投资策略系列：成长初期行业 策略专题研究报告

成长初期行业如何演绎戴维斯双击行情

基本结论

- **成长初期行业特征决定了其投资机会以行业β机会为主。**成长初期行业公司增长的主要逻辑在于行业渗透率的提升，行业内公司业绩均保持高速增长。具体而言，成长初期行业主要有以下特征：1）市场规模方面，成长初期衔接萌芽期和成长后期，处于市场规模加速增长的 S 型拐点处，行业渗透率持续提升，市场规模加速扩张；2）行业竞争方面，在市场规模蛋糕做大的阶段，成长初期行业参与者和产品品种逐渐增多；3）企业盈利方面，成长初期行业的收入快速上升，但盈利仍处于较不稳定的状态。

- **产业升级和技术升级是成长初期行业加速增长的核心驱动力，而外在的政策扶持，比如补贴和减税等政策是加速行业增长的助推剂，可以提前和延长成长的阶段。**成长初期行业从“试水”走向“规模化”，产业升级和技术升级是驱动行业渗透率持续提升的核心因素。产业升级和技术升级往往伴随着供给创造需求的过程，在新需求的驱动下，相关行业规模迎来爆发式增长。补贴减税等政策可以提前和延长行业的成长阶段，但也存在政策刺激下产能过剩的风险，这也是市场对政策扶持下快速成长行业的核心担忧。

- **复盘 A 股历史上典型的成长初期行业的行情演绎，成长初期行业行情往往呈现估值和业绩双抬升的戴维斯双击的特征，其中需求扩张依赖内生增长而不是政策扶持的行业尤为明显。**1）2010-2013 年智能手机：行业在典型的成长初期，在技术升级驱动之下，市场规模和渗透率持续提升，行业呈现戴维斯双击行情特征；2）2013-2015 年的 4G：4G 应用端比设备端上涨幅度更大，原因在于设备端只在资本开支密集扩张的 2-3 年中受益，而应用端的市场空间更为广阔，因此估值抬升幅度更大；3）2014-2015 年的新能源汽车：行情驱动的主要因素在于业绩明显提升，行业相对估值没有显著的变化。当时的新能源汽车不是行业内生增长和自发需求型行业，市场不愿意给相对高估值的原因是对其政策依赖属性的担忧。

- **站在当前时点，5G、AI 是典型的处在成长初级的行业。**

  ——5G 行业：应用端前景广阔。当前 5G 的发展阶段可以对标 2015 年初 4G 发展的阶段，处于即将迎来广受市场关注的加速普及时期。截止 2020 年 10 月，中国移动、中国电信、中国联通共有 2.01 亿 5G 用户，该值对应 4G 普及阶段的 2015 年 5 月。从市场行情的角度来看，参照 2014-2015 年 4G 行情的演绎节奏，我们认为 5G 设备端业绩受益周期大概在 2-3 年，而 5G 应用端市场空间更为广阔，行情幅度或相对更大。5G 将主要面向三大应用场景：以 VR/AR、云游戏为代表的增强移动宽带；以智慧城市、智慧物流为代表的海量机器通信；以物联网为代表的超高可靠低时延通信。

  ——AI：技术驱动场景扩张。AI 行业可以分为三个层面：基础层、技术层、应用层。基础层包括 AI 芯片、硬件设备、系统软件等。技术层包括计算机视觉、语音技术、自然语言理解等。应用层则是各类应用场景的落地，包括在医疗、交通、工业等各大领域。从产业链的视角来看，以 AI 芯片为代表的基础层或是率先受益于行业加速扩张，而 AI 应用场景的扩张或带来行业变革性发展。

- **风险提示：**行业快速扩张进度不及预期，相关产业政策收缩风险

艾熊峰 分析师 SAC 执业编号：S1130519090001
aixiongfeng@gjzq.com.cn

内容目录

一、 成长初期的行业具有哪些特征？ 4
1.1 成长初期行业特征：市场规模、行业竞争和企业盈利 4
1.2 成长初期行业投资主要以行业 β 机会为主 4
二、 成长初期行业的驱动因素有哪些？ 5
2.1 内部因素：技术升级和产业升级驱动需求增长 5
2.2 外部因素：补贴减税扶持行业成长 6
三、 成长初期行业行情演绎：智能手机、4G、新能源汽车 6
3.1 2010-2013 年智能手机：技术升级内生驱动，呈现戴维斯双击行情 7
3.2 2013-2015 年 4G：产业升级提升行业渗透率，应用端行情幅度更大 8
3.3 2014-2015 年新能源汽车：政策依赖属性，行情驱动主要来自盈利端 10
四、 目前有哪些行业处于成长初期？ 13
4.1 5G 行业：应用端前景广阔 13
4.2 AI 行业：技术驱动场景扩张 15

图表目录

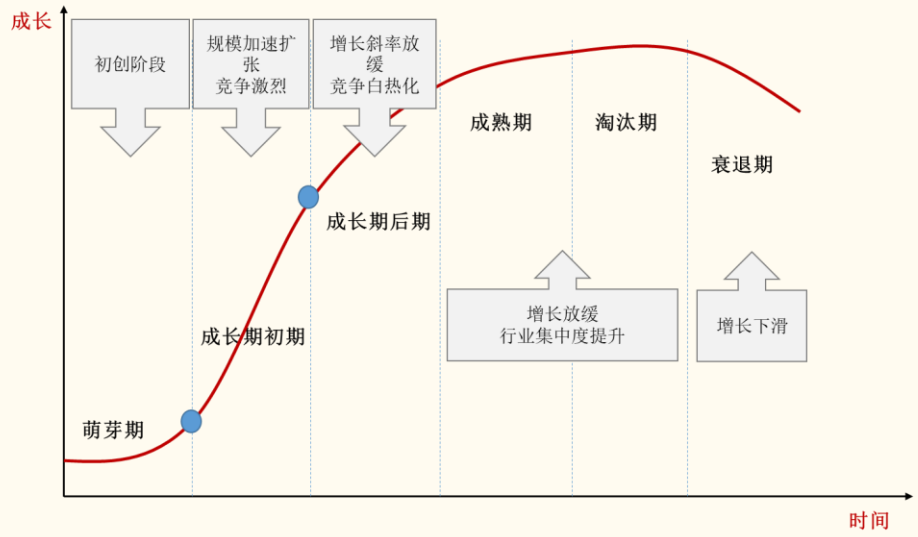
图表 1：行业生命周期及其主要特征 4
图表 2：不同行业生命周期投资机会 4
图表 3：成长初期行业加速增长的驱动因素 5
图表 4：成长初期行业渗透率持续提升：智能手机与新能源汽车 6
图表 5：2016 年以来新能源汽车面临产能过剩 6
图表 6：2010-2014 年智能手机出货量加速增长 7
图表 7：歌尔股份业绩、估值与股价表现 8
图表 8：新增 4G 基站数量 8
图表 9：2014-2015 年我国 4G 用户数加速扩张 9
图表 10：通信行业指数走势与估值相对沪深 300 指数 9
图表 11：通信行业与沪深 300 净利润增速 9
图表 12：4G 设备及应用相关指数走势（2012 年底标准化为 100） 10
图表 13：2014-2015 年新能源汽车板块市场规模加速扩张 11
图表 14：新能源汽车指数走势与估值相对沪深 300 11
图表 15：新能源汽车板块收入和利润增速 12
图表 16：新能源汽车上下游代表性个股累计涨跌幅 13
图表 17：4G 和 5G 手机出货量 13
图表 18：当前 5G 的发展阶段可以对标 2014-2015 年 4G 的发展阶段 14
图表 19：全球 5G 设备市场份额 15
图表 20：5G 三大应用场景 15
图表 21：中国人工智能市场规模将迎来快速增长期 16
图表 22：人工智能应用领域分布越发广泛 16
图表 23：AI 产业链：基础层、技术层和应用层 17

一、 成长初期的行业具有哪些特征？

1.1 成长初期行业特征：市场规模、行业竞争和企业盈利

- 各行业的发展阶段分为萌芽期、成长期（初期与后期）、成熟期、淘汰期、衰退期，识别行业生命周期所处阶段的指标主要有需求增长率、竞争者数量、进入与退出壁垒等。成长初期行业主要有以下特征：
- （1）**市场规模方面，成长初期衔接萌芽期和成长后期，处于市场规模加速增长的 S 型拐点处，行业渗透率持续提升，市场规模加速扩张。**从需求面看，行业在众多新兴的萌芽期行业中崭露头角，逐步明晰客户群体定位，在低渗透率和高市场空间的环境下，市场需求扩张迅速。从供给面看，由于产能需求确定，成长初期行业的生产方会进行大量投资提升产能，因此一般现金流吃紧。
- （2）**行业竞争方面，在市场规模蛋糕做大的阶段，成长初期行业参与者和产品品种逐渐增多。**行业由竞争型转为寡占型的时点大多发生在成熟期，而成长初期仍属于竞争型。从技术壁垒的角度考虑，成长初期的产品设计和技术问题已经渐趋定型，进入壁垒正在初步形成。但行业业绩提升的预期还是会吸引竞争者不断进入，整体来看，成长初期仍处于产品品种和竞争者数量增多的阶段。
- （3）**企业盈利方面，成长初期行业的收入快速上升，但盈利仍处于较不稳定的状态。**就收入来看，需求的快速提升和技术逐步稳定后进入壁垒的提高将推动成长初期行业的营收快速上升。就成本来看，企业一方面可以逐步通过规模化生产降低单位成本，进而控制产品价格，增强产品和服务的竞争力；另一方面，企业扩产时招募、培训新员工和购入设备要素等决策也可能造成费用的收入占比提升。总的来说，在成长初期行业的公司盈利能力仍处于波动期。

图表 1：行业生命周期及其主要特征

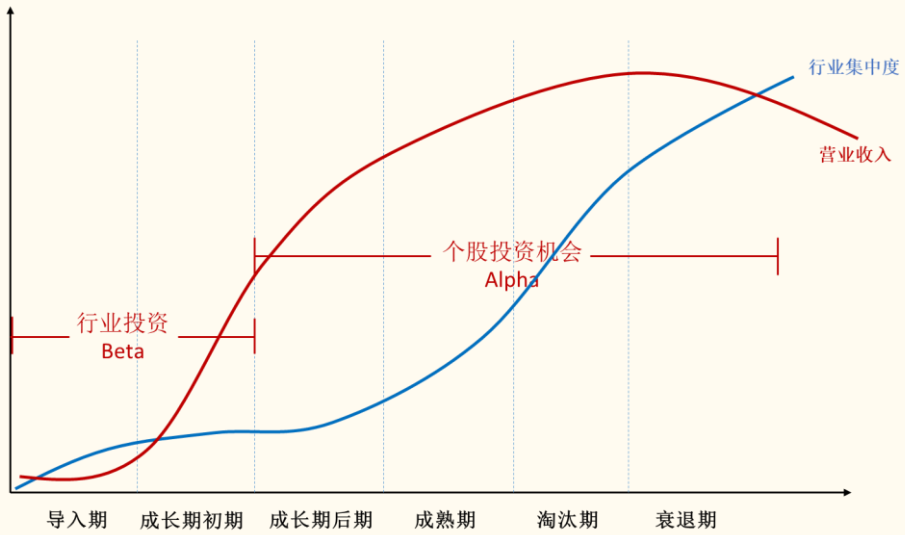


来源：国金证券研究所

1.2 成长初期行业投资主要以行业β机会为主

- 对于成长初期的行业来说，行业市场规模处在快速扩张周期，与此同时行业竞争日趋激烈，市场集中度相对分散，并没有公司显现出相对优势，在此背景下行业投资机会以β机会为主，成长初期行业公司增长的主要逻辑在于行业渗透率的提升，行业内公司收入或均保持高速增长，甚至会迎来戴维斯双击的机会。

图表 2：不同行业生命周期投资机会

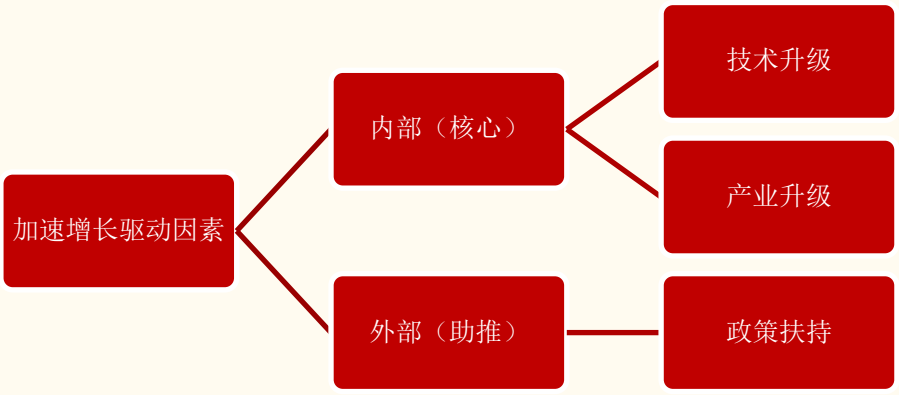


来源：国金证券研究所

二、 成长初期行业的驱动因素有哪些？

- 甄别具有投资价值的成长初期行业还需要回归基本面。对成长初期的行业来说，行业加速增长的驱动因素可能源于行业内生的产业升级和技术升级，也可能源于外在的政策扶持。**总体而言，产业升级和技术升级是成长初期行业加速增长的核心驱动力，而外在的政策扶持，比如补贴和减税等政策是加速行业增长的助推剂，可以提前和延长成长的阶段。**

图表 3：成长初期行业加速增长的驱动因素

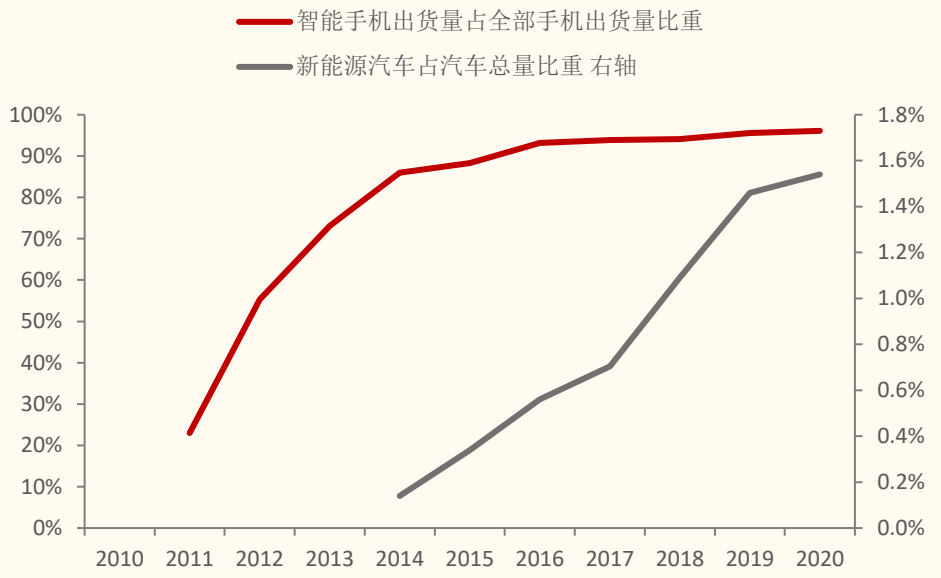


来源：国金证券研究所

2.1 内部因素：技术升级和产业升级驱动需求增长

- 成长初期行业从“试水”走向“规模化”，产业升级和技术升级是驱动行业渗透率持续提升的核心因素。产业升级和技术升级往往伴随着供给创造需求的过程，在新需求的驱动下，相关行业规模迎来爆发式增长。比如从传统手机到智能手机的发展，从 3G 到 4G 的技术迭代，从传统汽车到智能汽车的升级。

图表 4：成长初期行业渗透率持续提升：智能手机与新能源汽车

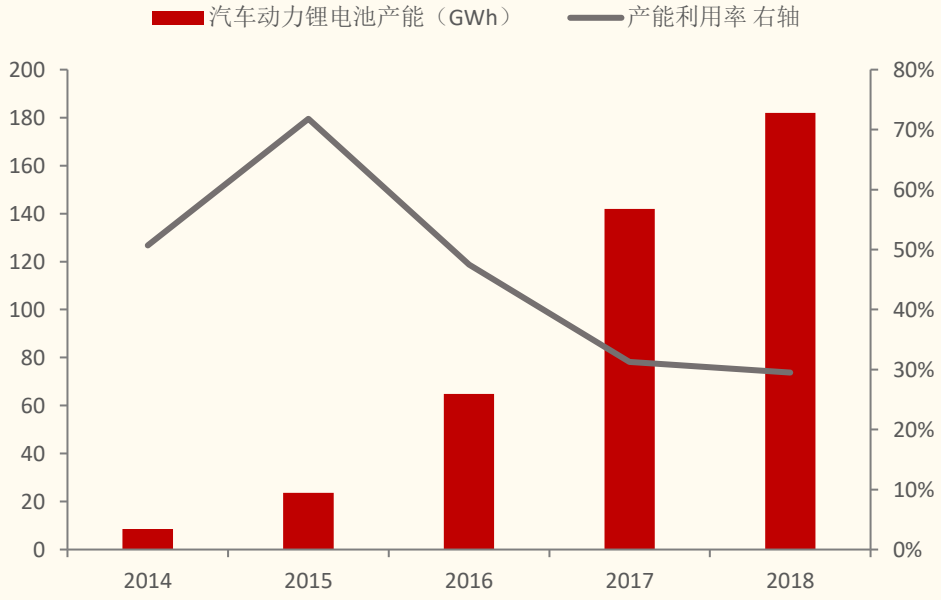


来源：Wind、国金证券研究所

2.2 外部因素：补贴减税扶持行业成长

- **补贴减税等政策可以提前和延长行业的成长阶段，但也存在政策刺激下产能过剩的风险。**对于部分新兴行业，补贴、减税降费等政策让行业不被扼杀在萌芽期，在国际竞争中得以存活，对于整个行业的发展初期具有重大意义。政策刺激的行业增长在短期来看是确定的、但长期来看，企业是否能摆脱对于补贴的依赖是需要重点关注的，更重要的是，政策刺激之下行业存在产能过剩的风险，这也是市场对政策扶持下快速成长行业的核心担忧，比如 2011 年的光伏和 2016 年的新能源汽车。

图表 5：2016 年以来新能源汽车面临产能过剩



来源：前瞻研究院、国金证券研究所

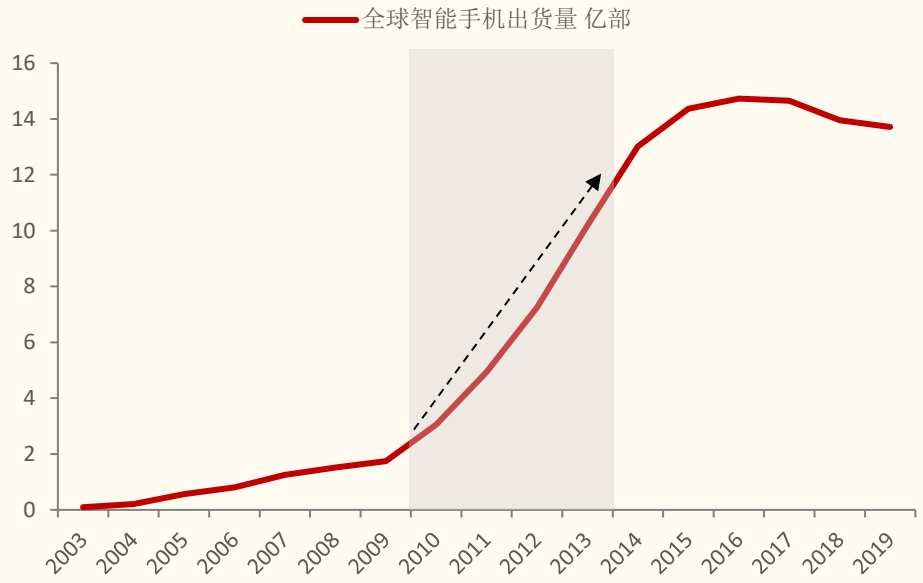
三、 成长初期行业行情演绎：智能手机、4G、新能源汽车

- 通过复盘 A 股历史上典型的三大成长初期行业的行情演绎，分别是 2010-2013 年智能手机、2013-2015 年的 4G、2014-2015 年的新能源汽车，**我们发现成长初期行业行情往往呈现估值和业绩双抬升的戴维斯双击的特征，其中需求扩张依赖内生增长而不是政策扶持的行业尤为明显。**比如：智能手机和 4G 均是行业自身技术升级和产业升级引发的需求快速增长，在市场行情演绎过程中均存在估值和业绩双抬升的戴维斯双击的特征。而政策依赖属性明显的新能源汽车的行情驱动因素主要是政策扶持下业绩的增长，对于政策依赖属性的担忧导致市场不愿意给以较高的估值。

3.1 2010-2013 年智能手机：技术升级内生驱动，呈现戴维斯双击行情

- 随着苹果和安卓手机的渗透率持续提升，叠加 3G 普及，智能手机出货量在 2010 年开始迎来快速增长，2010-2013 年期间智能手机出货量复合增速高达 55.5%。**2010-2013 年这段时间是智能手机典型的成长初期，一方面市场规模和渗透率持续提升，另一方面行业竞争格局日趋激烈，苹果、三星、HTC、魅族、小米、联想、华为等众多国内外品牌都试图在智能手机市场分一杯羹。**

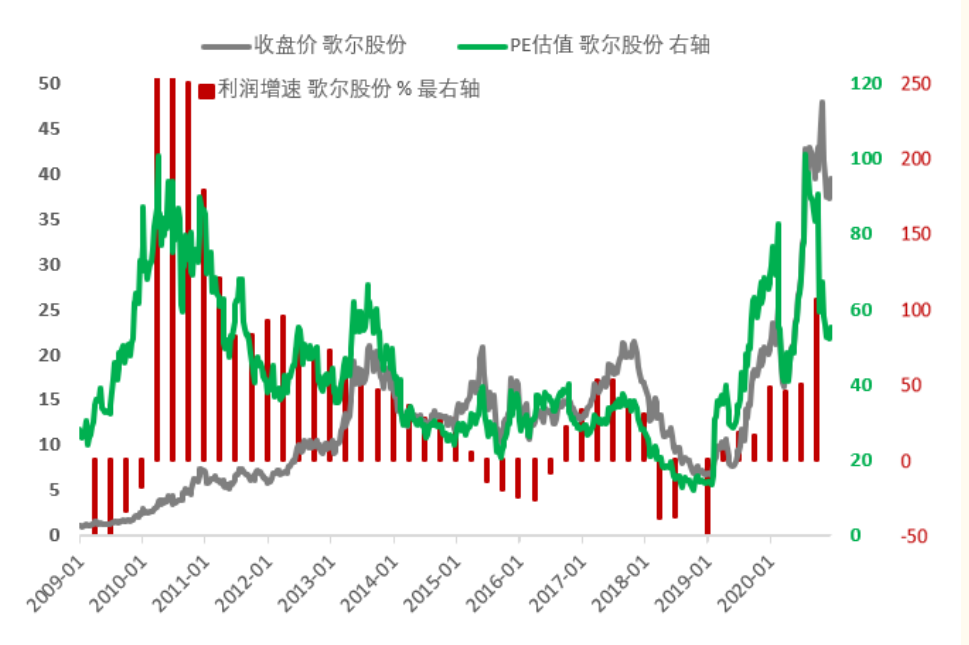
图表 6：2010-2014 年智能手机出货量加速增长



来源：Wind、国金证券研究所

- 在智能手机产业链中，早期在 A 股上市上市公司并不多，其中歌尔股份是典型代表。**在 2010-2013 年，随着智能手机行业渗透率加速提升，行业步入成长初期阶段，歌尔股份业绩和估值双双提升，呈现戴维斯双击行情特征。**

图表 7：歌尔股份业绩、估值与股价表现

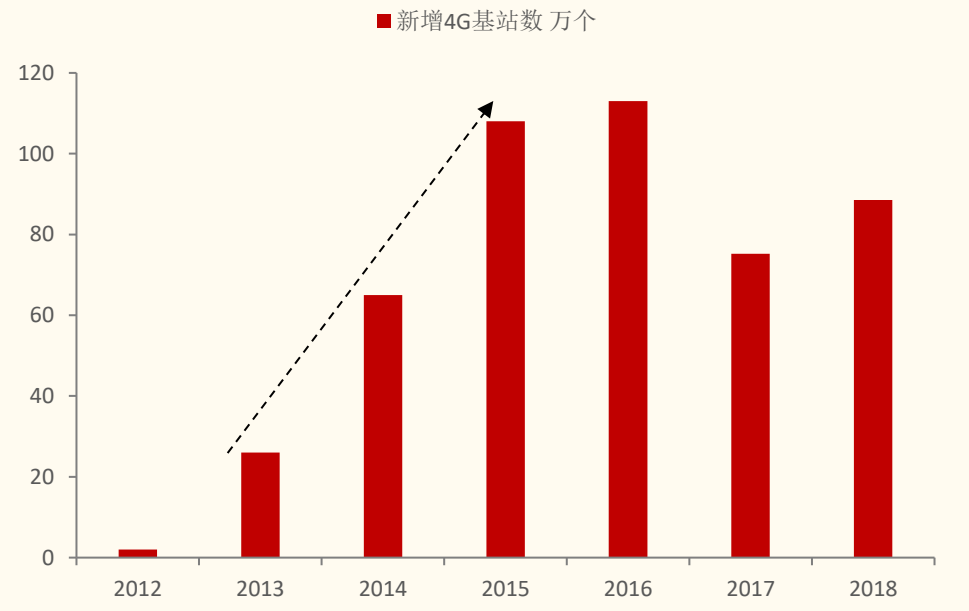


来源：Wind、国金证券研究所

3.2 2013-2015 年 4G：产业升级提升行业渗透率，应用端行情幅度更大

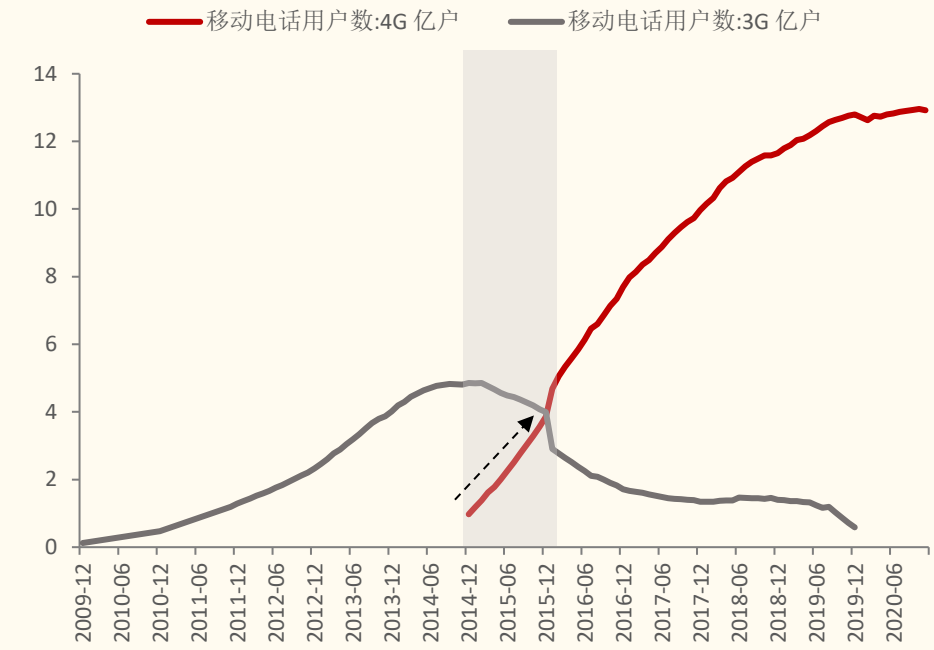
- 2013 年以来我国 4G 基站建设加速起步，基站建设高峰于 2015-2016 年达到高峰。自 2013 年底 4G 牌照开始发放以来，我国 4G 用户数量快速增长，2014-2015 年 4G 用户数量分别为 0.97 亿户和 3.86 亿户，其中 2015 年 4G 用户数与 3G 用户数基本持平。这段时间我国 4G 处在加速扩张阶段，两年时间 4G 用户数量追平 3G 用户数量，此后用户数量仍保持持续增长，但增长斜率有所放缓。**总体而言，2013-2015 年 4G 行业在 S 型曲线的拐点处，呈现典型的成长初期特征。**

图表 8：新增 4G 基站数量



来源：工业和信息化部、国金证券研究所

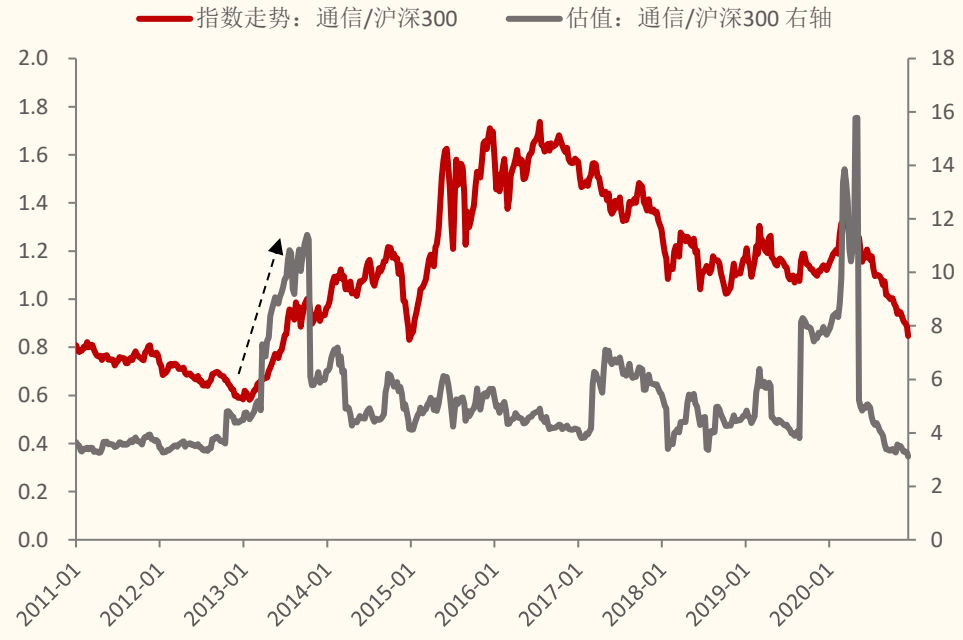
图表 9：2014-2015 年我国 4G 用户数加速扩张



来源：Wind、国金证券研究所

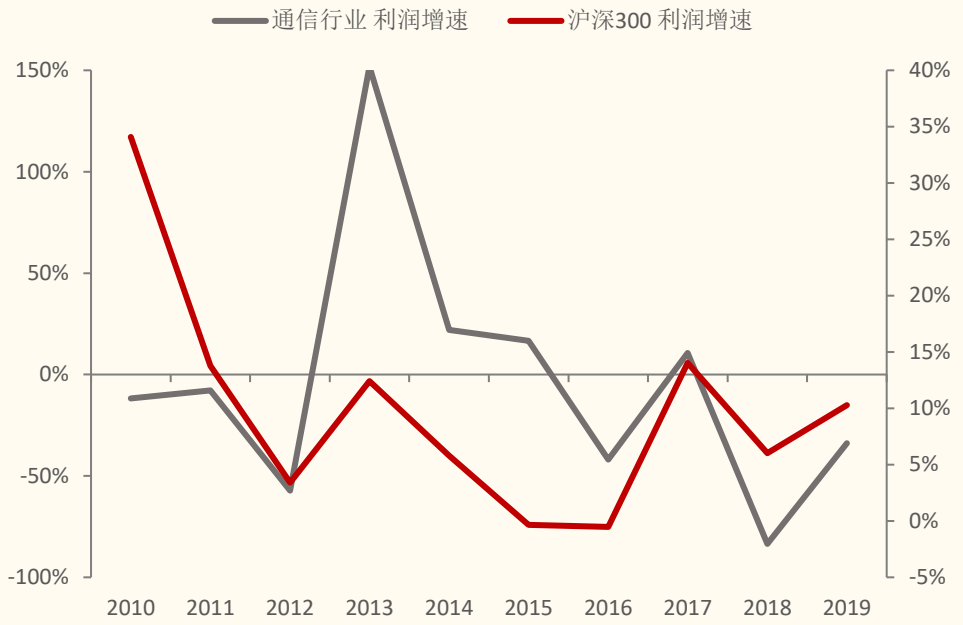
- **在 4G 资本开支大规模增加的阶段，随着运营商资本开支的加速提升，通信设备行业业绩率先受益。**2013 年 A 股通信行业指数相对沪深 300 指数明显走强，与此同时行业估值和业绩均有明显的提升，呈现典型的戴维斯双击特征。2014-2015 年通信行业相对估值有所回落，这段时间行业跑赢沪深 300 的主要驱动力来自于板块业绩相对高增长。

图表 10：通信行业指数走势与估值相对沪深 300 指数



来源：Wind、国金证券研究所

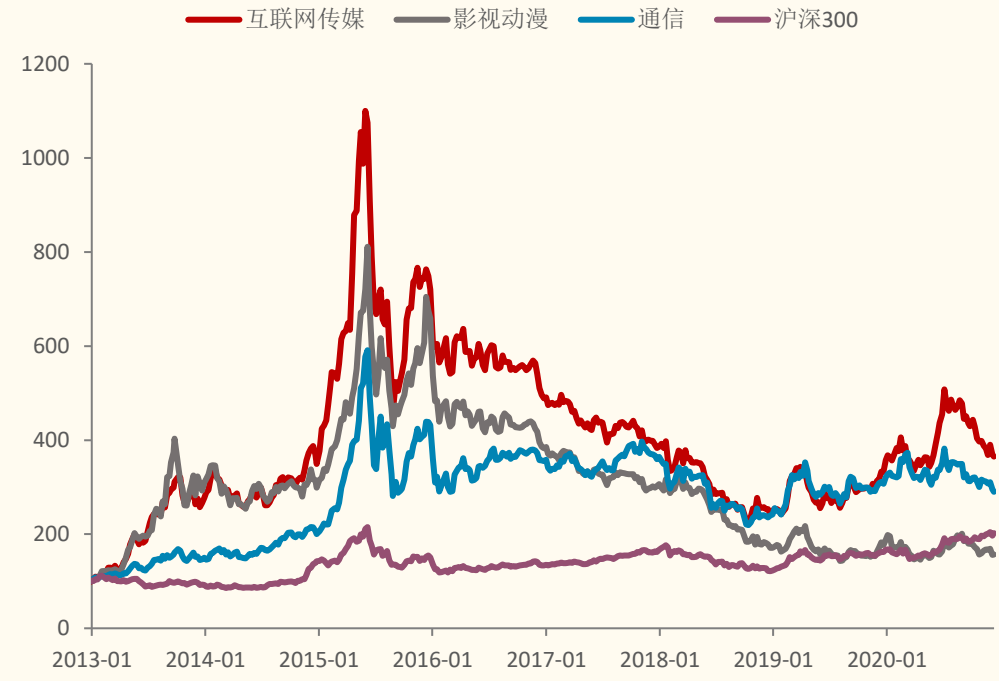
图表 11：通信行业与沪深 300 净利润增速



来源：Wind、国金证券研究所

■ 除了受益于资本开支周期的通信设备之外，更为重要的是 4G 普及带来的下游应用端的爆发式增长，对应的是以视频、游戏和软件等为代表的移动互联网的蓬勃发展。**从行情的幅度来看，4G 应用端比设备端上涨幅度更大，核心的原因在于设备端只在资本开支密集扩张的 2-3 年中受益，而应用端的市场空间更为广阔，因此估值抬升幅度更大。**

图表 12：4G 设备及应用相关指数走势（2012 年底标准化为 100）



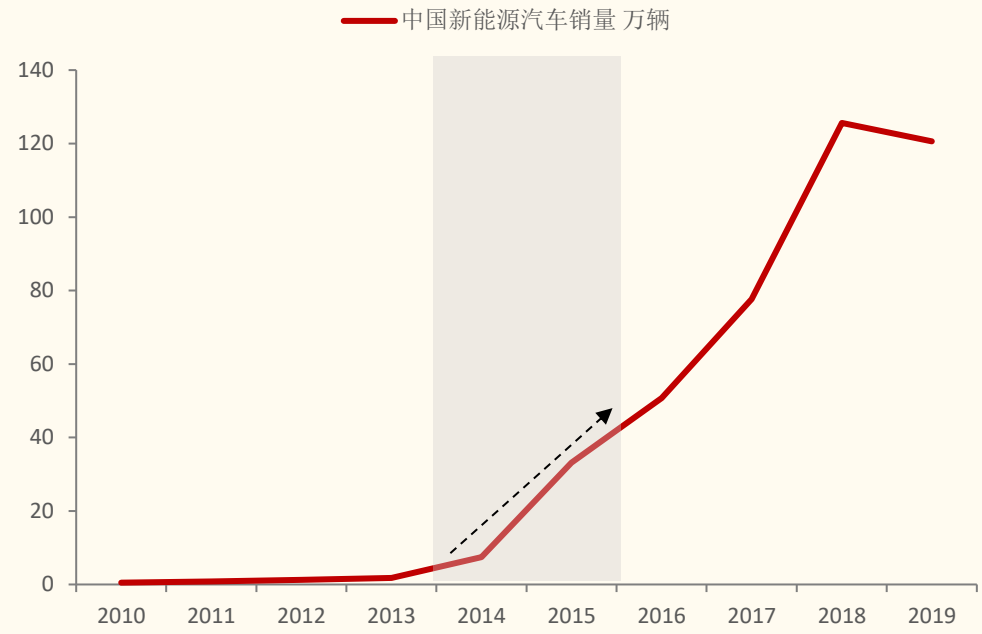
来源：Wind、国金证券研究所

3.3 2014-2015 年新能源汽车：政策依赖属性，行情驱动主要来自盈利端

■ 尽管 2009 年以来政府陆续出台政策扶持新能源汽车（比如“十城千辆”试点），但雷声大雨点小，新能源汽车销量并没有明显提升。**2014 以来，**

政府加大扶持力度，新能源汽车补贴政策逐步扩大至全国范围，叠加购置税等税费的减免，行业开始迅速放量，新能源汽车销量从 2013 年的 1.8 万辆快速增长至 2015 年的 33.1 万辆，2014-2015 年是新能源汽车行业的成长初期阶段。此后行业政策上开始调整，2016 年国家主管部门进行大规模新能源汽车骗补核查，2017 年新能源汽车补贴开始退坡，行业进入出清阶段。

图表 13：2014-2015 年新能源汽车板块市场规模加速扩张



来源：Wind、国金证券研究所

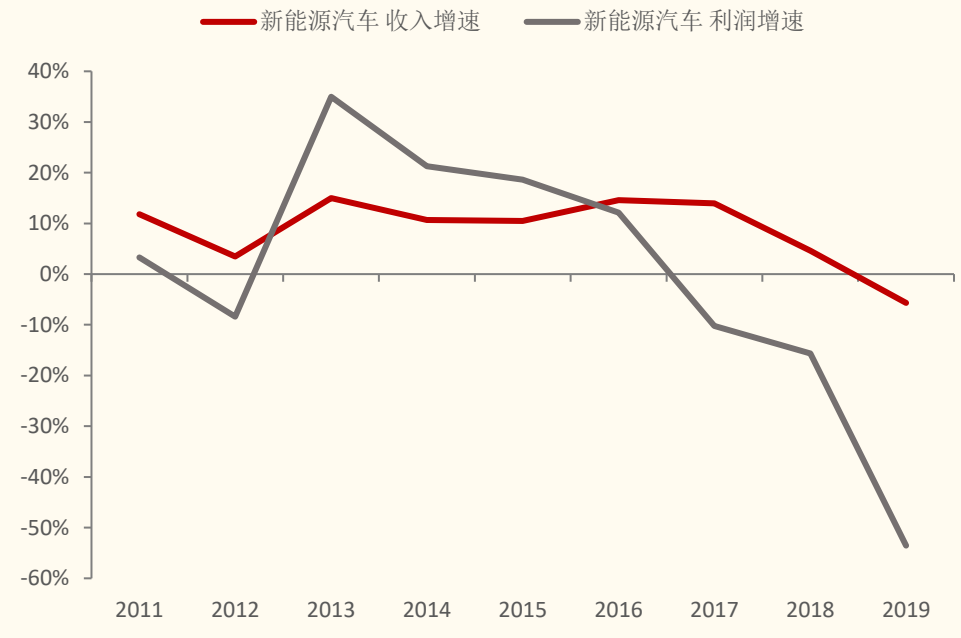
- 从市场表现来看，在 2014-2015 年期间，新能源汽车指数持续跑赢沪深 300 指数，行情驱动的主要因素在于政策扶持下行业业绩明显提升，但与此同时行业估值相对沪深 300 指数并没有显著的变化。**事后来看，当时的新能源汽车行业快速放量，核心因素在于政策扶持，并不是行业内生增长和自发需求型行业，因此市场不愿意给相对高估值的原因是对其政策依赖属性的担忧。**

图表 14：新能源汽车指数走势与估值相对沪深 300



来源：Wind、国金证券研究所

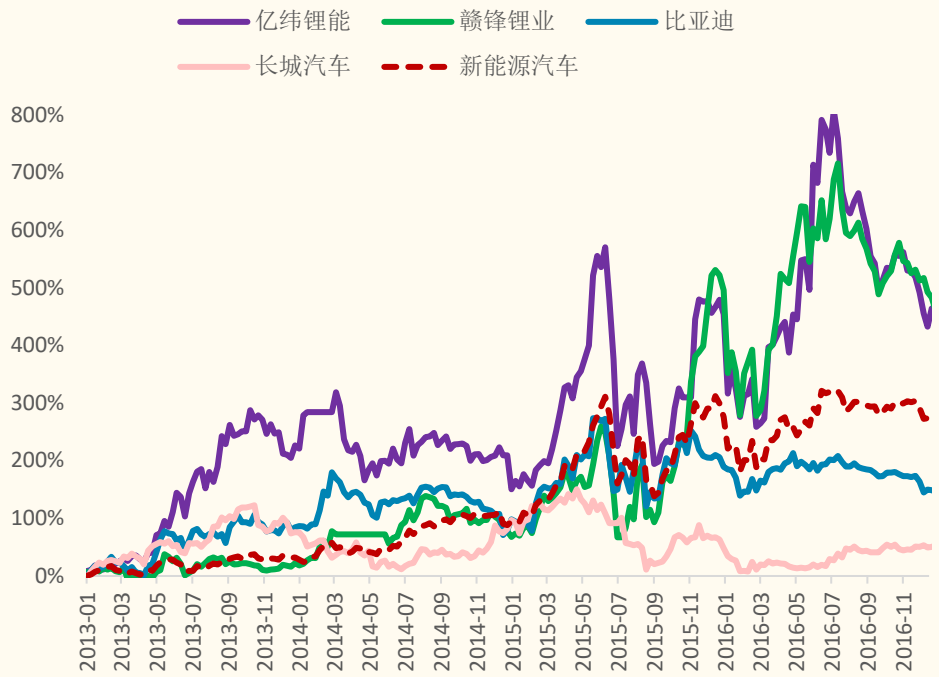
图表 15：新能源汽车板块收入和利润增速



来源：Wind、国金证券研究所

- **对于新能源汽车板块内部行情来说，上游电池相关个股相对整车行业表现更为占优。**以亿纬锂能和赣锋锂业为代表的新能源汽车上游公司在 2014-2015 年期间市场表现明显强于比亚迪和长城汽车为代表的整车公司。究其原因，我们认为主要原因是整车行业竞争相对充分，而电池等上游行业是新能源汽车核心组件，竞争格局仍未成型。

图表 16：新能源汽车上下游代表性个股累计涨跌幅



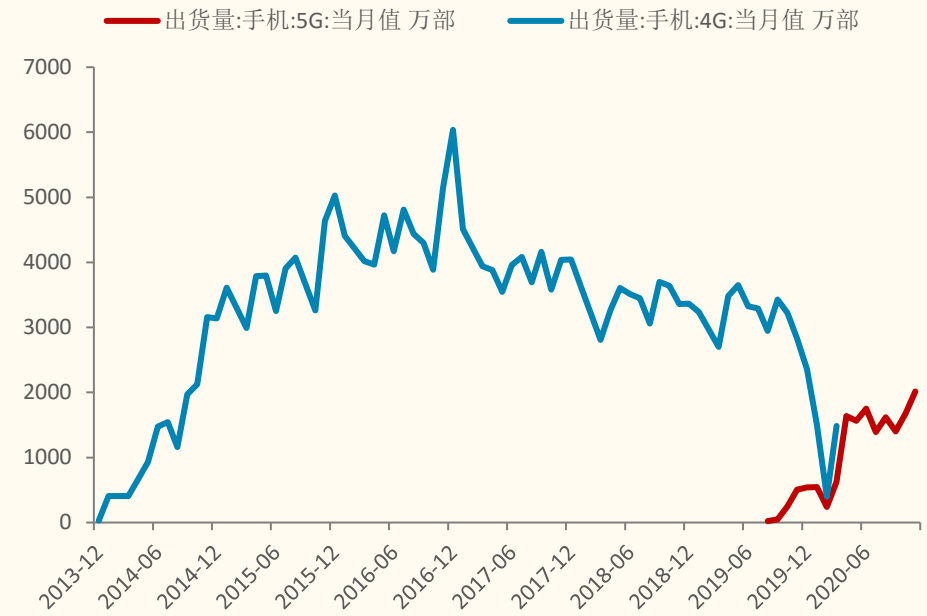
来源：Wind、国金证券研究所

四、 目前有哪些行业处于成长初期？

4.1 5G 行业：应用端前景广阔

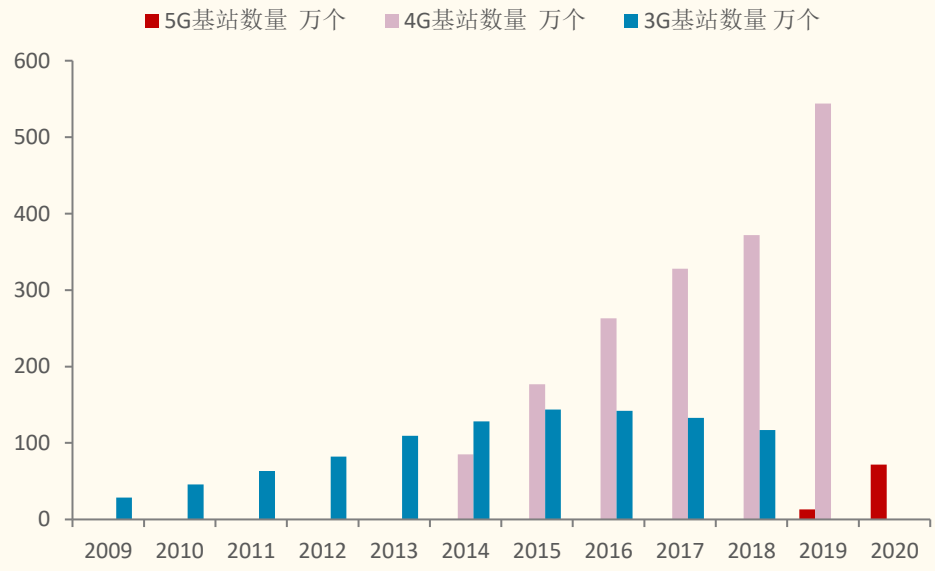
- **当前 5G 行业处于快速扩张的成长初期：1）从市场规模来看**，5G 基站数量和 5G 手机出货量均保持快速增长，行业渗透率逐步提升，截止 2020 年 11 月，我国手机累计出货量中有超过一半的手机为 5G 手机。2）**从行业竞争来看**，换代引起的需求再造将引起原本趋于稳定的市场展开新一轮竞争。运营商方面，尽管中国移动、中国联通和中国电信作为主流运营商形成三足鼎立，而在网络、基建、服务方面的竞争愈发激烈。5G 设备方面，2020 年第三季度，华为的全球 5G 设备市场份额占比为 33%、爱立信占比 31%、诺基亚占比 14%、三星占比 13%、中兴占比 6%，尚未有品牌保持绝对领先。5G 应用方面，在 5G 网络大规模覆盖之前，VR/AR、云游戏、物联网等方面仍处在初级阶段，各家厂商均纷纷布局，试图分 5G 应用市场的一杯羹。

