民生证券研究院

会议纪要/晨会

晨会纪要

晨会纪要 2021 年 4 月 1 日

● 客户观点反馈

客户认为当前市场还以存量资金博弈为主，观望情绪浓厚。预计沪指短期将延续上涨态势，但上方 30、60 日均线阻力较大，如不能有效突破，指数将延续窄幅震荡态势。操作上，应积极把握本轮一季报行情，A 股将在业绩高增长的前提下展开阶段性反弹，短期可积极布局前期超跌板块，如白酒、新能源、光伏等。

● 总量观点

【民生宏观】点评 3 月 PMI 数据：经济复苏强劲，暂不存在“滞胀”担忧

（解运亮，分析师 S0100519040001，18911895931）

3 月 PMI 显示经济复苏强劲，内生需求不断释放。猪肉价格连续 7 周下跌，大宗商品价格从 3 月初高点后价格回落。我们认为当前经济暂时不存在“滞胀”担忧。

相较 1-2 月疫情影响内需不足，3 月 PMI 扩张生产和需求复苏强劲

3 月制造业生产指数（供给）和新订单指数（需求）分别为 53.9%和 53.6%，较上月上升 2.0 和 2.1 个百分点，反映出了经济内生动力。非制造业尤其是服务业修复超季节性，3 月建筑业和服务业新订单，较上月各上升 5.6 和 7.3 个百分点，疫情过后随着春季生产回暖，双双有超季节性回升。

原材料购进价格和出厂价格仍然处于高位

3 月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 69.4%和 59.8%，相比上月各增长了 2.7 和 1.3 个百分点，原因是铜和原油价格 3 月以来持续处于高位，进口价格较高，导致 PMI 购进价格和出厂价格处于高位。。但是随着国际原油供给增加价格下跌，以及美元增强对于铜价抑制，我们预计之后国内大宗商品的价格受国外高价冲击会有所降低。

中小型企业修复亮眼，体现出经济景气与活力

大型企业去库存明显体现出消费不断释放，小型企业采购和补库存明显。3 月小型企业采购量相较上月增长了 11.7 个百分点，产成品库存增加了 7.3 个百分点，相较 2 月份双双回落，3 月份出现大幅度反弹，体现出后疫情时代我国企业生产经营的活力。

经济复苏强劲，扩张态势明显，不存在滞胀的担忧

我国经济在后疫情时代表现出了良好的复苏态势，大概率央行在货币政策上维持紧平衡，宽松的可能性很小，我们仍然要关注 4 月月中的各项经济数据，谨防央行在货币政策上有所收紧，而加剧债券市场整体的震荡。

风险提示：

全球疫情持续恶化，中国政策过快收紧等。

● 个股观点

【民生电子】卓胜微(300782)2020 年年报点评:经营业绩大幅增长，射频模组快速突破

（王芳，分析师 S0100519090004，021-60876730；陈海进，分析师 S0100521030001，021-60876730）

一、事件概述

3 月 31 日，公司发布 2020 年年报，2020 年公司实现营收 27.92 亿元，同增 84.62%，

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

【民生宏观】点评 3 月 PMI 数据：经济复苏强劲，暂不存在“滞胀”担忧；

【民生电子】卓胜微(300782)2020 年年报点评:经营业绩大幅增长，射频模组快速突破；

【民生食饮】盐津铺子（002847）2020 年报点评：全品类布局+渠道拓张，推动业绩高速增长

【民生电新】天奈科技(688116)2020 年年报点评:出货增盈利稳，CNT 龙头募资持续扩张

归母净利 10.73 亿元，同增 115.78%。

二、分析与判断

经营业绩大增，射频模组业务快速突破

2020 年公司实现营收 27.92 亿元，同增 84.62%，归母净利 10.73 亿元，同增 115.78%，扣非归母净利 10.30 亿元，同增 111.66%， ROE 提升 4.75pct 至 49.37%，其中 Q4 单季实现营收 8.20 亿元，同增 55.39%，归母净利 3.55 亿元，同增 103.59%，扣非归母净利 3.30 亿元，同增 95%，主要系需求大幅增长，产品结构优化所致，并拟每 10 股派 10 元转增 8 股。分业务看，射频分立器件实现营收 24.62 亿元，同增 68.29%，毛利率为 51.22%，新开拓的射频模组业务实现营收 2.78 亿元，毛利率为 67.24%，营收占比达 9.93%。

加大研发及产能建设投入，新品持续推进

2020 年公司加大研发投入，研发费用达 1.8 亿元，同增 32%，研发费用率为 6.53%。1）天线开关产品渗透率持续提升，全年累计销量近 28 亿颗，实现销售额 12 亿元，占比 43%。2）推出多增益低噪声放大器系列产品，已在知名手机厂商量产导入，望在下年度进入批量供货。3）射频模组产品在多家知名手机厂商实现量产并出货，其中采用差异化 IPD 滤波器方案的 LFEM 产品性能指标比肩国际先进水平，望成为另一款拳头产品。此外，公司公告对芯卓半导体产业化建设项目追加投资 27 亿元，以进一步扩充 SAW 滤波器晶圆制造和射频模组封装测试产能及厂房及配套设施建设。

5G 红利&国产替代，完善产品布局成长空间广阔

5G 时代频率及频段增加带来射频前端器件量价齐升，公司为国内射频前端器件模组领军企业，技术实力国内领先，充分受益国产替代红利。同时，公司在原有开关、低噪放的优势产品基础上，布局射频滤波器，PA，DiFEM、LFEM、LNA bank 等射频前端模组，全面完善产品布局；并规划基站射频器件，多样化终端市场和应用领域，打开广阔成长空间。

三、投资建议

我们预计 2021/22/23 年公司归母净利为 16/22/28 亿元，对应 PE 为 71/51/39 倍，参考当前申万半导体 84 倍 PE，考虑到公司卡位 5G 射频优质赛道、受益国产替代红利，以及标的的稀缺性，维持“推荐”评级。

四、风险提示

中美贸易摩擦、大客户进展不及预期、大客户技术迭代不及预期。

【民生食饮】盐津铺子（002847）2020 年报点评：全品类布局+渠道拓张，推动业绩高速增长

（于杰，分析师 S0100519010004，18611233880）

一、事件概述

3 月 30 日，公司发布 2020 年报，报告期内实现营业收入 19.59 亿元，同比+39.99%；实现归母净利润 2.42 亿元，同比+88.70%；基本 EPS 为 1.94 元。20Q4 单季度公司实现营业收入 5.24 亿元，同比+25.52%；实现归母净利润 0.53 亿元，同比+38.73%。拟每 10 股派现金红利 10 元（含税）。

二、分析与判断

全品类覆盖+非华中区域快速布局，推动收入高速增长

2020 年公司实现营业收入 19.59 亿元，其中 Q1-Q4 分别实现营收 4.64/4.81/4.89/5.24 亿元，分别同比+35.43%/+61.47%/+43.55%/+25.52%。盐津实现了休闲零食全品类覆盖，报告期内烘焙/深海零食/肉鱼/豆干/果干/蜜饯炒货/素食/辣条分别实现 6.81/2.97/2.46/ 1.94/1.62/1.32/1.27/0.50 亿元收入，其中烘焙、深海零食、肉鱼产品、果干、素食增长超 45%，盐津已构成了第一曲线咸味零食业绩稳增+第二曲线烘焙点心业绩快速放量+第三曲线坚果果干积极培育的全系列产品矩阵，能及时推出并调整符合市场期待的产品组合，保障业绩快速增长。分市场看，华中/华南/华东/西南/华北/西北/东北/境外分别实现收入 8.55/3.88/3.64/2.30/0.67/0.40/0.13/0.05 亿元，西南、西北、华东均取得了 60%以上的高增长，非华中区域市场占比也由 2016 年 38.42%持

续提升至 2020 年 56.36%，验证了公司在大本营华中区域以外市场的快速布局，公司将继续精耕优势区域市场，建立川渝鄂第二根据地市场，重点突破华东华北空白市场，推动全国化布局速度进一步加快。

毛利率稳步提升，控费能力日益显著

毛利率：2020 年公司达成毛利率 43.83%，同比+0.96ppt，单 Q4 毛利率 47.52%，同比+4.66ppt。支撑毛利率稳步提升的原因在于公司产品力的增加，在推新初期为配合终端动销，公司会以低毛利率切入市场，形成产品竞争力后，公司将逐步提价拉升毛利率，烘焙单品放量带动毛利率提升尤为突出。期间费用率：2020 年公司期间费用率为 31.90%，同比-2.06ppt，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 24.06%/4.90%/2.63%/ 0.30%，分别同比-0.51ppt/-1.60ppt/+0.71ppt/-0.65ppt，在目前休闲零食行业普遍加大广告投放力度的情况下，公司销售费用率不增反降，得益于公司渠道战略高度集中线下 KA，避免了线上流量红利减退，也受益于 KA 店中岛集中陈列所具备的广告效应。净利率：公司全年实现归母净利润 2.42 亿元，同比+88.83%，单 Q4 实现归母净利润 0.53 亿元，同比+39.18%。全年达成净利率 12.36%，同比+3.24ppt，单 Q4 净利率 10.15%，同比+1.04ppt。公司利润增速跑赢收入增速，说明公司业绩增长不仅来自于量增，也来自于价增（毛利率增加）和控费能力的增强（费用率下降）。

多品类布局+渠道快速扩张，构成盐津业绩强大推力

产品层面，盐津铺子通过品类叠加模式已覆盖休闲零食全品类，能根据市场变化快速推出新品，满足消费需求。同时多样化产品策略将有助于降低单品依赖度，保证公司稳健发展。2020 年公司重点开拓定量装，实施差异化、全面化营销战略。

渠道层面，盐津铺子重点聚焦 KA 散装渠道，以直营带动经销，通过大型商超建立品牌形象与销售样板，带动经销商发展，快速布局地区型中小商超、便利店、批发市场等，填补直营渠道空白，推动公司渠道下沉。2020 年末盐津铺子终端店中岛已超 1.6 万个，预估全国至少有 4.7 万个商超可建岛，未来市场空间巨大，并且公司拟发展“盐津铺子”零食屋和“憨豆先生”面包屋双岛战略，中岛存在倍增空间。同时定位线上渠道为品牌形象建设与产品推广，结合直播带货、社区团购等新零售模式，作为线下渠道的补充。

新三年股权激励落地，释放业绩持续向好信号

2021 年 3 月公司发布 2021 年股权激励计划，计划授予公司董事、高管、核心技术人员等 32 人 223.67 万股限制性股权，占公司总股本的 1.73%。业绩考核目标定为 2021-2023 年收入分别不低于 2020 年的 28%/62%/104%，即分别同比+28%/+27%/+26%，净利润分别不低于 2020 年的 42%/101%/186%，即分别同比+42%/+42%/+42%。高位业绩目标彰显了公司对未来经营的充足信心，也将极大程度调动公司核心骨干积极性。

三、投资建议

预计 2021-2023 年公司实现收入 25.69/32.87/41.57 亿元，同比+31.1%/+27.9%/+26.5%；实现归母净利润 3.46/5.01/7.29 亿元，同比+43.2%/+44.6%/+45.6%，EPS 分别为 2.68/3.87/5.64 元，对应 PE 分别为 51X/35X/24X。目前休闲食品板块 2021 年预期估值约为 34 倍（Wind 一致预期，算数平均法），公司估值略高于可比公司平均水平。考虑到公司未来业绩增长的确定性，仍维持“推荐”评级。

四、风险提示

线下渠道扩张不及预期、行业竞争加剧、食品质量安全问题。

【民生电新】天奈科技(688116)2020 年年报点评:出货增盈利稳，CNT 龙头募资持续扩张

（于潇，分析师 S0100520080001，021-60876734）

一、事件概述

3 月 30 日，公司发布 2020 年年报，全年实现营收 4.72 亿元，同比增长 22.13%，实现归母净利润 1.07 亿元，同比下降 2.58%，公司拟每 10 股派发现金红利 0.7 元（含

税）。同时公司宣布拟发售可转债不超过 8.3 亿元建设碳纳米管复合产品生产项目。

二、分析与判断

20Q4 营收创单季记录，上半年疫情叠加 NMP 涨价拖累毛利率

公司 20Q4 实现营收 1.56 亿元，同比增长 82.40%，环比增长 0.83%，创单季历史新高。20Q4 实现归母净利润 0.30 亿元，同比增长 59.59%，环比下降 30.80%，主要受计提公允价值变动损失和信用减值损失共 0.20 亿元影响，剔除此影响后，20Q4 经营性业绩为 0.51 亿元，同环比均实现正增。盈利能力方面，2020 年全年毛利率为 39.08%，同比下降 8.71 个百分点，20Q1-4 的毛利率分别为 36.86%/37.02%/40.61%/39.74%，上半年疫情影响下行业需求下降，产能利用率大幅下降；20Q4 NMP 单吨均价相比 20Q3 上涨 0.35 万元/吨，两者叠加拖累毛利率。2020 年全年单吨毛利为 1.23 万元/吨，同比下降 0.52 万元/吨，我们估计 20Q4 单吨毛利为 1.34 万元/吨，环比恢复。

2021 年 CNT 龙头浆料出货将持续增加，盈利能力有望恢复

出货方面，公司是全球 CNT 导电浆料龙头，2020 年出货量为 1.47 万吨，同比增长 52.46%，出货量全国居首。20Q4 出货量约为 0.46 万吨左右，环比恢复明显，我们预计 21Q1 出货量为 0.6 万吨，2021 年全年出货量有望达到 2.5 万吨以上，主要得益于下游客户 CATL、ATL、比亚迪、LG、松下等需求增加。长期看，CNT 在正极和硅基负极上的渗透率将不断提高，带动公司出货量不断增大。盈利能力方面，由于导电剂占电池总成本较低且公司产品有较强技术壁垒，NMP 涨价有望顺利传导，同时叠加高镍三元客户如 CATL 和 LG 等逐步放量，盈利能力有望恢复。

公司发布 8.3 亿可转债预案，支持产能扩张

公司 2020 年产能 1.2 万吨，我们预计，2021 年为 2.1 万吨，远期将达到 8.8 万吨，满足下游旺盛需求。2 月 24 日公司发布 5.8 万吨 CNT 浆料和 0.5 万吨导电母粒扩产计划，此次公司宣布拟发售不超过 8.3 亿元可转债，用以对碳纳米管复合产品生产项目进行资金支持，助力产能落地。

三、投资建议

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 2.18、3.29、4.61 亿元，同比分别增长 103%、51%、40%，当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 55、37、26 倍。参考 CS 新能车指数 123 倍 PE（TTM），考虑到公司是 CNT 龙头，新能源车行业对导电剂需求扩张叠加产品渗透率提升，增速有望超越行业平均，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

下游 CNT 和导电塑料需求不及预期；新建产能投产进度低于预期。

● 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：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

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。