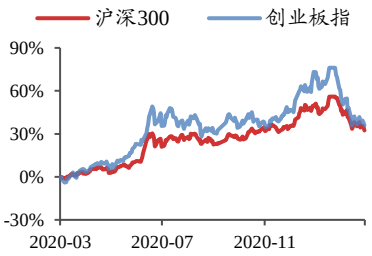
2021 年 03 月 25 日

开源晨会 0325

——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(%)
综合	1.02
公用事业	0.89
传媒	0.23
纺织服装	-0.12
食品饮料	-0.26

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
有色金属	-4.37
钢铁	-4.25
化工	-3.4
汽车	-2.56
电气设备	-2.53

数据来源：贝格数据

观点精粹

总量视角

【策略】且战且退——南下“定价权”周度跟踪之七——投资策略专题-20210324

上周(20210315-20210319)南下持有港股占比及成交额占比均下降，与港股相关的ETF 继续被赎回但有所放缓，AH 溢价回落。

行业公司

【机械】“碳中和”下的机械制造业投资机会——“碳中和”开源机械篇-20210324

降低碳排放可以通过改变能源利用结构和降低单位产值能耗等手段实现，而装备制造业有望扮演重要角色。

【传媒：阅文集团(00772.HK)】“内容+平台+生态”持续升级，行而不辍未来可期——港股公司信息更新报告-20210324

1、版权运营收入大超预期，IP 培育开发成为发展新驱动力，维持“买入”评级
2、内容升级推动用户规模及 ARPPU 持续增长，平台升级下免费阅读或快速成长
3、“新丽传媒+腾讯影业+阅文影视”三驾马车协同，全版权运营加速 IP 转化

【计算机：金山办公(688111.SH)】经营净现金流大超预期，全面拥抱云协作战略——公司信息更新报告-20210324

公司成长逻辑清晰，中短期看 2C/2G 市场，更长期看广泛的 B 端市场与海外市场。我们维持公司 2021-2022 年归母净利润预测为 11.69、15.27 亿元，同时预测 2023 年归母净利润为 19.41 亿元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 120.7、92.4、72.7 倍，维持“买入”评级。

【食品饮料：中炬高新(600872.SH)】短期业绩承压，管理改善可期——公司信息更新报告-20210324

中炬高新公布 2020 年年报。考虑到成本压力我们下调盈利预测，预计 2021-2023 年净利分别为 9.9（-0.7）、12.3（-0.4）、15.3 亿元，EPS 分别为 1.24（-0.09）、1.54（-0.05）、1.92 元，分别增 10.7%、24.8%、24.4%。当前股价对应 PE 分别为 39.1、31.3、25.2 倍。公司稳健经营，当前估值已回落至布局区间，维持“买入”评级。

【传媒：快手-W(01024.HK)】线上营销服务和电商齐发力，变现加快可期——港股公司信息更新报告-20210324

2020 年度营业收入高增长，变现加快可期，维持“买入”评级

【电子：兴瑞科技(002937.SZ)】汽车电子业务动能足，2021 快速发展可期——公司信息更新报告-20210324

公司积极组织复工复产，经营情况逐季度好转，智能终端业务稳步增长，汽车电子业务提供增长新动能，最终实现全年收入和扣非归母净利润小幅正向增长。

【非银：华泰证券(601688.SH)】经纪及投行业务高增，股权激励提升竞争优势——华泰证券 2020 年年报点评-20210324

经纪及投行业务高增，股权激励提升竞争优势

研报摘要

总量研究

【策略】且战且退——南下“定价权”周度跟踪之七——投资策略专题-20210324

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

南下持有港股占比及成交额占比下降，港股 ETF 赎回放缓，AH 溢价回落

上周(20210315-20210319)南下资金持有港股市值占比从 4.98%震荡下降至 4.96%，港股通成交额占比从 21.49%先迅速上升至 25.86%后逐步下降至 19.07%，与港股相关的 ETF 继续被净赎回，但赎回有所放缓，AH 溢价有所回落。

后文中，我们使用同时在 A 股/港股上市的标的衡量港股通/陆股通中的“替代性”资产、使用未在 A 股/港股上市的标的衡量港股通/陆股通中的“互补性”资产。

南下资金小幅回流，内外分歧仍较大

上周(20210315-20210319)南下资金和外资交易盘分别净买入 48.51/82.46 亿港币，外资配置盘净卖出 92.75 亿港币。分行业看，上周南下与外资分歧仍较大，南下主要净买入食物饮品、软件服务、银行、电讯、家电、资讯科技器材、其他金融及汽车等板块，外资配置盘则选择净卖出上述除银行、家电及资讯科技器材外的板块。外资配置盘与南下的共识在银行、家电及资讯科技器材等板块。上周南下与外资均小幅净买入港股通中的“替代性”标的。行业上，南下主要净买入该类资产中的银行、煤炭、其他金融、汽车、黄金及贵金属等板块，外资配置盘则选择卖出上述行业，更偏好保险、家电、旅游及消闲设施等板块。上周南下和外资交易盘小幅净买入港股通中的“互补性”标的，外资配置盘则净卖出该类标的。行业上，南下主要买入该类资产中的食物饮品、软件服务、电讯、家电以及资讯科技器材等板块，外资配置盘则选择卖出上述除资讯科技器材之外的行业。

外资配置盘持续买入 A 股同时卖出港股，偏好陆股通中的“互补性”标的

上周(20210315-20210319)外资配置盘先净买入后净卖出陆股通/港股通中的“替代性”标的，整体上小幅净买入。行业上，对于“替代性”标的，外资配置盘同时净买入 A 股和港股中的交运、钢铁、地产、家电、石油石化及建材等板块，同时净卖出 A 股和港股中的通信、电力及公用事业、轻工制造板块，更偏好 A 股的有色、煤炭、银行等板块，及港股的非银、医药、电新等板块。上周外资配置盘持续净买入陆股通中的“互补性”标的，同时净卖出港股通中的“互补性”标的。行业上，对于“互补性”标的，外资配置盘同时买入 A 股和港股中的医药、银行、消费者服务、交运及石油石化等板块，同时净卖出 A 股和港股中的汽车、建筑及轻工等板块，更偏好 A 股的电新、机械、家电、计算机、食品饮料及化工等板块。

外资交易盘选择卖出 A 股同时买入港股，更青睐港股通中的“互补性”标的

上周(20210315-20210319)外资交易盘净卖出陆股通中的“替代性”标的并小幅买入港股通中的“替代性”标的。行业上，对于“替代性”标的，外资交易盘同时买入 A 股和港股中的医药、通信、汽车、钢铁以及建筑等板块，同时净卖出 A 股和港股中的非银、轻工制造、有色以及家电等板块，偏好 A 股的交运、食品饮料等板块，以及港股中的银行、石油石化以及公用事业等板块。上周外资交易盘净卖出陆股通中的“互补性”标的，同时净买入港股通中的“互补性”标的。行业上，对于“互补性”标的，外资交易盘同时买入 A 股和港股中的电新、家电、医药以及机械等板块，同时卖出 A 股和港股中的建材及银行等板块，偏好 A 股的电子、有色等板块，以及港股中的非银、食品饮料、计算机、消费者服务等板块。

风险提示：测算误差

行业公司

【机械】“碳中和”下的机械制造业投资机会——“碳中和”开源机械篇-20210324

王珂 （分析师）证书编号：S0790520110002

“碳中和”进程中，装备制造业有望扮演重要角色

根据 WRI 统计数据，中国的碳排放 41.6%由电力部门贡献，23.2%来自制造业和建筑业用能，7.5%来自交通运输领域。以上 3 个领域碳排放占比超过全国总量的 72%，是需要进行“碳中和”节能减排的大户。降低碳排放可以通过改变能源利用结构和降低单位产值能耗等手段实现，而装备制造业有望扮演重要角色。清洁能源装备尤其是光伏设备和风电设备，将有力推动清洁能源发电占比提升，而以锂电设备和燃料电池为主的低碳储能装置有望彻底改变交通行业排放问题。最后对于传统重工业，尤其是石化炼化行业，对老旧设备节能改造以及余热回收和热电联产等投资手段，有望实现存量能耗部门节能减排的目的。

清洁能源装备：低碳开路先锋

首先，电力领域的低碳发电是“碳中和”的重中之重，这为光伏、风电、核电等清洁能源长期发展指明了确定性方向。国内陆上和海上风电近年迎来新一轮装机浪潮，而伴随着“平价上网”的到来光伏各个环节均在推动扩产计划。“碳中和”的提出将为光伏和风电设备行业带来新的发展机遇。相关上市公司：晶盛机电、迈为股份、捷佳伟创、豪迈科技、恒润股份等。

锂电与燃料电池：零碳动力与储能装置

同时要加快交通运输业的脱碳过程，锂电设备和燃料电池的发展依然具有广阔空间。伴随着全球拥抱汽车电动化，动力电池新一轮的扩产浪潮已经到来，“碳中和”的提出将为锂电设备行业带来新的发展机遇。另一方面，氢能作为零排放清洁能源，有望在商用车电动化转型和新能源储能方面发挥关键作用。相关上市公司：先导智能、杭可科技、先惠技术、亿华通、重塑股份、冰轮环境等。

节能减排装备：制造业低能耗发展的有效抓手

除大力发展光伏、锂电、燃料电池等行业以提升清洁能源的使用以外，大部分的传统行业目前仍在使用传统供能方式。尤其在重工业制造业以及有色金属冶炼等行业，其整体节能减排改造更倾向于在原有装备基础上的优化，节能减排装置有望发挥巨大作用。目前余热回收，热电联产等相关技术愈发成熟，行业积极发展。相关上市公司：陕鼓动力、龙马环卫。

风险提示：政策推进进度不及预期；下游需求不及预期；相关上市公司业务发展不及预期

【传媒：阅文集团(00772.HK)】“内容+平台+生态”持续升级，行而不辍未来可期——港股公司信息更新报告-20210324

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 余倩莹（联系人）证书编号：S0790120040010

版权运营收入大超预期，IP 培育开发成为发展新驱动力，维持“买入”评级

公司发布 2020 年年报，2020 年实现营业收入 85.26 亿元(同比+2%)；下半年实现营业收入 52.66 亿元(同比-2%，环比+62%)。在线业务方面，全年实现营业收入 49.32 亿元(同比+33%)，主要系分销渠道扩展及用户为阅读内容付费的意愿提高所致。版权运营及其他业务方面，全年实现营业收入 35.94 亿元(同比-23%)；下半年实现营业收入 27.32 亿元(同比-15%，环比+270%)，主要系《流金岁月》等 IP 授权剧集上线所致。公司 2020 年实现 Non-IFS 利润 9.17 亿元(同比-23%)；下半年实现 Non-IFS 利润 8.95 亿元(同比+11%，环比+403%)，主要系版权运营业务强势增长且成本费用控制得当所致。我们认为，公司将持续以在线阅读为基础，构建以 IP 为核心的生产方式，IP 培育与开发将成为业务发展新驱动力，基于公司版权运营业务发展超预期，我们上调 2021-2022 并新增 2023 年盈利

预测，预测公司 2021-2023 年营业收入分别为 109.95/132.78/155.87 亿元，归母净利润分别为 13.67/17.61/21.10（2021-2022 年前为 13.38/17.57）亿元，对应 EPS 分别为 1.3/1.7/2.1 元，股价对应 PE 分别为 47.5/36.8/30.8 倍，维持“买入”评级。

内容升级推动用户规模及 ARPPU 持续增长，平台升级下免费阅读或快速成长

内容方面，作品数量及质量双高推动月活跃用户数同比增长 4.2%至 2.3 亿，付费率提升 0.15pcts 至 4.60%，月平均 ARPPU 同比增长 37.2%至 34.7 元。平台方面，公司深化与腾讯渠道的紧密合作，免费阅读分发能力改善，截至 2020 年 12 月，免费内容的平均 DAU 约 1000 万。我们认为，公司免费阅读内容优势或逐步显现，并依托腾讯多元产品引流，有望实现更广泛的用户覆盖，兑现增长潜力。

“新丽传媒+腾讯影业+阅文影视”三驾马车协同，全版权运营加速 IP 转化

公司坚持推进以动漫、影视等多样化的形式，促进 IP 影响力提升，2020 年共授权出约 200 个 IP 改编权，2021 年上线《赘婿》、《斗罗大陆》等作品表现亮眼，此外新丽传媒储备有《青簪行》、《天龙八部》等影视剧。我们认为，公司一方面加强与腾讯 PCG 联动，一方面投入自研自制，版权运营业务有望再上台阶。

风险提示：内容行业政策变化带来的风险；免费阅读业务竞争格局不确定性较大；版权授权影视项目进展不及预期的风险。

【计算机：金山办公(688111.SH)】经营净现金流大超预期，全面拥抱云协作战略——公司信息更新报告-20210324

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘逍遥（分析师）证书编号：S0790520090001

长期成长路径清晰，维持“买入”评级

公司成长逻辑清晰，中短期看 2C/2G 市场，更长期看广泛的 B 端市场与海外市场。我们维持公司 2021-2022 年归母净利润预测为 11.69、15.27 亿元，同时预测 2023 年归母净利润为 19.41 亿元，对应 EPS 分别为 2.54、3.31、4.21 元/股，当前股价对应 2020-2023 年 PE 为 120.7、92.4、72.7 倍，维持“买入”评级。

办公授权与订阅业务高速增长，经营性现金流大超预期

2020 年公司实现业务收入 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%。其中，办公软件授权业务 8.03 亿元，同比增长 61.90%；办公服务订阅业务 11.09 亿元，同比增长 63.18%；互联网广告推广业务 3.49 亿元，同比减少 13.61%，各项业务增速符合预期。2020 年公司实现经营活动净现金流 15.14 亿元，同比增长 158.57%，超出市场预期。公司合同负债为 8.33 亿元，2019 年预收账款为 4.38 亿元，同比大幅增长主要系个人订阅业务增长所致。

累计个人付费会员数高速增长，用户粘性持续增强

2020 年公司 MAU 保持稳定增长，截至 2020 年底公司主要产品（不含金山文档）MAU 已达到 4.74 亿，同比增长 15.33%；累计年度付费个人会员数达 1962 万，同比增长 63.23%。而且 2020 年个人及“WPS+”用户通过公有云服务上传云端文件数量已达 898 亿份。目前个人付费会员渗透率仍较低，公司有望通过丰富特权功能、拓展内容资源等方式持续优化用户体验，推动个人订阅业务高速增长。

力推云协作办公，中小企业级市场有望成为新增长点

随着企业级“云化”需求增加，公司在原有四大产品战略“多屏、云、内容和 AI”基础上，将协作加入公司的产品战略，并发布了包括“金山表单、金山会议、金山日历、金山待办和 FlexPaper”等全新协作产品。目前公司已孵化 WPS+中小微活跃企业超过 20 万家，全国 27 个省 79 个地市共 107 家政府单位和行业协会把 WPS+作为远程办公推荐产品，中小企业级市场有望成为公司新增长点。

风险提示：全年业务受新冠疫情影响风险；技术变革风险。

【食品饮料：中炬高新(600872.SH)】短期业绩承压，管理改善可期——公司信息更新报告-20210324

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003

业绩符合预告，长期成长可期

中炬高新公布 2020 年年报。2020 年实现营收 51.2 亿元，同比增 9.6%；归母净利 8.9 亿元，同比增 24.0%；EPS 为 1.12 元。其中 2020Q4 营收 13.1 亿元，同比增 14.8%；归母净利 2.2 亿元，同比增 28.9%。考虑到成本压力我们下调盈利预测，预计 2021-2023 年净利分别为 9.9（-0.7）、12.3（-0.4）、15.3 亿元，EPS 分别为 1.24（-0.09）、1.54（-0.05）、1.92 元，分别增 10.7%、24.8%、24.4%。当前股价对应 PE 分别为 39.1、31.3、25.2 倍。公司稳健经营，当前估值已回落至布局区间，维持“买入”评级。

年报业绩符合业绩预告，疫情影响调味品低速运行

美味鲜子公司 2020 年营收增 11.4%，疫情导致调味品主业低速运行。其中酱油增 8.4%；鸡精鸡粉下滑 6.2%；食用油保持 35.0%的高速增长；小品类增速在 21.8%以上，新品仍表现出较好成长性。东部、南部等人口流入区域受疫情影响较大，增速分别为 0.9%、6.7%，但公司在经销商建设（新增 445 家）等方面仍较为积极。2021 年重点在于渠道细分、品类扩张、市场推广等方面，预计调味品大概率增长 15%左右，考虑到地产业务可能有收入确认，合并报表收入估计增长 19%。

2020Q4 美味鲜扣非利润增速加快，预计 2021 年净利压力增大

2020Q4 美味鲜毛利率同比降 0.6pct，原因是部分原料价格上行给成本带来压力。2020Q4 扣非利润增 21.4%，主因管理费用率下降 1.5pct，应与薪酬奖励预提项目调整，奖励支出减少有关。2021 年原料价格持续上行，调味品暂无提价计划。市场扩张力度加大，销售费用率可能上行。2021 年目标利润增 10.7%，也是考虑到成本提升的压力。预计 2022 年提价应是大概率事件，应有助于后续利润释放。

2021 年深化营销改革，激励机制是重要催化

2021 年公司将在营销方面进行深入调整，包括渠道细化、加快空白网点覆盖，品类扩张，品牌传播，市场推广等方面。同时优化绩效评估与薪酬模式改革，强化激励导向。新老团队磨合尚需时间，激励机制优化后预期将起到较强推动作用。

风险提示：宏观经济波动导致需求下滑，公司全国化进展不及预期等。

【传媒:快手-W(01024.HK)】线上营销服务和电商齐发力，变现加快可期——港股公司信息更新报告-20210324

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004

2020 年度营业收入高增长，变现加快可期，维持“买入”评级

公司发布 2020 年度业绩公告，2020 年营业总收入为 593.09 亿元，同比增长 50.48%；净利润为-1166.35 亿元，同比下降 493.52%。2020 年，快手应用的平均 DAU 和 MAU 分别为 2.65（同比+50.7%）和 4.81（同比+45.6%）亿，快手中国所有应用程序及小程序的平均 DAU 和 MAU 分别为 3.08 和 7.77 亿，每位日活跃用户的日均使用时长达 87.3 分钟。由于线上营销服务和电商业务发展势头强劲，我们上调盈利预测并新增 2023 年盈利预测，预计 2021-2023 年营业收入分别为 821/1074/1373 亿元（调整前 2021-2022 年分别为 736/990 亿元），净利润分别为-160/21/108 亿元（调整前 2021-2022 年分别为-215/-55 亿元），对应 EPS 分别为-3.8/0.5/2.6 元，当前股价对应 PS 分别为 12.8/9.8/7.6 倍，维持“买入”评级。

“磁力引擎+多元化广告形式”或带动线上营销服务强劲增长

公司目前已搭建完善的磁力引擎营销体系，且随着平台品牌效应增强、主站改版后新增单列瀑布流形式，成功

带动线上营销服务高速发展。2020 年，线上营销业务营业收入同比增长 194.6%至 219 亿元，占比快速提升至 37.2%，每名日活跃用户收入达 82.6 元。2020 年第四季度，线上营销服务已超越直播业务，成为公司的第一大变现渠道。未来，公司将持续丰富广告形式、提升品牌营销能力，有望推动业务更上一层楼。

电商蓬勃发展，货币化率提升空间广阔

快手社区的强社交属性和信任优势为电商发展奠定坚实土壤，2020 年电商 GMV 达 3812 亿元（同比+540%），平均重复购买率达 65%（同比+20pcts）。其他服务（主要为电商）的营业收入达 37.12 亿元（同比+1331%），占比提升至 6.3%。以其他服务收入/GMV 推测电商货币化率，2020 年仅为 0.97%，未来或通过扶持中尾部主播、降低对头部主播的依赖并进一步完善好物联盟、加快闭环建设，从而持续提升货币化率，进一步驱动电商收入较快增长。

风险提示：用户增长不及预期、行业竞争加剧、内容创作者流失等。

【电子：兴瑞科技(002937.SZ)】汽车电子业务动能足，2021 快速发展可期——公司信息更新报告-20210324

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002 | 盛晓君（联系人）证书编号： S0790120080051

2020 年经受住疫情考验，经营情况逐季好转，凸显优秀管理水平

公司发布年报，2020 年实现营收 10.40 亿元，同比增长 1.65%，实现扣非归母净利润 1.20 亿元，同比上升 0.77%。公司在 2020Q1 遭受疫情严重影响，当季收入和净利润同比大幅度下滑，公司积极组织复工复产，经营情况逐季度好转，智能终端业务稳步增长，汽车电子业务提供增长新动能，最终实现全年收入和扣非归母净利润小幅正向增长。公司凭借优秀的管理能力，保持较高经营效率，全年实现销售毛利率 30.15%，同比提升 1.58 个 pct，实现人均创收 36.91 万元，同比提升 9200 元。我们维持公司利润预测，新增 2023 年盈利预测，预计公司 2021-2023 年归母净利润为 2.03/2.75/3.43 亿元，对应 EPS 为 0.68/0.92/1.15 元，当前股价对应 PE 为 19.0/14.0/11.2 倍，维持“买入”评级。

BDU 等新能源汽车业务带来增长新动能

2020 年，公司汽车电子及新能源汽车业务实现收入 2.47 亿元，同比增长 20.31%，是公司增长最快的业务板块，业务收入占比同比提升 3.67 个 pct，提升至 23.71%。公司在 BDU 产品上除了与松下签订定点协议以外，亦积极拓展国内外新能源汽车动力电池龙头客户，未来有望凭借强大的模具开发能力、扎实的产品品质、优质的客户受益新能源汽车市场的快速发展。

海外工厂实现投产，产能爬升有望进一步增厚业绩

公司顺应全球制造业产业链转移潮流，跟随客户在越南及印尼建设工厂，主要生产家庭智能终端相关零配件，以便快速响应大客户需求。公司印尼工厂于 2019 年投产，并在 2020 年实现 4000 多万元收入；公司越南工厂于 2020 年三季度末正式投产，实现收入 200 多万元。随着全球疫情得到控制，海外工厂产能逐步释放，有望进一步增厚公司业绩。此外公司于 2020 年对子公司东莞中兴瑞增资 7000 万元，在东莞建设新能源汽车电子精密零组件及服务器精密结构件扩产项目，该项目预计于 2021Q4 竣工，有望帮助公司更好地满足日益增长的客户需求。

风险提示：海外工厂投产情况不及预期；中美贸易摩擦持续；汇率波动。

【非银：华泰证券(601688.SH)】经纪及投行业务高增，股权激励提升竞争优势——华泰证券 2020 年年报点评-20210324

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 龚思匀（联系人）证书编号：S0790120110033

经纪和投行业务驱动业绩高增，维持“买入”评级

2020 年公司营业收入/归母净利润分别为 314.4/108.2 亿元，分别同比+26.47%/+20.23%，ROE 8.61%，同比增

加 0.67 个百分点，业绩低于我们预期，公司资管和投资收入增速不达预期，管理费增长略超预期。注册制及市场活跃度提升下，投行和经纪业务收入同比分别+87%/+57%，为业绩主要驱动因素。我们下调公司投资业务收益率及资管业务收入，下调公司 2021-2023 年净利润至 127.64/157.61/191.31 亿元（调前 2021-2022 年净利润 143.25/170.06 亿元），2021-2023 年 EPS1.41/1.74/2.11 元。公司财富管理转型先发优势明显，注册制下投行业务有望保持扩张，轻资本业务占比不断提升，科技投入领先，股权激励机制下，竞争优势有望进一步增强。当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 12.2/9.9/8.2 倍，维持“买入”评级。

IPO 驱动投行业务大幅增长，代销金融产品收入高增

（1）2020 年公司投行业务收入同比+87%，其中 IPO、再融资、债承收入分别同比+272%/+170%/+35%。公司 IPO 承销规模 236 亿元，同比+252%，IPO 单数 21 单，同比增加 15 单；再融资规模 649 亿元，同比+132%，IPO 驱动投行业绩大增。（2）2020 年市场日均股基成交额同比+62%，公司市占率 7.99%，行业排名第一，同比+0.13pct，2020 年公司交易单元席位收入和代销金融产品收入同比分别+75%/+188%，金融产品销售规模同比+88%，财富管理转型初见成效。（3）2020 年末母公司两融规模 1241 亿元，同比+85%，市占率 7.67%，同比+1.08pct，其中融券余额 254 亿元，同比+985%，市占率 18.55%，两融业务增长较快。

基金管理业务收入增速较快，股权激励提升公司竞争力

（1）2020 年末公司资管规模 5675 亿元，同比-19%，定向和集合资管规模同比分别-30%/-10%，集合资管收入同比+15%，集合资管费率同比+0.07pct；公司公募基金业务收入 1.33 亿元，同比+259%。（2）2020 年公司投资收益 144 亿元，同比+21%，其中金融工具投资收益、对联营企业投资收益同比分别+11%/+54%，2020 年参股公司南方基金净利润同比+65%，驱动投资收益明显增长。（3）2020 年公司实施股权激励，激励机制下公司竞争优势有望不断提升。

风险提示：股权激励不确定性；市场波动风险。

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