

2020年05月20日

坚守科技消费系列（三）：从板块业绩对比角度来看

主题报告

投资要点

- ◆ 两市已完成 19 年年报和 20 年 1 季报的披露，从短期对 A 股影响来看，伴随业绩的不确定风险短期落地，短周期内可能业绩不再是主导市场的关键因素。但长期来看，公司股价与业绩是呈现明显的正相关关系的；尤其是在今年经济下行压力较大的特殊背景下，业绩优良的公司更容易成为被追逐的稀缺资源。我们试图从短期抗风险能力和长期 ROE 提升潜力两个维度去进行行业比较，以给出更好的配置方向。
 - ◆ 短期抗风险能力较强的行业共性梳理，必选消费行业有明显比较优势：1) 必须消费品业绩韧性较强。2020Q1 实现净利润同比增长的大类行业共有 3 个，分别为农林牧渔、军工和综合行业；净利润增速环比改善的行业共有 4 个，分别为农林牧渔、军工、综合和钢铁；比较来看，Q1 净利润保持扩张的行业主要集中在必须消费品。2) 必选消费行业的现金流更为健康。2020Q1 保持正的经营净现金流行业仅有 12 个，其中，净现金流较去年同期实现增长的，则只剩有色、农林牧渔和医药生物等 3 个行业，主要集中在疫情期间的必选消费板块。3) 消费科技板块债务风险更低。消费及科技板块，因多数属于轻资产行业，其债务占比要远低于其他行业。
 - ◆ 长期 ROE 提升潜力的行业共性梳理，符合经济转型和消费升级方向的行业有明显比较优势。1) 长期代表消费升级方向的行业资产周转率提升概率更高。过去 10 年主导行业资产周转率变化的最大的两个因素或是消费升级需求和供给侧改革；而展望来看，供给侧改革对于资产周转率提升最为显著的周期可能已经过去，消费升级需求更可能成为未来主导行业资产周转率变化的主因。2) 长期代表经济转型方向的行业销售净利率提升概率更高。比较来看，消费行业的销售毛利率在 2010-2019 年期间趋势性提升的迹象较为明显；对比同期国内经济结构调整方向来看，消费行业的地位在 2010-2019 年期间是逐渐崛起的。3) 快速成长行业其财务杠杆率提升更易形成良性共振。
 - ◆ 板块建议：建议重点关注科技消费融合板块。短期全球疫情防控依旧还有很大不确定性，必选消费行业的抗风险能力依旧值得重视；而长期来看，科技创新推动我国经济转型升级是我国下一阶段的发展重点。综合考虑，我们倾向于认为，市场在科技消费融合板块上可能易达成共识，而从数据层面来看，科技消费融合板块作为我国经济发展的新动能也正在得到验证；建议重点关注消费线上化和消费商品智能化两个发展趋势。
- 其中，消费线上化建议关注电商代运营、线上品牌、网红经济等细分领域，相关主题公司包括：壹网壹创、歌力思、安正时尚、值得买、天下秀、梦洁股份、星期六、三只松鼠、良品铺子、珀莱雅、丸美股份、南极电商、永辉超市等。
- 消费商品智能化建议关注智能小家电、人工智能、智能家居、智能汽车等细分领域，相关主题公司包括：小熊电器、石头科技、科沃斯、美的集团、歌尔股份、科大讯飞、好太太、乐心医疗、中科创达、联创电子、北斗星通、锐明技术等。
- ◆ 风险提示：科技消费板块估值相对较高风险、科技消费板块市场持股集中度较高风险、美国对我国科技产业狙击加剧、及其他系统性风险。

分析师

谭志勇
SAC 执业证书编号：S0910515050002
tanzhiyong@huajinsc.cn
021-20377198

分析师

李蕙
SAC 执业证书编号：S0910519100001
lihui1@huajinsc.cn

相关报告

两会政策时间，结构性行情或延续-策略周报
2020-05-17

节后风险偏好明显提升-策略周报
2020-05-10

二季度国内经济和行业前瞻性分析
2020-05-06

两会前风险偏好或趋向增强，但预计会有波折-策略周报 2020-05-03

业绩密集披露周，震荡分化行情或延续-策略周报 2020-04-26

内容目录

一、短期抗风险能力：必选消费具有相对优势	4
（一）疫情下 20Q1 行业业绩对比：必须消费品业绩韧性较强	4
（二）决定生死的现金流：必选消费相对胜出	7
（三）债务角度对比：消费科技板块债务率更低	7
二、长期 ROE 提升潜力：同时符合经济转型和消费升级方向的成长性行业可能更优	8
（一）行业资产周转率提升：长期代表消费升级方向的明显更优	8
（二）行业销售净利率提升：长期代表经济转型方向明显更优	9
（三）财务杠杆率提升：快速成长行业更易形成良性共振	12
三、建议关注兼具业绩稳定性和成长性的科技消费融合板块	13
（一）结合短期和长期业绩考虑，科技消费融合或是重点	13
（二）科技消费融合作为我国经济发展新动能正得到验证	17
1、疫情期间和后疫情时期线上消费都表现的更有韧性和更为活跃	17
2、疫情期间和后疫情时期智能产品产销量都继续保持扩张	17
四、风险提示	18
（一）科技消费板块估值相对较高风险	18
（二）市场持股集中度相对较高风险	20
（三）美国对我国科技产业狙击加剧	20

图表目录

图 1：一级行业 2020Q1 现金流改善（为正值且同比 19Q1 增长）及现金流为正值个股占比	7
图 2：消费和科技板块带息债务占比相对较低	8
图 3：创业板资产周转率自 2012 年之后呈上升趋势，中小板和主板呈走低迹象	9
图 4：分行业总资产周转率变化	9
图 5：2010-2019 年行业销售毛利率变化	10
图 6：消费在我国经济结构中逐渐占据更为重要地位	11
图 7：社会消费品零售总额在 2003-2019 年期间快速增长	11
图 8：2017-2019 年行业费用占比变化	12
图 9：2019 年比较 2010 年行业财务杠杆率变化	13
图 10：2009-2015 年我国政府、居民和企业部门以加杠杆为主	13
图 11：全球新增日确诊病例持续高位区间波动，向下拐点未现	14
图 12：印度日新增病例短期冲高，未来疫情走向充满不确定性	14
图 13：中美研发支出对比	15
图 14：我国研发支出及占 GDP 比重（亿元）	15
图 15：快速消费品城镇零售渠道销售占比	16
图 16：网上零售同比增速显著快于社零整体增速	17
图 17：主要购物 APP 活跃用户数依旧保持扩张迹象	17
图 18：疫情期间智能产品产量继续保持扩张趋势	18
图 19：智能音箱产品销量在 2020 年 2-3 月疫情期间保持同比增长	18
图 20：电子各细分板块 2010-2020 年估值区位	19
图 21：食品饮料各细分板块 2010-2020 年估值区位	19
图 22：科技消费热点细分板块过去 10 年估值超过当前的月份数量占比	19
图 23：电子与房地产板块估值裂口已经达到 2015 年初水平	20

图 24：食品饮料与房地产板块估值裂口已经达到历史最大区间.....	20
图 25：2019 年报基金主要超配行业情况.....	20
图 26：2019 年中至今外资科技消费合计持股比例逐渐上升	20
表 1：申万一级行业 2020Q1 和 2019Q4 累计业绩增速变化.....	4
表 2：申万二级子行业 2020Q1 和 2019Q4 累计业绩增速变化（列举环比净利润改善幅度最高和最低的前二十公 司）	5
表 3：按市值分类统计 2020Q1 和 2019Q4 业绩增速	6
表 4：建议关注的消费线上化相关主题上市公司一览.....	16
表 5：建议关注的消费商品智能化相关主题上市公司一览.....	16

截止到4月30日，两市已完成2019年年报和2020年1季报的披露。从短期对A股市场的影响来看，我们倾向于认为，伴随上市公司财报披露完毕，业绩的不确定风险短期落地；可能在短周期内，业绩不再是主导市场的关键因素。但长期来看，公司股价表现与业绩是呈现明显的正相关关系的；尤其是在今年经济下行压力较大的特殊背景下，业绩优良的公司更容易成为被追逐的稀缺资源；因此，从业绩角度去考察行业的比较优势或许对于今年接下来的投资是有意义的。

展望2020年未来变化，我们面临的疫情和经济风险依旧存在重大的不确定。5月13日，世卫组织召开新冠肺炎例行发布会，世卫组织卫生紧急项目负责人迈克尔·瑞安表示，“新冠病毒可能成为长期问题，很难预测何时可以战胜病毒，它可能成为永远不会消失的流行性病毒。”5月12日，国际货币基金组织总裁格奥尔基耶娃表示，“全球经济前景自4月预测以来已进一步恶化，因此该组织将于6月公布对全球经济预测的向下修正；而根据4月IMF预测，全球2020年经济增速预计下滑3%”。那么，如何从业绩角度筛选出在当前相对困难的经济环境下，能攻守兼备的相关板块？我们试图通过梳理在疫情主要冲击期间（2020Q1）表现更为稳定的行业共性和2010-2019年盈利能力持续提升的行业共性，希望能得出一些有价值的线索。

