行业观点

● 宏观

国元证券行业研究-宏观月报：基本面稳中向好，社融略超预期

报告要点：

?PMI 季节性回落，供需两端扩张减缓

2 月中采制造业 PMI 指数为 50.6%，较上月回落 0.7 个百分点，连续 12 个月处于荣枯线之上；非制造业 PMI 指数为 51.4%，较上月回落 1.0 个百分点。

整体上看，2 月生产指数为 51.9%，较上月回落 1.6 个百分点，连续 12 个月维持在荣枯线以上，表明企业进一步扩大生产的活动趋于谨慎。

?节后 CPI 维持低位，PPI 同比涨幅扩大

生猪产能持续修复，猪肉价格环比由上月上涨 5.6%转为下降 3.1%。春节期间鲜菜消费需求增加，鲜菜价格环比上涨 1.8%。受居民就地过年影响，文娱消费需求增加，房租下跌放缓；医疗保健价格持平，生活用品及服务小幅上行。2 月 PPI 同比上涨 1.7%，环比上涨 0.8%。其中生产资料价格同比+2.3%，环比+1.1%；全球经济复苏、需求回升，大宗商品价格持续上行，油价维持高位，国内需求稳定恢复，PPI 有望进入上行期。

?基数效应下 1-2 月工业增加值同比大幅回升

受去年同期基数较低的影响，1-2 月规模以上工业增加值累计同比大幅增长 35.1%，超出市场预期，较去年同期上升 48.6 个百分点，比 2019 年 1-2 月份增长 16.9%，两年平均增长 8.1%，处于近年来高位，工业增加值增速维持向好趋势。

?消费，投资，进出口稳定增长

1-2 月社零当月同比增速为 33.8%，去年同期数值为-20.5%，比 2019 年 1-2 月份增长 6.4%，超出市场预期。整体上看 1-2 月社零修复良好。必需消费品增速总体上稳中有升，可选消费增幅较大。1-2 月全国固定资产投资累计同比增长 35%，比 2019 年 1-2 月份增长 3.5%，。在去年低基数效应的影响下，固定资产同比出现较大幅度增长，剔除基数效应看固定资产投资维持稳定增长。制造业投资延续修复。2021 年 1-2 月我国进出口总值为 8344.9 亿美元，同比增长 41.2%，增幅较为明显；出口保持强劲，数据好于市场预期；进口增速较上月有所回升，延续向好态势。

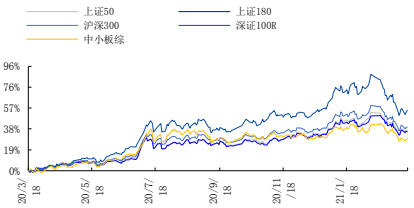
?社融小幅回升，企业居民融资向好

2 月 M2 当月同比增速 10.1%，增速较上月回升 0.7 个百分点，新增人民币贷款 13600 亿元。社融出现小幅回升，信贷数据仍表现亮眼，居民消费需求旺盛，房贷需求仍然强劲，企业中长期贷款继续保持超

主要市场指数

指数	收盘点位	涨跌幅 1 日	涨跌幅 5 日	涨跌幅 本年
沪深 300	5007.09	-	-	-3.92
上证综指	0.00	0.00	0.00	0.00
深证成指	13606.00	-	-	-5.98
中小板综	12173.15	-	-	-4.36
国债指数	182.96	-	0.08	3.21
基金指数	7009.96	0.11	-	9.10
香港恒生	27985.42	-	-	0.00
H 股指数	0.00	-	-	0.00
红筹股	4411.60	0.00	0.00	0.00
日经 225	19771.19	-	2.54	-16.42
道琼斯	24101.55	-	4.70	-15.55
标普 500	2863.39	-	4.63	-11.37
纳斯达克	8607.73	-	4.17	-4.07

主要市场走势图



资料来源：Wind

主要商品期货

商品	收盘价 USD	涨跌幅% 1 日	涨跌幅% 5 日	涨跌幅% 本年
纽约期油	52.4500	-0.51	-5.09	15.71
纽约期金	1,311.6	-0.52	-0.79	2.23
伦敦期铜	6,144.5	-1.05	0.09	2.46
伦敦期铝	1,878.0	-0.16	-0.27	1.79

A 股市场涨幅前五

股票	收盘价 RMB	涨跌幅% 1 日	涨跌幅% 5 日	涨跌幅% 本年
爱科科	68.50	258.45	0.00	0.00
华通热	9.45	20.08	31.80	9.37
欣贺股	11.63	20.02	34.45	23.59
四方股	8.64	20.00	26.13	23.96
顺博合	26.84	19.98	39.94	61.10

A 股市场跌幅前五

股票	收盘价 RMB	涨跌幅% 1 日	涨跌幅% 5 日	涨跌幅% 本年
退市工	0.61	-20.78	0.00	-34.41
退市秋	0.95	-20.17	0.00	0.00
华灿光	11.78	-16.34	-17.16	-1.83
柏堡龙	3.55	-15.48	-4.05	-32.12
西力科	15.65	-14.85	0.00	-55.07

联系人：房倩倩（执业证书：S0020520040001）

季节性增长。表外融资方面，企业贸易活动表现保持强劲；同时伴随地产政策的持续收紧，新增信托贷款继续回落，直接融资方面，企业债券融资出现边际下滑。

整体上看，1-2 月宏观经济数据稳中向好。PMI 季节性回落，从供给侧角度看，工业增加值维持高增，制造业加速回暖。需求侧角度看，消费、投资仍处于恢复阶段，进出口保持强劲。同时社融有所回升，信贷结构持续优化。预计伴随制造业与消费维持修复，经济将继续稳定增长，建议后续重点关注经济结构边际变化情况，包括通胀压力增长下工业制造业修复情况、消费后续走势以及海外经济修复下我国出口是否仍能维持高景气度。

?风险提示：经济复苏不及预期，政策不及预期

分析师：徐颖（执业证书：S0020520070001）

● 机械

国元证券行业研究-2 月工业机器人产量数据点评：1-2 月累计产量高增 117.6%，下游强劲复苏

事件：

根据国家统计局，1-2 月工业机器人累计产量 45433 套，同比+117.6%。

报告要点：

?下游复苏之势强劲，1-2 月工业机器人产量累计增长 117.6%

2021 年 1-2 月工业机器人累计产量 4.54 万套，同比大增+117.6%，创下历年同期新高。观测同步指标也有不俗表现，1-2 月我国金属成形机床和切削机床累计产量同比分别为 47%、85%。从下游需求看，3C 制造、金属加工、光伏、家电等行业复苏势头强劲，1-2 月汽车固定资产投资累计同比+16%，3C 固定资产投资累计同比+42%。宏观上看，2 月 PMI 受春节影响有所下降、为 50.6，但整体来看 PMI 已连续 12 个月维持在荣枯线之上，制造业景气度仍在持续向好。

?短期看，国内需求领先指标，1 月日本工业机器人订单同比+16%

日本工业机器人订单一般领先我国产量 2 个季度左右，日本订单量从 2019Q2 起降幅缩窄、2019Q4 增速转正，2020Q2 受疫情影响同比下降 3.4%，2020Q3 降幅有所收窄（-1.5%），2020Q4 实现同比增长 24%，复苏势头明显。2020Q4 日本机器人出口销售额同比增长 13.6%，出口中国的销售额同比增长 36%，增长迅速。从月度高频数据看，2021 年 1 月，日本工业机器人订单同比+16%。无论从日本月度还是季度高频数据看，都可以表明我国工业机器人的需求正处旺盛期，并且该数据具备领先半年的指导意义。

?长期看，机器人行业发展潜力巨大，国产替代主旋律不变

长期来看，工业机器人行业发展潜力巨大，主要原因有：（1）2019 年我国工业机器人密度实际为 79 台/万人，低于全球人均 91 台/万人，更落后于发达国家水平，长期发展仍有较大空间。并且，随着人力成本上升，整个制造业面临招工难的问题，机器代人更具性价比。（2）工业机器人产业链国产替代加速，上游 PLC、伺服电机领域涌现出一批如汇川技术、信捷电气的优质工控企业，国产品牌市占率不断提升。近些年国内机器人厂商份额也在逐渐提升，替代进程不断加速，有望借助行业东风进一步扩张市场规模。（3）政策端看，2021 年政府工作报告及《十四五规划》均明确提出要推动制造业优化升级，工业机器人作为制造业自动化升级改造的重要方向之一将有望深度受益于政策支持。

?投资建议与盈利预测

3C、汽车、光伏等工业机器人下游行业景气度高涨，工业机器人需求量有望继续增长。我们看好掌握运控核心技术的本体龙头埃斯顿、埃夫特和工业自动化集成龙头拓斯达。

?风险提示

下游行业固定资产投资不及预期；行业竞争加剧；进口替代不及预期。

分析师：满在朋（执业证书：S0020519070001），联系人：秦亚男

● 宏观

国元行业研究——1-2 月财政数据点评财：政收支总体平稳，政策保持可持续性

报告要点：

？ 财政收入平稳，进度完成较快

1-2 月全国一般公共预算收入同比增长 18.7%。，以 2019 年同期为基数，两年平均增速 3.4%。这一增速看似不如主要经济指标增速快，但 1-2 月一般公共预算收入已完成全年预算数字的 21%，进度较快。分中央和地方来看，中央一般公共预算收入同比增长 18.7%；地方一般公共预算本级收入同比增长 18.7%。分结构来看，全国税收收入同比增长 18.9%。非税收入同比增长 16.8%。分税种来看，主要税种中，国内增值税当月同比 19.9%，两年平均-1.5%，可能是受消费和服务业恢复节奏较慢拖累；企业所得税同比增长 13.2%，两年平均增长 2.7%。进口环节增值税和消费税同比增加 26.9%，两年平均增长率也较高，反映出进出口环境较好。土地交易和房地产销售相关税种中，契税、土地增值税同比增加 76.9%和 40.2%，房产税和城镇土地使用税同比下降 14%和 19.6%，契税高增反映地产销售市场景气度较高，而土地使用税或受近期地产调控政策拖累。

？ 财政支出增速较慢，向科技民生倾斜

1-2 月累计全国一般公共预算同比增长 10.5%，今年 1-2 月的财政支出增速较往年略慢。从财政支出的具体分项来看，科学技术和文体传媒同比增速较高，教育、社会保障、城乡事务和卫生健康支出增速均高于 10%，可以看出财政支出有意向科学技术和民生类倾斜。而与基建相关的分项中表现相对偏低，可能与疫情过后经济修复、基建刺激减少有关，预计后续基建相关支出将有所恢复。

？ 地产带动政府性基金收入

1-2 月全国政府性基金预算收入 12585 亿元，同比增长 63.7%，其中,国有土地使用权出让收入 11236 亿元，同比增长 67.1%，可以看出政府性基金收入高增主要可能是受到去年下半年以来的地产销售高增带动土地出让景气较高。从支出端来看，1-2 月累计全国政府性基金预算支出 10977 亿元，同比下降 14.8%。今年专项债额度下达晚于往年，对政府性基金预算支出产生错位影响。

整体上看， 2021 年 1-2 月财政收入受低基数影响同比较高，以两年复合增长率来看，财政收入增速虽然稍慢于主要经济指标，但已完成全年预算数字的 21%，收入节奏稳健。公共财政支出与政府性基金支出增速较弱，可能受到年初额度暂未下达等短期因素的扰动，预计后续将有所回升。相较于 2020 年的财政政策积极有为，2021 年“两会”表示财政政策要提质增效，保持可持续性。财政支出力度较去年有所下降，但目前较疫情前仍然显著扩张，预计财政资金在投向上将延续去年下半年的特点，主要向科技民生倾斜。

? 风险提示：疫情发展超预期，政策调整超预期

分析师：徐颖（执业证书：S0020520070001）

重点报告

《品牌表现分化，珀莱雅、薇诺娜、润百颜高增长》

——化妆品行业 2021 年 2 月数据跟踪

李典（执业证书：S0020516080001），联系人：杨柳

报告要点：

? 春节错位影响下，2 月化妆品类消费增速趋缓

2021 年 2 月淘系平台化妆品类（美容护肤+彩妆）成交额为 147.39 亿元，同比增长 11.30%，其中美容护肤/彩妆类成交额分别为 98.72 与 48.67 亿元，分别同比增长 1.96%与 36.76%。

? 美容护肤行业、彩妆行业 TOP20 品牌淘系成交额数据跟踪

美容护肤品牌：2021 年 2 月销售额 TOP20 店铺以国际品牌为主导，销售额排名前三的是兰蔻、欧莱雅、雅诗兰黛；国产品牌中韩束、珀莱雅、自然堂等 8 个品牌进入前 20。彩妆品牌：2 月销售额排名前三的品牌为花西子、完美日记、圣罗兰，此外奢貌、尔木萄、卡姿兰、橘朵、真绣文多个国产品牌进入前 20。

? 上市公司旗下重点品牌 2 月天猫旗舰店数据跟踪

珀莱雅成交额 7773 万元，同比增长 121%，其中烟酰胺面膜、睡眠面膜、粉底液等百元以内爆品维持稳定的 8w+高销量；彩棠成交额 1544 万元，同比增长 1796%，其中爆品高光修容盘销售额占比 50%+，妆前乳占比近 14%；佰草集成交额 465 万元，同比-65%，仍在调整期；玉泽成交额 4106 万元，同比-1%，主要由于上年同期直播销售占比高基数较高；丸美成交额 1117 万元，同比-27%，其中线上爆品蝴蝶绷带眼膜、小红笔眼霜销售占比分别约 29%与 16%；御泥坊成交额 2610 万元，同比增长 39%，其中爆品氨基酸泥浆面膜销售占比达 27%；润百颜成交额 2848 万元，同比增长 229%，次抛产品占比为 42%；夸迪成交额 5223 万元，同比增长 24066%，其中爆品轻龄霜、面膜和次抛产品销售占比分别为 37%、32%和 20%；薇诺娜成交额 4525 万元，同比增长 116%；璦尔博士成交额 2337 万元，同比增长 130%；完美日记成交额 2.23 亿元，同比增长 17%，口红产品销售占比达 41%；小奥汀成交额 3147 万元，同比增长 27%。

? 投资建议与盈利预测

维持行业“推荐”评级。关注化妆品品牌商珀莱雅、丸美股份、上海家化、御家汇、逸仙电商，电商代运营商壹网壹创、丽人丽妆及上游 ODM 龙头青松股份。

? 风险提示

行业景气度下滑、品牌竞争加剧、渠道拓展不及预期。

《全年业绩稳健，一体化优势彰显》

——璞泰来年报点评

分析师：满在朋（执业证书：S0020519070001），联系人：黄浦

事件：公司发布 2020 年年报，报告期内公司主营收入 52.66 亿元，同比增长 9.94%；归母净利润 6.68 亿元，同比增长 2.54%；扣非后归母净利润 6.24 亿元，同比增长 2.98%。Q4 营收 19.34 亿元，同比增长 49.11%，环比增长 32.56%；归母净利润 2.52 亿元，同比增长 30.97%，环比增长 15.42%。

？全年毛利率平稳，Q4 归母净利润环比增长 31%

公司全年毛利率维持 31.6%，同比提升 2.1pcts，主要由于负极毛利率同比提升 4.2pcts。Q4 营业收入 19.3 亿元，同比增长 49.1%，归母净利润 2.52 亿元，同比增长 30.97%，创历史新高。2020 年各项资产减值准备计入当期损益总额 1.24 亿元，其中商誉/存货/应收账款分别为 0.19/0.25/0.78 亿元。费用方面，公司全年期间费用率 14.3%，同比提升 0.7pct，其中财务费用率与销售费用率分别为 3.1%（+0.98pcts）、2.2%（-1.53pcts）。

？负极业务盈利基本稳定，一体化规模化优势彰显

2020 年负极业务 36.28 亿元，同比增长 18.84%，毛利率 31.09%。负极总体出货 6.29 万吨，同比增长 37.6%。尽管单吨售价降至 5.8 万元（YoY-13.4%），整体毛利率仍同比提升 4.2pcts。主要在于石墨化与碳化自供比例持续提升，叠加原材料针状焦高价库存消耗，成本单位价格下行。全年动力类销售占比超过消费类，出口占比由 2019 年 15.09%提升至 26.44%。公司 2020 年底具备产能 9 万吨，预计 21 年底达到 15 万吨产能，随着四川紫宸一体化项目建设，预计 22 年底再增 10 万吨一体化产能。公司负极龙头地位稳固，一体化规模化下成本优势将进一步凸显，市占率有望持续向上。

？隔膜 20Q4 毛利率企稳，锂电设备 21 年有望高速增长

1）隔膜及涂覆加工业务收入 8.10 亿元，同比 16.57%，毛利率 42.25%，同比下降 4.82pcts，主要由于上半年产能利用率不足及价格承压。全年涂覆隔膜加工量 7.07 亿平，同比增长 23.75%，其中预计 Q4 出货接近 3 亿平，产能利用率显著提升。2）锂电设备业务收入 4.64 亿元，同比-32.73%，主要因疫情交付延迟，以及内部交付占比提高导致。随着 2020 年下半年客户密集扩产，公司在手订单已达 15 亿元，2021 年有望实现高速增长。

？投资建议与盈利预测

预计公司 2020-2023 年营业收入为 77/104/138 亿元，同比增长 46%/34%/33%；归母净利润 10.7/14.0/18.3 亿元，同比增长 61%/31%/30%，EPS1.97/2.57/3.34 元，对应 PE44/34/26 倍，维持公司“买入”评级。

？风险提示：新能源汽车终端销量不及预期；原材料涨价导致毛利率承压；扩产进度不及预期。

《布局全产业链，游戏自研与垂直社区协同发力》

——心动公司（2400.HK）公司首次覆盖报告

李典（执业证书：S0020516080001），路璐（执业证书：S0020519080002）

报告要点：

？布局游戏全产业链，研发、发行与渠道兼具

心动公司以页游运营起家逐步转型为游戏研运+渠道多元化布局的全产业链公司。截止 2020H1，公司网络游戏 MAU 为 3047.40 万，同比增长 65.4%。旗下手游社区龙头 TapTap 平台 MAU 增至 2480 万，同比增长 51.9%。

？游戏业务：加码自研投入，品类覆盖全面，地域布局广泛

游戏研发层面，公司通过加强工作室布局、加大单品投入、强化辅助部门建设、完善开发工具等方式提升自研能力。品类方面，公司游戏组合覆盖全面，即包含 MMO、SLG、卡牌等商业化水平较高的品类，也包含大 DAU 类休闲竞技游戏，以及优质付费独立游戏，对平台形成良好的引流效果。出海方面，公司近年来海外收入增长迅速，海内外市场在游戏上线节奏与产品生命周期上形成有益互补。

？TapTap：优质内容连接用户与开发者，竞争优势突出，长期空间可观

1）竞争优势：厂商侧，依托广告变现，免费网游零抽成，提供良好开发环境，吸引更多游戏开发者，加固内容护城河；用户侧，提供全面、便捷的游戏社区功能，丰富社区内容生态，保障手游玩家体验，通过优质独占内容达到正向引流效果；2）发展策略：对标 Steam，TapTap 学习其在用户激励、大 DAU 游戏引流、国际化扩张方面的经验，并逐步补齐游戏自研能力，初步具备了成为手游行业 Steam 的潜质；3）长期空间：代际切换背景下，平台依托优质独占内容和运营能力的正向协同效应不断提升在 Z 世代用户中的渗透率，吸收增量用户，后续随着用户获取信息密度提升逐步放开新广告位，提升用户广告价值。行业来看，精品化趋势下社区作为沟通渠道的价值凸显，云游戏提高游戏厂商对社区分发的需要。

？投资建议与盈利预测

移动游戏行业高速增长，公司作为在海内外布局全产业链企业，有望从需求侧驱动力更迭与内容供给精品化的双重机遇中充分受益，未来围绕精品游戏研运与 TapTap 社区生态建设两大方向协同发展，增长潜力巨大。我们预计 2020/2021/2022 年公司实现归母净利润 0.47/0.87/4.11 亿，对应 EPS 0.10/0.19/0.90 元，给予公司 2021 年 9.64 倍 PS，对应目标市值 312.64 亿人民币，对应 373.34 亿港币，目标价 82 港币。首次覆盖给予“买入”评级。

？风险提示

现有游戏流水下滑，新游流水表现不及预期，新游上线时间延后，TapTap 用户增速不及预期。

《扣非后净利润高增长，尝试拓品类、拓平台》

——丽人丽妆（605136）2020 年年报点评报告

李典（执业证书：S0020516080001），联系人：杨柳

事件：

公司发布 2020 年年报。

点评：

？营收稳步增长，扣非后归母净利润高增长

2020 年公司营业收入 46.00 亿元，同比增长 18.72%，归母净利润 3.39 亿元，同比增长 18.70%，扣非后归母净利润 3.09 亿元，同比高增长 41.72%，非经常性损益中政府补助 4093 万元，较上年减少 2527 万元。2020Q4 单季公司实现营业收入 21.36 亿元，同比增长 31.13%，占全年收入比例为 46.43%，归母净利润 1.48 亿元，同比增长 63.07%，占全年利润比例为 43.66%，四季度占比较大主要系电商行业“双十一”大促集中销售效应所致。2020 年公司毛利率 35.90%，较上年+0.29pct；销售费用率 22.14%，较上年-2.66pct；管理费用率 2.16%，同比-0.12pct；归母净利率 7.38%，与上年持平；扣非后归母净利率 6.72%，同比+1.09pct，盈利能力有所优化。

？旗下美妆品牌雪花秀、后等表现优异，同时公司积极拓品类、拓平台

报告期内，公司电商零售业务收入 43.62 亿元，同比增长 17.90%，占比 94.83%，毛利率 34.22%，同比-0.99pct；品牌营销运营服务模式收入 1.99 亿元，同比增长 51.39%，主要系公司代运营品牌后、欧蕙、珂莱欧等品牌实现高速增长，毛利率大幅+22.55pct 至 79.61%，主要由于服务成本减少。截至 2020 年末，公司合作品牌超 60 个，双十一期间合计 GMV 超 30 亿元，其中后、芙丽芳丝、雪花秀、奥伦纳素、雅漾、施华蔻、兰芝等 7 个品牌进入天猫 “亿元俱乐部”。据爬虫数据，核心品牌雪花秀、后 2020 年天猫旗舰店成交额同比增速均超 100%，芙丽芳丝、雅漾分别同比增长约 80%与 40%，表现亮眼。此外，2020 年公司一方面承接服饰、母婴类品牌，尝试拓品类；另一方面积极拓展国内外新兴电商平台，截至 2020 年末，公司共运营店铺 90 家，其中天猫平台 62 家（经销与代销分别 49、13 家），抖音小店 7 家，拼多多 1 家，Lazada&Shopee 共 8 家，其他平台 12 家。

？投资建议与盈利预测

电商服务行业逐渐进入整合期，公司作为美妆垂类头部玩家有望持续提升市占率。2021 年公司在巩固现有品牌客户的同时，计划积极拓品牌、拓品类、并尝试新品牌孵化。我们预计公司 2021/2022/2023 年 EPS 分别为 1.03/1.16/1.29 元/股，对应 PE 分别为 27x/24x/21x，维持“增持”评级。

？风险提示

行业增速趋缓、竞争加剧、头部品牌收回代运营权风险。

《皮肤学级护肤龙头，打造美丽健康大集团》

——贝泰妮(300957)首次覆盖报告

李典（执业证书：S0020516080001），联系人：杨柳

报告要点：

?皮肤学级护肤龙头，主品牌薇诺娜 2020 年双十一登顶国货美妆榜首

公司以“薇诺娜”品牌为核心，依托团队滇虹药企背景，联合昆明医科第一附属医院、中科院昆明植物研究所，打造出国内 TOP1 针对敏感肌的护肤品牌。根据欧睿数据，薇诺娜 2019 年在中国皮肤学级护肤品市场排名第 1，市占率达 20.54%。2020 年双十一薇诺娜天猫旗舰店累计成交金额破 7 亿，位列天猫国货美妆第一名，成为唯一跻身美妆类前十的国货品牌。

?行业：皮肤学级护肤市场增速快，行业壁垒高，竞争格局优

2019 年皮肤学级市场规模达到 135.51 亿元，2014-2019 年均复合增长率 23.2%（同期护肤市场增速仅为 10.1%）。根据我们测算，2019 年皮肤学级护肤市场的覆盖购买人数规模仅为 4151 万，预计到 2025 年整个皮肤学级赛道市场规模有望扩容至 403 亿。竞争格局上，皮肤学级护肤品通常需要持续的医研共创，产品有效性要求高，行业进入壁垒较高，市场 CR5 超 60%，竞争格局更优，头部品牌优势明显。

?公司看点：医研共创成就高功效高口碑大单品，通过电商渠道实现放量

研发端：公司拥有医药、化学背景深厚的研发人员，同时合作权威皮肤科专家与植物研究所，背靠植物王国昆明，聚焦青刺果、马齿苋等云南特色的植物成分提取，打造专利技术，并通过临床实验验证效果。产品端：产品实力强劲，形成“明星系列（占比近 40%）+明星大单品（占比 18%）+多产品线布局”的布局，大单品“舒敏保湿特护霜”高口碑高销量，推动品牌高复购（薇诺娜天猫旗舰店复购率高达 30%）。渠道端：以线下医院、药店渠道为根基、积极捕捉线上渠道红利放大品牌优势，实现快速扩张。营销端：优质的“医学级护肤”品牌故事奠定核心优势，通过医生在线问诊、KOL 内容营销、超头直播、明星代言等多元化营销放大品牌优势。

?投资建议与盈利预测

公司是国内皮肤学级护肤细分赛道的绝对龙头，兼具高壁垒与高成长性。除主品牌薇诺娜外，公司尝试孵化“WINONA Baby”“Beauty Answers”等定位母婴、医美赛道的子品牌，有望逐步构建“健康美丽”的多品牌矩阵。预测公司 2021-2023 年 EPS 为 1.82/2.49/3.24 元/股，对应 PE 为 26/19/15x，首次覆盖给予“买入”评级。

?风险提示

行业景气度下滑、行业竞争加剧、品牌和销售平台相对集中的风险。

《PDF 行业领军者，云化打开新空间》

——福昕软件(688095)首次覆盖报告

分析师：耿军军（执业证书：S0020519070002），联系人：陈图南

报告要点：

? 快速成长中的全球领先 PDF 电子文档解决方案提供商

公司是 PDF 行业内全球市场份额仅次于 Adobe 的领军企业，目前已建立起一整套拥有完全自主知识产权的 PDF 技术体系，为用户提供覆盖 PDF 文档全生命周期的软件产品与解决方案，包括：PDF 编辑器与阅读器、开发平台与工具、企业文档处理解决方案、PDF 工具及在线服务四大产品线。2017-2020 年，公司营业收入保持快速增长的态势，CAGR 达 28.65%，归母净利润 CAGR 高达 68.35%。2020 年，公司实现营业收入 4.70 亿元，同比增长 27.35%；实现扣非归母净利润 0.90 亿元，同比增长 49.86%。

? 2021 年 PDF 文档相关业务 TAM 可达 75 亿美元，成长空间巨大

Adobe 公司公开文件显示，2020 年 PDF 文档相关业务潜在市场规模(TAM)可达 53 亿美元，2021 年可

达 75 亿美元。作为行业龙头，Adobe 公司 2019 年实现的营业收入占其预计的 2020 年 TAM 的比例仅为 23%，PDF 文档相关业务未来仍有较大的市场空间。随着我国信息技术的快速发展，互联网用户群体规模仍将呈增长态势，为软件产业奠定坚实的用户基础，PDF 电子文档作为人们日常办公的基础软件、通用软件之一，市场发展前景良好。

? 差异化竞争，前瞻布局云化趋势，打造核心竞争力

通过与 Adobe 进行差异化经营，公司取得了众多客户的认可，具体策略包括：产品特性差异化；产品价格差异化；客户服务差异化；提供灵活的授权模式；采取灵活的销售模式。公司优先进行 PDF 的水平扩充与垂直扩充，垂直应用扩充包括在 AEC 领域的 PDF 应用。此外，公司坚定推进云化战略，将大量人力投入于产品云化项目，致力于在未来将桌面端收入全部转化为云端和移动端收入。云化是公司弯道超车的重要方向，产品上云后将增加文档协同、电子签名、电子图纸等特色服务，未来发展前景广阔。

?投资建议与盈利预测

公司凭借产品性价比及服务优质等差异化经营策略，有望充分受益于 PDF 行业的发展。预测公司 2020-2022 年营业收入为 4.70、6.25、7.99 亿元，归母净利润为 1.23、1.68、2.18 亿元，EPS 为 2.55、3.50、4.53 元/股，对应 PE 为 98.93、71.95、55.53 倍。上市以来，公司 PE 主要运行在 80-140 倍之间，目前计算机（申万）指数的 PE TTM 为 62.5 倍，给予公司 2021 年 100 倍的目标 PE，目标价为 350.00 元。首次推荐，给予“买入”评级。

?风险提示

新冠肺炎疫情反复；行业竞争加剧；国内市场拓展不及预期；PDF 产品研发及渠道拓展不及预期；海外经营风险。

重要新闻

- 证监会主席易会满在中国发展高层论坛圆桌会上发表主旨演讲，表示坚定注册制改革方向不动摇，注册制绝不意味着放松审核要求。不少中介机构尚未真正具备与注册制相匹配的理念、组织和能力，还在“穿新鞋走老路”。IPO 排队现象是多重因素造成的，这与历史上的“堰塞湖”有区别。市场波动很正常，只要没有过度杠杆，就不会出大事，关键是要有一个合理的资金结构。目前，A 股市场杠杆风险总体可控。下一步将坚持资本市场对外开放，防范外资大进大出，妥善处置中概股问题。
- 国务院关于调整央行货币政策委员会组成人员的通知：同意蔡昉、王一鸣担任货币政策委员会委员，刘世锦继续担任货币政策委员会委员，刘伟、马骏不再担任货币政策委员会委员职务。
- 央行调统司原司长盛松成表示，中国官方已经明确表示，2021 年宏观政策“不急转弯”。盛松成认为，在全球货币宽松的环境下，过快收紧会带来大量的负面效果，扰乱中国货币政策的施行。同时，目前是推进资本账户开放的好时机，“走出去”和“引进来”同等重要。
- 央行数字货币研究所所长穆长春表示，可控匿名是数字人民币的重要特征，体现了其 M0 的定位，但完全匿名的概念是不切实际的。数字货币不会是现有法币的颠覆者。在现行支付工具中数字人民币安全性最高，要在便利和可溯之间做到平衡。在可预见的将来，纸钞、电子支付和数字人民币将同时共存。央行可以通过查手机号获取用户真实身份信息系误解。

国元证券股份有限公司
GUOYUAN SECURITIES CO.,LTD.

投资评级说明：

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址:www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编： 230000	邮编： 200135
传真： （0551）62207952	传真： （021）68869125
	电话： （021）51097188