策略研究

国都投资研究周报 2020.7.6-7.10

本周策略：

风格短期或切换，但中期业绩相对景气下科技成长趋势占优

1、**近期 A 股市场风格阶段性切换正上演。**在科技成长风格趋势领涨 1 年后，七月以来，市场风格如过往历史规律一样，阶段性切换正上演；本月以来，金融地产为代表的低估值大蓝筹板块，沪深 300、中证 100 为代表的大盘蓝筹周涨幅高达 7%附近，而创业板指涨幅仅 1%；券商大涨 18%，保险、地产、汽车、水泥、银行等大涨 11-7%，而上半年领涨的医药生物转跌-0.4%，农业、TMT、军工等科技成长周涨幅在 2.5%以内，均显著垫底。

触发 7 月起的市场风格主要催化剂或逻辑包括：

一国内外经济触底回升，利于顺周期蓝筹估值修复。国内经济稳增长效果显现，**自 2 月的疫情暴发集中防控期的低谷，随着 3 月起的常态化防控+复工复产、复商复市，经济已连续四月修复；并且信贷、社融月度新增规模及其同比增速已连续三月上行，预示后续经济仍有望企稳回升。尤其值得注意的是，近期国内地产销量与价格均转正，汽车、家装家具家电等耐用品消费回暖；同时，**全球制造业 PMI 环比反弹、美国 5 月非农就业数据大超预期、我国 5 月出口贸易超预期等，均表明欧美日的经济重启后的全球经济触底恢复。以上**国内外经济触底回升且数据超预期，为触发低估值的顺周期蓝筹估值修复的主要催化剂或逻辑。**

二宏观政策阶段性灵活调整，宽货币宽信用转为稳货币宽信用，无风险利率触底反弹，短期压制科技成长股提估值行情。今年初疫情冲击下，2-4 月的宽货币政策明显，3-5 月宽信用效果持续显现，但同时存在资金套利空转现象；而随着国内疫情的有效防控及深度复工复产复商复市，近四月经济已持续恢复。以上经济形势下，5 月起货币政策已由前期的宽货币宽信用转向稳货币宽信用，财政政策发力，驱使资金从金融市场转移至实体经济，货币市场资金价格反弹，两个月内 10Y 国债利率已由前期低点+2.5%附近持续上行至 2.9%。经济触底回升、货币政策边际收敛，无风险利率显著反弹，短期压制科技成长股提估值行情。

2、中周期市场风格决定因素？主要取决于业绩相对景气，且一般持续约三年左右。首先确认一个周期规律，即绩优蓝筹与科技成长各领风骚三年。回顾近十年 A 股走势，绩优蓝筹与科技成长风格基本各领风骚三年左右，背后的主要驱动力或逻辑，为业绩周期的相对景气，而这主要受宏观经济、货币政策、产业景气、金融监管取向、资本市场制度改革等变量因素影响。

1）12 年底至 15 年中，创业板指为代表的科技中小盘股持续大幅领涨，中小盘成长股显著绩优蓝筹股，创业板指、中证 500 指数较沪深 300 指数的相对收益率高达+310%、+140%（期间累计涨幅分别为 418%、246%

上周市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3152.81	5.82
沪深 300	4419.60	6.78
深证成指	12433.26	5.25
中小板综	11494.88	4.82
创业板指	2462.56	3.36
恒生指数	25373.12	2.39
恒生中国企业指数	10243.29	3.09
恒生沪深港通 AH 股溢价	132.56	3.84
标普 500	3130.01	2.61
纳斯达克指数	10207.63	3.01
MSCI 新兴市场	1033.09	2.21

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	40.29	1.44
纽约期金	1787.00	0.43
伦敦期铜	6015.00	2.14
伦敦期铝	1612.00	2.28
波罗的海干散货	1894.00	11.09

研究员：肖世俊
电 话： 010-84183131
Email： xiaoshijun@guodu.com
执业证书编号： S0940510120011

联系人：王景
电 话： 010-84183383
Email： wangjingyj@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

、107%)；驱动风格长时间分化的主要逻辑在于13Q1至16Q1期间，创业板业绩进入一轮上行期，期间单季度净利润同比增速由12Q4的-16%逐步回升至16Q1的高点+63%;而沪深300单季度业绩同比增速基本保持平稳在+10%附近，创业板代表的科技成长股业绩景气相对优势显著。

以上蓝筹与成长股景气分化**背后驱动逻辑主要包括：中国宏观经济增速显著放缓，4G为首的新一代通信技术、移动互联网+应用等产业创新应用，14年三季度起的开启降准降息窗口的流动性宽松环境，以及鼓励科技股并购重组的市场监管取向宽松等因素**。

2）16年初至19年4月中旬，绩优蓝筹风格回归并占据上风，中国核心资产代表的绩优蓝筹股显著跑赢科技成长股，沪深300指数较中证500指数的相对收益率高达+33%（分别+10%、-23%)；驱动风格长时间分化的主要逻辑在于16Q2至19Q2期间，创业板业绩转为一轮下行期，期间单季度净利润同比增速由16Q2的+42%趋势下降至19Q2的-28%，且17Q4、18Q4四季度受商誉减值拖累同比锐降-72%、-546%；而代表大盘蓝筹沪深300受益于期间供给侧改革，单季度业绩同比增速仍保持平稳在+10%附近，创业板代表的科技成长股业绩景气相对劣势显著。

背后驱动逻辑主要包括：A股市场在供给侧改革的市场集中度提升，4G为首的移动互联网红利步入尾声等宏观经济环境，资本市场加大开放并陆续纳入国际指数体系的增量改革及金融严监管去杠杆（包括并购重组与再融资收紧）的监管环境。

3、本轮科技成长股风格逻辑动力清晰。19年6月中旬起，**国内宏观经济底部趋缓、货币政策相对宽松重点引导资金价格下行，金融监管政策的优化调整（以科创板注册制试点改革的快速推进落实，对并购重组、再融资、市场交易等监管政策的优化调整，创业板注册制即将落地实施、上证指数编制方案的调整优化及科创板50指数发布在即）及半导体芯片、5G建设加速产业互联网、数字经济发展，及特斯拉电动汽车国产化的为代表的科技产业发展，以及创业板业绩增速触底回升；以上宏观环境、金融监管政策及基本面因素的转变，已驱动科技成长股风格的回归**，相对收益动力已然具备。

而20年初尤其是新冠肺炎疫情暴发以来，央行降准、加大逆回购等资金投放，并加快相继下调OMO、MLF、LPR资金价格，上半年央行"放量降价"的充裕流动性，加速推升科技成长板块上涨行情。

从决定风格的核心驱动力即业绩相对景气来看，创业板单季度业绩同比增速已自19Q3触底回升，19Q3、19Q4已转正至+22%附近，而沪深300稳中趋缓，由此前的+10%略放缓至19Q4的+8%；20Q1受新冠疫情冲击，创业板指单季度净利润同比转为-26%，但沪深300也同时显著转负至-18%，两者景气分化不明显。

19年6月初至20年6月底，创业板指、中小板指、中证500、沪深300指数分别累计上涨64%、46%、19%、15%，中小创为代表的科技成长显著跑赢大盘蓝筹股。

4、市场风格极致分化后，存在阶段性切换或收敛，但随后重回中周期趋势风格

在以上三年左右的中长周期内的风格轮动中，期间存在阶段性风格切换或收敛；而**触发风格的阶段性切换，一般需要具备两大条件：一是市场风格已极致分化，即中小盘成长、大盘蓝筹估值比触及历史高位水平；二是宏观经济、政策环境发生拐点性变化**，即经济触底回升、政策边际收紧，反之亦然。

回顾12年至15年中的成长占优的市场风格周期中，在14年7月中旬至15年1月中旬的近半年时间内，周期蓝筹显著跑赢科技成长，期间沪深300、中证100、创业板指、中小板指各+66%、+76%、+16%、+22%。触发当时市场风格阶段性显著切换的主要因素或逻辑包括：定向调控政策见效，经济企稳回升确认；地产限购限贷政策松绑，降息降准周期开启，政策进入宽货币宽信用阶段；同时，国企改革与沪港通正式启动在即；以上多重利好共同提振周期蓝筹风格复辟。

然而，在市场风格切换半年后，15年1月下旬起，市场风格重新回归至成长股；触发风格重回至成长的核心逻辑在于：业绩相对景气未相应发生变化，创业板相对沪深300的业绩景气上行趋势未变，14Q4至15Q2创业板相对沪深300的业绩增速优势显著。而触发风格回归的直接因素为15年初**经济下行压力重现**、监管层对融资杠杆资金发出降温信号。

5、中期**风格展望：业绩相对景气这一核心趋势逻辑未发生转变前，市场风格一般难以趋势切换或逆转，中周期来看，科技成长风格占优仍可看1.5-2年；后续重点防范全球疫情发展、全球科技供应链与贸易链、市场监管等风**

险。近一年中小创大幅上涨之后，市场对中小盘成长风格的持续性担忧上升。结合历次风格切换规律来看，**我们认为，在业绩相对景气这一核心趋势逻辑未发生转变前，市场风格相对强弱一般难以切换或逆转，且本轮风格切换时长仅 1 年，较一轮完整的业绩相对景气、风格趋势分化的 2.5-3 年的周期仍有 1.5-2 年时长。**

从这一轮 5G、数据中心、人工智能引领的科技创新产业景气及新基建-科技硬件-软件-应用内容的商业景气传导来看，TMT、电动汽车为首的科技成长行业的业绩景气正处于上行中期，远未见顶。根据市场一致预期来看，未来 3 年创业板、沪深 300 的净利润同比增速在 20-30%、10%附近，创业板业绩相对景气仍显著高于沪深 300。

后续重点防范：一是全球疫情发展、全球科技供应链与贸易链等风险，对中周期内的科技成长板块业绩逻辑、业绩预期或产生扰动，期间或加大指数或个股波动风险。

二是**市场监管政策取向的降温信号**，若后续杠杆资金快速上升、中小散户直接蜂拥入市，产业资本减持力度显著放大、外延式并购重组过热等，或将促使监管政策取向阶段性调整，释放降温信号，以防范金融风险再度发生，届时或进一步促使科技板块交易热情降温。

风险提示：全球疫情峰值反复，宏观对冲政策效果低于预期，海外市场继续探底等。

本周研究动态：

消费股

食品农业（白姣姣）

一、H1 回顾

年初至今食品饮料（中信）涨跌+31.48%，涨幅在一级行业中排第三名；沪深 300 涨跌幅+7.88%，板块显著跑赢大盘。

二、Q2 业绩前瞻：

食品饮料二季报**整体预计环比改善**，其中分板块看：

1）表现**最优的预计仍属于刚需大众品**，尤其是疫情受益品种，主要聚焦到速冻食品、休闲零食、肉制品、酵母、榨菜等。

调味品，龙头预计仍保持平稳增长，低基数 c 端占比较大的企业可持续高增长。

原因：终端需求逐步恢复，因疫情仍对消费者外出就餐有影响，故 c 端占比大的企业仍持续受益，同时二季度渠道补库存拉动上市公司业绩增长。

2）白酒板块承压但环比改善，分化持续。

白酒板块一方面二季度为淡季，诸多酒企仍在去库存，所以预计整个板块业绩或仍承压，但相比较一季度，二季度因终端需求逐步恢复，所以**环比降幅预计将收窄；**

但**分化显著**，如茅台、五粮液、汾酒等公司因品牌力、渠道端等优势显著，逆势保持正增长可期。

三、投资观点：

结合中报预判，我们维持策略观点，**刚需品+业绩亮眼确定性个股，同时推荐边际向好板块中估值性价比较高的个股。**

1）业绩亮眼的个股，核心聚焦的是调味品。调味品板块是我们今年一直推荐的最核心的主线，逻辑是全球疫情反复，经济增速承压，国内疫情则控制更优，横向对比其他版块，情绪和边际持续利好内需刚需消费品；二是我们认为目前调味品个股虽然上半年涨幅较高，但随着国内二季度消费端的企稳，有渠道补库存的逻辑，所以预计业绩环比仍可乐观，故我们维持推荐评级。同时更建议中长期逻辑看待企业的成长性以及业绩确定性。重点推荐：**千禾、榨菜、安琪。**

2）白酒版块边际向好，推荐高端酒，关注低估值标的：白酒板块，H1 虽然板块承压，但往后看需求持续向好，价格坚挺以及提价（包括茅五、洋河、汾酒、酒鬼酒、今世缘等），下半年旺季有望恢复增长，尤其是茅台、五粮液、汾酒预计二季度虽为淡季但或可维持到 15-20%的增速，业绩超预期。故我们认为**白酒板块下半年边际向好持续性可期**，板块或可恢复正增长。

估值角度看，下半年估值切换后对应 21 年诸多酒企估值在 25x 以下，中长期估值合理偏低。故我们持续重点看好高端酒，在优质个股创新高的背景下，我们**同时推荐低估值标的标的，有望迎来估值修复行情**，如老窖、古井、洋河等。重点推荐：茅台、老窖。

四、推荐标的：

重点推荐：茅台、老窖、千禾、榨菜

其他推荐：五粮液、汾酒、古井、海天、安琪、伊利等。

五、风险提示

消费不及预期；重大食品安全事故；疫情超预期。

家电行业（王双、陆星挺）

一、板块表现

2020 年年初至今，家电板块涨跌幅为+3.42%，处于行业板块倒数第十一。个股涨跌不一，小家电板块涨幅较大，而厨电和白电表现一般，其中小家电的新宝股份涨跌幅为+115%，九阳股份为+49%，格力电池涨跌幅为-9%；美的集团为-15%；海尔智家为-8%。

二、家电行业板块 1 季度业绩预期

2020 年上半年，1、2 季度表现不一。其中 1 季度家电行业受疫情影响较大。特别是安装属性强的品类受影响最大，如空调、嵌入式厨电。2 季度，疫情受控制，消费回暖，需求回升。不仅是线上恢复增长，线下也表现良好。从 618 数据看，消费仍具有韧性。据统计局数据，4、5 月家电及音响器材零售规模同比为-8.5%、4.3%，增速逐步改善。因此，2019 年上半年，整个家电表现仍是可圈可点。

空调等白电板块：

伴随国内疫情受控，4、5 月内销出货量逐步恢复，空调内销回正，冰箱外销受益于国外储存食品需求，销量良好。洗衣机表现一般。Q2 白电整体均价仍是同比下滑，其中空调延续去年四季度下降趋势。不过从 618 销售数据和售价看，空调售价已环比好转，而且原材料价格也呈现下降趋势，盈利能力有望维持稳定。

厨电板块：

疫情减弱，厨电销量逐步恢复。据奥维云网，4、5 月油烟机线下销售额同比降幅收窄，同期线上销售额实现正增长。随着地产复工展开，5 月地产销售、竣工面积实现正增长，竣工对厨电板块的拉动作用有望实现，特别是在 2B 端市占率高的老板电器。

小家电板块：

在疫情期间，小家电行业稳健优势彰显，一方面小家电线上渠道占比高，安装属性低，受疫情冲击较小，另一方面疫情改变了消费者的消费习惯，加速新兴小家电的渗透。其中破壁机、煎烤机 1-5 月同比分别增长 122%、101%。我国小家电渗透率还较低，生活习惯改变和电商直播带货的渠道红利，小家电行业有望保持较快增长。个别小家电企业受新兴厨房电器品类的需求爆发助推，增长较快。比如小熊电器和新宝摩飞品牌等。

三、后期展望

家电板块后期销量将取决于国内地产竣工、经济复苏，以及国外市场需求情况。家电行业内销 2 季度已经环比好转。展望 3 季度，在国外疫情受控制后，国外市场需求应该会环比好转。

白电方面，2 季度白电内销环比好转；3 季度继续保持良好增长。出口层面，则看全球疫情情况，3 季度环比 2 季度好转，不过由于上半年受疫情影响，全年消费需求应该一般。

厨电方面，大部分上市企业以内销为主。2 季度需求在疫情受控后环比好转，3 季度随着竣工加速，需求逐步释放，厨电板块后续经营改善确定。

小家电方面，消费者对线上、直播销售接受度更深，且更多新品类的小家电推出，满足消费者的需求。因此整个小家电板块全年线上销量应该保持较快增长，线下销售下跌幅度较小，全年可能保持增长态势。

综上所述，家电板块中，短期内最值得关注的是小家电细分板块，且是内销占比大的企业，如小熊电器、新宝股份、九阳股份等。至于从中长期看，则是估值和业绩合理的龙头公司，如格力电器、美的集团、苏泊尔、老板电器等。

轻工（傅达理）

一、市场表现回顾

本周轻工制造(SW)板块单周涨幅+4.40%,在 28 个申万一级行业中,表现排名第 16 位,同期沪深 300 指数涨幅+6.78%,中小板指数涨幅+5.37%，创业板指数涨幅+3.36%。细分子行业来看，表现最好的依次是包装印刷（+5.88%）、造纸（+4.23%)和家用轻工(+3.71%)。个股表现来看,涨幅前五的非 ST 公司分别是爱迪尔(+61.19%)、双星新材(+32.11%)、永吉股份（+26.74%）、集有股份（+24.47%）和山东华鹏（+16.04%)；而跌幅最大的五家非 ST 公司分别是德力股份（-20.36%)、东方金钰（-19.84%)、德艺文创（-11.84%)、金陵体育（-8.54%）和四通股份（-6.97%)。

二、本周主要观点

轻工制造 2020 年中报前瞻：受“新冠肺炎”疫情影响，2020H1 轻工制造各子版块业绩普遍承压，尤其是家居、包装等细分板块受疫情冲击尤为明显，但随着国内疫情态势稳定，除部分地区外，国内大部分省市较长时间没有出现疫情反复，在需求恢复带动下，预计各细分板块 Q2 业绩有望环比改善，但 H1 整体业绩仍然有压力。

家居：冠疫情短期影响 Q1 竣工数据，但 3 月以来已明显边际改善，5 月地产数据表现良好，2020 年 1-5 月房地产开发企业房屋施工面积 762628 万平方米，同比增长 2.3%；房屋新开工面积 69533 万平方米，同比下降 12.8%，降幅较 1-4 月继续收窄 5.6 个百分点;房屋竣工面积 23687 万平方米,同比下降 11.3%,降幅环比收窄 3.2 个百分点,其中住宅竣工面积 16775 万平方米，同比下降 10.9%，降幅环比收窄 3.6 个百分点。1-5 月商品房销售面积 48703 万平方米,同比下降 12.3%,降幅比 1-4 月份收窄 7.0 个百分点,其中住宅销售面积下降 11.8%;商品房销售额 46269 亿元，下降 10.6%，降幅比 1-4 月份收窄 8.0 个百分点，其中住宅销售额下降 8.4%。地产竣工、销售面积等数据持续向好，5 月单月竣工面积增速转正（5 月同比+9.7%），同时楼市需求恢复，销售反弹明显，预计后续地产相关数据将持续向好。通常而言，地产竣工数据与家居销售（零售）存在 6-12 个月左右滞后期，随着竣工数据持续回暖，将持续支撑家居中期消费需求。社零数据方面,根据统计局数据,2020 年 1-5 月社会消费品零售总额 138730 亿元，同比名义下降 13.5%，其中，除汽车以外的消费品零售额 125946 亿元，同比下降 13.0%。其中 5 月家具类零售额为 134 亿元，同比增长 3.0%，增速年内首次转正，5 月家居零售额继续回暖。预计家居企业 H1 业绩仍然承压，但 Q2 预计较 Q1 业绩环比改善明显。展望 H2，预计地产竣工数据持续改善，将继续带动家装需求快速释放。

造纸：Q2 文化纸及包装纸因下游需求不振，叠加部分厂家外销产品转销国内，价格下降明显，预计 Q2 纸企业绩明显承压。但近期文化纸开启提价行情，下游需求逐渐好转，渠道库存不不足，展望 2020H2，海内外经济有望逐渐好转，有助于文化纸需求恢复，同时考虑 2021 年是建党 100 周年，预计 2020 年下半年国内党政类出版需求有望明显增加，对 2020H2 文化纸需求保持乐观判断。上游原材料方面，木浆价格处于低位，短期内供需层面无较大变化，浆价有望维持低位运行。整体来看，2020H2 文化纸景气度向好，吨盈有望持续提升。包装纸方面，近期随着外贸订单增多，终端需求增长，7、8 月或迎来需求高峰期，加之当前场内库存处于低位水平，预计短期瓦楞箱板纸价格稳中偏强运行。

包装：疫情对于社会零售的抑制在逐渐恢复中，5 月社零数据来看，包装对应的各下游需求均持续边际改善，预计 Q2 板块业绩环比改善。

三、重点个股

家居：推荐**欧派家居**。我们认为随着国内疫情逐渐稳定，家居需求有望陆续释放，上游地产竣工数据 3 月以来持续边际改善，叠加国内疫情期间累计的家居需求开始陆续释放，公司业绩有望环比明显改善，全年在大宗及整装渠道

的带动下，仍有望实现稳健增长。公司是国内定制家居行业龙头，管理层能力出众，依靠成熟的管控体系建立了传统渠道壁垒。同时积极探索新模式，布局工程和整装等新渠道，通过与优质地产商合作，实现了稳定盈利能力与良好回款前提下的工程业务快速发展，预计未来市场份额将不断提升。

造纸：推荐**中顺洁柔**和**太阳纸业**。

中顺洁柔是生活用纸龙头，生活用纸属于刚性高频的消费属性，受疫情影响有限，且因为本次疫情传染性较强等特点，对生活用纸等擦拭类清洁用品的需求较为迫切，短期受益本次疫情。目前电商渠道等线上渠道已成为高频属性消费品不可或缺的重要渠道，在本期疫情导致的线下流量萎缩的背景下，高频属性消费品有望进一步转向线上消费，营销强势的头部品牌有望接机进一步扩大市占率。

太阳纸业是林浆纸一体化的综合性造纸龙头公司。文化纸方面，受疫情影响，物流不畅导致国内港口去库存进度较慢，预计木浆价格仍将维持低位震荡，公司文化用纸吨盈水平有望继续保持。包装纸方面，公司老挝废纸浆及本部半化学浆产能投放后，成本优势将显现，包装纸毛利率有望提升。此外，随着公司老挝和广西项目的建设逐步完成，一方面有助于公司扩充纸及上游原材料产能，另一方面也将提升公司在南方市场的影响力。

包装：推荐**裕同科技**，随着 5G 商用正式启动，5G 换机需求预计将会带动智能手机出货量提升，同时也有助于智能电器、智能家居等产品的升级与推广，进而带动消费电子包装消费需求提升，公司或将受益。此外，新限塑令出台，公司布局环保餐盒等产品较早，具有先发优势。推荐**劲嘉股份**，Q1 烟草行业产销良好，预计公司烟标产品 Q1 收入维持稳健，并表重庆宏声、重庆宏劲增厚业绩，同时 Q2 有望迎来行业补库存阶段。

文娱用品。推荐**晨光文具**。公司文具头部效应明显，依赖健全的产品力、品牌力、渠道力，公司已经建立起全面覆盖的多层次经销网络。传统文教办公产品方面，产品的升级和不断推陈出新推动业务稳健增长。新业务全面发展，科力普持续发力，零售大店推动精品文创发展。

四、风险提示

疫情反复预期风险；宏观经济波动风险；政策波动风险；下游需求不及预期风险；原材料价格大幅波动风险；汇率波动风险；商誉减值风险。

医药（王双、王义）

市场表现

本周医药指数涨 2.13%，跑输上证综指的 5.81%，在所有行业中涨幅排名中排名第 18 名。

医药板块当前动态市盈率 52 倍 PE，处于历史平均较高水平。相对全 A（剔除银行股）估值溢价率为 92.5%，处于平均偏高的水平，且近期动态市盈率和估值溢价持续上涨。

行业情况

根据统计局数据，1-5 月医药制造业收入 8868.7 亿，同比下降 3.8%，利润 1227.5 亿，同比下降 0.5%。虽然疫情影响因素并未彻底消除，但环比增速已经有所回升，提示复工复产后医药企业经营逐步恢复。全年预计收入利润增速趋近 10%。

在全球疫情持续，当前经济形势不确定性增强，尤其是美国每日新增确诊人数最高已超 4.8 万，疫情反弹明显，复工复产存在重大不确定性，影响全球经济的重启。国内情况，在北京疫情的影响下，尤其是各种新的传播途径不断涌现出来，国内对于疫情的防控并未彻底放宽，经济快速复苏存在不确定性。在这种情况下，正值中报窗口期，其他板块业绩确定性存疑。相较而言，医药领域业绩确定性仍较强。医药作为防御板块，配置价值持续提升。虽然当前其估值、前期涨幅相对较高，不排除随市场调整有所波动。

医药板块内部，仍然呈现分化格局。随着国内疫情的恢复，与医疗端相关的细分行业 Q2 环比改善最为明显：医疗服务、化学制剂（处方药）、医药高端消费、高值耗材等细分子行业 Q2 均有明显改善；疫苗行业 Q2 在补种和恢复接种的推动下，亦有明显改善。

具体来说，中报表现良好的有以下三条主线：

1)一季报表现不好的核心资产，尤其是在 3 月下旬和 4 月份数据逐步向好的核心公司。其 Q1 受到短期的业绩冲击，

Q2 回补较快。包括恒瑞医药、长春高新、泰格医药、药明康德。

2）二季度受益于国家鼓励消费的大背景下，需求回补带来的业绩快速恢复。包括欧普康视、我武生物、康泰生物、爱尔眼科、通策医疗等。

3）二季度国外疫情继续发酵，继续催化疫情相关的迈瑞医疗、鱼跃医疗、万孚生物等相关企业。

中报方面，从已经披露的情况来看，部分公司维持高增，如理邦仪器（+465%-480%，中报归母净利润同比增速，下同）、冠昊生物（+190%-210%）、乐心医疗（+100%-130%）等，行业确定性持续。

全年推荐逻辑：

2019 年年报显示，医药板块上市公司中，不受控费限制的企业业绩均表现良好，中长期趋势依然向好。站在当前时点，我们依然建议关注医药板块的长期投资机会：（1）创新药产业链。创新药依然是最确定的大趋势，研发创新是药品行业的未来，国家从审评到支付多维度支持创新药发展，建议布局产品管线丰富的创新药优质标的。尤其是具备品种持续兑现能力的创新药企和业绩快速增长 CRO/CMO 板块（恒瑞医药、泰格医药、药明康德、凯莱英）；（2）消费类药品。尤其是不受医保限制的且趋势向好的细分行业公司，一季度由于疫情影响表现较差。但是考虑到此部分需求偏刚性，有望在二季度快速回补，不影响全年的业绩预期（长春高新、我武生物、欧普康视）；（3）非药领域消费龙头，包括连锁医疗服务（爱尔眼科、通策医疗）、药店（益丰药房、老百姓），消费类属性较强标的（智飞生物、鱼跃医疗）。除了药店之外，非药领域基本都受到疫情的影响，但是需求有望在二季度快速回补；(4)刚性用药、仿制药领先企业及刚性用药领域，健友股份、普利制药、通化东宝。

风险提示：疫情出现反复、政策扰动，下半年医保控费趋严

商贸零售（韩保倩）

一、复盘

复盘上半年商贸零售板块表现，1 月开始跟随大盘持续下跌，情绪最悲观出现在 2 月 4 日前后，随后受益于 CPI 上行，超市便利店板块显著跑赢大盘，百货、电商服务、连锁均处于低位。4 月底以来，电商服务板块率先反弹，随后伴随疫情趋于稳定，消费复苏，商贸零售板块逐渐上行。

2020 年 1 月 1 日至 6 月 30 日，商贸零售板块在中信 31 个一级行业中排名第九位，市场对于龙头整合市场、消费复苏给予较为乐观预期。细分板块中，百货、超市及便利店、其他连锁、电商服务等板块表现靓丽，涨幅较高。中信百货指数从 5 月 14 日和 5 月 22 日分别开始跑赢上证综指和深圳成指。

二、2020 年中报前瞻

我们认为下半年，内需是经济拉动和解决就业重点，消费将呈现稳步增长，品牌结构、渠道结构的调整会比较显著，从中长期看，国内经济的韧性较强，通过稳投资促销费政策，消费市场规模仍将扩大，下沉市场等消费潜力仍具挖掘空间，渠道和产品仍具有整合空间，消费者信心将随着经济好转而增强。

2020 年 1 至 5 月份，社会消费品零售总额 13，8730 亿元，同比名义下降 13.5%。其中，除汽车以外的消费品零售额 125946 亿元，下降 13.0%。2020 年以来社会消费品分化明显，必选品维持正增长，其中粮油食品同比增长 13.4%，优于 2018、2019 年同期水平，可选消费品呈现不同程度下降，其中黄金珠宝、纺织服装、汽车分别下降 26.8%、23.5%和 17%，降幅较大。从五月数据来看，必选消费品持续强劲表现，可选消费品环比回升明显，化妆品类增速提升至双位数。5 月化妆品/服装/黄金珠宝分别同比+12.9%/-0.6%/-3.9%，增速环比分别 +9.4pct/+17.9pct/+8.2pct。

电商表现亮眼，1-5 月实物商品 1-5 月份实物网上销售总额 33739 亿元，渗透率 24.32%，网上商品和服务零售额 40176 亿元，渗透率 28.96%，疫情进一步提升网购渗透率。化妆品、服饰等品类电商渗透率较高，有望加速恢复。

线下零售受疫情影响承压明显，从 5000 家重点零售企业销售额当月同比看，百货/专业店业态在 4 月当月同比分别 -20.9%和-9.6%，降幅收窄，超市 4 月当月同比 3.4%。

从 2020 年一季报表现看，板块营收 1685.27 亿元，同比下降 10.30%，归母净利润下降 60.47%。收入端看，超市板

块表现最佳，受益于 CPI 上行及必选消费品需求旺盛，抗压性表现突出，板块收入同比增长 15.42%，百货一季度开店率有较低，受疫情冲击严重，板块收入同比下滑 49.38%；利润端，超市板块同比增长 11.49%，百货板块同比下降 117%。

超市板块看，疫情导致居民必选消费需求旺盛，同时需求从菜市场向超市及线上转移显著，具备网点、供应链、强运营能力的龙头超市表现优异。2-4 月超市同店保持高个位数或双位数增长，5、6 以来由于海鲜、冰鲜等效率下滑，以及叠加去年同期水果、猪肉销售高基数，同店回落到低个位数增长。重点标的永辉超市线上增速不断提升，预计全年将达到 10%占比，公司到家业务供应链优势显著，逆势新开门店带来规模增长；家家悦 2020 年以来保持较快展店速度，Q2 开始山东华润万家门店开始改造和信息系统切换，张家口和安徽门店持续培育，预计中报收入利润增速保持 30%左右；红旗连锁 2020 年新开 200 以上门店的预期不改，6 月 12 日公司公告设立海口市红旗连锁出口贸易公司，利用海南自贸区免税优势降低采购成本，2020 年与兰州国资利民合作，计划 2020 年甘肃开店 50 家，开始异地扩张步伐，新网银行盈利稳定；步步高超市业态营收同比 20%以上增速，线上占比 10%以上，百货营收下滑 30%以上，形成对业绩拖累，Q2 业态减亏，经营持续向好。

百货板块方面，Q2 百货客流量持续恢复，多家上市公司表示客流恢复到八成左右，低线城市、西部地区恢复更为显著。重点标的天虹股份数字化运营能力突出，4-5 月超市到家占比 16-17%、百货到家占比 15%，全年力争实现到超市到家占比 20%、百货到家占比 10%的目标，超市数字化运营成熟，后续将逐步完善百货数字化，提升运营水平，预计 Q2 百货业态收入下滑 5-15%，超市营收同比 18%，公司对商户有力减租，租金、人力、折旧等成本刚性拖累业绩；重庆百货与物美、步步高协同效应日渐增强，从战略层面逐渐梳理到运营层面，经营效率改善可见，预计 Q2 超市同比增长 20%，百货业态客流持续恢复，Q2 公司确定一次性土地出让收入 3.3 亿元增厚业绩；王府井由于执行新收入准则影响，口径不同导致收入同比下降 75%左右，如剔除该影响，则下滑在 15%左右，受折旧、租金、人力等刚性成本影响，净利润同比下降 100%左右，公司 6 月公告获得免税牌照，进入有税、免税双轮驱动阶段，公司在百货、购物中心、奥莱等多业态运营方面经验丰富，品牌资源雄厚，市场期待较高。

电商板块方面，2020 年 1-5 月限额以上化妆品销售额 1149 亿元，同比-4.9%，逐月增速显著回升，化妆品板块在直播等流量带动下保持线上高增速，618 美妆数据增长强劲，线下方面逐月持续改善。线上营销资源门槛较低且丰富多样，给予国货更为良好公平的竞争环境，经典国货薇诺娜、自然堂、珀莱雅、百雀羚、丸美表现强劲，新锐品牌 HFP、花西子、完美日记崛起迅速，本土品牌在天猫、京东、抖音、快手、私域等渠道多元化销售趋势显著，营销敏锐度更高。重点标的珀莱雅 Q2 线下压力持续缓解，线上红宝石精华、防晒等爆款渠道推进顺利，收入利润端同比增长 30%左右；丸美股份 Q1 在天猫 TP 切换，影响当期线上增速，Q2 开始董事长带货直播、与网创磨合深入，全渠道持续发力，由于 19 年 Q2 有大额补贴影响，该补贴 2020 年约在 Q3 体现，因此收入端增速快于利润端；上海家化旗下玉泽持续高三位数增长，但净利率低于家化其他品牌，佰草集、六神、美加净持续承压，新帅上任带来市场对品牌、渠道等改善良好预期；壹网壹创维持收入利润端较高增速，2019 年新签佰草集、黑人、芙莉美娜、欧珀莱等品牌，2020 年新签丸美、泡泡玛特等品牌，品牌矩阵持续发力，认可度较高；南极电商具有线上先发优势、规模优势，整合白牌市场能力较强，预计中报收入增长个位数，利润端增长 10%左右。

黄金珠宝板块方面，上半年受疫情影响，线下珠宝门店开业率较低，婚庆等需求受到压制，4 月开始客流、经营持续回暖，加盟商订货收入确定具有一定时滞，Q2 补货受到影响，6 月开始订货趋于正常。我们认为国内珠宝需求刚需特征显著，Q3 开始需求预计回补，全年业绩应不至于过于悲观。上述逻辑同样适用于母婴连锁板块，母婴消费以线下场景为主，连锁门店由于服务专业、SKU 齐全受到品牌商资源倾斜和消费青睐，除了消费刚需，需求持续回暖逻辑外，集中度提升、客单价提升将支撑母婴龙头业绩持续向好。重点标的老凤祥由于年内金价持续提升，强化加盟商拿货信心，预计 Q2 收入端利润端持平；周大生布局低线市场为主，销售恢复好于一二线城市，整体复苏优于大盘，上半年不断尝试直播带货，线上运营能力领先行业，预计收入利润端 Q2 基本同比持平；爱婴室渠道力、产品力、管理能力突出，收购皇室玩具后进一步拓展自营品类，提升毛利率，预计 Q2 收入利润端持平。

周期股

房地产（王双、于伯菲）

本周房地产板块上涨 9.67%，沪深 300 上涨 6.78%，上综上涨 5.81%。板块跑赢大盘指数。

自二季度以来，市场热度持续、房企去化加速，TOP100 房企 6 月权益销售金额同比增长 13.4%。上半年自 3 月以来，规模房企抓住市场窗口期，供货节奏及营销去化力度加码。百强房企整体的销售恢复情况好于预期，TOP100 房企二季度全口径业绩规模高于去年同期。

市场层面，6 月份重点监测城市供应明显放量，并创年内新高；成交环比小幅回升，但同比由升转降，与百强房企销售表现有所背离。疫后在前期积压的购房需求集中释放之后，增量购房需求似有增长乏力之势。预计下半年房地

产市场仍具韧性，大概率将延续复苏与分化的既定格局，随着房企加快供货节奏，成交有望继续回升，但增速或将明显放缓。从累计业绩表现来看，虽然疫情对 2020 年上半年房企的销售、交付、结算等各方面的经营节奏都造成了较大的影响。但自 3 月以来市场热度回升，规模房企抓住市场窗口期，供货节奏及营销去化力度加码。二季度，百强房企整体的销售恢复情况好于预期，TOP100 房企二季度全口径业绩规模高于去年同期。

目前，市场仍处于恢复期、疫情的不确定性尚存。在行业整体去化承压之下，对于房企而言，下半年把握市场窗口期、“促销售、抓回款”仍是重要目标。从二季度来看，我们预计整体房企中报业绩在下滑 5-10%之间，其中龙头房企影响相对较小，考虑到二季度销售反弹迅猛，外加房企过去 2 年保持充足的预收账款，因此整体业绩影响波动相对较小。房地产作为国家经济支柱之一，在本身经济下行压力较大及 2020 年经济开年受制的前提下，国家对房地产调控相关政策主基调不变，但是在维持稳定的基调下，部分城市有望进一步适度放宽，同时流动性保持宽松给房企带来喘息机会。

当前行业板块估值的平均在 6X 左右，当前处于明显低估状态考虑到目前板块 2020 年业绩确定性强，板块估值较低，股息率仍处于高位，此外政策弹性有望带动估值弹性修复。建议积极关注业绩稳健，有避风港属性的龙头类公司。我们继续看好地产龙头公司在 2020 年的估值修复行情，建议积极关注**招商蛇口，万科 A，招商积余。**

化工（王双）

行业走势

上周申万化工指数上涨 3.66%，上证指数上涨 5.81%，行业指数跑输大盘指数。其中涨幅居前的板块是炭黑、石油加工、维纶；跌幅较大的板块其他纤维、复合肥、轮胎。

行业观点：

化工板块中报前瞻

化工产品价格触底回升

中国化工产品价格指数（CCPI）自 2018 年 8 月以来持续下跌，并从 2020 年 1 月开始随着国际重大公共卫生事件的蔓延而加速下跌，目前已跌至历史底部位置。化工价格指数较 4 月初低位有企稳回升迹象，截止到 6 月 15 日，化工产品价格指数距离最低点（4 月 1 日）已经上涨 11%。

6 月份以来，化工产品价格指数趋于平稳，考虑到疫情带来的全球经济压力仍然存在，后续需警惕因库存压力及需求疲软使得化工品价格持续承压。

从细分品种来看，除了生产装置受到影响的维生素、草铵膦等今年以来涨幅居前，大部分产品价格较 2020 年初是下降的。尤其是与原油密切相关的 PX、PTA、石脑油、丁二烯等。

4 月末以来由于全球疫情影响逐步缓解、OPEC+开始实施，970 万桶/日的减产协议，国际油价持续回升。根据 EIA 的预测，6 月份原油库存开始下降。从供给端来看，OPEC 产油国和盟国承诺更好地遵守减产协议，意味着 OPEC+的减产措施可能会在 7 月份深化；美国钻机数量已经创历史新低，德勤(Deloitte LLP)的数据显示，在原油价格处于每桶 35 美元时，近三分之一的美国页岩油生产商在技术上已资不抵债，面临这严峻的财务压力。

从需求端，石油消费也在逐渐复苏。意大利、西班牙、法国和英国的石油需求数据近几周继续上升。

因此预计下半年原油价稳中小涨，仍然处于底部区间，2021 年在库存不断下降的情况下，油价上涨。

需求逐渐恢复

从需求端来看，受一季度新冠肺炎影响，主要下游房地产、汽车等出现大幅下滑迹象，目前国内疫情已经基本得到控制，国内企业相继复工复产，疫情对于经济的影响逐步消退，但海外疫情尚未得到有效控制，对于出口收入占比较高的基础化工行业，其需求将会受到不利影响，静待需求回暖，推动基础化工行业景气度的提升。

房屋累计竣工面积从 2 月份同比下滑 22.9%收窄到 5 月份的-11.3%；商品房销售面积从 2 月份的同比下滑 39.9%收窄到 5 月份的 12.30%。

汽车单月产量数据 4 月份已经开始转正，5 月份大幅提高至同比增长 19%。下游地产、汽车等行业基本面回暖，化工品国内需求逐步改善。但是以出口为主的纺织品 5 月份数据仍然未见改善。

供给端进一步集中

2018 年以前，化工行业资本支出在 1000 亿元左右，其中市值前 20 企业资本支出占比在 20-30%之间，但是经历 2015 年以后的供给侧改革，化工行业景气回升，2018 年投资开始增加。市值前 20 的企业资本支出占全行业的 50%以上。全行业在 2020 年一季度固定资产投资增速放缓，市值前 20 的企业占全行业比例进一步扩大。

资本开支用于购建固定资产、无形资产等，最终转化为产能，可在一定程度上表征行业未来产能集中度变化情况，可以发现化工上市企业未来的产能增量主要来自于头部的龙头企业，行业长期有望走向集中和一体化。分子行业来看，增量集中在涤纶（大炼化项目）、有机原料、聚氨酯等前期盈利水平较高的子行业，且主要是龙头企业进行扩产。因此化工行业龙头白马的机会仍然是非常有前景的，通过在逆势扩张产能，实现产业链优化，在竞争中将更具优势。

中报业绩判断

净利润二季度环比将大幅增长

化学原料及化学制品制造业在 2020 年 2 月份的净利润率也创近十年新低，达到 2.05%，3、4 月份虽然有所恢复至 3.54%，但是仍然在底部。随着产品价格上涨，行业产能利用率从提升，化工行业盈利逐渐回升。

产品价格推动业绩增长

目前聚合 MDI 市场价 12,150 元/吨，较近期低点 10,700 元/吨反弹 13.6%，纯 MDI 最新市场价 14,150 元/吨，较 5 月上旬达到的近十年最低点 12,650 元/吨已反弹 11.9%。

7 月 3 日 95%草铵膦原粉市场报价至 15-15.5 万元/吨，实际成交价至 14.5 万元/吨。而在年初草铵膦价格仅在 10 万元/吨附近，因此利尔化学预计上半年实现归母净利润 2.5-2.6 亿元，同比增长 56.72%-62.99%，以此测算二季度净利润为 1.67-1.77 亿元，同比增长 92%-103%。

内需增长最为确定

以基建为主要下游的减水剂产品，基本全部用于国内，出口量极少，在 4 月份销量开始明显恢复，保持全年销量 20%的增速预期不变，5 月和 6 月销量保持 10-15%的增速。

5 月 PMI 新订单指数回升 0.7 个百分点至 50.9%，5 月在手订单指数回升 0.5 个百分点至 44.1%。5 月 PMI 新出口订单指数回升 1.8 个百分点至 35.3%，仍然在底部区间。制造业内需指标回升，出口仍然在筑底阶段。随着欧美等发达经济体逐步复工，我们预计化工品海外需求有望好转。

投资建议：

原油价格触底反弹，期货交割风险逐渐降低，原油价格逐渐向成本回归。化工产品需求恢复，同时在成本的支撑下产品价格上涨，盈利进入上行通道。推荐受益油价上涨的**卫星石化、桐昆股份等。**

行业规范性提高，环保要求提高，安全生产要求提高，行业龙头的安全环保、创新管理的价值得以体现，化工行业的稳定生产将有明显的估值溢价。具有产业链一体化及园区一体化的龙头优势明显。**推荐万华化学、华鲁恒升。**

中上游大宗品进入周期下行通道后，对下游精细化工企业的利润改善也是有益的。未来化工行业的看点主要在于供需格局相对良好的精细化工，特别是供给壁垒较高子行业的一体化龙头，景气度依然能够持续。**推荐利安隆、苏博特、新宙邦。**

电子化学品是未来化工行业上需要补充最急迫的新材料产品。在推荐公司上，我们认为公司具备持续的技术创新能力应放在首位，其次是客户认可度，最后考虑估值。综合考虑，重点推荐**雅克科技、濮阳惠成。**

风险提示：需求不及预期，产品价格下滑。

机械（朱天辉）

一、市场表现

本周上证综指同比大涨5.82%，收于3153点，创业板指同比上涨3.36%，沪深300同比上涨6.78%，机械设备同比上涨4.72%，跑输沪深300指数2.06pct。

二、机械板块中报前瞻

1、制造业持续回暖，下半年有望继续向好

制造业PMI连续4个月位于荣枯线以上，显示国内制造业复苏态势较强。最新数据显示，6月份PMI为50.9%，比上月上升0.3个百分点。其中生产指数为53.9%，比上月上升0.7个百分点；新订单指数为51.4%，高于上月0.5个百分点，连续两个月回升；新出口订单指数42.6%，较上月改善7.3pct。同时大、中型企业与小型企业PMI指数出现分化，市场集中度进一步提升。

从投资数据看，5月基建、房地产投资继续反弹，制造业投资细分领域分化。1-5月基础设施投资同比下降6.3%，降幅比1-4月份收窄5.5个百分点；1-5月份，全国房地产开发投资4.59万亿元，同比下降0.3%，降幅比1-4月份收窄3.0个百分点。向后看，预计基建投资将持续向好，房地产投资继续保持韧性。1-5月制造业投资下降14.8%，降幅收窄4.0个百分点，分项看，1-5月计算机、通信和其他电子设备制造业投资增速6.9%，汽车制造业投资增速-23.2%。

2、工程机械、机器人等行业复苏强劲，而锂电设备、光伏等下半年景气向好

工程机械：3月起，工程机械强劲复苏，4、5、6月增速均保持60%左右增速，其他品种如起重机、混凝土泵车等均出货强劲。预计随着下半年房地产、基建投资走强，工程机械有望继续向好。

从上市公司业绩看，我们预计恒立液压、艾迪精密等零部件公司业绩增速或将快于整机厂，预计恒立液压上半年净利润增速50%左右，徐工机械30%左右。

机器人：5月工业机器人产量同比增速16.90%，增速收窄9.70pct，但仍保持较高增速。1-5月工业机器人累计产量7.26万，同比增速6.70%。工业机器人生产从3月开始恢复，并持续保持较快增长。从下游看，主要驱动因素为计算机、通讯、电子等行业，预计下半年随着制造业固定资产投资增速走强，机器人产量将继续延续景气。

从上市公司业绩看，预计拓斯达继续保持较高增长，埃斯顿业绩增速有望由负转正。

锂电设备：1-5月，国内新能源汽车销量28.9万辆，同比下滑21.8%；1-5月我国动力电池装车量累计12.8GWh，同比累计下降45.4%。我们判断在下游锂电池装机较为疲弱的环境下，电池厂商扩产节奏或将放缓。展望下半年，新能源汽车销售环比、同比均有望走强，锂电设备企业生产经营情况预计会有所改善。

光伏设备：1-5月国内光伏装机6.16GW，同比下滑23.32%；从出口数据看，5月光伏组件出口5.97GW，同比增加5.61%，海外疫情对产业影响逐步缓解。向后看，下半年光伏装机有望显著改善。各环节龙头企业扩产计划明确，同时新技术、新工艺等快速演进，设备企业将进入新一轮快速增长期。

预计相关设备公司中报业绩有望继续走高，捷佳伟创、迈为股份净利润增速预计在20%左右，晶盛机电预计约15%左右。

半导体设备：5月全球半导体设备出货仍保持较高增速。5月北美半导体设备制造商出货额约23.46亿美元，同比增速13.10%，增速较上月回落5.10pct；5月日本半导体制造设备出货额2054.59亿日元，同比增速16.06%，增速较上月略回落0.39pct。同时国内半导体设备进口替代有望持续加速，下游中芯国际、华虹、长江存储、合肥长鑫等芯片制造商的支持下，国产半导体设备厂商将迎来发展机遇期。

从上市公司业绩看，预计北方华创净利润增速在25%左右，长川科技由于2019年基数较低，将继续保持较高增长。

国防装备：2020年国防军费预算6.6%，从军费结构看，预计装备费占比仍有望呈提升趋势。我们认为疫情对板块影响较为有限，从细分板块看，军用航空、信息化、核心零部件等环节增速将保持15%以上，碳纤维等上游环节增速20%以上。

预计中航高科中报净利润增速回落至40%左右，中直股份净利润增速提升至10%左右，而景嘉微净利润增速仍为20%左右。

3、上半年周期及成长共舞，工程机械、光伏及半导体设备走势较强

复盘上半年市场表现，周期和科技成长均有所表现。

周期方面，在偏内需，财政及货币政策发力受利的方向，如工程机械，市场表现强劲，其中建设机械、艾迪精密为翻倍股，恒立液压涨幅50%以上。我们认为恒立液压、艾迪精密等公司走势较强，也是对国际供应链受疫情影响的背景下，液压件进口替代加速的反映。

科技成长方面，光伏及半导体设备表现抢眼。其中捷佳伟创、迈为股份、北方华创均为翻倍股，晶盛机电年涨幅60%以上，长川科技、至纯科技涨幅30%以上。在光伏设备领域，国内企业已经具备较强的国际竞争力，将充分受益于龙头扩产、技术迭代、光伏装机需求中长期向好等产业趋势，未来股价有望持续创新高；而半导体设备领域，国内企业在产业回暖及进口替代双重逻辑推动下，将逐步突破技术节点，带来更大想象空间。

锂电设备、机器人等领域，上半年整体表现较为平淡，向后看，随着基本面好转，预计下半年机会大于风险。

国防装备领域，在疫情影响之下，龙头白马回撤较小，部分个股涨幅较大，如中航高科等年涨幅超50%，中航沈飞、航天电器等出现了显著的阶段性投资机会。

4、继续布局偏内需板块及科技成长板块

当前，目前国内经济已逐步恢复，海外疫情仍然持续，中美科技脱钩倾向较大，从基本面角度，重点看好两条投资主线：

1）受海外疫情、中美贸易摩擦影响小，相对内需，甚至中长期受益于本次疫情的板块，具体看好国防装备、自动化设备以及工程机械板块，国防装备板块推荐中直股份、景嘉微；自动化板块推荐拓斯达、埃斯顿；工程机械板块推荐徐工机械、恒立液压等。

2）短期会受海外疫情或中美科技脱钩等因素影响，但中长期成长或周期成长属性发展逻辑不变，具体看好光伏设备、半导体设备板块。光伏设备板块推荐捷佳伟创、迈为股份、晶盛机电，半导体设备板块推荐北方华创、长川科技等。

三、重点个股

工程机械：徐工机械、恒立液压等

自动化设备：拓斯达、埃斯顿

光伏设备：捷佳伟创、迈为股份、晶盛机电

半导体设备：北方华创、长川科技、至纯科技等

国防装备：中直股份、中航高科、景嘉微等

风险提示：下游需求不足、行业竞争加剧、行业政策变化等

新材料（王双、时应超）

一、行情回顾及展望

在主要金属品种中，2020年各类金属价格均出现不同程度下跌，在目前新冠疫情持续影响、全球央行相继进行宽松货币政策的宏观经济背景下，贵金属持续走强，而以实体经济需求为代表的工业金属价格上半年普遍下跌，多数基本金属跌破了矿山的90分位成本线。目前随着欧美疫情的缓解以及国内消费复苏状况良好，大部分基本金属价格都出现了不同程度的反弹，板块估值将修复。另海外新能源汽车销量持续超市场预期，短期市场情绪提振叠加下游需求持续修复，钴锂价格后期或趋稳。我们建议持续关注新能源金属材料、具备较好成长性的军工半导体材料等科技新兴领域以及贵金属板块的长期价值。

二、细分板块

1、新能源金属

上游锂电原材料：全球新能源车政策不断加码，随着新能源汽车市场等新兴和传统消费的恢复，下半年或将是一个重要的时间拐点。为应对疫情对经济的冲击，欧盟提出“经济绿色复苏方案”，拟取消纯电动车增值税，法国、德国等多个欧洲国家出台新能源车市场刺激政策，在强政策刺激下，6月欧洲主流市场新能源车销量均实现大幅增长，欧洲新能源车市场或将超预期复苏。国内方面，双积分政策落地，达标标准进一步提高，动力电池排产数据或将持续改善，5G产业链景气度持续上行，下游消费电子整体持续复苏，将拉动钴锂等核心材料需求。

钴价短期回调，看好钴价中枢逐步上移：由于南非于3月下旬开始封国，钴原料运输受到限制，原料趋紧预期带动钴价反弹，5月中下旬钴原料陆续从南非发出，钴原料于6月下旬陆续到港，原料紧张的局面逐渐得到缓解，而下游需求仍在缓慢恢复中，短期供给充裕，钴价回调。欧美逐渐进入复工期，随着新能源汽车市场等新兴和传统消费的恢复，Q3或将是一个重要的时间拐点，看好后续钴价反弹。

锂价预计后续逐步企稳，预计2021年锂盐价格将得以改善：近期碳酸锂价格持续回落，但锂盐和精矿价格跌破部分企业成本线，下跌空间预期有限，供给端南美盐湖和澳洲锂矿受疫情影响供应收缩态势进一步强化，看好后续锂价筑底企稳。据Roskill预计锂盐、锂辉石精矿价格有望在2021年得以改善。

2、半导体、军工材料

半导体和军工关键材料国产替代进程加速，相关领域景气持续向上。据隆华科技半年报业绩预告和菲利华公告，两家公司作为显示靶材、半导体石英材料和军工复合材料龙头企业，相关业务二季度增长均较快，在全球贸易摩擦和科技竞争大背景下，美国对华为的技术封锁事件，叠加中美关系紧张情绪再度升温，或将促使关键材料国产化进程加快，电子和军工关键材料自主可控趋势确立，国产替代进程加速，将促使相关材料领域景气持续向上，推荐菲利华（半导体石英材料+军工复材）、博威合金（高强高导铜合金材料）、隆华科技（靶材+军工复材）等材料类公司。

1）隆华科技公司预计2020年上半年实现归母净利润9991万元~11657万元，同比增长20%~40%，公司业绩保持稳步增长主要由于全球疫情加速国内面板厂商对公司材料的进口替代，尤其是宽幅钼靶材及高世代线ITO靶材，市场份额快速上升。军工型号任务定型并逐步量产、民用产品在地铁、铁路等领域份额逐步提升，对公司复合材料板块业绩也有所拉动。其子公司四丰电子、晶联光电分别为铟靶材、钼靶材领域的细分龙头，看好公司在靶材及军工复合材料等新材料布局的需求爆发。

2）菲利华披露受疫情影响海外订单往公司转移，公司Q2半导体领域订单量和每月出货量均创公司历史新高，处于快速增长态势。此外显示面板、半导体等发展带动光掩膜版需求增加，预计上游合成石英基板的需求也将大幅增加。公司目前合成石英产能是200吨，产能利用率基本是满负荷，其中新增的120吨合成石英产能预计今年四季度能够建成达产。随着下游市场向国内转移及国内光掩膜版产业 链逐步趋于完善，公司的合成石英材料市场前景可期。

3、贵金属

本周COMEX黄金收于1787.3美元/盎司，Q2金价环比Q1金价持续上行，板块内公司业绩环比Q1继续改善。目前利率趋零且将持续，我们认为当下货币政策仍将维持宽松导向，在经济情况逐渐改善的背景下，市场对未来通胀水平的预期增强，实际利率预期或持续下降。随着疫情好转和欧美经济重启，金价的驱动将逐步由利率端转向通胀端，对比2008年，经济逐步恢复以后，尽管10年期国债收益率出现回升，但通胀预期的修复速度快于名义利率的上行速度，因此实际利率仍继续下降，黄金继续上行。看好疫情稳定后的通胀预期回升，而利率将在相当长时间内维持低位，实际利率有望保持低位，继续看好贵金属配置价值。

三、投资建议

1、**新能源金属：**全球新能源车政策不断加码，下半年或将是一个重要的时间拐点，随着新能源汽车市场等新兴和传统消费的恢复，将拉动钴锂等核心材料需求，看好后续钴价反弹和锂价筑底企稳，推荐赣锋锂业、华友钴业

2、**半导体材料：**在全球贸易摩擦和科技竞争大背景下，美国对华为的技术封锁事件，叠加中美关系紧张情绪再度升温，或将促使关键材料国产化进程加快，推荐菲利华、博威合金、隆华科技等材料类公司

3、**军工新材料：**基于国防现代化建设面临的迫切需求，虽然目前经济下行压力较大，但军工领域需求相对独立，军费保持稳定增长，新一代主战装备列装也有望加速。而诸如高温合金、高品质复合材料、各类高强度金属及其合金等材料需求出现较快增长，随着渗透率的提高，新材料的增速要远高于军工行业的平均增速，上游景气度较高，

成长性凸显，推荐楚江新材、火炬电子、钢研高纳

四、风险提示

宏观经济形势不及预期、下游需求低于预期、国产替代不及预期、产品价格波动风险

成长股

汽车（王树宝）

一、汽车行业环比明显好转。

据统计，1-5 月国内汽车制造业实现营业收入 2.66 万亿元，同比-13.6%，增速较一季度提升 17.3 个百分点；实现利润总额 0.12 万亿元，同比-33.5%，增速较一季度提升 46.7 个百分点。

销量方面，中汽协预计 6 月实现销量同比+11%，1-6 月累计同比-17%，增速较 1-5 月提升 5.6 个百分点，其中商用车明显好于乘用车。

我们预计汽车行业上半年收入同比-10%，利润总额同比-20%。

二、上市公司复苏中伴有分化

（1）长安、比亚迪表现相对较好，同比增长，前者受益于过去的低基数，后者受益于口罩业务大幅放量；

（2）长城、华域汽车表现相对居中，同比降幅约 25%左右，前者受益车型结构调整，后者受益行业总体销量降幅有限；

（3）上汽集团因合资公司上汽大众、上汽通用销量表现较弱，同时受过去单车盈利高基数影响，今年中报业绩表现略差，不过整体仍处于估值较低的位置。

三、我们重点推荐上汽集团、华域汽车、比亚迪、长安、长城。

通信、电子（王树宝、苏国印）

本周上证综指上涨 5.82%，创业板指数上涨 3.36%；申万通信指数上涨 4.49%，申万电子指数上涨 4.18%。

本周市场成交放大、风格切换等多重因素影响下，迎来大幅上涨，其中上证综指上涨了 5.82%，申万通信和电子指数也分别上涨了 4.49%和 4.18%。

7 月 3 日国际标准组织 3GPP 宣布 5G 标准 R16 版冻结。专家介绍，相比 R15，R16 增强了 5G 功能，并催生新的数字生态。标准冻结意味着相关开发测试可以启动，推动大规模商用。中国移动首席专家徐晓东表示，“在 R16 冻结后，5G 技术能力已相对比较全面，可以更好地接受各种应用的挑战，运营商、设备厂商以及终端商都没有必要再继续观望”，全球将进一步掀起 5G 建设热潮。

半年报方面，我们认为通信板块或将呈现结构化表现，虽然有疫情的影响，但是 3 月份之后通信产业链快速复工复产，并且 5G 建设提速拉动，我们认为上游设备及组件表现稳定，沪电、深南及中兴通讯将录得 20-50%增速，光模块及数据中心相对弹性更大，光模块的中际旭创和新易盛一季报已经取得不错增速，中报将继续保持高增长，同时我们最为看好数据中心，云计算及算力资源的背景下，未来数据中心将获得更重要的战略意义。随着移动网络的发展，未来将会有更多的数据迁移到网络上，而随着人类社会数据化、智能化的发展，算力将成为未来社会运行的最底层动力，所以我们看到从之前的阿里、腾讯到后来的数据港、奥飞以及这次的沙钢股份，都投入越来越多的资源进行以数据中心为代表的基础信息设施的投资中来，为的就是在未来更加深度的数据化社会中占据先机，我们从长期角度坚定的看好数据中心未来广阔的成长空间。从具体模式上看，数据港、奥飞数据这种和阿里腾讯这种深度绑定的代建代运营模式，有望获得更快的成长速度和更大的成长空间，相对光环新网将有着更高的弹性和估值提升空间，所以我们首推数据港和奥飞这样的第三方代运营模式数据中心公司。

风险提示：市场系统风险，中美贸易摩擦加剧，5G 建设低于预期，中美摩擦影响半导体国产化进程。

行业及公司重点新闻动态：

1、近日，工信部发布了《2020 年 1~5 月通信业经济运行情况》。截至 5 月末，三大运营商 100Mbps 及以上接入速率的固网宽带用户达 3.97 亿户，占比达 86.1%；1000Mbps 及以上固网宽带用户达 226 万户，比上年末净增 139 万户。移动互联网累计流量达 611 亿 GB,同比增长 35.2%;其中,通过手机上网的流量达到 590 亿 GB,同比增长 31.1%。5 月当月户均移动互联网接入流量（DOU）达到 10.05GB/户，同比增长 28.8%，远高于上年 12 月 1.46GB/户；另外应用于智能制造、智能交通、智能公共事业的终端用户增长均达 30%左右，反映在智能制造、智能交通领域 To B 应用快普及。

2、中国电信公布 2020 年 5 月公司运营数据，当月，中国电信移动用户数净增 268 万户，移动用户数累计 3.412 亿户，当月 5G 套餐用户净增 835 万，5G 套餐用户累计 3005 万户。有线宽带业务方面，中国电信 5 月有线宽带用户数净增 68 万户，有线宽带累计用户数 1.5335 亿户。固定电话业务方面，当月中国电信固定电话用户数净减 35 万户，固定电话累计用户数 1.0943 亿户。

3、中国联通公布 2020 年 5 月公司运营数据，移动业务方面，中国联通移动出账用户 5 月净减 54.0 万户，累计达 3.09 亿户，移动出账用户本年累计净减 973.0 万户。其中 4G 用户本月净增 190.5 万户，累计到达 2.58 亿户，4G 用户本年累计净增 447.2 万户。在固网业务方面,中国联通固网宽带用户 5 月净增 40.2 万户,累计达 8554.3 万户，固网宽带用户本年累计净增 206.5 万户；本地电话用户本月净减 42.0 万户，累计达 5274.4 万户，本地电话用户本年累计净减 147.1 万户。

计算机（黄翱）

一、行情回顾：

本周申万计算机指数上涨 3.57%，板块成交额 3445 亿元，沪深 300 指数上涨 6.78%。主要因低估值行业迎来估值修复。**短期建议关注汽车 IT 和金融 IT，汽车 IT 受益 5G-R16 标准冻结催化，金融 IT 受益下游券商高景气催化。**

此前市场担忧政府等对信息 IT 的支付能力，但我们看好计算机行业下半年的结构性行情，两新一重投资力度预计不降反升，2020 年有望成为技术大年，信创、5G 应用开始规模落地，云计算迎来景气拐点，此外网络安全、医疗 IT 和金融 IT 景气度亦较高。

二、计算机行业中报前瞻：

1、预计计算机行业中报环比改善明显，云和汽车 IT 同比增长可期

（1）预计计算机行业中报环比改善明显

疫情短期冲击不改全年景气度。2020Q1 计算机行业营收合计 1239.9 亿元，同比下滑 14.10%；归母净利润合计-14.3 亿元，去年同期为 69.7 亿元，主要因行业以项目制为主，疫情影响项目实施和验收节奏，短期冲击行业利润，但随着复工复产，后续逐季改善确定。

工信部数据显示软件行业已迎来业绩增长。1-5 月，我国软件业完成软件业务收入 27999 亿元，同比增长 4.2%，增速较去年同期回落 10.5 个百分点，较 1-4 月提高 4.3 个百分点。1-5 月，全行业实现利润总额 3219 亿元，同比下降 1.1%（上年同期为同比增长 10.5%），降幅较 1-4 月收窄 1.2 个百分点。因此，我们预计计算机行业中报业绩改善明显。

（2）云和汽车 IT 同比增长可期，信创、网安、医疗 IT 和金融 IT 同比应接近正

1）云和汽车 IT 同比增速较乐观

云 IaaS 景气复苏，同比增速较乐观：2019 年行业景气度下滑，但 2020 年景气度持续上行，一是前一周期积累的产能和库存基本消化，二是受益 5G、新基建等云计算和大型 IDC 供需向上，且预计本轮供需周期的高景气度将延续 3 年左右。上游核心供应商 CPU 龙头 Intel 的 2019Q1-2020Q1 营收增速分别为-6.34%、-10.2%、3.97%、18.85%、43%;BMC 芯片龙头 Aspeed 的 3、4、5 月营收增速分别为 41.9%、43.4%、85.7%。下游云巨头阿里巴巴 2019Q2-2020Q1

资本开支同比增速分别为-43.04%、-20.72%、24.56%、48.13%，腾讯资本 2019Q2-2020Q1 资本开支同比增速分别为-38.43%、11.01%、269.61%、36.51%。

汽车 IT 景气复苏，同比增速较乐观：一是下游汽车产销量 20Q2 环比和同比均大幅增长，根据中汽协预告，2020 年 1-6 月销量约 1024 万辆，同比-17%，4、5、6 月销量同比增速分别为 4.4%、15%、11%

。二是智能网联渗透率持续提升，自适应巡航、360 度全景影像、自动自主刹车等 ADAS 核心功能此前在 30 万元以上车型渗透率较高，逐渐成为中高端车型标配，且 Aion LX、长安汽车 UNI-T、小鹏 P7 等量产车型开始导入 L3 自动驾驶。德赛西威、中科创达 2020Q1 受益于新客户、新产品业绩较好，2020Q2 景气度将进一步上行。

云 SaaS 高景气持续，同比增速较乐观：云 SaaS 模式客户粘性高，客户采购和使用以线上为主（销售需线下），且云 SaaS 为订阅模式，前期沉淀预收账款再逐月确认为收入，云业务收入增长疫情短期冲击小。长期来看，疫情将使得企业线上办公意愿提升。2020Q1，SaaS 龙头云业务高速增长， 广联达、用友网络的云业务营收增速分别为 90.6%、74.4%。预计 2020Q2 高景气度将持续。

2）信创、网安、医疗 IT 和金融 IT 环比明显改善，同比接近正

信创、网安、医疗 IT 和金融 IT 的全年景气度应较高：理论上来讲，软件行业收入增速与 GDP 增速存在一定后相关性，宏观经济不景气将影响企业 IT 支付能力和意愿。且因政府对今年 GDP 增速不设目标，且提出要压缩一般性支出，非急需非刚性支出压减 50%以上，市场担忧信息化投入优先度较低，计算机下游客户预算难以保障。我们认为，政府、医疗、金融等逆周期行业受宏观经济下行影响较小，支付能力较为稳定，更重要的是，政府将持续释放政策红利对冲经济压力，2020 年《政府工作报告》提出以稳企业保就业促改革扩内需为工作重点，采取更加积极有为的财政政策，基本民生支出只增不减，重点领域支出切实保障。我们认为政策拉动重点将围绕两新一重（新基建、新型城镇化建设、交通水利等重大工程）和民生支出展开。云计算和 5G 应用等信息基础设施、信创和网络安全等创新基础设施、医疗 IT 和金融 IT 等夯实发展基础的政策配套设施建设也有望加速。

公开数据显示 20Q2 订单已加速，受订单确认节奏影响或主要释放在下半年。业务形态为项目制，客户为政府和行业大客户，订单实施和确认均需要 1-3 个季度的时间。

信创：2020 年是我国信创产业全面推广的起点，未来 3 到 5 年将迎来黄金发展期。近期，电信、金融等关键行业大客户发布国产服务器招投标公告，标志着信创已开始全面落地。

网络安全：新技术、新场景将拉动网络安全行业将持续成长。短期来看，等级保护 2.0 和 HW 行动等将提升客户采购意愿；2020 年为五年规划最后一年，预算应较为充裕；信创将拉动网络安全市场的更新需求。

医疗 IT：电子病历+医保控费等医改政策拉动医疗 IT 建设，后疫情时代医疗 IT 投入有望加大，互联网医疗等新模式将迎来落地。

金融 IT：证券创业板注册制等金融创新频出，叠加下游支付能力提升。TO C 的炒股软件同花顺、东方财富等收入确认不存在周期性，预计中报业绩同比大增。

2、重点个股前瞻，金山办公、浪潮信息、德赛西威业绩增长可期

信创、网络安全、医疗 IT、金融 IT 个股由于订单确认延后至下半年，而费用较为刚性，同比增速难有明显改善，参考意义不大。

3、投资建议

（1）复盘上半年，从百花齐放到云 SaaS/汽车 IT 一马当先。

Q1 百花齐放：市场认为计算机受疫情影响小，资金加大计算机配置，各细分领域均录得较好收益，疫情受益概念股云计算 IaaS 和 SaaS、医疗 IT、炒股软件涨幅最大。

Q2 呈分化态势，云 SaaS/汽车 IT 一马当先：

一是市场担忧政府和事业单位支付能力。且因政府对今年 GDP 增速不设目标，且提出要压缩一般性支出，非急需非刚性支出压减 50%以上，市场担忧信息化投入优先度较低，计算机下游客户预算难以保障，信创、网络安全、医疗

IT 等需政府拨款的细分领域涨幅较小（但我们认为客户支付能力不降反升），云计算、汽车 IT、金融 IT 等下游支付能力具有保障的细分领域涨幅较好。

二是市场给予供给确定性强的类消费公司的估值不断提高。以云 SaaS 为例，均为软件龙头转型 SaaS 业务，市占率高，SaaS 业务具有客户粘性强、产品竞争力提升等优势，相比传统软件业务不仅业绩透明度/可预见性提升，而且参考美股 SaaS 龙头，稳态后利润率和 ROE 提升。

（2）展望下半年，云和汽车 IT 景气度将延续，信创、医疗 IT 和金融 IT 若因中报回调是买点

我们看好计算机行业下半年的高景气度。2020 年有望成为技术大年。建议重点关注短期受益政策拉动，长期受益技术渗透，供需周期和创新周期景气叠加的 3 大行业：云计算、5G 应用、信创安全。此外医疗 IT 和金融 IT 景气度亦较高，互联网化和 SaaS 化创新也有望迎来落地。

投资则建议结合对下半年大盘的理解。

若市场情绪不断提升，市场空间和供给确定性权重持续较高，估值权重较低，则云 SaaS、汽车 IT、金融 IT 的涨幅有望领先。

若市场情绪较好，但市场风格偏向估值修复，则信创、网络安全、安防、医疗 IT 有望录得较高涨幅。

考虑收益风险比，建议布局当前景气度较低、后续将逐季改善、估值处于合理区间的网络安全、云 IaaS、安防、信创等领域。

4、重点个股

云 IaaS：浪潮信息、中科曙光、深信服。

云 SaaS：金山办公、用友网络、广联达。

汽车 IT：德赛西威、千方科技。

信创：中科曙光、易华录、东华软件。

网络安全：启明星辰、深信服。

医疗 IT：创业慧康、卫宁健康。

金融 IT：恒生电子、同花顺。

5G 应用：东方国信。

电子：海康威视、大华股份、信维通信。

三、风险提示

贸易战和疫情全面爆发影响行业下游客户需求的风险；下游行业回暖不及预期的风险；科技创新可能带来短期业绩下降的风险；新业务拓展不达预期的风险；部分公司估值过高的风险。

传媒（王树宝、马嘉智）

一、市场表现

本周沪深 300 指数上涨 6.78%，申万传媒指数上涨 3.15%。细分板块中，互联网传媒上涨（4.2%），文化传媒上涨（2.49%）、营销传播上涨（1.16%）。

二、投资逻辑

目前北京的疫情已经得到了有效的控制，可以进一步期待线下产业的复工复产。投资逻辑维持不变，继续关注三条主线：1）关注三季度回暖板块（如头部院线以及院线电影、阅读出版类公司）；2）关注业绩相对确定的线上阅读、

游戏、智能营销；3）关注 5G 后端应用板块（云游戏）。建议关注完美世界、三七互娱、号百控股、芒果超媒。

三、行业动态

1、大众图书

2020 年上半年受疫情影响，整体市场图书总销售码洋 170.34 亿元，同比增加 3.07%，网络渠道总销售码洋 136.48 亿元，同比增加 17.98%，实体书店 33.86 亿元，同比下滑 31.7%。上半年网络渠道与实体渠道总销售占比从 19 年的 7：3 变为现在的 8：2，网络销售渠道今年上半年进一步扩大。从定价总销售占比来看，文化教育类、少儿读物类和文学艺术类占据了三分之二的份额，其中少儿读物定价总销售大幅增长，同时科学技术类也获增长。受疫情影响，全国幼儿园闭园、图书馆和书店等阅读场所限流开放，亲子阅读需求变大，这部分需求转化为少儿读物的增长动力。科学技术类图书增长动力源自于大众对抗议类相关书籍的需求提升，一批低定价的抗疫手册销量大幅增长，拉低了科学技术类图书的平均销售定价，相比去年同比下降 3.65%。整体图书定价相比去年上半年上升了 11.17%，定价为 39.5 元。

2、游戏

1）7 月 2 日晚，国家新闻出版署发布了 7 月份第一批游戏版号。此次过审游戏共 56 款，包括 51 款手游，3 款客户端游戏，1 款网页游戏，1 款 XBOX 主机游戏。移动加休闲类游戏有 23 款，占比 41%。其中值得关注的产品有腾讯《最强魔斗士》，网易《时空中的绘旅人》，完美世界《旧日传说》，吉比特《炙热行动》、《恶魔秘境》，三七互娱《烈火剑圣》，米哈游《原神》。

2）7 月 2 日，完美世界在中国电信云游戏平台独家发布了云游戏《新魔神大陆》。《新魔神大陆》作为中国电信在云游戏领域的首次大规模推广产品，中国电信方给予了很大支持，不仅线上放出了 5G 礼包资源，线下全国 10 多个省市电信营业厅都对游戏做出了展示推广。在天翼云平台上，玩家可以免下载、跨终端、即点即玩，同时体验高清画质。手游版本的《新魔神大陆》自上线以来，持续位列 iOS 游戏畅销榜前 10，免费榜前 3，首日流水突破千万。

3）三七互娱发布了 2020 年一季度财报，数据显示公司一季度研发投入 2.62 亿元，同比上升 78.88%。2019 全年，三七互娱研发投入 8.20 亿元，同比增长 52.57%，近三年公司研发投入累计接近 20 亿元。据伽马数据估算，截至目前，三七互娱共有不少于八款自研产品月流水过亿，是除腾讯之外唯一一家有八款以上月流水过亿的中国游戏企业。公司在人才储备和研发方面下注较大，截至 2019 年底，三七互娱共有员工 2818 人，这其中游戏及系统研发人员数量达 1582 人，占总人数的 56.14%，今年公司将扩大核心技术团队至 2000 人以上。公司目前 30 岁以下员工 1887 人，占比 66.96%，整体上很年轻。公司员工中硕士及以上学历有 152 人，本科学历员工 1912 人，占比 73.24%，已经是技术导向型公司。

4）投资建议

建议关注完美世界、三七互娱、号百控股。

四、风险提示

版号监管趋严风险、研发进度不及预期、疫情反复。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国都证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的特定客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。在法律许可的情况下，国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经国都证券研究所书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制，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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，国都证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	推荐	行业基本面向好，未来 6 个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来 6 个月内，行业指数跑输综合指数

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅在 5%以上