

本报告的主要看点:

1. 对行业竞争格局的好坏给予财务指标定义，从中期维度回归分析得出除净利增速外，净利润率的高低是影响行业/公司估值水平的核心因素。
2. 因供需格局；产品、技术、渠道等竞争壁垒的改变带来公司净利润率的提升将给公司带来短期估值提升的机会。

赛道投资的财务指标剖析（一）

基本结论

- 由于财务指标的滞后性，其难以用于对公司短期基本面的预判，更多作为验证指标用于中长期基本面拐点的辅助验证。
- 基于中长期维度，除业绩增速外，我们更关注竞争格局的变化。而所谓的赛道投资，其实是指投资者面对竞争格局优良、进入壁垒高的行业/公司，以及竞争格局边际变好的公司拥有更高的风险偏好，并愿意给予更高的估值。
- 寡头厂商的竞争格局优于完全竞争厂商。而根据寡头竞争理论的古诺模型可知，寡头厂商相对完全竞争厂商拥有更高的平均利润率。因此，高利润率即反映了行业/公司的竞争格局更为优良。
- 我们认为，行业/公司的平均净利率水平相对 ROE、毛利率等指标是反映公司平均利润率更好的指标。
- 业绩增速更高的公司同样拥有更高的估值。为综合考虑高业绩增速带来估值提升对我们分析结论的影响，我们使用 PEG 指标作为衡量估值高低的基准。
- 我们以沪深 300、中证 500 作为基准股池，并将事件驱动、非经常性损益影响和周期股排除在外，剩余 118 只个股，并将它们按行业进行净利率和 PEG 排序，并对排序结果序列进行回归分析。
- 通过回归 2019 年、2020 年部分行业的平均净利率水平以及平均 PEG 估值，我们发现，平均净利率高的行业拥有更高的平均 PEG 这一结论是显著的。
- 综上，我们认为平均净利率高的行业/公司将享受更高的平均估值，短期净利率提升的公司（非周期股、事件驱动及非经常性损益影响）将享受投资者风险偏好增加带来的估值提升。

风险提示

- 净利率失真：净利润率可能由于非经常性损益导致短期失真，另外，由于包含了管理费用，可能由于管理层效率低下导致费用高企，其表现数值低于应有盈利水平；
- 市场无效：市场可能长期无效，导致优质公司估值长期低于应有水平；
- 反垄断等非市场因素：如果监管对行业监管政策趋严，则可能导致行业/公司竞争格局变化，带来利润率变化从而影响公司估值；
- 市场短期波动风险：短期来看，估值可能受到流动性及市场风格的影响，带来股价波动与公司基本面背离。

郑辰威 分析师 SAC 执业编号：S1130511030028
(8621)60230220
zhengchenwei@gjzq.com.cn

内容目录

一、分析框架	4
1.1 确定分析范围	4
1.2 定义分析指标	5
二、分析过程	5
2.1 样本股选取	5
2.2 参数计算	6
2.3 回归分析	6
三、分析结果及讨论	7
3.1 统计结果	7
四、风险提示	8

图表目录

图表 1: 不同标的类型的投资策略	4
图表 2: 各项利润率指标的优劣势	5
图表 3: 回归分析	7
图表 4: 回归统计及方差分析	7

一、分析框架

1.1 确定分析范围

- 财务指标分析主要聚焦竞争格局好，进入壁垒高的行业/公司
 - 在 A 股投资中，不同类型的投资策略对应的观测指标不同。例如，事件驱动策略需要对影响基本面的事件进行及时预判；周期股投资需要对基本面供需拐点进行预判并在业绩低点进行投资；困境反转策略则要在长期基本面良好的公司中寻找短期财务困境的机会。而我们所称的赛道投资有别于以上三种情形，更多的是基于中长期维度，选择竞争格局好、进入壁垒高的行业/公司，分析其是否较竞争格局差、壁垒不高的行业/公司享受更高的估值。

图表 1：不同标的类型的投资策略

标的类型	投资策略
事件驱动	对影响基本面的事件及时预判
周期股	短期供需拐点预判
困境反转	长期基本面良好的公司，短期财务困境
赛道投资	中长期维度，竞争格局好，进入壁垒高

来源：国金证券研究所

- 对于事件驱动策略而言，由于财务报表、财务指标相对基本面的变化属于滞后指标，因此，财务指标对该策略的帮助有限，通常财务业绩兑现时即为策略失效时；
- 对于周期股投资，由于宏观周期对企业盈利的影响通常超过一个季度，因此财务指标虽然滞后，但是仍能在一定程度上反映公司基本面拐点，对周期股的投资具有参考作用。但是，周期股的估值体系与价值/成长股不同，通常估值高点对应盈利低点，也即买点，而估值低点对应盈利高点，也即卖点，因此难以纳入一般的分析框架中。
- 对于困境反转策略，类似周期股的投资逻辑，虽然财务报表能显示基本面的短期低点，但通常对应估值高点（甚至由于短期亏损带来负 PE），也难以纳入一般的分析框架中。我们将另撰文分析周期股与困境反转公司的策略。
- 综上，财务指标由于其滞后性更适合应用于中长期维度的投资策略构建。而中长期能持续胜出的公司通常意味着其所在细分行业的竞争格局较好，或进入壁垒较高。
- 财务指标分析的目的在于选择中长期业绩表现稳定及估值表现更优的行业/公司，但对短期股价走势的预测能力有限
 - 由于财务数据的滞后性，财务指标分析对短期股价的预测作用非常有限。从单家公司的财务指标来看，更多只能通过营运能力及现金流指标的变化验证对基本面分析的判断。以及在行业的横向对比中遴选竞争优势相对更强的公司。但若行业整体缺乏关注，则依旧不能带来更好的投资机会或是长期无法得到估值的提升。
 - 而我们在投资中经常发现，部分行业的估值远远高于其他行业，如食品饮料、医药、电子、计算机等行业的估值水平较高，即在业绩增速类似的情况下，部分行业的估值水平仍能显著高于其他行业。从直观上看，这些细分行业通常长期竞争格局良好，企业拥有自身壁垒，新进入者难以进入。
 - 那么，哪些财务指标能够帮助我们筛选竞争格局优良，壁垒更高的行业/公司呢？以及投资者对这样的公司是否显著具有更高的风险偏好，从而提高估值呢？

1.2 定义分析指标

- 我们需要对竞争格局优良，壁垒更高的行业/公司予以财务上的定义，另外，需要选择合适的估值体系以进行横向比较。
- 净利率
 - 根据寡头竞争理论的古诺模型可知，寡头厂商的平均利润率将介于完全竞争与完全垄断之间。从完全竞争市场到完全垄断市场，**竞争格局逐渐变好，平均利润率逐渐提高**。多数行业的上市公司处于这样的寡头市场中，因此，观察行业竞争格局的好坏可以通过观察行业平均利润率来得出结论。
 - ROE vs 毛利率 vs 净利率：反映行业/公司盈利能力的指标有三个，即 ROE、毛利率和净利率。ROE 反映公司给股东创造回报的能力，毛利率反映产品层面的获利能力，净利率反映公司产品销售后，扣除经营费用和所得税后经营及投资层面的获利能力。

图表 2：各项利润率指标的优劣势

财务指标	优势	劣势
ROE	股东回报的最直接反映	难以在行业层面进行加总或均值计算
毛利率	产品盈利能力和竞争格局的最优反映	未考虑费用的影响，易受会计准则变更影响
净利率	综合反映公司经营层面整体盈利能力	易受非经常性损益的影响

来源：国金证券研究所

- 根据杜邦分析， $ROE = \text{净利率} \times \text{资产周转率} \times \text{权益乘数}$ 。ROE 的高低除公司本身业务所处竞争环境带来的盈利能力好坏外，还受到公司管理层所选择的经营策略影响，资产的轻重、财务杠杆率的高低均会影响公司的 ROE 水平。
- 从竞争格局的角度来说，产品应是最为直接的分析对象，因此毛利率水平是衡量竞争格局好坏的一个选择。但毛利率水平所反映的内涵有限，如某些细分消费品行业毛利水平可能较高，但需要投入大量广告、经销商返利等销售费用；或是账期拉长导致现金流恶化带来较高的财务费用等。这些都是竞争格局相对较差的标志。另外，毛利率水平还受到会计准则变更的影响，如 2020 年新收入准则的实施，很多公司的产品运输费用由原来的销售费用改为成本核算，对毛利率的可比性产生了影响。因此，如果仅分析毛利率水平，不能完整体现行业/公司的获利能力。
- 因此，平均来看，我们认为行业/公司的平均归母净利率水平相较 ROE 排除了管理层经营能力的影响，相较毛利率反映的信息更为完善且不易受人为操纵，因此，其**更能反映行业/公司在产品层面的竞争格局优劣和壁垒的高低**。
- PEG
 - 由于行业/公司的估值会受到行业/公司利润增速的影响，通常来说，利润增速更高的公司/行业 PE 估值更高。但是，利润增速更高有可能只是行业整体处于生命周期初期，行业发展速度很快，但竞争格局尚未稳定，也并不代表公司具有较强的进入壁垒，长期来看胜出概率并不一定高，因此并不一定获得更高的估值溢价。为聚焦我们的分析目的，我们定义 PEG 的高低为投资者是否愿意给予竞争格局和壁垒好的公司更高的公司相对估值溢价，即在给业绩增速一定的补偿后，是否对竞争格局和壁垒好的公司具有更高的风险偏好。

二、分析过程

2.1 样本股选取

- **基准股池**
 - 为排除绩差股对分析的影响，我们选择沪深 300 和中证 500 共 800 只个股作为基准股池。并剔除银行和非银金融两个行业的个股。
- **回测区间及股池筛选**
 - 回测区间选择 2019 年度和 2020 年度。
 - 我们将不考虑公司受短期事件影响带来利润大幅波动的投资机会，因此剔除两个年度至少一个年度净利率为负的个股，剔除两个年度至少一个年度净利润增速为负的个股。
 - 我们将不考虑事件驱动带来的短期业绩大幅波动个股，因此剔除两年 PEG 标准差超过均值 70% 的个股。（个股 PEG 计算方法参见 2.2）
 - 我们将不考虑周期股。周期股的净利率高点往往对应增速高点，同时也对应 PE 估值低点，也就是 PEG 的极低点。因此，我们剔除两个年度至少一个年度 PEG 小于 0.3 的个股。
- **样本股选择结果**
 - 根据以上筛选标准，共留存 118 只个股，按照申万一级行业归类后，包括了医药生物、食品饮料、电子、国防军工等 21 个行业。

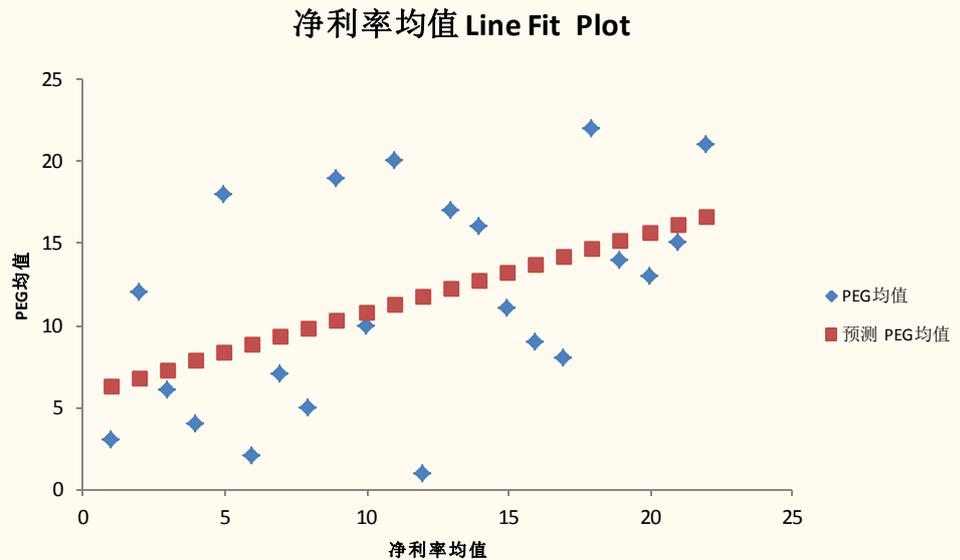
2.2 参数计算

- **行业平均 PEG**
 - 我们将基准股池中的个股按照 2019 年、2020 年市值均值除以对应年份的实际归母净利润，作为个股在两个年度的平均 PE 水平。
 - 将以上各年度的平均 PE 水平分别除以其当年归母净利润的实际增速，得到个股在以上两个年度的平均 PEG 水平。
 - 按照 2.1 中股池筛选的逻辑进行筛选得到 118 只个股。
 - 将以上 118 只个股平均 PEG 水平按申万一级行业分类进行平均，作为行业平均 PEG。
 - 将行业平均 PEG 进行由高到低排序，排名第 1 的行业赋值为 1，依次类推，排名第 21 为的行业赋值为 21。
- **行业平均净利率**
 - 我们将以上 118 只个股 2019 年、2020 年实际归母净利率进行平均，得到个股的平均净利率水平。
 - 再将以上 118 只个股平均净利率水平按申万一级行业分类进行平均，作为行业净利率。
 - 将行业平均净利率进行由高到低排序，排名第 1 的行业赋值为 1，依次类推，排名第 21 为的行业赋值为 21。

2.3 回归分析

- **确定自变量与因变量**
 - 为分析竞争格局对估值水平的影响，我们将行业平均净利率排名作为自变量，将行业平均 PEG 作为因变量。
- **回归结果如下：**

图表 3: 回归分析



来源: 国金证券研究所

图表 4: 回归统计及方差分析

回归统计	
Multiple R	0.490683
R Square	0.24077
Adjusted R Square	0.202809
标准误差	5.797836
观测值	22

方差分析					
	df	SS	MS	F	Significance F
回归分析	1	213.2019	213.2019	6.34248	0.020413
残差	20	672.2981	33.61491		
总计	21	885.5			

	Coefficients	标准误差	tStat	P-value	Lower95%	Upper95%	下限 95.0%	上限 95.0%
Intercept	5.857143	2.558976	2.288862	0.033102	0.519212	11.19507	0.519212	11.19507
净利率均值	0.490683	0.194837	2.518428	0.020413	0.08426	0.897106	0.08426	0.897106

来源: 国金证券研究所

三、分析结果及讨论

3.1 统计结果

- 回归结果较为显著
 - R2 为 0.24077，系数 P 值均小于 0.05。
 - 由此，我们得出，从 19、20 两年的维度来看，在不考虑其他因素的情况下，更高平均净利率的行业，市场给予平均更高的 PEG 估值倍数的结论是显著的。意味着，平均净利率相对较高的行业，在盈利增速类似的情况下，能够获得相对更高的估值水平。
 - 如果中期看净利率水平与估值具有显著的相关性，那么，短期净利率相对提升的行业/公司有望带来系统性的估值提升机会。从本质来看，这样的估值提升体现的是行业/公司竞争格局变好带来投资者风险偏好

提升。而竞争格局变化可能是由于供需格局的变化、公司产品技术/渠道等领先竞争对手带来的议价权提升等。

四、风险提示

- 净利率失真：净利润率可能由于非经常性损益导致短期失真，另外，由于包含了管理费用，可能由于管理层效率低下导致费用高企，其表观数值低于应有盈利水平；
- 市场无效：市场可能长期无效，导致优质公司估值长期低于应有水平；
- 反垄断等非市场因素：如果监管对行业监管政策趋严，则可能导致行业/公司竞争格局变化，带来利润率变化从而影响公司估值；
- 市场短期波动风险：短期来看，估值可能受到流动性及市场风格的影响，带来股价波动与公司基本面背离。

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。

分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。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	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH