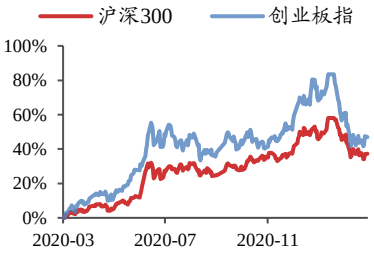
2021 年 03 月 30 日

开源晨会 0330

——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(%)
采掘	4.06
国防军工	1.68
食品饮料	1.36
休闲服务	1.35
公用事业	1.33

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
传媒	-1.62
综合	-0.89
纺织服装	-0.83
计算机	-0.82
商业贸易	-0.73

数据来源：贝格数据

观点精粹

总量视角

【策略】“合力”正在汇聚——资金跟踪系列之十

上周(20210322-20210326)个人投资者“赎回”继续放缓，“负向正反馈”并未发生。虽然当下市场分歧仍较大，但在 TMT 以及“碳中和”板块上的共识正逐步汇聚。

行业公司

【非银金融】新定义引发产品策略切换，差异化保障服务成关键

关注后续新重疾产品销售，或助力判断负债端复苏进展；资负两端复苏，估值处于历史低点，看好估值修复，推荐新重疾产品竞争力较强的中国平安、中国太保，受益标的友邦保险、新华保险。

【钢铁有色】旺季需求启动，钢价稳步走强

由于期现价格已经反映了一定需求乐观预期，因此价格再次上涨需要需求超预期，这仍有待观察。若行业供给明显收缩，钢铁盈利或再次迎来大幅改善。

【房地产：新城控股(601155.SH)】财务稳健，投资积极，吾悦进入“百店”时代

新城控股发布 2020 年年报：2020 年全年实现营业收入 1454.75 亿元，同比增长 69.46%；归母净利润 152.56 亿元，同比增长 20.56%。

【家电：石头科技(688169.SH)】顶流代言新品，天猫渠道预售订光

2021 年 3 月 29 日公司携手顶流明星肖战推出年度新品 T7S 系列，预计 4 月中旬发货。持续看好公司产品升级，海外市场高增长的核心逻辑。

【食品饮料：煌上煌(002695.SZ)】股权激励顺利解锁，长期趋势逐步向好

煌上煌发布 2020 年年报，全年实现销售收入 24.36 亿元，同比增长 15.1%；归母净利润 2.82 亿元，同比增长 28.0%。

【非银金融：中国太保(601601.SH)】新业务价值略低于预期，2021 或实现深蹲起跳

中国太保披露 2020 年度报告，2020 年实现新业务价值 178.41 亿元，同比-27.5%，略低于预期，人均产能有望深蹲起跳，维持“买入”评级。

【电子：歌尔股份(002241.SZ)】AR/VR 业务有望接力 TWS 耳机终端，动能强劲

公司公告 2021Q1 业绩预告，归母净利润达到 8.2-9.7 亿元，YoY+180-230%。

【轻工：泡泡玛特(09992.HK)】2020 年收入符合预期，线下开店有望提速

2020 年公司实现营收 25.1 亿元（+49.3%），经调整纯利 5.9 亿元（+25.9%）。其中 2020H2 公司实现营收 17.0 亿元（+48.7%），经调整纯利 4.1 亿元（+19.5%）。

【煤炭开采：淮北矿业(600985.SH)】高分红低估值焦煤龙头，关注新产能投放

公司发布年报，2020 年实现营业收入 523 亿元（同比-13%）；归母净利润 34.7 亿元（同比-4.48%）；扣非后归母净利润 31.8 亿元（同比+0.01%）。

研报摘要

总量研究

【策略】“合力”正在汇聚——资金跟踪系列之十——投资策略专题-20210329

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

美元指数上升，通胀预期有所上行，海外流动性较好，国内流动性分层略加剧

上周(20210322-20210326)美元指数上行，截至 2021 年 3 月 23 日，美元多头/空头头寸规模均有所上升，净多头头寸略有上升，中美利差略有走阔，美债名义/实际利率均有所下行，其背后反映的通胀预期有所上升。对于海外而言，上周美国不同期限/等级企业债信用利差大多走阔，Ted 利差有所走阔，但仍维持低位，美国金融系统流动性整体仍较充裕；对于国内而言，上周流动性分层有所加剧，信用利差短端均收窄，长端均走阔。

北上配置/交易盘均净买入 A 股，共识在医药、金融以及部分通胀品种

上周(20210322-20210326)外资配置盘净买入 A 股 112.73 亿元，外资交易盘净买入 29.29 亿元。行业上，北上配置/交易盘仍存在一定分歧，两者共识在于净买入医药、金融、化工、石油石化、有色、农林牧渔及建材等行业，同时净卖出消费者服务、家电及钢铁等行业。对于白酒板块，外资配置盘继续净卖出贵州茅台(-6.61 亿元)并小幅抄底其他标的(+2.29 亿元)。分市值看，上周北上配置盘在农林牧渔、传媒、建筑、纺服以及军工等板块主要挖掘 500 亿市值以下的标的。

两融活跃度下降，主要净买入部分“碳中和”板块

上周(20210322-20210326)两融活跃度下降，净卖出 39.49 亿元，主要卖出医药、有色、轻工、化工及军工等板块，主要买入电力及公用事业、非银、电新、计算机及交运等板块。对于主动偏股基金 2020Q4 重仓股，两融小幅卖出 0.35 亿元，但累积净买入仍与 2021 年 1 月相当，两融当前并未大幅卖出公募前 100 重仓股。

个人投资者“撤退”继续放缓，公募资产/负债端对科技板块的共识在深化

上周(20210322-20210326)偏股混合型/普通股票型基金的仓位仍维持高位，主要加仓有色、电子、交运、电新、军工、通信、钢铁、建材、煤炭以及化工等板块，主要减仓消费者服务、农林牧渔、银行、食品饮料、轻工制造、家电以及医药等板块。上周货币型 ETF 被持续净申购，这意味着上周货币型基金整体可能仍被净申购，同时我们看到近期 7 天理财预期收益率相对于货基收益率下行，且上周以个人持有为主的股票型 ETF 被小幅净赎回，这意味着货基可能同时吸纳了来自 7 天理财产品的资金和来自偏股基金的赎回资金。随着市场的企稳，个人投资者的赎回继续放缓，“负向正反馈”并未发生。分行业看，在以个人持有为主的 ETF 中，与科技及医药板块等相关的 ETF 被净申购，与金融地产、周期、军工以及消费等板块相关的 ETF 被净赎回。结合前面主动基金在上周的加仓行为来看：公募主要加仓除传媒外的 TMT 板块及部分“碳中和”板块，主要减仓消费及银行板块，而以个人持有为主的 ETF 中，与科技板块相关的 ETF 被净申购，与金融地产以及周期等板块相关的 ETF 被净赎回，这意味着公募与其负债端(个人)的分歧仍存，但对科技板块的共识正在逐步深化。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)的分歧仍较大，但在部分 TMT 以及部分“碳中和”板块存在共识。此外，主动偏股公募依旧选择减仓银行板块，而北上配置盘仍在“坚定”买入。而以北上交易盘和两融为代表的趋势交易者则分别表达了对部分 TMT 板块、部分“碳中和”板块的认可，这意味着虽然当下市场分歧仍较大，但在 TMT 以及“碳中和”板块上的共识正在逐步汇聚。

风险提示：测算误差

行业公司

【非银金融】新定义引发产品策略切换，差异化保障服务成关键——新定义下重疾产品研究深度报告-

20210329

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 吕晨雨（联系人）证书编号：S0790120100011

关注后续新重疾产品销售，或助力判断负债端复苏进展

新重疾定义更新后，各家保险公司均推出新产品并切换产品策略。整体看，大型险企增保降价，搭配差异化保障及服务以应对市场竞争，中小型险企或迫于盈利能力压力适度提升产品费率。2021 年开门红规模型产品竞争阶段进入尾声，目前看，负债端新业务价值增长保持弱复苏趋势，关注高价值新定义重疾险后续销售情况有助于判断负债端复苏进展；近期 10Y 国债收益率在 3.2%附近震荡，全年视角看保险 2021 年再投资利率扩张趋势较确定，利于保险资产端利差扩张和估值修复。资负两端复苏，估值处于历史低点，看好估值修复，推荐新重疾产品竞争力较强的中国平安、中国太保，受益标的友邦保险、新华保险。

2019 年重疾险规模 4107 亿元，仍存较大空间

2020 年我国人身险原保费收入超 3.3 万亿元，其中健康险保费 8173 亿元，占比 24.5%，近十年年化复合增长率 25.4%，其中重疾险占比近 60%。自 2007 年至 2018 年，重大疾病保险已为消费者提供了超过 3000 款产品，累计承保接近 2 亿人，累计赔付约 180 万人次，赔付金额超过 1000 亿元，健康风险保障需求得到不断释放，但与此同时，据估算我国仍有逾 9 亿人未得到重大疾病风险保障。

中国平安、友邦人寿、中国太保产品竞争力较强，负债端复苏有望优于市场

中国平安的平安福 21 保障范围全面，友邦人寿的友如意顺心版给予客户选择权，中国太保的金典人生性价比较高。平安福 21 覆盖 120 种重疾、20 种中症、40 种轻症，且其赔付次数及比例充足，并提供罹患轻症增加重疾保额的增额功能；平安福 21 实现与健康管理服务联动，在平安 run 中连续达标 18、24 个月相应增加保额，实现客户、公司双赢，预算充足的客户或选择平安福 21。友如意顺心版覆盖 120 种重疾、25 种中症、40 种轻症，并将中轻症责任保障比例给予客户，同时实现与健康管理联动，对于投保前期风险保障偏好的客户或选择友如意顺心版。金典人生覆盖 120 种重疾、60 种轻症，保障足够，并为前症疾病提供 10%保额，从而为客户及时发现并治疗前症疾病提供资金，利于控制后续病情发展，且其费率处于上市险企主力重疾产品中性价比中上位置，对于中症赔付没有特殊偏好的客户或将选择金典人生。

新定义引发产品竞争策略切换，差异化保障及服务或成后续竞争关键

2021 年 2 月 1 日后，各家保险公司逐步推动符合新定义的重疾险产品上市，新产品整体呈现大公司降价、中小公司涨价的态势，保险产品竞争策略切换，产品供给呈现多样化，通过赔付次数、附加保障、联动健康服务实现差异化竞争。上市险企新产品各有优势，但价格、保障难两全，中国平安的平安福 21、友邦人寿的友如意顺心版、新华保险的健康无忧 C6 在保障方面更加充足，且平安福 21、友如意顺心版实现与健康管理联动，体现服务差异化，健康无忧 C6 则在轻症赔付上更具优势；中国太保的金典人生、中国太平的福禄欣禧则舍弃中症责任，整体费率较低，易于切入市场；中国人寿的国寿福（盛典版）在保障与价格间取得平衡，无明显优劣势。

风险提示：经济复苏不及预期；保险需求超预期减弱。

【钢铁有色】旺季需求启动，钢价稳步走强——行业周报-20210328

赖福洋（分析师）证书编号：S0790520100002

旺季需求全面复苏，钢价稳步走强

随着下游需求全面启动，本周库存加速下滑，社会库存环比回落 98 万吨，总库存降幅则达到 128 万吨。从最新测算的表观需求来看，无论是建材还是工业材表现都较为强劲，已经超过 2019 年同期水准。由于需求旺盛，钢价进一步走强，螺纹钢与热卷周度涨幅在 20-60 元不等。我们在前期报告提到，由于期现价格已经反应了一定需求乐观预期，因此价格再次上涨需要需求超预期，这仍有待观察。2021 年作为信用收缩之年，钢铁需求持续超预期

概率较低，碳中和大背景下我们更为看重后期供给收缩的力度。工信部在 2020 年底以来多次强调要实现 2021 年钢铁产量同比下降，从 1-3 月份生产数据来看，行业供给依然较为强劲，因此要实现全年产量下降未来在供给端必然需要更为严苛的手段，这在后期需要重点观察。若行业供给明显收缩，钢铁盈利或再次迎来大幅改善，板块存在继续走强机会，主要受益标的包括宝钢股份、华菱钢铁、新钢股份等。

关注国际工模具钢龙头天工国际投资机会

公司之所以能登顶世界工模具钢龙头，两大核心竞争优势尤为关键：一是其优异的成本管控能力，主要体现在废料回收、产业链纵向一体化以及内部精细化管理方面；二是领先的工艺水平，产品质量的稳定性和一致性较高，这需要长期的时间沉淀与严苛的管理保障。由于特钢客户粘性较强，深厚护城河优势加持下，天工国际一旦进入供应体系便不会轻易被替换。天工国际作为国内第一、全球第二的工模具钢龙头，不仅传统特钢领域通过产能扩张和结构升级维持了极高的成长性，同时，公司依托于持续的资金及研发投入，成功打造出国内第一条粉末冶金生产线，高端产品放量将推动公司业绩进入新的加速期。近期由于港股市场波动较大，天工国际股价较前期有所回落，我们认为随着公司业绩快速增长，作为典型的低估值高成长类标的，公司后期存在修复空间，建议继续重点关注。

板块重点数据跟踪

需求持续走强：本周（3.22-3.26）全国建筑钢材成交量均值 24.63 万吨，周环比上升 3.98 万吨。根据 Mysteel 数据测算显示，螺纹钢表观消费 421.2 万吨，周环比上涨 10.16%；热轧板卷表观消费 338.7 万吨，周环比上升 2.20%；

供应持续走弱：全国高炉开工率（163 家）61.88%，周环比下降 0.14pct；唐山钢厂产能利用率 59.71%，周环比下降 0.56pct。五大品种全国周产量共 1053.55 万吨，环比上升 26.18 万吨；

盈利持续回升：本周（3.22-3.26）螺纹钢吨毛利 560 元，环比上涨 201 元；热轧板吨毛利 718 元，环比上涨 248 元；冷轧板吨毛利 498 元，环比上涨 176 元；中厚板吨毛利 529 元，环比上涨 236 元。

风险提示：终端需求大幅下滑、供给端释放超预期。

【房地产：新城控股(601155.SH)】财务稳健，投资积极，吾悦进入“百店”时代——公司信息更新报告-20210329

齐东（分析师）证书编号：S0790520060001 | 陈鹏（分析师）证书编号：S0790520100001

“住宅+商业”双轮驱动，规模成长，运营优先，维持“买入”评级

公司秉持“住宅+商业”的双轮驱动模式，以长三角为核心，完成全国重点城市群的布局。介于行业逐渐进入存量时代，房企销售增速下行确定性大。我们调整 2021-2022 年盈利预测，新增 2023 年盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润 183.1、216.6、255.1 亿元（2021-2022 年前值 198.3、241.3 亿元），EPS 分别为 8.1、9.6、11.3 元，当前股价对应 PE 分别为 5.7、4.8、4.1 倍，维持买入评级。

销售稳健，拿地重回积极态势

2020 年实现销售金额 2509.63 亿元，同比减少 7.33%，顺利完成全年 2500 亿元销售目标；销售面积 2348.85 万平米，同比减少 3.42%。公司设定 2021 年销售目标 2600 亿元，同比增长 3.60%。投资端表现更为积极，公司 2020 全年新增土地储备共 120 幅，总建筑面积 4139 万平米，同比增长 65%，其中综合体拿地 2479 万平米；拿地金额 1255 亿元，同比增长 107%，占同期销售金额的 50%；平均楼面地价仅 3031 元/平米，占同期销售均价的 28%。公司目前土储充沛，在建面积 7798 万平米，未开发建面 4216 万平米。

商业加速布局，“吾悦”迎来百店规模

2020 年新开业新城吾悦广场 38 个，累计开业吾悦广场达 100 个，已开业面积 940 万方，同比增长 59.15%；销售总额达 319 亿元，同比增长 20%；全年实现租金及管理费收入 56.70 亿元，同比增长 39.83%，平均出租率达 99.54%。目前公司开业、在建及拟建吾悦广场总数量已达到 156 座，进驻全国 118 个城市，初步完成全国化布局；

2021 年公司预计新开业吾悦广场 30 座，商业总收入 85 亿元，同比增长 49.91%。

杠杆水平可控，融资成本稳中有降

2020 年末公司剔除预收后资产负债率、净负债率、现金短债比分别为 74.12%、43.65%、1.68。公司积极拓宽融资渠道，多元化融资，融资成本有所回落，平均融资成本达 6.72%，同比下降 1BP。

风险提示：行业销售规模大幅下滑；按揭贷款利率大幅上行。

【家电：石头科技(688169.SH)】顶流代言新品，天猫渠道预售订光——公司信息更新报告-20210329

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

顶流明星代言新品，天猫预售订光，继续维持“买入”评级

2021 年 3 月 29 日公司携手顶流明星肖战推出年度新品 T7S 系列，其中 T7S、T7SPlus、自动集尘盒售价分别为 2999 元、3499 元、2199 元，预售价分别为 2499 元、2799 元、1899 元，预计 4 月中旬发货。公司新品 T7S、T7SPlus 分别在京东、天猫渠道上线。几小时内，T7S 在京东渠道预售超过 7000 台，T7SPlus 在天猫渠道预售订光达 7490 台。持续看好公司产品升级，海外市场高增长的核心逻辑，维持盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润 13.71/17.68/22.55 亿元，EPS 为 20.56/26.52/33.83 元，当前股价对应 PE 56.4/43.7/34.3 倍，维持“买入”评级。

新品软硬件迭代升级，功能性、智能性持续提升

T7S 系列搭载全球首创智控升降式声波震动擦地“VibraRise”模组，声波震动可高达 3000 次/分钟，通过高频震动有效提升干污渍清洁能力。在精细清扫模式下，对凝固咖啡渍去除率超过 90%。自动升降模组配合超声波地毯识别技术，完美解决了扫拖一体机型对地毯清洁的痛点。此外，自动升降模组也大幅提升产品的爬坡、脱困、防滑、回充时抹布二次污染、充电时抹布打湿地面等痛点。全新 TPU 材质全向浮动胶刷可以紧密贴合地面，解决毛发缠绕等问题。软件层面，RR mason8.0 系统的脱困方案高达 6000 多种，截至 2021 年 3 月，OTA 更新累计达 117 次，产品更智能。T7SPlus 在 T7S 的基础上采用 3D 双线结构光+AI 避障，支持百种泛物体识别避障，并精确到毫米级。公司单独推出智能自动集尘盒，采用气旋多锥分离，气旋桶容量 1.5L，无耗材更环保，用户可根据近期清扫状态、勿扰时间动态调整，一个月仅需倒灰一次。搭配集尘袋使用可做到清灰不脏手。

大宗交易持续进行，解禁减持影响逐步减弱

根据公司披露的大宗交易公告，2021 年 3 月 1 号至 3 月 26 日，公司股票大宗交易成交量为 124.13 万股，成交额为 11.84 亿元，成交均价为 954 元/股。据 2 月 22 日晚减持公告顶格披露的预减持量计算，3 月大宗交易成交量已达 16.78%。

风险提示：解禁对股价稳定性影响，海外疫情风险加剧

【食品饮料：煌上煌(002695.SZ)】股权激励顺利解锁，长期趋势逐步向好——公司信息更新报告-20210329

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 陈钟山（联系人）证书编号：S0790120070045

股权激励目标顺利完成， 维持“增持”评级

煌上煌发布 2020 年年报，全年实现销售收入 24.36 亿元，同比增长 15.1%；归母净利润 2.82 亿元，同比增长 28.0%。2020Q4 实现销售收入 5.02 亿元，同比增长 14.2%，归母净利润 0.49 亿元，同比增长 453.7%。公司成功达成三年利润翻倍目标，2018 年推出的股权激励计划顺利解锁，2020 年 1200 家新开店目标顺利完成。公司长期成长路径清晰，我们小幅上调盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 3.3、4.2（+0.2）、5.0 亿元，EPS 分别为 0.65（+0.01）、0.82（+0.04）、0.98 元，分别增长 18.4%、25.4%、20.0%，当前股价对应 PE 分别为 30.2、24.1、20.0 倍，估值水平较低值得关注，维持“增持”评级。

全年增速保持平稳，四季度业绩表现优异

公司 2020 年肉制品业务同比增长 13.6%，米制品业务同比增长 29.6%，公司 2020 全年新开门店 1206 家，关闭门店 285 家，净增门店 921 家，截至 2020 年底门店 数量为 4627 家。2020Q4 单季度收入增长较平稳，因前期新开店逐步成熟，同时 团购订单有所贡献；2020Q4 归母净利润同比大幅增长，主因 2019Q4 低基数所 致；另外 2020Q4 单季度毛利率达 44.8%，同比提升 7pct，主因公司在原材料价 格低位时主动加大战略储备采购，报告期内体现贡献，预计 2021 年一季度将维 持该趋势。费用方面，2020Q4 管理费用率下降 2.2pct，主因新拓展区域营销管 理团队陆续完成主要布局，2021 年公司部分省区合并，预计管理费用率微降。

回购已顺利完成， 新一期股权激励即将推出

2021 年 1 月 4 日，公司公告拟使用自有资金回购公司股份，截至 2021 年 3 月 5 日，公司本次回购股份方案已完成，成交总金额 2.5 亿元，占总股本的 2.12%。 本次回购是公司为了提升核心员工积极性和团队凝聚力，用于新一期实施股权激 励或员工持股计划，预计将在近期推出，实施股权激励计划将充分绑定核心员工 利益，有利于提升公司团队士气，为公司未来三年的发展打下坚实基础。

风险提示：食品安全风险，疫情反复影响，原材料涨价风险

【非银金融：中国太保(601601.SH)】新业务价值略低于预期，2021 或实现深蹲起跳——中国太保 2020 年报点评-20210329

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 吕晨雨（联系人）证书编号：S0790120100011

新业务价值略低于预期，人均产能有望深蹲起跳，维持“买入”评级

公司披露 2020 年度报告，2020 年实现新业务价值 178.41 亿元，同比-27.5%，略低于此前预期，主要由于人均产能受疫情影响下降 22.6%及新业务价值率下降 4.4pct 至 38.9%所致；寿险业务内含价值 3413.48 亿元，同比+11.73%，略低于预期，主要由于新业务价值创造低于预期及股东股息高于预期导致。公司月均人力 74.9 万人，符合此前预期，考虑到疫情影响逐渐减弱及营销队伍转型升级，我们预计 2021-2023 年 NBV 同比增速分别为+14.45%、+18.12%、+15.51%；集团 EV 同比分别为+11.41%、+11.70%、+11.75%，低于此前预期；由于产能基数降低，我们下调 2021-2023 年集团归母净利润分别为 327.44/428.14/477.05 亿元（2021-2022 年调前为 423.52/473.14 亿元），对应 EPS 分别为 3.48/4.55/5.07 元。公司为保险行业龙头，“长青计划”注入活力，“长航计划”推动公司转型升级，当前股价对应 2021-2023 年 PEV 分别为 0.8、0.7、0.6 倍，维持“买入”评级。

队伍规模企稳，公司活力迸发，医养产业助力，寿险市场地位或进一步提升

寿险队伍月均人力规模为 74.9 万人，较 2019 年减少 5.19%，符合此前预期，月均人均产能受疫情影响有所下降，2020 年为 3230.42 元，同比-22.65%，略低于预期，但随着疫情影响逐渐减弱，管理层新任领导到位有望提升代理人质态，“长青计划”、“长航计划”逐步见效，健康管理与养老服务协同效应逐步显现，我们预计产能将逐步回升。预计用来计算新业务价值的新保业务保费 2021-2023 年同比增长分别为+31.40%、+14.40%、+10.31%，同时新业务价值率保持稳定，分别为 36%、37%、38%，带动新业务价值增长+14.45%、+18.12%、+15.51%，保持两位数增长，寿险市场地位或进一步提升。

财险业务保持盈利，业务增速领先行业，非车险快速发展有望缓解车险压力

财险综合成本率 99.0%，居上市同业中位，同比上升 0.6pct。其中综合费用率 37.5%，同比下降 0.5pct，综合赔付率 61.5%，同比上升 1.1pct。财险业务收入 1477.34 亿元，同比+2.6%，其中非车险 520.64 亿元，同比+30.9%，拉动整体保费增长。我们预计车险在经济复苏及公司积极应对下保持微幅正增长，非车险在健康险、责任险、农业险的带动下保持高速增长，预计财险保费 2021-2023 年同比增长分别为+11.80%、+13.22%、+15.33%，市场地位或有望提升。

风险提示：长端利率超预期下行；寿险转型升级未能顺利推进。

【电子：歌尔股份(002241.SZ)】AR/VR 业务有望接力 TWS 耳机终端，动能强劲——公司信息更新报告-20210329

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

2021Q1 业绩指引高增长，AR/VR 有望接力 TWS 成长，维持“买入”评级

公司公告 2021Q1 业绩预告，归母净利润达到 8.2-9.7 亿元，YoY+180-230%。公司虚拟现实产品销售增长，持有 Kopin Corporation 权益性投资公允价值变动损益增加。其中，Kopin Corporation 在 HBT 晶体管和微型 LCoS 显示屏领域，拥有全球领先的市占率，可用于头戴式设备显示领域，有望与公司头戴式 AR/VR 设备形成良好协同，代表公司光学业务自零件到成品的垂直一体化布局。考虑到核心客户 TWS 耳机新品迭代节奏放缓，而 AR/VR 产品创新势头强劲，有望接力 TWS 耳机成长，我们维持 2021-2022 年盈利预测并新增 2023 年业绩预测至 37.8/47.2/59.9 亿元，EPS 为 1.11/1.38/1.75 元，当前股价对应未来三年 PE 为 24.6/19.7/15.5 倍，维持“买入”评级。

TWS 耳机与智能硬件业务动能强劲，推动 2020 年业绩贴近指引上限

公司 2020 年营业收入 577.4 亿元，YoY+64.3%，归母净利润 28.5 亿元，YoY+122.4%，贴近业绩预告上限。公司受益于核心客户 TWS 耳机高速渗透与自身切入高端产品供应，智能声学整机业务成长强劲，贡献营业收入的主要增量，产线优化与稼动率提升带动业务毛利率由 12.7%提升至 14.9%，2020Q4 存货环比回落，存货周转率回升至 6.7。VR/AR 智能硬件步入客户新品迭代周期，公司整体固定资产周转率由 2019 年的 3.1 次提升至 2020 年的 4.4 次。

AR/VR 承接 TWS 或成下一个电子创新，“零件+成品”布局初见雏形

苹果阵营 TWS 耳机配套手机渗透率或已至高位，以全年 9000 万套出货量测算，年化配套率达到 45%，加之 TWS 耳机创新节奏有放缓态势，将逐步从成长期步入成熟期。2020 年公司研发业务占营业收入比重达到 6.2%，主要应用于 VR 虚拟现实及精密光学零组件，意味着公司将业务重心将从 TWS 耳机逐步迁移至 AR/VR 业务，光学领域“零件+成品”亦将成为现有声学业务的有力补充。

风险提示：下游 TWS 耳机需求不及预期、TWS 耳机行业竞争格局恶化、VR/AR 产品导入节奏放缓、汇兑损益风险

【轻工：泡泡玛特(09992.HK)】2020 年收入符合预期，线下开店有望提速——港股公司信息更新报告-20210329

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

2020 年收入符合预期，净利率略低于预期，拐点可期，维持“买入”评级

2020 年公司实现营收 25.1 亿元（+49.3%），经调整纯利 5.9 亿元（+25.9%）。其中 2020H2 公司实现营收 17.0 亿元（+48.7%），经调整纯利 4.1 亿元（+19.5%）。2020 年，公司经调整净利率为 23.5%，同比下降约 4.4pct，主要源于公司毛利率下降和费用率提升。公司毛利率为 63.4%，同比下降 1.4pct，主要源于产品质量和环保要求提升。公司费用率阶段性提升则源于公司快速扩张。公司 2020 年收入基本符合我们预期，净利率略低于预期，下调盈利预测，我们预计 2021-2023 年公司归母净利润 11.1/16.5/24.1 亿元（2021-2022 年原为 12.8/20.4 亿元），对应 EPS 为 0.8/1.2/1.7 元，当前股价对应 PE 为 57.0/38.5/26.5 倍。我们认为公司线下开店有望提速，头部 IP 新品推出后业绩有望迎来加速拐点，维持“买入”评级。

收入分 IP 拆分：IP 收入分布日益均衡，爆款打造能力继续验证

2020 年，收入占比最高的 Molly 占公司总收入的 14.2%，IP 收入分布日益均衡。

Molly 虽然收入同比有所下降，但从单系列产品看，Molly 依然保持着高热度。2020 年 8 月推出的 Molly 一天

系列产品，截至 2020 年底的销售额突破一亿元。2020 年，公司推出 SKULL PANDA 系列，深受欢迎，密林古堡系列首发即售出 27.6 万个，爆款打造能力进一步验证。此外，2020 年，公司非独家 IP 收入占比提升至 14.7%。非独家 IP 由于 IP 更具多样性，能够帮助公司有效拓宽受众群体。

收入分渠道拆分：线下平均店效提升空间大，线上维持较快增长

零售店：2020 年收入 10.0 亿元，同比增长 35%，其中 2020H2 收入 6.9 亿元，同比增长 36%，2020 年末零售店数量达到 187 个，当期净开店 73 个。我们认为公司线下零售店平均店效仍有较大提升空间。并且，我们预计 2021 年公司新开店数量有望继续保持较快增速。线上渠道：2020 年收入 9.5 亿元，同比增长 77%，其中 2020H2 收入 6.2 亿元，同比增长 64%。微信小程序泡泡抽盒机收入增速依然稳定在较高水平（可在一定程度上反映出公司核心客群的增长粘性）。

风险提示：线下开店速度不及预期；新 IP 孵化不及预期等

【煤炭开采：淮北矿业(600985.SH)】高分红低估值焦煤龙头，关注新产能投放——公司年报点评报告-20210328

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

高分红低估值焦煤龙头，关注新产能投放。维持“买入”评级

公司发布年报，2020 年实现营业收入 523 亿元（同比-13%）；归母净利润 34.7 亿元（同比-4.48%）；扣非后归母净利润 31.8 亿元（同比+0.01%）。2020 年受疫情影响，公司主要产品价格下降，但通过控制成本实现对冲，其中三项费用均同比下降，合计减费 4 亿元（同比-7.1%），业绩韧性十足。非经损益主要为政府补助。考虑到各产品价格持续向好，增量产能有序推进，我们上调盈利预测，预计 2021/2022/2023 年分别实现归母净利润 45.3/49.6/51.1 亿元（2021/2022 前值 42.4/45.9），同比增长 30.7%/9.4%/3%；EPS 分别为 2.04/2.23/2.3 元（2021/2022 前值 1.95/2.12），对应当前股价，PE 分别为 5.6/5.1/5.0 倍。维持“买入”评级。

煤炭板块降本维持业绩稳健，煤化工板块甲醇跌价明显

煤炭业务：煤炭销量基本稳定。2020 年公司实现商品煤产/销量 2168/1704 万吨（同比+4%/-1.4%），其中炼焦煤产量占比 45.2%（同比-1.5pct）。降本对冲煤价下行，毛利率实现增长。2020 年吨煤价格（不含税）665 元/吨（同比-7.8%），吨煤成本 392 元/吨（同比-11.1%），吨煤毛利 273 元/吨（同比-2.6%），煤炭毛利率 41%（同比+2.2pct）。煤炭业务实现营收/毛利 113/46.5 亿元（同比-9.1%/-4%）。

煤化工业务：焦炭产销量大增，售价小降。2020 年实现焦炭产/销量 412.4/413 万吨（同比+7.6%/+4.9%），产能利用率为 93.7%，提升明显。焦炭平均售价为 1771 元/吨（同比-3.9%），公司焦炭主要采用长协定价，有助于稳定焦价。甲醇产销量大增，价格大跌。2020 年甲醇产/销量 38/38.4 万吨（同比+14.9%/+16.5%），平均售价 1575 元/吨（同比-16.9%）。煤化工业务实现营收/毛利 86/35.7 亿元（同比-2.6%/-10.3%），毛利率 41.6%（同比-3.5pct），煤化工业务主要受价格下行拖累。但四季度以来，焦炭及甲醇价格已实现修复，煤化工板块业绩有望得到改善。

煤炭及煤化工增量产能有序推进

煤炭：信湖矿 300 万吨焦煤产能建设进度 99.74%，预计 2021 年 5 月底可联合试运转，陶忽图矿 800 万吨动力煤产能仍在规划中。煤化工：50 万吨焦炉煤气制甲醇项目预计于 10 月建设完工，60 万吨甲醇制乙醇项目仍在规划中。砂石业务：两座矿山全面达产，雷鸣矿业 2020 年贡献 2.1 亿元利润（同比+1.4 亿元）。

积极回馈股东，分红率增长至 41.7%

根据公司 2020 年度利润分配方案，公司拟分红 14.5 亿元（含税），每股股利 0.65 元，分红率达 41.7%（同比+5.7pct）。以 3 月 26 日收盘价计算，股息率达 5.7%。

风险提示：经济恢复不及预期，煤炭价格下跌超预期，新增产能进度落后预期

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