民生证券研究院

会议纪要/晨会

晨会纪要

晨会纪要 2021 年 3 月 25 日

● 客户观点反馈

客户认为市场对于当前宏观形势反应较充分，未来上市公司业绩表现仍有较强支撑，股市经过短期调整具备反弹特征，未来几个月有望重回上升轨道。关注顺周期板块，看好金融、航空、餐饮旅游等板块。

● 行业观点

【民生通信】通信行业周报 20210322：四季度中国交换机市场高速增长，21 年全球交换机市场有望全面回暖

（王芳，分析师 S0100519090004，021-60876730；傅鸣非，研究助理 S0100120080041，021-60876726）

核心观点

①行业基本面：海外市场上，随着全球疫情的恢复，海外经济逐渐复苏，海外 5G 建设将持续加码，市场空间广阔；拜登上台后，前期中美贸易摩擦得到缓和；推崇价值投资理念的“股神”巴菲特于 2020 年 Q4 在前 10 大重仓股中新进美国通信巨头 Verizon，一定程度上提升了全球投资者对运营商市场投资价值的重新关注。国内市场上，近日多家通信行业公司发布 2020 年业绩预告，多家通信公司经营业绩大幅提升，行业景气上行一定程度上得以验证。进入 2021 年，随着广电作为第四大运营商的加入、移动广电联手共建 700MHz 黄金频段以及“两会”的召开带来政策红利的释放，新基建与行业应用预计将成为投资主线，运营商将陆续开启招标集采，5G 基站建设将持续推进，同时行业应用领域也将迎来景气周期，通信板块行情拐点渐近，投资价值凸显，看好板块春季行情。②板块估值和机构配置比例。通信板块的 PE-TTM 为 39X，位于近 10 年估值 7.63%的分位点。在机构重仓持股方面，2020 年 1-4 季度，公募基金通信板块(中信)重仓持有市值占总投资股票市值比例依次为 1.15%、1.07%、0.31%和 0.41%，Q4 持仓环比有所上升，但仍处于较低水平。近期随着板块业绩不断释放，行业基本面向好，通信行业关注度将持续提升，通信板块估值有望迎重估，机构配置意愿有望增强。

事件点评

2020 年 Q4 中国交换机市场高速增长，2021 年全球交换机市场有望全面回暖。事件：据 IDC 报告显示，2020 年第四季度，全球以太网交换机市场的收入为 75 亿美元，同比下降 1.4%。其中中国市场以太网交换机第四季度收入增长了 19.1%，全年增长了 12.3%，远高于全球增速。点评 1：云厂商资本开支回暖，拉动 ICT 设备市场需求；点评 2: 随着海外疫情的逐步消除，2021 年全球交换机市场有望全面回暖。

行情回顾

上周沪深 300 指数下跌 2.62%，上周通信板块（中信）指数下跌 1.98%，在中信一级 30 个子行业中排名第 22。细分领域上，5G 指数下跌 1.36%，云计算指数下跌 0.10%，光模块指数下跌 2.12%，IDC 指数上涨 0.93%，物联网指数上涨 1.71%，车联网指数下跌 0.87%。从个股来看，神宇股份、天喻信息、奥维通信和路畅科技上周涨幅居前，移远通信、中嘉博创、博创科技和光环新网上周跌幅靠前。整体上，短期通信板块处于估值修复状态，从长期看仍处于上升通道中。

投资建议

（1）基本面良好、估值洼地价值凸显的三大运营商：中国移动、中国电信和中国联

民生证券研究院

分析师：田铭

执业证号： S0100516010001

电话： 0755-22662077

邮箱： tianming@mszq.com

昨日重点研报

【民生通信】通信行业周报 20210322：四季度中国交换机市场高速增长，21 年全球交换机市场有望全面回暖

【民生食品饮料】金龙鱼（300999）2020 年报点评：主业保持稳健增长，行业头部地位稳固

【民生食品饮料】中炬高新（600872）2020 年报点评：渠道裂变叠加产能扩张，长期成长逻辑仍然清晰

【民生计算机】金山办公（688111.SH）2020 年报点评：云转型成果丰厚，长期增长空间广阔

通；（2）储备项目充足、客源质量完善的 IDC 企业：科华数据和光环新网，建议关注数据港；（3）护城河牢固、具备全球竞争力的光模块企业：新易盛、中际旭创、光迅科技和天孚通信；（4）行业景气持续上行、规模优势明显的物联网模组龙头厂商：移远通信和广和通；（5）技术优势明显、多“赛道”并行的车联网厂商：华测导航和德赛西威，建议关注中海达和北斗星通。

风险提示

全球新冠疫情带来不利影响；5G 和云计算建设及商业化不及预期；中美贸易风险。

● 个股观点

【民生食品饮料】金龙鱼（300999）2020 年报点评：主业保持稳健增长，行业头部地位稳固

（于杰，分析师 S0100519010004，010-85127513）

一、事件概述

3 月 23 日，金龙鱼发布 2020 年年报，报告期内实现营业收入 1949.22 亿元，同比+14.16%；实现归母净利润 60.01 亿元，同比+10.96%；基本 EPS 为 1.21 元。每股拟派现金红利 0.111 元（含税）。

二、分析与判断

厨房食品业务保持稳健增长，饲料原料及油脂科技业务全面回暖

2020 年公司实现营收/归母净利润 1949.22/60.01 亿元，同比分别+14.16%/+10.96%；合 Q4 单季度实现营收/归母净利润 549.28/9.11 亿元，同比分别+20.91%/-52.52%。总体看，2020 年公司在疫情期间积极组织复工复产，保证重点生活物资供应。厨房食品业务，公司顺应下游需求的结构性变化，加强面向家庭消费的小包装产品和面向食品工业客户的产品供应，并积极应对餐饮渠道的销量下滑。饲料原料业务受益于下游生猪存栏量稳步复苏，需求有所恢复。利润端，前三季度受益于主要产品毛利提升，利润保持高速增长。Q4 受大豆等原材料价格上涨、套期保值衍生品头寸按年末市值计价出现损失等原因，净利润同比下滑，拖累全年增速。

分业务看，2020 年厨房食品/饲料原料及油脂科技业务分别实现营收 1212.02/724.90 亿元，同比分别+11.42%/+18.93%；分别实现销售毛利率 13.00%/10.66%，同比分别+0.36ppt/+1.98ppt。公司两大业务板块收入端实现稳健增长，同时小幅提升毛利率水平，显示公司主要产品竞争力有所提升。

分销量看，2020 年厨房食品/饲料原料及油脂科技业务分别销售 2000.50/2516.80 万吨，同比分别+3.51%/+12.59%；分别实现销售均价 6059/2880（元/吨），同比分别+7.64%/+5.62%。公司两大业务板块呈现量价齐升态势。

分渠道看，2020 年公司厨房食品业务通过经销/直销渠道分别实现收入 636.09/575.94 亿元，同比分别+20.88%/+2.55%。经销/直销渠道分别实现毛利率 14.15%/11.73%，同比分别+0.40ppt/+0.13ppt。从经销商数量看，2020 年末，公司在东部/南部/西部/北部/中部分别拥有 1670/426/1208/1030/763 家经销商，同比分别+19.46%/+14.52%/+14.50%/+12.45%/+14.74%。公司经销渠道仍然处于快速扩张中。

从产能看，2020 年末公司油籽压榨/油脂精炼/油脂灌装/水稻加工/小麦加工分别拥有实际产能 1508/625/587/346/726 万吨，同比分别+16.74%/+0.68%/-2.43%/+33.20%/+22.07%；分别拥有在建产能 277/133/84.7/87.7/563 万吨。公司中长期产能储备充足。

毛利率提升明显，期间费用率全面改善

2020 年公司销售毛利率为 12.33%，同比+0.93ppt（Q4 为 12.93%，同比+0.97ppt）。原因是厨房食品业务加强面向家庭消费小包装产品和面向食品工业客户产品供应，叠加产品高端化持续推进；饲料业务受益下游生猪养殖回暖，需求上升。

2020 年公司整体期间费用率为 5.48%，同比-1.16ppt（Q4 为 5.44%，同比-1.52ppt）。其中销售费用率 4.35%，同比-0.35ppt（Q4 为 4.40%，同比-0.79ppt）原因是销售费用投放效率有所提高。管理费用率 1.46%，同比-0.04ppt（Q4 为 1.42%，同比-0.33ppt）。研发费用率 0.09%，同比-0.01ppt（Q4 为 0.10%，同比-0.03ppt）。财务费用率-0.43%，同比-0.75ppt（Q4 为-0.49%，同比-0.37ppt）原因是利息收入减少、汇兑收益增加。

加强品牌建设，推广高端产品

公司作为北京 2022 年冬奥会官方赞助商及 2020 年东京、2022 年北京、2024 年巴黎连续三届中国奥运代表团官方赞助商，不断通过媒介传播、公关活动、渠道营销等举措激活和提升品牌影响力。疫情期间公司积极开展保供、保质、保价行动，提升品牌美誉度和认同感；通过电视媒体、互联网平台、户外媒体等投放宣传广告；与多家电商平台联合开展促销活动；与多个一线品牌跨界联名合作。

公司持续加大高端产品的推广力度。公司通过线上线下平台联动，强化场景营销和体验营销，积极培育市场。食用油方面，公司高端产品“金龙鱼”稻米油、外婆乡小榨菜籽油、“欧丽薇兰”橄榄油、“胡姬花”花生油等产品均取得了较好的市场表现，同时公司推出小众化的精品油种满足部分人群需求。大米方面，公司高端品牌“乳玉皇妃”、“稻谷鲜生”系列产品持续热销。同时，公司陆续推出“金龙鱼”月牙香米、“金龙鱼”巴蜀香米、“金龙鱼”玉润钱塘珍珠香米等地方特色产品。面粉方面，公司针对不同的应用场景精准营销，高端产品“金龙鱼”河套平原雪花粉、“金龙鱼”澳大利亚麦芯小麦粉等产品受到消费者欢迎，销量实现稳步增长。

三、盈利预测与投资建议

预计 21-23 年公司实现营业收入 2176/2481/2792 亿元，同比+11.7%/+14.0%/+12.6%；实现归属上市公司净利润 81.77/93.42/105.97 亿元，同比+36.3%/+14.3%/+13.4%，对应 EPS 为 1.51/1.72/1.95 元，对应 PE 分别为 53/47/41 倍。公司 2021 年估值水平略低于中信调味品板块 57 倍的估值水平（Wind 一致预期，算数平均法），考虑到公司行业头部地位稳固，稳健成长的确定性高，维持“推荐”评级。

四、风险提示

行业竞争加剧，成本上升超预期，食品安全问题等

【民生食品饮料】中炬高新（600872）2020 年报点评：渠道裂变叠加产能扩张，长期成长逻辑仍然清晰

（于杰，分析师 S0100519010004，010-85127513）

一、事件概述

3 月 23 日公司发布 2020 年报，报告期内实现营收 51.23 亿元，同比+9.59%；实现归母净利润 8.90 亿元，同比+23.96%。美味鲜公司实现营收 49.78 亿元，同比+11.42%；实现归母净利润 8.61 亿元，同比+18.10%。

二、分析与判断

核心产品酱油稳健增长，北部、中西部等新兴地区快速渗透

2020 年公司实现营收 51.23 亿元，同比+9.59%，折合 20Q4 同比+14.80%。总体看，全年收入略低于 2019 年初规划，主要归因于全年一头一尾两个旺季未能有亮眼表现。不过，公司在 2020 年末并未为强行完成业绩目标而给渠道施加过多压力，良性的库存水平有利于 21Q1 迎接开门红。（1）分产品看，2020 年酱油/鸡精粉/食用油/其他品类收入分别+8%/-6%/+35%/+22%，核心产品酱油仍实现稳健增长，鸡精鸡粉受餐饮疲软影响呈现负增长，食用油等其他小品类表现亮眼。（2）分地区看，2020 年东部/南部/中西部/北部收入分别同比+1%/7%/31%/16%，东部、南部市场增速较低主要系去年本地市场竞争较为激烈；北部、中西部新兴市场增速高于整体水平，主要得益于去年疫情期间人口滞留以及公司积极的渠道扩张政策。（3）经销商方面，2020 年净增加 370 家，超额完成目标，东部/南部/中西部/北部分别净增加 77/36/83/174 家，其中北部、中西部等新兴市场明显增加较多，充分反映公司正积极推进渠道下沉与裂变。（4）渠道方面，2020 年家庭端/餐饮端分别同比+17%/-2%，疫情冲击导致餐饮端占比下降至 25%。

其他业务表现疲软：2020 年公司本部收入同比-30%，净利润 7.7 亿元，同比扭亏 8.1 亿元，主要系美味鲜向本部分红 7.5 亿元；中汇合创同比-41%，主因商品房销售收入减少拖累；中炬精工收入同比-19%，主要系疫情导致出口及内销皮带轮等销售减少。

经营改善与降本增效推动盈利能力明显提升

2020 年公司实现归母净利润 8.90 亿元，同比+23.96%，主要得益于毛利率提升。（1）

毛利率：2020 年毛利率为 41.56%，同比+2.02ppt，主要系 20H1 包材价格有所下行以及成本管理与控制得以加强。(2)净利率：2020 年归母净利率 17.37%，同比+2.01ppt，提升幅度基本与毛利率提升匹配。（3）费用率：2020 年期间费用率为 19.80%，同比-0.47ppt。其中销售费用率 11.05%，同比+1.29ppt，主要系公司为配合渠道下沉与裂变而加大广告与促销等费用投放；管理费用率 5.48%，同比-0.83ppt，主要得益于疫情期间社保减免优惠政策；财务费用率 0.26%，同比-0.79ppt，主要系公司总部债券利息支出同比减少。

2021 年收入端有望提速，长期稳步迈向“双百”目标

短期看，收入端：（1）春节备货延后叠加超低基数，21Q1 有望释放收入弹性；（2）2020 年公司经销商数量明显增加，但收入增长未充分体现，考虑今年公司将持续推进渠道下沉及分裂，预计 2021 年 19%的收入增速目标大概率实现。利润端：（1）成本方面，虽然今年行业面临成本上涨压力，但公司仍可通过技改项目降本增效来予以对冲；（2）费用方面，预计公司仍将严格控制管理费用，但为配合渠道下沉与裂变动作，销售费用将大概率延续扩张态势。长期看，产能：2021 年 3 月中山技改扩产项目顺利开工，预计 22H2 正式投产，将为公司长期发展提供产能基础保障。渠道：公司进一步加快空白市场开发，计划 2021 年经销商数量达到 1700 家（比 2020 年末增加 20%）。营销：优化销售人员激励方案，C 端通过电视、新媒体等平台扩大消费者覆盖面，餐饮端通过点对点模式努力塑造品牌形象与增强用户粘性。

三、投资建议

预计 2021-2023 年公司实现收入 61.05/69.95/80.54 亿元，同比+19.2%/+14.6%/+15.1%；实现归母净利润 10.25/12.45/14.58 亿元，同比+15.2%/+21.4%/+17.1%，折合 EPS 为 1.29/1.56/1.83 元，对应 PE 为 38/31/26 倍。公司估值低于可比公司 2021 年平均 45 倍估值（Wind 一致预期，算数平均法）。考虑到内部改革/营销/渠道/产能齐发力，预计未来公司业绩增速将快于行业平均水平。维持“推荐”评级。

四、风险提示

渠道下沉与裂变不及预期、成本快速上涨、食品安全风险等

【民生计算机】金山办公（688111.SH）2020 年报点评：云转型成果丰厚，长期增长空间广阔

（分析师：强超廷，S0100519020001，021-60876718）

一、事件概述

金山办公于 2021 年 3 月 23 日发布 2020 年年度报告，2020 年实现营收 22.61 亿元，同比增长 43.14%；实现归母净利润 8.78 亿元，同比增长 119.22%。

二、分析与判断

营收端高速增长，多重因素共振盈利水平大幅提升

B、C 两端齐头并进。拆解公司三大业务来看，办公软件授权业务营收 8.03 亿元，同比增长 61.9%；办公服务订阅收入 11.09 亿元，同比增长 63.2%；广告推广收入 3.49 亿元，同比下滑 13.6%。B、C 两端核心业务保持高速增长，广告业务战略调整有所下滑。

利润水平达到 38.8%创近几年新高。公司 2020 年归母净利润 8.78 亿元，利润率达到 38.8%，较 19 年大幅提升 13.5pct。公司销售、管理费率保持稳定，利润率大幅提升主要源自两点：1）研发费率下降 6.5pct 至 31.44%；2）募集资金获取的理财收益与公允价值损益合计贡献利润 2.62 亿。

云化成果显著，用户数高速增长、现金流表现亮眼

月活与付费用户数持续增长。公司着力推动政企客户与个人客户的云化进程，主要产品月度活跃用户数保持稳定增长。2020 年主要产品（不含金山文档）MAU 达到 4.74 亿，同比增长 15.33%，环比增长 3.72%。其中 WPS PC 版 MAU 为 1.85 亿；移动版月度活跃用户数 2.82 亿。公司累计年度付费个人会员数达到 1962 万，同比增长 63.23%；个人及“WPS+”用户通过公有云服务上传云端文件数量已达 898 亿份。

经营性净现金流达到 15.14 亿，合同负债 8.33 亿。受益于公司云化转型持续推进，2020 年经营性净现金流达到 15.14 亿元，同比增长 158.5%，环比增长 87%；合同负债科目达到 8.33 亿元，同比增长 90.2%。两项指标表现亮眼，彰显公司云化转型成果。

三、投资建议

预计公司 2021、2022、2023 年营收分别为 37.79、54.01、70.22 亿元，同比增长 67.1%、42.9%、30%；实现归母净利润 12.16、16.47、21.2 亿元，同比增长 38.5%、35.4%、28.7%；当前市值对应 21、22、23 年业绩的 PE 分别为 112、83、64 倍。目前计算机各版块领军企业市值在 Wind 一致预期下对应 21 年 PE 均值为 72 倍，考虑到公司高增速、潜在的市场空间及优良的商业模式，理应享有一定的估值溢价，故维持“推荐”评级。

四、风险提示

用户数量增长不及预期；软件正版化推进不及预期；产品研发进度不及预期

● 风险提示

宏观政策变化的风险，商品价格大幅下跌的风险，个股业绩不达预期的风险。

分析师简介

田铭，英国南安普顿大学国际银行与金融研究硕士。2011年加盟民生证券，原新三板分析师。

分析师承诺

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，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。