风格切换的拐点

2020 年 6 月 16 日

事件

二季度以来，以食品饮料为代表的消费股超额收益显著，站在当前如何看后续结构选择？

观点

■ **前言：风格切换的拐点**

结论上看，我们认为，6 月是风格从消费到科技的过渡期，建议逢低布局，包括云计算链、信创链、部分优质消费电子、电动车等。

风格切换类似于指数涨跌，其一，风险收益比是核心；其二，边际触发因素可能是多样的，也有一定的随机性；其三，切换不是一蹴而就，但会有领先信号。

■ **风险收益比是核心：消费变差，科技比较优势显现**

消费：风险收益比变差。经历了 3 月下旬以来的持续上涨，消费的风险收益比已经较不合理：一方面，消费估值已经处在高位，维度一，从纵向比较来看，食品饮料最新滚动市盈率处在近 10 年的 91%分位数，医药生物处在 94%分位数；维度二，从横向比较来看，国内消费类龙头估值已经大幅高于海外可比公司，如，饮料板块中，贵州茅台 PE 为 41 倍、五粮液为 34 倍，而可口可乐为 20 倍、百威英博为 11 倍；维度三，参考美国漂亮 50 历史，估值最高峰时的平均市盈率为 42 倍，而当前的 A 股的可选消费指数估值为 50 倍以及日常消费指数为 34 倍。另一方面，消费内部的结构轮动已经较为充分，4 月以来行情轮动已经从受益于疫情的必需消费，演绎到了受益于复产复工的线下消费。

科技：比较优势逐步显现。其一，相较于医药和食品饮料，3 月下旬以来，科技板块的调整已经较为充分；其二，科技股的主逻辑是国产化和 5G 提速，疫情和贸易战或带来短期波动，但难以改变产业趋势；其三，相关领域景气边际改善，包括欧美复工，信创和 IDC 不断迎催化剂，云计算延续高景气等。此外，从估值来看，尽管科技估值绝对水平较高，但从历史比较来看，科技本身估值波动大，且整体仍处合理水平。

■ **风格切换的领先信号：外资开始调仓**

就外资流动来看，从 3 月 23 日至 5 月 22 日，饮料、白电、医疗是净流入前三，但从 5 月 23 日至 6 月 11 日，保险、光学光电子、电子制造是净流入前三，而饮料、旅游、医疗器械是净流出状态。

■ **风格切换的触发因素：复产背景下，CPI 和 PPI 之差的拐点出现**

就风格切换的边际触发因素来看，复产背景下消费景气的比较优势削弱是潜在触发因素，此外，大盘回调也是潜在催化剂。具体来看，从历史数据来看，“CPI 和 PPI 之差”对消费板块的周期性波动有较强的指引意义，而，随着复产复工推进，CPI 和 PPI 之差在 5 月迎来拐点。

■ **总结：逢低布局科技股，重视科创板**

整体而言，我们认为 6 月是风格从消费到科技的过渡期，建议逢低布局，包括云计算链、信创链、部分优质消费电子、电动车等。结合分析师观点，相关公司有**太极股份、数据港、宝信软件、蓝思科技、宁德时代。**此外，科创板机会建议关注，结合分析师观点，相关公司有**金山办公、优刻得、乐鑫科技、澜起科技。**

■ **风险提示：**中美经贸摩擦超预期；疫情持续扩散。

证券分析师　王杨
执业证号：S0600517120001
021-60199793
wangyang@dwzq.com.cn

证券分析师　陈李
执业证号：S0600517120001
021-60197988
yjs_chenl@dwzq.com.cn

相关研究

1.《均衡配置，加仓成长》20200504
2.《箱体震荡，风格切换》20200531

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 前言：风格切换的拐点

二季度以来，以食品饮料为代表的消费股超额收益显著，站在当前如何看后续结构选择？

结论上看，我们认为，6 月是风格从消费到科技的过渡期，建议逢低布局，包括云计算链、信创链、部分优质消费电子、电动车等。

具体来看：

风格切换类似于指数涨跌，**其一，风险收益比是核心；其二，边际触发因素可能是多样的，也有一定的随机性；其三，切换不是一蹴而就，但会有领先信号。**

结合当前的市场，**一方面，消费的风险收益比已经变差；另一方面，从消费到科技的切换已经有征兆**，如，就外资流动来看，从 3 月 23 日至 5 月 22 日，饮料、白电、医疗是净流入前三，但从 5 月 23 日至 6 月 11 日，保险、光学光电子、电子制造是净流入前三，而饮料、旅游、医疗器械是净流出状态。

就风格切换的边际触发因素来看，大盘涨跌，以及复产背景下消费景气的比较优势削弱都是潜在催化剂。

2. 风险收益比是核心：消费变差，科技比较优势显现

2.1. 消费：风险收益比变差

经历了 3 月下旬以来的持续上涨，消费的风险收益比已经较不合理。一方面，从纵向、横向、漂亮 50 等三个估值维度看，消费估值都处在高位；另一方面，消费内部的结构轮动已经较为充分，行情轮动已经从受益于疫情的必需消费，演绎到了受益于复产复工的线下消费。

2.1.1. 消费估值处在高位

近两个月，先必需消费再线下消费，消费股超额收益显著，但估值进一步上行空间或有限。

从估值比较来看：

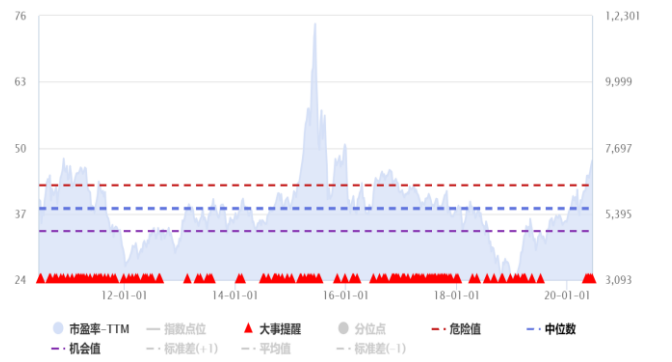
维度一，从纵向比较来看，处在历史高位，如，食品饮料最新滚动市盈率水平处在近 10 年的 91%分位数，医药生物处在 94%分位数。

图表 1 食品饮料最新 PE-TTM



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 2 医药生物最新 PE-TTM



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

维度二，从横向比较来看，国内消费类龙头估值已经大幅高于海外可比。具体来看，以滚动市盈率为统计口径，如，饮料板块中，贵州茅台 PE 为 41 倍、五粮液为 34 倍，而可口可乐为 20 倍、百威英博为 11 倍；海天味业为 68 倍、双汇发展为 24 倍，而味好美为 32 倍、家乐氏为 21 倍。

图表 3 海内外消费龙头估值对比（截至 6 月 12 日）

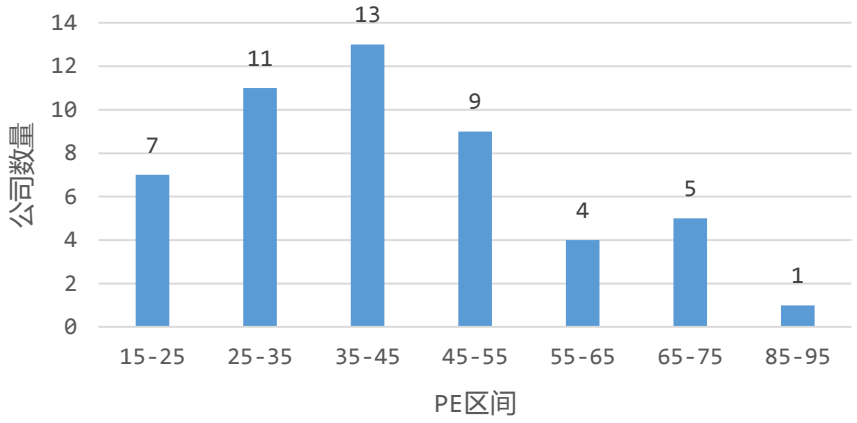
	证券代码	股票简称	总市值(亿美元)	PE-TTM	近三年复合净利润增长率(%)	ROE(2017，%)	ROE(2018，%)	ROE(2019，%)	近三年平均ROE(%)
饮料	600519.SH	贵州茅台	2511	41	35	33	34	33	34
	000858.SZ	五粮液	885	34	37	19	23	25	22
	KO.N	可口可乐	1958	20	11	6	38	50	31
	BUD.N	百威英博	841	11	95	13	6	13	11
食品	603288.SH	海天味业	526	68	23	32	34	35	34
	000895.SZ	双汇发展	187	24	7	30	36	37	34
	MKC_V.N	味好美	221	32	14	23	32	21	25
	K.N	家乐氏	218	21	11	62	56	36	51
医药	600276.SH	恒瑞医药	643	84	27	23	23	24	23
	300760.SZ	迈瑞医疗	477	68	43	46	34	28	36
	JNJ.N	强生公司	3745	22	-3	2	26	25	18
	UNH.N	联合健康集团	2704	20	25	25	24	25	25

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

维度三，参考美国 70 年代抱团的“漂亮 50”历史，1972 年是其估值最高峰，彼时“漂亮 50”组合的平均市盈率为 42，而同期标普 500 为 19，其中，22%处于 25-35 倍的估值区间、26%处在 35-45 倍、18%处在 45-55 倍。

图表 4 1972 年末“漂亮 50”市盈率区间分布

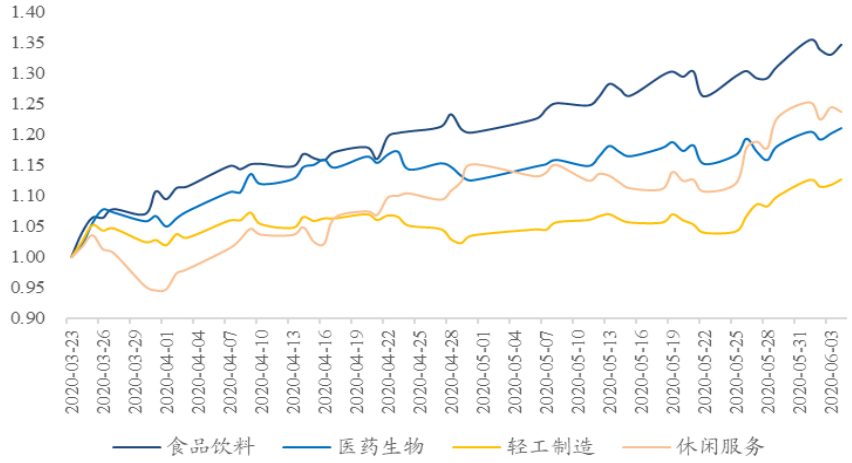


资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

2.1.2. 消费内部结构轮动较为充分

从内部结构表现，行情轮动已经从受益于疫情的必需消费，演绎到了受益于复产复工的线下消费，这意味着，**消费内部的结构轮动已经较为充分**。

图表 5 消费内部结构轮动较为充分



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

2.2. 科技：风险收益比的比较优势显现

相较于消费，科技的比较优势逐步显现，具体来看：

其一，相较于医药和食品饮料，3 月下旬以来的上涨行情中，科技整体超额收益不明显，股价调整已经相对充分；

其二，从策略角度看，科技股的主逻辑是国产化和 5G 提速，疫情和贸易战或带来短期波动，但难以改变产业趋势；

其三，相关领域景气边际改善，包括欧美复工，信创和 IDC 不断迎催化剂，云计算延续高景气等。

此外，从估值角度来看，尽管部分科技股估值绝对水平较高，但从历史估值水平比较来看，科技本身估值中枢波动大，且整体处在合理水平。

3. 风格切换的领先信号：外资开始调仓

从消费到科技的切换已经有征兆，就外资流动来看，从 3 月 23 日至 5 月 22 日，饮料、白电、医疗是净流入前三，但从 5 月 23 日至 6 月 11 日，保险、光学光电子、电子制造是净流入前三，而饮料、旅游、医疗器械是净流出状态。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表 6 外资净流入的行业分布产生明显变化

	0323 至 0522 期间净买入（亿）		0525 至 0612 期间净买入（亿）
合计	276.26	合计	175.25
饮料制造	81.03	保险 II	35.42
白色家电	67.06	光学光电子	31.79
医疗服务 II	43.79	电子制造	21.37
电子制造	37.94	电源设备	17.18
专用设备	30.31	机场 II	10.56
电源设备	24.99	食品加工	10.55
医疗器械 II	16.75	银行 II	9.99
房地产开发 II	7.74	白色家电	8.51
生物制品 II	7.63	房地产开发 II	7.75
半导体	7.54	化学制药	7.03
银行 II	6.17	互联网传媒	7.02
互联网传媒	5.91	专用设备	6.73
计算机应用	5.30	其他建材 II	5.17
其他建材 II	4.82	物流 II	4.53
汽车零部件 II	4.20	医疗服务 II	4.51
化学制药	2.76	其他电子 II	3.84
证券 II	2.07	稀有金属	2.55
黄金 II	1.35	元件 II	1.78
稀有金属	0.88	农产品加工	1.58
电力	0.33	电力	1.37
光学光电子	-0.01	畜禽养殖 II	0.42
计算机设备 II	-0.77	水泥制造 II	-0.36
食品加工	-1.75	生物制品 II	-0.38
农产品加工	-1.76	通信设备	-0.46
通信设备	-1.79	计算机设备 II	-0.84
中药 II	-2.28	医疗器械 II	-1.24
饲料 II	-6.72	计算机应用	-1.28
机场 II	-6.98	半导体	-2.17
畜禽养殖 II	-9.04	汽车整车	-2.63
水泥制造 II	-10.67	饮料制造	-4.94
旅游综合 II	-14.40	旅游综合 II	-10.11
保险 II	-26.15		

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

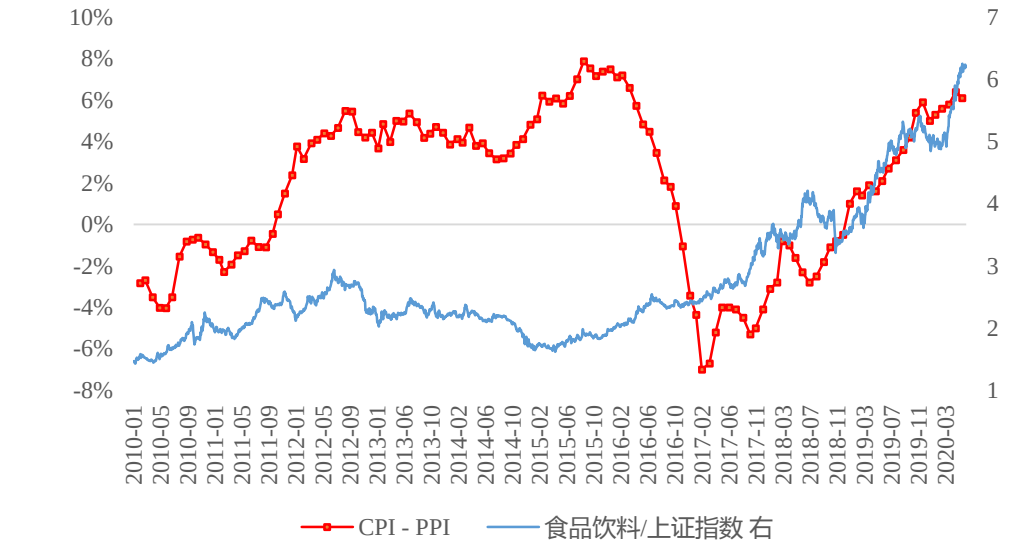
4. 风格切换的触发因素：复产背景下，CPI 和 PPI 之差的拐点出现

就风格切换的边际触发因素来看，复产背景下消费景气的比较优势削弱是潜在触发因素，此外，大盘回调也是潜在催化剂。

具体来看，从历史数据来看，“CPI 和 PPI 之差”对消费板块的周期性波动有较强的指引意义，而，**2017 年以来“CPI 和 PPI 之差”持续走阔，是消费板块实现持续超额收益的重要经济背景。**

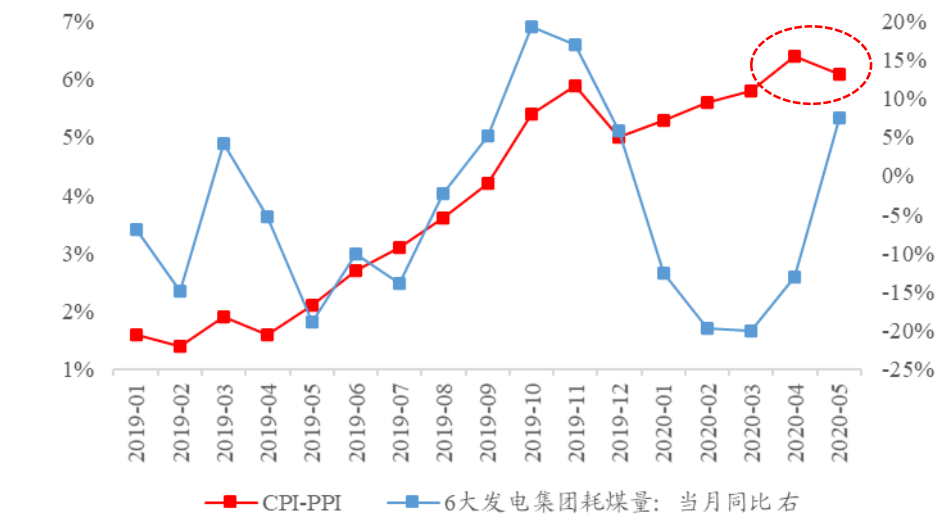
而，从 CPI 和 PPI 最新数据来看，**随着复产复工推进，CPI 和 PPI 之差在 5 月迎来拐点。**

图表 7 CPI 和 PPI 的差额和消费板块表现有显著相关性。



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 8 CPI 和 PPI 差额在 5 月迎来拐点



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

5. 总结：逢低加仓科技，包括云计算链、信创链、部分优质消费电子等

整体而言，我们认为 6 月是风格从消费到科技的过渡期，建议逢低布局，包括云计算链、信创链、部分优质消费电子、电动车等。

结合分析师观点，相关公司有**太极股份、数据港、宝信软件、蓝思科技、宁德时代**。

此外，科创板机会建议关注，逻辑主要有：其一，科创板的产业构成主要在于，新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业；其二，就盈利增长来看，科创板整体处在快速增长期，在疫情背景下 20Q1 科创板归母净利同比仍达 19.3%；其三，截至 3 月底科创板在公募基金持仓中占比仅 0.97%，低配 0.93%。

结合分析师观点，相关公司有**金山办公、优刻得、乐鑫科技、澜起科技**。

6. 风险提示

中美经贸摩擦超预期。如果美国贸易保护措施扩大至更多领域，将对全球经济和风

险偏好都带来较大程度的不确定性。

疫情持续扩散。如果国内外疫情持续扩散，将对相关产业和公司的景气产生显著影响，带来较大不确定。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

