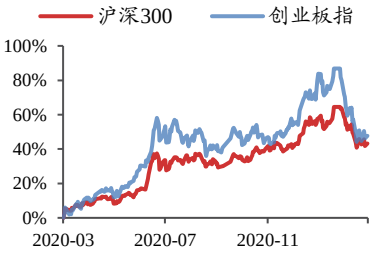
2021 年 03 月 23 日

开源晨会 0323

——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(%)
公用事业	4.89
建筑装饰	2.43
计算机	2.39
银行	2.19
机械设备	2.01

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
食品饮料	-0.12
家用电器	0.01
化工	0.18
建筑材料	0.55
有色金属	0.6

数据来源：贝格数据

观点精粹

总量视角

【策略】交易结构企稳，市场仍缺合力——资金跟踪系列之九——投资策略专题-20210322

上周(20210315-20210319)个人投资者“撤退”放缓，与公募在 TMT 及部分“碳中和”板块逐步形成共识。

【宏观经济】低价券，今时不同往日——宏观经济专题-20210322

低价券，今时不同往日

【宏观经济】利率债左侧买点已现——宏观经济专题-20210321

政策主线重回调结构、防风险下，总量偏弱、结构优化的经济环境，对国内利率债的利好支撑会逐步显现。

行业公司

【传媒】聚焦业绩增速与估值匹配度及哔哩哔哩二次上市——行业周报-20210321

1、财报季布局业绩增速与估值匹配的标的；2、哔哩哔哩二次上市，关注“Z 世代”互联网平台成长空间；3、挖掘线下娱乐、体育、教育等领域业绩修复的机会。

【房地产】投资销售再超预期，区域政策呈现多元化——行业周报-20210321

伴随疫情影响逐渐消散，预计全年结算将回到增长轨道。我们建议 2021 年 1 季度继续关注地产板块机会，维持行业看好评级。

【钢铁有色：明泰铝业(601677.SH)】深度系列二：五问五答，热点问题再探讨——公司深度报告-20210322

鉴于公司加快新增产能的投放步伐，上调公司的盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 10.87/14.11/17.55 亿元，EPS 分别为 1.64、2.13/2.65 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 12.4 倍、9.6 倍、7.7 倍，维持“买入”评级。

【通信：华测导航(300627.SZ)】GNSS 龙头研发市场并重，优享北斗产业扩张红利——公司首次覆盖报告-20210322

公司聚焦高精度卫星导航定位核心技术研发，拓展地理空间市场，业务结构和管理结构逐步优化，业绩有望保持快速增长。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

【计算机：畅捷通(01588.HK)】小微企业 SaaS 龙头，云业务有望实现快速突破——公司首次覆盖报告-20210322

公司是小微企业 SaaS 领军，云服务业务不断取得突破。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 0.45、0.82、1.11 亿元，EPS 为 0.21、0.38、0.51 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 121.6、67.0、49.2 倍，公司 PE 及 PS 估值均低于行业可比公司平均水平，首次覆盖给予“买入”评级。

【中小盘：科德教育(300192.SZ)】拟收购河南毛坦高级中学，异地城市、模式双扩张——中小盘信息更新-20210321

拟收购河南毛坦高级中学，实现异地城市、业务模式双扩张

研报摘要

总量研究

【策略】交易结构企稳，市场仍缺合力——资金跟踪系列之九——投资策略专题-20210322

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

美元指数略有上升，通胀预期上行，海外流动性较好，国内流动性分层不明显

上周(20210315-20210319)美元指数略有上升，截至 2021 年 3 月 16 日，美元空头头寸规模大幅下滑，净多头头寸由负转正，中美利差大幅收窄，达 2020 年 3 月以来的最低点，美债名义/实际利率均有所上升，其背后反映的通胀预期有所上升。对于海外而言，上周美国不同期限/等级企业债信用利差大多收窄，Ted 利差有较大幅度走阔但仍处相对低位，美国金融系统流动性整体仍较充裕；对于国内而言，上周流动性分层不明显，信用利差短端均收窄，长端大多走阔。

北上内部分歧扩大，北上配置盘持续“抄底”

上周(20210315-20210319)外资配置盘净买入 A 股 156.64 亿元，外资交易盘净卖出 71.81 亿元。行业上，北上配置/交易盘仍存在分歧，两者共识在于卖出非银、地产、农林牧渔、轻工、电力及公用事业等行业，同时买入电新、机械、医药、家电、电子、交运、有色及钢铁等行业。对于白酒板块，外资配置盘小幅抄底 2.69 亿元，但净卖出贵州茅台(-7.58 亿元)。分市值看，上周北上配置盘在医药、传媒、军工、通信、煤炭、商贸零售以及非银等板块主要挖掘 500 亿市值以下的标的。

两融活跃度小幅回升，主要净买入消费者服务以及部分“碳中和”板块

上周(20210315-20210319)两融活跃度略有回升，整体净卖出 11.86 亿元，净流出放缓，主要净卖出电子、有色、家电、计算机、汽车以及通信等板块，主要净买入消费者服务、电力及公用事业、电新、食品饮料、钢铁以及石油石化等板块。

个人投资者“撤退”放缓，与公募在 TMT 及部分“碳中和”板块形成共识

上周(20210315-20210319)偏股混合型和普通股票型基金的仓位仍维持高位，主要加仓农林牧渔、电新、TMT、地产、石油石化、轻工制造、纺服以及医药等板块，主要减仓消费者服务、军工、有色、机械、交运、食品饮料以及汽车等板块。上周货币型 ETF 被持续净申购，这意味着货币型基金整体可能被净申购，而近期 7 天理财产品预期收益率相对于货基收益率上行，同时我们看到，上周以个人持有为主的股票型 ETF 整体被净赎回，这意味着当下货基的持续申购大概率来自于股票型基金的赎回，但赎回规模有所放缓。分行业看，在以个人持有为主的 ETF 中，与科技、金融地产、周期、传媒以及医药等板块相关的 ETF 均被净申购，与新能源车、环保、军工和消费等板块相关的 ETF 被净赎回。结合前面主动基金在上周的加仓行为来看：公募主要加仓 TMT 及部分碳中和板块，主要减仓消费和金融板块，而以个人持有为主的 ETF 中，与科技、金融地产、周期以及传媒等板块相关的 ETF 均被净申购，与消费等板块相关的 ETF 被净赎回，这意味着公募与其负债端(个人)在金融板块上的分歧仍较大，但在 TMT 及部分“碳中和”板块逐步形成共识。结合相对稳定的北上配置盘来看：公募与其主要对手盘(北上)的主要共识在电新、医药及部分 TMT 板块，对于公募、其负债端(个人)以及两融认可的部分“碳中和”板块，除电新板块外，北上配置盘并未表达广泛的认可，此外，在公募小幅减仓银行板块时，北上配置盘仍在“坚定”买入。这意味着当下市场来自交易结构的扰动可能已经阶段企稳，但市场可能缺乏合力。

风险提示：测算误差

【宏观经济】低价券，今时不同往日——宏观经济专题-20210322

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002 | 杨飞（分析师）证书编号：S0790520070004| 代小笛（联系人）证书

编号：S0790120070025

当前低价券占比接近 2019 年年初历史峰值，引起市场对低价策略的关注；但当前的政策重心、信用环境、估值等均与当时不同，低价策略效果或今时不同往日。

不同于 2019 年初，政策“退潮”、信用收缩等，不利于当前的权益类资产估值

2019 年年初，维稳政策托底；当前，政策重心从疫情中的“稳增长”，重新回到“调结构”、“防风险”等。2018 年下半年，政策重心从“去杠杆”、“防风险”回到“稳增长”，2019 年年初维稳政策托底。伴随疫情的影响逐步消退，2020 年下半年政策重心已开始从疫情中的“稳增长”，重新回归“调结构”、“防风险”等。

政策重心不同，使得信用环境也存在差异；2019 年年初信用环境加速修复，当前已经进入收缩通道。2018 年下半年维稳政策托底，2019 年年初融资环境加速改善。当前，政府杠杆行为减弱、非标融资收缩加快和地产调控加强等影响逐步显性化，信用环境已进入收缩通道；经验显示，信用收缩的阶段，估值多承压。

目前，权益估值远高于 2019 年年初，且经济见顶下，盈利预期或逐渐修正

当前，权益市场整体估值、机构重仓股的估值，均远高于 2019 年年初。整体来看，上证指数、创业板指估值分位数接近 40%、70%（2019 年年初均低于 10%），风险溢价分位数约为 60%、50%（2019 年年初均接近 100%）。分行业看，休闲服务、食品饮料、家电、汽车等行业的估值分位数均远高于 2019 年年初。同时，机构重仓股的绝对和相对估值也处于历史极值附近，均远高于 2019 年年初水平。

与此同时，企业盈利预期也不同；2019 年年初企业盈利增速底部回升，当前总体盈利预期或逐渐修正，行业间趋势分化。历经 2018 年去杠杆、商誉减值风险释放，2019 年年初企业盈利预期改善。政策“退潮”下，当前部分较早修复的经济指标，已依次见顶回落；伴随海外产需缺口收敛，中国出口“替代效应”正逐步衰减。伴随经济见顶回落，盈利预期或逐渐修正，行业间盈利分化仍将继续。

宏观环境、估值及盈利预期等的不同，或导致低价策略的效果今时不同往日

综合来看，当前权益市场的估值压缩风险尚未完全解除，低价策略效果或今时不同往日。伴随去杠杆政策纠偏、商誉减值风险释放，2018 年年底权益市场估值压缩至历史低位；2019 年年初，信用修复、盈利预期上行等，带动权益市场上行。当前政策“退潮”、信用收缩的背景下，权益类资产的风险更多的不在分子端，而是经济环境正常化对资产估值的压制，尤其是部分估值处于历史高位的板块。

应当规避正股估值高、资质较差、可能存在信用风险的个券，优先关注部分正股估值低、盈利确定性强的行业内的优质低价券。例如，以原油为代表的全球定价大宗商品涨价，带来的投资机遇；服务于欧美生产、地产投资及居民外出相关的行业；受益于线上活动回归线下的行业；盈利波动小、防御属性较强的板块等。

风险提示：宏观经济或监管政策出现大幅调整，市场出现大幅波动。

【宏观经济】利率债左侧买点已现——宏观经济专题-20210321

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002| 杨飞（分析师）证书编号：S0790520070004| 马洁莹（联系人）证书编号：S0790120080081

近期，美债利率持续超预期上行，引起国内投资者对国内债市的担忧。我们认为大可不必如此，中国债市“风景独好”，继续提示国内利率债的左侧买点已现。

中美债市走势，取决于各自基本面，并不必然相关；在经济分化时，常会背离

中美债券市场走势，并不必然相关、经常出现背离，美债大幅上行、中债明显下行的情形曾多次出现。回溯历史，2008 年之前，中美 10 年国债收益率变化差异较大，2008 年之后两者走势有所趋同、但也经常出现背离，较为典型的时期例如 2010 年上半年和 2018 年上半年，美债收益率大幅上行、中债收益率震荡下行。

中美债市走势，归根结底取决于各自基本面；经济表现分化时，收益率变化明显背离。不论中债还是美债，主要受基本面和货币流动性影响，而货币政策决策内生于经济基本面和通胀。2008 年之前，中美债市走势差异较大，与两国经济表现不同有关；随着中美经济趋同，2008 年之后中美收益率变化较为类似，但 2010 年上半年、2018 年上半年中国经济回落、美国回升，导致中美债市明显背离。

中美经济“K”型分化下，以美债走势看空中国债市，缺乏基本面逻辑的支撑

疫情“错位”下，中美经济已出现“K”型分化，以美债走势来看空中债，缺乏基本面逻辑的支撑，美债上行对中债的影响更多是短期情绪干扰。疫情冲击下，中美经济出现了明显错位，中国率先于其他经济体明显修复。国内政策在“不急转弯”的背景下，2020 年下半年即开始有序退出、滞后影响已有所显现，而美国刺激政策仍在落地，中美经济走势分化已经开始，市场演绎出现分化也是自然。

政策主线重回调结构、防风险下，类似“紧信用”、“宽货币”的政策环境，总量偏弱、结构优化的经济环境，对国内利率债的利好支撑会逐步显现。“低”效率杠杆行为指向的经济活动，在政策“退潮”过程中，已经开始逐步降温；疫情期间，托底政策带动下，部分较早修复的经济指标，已依次见顶回落，内需高点或已现。伴随着海外产需缺口的快速收敛，中国出口“替代效应”也在逐步衰减。

重申观点：从“固收+”到“+固收”，国内利率债的左侧买点已现

CPI 通胀率阶段性抬升、地方债供给等，不会成为影响货币流动性的核心因素。中美经济“K”型分化下，输入型通胀带来 PPI 的快速上行，更多表现为中上游对中下游的利润挤压，对 CPI 影响总体可控。伴随政策回归调结构、防风险，资产泡沫、债务风险成为关注焦点。经验显示，解决资产泡沫等结构性问题，不宜采用总量政策的收紧；化解风险的过程，需要相对平稳的货币流动性环境配合。

重申观点：从“固收+”到“+固收”，利率债行情确定性较强、左侧买点或已出现，权益类资产估值压缩风险或尚未解除。2021 年，经济在加快正常化，政策态度与市场定价，也将加快正常化。伴随经济、政策等预期的逐步收敛，利率债利多因素正在加速显现，长端收益率或将重回下行通道；对于权益类资产，风险更多不在分子端，而是经济正常化对资产估值的压制，尤其是部分估值偏高的板块。

风险提示：金融风险加速释放，及监管升级。

行业公司

【传媒】聚焦业绩增速与估值匹配度及哔哩哔哩二次上市——行业周报-20210321

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

财报季继续布局业绩增速与估值匹配的标的

当前进入 2020 年报和 2021 年一季报的密集披露期，A 股游戏板块中，姚记科技或由于捕鱼游戏买量规模扩大及扑克牌业务的同比恢复从而实现 Q1 扣非后归母净利润较快增长，吉比特或由于 2 月 1 日上线的自研游戏《一念逍遥》或成为 Q1 业绩驱动力，恺英网络或基于 2020 年以来游戏业务的持续恢复及《蓝月传奇 2》等新游戏的贡献或成为 Q1 业绩重要驱动因素；而腾讯控股预计将于 3 月 24 日发布 2020 年财报，游戏业务或由于《王者荣耀》、《和平精英》等游戏的稳定表现及 2020Q4 国内上线的《天涯明月刀》、《鸿图之下》、《使命召唤》手游、海外上线的《英雄联盟手游》等新游戏贡献而实现较快增长，近期调整后，基于市场一致预期的业绩增速和估值匹配度，腾讯控股的配置性价比已较高；A 股梯媒及营销板块龙头分众传媒基于需求持续向好和竞争格局优化，在提价和梯媒点位续签降租的驱动下，叠加同比低基数，2021 年一季报值得期待，且基于市场对 2021 全年业绩一致预期，当前估值性价比亦较高。基于业绩增速和估值匹配度，我们重点推荐姚记科技，其他受益标的包括腾讯控股、吉比特、恺英网络、分众传媒。

哔哩哔哩即将港交所二次上市，持续关注“Z 世代”互联网平台成长空间

根据港交所网站披露的哔哩哔哩招股说明书，其预计将于 3 月 29 日在港交所挂牌上市。哔哩哔哩财报显示其 2020 年营业收入超出此前的业绩指引，广告、电商、直播及增值业务收入继续大幅增长；随着其核心用户群—“Z 世代”年龄及收入的提升，未来 10 年或将成为其变现“黄金期”；另外，哔哩哔哩提出到 2023 年实现 4 亿 MAU 的目标，在香港二次上市或助力其持续出圈。另一家核心用户群同为“Z 世代”的平台 Taptap 的运营方心动公司，亦有望随自研及独占游戏的增加，实现用户规模的增长及朝重度化方向出圈，变现潜力亦可期。基于聚焦“Z 世代”互联网平台的成长空间，我们继续推荐心动公司，受益标的包括哔哩哔哩。

持续挖掘线下娱乐、体育、教育等领域业绩修复的机会

根据文旅部官方微信近日发布的通知：对疫情低风险地区的剧院等演出场所、上网服务场所、娱乐场所接待消费者人数比例不再做统一限制；我们判断将继续助力线下娱乐的恢复。2021 年春节档票房创同档期新高进一步验证人们观影意愿良好，2021 年电影行业有望持续恢复；因疫情延期的体育大赛如欧洲杯足球赛等将于 2021 年 Q2 起陆续举行，体育营销、赛事版权运营方 2021 年业绩有较大修复空间；教育领域中受疫情影响更大的早教、职业教育等细分行业在 2021 年有望迎来明显恢复。电影板块受益标的包括猫眼娱乐、万达电影、华谊兄弟、光线传媒、中国电影、上海电影、横店影视、金逸影视；体育板块受益标的包括当代文体、舒华体育；教育板块受益标的包括美吉姆、中公教育。

风险提示：疫情的发展及对线上娱乐时长的影响仍存在不确定性；游戏、电影、体育大赛上线、上映或举办时间再次调整。

【房地产】投资销售再超预期，区域政策呈现多元化——行业周报-20210321

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

房住不炒基调不变，长效机制持续完善，维持行业看好评级

我们认为，地产仍是当前财政和投资的重要托底工具，政策将会处于当前“房住不炒+因城施策”框架下，但方向和力度则会相机而变。目前房地产板块估值有所修复，但仍处于历史低位。伴随疫情影响逐渐消散，预计全年结算将回到增长轨道。我们建议 2021 年 1 季度继续关注地产板块机会，维持行业看好评级。

投资销售再超预期，区域政策呈多元化

（1）多地严查资金违规流入市场，规范性政策频出。土地政策方面，长春发布集中供地文件，拟安排在 3、5、8 月进行集中出让。信贷规范方面，多地严查消费贷、经营贷进入房市，上海印发信贷政策指引，强调要合理控制房地产贷款增速和占比；深圳市相关监管部门要求银行自查 2020 年以来经营贷资金流向；广东要求小贷公司不得为购房人或卖房人提供“首付贷”、“过桥贷”等购房融资产品。市场秩序方面，海口开展一年的房地产市场整治活动；杭州中介机构已自查 10 万余套房源信息，下架 7890 余套，主要为明显高于市场成交的高价房源和虚假房源；合肥监管局约谈 11 家房企及 4 家经纪机构，要求严格执行房地产市场调控政策；西安发布调控新规，提出加强购房资格及购房资金核验，规范销售秩序；嘉兴对购地、购房资金加强审核；深圳要求房企、经纪机构对购房人的身份证明、户籍、婚姻状况等进行严格核查；金华整顿规范房企、中介行为，不得违规预售，捂盘惜售。人才新政方面，青岛出台户籍新政，取消购房落户政策的面积限制，在青岛取得居住性质的合法产权型房屋的人员及其近亲属即可办理落户；嘉兴提出对新增外地户籍顶尖和高端人才不限购。（2）国家统计局发布 2021 年 1-2 月商品房投资和销售数据：商品房销售面积同比增长 104.9%，销售额同比增长 133.4%；房屋新开工面积同比增长 64.3%，竣工面积同比增长 40.4%；房地产开发投资额同比增长 38.3%。整体来看，投资销售再次超预期，东部市场拉动，叠加后疫情时代改善需求释放，1-2 月销售规模同比翻倍；相对 2019 年，开工有一定回落，竣工有所修复；投资提升明显受益于拿地端持续提振。

成交：一二手成交增长靓眼

（1）新房：2021 年第 12 周，全国 32 城成交面积 474 万平米，同比增加 57%，环比下降 8%；从累计数值看，年初至今 32 城累计成交面积达 5879 万平米，累计同比增加 111%。（2）二手房：9 城二手房成交累计增速达 69%。

2021 年第 12 周，全国 9 城成交面积为 142 万平米，同比增速 44%，前值 74%；年初至今累计成交面积 1362 万平米，同比增速 69%，较前值下降 4 个百分点。

资金：单周发债规模下降，利率有所分化

2021 年第 12 周，信用债发行 80.2 亿元，同比减少 68%，环比减少 70%，平均加权利率 4.27%，环比减少 24BPs；海外债发行 1.7 亿美元，同比减少 89%，环比增加 65%，平均加权利率 11.8%，环比增加 289BPs。

风险提示：行业销售波动；政策调整导致经营风险；融资环境变动。

【钢铁有色：明泰铝业(601677.SH)】深度系列二：五问五答，热点问题再探讨——公司深度报告-20210322

赖福洋（分析师）证书编号：S0790520100002

产销量扩张叠加吨毛利提升，助力铝加工龙头加速成长，维持“买入”评级

公司作为铝加工龙头企业，一方面不断加快产能扩张步伐、提高产销量水平，另一方面持续推动产品结构优化升级、提升产品吨毛利，在二者共同作用下，公司业绩有望保持高速增长。鉴于公司加快新增产能的投放步伐，我们上调了公司的盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 10.87/14.11/（+0.64）/17.55（+1.57）亿元，EPS 分别为 1.64、2.13（+0.09）/2.65（+0.23）元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 12.4 倍、9.6 倍、7.7 倍，维持“买入”评级。

五问五答，再看铝加工龙头成长空间

一、铝加工行业供需格局如何？需求端，国内铝加工行业下游需求平稳增长，每年可保持 6%-7%的需求增速。供给端，铝加工行业集中度较低，但随着行业产能逐渐出清，龙头定价权开始提升，未来有望强者恒强。

二、与同行业相比，公司盈利能力如何？与其他专注于单一或某几个高端领域的公司相比，明泰铝业基本实现全品类覆盖，产品偏向于中端和次高端，这样的布局特点导致其吨营收、吨毛利与其他上市公司相比并不具备优势。但近年来，随着公司持续进军高端市场，其吨盈利水平实现稳步提升。

三、铝价波动对公司盈利影响几何？公司采用“铝锭价格+加工费”的定价模式，其盈利水平并不会受到铝价波动影响。值得注意的是，由于公司存在原料和半成品库存，铝价波动导致的存货价值重估会变相影响公司当季利润，但占比很小。

四、公司再生铝业务进展如何？2021 年公司将具备 68 万吨再生铝产能，未来公司再生铝在其原料端的供应比例将进一步提升。由于再生铝相较于其原本的铝锭价格存在明显成本优势，使用量增加下未来公司降本效果或进一步显现。

五、如何看待公司的成长逻辑？根据公司在建项目投产进程以及吨盈利改善趋势，我们预计，2019-2022 年公司铝板带箔产品的产销量将由 86 万吨/年提升至 135 万吨/年，产品的综合吨毛利也将由 1700 元逐步提升至 2340 元。未来产品量价齐升，二者将共同助力公司业绩的高速增长。

风险提示：产能投放不及预期、需求大幅下滑。

【通信：华测导航(300627.SZ)】GNSS 龙头研发市场并重，优享北斗产业扩张红利——公司首次覆盖报告-20210322

赵良毕（分析师）证书编号：S0790520030005

GNSS 产业领军企业全产业链延伸，受益于北斗系统组网完成业绩有望持续拓展，首次覆盖，给予公司“增持”评级

公司是国内高精度卫星导航定位产业的领先企业之一，基于 GNSS 高精度算法核心技术为技术基础进行较完

备的空间地理信息产业应用布局，并向上、下游延伸，随着我国北斗导航系统完成组网并正式开通，中国卫星导航系统管理办规划 2035 年建成以北斗系统为核心的国家综合定位导航授时体系，叠加“中国移动+中国广电”合建 700M 基站，预计将使得我国 5G 建设及应用加速发展，高精度导航服务规模预计将持续扩张。公司聚焦高精度卫星导航定位核心技术研发，拓展地理空间产业市场，业务结构和管理结构逐步优化，业绩有望保持快速增长。据此我们预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润为 2.03/2.84/3.72 亿元，同增 46.4%/39.8%/31.1%，EPS 为 0.60/0.83/1.08 元，当前股价对应 PE 分别为 35.9/26.1/19.9 倍，相对可比公司，存在一定估值优势。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

公司销售研发并重具备优秀渠道能力，深耕国内市场拓展海外份额

公司营收方面，公司 2016-2019 年 CAGR 达 33.47%，主营业务中数据采集设备 2020H1 占营收比约为 77.74%，数据应用及解决方案业务营收增势较好，2016-2019 年 CAGR 达 32.64%；毛利率方面，公司数据应用及解决方案业务毛利相对较高，数据采集设备毛利稳定增长，拉升公司整体毛利水平。费用率方面，公司重研发水平，2012-2020H1 研发费用占营收比逐年增长，自研“璇玑”芯片投产后有望将公司原材料成本降低，提升公司营收质量；公司在精简销售团队的同时提升激励水平，使得公司动销情况良好，于全国 29 个省份设立子公司达到全国覆盖，在美国、东南亚等地设立 10 个海外子公司，营销体系完善。随着公司对外逐步开拓高毛利市场、对内降本增效的双重利好作用下，公司营收质量或将持续提升，利润率上升空间充足。

风险提示：国家卫星建设投资不及预期风险、行业竞争加剧风险、公司业务拓张不及预期

【计算机：畅捷通(01588.HK)】小微企业 SaaS 龙头，云业务有望实现快速突破——公司首次覆盖报告-20210322

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

公司云业务有望实现高速增长，首次覆盖给予“买入”评级

公司是小微企业 SaaS 领军，云服务业务不断取得突破。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 0.45、0.82、1.11 亿元，EPS 为 0.21、0.38、0.51 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 121.6、67.0、49.2 倍，公司 PE 及 PS 估值均低于行业可比公司平均水平，首次覆盖给予“买入”评级。

小微企业 SaaS 市场领军，“产品+品牌”占据竞争制高点

畅捷通是用友集团旗下成员企业，成立于 2010 年 3 月，并于 2014 年 6 月在香港联交所主板挂牌上市。公司致力于为中国小微企业提供以财务服务为中心的平台服务、应用服务、数据增值服务，通过“数智财税”+“数智商业”全系列产品布局，满足不同类型、不同发展阶段、不同规模小微企业的云服务需求。

小微企业数智化进程加快，SaaS 市场潜力巨大

我国小微企业数量众多，并保持快速增长态势，已成为中国经济发展的重要贡献力量。同时，小微企业信息化水平较低，疫情环境下数字化转型需求极为迫切。在企业数字化转型的大趋势下，相比传统软件部署模式，SaaS 简化管理、快速迭代、灵活付费和持续服务的优势在当前竞争环境中愈发突出，小微企业 SaaS 市场有望从启动走向高速发展期。

云产品线布局完善，有望实现快速突破

公司云服务业务实力突出，根据易观分析数据，畅捷通好会计在云财务市场覆盖率第一，畅捷通 T+Cloud 在云 ERP 市场覆盖率第一，而畅捷通好生意作为云进销存产品，在整体性能用户体验上领先。依托公司完善的产品线布局及优质的服务能力，公司云业务客户数量和云服务收入实现高速增长，云服务业务续费率及客单价持续提升，客户生命周期价值明显改善。公司云服务业务收入占比由 2016 年的 2%增至 2019 年的 32%，其中 2019 年公司云服务收入大幅增长了 289%。

风险提示：市场竞争加剧；人才流失风险；宏观经济形势恶化

【中小盘：科德教育(300192.SZ)】拟收购河南毛坦高级中学，异地城市、模式双扩张——中小盘信息更新-20210321

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

拟收购河南毛坦高级中学，实现异地城市、业务模式双扩张

公司公告与倍凡教育相关方林木顺、潮林教育签订《转让协议》，拟以受让股权的方式收购河南毛坦高级中学有限公司的控股权（60%股权，作价 3000 万元），同时，公司和倍凡教育将对其管理和持有的职业学校进行冲刺班业务合作。此次收购是公司异地扩张步伐的进一步加速，一方面将业务版图拓展至此前未有的普通高中，另一方面异地扩张目标城市由之前的长沙、合肥、天津拓展至第四城河南，全国化扩张稳步迈进。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 25.4/17.0/14.2 倍，维持“买入”评级。

河南毛坦中学：复读业务营造口碑，带动普高业务逐渐成长

河南毛坦高中主要从事普通高中和高考复读业务，属于民办普通高中，学校采用全日制教学方式，半军事化管理。学校占地面积 86 亩，建筑面积约 2.1 万平方米，含教学楼、办公楼、宿舍楼等基础设施。学校一期建设预计能容纳 3000 人，预计 2021 年 7 月建设完成，学校招生的前期工作已经开展，2021 年 9 月将正式投入使用。根据《转让协议》，潮林教育负责学校招生工作，并承诺学校在 2021 年 9 月招收新学生 1000 人，其中普高一年级学生为 200 人，高三复读生 800 人；2022 年 9 月招收新学生 1800 人，其中普高一年级学生 200 人。可见公司规划在新学校中先主要运营此前较为擅长的复读业务，在熟悉河南当地的高考模式并营造口碑后将帮助降低普高业务的招生及教学难度，带动普高业务逐渐成长。

异地扩张加速布局，中高考升学龙头可期

此次拟收购河南毛坦高级中学是继长沙、合肥、天津后又一异地扩张举措，加速了公司的异地扩张布局。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