行业观点

● 机械

国元证券公司研究-中海油服(601808)2020 年年报点评报告：2020 年业绩符合预期，坚持技术+国际化发展

事件：

中海油服 2021 年 3 月 24 日晚间发布 2020 年年报称，2020 年归属于母公司所有者的净利润 27 亿元，同比增长 8.03%；营业收入 289 亿元，同比减少 6.99%；基本每股收益 0.5665 元，同比增长 8.03%。

报告要点：

?油服行业正在从 2020 年低谷中逐渐走出。

据 IHS Markit 咨询公司发布的报告显示，2020 年国际石油公司勘探开发资本支出 3020 亿美元，同比下降 32%，预计 2021 年将同比增加 6%。IHS 等多个机构预测 2021 年 Brent 平均油价将超过 50 美元/桶，全球油田服务市场环境将缓慢复苏，大型装备过剩的局面将逐步改善。根据中海油披露的 2021 年战略展望，2021 年资本支出预算为 900-1000 亿元，较 2020 年 795 亿元增长 13%-26%，公司 2021 年收入增长趋势明显。

?成本费用控制优异，利润率稳步提升。

2020 年钻井服务业务实现收入 115 亿元，同比增长 5.8%，其中包含收到 Equinor Energy AS 支付和解收入 1.88 亿美元，剔除后收入略有下滑。2020 年油田技术服务业务实现收入 133 亿元，同比下降 11.5%。由于优异的成本控制，钻井服务、油田技术服务毛利率分别达到 26%、29%，同比提升 14.3pct、2.4pct，剔除和解收入影响，钻井服务业务毛利率仍然有所提升。公司销售、管理费用控制良好，同时公司以及部分下属子公司再次通过高新技术企业认证，于 2020 年至 2022 年享受 15%的企业所得税优惠税率。

?通过自主研发技术装备提升作业能力，积极开拓海外市场。

公司坚定执行“技术发展、国际化发展”两大战略，2020 年研发投入 13 亿元，占收入比重 4.5%，部分研发成果填补了国内技术空白。海外市场开拓方面，“COSLConfidence”、“COSL3”的优质钻井服务作业，均收到美洲客户的书面表扬信，技术服务表现和能力也赢得了作业地多个国际客户认可，并获得了新客户的固井业务授标函，获得亚洲区块新一轮电缆测井服务合同，中标亚洲固井钻完井液一体化服务合同和两年固井服务合同。

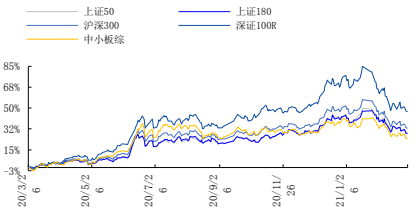
?投资建议与盈利预测

我们预计公司 2021-2023 年收入分别为 326、389、465 亿元，归母净利润分别为 40、55、73 亿元，对应 EPS 分别为 0.83、1.15、1.53 元/股。随着行业回暖以及公司海外市场开拓，业绩增长趋势显著，维

主要市场指数

指数	收盘点位	涨跌幅 1 日	5 日	本年
沪深 300	4928.69	-	-	-5.42
上证综指	0.00	0.00	0.00	0.00
深证成指	13407.35	-	-	-7.35
中小板综	11954.72	-	-	-6.07
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 嘉亨	113.47	586.45	0.00	0.00
星球石	98.28	192.33	0.00	0.00
上海凯	59.94	22.28	39.56	31.07
三丰智	4.04	21.69	22.05	-2.65
乾景园	5.84	20.16	42.09	37.09

A 股市场跌幅前五

股票	收盘价 RMB	涨跌幅% 1 日	5 日	本年
九联科	9.24	-31.76	0.00	-58.81
长城退	0.29	-21.62	-36.96	-69.47
退市工	0.44	-21.43	-42.86	-52.69
退市秋	0.68	-20.93	0.00	-28.42
顺博合	23.81	-20.02	13.54	42.92

联系人：房倩倩（执业证书：S0020520040001）

持“买入”评级。

?风险提示

油价大幅下跌、资产减值风险、汇率变动风险等。

分析师：满在朋（执业证书：S0020519070001），分析师：胡晓慧（执业证书：S0020517090003）

● 机械

国元证券公司研究-恒立液压（601100）跟踪报告：扛进口替代大旗，展百年基业宏图

? 栉风沐雨三十载，已形成产品系列化、下游多元化、视野全球化等多维优势。

恒立故事源于 1990 年，公司一直以来以液压为核心、致力于成为百年企业；栉风沐雨三十载，一路创领国内高端液压件进口替代进程，并开启国际化、赋能未来。（1）产品系列化：公司先后攻克了高压油缸、液压泵阀等核心部件的技术难关，技术水平比肩国际水准、引领国产替代，目前公司已形成全部液压元件、高精密铸件、液压系统一体化的完整产品线。（2）下游多元化：公司下游应用行业从挖掘机拓展至起重机械、盾构机、高空作业平台、船舶港口机械等十多种行业领域，熨平行业周期波动的同时也打开了公司成长性。（3）视野全球化：公司上市后便开始全球拓展，2012 年成立美国子公司拓展北美市场，2015 年收购哈威 InLine 对接德国资源，2017 年收购日本服部精工提升研发能力，2020 年公司大力拓展印度市场，加快公司在当地市场的响应速度、提升恒立液压品牌的国际竞争力。伴随着三一、徐工等主机厂海外建厂布局全球，公司产品也将同步出海，加速全球化进程。

?工程机械格局重塑，高端液压件进口替代趋势加深

中国为全球液压行业第二大市场、全球占比约 30.2%，2019 年中国液压件市场规模约 736 亿元，其中进口占比约 22.8%，高端液压件进口缺口较大。国内液压产品应用中，工程机械几乎占据半壁江山。工程机械领域，国产品牌经过行业几轮周期的积累与沉淀，竞争实力逐渐赶超海外巨头，2020 年挖掘机国产化率达 70.4%，同比提升 7.4pct。截至 2020 年 10 月，小/中/大挖平均售价较 2018 年分别下降 37.1%/26.6%/27.1%，主机厂降本压力较大。叠加全球疫情诱发供应链安全因素，主机厂更加迫切寻求国产配套，主动推进上游液压零部件国产化进程。恒立液压作为规模最大的内资品牌，综合实力领先，正从收入增速、盈利质量等多方面反超国际企业，有望凭借此次历史机遇实现国内高端液压件市场的深度进口替代。

?油缸为基、泵阀马达崛起，恒立百年基业可期

公司油缸业务已经成熟，在内外资主机厂中持续稳健渗透。泵阀业务方面，公司以挖机泵阀为突破口，并逐步实现起重机、高空作业平台、混凝土泵车等非挖泵阀的进口替代。根据我们估计，2020 公司前三季度小挖泵阀市占率达 50%，中挖泵阀市占率超 20%，大挖泵阀虽尚处起步阶段，较 2019 年均有显著提升；2021 年，预计公司非标泵阀也将配套起重机、高空作业平台等主机客户，放量可期。远期看，公司也将凭借精密的制造优势以及产品创新能力逐步深入市场更广阔的工业泵阀市场。同时，公司未来将加大对机电液三维一体的集成应用能力建设，并通过外延式并购，全面实施“走出去”战略，整合国际优质液压资源，努力成为具备国际影响力的高端液压设备百年老店。

?投资建议与盈利预测

我们上调公司盈利预测，预计为 2020~2022 年营业收入分别为 74.41 亿、99.5 亿、119.4 亿元，归母净利润分别为 21.87/31.13/39.81 亿元，对应 PE 为 50/35/27X。考虑到液压件行业广阔的进口替代空间及公司

的龙头地位，维持“买入”评级。

?风险提示

下游行业景气度不及预期；海外市场风险，市场竞争加剧。

分析师：满在朋（执业证书：S0020519070001），联系人：秦亚男

● 传媒

国元证券公司研究——游戏行业数据跟踪 2021 年第二期：2 月手游收入环比增长 12%，新游表现优异

报告要点：

？行业数据跟踪

（1）行业：2021 年 2 月，中国移动游戏市场实际销售收入为 211.98 亿元，环比增长为 12%，去年高基数下同比依然保持正向增长。

（2）重点产品方面：大厂 TOP3 产品排名稳定，新品表现优异。吉比特放置手游《一念逍遥》位于畅销榜 TOP10，根据伽马数据预估首月流水或超 4 亿元，其参投公司青瓷发行 roguelike 手游《提灯与地下城》上线进入畅销榜 TOP10，紫龙游戏的战棋手游《天地劫：幽城再临》进入畅销榜 TOP5。

（3）版号情况：2021 年 3 月全行业共发放版号 166 个，数量较前两月大幅提升，均为国产游戏，其中有 6 款端游和 2 款网页游戏。

重点产品方面，网易《绝对演绎》、三七互娱自研卡牌手游《斗罗大陆：魂师对决》、巨人网络《原始征途》、心动网络 Roguelike 手游《龙套英雄》、雷霆发行的《召唤师纷争》《军团》《刃心 2》；灵游坊的影之刃 IP 新作《影之刃零》、游族网络《寻龙英雄》等获得版号。

（4）重点厂商新游排期：腾讯《秦时明月世界》3.26 上线、《小森生活》5.20 上线；完美世界《旧日传说》3.31 上线；朝夕光年的卡牌类游戏《全明星激斗》3.31 上线、《航海王热血航线》5.27 上线；雷霆游戏放置修仙手游《剑开仙门》4.8 上线；友谊时光《此生无白》4.28 上线。

（5）渠道及买量：2 月在春节档影响下，买量手游数量快速增长，整体投放量短期上升后趋缓。2 月日均在线投放素材数为 11.37 万组，环比下降 6.34%。新增游戏 1248 款，环比降幅 21.56%。日均买量公司主体数量为 642 家，环比增长 3.75%。分题材的头部格局改变明显。魔幻、三国及西游类被大厂产品占据，传奇、仙侠类有大量“新品”冲榜，二次元、宫廷题材新品数量占比也较高。

？重点上市公司跟踪

完美世界：《梦幻新诛仙》、《战神遗迹》新测试，《幻塔》优化内容更新。三七互娱：《斗罗大陆：武魂觉醒》上线，出海产品持续增长。吉比特：《一念逍遥》首月表现优异，《摩尔庄园》3 月底推出大规模测试。腾讯：SLG 手游《征服与霸业》上线，天美筹备 3A 主机游戏研发。网易：《忘川风华录》开启公测，《绝对演绎》获得版号。心动网络：移动端广告位增加，自研产品年内有望上线。

？投资建议

2 月游戏行业环比增速为 12%，同比实现正增长，新游表现优异。长期看 5G 背景下云游戏开启新增长阶段，维持行业“推荐”评级。关注吉比特、三七互娱、完美世界、掌趣科技、宝通科技、心动公司等。

？风险提示

游戏流水表现不及预期、版号发放不及预期、政策监管等。

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

● 计算机

国元证券公司研究-超图软件(300036.SZ)2020 年年度报告点评：创新驱动发展，信创加速落地

事件：

公司于 2021 年 3 月 24 日晚发布《2020 年年度报告》。

点评：

？毛利率显著提升，扣非归母净利润同比增长 13.12%

2020 年，公司实现营业收入 16.10 亿元，同比下降 7.20%，主要原因是疫情对公司业务的影响，实现归母净利润 2.35 亿元，同比增长 7.12%，实现扣非归母净利润 2.21 亿元，同比增长 13.12%，毛利率提升 3.03 个百分点，达到 57.82%，实现经营性现金流净额 2.30 亿元，同比增长 4.35%。分产品来看，GIS 软件实现营业收入 15.91 亿元，同比下降 7.13%。员工人数较上年增长 8%，订单持续增长且过千万元的订单个数同比去年增长 18%，公司大项目的运作能力持继增强，信创项目落地加速，试点项目逐步落地，为后续信创的全面推开打下了良好的基础。

？研发投入持续推进，国土空间规划需求持续释放

2020 年，公司研发投入达到 2.53 亿元，占营业收入的比例达到 15.70%。公司发布了 SuperMap GIS 10i(2020)，形成新的 GIS 基础软件五大技术体系(BitDC)。公司联合 Unreal Engine 游戏引擎公司和 Unity 游戏引擎公司，发布了三维 GIS 与游戏引擎跨界融合技术产品 SuperMap Scene SDKs 10i(2020) for game engines，开启了三维 GIS 与游戏引擎的跨界融合。2020 年，公司紧抓国土空间规划需求释放的战略机遇期，形成了全空间覆盖、全要素管控、全过程服务的国土空间规划一张图及监督信息系统解决方案，实现了多个地区的快速落单，子公司上海数慧中标 80+国土空间规划信息系统项目，子公司南京国图承担 40+国土空间规划编制项目。

？2021 年第一季度归母净利润同比上升 25-35%

2021 年第一季度，公司在技术上提前布局信创及三维产品的战略市场效果突显，加大市场开拓力度并优化组织结构，管理效率提升。同时，抢占自然资源确权登记、国土空间规划等业务的市场先机，提前在解决方案和市场营销方面重点布局，增量需求不断释放，项目执行进展顺利。公司预计非经常性损益对净利润的影响金额约为 200 万元。预计 2021 年第一季度扣非归母净利润同比增长区间为 60%-80%。

？投资建议与盈利预测

未来五到十年，在“新基建”及“信创”的大背景下，公司将面临“自主化、三维化、云化和国际化”的重大战略发展机遇，在研发驱动下，有望打开新的成长空间。预测公司 2021-2023 年营业收入为 20.64、25.31、30.49 亿元，归母净利润为 3.11、4.00、5.05 亿元，EPS 为 0.69、0.89、1.12 元/股，对应 PE 为 26.10、20.30、16.04 倍。考虑到公司过去三年 PE 主要运行在 30-60 倍的区间、预期未来三年归母净利润 CAGR 为 29.15%、经营性净现金流表现优良等因素，给予公司 2021 年 45 倍的目标 PE，对应的目标价为 31.05

元。维持“买入”评级。

？风险提示

国土空间规划相关的系统建设需求低于预期；GIS 软件国产替代进程低于预期；海外市场拓展低于预期；商誉减值等。

分析师：耿军军（执业证书：S0020519070002），联系人：陈图南

重点报告

《皮肤学级护肤龙头，打造美丽健康大集团》

——贝泰妮(300957)首次覆盖报告

李典（执业证书：S0020516080001），联系人：杨柳

报告要点：

?皮肤学级护肤龙头，主品牌薇诺娜 2020 年双十一登顶国货美妆榜首

公司以“薇诺娜”品牌为核心，依托团队滇虹药企背景，联合昆明医科第一附属医院、中科院昆明植物研究所，打造出国内 TOP1 针对敏感肌的护肤品牌。根据欧睿数据，薇诺娜 2019 年在中国皮肤学级护肤品市场排名第 1，市占率达 20.54%。2020 年双十一薇诺娜天猫旗舰店累计成交金额破 7 亿，位列天猫国货美妆第一名，成为唯一跻身美妆类前十的国货品牌。

?行业：皮肤学级护肤市场增速快，行业壁垒高，竞争格局优

2019 年皮肤学级市场规模达到 135.51 亿元，2014-2019 年均复合增长率 23.2%（同期护肤市场增速仅为 10.1%）。根据我们测算，2019 年皮肤学级护肤市场的覆盖购买人数规模仅为 4151 万，预计到 2025 年整个皮肤学级赛道市场规模有望扩容至 403 亿。竞争格局上，皮肤学级护肤品通常需要持续的医研共创，产品有效性要求高，行业进入壁垒较高，市场 CR5 超 60%，竞争格局更优，头部品牌优势明显。

?公司看点：医研共创成就高功效高口碑大单品，通过电商渠道实现放量

研发端：公司拥有医药、化学背景深厚的研发人员，同时合作权威皮肤科专家与植物研究所，背靠植物王国昆明，聚焦青刺果、马齿苋等云南特色的植物成分提取，打造专利技术，并通过临床实验验证效果。产品端：产品实力强劲，形成“明星系列（占比近 40%）+明星大单品（占比 18%）+多产品线布局”的布局，大单品“舒敏保湿特护霜”高口碑高销量，推动品牌高复购（薇诺娜天猫旗舰店复购率高达 30%）。渠道端：以线下医院、药店渠道为根基、积极捕捉线上渠道红利放大品牌优势，实现快速扩张。营销端：优质的“医学级护肤”品牌故事奠定核心优势，通过医生在线问诊、KOL 内容营销、超头直播、明星代言等多元化营销放大品牌优势。

?投资建议与盈利预测

公司是国内皮肤学级护肤细分赛道的绝对龙头，兼具高壁垒与高成长性。除主品牌薇诺娜外，公司尝试孵化“WINONA Baby”“Beauty Answers”等定位母婴、医美赛道的子品牌，有望逐步构建“健康

美丽”的多品牌矩阵。预测公司 2021-2023 年 EPS 为 1.82/2.49/3.24 元/股，对应 PE 为 26/19/15x，首次覆盖给予“买入”评级。

?风险提示

行业景气度下滑、行业竞争加剧、品牌和销售平台相对集中的风险。

《PDF 行业领军者，云化打开新空间》

——福昕软件(688095)首次覆盖报告

分析师：耿军军（执业证书：S0020519070002），联系人：陈图南

报告要点：

? 快速成长中的全球领先 PDF 电子文档解决方案提供商

公司是 PDF 行业内全球市场份额仅次于 Adobe 的领军企业，目前已建立起一整套拥有完全自主知识产权的 PDF 技术体系，为用户提供覆盖 PDF 文档全生命周期的软件产品与解决方案，包括：PDF 编辑器与阅读器、开发平台与工具、企业文档处理解决方案、PDF 工具及在线服务四大产品线。2017-2020 年，公司营业收入保持快速增长的态势，CAGR 达 28.65%，归母净利润 CAGR 高达 68.35%。2020 年，公司实现营业收入 4.70 亿元，同比增长 27.35%；实现扣非归母净利润 0.90 亿元，同比增长 49.86%。

? 2021 年 PDF 文档相关业务 TAM 可达 75 亿美元，成长空间巨大

Adobe 公司公开文件显示，2020 年 PDF 文档相关业务潜在市场规模(TAM)可达 53 亿美元，2021 年可达 75 亿美元。作为行业龙头，Adobe 公司 2019 年实现的营业收入占其预计的 2020 年 TAM 的比例仅为 23%，PDF 文档相关业务未来仍有较大的市场空间。随着我国信息技术的快速发展，互联网用户群体规模仍将呈增长态势，为软件产业奠定坚实的用户基础，PDF 电子文档作为人们日常办公的基础软件、通用软件之一，市场发展前景良好。

? 差异化竞争，前瞻布局云化趋势，打造核心竞争力

通过与 Adobe 进行差异化经营，公司取得了众多客户的认可，具体策略包括：产品特性差异化；产品价格差异化；客户服务差异化；提供灵活的授权模式；采取灵活的销售模式。公司优先进行 PDF 的水平扩充与垂直扩充，垂直应用扩充包括在 AEC 领域的 PDF 应用。此外，公司坚定推进云化战略，将大量人力投入于产品云化项目，致力于在未来将桌面端收入全部转化为云端和移动端收入。云化是公司弯道超车的重要方向，产品上云后将增加文档协同、电子签名、电子图纸等特色服务，未来发展前景广阔。

?投资建议与盈利预测

公司凭借产品性价比及服务优质等差异化经营策略，有望充分受益于 PDF 行业的发展。预测公司 2020-2022 年营业收入为 4.70、6.25、7.99 亿元，归母净利润为 1.23、1.68、2.18 亿元，EPS 为 2.55、3.50、4.53 元/股，对应 PE 为 98.93、71.95、55.53 倍。上市以来，公司 PE 主要运行在 80-140 倍之间，目前计算机（申万）指数的 PE TTM 为 62.5 倍，给予公司 2021 年 100 倍的目标 PE，目标价为 350.00 元。首次推荐，给予“买入”评级。

?风险提示

新冠肺炎疫情反复；行业竞争加剧；国内市场拓展不及预期；PDF 产品研发及渠道拓展不及预期；海外经营风险。

《业绩维持高增长，管线布局+产能扩充有序进行》

——博瑞医药(688166)公司点评报告

分析师：刘慧敏（执业证书：S0020520110001），联系人：朱琪璋

事件：

2021 年 3 月 22 日，公司发布 2020 年年度报告：2020 全年实现营收为 7.85 亿元，同比增长 56.09%；实现归母净利润为 1.70 亿元，同比增长 52.93%；实现扣非归母净利润为 1.57 亿元，同比增长 53.86%。

国元观点：

? 全年业绩表现亮眼，海外收入高速增长

公司全年业绩表现亮眼，实现营收 7.85 亿元（+56.09%），实现归母净利润 1.70 亿元（+52.93%），其中 Q3 营收同比增长 100.82%。疫情期间公司积极拓展海外市场，外销收入为 4.08 亿元，同比大幅增长 76.35%，主要系芬净类产品、子囊霉素等海外加速放量所致；内销收入同比增长 38.29%，主要系国内恩替卡韦原料药纳入集采，下游制剂客户采购需求加大所致。分收入类别看，技术服务收入为 0.47 亿元（-40.60%）；权益分成收入为 0.66 亿元（+76.42%），主要由于下游合作客户的卡泊芬净、阿尼芬净等制剂销量增长带动公司分成收入稳定增长；产品销售收入为 6.70 亿元（+73.52%），以原料药为主（占比 94.6%），其中抗病毒类（恩替卡韦等）和免疫抑制剂类（吡美莫司等）原料药贡献主要增速，分别同比增长 201.3%和 68.56%，制剂销售收入为 0.36 亿元（+69.53%），主要包括磺达肝癸钠和醋酸卡泊芬净两个品种。2020 年毛利率为 54.95%（-9.1pct），仍维持较高水平。

? 费用率持续摊薄，研发投入加大，现金流表现优异

公司经营质量持续提升，研发投入持续加码。销售费用率和管理费用率分别为 2.21%（-0.81pct）和 10.07%（-2.0pct）；研发费用率为 17.93%，维持较高水平。经营现金流净额为 1.55 亿元（+153.42%），主要系营收大幅增加、营运成本控制良好。应收账款为 1.77 亿元，较 2019 年略有下降，在营收高增长的情况下体现了公司对营运资本的高效管理。

? 国内外多产品研发注册快速推进，产能持续扩充打开快速成长空间

产品国内外研发申报稳步推进，持续打造稀缺性产品管线，不断拓宽护城河。2020 年，公司国内市场多个原料药和制剂产品申报进展顺利：卡泊芬净原料药和制剂获批上市；米卡芬净制剂获批上市且一致性评价申请获得受理；恩替卡韦等 4 个制剂、泊沙康唑等 3 个原料药处于申报注册中；创新药 BGC0228 准备申报 IND。在国际注册方面，公司恩替卡韦和米卡芬净钠原料药分别获得欧洲 CEP 证书和 FDA 批准，艾日布林等多个原料药产品已向欧美日韩监管机构提交注册申请。同时，公司积极布局补铁剂、吸入制剂、ADC 创新药物等前景广阔、壁垒极高的管线，持续构筑核心竞争力。此外，公司多个原料药和高端制剂生产基地在建设中，建成达产后有望保障公司核心品种的稳定放量，前瞻性满足在研品种未来增厚业绩的产能需求。

？投资建议与盈利预测

预计公司 21-23 年营收为 11.36/ 16.42/ 23.90 亿元，增速为 44.60%/ 44.59%/ 45.58%，归母净利润为 2.59/ 3.98/ 6.02 亿元，增速为 52.30%/ 53.65%/ 51.45%，EPS 为 0.63/ 0.97/ 1.47 元/股，PE 为 71/ 46/ 31 倍，维持“增持”评级。

？风险提示

研发进度不及预期；疫情恢复不及预期；行业政策风险；产能建设不及预期。

《发布全人源胶原蛋白技术，新品牌“美丽法则”落地》

——丸美股份（603983）公司事件点评

分析师：李典（执业证书：S0020516080001），联系人：徐熠雯

事件：

2021 年 3 月 20 日，公司举行“丸美生物科技抗衰创新论坛”，并发布新品牌“美丽法则”及其独家应用的“全人源胶原蛋白技术”。

点评：

？推出新品牌“美丽法则”，聚焦抗衰功效，打造科学背书的护肤品牌

公司推出新品牌“美丽法则”，定位科学家护肤品牌，主打全人源胶原蛋白技术，具备生物科学+皮肤学专家背书。品牌首批上线了包括面膜、精华、眼霜等品类在内的 5 个 SKU，定价 200-350 元区间，人群定位年轻客群。渠道端，品牌以互联网为核心，初期主攻线上，后逐步覆盖全渠道。营销端，品牌将以涂抹面膜作为突破口，通过全域传播，打造“美丽法则=胶原蛋白=高效抗衰”的消费者认知。该品牌初步目标为 2021 年销售过亿。

？发布全人源胶原蛋白专利原料，夯实自身上游研发能力

“全人源胶原蛋白”为丸美生物与基因工程药物国家工程研究中心，联合多名高校科学家共同首创研发，其氨基酸序列与人体自身胶原蛋白序列 100%一致，可实现“0 风险、高活性、好吸收、强功效”的胶原蛋白表达。经测试，受试者连续使用全人源胶原蛋白产品 14 天后鱼尾纹数量减少 30%，鱼尾纹体积、面积、长度也均显著下降，且在 100%的高浓下，对皮肤也没有刺激性。公司继 1 月发布丸美独有成分“TriMedFil 肌源粹因”后，再推出强研发背景的抗衰成分，积极夯实上游研发能力，强化产品力，有望提升品牌长期竞争力。

？投资建议与盈利预测

公司是少数主品牌定位于中高端的国产化妆品公司，差异化的主打眼霜和抗衰符合行业消费升级高端化的大趋势。2021 公司持续补齐电商运营能力，将天猫店铺收归自营，同时加强多品牌布局。推出“美丽法则”的同时，公司希望未来 3 年可构建含 10 个品牌的品牌矩阵，未来 10 年打造成包含约 30 个品牌的美妆集团，包括全资品牌、合资品牌、投资品牌三类。预计 2020-2022 年公司 EPS 为 1.32/1.55/1.82 元/股，对应 PE 43x/37x/31x，维持“买入”评级。

？风险提示

行业景气度下滑，行业竞争加剧，新品牌发展不及预期。

《消费持续回暖，离岛免税同增近 10 倍》

——消费数据跟踪 2021 年第三期

分析师：李典（执业证书：S0020516080001），联系人：徐熠雯

报告要点：

？社零数据：1-2 月社零增速 33.8%，较 2019 年同期增长 6.4%

2021 年 1-2 月份社零总额同比增长 33.8%，较 2019 年同期增长 6.4%。分消费类型看，1-2 月商品零售同比增长 30.7%，较 2019 年同期增长 6.5%；餐饮收入同比增长 68.9%，较 2019 年同期下降 2.3%。分渠道看，1-2 月全国网上零售额同比增长 32.5%，其中实物商品同比增长 30.6%，占社零总额比重 20.7%，吃/穿/用类商品分别增长 41.6%/44.3%/25.1%。分消费类目看，1-2 月必选消费粮油食品/日用品/中西药品增长稳定，可选消费服装纺织/化妆品/金银珠宝/烟酒/通讯器材增速均超过了 40%，但其中服装纺织、家用电器仍未恢复到 2019 年同期水平。

？渠道：2 月离岛免税同增近 10 倍，京东、拼多多、唯品会 Q4 业绩超预期

1）免税： 2 月海关监管的离岛免税销售额 45.43 亿，同比增长 954.1%。日均销售额 1.62 亿，创月度历史新高；日均购物人次 1.86 万，环比略有提升。客单价达到 8720 元，同比增长 71.6%，创历史观察区间新高。此外，离岛免税邮寄送达业务量明显提升，春节后邮寄收件量过万，是春节期间的 4 倍多。2）电商平台：京东、拼多多、唯品会公布四季度及全年业绩。财务业绩上，京东 2020 年全年收入 7458 亿元，同比增长 29%，Non-GAAP 净利润 168 亿元，同比增长 56.54%。其中自营收入同比增长 28%至 1922 亿元，平台及服务收入同比增长 42%至 939 亿。拼多多全年收入 595 亿，同比增长 97%，Non-GAAP 净亏损 29.65 亿，收窄 13 亿。其中平台及服务收入同比增长 78%至 537 亿，新业务自营收入 58 亿。唯品会全年收入 1019 亿，同比增长 10%，Non-GAAP 净利润 63 亿，同比增长 25%。运营数据上，京东、拼多多、唯品会 2020 年活跃买家数量分别为 4.72 亿、7.88 亿和 8390 万，全年 GMV 分别实现 2.61 万亿、1.67 万亿和 1650 亿。

？线上消费品横向比较：宠物持续爆发，医疗健康类维持较好增速

2021 年 2 月，天猫+京东平台手机/大家电/女装销售额排名前三，分别为 192 亿/117 亿/82 亿，同比增速 25%/98%/79%，与上年同期相比大家电排名上升 1 位。宠物/医疗及健康服务/酒类增速前三，同比增长 1569%/461%/341%，其中宠物连续 6 个月排名第一，医疗健康类维持较高增速。手机/大家电/医疗及服务均价排名前三，分别为 2696 元/1168 元/807 元，珠宝均价 678 元，排名第四。

？投资建议

积极关注可选消费龙头、免税及线上渠道，关注标的：珀莱雅、华熙生物、御家汇、上海家化、青松股份、周大生、稳健医疗、中国中免、值得买。

？风险提示

疫情影响，需求不及预期，政策风险

重要新闻

- 商务部发言人高峰强调，对于跨国企业在中国正常的经营活动和构建产业链供应链的努力，中国政府始终持欢迎和支持态度。对于个别企业基于虚假信息作出的所谓商业决策，中国消费者已经用实际行动作出了回应。希望有关企业尊重市场规律，纠正错误做法，避免商业问题政治化。同时，我们欢迎外国企业到新疆实地考察，也愿意为各国企业在新疆开展贸易投资提供积极支持。
- 根据《国务院办公厅关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》（国办发〔2020〕32 号）部署要求，国家发展改革委会同有关部门和单位研究制定了《加快培育新型消费实施方案》。培育壮大零售新业态。拓展无接触式消费体验，鼓励办公楼宇、住宅小区、商业街区、旅游景区布局建设智慧超市、智慧商店、智慧餐厅、智慧驿站、智慧书店。积极发展“互联网+医疗健康”。出台互联网诊疗服务和监管的规范性文件，推动互联网诊疗和互联网医院规范发展。深入发展数字文化和旅游。加快文化产业和旅游产业数字化转型，积极发展演播、数字艺术、沉浸式体验等新业态。
- 国务院发布关于落实《政府工作报告》重点工作分工的意见：稳步推进注册制改革，完善常态化退市机制，加强债券市场建设，更好发挥多层次资本市场作用，拓展市场主体融资渠道。强化金融控股公司和金融科技监管，确保金融创新在审慎监管的前提下进行。完善金融风险处置工作机制，压实各方责任，坚决守住不发生系统性风险的底线。

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