



## 策略专题

### 证券分析师

吴开达  
资格编号: S0120521010001  
邮箱: wukd@tebon.com.cn  
于那  
资格编号: S0120521040001  
邮箱: yuna@tebon.com.cn

### 研究助理

### 相关研究

- 1.《固本培元，上沿勿躁》，2021.6.14
- 2.《注册13家过会9家，询价关注百洋医药、威高骨科——周观新股2021年6月第2周-》，2021.6.12
- 3.《从投资者行为看REITs偏好——首批公募REITs发售跟踪（五）-》，2021.6.11
- 4.《热捧与“冷遇”：公募基金缘何缺席首批公募REITs？》，2021.6.9
- 5.《四大投资主体稳中有升，北上资金活跃度显著提升微观流动性跟踪双周报（2021.5.24-2021.6.6）-》，2021.6.8

# 盛衰有时

## ——公司研究系列之财务报表看企业生命周期

- **企业生命周期理论是指企业的发展与成长的动态轨迹，可分为发展、成长、成熟、衰退几个阶段。**经历四个阶段后，企业通常会面临消亡、稳定以及转向三种结局。该理论自20世纪50年代被首次提出后，历经多个发展阶段，已形成完善的理论框架，其中以爱迪思的“企业生命周期的十个阶段”理论最具代表性。
- **基于企业生命发展不同周期的特征，构建综合评价体系。**我们基于完善的理论基础，总结出企业发展的四个主要时期：**导入期，扩张期，稳定期和衰退期**，其中扩张期又可分为波动扩张期和稳定扩张期。结合不同发展阶段特征，我们从盈利能力、市场份额、研究开发、成本控制、规模扩张、收益质量等六方面选取指标进行综合分类，构建了对于企业不同生命周期的综合指标评价体系，并根据对企业影响力大小将六项指标分别赋予不同权重，将全A（除金融）企业的模型测算结果对应到不同的企业生命发展阶段。
- **全A企业的生命发展周期以稳定期和衰退期为主。**模型结果显示，全A（除金融）企业所处的生命周期呈偏态分布，上市企业多数已发展较为成熟，八成企业已走过导入期和扩张期，进入稳定发展或衰退阶段。同时各项指标在不同的企业生命周期阶段也呈现出显著差异。其中，**处于扩张期的企业财务表现最优，衰退期企业的业绩整体显著下滑。**
- **行业方面，部分轻工业及消费行业以稳定期或衰退期企业为主。**汽车、传媒、轻工、有色、通信、食品饮料、纺织、家电、商贸行业的稳定期及衰退期企业占比85%以上，六项指标的行业均值变动趋势跟随生命发展周期，整体呈现先上升后下降的趋势。
- **生命周期各阶段财务综合指标选股标准：**针对企业不同生命周期的特点，我们从企业的**债务风险、市场份额、资金周转、盈利质量、成本控制**等方面选取财务指标进行评价筛选，重点关注导入期、扩张期、稳定期的绩优企业：**1) 导入期**，结合企业该阶段举债情况、资本积累、营收增速、扩张意愿等因素，重点采用货币资金/有息负债、资本积累率、营收增长率、购建资产增速等指标筛选；**2) 扩张期**，伴随企业市场地位提升，采用业绩成长性、市场份额提升、运营效率、资本支出等相关筛选指标；**3) 稳定期**，稳定期企业增速放缓，综合考虑企业的利润规模、盈利质量、产业链话语权、投资效率等指标筛选。（筛选公司组合，详见正文）
- **风险提示：**评价体系的局限性；统计误差；财务指标滞后性；业绩对股价解释力有限；企业所处外部环境发生重大变化。



## 内容目录

1. 企业的生命周期理论.....	4
1.1. 企业生命周期的理论发展历程.....	4
1.2. 代表理论：爱迪思“企业生命周期的十个阶段”.....	5
1.3. 企业的各生命发展周期划分及特征.....	6
1.4. 构建企业生命周期综合评价体系.....	7
2. 全 A 企业的生命发展周期.....	8
2.1. 全 A 企业以稳定期和衰退期为主.....	8
2.2. 不同生命周期企业的核心评价指标波动显著.....	9
2.3. 处于扩张期的企业业绩表现最优.....	10
3. 分行业企业生命发展周期.....	11
3.1. 部分轻工业及消费行业以稳定期或衰退期企业为主.....	11
3.2. 分指标看各行业的企业生命发展周期.....	12
3.2.1. 家电、传媒、军工行业盈利增长率先领先.....	13
3.2.2. 各行业市占率增长率指标变动趋势较为分化.....	14
3.2.3. 研发费用增长率整体跟随生命发展周期波动.....	15
3.2.4. 家电、传媒、农业毛利率提升增速亮眼.....	16
3.2.5. 多数行业的规模扩张率指标在扩张期提升明显.....	17
3.2.6. 波动扩张期家电/通信/计算机/汽车等行业现金收益比远高于市场均值..	19
4. 生命周期各阶段财务综合指标选股标准及筛选结果.....	20
4.1. 各生命阶段财务指标综合评价体系.....	20
4.2. 选股结果.....	21
5. 风险提示.....	24

## 图表目录

图 1: 企业的生命周期理论的发展历程 .....	4
图 2: 爱迪思的生命周期理论——生命周期的十个阶段 .....	5
图 3: 企业在发展的不同阶段展现出差异化目标追求 .....	6
图 4: 企业生命周期发展的四个阶段及主要特征 .....	6
图 5: 企业生命发展周期六维度综合评价体系 .....	7
图 6: 评价模型的主要指标及对应权重 .....	8
图 7: I 值对应的企业生命周期阶段划分 .....	8
图 8: 全 A (除金融) 上市公司 I 值分布图 .....	9
图 9: 六项指标各生命周期的均值差异显著 .....	10
图 10: 2020 年全 A (除金融) 企业财务指标情况——按生命周期划分 .....	10
图 11: 各行业内企业生命周期分布结构 (家) .....	11
图 12: 各行业内企业生命周期分布数量 .....	11
图 13: 六项指标行业均值跟随周期波动 .....	12
图 14: 分行业各周期企业指标变动情况——盈利增长率 .....	13
图 15: 分行业各周期企业指标变动情况——市占率增长率 .....	14
图 16: 分行业各周期企业指标变动情况——研发费用增长率 .....	16
图 17: 分行业各周期企业指标变动情况——毛利率增长率 .....	17
图 18: 分行业各周期企业指标变动情况——规模扩张率 .....	18
图 19: 分行业各周期企业指标变动情况——现金收益比增长率 .....	20
图 20: 生命周期各阶段财务综合指标选股标准 .....	20
图 21: 导入期企业选股结果 .....	21
图 22: 波动扩张期企业选股结果 .....	22
图 23: 平稳扩张期企业选股结果 .....	23
图 24: 稳定期企业选股结果 .....	24

**前言：**探寻价值创造本源，公司是价值创造的组织形式。万物难逃生老病死，永续经营的公司并不存在，百年老店也非常态。公司处于生命周期不同阶段时，在经营、投资、筹资等多方面也会体现出不同的特征。

## 1. 企业的生命周期理论

### 1.1. 企业生命周期的理论发展历程

**企业生命周期理论是指企业的发展与成长的动态轨迹，包括发展、成长、成熟、衰退几个阶段。经历四个阶段后，企业通常会面临消亡、稳定以及转向三种结局。企业生命周期理论的研究目的在于为企业找到能够与其特点及所处发展阶段相适应的模式来保持企业的发展能力。**

代表人物伊查克·爱迪思，用 20 多年的时间研究企业如何发展、老化和衰亡，准确生动地概括了企业十个不同生命阶段的特征，指示了企业生命周期的基本规律。迄今为止已有的企业生命周期理论超过 20 种，研究的出发点不同对企业生命阶段的划分方式也就不同。对企业生命周期的划分，大致可分为按企业规模、组织结构、销售额、产品和技术的生命周期特征、经济增长阶段等来进行划分。

该理论把企业看成一个机体，而不仅仅是一个组织，从把握全程到注重阶段提出动态管理的思想，为企业的战略管理发展，提供了一个新的视角。

图 1：企业的生命周期理论的发展历程

时间	理论发展	代表人物	理论要点
20c50s-60s	<b>萌芽阶段：</b> 首次提出“生命周期”概念	马森·海尔瑞	首次提出企业的发展也符合生物学中的成长曲线并提出企业发展中的停滞、消亡等现象。
20c60s-70s	<b>系统研究阶段：</b> 学术界加深理论研究，并发现其特殊性	哥德纳	提出企业生命周期的特殊性：1. 不可预期性；2. 企业发展过程中可能出现停滞阶段；3. 企业消亡并非不可避免，可以通过变革实现再生。
		斯坦梅茨	发现企业成长过程呈S形曲线，并划分出直接控制、指挥管理、间接控制及部门化组织四个阶段。
20c70s-80s	<b>模型描述阶段：</b> 加入模型论证，理论研究进入繁荣阶段，形成完善代表性理论伊查克·爱迪思的“企业生命周期十阶段”	邱吉尔&刘易斯	提出五阶段成长模型，包括创立阶段、生存阶段、发展阶段、起飞阶段和成熟阶段。
		葛雷纳	根据企业在组织规模和年龄两方面的不同表现组合成一个五阶段成长模型：创立阶段、指导阶段、分权阶段、协调阶段和合作阶段。
		伊查克·爱迪思	把企业成长过程分为孕育期、婴儿期、学步期、青春期、盛年期、稳定期、贵族期、官僚初期、官僚期以及死亡期共十个阶段，认为企业成长的每个阶段都可以通过灵活性和可控性两个指标来体现。
20c90s-20c末	<b>改进修正阶段：</b> 我国学者在西方研究的基础上，对理论进行进一步修正和改进	陈佳贵	将企业生命周期分为：孕育期、求生存期、高速发展期、成熟期、衰退期和蜕变期，蜕变期的加入对企业可持续发展具有重要意义。
		李业	提出企业生命周期的修正模型，不同点在于将销售额作为变量，原因在于销售额反映了企业的产品和服务在市场上实现的价值。
21c初	<b>延伸拓展阶段：</b> 研究方向由生命周期转向企业寿命研究	-	至2013年，转向对企业寿命的研究，即如何保持和提高企业的成长性，从而延长企业寿命。

