2021 年 03 月 19 日

趋势中寻找信仰

——投资策略专题

策略研究团队

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

王汎炜（联系人）
wangkuangwei@kysec.cn
证书编号：S0790120040033

梅锴（联系人）
meikai@kysec.cn
证书编号：S0790120070044

● **共识的形成：2016-2020**

2016 年北上资金流入以来，逐步促进了某种共识的形成，我们可以分为三个阶段：第一个阶段（2016-2018 年）北上资金买入公募重仓股中的部分优质资产，与公募基金中部分产品形成了合力；**第二段（2019 年至 2020Q3）**由于北上源源不断的做多力量支持，导致了其中部分公募基金业绩突出，其投资理念被广泛接受，更多标的被更多公募基金接受，“抄作业”开始盛行；第三阶段：**2020Q3 开始，**公募基金持有自身重仓股的比例高于其他类型的投资者，这在历史上从未出现，公募基金内部形成了一次历史上最大共识并在短期掌握了市场的定价权。

● **抱团股：基本面与“共识”的共同结果**

从抱团的行业变迁中我们总结出：“共识”始于景气，最初关心当期净利润，之后则演化为以历史归纳的指标。调味发酵品的抱团形成可佐证：行业从 2017 至 2019 年景气上行，业绩持续向好，投资者对当期净利润增速的要求逐渐放松，而对营收规模（代表“集中度逻辑”）的要求上升；中药的抱团瓦解也可以佐证后半程：在 2018 年业绩负增长之后，投资者一方面要求板块重新回到不断验证业绩的阶段，另外，“抱团”从 2018 年开始转向了化学制药和医疗器械，整个医药生物板块上对营收规模要求下降，而对当期净利润增速（预期）要求较高。

● **“共识”之变**

历史上看，当期净利润增速（预测）在宏观利率上行、信用收缩的阶段的重要性会显著提升；另外，**在火热的市场氛围中投资者不会过多在意估值扩张是否偏离了锚，而当市场没那么好时，ROE 均值的重要性提升**;当前面临的情形是由于 2016-2020 年持续地买入共识，“抱团股”越来越昂贵，而宏观环境和市场条件要求投资者重新重视当期的净利润增速、ROE 平均值，对部分“旧共识”形成挑战，与此同时，一些周期和金融行业出现了短期的业绩弹性和长期逻辑，具备成为“新共识”的基础，从交易结果来看，化工、机械、银行已经得到一些认同。

● **坚守的价值与代价**

我们的数据显示早在 2016Q2 开始，当下被津津乐道的核心资产就已经被 41 只公募基金价值发现，并坚定持有至今，**尽管在过程中忍受了较长时间的绝对收益损失和相对收益跑输，却取得了长期来看更多的收益。我们发现当下全市场因为上述“坚守者”的成功而开始相信某一类资产回调是“上车”的机会，基于的并不是对基本面未来的价值判断，而是过往的股票价格表现，**这也正显示趋势交易者在当下市场中占据主导地位的一种证据，市场的波动也会随之放大。当下，北上资金作为对某类核心资产最初的价值发现者，其对于“核心资产”的态度也发生了转变：2018 年回撤时北上资金坚持了该类资产的净买入，而此次北上资金态度已经发生悄然转变。**单纯从交易行为来看，选择相信“时间的价值”的投资者，需要在坚守部分过往核心资产的过程中，忍受比 2018 年更多的寂寞。**

● **风险提示：**统计误差。

相关研究报告

《投资策略专题-南下的背水之战——南下“定价权”周度跟踪之五》-2021.3.10

《投资策略专题-调整之下，“新共识”仍坚定——资金跟踪系列之七》-2021.3.8

《投资策略周报-可以卖出，却不应离开》-2021.3.7

目 录

1、 走向共识：2016-2020 4
2、 “共识”的形成原因 7
2.1、 “以大为美”有其合理性 7
2.2、 “共识”始于景气，瓦解于业绩证伪 10
3、 “共识”之变 15
3.1、 三个变化显示“抱团”走到了一个关键时期 15
3.2、 抱团的岔路口 16
4、 我们对“抱团”的思考 17
4.1、 坚守者的价值 17
4.2、 当下“核心资产”正在进入趋势交易定价阶段 17
5、 风险提示 19

图表目录

图 1： 北上资金和公募基金前 50/100 重仓股（按持仓金额衡量）重合数量提升 4
图 2： 北上资金和公募基金前 50%重仓股（持仓股本占流通股本比例衡量）重合数量提升 4
图 3：公募基金前 100 重仓股重合度，重合度下降代表调仓，以此作为划分“共识”区间的依据：2011Q1-2012Q1 和 2012Q1-2014Q3 是两次“共识”不同的区间 5
图 4： 与历史不同的是，从 2016 年以来的“共识”中，公募基金到目前为止已经成为持有本身重仓股最多的机构，并且此时只有北上资金与其同时变动 5
图 5： 共 31 只重仓股获得北上投资者和公募基金的连续加仓 6
图 6： 北上投资者的白酒仓位在 2019Q1 达到高点，之后下降，但浮盈却在累积，反映其他投资者仍在持续定价 6
图 7： 各类机构超低配变动，能够发现在 2019Q1 之后持续在进行超配的仅有公募基金 6
图 8： 两类投资者在宁德时代、迈瑞医疗上的共识加深，最初是公募率先配置这两只股票 7
图 9： 贵州茅台（公募跟随北上），万华化学（北上跟随公募） 7
图 10： 宁波银行（北上跟随公募），格力电器（北上持续加仓，而公募降低配置比例） 7
图 11： 总体来看，获得 1 次以上连续加仓的重仓股，两类投资者对该集合的持仓占比平均值在持续提升 7
图 12： 对市值和营收的偏好一直存在，逐年加强，至 2020 年“抱团股”处于行业前 20%的市值，拥有行业前 30%的营收规模（一级行业） 8
图 13： 对市值和营收的偏好一直存在，逐年加强，至 2020 年“抱团股”处于行业前 20%的市值，拥有行业前 30%的营收规模（二级行业） 8
图 14： 对市值和营收的偏好一直存在，逐年加强，至 2020 年“抱团股”处于行业前 20%的市值，拥有行业前 30%的营收规模（三级行业） 8
图 15： 机械设备的营收基尼系数在缩小，意味着行业内市场份额趋于均等化而非两极化 9
图 16： 对机械设备行业来说，投资者更看重的是当期净利润增速，而非营收规模 9
图 17： 石油石化的营收基尼系数在缩小，意味着行业内市场份额趋于均等化而非两极化 9
图 18： 对石油石化行业来说，投资者更看重的是当期净利润增速，而非营收规模 9
图 19： 钢铁的营收基尼系数在缩小，意味着行业内市场份额趋于均等化而非两极化 9
图 20： 对钢铁行业来说，投资者更看重的是当期净利润增速，而非营收规模 9
图 21： 医药生物、电子始终是“抱团”最多的行业，化工、机械设备在 2020 年进入“抱团”靠前的序列 10
图 22： 对食品饮料而言，市值和营收始终是最重要的 11
图 23： 白酒板块，“集中度提升”的逻辑仍然占主导地位，以营收规模作为最主要的质地指标 11

图 24: 白酒板块业绩增速逐年回落但仍然保持 10%以上 11
图 25: 调味发酵品中当期净利润增速的重要性自 2017 年起逐年降低，而营收规模的重要性逐年提升 12
图 26: 调味发酵品板块自 2017 年起连续验证了高业绩增速 12
图 27: 医药生物中更看重的质地是当期净利润增速，而非营收规模 12
图 28: 从 2018 年起，医疗器械替代中药成为医药生物板块最受认可的细分领域 12
图 29: 中药在 2018 年首次板块净利润增速为负 13
图 30: 从 2018 年之后，对中药板块的质地要求：净利润增速>营收规模 13
图 31: 截至 2018 年，医疗器械板块已经连续 3 年业绩增速为正 13
图 32: 从 2018 年之后，对医疗器械板块的质地要求：营收规模越来越重要，当期净利润增速越来越不重要 13
图 33: 化工，当期净利润增速重要性仅次于市值，2019-2020 年间营收规模、历史净利润增速重要性提升 14
图 34: 机械设备，当期净利润增速重要性仅次于市值，2019-2020 间营收规模、历史净利润增速、ROE 平均值重要性提升 14
图 35: 2017.02-2017.10 属于紧货币、宽信用的时期，2017.11-2018.04 属于紧货币、紧信用，2018.05-2018.11 属于宽货币、紧信用 15
图 36: 估值分位数-ROE 分位数逐年增大，意味着要获得与过去同等水平的 ROE，付出的估值在行业中更高了 16
图 37: 坚守最初选择的投资者，拉长来看会获得更高净值，但在过程中会面临绝对收益的大幅回撤，和长时间（一年）跑不过积极换仓的投资者 17
图 38: 北上资金作为最初的发现者和坚定买入“核心资产”的力量，也同样会在 2018 年遭遇较大的回撤，当前又再次面临大型回撤 17
图 39: 2018 年面临较大回撤时，北上主要净买入食品饮料，而在面临 2021 年的回撤时，北上净卖出食品饮料，主要净买入电气设备 19

表 1: 化工和机械设备 2020 年新增“抱团”股 14
表 2: 回归结果，标浅蓝时期为趋势交易主导；无底色为趋势交易者离开的时期 18
表 3: “旧共识”中关注度不足，但“质地”好于同行业抱团股的标的 19

