东吴证券晨会纪要

2021 年 03 月 03 日

晨会编辑 张良卫
执业证号：S0600516070001
021-60199793
zhanglw@dwzq.com.cn

宏观策略

策略周评：东吴策略·市场情绪降温，公募再现分化——市场温度计

机构行为：最近一周公募风格再现分化。外资偏好银行、基础化工、农林牧渔等行业，对食品饮料、电子、国防军工等行业相对谨慎。公募基金抱团趋缓，主要偏好以消费代表的价值板块。

股市流动性：最近一周市场情绪降温，A 股资金净流入 257 亿元，较前值 1047 亿元大幅下降，净流入主要由公募基金发行贡献。公募发行规模也有所下滑，新成立偏股型公募基金 596 亿元，前值 952 亿元。

头尾部对比：从绝对股价、净利润同比增速、市盈率角度来看，均为尾部跑赢头部。

情绪与估值：主板和创业板的融资买入额和成交额等情绪指标均有下降；行业间的分化较上周下降。

固收金工

金工定期报告：【东吴金工 UBL 因子月报】上下影线 UBL 因子绩效月报 20210226

2 月份 UBL 因子收益统计：在中证 500 成分股中，2 月份“UBL 因子”组合的收益率为 3.66%，中证 500 指数收益率为 0.41%，组合对冲指数收益为 3.25%。

行业

电气设备行业点评：蔚来汽车年报点评：全年毛利率转正，销量高增长开启

全年营收同比翻番，毛利率达 11.5%，超预期。蔚来 20 全年营收 162.58 亿元，同比大幅提升 108%，毛利率 11.5%，同比转正（2019 年全年毛利率为-15.3%），净亏损 56.11 亿元，相比去年同期亏损大幅缩窄 51%，其中汽车销售业务 20 全年收入 151.8 亿元，同比增长 106.1%，毛利率 12.7%。

推荐个股及其他点评

威派格（603956）：智慧水务细分行业龙头！21 年有望多点开花！

公司智慧水务涵盖智慧水厂、二次供水、漏损管理、农村饮用水等全产业链：公司从传统的二次供水设备公司逐步转型为城镇和农村供水解决方案的公司。预计未来三年公司在智慧水厂设备业务、农村饮用水设备业务体量上将有重大突破。1）智慧水厂设备（装配式水厂）于 2020 年 10 月发布，很好的解决了城镇、农村地区就地取水用水的问题，安装快捷、运行高效。2）2021 年中央 1 号文件发布，描绘了我国乡村振兴蓝图，我们认为 2021 年也是“十四五”开始的第一年，这个过程中，我们预计农村饮用水建设将是改善农村蓝图的重要一步。威派格作为行业龙头，将充分受益于行业的大发展。

高能环境（603588）：复制雨虹优势，造资源化龙头

公司董事长实控人李卫国，同为防水行业龙头东方雨虹董事长实控人，东方雨虹同为 A 股上市公司，市值过千亿，实控人公司管理运营能力优秀。公司 15-19 年营业收入/归母净利润 CAGR 为 49.4%/40.4%。公司作为土壤修复龙头，15 年起切入垃圾焚烧、危废布局固废产业链。随项目投运收入结构优化，20H1 运营收入/毛利占比 24.9%/28.1%，有望持续提升。运营毛利率高于工程毛利率，收入结构改善有望抬升整体利润率。

风险提示：项目投产不及预期，产能利用率不及预期，竞争加剧

先惠技术（688155）：业绩略低于预期，加速扩产迎下游高自动化率需求

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 2.00/3.07/4.63 亿元，当前股价对应动态 PE33/22/14，我们看好公司长期发展，故维持“增持”评级。

风险提示：电动汽车发展不及预期，行业竞争加剧风险。

宁水集团（603700）：价值洼地！“买入”评级！

一、关于行业景气度的判断：不是景气度不持续，而是受到疫情影响，延迟确认了，预计从 2021 年 Q1 开始体现

二、对于公司合理估值的判断：我们测算公司稳态市值约为 90-120 亿

同花顺（300033）：业绩高增长凸显流量价值，产品力持续提升长期成长可期

年报符合预期，实现营收 28.44 亿元，同比增长 63.23%，归属上市公司股东的净利润 17.24 亿元，同比增长 92.05%，实际业绩落在此前预告区间的中间偏上位置，符合预期。对应 Q4 实现营业收入 11.79 亿元，同比增长 101%，归属上市公司股东的净利润 9.52 亿元，同比增长 117%。预计公司 2021/2022/2023 年归母净利润分别为 23.6/28.4/33.4 亿元，对应 PE 分别为 31/26/22 倍，公司当前估值相比可比公司具有较强吸引力，维持“买入”评级。

杭可科技（688006）：业绩低于预期，订单进入爆发期

盈利预测与投资评级：我们预计杭可 2020-2022 年利润分别为 3.8/6.1/10.4 亿元，对应估值为 77/48/28X,我们认为 2021 年海外订单迎爆发+动力电池扩产高峰期确定性强，具备研发实力的一线设备商，业绩和估值均存在弹性空间，维持“买入”评级。

风险提示：海外电池厂扩产低于预期，设备行业竞争格局变化。

周大生（002867）：全渠道，全地域持续进化的珠宝龙头

盈利预测与投资评级：我们看好公司：①规模优势明显；②持续享受渠道下沉的市场红利，保持未来 3-5 年 15%-20%高增速；③多种渠道协同发展带来新期待。公司单店收入基本保持稳定，未来主要通过不断开新加盟店实现增长，镶嵌类珠宝，品牌使用费和管理服务费依旧为公司的主要利润来源。我们预计公司 20-22 年将实现净利润 10.1/13.3/16.0 亿元，最新收盘价对应 21 年 PE18 倍，维持“买入”评级。

宏观策略

策略周评：东吴策略·市场情绪降温，公募再现分化——市场温度计

机构行为：最近一周公募风格再现分化。外资偏好银行、基础化工、农林牧渔等行业，对食品饮料、电子、国防军工等行业相对谨慎。公募基金抱团趋缓，主要偏好以消费代表的价值板块。

股市流动性：最近一周市场情绪降温，A 股资金净流入 257 亿元，较前值 1047 亿元大幅下降，净流入主要由公募基金发行贡献。公募发行规模也有所下滑，新成立偏股型公募基金 596 亿元，前值 952 亿元。

头尾部对比：从绝对股价、净利润同比增速、市盈率角度来看，均为尾部跑赢头部。

情绪与估值：主板和创业板的融资买入额和成交额等情绪指标均有下降；行业间的分化较上周下降。

风险提示：资金入市规模为大致估算，仅供投资者参考；疫情二次爆发造成企业业绩不及预期；通胀上行超预期。

（证券分析师：姚佩）

固收金工

金工定期报告:【东吴金工 UBL 因子月报】上下影线 UBL 因子绩效月报 20210226

UBL 因子多空对冲绩效（全市场）：2009 年 1 月至今，UBL 因子在全体 A 股中，5 分组多空对冲的年化收益为 15.04%，年化波动为 6.93%，信息比率为 2.17，月度胜率为 72.60%，最大回撤为 3.68%。

UBL 因子多空对冲绩效（中证 500）：2009 年 1 月至今，UBL 因子在中证 500 成分股中，5 分组多空对冲的年化收益为 10.62%，年化波动为 8.37%，信息比率为 1.27，月度胜率为 66.44%，最大回撤为 9.67%。

2 月份 UBL 因子收益统计：在中证 500 成分股中，2 月份“UBL 因子”组合的收益率为 3.66%，中证 500 指数收益率为 0.41%，组合对冲指数收益为 3.25%。

3 月份“UBL 因子”组合最新持仓：详见正文持仓明细。

UBL 因子选股模型简介：蜡烛图上下影线、威廉指标，都可以用来衡量市场的超买超卖现象，但两者对市场买卖力量的理解存在差异，各有优劣。结合两者各自的优势，构建综合选股因子 UBL（UpandBottomShadowLine）。在回测期 2009/01/01-2020/04/30 内，以全体 A 股为研究样本，UBL 因子的月度 IC 均值为-0.034，年化 ICIR 为-2.47，5 分组多空对冲的年化收益为 15.86%，信息比率为 2.29，月度胜率为 73.53%，最大回撤仅为 3.68%。剔除市场常用风格和行业的干扰后，纯净 UBL 因子仍然具备不错的选股能力，其年化 ICIR 为-2.75，全市场 5 分组多空对冲的信息比率为 1.96，月度胜率为 77.94%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示：模型所有统计结果均基于历史数据，未来市场可能发生重大变化；单因子的收益可能存在较大波动，实际应用需结合资金管理、风险控制等方法。

（证券分析师：高子剑　研究助理：沈芷琦）

行业

电气设备行业点评：蔚来汽车年报点评：全年毛利率转正，销量高增长开启

投资要点

全年营收同比翻番，毛利率达 11.5%，超预期。蔚来 20 全年营收 162.58 亿元，同比大幅提升 108%，毛利率 11.5%，同比转正（2019 年全年毛利率为-15.3%），净亏损 56.11 亿元，相比去年同期亏损大幅缩窄 51%，其中汽车销售业务 20 全年收入 151.8 亿元，同比增长 106.1%，毛利率 12.7%。

20Q4 汽车毛利率环比提升，外汇损失导致亏损环比扩大。20Q4 公司营收 66.41 亿元，同比大幅上升 133%，环比增长 47%，综合毛利率 17.2%，环比提升 4.3pct，净亏损 14.92 亿元，相比去年同期亏损缩窄 48%，环比亏损扩大 26%，主要由于 Q4 人民币贬值产生了部分未实现外汇损失所致。20Q4 汽车业务收入 61.74 亿元，同环比+132%/+45%，毛利率 17.2%，环比上升 3pct；其他业务收入 4.67 亿元，同比+187%，环比+80%，主要来自于新能源积分收入、家用充电桩的安装、以及配附件的销售收入，毛利润 17.1%，首次转正。

20 年自主需求爆发，销量表现超预期：蔚来 2020 全年共交付 4.4 万辆车，同比增长 112.6%，创历史新高。四季度共交付 1.74 万辆，同比+111%，环比+42%，超原目标 1.65-1.70 万辆，创历史新高。其中，ES8 四季度销 4873 辆，同环比+248%/+38%，ES6 四季度销 7574 辆，同环比+11%/-13%，销量占比达 44%，贡献主要销量，EC6 四季度销 4906 辆，环比增长 30563%。Baas 目前选用率在 55%左右，有效降低了消费者的购车门槛，高毛利的 ES8、EC6 车型表现出良好的竞争力。

公司预期 21Q1 交付 2 万辆+，年中新产能陆续释放，我们预计下半年开启高增：蔚来 21 年 1 月共交付新车 7225 台，同比增长 352.1%，环比增长 3.1%，2 月交付 5579 辆，同比增长 689%，受春节假期影响，环比下滑 22.8%。公司预计 21 年 1 季度交付 2.0-2.05 万辆，同比增长 421%-434%，环比增长 15%-18%，销量持续向上。此外，公司预计 Q2 排产会受电池产能、芯片产能的影响，预计维持单月 7500 辆左右的交付能力。新增产能预计 7 月开始释放，预计明年 1 月份实现单班 15 万辆双班 30 万辆的产能目标。我们预计公司全年交付接近 9 万辆，同比翻番。

投资建议

造车新势力销量再创新高，高景气度维持，Q1 销量预期上修至 45-50 万辆，同比大增 250-300%，全年销量预期上修至 240-250 万辆，同比 80%；近期板块回调，核心标的估值跌至 35-45 倍，而行业基本面持续向上，Q1 销量排产超预期，锂、六氟等加速涨价，行业供应偏紧，景气度高企，当前为买入良机，继续强烈推荐三条主线：一是特斯拉及欧洲电动车供应商（宁德时代、亿纬锂能、容百科技、天赐材料、新宙邦、璞泰来、科达利、当升科技、三花智控、宏发股份、汇川技术、恩捷股份、欣旺

请务必阅读正文之后的免责声明部分

达）；二是供需格局扭转/改善而具备价格弹性（天赐材料、华友钴业、容百科技、当升科技，关注赣锋锂业、天齐锂业、多氟多、天际股份）；三是国内需求恢复、量利双升的国内产业链龙头（比亚迪，关注德方纳米、诺德股份、嘉元科技、天奈科技、国轩高科、孚能科技、中科电气、星源材质）。

风险提示：政策及销量不及预期

（证券分析师：曾朵红　研究助理：岳斯瑶　证券分析师：阮巧燕）

推荐个股及其他点评

威派格（603956）：智慧水务细分行业龙头！21 年有望多点开花！

投资要点

公司智慧水务涵盖智慧水厂、二次供水、漏损管理、农村饮用水等全产业链：公司从传统的二次供水设备公司逐步转型为城镇和农村供水解决方案的公司。预计未来三年公司在智慧水厂设备业务、农村饮用水设备业务体量上将有重大突破。1）智慧水厂设备（装配式水厂）于 2020 年 10 月发布，很好的解决了城镇、农村地区就地取水用水的问题，安装快捷、运行高效。2）2021 年中央 1 号文件发布，描绘了我国乡村振兴蓝图，我们认为 2021 年也是“十四五”开始的第一年，这个过程中，我们预计农村饮用水建设将是改善农村蓝图的重要一步。威派格作为行业龙头，将充分受益于行业的大发展。

行业空间超千亿，龙头市占率仍非常低：在研究智慧水务行业的过程中，一定要把因为智慧水务平台带来的设备升级市场计算进去。我国智慧水务行业的发展尚处在探索阶段，行业保持稳定增长势头，而目前行业的集中度非常低，未来行业高增速的同时龙头企业市场提升逻辑也非常清晰。根据我们测算，智慧水务平台+智慧水厂设备+管网改造设备（二次供水设备、水表等）行业空间超千亿。

行业层面驱动因素方面，政策支持+技术基础奠定十四五期间行业进入订单爆发期：智慧水表和供水设备作为“水务物联网”的基础载体和传感器，是水务系统智能化改造的第一步，2021 年，针对水司水质、漏损、排水等核心需求，提供核心解决方案的智慧水务企业将进入业绩兑现期，值得重点关注。伴随着智慧水务的推广，与智慧水务相关的设备，包括智慧水厂设备、二次供水设备都需要升级换代，因此与智慧水务相关的设备市场空间广阔。

公司核心竞争力方面，公司深耕智慧水务全产业链布局，拥有超强的渠道力：公司近年致力于将整个智慧水务、水系统细分领域（包括水厂信息化系统、管网调度系统、DM 分区、管网建模、管网排水等）行业内最好的公司都收纳进来，已经将整个智慧供水产业链打通，未来继续布局智慧排水领域，实现智慧供排水，最终实现全面智慧水务。公司作为行业领先的二次供水厂商，在以发展供水设备业务为主的过程中，已形成独有的销售渠道优势。目前公司在全国划分了京津冀、东北、华南、华中、华东、西南、华北、西北共计八个大区，并在重点城市设立销售公司，销售团队规模达千余人。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

盈利预测与投资评级：预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.44、0.70、0.99 元，对应 PE 为 34、21、15 倍，公司作为智慧水务行业龙头，将充分受益于智慧水厂设备、农村饮用水设备带来的行业红利，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济不及预期的风险，城镇供水、农饮水投入不及预期等

（证券分析师：刘博　证券分析师：唐亚辉）

高能环境（603588）：复制雨虹优势，造资源化龙头

投资要点

土壤修复龙头布局固废全产业链，结构优化运营占比提升。公司董事长实控人李卫国，同为防水行业龙头东方雨虹董事长实控人，东方雨虹同为 A 股上市公司，市值过千亿，实控人公司管理运营能力优秀。公司 15-19 年营业收入/归母净利润 CAGR 为 49.4%/40.4%。公司作为土壤修复龙头，15 年起切入垃圾焚烧、危废布局固废产业链。随项目投运收入结构优化，20H1 运营收入/毛利占比 24.9%/28.1%，有望持续提升。运营毛利率高于工程毛利率，收入结构改善有望抬升整体利润率。

危废产能再翻番，“雨虹基因”再造危废资源化龙头。19 年公司在手危废处置规模 56.553 万吨/年，资源化占比达 90%。随重庆、贵州项目建成，21 年底产能有望突破 100 万吨/年，资源化占比超 95%。公司重点布局危废资源化，资源化具备“类制造业”属性，市场化程度高企业竞争优势更易体现。资源化行业依赖上游原料采购渠道与上中游精细化管理优势。东方雨虹依托精细化管理与渠道优势实现防水行业市占率第一。商业模式与工业管理存在协同，东方雨虹有望进一步赋能高能环境，助力高能腾飞。

垃圾焚烧：资本开支高峰已过，项目投运运营收入持续增长。垃圾焚烧运营规模预计已达 8500 吨/日，在建 2200 吨/日，筹建 2700 吨/日，仅在手项目可为公司锁定未来近 60%规模扩张。公司垃圾焚烧项目建设高峰已过，预计生活垃圾板块将进入收入规模与利润率双升通道（运营利润率高于工程利润率）。运营收入占比进一步提升。垃圾焚烧项目提供的稳定现金流将促进公司实现内生优质增长，享受优质运营收益。

环境修复：模式理顺万亿市场待释放，龙头技术&管理优势维持高增。我国土壤修复待释放市场规模 4.6 万亿，19 年土壤修复市场规模 104 亿。政策法规出台&中央资金支持，土壤修复市场商业模式理顺健康稳步发展。公司收入规模行业第一，新增订单表现优异，在手订单充沛。龙头地位稳固充分受益土壤修复市场释放。

盈利预测与投资评级：公司有望复制东方雨虹优秀的精细化管理能力，根据在手项目投产节奏与产能布局，我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.67/0.86/1.13 元，对应 25/19/15 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：危废产能建设不及预期，危废产能利用率不及预期，市场竞争加剧

（证券分析师：袁理　研究助理：任逸轩）

先惠技术（688155）：业绩略低于预期，加速扩产迎下游高自动化率需求

请务必阅读正文之后的免责声明部分

事件：公司公告 2020 年报，2020 年实现营收 5.02 亿元，同比+37.7%；实现归母净利 0.61 亿元，同比-15.6%；扣非归母净利润 0.48 亿元，同比-22%。

投资要点

疫情下营收稳定高速增长，归母净利受毛利率下滑影响略低于预期

营收稳定高速增长：2020 年公司依托领先的技术实力和市场开拓能力，实现营收稳定增长，主要系捷克斯柯达及公司 2019 年拓展的电池厂孚能科技的新增订单确认收入带来的增长。公司 2021 年 1 月公告与宁德时代签订 2.3 亿元（含税）大订单，与孚能科技签订 3.4 亿元（含税）模组线大订单，两份订单合计 5.7 亿元，为公司 2020 年营收 5.02 亿元的 1.1 倍，我们预计该 2 笔大订单将 2021 年中报确认收入，短期高增长确定。

归母净利略低于预期：2020 年公司归母净利润下降-16%，主要原因系综合毛利率波动所致。2020 年公司毛利率、净利率分别为 32%/12%，分别同比-14/-8pct。我们判断毛利率下滑明显的主要原因系：（1）当前公司规模较小，综合毛利率易受少量项目影响而出现明显波动；（2）当前公司处于业绩规模上升期，为拓展新客户而做出价格让利的重大项目易导致订单毛利率下滑。我们认为，伴随新厂区产能逐步释放+模块化生产的规模效应，公司 21 年将会恢复到合理的盈利水平，即毛利率在 35%左右，净利润率在 15%-20%左右。

人力成本上升+电池厂产能翻倍增长，高自动化率产线优势明显

目前电芯段自动化率已达 95%，但组装线的自动化程度暂不成熟，我们判断当前正处于动力电池模组线+PACK 线低自动化率向高自动化率切换的时期，主要系：（1）劳动力成本上升趋势+机器价格越来越低，因此高自动化率产线性价比优势逐渐凸显；（2）全球电动需求爆发，电池厂规划产能翻倍增长，低自动化率产线招工难度暴增，因此亟需提升产线自动化率。高自动化率假设下，2023 年模组线+PACK 线自动化率达 200-300 亿元。

目前先惠出品的组装线自动化率明显优于同行，先惠模组线自动化率最高达 95%，行业平均为 40-70%；先惠 PACK 线自动化率最高达 89%，行业平均为 5-20%，我们判断高自动化率先进产能拐点将至利好先惠。

产能不足问题马上缓解，加速扩产迎行业爆发期

公司目前最大的瓶颈是产能问题，此前由于场地不足，产能扩张受限。公司 2020 年 IPO 募资 6.4 亿元，用于建设武汉基地扩张产能（3.5 亿）和补充流动资金（0.6 亿），武汉工厂面积 4 万平方米，我们预计 2021 年上半年投产。2021 年 1 月公告使用超募资金投建长沙基地，长沙工厂面积约 4 万平方米，我们预计 2022 年 3 月投产。另外，上海基地也计划扩至 4 万平方米，我们预计 2022 年底投产。我们预计 2022 年底三大基地全部建设完毕，先惠的场地面积将由 2020 年底的 2.2 万平方米增至 12 万平方米。

同时先惠的模块化开发能力使得产能爬坡过程比一般的制造业企业快许多，因此我们判断 2 年后（2023 年底），先惠产能有望快速提升 5-6 倍。且由于模块化的生产+行业进入爆发期，公司订单到确认收入的周期为半年左右，故我们判断公司 2022 年收入有望超预期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 2.00/3.07/4.63 亿元，当前股价对应动态 PE33/22/14，我们看好公司长期发展，故维持“增持”评级。

风险提示：电动汽车发展不及预期，行业竞争加剧风险。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　证券分析师：朱贝贝）

宁水集团（603700）：价值洼地！“买入”评级！

投资要点

一、关于行业景气度的判断：不是景气度不持续，而是受到疫情影响，延迟确认了，预计从 2021 年 Q1 开始体现

2020 年 Q1-Q3，公司单季度收入增速分别为 0.47%、31.49%、13.19%，归母净利润增速分别为 32.58%、52.82%、20.35%，市场担忧行业景气度不可持续，所以造成了公司股价表现较为低迷。但是根据我们对于行业的跟踪和判断，由：1）强制更换政策出台；2）新技术新产品（主要是 NB-IoT 表）的出现解决行业痛点；3）华为和三大运营商主推等三大利好因素带来的行业高景气度并没有消除，只是由于疫情的影响推迟体现了：早年机械表的确认周期一般是一个季度，即当季度发货、当季度确认收入，而现在的智能表，尤其是 NB-IoT 表，发货-安装-调试-确认，一般确认周期需要 2 个季度，尤其在疫情的影响下，安装和调试均需要入户，所以行业景气度不是不持续，而是延后确认了（实际上从库存数据来看，2020 年 Q3 库存为 3.76 亿，其中绝大部分为已发货未确认收入的在途商品），我们预计 2020 年 Q3 开始延迟确认的收入，会从 2021 年 Q1 开始逐步体现。

二、对于公司合理估值的判断：我们测算公司稳态市值约为 90-120 亿

1）我们先假设一个最终市场处于稳态下的场景：水表市场理论容量 6 亿只左右（详细测算过程请见我们 3 月 17 日发布的深度报告《NB-IoT 推广速度超预期，智能水表、智慧烟感等应用场景有望持续爆发》），在市场稳态水平下，只有更换需求，没有新增需求，按照每 6 年一更换的节奏，每年更换水表数量大约为 1 亿只。假设稳态水平下公司市占率为 20%（实际上公司机械表市占率 12%、物联网表市占率 18%，考虑到物联表的存量渗透率尚不到 2%（2019 年增量渗透率约为 10%左右），且龙头市占率提升是大势所趋），所以每年公司出货量是 2000 万只，假设其中物联网表占比 60%、机械表占比 40%，物联网表稳态价格 200 元/只（目前是 300 元/只）、机械表价格 80 元/只（目前 85 元/只），且 20%净利率（目前净利率为 15%左右，因为还在铺设渠道，稳态下费用占比会逐渐下降），则对应公司利润约为 6 亿元/年，如果给 15 倍就是 90 亿、给 20 倍就是 120 亿市值。

2）当前阶段，建议按照 peg 给予 25 倍估值。行业层面：强制更换政策出台、新技术新产品的出现解决行业痛点、华为和三大运营商主推推动行业景气度上行；公司层面，渠道+客户+运维竞争力明显，未来 3 年业绩复合增速 25%以上确定性较强，我们建议按照 peg 给予 20-25 倍估值，对应目标市值 64-80 亿市值。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.25、1.57、1.96 元，对应 PE 分别为 21、16、13 倍，维持“买入”评级。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示：行业竞争加剧造成产品价格和毛利率持续下降等。

（证券分析师：刘博　证券分析师：唐亚辉）

同花顺（300033）：业绩高增长凸显流量价值，产品力持续提升长期成长可期

投资要点

年报符合预期。实现营收 28.44 亿元，同比增长 63.23%，归属上市公司股东的净利润 17.24 亿元，同比增长 92.05%，实际业绩落在此前预告区间的中间偏上位置，符合预期。对应 Q4 实现营业收入 11.79 亿元，同比增长 101%，归属上市公司股东的净利润 9.52 亿元，同比增长 117%。

2020 年证券市场活跃度增加放大流量价值。2020 年公司增值电信增值电信业务较去年增加 45.14%，2020 年市场平均投资回报增长，投资者对金融资讯需求增加。广告及互联网业务推广服务同比增加 80.89%，Q4 集中结算，收入占全年比例为 41%，利润占全年比例为 55%，占比超过 2018/2019 年。参考 wind 统计，2020Q1/Q2/Q3/Q4A 股市场成交额同比增速分别为 47%/10%/129%/76%，全年成交额同比增长 62%。

传统软件销售及维护业务也受益于券商需求增加。2020 年收入同比增长 51.23%，公司技术实力领先，例如作为国家商用密码产品生产定点单位，推出了基于国产密码算法的证券系统，配合多家券商进行证券核心系统的国产化改造，落实国家对证券系统的安全自主可控的要求。

后续关注 iFind 业务潜力。公司的 iFinD 产品已升级演变成提供投研一体智能化解决平台，面向用户提供金融大数据、企业库、产业图谱、研报自动化生成、舆情监控、买方标签研究体系等一整套智能化解决方案，技术实力和功能处于业内领先。

下半年销售基金及资管产品支数新增 12%，基金销售业务收入仍然保持同比较快增长水平。基金销售及其他交易手续费收入同比增长 104.82%，主要是由于公司加大基金、黄金等代销业务投入，相应手续费收入增加所致。截至期末，“爱基金”平台共接入基金公司及证券公司 156 家，较年中新增 4 家，基金产品及资管产品 11,063 支，较年中新增 1,153 支。2020 年市场全年新成立基金 1,395 只，同比增长 34%，发行份额同比大幅增长 110%，基金第三方代销市场维持高景气。

费用率同比大幅下降。2020 年公司销售费用率为 10.13%，管理费用率为 4.10%，研发费用率为 20.58%，分别同比下降 1.31/1.94/6.11pct，公司加大了销售及研发投入，截止期末，公司员工总数为 4,058 人，其中技术研发人员人数为 2,456 人，占到员工总数的 60.52%。

维持“买入”评级。预计公司 2021/2022/2023 年归母净利润分别为 23.6/28.4/33.4 亿元，对应 PE 分别为 31/26/22 倍，公司当前估值相比可比公司具有较强吸引力，维持“买入”评级。

风险提示：竞争日趋激烈风险；互联网系统及数据安全风险;监管风险

（证券分析师：张良卫　证券分析师：胡翔）

杭可科技（688006）：业绩低于预期，订单进入爆发期

事件：杭可发布 2020 年度业绩快报，营业总收入约 14.93 亿元，同比增

请务必阅读正文之后的免责声明部分

加 13.70%;归属于母公司所有者的净利润约 3.81 亿元,同比增加 30.88%。

投资要点

业绩整体略低于预期，我们预计归母利润 4.5-5.0，实际 3.8 亿元。主要影响因素有 3 点：1）有 2 亿元大订单 1 月初拿到验收单，该订单收入确认到了 1 月，大概影响了 5000-6000 万利润。2）人民币升值，公司账上美元的汇兑损失有 3000-4000 万元。两项因素叠加，影响短期利润。3）公司于 2020 年 4 月开始第一次做了限制性股票激励，2020 年确认了股份支付费用 6000 万元（421 万股，占比当时总股本 1.05%，授予价格 10 元/股）。

公司订单已进入爆发期，1 月 2 月大幅超预期。公司 1 月 2 月新接订单同比大幅增加，远超市场预期，绝对值超 20 年上半年总额。目前海外扩产尚未落地，1 月 2 月订单均是国内客户，伴随 LG 等海外龙头扩产落地，我们预计季度新接订单会环比加速。此前预期 21 年新接订单 30-35 亿元，我们预计考虑到海外扩产正加速，实际订单预计将超 40 亿元。

21 年海外扩产加速确定，杭可协助一线电池企业共同研发+海外疫情结束后扩产最受益。20 年杭可订单 50%靠国内客户。20 年海外二次疫情导致 LG 扩产进展滞后，国内电池客户在疫情后有两次扩产：一个来源是圆柱 18650 的扩产，主要是二轮车的电池需求量上升带来的扩产，但这应该是阶段性的。真正长期性的电池企业扩产要看 LG、三星、SKI 这类给特斯拉供货的电池厂。以 LG 为例：我们预计 21 年全球扩产 40-50GW 以上，对应后道订单约为 20-25 亿元，其中我们预计杭可份额为 8 成左右，潜在订单 15-20 亿元。

未来电池厂头部效应显著，绑定龙头电池厂的核心设备商将充分受益。未来电池厂将会头部效应明显，一线设备商产品销售中比较容易获得大订单，为了电池的稳定性和产线的运行效率不会轻易更改后段设备供应商。我们判断，未来锂电设备朝着大电流&小设备&高效率&低能耗的方向走，技术迭代长期利好设备商。

目前公司正在加速客户拓展——海外客户延伸到国内一线客户，业绩弹性空间大。杭可过去主要客户为国际一线电池厂，国内客户较少。凭借技术实力与行业经验，杭可近期开始在方形领域与 CATL 展开合作，我们判断按照杭可的技术水平，拓展 CATL 将会取得显著突破（2 月 24 日公司在互动平台回复表示与宁德时代有业务往来）。

盈利预测与投资评级:我们预计杭可 2020-2022 年利润分别为 3.8/6.1/10.4 亿元,对应估值为 77/48/28X,我们认为 2021 年海外订单迎爆发+动力电池扩产高峰期确定性强，具备研发实力的一线设备商，业绩和估值均存在弹性空间，维持“买入”评级。

风险提示：海外电池厂扩产低于预期，设备行业竞争格局变化。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　证券分析师：朱贝贝）

周大生（002867）：全渠道，全地域持续进化的珠宝龙头

投资要点

国内镶嵌珠宝头部企业，加盟模式轻资产快速扩张，年轻化势在必行:

请务必阅读正文之后的免责声明部分

周大生是我国镶嵌珠宝的头部企业，公司专注于品牌和渠道建设，生产端外包给专业的供应商，零售端则通过加盟商快速扩张，以①镶嵌类珠宝为核心，贡献主要收入和毛利润，②加盟模式下的品牌使用费和管理服务费直接贡献利润，③素金首饰人气引流，负责帮助公司扩大终端规模。独创“五大风格”实现全年龄，全风格布局，同时不断拥抱时尚年轻化的趋势，赋予产品更多活力（如设计师合作，艺术类 IP，卡通类 IP 以及明星同款等），业务规模扩张迅速，2019 年实现收入 54.4 亿元，同比+11.7%，净利润 9.9 亿元，同比+23%。

非婚场景消费兴起，珠宝或迎来发展新机遇：2020 下半年以来黄金珠宝行业恢复强劲。随着消费水平的提升和消费观念的进化，90 后与 00 后消费主力更关注黄金珠宝的消费属性，一方面带来购买场景和佩戴场景多元化，购买频次增加，非婚庆类场景兴起；另一方面在产品端也不再局限于高保值产品，非贵金属类产品的受欢迎程度或将提升。钻石产品在我国低线城市的渗透率仍有提升空间。

全渠道、全地域布局，终端实际零售额已进入行业前三，规模优势明显：自 2017 年以来公司进入快速开店周期，2018/2019 年分别净新增门店 651 家/636 家，通过“一二线自营+三四线加盟”实现全国化高密度布局。未来加盟店仍是线下主要拓展方向，该模式对运营资金要求较低，能够快速将杠杆放大，运营效率提升，我们认为目前正处于黄金珠宝行业下沉市场渗透的发展阶段，加盟模式有助于帮助企业抢占先机。截至 2020 年 Q3，公司总网点数达到 4020 家，排名行业第一，其中加盟店 3768 家，自营门店 252 家，按照终端实际零售额计算周大生规模排名行业第三，仅次于周大福和老凤祥，未来公司的门店空间有望达到 6000 家，终端零售额或将成为行业第一。

线上渠道优势明显，是公司品牌建设的重要端口：公司对新媒体渠道变革敏感度高，线上化率居于行业前列，未来电商或成为公司时尚新品和潮品的重要推广平台，不断强化品牌在年轻一代消费者心中形象。

盈利预测与投资评级：我们看好公司：①规模优势明显；②持续享受渠道下沉的市场红利，保持未来 3-5 年 15%-20%高增速；③多种渠道协同发展带来新期待。公司单店收入基本保持稳定，未来主要通过不断开新加盟店实现增长，镶嵌类珠宝，品牌使用费和管理服务费依旧为公司的主要利润来源。我们预计公司 20-22 年将实现净利润 10.1/13.3/16.0 亿元，最新收盘价对应 21 年 PE18 倍，维持“买入”评级。

风险提示：经济景气度下降，门店拓展和产品受欢迎程度不及预期

（证券分析师：吴劲草　证券分析师：张家璇）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：http://www.dwzq.com.cn