资料来源：魏丽丝《生命周期理论文献综述》，杨浩《现代企业理论教程》，德邦证券研究所

## 1.2. 代表理论：爱迪思“企业生命周期的十个阶段”

爱迪思在《企业生命周期》一书中提出，企业生命周期变化规律是以12年为周期的长程循环。它由4个不同阶段的小周期组成，每个小周期为3年。不同企业在4个不同周期阶段变化各异，各自的发展轨迹也不同。总体可归纳为如下三种变化：

### 1) 普通型

- 上升期（3年）→ 高峰期（3年）→ 平稳期（3年）→ 低潮期（3年）
- 该类企业占比约60%，周期运行相对稳定，没有大起大落

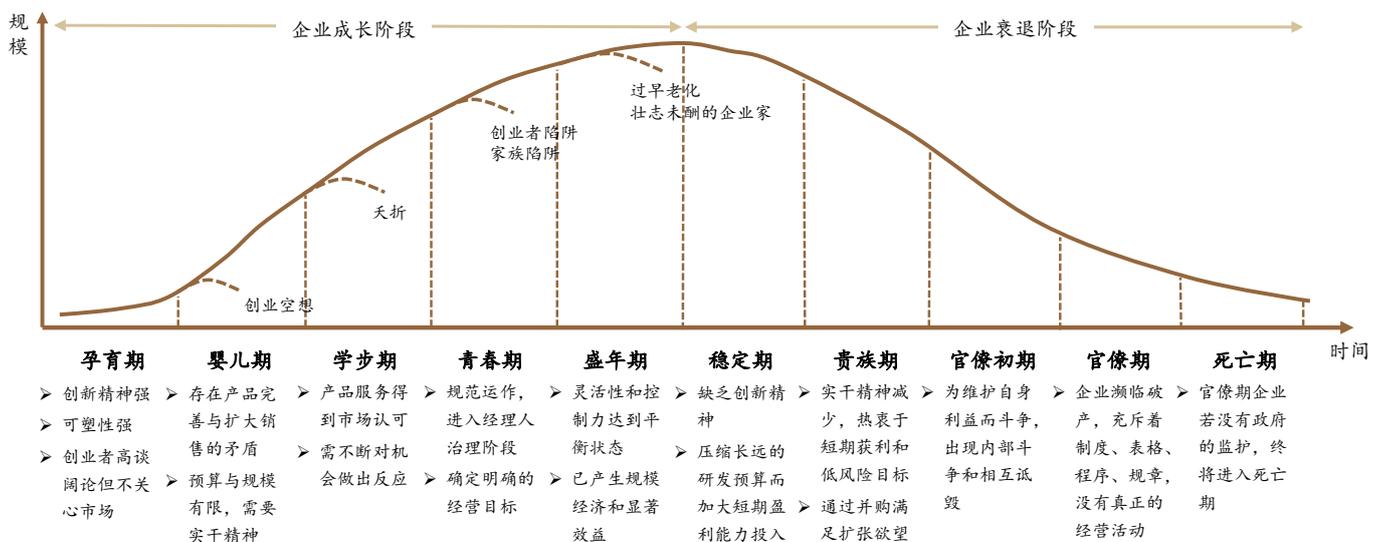
### 2) 起落型

- 上升期（3年）→ 高峰期（3年）→ 低潮期（3年）→ 平稳期（3年）
- 该类企业占比约20%，运行轨迹在周期转换过程中突发剧变，直接从高峰落入低谷。经营者往往错误估计形势而导致投资决策失误。

### 3) 晦暗型

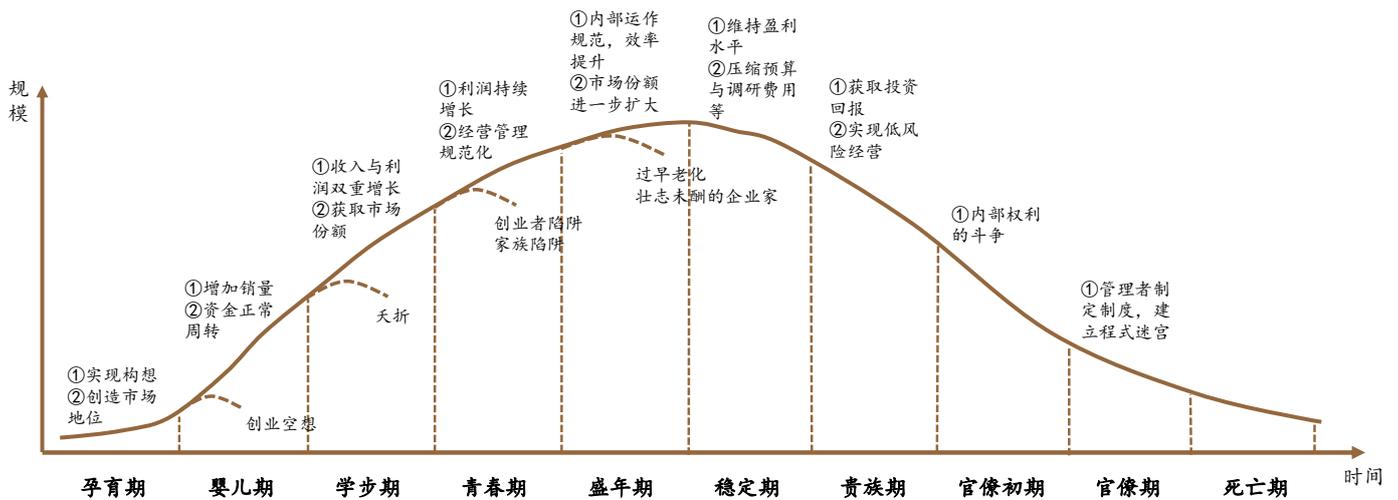
- 下落期（3年）→ 低潮期（3年）→ 高峰期（3年）→ 平稳期（3年）
- 该类企业占比约20%，在经历下落和低潮两个小周期阶段的低位循环后，运行轨迹突发剧变，直接从低谷冲上高峰。鉴于这个变化特点，企业决策者要权衡利弊，扬长避短，充分利用这一优势，把不利转化为有利因素。可以利用这段时间采用相应的战略调整，着眼于中长期目标的投资。

图 2：爱迪思的生命周期理论——生命周期的十个阶段



资料来源：伊查克·爱迪思《企业生命周期》，李苗《企业生命周期理论》，德邦证券研究所

图 3：企业在发展的不同阶段展现出差异化目标追求



资料来源：伊查克·爱迪思《企业生命周期》，中国工业经济《关于企业生命周期与企业蜕变的探讨》，德邦证券研究所

### 1.3. 企业的各生命发展周期划分及特征

企业处于不同生命周期时，在经营、投资、筹资等多方面体现出不同的特征。关于生命周期的划分与度量方法有着丰富的研究成果，主要集中于定量方法，其中包括：①单变量分析法 ②综合指标分析法 ③现金流组合法 ④其他特殊方法等。我们认为综合指标分析法是较为全面和可靠的生命周期定量划分方法。

基于完善的理论基础，我们比较和总结了现有研究中生命周期的阶段划分，并将企业发展归纳为四个时期：导入期，扩张期，稳定期和衰退期，其中，扩张期又可分为波动扩张期和平稳扩张期。我们认为每个时期企业所具备的特点主要包括：

图 4：企业生命周期发展的四个阶段及主要特征



资料来源：陈少华《企业生命周期划分及度量方法评析》，德邦证券研究所

**1) 导入期:** 企业在生命周期的导入阶段各项财务指标表现并不优异, 主要体现在资本积累, 经营能力等方面, 此时利润增长缓慢。

**2) 扩张期:** 扩张阶段整体处于上升状态, 与这一阶段高成长机会的特征(如企业规模扩张、市场占有率扩大等)相对应, 扩张期的企业往往会有较高的销售增长率和固定资产投资比例。同时, 高销售增长和高资本支出能帮助企业确立成本优势。但扩张阶段前期企业经营会出现正常波动, 各项指标可能出现暂时性下降, 后期进入平稳扩张阶段后逐渐回升。

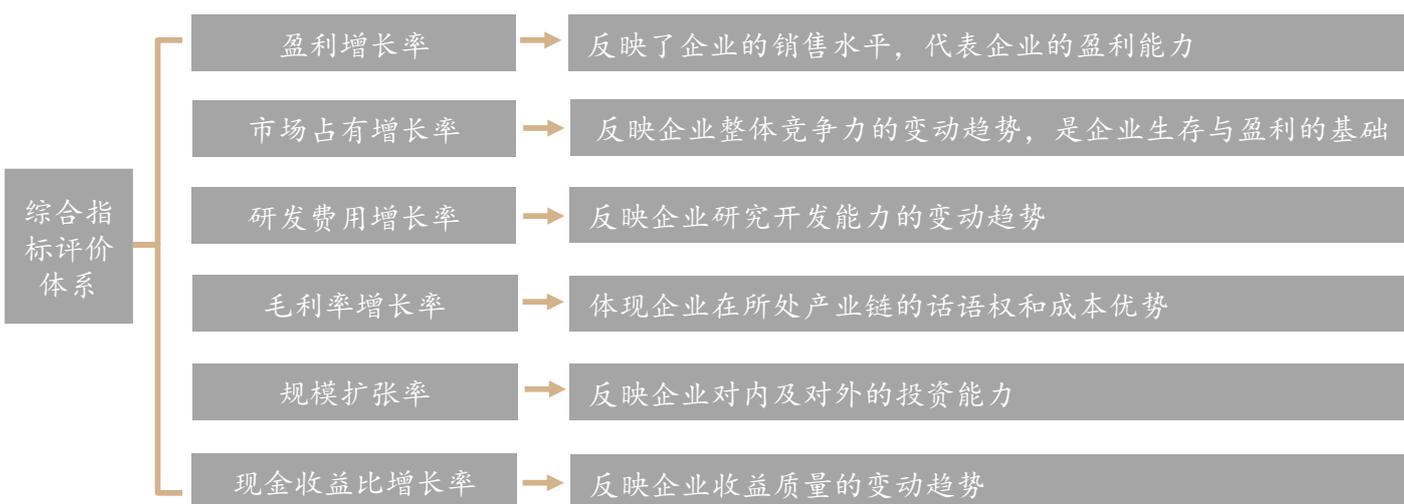
**3) 稳定期:** 当企业进入稳定期后, 市场占有率和利润水平虽逐渐下降但都较为稳定, 保持在高于导入期的水平, 发展目标逐渐转向对成本的控制。但因成长机会逐渐减少, 其销售增长率不再保持明显的增长趋势。

**4) 衰退期:** 进入衰退期后, 企业长期发展能力减退, 短期盈利能力大幅度下降, 虽保有一定的市场份额但市占率增速骤减。由于产销规模缩小, 销售业绩开始下滑, 固定支出占总支出比重上升, 收不抵支的情形越来越突出。该时期的企业通过业务收缩、资产重组, 或被接管、兼并等形式可以延缓衰退, 或蜕变至其它产业。

#### 1.4. 构建企业生命周期综合评价体系

**六维度综合评价企业生命发展周期。** 结合企业不同发展阶段的特征, 我们从盈利能力、市场份额、研究开发、成本控制、规模扩张、收益质量六方面选取指标进行综合分类, 构建了对于企业不同生命周期的综合指标评价体系。

图 5: 企业生命发展周期六维度综合评价体系



资料来源: 孙建强《企业生命周期的界定及其阶段分析》, 德邦证券研究所

在确定生命周期的界定标准时, 我们根据对企业影响力大小将六项指标分别赋予不同权重, 采用以下模型来判定企业当前所处的生命周期阶段:

$$I = P * 25\% + M * 25\% + T * 20\% + C * 10\% + S * 5\% + R * 15\%$$

图 6：评价模型的主要指标及对应权重

指标名称	占比	计算方法	备注
盈利增长率 P	25%	2017-2020净利润复合年均增长率	-
市场占有率 M	25%	2017-2020市场占有率复合年均增长率	市场占有率：当期企业营业收入/产业总营业收入（采用SW一级行业划分，统计口径为营业收入）
研发费用增长率 T	20%	2018-2020研发费用复合年均增长率	研发费用增长率：2018-2020年研发费用三年复合增长率
毛利率增长率 C	10%	2017-2020毛利率复合年均增长率	-
规模扩张率 S	5%	固定资产投资复合年均增长率*50%+对外投资复合年均增长率*50%	固定资产投资扩张率：2017-2020年固定资产投资复合增长率； 对外投资扩张率：2017-2020年投资活动产生的现金流量净额复合增长率
现金收益比增长率 R	15%	2017-2020净利润现金含量复合年均增长率	净利润现金含量：经营活动产生的现金流量净额/归属于母公司所有者的净利润*100%

资料来源：Wind，德邦证券研究所

我们通过对全 A 上市公司（除金融）的财务数据进行趋势分析，并结合国外成熟企业的财务情况，对模型 I 值的计算结果进行以下范围划分，并对应到不同的企业生命发展阶段：

图 7：I 值对应的企业生命周期阶段划分

I 值范围	周期阶段	阶段特征
$0.2 < I \leq 0.3$	导入期	营业成本较高，重心在市场占有率的获取，盈利能力较弱
$0.3 < I \leq 0.4$	波动扩张期	开始对内及对外大规模扩张，各项指标均有良性上升趋势但仍出现些许波动
$I > 0.4$	平稳扩张期	投资扩张比例继续提升，成本管理得到优化，利润大幅增长，盈利质量较好
$0.05 < I \leq 0.2$	稳定期	盈利能力、市占率及成本控制水平都开始下降但仍优于初创时期
$I \leq 0.05$	衰退期	盈利增长率、成本降低率、收益质量变动连续几年出现负增长，规模扩张出现大幅度收缩

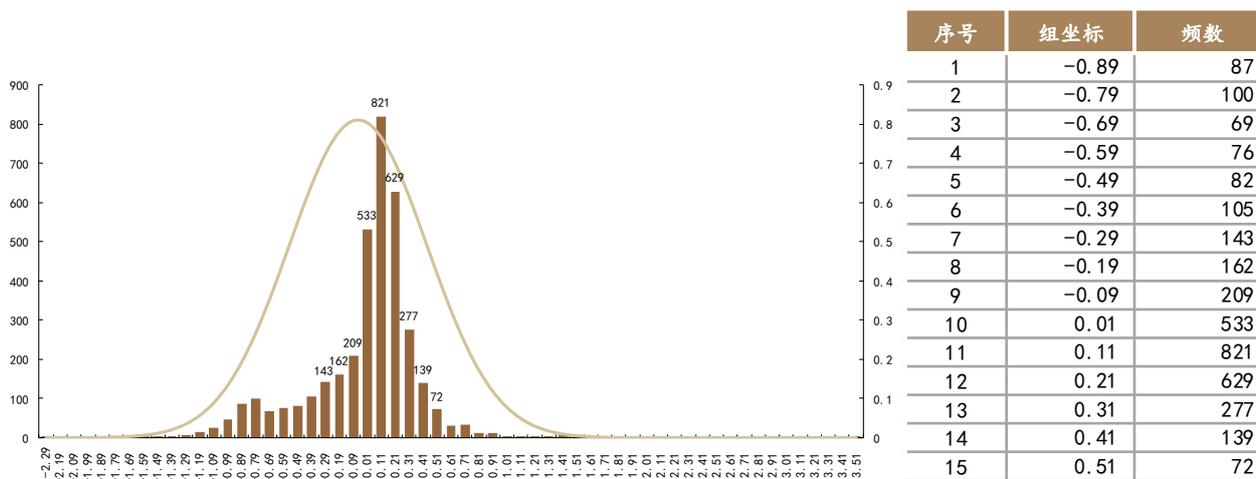
资料来源：张晓琳《基于企业生命周期的财务战略选择》，德邦证券研究所

## 2. 全 A 企业的生命发展周期

### 2.1. 全 A 企业以稳定期和衰退期为主

全 A (除金融) 企业所处的生命周期阶段的分布曲线呈现偏态分布。我们以 2021/5/28 之前已上市的全 A (除金融) 企业为样本, 分别计算上市公司 I 值。结果显示, 全 A (除金融) 上市公司的 I 值呈偏态分布, 样本中有效 I 值共 3732 组, 主要分布于 (-0.89, 0.51) 之间, 该范围内有 3417 家上市公司, 占总样本比例 91.56%。其中, I 值范围 (-0.09, 0.21) 的企业分布最为集中, 意味着市场上多数企业均处于稳定期和衰退期; 其次为 (0.21, 0.31), 共 277 家, 该范围内主要是导入期企业。从有效样本数量及分布结果来看, I 值模型及划分阶段的标准设定能够有效涵盖大部分样本且较为符合全 A (除金融) 企业的实际情况。

图 8: 全 A (除金融) 上市公司 I 值分布图



资料来源: Wind, 德邦证券研究所

## 2.2. 不同生命周期企业的核心评价指标波动显著

我们根据全 A (除金融) 企业的 I 值结果进行企业生命周期划分, 其中处于稳定期 (1109 家) 及衰退期 (1977 家) 企业占比最高, 合计占比 82.69%, 其次为导入期 (295 家), 波动扩张期 (151 家) 和平稳扩张期 (200 家) 企业数量相对较少, 市场中的上市企业多数已发展较为成熟, 八成企业已走过导入期和扩张期, 进入稳定发展或衰退阶段。

我们将六项指标在各个企业周期的均值进行逐项分析, 发现各项指标在不同的企业生命周期阶段呈现显著差异:

1) **盈利增长率**: 代表企业盈利能力, 指标均值 (算数平均) 从导入期的 39.27% 持续上升至平稳扩张期的 85.95%, 进入稳定期后盈利增速急剧下降, 至衰退期指标均值已降为负, 达 -54.33%;

2) **市占率增长率**: 代表企业相对于行业 (采用 SW 一级行业) 内其他上市公司的市场地位变化, 从导入期的平均 6% 提升至平稳扩张期的 23.55%, 市占率实现倍速增长, 进入稳定期后市占率提升增速显著放缓, 衰退期企业的平均市占率有所下滑;

**3) 研发费用:** 反映企业的研发投入力度, 预示企业发展潜力, 研发费用增长率在导入期便达到 42.05%, 到平稳扩张期实现 205.48% 的高速增长, 但在稳定期和衰退期企业的研发投入则出现大幅收缩。

**4) 毛利率增长率:** 反应企业的成本变动, 毛利率指标的波动整体较小, 最高水平出现在波动扩张期 (3.77%), 衰退期企业的毛利率水平则出现下滑;

**5) 规模扩张率:** 包括企业对内及对外扩张强度, 企业从导入期便致力于规模扩张, 增长率达到 23.46%, 在平稳扩张期达到 32.44% 的最高水平, 衰退期企业的规模出现大幅收缩;

**6) 现金收益比:** 反应企业的盈利质量, 处于导入期、扩张期的企业, 整体保持较高的盈利质量, 且随着企业的发展盈利质量得到稳步提升, 进入稳定期后收现率降低, 盈利质量逐渐下降。

图 9: 六项指标各生命周期的均值差异显著

	导入期	波动扩张期	平稳扩张期	稳定期	衰退期	备注
企业数量 (家)	295	151	200	1,109	1,977	各生命周期企业数量 (家)
盈利增长率 P	39.27%	56.09%	85.95%	19.93%	-54.33%	2017-2020 年归母净利润 CAGR
市占率增长率 M	6.00%	6.69%	23.55%	2.06%	-3.04%	2017-2020 年市占率 CAGR
研发费用增长率 T	42.05%	54.97%	205.48%	21.99%	6.62%	2018-2020 年研发费用 CAGR
毛利率增长率 G	1.08%	3.77%	2.77%	-0.45%	-9.62%	2017-2020 年毛利率 CAGR
规模扩张率 S	23.46%	22.16%	32.44%	6.42%	-31.10%	2017-2020 年固定资产投资 CAGR 和对外投资 CAGR 均值
现金收益比增长率 R	22.58%	41.19%	43.36%	11.14%	-103.11%	2017-2020 年现金收益比 CAGR
I 值	0.24	0.34	0.77	0.12	-0.31	六项指标加权平均

资料来源: Wind, 德邦证券研究所 (注: 截至 2021/5/28 前, 全 A 除金融上市公司)

### 2.3. 处于扩张期的企业业绩表现最优

企业在扩张期财务表现最为强劲, 衰退期业绩整体显著下滑。我们将六项指标拆分后, 提取各项的核心财务指标进行进一步分析。其中, 归母净利润规模和 ROE 的均值呈同趋势变动, 经历扩张期的大幅提升后在稳定期开始回落; 营业收入和市占率均值在波动扩张期出现小幅下降, 进入平稳扩张期大幅上涨, 在稳定期和衰退期逐步回落; 毛利率随企业逐步发展完善整体呈下降趋势, 期间伴随小幅波动; 对内及对外投资扩张率在平稳扩张期达到峰值; 而收益质量在扩张期两个阶段达到最佳水平。

图 10: 2020 年全 A (除金融) 企业财务指标情况——按生命周期划分

	导入期	波动扩张期	平稳扩张期	稳定期	衰退期
平均归母净利润 (百万元)	506.26	712.93	1,817.64	687.57	226.78
平均营业收入 (百万元)	6,786.39	6,588.00	22,465.50	10,155.07	11,031.92
ROE (平均, %)	15.10%	15.87%	19.44%	12.22%	4.60%
平均市占率 (企业营业收入/产业营收总规模, %)	0.46%	0.44%	1.41%	0.61%	0.64%
平均毛利率 (%)	36.31%	37.02%	32.73%	34.64%	26.91%
固定资产投资扩张率 (%)	30.46%	27.67%	36.70%	20.09%	10.07%
对外投资扩张率 (%)	16.46%	16.64%	28.17%	-7.25%	-72.24%
现金收益比 (%)	172.88%	235.45%	200.18%	193.31%	171.50%

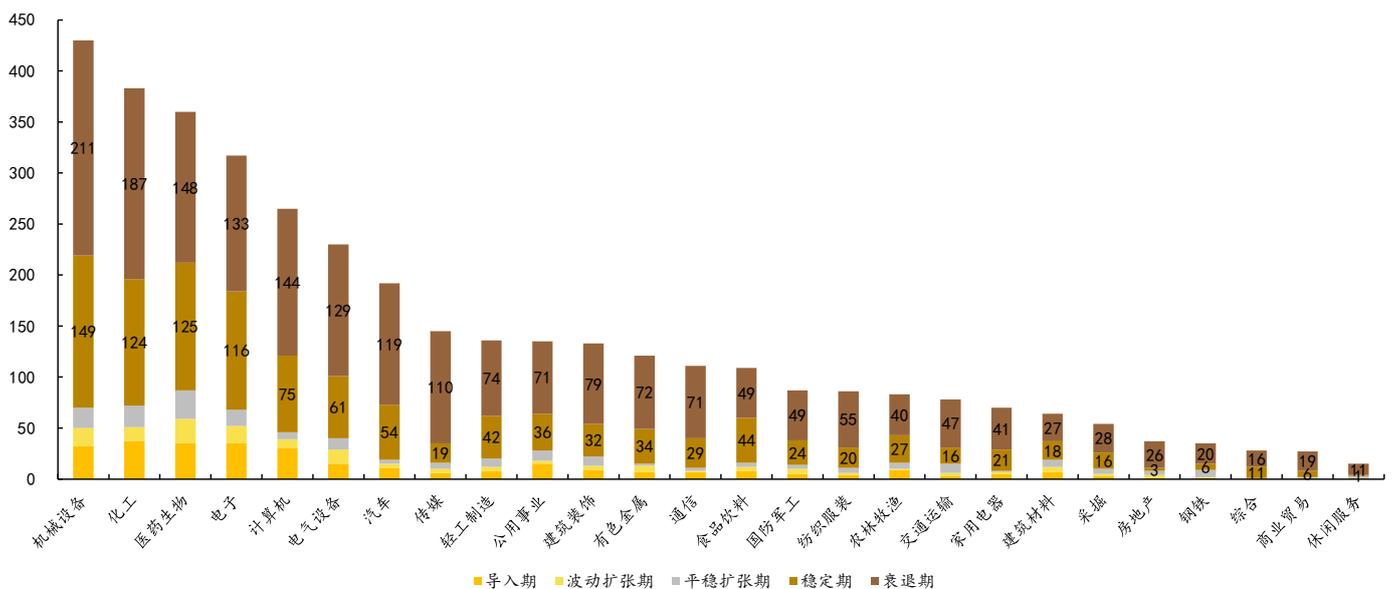
资料来源: Wind, 德邦证券研究所 (注: 截至 2021/5/28 前, 全 A 除金融上市公司)

### 3. 分行业企业生命发展周期

#### 3.1. 部分轻工业及消费行业以稳定期或衰退期企业为主

部分行业 85%以上企业已进入稳定期或衰退期。分行业来看 (采用申万一级行业), 各行业内企业的周期分布情况与全 A (除金融) 市场的周期结构基本一致。稳定期和衰退期企业数量最多, 导入期次之。上市企业数量较多的行业, 如机械设备、医药生物、电气设备、计算机、化工、电子等, 在各周期中均占比较高。部分行业, 如汽车、传媒、轻工、有色、通信、食品饮料、纺服、家电、商贸, 绝大部分企业已迈入生命周期尾声, 稳定期及衰退期企业占比 85%以上。

图 11: 各行业内企业生命周期分布结构 (家)



资料来源: Wind, 德邦证券研究所 (注: 采用申万一级行业)

图 12: 各行业内企业生命周期分布数量

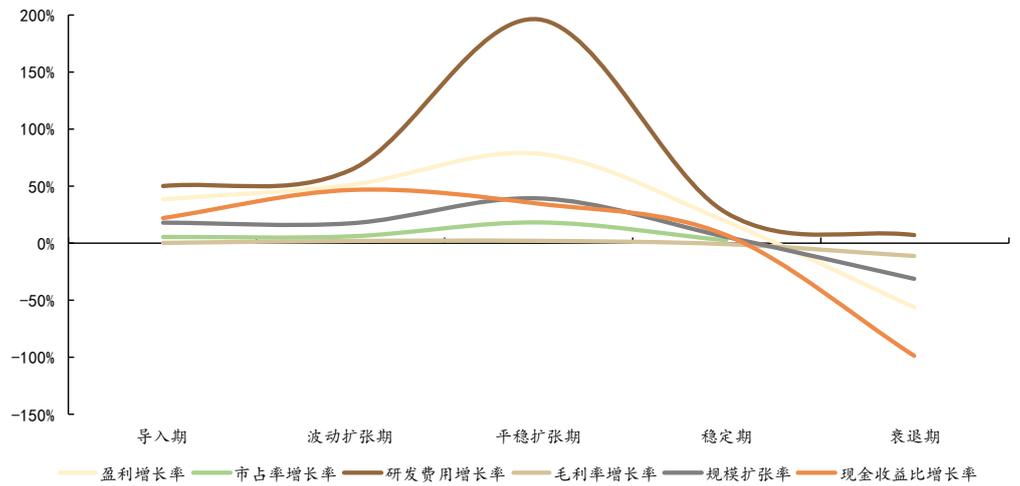
行业	导入期	波动扩张期	平稳扩张期	稳定期	衰退期	总计
机械设备	32	18	20	149	211	430
化工	37	14	21	124	187	383
医药生物	35	24	28	125	148	360
电子	35	17	16	116	133	317
计算机	30	9	7	75	144	265
电气设备	15	14	11	61	129	230
汽车	11	4	4	54	119	192
传媒	6	4	6	19	110	145
轻工制造	8	4	8	42	74	136
公用事业	15	3	10	36	71	135
建筑装饰	9	4	9	32	79	133
有色金属	7	6	2	34	72	121
通信	7	1	3	29	72	112
食品饮料	8	4	4	44	49	109
国防军工	5	5	4	24	49	87
纺织服装	4	2	5	20	55	86
农林牧渔	9	1	6	27	40	83
交通运输	3	3	9	16	47	78
家用电器	5	2	1	21	41	70
建筑材料	7	5	7	18	27	64
采掘	3	2	5	16	28	54
房地产	1	3	4	3	26	37
钢铁	1	1	7	6	20	35
综合	1	0	0	11	16	28
商业贸易	0	1	1	6	19	27
休闲服务	1	0	2	1	11	15
总计	295	151	200	1109	1977	3732

资料来源：Wind，德邦证券研究所（注：采用申万一级行业）

### 3.2. 分指标看各行业的生命发展周期

六项指标的行业均值变动趋势跟随生命发展周期，整体呈现先上升后下降的趋势。其中，研发费用增长率的波动幅度最大，在不同周期阶段内差异最为明显，在平稳扩张期达到 196%，远高于其他时期，其次是盈利增长率。而毛利率增长率和市占率增长率变动幅度较小，其中毛利率增长率在稳定期便开始呈现负增长。较为不同的是，现金收益比增长率早于其他指标，在波动扩张期便达到峰值，之后持续下降。

图 13：六项指标行业均值跟随周期波动



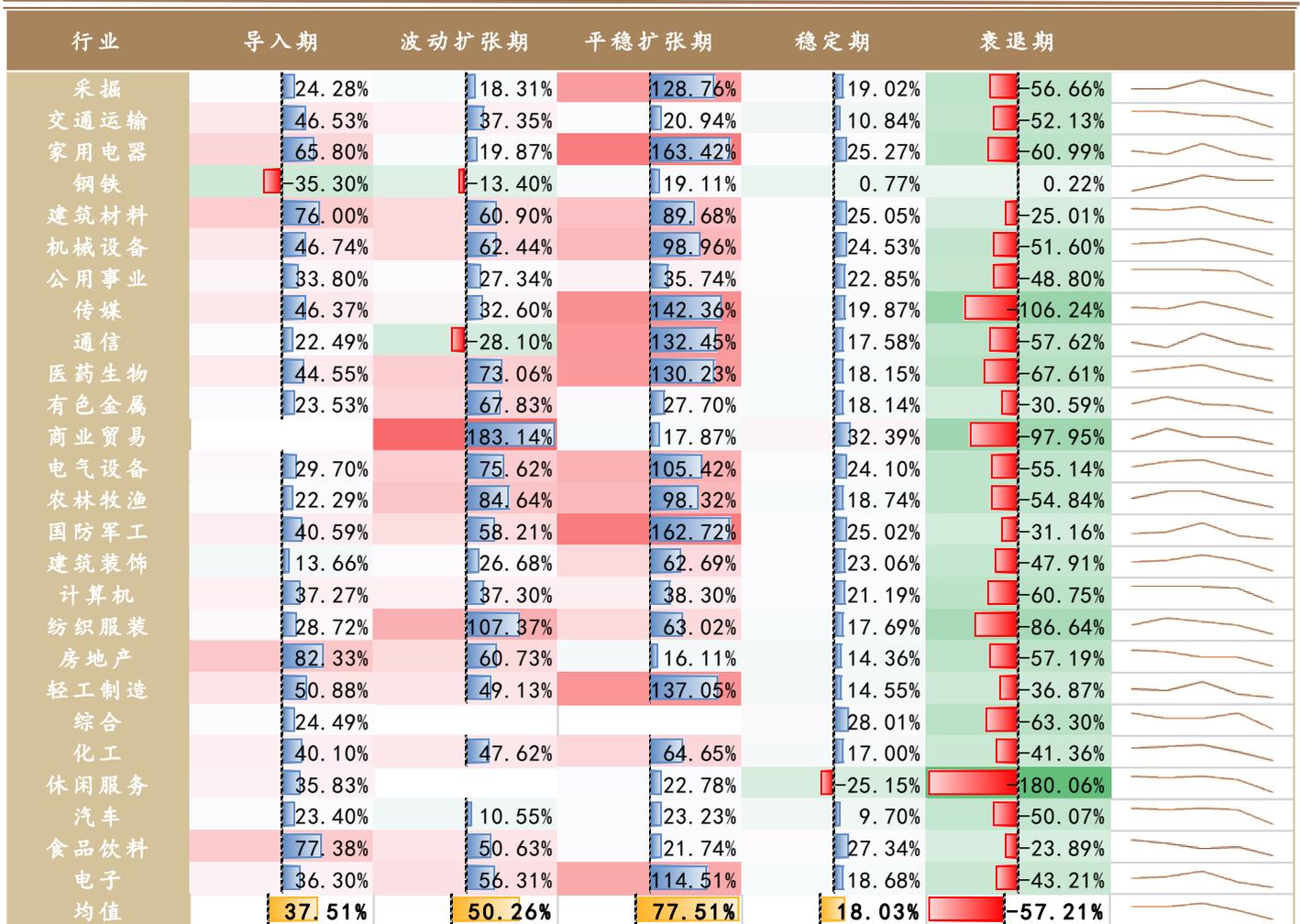
资料来源：Wind，德邦研究所

### 3.2.1. 家电、传媒、军工行业盈利增长率先领先

盈利增长率的变动趋势整体分为两类：1) 近半数行业呈现先上升后下降的趋势，整体上升至平稳扩张期后开始回落，如钢铁、机械设备、医药生物、电气设备、农林牧渔、国防军工、建筑装饰、电子行业等。2) 另外一半企业的盈利增长率在波动扩张期出现下降，至平稳扩张期开始回升，如采掘、家用电器、建筑材料、公用事业、传媒、通信、轻工制造、汽车等。较为特殊行业如交通运输、房地产、食品饮料的盈利增长率在周期内整体呈下降趋势。

在盈利增长率整体较高的平稳扩张期中，家用电器、传媒、国防军工行业业绩突出，盈利增长率达到 1.4 倍以上。

图 14：分行业各周期企业指标变动情况——盈利增长率



资料来源：Wind，德邦证券研究所（注：采用申万一级行业）

### 3.2.2. 各行业市占率增长率指标变动趋势较为分化

各行业的市占率增长率变动趋势较为分化：1) 近半数行业市占率增长率上升至平稳扩张期后开始回落，如建筑材料、公用事业、传媒、电气设备、农林牧渔、化工等。2) 部分行业市占率增长率在波动扩张期达到高点，进入平稳扩张期后市占率增速逐步下降，如交通运输、通信、商业贸易等；3) 部分行业的市占率增长波动较大，多数在导入期便高速扩张达到峰值，后续发展阶段市占率增速下滑，如有色金属。

部分行业在平稳扩张期市占率增长迅速，如汽车行业市占率增长率达104.03%，其中中国铁物（000927）增速达364.96%，是由于公司2020年进行重大资产重组，主营业务由汽车整车制造调整为面向轨道交通产业为主的物资供应链管理及轨道运维技术服务，报表统计口径发生变化。医药行业市占率高速增长源于部分新股上市，如百奥泰（688177）2020年研发的产品格乐立正式上市销售，带来收入的大幅增长（总收入由2019年100万元增加至2020年1.85亿元）。

图 15：分行业各周期企业指标变动情况——市占率增长率

行业	导入期	波动扩张期	平稳扩张期	稳定期	衰退期
采掘	4.27%	3.80%	3.99%	7.13%	0.94%
交通运输	7.14%	9.94%	0.15%	1.94%	-2.69%
家用电器	5.99%	0.44%	9.65%	4.97%	-4.83%
钢铁	0.82%	3.04%	1.82%	2.44%	-0.79%
建筑材料	-1.45%	1.04%	4.00%	0.29%	-3.93%
机械设备	7.01%	5.72%	11.79%	1.19%	-3.13%
公用事业	4.54%	5.59%	16.91%	-0.52%	-3.92%
传媒	-1.43%	5.27%	10.63%	7.72%	-1.36%
通信	9.24%	15.06%	5.25%	3.94%	-4.32%
医药生物	7.86%	9.34%	60.48%	-0.13%	-6.38%
有色金属	12.27%	0.96%	-2.51%	0.12%	-4.26%
商业贸易		3.17%	2.40%	-3.82%	-4.41%
电气设备	1.95%	7.95%	16.53%	0.55%	-3.77%
农林牧渔	-1.30%	1.11%	9.24%	-0.10%	-7.07%
国防军工	3.21%	10.18%	-1.68%	1.99%	-4.17%
建筑装饰	1.56%	-1.50%	15.12%	0.31%	-7.56%
计算机	4.82%	1.71%	33.72%	1.17%	-2.50%
纺织服装	5.70%	16.32%	49.98%	2.37%	-3.26%
房地产	6.12%	-9.15%	-2.30%	6.19%	-1.28%
轻工制造	5.17%	12.07%	5.90%	1.30%	-2.90%
综合	5.65%			-0.75%	-4.92%
化工	12.42%	15.16%	16.40%	8.34%	3.60%
休闲服务	16.47%		22.16%	11.39%	-16.73%
汽车	8.49%	16.50%	104.03%	3.66%	-1.86%
食品饮料	0.38%	1.48%	2.27%	-0.13%	-5.34%
电子	4.71%	3.76%	47.41%	0.87%	-3.24%
均值	5.26%	5.79%	17.73%	2.40%	-3.85%

资料来源：Wind，德邦证券研究所（注：采用申万一级行业）

### 3.2.3. 研发费用增长率整体跟随生命发展周期波动

研发费用增长率整体呈现先上升后下降的趋势，多数行业上升至平稳扩张期后开始回落。研发投入较高的行业如医药生物、电气设备、计算机、电子等行业中，增长率均在平稳扩张期达到最高水平。此外，通信行业的研发费用在波动扩张期出现暂时性负增长，随后开始大幅提升。

其中，交通运输、钢铁、公用事业、建筑装饰、房地产、化工、汽车行业的研发费用在平稳扩张期出现高速增长，行业异常变动的主要原因为近三年内研发支出归集方式变化，或研发项目、业务规模的大幅增长。

公用事业行业中，电力企业如粤电力 A（000539）、国电电力（600795）的近三年研发费用复合增速均达到 6 倍以上，深挖其财报，我们发现以下原因：粤电力 A（000539）的研发费用从 2019 年的 970.36 万元增长至 2020 年的 2.75 亿元，同比增速 2729.67%，主要是由于 2020 年公司及下属单位加大研发投入，研发项目数量明显增长，同时完善了研发费用归集管理。国电电力（600795）的高速增长主要是由于公司承担的两项国家重点研发计划项目于 2019 年进入实施中期，研发投入及示范工程建设配套资金大幅增加，同时公司全面推进科技创新和智慧企业建设，相关研发投入大幅增加。

房地产行业，金科股份（000656）和保利地产（600048）近三年研发费用复合增速均达到4倍以上。其中金科股份（000656）研发费用2019年同比增速达1105.72%，主要系当期设计院研发相关费用增加所致。保利地产（600048）2020年研发费用同比增长2140.49%，主要系研发支出归集方式变化。

化工行业中，处于平稳扩张期的江苏索普（600746）研发费用同比增长率高达8271.56%，主要由于2019年12月公司并入醋酸和硫酸业务组，业务规模增加，研发费用从2018年的2.14万元增长至2019年的2656.44万元，变动比例124100.13%。

图 16：分行业各周期企业指标变动情况——研发费用增长率

行业	导入期	波动扩张期	平稳扩张期	稳定期	衰退期
采掘	65.25%	158.34%	139.15%	30.22%	7.10%
交通运输	52.42%	102.96%	413.94%	36.25%	2.78%
家用电器	22.93%	-5.74%	48.57%	18.35%	-3.06%
钢铁	165.15%	140.89%	354.96%	35.96%	10.10%
建筑材料	58.38%	81.96%	124.60%	19.85%	-1.24%
机械设备	41.63%	39.53%	46.74%	20.85%	7.02%
公用事业	47.04%	76.65%	357.84%	28.24%	-3.86%
传媒	26.31%	74.62%	138.64%	15.21%	-11.96%
通信	17.60%	-18.54%	82.11%	18.43%	11.67%
医药生物	34.84%	52.47%	65.70%	25.51%	5.88%
有色金属	39.72%	44.52%	153.07%	28.84%	20.25%
商业贸易		0.33%	177.05%	37.21%	-17.13%
电气设备	44.41%	41.92%	157.70%	19.55%	7.22%
农林牧渔	41.44%	114.44%	72.20%	21.79%	35.93%
国防军工	51.54%	78.38%	96.96%	23.73%	13.37%
建筑装饰	73.96%	74.92%	304.89%	22.92%	18.35%
计算机	39.26%	42.13%	112.36%	22.40%	11.59%
纺织服装	7.42%	20.39%	86.37%	19.32%	-0.17%
房地产	60.03%	144.98%	329.48%	21.66%	-12.04%
轻工制造	43.52%	24.63%	133.91%	22.82%	2.92%
综合	50.06%			46.48%	-16.31%
化工	44.73%	52.19%	563.25%	19.95%	4.37%
休闲服务	70.83%		301.89%	58.42%	37.57%
汽车	55.31%	32.46%	437.68%	13.26%	12.45%
食品饮料	43.89%	105.40%	82.51%	21.20%	7.55%
电子	35.24%	44.69%	120.88%	18.56%	8.38%
均值	49.32%	63.52%	196.10%	25.65%	6.11%

资料来源：Wind，德邦证券研究所（注：采用申万一级行业）

### 3.2.4. 家电、传媒、农业毛利率提升增速亮眼

平稳扩张期的毛利率增长率达到最高水平。该阶段交通运输、家用电器、传媒、农林牧渔行业表现突出，毛利率增长达到17%以上。其次为波动扩张期，国

防军工在该时期毛利增长达到 33.60%，远高于同周期内其他行业。而导入期内多个行业毛利出现负增长，如采掘、交通运输、钢铁、公用事业、有色金属、休闲服务等行业。至衰退期基本所有行业毛利均为负增长，符合生命周期发展趋势。

横向来看，家用电器、传媒、农林牧渔行业的毛利率增长率较为亮眼，扩张期均达到 10%以上。而商业贸易、建筑装饰、房地产、休闲服务及汽车行业毛利增长水平较差，在多个阶段内均为负增长。

其中通信行业大部分企业均处于稳定期（29 家）和衰退期（72 家），波动扩张期仅有一家三维通信（002115），毛利率复合增速为-45.40%。汽车行业平稳扩张期内毛利率复合增速-46.06%，主要是由于近年来汽车市场销售整体下滑，销量持续低迷，多家企业毛利率下降。

图 17：分行业各周期企业指标变动情况——毛利率增长率

行业	导入期	波动扩张期	平稳扩张期	稳定期	衰退期
采掘	-1.72%	1.72%	-0.43%	2.23%	-17.00%
交通运输	-3.93%	-0.74%	-17.71%	-1.37%	-36.83%
家用电器	-0.33%	11.82%	18.26%	2.00%	-17.81%
钢铁	-9.23%	-4.42%	1.64%	-5.67%	-7.58%
建筑材料	-0.04%	3.17%	2.22%	-0.72%	-0.39%
机械设备	-1.18%	-0.38%	2.93%	-1.58%	-8.70%
公用事业	-3.57%	-0.36%	8.79%	2.99%	-10.92%
传媒	-0.13%	10.37%	22.64%	3.23%	-15.42%
通信	8.08%	-45.40%	3.59%	-0.08%	-7.29%
医药生物	1.74%	4.52%	10.02%	0.19%	-1.23%
有色金属	-5.98%	4.02%	5.80%	1.17%	-15.92%
商业贸易		-1.55%	-0.07%	-4.75%	1.27%
电气设备	1.29%	4.62%	1.71%	-0.63%	-8.50%
农林牧渔	-2.26%	17.46%	19.87%	-0.80%	-26.56%
国防军工	2.58%	33.60%	3.30%	-1.71%	-12.95%
建筑装饰	-1.10%	-5.52%	-4.59%	-1.42%	-4.64%
计算机	2.05%	2.57%	3.09%	-2.20%	-5.98%
纺织服装	6.30%	6.71%	2.63%	0.59%	-22.82%
房地产	2.46%	-4.16%	-0.83%	5.59%	-4.19%
轻工制造	2.28%	2.62%	5.97%	-0.42%	-4.09%
综合	1.24%			-0.25%	1.50%
化工	4.30%	7.57%	1.12%	0.80%	-7.39%
休闲服务	-15.46%		-18.97%	-17.12%	-42.47%
汽车	4.25%	-5.61%	-46.06%	-3.45%	-8.24%
食品饮料	0.81%	-1.76%	3.97%	-1.04%	-3.87%
电子	1.30%	4.35%	-15.07%	-0.18%	-8.31%
均值	0.15%	1.88%	1.97%	-0.95%	-11.40%

资料来源：Wind，德邦证券研究所（注：采用申万一级行业）

### 3.2.5. 多数行业的规模扩张率指标在扩张期提升明显

规模扩张率指标包含对内及对外扩张，全 A（除金融）整体来看，平稳扩张期规模扩张率均值最高，达到 38.37%，其次为导入期和波动扩张期，分别为 17.34%

和 16.79%。分行业来看，部分行业在扩张期该指标较高，如钢铁、机械设备、公用事业、医药生物、休闲服务、汽车、电子等行业；个别行业的扩张计划实施较早，在导入期规模扩张率便达到较高值，如交通运输、国防军工、建筑装饰等。到达稳定期后规模扩张率也随之下降，直至衰退期对内及对外投资开始出现大幅度收缩。

我们发现，扩张期内如通信、商贸等行业的规模扩张率指标出现大幅下降，主要是由于该行业处于该阶段的企业数量较少，影响该阶段行业的评价指标。

通信行业在波动扩张期仅有一家企业三维通信(002115)，2017-2020 年复合规模扩张率-85.47%，该公司 2017-2019 年投资活动现金净流量持续为负，分别为 -2.18，-5.29 和 -2.85 亿元，一方面是由于公司按照财政部《关于 2018 年度一般企业财务报表格式有关问题的解读》文件规定，编制 2018 年度现金流量表时，将投资活动现金流量中与资产相关的政府补助变更为经营活动现金流量，导致投资活动现金净流量明显下降，另一方面是由于公司支付的微信公众号的长期租赁款增加。

商业贸易行业在平稳扩张期仅有一家企业吉峰科技(300022)，2017-2020 年复合规模扩张率-93.52%，其中 2017 年投资活动现金净流量-5399.33 万元，主要由于收回投资收到的现金同比下降 86.89%。

图 18：分行业各周期企业指标变动情况——规模扩张率

行业	导入期	波动扩张期	平稳扩张期	稳定期	衰退期
采掘	34.51%	14.69%	14.03%	14.15%	-0.98%
交通运输	65.51%	41.88%	-18.31%	28.03%	-32.44%
家用电器	-28.47%	-65.77%	328.70%	-7.25%	-49.04%
钢铁	-22.91%	175.78%	39.89%	13.49%	-10.58%
建筑材料	14.75%	47.79%	-19.84%	6.67%	-40.83%
机械设备	1.27%	22.27%	19.14%	3.87%	-39.32%
公用事业	6.44%	23.15%	23.82%	21.23%	-18.27%
传媒	-20.51%	-1.59%	-1.83%	-19.50%	-51.60%
通信	21.67%	-85.47%	14.04%	1.21%	-27.90%
医药生物	29.61%	41.50%	34.75%	1.40%	-29.07%
有色金属	58.23%	68.94%	15.12%	9.89%	-24.55%
商业贸易		-10.64%	-93.52%	-38.83%	-28.19%
电气设备	19.09%	13.24%	68.32%	0.13%	-32.94%
农林牧渔	22.28%	-0.18%	27.32%	9.26%	-15.97%
国防军工	43.86%	6.16%	-24.97%	16.85%	-39.27%
建筑装饰	39.75%	-45.04%	-27.46%	6.74%	-33.18%
计算机	41.30%	-19.53%	290.25%	19.24%	-32.37%
纺织服装	75.43%	11.28%	87.32%	16.31%	-34.52%
房地产	-115.17%	-33.39%	-13.33%	4.83%	-49.12%
轻工制造	28.65%	114.04%	-18.82%	1.57%	-30.42%
综合	13.07%			-17.41%	-36.42%
化工	14.64%	40.09%	1.59%	0.94%	-23.39%
休闲服务	23.60%		107.60%	13.00%	-51.39%
汽车	20.89%	42.70%	42.13%	7.73%	-27.60%
食品饮料	2.58%	-10.81%	-24.03%	-1.67%	-33.64%
电子	43.54%	11.93%	87.31%	18.11%	-20.63%
均值	17.34%	16.79%	38.37%	5.00%	-31.29%

资料来源：Wind，德邦证券研究所（注：采用申万一级行业）

### 3.2.6. 波动扩张期家电/通信/计算机/汽车等行业现金收益比远高于市场均值

现金收益比衡量收益质量，从整体均值看，现金收益比在波动扩张期达到最高，说明此阶段收益质量达到最优，其中家用电器、通信、建筑装饰、计算机及汽车行业表现亮眼，现金收益比远高于整体均值。

其中，通信行业波动扩张期仅有一家企业三维通信(002115)，其2017-2020年现金收益比复合增速达到343.58%，主要由于该公司2019年经营活动产生的现金流量净额增长2056.38%，为互联网广告投放业务持续增长的情况下，公司预付的广告费较上期减少所致。平稳扩张期中，钢铁、轻工制造、汽车及食品饮料行业收益质量突出，现金收益比增长率均达到120%以上。其中家用电器行业平稳扩张期仅有一家企业极米科技(688696)，其2017-2020年净现比复合增速-172.48%，主要是由于2020年公司产销规模扩大，增加备货规模，支付货款增加，导致经营活动产生的现金流量净额同比减少43%，而净利润同比增加187.79%。

而在衰退期所有行业现金收益比均为负值，收益质量堪忧，其中采掘、通信、有色金属、电气设备、农林牧渔、国防军工、计算机、房地产等多个行业跌破行业均值。

图 19：分行业各周期企业指标变动情况——现金收益比增长率

行业	导入期	波动扩张期	平稳扩张期	稳定期	衰退期
采掘	0.16%	-16.88%	-24.50%	-3.40%	-144.40%
交通运输	-17.49%	4.97%	61.76%	7.83%	-60.24%
家用电器	24.04%	222.11%	-172.48%	1.20%	-85.06%
钢铁	47.67%	-4.54%	131.63%	-0.17%	-49.85%
建筑材料	-35.29%	-1.35%	41.78%	-4.25%	-103.51%
机械设备	15.92%	60.17%	98.76%	11.44%	-96.96%
公用事业	31.99%	53.19%	-8.06%	-4.55%	-107.75%
传媒	55.72%	61.69%	-64.12%	22.02%	-60.21%
通信	82.02%	343.58%	-38.96%	13.48%	-124.70%
医药生物	18.58%	3.57%	33.06%	13.82%	-99.96%
有色金属	20.90%	38.67%	77.97%	6.58%	-121.73%
商业贸易		-65.83%	34.16%	-3.52%	-93.55%
电气设备	43.77%	20.04%	52.98%	11.91%	-126.55%
农林牧渔	78.05%	-44.32%	21.66%	14.38%	-129.28%
国防军工	-0.92%	-13.93%	-63.85%	-6.38%	-150.30%
建筑装饰	25.35%	98.21%	31.40%	5.99%	-118.22%
计算机	25.31%	108.43%	73.03%	8.69%	-139.33%
纺织服装	71.89%	-20.51%	36.93%	10.39%	-49.53%
房地产	-22.15%	-27.45%	3.98%	4.06%	-127.34%
轻工制造	-2.23%	47.33%	122.98%	13.05%	-54.82%
综合	34.88%			-24.61%	-60.84%
化工	9.86%	37.00%	20.07%	14.04%	-110.81%
休闲服务	-4.97%		20.67%	4.11%	-79.14%
汽车	35.85%	134.88%	182.01%	35.68%	-99.91%
食品饮料	-26.25%	7.37%	151.65%	1.21%	-69.36%
电子	26.56%	60.77%	28.53%	17.52%	-108.50%
均值	21.57%	46.13%	34.12%	6.56%	-98.92%

资料来源：Wind，德邦证券研究所（注：采用申万一级行业）

## 4. 生命周期各阶段财务综合指标选股标准及筛选结果

### 4.1. 各生命阶段财务指标综合评价体系

我们从企业的债务风险、市场份额、资金周转、盈利质量、成本控制等方面进行财务评价，针对企业不同生命周期的特点，选取能够有效反应该阶段公司业绩表现的财务指标构建财务评价体系，并筛选出各个生命周期内表现较优的个股。（衰退期企业的整体财务指标表现较弱，我们重点关注导入期、扩张期、稳定期的绩优企业。）

图 20：生命周期各阶段财务综合指标选股标准

阶段	关键因素	财务指标及筛选标准	备注
导入期	大额举债，为扩张规模或缓解资金紧张	连续3年货币资金/有息负债 $\geq 0.5$	
	初始资本投入不足，资本积累能力差	连续3年资本积累率 $\geq 5\%$	资本积累率=期末所有者权益/期初所有者权益-1
	通过营收积累资本，为扩张做准备	连续3季度营收增长率 $\geq 10\%$	
	有较强扩张意愿	连续3年购建资产增速 $\geq 10\%$	构建资产增速=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金增速
波动扩张期	市场地位逐步提升	连续3季度市场占有率 $\geq 0.1\%$	市场占有率=当期企业营业收入/产业总营业收入
	业绩持续增长	连续3季度归母净利润同比增长率 $\geq 15\%$	
	市场需求开始攀升，存货周转加快	连续3年存货周转率 $\geq 4$	
	运营效益持续提升	连续3年资产保值增值率 $\geq 100\%$	资产保值增值率=期末所有者权益/期初所有者权益
平稳扩张期	盈利大幅增长	连续3季度EBIT同比增长率 $\geq 20\%$	
	市场需求旺盛	连续3年存货周转率 $\geq 4$	
	市场份额达到最大化	连续3季度市场占有率 $\geq 0.2\%$	
	因扩张需要存在一定比例资本支出	最近一年扩张性资本开支 $\geq 2000$ 万	扩张性资本开支=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-当期计提折旧与摊销
稳定期	进入稳定期，盈利绝对规模达到一定水平	连续3季度净利润规模 $\geq 2000$ 万	
	关注盈利质量及可持续性，无大量应收挂账	连续3季度净现比 $\geq 1$	净利润现金含量=经营活动产生的现金流量净额/净利润
	可通过应付账款、预收账款占用上下游资金	连续3年应付账款周转率 $\geq 4$	
	投资效率为正	连续3季度ROIC $\geq 0\%$	ROIC (Wind) = EBIT反推法*(1-有效税率)*2 / (期初全部投入资本+期末全部投入资本)

资料来源：Wind，德邦证券研究所

## 4.2. 选股结果

### 1) 导入期：

#### ➤ 选股标准：

连续 3 年货币资金/有息负债 $\geq 0.5$

连续 3 年资本积累率 $\geq 5\%$

连续 3 季度营收同比增长率 $\geq 10\%$

连续 3 年购建资产增速 $\geq 10\%$

#### ➤ 筛选结果：

组合中捷昌驱动（603583）所处线性驱动系统行业目前正在高速增长，产品定位高端，盈利能力强，于 2018 年在上交所上市后，利润大幅增长，2018 年净利同比增长 60.90%，2019 年净利同比增长 11.68%，货币资金充足。

图 21：导入期企业选股结果

序号	代码	名称	行业	I值	货币资金/有息负债			资本积累率(%)			营业收入增长率(单季度, %)			购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金增速(%)		
					2018	2019	2020	2018	2019	2020	20Q3	20Q4	21Q1	2018	2019	2020
1	002845.SZ	同兴达	电子	0.24	2.55	1.71	1.22	15%	30%	75%	92%	47%	59%	101%	27%	22%
2	300308.SZ	中际旭创	通信	0.22	0.60	0.88	0.59	19%	45%	15%	57%	25%	11%	44%	25%	26%
3	300347.SZ	泰格医药	医药生物	0.26	1.09	2.19	95.58	8%	82%	223%	22%	15%	39%	100%	12%	52%
4	300496.SZ	中科创达	计算机	0.27	1.60	1.79	6.55	19%	27%	123%	37%	52%	79%	71%	130%	363%
5	300630.SZ	普利制药	医药生物	0.22	6.79	0.66	0.97	22%	30%	78%	48%	19%	60%	44%	60%	108%
6	300925.SZ	法本信息	计算机	0.25	1.92	3.48	12.12	38%	74%	171%	51%	61%	80%	149%	182%	87%
7	600031.SH	三一重工	机械设备	0.25	0.79	1.08	0.69	23%	40%	28%	55%	56%	93%	168%	71%	115%
8	603583.SH	捷昌驱动	电气设备	0.26	393.05	369.03	20.56	207%	12%	102%	40%	30%	32%	136%	40%	53%
9	603737.SH	三棵树	化工	0.25	0.79	0.56	0.75	19%	38%	44%	47%	50%	241%	36%	147%	23%
10	688288.SH	鸿泉物联	计算机	0.30	16.53	120.42	6.43	84%	238%	8%	80%	34%	104%	128%	284%	23%

资料来源: Wind, 德邦证券研究所

## 2) 波动扩张期:

### ➤ 选股标准:

连续3季度市场占有率 $\geq 0.1\%$

连续3季度归母净利润同比增长率 $\geq 15\%$

连续3年存货周转率 $\geq 4$

连续3年资产保值增值率 $\geq 100\%$

### ➤ 筛选结果:

图 22: 波动扩张期企业选股结果

序号	代码	名称	行业	I值	市占率(单季度, %)			归母净利润同比增长率(单季度, %)			资产保值增值率(%)			存货周转率		
					20Q3	20Q4	21Q1	20Q3	20Q4	21Q1	2018	2019	2020	2018	2019	2020
1	002726.SZ	龙大肉食	食品饮料	0.34	3.27%	2.94%	2.52%	434%	235%	50%	111%	114%	144%	10.79	8.79	8.57
2	002987.SZ	京北方	计算机	0.36	0.33%	0.24%	0.42%	39%	63%	117%	120%	137%	281%	96.99	133.33	180.51
3	002993.SZ	奥海科技	电子	0.32	0.14%	0.10%	0.13%	39%	40%	74%	125%	140%	283%	8.21	9.16	7.88
4	300428.SZ	四通新材	汽车	0.37	0.92%	0.50%	0.56%	43%	41%	74%	411%	131%	121%	8.50	4.35	7.49
5	300737.SZ	科顺股份	建筑材料	0.31	0.87%	0.91%	1.07%	175%	236%	463%	202%	108%	132%	8.13	6.96	8.51
6	300759.SZ	康龙化成	医药生物	0.36	0.28%	0.28%	0.28%	86%	75%	142%	116%	335%	114%	18.37	17.44	14.62
7	300870.SZ	欧陆通	电气设备	0.32	0.17%	0.15%	0.17%	17%	78%	24%	120%	133%	324%	7.45	6.74	7.53
8	600739.SH	辽宁成大	医药生物	0.34	0.84%	0.83%	0.75%	437%	74%	314%	101%	106%	109%	9.86	7.68	8.20
9	601012.SH	陆基股份	电气设备	0.32	4.03%	4.73%	5.15%	52%	22%	34%	118%	168%	126%	5.13	4.40	4.62
10	601865.SH	福莱特	建筑材料	0.33	0.79%	1.07%	1.50%	43%	290%	289%	113%	123%	160%	6.93	7.64	6.95
11	603568.SH	伟明环保	公用事业	0.31	0.23%	0.21%	0.17%	59%	53%	87%	133%	137%	131%	7.19	7.74	10.65
12	603606.SH	东方电缆	电气设备	0.34	0.41%	0.35%	0.47%	103%	83%	245%	110%	124%	146%	4.05	4.74	4.46
13	603882.SH	金城医药	医药生物	0.31	0.47%	0.44%	0.51%	239%	446%	1023%	112%	119%	167%	24.96	21.33	21.46
14	688680.SH	海优新材	电气设备	0.32	0.10%	0.13%	0.18%	212%	341%	306%	105%	121%	139%	8.35	10.13	8.74

资料来源: Wind, 德邦证券研究所

## 3) 平稳扩张期:

➤ **选股标准:**

连续 3 季度 EBIT 同比增长率  $\geq 20\%$

连续 3 年存货周转率  $\geq 4$

连续 3 季度市场占有率  $\geq 0.2\%$

最近一年扩张性资本开支  $\geq 2000$  万

➤ **筛选结果:**

受去年疫情影响, 2020 年医疗板块暴涨, 组合中如蓝帆医疗 (002382)、英科医疗 (300677) 均主营丁腈手套+PVC 手套, 疫情爆发后需求激增, 2020 年 EBIT 同比增长率最高可达到 10 倍以上。

图 23: 平稳扩张期企业选股结果

序号	代码	名称	行业	I 值	扩张性资本开支 (百万元)	EBIT 同比增长率 (单季度, %)			存货周转率			市占率 (单季度, %)		
					2020	20Q3	20Q4	21Q1	2018	2019	2020	20Q3	20Q4	21Q1
1	002382.SZ	蓝帆医疗	医药生物	0.54	973.36	709%	1046%	977%	4.71	4.42	4.73	0.47%	0.59%	0.60%
2	300244.SZ	迪安诊断	医药生物	0.42	110.01	157%	94%	393%	4.91	4.52	5.33	0.60%	0.58%	0.54%
3	300677.SZ	英科医疗	医药生物	1.17	2748.19	4996%	4604%	2881%	7.69	7.09	7.93	0.89%	0.89%	1.27%
4	300682.SZ	朗新科技	计算机	0.62	27.69	93%	25%	45%	6.23	8.28	6.36	0.31%	0.67%	0.37%
5	300715.SZ	凯伦股份	建筑材料	0.74	351.06	228%	20%	99%	6.43	6.85	7.82	0.27%	0.34%	0.32%
6	300877.SZ	金春股份	纺织服装	0.45	25.31	153%	172%	35%	20.67	19.51	14.47	0.36%	0.33%	0.34%
7	600143.SH	金发科技	化工	0.45	1575.18	152%	37%	196%	6.88	7.81	7.13	0.86%	0.76%	0.74%
8	600803.SH	新奥股份	公用事业	0.66	4061.71	869%	1269%	2624%	6.31	6.18	37.45	4.86%	5.98%	5.79%
9	600876.SH	洛阳玻璃	建筑材料	0.41	31.47	108%	368%	350%	6.58	5.33	7.79	0.38%	0.64%	0.58%
10	601919.SH	中远海控	交通运输	0.72	772.21	100%	626%	1642%	34.40	33.07	40.33	5.91%	6.39%	8.76%

资料来源: Wind, 德邦证券研究所

4) **稳定期:**

➤ **选股标准:**

连续 3 季度净利润  $\geq 2000$  万

连续 3 季度净现比  $\geq 1$

连续 3 年应付账款周转率  $\geq 4$

连续 3 季度 ROIC  $\geq 0\%$

➤ **筛选结果:**

**图 24：稳定期企业选股结果**

序号	代码	名称	行业	I 值	净利润（单季度，百万元）			净现比（单季度）			应付账款周转率			投入资本回报率（单季度，%）		
					20Q3	20Q4	21Q1	20Q3	20Q4	21Q1	2018	2019	2020	20Q3	20Q4	21Q1
1	000027.SZ	深圳能源	公用事业	0.20	1202	83	565	1.74	20.29	1.21	5.77	5.88	6.34	2.12%	0.38%	1.08%
2	000050.SZ	深天马A	电子	0.11	486	244	519	6.36	12.96	1.23	5.55	4.52	4.13	1.23%	0.54%	1.00%
3	000725.SZ	京东方A	电子	0.06	1390	3017	6302	9.89	5.23	2.30	4.02	4.54	4.50	0.84%	1.16%	2.03%
4	002078.SZ	太阳纸业	轻工制造	0.07	452	574	1112	3.08	5.32	1.74	7.66	8.55	8.17	2.02%	2.34%	4.06%
5	002107.SZ	沃华医药	医药生物	0.06	53	40	51	1.04	1.75	1.66	6.79	6.13	6.79	3.87%	4.10%	4.58%
6	002182.SZ	云海金属	有色金属	0.07	74	72	75	1.06	3.16	1.47	13.93	13.52	12.24	2.08%	1.68%	2.01%
7	002381.SZ	双箭股份	化工	0.14	84	85	58	1.41	1.13	1.07	6.01	5.02	4.79	4.44%	4.01%	2.82%
8	002472.SZ	双环传动	汽车	0.14	24	44	61	3.56	7.86	2.57	5.65	4.96	4.28	0.83%	1.19%	1.34%
9	002675.SZ	东诚药业	医药生物	0.15	152	102	89	2.24	2.20	1.68	13.74	14.76	12.69	2.65%	2.14%	1.53%
10	002916.SZ	深南电路	电子	0.20	375	333	244	1.44	1.37	1.72	5.42	5.47	5.56	4.76%	3.62%	2.79%
11	002946.SZ	新乳业	食品饮料	0.06	116	94	35	2.07	3.23	4.93	8.24	8.16	8.68	2.59%	1.59%	0.86%
12	300015.SZ	爱尔眼科	医药生物	0.16	976	197	544	1.93	4.02	1.36	5.14	4.98	4.58	8.61%	1.71%	4.31%
13	300151.SZ	昌红科技	机械设备	0.15	47	26	41	1.77	2.86	1.02	5.62	4.84	6.12	4.98%	1.95%	3.69%
14	300383.SZ	光环新网	通信	0.14	189	248	209	1.61	1.62	1.59	4.55	4.90	5.65	1.92%	2.30%	1.93%
15	300573.SZ	兴齐眼药	医药生物	0.18	41	38	38	1.24	1.46	1.26	13.66	11.41	17.19	5.98%	5.33%	4.86%
16	300783.SZ	三只松鼠	食品饮料	0.11	76	37	315	4.11	7.46	1.24	4.49	4.70	4.70	2.95%	1.73%	12.91%
17	600062.SH	华润双鹤	医药生物	0.08	321	132	297	1.03	2.47	1.09	6.01	5.63	4.11	3.36%	1.26%	2.97%
18	600096.SH	云天化	化工	0.11	143	214	686	7.78	7.21	1.83	8.84	9.98	12.18	1.44%	1.21%	2.19%
19	600141.SH	兴发集团	化工	0.09	253	207	382	1.34	6.67	1.16	6.86	6.13	5.40	1.79%	1.16%	2.09%
20	600211.SH	西藏药业	医药生物	0.07	105	94	159	1.17	1.26	1.39	20.76	19.22	18.78	3.89%	3.89%	5.90%
21	600285.SH	羚锐制药	医药生物	0.12	92	56	97	1.41	2.00	2.33	6.84	7.78	7.35	3.73%	2.02%	3.83%
22	600584.SH	长电科技	电子	0.12	398	541	387	3.72	3.33	3.12	4.75	4.76	4.91	2.31%	2.44%	1.92%
23	600703.SH	三安光电	电子	0.10	304	78	557	2.00	11.12	1.15	5.05	4.42	4.48	1.15%	0.33%	1.77%
24	600827.SH	百联股份	商业贸易	0.08	119	266	404	15.67	7.26	2.30	6.48	6.53	4.31	0.53%	0.99%	1.70%
25	601088.SH	中国神华	采掘	0.15	15312	7140	14066	1.16	1.37	1.39	5.44	5.76	5.33	3.09%	1.49%	2.84%
26	601228.SH	广州港	交通运输	0.09	300	157	295	3.53	3.32	1.44	16.01	15.49	11.26	1.40%	0.69%	1.24%
27	601339.SH	百隆东方	纺织服装	0.06	43	187	223	8.11	2.67	1.75	13.87	17.38	22.60	0.62%	1.55%	1.95%
28	601866.SH	中远海发	交通运输	0.11	819	458	828	2.46	9.23	1.55	6.35	5.08	5.07	0.99%	0.52%	0.83%
29	601899.SH	紫金矿业	有色金属	0.16	2706	2661	3417	1.27	1.64	1.54	21.16	27.03	30.44	2.42%	1.74%	2.47%
30	603013.SH	亚普股份	汽车	0.05	206	113	127	3.17	1.63	2.77	5.00	4.89	4.06	4.90%	2.70%	3.14%

资料来源：Wind，德邦证券研究所

## 5. 风险提示

评价体系的局限性；统计误差；财务指标滞后性；业绩对股价解释力有限；企业所处外部环境发生重大变化。

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

吴开达，德邦证券研究所副所长、总量大组长、首席策略分析师（兼中小盘、新股研究），复旦大学、上海财经大学金融专硕导师。曾任国泰君安策略联席首席，拥有超过 10 年资本市场投资及研究经历，同时具备一级市场、二级市场买方投资及二级市场卖方研究经验。践行“自由无用、策略知行”，主要研究市场微观结构。吴开达策略知行团队成员大多具有买方工作经验，细分为：大势研判、行业比较、公司研究、微观流动性、新股研究五个领域，落地组合策略+增强策略，较传统卖方策略更具买方思维、更重知行。

## 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。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

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