行业观点

● 传媒

国元证券公司研究——吉比特(603444)公司跟踪报告——放置+修仙+成熟商业模式，《一念逍遥》表现超预期

报告要点：

? 水墨画风+修仙题材+放置养成+数值成长为核心，产品表现超预期

《一念逍遥》是一款水墨国风放置修仙手游，由吉比特自研，雷霆游戏发行，于 2021 年 2 月 1 日上线。核心玩法为放置养成+数值成长，通过各类活动及任务获取资源，以及多元化养成系统提升数值，在此过程中形成相应的付费点，商业化模式成熟。吉比特近年来聚焦于放置赛道，从行业来看 2020 年预计手游市场放置类产品流水收入大致为 78.63 亿元。题材上产品采用修仙题材，过往吉比特拥有成功的仙侠题材制作经验，具备较强优势，行业上看 2021 年预计整个仙侠题材市场规模超 250 亿，具备较大市场潜力。游戏形式上采用类似球体碰撞模式，通过移动+点击即可完成，操作简单易上手，数值展示和成长信息直观，加入社交 MMO 元素强化游戏互动感，一方面营造正向社交氛围，另一方面通过玩家间比拼，激发用户对于数值养成的追求和付费意愿，提升留存和付费率。画面表现上游戏化繁为简，采用独特水墨风强化内容沉浸感，吸引年轻用户，同时减少模型制作节约成本。

? 月流水超 3 亿，预计 Q2 后利润逐渐释放

上线 2 个月以来《一念逍遥》占据畅销榜 10 位上下，截止 4 月 1 日游戏排名 12 位，预估月流水超 3 亿元。从下载量来看，首月累计用户量超过 300 万。《一念逍遥》未上架安卓渠道应用商店，iOS 渠道首日导量超过 14 万人，一周之后游戏每日下载量回落至平稳状态，日均下载量保持在 1 万以上，TapTap 平台上累计下载人数超过 81 万。从产品买量投放来看，买量素材量高峰主要集中在上线五天内，上线首日买量总素材数达到峰值，投放量超过 1500 组，2 月 4 日之后投放量出现回落，2 月之后维持平稳投放，3 月中下旬开始配合“灵界”版本的重要更新，买量投放规模稍有增长。产品投放周期相对平稳可控，预计 Q2 开始逐渐利润回收。

? 投资建议与盈利预测

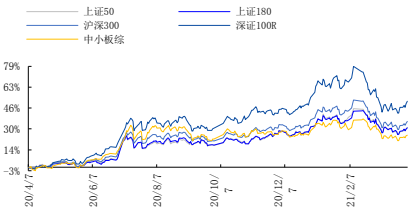
公司核心产品《问道手游》表现稳定，自研放置手游《一念逍遥》首发优异，贡献业绩增量。储备产品《摩尔庄园》主打家园养成+社交，旨在通过大 DAU 类产品实现泛用户破圈，预计上线之后可以为雷霆平台实现更多导量。预计 2021-2023 年，公司实现归母净利润 14.95/16.99/18.30 亿元，对应 EPS20.81/23.65/25.47 元，PE17x/15x/14x，维持“买入”评级。

? 风险提示

主要市场指数

指数	收盘点位	涨跌幅 1 日	5 日	本年
沪深 300	5161.56	0.99	2.45	-0.95
上证综指	0.00	0.00	0.00	0.00
深证成指	14122.61	1.02	2.56	-2.41
中小板综	12393.96	0.54	1.42	-2.62
国债指数	182.96	-	0.08	3.21
基金指数	7009.96	0.11	-	9.10
香港恒生	27985.42	-	-	0.00
H 股指数	0.00	-	-	0.00
红筹股	4411.60	0.00	0.00	0.00
日经 225	19771.19	-	2.54	-16.42
道琼斯	24101.55	-	4.70	-15.55
标普 500	2863.39	-	4.63	-11.37
纳斯达克	8607.73	-	4.17	-4.07

主要市场走势图



资料来源：Wind

主要商品期货

商品	收盘价 USD	涨跌幅% 1 日	5 日	本年
纽约期油	52.4500	-0.51	-5.09	15.71
纽约期金	1,311.6	-0.52	-0.79	2.23
伦敦期铜	6,144.5	-1.05	0.09	2.46
伦敦期铝	1,878.0	-0.16	-0.27	1.79

A 股市场涨幅前五

股票	收盘价 RMB	涨跌幅% 1 日	5 日	本年
C 恒宇	202.66	228.35	0.00	0.00
芯碁微	69.39	57.35	0.00	-7.32
晶丰明	238.00	25.26	19.47	35.82
孚能科	31.83	21.40	20.84	-30.62
银星能	6.34	20.08	32.64	37.23

A 股市场跌幅前五

股票	收盘价 RMB	涨跌幅% 1 日	5 日	本年
佰仁医	118.49	-22.24	-16.05	52.59
利通电	24.90	-19.99	-28.98	-24.95
中源家	18.94	-19.85	-28.26	-9.68
退市秋	0.33	-19.51	-40.00	-65.26
退市工	0.22	-18.52	-40.54	-76.34

联系人：房倩倩（执业证书：S0020520040001）

单一产品依赖，老产品流水过快下滑，重点新游戏产品不及预期。

分析师：李典（执业证书：S0020516080001），分析师：路璐（执业证书：S0020519080002）

- **电子**

国元证券公司研究——全志科技(300458)公司点评报告——厚积而薄发，开启成长新征程

报告要点：

？营收、净利率共振，业绩大幅增长

公司 2021Q1 业绩快速增长，根据公司业绩预告，受智能物联网的快速发展，2021Q1 营收同比增长 70%-100%，按中位数计算，一季度营收达到 4.85 亿元，超过三四季度的旺季，创下历史单季度营收新高。根据预告，公司一季度单季扣非净利润达到 0.76-0.96 亿元，同比增长 232%-319%，中位数为 0.86 亿元，扣除中芯国际股票导致的公允价值变动部分影响，一季度净利润有望单季度超过 1 亿元。

伴随着营收的快速增长，净利润率有望大幅增长。近年来，公司的研发费用、管理费用、销售费用之和保持在较高水平，保持在 4-4.5 亿的水平，原因在于公司一直保持较大的研发投入，研发成果逐步步入收获期，伴随着公司研发产品的成果投入市场并迅速放量，三费占营收的比例将显著下降，提升公司的净利率水平。

？厚积而薄发，迎来快速增长的拐点

从历史数据看，虽公司过去数年的营收体量保持相对稳定的水平，但公司的营收结构与经营战略已经历了重大的转变。一方面，公司早在 2013 年就做到了全球安卓平板电脑芯片出货量的全球第一，但随后的多年，安卓平板电脑经历了较长的下滑周期，公司应用在平板电脑上的产品销售额逐年下滑，目前在公司营收占比中已下降至较低水平，随着行业洗牌已完成，行业有望迎来再出发的机遇。另一方面，公司自 2013-2014 年开始酝酿平台化转型，产品及下游市场已从单一的平板电脑芯片扩展至家电、车载、视频处理等丰富的下游，营收占比逐步增加，对单一下游市场的依赖大大降低。我们认为，公司多年的“厚积”将迎来“薄发”的拐点，伴随着现有各类下游产品全面开花的状态下，公司将迎来快速增长的机遇。

？厚积薄发迎新生，多种下游齐绽放

公司作为面对丰富下游提供多种 SoC 的企业，IP 库的积累，以及面对不同需求迅速整合现有资源并提供解决方案的能力至关重要。公司经过多年的研发投入，积累了大量的 IP，在芯片设计层面、系统设计层面、基础软件层面、应用层面均构建了全面的平台，以优质低成本套片产品满足多层次市场需求。在经过多年的积累之后，在某一时间点公司业绩的爆发具有一定的必然性。我们认为，公司今年业绩快速增长的动力主要来自于智能硬件和智能车载产品需求的增长：

？智能硬件以公司 R 系列、V 系列产品为代表。R 系列产品主要在声音、图像、通用算力等多个方面对多元化的智能硬件产品做全面的规划，V 系列的特点则在于视觉的处理，我们认为目前智能硬件的增长点主要在于：

？除一直广泛应用的智能音箱之外，家电的智能化已成为重要的趋势，如具备各类交互能力的智能空调等等；

？由于 MCU 的多数产品主频均为数百 MHz，而 SoC 则具备数 GHz 的计算能力，在部分计算性能要求较高的场景，存在着将 SoC 替代 MCU 成为主控芯片的需求，如扫地机器人等；

？以 V 系列为代表的视觉相关产品也是重要的增长方向，包括消费安防、具备人脸识别功能的智能门禁门锁等等，以及科大讯飞的翻译笔等等。

？智能车载产品以 T 系列产品为代表，主要市场产品为智能车机/中控等。在前装市场，长安、上汽、一汽多款车型搭载 T 系列车规芯片大批量上市，T 系列前装年出货量已超过百万颗。在后装市场，公司也是海内外的主流供应商。公司面对的市场不仅在于新能源车，燃油车也是重要的下游领域。伴随着公司产品的市场推广、以及更高性能的产品落地，未来发展可期。

除面对上述快速增长的下游需求，除 SoC 之外，公司还可以提供电源管理芯片、Wi-Fi、蓝牙芯片等产品，为客户提供成套的解决方案，增厚公司的利润空间。

？投资建议与盈利预测

公司布局多年的下游领域需求在今年全面开花，营收增长的同时净利润将产生更快的增长，预计公司 2021 年-2023 年营收 20.04/29.63/41.29 亿元，净利润 3.18/5.30/7.83 亿元，三年净利润复合增速为 56%，当前市值对应 2021 年净利润为 41 倍 PE，PEG 为 0.72，给予公司“增持”的投资评级。

？风险提示

产能不足风险；下游需求不及预期；上游涨价，成本向下游转嫁不足风险。

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001），联系人：刘堃

● 机械

国元证券公司研究——中联重科（000157）2020 年年报点评——净利润大幅增长，产品市占率与竞争力全面提升

事件：

公司发布 2020 年年报及一季度业绩预告，2020 年实现营收 651.09 亿元，同比增长 50.34%；归母净利润 72.81 亿元，同比增长 66.55%。2021 年一季度实现归母净利润 22 亿至 26 亿元，同比增长 114.41%至 153.39%。

点评：

？混凝土机械、起重机械高速增长，农机板块迎来向上拐点

（1）工程机械板块收入 613.83 亿元，同比增长 49.75%。混凝土机械、工程起重机械、建筑起重机械三大产品竞争力持续增强。起重机械收入 348.97 亿元，同比增长 57.57%，汽车起重机、履带起重机市场份额均创历史新高，其中 30 吨及以上汽车起重机销量居行业第一，大吨位履带起重机订单已排产至 2021 年下半年；建机收入创历史新高，规模稳居全球第一。混凝土机械收入 189.84 亿元，同比增长 36.56%，长臂架泵车和搅拌站等市场份额稳居行业第一，搅拌车轻量化产品提升至前三。在土方机械和高空作业机械的潜力市场全面突破，土方机械收入同比增长 282%，新兴领域后劲十足。

（2）农业机械板块收入 26.44 亿元，同比增长 67.01%。公司抓住我国智慧农业和智慧农机加速转型的机遇，通过整合事业部、精简产品、重塑经销商等方式，实现轻装上阵，大力推动安徽、湖南等智慧农业项目落地；并聚焦智能化、高端、大马力产品研发，成功上市 2ZPY-13A 抛秧机、升级动力换挡大马力拖拉机等，补齐了行业短板。公司目前已形成“农机设备+智慧农业”两条主线，在 2020 年利润大幅上涨，毛利率提升 12.5pcts 至 16.8%。

？财务指标全面优化，数字化转型成效显著

由于产品降价、原材料涨价及会计准则变化等原因，毛利率下降 1.41pcts 至 28.59%，后续有望通过集采方式提升盈利水平。随着全产业链的数字化转型升级，销售和管理费用率均明显优化，同比分别下降 2.51 和 0.74pcts 至 6.21%和 3%。公司有效控制有息负债并把握资金价格低点，降低融资成本，财务费用率下降 2.53pcts 至 0.28%。研发费用同比增长 18.3%，费用率上升 1.64pcts 至 5.14%，研发人员同比增长 36.5%。公司还坚持客户准入管理，忠实客户占比较高且回款及时，经营现金流净额同比增长 19.33%。

？工程机械与农机行业景气度较高，后续增长无忧

设备更新、环保趋严以及机械换人等因素持续共振助力工程机械延续高景气度。起重机械和混凝土机械作为后周期产品，更新高峰期仍将持续，叠加风电规模扩容、装配式建筑渗透率提升、治超力度加大等因素，设备需求确定性较强，我们预计 2021 年行业增速达 20%至 30%。农业机械方面，国家政策扶持力度不断加大，农机行业机遇显现。公司经过 10 年积淀，已成长为全国产品链最全的农机装备企业，市占率行业领先，未来有望推动行业集中和整合，引领行业迈入人工智能时代，打开农机增长空间。

？投资建议与盈利预测

我们预计，公司在 2021 至 2023 年实现归母净利润 90.64/109.09/122.57 亿元，对应 P/E 12/10/9X，维持“买入”评级。

？风险提示

基建投资不及预期；市场竞争加剧；新产品投放不及预期。

分析师：满在朋（执业证书：S0020519070001）

● 电子

国元证券公司研究——中芯国际(688981)年报点评——业绩持续增长，受益景气周期上行

事件：

4 月 1 日公司披露 2020 年年报，公司实现累计营业收入 274.71 亿元，同比+ 24.8%；实现归母净利润 43.32 亿元，同比+141.5%，扣除非经常性损益的净利润 16.97 亿元，较去年实现扭亏。公司成熟应用平台需求强劲，对应产品如电源管理、射频信号处理、指纹识别，以及图像信号处理等相关收入增长显著。先进技术在通讯、消费、物联网等应用领域持续丰富产品类别，拓展客户群体。

报告要点：

？先进及成熟技术研发进展顺利，一站式服务提升竞争力

先进工艺：研发进展顺利，第一代 FinFET 进入成熟量产阶段，良率达到业界标准，多个衍生平台开完成并实现量产产品多样化。第二代技术采用 SAQP 技术实现更小尺寸结构的需求，目前已经完成低电压工艺开发，可以提供 0.33V/0.35V 低电压使用需求，并进入风险量产。特色工艺：多个技术交付量产，40 纳米及 0.11 微米嵌入式非挥发性存储器平台进入风险量产，其它高压驱动、特殊存储和图像传感项目研发也在稳步进行。公司还为客户提供设计与 IP 支持、光掩模制造、凸块加工及测试等一站式配套服务，与产业链各环节的合作伙伴一同为客户提供全方位的集成电路解决方案。

？产能利用率持续饱满，新兴应用放量产能优势凸显

20Q4 月产能约 52.1 万片 8”等效晶圆，产能利用率为 95.5%，鉴于目前芯片供不应求，全年有望保持高水平。2020 年资本支出为 57 亿美元，主要用于上海 12”、北京 12”、天津 8”厂的扩产。2021 年计划资本支出 43 亿美元，主要用于非 FinFET 产能扩充，少部分用于先进制程。12”月产能将扩充 1 万片，8”的月产能将扩充 4.5 万片。

? 投资建议与盈利预测

预计 2021-2023 年公司营收 326.63、350.02、366.64 亿元，归母净利润 31.52、37.70、45.70 亿元，当前市值对应 2021-2023 年 PE 分别为 144、120、100 倍，对应 PB 为 4.29、4.14、3.97 倍，维持“增持”评级。

? 风险提示

中美摩擦导致产业链供应风险；景气度持续性风险；先进制程开发进度不及预期。

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001），联系人：王舒磊

● 传媒

国元证券公司研究——心动公司（2400.HK）事件点评——B 站、阿里入股助力长线发展，期待头部社区协同合作

事件：

公司发布公告，计划发行总额为 2.8 亿美元 5 年期可转债，以及配售约 11.15 亿港元的新股。

点评：

? 公司发布可换股债券以及新股配售募资计划

公司计划发行总额为 2.8 亿美元于 2026 年 4 月 12 日到期的可换股债券，年利率为 1.25%，转换价初步为每股 63.45 港元，最多可转换股份为公司已发行股本的 7.56%。此外，公司将以每股 42.29 港元配售 2631.8 万股，哔哩哔哩认购 2266 万股，认购总价约 9.6 亿港元，淘宝中国将认购 365.8 万股，认购总价约 1.5 亿港元。交易完成后，B 站及阿里将持有心动公司 4.72%/0.76%的股权，锁定期为 90 天。配售以及可转债换股完成后，黄一孟及戴云杰等公司管理团队将拥有心动已发行股份的 47.3%，对公司发展战略和治理结构不会出现影响。本次共募得资金净额约 4.2 亿美元。

? 募资用于提升游戏研发实力及 TapTap 推广，引入 B 站期待后续合作

此次可转债及配售的募集资金将分别有 54%/50%用于提升公司研发实力及扩展游戏组合，10%/30%用于补充公司运营资金。可转债募资的 36%用于游戏营销以及 TapTap 推广，配售募资的 20%用于潜在收购和战略性投资。B 站作为国内最大二次元社区内容平台，此次引入投资有望加强双方后续在自研游戏、发行渠道、内容创作以及社区运营方向上的深度协同合作。

? TapTap 活跃用户稳步增长，自研产品年内完成测试

2020 年，TapTap 平台 MAU 达 2570 万人，同比增长 43.7%，海外版 Q4 的 MAU 破千万。公司完成对 TapTap 平台的多次改版迭代，安卓应用端广告位数提升至 6 个，广告变现空间进一步拓展。储备产品上，预计《火炬之光》、《心动小镇》、MMO 手游《Project A》以及《代号：SSRPG》等四款产品将在年内测试。此外还包括了多款已获得代理权的优质付费游戏，有望为平台社区品牌建设、用户引流以及提升收入提供持续贡献。

？投资建议与盈利预测

募资助力公司围绕精品游戏研运与 TapTap 社区生态建设两大方向长线发展。公司目前处于研发投入期，我们预计 2021/2022/2023 年公司实现归母净利润-0.03/2.19/3.81 亿，对应 EPS -0.01/0.48/0.84 元，给予公司 2021 年 9.64 倍 PS，对应目标市值 303.07 亿人民币，对应 360.15 亿港币，目标价 79 港币。维持“买入”评级。

？风险提示

现有游戏流水下滑，新游上线时间延后，TapTap 用户增速不及预期。

分析师：李典（执业证书：S0020516080001），分析师：路璐（执业证书：S0020519080002）

● 机械

国元证券行业研究——2020 年激光行业点评报告——行业景气上行，激光加速渗透

报告要点：

？顺周期持续高景气，激光设备有望加速渗透

根据《2021 年中国激光产业发展报告》，2020 年中国激光设备市场全年销售额为 692 亿元，同比增长 5.2%，2010-2020 年我国激光装备规模 CAGR 约为 19.6%。其中，工业应用占比最高，2020 年工业激光设备约 432.1 亿元、占比 62.4%，除工业领域之外，信息/商业/医学/科研占比分别为 22.0%/6.0%/4.4%/5.0%。工业激光应用中，用于切割/焊接/打标的比例分别为 41%/13%/13%，2020 年我国激光切割设备销量 5.5 万台，同比增长 34.15%。2021 年 3 月 PMI 为 51.9，连续第 13 个月位于荣枯线之上，制造业整体景气度高涨。2021 年工业企业有望延续主动补库存周期，因而如通用机床、工业机器人等中游装备需求仍延续上升态势，产销量有望实现大幅增长。激光设备是先进制造的代表，阿尔法属性较强，有望加速上行，提升渗透率。根据《2021 年激光发展报告》预测，2021 年激光设备市场销售有望达 770 亿元、同比增长 11%，其中激光切割设备有望同比增长 31%。

？国产激光品牌引领进口替代，高功率激光器成为下一个主战场

2020 年我国光纤激光器市场销售额超过 94.2 亿元，同比增长 14%。受疫情影响，以 IPG 为代表的国外企业在中国市场的业绩出现下滑，而本土激光器品牌则凭借技术进步、质量提升和性价比优势逆势崛起，其中 2020 年锐科、创鑫、杰普特年市占率分别达 24.4%/16.6%/3.9%，同比增加 0.1/4.7/1.0pct。功率段来看，2020 年中功率（<3kW 光纤+YAG）和高功率（≥3kW 光纤+CO2）激光切割设备销售数量分别为 4.2 万台和 1.3 万台，同比+23.5%/85.7%。随着中功率激光器毛利率走低，激光厂商纷纷向高功率段产品进军，陆续推出 20kW-40kW 超高功率激光切割产品，高功率切割也将成为下一个市场争夺的焦点。

？“激光+”发展潜力无限，中国激光行业未来可期

由于激光在加工精度、效率、成本等方面具备明显优势，目前其已逐渐取代等离子切割、电弧焊、熔覆等传统工艺广泛应用于工业加工领域之中。同时，伴随着电动车需求的释放，已有多家整车企业宣布布局激光雷达领域，2021 年或将成为激光雷达前装量产的试水之年。而作为通用工具，激光更可发挥其“1+X”的潜力，在集成电路、智能微投、新能源电池、服务机器人、桥梁基建、海工装备等多个领域发挥作用，中国

激光行业未来可期。

？投资建议：

随着激光应用领域不断开拓以及国产激光器进口替代进程不断深化，我们认为激光赛道仍将维持较高景气度，激光设备需求将持续保持旺盛。建议关注国内光纤激光器龙头锐科激光以及激光切割控制系统龙头柏楚电子。

风险提示：

激光设备下游需求低于预期，光纤激光器价格战恶化，核心器件自产率提升进度不及预期。

分析师：满在朋（执业证书：S0020519070001）

重点报告

《业绩增速再创新高，在手订单增长强劲》

——昭衍新药 2020 年报点评

分析师：满在朋（执业证书：S0020519070001），联系人：黄浦

事件：

3 月 29 日，公司发布 2020 年年报：实现营收 10.76 亿元（+68.27%），归母净利润 3.15 亿元（+68.67%），扣非归母净利润为 2.92 亿元（+78.91%）。拟对全体股东每 10 股转增 4 股，派发现金红利 3.5 元（含税）。

国元观点：

？全年业绩超预期，在手订单充足，或维持高增长态势

2020 年实现营收和归母净利润分别为 10.76 亿元（+68.27%）和 3.15 亿元（+68.67%），其中 Q4 单季度实现营收和归母净利润分别为 4.44 亿元和 1.97 亿元，同比分别增长 52.75%和 93.08%，增长势头强劲。分业务来看，收入占比 97.85%的临床前研服务同比增长 67.41%，贡献主要增速，临床服务及其他业务同比增长 327.49%。未来业绩有望维持高增长：（1）在手订单充足：截至 2020 年末，公司在手订单金额超 17 亿元（+60%），全年非临床业务新签订单超 15 亿元（+70%左右），奠定业绩高增长基础；（2）产能持续扩充：耗资 7.87 亿和 11 亿的重庆和广州新产能建设、梧州项目、苏州产能扩建等项目稳步推进，有望提高公司项目承接能力。

毛利率维持稳定，现金流大幅改善。2020 年毛利率为 51.38%（-0.88pct），盈利能力较强且维持相对稳定；销售费用率为 1.20%（-0.75pct），保持相对平稳；管理费用率为 19.39%（+4.50pct），主要系业务量增长、股权激励增加及收购 BIOMERE 所致。研发费用 0.51 亿元（+27.84%），经营活动现金流量净额 4.28 亿元（+189.27%），主要系业务量增长导致收款增加所致。

？海内外业务能力建设持续加强，港股上市或加速国际化进程

国际业务加速拓展：2020 年国内公司和海外子公司 Biomere 签订海外订单分别约为 0.78 亿元（+85%左右）和 1.6 亿元（+15%左右），在疫情蔓延下仍实现高速增长，随着公司 H 股上市，有望继续深化海外业务布局。

深耕安评业务，产业链上下游延伸：公司不断巩固安评业务核心优势，疫情期间完成模拟病毒评价系统以及 ACE2 模型鼠的构建，在眼科药物评价领域成功建立疾病模型，在食蟹猴生殖毒理试验领域建立有竞争力的评价方法，彰显公司研发实力。同时，公司在临床服务、模型动物研究、广西梧州猴舍项目上不断推进和完善，持续提升综合竞争力、构筑高壁垒护城河。

? 投资建议与盈利预测

公司是国内安评龙头，处在国内创新药黄金发展周期内，在手订单充足，随新产能投产，业绩有望保持高增长。考虑到业绩超预期，我们上调盈利预测，预计公司 21-23 年营收为 15.87/ 22.13/ 30.03 亿元，归母净利润分别为 4.44/ 6.00/ 8.02 亿元，EPS 为 1.39/ 1.88/ 2.52 元/股，对应 PE 为 106/ 78/ 58X，维持“增持”评级。

? 风险提示

市场竞争加剧风险；产能建设不及预期风险；新业务拓展风险；疫情风险。

《功能性护肤品强力驱动，全年业绩表现亮眼》

——华熙生物(688363)2020 年年报点评

分析师：刘慧敏（执业证书：S0020520110001），分析师：李典（执业证书：S0020516080001），联系人：徐雨涵

事件：

3 月 30 日，公司发布 2020 年年度报告：实现营收 26.33 亿元，同比增长 39.63%；实现归母净利润 6.46 亿元，同比增长 10.29%；实现扣非归母净利润 5.68 亿元，同比增长 0.13%。

国元观点：

? 疫情趋缓加速回暖，功能性护肤品业务驱动业绩稳健增长

原料：受疫情冲击，国际客户采购量显著减少，全年实现透明质酸原料销售约 450 吨，实现收入 7.03 亿元（-7.55%），龙头地位稳固，预计随着全球疫情趋缓，可实现自然恢复。

医疗终端：国内疫情缓和后回暖明显，板块需求显著反弹。2020 年实现收入 5.76 亿元（+17.79%），同时推出多款重磅产品，加强医美产品多管线布局。

功能性护肤品：2020 年受疫情影响，公司迅速调整营销模式，通过网红 IP+直播+线上运营，实现了快速增长。全年实现收入 13.46 亿元（+112.19%）。其中，核心品牌润百颜收入 5.65 亿，同比增长 65.29%；夸迪收入 3.91 亿元，同比增长 513.29%；米蓓尔收入 1.99 亿，同比增长 136.32%；BioMeso 肌活收入 1.13 亿，同比增长 45.71%；其他创新品牌收入 0.78 亿。公司功能性护肤品品牌矩阵日益完善，产品体系更加丰富，2021 年有望加速放量。

? 毛利率稳健，大力加码市场拓展致使销售费用提升

由于技术壁垒高筑，公司各板块毛利率皆处于较高水平，2020 年公司毛利率为 81.41%，维持较高水平；销售费用率为 41.75%（+14.1pct），主要因为销售业务发展需要所导致的职工薪酬、线上推广、广告宣传、市场开拓等费用大幅提升。同时公司持续加码研发投入，研发费用率为 5.36%（+0.38pct），主要系公司研发人员数量、研发用材料投入、专利保护服务费用增加所致。

？投资建议与盈利预测

公司作为全球最大的透明质酸原料供应商，已形成集研发、生产和销售于一体的透明质酸全产业链平台，持续保持高速增长。预计公司 21-23 年实现收入 35.64/ 49.61/ 67.50 亿元，归母净利润 7.40/ 8.58/ 9.93 亿元，EPS 为 1.54/ 1.79/ 2.07 元/股，PE 分别为 103/ 89/ 77 倍，维持“买入”评级。

？风险提示

疫情影响超过预期；医美服务个性化强，可能引发医疗纠纷；新产品研发进度不及预期；市场竞争加剧带来的毛利率下滑风险。

重要新闻

- 4 月 6 日，深交所主板与中小板正式合并。此次合并将按照“两个统一、四个不变”的总体思路，组织整合相关业务规则和监管运行模式，推动指数产品、技术系统、发行上市安排平稳过渡。未来，深市将形成以主板、创业板为主体的市场格局，合并后的深市新主板总市值将超 20 万亿元，在多层次资本市场体系中拥有举足轻重的地位。
- 新华社发表署名“辛识平”文章称，教育部相关负责人表示，今年教育部将把校外培训机构治理列入重点工作任务；社会反响热烈；虚火过旺、乱象纷呈的校外培训市场，确实到了该下猛药治理的时候了。
- 中国船舶集团宣布签下单笔金额最大的集装箱船订单，将分别由中国船舶和中国重工旗下船企承建；与此同时，全球集装箱船订单增速处于近 10 年来的最高点。有业内人士表示，在近期诸多大手笔订单的刺激下，全球集运行业有可能掀起新一轮的竞赛。
- 美债收益率多数下跌，2 年期美债收益率基本持平报 0.17%，5 年期美债收益率跌 1.1 个基点报 0.93%，10 年期美债收益率跌 1.3 个基点报 1.707%。投资者暂停了近期的公债抛售，并将空头头寸获利了结。

国元证券股份有限公司
GUOYUAN SECURITIES CO.,LTD.

投资评级说明：

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址:www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编： 230000	邮编： 200135
传真： （0551）62207952	传真： （021）68869125
	电话： （021）51097188