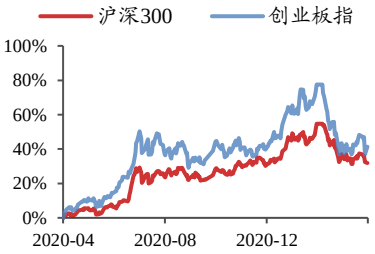
2021 年 04 月 13 日

开源晨会 0413

——晨会纪要

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
公用事业	1.1
钢铁	1.09
房地产	0.03
银行	-0.27
建筑装饰	-0.27

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
有色金属	-3.96
轻工制造	-3.49
化工	-3.18
机械设备	-2.64
国防军工	-2.55

数据来源：贝格数据

观点精粹

总量视角

【策略】分歧在扩大——资金跟踪系列之十二——投资策略专题-20210412
【宏观经济】信用“收缩”的结构特征——宏观经济点评-20210412
【宏观经济】信用“收缩”再论——宏观经济专题-20210412
【中小盘】本周车讯互联等 3 家公司进入精选层辅导阶段——中小盘新三板周报-20210411

行业公司

【农林牧渔】3 月鸡企积极补栏，带动鸡苗价格上涨——行业点评报告-20210412
【机械】美国电动化有望加速，国内锂电设备厂商受益——行业深度报告-20210412
【轻工：泡泡玛特(09992.HK)】泡泡玛特对比三丽鸥：起于同源，前景更优——港股公司深度报告-20210412
【轻工：索菲亚(002572.SZ)】经销回暖、大宗提速，完善品牌矩阵加速抢占市场——公司信息更新报告-20210412
【传媒：吉比特(603444.SH)】《问道》夯实业绩基石，差异化赛道拓宽成长边界——公司首次覆盖报告-20210412
【通信：亿联网络(300628.SZ)】多产品布局陆续突破，全年业绩有望边际改善——公司信息更新报告-20210412
【计算机：中科曙光(603019.SH)】净利润高增长，加速构建先进计算产业生态——公司信息更新报告-20210412
【家电：浙江美大(002677.SZ)】多渠道持续发力，高端市场地位稳固——公司信息更新报告-20210412
【中小盘：华阳集团(002906.SZ)】HUD 等新产品加速放量，公司业绩步入高速增长期——中小盘信息更新-20210412

研报摘要

总量研究

【策略】分歧在扩大——资金跟踪系列之十二——投资策略专题-20210412

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001 | 梅锴（联系人）证书编号：S0790120070044

美元指数下降，通胀预期下降，海外流动性较好，国内流动性分层不明显

上周(20210405-20210409)美元指数下降，截至 4 月 6 日，美元多头/空头头寸规模均下降，净多头有所下降，中美利差有所走阔，美债名义利率维持震荡，实际利率有所下降，其背后反映的通胀预期下降。对于海外而言，上周美国企业债信用利差有所分化，Ted 利差有所收窄，仍维持在低位，美国金融系统流动性整体仍较充裕；对于国内而言，上周流动性分层现象不明显，信用利差短端大多走阔，长端均收窄。交易热度上，上周公用事业、钢铁、纺服、煤炭、有色、汽车、建筑等行业交易热度处于历史较高水平，且钢铁、煤炭、有色、汽车等板块的交易热度环比仍在提升。调研上，电子、医药、军工、建材、计算机、钢铁、石油石化、家电等板块调研热度居前，其中军工板块调研热度环比上升。

北上内部分歧仍大，北上配置盘仍在持续买入 A 股

上周(20210407-20210409)外资配置盘净买入 A 股 59.46 亿元，外资交易盘净卖出 79.61 亿元。行业上，北上配置/交易盘的分歧仍大，两者共识在于买入机械、非银、轻工、石油石化等行业，同时卖出食品饮料、消费者服务、汽车、农林牧渔、电力及公用事业等行业。对于白酒板块，外资配置盘卖出白酒板块(-7.58 亿元)，其中净卖出贵州茅台 3.28 亿元。分市值看，上周北上配置盘在化工、医药、通信、钢铁、纺服、电子、建筑及汽车等板块主要挖掘 500 亿市值以下的标的。

两融活跃度继续回升，主要净买入食品饮料、交运以及部分“碳中和”板块

上周(20210406-20210409)两融活跃度继续回升，净买入 95.07 亿元，主要买入食品饮料、交运、医药、汽车、非银、有色、钢铁等板块，主要卖出石油石化、商贸零售、银行等板块。对于主动偏股基金 2020Q4 重仓股，两融买入 35.35 亿元。

公募仓位有所下降，个人投资者赎回放缓

上周(20210406-20210409)偏股混合型/普通股票型基金的仓位有所下降，主要加仓综合金融、非银、医药、军工、家电、有色、纺服、电新、消费者服务、钢铁、机械等板块，主要减仓建筑、轻工、汽车、电子、煤炭、通信、银行等板块。上周货币型 ETF 被持续净申购，这意味着货币型基金整体可能仍被净申购，同时近期 7 天理财预期收益率相对于货基收益率维持震荡，且上周以个人持有为主的股票型 ETF 被净赎回，但规模有所放缓，这意味着货基可能同时吸纳了来自 7 天理财和偏股基金的资金。面对市场的震荡调整，个人投资者选择赎回但规模放缓，周五(20210409)有一定净申购，市场“负反馈”继续进行中。分行业看，在以个人持有为主的 ETF 中，与金融地产、消费板块相关的 ETF 被净申购，与科技、医药、新能源汽车等板块相关的 ETF 被净赎回。结合主动基金的行为来看：公募仍在加仓医药、电新板块，而个人投资者可能正在选择赎回与医药、新能源汽车板块相关的 ETF，公募与其负债端(个人)的分歧在扩大，公募与其负债端(个人)的共识在于卖出部分科技板块。结合相对稳定的北上配置盘来看：公募与其主要对手盘(北上)的分歧仍大，但在非银、医药、家电、电新、机械、钢铁等板块存在共识。此外，主动偏股公募仍选择减仓银行板块，而北上配置盘仍“坚定”买入。以北上交易盘和两融为代表的趋势交易者均表达了对非银、机械板块的认可，这意味着当下市场整体仍缺乏合力，在非银和机械板块存在一定共识。

风险提示：测算误差

【宏观经济】信用“收缩”的结构特征——宏观经济点评-20210412

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002| 杨飞（分析师）证书编号：S0790520070004| 马洁莹（联系人）证书编号：S0790120080081

3 月社融略低市场预期，主因非标融资收缩加快，主要支撑项来自贷款

3 月社融略低预期，非标融资收缩加快。3 月，新增社融 3.34 万亿元、低于市场预期的 3.7 万亿元，同比少增 1.84 万亿元；存量增速 12.3%、较上月回落 1 个百分点。主要分项均低于 2020 年同期，其中，信托贷款和未贴现承兑汇票显著收缩，推动社融低预期，信托贷款净收缩 1790 亿元、创历史同期新低；企业债券 3535 亿元、与 2019 年同期相当，新增人民币贷款 2.75 万亿元、为主要支撑项。

一季度社融总体超预期，主要缘于信贷支撑。一季度，新增社融 10.24 万亿元、同比少增 8730 亿元，其中，人民币贷款 7.91 万亿元、同比多增 6589 亿元，为主要贡献项；基数影响下，企业债券和政府债券均同比少增超 9000 亿元；信托贷款延续超季节性收缩态势，委托贷款收缩较慢或缘于个人公积金贷款的支撑。

一季度信贷超量，或与年初“抢”放贷行为的强化、表外融资转表内等有关

3 月信贷继续超量，核心在企业中长期贷款。3 月，新增贷款 2.73 万亿元、略低于 2020 年同期；其中，新增企业中长期贷款 1.33 万亿元、同比多增 3657 亿元，剔除基数，两年平均较 2019 年同期多增 4899 亿元，而企业短期贷款和票据融资明显低于 2020 年同期。居民贷款继续保持高位，其中新增中长期贷款 6239 亿元，或主要缘于商品房销售；地产调控加强下，居民贷款持续性仍需紧密跟踪。

信贷超量，或与年初“抢”放贷行为的强化、表外融资转表内等有关。大部分人将信贷超量归因于制造业等需求旺盛，但制造业贷款体量偏小，一季度制造业中长期贷款 5100 亿元、只占全部企业中长期贷款的 18%。我们猜想，年初信贷超量，或与信贷节奏变化等有关。年初银行一般“抢”放贷，房地产贷款集中度要求下，部分银行有较强动力去做大分母，“抢”放贷更加突出；疫情期间部分贷款展期或提前续作、表外融资转表内等因素，也可能对信贷投放产生一定影响。

重申观点：信用环境已进入加速收缩通道，带来的影响结构分化会非常明显

M1 和 M2 增速双双回落，或与基数效应和财政存款投放偏慢等有关。3 月，M1 增速 7.1%、较上月回落 0.3 个百分点，M2 增速 9.4%、较上月回落 0.7 个百分点。3 月存款结构变化来看，居民和企业存款同比分别少增 4100 亿元和 1.5 万亿元，而非银存款同比少减 1.1 万亿元，均与 2020 年同期基数效应有关；财政存款净投放 4854 亿元，低于 2019 年同期的 6928 亿元和 2020 年同期的 7353 亿元。

重申观点：信用环境已进入加速收缩通道，带来的影响结构分化。伴随政策重心回归“调结构”、“防风险”，地产调控和金融监管等明显加强，对融资的影响已逐步显现；信托贷款等非标融资加速收缩，企业债券融资告别快速扩张、回归正常，房地产领域融资收缩也在加快，维持全年社融增速 10%左右的判断。结构性政策支持、产业微观结构持续优化下，信用“收缩”带来的影响，结构分化明显。

风险提示：金融风险加速释放。

【宏观经济】信用“收缩”再论——宏观经济专题-20210412

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002| 杨飞（分析师）证书编号：S0790520070004| 马洁莹（联系人）证书编号：S0790120080081

社融增速自 2020 年底高位明显回落，信用“收缩”的演绎，与 2020 年底我们提示的路径大致无二。信用环境，未来将如何演绎？本文再次系统梳理，供参考。

年初“抢”放贷，掩盖了信用结构收缩的加速

一季度社融“上蹿下跳”，或与年初“抢”放贷行为的强化、提前续贷等因素有关。新增社融，一季度总体有些超预期、前 2 个月尤其如此，是由贷款超增导致，大部分人认为是需求旺盛的表现，实际上忽视贷款节奏变化的

干扰。年初银行一般“抢”放贷，房地产贷款集中度要求下，部分银行有较强动力去做大分母，“抢”放贷更加突出；部分贷款展期或提前续作、表外融资转表内等，也可能有影响。

信用“收缩”已然开始，年初“抢”放贷等，掩盖了信用“结构”收缩的加速。政策“退潮”下，从“加”杠杆到“稳”杠杆，“低”效率杠杆行为逐步退出；伴随政策重心回归“调结构”、“防风险”，地产调控和金融监管等明显加强，对融资的影响已逐步显现。信托贷款等非标融资收缩，2020 年底以来明显加速，信用债融资告别快速扩张期、回归正常。房地产领域融资收缩，最近也在加快显现。

信用“收缩”三条逻辑显现，已进入加速通道

信用环境的演绎路径，大致沿着我们前期提示的三条“收缩”链演进：杠杆行为拉动减弱、非标收缩加快、地产调控等影响显现。在《2021 年，或为信用“收缩”之年》中，我们提出信用“收缩”或成为 2021 年主线，主要理由包括：（1）杠杆行为对信用环境的拉动趋于减弱；（2）随着“防风险”加强、资管新规过渡期到期，通道产品等的压缩或加速非标收缩；（3）地产调控等政策影响的逐步显现。

预测模型显示，3 月起信用环境进入快速收缩通道，维持全年社融增速 10%左右的判断。尽管广义财政赤字规模高于此前预期，“低”效率杠杆行为退出或加快；同时，债务风险、地产调控等，对信用环境的影响大于此前预期。结合最新变化，我们上修政府债券规模、下修信贷规模至 2020 年水平等，综合测算下来，中性情景下，社融增速年底或仍在 10%左右，3 月开始加速回落、四季度变化趋缓。

结构性政策、产业优化下，信用“收缩”影响分化

本轮政策“退潮”的结构性特征非常明显，精准直达操作有助于缓解信用“收缩”的影响。相较以往，本轮政策托底更加理性、克制，政策退出也及时、坚决，重心很快回归“调结构”、“防风险”；房地产、地方债务等监管持续加强的同时，政策继续定向支持中小微企业等薄弱环节，及加大对科技创新、制造业等的支持。财政、货币等直达操作，有助于缓解信用“收缩”对一些薄弱领域的冲击等。

产业微观结构的持续优化下，信用“收缩”带来的影响，结构分化明显。政策加快经济转型下，近年来产业结构持续优化，传统高耗能、负债驱动型行业逐步收缩，而高技术制造业等贡献明显上升，或使得本轮信用“收缩”的影响，结构分化会明显。传统模式依赖度高的区域、行业，受到的冲击更大；而代表转型方向的新兴产业、传统行业中已基本完成出清过程的行业龙头，受到的冲击会非常小。

风险提示：金融风险加速释放，及监管升级。

【中小盘】本周车讯互联等 3 家公司进入精选层辅导阶段——中小盘新三板周报-20210411

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 孙金钜（分析师）证书编号：S0790519110002| 李泽（联系人）证书编号：S0790120070082

本周（2021-04-05 至 2021-04-10，下同）要闻：挂牌公司 2020 年年报业绩说明会将陆续召开

截至 2021 年 3 月 31 日，已有 710 家挂牌公司披露 2020 年年度报告，其中包括 18 家精选层公司。业绩说明会是公众公司与投资者沟通交流的重要渠道，是成熟资本市场的惯用做法。这是挂牌公司在全面深化新三板改革落地实施背景下，首次召开业绩说明会。全国股转公司前期已就相关工作进行了部署安排。一是提供免费网络平台和技术服务支持，降低挂牌公司办会成本。二是组织事前培训，介绍办会流程和注意事项，要求公司遵守信息披露相关规定，向投资者全面解读公司年报，与投资者真诚沟通，使业绩说明会成为公司传递价值的重要渠道。三是结合公司经营特点、行业主题等要素，统筹协调挂牌公司分期、有序召开业绩说明会，促进提升互动交流效果。

市场动态：三板成指上涨，跑赢同期主板，成交额较上期有所上升

（1）截至 4 月 9 日，股转系统共有挂牌公司 7748 家，做市交易 480 家，集合竞价交易 7244 家，待挂牌公司 49 家，申报中公司 22 家。本周净减少公司 30 家，其中做市交易减少 3 家，集合竞价交易减少 27 家；分层来看，

创新层公司减少 3 家，基础层公司净减少 27 家，精选层公司数目持平。

（2）本周三板成指、三板做市均上涨，跑赢同期主板市场。本期上证综指下降 0.97%，收于 3450.68 点；三板做市指数上升 0.37%，收于 1109.65 点；三板成指上升 0.39%，收于 1000.75 点。从板块主题来看，三板龙头主题本周涨幅领跑新三板，上涨 4.02%。三板制造主题板块下跌达到-0.09%。

（3）本周成交总额为 18.69 亿元，较上周 22.78 亿元上升。分定价方式来看：本周集合竞价交易成交额 6.47 亿元，较上周 11.55 亿元环比下降 43.98%；做市交易成交额 5.29 亿元，较上周 6.05 亿的成交额环比下降 12.56%。分不同层级来看：本周精选层成交额 6.93 亿元，较上周 5.19 亿元环比上升 33.53%；创新层成交额 6.81 亿元，较上周 7.73 亿元环比下降 11.90%；基础层成交额 4.96 亿元，较上周 9.86 亿元环比下降 49.70%。

（4）做市变动：本周 3 家公司新增做市商，2 家公司做市转竞价。

融资跟踪：新增预案数量上升、实施预案数量下降

截至 4 月 9 日，本周新增 7 家新三板公司发布定增预案，预计募集资金 7.10 亿元，环比上周的 3.09 亿元大幅上升。本周 13 家公司公告完成增发，较上周大幅上升，合计募集资金 2.6 亿元，环比下降 62.77%。本周 4 家公司公告进入 IPO 辅导备案阶段，分别为车讯互联、银山股份、隆基电磁、华达建业。

精选层信息：本周车讯互联等 3 家公司进入精选层辅导阶段

截至 4 月 9 日，共有 284 家（剔除已终止发行、暂缓审议等）公司发布公告拟申请进入精选层。本周新增 3 家公司进入精选层辅导阶段，分别为车讯互联、阴山股份、隆基电磁。

风险提示：新三板政策变化等。

行业公司

【农林牧渔】3 月鸡企积极补栏，带动鸡苗价格上涨——行业点评报告-20210412

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001

3 月鸡企积极补栏，带动鸡苗价格上涨

据中国禽业协会数据，样本企业 3 月白羽鸡父母代鸡苗及商品代鸡苗销量分别为 504.73 万套及 2.76 亿羽，分别环比变动 10.55%及 16.30%。截至 3 月末，样本企业父母代鸡苗价格 38.46 元/套，环比上涨 33.41%；商品代鸡苗价格 5.18 元/只，环比上涨 1.82%。3 月养殖企业补栏规模提升，商品代及父母代鸡苗价格维持相对景气高位，鸡苗企业 3 月销售收入环比增加。毛鸡来看，3 月出栏毛鸡为春节前后补栏鸡苗，出栏量相对较少，加之节前饲料成本上行抬高养殖成本，价格托底，养殖端存在压栏惜售情况，3 月下旬毛鸡价格较上旬小幅下跌，但幅度有限。整体来看，3 月下游鸡肉压力较重，上游鸡苗压力相对较小。我们预计随着 3 月商品代鸡苗补栏规模加大，4 月白羽鸡价格承压将愈加明显；若猪肉价格反弹，毛鸡价格或短期有所支撑。全年来看，祖代鸡及父母代鸡总存栏量仍维持高位，行业供给量相对充足；且受到生猪供应量持续恢复及猪肉价格下行影响，预计 2021 年白羽肉鸡产业链价格整体承压。建议关注肉制品渠道稳步发展，养殖成本不断改善的全产业链龙头企业圣农发展。

3 月鸡苗单价环比上涨，企业销售收入环比提升

3 月益生股份鸡苗销量为 3386.48 万只，同比及环比分别变动-9.57%及 3.52%；民和股份鸡苗销量为 3126.52 万只，同比及环比分别变动 10.27%及 3.51%。销售收入及均价方面，3 月益生股份鸡苗销售收入为 2.02 亿元，销售均价为 5.96 元/羽；民和股份鸡苗销售收入为 1.54 亿元，销售均价为 4.93 元/羽。

3 月鸡肉销量、收入环比增加，销售均价环比下跌

仙坛股份 3 月鸡肉销量（抵减后）为 2.29 万吨，同比/环比分别变动-22.17%/ 189.54%；鸡肉销售收入（抵减

后）2.08 亿元，销售均价 9061.94 元/吨，均价环比下降 13.53%。圣农发展 3 月鸡肉销量（抵减前）8.74 万吨，同比/环比分别变动 2.16%/92.31%；鸡肉销售收入（抵减前）为 9.59 亿元，同比/环比分别变动-7.39%/82.72%，鸡肉销售均价为 10972.54 元/吨，环比下降 4.90%。

3 月黄羽鸡均价环比小幅下跌，鸡企销量、收入环比增加

温氏股份、立华股份及湘佳股份 3 月分别销售肉鸡 8111.48 万只、2707.87 万只、309.11 万只，环比分别变动 34.96%、18.50%、27.80%；销售均价分别为 14.30、14.00、11.97 元/公斤，环比分别变动-3.44%、-6.98%、-1.97%；分别实现销售收入 23.45、7.64、0.69 亿元，环比分别变动 30.57%、11.86%、24.69%。

风险提示：禽养殖产业链供给大幅增加，价格下跌企业亏损；禽业疫病的不确定性使行业面临系统性风险；下游消费复苏不及预期。

【机械】美国电动化有望加速，国内锂电设备厂商受益——行业深度报告-20210412

王珂 （分析师）证书编号：S0790520110002

拜登政府供给需求两端发力推动美国电动汽车市场发展

2021 年 3 月 31 日，美国总统拜登公布一项 2 万亿美元的基础设施计划，该计划旨在重建美国老化的基础设施，推动电动汽车和清洁能源发展。供给端，拜登政府拟投资 1740 亿美元促进美国电动车市场发展，计划将使汽车制造商能够刺激从原材料到零件的国内供应链，对工厂进行整车以使其在全球范围内竞争力提升，并支持美国工厂使用本地工人生产电池和电动汽车，同时加大充电桩建设投入，2030 年将建立一个拥有 50 万个充电桩的全国新能源车充电网络；需求端，拜登政府拟采取增加购置补贴，为消费者提供购买美国制造的电动汽车的销售折扣、退税和税收优惠的方式推动私有车电动化，同时推动运输车、公交、校车等公共用车电动化。

拜登新政下美国电动汽车市场或将迎来发展的黄金时期

和中国、欧洲电动汽车市场相比，2020 年美国电动汽车市场呈现规模小、特斯拉一家独大的现象。2020 年美国、中国和欧洲电动汽车销量分别为 33/137/283 万辆，2020 年特斯拉在美销量占美国电动汽车总销量的 62%。由于 2017-2020 年特朗普执政时期美国缺乏有力的电动汽车补贴和优惠政策，各大车企缺乏布局美国市场动力，目前美国市场其余车型很难与特斯拉抗衡，随着《基础设施计划》的颁布，拜登政府加大对电动汽车的补贴和优惠，未来各大传统车企将提升对美国市场的重视程度，发力于美国市场。在拜登新政供给端、需求端双重刺激下，美国电动汽车市场或将迎来发展的黄金时期。我们预计 2021-2025 年美国电动汽车销量分别为 45/80/120/160/201 万辆，CAGR 为 43.38%。

美国电动汽车市场崛起利好国内锂电设备厂商

美国电动汽车市场的崛起将释放大量动力电池需求，根据我们统计，动力电池龙头企业 LG 化学 65GWh 的产能规划。我们预计 2025 年美国电动汽车销量为 201 万辆，假设 1GWh 动力电池可以满足 2 万辆车的电池需求，2025 年美国动力电池需求约为 100.5GWh。短期内，美国电动汽车或将主要依赖进口动力电池，国内动力电池龙头企业宁德时代、韩国动力电池龙头企业 LG 化学等或将充分受益。长期内，在拜登政府的扶持下，美国动力电池产业有望复制欧洲本土动力电池厂商例如 Northvolt、Vector、SAFT 等的发展方式，初创企业通过和政府合作在美国本土建厂，国内锂电设备企业或将充分受益于美国本土动力电池厂商的崛起。2018 年 12 月，国内锂电设备龙头企业先导智能与特斯拉签订锂电池设备供应合同，这标志着国内锂电设备企业已进入国际市场，国内锂电企业或将充分受益于美国市场的崛起。受益标的：先导智能、杭可科技、先惠技术。

风险提示：美国政策落实不及预期、美国新能源汽车销量不及预期

【轻工：泡泡玛特(09992.HK)】泡泡玛特对比三丽鸥：起于同源，前景更优——港股公司深度报告-20210412

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

对比 Hello Kitty 创造者三丽鸥，看好公司长期价值，维持“买入”评级

三丽鸥旗下的 Hello Kitty 是全球最成功的形象 IP 之一，至 2021 年 1 月，发行后累计收入约 845 亿美元。在与同样以形象 IP 为核心的三丽鸥进行对比后，我们认为泡泡玛特的兴起背景与其有相通之处，但长期发展空间和逻辑则更优。维持盈利预测不变，预计公司 2021-2023 年归母净利润为 11.11/16.45/24.10 亿元，对应 EPS 分别为 0.8/1.2/1.7 元，当前股价对应 PE 为 61.8/41.7/28.5 倍，维持“买入”评级。

起于同源：同样以形象 IP 为核心，兴起的时代背景上具有相通之处

三丽鸥与泡泡玛特一样以形象 IP 为核心，客群主要为年轻女性，因此具有较好的对比价值。而三丽鸥快速发展的阶段（1974-1998 年）基本与日本的第三消费社会重合。当时日本社会所具有的个性化精神消费兴起、女性消费能力提升、Kidult 消费倾向流行、重建文化自信等特征，与我国近年的社会发展特征也具有较强的可比性。因此，从时代背景看，三丽鸥和泡泡玛特的兴起具有一定相通性。

策略对比：从形象 IP 运营策略的对比，看待泡泡玛形象特 IP 热度的持续性

借鉴 Hello Kitty，我们认为形象 IP 单个系列产品的热度持续性是有限的，但可以通过持续推出符合市场需求的新品来不断延续形象 IP 的热度。而泡泡玛特也是通过快速产品迭代延续 IP 热度，并借助充足的终端数据和设计人才储备形成领先的产品迭代能力。此外，三丽鸥和泡泡玛特都在通过积极增加渠道+授权触点来维持 IP 曝光率，而三丽鸥还会以 IP 世界观、小动画等轻度内容辅助销售。

或将超越：更好的市场、紧跟互联网时代红利、新爆款打造能力已经验证

进入 21 世纪后，三丽鸥业绩持续下滑，我们认为原因主要系（1）日本经济泡沫破裂后，整体行业增速下滑；（2）互联网时代带来 IP 传播介质的变革；（3）始终没能打造出下一个爆款 IP。而从这三点看，我们认为当前的泡泡玛特相较进入 21 世纪后的三丽鸥显然更具优势：（1）我国潮流玩具市场正处于快速发展的红利期；（2）紧跟互联网时代潮流；（3）公司新爆款 IP 打造能力已经验证。

风险提示：线下开店速度不及预期；新 IP 孵化不及预期；疫情反复等

【轻工：索菲亚(002572.SZ)】经销回暖、大宗提速，完善品牌矩阵加速抢占市场——公司信息更新报告-20210412

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

2020 年业绩接近预告中枢，2021Q1 收入快速增长，维持“买入”评级

公司发布 2020 年报和 2021 年一季报，2020 年公司实现营收 83.53 亿元（+8.7%），归母净利润 11.92 亿元（+10.7%），扣非归母净利润 10.50 亿元（+8.1%）。2021Q1，公司预计收入 16.0 亿元-18.3 亿元，同比增长 110%-140%，相较 2019Q1 增长 35%-55%；预计扣非后净利润 0.85 亿元-1.05 亿元，2020Q1 同期亏损 6549 万元，相较 2019Q1 增长 7.6%-32.9%。业绩符合预期，维持 2021-2022 年盈利预测不变，预计 2021-2023 年归母净利润 14.99/17.77/21.03 亿元，对应 EPS 为 1.64/1.95/2.31 元，当前股价对应 PE 为 19.3/16.3/13.7 倍，维持“买入”评级。

衣柜逐渐回暖；工程渠道驱动厨柜+木门快速增长；整装渠道顺利起步。

2020 年衣柜/橱柜/木门收入分别增长 1.5%/42.3%/55.3%。其中，衣柜客单价同比增长 13.0%至 13905 元/单，2020 年底公司康纯板客户占比提升至 74%。橱柜和木门 2020H2 在工程渠道取得了显著突破，收入增速均显著提升。工程渠道 2020 年收入 15.1 亿元，收入占比提升至 18.08%，同比增长约 99.1%，2020Q4 收入 7.8 亿元。此外，经销渠道 2020Q4 收入约 23.8 亿元，根据我们估算同比增速约 20%，继续呈逐季回暖趋势。而整装渠道 2020 年实现销售额 7417.31 万元，顺利起步。

工程渠道收入占比提升对毛利率有所影响，但扣非后净利率保持稳定

2020 年，公司毛利率为 36.6%，同比下降 0.8pct，2020Q4 毛利率为 34.2%，同比下降 3.3pct，毛利率下降或主要系 2020Q4 工程渠道收入占比提升。但受益于控费力度提升，公司 2020 年扣非后净利率为 12.57%（-0.06pct），依然保持稳定。

展望 2021：立体化品牌矩阵覆盖全市场，有望加速抢占市场份额

2021 年公司将以更为立体的、覆盖全市场的完善品牌矩阵进一步抢占市场份额，分别是以中高端市场为目标的“索菲亚--柜类定制专家”，以高精人群为目标的“司米--定制家居”和“华鹤--定制家居”和以大众市场为目标的“米兰纳--定制家居”。司米橱柜和米兰纳 2021 年分别计划开 100 家独立店和 350 家线下店。

风险提示：竣工数据和终端需求回暖不及预期；工程渠道拓展不及预期

【传媒：吉比特(603444.SH)】《问道》夯实业绩基石，差异化赛道拓宽成长边界——公司首次覆盖报告-20210412

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 余倩莹（联系人）证书编号：S0790120040010

研运一体精品游戏厂商，差异化突围取胜，首次覆盖给予“买入”评级

我们看好公司突出的研发、发行及运营能力，公司以《问道》IP 为基石，逐步拓展 Roguelike、放置、模拟经营等细分赛道，拓宽成长边界。2021 年 2 月上线的《一念逍遥》验证了公司在差异化赛道的自研能力，或成为公司继《问道》之后的第二业绩支柱。此外，公司储备有《摩尔庄园》、《复苏的魔女》、《精灵魔塔》等游戏，上线后或贡献亮眼业绩增量。我们预测公司 2021/2021/2023 年归母净利润分别为 14.09/16.24/18.51 亿元，对应 EPS 分别为 19.60/22.60/25.76 元，当前股价对应 PE 分别为 19.0/16.5/14.5 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

《问道》IP 经久不衰，长线运营能力出众

公司于 2006 年推出《问道》端游抢占市场先机，积累了国内首批 MMORPG 用户，并将游戏沉淀为经典 IP，经久不衰。公司于 2016 年成功将《问道》“端转手”延长 IP 生命周期，并通过尊重用户反馈、版本持续迭代保持玩家新鲜感；通过每年三次大型运营推广活动配合大版本更新，稳固流水表现；通过泛娱乐布局推动游戏出圈，吸引年轻新用户。根据七麦数据，2017-2020 年《问道手游》iOS 游戏畅销榜排名分布逐年向头部靠近，未来游戏流水或仍将稳中有升。

差异化赛道优势明显，拓宽产品及品牌边界

公司一方面深耕 Rougelike 赛道，通过代理由同一团队研发的系列化游戏培养游戏 IP 及忠实用户，已成功打造“Roguelike 等于雷霆游戏”的品牌形象，随着《提灯与地下城》带来市场对 Roguelike 赛道关注度提高及公司储备系列化游戏上线，公司或受益明显。另一方面通过《一念逍遥》验证差异化赛道自研能力，游戏上线至 4 月 10 日 iOS 游戏畅销榜平均排名为第十名，流水表现亮眼，而公司协助《最强蜗牛》买量发行积累的放置类游戏发行运营经验或助力《一念逍遥》流水保持稳定、延长生命周期，成为公司继《问道》之后的第二业绩支柱。

风险提示：单一产品依赖的风险、新游戏上线时间推迟或流水表现不及预期的风险、游戏行业政策变化对公司的影响存在不确定性。

【通信：亿联网络(300628.SZ)】多产品布局陆续突破，全年业绩有望边际改善——公司信息更新报告-20210412

赵良毕（分析师）证书编号：S0790520030005 | 戴晶晶（联系人）证书编号：S0790120040005

一季度业绩增长，海外需求旺盛推动全年业绩向好，维持对公司“买入”评级

公司发布 2021 年一季度业绩预告，预计将实现营收 7.15~7.54 亿元，同增 10%~16%；归母净利润 3.66~3.84 亿元，同增 0%~5%。随着国内外新冠疫情逐步可控，边际影响逐步减弱，2020 年三、四季度营收逐步回升，2021 年一季度市场进一步呈现需求旺盛的态势。剔除美元汇率波动，受原材料涨价及部分供应链短期因素的影响，公司一季度存在产品供不应求及延迟交付等问题，对营收产生一定的负面影响，随着市场需求恢复，公司积极进行国产化

芯片替代，预计供应链短缺问题将逐渐改善，2021 年二季度甚至全年业绩有望边际改善。我们维持预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润为 13.10/17.79/23.52 亿元，同比增长为 6.1%/35.7%/32.2%，EPS 为 1.45/1.97/2.61 元，当前股价对应 PE 分别为 47.6/35.1/26.5 倍，考虑到公司具有高成长性及仍具备一定的估值优势，维持对公司的“买入”评级。

SIP 和 VCS 协同发展，拓展蓝牙耳机业务百花齐放，全年业绩有望超预期

公司凭借 SIP 渠道分销制度，在覆盖全球超 100 个国家的成熟分销体系下，拓展 VCS 业务和蓝牙耳机新业务，VCS 业务与微软、ZOOM 等平台合作加深，3 月份公司全新上线 MeetingEye BYOD 模式，消费者仅需一根线即可切换至其他平台视频会议，升级消费者体验，进一步打开公司业绩增长天花板。

公司以“云+端”为基础，布局如 AT&T、Verizon、德国电信、法国电信、英国电信等大型、高端客户铸就高护城河，也对中小型企业依托云平台满足其定制化需求，多层次客户战略为公司业绩提供保障。

公司营收主要来源于港澳台及海外业务，随着新冠疫苗接种人群逐步增加，欧美地区日常办公正常化，公司 2021 年海外业务增长超预期的可能性增大，整体营收上升空间充足，业绩有望超预期。

风险提示：原材料价格波动风险；汇率波动风险

【计算机：中科曙光(603019.SH)】净利润高增长，加速构建先进计算产业生态——公司信息更新报告-20210412

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘逍遥（分析师）证书编号：S0790520090001

我们高度看好公司核心技术实力和国之重器地位，维持“买入”评级

考虑研发投入加大，我们下调公司公司 2021-2022 年归母净利润为 10.35、12.85 亿元（原预测为 11.34、15.25 亿元），同时预测 2023 年归母净利润为 15.25 亿元，EPS 为 0.71、0.89、1.05 元/股，当前股价对应 2021-2023 年 PE 为 40.5、32.6、27.5 倍，考虑公司在国产芯片领域的稀缺性和领先地位，维持“买入”评级。

业绩符合预期，经营效益显著提升

（1）2020 年公司实现营业收入 101.61 亿元，同比增长 6.66%；Q4 单季度高速增长 53.11%。（2）公司实现归母净利润 8.22 亿元，同比增长 38.53%，远高于收入增速。主要原因为：一是公司毛利率为 22.13%，同比略提升 0.05 个百分点；二是公司相关费用支出有所下降，销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 4.02%、2.19%、7.23%，同比分别下降 0.81、0.20、0.51 个百分点。特别是财务费用率从 2019 年的 1.5%将至 0.16%，主要由于银行贷款规模减小，可转换公司债券提前转股不再计提利息支出所致。

海光公司发布多项创新产品，收入高速增长彰显竞争力

海光芯片作为国产 CPU 领军，在技术与生态方面极具领先优势，有望充分受益于国产化趋势。2020 年以来，海光公司发布了多项创新产品，并持续中标一系列重要行业的国产化项目，包括前期运营商集采、公安部招标等，彰显技术和市场竞争力。根据公司年报，2020 年海光公司实现收入 10.22 亿元，同比增长 161.9%。

加速核心技术研发，致力于构建先进制造产业生态

公司在北京、天津、苏州、青岛、合肥、深圳、上海、成都等地构建先进计算产业大协同网络，形成供应链稳定、产业生态完备的发展格局。同时，公司将组织产学研力量联合攻克基于国产芯片的整机研发、新一代高性能计算架构技术、下一代互联网等关键共性技术、存储 IO 等核心技术，进行多技术融合创新以及跨界融合创新，构建以产业需求为导向、具有集聚效应的创新生态。

风险提示：宏观经济下行风险；市场竞争加剧；芯片业务不达预期。

【家电：浙江美大(002677.SZ)】多渠道持续发力，高端市场地位稳固——公司信息更新报告-20210412

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

多渠道、双品牌齐发力，持续看好集成灶龙头业绩表现，维持“买入”评级

考虑集成灶行业在厨电品类渗透逐步提升，且公司多渠道、双品牌发展顺利，高端市场地位稳固，上调 2021-2022 年盈利预测，预计公司 2021-2023 年归母净利润 6.80/8.19/9.64 亿元（此前预测 2021-2022 年归母净利润 6.45/7.59 亿元），以最新股本计算，对应 EPS 为 1.05/1.27/1.49 元，当前股价对应 PE 为 19.5/16.2/13.8 倍，公司盈利能力持续提升，增长逻辑清晰，维持“买入”评级。

集成灶对厨电替代效应持续提升，美大高端市场地位稳固

根据奥维云网全渠道推总数据，2020 年国内集成灶市场销量/销额分别为 238 万台（+12%）/182.2 亿元（+13.9%）。剔除 Q1 疫情影响，Q2-Q4 集成灶行业销量/销额同比增速分别达到 23.5%/19.4%。2020 年销售端，集成灶销量/销额占厨电各品类占比提升 0.7pct/6.3pct 至 4.2%，31.6%。从行业产品结构来看，高端产品表现较好，浙江美大持续加大高端市场布局。2020Q2-Q4 美大在线上万元以上产品市场份额分别同比提升 5.4%、8.7%、9.6%，全年浙江美大销售额占比达 18%。

渠道多元化，双品牌推动收入增长，盈利能力持续提升

2020 年公司实现营收 17.71 亿元（+5.13%），其中 2020Q4 实现营收 5.94 亿元（+9.56%）。分产品来看，集成灶业务实现收入 15.76 亿元（+4.31%），占总收入比重为 89%。分渠道来看，线上运营质量提升，经销商渠道持续整合优化，截至 2020 年底，公司拥有一级经销商累计 1600 多家，营销终端累计 3300 多个。天牛品牌签约经销商 349 家，开设门店 50 家。KA 渠道加大开拓力度，截至 2020 年底，公司在国美、苏宁、红星美凯龙等 KA 渠道门店达 800 多家，工程渠道强化与地产商、家装公司合作。2020 年成功签署 10 多个精装工程项目。疫情影响下 2020 年毛利率略有下滑至 52.76%，Q4 毛利率持续回暖至 55.40%。费用端管控良好，销售/管理/财务/研发费用率分别变动-4.02/-0.41/0.46/0.05pct 至 11.22%/3.49%/-1.24%/3.07%。2020 年实现归母净利润 5.44 亿元（+18.16%）。

风险提示：房地产市场波动、原材料价格波动、新品牌推广不及预期等

【中小盘：华阳集团(002906.SZ)】HUD 等新产品加速放量，公司业绩步入高速增长期——中小盘信息更新-20210412

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 李泽（联系人）证书编号：S0790120070082

2020 年全年业绩高增长，产业链缺芯事件背景下 2020Q1 业绩符合预期

公司公告了 2020 年业绩快报及 2021 年一季报，2020 年全年实现收入 33.74 亿元（-0.27%），归母净利润 1.81 亿元（+143.04%），全年高增长。其中，2020Q4 公司实现营收 12.55 亿元（+32.66%），归母净利润 0.92 亿元（+1214.29%）。2021Q1 预计归母净利润 0.51 -0.58 亿元，同比增长 187.90%-227.41%；扣非净利润 0.5-0.57 亿元，同比增长 851.71%-984.95%，符合预期。新客户开拓叠加座舱电子放量，公司业绩有望保持高速增长。我们维持此前的盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.81/2.76/4.12 亿元，对应 EPS 分别为 0.38/0.58/0.87 元/股，当前股价对应 PE 分别为 76.5/50.2/33.6 倍，维持“买入”评级。

缺芯事件背景下公司供应链韧性十足，凸显座舱电子龙头优势

2021 年以来，供需失衡导致汽车电子芯片供应链紧张问题加剧，各个整车厂环节排产计划均有所变动。在此背景下，公司一方面持续关注供应链风险情况，正凭借多年以来所积淀的供应链及库存管理能力，充分保障自身 HUD、无线充电等核心产品供应链稳定，凸显行业龙头优势。另一方面，公司亦积极与下游客户沟通协调，实现产品供需动态平衡，保障公司业务有序扩张。未来，随汽车芯片供需失衡问题的逐步趋缓，公司产品在持续的强劲需求下，有望维持高增长态势。

新客户突破+座舱新产品加速放量，业绩进入高速增长期

HUD 领域，公司深耕 W-HUD 多年并在 TFT 及 DLP AR-HUD 领域技术专利积累深厚，相关产品获得东风日产启辰、长城、广汽、北汽、Vinfast 等客户的定点项目，部分项目已从 2020Q4 开始量产供货。同时，随着公司第一大客户长城汽车率先在哈弗、大狗、狂欢等多个车型批量搭载 HUD 产品，有望在业界带来极强的示范效应，提升其他各个整车厂的搭载上车意愿。车载无线充电领域，2020 年公司承接了 PSA、长安福特、现代、长城、长安、北汽等客户的新项目并获得一汽丰田、沃尔沃等供应商代码。同时，随着车载无线充电产品功率的持续提升，产品单车价值量亦有望进一步提升，实现量价齐升。

风险提示：下游智能汽车销量不及预期、座舱电子渗透提升缓慢。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn