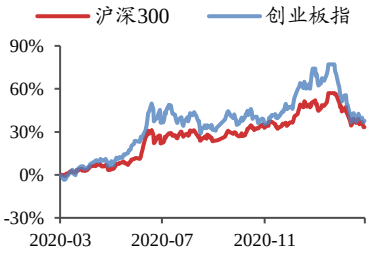
2021 年 03 月 26 日

开源晨会 0326

——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(%)
计算机	1.51
纺织服装	1.51
休闲服务	1.42
化工	1.35
采掘	1.32

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
公用事业	-2.82
建筑装饰	-0.79
银行	-0.78
家用电器	-0.64
食品饮料	-0.6

数据来源：贝格数据

观点精粹

行业公司

【食品饮料】能量饮料赛道优质，龙头冉冉升起——行业深度报告-20210325

能量饮料赛道优质，景气度上行及竞争格局稳固。能量饮料生命周期较长，在饮料市场相对饱和的背景下，该细分子行业依然保持 10%以上快速增长。

【煤炭开采】深度系列一：“碳中和”加速供改，布局龙头“剩”者为王——“碳中和”开源煤炭篇-20210325

为实现“2030 年碳达峰、2060 年碳中和”的承诺，能源减排以及低碳转型势必会对能源结构进行实质性重塑。

【化工】碳中和将推动化工行业供给侧改革，高耗能化工行业龙头或先受益——开源“碳中和”化工篇之一-20210324

碳中和政策将加速我国能源结构的改善，有望推动高耗能化工行业的产能结构重新布局。在碳中和的大背景下，高耗能行业的龙头企业或凭优质存量资产脱颖而出，推动行业集中度进一步提升。

【房地产：永升生活服务(01995.HK)】四轮驱动、精细运营，持续高速高质发展——港股公司信息更新报告-20210325

公司基本面持续向好，我们调整 2021-2022 年盈利预测，并且新增 2023 年盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 6.1、9.1、13.3 亿元（2021、2022 年前值 5.7、8.5 亿元），EPS 分别为 0.4、0.5、0.8 元/股，当前股价对应 PE 估值为 41.0、27.4、18.7 倍。维持“买入”评级。

【商贸零售：贝泰妮(300957.SZ)】敏感肌修护黄金赛道，“医研赋能”成就国货王者——公司首次覆盖报告-20210325

未来随着品牌拓展、渠道延伸，公司有望保持高速增长。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润为 7.98/11.13/15.04 亿元，对应 EPS 为 1.88/2.63/3.55 元，当前股价对应 PE 为 86.4/62.0/45.9 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

【家电：石头科技(688169.SH)】海运影响微弱、大宗持续进行，预计 Q1 继续高增——公司信息更新报告-20210325

海运对海外自营业务不造成影响，大宗交易持续进行，解禁影响减弱，2021 年 1-2 月公司在国内电商、海外自营渠道继续保持快速增长，继续维持“买入”评级。

【石油化工：东华能源(002221.SZ)】贸易剥离+产能加码，全球 PDH 龙头启航——公司首次覆盖报告-20210325

公司成长空间广阔，我们预测 2020-2022 年，公司归母净利润为 12.3/18.5/22.3 亿元，同比增长 11.4%/50.3%/20.7%，EPS 分别为 0.75/1.12/1.35 元，对应 PE 为 15.3/10.2/8.4 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

【中小盘：科德教育(300192.SZ)】携手慧闻少林武术文化，职普融合更进一步——中小盘信息更新-20210325

携手慧闻少林武术文化，共同拓展职普融合道路

研报摘要

行业公司

【食品饮料】能量饮料赛道优质，龙头冉冉升起——行业深度报告-20210325

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 方勇（分析师）证书编号：S0790520100003

核心结论：优质赛道，格局明晰，二线龙头全国化空间广阔

能量饮料赛道优质，景气度上行及竞争格局稳固。能量饮料生命周期较长，在饮料市场相对饱和的背景下，该细分子行业依然保持 10%以上快速增长。行业进入门槛较高，格局明晰稳固，龙头企业通过品牌力占领消费者心智，且品牌企业各具优势，红牛在高端市场中难逢敌手，东鹏饮料在中端市场冉冉升起。更为关键的是红牛受制于品牌纠纷，是其他企业发展的机遇期。受益标的：东鹏饮料（拟上市）。

饮料呈现功能化、健康化趋势，能量饮料赛道优质，格局明晰

饮料市场规模已达 5786 亿元，逐渐饱和。2014-2019 年复合增速约 4.5%。但健康化、功能化，成为饮料细分品类发展的趋势，能量饮料目前是第五大饮料细分品类，2019 年销售额为 428 亿元，保持 10%以上快速增长，细分饮料市场中增速最高。目前能量饮料集中度高，前五大品牌市占率超过 90%，呈龙头主导市场格局，但分化加剧：红牛依然保持行业第一，但近年来与泰国红牛品牌纠纷未定，增速放缓。而东鹏饮料（以下简称东鹏）正快速崛起并启动上市进程，其他品牌近几年发展参差不齐，但总体上格局对东鹏等中端品牌依然有利，是重要发展机遇期。

东鹏差异化定位，主打性价比产品扎根于能量饮料市场

东鹏是国内能量饮料行业的第二大品牌，2013 年启动全国化策略，奠定了全国化品牌基础。总体上看东鹏在产品、定价、营销、渠道拥有独特的差异化打法，是东鹏赖以成功的直接因素。最初东鹏以差异化的 PET 包装、相似的口感和配方、更具高性价比的产品，很快在红牛独家垄断的能量饮料市场扎根，打破能量饮料罐装的一贯印象，实现差异化的定位。在面向全国的市场营销上，以“累了困了，喝东鹏特饮”、“年轻就要醒着拼”等直接明快的广告词奠定了较高的知名度，迅速成为全国性知名的能量饮料品牌。同时推进渠道下沉和市场扩张，以大瓶装产品为主力单品，配合“一元乐享”及扫码赢红包等活动抢占大量市场终端、培育增量消费群体。

市场空间逐渐打开

东鹏主要市场集中在以两广地区为主的南方省份，华中、华东、西南等区域正在布局，虽体量不大，但增速较快。目前已有如贵州、江西、湖北等体量过亿的省份，市场渗透率逐渐增加。随着东鹏把产品聚焦在 500ml 大瓶、渠道策略及激励机制、促销策略的更加成熟，市场空间逐渐打开。

风险提示：新品拓展失败风险，红牛纠纷未定格局仍有一定不确定性

【煤炭开采】深度系列一：“碳中和”加速供改，布局龙头“剩”者为王——“碳中和”开源煤炭篇-20210325

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

动力煤行业：“碳中和”重塑能源结构，存量竞争助力龙头煤企突围

为实现“2030 年碳达峰、2060 年碳中和”的承诺，能源减排以及低碳转型势必会对能源结构进行实质性重塑。预计到 2025、2030 年，我国非化石能源消费占比可分别达到 20%、25%；对应煤炭消费比重分别为 50%、45%。煤炭需求或于 2030 年触及天花板，但短期内能源支柱地位不会动摇，在保障国家能源的安全稳定供应方面，煤炭作为国内能源压舱石的地位短期内无法替代。“碳中和”政策将推动供改政策持续深化，行业集中度加速提升，产能将进一步向资源禀赋好、开采条件好的西部地区集中。龙头煤企可在存量竞争中实现突围。

双焦行业：冶金刚需较难替代，“碳中和”或收紧供给

不同于动力煤消费可被清洁能源替代，双焦需求与钢铁生产息息相关，焦炭作为还原剂仍是冶金刚需，较难通过其他技术工艺实现大范围替代。“十四五”期间“两新一重”指引下新老基建共同发力，同时“碳中和”背景下特高压、风光电建设、新能源汽车等均贡献需求增长点，钢铁需求仍有增长潜力，或将对双焦需求提供支撑。“碳中和”推动焦炭行业再度供改，政策对于新增产能的批复愈发严格，焦炭行业将面临存量减少、增量受限的供给格局，供给端收紧的预期增强，焦化行业壁垒提升，将有利于巩固供给侧改革所带来的盈利改善。由于焦炭价格中枢上移，在产业链价格传导作用下，焦煤价格或预期向好。

布局龙头，“剩”者为王

动力煤：短期煤炭需求仍处于增长阶段，“碳中和”背景下供给弹性难以释放，煤炭供需处于紧平衡状态，龙头煤企可在优势煤价作用下获益；长期来看，由于非化石能源加速替代，煤炭消费或逐步下滑，对煤价形成打压，龙头煤企通过资源禀赋，优质开采条件，规模效应，以及高度机械化、智能化、信息化装备，所打造出的低成本优势将更能对冲煤价下行所带来的影响，从而保障盈利能力的稳定性和持续性，中国神华、陕西煤业或将受益。兖州煤业发展出海外扩张的独特路线，对澳洲煤炭资源的布局可助力其走出国内“碳中和”对煤炭的限制。受益标的：中国神华、陕西煤业、兖州煤业

炼焦煤：“碳中和”将加速行业供给侧改革，炼焦煤由于其资源分布相对分散、产业链上下游联系紧密，主要呈区域性集中，主要为山西、安徽、河南、贵州等地。由于焦炭价格中枢上移，在产业链价格传导作用下，焦煤价格或预期向好。山西焦煤在山西国改深化背景下，有望凭借集团力量整合省内优质焦煤资源，进一步巩固焦煤龙头地位。盘江股份作为区域性龙头，在西南独立市场中的影响力将愈发凸显。受益标的：山西焦煤、盘江股份

焦炭：“碳中和”背景下，焦炭存量减少、增量受限，供给将处于收紧趋势，行业壁垒提升，利好焦价中枢上移，将有利于巩固供改带来的盈利改善，存量中龙头焦企将具备更高盈利弹性。同时，龙头焦化企业延伸煤化工及精细化工产业，综合利用副产焦炉煤气发展氢能产业，顺应了“碳中和”背景下固碳减排以及清洁能源利用的趋势，可有效对冲焦化环节的碳排放，中国旭阳集团、美锦能源或将受益。金能科技转型布局低碳低能耗的丙烷脱氢业务，开辟第二增长曲线，顺应“碳中和”趋势。受益标的：金能科技、中国旭阳集团（H 股）、美锦能源

风险提示：非化石能源加速替代；供改政策执行不及预期；碳排放成本超预期

【化工】碳中和将推动化工行业供给侧改革，高耗能化工行业龙头或先受益——开源“碳中和”化工篇之一-20210324

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002| 张晓锋（联系人）证书编号：S0790120080059| 龚道琳（联系人）证书编号：S0790120010015

碳中和政策将推动化工行业供给侧改革，高耗能化工行业龙头或先受益

碳中和政策将加速我国能源结构的改善，有望推动高耗能化工行业的产能结构重新布局。据新华社报道，国家主席习近平在第七十五届联合国大会一般性辩论上发表重要讲话，明确提出我国二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和。碳中和概念的提出或将加速我国能源结构的调整升级，化工行业将面临新一轮供给侧改革，高能耗化工子行业或将迎来产能结构的重新布局。在碳中和的大背景下，高耗能行业的龙头企业或凭优质存量资产脱颖而出，推动行业集中度进一步提升。

受益标的：【氯碱化工】三友化工、滨化股份、山东海化、和邦生物、华昌化工、中泰化学、新疆天业等；【子行业龙头】云图控股、兴发集团、云天化、金石资源、巨化股份、三美股份等；【行业龙头】万华化学、扬农化工、华鲁恒升、恒力石化、荣盛石化、新和成等。

碳中和将推进我国能源结构调整升级，化工行业将面临新一轮的供给侧改革

目前煤炭是我国二氧化碳排放的主要来源，为实现 2030 年碳达峰的目标，我国能源结构或将经历转型。基于

目前出台的政策和提及的目标，我们预测到 2030 年煤炭占一次能源消费比重下降至 40%左右，石油占比为 18%左右，天然气占比为 14%左右，非化石能源占比将提升至 28%上下。化工行业作为承接自然界原料和下游终端消费品的重要纽带，将在能源结构转型的过程中面临新一轮的供给侧改革。在能耗双控的政策背景下，单吨生产能耗更高的化工产品将率先面临产能重新调整的挑战。在主要化工产品中，煤制甲醇、合成氨、氨纶、工业硅、黄磷、纯碱、烧碱、电石、电石法 PVC 等产品具有较高的单吨生产综合能耗，以上产品或将率先受到重点关注，高能耗产品对应的化工子行业或将迎来产能结构的重新布局，落后产能将面临出清，行业集中度有望获得提升。

各板块龙头企业或将在供给侧改革中脱颖而出，行业集中度有望进一步提升

龙头企业具有规模效应、成本优势、技术优势和较强的上下游议价能力，并且拥有技改和扩产的良好基础。分板块来看，未来煤化工产能的大幅扩张或将受到一定制约，而目前具有全产业链的龙头企业将脱颖而出；石油化工行业“少油多化”的优质民营炼厂等存量资产有望得到重估；目前氯碱（纯碱、烧碱、电石-PVC）、黄磷、工业硅等高耗能行业的集中度偏低，基本处于 10%-40%之间，存在较大的提升空间，龙头企业将充分受益于落后产能的出清，未来或将凭借成本优势和获得出清指标以进一步巩固行业地位，我们认为，未来高能耗龙头企业或存在估值提升空间。

风险提示：政策执行不及预期、下游需求大幅下滑、产品价格大幅下滑等。

【房地产：永升生活服务(01995.HK)】四轮驱动、精细运营，持续高速高质发展——港股公司信息更新报告-20210325

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

规模跻身第一梯队，定位智慧城市服务，维持“买入”评级

永升生活服务背靠旭辉集团资源优势强大，具备优秀的第三方外拓能力，多业态均衡发展，成长迅速。公司基本面持续向好，我们调整 2021-2022 年盈利预测，并且新增 2023 年盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 6.1、9.1、13.3 亿元（2021、2022 年前值 5.7、8.5 亿元），EPS 分别为 0.4、0.5、0.8 元/股，当前股价对应 PE 估值为 41.0、27.4、18.7 倍。维持“买入”评级。

三大业务协同发力，维持“六、二、二”高盈利质量格局

公司发布 2020 年业绩，2020 年实现营收 31.20 亿元，同比增长 66.1%；归母净利润 3.90 亿元，同比增长 74.4%。从收入结构看，公司物业服务、社区增值、非业主增值服务分别占比 56%、25%、18%；从毛利看，公司整体毛利率为 31.4%，同比提升 1.8 个百分点，物业服务、社区增值、非业主增值服务毛利率分别为 25.4%、49.6%、24.6%，其中社区增值服务对毛利贡献占比高达 40%。

坚持四轮驱动，外拓成绩斐然，规模持续拓展

2020 年公司物管服务收入 17.57 亿元，同比增长 64.2%；毛利率 25.4%，同比提升 3.3 个百分点。公司坚持四轮驱动，强化四轮动力，年末合约面积 1.81 亿平米，在管面积 1.01 亿平米；其中旭辉集团收入、在管面积占比分别为 37.0%、21.4%，同比分别下滑 13.1、5.8 个百分点。母公司旭辉集团 2020H1 总土储面积高达 6800 万平米，有效奠定公司发展的基本盘；但公司对母公司旭辉采取依靠不依赖原则，公司积极面向第三方拓展，在招投标、战略合作、并购方面持续发力。公司 2020 年来自第三方在管物业收入高达 11.07 亿元，近 5 年复合增速高达 107.2%。

社区增值服务品类丰富，经营创新，业务独立 BU 化

2020 年公司社区增值服务收入 7.90 亿元，同比增长 63.8%；公司坚持平台+生态的战略，将不断做大的专项业务独立成业务单元。2020 年公司建立美居业务的独立业务单元，成功上线芯选商城，经营不断创新；公司家居生活、停车位管理租赁、物业经纪服务、公用区域增值服务分别占比 57.5%、13.2%、24.3%、5.0%。

风险提示：行业销售规模波动加大，外拓业务不及预期，人工成本上行压力。

【商贸零售：贝泰妮(300957.SZ)】敏感肌修护黄金赛道，“医研赋能”成就国货王者——公司首次覆盖报告-20210325

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001

公司是敏感肌修护领域龙头，首次覆盖，给予“买入”评级

贝泰妮是敏感肌修护领域龙头，2019 年公司市占率位居全国皮肤学级护肤品品牌第一名。我们认为，公司敏感肌修护赛道是护肤品细分黄金赛道，公司作为细分领域冠军，未来有望保持高速增长。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润为 7.98/11.13/15.04 亿元，对应 EPS 为 1.88/2.63/3.55 元，按照发行价对应的 PE 为 25/18/13 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

敏感肌赛道是护肤品优质细分赛道，国货具备差异化竞争优势

护肤品行业：大单品是单品牌突围之道，多品牌战略打造行业巨头。护肤品行业整体景气度高，但是行业竞争加剧，在这一背景下，差异化的品牌形象宣传成为关键要义。流量入口方面，直播、社媒营销依旧占据风口，新生代消费群体在社媒和直播渠道接受大单品种草，购买细分领域明星单品的消费习惯逐渐养成，大单品关键性凸显，也成为单品牌突围之道。敏感肌行业：增速高、渗透低、空间大、黏性强，构筑黄金优质赛道。（1）增速高：皮肤学级护肤品行业 2014 年-2019 年复合增速达 23%，领跑护肤行业；（2）渗透低：行业目前渗透率仅 5.5%，相较海外仍处于较低水平；（3）空间大：我们测算我国敏感肌潜在市场规模在千亿级别；（4）黏性强：消费者更换产品的高风险带来了强黏性。在这条优质的黄金赛道上，国货品牌凭借“医研赋能”，具备差异于外资品牌的错位竞争优势。

贝泰妮：细分赛道冠军品牌，大单品深入人心；品牌渠道拓展空间广阔

贝泰妮（薇诺娜）是深耕敏感肌修护赛道的国货龙头品牌。细分赛道“冠军品牌”：薇诺娜品牌在敏感肌修护领域市占率排名第一，具有“敏感肌=薇诺娜”的强品牌效应。护肤细分领域“明星单品”：薇诺娜舒敏保湿特护霜双十一销售额位居乳液面霜品类前三名，明星产品效应强，在敏感肌细分领域中相对竞品领先优势明显，有望打造长生命周期大单品。增长点：未来公司拓展 WINONA Baby 等品牌，有望贡献增量；直供客户渠道延伸也有助于公司进一步拓展渠道布局。

风险提示：新品牌拓展不及预期；渠道拓展不及预期；行业竞争加剧。

【家电：石头科技(688169.SH)】海运影响微弱、大宗持续进行，预计 Q1 继续高增——公司信息更新报告-20210325

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

海运对海外自营业务不造成影响，继续维持“买入”评级

2021 年 3 月 23 日，长荣海运旗下 EVER GIVEN 在苏伊士运河北部航段搁浅，造成苏伊士运河双向航道关闭。此航道主要为亚欧贸易要道，对石头科技海外自营业务（北美）无影响。尽管对经销渠道略有影响，但考虑堵塞时间不长，同时上半年偏淡季，预计对业绩不造成影响。根据 JungleScout 数据，石头科技 2021 年 1-2 月亚马逊美国站 GMV 为 1033.88 万美元（+71%）保持高速增长。维持盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润 13.71/17.68/22.55 亿元，对应 EPS 为 20.56/26.52/33.83 元，当前股价对应 PE 为 48.6/37.7/29.5 倍，维持“买入”评级。

预计海运堵塞对公司海外业务不造成影响

根据苏伊士运河管理局最新消息（10:00 GMT，北京时间 3 月 24 日 18:00），搁浅船只已部分浮起，目前停靠在运河岸边，一旦船只被拖到另一个位置，船队和交通将恢复，我们预计堵塞不会持续太久。此外航道堵塞主要影响经销渠道出货，考虑到上半年为海外淡季，预计对整体业绩不造成影响。

大宗交易持续进行，解禁影响逐步减弱

根据公司披露的大宗交易公告，2021 年 3 月 1 号至 3 月 22 日，公司股票大宗交易成交量为 92.02 万股，成交额为 8.83 亿元，成交均价为 959.39 元/股，较 3 月 24 日收盘价折价约 4%。据 2 月 22 日晚减持公告顶格披露的预减持量计算，过去三周大宗交易成交量已达 12.43%，且折价幅度低，预计减持影响将逐步减弱。

2021 年 1-2 月公司在国内电商、海外自营渠道继续保持快速增长

根据魔镜数据，2021 年 1-2 月，公司在天猫、淘宝渠道实现销售额 7767.57 万元，同比增长 92.16%。根据 Jungle Scout 数据，2021 年 1-2 月，公司在亚马逊美国实现 GMV 约 1033.88 万美元，同比增长 71%。考虑到 2020 年同期疫情对产能影响带来的低基数，预计 2021Q1 公司收入端将继续保持高速增长，考虑 2020 年 Q1 低利润率的米家品牌占比影响，我们预计 2021Q1 利润增速将高于收入增速。

风险提示：解禁对股价稳定性影响，海外疫情风险加剧

【石油化工：东华能源(002221.SZ)】贸易剥离+产能加码，全球 PDH 龙头启航——公司首次覆盖报告-20210325

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

贸易剥离+产能加码，全球 PDH 龙头启航，首次覆盖，给予“买入”评级

公司为布局全产业链的 PDH 龙头，成长空间广阔。我们预测 2020-2022 年，公司归母净利润为 12.3/18.5/22.3 亿元，同比增长 11.4%/50.3%/20.7%，EPS 分别为 0.75/1.12/1.35 元，对应 PE 为 15.3/10.2/8.4 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

PDH 为轻质化趋势下的优质化工赛道

聚丙烯进口替代仍为主旋律：2021-2022 年为聚丙烯产能释放的高峰期，计划投产 780/677 万吨，同比+27.8%/18.8%，预计 2022 年聚丙烯自给率将由 2020 年的 80.4%提升至 96.7%，需求量稳定增长及进口替代为主要成长空间。其中，消费结构正在从传统的拉丝塑编、BOPP 膜领域向应用领域更加高端化、个性化领域延伸。竞争优势：油头路线产能占比 53%，煤头路线占比 23%，PDH 路线占比 11%；我们测算在 30-50 美元/桶震荡上涨阶段，PDH 具备绝对优势，油价大于 50 美元/桶时，PDH 较大比例的油头路线仍具较强竞争力。我们认为，短期内 PDH 替代早期高成本油头产能升级趋势明显，长期而言，公司具备先发优势，设备操作运营累计经验更具稳定性，茂名项目将采用 UOP 最新的 NG PDH 流化床创造成本优势；公司与 UOP 合作开创南海研究院，将保障持续升级的技术优势。

贸易业务剥离轻装上阵，发挥全产业链优势产能加码

原料资源：贸易剥离不脱离，LPG 年贸易规模全球占比 12%，具话语权；LPG 船队：拥有十余条的船队规模，以背靠背转租方式委托福基船务代为运营，保障原料供给同时规避风险；码头：宁波和钦州拥有 5 万吨级“第一港”深水码头，张家港拥有 5 万吨级“第二港”深水码头，茂名港吉达港区也已获得交通运输部审批同意；仓储能力：宁波洞库（52 万立方）和张家港、太仓和钦州的冷冻罐仓储能力共计 86.6 万立方，宁波在建 200 万立方地下洞库，仓储规模国内最大。交割：大连商品交易所已对公司聚丙烯产品予以免检，且授予公司为其认可的聚丙烯交割库资质。公司已完成贸易业务剥离，随着 2021Q1 宁波二、三期投产，PDH 产能将达 180 万吨/年，PP 产能 160 万吨/年，跃居全国第一，茂名首套 60 万吨装置将于 2022 年投产,2025 年远期规划 500 万吨，成长空间广阔。

风险提示：原料价格大幅波动、国际贸易政策影响、项目进展不及预期

【中小盘：科德教育(300192.SZ)】携手慧闻少林武术文化，职普融合更进一步——中小盘信息更新-20210325

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 黄沛帆（联系人）证书编号：S0790120070081

携手慧闻少林武术文化，共同拓展职普融合道路

公司公告与河南慧闻少林武术文化实业集团有限公司签订了《战略合作框架协议》。公司意向收购慧闻集团旗下慧闻彩虹文化博览公司 51%的股权，双方将在并购后于全国范围内开办中等职业学校和普通高中，由公司向慧闻集团旗下学校以及合作拓展学校提供文化课培训服务，慧闻集团提供体育专业教学及师资。此次合作使得公司能够将龙门教育体系直接导入慧闻少林集团旗下的文武学校中，有助于加速公司异地扩张速度，职普融合更进一步。我们维持公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.60/2.39/2.86 亿元，对应 EPS 分别为 0.54/0.81/0.96 元，当前股价对应 PE 为 26.3/17.6/14.8 倍，维持“买入”评级。

慧闻少林集团：武术特色、职业学校办学经验丰富

慧闻少林集团创办于 1970 年，截至目前已布局了文武特色学校、托育早教和幼儿园教育、武馆等多板块业务。文武学校方面，慧闻集团具备丰富的职业学校办学经验，旗下学校遍布全国，包括少林鹅坡武术学校、黄飞鸿国际武术学校等，在武术等体育专业课上优势显著。以总校少林鹅坡武校为例，该校多名老师、教练员的教学课被河南省评为郑州市、登封市优质课。学校先后向北京体育大学、郑州大学等高等院校输送优秀新生 3600 余名，曾获得全国十大武术名校、河南省重点中专、郑州市民办职业教育学校十佳单位等多项殊荣。此外，慧闻集团内梁少宗先生、余笛先生在合作中将负责科德教育在艺术、体育版块的升学指导，开拓艺体特色学校的文化课培训市场空间。

异地扩张加速布局，中高考升学龙头可期

此次合作是继拟收购河南毛坦高中后于河南省进行的又一异地扩张举措，异地扩张布局进一步加速落地。未来公司将继续推进中职、普高及中高考复读业务的异地扩张，科德教育有望凭借其全封闭的严格管理模式以及高效的提分能力走出陕西，成长为全国中高考升学培训龙头。

风险提示：疫情影响招生计划；异地扩张进程不达预期。

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