行业观点

● 消费

国元证券公司研究-御家汇（300740）2020 年业绩快报点评：业绩接近预告上限，盈利能力逐季修复

事件：

公司发布 2020 年业绩快报，全年实现营业收入 37.17 亿元，同比增长 54.11%，实现归母净利润 1.41 亿元，同比增长 417.58%。据测算，四季度实现营业收入 13.76 亿元，同比增长 64.63%；实现归母净利润 0.69 亿元，同比增长 248.05%。

点评：

*收入增长逐季提速，利润率逐季修复，业绩拐点持续向上

公司 2020 年 Q1-Q4 单季度营业收入增速分别约为 34%、53%、54%、65%，呈逐季加速增长趋势，主要由于公司主品牌御泥坊恢复快速增长，根据第三方爬虫数据，御泥坊天猫旗舰店 2020 年全年销售额同比增长 90%+；同时代理业务持续扩张，一方面增加强生旗下品牌淘外渠道运营，另一方面承接高成长性国际小众品牌，持续贡献收入增量。盈利端，2020 年 Q1-Q4 公司归母净利率分别为 0.53%、3.45%、4.17%、4.99%，逐季修复。其中主品牌御泥坊通过优化产品结构、加强价格管控，带动前三季度毛利率提升约 10pct，同时营销端新媒体流量投放更加科学有效，品牌净利率持续修复。代理业务经过一年多的扩张投入后渐趋成熟，盈利能力逐渐提升。此外，公司自主培育的小品牌小迷糊等持续减亏。未来随着主品牌盈利能力提升、代理业务盈利企稳，公司净利润率仍有较大提升空间。

*自有品牌聚焦品牌升级与爆款打造，代理业务有序扩张

2020 年主品牌御泥坊成功打造月销 50 万+的爆品氨基酸泥浆面膜，并连续数月维持 20 万+的月销量。同时御泥坊聚焦品牌升级，推出中高端产品九法泥浆面膜，及国家宝藏联名的云想衣裳花想容御奁，主打盛唐文化理念，进一步提升品牌形象，优化品牌盈利能力。代理业务方面，2020 年强生集团旗下品牌运营逐渐步入正轨并持续放量，其他国际小众品牌也有亮眼表现，双十一期间李施德林、露得清、Evidens 等品牌均展现出较强的成长性，未来代理业务在淘外平台拓展及小众品牌引进上均有较大扩张前景。

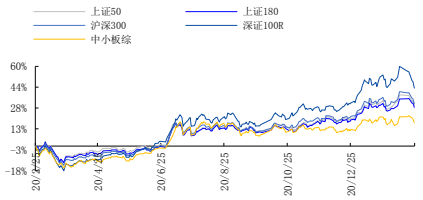
*投资建议与盈利预测

公司自有品牌拐点向上，代运营业务持续放量，基本面持续向好。未来随自有品牌毛利率提升、代运营品牌进入收获期，利润端有望逐渐释放。预计 2020-2022 年公司实现归母净利润 1.41/2.47/3.53 亿元，EPS 0.34/0.60/0.86 元/股，对应 PE 58/33/23x，上调至“买入”评级。

主要市场指数

指数	收盘点位	涨跌幅 1 日	5 日	本年
沪深 300	5579.67	-	-	7.07
上证综指	0.00	0.00	0.00	0.00
深证成指	14870.66	-	-	2.76
中小板综	13068.94	-	-	2.68
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	5 日	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	5 日	本年
嵘泰股	33.36	64.01	0.00	0.00
王力安	16.92	63.95	0.00	0.00
乾照光	5.87	21.03	35.25	-1.01
蓝英装	13.90	20.35	36.68	-16.52
优德精	20.15	20.23	25.47	-10.24

A 股市场跌幅前五

股票	收盘价 RMB	涨跌幅% 1 日	5 日	本年
罗普特	29.00	-25.81	0.00	-53.07
京蓝科	2.43	-18.46	-10.66	-7.95
阿拉丁	85.40	-17.55	-22.96	7.11
中泰化	10.47	-14.95	12.22	69.97
山东玻	11.10	-14.62	1.00	34.06

联系人：房倩倩（执业证书：S0020520040001）

*风险提示

品牌市场竞争加剧，新品牌孵化不达预期，盈利节奏不达预期。

分析师：李典（执业证书：S0020516080001），联系人：杨柳

- 传媒

国元证券行业研究-游戏行业 2021 年数据跟踪第一期：1 月手游规模同比增 7%，春节档游戏营销趋向多元化

报告要点：

*行业数据跟踪

（1）行业：2021 年 1 月，中国移动游戏市场实际销售收入为 188.87 亿元，在新游良好表现的推动下环比增长为 6.06%，同比增长约 7%，高基数下依然保持稳定增长。

（2）重点产品方面：国内畅销榜头部产品保持稳定，多款大厂新品上线。根据伽马数据，网易《天谕》手游预估首月流水超 4 亿元，三七《荣耀大天使》预估首月流水超 2 亿元。吉比特《一念逍遥》表现优异，上线首日进入畅销榜 TOP5，成为黑马。出海方面，《PUBG Mobile》、《原神》海外收入均突破 1 亿美元，三七互娱策略消除手游《末日喧嚣》进入出海收入 TOP30，出海厂商排名上升 4 名进入 TOP10。

（3）版号情况：2021 年 1 月全行业共发放版号 84 个，均为国产手游，三七互娱的《龙腾霸主》、心动网络《少年的人间奇遇》、完美世界《完美世界：诸神之战》、中手游《斗罗大陆-斗神再临》获得版号。2 月目前发放 117 款游戏版号，包括 84 款国产游戏中及进口游戏 33 款获批，腾讯《英雄联盟手游》；网易《暗黑破坏神：不朽》、《星战前夜：无烬星河》、《宝可梦大冒险》等多款重磅 IP 手游过审。

（4）重点厂商新游排期：2021 年 Q1 多款手游将集中上线。腾讯《征服与霸业》、《秦时明月世界》分别于 3 月 3 日、3 月 26 日上线。完美世界《非常英雄》、《旧日传说》；三七《斗罗大陆：武魂觉醒》、《修仙》预计 Q1 上线；朝夕光年（字节）发行《雷霆远征》、《全明星激斗》预计 3 月 9 日、3 月 31 日上线。

（5）渠道及买量：《原神》上线小米应用商城，分成比例为 7:3。根据 Dataeye 数据显示，春节期间游戏买量规模日均投放量达 10.7 万组上下，整体投放规模环比下滑 12%，买量营销时点集中在年前，营销手段包括微信红包封面、影视联动等多元化手段。买量公司头部化态势明显，阿里《三国志·战略版》、网易《梦幻西游网页版》以及莉莉丝《万国觉醒》为中重度手游买量榜前三。

*重点上市公司跟踪

完美世界：蒸汽平台正式开测，与彩条屋合作开发动画电影 IP。三七互娱：代理手游《绝世仙王》上线，出海产品表现优异。吉比特：《一念逍遥》首发表现优异，《问道》推出贺岁服。游族网络：《红:伊甸园的骄傲》版号获批。腾讯：《征服与霸业》、《秦时明月世界》3 月上线，《英雄联盟手游》版号过审。网易：《暗黑破坏神：不朽》、《宝可梦大探险》版号获批。

*投资建议

1 月行业在新游上线拉动下，相较去年高基数保持约 7%的增速。长期看 5G 背景下云游戏开启新增长阶段，维持行业“推荐”评级。关注三七互娱、完美世界、吉比特、掌趣科技、宝通科技等。

*风险提示

游戏流水表现不及预期、版号发放不及预期、政策监管等。

分析师：李典（执业证书：S0020516080001），联系人：路璐（执业证书：S0020519080002）

- 消费

国元证券公司研究-珀莱雅（603605）事件点评：推出新品源力修护精华，上线自主孵化高功效护肤品牌

事件：

2021 年 2 月，珀莱雅发布重磅新品源力修护精华；同时公司自主孵化的高功效护肤品牌 Correctors 天猫旗舰店上线。

点评：

*推出重磅大单品源力精华，聚焦高成分高功效的屏障修护热门赛道

2021 年 2 月 22 日，珀莱雅发布重磅新品源力修护精华，产品聚焦敏感肌皮肤屏障修，采用“调节微生态屏障+加筑脂质屏障+修护基底膜屏障”三条修护逻辑进行机理设计，在配方概念及成分的应用上具有前瞻性。一方面，产品添加“芽孢杆菌发酵产物”与“拳参根提取物”（德国 BASF 专研成分）两款核心成分，实现上皮基底膜的强化；另一方面，通过采用 SK-Influx-V-MB（仿生皮脂），添加海茴香干细胞、三种神经酰胺等，加筑脂质屏障。此外，产品紧跟当下前瞻的“皮肤微生态”概念，采用知名原料商德之馨旗下的乳酸杆菌发酵产物进行微生态调节。我们认为，公司在大单品的研发与品牌力的提升上具有深厚决心，2020 年推出的红宝石、双抗两款高精华均具备较强的研发背书，且后续口碑良好，对品牌力的提升起到积极作用。此次源力修复精华的推出，一方面契合了当下成分党、屏障修护的热门赛道，另一方面高功效成分的添加，体现出公司在原料、配方研发端的强劲实力。

*上线新孵化的功能性护肤品牌 Correctors，主打“针对护肤”理念

公司自主孵化的高功效护肤品牌 Correctors 天猫旗舰店近日上线，新品牌率先提出“针对护肤”概念，针对面部不同区域的肌肤采用针对性的配方。目前共推出 13 款护肤产品，其中天猫旗舰店上架 7 个 SKU，定价 220-290 元/ 30ml，主打收缩毛孔、淡化细纹、去眼周细纹、黑头条理等细节功效。此外，品牌全线产品均经过三甲医院皮肤科及美容科医生联合开发，具备包括华山医院、重庆医科大学附属第一医院等多位皮肤科医生的专业背书。

*投资建议与盈利预测

公司是国内大众化妆品龙头，对于渠道和行业趋势把握精准。2020 以来，主品牌珀莱雅推出红宝石精华、双抗精华、双抗眼霜、源力修护精华等多款高功效、高口碑大单品强化品牌塑造；同时加大对彩棠、印彩巴哈等新锐彩妆品牌的投入力度，近期尝试孵化自有中高端功能性护肤品牌 Correctors，多品牌布局初见成果。预计 2020-2022 年公司 EPS 为 2.34/2.86/3.55 元，对应 PE 为 77/63/51x，维持

“买入”评级。

*风险提示

品牌市场竞争加剧， 新项目孵化不达预期。

分析师：李典（执业证书：S0020516080001），联系人：杨柳

● 消费

国元证券公司研究—壹网壹创（300792）事件点评：自有品牌“每鲜说”落地，聚焦高成长代餐赛道

事件：

公司自有品牌每鲜说上线天猫旗舰店。

点评：

*自有品牌落地，聚焦高成长代餐赛道，产品颜值与营养并存

公司推出自有品牌每鲜说，专注健康食品，首发系列产品彩虹慕斯雪，主打功能型减脂代餐，目前已上线天猫旗舰店。品牌产品健康与颜值并存，首发系列选用食材包括雨生红球藻、白芸豆、小麦肽、酵母β-葡萄糖等，具有抗衰老、阻糖、促消化、增强免疫力等功效，搭配粉红莓果、绿色果蔬、蓝莓黑加仑、芒果香梨等冻干鲜果点缀，迎合悦己消费需求。目前产品定价 49.9 元/盒，折后到手价最低 29.8 元/盒。代餐行业具备高潜力高毛利上游供应链较为成熟且品牌尚未固化的特点，新锐品牌具备较大机会。近年来新锐品牌 WonderLab、新西兰代餐品牌 Smeal 等出现爆发式增长，其中 WonderLab 2019 年成立第一年销售额超过 6000 万，2020 年月销突破了 5000 万，据增长黑盒数据，2020 全年 Wonderlab GMV 同比增长 9 倍，爆发力惊人。

*公司代运营业务发展稳健，自有品牌孵化有望拓展第二成长曲线

此前公司聚焦美妆个护品牌的代运营业务，积累了丰富的品牌线上店铺运营、营销经验，上市后公司开启品牌、品类的拓展，同时利用资本优势积极进行行业整合，成功收购上佰电商进军家电类目，并战略投资速网，巩固自身在供应链、内容电商、私域流量等方面能力。公司积极探索长期成长方向，自有品牌建设有望拓展第二成长曲线，充分利用电商服务及网络零售方面的经验与运作能力，持续加深公司壁垒，提升核心竞争力。

*投资建议与盈利预测

电商服务行业高速增长，公司作为头部企业充分享受行业增长红利。未来有望通过内生发展与外延并购相结合的方式持续进行品类、品牌、渠道的拓展。同时公司尝试孵化自有品牌，有望拓展第二成长曲线。我们预计 2020/2021/2022 年公司 EPS 分别为 2.24/3.61/5.15 元/股，对应 PE 分别为 47/29/21x，维持“增持”评级。

*风险提示

行业竞争加剧；头部客户流失风险；品类、品牌、新项目拓展不及预期。

分析师：李典（执业证书：S0020516080001），联系人：徐熠雯

重点报告

《深信服(300454.SZ)深度报告：企业级 IT 领导者，研发驱动高成长》

分析师：耿军军（执业证书：S0020519070002），联系人：陈图南

报告要点：

逐步成长为全球安全和云计算领域的领导厂商，业务保持高速增长

公司自成立以来已为超 10 万家企业级用户提供信息安全、云计算、基础网络和物联网领域的产品和解决方案。2016-2019 年，公司业务保持高速增长态势，营业收入 CAGR 达 37.91%，扣非归母净利润 CAGR 达 21.36%，经营性现金流净额 CAGR 达 32.93%，经营性现金流净额持续高于扣非归母净利润，经营质量较高。2016-2019 年，“现金牛”信息安全业务毛利的 CAGR 达 29.50%，“成长型”云计算业务毛利的 CAGR 达 71.12%。

企业级 IT 市场景气如日方升，市场机遇不断涌现

在技术和政策的双轮驱动下，我国信息安全市场处于高景气周期，根据 IDC 的数据，2020-2022 年我国信息安全市场规模 CAGR 达 23.77%，2022 年将达到 114.62 亿美元。云计算已成为我国科技产业发展的重点，根据中国信通院的数据，2019 年我国云计算市场整体规模达 1334 亿元，增速 38.6%，到 2023 年，公有云市场规模将超 2300 亿元，私有云市场规模将接近 1500 亿元。2018 年，工信部印发《推动企业上云实施指南（2018-2020 年）》，明确指出全国新增上云企业 100 万家，企业上云已上升为国家政策。

建立三大业务品牌，持续打造“爆款”产品

目前，公司已经拥有深信服智安全、信服云和深信服新 IT 三大业务品牌。自成立以来，公司持续推出“爆款”产品，根据 IDC 的数据，2019 年，公司在中国安全内容管理硬件市场以 22.4%的份额排名第一；在虚拟专用网硬件市场以 24.8%的份额排名第一；在中国超融合存储系统市场以 15%的份额排名第三。2021 年 1 月，公司与腾讯云签订《战略合作协议》，双方将携手推动云网融合建设在全国的发展，全面提升用户网络体验和保障业务高效安全上云，推动企业数字化、智能化升级，将进一步打开公司成长空间。

? 投资建议与盈利预测

公司主要聚焦信息安全和云计算赛道，围绕客户需求，不断加大研发投入，持续推陈出新，未来持续成长空间较为广阔。预测公司 2020-2022 年营业收入为 54.58、74.79、99.29 亿元，归母净利润为 8.03、10.94、14.73 亿元，EPS 为 1.94、2.64、3.56 元/股，对应 PE 为 145.92、107.03、79.53 倍。公司处于快速发展期，研发等投入较多，净利润率偏低，适用 PS 估值法。上市以来，公司 PS 主要运行在 10-26 倍之间，考虑到行业景气度，上调 2021 年的目标 PS 至 19 倍，目标价为 343.39 元，维持“增持”评级。

? 风险提示

新冠疫情反复；新产品研发和推广不及预期；行业竞争加剧；人才流失等。

重要新闻

- 香港财政司司长陈茂波表示，充分考虑对证券市场和国际竞争力影响后，决定提交法案调整股票印花税税率，由现时买卖双方按交易金额各付 0.1%提高至 0.13%。港交所对此回应称，市场需要时间来消化，印花税提升不会在几个月内就实行，仍需要立法。
- 《国家综合立体交通网规划纲要》出炉，勾勒出未来 15 年我国综合立体交通网建设目标和实现路径。按照规划，到 2035 年，我国要基本建成便捷顺畅、经济高效、绿色集约、智能先进、安全可靠的现代化高质量国家综合立体交通网，实现国际国内互联互通、全国主要城市立体畅达、县级节点有效覆盖，有力支撑“全国 123 出行交通圈”（都市区 1 小时通勤、城市群 2 小时通达、全国主要城市

3 小时覆盖）和“全球 123 快货物流圈”（国内 1 天送达、周边国家 2 天送达、全球主要城市 3 天送达）。

- 商务部表示，将加强电商行业管理，督导平台企业合规经营，防止资本无序扩张。正抓紧编制电子商务“十四五”发展规划，积极发展新型消费，加快培育直播电商等新业态和新模式。深入发展农村电商，大力发展跨境电商，扩大跨境电商零售进口试点。

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