

摘要

■ 大类资产展望

- **宏观：**2020 年度关键词，新冠、放水、涨价。展望 2021 年，各国疫苗积极普及下，国内社会消费存在恢复空间、制造业持续回升、出口保持高增长可期；政策面，经济持续恢复、货币政策存退出预期，央行强调不急转弯，2021 年或保持中性以应对经济增速回落、汇率、外围放水等扰动因素。
- **股票：**随着经济持续恢复，2021 年股票逻辑由流动性驱动转为业绩驱动，已预告业绩中医药生物、电子等表现良好；居民财富持续转移至权益资产，险资配置需求旺盛，外资持续流入；叠加资本市场通过注册制、退市新规等深化改革，十四五规划凸显重点战略行业，可沿业绩和政策导向进行配置。
- **商品：**全球经济恢复下需求叠加供给因素，2021 年商品更值得期待。黑色外需成为主导逻辑；有色上行为主，下方空间有限；贵金属或将处于阶段性调整格局中，全年呈现前高后低的走势；原油，全球经济环比修复及美元走弱预期不会发生变化，市场风险偏好整体进一步回升；农产品上行驱动增强。
- **债券：**关注资产组合中配置价值。社融拐点初现、存单利率见顶回落、债券供需矛盾继续环节、中美利差仍处于高位利多债市；利空因素在于经济持续恢复、货币政策保持中性、工业品价格持续上涨或带动 PPI 回升超预期。
- **PE/VC：**IPO 退出渠道进一步打开成就 2020 年的股权市场。2021 年疫情因素有望弱化、叠加全面注册制，PE/VC 市场或将募集、投资、退出全面好转。十四五规划创新驱动发展目标即小康社会健康升级、消费升级、社会科技升级三大趋势，可通过优秀的组合基金、S 基金以及单项目进行相关领域布局。

■ 一二级联动下行业机会分析

- **医疗健康：**老龄化趋势、健康升级，医疗健康为长青赛道，医保压力又直指政策改革，关注两条投资主线：1) 低集采概率、高景气细分赛道，如体外诊断；2) 创新能力强、研发管线丰富、全球业务拓展分散集采风险。
- **新能源产业：**电池进步、碳排放政策等全球新能源市场增长趋势明显。一旦产品渗透率超 15%，增速将突破临界点再上一个台阶，目前电动车渗透率不足 5%，未来可期；锂电设备、电解质、隔膜等为板块内最佳投资赛道。

- **半导体：**国内半导体需求占全球 1/3，但产值仅占 7%，国产替代、政策红利、创新周期将驱动产业快速发展。结合不同产业环节市场需求、竞争格局，可布局功率半导体、硅片、IGBT、第三代半导体 GaN、射频前端滤波器等。
- **大消费：**国内是全球最大消费市场，且消费趋向呈现个性化、差别化、品牌倾向，直播等新渠道、供应链优势将加速这一趋势。结合市场规模和增速，饮料类、烟酒类、化妆品、乳制品均是较好赛道，成熟、新兴品牌或品类均可关注。
- **信息技术：**新一轮科技革命和产业变革加速推进，新冠肺炎疫情下云计算、在线办公等充分体现优势，各行业或加速数智化转型；相对最看好云计算和 5G 应用两个细分领域，技术创新和资本将驱动相关公司快速成长。

目录

第一部分 宏观经济及证券市场展望.....	4
(一) 股票市场.....	6
(二) 商品市场.....	10
(三) 债券市场.....	13
第二部分 私募股权市场.....	16
(一) 私募股权市场回顾与展望.....	16
(二) 配置建议.....	19
第三部分 重点行业投资机会分析.....	21
(一) 医疗健康行业.....	21
(二) 新能源产业.....	25
(三) 半导体行业.....	28
(四) 消费行业.....	32
(五) 信息技术行业.....	35
第四部分 资产配置建议.....	38
(一) 资产配置的必要性.....	错误！未定义书签。
(二) 2021 年中长期资产配置建议.....	38

第一部分 宏观经济及证券市场展望

2020 年度关键词新冠、放水、涨价：新冠疫情对经济影响重大，引发经济增长、流动性危机等，而后各国采取宽松货币政策，各国放水量超 2008 年以前所有印钞量，各类资产水涨船高。国内一方面得益于宽松政策，另一方面得益于政府及时有效的疫情防控政策，领先于全球控制疫情并复工复产，进而享受到疫情下产能紧张的红利。展望 2021 年，全球产能紧张红利仍能享受，出口依旧值得期待；社会消费增速恢复存在空间，2021 年居民可支配收入的增加、疫苗推出背景下消费是经济重要推动力；制造业投资受益于企业工业利润增加、产能利用率等持续回升；相比全球放水 2020 年国内政策相对有节制，后续在经济恢复背景下也强调不急拐弯，2021 年货币政策或中性以应对经济增速回落、汇率等外部不确定性。

数据来源：wind，金斧子投研中心

主流宏观对冲策略投顾观点及配置建议

投顾	管理规模 (元)	市场观点
乐瑞资产	数百亿	商品机会值得期待，原油牛市启动，商品王者归来，工业类商品继续演绎牛市，黄金“盛极而衰”；就股市而言，A股继续上涨，打破“牛不过三”魔咒，少数龙头股牛市将成为常态，资源股将异军突起；中国债券面临最后一跌，最好配置时机将在下半年到来。
敦和资管	近 200 亿	商品：海外周期上行，尤其是美国居民正在主动加大地产配置，会带动商品需求，投资机会相对股票和债券会更大，同时与海外相关的商品表现会优于内需类品种；股票：若 2021 年政府收缩流动性，估值大概率会回落，上半年金融周期、制造类股票表现或好于科技、消费类股票；债券：债券虽无明显的趋势性机会，但目前已有安全边际，可适当配置防范黑天鹅风险。
凯丰投资	150 亿	更加看好商品、港股、利率债机会：在经济略微过热与三大转换全部倾向于商品的背景下，会集中关注商品作为影响整体投资策略的核心矛盾，同时商品本身的上涨概率也比较高。与商品形成互补，利率债价值明显。港股方面，2020 年港股科技股表现优异，指数主要受银行股拖累，预期 2021 年银行股拖累因素将会消失，看好港股银行股与周期股。
中安汇富	7 亿多	主要还是集中在既有长期成长逻辑又有短期盈利支撑的领域，对于一些有长期逻辑存在但短期盈利很难匹配的行业，会综合考虑市场风险偏好的变化进行阶段性的配置。

数据来源：金斧子尽调&公开信息，金斧子投研中心

(一) 股票市场

1、市场展望

1.1 估值角度：由流动性驱动转为业绩驱动

随着各项经济数据屡超预期，经济复苏趋势确立，流动性在经济回到中枢前仍会维持合理充裕，未来 A 股逐渐由流动性驱动演变为业绩驱动。

图表：不同风格下不同板块估值水平

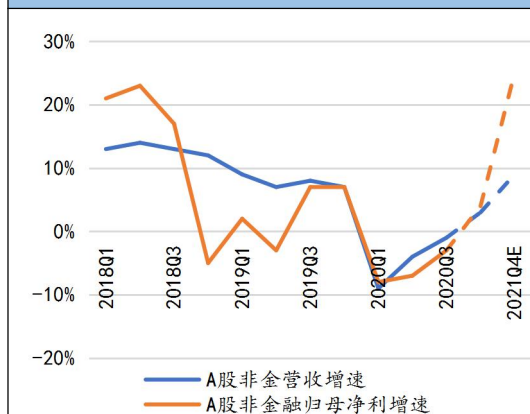
风格	板块	PB 历史分位	PE 历史分位	风格	板块	PB 历史分位	PE 历史分位
周期	采掘	3.60%	24.00%	消费	汽车	43.40%	74.60%
	化工	39.70%	47.30%		家用电器	91.60%	64.60%
	钢铁	17.00%	31.10%		纺织服装	26.60%	67.00%
	有色金属	24.80%	52.70%		轻工制造	31.20%	27.00%
	建筑材料	38.50%	12.10%		商业贸易	8.20%	43.00%
	建筑装饰	0.70%	3.50%		农林牧渔	44.60%	0.10%
	电气设备	59.30%	46.40%		食品饮料	97.10%	85.40%
	机械设备	36.60%	39.60%		休闲服务	85.00%	99.10%
	公用事业	3.80%	10.40%		医药生物	67.90%	64.70%
	交通运输	21.80%	59.30%		国防军工	57.60%	50.20%
金融	房地产	1.30%	3.00%	成长	电子	81.20%	54.60%
	银行	2.00%	35.00%		计算机	58.50%	89.20%
	非银金融	25.00%	30.30%		传媒	11.60%	14.70%
					通信	45.20%	55.10%

数据来源：wind，金斧子投研中心

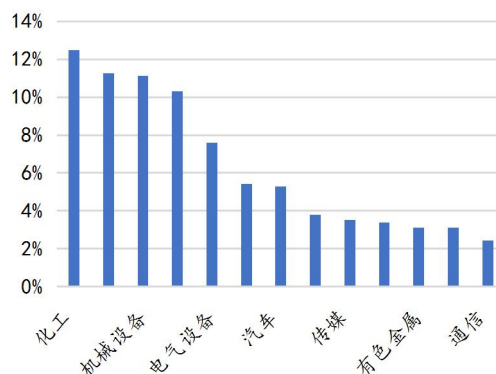
1.2 企业盈利：A 股基本面好转，大量优质项目在路

国内经济已从疫情冲击中快速恢复，A 股基本面明确好转，预计 2021 年中证 800 的盈利增速将从 2020 年的-2.8%回升至 14.7%，其中金融和非金融板块的增速分别是 8%和 24.9%，后者将达到近年来的最高水平。

图表：2021 年 A 股非金融归母净利润增速预期



图表：A 股上市公司净利润预计增速 20%企业行业分布 (至 2021/1/21)

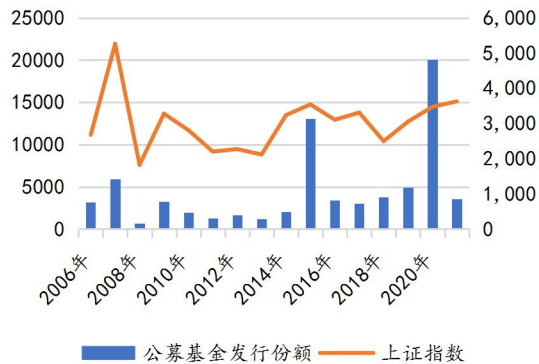


数据来源：wind，金斧子投研中心

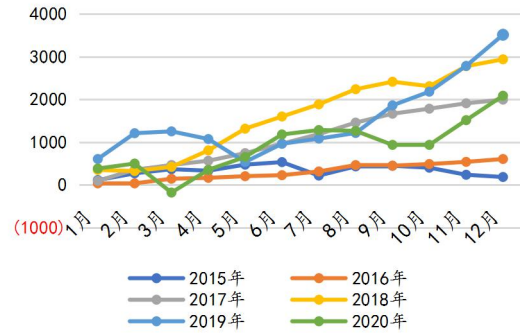
1.3 资金角度：居民财富配置持续转移，险资和外资也值得期待

2020 年偏股类公募基金发行规模 2 万亿，对比 2019 年度的 4920 亿增长 307%，至 2021 年 1 月 26 日新发行偏股公募基金 3589 亿元，占 2020 年全年的 17.89%，仍存有较高热情。

图表：2006-2021 年度偏股型公募基金新发行份额（亿份）、上证指数点位



图表：陆股通历年累计净流入额（亿元）



数据来源：wind，金斧子投研中心

1.4 政策方面：资本市场不断深化改革，产业政策陆续出台

2020 年国内资本市场改革提速明显，创业板注册制、退市新规的实施对畅通资本市场入口与出口有重要意义。

2、主流股票多头策略投顾市场观点及配置方向

投顾	市场观点	配置方向
正心谷资本	提高直接融资比重、鼓励长期投资的制度落地，利于资产市场的长期稳健发展；2021 年虽然少数公司存在估值溢价，但很多公司存在严重的结构性低估，部分新兴产业如新一代通讯和能源科技革命、医药创新、新消费等刚刚开始。	通讯、能源科科技和生命科学革命、新消费等
水星价值	在一二级产业联动过程中，随着深入的研究，发现所布局的行业所具有的广阔的投资机会，无论是出现弯道超车的新能源产业链中国际级投资机会，还是在医药、医疗服务和医疗器械等领域国产替代所带来的机会，以及消费行业中消费升级和提升品质的愿景所展现的长牛级型投资机会。	食品饮料、医药生物、港股等
汉和资本	中国仍然是最值得投资的经济体，中国创新层出不穷，未来中国也会有大量世界级的企业涌现。重要的是寻找代表未来先进生产力的公司，以合理的价格投资，忽略短期的偶然性、拥抱长期的必然性。	医药生物、大消费、家电、计算机
石锋资产	经济回升动力仍存，明年是修复而非复苏，且幅度有限；首提需求侧改革，消费升级是未来 5-10 年经济运行主线。2021 年风险主要是来自政策端的收缩带来的风险，国内的信用风险传导和美联储的收水都是我们应该特别注意的。	偏重消费端、远离投资端
景林资产	把握全球经济同步复苏下机会。 景林从微观行业有所观察：1) 电动化趋势带动乘用车、二轮车、叉车、手动工具用半导体功率器件全线缺货，可理解为各行各业补货需求及复苏迹象；2) 铜价上冲到 2006-2013 年中国工业化于全球化的区间范围，明年经济同步复苏。也需关注中美冲突加剧、宽松政策明显拐点、估值偏高个股成长性不及预期风险。	集中配置大消费、资讯科技类等为主
聚鸣投资	对流动性担心较弱，更多看股指，均值回归开始起作用，明年上半年综合考虑景气度和估值：1) 选择选择电动车和军工行业两个景气度确定上行的行业；2) 选择配置中低水平估值且明年景气度上行板块如航空、金融等；3) 国内估值较高、但国际中相对低位且景气度上行的汽车家电板块。	电动车、军工、航空、金融、建筑装饰、汽车、家电等

数据来源：金斧子尽调&公开信息，金斧子投研中心

投顾	市场观点	配置方向
高信百诺	依旧看好优质资产：1) 经济总量预计明年一二季度见顶，但内部结构的均衡化调整仍继续；2) 年末年初或出现季节性流动性紧张，但央行调控手段充足，流动性整体紧平衡；3) 人民币保持强势、外资持续流入，市场整体存在高估，优质资产因高质量高确定的增长前景而具更高的配置性价比。	医疗，互联网，家电，白酒等
泰旻资产	看好具有创新动能的新经济投资机会：1) 新旧经济的估值收敛跟多是市场资金博弈的一次性效应，随着估值收敛缩窄，部分成长类板块和个股接近安全区域；2) 医保局逐渐明确将规模大、标准化程度高、竞争充分的医保产品纳入集采，对产品品类丰富、研发效率高、较大海外销售企业更具有机会。	医药、食品饮料、电子、互联网
同犇资产	明年存经济持续复苏、居民资金不断流入资本市场、国外无风险收益率较低外资持续流入 A 股等正面因素，负面因素在于流动性边际收紧可能带来的估值调整压力。投资主线：寻找增长较快可消化估值的个股；估值泡沫化有限的公司，中长期战略性看好 A 股的优质公司。	食品饮料、医药、物业、教育、消费电子、轻工等行业
源乐晟资产	面向 2021 年甚至是更长时间维度，产业集中度提升的趋势并不会轻易停止；资本市场，大幅度注册制、优胜劣汰，公司分化是确定性的事情。2021 年市场不存在大的系统性风险，持续估值扩张后适当降低收益预期，专注景气向上的行业和结构性分化的主线。	经济复苏(如可持续涨价)和长期成长空间叠加的领域
望正资产	用过剩流动性来看，2021 年部分高估值行业估值压缩压力存在，但不用过度担忧。从流动性角度看，国内权益市场流动性除了货币政策宽松外生和内生，还有居民部门的资产配置转移。预计 2021 年经济结构的变化对权益市场影响更大，消费、周期等多数行业龙头增速显著高于行业增速，结构性特征明显。	可选和必选消费、消费电子、半导体、医疗健康、新能源

数据来源：金斧子尽调&公开信息，金斧子投研中心

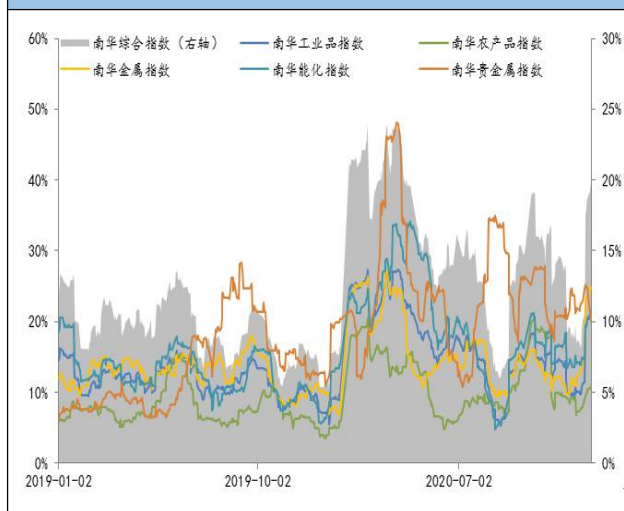
(二) 商品市场

1、市场展望

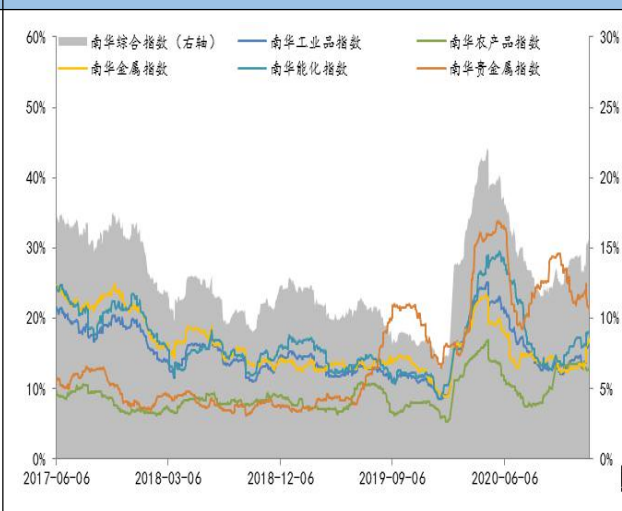
1.1 今年商品市场波动率冲高回落

今年以来南华综合指数 20 日波动率多次出现高波动率时期，整体波动率处于较高水平，60 日波动率在开年初受疫情影响出现巨幅的拉升，在 4 月份更是达到峰值 22% 的水平，而后逐渐回落在年底小幅反弹上涨。

图表：各板块 20 个交易日滚动波动率走势图（截至 2020/12/31）



图表：各板块 60 个交易日滚动波动率走势图（截至 2020/12/31）



数据来源：wind，金斧子投研中心

1.2 今年各板块相关性较去年明年提升，大部分板块走出普涨行情

图表：不同商品板块相关性

	贵金属	有色	煤焦 钢矿	非金属 建材	能源	化工	谷物	油脂 油料	软商品	农副 产品
贵金属	1									
有色	0.6287	1								
煤焦 钢矿	0.5479	0.9008	1							
非金属 建材	0.5728	0.9039	0.7719	1						
能源	0.0864	0.5437	0.3816	0.6458	1					
化工	0.1918	0.7739	0.6045	0.8154	0.8252	1				
谷物	0.5671	0.8109	0.8333	0.6656	0.0579	0.4322	1			
油脂 油料	0.4757	0.9027	0.8633	0.831	0.4255	0.7205	0.8942	1		
软商品	0.1742	0.7406	0.5859	0.7968	0.7966	0.9578	0.4596	0.7364	1	
农副 产品	0.2101	0.077	0.0627	-0.1675	-0.3013	-0.1234	0.2239	-0.0031	-0.1408	1

数据来源：wind，金斧子投研中心

1.3 商品市场展望

黑色板块上，外需首次成为主导逻辑，疫情和货币宽松主导了今年包括铁矿石在内的主要工业品价格，微观基本面权重减小。有色板块上行为主，下方空间有限。贵金属方面或将处于阶段性调整格局之中，预计 2021 年贵金属价格将呈现前高后低的走势。原油方面，2021 年疫苗有望逐步投入使用并将减缓疫情对市场的冲击，全球经济环比修复以及美元走弱的预期不会发生变化，市场风险偏好整体将进一步回升；化工板块产能过剩压力难以缓解，价格重心或进一步下移。农产品板块上行驱动增强。

2、主流 CTA 商品策略投顾市场观点及配置建议

CTA 策略作为资产配置中的“危机保护器”，与其他各大类资产有着较低的相关性和防范市场系统性风险的能力。始终遵循低相关性资产配置定律，对 CTA 类策略建议保持基准以上配置权重，投资者可依据自身风险偏好进行不同程度的分散化，注重多周期、多策略的多位配置。

投顾	市场观点
凯丰投资	商品在核心本质上是高波动品种，特别是在目前的一致预期背景下，商品在一季度存在两个变数。第一，商品本身的一致预期如果受到疫情恶化的冲击，那么调整会非常剧烈。第二，商品的不断上涨也会引发市场对货币政策的担忧，转而冲击债券与股票。所以，我们明年继续看多波动率。

中信 期货 商品	在全球疫情好转、经济恢复条件下，高需求和低库存将驱动一轮补库周期：农产品国内生猪产能快速恢复，饲料需求对豆粕、玉米的上行驱动较强，消费恢复对油脂的上行驱动增强；能化品，消费增长对能化品的上行驱动增强，叠加宽松流动性环境，多数能化品价格重心有望上移；金属品，海外经济复苏进程较快将增加金属总量需求。
盛冠达 资产	明年通胀的预期很有可能会兑现，大宗商品价格预计会产生较大波动，而且是带有趋势的波动，上涨空间较大。判断 CTA 策略明年可能实现超预期收益，甚至优于今年。从数据、业绩和微观盘口观察高频量化市场竞争非常激烈，未来量化私募新增产品线更多是朝着低频交易方向前进。

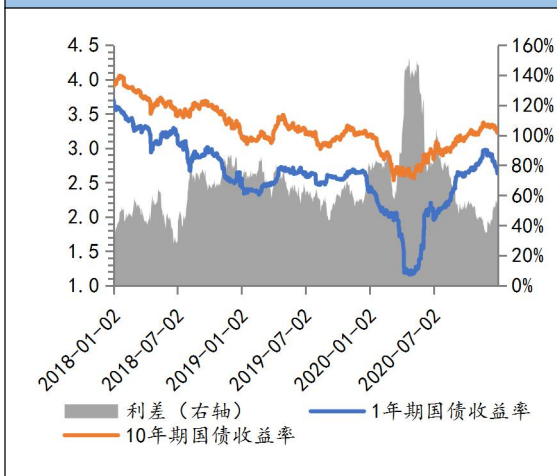
数据来源：金斧子尽调&公开信息&中信期货，金斧子投研中心

(三) 债券市场

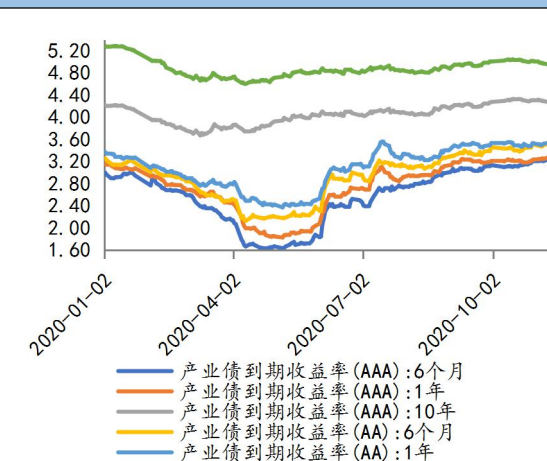
1、市场展望

疫情影响下，市场风险偏好明显降低，需求向高等级品种集中，另一特征为短期限品种表现更佳，主要原因为今年结构性存款压降压力大，同业存单利率大幅攀升，收益率曲线呈现熊平特征，从绝对收益来看短端存在一定配置价值。

图表：国内 1 年期、10 年期国债收益率



图表：不同期限产业债到期收益率



数据来源：wind，金斧子投研中心

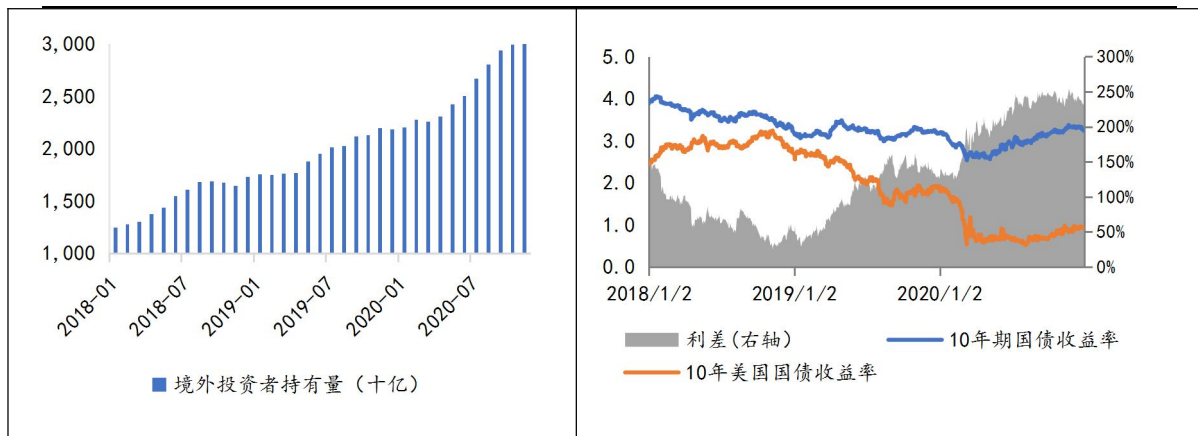
信用债受年末永煤违约事件的影响尤在，一些弱资质信用债标的成为了市场担忧的风险点，在信用收缩和融资压力较大的背景下，一级市场取消发行增多。而利率债方面，目前十年国债收益率已经回升至疫情前的水平，大幅上升的空间有限，近期受央行大额净投放资金等因素推动，短端资金宽裕，流动性超预期宽松，带动存单利率和短债利率下行，并带动长端利率回落。

1.1 利多因素

社融拐点初现：存单利率见顶回落：债券供需矛盾继续缓解：中美利差仍然处于高位。

图表：境外投资者持有量

图表：中美两国 10 年期国债收益率

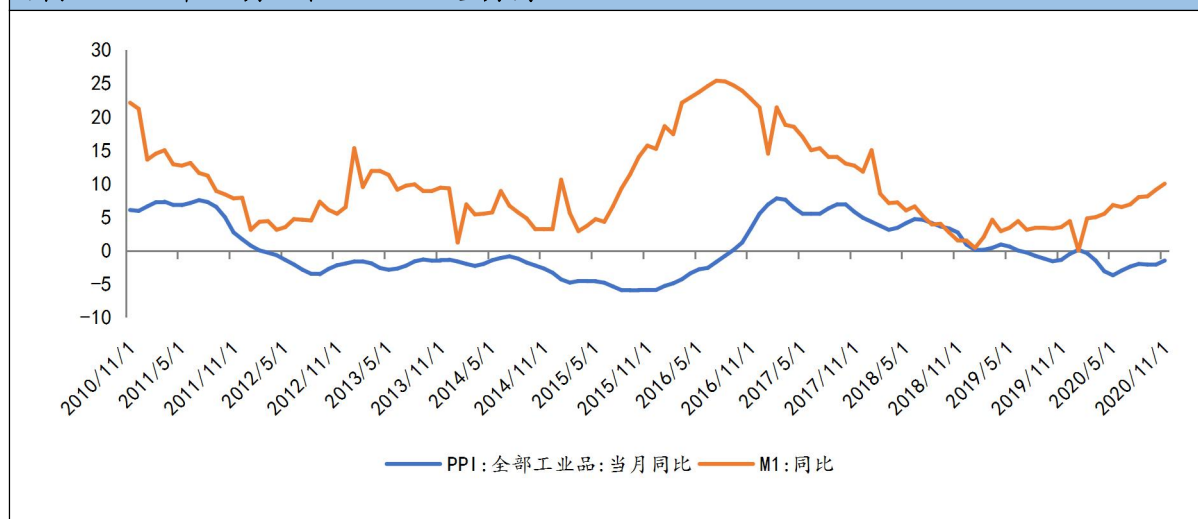


数据来源: wind, 金斧子投研中心

1.2 利空因素

经济仍然处于修复过程中, 基本面对债券市场利空: 货币政策防风险, 保持中性。工业品价格持续上涨或带动 PPI 回升超预期。

图表: 2010 年 11 月以来 PPI 及 MI 当月同比



数据来源: wind, 金斧子投研中心

2、主流债券策略投顾市场观点及配置

投顾机构	市场观点
上海证券研究所	纵观历史上债市牛熊转换, 根本原因是央行政策转紧所导致的, 2020 年市场依然提前捕捉到了央行操作的微调, 利率触底反弹, 与 16 年的情景有所类似, 然而不同的是 2016 年由于金融监管带来持续去杠杆, 2021 年央行并无意再现 2016 年的紧张格局, 更多的是货币政策正常化, 同时央行明确给出市场利率的锚, 国债利率上行有顶; 另一方面利率下行同样受经济复苏预期制约, 但有利的是 2021 年供给端压力随财政力度的收敛将有所下降, 并且在二季度后 GDP 同比逐步回落, 债市压力也将松减, 机会窗口或显现。整体来看, 债市危与机并存, 上行有顶, 下行需等待。
合晟资产	中期来看, 预计春节前央行仍主要通过逆回购和 MLF 的期限安排, 保跨春节流动性稳定, 加之目前地方债提前下达的额度仍没有公布, 预计 1 月份政府债券供给压力不会太大, 但也需要注意 1 月大量的逆回购到期和 MLF 到期对流动性的影响, 需持续关

	<p>注央行动态。</p> <p>利率债目前情绪较为高涨，而基本面拐点未确立、趋势性机会仍需观察；信用债，11 月永煤等国企违约给市场带来较大冲击，不过此后各地政府表态、中央金融委发声等，利于短期控制信用风险扩散，中长期看，预期未来去杠杆、防风险进程将持续，部分结构性的债务风险点（如弱资质国企/城投）等不定期暴露，但仍在控制内，预期市场的反应幅度、对区域融资环境负面影响逐步降低，因此未来信用债或遭遇冲击、仍存 在低点买入机会，关键是强化基本面研究。</p>
千为 投资	<p>7 月 30 日政治局会议内容基本为未来政策定调，即“以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局；要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降”。因此下半年政策整体仍维持“总量宽松，边际收紧”的新稳态，同时随着疫情的平稳，央行可能通过减少基础流动性投放的方式回收部分流动性，使得资金面波动加大。总体上来看，利率债应该在一定范围内波动为主，近期难以形成趋势性熊市或牛市。</p> <p>信用债方面，近期部分高评级的国企违约导致了新一轮的信用收缩。民企在近三年违约潮导致的信用利差并没有改善，说明融资难度依旧较大；而部分较为优良的标的却在这轮收缩中一定程度被错杀。总体看来，我们认为未来信用债市场收益率基本平稳，继续大幅上升的概率不大。大水灌溉的条件不在，部分质地较为普通的资产可能被市场抛弃。未来一段时间来看，信用债市场风险与机会并存。这样的条件之下更加考验投资机构的挖掘能力。是否能有效规避不良资产的同时挖掘到被市场错杀的债券，以此在控制风险的前提下获得较好的收益。</p>

数据来源：金斧子尽调&公开信息&上海证券，金斧子投研中心

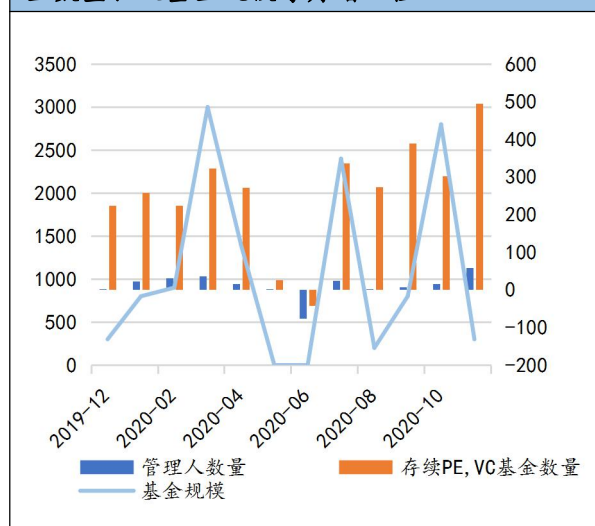
第二部分 私募股权市场

(一) 私募股权市场回顾与展望

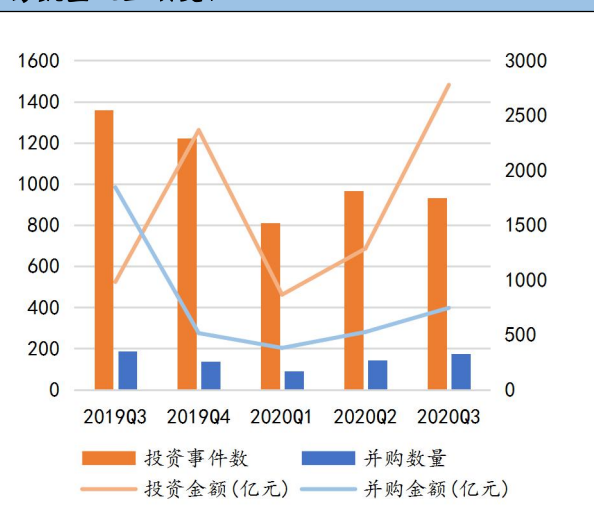
1.1 基金募集：随项目退出通道打通，机构募资难有所缓解

截止到 2020 年 11 月底，在中国基金业协会新增备案的 VC/PE 基金数量、管理规模分别为 2,861 只、1.26 万亿元，同比增加 7.85%、12.94%，今年新增规模已超 2019 年全年；同时私募通统计显示，2020 年 7 月份，PE/VC 基金计划募集总额超 2100 亿人民币，PE/VC 基金在 7 月后呈现爆发增长趋势。

图表：2019.12-2020.11 管理人、VC/PE 备案基金数量、及基金规模每月增加值



图表：2019 年 Q3-2020 年 Q3 一级市场投融资交易数量及金额变化

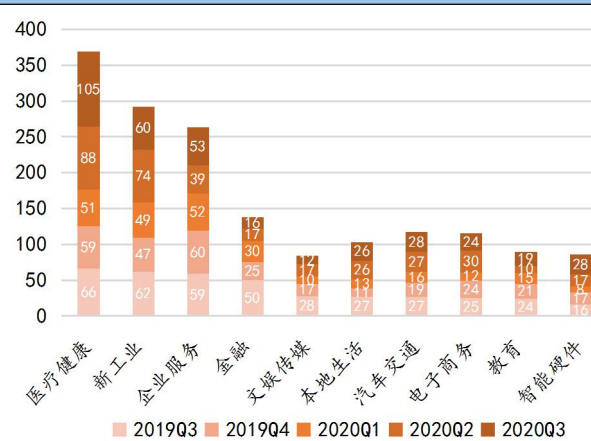


资料来源：PEDATA，中基协，金斧子投研中心

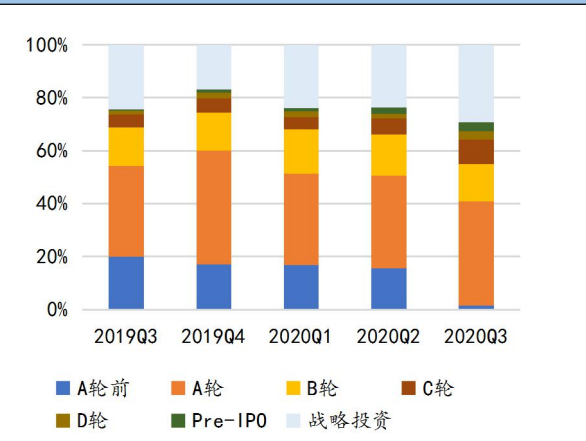
1.2 基金投资：投融资数量持续缩减，机构更加侧重项目确定性

受疫情影响，2020 年前三季度投融资数量明显减少。同时，疫情之下机构更青睐确定性高的项目：一方面，单笔融资规模过亿的项目数量增加明显，另一方面项目获投阶段整体后移，对比 2019 年企业获投阶段，2020 年前三季度 A 轮和战略投资获投事件超越 A 轮前位列第一，二，另外需要关注的是在疫情叠加退出渠道打开偏后期的项目受到追捧，2020 年前三季度战略投资轮平均比重达 25.57%，同比 2019 年上升 4.96%。

图表：2019 年 Q3-2020 年 Q3 单笔融资过亿元最多的十大行业



图表：2019 年 Q3-2020 年 Q3 一级市场融资轮次分布

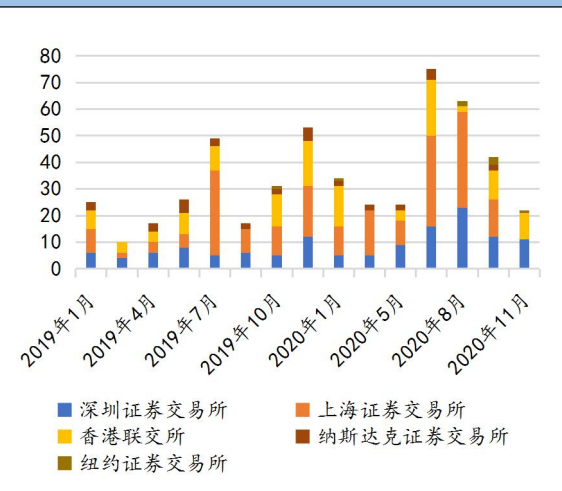


资料来源：IT 桔子，金斧子投研中心

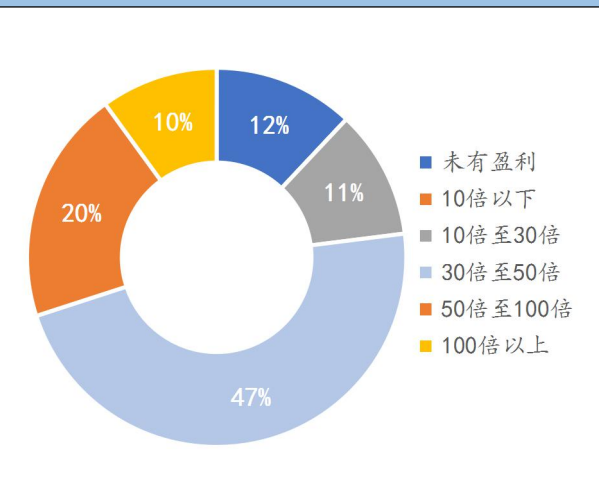
1.3 基金退出：IPO 退出红利更加显现，机构硬科技退出通道打通

从退出数量来看，截止到 2020Q3 项目退出 677 家，同比增长 22.64%，增幅明显。退出路径方面，报告期内股权转让、并购、IPO 退出数量均有增长，IPO 退出项目由 2019Q3 78 家增加为 2020Q3 138 家。从上市场所来看，大多数集中在上交所和深交所上市，因美国对 5G 产业链制裁、中概股暴雷和海外疫情仍不稳定等因素，海外上市热度持续下降。受益于创业板注册制和硬科技企业易上市政策，2020 年 IPO 显著提速，整体 A 股市场将会欣欣向荣。

图表：2019Q1-2020Q3 不同退出方式退出项目数



图表：2019-2020 年科创板 IPO 退出项目情况(截至 2020/11)



资料来源：PEDATA，金斧子投研中心

1.4 展望：把握资本市场深化改革红利，围绕小康社会三大升级主线布局

PE/VC 机构受惠于资本市场改革，将迎来新机遇和发展：2020 年，创业板注册

制、新三板转板上市细则和鼓励硬科技企业科创板上市等多方面政策落地，我国多层次资本市场体系建设逐步完善和优化，一级市场多元化退出渠道也渐渐成型。

小康社会三大升级主线，一级市场加速拥抱新经济：

今年已经完成“全面小康”的目标，明年是实施“十四五”规划、开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，未来投资方向可围绕十四五创新驱动发展目标，即小康社会健康升级，消费升级，社会科技升级三大趋势进行部署。

（二）私募股权配置建议

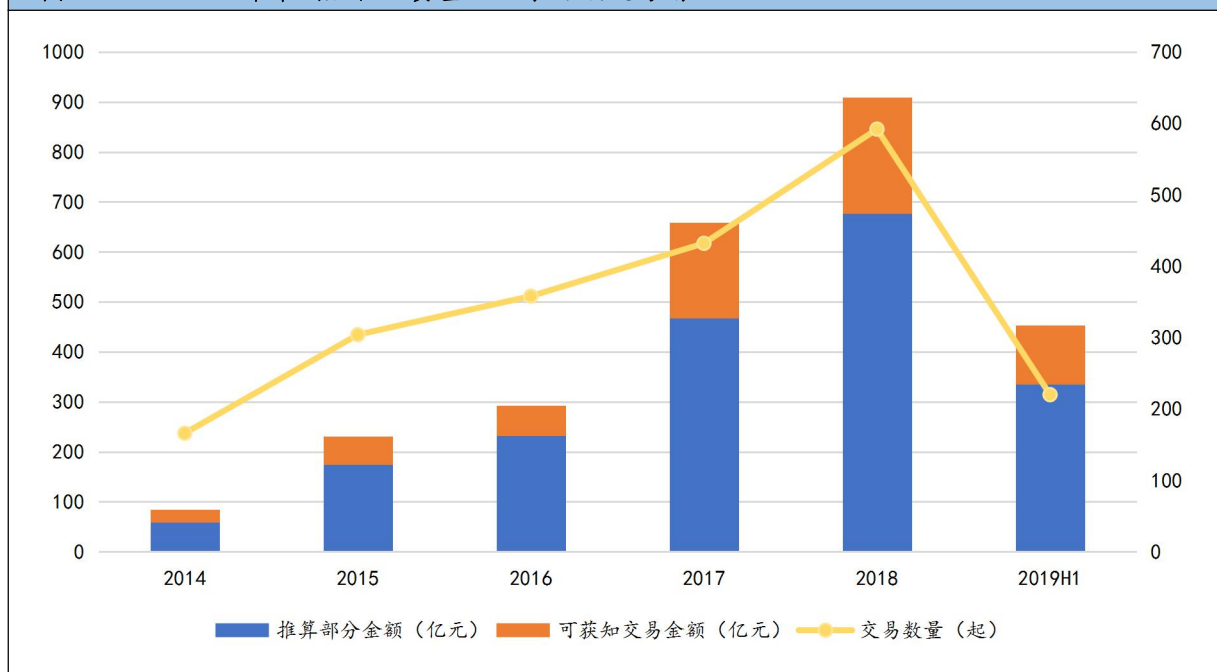
2.1 组合基金：股权机构二八分化，专业买手胜率高

金斧子集团下股权业务源于 2015 年至今，深耕五载，打造了水星资管品牌，管理了水星股权母基金、水星股权组合基金 60 余只，经过多次优秀业绩验证，已形成成熟的私募股权基金遴选体系。我们二十多人投资团队持续跟踪行业发展及政策动向，预判未来 5-10 年投资大方向：新消费、医疗健康、科技创新，基于这个预判，我们选择该领域投资策略经过验证的股权管理人，还包括新管理人中创始合伙人过往投资策略的验证；另外，强调对“人”的挑选，管理团队履历背景、团队稳定配合情况、研究团队支撑力、管理人公司治理结构、风控机制都会进行评估；而且看重管理人资源禀赋能力、项目投后帮扶力度，提升项目成功率。

2.2 S 基金：市场热度提升，资产质量为核心

中国股权市场的持续发展，是中国经济总量不断增长、产业结构不断转型升级、杰出企业家不断涌现的必然结果。截至 2019 年上半年末，我国股权投资市场资本管理总量已经达到 10.56 万亿元，体量全球第二。未来 3-5 年内，中国第一批成立的人民币基金将迎来集中清算期，届时将提供大量的 S 基金份额。

图表：2014-2019 年中国股权投资基金二手份额交易情况



数据来源：公开信息，金斧子投研中心

目前国内 S 基金呈现以下 3 个特点：

二手份额交易关注度持续提升：参与交易的资产质量逐渐提高。交易结构创新和形式创新的动能强劲

S 基金核心判断在于三点：1) 资产质量，基金组合回报及未退出项目行业规模、市场格局、项目行业地位、产品优势、财务情况、潜在账面回报等；2) 底层基金管理人，根据 S 基金情况有所侧重，若 S 基金尚未投资完毕或新增资金再进行投资，更需要侧重管理人的投资能力、投资策略、储备项目及投后能力；3) 针对资产质量判断合适的价格。

*私募股权产品账面回报以最近基金运营报告为主

数据来源：各基金运营报告，金斧子投研中心

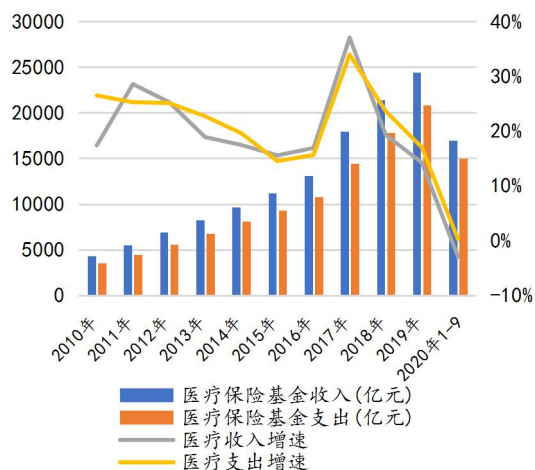
第三部分 重点行业投资机会分析

(一) 医疗健康行业

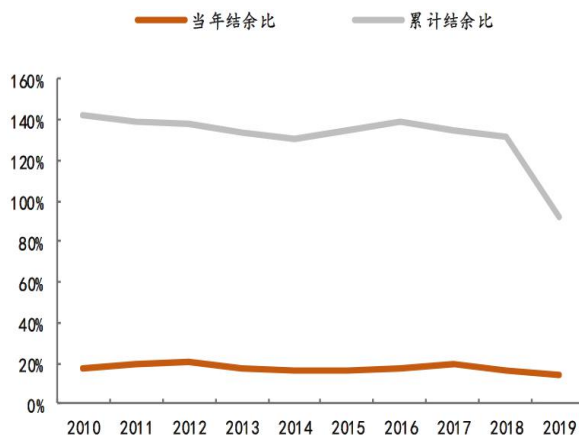
1、行业投资机会展望

医疗健康关系到国计民生，人口变化、支付结构等直指政策改革。

图表：我国基本医保支出增速已超过收入增速



图表：累计结余可用年数快速减少，控费需求迫切



数据来源：国家统计局，金斧子投研中心

人口变化下劳动力供给矛盾增加，由此带来的收支失衡导致医保基金压力将持续增大，目前医保支出增速已经超过收入增速，医保累计结存比持续下降。在此背景下，医保局实施多项政策举措以推动医保控费及支付结构优化。包括调整医保目录、带量采购方式对药品、医疗器械进行控费，通过探索预付形式（DRGS）提高医院的医疗质量，从诊疗源头实现费用控制等。在医保控费的大政策和背景下，**有两条投资主线：1）低集采概率、高景气细分赛道，以医用高值耗材、体外诊断为代表；2）创新能力强、研发管线丰富、业务全球拓展来分散规避集采风险，以创新药、医药服务 CXO、医用设备为代表。**（具体行业投资分析详见资产配置报告完整版）

2、主流私募股权投资机构市场观点及配置建议

投顾	市场观点	投资方向
启明创投	医疗服务，还有很多地方可以做得更好的；医药创新，大部分的仿制药已经能够解决很多问题，但肿瘤或罕见病等疾病没有很好的解决办法，需要药品、医疗器械、诊断方面的创新；科技赋能方面，5G、人工智能的应用，关注 AI+新药研发、AI+临床决策支持等。	新药研发、器械、诊断、服务及数字医疗
本草资本	以前中国应用层面的创新比较多，现在的趋势是创新进一步前移到生物学机制、新靶点发现等基础研究。从美国 80%的医疗健康都是集中在生物医药来看，药物投资是最容易成功的，有时带来的效益甚至是指数级别的，且现在中国医药市场处于初级阶段，上升空间很大。	创新医药、交叉创新的医疗器械和诊断技术
君联资本	中国 biotech 已经直面全球竞争，以“全球视野，中国视角”寻找下一代的技术创新赛道，如基因治疗药物、小核酸药物等；或者解决重大临床未满足需求的产品，如肿瘤靶向药或免疫治疗领域高潜力靶点；医疗器械，强调高技术壁垒，看好耗材+设备的平台类公司以及上下游产品和服务；医疗服务，关注医院运营效率提升方面机会，包括病理、影像等辅助科室模式创新平台，同时关注部分细分领域专科连锁医疗机构。	创新药及精准治疗、医疗器械及诊断技术、医疗服务及医疗 IT 等
倚锋资本	疫情让生物医药行业迎来重大发展机遇。在原创新药领域，财政投入有望持续侧重，新药战略地位将长足提升；疫苗行业进一步发展有望进入黄金时代；体外诊断器械方面，自主可控叠加配置需求，器械国产化有望持续提升。生物医药行业优质企业的估值没有最高，只有更高。	原创药和高端医疗器械

数据来源：金斧子尽调或公开信息，金斧子投研中心

4、金斧子已布局基金&项目

金斧子在医疗领域的布局横跨一二级市场，2016 年通过布局业内知名股权投资机构开始，重点布局创新药、CRO、医疗器械、体外诊断等领域，部分项目已上市如介入器械惠泰医疗、体外诊断普门生物、创新药前沿生物等，还有较多项目申报 IPO 中。金斧子认为在老龄化、居民追求优质生活背景下，医疗健康属于长青赛道，2020 年布局森瑞投资，以及自主管理的水星价值中国 1 期也看好医疗健康并对业绩有明显贡献。

(金斧子具体投资项目业绩表现详见资产配置报告完整版)

*私募证券产品收益率计算时间区间为成立日到 2021/1/22，私募股权产品账面回报以最近基金运营报告为主

数据来源：各基金运营报告，金斧子投研中心

(二) 新能源产业

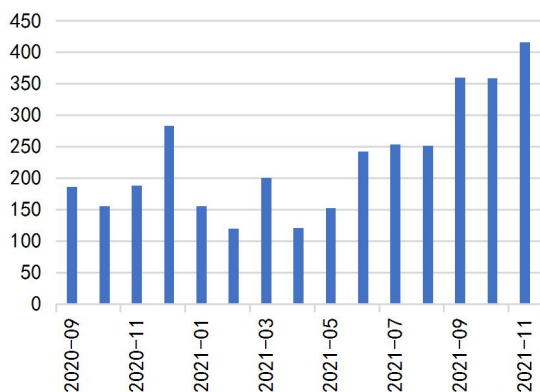
1、行业投资机会展望

1.1 全球新能源汽车市场增长趋势明显

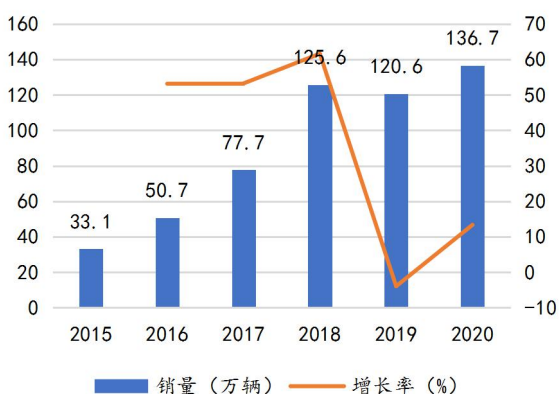
随着疫情因素衰退，销量环比回升显著，据中汽协，11 月新能源汽车产销分别为 19.8 万辆，同比+75.1%、+104.9%，环比+17.5%、+24.1%。就国内需求而言，政策影响正在削弱，车型供给是关键。

就海外需求而言，碳排放和强力的补贴政策推动欧洲销量持续超预期，动力电池受新能源汽车增长强势带动。预计全球电动车销量将在 2030 年达到 3800 万台，渗透率接近 40%。

图表：全球新能源汽车销量走势（万辆）



图表：2015-2020 年国内新能源汽车销量（万辆）



数据来源：公开信息，金斧子投研中心

1.2 新能源汽车发展趋势

主机厂与整车厂主导未来 3-5 年市场。大数据、大平台是发展趋势，整车主机厂具有天然大数据的优势，能够精准定位渠道、建立售后服务网络，将来再后市场领域，主机厂的服务将远超其产品的重要性。其二，大平台互联网+线下平台将是未来的一个趋势。其三，专业化分工会越来越清晰，像保险等专业细分领域板块的划分将更加清晰。

1.3 光伏产业价格下降明显，存明显发展趋势

碳中和正在逐渐成为全球共识，光伏作为非石化能源之一，渗透率在 2% 的低位，并且其具有不断通过技术进步降本，未来需求高增长确定。预计 2021 年全球光伏新增撞击 170GW 以上，同比增速 40% 以上。

2、新能源汽车行业投资机会分析

结合我们在对产业链上的其他企业调研结论综上可得出：锂电设备、电解质、负极为新能源汽车板块最佳投资赛道，次之为锂电池。（具体行业投资分析详见资产配置报告完整版）

3、主流私募证券&股权机构观点及配置建议

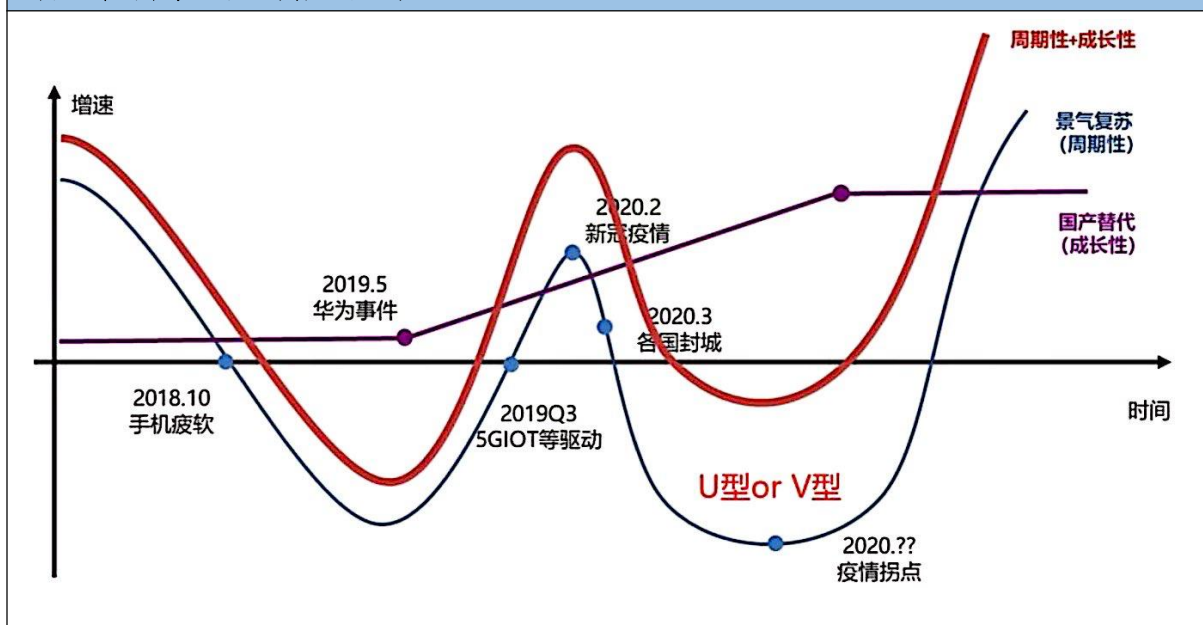
投顾	市场观点	投资方向
榕树投资	回避传统产业投资，坚定看好消费医药和科技产业机会如新能源汽车。新能源汽车是未来 5-10 年最有发展前景的行业，一次能源向二次能源的变迁是汽车电动化的大逻辑，电动化仅是汽车产业变革的第一步，智能化将会是未来更大的跨越，智能汽车未来有望成为继智能手机之后的第二智能终端。	看好电动车、半导体、电子、医药等机会
经纬创投	电子电气架构的改变是电动车真正底层的革命，带来的改变一是智能汽车可以 OTA 升级，举例刹车距离过长，传统车企召回或更换零部件而新势力对系统进行升级；二是降低造车成本，传统汽车有 70 多个电子控制单元且互不联，而智能汽车将其减少到 3-5 个域控制系统，组装方式由人工提高到机械组装；三是软硬件商业生态的变革，软件将成为核心实力。	汽车芯片、自动驾驶软件、电池等
任君资本	碳中和背景下，新能源成为趋势：1) 新能源汽车领域，预计 2021 年全球销量将达到 450 万辆以上，由此也将带动动力电池、相关设备等持续高景气；2) 光伏产业，技术进步推动产品不断降价，性价比提升，可以关注硅料、硅片龙头及技术不断革新者。	新能源汽车动力电池、锂电设备；光伏的硅料、硅片龙头等
招商电新	1) 产业导入期是顺周期过程，过去 3 年补贴政策周期和细分环节产能周期导致的价格态势是产业链利润的第一要素（上游钴、锂也一样）；2) 随着海外政策周期和车型投放周期到来，以及中国市场的中高速增长、消费市场的“无绳化、锂电化”在加速，工业领域储能商业化应用开始显现，中长期看，全球锂电需求会超预期；3) 过去 2 年仅龙头企业在持续扩张产能，产业链部分环节在需求的迅速爆发下，开始出现供需不平衡，中游盈利能力开始修复。	动力电池、设备等

数据来源：金斧子尽调或公开信息，金斧子投研中心

5、金斧子已布局基金/项目

2020 年是金斧子重点布局新能源汽车之年，普遍的产业经验，一旦产品渗透率超过 15%，将突破临界点增速再上一个台阶，SUV 和智能手机均是如此。目前电动车市场渗透率不足 5%，处于早期初始阶段，未来发展空间值得期待，金斧子一级市场通过合作的投顾如经纬、新鼎资本进行布局。（金斧子具体投资项目业绩表现详见资产配置报告完整版）

图表：中国半导体行业周期性变化情况



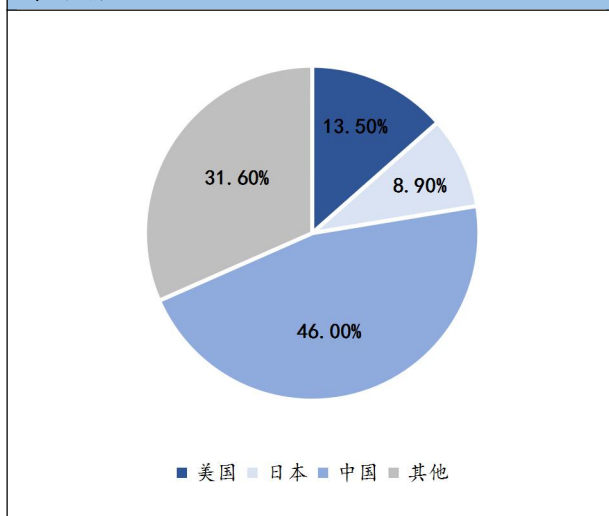
(三) 半导体行业

1、行业投资机会展望

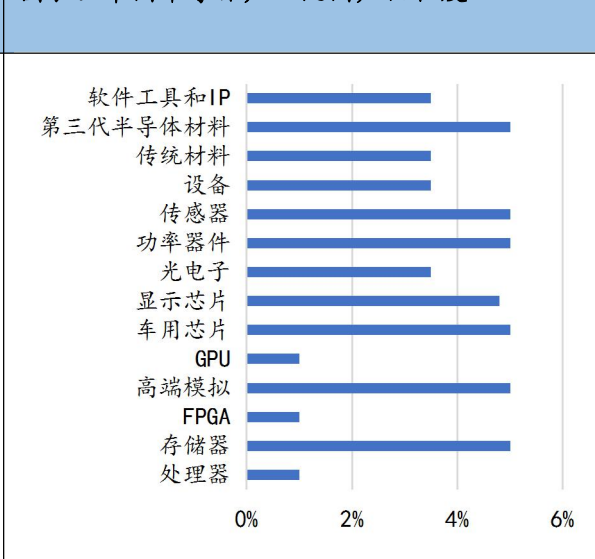
1.1 市场概况

2020 年全球半导体市场规模超过 4300 亿美元，作为全球最大的集成电路消费国，我国半导体市场需求超过全球的 1/3，但国内产值约全球的 7%。国产替代、政策红利、创新周期都将驱动半导体产业快速发展。

图表：2000 年和 2020 年中国集成电路市场占全球份额



图表：中国半导体产业链国产化程度



数据来源：金斧子尽调&公开信息，金斧子投研中心

数据来源：金斧子尽调&公开信息，金斧子投研中心

2、行业投资机会分析

数据来源：金斧子尽调&公开信息，金斧子投研中心

在半导体行业，主要推荐投资功率半导体、硅片、IGBT、第三代半导体 GaN、射频前端滤波器以下赛道。（具体行业投资分析详见资产配置报告完整版）

3、主流私募股权投资机构市场观点及配置建议

投顾	市场观点	投资方向
经纬创投	现阶段，中国恰好处于技术更替的时间节点，产业结构将从“大封测—中制造—小设计”向“大设计—中封测—中制造”转型，也就是从低端走向高端，势必要挤占美国企业的市场份额。 除了积极布局有潜力成为首个国内供应商的公司之外，其他重要的考虑因素包括：需求端有机会成长为大市场；现有的供应商是稀缺的，最好仅 3-5 家外企；主要的客户群为国内企业，且在快速占领原属于外企市场份额的公司。	越是国产化率低的短板环节，越具备投资价值；国产化率和既有国内供应商个数是重要指标，关注国产化率低、行业第一名除以行业第二名比率大的细分领域
耀途资本	即便是最好的光模块厂商，核心的光芯片和电芯片依然是依赖于进口，所以其中有很大进口替代的机会。	重点关注 5G 宏基站和微基站的核心芯片和器件
华登国际	未来五年非常关键，将形成产业定局。“因为很多产业位置已经被占好了，产业只需要第一和第二，第三就将面临严峻挑战。”投资的“三板斧”——投团队、投模式、投格局。如果遇到了一个懂市场、接地气的创业团队，一个优秀的中国企业家，一定要毫不犹豫的投资。优秀的企业家是中国半导体最稀缺的资源。其次，最好的芯片行业商业模式便是软硬结合。另外，对于投资机构而言，投的不仅是一家芯片公司，也是在投一个行业。在华登国际内部，分析一家公司时，要同时分析该公司所处的行业情况。	关注细分领域头部，小公司则集中精力创新

数据来源：金斧子尽调&公开信息，金斧子投研中心

5、金斧子已布局基金&项目

金斧子在半导体领域的布局主要集中在股权市场，从 2019 年开始与半导体领域顶尖投资人华登国际与耀途资本合作，持续布局半导体领域，较短时间内开始进入收获期，一级市场间接投资的项目已有部分上市或过会，同时也有多个项目正准备申报 IPO，未来带给投资人的收益值得期待。（金斧子具体投资项目业绩表现详见资产配置报告完整版）

*私募股权产品账面回报以最近基金运营报告为主

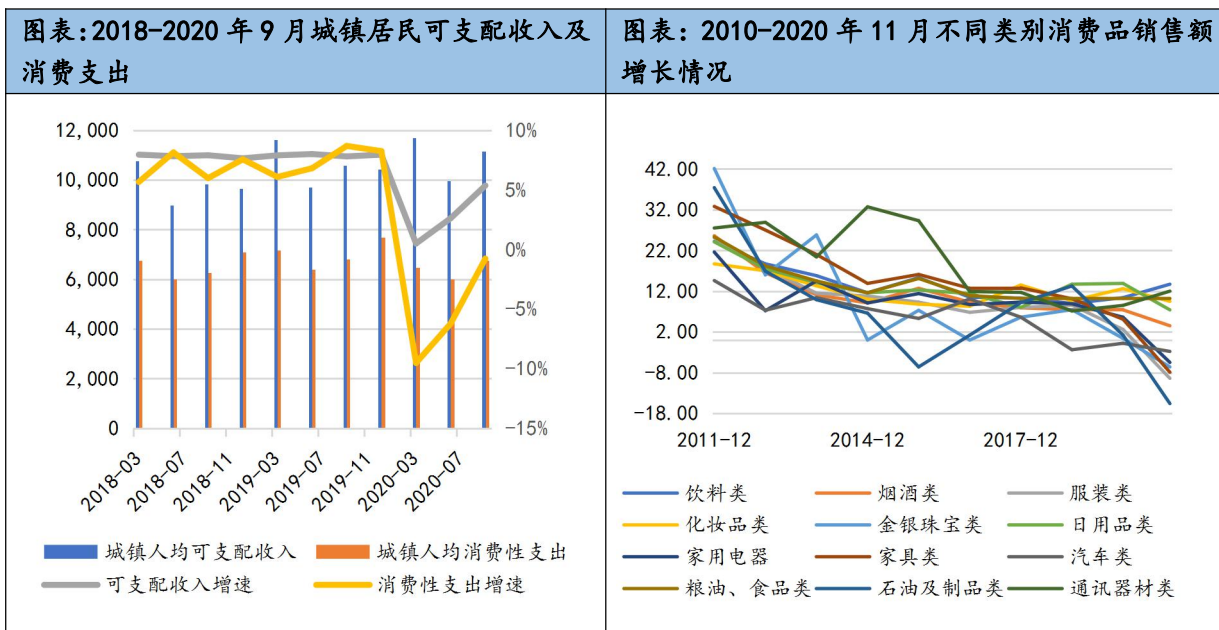
数据来源：各基金运营报告，金斧子投研中心

(四) 消费行业

1、行业投资机会展望

1.1 市场概况

2019 年国内社会消费品零售总额为 36.49 万亿,是全球最大的消费市场。2019 年国内人均 GDP 为 70891 元,同时人口结构呈纺锤形,类比日本 20 世纪 80 年代水平。2020 年新冠疫情下城镇居民人均可支配收入与 2019 年略有提升,不过人均消费性支出在一二季度下降明显,收入对消费支出影响明显。随着经济活动常态化,城镇居民调查失业率不断降低,居民对未来收入稳定性有所预期,明年消费或将继续稳步恢复。



数据来源: 金斧子尽调&公开信息, 金斧子投研中心

2、行业投资机会分析

数据来源: 金斧子尽调&公开信息, 金斧子投研中心

(具体行业投资分析详见资产配置报告完整版)

3、主流私募股权投资机构市场观点及配置建议

投顾	市场观点	投资方向
高瓴资本	消费是经济的核心主题，任何时刻都离不开大消费，关注商业模式好的细分行业如长青行业白酒；充分竞争且已有龙头企业的行业，如过去的空调行业；关注越大越强的行业，如 BAT 消费互联网，而非越大越难，如中式餐饮行业。	大消费、新零售等
经纬资本	一代人有代人的品牌、渠道多元化及中国基础设施（移动互联网、供应链、物流）全球独一无二，由此催生消费行业独特的机会，相关公司成长和估值大不相同。	成熟品类革新者、新品类的定义者
黑蚁资本	目前消费行业面临品牌交互方式、新一代精神背景不同的消费者诞生以及基础设施变化的红利，“ 新品牌替代 ”是必然的，外资品牌或者传统厂商所在的市场，至少 50%会被新品牌重新做一遍。	消费者需求变化而产生的新品类或新品牌
不惑创投	中国的整个供应链创新，在消费品层面处于一个比较早期的阶段，中国虽然有很强的生产能力，但是优质的商品并不多，品牌集成度非常的连锁化比例也极低，这个行业将在未来十年有一个非常大的一个洗牌，由于这个赛道是数十万亿级的。	围绕供应链寻找优秀标的

数据来源：金斧子尽调&公开信息，金斧子投研中心

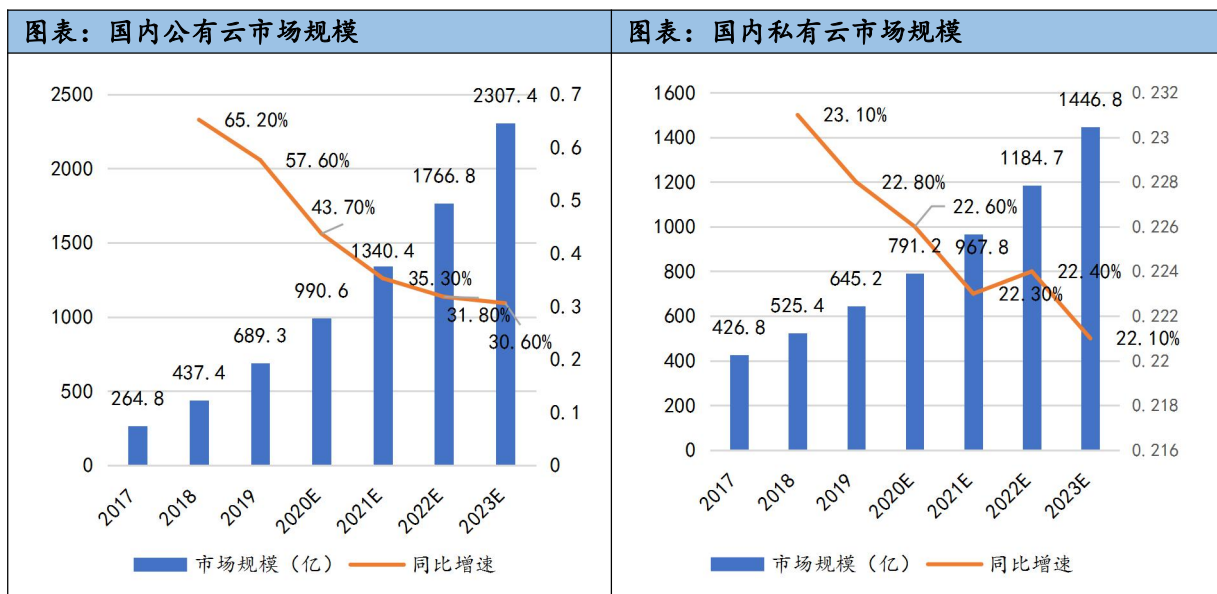
5、金斧子已布局基金&项目

金斧子在消费领域的布局横跨一二级市场，从 2017 年开始持续布局，已经进入收获期，二级投顾同犇投资业绩亮眼，一级市场通过间接投资布局乳制品、新式茶饮、白酒、休闲品牌等细分领域，已有部分项目上市或过会，同时也有多个项目正准备申报 IPO，未来带给投资人的收益值得期待。（金斧子具体投资项目业绩表现详见资产配置报告完整版）

(五) 信息技术行业

1、行业投资机会展望

信息技术长期来看是成长潜力最大的行业，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、大数据等新一代信息技术快速发展，新兴商业模式不断推陈出新。新冠肺炎疫情下，云计算、在线办公等充分体现了优势，未来各行业有望加速数智化转型。展望 2021 年，相对最看好云计算、5G 应用两个细分领域，技术创新和资本将双轮驱动相关公司快速成长。



数据来源：公开信息，金斧子投研中心

2、行业投资机会分析

(具体行业投资分析详见资产配置报告完整版)

数据来源：金斧子尽调&公开信息，金斧子投研中心

3、主流私募股权投资机构市场观点及配置建议

投顾	市场观点	投资方向
经纬创投	全球云业务继续高速增长，云计算渗透率更高是不可逆转的趋势。加大和云计算相关领域，尤其是产品化应用化的投资，是未来几年随着云计算渗透率越来越高的大投资主题。	持续看好国内云计算业务，重点包括 AI 和 IoT 产品等
软银亚洲	现在 5G 是最热的一个词，几乎所有的创投基金都会专注在 5G 的领域。但是与 5G 相关的最主要还是它能带动物联网，因为实际上 4G 对我们个人的要求、需求来讲，基本上都可以满足了，只不过是快一点、慢一点的问题。但是 5G 最大的应用就是带动了工业互联网和物联网的使用。	关注物联网、工业互联网等 5G 应用标的
启明创投	2021 年，人工智能还有投资机会吗？我们认为有的。只不过不会像 2017、2018 年人工智能最热的时候，把企业一定归类为 AI 公司。核心是运用深度学习技术去赋能某个具体行业、场景、或功能。	对于人工智能领域投资遵循更广、更强、更

		深的原则
--	--	------

数据来源：金斧子尽调&公开信息，金斧子投研中心

5、金斧子已布局项目

金斧子在信息技术领域持续重点布局，领投及参与多个一级市场直投项目包括星环科技、华付信息、卓帆科技等已经陆续进入收获期，预计未来将持续为投资人带来超额回报，值得期待。（金斧子具体投资项目业绩表现详见资产配置报告完整版）

投资案例	合作时间	项目介绍
星环科技	2019 年初	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 星环科技成立于 2013 年，是全球领先的大数据与人工智能基础平台供应商，专注于提供企业级容器云计算、大数据和人工智能核心平台的研发和服务，打造大数据和人工智能技术的“中国心”； ➤ 2020 年，星环科技完成股改工作，12 月进入上市辅导期，拟 2021 年申报科创板 IPO。
华付信息	2018 年底	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 华付信息成立于 2015 年 7 月，是中国智能认证的头部企业，其中银行卡信息验证和公民身份证信息核验在全国市场占据领先地位，人脸识别及人工智能领域快速爆发； ➤ 华付信息资产拟置入某上市公司，成为 A 股人工智能行业首例重组置入案例。
卓帆技术	2019 年底	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 卓帆技术专注于无纸化考试产品的研发与服务。凭借在无纸化考试市场中的先进技术力量及市场基础，已快速成长为国内领先的机考服务提供商； ➤ 我方投资完成后，卓帆技术持续深耕无纸化考试行业，龙头地位更加巩固，公司估值持续提升。

*私募股权产品账面回报以最近基金运营报告为主

数据来源：基金运营报告，金斧子投研中心

第四部分 资产配置建议

2021 年中长期资产配置建议

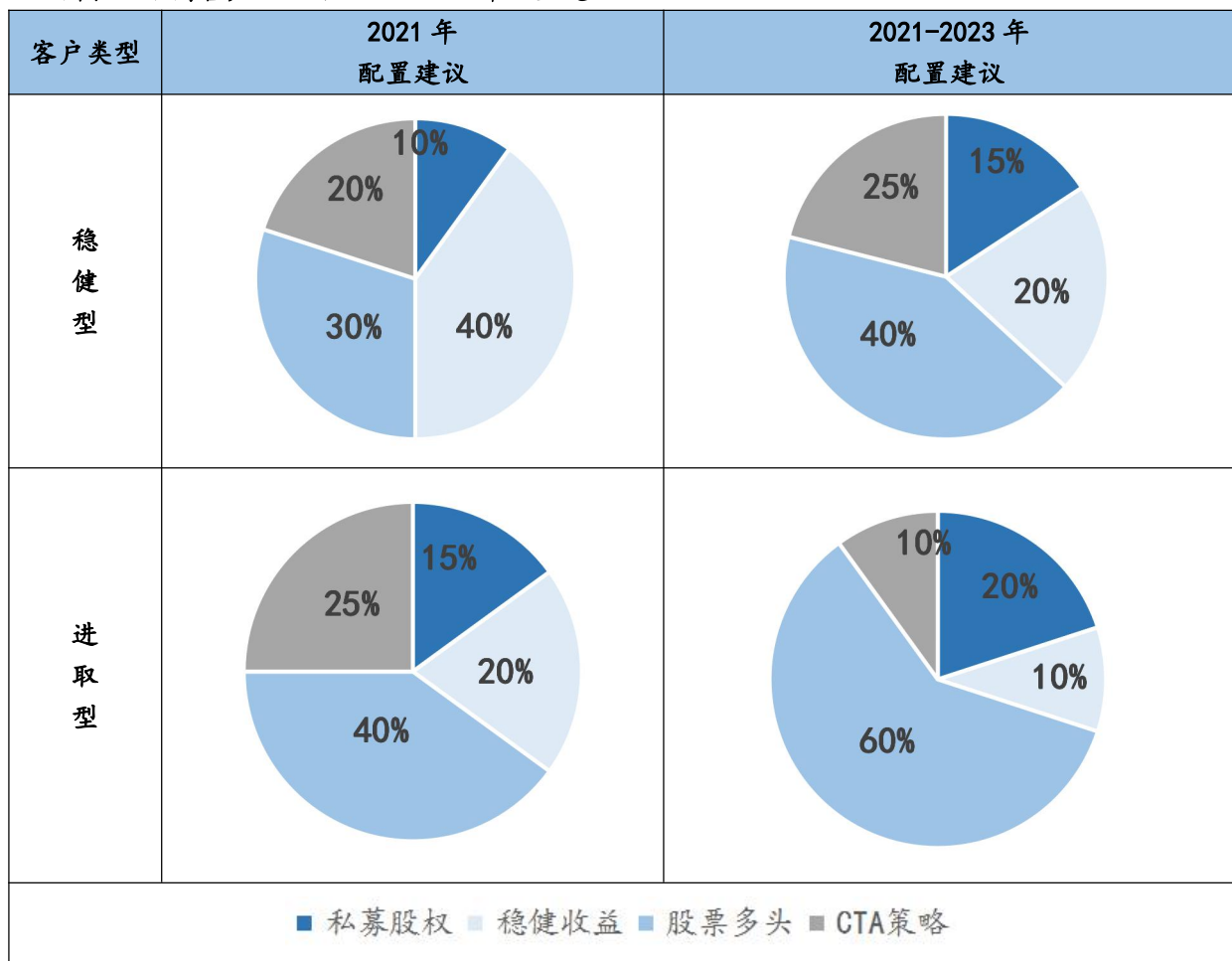
目前市场上的策略种类较多，金斧子基于年化收益、回撤预期将其分为现金管理、股票多头、CTA 策略、私募股权四大类资产，并针对稳健型、进取型客户进行 1、3 年的配置建议，以期使投资者带来稳定、长期的投资收益。

图表：不同资产收益&风险管理

策略	包含子策略	年化收益预期	回撤预期
稳健收益	债券策略、套利策略、中性策略	5%-8%	1%-2%
股票多头	超长期价值投资、价值成长	20%-30%	15-30%
CTA 策略	主观 CTA、量化 CTA	15%-20%	5-15%
私募股权	组合基金、S 基金、单项目	15%-1000%	0-/

数据来源：金斧子投研中心

图表：不同客户 2021、2021-2023 年配置建议



数据来源：金斧子投研中心

免责声明：

本报告内容属于内部资料，为金斧子投研中心根据相关资料数据制作完成，金斧子基金销售有限公司对本报告享有最终解释权。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司发布本报告当日的判断，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，报告中所推荐产品过往业绩不应作为日后业绩的推断依据。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成买卖该公司产品的最终依据。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，否则需承担赔偿责任。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“金斧子投研中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删减和修改。