

时代硬科技，世代新消费

分析师：陈龙

执业证书编号：S0740519040002

Email: chenlong@r.qlzq.com.cn

分析师：王仕进

执业证书编号：S0740519020001

Email: wangsj@r.qlzq.com.cn

分析师：徐驰

执业证书编号：S0740519080003

Email: xuchi@r.qlzq.com.cn

研究助理：卫辛

Email: weixin@r.qlzq.com.cn

研究助理：张文宇

Email: zhangwy@r.qlzq.com.cn

相关报告

投资观点

核心结论：

2020 年权益市场具备明显的结构性行情，宽松流动性预期和深化改革带来的风险偏好的进一步回暖仍然是 2020 年权益市场的主旋律。结构上，积极关注时代硬科技和世代新消费。

2020 年，全球宏观经济将延续 2019 年的态势，仍然处于向下周期。而造成该趋势的原因在于全球贸易体系受到冲击，使得产业链上的各个国家都在寻求转型，是否每个国家都可以转型成功，仍然有待观察，但此前看不到全球经济有触底回暖的迹象。达成协议有助于缓解全球下行趋势，但很难改变这种趋势，况且能否达成协议仍然有待进一步观察。

2020 年，我国宏观经济顺应全球经济总基调，仍然处于趋势下行的通道之内，基建投资的不断发力以及落实地产的“因城施策”可以缓解经济下行的趋势，但想改变这种趋势难度不小。有效需求不足且不断扩大的情况下，看不到通胀水平的全面回升。肉类价格的结构性冲击，对物价的影响是短暂的、结构性的，随着该冲击的消退，“通胀威胁”也就不复存在。由此得出简单结论：积极的财政政策和稳健的货币政策总基调在 2020 年不会发生变化。

2020 年是深化改革的关键之年。随着十三五规划的结项和十四五规划的开启，以及十八大提及的 2020 年实现两个“翻一番”目标的靠近，2020 年深化改革将是关键一年。预计在重大事项和关键领域的改革将会有实质性的突破。我们认为，与科技创新相关的硬科技领域预计能够得到政策上的鼎力支持。

结合上述的判断，我们认为在宏观经济趋势下行背景下，流动性宽松预期和深化改革带来的风险偏好提升是 2020 年权益市场的主旋律。能否演变为全面牛市，需要观察两个指标：其一，是否可以看到宏观需求的拐点性向上；其二，是否可以看到利率水平的系统性下台阶且继续大幅下行；而这两个指标是构成上市公司非金融企业盈利增速是否能够拐点向上。我们的基准假设是：2020 年不会出现这两个指标的好转，也就意味着 2020 年非金融上市公司整体业绩增速不会出现好转。全面牛市仍需等待。

结构性行情需要选择结构性机会的板块和公司。综合上述判断，我们选择时代硬科技和世代新消费两大领域作为 2020 年超配的方向。

时代硬科技是指人工智能、航空航天、新一代信息技术、芯片、新能源、新材料、生物技术和智能制造。2020 年我们选择新一代信息技术领域的 5G 后端产业链（消费电子产业链、物联网、车联网、工业互联网、云计算及 IDC 等），自主可控领域（半导体、计算机软硬件），新能源汽车产业链，区块链等。

世代新消费是指符合 95、00 后小镇青年消费属性和消费习惯的新型消费品。根据本报告的深度研究，小镇青年的个性化消费特征明显：更加的文

化自信（偏好国产品）、获取信息渠道主要来自社交化平台和游戏平台、更加相信行业领袖和明星推荐的产品、为“我所爱”的产品买单（消费冲动和负债消费能力很强）。综合以上特征，我们推荐世代新消费的五块板块：化妆品、宠物经济、个性化小家电、5G 云游戏和 VR 影视。

主题投资领域，我们进一步关注深化改革的几个方面。通过总结，2020 年主题投资值得投资者给高度重视，主要在四个领域进行发力：国企改革（深圳、上海、沈阳等国企）、军品市场化定价（国防军工行业）、金融供给侧改革（龙头券商和金融 IT、区块链金融等）、区域经济发展（上海自贸区新片区和深圳先行示范区的重磅政策落地）。

风险提示：经济增速不及预期风险。国内经济去杠杆，同时与美国贸易谈判，都有可能引发国内经济需求不及预期的风险。

内容目录

内容目录.....	- 3 -
图表目录.....	- 4 -
时代硬科技，世代新消费	- 7 -
一、2019 年市场回顾.....	- 7 -
1.1 2019 年权益市场表现亮眼.....	- 7 -
1.2 A 股的估值水平合理偏低	- 7 -
1.3 估值偏低的背后是分化严重	- 8 -
1.4 市场的驱动力拆分	- 9 -
1.6 企业盈利企稳的条件	- 9 -
二、2020 年国内外宏观、政策等背景	- 12 -
2.1 全球流动性仍然处于宽松趋势	- 12 -
2.2 2020 年多个时间表倒逼下的“改革破局”.....	- 14 -
2.3 未来 5 年，A 股市场是全球最好的资产	- 16 -
三、行业配置方向：硬科技+世代新消费	- 17 -
3.1 行业配置建议：硬科技+世代新消费	- 17 -
3.2 为什么要选择硬科技？	- 18 -
3.21 为什么投资者对硬科技的配置没有像消费股那么坚定？	- 19 -
3.22 科技股该如何投资？	- 22 -
3.23 如何给科技股估值？	- 25 -
3.24 2020 年科技股投资方向：区块链.....	- 27 -
3.24 2020 年科技股投资方向：自主可控.....	- 29 -
3.26 2020 年科技股投资方向：5G 后周期产业	- 31 -
3.27 各大机构买了哪些硬科技的股票？	- 32 -
3.3 为什么要选择世代新消费？	- 34 -
3.31 新消费该如何投资？	- 35 -
3.32 2020 年世代新消费的投资方向：化妆品.....	- 39 -
3.33 2020 年世代新消费的投资方向：宠物	- 39 -
3.33 2020 年世代新消费的投资方向：小家电.....	- 40 -
3.34 2020 年世代新消费的投资方向：5G 云游戏、影视.....	- 40 -
3.35 各大机构买了哪些消费股？	- 41 -
四、主题投资	- 43 -
4.1 国企改革：财政压力倒逼国企改革实质落地进度加速.....	- 43 -
4.2 核心军品：市场化定价及科研院所资产注入下的利润修复	- 44 -
4.3 金融供给侧改革：龙头券商及金融 IT 企业有望受益.....	- 45 -
4.4 区域经济开放：上海自贸区片区、深圳先行示范区	- 46 -

图表目录

图表 1: 2019 年全球主要资产的变化（截至 2019/11/26）	- 7 -
图表 2: 全球主要股指 PB 水平（截至 2019/11/29）	- 8 -
图表 3: A 股各行业估值分化程度	- 8 -
图表 4: 2005~2019 年市场核心驱动力	- 9 -
图表 5: 美国 GDP 增速与企业利润增速	- 10 -
图表 6: 美国：国债收益率：10 年	- 10 -
图表 7: 中债国债到期收益率	- 10 -
图表 8: GDP 增速与企业利润增速	- 10 -
图表 9: 资产负债表解耦股的变化：资产端	- 11 -
图表 10: 资产负债表解耦股的变化：负债端	- 11 -
图表 11: 盈利能力的变化	- 12 -
图表 12: 2020 年美联储降息可能性较低	- 13 -
图表 13: 欧央行宣布新一轮 QE 进入“负利率”时代	- 13 -
图表 14: 十年期国债收益率处于持续下行通道	- 13 -
图表 15: 2015 年至今债券违约规模不断攀升	- 13 -
图表 16: 食品通胀是结构性问题	- 14 -
图表 17: 食品价格上涨对货币政策表述的影响	- 14 -
图表 18: 2020 年是多个时间表倒逼下的“改革破局”	- 14 -
图表 19: 多项改革为主线赋能	- 15 -
图表 20: 目前仍需加强的内容（十八届三中全会）	- 15 -
图表 21: 从十九届四中全会新表述看 2020 年“十四五规划”的方向	- 16 -
图表 22: 各年份主要市场的权益市值/GDP 的比例	- 16 -
图表 23: 截止到 2018 年主要国家股票、债券、地产名义总市值（万亿美元）	- 17 -
图表 24: 硬科技八大领域	- 18 -
图表 25: 世代新消费崛起下的细分行业	- 18 -
图表 26: 硬科技的八大领域	- 19 -
图表 27: 硬科技的内涵解读	- 19 -
图表 28: 中美科技类公司研发投入情况	- 19 -
图表 29: 中国科技类公司研发销售费用的对比情况	- 19 -
图表 30: 主要科技行业产业链上市公司	- 20 -
图表 31: 中美科技类细分行业洗牌速度	- 21 -
图表 32: 北向资金累计持股变动（%）	- 21 -

图表 33: A 股科技类行业公募基金持仓变化 (%)	21 -
图表 34: 今年科技行业减持规模靠前(亿元)	22 -
图表 35: 历年 A 股科技类行业减持变化 (亿元)	22 -
图表 36: 2018 年新兴技术成熟度曲线	22 -
图表 37: 2019 年新兴技术成熟度曲线	22 -
图表 38: 频次高于 10 的新兴技术演变历程	23 -
图表 39: 中国目前部分有待完善的技术	24 -
图表 40: 最近十年股票表现表现排名前十的科技类指数	24 -
图表 41: 半导体投资增速	25 -
图表 42: 半导体行业超额收益	25 -
图表 43: 科技龙头和消费龙头的 PE 估值	26 -
图表 44: 科技龙头和消费龙头的 PB 估值	26 -
图表 45: 国内科技龙头公司经研发支出调整后 PE (2015-2019)	26 -
图表 46: 科技类细分行业常见估值方法汇总	27 -
图表 47: 科技类行业不同生命周期估值方法差异	27 -
图表 48: 区块链的应用	28 -
图表 49: 区块链标的筛选	28 -
图表 50: 国家大基金一期投资领域	29 -
图表 51: 半导体关注股票 (部分)	30 -
图表 52: 物联网时代的计算机软硬件发展趋势	30 -
图表 53: 半导体关注股票 (部分)	31 -
图表 54: 5G 通信技术发展阶段及对应产业链关键环节	32 -
图表 55: 5G 产业链相关股票池 (部分)	32 -
图表 56: 公募基金今年增持市值最多的科技股	33 -
图表 57: 公募基金持有市值最多的科技股	33 -
图表 58: 外资今年增持市值最多的科技股	33 -
图表 59: 外资持有市值最多的科技股	33 -
图表 60: 保险今年增持市值最多的科技股	34 -
图表 61: 保险持有市值最多的科技股	34 -
图表 62: 不同世代群体的消费特征	34 -
图表 63: 日本 1.1 万国际元消费率与投资率拐点形成	35 -
图表 64: 韩国 1.1 万国际元消费率与投资率拐点形成	35 -
图表 65: 中日韩三国人均 GDP 与 “中等收入陷阱” 跨越的时间	36 -
图表 66: 二线中心城市户籍人口增速拐点初现	36 -
图表 67: (非) 户籍人口不同子类消费品水平差异性	36 -

图表 68: 农村地区人均消费支出增速大于城镇, 下沉市场消费潜力凸显	37 -
图表 69: 2018 年全国居民人均消费支出绝对量及增速	37 -
图表 70: 95 后及 00 后更多分布于三线及以下城市	38 -
图表 71: 人均 GNI 走高&出生率下降, 90 后及 95 后享受更多成长红利	38 -
图表 72: 天猫双 11 分年龄段消费者主要消费品类比成交金额占比	38 -
图表 73: 新世代人群的消费特征	39 -
图表 74: 2018 年以来化妆品类零售额在总零售额占比提升	39 -
图表 75: 短视频 KOL 营销投放中, 美容美妆投入比例更高	39 -
图表 76: 生育率低下与老龄化加速背景下, 宠物市场规模不断扩大	40 -
图表 77: 养宠人群中 19-34 岁年龄段人群占比最高	40 -
图表 78: 2012-2020 年小家电市场规模及增速	40 -
图表 79: 养宠人群中 19-34 岁年龄段人群占比最高	40 -
图表 80: 手机端游戏的市场规模快速扩大	41 -
图表 81: 各大科技巨头纷纷推出云游戏服务	41 -
图表 82: 世代新消费受益行业涉及股票池	41 -
图表 83: 公募基金今年增持市值最多的消费股	42 -
图表 84: 公募基金持有市值最多的消费股	42 -
图表 85: 外资今年增持市值最多的消费股	42 -
图表 86: 外资持有市值最多的消费股	42 -
图表 87: 保险今年增持市值最多的消费股	43 -
图表 88: 保险持有市值最多的消费股	43 -
图表 89: 1998 年后的国企“三年脱困”后财政赤字率回落	43 -
图表 90: 2019 年以国有资产收益为代表的非税收入高增长	43 -
图表 91: 管资本为主, 央企集团可以进行更多市场化管理及多种形式激励	44 -
图表 92: 地方国改: 三大国资综合改革试验区或将引领地方“破冰”	44 -
图表 93: 目标 价格管理模式下的军品装备价格	45 -
图表 94: 我国直接融资比重处于国际较低水平	45 -
图表 95: 2003-2018 年中国 A 股市场投资者结构构成估算	45 -
图表 96: 新一轮的区域经济开放“新征程”:	46 -
图表 97: 四大方向股票池	47 -

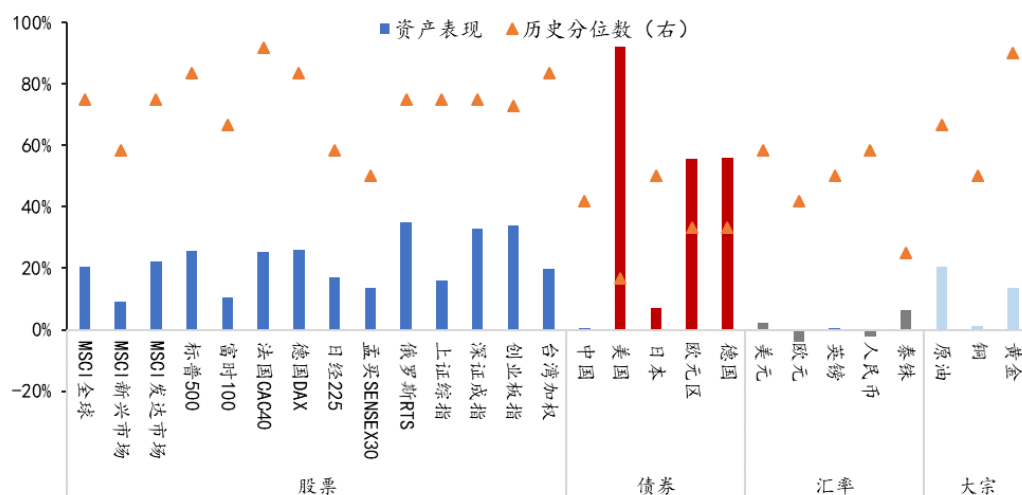
时代硬科技，世代新消费

一、2019 年市场回顾

1.1 2019 年权益市场表现亮眼

从资产表现看，2019 年以来主要资产的收益均为正。其中：（1）股票市场：MSCI 发达国家好于 MSCI 新兴市场国家；（2）债券市场：海外 10Y 国债收益率明显下行，中国 10Y 国债则一波三折，与年初基本持平；（3）汇率市场：美元维持强势，人民币小幅贬值；（4）商品市场：原油先涨后跌，年初至今小幅收涨，黄金 5 月以来一骑绝尘，以铜为代表的工业金属则表现相对低迷。

图表 1：2019 年全球主要资产的变化（截至 2019/11/26）

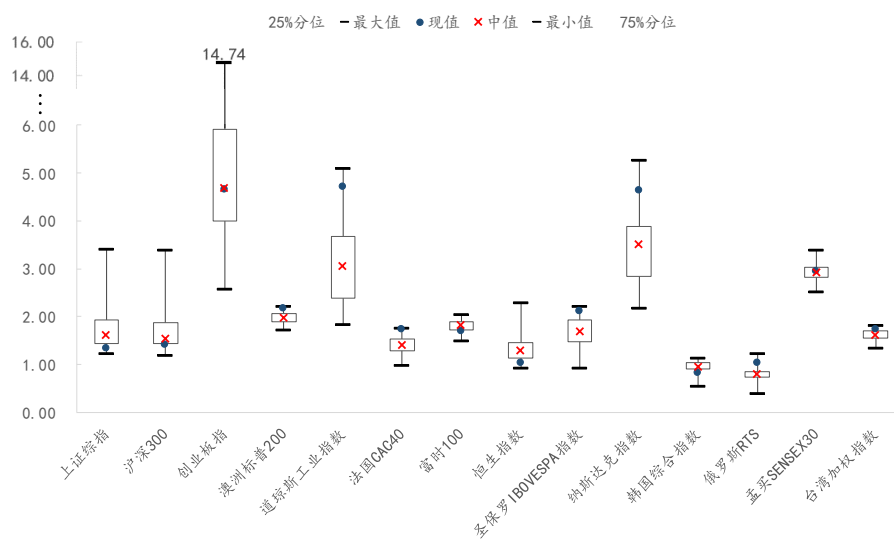


来源：Wind，中泰证券研究所；备注：股票、汇率、商品为涨跌幅，债券为收益率变动。

1.2 A 股的估值水平合理偏低

从国际比较看，A 股的估值吸引力依旧明显。我们比较了最近十年，全球主要指数的 PB 估值水平：A 股的主要指数如上证综指、深证成指、创业板指估值水平均在历史均值以下。美股的三大股指估值水平，均在历史 75% 分位以上；与其他主要市场估值比较，A 股与 H 股仍是全球市场上估值较为便宜的两个市场。

图表 2：全球主要股指 PB 水平（截至 2019/11/29）



来源：Wind, 中泰证券研究所；

1.3 估值偏低的背后是分化严重

A 股不仅估值偏低，而且分化严重。我们分别计算行业与其他行业估值比值，并将该比值的历史分位数同时取均值，按降序排列作为估值分化的刻画，数据显示，目前估值分化程度处于历史较高水平，食品饮料、家电、农林牧渔、通信、电子等行业均相对处于估值过热状态，而建筑、采掘、零售等行业则是严重低迷。

图表 3：A 股各行业估值分化程度

相对PB (行/列)	食品饮料	家用电器	农林牧渔	通信	电子	休闲服务	医药生物	计算机	国防军工	非银金融	纺织服装	交通运输	机械	轻工制造	化工	建筑材料	电气设备	公用事业	汽车	钢铁	有色	传媒	综合	房地产	银行	商业	采掘	建筑	均值
食品饮料	68%	70%	75%	85%	89%	97%	85%	99%	96%	98%	98%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	
家用电器	70%	70%	83%	90%	88%	95%	89%	94%	92%	96%	96%	99%	98%	99%	100%	100%	98%	100%	100%	100%	100%	100%	99%	97%	99%	95%	100%	100%	89%
农林牧渔	29%	30%	75%	90%	84%	94%	87%	92%	95%	90%	100%	99%	99%	99%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	99%	99%	99%	98%	100%	100%	100%	89%
通信	25%	17%	25%	54%	55%	57%	64%	78%	75%	97%	90%	94%	96%	94%	93%	93%	99%	95%	96%	96%	96%	95%	99%	83%	96%	96%	99%	81%	
电子	14%	10%	10%	46%	54%	71%	63%	78%	74%	98%	88%	96%	99%	97%	95%	98%	100%	100%	91%	100%	99%	98%	99%	84%	100%	100%	100%	81%	
休闲服务	10%	12%	15%	45%	46%	56%	60%	79%	82%	95%	90%	97%	95%	99%	98%	97%	99%	98%	94%	100%	97%	96%	98%	86%	96%	96%	99%	79%	
医药生物	3%	5%	6%	43%	29%	44%	48%	71%	63%	88%	73%	84%	87%	92%	85%	90%	93%	97%	83%	98%	97%	96%	93%	77%	96%	94%	99%	72%	
计算机	15%	11%	13%	35%	37%	39%	51%	68%	73%	84%	80%	80%	95%	83%	82%	91%	87%	90%	83%	89%	99%	99%	89%	80%	96%	85%	94%	69%	
国防军工	0%	6%	8%	22%	22%	20%	29%	32%	60%	67%	58%	71%	66%	75%	72%	85%	74%	84%	70%	91%	88%	87%	90%	77%	98%	84%	97%	63%	
非银金融	1%	8%	5%	25%	26%	18%	37%	27%	40%	54%	55%	55%	50%	48%	65%	62%	69%	68%	63%	65%	68%	68%	81%	93%	80%	90%	90%	54%	
纺织服装	1%	1%	1%	3%	2%	5%	12%	16%	33%	46%	59%	58%	54%	62%	76%	63%	77%	74%	68%	71%	88%	93%	80%	75%	92%	84%	95%	51%	
交通运输	1%	1%	0%	10%	11%	10%	27%	20%	42%	45%	41%	56%	44%	47%	66%	59%	70%	61%	74%	60%	71%	70%	86%	78%	87%	95%	93%	50%	

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8326

