民生证券研究院

会议纪要/晨会

晨会纪要

晨会纪要 2021 年 11 月 1 日

● 客户观点反馈

部分客户认为目前宏观经济增速放缓延续，存在一定下行压力，流动性保持稳定基础上有望迎来边际宽松，结合A股三季报披露情况，当前的配置比较关注A股三季报边际改善幅度较大的科技成长板块。其中半导体、新能源车、光伏设备等细分行业净利润累计增速较高，会逢低布局处于高景气“赛道”的优质龙头标的。

● 个股观点

【民生电子】斯达半导(603290):业绩大幅增长，享受高景气与国产替代红利

（王芳，分析师 S0100519090004，021-60876730）

一、事件概述

10 月 30 日，公司发布 2021 年三季报，2021 年前三季度公司实现收入 12.0 亿元，同增 79%，归母净利 2.7 亿元，同增 99%。

二、分析与判断

Q3 业绩大幅增长，合同负债大增需求旺盛

2021 年前三季度公司实现收入 12.0 亿元，同增 79%，归母净利 2.7 亿元，同增 99%，毛利率同比+2.3pct 至 35.0%；其中 Q3 单季实现收入 4.8 亿元，同增 90%，环增 21%，归母净利 1.1 亿元，同增 111%，环增 43%，业绩增长主要系公司抓住功率半导体高景气和国产替代机遇，各项业务实现较大增长。同时，公司合同负债同增 126%，环比继续提升，预示着公司未来良好的收入增长前景。

国内车规级 IGBT 领军企业，看好业绩持续高增

受益于新能源行业的迅速发展，集邦咨询预计 2025 年中国 IGBT 市场规模将达 522 亿元，年复合增长率达 19%。公司作为国内 IGBT 领军企业，实现电动车、新能源、工控、变频家电全领域覆盖，电动车主驱 IGBT 模块出货量居国内企业之首，且向多家知名厂商加快定点，市场份额有望不断提升。在功率半导体高景气、新能源成长红利及国产替代加速的背景下，未来公司业绩有望持续高增。

三、投资建议

我们预计 2021/22/23 年公司归母净利为 3.5/4.8/6.5 亿元，对应 PE 为 184/132/98 倍，考虑到公司作为国内 IGBT 领军企业，技术实力国内领先，国产替代加速，业绩高增长有望消化估值，维持“推荐”评级。

四、风险提示

行业景气不及预期，研发进展不及预期，产能爬坡不及预期。

【民生电新】宏发股份三季报点评：下游多点开花，增速迈上新台阶

（邓永康，分析师 S0100521100006，021-60876734）

一、事件概述

10 月 26 日，公司发布 2021 年三季报，报告期实现营收 22.71 亿元，同增 295.18%，归母净利润 2.44 亿元，同增 2280.45%。

二、分析与判断

传统领域保持良好经营态势

公司的功率和信号继电器主要下游为家电、医疗、安防等行业，整体保持快速增长态势，1-9 月出货量同比分别增长 38%和 49.9%。白电和小家电今年受益于出口高增长，

民生证券研究院

分析师：田铭

执业证号： S0100516010001

电话： 0755-22662077

邮箱： tianming@mszq.com

昨日重点研报

【民生电子】斯达半导(603290):业绩大幅增长，享受高景气与国产替代红利

【民生电新】宏发股份三季报点评：下游多点开花，增速迈上新台阶

【民生食饮】今世缘(603369)三季报点评报告：特 A+类占比稳升，营收锁定全年增长目标

【民生商社】奥园美谷（000615）三季报点评：地产剥离聚力医美，财务指标大幅优化

同时，公司新拓展的家电类新客户如美的空调及新领域如光伏、储能、充电桩、5G等领域也开始有序交货，未来功率继电器仍有望保持稳定增长。电力继电器受换表周期及芯片影响，仍略有下滑，但2022年将进入新一轮的智能电表换表周期，该业务有望恢复增长。

汽车和高压直流增长加速

根据Marklines数据，2021年1-9月，全球汽车销量约5,971万辆，同比增长11.3%，但Q3芯片紧缺加剧，产销大幅度下滑。在行业不利的背景下，公司汽车业务保持快速增长势头，收入同比增长46.5%。新能源车则爆发式增长，根据中汽协和Marklines数据，1-9月中国和欧洲的新能源车分别为215万辆和156万辆，同比分别增长1.8倍和3.5倍。公司高压直流继电器产品1-9月收入同比增长155%，跟随行业保持高增长。

盈利能力显著修复

公司继电器产品的主要原材料为铜、银、铁、工程塑料等大宗原材料，今年以来大宗商品价格持续上涨，盈利端承压较大。2021Q3单季度公司的毛利率和净利率分别达到36.17%和15.66%，环比分别提升2.81Pcts和0.11Pct。我们分析主要是公司通过原材料锁价、内部成本挖潜及优势产品价格传导等多种措施，提升了公司整体的盈利能力。

三、投资建议

考虑到公司下游主要行业的发展态势及公司在各领域的客户及订单储备，根据模型测算，预计公司2021/22/23年营收为107.78、143.15和187.93亿元，归母净利为11.53、17.00和23.79亿元，增速为38.5%、47.5%和40.0%；EPS为1.55、2.28和3.19元，当前股价对应PE为48、33和23x。参考SW电气设备板块57倍PE水平（TTM，Wind一致盈利预期），维持“推荐”评级。

四、风险提示：

宏观经济及下游市场需求不及预期；主要原材料价格持续上涨；市场竞争加剧等。

【民生食饮】今世缘(603369)三季报点评报告：特A+类占比稳升，营收锁定全年增长目标

（王言海，分析师 S0100521090002，18956494422）

一、事件概述

10月29日，公司发布2021年三季报，2021年前三季度实现营业收入53.4亿元，同增27.2%，实现归母净利润16.9亿元，同增29.3%。

二、分析与判断

报表质量稳健，Q3费用率下行贡献利润弹性

2021Q3，公司实现营收14.8亿元，YoY+15.8%，实现归母净利润3.6亿元，YoY+23.8%，毛利率78.48%，同增1.70pct，销售费用率同降8.26pct贡献利润弹性（主要系去年Q3费用率基数较高，拉平前三季度销售费用率同比略降，基本正常）；Q3销售现金回款19.6亿元，YoY+12.5%，合同负债余额8.61亿元，环比增2.13亿元。

产品结构稳步提升，省外拓展略有放缓

Q3特A+类产品营收10.1亿元，YoY+16.4%，占比68.4%，环比增0.6pct，产品结构稳步提升；Q3江苏省收入同增15%，其中淮安/南京/盐城/苏南/苏中/淮海收入分别同增22%/-2%/7%/24%/22%/37%，苏南、苏中战略市场保持较好增长，省内北部下沉、南部渗透率提升空间仍大；Q3省内经销商减少6个，其中苏中/苏南经销商分别减少2/1个；Q3省外市场收入同增23.7%，省外收入占比7%，环比降0.5pct，Q3省外经销商减少18个，省外招商拓展略有放缓。

V系品牌稳步培育，四开换新升级

2021年今世缘明确V系攻坚战、K系提升战、今世缘品牌激活战、省外突破战四大营销战略，并设立省外工作部、V系高端事业部、市场监察部分别对应营销战略，2021年公司加强V系V9、V3战略地位，包括聚焦资源加强宣传推广，谋求V系品牌建设后承接消费升级；2021年，公司对四开进行提档升级，强化国缘新四开市场地位，

进展相对顺利。

三、投资建议

公司三季度业绩稳健增长，产品结构延续提升，21 年 59~66 亿元营收目标有望实现，预计公司 2021~2023 年营收分别为 64/76/89 亿元，归母净利润分别为 19.7/24.7/29.9 亿元，当前股价对应 P/E 分别为 31/25/21X，2021 年估值低于白酒行业平均估值 47X（算术平均法，Wind 2021 年一致预期），首次覆盖，给予“推荐”评级。

四、风险提示：

1）经济波动超预期影响高端需求，挤压 V 系等成长空间；2）省内竞争加剧等致主导产品动销不及预期、价盘失衡；3）疫情冲击持续性超预期。

【民生商社】奥园美谷（000615）三季报点评：地产剥离聚力医美，财务指标大幅优化

（刘文正，分析师 S0100521100009，13122831967）

一、事件概述

10 月 30 日，公司发布三季报预告，2021 年 1-9 月公司实现营业收入 14.42 亿元，同比-1.3%，归母净利 2.11 亿元，去年同期为-9,620.68 万元，其中 Q3 单季度实现收入 2.75 亿元，同比-76.32%，归母净利润 1.61 亿元，同比增长 66.17%。

二、分析与判断

业务结构优化、经营质量提升，资金实力进一步夯实

根据公告，公司已收到地产股权转让款交易总款的 60%部分已转化为投资收益，同时修订了经营范围，将更加聚焦于以医疗美容为主的业务布局。Q3 在地产业务置出和医美业务增长的背景下，公司收入有所波动，现金流质量显著改善，资产负债率大幅下降至 45.47%，同比-27.09pct。业务拆分：2020 年 H 地产/医美/化纤收入分别为 6.07/3.03/1.56 亿元。1-9 月连天美实现净利约 7570.12 万元，Q1/Q2/Q3 单季净利分别约 2,952 万/2,398 万（归母 1,319.38 万）/2,219.12 万（归母 1,220.52 万），预计相较去年全年盈利能力将再次提升。我们认为，随着公司地产业务的剥离，其持续经营能力以及公司价值均会有所提升。

医美中游新品牌、新模式待出发，上游矩阵丰富、技术领先

医美服务端轻重并举：目前公司体内共有机构四家，华东地区包括浙江省龙头连天美医院和杭州维多利亚医疗美容医院（55%股权 Q2 开始并表）；大湾区内有广州奥若拉和广州奥若拉花成两家门诊部（100%权益 Q4 开始并表），确立了大店品牌化、专业化运营，连锁门诊店以医生 IP 和光电科技为核心，促动“奥若拉”品牌重塑和高质量复制的策略。能量源医美和术后修复产品相互赋能：把握医美需求日常化和家用化机遇，公司已经独家代理顶流能量源医美器械品牌商赛诺秀/科医人/韩国元泰部分产品，随着销量的释放，在医美合规化和品牌化的背景下，其合作有望进一步加深。同时，光电医美术后的修复有望带动公司以“富勒烯”成分和“纳米技术”为主的敷料产品的销量释放。

三、投资建议

因地产剥离事项已在报表中有所显现，预计 Q4 公司业绩主要由医美和绿纤构成，因此相较此前盈利预测有所下调。预计公司 2021—2023 年的归母净利分别为 2.42、3.19 和 4.00 亿元，对应 EPS 分别为 0.31、0.41 和 0.51 元，对应 2022 年 PE 仅为 39 倍，远低于医美行业 2022 年 80X 估值水平（wind 一致预期），维持“推荐”评级。

四、风险提示：

行业竞争加剧，医美政策调整，医美项目落地不及预期。

【民生商社】科沃斯（603486）2021 年三季报点评：双轮驱动业绩弹性突出，股权激励彰显长期信心

（刘文正，分析师 S0100521100009，13122831967）

一、事件概述

公司于 10 月 29 日发布 2021 年三季报，Q1-Q3 公司实现营业总收入 82.44 亿元，同

比+99.04%；实现归母净利润 13.30 亿元，同比+432.05%。Q3 单季度公司实现营业总收入 28.86 亿元，同比+65.82%；实现归母净利润 4.80 亿元，同比+307.40%。

二、分析与判断

双品牌战略持续贡献弹性，Q4 旺季有望迎新一轮放量增长

扫地机器人方面，奥维数据显示 7-9 月份扫地机器人线下零售额分别同比+0.57%、-5.97%与+6.59%，科沃斯品牌市占率分别同比+12.93%、+6.80%与+5.50%；洗地机方面，淘数据显示 7-9 月添可零售额分别同比+469.35%、+518.10%与+163.87%。双品牌战略驱动下，公司 Q3 单季度营收与业绩分别同比+65.82%与+307.40%；此外，Q3 末公司合同负债+预收账款同比+71.1%至 2.43 亿元，反映出 Q4 旺季来临前良好的销售预期。

X1 新品推出提升价格天花板，期间费率优化驱动盈利能力上行

公司于 9 月中旬推出 X1 全能基站扫拖一体机，产品性能大幅提升，带动价格天花板突破至 5000 元以上。尽管 Q3 受原材料和海运费涨价扰动，公司销售毛利率环比 Q2 小幅下滑。预计后续随旺季来临，高单价新品放量有望带动毛利率重新上行。此外，Q3 公司期间费用率控制良好，同比-4.34 PCT 至 31.93%，带动净利率同比+9.86 PCT 至 16.67%。

推出股权激励计划绑定核心骨干，业绩考核目标彰显发展信心

公司同时发布 2021 年股票期权与限制性股票激励计划（草案），拟向激励对象授予权益总计 1719.52 万份，广泛覆盖包括董事、高级管理人员、中层管理人员和核心技术（业务）人员等在内的 927 名骨干员工，进一步绑定核心员工利益；业绩考核目标方面，以 2021 年为基数，2022-2025 年科沃斯与添可品牌销售收入和净利润增速不低于 35%、82.3%、146%与 232.2%，上市公司净利润增速不低于 25%、56.3%、95.3%与 144.1%，较高的业绩考核目标既彰显公司发展信心，又可对经营表现起到良好的托底作用。

三、投资建议

预计 2021-2023 年 EPS 分别为 3.48、4.51 与 5.68 元，对应 PE 分别为 49x、38x 与 30x，当前行业可比公司（石头科技、倍轻松与九号公司）平均 Wind 一致预期为 55x。考虑到公司龙头地位稳固，品牌力突出，盈利能力持续增强，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

清洁电器渗透率提升不及预期，原材料价格大幅上涨，行业竞争格局加剧等。

● 风险提示

宏观政策变化的风险，商品价格大幅下跌的风险，个股业绩不达预期的风险。

分析师简介

田铭，英国南安普顿大学国际银行与金融研究硕士。2011年加盟民生证券，原新三板分析师。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。