图表 17：4G 和 5G 手机出货量



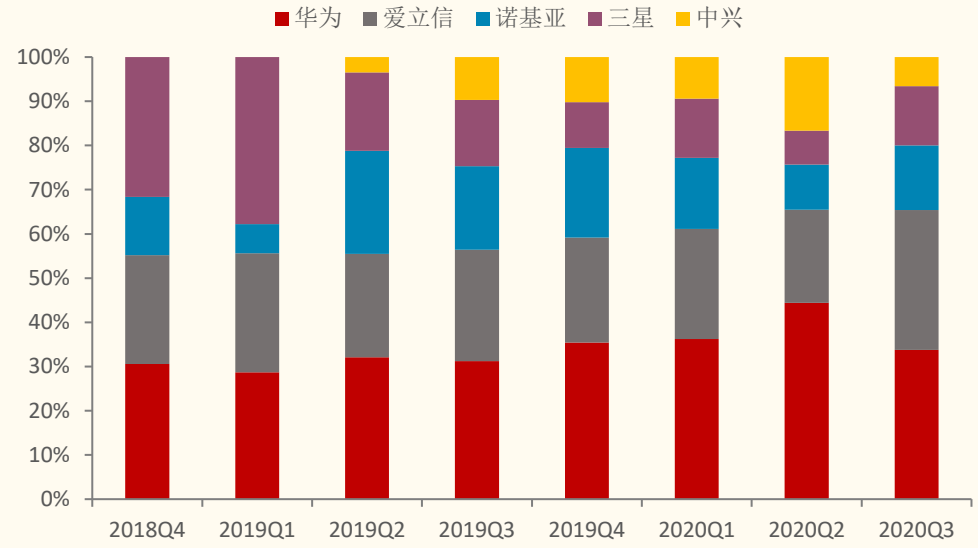
来源：Wind、国金证券研究所

图表 18：当前5G的发展阶段可以对标2014-2015年4G的发展阶段



说明：2020年数据截止12月15日
来源：工业与信息化部、国金证券研究所

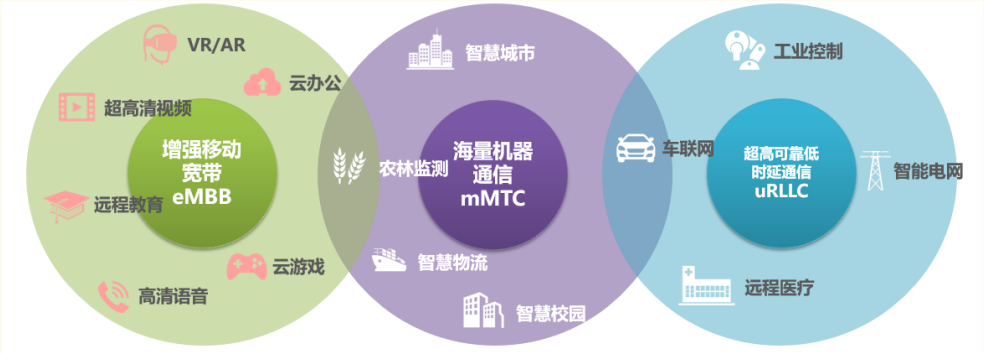
图表 19：全球 5G 设备市场份额



来源：Dell'Oro、国金证券研究所

- 5G 行业的发展主要包括技术研发、基站建设、发放商用牌照、用户普及的四个阶段，从基站建设情况、发放商用牌照的时间和最新的 5G 用户数目统计来看，**当前 5G 的发展阶段可以对标 2015 年初 4G 发展的阶段，处于即将迎来广受市场关注的加速普及时期**。截止 2020 年 10 月，中国移动、中国电信、中国联通共统计有 2.01 亿 5G 用户，该值对应 4G 普及阶段的 2015 年 5 月。
- **从市场行情的角度来看，参照 2014-2015 年 4G 行情的演绎节奏，我们认为 5G 设备端业绩受益周期大概在 2-3 年，而 5G 应用端市场空间更为广阔，行情幅度或相对更大**。根据国际电联的 5G 愿景，5G 将主要面向三大应用场景：以 VR/AR、云游戏为代表的增强移动宽带；以智慧城市、智慧物流为代表的海量机器通信；以物联网为代表的超高可靠低时延通信。

图表 20：5G 三大应用场景



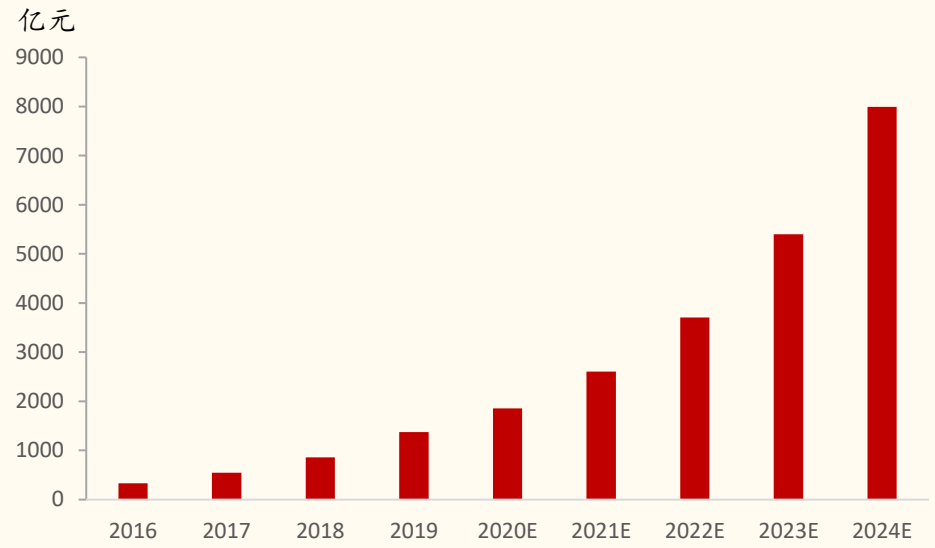
来源：IMT-2020(5G)、国金证券研究所

4.2 AI 行业：技术驱动场景扩张

- **当前人工智能（AI）行业处于快速扩张的成长初期：1）从市场规模来看，**该行业正处于需求增速扩大的阶段，一方面，相关技术的进步使人工智能能够在已有的应用场景更有效的工作，对传统劳动力的替代率提升。另一方面，行业间的技术外溢现象越发显著，越来越多的行业开始吸纳和采取人工智能成果，多学科交叉探索认知 AI 使其应用场景不断拓展到在智能穿戴、人工智能芯片、智慧医疗、工业机器人等多个领域。2）**从行业竞争来看，**《2019 年中国人工智能基础数据服务行业白皮书》称人工智能基础数

据服务行业 CR5 为 26%，行业集中度较为稳定适中。除了传统科技巨头百度、阿里巴巴、腾讯在 AI 领域处于领先地位，国内还有上百家创业公司在人工智能的各个方向探索新技术，中国人工智能企业在 2019 年全球性 AI 独角兽投融资中资金数量居第一。

图表 21：中国人工智能市场规模将迎来快速增长期



来源：沙利文咨询、国金证券研究所

图表 22：人工智能应用领域分布越发广泛

所属行业	企业数量（个）	获投金额（亿元）	主要细分赛道
通用型方案	148	834.2	
企业服务	142	178.5	智能营销
机器人	126	702.5	服务类
大健康	107	288	智能影像诊疗
安防	97		身份认证系统
互联网服务	90	198	智能推荐
金融	80	624.7	智能风控
基础元件	73	282.9	AI 芯片
汽车	70	508.1	
教育	41	89.9	自适应学习
家居		176.6	智能音响

来源：《2019-2020 年中国人工智能商业落地研究报告》、国金证券研究所

- AI 行业可以分为三个层面：基础层、技术层、应用层。基础层包括 AI 芯片、硬件设备、系统软件等。技术层包括计算机视觉、语音技术、自然语言理解等。应用层则是各类应用场景的落地，包括在医疗、交通、工业等各大领域。**从产业链的视角来看，以 AI 芯片为代表的基础层或是率先受益于行业加速扩张，而 AI 应用场景的扩张或带来行业变革性发展。**

图表 23：AI 产业链：基础层、技术层和应用层



来源：Wind、国金证券研究所

- **风险提示：**行业快速扩张进度不及预期，产业政策收缩风险，海外黑天鹅事件

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH