行业观点

● 宏观

疫后迎新生，结构与复苏-2021 年宏观与大类资产展望

中国经济领先全球复苏

当前欧美疫情仍处于第三波，市场普遍预期，疫苗将在 2020 年底或 2021 年初推出，发达国家在 2021 年二季度完成对重点人群基本覆盖，对于欠发达地区，疫情影响将延续到 2022 年。中国经济已经领先全球复苏。经济动能由投资转向出口、消费和制造业。但疫情对我国中小企业冲击仍在，也加大了收入差距。

？ 明年国内经济基本面向好

预计剔除基数效应后，明年我国整体经济增速将回归潜在经济增速中枢。

出口维持强势。海外经济复苏与中国产业链的优势，有利于明年出口的高景气。当前欧美库存已处于历史低位，明年上半年或进入主动补库阶段。

基建地产投资仍有韧性，制造业投资维持高增。企业利润已经开始好转；短期内中美摩擦缓和与疫苗推广预期将增强扩大生产的信心，预计 2021 年制造业投资同比增速或达 9%。明年财政政策将回归常态，基建投资增速将稳中有降，预计 2021 年基建投资同比增速或将在 3%左右。房地产政策调控将以稳为主，2021 年地产投资预计整体将保持韧性，长期将进入下行通道。

消费仍有修复空间。居民应对疫情的超额储蓄有望转换回消费，在政策推动、储蓄支持、线下改善、可选高景气的支撑下，预计明年社零增速有望提升至 15%左右。

国内通胀压力较小。猪周期下行，CPI 整体在相对低位的水平；油价中枢预计小幅上行，PPI 温和修复。2021 年 M2 及社融增速将小幅回落，M2 同比增速或将回落至 10%，社融同比增速或将下降到 12%，但信贷结构有望进一步改善。

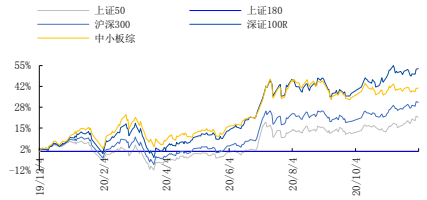
？ 政策回归常态化

预计 2021 年财政政策将回归常态化，其中赤字率将重回 3.0%，财政预算赤字规模将回落至 3.36 万亿，同时预计明年专项债额度或将下降至 3 万亿。明年的货币政策将更注重稳杠杆与防风险，在操作上更谨慎灵活。

？ 大类资产配置：商品最优，权益关注结构性机会

影响明年资产配置的主要因素是疫苗推广、海外经济复苏与通胀、海外货币政策退出的节奏。我们认为，受益于海外经济复苏与通胀的商品大概率表现最好。股票受益于经济复苏带来的盈利增长、与海外货币政策较通胀预期的滞后，但高估值和国内货币边际收紧限制了全面行情的可能。国内债市上半年或依然走熊，十债收益率可能触及 3.5%，质赛道股也有表现的机会。下半年或在 3%-3.5%区间震荡。

主要市场走势图



资料来源：Wind

A 股市场涨幅前五

股票	收盘价	涨跌幅%		
	RMB	1 日	5 日	本年
C 朗特	294.33	420.75	0.00	0.00
兰剑智能	108.06	290.11	0.00	0.00
C 海融	222.16	217.24	0.00	0.00
艾力斯-U	57.82	154.38	0.00	0.00
品渥食品	80.50	22.92	45.31	-33.27

A 股市场跌幅前五

股票	收盘价	涨跌幅%		
	RMB	1 日	5 日	本年
宏大爆破	32.86	-20.01	-19.95	75.96
朗博科技	45.11	-20.00	-29.90	109.66
仁东控股	28.43	-19.98	-47.23	91.06
大连圣亚	30.29	-19.97	-28.65	-30.40
润禾材料	41.72	-14.86	23.98	185.80

黄金长期看多逻辑仍存，但短期受到海外经济复苏压制。
明年 A 股大概率呈现结构性行情，主要机会在前期估值较低、受益于经济复苏而盈利改善的顺周期行业，成长风格中估值和增速匹配的优质赛道股也有表现的机会。

分析师：徐颖（执业证书：S0020520070001）

- **电子**

恒玄科技（688608）公司深度报告：国内智能音频 SoC 芯片龙头

报告要点：
？ 国内智能音频 SoC 芯片领先供应商
公司是全球智能音频 SoC 芯片领先供应商，是国内少数能与高通等国际巨头竞争的芯片设计公司，客户包括华为、三星、OPPO、小米、Sony 等世界一流厂商，主要产品为智能蓝牙耳机芯片与 Type-C 耳机芯片，市场认可度及市占率高，盈利能力强，是国内 TWS 耳机芯片龙头，发展前景广阔。
？ 乘 TWS 耳机东风，公司业绩迎风起
苹果曾先后两次引爆 TWS 耳机市场：2016 年推出 AirPods 开启 TWS 浪潮，真无线耳机风靡全球；2019 年推出 AirPods Pro，凭借其优异的降噪性能开拓出 TWS 耳机发展新方向。而随着苹果在最新发布的手机中，取消随机附赠耳机，并且预计明年春季将推出新一代 AirPods，我们预计将会再一次给 TWS 市场增添活力。我们认为未来 TWS 市场存量+增量下，出货量将会保持高增长。存量市场：TWS 耳机相较于手机，换机成本低，周期短，平均周期约为两年；增量市场：预计安卓端 TWS 将会类似安卓手机渗透率历史，未来迎来较大增长，根据合理测算，2022 年安卓端 TWS 市场规模约为 1822 亿元，恒玄科技作为行业龙头厂商，较早卡位 TWS 耳机赛道，布局普通音频与智能音频芯片赛道，渗透众多世界一流厂商，技术水平行业领先。未来随着 TWS 耳机的持续放量，公司业绩值得期待。
？ 技术领先客户优质，公司构建宽护城河
公司重视技术创新，在低功耗 SoC 设计、高性能音频 CODEC、混合主动降噪、蓝牙及智能语音等方面具有坚实的技术积累，是业内少数能够做到低功耗 TWS 双耳连接功能的芯片厂商。公司积极拓展国际大厂商客户，品牌客户的深度及广度是公司重要的竞争优势和商业壁垒。随着智能语音在 AIoT 落地应用中地位凸显，公司已成为智能语音技术上的先行者，占据了智能语音终端大发展的有利地位。未来在国产替代以及万物智联、AIoT 带来下游需求增长的大背景下，公司有望畅享双重红利，迎来业绩爆发。
？ 投资建议与盈利预测
我们看好公司在 TWS 芯片行业的竞争地位，伴随明年智能蓝牙芯片放量，公司业绩有望迎来高增长，预计 2020-2022 营收 10.52、17.81、21.22 亿元，归母净利润 1.88、3.41、4.21 亿元，对应 PE 为 103、57、46 倍。考虑到公司作为行业龙头，将会优先受益行业高景气度，给予公司“买入”评级。
？ 风险提示
（1）市场拓展不及预期；（2）下游发展不及预期；（3）公司技术与研发不及预期；（4）行业竞争加剧风险；（5）产业链受疫情影响恢复不及预期。

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001），联系人：李雪峰

重点报告

2021 年电子行业策略报告：电子产业创新与格局重构

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001），联系人：刘堃，王舒磊，李雪峰

报告要点：

？ 本土 IC 设计亟待成长，精选赛道享双重红利

IC 设计作为半导体行业中极其重要的一环，是国产替代的重要组成部分。细分赛道来看，计算连接方面：5G、AIoT 技术的持续渗透将带动下游应用百花齐放，2021 年我国将进入 5G 新基建集中、大规模部署阶段，将全面开启 5G 数字化转型。处理器芯片、无线蓝牙芯片作为下游产品的核心芯片将会优先受益。与此同时中美摩擦下，关键芯片国产化进程已刻不容缓，RISC-V 架构开源的特点有利于国产芯片实现自主可控，中国作为 RISC-V 阵营的中坚力量，一直致力于 RISC-V 生态体系建设，随着其深入发展未来将会加速国产芯片实现自主可控。建议关注新能源汽车、AIoT 下国产主流 APU、MCU 以及 Wi-Fi 蓝牙芯片厂商的发展机遇。

存储芯片方面：NOR Flash 需求继续提升。我们认为 2021 年 NOR Flash 的需求将继续提升，显著的驱动力来自于：①可穿戴产品功能的提升带来产品空间提升的需求，如未来新款 AirPods 有望搭载 256MB 的内存；②以智能电表为代表的新兴物联网领域以及③AMOLED 屏幕渗透率的进一步提升。大宗存储方面，伴随着 3D NAND 堆叠层数的提高，单位容量的 NAND Flash 的价格将持续走低；而受智能手机和服务器明年需求量提升的预期影响，DRAM 价格有望全年呈上升的趋势。

模拟芯片方面：继续把握国产替代带来的成长性。展望明年模拟芯片市场，国内企业将继续通过扩展新品+国产替代的逻辑继续成长。下游领域方面，通讯基站建设、消费电子需求提升等领域仍将是国产模拟芯片的主要增量需求。在此逻辑之下，具备更强烈国产替代需求的客户将为模拟芯片企业带来更好的成长性。

？ 功率器件传统应用需求稳定，新兴领域为行业赋能

功率半导体用于泛电力电子领域，传统需求增速缓慢，未来主要依靠新能源汽车、可再生能源发电、变频家电等带来的巨大需求缺口。IHS 统计，国内成熟市场规模约 940 亿元，我们经过测算国内新能源汽车、充电桩、光伏和风电四个新兴纯增量市场空间约 200 亿元。短期受益于功率器件价格调涨和疫情后经济复苏需求，长期看好新能源领域的海量新增需求。

？ 半导体制造是电子行业底部支柱，国产化趋势持续向好

整个集成电路拥有极长的产业链，其中制造和封装测试环节是将 IC 设计方案具体落实成实物芯片的基础，也是支撑整个电子计算机行业大生态的底部核心支柱。

代工和封测底层逻辑：5G、汽车电子、AIOT 等新需求有望推动半导体行业进入新一轮景气度上行周期，对应产业链中下游制造产能和技术需求。

代工：1）短期受美国制裁影响，先进制程承压，中长期我们看好新一代 N+1 工艺在增效降本方面的改善，以及下游对 14/28nm 平台旺盛需求。2）成熟制程目前产能供不应求，产能紧缺情况有望延续到明年年中，5G、新能源、消费增量需求有望快速填补新建 12 寸成熟工艺产线空缺。封测：封测需和晶圆制造产能匹配，预期新兴需求带来的巨大增量使封测线产能利用率维持在高位，封装集成化趋势推进高级封测需求。

半导体设备和材料底层逻辑：产能扩张+国产替代趋势给国内供应商更多机会，设备对应扩产期，材料对应扩产后期，短期受益于周期内的上行区间，长期受益于渗透率的提升。

设备：未来两年中国大陆存储和逻辑产能建设进入洪峰期，20/21 年新增晶圆厂 12/8 座，国产设备龙头技术储备整体处于 14/28 纳米，对接大陆新增产线技术需求，预计未来两年设备企业盈利将持续改善，且在客户多样化需求驱动下逐渐丰富机台种类，提升国际影响力和技术竞争力。材料：作为晶圆制造的日常耗材，遵循产能建设后期逻辑，材料市场需求扩容。我们认为未来材料端国产替代进程将从易到难、从低

端到高端循序渐进，目前替代速度较快的是靶材、电子特气和湿法化学品，而硅片和光刻胶相对滞后。

？ 消费电子：关注智能手机与可穿戴的投资机会

智能手机方面，由于疫情的发展减缓了 2020 年手机市场需求的提升，2021 年手机市场有望在疫苗研发顺利、5G 换机继续进展的情况下迎来景气周期。手机下游各细分市场中，我们认为可以关注如下投资机会：光学领域的国产厂商有望逐步提高高像素的份额占比，进而获得业绩提升；手机充电领域也非常值得关注，一方面无线充电的渗透率整逐步提升，另一方面伴随着苹果取消附赠充电头，三方快充头将成为明年重要的需求方向。

可穿戴领域来看，TWS 仍为 2021 年明确方向，在苹果取消随机附赠耳机后，将会催化 TWS 耳机成为智能手机配套产品迎来更大市场空间。我们看好在可降噪等主要功能升级后安卓端市场的成长性；智能手表方面，在疫情催化下其差异化定位属性凸显，看好在续航、医疗健康等技术提升后，智能手表行业迎来拐点。

投资建议

计算芯片：晶晨股份、全志科技、寒武纪、瑞芯微、富瀚微、中颖电子

连接芯片：乐鑫科技、博通集成、澜起科技、恒玄科技、卓胜微

传感芯片：韦尔股份、汇顶科技、敏芯股份

存储芯片：兆易创新、北京君正、聚辰股份

模拟芯片：圣邦股份、思瑞浦、晶丰明源、芯朋微、芯海科技

功率器件：斯达半导、华润微、新洁能、闻泰科技、扬杰科技、捷捷微电、士兰微

晶圆代工：中芯国际、华虹半导体

设　备：北方华创、中微公司、华峰测控、精测电子、芯源微、盛美半导体

材　料：雅克科技、立昂微、晶瑞股份、菲利华、安集科技、金宏气体、鼎龙股份

封装测试：华天科技、长电科技、通富微电、晶方科技

消费电子：歌尔股份、信维通信、韦尔股份、水晶光电、电连技术、蓝特光学

风险提示

下游需求发展不及预期；技术研发不及预期；晶圆代工风险；外部冲击风险。

2021 年计算机行业策略报告：后疫情时代，数智化加速

分析师：耿军军（执业证书：S0020519070002），联系人：陈图南

报告要点：

2020 年计算机行业涨幅居中游水平，业绩拖累行业表现

截至 2020 年 11 月 27 日收盘，年内计算机（申万）指数上涨 10.78%，涨幅在申万各行业中排名第十七，处于中游水平，表现一般，我们认为原因包括：新冠肺炎疫情导致下游政企客户的 IT 预算和支出受到一定影响；新冠肺炎疫情导致招投标和现场服务受限，交付进度延缓，影响收入实现；执行新收入准则，部分公司的收入确认受到一定影响。

疫情加速科技产业深度变革，聚焦高价值高成长黄金赛道

当今世界正经历百年未有之大变局，新一轮科技革命和产业变革加速推进，云计算、5G、人工智能、大数据、区块链等新一代信息技术快速发展，新兴商业模式不断推陈出新。云计算、在线办公等在今年的新冠肺炎疫情中充分体现了优势，未来各行业有望加速数智化转型。展望 2021 年，我们认为：云计算、5G、人工智能等是全球科技产业变革的核心领域，技术创新和资本涌入驱动相关公司快速成长。同时，B2B、金融信息服务等行业充分利用现代信息技术的优势，加速商业模式的变革，不断丰富产品和服务内容，已

经逐步走向繁荣。

“十四五”开局，各领域信息技术应用创新有望加速推进

2020 年 11 月 3 日，《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》强调：制定科技强国行动纲要，健全社会主义市场经济条件下新型举国体制，打好关键核心技术攻坚战。我们认为，“十四五”期间，在政策的推动下，信息技术应用创新有望在各个行业全面展开，国产基础软硬件产品将由“可用”向“好用”演化，万亿级别的市场空间有望全面打开。从细分领域来看，工业软件、网络安全、政府信息化、智能安防、金融科技、医疗信息化等领域，有望迎来新一轮成长周期。

投资建议

云计算：广联达（数字造价 SaaS 服务转型效果逐步体现，数字施工开拓蓝海市场）、用友网络（企业级软件龙头聚力云服务，高成长确定性强）、金山办公（乘信创东风，国产办公软件龙头持续高成长可期）、石基信息（下一代酒店云解决方案助力公司全球化）；

5G 应用：中科创达（掌握操作系统核心技术，赋能万物互联时代）；

网络安全：安恒信息（聚焦新兴网络安全领域，持续快速成长）、奇安信-U（高研发投入驱动公司高速成长，盈利能力逐步改善）；

金融科技：长亮科技（聚焦银行核心系统，进军国有大行市场）；

医疗信息化：卫宁健康（新一代产品 WiNEX 助力公司高质量成长）；

政府信息化：超图软件（国产 GIS 龙头，国土空间规划及自然资源统一确权登记助力公司新一轮成长）。

风险提示

新冠肺炎疫情反复；宏观经济下行，政企客户的 IT 预算收缩，IT 投资减少；信创产业相关政策落地低于预期；医改落地低于预期，相关信息化建设进展缓慢；金融科技监管趋严，相关 IT 投资进度不及预期；5G 投资低于预期，下游应用发展受影响等。

机械行业 2021 年投资策略：乘风向上，国产崛起

分析师：满在朋（执业证书：S0020519070001），联系人：胡晓辉，秦亚男，李嘉伦

报告要点：

2021 年装备制造业周期上行，看中国制造自信崛起。

按照历史经验，2020 年制造业将启动新一轮复苏周期，但是 2020 年年初爆发的新冠疫情打破了市场自身运行的节奏，导致需求骤降、库存被动累积，随后国内疫情得到控制，需求逐步回暖，被动上升的库存才开始去化。2020 年 10 月，我国工业产成品存货累计同比+6.9%，相比于 9 月份的累计同比增速 8.2%仍有所下降，我们判断，随着下游需求逐渐爬坡，工业生产信心持续恢复，2021 年我国库存周期有望从“被动去库存”转为主动补库存。观测如工业机器人、金属切削机床、叉车等主要的中游通用资本品产量数据可见，产销量同比大幅增长，且走势相对一致，表明下游需求已率先实现复苏；根据历史销量呈现的规律，预计 2021 年中游通用装备需求仍延续上升态势。值得关注的是，在此轮叠加国内外疫情压力测试的上升周期中，中国制造全球供给替代明显，产业链的完整性和稳定性优势凸显，逐渐承接了欧美日等国的订单，替代进口的进程日益加速。例如，工程机械领域，三一重工、徐工机械等国内主机厂加速取代外资主机厂的历史地位，恒立液压、艾迪精密逐步取代 KYB、川崎重工、力士乐等传统液压件品牌，国产机器人厂商埃斯顿和机器人“四大家族”差距越来越小。国内优质装备龙头厚积薄发，迎来绝佳弯道超越的历史机遇。

通用设备：全面复苏，坚定看好

2021 年处于装备制造业全面景气上升的爆发阶段，下游需求持续旺盛，中游各类装备产量销量有望大幅增长。建议重点关注国产工业机器人龙头埃斯顿、埃夫特、拓斯达，激光产业链上的光纤激光器龙头锐科激光和激光切割控制系统龙头柏楚电子，国产工控龙头汇川技术和信捷电气，叉车行业双龙头安徽合力和杭叉集团以及机床板块的细分龙头创世纪、亚威股份、海天精工、国盛智科等。

专用设备：择木而栖，优选龙头

主线 1：工程机械。受益于新增投资+更新替代+人工替代等多重因素叠加，我国工程机械行业需求韧性十足，仍延续景气向上趋势。长期看，我国城镇化率不断提升以及人工成本呈现持续上升的不可逆趋势，我国工程机械保有量仍有望温和上升。建议重点关注主机厂龙头三一重工、浙江鼎力、中联重科、徐工机械以及液压零部件龙头恒立液压。主线 2：木工机械。受益于地产投资韧性带动的国内竣工后周期以及家具出口超景气，木工机械行业需求持续旺盛。建议重点关注产业链及产能布局完善并且逐渐突破大客户的弘亚数控。主线 3：光伏设备。当前硅片端扩产持续，除中环、隆基等硅片端龙头外，上机数控、晶科等企业也积极布局硅片端，建议重点关注单晶炉龙头晶盛机电。主线 4：油服装备。2020 三季度起，以中国和美国为代表的原油消费国经济均有好转，抑制油价的主要不利因素在逐渐消除。国内三大石油公司“七年行动计划”的执行带来油价恢复盈亏平衡点后国内资本支出的报复性上涨可能。建议重点关注杰瑞股份、石化机械和中海油服。

风险提示：

固定资产投资增速下滑；市场竞争加剧；疫情反复加剧的风险。

2021 年家用电器策略报告：强者恒强延续，个股分化之始

分析师：邢瀚文（执业证书：S0020119080037）

1. 疫情影响已过，行业重回正增长

受疫情影响，2020 年前三季度全国居民可支配收入增速下滑，人均可支配收入达到 23781 元，同比增长 3.9%。居民消费在疫情过后增速逐步回暖，月度社零增速由 2020 年 2 月的-20.5%回升至 2020 年 10 月的 4.3%。家电行业受到疫情影响，限额以上家电零售增速由 2018 年 5%左右波动区间降低至 2020 年-30%，2020 年 10 月逐渐回到 5%的增长区间。家电行业营收 8289.4 亿元，同比降低 2.9%，净利润 602.1 亿元，同比降低 14.2%。受盈利能力与原材料价格两头挤压，经营活动净现金流大幅下降。行业资产质量保持稳定。行业类货币占比从 2015 年 Q3 的 32.3%提升 4.1pct 至 2020 年 Q3 的 36.4%，总借款由 2017 年 15.0%降低 2.9pct 至 12.1%。

2. 行业营收下滑，三大白净利润占比提升

2020 年前三季度家电大部分子行业营收净利润出现不同程度的下滑，仅小电营收及黑电、中游净利润保持增长态势。由于空调安装属性更强，此次受疫情影响高于冰箱洗衣机，空调占白电零售额比例由 2019 年 1-10 月 55.7%降低至 2020 年 1-10 月 51.9%；烟机、燃气灶增速出现分化，线上化趋势加强；小电行业整体下滑，疫情影响不同，洗碗机、微蒸烤复合机同比增长超过 25%。行业龙头集聚现象持续，格力、美的、海尔三大龙头营收占白电比重虽略有下滑但净利润比重提升至 115.1%，较上年提升 18.3pct。

3. 2021 年：强者恒强与个股分化

我们认为，行业龙头凭借其在企业发展中积淀的优势，将强者恒强。其次互联网的渗透使得产业链数字化程度增加，分工更加细化和明晰。从生产、销售、运送到售后服务一条完整的产业链利润逐渐固定。在数字化时代获得更多产业链职能以及通过数据运用匹配消费者需求的企业将与其他企业产生分化。

4.投资建议

我们认为2021年有两条主要投资路径：1.行业龙头依然强者恒强。行业龙头通过积淀的行业优势价值重估以及更多产业链职能的获取，获得更广阔的发展空间。建议积极关注美的集团、格力电器、海尔智家；2.个股独立行情或将开启。由于线上占比逐渐提升、线上渠道对于用户数据更全面的留存，个股将凭借其对数据分析，将产品、用户精准匹配获得独立增长。我们建议关注苏泊尔、荣泰健康、小熊电器、新宝股份、浙江美大、老板电器。

5.风险提示

空调库存去化不及预期，房地产竣工回暖不及预期，出口业务大幅波动。

2021年通信行业策略报告：方兴未艾新基建，云化物联露锋芒

分析师：常启辉（执业证书：S0020517090001）

报告要点：

行情回顾：高开低走，分化明显

今年以来，5G进入大规模建设期，叠加年初新基建政策强力推动，通信行业大幅走强。年中受外部事件影响，科技板块低迷，通信板块随之调整，一路下跌。截止2020.11.30，申万通信行业全年下跌1.79%，位列子行业倒数第二，大幅落后主要指数。个股层面，内部分化明显，全年下来，IDC、光模块和物联网等新基建板块业绩与股价走势较好。

光模块：双轮驱动景气度高，国内企业异军突起

光模块是通信设备产业链中少数同时受益于5G建设和数据中心建设的品种。同时，由于网络流量的持续增长，光模块需要在传输速率、功耗、体积和集成度等方面不断迭代，因此它明显的具有成长属性。当前在5G和数据中心400G的双轮驱动下，行业保持着快速的增长，产业“东升西落”趋势明显，国内企业逐渐成为市场主力军，将充分分享行业增长和份额提升的红利。

IDC：流量爆发背景下的黄金赛道

IDC作为云基础设施，是承载数据流量的基本载体，其市场增长受流量爆发的直接驱动，而流量增长的天花板尚未达到。年初新基建政策的推出，数据中心跨界者增多，一线城市能耗指标虽有所放宽，但总体仍旧处于需求大于供给阶段。对应REITS试点政策的推出也将拓宽行业公司的融资渠道。我们认为未来5年乃至10年，IDC都处于黄金发展期，重点看好在核心城市拥有丰富能耗指标的龙头企业。

物联网：模组环节确定性高，国内厂商后来居上

物联网被称为科技发展的第三次浪潮，市场空间广阔。当前正处于物联网场景快速渗透的阶段，物联网终端连接数的大幅增加是主要特征，对应通信模组环节是确定性最强，落地最早的领域。国内厂商凭借工程师红利，成本控制能力逐渐成为行业主力军，不断压缩海外厂商市场份额。

投资建议

5G建设在国内拉开大幕，运营商资本开支处于上行周期。同时，云厂商资本开支持续增加，奠定下游IDC和光模块行业景气度。物联网正处于应用场景不断渗透阶段，对应标准化的模块环节确定性高。基于此，我们给予通信行业“推荐”评级。建议重点关注中际旭创、新易盛、光环新网、移远通信、广和通。

风险提示

5G建设不及预期、云厂商资本开支不及预期、物联网模组行业竞争加剧

2021 年零售行业策略报告：线上加速渗透，新国货崛起

分析师：李典（执业证书：S0020516080001），联系人：杨柳，徐熠雯

报告要点：

*疫情加速线上渗透，新消费品加速崛起

受疫情影响，社会消费品零售额 2 月出现大幅下滑，后逐月恢复，10 月同比增长恢复至 4.3%，其中必选消费增速稳定，可选品类疫情后持续复苏。另一方面，疫情加速线上渗透，平台端加大供应链等基础设施建设，下沉提速，同时加强直播电商投入；品牌端，疫情倒逼品牌方加速数字化转型，新品牌强势崛起。展望 2021，我们认为，线上化趋势仍是主旋律，同时线上平台内部将产生结构性机会，在渠道、媒介的快速变革下，新品牌加速崛起，看好部分定位高景气细分赛道、具备电商基因、灵活应对市场的新消费品牌的机会。

*子版块基本面回顾及展望

（1）化妆品：行业持续高景气，渠道和传播媒介的变化催化行业新机会。部分率先完成线上转型、组织架构灵活调整的传统国货品牌商以及聚焦高成长细分赛道、具备强大互联网基因的新锐品牌商乘着新渠道、新营销红利快速扩张。未来品牌端有望通过聚焦高成长性细分赛道、打造大单品、布局多品牌等方式实现成长与扩张；而上游代工厂端有望受益于此轮新锐品牌的崛起与爆发式成长。

（2）电商平台：线上渗透持续提升，阿里、京东、拼多多前三季度增长强劲，同时三大巨头加速对于下沉市场争夺。阿里淘宝特价版 MAU 破 7000 万，京东疫情下良好基础设施叠加京喜加速下沉带动购买用户逐季度提速增长，拼多多年度活跃买家数量第三季度达到 7.31 亿。另一方面，内容平台和电商平台加速渗透，手淘改版，三大平台加大对于直播的投入力度，加强内容布局；抖音、快手、小红书、B 站等内容平台纷纷通过外链、直播等加速电商化。

（3）电商代运营：近几年乘品牌线上化红利快速崛起，目前头部格局已基本稳定且集中度持续提升。同时行业资本化加速，头部企业有望在资本加持下，加速进行行业整合、自主品牌孵化、产业链扩张等，依托自身电商运营经验、零售能力、营销能力，寻找第二增长曲线。

*投资建议

建议重点关注两条主线：（1）化妆品：关注 A 股上市的品牌商珀莱雅、上海家化、丸美股份、御家汇；美股上市的新锐彩妆龙头逸仙电商；拟创业板上市的功能性护肤龙头贝泰妮；以及化妆品上游头部代工企业青松股份。（2）电商平台及相关服务商：关注头部代运营商壹网壹创、丽人丽妆、宝尊电商；电商导购龙头平台值得买；专注品牌授权的一站式电商生态服务商南极电商。

*风险提示

疫情出现反复，经济增速下行，消费景气度下滑；品牌端竞争加剧，新品牌/新项目孵化不达预期。

2021 年传媒行业策略报告：文娱需求强劲，把握景气子版块

分析师：李典（执业证书：S0020516080001），联系人：路璐，陈俊璇

报告要点：

*板块内部分化，前三季度表现良好，全年未能跑赢大盘
在去年的策略报告中我们提出传媒板块蓄势待发，有望迎来估值、基本面双升带来的行情机会，关注游戏、5G 主题。2020 年整体的表现与我们的判断较为一致，特别是二季度，线上娱乐类个股表现抢眼。板块前三季度整体表现好于沪深 300，进入四季度，由于市场普遍担心业绩的高基数以及疫情带来的时长及用户红利的逐渐消退，游戏等板块出现较大调整带动行业走弱。传媒行业（中信）全年上涨 6.23%，排在 30 个行业中第 19 位，同期沪深 300 涨幅 19.71%。其中，营销、互联网、游戏板块表现居前。估值方面，板块 2019 年初达到估值拐点开始向上修复，由 19 年初 20 倍不到，逐渐修复至 2020 年 7 月份的 35 倍+，进入四季度整体估值有所回调，截止 11 月 16 日，板块整 PE（TTM 整体法 剔除负值）26.31 倍。

*子版块——游戏：大赛道高景气，关注估值修复
疫情影响、版号常态化叠加强劲需求端，移动游戏行业实现高速增长，前三季度行业增速高达 36.8%。中长期看，代际切换下手游渗透率将持续提升。竞争格局方面，腾网市占率已达高位保持稳定，尾部出清下，二线大厂商市占率提升。买量模式破局渠道垄断以及垂类渠道的崛起提升精品游戏研发及发行商相对价能力，研发、发行与渠道价值链的重新分配。

*子版块——视频：长视频盈利能力有望持续提升，短视频加速资本化
长视频方面，爱奇艺和腾讯视频市场份额保持领先，优酷略有掉队，二梯队哔哩哔哩、芒果 TV 增长强劲。爱奇艺领头，明年或将迎来直接+间接涨价潮，而二梯队平台有望量价齐升。内容上各平台加大对于短剧、互动剧等新内容形态投入，同时探索直播带货、MCN 等新业态。短视频方面，平台快速爆发，大量抢占用户时长，双寡头格局已难以撼动，后续商业化的空间潜力较大，包括电商、游戏、教育等新的商业化变现方向。看好抖音和快手平台及相关产业链公司。

*投资建议
投资机会上建议关注：（1）游戏——重点推荐：完美世界、吉比特、三七互娱、掌趣科技、宝通科技。（2）网络视频——重点推荐：芒果超媒、哔哩哔哩、关注快手。（3）同时建议积极布局细分赛道龙头的投资机会，重点推荐：新媒股份、视觉中国。

*风险提示
政策监管风险

重要新闻

- 中汽协副秘书长叶盛基在世界 智能汽车 大会上表示，**总体来看，中国汽车产业基本保持相对稳定。**今年汽车产销有望达到去年水平，其中新能源汽车产销有望达到甚至超过去年水平。
- 工信部：1-10 月，我国软件业完成软件业务收入 65542 亿元，同比增长 11.7%，增速较去年同期回落 3.5 个百分点，较 1-9 月提高 0.4 个百分点。
- 据网信上海，国家新闻出版署近日发布《2020 年游戏审批撤销信息》。《红月无双》《雷霆狂暴》《浴血战魂》等 19 款游戏因存在违规行为，对其出版物号进行撤销处理。

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、 分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188