东吴证券晨会纪要

2021 年 03 月 31 日

晨会编辑 朱国广
执业证号：S0600520070004
021-60199793
zhugg@dwzq.com.cn

宏观策略

策略周评：东吴策略·资金分化明显，市场无一致风格选择——市场温度计

机构行为：最近一周资金分化明显，市场无一致风格选择。外资偏好医药、基础化工、银行等行业，对消费者服务、钢铁、家电等行业相对谨慎。公募基金抱团进一步减弱，市场风格分化明显。

股市流动性：最近一周市场情绪轻微回暖，A 股市场资金净流入 370 亿元，前值 194 亿元。其中新成立偏股型公募基金 361 亿元，前值 337 亿元。

头尾部对比：从绝对股价、净利润同比增速、市盈率角度来看，均为头部跑赢尾部。

情绪与估值：主板和创业板的融资买入额、主板成交额等情绪指标均有下降，创业板成交额小幅回升；行业间的分化较上周上升。

固收金工

固收深度报告：市场出清与否决定通胀压力强弱

理解通胀形成的微观路径。

宏观路径。这一条路径以货币数量方程式为理论基底：MV=PY，若满足货币中性假说（即 P 不影响 Y）以及货币流通速度恒定的假设（即 V 不变）的情况下，P 将仅由 M 决定；我们又可以称之为“总量路径”。

微观路径。这一路径从宏观、总量层面下沉到中、微观层面，价格指数 P 是各个市场价格的某种加权均值，那么各个市场价格由什么来决定？在均衡理论中由市场出清价格给出，也就是让各个市场出清的价格。一般来说，市场接近出清，通胀压力也会抬升；而市场如果距离完全出清较远，供过于求，存在大量过剩产能，那么通缩压力就会增大。

行业

东吴碳中和系列报告（七）：碳如何核算？IPCC 方法学与 MRV 体系

碳核算是实现碳达峰与碳中和所有工作的基础。碳核算 1）依据来自联合国政府间气候变化专门委员会(IPCC)制定的 IPCC 清单指南，为世界各国提供清单编制的方法学依据；2）保障来自碳排放可检测、可报告、可核查体系（MRV 体系），保障形成准确可靠的碳排放数据。中国碳排放数据标准的统一与数据质量的控制，可实现实现 1）与全球碳排放体系的统一；2）碳交易市场可顺利运行激发活力；3）从源头对减排路径研究开发；4）对减排效果量化评估。

推荐个股及其他点评

中控技术（688777：2020 年报点评：主业逆势稳增，软件产品完善、服务模式落地

由于 20 年分部业绩与我们预期略有差异，我们小幅调整公司

2021-22 年归母净利润至 5.35（-0.03）/6.73（+0.02）亿，预计 2023 年归母净利润 8.42 亿元，同比分别+26.5%、+25.8%、+25.1%，对应现价 PE 分 71x、56x、45x，给予目标价 86.4 元，对应 21 年 80xPE，因为公司控制系统竞争力突出，工业软件业务前景可期，维持“买入”评级。

蓝月亮集团（06993）：2020 年报点评：收入同比基本持平，归母净利+21.3%，看好公司多品类多渠道持续发力

盈利预测与投资评级：蓝月亮作为国内衣物清洁品牌的龙头，有较强的品牌认知度，未来拓品类和产品升级可期，有望带来更多收入增量，我们将公司 21-22 年归母净利润从 15.2/17.1 亿港元上调至 18.0/21.9 亿港元，预计 23 年净利润 25.7 亿港元，同比+38%/22%/17%，最新收盘价对应 21-23 财年 PE 分别为 41/34/29 倍，维持“买入”评级。

建科机械（300823）：2020 年报点评：全年净利润增速回正，基建需求旺盛拉动盈利回升

事件：公司 2020 年营收 4.66 亿，同比-1.88%；归母净利润 0.90 亿，同比+6.64%，符合我们预期；扣非后归母净利润为 0.83 亿，同比+2.97%。公司拟每 10 股派发 4.28 元现金红利，股息率为 1.56%（按年报披露前一日股价计算）。

盈利预测与投资评级：我们预计随着基建项目开工、钢筋加工自动化推进，公司业绩稳步增长。考虑到机器替人周期较长，我们将 2021-2022 年的 EPS 从 1.27/1.73 元下调至 1.27/1.56 元，预计 2023 年 EPS 为 1.85 元。当前市值对应 2021-2023 年 PE 为 20/17/14 倍，维持“增持”评级。

华友钴业（603799）2020 年年报点评：全面开花，一体化锂电材料龙头初现

2020 年归母净利 11.65 亿元，同比增长 874.5%，符合预期。2020 年公司营收 211.87 亿元，同比增长 12.38%；归母净利润 11.65 亿元，同比增长 874.5%；扣非净利润 11.24 亿元，同比增长 1549.03%，其中主要为 0.63 亿元的政府补助。公司 2020 年毛利率为 15.66%，同比增加 4.49pct；净利率为 5.31%，同比增加 4.74pct，景气周期下业绩大幅改善。

光威复材（300699）：2020 年年报及 2021 年 Q1 预告点评：碳纤维业务快速发展，Q1 业绩稳健增长

我们维持 2021-2022 年净利润预测 8.74/11.40 亿元，预计 2023 年净利润 15.06 亿元，对应 2021-2023 年 EPS 为 1.69/2.20/2.90 元，当前市值对应 PE 为 43/33/25 倍，维持“买入”评级。

九毛九（09922）2020 年业绩点评：20 年业绩略超市场预期，看好太二扩张潜力

品牌端：九毛九餐厅战略收缩，太二逆势高增，持续亮眼表现。疫情下费用小幅提升，人力成本优化，现金流充沛。供应链建设持续推进，护航公司长期发展。

周大生（002867）：20 年报点评：疫情下收入-6.5%，净利润+2.2%，疫情后看好公司加盟店高速扩张

盈利预测与投资评级：公司规模优势明显，持续享受渠道下沉的市场红利，保持未来 3-5 年 15%-20%高增速，未来主要通过不断开新加盟店实现增长，综合考虑 2020 年疫情的影响，我们将公司 21-22 年归母净利润从 13.3/16 亿元下调至 13.1/15.7 亿元，预计 23 年净利润 18.9 亿元，同比

+29%/20%/20%，最新收盘价对应 21-23 年 PE 分别为 19/16/13 倍，维持“买入”评级。

华兰生物（002007）：2020 年年报点评：疫苗业务快速放量，血制品业务有望企稳回升

公司发布 2020 年年报，实现营业收入 50.2 亿元，同比增长 35.8%；实现归属于母公司净利润 16.1 亿元，同比增长 25.7%，实现扣非后归母净利润 14.8 亿元，同比增长 28.8%。

中航沈飞（600760）：2020 年年报点评：归母净利润同比增长 68%，将持续受益于空军战略转型

考虑到公司将受益于空军战略转型带来先进战机列装的加速，在军品定价改革背景下公司盈利能力有望进一步提升，我们将 2021-2022 年的 EPS 从 1.02/1.17 元上调至 1.23/1.51 元，预计 2023 年 EPS 为 1.91 元，当前市值对应 2021-2023 年 PE 为 51/42/33 倍，维持“买入”评级。

昭衍新药（603127）：2020 年年报点评：业绩亮眼，在手订单+产能扩张奠定未来高成长

由于规模效应+高价值订单下公司盈利能力不断加强，我们将公司 2021-2022 年归母净利润 3.84/5.25 亿元，上调至 4.54/6.14 亿元，预计 2023 年归母净利润为 8.17 亿元，当前市值对应 2021-2023 年 PE 分别为 88/65/49 倍，考虑到公司是安评领域龙头之一，享受行业高增红利，维持“买入”评级。

晶澳科技（002459）：2020 年年报点评：20 年出货量大增，市占率持续提升，Q4 盈利底部

20 年归母净利润 15.07 亿元，同增 20.34%，符合预期：公司发布 2020 年年报，报告期内实现营业收入 258.47 亿元，同增 22.17%；实现归母净利润 15.07 亿元，同增 20.34%，其中 2020Q4，实现营业收入 91.52 亿元，环比增加 57.49%，同比下降 56.35%，实现归母净利润 1.68 亿元，环比下降 63.56%，同比下降 56.35%。其中 Q4 确认了投资收益约 2 亿，主要系处置国内电站约 130MW，远期结售汇业务实际交割形成的收益所致，总体业绩符合预期。

洁美科技（002859）：2020 年年报点评：

2020 年业绩创历史新高：公司公布 2020 年年报，全年实现营业收入 14.3 亿元，yoy+50.3%；净利润 2.89 亿元，yoy+145.2%，符合我们预期；毛利率 40.7%，同比提升 8.0pct；净利率 20.3%，同比提升 7.9pct。虽然受疫情影响公司开工较往年略有延迟，但远程办公、在线教育、医疗电子产品的需求增加及 5G 技术应用的加速落地带动了电子信息行业景气度持续走强；另外，由于前期产业链下游去库存过度，下游客户补充库存意愿较强，公司订单量充足，产销两旺，营收、净利、毛利率皆创新高。

迈为股份（300751）：大客户 HJT 电池量产项目试产超市场预期，看好设备龙头

盈利预测与投资评级：公司从丝网印刷设备向前段设备延伸，受益于 PERC 扩产景气拉长在手订单充裕，现提前布局 HJT 技术路线并能够提供性价比最高的整线方案，设备自制率达 95%，看好后续验证通过后订单落地。我们预计公司 2020-2022 年的净利润分别是 3.9、6.7、11.1 亿元，对应 PE 为 78、45、27 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情影响光伏需求、下游扩产不及预期；外延拓展

不及预期。

长春高新（000661）：2021 年一季报点评：21Q1 业绩超预期，预计全年有望持续高增长

公司发布 2021 年一季报预告，实现归母净利润 8.40-8.95 亿元，同比增长 55-65%。

福莱特（601865）：2020 年年报点评：20 年毛利率创历史新高，产能扩张再加码

由于 21 年起行业新产能逐渐释放，玻璃价格下行，但公司经营稳健，龙头优势凸显，我们预计公司 21-23 年归母净利润为 23.91/26.64/30.87 亿元，同比增 46.78%/11.43%/15.87%，我们将 21-23 年 EPS 由 0.81/1.29/1.60 元调整至为 1.11/1.24/1.44 元，维持“买入”评级。

风险提示：政策不达预期，竞争加剧等

华夏视听教育（01981）：20 年报点评：收入+6%，经调整净利+19%，看好旗下学校量价齐升

盈利预测与投资评级：公司主要布局艺术类赛道，有一定标的稀缺性，内生方面未来学费和学生人数仍有较大提升空间，外延也将继续保持艺术类培训的收并购，我们将公司 21-22 年归母净利润从 4.3/5.7 亿元上调至 4.4/5.8 亿元，预计 23 年净利润 7 亿元，同比+40%/31%/21%，最新收盘价对应 21-23 财年 PE 分别为 20/16/13 倍，维持“买入”评级。

中国软件（600536）：2020 年年报点评：收入不达预期，麒麟拭目以待

事件：中国软件发布 2020 年度报告，公司实现营业收入 74.08 亿元，同比增长 27.30%；实现利润总额 1.84 亿元，同比增长 20.54%；实现归属于母公司净利润 0.68 亿元，同比增长 10.34%，低于市场预期。

国联股份（603613）：2020 年年报点评：收入+138.4%逼近预告上限，工业品电商业务表现亮眼

2020 年全年，公司实现收入 171.58 亿元，同比+138.4%；归母净利润 3.04 亿元，同比+91.6%；扣非归母净利润 2.67 亿元，同比增长 73.1%。收入、归母净利润均接近业绩预告上限。考虑到公司未来或继续通过让利来抢占市场份额，我们调整 21/22 年归母净利润预测至 5.1(-2%)/8.5(-4%)亿元，预计 2023 年归母净利润为 13.3 亿元，对应同比增速分别为 68%/66%/57%。3 月 29 日收盘价对应 2021-23 年 PE 分别为 69x/41x/26x，维持“买入”评级。

福耀玻璃(600660)：2020 年年报点评：Q4 利润同比+59.06%，符合市场预期

福耀玻璃作为汽车玻璃行业全球龙头，受益行业红利及自身业务领域积极开拓，有望实现市值大幅攀升。我们维持 21-22 年归母净利润 38.2/50.2 亿的假设，预计 23 年利润为 60.2 亿；对应 EPS 为 1.5/2.0/2.4 元。对应 PE 为 28/21/18 倍。考虑福耀较强成本管控能力，我们认为公司应该享受更高估值溢价。维持福耀玻璃“买入”评级。

宏观策略

策略周评：东吴策略·资金分化明显，市场无一致风格选择——市场温

度计

机构行为：最近一周资金分化明显，市场无一致风格选择。外资偏好医药、基础化工、银行等行业，对消费者服务、钢铁、家电等行业相对谨慎。公募基金抱团进一步减弱，市场风格分化明显。

股市流动性：最近一周市场情绪轻微回暖，A 股市场资金净流入 370 亿元，前值 194 亿元。其中新成立偏股型公募基金 361 亿元，前值 337 亿元。

头尾部对比：从绝对股价、净利润同比增速、市盈率角度来看，均为头部跑赢尾部。

情绪与估值：主板和创业板的融资买入额、主板成交额等情绪指标均有下降，创业板成交额小幅回升；行业间的分化较上周上升。

风险提示：资金入市规模为大致估算，仅供投资者参考；疫情二次爆发造成企业业绩不及预期；通胀上行超预期。

（证券分析师：姚佩）

固收金工

固收深度报告：市场出清与否决定通胀压力强弱

报告摘要

理解通胀形成的微观路径。

宏观路径。这一条路径以货币数量方程式为理论基底：MV=PY，若满足货币中性假说（即 P 不影响 Y）以及货币流通速度恒定的假设（即 V 不变）的情况下，P 将仅由 M 决定；我们又可以称之为“总量路径”。

微观路径。这一路径从宏观、总量层面下沉到中、微观层面，价格指数 P 是各个市场价格的某种加权均值，那么各个市场价格由什么来决定？在均衡理论中由市场出清价格给出，也就是让各个市场出清的价格。一般来说，市场接近出清，通胀压力也会抬升；而市场如果距离完全出清较远，供过于求，存在大量过剩产能，那么通缩压力就会增大。

衡量市场出清与否的三大指标：

产出缺口（Outputgap）。

非加速通货膨胀失业率（NAIRU）。

产能利用率（Capacityutilizationrate）。

产能利用率重要性不亚于失业率、M2 及其他指标。

预测通胀的潜在指标包括：大宗商品价格（原油、铜等）、金价、货币

请务必阅读正文之后的免责声明部分

供给量（M1、M2）、利率、期限利差、信用利差、工资指数、贸易量加权汇率、周工作时长指数、就业人口、失业率以及产能利用率。

1980-90 年代这一段时期关于通胀的大量研究显示，产能利用率作为对通胀的预测指标，在重要性上不亚于其它潜在指标。市场出清与否是决定通胀压力强弱的一个重要因素。

结论及展望：

通胀首先很难以被预测，即使利用当前各种预测指标，但市场出清指标让显示出通胀压力是相对偏小的；同时考虑到私人部门的资产负债表修复过程仍处在进行时当中，核心通胀环比大概率并不会加速。

基数效应是确定存在的，这意味着即使核心通胀环比不加速，而维持前期均速，核心物价指数同比仍大概率在 2021 年 4-5 月达到年内峰值（大约在 2.01-2.47%）之后出现回落，全年或呈现 N 型、M 型、倒 U 型。

风险提示：（1）“再通胀”超预期；（2）联储应对延宕；（3）地缘风险超预期。

景三：美债 10Y“急抬升”。同理，这里“急”的含义也是相对的，即相对于通胀预期的抬升速率来说，这意味着实际利率的抬升，若抬升速率过快，严重依赖于信贷、杠杆支撑的经济活动，包括房地产按揭、个人耐用品消费等经济活动，或出现迅速地退潮，这将不利于联储实现首要目标充分就业。联储此时可以采取进一步扩表，或者采取 YCC 的手段来让美债 10Y 降速，经过我们对日本采用 YCC 策略既控制住了日债 10Y 的波动，又控制住了资产负债表规模的成功经验的回溯分析来看，我们比较倾向于联储考虑 YCC 的可行性。综合来看，我们认为情景三构成短期风险，情景二构成长期风险，而联储的基线情景，或者说最理想的情景应该是情景一，即美债 10Y“缓抬升”。

原因三：导致全球主要发达经济体利率/收益率水平持续走低的中长期因素，并未由于本次危机而出现根本性逆转。Summers（2014,2015）以及 RachelandSummers（2018）提出来的框架：他们认为结构性的高储蓄倾向以及低投资意愿的组合，导致了利率的趋势性下行。我们需要思考的是以上提到的这些因素是否由于疫情带来的动态变化，而导致我们会做出同 2019 年下半年所不一样的思考，这是一个开放性的问题。

风险提示：（1）“再通胀”超预期；（2）联储应对延宕；（3）地缘风险超预期。

（证券分析师：李勇）

行业

东吴碳中和系列报告（七）：碳如何核算？IPCC 方法学与 MRV 体系

投资要点

请务必阅读正文之后的免责声明部分

与市场不同的观点之一：碳核算是实现碳达峰与碳中和所有工作的基础。碳核算 1）依据来自联合国政府间气候变化专门委员会(IPCC)制定的 IPCC 清单指南，为世界各国提供清单编制的方法学依据；2）保障来自碳排放可检测、可报告、可核查体系（MRV 体系），保障形成准确可靠的碳排放数据。中国碳排放数据标准的统一与数据质量的控制，可实现 1）与全球碳排放体系的统一；2）碳交易市场可顺利运行激发活力；3）从源头对减排路径研究开发；4）对减排效果量化评估。

与市场不同的观点之二：中国碳排放核算标准需进一步明晰，MRV 体系需进一步完善。对比欧盟、美国，中国 1）碳排放清单编制还不够完善，企业指南涉及行业不够全面，需进一步明晰行业企业碳减排，加快减排进；2）MRV 体系并不完善，报告与核查制度在建立时间短，还需要进一步落实。不断完善第三方核查机构的管理体系，形成高质量第三方机构，保障碳交易落地激发活力。

IPCC 方法学是碳核算的依据。《联合国气候变化框架公约》要求缔约方定期编制国家温室气体排放清单。IPCC 为各国编制清单提供方法学，IPCC 清单指南为各国提供可靠估算方法，兼容性强。1）欧盟：通常采用欧洲环境署（EEA）方法编制，后转换为 IPCC 格式提交年度温室气体清单和库存报告。2）美国：环境保护署（EPA）的排放清单改进计划（EIIP）与 IPCC 兼容，部分是对 IPCC 的改良。3）中国：国家温室气体清单编制主要参考 IPCC 技术报告和方法指南，编制的气候变化国家信息通报由生态环境部提交。我国清单编制活动主要是国家和省级温室气体清单编制，清单编制体系已初步形成相对稳定，先后颁布 24 个行业企业指南。

MRV 是碳核算的保障。1）欧盟是目前国际上开展碳交易工作较早且较为成熟的组织，其 MRV 设计框架为监测、报告、核查、质量控制和免责机制五部分。2）美国 MRV 体系主要包括监测、核算与报告、核查、质量保证和质量控制等四部分。欧盟和美国都出台了专门的 MRV 法规，从法律层面对 MRV 各个环节进行规定。3）中国 MRV 处于起步阶段，碳交易试点地区实施良好。2020 年《全国碳排放权交易管理办法(试行)》颁布，进一步规范 MRV。各试点基本覆盖报告，监测和核查覆盖还不够全面。核查资金投入主要有政府和市场两种方式，市场化是未来趋势。

碳中和背景下投资框架构建与环保产业映射。碳核算作为碳减排一切工作的基础，随方法学明晰与 MRV 完善，确保碳排放数据的质量，促进碳达峰碳中和目标实现。从前端能源替代、中端节能减排、后端循环利用三方面构建投资框架，梳理环保产业映射，包括 1）能源替代：新能源环卫装备，可再生能源（生活垃圾焚烧、生物质利用等），甲烷利用（污水处理、填埋气资源化），碳交易兑现碳减排附加价值；2)节能减排：环境咨询指导环保节能减碳、合同能耗管理、合同能源管理、减排设备、升级工艺流程；3）循环利用：垃圾分类与再生资源回收。

重点推荐：1、固废：【瀚蓝环境】、【高能环境】；2、环卫电动化：【盈峰环境】、【ST 宏盛】、【龙马环卫】；3、再生资源：【中再资环】；4、工业节能：【维尔利】。

建议关注：环境咨询：【南大环境】。

风险提示：碳减排政策低于预期，碳交易市场建设运行低于预期，宏观

请务必阅读正文之后的免责声明部分

政策超预期收紧

（证券分析师：袁理　研究助理：任逸轩）

推荐个股及其他点评

中控技术（688777：2020 年报点评：主业逆势稳增，软件产品完善、服务模式落地

投资要点

2020 年收入同比+24.5%、利润同比+15.8%，符合我们的预期。公司发布 2020 年年报，20A 实现营收 31.59 亿元，同比+24.51%；实现归母净利润 4.23 亿元，同比增长 15.81%。其中 2020Q4，实现营收 10.9 亿元，同比+28.42%，环比+27.13%；实现归母净利润 1.82 亿元，同比+22.91%，环比+75.59%。20 年公司毛利率下降 2.5pct，主要是产品结构变化、产品价格策略影响。

“工业 3.0”主业基本盘稳固，工业自动化及智能制造解决方案业务同比+14.65%，远高于行业增速。公司工业自动化及智能制造解决方案业务（DCS/PLC/SIS&解决方案）2020 年收入 23.3 亿，同比+14.65%，显著好于行业，主要来自解决方案能力持续提升、份额显著扩大。

“工业 4.0”工业软件产品线逐渐完善，业务同比+39.4%。2020 年公司工业软件业务收入 2.62 亿，同比+39.3%。公司工业软件产品逐渐丰富，同时开展工业软件产品“APP+SaaS”化改造，合计完成共 196 个 APP 应用开发，为未来的高速成长打好基础。

自动化仪表产能释放，收入大增 66.3%，但毛利率有所下降。2020 年公司自动化仪表业务收入 3.58 亿，同比+66.3%，但毛利率下降 8.5pct 至 28.5%。公司募投的仪器仪表产能（压力变送器/调节阀）产能逐步落地，依托公司已有的销售资源与客勤关系，产品拓展迅速；但毛利率下降较多，随着规模的进一步提升毛利率有望改善。

5S 店加速拓展、S2B 平台模式落地。2020 年中控成功开设并运营覆盖全国主要化工园区 5S 店 102 家，其中达成亿元店 7 家，同时 S2B 平台业务开始落地，20 年首年实现 0.42 亿运营收入。未来中控有望继续铺设 100-200 家 5S 店，覆盖国内大多数规模较大的化工园区，提升服务能力、响应速度的同时，S2B 业务有望成为重要增长点。

海外业务持续开拓，未来有望继续加速。尽管 20 年海外疫情形式严峻，但公司通过市场策略调整，快速适应外部变化，20 年实现海外收入 1.2 亿，同比+26%。21 年疫情影响逐步降低，未来增长有望继续提速。

盈利预测与投资评级：由于 20 年分部业绩与我们预期略有差异，我们小幅调整公司 2021-22 年归母净利润至 5.35（-0.03）/6.73（+0.02）亿，预计 2023 年归母净利润 8.42 亿元，同比分别+26.5%、+25.8%、+25.1%，对应现价 PE 分 71x、56x、45x，给予目标价 86.4 元，对应 21 年 80xPE，因为公司控制系统竞争力突出，工业软件业务前景可期，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行，投资不及预期

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（证券分析师：曾朵红　证券分析师：陈显帆　研究助理：柴嘉辉
研究助理：王紫敬）

蓝月亮集团（06993）：2020 年报点评：收入同比基本持平，归母净利+21.3%，看好公司多品类多渠道持续发力

业绩简评

20 年收入基本持平，归母净利润+21.3%，基本符合预期：20 年公司实现收入 69.96 亿港元，同比增速-0.8%，净利润 13.09 亿港元，同比增速+21.3%，公司拟派息 6.9 港仙/股，以最近一日收盘价对应股息率为 0.6%。

20 年毛利率与 19 年基本持平，销售费用率有较大改善，管理费用率略有上升：2020 年公司毛利率 64.5%，与 19 年基本持平，销售费用率 28.8%，同比改善 4.13pct，主要因为公司人员成本支出有较大改善，同比节省了 22.5%，管理费用率 11.8%，同比增加 1.15pct。

疫情下个人清洁和家居清洁护理产品表现出色：2020 年疫情对公司的日常经营仍有较大影响，分版块来看，1）衣物清洁护理产品受影响较大，2020 年收入为 55.96 亿港元，同比-9.4%，主要因为受疫情影响，个人外出减少，衣物清洁需求减少；2）个人清洁护理产品得益于疫情期间清洁卫生意识的提升，带动洗衣液销量大增，拉动整个板块达到收入 8.4 亿港元，同比增速+99.7%；3）家居清洁护理产品同样受益于疫情下消毒水销量的大致，整个板块实现收入 5.65 亿港元，同比+24.5%。

线下渠道进一步扩充和优化，线上销售占比大幅提升：公司一直在积极优化线下渠道，截至 2020 年末线下经销商数量达到 1400 多家，未来也将进一步扩充和优化，下沉到低线市场。公司布局线上渠道较早，且一直是公司重点发力方向，2020 年末线上电商合作平台增加到 90 多家，成为公司营收的重要贡献力量，2020 年电商实现收入 37.7 亿港元，同比增速 13.4%，占比由 2019 年的 47.2%提升到 2020 年的 53.9%。2019 年洗衣液和洗手液的线上市场份额均位列第一。2020 年双 11，618 购物节，蓝月亮均位列衣物清洁品类品牌成交额第一名。此外公司线上也在积极拓展新兴电商渠道，包括社交平台，生鲜电商渠道等。

产品拓展+升级持续进行中：1）公司将对现有产品的配方和包装升级，切合更多消费场景；2）拓展新品类，加大产品研发力度，公司 2020 年新推出的月亮小屋洗碗网花、泡沫抑菌洗手液和蓝月亮浓缩柔顺剂等产品均取得了不错的反馈；3）强化高端产品线，通过包装迭代吸引更多高消费人群，不断巩固“蓝月亮”的中高端，优品质的品牌地位。

盈利预测与投资评级：蓝月亮作为国内衣物清洁品牌的龙头，有较强的品牌认知度，未来拓品类和产品升级可期，有望带来更多收入增量，我们将公司 21-22 年归母净利润从 15.2/17.1 亿港元上调至 18.0/21.9 亿港元，预计 23 年净利润 25.7 亿港元，同比+38%/22%/17%，最新收盘价对应 21-23 财年 PE 分别为 39/32/27 倍，维持“买入”评级。

风险提示：新品推广不及预期，市场竞争加剧的风险等

（证券分析师：吴劲草　证券分析师：汤军　证券分析师：张家璇）

建科机械（300823）：2020 年报点评：全年净利润增速回正，基建需求旺盛拉动盈利回升

请务必阅读正文之后的免责声明部分

事件：公司 2020 年营收 4.66 亿，同比-1.88%；归母净利润 0.90 亿，同比+6.64%，符合我们预期；扣非后归母净利润为 0.83 亿，同比+2.97%。公司拟每 10 股派发 4.28 元现金红利，股息率为 1.56%（按年报披露前一日股价计算）。

投资要点

Q4 净利润同比大增 56%，全年净利润增速回正

单季度来看：公司 Q4 收入同比增速 12%，净利润同比增速达 56%，单季收入创下新高，业绩复苏态势良好，符合我们此前需求延后的判断。分业务来看：2020 年公司单件成型机/组合成型机/强化机械/备件及其他业务同比增速分别为-2.78%/-3.41%/-16.02%/+16.35%，其中单件及组合成型机合计收入占比达 85.97%。相较 2020 年半年报，公司两大主营产品降幅明显收窄。未来随着下游基建开工推进，业绩有望加速释放。

盈利能力保持高水平，费用结构持续优化

2020 年公司综合毛利率为 45.63%，同比小幅-2.45pct；销售净利率 19.57%，同比+1.42pct；期间费用率进一步下降至 20.23%，同比-3.83pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别-2.70/-0.98/+1.30/-1.45pct。销售管理费用率下降，主要系人员出差减少；研发费用同比逆势增长 27.20%，高技术壁垒及利润率有望保持。

2020 年公司经营性现金流净额 0.64 亿元，同比-30.87%，降幅持续缩窄；Q4 单季原材料采购增加，经营性现金流净额 0.22 亿元，同比-20.28%。

基建需求旺盛+钢筋加工自动化趋势，公司业绩有望稳步增长

公司作为国内数控钢筋加工设备龙头，下游主要应用于公路铁路、装配式建筑、桥梁轨交等基建项目：（1）短期受益于下游基建需求旺盛：据基建通大数据（cnsuido01）统计，截至 3 月初，全国已有 28 省市发布 2021 年基建固定资产投资计划，投资总额达 3.2 万亿。2021 年 1-2 月，全国基建投资完成额同比增速+34.95%，内循环下各地重大工程项目建设稳步推进。（2）中长期受益钢筋加工自动化大逻辑：目前我国数控钢筋加工渗透率仅 10%，远低于发达国家 70%的水平。随着用人工资增长，数控钢筋加工装备逐步替代人力及半自动化装备成为必然趋势。

盈利预测与投资评级：我们预计随着基建项目开工、钢筋加工自动化推进，公司业绩稳步增长。考虑到机器替人周期较长，我们将 2021-2022 年的 EPS 从 1.27/1.73 元下调至 1.27/1.56 元，预计 2023 年 EPS 为 1.85 元。当前市值对应 2021-2023 年 PE 为 20/17/14 倍，维持“增持”评级。

风险提示：基建项目开工不及预期；竞争加剧导致利润率下滑；原材料价格大幅上涨；应收账款回收风险。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：黄瑞连　研究助理：罗悦）

华友钴业（603799）2020 年年报点评：全面开花，一体化锂电材料龙头初现

投资要点

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2020 年归母净利 11.65 亿元，同比增长 874.5%，符合市场预期。2020 年公司营收 211.87 亿元，同比增长 12.38%；归母净利润 11.65 亿元，同比增长 874.5%；扣非净利润 11.24 亿元，同比增 1549.03%。公司 2020 年毛利率为 15.66%，同比增加 4.49pct；净利率 5.31%，同比增加 4.74pct，景气周期下业绩大幅改善。

Q4 持续向好，盈利能力进一步提升。20Q4 公司实现营收 63.48 亿元，同比增加 31.43％，环比增长 9.70%；归母净利润 4.78 亿元，同比增长 1685.89%，环比增长 41.90％，扣非归母净利润 4.96 亿元，同比增长 1918.08%，环比增长 48.65%。盈利能力方面，Q4 毛利率为 16.5%，同比增长 4.8pct，环比持平；净利率 7.53%，同比增长 6.98pct，环比增长 1.71pct；Q4 扣非净利率 7.81%，同比提升 7.30pct，环比提升 2.05pct，其中 Q4 计提 0.24 亿元信用减值损失（主要为坏账准备），冲回 0.29 亿元的资产减值损失，整体对业绩影响不大。

绑定 LG，三元前驱体市占率大幅提升。公司 2020 年前驱体营收 25.32 亿元，同比+120%，毛利率 17.3%，同比+1.38pct，单吨毛利 1.3 万/吨，基本持平，其中 20H2 收入 15.75 亿元，环比+65%，毛利率 19.23%，环比+5.13pct。公司 2020 年生产前驱体 3.47 万吨，同比大增 163.7%，销售前驱体 3.33 万吨，同比增长 136.13%，华海新能源 2020 年营收 19.18 亿元，净利润 0.48 亿元，同比+242%，净利率达 2.5%，后续提升空间较大。公司深度绑定 LG，并与 POSCO 及其关联企业签订了合计约 9 万吨的长期供货合同；其他大客户拓展顺利，多元高镍新产品已分别进入 CATL、比亚迪等重要客户及汽车产业链；根据物理化学协会数据计算，公司 2020 年市占率提升至 11%，同比+6pct，市占率提升明显。

公司合资产能顺利推进，远期产能规划庞大。2020 年底 5.5 万吨自营三元前驱体产能投产，浦华、乐友项目 2020 年下半年完成认证并进入量产阶段，华浦项目部分产线于 2021 年一季度开始批量生产，华金项目今年上半年完成认证，全年有效产能我们预计达 7-8 万吨左右，我们预计 2021 年公司受益于国内市场需求爆发及 LG 持续高增，三元前驱体出货有望超 6 万吨，同比翻番。此外公司募投项目扩建 5 万吨高镍前驱体产能，我们预计于 2022 年建成投产。未来三年，公司规划自营产能提升至 15 万吨以上，合资产能提升至 13 万吨（LG10 万吨+浦项 3 万吨）以上，产能扩张迅速。

盈利预测：行业景气度持续，铜、钴、镍价格较 20 年上涨，我们上修公司 2021-22 年归母净利润 21/29 亿至 26.7/32.8 亿，预期 2023 年公司归母净利 41 亿，同比增长 129%/23%/25%，EPS 为 2.2/2.88/3.59 元，对应 PE 为 32x/24x/19x，给予 2021 年 45xPE，对应目标价 99 元，维持"买入"评级。

风险提示：政策及销量不达预期

（证券分析师：曾朵红　研究助理：岳斯瑶　证券分析师：阮巧燕）

光威复材（300699）：2020 年年报及 2021 年 Q1 预告点评：碳纤维业务快速发展，Q1 业绩稳健增长

事件：公司发布 2020 年度报告，实现营业收入 21.16 亿元，同比+23.36%；归母净利润 6.42 亿元，同比+22.98%。公司发布 2021 年一季度业绩预告，预计实现归母净利润 20,590.40 万元-22,306.27 万元，同比

请务必阅读正文之后的免责声明部分

增长约 20%-30%。

投资要点

碳纤维与织物收入同比增长 35%，碳梁业务受疫情影响增速放缓

2020 年公司实现营业收入 21.16 亿元，同比+23.36%。1）碳纤维及织物：2020 年碳纤维及织物实现销售收入 10.78 亿元，同比+35.11%，占营业收入比重同比+4.43pcts 至 50.95%，其中与客户 A 签订的两个总金额为 99,772.62 万元的重大合同完成率为 98.20%，T700S 产品实现对外销售过千吨。此外报告期内公司有序推进各款 T800 级、T1000 级以及高强高模系列碳纤维在国防及高端装备应用中的产品准备和应用验证，我们认为随着下游装备放量以及碳纤维复合材料使用范围的拓展，公司碳纤维及织物业务有望保持较快的发展速度。2）碳梁：2020 年风电碳梁业务受到了国外疫情和国内外碳纤维供需关系紧张的双重不利影响，全年碳梁业务实现销售收入 7.18 亿元，同比+6.61%，占营业收入比重同比-5.33pcts 至 33.93%。公司现有碳梁业务产能 850 万米，产能利用率 85.52%，另有 170 万米在建产能预计 2021 年投产，新建产能投产后有望为碳梁业务的扩张奠定基础。

综合毛利率继续提升，加强研发投入打造全产业链竞争优势

2020 年公司实现归母净利润 6.42 亿元，同比+22.98%。1）毛利率：2020 年综合毛利率同比+1.80pcts 至 49.81%，其中碳梁业务毛利率为 21.64%与上年基本持平，因低毛利的民用碳纤维销售规模大幅增加，产品结构变化导致碳纤维及织物毛利率同比下降 4.01pcts 至 75.28%。2）费用端：2020 年期间费用率控制在 19.49%与上年同期相比增长 0.74pcts，其中研发费用达到 2.74 亿元，同比大幅增长 44.27%。公司在继续贯彻“两高一低”发展战略的同时，在新项目、新产品、新技术研发成果显著，有利于充分利用自身的产业协同资源和各项资质条件，强化公司在碳纤维复合材料领域全产业链布局的竞争优势。

军用碳纤维核心供应商地位稳固，有望持续受益于下游市场的高景气

公司碳纤维产品在国内军用市场占有率超过 70%，T300 级碳纤维已稳定供货十余年，作为唯一供应商的 T800 级产品已小批量验证应用。目前国内 J-10/J-11/J-15 等系列军用飞机复材用量仅为 10%-15%左右，相比国外先进战机 36%的用量仍有较大提升空间。随着下游先进战机列装的加速，以 T800 级碳纤维为增强基的第三代韧性材料成熟后军机复材用量的提高，军用高性能碳纤维产品需求量有望显著增加，将带动公司业绩实现快速增长。

盈利预测与投资评级：我们维持 2021-2022 年净利润预测 8.74/11.40 亿元，预计 2023 年净利润 15.06 亿元，对应 2021-2023 年 EPS 为 1.69/2.20/2.90 元，当前市值对应 PE 为 43/33/25 倍，维持“买入”评级。

风险提示：军品订单及交付不及预期；碳梁业务恢复进度不及预期。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：刘中玉）

九毛九（09922）2020 年业绩点评：20 年业绩略超市场预期，看好太二扩张潜力

事件：2020 年公司营收 27.15 亿元（yoy+1.02%），其中餐厅经营收入

请务必阅读正文之后的免责声明部分

22.13 亿元（yoy-9.31%），外卖服务 4.74 亿元（yoy+121.62%）。实现归母净利 1.24 亿元（yoy-24.5%）。20H2 公司实现营收 17.65 亿元（yoy+21.73%），归母净利 2.10 亿元（yoy+192.21%），下半年业绩较快增长，表现亮眼。

投资要点

品牌端：九毛九餐厅战略收缩，太二逆势高增，持续亮眼表现。

九毛九餐厅：2020 年九毛九餐厅营收 7.16 亿元（yoy-47.84%），收入占比 26.36%（-24.69pct）。受疫情影响，公司同店收入为 3.69 亿元（yoy-34%）。门店收缩至广东、海南两省，2020 年底为 98 家（净减少 45 家），整体翻座率达 1.7 次/天，为 2019 年的 74%，客单价提升至 60 元（yoy+3.4%）。20H2 九毛九餐厅边际复苏持续，下半年营收 4.49 亿元（yoy-34.9%），整体翻座率 2.1 次/天，同比 19 年复苏至 91%。自 20 年 9 月以来陆续新增/改造 9 家新版本门店，试运营坪效提升 15%左右，但由于门店样本较少，在未来单店模型成熟后或迎二次扩张。

太二酸菜鱼：2020 年太二全年收入达 19.62 亿元（yoy+53.62%，收入占比达到 72.26%），营收得益于疫情下外卖业务增长、同店快速复苏及门店持续扩张，实现逆势高增。2020 年太二酸菜鱼门店达 233 家（净增 107 家，yoy+84.9%），我们预计 21 年将新增 125 家门店。20 年同店收入为 8.87 亿元（yoy-9.3%），整体翻座率 3.8 次/天，客单价则提升至 79 元（yoy+4.2%）。20H2 太二酸菜鱼营收 12.9 亿元（yoy+74.59%），餐厅经营利润 2.65 亿元（经营利润率 20.5%，环比 H1 提升 12.8pct）。同店收入+3.9%，整体翻座率达 4.4 次/天，约恢复至 19 年同期 94%。

其他品牌：2020 年合计营收 3751 万元（yoy-2.7%），主要系疫情停业及两颗鸡蛋煎饼关店影响。公司于 8 月推出怂重庆火锅厂品牌，门店试运营情况良好，我们预计翻台率在 4.7 次/天。据微信公众号数据显示，其 12 月单月营业额达 200 万元，截至 20 年底共两家门店，21 年有望于一线城市购物中心持续试水扩张，我们预计将新增 4-6 家。

疫情下费用小幅提升，人力成本优化，现金流充沛。2020 年公司利润率因疫情有所下行，20H2 环比改善。全年毛利率 61.5%（-1.86pct），经营利润率 12.8%（-5.1pct）。分品牌看：九毛九餐厅经营利润率 4.56%（-12.1pct）；太二经营利润率 16.2%（-4.6pct）。公司 20 年销售费用率 38.52%（+1.86pct），管理费用率 26.72%（+0.91pct），因疫情小幅提升。20H2 人力成本占收入比为 23.1%（同比-2.7pct，环比-10.4pct），主要系疫情营收复苏及人效优质的太二收入占比提升所致。伴随太二扩张持续，人力成本占比有望持续优化。截至 20 年底公司现金及定期存款达 25.17 亿元，经营性现金流 5.46 亿元，充沛现金流蓄力公司长期扩张势能。

供应链建设持续推进，护航公司长期发展。

1）公司此前公告募资 8.3 亿港元，其中 4.56 亿港元将用于投资鲈鱼、酸菜等原料供应商。该计划于 20 年底逐步落地，公司已与两家鲈鱼供应商成立 JV（公司将不会控股），一间公司尚处基建阶段，另一间已着手进行养殖。合营公司已于今年 Q1 开始供应鲈鱼。同时公司与若干酸菜供应商通过预付货款方式以获得折扣并保障高质量酸菜供应，伴随计划逐步推进，我们预计明年有望成立酸菜合营企业进行品牌专供。2）公司近日宣布变更佛山新央厨募资用途，拟于广州横沥建设多功能全国

请务必阅读正文之后的免责声明部分

供应链中心基地，基地将包括新央厨、食品加工、仓储物流、研发中心等多项设施，投资额不低于 5 亿元，总占地面积达 3.95 万平。此外，伴随太二门店全国扩张，公司或于华东、华北持续推进央厨建设计划。

伴随餐饮行业竞争加剧及集中度提升，品牌竞争已从前端门店延伸至后端供应链体系。我们认为九毛九通过上游原料、中游央厨等环节切入供应链布局将利于其保证食材出品及稳定成本，提升品牌形象。稳定供应也将为九毛九餐厅、太二酸菜鱼、怂重庆火锅等品牌后续扩张与加密提供有力支撑。

盈利预测与投资评级：基于太二持续扩店及公司经营情况动态调整盈利预测，我们预计 21-23 年公司总营收 53.22 亿元、71.88 亿元、94.27 亿元，同比增速为 96.0%、35.0%、31.1%；基于太二持续快速扩张下带来业绩增长，我们将 21-22 年归母净利润 4.25 亿元、6.36 亿元上调至 4.72 亿元、6.53 亿元，对应同比增速为 280.5%、38.4%，我们预计 23 年归母净利将达 9.17 亿元，同比增速 40.3%，当前股价对应 21-23 年动态 PE 78、56、40 倍，看好公司未来 3 年业绩成长性，维持“买入”评级

风险提示：疫情反复带来宏观经济波动风险。品牌推广、扩张、盈利能力不及预期风险。食品安全与负面新闻风险。行业竞争加剧风险。

（证券分析师：汤军　研究助理：李昱哲）

周大生（002867）：20 年报点评：疫情下收入-6.5%，净利润+2.2%，疫情后看好公司加盟店高速扩张

业绩简评

公司收入-6.5%，净利润+2.2%，下半年恢复强劲，表现符合预期：2020 年公司实现收入 50.8 亿元，同比下降 6.5%，实现归母净利润 10.1 亿元，同比+2.2%，实现扣非归母净利润 9.5 亿元，同比+3.5%。公司收入出现下滑主要因 2020 年受疫情影响，门店销售，门店拓展和供应链等主要经营活动均受到较大限制。但下半年以来恢复常态，2020H2 实现收入 34.1 亿元，同比+11.8%。

镶嵌类贡献主要收入和毛利润，品牌使用费和管理服务费 100%贡献利润，疫情下表现亮眼：1）镶嵌类业务作为公司的核心，贡献了主要收入和毛利润，其中收入 22.1 亿元，同比-26.35%，毛利润 6 亿元，毛利率 27.1%,；2）品牌使用费和管理服务费 100%贡献利润，2020 年实现收入 5.5 亿元和 2.1 亿元，同比分别为+37.7%和-1%；3）素金类产品作为公司的引流产品，主要以扩大终端零售规模为目的，2020 年实现收入 16.8 亿元，同比+5.7%，毛利润 3.8 亿元，毛利率 22.7%。

线下门店受疫情影响较大，线上业务表现亮眼：分渠道来看，2020 年加盟业务收入 32.0 亿元，同比-11.6%，自营业务收入 7.2 亿元，同比-34.3%，电商渠道收入 9.7 亿元，同比+93.9%。虽然疫情对线下门店销售的冲击较大，但线上表现亮眼，一定程度上缓冲了疫情的影响。

门店拓展已在逐步恢复中，Q4 加盟店重回高速扩张中：虽然公司上半年门店拓展受到一定限制，但下半年终端门店拓展已在逐步恢复，截至 2020 年末，公司终端门店数达到 4189 家，其中加盟门店 3940 家，自营门店 249 家，分别同比净增加 207 家和净减少 29 家，其中 Q4 单季度分别净增加了 172 家和减少了 3 家。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

随着收入结构的变化，公司盈利能力持续改善：随着收入结构的变化，公司 2020 年毛利率达到 41.03%，同比提升了 5.05pct，销售费用率和管理费用率分别为 13.1%和 1.9%，同比+2.35pct 和-0.28pct，其中销售费用率有所上升主要因电商渠道费用的增长，公司整体仍保持较强的盈利能力，2020 年加权 ROE 达到 20.15%，连续 10 年保持在 20%以上。

盈利预测与投资评级：公司规模优势明显，持续享受渠道下沉的市场红利，保持未来 3-5 年 15%-20%高增速，未来主要通过不断开新加盟店实现增长，综合考虑 2020 年疫情的影响，我们将公司 21-22 年归母净利润从 13.3/16 亿元下调至 13.1/15.7 亿元，预计 23 年净利润 18.9 亿元，同比+29%/20%/20%，最新收盘价对应 21-23 年 PE 分别为 19/16/13 倍，维持“买入”评级。

风险提示：门店拓展不及预期，加盟店标准化管理和品控风险等

（证券分析师：吴劲草　证券分析师：张家璇）

华兰生物（002007）：2020 年年报点评：疫苗业务快速放量，血制品业务有望企稳回升

投资要点

事件：公司发布 2020 年年报，实现营业收入 50.2 亿元，同比增长 35.8%；实现归属于母公司净利润 16.1 亿元，同比增长 25.7%；实现扣非后归母净利润 14.8 亿元，同比增长 28.8%；公司拟每 10 股派发 3 元现金红利，股息率为 0.7%。

业绩符合我们预期，其中疫苗业务快速放量，血制品业务有望企稳回升：2020Q4，公司实现营业收入 19.5 亿元，同比增长 83.7%；实现归属于母公司净利润 6.5 亿元，同比增长 103.0%。分业务板块来看：1）疫苗业务，2020 年实现营收 24.2 亿元（同比+132.1%），全年流感疫苗批签发 2315.3 万剂，占全国流感疫苗批签发的 40.2%，其中四价流感疫苗批签发 2062.4 万剂（同比+143.6%），占全国四价流感疫苗批签发量的 61.4%，我们认为在疫情影响下，2021 年流感疫接种有望持续火爆；2）血制品业务，2020 年实现营收 25.9 亿元（同比-2.0%），其中人血白蛋白实现营收 9.6 亿元（同比-2.2%），静丙实现营收 8.2 亿元（同比-7.5%），其他血制品实现营收 8.1 亿元（同比+4.6%），在 2020 年疫情影响下，公司全年采浆约 1000 吨，与 2019 年采浆量基本持平，我们预计随着疫情逐步缓解，血制品业务有望企稳回升。毛利率方面：2020 年公司血制品业务毛利率为 57.1%，疫苗业务毛利率为 89.5%。费用率方面：2020 年销售费用率为 16.7%，同比 2019 年提升 2.6 个百分点，预计主要系疫苗销售推广增加所致。

生物药逐步进入兑现期，未来有望成为公司重要增长点：在生物药领域，参股公司基因公司目前共有 7 个单抗品种取得临床试验批件，正在按计划开展临床试验，其中阿达木单抗、曲妥珠单抗、利妥昔单抗、贝伐单抗正在开展 III 期临床研究，德尼单抗、帕尼单抗和伊匹单抗已经进入 I 期临床，重组 Exendin-4-Fc 融合蛋白注射液已取得临床批件，另有多个处在不同研发阶段的单抗药物正在稳步推进。血制品业务领域，采用层析纯化工艺和纳米膜过滤+低 pH 孵放双重去除病毒工艺技术研制的新一代静注人免疫球蛋白取得《临床试验通知书》，有望成为未来又一增长点。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

盈利预测与投资评级：考虑到流感疫苗将持续放量，血制品业务有望持续改善，我们维持 2021-22 年净利润分别为 18.4/22.2 亿元，预计 2023 年净利润为 25.6 亿元，对应 2021-2023 年 EPS 为 1.01/1.22/1.40 元，对应估值分别为 40 倍、33 倍和 29 倍，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧的风险。

（证券分析师：朱国广）

中航沈飞（600760）：2020 年年报点评：归母净利润同比增长 68%，将持续受益于空军战略转型

事件：公司发布 2020 年度报告，实现营业收入 273.16 亿元，同比+14.96%；归母净利润 14.8 亿元，同比+68.63%；扣非后归母净利润为 9.40 亿元，同比+11.34%。

投资要点

聚焦航空防务装备主业，经营效率和盈利能力有所提高

公司 2020 年度实现营业收入 273.16 亿元，同比+14.96%；归母净利润 14.8 亿元，同比+68.63%。公司航空制造业业务收入占比 98.82%，是公司主要收入和利润来源。1）毛利率方面：公司销售毛利率为 9.23%，同比+0.33pcts，毛利率小幅提升。2）费用端：销售费用率为 0.04%（-0.0018pcts），管理费用率为 2.61%（-0.66pcts），研发费用率为 1.05%（+0.13pcts），财务费用率为-0.07%（+0.20pcts），期间费用率较上年同期下降 0.33pcts 至 3.64%。此外，2020 年公司确认与收益相关的政府补助 4.21 亿元，转让沈飞民机获得投资收益 1.35 亿元，上述非经常性收益进一步增厚业绩。综合影响之下，本期净利率同比+1.72pcts 至 5.43%，我们预计受益于军品定价改革和运营管理能力提升，公司经营效率和盈利能力有望持续提高。

计划和运营管理能力有所提高，采购加速预示在手订单饱满

公司强化计划管理和运营管理，Q1-Q4 分别实现营业收入 57.00/58.86/73.24/84.05 亿元，各季度间生产交付趋于“2233”的均衡状态，缓解供应链系统压力的同时提高了经营效率。2020 年全年公司销售回款显著增加，货币资金同比增长 66.91%，经营活动产生的现金流量净额 63.20 亿元，比上年同期多流入 74.68 亿元。此外，2020 年全年公司采购有所增加，预付款项同比增长 17.69%至 6.80 亿元，应付票据同比大幅增加 284.36%至 43.05 亿元，采购活动的活跃表明公司在手订单饱满，正积极备货以组织生产。

战斗机领域唯一上市平台，有望直接受益于空军战略转型

公司是战斗机领域唯一上市平台，J-15、J-16 等主要产品是空军装备升级的主力机型，其中 J-15 是我国目前唯一舰载机，未来两到三年是装备高峰时段；J-16 是空军新一代主战机型，是我空军跨代发展、优化结构的主力机型，未来一段时间仍将是装备重点；此外在研的 FC-31 将使公司实现三代机向四代机的跨越。目前我国军机数量、质量与美国、俄罗斯等先进国家相比均处劣势，战斗机中 J-7、J-8 系列二代机数量占比超过 40%。目前我国空军正处于战略转型的关键阶段，我们预计十四五期间先进战机列装/换装有望加速，将带动公司业绩持续稳健增长。

盈利预测与投资评级：考虑到公司将受益于空军战略转型带来先进战机

请务必阅读正文之后的免责声明部分

列装的加速，在军品定价改革背景下公司盈利能力有望进一步提升，我们将 2021-2022 年的 EPS 从 1.02/1.17 元上调至 1.23/1.51 元，预计 2023 年 EPS 为 1.91 元，当前市值对应 2021-2023 年 PE 为 51/42/33 倍，维持“买入”评级。

风险提示：订单不及预期；产品交付及确认收入进度不及预期。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：刘中玉）

昭衍新药（603127）：2020 年年报点评：业绩亮眼，在手订单+产能扩张奠定未来高成长

投资要点

事件：公司 2020 年实现营收 10.76 亿元，同比增长 68.27%；实现归母净利润 3.15 亿元，同比增长 68.67%；扣非归母净利润 2.92 亿元，同比增长 78.91%；经营性现金流净额 4.28 亿元，同比增长 189.27%。

Q4 保持高增，安评持续发力+临床业务拓展增厚业绩。公司 2020 年 Q4 单季度实现营业收入 4.44 亿元（同比+52.75%），归母净利润 1.97 亿元（同比+79.57%），全年业绩略超我们的预期。2020 年分业务看，公司药物临床前研究服务实现营收 10.53 亿元（+72%），为公司核心业务。新冠疫情期间，公司迅速搭建针对 COVID-19 疫苗的非临床评价体系，同时依靠成功构建模拟病毒评价系统及 ACE2 模型鼠，突破 P3 实验室瓶颈，在特色领域如眼科、生殖毒性评价等方面已做到行业领先，体现能力；临床服务及其他业务实现营收 2098 万（+327.49%）。2020 年，公司共建临床中心承接多项创新药 I 期临床试验和仿制药 BE 试验，随疫情缓解及医院 GCP 工作陆续开放，后续临床早期项目有望持续增厚公司业绩；实验动物供应实现营收 217 万元（+68.63%）。2020 年公司子公司苏州启辰已组建完善的技术团队，创建多个基因编辑小鼠模型支持新冠疫苗和抗体临床前研究，并搭建多个稳定的大动物研究技术平台。

在手订单充足，产能不断扩张，公司业绩有望持续高增。昭衍是国内安评龙头之一，认证资质齐全，GLP 实验室通量高。2020 年 8 月和 11 月苏州昭衍分别通过 NMPA 和 AAALAC 检查，10 月和 11 月北京昭衍也分别顺利通过上述检查。2020 年公司新增客户 231 个，活动客户 520 个，全年非临床业务新签订单超 15 亿元（+70%），且截止年底在手订单金额超 17 亿元（+60%）。同时，公司扩产计划推进顺利，苏州昭衍 10800 平米动物设施及 3500 平米实验室 2020 年充分利用，2021 年继续装修动物房约 7400 平米、实验室 1500 平米，并新建动物饲养及配套动力设施 9000 平米；广州与重庆新药评价中心 2021 年将动工建设；梧州基地检疫区工程已竣工，养殖区完成猴舍 54 栋建设，预计将于 2021 年下半年投产。在手订单饱和+产能持续扩张，公司业绩有望持续高增。

港交所上市+国际化战略不断推进，长期成长空间逐步打开。2021 年 2 月，公司成功于港交所 IPO，同时海外子公司 Biomere 继续稳健经营。2020 年公司海外收入 2.23 亿元（+477.48%）驱动业绩增长，且国内新签海外订单约 7800 万元（+85%），Biomere 新签订单约 1.6 亿元（+15%）。受益规模效应，2020 年公司实现净利率 29.15%（+1.28pt）。未来公司借助海外投资者支持和海外业务的持续布局，有望进一步开拓海外市场，打开长期成长空间，并通过承接高附加值订单进一步增强盈利能力。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

盈利预测与投资评级：由于规模效应+高价值订单下公司盈利能力不断加强，我们将公司 2021-2022 年归母净利润 3.84/5.25 亿元，上调至 4.54/6.14 亿元，预计 2023 年归母净利润为 8.17 亿元，当前市值对应 2021-2023 年 PE 分别为 88/65/49 倍，考虑到公司是安评领域龙头之一，享受行业高增红利，维持“买入”评级。

风险提示：原材料供应风险；市场竞争加剧风险；新业务拓展风险等。

（证券分析师：朱国广　证券分析师：周新明）

晶澳科技（002459）：2020 年年报点评：20 年出货量大增，市占率持续提升，Q4 盈利底部

投资要点

20 年归母净利润 15.07 亿元，同增 20.34%，符合我们的预期：公司发布 2020 年年报，20 年实现营业收入 258.47 亿元，同增 22.17%；实现归母净利润 15.07 亿元，同增 20.34%，其中 2020Q4，实现营业收入 91.52 亿元，环比增加 57.49%，同比下降 56.35%，实现归母净利润 1.68 亿元，环比下降 63.56%，同比下降 56.35%。其中 Q4 确认了投资收益约 2 亿，主要系处置国内电站约 130MW，远期结售汇业务实际交割形成的收益所致，总体业绩符合我们的预期。

组件出货量高增，盈利能力强劲：公司 2020 年组件业务收入 240.3 亿元，同增 23.64%，毛利率 16.09%，同减 4.93pct，组件平均售价约 1.61 元/W，同减 15%，组件平均成本 1.35 元/W，同减 10%，组件单瓦盈利约 0.09 元/瓦，20 年公司电池组件出货量 15.88GW（组件外销约 14.9GW），同增 55%+，其中 Q4 组件出货约 6GW，同增 67%，环增 75%，组件单价约 1.49 元/W，毛利率约 5%，组件单瓦几乎不盈利，盈利能力下降的主要原因在于 Q4 辅材、硅料成本上涨，同时有前期签的低价单，且会计准则变更运输费用计入生产成本所致。全年看公司组件表现优异的主要原因在于：1）组件出口的迅速增长：20 年公司电池组件出货量 15.88GW（组件外销约 14.9GW），同增 55%+；2）海外出货高增与持续高占比：公司海外组件毛利率更高，20 年海外毛利率 18%（国内毛利率 12.7%），海外出货量 10.2GW，同增约 57%，约占总出货量的 68%，其中 Q4 海外出货约 3.7GW，同增约 150%，环增约 37%。3）新产能投放+新技术应用：公司一体化新产能投放盈利能力更强，同时新技术的应用增强竞争力；4）持续高一体化配套比率，自供率维持 80%。

组件龙头地位稳固，市占率持续提升：20 年公司组件出货约 15GW，据 PVinfolink 榜单，出货量位列全球第三名，公司已连续 7 年位列组件出货 TOP3。测算 20 年公司组件市占率为 10%，（考虑 20 年交流侧装机 150GW，超配系数 1.15），同比提升 1.9pct，21 年龙头地位持续强化，我们预计 21 年 Q1 组件出货 5GW 左右，同比增长约 120%，21 年全年组件出货 25-30GW，测算市占率 15%（考虑 21 年交流侧装机 175GW，超配系数 1.15），同比再提升 5pct，龙头地位持续强化。

盈利预测与投资评级：基于竞争加剧，我们下调盈利预测，我们预计 21-23 年归母净利润为 20.0/25.3/32.9 亿元（前值 20 年为 16.5 亿，21 年为 26.5 亿，22 年为 34.7 亿），同比增长 33.0%/26.2%/30.1%，对应 EPS 为 1.26/1.59/2.06 元。目标价 35 元，对应 21 年 28 倍 PE，维持“买入”

请务必阅读正文之后的免责声明部分

评级。

风险提示：政策不达预期，竞争加剧等

（证券分析师：曾朵红　证券分析师：陈瑶　研究助理：黄钰豪）

洁美科技（002859）：2020 年年报点评：

投资要点

2020 年业绩创历史新高：公司公布 2020 年年报，全年实现营业收入 14.3 亿元，yoy+50.3%；净利润 2.89 亿元，yoy+145.2%，符合我们预期；毛利率 40.7%，同比提升 8.0pct；净利率 20.3%，同比提升 7.9pct。虽然受疫情影响公司开工较往年略有延迟，但远程办公、在线教育、医疗电子产品的需求增加及 5G 技术应用的加速落地带动了电子信息行业景气度持续走强；另外，由于前期产业链下游去库存过度，下游客户补充库存意愿较强，公司订单量充足，产销两旺，营收、净利、毛利率皆创新高。

纸质载带产能稳步增长，收入、毛利率创新高：2020 年公司纸质载带收入 10.4 亿元，yoy+47.8%；毛利率 42.9%，yoy+8.8pct，创历史新高。胶带收入 2.1 亿元，yoy+50.4%；毛利率 43.75%，yoy+6.4pct。2020 年新增年产 2.5 万吨原纸生产线建设完毕，并于 2021 年 1 月投产，合计原纸产能达到 8.5 万吨/年。公司是纸质载带利基市场龙头，从原纸制造到后端分切/打孔/压孔纵向打通全产业链环节，随着下游需求增长稳步扩产。同时，元器件小型化趋势带动高端压孔纸带用量提升，且公司在日韩高端客户份额拓展顺利，产品和客户结构的优化带动纸带附加值持续提升。同时，公司也积极扩充胶带产能，“年产 420 万卷电子元器件封装专用胶带扩产项目”厂房基建工程顺利完工并预定了相关设备。

塑料载带毛利率大幅提升，离型膜收入高速增长：2020 年公司塑料载带收入 7573 万元，yoy+52.4%，毛利率 40.4%，同比大幅提升 11.75pct。公司达成塑料载带了产业链一体化的目标构想，实现了精密模具和原材料自主生产，部分客户已经开始切换并批量使用公司自产黑色 PC 粒子生产的塑料载带。此外，公司塑料载带产品加快开拓半导体封测领域的客户，公司新增的 9 条塑料载带生产线全部顺利投产。塑料载带产能稳步扩大，产销量进一步提升，新客户不断增加，业务发展势头良好。

2020 年公司离型膜收入 8825 万元，同比大增 95.4%，毛利率 15.26%，yoy+3.2pct。MLCC 制程用离型膜出货量稳步提升，基本满足了客户的中低端需求并持续改进生产工艺和产品性能。用于偏光片制程等其他用途的进口替代类高端离型膜也实现了一定的销售。公司目前已有条国产离型膜产线，两条宽幅韩国产线，2021 年上半年将新增一条宽幅日本产线，产能准备充足。此外公司发行可转债建设离型膜原材料 BOPET 原膜项目，预计将于 2021 年 Q4 逐步释放产能，届时离型膜有望复制载带纵向一体化路径，推动业绩接力增长。

盈利预测与投资评级：公司纸质载带龙头地位稳固，高水平的盈利能力奠定了成长基石，在此基础上横向拓展塑料载带、离型膜业务，业绩接力增长未来可期。我们预计 2021-22 年净利润为 4.3 亿元（上调 5.2%）、5.1 亿元（上调 2.2%），新增 2023 年净利润预测为 6.6 亿元，对应 2021-2023 年 PE 为 32.7/27.3/21.3，维持“买入”评级。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示：下游需求不及预期；新产品研发不及预期

（证券分析师：王平阳）

迈为股份（300751）：大客户 HJT 电池量产项目试产超市场预期，看好设备龙头

事件：3 月 29 日，安徽华晟(迈为股份 HJT 设备重要客户)官网发布新闻，3 月 18 日公司 500MWHJT 电池量产项目正式流片，首周试产 HJT 电池片平均转换效率达到 23.8%，最高效率达到 24.39%。

投资要点

大客户 HJT 电池量产项目试产效率超市场预期，迈为设备能力得到验证

安徽华晟 500MW 异质结电池组件项目于 2020 年 8 月 25 日公布产线中标情况，迈为股份中标 1.88 亿元 HJT 整线设备订单（主要包含两套制绒清洗、一套 PECVD 及一套丝网印刷线，产能 8000 片/时）和两套合计 0.6 亿元的 PVD 设备订单（合计产能 13500 片/时），并使用了迈为于 2020 年 12 月 4 日 HJT2.0 产品发布会上所发布的 MES 系统对全电池产线进行调度及智能优化。迈为股份中标设备金额占比达 78%。

该项目 2021 年 3 月 18 日正式投产出片，首周试产 HJT 电池片平均转换效率达到 23.8%，最高效率达到 24.39%超市场预期，意味着核心设备商迈为股份的 HJT 设备单机能力和整线能力均得到了验证。

项目验证通过提升市场 HJT 扩产预期，设备商红利有望逐步兑现

2020 年下半年，安徽华晟、通威金堂、阿特斯、爱康科技等多个 HJT 项目完成设备招标，国内 HJT 建设加速，9 大龙头电池厂绝大多数均已开始布局 HJT。随着量产线的 HJT 产线，HJT 即将开始爆发，我们预计 2021 年行业将有 10-20GW 扩产，2020-2022 年 HJT 设备的市场需求约 310 亿。

具备整线能力的迈为获得先发优势，有望充分受益

截至 2021 年 3 月末，迈为和钧石是国内仅有的两家具备 HJT 电池全产业链装备生产能力的设备公司（迈为和钧石有客户反馈的整线的中试数据，捷佳伟创研发了整线设备尚未有中试数据），其中迈为股份 2.0 整线方案&新一代 PECVD 技术指标遥遥领先，安徽华晟、通威金堂项目、阿特斯等均采购了迈为的整线订单。

具备整线能力的头部设备商将获得先发优势，我们预计迈为未来市场份额有望达 50%。一方面，专利保护完善，先发优势会长期保持。另一方面，先发者通过存量产线积累经验，不断正反馈加速技术改进、拉开差距。

半导体设备进展顺利，有望跨领域成为专用设备龙头

依托激光技术，迈为向半导体设备稳步迈进。2021 年 3 月 SEMICON 半导体展会，迈为股份重点推出了公司首代半导体晶圆级改质切割设备与半导体晶圆激光开槽设备。晶圆切割环节相关设备基本都被日本设备供应商 DISCO 垄断，其市场份额达 90%以上，亟待国产化。迈为晶圆切割设备产品参数已达国内领先水平，但和海外龙头相比，迈为设备在定位精度、机器尺寸及机器重量等方面仍有改进空间。从光伏设备的发展历程来看，迈为具备快速迭代、产品升级的研发基因，我们判断迈为半

请务必阅读正文之后的免责声明部分

导体设备也将延续这一基因，成为我国半导体产业进口替代大军中的一员。

盈利预测与投资评级：公司从丝网印刷设备向前段设备延伸，受益于PERC扩产景气拉长在手订单充裕，现提前布局HJT技术路线并能够提供性价比最高的整线方案，设备自制率达95%，看好后续验证通过后订单落地。我们预计公司2020-2022年的净利润分别是3.9、6.7、11.1亿元，对应PE为78、45、27倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情影响光伏需求、下游扩产不及市场预期；外延拓展不及市场预期。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　研究助理：严佳）

长春高新（000661）：2021年一季报点评：21Q1业绩超预期，预计全年有望持续高增长

投资要点

事件：公司发布2021年一季报预告，实现归母净利润8.40-8.95亿元，同比增长55-65%。

2021Q1业绩超市场预期：我们预计公司2021Q1业绩超市场预期的原因主要系金赛药业快速增长所致，根据草根调研，我们估计2021Q1生长激素已恢复高增长状态，再考虑公司2020年在渠道下沉方面的布局，以及2020年一部分受疫情影响没有入组的患者集中在2021年入组，我们认为2021年金赛的生长激素业务无论是在新患入组方面还是在纯销方面均有望恢复高增长状态。此外，从需求端来看，生长激素目前在国内依然处于知晓率和治疗率均较低的状态，市场前景依然巨大，从中长期来看，2020年公司在渠道下沉方面的布局将帮助公司建立更为完善的销售网络，为未来生长激素放量奠定更好基础。

生长激素市场空间依然巨大，新产品放量值得期待：1）生长激素：我们估算2020年国内生长激素市场规模超过60亿元，考虑到国内庞大的适用人群和目前较低的渗透率，目前仍处于爆发期，公司为国内生长激素行业龙头，今年受疫情影响公司新患入组短期承压，我们预计2021年生长激素新患有望恢复高增长，再考虑到未来生长激素在成人适应症的拓展空间，我们认为生长激素这个产品还有较高的天花板。2）即将放量的重磅品种：a）促卵泡素：新适应症获批，有望成为10亿量级重磅产品；b）流感疫苗独家鼻喷剂型获批，考虑疫情影响，我们预计2021年有望快速放量。

盈利预测与投资评级：随着生长激素的持续放量，以及百克生物的鼻喷流感今年高速增长，我们暂不上调业绩预期，维持2021-2022年净利润预测41.1/52.9亿元，预计2023年净利润64.4亿元，对应2021-2023年EPS为10.15/13.06/15.90元，对应估值分别为43倍、34倍和28倍。公司在研产品梯队不断丰富，维持“买入”评级。

风险提示：生长激素放量不及预期的风险；市场竞争加剧的风险。

（证券分析师：朱国广）

福莱特（601865）：2020年年报点评：20年毛利率创历史新高，产能扩张再加码

请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资要点

20 年归母净利润 16.29 亿元，同增 127.09%，超预期！2020 报告期内实现营收 62.6 亿元，同增 30.24%，实现归母净利润 16.29 亿元，同增 127.09%。其中 2020Q4 实现营收 22.44 亿元，同环比 +57.33%/+47.59%；实现归母净利润 8.17 亿元，同环比 +289.59%/+132.83%。2020 年公司总体业务毛利率为 46.54%，同比上升 14.98pct，Q4 毛利率 58.51%，同比上升 23.66pct，环比上升 15.82pct。整体业绩超预期，主要原因在于光伏玻璃业务毛利率超预期。

20 年量利双升，Q4 毛利率创历史新高：2020 年公司光伏玻璃业务实现营收 52.25 亿元，同增 39.44%，销量达 1.85 亿平，同增 17.32%，毛利率 49.41%，同增 16.5 个百分点，单平米净利润约为 8.3 元/平方米。其中 20Q4 销量约 0.48 亿平，毛利率约 63.7%，单平米净利润约 16.8 元/平方米，创历史新高。20 年毛利率高企的原因在于：1）价格方面，20 年玻璃供应紧缺，玻璃价格迅速上涨，我们测算 20 年福莱特含税均价 31.9 元/平，同增 20%，其中 Q4 含税均价达 43 元/平；2）20 年公司高毛利率的 2.0mm 玻璃占比 30%，同比提升 15 个百分点。

公司产能扩张再加码，行业龙头地位稳固：公司 20 年年底 6400 吨/日，21 年已点火越南二线 1000 吨(21Q1)，安徽凤阳二期 1200 吨（21Q1），另三条 1200 吨产线预计于 21 年后期陆续投产。此外，安徽三期项目 5 条 1200 吨窑炉预计 2022 年陆续点火投产；公司今日再公告浙江嘉兴 2 条 1200 吨和安徽凤阳 4 条 1200 吨窑炉扩产计划。预计到 21/22/23 年末公司光伏玻璃产能达到 12200/18200/25400 吨/日，同比 90%/49%/40%，龙头地位进一步强化。

21 年双玻+大尺寸带来结构性α：1）双玻占比提升：2.0 玻璃产能供给有限且生产工艺难度更大，毛利率更高，20 年公司双玻销量占比 30%，受益于 2.0 玻璃产业化，预计 21 年双玻再提速，全年占比达到 45%；2）大尺寸占比提升：近期国内组件招标中，大尺寸占比均超过 50%，由于玻璃老线无法做大尺寸玻璃，预计 21 年全年大尺寸玻璃供需相对紧缺，盈利明显分化，目前大尺寸玻璃溢价 3 元/平米。公司 20 年起新投产产能均能做大尺寸，产能规模占比超 50%，充分受益大尺寸。

盈利预测与投资评级：由于 21 年起行业新产能逐渐释放，玻璃价格下行，但公司经营稳健，龙头优势凸显，我们预计公司 21-23 年归母净利润为 23.91/26.64/30.87 亿元，同比增 46.78%/11.43%/15.87%，我们将 21-23 年 EPS 由 0.81/1.29/1.60 元调整至为 1.11/1.24/1.44 元，维持“买入”评级。

风险提示：政策不达预期，竞争加剧等

（证券分析师：曾朵红　证券分析师：陈瑶　研究助理：黄钰豪）

华夏视听教育（01981）：20 年报点评：收入+6%，经调整净利+19%，看好旗下学校量价齐升

业绩简评

公司收入+6%，经调整净利+19%，表现超预期：2020 年公司实现收入 7.9 亿元，同比增速+6%，净利润 3.4 亿元，同比增速+73%，实现经调整净利润 3.65 亿元，同比增速+19%。主要因为 2019 年计提了一次性分

请务必阅读正文之后的免责声明部分

手费 9500 万元，导致同比基数较低。

江苏地区的学费已完全开放，2021 年有望实现量价均高增长：分版块教育及培训实现高增长，收入 3.6 亿元，同比+16%。教育板块主要为南京传媒学院，截至 2020 年末，学校共有在校生人数 1.76 万人，其中本科 1.5 万人，国际预科课程 443 人，继续教育课程 1842 人。2020/21 学年新生入学人数 6592 人，同比大幅上涨 44.1%，同时本科新生报到率达到历史新高 98.2%。目前江苏地区的学费管控已经完全开放，南传属于艺术类院校，学费空间足，21 学年有望实现 60%-70%的学费提价。

二期新校区建设 21 年秋季可投入使用，学生床位得到保障：为满足学校人数高增长，南传也在积极扩张建设新宿舍，其中 2019 年动工的二期建设宿舍楼已经完工，将于 2020/21 学年投入使用，预计可容纳学生 4000 名，新的一期宿舍也开始动工，预计完成后可容纳学生 5000 名。

影视部分较 2019 年略有下滑主要因为投资比例和题材的差异所致：2020 年公司影视板块实现收入 4.3 亿元，同比增速-2%，公司 2020 年交付了电视剧《什刹海》并在央视播出，网剧《别叫我酒神》也已经播出，此外 2020 年交付的《朝歌》和《安静》也有望在 2021 年播出。相比于 2019 年的《倚天屠龙记》等大 IP100%投资，公司 2020 年交付的据或相对价格偏低，或投资比例偏低，导致收入略有下滑。

外延并购拓展艺考类培训新赛道：2020 年艺术类培训赛道布局取得了新成果，以 3 亿元收购了美术类艺考培训头部机构水木源，水木源有优质的教育资源，高考成绩出色，树立了良好的行业口碑，连续 9 年拿到清华美院和中央美院合格证的人数均排名第一。在全国有 5 大直营校区，约有在校生 3000 余人，以 2019 年算水木源收入 1.9 亿元，根据对赌协议水木源 21-23 年归母净利润分别不少于人民币 2400 万/2760 万/3174 万元，对应 21 年 PE 约为 12.5 倍。

盈利预测与投资评级：公司主要布局艺术类赛道，有一定标的稀缺性，内生方面未来学费和学生人数仍有较大提升空间，外延也将继续保持艺术类培训的收并购，我们将公司 21-22 年归母净利润从 4.3/5.7 亿元上调至 4.4/5.8 亿元，预计 23 年净利润 7 亿元，同比+40%/31%/21%，最新收盘价对应 21-23 财年 PE 分别为 20/16/13 倍，维持“买入”评级。

风险提示：招生不及预期、收并购项目整合不及预期等

（证券分析师：吴劲草　证券分析师：周良玖　证券分析师：张良卫）

中国软件（600536）：2020 年年报点评：收入不达预期，麒麟拭目以待

事件：中国软件发布 2020 年度报告，公司实现营业收入 74.08 亿元，同比增长 27.30%；实现利润总额 1.84 亿元，同比增长 20.54%；实现归属于母公司净利润 0.68 亿元,同比增长 10.34%，低于市场预期。

投资要点

Q4 扭亏为盈，公司计划 2021 年收入达到 100 亿元：中国软件第四季度实现收入 51.70 亿元，同比增长 93.28%，占到全年收入的 70%；尽管前三季度归母净利润亏损-5.5 亿元，但 Q4 单季度归母净利润达到 6.18 亿元，同比增长 101.13%，全年实现扭亏为盈。公司原计划 2020 年实现营业收入 100 亿元，受疫情影响以及会计准则调整导致收入确认延后，最

请务必阅读正文之后的免责声明部分

终公司未能完成该经营计划。公司基于对 2021 年政策推进和自身业务开展的预期，计划 2021 年实现营业收入 100 亿元，同比增长 35%，为市场提供重要参考。

国家网信产业核心力量，先行指标印证产业高景气：公司聚焦网信业务发展，相继在河南、湖北、内蒙古、新疆、宁夏、江西、云南、山西、深圳、福建等地设立子公司或分支机构，推进全国战略布局。公司 2020 年底存货达到 17 亿元，同比增加 51.85%；合同负债达到 9.85 亿元，同比增加 88.89%，我们预计主要是受益于党政信创招标，公司已收到客户的部分对价、定金，并为重大项目经营备货所致。四季度公司单季销售费用为 1.14 亿元，环比提升 63.26%，同比提升 68.74%，正是由于业务量增加、销售人员投入较多所致。先行财务指标预示着信创产业已经进入兑现阶段，为公司后续业务发展带来强有力支撑。

麒麟软件实现收入利润高增长，2021 年拭目以待：2020 年麒麟软件实现收入 6.14 亿元，净利润 1.65 亿元，分别实现同比增长 76.78%、24.08%（2019 年采取中标软件+天津麒麟口径）。麒麟软件加速与 CPU、BIOS、整机、外设等的适配工作，适配的软硬件产品数量已超过五万款；研发的银河麒麟操作系统 V10 支持多款国产 CPU，已在众多国家部委、金融机构及大型央企等得到广泛应用，在全国范围内成功推广。今年行业信创尤其是央企的国产化放量在即，同为中国电子旗下的飞腾 CPU 和麒麟操作系统组成的 PK 体系有望在行业信创中获得渠道优势。

盈利预测与投资评级：考虑麒麟 2020 年收入不达预期，同时未来投入加大，我们将 2021-2022 年收入从 124.55/166.10 亿元下调至 98.41/124.82 亿元，预计 2023 年收入为 151.81 亿元；将 2021-2022 年归母净利润从 4.31/8.32 亿元下调至 2.29/3.42 亿元，预计 2023 年归母净利润为 4.66 亿元。看好操作系统产业的稀缺性以及公司的行业龙头地位，维持“买入”评级。

风险提示：国家基础 IT 生态建设进度缓慢，行业竞争加剧。

（证券分析师：张良卫　研究助理：王紫敬）

国联股份（603613）：2020 年年报点评：收入+138.4%逼近预告上限，工业品电商业务表现亮眼

事件

3 月 29 日，国联股份发布 2020 年年度报告。2020 年全年，公司实现收入 171.58 亿元，同比+138.4%；归母净利润 3.04 亿元，同比+91.6%；扣非归母净利润 2.67 亿元，同比增长 73.1%。收入、归母净利润均接近业绩预告上限。公司拟每 10 股派发现金红利 1.32 元，股息率为 0.089%（以 3 月 29 日收盘价计）；拟每 10 股转增股本 4.5 股。

点评

工业品电商平台表现亮眼，驱动公司业绩高增。分业务来看，2020 年公司网上商品交易业务收入为 170.55 亿元，同比+141.6%；商业信息服务收入为 0.82 亿元，同比-18.1%；互联网技术服务收入为 0.20 亿元，同比-48.1%。网上商品交易业务是公司主要收入/利润来源，也是近年来的核心增长点，2020 年高增的原因是：①面对疫情，公司积极响应，通过推出产业链“战疫”计划等措施成功转危为机；②10 月“双十”电商节集

请务必阅读正文之后的免责声明部分

采订单额达 43.82 亿元，同比+104%，创下历史新高。

分行业平台来看：成熟平台稳健增长，新平台全面开花。2020 年，公司目前较为成熟的平台中，涂多多/卫多多/玻多多分别实现收入 117.0/22.2/15.3 亿元，同比增长 128%/131%/111%。2019 年上线的三个新平台中，纸多多/肥多多/粮油多多分别实现收入 2.41/7.46/5.71 亿元，同比增长 904%/494%/621%。

主动让利抢占市场份额，公司净利率有所下降。2020 年公司毛利率/净利率分别为 3.45%/2.09%，同比-2.9/-0.5pct；销售/管理/研发费用率分别为 0.50%/0.26%/0.17%，同比-1.4/-0.2/-0.1pct。我们认为毛利率下滑的原因：①由于会计准则改变，运输费用从销售费用转计入营业成本（我们预计这部分费用约占收入的 1.5%）；②主动让利，抢占市场份额；③毛利较低的防疫用品、新行业平台占比上升。而主动让利换取市场份额的策略，一定程度上也影响了公司的净利率。

维持“买入”评级：近期定增落地利好未来持续增长，公司通过对外投资不断加强生态圈建设，积极探索其他赛道的布局机会，持续推进产业互联网战略，我们看好公司未来持续高增。考虑到公司未来或继续通过让利来抢占市场份额，我们下调 21/22 年归母净利润预测至 5.1(-2%)/8.5(-4%)亿元，预计 2023 年归母净利润为 13.3 亿元，对应同比增速分别为 68%/66%/57%。3 月 29 日收盘价对应 2021-23 年 PE 分别为 69x/41x/26x，维持“买入”评级。

风险提示：集采过程中的价格违约，拼购模式占用营运资金较多，新平台扩展不及预期，产业互联网发展战略推进不及预期，行业竞争加剧等

（证券分析师：吴劲草　证券分析师：张良卫　研究助理：阳靖）

福耀玻璃（600660）：2020 年年报点评：Q4 利润同比+59.06%，符合市场预期

投资要点

公司业绩概述：公司 2020 年全年实现营业收入 199.07 亿，同比-5.67%；归母净利润 26.01 亿，同比-10.27%；扣非后归母净利润 23.04 亿，同比-17.80%；扣除汇兑损益后归母净利润 30.23 亿，同比+9.42%，符合市场预期。2020Q4 公司实现营收 61.30 亿，同比+12.07%，环比+8.40%，归母净利润 8.78 亿，同比+59.06%，环比+15.67%。

Q4 利润涨幅较大，高于营收，符合市场预期，主要系毛利率改善明显+管理费用率大幅降低：公司 2020Q4 营业收入同环比均实现增长，净利润同比涨幅高于营收，核心原因包括：1）公司覆盖产品产业链上游原材料，减少成本波动，毛利率改善明显。Q4 毛利率 42.79%，同比+2.53pct，环比+1.43pct，成本进一步得到有效控制。全年来看，公司汽车玻璃业务毛利率-0.06pct，浮法玻璃毛利率+3.51pct，贡献较大；国内外业务毛利率分别为 44.60%/32.75%，分别同比+1.93%/+1.43%，均实现大幅增加。同时受疫情影响，国内业务明显好于海外市场，营收占比提升 3.42pct。2）管理费用率大幅降低。Q4 管理费用占营收比重同比-3.16pct，环比-0.42pct。全年来看，公司汽车玻璃单价 173.84 元/平方米，同比 2019 年基本持平。为完成 2021 年度的经营目标，公司预计 2021 年资金需求为 249.08 亿元，其中经营性支出/资本支出/现金红利支出分别 200 亿/30.27 亿/18.81 亿元，通过加快销售货款回笼和存货周

请务必阅读正文之后的免责声明部分

转、优化结存资金的使用、增发 H 股股本筹资、向金融机构借款或发债等方式解决。

受益天幕普及增加玻璃单车面积+高附加值功能提升汽玻单价等行业红利以及铝亮饰条业务增强协同效应，利好福耀长期发展：1）随汽车轻量化及智能化大趋势，全玻璃车顶逐渐渗透代替金属车顶，玻璃单车面积提升接近 50%，“颜值加分”+重量降低；HUD 前挡、调光、玻璃天线、隔音隔热等高附加值功能渗透率不断提升，汽车玻璃单车价值量有望提升 100%-150%，市场潜力巨大。福耀作为行业龙头有望率先受益行业红利。2）以德国 FYSAM 为跳板，福耀进军铝亮饰条行业，拓展业务边界。2020 年全年 FYSAM 亏损 2.8 亿，相比 2019 年 2.9 亿亏损小幅缩减，剔除欧洲疫情影响表现较好。铝亮饰条进一步集成化汽车玻璃产品，增强规模化生产优势，实现营收规模和成本管控能力的多维提升。

盈利预测与投资评级：福耀玻璃作为汽车玻璃行业全球龙头，受益行业红利及自身业务领域积极开拓，有望实现市值大幅攀升。我们维持 21-22 年归母净利润 38/50 亿的假设，预计 23 年利润为 60.8 亿；对应 EPS 为 1.5/2.0/2.4 元。对应 PE 为 28/21/18 倍。考虑福耀较强成本管控能力，我们认为公司应该享受更高估值溢价。维持福耀玻璃“买入”评级。

风险提示：全球汽车市场复苏低于预期；汇率波动超预期。

（证券分析师：黄细里）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：http://www.dwzq.com.cn