一、短期抗风险能力：必选消费具有相对优势

（一）疫情下20Q1行业业绩对比：必须消费品业绩韧性较强

2020年1季度，在疫情冲击之下，A股收入利润双双负增长；假设剔除金融板块/两桶油/四大航企/ST及创业板的温氏/乐视/坚瑞/神雾/腾邦/暴风，2020Q1全部A股实现收入6.8万亿，同比增长-9.1%；实现净利润2918.6亿元，同比增长-35.1%。其中，从2020Q1较2019Q4业绩改善来看，全部A股中仅有30%业绩实现环比改善；而同时满足2020Q1实现正增长且环比改善的公司数量占比仅约21.6%。

根据申万一级行业分类，28个申万一级行业中，2020Q1实现净利润同比增长的行业共有3个，分别为农林牧渔、军工和综合行业；净利润增速环比改善的行业共有4个，分别为农林牧渔、军工、综合和钢铁行业。综合来看，2020Q1净利润增速保持扩张的行业主要集中在必须消费品。

根据申万二级行业分类，观察2020Q1净利润增速环比改善的子行业，大致可以分为以下几类；1）饲料、渔业、畜禽养殖、动物保健、种植业等大众必须消费行业；2）通用机械、燃气、钢铁等工业必须行业；3）中药、医药商业、医药服务、黄金、造纸等疫情受益行业；4）元件、半导体等疫情影响Q1未得到体现的行业。

表1：申万一级行业2020Q1和2019Q4累计业绩增速变化

行业	(2020Q1-2019Q4)净利润增速环比改善	2020Q1 净利润增速	2019Q4 累计净利润增速	2019Q3 累计净利润增速	2020Q1 收入增速	2019Q4 累计收入增速	2019Q3 累计收入增速
农林牧渔	195.7%	392.0%	196.3%	69.5%	18.1%	17.2%	12.7%
国防军工	116.6%	133.5%	16.9%	27.5%	-3.9%	5.5%	3.9%

行业	(2020Q1-2019Q4)净利润增速环比改善	2020Q1 净利润增速	2019Q4 累计净利润增速	2019Q3 累计净利润增速	2020Q1 收入增速	2019Q4 累计收入增速	2019Q3 累计收入增速
综合	42.5%	19.5%	-23.1%	-26.1%	-8.2%	0.2%	2.4%
钢铁	8.8%	-35.1%	-43.8%	-43.6%	-1.5%	6.1%	6.4%
医药生物	-5.6%	-15.6%	-10.0%	2.1%	-7.7%	12.8%	14.1%
有色金属	-10.4%	-54.3%	-43.9%	-28.5%	7.1%	10.6%	8.9%
传媒	-12.8%	-49.8%	-37.0%	-38.1%	-18.9%	6.3%	3.4%
食品饮料	-15.0%	-0.7%	14.4%	19.8%	0.2%	14.9%	14.1%
公用事业	-35.0%	-28.2%	6.8%	17.3%	-9.6%	13.4%	13.6%
电子	-35.6%	-11.2%	24.5%	3.7%	-3.6%	6.6%	8.4%
建筑装饰	-36.5%	-30.3%	6.2%	8.0%	-9.1%	15.7%	16.1%
电气设备	-39.2%	-12.3%	26.9%	6.8%	-9.5%	12.5%	9.0%
通信（剔除信威）	-49.8%	-55.2%	-5.3%	73.4%	-9.3%	-0.7%	-0.5%
房地产	-52.3%	-41.8%	10.5%	15.8%	-3.9%	20.0%	22.1%
建筑材料	-55.9%	-37.8%	18.1%	18.6%	-22.5%	14.7%	20.7%
汽车	-57.1%	-80.7%	-23.6%	-29.4%	-29.5%	-1.9%	-5.4%
机械设备	-59.6%	-44.5%	15.1%	19.5%	-12.0%	10.5%	10.6%
商业贸易	-60.3%	-71.6%	-11.4%	20.1%	-12.8%	4.6%	6.0%
轻工制造	-61.0%	-37.8%	23.3%	-6.6%	-16.0%	4.1%	2.3%
纺织服装	-63.3%	-80.1%	-16.8%	-19.1%	-7.4%	26.1%	-0.3%
家用电器	-68.0%	-51.7%	16.3%	12.5%	-24.3%	4.3%	5.1%
化工	-72.5%	-107.2%	-34.7%	-18.6%	-17.9%	3.1%	6.7%
采掘	-82.8%	-84.8%	-2.0%	-1.6%	-10.3%	7.6%	7.0%
计算机	-107.1%	-117.3%	-10.2%	26.7%	-13.4%	10.0%	8.6%
交通运输	-133.2%	-120.4%	12.8%	19.8%	-11.7%	10.1%	10.5%
休闲服务	-160.8%	-150.2%	10.6%	13.8%	-47.7%	2.8%	4.2%

资料来源：Wind，华金证券研究所

表 2：申万二级子行业 2020Q1 和 2019Q4 累计业绩增速变化（列举环比净利润改善幅度最高和最低的前二十公司）

二级子行业	(2020Q1-2019Q4)净利润增速	2020Q1 净利润增速	2019Q4 累计净利润增速	2019Q3 累计净利润增速	2020Q1 收入增速	2019Q4 累计收入增速	2019Q3 累计收入增速
饲料 II	1307.0%	1467.8%	160.8%	46.8%	23.4%	12.4%	8.8%
渔业	1029.9%	55.9%	-974.0%	-67.5%	-19.7%	-1.1%	3.4%
畜禽养殖 II	599.6%	939.6%	340.0%	264.1%	29.8%	30.8%	11.4%
通用机械	183.0%	-27.2%	-210.1%	8.1%	-16.1%	1.9%	-3.8%
塑料	172.9%	-49.8%	-222.7%	-62.7%	-11.9%	0.2%	-8.8%
航空装备 II	96.1%	60.0%	-36.1%	30.3%	-3.9%	11.0%	9.9%
动物保健 II	73.3%	37.5%	-35.9%	-32.6%	23.2%	-5.3%	-5.9%
燃气 II	71.5%	-34.9%	-106.4%	-7.9%	-18.0%	6.7%	14.8%
黄金 II	46.3%	22.2%	-24.1%	-7.8%	17.0%	19.6%	34.4%
稀有金属	46.1%	-89.8%	-135.9%	-79.0%	38.3%	26.7%	16.7%
化学制品	44.1%	-36.0%	-80.1%	-13.6%	-12.9%	0.7%	2.0%

二级子行业	(2020Q1-2019Q4)净利润增速	2020Q1 净利润增速	2019Q4 累计净利润增速	2019Q3 累计净利润增速	2020Q1 收入增速	2019Q4 累计收入增速	2019Q3 累计收入增速
综合 II	42.5%	19.5%	-23.1%	-26.1%	-8.2%	0.2%	2.4%
造纸 II	40.9%	11.3%	-29.6%	-39.1%	-10.8%	0.5%	-3.8%
种植业	32.9%	-14.1%	-47.0%	-42.5%	10.8%	37.7%	40.6%
元件 II	30.4%	10.2%	-20.2%	4.8%	-11.1%	14.2%	16.7%
半导体	18.9%	90.0%	71.1%	14.3%	25.1%	16.9%	22.1%
钢铁 II	8.8%	-35.1%	-43.8%	-43.6%	-1.5%	6.1%	6.4%
中药 II	1.6%	-26.3%	-27.9%	-13.6%	-12.0%	8.4%	6.7%
医疗服务 II	1.3%	-117.6%	-118.8%	-24.9%	-13.5%	11.5%	12.2%
医药商业 II	-0.3%	-5.4%	-5.2%	5.2%	-5.5%	16.9%	18.8%
金属制品 II	-133.3%	-184.4%	-51.1%	-55.2%	-11.5%	-3.8%	-4.5%
专业零售	-134.9%	-158.2%	-23.2%	72.3%	1.6%	7.8%	10.5%
高速公路 II	-137.8%	-134.9%	2.9%	9.4%	-46.8%	5.5%	6.4%
旅游综合 II	-143.0%	-126.5%	16.4%	28.1%	-48.6%	2.9%	4.0%
电机 II	-150.5%	-21.9%	128.6%	15.6%	-16.2%	4.7%	9.1%
景点	-177.9%	-184.9%	-7.0%	2.4%	-79.2%	-6.1%	-2.0%
农产品加工	-190.5%	14.8%	205.3%	-11.2%	1.1%	10.8%	19.1%
家用轻工	-193.0%	-66.0%	126.9%	17.1%	-20.4%	5.2%	4.7%
石油化工	-215.6%	-228.3%	-12.7%	-28.9%	-23.2%	1.9%	6.8%
采掘服务	-220.9%	27.0%	247.9%	135.6%	6.6%	18.7%	19.4%
石油开采 II	-241.7%	-253.8%	-12.1%	-21.6%	-13.8%	6.9%	6.1%
文化传媒	-283.3%	-103.2%	180.1%	-17.8%	-29.6%	-2.6%	-4.1%
计算机设备 II	-297.9%	-138.1%	159.8%	60.6%	-5.3%	6.1%	4.2%
酒店 II	-298.8%	-272.1%	26.7%	-3.5%	-43.3%	1.7%	2.7%
园林工程 II	-324.7%	-457.6%	-132.9%	-79.0%	-47.2%	-19.0%	-24.4%
航空运输 II	-352.0%	-322.0%	30.0%	-0.9%	-47.8%	5.2%	5.8%
视听器材	-417.6%	-155.4%	262.2%	43.1%	-19.1%	3.0%	6.6%
工业金属	-443.9%	-72.3%	371.6%	29.2%	-0.7%	5.6%	1.9%
汽车服务 II	-860.1%	-153.8%	706.3%	-62.8%	-29.9%	-2.6%	-6.8%
餐饮 II	-1900.9%	-2043.2%	-142.3%	-89.1%	-51.8%	-8.3%	-8.4%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

其中,从市值角度来分析,可能大市值的行业龙头,其业绩稳定性更好。假设剔除 ST 和银行股,将全部 A 股按照市值进行分类,统计对应的 2019Q4 和 2020Q1 业绩增速变化,可以看到:1)500 亿市值以上的大型公司,其 2020Q1 净利润增速明显高于其他市值分类公司;500-100 亿市值 2020Q1 净利润增速为-15.2%、1000 亿以上市值公司 2020Q1 净利润增速为-20.9%;2)小于 30 亿市值的上市公司,其整体 2020Q1 净利润增速为-148.6%,当期净利润整体为负值,凸显了突发疫情风险冲击之下小市值公司的抗风险能力较差;3)从 2019Q3 至 2020Q1 共 3 个会计周期来看,500 亿以上大市值公司整体业绩增速相对较优。

表 3: 按市值分类统计 2020Q1 和 2019Q4 业绩增速

市值分类	(2020Q1-2019Q4)净利润增速	2020Q1 净利润增速	2019Q4 累计净利润增速	2019Q3 累计净利润增速	2020Q1 收入增速	2019Q4 累计收入增速	2019Q3 累计收入增速
------	----------------------	--------------	----------------	----------------	-------------	---------------	---------------

市值分类	(2020Q1-2019Q4)净利润增速	2020Q1 净利润增速	2019Q4 累计净利润增速	2019Q3 累计净利润增速	2020Q1 收入增速	2019Q4 累计收入增速	2019Q3 累计收入增速
小于 30 亿	-168.5%	-148.6%	19.9%	-14.9%	-25.0%	0.4%	-0.1%
30-100 亿	-41.7%	-64.8%	-23.2%	-10.8%	-15.8%	5.5%	5.5%
100-200 亿	-36.2%	-38.4%	-2.2%	0.2%	-6.3%	10.1%	8.7%
200-500 亿	-36.3%	-28.6%	7.6%	4.4%	-5.7%	14.1%	14.7%
500-1000 亿	-28.1%	-15.2%	13.0%	19.4%	0.2%	17.3%	17.9%
大于 1000 亿	-49.0%	-20.9%	28.1%	34.4%	-5.8%	12.0%	11.5%

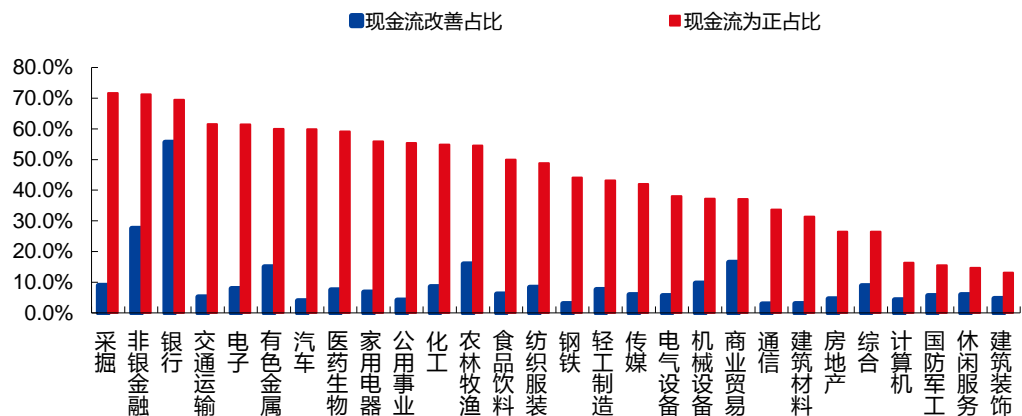
资料来源: Wind, 华金证券研究所

(二) 决定生死的现金流：必选消费相对胜出

对于受疫情影响最大的 2020Q1 来看，28 个申万一级行业中仅有 12 个行业在 Q1 保持正的经营净现金流，假设剔除银行、非银等金融行业，依次有公用事业、采掘、电子、有色、农林牧渔、通信、医药生物、钢铁、传媒和食品饮料等行业；而其中，2020Q1 净现金流较 2019Q1 净现金流实现同比增长的，则只剩有色、农林牧渔和医药生物等三个行业，主要集中在疫情期间的必选消费板块。

而假设比较行业中 2020Q1 净现金流为正值的个股占比和净现金改善的个股占比，剔除非银和银行等金融板块，农林牧渔、商业贸易和有色等三个行业 20Q1 现金流改善个股占比明显高于其他行业，依然主要集中在必选消费板块。

图 1：一级行业 2020Q1 现金流改善（为正值且同比 19Q1 增长）及现金流为正值的个股占比



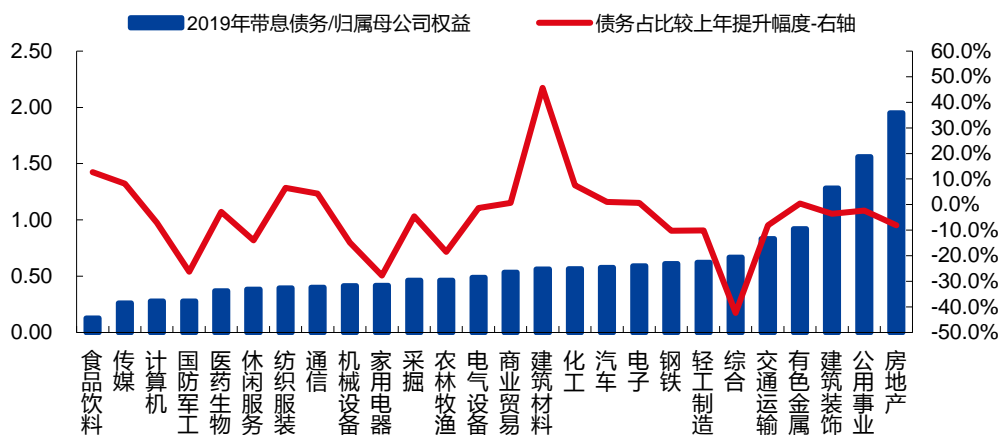
资料来源: Wind, 华金证券研究所

(三) 债务角度对比：消费科技板块债务率更低

从债务角度来看行业的短期抗风险能力，比较申万一级行业，可以呈现的一个明显的特征，即消费及科技板块，因多数属于轻资产行业，其债务占比要远低于其他行业；2019 年带息债务占比从低到高依次为食品饮料、传媒、计算机、国防军工、医药生物、休闲服务等。而假设比较

2019 年债务同比增加幅度，上述债务率相对较低的行业债务增幅处于行业平均值，带息债务值并没有出现明显的拔升。

图 2：消费和科技板块带息债务占比相对较低



资料来源：Wind，华金证券研究所

二、长期 ROE 提升潜力：同时符合经济转型和消费升级方向的成长性行业可能更优

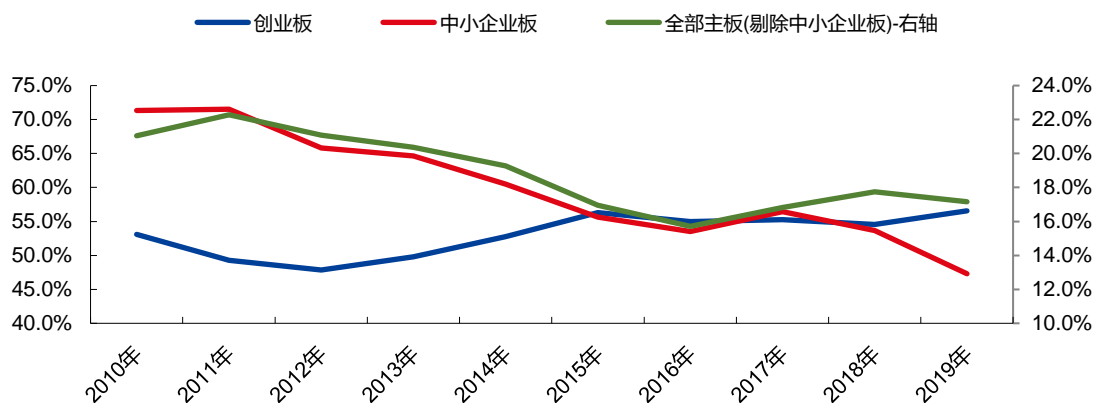
（一）行业资产周转率提升：长期代表消费升级方向的明显更优

20Q1 全部 A 股资产周转率下滑约 20%，分行业来看，资产周转率在疫情期间呈现了显著行业差异，相对不受疫情影响的必选消费行业资产周转率表现更佳；其中，受疫情影响明显的休闲服务行业、资产周转率下滑约 40%，而作为必选消费的农业、资产周转率甚至出现了 4.6% 的增长。

但长期来看，假设比较 2010 年至今的行业资产周转率变化趋势，我们发现，资产周转率趋势性提升的行业呈现了一些明显共性；其中，消费升级方向的行业资产周转率提升的确定性较强。

1) 回顾历史数据，分交易板块来看，创业板、中小板、主板过去 10 年间的资产周转率变化方向呈现不一致性，聚集了更多新兴行业上市公司的创业板，其资产周转率指标表现明显更优。其中，创业板资产周转率自 2012 年创出低点后则逐渐走高，2019 年资产周转率较 2012 年提升了 18%；而中小板资产周转率则一路走低，比较 2010-2011 年资产周转率高点，2019 年资产周转率下滑超过 33%；主板的资产周转率虽然受益于 2017-2018 年供给侧改革淘汰落后产能，资产周转率在 2016 年之后未进一步下滑，但截至 2019 年，资产周转率较 2011 年高点依旧下滑了约 22%。

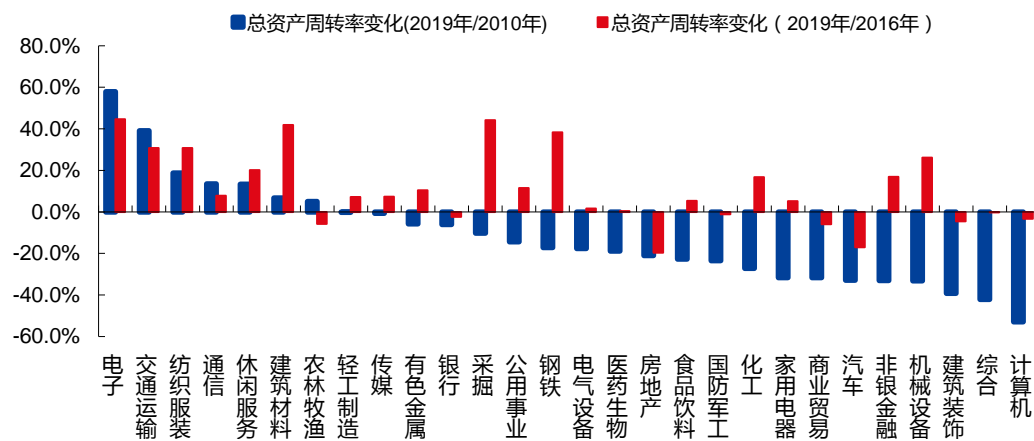
图 3：创业板资产周转率自 2012 年之后呈上升趋势，中小板和主板呈走低迹象



资料来源：Wind，华金证券研究所

2) 分行业来看，过去 10 年周转率提升最大的前五行业依次为电子、交运、纺织服装、通信和休闲服务；而比较 2016 年供给侧改革前周转率提升最大的行业依次为电子、采掘、建筑材料、钢铁、交通运输和纺织服装；可能电子、通信和休闲服务等行业资产周转率的提升更多是行业内生因素带来的；假设从居民消费角度来观察，电子、通信和休闲服务似乎恰巧代表了居民在过去 10 年消费升级带来的智能电子设备需求和休闲旅游需求。综合来判断，我们倾向于认为过去 10 年主导行业资产周转率变化的最大的两个因素或是消费升级需求和供给侧改革；而展望来看，供给侧改革对于资产周转率提升最为显著的周期可能已经过去，消费升级需求更可能成为未来主导行业资产周转率变化的主因。

图 4：分行业总资产周转率变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

(二) 行业销售净利率提升：长期代表经济转型方向明显更优

2020Q1 全部 A 股销售净利率下滑 16%，剔除金融和石油石化行业后全部 A 股净利率下滑 33%。分行业来看，净利率则表现出极为明显的分化，农林牧渔、军工、综合等行业净利率同比提升幅度分列行业前三甲，净利率同比提升幅度均超过 100%；而休闲服务、交运、计算机等行

业净利率降幅居前，净利率下滑幅度纷纷超过 100%；我们倾向于认为，造成行业间短期净利率变化出现如此大的分化，有一部分是短期疫情因素，有一部分是行业自身的周期变化。

长期看行业销售净利率变化趋势，假设将销售净利率区分为销售毛利率和费用占比两个指标：

1) 消费行业的销售毛利率在 2010-2019 年期间趋势性提升的迹象较为明显；根据统计，2010-2019 年毛利率呈趋势性上升的行业包括家用电器、轻工制造、商业贸易、农林牧渔、食品饮料、医药生物、计算机等；2016-2019 年销售毛利率呈趋势上升的行业有建筑材料、机械设备、商业贸易、食品饮料、医药生物、房地产、通信等。

对比同期国内经济结构调整方向来看，消费行业的地位在 2010-2019 年期间是逐渐崛起的；而消费行业的崛起或是期间行业毛利率持续提升的根源所在。首先，消费作为 GDP 的三驾马车之一正发挥着更为重要的作用，2003 年我国入世初期消费对于 GDP 的贡献大约在 38%；2003-2008 年期间消费对于 GDP 的平均贡献大约在 45%左右，但到了 2009-2019 年，消费对于 GDP 的贡献几乎达到了 60%。其次，以社会消费品零售总额来看，2003 年我国入世时社零总额仅约 5 万亿，2009 年社零总额达到 13 万亿；而截止到 2019 年，社零总额更是超过 41 万亿；可能来说，将 2010-2019 年对应于居民消费崛起周期并不为过。

图 5：2010-2019 年行业销售毛利率变化

行业	2010年销 售毛利率	2011年销 售毛利率	2012年销 售毛利率	2013年销 售毛利率	2014年销 售毛利率	2015年销 售毛利率	2016年销 售毛利率	2017年销 售毛利率	2018年销 售毛利率	2019年销 售毛利率	2020Q1销 售毛利率	2010- 2019年迷 你图	2016- 2019年迷 你图
采掘	33.88	29.19	25.60	24.85	24.37	24.05	23.54	23.74	24.46	22.23	19.36		
化工	19.03	16.22	14.47	14.47	14.10	19.93	21.27	19.45	17.71	17.10	13.48		
钢铁	8.60	7.30	5.25	6.64	7.78	3.46	10.28	13.70	15.32	11.24	10.16		
有色金属	11.75	12.58	8.95	7.20	7.19	6.40	9.31	11.73	11.16	9.11	7.56		
建筑材料	26.36	28.29	22.39	24.42	24.69	22.48	25.49	28.28	30.08	29.70	28.12		
建筑装饰	11.61	11.80	11.82	11.84	12.18	12.60	11.23	11.72	12.25	11.58	10.44		
电气设备	20.48	19.75	18.04	19.23	21.85	22.73	23.16	23.04	22.24	22.03	22.50		
机械设备	21.57	22.05	21.26	20.63	21.14	21.97	21.32	23.12	22.92	24.46	23.01		
国防军工	19.39	16.63	13.85	14.22	12.97	11.44	14.72	15.31	14.08	16.43	15.99		
汽车	13.48	9.35	8.99	9.82	15.05	14.83	15.59	15.91	15.26	14.66	13.88		
家用电器	18.61	19.02	21.77	23.29	24.72	23.52	24.98	24.35	23.96	25.01	21.93		
纺织服装	21.69	23.37	23.23	24.48	25.56	27.95	26.75	29.51	30.90	25.73	24.31		
轻工制造	19.51	17.37	17.02	17.08	18.08	20.13	22.82	24.19	23.12	24.55	22.52		
商业贸易	12.15	11.57	11.80	11.55	12.86	12.11	13.06	13.66	14.26	14.14	14.41		
农林牧渔	13.58	13.73	12.31	12.42	13.10	14.32	17.18	17.20	15.78	19.54	21.85		
食品饮料	38.96	42.51	45.57	44.04	42.86	43.26	43.89	45.86	48.28	48.00	49.55		
休闲服务	35.36	34.89	33.82	34.26	31.19	33.40	40.73	40.03	41.12	43.88	24.91		
医药生物	28.70	27.68	28.47	29.30	29.52	30.36	31.73	33.47	35.30	33.99	33.19		
公用事业	16.68	14.87	20.81	25.35	27.85	30.81	27.36	20.68	20.55	22.59	23.21		
交通运输	25.06	19.61	16.50	14.58	15.69	17.21	14.86	12.53	13.10	11.39	5.14		
房地产	37.11	38.75	37.36	33.75	32.57	28.11	27.20	29.55	32.39	31.46	30.57		
电子	21.49	20.18	19.53	21.44	21.23	19.68	20.10	22.34	15.78	15.84	15.15		
计算机	13.09	15.10	16.89	18.71	24.67	27.36	28.13	26.83	26.85	28.24	25.67		
传媒	32.09	33.30	32.86	33.64	32.69	30.27	29.85	26.80	25.33	24.73	28.43		
通信	29.82	28.08	27.69	28.68	29.73	26.20	24.92	24.72	25.44	25.37	26.75		
非银金融	21.14	20.30	24.87	26.43	25.46	36.85	39.05	59.09	50.29	26.29	26.03		
综合	14.90	17.48	14.51	13.11	13.98	17.15	16.70	9.24	10.09	18.73	17.56		

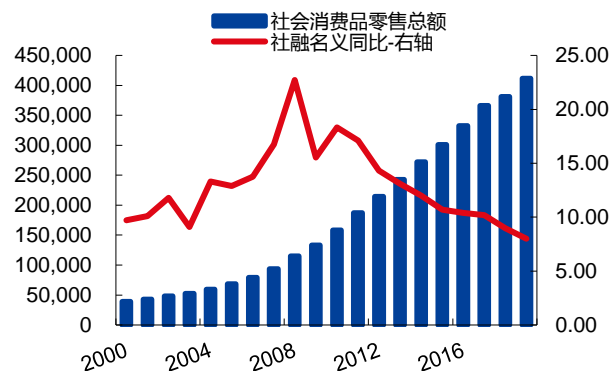
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：消费在我国经济结构中逐渐占据更为重要地位



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 7：社会消费品零售总额在 2003-2019 年期间快速增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

2) 多数行业 2017-2019 年三费占收入比重呈上升；其中，新兴产业表现出更为明显的费用增长迹象，但其中，研发费用的增长是主因。假设比较 2017 和 2019 年行业三费占比（修正后的三费占比，将 2018-2019 年从管理费用中剔除的研发费用重新计入），28 个大类行业中约有 19 个行业三费占比呈上升迹象。将费用占比提升幅度按行业从高到低依次排序来看，分别为综合、轻工制造、休闲服务、计算机、汽车、医药生物、通信等，可能来说，多数都属于新兴产业；而如果细究上述行业费用提升的原因，梳理来看，以计算机、通信为代表的高科技行业，代表着支撑未来增长的研发费用增长是费用增长的重要来源。

比较来看，费用占比提升较小甚至下滑的行业主要集中在采掘、建材、农林牧渔、食品饮料、纺织服装等传统消费行业，这类行业经过长期发展，行业竞争格局和需求群体相对稳固，因此费用成本控制更趋优化。

图 8：2017-2019 年行业费用占比变化

行业	三费占比 2017年	三费占比 2018年	三费占比 2019年	三费占比 迷你图	销售费用 占收入比 2017年	销售费用 占收入比 2018年	销售费用 占收入比 2019年	管理费用 占收入比 2017年	管理费用 占收入比 2018年 (修正研 发)	管理费用 占收入比 2019年 (修正研 发)	财务费用 占收入比 2017年	财务费用 占收入比 2018年	财务费用 占收入比 2019年
休闲服务	29.20	30.94	33.58		18.80	20.87	24.06	9.09	8.77	8.48	1.32	1.30	1.04
银行	28.27	27.75	28.59					28.27	27.75	28.59			
医药生物	23.09	25.41	25.16		15.01	16.99	16.42	7.02	7.31	7.55	1.05	1.11	1.18
非银金融	26.21	25.91	24.56		2.12	2.97	2.14	15.30	15.19	15.34	8.80	7.75	7.08
计算机	19.52	20.96	22.31		6.86	7.07	7.80	11.83	12.85	13.57	0.83	1.05	0.93
通信	18.52	19.27	20.03		9.27	8.56	8.31	7.85	10.11	10.85	1.40	0.61	0.88
食品饮料	20.72	19.71	19.81		14.82	14.28	14.26	5.94	5.64	5.78	-0.04	-0.21	-0.23
纺织服装	20.13	21.74	19.46		12.30	13.73	11.92	6.25	6.82	6.40	1.57	1.19	1.14
传媒	17.31	17.72	18.21		7.75	7.69	8.42	8.93	9.16	8.92	0.62	0.87	0.87
家用电器	17.42	17.11	17.59		11.06	10.61	11.32	5.76	6.44	6.43	0.61	0.05	-0.17
轻工制造	14.55	15.75	17.09		6.59	6.95	7.51	5.66	6.36	7.00	2.31	2.44	2.58
机械设备	15.89	16.04	17.01		5.07	5.10	5.63	9.15	9.61	10.21	1.67	1.34	1.17
电气设备	15.18	15.98	15.47		5.00	5.20	5.12	8.46	9.01	8.74	1.72	1.77	1.62
综合	6.89	7.03	14.48		1.93	2.01	4.50	3.36	3.38	6.33	1.60	1.63	3.65
汽车	11.12	12.18	12.34		5.34	5.46	5.20	5.23	6.18	6.53	0.55	0.54	0.61
建筑材料	14.03	12.17	12.24		4.93	4.42	4.26	6.77	6.17	6.47	2.33	1.58	1.51
公用事业	11.57	11.83	11.93		1.02	1.09	1.00	3.74	3.86	4.07	6.82	6.89	6.86
国防军工	11.49	10.95	11.82		1.25	1.28	1.63	8.74	9.29	9.93	1.50	0.38	0.26
商业贸易	10.66	11.14	11.26		7.18	7.20	7.45	2.84	3.12	2.93	0.65	0.81	0.89
电子	14.09	10.79	11.20		3.79	2.53	2.67	8.62	7.17	7.50	1.68	1.09	1.04
农林牧渔	11.09	11.48	10.43		4.11	4.18	3.61	5.57	5.76	5.67	1.41	1.54	1.16
房地产	9.36	9.76	9.64		2.79	2.97	3.05	4.13	4.15	4.02	2.44	2.64	2.57
采掘	9.44	8.63	8.53		3.14	2.88	2.91	4.61	4.37	4.09	1.70	1.38	1.52
化工	7.67	7.06	7.42		2.85	2.62	2.77	4.04	3.78	3.69	0.77	0.66	0.95
交通运输	6.76	8.01	7.19		2.02	2.10	1.93	3.29	3.25	3.00	1.45	2.66	2.26
钢铁	5.97	6.44	6.42		1.56	1.56	1.57	2.73	3.16	3.58	1.69	1.71	1.27
建筑装饰	6.01	6.46	6.21		0.55	0.59	0.54	4.31	4.63	4.75	1.15	1.24	0.92
有色金属	5.92	6.11	5.87		0.99	1.02	0.91	3.05	3.21	3.22	1.88	1.88	1.74

资料来源：Wind，华金证券研究所

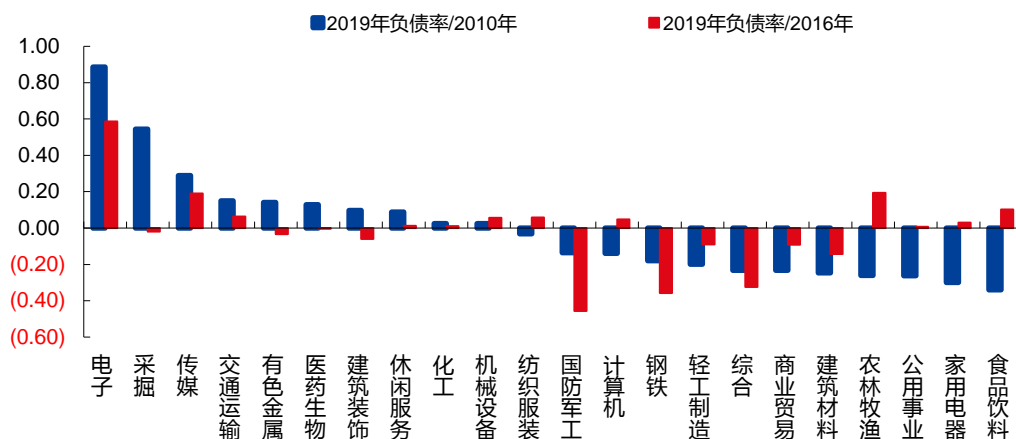
（三）财务杠杆率提升：快速成长行业更易形成良性共振

2020Q1 全部 A 股负债占归属于母公司权益比重为 5.79%，较 2019Q1 同比提升 2.9%；当期杠杆率的提升主要是受到疫情影响，公司融资需求增加。其中，分交易板块来看，创业板、中小板为代表的小市值上市公司负债杠杆率提升更为明显，可能与疫情之下上市公司承受的经营及流动性压力有关；分行业来看，杠杆率的变化与疫情之间的关系更为凸显，2020Q1 负债率提升最高的行业依次为建筑材料、纺织服装、传媒、商业贸易等，均是受疫情影响相对显著的行业。

如果从长期来看行业财务杠杆率的变化，2010-2019 年，多数行业的杠杆率是呈下降的；剔除金融和房地产等重资本行业，25 个行业中有 15 个行业 2019 年财务杠杆率相比较 2010 年是有所下降的。比较来看，可能有以下几个特征：1）食品饮料、家电、农林牧渔等传统消费板块杠杆率呈下降；2）电子、传媒等处于行业快速成长周期的板块杠杆率呈上升；3）2009-2015 年间，我国企业端和居民端都处于快速加杠杆周期，以采掘、交运、有色等为代表的周期性行业，跟随加杠杆。

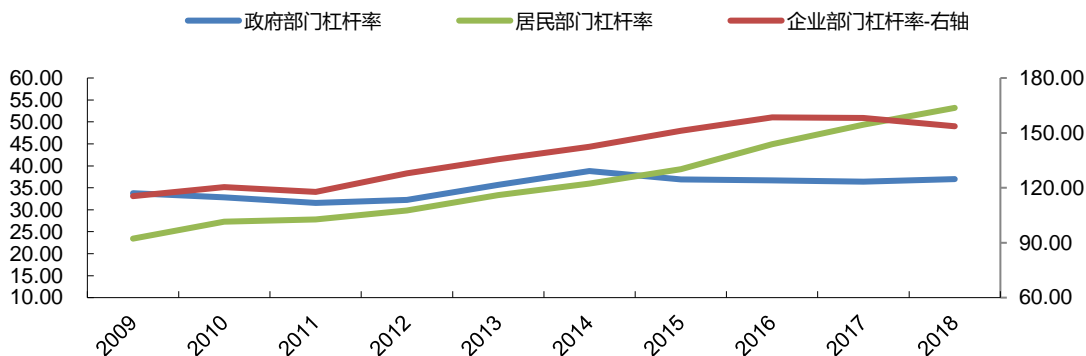
但财务杠杆率是把双刃剑，作为行业业绩的放大器，结合行业毛利率的变化趋势，处于快速成长周期的行业更容易形成财务杠杆率和行业净利率的共振，实现更高的 ROE 提升。

图 9：2019 年比较 2010 年行业财务杠杆率变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 10：2009-2015 年我国政府、居民和企业部门以加杠杆为主



资料来源：Wind，华金证券研究所

三、建议关注兼具业绩稳定性和成长性的科技消费融合板块

（一）结合短期和长期业绩考虑，科技消费融合或是重点

站在我们当下时间，短期看全球疫情防控依旧存在较大不确定，常态化疫情防控可能将持续一段时间；而长期来说，我国早已经明确科技创新推进经济转型升级的发展方向。因此，仅从业绩角度，结合短期抗风险能力和长期提升 ROE 潜力进行综合考虑，我们倾向于认为，可能科技消费融合的板块及板块个股，或具备比较优势。

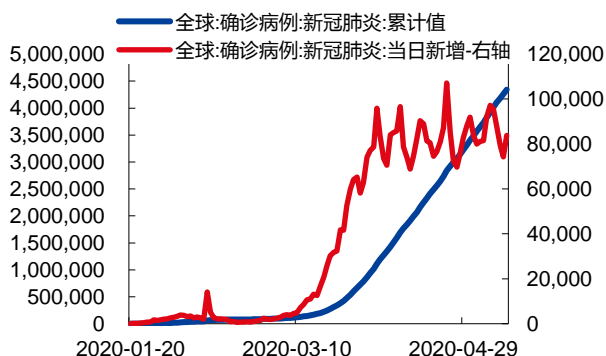
➤ 短期全球疫情防控依旧还有很大不确定性，必选消费抗风险能力依旧值得重视

虽然我国新冠疫情已经得到控制，各行业复工复产已经基本实现常态，但当前我们依旧处于相对复杂的经济环境之下，未来疫情和经济的不确定风险依旧较高。根据 2020 年 5 月 6 日政治局常委会上的最新定调，“境外疫情扩散蔓延势头并没有得到有效遏制，国内个别地区出现聚集

性疫情，新冠肺炎疫情还有很大不确定性”；而在此前 4 月的政治局常委会上，已经明确要“抓紧抓实抓细常态化疫情防控”，即可能在未来一段时间内，在全球新增病例并未出现明显减少的背景下，可能疫情防控依旧会贯穿并影响我们正常的经济和生活。

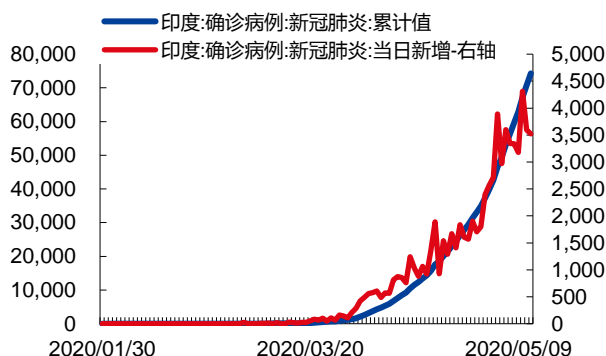
结合我们此前对于 2020Q1 上市行业业绩的分析，短期在全球疫情依旧充满着许多不确定性风险的前提下，必选消费板块预计依旧会有相对确定的比较优势。尤其是海外需求预期依旧较为悲观的背景下，我国的消费实力将被寄予更多期待；5 月 13 日，联合国贸易和发展会议称，今年第一季度的商品贸易被认为环比下跌 3%，而第二季度的商品贸易将进一步下跌 26.9%。

图 11：全球新增日确诊病例持续高位区间波动，向下拐点未现



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 12：印度日新增病例短期冲高，未来疫情走向充满不确定性



资料来源：Wind，华金证券研究所

- 长期来看，科技创新推动我国经济转型升级是我国下一阶段的发展重点，科技板块 ROE 具备继续向上提升潜力

党的十八大提出实施创新驱动发展战略，强调科技创新是提高社会生产力和综合国力的战略支撑，必须摆在国家发展全局的核心位置。2016 年 5 月 19 日，国务院印发《国家创新驱动发展战略纲要》，明确“创新驱动是国家命运所系、创新驱动是世界大势所趋、创新驱动是发展形势所迫；让创新成为引领发展的第一动力，科技创新与制度创新、管理创新、商业模式创新、业态创新和文化创新相结合，推动发展方式向依靠持续的知识积累、技术进步和劳动力素质提升转变，促进经济向形态更高级、分工更精细、结构更合理的阶段演进。”同月，总书记在全国科技创新大会、两院院士大会、中国科协第九次全国代表大会发表重要讲话，进一步明确科技强国战略：“科技兴则民族兴，科技强则国家强。在我国发展新的历史起点上，要把科技创新摆在更加重要位置。科技是国之利器，国家赖之以强，企业赖之以赢，人民生活赖之以好。”

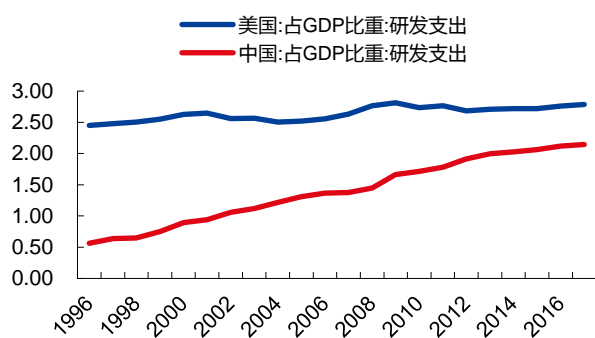
资本市场落实创新驱动和科技强国战略，对于科技创新企业的上市发展也给予更多包容和支持。2018 年 11 月，科创板被宣布设立，证监会补齐资本市场服务科技创新的短板，在盈利状况、股权结构等方面做出更为妥善的差异化安排，增强对创新企业的包容性和适应性。2020 年 4 月，创业板注册制试点征求意见落地，由深交所制定更为多元包容的上市条件，服务成长型创新创业企业，支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合。

加快推进新型基础设施建设，夯实科技创新的基础。2020 年 3 月，中共中央政治局常务委员会召开会议提出，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。4 月，发改委明确新型

基础设施主要包括三方面内容：一是信息基础设施，主要指基于新一代信息技术演化生成的基础设施，比如，以 5G、物联网、工业互联网、卫星互联网为代表的通信网络基础设施，以人工智能、云计算、区块链等为代表的新技术基础设施，以数据中心、智能计算中心为代表的算力基础设施等；二是融合基础设施，主要指深度应用互联网、大数据、人工智能等技术，支撑传统基础设施转型升级，进而形成的融合基础设施，比如，智能交通基础设施、智慧能源基础设施等；三是创新基础设施，主要指支撑科学研究、技术开发、产品研制的具有公益属性的基础设施，比如，重大科技基础设施、科教基础设施、产业技术创新基础设施等。

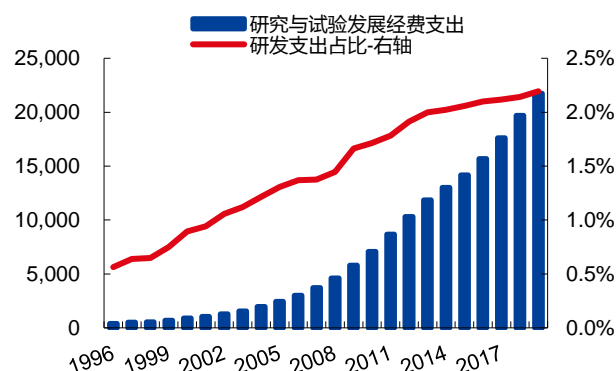
从我国和美国研发投入对比来看，我国与美国的差距正逐渐缩小。比较世界银行发布的我国和美国研发支出占 GDP 比重：1996 年，我国研发支出占 GDP 比重仅 0.6%，同期美国研发支出占 GDP 比重达到 2.45%，我国与美国在研发投入的差距十分显著；而截至到 2017 年，我国研发支出占 GDP 比重达到 2.15%，同期美国研发支出占 GDP 比重达到 2.75%，我国与美国在研发投入上的差距已经大幅缩小。从当前我国研发投入来看，2019 年，我国年投入研究与试验发展经费支出达到 2.17 万亿，其中，政府投入的研究经费支出约 4000 亿。

图 13：中美研发支出对比



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 14：我国研发支出及占 GDP 比重（亿元）



资料来源: Wind, 华金证券研究所

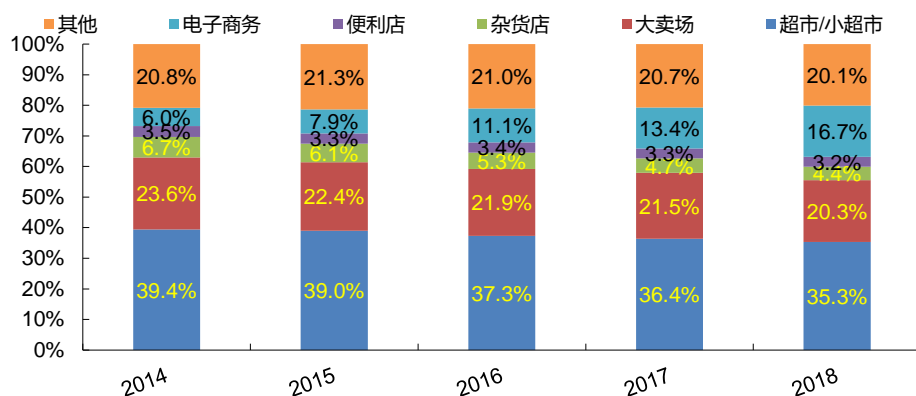
➤ 综合考量短期抗风险和长期经济转型升级方向，科技消费融合板块可能易达成共识

简言之，综合长期和短期因素的考虑，我们倾向于认为，“以科技为名，行消费之事”可能是今年需要持续关注的重点。具体来看，可能主要包括两个重要方向，即消费线上化和消费商品智能化。

1) 消费线上化

消费线上化在过去几年里持续推进，根据凯度数据，2014 年至 2018 年，除便利店主打线下便捷外，其余线下渠道市场份额均受电商渠道明显冲击，整体消费流量向更具效率的线上渠道转移。而在新冠疫情期间，疫情促使了供给端创新零售新模式以更好地服务消费者，并在需求端强化了消费者线上购买的习惯；可以预见，后疫情时期，线上线下的融合速度必将加速。同时，近期发生的广交会线上举办和政府高层、央视主播现身直播带货等现象级事件，也将有助于消费线上化的加速认知和加速渗透。

图 15：快速消费品城镇零售渠道销售占比



资料来源：凯度，贝恩，华金证券研究所

表 4：建议关注的消费线上化相关主题上市公司一览

主题分类	证券代码	证券简称	总市值	2019 净利润	2019 年 ROE	2020Q1 收入增速	2020Q1 净利润增速
电商代运营	300792.SZ	壹网壹创	116.79	2.19	17.14	-7.81	46.09
	603808.SH	歌力思	7.71	3.57	19.06	-34.11	173.26
	603839.SH	安正时尚	17.25	3.03	10.77	2.91	-23.85
电商相关	300785.SZ	值得买	85.99	1.19	15.85	22.42	4.65
网红经济相关	600556.SH	天下秀	100.67	2.59	26.84	55.28	45.41
	002397.SZ	梦洁股份	75.65	0.85	4.44	-34.63	-46.63
	002291.SZ	星期六	199.40	1.50	4.47	-21.35	-330.15
线上品牌相关	300783.SZ	三只松鼠	189.24	2.39	12.60	19.00	-24.58
	603719.SH	良品铺子	88.61	3.40	24.04	4.16	-19.43
	603605.SH	珀莱雅	81.30	3.93	19.35	-5.25	-14.72
	603983.SH	丸美股份	66.31	5.15	19.28	1.53	-1.14
	002127.SZ	南极电商	32.41	12.06	24.82	-18.51	5.28
到家业务	601933.SH	永辉超市	48.30	15.64	7.78	31.57	39.47

资料来源：Wind，华金证券研究所

2) 消费商品智能化

消费产品智能化正在成为一个趋势。根据 IDC 发布的《IDC 中国智能家居设备市场季度跟踪报告》，2018 年中国智能家居市场累计出货近 1.5 亿台，同比增长 36.7%；预计未来五年中国智能家居设备市场将持续快速增长，2023 年市场规模将接近 5 亿台。

表 5：建议关注的消费商品智能化相关主题上市公司一览

主题分类	证券代码	证券简称	总市值	2019 净利润	2019 年 ROE	2020Q1 收入增速	2020Q1 净利润增速
智能小家电	002959.SZ	小熊电器	45.95	2.68	16.11	17.32	83.66
	688169.SH	石头科技	32.20	7.83	52.73	-29.48	-7.94
	603486.SH	科沃斯	132.03	1.21	4.87	-22.84	-42.56
	000333.SZ	美的集团	17.66	242.11	23.81	-22.86	-21.51

人工智能	002241.SZ	歌尔股份	49.57	12.81	7.95	13.47	44.73
	002230.SZ	科大讯飞	127.78	8.19	7.17	-28.06	-229.02
智能家居	603848.SH	好太太	21.00	2.79	19.07	-53.62	-61.29
智能穿戴	300562.SZ	乐心医疗	99.12	0.31	5.47	2.14	104.60
	300496.SZ	中科达	100.37	2.38	12.40	32.02	32.35
智能汽车	002036.SZ	联创电子	42.50	2.67	11.59	-6.69	-40.40
	002151.SZ	北斗星通	-24.47	-6.51	-20.11	19.34	225.92
	002970.SZ	锐明技术	51.07	1.95	14.12	-13.79	-7.82

资料来源: Wind, 华金证券研究所

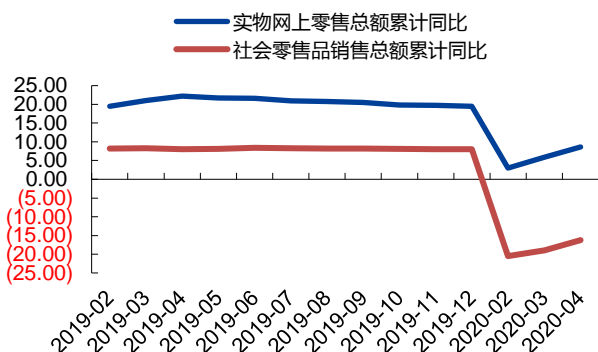
(二) 科技消费融合作为我国经济发展新动能正得到验证

从统计局和微观层面公开的数据前瞻判断来看,科技消费融合正成长为疫情期间和后疫情时期支撑我国经济发展韧性的新动能。

1、疫情期间和后疫情时期线上消费都表现的更有韧性和更为活跃

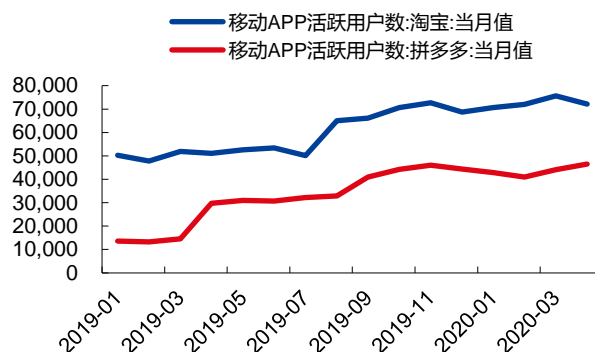
以淘宝和拼多多为代表的购物 APP 活跃用户数持续扩张,无论疫情前、疫情中、或疫情后,线上消费活动较线下都表现的更有韧性和更为活跃。1) 疫情期间来看,实物线上消费在我国经济活动基本暂停背景下,依旧坚强地实现了正增长,发展韧性展露无遗。同时比较来看, 2019 年期间,实物网上零售累计同比增速较社零增速平均高出约 12 个百分点;但在 2020 年疫情期间,网上零售增速较社零增速高出了 24 个百分点,疫情期间线上消费渗透速度大幅增长。2) 后疫情时期,2020 年 3-4 月,在全国绝大多数地区社会工作生活逐渐恢复正常,且线下商场和店铺也纷纷恢复运营,消费线上化的渗透依旧在续进行,可以看到 3-4 月网上零售增速较社零增速同比超越幅度较疫情期间依旧略有扩张。

图 16: 网上零售同比增速显著快于社零整体增速



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 17: 主要购物 APP 活跃用户数依旧保持扩张迹象



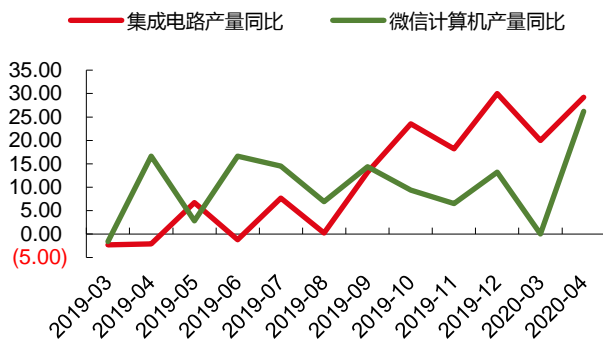
资料来源: Wind, 华金证券研究所

2、疫情期间和后疫情时期智能产品产销量都继续保持扩张

首先,从产量端来看,智能产品的产量保持持续扩张。根据统计局发布的工业产品产量数据,2020 年疫情期间和后疫情时期,以集成电路、微型计算机设备等为代表的智能工业产品产量,产量增速总体是要好于其他品类产品;其中,4 月份,集成电路、微型计算机设备等产品产量同

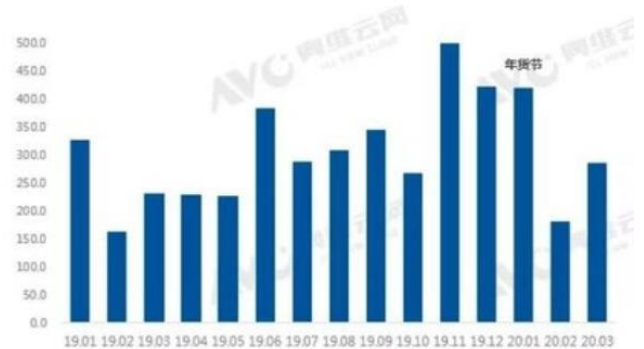
比增幅均在 20%以上。其次，从销售端来看，疫情期间和后疫情时期，智能化的消费升级都是持续在进行的；2020Q1，在我国受到疫情冲击最为明显的时间内，以智能家居产品的代表品类智能音箱来看，奥维数据显示当期我国智能音箱销量 884.4 万台，同比增长 23%；而在五一期间，根据商务部发布的数据显示，绿色、智能、健康类的商品销售红火，一些电商平台除菌冰箱、净水器等商品销售同比增长 3 倍以上。

图 18：疫情期间智能产品产量继续保持扩张趋势



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 19：智能音箱产品销量在 2020 年 2-3 月疫情期间保持同比增长



资料来源：奥维云网，玩物说网站，华金证券研究所

四、风险提示

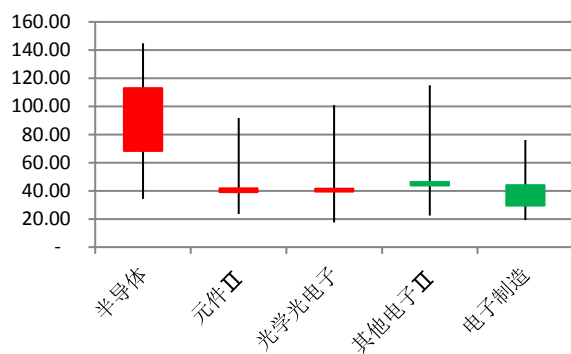
（一）科技消费板块估值相对较高风险

坚守科技消费板块，其中一个重要的风险点就是科技消费板块整体估值和热点细分行业估值目前并不便宜；同时，科技消费龙头代表板块与其他传统板块的估值裂口也已经接近过去多年来的历史最大值；假设未来科技消费板块的业绩预期出现波动，估值也势必存在下降风险。

➤ 时间空间角度来看，部分科技消费热点细分板块均处于过去 10 年历史估值高位

以半导体、白酒两个科技消费代表板块来看，其估值虽然还未达到 2010 年至今的估值最高点，但差距已经不远；其中，半导体和白酒细分行业距离历史最高点仅 22%，即估值向上空间相对有限。同时，假设考虑过去 10 年估值在当前估值之上的时间占比，半导体仅有 3.2% 的时间估值高于当前值、生物制品仅有 4.8% 的时间估值高于当前值、白酒也仅有 15% 的时间估值高于当前值。

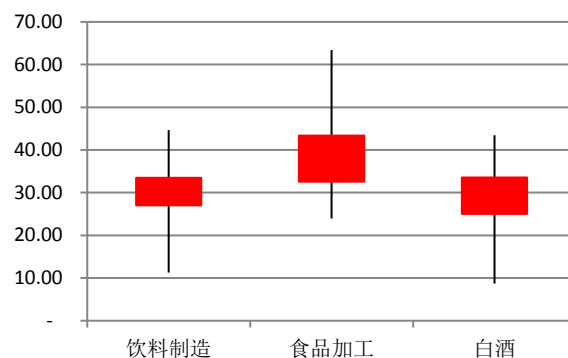
图 20：电子各细分板块 2010-2020 年估值区位



资料来源：Wind，华金证券研究所

备注：K 线图的高点、低点分别对应于 2010 年至今的板块 PE 估值（剔除负值）最高点和最低点；K 线图上下两条边界分别对应于当前值和历史中值，较历史中值高为红柱，否则为绿柱。

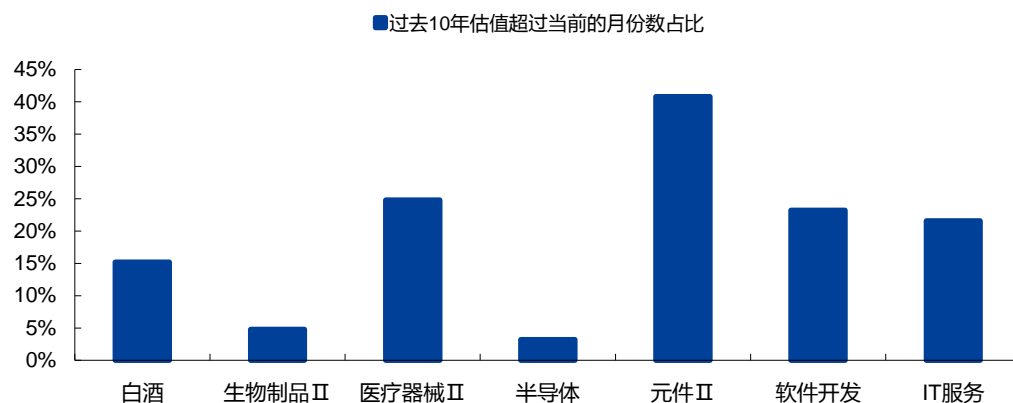
图 21：食品饮料各细分板块 2010-2020 年估值区位



资料来源：Wind，华金证券研究所

备注：K 线图的高点、低点分别对应于 2010 年至今的板块 PE 估值（剔除负值）最高点和最低点；K 线图上下两条边界分别对应于当前值和历史中值，较历史中值高为红柱，否则为绿柱。

图 22：科技消费热点细分板块过去 10 年估值超过当前的月份数量占比

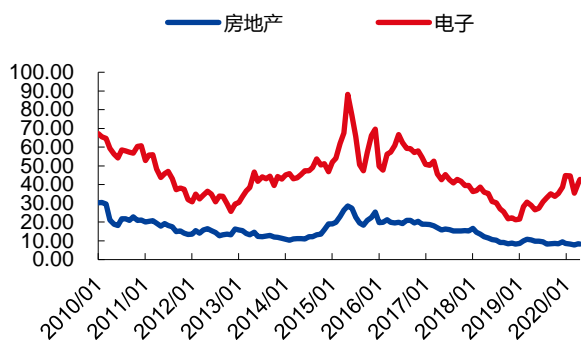


资料来源：Wind，华金证券研究所

➤ 科技消费代表板块与传统板块的估值裂口已经逐渐接近过去 10 年的历史最大区间

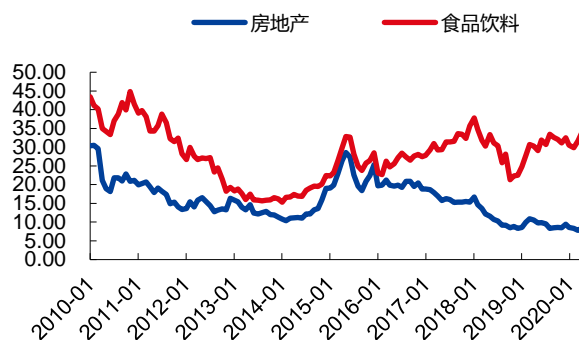
假设分别选择电子和食品饮料两个在过去 2 年最受关注的子板块作为科技板块和消费板块的代表行业，将其与房地产为代表的传统行业估值进行对比，可以看到，科技消费其与传统行业估值裂口已经接近甚至逐渐达到过去 10 年的最高水平。

图 23：电子与房地产板块估值裂口已经达到 2015 年初水平



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 24：食品饮料与房地产板块估值裂口已经达到历史最大区间



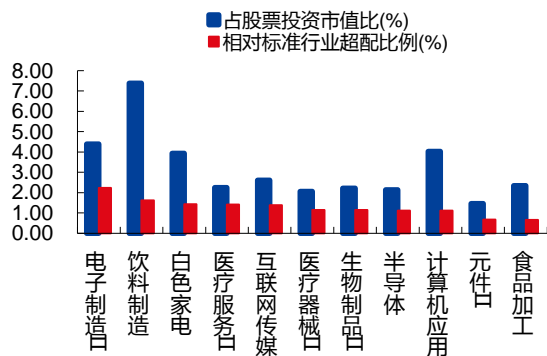
资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）市场持股集中度相对较高风险

从国内公募基金持股结构来看，目前在科技和消费板块的持股集中度是较高的；首先，以 2019 年年报基金持股数据来看，超配前 11 位的行业分别为电子制造、饮料制造、白色家电、医疗服务、互联网传媒、医疗器械、生物制药、半导体、计算机应用、元件、食品加工等，全部属于科技和消费板块；其中，超配的前 11 位的行业合计持股市值占总持股市值约 35%，超配比例达到 14 个百分点。其次，以 2020Q1 基金新入行业来看，主要加仓方向在半导体、铁路运输和通信设备，基金新增资金流入更趋向集中于科技板块。

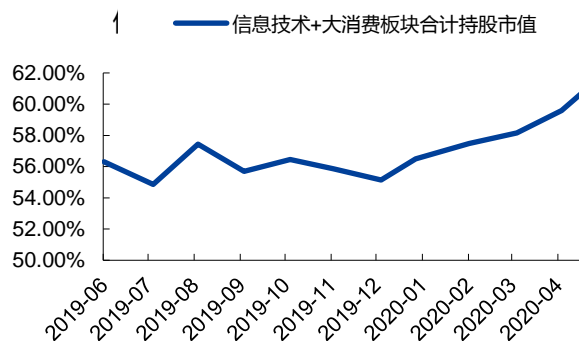
从外资持股变化来看，自 2019 年 6 月，外资持续增加在科技消费板块的投资，在科技消费板块合计持股市值呈逐渐走高趋势，目前外资在科技消费合计持仓市值占总投资比重超过 6 成。

图 25：2019 年报基金主要超配行业情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 26：2019 年中至今外资科技消费合计持股比重逐渐上升



资料来源：Wind，华金证券研究所

备注：信息技术+大消费板块，共包括信息技术、可选消费、必选消费和医疗保健四大板块

（三）美国对我国科技产业狙击加剧

近两年来，伴随我国在 5G、人工智能等新科技领域逐渐掌握技术主动权的背景下，美国感觉自身的科技实力受到了挑战，对我国科技产业狙击也逐渐趋向加剧。而其中，华为作为我国

5G 领域的代表龙头企业，2020 年 5 月 15 日，就再次遭遇美国禁令升级，限制出口范围从美国企业扩展到使用了美国技术/软件的海外公司。虽然我们倾向于认为美国对我国科技产业狙击加剧，将进一步加快我国自主可控产业链的培育和成熟；但客观来看短期业绩，相关产业链的上市公司业绩不可避免或有超预期波动风险。

分析师声明

谭志勇、李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn