民生证券研究院

会议纪要/晨会

晨会纪要

晨会纪要 2021 年 3 月 1 日

● 客户观点反馈

目前市场处于两会效应窗口时间，从近十年春节至两会区间的市场表现，各指数均呈现不同程度的大概率上涨，此外预计约有 5148 亿元资金尚未建仓，很多股票在最近非理性情绪的分化推动下出现了很多非理性的杀跌，但也提供了一个很好布局的窗口，从预期净利润增速来看，半导体、传媒、计算机软件行业的景气度较高。

● 总量观点

【民生宏观】2021 年将是工业企业盈利大年——暨工业企业利润分析框架

（解运亮，分析师 S0100519040001，18911895931）

1）工业企业利润变化可以拆分为三个部分：工业增加值（量）、PPI（价格）、利润率

工业增加值增速反映了工业生产实际增长速度，PPI 则代表了工业企业产品出厂价格，二者之乘积即反映企业营收。再考虑到营收利润率的影响，我们可以把每一期的工业企业利润同比增速拆分为，工业增加值同比+PPI 同比+利润率同比。从理论上和实践上，这一拆分公式都能得到很好的验证。研究工业企业利润就是观察这三个分项的变化，并进一步深挖它们变化背后的原因。

2）我们把工业企业中的 41 个行业根据在产业链中的位置划分为上游、中游、下游

上游：重要资源和原材料的采掘，位于产业链的开始端，又称为上游采掘；

中游：以上游采掘业提供的原材料进行再加工，又称为中游原材料加工业；

下游：用中游产业提供的半成品作为原料进行深加工后，供应消费市场，下游又进一步分为较为靠近中游的下游制造业和离终端消费更接近的下游消费品。

在终端需求强劲的情况下，下游行业会首先受益，利润上涨，量价双升，随后利润会传导至中游，以及上游行业。而当供给端受到冲击时，上游和中游行业会受到较大影响，但利润能否向下游传导决定于终端需求。

3）2021 年将是工业企业盈利大年

2021 年 1 月至今，工业品价格延续上行，预计提振中上游行业利润。在国内经济稳定增长，叠加海外经济复苏的共振下，原材料价格有望继续受到提振。中上游行业，如石油、化工、有色等相关行业，将受益于 PPI 的上涨。财政刺激叠加疫苗接种，欧美经济加速复苏。海外的生产相关需求旺盛，预计将继续拉动国内原材料、高新技术产品等领域的出口。此外，近年随着疫情继续受控，居民的储蓄意愿有望回落，终端需求的崛起有利于下游利润的提升。

我们判断，2021 年将成为工业企业盈利的增长大年，从月度走势看，预计利润总额月度同比呈“前高后低”的走势。

风险提示：政策调控力度超预期，海外疫情超预期。

● 行业观点

【民生商社交运】社服商贸/交通运输周报 20210301：敏感肌专家薇诺娜母公司创业板 IPO 成功获批

（顾熹闽，分析师 S0100519080001，18916370173）

2021 年 2 月 25 日，薇诺娜母公司贝泰妮创业板 IPO 成功获批，将成为我国敏感肌护

民生证券研究院

分析师：田铭

执业证号： S0100516010001

电话： 0755-22662077

邮箱： tianming@mszq.com

昨日重点研报

【民生基础化工】恩捷股份 2020 年业绩快报点评：业绩高速增长，布局干法隔膜剑指储能市场

【民生食品饮料】涪陵榨菜（002507）2020 年业绩快报点评：业绩超预期，基本面拐点逻辑持续兑现

【民生商社交运】社服商贸/交通运输周报 20210301：敏感肌专家薇诺娜母公司创业板 IPO 成功获批

理的上市首家公司。2017-2020 年公司营收 CAGR 达 49.93%，归母净利 CAGR 达 52.29%;2020 年,公司实现收入 26.9 亿元，同比增长 38.5%，归母净利为 5.44 亿元，同比增长 31.9%。

1）功能性护肤品龙头贝泰妮是如何炼成的

贝泰妮是一家集研发、生产和营销于一体，立足云南植被资源，专注于提供温和专业的功能性护肤产品的公司，主要产品线涵盖护肤品、彩妆、医疗器械。旗下主品牌“薇诺娜”具备较高的市场知名度，其中舒敏保湿特护霜为其明星单品，斩获多项市场荣誉，2020 年双 11，薇诺娜更是以 7 亿元的销售额登顶双 11 美妆国货之首，成为唯一一个上榜的国妆品牌。公司的快速发展离不开创始团队在其产品力+渠道力+品牌力方向的共同发力，**研发生产端**：公司广纳专业研发团队，以品质为第一生产力，掌握自主提取植物提取物的技术实力和产业生产能力，目前已拥有 41 项研发专利。渠道端：建立了完整的线上+线下销售的模式，2020H 公司线上销售占比达 83%；线下以药店（一心堂、老百姓等）和诊所为主，更为重要的是公司与 300 家医院渠道合作，而未来三年公司计划进驻屈臣氏，并覆盖其所有境内门店。**营销端**：医生+明星+K2C 的组合化营销投放策略，击穿各类兴趣圈层的营销网络，多层次覆盖消费者，促进品牌知名度提高，带动销量持续增长

2）我国功能性化妆品市场迎来高速增长期，远期成长空间可观

频繁化妆、长期熬夜、外部环境刺激促使“敏感肌”成为消费者近年的关注焦点。而随着消费者认知升级和移动互联网“种草平台”的普及，其对化妆品的成分和配方的关注度提升，激发了功能性护肤品的需求。根据欧睿数据，2010-2019 年中国功能性护肤品行业复合增速为 19.3%，远高于中国化妆品行业的整体复合增速 9.85%。其中在 2019 年，功能性护肤品行业更是以 32.3%的增速成为中国化妆品行业中增速最快的细分品类。而从海外成熟市场的发展结构看，功能性化妆品也是重要的细分品类之一，如美国功能性化妆品市场已占其化妆品市场规模约 15%的市场份额，而我国当前功能性护肤品在市场中的占比仅为 5.54%，未来的成长空间相当可观。

3）投资建议

中国中免：政策放开+商业模式创新红利有望持续释放，公司在离岛免税层面具备供应链完善、市场规模领先、物业优质等优势，同时市内店已在多个重点城市完成布局，未来仍将是中国免税行业增长的最大受益者。

飞亚达：名表行业高景气延续，继续看好公司在开店加速、品牌结构改善、渠道拓展因素下的长期成长性。当前公司 21 年 PE 仅 13 倍，公司历史约 25-30 倍静态 PE，我们预计 21 年业绩增速约 30%，目前仍然低估。

奥园美谷：我国医疗美容行业仍处快速成长期，前景广阔，公司大医美战略布局卡位精准；中长期看，公司凭借雄厚的资金实力和强大的资源整合力有望长期分享行业增长红利。

风险提示：宏观经济下行，行业竞争加剧。

● 个股观点

【民生基础化工】恩捷股份 2020 年业绩快报点评：业绩高速增长，布局干法隔膜剑指储能市场

（于潇，分析师 S0100520080001，13917041099）

2 月 26 日，公司发布 2020 年业绩快报，全年实现营收 42.83 亿元，同比增长 35.6%，归母净利润 11.10 亿元，同比增长 30.7%。

1）2020 业绩高增长，2021Q1 出货预计环比持续提升，今年有望持续高增长

公司 2020 年营收 42.83 亿，增长 35.6%，我们预计隔膜出货达到 11 亿平。20Q4 实现营收 17.02 亿元，同比增长 62%，环比增长 49%，Q4 归母净利润 4.67 亿元，同比增长 114%，环比增长 45%。我们预计公司 Q4 隔膜出货约 4 亿平，随着产能利用率增加以及海外和涂覆比例提升，预计 Q4 隔膜单平盈利环比有望持续恢复。今年 Q1 公司隔膜排产环比仍高速增长，我们预计 Q1 出货有望达到 5 亿平，预计全年出货达

20 亿平以上。

2）隔膜高端产能供应紧张，海外客户收入占比提升，盈利能力有望维持高位

今年新能源汽车销量需求持续快速释放，动力电池排产高增长，而湿法隔膜行业格局向头部集中趋势日益增强，目前仅少数湿法隔膜企业通过了一线电池厂的产品认证，且今年湿法隔膜行业供给增长有限，预计高端产能将处于供需紧平衡状态。此外，公司海外客户出货高速增长，LG、松下、三星以及特斯拉均快速放量，且公司去年起给 LG 供货涂覆隔膜，预计今年公司海外收入占比仍将提升，公司隔膜盈利水平有望维持高位。

3）在线一体化涂覆产能逐步释放，涂覆膜占比有望持续提升

公司去年推出在线一体化涂覆隔膜产品，与原有的基膜、涂覆膜分开生产方式相比产品损耗更少，产品品质和生产效率均有所提升，正积极推进国内外一线大客户的导入，目前在线一体化涂覆产品已有 4 条线投产，今年还将逐步扩产至 10 条以上产线，预计明年公司涂覆膜占比有望进一步提升，进而拉动公司隔膜单平盈利水平。

4）与 Celgard 合作稳步进行，进军低成本干法隔膜，剑指储能应用

2 月 1 日，公司发布公告，上海恩捷的子公司江西明扬与江西高安市政府签订协议，拟在高安市投资 20 亿元，分两期建设干法隔膜 10 亿平米产能。2 月 25 日，公司公告上海恩捷与 Celgard 的全资子公司 PPO Energy Storage Materials HK 签订增资协议，双方共同对江西明扬增资，增资后上海恩捷持有江西明扬 51%股权，PPO Energy Storage Materials HK 持有江西明扬 49%股权。Celgard 是全球领先的干法隔膜龙头，具有深厚的行业积累和技术优势，恩捷是全球湿法隔膜龙头企业，双方的合作将主要定位于储能市场，有望将 Celgard 的干法隔膜技术优势与恩捷的成本控制能力相结合，我们预计将推进公司的干法隔膜产品快速放量。

5）投资建议

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 11.10、18.09、23.74 亿元，同比增长 31%、63%、31%，对应 2020-2022 年 PE 分别为 85、52、40 倍，参考 CS 新能车指数 142 倍 PE（TTM），考虑到公司为湿法隔膜全球龙头，技术和成本优势明显，首次覆盖，给予**“推荐”**评级。

风险提示：新能源汽车销售不及预期；新产能投产进度不及预期；固态电池技术产业化应用速度快于预期。

【民生食品饮料】涪陵榨菜（002507）2020 年业绩快报点评：业绩超预期，基本面拐点逻辑持续兑现

（于杰，分析师 S0100519010004，18611233880）

2 月 26 日，公司发布业绩快报，2020 年实现营业收入 22.73 亿元，同比+14.23%；实现归母净利润 7.77 亿元，同比+28.42%，实现基本 EPS 为 0.98 元。

1）收入符合此前预期、利润超此前预期，渠道变革助力基本面迎来拐点

2020 年公司实现营收 22.73 亿元，同比+14.23%，折合 20Q4 实现营收 4.74 亿元，同比+23.16%。**总体看，2020 全年收入基本符合我们此前预期（三季报点评，预期为 22.52 亿元），利润超此前预期（同上，预期为 7.44 亿元）。公司迎来系统性变革后的首个基本面拐点年，充分体现出渠道变革与产品提价的成效。**分季度看，虽然 20Q1 疫情扰动下收入短期承压，但 20Q2-Q4 均逐季提速，其中四季度提速尤为明显，我们判断除渠道变革与提价等有利因素之外，还与疫情反复有关，榨菜作为必选消费品仍然受益。

2）产品提价与控费效应凸显，变革红利在盈利层面兑现

2020 年公司实现归母净利润 7.77 亿元，同比+28.42%，折合 20Q4 实现归母净利润 1.64 亿元，同比+87.54%。**总体看，变革红利在盈利层面也得以兑现，这与我们 2020 年初判断一致，全年利润端增速明显高于收入端，主要得益于公司在去年 6 月对流通版产品缩量提价以及主动控费增效。**分季度看，公司利润增速在 20Q1-Q2 高于收入端，但 20Q3 低于收入端，主要系 20Q3 投资收益同比减少较多以及销售费用增加。20Q4 利润提速明显，我们认为一方面是 19Q4 基数偏低导致，但更多因素来自于销

售费用效率的提升。总体来看，公司盈利能力明显改善，2020 年归母净利率 34%，同比+4ppt。

3）预计 2021 年收入端弹性较大，中长期成长逻辑清晰

展望 2021 年，收入端：（1）受益于疫情反复带来的需求改善，叠加 20Q1 超低基数，预计 20Q1 收入端弹性将充分体现；（2）2021 年公司将持续推进渠道下沉及渠道分裂，将进一步分裂大商以细化渠道操作，将进一步拉动收入增长。**利润端：**（1）成本方面，虽然 2020 年以来青菜头收购价格持续走高，但公司在去年通过对超市版产品提价以及流通版缩量换装予以对冲，预计毛利率压力仍在可控范围内；（2）费用方面，公司将在今年逐渐加大线上与线下的费用投放，费用率预计大概率将显著高于去年。**中长期看，我们认为公司长期成长逻辑清晰。渠道外延：**公司原以 C 端为主，现正大力拓展餐饮、外卖渠道，长期看好 B 端放量给公司提供业绩增量。**品类扩张：**泡菜行业相比榨菜更加优质，但受限于“惠通”品牌影响力较小。公司于 19H2 起推进“乌江”主品牌取代“惠通”品牌。随着泡菜逐渐在乌江渠道中铺开，我们长期看好泡菜业务持续放量、摆脱增长瓶颈。**“定增”加码产能**，包括 40.7 万吨原料窖池、原料加工车间及设备、20 万吨榨菜生产车间与设备及物流等配套设施，预计将为渠道外延与品类扩张提供有力支撑。此外拟建设乌江涪陵榨菜信息系统项目，有利于全面提升生产标准化及智能化水平，同时较好提升营销能力。

4）投资建议

根据业绩快报，我们调整此前盈利预测。预计 20-22 年公司营收为 22.73/29.44/36.21 亿元，同比+14.2%/29.5%/23.0%；归母净利润为 7.77/8.62/11.29 亿元，同比+28.4%/10.9%/31.0%；EPS 为 0.98/1.09/1.43 元，对应 PE 为 45X/41X/31X。目前调味品可比公司 2020 年估值约 70 倍（Wind 一致预期，算数平均法），公司估值低于可比公司平均估值水平，维持**“推荐”**评级。

风险提示：渠道下沉效果不及预期、募投项目回报不及预期、费用投放超预期、食品安全风险等。

● 风险提示

宏观政策变化的风险，商品价格大幅下跌的风险，个股业绩不达预期的风险。

分析师简介

田铭，英国南安普顿大学国际银行与金融研究硕士。2011年加盟民生证券，原新三板分析师。

分析师承诺

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，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。