疫情开始前的同比增速。随着消费者信心的进一步回升，消费将在储蓄的推动下加速恢复，并将补偿部分因疫情而减少的消费，进而带动美国经济的全面复苏。

## 美国消费者健康的资产负债水平为复苏提供持续动力

当前，美国家庭的资产负债水平非常健康。债务对可支配收入的比值已从2008年金融危机时的高点（1.36），下降至目前的正常水平（0.90），处于20年以来最低水平。净财富对可支配收入的比值虽然因为疫情的原因而有所下降，但仍处于5.17左右的水平，与2018年底的水平相当。

此外，房贷利率也降至了历史低位（2.95%），这使得居民整体的债务负担并不严重。相比之下，企业的债务负担才是经济的潜在隐患。因此，在健康的资产负债水平下，美国居民消费的复苏将更具持久性。

**图表 43：目前美国消费者的资产负债水平非常健康**



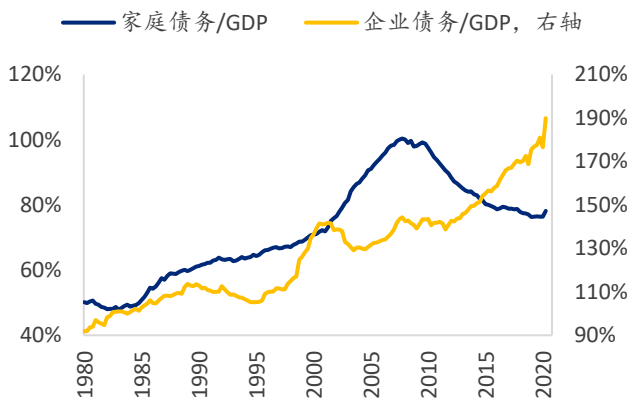
资料来源：FactSet，浦银国际

**图表 44：30 年房贷利率 (%) 在 2020 年处于历史低位**



资料来源：FactSet，浦银国际

**图表 45：疫情下企业的债务负担大于消费者**



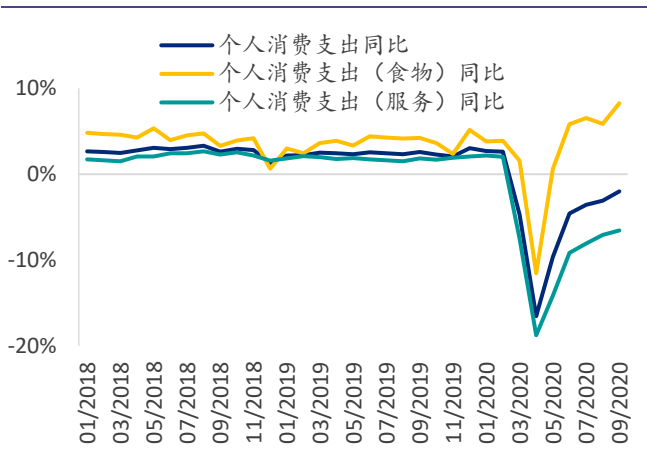
资料来源：FactSet，浦银国际

### 目前的消费复苏并不均衡

2021 年美国经济的复苏将由消费带动，在消费的恢复过程中，服务和食物的消费在复苏进程上的差异将成为一种趋势。美国的消费虽然已开始逐步复苏，但在个人消费支出方面并不均衡。食物消费在疫情后反弹明显，同比增速已回升至 8.3%，而服务消费仍保持负增长，但降幅已开始缓慢收窄。

考虑到疫苗的生产与运输仍需时日，美国的疫情在未来数月仍不会有较大改善，而消费者信心的恢复还需时日，尤其是对于需要前往聚集场所才可以进行的服务消费。这些因素都导致了食物和服务的消费分化日趋严重。

图表 46：美国的消费复苏并不均衡

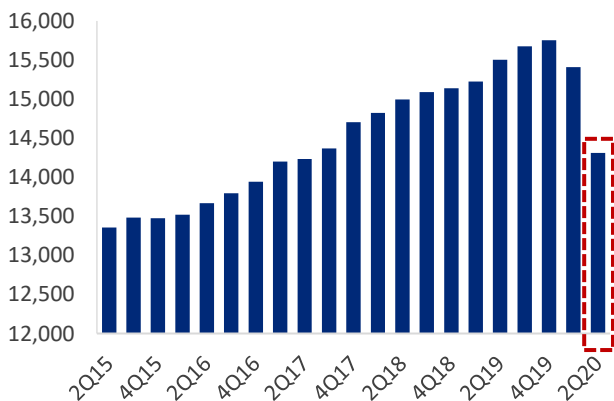


资料来源：BEA, 浦银国际

### 疫情促进了线上零售的发展

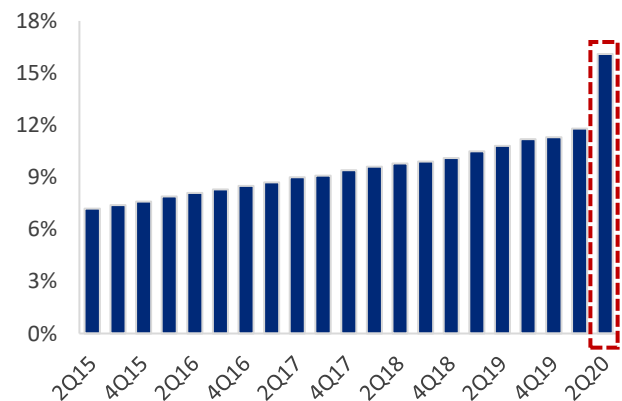
疫情对消费品零售行业造成了深远影响。由于隔离措施的实施，美国零售总额在 2Q20 同比下跌了 7.7%，降至 14,309.46 亿美元，相当于 2Q17 的水平。疫情虽然导致零售总额整体下降，但是线上零售却异军突起，其所占零售总额的比例从今年一季度的 11.8%，增至二季度的 16.1%，环比增加了 4.3 个百分点。线上零售的回暖将成为疫情后消费复苏的亮点，并成为消费转型的推动力。

图表 47：美国零售总额 (亿美元) 2Q20 同比下跌 7.7%



资料来源：Wind, 浦银国际

图表 48：美国线上零售占零售总额的比例在 2Q20 大幅提高

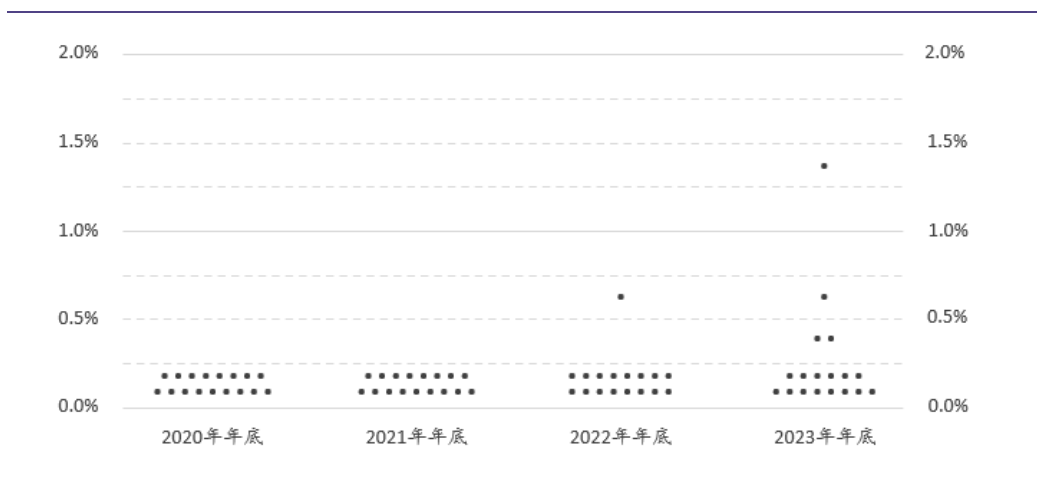


资料来源：FactSet, 浦银国际

## ● 鸽派货币政策的延续

美联储在今年8月对货币政策框架进行了重大修订，其中涉及的平均通胀制对2021年的货币政策走向将产生深远影响。此外，联邦公开市场委员会（Federal Open Market Committee，简称FOMC）在今年第三季度的例会上也传递出维持宽松的信号。利率政策方面，三季度FOMC的点阵图显示，2021年美联储仍将维持近零利率不变，而下次加息预计将在2023年。量化宽松方面，三季度FOMC的会议纪要显示，现有的资产购买计划将维持至2022年，并在2022年下半年开始缩减购买规模。

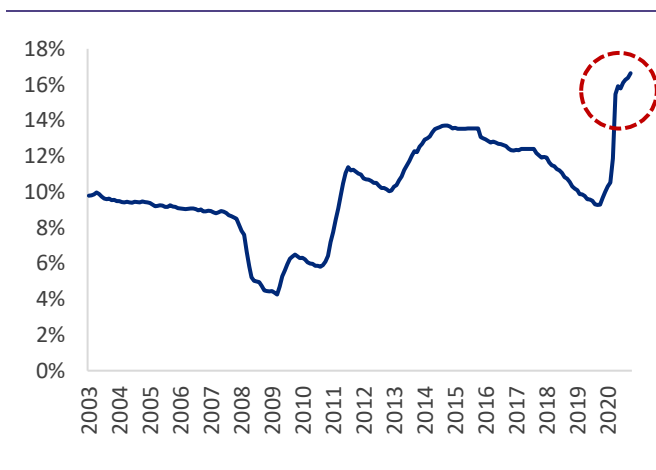
图表 49：2020 年三季度 FOMC 点阵图



资料来源：美联储，浦银国际。

目前，美联储仍处在按兵不动的状态，静待第二轮财政刺激方案落地。疫情后，美联储实施了较大规模的货币宽松政策，这导致接下来的政策调整有限。在实施大规模量化宽松政策后，美联储持有美国国债的比例已大幅攀升，从今年2月的10.5%上升至10月的16.6%。

图表 50：美联储持有美国国债的比例



资料来源：FactSet，浦银国际。

我们预计，美联储在2021年的政策调整将围绕在强化前瞻指引和调整量化

**宽松结构**这两方面展开，其中对后者的可能调整是：扩大长债的购买比率，压制长短利率，间接实现某种程度上的“收益率曲线控制”（请见我们的报告[《SPDBI 全球央行观察：全球整体边际放宽，欧元走强可能阶段性终结》](#)）。

展望未来，我们认为需要关注 2021 年 6 月和 9 月的 FOMC 会议动向。在经历大选和疫情冲击后，美国经济在 2021 年上半年会进行调整，在经济刺激和疫苗的双重利好下，经济将开始加速复苏。因此，关于加息预期的讨论大概率将出现在明年 6 月的 FOMC 会议上，委员们将开始关心经济复苏后可能出现的经济过热现象。而明年 9 月的 FOMC 会议将更新对 2024 年的经济展望，这将直接反应出委员们对于加息幅度的预期。

### 2021 年利率中枢不会大幅上升

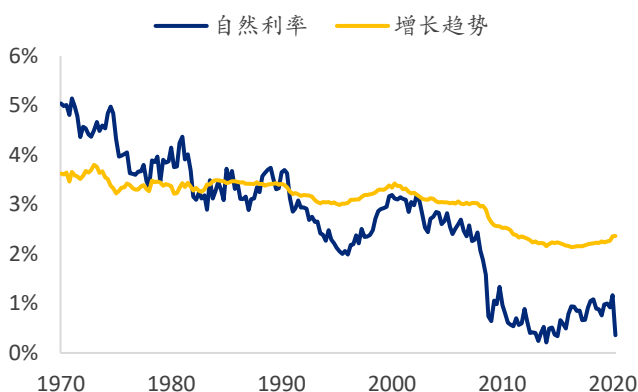
我们预计，2021 年利率中枢不会大幅上升。根据泰勒法则（Taylor Rule），政策利率的合意变动来自于经济增长和通胀与预期的差异。

$$r = r^* + \frac{1}{2}(y_t - y_e) + \frac{1}{2}(p_t - p_e)$$

其中， $r$  为联邦基金利率， $r^*$  为自然利率， $(y_t - y_e)$  为产出缺口， $(p_t - p_e)$  为当前通胀率与美联储长期通胀目标的差值。

当出现产出缺口、或者通胀率低于目标通胀时，美联储应降息以防止通缩并促进经济增长为目的。这恰好就是美国经济当前的境遇。在平均通胀制下，目标通胀率将在一段时间内高于 2%，因此通胀率会在更长时间内低于目标通胀；而美国的产出缺口将持续至 2025 年才能恢复。这些因素都导致了利率中枢不会大幅上升。此外，根据 Laubach-Williams 模型的估算，泰勒法则中的自然利率  $r^*$  在结构上也呈现下降趋势，这将直接影响泰勒法则中政策利率的合意变动幅度。

图表 51：根据 Laubach-Williams 模型估算自然利率



资料来源：美联储，浦银国际

## ● 美元将在 2021 年中旬逐渐升值

疫情开始后，美国经济遭受了一定程度的打击，随之而来的是美元贬值，美元指数从年初的 96.4 下降至 12 月初的 90.5，为两年来的低点。**2021 年**，美元是否会持续贬值、抑或是由贬转升，这仍然是市场关注的焦点。与市场预期有所不同，我们认为 **2021 年中旬美元将逐渐升值**。

### “美元微笑理论”

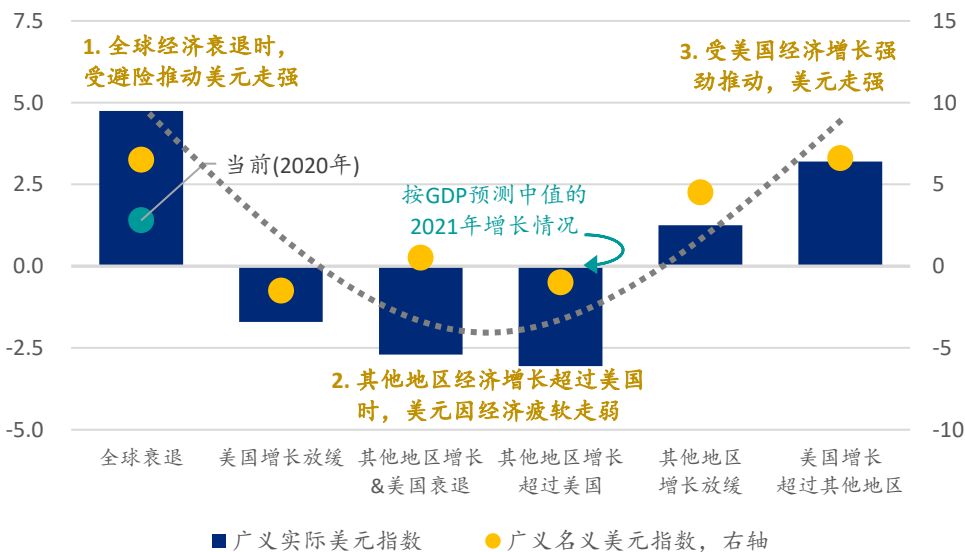
首先，我们采用“美元微笑理论”分析美元的整体走向。作为全球性避险货币，美元具有“国际”和“国内”的双重属性。当全球危机事件（例如，金融危机或新冠疫情）发生时，美元会出现先升值、后贬值、最后再次升值的三个阶段，并构成一个类似微笑的“U”型曲线。具体来说，

**第一阶段：**当全球危机事件发生时，投资者受避险情绪影响由持有风险资产转而购买、持有美元，这更多突显出美元的“国际”属性，并导致美元走强；

**第二阶段：**随着全球危机事件的影响减弱，经济开始复苏、资金流向经济增长更快的地区，市场开始规避美元，这使得美元恢复其“国内”属性，并导致美元走弱；

**第三阶段：**随着全球经济的整体复苏，美国经济升温且经济增长超过其它地区，乐观情绪以及加息预期使得投资者再次转向美元，美元的“国内”与“国际”属性一起恢复，致使美元走强。

图表 52：美元微笑理论——各增长情况下年均广义美元指数变动（%）



注：增速差值基于美国 GDP 减去 25 个主要经济体加权 GDP（美联储广义美元指数货币篮子所包含的经济体）；1985-2019 年资料来源：Bloomberg，浦银国际

2009 至 2010 年美元指数的走势，完全契合了“美元微笑理论”。当金融危机暴发后，市场的避险情绪上升推高美元；此后，美国经济受金融危机影响表现疲软，美元回归“国内”属性并开始走弱；当全球经济走出金融危机阴影后，美国经济恢复增长且好于其它地区，美联储也传递出加息的信号，美元再次走强。

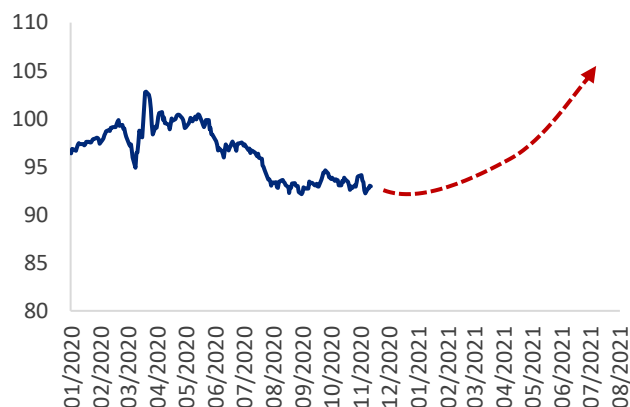
我们预计，在此次疫情的作用下，美元将再一次呈现“美元微笑理论”的“U”型曲线。今年疫情暴发后，美元因避险情绪上升而走强，充分发挥了美元的“国际”属性。而目前，我们正处于“美元微笑理论”中的第二阶段：美国经济受疫情拖累，其他地区（例如，中国）的经济增速好于美国，美元走弱。我们预计 2021 年中旬将出现第三阶段美元走强的趋势。

图表 53：2009 年-2010 年的美元指数走势



资料来源：FactSet, 浦银国际

图表 54：新冠危机下的美元指数走势



资料来源：FactSet, 浦银国际

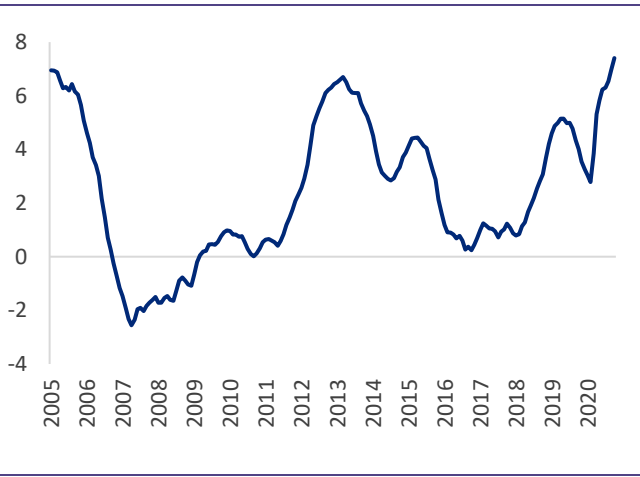
## 对于美元指数的分析

从美元指数的角度，考虑到美元指数中欧元的权重最高（58%），欧元区的经济复苏对美元的影响也最大。2020 年美国大选使得美国再一次经历新政府和新政策的变革，这让美国经济出现了上修的空间，经济复苏也将快过疫情、老龄化、负利率缠身的欧元区。美国与欧元区 PMI 的差值上升也反映了这一事实。复苏的差异将导致美元相对于欧元存在升值的空间。

此外，欧元走强对于通缩严重的欧元区经济并非好事，况且，对于欧元区中的出口型经济体（例如，德国、法国、意大利）来说，欧元升值将对其出口造成负面影响，更加不利于其疫情后的经济复苏。在此基础上，我们认为不能排除欧央行有动机采取结构性措施来直接/间接推动欧元贬值。

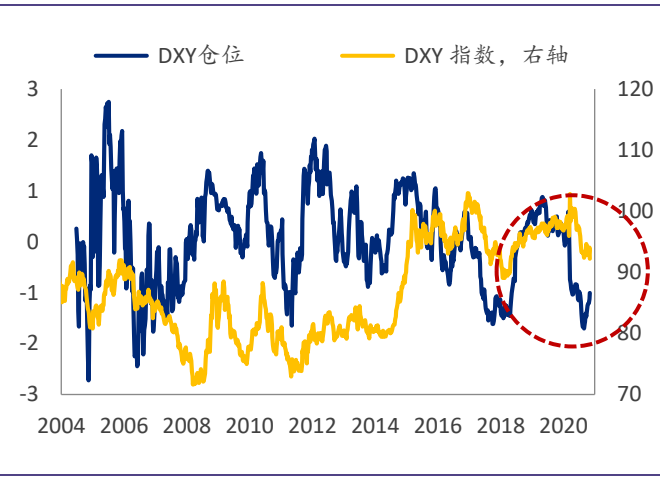
当前，美元的投机性仓位处于较低水平，做空美元的下行区间有限。结合上述“美元微笑理论”和对美元指数的分析，我们认为美元将在 2021 年上半年出现波动，并在 2021 年中旬逐渐升值。

图表 55：美国与欧元区 PMI 差值



资料来源：FactSet，浦银国际

图表 56：美元投机性仓位下行空间有限



资料来源：FactSet，浦银国际

### （三）中国双引擎复苏与“十四五”开局

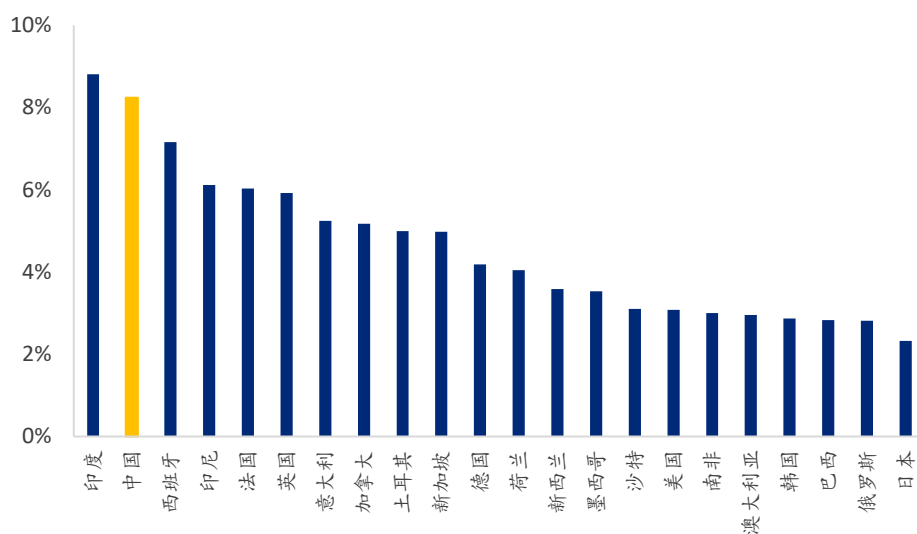
2021年是新冠疫情冲击后的复苏之年，也是中国“十四五”规划的开局之年。今年中国人均GDP已经超过1万美元大关，全面实现了小康社会的建设，“十四五”将会把中国经济由高增速阶段步入高质量发展的新阶段。

我们预计，2020年中国经济将实现2.2%的增长，2021年在出口和消费双引擎的带动下GDP增速将攀升至9.0%，此后的2022年中国经济增速将恢复至5.5%的水平。货币政策方面，社融、货币、宏观杠杆率将出现边际放缓的趋势，人民币升值动力将减弱。

#### ● 疫情后复苏之年

2020年，新冠疫情席卷全球，对世界经济造成了严重的打击。作为最早经历疫情、也是最早有效控制疫情的国家，中国在2020年经历了经济“先下滑、后反弹”的V型复苏，经济损失相对较小、复苏前景向好。

图表 57：IMF 预测全球主要经济体 2021 年 GDP 增长率

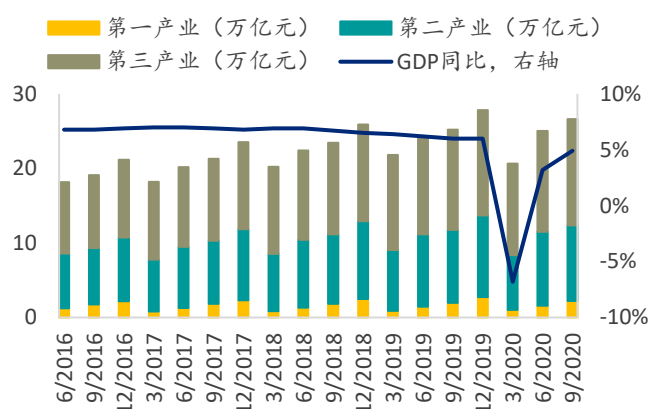


资料来源：IMF 预测，浦银国际

率先控制住疫情的中国经济延续了复苏态势，GDP 同比增速由第二季度的 3.2% 增至第三季度的 4.9%。虽然中国经济的复苏速度较二季度有所放缓，但复苏的结构有所改善：第三季度的经济复苏开始由代表生产端的第二产业和代表需求端的第三产业共同推动。

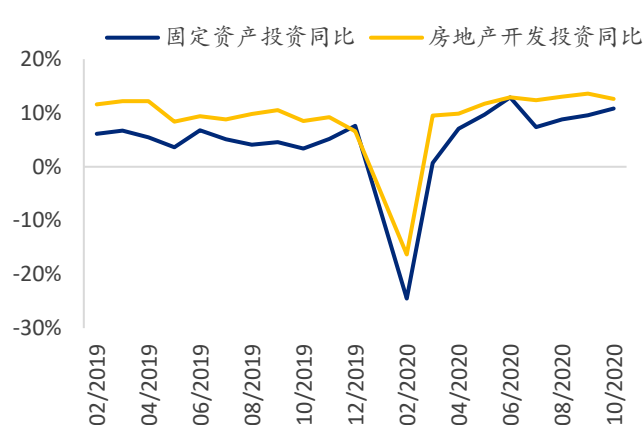
工业、投资、消费都出现了持续复苏的信号。其中，投资的恢复程度最好，同比增速呈现完整的V型；工业的复苏路径与GDP一致，呈现了非对称的V型；消费的复苏较慢，虽然有“十一”黄金周的推动，但尚未完成V型复苏右侧的上升阶段。在“十四五”蓝图下，投资将更多围绕以5G基建、特高压、城际高速铁路和城际轨道交通、新能源汽车充电桩、大数据中心、人工智能和工业互联网为主的“新基建”，这将进一步影响相关产业链的升级，促进生产和消费的转型。

图表 58：中国 GDP 的非对称 V 型复苏



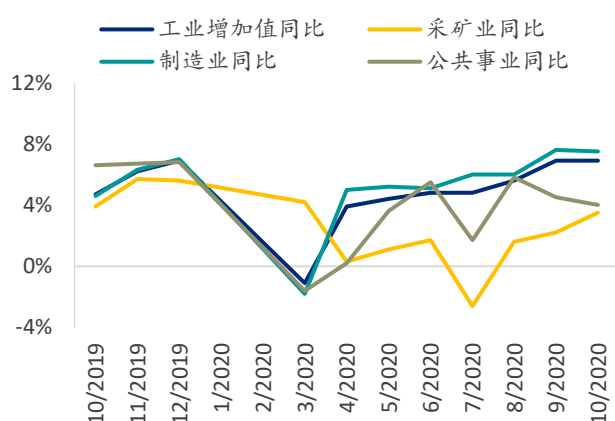
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 59：投资已完成完整的 V 型复苏



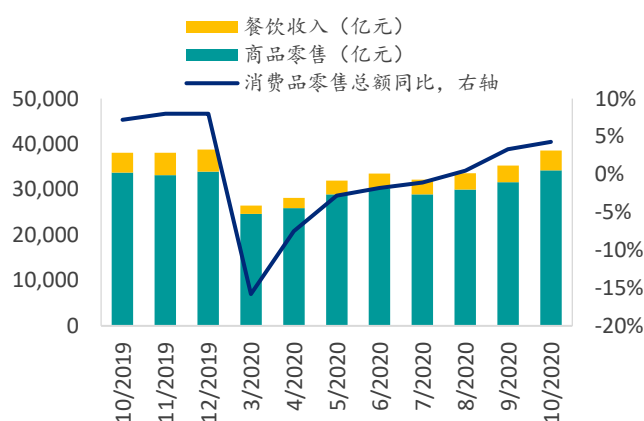
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 60：工业生产的复苏与 GDP 较一致



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 61：消费的 V 型复苏仍未成型

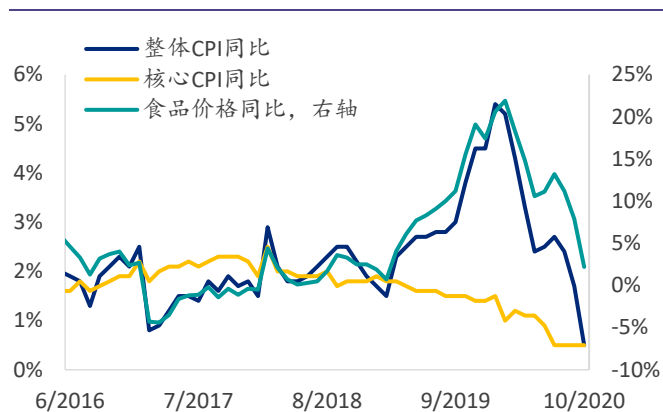


资料来源：CEIC，浦银国际

物价在 2021 年上半年将延续下行走势，但整体不存在通缩的基础。今年疫情开始后，物价持续走低；夏季长江流域洪水导致肉类和鲜菜价格回升，使得物价小幅上涨；此后，通胀持续走低，10 月 CPI 同比增速为 0.5%，降至 2010 年以来的低位。

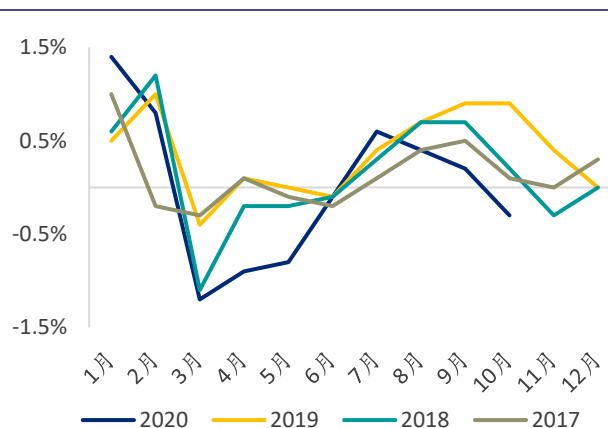
我们预计，通胀受高基数影响将维持较低水平直至 2021 年春节，并不排除出现非可持续负增长的可能性。随着 2021 年春节过后，消费和经济的进一步复苏，加之基数效应在 2021 年 3 月开始减弱，预计通胀将逐渐回升。考虑到全球疫情仍不明朗，进口贸易的检疫措施可能对海外食物供应带来不确定性，叠加基数效应和节日错位等因素，2021 年 CPI 的短期波动可能较大。

图表 62：食品通胀下行带动 CPI 回落



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 63：CPI 处于过去 4 年的低位



资料来源：CEIC，浦银国际

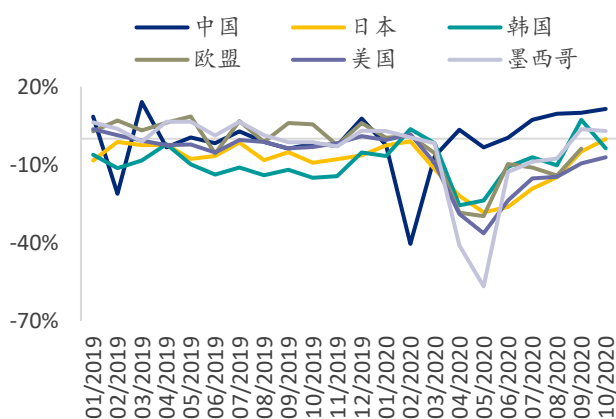
## ● 2021 年双引擎复苏

疫情后，中国经济的复苏将由出口和消费两个引擎共同带动。出口贸易持续回暖，不仅会促进经济的复苏，也将间接放大消费对经济增长的促进作用。在双引擎带动下，中国经济复苏将更快完成，复苏前景也将会更好。

### 出口引擎复苏

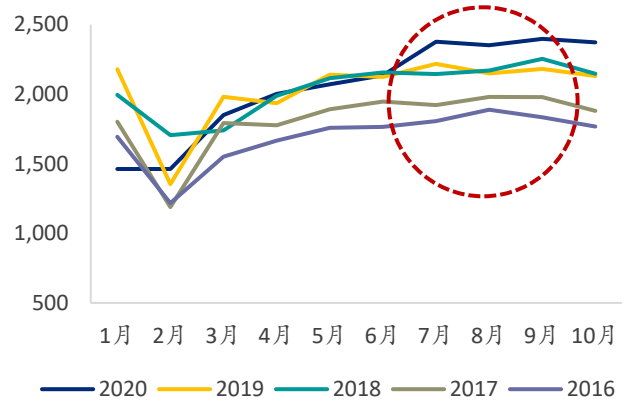
回顾 2020 年中国的宏观数据，最亮眼的莫过于出口贸易。新冠大流行对全球贸易造成了严重打击，但在贸易整体遇冷的情况下，中国出口贸易相对好于其他经济体，出口增速的恢复也明显优于其他经济体。纵向来看，2020 年中国出口并未出现明显下滑，相反，出口额在 7 月后出现了较大幅度增长。

图表 64：中国出口增速恢复好于其他经济体



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 65：中国出口（亿美元）在疫情后出现较大幅度增长



资料来源：CEIC，浦银国际

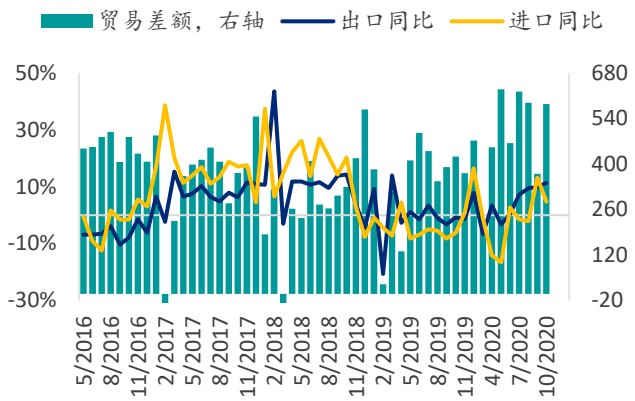
中国出口贸易呈现一枝独秀的现象，究其原因：

一、中国较快控制住了疫情在国内的蔓延。这使得生产和出口在短时间内能够恢复，经济重启较成功。并且，中国较早经历疫情，与其他新兴市场国家在疫情发展过程中存在时间差。当其他贸易竞争国家因疫情而无法正常出口货物时，中国已率先控制住疫情，并开始了积极的复工复产，这导致出口订单不可避免地流向了我国。其中较为明显的例子是，纺织业出口订单因印度疫情严重而流向中国，这给了中国纺织业很大的出口机遇。

二、中国的产业升级效果明显。过去五年，中国的制造业完成了产业升级，生产线自动化、智能化水平明显提高，物流能力也大大提升。这种产业升级所形成的“弯道超车”现象，使得中国制造业在面临出口订单大增时有足够的产能消化、有足够高效的物流运转。

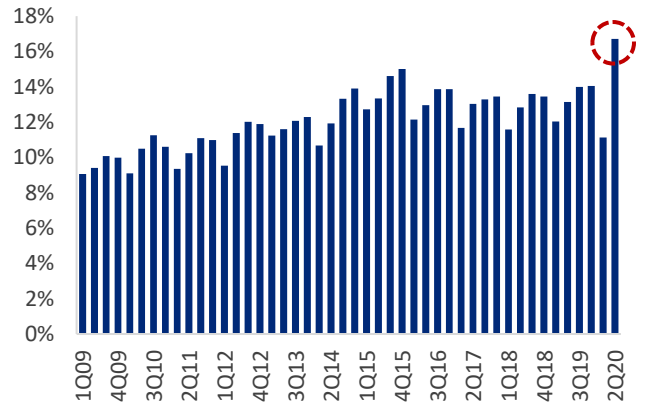
在上述两个原因的推动下，中国的出口持续向好，世界市场份额在 2Q20 达到 16.7% 的历史高点，同比增长 3.6 个百分点。2021 年，中国的出口贸易整体将延续疫情后的高增长。考虑到疫情在新兴市场的滞后影响，中国的世界市场份额也将在 2021 年维持较高的水平。

图表 66：中国进出口走向



资料来源：CEIC，浦银国际

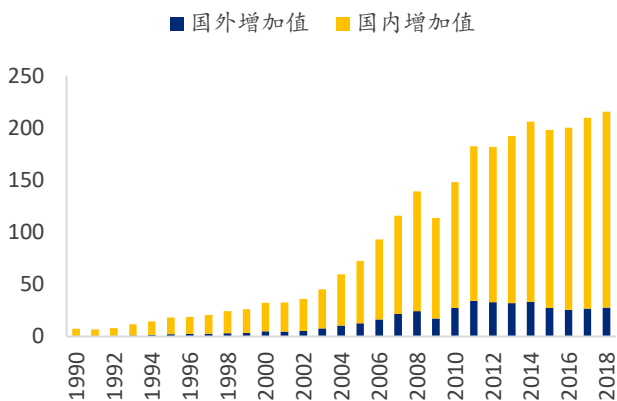
图表 67：中国出口在世界市场的份额 2Q20 达到历史高点



资料来源：WTO，浦银国际

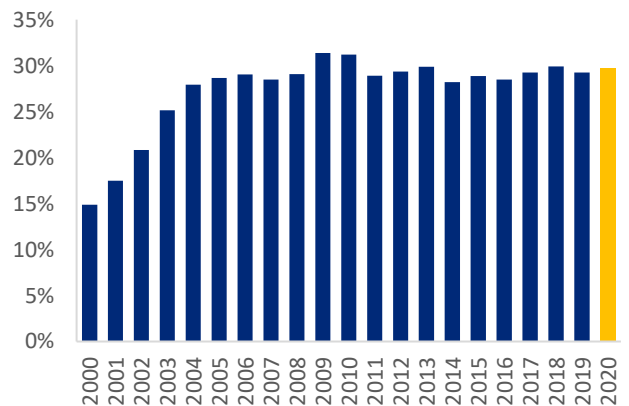
除了贸易增速回暖，2021 年中国出口贸易将进一步升级，继续由出口大国向出口强国转变。与刚加入 WTO 时不同，中国的出口开始由量到质的转变，出口产品的国内增加值逐年递增，截至 2018 年，出口的国内增加值已接近 1.88 亿美元的水平，2000-2018 年间，国内增加值的复合年均增长率达到了 11.3%。中国出口也开始从过去的初级加工品和低端制造业向高技术制造业转变，其中高技术产品出口的占比持续增长，占比已接近 30%。

图表 68：中国国内增加值逐年增加（百亿美元）



资料来源：WTO，浦银国际

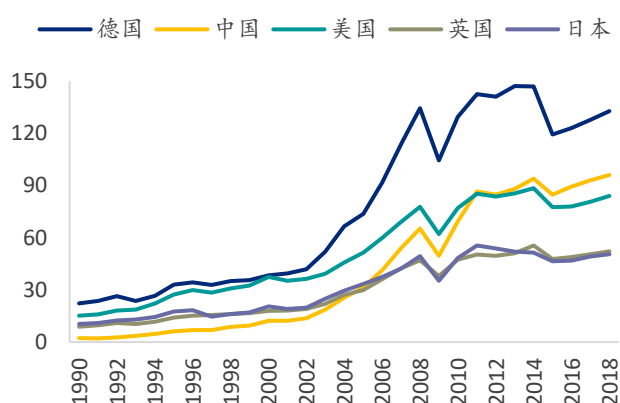
图表 69：中国高技术产品出口占比约为 30%



注：2020 年仅包括 1-10 月数据  
资料来源：CEIC，浦银国际

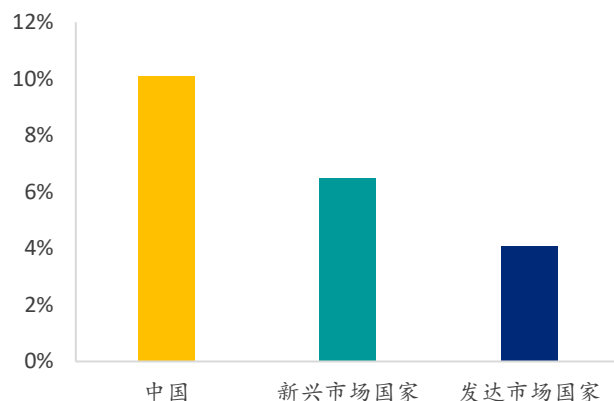
此外，中国参与全球价值链的脚步逐渐加快。截至2018年，中国参与全球价值链为9,606亿美元，总量已超过美国、英国、日本，仅次于德国位列第二名。根据WTO发布的全球价值链报告，2005至2015年，中国全球价值链的年平均增长率达10.1%，远超发达市场国家的6.5%和新兴市场国家的4.1%。在“十四五”时期，中国经济剑指创新经济，出口的质量也将随之提高。我们预计，2021年中国的出口将呈现量和质两方面的增长。

图表 70：中国全球价值链增加值（百亿美元）已超过美英日



资料来源：WTO，浦银国际

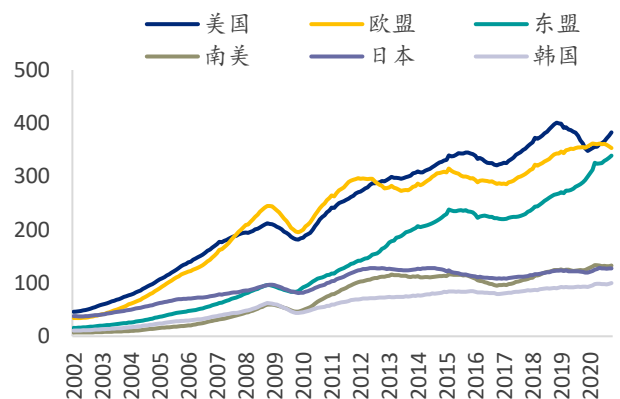
图表 71：2005-2015 年全球价值链年平均增长率



资料来源：WTO，浦银国际

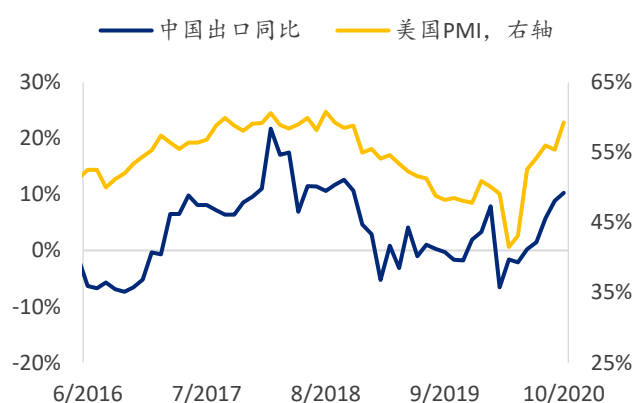
贸易战结束，中美贸易重新出发。随着美国政治格局改变，中美贸易战将结束，笼罩在中美贸易关系间的阴霾将散去。虽然美国的疫情仍然很严重，但是美国经济已开始恢复。美国经济的复苏对中国出口起到了重要的拉动作用。随着2021年疫情在美国的影响逐渐减弱，美国经济的复苏将持续，这会进一步带动中国对其出口。虽然新一届美国政府仍将在贸易议题上与中国产生摩擦，但整体的贸易关系是趋向回暖的。

图表 72：中国主要出口目的地贸易额（亿美元）



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 73：美国经济复苏带动中国出口



资料来源：FactSet，浦银国际

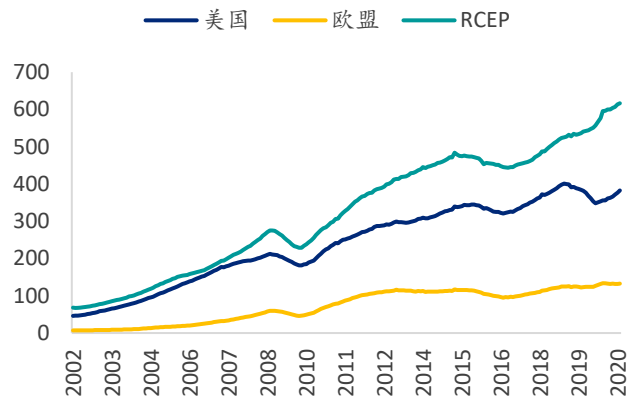
**新协定，新格局。**中国参与了由东盟发起的区域全面经济伙伴关系协定（Regional Comprehensive Economic Partnership，简称 RCEP）。这个世界上人口数量最多、全球规模最大的自由贸易协定，将为中国出口开启新的格局。虽然具体的签署项目还未落地，但单从贸易额的方面分析，中国对 RCEP 国家的出口额将超过对欧美的出口。随着该协议在 2021 年落地，中国出口将迎来新的一页。

**图表 74：RCEP 涵盖了中国主要的贸易伙伴**



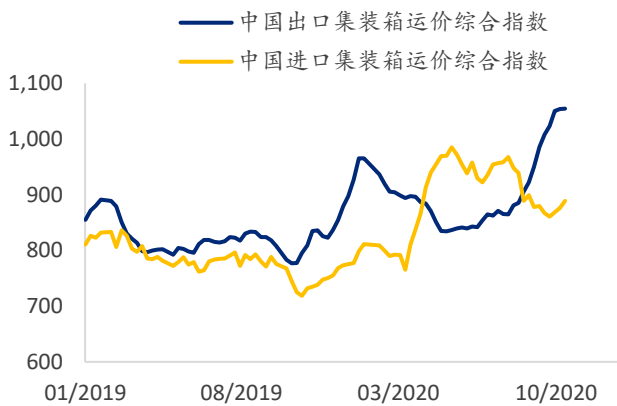
资料来源：央视新闻，浦银国际

**图表 75：中国出口至 RCEP 国家的贸易额超过对美国 and 欧盟的出口之和**



资料来源：CEIC，浦银国际

**图表 76：航运价格显示中国出口需求旺盛**



资料来源：Wind，浦银国际

## 消费引擎复苏

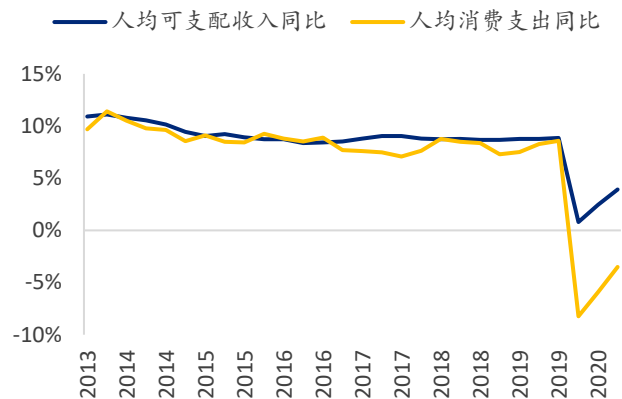
作为出口导向型经济体，中国出口贸易的表现一定程度上影响人均收入水平。出口同比增速的上升和下降，基本对应了城镇人均收入的增长及下跌。2020年中国出口增速上升，城镇人均收入也呈现出类似的增长。在上述出口贸易增速上升、出口质量进一步提高、外部贸易环境改善等因素的影响下，出口带动人均收入上升的趋势将在2021年实现，这将间接为经济复苏的第二引擎（消费）提供支持。

图表 77：出口带动人均收入的增长



资料来源：FactSet，浦银国际

图表 78：人均收入增速高于支出，消费动力仍存在



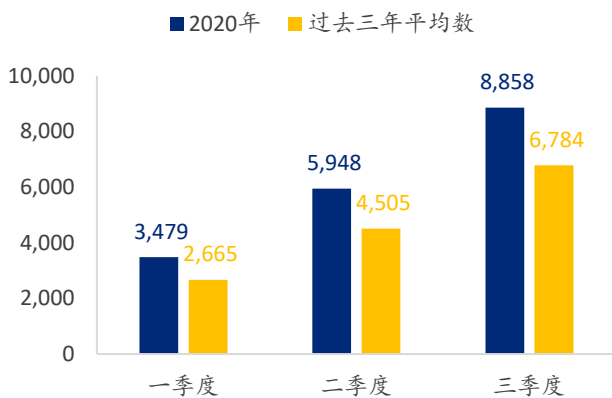
资料来源：CEIC，浦银国际

除了出口带动人均收入进而促进消费复苏的方式，疫情压缩的消费将在2021年释放，这会成为促进消费的另一个推动力。在新冠疫情的冲击下，人均可支配收入和人均消费支出均出现显著下跌，但相比较之下，消费支出的下跌幅度要远远大于可支配收入。疫情导致的隔离和封锁，客观上减少了部分消费支出，尤其是在餐饮、娱乐、旅游等方面的支出。这些被压缩的消费就体现在人均可支配收入与人均消费支出之间扩大的距离，当然，也体现在储蓄和存款增速的上升。

通过比较2020年前三个季度的储蓄与过去三年间前三季度储蓄的平均数，我们发现疫情导致储蓄显著增长，2020年一季度储蓄比过去三年增长了30.5%，二季度储蓄增长了32.0%，即便是疫情已趋于缓和的三季度，储蓄也比过去多了30.6%。此外，存款在疫情开始后也大幅上升，同比增速从2月的8.1%直线上升至5月的10.4%，并在6月至10月间维持了10%以上的增速。

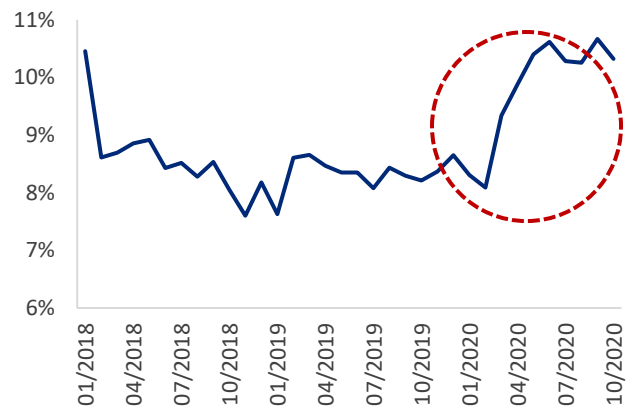
如果以13.93亿人口进行估算的话，2020年一至季度的总储蓄比之前三年的平均值额外多出了1.13、2.01、2.89万亿元，合计6.03万亿元人民币，约占2020年前三季度GDP的8.35%。在疫情复苏后，这相当于一份量巨大的经济刺激计划。

图表 79：疫情导致人均储蓄（元）显著增长



注：人均储蓄=人均可支配收入-人均消费支出  
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 80：存款的同比增速在疫情后上升

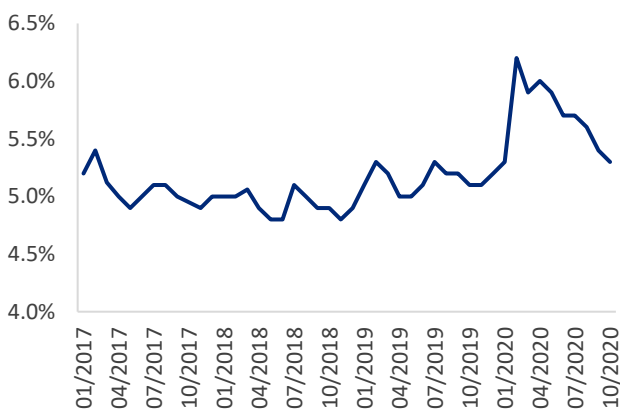


资料来源：CEIC，浦银国际

储蓄和存款的阶段性上升并非是可持续的，在国民总储蓄率下降的大背景下，多出的储蓄和存款在经济稳定后将成为推动经济复苏的动力，尤其是通过增加消费的方式。换句话说，充足的储蓄和存款为 2021 年的经济复苏提供了持续的动力，并在一定程度上扩大国内市场需求。

就业市场回暖为 2021 年消费复苏打下坚实基础。2020 年 2 月份国内疫情开始大范围蔓延，这直接影响了春节后劳动力市场。城镇调查失业率从 1 月的 5.3% 飙升至 2 月的 6.2%，并在 3 至 5 月维持在 5.9% 以上。本应在春节后返回城市的农村务工劳动力也因为疫情的原因无法回到劳动力市场，外出劳动力人数在一季度同比减少了 5,400 万，下跌近 30.6%。

图表 81：城镇调查失业率稳步下降至正常水平



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 82：疫情结束后，外出务工人数回升

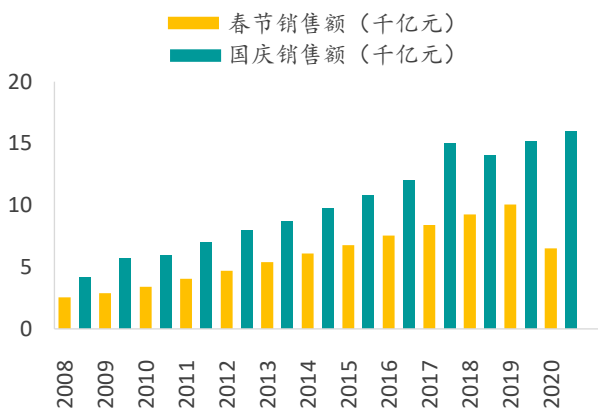


资料来源：Wind，浦银国际

在国内疫情得到有效控制后，政府提出包括了保居民就业的“六保”任务，使得城镇调查失业率持续下降、外出务工劳动力人数回升。10月城镇调查失业率已下降至5.3%，三季度外出务工劳动力的降幅也收窄至-2.1%的水平。目前，就业市场已基本恢复至疫情开始前的水平，并未出现暂时性失业大量转为永久性失业的现象，这为2021年消费复苏提供了坚实的基础。

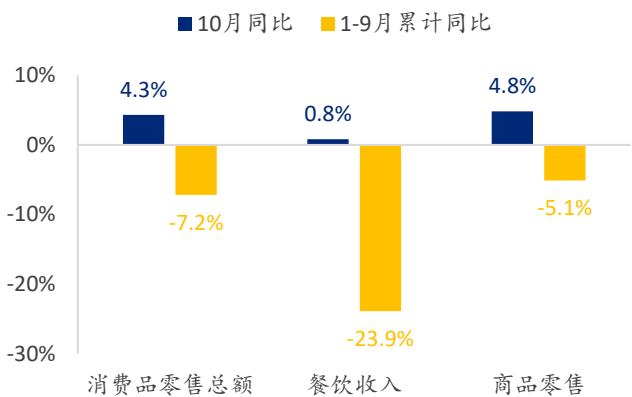
虽然2020年下半年有“十一”黄金周和“双十一”电商促销活动，但是消费的复苏还未完成，消费动力也并未完全释放，尤其是服务业消费的复苏仍有较大的空间。今年的“十一”黄金周零售和餐饮销售额达到1.59万亿元，约占10月消费品零售总额的41.3%，较2019年“十一”黄金周增长4.9%。相比之下，4.9%的同比增速为十年来黄金周销售额增速的最低水平。虽然社会消费品零售在2020年8月-10月连续3个月实现正增长，餐饮消费的增速也在今年10月由负转正，但是疫情造成的消费“堵点”仍存在，消费的复苏仍不完整。

图表 83：2008-2020 年春节和国庆期间销售额



资料来源：Wind，浦银国际

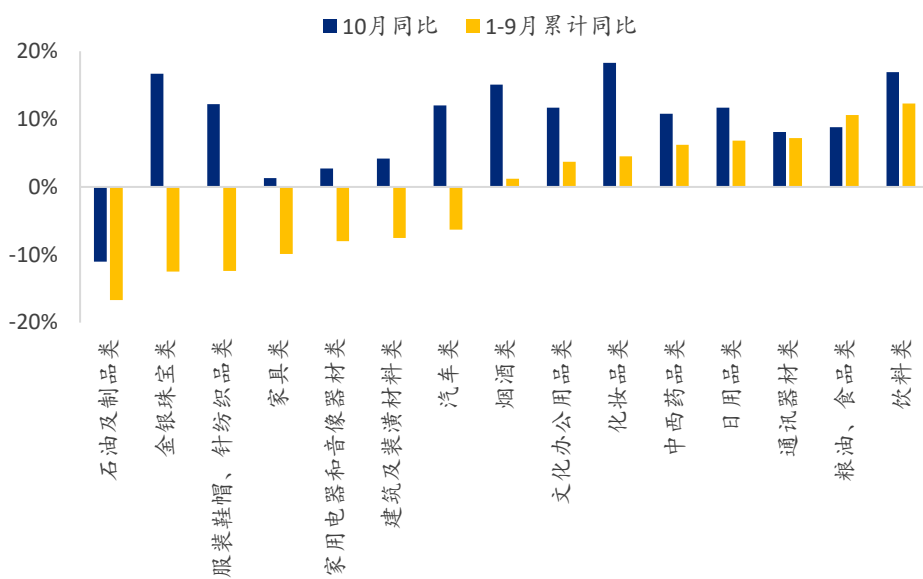
图表 84：2020 年 10 月消费品零售总额、餐饮、零售的恢复情况



资料来源：CEIC，浦银国际

随着2021年消费引擎逐渐加速，预计服务业和部分零售行业的消费将迎来进一步复苏。相较于商品零售，餐饮为代表的服务业恢复情况较差，1-10月累计同比下降21%，预计2021年服务业的消费潜力较大。商品零售的恢复也不全面，部分消费品（例如，服装鞋帽和针纺织品类、家具类、家用电器和音像器材类）1-10月累计同比的降幅仍然较大，这也意味着这些行业在2021年的消费复苏中会有较大幅度的增长。

图表 85：2020 年 10 月各零售行业的恢复情况



资料来源：CEIC，浦银国际预测

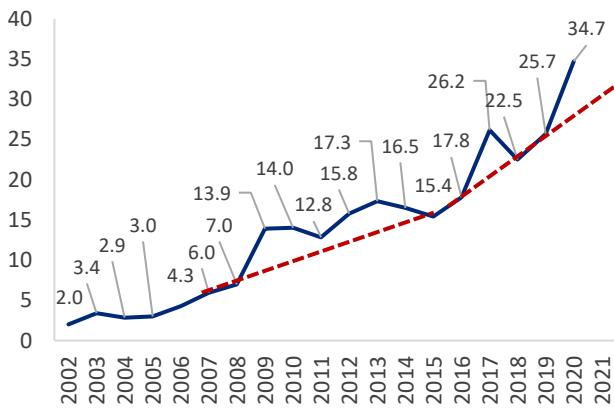
## ● 社融、货币、宏观杠杆率、人民币升值动力边际放缓

与全球主要央行推出超常规货币宽松政策的做法不同，中国央行在疫情后一直奉行稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向的方针，向市场推出了约 9 万亿元的货币政策应对措施，指导金融部门向实体经济让利约 1.5 万亿元，为经济复苏提供了有力支持。这期间，社会融资规模出现较大幅度增长，货币供应适度放开，宏观杠杆率出现阶段性上升。展望 2021 年，货币政策将回归中性。

### 产能利用率提升，社融边际放缓不会有太大问题

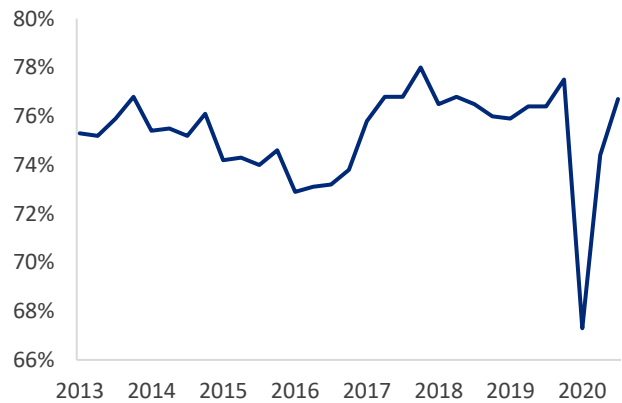
新增社融在 2020 年有较大幅度的增长，但在 2021 年增速将有所放缓。疫情大背景下，2020 年社会融资规模持续高速增长。截至 10 月，新增社融累计达 31 万亿元，我们预计全年的新增社融将达到 34.7 万亿元。根据 2002 至今的社融增长趋势，我们预计 2021 年新增社融将回归至之前的趋势。虽然 2021 年社融增速回落，但考虑到中国产能过剩问题已基本不存在，社融增速的下降并不会给企业带来显著的负面影响，更不会像 2016 年新增社融降低时对经济造成冲击。

图表 86：新增社融（万亿元）将回到之前的趋势



注：2020-2021 年新增社融为浦银国际预测  
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 87：中国产能利用率——产能过剩问题大致不存在



资料来源：CEIC，浦银国际

## M2 与 M1 增速将出现交叉，流动性合理充裕

货币供应端，2021 年 M2 的增速也将出现边际放缓，但是这并不会导致流动性趋紧。今年疫情开始后，M2 同比增速一直维持在 10% 的水平，而 M1 的增速逐步加快。预计 2021 年 M2 与 M1 增速将出现交叉，M1 增速将高于 M2 增速。这意味着虽然货币投放的边际放缓，但居民和企业的流动性仍将保持充裕。根据央行第三季度货币政策执行报告，未来将“保持广义货币供应量和社会融资规模增速同反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配”，因此不必过度担忧货币政策紧缩的问题。

图表 88：M2-M1 交叉将出现



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 89：现金流改善推动股市

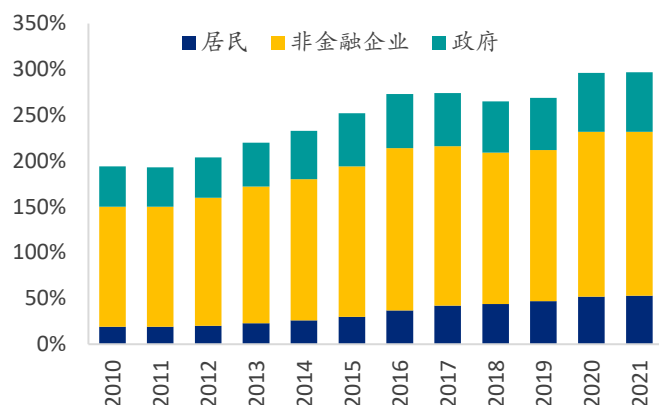


资料来源：CEIC，浦银国际

## 宏观杠杆率上行空间有限，增速边际放缓

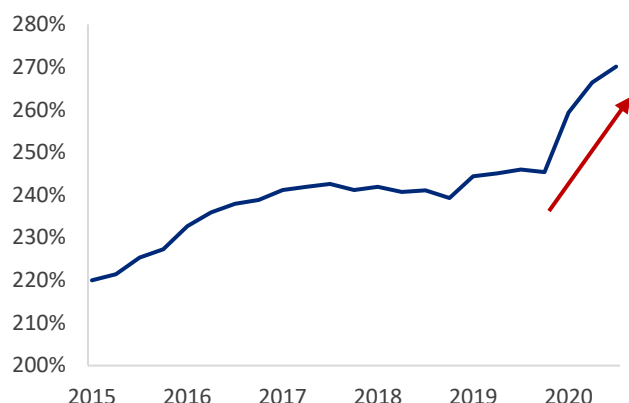
宏观杠杆率在疫情期间有较大幅度上升，2021 年上行空间有限。实体经济的杠杆率在 2020 年有明显上升，从 2019 年的 245.4% 上升至 2020 年第三季度的 270.1%，预计年底宏观杠杆率将增至 280% 以上的水平。在全球疫情的大背景下，主要经济体都推出了超常规的货币宽松政策，其宏观杠杆率的上升幅度要明显大于中国。在疫情的特殊情况下，中国宏观杠杆率的提升是合理的，且体现了宏观政策支持经济复苏，这在一定程度上扩大了对实体经济的信用支持。我们认为，宏观杠杆率的阶段性上升不是可持续的。央行第三季度货币政策执行报告也提出了要重视“稳定宏观杠杆率”的目标。

图表 90：债务的 GDP 占比——政府和企业杠杆比例上行空间有限



注：2020-2021 年数据为浦银国际预测  
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 91：宏观杠杆率在 2020 年明显上升



资料来源：CEIC，浦银国际

### 人民币升值动力边际放缓，2021 年料将出现波动

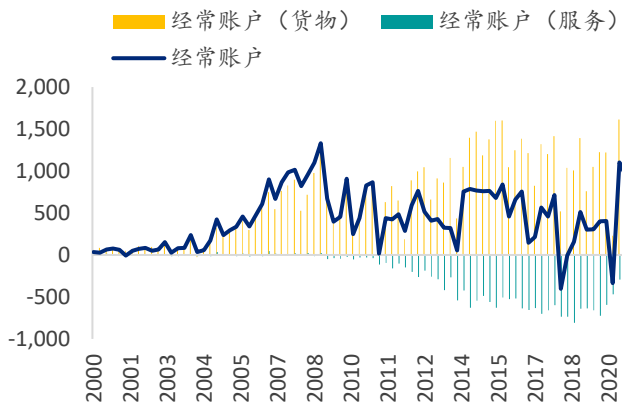
贸易顺差的持续扩大，带动人民币升值。自今年 6 月开始，美元兑人民币汇率从 7.13 的水平持续向下，11 月已达到 6.57 左右，这与货物贸易顺差持续扩大的走势相一致的。此外，疫情导致全球旅行被限制，这显著减小了服务贸易逆差。货物贸易顺差的扩大和服务贸易逆差的缩小，共同扩大了贸易顺差，并导致人民币的升值。展望 2021 年，中美利差将有所回落，中国贸易顺差将缩小，对应人民币的升值动力将减弱。

利率债供需不平衡推高利率下行。近期，中国债券市场中信用债违约事件频发，这在一定程度上导致债券市场投资人从信用债转向利率债，并导致利率债的需求增加。而供给方面，2021 年的政府债券的发行量因财政刺激下降而减少。在需求增加和供给减少的双重作用下，利率面临下行压力。2021 年美联储虽不会再继续降息，但考虑到美国经济复苏前景向好，美债收益率曲线预计将会上行。考虑中美利率的双重影响，我们预计 2021 年中美利差将有所回落，并减弱人民币的升值动力。

贸易顺差减小，人民币升值动力减弱。疫情后期，全球贸易与旅行将逐渐恢复，因疫情而压低的中国服务贸易逆差将有所扩大，货物贸易顺差也将缩小，这将使得中国贸易顺差减小，并导致人民币升值速度边际减弱。政策层面，中国央行今年 10 月宣布降低外汇风险准备金率至 0，这项决定降低了空头成本，进而降低了人民币的升值速度。

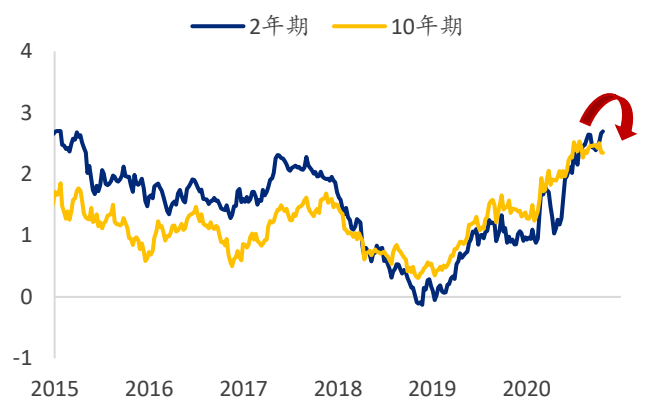
综合考虑中美利差、中国贸易顺差以及政策因素的影响，我们预计人民币走势将由 2020 年单一的升值方向，转为 2021 年升值趋势放缓且存在一定程度的双向波动。

图表 92: 中国经常账户货物顺差与服务逆差 (亿美元)



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 93: 中美国债利差



资料来源: FactSet, 浦银国际

## ● 2021年，“十四五”开局之年——中国进入新时代

2021年不仅是疫情后经济复苏之年，也是中国“十四五”时期的开局之年。虽然具体的“十四五”规划尚未出炉，但是根据2019年中国共产党第十九届中央委员会第五次全体会议上通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》，我们可以做到管中窥豹，对2021年的发展方向做出一些判断。根据我们之前的报告《万字解读“十四五”规划》，“十四五”的主要目标除了涵盖社会文明、生态环境、民生福祉以及国家治理体系四个方面外，将“十三五”主要目标中的“创新驱动”和“协调发展”融合进“经济发展”，并增加了有关“市场经济体制改革”的内容。

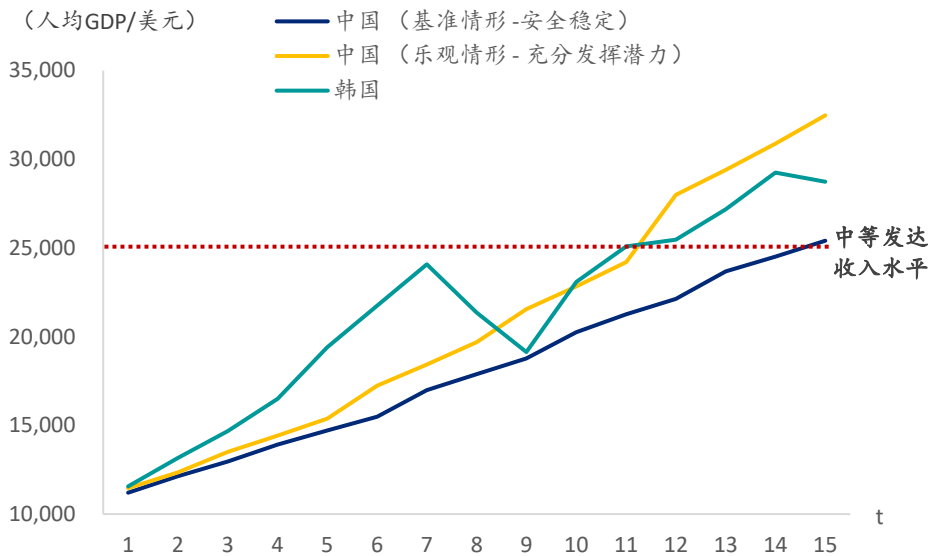
对于“经济发展”方面，“十四五”规划不再着重强调目标性增长，而是将重点落脚“在质量效益明确提升的基础上实现经济持续健康发展”，并提出一个远景定性目标，即到2035年人均国内生产总值达到中等发达国家水平。根据我们的测算，在考虑了2030年后人口增长下降和未来15年人民币兑美元将适度增值的因素后，我们预计2021至2025年中国GDP年增长率需达到4.9%，而2026至2035年的增长率则需要3.4%。我们认为，这样的增长目标是合理的。

图表 94：“十四五”主要目标

主题	“十四五”时期经济社会发展主要目标
经济发展	经济发展取得新成效，在质量效益明显提升的基础上实现经济持续健康发展，增长潜力充分发挥，国内市场更加强大，经济结构更加优化，创新能力显著提升，产业基础高级化、产业链现代化水平明显提高，农业基础更加稳固，城乡区域发展协调性明显增强，现代化经济体系建设取得重大进展。
市场经济体制改革	改革开放迈出新步伐，社会主义市场经济体制更加完善，高标准市场体系基本建成，市场主体更加充满活力，产权制度改革和要素市场化配置改革取得重大进展，公平竞争制度更加健全，更高水平开放型经济新体制基本形成。
社会文明	社会文明程度得到新提高，社会主义核心价值观深入人心，人民思想道德素质、科学文化素质和身心健康素质明显提高，公共文化服务体系和文化产业体系更加健全，人民精神文化生活日益丰富，中华文化影响力进一步提升，中华民族凝聚力进一步增强。
生态环境	生态文明建设实现新进步，国土空间开发保护格局得到优化，生产生活方式绿色转型成效显著，能源资源配置更加合理、利用效率大幅提高，主要污染物排放总量持续减少，生态环境持续改善，生态安全屏障更加牢固，城乡人居环境明显改善。
民生福祉	民生福祉达到新水平，实现更加充分更高质量就业，居民收入增长和经济增长基本同步，分配结构明显改善，基本公共服务均等化水平明显提高，全民受教育程度不断提升，多层次社会保障体系更加健全，卫生健康体系更加完善，脱贫攻坚成果巩固拓展，乡村振兴战略全面推进。
国家治理体系改革	国家治理效能得到新提升，社会主义民主法治更加健全，社会公平正义进一步彰显，国家行政体系更加完善，政府作用更好发挥，行政效率和公信力显著提升，社会治理特别是基层治理水平明显提高，防范化解重大风险体制机制不断健全，突发公共事件应急能力显著增强，自然灾害防御水平明显提升，发展安全保障更加有力，国防和军队现代化迈出重大步伐。

资料来源：新华社，浦银国际

图表 95：迈向高收入经济体的十五年

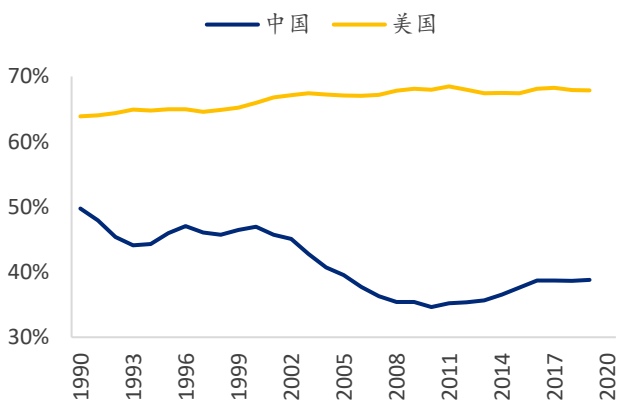


注：横坐标为所需年份，韩国起始年份为 2000 年，中国起始年份为 2021 年  
资料来源：IMF，浦银国际预测。

### 扩大国内市场，撬动内外需协同发展

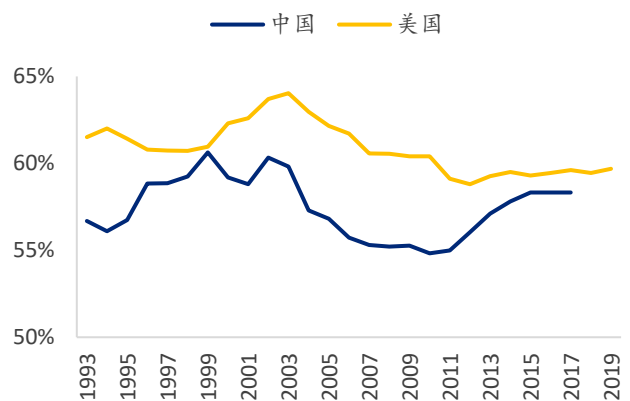
“十四五”规划提出“加快构建国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进”的发展新格局。我们认为，不能片面地将国内大循环理解为只依赖内需，而应将其理解为以国内市场为杠杆支点撬动国际市场的战略。区域间、城乡间协调发展都将带动国内市场的繁荣，扩大国内消费潜能。

图表 96：中美消费的 GDP 占比



资料来源：Wind，浦银国际

图表 97：中美劳动报酬的 GDP 占比



资料来源：美联储，浦银国际

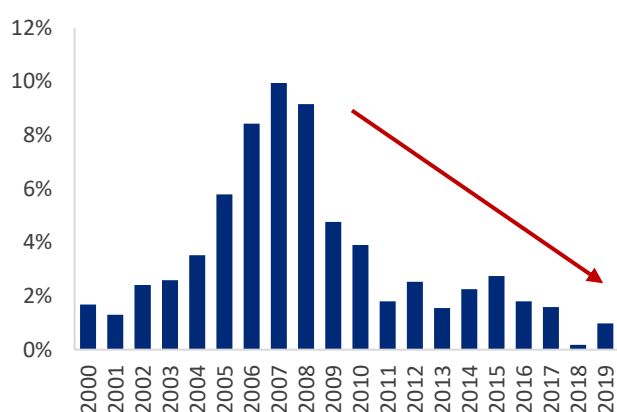
2021 年是美国新一届政府的开局之年，中美关系仍将是国际政治和经济博弈的焦点。对比中美两国的经济，不难发现经济差距虽不断缩小，但在某些领域差距仍存在，例如服务业的体量、工资水平以及消费对经济的拉动作用。在国际格局仍存在很大不确定性的情况下，以国内市场为支点，扩大国内生产，并以此带动出口增长、提升国际竞争力，这将是提高中国经济增长可持续性和稳定性的有效途径，也是中国经济 2021 年发展方向。

### 改革开放转型，由出口贸易到金融市场开发的转变

“十四五”规划提出“改革开放迈出新步伐”，2021 年将开启从贸易开放到金融市场开放的转变。在经济复苏为大背景、国内大循环为支点的“十四五”时期，进出口结构将出现变化，部分出口商品将被国内市场消化，但大宗商品原材料的进口仍将延续，这将导致经常项目逆差扩大。为了保证国际收支的平衡，中国将不可避免地扩大金融市场开放、吸引国际资本，以资本项目顺差抵消经常项目逆差。

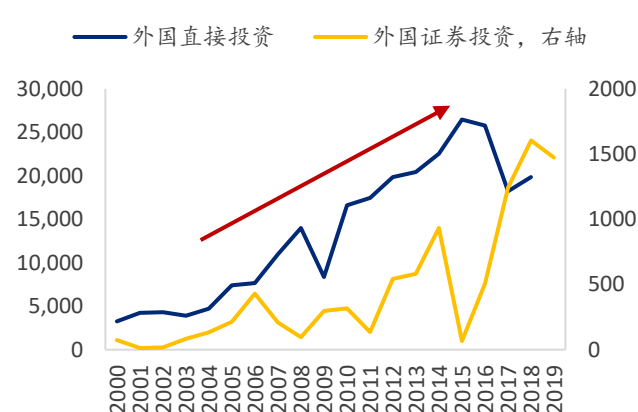
目前，中国已经开始扩大金融市场开放的步伐。今年，中国监管机构已开始取消证券公司、公募基金的外资持股比例限制，将《外商投资准入特别管理措施（负面清单）》清零，并计划放宽跨境人民币政策和境外机构投资者资金管理限制。这些措施的政策效果将在 2021 年有所体现。

图表 98：中国经常账户占 GDP 的比例在内需扩大后逐渐下降



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 99：改革开放：外商直接投资与外资证券投资（亿美元）逐渐增加

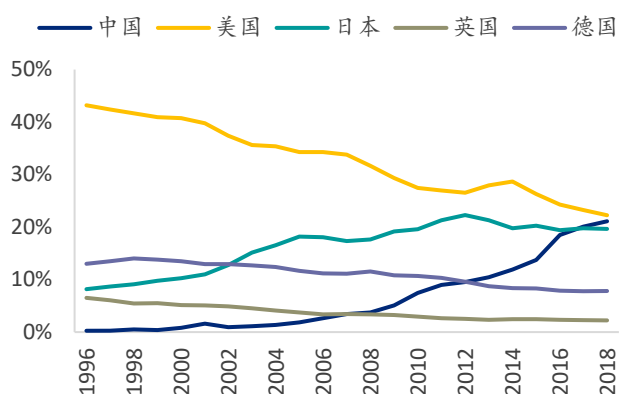


资料来源：CEIC，浦银国际

## 加强创新及产业进一步升级、产业链延伸，国产替代化的投资逻辑仍在

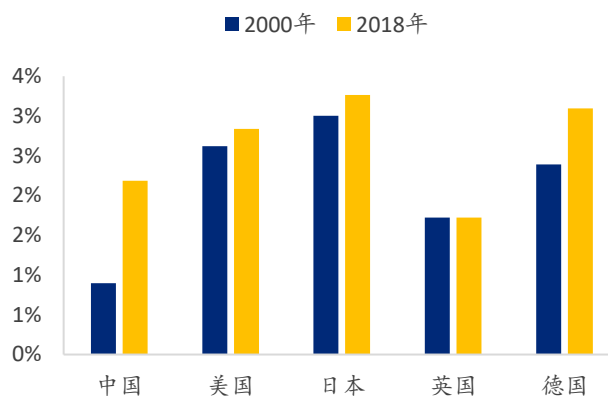
“十四五”规划目标将“创新驱动”融合进“经济发展”，2021年经济发展与创新将进一步融合。截至2018年，中国在专利申请量上已超越日本，成为全球PCT专利申请占比第二的国家，与第一名美国的差距也逐渐缩小。但相比于庞大的经济体量，中国对研发的投入还是相对较低的，明显低于韩日德美等国家。“十四五”规划目标中强调“产业基础高级化、产业链现代化水平明显提高”，这意味着中国将更加重视创新的投入和产业链升级。科技研发的大规模投入，将推动产业的进一步升级，尤其是掌握核心技术的先进制造业。

图表 100：各国 PCT 专利申请量的全球占比



资料来源：Wind，浦银国际

图表 101：各国研发的 GDP 占比



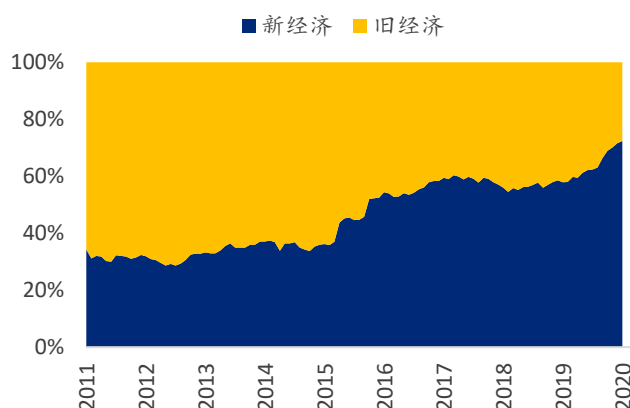
资料来源：Wind，浦银国际

图表 102：MSCI 中国新旧经济成分股平均表现



注：在 GICS 分类下，新经济指通信服务、可选消费、必选消费、医疗、IT 共计 5 个板块，旧经济指能源、金融、工业品、原材料、房地产、公用事业共计 6 个板块。  
资料来源：FactSet，浦银国际

图表 103：MSCI 中国指数中，新经济占比逐渐扩大



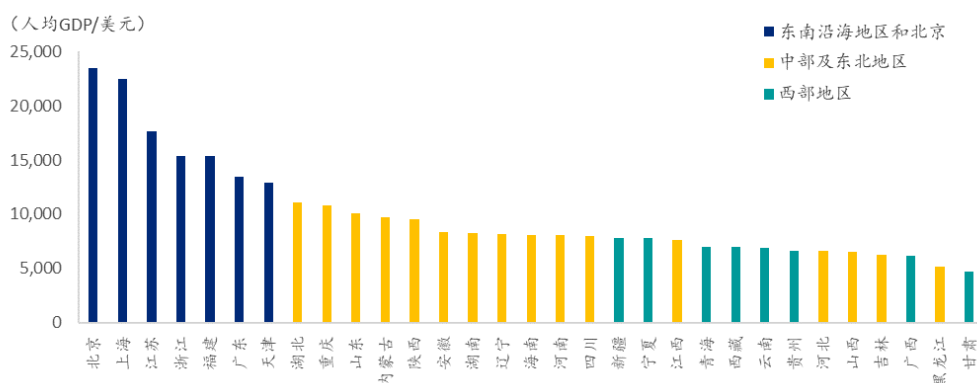
注：在 GICS 分类下，新经济指通信服务、可选消费、必选消费、医疗、IT 共计 5 个板块，旧经济指能源、金融、工业品、原材料、房地产、公用事业共计 6 个板块。  
资料来源：FactSet，浦银国际

除了科技水平的增强，创新驱动也意味着新旧经济间的迭代。截至 10 月 31 日，MSCI 中国指数中以互联网、科技、消费、医疗等为主体的新经济占比已达到 73%，新经济成分股的表现明显好于旧经济成分股。中国在新经济领域的优势在 2021 年将变得更加明显。

### 城乡统筹协调发展，农村消费市场或迅猛崛起

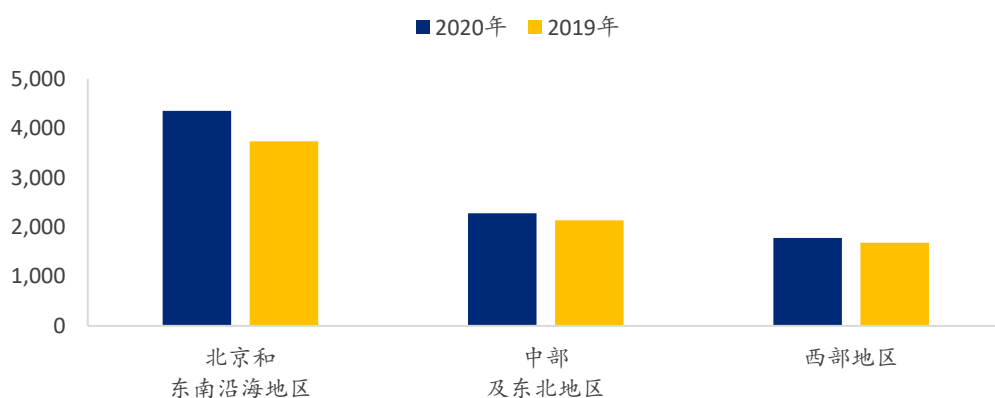
“十四五”规划提出“坚持实施区域重大战略、区域协调发展战略”的重要性，2021 年将更加强调区域协调。中国不同地区经济发展水平不一，叠加疫情对各省市的影响存在差异，2021 年经济发展过程中区域协调将更加重要。

图表 104：各省份 2019 年人均 GDP（美元）



资料来源：Wind，浦银国际

图表 105：各地区 2020 与 2019 年每月人均可支配收入（元）比较



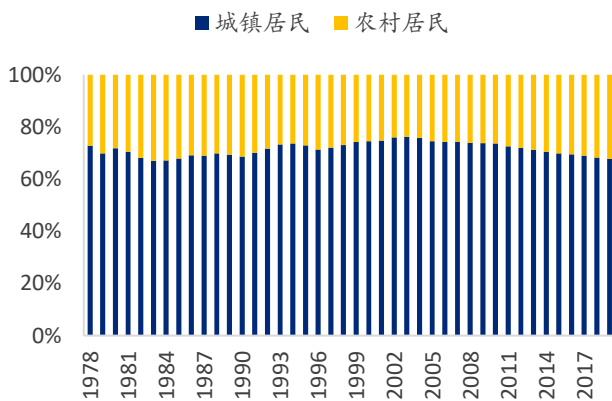
注：每月人均可支配收入由各年三季度人均可支配收入计算得到，并按照所在地区取平均值  
资料来源：CEIC，浦银国际

中国不同地区经济发展水平不一，北京和东南沿海地区已率先达到中等发达经济体水平，中部和东北地区次之，西部地区则为发展中经济体水平。疫情也加剧了各省市间的经济差异，湖北省的经济受疫情冲击最严重，2020年第三季度GDP累计同比下降9.7%。此外，中西部地区劳动力输出省份的人均收入也因疫情导致的封锁而相应减少，这在一定程度上造成了消费“堵点”。2021年，区域协调将成为除经济增长外，政府将考虑的另一重点。

除了区域协调，2021年的经济发展还将关注城乡收入差距的问题。“十四五”规划要求加强“城乡区域发展协调性”。目前，城乡收入差距较大，城镇居民人均可支配收入为42,359元，而农村居民仅为16,021元。人均可支配收入的巨大差异也导致人均消费支出相差巨大，城镇居民人均消费支出约为农村居民的两倍。当前，居民消费支出格局约为三七分，农村居民消费占32.2%，城镇居民消费占67.8%。

在“十四五”目标指引下，2021年将是城乡人均收入差距缩小的开始，这也是脱贫工作取得关键性进展后，农村经济的发展重点。收入的提高将释放农村消费市场的潜力，即便是未考虑整体消费增长的情况下，农村消费市场也将有50%的增长幅度。这不仅为经济增长带来新的动力，也将一定程度地扩大国内的需求。

**图表 106：居民消费支出构成**

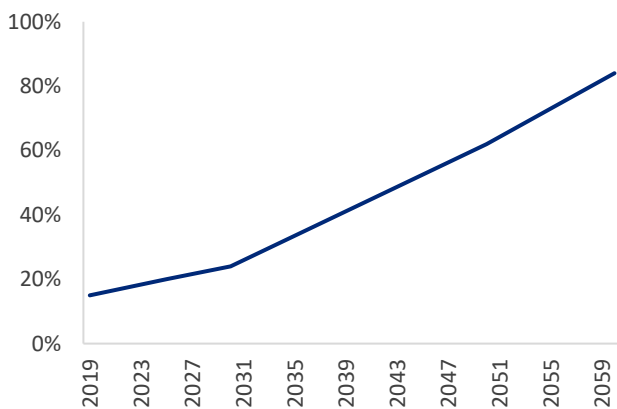


资料来源：CEIC，浦银国际

## 绿色经济兴盛，新能源成为必然趋势，孕育众多投资机会

“十四五”目标强调“能源资源配置更加合理、利用效率大幅提高”。科技创新不仅会带动经济的高水平增长，也将导致能源供应方式转变。不管是互联网经济的进步，还是科技产品的更新迭代，与之相对应的都是能源供应方式的转变。传统的工业化生产向新型的信息化产业转变，伴随的就是传统石油能源向新能源的过渡。与此同时，国际政治环境的波谲云诡，能源价格的大幅波动，也加剧了中国对于大力发展新能源的需求。

**图表 107：2060 年中国非化石燃料占比有望突破 80%**



资料来源：清华大学预测，浦银国际

以石油能源为例，中国的原油对外依存度超过 70%。根据清华大学的测算，中国对传统化石燃料的依赖将逐渐减弱，到 2060 年非化石燃料的占比将突破 80%。从能源结构来看，中国对煤炭的消耗将大幅下降，对太阳能的使用度会大幅上升。能源结构的转变，也将反向推动科技的进步。**2021 年，新能源和新科技的发展将孕育出巨大的潜能。**

**图表 108：中国能源结构预测**

能源类别	2025 年	2060 年	变化幅度
煤炭	28.6 亿	1.1 亿	-96%
天然气	5.6 亿	1.4 亿	-75%
石油	9.8 亿	3.4 亿	-65%
水电	4.4 亿	6.6 亿	+50%
生物能	1.1 亿	2.2 亿	+100%
风能	2.4 亿	10.07 亿	+346%
核能	1.7 亿	8.2 亿	+382%
太阳能	1.5 亿	10.03 亿	+587%

注：能源效率等价于 1 吨煤燃烧效率 资料来源：清华大学预测，Bloomberg，浦银国际



## 2021 年投资策略展望：

### 先上后下，配置下沉

- 复盘 2020：**2020 年无疑是载入史册的一年，市场经历了暴跌暴涨，全年呈现风险资产、避险资产齐飞的格局，中国股市表现位列全球市场前列。2020 年我们的策略对于大方向、标的选择表现良好，但低估了 MSCI 中国指数的回报。
- 自上而下看 2021：**自上而下来看 2021 年，中国及全球呈现周期共振复苏的特点。就复苏的节奏来看，上半年共振复苏确定性高，下半年有待观察，有可能出现周期见顶。2021 年的流动性可能出现海外松、国内偏紧的分化格局。
- 资产配置视角看股市：**从资产配置的视角来看股市，相比债券，股票的吸引力仍然非常高。同时，我们的周期资产配置框架也显示当前应做多股票资产。从居民资产配置的角度来看，不论是增量还是存量，股票资产都有望受益，居民有动力去提升股票资产的配置占比。
- 中国股市 2021 年回报拆解：**MSCI 中国指数盈利 2021 年预计同比增长 20%-21.5%，有望成为 2021 年股市的最大支撑。估值来看，目前已经属于非常高位水平，难以进一步扩张，我们预计估值温和回落 14.4%-15.9%。2021 年，我们预计与 2010 年相类似，都是盈利扩张而估值收缩，全年低个位数回报。
- 中国股市行业策略大全：**2021 年估值回落，此时更凸显了做大行业配置 Alpha 的必要性。我们对绝大部分细分赛道几乎都以统一维度进行了梳理，行业配置核心即在“受益于周期需求的回升”的基础上，寻找长期结构性需求、供应格局的共振标的进行超配。我们超配汽车、连锁酒店、电梯广告、寿险、CRO/CDMO、电池、工程机械、功率半导体、光伏玻璃、数据中心、SaaS、白卡纸等细分赛道。
- 操作策略：**买卖时机来看，上半年确定性较高，下半年需密切留意，保持谨慎。全年走势或将出现先上后下，呈倒 V 型走势。尤其是受益于周期性需求复苏的标的，需要根据周期走势进行择时（上半年 > 下半年）。从基本面、流动性、资金面综合来看，2021 年港股比 A 股好。

蔡瑞，CFA

策略分析师  
 carl\_cai@spdbi.com  
 (852) 2808 6437

王彦臣，PhD

宏观分析师  
 yannson\_wang@spdbi.com  
 (852) 2808 6440

林球

研究部主管  
 sharon\_lam@spdbi.com  
 (852) 2808 6438

2020 年 12 月 08 日

#### 相关报告：

[《MSCI 中国“新经济”占比首超美股——见微知著策略系列报告》](#)

(2020-10-30)

[《互联网科技股仓位罕见变化的背后——见微知著策略系列报告》](#)

(2020-10-21)

[《美国通胀 25 年未有之大变化——见微知著策略系列报告》](#)

(2020-10-16)

[《见顶还是回调？——股市周期分析框架系列报告（一）》](#)

(2020-09-17)

[《美联储的鸽派货币政策新框架及资产影响》](#) (2020-08-28)

[《黄金投资手册：黄金并不黄金》](#) (2020-08-13)

[《恒生科技指数——新港股崛起》](#) (2020-07-24)

[《2H20 投资策略展望：别站在央行的对立面》](#) (2020-06-19)

# 目录

<b>2021 年投资策略展望： 先上后下，配置下沉</b> .....	59
<b>复盘 2020</b> .....	61
市场回顾——风险资产、避险资产普涨齐飞.....	61
2020 年，我们看对了什么？看错了什么？.....	63
<b>自上而下看 2021 年</b> .....	66
周期共振复苏——宏观、中观双维度佐证.....	66
复苏延续到何时？——上半年复苏确定性高，下半年有待观察.....	68
流动性有分化——海外松，国内偏紧.....	70
<b>资产配置视角看股市</b> .....	73
相比债券，股票吸引力仍高.....	73
周期资产配置框架下的股票配置：应做多.....	74
居民资产配置——存量与增量角度，股票资产都有望受益.....	77
<b>中国股市 2021 年回报拆解</b> .....	78
盈利——预计将成为 2021 年股市最大支撑.....	78
估值——料将回落.....	80
回报——全年回报预计为低个位数.....	82
<b>中国股市行业策略大全</b> .....	84
行业配置的必要性——估值回落需做大行业配置 ALPHA.....	84
行业配置的思路——寻找周期、结构需求叠加供应共振.....	84
可选消费板块——酒店、教育龙头逆势扩张，周期与非周期助力汽车上行.....	88
必选消费板块——整体低配，高端白酒和化妆品 ODM/OEM 相对较优.....	91
通信服务板块——短视频红利仍在，电梯广告老树新花.....	93
能源板块——原油供应端有扩产不确定性.....	95
金融板块——寿险负债、资产端双改善.....	96
医疗保健板块——仅建议超配 CRO/CDMO.....	98
工业板块——周期复苏叠加供应格局改善，超配电池、工程机械、航运.....	100
IT 板块——分化大，超配功率半导体、光伏玻璃、数据中心、SAAS.....	102
原材料板块——白卡纸供需格局最佳.....	106
房地产板块——整体低配，但仍可关注数字平台化中介.....	108
公共事业板块——类债属性，建议低配.....	109
<b>操作策略</b> .....	110
何时买——全年股票走势或先上后下，上半年仍有较大机会.....	110
买什么——港股比 A 股好.....	110

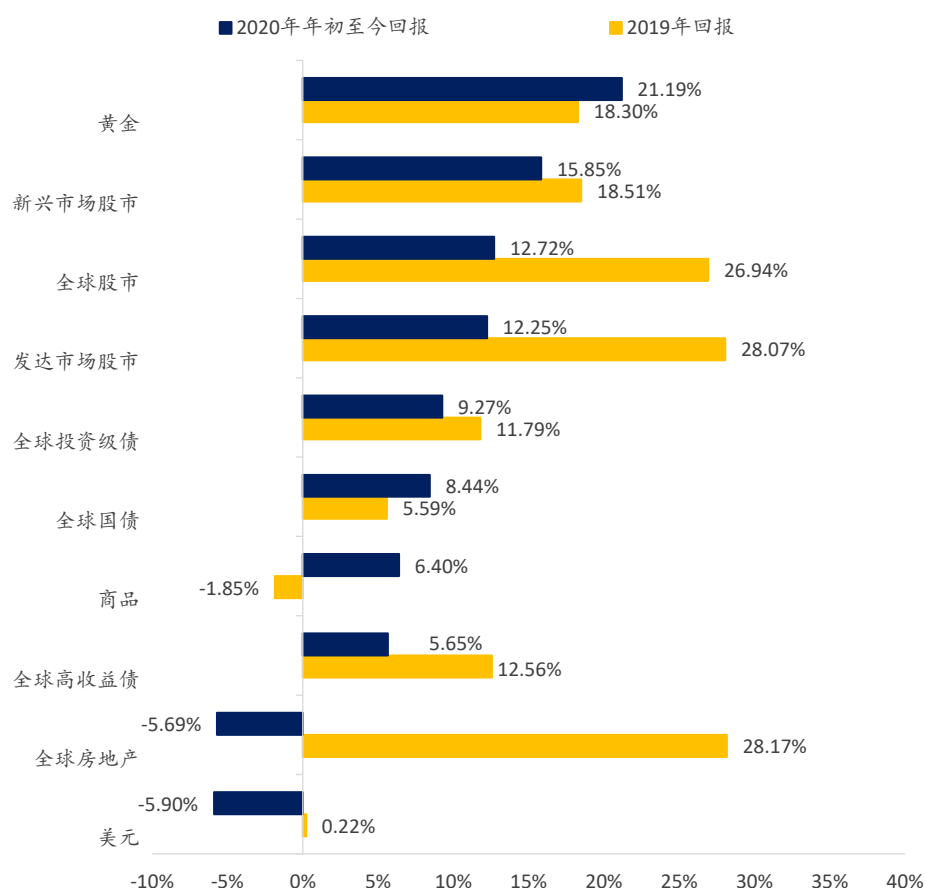
# 2021 年中国股市策略展望：先上后下，配置下沉

## 复盘 2020

### ● 市场回顾——风险资产、避险资产普涨齐飞

2020 年的全球资本市场无疑是载入史册的一年，在新冠疫情的冲击下，全球资本市场出现了史诗级的熔断、暴跌，但在同样史诗级的宽松刺激下，市场在暴跌后经历了强劲反弹。尤其是黄金以超过 17% 的涨幅居于榜首，紧随其后的是新兴市场股市和发达市场股市。2020 年资本市场整体呈现出风险资产、避险资产普涨齐飞的格局。

图表 109：2020 年全球大类资产回报

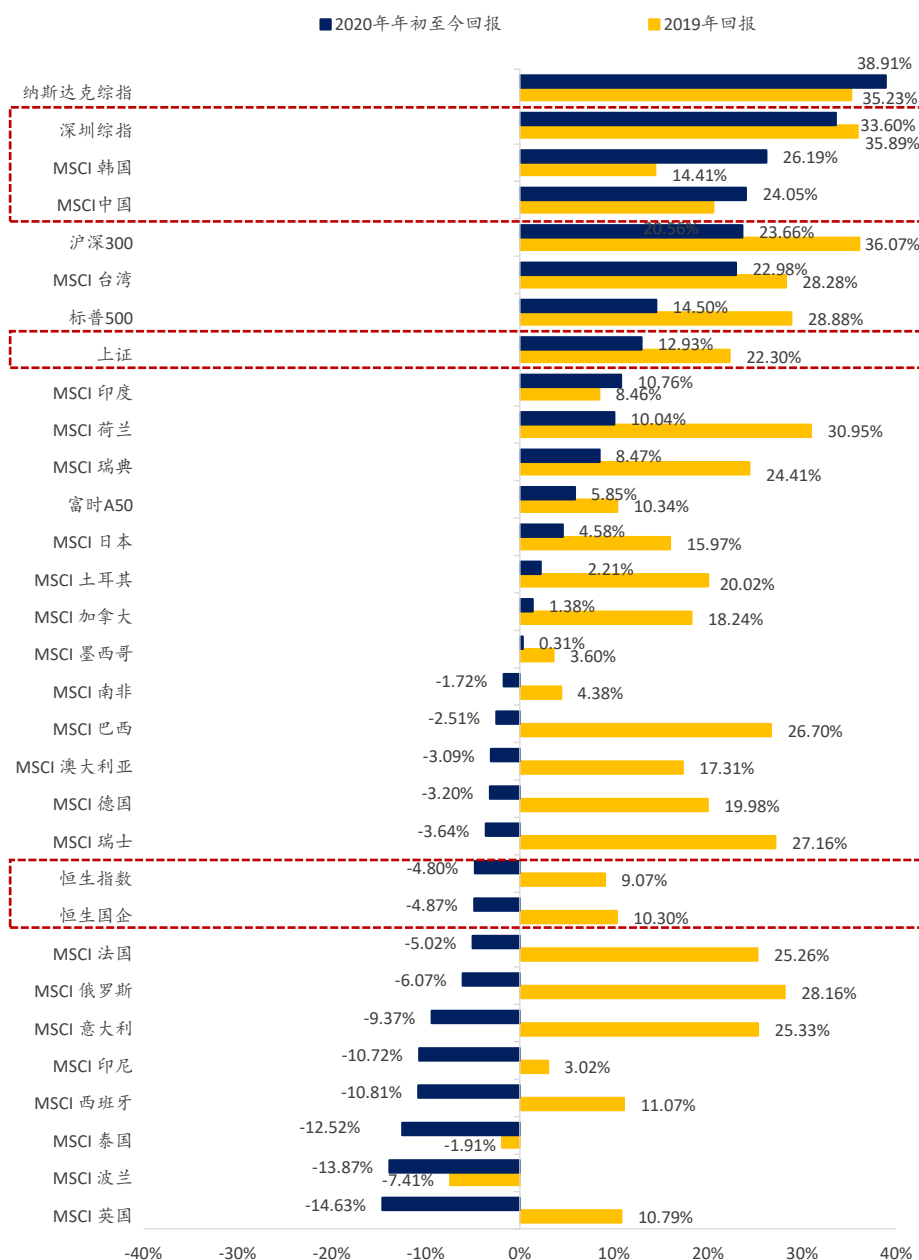


注：数据截至 2020 年 12 月 4 日

资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

就股市而言，全球股市整体表现良好，但分化十分明显。今年中国股市涨幅仅次于纳斯达克综指，较去年回报率第一的排位稍有回落，但整体表现已稳定地走在全球前沿。其中深圳综指回报率超过30%，而恒生、恒生国企指数年初至今仍然是负收益，意大利、西班牙、英国股市回报率位居榜末。

图表 110：2020 年全球股市表现



注：数据截至2020年12月4日

资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

## ● 2020年，我们看对了什么？看错了什么？

2020年，全球经历了太多的“第一次”，当疫情在3月冲击全球，资本市场季度恐慌之际，我们同样也曾面临困惑、担忧，但不论我们的情绪如何变化，最终都回归到投资框架中，我们通过拆解基本面、估值、资金流、市场情绪、仓位等一系列指标，为投资人陆续贡献了一系列报告。当我们回首2020年策略的观点之际，有得有失，但整体来看我们的策略对于大方向、标的选择表现良好，但低估了盈利的下行幅度和估值的扩张力度。

- **大方向。**当市场充满怀疑之际，我们推出了[《暴跌后的港股市场如何选股？》](#)、[《美股反弹后路在何方？》](#)、[《2H20投资策略展望：别站在央行的对立面》](#)、[《见顶还是回调？——股市周期分析框架系列报告》](#)等报告看好后市。市场的走势也证实了我们对于大方向的判断是正确的。
- **标的选择。**[《疫情冲击下的十大行业机遇》](#)我们提示的十大行业表现良好，尤其是电商赛道。[《暴跌后的港股市场如何选股？》](#)我们自上而下结合自下而上选股，75%的选股跑赢恒指，平均跑赢恒指30.17%。[《投资组合策略系列一：高相关、高分化，如何应对？》](#)认为分化将延续，不认为价值股将均值回归，事实也证明了下半年依然是科技股领跑。我们在[《黄金投资手册：黄金并不黄金》](#)黄金价格历史性高点附近提醒投资人减持黄金。我们在9月市场回调之际发布了[《见顶还是回调？——股市周期分析框架系列报告》](#)，提醒投资人这是回调而非见顶，并重点提示投资人关注周期股，与周期股开始大幅发力的时点基本吻合。
- **幅度判断。**我们在[《2H20投资策略展望：别站在央行的对立面》](#)中估测了MSCI中国指数的回报，我们低估了其回报，我们低估了盈利的下行幅度，同时也大幅低估了估值的扩张幅度。

图表 111：复盘2020年的策略观点

日期	报告名称	当时的观点	实际结果	复盘
2020/3/14	<a href="#">《疫情冲击下的十大行业机遇》</a>	报告中我们看好远程办公、在线教育、生鲜电商、医药电商等十大行业机遇。	十大行业机遇整体表现良好，尤其是今年全球电商赛道表现亮眼，IBUY（全球市值最大的电商主题ETF之一）的YTD涨幅为106.95%。	疫情令全球线上化、数字化的趋势全面加速，这一长期趋势并不会因疫情结束而终结，值得长期密切留意。
2020/4/3	<a href="#">《暴跌后的港股市场如何选股？》</a>	在当时高度不确定性的环境中，我们自上而下结合自下而上为推荐投资人构建“退可守、进可攻”的投资组合。	1. 自我们报告发布至今，恒生指数、恒生国企指数分别上涨15.49%和11.94%。 2. 我们选取的20只个股，平均收益44.5%，其中15只（75%的占比）跑赢恒指，平均跑赢恒指30.17%。	我们自上而下与自下而上的选股逻辑是行之有效的，但如果结合行业、赛道选择，预计整体收益可以进一步提高（我们此次在行业配置部分对行业、赛道部分进行了详尽分析）

（接下页...）

日期	报告名称	当时的观点	实际结果	复盘
2020/4/22	<a href="#">《美股反弹后路在何方?》</a>	<p>1. “我们认为当前的盈利预期已经较大程度反映了疫情对于盈利的冲击情况，盈利预期仍有可能继续下调，但预计盈利下调空间相对有限。”</p> <p>2. 我们当时不仅看好美股反弹，还认为美股有超涨风险。我们发现此轮美股反弹与先前的反弹并不同，因为仍然有大量的场外资金在观望，一旦入场，美股有超涨风险。</p>	<p>自我们报告发布至今，标普 500 指数由 2799.31 上涨至 3699.12，涨幅 32.14%，纳斯达克综合指数自 8495.379 上涨至 12464.230，涨幅为 46.72%。</p>	<p>市场的潜在购买力是个容易被忽略的维度，即使现在在美国的货币基金规模有所回落，但目前仍然有巨量资金，显示潜在购买力依然非常强大。</p>
2020/6/4	<a href="#">《投资组合策略系列一：高相关、高分化，如何应对?》</a>	<p>我们的报告独创提出了相关度+分化度的市场阶段划分法，并认为中国及全球市场高相关、高分化预计将延续。</p>	<p>自我们报告发布至今，MSCI 中国指数细分行业看，MSCI 中国信息技术板块指数涨幅最大，为 47.36%；MSCI 中国能源板块指数涨幅最小，为 -6.50%，下半年高分化延续。</p>	<p>自下而上来看，预计分化度会有所收窄，因为部分传统行业及赛道从供需结构的角度来看已经显得具有投资吸引力。</p>
2020/6/7	<a href="#">《5 月美国非农就业数据远超预期，告诉我们什么?》</a>	<p>从美国的就业数据出发，结合美国地产供需端的梳理，报告中我们提示美国房地产有超涨风险。</p>	<p>9 月美国成屋销售年化 654 万户，创 2006 年 5 月以来最高，环比增加 9.5%，较去年 9 月的 538 万同比上升 21.56%。</p>	<p>紧供应叠加强力的货币政策刺激，美国房市的反弹在情理之中。这也提示了我们，在分析需求时切不可忽略供应端的情况，这也是为何我们在后面的行业配置部分，特别梳理了供应格局。</p>
2020/6/19	<a href="#">《2H20 投资策略展望：别站在央行的对立面》</a>	<p>1. 我们从独创的全球流动性量、价格框架维度坚定看好包括中国股市在内的全球股票市场。</p> <p>2. “我们预计 2020 年 MSCI 中国指数为个位数回报，相较于当前点位回报率为 5-10% 之间。”2020 年的盈利同比增速预计为 -3.45%，不同场景下 MSCI 中国指数估值增速预计同比增长 8.6%。”</p>	<p>1. 自我们报告发布至今，标普 500、MSCI 中国指数分别上涨 19.41% 和 22.16%。</p> <p>2. 相比于我们对于 MSCI 中国指数 5-10% 的回报预测，其中盈利下跌 17%，我们的预测是盈利下跌 3.45%，我们同时低估了盈利的下行幅度和估值的扩张力度。</p>	<p>我们判断对了市场方向，但还是低估了疫情对于盈利的冲击力度，也低估了估值的扩张力度，但估值是非常主观的产物，我们未来会进一步优化盈利及估值的判断分析框架，以提高判断的准确度。当我们在判断估值走势缺乏高确信度时，我们还是愿意更偏审慎一些，这样安全垫会更加充足，投资方能走得更稳。</p>
2020/8/13	<a href="#">《黄金投资手册：黄金并不黄金》</a>	<p>“我们从实际利率、仓位与技术面、相对估值、周期下的资产配置几个角度来对黄金价格进行展望，几个维度的综合判断都共同指向黄金价格上行空间有限，投资性价比不高，建议投资人减持。”</p>	<p>自报告发布以来，黄金价格从 1953.71 下跌至 1838.86，跌幅达 9.05%。</p>	<p>我们对于黄金已经进行了详尽的分析，我们剔除了所有影响黄金价格的“表面因素”，直击“实际利率”这一黄金价格核心驱动力，再次强调我们观点，宽松≠实际利率下降，唯有实际利率下降方能驱动金价上行。随着全球经济的共振复苏，预计黄金在 2021 年仍将承压。</p> <p>(接下页...)</p>

日期	报告名称	当时的观点	实际结果	复盘
2020/9/17	<a href="#">《见顶还是回调？——股市周期分析框架系列报告（一）》</a>	<p>1. “综合来看，基本面、流动性、ERP 都显示，当前阶段如果出现股市较大跌幅，很可能是“回调”而非“见顶”。在此情况下，投资者应该利用回调的机会积极加仓。”</p> <p>2. 我们在报告中强烈推荐周期股。</p>	<p>1. 报告发布至今，MSCI China 由 98.16 上涨至 106.88，涨幅达 8.88%。</p> <p>2. 报告发布至今，Wind 造纸指数（886014.WI）、Wind 光伏玻璃指数（884739.WI）、Wind 汽车指数（886033.WI）、有色金属指数（000819.SH）分别上涨 5.17%，12.87%，33.93%，16.71%。</p>	<p>周期股值得密切关注，但并不是所有周期股都一样，我们在行业配置部分对周期股进行了详尽梳理。我们梳理后发现有的周期股供需共振，值得配置，但有的周期股供应格局不佳，投资性价比仍然偏低，需要自下而上梳理并区分对待。</p>

注：数据截至 2020 年 12 月 4 日

资料来源：浦银国际

## 自上而下看 2021 年

自上而下来看 2021 年，中国及全球呈现周期共振复苏的特点，就复苏的节奏来看，上半年共振复苏确定性高，下半年有待观察，有可能出现周期见顶。2021 年的流动性可能出现海外松、国内偏紧的分化格局。

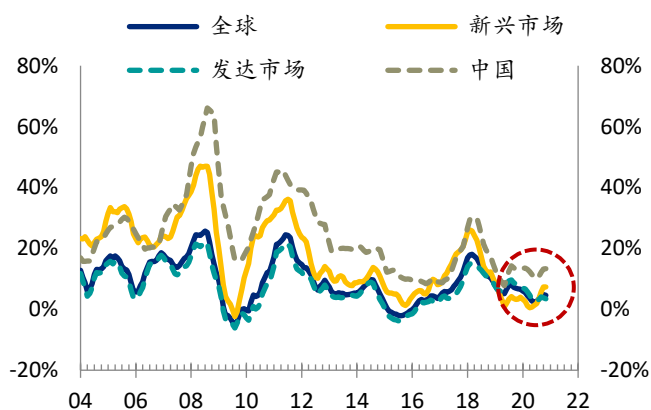
### ● 周期共振复苏——宏观、中观双维度佐证

我们在 2020 年 9 月的报告 [《见顶还是回调？——股市周期分析框架系列报告\(一\)》](#)中就提到了“中国经济正处于底部向上回升的过程中，确定性较高。与此同时，我们独家的全球经济领先指标也显示，全球经济很可能直到 2021 年四季度至 2022 年一季度方才见顶。”我们目前继续维持这个判断，2021 年大概率会看到中国和全球共振复苏延续。

#### 1. 宏观层面：各个维度来看，中国与全球经济体仍然在共振复苏的通道中。

- 经济的短周期波动即基钦周期 (Kitchin cycle)，又称为库存周期。我们汇总了 2 万多家全球上市企业的财务数据来分析全球基钦周期，就库存来看，全球各国目前都处于周期底部，随着疫情影响的逐步消散，预计 2021 年各国将开启补库存；就销售来看，包括中国在内的各国也正处于底部，刚刚有回暖的迹象。
- PMI 所传递的信息也类似，在疫情的冲击下，全球经济在今年二季度未触底后开始回升，目前经济仍然在修复通道，且修复通道预计在 2021 年延续。
- OECD 的领先指标同样也显示中美欧经济在经历了疫情重创后 V 型复苏，目前仍然处于共振复苏通道。

图表 112: 中国与全球库存周期筑底上行 (同比增速)



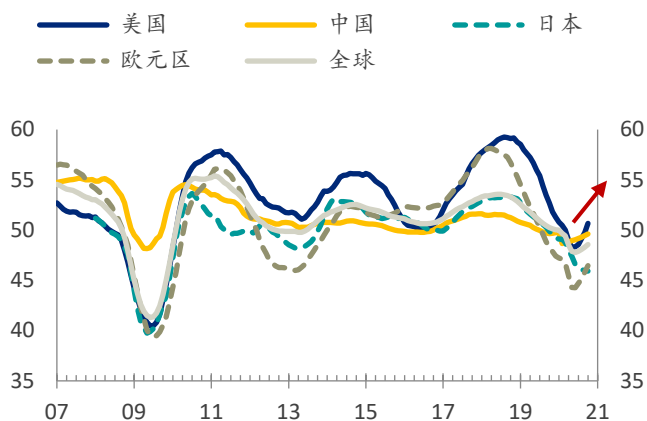
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 113: 全球销售周期 (同比增速)



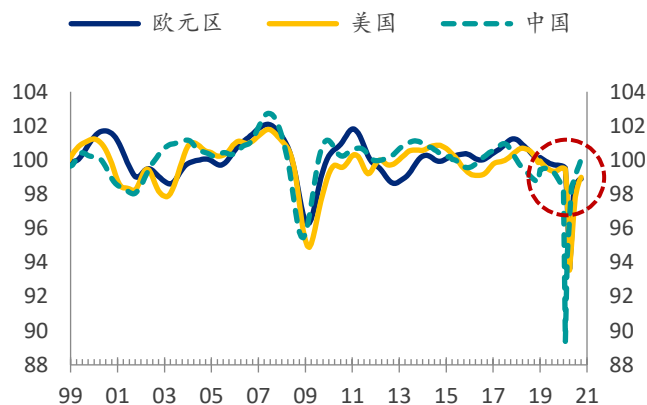
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 114: 全球 PMI (12 个月均值)



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 115: OECD 综合领先指标

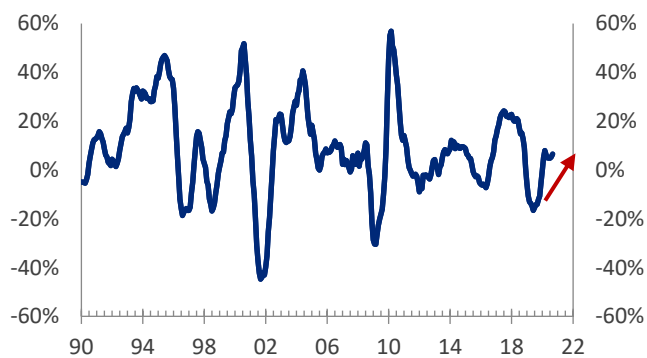


资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

2. 中观层面: 从各个维度来看也可以佐证全球经济周期同步修复中。

- 对于全球周期敏感的全球半导体销售稳步回升, 目前仍然处于上升通道。
- 全球汽车销售同比来看, 在 2020 年 5 月触底, 随后一路修复。

图表 116: 全球半导体销售同比增速



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 117: 全球汽车销售同比增速



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

## ● 复苏延续到何时？——上半年复苏确定性高，下半年有待观察

宏观及中观层面都预示着此次经济触底已经完成，目前正在共振上行复苏中。2021 年对于经济复苏最大的不确定性仍然是疫情。但即便如此，我们仍可在不确定性中把握确定性，我们能够确定的是：

- 各国众多疫苗已经进入 3 期临床，具有较高成功性，预计 2021 年将进入量产阶段；
- 即使疫苗长期未能量产，但在治疗手段上已经取得明显提高，欧美疫情人数大量新增，但死亡率却明显下降；
- 由于政策上更灵活，加上企业、居民更强的适应性（例如业务转换、在家办公等），我们可以观察到欧美疫情的再度来袭对于经济的冲击性已经大幅减弱；
- 即使疫苗研发量产、治疗手段等方面已经出现积极改善，但全球的财政、货币政策至少在 2021 年仍然可以积极而全方位的“保驾护航”。

基于以上，我们可以判断，2021 年全球疫情即使连续反复，可能会影响复苏的斜率，不太可能会影响复苏的方向。全球共振复苏可期，这是 2021 年资本市场最大的主题。

图表 118: 各国众多新冠疫苗已进入 III 期临床研究且预期产能都在亿剂级别

机构	临床进展	量产预测	产能
美国 Moderna	FDA	2020/12/1 向 FDA 递交紧急使用授权 (EUA) 申请, FDA 预计与 2020/12/17 审核处理。	5-10 亿剂/年 (2021 年预计)
牛津大学 阿斯利康	3 期	2020/11/23, 公布 3 期试验有效率达 90%。	20 亿剂/年
德国 BioNTech 辉瑞	FDA	2020/11/20 向 FDA 递交 EUA 申请, FDA 预计与 2020/12/10 审核处理。	13 亿剂/年 (2021 年预计)
强生子公司杨森	3 期	2020/11/16 于英国开始 3 期试验。	10 亿剂/年
美国 Novavax	3 期	目前已在英、美、墨西哥开展 III 期临床试验, 预计于 1Q21 完成第一次中期分析。	10 亿剂/年 (2021 年预计)
中国生物北京生物制品研究所	3 期	“中生北京”和“中生武汉”的 3 期临床试验已有 5 万人接种。	1.2 亿剂/年
中国生物武汉生物制品研究所	3 期	“中生北京”和“中生武汉”的 3 期临床试验已有 5 万人接种。	1 亿剂/年
科兴生物	3 期	2020/11/28 宣布, 预计于巴西进行的 III 期临床将于 12 月初完成中期分析。	3 亿剂/年 (2021 年预计)
智飞生物	3 期	2020/10/29 宣布即将进入 3 期。	3 亿剂/年
康希诺 军事科学院	3 期	2020/11/6, 于墨西哥进行的 3 期临床第 1 组受试者已全部入组并接种疫苗。	2 亿剂/年

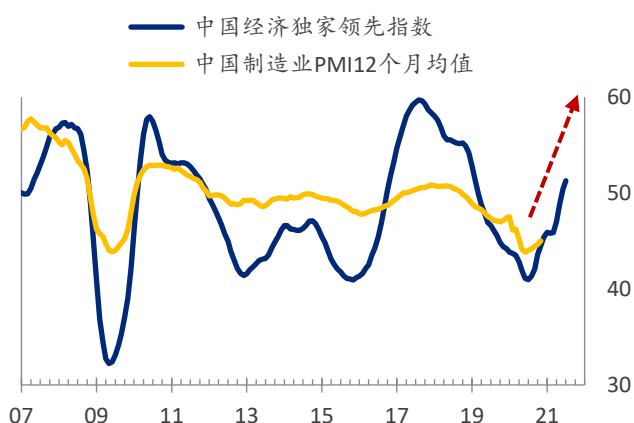
资料来源：公开资料、浦银国际整理

我们独家的领先指标显示：

- 至少至 2021 年上半年，中国与全球经济都会共振复苏，确定性较高。
- 2021 年下半年，有可能出现周期见顶的情况，一旦出现想必会对全球风险资产，尤其是周期资产造成较大压力，下半年需要密切留意，因此就操作层面而言，上半年做多周期资产的确定性较高，而下半年很可能需要大幅减持周期资产。

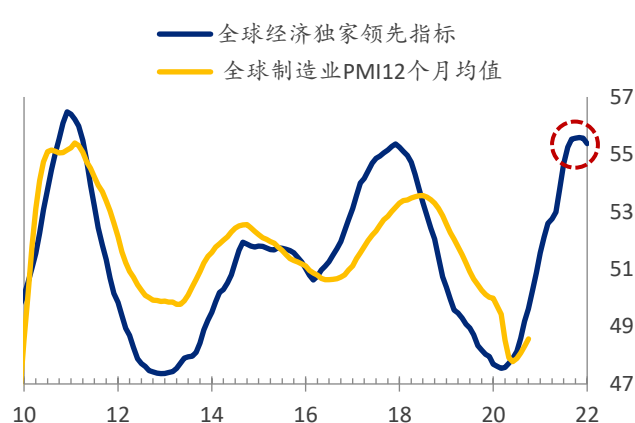
综合来看，我们认为 2021 年上半年复苏确定性高，下半年有待观察，有可能出现周期见顶。

图表 119: SPDBI 全球经济独家领先指数



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 120: SPDBI 全球经济独家领先指标



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

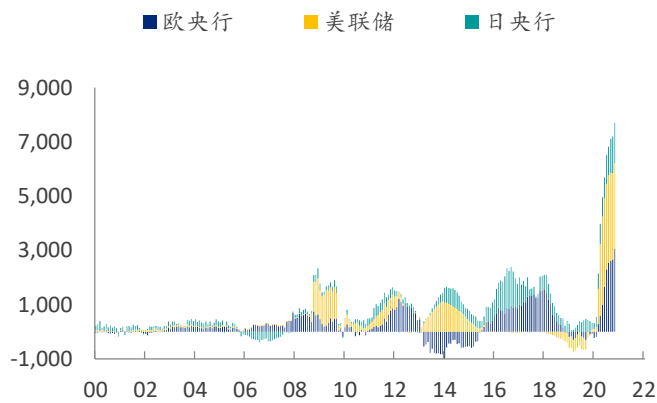
## ● 流动性有分化——海外松，国内偏紧

纵使全球基本面复苏，但海内外流动性会存在分化：

### 1. 全球流动性依然整体宽松。这将为全球的风险资产提供良好的投资环境：

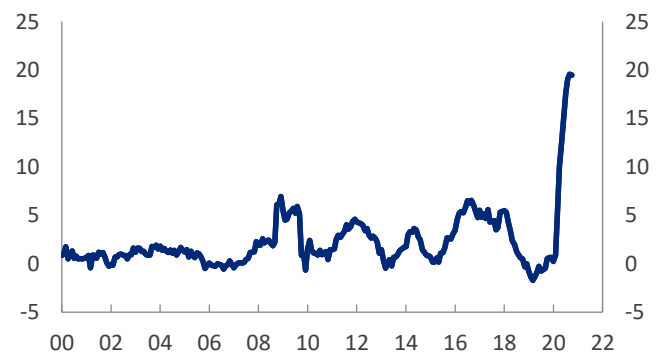
- 美联储 8 月对其货币政策框架进行重大修订，我们在报告 [《美联储的鸽派货币政策新框架及资产影响》](#)、[《SPDBI 全球央行观察：货币政策新框架为长期宽松埋下伏笔 | 2020 年 9 月刊》](#) 都进行了详尽分析，美联储新框架的本质即延续了宽松时间，即使 2021 年经济复苏，美联储无疑将延续宽松。据美联储点阵图，直至 2023 年美联储都将维持低利率水平。
- 欧央行：我们在 [《疫情二次冲击，政策宽松而分化，美元或走强》](#) 中分析了：在欧元区面临疫情反弹、欧元走强冲击外需、通缩加剧的三重冲击下，美联储式的“平均通胀目标”将在未来加速落地，通过更高的通胀容忍度间接延长宽松的持续时间，不但不太可能紧缩政策，反而可能在 12 月的会议上加大刺激力度。
- 日央行：长期维持宽松，没有理由收紧。

图表 121: 全球央行资产年度增量 (十亿美元)



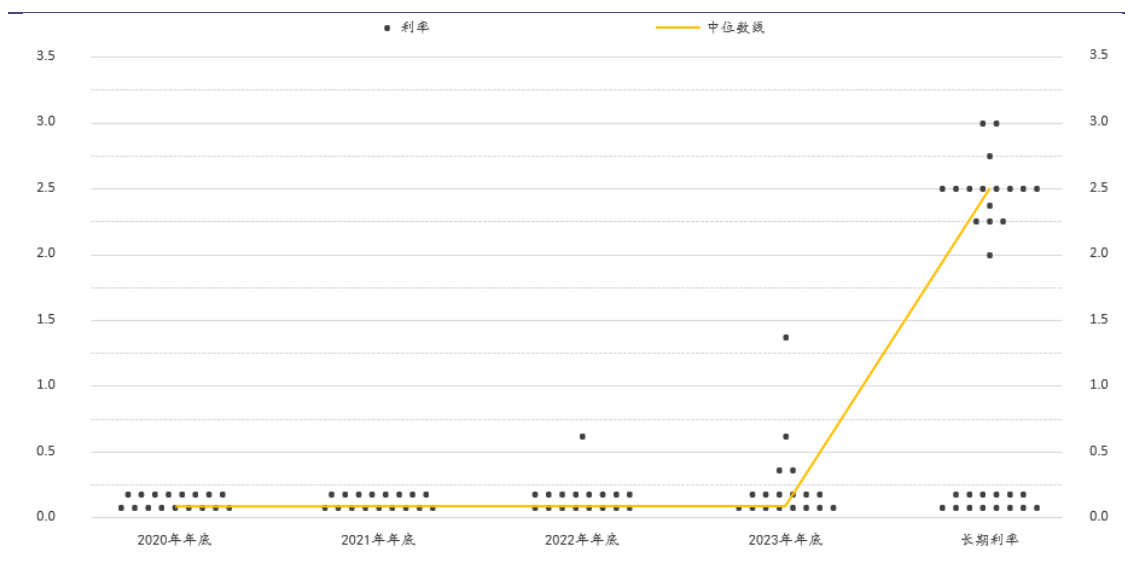
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 122: 美欧日央行资产年度增量占年化 GDP 的比例 (%)



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 123：美联储最新的点阵图预示美联储将维持低利率直到 2023 年年底

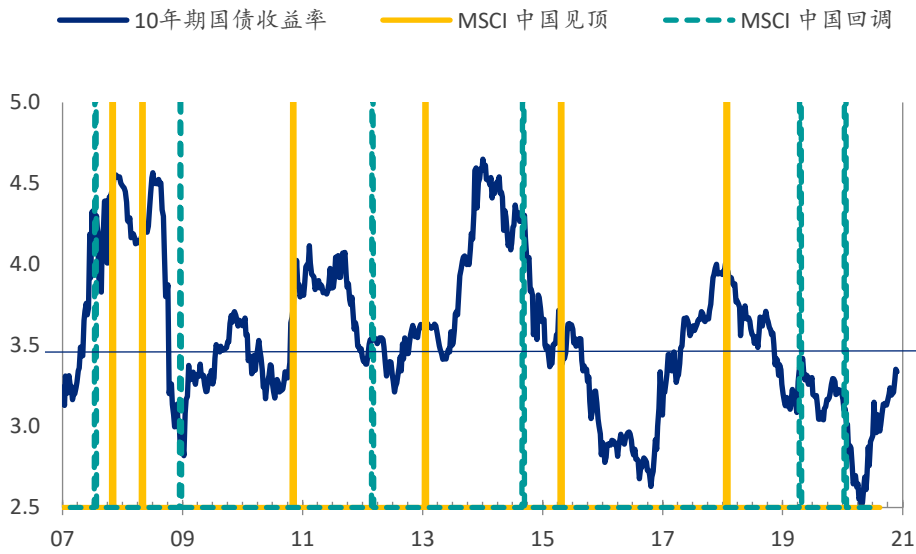


资料来源：美联储、浦银国际

## 2. 中国流动性相比海外整体边际收紧：

- 我们在[《SPDBI 全球央行观察 \(2020 年 10 月刊\)：全球整体边际放宽，欧元走强可能阶段性终结》](#)报告中分析过，随着中国经济的企稳回升，利率中枢料将上行，而 2020 年四季度监管继续压缩结构性存款，可能对中小银行造成揽储压力；此外，四季度将让利至少 4,000 亿元，银行的贷款利率将继续面临下行压力，在此情况下，预计中国央行将压制利率过快上行，不宜对四季度流动性过度悲观。但展望 2021 年，由于中国疫情控制好于海外，中国基本面的复苏快于海外，随着经济复苏延续，预计 2021 年的整体流动性环境会较 2020 年收紧，也会明显较海外收紧，即中外流动性状况在 2021 年会延续分化。2020 年 11 月，易纲行长在继续强调“灵活适度、精确导向”的基础上，也提及了“保持货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配。尽可能长时间实施正常货币政策”。
- 中国的长端收益率已经逼近阈值 3.5%。我们在研究报告[《见顶还是回调？——股市周期分析框架系列报告（一）》](#)中提到：2005 年以来 MSCI 中国指数出现见顶的时候，10 年期国债收益率都高于 3.5%；大多数出现回调的时候，10 年期国债收益率低于 3.5%。目前 10 年期国债收益率随着经济基本面的回暖，一路上行至超过 3.3% 的水平。距离 3.5% 的阈值愈发接近，此时需要保持谨慎。
- 2021 年社融很难继续大增，较 2020 年边际回落是大概率事件，这将带动中国的信贷脉冲回落，信贷脉冲目前已经逼近 2013 年高点，进一步上升的空间有限。而信贷脉冲的回落领先于基本面 2-4 个季度，我们需对此保持高度谨慎。

图表 124：中国 10 年期国债收益率 3.5%是决定是否见顶的关键阈值



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 125：中国信贷脉冲领先名义 GDP



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

## 资产配置视角看股市

从资产配置的视角来看股市，相比债券股票的吸引力仍然非常高，我们的周期资产配置框架也显示当前的阶段应做多股票资产，从居民资产配置的角度，不论是增量还是存量来看，股票资产都有望受益，居民有动力去提升股票资产的配置占比。

### ● 相比债券，股票吸引力仍高

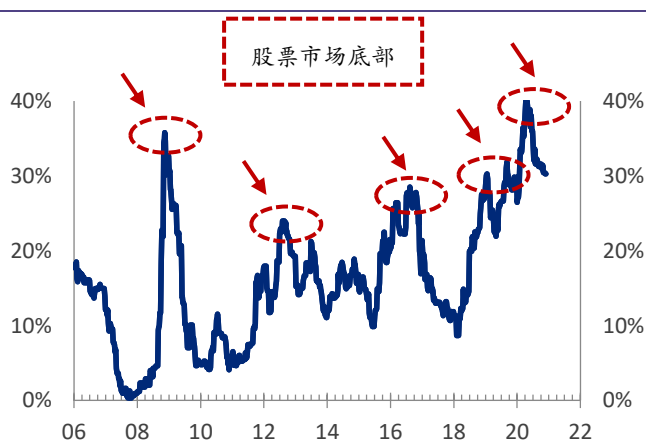
我们在《2H20 投资策略展望：不要站在央行的对立面》报告中曾提到，在史诗级的流动性盛宴下，全球投资人必须要面对一个残忍的事实：既要收益、又要绝对安全性的日子已一去不返。投资人不得不选边站：

- 或持现金或国债，接受实际负收益（因为名义收益率低于通胀），以换取绝对安全；
- 或信用下沉，进一步加大风险资产（股票、信用债、私募股权、私募债权、其他另类投资等）的配置比例。

如今，这个逻辑依然成立。从股债的相对角度来看，不论是中国还是全球股市，股票市场依然具有非常高的吸引力。我们分别测算了中国、全球股票股息率超过同期 10 年期中国国债、美债收益率的占比，这个比值越高，股票的估值就更具吸引力，我们发现：这个指标见顶之际通常对应股票市场的底部：

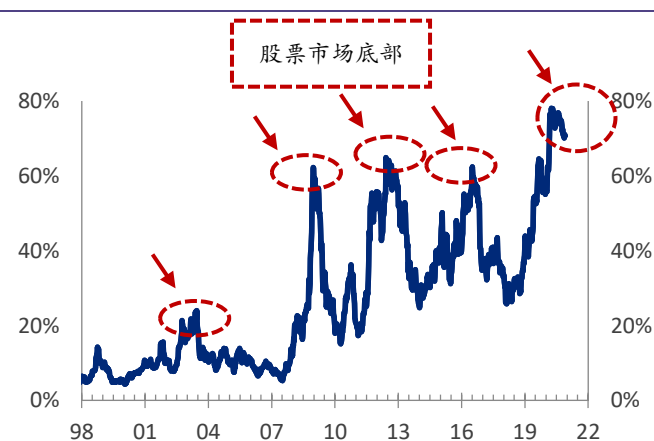
- 这个比率虽然较高点回落，但仍然高于先前几轮的市场底部。
- 全球股市也类似，目前的读数水平仍然高于先前几轮市场底部，预示当前全球股市仍然具有非常高的吸引力。

图表 126: MSCI 中国成分股股息率超过同期的 10 年期中国国债收益率的占比



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 127: 全球市值最大的 8000 只个股股息率超过同期的 10 年期美债收益率的占比

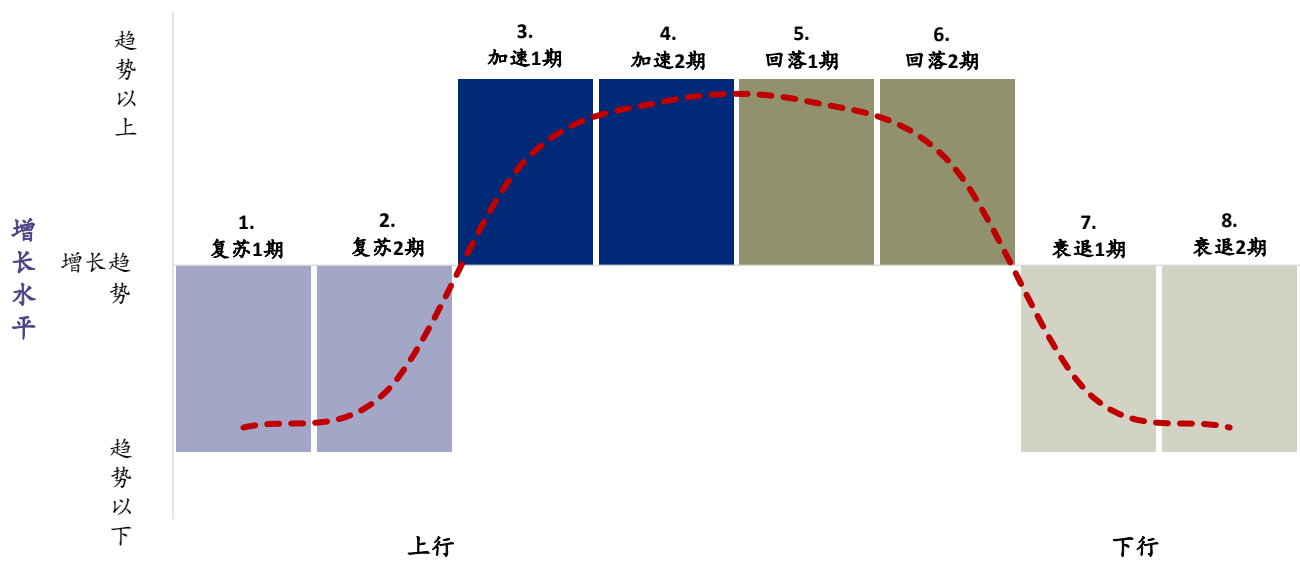


资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

## ● 周期资产配置框架下的股票配置：应做多

不同于基于经济绝对增速对经济周期的分类法，为了更好地研究每个周期下的具体特性，我们运用 SPDBI 中国经济基本面领先指数，根据“是否高于增长趋势”、“是否较过去 6 个月改善”、“改善/回落速率”的高低以经济相对增速的方法将经济周期细分为 4 个大阶段以及 8 个小阶段，我们之所以在 4 个大阶段的基础上进一步分为 8 个小阶段，是因为在大阶段的先后期，市场的表现也不尽相同（例如同属“衰退期”的“衰退 1 期”vs“衰退 2 期”），因而有必要进行细分。

图表 128：经济周期划分为 4 个大阶段、8 个小阶段



资料来源：浦银国际

图表 129：经济周期划分为 4 个大阶段、8 个小阶段

	序号	周期	是否高于 增长趋势	是否较过去 6 个月改善	改善/回落 速率
复苏期	1	复苏 1 期	低于	是	慢
	2	复苏 2 期	低于	是	快
加速期	3	加速 1 期	高于	是	快
	4	加速 2 期	高于	是	慢
放缓期	5	放缓 1 期	高于	否	慢
	6	放缓 2 期	高于	否	快
衰落期	7	衰退 1 期	低于	否	快
	8	衰退 2 期	低于	否	慢

资料来源：浦银国际

### 1. 复苏 1 期

特征：经济所处阶段依然在周期趋势以下，刚经历过经济见底后出现改善，但改善速率较慢，经济上行的第一个阶段。

### 2. 复苏 2 期

特征：依然处在周期趋势以下，经济继续改善，且改善速率加快。

### 3. 加速 1 期

特征：增长首次恢复至周期趋势以上，不断改善且改善速率较快。

### 4. 加速 2 期

特征：经济位于周期趋势以上，不断改善但改善速率放缓。

### 5. 放缓 1 期

特征：经济位于周期趋势以上，但已经没有进一步改善，首次出现放缓，但放缓的速度较慢。

### 6. 放缓 2 期

特征：经济依然位于周期趋势以上，但延续放缓，且放缓的速度加快。

### 7. 衰退 1 期

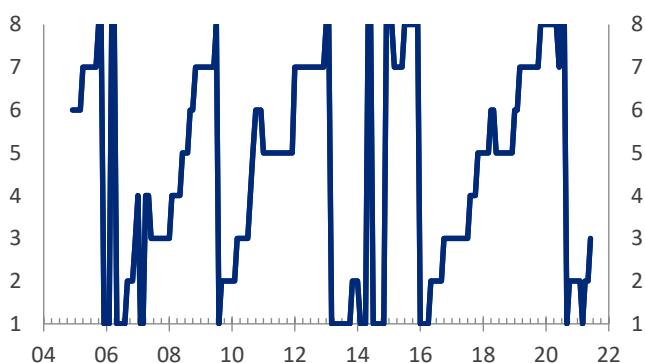
特征：经济增长再次位于周期趋势之下，继续放缓，且放缓的速度加快。

### 8. 衰退 2 期

特征：经济增长依然位于周期趋势之下，继续放缓，但放缓的速度放慢，该阶段属于见底阶段，随后即将迎来复苏 1 期。

根据上文的周期划分方法，我们 SPDBI 中国经济基本面领先指数显示：中国经济于 2020 年 9 月进入复苏期。

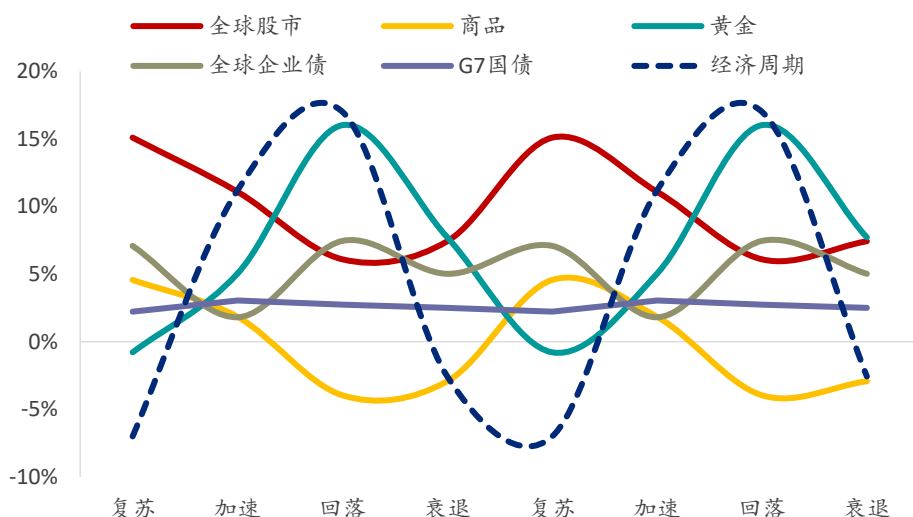
图表 130: 中国经济周期阶段划分 (1-8)



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

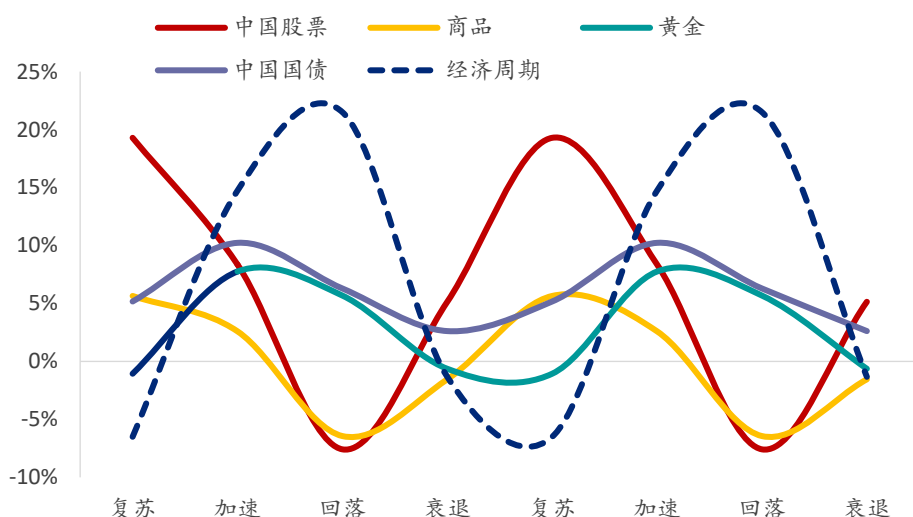
基于周期不同阶段来看，不论是中国还是全球，在复苏阶段，未来 12 个月通常表现最好的资产类别都是股票资产。这也佐证了我们对于股票相对乐观的看法，在复苏周期，资产类别的选择依次为：股票、信用债与商品、黄金。这个论断也与我们 2020 年 8 月发布的报告 [《黄金投资手册：黄金并不黄金》](#) 判断一致，在报告中我们已经建议投资人“减持黄金”。

**图表 131：全球经济周期不同阶段下未来 12 个月的资产回报中位数**



资料来源：Factset、浦银国际

**图表 132：中国经济周期不同阶段下未来 12 个月的资产回报中位数**



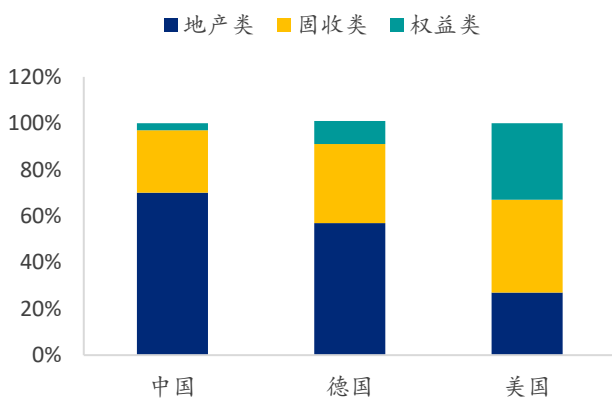
资料来源：Factset、浦银国际

## ● 居民资产配置——存量与增量角度，股票资产都有望受益

从居民资产配置的角度来看，股票（权益类）资产从存量、增量的角度都有望获益。

- **存量角度来看**，中国居民的资产配置中地产类的资产配置占比约 7 成，占比非常高，供应、需求都大幅限制，配置占比很难进一步上升。而占比最低的权益类资产与美国、德国等比较占比过低，因此潜在提升空间巨大。
- **增量角度来看**，长期来看，随着潜在经济增速下降、人口老龄化等因素，利率中枢趋于下行，这降低了固收类资产的吸引力，加上在“房住不炒”的定位下政策端严控，地产的高增长时代已过。因此从增量的角度来看，权益类资产仍将是受益最大的。

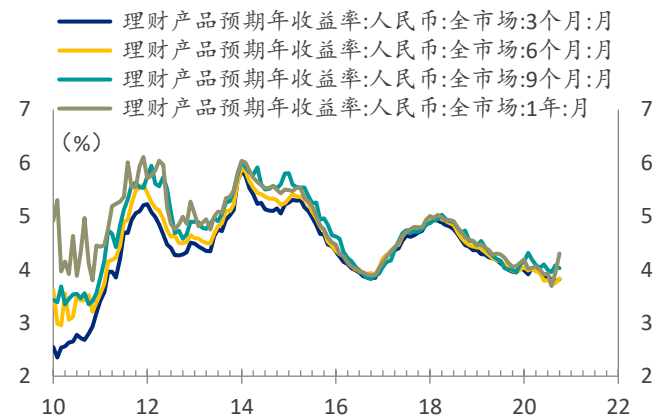
图表 133: 中外居民资产配置图



注：2018 年数据

资料来源：美联储、Wind、Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 134: 国内理财产品预期收益率处于多年来的低位水平



资料来源：Wind、浦银国际

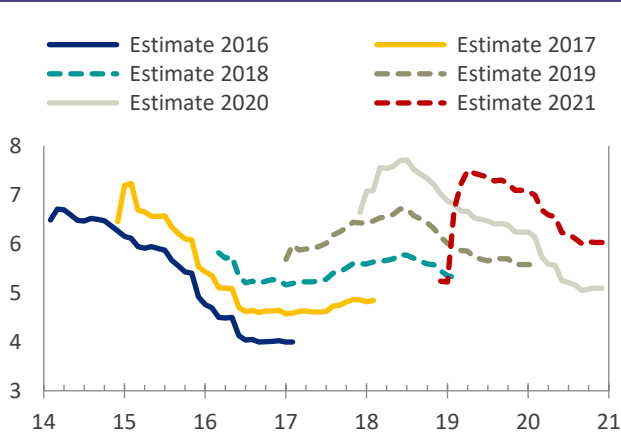
# 中国股市 2021 年回报拆解

MSCI 中国指数盈利 2021 年预计同比增长 20.0%-21.5%，有望成为 2021 年股市的最大支撑，估值来看目前已经属于非常高位水平，难以进一步扩张，我们预计估值温和回落 14.4%-15.9%，全年回报为个位数。

## ● 盈利——预计将成为 2021 年股市最大支撑

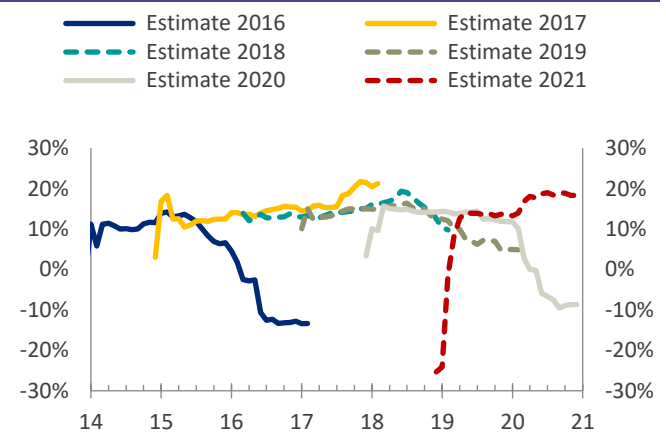
在经历了 2020 年疫情对于全球经济的重创后，盈利基数低，经济复苏，2021 年大概率是盈利同比高增长的一年。目前市场对于 MSCI 中国指数 2021 年的盈利预期为 6.03，隐含 2021 年盈利同比增速为 18.3%。但我们对于盈利的估测会比市场预期更乐观一些。

图表 135: MSCI 中国指数 EPS 市场预期



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 136: MSCI 中国指数市场 EPS 隐含同比增速



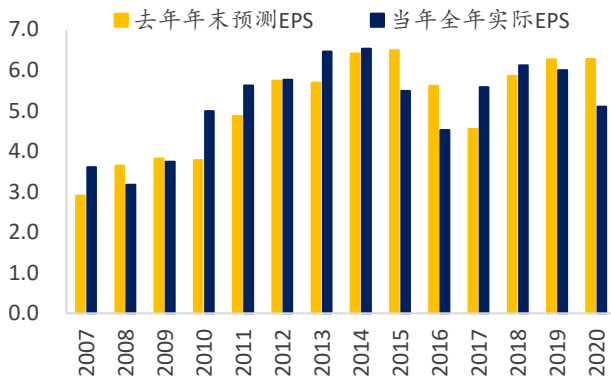
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

我们的盈利估测较市场预期更偏乐观的原因在于:

我们现在在 2020 年年末对 2021 年当年全年实际 EPS 进行预测，我们因此比对了 MSCI 中国指数去年年末预测 EPS vs 当年全年实际 EPS 的情况。虽然随着经济上行，盈利预期也会随之不断上调（即相比去年年末上调），但当经济上行时，通常会出现当年全年实际 EPS 超过去年年末预测 EPS。

从下图中我们可以看到，当年全年实际 EPS 与去年年末预测 EPS 的比值（比值高/低于 100% 说明当年全年实际 EPS 好/差于去年年末预测 EPS），该比值与当年全年 PMI 均值高度相关。随着 2021 年经济共振上行，很有可能出现 2021 年 MSCI 中国指数 EPS 实际情况好于 2020 年年末对 2021 年市场预期的情况。

图表 137: MSCI 中国指数 EPS 预测 vs 实际



注：2020 年的实际 EPS 尚缺一个季度的数据，用 12 月最新的 2020 年 EPS 预测替代  
资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 138: MSCI 中国指数 EPS 预测呈现典型的顺周期特征



注：2020 年的实际 EPS 尚缺一个季度的数据，用 12 月最新的 2020 年 EPS 预测替代，2020 年 PMI 均值为截至 11 月的过去 12 个月 PMI 均值  
资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 139: MSCI 中国指数过去 12 个月盈利同比增速



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 140: MSCI 中国指数盈利情景分析

情景假设	情景分析	2021 年盈利增速
悲观情景 (10%)	复苏进度大幅弱于预期，叠加信用紧缩的力度强于预期，盈利回升弱于预期。	15%
基准情景 (70%)	中国及海外共振复苏，疫情缓和令全球出行进一步增加，盈利回升 20%。	20%
乐观情景 (20%)	中国及海外共振复苏，与此同时疫情控制力度超预期，同时极度宽松的财政、货币政策退出，通胀维持低位，盈利大幅反弹。	30%
概率加权	我们若进行情景概率的加权，则 2021 年 MSCI 中国指数的盈利增长为 $(10\% \times 15\%) + (70\% \times 20\%) + (20\% \times 30\%) = 21.5\%$	21.5%

资料来源：浦银国际

我们预计 2021 年 MSCI 中国指数的盈利增长为 20%-21.5%。

## ● 估值——料将回落

### 1. 横向跨国别比较

中国股市在全球的市盈率排名处于相对高位（排名数字越大，相对全球其他市场越贵）。

图表 141: 全球股市远期市盈率排名



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 142: 全球股市市净率排名



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

### 2. 纵向历史比较:

在经历了 2018 年的估值收缩后，2019、2020 年连续两年 MSCI 中国指数估值扩张。目前 MSCI 中国股市的即期市盈率已经处于 2008 年以来的最高水平，高于历史长期均值一个标准差以上，进一步估值空间非常有限，我们相信 2021 全年来看大概率会出现估值收缩。

图表 143: MSCI 中国指数即期市盈率



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 144：MSCI 中国指数估值情景分析

情景假设	情景分析	2021 年估值变化
悲观情景 (10%)	流动性紧缩的力度强于预期，与此同时中国及美国关系恶化，冲击市场信心。与此同时美股估值回落，带动全球整体风险资产情绪回落，估值大幅度回落至 2018 年市场大幅下行期间的平均水平，即回落 33.1%	-33.1%
基准情景 (70%)	全球经济共振复苏，市场环境整体良好，疫情令出行增加，提振投资人信心，再考虑到低息环境下，“房住不炒”，理财产品收益率低位，股票相对其他资产仍然具有吸引力，估值温和回落至历史均值一倍标准差的相对高位，即回落 15.9%	-15.9%
乐观情景 (20%)	盈利改善大幅超预期，投资者情绪持续高涨，估值维持在当前水平。	0%
概率加权	我们若进行情景概率的加权计算，则 2021 年 MSCI 中国指数的估值增长为 $(10\% \times -33.1\%) + (70\% \times -15.9\%) + (20\% \times 0\%) = -14.4\%$ 。	-14.4%

资料来源：浦银国际

我们预计 2021 年 MSCI 中国指数的估值收缩 14.4%-15.9%。

## ● 回报——全年回报预计为低个位数

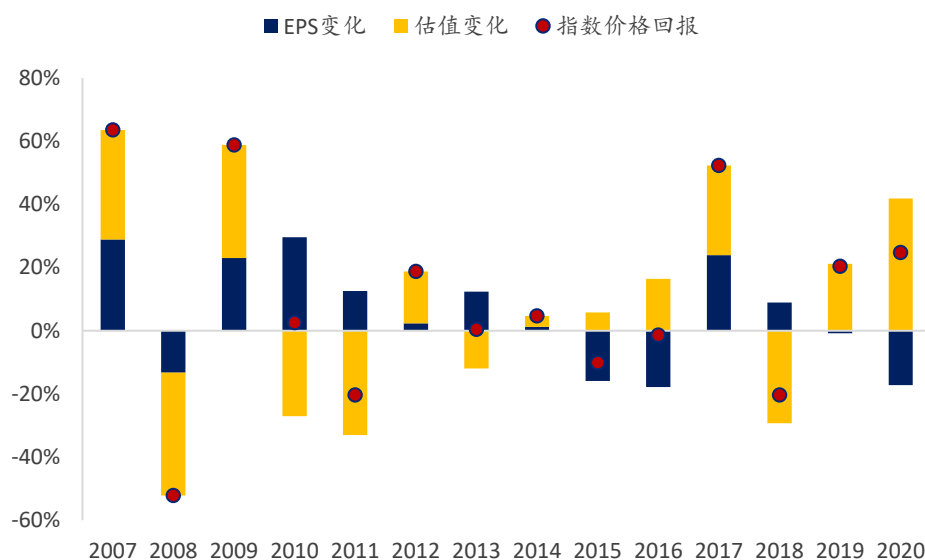
我们预计，2021年MSCI中国指数盈利预计增长20%-21.5%，而估值预计收缩14.4%-15.9%，结合来看，MSCI中国指数整体回报预计为低个位数。2021年的情况预计与2010年非常类似，当时，经历了金融危机冲击后，2009年开启史诗级大反弹，紧接着，2010年也呈现出了盈利扩张而估值收缩的情况，当年的MSCI中国指数的全年回报同样也是低个位数。

图表 145：2021年MSCI中国指数回报拆解

分项	分析	2021年变化
盈利	基准情景下，中国及海外共振复苏，疫情缓和令全球出行进一步增加，盈利回升20%；不同情景的概率加权下，盈利增长为21.5%。	20%-21.5%
估值	基准情景下，全球经济共振复苏，估值温和回落15.9%；不同情景的概率加权下，估值收缩14.4%。	(-15/9%)-(-14.4%)
全年回报	2021年全年回报主要由盈利所贡献，估值预计将收缩。	0.9%-4.0%

资料来源：浦银国际

图表 146：MSCI中国指数回报拆解



注：计算截至2020年12月4日，EPS为过去12个月的实际盈利

资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 147: MSCI 中国指数在经历 2009 年大反弹后, 2010 年全年回报为低个位数



资料来源: Bloomberg、浦银国际

# 中国股市行业策略大全

2021 年估值回落，操作难度很可能高于 2019、2020 年，在这种情况下更加凸显了需做大行业配置 Alpha 的必要性。我们对超过 80 个细分赛道几乎都从统一的维度进行了梳理，我们的行业配置核心即在“受益于周期需求的回升”的基础上，寻找长期结构性需求、供应格局的共振标的进行超配。

## ● 行业配置的必要性——估值回落需做大行业配置 Alpha

经过我们的梳理，大家不难发现，2021 年的操作难度很可能是高于 2019、2020 年。在共振复苏盈利回升的情况下，估值却相对偏高面临回落。不论是自上而下还是自下而上，把握估值的难度远远高于预估盈利增长。在此具有富有挑战性的投资环境中，我们必须逻辑下沉，进一步梳理行业及细分赛道，通过进一步做大 Alpha 来降低宏观层面因估值回落而带来的市场不确定性。

唯有做大 Alpha，才能保证在市场上行期弹性更强，在市场下行期具有抗跌性；在当前判断估值回落幅度、节奏不确定的投资环境中，做大 Alpha 显得尤为必要。

## ● 行业配置的思路——寻找周期、结构需求叠加供应共振

我们对所有 GICS 板块、行业组及其中大多数赛道几乎都以统一的维度进行了梳理，由于 2021 年的需求周期性回升几乎已经成为了市场共识，在这种情况下，我们投资标的的安全度愈发取决于两个核心因素：

- 需求端是否有结构性的趋势在支撑？——这个因素决定了投资标的是否可以长期握住；
- 供应端的供应格局是否良好？——当需求复苏已经几乎成为市场共识的时候，供应端很可能没有被完全定价，而这很可能是 Alpha 的来源。

基于此，我们可以将可能给予超配的投资标的分为以下三个大类：

### 1. 受益于周期需求的回升（偏短中期需求）

这是大家经常所说的周期股，例如汽车、有色金属、钢铁水泥、煤炭，包括航空、酒店等，都可以因经济复苏加上疫情逐步消退后出行增加而直接受益。有一些行业/细分赛道，弱周期属性明显，难以受益于周期需求的反弹，例如饮料、休闲食品、药品等，就不是我们的首选。

### 2. 长期结构性需求的支撑（偏中长期需求）

这个选择标准更兼顾长期趋势，这类标的通常具有长期的基本面趋势支撑。例如：

- 电商的渗透率、货币化率趋势性增加
- 新能源在全球尤其是中国的能源结构中趋势性的提高
- 疫情冲击后全方位大幅加速了线上化、数字化趋势
- AI、云计算等渗透率大幅提升
- 5G、高清视频、AI 及云计算等大幅加快全球数据量的爆发式增长

### 3. 供应/竞争格局良好

这个选择标准既考虑存量的供应格局，也会考虑供应格局的边际变化，具体权重会根据具体行业而略有不同。

存量角度来看供应格局，例如：

- 电梯广告行业龙头市占率 70%，议价能力强，竞争格局良好。
- 电池行业经历市场洗牌后，市场集中度自 2017 年低谷一路上行。
- 造纸行业的集中度已然很高，2020 年金光与博汇合并后两者市占率近 50%，市场集中度进一步提升。
- 铜矿行业，2016 年以来，全球能源巨头铜矿相关 CAPEX 较低，未来新增产能少，且新增产能大部分将集中于 2021 年下半年释放。

边际变化角度来看供应格局：2020 年疫情本质上相当于一次市场化的“供给侧”出清，诸多行业出现了供应格局的边际变化，例如：

- 大量的中小单体酒店、餐饮倒闭，而连锁酒店、餐饮龙头逆势扩张，市场集中度大幅提升。
- K12 教育在疫情冲击下也接连出现中型甚至大型机构倒闭的现象，行业出清后，龙头招生同比增速超往年。

我们在构建行业策略的核心是，在“受益于周期需求的回升”的基础上，寻找长期结构性需求、供应格局的共振标的进行超配。此外需要特别说明的是：一方面，满足以上条件的标的可能因估值、仓位等因素未给超配；另一方面，“短视频”不满足以上条件（未满足“受益于周期需求的回升”）但我们也给了超配，因为其需求端仍处渗透率、货币化的爆发期，供应端双雄格局明显，竞争格局良好。

图表 148: 2021 年策略分析师超配细分赛道汇总

细分赛道	受益于周期需求回升	有长期结构性需求支撑	供应/竞争格局良好
汽车	汽车销售周期 2020 年见底后回升; 2020 年 11 月政策端进一步刺激汽车消费	人均保有量有提升空间; 未来换购需求占比逐步提升 (换购有望提升客单价)	行业集中度 2016 年来趋势性提升
连锁酒店	出行恢复、商务活动增加	连锁化渗透率与欧美相比提升空间较大	行业整体供应收缩; 疫情冲击下龙头逆势扩张
电梯广告	广告需求属于强周期属性	线上流量费大幅提升, 线下广告 CPM 低, 性价比大幅提升; 且线下电梯广告技术革新, 吸引力甚至可堪比线上	龙头市占率 70%, 议价能力强
短视频		渗透率仍有提升空间, 货币化刚起步	双雄格局明显, 市场集中度高
寿险	长端利率上行、投资收益可期、代理人队伍恢复	与欧美发达市场相比, 中国保险深度、密度潜在提升空间巨大	
CRO/CDMO	疫情后医药研发活动、投入修复; 大量中小生物科技公司上市, 提升研发需求	得益于人力、成本、病人资源等一系列优势, 中国 CRO/CDMO 企业在全市的市占率趋势性提升; 国内新药研发趋势性提升也讲长期支撑 CRO/CDMO	市场集中度在逐步向头部集中, 且市场中全流程服务商较少
电池	新能源汽车的周期性爆发带动出货量增加 (动力电池约占锂电池需求六成)	新能源汽车、发电侧、电网侧、5G+电动车需求都对于锂电池有趋势性需求	行业已经经历了市场洗牌, 电池企业的集中度 CR3 由 2017 年低谷的 50% 反弹至 74.2%
工程机械	基建、地产活动支持; 2021 年 7 月实施国六标准带动换机需求	使用场景拓宽; 人力成本上升带动机械渗透率提升; 竞争力提升下海外渗透率逐步提升	国产化加速; 龙头占有率提升; 管理效率提升
航运	全球航运需求周期性复苏		经历过去几年市场出清后, 市场集中度大幅提升, 潜在供应 (新船订单占比) 30 年最低, 短期缺少新增供应
功率半导体	下游应用广泛, 下游最大需求为汽车, 汽车销售提升带动功率半导体需求周期性回升	新能源发电、新能源汽车及充电、变频智能家电、工业自动化等趋势性需求	中国作为最大的功率半导体需求国, 国产替代意愿最大, 且由于功率半导体不依赖摩尔定律及先进设备, 替代的难度最低, 国产替代成为供应端坚实支撑
光伏玻璃	周期需求复苏, 平价上网带动光伏装机量增长	长期能源结构调整支持光伏装机量高增长; 双面双玻趋势提升单位光伏玻璃需求量	市场集中度高, 行业产能扩产因政策限制而受限且扩产需要时间, 未来 1 年光伏玻璃可能都处于短缺状态
数据中心	疫情后大幅加速线上化需求	5G、AI、高清视频、云计算、IOT、大数据、高性能计算 HPC 等推升数据量几何式增长; 更多数据被储存在云端	目前总量平衡, 但一线城市需求缺口大; 数据中心供应线性增长, 但需求几何式增长, 未来供应缺口可能扩大
SaaS	疫情后大幅加速线上化、数字化趋势; 企业端的现金路改善, 支出意愿更强	中国渗透率低, 降本增效、移动设备的大规模普及、新业态大量涌现、底层技术的成熟、企业治理精细化、数据受到企业高度重视推升 SaaS 的趋势性需求	总体分散, 但部分细分赛道头部化趋势明显
光学	手机出货量增加带动摄像头出货量增加	多摄渗透率提升、摄像头应用场景趋势性拓宽、短视频 & Vlog 的爆发也催生了摄像头高端化需求	摄像模组门槛低但镜头技术壁垒相对高

(接下页...)

细分赛道	受益于周期需求回升	有长期结构性需求支撑	供应/竞争格局良好
铜	对于经济周期敏感，最受益于周期复苏		全球矿业巨头 2016 年以来铜矿相关 CAPEX 较低，未来新增产能少，且 2021 年新增产能大部分集中于下半年释放
白卡纸	部分受益于周期需求复苏	2020 年“限塑令”、《固废法》推动白卡纸“以纸代塑”	市场集中度高，金光与博汇合并后两者市占率近 50%；造纸未来的新增产能有限

资料来源：浦银国际

## ● 可选消费板块——酒店、教育龙头逆势扩张，周期与非周期助力汽车上行

图表 149：2021 年策略分析师配置建议：MSCI 中国指数的可选消费板块-汽车&配件行业组

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
汽车&配件		超配 (指数权重 3.96%)	<p>需求端周期与非周期因素叠加释放，供应格局边际改善。</p> <p>需求端：1) 2018-19 年景气度下探，2020 年需求加速筑底，疫情后快速反弹，2021 年料将延续复苏需求；2) 从人均保有量来看，中国相比巴西、马来西亚等新兴市场也有至少两倍的提升空间；3) 从换购需求看，换购需求约占四成，随着人均保有量基数提升，未来换购需求将稳定释放；此外，绝大多数换购伴随消费升级，因此客单价将趋势性提升；4) 从政策看，“房住不炒”政策下，汽车已成为最大的居民消费品；从政策层面可以看到，难以用地产刺激经济之际，汽车行业无疑需要挑起此大任，2020 年 11 月，国务院常务会议拟扩大汽车消费，包括鼓励各地增加号牌指标投放，开展新一轮汽车下乡和以旧换新，财政部也提前下达 2021 年新能源汽车补贴 375.85 亿元。</p> <p>供应端：乘用车行业集中度自 2016 年趋势性提升，供需格局改善。</p>
	新能源汽车	低配	<p>需求兼具高增长、高确定性，但供应格局分散，且估值已经过度透支未来，此时应保持高度谨慎，可布局有能力、意愿延展至新能源汽车业务的传统汽车厂商，退可守进可攻。</p> <p>需求端：1) 需求井喷式增长；2) 欧洲、中国都制定明确的新能源汽车更替时间表，需求端兼具高增长、高确定性。</p> <p>供应端：1) 大量新玩家入场，供应格局分散；2) 互联网、科技巨头或将切入该赛道，颠覆行业发展模式。</p>

注：板块&行业组配置建议中，超配指投资组合配置权重高于指数权重；低配指投资组合配置权重低于指数权重；标配指投资组合配置权重与指数权重相同；指数权重数据截止于 2020/12/1

资料来源：浦银国际

图表 150：2021 年策略分析师配置建议：MSCI 中国指数的可选消费板块-耐用消费品及服装行业组

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
耐用消费品及服饰		标配 (指数权重 1.90%)	<p>基本面已于 2Q20 开始修复，2021 年景气度继续向上，目前估值合理且可以受益于地产竣工上行带来的家电需求，但一定程度上会受到大宗商品价格反弹的影响，整体而言小家电和白电相对最优。</p>
	家电	标配	<p>小家电：</p> <p>需求端：小家电主要受疫情下的线上化趋势推动；疫情后居民消费意愿和能力逐步修复，支撑家电尤其是小家电消费反弹；疫情下部分家电创外销纪录（绝大部分龙头的海外收入占比超三成），部分家电企业的订单已排至 1Q21、2Q21；疫情不会在批准紧急使用的疫苗出炉后立即结束，因此最少至明年上半年，外需将持续支撑家电整体需求。</p> <p>供应端：小家电不依赖安装，适合线上渠道推广，销售更容易加速；小家电的品类相对较多，且单品轮动效应明显，拥有丰富产品线的企业增长更具有可持续性。</p>

(接下页...)

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
			<p><b>白色家电，厨电：</b></p> <p><b>需求端：</b>白电和厨电主要受地产周期影响；商品房竣工增速加速上行，建安投资领先竣工约一年半，建安持续上行，因此直至 2022 年才有望看到竣工高峰，这将主要支持白色家电、厨电的需求。</p> <p><b>供应端：</b>厨电目前品类相对较少，白电方面，线下渠道布局深厚的空调厂商目前已经开始积极进行线上转型；但整体来看，白电和厨电（尤其是厨电）依赖于安装，未来拓展品类依然需要依赖线下渠道，因此线上拓展的难度大。</p> <p>需要提醒的是，铜、铝、玻璃等大宗商品价格上行，对家电成本端可能会构成影响；相对而言，小家电的成本结构中，大宗商品占比相对低，因此受成本上行影响小；2021PPI 上行幅度或将大于 CPI 上升幅度，家电整体利润率可能承压。</p> <p>综合需求端以及行业竞争格局，我们认为白电及小家电优于厨电；受疫情冲击及降价等影响，白色家电的市场集中度进一步提高，利好龙头；小家电的单品轮动效应较为明显，结合海外需求的情况，建议首选配置小家电产品线丰富、具有一定海外敞口的龙头企业。</p>

注：板块&行业组配置建议中，超配指投资组合配置权重高于指数权重；低配指投资组合配置权重低于指数权重；标配指投资组合配置权重与指数权重相同；指数权重数据截止于 2020/12/1。资料来源：浦银国际

图表 151：2021 年策略分析师配置建议：MSCI 中国指数的可选消费板块-消费者服务行业组

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
消费者服务		超配 (指数权重 3.32%)	<p>疫情冲击下，酒店、餐饮、教育均出现供应收缩，但龙头企业仍在行业供应缩减期间逆势扩张，叠加需求复苏，龙头最为受益；就行业赛道来看，K12 教育和连锁酒店相对最优。</p>
	酒店	超配	<p>出行需求增加，龙头逆势扩张，看好连锁龙头。</p> <p><b>需求端：</b>经济复苏，出行增加带来商务以及旅行活动的增加。</p> <p><b>供应端：</b>1) 中国市场整体连锁化率不足三成，而欧洲为四成、美国为七成，因此连锁化率有较大提升空间；2) 疫情冲击令连锁酒店龙头逆势扩张，而大量中小单体酒店倒闭，加剧行业出清，市场集中度大幅度提升；3) 新增供应慢，即使投资者信心恢复，正常装修也需耗时半年至 1 年，行业供应缩减叠加龙头扩张，利好龙头。</p>
	餐饮	标配	<p>餐饮龙头受益于出行需求复苏，行业洗牌，龙头扩张，但估值过高。</p> <p><b>需求端：</b>1) 短期来看，受益于疫情影响消退后出行增加；2) 长期来看，得益于城镇化深入、消费者外出就餐比率提高、居民可支配收入增加。</p> <p><b>供应端：</b>1) 受疫情冲击，大量中小餐饮倒闭，行业出清加速，龙头集中度进一步提升；2) 火锅连锁，绝味、周黑鸭等卤制品连锁逆势扩张。</p> <p>从受众和标准化程度看，火锅、休闲餐饮（酸菜鱼为代表）依然是好赛道，但由于目前整体估值偏高，个股层面长期仍看好继续快速扩张且积极提高坪效、时效、人效的赛道龙头。</p>
	教育	标配	<p>K12 教育龙头更佳，受益需求恢复叠加行业洗牌。</p> <p><b>需求端：</b>1) 教育属长期刚需，随着居民收入提高，人均教育费用将趋势性提升；2) 疫情后，出行增加令线下 K12 补习需求回流，但教育属于刚性需求，与周期需求回暖联系不紧密；3) K12 渗透率提升空间巨大，高教受益于毛入学率提升和扩招迅猛增长，但公立高校扩张乏力；3) 教育行业线上化渗透提升空间巨大，教育是线上渗透率最低的赛道之一，而疫情加速教育线上化渗透率。</p>

(接下页...)

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
			<p><b>供应端:</b> 1) 高教、K12 市场分散; 2) 疫情冲击令大量 K12 培训机构倒闭, 而龙头则加速扩张; 3) 线上教育趋势加速, 但线上竞争激烈, 获客成本大幅蹿升, 相对更看好线上与线下共同发力的 K12 龙头。</p> <p>2020 年 11 月教育部明确提出: 1) 各省市在营利、非营利学校的具体监管政策上拥有自主权, 这有助于地方推出系列政策来吸引资本, 进而用于鼓励民办教育发展; 2) “对合法合规关联交易持开放态度”, 默许教育上市企业在 VIE 架构下通过关联交易实现分红 (营利学校则不受限)。</p>

注: 板块&行业组配置建议中, 超配指投资组合配置权重高于指数权重; 低配指投资组合配置权重低于指数权重; 标配指投资组合配置权重与指数权重相同; 指数权重数据截止于 2020/12/1

资料来源: 浦银国际

**图表 152: 2021 年策略分析师配置建议: MSCI 中国指数的可选消费板块-零售行业组**

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
零售		标配	周期属性不强, 且内部分化巨大。
		(指数权重 26.84%)	
	电商	标配	<p>长期增长趋势仍在, 但行业竞争加剧, 配置上需配置受益于私域流量的电商标的。</p> <p><b>需求端:</b> 1) 长期来看, 渗透率仍将趋势性提升, 从品类、地域来看也仍有较大提升空间; 2) 短期来看, 受疫情影响, 2020 年电商渗透率的蹿升在一定程度上透支了 2021 年的增长空间, 2021 年渗透率的增速预计有所放缓。</p> <p><b>供应端:</b> 1) 市场供应格局恶化, 竞争者增多, 竞争加剧, 在此情况下各平台的货币化率可能会受到影响; 2) 拼多多 GMV 快速增长, 冲击原本的电商双雄格局; 3) 快手 2020 年已上线直营电商服务平台且加速构建“快手好物”供应链体系; 抖音于 2020 年 6 月设立“电商”部门统筹头条系的多个内容平台电商业务, 随后与苏宁易购合作构建其供应链体系, 目前抖音已经不再支持第三方商品进入直播间购物车, 其电商渠道闭环已经构建完成。</p>
	本地生活	标配	<p>长期趋势有支撑, 短期生鲜电商再度爆发, 但未来格局不清晰。</p> <p><b>需求端:</b> 1) 本地生活服务的渗透率、货币化率还有很大提升空间; 2) 疫情后, 消费者对于生鲜电商的认可度大幅提升, 加速生鲜电商消费趋势且降低获客成本; 3) 生鲜消费市场规模超 5 万亿, 但电商零售渠道占比仅为个位数, 因此生鲜电商零售是条空间巨大的超级赛道。</p> <p><b>供应端:</b> 1) 供应格局好, 主要参与者为美团和阿里系; 2) 作为本地生活龙头的美团在外卖、酒旅、共享单车方面明显领先; 同时, 美团在平台生活业务方面高度整合, 协同、规模效应强于阿里系分散的本地生活业务; 但阿里系同样护城河深厚, 竞争对手短期难以撼动; 3) 2020 年阿里、拼多多、滴滴等巨头再次切入生鲜零售电商渠道, 虽然目前巨头聚集, 但已形成前置仓模式、“到店+到家”、社区生鲜店、社区团购、平台模式等多种模式, 差异化竞争, 整体竞争格局更为健康。巨头们有望大幅提升整个生鲜电商渗透率, 但各类模式最终是否能跑通仍不明朗。</p>

注: 板块&行业组配置建议中, 超配指投资组合配置权重高于指数权重; 低配指投资组合配置权重低于指数权重; 标配指投资组合配置权重与指数权重相同; 指数权重数据截止于 2020/12/1

资料来源: 浦银国际

## ● 必选消费板块——整体低配，高端白酒和化妆品 ODM/OEM 相对较优

图表 153：2021 年策略分析师配置建议：MSCI 中国指数的必选消费板块-食品及必选消费零售行业组

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
食品及必选 消费零售		低配 (指数权重 0.15%)	低周期属性，难以受益于周期需求的反弹。
	新零售	低配	需求端：需求稳定，与周期需求改善关系较弱。 供应端：以高鑫为代表的“到家、到店”生鲜新零售面临生鲜零售电商赛道竞争加剧的打击，社区团购的崛起很可能冲击整体的销售。

注：板块&行业组配置建议中，超配指投资组合配置权重高于指数权重；低配指投资组合配置权重低于指数权重；标配指投资组合配置权重与指数权重相同；指数权重数据截止于 2020/12/1

资料来源：浦银国际

图表 154：2021 年策略分析师配置建议：MSCI 中国指数的必选消费板块-食品、饮料&香烟行业组

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
食品、饮料 &香烟		低配 (指数权重 3.70%)	整体弱周期属性，不能受益于周期反弹，只有高端白酒一定程度可以受益于周期复苏，仍有配置价值；结合供需情况来看，我们认为高端白酒最佳，其次为乳制品、调味品，最差为啤酒。
	白酒	标配	高、中、低端有分化，高端白酒供需结构最好，低端最差。 需求端：1) 高端白酒与商务活动密切相关，可以一定程度受益于周期复苏；2) 高端人群增长、品牌认知改善消费升级；3) 高端渠道利润极高，出厂价上调空间极大，而近年对于渠道话语权下降，厂商持续收权；4) 健康意识改善，“少饮酒，饮好酒”令低端承压，高端受益；5) 三大高端白酒收入规模渗透率不及 30%，潜在渗透率提升空间大。 供应端：高端白酒对发酵菌群有要求，扩产难度大，中低端扩产难度低。
	啤酒	低配	供需格局弱于白酒，尤其是需求端承压。 需求端：1) 行业步入成熟阶段，啤酒需求可能已经见顶，行业需求主要依赖产品结构优化提升单价；2) 总量见顶的情况下不得不依赖“高端化”提价，但由于文化差异，啤酒高端化难度远远高于白酒。 供应端：市场集中度在提升，但行业格局不如白酒行业。
	饮料	低配	弱周期属性，需求端有趋势性变化。 需求端：1) 弱周期属性，消费刚性；2) 今年需求呈现“健康化”、“无糖化”、“高端化”趋势变化。 供应端：1) 饮料相比休闲食品更依赖线下零售渠道，这利于头部企业，降低了弯道超车的概率；2) 行业集中度适中，但竞争激烈，顺应需求端趋势性变化的头部企业更容易胜出。
	休闲食品	低配	弱周期属性，高分散。 需求端：1) 弱周期属性，但人均消费额提升空间巨大；2) 品类分散，消费者品牌忠诚度低，切换成本低。 供应端：1) 成熟品类集中度高而增速低，新品类增速高但集中度低；2) 电商渗透率提高，但线上流量入口多元化，行业格局并不明确。

(接下页...)

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
	速冻食品	低配	<p>受益于餐饮需求复苏，高分散。</p> <p><b>需求端：</b> To B 端可以受益于疫情后餐饮需求复苏，餐饮供应链优化，速冻预制半成品需求增加。</p> <p><b>供应端：</b> 市场集中度低。</p>
	调味品	低配	<p>弱周期属性，供需格局相对好，但估值较高。</p> <p><b>需求端：</b> 1) 弱周期属性；2) 终端消费占比低，提价能力强；3) 渗透率提升空间巨大。4) 估值较高</p> <p><b>供应端：</b> 1) 市场集中度低；2) 产品档次、丰富度提升空间大。</p>
	乳制品	低配	<p>弱周期属性，但供需格局相对好。</p> <p><b>需求端：</b> 1) 弱周期属性，人均乳制品消费量提升空间仍大；2) 三四线城市渗透率仍待提升。</p> <p><b>供应端：</b> 1) 上游奶源向龙头集中；2) 行业呈双雄格局，市场集中度高；3) 但奶牛存栏数在低位，未来 1-2 年都有供应压力，成本端由价格上涨压力，挤压下游利润率。</p>

注：板块&行业组配置建议中，超配指投资组合配置权重高于指数权重；低配指投资组合配置权重低于指数权重；标配指投资组合配置权重与指数权重相同；指数权重数据截止于 2020/12/1

资料来源：浦银国际

图表 155：2021 年策略分析师配置建议：MSCI 中国指数的必选消费板块-家庭与个人用品行业组

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
家庭与个人用品		低配 (指数权重 0.21%)	弱周期属性。
	化妆品	标配	<p>需求端利好，但供应格局不清晰，上游 ODM/OEM 确定性更高。</p> <p><b>需求端：</b> 1) 长期看，随着居民收入提高，人均消费额仍有巨大的提升空间且具有很强的消费刚性；2) 国货接受度趋势性提高为国产化妆品品牌带来机会；3) 中短期看，得益于新媒体营销引流变现的爆发，市场需求大幅释放；4) 疫情后出行增加会一定程度增加彩妆需求。</p> <p><b>供应端：</b> 1) 品牌相对分散，但高端格局稳定且壁垒高，中低端竞争激烈；2) 护肤品市场格局相对稳定，彩妆变化大，新锐品牌层出不穷；3) 销售渠道趋势性向线上迁移，运营能力强的品牌更有可能借力新媒体打造极致性价比的爆款单品；但国产品牌整体的品牌矩阵不够完整，子品牌定位不够清晰，子品牌之间研发、营销、渠道容易“内耗”；4) 国产品牌目前仍有很长的路要走，需要构建护肤、美妆的高中低品牌矩阵组合，提升增长的可持续与稳定性，依靠单品难以持久高增长，综合来看化妆品牌的上游 ODM/OEM 增长确定性更高，行业龙头地位也相对稳固。</p>

注：板块&行业组配置建议中，超配指投资组合配置权重高于指数权重；低配指投资组合配置权重低于指数权重；标配指投资组合配置权重与指数权重相同；指数权重数据截止于 2020/12/1

资料来源：浦银国际

## ● 通信服务板块——短视频红利仍在，电梯广告老树新花

图表 156：2021 年策略分析师配置建议：MSCI 中国指数的通信服务板块-媒体&娱乐行业组

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
媒体&娱乐		超配 (指数权重 18.43%)	最看好电梯广告、短视频，长视频、影视行业相对较差。
	游戏	标配	<p>需求端增长放缓但长期依赖 ARPU 仍有提升空间，供应端产能受控，整体利好龙头。</p> <p>需求端：1) 游戏玩家增长放缓；行业增长主要依赖 ARPU 增长，长期看 ARPU 的提升空间仍较大，因为游戏付费意愿更高的 Z 世代可支撑 ARPU 提升；2) 短视频崛起，用户时长提升，挤占游戏的整体时间。</p> <p>供应端：1) 2019 年下半年至今，游戏版号供应相对稳定，总量仍然偏少，版号控制等价于全行业的产能控制，利好头部玩家，同时保证了游戏整体质量，避免恶性竞争；2) 2018 年后，下游分发渠道更加多元化（短视频、头条系等崛起），渠道议价能力下降，凸显了上游的内容价值，有助于有强研发能力的大中型厂商；3) 游戏日趋精品化，较长的开发周期及金额会加剧行业的二八分化；4) 2020 年因疫情而出现流量大爆发，但长期来看线上的流量竞争日趋加剧，获客成本普遍上升，挤压行业利润率，尤其不利于中小玩家。</p>
	广告	超配	<p>电梯广告周期与结构因素双重支撑，且供应格局好。</p> <p>需求端：1) 典型的顺周期行业，可受益于周期需求复苏：线上流量红利见顶，线下已快速修复并开始凸显性价比，尤其是电梯广告行业，得益于其受众集中、高触达率和低 CPM（约为某短视频龙头一半）；电梯广告行业属于高经营杠杆，业绩弹性更大；2) 电梯广告数字化大幅提升，可以通过面部识别等技术更精确传达且捕捉受众反馈，在营销数据反馈等层面甚至可以优于线上广告。</p> <p>供应端：1) 线上短视频营销迅猛崛起，冲击其他线上渠道的营销；2) 电梯广告的供应格局好，龙头分众占比约 70%，但边际会一定程度受到物业管理行业向电梯广告等行业延展价值链的影响。</p>
	影视行业	低配	<p>需求边际改善，但供应格局不佳。</p> <p>需求端：疫情消退后线下电影需求复苏。</p> <p>供应端：1) 2017 年随着广电总局政策收紧，整体的行业供应收紧，剧集缩减、精品化；2) 作为制作成本大头的明星薪酬上限限制，降低了总制作成本，便于影视公司增大内容投入；3) 但长期来看，自媒体的崛起、视频供应资源的巨大释放对影视行业也构成间接冲击，在没有 IP 加持的情况下，成本端持续面临高投入，但收入端的可预测性却依然偏低，商业模式不佳。</p>
	院线	标配	<p>需求修复，龙头市占率提升，但整体供应过剩。</p> <p>需求端：1) 疫情影响消退，经济复苏带动观影需求回升；2) 大量原本在 2020 年上映的优质国产、好莱坞电影推迟至 2021 年上映，且其中有不少是经典 IP 系列，高票房概率很大，疫情后扎堆上市将引爆 2021 年全球电影票房。</p> <p>供应端：行业整体呈现供应过剩，但受疫情影响，中小影院加速退出，龙头万达院线市占率进一步提升。</p>
	长视频	低配	<p>需求端告别增长红利，更依赖 ARPU 提升。</p> <p>需求端：1) 长短视频存在竞争关系，短视频的崛起冲击长视频；2) 作为长视频头部标杆的爱奇艺，3Q20 首次出现会员数量同比下降，预示着长视频行业的用户渗透率提升进入下半场，未来长视频的增长更多依赖于 ARPU 的提升，因此会员费的提升成为必然；与此同时，为了匹配会员费的增加，长视频只能加大内容投</p> <p style="text-align: right;">(接下页...)</p>

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
	短视频	超配	<p>入，盈利难度较大，唯有拥有高质量且相对低成本自研内容资源的长视频方有可能存活。</p> <p><b>供应端：</b>长视频已经经历了行业大洗牌，目前行业竞争格局相对良好。</p> <p><b>需求端仍受益于短视频增长红利。</b></p> <p><b>需求端：</b>1) 短视频可以高频、快速刺激观众，较长视频有更强的需求以及用户粘性；2) 短视频头部 APP 的月活仍稳定增长，短视频的增长红利仍在；3) 与此同时，短视频的货币化尚处于刚起步阶段，ARPU 有巨大的提升空间；4) 得益于参与者众多和门槛低，短视频很容易持续出现爆款，从而成为具备各类优质内容的免费产生源，短视频商业模式也就自然优于长视频。</p> <p><b>供应端：</b>双雄格局明显，竞争格局相对良好。</p>

注：板块&行业组配置建议中，超配指投资组合配置权重高于指数权重；低配指投资组合配置权重低于指数权重；标配指投资组合配置权重与指数权重相同；指数权重数据截止于 2020/12/1

资料来源：浦银国际

**图表 157：2021 年策略分析师配置建议：MSCI 中国指数的通信服务板块-电信服务行业组**

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
电信服务		低配 (指数权重 1.74%)	<p><b>需求及供应双承压。</b></p> <p><b>需求端：</b>1) 虽然“提速降费”边际影响走弱，但 5G 套餐价格并未有明显溢价，运营商反而需要通过降低 4G 速度以及 5G 套餐打折来吸引客户；2) 2021 年加速落地 5G，CAPEX 压力仍然较大。</p> <p><b>供应端：</b>竞争格局稳定，但同质化竞争激烈。</p>

注：板块&行业组配置建议中，超配指投资组合配置权重高于指数权重；低配指投资组合配置权重低于指数权重；标配指投资组合配置权重与指数权重相同；指数权重数据截止于 2020/12/1

资料来源：浦银国际

## ● 能源板块——原油供应端有扩产不确定性

图表 158：2021 年策略分析师配置建议：MSCI 中国指数的能源板块（行业组即板块）

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
能源		标配 (指数权重 1.69%)	原油及煤炭都受益于周期需求复苏的带动，属于典型的周期品，但原油 2021 年的供应端有扩产的不确定性，煤炭则长期受抑于能源结构的转变（煤炭占比将持续下降），因此两者都予以标配。
	原油	标配	<p><b>需求、供应双复苏，油价大涨难。</b></p> <p><b>需求端：</b>1) 周期性复苏，工业需求增加；2) 疫情缓解后出行汽车、航空等交通工具使用需求恢复。</p> <p><b>供应端：</b>1) 今年为自 1973 年石油危机以来，OPEC 最大规模减产的一年，2020 年 8 月后已削弱减产规模，随着需求复苏，供应可以很快增加；2) 委内瑞拉、伊朗原油产量因受制裁而严重下滑，美国新政府如与之关系缓和，两国产量或将大幅增加；一旦伊朗增产，OPEC 由于地缘政治关系很难继续减产，伊朗市场份额将扩大；3) 利比亚 2020 年因内战而停产，7 月已经停火并在四季度复产；4) 美国页岩油气行业受疫情冲击较大，复产缓慢（CAPEX 谨慎、融资难、破产企业多），由于油价反弹钻机和压裂指数仍处于低位，供应预计仍需时间方可恢复。</p> <p>整体来看全球需求复苏，但全球供应也存在上行风险。</p>
	煤炭	标配	<p><b>需求周期弱复苏，供应缩减。</b></p> <p><b>需求端：</b>1) 电力需求复苏带动火力发电增长；2) 但长期来看能源结构转变，煤炭需求下降。</p> <p><b>供应端：</b>1) 海外主要矿商自 2014 年至今持续缩减产能，目前动力煤价格已经跌至成本线附近，2020 年进一步缩产；2) 国内供应总量平稳。</p>

注：板块&行业组配置建议中，超配指投资组合配置权重高于指数权重；低配指投资组合配置权重低于指数权重；标配指投资组合配置权重与指数权重相同；指数权重数据截止于 2020/12/1

资料来源：浦银国际

## ● 金融板块——寿险负债、资产端双改善

图表 159：2021 年策略分析师配置建议：MSCI 中国指数的金融板块-银行行业组

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
银行		超配 (指数权重 8.09%)	<p>考虑到目前银行业极低的估值水平、市场的悲观预期以及极低的配置仓位，2020 年银行业跑输指数的幅度可能创下 2007 年以来最大水平，在此情况下，随着 2021 年银行业基本面改善不适宜低配银行业，我们给予银行“标配”。</p> <p>2021 年银行业的基本面较 2020 年改善。</p> <p>生息资产规模增速放缓：2020 年前三季度新增信贷规模 16.2 万亿元，已接近 2019 年 16.8 万亿的规模，随着逆周期政策调节的变化，2021 年的新增信贷规模预计较 2020 年回落，再考虑到 2021 年 M2、社融增速放缓的大背景，预计银行业整体生息资产规模增速也将放缓。</p> <p>净息差有望修复：1) 经济复苏带动利率中枢上行，收益率曲线变陡，有助于净息差修复；2) 银行业“让利”最严苛的时候已经过去；3) 结构化存款压降，有助于银行节省负债端成本；但长期来看随着利率市场化加上揽储竞争激烈，银行业整体的负债成本仍然有压力。</p> <p>银行资产质量改善：经济的持续复苏改善了银行质量预期，有助于银行业估值修复。</p>
		标配	

注：板块&行业组配置建议中，超配指投资组合配置权重高于指数权重；低配指投资组合配置权重低于指数权重；标配指投资组合配置权重与指数权重相同；指数权重数据截止于 2020/12/1

资料来源：浦银国际

图表 160：2021 年策略分析师配置建议：MSCI 中国指数的金融板块-多样金融行业组

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
多样金融		低配 (指数权重 1.85%)	行业整体低配。
	券商	低配	<p>短期来看，目前已并非牛市的初期，并非配置券商股的良机。</p> <p>需求端：1) 市场成交量较高；2) 随着注册制实施，政策面推动直接融资占比提升，券商投行业务有望获得加速。</p> <p>供应端：行业同质化竞争激烈，差异化转型仍任重道远。</p>

注：板块&行业组配置建议中，超配指投资组合配置权重高于指数权重；低配指投资组合配置权重低于指数权重；标配指投资组合配置权重与指数权重相同；指数权重数据截止于 2020/12/1。资料来源：浦银国际

图表 161：2021 年策略分析师配置建议：MSCI 中国指数的金融板块-保险行业组

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
保险		超配 (指数权重 4.41%)	保险业属于兼具长期与中短期逻辑的标的。
	寿险	超配	<p>寿险短期负债、资产端都将改善。</p> <p>需求端：长期来看，中国的寿险业深度、密度虽然提高很快，但相距欧美发达市场仍有非常大的差距，潜在提升的空间巨大，保费可以较长时间维持 10%以上的复合增速。</p>

(接下页...)

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
			<p><b>供应端：</b>寿险业过去几年出现的供应端迅猛扩张基本终结，目前行业竞争格局稳定。</p> <p><b>负债、资产端都会有改善：</b></p> <p>1) 负债端：居民配置需求复苏、银行理财收益率继续下降、资产新规落地后银行理财净值化，提高寿险产品的相对吸引力，因疫情影响复杂的寿险难以落地、代理人离职，疫情影响逐步消散。</p> <p>2) 资产端：在经济稳步复苏的带动下，长端国债收益率上行、收益率曲线变陡，修复利差；股市表现优异，投资收益可期。</p> <p>3) 2021年“开门红”（近年占全年保费收入约三成）可期，受疫情影响，部分寿险公司已经战略性放弃近年的保费目标，转而集中注意力从2020年四季度开始积极备战2021年“开门红”，三季度开始重整代理人队伍，有望令四季度至1Q21的保费有望大幅提升。</p> <p><b>基本面改善的情况下叠加：1) 处于低位的 P/EV 水平，2) 机构整体较低的仓位，保险有望表现不俗。</b></p>

注：板块&行业组配置建议中，超配指投资组合配置权重高于指数权重；低配指投资组合配置权重低于指数权重；标配指投资组合配置权重与指数权重相同；指数权重数据截止于2020/12/1

资料来源：浦银国际

## ● 医疗保健板块——仅建议超配 CRO/CDMO

图表 162：2021 年策略分析师配置建议：MSCI 中国指数的医疗保健板块-医疗设备及服务行业组

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
医疗设备及服务		低配 (指数权重 1.51%)	医疗电商予以标配；而医疗器械分化大，集采政策冲击下建议整体低配，但家用设备仍值得关注。
	医疗器械	低配	<p>家用设备相对政策风险小。</p> <p>需求端：1) 人口老龄化和健康意识增强可长期推升医疗器械需求；2) 分级诊疗推动诊疗量下沉至基层医院，社会办医的提升，也带动了器械需求；3) 国产替代（部分地区对中高端器械的国产化率提出要求）为国产器械打开市场空间；4) 但长期来看，医疗负担大，国家层面严格控费降价是必然趋势；5) 体外诊断品类受新冠疫情影响相应增长。</p> <p>供应端：1) 整体来看器械种类繁多，分化很大，需具体区分；2) 医用设备：外资稳固占据高端市场，辅助设备则可能面临集采冲击；3) 家用设备：技术差异不大，消费属性强，可以受益于消费升级趋势且政策影响小；4) 体外诊断：原材料及高端仪器主要由外资垄断，标准化、竞争激烈的重点端产品面临集采降价影响相对小；5) 高值耗材：受集采降价影响可能较大，且主要由外资占主导，竞争格局不佳；6) 低值耗材：行业门槛低，但经历了激烈竞争后，行业趋于集中。</p>
医疗电商		标配	<p>政策端打开市场空间，模式在探索中，行业集中度偏低，整体向好。</p> <p>需求端：1) 2019 年 8 月网售处方药正式解禁，打开了医药电商的行业空间；但也要考虑集采对于药价的冲击，相应降低了电商价格的吸引力；2) 医药电商渗透率仍为低个位数，潜在提升空间巨大；3) 2020 年国家政策进一步放宽互联网诊疗范围，将符合条件的互联网医疗服务纳入医保报销范围；4) 药品咨询附加值高，线下具有天然优势，且用药为低频需求，用药指向性明确、有时用药需求急，一定程度降低了线上的吸引力。</p> <p>供应端：1) 行业集中度偏低，但头部格局稳定；2) 由于医疗用品区别于传统商品的特性，医疗电商发展方向也将有所不同，医疗电商需要有消费属性的高频次的保健品、高毛利的家用医疗设备作为基本盘，向非处方药、处方药依次延伸，在配合远程诊疗、积累海量活跃用户，并以此作为流量入口向线下体检、治疗导流；在模式的选择上，也需要 B2C 模式与 O2O 兼顾，时效性较低的药通过 B2C 完成，而高时效性药品通过 O2O。</p>

注：板块&行业组配置建议中，超配指投资组合配置权重高于指数权重；低配指投资组合配置权重低于指数权重；标配指投资组合配置权重与指数权重相同；指数权重数据截止于 2020/12/1

资料来源：浦银国际

图表 163：2021 年策略分析师配置建议：MSCI 中国指数的医疗保健板块-制药、生物技术和生命科学行业组

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
制药、生物技术和生命科学		标配 (指数权重 4.28%)	CRO/CDMO>疫苗>创新药>仿制药，CRO/CDMO 超配，疫苗标配，创新药及仿制药低配。
	仿制药	低配	<p>需求承压，供应端待出清。</p> <p>需求端：需求量稳定，但集采引发药价的大幅下行将趋势性延续。</p>

(接下页...)

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
	创新药	低配	<p><b>供应端：</b>行业集中度偏低，参考海外仿制药市场的格局，未来大概率将经历行业收缩，通过倒闭、兼并等市场化方法，最终市场集中度大幅提升。</p> <p><b>供需格局整体好于仿制药，需要布局差异化竞争，研发、销售并重的行业龙头。</b></p> <p><b>需求端：</b>集采压低仿制药价格，医保对创新药的份额相应提高，行业就此受益。</p> <p><b>供应端：</b>新药审批加速，国产新药占比也自 2017 年以来快速上行，但创新药竞争激烈，同质化明显、靶点相似，未来也有面临医保谈判降价的风险。</p>
	疫苗	标配	<p><b>供需格局整体优于仿制药和创新药。</b></p> <p><b>需求端：</b>1) 短期来看，国内已经有多个新冠疫苗进入到临床三期，预计将在 2021-22 年放量；长期来看，健康意识提升支持二类疫苗消费提升，且相比国际平均水平，人均疫苗支出也有较大提升空间；2) PCV、HPV 等重磅疫苗国产化，可以保证行业未来数年的增长；3) 疫苗消费频次低，价格敏感性低，毛利高。</p> <p><b>供应端：</b>1) 2019 年下半年新的《疫苗管理法》出台，进一步提高行业准入门槛；2) 疫苗不同于药物，疫苗更新换代但机理并不变化，这使得产品生命周期大幅延长，且创新药需要不断拓展适应症，持续投入临床使用，研发成本高，疫苗仅需要拓展同一适应症，上市后成本大幅下降；3) 国内创新疫苗主要以跟随策略为主，研发风险低。</p>
	CRO/CDMO	超配	<p><b>长短期需求支撑，供应格局利于头部企业。</b></p> <p><b>需求端：</b>1) 长期来看，得益于中国的低成本、监管国际接轨，人才及病人资源丰富，国际需求旺盛；2) 国内的医药研发投入整体提升，集采迫使药企加大药物研发，这令 CRO/CDMO 受益；3) 据 2020 年 11 月的香港特区施政报告，互联互通料将把生物科技公司纳入，这有助于吸引大量中小生物科技公司上市，而中小生物科技公司资金虽然充裕，但研发能力相对有限，因此需要借助 CRO 来快速推动研发；4) 疫情令药品监管活动、工程建设、制药企业、生物医药的研发投入等受到影响，但随着疫情的消退，CRO/CDMO 已经快速修复，预计 2021 年需求仍将旺盛。</p> <p><b>供应端：</b>1) 全球与中国行业整体分散，但市场集中度在逐步向头部集中，中国的供应格局好于海外；2) CRO/CDMO 市场中全流程服务商较少，头部企业先发优势明显。</p>

注：板块&行业组配置建议中，超配指投资组合配置权重高于指数权重；低配指投资组合配置权重低于指数权重；标配指投资组合配置权重与指数权重相同；指数权重数据截止于 2020/12/1

资料来源：浦银国际

## ● 工业板块——周期复苏叠加供应格局改善，超配电池、工程机械、航运

图表 164：2021 年策略分析师配置建议：MSCI 中国指数的工业板块-资本品行业组

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
资本品		超配 (指数权重 2.63%)	<p><b>需求端：</b>最大的支撑是周期复苏，但也有制造业升级、人工成本上涨促使机械化加速等结构性需求助推。</p> <p><b>供应端：</b>自 2017 年以来市场集中度出现提升，轨道交通、光伏设备、锂电设备等细分品类的制造技术已经处于全球领先水平，国产化替代因疫情而加速。</p>
	电池	超配	<p><b>供需格局相对较好。</b>以锂电池为绝对主导的电化学储能需求快速增长（2014-2019 全球及中国的 CAGR 分别约为 56%及 68%），其应用场景广泛。</p> <p><b>需求端：</b>周期+结构因素双重支撑。1) 在发电侧新能源崛起，不稳定的电源必然需要配套储能系统；2) 电网侧则有储能配合下的调峰调频需求；3) 5G+电动车共同推动，用户侧由于 5G 基站更高的建设密度、设备功耗，对应的储能需求也增加，电动车出货量的大幅飙升也大幅推进了电池需求爆发（动力电池占锂电池需求约 6 成），未来 5 年的锂电池装机量料超过 35%。</p> <p><b>供应端：</b>电池行业伴随着需求的爆发，供应无疑也大幅增加，但 2017 年至今行业已经历了市场洗牌，电池企业的集中度 CR3 由 2017 年低谷的 50%反弹至 74.2%。</p> <p><b>供需格局明显改善。</b></p> <p><b>需求端：</b>1) 周期改善，需求上行；2) 使用场景拓展、例如小型挖机价格便宜，替代装载机、传统农机；3) 保有量提升，存量更替需求稳定支撑，降低了需求的周期波动幅度（尤其是中国机械使用时长约 1.5-2 倍于日欧美市场平均时长）；4) 环保标准加速淘汰旧设备，例如国六标准将于 2021 年 7 月实施；5) 劳动力成本上升，促使机械渗透率整体提升，以叉车为代表的细分品种还受益于电商爆发下物流自动化的趋势支撑；6) 随着一带一路机械设备需求释放，海外出口成为新增长点。</p> <p><b>供应端：</b>1) 核心部件国产化，成本大幅下降，服务+成本优势推升国产化加速；2) 制造业升级背景下，技术、资金门槛提高，龙头占有率提升，对行业定价权掌控力提升；3) 数字化、精细化管控下，管理效率大幅提升，龙头三一重工为例，2019 年人均创收额超过 400 万人民币创历史新高，人均创收额甚至超过了全球龙头的卡特彼勒。</p>
	工程机械	超配	<p><b>需求端上行，供应端改善，市场集中度大幅提升。</b></p> <p><b>需求端：</b>1) 周期改善，全球集装箱需求 2020 年上半年降至最低点后触底反弹，下游航运行业复苏将继续支撑需求；2) 因疫情影响，全球集装箱流转速度大幅下降，结构性集装箱短缺；3) 保有量大，每年的更新需求占比大（更新需求占比近四分之三）。</p> <p><b>供应端：</b>1) 行业整体仍有大量闲置产能（2019 年产能利用率不到一半）；2) 行业集中度已大幅提升，全球集装箱产能超过 9 成在中国，2019 年中远海运收购狮后，中集+中远系合计市占率约 8 成，双头格局明显，议价能力大幅提升。</p>
集装箱	标配		

注：板块&行业组配置建议中，超配指投资组合配置权重高于指数权重；低配指投资组合配置权重低于指数权重；标配指投资组合配置权重与指数权重相同；指数权重数据截止于 2020/12/1

资料来源：浦银国际

图表 165：2021 年策略分析师配置建议：MSCI 中国指数的工业板块-商业与专业服务行业组

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
商业与专业服务		低配 (0.55%)	<p>行业以物管为主，主要的看点在于需求端的中长期高增长、高确定性，但 2021 难以受益于需求周期回升。</p> <p><b>需求端：</b>高确定性、存量+增量高增速：1) 存量大，目前行业平均合约在管比率为 1.9，关联开发商大量的土地储备有望在未来转化为在管面积；2) 增长空间大，社区作为流量入口，可以积极拓展家政、房屋租赁、社区零售等增值服务，物管公司还积极拓展环卫、园林等市政业务，全国加速老旧小区改造也将带来客观的物管增量。</p> <p><b>供应端：</b>1) 市场目前高度分散；2) 但市场集中度升高，目前有上市物管公司对中小物管大量的整合并购。</p>

注：板块&行业组配置建议中，超配指投资组合配置权重高于指数权重；低配指投资组合配置权重低于指数权重；标配指投资组合配置权重与指数权重相同。

资料来源：浦银国际

图表 166：2021 年策略分析师配置建议：MSCI 中国指数的工业板块-交通行业组

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
交通		标配 (指数权重 1.17%)	需求整体复苏，最主要的支撑都是需求复苏叠加疫情后的出行增加；但供应端细分来看存在分化，供需格局最佳的应该是航运、航空。
	航空	标配	需求复苏，成本低位（油价）叠加供应扩张放缓（受 B737 max 事故及疫情影响，飞机引进增速明显放缓），虽然没有明显的产能退出，但是相比铁路、公路整体弹性要更大。
	机场	标配	飞行需求、机场免税店需求反弹，供应端相对稳定。
	铁路、公路	标配	出行增加带动需求复苏，但成本、供应端相对稳定。
	快递	低配	<p><b>需求端向好，但供应格局不佳。</b></p> <p><b>需求端：</b>短期受益于网购因疫情的爆发式增长，长期仍将受益于电商渗透率的持续提升。</p> <p><b>供应端：</b>行业供应格局不佳，今年快递整体均价下降，主要是头部玩家价格战洗牌加上依赖拼多多业务的极兔等低价快递进场，冲击市场格局。</p>
	航运	超配	<p><b>全球需求缓慢复苏，短期内造船产能难以释放。</b></p> <p><b>需求端：</b>受益于 1) 全球需求缓慢复苏；2) 叠加海外因疫情原因令制造业产能向中国转移</p> <p><b>供应端：</b>经过了这几年全球航运企业破产、兼并后，行业大量产能退出且市场集中度明显提升（CR8 近 80%），目前全球集装箱船舶闲置运力占比约 3.5%，处于多年相对低位，潜在供应（新船订单占比）处于 30 年来最低水平；由于大型集装箱船造船周期约 6 个季度，随着全球需求复苏，短期内供应并不会迅速释放。</p>

注：板块&行业组配置建议中，超配指投资组合配置权重高于指数权重；低配指投资组合配置权重低于指数权重；标配指投资组合配置权重与指数权重相同；指数权重数据截止于 2020/12/1

资料来源：浦银国际

## ● IT 板块——分化大，超配功率半导体、光伏玻璃、数据中心、SaaS

图表 167：2021 年策略分析师配置建议：MSCI 中国指数的 IT 板块-半导体及设备行业组

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
半导体及设备		超配 (指数权重 1.07%)	中国半导体行业的主要支撑逻辑为：需求端全球半导体需求周期复苏，5G 及射频、光学等结构性需求释放；供应端有国产替代趋势。
	功率半导体	超配	<p><b>需求端：</b>1) 存量市场发展较为成熟且稳定，下游应用分布广泛，相对稳定；2) 增量市场受益于含“硅”量的趋势提升，尤其是新能源发电（光伏逆变器、风电变频器）、高压输电、新能源汽车及充电、变频智能家电、工业自动化等趋势性需求；3) 功率半导体下游最大的需求为汽车，2021 年汽车出货量尤其是新能源汽车出货量提升，有望提振功率半导体需求。</p> <p><b>供应端：</b>1) 电路相对简单。不依赖摩尔定律及先进设备，中国已经是全球最大的功率半导体消费国，仍大量依靠进口，国产替代的意愿最大且难度相应最低；2) 闻泰科技收购全球领先的功率半导体企业安世半导体，国产替代机会增大。</p>
	半导体设备	标配	<p><b>需求端：</b>1) 半导体周期复苏；2) 中国大量的新增晶圆厂投资令上游设备直接受益；3) 摩尔定律发展缓慢，先进制程生产的性价比并不非常高，非先进制程的使用这客观上令国内半导体设备预留了追赶时间。</p> <p><b>供应端：</b>国内设备企业众多且同质化竞争激烈，为提高国际竞争力，行业有可能出现横向整合。</p>
	半导体材料	低配	<p><b>需求端：</b>1) 半导体周期复苏；2) 新增晶圆厂投资，令上游材料直接受益；3) 由于半导体材料是产业链中细分领域最多的环节，单个材料在生产成本中的占比低，下游对价格不敏感，这便于上游提价，但同时也降低了国产替代化的需求。</p> <p><b>供应端：</b>半导体产业链中细分领域多、竞争格局分散，海外龙头主导。</p>
	晶圆制造	标配	<p><b>需求端：</b>1) 半导体周期复苏带动，需求旺盛，尤其是汽车电子、自动驾驶、工业自动化等支持 8 英寸晶圆需求，即使在费用上浮 20-40% 的情况下订单仍排至 1Q21、2Q21；2) 12 存晶圆的主要应用方向是储存芯片，数据量暴增、手机扩容的背景下储存需求增长带动 12 英寸晶圆需求。</p> <p><b>供应端：</b>1) 8 英寸属于旧一代技术，设备目前以二手交易为主，缺乏新增产能投放；2) 国家大基金投资比重超过六成属于制造环节，自 2019 年开始中国晶圆厂投资额都超过 1000 亿美元，未来将有大量新增晶圆厂投产。</p>
	半导体封测	标配	<p><b>需求端：</b>1) 随着摩尔定律深入，晶圆制造推进的难度越来越大，相应地越发依赖于封测技术的提升以改善功耗，在此情况下先进封装需求大幅提升；2) 上游晶圆厂大幅扩建，有望带动下流的封测行业景气度提升。</p> <p><b>供应端：</b>1) 封测行业的技术门槛大幅低于 IC 设计、制造，因此封测行业在国内半导体产业链中相对最成熟、国产化率最高，龙头企业在世界封测行业第一梯队也有一席之地；2) 封测行业主要是资金密集型企业，目前行业集中度并不高，未来预计会出现更多横向并购；3) 先进制程有赖于先进封装，中国目前虽以传统封装为主，但先进封装在稳步提升。</p>
	储存	低配	<p><b>需求端：</b>1) 半导体周期复苏叠加疫情因素，互联网使用增多，刺激上游储存需求；据 IC insights，2021 年 DRAM 与 NAND 销售额合计将占所有 IC 销售额的 1/3；2) 数据量爆发、加速云化、新的 CPU 架构，更多的储存需求；3) 5G 渗透率提升，5G 手机出货增加带来的移动端需求；4) 游戏、汽车自动化的储存需求提升。</p>

(接下页...)

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
光伏产业链	标配		<p>供应端：1) 海外龙头绝对主导，国内厂商差距仍大；2) 全球主要厂商在 2021 年都有新增产能投入，其中三星、SK 海力士在 2021 年下半年有新增供应释放。</p> <p>光伏产业链的供给需求端整体受益于装机量提升有强劲支撑。</p> <p>需求端：1) 周期性复苏；2) 平价上网带动光伏量的大幅增长；3) 长期来看，太阳能在未来能源结构中有望大幅提升，未来 3 年预计装机量 CAGR 约 20%。</p> <p>供应端：分化较大，市场集中度 CR5 来看，由高到低依次是光伏玻璃&gt;硅片&gt;硅料&gt;组件&gt;电池。</p> <p>综合供需来看，我们对于光伏产业链的排序是光伏玻璃最佳（供需双振），其次为硅料及硅片，最差为组件。</p>
光伏玻璃	超配		<p>可能未来 1 年都处于供不应求状态。</p> <p>需求端：双面双玻组件成为趋势，渗透率提升带动光伏玻璃需求增加。</p> <p>供应端：1) 玻璃过去受制于过剩产能，扩产受限，2020 年工信部出台政策对光伏玻璃新增产能采取产能置换限制，行业产能增长仍将受严格的指标约束，短期仍不足；2) 玻璃窑炉扩产周期一年半，即使政策完全放开叠加加速开工，新增产能也很难在明年上半年快速释放；3) 市场供应格局好，信义光能+福莱特两家市占率超过 50%，工艺、规模优势、初始投资大提高行业准入。</p>
光伏硅片	标配		<p>供需格局好。</p> <p>需求端：大硅片成为趋势。</p> <p>供应端：技术壁垒高、市场集中度高，隆基+中环两家市占率约 70%，价格掌控力高。</p>
光伏组件	低配		<p>供需格局不佳。</p> <p>需求端：受益于整体装机量的提升</p> <p>供应端：1) 技术、资金壁垒不高，主要在于销售、服务区别；2) 向上游拓展的一体化可以降低成本、价格波动内部化，成为趋势。</p>

注：板块&行业组配置建议中，超配指投资组合配置权重高于指数权重；低配指投资组合配置权重低于指数权重；标配指投资组合配置权重与指数权重相同；指数权重数据截止于 2020/12/1 资料来源：浦银国际

图表 168：2021 年策略分析师配置建议：MSCI 中国指数的 IT 板块-软件与服务行业组

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
软件与服务		超配 (指数权重 1.23%)	<p>长期趋势有支撑短期有望受益于 B 端企业现金流改善，软硬件的开支意愿恢复。</p>
数据中心		超配	<p>短期、长期的成长性与确定性兼备。</p> <p>需求端：1) 疫情后大幅加速线上化趋势，数据中心需求大幅加速；2) 5G、AI、高清视频、云计算、IOT、大数据、高性能计算 HPC 等推升数据量几何式增长；3) 更多数据储藏在云端。</p> <p>供应端：1) 中国第三方数据中心相对分散；2) 总体数据中心供需平衡，但一线城市数据中心饱和，需求缺口大；3) 数据中心供给呈现线性增长，但数据中心的需求随着数据流量暴增而几何式增长，未来供应缺口会越来越大。</p>
SaaS		超配	<p>行业仍属于爆发期，需求强力驱动，重点关注“开源型”SaaS。</p> <p>需求端：1) 疫情后大幅加速线上化、数字化趋势，尤其是在家办公，企业使用 SaaS 的意愿增加；2) 疫情消散后，企业现金流明显恢复，SaaS 的支付能力明显</p> <p>(接下页...)</p>

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
			<p>提升；3) 得益于降本增效、移动设备的大规模普及、新业态大量涌现、底层技术的成熟、企业治理精细化、数据受到企业高度重视；长期来看，中国及全球 SaaS 都将迎来需求爆发，过去几年中国及全球 SaaS 行业复合增长率 30-40%，而云计算在中国与全球的渗透率都为个位数，潜在提升空间大，预计高增长将继续延续；4) 中国的 SaaS 刚刚处于起步阶段（距离美国至少有 5 年的产业代差），中国 IAAS 的爆发式增长将为 SaaS 提供坚实基础；5) SaaS 分为“开源型”与“节流型”，两者的发展脉络、估值、与市场容量都差异巨大，在当前阶段强烈推荐重点关注“开源型”SaaS，因为其路径依赖较少，推广难度低，且由于其“开源”的本质，更容易被市场接受，其中 CRM 赛道市场容量最大，以垂直行业来看，电商 SaaS 变现模式最清晰，需求最旺盛，复合增速超过 60%，用户增长迅速，具有广阔的增长前景。</p> <p><b>供应端：</b>1) 行业发展初期，海内外市场都高度分散；2) 部分细分赛道头部化趋势明显；3) 目前以通用型 SaaS 为主导，行业垂直平类的 SaaS 近来快速增长。</p>

注：板块&行业组配置建议中，超配指投资组合配置权重高于指数权重；低配指投资组合配置权重低于指数权重；标配指投资组合配置权重与指数权重相同；指数权重数据截止于 2020/12/1 资料来源：浦银国际

**图表 169：2021 年策略分析师配置建议：MSCI 中国指数的 IT 板块-技术硬件及服务行业组**

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
技术硬件及服务		超配 (指数权重 3.48%)	<p>消费电子仍然是需求驱动为主，近期 8 寸晶圆产能利用率极高，且订单加价（digitimes 报道称，除台积电、三星电子等少数厂商，大部分晶圆厂商已上调 8 寸晶圆价格，2021 年涨幅区间据测算为 20%-40%）后仍排至 2021 年，显示硬件需求强势复苏，投资主线是 5G 落地带来的换机量增长叠加部分组件单机价值量的增长。</p>
	光学	超配	<p><b>需求强力驱动，手机镜头优于摄像模组。</b></p> <p><b>需求端：</b>1) 5G 落地催生手机换机潮，提升摄像头出货量，疫情后出行需求的增加令拍摄需求修复，间接提升了摄像头需求；2) 多摄的渗透率仍在趋势性提升，助推摄像头出货量提升；3) 随着 IOT、自动驾驶、智能制造崛起，IOT 光学、车载镜头、工业光学的需求也大幅提升，摄像头的应用场景大幅拓宽；4) 短视频、Vlog 的快速爆发夯实了摄像头在手机组件中的核心地位，与此同时也催生了摄像头高端化的需求（像素升级、超广角、大光圈、长焦）。</p> <p><b>供应端：</b>1) 手机摄像模组门槛低，市场集中度低，竞争激烈；2) 手机镜头技术壁垒相对高，市场集中度高。</p>
	声学	低配	<p><b>供需皆弱于光学。</b></p> <p><b>需求端：</b>1) 一定程度上受益于手机出货量恢复；2) 但整体需求刚性弱于光学产品，且消费感知不强；3) 新增需求主要靠 TWS 耳机，但需求增速可能将放缓。</p> <p><b>供应端：</b>1) 市场分散，供应格局不如光学，传统音频、手机、科技厂商共同瓜分声学增量——TWS 耳机市场；2) 技术门槛低于光学，大量的白牌仿制品攻占市场。</p>
	射频前端	标配	<p><b>量价齐升，但国内厂商尚处于起步阶段</b></p> <p><b>需求端：</b>5G 手机落地，全网通支持更多的频段，对于射频滤波器、开关数量大幅增加，单价也提升（其中滤波器是射频前端中复合增速最快的细分品类）。</p> <p><b>供应端：</b>市场集中度高，全球 Top 4 占据超过 80% 市场份额，国产厂商刚起步，体量不大，主要在射频前端市场中独立开关和 LNA 等占比不足 10% 份额的有所突破。</p>

(接下页...)



行业组	细分赛道	超/低配*	原因
	面板	标配	<p><b>需求提升，供应格局边际改善。</b></p> <p><b>需求端：</b>1) 疫情期间对于电脑、电视的需求持续旺盛，大尺寸电视需求增加推升LCD需求；2) OLED最主要应用场景为智能手机，受益于需求出货量增长，3) OLED的应用场景更宽，在电视、穿戴设备、照明、装饰、医疗都可以有所应用。</p> <p><b>供应端：</b>1) 供应格局改善，三星、LG逐步退出LCD产能，中国在LCD的产能已经过半，未来将继续提升；2) 2018-2019年OLED中国大量扩产，未来将有大量新增产能释放。</p>

注：板块&行业组配置建议中，超配指投资组合配置权重高于指数权重；低配指投资组合配置权重低于指数权重；标配指投资组合配置权重与指数权重相同；指数权重数据截止于2020/12/1 资料来源：浦银国际

## ● 原材料板块——白卡纸供需格局最佳

图表 170：2021 年策略分析师配置建议：MSCI 中国指数的原材料板块（行业组即板块）

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
原材料		标配 (指数权重 2.08%)	库存周期向上，整体带动大宗商品需求向上，结合供需来看，造纸、铜最佳，尤其是白卡纸（需超配），钢铁、黄金最差（需低配）。
	钢铁	低配	<b>需求边际走弱，特钢优于普钢。</b> 需求端：1) 周期性需求复苏，但地产新开工偏弱；2) 普钢过剩，但特钢因高端制造业需求尚存在需求缺口。 供应端：1) 整体供应过剩，高炉产能利用率高，但电弧炉产能利用率有进一步提升空间；2) 行业整体供应格局不佳，定价权在上游；3) 特种钢材属于普钢下游，普钢价格上行可能会影响特钢利润率。
	水泥	低配	<b>需求边际走弱。</b> 需求端：与地产、基建高度相关；地产拿地、新开工偏弱，棚改逐步退出，明年经济回升叠加财政赤字压力，基建难超预期。 供应端：水泥行业的错峰生产更为灵活，在产能置换仍然严格的情况下，新增供应可以通过产能利用率提升来增加。
	铝	标配	<b>需求驱动，电解铝优于氧化铝。</b> 需求端：下游需求主要是地产（竣工阶段）以及汽车、轨道交通，周期性复苏。 供应端：电解铝与氧化铝未来都有新增产能，但氧化铝的供应较电解铝更为充足；2) 目前社会库存处于相对低位。
	钴	标配	<b>有电池需求支撑，供应边际走弱。</b> 需求端：1) 动力电池及消费电池占比过半，需求上扬带动钴需求增长，尤其是电动车；2) 但电动车电池未来可能存在无钴化趋势，但短期来看仍然是含钴的三元材料作为主导。 供应端：嘉能可关闭钴矿，对于 2020 年全球产量有影响，但国内企业在刚果金的产能释放部分抵消影响。
	锂	低配	<b>长期需求支撑，但仍偏过剩。</b> 需求端：1) 电动汽车、电网侧储能、5G、数据中心等新兴行业都有广泛应用需求；2) 中国市场过去 5 年需求增速超过 20%。 供应端：近年来产能扩张明显，产能相对过剩，即使近年来西澳锂矿供有所整合。
	铜	超配	<b>最受益于周期复苏，供应格局相对改善。</b> 需求端：与电力、家电、地产、汽车联系密切，最受益于周期复苏。 供应端：1) 全球矿业巨头 2016 年以来铜矿相关 CAPEX 较低，未来的新增产能少；2) 2021 年有新增产能，但大部分集中于下半年释放。
	黄金	低配	<b>看低金价。</b> 需求端：投资需求为主，实际利率上行金价承压。 供应端：供应充足。
	白银	标配	<b>优于黄金。</b> 需求端：珠宝+电子需求合计占比约 4 成，工业需求约 3 成，一定程度上可以受益于需求复苏。 供应端：矿产银占供应绝对主导，全球供应于 2016 年见顶后逐年下滑。

(接下页...)

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
	造纸	超配	<p><b>有结构性需求支撑，供应格局最佳，白卡纸优于文化纸。</b></p> <p><b>需求端：</b>1) 文化纸下游需求刚性，周期属性弱；2) 白卡纸需求支撑更多元，周期属性弱，但 2020 年 1 月的“限塑令”、9 月的《固废法》推动白卡纸“以纸代塑”。</p> <p><b>供应端：</b>1) 文化纸、白卡纸市场集中度高，金光与博汇合并后两者市占率近 50%，白卡纸市场集中度进一步提升；2) 造纸未来新增产能有限，2021 年文化纸新增产能高于白卡纸。</p>

注：板块&行业组配置建议中，超配指投资组合配置权重高于指数权重；低配指投资组合配置权重低于指数权重；标配指投资组合配置权重与指数权重相同；指数权重数据截止于 2020/12/1

资料来源：浦银国际

## ● 房地产板块——整体低配，但仍可关注数字平台化中介

图表 171：2021 年策略分析师配置建议：MSCI 中国指数的房地产板块（行业组即板块）

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
房地产		低配 (指数权重 3.95%)	<p>三季度开始，地产的景气度已经有所下降，具体反映在：</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) “三道红线”的出台对地产商的融资、杠杆率直接构成限制，地产商开始主动收缩，自由现金流明显回升，即使高评级的地产商也开始收缩，预示着地产商更为谨慎；</li> <li>2) 土地市场明显降温，成交面积、溢价金额都明显下降；</li> <li>3) 新开工反弹后有动能放缓迹象。</li> </ol> <p>预计 2021 年：</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) 2021 年新增社融料将回落，加上利率中枢上移，虽然居民信心及收入修复，但由于房贷利率与商品房销售额呈反向关系，<b>对地产需求端仍构成直接影响</b>；</li> <li>2) 供应端来看，“三道红线”相当于地产市场“供给侧”改革，地产投资中土地购置趋弱且将继续依赖于建安投资，新开工延续修复后，可能在下半年放缓；</li> <li>3) 销售增速全年 2021 年放缓，宏观新开工去化率可能前高后低；</li> </ol> <p>在市场整体景气度下滑之际，几个趋势会较为明确：</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) 政策、融资端严格限制且加上行业高增长长期已过，地产开发商的市场集中度将继续提升，且提升空间巨大（前三大内房开发商的市占率约为美国的二分之一，中国香港的三分之一），有助于行业龙头；</li> <li>2) 控制金融杠杆对三四线的影响整体大于一二线，因为一二线整体已严控较久且三四线的首付相对更低，更偏好一二线土地储备重组的龙头；</li> <li>3) 行业整体受“三条红线”影响，但仍有保利、招商、世贸、金地、万科等可绝大部分满足红线的要求，经营稳健、有扩表空间、土地储备的龙头将就此受益；</li> <li>4) 行业未来的整体 ROE 有下降趋势（财务杠杆下降），将更为依赖经营效率带来 ROIC 的改善，经营效率高的龙头 ROE 的估值溢价有望日趋明显。</li> </ol> <p>我们对于地产板块整体低配，但板块 Alpha 的确定性比 Beta 更大，建议重点关注其中的 Alpha 机会：<b>1) 整点关注其中经营高效、没有较大缩表压力、一二线城市土地储备优质的开发商龙头</b>：地产开发商估值几乎位于 10 年来的最低水平，市盈率仅比银行股略高，A、H 股开发商整体股息率 6-7%（部分标的甚至超过 10%），在此情况下不可忽视地产股的配置价值，尤其是对于龙头而言，即使行业停滞增长，其依然可以依赖市场份额的扩张来实现增长；<b>2) 关注存量竞争下的数字平台化中介（如贝壳）</b>，数字化将降低客单成本，提升毛利率；平台化的房产中介不依赖于传统的重资产广铺门店及招收代理人，其轻资产的平台化运作方式在降低了成本的同时，也能实现更快速扩张，且大量的数据整合有助于构建价值护城河，另外当前的房产中介市占率仍然相对分散，对于龙头仍有较大的提升空间。</p>

注：板块&行业组配置建议中，超配指投资组合配置权重高于指数权重；低配指投资组合配置权重低于指数权重；标配指投资组合配置权重与指数权重相同；指数权重数据截止于 2020/12/1

资料来源：浦银国际

## ● 公共事业板块——类债属性，建议低配

图表 172：2021 年策略分析师配置建议：MSCI 中国指数的公共事业板块（行业组即板块）

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
公共事业		低配 (指数权重 1.74%)	公用事业板块由于其需求刚性，现金流稳定、低估值、高分红，类债属性明显，由于我们预期 2021 年上半年利率中枢仍将上行，类债属性的公用事业需规避。
	火电	低配	煤炭价格上行挤压利润，短期需求上行但火电上网电量长期来看将受抑。 需求端：1) 经济复苏带动电力需求整体增长；2) 枯水期来临，火电短期可能将受益。 供应端：长期来看，能源结构调整，火电比例下降，上网电量下行。
	水电	低配	短期面临枯水期，长期来看优于火电。 需求：1) 整体电力需求上行；2) 枯水期来临短期受抑。 供应端：长期看复合能源结构需求，优于火电。

注：板块&行业组配置建议中，超配指投资组合配置权重高于指数权重；低配指投资组合配置权重低于指数权重；标配指投资组合配置权重与指数权重相同；指数权重数据截止于 2020/12/1

资料来源：浦银国际

## 操作策略

### ● 何时买——全年股票走势或先上后下，上半年仍有较大机会

虽然根据我们的 2021 年 MSCI 中国指数回报拆解来看，全年回报为个位数，但是上半年仍然有较大机会。择时我们主要从几个维度来看：

- 中国信贷脉冲已经冲至非常高位水平，目前尚未见顶，信贷脉冲见顶后，影响传递到实体经济、金融市场预计有一定时间滞留，上半年预计动能仍在，下半年相对压力会较上半年大。
- 我们的全球经济领先指标显示，全球经济很有可能在下半年三季度末四季度初左右见顶。全球经济周期的见顶后的回落如果叠加国内经济增长动能回落，下半年压力很可能较上半年大。
- 随着疫苗的逐步落地、经济复苏推进，市场对于海外经济体进行货币政策正常化的预期的讨论会升温，这可能对资本市场构成一定扰动。

因此，整体来看，我们认为上半年优于下半年，上半年的确定性较高，下半年需要密切留意，保持谨慎。全年走势或将出现先上后下，呈倒√型走势。尤其是受益于周期性需求复苏的标的，需要根据周期走势进行择时（上半年>下半年）

### ● 买什么——港股比 A 股好

2021 年全年来看，我们认为港股优于 A 股。从 DDM 模型来看，这个分化会较为明显，DDM 模型的分母是折现率，挂钩无风险利率，而分子则挂钩企业盈利。

- 分子盈利端，港股与 A 股企业都与中国经济基本面的走势息息相关，两者的区别不大。
- 分母无风险利率端，由于中外经济复苏的节奏不一致，内地流动性边际收紧，海外仍将保持相对宽松；而 A 股由内地流动性所主导，港股则更多受到海外影响，因此**港股的流动性状况要优于 A 股**。

另外从资金端来看，同样也是港股优于 A 股：

- **港股有新资金进入**。2020 年 11 月 25 日，香港特区行政长官林郑月娥公布施政报告。施政报告第 43 条“深化两地金融互联互通”指出，未来，在香港上市未有盈利的生物科技公司 and 内地科创板股票，在符合特定条件下会被纳入“互联互通”的选股范围，意味着港股市场将额外增加潜在资金流。

- **A 股资金有一定压力**，A 股方面，创业板注册制改革、再融资放开、科创板上市影响下，A 股的总融资规模连续攀升，2021 年趋势将延续，尤其是 A 股的解禁总规模将较 2020 年的 4.70 万亿增加至 2021 年的 4.72 万亿，从资金端来看同样也是港股优于 A 股。

**综上，2021 年港股整体优于 A 股。**



## 2021 年医疗行业展望：

### 坚持创新，伺机而动

- 2020 年全年回顾：**2020 年中国医药板块跑赢大盘，MSCI 中国医药指数涨幅高于 MSCI 中国 13%。但上半年涨幅高于 MSCI 中国 22%，下半年则跑输大盘。上半年各细分行业的表现分化明显，下半年分化缓慢缩小。2020 年初以来的股价表现最好的三个板块为互联网医疗、医疗器械和生物科技，下半年均有回调，与我们的预期一致。下半年表现最好的两个细分行业为医疗服务和 CRO 板块。
- 2021 年全年展望：**2020 年全年医药板块整体表现仍然跑赢大市，上半年市场过度反应，下半年趋于理性。2021 年我们推荐关注增长确定性高的子行业，例如 CRO、医疗服务行业，也推荐关注子行业内分化度较高的生物科技、制药行业中长期基本面趋势向上、管线丰富、创新程度高的公司，上升期间一旦回调即是机会。
- 制药行业：还看创新转型。**集采常态化，降价压力持续，医保谈判或改变市场竞争格局，需要选择仿制药占比小、创新药管线丰富、积极创新转型应对的公司。
- 生物科技行业：静待创新之花绽放。**中国生物科技企业虽然大幅降低了研发风险，但也因为靶点集中、竞争激烈，面临医保谈判带来的变局。市值大的公司受到追捧，仍有小而美的投资机会有待发掘。
- CRO 行业：高增长高确定性。**行业增长稳定，是唯一在上半年利润增长为正的子行业，显示出风险较小、增长确定性较高的特征。因此明年增长确定性更高，部分公司还受益于新冠项目，长期看好。
- 互联网医疗行业：顺应时代发展。**在用户获取和政策推动上受益疫情影响，虽然目前还有部分瓶颈有待突破，但跟随药品销售终端变化、消费升级的长期趋势，是值得关注的新兴行业。
- 医疗服务行业：价值回归。**受疫情影响严重，今年的低基数将会推高 2021 年的收入和利润增速。综合医院孵化特色专科有望提升估值，而专科医院随着消费升级和并购扩张，将会达到更高的增速。
- 医疗器械行业：关注技术门槛高的产品。**医疗器械集采带来恐慌，但国产医疗器械占比低、技术门槛高的赛道仍然值得关注。
- 首选标的康龙化成，提升药明生物目标价至 97.0 港币：**在坚持创新的长期趋势下，我们对于生物科技、CRO、互联网医疗行业龙头长期看好，但仍需注意股价调整，制药行业分化中可挖掘投资机会。我们首选标的是康龙化成 (3759.HK)，估值相对还尚有空间，且处于高成长期。药明生物 (2269.HK) 受益于新冠项目，我们提升 2021 年收入和归母净利润增速至 64% 和 56%，提升目标价至 97.0 港币，对应 2021 年的 148 倍 PE 和 2.6 倍的 PEG。

朱倩岚

医疗分析师

vicky\_zhu@spdbi.com  
(852) 2808 6439

胡泽宇

助理分析师

ryan\_hu@spdbi.com  
(852) 2808 6446

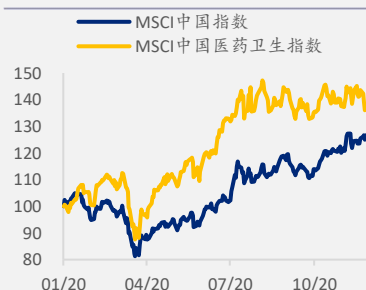
林琰

研究部主管

sharon\_lam@spdbi.com  
(852) 2808 6438

2020 年 12 月 08 日

#### 年初至今行业指数表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

#### 相关报告：

《[互联网医疗行业：决胜时刻到来](#)》(2020-10-13)

《[CRO 行业恢复高速增长，长期看好](#)》(2020-07-24)

《[CRO/CDMO：后起之秀，前景看好](#)》(2020-04-22)

# 目录

<b>2021 年医疗行业展望：坚持创新，伺机而动</b> .....	112
<b>2020 年全年回顾</b> .....	114
上半年医药板块领跑，下半年股价疲软 .....	114
市场逐渐回归理性 .....	116
<b>2021 年全年展望</b> .....	118
坚持创新，伺机而动 .....	118
制药行业：还看创新转型 .....	121
生物科技行业：静待创新之花绽放 .....	130
CRO/CDMO 行业：高增长高确定性 .....	132
互联网医疗行业：顺应时代发展 .....	133
医疗服务行业：价值回归 .....	134
医疗器械行业：关注技术门槛高的产品 .....	135
医药流通行业：稳定增长 .....	136
<b>覆盖公司</b> .....	137
康龙化成 .....	138
药明生物 .....	139
药明康德 .....	140
阿里健康 .....	141
平安好医生 .....	142

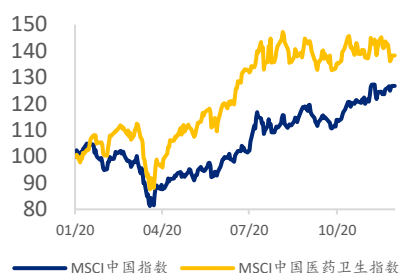
# 2021 年医疗行业展望：坚持创新，伺机而动

## 2020 年全年回顾

### ● 上半年医药板块领跑，下半年股价疲软

从 2020 年全年（截止 2020 年 12 月 7 日）的表现来看，中国医药板块跑赢大盘，MSCI 中国医药（港股）指数涨幅高于 MSCI 中国 13%。但若拆分上下半年的表现来看，上半年在疫情的刺激下，MSCI 中国医药指数涨幅高于 MSCI 中国 22%，下半年表现则为跑输大盘。

图表 173: MSCI 中国指数 vs. MSCI 中国医药卫生指数 (11M 2020)



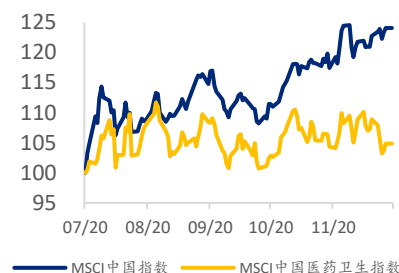
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 174: MSCI 中国指数 vs. MSCI 中国医药卫生指数 (1H 2020)



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 175: MSCI 中国指数 vs. MSCI 中国医药卫生指数 (2020 年 7-11 月)

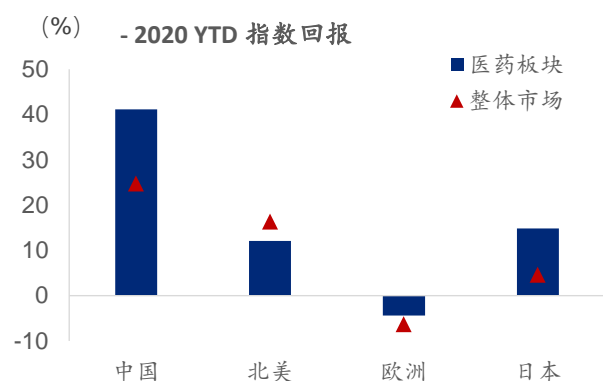


资料来源：Bloomberg、浦银国际

其他地区北美、欧洲和日本也在今年呈现出相同的趋势。全年北美医药跑输 4%，欧洲和日本医药板块跑赢 2% 和 10%，上半年分别比当地整体市场表现高出 2%、18% 和 15%，因此下半年的表现也趋于平淡。

从静态市盈率来看，MSCI 中国医药指数的静态市盈率相对 MSCI 中国指数的增长在整个全球市场仍很明显，2020 年初以来的市盈率比 2019 年的市盈率高 78%，而其他地区则相对稳定。MSCI 中国医药指数的市盈率显著高于 MSCI 中国，是因为新纳入的生物科技和互联网医疗公司拉低了盈利，因此造成了较高的市盈率。我们在今年年中的展望报告 [《2H20 医疗行业展望：分化中找长期机会》](#) 中曾指出，由于 MSCI 中国医药指数纳入了市值较大的未盈利公司，市盈率已不再是合适的估值参考标准。截止 2020 年 10 月底的数据来看，前 10 大市值的公司中有 4 家公司是未盈利公司（阿里健康在 2020 年 9 月底的半年报首次扭亏为盈），市值占 MSCI 中国医药指数的比重约为 18.93%。

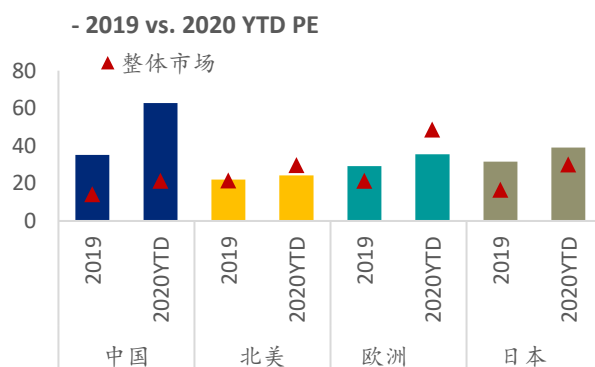
**图表 176: 2020 年初以来全球医药板块指数回报均跑赢大市**



注：医药板块指数表现分别为 MSCI 日本医药、MSCI 欧洲医药、MSCI 北美医药、MSCI 中国医药指数表现；整体市场指数表现分别为 MSCI 日本、MSCI 欧洲、MSCI 北美、MSCI 中国指数表现。股价截至 2020 年 12 月 7 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

**图表 177: 全球医药板块 vs. 整体市场静态市盈率 (2019 vs. 2020 年初至今)**



注：医药板块 PE 分别指 MSCI 日本医药、MSCI 欧洲医药、MSCI 北美医药、MSCI 中国医药指数的 PE；整体市场 PE 分别为 MSCI 日本、MSCI 欧洲、MSCI 北美、MSCI 中国指数的 PE。数据截至 2020 年 12 月 7 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

值得注意的是，MSCI 中国医药指数中，前十大公司市值占比为 61.99%，和 MSCI 美国医药的 48.55% 相比，集中度更高。我们认为，中国医药领域强者恒强的逻辑仍然存在，但因为整个市场处于扩容期，因此未来还可能在第二梯队中寻找投资机会。

**图表 178: MSCI 中国医药指数（港股）前十大权重股**

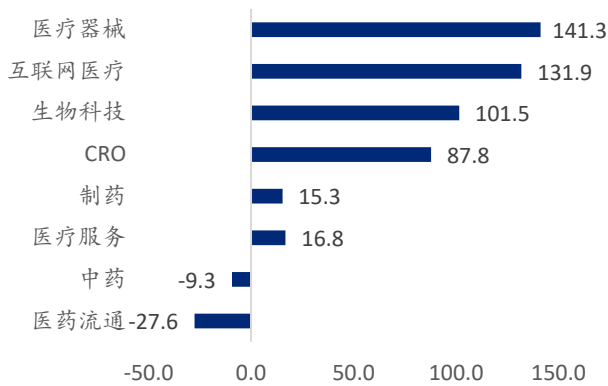
代码	股票	自有流通量调整市值 (十亿港币)	指数权重(%)	所属行业
2269 HK	药明生物	220.49	19.48%	CRO/CDMO
1177 HK	中国生物制药	81.17	7.17%	制药
1093 HK	石药集团	73.37	6.48%	制药
241 HK	阿里健康	65.51	5.79%	互联网医疗
1801 HK	信达生物	53.76	4.75%	生物科技
1833 HK	平安好医生	51.63	4.56%	互联网医疗
9688 HK	再鼎医药	43.39	3.83%	生物科技
3692 HK	翰森制药	40.9	3.61%	制药
1066 HK	威高股份	37.26	3.29%	医疗器械
2359 HK	药明康德	34.11	3.01%	CRO/CDMO
<b>总计</b>		<b>701.60</b>	<b>61.99%</b>	

资料来源：Bloomberg、公司数据、浦银国际

## ● 市场逐渐回归理性

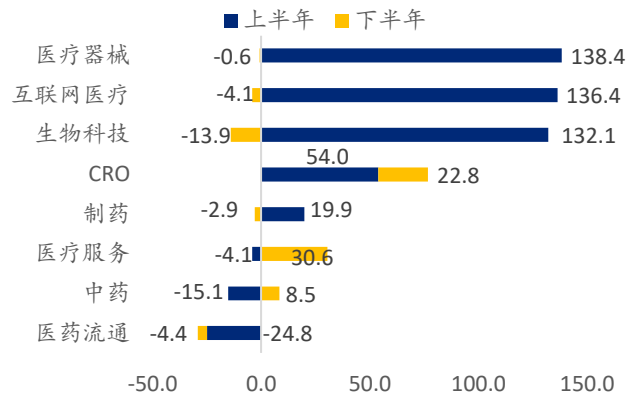
上半年医药各细分行业的表现分化明显，下半年分化在缓慢缩小。**2020年**以来的股价表现最好的三个板块为**医疗器械、互联网医疗和生物科技**，涨幅分别为**141.3%、131.9%和101.5%**，但下半年的表现不佳，与我们的预期一致。这三个细分行业在下半年分别有**0.6%、4.1%和13.9%**的回调。医疗器械例如春立医疗在下半年曾受到集采的影响股价受挫。互联网医疗前期疫情期间受益剧增的用户数和政策支持，市场过度反应后也趋于冷静，例如网上问诊业务占比相对较高的平安好医生在上半年股价翻倍，从8月开始回调，虽然目前股价相较年初仍有**60.5%**的涨幅。

图表 179: 2020 年 YTD 医药子行业股价表现 (%)



注：股价截至 2020 年 12 月 7 日。  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

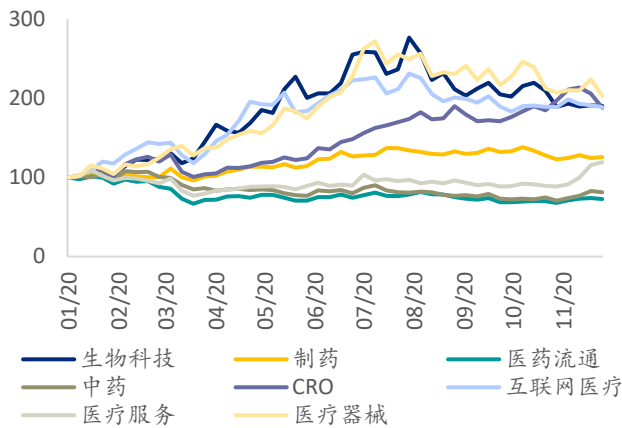
图表 180: 上半年和下半年医药子行业股价表现 (%)



注：下半年股价截至 2020 年 12 月 7 日。  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

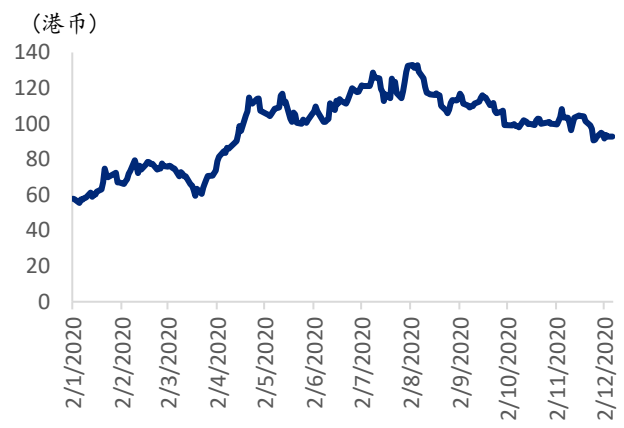
下半年涨幅最大的两个细分行业为**CRO和医疗服务板块**，分别有**22.8%和30.6%的涨幅**。医疗服务在上半年受到疫情影响最大，下半年已经逐渐恢复，且今年低基数的情况下明年的增速会较为明显，因此股价有所反弹。CRO最快从疫情中恢复，仍然保持高增速，增长确定性高，政策风险较小。中药和流通板块表现仍然平庸，行业缺乏强有力的催化剂。

图表 181: 2020 年年初至今医药子行业股价表现



注：股价截至 2020 年 12 月 7 日。  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

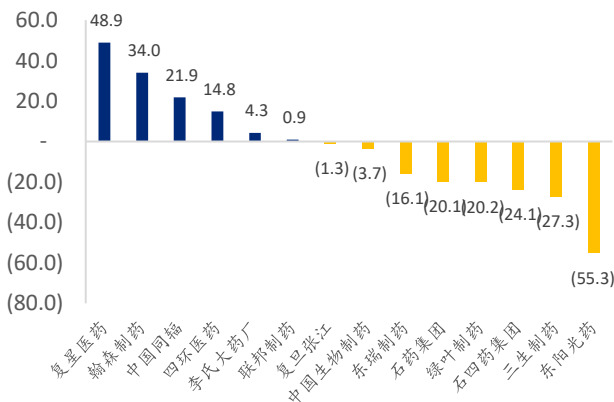
图表 182: 平安好医生年初至今股价表现



注：股价截至 2020 年 12 月 7 日。  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

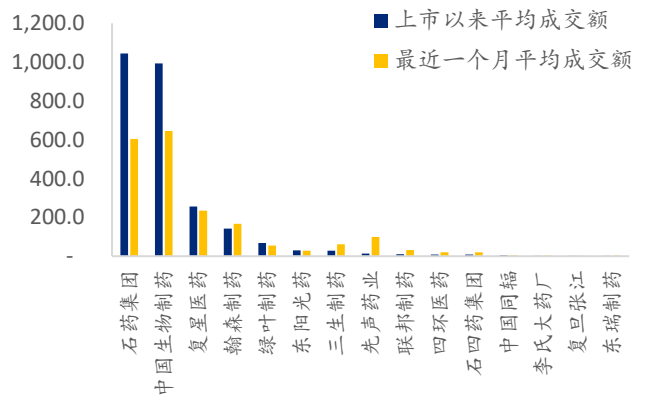
更微观的公司层面上，同一个细分行业中的分化仍然存在。例如，制药行业除了集采和医保谈判对整体制药行业的影响，个股的影响因素仍然很多。制药在 2020 年初至今的股价表现为 15%，复星医药涨幅最高为 48.9%，跌幅最大的东阳光药为 55.3%，分别是因为疫苗和抗病毒药的原因。从上市以来和最近一个月的平均成交额来看，头部企业石药和中国生物制药占明显优势，而对于中小型市值的制药企业，投资者热度一般。

图表 183: 制药行业个股年初至今股价表现



注：股价截至 2020 年 12 月 7 日。  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 184: 制药行业个股平均成交额（百万港元）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

# 2021 年全年展望

## ● 坚持创新，伺机而动

2020 年医药板块整体表现跑赢大市，但上半年市场过度反应，下半年趋于理性。虽然细分子行业在下半年的分化有所缩小，但同样也体现了价值回归，错杀的好公司股价有所反弹，而前期热度超过预期的股票出现“捧杀”的情况，因此基于对于子行业和单个公司的理解才能做出投资决策。

对于风险厌恶型的投资者，我们推荐关注增长确定性高的子行业，例如 CRO、医疗服务行业；对于风险偏好型的投资者，我们推荐关注子行业内分化度较高的生物科技、制药行业，长期基本面趋势向上、管线丰富、创新程度高的公司，上升期间一旦回调即是机会。

### 财务预测与股价表现

图表 185: 2020 年医药子行业股价、收入及利润变动

细分子行业	收入增长 (%)		利润增长 (%)		股价涨幅 (%)		收入增长 (%)	利润增长 (%)
	1H20	2H20E	1H20	2H20E	1H20	2H20	2021E	2021E
制药	17.6	23.1	-5.6	30.2	20.9	-3.9	22.8	24.3
医药流通	26.2	14.1	-8.9	64.2	-24.8	-1.3	10.7	12.4
中药	7.4	12.1	-15.7	81.6	-14.7	0.4	14.2	17.1
CRO	40.7	36.2	107.5	37.1	50.2	32.8	39.1	27.4
医疗服务	46.2	21.6	-45.2	158.3	-4.2	19.4	32.5	44.9
医疗器械	34.7	25.4	12.8	44.5	136.5	-10.7	56.9	255.6

注：生物科技行业和互联网医疗行业未盈利公司居多，未纳入表格中。E=Bloomberg 预测  
资料来源：Bloomberg、公司数据、浦银国际

### 1. 制药行业

制药行业的利润增长在上半年受到疫情影响有小幅降幅，股价在下半年表现不佳很大程度是因为集采和医保谈判的降价压力。我们认为集采降价的压力今后在很长时间内都将伴随这个板块，因此需要选择仿制药占比小、创新药管线丰富、积极创新转型应对的公司。

### 2. 生物科技行业

分化明显，虽然 fast follow 的跟随策略大幅降低了临床开发的研发风险，但同时也因为研发追热点、靶点集中、竞争激烈，面临更多市场方面的不确定性，例如医保谈判可能完全改变药品的竞争格局。短期内市值大的生物科技公司可能受益于生物科技公司纳入互联互通范围。

### 3. CRO/CDMO 行业

CRO/CDMO 行业最快从疫情中恢复，是唯一在上半年利润增长为正的子行业，显示出**风险较小、增长确定性较高的特征**，因此在上半年和下半年股价都超出其他子行业的表现。明年增长确定性更高，部分公司例如药明生物（2269.HK）还受益于新冠疫苗和中和抗体项目带来的收入和利润贡献，整个行业增长确定性较高，市场预期明年的收入和利润增长分别为 39.1%和 27.4%。

### 4. 互联网医疗行业

趁着这次疫情，互联网医疗行业在用户获取和政策推动上都有了长足的进步。细分业态中，医药电商虽属于成熟的商业模式，处方药放开是一大利好，但仍需等待医保瓶颈突破。网上问诊目前还处于发展初期，除了平安好医生的母公司导流模式，后期发展一定程度依靠线下医疗资源的拓展。京东健康也将于近期上市，将为行业带来更多关注度。

### 5. 医疗服务行业

医疗服务行业在上半年受疫情影响严重，**今年低基数将会推高 2021 年的收入和利润增速**。综合医院处于医保控费的主旋律下，高增长很难达到，孵化特色专科可能是未来提升估值的一种路径。专科医院随着消费升级和并购扩张，将会达到更高的增速。

### 6. 医疗器械行业

医疗器械行业虽然有耗材带量采购的降价压力，但港股上市公司的产品组合中受到影响不大，基本都处于蓝海市场。

### 7. 医药流通行业

医药流通行业整体增速趋于稳定，销售终端从原先的约 70%占比的医院转向院外销售，行业龙头也早已开始布局如 DTP 药房等院外销售渠道。由于本身体量太大增长不明显，估值提升困难。集采对于医药流通行业属性偏中性，降价压力和资金周转两相抵消，且目前体量仍然很小。

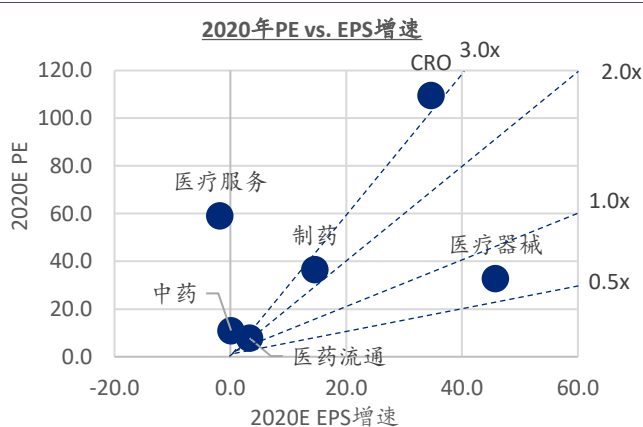
### 8. 中药板块

中药板块走势低迷，在医保控费大环境下，中成药也不可避免的会面临集采的挑战。改变产品组合走消费升级的道路直面消费者，或改变销售渠道或更加符合中成药企业的发展。

## 估值比较

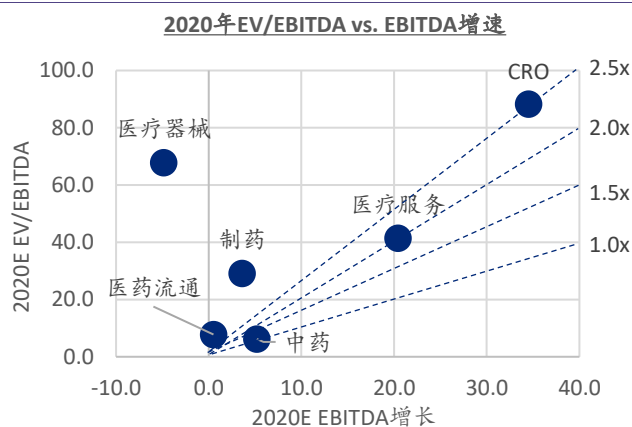
因为互联网医疗和生物科技公司细分行业尚未盈利公司居多，我们只对制药、CRO、医药流通等子行业的 2020 年和 2021 年的估值进行比较。根据市场预测，CRO 板块在 2020 和 2021 年的估值均处于较高水平。制药板块从 2020 年较高水平回落到 2021 年 1 倍的 PEG 和 EV/EBITDA/EBITDA 增速，可能是由于集采和医保降价带来的压力；医疗服务板块由于疫情影响，从 2020 年恢复到 2021 年的合理水平，估值上相对便宜；医疗器械板块的估值水平在 2021 年较 2020 年有所上升；医药流通和中药板块在 2021 年 PEG 估值倍数下降，处于较低水平。

图表 186: 2020 年 PE 和 EPS 增速预测



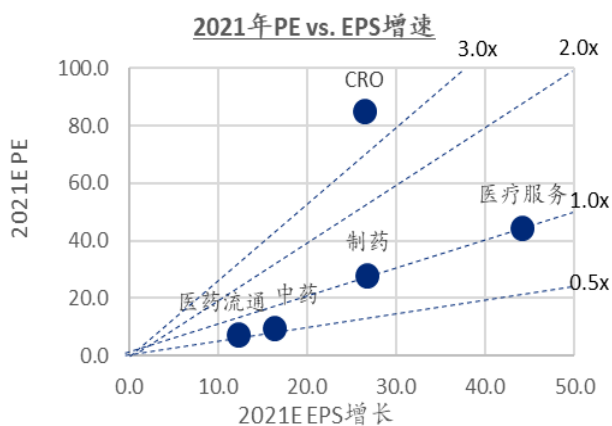
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 187: 2020 年 EV/EBITDA vs. EBITDA 增速预测



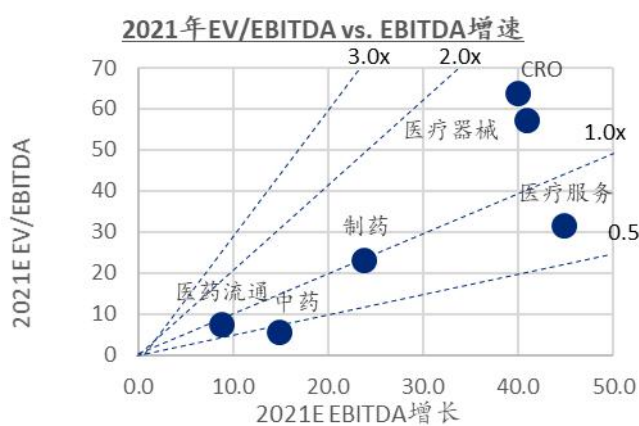
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 188: 2021 年 PE 和 EPS 增速预测



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 189: 2021 年 EV/EBITDA vs. EBITDA 增速预测



资料来源: Bloomberg、浦银国际

## ● 制药行业：还看创新转型

制药行业的利润增长在上半年受到疫情影响有小幅降幅，股价在下半年表现不佳很大程度是因为集采和医保谈判的降价压力。我们认为在医保控费的大旋律下，集采降价的压力今后在很长时间内都将伴随这个板块，医保谈判能够改变药品竞争格局，因此应选择仿制药占比小、创新药管线丰富的公司。

### 集采常态化，降价压力持续

仿制药集采未来将成为常态，每一轮集采都如同西西弗斯的石头，不断打压成熟制药企业的估值。从集采时间上来看，每年都有2次国家集采+省级/联盟带量采购。自2018年12月开始，国家集采已经进行了1+3轮，平均每年将会执行2次集采，并且由于采购量为全国医院的50-80%，中选品种数量基本等于目录品种数量，意味着竞争激烈。

同时，省级集采进行得更为频繁，扩大了未进入国家集采的药品范围，而地区之间也会互相借鉴谈判价格。在国家带量采购常态化的背景下，已有福建、湖北、湖南、云南、山西、江西、安徽、青海等多个省级和联盟采购。例如今年11月，山东将首批40个药品纳入药品省级集中带量采购范围内，最终39个入围药品价格平均降价67.3%，最高降幅98.6%。今年11月底的重庆市、贵州省、云南省、湖南省、广西五省市联盟集采，药品最高降幅为83.54%。因此，药品价格持续下降，并且覆盖的药品范围逐渐扩大。

图表 190: 各轮带量采购规则对比

	第一批：4+7 试点	第一批国家集采（4+7 扩围）	第二批国家集采	第三批国家集采
目录品种数量	31	25	33	56
中选品种数量	25	25	32	55
采购周期	以结果执行日起 12个月为一个周期	1-2家：1年； 3家：2年； 采购周期视实际情况可延长一年	1家：1年； 2-3家：2年； 4-6家：3年	1-2家：1年；3家：2年；4-8家：3年
采购规则	最低价与降幅	报价最低的3家获得资格	入围 N-1 家，最多不超过 6 家，满足以下条件之一的入围企业便可拟中选：报价 ≤ 最低报价的 1.8 倍；降幅 ≥ 50%；报价 ≤ 0.1 元	入围 N-1 家，最多不超过 8 家，中选条件与第二批一致
开标时间	2018 年 12 月 6 日	2019 年 9 月 24 日	2020 年 1 月 17 日	2020 年 8 月 20 日
执行时间	2019 年 3-4 月份	2019 年 12 月	2020 年 4 月（湖北除外）	2020 年 11 月

资料来源：医药云端、浦银国际

但从这几批集采中选企业性质来看，国内药企的中选占比达到 85%-98%，而外企的参与度明显较低。因为进入集采的品种有部分为外资药品品种过了专利期却仍维持高价并占据很大市场份额，这也是国内药企参与度高的原因。从进入集采的药品销售来看，原先市场份额占比大的厂家将会承受业绩压力，但对于新获批药品上市的厂家想要快速扩大市场份额会是利好。

**图表 191：各轮带量采购中选企业对比**

集采批次	总中选企业数	外企中选家数	占比	国内药企中选家数	占比
4+7 试点	16	2	12.50%	14	87.50%
集采扩围	46	7 (1 家为仿制药企)	15.22%	39	84.78%
第二批集采	78	5	6%	73	94%
第三批集采	129	3	2.33%	126	97.67%

资料来源：医药云端、浦银国际

### 医保谈判博弈改变市场竞争格局

随着出生率下滑，老龄化到来，医保基金压力长期较大。过去 10 年 2009-19 年期间，基金支出的年复合增长率 21.7%，基金结余年复合增长率 20.2%。虽然目前来看增长率差距不大，但长期来看差距将拉大，**医保基金压力逐渐增加。**

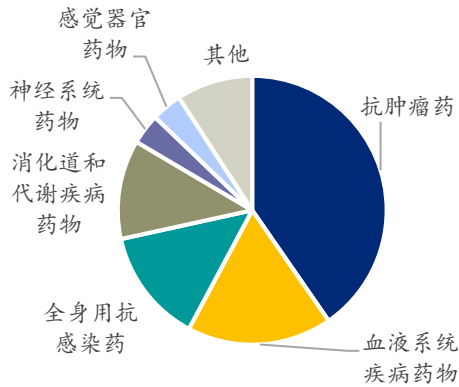
在医保控费的大环境下，从 2016 年 5 月开始国家共组织了 4 次医保谈判，对 153 个药品进行了医保谈判，其中抗肿瘤药品的占比最大为 35%。虽然 4 次平均价格降幅为 44%到 60.7%区间，但从使用金额和频度来看，自 2018 年 17 版目录执行后，医保药品使用金额及使用频度占比显著提升，19 版目录执行后使用金额、使用频度占比略有小幅升高。

**图表 192：医保支出压力长期看较大**

年份	基金支出 (亿)	累计结余 (亿)	支出增长 (%)	累计结余增长 (%)
2009	2,797	4,276	34.3%	24.6%
2010	3,538	5,047	26.5%	18.0%
2011	4,431	6,180	25.2%	22.4%
2012	5,544	7,645	25.1%	23.7%
2013	6,801	9,117	22.7%	19.3%
2014	8,134	10,645	19.6%	16.8%
2015	9,312	12,543	14.5%	17.8%
2016	10,767	14,964	15.6%	19.3%
2017	14,422	19,386	33.9%	29.5%
2018	17,608	23,234	22.1%	19.9%

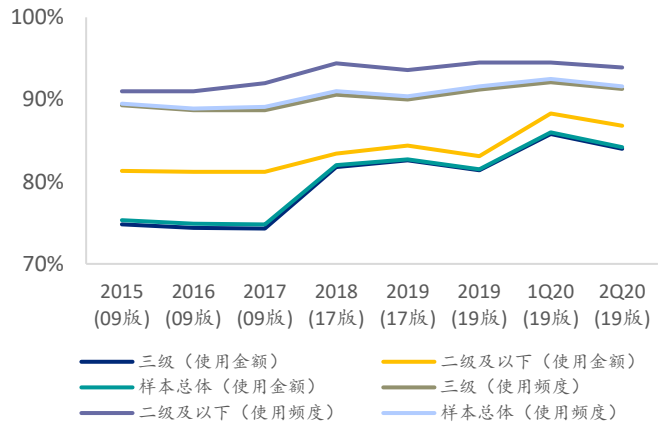
资料来源：国家医疗保障局、浦银国际

图表 193:国家医保谈判涉及品种



资料来源:上海市卫生和健康发展研究中心、浦银国际

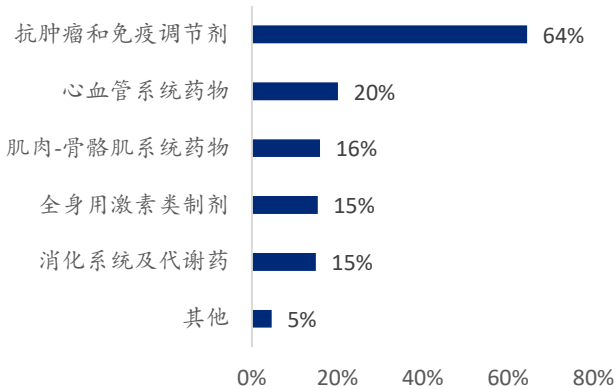
图表 194:近五年报使用金额、使用频度占比



资料来源:中国药学会、浦银国际

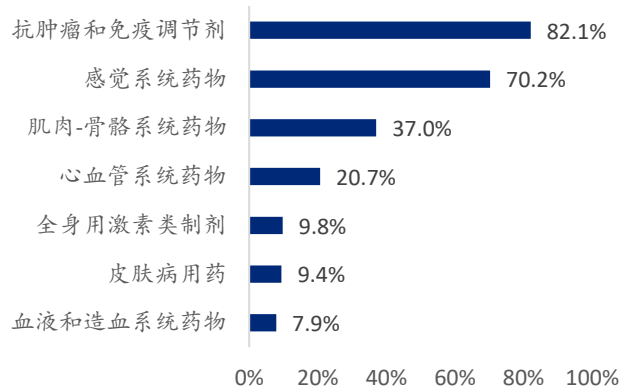
分治疗领域来看,抗肿瘤药领域仍然是医保调整结构中最获益的。以药学会2020年上半年数据为基础,对比2017版与2019版医保药品目录,品种数量增加12.77%,其中肿瘤免疫调节药品数量增加了64.44%。而对比金额的增速,整体药品和肿瘤免疫调节药品分别增长20.82%和82.09%。

图表 195:2017与2019年版医保药品目录品种变动



资料来源:中国药学会、浦银国际

图表 196:2017和19版医保目录药品使用金额占比及绝对值变化情况



资料来源:中国药学会、浦银国际

医保谈判更多是医保和企业博弈的过程,但对于企业来说,品种如果不能进入医保意味着无法放量,因此医保谈判对销售量有很大帮助。但医保谈判价格降幅如果无法通过量来弥补,对销售收入就会造成负面影响。但对于竞争格局不佳的药品,企业也不能承受丢失市场的后果。

目前有些药品竞争格局恶化，热门靶点竞争白热化。例如已上市的 PD-1 单抗已经有 2 家外企和 4 家中国药企，未来还将有 13 家公司的 PD-1 申报上市，目前仍处于临床阶段。信达生物的信迪利单抗以降价 64% 的幅度被纳入 2019 年医保目录，今年即将开展的 2020 年医保谈判目录中已经有更多竞争者加入，包括纳武利尤单抗（BMS）、帕博丽珠单抗（默沙东）、特瑞普利单抗（君实生物）、替雷利珠单抗（百济神州）以及卡瑞利珠单抗（恒瑞）。

图表 197：已上市 PD-1 单抗药物售价

商品名	通用名	公司	售价	PAP 后首年治疗费用（人民币）
欧狄沃	纳武利尤单抗	百时美施贵宝	9,260 元(100mg) 4,591 元(40mg)	22.24 万
可瑞达	帕博丽珠单抗	默沙东	17,918 元(100mg)	32.25 万
拓益	特瑞普利单抗	君实生物	7,200 元(240mg)	10.08 万
达伯舒	信迪利单抗	信达生物	7,838 元(100mg)	医保价格 10.23 万
艾立妥	卡瑞利珠单抗	恒瑞医药	19,800 元(200mg)	11.88 万
百泽安	替雷利珠单抗	百济神州	10,688 元(100mg)	10.69 万

资料来源：公开资料、浦银国际

除了已经上市的这几家 PD-1 外，还有部分公司的 PD-1/PD-L1 仍在临床阶段，未来竞争将会更加激烈。

图表 198：目前仍处于 NDA 和临床阶段的 PD-1/PD-L1 单抗

公司	药品	靶点	阶段
嘉和生物	杰诺单抗（GB226）	PD-1	NDA
中国生物制药；康方生物	派安普利单抗（AK105）	PD-1	NDA
誉衡药业；药明康德	赛帕利单抗（GLS010）	PD-1	NDA
基石药业	CS1003	PD-1	III 期
复宏汉霖	HLX10	PD-1	III 期
神州细胞	SCT-I10A	PD-1	III 期
康方生物；翰中生物；翰思生物	HX008	PD-1	II 期
百奥泰生物	BAT1306	PD-1	II 期
丽珠单抗	LZM009	PD-1	II 期
新时代药业	F520	PD-1	II 期
齐鲁制药	QL1604	PD-1	II 期
百奥泰生物	BAT1308	PD-1	I 期
三生国健	609A	PD-1	I 期
尚健生物	SG001	PD-1	I 期
思坦维	hAB21	PD-1	I 期
养生堂	rHSV-1-APD1	PD-1	I 期
大有华夏	TY101	PD-1	I 期
安科生物	SSI-361	PD-1	I 期

（接下页...）

公司	药品	靶点	阶段
康宁杰瑞; 思路迪	KN035	PD-L1	NDA
基石药业	CS1001	PD-L1	III 期
恒瑞医药	SHR-1316	PD-L1	III 期
中国生物制药	TQB2450	PD-L1	III 期
兆科肿瘤	ZKAB001	PD-L1	III 期
厚德奥科	LP002	PD-L1	II 期
白帆生物、天演药业、宝船生物、桂林三金	LDP	PD-L1	II 期
科伦药业	KL-A167	PD-L1	II 期
智翔医药	GR1405	PD-L1	II 期
荣昌生物	RC98	PD-L1	I 期
迈博斯	MSB2311	PD-L1	I 期
怀瑜药业	重组全人源抗 PD-L1 单克隆抗体	PD-L1	I 期
海正药业	HS636	PD-L1	I 期
君实生物	JS003	PD-L1	I 期

资料来源：CDE、浦银国际

尽管医保谈判降价明显，但我们认为对于成熟制药企业的负面影响大幅小于集采，主要因为品种为创新药，新进入者抢占市场对于收入和利润都是利好，且单价显著高于仿制药，因此留给药企的利润空间仍然可观。

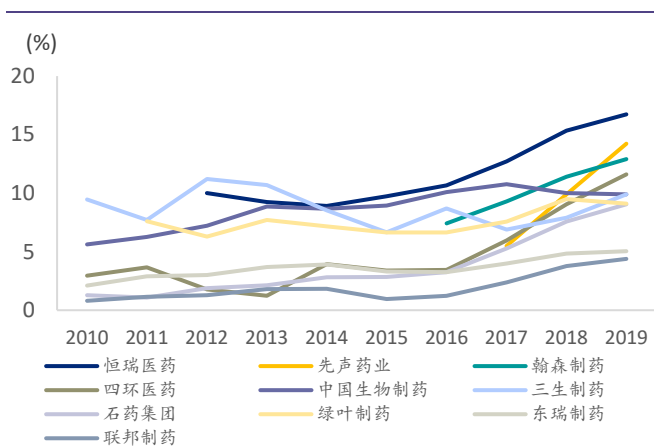
## 投资方向和趋势

降价压力不会减小，竞争格局恶化是不争的事实。药企也在积极应对，研发立项时也会加入更多市场竞争格局的考量因素。我们基于对医药行业政策和市场的判断，认为明年 2021 年制药子行业的投资逻辑应该遵循以下 5 个方向和趋势：

### 1. 加大研发投入，转型创新

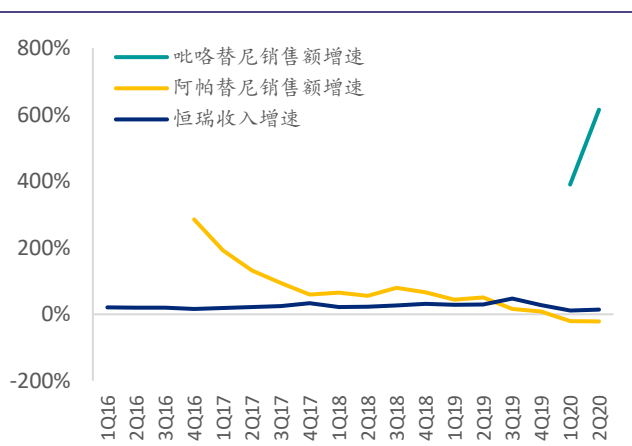
头部公司如恒瑞医药、中国生物制药等较早便开始加大研发投入布局创新药，目前平均研发费用占收入比重达到 10%。随着医改深入，不少处于第二、三梯队的制药企业近几年也开始在积极创新转型应对，在研发上加大投入。

图表 199: 2010-19 年部分药企研发投入/收入占比



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 200: 恒瑞 1 类创新药收入增速 vs. 财报收入增速 (%)



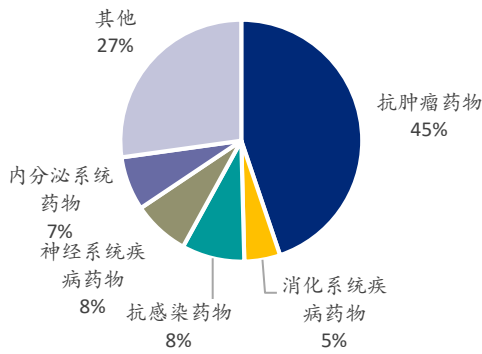
资料来源：Bloomberg、PDB、浦银国际

创新药的收入增速显著高于公司增速，因此拉动公司收入增长，部分弥补仿制药进入集采带来的负面影响。例如，恒瑞的创新药阿帕替尼在 2015 年上市后就保持较高增速，而在 2019 年增速下滑后又有新药吡咯替尼和卡瑞利珠单抗陆续上市接棒，继续拉动公司整体收入增长。

### 2. 在所有治疗领域中，抗肿瘤治疗领域最值得关注

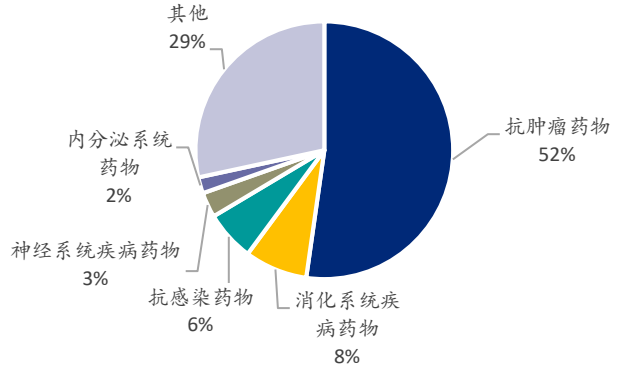
抗肿瘤治疗是目前关注度较高的领域，2019 年 CDE 共受理国产和进口化药 IND 申请 444 件和 250 件，抗肿瘤领域分别占比 52%和 45%；国产和进口化药 NDA 申请 45 件和 88 件，抗肿瘤领域分别占比 36%和 32%。

图表 201: 2019 年进口化学药 IND



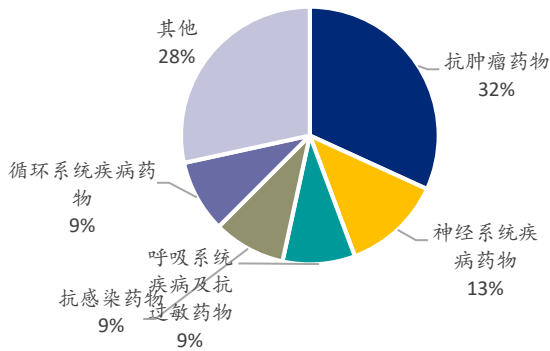
资料来源: CDE、浦银国际

图表 202: 2019 年国产化学药 IND



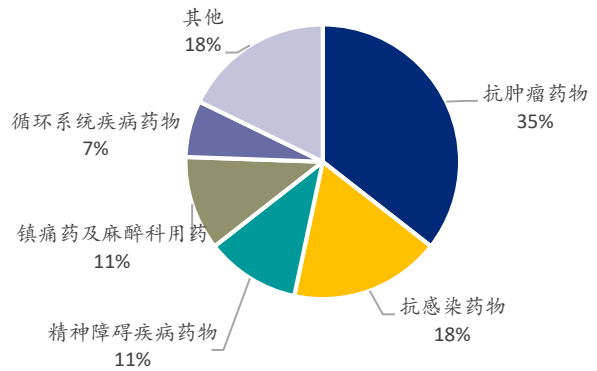
资料来源: CDE、浦银国际

图表 203: 进口化学药 NDA



资料来源: CDE、浦银国际

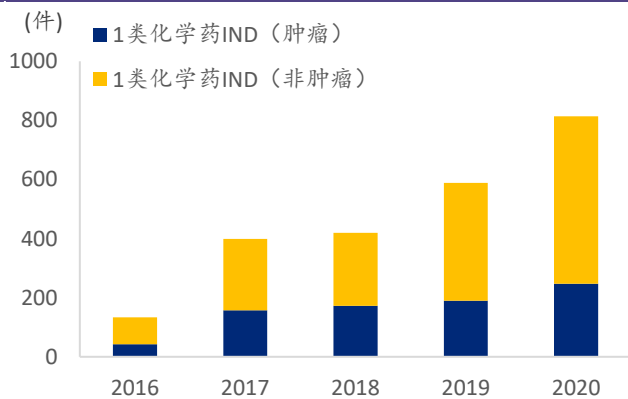
图表 204: 国产化学药 NDA



资料来源: CDE、浦银国际

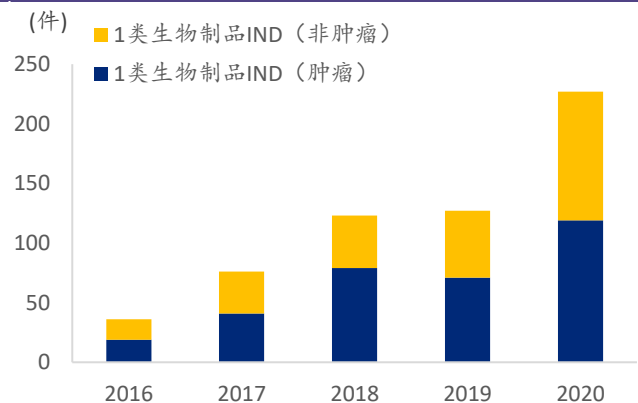
根据药海数据, 2020 年 1-11 月 1 类化学创新药 IND 申请数量为 814 件 (含重复申请), 其中肿瘤药 247 件, 占比 30%。1 类生物制品 IND 申请数量 227 件, 其中肿瘤药 119 件, 占比 52%。

图表 205: 1 类化学创新药 IND 数量



注: 2020 年仅含 1-11 月数据  
资料来源: 药海、浦银国际

图表 206: 1 类生物制品 IND 数量

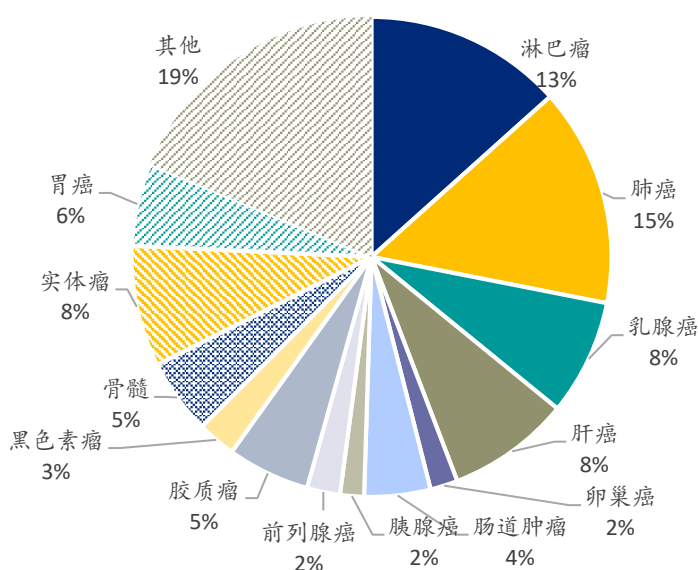


注: 2020 年仅含 1-11 月数据  
资料来源: 药海、浦银国际

### 3. 集采常态化背景下公司需通过丰富产品组合促增长

在集采常态化的趋势下，再难复制单一品种造就一个上市药企的故事，公司需要通过丰富的产品组合来促进销售增长。在 823 项披露的在中国进行的联合抗肿瘤治疗的研究实验中，肺癌、淋巴瘤、肝癌、乳腺癌是前几大适应症。联合治疗不仅在部分抗肿瘤治疗的研究结果中疗效得到证实，也符合药企的销售策略，即负责同一科室的销售团队推出同一治疗领域的产品组合更高效，抢占更多市场份额。因此我们建议关注拥有药品研发管线丰富、药品组合具有协同性的公司。

图表 207: 联合治疗适应症分布



资料来源: CDE、浦银国际

### 4. 集采利好新获批药品上市厂家快速扩大市场份额

从进入集采的药品销售来看，量并不能完全弥补价的损失，原先市场份额占比大的厂家将会承受业绩压力，但对于新获批药品上市的厂家想要快速扩大市场份额会是利好，因此对于同一事件不同企业的影响分化明显。具体案例分析参见报告[《2H20 医疗行业展望：分化中找长期机会》](#)和[《从 ESMO 看贝伐珠单抗生物类似药的竞争格局》](#)。

图表 208：制药行业估值

股份代号	公司名称	7-Dec			52周		市值(百万美元)	自由流通股%	PE			PS		EPS增速			PEG		
		股价(LC)	高	低	2020E	2021E			2022E	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
3692 HK Equity	翰森制药	34.7	39.5	22.7	26,498.4	15.3	59.7	45.2	38.1	18.6	14.4	NA	4.2	32.2	18.7	14.2	1.4	2.0	
11777 HK Equity	中国生物制	7.0	10.9	6.5	17,034.0	53.0	38.3	31.1	25.7	4.5	3.7	(70.5)	6.4	23.4	21.1	6.0	1.3	1.2	
2196 HK Equity	复星医药	35.0	40.1	19.5	19,127.1	91.0	22.0	17.7	14.7	3.9	3.3	21.5	3.4	23.8	21.0	6.5	0.7	0.7	
1093 HK Equity	石药集团	7.7	10.8	7.1	11,941.3	70.8	15.9	14.2	12.2	3.0	2.6	20.8	31.4	11.9	16.1	0.5	1.2	0.8	
2096 HK Equity	先声药业	8.2	13.7	7.9	2,759.8	18.6	31.4	14.1	11.3	3.9	2.7	38.7	NA	122.7	24.5	NA	0.1	0.5	
1530 HK Equity	三生制药	7.3	13.9	6.8	2,408.7	41.0	10.9	9.4	8.2	2.7	2.3	(24.0)	48.8	16.2	14.0	0.2	0.6	0.6	
1349 HK Equity	复旦张江	4.4	7.9	3.6	2,468.4	79.2	NA	NA	NA	NA	NA	108.3	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
2186 HK Equity	绿叶制药	4.7	6.2	3.5	1,953.3	53.3	8.7	7.9	7.1	1.9	1.8	12.9	(2.8)	10.2	11.1	(3.1)	0.8	0.6	
2005 HK Equity	石四药集团	4.8	7.8	4.0	1,881.7	44.2	15.8	11.1	9.0	3.3	2.6	23.4	(10.7)	42.2	23.0	(1.5)	0.3	0.4	
3933 HK Equity	联邦制药	5.7	9.4	4.6	1,360.5	50.3	9.8	8.5	7.6	1.0	0.9	(6.4)	(2.3)	15.4	11.4	(4.3)	0.6	0.7	
1558 HK Equity	东阳光药	9.9	25.4	8.9	1,122.8	55.2	5.5	4.5	8.2	2.1	1.7	104.3	(28.6)	20.7	(44.9)	(0.2)	0.2	(0.2)	
1763 HK Equity	中国同辐	25.7	32.0	16.5	1,058.5	78.1	20.3	16.7	14.1	1.6	1.4	(10.4)	3.4	21.2	18.7	6.0	0.8	0.8	
460 HK Equity	四环医药	0.9	1.1	0.7	1,086.9	36.5	12.3	11.7	8.9	3.3	2.5	NA	233.3	4.9	31.3	0.1	2.4	0.3	
950 HK Equity	李氏大药厂	4.6	6.4	3.4	349.8	59.9	11.6	10.9	9.2	2.2	1.9	(70.0)	87.6	6.3	18.9	0.1	1.7	0.5	
2348 HK Equity	东瑞制药	1.2	1.5	0.9	236.1	41.0	NA	NA	NA	NA	NA	(15.4)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
<b>制药</b>							<b>34.6</b>	<b>26.9</b>	<b>22.6</b>	<b>8.1</b>	<b>6.4</b>	<b>(1.4)</b>	<b>11.7</b>	<b>27.1</b>	<b>18.5</b>	<b>7.0</b>	<b>1.1</b>	<b>1.2</b>	

E=Bloomberg 市场预期。截至 12 月 7 日收盘价。

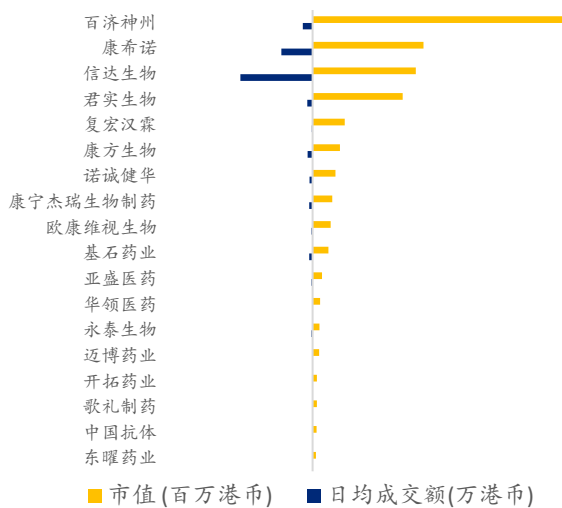
资料来源：Bloomberg、浦银国际

## ● 生物科技行业：静待创新之花绽放

不同于海外的生物科技行业，中国生物科技企业由于起步晚，更多采取快速跟随（Fast Follow）的策略，因此虽然大幅降低了临床开发的研发风险，但同时也因为研发追热点、靶点集中、竞争激烈，面临更多市场方面的不确定性，例如**医保谈判可能完全改变药品的竞争格局**。但和制药行业不同的是，生物科技公司没有仿制药集采的包袱，因此拥有爆发式增长的潜力。

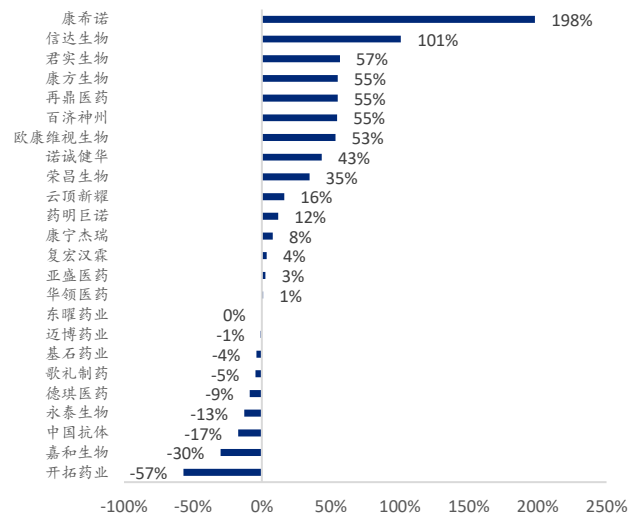
相应地，资本市场对于中国生物科技行业的投资也处于早期阶段，倾向于追捧市值大，或者有热点的公司。例如，康希诺生物的涨幅远超其他个股，因为新冠病毒疫苗的研发受到追捧，2020年以来涨幅达到198%。各公司股价表现仍然呈现分化，市值大的生物科技公司日均交易额较高，股价表现也相应走高，且可能受益于生物科技公司纳入互联互通范围。

图表 209: 生物科技公司市值与日均成交额



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 210: 生物科技公司股价年初至今表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

热门靶点竞争白热化，例如 PD-1 单抗的竞争格局如前文所述。在医保和集采的双重压力下，我们建议投资者可挖掘技术平台独特有优势、小而美的生物医药公司，或专注某个治疗领域的生物科技公司。应尽量避免投资研发管线单一、竞争格局不佳的生物科技公司。

生物科技公司的股价表现受每个公司管线内在研药品临床进展的催化剂驱动，因此子行业内公司相关性低。推荐关注管线丰富的生物科技公司，因为管线丰富可不断带来临床进展，催化股价上涨，更加有助于融资投入自主研发或者引进（License-in）新的在研药品，从而进一步推动股价，形成良性循环。有药品在研发晚期、临近上市的公司也是安全的选择，这意味着不仅临床进展在资本市场获得认可有助于融资，在产品销售上也能够有现金流，临床开发和销售的过往记录会给投资者带来信心，从而也会推动股价上涨。

图表 211: 信达生物股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 212: 生物科技行业估值

股份代号	公司名称	7-Dec			52周			市值 (百万美元)	自由流通股 %	PE			PS		EPS增速			PEG		
		股价(LC)	高	低	高	低	2020E			2021E	2022E	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
6185 HK Equity	康希诺	180.2	271.4	47.7	10,747.2	49.2	NA	48.9	18.0	215.5	59.1	12.6	(69.0)	359.2	171.7	NA	0.1	0.1		
9688 HK Equity	再鼎医药	827.0	860.0	562.0	9,391.8	86.3	NA	NA	NA	214.7	82.4	(14.8)	NA	(4.7)	58.0	NA	NA	NA		
1801 HK Equity	信达生物	57.6	67.6	26.0	10,409.7	52.8	NA	NA	NA	22.6	15.3	91.5	62.2	(22.6)	86.4	NA	NA	NA		
1877 HK Equity	君实生物	43.7	62.9	22.9	8,515.2	37.6	NA	230.4	NA	39.1	16.8	19.3	2.3	117.2	(118.1)	NA	2.0	NA		
9995 HK Equity	荣昌生物	69.4	79.6	52.1	4,385.8	100.0	NA	NA	NA	14,336.7	169.7	NA	NA	12.5	57.1	NA	NA	NA		
2696 HK Equity	复宏汉霖	40.8	64.8	30.3	2,860.9	46.9	NA	NA	52.4	28.4	11.3	NA	27.7	57.3	222.8	NA	NA	0.2		
9926 HK Equity	康方生物	30.2	37.7	16.2	3,061.5	29.7	NA	NA	NA	609.9	42.9	NA	NA	43.0	24.1	NA	NA	NA		
1952 HK Equity	云顶新耀	66.0	77.2	55.0	2,494.9	40.0	NA	NA	NA	60,431.3	NA	NA	56.2	(2.1)	NA	NA	NA	NA		
9969 HK Equity	诺诚健华	13.4	16.3	9.0	2,225.4	29.1	NA	NA	NA	1,152.9	85.7	NA	NA	26.4	35.9	NA	NA	NA		
9966 HK Equity	康宁杰瑞生	16.1	23.1	10.2	1,937.2	26.0	NA	NA	NA	5,822.9	3,062.8	(269.0)	65.4	(51.4)	(12.8)	NA	NA	NA		
1477 HK Equity	欧康维视生	22.0	37.0	14.7	1,677.9	22.6	NA	NA	NA	469.8	174.8	NA	NA	69.7	(4.1)	NA	NA	NA		
2616 HK Equity	基石药业	9.8	12.5	6.9	1,486.3	23.6	NA	NA	NA	274.4	43.8	74.3	NA	(10.6)	39.5	NA	NA	NA		
6996 HK Equity	德琪医药	17.5	18.3	15.8	1,508.6	23.9	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA		
2126 HK Equity	药明巨诺	26.7	30.6	21.0	1,333.7	44.4	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA		
6998 HK Equity	嘉和生物	17.2	29.1	16.0	1,088.4	24.4	NA	NA	NA	524.0	119.5	(68.8)	NA	12.1	5.4	NA	NA	NA		
6855 HK Equity	亚盛医药	30.3	50.3	20.0	877.2	24.5	NA	NA	NA	494.4	55.7	NA	73.0	31.0	41.0	NA	NA	NA		
6978 HK Equity	永泰生物	9.7	15.5	6.6	642.6	16.8	NA	NA	3.7	NA	NA	(163.6)	NA	37.8	878.6	NA	NA	0.0		
2552 HK Equity	华领医药	4.8	8.1	2.9	650.5	30.9	NA	NA	NA	135.9	95.5	(50.8)	16.1	63.8	NA	NA	NA	NA		
2181 HK Equity	迈博药业	1.2	1.5	0.9	627.8	15.8	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA		
1672 HK Equity	歌礼制药	2.9	5.0	2.7	406.1	38.8	120.6	96.5	96.5	13.4	10.6	(983.3)	122.0	25.0	-	1.0	3.9	NA		
9939 HK Equity	开拓药业	7.8	21.5	7.2	373.6	24.4	NA	NA	2.4	2,442.7	22.3	NA	NA	(31.9)	118.2	NA	NA	0.0		
3681 HK Equity	中国抗体	3.1	4.5	2.6	398.5	24.4	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA		
1875 HK Equity	东曜药业	4.3	5.2	3.1	312.5	36.0	NA	NA	NA	28.3	6.7	NA	33.7	23.7	78.4	NA	NA	NA		
<b>生物科技</b>								NA	<b>128.4</b>	<b>25.7</b>	<b>1,450.9</b>	<b>2,546.1</b>	<b>4.1</b>	<b>6.1</b>	<b>82.0</b>	<b>63.9</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>	<b>0.1</b>	

E=Bloomberg 市场预期。截至 12 月 7 日收盘价。

资料来源: Bloomberg、浦银国际

## ● CRO/CDMO 行业：高增长高确定性

CRO 行业最快从疫情中恢复，是唯一在上半年利润增长为正的子行业，显示出风险较小、增长确定性较高的特征，因此在上半年和下半年股价都超出其他子行业的表现。

明年增长确定性更高，部分公司例如药明生物（2269.HK）还受益于新冠疫苗和中和抗体项目带来的收入和利润贡献，整个行业增长确定性较高，市场预期明年的收入和利润增长分别为 39.1%和 27.4%。

图表 213: CRO/CDMO 行业估值

股份代号	公司名称	7-Dec		52周		市值(百万美元)	自由流通股%	PE			PS			EPS增速			PEG		
		股价(LC)	高	低	2020E			2021E	2022E	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
2269 HK Equity	药明生物	81.0	84.0	30.4	42,633.5	76.3	172.4	124.1	87.3	52.0	35.6	57.7	21.2	38.9	42.2	8.1	3.2	2.1	
2359 hk Equity	药明康德	126.0	137.2	62.9	41,250.1	87.4	83.1	66.3	51.0	16.4	12.6	(28.4)	57.1	25.4	29.8	1.5	2.6	1.7	
3347 HK Equity	泰格医药	155.4	155.4	100.0	17,715.2	100.0	68.9	85.1	80.7	36.0	27.0	46.8	NA	(19.1)	5.5	NA	(4.5)	14.6	
3759 hk Equity	康龙化成	107.8	122.6	40.7	12,309.4	91.9	71.7	54.7	40.7	15.9	11.9	46.9	53.1	31.1	34.4	1.3	1.8	1.2	
1548 HK Equity	金斯瑞生物	13.1	19.6	10.4	3,262.5	45.8	NA	NA	1,692.7	9.7	7.1	NA	(66.5)	52.9	102.4	NA	NA	16.5	
1873 HK Equity	维亚生物	7.3	10.5	3.7	1,806.1	29.8	54.6	22.5	15.3	22.0	8.1	NA	(52.9)	143.4	46.9	(1.0)	0.2	0.3	
1521 HK Equity	方达控股	3.8	5.3	3.1	1,002.2	23.6	49.3	35.2	27.4	8.6	6.6	36.0	(13.0)	40.0	28.6	(3.8)	0.9	1.0	
<b>CRO/CDMO</b>								<b>76.7</b>	<b>67.4</b>	<b>124.3</b>	<b>20.5</b>	<b>15.4</b>	<b>3.7</b>	<b>45.0</b>	<b>20.2</b>	<b>28.4</b>	<b>1.3</b>	<b>0.7</b>	<b>5.2</b>

E=Bloomberg 市场预期。截至 12 月 7 日收盘价。

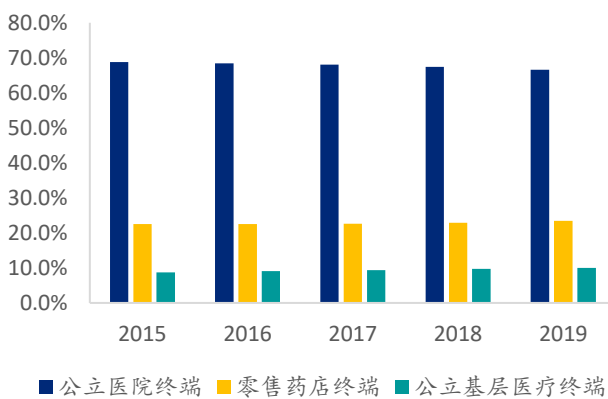
资料来源: Bloomberg、浦银国际

## ● 互联网医疗行业：顺应时代发展

此次疫情中，互联网医疗行业在用户获取和政策推动上都有了长足进展。细分业态中，医药电商虽属于成熟的商业模式，去年年底《新药品管理法》出台将处方药放开是一大利好，但医保瓶颈仍待突破。网上问诊目前还处于发展初期，除了平安好医生的母公司导流模式，中期发展一定程度依靠线下医疗资源的拓展，长期发展视乎消费升级能否捕获更多高端付费用户。此外，京东健康也将于近期上市，将为行业带来更多关注度。

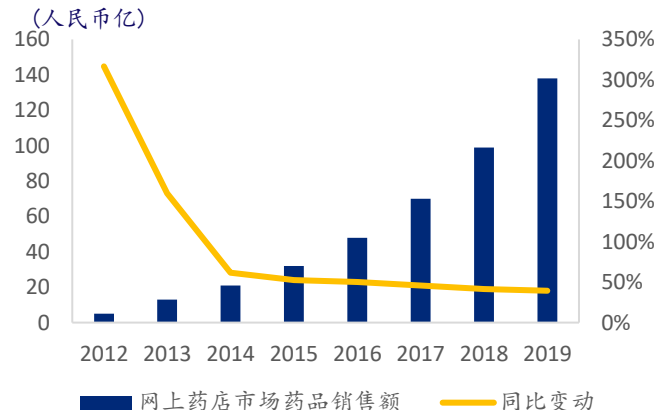
医药行业因为集采和医保销售终端发生变化后，医院销售终端占比呈逐渐下降的趋势，院外销售包括零售和线上渠道逐渐受到重视，我们认为这将有利于互联网医疗行业。根据米内网数据，通过公立医院销售的药品金额从2015年的68.8%降低至2019年的66.6%，零售渠道（含实体药店和网上药店）销售额占比从2015年的22.5%上升至23.4%。同时，网上药店销售额2019年达138亿人民币，药品销售总额比例仅为0.8%，但同比增速达40%，远高于其他渠道销售额增长。

图表 214: 药品销售三大终端销售额占比



资料来源：米内网、浦银国际

图表 215: 网上药店市场药品销售额



资料来源：米内网、浦银国际

图表 216: 互联网医疗行业估值

股份代号	公司名称	7-Dec		52周		市值 (百万美元)	自由流通股 %	PE			PS		EPS增速			PEG			
		股价(LC)	高	低	2020E			2021E	2022E	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
241 HK Equity	阿里健康	23.0	23.7	8.6	39,923.1	28.7	554.3	303.1	303.1	28.8	15.4	36.2	114.5	3,158.8	82.9	4.8	0.1	3.7	
1833 HK Equity	平安好医生	92.8	133.0	53.3	13,728.7	41.0	NA	NA	395.1	13.6	9.9	24.7	18.9	58.6	185.3	NA	NA	2.1	
<b>互联网医疗</b>								<b>554.3</b>	<b>303.1</b>	<b>326.7</b>	<b>24.9</b>	<b>14.0</b>	<b>33.3</b>	<b>90.0</b>	<b>2,365.5</b>	<b>109.1</b>	<b>NA</b>	<b>NA</b>	<b>NA</b>

E=Bloomberg 市场预期。截至12月7日收盘价。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

## ● 医疗服务行业：价值回归

医疗服务行业在上半年因为疫情收入和盈利均受到严重影响，股价下跌4%。下半年逐渐恢复，基本面良好的公司例如华润医疗在下半年股价慢慢恢复。今年低基数将会推高2021年的收入和利润增速。综合医院处于医保控费的主旋律下，高增长很难达到，孵化特色专科可能是未来提升估值的一种路径。专科医院因为消费升级和并购扩张，将会达到更高的增速。

图表 217：医疗服务行业估值

股份代号	公司名称	7-Dec		52周		市值(百万美元)	自由流通股%	PE			PS		EPS增速			PEG			
		股价(LC)	高	低	2020E			2021E	2022E	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
1951 HK Equity	锦欣生殖	14.1	14.3	7.4	4,419.6	43.3	68.0	48.5	38.9	18.4	14.3	26.7	(18.5)	40.0	24.9	(3.7)	1.2	1.6	
6078 HK Equity	海吉亚医疗	54.2	57.5	18.5	4,321.5	21.0	97.3	69.8	49.2	19.5	14.7	NA	NA	39.4	42.0	NA	1.8	1.2	
9997 HK Equity	康基医疗	14.5	34.5	13.9	2,342.5	31.8	50.3	29.1	20.0	25.8	17.4	NA	NA	72.8	45.2	NA	0.4	0.4	
2666 HK Equity	环球医疗	5.9	6.0	4.3	1,306.4	59.9	4.9	4.1	3.7	1.0	0.8	17.1	17.2	18.6	12.0	0.3	0.2	0.3	
1515 HK Equity	华润医疗	5.7	6.2	3.1	956.9	63.3	17.7	13.9	12.5	2.9	2.4	(8.8)	(14.3)	27.1	11.5	(1.2)	0.5	1.1	
3886 HK Equity	康健国际医	0.7	0.7	0.7	668.0	48.8	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
1931 HK Equity	华佗医疗	2.3	4.0	2.0	390.9	31.3	NA	NA	NA	NA	NA	(87.8)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
2393 HK Equity	巨星医疗控	1.3	1.6	1.1	380.0	24.0	14.1	8.1	7.0	0.5	0.4	(26.1)	(11.5)	73.3	15.4	(1.2)	0.1	0.5	
2120 HK Equity	康宁医院	26.5	27.1	13.2	246.2	79.8	10.6	NA	NA	1.2	NA	(29.1)	281.7	NA	NA	0.0	NA	NA	
1509 HK Equity	和美医疗	2.0	2.0	2.0	199.6	29.5	NA	NA	NA	1.0	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
3869 HK Equity	弘和仁爱医	11.0	12.0	10.0	196.5	26.5	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
1526 HK Equity	瑞慈医疗	0.7	1.1	0.7	151.8	27.3	NA	NA	NA	NA	NA	(33.3)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
3689 HK Equity	康华医疗	3.1	5.0	2.5	133.7	68.5	NA	NA	NA	NA	NA	(55.8)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
722 HK Equity	联合医务	1.2	1.9	1.1	122.5	43.0	NA	NA	NA	NA	NA	(66.1)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
1518 HK Equity	新世纪医疗	1.7	2.8	0.9	104.9	55.5	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
1419 HK Equity	盈健医疗	0.6	1.5	0.5	29.9	31.6	NA	NA	NA	NA	NA	7.5	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
<b>医疗服务</b>								<b>62.3</b>	<b>44.2</b>	<b>32.8</b>	<b>16.3</b>	<b>12.5</b>	<b>7.4</b>	<b>(1.1)</b>	<b>43.4</b>	<b>31.3</b>	<b>(2.4)</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>

E=Bloomberg 市场预期。截至12月7日收盘价。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

## ● 医疗器械行业：关注技术门槛高的产品

医疗器械领域在下半年的价格下跌更多来自于对国家医疗器械集采的恐慌。医疗器械领域的集采逻辑与药品类似，在产品成熟、市场竞争格局不佳、国产替代程度高的领域，例如第一轮集采针对的心血管冠脉支架产品，集采的概率大幅上升。不久前，国家医保局发布了《关于开展高值医用耗材第二批集中采购数据快速采集与价格监测的通知》，第二批国采医用耗材数据调研的产品针对的是骨科产品，包括人工髋关节、人工膝关节、除颤器、封堵器、骨科材料、吻合器六种高值耗材。

我们建议投资者关注国产医疗器械占比低的赛道，如血管内介入产品中的心脏起搏器、颅内血管支架等技术门槛仍然较高的产品，骨科耗材中的关节和脊柱类国产化占比相较创伤类仍然较小（见下表）。

图表 218：国内血管内介入产品和材料的进口占比%和价格

介入产品及材料	进口比例 (%)	价格 (元/个)
冠状药物支架	25	16,000-21,000
PTCA 球囊导管	60	3,000-6,000
颈动脉支架	80	21,000-24,000
远端保护器	80	23,000-28,000
人工心脏瓣膜	80	30,000-80,000
心脏起搏器	90	20,000-500,000
外周血管支架	80	18,000-22,000
PEA 导管	60	3,000-6,000
主动脉瘤覆膜支架	60	60,000-120,000
颅内血管支架	80	18,000-28,000
支架材料	100	100-200 元/克

资料来源：《中国医疗器械信息》、浦银国际

图表 219：创伤、关节及脊柱类植入器械渗透率、国产化率及主要生产企业

类型	渗透率 (%)		国产化占比 (%)		外资企业	本土企业
	中国	美国	2009 年	2012 年		
创伤类	4.9	66.0	50.5	60.2	强生、史赛克、施乐辉	威高、普华和顺、苏州欣荣博尔特
关节类	0.6	43.0	25.4	29.7	捷迈、强生、史赛克、林克骨科、施乐辉	微创、威高、普华和顺
脊柱类	1.5	48.0	26.4	33.4	美敦力、强生、史赛克、LDR Holding	威高、微创、普华和顺、苏州欣荣博尔特、凯利泰

资料来源：《中国医疗器械信息》、浦银国际

此外，疫情带来检验检测的需求增长，也促进第三方独立检验检测行业的发展，基层医疗设备升级也带来的部分医疗设备的销售增长。

图表 220: 医疗器械行业估值

股份代号	公司名称	7-Dec			52周		市值(百万美元)	自由流通股%	PE			PS		EPS增速			PEG		
		股价(LC)	高	低	2020E	2021E			2022E	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
1066 HK Equity	威高股份	14.6	21.9	8.8	8,541.7	52.1	26.8	21.5	18.3	5.0	4.2	24.2	13.5	24.5	17.4	2.0	0.9	1.1	
853 HK Equity	微创医疗	36.1	43.3	7.5	8,420.3	45.5	NA	423.4	172.5	10.6	9.2	79.1	65.8	650.0	145.5	NA	0.7	1.2	
2500 HK Equity	启明医疗	77.4	94.5	33.0	4,223.7	97.1	NA	151.5	53.0	75.7	30.9	(18.4)	86.6	378.1	185.8	NA	0.4	0.3	
1302 HK Equity	先健科技	4.2	4.2	1.3	2,361.7	74.9	79.1	65.9	50.8	20.8	16.7	10.7	45.1	20.0	29.6	1.8	3.3	1.7	
1789 HK Equity	爱康医疗	12.9	27.2	8.6	1,850.8	30.0	34.1	25.6	19.4	10.7	7.8	85.7	22.3	33.0	32.4	1.5	0.8	0.6	
9996 HK Equity	沛嘉医疗	24.2	35.8	15.4	1,976.1	35.0	NA	NA	4,082.4	380.0	88.1	NA	NA	35.5	102.5	NA	NA	39.8	
1858 HK Equity	北京市春立	20.9	63.0	17.6	932.6	81.0	17.6	13.1	9.7	5.5	4.1	123.5	46.2	35.0	34.8	0.4	0.4	0.3	
3309 HK Equity	希玛眼科	6.1	8.2	3.6	898.4	34.8	NA	NA	NA	NA	NA	(4.8)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
1358 HK Equity	普华和顺	2.3	2.3	0.9	455.5	37.0	NA	NA	NA	NA	NA	(28.7)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
3600 HK Equity	现代牙科	1.4	1.6	1.1	175.1	34.0	NA	NA	NA	NA	NA	91.9	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
1696 HK Equity	复锐医疗科	2.5	4.3	2.2	144.3	25.2	NA	NA	NA	NA	NA	(4.9)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
<b>医疗器械</b>								<b>36.2</b>	<b>174.9</b>	<b>355.6</b>	<b>45.1</b>	<b>16.8</b>	<b>39.0</b>	<b>46.5</b>	<b>264.6</b>	<b>89.1</b>	<b>1.8</b>	<b>0.9</b>	<b>3.7</b>

E=Bloomberg 市场预期。截至 12 月 7 日收盘价。

资料来源: Bloomberg、浦银国际

## ● 医药流通行业: 稳定增长

医药流通行业整体增速趋于稳定, 销售终端从原先的约 70%占比的医院转向院外销售, 行业龙头也已开始布局如 DTP 药房等院外销售渠道。由于本身体量太大增长不明显, 估值提升困难。集采属性偏中性, 降价压力和资金周转两相抵消, 且目前体量仍然很小。

图表 221: 医药流通行业估值

股份代号	公司名称	7-Dec			52周		市值(百万美元)	自由流通股%	PE			PS		EPS增速			PEG		
		股价(LC)	高	低	2020E	2021E			2022E	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
1099 HK Equity	国药控股	19.1	29.5	14.9	7,673.8	100.0	7.2	6.6	5.9	0.1	0.1	7.1	5.2	9.9	12.5	1.4	0.7	0.5	
2607 HK Equity	上海医药	12.6	16.3	11.5	7,342.8	93.2	6.9	6.1	5.5	0.2	0.2	5.1	6.2	13.9	11.5	1.1	0.4	0.5	
874 HK Equity	白云山	19.5	28.8	17.9	7,195.0	100.0	9.2	7.9	7.5	0.7	0.7	(7.3)	NA	16.3	5.5	NA	0.5	1.4	
3320 HK Equity	华润医药	4.2	7.8	3.7	3,363.7	24.9	7.4	6.7	6.2	0.1	0.1	(17.5)	(26.5)	10.0	8.9	(0.3)	0.7	0.7	
867 HK Equity	康哲药业	7.6	12.0	7.4	2,419.4	51.7	6.5	6.1	5.8	2.4	2.2	6.2	23.3	7.5	5.4	0.3	0.8	1.1	
1345 HK Equity	中国先锋医	1.0	1.9	0.6	161.0	29.0	NA	NA	NA	NA	NA	28.6	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
1011 HK Equity	泰凌医药	0.1	0.3	0.1	26.8	44.9	NA	NA	NA	NA	NA	12.5	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
<b>医药流通</b>								<b>7.6</b>	<b>6.8</b>	<b>6.2</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>0.0</b>	<b>2.5</b>	<b>12.4</b>	<b>9.4</b>	<b>0.9</b>	<b>0.6</b>	<b>0.8</b>

E=Bloomberg 市场预期。截至 12 月 7 日收盘价。

资料来源: Bloomberg、浦银国际

## 覆盖公司

从行业角度，我们更看好互联网医疗行业，2020年下半年的回调给股价进一步攀升留了空间。从公司角度，我们的首选标的为康龙化成，因为就所在的CRO/CDMO细分行业来说，估值提升尚有空间，且仍处于高成长期。

**康龙化成 (3759.HK): 维持买入评级，目标价 135.0 港元。**公司处于高速发展期，利润率持续上升，内生与外延并举。目标价对应2021年的67.5倍的PE，略低于中国CRO公司行业平均水平。

**药明生物 (2269.HK): 维持买入评级，提升目标价至 97.0 港元。**受益新冠研发项目，管理层上调2020和2021年指引，预期收入和利润增长均高于50%。我们提升2021年收入和净利润增长至64%和56%。目标价对应2021年148倍的市盈率和2.6倍的PEG。作为生物药CDMO龙头，相比港股CRO公司平均估值享有一定溢价。

**药明康德 (2359.HK): 维持买入评级，目标价至 151.0 港元。**管理层上调2020和2021年指引，预期营收分别增长28%和30%以上，在手订单丰富，增长预见性高。目标价对应91.7倍2021年归母净利润PE估值，对应70.9倍2021年经调整后Non-IFRS净利润PE估值，处于行业平均水平。

**阿里健康 (241.HK): 维持买入评级，目标价 28.0 港元。**医药电商平台流量优势明显，且近期1HFY21业绩首次扭亏为盈；与支付宝合作共同开拓线下医疗资源和借助APP医鹿发展线上问诊，未来还将保持高增速。目标价对应2021年（2022财年）12.2倍的市销率，对比互联网医疗可比公司14倍2021年市销率属于合理水平。

**平安好医生 (1833.HK): 维持买入评级，目标价 122.4 港元。**借助平安集团的客户导流，线上问诊流量远超同业，战略升级后有望为高端付费客户和线下医疗带来更多资源。目标价12.9倍2021年市销率，略高于可比互联网医疗公司平均水平，因为线上问诊业务在市场上具有稀缺性。

图表 222: SPDBI 医疗行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (港币)	评级	目标价 (港币)	潜在升幅	行业
241 HK Equity	阿里健康	23.00	买入	28.0	22%	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	92.75	买入	122.4	32%	互联网医疗
2359 HK Equity	药明康德	126.00	买入	151.0	20%	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	107.80	买入	135.0	25%	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	80.95	买入	97.0	20%	CRO/CDMO

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至12月7日收盘价

## ● 康龙化成

### 财务报表分析与预测 - 康龙化成

#### 利润表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业总收入</b>	2,908	3,757	5,182	7,048	9,447
营业成本	-1,960	-2,425	-3,208	-4,280	-5,664
毛利率%	33%	35%	38%	39%	40%
销售费用	-55	-73	-101	-137	-184
销售费用率%	2%	2%	2%	2%	2%
管理费用	-420	-526	-726	-987	-1,324
管理费用率%	14%	14%	14%	14%	14%
<b>营业利润</b>	407	633	1,249	1,653	2,292
摊销	316	375	120	166	226
<b>EBITDA</b>	757	1,044	1,160	1,663	2,305
财务费用	-71	-82	88	-9	-9
财务费用率%	-6%	-7%	-6%	-6%	-6%
其他收入和收益	54	70	155	211	283
其他费用	-7	-12	-16	-22	-30
资产减值损失	-9	-5	-8	-10	-14
<b>税前净利润</b>	407	633	1,249	1,653	2,292
所得税	-60	-102	-201	-266	-369
有效所得税率%	15%	16%	16%	16%	16%
净利润	347	531	1,048	1,387	1,922
少数股东损益	0	-17	-33	-29	-21
<b>归母净利润</b>	347	547	1,080	1,416	1,944

#### 资产负债表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	307	4,442	4,063	4,586	5,293
应收款项	604	857	1,243	1,690	2,501
存货	70	97	177	259	380
其它流动资产	295	548	623	721	847
<b>流动资产合计</b>	1,276	5,944	6,106	7,256	9,022
固定资产	2,677	2,973	3,136	3,355	3,645
使用权资产	13	18	18	18	18
商誉	140	203	203	203	203
其他非流动资产	695	796	1,096	1,396	1,696
<b>非流动资产合计</b>	3,526	3,991	4,453	4,972	5,563
<b>资产总计</b>	4,802	9,935	10,560	12,228	14,584
短期借款	535	301	101	101	101
应付账款	108	118	199	247	374
其他应付账款	404	487	644	859	1,137
其它流动负债	261	364	392	411	439
<b>流动负债合计</b>	1,308	1,270	1,335	1,617	2,051
长期借款	899	544	44	44	44
其它长期负债	268	284	284	284	284
<b>非流动负债合计</b>	1,167	827	327	327	327
<b>负债总计</b>	2,476	2,097	1,663	1,945	2,378
股本	591	722	722	722	722
储备	1,723	7,045	8,126	9,542	11,486
母公司拥有者应佔權益	2,314	7,767	8,847	10,263	12,207
少数股东权益	13	71	38	9	-12
<b>负债和所有者权益合计</b>	4,802	9,935	10,549	12,217	14,573

#### 现金流量表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营运资金变动	38	-572	-275	-345	-624
<b>经营现金流</b>	802	939	893	1,208	1,524
购买物业、厂房及设备	-524	-205	-283	-385	-516
收购	-74	-694	-300	-300	-300
<b>投资现金流</b>	-715	-1,045	-583	-685	-816
债权募资	541	727	100	100	100
股权募资	0	5,093	0	0	0
银行和其他借款还款	-480	-1,289	-800	-100	-100
<b>融资现金流</b>	-69	4,246	-700	0	0
<b>现金净流量</b>	18	4,139	-390	523	708

#### 主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标 (人民币元)</b>					
每股收益	0.6	0.8	1.4	1.8	2.4
每股净资产	3.9	11.8	11.1	12.9	15.4
每股经营现金流	1.4	1.4	1.1	1.5	1.9
每股股利	0.0	0.1	0.1	0.3	0.4
<b>估值 (倍)</b>					
P/E	163.4	116.0	70.6	53.9	39.3
P/B	24.5	8.2	8.6	7.4	6.3
P/S	19.5	16.9	14.7	10.8	8.1
EV/EBITDA	74.9	60.8	65.8	45.9	33.1
股息率 (%)	0%	21%	22%	22%	22%
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	33%	35%	38%	39%	40%
净利润率	12%	15%	21%	20%	21%
净资产收益率	16%	11%	13%	15%	17%
资产回报率	8%	7%	11%	12%	14%
投资资本回报率	13%	10%	10%	13%	15%
<b>盈利增长 (%)</b>					
营业收入增长率	27%	29%	38%	36%	34%
EBIT增长率	23%	52%	55%	44%	39%
净利润增长率	56%	58%	97%	31%	37%
<b>偿债能力指标</b>					
资产负债率	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2
流动比率	1.0	4.7	4.6	4.5	4.4
速动比率	0.9	4.6	4.4	4.3	4.2
现金比率	0.2	3.5	3.0	2.8	2.6
<b>经营效率指标</b>					
应收帐款周转天数	69.0	71.0	74.0	76.0	81.0
应付帐款周转天数	18.6	17.0	18.0	19.0	20.0
存货周转天数	12.0	12.6	15.6	18.6	20.6
总资产周转率	0.7	0.5	0.5	0.6	0.7
固定资产周转率	1.2	1.3	1.7	2.2	2.7

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

## ● 药明生物

### 财务报表分析与预测 - 药明生物

#### 利润表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业总收入</b>	2,534	3,984	5,353	8,789	12,726
营业成本	-1,517	-2,325	-3,168	-5,026	-7,278
毛利率	40%	42%	41%	43%	43%
销售费用	-42	-77	-117	-174	-252
销售费用率	2%	2%	2%	2%	2%
管理费用	-228	-367	-560	-858	-1,242
管理费用率	9%	9%	10%	10%	10%
<b>营业利润</b>	578	955	1,166	2,178	3,153
摊销	132	173	540	759	672
<b>EBITDA</b>	710	1,127	1,706	2,937	3,825
财务费用	0	-20	-39	-39	-39
财务费用率	NA	2%	4%	4%	4%
其他收入	194	180	302	496	719
其他收益/损失	21	22	244	176	255
其他费用	-56	-10	-66	-22	-32
<b>税前净利润</b>	738	1,127	1,607	2,789	4,055
所得税	-107	-116	-85	-418	-608
有效所得税率%	15%	10%	5%	15%	15%
<b>净利润</b>	630	1,010	1,521	2,370	3,447
少数股东损益	0	3	11	18	26
<b>归母净利润</b>	631	1,014	1,533	2,388	3,473

#### 资产负债表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,084	6,205	3,183	3,918	4,940
应收款项	1,067	1,737	2,060	4,174	4,992
存货	227	399	472	910	1,171
其它流动资产	366	1,330	1,330	1,330	1,330
<b>流动资产合计</b>	5,745	9,672	7,046	10,333	12,434
固定资产	2,904	6,338	10,299	11,649	13,267
无形资产	332	416	416	416	416
其他非流动资产	412	1,176	1,176	1,176	1,176
<b>非流动资产合计</b>	3,648	7,930	11,891	13,241	14,859
<b>资产总计</b>	9,393	17,602	18,936	23,574	27,293
短期借款	0	506	506	506	506
应付账款	712	1,844	1,656	3,924	4,195
关联方借款	500	336	336	336	336
其它流动负债	107	185	185	185	185
<b>流动负债合计</b>	1,319	2,871	2,684	4,951	5,223
长期借款	0	1,395	1,395	1,395	1,395
其它长期负债	80	440	440	440	440
<b>非流动负债合计</b>	80	1,835	1,835	1,835	1,835
<b>负债总计</b>	1,399	4,706	4,519	6,786	7,058
股本	0	0	0	0	0
储备	7,994	12,784	14,317	16,705	20,177
母公司拥有人应占权益	7,994	12,784	14,317	16,705	20,178
少数股东权益	0	112	100	83	57
<b>负债和所有者权益合计</b>	9,393	17,602	18,936	23,574	27,293

#### 现金流量表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营运资金变动	-246	-596	-584	-285	-807
<b>经营现金流</b>	762	587	1,478	2,845	3,312
购买物业、厂房及设备	-1,341	-3,200	-4,500	-2,109	-2,291
<b>投资现金流</b>	-416	-3,200	-4,500	-2,109	-2,291
银行借款还款	0	0	0	0	0
股权募资	3,206	0	0	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
<b>融资现金流</b>	3,207	0	0	0	0
<b>现金净流量</b>	3,552	-2,613	-3,022	735	1,022

#### 主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标 (人民币元)</b>					
每股收益	0.5	0.8	1.2	0.6	0.9
每股净资产	6.6	10.3	11.1	4.1	4.9
每股经营现金流	0.6	0.5	1.1	0.7	0.8
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>估值 (倍)</b>					
P/E	138.5	88.2	60.8	123.3	84.8
P/B	10.9	7.0	6.5	17.6	14.6
P/S	34.5	22.4	17.4	33.5	23.1
EV/EBITDA	123.0	79.3	54.6	100.3	77.0
股息率 (%)	0%	0%	0%	0%	0%
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	40%	42%	41%	43%	43%
净利润率	25%	25%	29%	27%	27%
净资产收益率	10%	10%	11%	15%	19%
资产回报率	9%	8%	8%	11%	14%
投资资本回报率	8%	8%	7%	10%	13%
<b>盈利增长 (%)</b>					
营业收入增长率	57%	57%	34%	64%	45%
EBIT增长率	36%	65%	22%	87%	45%
净利润增长率	150%	60%	51%	56%	45%
<b>偿债能力指标</b>					
资产负债率	0.1	0.3	0.2	0.3	0.3
流动比率	4.4	3.4	2.6	2.1	2.4
速动比率	4.2	3.2	2.4	1.9	2.2
现金比率	3.1	2.2	1.2	0.8	0.9
<b>经营效率指标</b>					
应收帐款周转天数	121.1	128.5	129.5	129.5	131.5
应付帐款周转天数	180.1	200.6	201.6	202.6	203.6
存货周转天数	43.6	49.2	50.2	50.2	52.2
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.4	0.5
固定资产周转率	1.1	0.9	0.6	0.8	1.0

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

## ● 药明康德

### 财务报表分析与预测 - 药明康德

#### 利润表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	9,614	12,872	16,529	21,488	27,545
营业成本	-5,837	-7,866	-10,377	-13,424	-17,097
毛利率	39%	39%	37%	38%	38%
销售费用	-338	-439	-618	-782	-975
销售费用率	4%	3%	4%	4%	4%
管理费用	-1,153	-1,509	-1,903	-2,453	-3,117
管理费用率	12%	12%	12%	11%	11%
营业利润	1,850	2,468	2,870	3,733	5,006
摊销	-645	-963	-1,270	-1,375	-1,415
EBITDA	3,318	3,428	4,950	5,816	7,192
财务费用	-92	-128	-256	-281	-306
财务费用率	11%	9%	9%	9%	9%
其他收入	156	249	331	430	551
其他收益/损失	601	-189	496	322	275
资产减值损失	-11	-43	-17	-21	-28
税前净利润	2,581	2,337	3,424	4,160	5,471
所得税	-247	-426	-623	-758	-996
有效所得税率%	10%	18%	18%	18%	18%
税后收入	2,334	1,911	2,800	3,403	4,475
少数股东损益	-73	-57	-66	-86	-110
归母净利润	2,261	1,855	2,734	3,317	4,365

#### 资产负债表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	5,758	5,223	2,810	2,034	2,591
应收款项	2,499	3,556	4,400	5,825	7,735
存货	855	1,208	1,476	1,997	2,426
其它流动资产	2,702	2,676	2,676	2,676	2,676
流动资产合计	11,813	12,663	11,362	12,531	15,427
固定资产	6,058	7,666	10,641	13,650	16,679
商誉	1,144	1,362	1,749	2,274	2,915
可供出售金融资产	2,079	4,009	4,009	4,009	4,009
其他非流动资产	1,573	3,539	5,521	5,732	5,979
非流动资产合计	10,854	16,576	21,920	25,665	29,583
资产总计	22,667	29,239	33,282	38,196	45,010
短期借款	120	1,810	2,077	2,344	2,611
应付账款	2,611	3,393	4,641	5,825	7,785
其他应付账款	12	25	25	25	25
其它流动负债	1,019	1,407	1,400	1,746	2,168
流动负债合计	3,762	6,634	8,143	9,940	12,589
长期借款	15	762	762	762	762
其它长期负债	725	4,433	4,433	4,433	4,433
非流动负债合计	740	5,195	5,195	5,195	5,195
负债总计	4,502	11,829	13,338	15,135	17,784
股本	1,165	1,651	1,651	1,651	1,651
储备	16,523	15,661	18,261	21,464	25,739
母公司拥有人应估权益	17,688	17,312	19,913	23,115	27,390
少数股东权益	477	97	31	-55	-165
负债和所有者权益合计	22,667	29,239	33,282	38,196	45,010

#### 现金流量表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营运资金变动	0	0	136	-761	-379
经营现金流	1,526	2,529	2,864	2,901	4,407
购买物业、厂房及设备	-2,077	-2,269	-2,975	-3,008	-3,030
收购	-2,274	-2,122	-2,369	-736	-888
投资现金流	-5,162	-4,588	-5,344	-3,745	-3,918
债权募资	1,466	4,927	1,000	1,000	1,000
股权募资	9,252	31	0	0	0
银行和其他借款还款					
融资现金流	6,984	1,558	67	67	67
现金净流量	3,348	-501	-2,413	-776	557

#### 主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (人民币元)					
每股收益	1.59	1.13	1.20	1.45	1.91
每股净资产	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02
每股经营现金流	1.08	1.55	1.75	1.77	2.69
每股股利	0.58	0.34	0.36	0.44	0.57
估值 (倍)					
P/E	70.5	99.3	93.8	77.3	58.7
P/B	9.0	10.6	9.2	8.0	6.7
P/S	16.6	14.2	11.1	8.6	6.7
EV/EBITDA	48.0	53.5	37.2	31.6	25.6
股息率 (%)	30%	30%	30%	30%	30%
盈利能力比率					
毛利率	39.3%	38.9%	37.2%	37.5%	37.9%
净利润率	23.5%	14.4%	16.5%	15.4%	15.8%
净资产收益率	18.8%	10.6%	14.7%	15.4%	17.3%
资产回报率	12.8%	7.1%	8.7%	9.3%	10.5%
投资资本回报率	13.2%	11.4%	11.6%	13.4%	15.4%
盈利增长					
营业收入增长率	23.8%	33.9%	28.4%	30.0%	28.2%
EBIT增长率	19.2%	19.2%	17.4%	17.4%	18.2%
净利润增长率	84.2%	-18.0%	47.4%	21.3%	31.6%
偿债能力指标					
资产负债率	0.20	0.40	0.40	0.40	0.40
流动比率	3.14	1.91	1.40	1.26	1.23
速动比率	2.91	1.73	1.21	1.06	1.03
现金比率	1.53	0.79	0.35	0.20	0.21
经营效率指标					
应收帐款周转天数	81	86	88	87	90
应付帐款周转天数	134	139	141	142	145
存货周转天数	46	47	47	47	47
总资产周转率	0.55	0.50	0.53	0.60	0.66
固定资产周转率	1.86	1.88	1.81	1.77	1.82

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

# ● 阿里健康

## 财务报表分析与预测 - 阿里健康

### 利润表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	5,096	9,596	16,742	27,140	40,616
收入成本	(3,765)	(7,365)	(12,858)	(20,681)	(30,665)
<b>毛利</b>	<b>1,331</b>	<b>2,231</b>	<b>3,884</b>	<b>6,459</b>	<b>9,951</b>
履约	(572)	(1,098)	(2,000)	(3,257)	(4,874)
销售及市场推广开支	(455)	(723)	(1,239)	(1,900)	(2,640)
行政开支	(181)	(220)	(368)	(543)	(731)
产品开发开支	(219)	(253)	(368)	(489)	(609)
其他收入及收益	67	161	281	456	682
其他开支	(3)	(34)	(60)	0	0
<b>经营利润</b>	<b>(31)</b>	<b>65</b>	<b>130</b>	<b>727</b>	<b>1,779</b>
财务费用	(28)	(22)	(3)	(5)	(6)
合资公司	(1)	(13)	(17)	(27)	(17)
联营公司	(1)	(21)	(33)	(54)	(41)
<b>除税前利润 (亏损)</b>	<b>(61)</b>	<b>9</b>	<b>76</b>	<b>641</b>	<b>1,715</b>
所得税开支	(31)	(25)	(13)	(106)	(283)
<b>本年度净利润 (亏损)</b>	<b>(92)</b>	<b>(16)</b>	<b>64</b>	<b>535</b>	<b>1,432</b>
- 归属于非控股权益	(10)	(9)	37	311	831
- 归属于母公司拥有人	<b>(82)</b>	<b>(7)</b>	<b>27</b>	<b>225</b>	<b>601</b>

### 现金流量表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
除税前亏损	(61)	9	76	641	1,715
非经营性现金流	(34)	(44)	54	86	(185)
非现金支出	206	343	11	12	13
营运资金变动	269	230	(1,161)	134	(647)
其他	16	45	(16)	(110)	(42)
<b>经营现金流</b>	<b>396</b>	<b>584</b>	<b>(1,037)</b>	<b>764</b>	<b>854</b>
购买物业、厂房及设备	(6)	(8)	(10)	(10)	(10)
出售物业、厂房及设备	0	0	0	0	0
购置无形资产	0	(6)	0	0	0
购买金融资产	(2,276)	1,357	0	0	0
业务收购	(3)	(21)	0	0	0
注资联营公司	(983)	0	0	0	0
其他	872	23	0	0	2
<b>投资现金流</b>	<b>(2,396)</b>	<b>1,345</b>	<b>(10)</b>	<b>(10)</b>	<b>(8)</b>
发行新股	0	2,001	10,000	0	0
购回股份	(38)	(18)	0	0	0
银行贷款及其他借贷 / (还款)	1,700	(1,700)	23	25	26
其他	46	46	0	0	0
<b>融资现金流</b>	<b>1,708</b>	<b>329</b>	<b>10,023</b>	<b>25</b>	<b>26</b>
<b>现金净流量</b>	<b>(291)</b>	<b>2,258</b>	<b>8,977</b>	<b>778</b>	<b>872</b>

### 资产负债表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
存货	596	1,217	1,953	2,353	2,688
应收账款及应收票据	365	325	868	1,065	1,828
预付账款、其他应收款项及其他资产	323	413	871	1,211	1,905
以公允价值计量且其变动计入损益之金融资产	1,737	402	402	402	402
受限制现金	2	60	60	60	60
抵押存款	0	0	0	0	0
现金及现金等价物	280	2,595	11,572	12,350	13,222
<b>流动资产总额</b>	<b>3,303</b>	<b>5,013</b>	<b>15,726</b>	<b>17,442</b>	<b>20,105</b>
物业及设备	9	13	16	17	18
投资物业	0	11	10	10	9
使用权资产	0	59	56	54	51
其他无形资产	0	4	4	4	4
商誉	27	55	55	55	55
于合资公司之投资	11	111	95	67	50
于联营公司之投资	1,965	1,946	1,912	1,858	1,817
长期应收款项	39	22	70	19	70
指定为以公允价值计量且其变动计入其他全面收益之权益投资	120	173	173	173	173
以公允价值计量且其变动计入损益之金融资产	508	463	463	463	463
受限制现金	0	0	0	0	0
长期存款	0	0	0	0	0
<b>非流动资产总值</b>	<b>2,678</b>	<b>2,857</b>	<b>2,854</b>	<b>2,720</b>	<b>2,709</b>
计息借贷	1,700	0	0	0	0
租赁负债	0	32	40	40	40
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	0	0	0	0	0
应付账款及应付票据	903	1,866	2,106	2,653	3,228
其他应付款项及应计费用	464	513	896	1,371	1,990
递延收入	0	0	0	0	0
合约负债	152	171	171	171	171
预收账款	0	0	0	0	0
客户垫款	0	0	0	0	0
应付税项	15	28	28	28	28
<b>流动负债总额</b>	<b>3,233</b>	<b>2,610</b>	<b>3,241</b>	<b>4,263</b>	<b>5,457</b>
计息银行贷款	0	0	0	0	0
租赁负债	0	38	53	78	104
递延税项负债	12	20	20	20	20
递延收益	0	0	0	0	0
<b>非流动负债总额</b>	<b>12</b>	<b>58</b>	<b>73</b>	<b>98</b>	<b>124</b>
股本	103	106	111	111	111
库存股份	(25)	(13)	(13)	(13)	(13)
储备	2,717	5,176	15,198	15,422	16,023
非控股权益	(58)	(67)	(30)	281	1,112
<b>权益总值</b>	<b>2,737</b>	<b>5,203</b>	<b>15,266</b>	<b>15,802</b>	<b>17,234</b>

E-浦银国际预测

资料来源: Bloomberg, 浦银国际预测

### 主要财务比率

(人民币元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标 (人民币元)</b>					
每股收益	(0.7)	(0.1)	0.2	1.7	4.5
每股净资产	0.2	0.4	1.1	1.2	1.3
每股经营现金流	0.0	0.0	(0.1)	0.1	0.1
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>估值 (x)</b>					
P/E	NA	NA	97	12	5
P/B	87	47	18	17	16
P/S	44	25	15	9	7
股息率 (%)	0	0	0	0	0
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	26	23	23	24	25
净利润率	(2)	(0)	0	2	4
净资产收益率	(3)	(0)	1	3	9
资产回报率	(2)	(0)	0	3	7
<b>盈利增长 (%)</b>					
营业收入增长率	109	88	74	62	50
营业利润增长率	67	NA	99	460	145
净利润增长率	16	83	NA	742	167
归母净利润增长率	23	92	NA	742	167
<b>偿债能力指标 (%)</b>					
资产负债率	54.2	33.9	17.8	21.6	24.5
流动比率	102.2	192.1	485.2	409.2	368.4
速动比率	83.7	143.1	423.1	352.6	318.1
现金比率	8.7	99.4	357.0	289.7	242.3
<b>经营效率指标</b>					
应收账款周转天数	20	14	14	14	13
应付账款周转天数	59	69	56	42	35
存货周转天数	50	45	45	38	30
总资产周转率	1	1	1	1	2
固定资产周转率	672	877	1,161	1,646	2,331

# 平安好医生

## 财务报表分析与预测 - 平安好医生

### 利润表

(百万人民币)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,338	5,065	6,782	9,543	13,444
营业成本	(2,426)	(3,894)	(5,018)	(6,871)	(9,411)
毛利润	912	1,171	1,763	2,672	4,033
毛利率	27%	23%	26%	28%	30%
销售费用	(1,238)	(1,207)	(1,492)	(1,727)	(2,286)
管理费用	(995)	(1,075)	(1,356)	(1,556)	(1,882)
折旧及摊销	(45)	(146)	(158)	(123)	(96)
核心经营利润	(1,321)	(1,111)	(1,085)	(611)	(134)
核心经营利润率	-40%	-22%	-16%	-6%	-1%
其他收益	183	109	136	143	202
其他收入	28	42	56	79	111
财务费用	202	253	248	234	239
分占联营公司亏损	(4)	(27)	(7)	(10)	(13)
税前收入	(912)	(734)	(652)	(164)	404
所得税	(1)	(13)	11	3	(7)
净利润	(913)	(747)	(641)	(161)	397
少数股东权益	(1)	(13)	(6)	(2)	4
公司股东权益	(912)	(734)	(634)	(160)	393

### 现金流量表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年内亏损	(913)	(747)	(641)	(161)	397
折旧和摊销	45	146	158	123	96
财务费用-净值	(202)	(253)	(248)	(234)	(239)
贸易及其他应收款项增加/(减少)	(39)	(341)	(454)	(696)	(1,188)
贸易及其他应付款项增加	85	681	681	920	1,288
其他	(61)	9	7	10	13
经营活动所得现金流量净额	(1,085)	(504)	(497)	(39)	368
处置物业、厂房及设备的所得款项	0	2	0	0	0
购买物业、厂房及设备	(198)	(133)	(100)	(100)	(100)
处置金融资产的所得款项	1,406	1,890	0	0	0
购买按公允价值计入损益的金融资产	(1,561)	(5,246)	0	0	0
收回三個月以上定期存款所得款项	327	8,522	0	0	0
就三個月以上定期存款付款	(8,337)	(500)	0	0	0
其他	(1,194)	(58)	248	234	239
投资活动所用现金流量净额	(9,557)	4,477	148	134	139
发行股份所得款项	7,100	0	69	0	0
银行贷款及其他借款所得款项	0	0	0	0	0
银行贷款及其他借款还款	0	0	0	0	0
其他	(84)	9	0	0	0
融资活动所得/(所用)现金流量净额	7,016	9	69	0	0
现金及现金等价物增加/(减少)净额	(3,627)	3,981	(280)	95	507
期初的现金及现金等价物	4,595	926	4,965	4,685	4,780
外币汇率变动影响净额	(41)	58	0	0	0
期末的现金及现金等价物	926	4,965	4,685	4,780	5,287

### 资产负债表

(百万人民币)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	926	4,965	4,685	4,780	5,287
存货	39	75	154	272	414
应收款项	431	649	948	1,405	2,279
合同资产	61	141	141	141	141
预付款项、其他应收款项及其他资产	372	223	298	420	591
以摊余成本计量的金融资产	0	575	575	575	575
按公允价值计入损益的金融资产	521	1,849	1,849	1,849	1,849
定期存款	5,745	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总额	8,094	8,478	8,651	9,442	11,137
商誉	967	967	967	967	967
物业、厂房及设备	172	186	191	194	196
使用权资产	0	94	28	0	0
其他无形资产	86	106	110	112	114
于联营及合营公司的投资	255	510	503	493	480
预付账款及其他应收款项	0	7	7	7	7
以摊余成本计量的金融资产	0	1,516	1,516	1,516	1,516
按公允价值计入损益的金融资产	0	16	16	16	16
定期存款	2,799	500	500	500	500
其他非流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产总值	4,280	3,901	3,837	3,805	3,795
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款和其他应付款项	1,488	1,777	2,457	3,378	4,666
合约负债	619	837	837	837	837
租赁负债	0	51	51	51	51
其他	0	0	0	0	0
流动负债总额	2,106	2,665	3,346	4,266	5,554
租赁负债	0	44	44	44	44
应付账款和其他应付款项	0	0	0	0	0
非流动负债总额	0	44	44	44	44
股本	0	0	0	0	0
库存股份	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
储备	13,332	13,519	13,588	13,588	13,588
累计亏损	(3,133)	(3,870)	(4,504)	(4,664)	(4,271)
权益	10,199	9,649	9,083	8,924	9,317
少数股东权益	68	21	14	13	17
权益总额	10,267	9,669	9,098	8,937	9,334

### 主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标 (人民币元)</b>					
每股收益 (基本)	(1.0)	(0.7)	(0.6)	(0.1)	0.3
每股收益 (摊薄)	(1.0)	(0.7)	(0.6)	(0.1)	0.3
每股净资产	9.6	9.0	7.9	7.8	8.1
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>估值 (倍)</b>					
P/E	na	na	na	na	238
P/B	9	9	10	10	10
P/S	23	16	13	10	7
EV/EBITDA	na	na	na	na	na
股息率 (%)	na	na	na	na	na
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	27	23	26	28	30
归母净利润率	(27)	(14)	(9)	(2)	3
净资产收益率	(13)	(7)	(7)	(2)	4
资产回报率	(10)	(6)	(5)	(1)	3
投资资本回报率	(14)	(8)	(8)	(2)	4
<b>盈利增长 (%)</b>					
营业收入增长率	79	52	34	41	41
EBIT增长率	61	(16)	(2)	(44)	(78)
归母净利润增长率	9	20	14	75	NA
<b>偿债能力指标</b>					
资产负债率	17	22	27	33	37
流动比率	384	318	259	221	201
速动比率	382	315	254	215	193
现金比率	44	186	140	112	95
<b>经营效率指标</b>					
应收账款周转天数	48	39	43	45	50
应付账款周转天数	210	153	154	155	156
存货周转天数	3	5	8	11	13

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测



## 2021 年互联网行业展望：

### 全面拥抱数字时代

- 互联网行业 2020 年回顾：**疫情进一步加速线上化，年初至 11 月 30 日，MSCI 中国通信服务指数持续跑赢 MSCI 中国指数，较年初年升 30%。电商、SaaS 类等板块表现亮眼。互联网巨头均有不俗的股价上涨幅度，阿里巴巴，腾讯，美团，京东，拼多多等较年初股价分别上涨 26%、50%、185%、142%和 264%。疫情对用户习惯的影响则更为深远，如生鲜电商等。企业也加速数字化进程，SaaS 将迎来长期发展。
- 互联网 2021 年整体趋势展望——全面拥抱数字时代：**1) **全民数字化：**“Z 世代”作为互联网原住民，已培养良好的付费习惯，且付费能力逐步提升，将引领互联网潮流；“银发经济”——60 岁以上的互联网用户增长显著，值得关注；2) **全场景数字化：**指尖经济已经渗透到生活的各个方面，包括娱乐、生活和工作，在线教育和远程办公等将成为长期趋势。3) **全产业数字化：**由消费互联网向产业互联网过渡，互联网巨头逐步加大对上游供应链改造，企业加速数字化进程和云上转型，产业互联网有望迎来爆发。
- 互联网 2021 年细分行业展望：**1) **游戏：**用户增速放缓，游戏精品化是未来趋势，游戏出海和电子竞技是主要看点；2) **电商：**直播带货或有所降温，私域电商蕴含巨大增长潜力；3) **本地生活服务：**社区团购或成为 2021 年互联网巨头的“新战场”，市场空间巨大，高频刚需，有望成为外卖之后新的线下流量入口，而众多巨头布局，竞争激烈；4) **短视频：**短视频仍处于红利期，平台间的差异化将逐渐凸显，未来或多平台共存；5) **SaaS：**企业服务仍是重点关注领域，相对于“节流”类型，更看好“开源”类型，垂直行业类或涌现细分龙头。
- 我们建议关注各板块龙头或差异化标的，包括阿里巴巴（9988.HK，买入，目标价 HK\$335）、腾讯（700.HK，买入，目标价 HK\$700）、美团点评（3690.HK，买入，目标价 HK\$326）、哔哩哔哩（BILI.US，未评级）和中国有赞（8083.HK，未评级）。

**赵丹**

 互联网分析师  
 dan\_zhao@spdbi.com  
 (852) 2808 6436

**杨子超**

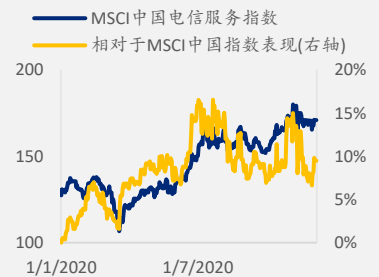
 助理分析师  
 charles\_yang@spdbi.com  
 (852) 2808 6409

**林琰**

 研究部主管  
 sharon\_lam@spdbi.com  
 (852) 2808 6438

2020 年 12 月 08 日

#### 指数表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

#### 相关报告：

- 《[腾讯控股：关于腾讯的十个思考](#)》（2020-10-15）
- 《[阿里巴巴：攻守有道，内外兼修](#)》（2020-07-31）
- 《[美团点评：有限半径，无线覆盖](#)》（2020-06-10）
- 《[同程艺龙：静待“寒冬”消退](#)》（2020-05-06）

# 目录

<b>2021 年互联网行业展望：全面拥抱数字时代</b> .....	143
<b>互联网行业 2020 年回顾</b> .....	145
疫情加速线上化.....	145
互联网细分板块复盘.....	146
<b>互联网 2021 年整体趋势展望</b> .....	149
全民数字化：“Z 世代”+“银发经济”.....	149
全场景数字化：娱乐+生活+工作.....	151
全产业数字化：消费互联网+产业互联网.....	152
<b>互联网 2021 年细分行业展望</b> .....	153
游戏：精品化趋势加强，出海和电竞是看点.....	153
电商：直播带货或将有所降温，私域电商潜力巨大.....	155
短视频：仍处于红利期，平台差异将逐渐凸显.....	157
本地生活：场景多元化，社区团购成为新战场.....	159
SAAS：迎来爆发，更看好前端交易类 SAAS.....	161
<b>覆盖公司</b> .....	164

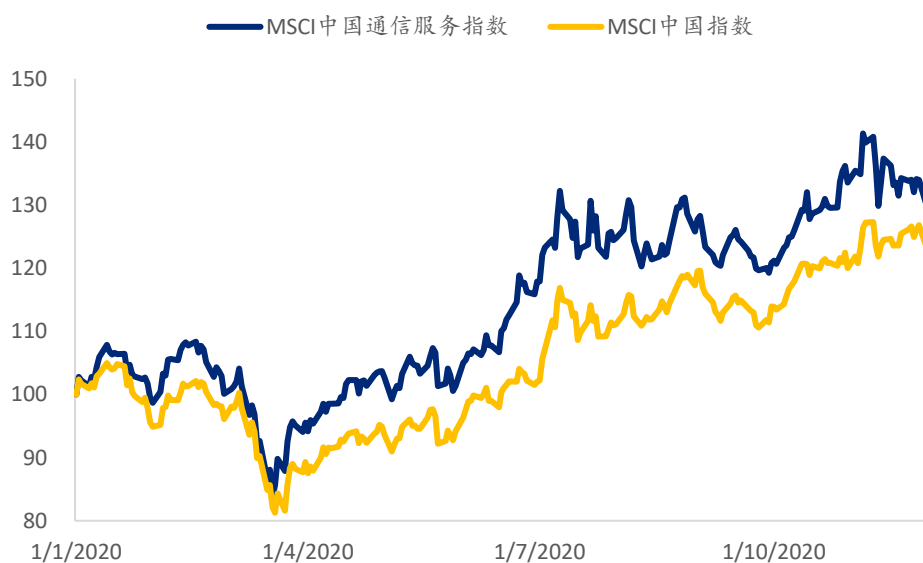
# 2021 年互联网行业展望：全面拥抱数字时代

## 互联网行业 2020 年回顾

### ● 疫情加速线上化

疫情进一步加速了线上渗透率的提升。年初至 11 月 30 日，**MSCI 中国通信服务指数持续跑赢 MSCI 中国指数**，较年初升 30%。疫情爆发初期，受业绩担忧和市场情绪影响，板块指数一路下跌，在三月下旬触底。随着国内疫情得到基本控制，板块估值随后不断上行修复。进入四季度，受平台经济反垄断政策影响以及板块轮动，行业估值有所下调，但全年仍跑赢指数。

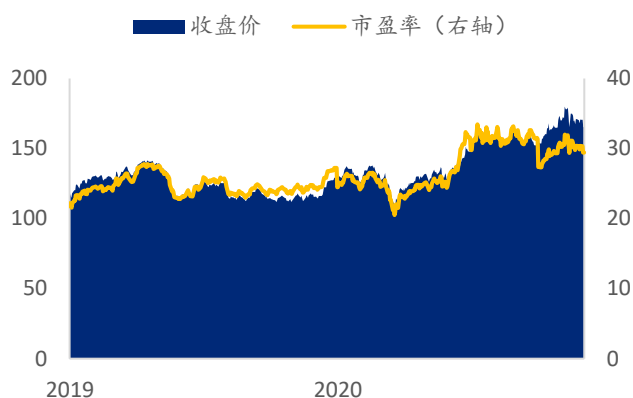
图表 223: MSCI 中国通信服务指数跑赢 MSCI 中国指数



资料来源：Bloomberg、浦银国际

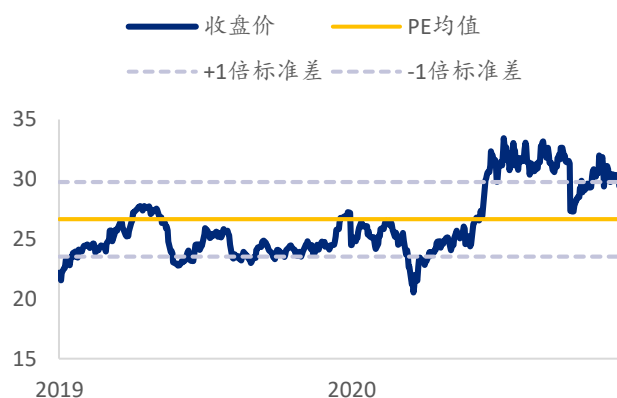
MSCI 中国通信服务指数市盈率 (TTM) 达到 2019 年来新高。受益于疫情，互联网板块表现优于大盘，宽松的流动性也推高了板块整体估值。目前市盈率相较于峰值稍有回落，但仍接近 30 倍，超过 2019 年以来的市盈率 (TTM) 26.6x 均值一个标准差。

图表 224: MSCI 中国通信服务指数及市盈率 (TTM)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 225: MSCI 中国通信服务指数市盈率 (TTM)

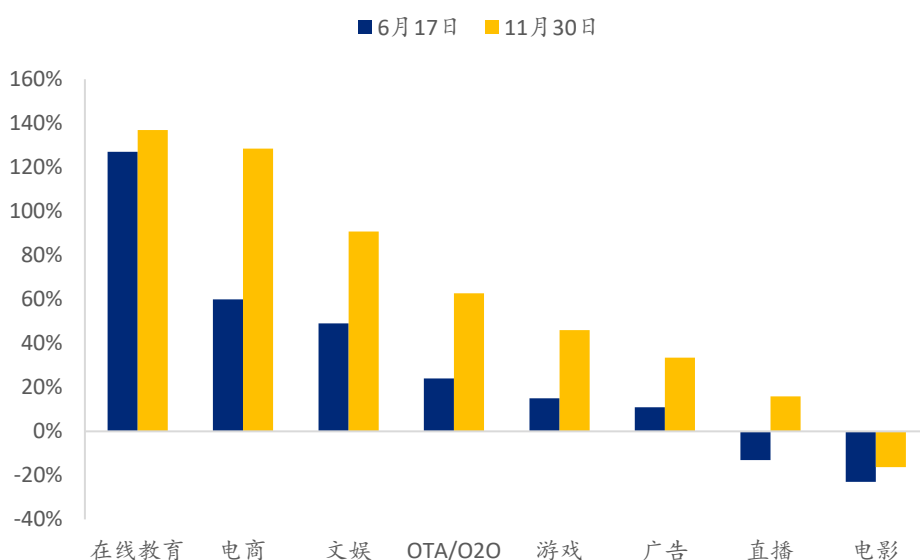


资料来源: Bloomberg、浦银国际

## ● 互联网细分板块复盘

细分板块来看, 受益于“宅经济”, 游戏、视频等纯线上文娱业务表现强劲, 尤其是上半年; 而像到店餐饮、OTA、票务网站等仍需线下消费的 O2O 业务受疫情冲击比较严重, 随着疫情得到基本控制, 行业在下半年逐步复苏至疫情前水平。此外, 远程办公、在线教育等细分领域在疫情期间迎来爆发, 利好长期发展。

图表 226: 2020 年互联网各细分板块年初至今股价变动



注: 6月17日为上半年 2H20 展望报告中的复盘时点。《2H20 市场展望: 大浪淘沙, 玉汝于成》

资料来源: Bloomberg、浦银国际

## 年初至 11 月 30 日股价变化：

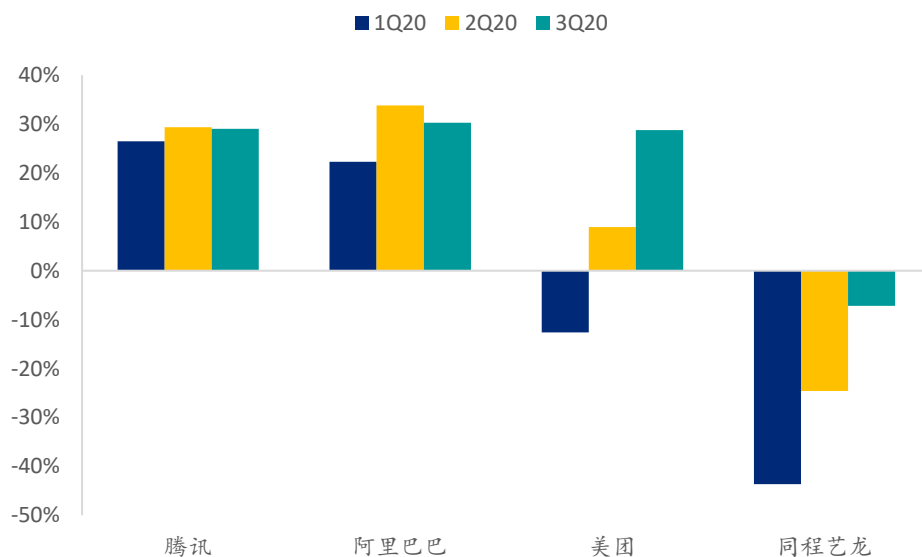
大部分细分板块股价取得正增长。在线教育板块股价涨势最高，较年初升 137%，主要为上半年疫情期间涨幅，下半年表现相对稳定。电商、文娱、OTA/O2O、游戏和直播板块股价较年初分别升 128%、91%、63%、46%和 16%；直播板块也开始转正，从年中的-13%到现在的+16%。

电影板块股价还未完全回到年初水平，但跌幅有所收窄，目前下跌 16%。

## 我们目前覆盖的四家公司在 2020 年前三季度营收增速：

- **游戏**：腾讯今年一至三季度营收增速分别为 26.4%、29.3%和 29.0%；
- **电商**：阿里巴巴今年一至三季度营收增速分别为 22.3%、33.8%和 30.3%；
- **本地生活服务**：美团今年一至三季度营收增速分别为-12.6%、8.9%和 28.8%；
- **在线旅游**：同程艺龙今年一至三季度营收增速分别为-43.6%、-24.6%和-7.2%；

图表 227：互联网细分龙头今年一至三季度营收增速



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 228: 互联网公司今年各季度收入增速和年初至今股价变化

股票代码	公司名称	行业	30/11/2020		收入同比增速 (%)		
			股价	年初至今股价 (变动)	1Q20	2Q20	3Q20
700 HK Equity	腾讯	游戏	578.0	53.9	26.4	29.3	29.0
NTES US Equity	网易	游戏	90.4	47.4	18.3	25.9	27.5
3888 HK Equity	金山软件	游戏	39.1	94.3	32.0	48.6	33.5
777 HK Equity	网龙	游戏	16.9	(7.5)	N/A	N/A	N/A
799 HK Equity	IGG	游戏	8.0	43.2	N/A	N/A	N/A
平均				46.2	25.6	34.6	30.0
BABA US Equity	阿里巴巴	电商	263.4	24.2	22.3	33.8	30.3
JD US Equity	京东	电商	85.4	142.3	20.7	33.8	29.2
PDD US Equity	拼多多	电商	138.8	267.0	43.9	67.3	89.1
VIPS US Equity	唯品会	电商	25.5	80.2	(11.8)	6.0	18.2
平均				128.4	18.8	35.2	41.7
3690 HK Equity	美团	OTA	289.2	183.8	(12.6)	8.9	28.8
TCOM US Equity	携程	OTA	33.6	0.1	(42.1)	(63.7)	N/A
780 HK Equity	同程艺龙	OTA	14.5	3.6	(43.6)	(24.6)	(7.2)
平均				62.5	(32.8)	(26.4)	10.8
BIDU US Equity	百度	广告	139.0	10.0	(6.5)	(1.1)	0.5
WB US Equity	微博	广告	42.3	(8.8)	(19.0)	(10.3)	N/A
SOHU US Equity	搜狐	广告	18.4	64.2	1.1	(11.3)	(67.3)
SOGO US Equity	搜狗	广告	8.8	93.8	1.8	(14.0)	(31.2)
SINA US Equity	新浪	广告	43.3	8.5	(8.4)	(4.7)	N/A
平均				33.5	(6.2)	(8.3)	(32.6)
MOMO US Equity	陌陌	直播	14.4	(55.5)	(3.5)	(6.8)	(15.4)
HUYA US Equity	虎牙	直播	20.7	15.3	47.8	34.2	24.3
DOYU US Equity	斗鱼	直播	13.3	56.6	53.0	33.9	37.0
YY US Equity	欢聚娱乐	直播	89.1	68.7	(0.9)	36.3	(8.7)
3700 HK Equity	映客	直播	1.1	(5.4)	N/A	N/A	N/A
平均				15.9	24.1	24.4	9.3
TME US Equity	腾讯音乐	文娱	16.8	42.8	10.0	17.5	16.4
IQ US Equity	爱奇艺	文娱	22.4	5.9	9.4	4.2	(2.8)
BILI US Equity	哔哩哔哩	文娱	62.9	237.6	68.6	70.2	73.5
772 HK Equity	阅文集团	文娱	57.4	76.5	N/A	N/A	N/A
平均				90.7	29.4	30.7	29.0
1970 HK Equity	IMAX China	电影	13.8	(15.2)	N/A	N/A	N/A
1896 HK Equity	猫眼娱乐	电影	13.0	(9.6)	N/A	N/A	N/A
1060 HK Equity	阿里影业	电影	1.0	(24.1)	N/A	N/A	N/A
平均				(16.3)	N/A	N/A	N/A
TEDU US Equity	达内	在线教育	3.0	51.0	N/A	N/A	(5.8)
DAO US Equity	网易有道	在线教育	29.8	111.4	139.8	93.1	159.0
GSX US Equity	跟谁学	在线教育	64.3	194.1	382.1	366.6	252.9
1797 HK Equity	新东方在线	在线教育	32.3	73.7	N/A	N/A	N/A
COE US Equity	51talk	在线教育	26.2	167.2	50.8	39.6	31.6
平均				119.5	190.9	166.4	109.4

注: N/A 代表公司不公布季报, 股价截至 11 月 30 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

## 互联网 2021 年整体趋势展望

在疫情之后，我国进入全面拥抱数字时代：1) **全民数字化**：“Z 世代”作为互联网原住民，已培养良好的付费习惯，付费能力逐步提升，引领互联网潮流；“银发经济”——60 岁以上的互联网用户增长显著，值得关注；2) **全场景数字化**：指尖经济已经渗透到生活的各个方面，包括娱乐、生活和工作，在线教育和远程办公等将成为长期趋势。3) **全产业数字化**：由消费互联网向产业互联网过渡，互联网巨头逐步加大对上游供应链的改造，从 To C 到 To B。企业加速数字化进程，加速云上转型，产业互联网有望迎来爆发。

### ● 全民数字化：“Z 世代”+“银发经济”

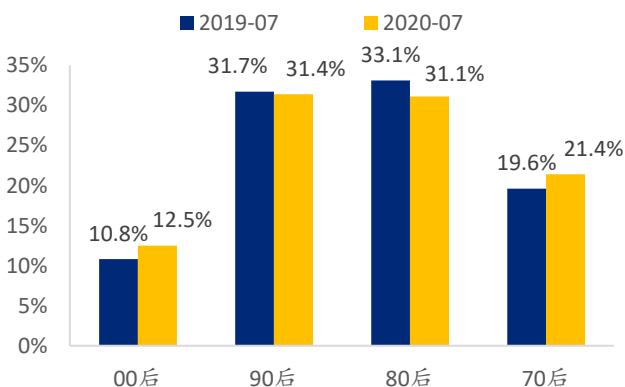
#### “Z 世代”付费能力逐步提升

“Z 世代”指 1995-2010 年间出生的新生代人群，我国目前“Z 世代”用户规模约 2.75 亿。他们是互联网的原住民，是伴随着互联网成长的一代人，对互联网有着先天依赖且深受互联网影响。未成年人的互联网普及率已达 93.1%。“Z 世代”已经养成了良好的付费习惯，随着越来越多的“Z 世代”陆续步入职场，付费能力也在逐步提升，也将成为未来的主要消费驱动。

此外，“Z 世代”特点鲜明，正引领着中国互联网潮流：

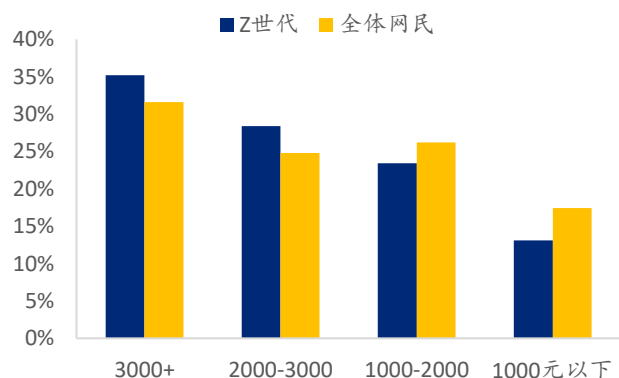
- 喜欢新鲜事物，愿意为兴趣付费，如热衷于二次元。
- 分享意愿高，通过内容创作来进行自我表达，并寻找兴趣群组。
- 受偶像影响较深，更容易追随“偶像”习惯或 KOL 直播种草，“网红经济”受到追捧。
- “懒宅经济”，早已习惯互联网带来的极大便利，如网购、外卖等生活方式。

图表 229: 中国网民用户年代分布



资料来源：QuestMobile、浦银国际

图表 230: Z 世代终端价格分布



注：2018 年 10 月数据，资料来源：QuestMobile、浦银国际

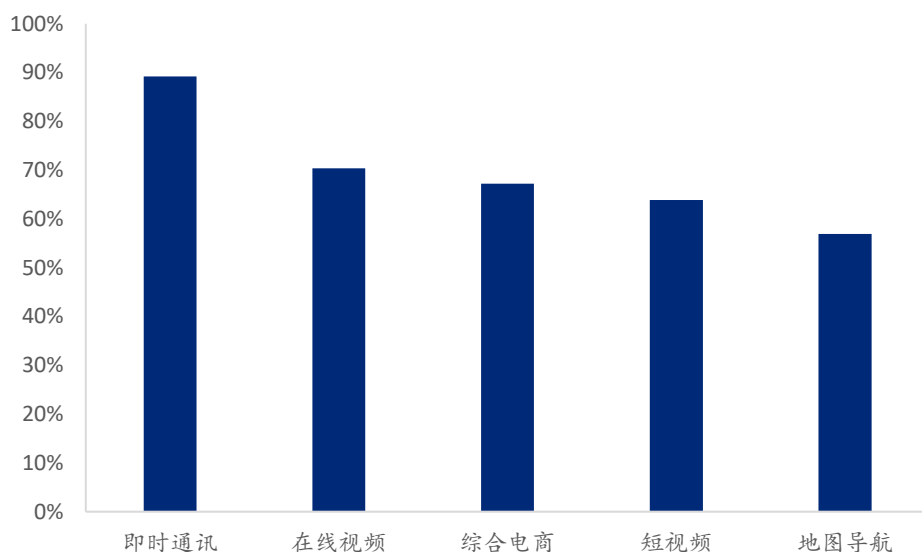
## “银发经济”——60岁以上互联网用户增长显著

在互联网巨头争抢“Z世代”的同时，老龄化趋势带来的银发人群，也成为不容忽视的群体。根据国家统计局数据，2019年末我国60岁及以上的老年人口数达到2.54亿，占总人口比例18.1%。而根据中国互联网络信息中心的数据，截至2020年6月，60岁以上老年网民占总网民的比例达到10.3%，该数字在今年3月份时为6.7%，新增约4000万，互联网进一步向中高齡人群渗透。

此外，根据阿里巴巴的《老年人数字生活报告》的数据显示，今年疫情以来，中国60岁以上银发群体手机活跃度同比增速超其他年龄组29.7%，老年群体消费金额三年复合增长率达20.9%，疫情期间消费增速仅次于00后。

据Quest Mobile统计，银发群体平均每天花费在手机上的时间有4.39小时，大部分时间停留在社交、网络视频和资讯等应用。

图表 231: 银发人群细分行业活跃渗透率



注：2020年5月数据

资料来源：QuestMobile、浦银国际

### 建议关注电商、本地生活服务、游戏和短视频等细分板块：

“懒宅经济”盛行，将推动电商以及本地生活服务领域的长期增长；

“娱乐需求”释放，游戏逐渐成为新的社交方式；

“短视频”成为“老少皆宜”的娱乐方式。

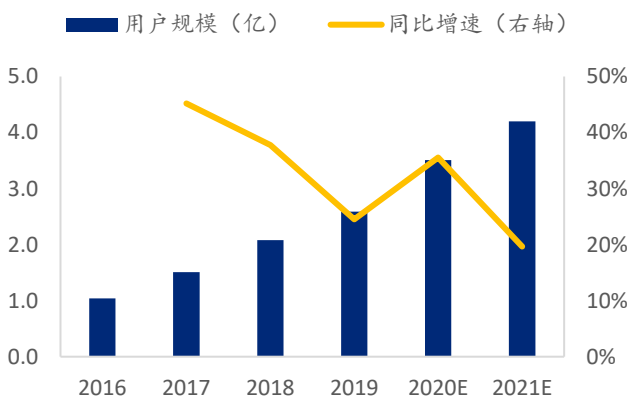
## ● 全场景数字化：娱乐+生活+工作

疫情影响下，互联网已经渗透到我们生活的各个方面。除了我们已经习惯的线上娱乐，互联网在一步步从虚拟走进现实，从网络购物到餐饮外卖，再到今年爆发的买菜跑腿，在线问诊等。除此之外，在线教育和远程办公也将成为长期趋势。

**在线教育，看好 K12 培训和少儿语言教育赛道。**根据艾媒数据，2020 年，我国在线教育用户规模将达到 3.51 亿，同比增长 35.5%，我们预计 2021 年有望突破 4 亿，增速略放缓。细分来看，我们仍然看好 K12 培训和少儿语言教育两个赛道，后期的留存率以及付费转化率才是关键。此外，人工智能在直播课堂中的应用将得到持续提升。

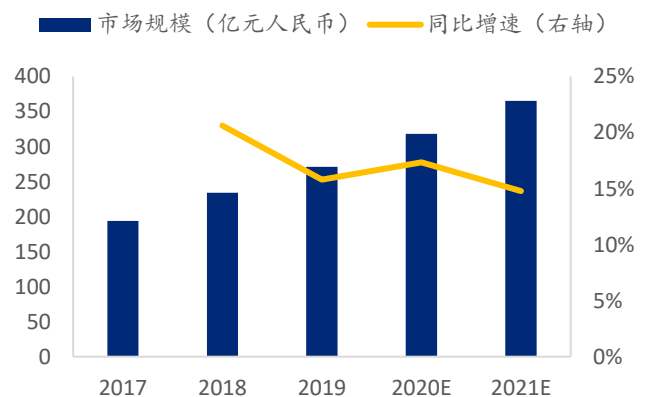
**远程办公，对于部分行业有望常态化。**根据 CNNIC，截至 2020 年 6 月，我国远程办公用户规模达 1.99 亿，占网民整体的 21.2%。市场规模方面，我们预计 2021 年有望达到 365 亿人民币，同比增长 15%。对于部分行业，远程办公在疫情结束后有望逐步常态化。此前，Facebook、Twitter 和 Goldman Sachs 等公司宣布在条件允许的条件下，员工可以选择“永远”在家办公。此外，远程办公的崛起或将推动网络安全需求的提升。

图表 232: 中国在线教育用户规模



注：2020E 为艾媒预测，2021 年为浦银国际预测  
资料来源：艾媒、浦银国际

图表 233: 中国远程办公市场规模



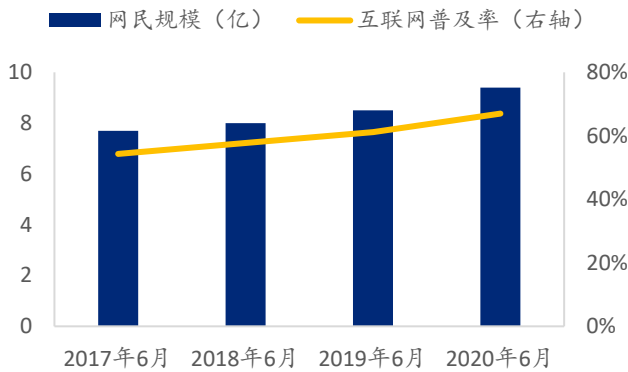
注：2020E 为信通院预测，2021 年为浦银国际预测  
资料来源：中国信通院，浦银国际

**建议关注云板块，在线教育和远程办公将推动需求上升。**

## ● 全产业数字化：消费互联网+产业互联网

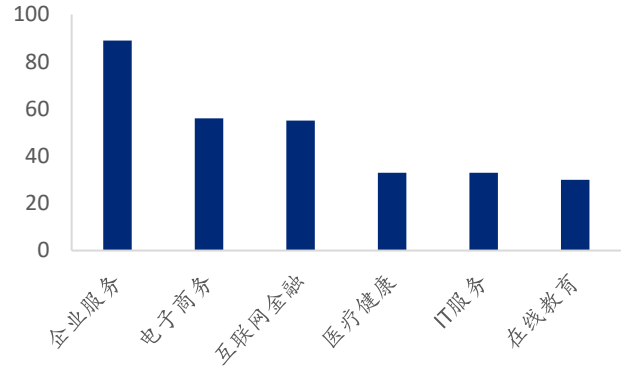
互联网下半场，消费互联网向产业互联网转移。根据 CNNIC 统计，截至 2020 年 9 月，我国网民数量超过 9.4 亿，互联网渗透率达到 67%，进一步提升。随着互联网人口红利逐渐减弱，互联网企业从服务 C 端向赋能 B 端转移。

图表 234: 中国网民用户规模



资料来源: CNNIC、浦银国际

图表 235: 互联网投融资重点领域 (笔数) 3Q20



资料来源: 中国信通院, 浦银国际

疫情加速了产业数字化转型。产业互联网本质是生产要素的数字化, 重构线下业务、重构产业链间的数字化。企业通过数字化得以复工, 降本增效。

产业互联网成为互联网投融资重点领域。根据中国信通院统计, 我国今年前三季度互联网行业投融资领域中, 企业服务是投融资笔数最多的细分领域。

互联网巨头持续发力上游供应链改造。从美团助力中小商户的数字化升级、电商平台对上游白牌工厂扶持, 再到长视频平台也加大自制剧内容制作, 互联网平台向上游渗透趋势明显。互联网平台将积累的 C 端用户数据, 反馈于 B 端, 通过改善 B 端运营效率来更好服务 C 端。

图表 236: 消费互联网与产业互联网对比

	消费互联网	产业互联网
用户	消费者	产品服务提供者
涉及领域	衣食住行	研发、制造、营销、售后、融资
发展意义	居民日常生活方便快捷	提升产品创新与服务能力
基础设施	云计算、大数据、移动互联网	物联网、智能制造、云计算、大数据、移动互联网

资料来源: 浦银国际

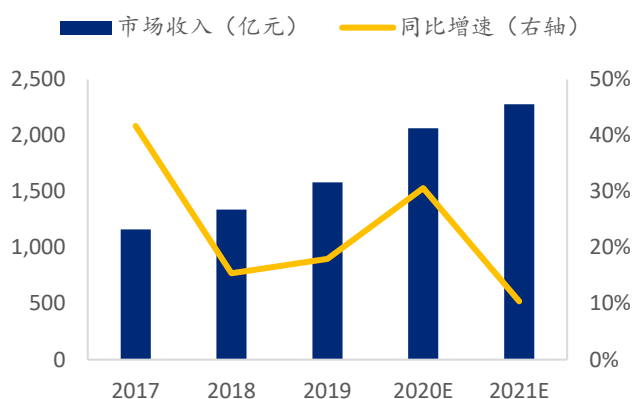
建议关注企业服务领域, 尤其是 SaaS 板块, 云化办公是长期趋势。

## 互联网 2021 年细分行业展望

### ● 游戏：精品化趋势加强，出海和电竞是看点

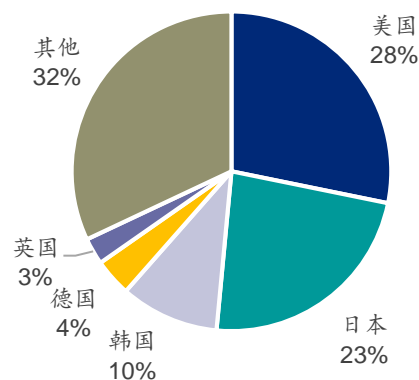
根据伽马数据，中国 2020 年移动游戏市场规模预计超过 2000 亿，同比增长 26.5%，我们预测 2021 年有望达到 2450 亿，同比增长 18.6%。国内手游用户增速放缓，未来行业扩张主要靠付费率和 ARPU 的提升。

图表 237: 中国移动游戏市场规模



注：2020E 为伽马数据预测；2021E 为浦银国际预测  
资料来源：伽马数据、浦银国际

图表 238: 中国自主研发手游海外销售收入分布 (1H20 年)



资料来源：伽马数据、浦银国际

**游戏厂商继续发力海外市场。**国内版号数量发放受限，使得部分游戏厂商将目标转向海外市场。2020 年上半年，中国自主研发游戏海外市场实际销售收入增长率为 36.3%，高于国内市场实际销售收入增长率的 30.4%。从手游出海市场来看，美国，日本和韩国位居前三，占比分别为 28%、23%和 10%。与国内游戏市场双寡头垄断不同，我国出海游戏格局相对均衡，第二梯队厂商仍有发展机会。

**精品化趋势加强，优质内容提供商的议价能力将继续提升：**根据 Sensor Tower 数据，《原神》自 9 月 28 日全球同步上市以来，移动端在两个月的流水达到 3.93 亿美元，位列全球移动游戏收入榜第二名，仅次于《王者荣耀》。中国市场仍是《原神》的主要收入来源，占比为 30.5%，日本和美国市场的收入占比分别为 25%和 18.8%。《原神》是米哈游历时三年花重金打造的开放世界游戏，呈现了高质量的游戏内容，将“开放世界玩法+优质画面+氪金点+二次元角色”等诸多元素进行很好地融合。而《原神》此前拒绝小米、华为等应用商店，也体现内容与渠道商的矛盾加剧。

此外，苹果公司在 11 月 18 日宣布，小企业项目在苹果商店上软件售卖和服务的抽成减半，即年收入小于 100 万美金，或者平台新的开发者，可以申请将抽成费用由 30%降低到 15%。关于研发商和渠道商之间的博弈，也是 2021 年的一大看点，优质内容提供商的议价能力将继续提升。

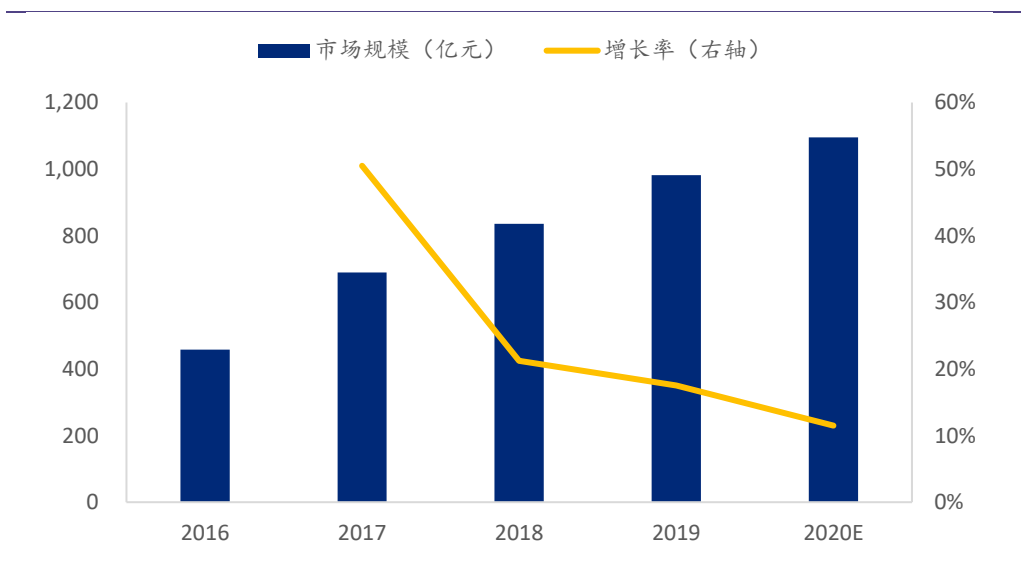
图表 239: 《原神》iOS 畅销榜排名 (2020.12.01)

中国	王者荣耀	原神	阴阳师	天涯明月刀	和平精英	梦幻西游	三国志 战略版	万国觉醒	街霸	穿越火线
中国香港	原神	RO仙境传说	叫我大掌柜	一拳超人	Garena 传说对决	神魔三国志	萧天英雄传2	Pokémon GO	高智商解谜	叫我盲老翁
中国台湾	RO仙境传说	王国Kingdom	Garena 传说对决	星城Online	全民打棒球 Pro	Coin Master	神魔三国志	麻将明星3缺1	原神	老子有钱
美国	Clash of Clans	Genshin Impact	Roblox	Pokémon GO	Candy Crush S...	Homescapes	Coin Master	DRAGON BALL...	Call of Duty®	Gardenscapes
日本	原神	荒野行动	モンスタースト...	パズル&ドラゴ...	Pokémon GO	ディズニー ツイ...	プロ野球スピリ...	LINE	eFootball ウイ...	Fate
韩国	리니지M	세븐나이츠2	리니지2M	FIFA ONLINE 4 ...	원신	V4	바람의나라	카트라이더 러쉬...	미르4	리니지M

资料来源: Appannie、浦银国际

电子竞技向传统体育项目发展是大势所趋。近日，“电子竞技员”国家职业技能标准即将出台，预示着电子竞技将进一步被大众所接受。各地也不断制定关于支持电竞的利好政策，将促进电竞产业的规范健康发展。目前电竞已经成功申请成为 2022 年亚运会比赛项目，电竞向传统体育项目发展是大势所趋。

图表 240: 中国电竞市场规模



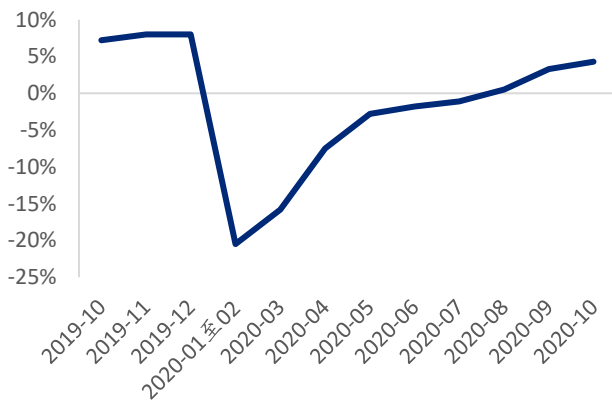
E=艾媒预测

资料来源: 艾媒、浦银国际

## ● 电商：直播带货或将有所降温，私域电商潜力巨大

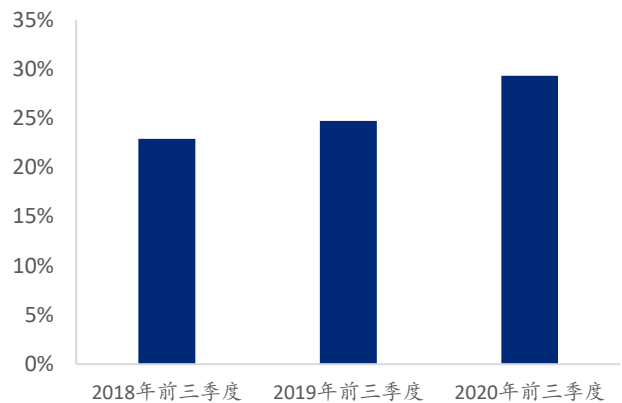
电商行业预计保持稳健增长。2020年，直播电商和下沉市场成为推动电商增长的主要驱动。电商渗透率也逐步提升，从一季度的22.9%提升至第三季度的29.3%。随着消费复苏，我们预计2021年电商行业维持20%+的增速。

图表 241: 中国社会消费品零售总额同比变化



资料来源：国家统计局、浦银国际

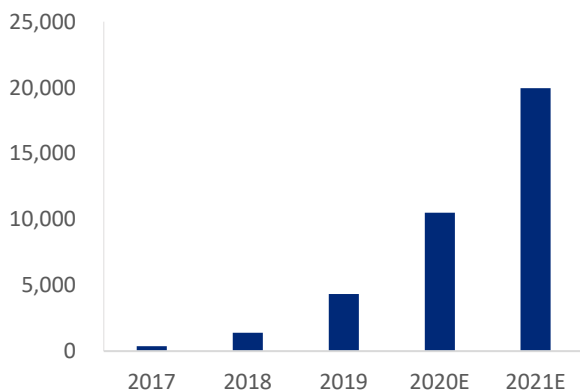
图表 242: 中国社会消费品零售总额-网上零售占比



资料来源：QuestMobile, 浦银国际,

**直播带货风潮 2021 年或有所降温。**今年双十一淘宝直播引导 GMV 同比翻番,商家自播带来的 GMV 同比增长超过 500%,直播商家覆盖数增长 220%,直播带货成为 2020 年电商领域最大风口。但同时,直播带货也还存在着不少问题,有近半数的从事直播带货的 MCN 机构仍处于亏损,厂商也面临高坑位费,低价和高退货率等问题。随着监管政策的出台,直播带货风潮或有所降温,也更利于行业的长期健康发展。长尾网红逐渐退出市场,带货流量或逐步向头部 KOL 或厂商自营集中。

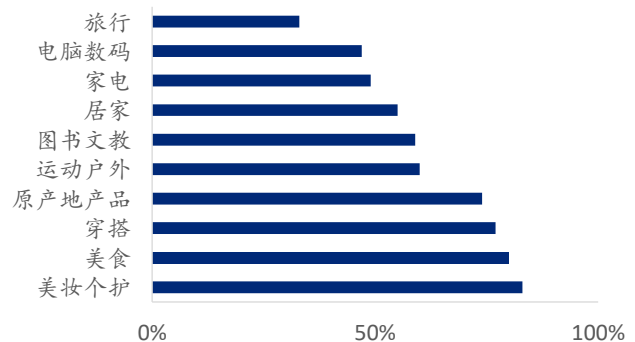
图表 243: 中国直播电商市场规模 (亿)



E=阿里研究院

资料来源：阿里研究院、浦银国际

图表 244: 直播电商各品类转化率

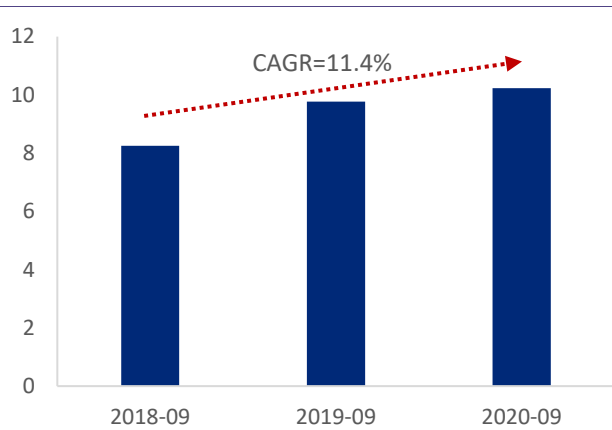


资料来源：DATA100, 浦银国际,

私域电商乘风而起，潜力巨大。随着互联网的人口红利逐渐减弱，互联网平台的公域流量的价格越来越贵。在这样的背景下，私域流量逐渐被商家所接受。私域流量可以反复触达和转化，从而降低单均成本。私域电商与传统电商的区别更像是专卖店和大型购物中心。由于强交互和高信任，私域流量商户的转化率会高于一般电商平台。此外，用户对品牌有一定认知，甚至是多次复购用户，方便商家进行更加精准的营销。

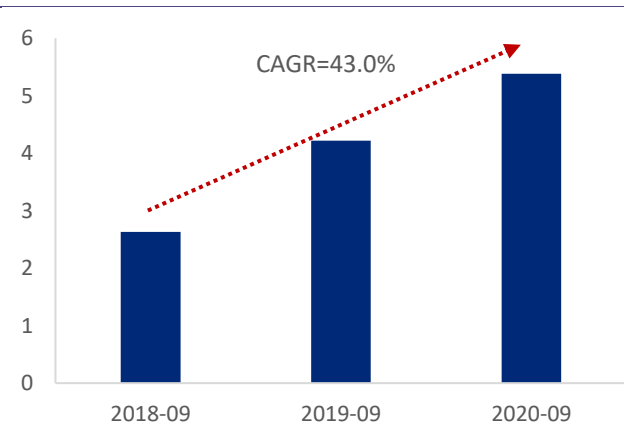
私域流量也并非适合所有商户，我们认为私域流量更适合已经具备一定客流基础，且属于相对高频消费的垂直细分领域，进而能够从收入端覆盖掉搭建和维护私域流量的相关成本开支。目前来看，私域流量还处于发展早期，其交易额在整体电商中占比仍较为有限，但未来增长空间巨大。

图表 245: 移动购物 APP 用户规模 (亿)



资料来源: QuestMobile、浦银国际

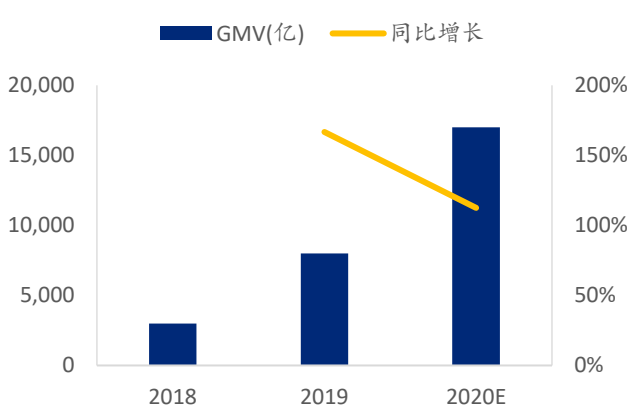
图表 246: 移动购物微信小程序用户规模 (亿)



资料来源: QuestMobile、浦银国际

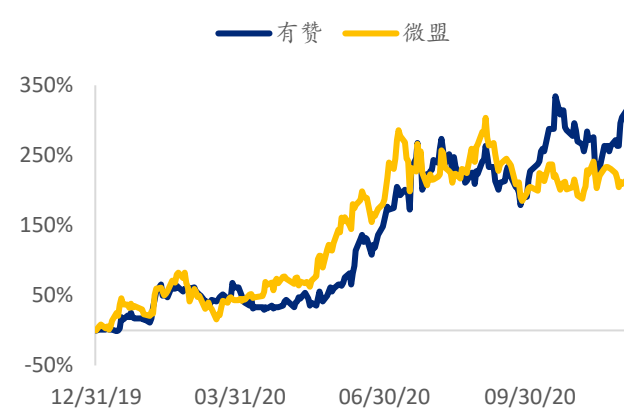
今年 1 月至 8 月，受疫情影响，小程序实物商品 GMV 同比增长 115%。我们预计微信小程序电商 GMV 未来三年年均复合增长 80%。

图表 247: 微信小程序 GMV 保持快速增长 (亿)



E=浦银国际预测  
资料来源: 微信公开课、浦银国际

图表 248: 小程序服务提供商微盟、有赞年初至今股价变动



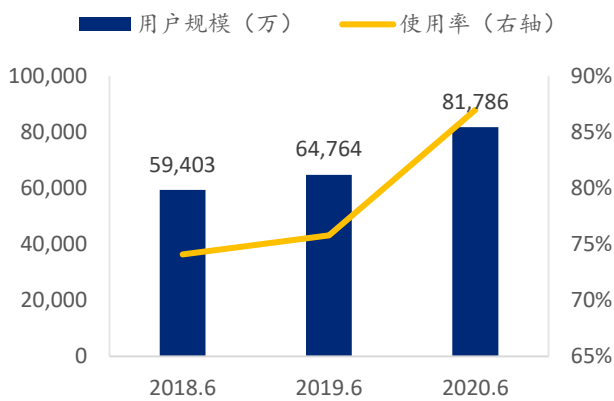
资料来源: FactSet、浦银国际

## ● 短视频：仍处于红利期，平台差异将逐渐凸显

**视频号加剧行业竞争。**根据 CNNIC，截至今年 9 月，我国短视频用户规模为 8.18 亿，较 3 月份增长 4461 万，占整体网民的 87%，渗透率仅落后于即时通讯。从竞争格局来看，头条系抖音和快手双雄争霸，而微信视频号的开通则加剧了行业的竞争。头条系和快手在用户规模上遥遥领先，视频号想要在短时间内赶超抖音快手，存在很大挑战。而视频号或将凭借社交关系链的差异化竞争，赢得一席之地。短视频领域，未来或出现多个巨头共存的格局，不同平台拥有各自的品牌调性。

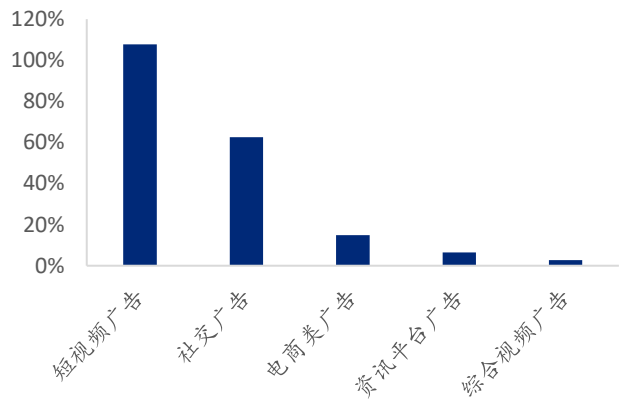
此外，随着快手已向港交所提交招股书，我们认为企业上市将为行业提供更加清晰的估值标杆。

图表 249：我国短视频用户规模



资料来源：CNNIC、浦银国际

图表 250：广告投放费用同比增长率 (3Q20)

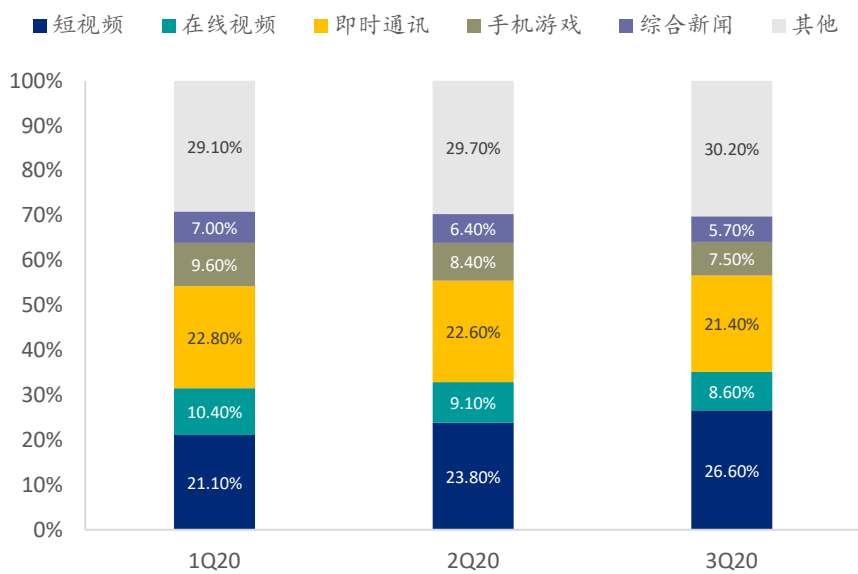


资料来源：QuestMobile、浦银国际

**短视频加大变现力度，包括信息流广告、电商带货和直播打赏等。**短视频用户时长占比仍在持续提升，根据极光大数据，截至今年三季度，时长占比已经达到 26.6%，领先于即时通讯 21.4%。

随着流量的汇集，短视频平台也成为互联网广告主的首选投放渠道之一。今年三季度，短视频广告投放费用同比翻倍。除了信息流广告，电商带货也增长明显。此外，短视频内嵌直播功能，也极大挤压了传统直播平台的生存空间。

图表 251: 用户时长占比



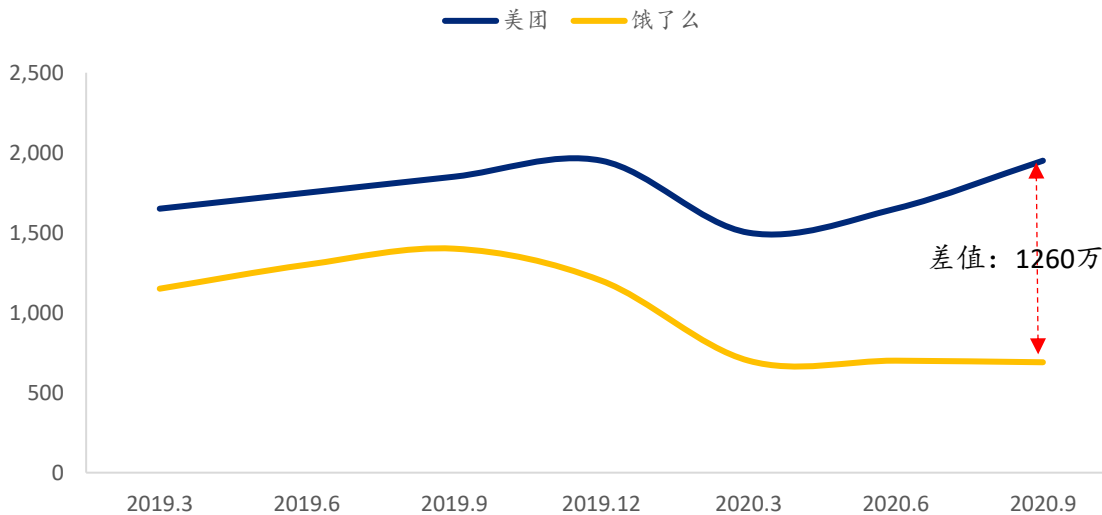
资料来源: 极光、浦银国际

## ● 本地生活：场景多元化，社区团购成为新战场

### 我国外卖行业的双寡头格局将持续；美团优势扩大

根据 Trustdata 数据，今年三季度，美团外卖在餐饮外卖市场的领先优势在继续扩大，相对于饿了么的用户规模差距增加至 1261 万。行业龙头地位进一步巩固。而对于近期的平台经济反垄断政策影响，明令禁止“二选一”等方式。我们认为各平台都会较为谨慎，大规模补贴发生概率不大，预计竞争格局将保持相对稳定。

图表 252：中国外卖市场——美团相对于饿了么的领先优势继续扩大（MAU）



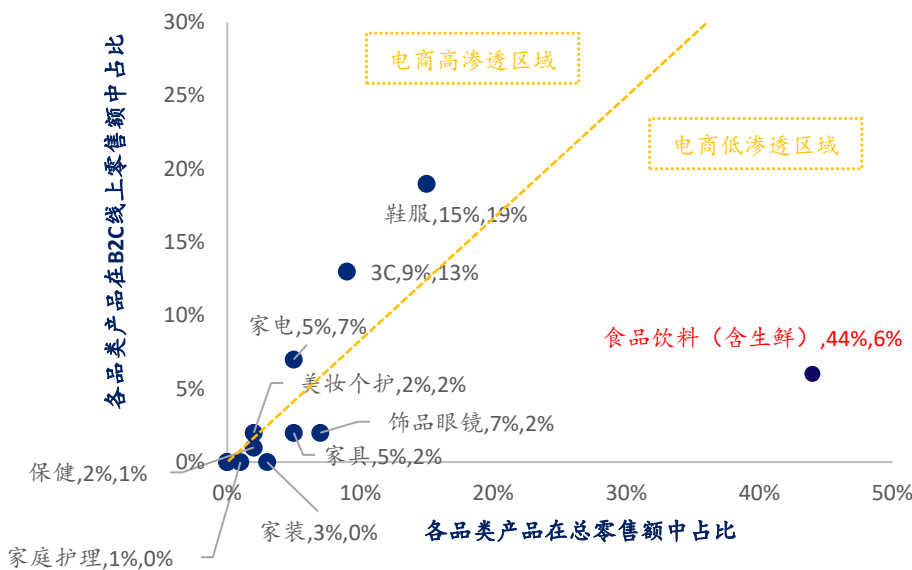
资料来源：Trustdata、浦银国际

**非餐饮外卖成为新的增长点。**除传统餐饮外，目前外卖服务已经延伸到生活超市、生鲜等更多生活场景，这使得外卖成为了全时段、跨品类的重要消费场景。非餐饮外卖同比增速远超过餐饮外卖的增速。疫情期间，外卖平台推出的买菜、买药、闪购等到家服务迎来爆发，进一步推动用户线上消费习惯的培育。我们认为非餐饮外卖将成为外卖行业新的增长点。

## 社区团购或成为 2021 年互联网巨头的新战场

潜在市场空间巨大，生鲜零售品类，高频刚需，有望成为外卖之后的下一个流量入口。根据欧睿数据，我国整个生鲜市场交易规模，已超 5 万亿，但线上渗透率却不到 5%，未来有很大增长空间。

图表 253:各品类产品线上渗透率



资料来源：前瞻研究院、浦银国际

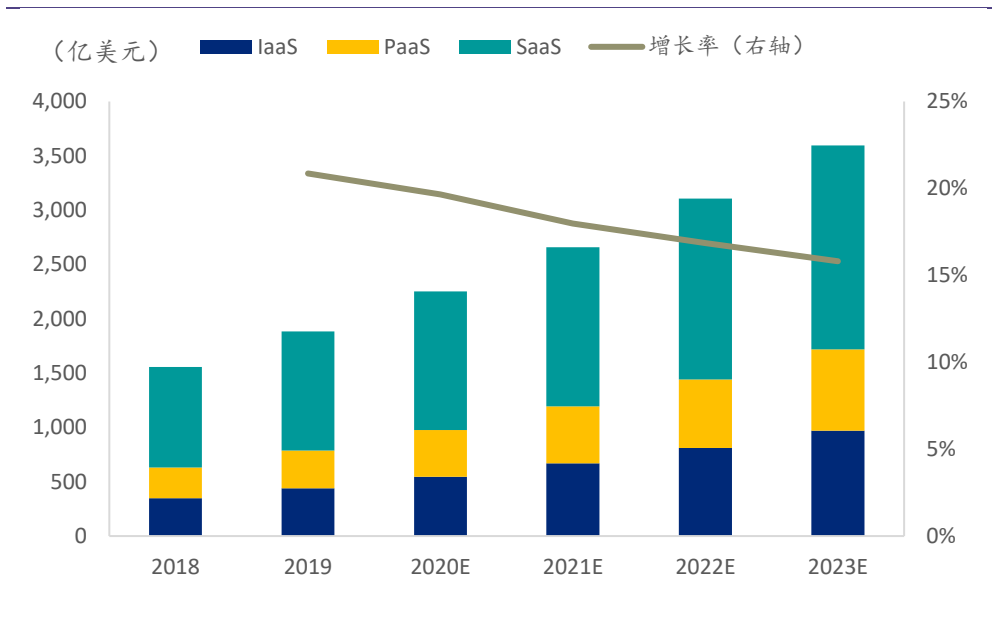
社区团购更易在低线城市迅速崛起。社区团购模式的目标用户更看重菜品的低价，实惠，因此该模式更容易在低线城市爆发。此外，社区团购也对上游的菜品供应链有很高的要求，更类似于 C2M (Customer to Manufactory) 模式。

竞争格局尚不明朗，更看好美团和拼多多。互联网巨头纷纷押注社区团购赛道，包括美团，拼多多和滴滴等。竞争激烈，预计将开始新一轮补贴大战。至于谁能最后胜出，目前尚不明朗，我们更看好美团和拼多多。美团的优势在于城市覆盖广，强大的地推能力以及在 To B 供应链方面的运营经验。拼多多的优势在于社区团购的目标用户和其自身用户高度契合，模式也较为相近。

## ● SaaS：迎来爆发，更看好前端交易类 SaaS

SaaS 是全球云计算中最大的细分市场。根据 Gartner，全球云计算市场规模在 2019 年达到 1883 亿美元，同比增速 20.9%，其中 SaaS 的市场规模高达 1095 亿美元，占比达到 58.2%。Gartner 预计，SaaS 市场规模在 2019 至 2023 年将保持 14.4% 的 CAGR，到 2023 年 SaaS 市场规模将接近 1900 亿美元。

图表 254：全球云计算市场规模及增速



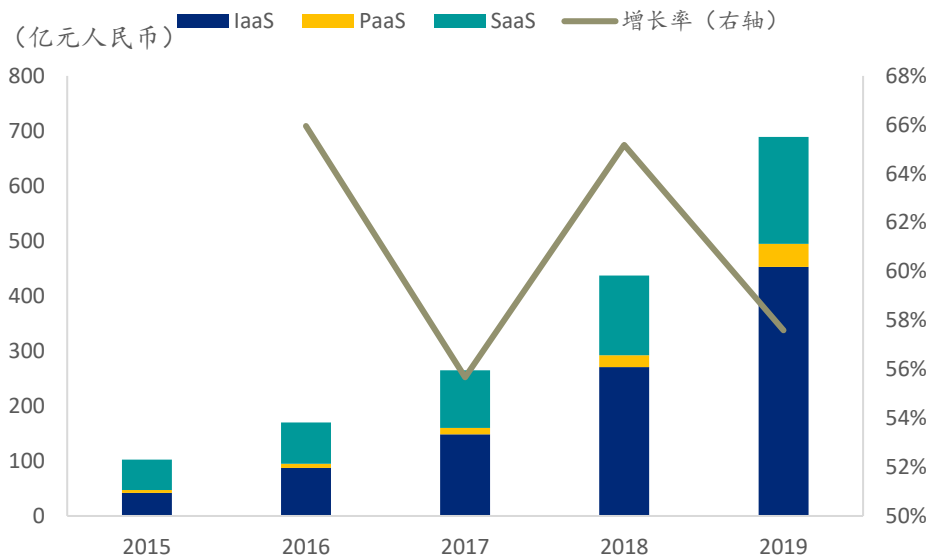
E=Gartner 预测

资料来源：Gartner、浦银国际

中国 SaaS 市场存在庞大的发展空间。根据中国信通院，2019 年中国公有云市场规模约 689 亿人民币，同比增长 58%。其中 SaaS 市场规模为 194 亿，同比增长了 34.2%，占中国公有云的市场规模较低，约为 28.3%。

目前中国 SaaS 市场规模占全球 SaaS 市场规模仅约 3%，且中国 SaaS 在云计算市场的比例（28.3%）也大幅低于全球水平（58.2%），中国 SaaS 市场存在着极大的发展空间。

图表 255：中国云计算市场规模及增速



资料来源：信通院、浦银国际

**疫情加速企业上云，SaaS 迎来发展机遇。**传统软件通常需要较长时间进行本地部署，SaaS 可以快速启动。此外，SaaS 允许用户通过互联网连接并使用基于云的应用程序，提供完整的软件解决方案。服务提供商负责管理硬件和软件，并确保应用程序和数据的可用量及安全性。疫情期间，许多企业已将工作转到线上。例如，通过办公自动化、视频会议和电子合同等软件服务，在远程办公的形式下完成流程审批、协同编辑、于客户进行远程交流等工作，提高了远程办公工作效率。

**SaaS 竞争格局分散，各细分赛道龙头涌现。**相对于 IaaS 高度集中的竞争格局，SaaS 市场由于用户需求复杂且市场容量庞大，催生出了许多细分赛道，整体 SaaS 竞争格局相对分散。SaaS 逐渐由通用型转向垂直型发展，在不同行业中渗透，预计垂直行业中将持续涌现细分龙头。目前，在垂直型行业中，有专注于建筑行业的广联达，地产行业的明源云，餐饮行业的客如云，电商行业的有赞、微盟等。

**相对于“节流”型，更看好“开源”型 SaaS。**在 SaaS 赛道中，相对于提高效率，降低企业成本的“节流”型 SaaS，我们更看好与业务更接近，能为企业带来收入的“开源”型 SaaS。“开源”型软件中，例如有电商行业的有赞，可以帮助用户快速在网上开店，将直接为用户带来收入。由于中国市场对软件使用的付费意愿较低，我们认为短期内能为企业带来创收的“开源”型 SaaS 的机会更大。

图表 256: 互联网公司估值比较

股票代码	公司名称	行业	30/11/2020			市盈率			
			市值 (百万美元)	股价 (交易货币)	年初至今 股价变动 (%)	2018A	2019A	2020E	2021E
700 HK EQUITY	腾讯	游戏	714,005	577.5	53.8	61.1	49.6	37.8	30.4
NTES US EQUITY	网易	游戏	62,448	90.4	47.4	45.8	26.3	24.7	21.2
3888 HK EQUITY	金山软件	游戏	6,906	39.0	93.8	197.6	733.5	9.9	31.6
777 HK EQUITY	网龙	游戏	1,224	16.9	(7.6)	35.0	9.0	10.5	8.2
799 HK EQUITY	IGG	游戏	1,271	8.0	42.6	6.9	8.5	6.1	7.2
平均					46.0	69.3	165.4	17.8	19.7
BABA US EQUITY	阿里巴巴	电商	712,556	263.4	24.2	51.8	47.2	35.0	26.5
JD US EQUITY	京东	电商	133,564	85.4	142.3	359.4	78.9	51.9	35.8
PDD US EQUITY	拼多多	电商	170,824	138.8	267.0	N/A	N/A	N/A	341.0
VIPS US EQUITY	唯品会	电商	17,299	25.5	80.2	41.9	25.5	19.9	16.2
平均					128.4	151.0	50.5	35.6	104.9
3690 HK EQUITY	美团点评	OTA/020	219,471	289.2	183.8	N/A	778.0	262.1	95.5
TCOM US EQUITY	携程	OTA	19,921	33.6	0.1	29.4	23.6	N/A	27.5
780 HK EQUITY	同程艺龙	OTA	4,073	14.6	4.1	24.4	17.5	26.8	14.1
平均					62.7	26.9	273.0	144.4	45.7
BIDU US EQUITY	百度	广告	47,406	139.0	10.0	14.1	21.1	15.5	14.2
WB US EQUITY	微博	广告	9,568	42.3	(8.8)	16.0	15.5	21.0	17.0
SOHU US EQUITY	搜狐	广告	721	18.4	64.2	N/A	N/A	N/A	19.8
SOGO US EQUITY	搜狗	广告	3,419	8.8	93.8	37.5	37.4	73.5	28.5
SINA US EQUITY	新浪	广告	2,588	43.3	8.5	14.6	14.9	19.5	17.0
平均					33.5	20.6	22.2	32.4	19.3
MOMO US EQUITY	陌陌	直播	3,001	14.4	(55.5)	6.0	4.9	8.2	6.3
HUYA US EQUITY	虎牙	直播	4,868	20.7	15.3	77.1	43.1	25.9	19.8
DOYU US EQUITY	斗鱼	直播	4,210	13.3	56.6	N/A	95.4	32.3	19.6
YY US EQUITY	欢聚娱乐	直播	7,213	89.1	68.7	12.0	21.2	21.7	17.4
3700 HK EQUITY	映客	直播	274	1.1	(5.4)	1.6	20.9	12.1	6.9
平均					15.9	24.1	37.1	20.0	14.0
TME US EQUITY	腾讯音乐	文娱	28,115	16.8	42.8	44.8	38.7	37.8	30.2
IQ US EQUITY	爱奇艺	文娱	16,404	22.4	5.9	N/A	N/A	N/A	N/A
BILI US EQUITY	哔哩哔哩	文娱	21,840	62.9	237.6	N/A	N/A	N/A	N/A
772 HK EQUITY	阅文集团	文娱	7,534	57.5	76.9	56.1	50.7	N/A	36.8
平均					90.8	50.5	44.7	37.8	33.5
1970 HK EQUITY	IMAX China	电影	615	13.7	(15.5)	13.3	14.1	N/A	15.5
1896 HK EQUITY	猫眼娱乐	电影	1,906	13.0	(9.3)	49.0	21.5	N/A	13.9
1060 HK EQUITY	阿里影业	电影	3,600	1.0	(24.1)	N/A	N/A	N/A	881.3
平均					(16.3)	31.1	17.8	N/A	303.6
DAO US EQUITY	网易有道	在线教育	3,326	29.8	111.4	N/A	N/A	N/A	N/A
GSX US EQUITY	跟谁学	在线教育	15,343	64.3	194.1	N/A	389.2	N/A	N/A
1797 HK EQUITY	新东方在线	在线教育	3,941	32.5	74.7	N/A	N/A	N/A	N/A
COE US EQUITY	51talk	在线教育	562	26.2	167.2	N/A	N/A	52.5	36.5
平均					136.9	N/A	389.2	52.5	36.5

E=Bloomberg 预测, 股价截至 11 月 30 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

## 覆盖公司

**腾讯 (700.HK):** 维持买入评级, 目标价维持 **700 港元**。手游业务依然强劲, 看好“小程序经济圈”的长期增长潜力。基于分部加总法的目标价对应 36x 和 30x 的 2021E 和 2022E 市盈率。

**阿里巴巴 (9988.HK):** 维持买入评级, 目标价维持 **335 港元**。我们预计 2021 年中国电商行业保持稳健增长; 云计算业务有望在本财年扭亏为盈。基于分部加总的目标价, 分别对应 34x 和 29x 的 FY2021E 和 FY2022E 市盈率。

**美团 (3690.HK):** 维持买入评级, 目标价维持 **326 港元**。外卖行业龙头地位依然稳固, 优势扩大; 看好在社区团购领域的优势。基于分部加总法的目标价, 分别对应 88x 和 56x 的 2021E 和 2022E 年的市盈率

**同程艺龙 (780.HK):** 维持买入评级, 目标价维持 **18 港元**。随着疫苗的推出, 旅游行业恢复确定性不断增强; 继续发力低线酒店业务。目标价分别对应 35x 和 19x 的 2020E 和 2021E 年的市盈率。



## 2021 年科技行业展望： 需求回暖上升，格局稳中有变

- **未来 2 年，全球智能手机步入复苏周期：**我们预测 2021 年和 2022 年全球智能手机出货量将同比增长 6% 和 4%，整体进入上升周期。主要的驱动因素包括：1) 疫情之后需求的触底反弹，2) 中国和海外地区 5G 基建推动消费者换机需求，换机周期缩短。中国以及海外发达地区是未来两年手机需要的主要推动力。同时，伴随中国和海外经济复苏，高端智能手机需求有望从今年的低点抬头向上。因此，从基本面的角度，明年整体手机品牌和供应链都有较好的支撑。
- **智能手机头部品牌格局变动：**在中美贸易关系维持不变的前提下，华为智能手机出货量的下滑，给予其他头部品牌成长空间，包括苹果 (AAPL.US)、三星 (005930.KS)、小米 (1810.HK)、OPPO、vivo 和传音控股 (688036.CH)。首先，我们看好这些智能手机头部品牌标的，可以充分受惠于行业复苏和份额增长的双重力量，增长确定性更高。其次，我们也推荐投资人关注和苹果深度绑定的供应链标的，例如立讯精密 (002475.CH)、蓝思科技 (300433.CH)、信维通信 (300136.CH) 等。
- **智能手机品牌向供应链传导的机会：**我们预计 2021 年和 2022 年，全球 5G 智能手机渗透率将达到 48% 和 67%，对应 3.5 亿部和 3.0 亿 5G 智能手机年增量。5G 驱动力逐步从中国向海外发达地区转移。以下行业受惠于 5G 的价值量提升：1) 处理器和基带 (台积电、高通、联发科等)，2) 射频/天线 (博通、卓胜微、信维通信等)，3) 光学 (舜宇、丘钛、大立光、韦尔股份等)，4) 无线充电 (信维通信、立讯精密)，5) 电池 (欣旺达、德赛电池等)，6) 组装代工 (闻泰科技、华勤、龙旗)。另外，我们分析了智能手机以外的终端产品市场规模，如电脑、电视、平板、手表、耳机等正日趋成为重要增长动力。为手机品牌提供制造能力的标的，如比亚迪电子 (285.HK)，会受惠于该趋势。
- **科技硬件估值回落均值附近：**从过去 5 年历史股价表现来看，索尼、苹果、三星、舜宇、比亚迪电子、台积电都取得了结构性的回报。我依然对这些龙头公司及其所处的子行业保持乐观态度。目前，电子零部件和半导体行业估值都回调至均值附近，因此在智能手机需求向上的基本面中，估值下探风险相对较小。
- **投资风险：**1) 智能手机行业需求复苏不如预期，2) 中美贸易关系变化导致终端需求变化，3) 市场情绪转弱导致科技行业估值下行。

沈岱

科技分析师  
tony\_shen@spdbi.com  
(852) 2808 6435

杨子超

研究助理  
charles\_yang@spdbi.com  
(852) 2808 6409

林琰

研究部主管  
sharon\_lam@spdbi.com  
(852) 2808 6438

2020 年 12 月 08 日

### 年初至今行业指数表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

### 相关报告：

- 《小米智能手机空间再分析：华为荣耀 vs 小米》(2020-10-15)
- 《iPhone12 系列到底香不香?》(2020-10-14)
- 《科技股回调那件小事儿》(2020-09-17)
- 《中国智能手机品牌征战全球》(2020-09-01)

# 目录

<b>2021 年科技行业展望：需求回暖上升，格局稳中有变</b> .....	165
<b>全球智能手机步入上升周期</b> .....	167
未来两年全球智能手机需求向上.....	167
中国智能手机需求依然是主要驱动力.....	170
发展中地区依然有巨大的智能手机新增量.....	173
<b>头部品牌格局变动的机遇和挑战</b> .....	175
华为影响不改中国品牌整体实力.....	177
苹果、三星重新步入上升.....	181
<b>从品牌向供应链传导的机会</b> .....	185
5G 智能手机渗透率再上台阶.....	186
算力驱动半导体价值量的提升.....	188
不仅仅是智能手机.....	190
<b>行业回报表现与估值</b> .....	192
科技硬件的结构性机会解析.....	192
行业估值.....	197
科技行业主要公司估值.....	199

## 2021 年科技行业展望：需求回暖上升，格局稳中有变

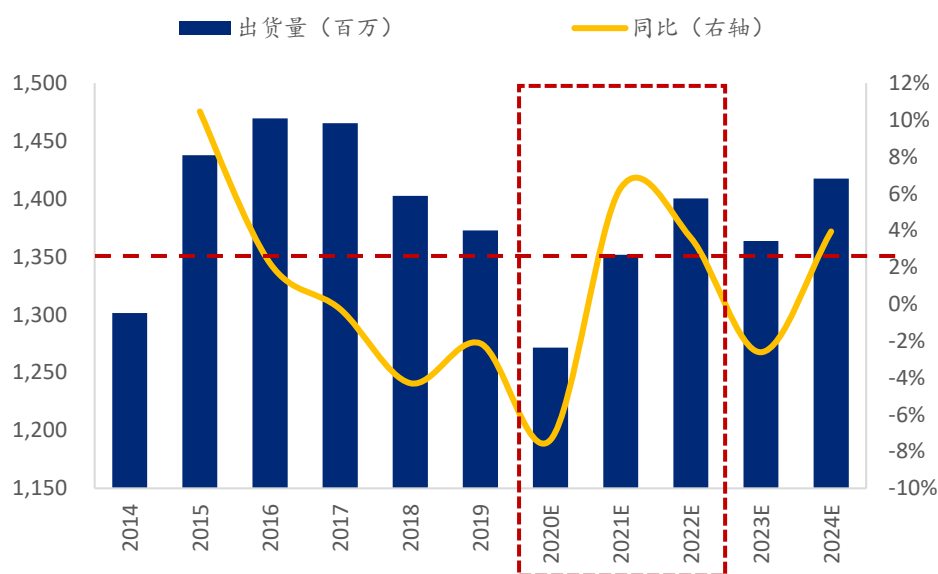
### 全球智能手机步入上升周期

#### ● 未来两年全球智能手机需求向上

2020 年全球智能手机预计下滑 7.4%。这主要是受到今年国内外疫情影响拖累智能手机需求所致。

进入 2021 年和 2022 年，我们预计智能手机出货量会步入上升通道。主要影响因素包括 1) 疫情之后需求的逐步复苏，2) 中国以及海外发达地区对于 5G 基础建设的持续推进，从而推动消费者换机。消费者的换机周期也有望从高点拉短。我们预期 2021 年和 2022 年全球智能手机出货量增长为 6% 和 4%。这就是意味着在 2022 年全球智能手机出货量有望向 2018 年看齐。

图表 257：全球智能手机出货量预测：2021 年和 2022 年步入上升期



E=浦银国际预测

资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

## 全球智能手机预测：新预测 vs 前预测

与2020年9月时的预测相比，我们调高了2020-2022年全球智能手机出货量的数字。这主要是由2020年三季度，包括印度、亚洲其他地区、欧洲地区手机需求和复苏和大反弹带来的。对于强反弹地区来说三季度存在较大的补库存补渠道效应，因此我们预计智能手机需求的强反弹将在2020年四季度走弱。这与中国地区2月和3月需求下挫后4月的强反弹类似。预计印度等发展中地区未来两年将依然保持高于全球水平的增速。

同时，我们也略微调低了中国的智能手机出货量。尽管我们此前判断，中国智能手机今年三季度的需求会偏弱，但是最终的智能手机出货数字还是较此前判断弱。影响三季度出货的因素也包括1) 华为出货动能减弱，2) 苹果新一代iPhone没能在今年三季度出货。尽管中国智能手机已经处于饱和状态，但是中国较为领先的5G铺设速度依然会推动中国未来两年智能手机出货量增速略高于全球均值。

图表 258: 全球智能手机出货量预测：新预测 vs 前预测

出货量 百万	2020E			2021E			2022E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
中国	329	335	-2%	357	361	-1%	374	369	1%
印度	139	117	19%	150	131	14%	162	142	14%
亚洲其他	187	169	11%	192	186	3%	196	189	3%
EMEA	349	321	9%	358	350	2%	368	359	2%
北美	145	144	0%	159	156	2%	163	160	2%
拉美	123	121	1%	136	134	2%	139	136	2%
总计	1,272	1,207	5%	1,352	1,318	3%	1,400	1,355	3%

注：EMEA, Europe, Middle East and Africa, 欧洲、中东和非洲。E=浦银国际预测

资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

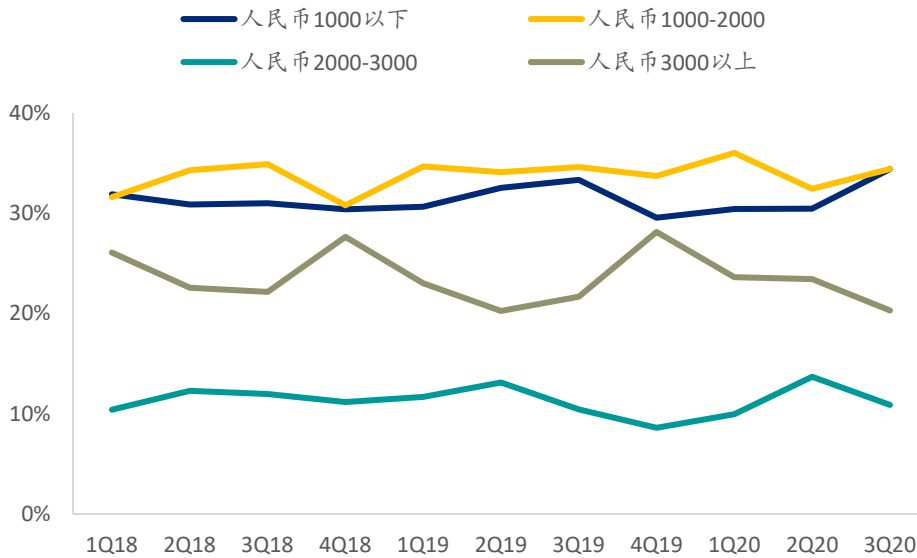
## 全球智能手机需求回暖推动高端需求走强

疫情带来的经济下滑也让消费者对于智能手机的选择向中低端转换。根据IDC的数据,2020年3季度,全球人民币1000元以下的手机占比达到34%,这是2018年以来的单季度最高值。而相反的是,3000元以上的手机占比则下滑至2018年以来单季度的最低值。

展望2021年,我们预计中国和全球经济的复苏会推动中高端智能手机占比的再次提升。明年各家厂商旗舰机型将会是非常重要的产品。

因此,我们推荐投资人重点关注苹果(AAPL.US)和小米(1810.HK)等手机品牌,这些是可以受益于智能手机需求复苏和高端回暖的标的。

图表 259: 全球智能手机出货量份额按价格区间拆分

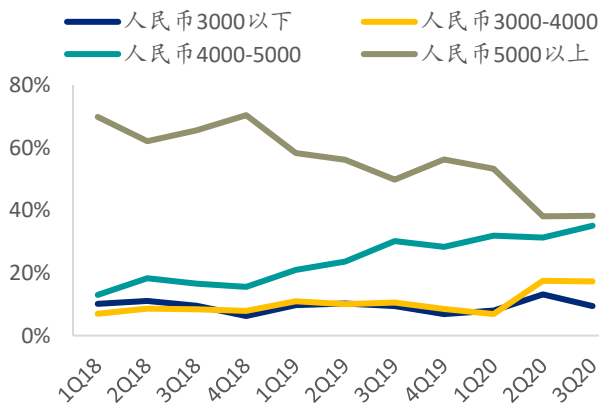


资料来源: IDC、Bloomberg、浦银国际

今年苹果更加小心的推动性价比策略。虽然苹果 5000 元以下的 iPhone 的占比在过去两年显著下滑,但是 4000-5000 元档位的 iPhone 提升明显,而 4000 元以下的机型保持基本稳定略有上升。明年中高端需求的复苏有利于整体苹果的销量的复苏。

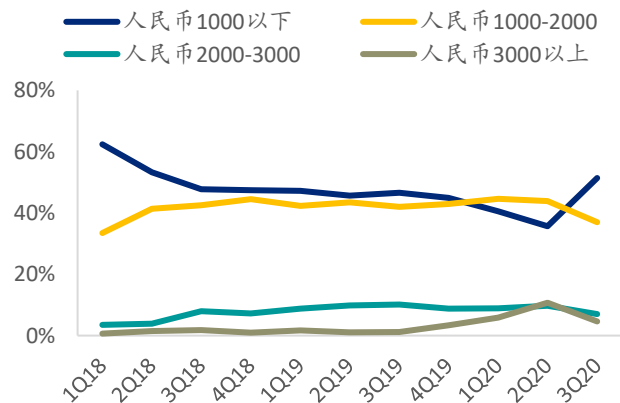
小米在推出米 10 高端系列之后也站稳脚跟。我们预计小米明年高端旗舰需求依然保持较好需求。2020 年 3 季度,小米 1000 元以下占比环比抬头,主要为印度市场准备的入门级智能手机 Redmi9A 带来的产品组合的变化。

图表 260: 苹果智能手机出货量按价格拆分



资料来源: IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 261: 小米智能手机按价格拆分



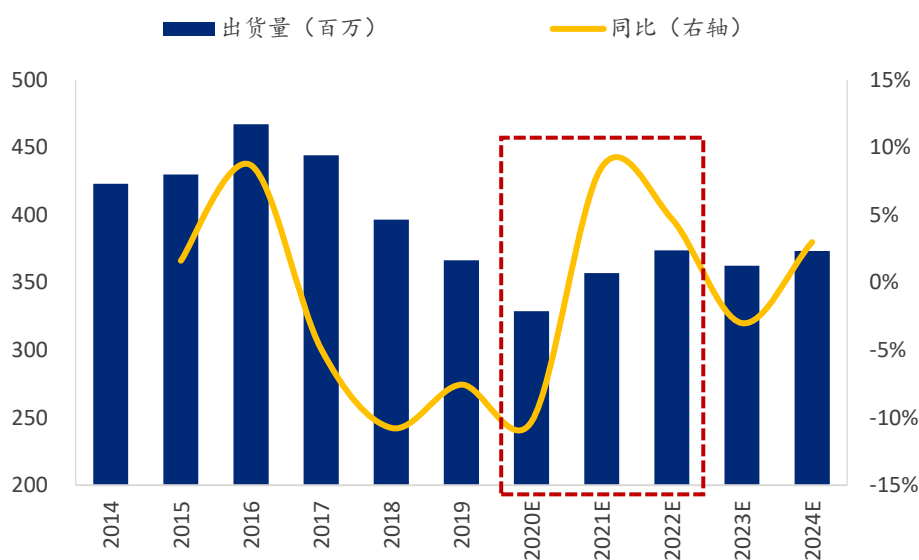
资料来源: IDC、Bloomberg、浦银国际

## ● 中国智能手机需求依然是主要驱动力

首先，我们此前判断，中国智能手机需求在今年三季度走弱，四季度有望环比复苏。

其次，我们预测中国 2021 年和 2022 年智能手机出货量同比增长 9%和 5%，略高于全球智能手机需求增长。由于今年受到疫情的冲击，中国的品牌厂商也都一定程度将重点向中低端机型转移，以匹配消费者需求。明年和后年，中国品牌厂商，尤其是小米、OPPO 和 Vivo 会重点发力中国市场，从而一定程度刺激中国市场的需求。

图表 262：中国智能手机出货量预测：需求复苏高于全球均值



E=浦银国际预测

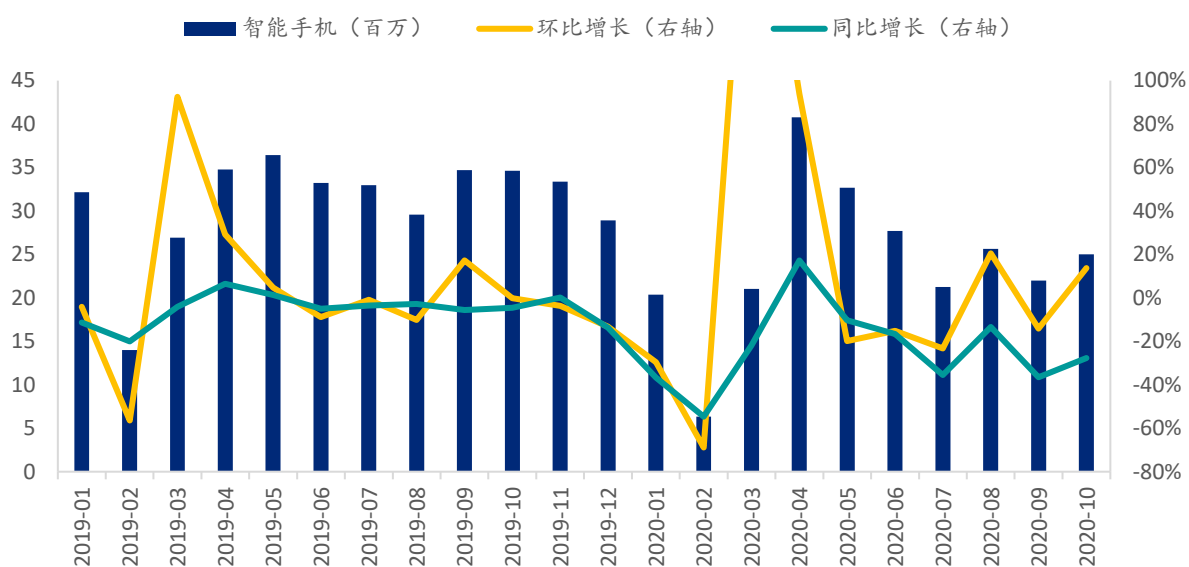
资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

在 2H20 的科技展望报告中，我们预测今年中国智能手机需求会出现 V 字型走势，但是到 10 月为止，走势和我们的判断稍有不同。中国智能手机月度出货量同比在 4 月的高点之后趋势向下。

这与今年 8 月，美商务部再次提升对华为的出口管制相关。根据渠道调研，华为的订单在 9 月之后有明显的下滑，从而拖累华为对渠道补货的速度。但是在 2019 年三季度，华为有一个非常明显的增加渠道库存的动作，从而显著推高去年三季度的出货量。两相对比之下，造成了 2020 年 7-9 月出货量同比表现较为疲软。

其他中国手机品牌也在快速地进行调整以弥补华为可能留出的市场空间。叠加新一代 iPhone 在四季度正式开售。我们认为中国智能手机市场今年四季度将实现环比增长。

图表 263： 中国智能手机月度出货量



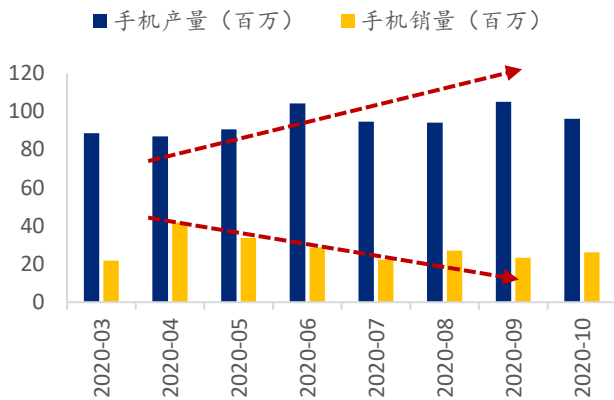
资料来源：中国信通院、浦银国际

虽然，从出货量的角度，中国 2020 年三季度的需求较弱，但是从生产端来说却保持较高的产量。根据下方产销量对比图，中国的手机产量在今年二三季度是上升趋势。而且，中国智能手机出货同比也是在中国销量同比高点之后创出高点。

明后两年，我们认为中国智能手机的产量或者中国智能手机的出口不会呈现向上趋势。手机品牌组装厂以及一些零部件组装厂都将部分产能向有关税考虑（印度），或者劳动力成本更加低廉（越南）等地区转移。这些海外当地的产能可以更好地配合当地以及周边地区的需求。

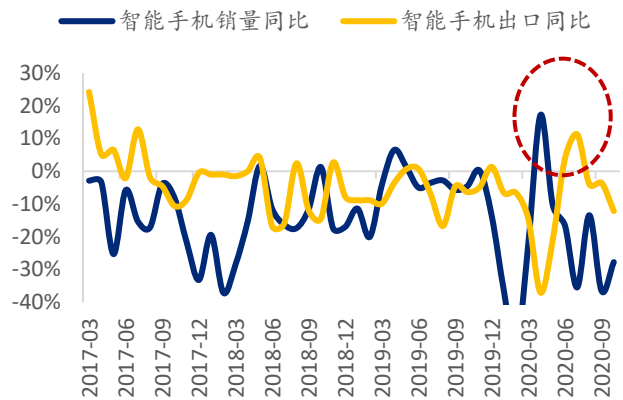
所以，可以更好布局海外产能的零部件供应商会有更好的机会实现自身运营规模的提升。符合这一趋势的厂商有立讯精密（002475.CH）、舜宇（2382.HK）和丘钛（1478.HK）等。

图表 264: 中国手机产量和销量对比



资料来源：中国信通院、浦银国际

图表 265: 中国智能手机月销量和出口量同比增速比较



资料来源：中国信通院、浦银国际

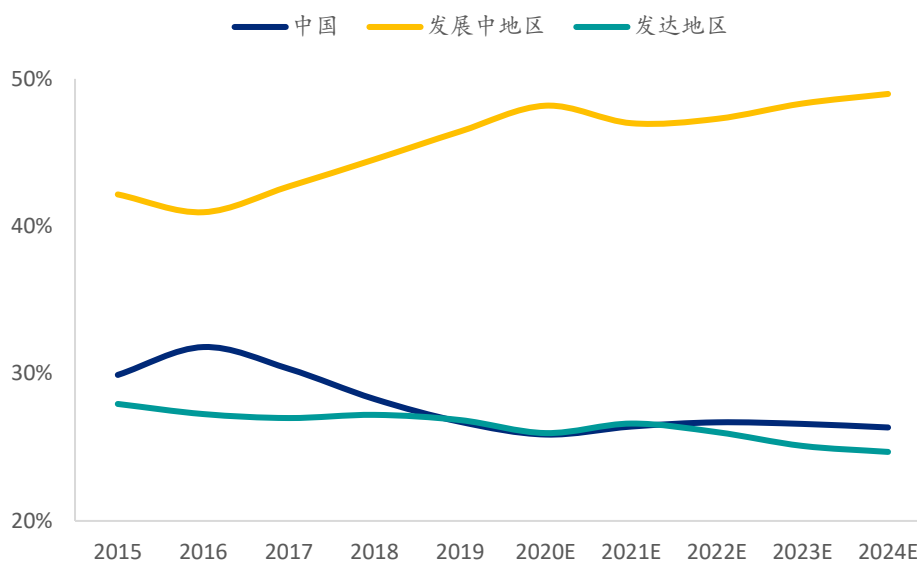
## ● 发展中地区依然有巨大的智能手机新增量

2021 年中国和北美地区的智能手机需求复苏是明年全球智能手机增长最重要的两大驱动力。这和中美两国较高的经济增长弹性相关。

但是，从中期的角度，即 2022 年-2024 年的时间维度来看，发展中地区（如印度、非洲等）的智能手机的需求会成为最重要的增长动力。目前印度和非洲等地区智能手机出货量渗透率大约在 50% 上下，因而这些市场存在巨大的功能机切换智能手机的需求。

因此，我们认为传音控股（688036.CH）（非洲和其他新兴地区）和小米（1810.HK）（印度、拉美等）是可以长期受惠这些市场整体需求增长的公司。

图表 266：全球智能手机出货量份额按地区拆分：2022 年之后发展中地区是主要增长动力

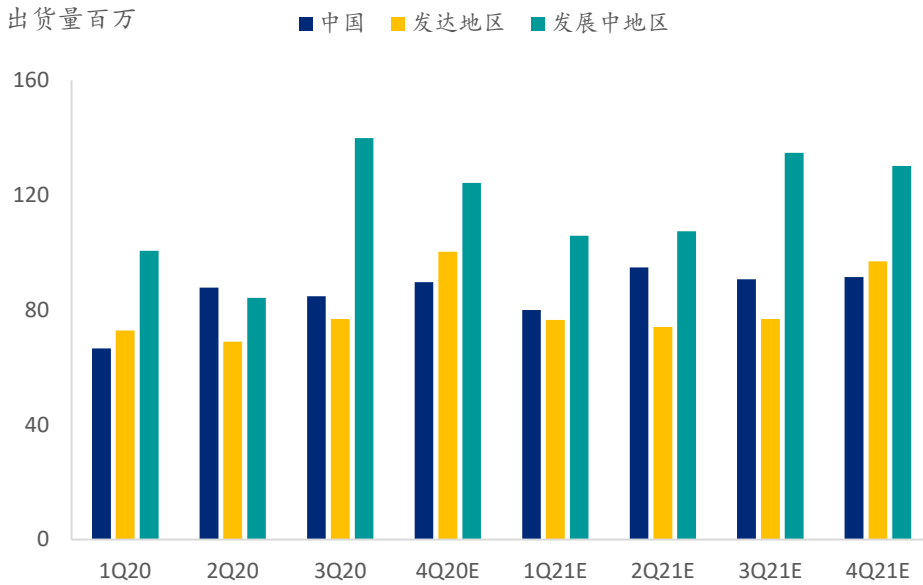


注：发展中地区不包含中国。E=浦银国际预测

资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

根据 IDC 的数据，发展中地区（印度、亚洲其他地区、中东非和拉美）的智能手机销量贡献已经从 2015 年的 42% 攀升到了 2019 年的 46%。我们预计这个比例在明年就会突破 50%，并在 2024 年达到 52%。

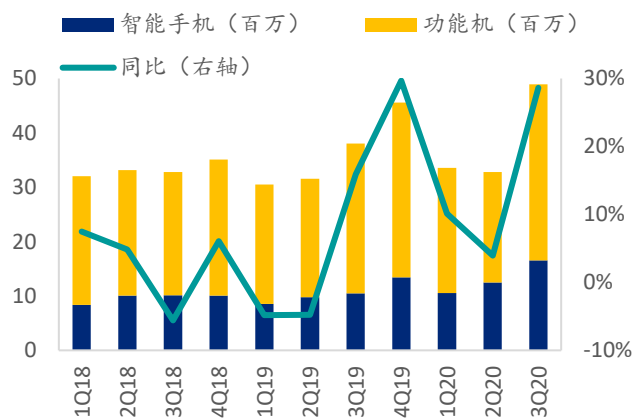
图表 267：全球智能手机季度出货量按照地区拆分



E=浦银国际预测  
资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

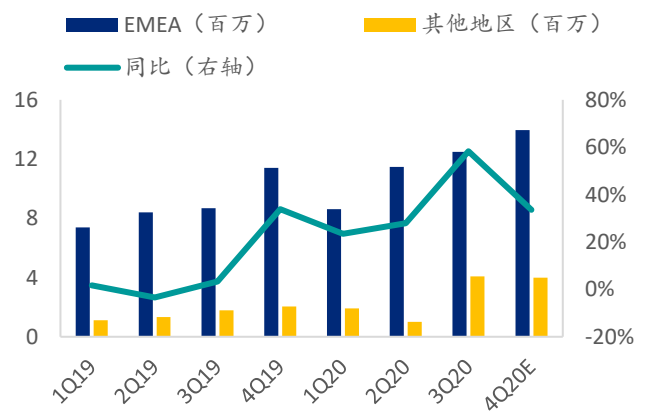
传音是一家专注于新兴市场的公司。目前，功能机出货量仍然占据传音手机销量较高的比例。因此，传音控股（688036.CH）是可以充分受惠于发展中地区智能手机需求增长的标的。我们对这家公司保持长期看好。

图表 268：传音手机季度出货量按照功能机和智能机拆分



资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 269：传音智能手机出货量按照地区拆分



资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

## 头部品牌格局变动的机遇和挑战

对于智能手机行业来讲，2020年和2021年有可能是自三星在中国市场被四家中国品牌华为、OPPO、Vivo和小米超越之后，格局变化最大的一年。

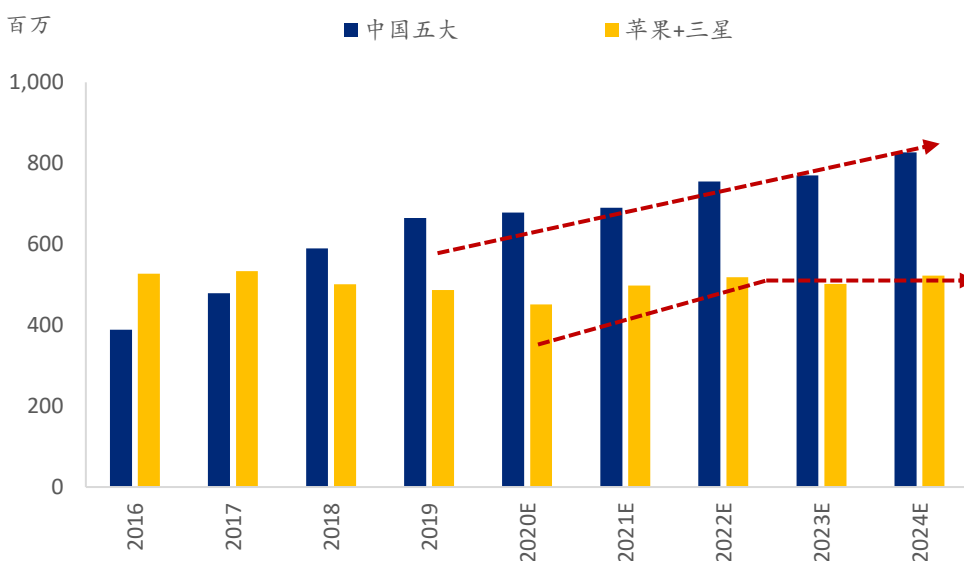
在2020年二季度，依靠强大的中国市场和中国制造在疫情后的强复苏，华为第一次登顶智能手机单季度出货冠军的宝座。这也是中国品牌第一坐上这把交椅。

但是，2020年的中国贸易局势依然多变。继2019年5月将华为加入出口限制清单后，美商务部在2020年5月和8月，连续两次升级对华为的出口管制的程度。这也直接导致华为的消费者业务更加艰难。华为智能手机的订单也从今年三季度开始迅速下滑，这在一些光学相关的供应链公司体现尤为明显。

华为的挑战为其他头部在2021年和2022年带来历史性机遇。首先，我们判断中国品牌整体包含华为依然可以保持未来几年的增长。其次，对于三星和苹果两大巨头在2021年和2022年有望夺回小部分原来华为的份额。

因此，头部智能手机品牌都是可以受惠于华为智能手机事件的影响，只是受惠的程度不同。建议投资人可以关注苹果（AAPL.US）、三星（005930.KS）和小米（1810.HK）。

图表 270：智能手机头部品牌出货量：头部品牌再次面临格局变动



E=浦银国际预测

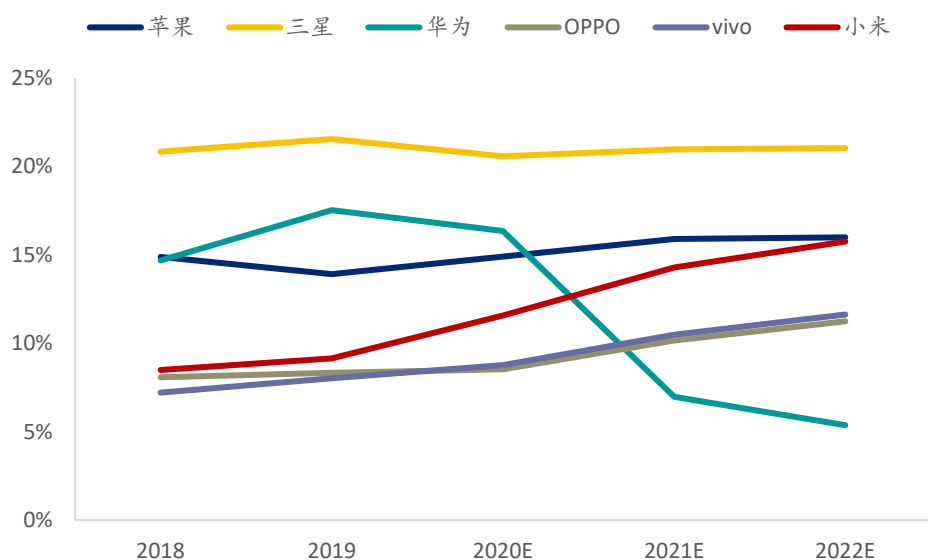
资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

我们预计若中美关系等外部环境不产生变化以及华为保留有相对充裕的关键零部件库存的情况下，华为系（包括华为和荣耀）的智能手机出货量明年有减半的风险，即从 2020 年的约 2 亿部，减少到 2021 年的约 1 亿部。

因此，在 2021 年，全球智能手机头部品牌的格局会发生变化：

- 华为系份额显著下降，但是荣耀品牌有望打出兜底的出货量；
- 苹果和三星份额小幅提升；
- 小米、OPPO 和 Vivo 份额大幅提升。

图表 271： 全球头部智能手机品牌份额及预测



E=浦银国际预测

资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

## ● 华为影响不改中国品牌整体实力

### 华为智能手机市场空间再回顾

我们维持今年对于华为智能手机市场空间的判断。以下三表中的分析，我们以华为 2019 年 2.4 亿部的出货量作为计算基础。

- **中国：**小米、OPPO、Vivo 分别拿下约 30% 华为市场空间；苹果取得超过 10%-15% 的空间；
- **欧洲：**小米单独拿下 30-35% 的华为的市场空间；苹果和三星各自拿到约 25% 左右的空间；OPPO 和 Vivo 共拿到 15%-20% 的空间；
- **全球：**小米有机会分得华为约 25% 的空间，OPPO 和 Vivo 各约 20%，苹果和三星各约略低于 15%

图表 272: 华为：中国智能手机市场空间分析

出货量 百万	—线上—		—线下—		—中国—	
	出货量	份额	出货量	份额	出货量	份额
小米	25	55%	17	18%	42	30%
OPPO	7	15%	33	35%	40	29%
vivo	7	15%	33	35%	40	29%
苹果	7	15%	11	12%	18	13%
<b>总计</b>	<b>45</b>	<b>100%</b>	<b>95</b>	<b>100%</b>	<b>141</b>	<b>100%</b>

资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际估算

图表 273: 华为：欧洲智能手机市场空间分析

出货量 百万	—西欧—		—东欧—		—欧洲—	
	出货量	份额	出货量	份额	出货量	份额
小米	8	30%	9	40%	16	34%
OPPO	3	10%	4	20%	7	14%
vivo	0	0%	2	10%	2	4%
苹果	8	30%	2	10%	10	21%
三星	8	30%	4	20%	12	26%
<b>总计</b>	<b>26</b>	<b>100%</b>	<b>21</b>	<b>100%</b>	<b>48</b>	<b>100%</b>

资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际估算

图表 274: 华为：全球智能手机市场空间分析

出货量 百万	—中国—		—欧洲—		—其他—		—全球—	
	出货量	份额	出货量	份额	出货量	份额	出货量	份额
小米	42	30%	16	34%	5	10%	64	27%
OPPO	40	29%	7	14%	5	10%	52	22%
vivo	40	29%	2	4%	5	10%	48	20%
苹果	18	13%	10	21%	5	10%	33	14%
三星	0	0%	12	26%	21	40%	33	14%
其他	0	0%	0	0%	10	20%	10	4%
<b>总计</b>	<b>141</b>	<b>100%</b>	<b>48</b>	<b>100%</b>	<b>52</b>	<b>80%</b>	<b>241</b>	<b>100%</b>

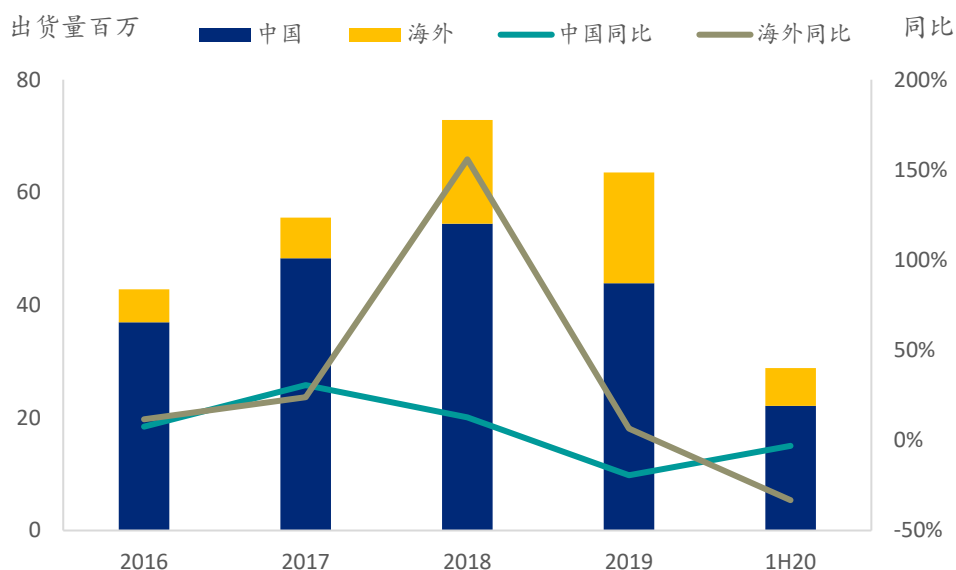
资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际估算

## 新生的荣耀

2020年11月17日，各方正式公布联合公告，荣耀将从华为正式剥离。这是华为对自身其他业务板块资金的补充，也充分给予荣耀品牌更多的发展空间。我们认为荣耀明年重要任务之一就是对于供应链和渠道的梳理，如何取得足够的芯片和关键的零部件供应，如何在离开华为体系后建立自身的渠道，都是荣耀需要克服的难题。

当然，也正是荣耀品牌的独立，对于华为系（华为+荣耀）这个整体的出货有一个较大的缓冲。荣耀品牌单独年出货量巅峰有超过7000万部。以相对乐观的估计，荣耀大概会在2023年之后，达到巅峰水平（假设以华为品牌本体依然受到美国打压为前提）。

图表 275： 荣耀品牌智能手机季度出货量按照地区拆分



资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

## 进击的小米

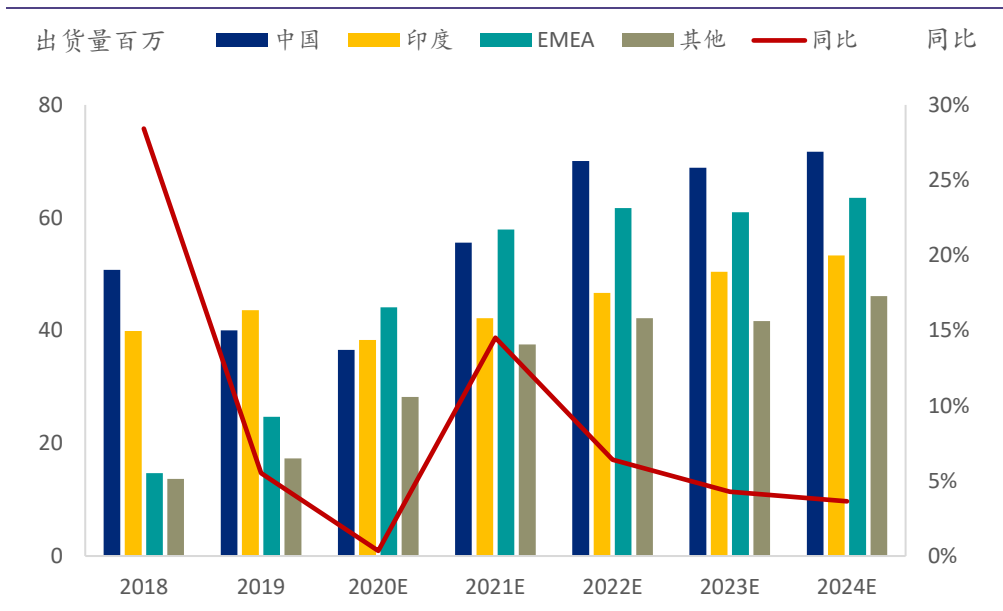
面对行业格局可能存在变动的机会,小米行动非常迅速。在 2020 年三季度,小米在中国的份额就提升到了 13%, 显著高于 1-2 季度的 10.5% 的份额。我们认为小米在今年三季度国内份额的环比增长主要来自于小米之家向中国县城渗透, 从而可以获得部分华为渠道动能消退的份额。中国县级的智能手机市场原本是小米相对弱势的区域盘。相比较, OPPO 和 Vivo 今年三季度在中国的份额增长就相对比较小。

小米在 EMEA (Europe, Middle East and Africa, 欧洲、中东和非洲) 的份额也在三季度快速爬升至 14.4%。这和小米在增加欧洲运营商的投入, 包括营销和打造品牌的费用有关。

我们预计小米的全球份额将从 2019 年 9.2%, 提升至 2021 年的 14.3% 和 2022 年的 15.8%, 也可能是未来两年头部品牌智能手机份额提升最快的公司。

小米在中国的出货量也有望在 2021 年达到 5600 万部, 超过 2017 年的出货巅峰。中国的出货量也会再次超越小米在印度的出货量, 进一步巩固小米全球前三的目标。

图表 276: 小米智能手机出货量及预测按照地区拆分



E=浦银国际预测

资料来源: IDC、Bloomberg、浦银国际

## ● 苹果、三星重新步入上升

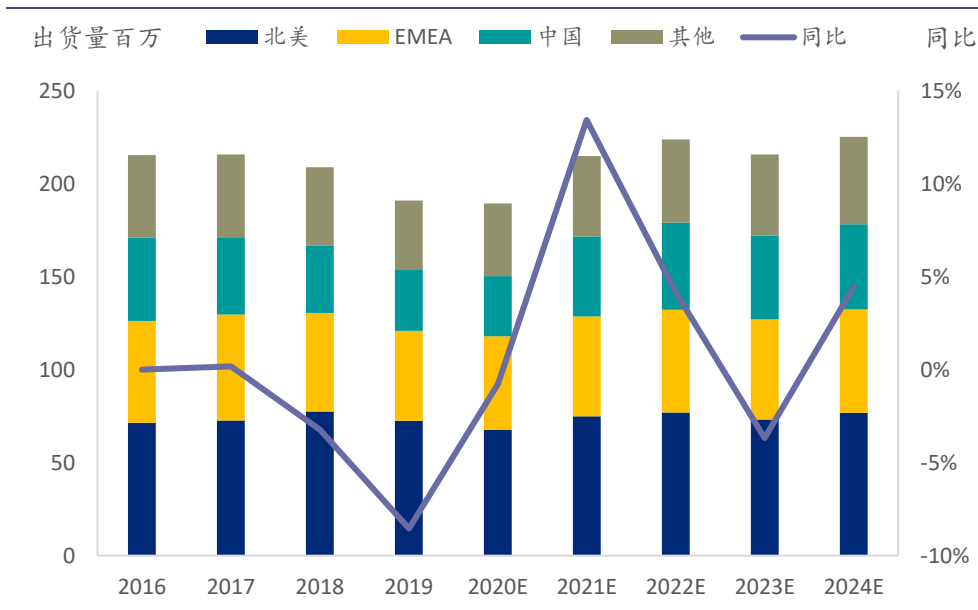
### 甜蜜的苹果

在过去两年，苹果在 iPhone11 这款机型上的定位是最成功的。因此，即使 iPhone12 由于 5G 等成本上升带来价格提升等因素，iPhone12 这个产品周期依然会因为 iPhone11 的热卖保持相对较强的周期。

同时，由于苹果是仅剩的唯一的在中国占有一席之地（2019 年份额 9%）的海外品牌，且牢牢占据高端机型最大的份额，因此华为智能手机可能的下滑，也让苹果比之三星有更好的份额提升空间。

我们预测苹果 2021 年和 2022 年出货量将分别达到 2.15 部和 2.24 部，同比提升 13%和 4%。因此，我们建议投资人除了关注苹果（AAPL.US）外，也可以关注和苹果绑定较深的供应链，如立讯精密（002475.CH）、蓝思科技（300433.CH）、信维通信（300136.CH）等。

图表 277： 苹果智能手机出货量及预测按照地区拆分



注：EMEA, Europe, Middle East and Africa, 欧洲、中东和非洲。E=浦银国际预测  
资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

## 苹果的性价比之路

苹果这两年小心翼翼推动着性价比之路——即保持了自己高端品牌形象，又争取一部分 4000-5000 元价位的手机用户。这也与我们上文提到的苹果 5000 元以上手机销量占比下降，而 4000-5000 元占比提升的数据保持一致。

下图中，在 iPhone12 系列上市之后，iPhone11 这款机型的售价则卡位了中位数 5000 的价格，相比 iPhone12 性价比优势明显。我们也相信 iPhone11 未来一年的销量将依旧保持相对强势。

图表 278: 苹果小心翼翼的性价比策略

2020				2019				价格差异	
机型	存储	售价 (人民币)	售价 (美元)	机型	存储	售价 (人民币)	售价 (美元)	中国	美国
iPhone 12 Pro Max	512GB	11,899	1,399	iPhone 11 Pro Max	512GB	12,699	1,449	-6.3%	-3.5%
	256GB	10,099	1,199		256GB	10,899	1,249	-7.3%	-4.0%
	128GB	9,299	1,099		64GB	9,599	1,099	-3.1%	0.0%
iPhone 12 Pro	512GB	11,099	1,299	iPhone 11 Pro	512GB	11,799	1,349	-5.9%	-3.7%
	256GB	9,299	1,099		256GB	9,999	1,149	-7.0%	-4.4%
	128GB	8,499	999		64GB	8,699	999	-2.3%	0.0%
iPhone 12	256GB	7,599	949	iPhone 11	256GB	6,799	849	11.8%	11.8%
	128GB	6,799	849		128GB	5,999	749	13.3%	13.4%
	64GB	6,299	799		64GB	5,499	699	14.5%	14.3%
iPhone 12 mini	256GB	6,799	849						
	128GB	5,999	749						
	64GB	5,499	699						
iPhone 11	256GB	6,099	749	iPhone XR	128GB	5,299	649	0.0%	0.0%
	128GB	5,299	649		64GB	4,799	599	0.0%	0.0%
	64GB	4,799	599		iPhone 8 Plus	128GB	4,999	549	-10.0%
iPhone XR	128GB	4,499	549						
	64GB	3,999	499	iPhone 8	128GB	3,999	449	-5.0%	0.0%
iPhone SE	256GB	4,599	549						
	128GB	3,799	449						
	64GB	3,299	399						

资料来源：苹果官网、浦银国际

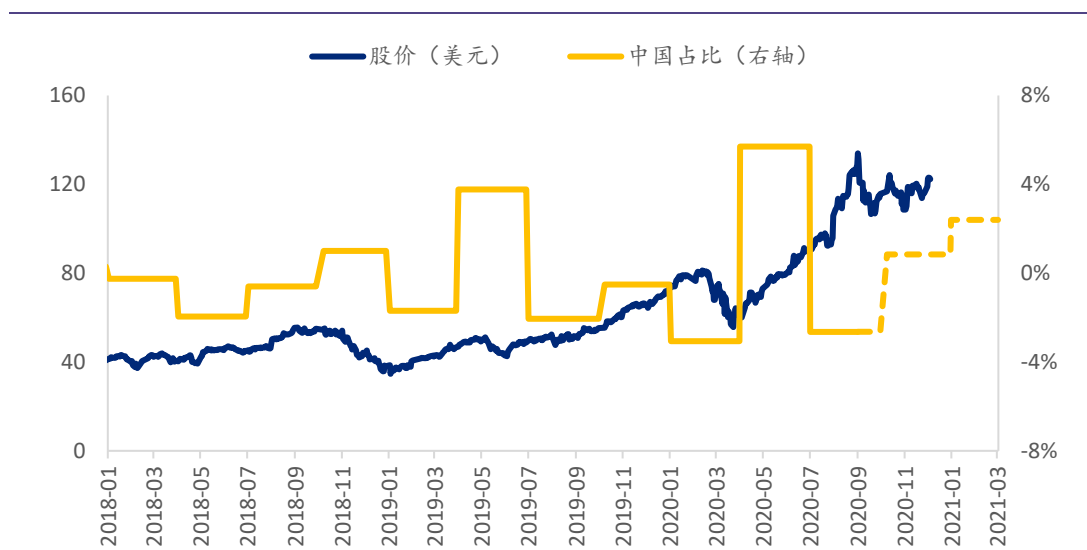
## 得中国者，得天下

北美是苹果的大本营，并在 2019 年贡献了 iPhone 38% 的销量。但是，我们认为中国市场是苹果全球领先的重要条件。

我们整理了苹果 2018 年之后的股价表现和中国对 iPhone 贡献占比的季度变化。这两者体现了较好的共振，即中国占比的提升和苹果股价的保持基本相同的趋势。

因此未来两个季度，包括 2021 年和 2022 年，iPhone 在中国市场份额的提升，也给予苹果基本面和股价一个支撑。

图表 279：苹果股价 vs 中国市场贡献：得中国者得天下



注：虚线为浦银国际 iPhone 中国贡献季度变化预测

资料来源：公司公告、IDC、Bloomberg、浦银国际

## 不可忽视的三星

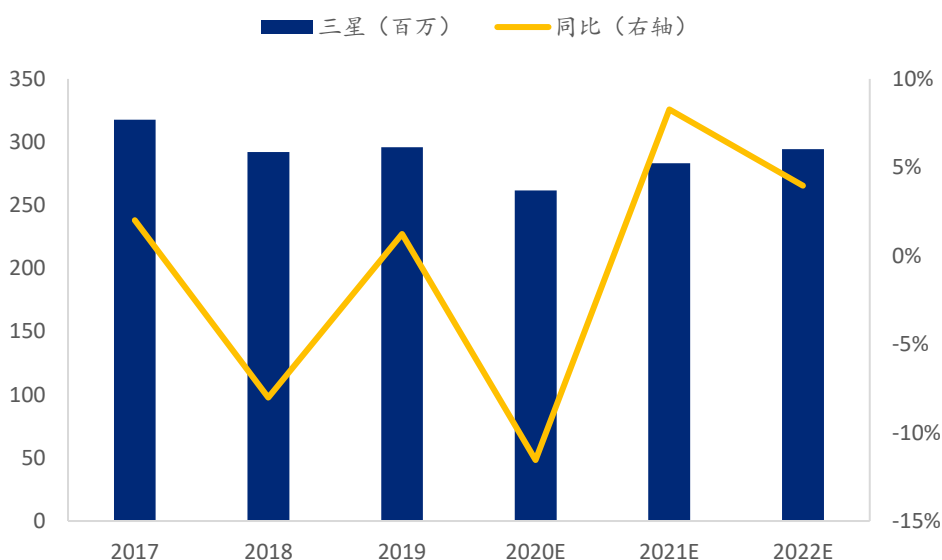
在之前的预测对比中，我们也提升了 2021 年和 2022 年三星品牌智能手机的出货量。三星 2020 年第三季度的智能手机出货量表现优于我们此前的预期。在三季度，三星智能手机环比大幅增长 49%、同比增长 3%，对比二季度环比下降 8%、同比大幅下降 29%，大幅改善。

我们分析其中的原因在于今年 1-2 季度，疫情从中国向海外蔓延的过程，伴随的是中国制造工厂先抑后扬。这个在上文也提到过。但是，由于三星智能手机组装和零部件在中国的布局相对较少，因而无法享受中国工厂的上扬优势。在三季度，海外逐步复工复产之后，三星才得以进行渠道补库存的动作。

同样受惠于华为潜在的份额下降，未来两年，三星在欧洲地区会有小幅的份额提升。但是由于三星在中国的份额已经非常小，所以三星在中国的份额提升会显著低于其他品牌。

另外，三星也从前两年开始将部分 A 系列机型委外给中国的 ODM (Original Design manufacturer, 原始设计厂商)，三星也希望有部分受惠于中国工厂的制造能力。我们对闻泰科技 (600745.CH) 在三星 ODM 机型的业务保持乐观。也建议投资人关注舜宇 (2382.HK) 和丘钛 (1478.HK) 等长期有望实现对三星韩系供应链进行替代的中国厂商标的。

图表 280：三星智能手机出货量及预测



E=浦银国际预测

资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

## 从品牌向供应链传导的机会

从供应链的角度出发，头部供应商难以享受智能手机品牌格局变化带来的机会，只能享受智能手机全球市场复苏带来的支撑。因此从这个点判断，明年品牌公司的机会高于供应链的机会。

但是，供应也有自己的机会。5G 时代，直接或间接带动的半导体和零部件价值量提升的机会依然是长期趋势。我们建议投资人关注：

- **处理器和基带**：更高的算力和更快的速度：可以关注台积电（3008.TW）、高通（QCOM.US）和联发科（2454.TW）
- **射频/天线**：信维通信（300136.CH）、立讯精密（002475.CH）、卓胜微（300782.CH）、Qorvo（QRVO.US）、Skyworks（SWKS.US）、博通（AVGO.US）
- **无线充电**：信维通信（300136.CH）、立讯精密（002475.CH）
- **光学**：舜宇（2382.HK）、丘钛（1478.HK）、大立光（3008.TW）、欧菲光（002456.CH）、韦尔股份（603501.CH）、格科微等
- **电池**：欣旺达（300136.CH）、德赛电池（000049.CH）

图表 281: 头部品牌旗舰机型配置比较

	iPhone 12 Pro Max	HUAWEI Mate 40 Pro+	Samsung Note20 Ultra	Xiaomi 10 Ultra	OPPO Find X2 Pro	vivo NEX 3S
发布日期	13/10/2020	22/10/2020	13/8/2020	11/8/2020	6/3/2020	10/3/2020
开售日期	13/11/2020	30/10/2020	28/8/2020	16/8/2020	15/3/2020	14/3/2020
售价 (人民币)	9,299/10,099/11,899	8,999	9,199/9,999	5,299/5,599/5,999/6,999	6,999	4,998/5,298
存储	128GB/256GB/512GB	256GB	256GB/512GB	128GB/256GB/512GB	256GB	256GB
运行内存	6GB	12GB	12GB	8GB/12GB/16GB	12GB	8GB/12GB
处理器	A14	麒麟9000	骁龙865+/Exynos990	骁龙865	骁龙865	骁龙865
主频	3.1GHz	3.13GHz	3.09GHz	2.84GHz	2.84GHz	2.84GHz
制程	5nm	5nm	7nm	7nm	7nm	7nm
屏幕	OLED	OLED	AMOLED	AMOLED	OLED	AMOLED
尺寸	6.7"	6.76"	6.9"	6.67"	6.7"	6.89"
分辨率	2778x1284	2772x1344	3088x1440	2340x1080	3168x1440	2256x1080
刷新率	60Hz	90Hz	120Hz	120Hz	120Hz	60Hz
摄像头						
后置	三摄+激光雷达	四摄+3D深感摄像头	三摄	四摄	三摄	三摄
像素	12MP, 12MP, 12MP	50MP, 20MP, 12MP, 8MP	108MP, 12MP, 12MP	48MP, 48MP, 12MP, 20MP	48MP, 48MP, 13MP	64MP, 13MP, 13MP
光圈	f/2.4, f/1.6, f/2.2	f/1.9, f/2.4, f/2.4, f/4.4	f/1.8, f/2.2, f/3.0	f/1.85, f/4.1, f/2.0, f/2.2	f/1.7, f/2.2, f/3.0	f/1.8, f/2.2, f/2.46
光学变焦	2.5倍 (放大), 2倍 (缩小)	10倍光学变焦, 20倍混合变焦, 100倍数字变焦	5倍光学变焦, 50倍数字变焦	10倍光学变焦, 120倍数字变焦	10倍混合变焦, 60倍数字变焦	20倍数字变焦
前置	12MP	13MP	10MP	20MP	32MP	16MP
电池容量		4400mAh	4500mAh	4500mAh	4260mAh	4500mAh
有线充电	20w	66w	25w	120w	65w	44w
无线充电	15w	50w	10w	50w	-	-
尺寸 (mm)	160.8x78.1x7.4	162.9x75.5x8.8	164.8x77.2x8.1	162.4x75.0x9.5	165.2x74.4x9.5	167.4x76.1x9.4
重量	226g	230g	208g	222g	200g	220g
颜色	银色、石墨色、金色、海蓝色	陶瓷黑、陶瓷白	曜岩黑、迷雾金	陶瓷黑、亮银版、透明版	缎黑、雅灰、茶橘、竹青	液态天河、深空流光、琥珀醇
随附						
耳机	-	USB Type-C	USB Type-C	-	USB Type-C	3.5mm
电源适配器	-	66w	25w	120w	65w	44w
通信技术	5G	5G	5G	5G	5G	5G
机型图						

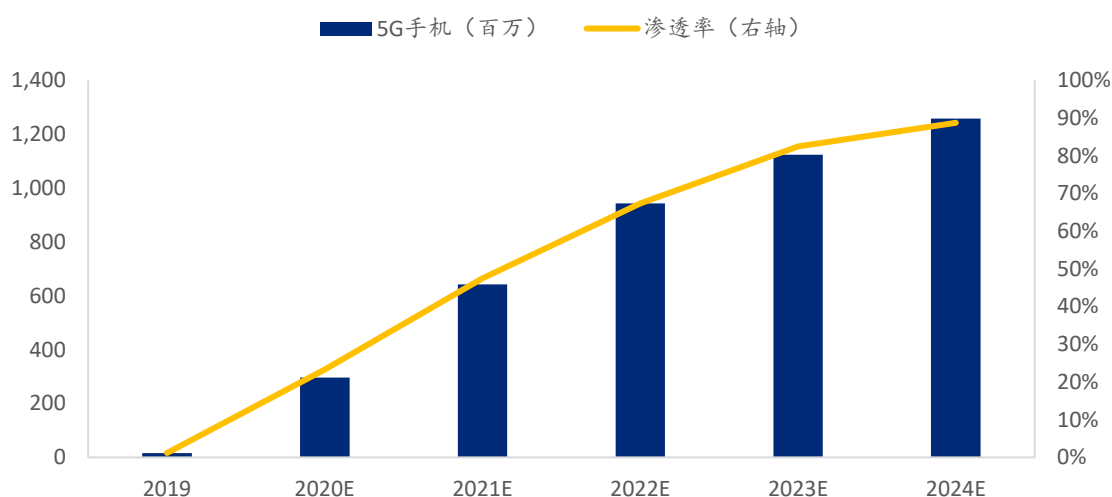
资料来源：公司官网、浦银国际

## ● 5G 智能手机渗透率再上台阶

我们预计 2020 年全球 5G 智能手机出货量将接近 3 亿部，其中中国贡献约三分之二的的需求。2021 年，全球 5G 手机的出货量将较 2020 年至少倍增，而中国依然会贡献约一半的需求。

在 2021 年和 2022 年，5G 手机的渗透率将从 2020 年的 23%，分别提升至 48% 和 67%，对应 5G 手机的增量分别为 3.5 亿部和 3.0 亿部。我们判断 5G 智能手机这个细分赛道到 2024 年都将保持双位数及以上的增长。

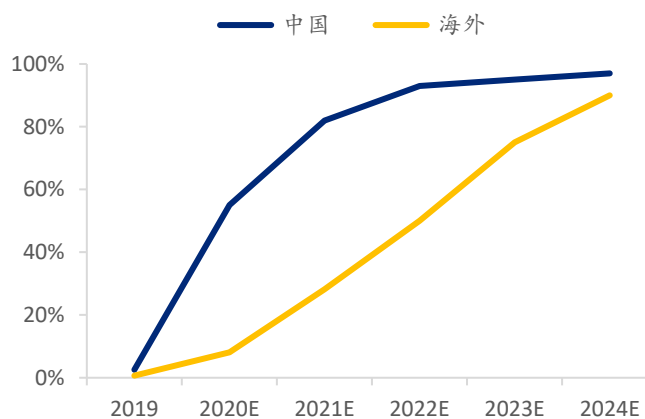
图表 282： 全球 5G 智能手机出货量及预测



E=浦银国际预测

资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

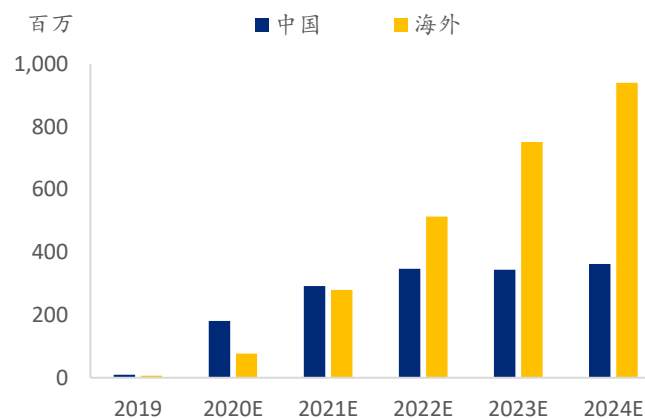
图表 283： 5G 智能手机渗透率及预测：中国 vs 海外



E=浦银国际预测

资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 284： 5G 智能手机出货量及预测：中国 vs 海外



E=浦银国际预测

资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

## 中国 5G 智能手机渗透率

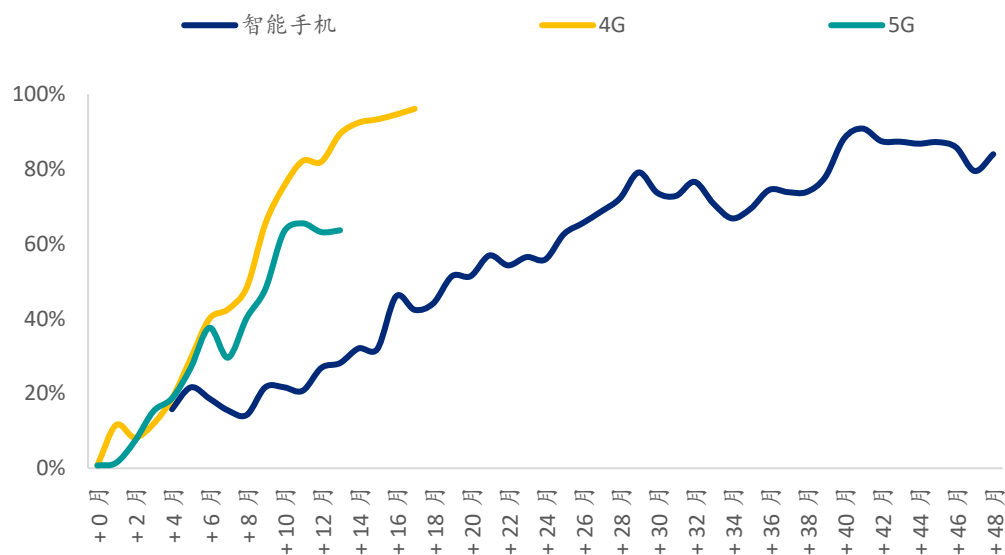
根据中国信通院的数据显示，2020 年 10 月，中国 5G 智能手机的渗透率达到 67%，较 1 月 27% 和上半年 43% 的渗透率快速提升。我们预计 2020 年中国 5G 手机渗透率有望达到 55%，2021 年渗透率将进一步提升至 88%。也就是说，到 2022 年年末，中国 5G 智能手机出货量渗透率会接近饱和状态。

4G 时代，中国地区大约用了 16 个月的时间，4G 智能手机出货量达到 95% 的饱和状态。我们判断 5G 时代需要的时间会更久（超过 20 个月），饱和状态渗透率会低于 4G 时 95% 的数字，因为在 2025 年之前，5G 会和 4G 会保持较长的共存期。这利于拉长 5G 相关零部件的成长期。

在 5G 渗透率提升过程中，除了上文提过的部分芯片和零部件，中国的 ODM 厂商会协助中国品牌厂商推出中低端的 5G 机型，因而也会是这个过程中的受益行业之一。

我们相信闻泰科技（600745.CH）可以充分享受 5G 机型带来的平均单价和单季利润的提升。同时，我们建议投资关注华勤（未上市）和龙旗（未上市），中国的另外两家 ODM 厂商。

图表 285：中国智能手机渗透率同期比较：智能手机 vs. 4G vs. 5G



资料来源：中国信通院、浦银国际

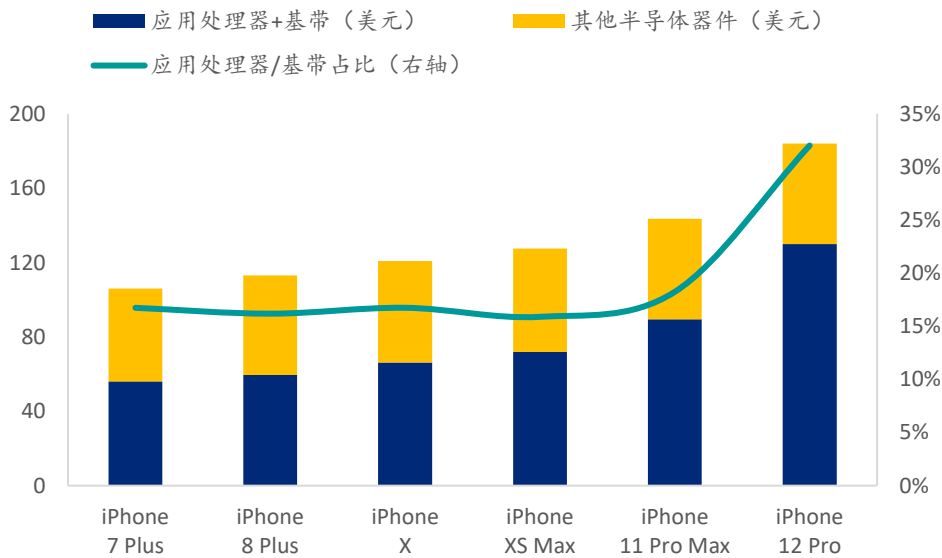
## ● 算力驱动半导体价值量的提升

在 2020 年至 2030 年的 5G 通讯周期，芯片（SoC, System on Chip, 系统集成芯片，包括应用处理器和基带）的算力会不断提升以应对更快的通讯速度和更加复杂的任务的算力要求。因此，与此相关的单部手机的半导体价值量也会提升。

以 iPhone 为例，尽管应用处理器加基带的物料成本占比会有波动，但是以绝对金额来看，过去 5 年都是持续增长的。而第一次实现 5G 功能的 iPhone12 系列，价值量和占比都有大幅提升。

因此，在 2021 年和 2022 年，随着苹果以及其他手机品牌 5G 出货量的持续提升，相关的半导体价值量也会大幅提升。我们在重申关注如下受益标的：台积电（3008.TW）、高通（QCOM.US）和联发科（2454.TW）

图表 286：iPhone 中半导体价值量逐年提升



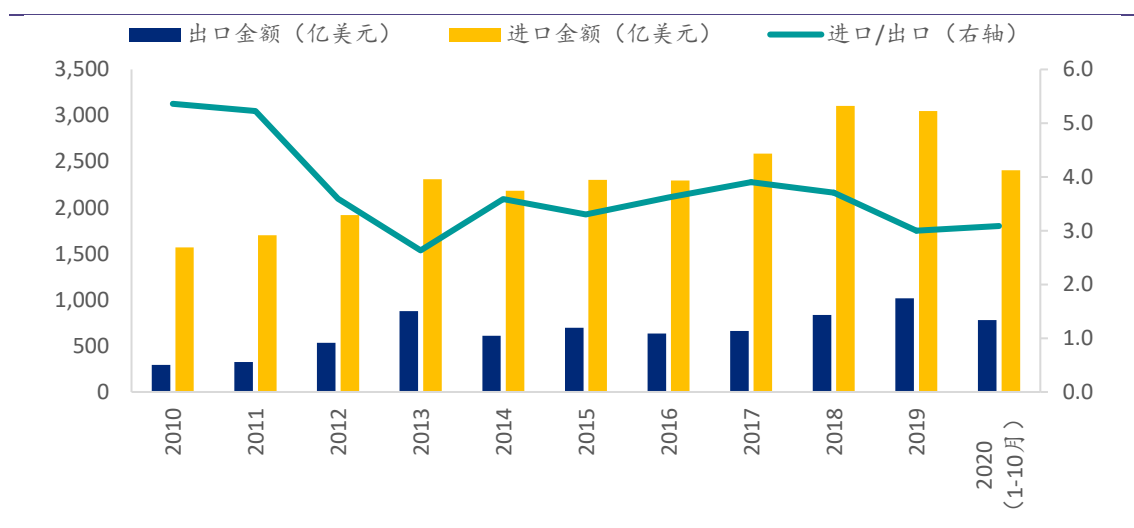
资料来源：TechInsights、Fomalhaut Techno Solution、浦银国际估算

## 中国芯片行业存在巨大缺口，国产替代势不可挡

根据中国海关总署，今年 1-10 月，中国集成电路进口金额是出口金额 3.1 倍，与 2019 年的比重类似，较 2017 年的 3.9 倍略有下降。这体现中国半导体行业存在大量的本地需求，并且本地晶圆制造无法满足的需求。这也是华为海思，作为一家半导体设计公司，可以跻身全球前列，却依然可以被美限制出口的根本原因。

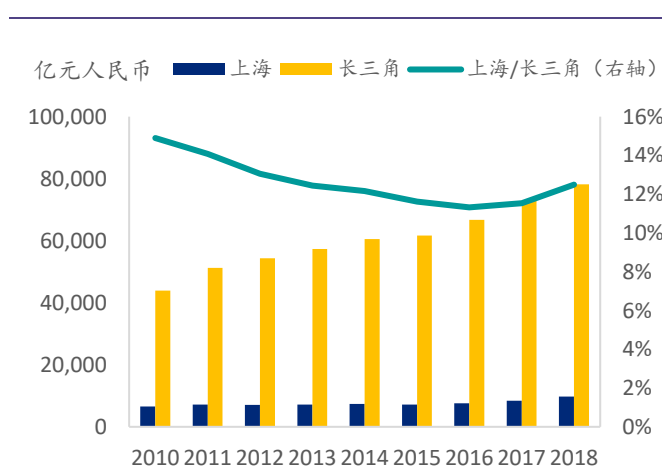
因此，我们预计中国依然会在半导体制造方面扩大投入，追赶国际优秀公司。这也符合中国政府十四五规划建议中提到的强化国家战略科技力量的大方向。这是对中国半导体制造的中长期利好。建议投资人可以关注，如中芯国际（981.HK，688981.CH）、华虹半导体（1347.HK）等中国半导体制造企业。

图表 287：中国集成电路行业需求存在巨大缺口



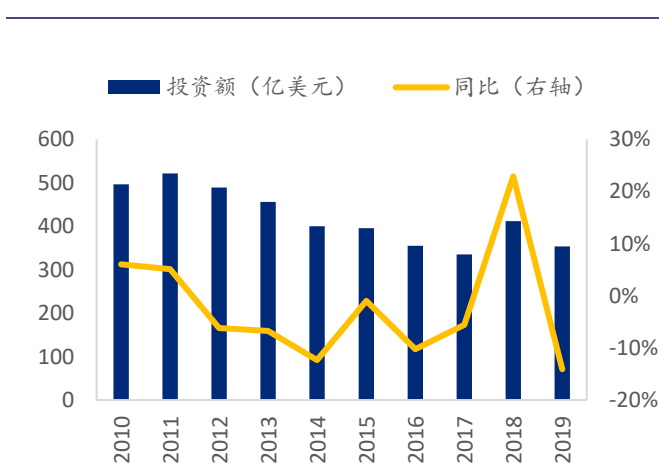
资料来源：海关总署、浦银国际

图表 288：核心城市工业增加值占比回升



资料来源：国家统计局、浦银国际

图表 289：外资投资制造业使用金额回升



资料来源：国家统计局、浦银国际

## ● 不仅仅是智能手机

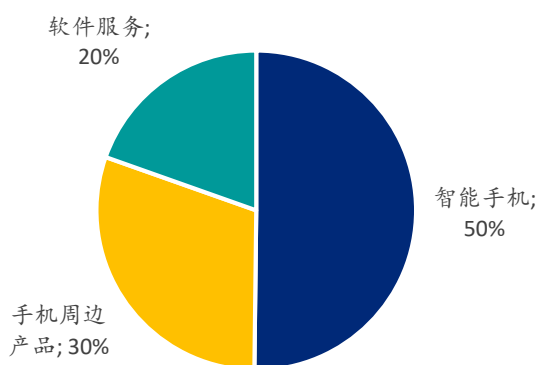
过去十年，智能手机是科技行业最耀眼的存在，也是科技行业增长最大的驱动力。但是，我们的基本判断是未来全球智能手机需求大概在 13.5 亿部的中值浮动，而这个中值会随着发展中地区智能手机用户的上升而上升，但是提升空间已经有限了。所以，2022 年之后，智能手机行业年增长大概在正负 5% 的区间。

但是，从智能手机行业走出的巨头，包括苹果、三星、小米等，都成长为科技行业的巨头。并且这些手机品牌厂商有意愿也有能力向其他终端产品硬件拓展，包括智能手机之前的科技前沿产品笔记本电脑，也包括智能手机之后由手机品牌推出的智能手表、TWS（True Wireless Stereo，真无线）耳机等。

以苹果和小米为例，手机以外的其他硬件产品已经占据这两家公司约 30% 的收入，已经成为了手机以外非常重要的增长驱动力。因此，这些智能手机头部品牌，苹果（AAPL.US）、三星（005930.KS），除了来自于总体需求复苏和格局变化带来的机会外，手机周边产品也提高较高的收入增速。

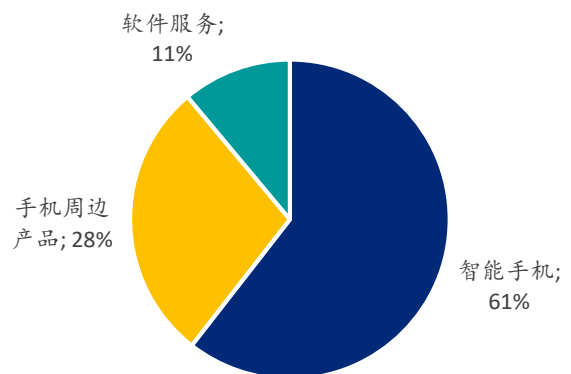
另外，这些 IoT（Internet of Things）产品、可穿戴产品、智能家居产品等也都需要算力和传感器，即对于成熟制成的晶圆代工需求也会上升。我们再次建议投资人关注中芯国际（981.HK，688981.CH）、华虹半导体（1347.HK）等成熟制程晶圆代工标的。

图表 290: 苹果 FY2020 收入占比按业务拆分



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 291: 小米 4Q19-3Q20 收入占比按业务拆分



资料来源：公司资料、浦银国际

## 智能手机和其他硬件产品市场规模分析

毫无疑问，在品类较大的消费电子终端产品中，智能手机的市场规模是最大的，有接近 5000 亿美元的市场规模，远超其他任何单一产品。但是，其他电子产品市场规模之和，包括电脑、电视、平板、手表、耳机等，也有接近智能手机的市场规模，约 4000-5000 亿美金。因此，这些产品也是不可忽视的市场。

苹果、小米等手机品牌有意愿也有能力去向手机以外的硬件产品进行拓展。从意愿上看，这些产品市场规模足够大可以去帮助公司拓展增长动力。从能力的角度，这些产品的设计、制造、供应链复杂度，大体上相对智能手机较为容易，因此手机品牌更容易对其他玩家形成竞争优势。最后，手机品牌在进入这些产品品类的时候，可以更好的做到与自家智能手机的互动。也就是说，可以让自家的智能手机成为这些周边产品的计算或控制中心，实现万物互联。因此，对于消费者来说，对品牌的认可，也更容易让他们去购买其他的周边产品。

智能手机品牌会去做产品的创新和拓展，而这些品牌背后的组装厂则会协助智能手机品牌完成制造这个环节。因此，我们看好比亚迪电子 (285.HK) 在平板电脑、智能手表、无人机等产品的扩张。我们也建议投资人关注受惠于这个趋势的标的，包括立讯精密 (002475.CH)、歌尔声学 (002241.CH)、欣旺达 (300136.CH) 等。

图表 292: 市场规模对比: 智能手机 vs 其他终端产品

终端产品	出货量 百万	单价 美元	市场空间 亿美元	潜在增速
智能手机	1,350	350	4,725	-5%~+5%
电脑	180	800	1,440	-5%~+5%
电视	210	650	1,365	-5%~+5%
平板	140	450	630	-5%~+5%
智能手表	90	200	180	10%+
TWS 耳机	220	80	176	10%+
智能音箱	190	40	76	10%+
ARVR	10	300	30	10%+
其他可穿戴	70	30	21	10%+
<b>合计</b>	<b>2,460</b>	<b>351</b>	<b>8,643</b>	
智能手机占比	55%		55%	

资料来源: IDC、statistics、Strategy Analytics、浦银国际

# 行业回报表现与估值

## ● 科技硬件的结构性机会解析

### 相关度 vs 分化度

#### 1. 跨地区

从今年年初到 11 月，科技硬件行业跨地区的相关度持续下降。我们认为背后较为重大的推动因素在于市场开始慢慢接受并习惯 2018 年开始的中美贸易冲突的大背景，因此外部单一事件对全球科技硬件行业的影响减弱。而今年 7 月至 9 月的全球科技硬件的快速上涨情绪全球蔓延，因而跨地区的分化度也在下半年减弱。

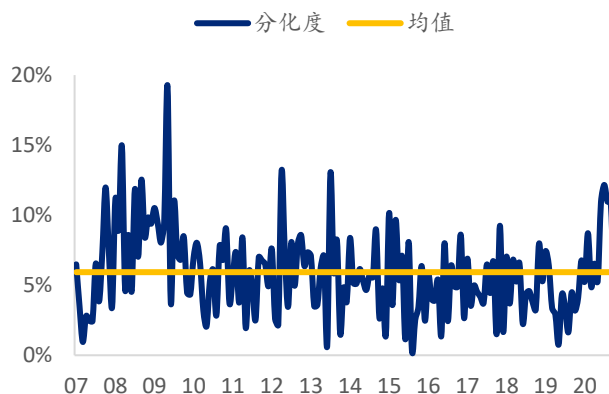
短期看，2021 年和 2022 年，智能手机复苏利好全球供应链，因此科技硬件跨地区相关度有可能再次提升，而分化度会因为中美贸易保持现状或上升。但是，长期看，随着中国在半导体上游的持续投入以及中美贸易的大背景，我们认为科技硬件地区间的相关度趋势向下，而分化度向上。

图表 293: 全球科技硬件行业股票跨地区月度回报 1 年相关度



注：地区包括中国、中国台湾、韩国、日本、美国  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 294: 全球科技行业股票跨地区分化度



注：地区包括中国、中国台湾、韩国、日本、美国  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

## 2. 跨子行业

今年，整体智能手机供应链跨子行业相关度走高，与国内受到疫情影响下，工厂同时停工和复工的基本秩序吻合。

在智能手机售价天花板短期无法提升的情况下，智能手机整机物料成本提升空间也相对有限。因此我们认为未来仅仅依靠单一手机零部件（含半导体）的供应商业绩表现分化度会上升。

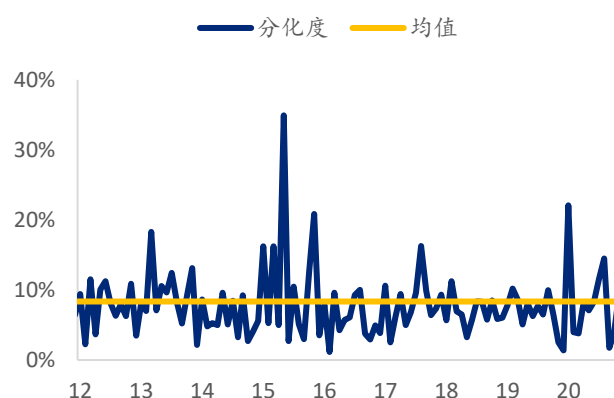
但是，对于头部供应商而言，这些厂商横向拓展新的零部件能力较强，如立讯精密等，这些公司跟头部手机品牌整体绑定较深，因而头部企业间的分化度会减弱。

图表 295: A/H 股消费电子公司股价月度回报 1 年相关度



注：子行业包括光学、射频、声学、电池、结构件、代工、半导体  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 296: A/H 股消费电子公司分化度



注：子行业包括光学、射频、声学、电池、结构件、代工、半导体  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

## 科技硬件：结构性机会 vs. 区间机会

科技硬件行业本质上就是高波动的行业。这个行业性质决定该行业股价波动更加剧烈，具体体现为：回调或反弹时，同样时间内股价上下幅度高于大盘指数；回调或反弹幅度相同时，需要的天数显著小于大盘所时间。

因而，我们进一步探究了科技硬件公司的结构性机会，即长期持有的机会，和区间性机会，即做股票波段的机会。在下面两页的三张表格中，我们统计了 31 家科技硬件公司过去 5 年的股价回报以及每一年的振幅。

我们将统计结果总结于下表，并得到结论：

### 1. 科技硬件公司存在结构性机会

- 过去 5 年中，超过 4 年年涨幅为正的公司有 7 家。而这 7 家公司分布的子行业或者趋势也同样是 2021 年和 2022 年会保持增长的，包括手机品牌、晶圆代工、光学、向组装扩张的标的。
- 在 31 家公司中，只有 7 家公司满足结构性机会条件，说明公司间的分化度较大。投资人对于具体标的的选择需要谨慎。

### 2. 结构性机会也大量存在

- 统计每家公司年振幅为年涨幅 2 倍或以上的次数：其中有 13 家公司，这个指标的次数高于年涨幅为正的次数。即无论公司涨或跌，只要把握波段，做多或做空，有可能有超额收益。
- 将统计指标变严格为年振幅为年涨幅 5 倍或以上的次数，即相对容易的波段机会，则机会迅速减少。
- 7 家拥有结构性机会的公司对应更少的区间性机会。

图表 297: 过去 5 年消费电子公司结构性机会与区间性机会总结

公司	子行业	年涨幅为正次数	振幅大于年涨幅 2 倍以上次数	振幅大于年涨幅 5 倍以上次数
索尼	光学	5	3	2
苹果	手机品牌	4	3	2
三星	手机品牌	4	2	0
舜宇光学	光学	4	3	2
比亚迪电子	组装+结构件	4	3	1
信维通信	天线	4	3	1
台积电	晶圆代工	4	2	2

资料来源：浦银国际

图表 298: 消费电子公司股价回报总结 (1)

	2016		2017		2018		2019		2020YTD	
	股价 变动	振幅	股价 变动	振幅	股价 变动	振幅	股价 变动	振幅	股价 变动	振幅
<b>手机品牌</b>										
苹果	10%	131%	46%	52%	-7%	58%	86%	107%	67%	139%
三星	43%	161%	41%	61%	-24%	39%	44%	51%	28%	68%
小米							-17%	55%	135%	191%
<b>光学</b>										
舜宇光学	91%	269%	194%	339%	-30%	172%	94%	138%	10%	75%
欧菲光	11%	200%	50%	104%	-55%	150%	70%	131%	0%	73%
丘钛科技	152%	440%	175%	446%	-60%	248%	190%	253%	-17%	76%
大立光	67%	214%	6%	59%	-20%	76%	56%	74%	-31%	76%
索尼	9%	154%	55%	65%	5%	39%	39%	61%	32%	74%
韦尔股份					-30%	72%	388%	479%	52%	84%
<b>声学</b>										
歌尔股份	-23%	156%	31%	72%	-60%	163%	190%	238%	93%	215%
美律	107%	277%	60%	114%	-37%	77%	36%	62%	-13%	50%
立讯精密	-3%	136%	69%	113%	-22%	51%	237%	271%	86%	134%
瑞声科技	39%	202%	98%	154%	-67%	262%	50%	104%	-35%	95%
<b>射频天线</b>										
信维通信	54%	205%	78%	139%	-57%	153%	110%	136%	1%	88%
卓胜微电子									125%	172%
硕贝德	-5%	194%	-36%	66%	-19%	55%	114%	188%	-31%	83%

注: 2020 年股价截至 12 月 4 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 299: 消费电子公司股价回报总结 (2)

	2016		2017		2018		2019		2020YTD	
	股价 变动	振幅	股价 变动	振幅	股价 变动	振幅	股价 变动	振幅	股价 变动	振幅
<b>电池</b>										
欣旺达	-1%	168%	-30%	47%	-12%	72%	127%	151%	40%	139%
德赛电池	-26%	170%	-6%	57%	-28%	103%	42%	89%	27%	76%
<b>盖板</b>										
长盈精密	24%	202%	-23%	92%	-59%	181%	117%	171%	48%	62%
通达集团	46%	197%	0%	61%	-61%	185%	24%	129%	-51%	162%
可成科技	-19%	146%	46%	83%	-31%	77%	1%	48%	-13%	48%
铠胜	-36%	238%	21%	50%	-61%	210%	20%	57%	84%	181%
蓝思科技	-1%	166%	30%	112%	-67%	219%	112%	157%	137%	166%
比亚迪电子	47%	241%	179%	354%	-42%	150%	52%	84%	149%	303%
<b>芯片</b>										
台积电	27%	147%	26%	36%	-2%	25%	47%	66%	52%	103%
联发科	-13%	135%	36%	67%	-22%	79%	93%	112%	59%	173%
高通	30%	163%	-2%	39%	-11%	51%	55%	90%	79%	159%
<b>组装</b>										
鸿海精密	15%	130%	13%	46%	-41%	79%	28%	37%	-9%	39%
和硕	7%	142%	-6%	46%	-29%	61%	33%	50%	-3%	46%
纬创	38%	158%	-1%	43%	-18%	56%	48%	59%	10%	107%
闻泰科技	-48%	200%	58%	97%	-37%	60%	338%	470%	20%	83%

注: 2020 年股价截至 12 月 4 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

## ● 行业估值

(行业估值图表参见下一页)

### 2H20 我们看对了什么？

2H20 展望时，我们判断电子零部件机会大于半导体机会。从 6 月-11 月来看，电子整体估值略有提升，而半导体行业估值下调了一个标准差。因此，但从下半年的表现看，电子零部件优于半导体。

### 2H20 我们忽略了什么？

在半导体估值回调之前，有一波非常强劲的估值提升。这是我们在今年 6 月时没有能够预计到的。复盘时，我们认为过去半年半导体行业剧烈的估值波动更多来自于事件性影响。

- 2020 年 5 月，美商务今年第一次加大对华为出口管制，因而华为及行业再次加速国产半导体替代，市场情绪快速上扬。
- 2020 年 8 月，美商务今年第二次加大对华为尤其是海思半导体的出口管制，华为对于手机行业半导体的推动作用面临不确定性上升。
- 2020 年 9 月，中国晶圆代工龙头中芯国际也被纳入美出口管制清单，进一步提升半导体国产化的不确定性。

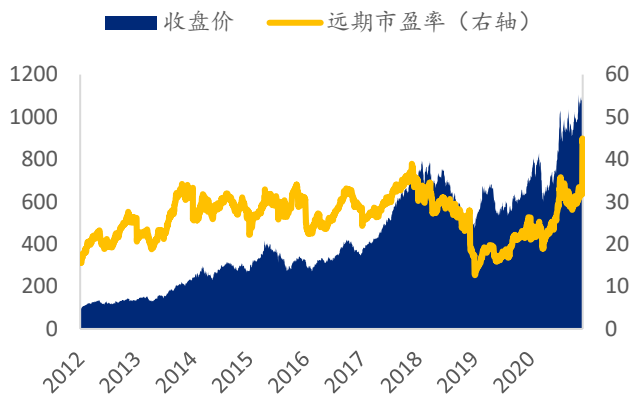
综上，这是我们认为的半导体估值波动的事件性因素。

### 2021 年怎么看？

目前电子整体和半导体行业都回调至估值均值附近。结合明年智能手机需求基本面复苏改善，我们认为估值下行的风险相对较小。

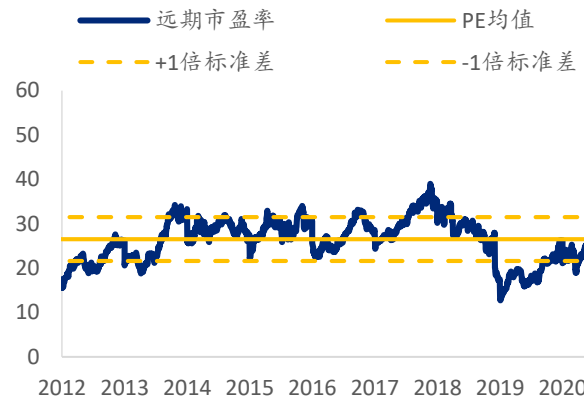
- 半导体公司：当前 8 寸晶圆存在一定的供应短缺，明年需求上升推动相关企业利润改善，步入上行周期。在新的产能开出来之前，有机会享受估值和盈利夹击向上。
- 零部件公司：配合头部品牌高端占比提升和部分零部件价值量提升，公司盈利也会改善。

图表 300: MSCI 中国 IT 指数以及市盈率



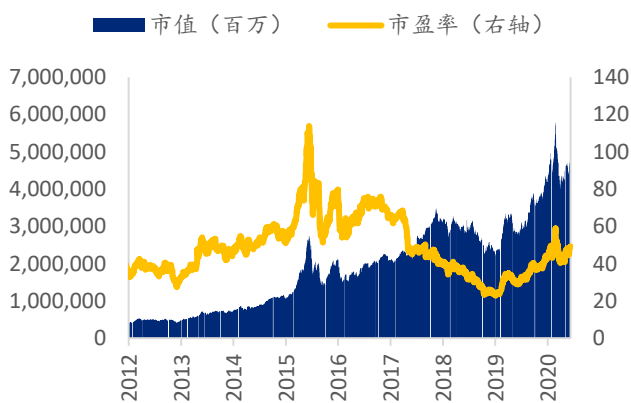
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 301: MSCI 中国 IT 指数历史市盈率



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 302: A 股电子指数 (申万) 市值及市盈率



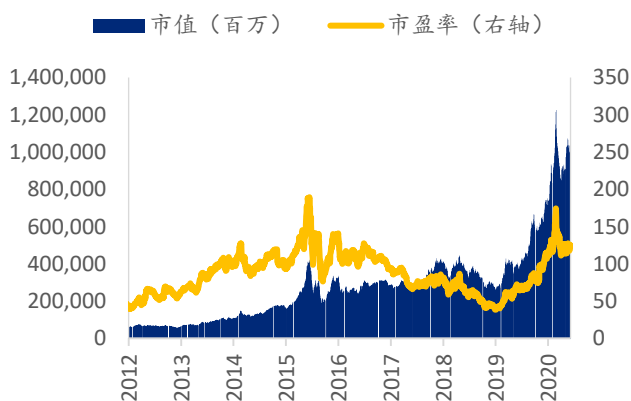
资料来源: Wind、浦银国际

图表 303: A 股电子电子指数 (申万) 市值及市盈率



资料来源: Wind、浦银国际

图表 304: A 股半导体指数 (申万) 市值及市盈率



资料来源: Wind、浦银国际

图表 305: A 股半导体指数 (申万) 市值及市盈率



资料来源: Wind、浦银国际

## ● 科技行业主要公司估值

图表 306: 中国科技行业主要公司估值 (1)

股票代码	公司名称	2020/12/4			EPS同比增长			P/E(市盈率)			P/B(市净率)		
		市值 (美元百万)	股价 (当地货币)	2020年初至今	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
<b>手机品牌</b>													
1810 HK Equity	小米	78,963	25.35	135.2	20%	36%	27%	42.0	31.0	24.3	5.6	4.8	4.0
005930 KS Equity	三星	393,426	71500	28.1	30%	31%	21%	17.4	13.3	11.0	1.8	1.6	1.5
AAPL US Equity	苹果	2,078,470	122.25	66.5	8%	20%	10%	37.7	31.3	28.5	33.6	41.7	45.8
688036 CH Equity	传音控股	17,652	144.12	215.8	29%	27%	28%	46.2	36.5	28.5	11.0	8.5	6.7
<b>平均</b>								<b>35.8</b>	<b>28.0</b>	<b>23.1</b>	<b>13.0</b>	<b>14.2</b>	<b>14.5</b>
<b>手机代工</b>													
600745 CH Equity	闻泰科技	21,084	110.62	19.6	52%	42%	31%	41.3	29.0	22.1	4.6	4.0	3.2
285 HK Equity	比亚迪电子	10,844	37.3	149.0	255%	-13%	13%	12.5	14.3	12.6	3.2	2.7	2.3
2317 TT Equity	鸿海	40,727	82.9	-8.7	-9%	20%	12%	11.0	9.1	8.1	0.9	0.8	0.8
002475 CH Equity	立讯精密	55,750	52.14	85.7	55%	41%	28%	49.6	35.2	27.4	9.5	9.6	7.3
4938 TT Equity	和硕	6,161	66.6	-2.6	7%	-13%	2%	8.4	9.7	9.5	1.0	1.0	1.0
FLEX US Equity	伟创力	8,445	16.85	33.5	539%	10%	11%	14.7	13.4	12.0	2.9	2.5	2.3
2038 HK Equity	富智康	862	0.82	-45.7	567%	-190%							
<b>平均</b>								<b>22.9</b>	<b>17.5</b>	<b>15.3</b>	<b>3.7</b>	<b>3.5</b>	<b>2.8</b>
<b>光学</b>													
2382 HK Equity	舜宇	20,931	147.9	9.6	11%	27%	23%	30.8	24.2	19.8	8.5	6.6	5.2
1478 HK Equity	丘钛	1,618	10.7	-17.1	34%	19%	18%	14.2	11.9	10.0	3.0	2.5	2.1
002456 CH Equity	欧菲光	6,424	15.57	-0.2	156%	37%	28%	32.2	23.5	18.3	3.9	3.4	2.9
002217 CH Equity	合力泰	2,209	4.63	-16.6									
002036 CH Equity	联创电子	1,933	12.05	-7.9	31%	51%	26%	32.2	21.4	16.9	3.8	3.3	2.8
002273 CH Equity	水晶光电	2,478	13.29	-17.8	8%	30%	20%	28.0	21.6	17.9	3.0	2.6	2.3
<b>平均</b>								<b>27.5</b>	<b>20.5</b>	<b>16.6</b>	<b>4.4</b>	<b>3.7</b>	<b>3.1</b>
<b>声学</b>													
2018 HK Equity	瑞声科技	6,845	43.9	-35.4	-32%	67%	23%	29.4	17.6	14.3	2.2	2.0	1.8
002241 CH Equity	歌尔声学	19,053	38.35	92.5	111%	39%	26%	45.4	32.6	25.8	6.5	5.5	4.6
002475 CH Equity	立讯精密	55,750	52.14	85.7	55%	41%	28%	49.6	35.2	27.4	9.5	9.6	7.3
<b>平均</b>								<b>41.5</b>	<b>28.5</b>	<b>22.5</b>	<b>6.1</b>	<b>5.7</b>	<b>4.6</b>
<b>电池</b>													
300207 CH Equity	欣旺达	6,588	27.32	40.0	-1%	72%	38%	56.6	32.8	23.8	6.5	5.5	4.6
000049 CH Equity	德赛电池	1,646	51.9	27.4	17%	36%		18.2	13.4		3.9	3.1	
<b>平均</b>								<b>37.4</b>	<b>23.1</b>	<b>23.8</b>	<b>5.2</b>	<b>4.3</b>	<b>4.6</b>
<b>射频/天线</b>													
300136 CH Equity	信维通信	6,786	45.81	0.9	32%	44%	24%	33.2	23.1	18.6	7.3	5.6	4.3
300433 CH Equity	硕贝德	22,008	32.79	137.3	62%	25%	21%	32.6	26.1	21.5	5.1	4.5	3.8
300782 CH Equity	卓胜微	14,108	511.93	124.5	58%	38%	32%	102.3	74.0	55.8	36.5	25.5	18.4
<b>平均</b>								<b>56.0</b>	<b>41.1</b>	<b>32.0</b>	<b>16.3</b>	<b>11.8</b>	<b>8.8</b>
<b>结构件</b>													
285 HK Equity	比亚迪电子	10,844	37.3	149.0	255%	-13%	13%	12.5	14.3	12.6	3.2	2.7	2.3
698 HK Equity	通达集团	401	0.48	-50.5	-21%	49%	15%	9.8	6.6	5.7	0.5	0.5	0.5
300433 CH Equity	蓝思科技	22,008	32.79	137.3	62%	25%	21%	32.6	26.1	21.5	5.1	4.5	3.8
2474 TT Equity	可成	5,331	197.5	-13.0	42%	-7%	-2%	9.5	10.2	10.4	0.9	0.9	0.9
2354 TT Equity	富士康	2,632	52.5	-20.7	3%	4%	4%	10.1	9.8	9.4	0.6	0.6	0.5
300115 CH Equity	长盈精密	4,028	26.29	47.8	543%	48%	38%	44.0	29.7	21.5	4.9	4.4	3.8
<b>平均</b>								<b>19.7</b>	<b>16.1</b>	<b>13.5</b>	<b>2.5</b>	<b>2.3</b>	<b>2.0</b>
<b>半导体</b>													
981 HK Equity	中芯国际	32,885	21	75.9	80%	-33%	6%	37.6	56.4	53.1	1.4	1.4	1.4
1347 HK Equity	华虹半导体	7,187	43	142.7	-49%	36%	45%	86.7	63.8	44.0	3.1	2.8	2.6
603160 CH Equity	汇顶科技	11,567	165.08	-20.0	-35%	19%	25%	49.0	41.1	32.8	10.0	8.4	7.0
603501 CH Equity	韦尔股份	28,775	217.64	51.8	261%	49%	31%	79.3	53.4	40.8	18.0	13.8	10.6
603986 CH Equity	兆易创新	15,633	216.5	47.9	53%	37%	35%	98.4	71.9	53.4	12.0	10.6	9.2
300661 CH Equity	圣邦股份	7,064	295.05	75.3	66%	46%	41%	156.8	107.3	76.3	33.1	26.4	20.6
600584 CH Equity	长电科技	10,906	44.44	102.2	862%	41%	33%	77.0	54.5	41.0	5.3	4.8	4.3
601231 CH Equity	环旭电子	7,472	22.36	16.3	23%	38%	20%	31.4	22.8	19.0	4.3	3.7	3.1
600745 CH Equity	闻泰科技	21,084	110.62	19.6	52%	42%	31%	41.3	29.0	22.1	4.6	4.0	3.2
<b>平均</b>								<b>73.0</b>	<b>55.6</b>	<b>42.5</b>	<b>10.2</b>	<b>8.4</b>	<b>6.9</b>

资料来源: Bloomberg 普遍预测、浦银国际

图表 307: 中国科技行业主要公司估值 (2)

股票代码	公司名称	2020/12/4			EPS同比增长			P/E(市盈率)			P/B(市净率)			
		市值 (美元百万)	股价 (当地货币)	2020年初 至今	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
<b>新能源汽车</b>														
XPEV US Equity	小鹏	36,250	49.34		-67%	-44%	-66%					20.8	25.0	27.0
NIO US Equity	蔚来	58,628	43.04	970.6	-62%	-47%	-107%			1,714.1		281.1		
LI US Equity	理想	27,404	30.53		-91%	-60%	-319%			213.7		12.4	12.0	10.2
TSLA US Equity	特斯拉	567,830	599.04	616.0	-327%	73%	39%	268.1	155.1	111.5	37.7	30.2	23.5	
1211 HK Equity	比亚迪	68,429	175.5	351.7	200%	19%	28%	98.6	83.0	65.1	6.7	6.2	5.7	
<b>平均</b>								<b>183.4</b>	<b>119.1</b>	<b>526.1</b>	<b>71.7</b>	<b>18.3</b>	<b>16.6</b>	
<b>动力电池</b>														
300750 CH Equity	宁德时代	89,062	249.72	134.7	7%	39%	32%	111.5	80.5	61.2	10.5	9.4	8.3	
051910 KS Equity	LG化学	55,046	846000	166.5	369%	42%	19%	44.2	31.1	26.1	3.5	3.2	2.9	
6752 JP Equity	松下	27,158	1152.5	11.9	-32%	-45%	69%	13.8	25.3	15.0	1.3	1.3	1.2	
002074 CH Equity	国轩高科	5,619	28.66	97.0	478%	39%	26%	99.2	71.3	56.5	3.3	3.3	2.9	
<b>平均</b>								<b>67.2</b>	<b>52.0</b>	<b>39.7</b>	<b>4.7</b>	<b>4.3</b>	<b>3.8</b>	
<b>汽车半导体</b>														
ON US Equity	安森美半导体	12,304	29.92	22.7	50%	73%	45%	38.3	22.1	15.2	3.6	3.2	2.7	
TXN US Equity	德州仪器	152,856	166.52	29.8	5%	9%	15%	29.8	27.5	23.9	18.1	17.8	19.4	
6963 JP Equity	罗姆株式会社	9,299	9400	7.1	-47%	-10%	56%	41.0	45.8	29.3	1.3	1.3	1.3	
300373 CH Equity	杨杰科技	3,390	46.9	172.7	40%	27%	32%	70.0	55.3	42.0	7.8	7.0	6.1	
600460 CH Equity	士兰微	4,100	20.41	31.9	700%	225%	62%	255.1	78.5	48.6				
603290 CH Equity	斯达半导	5,250	214.31		2%	39%	43%	185.1	132.8	92.5	34.8	28.2	22.9	
600745 CH Equity	闻泰科技	21,084	110.62	19.6	52%	42%	31%	41.3	29.0	22.1	4.6	4.0	3.2	
688396 CH Equity	华润微电子	13,052	70.11		63%	27%	24%	94.1	74.3	60.1	11.9	9.9	9.0	
IFX GR Equity	英飞凌	46,697	29.445	45.0	-18%	60%	22%	48.0	30.1	24.7	3.7	3.6	3.3	
<b>平均</b>								<b>89.2</b>	<b>55.0</b>	<b>39.8</b>	<b>10.7</b>	<b>9.4</b>	<b>8.5</b>	
<b>互联网科技</b>														
9988 HK Equity	阿里	737,282	264	27.4		32%	22%	36.0	27.2	22.3	6.5	5.2	4.4	
700 HK Equity	腾讯	727,774	588.5	56.7	32%	23%	21%	38.3	31.1	25.7	8.4	6.7	5.4	
3690 HK Equity	美团	219,066	288.6	183.2	154%	146%	86%	245.9	99.8	53.7	14.4	12.8	10.5	
9618 HK Equity	京东	137,056	339.4			35%	50%	43.0	31.8	21.2	6.4	5.5	4.6	
PDD US Equity	拼多多	180,115	146.36	287.0	-57%	-202%	298%		358.4	90.1	49.2	41.5	27.5	
1810 HK Equity	小米	78,963	25.35	135.2	20%	36%	27%	42.0	31.0	24.3	5.6	4.8	4.0	
AMZN US Equity	亚马逊	1,586,828	3162.58	71.2	106%	22%	35%	65.5	53.5	39.6	17.2	12.8	9.5	
FB US Equity	Facebook	796,667	279.7	36.3	52%	13%	19%	28.3	25.1	21.1	6.4	5.1	4.1	
NFLX US Equity	奈飞	220,151	498.31	54.0	56%	45%	31%	74.8	51.6	39.3	20.5	14.9	10.3	
GOOG US Equity	谷歌	1,235,132	1827.99	36.7		22%	20%	32.6	26.7	22.3	5.7	4.9	4.2	
AAPL US Equity	苹果	2,078,470	122.25	66.5	8%	20%	10%	37.7	31.3	28.5	33.6	41.7	45.8	
<b>平均</b>								<b>64.4</b>	<b>69.8</b>	<b>35.3</b>	<b>15.8</b>	<b>14.2</b>	<b>11.8</b>	

资料来源: Bloomberg 普遍预测、浦银国际

## 2021 年消费行业展望： 聚焦品类红利，重写行业座次

消费升级和需求分级继续在中国市场缔造结构性增长良机，不同消费者在多元消费场景中纷纷尝试更优性价比与更高功能性的消费产品和服务。建议投资者布局享有长期趋势红利的大体量品类，选择具有高复购率并可积淀成生活方式的商业模式，及拥有行业话语权和品牌定价权的优秀消费企业。建议买入康师傅，持有农夫山泉，卖出统一，重点关注伊利、涪陵榨菜、海天味业和完美日记等细分行业龙头。

- 消费趋势。**降糖、提鲜、健康化、年轻化和高端化，愿意为便利和舒适支付溢价是整体消费趋势，越早对此布局和投入的消费公司越能在竞争中占据有利地形。具体到细分行业：  
(1) 食品行业—降糖、提鲜，对整体供应链有更高要求的健康短保产品将获得更大货架占有率；(2) 饮料行业—去糖化、健康化趋势明显，消费者愈加讲究源头和成分，趋势品类为赢家沃土；(3) 调味品行业—以原料和功能升级带动产品多元化和高端化，构筑扇贝型生命周期；(4) 护肤美妆行业—需求和供给端年轻化趋势明显，优秀本土品牌通过切入功能性产品领域和国潮时尚加速成长。
- 赛道选择。**根据核心消费趋势，我们建议超配：(1) 无糖饮料赛道（天然水和天然矿泉水、无糖茶、气泡水）；(2) 短保食品和新型方便食品（原料、工艺、口味和营养多重升级）；(3) 复合调味品（满足 B 端餐饮标准化和 C 端年轻懒宅需求）；(4) 护肤美妆（颜值经济、女性悦己主义）；(5) 健康和舒适便捷生活方式（体育鞋服、社区团购、智能家电等）。我们亦在后文梳理了 2020 年消费企业一级市场融资案例，以窥探二级市场未来两三年的上市热点。
- 个股择取。**趋势品类比渗透率，存量品类拼市占率。建议：  
(1) 买入康师傅（322 HK）—重夺市占的全品类饮料公司，消费分级的受益者；(2) 持有农夫山泉（9633 HK）—渗透和新品可期，兼具规模、成长性和利润率创新型本土饮料龙头；(3) 卖出统一（220 HK）—新品尚欠火候；(4) 高度关注伊利（600887 CH）、涪陵榨菜（002507 CH）、海天味业（603288 CH）和完美日记（YSG US）等细分赛道龙头。

王惟颖 CFA

消费分析师

summer\_wang@spdbi.com  
(852) 2808 6433

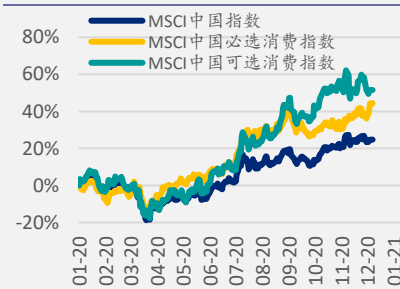
胡泽宇

助理分析师

ryan\_hu@spdbi.com  
(852) 2808 6446

2020 年 12 月 08 日

### 年初至今行业指数表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

### 相关报告：

《饮料行业：流水不争先，争的是滔滔不绝》（2020-11-26）

《从李佳琦 2020 双十一直播清单看护肤美妆消费趋势》（2020-10-20）

《“凡是过往，皆为序章”：回眸七大调味品公司 1H20 表现》（2020-9-4）

《盛宴才刚开启，三大维度看颐海国际（1579 HK）》（2020-8-24）

# 目录

<b>2021 年消费行业展望：聚焦品类红利，重写行业座次</b> .....	201
<b>2021 年整体思路</b> .....	203
<b>食品行业：降糖、提鲜、健康</b> .....	204
<b>饮料行业：降糖和高端趋势继续；把握品类更迭</b> .....	205
降糖趋势给无糖茶和气泡水带来机遇.....	207
品类更迭带来高端化趋势.....	210
康师傅 (322 HK, 买入, 目标价: 20.00 港元).....	211
农夫山泉 (9633 HK, 持有, 目标价: 47.00 港元).....	214
统一中控 (220 HK, 卖出, 目标价: 7.00 港元).....	216
<b>调味品行业：扇贝型生命周期，享受时间红利</b> .....	218
<b>护肤美妆行业：年轻化和国潮风继续</b> .....	222
年轻化趋势明显.....	224
本土品牌正加速崛起.....	226
<b>消费行业估值</b> .....	227
<b>消费企业股权融资动态</b> .....	230
2020 年一级市场融资总结.....	230
2020 年二级市场 IPO.....	232
2021 年拟上市消费企业一览.....	233
<b>在华国际快消品巨头战略调整</b> .....	234
<b>政策：加快新型消费扩容提质，全面促消费</b> .....	235

## 2021 年整体思路

2020 年迄今，MSCI 中国必选和可选消费指数分别跑赢 MSCI 中国指数 20 和 27 个百分点。股价表现突出的消费细分行业包括：调味品（诸如：千禾味业、天味食品、海天味业、颐海国际等）、休闲食品（诸如：良品铺子和盐津铺子都是接近 250% 的涨幅）和白酒啤酒，而餐饮业在复苏预期下也于近期发力（例如：股价后来追上的呷哺呷哺）等。

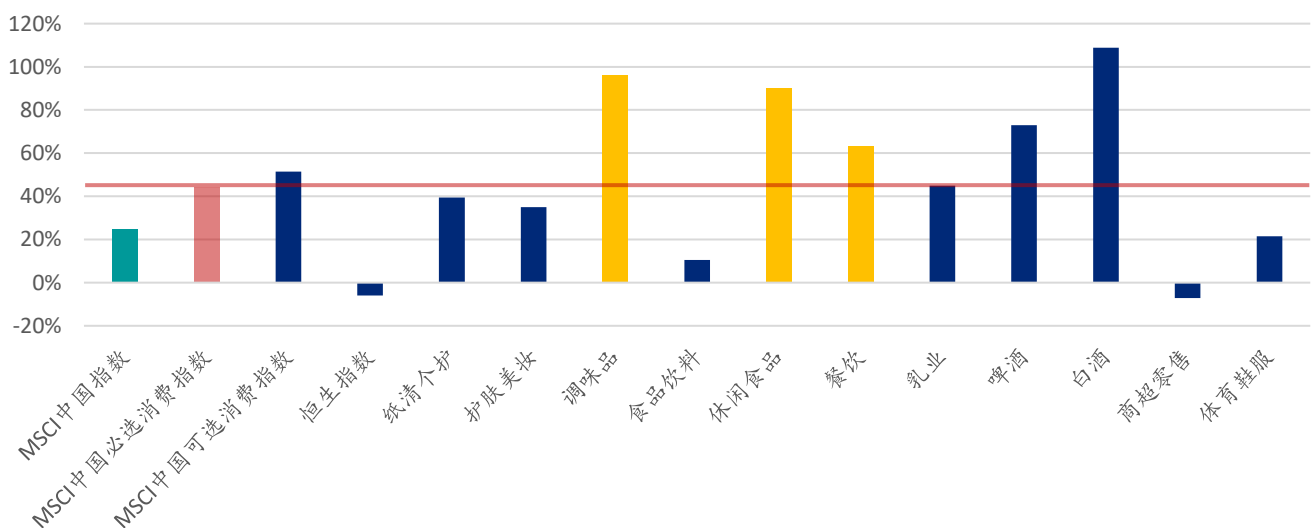
2021 年，我们建议投资者继续根据消费核心趋势严选优质的消费公司（诸如那些拥有品牌定价权，具有消费黏性和韧性，主打盘强劲又善于新品研发，收入稳健快速增长的优秀消费企业）。

- **收入快速增长**，说明公司成功切入趋势品类，所在赛道呈现高增长，公司大概率没有错过品类更迭和产品升级的契机。
- **拥有品牌定价权**，意味着公司具有品牌优势，在激烈的竞争环境中，可以相对竞争者更加游刃有余地保持品牌和定价优势。
- **消费黏性强**。我们喜欢高复购率的商业模式，产品生命周期长（最好是扇贝型），品牌忠诚度高，客户维护成本低。

行业而言，我们认为调味品是消费行业中最优的商业模式之一，尤其适合长线投资者增持；而护肤美妆行业将是一个长期高增长的赛道，虽然中国目前还没有可与头部国际品牌抗衡的美妆集团（和其他行业不同），但一些有潜力的新锐品牌已经开始崭露头角，适合看重成长指标的投资者布局。关于大市值的食品饮料行业，我们强调，去糖、提鲜，健康化和高端化是主要趋势，公司越早投入，越能开辟蓝海或在激烈竞争中立于不败之地。

公司方面，既关注本土领头羊（尤其是有望晋级为全球性消费公司，且估值适宜的标的），也关注那些在趋势品类具有先发和领先优势、代表新消费趋势和模式的新锐企业。

图表 308: 2020 年年初迄今消费细分行业和指数股价表现



资料来源：Bloomberg（股价截至 2020 年 12 月 7 日）、浦银国际

## 食品行业：降糖、提鲜、健康

中国食品行业的长期结构性趋势是：降糖、提鲜和健康化。

我们预计 2021 年起短保新鲜食品会成为休闲和保健食品行业的新风尚，行业领头羊将进一步整合和深耕产业链，打造竞争优势。

**降糖。**例如，乳业龙头伊利（600887 CH）新推安慕希年度新品 AMX 控感小黑钻，打出“查无蔗糖轻松享，膳食纤维更健康”的口号，继饮料行业无糖风后，率先在乳品行业引领无糖风潮，以期受益于无糖和瘦身经济。再例如，雀巢（NESN SW）推出 KitKat 新式黑巧克力（可可含量 70%），其原料均来源可可果本身，仅使用可可豆与可可果肉，而不额外添加任何精制糖，从而为追求健康和天然产品的消费者提供全新的巧克力体验。

**提鲜。**例如，洽洽食品（002557 CH）在整个坚果行业里率先发布《每日坚果 6 大新鲜标准》，涵盖从原料甄选（100%当季采摘坚果）、原料运输（低温冷链运输，核桃现剥现用）、原料储存（低温恒湿保险储存）、生产制造（坚果自主生产、全程高标准）、加工工艺（低温慢烤，减少营养流失）、到包装保鲜（奶粉级保险包装，包装袋内含氧量不超过 1%）六个产业链环节，旨在把“提鲜”贯彻到整个坚果生产产业链，从而在集中度分散的新兴坚果行业中建立行业标杆，扩大市占率。例如，刚刚获得融资的小满茶田在其门店明星产品“巨星车厘子宝藏茶”中用 12 颗新鲜车厘子作为原料，以此来提升鲜果茶饮的口感，让消费者感觉物有所值。以咖啡举例，隅田川凭借充氮锁鲜技术，近期推出鲜萃咖啡液新品，进一步为咖啡锁鲜。小仙炖鲜炖燕窝亦是一个很好的例子，公司通过冷鲜配送和周期服务成功将低频消费的传统滋补品变为高频日常快消品，开创燕窝 3.0 时代，坐享品类红利。我们认为，鲜的基石是产业链整合和深耕，对品牌的要求更高，一旦做到，会极大提升企业的护城河。

**健康。**例如，玛氏旗下健康零食生产商 KIND 宣布收购 Nature's Bakery，继续扩大其在健康方面的业务，后者是一家销售有机全谷物的公司，提供各种素食有机全谷物烘焙食品。又例如，百事（PEP US）2020 年 11 月启动“2021 温室加速器”项目，在北美地区的食品和饮料行业寻找“新兴健康和保健公司”。百事的目标是那些明确关注消费者健康和个性化营养的品牌，包括健康、“对你好”的食品饮料，以及有利于免疫、消化、活力，认知健康、压力和情绪管理的品牌。另外，达能（BN FP）于 2020 年 11 月举行的全球投资者会议上宣布将老龄化健康定位为未来公司重点投入的三个领域之一（其余两个领域为植物基与电商），在老龄化健康领域拓展有助于提升免疫力和敏捷度的产品。我们认为，随着收入和生活方式升级，中国消费者会愈加青睐健康食品，倒逼本土企业或国际巨头在国内市场推出更多新鲜健康食品。

## 饮料行业：

### 降糖和高端趋势继续；把握品类更迭

我们看好中国饮料行业（规模超过万亿人民币），其未来增长主要由产品升级和品类更迭带动。饮料企业需依靠产品和品类矩阵（而非单品策略）去把握品类更迭的机会，扩张市场份额，提升行业座次。企业除加强内生研发和渠道渗透外，长远而言，我们预计自由现金流充裕的本土头部企业将谋求更多并购交易，加快弥补弱势和空白品类，以外延式增长提振收入。

消费者选择饮料，归根结底是在选择生活方式，去糖化和高端化是饮料消费的结构性和长期趋势。在此趋势下，我们尤其看好三个细分赛道：

- 天然水和天然矿泉水（健康意识提升，更加重视水的源头；生活方式升级，提振室内场景下的消费量，取代部分自来水；健身人群扩大和运动频次上升，亦有效带动对优质饮用水的需求）；
- 无糖茶（大势所趋，不仅贴合去糖化趋势，亦是中国几千年茶文化的延续；增量市场的竞争；无糖茶赢家有望改写中国包装茶饮料市场的当前格局）；
- 气泡水（日渐平民化；碳酸饮料大品类的健康替代；从高端小众品类渐渐成长为大众品类，有望成为饮料公司的增长新引擎）。今年几乎所有主要行业参与者均陆续推出气泡水，我们认为，明年开始，零蔗糖气泡水“躺赢”的红利期将结束，竞品之间将展开直接竞争。

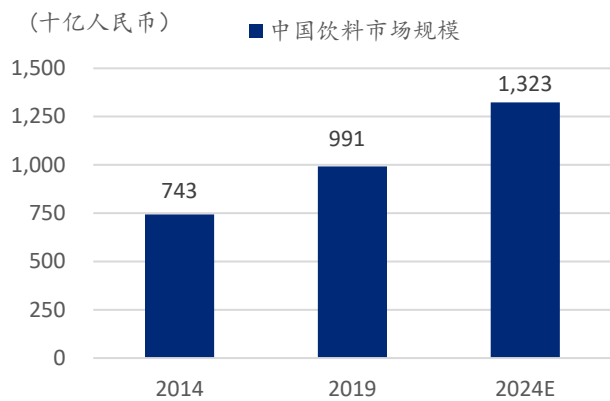
就渠道结构而言，饮料行业依然十分依赖线下，传统渠道占比最大，但重要性逐渐下降（Frost & Sullivan 数据：2014/19/24 年占比：49%/44%/38%），而商超便利店、电商、特通和新兴渠道占比上升，我们尤为看好自动贩卖机这样的新兴渠道。

中国饮料市场，前五大和前十大企业的市占率分别为 30.9%和 42.5%（按 Frost & Sullivan 统计的 2019 年零售额计）。我们认为，整体集中度不高且座次经常变动的原因是没有一家饮料企业在所有饮料品类均保持领先。所以，品牌商要持续成为行业赢家，必须布局和擒获饮料市场上每一次重大的品类更替机会。把握品类更替，是维持和提升行业座次的有效方式。

我们看好全品类、全渠道、研发和营销实力双强，或者在趋势品类具有领先优势的标的。上市饮料企业中，我们建议买入康师傅（322 HK；重夺市占），持有农夫山泉（9633 HK；重点看渗透和新品），卖出统一中控（220 HK；新品尚在培育期）。

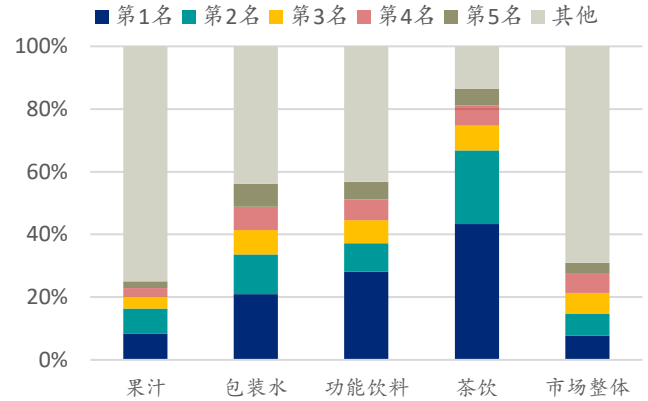
**投资风险：**（1）潮流风险加剧，新品蛰伏期长而红利期短，品牌间竞争激烈，或令利润率承压；（2）原材料价格压力令毛利率受压；（3）不利的宏观消费环境。

**图表 309: 2019 年中国饮料市场零售额接近 1 万亿元人民币, 预计 2019-24 年复合年增长 5.9%**



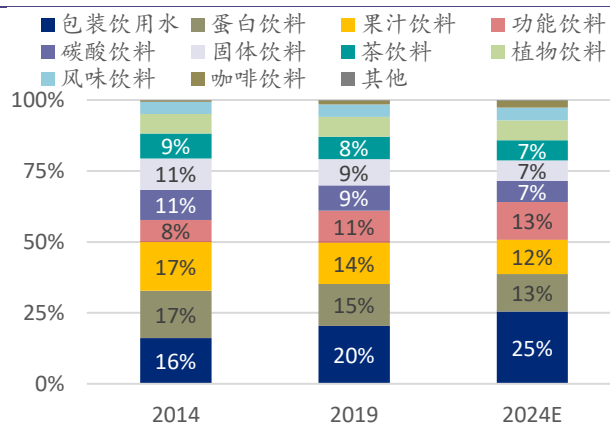
资料来源: Frost & Sullivan 历史数据及预测、浦银国际

**图表 310: 2019 年中国整体饮料市场前五名市占率合计 30.9%, 集中度不高, 且座次经常变动**



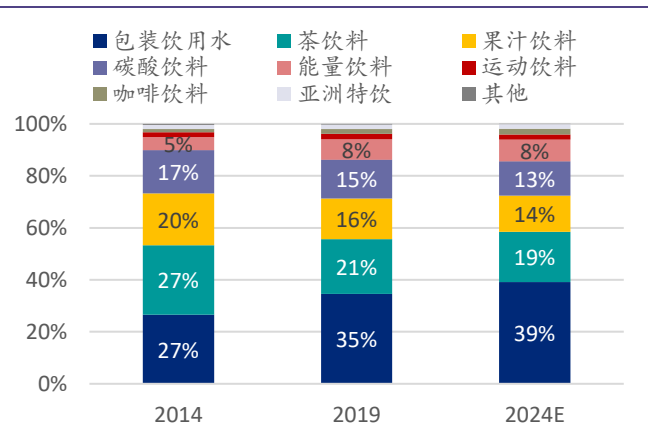
资料来源: Frost & Sullivan、浦银国际

**图表 311: 2014、2019、2024 年中国饮料市场按品类分 (Frost & Sullivan)**



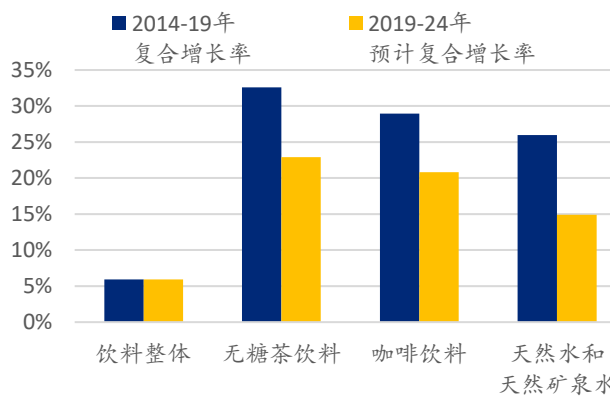
资料来源: Frost & Sullivan 历史数据及预测、浦银国际

**图表 312: 2014、2019、2024 年中国饮料市场按品类分 (Euromonitor)**



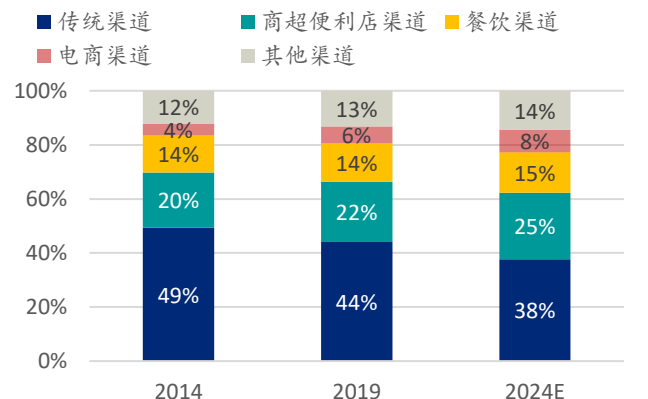
资料来源: Euromonitor 历史数据及预测、浦银国际

**图表 313: 无糖茶、咖啡饮料、天然水和天然矿泉水是中国饮料市场增长最快的品类**



资料来源: Frost & Sullivan 历史数据及预测、浦银国际

**图表 314: 中国饮料市场, 传统渠道占比依然最大, 但重要性下降, 便利店、电商和新兴渠道占比上升**



资料来源: Frost & Sullivan 历史数据及预测、浦银国际

注: 其他渠道包括以交通枢纽为主的特通渠道和以自动贩卖机为代表的新渠道等

## ● 降糖趋势给无糖茶和气泡水带来机遇

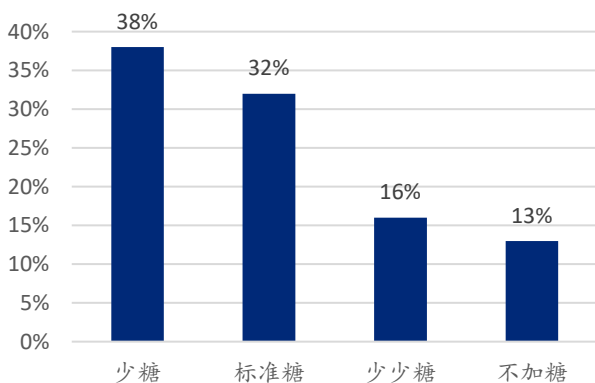
健康和瘦身经济下，降糖成为中国市场饮料消费的结构趋势。饮料含糖量高低是消费者购买与否的重要考量因素。根据 Ipsos 发布的 2019 包装趋势洞察，76%的消费者会关注包装上与营养和健康相关的信息，其中，24 岁以上人群和一线城市消费者的健康营养意识更为强烈。而根据奈雪的茶最新发布的《2020 新式茶饮白皮书》，近七成消费购买饮料选择降低糖度。

无糖饮料正成为增长最快的品类之一。

我们认为，无糖会渐渐成长为中国包装茶饮市场的主流，最终和眼下的日本茶饮市场结构类似（茶饮货架 90%以上是无糖茶）。无糖茶市场上，目前，农夫山泉旗下的「东方树叶」暂时位列第一，但我们认为，康师傅、统一、维他奶、三得利和伊藤园等均是实力对手。我们不看好使用代糖的无糖茶，因其不是真正意义上的无糖茶，亦无助于培育真正的无糖茶消费者。目前，市面上主要品牌的无糖茶，除了统一「茶霸」和元气森林「燃茶」添加了代糖外，其他产品均是真正的零糖（即零蔗糖、零天然代糖、零人工代糖）。品牌商希望自己的无糖茶产品是现泡茶饮的延伸，从而吸引和培育“淡口”消费者，而这批消费者最终会成为无糖茶的消费主力。目前，以含糖茶为主的茶饮料市场集中度较高，包括康师傅、统一、农夫山泉、娃哈哈和维他奶在内的前五大公司合计占有近 87% 市场份额。未来的包装茶饮市场，我们认为，得无糖茶者得即饮茶天下，无糖茶有望改写整体包装茶饮料市场的竞争格局。

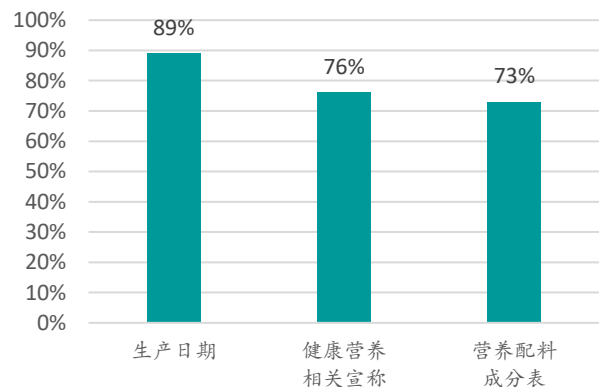
我们亦坚定看好气泡水品类在中国市场的增长曲线，因其成分和口感符合饮料行业健康化和高端化的趋势，并是碳酸饮料大品类的极佳替代。同时，气泡水的延展性佳，可以和茶饮、果汁、烈酒等结合，不断创新和翻新口味，构成新的口味和品类。

图表 315: 消费者偏好的新式茶饮糖度



资料来源：2020 新式茶饮白皮书；CBNData\*奈雪问卷调研 N=1518

图表 316: 76%的消费者关注包装上的营养健康信息



资料来源：Ipsos 发布的 2019 包装趋势洞察

图表 317: 中国市场上无糖茶品类主要品牌和零售价

公司	品牌	口味	是否含蔗糖和代糖	零售单价 (人民币 /500ml)	箱装规格
<b>本土</b>					
农夫山泉	东方树叶	茉莉花茶、醇香乌龙茶、红茶、绿茶	0 蔗糖、0 代糖	4.3	500ml*15
康师傅	康师傅	冷泡绿茶、茉莉花茶	0 蔗糖、0 代糖	4.6	500ml*15
统一	茶里王	台式乌龙茶、日式绿茶、龙游黄茶、茉莉花茶	0 蔗糖、0 代糖	6.2	420ml*12
	茶霸	茉莉花茶、铁观音茶、乌龙茶	0 蔗糖、含赤藓糖醇、三氯蔗糖、安赛蜜	6.6	500ml*15
元气森林	燃茶	草莓茉莉、桃香乌龙、醇香乌龙、玄米乌龙	0 蔗糖、含赤藓糖醇	5.8	500ml*15
	健美轻茶	玉米须茶	0 蔗糖、0 代糖	6.4	500ml*15
维他奶	维他	杭白菊花茶、玄米茶、纯萃绿茶、岩香乌龙茶	0 蔗糖、0 代糖	4.4	500ml*8
<b>全球</b>					
可口可乐	淳茶舍	普洱消茶、玉露绿茶、玉蓉红茶、乌龙铁观音	0 蔗糖、0 代糖	4.8	480ml*12
雀巢	银鹭山云茶画	四季春茶、正山小种、大红袍	0 蔗糖、0 代糖	5.6	450ml*15
三得利	三得利	无糖乌龙茶	0 蔗糖、0 代糖	3.3	500ml*15
	三得利	黑乌龙茶	0 蔗糖、0 代糖	7.6	350ml*24
	三得利	大红袍	0 蔗糖、0 代糖	7.6	350ml*15
	两漾萃	玉露绿茶	0 蔗糖、0 代糖	6.7	400ml*15
伊藤园	伊藤园	原味/浓味绿茶、浓味乌龙茶、铁观音乌龙、茉莉白茶、大麦茶	0 蔗糖、0 代糖	4.0	500ml*15
	伊藤园	膳食纤维乌龙茶	0 蔗糖、0 代糖	5.3	500ml*15



资料来源: 浦银国际、价格取自各品牌京东旗舰店 (2020 年 11 月)

图表 318: 中国市场上无糖气泡水和苏打水品类主要品牌和零售价

公司	品牌	品类	口味	是否含蔗糖和代糖	零售单价 (RMB/500ml)	箱装规格
<b>本土</b>						
农夫山泉	农夫山泉	无气苏打天然水	白桃味、柠檬味、日向夏橘味	0 蔗糖、含木糖醇、赤藓糖醇	4.2	410ml*15
统一	轻啵	无气苏打水	原味、桃花味、柠檬味	0 蔗糖、含赤藓糖醇	3.3	500ml*18
元气森林	元气森林	苏打气泡水	白桃味、卡曼橘味、酸梅汁味、青瓜味、樱花白葡萄味、草莓椰子味、乳酸菌味、莱姆淡姜味	0 蔗糖、含赤藓糖醇、三氯蔗糖	5.2	480ml*12
	满分!	果汁气泡水	西柚、夏黑葡萄、王林青苹果	甜度来自果汁	12.0	380ml*12
娃哈哈	娃哈哈	无气苏打水	无味、微甜味、柠檬薄荷味	0 蔗糖、含安赛蜜	3.4	350ml*24
	PH9.0	无气苏打水	玫瑰味、柠檬味、蜜桃味	0 蔗糖、含安赛蜜	3.7	500ml*15
	生气啵啵	苏打气泡水	青梅味、白桃味	0 蔗糖、含赤藓糖醇	7.5	335ml*12
健力宝	微泡水	微泡水	白桃樱桃风味、莫吉托风味	0 蔗糖、含赤藓糖醇、三氯蔗糖	4.7	500ml*15
伊利	伊然	乳矿气泡水	黄瓜味、百香果味、蜜柚科若娜风味	0 蔗糖、含赤藓糖醇、木糖醇、蔗糖素	4.9	480ml*15
屈臣氏	屈臣氏	苏打汽水	原味	0 蔗糖、0 代糖	6.2	330ml*24
青岛啤酒	轻零	苏打气泡水	蜜桃味、百香果味、柠檬味	0 蔗糖、含赤藓糖醇	4.9	480ml*15
喜茶	喜小茶	气泡水	西柚绿妍茶风味、桃桃乌龙茶风味、葡萄绿妍茶风味	0 蔗糖、含赤藓糖醇、三氯蔗糖	6.7	410ml*12
奈雪的茶	奈雪	气泡水	白桃味、柠檬味	0 蔗糖、含赤藓糖醇、三氯蔗糖	6.3	500ml*12
<b>全球</b>						
可口可乐	怡泉	苏打汽水	原味	0 蔗糖、0 代糖	4.9	400ml*12
	怡泉	苏打汽水	柠檬味、桃汁味、苦柠味	0 蔗糖、含蔗糖素、安赛蜜	6.3	400ml*12
	醒元素	果蔬精粹气泡水	白桃味、柠檬味	0 蔗糖、含赤藓糖醇	6.2	400ml*2
百事	依维世	苏打气泡水	原味	0 蔗糖、0 代糖	5.0	330ml*12
雀巢	雀巢优活	气泡水	冰极青柠、蓝莓黑加仑	0 蔗糖、含赤藓糖醇、甜菊糖苷	5.6	450ml*15
	巴黎水	气泡矿泉水	原味、柠檬味、青柠味、桃子味、西柚味、西瓜味、草莓味	0 蔗糖、0 代糖	6.6	500ml*24
	圣培露	充气天然矿泉水	原味	0 蔗糖、0 代糖	11.3	250ml*24



资料来源: 浦银国际, 价格取自各品牌京东商城 (2020 年 11 月)

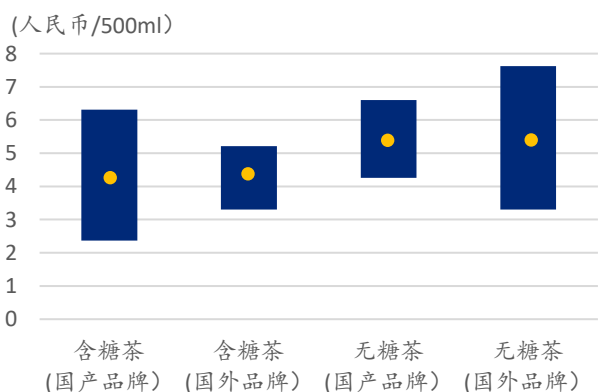
## ● 品类更迭带来高端化趋势

我们认为，饮料的高端化主要通过品类更替和产品升级实现。与此同时，基础功能（例如解渴、健康化等诉求）之外，饮料功能的延伸（例如社交分享和自我表达等心理满足），亦促成了高端化趋势。

中国饮用水市场从净化自来水切换到天然水和天然矿泉水，主要因为后者水源纯正稀有，成分最为天然纯净，满足了消费正对无添加和健康化的要求。而从含糖茶到无糖茶，则是收入提升后消费者自然而然对健康产生更高要求。气泡水则因其成分和口感符合饮料行业健康化和高端化的趋势，并是碳酸饮料大品类的极佳替代。

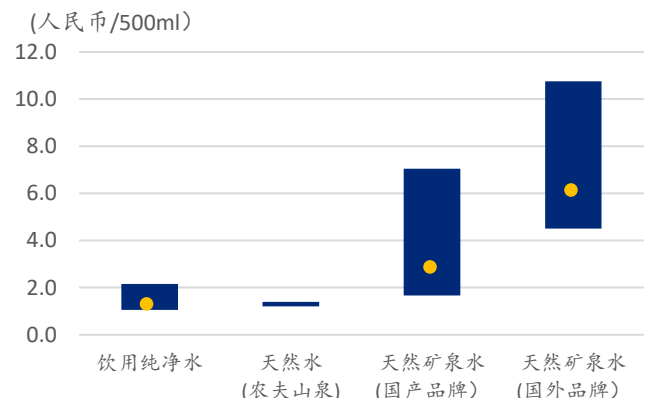
- 以自来水为水源的饮用纯净水售价中位数约在每瓶 1.2 元（以 500ml\*24 瓶箱装价格计）；天然矿泉水，本土品牌价格中位数约为 2.7 元，最便宜的也要 1.7 元，国际品牌价格中位数则为 6.0 元每瓶。
- 无糖茶的价格中位数为每瓶 5.3-5.4 元（以箱装价格计），含糖茶则为每瓶 4.2-4.3 元，前者较后者高出 27%。
- 满足了消费者口味、社交和精神需求的现制茶饮，其定价空间更大。例如，以主打一二线城市的喜茶和奈雪的茶为例，核心价格区间为 19-33 元，远高于包装茶饮 3-7 元的核心价格区间，因现制茶饮原料更优更贵、包装颜值更高，人工成本更高，且提供社交分享等附加值。现制茶饮目前颇受一级市场资本的追捧（请详见我们后文梳理的 2020 年消费企业一级市场融资表）。

图表 319: 中国市场上主要品牌无糖茶和含糖茶零售价区间比较



资料来源：浦银国际；价格取自各品牌京东旗舰店箱装价格（2020年11月）  
注：小黄点代表价格中位数

图表 320: 中国市场上主要品牌纯净水、天然水和天然矿泉水零售价区间比较



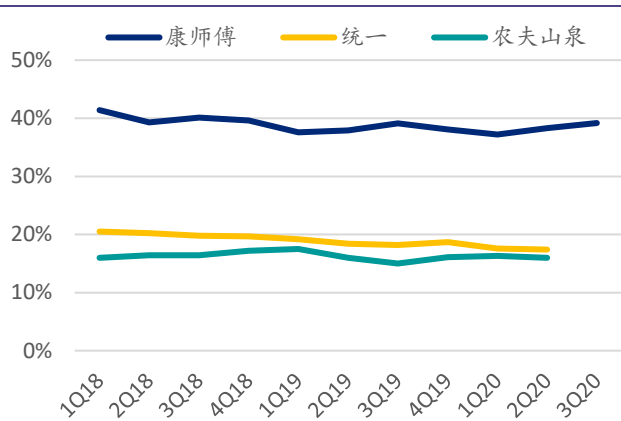
资料来源：浦银国际；价格取自各品牌京东旗舰店箱装价格（2020年11月）  
注：小黄点代表价格中位数；价格均基于品牌 PET 瓶价格

## ● 康师傅 (322 HK, 买入, 目标价: 20.00 港元)

康师傅凭借市占优先的新策略,配合渠道端持续扁平化、数字化,以及产品端大众和高端产品同时发力,正在其核心品类重新夺回市占率。我们认为,康师傅拥有全面的品类矩阵和完整的价格体系,未来通过深入整合信息流、现金流和物流,将持续提升销量并带动利润率,成为消费分级的深度受益者。预测康师傅 2019-22 年收入和净利润复合年增长 6%和 11%,给予买入评级和目标价 20.00 港元。

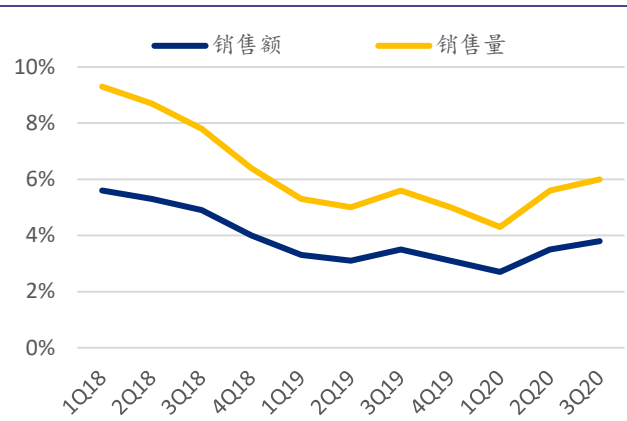
- **重赢市占。**作为行业领导者,康师傅曾因产品升级滞缓、创新落后,造成 2013 年后收入持续下跌,直至 2017 年业绩开始复苏。2019 年通过采取“市占优先”策略加大对品牌的市场投入,配合渠道扁平化(提升直营二阶比例,缩短和终端距离)和数字化、产品矩阵两端发力(顺应消费两极化趋势)、以及销售组织能力提升(减少管理层级,增加前线人员,加快对市场变化反应;持续推进共享中心建设等),2020 年逐渐看见成效,公司主要品类,包括方便面、即饮茶和饮用水的市占率均连续数季发力上升。我们预计康师傅渠道去层级和开辟消费新场景的持续努力将提振旗下大众化基础产品(核心盘)的终端流转效率,加上高端线推出趋势产品(引领行业而非跟风),我们预期规模优势下康师傅将获取更多市占率和更高运营效率。
- **收购机会。**和其他内生型公司相比,康师傅拥有珍贵的**收购后整合经验**,并较本土同行更为**国际化**。康师傅曾于 2011 年收购百事中国碳酸饮料业务,并于 2015 年与星巴克签署协议负责在中国大陆生产和销售星巴克的即饮饮料产品。与此同时,康师傅近年来每年产生 70 亿-80 亿人民币的运营净现金,而未来每年资本支出预计不超过 20 亿,自由现金相当充沛。公司表示,除了保持 100%的稳定派息率(给予长期投资者稳定回报),康师傅亦会在国内外找寻合适的收购机会(从而扩大自身作为全品类、全渠道、全价格带饮料公司的优势),亦有意增持康师傅饮品股权(尚有 17.1%在康师傅控股股东顶新手上)。
- **目标价 20.00 港元; 买入。**鉴于康师傅的主打产品正连续数季重新赢得市占率(帮助强势品类改善运营效率),并且品类组合持续精细化、多元化(从而逐渐降低对常青老品的依赖),我们认为本土快消品龙头康师傅的目标市盈率应该在 20 倍以上。我们预计康师傅 2019-22 年收入和净利润复合年增长 6%和 11%(vs 市场预期: 5%和 9%)。基于 2022 年每股盈利预期和 21 倍目标市盈率(较其长期市盈率中位数低一个标准差),给予康师傅 20.00 港元目标价。股价下行风险: 激烈竞争下,大众产品的促销力度大于预期令利润率承压; 高端化产品和趋势品类贡献小于预期; PET 和糖等原材料价格回升等; 消费者口味转换等。

**图表 321: 中国包装饮用茶（不含奶茶）市场 1Q18-3Q20 前三品牌市占率（按销售额计）**



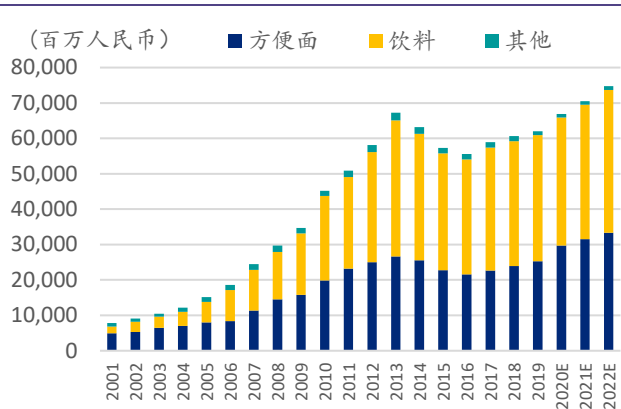
资料来源: Nielsen

**图表 322: 康师傅在中国包装饮用水市场的占有率从 2020 年开始见底回升**



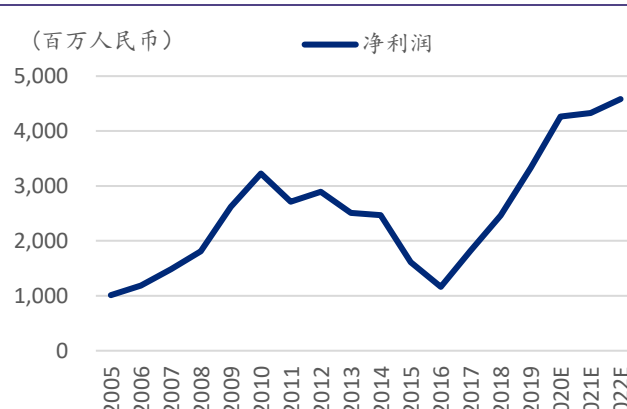
资料来源: Nielsen

**图表 323: 康师傅 2001-22 年收入按业务分**



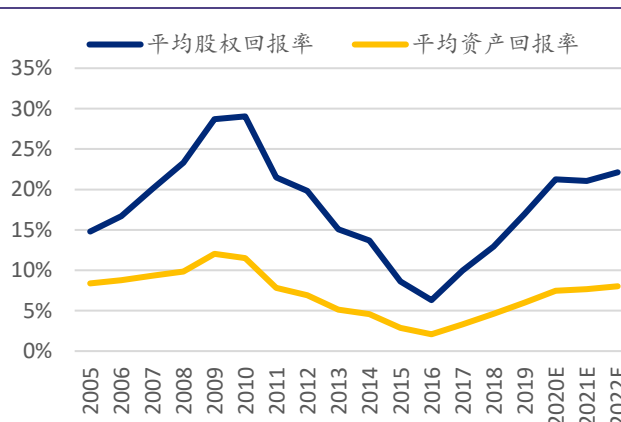
资料来源: 公司数据、浦银国际预测

**图表 324: 康师傅 2016 年起净利润见底回升**



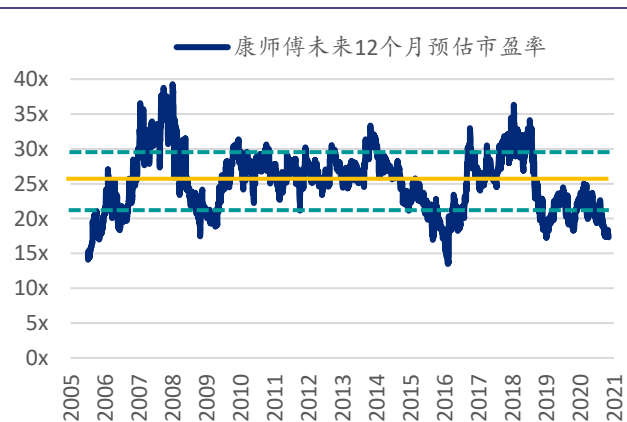
资料来源: 公司数据、浦银国际预测

**图表 325: 康师傅 2005-22 年资产和股权回报率**



资料来源: 公司数据、浦银国际预测

**图表 326: 康师傅未来 12 个月预估市盈率**



资料来源: 公司数据、浦银国际预测

注: 黄线为市盈率中位数, 绿线为中位数分别向上和向下一个标准差

## 康师傅财务预测和比率概要

### 利润表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
整体收入	60,686	61,978	66,878	70,542	74,752
毛利	18,727	19,759	21,891	23,082	24,492
分销成本	-11,817	-13,259	-13,509	-14,602	-15,623
行政费用	-2,268	-2,375	-2,307	-2,398	-2,467
其他运营费用	-1,465	-619	-669	-564	-598
核心运营利润	3,177	3,506	5,406	5,517	5,804
所得税	-1,251	-1,693	-1,964	-2,002	-2,124
少数股东权益	-265	-387	-320	-345	-374
净利润	2,463	3,331	4,263	4,327	4,582
摊薄每股盈利(人民币)	0.438	0.592	0.757	0.769	0.814

### 资产负债表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及银行结余	13,808	17,398	18,238	19,332	22,047
存货	2,652	3,445	2,177	3,474	2,510
应收账款	1,715	1,670	1,995	2,064	2,237
预付款及其他应收款	2,670	2,852	3,010	2,822	2,990
其他流动资产	63	73	73	73	73
流动资产	20,907	25,438	25,492	27,765	29,857
物业、机器及设备	24,928	23,014	21,220	19,642	18,341
使用权资产	3,570	4,025	3,972	3,921	3,686
无形资产	186	183	197	210	223
联营及合营公司权益	826	1,029	1,029	1,029	1,029
其他非流动资产	2,584	4,271	4,271	4,271	4,271
非流动资产	32,095	32,522	30,688	29,072	27,549
总资产	53,003	57,960	56,180	56,837	57,406
应付账款	6,954	7,678	7,852	8,532	8,818
其他应付款及已收押金	8,523	10,761	8,694	9,170	9,718
客户预付款	1,679	1,810	1,672	1,764	1,869
有息借贷	6,462	7,454	6,954	6,454	5,954
其他流动负债	267	604	604	604	604
流动负债	23,885	28,307	25,776	26,524	26,963
长期有息借贷	4,373	4,920	4,420	3,920	3,420
其他非流动负债	1,133	1,686	1,686	1,686	1,686
非流动负债	5,506	6,606	6,106	5,606	5,106
股东权益	23,612	23,046	24,298	24,707	25,337
负债和股东权益总额	53,003	57,960	56,180	56,837	57,406

### 现金流量表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动净现金	6,968	7,831	5,923	7,115	8,642
资本支出	-1,382	-1,831	-1,720	-1,720	-1,520
收购和投资	2,164	-1,671	0	0	0
资产处置	568	1,623	400	400	300
已收利息	348	541	569	562	620
其他投资现金	-143	-67	0	0	0
投资活动净现金	1,555	-1,405	-751	-758	-600
银行借贷净款项	-3,987	1,427	-1,000	-1,000	-1,000
派付股息	-1,070	-2,601	-3,331	-4,263	-4,327
其他融资现金	55	-1,675	0	0	0
融资活动净现金	-5,002	-2,849	-4,331	-5,263	-5,327

资料来源：公司数据、浦银国际预测；估值比率基于2020年12月7日收盘价13.36港元

### 财务和估值比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股数据 (人民币)</b>					
摊薄每股盈利	0.44	0.59	0.76	0.77	0.81
每股股息	0.44	0.59	0.76	0.77	0.81
每股净资产	4.20	4.10	4.32	4.39	4.50
每股现金及银行结余	2.45	3.09	3.24	3.43	3.92
每股销售额	10.78	11.01	11.88	12.53	13.28
<b>同比变动 (%)</b>					
整体收入	2.9	2.1	7.9	5.5	6.0
方便面	5.7	5.8	17.3	6.1	6.0
饮料	1.6	0.8	1.8	5.0	6.0
毛利	8.0	5.5	10.8	5.4	6.1
核心运营利润	15.3	10.3	54.2	2.1	5.2
净利润	35.4	35.2	28.0	1.5	5.9
摊薄每股盈利	35.0	35.2	27.9	1.5	5.9
<b>费用率 (%)</b>					
员工成本/收入	11.1	11.4	11.2	11.0	10.7
广告推广/收入	NA	NA	NA	NA	NA
物流费用/收入	NA	NA	NA	NA	NA
折旧摊销/收入	5.5	5.3	4.7	4.2	3.7
<b>利润率 (%)</b>					
整体毛利率	30.9	31.9	32.7	32.7	32.8
方便面	30.2	29.0	30.1	30.1	30.2
饮料	31.3	33.7	34.7	34.7	34.7
核心运营利润率	5.2	5.7	8.1	7.8	7.8
有效税率	31.4	31.3	30.0	30.0	30.0
净利率	4.1	5.4	6.4	6.1	6.1
<b>回报率 (%)</b>					
平均股权回报率	12.9	17.0	21.3	21.1	22.1
平均资产回报率	4.6	6.0	7.5	7.7	8.0
派息率	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>资产效率</b>					
存货周转天数	22	26	23	22	22
应收贸易款周转天数	10	10	10	11	11
应付贸易款周转天数	61	63	63	63	63
资产周转率 (x)	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3
<b>财务杠杆</b>					
流动比率 (x)	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1
资产权益比 (x)	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
负债/权益 (%)	45.9	53.7	46.8	42.0	37.0
净现金/权益 (%)	12.6	21.8	28.4	36.4	50.1
<b>再投资</b>					
资本支出/收入 (%)	2.3	3.0	2.6	2.4	2.0
资本支出/折旧摊销 (x)	0.4	0.6	0.5	0.6	0.6
<b>估值 (13.36 港元)</b>					
市盈率 (x)	26.1	19.3	15.1	14.9	14.0
市净率 (x)	2.7	2.8	2.6	2.6	2.5
市销率 (x)	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9
企业价值/收入 (x)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
企业价值/EBITDA (x)	7.8	6.9	6.1	6.2	6.1
股息率 (%)	3.8	5.2	6.6	6.7	7.1
自由现金流收益率 (%)	8.7	9.3	6.5	8.4	11.1

## ● 农夫山泉 (9633 HK, 持有, 目标价: 47.00 港元)

凭借对“天然水”品类的创新开辟和先发优势（第一增长曲线）、对其他趋势品类的前瞻布局（第二增长曲线），以及对消费者的心智营销，农夫山泉成为中国市场上兼具规模、成长性和利润率的饮料企业。我们认为，加速终端渗透以及品类和口味推新将助力农夫山泉扩大旗下强势产品和潜力品类的市占率，拥有更大行业话语权。预测农夫山泉 2019-22 年收入和净利润复合年增长分别为 13%和 18%；予以 47.00 港元目标价和持有评级。

- **持续渗透。**我们认为，农夫山泉未来几年的主要增长动力来自渠道下沉和终端网点加密。凯度消费指数显示，农夫山泉最新的全国渗透率为 71.6%，距离第一名伊利的 92.2%尚有 20 多个点的差距。全国有 600 多万个终端网点适合饮料销售，而农夫山泉目前覆盖不到 250 万。我们预期农夫山泉中短期内将通过产品、功能和场景细分，配合心智营销，加速在城市和乡镇地区全面渗透，包括电商和餐饮渠道，并铺设更多冰柜、暖柜和自动贩卖机等。
- **新品和收购。**我们认为，十大水源地并不足以构成农夫山泉的护城河，更多是农夫山泉的先发优势。饮料快消品公司基业常青的秘诀更在于不断推出新品类、新产品和新口味，以此抵御竞品和潮流风险，并通过强化品牌触达，提升复购率，取得优于同行的成长和盈利表现。虽然眼下的农夫山泉是内生型企业，但中长期而言，鉴于农夫山泉规模日渐扩大且自由现金流充沛，我们预期农夫山泉或效仿可口可乐和雀巢的成长路径，通过战略收购快速填补空白品类，加固自身护城河。
- **目标价 47.00 港元；持有。**目前市场参照调味品行业龙头海天味业予以农夫山泉估值；但我们认为，饮料行业在业务模式和业绩稳定性上与调味品行业龙头尚存差距，应予以一定折价。(1) 调味品行业，具有较强口味黏性，产品生命周期极长，品牌忠诚度强，客户维护成本较低，而饮料行业潮流风险较大，消费者喜新厌旧，创新压力大；(2) 调味品行业竞争格局较好，鲜有价格战，利润率空间较为丰厚，虽然目前集中度不高，但第一名市占率是第二名的两倍，而饮料行业前四企业之间市占率相差不大，排名座次经常变动，竞争相当激烈；(3) 虽然均为高频刚需，但调味品的日常消费属性更强，无季节性，而饮料消费则带有一定可选性，且季节性更为明显。我们预测农夫山泉 2019-22 年收入和净利润复合年增长分别为 13%和 18% (vs 市场预期: 11%和 15%)，基于 2022 年每股盈利预期和 55 倍目标市盈率 (较海天当前估值折价 20%)，给予农夫山泉 47.00 港元目标价，持有。股价下行风险：竞争加剧；原材料价格上扬；消费者口味转换等。

## 农夫山泉财务预测和比率概要

### 利润表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>整体收入</b>	<b>20,475</b>	<b>24,021</b>	<b>23,117</b>	<b>28,551</b>	<b>34,411</b>
毛利	10,921	13,311	13,550	16,561	19,822
销售及分销开支	-5,218	-5,816	-5,664	-6,995	-8,396
行政开支	-1,065	-1,383	-1,503	-1,656	-1,824
核心运营利润	4,638	6,112	6,384	7,910	9,602
其他开支	-404	-371	-116	-143	-172
其他收入及收益	534	774	702	1,027	1,261
财务费用	-4	-16	-41	-41	-28
所得税	-1,152	-1,545	-1,629	-2,057	-2,453
<b>净利润</b>	<b>3,606</b>	<b>4,949</b>	<b>5,302</b>	<b>6,697</b>	<b>8,211</b>
<b>摊薄每股盈利 (人民币)</b>	<b>0.33</b>	<b>0.46</b>	<b>0.47</b>	<b>0.60</b>	<b>0.73</b>

### 资产负债表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>现金及现金等价物</b>	<b>1,764</b>	<b>1,083</b>	<b>12,043</b>	<b>14,206</b>	<b>19,307</b>
结构性存款	3,600	200	0	0	0
存货	1,906	1,762	1,383	2,559	2,237
贸易应收款及应收款项	223	306	327	455	488
预付款和其他应收款等	1,165	1,021	925	1,142	1,376
其他流动资产	183	0	0	0	0
<b>流动资产</b>	<b>8,841</b>	<b>4,372</b>	<b>14,678</b>	<b>18,361</b>	<b>23,408</b>
物业、厂房及设备	11,089	12,314	13,389	13,542	13,501
使用权资产	600	656	696	732	720
无形资产	64	60	59	59	59
其他非流动资产	357	394	394	394	394
<b>非流动资产</b>	<b>12,109</b>	<b>13,424</b>	<b>14,537</b>	<b>14,727</b>	<b>14,673</b>
<b>资产总额</b>	<b>20,950</b>	<b>17,796</b>	<b>29,215</b>	<b>33,088</b>	<b>38,081</b>
贸易应付款及应付票据	837	791	624	1,150	1,008
其他应付款及应计费用	2,604	2,855	2,774	3,283	3,785
合约负债	1,996	2,078	2,081	2,570	3,097
计息借贷	0	1,000	2,000	1,000	1,000
其他流动借贷	726	717	717	717	717
<b>流动负债</b>	<b>6,163</b>	<b>7,441</b>	<b>8,196</b>	<b>8,720</b>	<b>9,608</b>
递延收益	209	248	248	248	248
其他非流动借贷	162	225	225	225	225
<b>非流动负债</b>	<b>371</b>	<b>473</b>	<b>473</b>	<b>473</b>	<b>473</b>
<b>股东权益</b>	<b>14,416</b>	<b>9,882</b>	<b>20,546</b>	<b>23,895</b>	<b>28,000</b>
<b>负债和权益总额</b>	<b>20,950</b>	<b>17,796</b>	<b>29,215</b>	<b>33,088</b>	<b>38,081</b>

### 现金流量表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动净现金</b>	<b>4,630</b>	<b>7,472</b>	<b>6,938</b>	<b>8,053</b>	<b>10,392</b>
资本支出	-3,452	-3,313	-3,010	-2,110	-1,860
资产处置	48	387	0	0	0
其他投资现金	-270	3,569	669	568	674
<b>投资活动净现金</b>	<b>-3,674</b>	<b>643</b>	<b>-2,341</b>	<b>-1,542</b>	<b>-1,186</b>
股票发行净所得	0	0	8,014	0	0
计息借贷	-50	1,000	1,000	-1,000	0
派息	-367	-9,618	-2,651	-3,348	-4,105
其他融资现金	-40	-79	0	0	0
<b>融资活动净现金</b>	<b>-457</b>	<b>-8,697</b>	<b>6,363</b>	<b>-4,348</b>	<b>-4,105</b>

### 财务和估值比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股数据 (人民币)</b>					
摊薄每股盈利	0.33	0.46	0.47	0.60	0.73
每股股息	0.03	0.89	0.24	0.30	0.37
每股净资产	1.33	0.91	1.83	2.12	2.49
每股现金及银行结余	0.16	0.10	1.07	1.26	1.72
每股销售额	1.90	2.22	2.06	2.54	3.06
<b>同比变动 (%)</b>					
整体收入	17.1	17.3	-3.8	23.5	20.5
毛利	11.3	21.9	1.8	22.2	19.7
核心运营利润	14.2	31.8	4.5	23.9	21.4
净利润	6.7	37.2	7.1	26.3	22.6
摊薄每股盈利	6.7	37.2	2.9	26.3	22.6
<b>费用率 (%)</b>					
员工成本/收入	9.2	9.1	10.2	8.8	7.8
广告和促销/收入	6.0	5.1	5.0	5.1	5.2
物流和仓储/收入	11.0	10.5	10.5	10.3	10.2
折旧和摊销/收入	6.8	7.2	8.2	6.7	5.6
<b>利润率 (%)</b>					
整体毛利率	53.3	55.4	58.6	58.0	57.6
包装饮用水	56.5	60.2	63.0	62.5	62.0
茶饮料	58.1	59.7	61.0	60.0	60.0
功能饮料	49.8	50.9	53.0	52.0	51.0
果汁饮料	41.1	34.7	40.0	40.0	40.0
核心运营利润率	22.7	25.4	27.6	27.7	27.9
有效税率	24.2	23.8	23.5	23.5	23.0
净利率	17.6	20.6	22.9	23.5	23.9
<b>回报率 (%)</b>					
平均股权回报率	28.3	40.8	34.8	30.1	31.6
平均资产回报率	19.2	25.5	22.6	21.5	23.1
派息率	10.2	194.0	50.0	50.0	50.0
<b>资产效率</b>					
存货周转天数	64	63	60	60	60
应收贸易账款周转天数	4	4	5	5	5
应付贸易账款周转天数	32	28	27	27	27
资产周转率(x)	1.1	1.2	1.0	0.9	1.0
<b>财务杠杆</b>					
流动比率(x)	1.4	0.6	1.8	2.1	2.4
资产权益比(x)	1.5	1.6	1.5	1.4	1.4
毛负债/权益(%)	0.0	10.1	9.7	4.2	3.6
净现金/权益(%)	12.2	0.8	48.9	55.3	65.4
<b>再投资</b>					
资本支出/收入(%)	16.9	13.8	13.0	7.4	5.4
资本支出/折旧摊销(x)	2.5	1.9	1.6	1.1	1.0
<b>估值 (42.60 港元)</b>					
市盈率(x)	109.0	79.5	77.2	61.1	49.9
市净率(x)	27.3	39.8	19.9	17.1	14.6
市销率(x)	19.2	16.4	17.7	14.3	11.9
企业价值/收入(x)	19.5	16.6	17.3	14.0	11.6
企业价值/EBITDA(x)	67.1	49.7	46.3	38.9	33.2
股息率(%)	0.1	2.4	0.6	0.8	1.0
自由现金收益率(%)	0.3	1.0	1.0	1.5	2.1

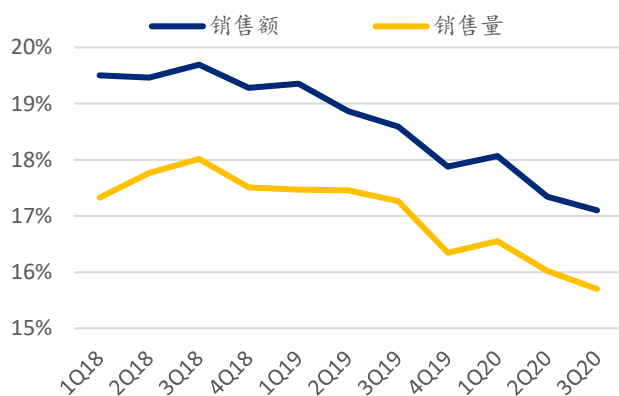
资料来源: 公司数据、浦银国际预测; 估值比率基于2020年12月7日收盘价42.60港元

## ● 统一中控 (220 HK, 卖出, 目标价: 7.00 港元)

我们认为,统一适合在其新品收获期投资,而公司目前正处于新品培育期。统一有成功推新的辉煌往绩,但近年所推高端化新品中未有现象级产品。同时,行业竞争加剧,新品培育期长、推新费用大,而红利期短,加上在规模不占优的情况下,其产品组合中的同质化老品需要面临存量市场的激烈竞争,我们预计短期内统一较难在整体收入端有实质性突破。

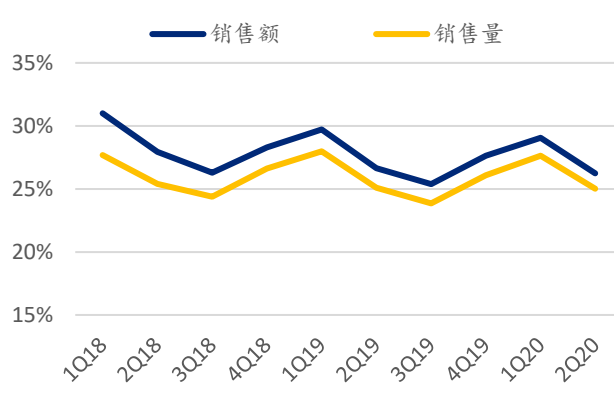
- **新品宛如繁星,惟乏月亮。**统一在产品创新和高端化方面曾给市场带来不少惊喜。而近年来公司虽也频繁推新(诸如短保冷鲜面、高单价冷藏饮料、焕神能量饮料、自热米饭和火锅等流行产品),却未再出现像当年「统一老坛酸菜」方便面(开创方便面第二大口味)和「统一阿萨姆」奶茶之类改变品类排名的现象级产品。加上茶饮和方便食品新锐大力投资趋势品类,老对手们亦纷纷推陈出新,我们认为,统一新品需要更长蛰伏期。
- **高端化同时亦需夯实基本盘。**统一的核心业绩和股价表现,与其明星产品生命周期高度相关。因缺乏重磅新品带来实质性销售增量,加上低浓度果汁饮料等中低端同质化产品销售承压,统一近年整体收入增幅陷于-5%到+5%之间,股价跑输指数。我们认可统一的聚焦高端策略,但公司亦需提高产品组合内销售过十亿的单品数量,让公司收入有更多常青产品护航,降低业绩波动。统一目前有 300 多个 SKU,销售额超过 1 亿的不足 40 个。
- **目标价 7.00 港元; 卖出。**鉴于「开小灶」自热食品和「茶里王」无糖茶等潜力新品未成气候,而「阿萨姆」和「汤达人」等增长品类尚需弥补弱势产品销售跌幅,我们不建议在“新品培育阶段”投资统一。预计公司 2019-22 年收入复合年增长 4% (与市场预期一致),净利润增长 4% (vs 市场预期: 9%)。基于 17 倍 2022 年市盈率,予以统一 7.00 港元目标价。股价上行风险: 奶茶和高端产品增速超预期; 营销费用节省大于预期。

图表 327: 统一中控 1Q18-3Q20 在中国方便面市场的市占率变化



资料来源: Nielsen

图表 328: 统一中控 1Q18-2Q20 在中国包装茶饮料(含奶茶)市场的市占率变化



资料来源: Nielsen

## 统一财务预测和比率概要

### 利润表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>整体收入</b>	<b>21,772</b>	<b>22,020</b>	<b>22,437</b>	<b>23,579</b>	<b>24,705</b>
毛利	7,289	7,918	8,026	8,423	8,799
分销成本	-5,098	-5,368	-5,385	-5,706	-6,053
行政开支	-1,115	-1,007	-987	-1,037	-1,087
<b>核心运营利润</b>	<b>1,076</b>	<b>1,543</b>	<b>1,654</b>	<b>1,679</b>	<b>1,659</b>
其他收益和开支	256	263	312	259	247
净财务收入	123	152	220	225	249
所得税	-510	-605	-662	-655	-653
<b>净利润</b>	<b>1,030</b>	<b>1,366</b>	<b>1,544</b>	<b>1,529</b>	<b>1,524</b>
<b>摊薄每股盈利 (人民币)</b>	<b>0.24</b>	<b>0.32</b>	<b>0.36</b>	<b>0.35</b>	<b>0.35</b>

### 资产负债表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>现金及银行结余</b>	<b>4,626</b>	<b>3,954</b>	<b>5,846</b>	<b>5,877</b>	<b>6,985</b>
存货	1,459	1,739	1,044	1,865	1,188
应收贸易款及票据	530	569	537	625	593
预付款及其他应收款	1,003	711	897	943	988
其他流动资产	32	45	45	45	45
<b>流动资产</b>	<b>7,650</b>	<b>7,018</b>	<b>8,371</b>	<b>9,357</b>	<b>9,800</b>
物业、厂房及设备	9,906	8,902	8,151	7,475	6,913
投资物业	336	314	304	295	287
使用权资产	1,968	1,833	1,799	1,766	1,732
无形资产	15	15	22	27	31
长期定期存款	550	2,530	3,500	4,000	4,000
其他非流动资产	1,307	1,146	1,146	1,146	1,146
<b>非流动资产</b>	<b>14,082</b>	<b>14,739</b>	<b>14,922</b>	<b>14,710</b>	<b>14,109</b>
<b>总资产</b>	<b>21,733</b>	<b>21,757</b>	<b>23,293</b>	<b>24,067</b>	<b>23,909</b>
应付贸易款	1,554	1,723	1,435	1,887	1,599
其他应付款及应计费用	4,452	2,546	2,692	2,830	2,965
合约负债	0	2,104	2,104	2,104	2,104
借贷	1,988	1,163	2,663	2,863	2,863
其他流动负债	95	105	105	105	105
<b>流动负债</b>	<b>8,090</b>	<b>7,641</b>	<b>8,999</b>	<b>9,788</b>	<b>9,636</b>
借贷	0	0	0	0	0
其他非流动负债	421	483	483	483	483
<b>非流动负债</b>	<b>421</b>	<b>483</b>	<b>483</b>	<b>483</b>	<b>483</b>
<b>权益</b>	<b>13,222</b>	<b>13,633</b>	<b>13,811</b>	<b>13,796</b>	<b>13,791</b>
<b>负债和权益总额</b>	<b>21,733</b>	<b>21,757</b>	<b>23,293</b>	<b>24,067</b>	<b>23,909</b>

### 现金流量表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动净现金</b>	<b>2,563</b>	<b>2,869</b>	<b>3,245</b>	<b>2,417</b>	<b>3,204</b>
资本支出	-916	-512	-516	-542	-567
投资	-2,661	-1,564	-970	-500	0
处置资产所得	131	626	0	0	0
其他投资现金	56	-19	0	0	0
<b>投资活动净现金</b>	<b>-3,390</b>	<b>-1,470</b>	<b>-1,486</b>	<b>-1,042</b>	<b>-567</b>
银行借贷净款项	652	-824	1,500	200	0
派付股息	-619	-1,047	-1,366	-1,544	-1,529
其他融资现金	0	-35	0	0	0
<b>融资活动净现金</b>	<b>33</b>	<b>-1,905</b>	<b>134</b>	<b>-1,344</b>	<b>-1,529</b>

### 财务和估值比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股数据 (人民币)</b>					
摊薄每股盈利	0.24	0.32	0.36	0.35	0.35
每股股息	0.24	0.32	0.36	0.35	0.35
每股净资产	3.06	3.16	3.20	3.19	3.19
每股现金及银行结余	1.07	1.32	1.62	1.63	1.94
每股销售额	5.04	5.10	5.19	5.46	5.72
<b>同比变动 (%)</b>					
整体收入	4.6	1.1	1.9	5.1	4.8
方便面	5.7	0.9	12.0	5.0	5.0
饮料	3.6	0.9	-3.7	5.2	4.6
毛利	10.8	8.6	1.4	4.9	4.5
核心运营利润	18.3	43.4	7.2	1.5	-1.2
净利润	17.2	32.7	13.0	-1.0	-0.3
摊薄每股盈利	17.2	32.7	13.0	-1.0	-0.3
<b>费用率 (%)</b>					
员工成本/收入	14.8	15.5	14.8	14.8	14.9
广告推广/收入	7.5	7.6	8.2	8.3	8.5
物流费用/收入	3.9	3.9	3.8	3.8	3.8
折旧摊销/收入	6.3	6.3	5.8	5.3	4.7
<b>利润率 (%)</b>					
整体毛利率	33.5	36.0	35.8	35.7	35.6
方便面	30.1	32.0	32.4	32.4	32.3
饮料	37.0	39.9	39.5	39.4	39.3
核心运营利润率	4.9	7.0	7.4	7.1	6.7
有效税率	33.1	30.7	30.0	30.0	30.0
净利率	4.7	6.2	6.9	6.5	6.2
<b>回报率 (%)</b>					
平均股权回报率	7.9	10.2	11.3	11.1	11.0
平均资产回报率	4.9	6.3	6.9	6.5	6.4
派息率	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>资产效率</b>					
存货周转天数	33	41	35	35	35
应收贸易款周转天数	9	9	9	9	9
应付贸易款周转天数	37	42	40	40	40
资产周转率 (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
<b>财务杠杆</b>					
流动比率 (x)	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
资产负债率 (x)	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7
毛负债/权益 (%)	15.0	8.5	19.3	20.8	20.8
净现金/权益 (%)	20.0	20.5	23.0	21.9	29.9
<b>再投资</b>					
资本支出/收入 (%)	4.2	2.3	2.3	2.3	2.3
资本支出/折旧摊销 (x)	0.7	0.4	0.4	0.4	0.5
<b>估值 (7.14 港元)</b>					
市盈率 (x)	25.6	19.3	17.1	17.2	17.3
市净率 (x)	2.0	1.9	1.9	1.9	1.9
市销率 (x)	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1
企业价值/收入 (x)	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9
企业价值/EBITDA (x)	8.6	7.3	7.1	7.3	7.5
股息率 (%)	3.9	5.2	5.9	5.8	5.8
自由现金流量收益率 (%)	6.2	8.9	10.4	7.1	10.0

资料来源：公司数据、浦银国际预测；估值比率基于2020年12月7日收盘价7.14港元

## 调味品行业：扇贝型生命周期，享受时间红利

重申既传统又朝阳的调味品行业是我们喜欢的消费赛道之一。以原料和功能升级为主的高端化和多元化是调味品行业主要趋势。

中国调味品行业具有大体量、高利润率、高回报率和强消费粘性的特征，是缔造本土消费巨头的沃土。调味品行业现有规模 5,000 亿人民币左右，未来数年保持近 10% 的年增长，量价齐增，均价提升主要受产品用料和功能升级带动。行业正从大单品阶段，向以功能细分和用料升级为主的品类和产品矩阵阶段发展，产品不断高端和细分，品牌集中度有望不断提升，利好头部品牌。

- 调味品属日常高频刚需，习惯性消费属性强，冲动购买属性弱，一旦形成口味和记忆偏好，消费者会对产品和品牌形成口感依赖甚至情感联系。相对其他快消品品类，调味品产品生命周期长（扇贝型），消费者忠诚度高、粘度强，推新之外，品牌商有条件每隔几年直接提价。历史传承是调味品公司的护城河之一。
- 调味品亦是一个高利润率的行业。头部企业，一般毛利率 40-50%，经营利润率 20-30%，净利率 15-25%，股东回报率可达 30-40%，主要原因包括客群庞大且稳定，无需过多费用，以及市场竞争结构好，鲜有价格战（特别是复合调味品，消费者在意的是口味，而非价格）。
- 受需求细分和使用场景多样化驱动，中国调味品行业正从大单品阶段，向以功能细分和原料升级为主的品类扩充和产品矩阵阶段发展，品类均价向上。同时，消费者品牌意识逐渐增强，行业集中度步入上行期，利好具有品牌和渠道优势的头部品牌。

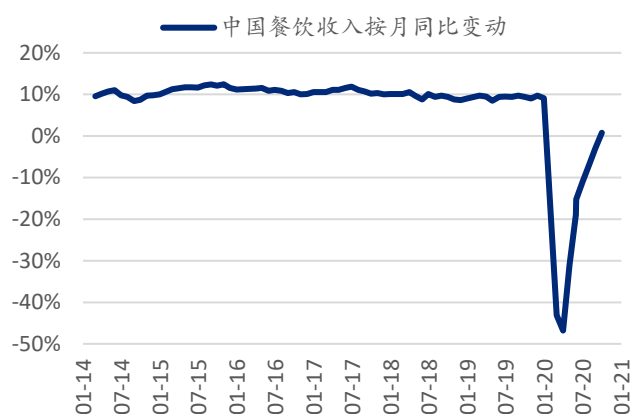
我们尤其看好渗透率较低的复合调味品，包括中菜复合调味料（一菜一酱）、各类调味酱拌饭酱、火锅调味料和料酒等等。主要原因包括：

- B 端餐饮业的连锁化和标准化（配置中央厨房，生产标准化半成品，提高菜肴口味的稳定性）、外卖的加速渗透（艾媒数据：2011-20 年在线外卖市场规模复合年增长 46%）、C 端懒宅一族对便捷优质生活的追求，以及消费者对食品安全和质量的更高诉求，均给兼具功能性和便捷性的复合调味品带来发展新契机。
- 相对于单一调味品，复合调味品之间差异化程度大，较难被对手完全复制，且 SKU 数量众多，新品开发空间大。
- 偏低渗透率。目前在中国的渗透率在 20% 左右，而在美国和日本，比率都超过 50%。

调味品赛道的上市公司中，建议重点关注：涪陵榨菜（002507 CH）、海天味业（603288 CH）和恒顺醋业（600305 CH）等。此外，主打香菇酱的仲景食品 2020 年 11 月在深创业板上市，而吉香居、丁点儿、紫林醋业和水塔醋业也均已申请在 A 股上市。

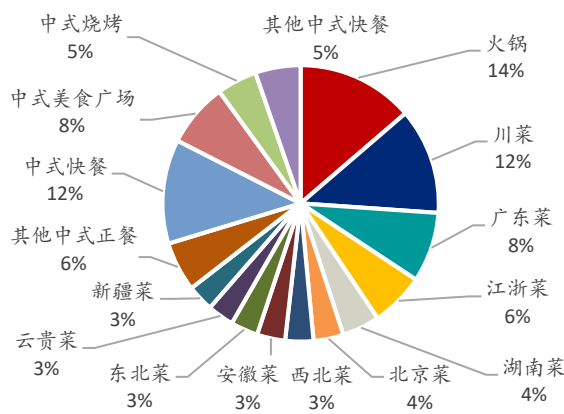
**投资风险：**原材料价格压力（直接原材料一般可以占到销售成本的 70-95%）令毛利率承压（但结构性产品升级和直接提价可以消化部分利润率压力）；消费者口味喜好变化；不利的宏观环境令餐饮（调味品行业的最大渠道）收入减少，降低 B 端的调味品需求量（注：相同菜品，厨师用量往往大于家庭用量）；食品安全事件等。

**图表 329：**中国餐饮行业于 2020 年 10 月起实现收入正增长；餐营业作为一个整体具较强生命力



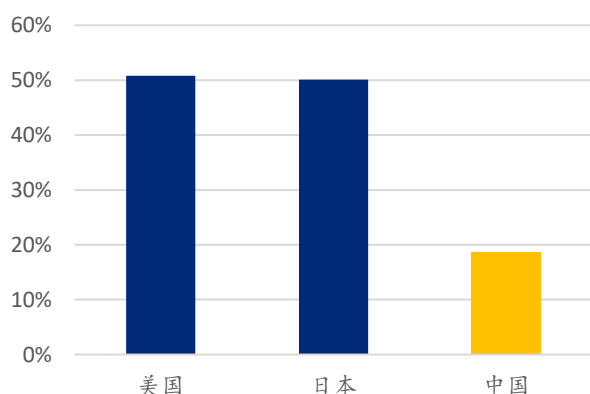
资料来源：国家统计局、浦银国际

**图表 330：**中式餐饮市场规模按菜式分；我们认为，中国消费者的口味多元化是复合调味品的沃土



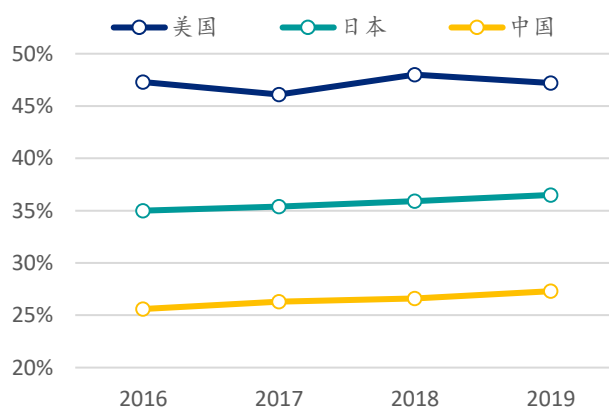
资料来源：Frost & Sullivan (2017)、浦银国际

**图表 331：**复合调味品对本国调味品行业的贡献比率比较；美国和日本均超过 50%，中国不足 20%



资料来源：Frost & Sullivan (2016)

**图表 332：**中日美三国前十大调味品公司市占率；中国调味品市场的集中度最低



资料来源：Euromonitor、浦银国际

图表 333: 七大上市调味品公司 1Q20 业绩表现

		1Q20 同比变动				1Q20	
		整体收入	毛利	核心运营利润	净利润	核心运营利润率	同比百分点变动
海天味业	603288 CH	7%	7%	13%	9%	30.5%	1.6
中炬高新	600872 CH	-6%	-1%	5%	9%	21.9%	2.3
颐海国际	1579 HK	NA	NA	NA	NA	NA	NA
涪陵榨菜	002507 CH	-8%	-9%	4%	7%	38.1%	4.4
恒顺醋业	600305 CH	0%	-8%	11%	4%	16.3%	0.5
天味食品	603317 CH	9%	11%	12%	5%	24.3%	0.5
千禾味业	603027 CH	24%	26%	51%	39%	22.3%	4.0
<b>整体</b>		<b>4%</b>	<b>4%</b>	<b>16%</b>	<b>12%</b>	<b>25.6%</b>	<b>2.2</b>

资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 334: 七大上市调味品公司 2Q20 业绩表现

		2Q20 同比变动				2Q20	
		整体收入	毛利	核心运营利润	净利润	核心运营利润率	同比百分点变动
海天味业	603288 CH	22%	12%	30%	29%	30.3%	1.7
中炬高新	600872 CH	21%	30%	37%	41%	21.4%	2.5
颐海国际	1579 HK	NA	NA	NA	NA	NA	NA
涪陵榨菜	002507 CH	28%	24%	51%	50%	37.8%	5.7
恒顺醋业	600305 CH	15%	7%	15%	4%	15.9%	0.0
天味食品	603317 CH	81%	109%	277%	322%	21.4%	11.1
千禾味业	603027 CH	45%	62%	148%	135%	21.5%	8.9
<b>整体</b>		<b>26%</b>	<b>21%</b>	<b>39%</b>	<b>38%</b>	<b>27.8%</b>	<b>2.6</b>

资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 335: 七大上市调味品公司 3Q20 业绩表现

		3Q20 同比变动				3Q20	
		整体收入	毛利	核心运营利润	净利润	核心运营利润率	同比百分点变动
海天味业	603288 CH	18%	10%	21%	22%	25.4%	0.8
中炬高新	600872 CH	10%	17%	21%	19%	20.9%	1.9
颐海国际	1579 HK	NA	NA	NA	NA	NA	NA
涪陵榨菜	002507 CH	16%	14%	9%	3%	39.5%	-2.4
恒顺醋业	600305 CH	9%	2%	10%	-25%	18.4%	0.2
天味食品	603317 CH	35%	67%	37%	30%	20.4%	0.3
千禾味业	603027 CH	26%	33%	42%	35%	18.5%	2.1
<b>整体</b>		<b>19%</b>	<b>24%</b>	<b>24%</b>	<b>14%</b>	<b>23.8%</b>	<b>0.5</b>

资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 336: 七大调味品公司基本情况概览

公司名称	颐海国际	海天味业	中炬高新	涪陵榨菜	恒顺醋业	天味食品	千禾味业
股票代码	1579 HK	603288 CH	600872 CH	002507 CH	600305 CH	603317 CH	603027 CH
创立年份	2005	1955	1993	1988	1840	2007	1996
IPO 年份	2016	2014	1995	2010	2001	2019	2016
公司总部	北京	广东佛山	广东中山	重庆	江苏镇江	四川成都	四川眉山
所有权	民企	民企	混合	地方国企	地方国企	民企	民企
公司主要业务	火锅底料	酱油	酱油	榨菜	食醋	火锅底料	酱油
	方便速食	蚝油	鸡精鸡粉	泡菜	料酒	川菜调料	食醋
	中式复合调味料	调味酱	食用油	萝卜	酱油		焦糖色
主品牌	海底捞	海天	厨邦 美味鲜	乌江	恒顺	大红袍 好人家	千禾 恒泰
强势区域	华南/上海	全国	华南	华南	华东	西南/东北	西部
<b>整体收入(RMBm)</b>							
1H20	2,218	11,595	2,554	1,198	953	919	799
2019	4,282	19,797	4,675	1,990	1,832	1,727	1,355
2018	2,681	17,034	4,166	1,914	1,694	1,413	1,065
2017	1,646	14,584	3,609	1,520	1,542	1,066	948
<b>整体收入同比变动</b>							
3Q20	NA	17.7%	10.3%	15.9%	9.1%	35.1%	26.0%
1H20	34.0%	14.1%	6.8%	10.3%	7.4%	46.0%	34.5%
2019	59.7%	16.2%	12.2%	3.9%	8.2%	22.3%	27.2%
2018	62.9%	16.8%	15.4%	25.9%	9.9%	32.6%	12.4%
2017	51.3%	17.1%	14.3%	35.6%	6.5%	8.3%	23.0%
<b>核心运营利润率</b>							
1H20	23.3%	30.4%	21.6%	37.9%	17.2%	22.4%	21.8%
2019	23.2%	29.1%	19.0%	33.0%	17.4%	17.3%	15.6%
2018	23.7%	27.9%	17.6%	36.4%	16.3%	19.8%	17.5%
2017	22.5%	27.0%	16.5%	28.9%	14.1%	17.7%	16.7%
<b>股权回报率</b>							
2019	31.1%	35.2%	19.0%	22.7%	15.1%	19.9%	13.7%
2018	29.5%	34.1%	18.0%	30.1%	15.9%	25.8%	20.3%
2017	18.8%	32.4%	15.3%	23.7%	16.7%	19.6%	14.7%
销售模式	经销商 +海底捞	经销商为主	经销商为主	经销商为主	经销商为主	经销商为主	经销 +零售
经销商数目(3Q20)	2,400+	6,739	1,329	1,600+	1,329	2,569	1,296
3Q20 净增加	NA	306	258	NA	35	518	63

资料来源: 公司数据、浦银国际

## 护肤美妆行业：年轻化和国潮风继续

伴随颜值经济（社会风潮）和悦己经济（独立女性崛起）下，作为高频刚需的护肤美妆，是我们长期看好的优质赛道之一。

2019年中国人均护肤美妆支出仅为27.7美元，大幅低于日本（184.4美元）、韩国（152.8美元）、美国（96.6美元）和英国（86.5美元）。我们认为，“美丽”行业的未来增长空间相当广阔，年轻化、高端化和功能化是行业主要趋势。

根据灼识投资咨询报告，中国护肤美妆市场2020年零售规模预计约为424亿美元，其中护肤占78%，美妆占22%。2020-25年，预计中国护肤美妆市场五年复合年增长约为10%（2015-20年预计复合年增长：9.6%），到2025年零售规模达到687亿美元（护肤美妆比例为74:26；美妆未来五年复合年增长为14%，护肤品类接近9%）。

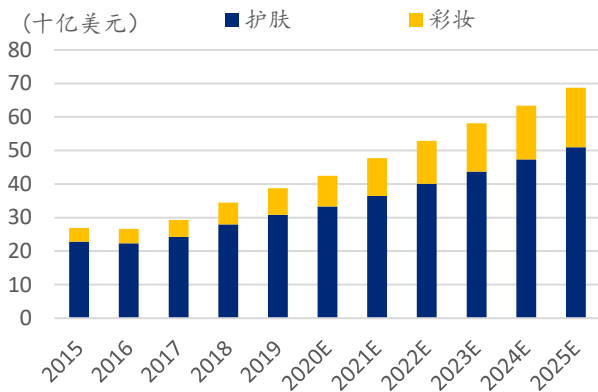
Z世代和千禧一代的年轻消费者虽然不到人口的30%，但贡献了将近60%的护肤美妆销售额。他们较前辈更乐于投资时间和金钱于护肤美妆，不仅在更早的年龄段开始，产品购买广度和使用频次亦更高。同时，因为数字化和电商带来的信息扁平化，年轻消费者更喜欢自己钻研成分，找出性价比最高且最适合自己的产品，但品牌忠诚度偏低，经常切换品牌，尤其在美妆领域。目前，中国护肤美妆市场高端领域依然被主流国际品牌矩阵占据，但在中端价位、功能性护肤和医美领域，一些不错的国货美妆渐渐成长起来，但公司主要以单一品牌、单一品类、单一产品形式单兵作战，产品矩阵力度不够。

我们认为，消费升级和国风国潮下，优质国货品牌势必加速成长和崛起，现阶段将通过切入功能类、医美类、和大牌平替类产品抢夺中高端市场。

**护肤美妆赛道**，建议关注雅诗兰黛（ELUS）、欧莱雅（ORFP）、资生堂（4911JP）、上海家化（600315CH）、珀莱雅（603605CH）、丸美（603983CH）、完美日记（YSGUS）和花西子（未上市）等。

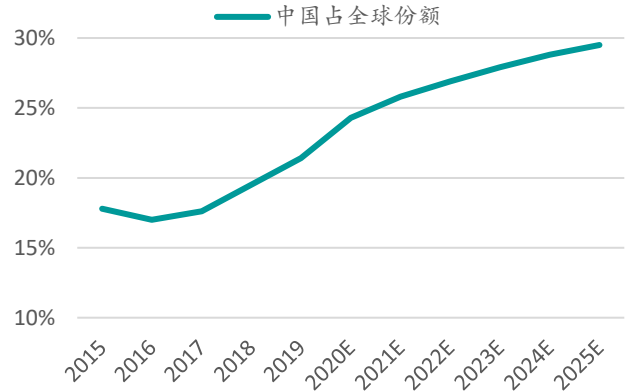
**投资风险**：细分市场竞争加剧；作为时尚快消品，潮流风险较大，或未能有效满足消费者需求；发生不可控外部事件（例如疫情等）降低出行和社交频次，相应降低美妆需求。

**图表 337: 预计中国护肤美妆市场零售规模 2025 年将达 687 亿美元, 2020-25 年复合年增长 10%**



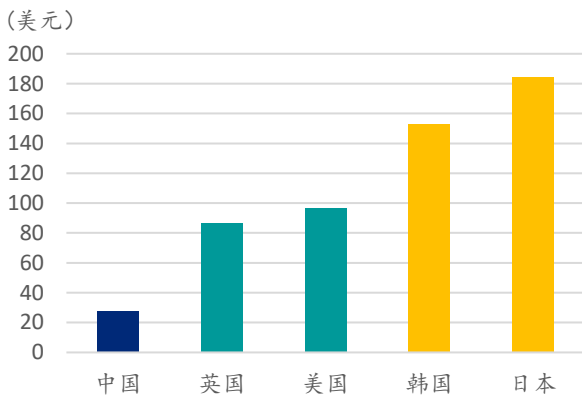
资料来源: 灼识投资咨询报告 (历史数据和预测)、浦银国际

**图表 338: 预计中国护肤美妆市场占全球市场比例 2025 年将接近 30%**



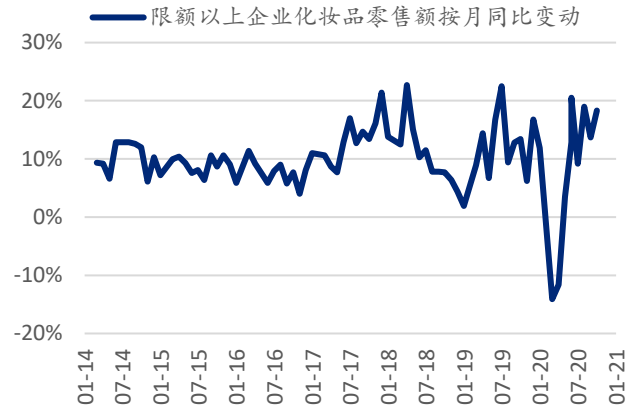
资料来源: 灼识投资咨询报告 (历史数据和预测)、浦银国际

**图表 339: 2019 年各国人均护肤美妆支出比较**



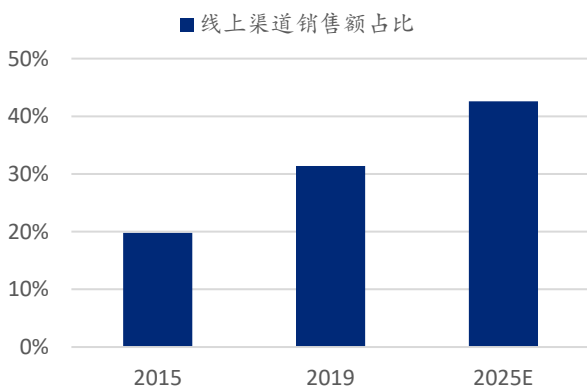
资料来源: 灼识投资咨询报告、浦银国际

**图表 340: 中国的化妆品零售呈现较强弹性**



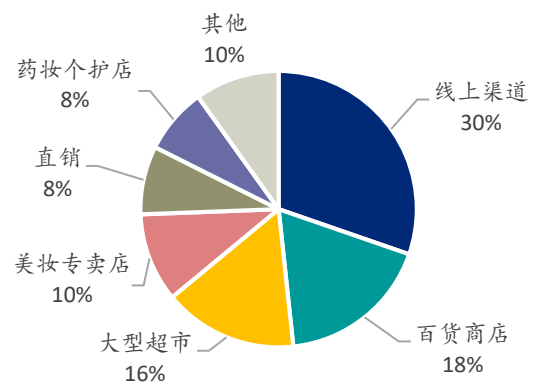
资料来源: 国家统计局、浦银国际

**图表 341: 中国护肤美妆销售日渐向线上迁移**



资料来源: 灼识投资咨询报告 (历史数据和预测)、浦银国际

**图表 342: 2019 年中国美妆个护市场按渠道分**



资料来源: Euromonitor (按销售额计)

## ● 年轻化趋势明显

**需求端**，新世代的中国女性在较早年龄段便开始护肤美妆，更早购买高端品牌，更喜欢钻研成分，更适应数字内容和社交营销，但同时品牌忠诚度较低。

**供给端**，针对这些Z世代和千禧后女性的消费特征，美妆公司纷纷选择更为年轻的代言人，推出**年轻线**产品矩阵（降低购买门槛价；提高联单率），配合微信微博、抖音、B站和小红书等社交媒体和KOL营销产品，令品牌形象更趋年轻化；同时**加快上新频率**，保持买家新鲜感，并以更多高性价比的**功能性**产品吸引年轻的成分党，提升客户留存度。

- **启用年轻男性作为代言人**。例如，2020年，阿玛尼官宣易烱千玺（20岁）成为其彩妆代言人；2019年，Tom Ford聘请刘昊然（23岁）成为中国区品牌彩妆形象大使，馥蕾诗邀请王源（20岁）为其品牌形象代言人；2018年，王俊凯（21岁）被兰蔻挑选为品牌彩妆和香水大使。同时，代言产品越来越细分，通过矩阵代言连接到更多目标女性。
- **突出优秀成分和高性价比**。以欧莱雅“紫熨斗”为例，其日常零售价为340元/30ml，但是产品含有丰富的玻色因（欧莱雅的专利成分，具有抗氧化效果）、大小分子玻尿酸、咖啡因（提亮眼周）、镭射毒蛋白寡肽（恢复弹力）和红茶发酵产物（抗糖化）等抗初老成分。因性价比收到年轻人追捧，“紫熨斗”成为欧莱雅销量第一的单品；亦被视为兰蔻小黑瓶（日常零售价：760元/30ml）的平替和眼霜里的“黑绷带”（含有30%玻色因）。
- **和C端沟通语言更加通俗**。美妆公司均采用更为简洁和通俗的语言和年轻消费者沟通，不仅让旗下明星产品更加容易形成强记忆，也更好地体现产品特色和功能。例如，娇兰深夜焕肤乳昵称“熬夜霜”（突出功能），资生堂面部精华红妍肌活精华露昵称“红腰子”（突出产品外形），雅诗兰黛特润密集修护浓缩精华素简称“高能小棕瓶”（突出功能和产品形状），赫莲娜悦活新生肌源能量修护精华露昵称“绿宝瓶”（突出产品形状和价格不菲）。

**图表 343：**阿玛尼彩妆代言人易烱千玺、Tom Ford 形象大使刘昊然、兰蔻品牌大使王俊凯（从左到右）



资料来源：图片来自微博、Daxue Consulting

图表 344: 国际品牌护肤美妆产品昵称一瞥

公司/品牌	产品昵称	产品全称
<b>欧莱雅集团 (OR FP)</b>		
欧莱雅	紫熨斗	欧莱雅复颜玻尿酸水光充盈全脸淡纹眼霜
	黑精华	欧莱雅青春密码酵素精华肌底液
	零点面霜	欧莱雅复颜玻尿酸水光充盈导入乳霜
赫莲娜	绿宝瓶	赫莲娜悦活新生肌源能量修护精华露
	黑绷带	赫莲娜活颜修护晚霜
	白绷带	赫莲娜活颜修护舒缓霜
	小露珠	赫莲娜至美溯颜精萃露
兰蔻	大粉水	兰蔻新清滢柔肤水
	小黑瓶	兰蔻全新精华肌底液
	大眼精华	兰蔻睛采眼部精华液
	极光水	兰蔻净澈焕肤双重精华水
<b>雅诗兰黛 (EL US)</b>		
雅诗兰黛	小棕瓶精华	雅诗兰黛特润修护肌活精华露
	小棕瓶眼霜	雅诗兰黛特润修护精华眼霜
	高能小棕瓶	雅诗兰黛特润密集修护浓缩精华素
	樱花水	雅诗兰黛樱花微精华露
	肌光精华	雅诗兰黛专研匀净透亮精华素
	小紫瓶	雅诗兰黛 CP+R 奇迹丰盈抗皱精华露
海蓝之谜	精粹水	海蓝之谜浓缩修复精华露
	神奇面霜	海蓝之谜护肤精华面霜
倩碧	镭射瓶	倩碧匀净卓研双效多效精华露
	天才黄油	倩碧黄油卓越天才小黄油乳液
<b>宝洁 (PG US)</b>		
玉兰油	超 A 瓶	玉兰油 Pro-X 维 A 醇精华液
	小白瓶	玉兰油 Pro-X 纯白方程式精华液
	大红瓶	玉兰油塑颜金纯系列塑颜金纯晚霜
SKII	神仙水	SK-II 护肤精华露
	大红瓶	SK-II 微肌因赋活修护精华霜
	前男友面膜	SK-II 面膜
	小灯泡	SK-II 肌因光蕴环采钻白精华露
<b>资生堂 (4911 JP)</b>		
资生堂	红腰子	资生堂面部精华红妍肌活精华露
	小金瓶	安耐晒安热沙水能户外清透防晒乳
	小钢炮	资生堂百优丰盈提拉紧致眼霜
<b>LVMH (MC FP)</b>		
娇兰	熬夜霜	娇兰深夜焕肤乳

资料来源: 公司资料、浦银国际

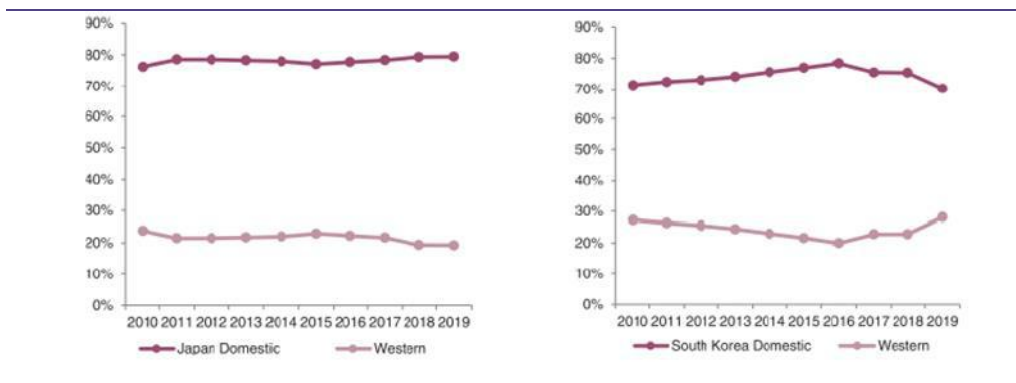
## ● 本土品牌正加速崛起

在日本和韩国，其各自本土美妆品牌的市占率分别为 80%和 70%左右，且趋势一旦形成，长达十年保持高位，未发生实质性变化。

在中国护肤美妆市场，目前则依然被主流国际品牌矩阵占据，特别是在中高端领域，但是这一现象正在慢慢改变，我们看到在中端价位、功能性产品（例如：上海家化旗下的“玉泽”）和医美领域，不乏优秀的国货品牌崛起。根据灼识投资咨询报告，2019 年本土品牌在中国大众和中端美妆市场的占有率为 46.3%，而这个数字在 2010 年仅为 24.4%。

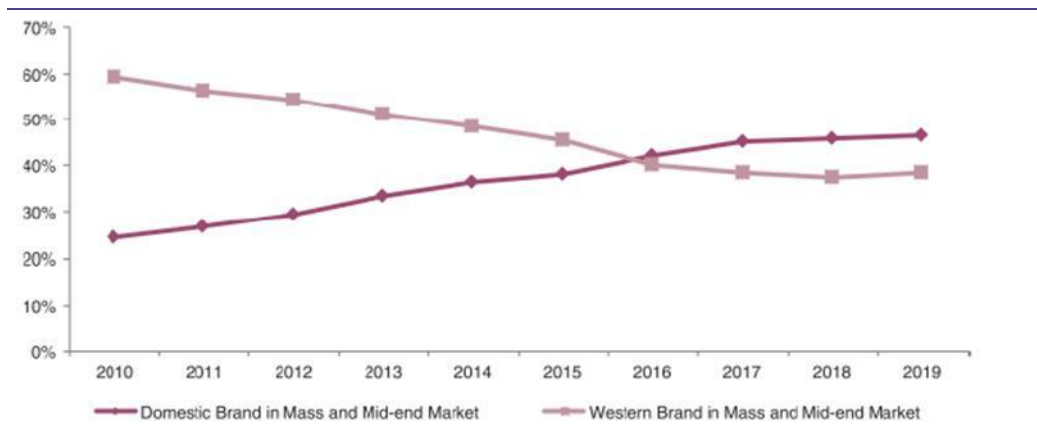
我们相信，护肤美妆赛道上，国产品牌作为一个整体将赢得更多市占率，因为本土公司（1）较跨国公司更加受益于电商渠道红利（电商是化妆品销售的最大渠道）；（2）在感知和满足本土消费新需求以及运用社交媒体方面较国际品牌更为敏捷，同时在研发和营销方面亦有明显进步；（3）推新速度更快，价格更加亲民；以及（4）受惠于“国潮”时尚等。

图表 345：日本（左）和韩国（右）国产品牌占各自国家护肤美妆零售额比



资料来源：灼识投资咨询报告（上方深红线为本土品牌，下方淡粉线为西方品牌）

图表 346：中国本土品牌零售额占中国大众和中端护肤美妆市场比例



资料来源：灼识投资咨询报告（深红线为本土品牌，淡粉线为西方品牌）

# 消费行业估值

图表 347: 中国主要消费品牌估值表 (1)

消费行业	股票代码	市值 (US\$m)	收入增幅				市盈率				每股盈利增幅				股权回报率	
			(%)	(%)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
			CY19	CY20E	CY21E	CY22E	CY19	CY20E	CY21E	CY22E	CY19	CY20E	CY21E	CY22E	CY19	CY20E
<b>食品饮料</b>																
农夫山泉	9633 HK	61,814	17.3	-2.4	20.4	17.8	79.5	78.0	63.6	53.7	37.2	0.6	22.6	18.4	40.8	36.6
康师傅	322 HK	9,695	2.1	7.5	3.3	4.8	24.0	16.2	16.2	14.9	16.2	47.7	0.1	8.9	17.0	19.6
达利	3799 HK	8,569	2.5	1.2	9.0	7.4	14.6	14.5	13.1	12.1	3.7	0.7	11.0	8.3	24.2	22.8
桃李面包	603866 CH	6,360	16.8	8.6	17.1	16.5	59.0	45.5	40.1	34.3	6.7	29.5	13.7	16.7	19.1	21.3
维他奶	345 HK	4,314	0.6	-0.9	9.8	12.8	57.9	49.4	45.0	40.0	-14.1	17.3	9.7	12.6	18.5	20.3
统一中控	220 HK	3,979	1.1	3.4	5.0	4.7	19.1	16.7	16.0	14.9	32.1	13.8	4.7	7.4	10.2	11.4
<b>中值</b>			<b>2.3</b>	<b>2.3</b>	<b>9.4</b>	<b>10.1</b>	<b>40.9</b>	<b>31.1</b>	<b>28.1</b>	<b>24.6</b>	<b>11.5</b>	<b>15.6</b>	<b>10.4</b>	<b>10.7</b>	<b>18.8</b>	<b>20.8</b>
<b>休闲零食</b>																
旺旺	151 HK	8,708	-0.9	5.6	5.4	5.0	15.8	13.9	13.4	12.5	10.8	13.8	4.1	6.7	23.7	26.3
绝味食品	603517 CH	7,060	18.4	5.2	20.9	15.0	55.0	58.4	42.5	35.4	23.8	-5.9	37.6	19.8	21.1	15.7
洽洽食品	002557 CH	4,555	15.3	15.9	17.2	16.4	49.3	38.6	31.9	26.7	39.6	27.9	20.7	19.5	16.9	18.7
良品铺子	603719 CH	3,639	21.0	4.0	21.7	19.2	62.5	72.6	52.6	42.1	43.9	-13.9	37.9	25.0	27.3	17.8
三只松鼠	300783 CH	3,270	45.3	18.2	25.7	22.9	89.6	79.3	54.0	39.1	-25.0	13.1	46.7	38.1	15.9	13.3
盐津铺子	002847 CH	2,435	26.3	40.5	32.2	24.8	119.4	65.6	46.2	35.3	80.7	81.9	41.9	31.1	18.1	22.1
周黑鸭	1458 HK	2,349	-0.8	-23.6	63.7	26.2	35.7	153.5	27.1	19.5	-22.3	-76.7	466.7	38.7	9.7	3.6
<b>中值</b>			<b>18.4</b>	<b>5.6</b>	<b>21.7</b>	<b>19.2</b>	<b>55.0</b>	<b>65.6</b>	<b>42.5</b>	<b>35.3</b>	<b>23.8</b>	<b>13.1</b>	<b>37.9</b>	<b>25.0</b>	<b>18.1</b>	<b>17.8</b>
<b>调味品</b>																
海天	603288 CH	90,163	16.2	15.5	17.0	16.7	110.3	89.6	75.4	63.5	22.2	23.0	18.8	18.8	35.2	32.9
颐海	1579 HK	12,224	59.7	33.2	40.5	31.6	103.6	77.1	56.1	42.3	38.1	34.4	37.3	32.8	31.1	31.8
中炬高新	600872 CH	8,576	12.2	12.2	19.7	18.5	78.1	64.4	51.6	42.2	18.2	21.3	24.9	22.1	19.0	19.6
天味	603317 CH	6,555	22.3	46.5	41.8	34.3	132.7	92.3	67.4	48.9	3.7	43.8	36.9	38.0	19.9	19.8
涪陵榨菜	002507 CH	5,166	3.9	13.6	14.9	14.8	55.6	45.3	38.6	32.7	-8.3	22.6	17.4	18.1	22.7	22.3
千禾味业	603027 CH	3,878	27.2	30.2	25.9	24.5	124.0	84.9	63.1	48.7	-18.2	46.2	34.5	29.5	13.7	15.0
恒顺醋业	600305 CH	3,516	8.2	12.0	16.1	17.2	70.9	69.1	58.1	48.3	6.4	2.6	19.0	20.3	15.1	13.0
<b>中值</b>			<b>16.2</b>	<b>15.5</b>	<b>19.7</b>	<b>18.5</b>	<b>103.6</b>	<b>77.1</b>	<b>58.1</b>	<b>48.3</b>	<b>6.4</b>	<b>23.0</b>	<b>24.9</b>	<b>22.1</b>	<b>19.9</b>	<b>19.8</b>
<b>餐饮</b>																
海底捞	6862 HK	38,157	56.5	15.0	74.7	27.1	106.6	249.1	53.9	40.4	27.6	-57.2	362.4	33.4	24.4	9.6
九毛九	9922 HK	3,462	42.0	0.4	79.0	38.5	95.8	445.1	47.2	32.5	128.6	-78.5	842.9	45.2	101.4	2.8
呷哺呷哺	520 HK	2,506	27.4	-6.1	46.3	20.6	48.3	1,164.5	31.8	25.5	-27.9	-95.9	3,561.5	24.6	12.5	1.2
大家乐	341 HK	1,322	-1.1	-11.2	5.5	8.9	46.8	33.3	24.7	19.9	-61.6	40.6	34.6	24.5	6.1	4.4
<b>中值</b>			<b>34.7</b>	<b>-2.9</b>	<b>60.5</b>	<b>23.8</b>	<b>72.0</b>	<b>347.1</b>	<b>39.5</b>	<b>29.0</b>	<b>-0.2</b>	<b>-67.8</b>	<b>602.6</b>	<b>29.0</b>	<b>18.4</b>	<b>3.6</b>
<b>乳业</b>																
伊利	600887 CH	37,372	14.0	9.0	12.6	10.7	34.9	33.4	28.4	24.7	8.5	4.7	17.4	15.1	25.7	25.9
蒙牛	2319 HK	21,491	14.6	-1.2	13.7	11.2	33.6	40.9	27.1	22.8	36.0	-17.8	50.7	18.9	15.1	10.8
飞鹤	6186 HK	20,262	32.0	37.6	28.1	22.8	30.8	22.9	17.8	14.5	71.0	34.6	28.4	22.7	41.8	36.5
光明	600597 CH	2,915	7.5	9.2	10.9	10.2	38.0	35.6	30.5	25.4	46.4	6.6	16.9	19.8	9.0	8.7
<b>中值</b>			<b>14.3</b>	<b>9.1</b>	<b>13.2</b>	<b>11.0</b>	<b>34.3</b>	<b>34.5</b>	<b>27.8</b>	<b>23.8</b>	<b>41.2</b>	<b>5.6</b>	<b>22.9</b>	<b>19.3</b>	<b>20.4</b>	<b>18.4</b>
<b>啤酒</b>																
华润啤酒	291 HK	26,223	4.2	-1.7	11.1	7.5	146.4	63.5	44.8	36.1	1.3	130.3	41.8	24.2	6.8	13.0
青岛啤酒	600600 CH	17,346	5.3	-0.3	7.4	5.3	71.9	59.9	50.2	44.4	30.2	20.0	19.2	13.2	10.0	10.9
重庆啤酒	600132 CH	8,643	3.3	1.1	7.5	5.5	85.9	96.6	84.1	74.5	63.9	-11.1	14.9	12.9	51.2	42.5
燕京啤酒	000729 CH	3,607	1.1	-7.8	8.8	2.5	102.1	119.6	83.7	64.4	28.1	-14.6	42.9	30.0	1.8	1.4
<b>中值</b>			<b>3.7</b>	<b>-1.0</b>	<b>8.2</b>	<b>5.4</b>	<b>94.0</b>	<b>80.1</b>	<b>67.0</b>	<b>54.4</b>	<b>29.2</b>	<b>4.4</b>	<b>30.5</b>	<b>18.7</b>	<b>8.4</b>	<b>12.0</b>
<b>白酒</b>																
贵州茅台	600519 CH	348,108	16.0	14.9	17.5	16.1	55.3	48.9	40.8	34.4	17.1	12.9	20.0	18.5	33.1	30.1
五粮液	000858 CH	160,385	25.2	14.7	18.6	16.5	60.3	51.3	41.9	34.9	29.0	17.4	22.4	20.3	25.3	24.3
洋河股份	002304 CH	45,051	-4.3	-3.8	13.7	11.4	39.9	38.7	33.9	29.8	-9.0	3.1	14.1	14.0	21.0	19.1
泸州老窖	000568 CH	42,727	21.2	5.2	18.9	16.4	60.2	48.3	39.6	33.1	33.2	24.7	22.0	19.6	25.5	25.9
山西汾酒	600809 CH	34,790	26.6	17.6	21.1	17.8	116.9	84.0	65.9	53.0	31.9	39.1	27.5	24.2	27.9	29.2
<b>中值</b>			<b>21.2</b>	<b>14.7</b>	<b>18.6</b>	<b>16.4</b>	<b>60.2</b>	<b>48.9</b>	<b>40.8</b>	<b>34.4</b>	<b>29.0</b>	<b>17.4</b>	<b>22.0</b>	<b>19.6</b>	<b>25.5</b>	<b>25.9</b>

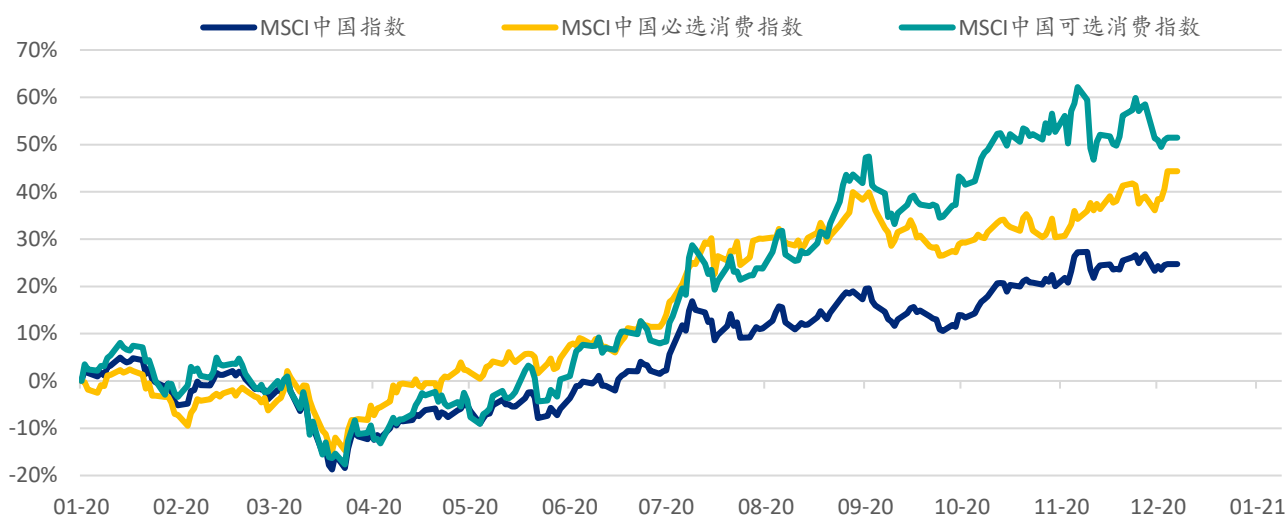
资料来源: Bloomberg 普遍预期 (截至 2020 年 12 月 7 日收盘价)

图表 348: 中国主要消费品牌估值表 (2)

消费行业	股票代码	市值 (US\$m)	收入增幅				市盈率				每股盈利增幅				股权回报率	
			收入增幅		收入增幅		市盈率		市盈率		每股盈利增幅		每股盈利增幅		股权回报率	
			(%)	(%)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
<b>纸清个护</b>																
恒安	1044 HK	8,342	9.6	4.3	6.8	6.7	13.9	11.6	11.1	10.5	4.1	19.8	4.7	5.9	22.6	24.7
珀莱雅	603605 CH	5,064	32.3	20.9	26.0	23.5	84.0	68.9	53.8	42.9	36.1	21.9	28.1	25.3	21.1	20.4
中顺洁柔	002511 CH	4,344	16.8	17.0	17.4	16.5	46.1	31.1	25.3	21.2	46.9	48.1	23.0	19.4	16.3	19.1
家化	600315 CH	4,084	6.4	-1.2	10.4	12.8	47.5	67.9	52.3	37.8	2.5	-30.1	29.8	38.5	9.2	5.7
丸美	603983 CH	3,643	14.3	3.0	20.5	18.7	43.4	44.6	37.8	32.1	19.1	-2.8	18.1	17.9	25.5	17.3
维达	3331 HK	3,265	8.0	1.7	9.9	9.7	22.1	13.8	13.1	11.8	75.5	60.1	5.4	11.2	12.5	18.0
<b>中值</b>			<b>12.0</b>	<b>3.6</b>	<b>13.9</b>	<b>14.7</b>	<b>44.7</b>	<b>37.9</b>	<b>31.6</b>	<b>26.6</b>	<b>27.6</b>	<b>20.9</b>	<b>20.5</b>	<b>18.6</b>	<b>18.7</b>	<b>18.5</b>
<b>体育鞋服</b>																
安踏	2020 HK	37,390	40.8	6.1	28.4	20.7	45.5	47.1	31.0	24.4	30.0	-3.4	52.1	26.9	29.8	23.7
李宁	2331 HK	13,632	32.0	6.0	23.1	18.8	55.8	55.3	40.3	31.5	116.8	0.9	37.0	28.2	23.2	20.5
特步	1368 HK	1,141	28.2	1.5	15.1	14.3	9.6	15.2	10.5	8.6	1.7	-36.8	44.3	22.1	11.9	6.9
<b>中值</b>			<b>32.0</b>	<b>6.0</b>	<b>23.1</b>	<b>18.8</b>	<b>45.5</b>	<b>47.1</b>	<b>31.0</b>	<b>24.4</b>	<b>30.0</b>	<b>-3.4</b>	<b>44.3</b>	<b>26.9</b>	<b>23.2</b>	<b>20.5</b>
<b>零售和电商</b>																
阿里巴巴	BABA US	723,081	41.6	31.0	38.4	21.9	33.4	27.5	22.3	17.7	47.3	21.3	23.3	25.8	23.0	19.4
拼多多	PDD US	180,115	129.7	71.7	57.2	35.6	NA	NA	323.7	84.1	NM	NM	NM	284.9	-32.1	-21.5
京东	JD US	133,314	24.9	28.4	23.0	19.7	76.8	51.7	36.4	25.9	208.5	48.7	41.8	40.7	17.2	17.5
唯品会	VIPS US	17,082	10.0	8.8	17.9	10.3	22.3	19.5	15.9	13.8	86.4	14.4	22.4	15.5	20.6	23.8
苏宁	002024 CH	12,812	9.9	-0.5	18.9	14.9	8.4	78.9	55.9	35.0	-25.7	-89.3	41.2	59.6	11.7	1.1
永辉	601933 CH	11,394	21.8	16.5	17.8	16.1	34.3	31.2	24.7	20.0	52.0	10.1	26.3	23.7	7.9	11.0
高鑫零售	6808 HK	9,970	-4.0	3.7	4.5	6.4	22.6	20.7	19.0	17.0	12.0	9.1	9.1	11.9	12.3	12.7
<b>中值</b>			<b>21.8</b>	<b>16.5</b>	<b>18.9</b>	<b>16.1</b>	<b>28.0</b>	<b>29.3</b>	<b>24.7</b>	<b>20.0</b>	<b>49.7</b>	<b>12.3</b>	<b>24.8</b>	<b>25.8</b>	<b>12.3</b>	<b>12.7</b>
<b>酒店</b>																
华住集团	1179 HK	15,830	11.4	-7.0	69.4	10.6	NA	1,266.7	38.7	28.5	NA	NA	3,170.6	36.1	26.1	NA
锦江酒店	600754 CH	6,646	2.7	-30.7	46.0	11.4	45.4	133.4	38.2	28.2	0.9	-66.0	249.2	35.6	8.4	3.0
首旅酒店	600258 CH	3,738	-2.7	-33.2	49.4	7.5	27.4	NA	25.7	21.1	3.1	NM	NM	21.8	10.3	-4.0
<b>中值</b>			<b>2.7</b>	<b>-30.7</b>	<b>49.4</b>	<b>10.6</b>	<b>36.4</b>	<b>700.0</b>	<b>38.2</b>	<b>28.2</b>	<b>2.0</b>	<b>-66.0</b>	<b>1,709.9</b>	<b>35.6</b>	<b>10.3</b>	<b>-0.5</b>
<b>家电</b>																
美的	000333 CH	94,550	6.3	1.7	12.1	9.7	24.5	24.3	20.7	18.3	16.9	0.6	17.4	13.1	26.2	22.6
格力	000651 CH	62,551	1.2	-11.0	14.8	10.3	16.5	21.2	16.4	14.5	-5.7	-21.9	29.4	12.8	24.5	16.3
海尔智家	600690 CH	26,395	9.5	4.8	10.6	8.5	21.0	22.4	18.8	16.0	6.3	-6.4	19.6	17.2	18.7	15.4
TCL	000100 CH	15,147	-33.8	-2.4	24.8	16.3	35.5	29.3	18.5	14.1	-22.6	21.1	58.1	31.0	8.6	8.2
海尔电器	1169 HK	13,811	-11.0	1.1	8.7	6.5	13.1	23.6	19.9	18.0	80.1	-44.5	18.6	10.9	27.6	12.6
老板电器	002508 CH	5,940	4.5	5.5	12.2	11.5	24.4	22.6	19.9	17.8	8.4	7.6	13.8	11.5	24.6	21.8
<b>中值</b>			<b>2.9</b>	<b>1.4</b>	<b>12.2</b>	<b>10.0</b>	<b>22.7</b>	<b>23.1</b>	<b>19.3</b>	<b>16.9</b>	<b>7.3</b>	<b>-2.9</b>	<b>19.1</b>	<b>13.0</b>	<b>24.6</b>	<b>15.8</b>
<b>金银珠宝</b>																
周大福	1929 HK	12,799	-5.4	-7.6	21.9	13.0	27.2	23.2	18.8	16.1	-17.4	17.2	23.4	16.6	11.2	15.4
老凤祥	600612 CH	2,929	13.3	5.7	12.8	10.6	17.8	16.7	14.2	12.4	16.9	6.9	17.1	15.1	21.3	19.0
六福珠宝	590 HK	1,479	-20.7	-26.4	20.5	13.1	10.9	16.3	10.6	8.6	-29.8	-33.3	53.4	23.6	9.9	8.3
周生生	116 HK	787	-5.7	-16.7	16.3	7.9	7.3	9.5	6.4	5.7	-17.5	-23.4	48.7	12.9	6.1	5.9
<b>中值</b>			<b>-5.5</b>	<b>-12.2</b>	<b>18.4</b>	<b>11.8</b>	<b>14.3</b>	<b>16.5</b>	<b>12.4</b>	<b>10.5</b>	<b>-17.4</b>	<b>-8.2</b>	<b>36.1</b>	<b>15.9</b>	<b>10.5</b>	<b>11.8</b>

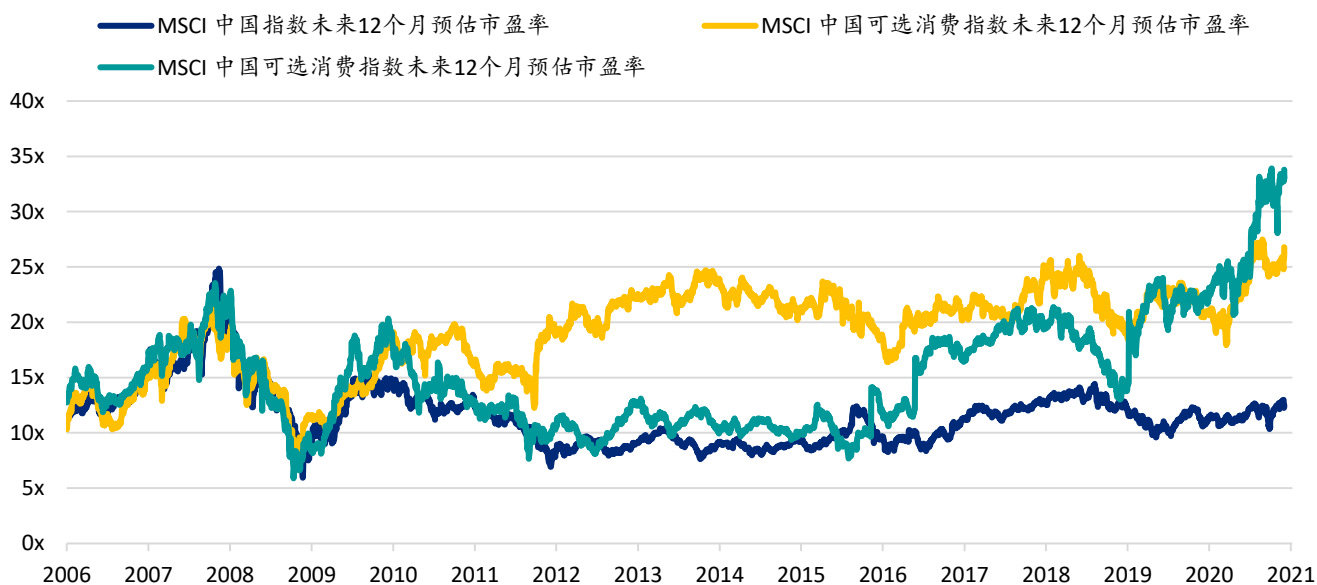
资料来源: Bloomberg 普遍预期 (截至 2020 年 12 月 7 日收盘价)

**图表 349: 2020 年 MSCI 中国必选和可选消费指数变动; 2020 年迄今, MSCI 中国必需品和非必需品指数分别跑赢 MSCI 中国指数**



资料来源: Bloomberg (截至 2020 年 12 月 7 日收盘), 浦银国际

**图表 350: 2006-20 年 MSCI 中国必选和可选消费指数预估市盈率走势**



资料来源: Bloomberg (截至 2020 年 12 月 7 日收盘), 浦银国际

# 消费企业股权融资动态

## ● 2020年一级市场融资总结

一级市场是二级市场的领先指标。从今年的一级市场融资情形来看，我们预计未来几年，符合新消费行为的现制茶饮、无糖饮料、新型方便食品、健康食品、护肤美妆，和社区团购等有望成为二级市场的上市热点，一批这些领域的头部企业将登陆沪深港资本市场。

图表 351: 2020年迄今未上市消费企业融资情况—饮料行业

行业/公司	时间	投资方	融资轮次	融资金额	投后估值
<b>饮料</b>					
<b>瓶装饮料</b>					
元气森林	2020年7月	红杉中国、元生资本；老股东跟投	未披露	未披露	140亿人民币
汉口二厂	2020年9月	清流资本、高瓴创投、碧桂园创投、顺为资本，老股东亲亲食品跟投	A+轮	过亿人民币	未披露
好望水	2020年11月	挑战者资本、华创资本、德之青投资、前海德讯志胜创投	天使轮	千万元人民币	未披露
<b>现制饮料</b>					
斟茶记	2020年2月	湖南乐茶餐饮管理有限公司	天使轮	2,000万人民币	未披露
喜茶	2020年3月	高瓴资本、蔻图资本联合领投	C轮	未披露	160亿人民币
奈雪的茶	2020年6月	深创投领投	B轮	近亿美元	未披露
古茗茶饮	2020年7月	红杉资本中国基金、龙珠资本	A轮	未披露	未披露
七分甜	2020年10月	顺为资本领投，内向基金跟投	A轮	1.5亿人民币	未披露
蜜雪冰城	2020年10月	高瓴资本、龙珠资本	未披露	10亿-20亿人民币	200亿人民币
沪上阿姨	2020年11月	嘉御基金	A轮	近亿人民币	未披露
小满茶田	2020年12月	元禾原点领投，海石投资等跟投，老股东追投	Pre-A轮	数千万元人民币	未披露
<b>自泡</b>					
三顿半	2020年9月	红杉资本中国领投、老股东峰瑞资本跟投	B轮	过亿人民币	8亿人民币
茶里	2020年11月	碧桂园创投领投，温氏投资、易凯基金跟投	B轮	亿元人民币	未披露

资料来源：公司资料、投资界、36氪、Bloomberg、浦银国际

图表 352: 2020年迄今一级市场企业融资情况—护肤美妆行业

行业/公司	时间	投资方	融资轮次	融资金额	投后估值
<b>护肤美妆</b>					
完美日记	2020年9月	华平投资、凯雷投资、正心谷资本等	战略投资	1.4亿美元	40亿美元
珈凯生物	2020年11月	致宸资本领投，东吴创投跟投	A轮	数千万人民币	未披露
林清轩	2020年11月	海纳亚洲创投基金 SIG 领投，碧桂园创投、头头是道基金等跟投	A轮	数亿人民币	未披露

资料来源：公司资料、投资界、36氪、Bloomberg、浦银国际

注：完美日记2020年9月融资时尚未上市

图表 353: 2020 年迄今未上市消费企业融资情况—食品行业

行业/公司	时间	投资方	融资轮次	融资金额	投后估值
<b>食品</b>					
<b>自热/方便食品</b>					
自嗨锅	2020 年 10 月	中金资本、经纬中国	C 轮	5,000 万美元	5 亿美元
	2020 年 5 月	经纬中国独家	B 轮	过亿人民币	8 亿人民币
白家食品	2020 年 6 月	高瓴创投领投, 老股东追投	B 轮	2 亿人民币	未披露
	2020 年 2 月	同创伟业、前海母基金、彬复资本	A 轮	1.1 亿人民币	未披露
莫小仙	2020 年 5 月	金鼎资本独家	A 轮	数千万人民币	未披露
食族人	2020 年 5 月	众晖资本独家	A 轮	数千万人民币	未披露
<b>麦片</b>					
王饱饱	2020 年 12 月	经纬中国领投, 高瓴创投和老股东黑蚁资本、源码资本、祥峰投资跟投	C 轮	数亿元人民币	未披露
	2020 年 4 月	黑蚁资本领投, 老股东源码资本、祥峰投资、德迅投资跟投	B 轮	近亿人民币	未披露
好麦多	2020 年 12 月	众为资本领投, 清科母基金和老股东星陀资本、前海母基金追投	战略融资	1.5 亿人民币	未披露
<b>零食</b>					
a1 零食研究所	2020 年 4 月	中金资本、今日资本	B+轮	2 亿人民币	未披露
<b>植物肉</b>					
星期零	2020 年 10 月	光速中国领投, 老股东云九资本、愉悦资本、经纬中国跟投	A+轮	过亿人民币	未披露
	2020 年 8 月	云九资本领投, 老股东愉悦资本、经纬中国跟投	A 轮	千万级美元	未披露
	2020 年 3 月	经纬中国、愉悦资本	天使轮	千万人民币	未披露
<b>调味品</b>					
加点滋味	2020 年 11 月	青山资本领投	天使轮	数百万人民币	未披露

资料来源: 公司资料、投资界、36 氪、Bloomberg、浦银国际

图表 354: 2020 年迄今未上市消费企业融资情况—社区团购

行业/公司	时间	投资方	融资轮次	融资金额	投后估值
<b>社区团购</b>					
十荟团	2020 年 11 月	阿里巴巴与 Jeneration Capital 联合领投, 昆仑资本、中金资本、鼎晖投资、GGV 纪源资本、愉悦资本、启明创投、渙策资本、高鹞资本跟投	C3 轮	1.96 亿美元	未披露
	2020 年 7 月	鼎晖投资领投, GGV 纪源资本、渙策资本、民银资本跟投	C2 轮	8,000 万美元	未披露
	2020 年 5 月	GGV 纪源资本领投, 愉悦资本、启明创投、渙策资本、高鹞资本跟投	C 轮	8,140 万美元	未披露
	2020 年 1 月	愉悦资本、渙策资本、启明创投、阿里巴巴、真格基金、华创资本	B 轮	8,830 万美元	未披露
兴盛优选	2020 年 7 月	KKR、腾讯投资、红杉资本中国、今日资本, 华兴新经济基金等	C+轮	8 亿美元	40 亿美元

资料来源: 公司资料、投资界、36 氪、Bloomberg、浦银国际

## ● 2020 年二级市场 IPO

消费行业，2020 年约有 17 家企业在陆港美交易所上市，不包括蓝月亮和泡泡玛特，合计市值达到 13,000 亿人民币。从行业看，主要分布在食品饮料、美妆个护和连锁餐饮住宿等。其中，上市规模最大的当属成功开辟天然水品类的本土饮料头部企业—农夫山泉（9633 HK，持有，目标价：47.00 港元）。（详见我们 2020 年 11 月发布的饮料行业首次覆盖报告：[《饮料行业：流水不争先，争的是滔滔不绝》](#)）

图表 355: 2020 年新上市消费企业

公司名称	股票代码	市值 (百万人民币)	细分行业	上市地	上市日期
<b>食品饮料</b>					
良品铺子	603719 CH	23,803	休闲零食	上交所	2020 年 2 月 24 日
凤祥股份	9977 HK	3,674	肉鸡生产和加工	港交所	2020 年 7 月 16 日
甘源食品	002991 CH	9,509	休闲零食	深交所中小板	2020 年 7 月 31 日
农夫山泉	9633 HK	404,280	食品饮料	港交所	2020 年 9 月 8 日
华文食品	003000 CH	7,520	休闲零食	深交所中小板	2020 年 9 月 14 日
巴比食品	605338 CH	11,180	中式面点	上交所	2020 年 10 月 12 日
金龙鱼	300999 CH	388,565	粮油食品	深交所创业板	2020 年 10 月 15 日
熊猫乳品	300898 CH	7,420	乳业	深交所创业板	2020 年 10 月 16 日
仲景食品	300908 CH	10,381	调味品	深交所创业板	2020 年 11 月 23 日
<b>餐饮</b>					
九毛九	9922 HK	22,640	连锁餐饮	港交所	2020 年 1 月 15 日
百胜中国	9987 HK	158,032	连锁餐饮	港交所	2020 年 9 月 10 日
<b>酒店</b>					
华住集团	1179 HK	103,532	酒店住宿	港交所	2020 年 9 月 22 日
<b>家清个护美妆</b>					
丽人丽妆	605136 CH	13,688	化妆品网上零售	上交所	2020 年 9 月 29 日
完美日记	YSG US	69,596	护肤美妆	纽交所	2020 年 11 月 19 日
蓝月亮	6993 HK	NA	家居个人清洁	港交所	2020 年 12 月 16 日
<b>玩具</b>					
泡泡玛特	9992 HK	NA	潮流玩具	港交所	2020 年 12 月 11 日
<b>零售</b>					
名创优品	MNSO	44,005	零售	纽交所	2020 年 10 月 15 日

资料来源：公司资料、Bloomberg、浦银国际（截至 2020 年 12 月 7 日收盘）

## ● 2021 年拟上市消费企业一览

根据目前已经宣布上市企业名单，食品饮料（饮料、休闲食品、方便食品、调味品）、护肤美妆、连锁零售依然是上市热点。另外，香港进一步取代美国成为本土消费公司境外上市的首选地，香港市场的消费股标的也将随之更趋多元。同时，行业领头羊的上市，亦会带动同行和新锐酝酿上市或加速上市步伐，利用资本加速构建护城河。

图表 356: 2021 年拟上市消费企业一览

公司名称	细分行业	拟上市地
<b>饮料</b>		
奈雪的茶	现制饮料	港交所
东鹏饮料	能量饮料	上交所
加多宝	饮料	未披露
欢乐家	饮料	深交所创业板
<b>食品</b>		
卫龙	休闲食品	港交所
真美食品	休闲食品	深交所创业板
想念食品	面食	深交所创业板
千味央厨	速冻食品	深交所创业板
沃福百瑞枸杞	枸杞	深交所创业板
立高食品	烘焙原料	深交所创业板
中国茶叶	茶叶	上交所
味知香	半成品菜	上交所
<b>调味品</b>		
吉香居	调味品	深交所创业板
丁点儿	调味品	深交所创业板
紫林醋业	调味品	上交所
水塔醋业	调味品	内地
<b>乳业</b>		
君乐宝	乳业	港交所
优然牧业	牧场	港交所
<b>零售</b>		
鲜丰水果	水果零售	内地
百果园	水果零售	港交所
物美	商超零售	港交所
孩子王	母婴商品零售	深交所创业板
<b>美妆个护</b>		
贝泰妮	护肤品	深交所创业板
相宜本草	护肤品	内地
仙迪	化妆品	深交所创业板
可靠	个人护理	深交所创业板
露乐	个人护理	内地
<b>服饰</b>		
爱慕	内衣	上交所
日禾戎美	服装	深交所创业板
迪阿	钻戒	深交所创业板
<b>宠物用品</b>		
天元宠物	宠物用品	深交所创业板

资料来源：公开资料、中国证监会、港交所、Bloomberg、浦银国际（截至 2020 年 12 月 7 日）

## 在华国际快消品巨头战略调整

疫情的这一年，我们发现，全球领先的快消品公司正不约而同做同一件事，即**集中精力，聚焦制胜和优势品类**，将资源投入那些能给公司带来实质性增长的品牌和品类。例如，可口可乐计划砍掉一半的品牌，聚焦资源于有规模的品牌；雀巢出售银鹭及其在中国大陆的水业务，专注核心品类和标志性品牌；达能开始执行“本土优先”的策略，缩短决策链，将更多业务决策权交给当地团队；卡夫亨氏的产品不再以 55 个品类来分，而是根据六大平台划分，并将营销视为战略投资，而非费用。利洁时和联合利华也更加聚焦资源，有意处置旗下非核心的个护品牌等。

图表 357: 国际快消品公司 2020 年战略调整和资产剥离计划

公司	股票代码	策略调整、品牌/资产剥离等
可口可乐	KO US	<p>聚焦有规模的品牌，加快调整产品组合。计划裁减一半的品牌数量（对收入和利润贡献不足 1%），保留和聚焦 200 个主品牌（可以做大规模，提振利润的成长品牌），让产品组合更加精简。</p> <p>计划逐渐剥离 ZICO 和 TaB 等品牌。</p>
雀巢	NESN SW	<p>2020 年 11 月，雀巢宣布向银鹭创始人陈清水家族出售银鹭花生奶和罐装八宝粥业务（银鹭品牌 2019 年销售规模为 7 亿瑞士法郎），包括旗下 5 家工厂。雀巢表示，出售银鹭令公司在中国更加专注婴儿营养、糖果、咖啡、厨房食品、乳品和宠物护理等核心品类。大中华地区是雀巢第二大收入来源，2019 年收入规模 70 亿瑞士法郎。</p> <p>2020 年 8 月，雀巢宣布向青岛啤酒集团出售其在中国大陆的水业务，包括本地品牌「大山」和「云南山泉」，以及位于上海、天津和昆明的三家水业务工厂，青岛啤酒集团将在中国生产和销售「雀巢优活」品牌。雀巢将聚焦旗下标志性的高端矿泉水国际品牌（例如「Perrier」、「圣培露」和「普娜」），并投资包括功能性水在内的差异化健康饮品。</p>
达能	BN FP	<p>执行“本土优先”策略，把业务决策权交给本土团队，缩短决策流程，并且尽可能贴近消费者。组织架构由原先按三大品类（乳业和植物基产品、水、特殊营养）划分转为按区域划分，总部可能因此裁员至多 25%。</p> <p>到 2023 年节省 10 亿欧元，其中 70% 通过降低整体行政费用而得；节省金额部分转投品牌建设，部分用于增强利润率。</p> <p>2020 年 10 月，达能以 4.7 亿欧元出售其在益生菌酸奶品牌养乐多(Yakult)中剩余的 6.6% 股权，出售所得将用于改善达能的资产负债表（2018 年，出售了其在养乐多 21.3% 的股权）</p> <p>达能正全面评估其资产和品牌组合，包括计划出售其阿根廷业务和植物基运动营养品牌 Vega 等。</p>
卡夫亨氏	KHC US	<p>产品组合不再以 55 个品类来划分，而是根据消费者需求分为六大新平台，包括味道提升(Taste Elevation)、更佳便餐(Easy Meals Made Better)、零食(Real Food Snacking)、新鲜快餐(Fast Fresh Meals)、纵享甜点(Easy Indulgent Desserts)和风味饮品(Flavorful Hydration)。其中，前两个平台是全球性的，其余则针对美国和加拿大市场。</p> <p>将营销视为战略和创新投资，营销支出计划增加 30%。</p> <p>2020 年 9 月宣布以 32 亿美元出售旗下部分奶酪业务给法国乳业公司 Lactalis，用于降低公司债务。</p>
利洁时	RB LN	<p>据路透社报道，利洁时计划出售旗下非核心的个人护理品牌套现 10 亿英镑，品牌名单包括薇婷(Veet)、爽健(Scholl)、Clearasil 和 E45 等。</p>
联合利华	UNA NA	<p>管理层表示，公司预备出售部分体量较小、没有代表性美容和个人护理品牌，以投资增长更快的领域。</p>

资料来源：公司资料、路透社、浦银国际

## 政策：加快新型消费扩容提质，全面促消费

我们梳理了2020年推出的一系列和消费相关的主要政策。我们发现，政策的着力点均集中于：支持国货，提升国产品牌竞争力；强化线上线下融合，发展新消费模式；构建文化旅游消费长效机制；提振农村消费；倡导积极健康的现代化生活方式；维持人口红利等。

2020年11月3日，中国发布《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》。《规划和建议》提出：

- 全面促进消费。(1) 增强消费对经济发展的基础性作用，顺应消费升级趋势，提升传统消费，培育新型消费，适当增加公共消费。(2) 以质量品牌为重点，促进消费向绿色、健康、安全发展，鼓励消费新模式新业态发展。(3) 推动汽车等消费品由购买管理向使用管理转变，促进住房消费健康发展。(4) 健全现代流通体系，发展无接触交易服务，降低企业流通成本，促进线上线下消费融合发展，开拓城乡消费市场。(5) 发展服务消费，放宽服务消费领域市场准入。(6) 完善节假日制度，落实带薪休假制度，扩大节假日消费。(7) 培育国际消费中心城市。(8) 改善消费环境，强化消费者权益保护。
- 实施积极应对人口老龄化国家战略。(1) 制定人口长期发展战略，优化生育政策，增强生育政策包容性，提高优生优育服务水平，发展普惠托育服务体系，降低生育、养育、教育成本，促进人口长期均衡发展，提高人口素质。(2) 积极开发老龄人力资源，发展银发经济。(3) 推动养老事业和养老产业协同发展，健全基本养老服务体系，发展普惠型养老服务和互助性养老，支持家庭承担养老功能，培育养老新业态，构建居家社区机构相协调、医养康养相结合的养老服务体系，健全养老服务综合监管制度。

2020年10月23日，政府发布《文化和旅游部 国家发展改革委 财政部关于开展文化和旅游消费试点示范工作的通知》，旨在通过开展文化和旅游消费试点示范工作，形成若干促进文化和旅游消费的经验模式，探索激发文化和旅游消费潜力的长效机制。计划自2020年起，在全国范围内分批次确定若干试点城市，在此基础上，综合考虑不同规模和类型城市的示范性，择优确定示范城市。推动试点城市、示范城市纳入多层次消费中心培育建设。到2022年，建设100个试点城市、30个示范城市，试点城市、示范城市促进文化和旅游消费体制机制更加完善，政策保障体系更加健全，消费环境更加优化，产品和服务供给更加丰富，文化和旅游消费保持快速增长态势；示范城市居民人均文化娱乐支出占消费支出比例超过6%，旅游收入增速保持两位数以上增长，进一步发挥示范引领作用；试点城市人均文化娱乐支出增速、旅游收入增速位居所在省（区、市）前列。

**2020年10月17日，上海市政府发布《上海全球著名体育城市建设纲要》。**

(1) 计划到 2025 年基本建成全球著名体育城市，全民健身普及率有效扩大，经常参加体育锻炼人数比例达到 **45%以上**，人均体育场地面积达到 2.6 平方米左右；竞技体育竞争力持续增强，本市运动员对国际大赛的国家贡献率稳步提高；**国际体育赛事之都基本建成**，体育产业总规模比 2020 年翻一番，体育成为上海城市精神的卡片。(2) 到 2035 年迈向更高水平全球著名体育城市。体育公共服务标准化、均等化、智能化全面实现，**体育活动成为人人参与的生活习惯和生活时尚**，人均体育场地面积达到 3.0 平方米左右，每万人拥有体育健身组织 35 个，城乡居民达到《国民体质测定标准》合格以上的人数比例维持在 97% 以上；青少年体育素养大幅提升，健康状况显著改善；体育产业成为国民经济支柱性产业，建成具有国际影响力的体育资源配置中心，举办一批顶级大赛、全球展会，拥有一批知名体育机构、有影响力的体育职业俱乐部、有实力的体育科研机构；体育文化全球传播力、影响力和国际话语权明显提升，体育文化品牌、作品、阵地的规模效应凸显。

(3) 到 2050 年，全面建成全球著名体育城市和体育消费中心，形成“一城一都四中心”发展格局，市民身体素养和健康水平、体育综合实力和国际影响力世界领先。

**2020年10月14日，国家发改委发布《近期扩内需促消费的工作方案》。**内容涉及四方面：

(1) **推动线下服务消费加速“触网”**，充分释放线上经济潜力。例如，丰富线上体育智能赛事供给；拓展在线课程资源；推动线上博物馆等；降低电商平台费用，降低个人线上创业就业成本。(2) 在做好常态化疫情防控基础上，**开辟服务消费新模式**。例如，积极支持餐饮恢复发展；加大旅游年票和旅游一卡通发行力度，推出更多价廉景美旅游路线；加大旅游宣传推广；增加社区生活服务消费；培育信息消费新习惯等。(3) 实施促进实物消费政策，畅通供需。例如，更好利用地下空间建设公共停车场，支持停车场经营汽车维修保养、清洗美容、快递物流等多业态；提醒和推动超龄大家电的更新换代。(4) 更好运用内外要素和资源，加大对制造业企业支持力度。例如，加快推进 5G 网络基站建设，落实 2020 年版外商投资准入负面清单，将内外销产品“同线同标同质”实施范围扩大到一般消费品，促进出口产品渗透国内市场。

2020年9月21日，《国务院办公厅关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》发布。提出经过3-5年努力，促进新型消费发展的体制机制和政策体系更加完善，通过进一步优化新业态新模式引领新型消费发展的环境、进一步提升新型消费产品的供给质量、进一步增强新型消费对扩内需稳就业的支撑，到2025年，培育形成一批新型消费示范城市和领先企业，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额比重显著提高（2020年前10个月占比：24.2%；2019年：20.7%），“互联网+服务”等消费新业态新模式得到普及并趋于成熟。具体举措包括：（1）加力推动线上线下消费深度融合，双向提速，例如，发展在线文娱，支持即时递送，推广农产品“生鲜电子商务+冷链宅配”等。（2）加快新型消费基础设施建设，布局数字化消费网络；（3）优化新型消费发展环境，健全服务标准体系；（4）加大新型消费政策支持力度，包括强化财政支持，优化金融服务，完善劳动保障政策；（5）强化组织领导和统筹协调。

2020年9月9日，李克强总理主持召开国务院常务会议，确定支持新业态新模式加快发展带动新型消费的措施，包括新零售、线上医疗、线上教育、5G、物联网等方面，还提到制定促进新业态新模式带动新型消费的税收政策等。会议提出，（1）要推动新型消费扩容提质，包括创新无接触消费模式，推广在线开放课程、互联网诊疗等服务，促进健身、旅游等线上线下融合，探索智慧超市等新零售，以及加强农商互联农产品供应链建设。（2）加快新型消费基础设施建设，包括推动5G网络、物联网等优先覆盖核心商圈、产业园区、交通枢纽，建设千兆城市，加快农村商贸流通数字化升级，推进智能快件箱等终端建设共享，有序推进消费数据商用等。

2020年7月15日，国家发改委发布《关于支持新业态新模式健康发展 激活消费市场带动扩大就业的意见》。其中提出：（1）积极探索线上服务新模式，激活消费新市场。例如，发展便捷化线上安工，打造“随时随地”的在线办公环境。（2）加快产业数字化转型步伐，发挥互联网平台对传统产业的赋能和效益倍增作用，实现产业供需调配和精准对接，推进产业基础高级化和产业链现代。（3）鼓励发展新个体经济，支持自主就业，发展“微经济”，鼓励“副业创新”，开辟消费和就业新空间。（4）发展共享经济新业态。包括鼓励共享出行、餐饮外卖、团购、在线购药、共享住宿、文化旅游等领域产品智能化升级和商业模式创新，发展生活消费新方式，培育线上高端品牌；推动旅游景区建设数字化体验产品，丰富游客体验内容；扩大电子商务进农村覆盖面，促进农产品进城和工业品下乡；鼓励康养服务范围向农村延伸，培育农村消费新业态等。

2020年6月1日，中共中央、国务院印发《海南自由贸易港建设总体方案》。根据方案，在2025年全岛封关运作之前，率先对部分进口商品实行零关税政策，**提高离岛免税购物额度至每人每年10万元**，并扩大免税商品种类。2020年6月29日，为落实《方案》，政府发布《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》，自2020年7月1日起执行。我们发现，此次免税额度提升幅度高于以往几次。2011年4月海南离岛免税购物政策推出之际，每人每次免税购物金额为5,000元，2012年11月上调至每人每次8,000元；2016年1月调整为每人每年不超过16,000元，不限次，同时开设网上销售窗口，离境时提货离岛；2018年12月免税购物额再度提高至每人每年3万元。根据海关数据，新政实施后的两个月，离岛免税购物金额、件数、旅客数分别同比增长222%、147%、55%，其中化妆品购买数量和购买金额均居于首位。我们认为，离岛免税政策以及市内免税店牌照的进一步放开，将有效刺激免税市场，帮助消费回流，促进本土旅游产业和消费升级。

2020年5月22日，李克强总理在两会政府工作报告中再次突出“**实施扩大内需战略，推动经济发展方式加快转变**”。一方面，通过稳就业、促增收保民生，提高居民消费意愿和能力，支持餐饮、商场、文化、旅游、家政等生活服务业恢复发展，推动线上线下融合，发展养老、托幼服务，改造提升步行街，支持电商、快递进农村，拓展农村消费。另一方面，扩大有效投资，加强新型基础设施建设，发展新一代信息网络，拓展5G应用，建设充电桩，推广新能源汽车，加强新型城镇化建设，大力提升县城公共设施和服务能力，适应农民到县城就业安家需求。

2020年3月13日，国家发改委等23部门联合对外发布《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》。内容涉及六大方面：(1) 优化国内市场供给，提升国产商品和服务竞争力，加强自主品牌建设，在消费品领域积极推行**高端品质认证**，深入实施增品种、提品质、创品牌的“三品”战略，同时鼓励国际知名品牌在中国市场**首发或同步上新**。(2) 推进**文旅休闲消费升级**，丰富特色文化旅游产品，发展集合多种业态的消费集聚区，改善入境旅游与购物环境，持续推广塑造“**美丽中国**”形象。(3) 建设**城乡融合消费网络**，打造区域消费中心，推动零售业创新和升级，同时丰富对农村消费者的商品供给，升级“**快递下乡**”，**扩大电商进农村覆盖面**，促进工业品下乡和农产品进城双向流通。(4) 构建“**智能+**”消费生态体系，加快5G网络等信息基础设施建设和商用步伐，鼓励使用绿色智能产品，促进教育、医疗健康、养老、托育、家政、文化和旅游、体育等服务消费线上线下融合发展。(5) 持续提升居民**消费能力**，增加消费者工资性和财产性收入，并持续深入户籍制度改革。(6) 营造放心消费环境，完善个人信息保护制度和消费后评价制度，大力优化线上消费环境。

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司(药明生物 2269.HK & 药明康德 2359.HK)的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(腾讯控股 700.HK)在过去 12 个月内存在投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

#### 浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie\_huang@spdbi.com  
852-2808 6466

王奕雯

stephy\_wang@spdbi.com  
852-2808 6467

许敏洁

amy\_hsu@spdbi.com  
852-2808 6469

#### 浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah\_hua@spdbi.com  
852-2808 6474

陈岑

angel\_chen@spdbi.com  
852-2808 6475

#### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