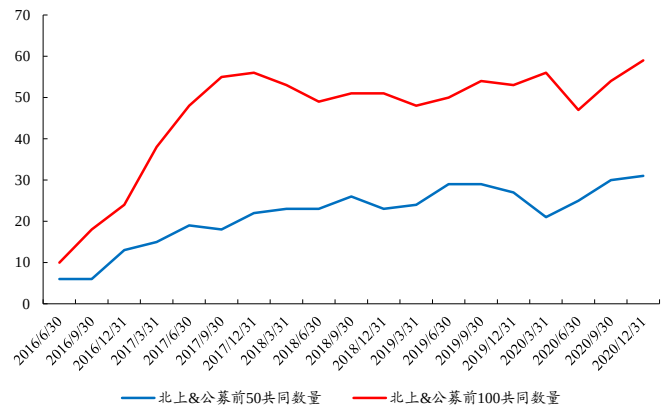
在《中小市值的现象与本质》中，我们从 2020 年 Q4 的基金持仓和北上持仓数据中发现上述两类投资者偏好大市值、大营收的股票，并且初步探讨了投资理念趋同的原因可能在两方面：一，研究资源集中化和机构头部化的相互促进，使中小市值的公司难以被关注到；二，进入存量经济时代，大市值、大营收的股票可能具备一定的“安全属性”，即业绩的兑现程度和可信度较高。

那么，如果我们把目光不仅放在 2020 年 Q4 这单个时点上，而是梳理从 2016 年末（深港通启动，外资大举进入中国）到 2020 年的时间线，应该能够观察到投资理念弥合的这个过程，我们希望在此过程中找到促使投资理念从离散到聚合的关键因素，以及“共识”诞生的土壤所具有的特性，这样做的目的是为了回答一个重要问题：**当市场面临过去深入人心的“核心资产”这一理念动摇的时刻，“抱团”是瓦解还是重塑？这样，我们对于市场机遇的把握，才不仅仅局限于宏观经济基本面的变化。**

1、 走向共识：2016-2020

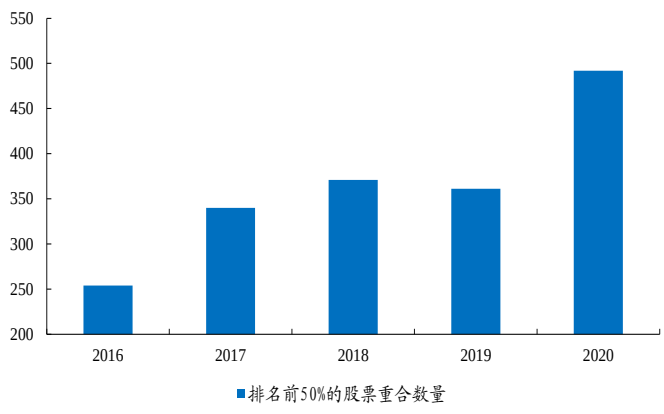
投资是主观认知在客观世界中的投影，投资的结果其实反映了认知，于是在描述“共识”时，我们的方式去观察一个结果——投资者的持仓是否趋同，**经过对 2016 年到 2020 年的五年间北上最近和公募基金的持仓统计，我们发现“共识”的广度在逐年增加，也就是两类投资者对更广泛的标的形成了认同。**具体表现为：北上资金和公募基金前 50/100 重仓股[1]的重合度越来越高，为排除单纯由于股票涨幅所带来的影响（也就是涨得越多的股票由于金额增大更容易跻身前 50/100 重仓股），我们按照持仓股本占某只个股流通股本的比例来排序，也同样会发现两类投资者持仓中排名靠前的股票重合度越来越高。

图1：北上资金和公募基金前 50/100 重仓股（按持仓金额衡量）重合数量提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：北上资金和公募基金前 50%重仓股（持仓股本占流通股本比例衡量）重合数量提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

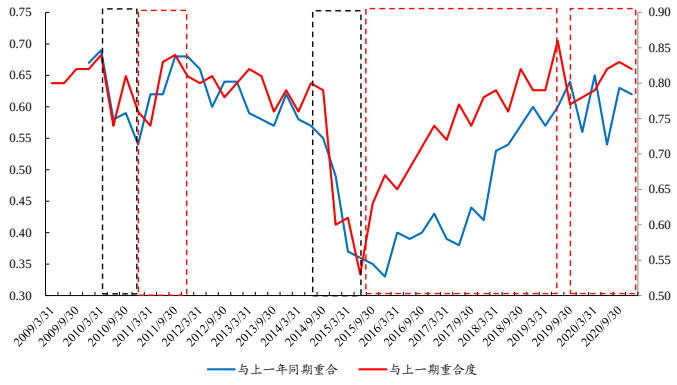
有意思的是：北上资金一开始买入的是公募基金前 100 重仓股中排名后 50 的股票，当然到了后期，二者的趋同交易越来越明显。我们可以描述如下的历史过程：第一个阶段（2016-2018 年）北上资金买入公募重仓股中的部分优质资产，与公募基金中部分产品形成了合力；第二段（2019 年至 2020Q3）由于北上源源不断的做多力量支持，导致了其中部分公募基金业绩突出，其投资理念被广泛接受，越来越多投

[1] “重仓股”的定义为持仓金额从大到小的顺序排列，前 50 或前 100 的股票。

资标的被更多公募基金广泛接受，“抄作业”开始逐步盛行。以公募基金前 100 重仓股作为参照系，能够发现在 2016Q2-2018Q4 年间，陆股通持有公募前 100 重仓股的比例在持续增加，而此时公募基金对自身重仓股的持仓比例维持稳定；而从 2019 年开始，陆股通投资者持有公募基金重仓股的比例反而超过了公募基金，同时公募基金对重仓股的持仓比例也开始协同向上，这个阶段中公募基金开始受到北上资金的引领。

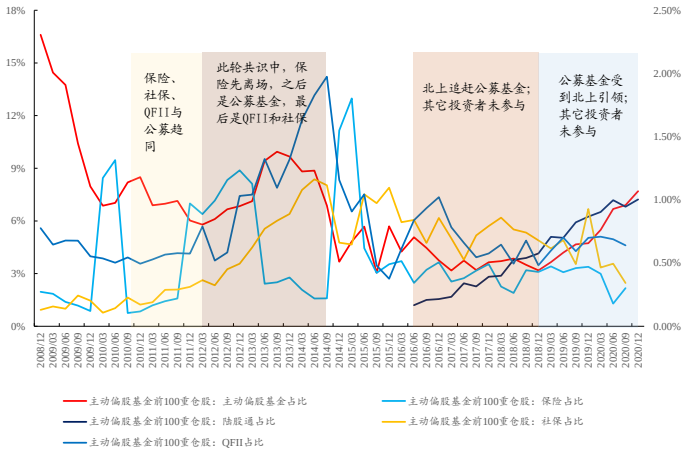
值得重视得是：从 2020Q3 开始，公募基金持有自身重仓股的比例已经高于其他类型的投资者，这在历史上从未出现：历史上前两次共识形成期中，在公募基金持有自身重仓股比例较高时，其他类型的投资者也会加入“共识”并快速加仓，而公募基金则开始调仓，准备下一次“共识”。我们应该相信公募基金开始掌握了全市场定价权，还是认为这一次它成为了市场趋势交易的最强力量？这是可以探讨的。

图3：公募基金前 100 重仓股重合度，重合度下降代表调仓，以此作为划分“共识”区间的依据：2011Q1-2012Q1 和 2012Q1-2014Q3 是两次“共识”不同的区间



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：与历史不同的是，从 2016 年以来的“共识”中，公募基金到目前为止已经成为持有本身重仓股最多的机构，并且此时只有北上资金与其同时变动



数据来源：Wind、开源证券研究所

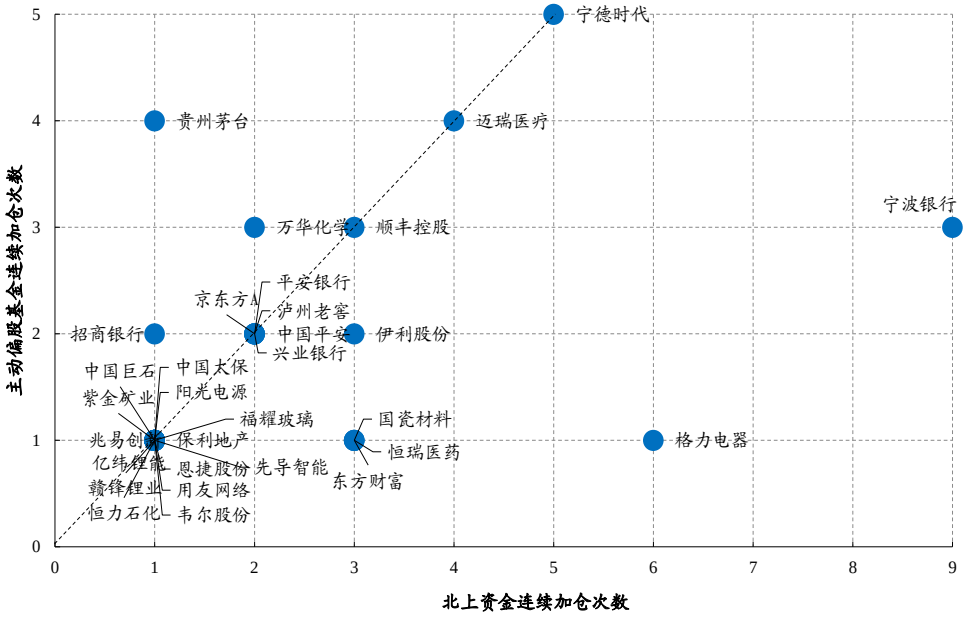
除了两类投资者在更广泛的标的上形成了共识，我们还发现两类投资者对一些形成了共识的个股“认同感”也在不断加深，最终的表现就是对它们的持仓持续增多。我们统计了从 2016 年 Q1 以来北上资金和公募基金的前 100 重仓股的持仓占比[2]变动情况，其中获得两类投资者 1 次及以上连续加仓[3]的个股就有 31 只。具体而言，宁德时代、迈瑞医疗是比较受两类投资者持续认同的个股，分别得到两类投资者各连续加仓 5 次和 4 次；而贵州茅台、万华化学相对来说更被公募基金看重（连续加仓 4 次/3 次），连续加仓次数高于北上资金（1 次/2 次）；宁波银行、格力电器则更被北上资金看重（连续加仓 9 次/6 次），高于公募基金（3 次/1 次）。上述股票中，两类投资者的持仓占比也在协同上升。

从个股上能发现一些有意思的现象：尽管对贵州茅台似乎是公募基金加仓次数更多，但实际上北上投资者持有贵州茅台的比例始终高于公募基金（图 8），而在白酒板块上的仓位也是从 2019Q1 开始降低，但同时浮盈却在公募的持续买入下累积

[2] 持仓占比为持仓金额占该股票的流通市值比例。
[3] 连续加仓次数的定义为截止 2020Q4，持仓占比连续提升的报告期个数。

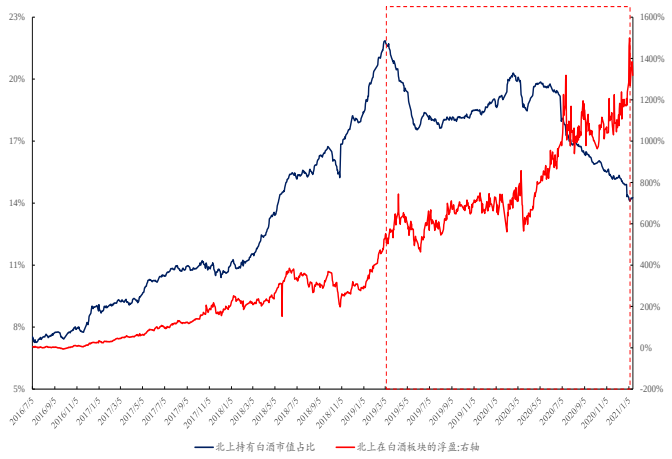
（图 5），这进一步说明了北上投资者对于白酒板块加仓得更早，公募基金扮演了“跟随者”的角色。

图5：共 31 只重仓股获得北上投资者和公募基金的连续加仓



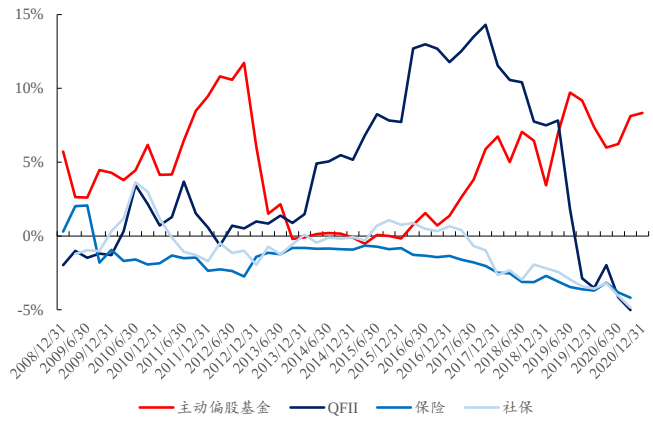
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：北上投资者的白酒仓位在 2019Q1 达到高点，之后下降，但浮盈却在累积，反映其他投资者仍在持续定价



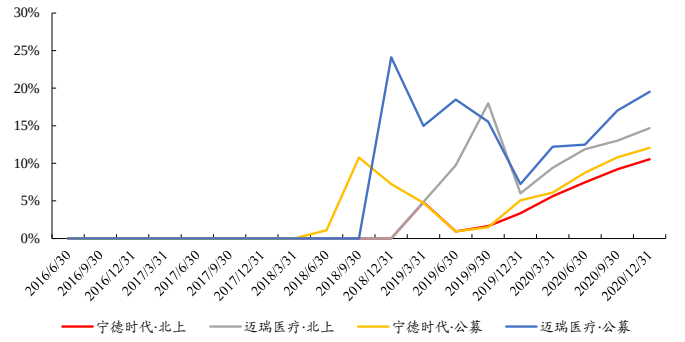
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：各类机构超低配变动，能够发现在 2019Q1 之后持续在进行超配的仅有公募基金



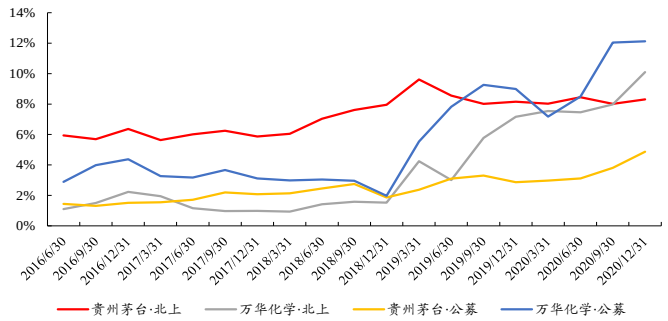
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：两类投资者在宁德时代、迈瑞医疗上的共识加深，最初是公募率先配置这两只股票



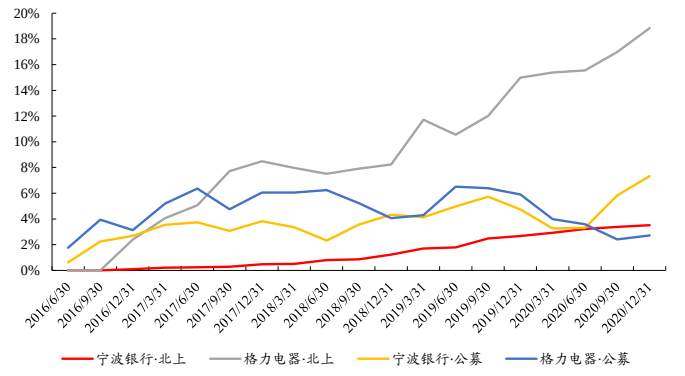
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：贵州茅台（公募跟随北上），万华化学（北上跟随公募）



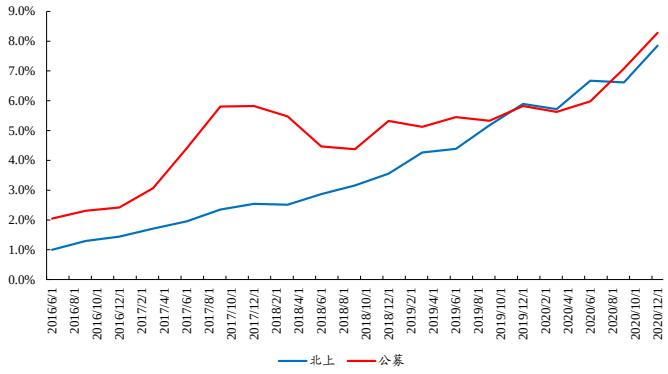
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：宁波银行（北上跟随公募），格力电器（北上持续加仓，而公募降低配置比例）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：总体来看，获得 1 次以上连续加仓的重仓股，两类投资者对该集合的持仓占比平均值在持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、“共识”的形成原因

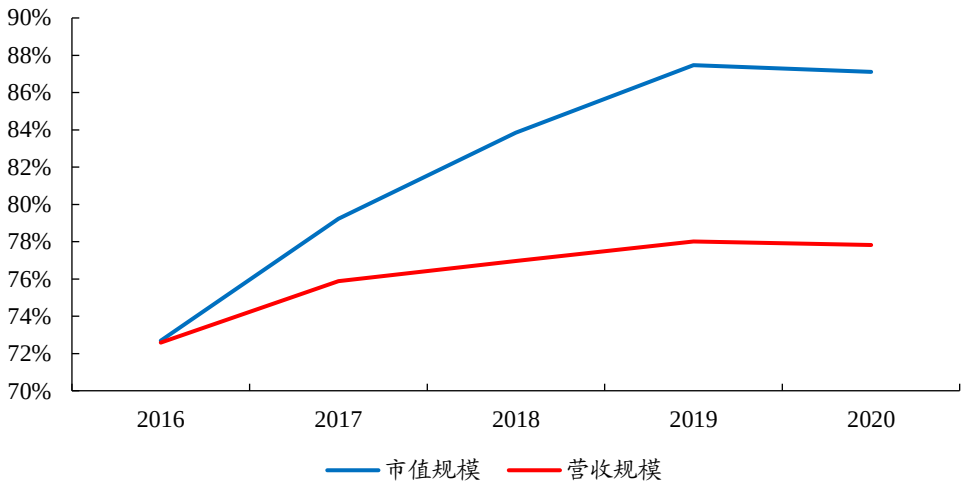
2.1、“以大为美”有其合理性

“龙头白马”行情中最直观的财务特征就是被认为是“龙头”的股票具有在行业中排名靠前的大市值和大营收，从历史的变化我们可以看到这种偏好是如何形成的。沿用《中小市值的现象与本质》中的思路：我们对“抱团股”的市值和营收规模在所在行业中进行升序排序，再将“抱团股”的排名分位数汇总至一级/二级/三级行业层面（取均值），能够发现**市值、营收一直都是最被看重的品质，而且重要性逐年增加。**

除了我们此前提到的“以大为美”来源于研究资源集中化和机构头部化所形成的循环，**对市值的看重还可能来源于机构资金配置时需要考虑的流动性问题，要求市值必须保持在某一个基准以上，随着机构的头部化，这种对市值要求的阈值也需要随之提升。而要求大营收则是在存量经济下一条广受认可的“集中度提升”的逻辑，**即头部公司会逐渐挤占尾部公司的份额，我们也确实发现大多数行业在 2016-2020 年都发生了集中度提升的现象（除机械设备、石油石化、钢铁、国防军工以外）：我们

