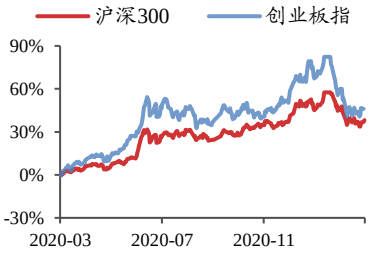
2021 年 03 月 31 日

开源晨会 0331

——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(%)
电气设备	2.21
国防军工	2.14
医药生物	1.29
有色金属	1.06
钢铁	1.01

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
商业贸易	-1.24
纺织服装	-0.97
通信	-0.87
公用事业	-0.83
采掘	-0.72

数据来源：贝格数据

观点精粹

总量视角

【策略】开源金股，4 月推荐——投资策略专题-20210330

【策略】动荡中的企稳——风格洞察与性价比追踪系列（三）——投资策略专题-20210330

【金融工程】从茅指数动力学研判抱团现状——开源量化评论（21）-20210330

行业公司

【医药】特色原料药：前景广阔的成长性行业，产业升级大幕开启——行业深度报告-20210330

【钢铁有色：明泰铝业(601677.SH)】铝材加工龙头业绩维持高速增长——公司信息更新报告-20210330

【电力设备与新能源：比亚迪(002594.SZ)】业绩符合预期，看好 2021 年 DM-i、汉车型放量——公司信息更新报告-20210330

【农林牧渔：仙坛股份(002746.SZ)】鸡价及疫情因素影响公司业绩，鸡肉制品业务加速——公司信息更新报告-20210330

【食品饮料：恒顺醋业(600305.SH)】目标顺利完成，期待改革红利释放——公司信息更新报告-20210330

【化工：扬农化工(600486.SH)】业绩逆势增长，基本面拐点向上，中长期成长确定——公司信息更新报告-20210330

【电子：华天科技(002185.SZ)】下游需求强劲，产能扩张顺利，业绩实现高增长——公司信息更新报告-20210330

【轻工：晨光文具(603899.SH)】2020Q4 业绩略超预期，晨光科力普增长大幅提速——公司信息更新报告-20210330

【电子：生益科技(600183.SH)】覆铜板步入景气周期，生益电子吉安厂进展加速——公司信息更新报告-20210330

【商贸零售：周大生(002867.SZ)】疫情下展现强韧性，线下持续恢复、线上高速增长——公司信息更新报告-20210330

【传媒：姚记科技(002605.SZ)】“线上+线下”娱乐双驱 2021Q1 业绩增长——公司信息更新报告-20210330

【机械：先导智能(300450.SZ)】全球扩产开启，龙头率先受益——公司深度报告-20210330

【通信：华测导航(300627.SZ)】Q1 业绩超预期，2021 全年高增长可期——公司信息更新报告-20210329

【计算机：用友网络(600588.SH)】业绩符合预期，云平台战略加速落地——公司信息更新报告-20210329

研报摘要

总量研究

【策略】开源金股，4 月推荐——投资策略专题-20210330

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001

策略：无须持币，不畏将来

在过去 1-2 个月中，“大势研判”工作曾发挥了重要作用，但未来一段时间，可能会进入总量问题的模糊期，波动率收敛下结构定价又会上升成主要逻辑。开源策略团队从上周起，已经调整了 2 月以来“持币过节”的悲观观点。4 月开始将迎来 2020 年报、2021 年一季报密集披露期，是验证景气的重要时点。聚焦四条主线：（1）“碳中和”主线下，传统行业的产能价值将在景气中验证：钢铁、煤炭；（2）2020Q4 形成的新共识的验证，机械、银行、化工；（3）价值回归：建筑，房地产；（4）中小市值中的 TMT 已经有了挖掘的意义。

金工：基于行业轮动模型的 4 月行业多头

基于行业轮动模型，4 月行业多头为：机械设备、交通运输、建筑装饰、轻工制造、采掘、综合、钢铁、纺织服装、公用事业。

化工：斯迪克（300806.SZ）

公司是少数 OCA 产品取得终端客户认证的国内厂商，我们看好公司通过研发投入和数据积累，实现“胶×膜”产品矩阵在新产品、新客户、新市场的不断延伸。

煤炭开采：中国神华（601088.SH）

国内煤炭绝对龙头，高比例长协煤稳定量价，“煤电运化”一体化经营，业绩稳定性突出。2021 年动力煤价格中枢大概率上行，盈利能力将改善。

石油化工：东华能源（002221.SZ）

公司为布局全产业链的 PDH 龙头，目前已完成贸易业务剥离，成长空间广阔。

机械：海容冷链（603187.SH）、晶盛机电（300316.SZ）

海容冷链是国内商用冷柜龙头，产品竞争力明显、经营效率突出，有望长期持续提升份额。晶盛机电是国内长晶设备龙头，半导体业务工艺厚积薄发，光伏业务在手订单充沛，为公司未来业绩增长提供了有力保障。

中小盘：盐津铺子（002847.SZ）

产品+渠道双轮驱动下，公司正在快速成长为休闲零食散装称重渠道的绝对龙头。

计算机：淳中科技（002847.SZ）、道通科技（688208.SH）

淳中科技是显控设备龙头，基本面加速向上，估值低位，充分受益国产化。道通科技是汽车诊断全球龙头，形成了“三大产品线+软件升级服务”的业务布局，产品持续推陈出新，未来成长值得高度期待。

电气设备：星源材质（300568.SZ）

公司内外部环境全面向好，业绩拐点确立；当下需求高增、产品结构升级、降本推进贡献盈利弹性；未来替代海外隔膜厂趋势明确，公司有望进阶行业寡头之一。

农林牧渔：牧原股份（002714.SZ）

养殖成本低于同行，产能快速扩张，有望凭借超额盈利和出栏量的扩张穿越周期。

风险提示：国内经济下行超预期；疫苗接种不及预期

【策略】动荡中的企稳——风格洞察与性价比追踪系列（三）——投资策略专题-20210330

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001 | 方智勇（联系人）证书编号：S0790120040049

近期市场表现：A 股中小盘股强势，美股继续交易复苏

近 5 个交易日（2021-03-22 至 2021-03-26）A 股中小盘明显跑赢大盘，大消费板块有所反弹。从行业上看，年后回调幅度较大的医药生物和食品饮料板块涨幅居前，而大部分周期板块，如采掘、化工、有色、钢铁等则有所回调；概念指数中数字货币、白酒、金融科技、光刻胶指数涨幅靠前。近期美股仍在交易经济复苏，房地产和能源板块涨跌幅排名居前；而美股 ETF 中干散货运输 ETF 自 3 月以来领涨全部 ETF，与金融地产相关的 ETF 也表现靠前。

股债风险溢价：A 股略有下降，港股、美股有所上升

近 5 个交易日 A 股股债风险溢价略有下降，而港股、美股有所上升。以 10 年期中债国债到期收益率计算的万得全 A 风险溢价下降了 4 个 BP，但仍在均值以上；以 7 天余额宝年化收益率计算的万得全 A 风险溢价下降了 1 个 BP，在均值下方；以 10 年期美国国债到期收益率计算的恒生指数风险溢价上升了 79 个 BP，标普 500 的风险溢价上升了 2 个 BP。近期股市相对于债券的性价比有所回升：近 5 日万得全 A 的格雷厄姆股债比上升了 11 个 BP，标普 500 的格雷厄姆股债比上升了 17 个 BP。

估值-盈利匹配度：继续“还债”，但“还债”压力减小

从估值与盈利的匹配度来看，前期透支较多的行业和指数的收益率继续在向 ROE“还债”，但“还债”压力减小。近一个月主要宽基指数的 CAPE 均有所下降，尤其是创业板指，较 2 月下降了 9.07%。从风格上看，大盘成长、小盘成长和大盘价值的 CAPE 较 2 月分别下降了 7.69%、2.01%和 2.94%，而小盘价值的 CAPE 与上月基本持平。同时我们还计算了各个指数与行业的收益率与 ROE 之间的透支程度，我们发现截至 2021-03-26，创业板指、大盘成长以及沪深 300 的收益率都在继续向 ROE“还债”；对于行业也是如此：前期透支较多的行业，除休闲服务外，透支程度都在降低；而前期透支程度甚至为负的行业，如银行、房地产、公用事业和建筑装饰等，透支程度开始向 0 靠拢甚至已经转正。但另一方面，如果考虑 2020-2021 两年收益率向 ROE 回归的情形，经过前期回调，除创业板外，其余指数的“还债”压力已经明显减小，上证指数、沪深 300 和价值风格指数的预期收益率都已经转正。

关键市场特征指标：A 股仍在扩散，同时波动率有收敛的迹象

从一些关键的市场特征指标上看，A 股仍在继续扩散，阶段性企稳已有迹象。近期 A 股上涨个股数占比继续回升，个股涨跌幅标准差回落，茅指数震荡。同时 A 股波动率有见顶回落迹象；而从自由流通市值/M2 比值来看，如果假设 3 月 M2 同比增速与 2 月相同，则截至 2021-03-26 全 A 自由流通市值/M2 已经接近 15%。

风险提示：流动性超预期宽松；国内经济下行超预期；测算误差。

【金融工程】从茅指数动力学研判抱团现状——开源量化评论（21）-20210330

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 高鹏（分析师）证书编号：S0790520090002 | 苏俊豪（联系人）证书编号：S0790120020012

茅指数的研判，是当前各方关注的课题

2020 年的 A 股市场，伴随着高强度的抱团效应，茅指数经历了引人注目的持续上涨。Wind 资讯编制的茅指数，其成分股是消费、医药以及科技制造等领域拥有较强成长性及技术实力的部分龙头公司，与抱团股高度重叠，因此也被用来表征抱团现象。2021 年春节假期以后，茅指数出现了大幅调整，从 2 月 18 日至 3 月 29 日收盘，下

跌幅度达到 21.9%。抱团行为的现状如何？后续将往何处去？有哪些值得重点关注的因素？这些都是当前市场广泛关注的课题。

从动力学分析视角得到的线索

我们考察了茅指数成分股之间的关联强度，把茅指数从 2020 年 9 月至今大致分为 3 个阶段：第二和第三阶段，抱团股相关系数的显著上升，反映了抱团概念的市场认可度提升，抱团概念更加强化，这与一系列的正反馈机制有关。对抱团研判的启示：抱团的概念并未瓦解，当前反而加强，抱团尚未结束。

我们通过茅指数与 Wind 全 A 的分钟收益率序列,计算茅指数相对于大盘指数的贝塔值。当前，茅指数对于大盘涨跌更加敏感，进入振荡加剧阶段。

在 2021 年 2 月 10 日茅指数见顶之前，大单已率先呈现流出,小单呈现持续流入，体现了滞后的惯性，更像是噪音交易和跟风行为。对抱团研判的启示：当前大单资金态度谨慎。

2021 年 1 月金股的抱团股占比达到峰值，之后的 2 月金股、3 月金股，占比均已显著滑落。对抱团研判的启示：分析师的推荐力度已减弱。

我们测算了从 2020 年 12 月至今小单资金净流入所形成筹码分布，通过当前价格上方的筹码密集区，来考察向上反弹的压力位。对抱团研判的启示：当前反弹的第一阻力位在上方+5%，第二阻力位在上方+12%。

我们基于分钟行情数据考察了茅指数成分股的微观流动性。自茅指数从高位向下调整以来，抱团股的流动性也出现同步回落；近期茅指数虽有企稳迹象，但流动性指标仍处于较低水平，这是震荡加剧的潜在风险因素。对抱团研判的启示：茅指数流动性处于低位，警惕波动风险。

我们考察了茅指数成分股的融资余额，茅指数从 3 月 9 日之后进入横盘震荡，茅指数的融资余额有所回升，回升幅度强于全市场融资余额，说明仍有相当一部分的资金在密切关注抱团股。

我们考察了茅指数相对于 Wind 全 A 的超额收益在日内的分布结构。从图 8 可以发现，茅指数的走势（黑色虚线）主要由上午时段（红线）的行情决定，而隔夜时段（即集合竞价，蓝线）、下午时段（黄线）的走势都是明显次要的因素。对抱团研判的启示：茅指数在上午的行情走势，尤其值得重视。

风险提示：量化模型的搭建基于历史数据，市场未来可能发生较大变化。

行业公司

【医药】特色原料药：前景广阔的成长性行业，产业升级大幕开启——行业深度报告-20210330

王斌（分析师）证书编号：S0790520070005| 苑建（分析师）证书编号：S0790520070009| 蔡明子（分析师）证书编号：S0790520070001

特色原料药：前景广阔的成长性行业，我国在全球产业链中的地位不断增强

全球特色原料药（API）市场规模在 1600-1700 亿美元左右，预计增速约为 6%。从全球范围内来看，能够提供符合规范市场要求产品的原料药产能是稀缺资源，而中国凭借产业链完整性、产能人才储备等具备优势，成为全球原料药产能转移的主要承载地之一，在全球 API 产业链中的话语权不断提高。

老龄化、“专利悬崖”等助推需求增加，集采政策强化原料药产业链地位

原研药专利到期后大量廉价仿制药上市会促使服用药物患者人数规模增加，渗透率提升，提振相应原料药需求；老龄化带来的发病率的提升也将促进相关治疗性用药需求持续增长。从国内市场看，未来仿制药集采将制度化、常态化，行业回归制造业属性，盈利模式发生重大变化，成本控制能力、产能规模等成为核心竞争力，而对于“销售能力”的要求被大幅度弱化，进一步强化了原料药在产业链中的地位，拥有原料药+制剂一体化布局的企业

可以利用成本和质量优势迅速扩大市场份额。

特色原料药行业升级方向：制剂+原料药一体化或 CMO/CDMO

通过研究印度制药企业的发展路径和 CMO/CDMO 产业发展历程，我们认为特色原料药行业未来升级方向主要有以下两个，一是以 API 业务为战略支撑，开展制剂业务，走“制剂+原料药”一体化路径，并通过不断丰富制剂产品线，确保业绩持续增长。二是发挥自身在供应链稳定性、产品质量控制、降低成本等方面的优势，利用中国创新药行业的高景气度和在全球产业链中优势，逐步向 CMO 乃至 CDMO 转型。

特色原料药企业迎来业绩释放期

从行业属性角度看，特色原料药行业属于重资产型制造业。因此特色原料药公司增长主要依靠产能扩张和产品种类拓展来驱动，在建工程和固定资产的增长可作为公司业绩的先行指标。我们选取了 12 家具有代表性的特色原料药公司分析后发现，目前其在建工程余额处于近年来的高位，随着新增产能陆续转固，监管机构认证和客户审计等逐步完成，预计未来 2-3 年行业将迎来业绩释放期。再融资政策的放宽也有利于企业加快产能扩张步伐，推动业绩持续增长。

风险提示：项目投产进度缓慢或投产后收益不及预期；全球制药工业产业链分工发生重大变化；CDMO 行业景气度下滑；制剂在集采中降价幅度超预期。

【钢铁有色：明泰铝业(601677.SH)】铝材加工龙头业绩维持高速增长——公司信息更新报告-20210330

赖福洋（分析师）证书编号：S0790520100002

公司业绩持续高速增长，彰显成长属性，维持“买入”评级

公司 2020 年实现营收 163.33 亿元，同比增长 15.45%；实现归母净利润 10.70 亿元，同比增长 16.69%；实现归母扣非净利润 8.09 亿元，同比增长 31.42%；基本每股收益为 1.82 元，同比增长 19.74%。此外，公司拟采取每 10 股派发现金红利 2.00 元的利润分配预案。公司作为铝加工龙头企业，正开启规模扩张与转型发展之路，随着产销量的不断增加与产品结构的持续升级，公司业绩有望继续保持高速增长。我们维持 2021-2022 年盈利预测并新增 2023 年盈利预测，预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 14.11、17.55、21.80 亿元，EPS 分别为 2.13、2.65、3.30 元，当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 9.1、7.3、5.9 倍，维持“买入”评级。

铝加工龙头不断进击，业绩成长空间广阔

分季度业绩：2020 年 Q1-Q4，公司单季度销量分别为 18、25、26、28 万吨，归母扣非净利润分别达到 0.86、2.18、2.88、2.17 亿元，若排除四季度汇兑损益、费用计提与资产减值损失的影响，公司业绩预计将呈现全年逐季增长趋势。

财务分析：研发费用率达到 3.17%，同比增加 0.72pct，公司充分重视技术创新，不断加大研发投入。经营性现金流量净额达到 8.75 亿元，较 2019 年增加 10.36 亿元，成功实现由负转正，现金流情况逐步改善。非经常性损益合计 2.61 亿元，未来也有望继续维持。

盈利拆分：2020 年铝板带箔销量合计 97.45 万吨，同比增长 13.84%，其中铝板带销量 82.73 万吨，同比增长 10.97%，铝箔销量 14.72 万吨，同比增长 33.21%。同时，铝板带吨毛利 1660 元，同比增加 130 元，铝箔吨毛利 2094 元，同比下降 724 元，这主要是由于铝箔新增产能较多，为了迅速打开市场、达到满产状态，公司生产了部分中端系列加工费较低的产品。

成长空间：预计 2020-2023 年，公司铝板带箔总销量将由 97.45 万吨/年陆续增长至 150 万吨/年，吨毛利也将由 1725 元陆续增长至 2447 元。

风险提示：产能投放不及预期、需求大幅下滑。

【电力设备与新能源：比亚迪(002594.SZ)】业绩符合预期，看好 2021 年 DM-i、汉车型放量——公司信息更新报告-20210330

刘强（分析师）证书编号：S0790520010001 | 熊镐（联系人）证书编号：S0790120090002

比亚迪 2020 年业绩符合预期，看好 2021 年重磅车型贡献业绩弹性

比亚迪公布 2020 年报和 2021 年一季度业绩预告，2020 年公司营收 1565.98 亿元，同比+22.6%；归母净利润 42.34 亿元，同比+162.3%；毛利率 19.4%，同比+3.1pct；净利率 3.8%，同比+2.2pct。2020Q4 营收 515.75 亿元，同比+52.1%；归母净利润 8.21 亿元，环比-53.1%，主要由于：（1）2020Q4 公司毛利率环比下降 5.7pct 至 16.6%，或因期间内转固加大、二次电池和消费电子业务毛利率下滑所致；（2）2020Q4 计提资产减值损失、信用减值损失合计 9.93 亿元。

公司预计 2021Q1 归母净利润 2-3 亿元，同比+77.6%~+166.3%，低于我们此前预期，我们推断主要系：（1）上游原材料涨价；（2）Q1 或计提大额年终奖；（3）新能源汽车销量不及预期（DM-i 系列车型 3 月起发售，一定程度上影响 Q1 销售）。我们预计 2021Q1 整车销量约 9.5 万辆，对应单车折旧&摊销约 2.4 万元（2020H2 单车折旧&摊销 1.6 万元），拖累业绩。由于原材料涨价，我们下调 2021/2022 年盈利预测并新增 2023 年盈利预测，预计 2021-2023 年公司归母净利润 56.41（-11.31）/71.13（-12.08）/86.08 亿元，EPS 分别为 1.97/2.49/3.01 元，当前股价对应 P/E 为 85.7/68.0/56.2 倍，维持“买入”评级。

DM-i、汉系列车型有望带动新能源汽车业务快速增长，消费电子稳健向好

分业务看：（1）2020 年公司汽车及其他业务营收 839.93 亿元，同比+32.8%（根据手机部件及组装业务分部交易数据推断其中包含口罩业务收入 130 亿元）；毛利率 25.2%，同比+3.3pct；整车销量 39.46 万辆，同比-3.6%；其中新能源乘用车 15.62 万辆，同比-12.8%，汉销售 4.06 万辆。2021 年 3 月秦 Plus DM-i、宋 Plus DM-i 已上市，我们预计 2021 年三款 DM-i 系车型有望实现销量 15 万辆，全年新能源乘用车销量有望达 38.79 万辆，同比+148.3%。（2）手机部件及组装业务营收 600.43 亿元，同比+12.5%；毛利率 11.2%，同比+1.8pct，公司在安卓客户及北美大客户的份额的进一步增长，尤其是玻璃及陶瓷产品出货量增长迅猛。（3）二次电池业务营收 120.88 亿元，同比+15.1%；毛利率 20.2%，同比+1.6pct。

风险提示：新能源汽车销量不及预期、上游原材料涨价。

【农林牧渔：仙坛股份(002746.SZ)】鸡价及疫情因素影响公司业绩，鸡肉制品业务加速——公司信息更新报告-20210330

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001

低迷鸡价影响公司业绩，鸡肉制品业务快速增长，维持“增持”评级

仙坛股份发布 2020 年年度报告：公司全年实现营业收入 31.88 亿元（同比-9.77%），归母净利润 3.53 亿元（同比-64.77%），公司 Q4 实现营业收入 8.12 亿元（同比-22.4%），归母净利润 0.24 亿元（同比-93.01%）。2020 年受新冠疫情影响，学校、企业复工复产日期推延，终端消费市场需求恢复迟缓，导致年内鸡肉供给相对过剩，全年肉鸡价格低迷。2020 年公司加快拓展肉制品加工业务，但考虑到鸡肉制品销量在公司整体鸡产品销量中占比较小，因此对整体业绩稳定性贡献能力有限。但中长期看，伴随公司肉制品销量不断提升，公司业绩稳定性将得到有效增强。2021 年，猪肉供应持续恢复，鸡肉短期替代属性减弱；白羽鸡父母代及祖代存栏居高，鸡肉价格预计将继续承压。成本端来看，原料及饲料价格上涨推高养殖成本，压低鸡肉产品利润及白羽肉鸡（商品代及父母代）养殖利润。基于以上判断，我们下调 2021 年预测，上调 2022 年预测 并引入 2023 年预测，预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 2.62/4.50/6.14 亿元（此前预测 2021-2022 年归母净利润为 3.90/3.23 亿元），对应 EPS 分别为 0.46/0.78/1.07 元，当前股价对应 PE 为 24.2/14.1/10.4 倍，维持“增持”评级。

公司积极产业链下游布局，肉制品业务有望增强公司业绩稳定性

公司加码鸡肉制品业务，2020 年鸡肉制品销量 0.93 万吨（同比+56.11%）。以价格及盈利水平变化量衡量，鸡肉制品较生鲜品的业绩稳定性更强。2020 年公司鸡肉制品销售均价 13758.56 元/吨（同比-5.19%），生鲜鸡肉销售均价 8797.11 元/吨（同比-16.54%）；2020 年鸡肉制品毛利率 9.95%（同比下滑 5.98pct），生鲜鸡肉毛利率 9.33%（同比下滑 19.19pct）。因此，随着公司持续加大对鸡肉调理品类别及销售渠道开拓，公司业绩稳定性将伴随鸡肉制品销量的增加而同步增强。

风险提示：猪肉供给量持续恢复；饲料价格走高抬升养殖成本；白羽肉鸡行业产能短期超预期扩张等。

【食品饮料：恒顺醋业(600305.SH)】目标顺利完成，期待改革红利释放——公司信息更新报告-20210330

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003

前景乐观展望，期待红利释放

恒顺醋业公布 2020 年年报，全年实现营收 20.1 亿元，同比增 9.9%；归母净利 3.2 亿元，同比降 3.0%；EPS 为 0.31 元。2020Q4 营收 5.7 亿元，同比增 15.3%；归母净利 0.84 亿元，同比增 17.6%。考虑到餐饮尚未完全恢复，我们下调收入及盈利预测，预计 2021-2023 年净利分别为 3.6（-0.6）、4.3（-0.9）、5.1 亿元，EPS 分别为 0.36（-0.06）、0.43（-0.09）、0.51 元，同比增 15%、18%、20%，当前股价对应 PE 为 54、46、38 倍。新领导新举措，激励优化后市场动能增加。我们对公司长期前景持乐观态度，维持“增持”评级。

2020 年调味品完成年度目标，2021 年略有提速

2020 年调味品增速 12.8%，完成年初增长目标。2020Q4 调味品同比增 22%，分品类看醋类增长 17%，料酒增长 33%，基本符合预期。疫情后公司复苏较快，在新董事长与营销总监带领下，员工经营动力充足，市场操作灵活度提高，四季度调味品呈现加速增长势头。2020Q4 华东以外市场增速均在 20%以上，全国化扩张已按节奏进行。考虑到营销改革效果渐显，我们预计 2021 年调味品可达 15%增长，合并报表营收增速约 13%。

四季度业绩略低于预期，利润增速与收入基本同步

结算口径发生变化，部分销售费用调至成本端，导致 2020Q4 毛利率下降 8.9pct，销售费用率下降 6.8pct。综合两者来看对利润有负面贡献，估计应是广告费用增加所至（下半年广告费用同比增 37%）。展望 2021 年，成本压力可能在部分程度对冲结构升级对毛利率的正面贡献。营销改革持续，费用率估计持平或略增。预计全年应可实现扣非净利增长 13%的目标。

改革变化已经显现，期待注入更大活力

恒顺醋业核心管理层更换后，我们观察到公司正在发生积极变化：一是激励力度增加，销售员工及经销商动力增强；二是组织架构发生变化，战区制管理增加市场操作灵活性；三是渠道精耕，如新招商做空白市场、渠道精细化管理等；四是食醋全品类运营，一方面产品升级；另一方面开发二梯队产品主打下线城市及餐饮市场。食醋龙头稳扎稳打，营销动作已显，期待注入更大活力。

风险提示：食品安全风险，疫情反复影响，原材料涨价风险。

【化工：扬农化工(600486.SH)】业绩逆势增长，基本面拐点向上，中长期成长确定——公司信息更新报告-20210330

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002| 吉金（分析师）证书编号：S0790521020002| 张晓锋（联系人）证书编号：S0790120080059

2020 年业绩逆势增长 3.4%，符合预期，维持“买入”评级

公司 2020 年实现营业收入 98.31 亿元，同比增长 12.98%，实现归母净利润 12.10 亿元，同比增长 3.41%，符合预期。2020 年原药、制剂、贸易业务收入同比变化+12.46%/+15.77%/+10.62%；2020 年子公司优士化学、优嘉植

保、中化作物净利润 4.07/4.10/3.14 亿元，同比变化-21.19%/+17.58%/+72.45%，农研公司净利润 2250 万元，扭亏为盈。结合公司经营数据，我们下调 2021 年、上调 2022 年并新增 2023 年盈利预测，预计公司 2021-2023 年归母净利润为 15.83（-0.74）、17.41（+0.19）、21.66 亿元，EPS 为 5.11（-0.24）、5.62（+0.06）、6.99 元/股，当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 22.6、20.6、16.5 倍。我们看好公司凭借研产销一体化优势，利用集团内平台进行拓展，中长期成长确定，维持“买入”评级。

EPA 重批麦草畏产品登记，菊酯类杀虫剂价格有望企稳

2020 年公司杀虫剂均价同比下降 9.61%至 19.05 万元/吨，销量同比增长 6.57%至 1.54 万吨，杀虫剂收入同比下降 3.67%至 29.35 亿元；2020-年公司除草剂均价同比上升 6.26%至 4.63 万元/吨，销量同比增长 31.92%至 5.04 万吨，除草剂收入同比增长 40.17%至 23.33 亿元。我们认为，公司杀虫剂均价下滑主要系农用菊酯市场价格下降所致，据中农立华数据，目前功夫菊酯、联苯菊酯市场价格分别为 19.2、23.5 万元/吨，有望逐渐修复。公司除草剂量价齐升主要系收购沈阳科创提升除草剂业务体量，以及硝磺草酮、烯草酮等高价除草剂对产品结构的影响，我们预计 EPA 重批麦草畏登记证将释放需求，公司麦草畏原药有望重回增长。

优嘉三期建成投产，四期快速跟进，公司中长期成长确定

2020 年优嘉公司三期项目已于三季度建成投产，沈阳科创完成了氟环唑项目建设和调试，宝叶公司完成了代森联等 3 个品种的改造。优嘉公司四期项目完成了备案、安评、环评等行政报批，目前项目已进入土建施工阶段，2022 年投产可期。公司具备国内领先的农药研发能力，产业链完整的生产优势，拥有广泛的制剂销售的渠道和市场，有望充分利用集团内平台进行拓展，中长期成长确定。

风险提示：需求大幅下滑、新产能投放不及预期、汇兑风险、市场竞争加剧等。

【电子：华天科技(002185.SZ)】下游需求强劲，产能扩张顺利，业绩实现高增长——公司信息更新报告-20210330

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002 | 罗通（联系人）证书编号：S0790120070043

2020 全年业绩实现高增长，维持“买入”评级

公司 2020 年实现营收 83.8 亿元，同比+3.4%；归母净利润 7.0 亿元，同比+144.7%；扣非归母净利润 5.3 亿元，同比+250.8%。其中，2020Q4 实现营收 24.6 亿元，同比+23.4%，环比+11.9%；归母净利润 2.5 亿元，同比+113.4%，环比+41.0%；扣非归母净利润 1.6 亿元，同比+129.3%，环比-4.6%。公司将每 10 股派发现金红利 0.22 元，共派发 0.60 亿元。目前半导体行业景气度维持高位，公司产能供不应求，积极扩产，我们上调 2021-2022 年盈利预测并新增 2023 年业绩预测，归母净利润为 11.22（+0.86）/14.19（+1.74）/16.51 亿元，EPS 为 0.41（+0.03）/0.52（+0.07）/0.60 元，当前股价对应 PE 为 28.4/22.5/19.3 倍，维持“买入”评级。

封测行业持续高景气度，华天科技规模效应明显

根据中国半导体行业协会的数据，2020 年中国集成电路产业市场规模为 8848 亿元，同比+17%，其中，封装测试业市场规模为 2509.5 亿元，同比+6.8%。5G 通信、物联网、汽车电子、无人驾驶等应用市场将推动对集成电路先进封装技术和产品的需求将不断增加，国内各大封测厂商订单充裕，涨价效应明显。华天科技订单持续饱满，2020 年新开发客户 108 家，规模效应带来成本下降，涨价叠加稼动率提升进一步提升利润率水平，昆山子公司、Unisem 扭亏为盈。

公司多项技术获得突破，积极扩产，增长潜力充足

公司多项技术突破，晶圆级 12 寸 3:1 TSV 直孔工艺、8 寸 2:1 TSV 直孔工艺通过可靠性认证、5G 手机射频高速 SiP 封装产品已量产等。先进封测产能持续扩张，华天南京 2020 年 7 月投产，产能爬坡顺利，存储器、滤波器、MEMS 等封装产品已向客户批量供货。华天昆山 2021 年 1 月投产，实现了车用晶圆级高端封装技术的国产化替代。2021Q1 公司拟定增 51 亿元加码先进封装，据公司公告，预计扩产后 MCM（MCP）、SiP、FC、BGA/LGA 等

非晶圆类封装产能将增加 52 亿只/年，晶圆级封装产能增加 48 万片/年，达产后将年新增产值 30.5 亿元、税后利润达 3.2 亿元，高景气下公司增长潜力充足。

风险提示：产能扩张不及预期、下游需求不及预期、新冠疫情加剧风险。

【轻工：晨光文具(603899.SH)】2020Q4 业绩略超预期，晨光科力普增长大幅提速——公司信息更新报告-20210330

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

2020Q4 业绩略超预期，晨光科力普增长大幅提速，维持“买入”评级

2020 年公司收入 131.4 亿元（+17.9%），归母净利润 12.6 亿元（+18.4%），扣非归母净利润 11.0 亿元（+9.7%）。其中，2020Q4 单季度收入 46.0 亿元（+44.0%），归母净利润 3.4 亿元（+32.7%），扣非归母净利润 3.1 亿元（+26.7%）。2020Q4 传统核心业务、零售大店继续复苏，晨光科力普大幅提速，晨光科技维持较快增长，业绩略超预期，上调盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润 15.49/19.04/23.59 亿元（2021-2022 年原为 14.99/18.58 亿元），对应 EPS 为 1.67/2.05/2.54 元，当前股价对应 PE 为 48.0/39.0/31.5 倍，继续看好公司长期发展，维持“买入”评级。

盈利能力：业务结构变化，2020Q4 单季度毛利率有所下滑

2020 年，公司毛利率为 25.4%（-0.8pct）。其中 2020Q4，公司毛利率达 22.2%（-2.3pct）。分品类看，2020Q4 学生文具、书写工具和办公文具的毛利率同比均有提升。因此，我们认为 2020Q4 公司毛利率下滑主要源于毛利率较低的晨光科力普收入占比提升以及其毛利率同比有所下降。2020 年公司归母净利率为 9.6%，扣非归母净利率为 8.4%，2020Q4 公司归母净利率为 7.4%，扣非归母净利率为 6.7%，全年扣非归母净利润中包含商誉（3018 万元）、预付账款减值（2000 万元）和股权激励费用（8220 万元）的影响，剔除这些影响后公司净利率保持稳定。

传统核心业务、九木回暖，线上延续较快增长，科力普增速环比大幅提升

（1）传统核心业务：根据公司披露（包含晨光科技和安硕），2020 年收入 75.76 亿元（+9.1%）。（2）晨光科力普：2020 年收入 50.0 亿元（+36.7%），毛利率 11.0%（-2.1pct），净利润 1.4 亿元，净利率 2.9%（+0.8pct），2020Q4 收入 21.4 亿元（+82.1%），毛利率 8.7%。（3）九木杂物社：2020 年收入 5.6 亿元（+21.3%），亏损 4208 万元，2020Q4 收入 2.0 亿元（+29.1%）。2020 年末，九木杂物社门店数量合计达到 361 家（直营 237 家，加盟 124 家），净开 100 家。（4）晨光科技：2020 年收入 4.7 亿元（+59.7%），亏损 1196 万元，2020Q4 收入 1.4 亿元（+38.6%）。

风险提示：新品类及新业务拓展不及预期；行业竞争加剧影响盈利能力。

【电子：生益科技(600183.SH)】覆铜板步入景气周期，生益电子吉安厂进展加速——公司信息更新报告-20210330

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002 | 林承瑜（联系人）证书编号：S0790120080105

覆铜板步入景气周期，看好提价弹性及中长期产品升级，维持“买入”评级

公司发布 2020 年年报，2020 年营业收入实现 146.9 亿元（YoY+10.9%），归母净利润 16.8 亿元（YoY+16.0%）。其中，覆铜板业务出货量提升带动收入增长、生益电子因客户结构调整导致平均单价及收入贡献环比下滑。我们维持 2021-2022 年盈利预测并新增 2023 年的盈利预测，预计公司 2021-2023 年归母净利润为 25.1/27.2/30.5 亿元，对应 EPS 为 1.09/1.19/1.33 元，当前股价对应 PE 为 21.2/19.5/17.4 倍。我们认为公司是内资覆铜板的行业龙头厂商，中长期来看，新能源车及汽车电子化推动覆铜板升级、5G 应用带来流量增加倒逼高速高频覆铜板渗透是行业的发展趋势，看好公司产品结构优化，维持“买入”评级。

2020H2 高速覆铜板出货受通信拖累，覆铜板汽车、家电、PC 类需求转旺

2020H2 覆铜板需求强劲，汽车、家电、PC 类产品订单饱满，带动覆铜板产量 5564.0 万张，销量 5849.5 万张，

YoY+17.4%，产销率达到 105.1%，环比 2020H1 销量 4404.1 万张增长 32.8%。2020H2 通信基站订单放缓，因高定价的高速覆铜板稼动率降低，2020H2 覆铜板平均单价 101.5 元，环比 2020H1 的平均单价 111.5 元下滑 8.9%。下游家电、汽车应用以大功率、大电流为主的覆铜板产品加剧公司产能吃紧。2021Q1 公司向下游 PCB 连续提价后已能够覆盖原材料成本上涨并增厚利润，毛利率环比呈现明显改善，看好全年覆铜板持续涨价。

生益电子 2020Q4 主动让利并调整产品结构，吉安工厂进展加速

生益电子 2020 年全年 PCB 销量 81.1 万平米，YoY+4.0%，其中因受到 5G 基站招标进度延后拖累，导致 2020H2 平均单价 4022 元/平米，环比 2020H1 平均单价 4775 元/平米下降。公司主动切换产品结构并让利新客户，导入服务器、光模块领域订单，2020Q4 单季度毛利率 20.5%，环比 2020Q3 下降 7.0 pct。募投项目进展加速，吉安工厂已于 2020Q4 全线试产、投产，预计为 2021 年贡献新产能。

风险提示：下游基站建设节奏放缓；IDC 建设速度不及预期；下游需求疲软；原材料价格上涨；公司新品研发进度不及预期

【商贸零售：周大生(002867.SZ)】疫情下展现强韧性，线下持续恢复、线上高速增长——公司信息更新报告-20210330

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001

事件：公司发布 2020 年年报，业绩小幅增长展现较强韧性

公司发布年报：2020 年实现营收 50.84 亿元（-6.5%），归母净利润 10.13 亿元（+2%）；其中 Q4 单季营收 17.35 亿元（+6.5%），归母净利润 3.00 亿元（+14%），四季度增速放缓预计与 2021 年春节后移导致加盟商部分备货滞后至 1 月有关。我们认为，黄金珠宝行业终端需求持续回暖，公司在时尚珠宝和线上电商新零售领域先发布局，竞争优势突出。考虑到公司新品类、新渠道的增长潜力，我们上调盈利预测（并新增 2023 年预测），预计公司 2021-2023 年归母净利润为 13.50（+0.49）/16.71（+1.26）/20.26 亿元，对应 EPS 为 1.85（+0.08）/2.29（+0.21）/2.77 元，当前股价对应 PE 为 18.6/15.1/12.4 倍，维持“买入”评级。

自营线上（电商）收入同比增长 94%，全年毛利率显著提升

分渠道看：2020 年公司自营线下/自营线上/加盟分别实现收入 7.2 亿元（-34%）/9.7 亿元（+94%）/32.02 亿元（-12%），其中线上收入实现接近翻倍增长，收入占比达到 19%，公司在电商新零售领域先发布局成效显现。盈利能力方面，公司 2020 年毛利率为 41.0%（+5.0pct），毛利率提升主要与金价上涨及高毛利镶嵌产品销售增加有关；费用方面，2020 年公司销售/管理/财务费用率分别为 11.6%（+3.4pct）/1.4%（-0.9pct）/-0.4%（-0.7pct）。

婚庆需求释放驱动行业回暖，时尚珠宝和线上电商先发布局优势突出

2020 年公司新开/净开门店 633 家/178 家，其中 Q4 净开店 169 家重回较快展店节奏，报告期末门店总数达到 4189 家。随着疫情缓和、婚庆需求释放，2020Q3 以来黄金珠宝行业持续呈现高景气。2021 年，公司一方面完善产品矩阵（黄金类产品）和品牌建设（发力时尚社交子品牌 DC 等），另一方面推进线上线下渠道升级：线下较快开店拓展区域布局，线上巩固电商渠道先发优势，以低单价高毛利高消费频率的时尚珠宝品类，配合直播电商等新兴营销方式，实现更加精准的下沉和消费者触达，珠宝龙头持续高成长在望。

风险提示：金价波动；疫情反复；新门店拓展不及预期。

【传媒：姚记科技(002605.SZ)】“线上+线下”娱乐双驱 2021Q1 业绩增长——公司信息更新报告-20210330

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

“游戏+营销+扑克牌”业务共促 2021Q1 增长，维持“买入”评级

公司公布 2020 年度业绩快报及 2021 年第一季度的业绩预告。2020 年共实现营业收入 23.58 亿元，同比增长

36%，主要系国内外游戏流水高增长所致；归母净利润 10.86 亿元，同比增长 215%，超出此前业绩预告上限；扣非后归母净利润 5.49 亿元，同比增长 73%，非经常性损益主要系细胞公司投资收益等。2021Q1 预计实现归母净利润 1.72-2.06 亿元，同比下降 69%-74%，主要系非经常性损益减少所致；扣非后归母净利润 1.66-1.88 亿元，同比增长 15%-30%，主要系游戏、广告营销业务保持稳定增长、扑克牌业务同比实现恢复所致。基于业绩快报，我们上调 2020 年并保持 2021-2022 年盈利预测不变，预测 2020-2022 年归母净利润分别为 10.86/8.09/10.52 亿元（2020 年前为 10.12 亿元），对应 EPS 分别为 2.73/2.01/2.62 元，当前股价对应 PE 分别为 8.8/11.9/9.2 倍，维持“买入”评级。

“线上+线下”娱乐双驱，买量投放叠加春节档或致 2021Q1 流水超预期

线上娱乐方面，公司国内核心捕鱼游戏《捕鱼炸翻天》（2021Q1 以来 iOS 游戏畅销榜排名 57-85 名）、《指尖捕鱼》（2021Q1 以来 iOS 游戏畅销榜排名 74-135 名）、国外核心 Bingo 游戏《Bingo Party》、《Bingo Journey》等流水保持稳定，《齐齐来麻将》借力春节假期携手字节跳动 Ohayoo 展开营销推广，2021Q1 以来 iOS 游戏免费榜最高排名 49 名，并采用“IAA+IAP”混合变现模式打开收入增长空间。线下娱乐方面，在新冠疫情得到比较好控制的情况下，棋牌娱乐成为春节娱乐刚需，公司扑克牌业务实现同比恢复。

互联网广告营销业务贡献业绩新增量，电商代运营业务有望高速成长

公司收购芦鸣科技布局互联网广告营销业务，提供覆盖数据分析、效果营销、短视频内容生产、内容营销、效果优化等一站式专业营销服务，2021 年将重点发力快手、广点通等平台，有望与游戏业务高效协同，提高买量回报率。此外，公司立足星图第五代理商布局电商运营，有望享受电商红利，拓展珠宝玉石等品类代运营业务，2021 年有望实现电商 GMV 快速增长。

风险提示：新游戏上线进度低于预期；市场竞争加剧导致买量成本上升；海外游戏业务面临的政策风险；疫情等外部冲击的影响存在不确定性。

【机械：先导智能(300450.SZ)】全球扩产开启，龙头率先受益——公司深度报告-20210330

王珂 （分析师）证书编号：S0790520110002

全球扩产开启，锂电设备龙头受益，维持“买入”评级

未来几年全球动力电池产能持续扩张，将带动先导智能锂电设备需求继续上行，但考虑到疫情对 2020 年发货的影响，我们下调 2020 年、上调 2021-2022 年盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 9.14/16.04/23.98 亿元（前值为 10.6/13.3/16.2 亿元），EPS 分别为 1.01/1.77/2.64 元/股，当前股价对应市盈率 75.5/43.0/28.8 倍。全球锂电扩产周期开启，先导智能作为具备整线解决方案全球龙头，有望率先受益，维持“买入”评级。

欧洲崛起：政策叠加需求，汽车电动化提速

随着欧洲新能源车补贴的不断加码，欧洲各国电动化率持续攀升。2020 年欧洲汽车新注册乘用车电动化率达 23.68%，15 个国家新注册乘用车电动化率突破 10%，预计未来电动化率还将持续提升。同时欧洲车企纷纷启动电动化战略，欧洲新能源汽车市场快速崛起，迎来本土产能扩产潮。

电池扩产：三大电池势力，逐鹿欧洲市场

在欧洲市场崛起背景下，与之配套的欧洲电池供应链也即将迎来高速增长期。目前在欧洲积极扩产的动力电池企业可以分为三类：日韩系传统电池巨头、中国动力电池龙头和欧洲本土动力电池企业。分别以 LG 化学、Northvolt 和宁德时代为代表。根据我们的统计，预计到 2021 年/2022 年，欧洲动力电池的产能将分别超过 126/178GWh。考虑到单位产能对应设备投资，2021/2022 年欧洲市场年均新增设备需求有望超过百亿元。

先导智能：设备龙头率先布局国际市场

未来欧洲的扩产，将是站在亚洲经验基础上的高端迭代，自动化程度和效率要求更高。先导智能 2019 年 1 月 29 日公告与 Northvolt 签订 19.39 亿元的锂电池设备采购框架协议；2021 年 2 月 26 日，公司与宁德时代签署战略

合作协议，将为宁德时代全球扩产提供设备支持。作为锂电设备龙头企业，率先布局国际市场。

风险提示：核心客户产能扩张低于预期，行业内竞争趋于激烈，公司新产品的推广速度不达预期，战略合作推进低于预期。

【通信：华测导航(300627.SZ)】Q1 业绩超预期，2021 全年高增长可期——公司信息更新报告-20210329

赵良毕（分析师）证书编号：S0790520030005

2021Q1 业绩超预期，应用场景景气度持续走高，维持“增持”评级

3 月 26 日，公司发布 2021 年第一季度业绩预告，报告期内公司实现归母净利润 4700 万元~5300 万元，同增 148.85%~180.62%；实现扣非归母净利润 3300 万元~3900 万元，同增 654.41%~791.57%。报告期内公司 GNSS 智能装备、农机无人驾驶、形变监测等业务板块均实现快速增长，使得公司 2021Q1 营收同增约 130%，较 2019Q1 同增约 80%。研发方面，公司持续加大研发投入，研发费用占比较可比公司处于高点。我们认为公司营收及净利润同比增长来自公司国内市场持续拓张，海外市场边际向好改善，同时公司逐步加大自身规模效应，持续进行降本增效。预计随着海外疫情趋稳，国内北斗三号组网成功，灾害监测市场持续增长，公司 2021 年业绩有望同比向好，即便以 2019 年为锚点亦将有较大增幅。据此我们维持预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润为 2.03/2.84/3.72 亿元，同增 46.4%/39.8%/31.1%，EPS 为 0.60/0.83/1.08 元，当前股价对应 PE 分别为 39.9/29.0/22.1 倍，相对可比公司存在一定估值优势。维持对公司“增持”评级。

内部研发市场并重，外部疫情影响减弱，北三组网成功，公司营收质量向好

公司研发实力强劲，国内外市场持续开拓；研发方面，公司于 2020 年推出自研“璇玑”芯片，使用于公司产品上预计将对公司成本有进一步优化，降本增效，同时公司研发人员占比较大，在核心算法方面占据相对优势；市场情况方面，公司于全国 29 个省份设立子公司达到全国覆盖，国外市场方面，公司在在美国、东南亚等地设立 10 个海外子公司，营销体系完善，同时公司于 2020 年 3 月增资控股俄罗斯代理商 PRIN，因 2020 年疫情影响预计对公司海外营收拉动较小，随着疫情影响边际减弱，看好公司 2021 年在海外的布局及营收体量增长。随着公司对外逐步开拓高毛利市场、对内降本增效的双重利好作用下，公司营收质量或将持续提升，利润率上升空间充足。

风险提示：国家卫星建设投资不及预期风险、行业竞争加剧风险、公司业务拓张不及预期风险

【计算机：用友网络(600588.SH)】业绩符合预期，云平台战略加速落地——公司信息更新报告-20210329

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

聚焦云转型战略持续加大投入，维持“买入”评级

考虑公司将进一步加大研发投入力度，下调 2021-2022 年归母净利润预测至 9.03、11.05 亿元（原预测为 10.80、13.49 亿元），同时预测公司 2023 年归母净利润为 13.49 亿元，EPS 为 0.28、0.34、0.41 元/股，当前股价对应 PE 为 126.5、103.4、84.7 倍。公司面临着数智化、国产化、国际化三浪叠加的历史性机遇，有望加速发展，维持“买入”评级。

业绩符合预期，云业务高速增长 74%

2020 年公司实现营业收入 85.25 亿元，同比增长 0.2%；实现归母净利润 9.89 亿元，同比下降 16.4%；实现扣非净利润 9.04 亿元，同比增长 33.5%。云+软件业务实现收入 74.66 亿元，同比增长 4.2%，其中，公司云服务业务（不含金融类云服务）实现收入 34.22 亿元，同比增长 73.7%，在总收入中占比由 2019 年的 23.2%提升至 40%；云预收款为 10.91 亿元，较年初增长 83.9%，公司业绩整体符合预期。

云业务从产品模式向平台模式升级，YonBIP 已签约诸多标杆客户

2020 年公司正式发布了自主可控的战略新品 YonBIP——用友商业创新平台，标志着用友 3.0 战略实施进入第

二个阶段，云服务从产品服务模式升维到平台服务模式。YonBIP 成功签约了华为、云南烟草、中国海洋石油、工商银行、中国核工业、南方航空、中国节能、中国船舶工业等众多大型标杆客户。特别是华为与 YonBIP 在财经领域达成合作，彰显对公司产品能力和持续创新能力的信任。

发布五大生态计划，生态体系建设加速

云市场生态伙伴入驻呈快速增长之势，累计发展入驻伙伴 8000 家、入驻商品超过 11000 个。2021 年公司发布五大生态计划：力合计划、开放计划、扬升计划、千寻计划、汇智计划。同时，公司将在 2021 年配套 20 亿生态投资发展基金，公司将充分发挥 YonBIP 的平台效应，实现与合作伙伴的互利共赢。

风险提示：宏观经济变化对客户采购的影响；互联网金融业务发展风险控制。

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