新时代证券-研究所晨报（20210305）

● 总量研究

策略研究：复盘 2016-2017 年的周期牛市

在周期股的牛市中，决定周期行情趋势的是经济的大趋势，投资者对于对经济的预期决定了周期行情的节奏。通过对 2009-2010 年（详情参考我盘们前期发表的报告《复盘 2009-2010 年的周期牛市》）和 2016-2017 年两次周期牛市的复盘，我们将周期牛市大致分为三个大阶段。

● 公司研究

昆仑万维：2020 年净利增速 269%，收购 StarMaker 布局海外音频社交

事件：公司拟以 13.95 亿元人民币收购 StarGroup60.65%股权；2）公司发布 2020 年度业绩快报，2020 年公司实现归母净利润 47.75 亿元，同比增长 268.72%。

盈利预测评级：看好公司互联网平台持续发展，看好音频社交赛道及 Opera 的流量入口，维持“强烈推荐”评级。

昊志机电：顺周期高增长，平台转型打开更大空间

事件：2020 年营收 8.76 亿亿元（+149.16%），净利 8275.78 万元（扭亏为盈）。2020 年度，公司营收，同比增长 149.16%；营业利润 10074.90 万元，同比增长 155.85%；归母净利润为 8275.78 万元，扭亏为盈；基本每股收益 0.29 元，同比增长 152.73%；加权平均净资产收益率 8.89%。

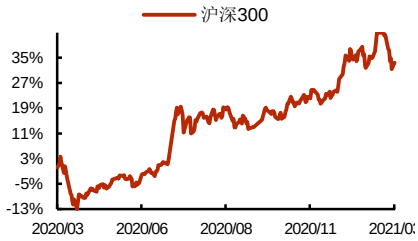
盈利预测评级：预计公司 2020-2022 归母净利润分别为 0.83/1.42/2.03 亿元，增速分别为-/71.2%/43.7%；EPS 分别为 0.29/0.50/0.72 元，对应市盈率分别为 49.4/28.9/20.1 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：美债收益率超预期上行，美元指数大幅反弹。

樊继拓（分析师）
021-68865595
fanjituo@xsdzq.cn
证书编号：S0280518040001

吕卓阳（联系人）
证书编号：S0280120060010

大盘走势图



行业涨跌幅（日度）

涨跌幅前五		涨跌幅后五	
钢铁	7.6%	电气设备	-0.56%
银行	4.65%	家用电器	-0.22%
有色金属	3.76%	国防军工	0.05%
采掘	3.59%	通信	0.41%
非银金融	2.72%	商业贸易	0.74%

相关报告

《2020 年净利增速 269%，收购 StarMaker 布局海外音频社交》2021-03-04

《顺周期高增长，平台转型打开更大空间》2021-03-04

《复盘 2016-2017 年的周期牛市》2021-03-03

内容目录

1、总量研究 3
1.1、策略研究：复盘 2016-2017 年的周期牛市 3
2、公司研究 4
2.1、昆仑万维：2020 年净利增速 269%，收购 StarMaker 布局海外音频社交 4
2.2、昊志机电：顺周期高增长，平台转型打开更大空间 4
2.3、启明星辰：2020 年扣非净利润同增 22.28%，战略新业务加速推进 5

1、 总量研究

1.1、 策略研究：复盘 2016-2017 年的周期牛市

在周期股的牛市中，决定周期行情趋势的是经济的大趋势，投资者对于对经济的预期决定了周期行情的节奏。通过对 2009-2010 年（详情参考我盘们前期发表的报告《复盘 2009-2010 年的周期牛市》）和 2016-2017 年两次周期牛市的复盘，我们将周期牛市大致分为三个大阶段:

1.经济上行拐点叠加政策宽松的阶段(2008 年末-2010 年初&2016Q1-2017Q1)，经济总需求触底回升，货币环境较为宽松，股市及商品上涨。此阶段投资者对于经济的预期最稳定，估值扩张的难度较小，虽然利润尚未企稳，但上涨行情的级别可能更高，是所有投资者都应该积极参与的行情。

2.经济恢复到一定程度后的政策收缩阶段（2010Q1-2010Q2&2017Q2），货币开始拐头，股市出现较大幅度的调整，商品的震荡幅度小于股市，但经济的总需求比较稳定。

3.业绩兑现阶段（2010Q3-2010Q4&2017Q3），通胀上行，紧缩政策加码，但由于下游的需求转化为利润开始反映在报表上，伴随着商品价格的继续上涨周期股会有一轮业绩兑现行情，此时估值的贡献度大大降低。

2016-2017 年的周期牛市共经历了 4 轮上涨和 3 轮回调:

（1）四轮上涨: 2016 年 1 月底-2016 年 4 月中旬。点燃周期股行情的导火索源于政策端供给侧改革的推动。基本面最大的变化是经济上行拐点确立。2016 年 5 月中旬-2016 年 11 月底。市场短期流动性有所好转，股市开始企稳反弹。同时宏观经济指标在多个维度里朝着向好的方向持续改善，市场对于经济回升的分歧也渐渐减弱。2017 年 1 月中旬-2017 年 4 月中旬。央行定向降准，缓解流动性紧张，同时由于经济数据的短期波动造成的投资者关于经济预期的扰动在 2,3 月的中微观数据披露后得到了修复。2017 年 6 月初-2017 年 9 月中旬。这一阶段助推股价上涨的核心动力是预期的修复。

（2）**三次回调:** 2016 年 4 月中旬-5 月中旬。这段期间对市场影响最大的利空主要由两点：一是资金格局不理想：信贷数据不及预期以及从 4 月开始市场进入限售股解禁的小高峰。二是信用风险的持续暴露，使得投资者对于流动性及经济复苏的预期都有了负面的扰动。2016 年 11 月底-2017 年 1 月中旬。这一轮回调的主要利空主要来自资金层面：IPO 提速、相比 4-6 月份级别更大的解禁潮、央行连续净回笼资金等。2017 年 4 月中旬-2017 年 6 月初。调整原因主要是市场对于严监管预期不足，政策层面正式进入紧缩周期。

预期拉动，估值先行：这主要是因为在周期牛市中，周期板块的大趋势。于经济的趋势密切相关，一旦出现对于经济趋势的担忧，周期板块的回调幅度相对来说也会比较大。前两轮级别更高的上涨行情（均发生于 2016 年）中，估值的平均贡献度为 138.28%，即股价的上涨是由估值扩张推动的。而在周期板块 ROE 开始加速上行的 2017 年，政策环境在显著收紧，估值继续扩张的空间有限，行情的抓手开始转变为盈利的回升。这一时期估值贡献度出现了显著的回落。

风险提示: 美债收益率超预期上行，美元指数大幅反弹。

2、 公司研究

2.1、 昆仑万维：2020 年净利增速 269%，收购 StarMaker 布局海外音频社交

事件:公司拟以 13.95 亿元人民币收购 StarGroup60.65%股权;2)公司发布 2020，年度业绩快报，2020 年公司实现归母净利润 47.75 亿元，同比增长 268.72%。

StarMaker 活跃用户超 5000 万，音频社交有望成为下一个投资风口。根据公司公告，公司拟以 13.95 亿元收购 StarGroup60.65%股权，StarGroup 旗下的主要产品 StarMaker 是全球最受欢迎的音频社交平台之一，主打唱歌及语音聊天，以打赏变现为主。StarMaker 全球活跃用户超 5000 万，2020 年全球下载量超 6000 万，营收 6.2 亿元，净利润 9071 万元。相关收购承诺显示，2021 年-2023 年 StarMaker 目标扣非净利分别不低于人民币 1.92 亿元、2.30 亿元和 2.76 亿元。我们认为，当下视觉社交时长已接近天花板，而音频社交尚未过度开发，美国的 Clubhouse 和中国的 YY、猫耳 FM 等音频社交平台近一年来发展迅速，音频社交有望成为下一个投资和变现风口，随着 5G 智能时代来临，或迎来进一步商业变化。公司布局该赛道有望受益行业红利。

2020 年利润端大增 269%，游戏业务稳定发展，Opera 运营数据优秀公司 2020 年实现归母净利润 47.75 亿元，同比大幅增长 268.72%，实现营收 27.69 亿元，同比下滑 24.93%。营收下滑主因系 Grindr 出售后剥离了报表以及 GameArk 代理游戏流水有一定下滑。总体来说，公司游戏业务稳定发展，2020 年 GameArk 推出自研产品《仙剑奇侠传移动版》，在游戏业务收入略有下滑的情况下保证了利润。闲徕互娱进行了可持续化业务形态调整。公司参投公司业绩表现良好，其中 DADA 在美国挂牌上市，PonyAI 市场估值增加，Opera2020 年实现营业收入 1.65 亿美元，净利润 1.76 亿美元，同比大幅增长 204.1%。2020 年 Opera 月活用户增加了 2900 万，同时预计 2021Q1 收入为 4700 万美元至 4800 万美元之间，全年收入为 2.2 亿美元至 2.4 亿美元之间。

盈利预测、估值与评级：看好公司互联网平台持续发展，看好音频社交赛道及 Opera 的流量入口，维持“强烈推荐”评级。随着 Opera 的并表及未来 StarMaker 并表，公司收入水平或将快速增长。预计 2020 年-2022 年净利润为 47 亿元、19 亿元、23 亿元，同比增长 265.1%、-58.9%、18.7%，对应 EPS 分别为 4.09/1.68/1.99 元，当前股价对应 2020 年-2022 年 PE 分别为 5/13/11 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：公司全球化策略缓慢，新游上线或投资项目发展不及预期等。

2.2、 昊志机电：顺周期高增长，平台转型打开更大空间

事件：2020 年营收 8.76 亿亿元（+149.16%），净利 8275.78 万元（扭亏为盈）。2020 年度,公司营收,同比增长 149.16%;营业利润 10074.90 万元,同比增长 155.85%;归母净利润为 8275.78 万元,扭亏为盈;基本每股收益 0.29 元,同比增长 152.73%;加权平均净资产收益率 8.89%。

机床核心部件主轴业务顺周期复苏，收入高速增长。2020 年瑞士 Infranor 集团并表收入 2.6 亿元，我们根据机床及口罩机行业情况估算公司主轴及配件维修收入增速在 35%左右（对应 4.6 亿元收入）、估算公司超声波焊接系统等口罩机核心部件收入在 1.6 亿元左右。公司收入大幅增长主要得益于三方面原因：1）机床行业

顺周期复苏，公司作为核心部件主轴的国内龙头受益需求旺盛，2020 年主轴、转台等业务同比实现较大增长；2）超声波焊接系统等口罩机核心部件贡献较大业务增量；3）子公司瑞士 Infranor 集团并表收入 25,851.76 万元，但因需摊销合并日评估增值的存货等资产价值，瑞士 Infranor 对公司净利润贡献较少，约为 286.44 万元。

并表瑞士 Infranor 增加费用+计提减值准备，拖累净利润。1）瑞士 Infranor 并表导致公司销售费用、管理费用、研发费用分别同比增长 77.52%、68.32%和 22.65%。另外公司财务费用同比增长 63.79%；2）公司进一步拟计提应收等资产减值准备 2,253.47 万元，摆脱历史包袱。

通用自动化持续景气，公司平台转型打开更大成长空间。基于“3-4 年产品更新驱动设备更新小周期”、“10 年设备投资朱格拉中周期”、“制造业智能化、自动化升级大趋势”三层逻辑，通用自动化持续景气。公司主轴继续高增长，直线电机/转台销售放量+机器人核心部件减速器取得突破+并购瑞士 Infranor 拓展伺服和控制系统，转型为精密制造平台，将持续受益自动化景气，打开更大成长空间。

盈利预测、估值与评级：预计公司 2020-2022 归母净利润分别为 0.83/1.42/2.03 亿元，增速分别为-/71.2%/43.7%；EPS 分别为 0.29/0.50/0.72 元，对应市盈率分别为 49.4/28.9/20.1 倍。基于公司资产稀缺、困境反转、周期拐点、平台转型的核心逻辑，参考同属工业自动化“核心资产”可比公司 2021 年平均 50 倍的 PE，以及公司历史平均 74 倍的 PE，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：市场复苏持续性、产能扩张不及预期、并购整合风险。

2.3、 启明星辰：2020 年扣非净利润同增 22.28%，战略新业务加速推进

事件：2020 年年增扣非后归母净利润同增 22.28%，Q4 季度业绩显著改善。公司发布 2020 年业绩快报：2020 年实现营收 36.50 亿元，同比增长 18.16%，归母净利润 7.93 亿元，同比增长 15.19%，扣非后归母净利润 7.02 亿元，同比增长 22.28%。2020 年，公司前三季度的业务受到新冠疫情影响较大，导致业绩下滑。随着疫情好转，公司业务得以迅速恢复，2020Q4 实现营收 22.07 亿元，同比增长 46.51%，归母净利润 7.24 亿元，同比增长 22.45%。

传统安全优势地位稳固，，2020 年继续加强市场开拓。2021 年，公司发布自主研发的业内首款支持 FPGA 加速功能 IDS，满足入侵检测设备百 G 高性能的实际需求，目前，公司入侵检测产品至今已连续 18 年市场占有率稳居第一。此外，根据赛迪顾问报告显示，2019 年，启明星辰集团“数据安全审计与防护”产品以 13.4%的市场份额排名第一，“天镜脆弱性扫描与管理系统”以 21.5%的市场占有率继续领跑国内市场，传统安全领域优势地位稳固。根据公告披露，2020 年，公司围绕中长期发展战略及年度经营计划，继续加强市场开拓、行业布局及渠道建设。

研发投入持续加大，三大战略新业务业绩达达 10 亿元。2020 年，公司持续加强研发投入，尤其战略新业务相关产品的开发，支撑安全运营、云安全、工业互联网安全三大战略新业务的快速增长，全年销售额已达 10 亿元。安全运营：已在全国各地建设了成都、青岛、郑州、天津等 60+独立第三方城市级安全运营中心，公司在不断扩大区域覆盖的同时，也有力提升了多个区域市场的销售额，协同效应明显。云安全::计划于 2021H1 发布云原生安全产品，打造覆盖 IaaS 和 PaaS 的统一云原生安全平台，并与华为云、腾讯云、金山云、天翼云、联通沃云、Easystack 等厂商展开积极合作。工业互联网安全：2021 年 1 月 13 日，公司与中国矿业大学计算机科学与技术学院、徐工信息签署战略合作，携手建立工业互联网安全实验室。

盈利预测、估值与评级：持续看好网安龙头厂商发展，维持“推荐”评级。公司是网络安全市场龙头厂商，深耕安全领域 25 年，网络安全产品线完善，IDS/IPS、UTM、SOC 等产品市占率稳居前列，安全运营、云安全、工业互联网安全三大战略新业务加速推进。预计 2021-2022 年归母净利润为 10.56 和 12.98 亿元，对应 PE 为 30.6 和 24.9 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：下游需求不及预期，市场竞争加剧，新兴领域业务不及预期等。

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，新时代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。

分析师声明

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、竞争性因素以及新时代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。

分析师介绍

樊继拓，新时代证券策略首席分析师，6 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代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。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**梁爽销售总监** 固话：010-69004647 邮箱：liangshuang@xsdzq.cn
上海	**阎喜蒙销售副总监** 固话：021-68865595 转 255 邮箱：yanximeng@xsdzq.cn
广深	**丁培培销售经理** 邮箱：dingpeipei@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/