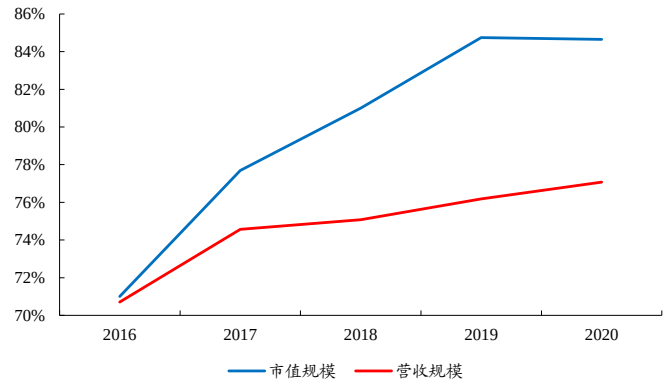
再按照上述方法计算当期净利润增速（分析师预期），营收规模、历史净利润增速、ROE 稳定性、ROE 平均值这几个指标，对比能够发现在上述几个未发生集中度提升的行业中，营收并非首要考虑。

图12：对市值和营收的偏好一直存在，逐年加强，至 2020 年“抱团股”处于行业前 20%的市值，拥有行业前 30%的营收规模（一级行业）



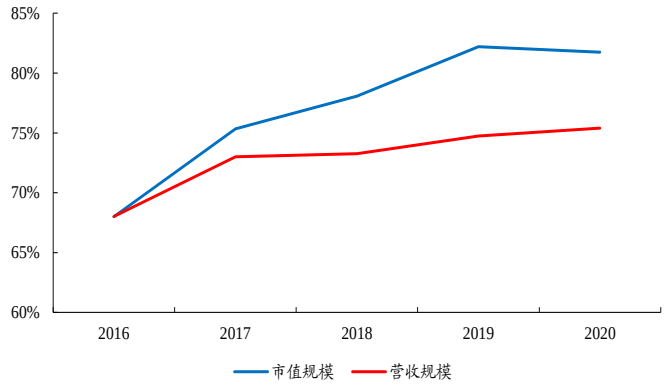
数据来源：Wind、开源证券研究所 注：线段越高代表对该指标的要求越严格

图13：对市值和营收的偏好一直存在，逐年加强，至 2020 年“抱团股”处于行业前 20%的市值，拥有行业前 30%的营收规模（二级行业）



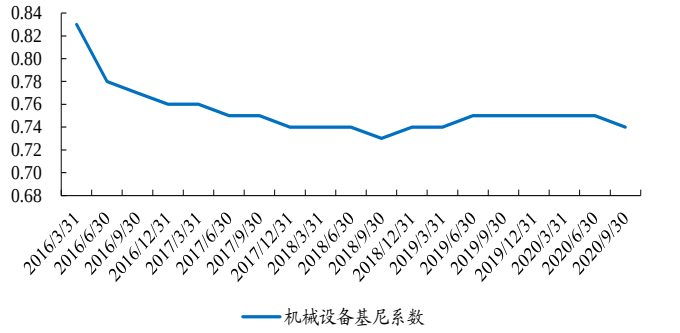
数据来源：Wind、开源证券研究所 注：线段越高代表对该指标的要求越严格

图14：对市值和营收的偏好一直存在，逐年加强，至 2020 年“抱团股”处于行业前 20%的市值，拥有行业前 30%的营收规模（三级行业）



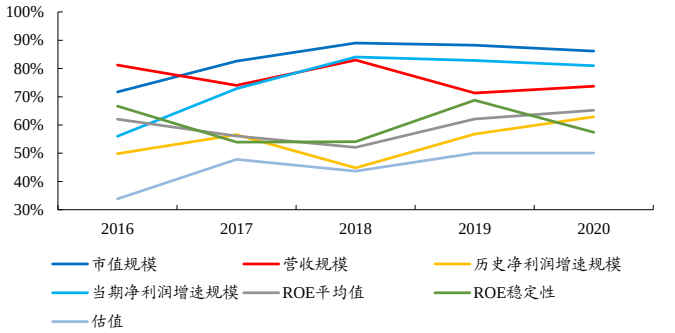
数据来源：Wind、开源证券研究所 注：线段越高代表对该指标的要求越严格

图15：机械设备的营收基尼系数在缩小，意味着行业内市场份额趋于均等化而非两极化



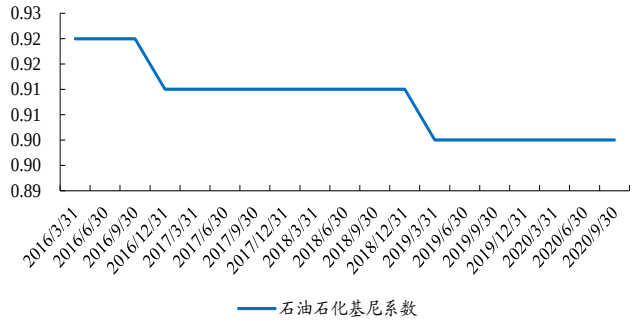
数据来源：Wind、开源证券研究所 注：除估值外，线段越高代表对该指标的要求越严格

图16：对机械设备行业来说，投资者更看重的是当期净利润增速，而非营收规模



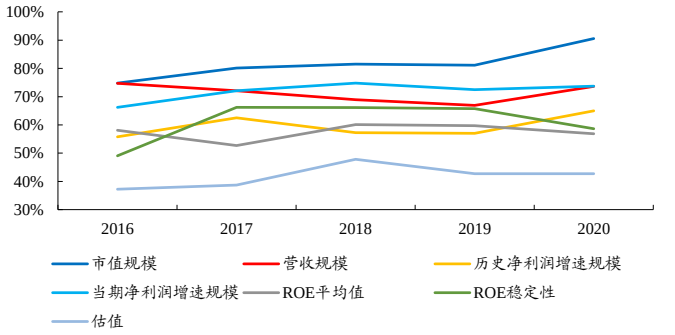
数据来源：Wind、开源证券研究所 注：除估值外，线段越高代表对该指标的要求越严格

图17：石油石化的营收基尼系数在缩小，意味着行业内市场份额趋于均等化而非两极化



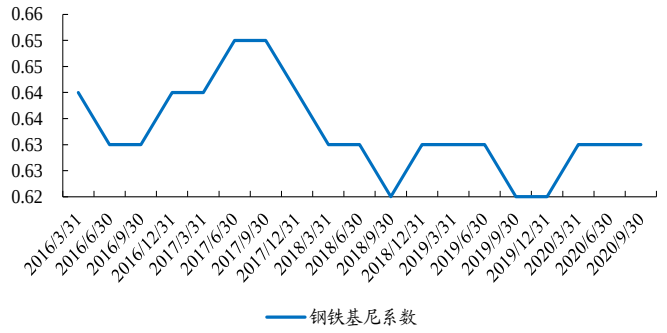
数据来源：Wind、开源证券研究所 注：线段越高代表对该指标的要求越严格

图18：对石油石化行业来说，投资者更看重的是当期净利润增速，而非营收规模



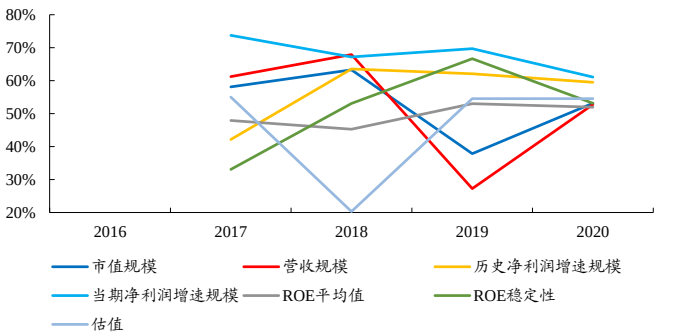
数据来源：Wind、开源证券研究所 注：除估值外，线段越高代表对该指标的要求越严格

图19：钢铁的营收基尼系数在缩小，意味着行业内市场份额趋于均等化而非两极化



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：对钢铁行业来说，投资者更看重的是当期净利润增速，而非营收规模

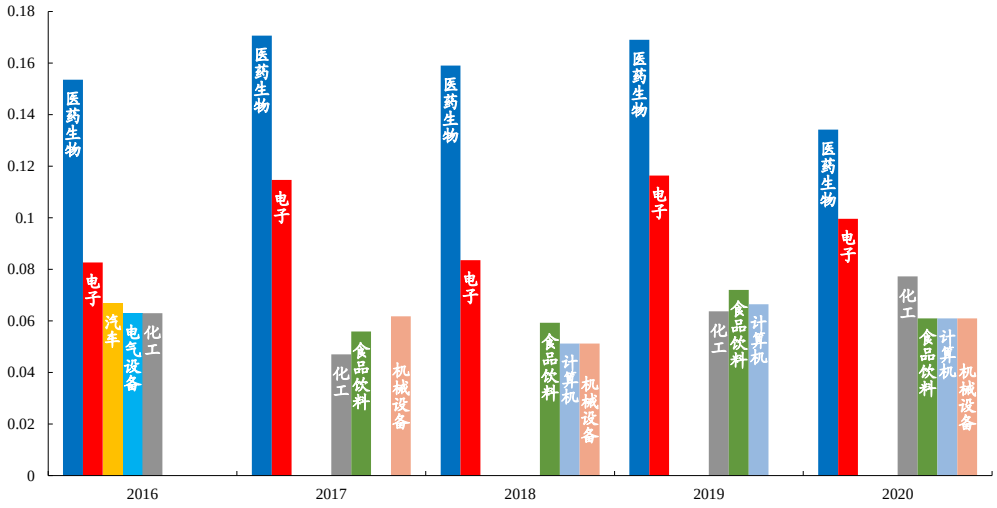


数据来源：Wind、开源证券研究所注：除估值外，线段越高代表对该指标的要求越严格。钢铁在 2016 年无股票入选“抱团股”集合，故 2016 年数据为空

2.2、 “共识”始于景气，瓦解于业绩证伪

从 2016 年到 2020 年 5 年间，“抱团”前五的行业分布在 8 个行业中：医药生物、电子、汽车、电气设备、化工、机械设备、食品饮料、计算机。**医药生物、电子是“抱团”最稳定的行业，**和直觉相符合的是**食品饮料从 2017 年开始被稳定抱团。**从 2020 年相对于 2019 年的变化来看，**后起之秀是化工、机械设备**：化工超越了食品饮料、计算机成为排名第三的抱团行业，而机械设备则一跃而起与食品饮料、计算机共同排名第四。另外，值得一提的是，**在 2020 年末，银行“抱团股”的数量相较 2019 年翻倍（12 只与 6 只）**，也是自 2016 年以来入选数量最多的一次。

图21：医药生物、电子始终是“抱团”最多的行业，化工、机械设备在 2020 年进入“抱团”靠前的序列

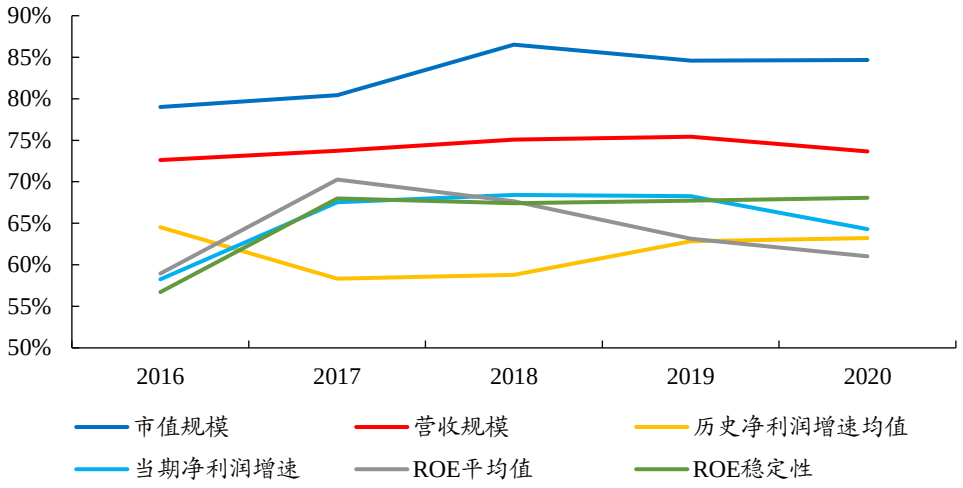


数据来源：Wind、开源证券研究所 注：纵轴为入选“抱团股”的股票个数/该行业全部股票个数

“抱团”最初是投资理念的趋同，而投资理念的趋同需要基本面信号，**最初的基本面信号可能是：中观数据体现出的景气，基于这样的景气信号市场对其当期净利润增速预期乐观，当这种预期持续得到财报的验证，就会逐渐形成广为认可的逻辑（例如“集中度提升”），则基本面信号开始转向为固定的指标（例如以历史数据表征的“营收规模”）；**回顾 2016-2020 年的抱团历史，越来越重视市值、营收可能就是“共识”形成后期的一种信号。

为了说明上述假设，本文采用了 5 个基本面财务指标，其中当期净利润增速是向未来看的（历史上当期的预期），其余 4 个指标营收、历史净利润增速、ROE 稳定性、ROE 平均值都是从历史中的归纳。复盘抱团行业的而历史会发现，**当对某个行业越来越以历史归纳的结果作为重要的判断依据时，也代表市场的参与者认为这个板块的发展进入了一种稳态**，典型的代表就是 2017 年以来就被稳定“抱团”的食品饮料，该行业由品牌、渠道构造护城河，而下游需求又与收入和消费倾向这样的慢变量直接相关，因此“集中度提升”是符合食品饮料本身性质的逻辑，我们也能发现市值、营收也始终是食品饮料中稳定被重视的指标。

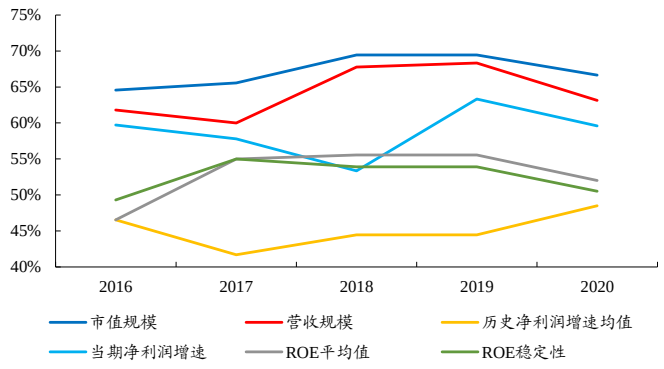
图22：对食品饮料而言，市值和营收始终是最重要的



数据来源：Wind、开源证券研究所

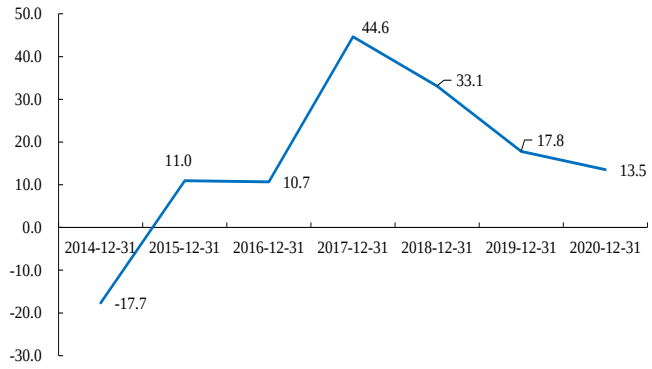
食品饮料中的细分领域更迭也可以验证上文阐述的假说：最初主要以白酒作为被抱团的代表，后续逐渐扩散到食品综合、调味发酵品。白酒的业绩增速在 2017 年达到顶点，其后逐年回落，但始终保持在 10%以上的增速，因此“**集中度提升”的逻辑仍然占主导地位，以营收规模作为最主要的质地指标；调味发酵品从 2017 至 2019 年业绩增速持续上行，在此过程中对当期净利润增速的要求放松，而对营收规模的要求上升。**

图23：白酒板块，“集中度提升”的逻辑仍然占主导地位，以营收规模作为最主要的质地指标



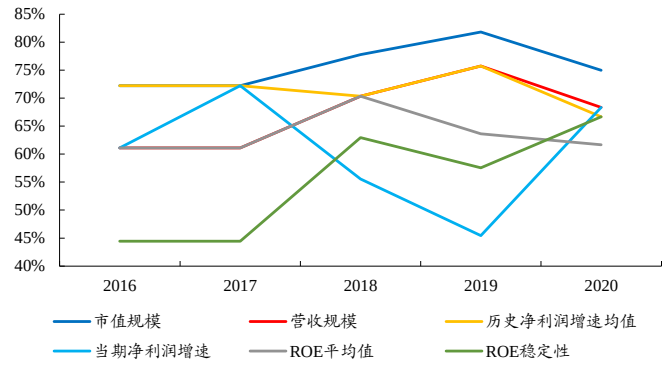
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：白酒板块业绩增速逐年回落但仍然保持 10%以上



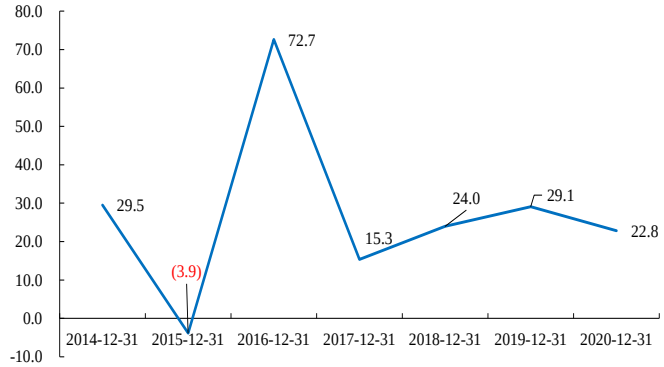
数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：调味发酵品中当期净利润增速的重要性自 2017 年起逐年降低，而营收规模的重要性逐年提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

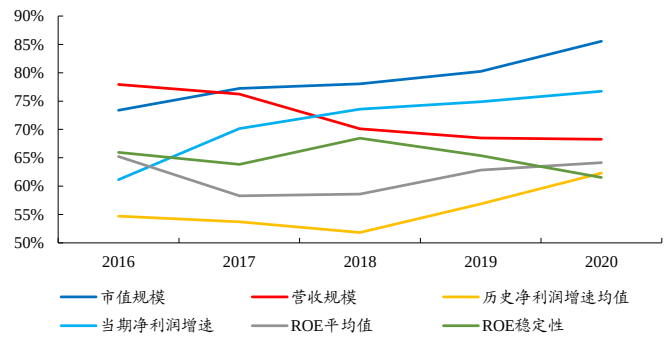
图26：调味发酵品板块自 2017 年起连续验证了高业绩增速



数据来源：Wind、开源证券研究所

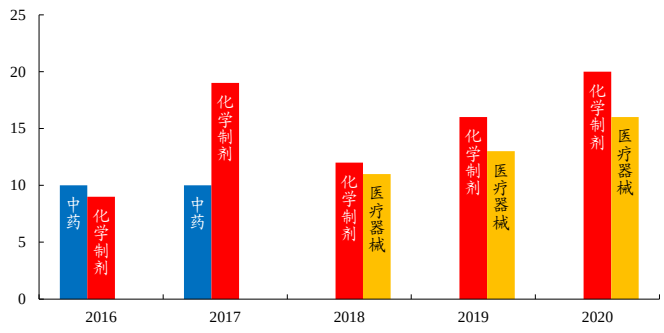
需要注意的是，由于行业性质不同，可能一些行业很难到达一种“稳态”。以“抱团”最多的医药生物为例，除了市值以外，最被看重的质地是当期净利润增速，一般而言被看重的“大营收”在医药生物行业内却是越来越不被重视。拆分得更细来看，医药生物中被抱团的二级行业变化：中药、化学制药（2016 年）→化学制药、中药（2017 年）→化学制药、医疗器械（2018、2019、2020 年），能够发现自 2018 年中药这一细分领域不再受到此前那么多的青睐之后，对医药生物行业中股票的营收要求也随之降低，我们对此做的猜想是：中药本身不具备类似于其他医药生物细分领域的技术迭代和产品创新，而是品牌效应构建出壁垒，此时营收的意义大于研发管线；而研发管线一旦成功上市，则表现出的是当期更大的业绩弹性，因此在中药在 2018 年业绩负增长之后，市场的研究和选择标准就改变方向，一方面：要求中药板块本身重新回到不断验证业绩的阶段，再次积累基本面的共识信号，另一方面，转向了更看重研发的化学制药和医疗器械领域，进而表现为当期净利润增速要求较高。**从中药的例子，我们可以发现“共识”容易在业绩证伪时瓦解。**

图27：医药生物中更看重的质地是当期净利润增速，而非营收规模



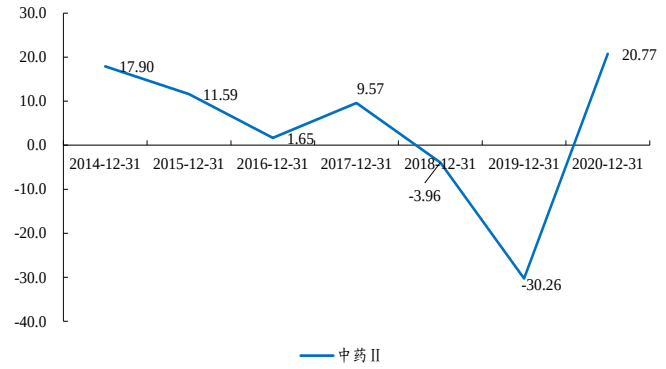
数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：从 2018 年起，医疗器械替代中药成为医药生物板块最受认可的细分领域



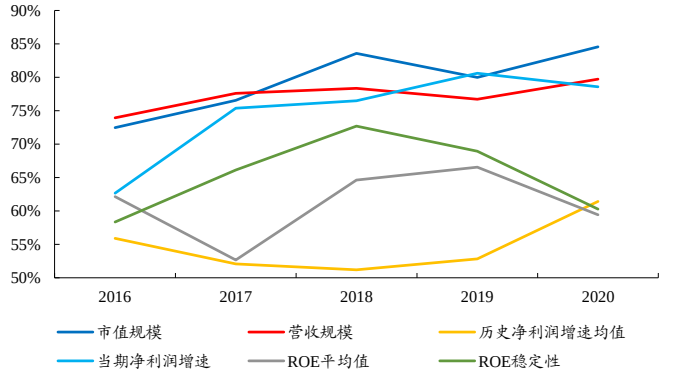
数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：中药在2018年首次板块净利润增速为负



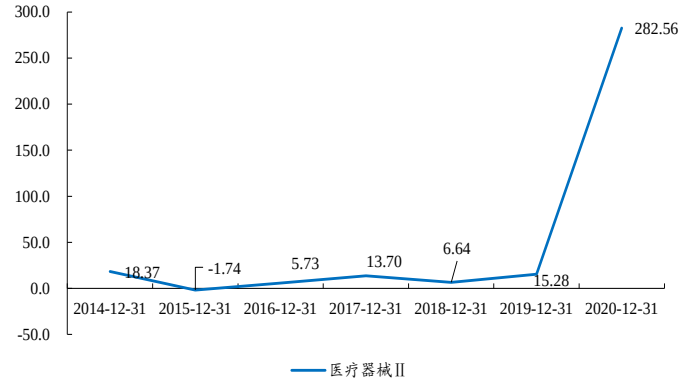
数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：从2018年之后，对中药板块的质地要求：净利润增速>营收规模



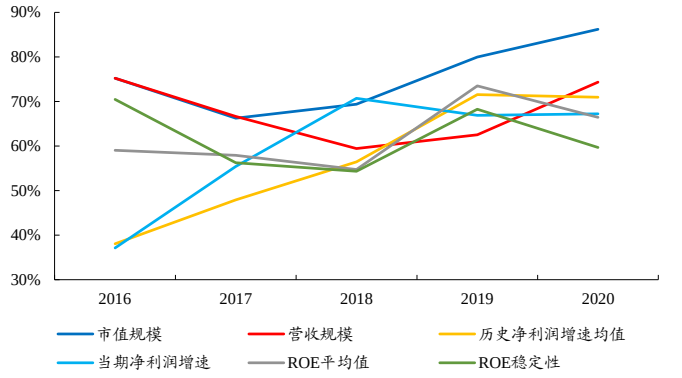
数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：截至2018年，医疗器械板块已经连续3年业绩增速为正



数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：从2018年之后，对医疗器械板块的质地要求：营收规模越来越重要，当期净利润增速越来越不重要



数据来源：Wind、开源证券研究所

总结来看，一个规律是：有业绩（净利润增速高）时，市场会以“逻辑”来筛选，例如看重“集中度提升”的逻辑，于是筛选大市值和大营收的标的；业绩出现不及预期或者证伪之后，市场会重新恢复对净利润增速的严格要求。

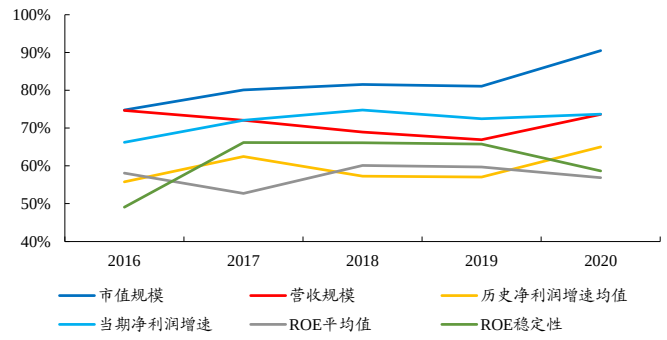
再以这样的视角就不难理解2019-2020年出现的新秀：化工和机械设备。**两个行业都属于下游广泛的中游制造业，因此在2020年，中国和海外由于疫情发展节奏不一，化工和机械设备迎来了“自供”和“供全球”的良机，行业内多个子板块景气向上，进入当期净利润增速预期向好和业绩验证的阶段。**化工行业中，相较于2019年增加的“抱团股”分布于新材料、化纤、农化产品中；机械设备行业中，相较于2019年增加的“抱团股”主要分布于专用机械（锂电池、光伏、半导体、油气、纺织）、通用机械（工业机器人）。**2020年相较于2019年，两个行业的营收规模、历史净利润增速、ROE平均值等历史归纳性指标的重要性已经在提升，也许是共识正在这两个行业中形成的标志。**

表1：化工和机械设备 2020 年新增“抱团”股

化工：2020 年新增“抱团”股				机械设备：2020 年新增“抱团”股			
证券代码	证券简称	主要产品	三级行业	证券代码	证券简称	主要产品	三级行业
000902.SZ	新洋丰	常规复合肥	复合肥	603556.SH	海兴电力	智能用电产品	仪器仪表Ⅲ
002250.SZ	联化科技	农药中间体	农药	300751.SZ	迈为股份	太阳能电池丝网印刷成套设备	其它专用机械
000830.SZ	鲁西化工	化工产品	氮肥	603185.SH	上机数控	光伏专用设备	其它专用机械
002324.SZ	普利特	改性聚烯烃类	改性塑料	300776.SZ	帝尔激光	太阳能电池激光加工设备	其它专用机械
002643.SZ	万润股份	功能性材料	其他化学制品	002430.SZ	杭氧股份	气体销售	其它专用机械
002709.SZ	天赐材料	锂离子电池材料产品	其他化学制品	603960.SH	克来机电	汽车发动机配套零部件	其它专用机械
300568.SZ	星源材质	锂离子电池隔膜	其他化学制品	603283.SH	赛腾股份	自动化设备	其它专用机械
002601.SZ	龙蟒佰利	钛白粉	其他化学制品	603486.SH	科沃斯	服务机器人	其它通用机械
600273.SH	嘉化能源	脂肪醇(酸)	其他化学制品	300607.SZ	拓斯达	工业机器人及自动化应用系统	其它通用机械
002497.SZ	雅化集团	工程爆破	民爆用品	603666.SH	亿嘉和	机器人(含智能化配套改造)	其它通用机械
601058.SH	赛轮轮胎	轮胎产品	轮胎	002747.SZ	埃斯顿	智能装备核心控制功能部件	其它通用机械
600352.SH	浙江龙盛	染料	纺织化学用品	002444.SZ	巨星科技	手工具	其它通用机械
300777.SZ	中简科技	碳纤维	其他纤维	300470.SZ	中密控股	机械密封	其它通用机械
300699.SZ	光威复材	碳纤维及织物	其他纤维	601038.SH	一拖股份	农业机械	农用机械
002080.SZ	中材科技	无碱玻璃纤维及制品	玻纤	002367.SZ	康力电梯	电梯	楼宇设备
600409.SH	三友化工	粘胶短纤维	纯碱	603915.SH	国茂股份	齿轮减速机	机械基础件
002493.SZ	荣盛石化	其他	涤纶	600984.SH	建设机械	建筑及施工机械租赁	工程机械

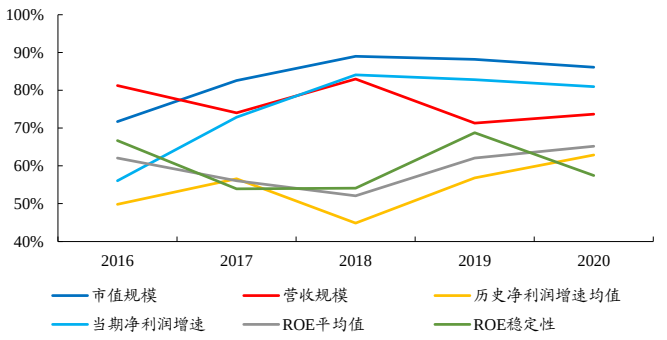
数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：化工，当期净利润增速重要性仅次于市值，2019-2020 年间营收规模、历史净利润增速重要性提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：机械设备，当期净利润增速重要性仅次于市值，2019-2020 间营收规模、历史净利润增速、ROE 平均值重要性提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

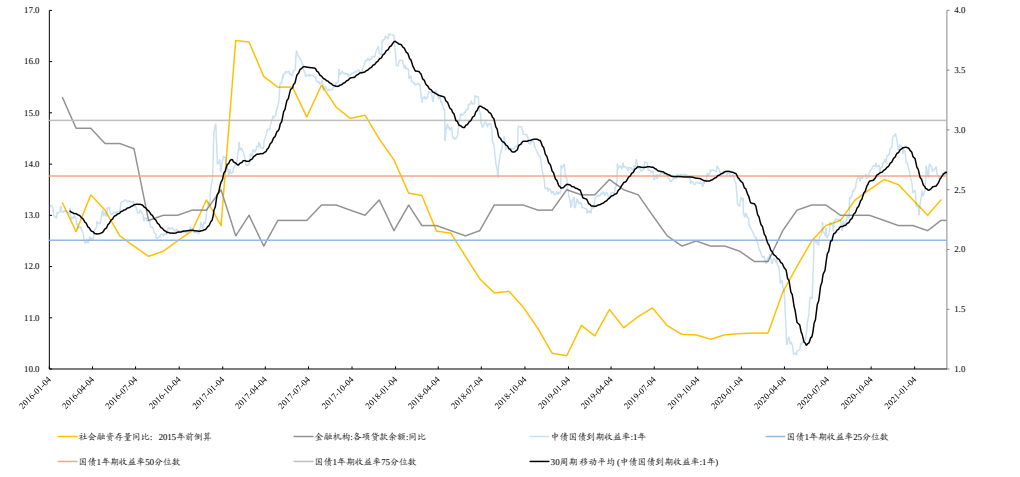
3、 “共识”之变

3.1、 三个变化显示“抱团”走到了一个关键时期

“共识”不单单只有“以大为美”，就我们观测的指标而言，有三点变化需要注意：

第一，当期净利润增速（预测）在宏观利率上行、信用收缩的阶段会尤其重要，表现为抱团股该指标分位数的上行。按照国债 1 年期收益率和社融存量同比、各项贷款余额同比划分的货币信用周期：2017.02-2017.10 属于紧货币、宽信用的时期，2017.11-2018.04 属于紧货币、紧信用，2018.05-2018.11 属于宽货币、紧信用，换言之，2017 年和 2018 年两年间都属于货币、信用的偏紧缩阶段，在这两年中我们观察到抱团股的当期净利润增速分位数下降得很快，背后可能反映的是两种要求：一方面是利率上行要求投资组合缩短久期，需要当期能够看见的业绩兑现；另外一方面则是市场考虑到信用收缩使得企业经营业绩不可避免会受到刹车的影响，处于“避雷”的心理要求在紧缩的金融环境下也能业绩高兑现的企业。**这意味着即使认为“共识”可以持续，在面临 2021 年的信用收缩环境下，也需要调整看待“抱团股”的思路。**

图35：2017.02-2017.10 属于紧货币、宽信用的时期，2017.11-2018.04 属于紧货币、紧信用，2018.05-2018.11 属于宽货币、紧信用



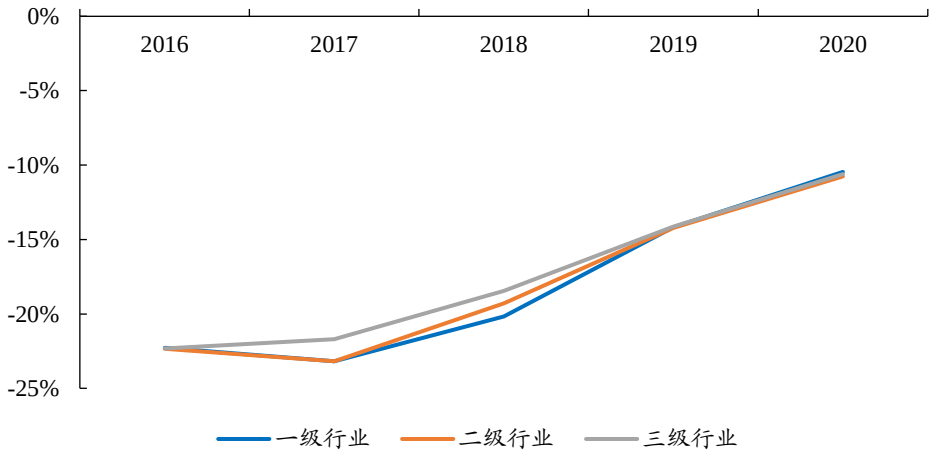
数据来源：Wind、开源证券研究所

第二，在市场表现为上涨时，对 ROE 平均值和 ROE 稳定性的考虑就会往后靠，而其后市场调整时，对这两者的要求又会回归。在图 9-图 11 中能够发现，2016-2017 年和 2019-2020 年，在市场整体向上时，ROE 平均值和稳定性的分位数都增大，在火热的市场氛围中投资者不会过多在意估值扩张是否偏离了锚，而当市场没那么好时，又需要重新去寻找估值的锚——ROE，例如 2018 年。这正与我们在年度策略《红旗半卷：走向“新共识”》中的观点相契合：以年为刻度， Wind 全 A 收益率跑赢 ROE 超过 2 年后都会面临“还账时刻”，即未来 1 年以上收益率将跑输 ROE。经历 2019-2020 两年的估值扩张之后，“还账时刻”大概率在 2021 年来临，投资者将重新衡量 ROE 和估值之间的性价比。

第三，尽管入选抱团股组合的股票平均而言都处于属于行业中相对便宜那一半，但正在变得越来越“没那么便宜”。不仅估值分位数在提升，估值分位数与 ROE 分

位数的差也在增大，意味着要获得和过去同等水平的 ROE，得付出更贵的估值。

图36：估值分位数-ROE 分位数逐年增大，意味着要获得与过去同等水平的 ROE，付出的估值在行业中更高了



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、 抱团的岔路口

正如上文所提到的，由于 2016-2020 年投资者持续地买入共识，“抱团股”越来越昂贵，而当下的宏观环境和市场条件要求投资者重新重视当期的净利润增速、ROE 平均值，是否意味着“旧共识”可能坍塌？**我们认为判断“抱团”是否会瓦解的重要根据就是业绩能否持续兑现。**以食品饮料中的白酒为例，经历了 2018、2019 年两年的业绩增速下滑，市场对当期净利润增速（预期）的要求也在 2019 年提升，进入 2020 年后可能由于新冠疫情的原因无法期待当期的高增速，于是转而开始重视历史净利润增速，此前重视的营收规模指标重要性下降。调味发酵品也存在同样的规律：2020 年业绩净利润增速下滑，于是当期净利润增速（预期）这一指标的重要性立刻提升，而其余几乎所有指标重要性下降。

与此同时，宏观环境正具备发现“新共识”的基础，对于已经从“旧共识”中抽身或者根本未曾参与的投资者而言，面临了一次获取价值发现丰厚回报的契机。根据上文中总结的“共识”形成路径，“新共识”诞生于景气上行、业绩能够逐季验证的细分领域，2021 年面临全球的经济复苏，周期行业具有明显的盈利弹性，提供了短期能够兑现的业绩，而其中又有两条主线提供了长期逻辑：（1）2020 年的疫情造成了全球范围内的产能出清，海内外的供需错配为中国的制造业提供了“十年之变”的机遇，化工、机械设备存在“替换进口、供给全球”的逻辑，目前来看具备一定的“共识”基础[5]；（2）碳中和为传统行业的产能提供价值重估的机会，例如钢铁、煤炭、铝、公用事业。单纯从交易结果来看，化工、机械以及银行已经在 2020Q4 超越传统“抱团”行业，进入重仓前列，反映的是“新共识”可能正在形成。

[5] 具体请参考《还周期以“成长”，看金融以“当下”》

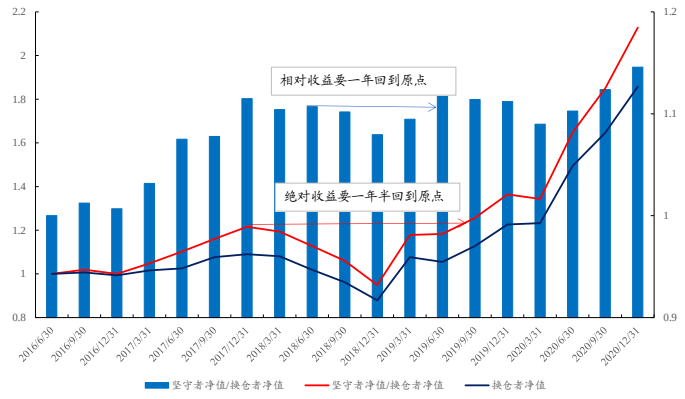
4、 我们对“抱团”的思考

4.1、 坚守者的价值

最初的价值发现者。我们的数据显示，如果以 4 季度公募基金重仓股前 100 作为“核心资产”池，那会惊讶地发现，早在 2016 年 Q2 开始，就有 41 只公募基金以上述 100 只股票中的部分作为重仓，且全过程中未有明显换仓（10 大重仓股每期平均变化低于 1）。当下大家津津乐道的“核心资产”在最初就有一批机构进行了价值发现，并坚定持有至今。

坚守的代价与回报。我们会发现拉长 5 年的时间看，“坚守者”确实跑赢了“换仓者”，但需要注意的是在 2018 年的市场调整中，“坚守者”从 2018 年初坚持到 2019Q3 才能收复净值失地，并且还要忍受从 2018 年 Q2 到 2019Q2 一整年的时间跑输“换仓者”，在目前市场主流的业绩考核方式下，这无疑是一种“煎熬”。相对来讲，配置市场只看到了坚守者当下获取的丰厚收益而纷纷效仿，**可能从后视镜角度低估了其在逆境之中需要的研究信念与纪律坚持。**

图37：坚守最初选择的投资者，拉长来看会获得更高净值，但在过程中会面临绝对收益的大幅回撤，和长时间（一年）跑不过积极换仓的投资者



数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：北上资金作为最初的发现者和坚定买入“核心资产”的力量，也同样会在 2018 年遭遇较大的回撤，当前又再次面临大型回撤



数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、 当下“核心资产”正在进入趋势交易定价阶段

趋势交易者总是希望从历史的股价中探寻未来的信息，如果趋势交易者的增多，则有可能放大市场价格的波动。为了说明此问题，我们以每个报告期前推两季度的涨跌幅(chg)去解释公募对重仓股的环比仓位变化(Δposition)，这样可以体现投资者是否会依据过去的动量而买入，为了体现公募基金可能具有“止盈、止损”线，我们加入涨跌幅的二次项，表达式为：

$$\Delta position = a * chg_{t-2} + b * chg_{t-2}^2 + c$$

其中系数 a 和系数 b 以及前推两季度涨跌幅如下表，在 2012Q1-2014Q3 和 2016Q1-2020Q4 这两次较长时间的共识期中，均会出现趋势交易的痕迹。趋势交易的加入会让市场进入正反馈：表现为股票前期涨幅越高，加仓越多，或者前期跌幅越高，越是卖出（公式描述为：（a+b*chg）>0）。而趋势交易行为不占主导往往意味着负反馈的出现：股票前期涨幅越多，减仓越多，或者前期跌幅越高，越出现买入（公式描述为：（a+b*chg）<0）。无疑，**2020Q4 从个股增减持与过去 2 个季度涨跌幅之**

间出现了明显的正向关系，这放大了市场的波动。

表2：回归结果，标浅蓝时期为趋势交易主导；无底色为趋势交易者离开的时期

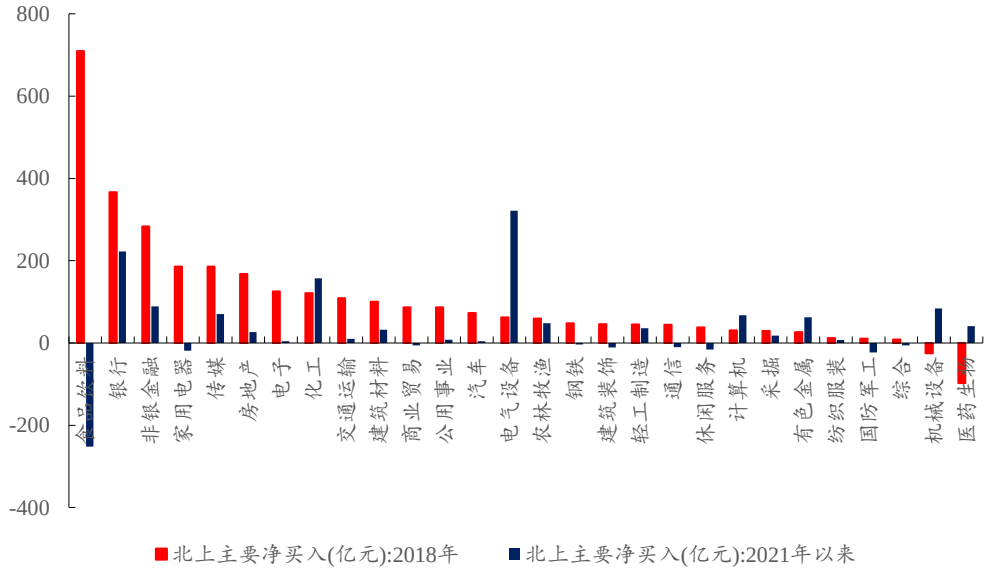
日期	过去涨跌幅系数 a	过去涨跌幅 2 次项 b	常数 c	拐点	判断	符号	前 100 重仓股过去两季度涨幅平均数	处于正区间比例的重仓股个数	处于负区间比例的重仓股个数
第一次共识形成期									
2012/3/31	0.0043	0.0001	-0.41	-29.49	正 U 型	正	-14.24	81	19
2012/6/30	0.0106	0.0003	0.19	-33.37	正 U 型	正	0.40	99	1
2012/9/30	0.0095	0.0000	0.22	354.02	倒 U 型	正	17.11	100	0
2012/12/31	0.0007	0.0000	-0.02	304.93	倒 U 型	正	12.72	100	0
2013/3/31	0.0150	0.0000	0.24	510.73	倒 U 型	正	13.03	100	0
2013/6/30	-0.0009	0.0000	0.38	-281.73	倒 U 型	负	31.72	0	100
2013/9/30	0.0059	0.0000	0.09	-150.72	正 U 型	正	34.09	100	0
2013/12/31	0.0117	-0.0001	0.19	115.46	倒 U 型	正	36.27	91	9
2014/3/31	0.0057	0.0001	-0.07	-83.71	正 U 型	正	27.14	100	0
2014/6/30	-0.0030	0.0000	0.20	-187.49	倒 U 型	负	7.69	0	100
2014/9/30	0.0137	-0.0001	-0.17	151.22	倒 U 型	正	8.57	100	0
第二次共识形成期									
2016/3/31	-0.0181	0.0001	-0.24	335.02	正 U 型	负	5.50	0	100
2016/6/30	-0.0104	0.0000	0.02	2316.12	正 U 型	负	25.55	0	100
2016/9/30	-0.0059	-0.0001	0.12	-50.45	倒 U 型	负	-1.34	0	100
2016/12/31	-0.0792	0.0002	-0.11	481.38	正 U 型	负	17.79	0	100
2017/3/31	0.0160	0.0000	-0.17	323.58	倒 U 型	正	11.32	100	0
2017/6/30	0.0080	0.0000	-0.08	509.58	倒 U 型	正	13.74	100	0
2017/9/30	0.0163	0.0000	-0.32	-2162.45	正 U 型	正	29.99	100	0
2017/12/31	-0.0011	0.0000	-0.34	34.85	正 U 型	负	29.71	34	66
2018/3/31	0.0112	0.0000	0.18	236.42	倒 U 型	正	29.63	100	0
2018/6/30	0.0123	0.0000	0.10	-492.53	正 U 型	正	22.51	100	0
2018/9/30	0.0025	0.0002	-0.35	-13.34	正 U 型	正	11.23	82	18
2018/12/31	-0.0001	-0.0001	0.25	-0.49	倒 U 型	正	-1.93	54	46
2019/3/31	-0.0060	0.0000	-0.23	-124.45	倒 U 型	负	-10.03	0	100
2019/6/30	-0.0006	0.0000	-0.01	-369.85	倒 U 型	负	32.13	0	100
2019/9/30	-0.0111	0.0001	0.34	192.89	正 U 型	负	49.82	0	100
2019/12/31	-0.0062	0.0000	0.12	-1891.62	倒 U 型	负	17.11	0	100
2020/3/31	-0.0059	0.0000	0.20	-1718.20	倒 U 型	负	30.74	0	100
2020/6/30	-0.0020	0.0001	0.06	20.48	正 U 型	正	24.18	46	54
2020/9/30	-0.0054	0.0000	0.13	1935.88	正 U 型	负	45.66	0	100
2020/12/31	0.0054	0.0000	-0.07	162.18	倒 U 型	正	62.82	95	5

数据来源：Wind、开源证券研究所

当下市场出现较大波动，前期的趋势投资者正在离场，因此产生了较大的负向正反馈效应（加速下跌）。此时该类资产是否有坚守的意义？我们尚不能捕捉到公募基金中曾经对核心资产坚守者的行为，但从北上资金来看，这一对核心资产最初的价值发现者对于“核心资产”的态度也发生了转变：**2018 年回撤时北上净买入的是食**

品饮料，而此次只是在电气设备中选择了坚守。单纯从交易者行为来看，选择相信时间的价值的投资者，需要在坚守食品饮料为代表的核心资产的过程中，忍受比 2018 年更多的寂寞。

图39：2018 年面临较大回撤时，北上主要净买入食品饮料，而在面临 2021 年的回撤时，北上净卖出食品饮料，主要净买入电气设备



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、 风险提示

统计误差。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn