# 东吴证券晨会纪要

2021 年 03 月 02 日

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

## 宏观策略

**宏观点评：谁拉动了每一轮大宗商品繁荣？**

鉴于当前中国的信贷脉冲已经拐头向下，预示着中国进口增速将从年中开始回落（图 8）。与此同时，而海外疫苗的接种和美国财政刺激仍在途中，因此我们认为，未来大宗商品价格上涨的驱动主要来自于以美国为代表的发达国家需求的释放。

## 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%。

**金工专题报告：【东吴金工 专题精品】“技术分析拥抱选股因子”系列研究（四）：换手率分布均匀度，基于分钟成交量的选股因子**

换手率分布均匀度 UTD 因子：基于个股的分钟成交量数据，构建换手率分布均匀度 UTD 因子，其对股票样本的误判程度明显减弱，选股效果也大幅优于传统因子。在回测期 2014/01/01-2021/01/31 内，以全体 A 股为研究样本，UTD 因子的月度 IC 均值为-0.047，RankIC 均值为-0.071，年化 ICIR 为-2.85，年化 RankICIR 为-3.93；10 分组多空对冲的年化收益为 21.85%，年化波动为 7.56%，信息比率为 2.89，月度胜率为 82.93%，最大回撤为 4.31%。在剔除了市场常用风格、行业和东吴金工特色因子的干扰后，纯净 UTD 因子仍然具备一定的选股效果。

**金工专题报告：【东吴金工 专题精品】“技术分析拥抱选股因子”系列研究（五）：CPV 因子错位版，价量自相关性中蕴藏的选股信息**

价格的自相关系数：在计算价格自相关系数之前，需要先对价格序列做差分处理，具体分为“单序列差分”和“双序列差分”两种情况。另外，根据差分项的正负，可以对整体相关性因子做进一步拆分，最后按照各个子因子的方向，重新合成效果更好的新因子。以“双序列差分”为例，我们构造得到价格自相关性因子 CDPDP′，在回测期 2014/01/01-2021/01/31 内，以全体 A 股为研究样本，该因子的月度 IC 均值为-0.076，年化 ICIR 为-3.48；5 分组多空对冲的年化收益为 31.91%，信息比率为 3.68，月度胜率为 79.52%，最大回撤为 5.79%。

**金工定期报告：行业估值偏离度因子绩效月报：模型效用与行业容量**

2021 年 3 月最新持仓行业为：轻工制造、通信、国防军工、房地产、建筑装饰、采掘。多头组合与上期一致，轻工制造排名上升。

## 行业

**功能性护肤品系列深度报告之二：欧美、日本发展路径几何？**

**——功能性护肤品海外经验对比**

他山之石：美、日、欧的功能性护肤品发展经验几何？受资源禀赋、消费习惯、消费结构等因素影响，各国功能性护肤品演化出不同类型。功能性护肤品是国牌崛起的最重要的路径之一。本土化、专业化、高集中度是共性，是诞生本土超级品牌的重要土壤。功能性护肤品是增速高、增长确定性强的美妆细分赛道，且国货具有市占率提升的趋势。建议关注即将上市的皮肤学级护肤龙头贝泰妮、成功孵化皮肤学级护肤品牌玉泽的上海家化、以“HA+”策略打造多品牌矩阵的华熙生物和孵化出颐莲等功能性护肤品牌的鲁商发展。

**社服新消费行业周观察：疫苗落地促复苏，澳门博彩迎曙光**

本周专题：恢复通关+疫苗落地，澳门博彩迎复苏曙光。游客人数触底反弹，澳门博彩渐复苏。银河娱乐：20Q4 经调 EBITDA 由负转正，展望扩张计划。澳博控股：Q4 复苏加速，上葡京预计将于 21H1 开业。本周观点：海外疫苗接种超预期，关注疫后复苏高弹性标的。

## 推荐个股及其他点评

**昆仑万维（300418）：收购 StarMaker 进军音频社交，五大业务矩阵驱动长期增长**

公司 Opera、StarGroup、GameArk、闲徕互娱、投资五大业务矩阵已建立，有望进入业务快速增长期，预计公司 21-22 年实现营业收入 52.4 亿元、69.6 亿元，实现归母净利润 24.1 亿元、30.2 亿元，对应 PE13X、10X，维持“买入”评级。

**长城汽车（601633）：看好欧拉品牌崛起**

预计公司 2020-2022 年归属母公司净利润 53.92/115.08/144.99 亿元，同比+19.9%/+113.4%/+26.0%，对应 PE 为 56.52/26.48/21.02 倍。A+H 股五家可比公司平均估值为 44.12/32.48/26.48 倍。鉴于欧拉品牌未来多款车型持续放量，全面切入中低端新能源汽车市场，我们认为长城应该享受更高估值，维持“买入”评级。

**安恒信息（688023）：业绩增长强劲，新兴赛道发力**

事件：

公司发布 2020 年业绩快报，2020 年实现营收 13.22 亿元，同比增长 40.04%，归母净利润 1.37 亿元，同比增长 48.19%，扣非净利润 1.23 亿元，同比增长 53.97%。

**恩捷股份（002812）：全球隔膜龙头份额持续扩大，业绩略好于预期**

公司 20 年全年业绩 11.1 亿元，同比增长 31%，略好于预期。公司 20 年营收 42.83 亿元，同比增长 35.56%，归母净利润 11.1 亿元，同比增长 30.65%，略好于预期，预计上海恩捷可完成当年 8.5 亿业绩对赌。其中 Q4 公司营收达 17.02 亿元，同环比+61.57%/+49.18%，归母净利润达 4.67 亿元，同环比+114.08%/44.93%，净利率达 27.43%，同环比+4.6pct/-1.2pct。

## 宏观策略

**宏观点评：谁拉动了每一轮大宗商品繁荣？**

观点

近期海外大宗商品价格飙升，引发市场对于其持续性的关注。尤其是考虑到在疫苗带领全球经济走出疫情、各国货币政策宽松未尽、美国财政刺激仍持续加码的背景下，有限的供给叠加需求的释放，大宗商品是否将迎来新一轮繁荣周期？本文试从历史的视角加以考察。

21 世纪以来全球大宗商品有过三轮繁荣周期。时间上分别是 2001 年 11 月-2008 年 4 月、2008 年 12 月-2011 年 4 月、2016 年 1 月-2018 年 6 月。持续时期分为 75 个月、28 个月、29 个月，三轮繁荣周期大宗商品的价格涨幅分别为 122%、87%、18%（图 1）。

三轮大宗商品的繁荣周期恰逢全球贸易的复苏周期（图 2）。这是由于大宗商品多为全球生产上游原材料，全球贸易便成为对接大宗需求和供给的一条关键纽带。因此，了解这全球贸易复苏周期背后的驱动因素，无疑是理解大宗商品繁荣周期的关键。

第一轮繁荣：发达国家主导而非中国引领。由于 21 世纪初中国工业化高速发展，因此市场会认为是“中国需求”拉动了这轮大宗商品繁荣。但事实并非如此，从经济体量来看，彼时的中国刚赶上德国，远不及美国和日本。因此其需求扩张对全球的外溢，比如进口对全球进口的贡献，与美国相比相形见绌，也低于德国与日本的贡献（图 3）。

第二轮繁荣：中国基建+地产双拉动。金融危机后美国一度因财政刺激不足导致复苏放缓，欧洲陷入债务危机，此时中国通过大规模的基建投资和房地产刺激（图 4），取代美国成为全球需求拉动的引擎：这一时期中国进口增量对全球进口贡献提升到了 17.1%，超过德日（11.4%），达同期美国（8.4%）两倍（图 5）。

第三轮繁荣：中美共振。2017 年的特朗普减税显著提振美国消费、刺激投资；同期中国尽管基建投资下滑，但地产迎来了又一波刺激（图 6）；相比之下，德国日本进口对全球拉动更显乏力（图 7）。可以说，这轮大宗上涨由中美共同拉动。然而，中国经济失去了传统的基建拉动的引擎，加上美国进口中间品占比较低（2017 年约 29%），这就导致这轮大宗商品涨价在幅度上远不及此前两轮。

本轮大宗商品上涨如何演绎？

鉴于当前中国的信贷脉冲已经拐头向下，预示着中国进口增速将从年中开始回落（图 8）。与此同时，而海外疫苗的接种和美国财政刺激仍在途中，因此我们认为，未来大宗商品价格上涨的驱动主要来自于以美国为代表的发达国家需求的释放。

我们预计这种需求的释放将经历两个阶段：第一阶段是疫苗普及后消费的扩张，很可能在 2021 年下半年出现；第二阶段是企业资本开支的新一轮扩张，很可能从 2022 年开始。这是因为美国投资往往是消费的“派生需求”，即企业只有在预期需求强劲后才会扩大资本开支（图 9），尤其是考虑到拜登的基建投资计划有望从 2022 年开始实施。在此情形下，未来中国出口增长的动力可能逐渐由消费品转向中间品。



请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示：美国财政刺激规模不及预期；持续通胀引发货币政策收紧

（证券分析师：陶川　研究助理：赵艺原）

## 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%。

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）

**金工专题报告:【东吴金工 专题精品】“技术分析拥抱选股因子”系列研究（四）：换手率分布均匀度，基于分钟成交量的选股因子**

前言：本篇报告为东吴金工“技术分析拥抱选股因子”系列研究的第四篇，承接上一篇报告《量价配合下的新换手率因子》的研究方向，继续对换手率因子进行探索。

传统换手率因子：传统换手率因子 Turn20 在全体 A 股中的年化 ICIR 为-1.96，10 分组多空对冲的年化收益为 28.93%，信息比率为 1.77，月度胜率为 63.41%，整体表现已经较为稳健。但换手率因子的逻辑仍然存在缺陷。我们发现在换手率最大的分组中，组内成分股未来收益的差异较大，既有大跌的股票，也有大涨的股票；但从换手率因子的逻辑来看，这组股票整体偏空，因此我们误判了许多未来大涨的样本。



请务必阅读正文之后的免责声明部分

换手率分布均匀度 UTD 因子：基于个股的分钟成交量数据，构建换手率分布均匀度 UTD 因子，其对股票样本的误判程度明显减弱，选股效果也大幅优于传统因子。在回测期 2014/01/01-2021/01/31 内，以全体 A 股为研究样本，UTD 因子的月度 IC 均值为-0.047，RankIC 均值为-0.071，年化 ICIR 为-2.85，年化 RankICIR 为-3.93；10 分组多空对冲的年化收益为 21.85%，年化波动为 7.56%，信息比率为 2.89，月度胜率为 82.93%，最大回撤为 4.31%。在剔除了市场常用风格、行业和东吴金工特色因子的干扰后，纯净 UTD 因子仍然具备一定的选股效果。

风险提示：本报告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）

**金工专题报告:【东吴金工 专题精品】“技术分析拥抱选股因子”系列研究（五）：CPV 因子错位版，价量自相关性中蕴藏的选股信息**

前言：本篇报告为东吴金工“技术分析拥抱选股因子”系列研究的第五篇，顺着系列首篇报告《高频价量相关性，意想不到的选股因子》（CPV 因子）的研究思路，基于分钟数据，对价、量关系进行了更深入的探索。

本文标语：板块移位产生美丽的湖泊，创造巍峨的高山，生命由此孕育。本篇报告尝试在价、量错位关系中，挖掘有效的选股信息。

错位的价量互动相关系数：错位情况下的价量关系，分为“量先价行”和“价先量行”两种情况。研究结果表明，无论考虑“量先价行”或是“价先量行”，基于分钟成交价与成交量相关系数的选股因子，效果都与不错位的情况相差不大。这是因为在分钟高频数据下，价格或成交量滞后一位，对计算价量相关系数的影响很小，无法带来更多的信息。

价格的自相关系数：在计算价格自相关系数之前，需要先对价格序列做差分处理，具体分为“单序列差分”和“双序列差分”两种情况。另外，根据差分项的正负，可以对整体相关性因子做进一步拆分，最后按照各个子因子的方向，重新合成效果更好的新因子。以“双序列差分”为例，我们构造得到价格自相关性因子 CDPDP′（Correlation of Delta Price and Delta Price），在回测期 2014/01/01-2021/01/31 内，以全体 A 股为研究样本，该因子的月度 IC 均值为-0.076，年化 ICIR 为-3.48；5 分组多空对冲的年化收益为 31.91%，信息比率为 3.68，月度胜率为 79.52%，最大回撤为 5.79%。

成交量的自相关系数：在成交量的自相关性中，也蕴藏了许多有效的选股信息。比如我们构造的 CDVDV 因子（Correlation of Delta Volume and Delta Volume），在全体 A 股中的年化 ICIR 为-2.62，5 分组多空对冲的年化收益为 24.92%，信息比率为 2.55，月度胜率为 75.90%，最大回撤为 7.23%。

风险提示：本报告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）

**金工定期报告：行业估值偏离度因子绩效月报：模型效用与行业容量**



请务必阅读正文之后的免责声明部分

报告要点

因子多空对冲绩效：2009 年 1 月至今，行业估值偏离度因子在 28 个申万一级行业中，5 分组多头对冲空头的年化超额收益为 11.69%，年化波动 10.32%，信息比率 1.13，月度最大回撤 11.59%，月度胜率 67.12%；多头对冲全市场行业等权组合的年化收益为 6.44%，年化波动 6.18%，信息比率 1.04，月度最大回撤 8.79%，月度胜率 60.27%。

2 月因子组合收益统计：在申万一级 28 个行业中，选取偏离度因子最小的 6 个行业，等权重构建行业估值因子多头组合，选取偏离度因子最大的一组，等权构建行业估值因子空头组合。2021 年 2 月份多头组合收益率为 4.02%，空头组合收益率为-0.10%，全行业等权组合收益率为 1.75%，多头超额收益为 2.27%，多空对冲收益为 4.11%。

2021 年 3 月最新持仓行业为：轻工制造、通信、国防军工、房地产、建筑装饰、采掘。多头组合与上期一致，轻工制造排名上升。

本期 SVD 因子“小贴士”：行业与行业指数的差异

SVD 因子考察行业龙头估值溢价。根据不同行业分类标准和阈值，所划分出的行业龙头也将发生变化。本期小贴士探讨使用申万一级行业指数和使用申万行业分类对划分龙头公司产生的影响。

在模型层面，相比于使用申万一级行业，使用申万一级行业指数将损失所有科创板上市股票样本。科创板共计 232 只股票，其中包含 27 只行业市值龙头和 5 只行业营收龙头。

行业估值偏离度因子简介：由于壳溢价与龙头溢价存在，上市公司的市值与公司净利润并非简单的线性关系，通过二次线性拟合能够更加全面地反映行业内的估值结构。通过剔除龙头公司与壳公司，间接计算行业估值偏离度 SVD 指标，该指标越低说明行业中龙头公司与壳公司的相对估值溢价越高，则行业更被看好走出强势行情。

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

（证券分析师：高子剑　研究助理：林依源）

## 行业

**功能性护肤品系列深度报告之二：欧美、日本发展路径几何？——功能性护肤品海外经验对比**

投资要点

他山之石：美、日、欧的功能性护肤品发展经验几何？受资源禀赋、消费习惯、消费结构等因素影响，各国功能性护肤品演化出不同类型，例如美国青睐高科技成分的皮肤学级产品和纯净护肤品，欧洲尤为流行较为温和的温泉系皮肤学级护肤品，日本流行补水和敏感肌修复功效的皮肤学级产品和纯净护肤品。

功能性护肤品是国牌崛起的最重要的路径之一。我国消费者更崇尚天然成分皮肤学级护肤产品和“成分党”的功能性护肤品。20 世纪末以来，我国的皮肤学级护肤品品牌经历了由仅依靠药店渠道、口碑营销，到药



请务必阅读正文之后的免责声明部分

店和线上渠道共同发展、以口碑营销为核心的多元化营销阶段。从竞争格局看，国牌崛起成为核心特点，国货皮肤学级护肤品牌薇诺娜 2017 年以来超越薇姿、理肤泉、雅漾，目前以 20.5%市占率位列皮肤学级护肤首位，功能性护肤品牌薇诺娜和 HFP 均位列护肤品份额 TOP30。

功能性护肤品的异与同——本土化、专业化、高集中度是共性，是诞生本土超级品牌的重要土壤。（1）产品大多定位中档：大多为中档定位，类型丰富，消费群体较为广阔。（2）渠道/营销专业化：一方面注重专业化渠道和营销方式，例如不少知名皮肤学级护肤品深扎药店渠道，注重口碑营销；另一方面重视线上渠道红利，积极拥抱新媒体营销，玉泽、HFP、润百颜等品牌借此实现知名度与销量齐升。（3）规模天花板较高：据 Euromonitor，2019 年我国皮肤学级护肤规模为 137 亿元，在护肤品占比仅 5.5%，对比海外经验看，皮肤学级护肤为护肤品重要组成，占比一般为 15%-40%，由此可知，我国皮肤学级护肤渗透率提升空间广阔，规模天花板较高。根据预测，到 2030 年我国皮肤学级护肤市场规模接近 1300 亿元，在护肤品渗透率超 20%。（4）高集中度和本土化趋势下，有望诞生本土超级品牌：从竞争格局看，一是集中度较高，头部市占率和 TOP3 集中度均远高于护肤品整体；二是本土化趋势明显，海外主要市场的 TOP10 皮肤学级护肤品牌中本土占比在 60%-100%，鉴于本土品牌更擅长本土皮肤问题、具有独特资源禀赋以及方便通过医研共创形成专业背书，我们看好我国本土皮肤学级品牌市占率提升。结合皮肤学级护肤是护肤品重要细分赛道、头部市占率一般较高以及本土化趋势明显，我们认为皮肤学级护肤赛道有诞生本土超级品牌的潜力。

投资建议：功能性护肤品是增速高、增长确定性强的美妆细分赛道，且国货具有市占率提升的趋势。建议关注即将上市的皮肤学级护肤龙头贝泰妮、成功孵化皮肤学级护肤品牌玉泽的上海家化、以“HA+”策略打造多品牌矩阵的华熙生物和孵化出颐莲等功能性护肤品牌的鲁商发展。

风险提示：行业竞争加剧风险，获客成本上升风险，消费需求整体疲软。

（证券分析师：吴劲草　证券分析师：汤军　证券分析师：张家璇　研究助理：樊荣）

**社服新消费行业周观察：疫苗落地促复苏，澳门博彩迎曙光**

投资要点

本周专题：恢复通关+疫苗落地，澳门博彩迎复苏曙光

游客人数触底反弹，澳门博彩渐复苏

20 年 8 月起赴澳签注逐步恢复，赴澳游客数量触底反弹，1 月旅客数量达 55.7 万人、酒店入住率已超五成，引领博彩业逐步复苏。1 月澳门博彩毛收入达 80.9 亿澳门元（-63.5%），环比增长 2.7%。而 2 月 23 日起，所有入境澳门的内地人士无须隔离，同时新冠疫苗将于 3 月 3 日开始接种，疫情影响逐步消退，澳门博彩业至暗时刻已过，复苏曙光在即。

银河娱乐：20Q4 经调 EBITDA 由负转正，展望扩张计划

Q4 单季度经调 EBITDA 转正，复苏超预期。疫情防护措施对赌场经营的影响仍在，但随着客流提升，20Q4 复苏加速。20Q4 单季实现营收 51 亿港元（-61%），环比上升 229%；其中，中场及角子机合计收入约 21.6 亿元（-62%），恢复较贵宾业务显著更快。单季度经调整 EBITDA 转正，实



请务必阅读正文之后的免责声明部分

现约 10 亿港元（-75%），环比上升 297%；若将净赢率正常化，则预计 20Q4 经调整 EBITDA 可达到约 11 亿港元（-73%），环比上升 214%。

多项目持续推进，展望未来扩张。20 年末公司持有现金及现金等价 158.4 亿港元，长期拓展弹药充足。目前，银娱和澳门星际酒店旗下度假城提升工程继续进行；路氹三期及四期工程持续推进中，有望于 21 年开始运营，将进一步打开公司成长空间。

澳博控股：Q4 复苏加速，上葡京预计将于 21H1 开业

Q4 单季加速复苏趋势明显。客流带动下，20Q4 单季实现营收 22.5 亿港元（-74%），环比增长 156%，恢复进程显著加快。经调整 EBITDA 则依然亏损，为-3.23 亿港元（-127%）；其中因租金免除和雇员无薪休假产生 1.6 亿港元一次性财务调整，而中场业务恢复同样快于贵宾业务。

上葡京已竣工，静待疫情好转。公司期末现金流稳健，目前位于路氹的综合度假村项目上葡京已经竣工，并处于牌照申请流程中，预计将于 21 年上半年开始运营，或将根据疫情和客流情况选择部分开业。若疫情好转，中场业务占比较高的澳博叠加新物业开业，业绩弹性空间大。

本周观点：海外疫苗接种超预期，关注疫后复苏高弹性标的

疫苗推进顺利，海外接种进度超预期。2 月 25 日，NMPA 附条件再批 2 款新冠疫苗。海外，BioNtech 的 mRNA 疫苗已逐步在全球范围展开供应，全球已有超过 2.02 亿人接种。在国内疫情管控稳定向好、全球范围有望提前向常态恢复的情况下，疫情重创的文旅各板块经营情况均已有明显改善，建议关注疫后需求复苏标的，如酒店、景区、博彩等板块中低估值、高业绩弹性的龙头标的。中长期而言，疫后顺周期和服务消费成长仍是 2021 主旋律，亦是十四五规划消费内循环核心

建议关注：疫后龙头逆势扩张的餐饮，中长期持续推荐海底捞、颐海国际、九毛九；疫苗推进受益的顺周期低估值文旅、酒店、博彩板块，推荐锦江酒店、宋城演艺，建议关注复星旅游文化、银河娱乐、澳博控股等；海南免税基建逐步完善叠加境外消费回流大势，业绩成长仍具高确定性的免税，推荐中国中免；行业高景气叠加国产替代的美妆，推荐珀莱雅、爱美客、华熙生物，关注已获批的贝泰妮；行业渗透率提升空间广阔的电子烟，龙头业绩有望持续超预期。

风险提示：宏观经济波动；疫情反复风险；行业竞争加剧等风险。

（证券分析师：汤军　研究助理：樊荣）

## 推荐个股及其他点评

**昆仑万维（300418）：收购 StarMaker 进军音频社交，五大业务矩阵驱动长期增长**

投资要点

事件：2 月 27 日公司公布 20 年度业绩快报，根据公告昆仑万维 20 年实现营业收入 27.7 亿元（yoy-24.93%），实现归母净利润 47.8 亿元（yoy+269%），落入此前业绩预告区间；同时公司公告拟以 13.95 亿元人



请务必阅读正文之后的免责声明部分

民币收购 StarGroup60.65%股份。

Grindr 投资收益推动净利润大幅增长，游戏业务整体保持稳健。投资业务，公司 20 年投资业绩优异推动净利润大幅增长，于报告期公司完成 Grindr 股权出售，产生 29.5 亿元投资收益，除此以外参投公司业绩表现良好，其中于 2015 年投资的 DADA 在美国上市，公司持有发行后约 1.1%的股权，此外 PonyAI 市场估值增加带来业绩收益。游戏业务板块，公司 20 年推出自研 MMORPG 产品《仙剑奇侠传移动版》，带来流水增量，公司目前还准备有《圣境之塔》和《神魔圣域 2》等产品，预计 21 年逐步上线贡献业绩；休闲游戏业务方面，闲徕互娱表现稳定，用户质量与平台粘性得到提升。游戏业务整体保持稳健。公司 20 年实现营收 27.7 亿元，同比减少主要由于老游戏流水自然下滑以及出售 Grindr，预计随着 Opera21 年 1 月并表公司营业收入将快速增长。

控股 Opera 打造新兴市场互联网平台，有望成为公司新增长极。20 年 11 月公司公告拟控股 Opera，Opera 旗下浏览器在全球第三方独立浏览器中市占率排名第二并在人口增长迅速的东南亚、非洲等新兴市场中占据较高的市场份额，截至 2020 年 7 月 Opera 全球月活跃用户达 3.79 亿。拥有海量用户下，公司积极通过多元业务丰富平台生态，包括海外“今日头条”OperaNews，互联网金融 APPOpay 等，公司同时进军欧洲高净值市场依托浏览器这一高频入口开展电商业务，我们看好新兴市场互联网生态的成长性，Opera 有望成为公司新增长极。

收购 StarGroup 进军音频社交领域，受益行业高速发展趋势。公司 2 月 27 日同时公告，拟以 13.95 亿人民币购买 StarGroup60.65%股份并通过控股子公司持有 19.35%优先股，共计持有 80%的股权。StarGroup2020 年实现 9071 万净利润，同时做出业绩承诺 21-23 年扣非净利润分别不低于人民币 1.92 亿、2.3 亿、2.76 亿元。StarGroup 拥有“StarMaker”音频社交平台，根据易观相关报告，StarMaker 月活跃用户超过 5000 万，位列娱乐社交出海 Top3，2020 年全球下载量超过 6000 万，用户广泛分布在东南亚、中东、欧美、美洲等地区，覆盖全球一百多个国家，月营收超千万美元（主要通过直播打赏方式变现），受益行业发展趋势，未来 StarMaker 活跃用户数与 ARPU 均有高速成长空间。

盈利预测与投资评级：公司 Opera、StarGroup、GameArk、闲徕互娱、投资五大业务矩阵已建立，有望进入业务快速增长期，预计公司 21-22 年实现营业收入 52.4 亿元、69.6 亿元，实现归母净利润 24.1 亿元、30.2 亿元，对应 PE13X、10X，维持“买入”评级。

风险提示：新业务开展不及预期，用户增长不及预期，宏观经济风险。

（证券分析师：张良卫　研究助理：李赛）

**长城汽车（601633）：看好欧拉品牌崛起**

投资要点

新能源市场需求分析：我国乘用车市场经历了轿车-SUV 的发展，目前正处于第三阶段：新能源汽车市场发展的初期阶段。核心特征为由政策驱动消费变为市场化消费，供给端率先变革加速需求变化。未来，我国新能源汽车市场四大核心发展方向包括：1）EV 消费成为主流。2）非限购地区消费为未来市场主要增量。3）10-30 万元市场贡献长期核心增量。4）家庭增购为主要方向，趋势为年轻化/女性化/科技化。总结来看，10 万元



请务必阅读正文之后的免责声明部分

以下&100-300/300-500km 续航; 10-20 万元/20-30 万元&300-500km 续航; 20-30 万元/30 万元以上&500km 以上续航六大板块为未来新能源汽车核心增量细分市场。核心结论：在国内乘用车市场总体销量保持稳定增长的基础上，预计 2025 和 2035 年国内新能源总体渗透率上升至 20%和 50%。至 2025 年，新能源汽车销量突破 500 万辆，其中 EV 消费由 2020 年 81%上升至 90%，限购城市新能源渗透率由 17%上升至 70%。非限购城市新能源渗透率则由 4%上升至 14%，并预计 2035 年达到接近 50%的水平。长期来看，限购城市新能源汽车销量占全国比例先上升后下降，由 2020 年 38%下降至 2035 年的 14%。分价格带方面，10 万元以下及 30 万元以上新能源汽车市场将率先崛起，渗透率由 2020 年 8%/13%上升至 2025 年的 21%/27%，销量绝对值年均复合增速分别为 27%/24%。10-20 万及 20-30 万元市场渗透率则提升相对较慢。

欧拉为何异军突起：欧拉品牌定位 5-20 万元中低端电动车，对标女性用户开辟全新细分增量市场。其核心竞争力在于：品牌力（精准定位切入市场打响全新品牌）+产品力（高性价比强产品力打造自身卖点）+运营力（特色创新营销，全系创新打法）。1）品牌力：核心定位女性增购需求，开拓新蓝海市场。2）产品力：同价位车型相比，黑猫/白猫空间足+续航长+智能配置占优；同价位电动车相比，好猫空间利用率高，L2+级别辅助驾驶配置遥遥领先。3）运营力：核心聚焦用户共创及创新式营销。表现为 APP 功能齐备，车型充电便捷；线下门店去中心化，全市场覆盖，电商合作运营拓宽销售渠道。综合行业整体和欧拉自身，销量预测如下：1）乐观情景：2021-2025 年欧拉品牌在 20 万元以下新能源汽车市场市占率为 20%左右，2025 年达到 75 万辆，年均复合增速 75%。2）中性情景：2021-2025 年欧拉品牌在 20 万元以下新能源汽车市场市占率为 16%左右，2025 年达到 59 万辆，年均复合增速 67%。

盈利预测与投资评级：预计公司 2020-2022 年归属母公司净利润 53.92/115.08/144.99 亿元，同比+19.9%/+113.4%/+26.0%，对应 PE 为 56.52/26.48/21.02 倍。A+H 股五家可比公司平均估值为 44.12/32.48/26.48 倍。鉴于欧拉品牌未来多款车型持续放量，全面切入中低端新能源汽车市场，我们认为长城应该享受更高估值，维持“买入”评级。

风险提示：疫情控制低于预期；下游需求复苏低于预期；新能源市场发展低于预期。

（证券分析师：黄细里）

**安恒信息（688023）：业绩增长强劲，新兴赛道发力**

事件：

公司发布 2020 年业绩快报，2020 年实现营收 13.22 亿元，同比增长 40.04%，归母净利润 1.37 亿元，同比增长 48.19%，扣非净利润 1.23 亿元，同比增长 53.97%。

投资要点

不惧疫情营收继续保持高速增长：2020 年实现营收 13.22 亿元，同比增长 40.04%，归母净利润 1.37 亿元，同比增长 48.19%。其中 Q4 单季度实现营收 6.62 亿元，同比增长 39.97%，实现归母净利润 1.71 亿元，同比增长 27.61%。2020 年公司整体经营状况稳定向好，营收和归母净利润均实现大幅增长，其主要原因是一方面尽管受到疫情影响，公司仍然牢牢抓



请务必阅读正文之后的免责声明部分

住了国内经济数字化转型的机遇，不断优化产品结构，产品和平台的核心竞争力持续提升，云安全、大数据等新一代网络信息安全产品销量快速增长，安全服务业务规模进一步扩大；另一方面，公司始终坚持高质量、长远化的发展目标，不断提升经营效率和效能，在持续加大研发投入、加强市场开拓的同时，销售费用和管理费用的营收占比较去年同期有所下降，销售净利率得到提升，2020 年销售净利率为 10.34%，同比提升 0.58pct。

专注于新兴安全赛道，未来仍将继续处于高速增长期：随着数字化进程的不断提升，大数据安全、云安全、物联网安全、工业控制安全及工业互联网安全等新兴安全赛道正处于高速成长期，年复合增速高于行业总体增速。得益于前瞻性地布局，公司成立以来即聚焦于新兴安全领域，过去获得了远高于行业的营收增速。2020 年 9 月，成立了云 BG，正式发布安恒云，定位为以 SAAS 化服务模式为主的安全能力的多云管理和多云安全管理平台。2020 年 12 月公司发布定增元，募集资金拟投向数据安全岛、涉网犯罪侦查打击服务平台、信创产品、网络安全云靶场、新一代智能网关、车联网安全等 6 个项目，继续深化在新兴安全赛道的布局，进一步助力业绩的增长。

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年营收 13.22 亿元/19.31 亿元/27.76 亿元，归母净利润 1.37 亿元/2.00 亿元/2.94 亿元，对应当前 PS 估值为 13.41/9.18/6.39 倍。目前市场对研发驱动型的新兴安全业务普遍采用市销率估值，考虑到公司安全平台、服务业务持续高增，云战略有望带来新增量，同时当前公司市销率水平正处在历史低位，我们认为公司估值仍有较大上升空间。此外，定增项目未来顺利落地将进一步提升公司在新兴安全赛道领域的竞争力，从而助力业绩增长，维持“买入”评级。

风险提示：新业务拓展不及预期；云化和付费用户增长不及预期。

（证券分析师：郝彪　研究助理：王紫敬）

**恩捷股份（002812）：全球隔膜龙头份额持续扩大，业绩略好于预期**

投资要点

根据公司业绩快报，公司 20 年全年业绩 11.1 亿元，同比增长 31%，略好于预期。公司 20 年营收 42.83 亿元，同比增长 35.56%，归母净利润 11.1 亿元，同比增长 30.65%，略好于预期，预计上海恩捷可完成当年 8.5 亿业绩对赌。其中 Q4 公司营收达 17.02 亿元，同环比+61.57%/+49.18%，归母净利润达 4.67 亿元，同环比+114.08%/+44.93%，净利率达 27.43%，同环比+4.6pct/-1.2pct。

产销两旺，21 年公司隔膜业务有望实现翻番增长。公司自 20 年 10 月以来持续满产满销，我们预计目前单月有望生产 1.8 亿平，Q1 我们预计出货约 5 亿平，同比增长 250%+，环比提升 10%，年中公司新产能释放后，排产将进一步提升，我们预计公司 20 年出货 22 亿平，同比翻番，其中海外客户出货量有望达到 5 亿平，消费类产品出货量 4 亿平，其余为国内动力类产品。涂覆膜方面，公司联合日本设备厂商联合开发基涂一体化产线，自主拥有知识产权，单平成本有望下降 15%，进一步强化公司成本优势。新产线预计春节大规模安装调试，该工艺目前下游大客户认证顺利，有望带动公司涂覆隔膜占比提升，优化产品结构，提高单平盈



请务必阅读正文之后的免责声明部分

利水平。

深度布局干法+和帝人强强联合，市场规模有望加速提升。20 年 3 月，恩捷收购东航光电 70%股权，干法隔膜年产能 8000 万平，开始进军储能干法市场。2 月公告与 Celgard 合资，规划生产 10 亿平产能，加速布局干法市场。目前干法隔膜主要应用领域在于储能、商用车、二轮车、少部分乘用车，均以铁锂电池为主，随着二轮车和储能市场的放量，干法需求有望加速提升。此外，公司此前宣布与日本帝人合作，进一步签署了由专利统括授权协议、合作开发协议、技术支援协议组成的全方位的战略合作协议，帝人将进一步授权涂覆专利数百件，两者强强联合，公司涂覆隔膜领域实力进一步增强。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年预计归母净利 11/20/28 亿，同比增长 31%/80%/40%，对应 PE 为 85x/47x/34x，考虑到公司为全球隔膜龙头，国内市占率 50%，且未来 2 年持续高增长，我们给与 21 年 65xPE，对应目标价 146 元，维持“买入”评级。

风险提示：销量低于预期，政策低于预期

（证券分析师：曾朵红　证券分析师：阮巧燕）



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