# 东吴证券晨会纪要

2021 年 03 月 26 日

晨会编辑 陈显帆
执业证号：S0600515090001
021-60199769
chenxf@dwzq.com.cn

## 宏观策略

**策略专题：量化掘金：谁是次新股长期关键因子？——次新股系列 3**

①次新股提供新的选股思路，两大边际变化：IPO 持续涌现新经济公司，机构更早参与次新投资。②量化模型客观回测关键因子：站在历史角度，以当时可获取数据回测，寻找长期影响次新股表现的关键因子。③近十年、三年模型显示，次新股长期关键指标：高 ROE、高利润增速、高毛利、高销售费率、小市值。④量化模型结合行业分析师，筛选 20 只优质次新股股票池。

**策略点评：如果美元指数持续走强，港股会怎样？**

若美元升值，资金流向如何演化？

1.美元升值预期抬升，美元兑人民币不再贬值。美国经济基本面复苏势头强于欧洲、日本，推升美元走强。随着疫苗快速铺开，中美经济基本面的差距逐渐收窄。

2.美元指数升值时，外资撤出新兴市场，包括港股市场。历史上，美元相对人民币升值时，资金撤出港股；美元相对人民币贬值时，资金涌入港股。但南下资金流与人民币兑美元汇率无明显相关性。

3.美元升值预期将对港股市场造成压力。历史上，美元升值时，外资离场造成指数下跌，而南下资金尚未对港股指数起到决定性影响。

## 固收金工

**固收点评：洋丰转债：产业链优势显著的磷复肥龙头**

农产品价格上涨带动化肥需求回暖。2020 年以来，玉米、水稻、小麦等农产品价格较以前均有不同程度的上涨，有助于激发农户对肥料的需求，此外，主粮价格回暖也促使农民种植意愿提高，对化肥需求和利润水平会有所促进。公司作为磷复肥行业龙头将会显著受益。

产业链一体化优势突出，物流优势越发明显。公司具有年产各类高浓度磷复肥逾 800 万吨的生产能力及 320 万吨低品位磷矿洗选能力。公司对上游原材料进行了布局，为公司构筑了成本领先的竞争优势，且顺应农业现代化发展趋势，产业链向下游延伸至现代农业，产业结构得到进一步完善。

## 行业

**新型烟草：增强监管效能，电子烟拟参照烟草管理**

电子烟获名分，条例修改或意在促进行业有序健康发展。细则尚未出台，若参考《民促法实施条例》修订过程，细则落地或需一定周期。传统卷烟专营专卖，全流程监管。电子烟监管的情境分析。投资建议。

## 推荐个股及其他点评

**贝泰妮（300957）：从“药”到“妆”行业翘楚，功能护肤品龙头引领国牌崛起**

公司是国内皮肤学级护肤龙头，专业化品牌形象稳固，线上线下各渠道拓展顺利，产品上由“械”到“妆”持续放量。我们预测公司 2021-23 年归母净利润分别为 8.14/11.41/15.45 亿元，同比增速分别为 50.3%/39.9%/35.4%，对应 72/51/38 倍 PE，我们认为龙头应给予一定估值溢价，首次覆盖给予“买入”评级。

**快手-W（01024）：2020 年年报点评：符合市场预期，营销业务有望维持强劲增长，首次给予“买入”评级**

首次评级，给予“买入”评级。由于营销业务占比快速提升，毛利率较我们此前预期提升速度更快，我们预计 2021/2022/2023 年 EPS 为-1.88/0.27/3.42 元。当前市值对应 2021-2023 年 PS 分别为 11/7/5 倍，综合绝对、相对 PS 两种估值方法，出于谨慎性原则取低，给予公司 2021 年 364 港币/股目标价，给予“买入”评级。

**小米集团-W（01810）：手机销售放量大涨，国内市占率显著提升，互联网服务将展现利润弹性**

由于手游分成的不利地位，我们调低对公司的业绩预测，将公司 2021-2022 年收入由 3387/4122 亿元，调整为分别 3308/4015 亿元，预计 2023 年收入水平为 4675 亿元，同比增长 34.6%/21.4%/16.4%。2021-2022 年 EPS 由 0.7/0.9 调整为 0.7/0.8 元，预计 2023 年 EPS 为 1.0 元，对应 PE 分别为 30.9/26.0/22.2 倍（港币/人民币=0.85）。虽然手游分成短期面临不利影响，但公司高端手机销售放量，我们预计将弥补游戏分成的下滑。小米集团具有独特的业务模式和高效的流通体系，从而建立了较难超越的竞争优势，我们维持公司“买入”评级。

**颐海国际（01579）2020 年业绩点评：20 年业绩略低市场预期，静待第三方成长**

20H2 增速放缓致全年业绩略低于预期，第三方收入占比提升。

产品端：20H2 火锅底料关联方收入增速下行，方便速食增速放缓。

渠道端：布局深化，单经销商提货额增速显著。

整体毛利率受益产品结构调整有所提升，销售费用率因产品推广增加。

管理变革与渠道下沉仍是主旋律，产能逐步释放打开长期增长空间。

**腾讯控股（00700）：2020Q4 季报点评：业绩整体符合预期，游戏收入增长放缓不改公司强势地位**

由于游戏业务增长低于预期，我们将 2021-2022 年收入由 6189.5/7609.8 亿元下调至 6069/7382 亿元，预计 2023 年收入为 8839 亿元，同比增长 25.9%/21.6%/19.7%；将 2021-2022 年的 EPS 从 16.5/20.3 元下调至 16.0/19.9 元，预计 2023 年 EPS 为 24.6 元，对应 PE 分别为 33.2/26.6/21.6 倍（港币/人民币=0.85）。公司具有坚实的业务壁垒，生态强大，视频号和小程序等生态节点也均具有较强的变现潜力，金融科技业务依然具有较大的业绩弹性，我们维持公司“买入”评级。

**金山软件（03888）：2020 年年报点评：游戏业务稳健增长，办公业务付费转化加速**

盈利预测与投资评级：考虑游戏业务稳定增长，后续陆续有重磅游戏上线，办公业务保持市场领先地位，用户付费意愿持续提升，我们上调 2021-2022EPS 至 0.83（+0.11）/1.20（+0.24），预计 2023 年实现 EPS1.56 元，21-23 年对应当前 PE 分别为

50/35/27，维持“买入”评级。（汇率：1 元=1.19 港元，以 2021 年 3 月 24 日收盘价为准）

**天赐材料（002709）：2020 年年报及 2021 年一季度业绩预告点评：轻装上阵，21 年电解液量利齐升**

投资要点

2020 年归母净利润 5.33 亿元，同比增长 3165%，受年末减值计提影响，业绩略低于预期。2020 年公司营收 41.19 亿元，同比增长 49.53%；归母净利润 5.33 亿元，同比增长 3165.2%，扣非净利润 5.28 亿元，同比增长 4432.3%，此前公司预告全年归母净利润 6.5-7.5 亿，低于业绩预告下限，主要系 Q4 计提 1.32 亿元资产减值损失所致，若加回，公司业绩达 6.65 亿元，符合预期。

**吉利汽车（00175）：2020 年年报点评：至暗时刻已过，开启吉利 4.0 时代**

我们预计随公司 2021 年新一轮产品周期开启，海内外市场同步发力，2022-2023 年将迎来爆发期，单车盈利能力有望持续改善。所以，我们将公司盈利预期上调为：归母净利润 84.20/120.44/169.22 亿元，同比+52.2%/+43.0%/+40.5%。对应 2021-2022 年 EPS 由之前预期的 0.89/1.16 元调整为 0.86/1.23 元，23 年对应 EPS 为 1.72 元，未来三年 PE 为 19.48/13.62/9.69 倍。考虑到吉利汽车产品和业绩进入改善周期，当下对应 PE 估值处于低位，维持吉利汽车“买入”评级。（1 港币=0.84 元）

**新华保险（601336）：2020 年报点评：新业务价值增速超预期，人力规模逆势向上**

随利率的稳步回升与疫情不利因素的出清，中长期行业资产、负债两端有望持续改善。公司“资产负债双轮驱动、规模价值全面发展”战略将继续推动公司人力、新单规模的快速增长及新业务价值的改善，看好公司长期发展前景，我们预计公司 2021-2023 年新业务价值 103.4/117.2/135.1 亿元，对应 2021-2023 年 VNPS 3.32/3.76/4.33 元。当前市值对应 2021-2023 年 A 股估值 PEV 0.55/0.49/0.44 倍，维持公司“买入”评级。

## 宏观策略

**策略专题：量化掘金：谁是次新股长期关键因子？——次新股系列 3**

核心结论：

①次新股提供新的选股思路，两大边际变化：IPO 持续涌现新经济公司，机构更早参与次新投资。②量化模型客观回测关键因子：站在历史角度，以当时可获取数据回测，寻找长期影响次新股表现的关键因子。③近十年、三年模型显示，次新股长期关键指标：高 ROE、高利润增速、高毛利、高销售费率、小市值。④量化模型结合行业分析师，筛选 20 只优质次新股股票池。

正文摘要

为什么研究次新——数量多、收益高、市场关注不足。①将上市满一年不足三年的股票定义为次新股，截至 21 年 3 月 3 日 A 股次新股数量已达 314 只。全面注册制下，将有更多优质公司登陆 A 股。②市场对次新股关注度不高，314 只次新股中仅 123 只进入 20Q4 偏股主动型公募基金重仓股名单，持股市值占比仅 10%，前三的宁德时代、迈瑞医疗和药明康德占比合计达到 5.5%。③历史经验看，次新股收益表现明显跑赢同期市场，当前机构抱团股高估值仍未消化，中小市值板块存在较多价值陷阱，次新股或将提供新的选股思路。

如何筛选关键因子——季度滚动样本量化回测。①样本：08-19 年上市的 2269 家公司，主要分布在机械、化工、医药等行业。样本股上市 1 年后业绩取代估值，成为股价主推力。②模型：以 2010 年至今作为研究区间，以财报披露截止日（4 月 30 日、8 月 31 日、10 月 31 日）为节点划分时间阶段（共 33 个），每个节点将当时上市满 1 年未满 3 年的样本股按照某一候选指标排序划分为 5 档，分别计算 5 档样本在下一阶段的收益率均值，按此方法滚动样本计算该指标 5 档在全部 33 个时间区间内的表现，从中挑选具有明显胜率的指标特征。③候选指标：财务方面包括盈利（ROE、净利率、毛利率）、费用、成长、运营效率等指标；估值方面包括市值、估值、机构持仓等指标。

哪些是关键因子——ROE、利润增速、毛利、销售费率、市值。①财务指标：高 ROE、高利润增速、高毛利、高销售费率。ROE 最高组获胜概率 42%，近三年胜率 56%；利润增速最高的两组获胜概率 55%，近三年胜率 67%；毛利率最高的两组获胜概率 61%，近三年胜率 67%；销售费用率最高的两组获胜概率 58%，近三年胜率 67%。②估值指标：小市值。市值最低组胜率 42%，近三年市值因子在次新股择股中的有效性凸显，市值最低组胜率 44%。

未来次新胜者在哪——因子筛选+主观判断。根据模型结论，在 2018 年后上市且满一年不满三年的次新股中，筛选 2020 年前三季度 ROE、净利润增速、毛利率、销售费用率均排名前 40%的个股（均由高到低排序），从中进一步筛选市值小于 200 亿元的个股，并结合行业分析师意见，得到 20 只优质次新股股票池，详见表 1。

风险提示：中美关系恶化；宏观经济不及预期；受市场风格变化影响不同指标有效性会有偏差；历史经验不代表未来；次新股股票池按客观指标筛选，不代表投资建议。

（证券分析师：姚佩）



请务必阅读正文之后的免责声明部分

**策略点评：如果美元指数持续走强，港股会怎样？**

事件

2 月末开始，美元指数小幅抬升。3 月份，南下资金净流出港股，调转去年下半年开始的持续净流入态势，港股下跌。

观点

若美元升值，资金流向如何演化？

1.美元升值预期抬升，美元兑人民币不再贬值。美国经济基本面复苏势头强于欧洲、日本，推升美元走强。随着疫苗快速铺开,中美经济基本面的差距逐渐收窄。

2.美元指数升值时，外资撤出新兴市场，包括港股市场。历史上，美元相对人民币升值时，资金撤出港股；美元相对人民币贬值时，资金涌入港股。但南下资金流与人民币兑美元汇率无明显相关性。

3.美元升值预期将对港股市场造成压力。历史上，美元升值时，外资离场造成指数下跌，而南下资金尚未对港股指数起到决定性影响。

如果美股、A 股动荡，港股会走出独立行情吗？

1.港股与 A 股、美股联动性逐年降低：我们计算了港股与 A 股、美股过去五年的滚动相关性系数，发现：

1）港股与 A 股、美股相关性逐年降低，尤其近一年。

2）过去五年，港美股联动性相对强于港 A 股联动性：恒指与道琼斯指数（0.62）>恒指与标普 500（0.45）> 恒指与沪深 300（0.38）>恒指与纳斯达克（0.33）>恒指与上证综指（0.23）。

3）恒指曾在 2012-2014 年，相对 A 股，走出独立行情，而期间恒生国企指数则维持与 A 股的强相关。

2.最不受海外市场波动影响的行业为公用事业、通信业。港美股的公用事业无相关性，通信业呈弱负相关（-0.6），信息技术（0.89）、能源（0.87）、医疗（0.84）、工业（0.79）呈强相关。我们建议避险的国际投资者选择港、美股中的弱相关行业进行配置。

港股仍具估值吸引力：尽管恒生指数市盈率目前超过历史 90%分位，但港股仍具吸引力:截止 3 月 23 日,AH 溢价已从 2020 年 10 月最高点 149%收缩至 134.5%。截至 3 月 23 日，恒生指数与 MSCI 中国市盈率指数的相对市盈率比值为 0.73。年初以来，恒生国企指数与 MSCI 中国市盈率比值也持续下探，当前比值接近 0.50，创下近十年历史新低。

选股思路及配置建议：在全球经济复苏预期下，建议关注高 EPS 增长率和低 PE 的公司：紫金矿业、建设银行、招商银行、中国平安、腾讯控股、长城汽车、福耀玻璃、中国联通、中国移动、威高股份。

风险提示：美股大幅回调；通胀快速上行；货币政策超预期收紧；地缘政治风险；宏观经济不及预期；疫苗注射不及预期。

（证券分析师：陈李）



请务必阅读正文之后的免责声明部分

## 固收金工

**固收点评：洋丰转债：产业链优势显著的磷复肥龙头**

事件

洋丰转债（127031.SZ）于 3 月 25 日开始网上申购：总发行规模为 10 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额将投资于“年产 30 万吨合成氨技改项目”。

当前债底估值为 89.79 元，YTM 为 2.71%。洋丰转债存续期为 6 年，联合评级为 AA/AA，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.30%、0.50%、1.00%、1.50%、1.80%、2.00%，到期赎回价格为 112 元（含最后一期利息），以 6 年 AA 中债企业债到期收益率 4.6067%（3/23）计算，纯债价值为 89.79 元，纯债对应的 YTM 为 2.71%，有一定的债底保护性。

当前转换平价为 99.8 元，平价溢价率为 0.20%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2021 年 10 月 8 日至 2027 年 3 月 24 日。初始转股价 20.13 元/股，正股新洋丰 3 月 23 日的收盘价为 20.09 元，对应的转换平价为 99.8 元，平价溢价率为 0.20%。

转债条款中规中矩，总股本和流通盘的稀释率分别为 3.67%和 4.02%。下修条款为“15/30、85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。正股新洋丰总股本约 13.05 亿，按初始转股价 20.13 元计算，转债发行 10 亿对总股本稀释率为 3.67%，对流通盘的稀释率为 4.02%，对总股本和流通盘造成的摊薄压力均较小。

我们预计上市价格在 103.58~115.13 元区间，网上中签率 0.0052%。综合可比标的，考虑到洋丰转债有一定的债底保护性、评级尚可、规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 10%左右，对应的上市价格 103.58~115.13 元区间。我们预计股东配售比例 65.79%，预计网上中签率为 0.0052%，建议积极申购。

观点

农产品价格上涨带动化肥需求回暖。2020 年以来，玉米、水稻、小麦等农产品价格较以前均有不同程度的上涨，有助于激发农户对肥料的需求，此外，主粮价格回暖也促使农民种植意愿提高，对化肥需求和利润水平会有所促进。公司作为磷复肥行业龙头将会显著受益。

产业链一体化优势突出，物流优势越发明显。公司具有年产各类高浓度磷复肥逾 800 万吨的生产能力及 320 万吨低品位磷矿洗选能力。公司对上游原材料进行了布局，为公司构筑了成本领先的竞争优势，且顺应农业现代化发展趋势，产业链向下游延伸至现代农业，产业结构得到进一步完善。公司位于农业产区华北平原-长江中下游皮暖的中心位置，水路、铁路、公路四通八达。在当前铁路运力紧张，运价不断上调的背景下，物流优势越发明显。

产品结构逐步优化，向薄弱市场发力。在新产能方面，公司的 30 万吨/年的合成氨技改项目稳步推进，同时新投资的 30 万吨/年的高品质经济作物作用肥料在建，上述产能相继投产后将进一步优化公司的产品机构，



请务必阅读正文之后的免责声明部分

并提高公司的产业链一体化，使公司实现上游原材料合成氨的自给，保障公司业绩提升。此外，公司在湖北、东北、河南等重点市场已经建立绝对领先的优势，对于西南、东南等相对薄弱的市场作为重点市场，不断加大资源投入，提升市场占有率。

风险提示：原材料价格大幅波动，下游需求不及预期，新建产能投放进度不及预期。

（证券分析师：李勇）

## 行业

**新型烟草：增强监管效能，电子烟拟参照烟草管理**

投资要点

事件：3 月 22 日，工信部和国家烟草专卖局研究起草了《关于修改〈中华人民共和国烟草专卖法实施条例〉的决定（征求意见稿）》，拟在附则中增加一条“电子烟等新型烟草制品参照本条例中关于卷烟的有关规定执行。”公开征求意见将于 4 月 22 日截止。

电子烟获名分，条例修改或意在促进行业有序健康发展：根据说明，本次修改明确电子烟属性为“与传统卷烟在核心成分、产品功能、消费方式等方面具有同质性”，并确定监管主体，亦相当于认可电子烟产品的合理存在。我们认为本次修改的核心目的在于规范、整改电子烟产品质量安全风险、虚假广告等问题，特别是与未成年人保护等相关法律法规衔接，切实保护消费者权益。而“经济利益”或是次要考虑，根据灼识咨询统计，2019 年国内电子雾化烟市场为 15 亿美元，而当年中烟利税超过 1.2 万亿元，因此电子烟体量尚且较小。

细则尚未出台，若参考《民促法实施条例》修订过程，细则落地或需一定周期：2018 年 4 月教育部发布《民促法实施条例》征求意见稿，同年 8 月司法部对送审稿公开征求意见。经过逾 2 年，于 2020 年 11 月方才列入立法计划。而目前对于电子烟的定义、尼古丁含量、产品标准等尚未有明确规定，因此电子烟监管细则同样可能需要一定周期进行市场调研和探讨。此外，由于征税理论上需修订税法，也将需一定周期落地。

传统卷烟专营专卖，全流程监管：根据现实施条例，国家的烟草专卖品的生产、销售和进出口，均实施垄断经营、统一管理，设生产、批发、零售三类许可，例如生产端，目前仅 19 家中烟子公司拥有相关许可，可细化追踪到每包烟，因此管控非常严格。而我们认为“参照”并非“按照”，考虑到国内电子烟产业在国际的领先地位、出口创汇和大量就业，短期内将电子烟完全纳入中烟体系专营专卖概率较小。

电子烟监管的情境分析。我们认为电子烟监管细则初期将围绕尼古丁源头管控、生产端资质管理、零售端牌照管理等方面，我们假设不同情境：

（1）乐观情境：对零售终端实施牌照管理，参考卷烟零售许可获取难度不高，对门店间距离等方面进行限制，因此单区域门店密集度将下降，但全国覆盖面可能提升。该情境下，中烟可通过终端严管，实现限制青少年接触、非法广告等，并将管控向生产端传导；中小玩家长期面临出清，而悦刻、思摩尔等龙头仍可积极参与，甚至实现集中度进一步提高；



请务必阅读正文之后的免责声明部分

（2）中观情境：叠加对上游尼古丁来源，即烟农废烟叶严格管控，控制电子烟油所用尼古丁的供应，从而实现对电子烟整体规模的控制。该情境下，原料供给被限制，电子烟仍将发展，但增速将被限制；

（3）极端情境：中烟深入到电子烟产业各个环节，实施专营专卖。该情境下，民营企业参与度大大降低，仅能参与价值较小的辅助生产环节；

（4）税收：我们认为所有情境下都将叠加征税，但环节、税率等或有差异，同时法理流程可能较长，因此短期影响较小，但远期将影响利润率。

投资建议：实施条例修改核心在于明确电子烟名分和监管主体，行业影响仍待具体细则出台。逻辑推演下，电子烟产业将结束野蛮生长，虽有政策不确定性，但更可能健康发展，继续关注政策演变。目前，思摩尔业务近 70%来自出口，且技术壁垒显著，政策冲击相对有限，建议关注。同时，HNB 有望随监管推进获得进展，建议关注华宝国际等相关标的。

风险提示：政策监管趋严风险，渠道拓展不及预期

（证券分析师：汤军　研究助理：樊荣）

## 推荐个股及其他点评

**贝泰妮（300957）：从“药”到“妆”行业翘楚，功能护肤品龙头引领国牌崛起**

投资要点

国货之光，功能性护肤本土引领者。贝泰妮是一家以皮肤学理论为基础，持续进行产品创新研发的领先本土化妆品企业。目前已形成以“薇诺娜”主品牌为核心、覆盖差异化需求和人群的多品牌矩阵。产品端看，以“械字号”为基，逐步实现“妆字号”放量，化妆品占比已约九成。渠道端看，线下为基础，线上为主导，2020H1 线上占比已超八成，占比较大的渠道包括线上自营、线上 B2C 分销、商业公司和直供渠道。股权结构看，创始人控股比例集中，核心员工间接持股且红杉多年来赋能领投。另外，2017-2020 年公司营收/净利润增速 CAGR 分别为 50%/52.3%，增速领先同业，且盈利水平较高。

从“药”到“妆”，薇诺娜品牌强在何处？核心在于树立专业化形象，使得其“敏感肌修护”的功能性标签深入人心。另外，品牌成长路径为功能性护肤品牌经典的从“药”到“妆”，即线下背书圈粉、线上复购放量，在药用研发和背书的基础上，实现由“药”到“妆”的降维打击。

薇诺娜为什么实施“大单品策略”？产品策略的核心为“大单品策略”，具体为大单品的持续高贡献，以及加强对同系列的连带。之所以能够实施“大单品策略”，原因有三：第一，赛道适合，皮肤学级护肤品赛道具有高复购和迭代周期较长的特点，适合实施“大单品战略”；第二，存在本土化倾向，由于本土品牌更擅长皮肤问题和消费倾向、拥有独特的资源禀赋以及更方便通过开展医研合作，皮肤学级护肤品赛道存在明显本土化趋势，本土龙头更有可能推出代表性大单品；第三，薇诺娜龙头地位稳固，在我国皮肤学级护肤市占率第一，多年来扎根功能性护肤赛道，“敏感肌修护”的专业化形象深入人心，且品牌持续高复购，具有较好



请务必阅读正文之后的免责声明部分

的实施“大单品战略”的土壤。

薇诺娜品牌成长空间几何？基于国内外皮肤学级护肤龙头市占率均较高，我们假设我国皮肤学级龙头在未来仍可维持 20%左右市占率，且薇诺娜凭借专业化的品牌形象和卓越的品质维持龙头地位，则随着皮肤学级护肤渗透率不断提升，薇诺娜品牌空间也将不断扩大，预计至 2030 年规模有望提升至 200 亿元以上，在护肤品市占率提升至 4%以上，参考护肤品整体市占率，其有望成长为可比肩百雀羚、欧莱雅等超级品牌。

投资建议：公司是国内皮肤学级护肤龙头，专业化品牌形象稳固，线上线下各渠道拓展顺利，产品上由“械”到“妆”持续放量。我们预测公司 2021-23 年归母净利润分别为 8.14/11.41/15.45 亿元，同比增速分别为 50.3%/39.9%/35.4%，对应 72/51/38 倍 PE，我们认为龙头应给予一定估值溢价，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧风险、获客成本上升、消费需求整体疲软等。

（证券分析师：吴劲草　证券分析师：汤军　证券分析师：张家璇　研究助理：樊荣）

**快手-W（01024）：2020 年年报点评：符合市场预期，营销业务有望维持强劲增长，首次给予“买入”评级**

投资要点

事件：2020 年公司实现总收入 588 亿元（本文除特别说明，均指人民币元，yoy+50.2%），2020Q4 总收入 181 亿元（yoy+52.7%）。2020 年录得经营亏损 103 亿元，经营利润率为-17.6%，2019 年则录得经营利润 6.89 亿元，经营利润率为 1.8%。公司业绩符合市场预期。

业绩主要由线上营销服务及其他服务（包括电商）增长驱动。2020 年线上营销服务收入由 2019 年的 74 亿元增加 194.6%至 219 亿元，每名 DAU 平均线上营销服务收入由 2019 年的 42.3 元增加 95.3%至 2020 年的 82.6 元，2020Q4 线上营销服务成为公司最大收入来源。2020 年直播平均月付费用户为 5,760 万，相比 2019 年同比增长 17.8%，每月直播付费用户平均收入在 2020 年为 48.0 元，2019 年为 53.6 元。由于政策限制大额打赏、连麦打榜减少等影响，2020Q4 直播打赏收入出现下滑。

我们预计广告营销业务将维持强劲增长。我们预计公司 2021 年广告营销业务的效率有望进一步提升，包括数据积累使得效果更匹配、平台营销品牌的提升、与内容创作者合作、扩张销售团队以拓展客户品类、拓展品牌广告客户、广告联盟等都将有望带来成长空间。同时由于广告业务占比提升，公司 2020 年毛利率提升至 40.5%，同比提升 4.4pct，2020Q4 为 47.0%，同比提升 7.9pct，我们预计后续毛利率仍将进一步提升。

电商业务成交额及商业化仍有较大提升空间。快手平台上促成的电商交易的商品交易总额由 2019 年的 596 亿元大幅增至 2020 年的 3,812 亿元，平均重复购买率由 2019 年的 45%进一步增至 2020 年的 65%，持续提升的高复购率彰显了平台的互动信任价值，也为后续更多商业化可能奠定基础。2021 年增长看点在于流量的增长及品类的扩张，好物联盟的推出将加速公司电商业务闭环管理，商业化能力有望进一步提升。

长期看好短视频赛道成长红利及公司商业化能力提升。我们预计快手仍有望提升在行业中的市场份额，2021Q1 春节期间快手在直播内容、IP 建



请务必阅读正文之后的免责声明部分

设方面的努力值得肯定。且海外视频社交整体落后于中国，成长红利依然明显，有望成为公司第二成长曲线。我们判断当前仍处于平台商业化早期，基于短视频和直播使用时长的增长带来的行业红利，以及公司在产品及运营上的优化，商业化程度及效率有望进一步提升。

首次评级，给予“买入”评级。由于营销业务占比快速提升，毛利率较我们此前预期提升速度更快，我们预计 2021/2022/2023 年 EPS 为 -1.88/0.27/3.42 元。当前市值对应 2021-2023 年 PS 分别为 11/7/5 倍，综合绝对、相对 PS 两种估值方法，出于谨慎性原则取低，给予公司 2021 年 364 港币/股目标价，给予“买入”评级。

风险提示：市场竞争格局恶化，用户增长不及预期，商业化不及预期。

（证券分析师：张良卫　证券分析师：周良玖）

**小米集团-W（01810）：手机销售放量大涨，国内市占率显著提升，互联网服务将展现利润弹性**

投资要点

小米集团 2020Q4 实现收入 705 亿元，同比增长 25%，经调整净利润 32 亿元，同比增长 36.7%，经调整净利润增长高于收入增速，主要原因在于本季度毛利率提升 2.2 个百分点所致。IoT 和互联网服务业务增长乏力导致公司收入增长低于市场预期，但毛利率提升带动公司经调整净利润超市场预期。

IoT 业务与互联网服务的短期波动不影响公司长期增长逻辑。本季度收入增长不及预期主要在于 IoT 业务收入增长放缓及互联网服务收入增长乏力所致。其中 IoT 业务增长放缓主要是因为占 IoT 业务收入比重超过 30%的智能电视出货量受疫情影响而有所下滑所致；而互联网服务业务增长缓慢，主要在于公司与腾讯等游戏大厂的手机游戏分成协议重新商定，而小米作为渠道方拿到的分成比例减少所致。我们认为一方面智能电视销售受疫情影响属于短期因素，另一方面手游分成的减少会被高端手机用户的高 ARPU 值所抵消，因此不是影响公司业绩长期增长的主要障碍。

手机销售放量，国内手机市占率显著回升。业绩快速增长的主要动力来自手机业务的高速增长，本季度智能手机业务收入同比增长 48%至 476 亿元，增速显著提高，手机销量同比增长 45%至 4700 万部是主要驱动因素，其中大陆市场同比增长 18.9%，是五大手机厂商中唯一实现正增长的公司。公司一改国内销量持续下滑的态势，市占率从去年同期 9%提升至 12.6%。另外，产品高端化进展顺利，今年前 10 个月销售的高端机型（单价高于 3000 元及 300 欧元）已超过 800 万部，约占前三季度手机销量的 8%。高端化推动国内手机 ASP 明显提升，Q3 同比提升 14.7%，延续上半年以来的升势。

盈利预测与投资评级：由于手游分成的不利地位，我们调低对公司的业绩预测，将公司 2021-2022 年收入由 3387/4122 亿元，调整为分别 3308/4015 亿元，预计 2023 年收入水平为 4675 亿元，同比增长 34.6%/21.4%/16.4%。2021-2022 年 EPS 由 0.7/0.9 调整为 0.7/0.8 元，预计 2023 年 EPS 为 1.0 元，对应 PE 分别为 30.9/26.0/22.2 倍（港币/人民币 =0.85）。虽然手游分成短期面临不利影响，但公司高端手机销售放量，我们预计将弥补游戏分成的下滑。小米集团具有独特的业务模式和高效的流通体系，从而建立了较难超越的竞争优势，我们维持公司“买入”评



请务必阅读正文之后的免责声明部分

级。

风险提示：行业竞争加剧，疫情严重程度超预期，技术升级风险，贸易战风险，港股流动性风险

（证券分析师：张良卫　研究助理：张飞鹏　证券分析师：王平阳）

**颐海国际（01579）2020 年业绩点评：20 年业绩略低市场预期，静待第三方成长**

投资要点

20H2 增速放缓致全年业绩略低于市场预期，第三方收入占比提升。

2020 年营收 53.6 亿元（yoy+25.2%），其中关联方收入 14.23 亿元（yoy-14.41%，占比 26.56%），第三方收入 39.36 亿元（yoy+50.29%，占比 73.44%）。2020 年实现归母净利润 8.85 亿元（yoy+23.2%），汇兑损失 3986 万，少数股东权益（馥海）为 9764 万元。

20H2 实现营收 31.4 亿（yoy+19.61%），其中关联方收入 9.24 亿（yoy-3.2%），增速尚未回正，我们预计主要与海底捞加速开店下同店复苏放缓有关；第三方收入 22.17 亿（yoy+32.6%，增速同比下滑 28pct），归母净利润 4.86 亿（yoy+8.5%）。

产品端：20H2 火锅底料关联方收入增速下行，方便速食增速放缓。

火锅调料：2020 年营收 31.9 亿（yoy+13.4%），收入占比 59.5%（-6.2pct）；其中关联方销售贡献 13.49 亿元（yoy-15.3%），得益于第三方产品收入占比提升，毛利率提升至 43.1%（+3.4pct）。2020H2 关联方营收 8.79 亿（yoy-2.1%），毛利率 26.2%（环比+1.0pct）。

中式复合调味料：20 年营收 5.3 亿元（yoy+34.3%），收入占比 9.9%。其中第三方销售贡献 4.96 亿（yoy+43.5%，占比 93.5%）。中式复调整体毛利率 46.1%（-0.8pct）主要系第三方产品毛利率下降所致。20H2 第三方营收 2.31 亿（yoy+18.5%），毛利率 49.8%（环比+4.2pct）。

方便速食：2020 年实现收入 15.4 亿元（yoy+54.2%），收入占比 28.7%。第三方销售贡献达到 97.4%。20H2 第三方收入 8.72 亿（yoy+32.6%，增速环比-60pct），由于 1）小火锅市场竞争加剧供给全面爆发；2）疫情边际改善下需求放缓；3）未推出新口味叠加高基数，我们预计下半年小火锅收入个位数增长。20H2 毛利率 28.4%（环比-3.36pct），主要系新产品冲泡系列正处爬坡期，从而影响表观整体毛利率。

多元产品创新持续。公司全年合计开发 55 款新品，目前销售 SKU 合计达到 145 款。其中火锅调味料 65 款（新增 23 款）；中式复合调味料 56 款（新增 15 款）；方便速食 24 款（新增 13 款，主要系冲泡系列产品）。

渠道端：布局深化，单经销商提货额增速显著。2020 年第三方收入 39.4 亿（yoy+50.3%），销售占比提升至 73.4%（+12.3pct）。经销商渠道收入 36.2 亿（yoy+57.1%）已覆盖中国 31 个省级地区与港澳台地区及 49 个海外国家与地区，我们预计经销商数量达到 2900 家（yoy+20.8%）。目前渠道已下沉至 4-5 线县级城市。我们预计单一经销商平均提货额约 125 万（yoy+30.0%）。公司电商渠道收入 2.87 亿元（yoy+4.49%），该口径仅为公司天猫&京东旗舰店的直营收入，未反映经销商线上收入。

整体毛利率受益产品结构调整有所提升，销售费用率因产品推广增加。



请务必阅读正文之后的免责声明部分

2020 年销售毛利率 38.99%（+0.66pct）；分产品看：火锅调料毛利率稳定提升 3.41pct 至 43.1%；中式复合调味料毛利率 46.1%（-0.83pct）；方便速食品毛利率下行 2.88pct 至 29.8%，第三方高毛利产品占比提升拉动公司整体毛利率增长。公司 20 年销售费用率 10.51%（+1.56pct），主要系公司因方便速食增速放缓加大推广投入致 20H2 销售费用率环比上半年增加 1.7pct 至 11.22%。20 年管理费用率下降 0.97pct 至 5.23%。

管理变革与渠道下沉仍是主旋律，产能逐步释放打开长期增长空间。

20Q3 公司再次改革管理架构，将全国及海外市场划分为 34 个区域（称作最小作战单元），设立区域长统筹各自区域销售、产品研发等工作，通过该制度绑定地方利益与管理，并将原有产品项目制人员派遣至各区域。目前产品项目须由区域长提报，即在产品人技术之上加入自上而下的资源加持与管理，新产品有望更加适应消费者需求与公司产品策略。未来公司仍将通过区域化、差异化产品铺货更广泛的下沉市场。

新基地逐步投产，产能持续扩张奠基长期发展。截至 20 年底，我们预计公司郑州、成都、马鞍山、霸州 1 期南北车间合计产能已达 17 万吨底料产能，100 万盒方便速食组装产能。2021 年：1）马鞍山新工厂一期规划产能 6 万吨，原计划于 2021 年底投产或延期至 22 年，同时二期项目将配备高技术产线与质量检测设备以提升生产效率，公司计划在 23 年试产，全部建成将释放 20 万吨产能；2）漯河生产基地已于 20 年 3 月开始建设，一期/二期规划产能均为 7.5 万吨，公司计划于 21/22 年底投产，目前项目总设计产能 30 万吨，后续或将陆续新增产能；3）公司今年新增肇庆工厂建设，受益肇庆&漯河产能释放，我们预计 21 年产能将达到 29 万吨（+70%）。此外，公司在简阳、泰国均有产能建设布局，长期来看，公司各产品线发展空间较大，产能持续建设将为底料、方便速食、复合调味料等产品放量提供有力支撑，奠基公司长期发展。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 21-23 年营收分别为 72.39/96.95/126.60 亿，同比增长 35.1%/33.9%/30.6%。考虑冲泡系列产能释放节奏及复合调味品扩张预期，我们将 21-22 年归母净利润 12.49 亿/16.31 亿下调至 10.99 亿/14.09 亿，我们预计 23 年归母 17.93 亿，3 年归母净利同比增速为 24.1%、28.3%、27.2%，当前股价对应动态 PE 67、53、41 倍。长期来看，公司组织变革力、产品创新力与渠道力壁垒稳固，考虑行业估值水平及公司业务成长可持续性，维持“增持”评级。

风险提示：关联方扩张&新品销售不及预期，宏观经济波动，食品安全等风险。

（证券分析师：汤军　研究助理：李昱哲）

**腾讯控股（00700）：2020Q4 季报点评：业绩整体符合预期，游戏收入增长放缓不改公司强势地位**

投资要点

收入利润快速增长，公司整体业绩符合预期。2020 年四季度公司实现营业收入 1336.7 亿元（+26%yoy）；归母净利润达到 593.02 亿元，同比增长 175%，归母净利润出现远快于收入的高速增长，主要原因在于本季度被投公司公允价值变动带来的投资收益增加，非公认会计准则下公司的归母净利润 332.07 亿元（+30%yoy），公司整体业绩基本符合市场预期。

游戏业务收入增长放缓，季节性因素导致增长低于预期。2020 年四季度



请务必阅读正文之后的免责声明部分

公司总体游戏收入为 469 亿元（包含社交网络部分），同比增长 23%，但本季度递延收入确认 36 亿，扣除这部分影响同比下滑 2.7%（去年同期一致口径）。主要原因在于，今年中国春节较晚，公司因春节活动产生的递延收入未能在 Q4 报表中体现。但公司后续产品线丰富，英雄联盟、DNF 等大作蓄势待发，业务后续增长有力。此外，端游业务本季度同比下降 1%，端游有固定用户群体，手游分流对端游收入的边际影响下降。

广告业务增长强劲，业务情况好于预期。2020Q4 公司广告收入同比增长 22%至 247 亿，其中媒体广告同比增长 8.5%至 43 亿元，宏观经济状况改善对品牌广告收入的影响较为显著；社交广告恢复至 25%的同比增长，达到 204 亿元，预计随着视频号广告的商业化，公司 2021 年广告依然会保持较快的增长速度。

金融科技及企业服务增长恢复。该业务 2020Q4 收入增长恢复至 28.7%的增长水平，部分来自于 2020 年 Q4 开始合并易车的企业服务收入，企业服务收入出现强劲的同比增长（扣除并表因素，金融科技及企业服务增长 24.6%），此外 Q3 影响云业务收入延期确认的因素减弱，叠加金融科技业务中，商业支付及理财服务因交易量和单笔交易金额增加而推动商业支付快速增长，带动金融科技及企业服务毛利率有所回升。

盈利预测与评级：由于游戏业务增长低于预期，我们将 2021-2022 年收入由 6189.5/7609.8 亿元下调至 6069/7382 亿元，预计 2023 年收入为 8839 亿元，同比增长 25.9%/21.6%/19.7%；将 2021-2022 年的 EPS 从 16.5/20.3 元下调至 16.0/19.9 元，预计 2023 年 EPS 为 24.6 元，对应 PE 分别为 33.2/26.6/21.6 倍（港币/人民币=0.85）。公司具有坚实的业务壁垒，生态强大，视频号和小程序等生态节点也均具有较强的变现潜力，金融科技业务依然具有较大的业绩弹性，我们维持公司“买入”评级。

风险提示：政策监管风险；运营数据低于预期；变现节奏低于预期

（证券分析师：张良卫　研究助理：张飞鹏）

**金山软件（03888）：2020 年年报点评：游戏业务稳健增长，办公业务付费转化加速**

投资要点

事件：公司 2020 年实现营业收入 55.94 亿元（yoy+28%）；归母净利润 100.45 亿元，去年同期亏损 15.46 亿，符合市场预期，利润大幅提升主要系疫情影响，游戏与云办公业务快速增长，同时此前亏损较多的金山云业务于 20Q2 出表带来投资收益。20Q4 公司实现营收 16.06 亿元（yoy+8%，qoq+15%），归母净利润 2.21 亿元（去年同期亏损 1.00 亿元）。

疫情推动游戏业务稳健增长，21 年多款自研代理游戏储备。2020 年网络游戏收入 33.37 亿元，同比增长 19%，占收入比 59.7%（yoy-4.3pct）。同比增长主要由于旗舰游戏《剑网 3》及剑侠系列产品收益强劲增长，同时公司于 Q4 推出《剑网 3》年度资料片《奉天证道》，带动游戏业务环比增长 5%，达 8.49 亿元。新游戏方面，公司 21 年自研代理多款游戏，产品线丰富多元，围绕剑侠系列 IP，公司将推出自研移动/PC 双端游戏《剑侠奇缘 3 怀旧版》与《剑侠世界 3》；代理方面公司将代理网龙产品《魔域 3D》与日系顶级 IP《最终幻想：勇气启示录幻影战争》。公司深耕剑侠系列 IP 并通过代理不断丰富产品矩阵，21 年游戏业务有望实现稳定增长。

政企与个人用户强劲增长，付费转化率迅速提高。截至 2020Q4，金山办



请务必阅读正文之后的免责声明部分

公 MAU 达到 4.74 亿，同比增长 11.5%，环比增长 3.72%。累计付费用户数达 1962 万，同比增长 63.2%，付费率 4.13%（yoy+2.07pct）。云端上传文件数 898 亿（yoy+79.2%）。办公业务强劲增长主要是疫情催化下远程办公与云协作趋势加速，公司凭借优质产品保证新用户留存并提高用户付费率。2020 年公司办公软件实现营收 7.57 亿元，同比增长 43%，占收入比 40.3%（yoy+4.3pct），收入结构趋于均衡。政企业务方面，公司受益信创发展趋势并通过不断迭代升级产品，保持行业领先地位，政企授权业务快速增长。公司个人订阅业务，在云办公与云协作需求不断攀升背景下，付费会员数目迅速提升，未来付费渗透率有望随着产品逐步完善进一步提升。

盈利预测与投资评级：考虑游戏业务稳定增长，后续陆续有重磅游戏上线，办公业务保持市场领先地位，用户付费意愿持续提升，我们上调 2021-2022EPS 至 0.83（+0.11）/1.20（+0.24），预计 2023 年实现 EPS1.56 元，21-23 年对应当前 PE 分别为 50/35/27，维持“买入”评级。（注：公司财务数据单位均为人民币）

风险提示：新游戏上线不及预期；行业竞争激烈；政策监管风险。金山办公发展不及预期。

（证券分析师：张良卫）

**天赐材料（002709）：2020 年年报及 2021 年一季度业绩预告点评：轻装上阵，21 年电解液量利齐升**

投资要点

2020 年归母净利润 5.33 亿元，同比增长 3165%，受年末减值计提影响，业绩略低于预期。2020 年公司营收 41.19 亿元，同比增长 49.53%；归母净利润 5.33 亿元，同比增长 3165.2%，扣非净利润 5.28 亿元，同比增长 4432.3%，此前公司预告全年归母净利润 6.5-7.5 亿，低于业绩预告下限，主要系 Q4 计提 1.32 亿元资产减值损失所致，若加回，公司业绩达 6.65 亿元，符合预期。

Q4 营收同环比高增，大幅计提减值，来年轻装上阵。Q4 毛利率为 23.04%，同比增长 2.31pct，环比下滑 14.51pct，主要由于 Q4 卡波姆价格逐步回归及电解液原材料涨价而向下游传导相对滞后，同时运输费用计入成本，我们预计影响 5-6 个点毛利率；扣非净利率 0.88%，同比提升 11.19pct，环比下滑 17.71pct。上述减值项目仅剩凯欣 0.37 亿商誉存在较大减值可能，其余项目基本不存在发生大额减值风险。

Q1 预告 2.5-3.0 亿元，同比增 502.35%-622.82%，超市场预期。公司预告 21Q1 归母净利润为 2.5 亿-3 亿元，同增 502.35%-622.82%，环增 1624%-1969%，扣非归母净利润 2.5 亿-3.0 亿元，同增 510.36%-632.52%，环增 1894%-2292%，公司下游需求旺盛，销量增长明显，同时产品原材料自产率提升，毛利率大幅提升。

锂离子电池材料业务及日化业务大幅增长，其他业务扭亏在即。锂离子电池材料业务 20 年收入 26.6 亿元，同比增长 56.6%，磷酸铁锂和磷酸铁业务规模较小，主要收入贡献来自电解液。日化材料业务 20 年收入 12.1 亿元，同比增长 51.4%，其中下半年收入 5.44 亿，较上半年下降 19%，主要由于 2H 卡波姆价格回落。分子公司来看，九江天赐（电解液、日化等）20 年营业收入为 25.87 亿元，同比增长 70.3%，净利润 4.78 亿元，



请务必阅读正文之后的免责声明部分

同比增长 455.8%。江西中硝（六氟）2020 年营业收入为 8.16 亿元，净利润 0.6 亿元。其他业务中，九江矿业（选矿）20 年亏损 0.83 亿、宜春天赐（磷酸铁锂）亏损 0.5 亿以及中天鸿锂（电池运营）亏损 0.7 亿元左右，合计亏损 2 亿，我们预计 21 年经营改善，开始贡献利润。

盈利预测与投资评级：由于下游景气度持续超预期，我们将 21-22 年归母净利润由 12.1/15.1 亿元上修至 14.1/18.6 亿元，预计 23 年归母净利 26.0 亿元，同比增长 164%/32%/40%，对应 PE 为 27x/21x/15x。考虑到公司是电解液龙头，主要客户需求恢复，给予 21 年 40 倍 PE，对应目标价 103 元，维持“买入”评级。

风险提示：电动车销量不及预期，卡波姆价格下滑等

（证券分析师：曾朵红　研究助理：岳斯瑶　证券分析师：阮巧燕）

**吉利汽车（00175）：2020 年年报点评：至暗时刻已过，开启吉利 4.0 时代**

投资要点

公司业绩简述：吉利 2020 年全年营业收入实现 921.14 亿元，同比-5.43%；归母净利润实现 55.34 亿元，同比-32.43%。2020H2 实现营业收入 552.94 亿元，同比+10.94%，环比 2020H1 提升 50.17%；归母净利润 33.31 亿元，同比-21.42%。2020H2 毛利率 15.25%，同比 2019H2 下降 1.7pct，环比 2020H1 下降 1.86pct；净利率 6.02%，同比-2.48pct，环比+0.04pct。

2020H2 净利润略低于市场预期，核心原因为单车盈利能力不及预期。2020H2 净利润略低于预期，核心原因为单车盈利能力不及预期。2020H2 公司实现批发销量 78.98 万辆，同比 2019H2 上涨 11.25%，环比上半年+48.49%，与营收涨幅基本持平。2020 下半年是 3.0 时代车型产品进入生命周期末端，竞争力下降，终端销售压力较大，下半年终端整体折扣不断提升，12 月环比 6 月+2.24pct。吉利整体不包含领克品牌单车售价 7.3 万元，同比-2%。2020 年全年销售费用占比 5.49%，同比+1.04pct。

蓝色吉利行动计划推动新一轮产品周期开启，国内+国外齐头并进。1）2021 年看点：国内市场上，吉利品牌旗下 CMA 平台首款轿车星瑞热销中，今年还将新推出车型包括吉利品牌星越 L、A 级中低端轿车 SS11 和极氪旗下 SEA 浩瀚架构的 ZERO 以及领克品牌的一款中大型 SUV（沃尔沃 SPA 架构打造）、几何品牌几何 A 的换代车型等五款，有望成为新一代主力车型。国外市场上，领克品牌正式进军欧洲市场，4 月开始实现交付，有望成为新的增量。2）长期看点：蓝色吉利行动计划 1 为智能纯电汽车，设立极氪公司，4 月份做最新品牌发布，利用 SEA 浩瀚架构的技术和规模优势结合自身完善的产能及供应链，打造高端智能纯电车型（首款车预计定价 30-50 万元）。蓝色吉利行动计划 2 为智能节能汽车：同步发展强混/插混等智能混动汽车，继续增强吉利在燃油车市场的地位。

盈利预测与投资评级：我们预计随公司 2021 年新一轮产品周期开启，海内外市场同步发力，2022-2023 年将迎来爆发期，单车盈利能力有望持续改善。所以，我们将公司盈利预期上调为：归母净利润 84.20/120.44/169.22 亿元，同比+52.2%/+43.0%/+40.5%。对应 2021-2022 年 EPS 由之前预期的 0.89/1.16 元调整为 0.86/1.23 元，23 年对应 EPS 为 1.72 元，未来三年 PE 为 19.48/13.62/9.69 倍。考虑到吉利汽车产品和业绩进入改善周期，当下对应 PE 估值处于低位，维持吉利汽车“买入”评级。（1 港币=0.84 元，



请务必阅读正文之后的免责声明部分

文中除收盘价和流通市值外单位均为人民币）

风险提示：全球疫情控制低于预期；下游乘用车需求复苏低于预期；与沃尔沃合并协同效应低于预期。

（证券分析师：黄细里）

**新华保险（601336）：2020 年报点评：新业务价值增速超预期，人力规模逆势向上**

事件：公司发布 2020 年年报，实现归母净利润 142.94 亿元，同比-1.8%，对应 EPS 为 4.58 元/股；归母净资产 1016.7 亿元，同比+20.4%，对应 BVPS 为 32.59 元/股；新业务价值 91.82 亿元，NBV 增速-6.1%。期末内含价值 2406.04 亿元，同比+17.3%；有效业务价值 933.13 亿元，同比+13.6%；全年总保费收入 1595.11 亿元，较去年增长 15.5%。整体业绩符合市场预期。

投资要点

总保费规模稳步上升，新业务价值增速为-6.1%，降幅窄于市场预期："资产负债双驱动"模式下，银保渠道持续扩张，推动公司保费规模实现较快增长，2020 年公司总保费收入 1595.11 亿元，同比增长 15.5%；原保险保费收入口径的银保渠道新单保费 231.6 亿元，同比大幅增长 125.4%，驱动总新单保费增长 44.1%至 465.47 亿元。新业务价值增速优于行业，新业务价值率有所降低。2020 年公司新业务价值 91.82 亿元，NBV 增速为-6.1%，表现优于同业，超市场预期；2020 年公司新业务价值率 19.7%，同比下降 10.6pct，主要原因为：1）疫情影响下代理人线下展业受阻，高价值率产品销售承压；2）产品结构变化，趸交储蓄型产品的大规模扩张拉低价值率，2020 年银保渠道趸交新单保费 173.6 亿元，同比增长 188.0%；个险渠道趸交新单保费 6.67 亿元，同比大幅增长 3076.2%。

人力规模逆势正增长，人均产能有望得到提升：2020 年，公司优化增员选才标准，个险渠道人力规模在疫情影响下实现正增长，规模人力达到 60.6 万人年，同比大增 19.5%，创历史新高。但因国内疫情反复及线下大型活动举办的继续受限，优质产能释放速度下缓，月均合格率 23.8%，同比下滑 9.2pct；月均人均综合产能 2617 元，同比下降 22.7%。2020 年公司加大线上营销力度，推行新版基本法管理队伍。我们预计未来随着疫情得到修复及公司全力支持一线队伍发展的情况下，未来人均产能有望得到加速释放。

投资端表现优异，驱动内含价值同比增长 17.3%：2020 年公司总投资资产达到 9656.53 亿元，同比+15.0%。受益于资本市场的回暖，2020 年公司实现总投资收益 466.64 亿元，同比+28.4%；总投资收益率 5.5%，较去年提升 0.6pct。投资端的优异表现带来投资回报偏差 88.41 亿元，账面浮盈 112.50 亿元（较去年继续增加 72.9 亿元），助推内含价值同比上升 17.3%至 2406.04 亿元。此外，受假设调整等会计估计变更影响，公司增加保险合同准备金等相关负债，累计减少年度税前利润 116.44 亿元。公司 2020 年实现归母净利润 142.94 亿元，同比下降 1.8%。

盈利预测与投资评级：随利率的稳步回升与疫情不利因素的出清，中长期行业资产、负债两端有望持续改善。公司"资产负债双轮驱动、规模价值全面发展"战略将继续推动公司人力、新单规模的快速增长及新业务价值的改善，看好公司长期发展前景，我们维持 2021-2022 年新业务价



请务必阅读正文之后的免责声明部分

值预测 103.4/117.2 亿元，预计 2023 年新业务价值 135.1 亿元，对应 2021-2023 年 VNPS 为 3.32/3.76/4.33 元。当前市值对应 2021-2023 年 A 股估值 PEV0.55/0.49/0.44 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示：1）保障型产品后续销售不及预期；2）长端利率大幅下行影响投资端；3）投资收益大幅下行。

（证券分析师：胡翔　证券分析师：朱洁羽）



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