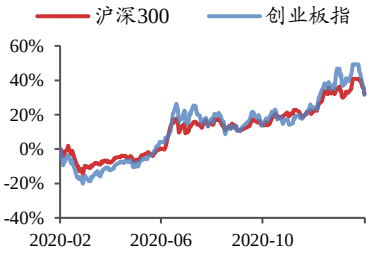
2021 年 02 月 25 日

开源晨会 0225

——晨会纪要

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
家用电器	1.77
房地产	0.42
国防军工	0.2
传媒	-0.01
通信	-0.03

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
食品饮料	-4.82
有色金属	-4.12
电气设备	-4.11
休闲服务	-3.35
医药生物	-3.19

数据来源：贝格数据

观点精粹

总量视角

【策略】不念过去，不畏将来——投资策略点评-20210224

【策略】内外分歧继续，通胀渐成共识——南下“定价权”周度跟踪之三——投资策略专题-20210224

行业公司

【通信】政策推动 5G 2B 端快速发展，叠加 2C 端流量大增——行业深度报告-20210224

【传媒】Clubhouse 带火语音社交，小众语音社区或脱颖而出——行业深度报告-20210224

【通信】寻找下一个华为级的通信优秀公司之一——行业深度报告-20210224

【新能源与电力设备】1 月国内电动车销售、动力电池装机两旺——行业点评报告-20210224

【通信】移广 700M 天线测试有序推进，5G 应用之基更完善——行业点评报告-20210224

【非银金融】新单改善趋势确认，资负两端向好支撑估值修复——上市保险公司 1 月保费收入数据点评-20210223

【化工：万华化学(600309.SH)】烟台工业园 MDI 扩能完成，全球化工巨头冉冉升起——公司信息更新报告-20210224

【家电：老板电器(002508.SZ)】2020Q4 收入环比改善，新品类未来增长可期——公司信息更新报告-20210224

【食品饮料：甘源食品(002991.SZ)】搭建炒货零食矩阵，渠道发力快速成长——公司首次覆盖报告-20210224

【计算机：金山办公(688111.SH)】净利润高速增长，B 端订阅有望开启更广阔空间——公司信息更新报告-20210223

【中小盘：盐津铺子(002847.SZ)】春节错峰 Q4 业绩增速回落，全年增长符合预期——中小盘信息更新-20210224

研报摘要

总量研究

【策略】不念过去，不畏将来——投资策略点评-20210224

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001 | 王汎炜（联系人）证书编号：S0790120040033

不必恐慌，市场仍有充足时间应对

今天（2021 年 2 月 24 日）市场再次出现深度调整，全 A 指数下跌 1.93%，核心资产出现大幅回调。我们在 2 月 22 日的点评《尊重市场的选择》中，已经阐述了近期市场调整背后的深层次原因：即投资者开始在通胀预期上行中意识到“增量资金不止”和“经济复苏持续”之间的矛盾，开始规避高估值的风险。而由于今日市场出现的“全面而不可阻挡”的资产价格下跌，不少投资者开始担心最终会出现类似 2000 年美国科网泡沫和 2015 年“A 股异常波动”的情形。我们认为不用过度恐慌：本次市场调整相对于上述历史上的两次而言，是更加健康的，并不会像 2000 年或者 2015 年那样损害公司的经营，造成基本面恶化和估值下调的不良循环。当下核心的任务，仍然是寻找价值之锚，重视收益率向长期 ROE 水平回归。投资者未来仍有大量从容进行结构调整、仓位调整的时间，请基于理性面对。

交易通胀的思路也要改变

在 2020 年 11 月份和 2021 年 1 月份时的交易通胀仍停留在“预期层面”，商品市场上还未出现广泛的、各品种同步上涨的情形，此时投资者选择的是通胀行业中的龙头，因为它们的产能扩张意味着的是开拓增量市场，从而具有“成长性”，产能价值的重估仍是核心主线，库存价值处于相对低位。考虑到目前通胀已经由“预期层面”走向“现实层面”：商品市场出现期货、现货的同步上涨，此时库存价值明显上升。因此，结合通胀预期走高、贴现率上行，投资者在重估周期远期成长性时，也要重视估值与业绩的匹配，提升业绩增长的估值权重.

细分赛道的投资理念面临更新

自 2016 年末以来，市场对于“好赛道”、“龙头白马”的主流估值方法逐渐转向 DCF 模型和目标市值/预期收益估值方法，而在当前利率上行和估值溢价并存的矛盾下，重新重视 PEG 和 PB-ROE 的应用。对于成长型板块而言，仍是需要将目光移向近端，不单纯以“最终会成为一家怎样的公司”来贴现，而是权衡当下其业绩增速和估值的匹配；对于低估值板块，同样不能一味寻求低 PB，仍然要综合考虑 ROE 水平后，寻找高性价比资产。寻找价值之锚，远比单纯以资产好坏判定股价涨跌要更具有现实意义。

勇于择机，积极应对

即使投资者对择时与交易能力并不看重，但也应该基于市场当下的风险与收益比变化做出“择机”的战略调整：尊重市场已经做出的选择，不一味强调贪婪或恐惧，而是从容在未来市场中，把握机遇。过往投资重视的长期逻辑仍然重要，但短期盈利和估值的匹配在当前需要被系统性重视。我们的具体配置建议请参考报告《新年也要开新局》。需要强调的是，我们特别提高了房地产中的行业龙头在我们配置中的推荐顺位。

风险提示：流动性超预期宽松；疫情超预期恶化；信用收缩程度超预期。

【策略】内外分歧继续，通胀渐成共识——南下“定价权”周度跟踪之三——投资策略专题-20210224

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001 | 梅锴（联系人）证书编号：S0790120070044

南下持有港股占比小幅上升，成交额占比先升后降，AH 溢价回落

上周(20210218-20210219，下同)南下资金持有港股市值占比先从 5.05%小幅上升至 5.08%，港股通成交额占比从 29.33%先上升至 33.38%后下降至 27.40%。与港股相关的 ETF 开始被净赎回，AH 溢价有所回落。

后文中，我们使用同时在 A 股/港股上市的标的衡量港股通/陆股通中的“替代性”资产、使用未在 A 股/港股上市的标的衡量港股通/陆股通中的“互补性”资产。

南下与外资的分歧仍较大，部分通胀品种存在共识

南下持续买入，外资不断撤出，整体分歧仍较大，部分通胀品种存在共识。分行业看，上周(20210218-20210219)南下资金主要净买入电讯、软件服务、石油及天然气、药品及生物科技、金融地产以及贵金属等板块，外资配置盘选择净卖出上述行业中除软件服务和石油及天然气之外的板块，这意味着外资配置盘与南下资金在部分通胀板块可能存在共识。上周南下继续净买入同时在 A 股上市的“替代性”港股通标的，外资则同时选择卖出该类“替代性”标的，且配置盘净卖出幅度较大。行业上，南下资金更偏好港股通“替代性”标的中的金融、黄金及贵金属、医药及生物科技、原材料、建筑以及煤炭等板块，外资配置盘更偏好该类标的中的石油及天然气等板块。内外资在港股通中“互补性”核心资产上的分歧仍较大。上周南下资金净买入未在 A 股上市的“互补性”港股通标的，外资则均卖出该类标的，行业上，南下偏好港股通“互补性”标的中的电讯、石油及天然气、软件服务、其他金融、药品及生物科技、地产以及资讯科技器材等板块，外资配置盘与南下在该类标的上的分歧较大，选择卖出上述除软件服务外的板块。

外资配置盘卖出港股，买入 A 股，继续青睐 A 股中的“互补性”标的

上周(20210218-20210219)外资配置盘同时净卖出 A 股/港股通中的“替代性”标的，行业上，配置盘主要同时净买入 A 股和港股中的石油石化板块，同时净卖出 A 股和港股中的汽车、建材以及银行等板块，更偏好 A 股的有色、地产、医药、非银、家电、交运以及煤炭等板块，与港股中的机械与通信等板块。上周外资配置盘持续净买入 A 股中的“互补性”标的，连续净卖出港股通中的“互补性”标的，行业上，配置盘同时买入 A 股和港股中的计算机、轻工以及传媒等板块，同时净卖出 A 股和港股中的交运、食品饮料、家电、消费者服务、汽车以及通信等板块，更偏好 A 股的电新、医药、电子、石油石化、银行以及有色等板块。

外资交易盘卖出港股，买入 A 股，偏好 A 股中的“互补性”/“替代性”标的

上周(20210218-20210219)外资交易盘净卖出港股通中的“替代性”标的，净买入 A 股中的“替代性”标的，行业上，交易盘同时买入 A 股和港股中的非银、建材、地产、钢铁以及公用事业等板块，净卖出 A 股和港股中的汽车等板块，偏好 A 股的银行、有色、石油石化、家电、轻工及通信等板块。上周外资交易盘净买入 A 股中的“互补性”标的，净卖出港股通中的“互补性”标的，行业上，交易盘同时买入 A 股和港股中的家电、农林牧渔、食品饮料、传媒、地产以及消费者服务等板块，同时净卖出 A 股和港股中的电子、电新以及轻工等板块，偏好 A 股的金融、交运、计算机、有色及通信等板块，与港股的军工与医药等板块。

风险提示：测算误差

行业公司

【通信】政策推动 5G 2B 端快速发展，叠加 2C 端流量大增——行业深度报告-20210224

赵良毕（分析师）证书编号：S0790520030005 | 戴晶晶（联系人）证书编号：S0790120040005

2021 年我国 5G 工业互联网应用受政策推动或快速发展，2C 端普及并行

根据工信部数据显示，目前我国 5G 流量组成中约 80%由 2B 端组成，20%由 2C 端构成，和 4G 网络情况差别较大。在我国基站尚未完全深度覆盖情况下，以范围较小、结构相对简单、应用途径较广的 2B 专网作为 5G 应用切入点为我国现阶段的主要发力方向。工信部在《“5G+工业互联网”512 工程推进方案》中提出打造 5 个产业公共服务平台，建设改造覆盖 10 个重点行业，形成至少 20 大典型工业应用场景的规划，受政策推动 2021 年我国工业互联网 2B/2G 端应用场景预计将实现快速发展；同时 2C 端方面，互联网公司基于云游戏、车联网及大视频的尝试及运营商对于 5G 消息的推广将使得 5G 应用不断升温，5G 终端数量有望持续突破，5G 应用普及进程有望超预期。

我国 5G 基站数量全球居首，基站快速建设倒逼 5G 应用发展可期

据 GSA 数据统计，截至 2021 年 2 月，在全球 61 个国家/地区中有 144 个运营商推出了商用 5G 网络，根据 GSMA 数据显示，截至 2020 年末，全球 5G 基站数量合计超 100 万站，其中我国已建设 5G 基站 71.8 万站，韩国已建设 5G 基站 12.1 万站，美国已建设 5G 基站 5 万站，欧洲已建设 5G 基站 4.6 万站，日本已建设 5G 基站 0.19 万站。考虑 2020 年新冠疫情在不同国家的影响程度，我国 5G 发展快人一步，我国 5G 基站建设数量全球居首，考虑中国的国土面积，其基站覆盖密度仅次于韩国。目前欧洲、日本、美国等 5G 建设及应用均不成熟，韩国 5G 应用较领先，其主要发展策略为依托本国较充足的内容资源不断丰富 2C 端应用拉动 2B 端行业应用。凭借人口资源优势，中国将成为全球 5G 市场大国，5G 技术方面，华为、中兴通讯是全球通讯设备排名前四厂商，并在 5G 专利上遥遥领先，在政策、市场等利好因素驱动下，中国 5G 应用有望不断保持领先。

投资建议：大空间 5G 应用、预期差 5G 设备，通信运营商边际改善

我们认为 2021 年第一季度 5G 板块反转在即，利好不断并陆续兑现：

一是运营商中国广电的加入带来投资增量，广电作为第四大运营商的加入，将为整个通信板块带来增量资金；

二是美新政府上台预期中美谈判重启有望带来通信估值修复，预计拜登新政府上台后双方磋商及相关谈判将再度展开；

三是参照往年经验，运营商会在 2021 年 Q1 启动设备集采，停滞近半年的 5G 建设有望如火如荼展开，迎来 5G 产业链的业绩边际改善；

推荐标的：运营商中国移动（0941.HK）、5G 终端小米集团（1810.HK），物联网移远通信（603236）、和而泰（002402），视频会议亿联网络（300628）、会畅通讯（300578）、科华数据（002335），5G 消息梦网科技（002123）。另外基本面有好转的公司也需要重点关注，中天科技（600522）、佳力图（603912）、移为通信（300590）、英维克（002837）。

风险提示：5G 建设不及预期风险；中美贸易摩擦影响全球经济及 5G 发展

【传媒】Clubhouse 带火语音社交，小众语音社区或脱颖而出——行业深度报告-20210224

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004

Clubhouse 风靡原因：高门槛、设计简洁、名人荟萃

Clubhouse 是全球在线语音社交平台，定位为高质量、精英化的线上沙龙。App 上线初期，Clubhouse 团队邀请美国嘻哈圈老前辈、著名电视节目主持人奥普拉等名人入驻，奠定了高质量的用户基础。2021 年 2 月 1 日，马斯克宣布将在 Clubhouse 上开设房间交流，更是成功吸引众多听众。Clubhouse 采取严格的邀请制度，每名注册用户仅拥有 2 个邀请名额，入驻的高门槛有利于保持小众、精英的平台调性。此外，Clubhouse 产品设计极度简洁，专注语音聊天功能，不支持打字或视频等其他形式；同时，“听后即焚”的无回放模式鼓励用户无负担地畅所欲言，更能调动聊天室气氛。更重要的是，Clubhouse 齐聚各行业名人、顶流明星，不断输出高质量的聊天内容，在保持平台内容高水准的同时又吸引了众多追随用户。对于普通用户而言，Clubhouse 也为其提供了直接与大咖交流、学习的机会，并使其拥有与社会名流平等的表达权力。根据七麦数据，2021 年 2 月 10 日，Clubhouse 荣登全球十多个国家/地区的 Apple App Store 社交榜应用榜首。

海外大型在线语音社交平台主攻各自细分领域

由于地区文化、用户人群偏好等差异，各圈层语音社交需求不同，因此小而精的发展模式更容易脱颖而出：Clubhouse 定位小众、精英化的线上沙龙，Yalla 专注 MENA 地区语音娱乐聊天，Tiya 主攻 Z 世代人群的休闲娱乐时间。（1）Yalla：MENA 地区在线语音社区龙头，目前已形成“Room+Moments”的完善成熟社区生态，聊天打赏、充值会员、升级高级功能等变现方式多样。根据 Yalla 公司公告，以 2020 年第二季度的下载量计，Yallla 是卡塔尔、

沙特、阿联酋等 7 个国家排名第一的娱乐类移动应用；2020 年第三季度，Yalla 的 ARPPU 高达 26.9 美元，或验证该模式已跑通。（2）Tiya：国内 UGC 音频社区荔枝（LIZI.US）的出海产品，聚焦与朋友一起玩游戏、唱歌等线上场景，更加强调社交关系的连接。目前 AmongUsMatch、Roblox_Piggy 等游戏相关话题仍为平台内聊天室的重要主题。

目前国内未出现可对标 Clubhouse 的产品，未来小众语音社区或有望胜出

国内短视频平台抖音和快手均已布局语音聊天室，定位倾向于大众娱乐向聊天。快手于 2021 年春节期间在快手聊天室推出“快手大家说”栏目，连续 8 天邀请各界名人进行聊天，或意在增加更多专业性的知识会谈内容。目前，国内综合性语音娱乐直播平台众多，却缺乏专攻细分领域的语音社交平台，或难以满足不同圈层人群的语音社交需求，暂未出现可对标 Clubhouse 的产品。2021 年 2 月 11 日，映客推出对话吧 App，定位为采用邀请制度的高质量语音社交平台，或是对于细分领域语音社交的一次探索。我们认为，未来小众的在线语音社交平台或通过聚焦细分需求和挖掘兴趣垂类，有望在以全民泛娱乐聊天为主的市场中开启黑马模式。同时，依托各行业大 V 们的自带流量，平台可自然拓展知识付费、广告等变现模式。语音社交板块受益标的包括 Yalla、荔枝和映客。

风险提示：市场竞争加剧、用户增长不及预期、变现方式开拓或存在瓶颈等。

【通信】寻找下一个华为级的通信优秀公司之一——行业深度报告-20210224

赵良毕（分析师）证书编号：S0790520030005 | 戴晶晶（联系人）证书编号：S0790120040005

历经三十载，华为逐步成长为 ICT 全球领先、通信设备商第一的优秀公司

华为成立于 1987 年，始于一家生产用户交换机（PBX）的香港公司的销售代理，1995 年，我国通信市场竞争格局发生大变。国际市场需求下滑，跨国通信设备巨头纷纷转入方兴未艾的中国市场攫取更多利润，叠加通信设备的较低关税导致国内市场和国际市场竞争日趋激烈。在此背景下，华为逐渐走上国际化道路，通过与长江实业旗下和记电讯合作，香港成为华为海外布局的第一个战略要地和迈出国际化发展步伐的第一落脚点。俄罗斯成为华为真正国际化的第一站，拉美是华为国际化第二站。2000 年后，华为开始在其他地区全面拓展，包括泰国、新加坡、马来西亚等东南亚市场以及中东、非洲等区域市场。在发达国家市场，华为的产品与解决方案广泛应用于英国、法国、德国、西班牙和荷兰等欧洲国家，并相继取得规模突破。目前华为已成为年收入超千亿美元的全球领先的 ICT 基础设施和智能终端提供商，在全球通信设备商排名第一。

复盘华为成长史，“狼性文化”无处不在、创新高研发、聚焦主业拓展业务边界或成范例

华为“狼性文化”无处不在，从 1997 年正式向国际市场迈进开始，面对具有更强市场竞争力的国际通信设备巨头，华为作为新进入者，狼性文化深入贯彻执行，强调竞争、注重结果，利用价格优势，灵活采用“农村包围城市”的发展战略，通过对于基础通信设施水平较差的发展中国家的投资建设，扩大了在发展中国家的市场影响力，有力占据投资对象国市场，赢得宝贵的海外市场份额。创新是华为三十余年生存和发展的根基，华为研发费用从 2008 年的 104.69 亿元，稳步增长到 2019 年的 1316.59 亿元；研发费用率从 2008 年的 8.4%增长到 2019 年的 15.3%，近些年稳定在 14%以上。华为以电信设备起家，坚持在 ICT 的赛道中不断拓展业务边界，公司基于“构建万物互联的智能世界”这一愿景，形成了消费者、企业、运营商、云平台四大互相联动的业务板块。一个成功公司的经验远不止这些，天时地利人和归因还得自身硬。

寻找下一个华为级的通信优秀公司：大空间的 5G 应用和超预期的消费终端

5G 的网络建设还会持续，通信的规模效益是边际增强的，随着运营商三期集采临近，以及 5G 千元终端的普及、5G 多频率的深度覆盖，特别是黄金频率 700M 的引入、2.1G 试验网的推进，5G“好用”更加速，5G 关注的聚焦点将从基础设施侧转向应用和消费终端的锚点，发展机会是给有准备的优秀公司。推荐标的：全球运营商龙头和 5G 应用锚点中国移动（0941），物/车联网标的和而泰（002402）、移远通信（603236），视频会议龙头亿联网络（300628）、会畅通讯（300578），智能终端提供商小米集团（1810），光模块中际旭创（300308）。

风险提示：中美贸易摩擦影响全球经济及 5G 发展；5G 商用未及预期风险。

【新能源与电力设备】1 月国内电动车销售、动力电池装机两旺——行业点评报告-20210224

刘强（分析师）证书编号：S0790520010001

2021 年 1 月国内电动车销量 17.9 万辆，持续看好新能源汽车产业链

（1）根据中汽协数据，1 月电动车销量 17.9 万辆，同比+238.5%/环比-27.8%，优于预期；其中乘用车销量为 17.2 万辆，同比+259%/环比-24%。EV 乘用车销量 14.3 万辆，同比+320%/环比-24%；PHEV 销量 2.8 万辆，同比+107%/环比-24%。

（2）分级别来看，A00 级和 B 级车型“两头大”的格局依旧。根据乘联会数据，1 月 A00 级 EV 销量 5.96 万辆，占比 43%（同比+24pct），宏光 MINI 持续畅销（1 月销量 3.68 万辆，环比+14.5%）。B 级 EV 销量 3.3 万辆，占比 24%（同比+10pct）。

（3）分车企来看，上通五菱销量 3.85 万辆，同比+2617%/环比-6%，市占率 23%，位居第一；比亚迪销量 2.03 万辆，同比+178%/环比-28%，市占率 12%，位居第二，得益于汉的持续畅销；特斯拉中国销量 1.55 万辆，同比+491%/环比-35%，市占率 9%，位居第三。新势力表现依旧亮眼，蔚来/小鹏/理想 1 月销量分别为 0.72/0.6/0.54 万辆，环比分别+3%/-6%/-12%。

（4）分车型来看，宏光 MINI 销量 3.68 万辆，环比+14.5%；Model 3 销量 1.38 万辆，环比-41.9%；比亚迪汉 EV 销量 0.93 万辆，环比+3.2%。此外，Model Y 销量 0.16 万辆，看好后续增长。

受益标的：宁德时代、恩捷股份、天赐材料、新宙邦、亿纬锂能、当升科技、璞泰来、比亚迪、科达利、三花智控、宏发股份。

2021 年 1 月动力电池装机 8.7GWh，开启全年高增长

（1）根据 CABIA 数据，2021 年 1 月动力电池产量/装机量分别为 12/8.7GWh，产量同环比分别+317.2%/-20.4%，装机量同环比分别+273.9%/-33.1%。受下游新能源车季节性差异影响，1 月份通常为动力电池装机低谷，基于 2015-2020 年 1 月份装机占全年比重分别为 1.5%/2.0%/0.3%/2.3% /8.0%/3.6%，假设 2021 年 1 月份装机占比为 3%-4%，预计 2021 年全年动力电池装机将达 217-290GWh。

（2）分类型来看，1 月份三元、LFP 装机占比分别为 62%/37%，其中 LFP 占比环比-16pct，主要原因在于纯电客车装机量环比-84%、纯电动专用车装机量环比-59%。

（3）分企业来看，宁德时代装机 4.62GWh，同环比分别+245%/-32%，市占率达 53%，同环比分别-4.6pct/+0.9pct，市占率环比持续提升；比亚迪装机 1.13GWh，同环比分别+350%/-44%，排名第二；中航锂电装机 0.49GWh，同环比分别+949%/-38%，排名第三；LG 化学装机 0.49GWh，同环比分别+202%/-50%，排名第四；国轩高科装机 0.38GWh，同环比分别+102%/-60%，排名第五。行业前五格局相对稳固。

风险提示：新能源汽车销量不及预期、新能源汽车政策存在不确定性。

【通信】移广 700M 天线测试有序推进，5G 应用之基更完善——行业点评报告-20210224

赵良毕（分析师）证书编号：S0790520030005 | 戴晶晶（联系人）证书编号：S0790120040005

移广组织多频道（含 700M）天线产品常态化测试，5G 普及有望不断拓展，维持通信行业“看好”评级

2 月 20 日，中国广电及中国移动将组织多频段（含 700M）天线产品常态化测试，测试结果将用于后续的采购环节。根据 C114 通信网数据显示，广电宣传 2021 年预计将新建 700M 基站数量超 40 万站，使得 2021 年全年基站建设数量有望突破百万量级，由于热点以及容量方面仍然依靠 2.6GHz 网络，因此 2.6GHz 的 5G 基站投资并不太受 700MHz 影响，运营商资本开支在 700M 方面更像增量资金，随着 700M 5G 产品的进行实际运用环节，5G 网络会

进一步普及和好用。

700M 覆盖效果更好，用电成本更低，维护成本更少，有望加速 5G 普及

700MHz 作为黄金频段，其覆盖效果比 2.6G 好，一个 700M5G 基站相当于 2-3 个 2.6G 基站的覆盖范围。700HZ 基站耗电量显著低于 2.6G 基站，降低了使用成本。更低的耗电量减少了散热的配置，又降低了维护成本。700MHz 设备相比原 5G 更简单，平台更成熟，很像现在 4G 网络的 FDD 设备，用 4G4R/2G2R，为了进一步进行天面整合，后续会改为 4448 的天线方式，以便于在天线上能够直接支持 700MHz 设备的接入。中兴通讯已完成 700MHz+4.9GHz 载波聚合验证及 700MHz 商用产品新空口承载语音（5G VoNR）通话，华为则在 2019 年底已经推出支持 700MHz 频段的 5G 手机。由于 700MHz 的 5G 基站对芯片的依赖程度相比较低，在中美科技竞争的大背景下，700M 实际推进落地有望超预期。

参考电信的 800MHz 建设，通过四年的两个阶段建设共完成了 46 万个基站，基本实现了全国的覆盖推测可得，40 万广电 700MHz 基站有望覆盖全国 90%以上的行政村，实现 5G 真正意义上的广覆盖，实现信号下沉解锁 2C 端无限潜力，实现 5G 网络“可用”到“好用”的变革。

投资建议：大空间 5G 应用、预期差 5G 设备，通信运营商边际改善

我们认为 2021 年第一季度 5G 板块反转在即，利好不断并陆续兑现：

一是运营商中国广电的加入，将为整个通信板块带来增量资金；

二是美新政府上台预期中美谈判重启有望带来通信估值修复；

三是参照往年经验，运营商会在 2021 年 Q1 启动设备集采，停滞近半年的 5G 建设有望如火如荼展开，迎来 5G 产业链的业绩边际改善；

推荐标的：运营商中国移动（0941），光模块中际旭创（300308）、新易盛（300502）、光迅科技（002281），5G 终端小米集团（1810），物联网移远通信（603236）、移为通信（300590）、广和通（300638）、和而泰（002402），视频会议亿联网络（300628）、会畅通讯（300578），国内 UPS 龙头科华数据（002335）。

风险提示：移广合作受中美贸易摩擦影响延缓；5G 商用推进不及预期风险。

【非银金融】新单改善趋势确认，资负两端向好支撑估值修复——上市保险公司 1 月保费收入数据点评-20210223

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 吕晨雨（联系人）证书编号：S0790120100011

开门红表现良好，新单同比高增，续期受疫情迟滞影响拖累总保费增速

1 月 5 家上市险企年合计寿险保费同比+8.53%（2020 年+7.37%），其中：中国人保+14.04%、中国人寿+13.13%、新华保险+12.78%、中国太保+8.79%、中国平安-3.06%，增速差异受基数、续期保费和新单增速影响。中国人保凭借寿险子公司期交同比+12.50%及健康险子公司趸交同比+835.98%，同比增速领跑市场；中国人寿、新华保险受高基数影响，且 2021 年规模诉求降低，1 月开门红保费同比增速略有放缓；中国平安个人业务新单保费同比+31.04%，显著高于 2020 年同期的-14.90%，由于续期业务受到疫情影响同比-16.44%，拖累整体保费，但寿险及健康险业务保费同比增速仍较 2020 年同期高 9.96pct；中国太保寿险保费同比+8.79%，考虑到续期保费可能承压，预计中国太保新单保费实现较快增长。

中国平安新单保费同比改善明显，中国人保子公司针对性策略带来增量

1 月中国平安寿险个人业务新单保费达成 347.85 亿元，同比+31.04%，较 2020 年 1 月同比-14.90%提升 45.94pct，同时较 2019 年 1 月增长+11.52%，主要由于开门红启动提前且管理层高度重视带来增量；但由于疫情影响，继续率等滞后指标出现下行，中国平安寿险个人业务续期保费 1 月同比-16.44%，较 2020 年 1 月同比-12.77%降幅扩大

3.67pct。中国人保寿险业务 1 月新单保费 175.19 亿元，同比-14.40%，主要由于业务结构进行调整，压降趸交规模，趸交保费同比-35.17%，期交规模+12.50%；人保健康险 1 月新单保费 59.19 亿元、同比+298.32%，其中趸交新单保费 50.73 亿元，同比+835.98%，占比 85.71%。

车险综改造成车险保费同比降幅扩大，非车险同比增长明显

1 月 3 家上市险企财险保费收入同比为-2.87%，较 2020 年 12 月的-11.55%有所改善。其中：太保财险+5.57%、人保财险+1.15%、平安财险-13.19%；车险综改压力延续，平安财险、人保财险车险保费降幅分别扩大 1.22pct、0.67pct 至-18.57%、-11.39%。人保财险、平安财险意外及健康保险分别同比+27.08%、+22.50%，人保财险农险同比增长+34.26%，非车险同比增长明显，缓解车险压力。

资产、负债两端均现改善，继续推荐顺周期低估值保险股

1 月保费数据披露确认保险负债端逐步改善，经济复苏、疫情低基数和险企转型有望推动后续价值增长超预期，负债端改善有望延续，预计龙头上市险企全年 NBV 实现 10%-20%增长。年后通胀预期提升，利率上行利好保险利差扩张，驱动估值修复。保险股资产和负债均有顺周期属性，目前处于历史估值低点，资产和负债两端改善驱动下，估值修复可期。首推中国太保，推荐中国平安，受益标的新华保险。

风险提示：经济复苏不及预期；长端利率超预期下行。

【化工：万华化学(600309.SH)】烟台工业园 MDI 扩能完成，全球化工巨头冉冉升起——公司信息更新报告-20210224

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 张晓锋（联系人）证书编号：S0790120080059 | 龚道琳（联系人）证书编号：S0790120010015

烟台工业园 MDI 装置扩能技改完成，稳居 MDI 全球第一大巨头

2 月 24 日万华化学发布公告，公司烟台工业园 MDI 装置通过技术改造，于近日完成了从 60 万吨/年至 110 万吨/年的技改扩能。该项目于 2019 年 6 月获得项目备案证明，至 2021 年 2 月累计投资 2.84 亿元。扩能完成后，公司 MDI 总产能达 260 万吨，约占比全球总产能的 26.7%，稳居 MDI 全球第一大巨头。我们上调盈利预测，调整后预计公司 2020-2022 年归母净利润为 100.45、191.71(+22.47)、227.32(+36.44)亿元，对应 EPS 分别为 3.20、6.11(+0.72)、7.24(+1.16)元/股，当前股价对应 PE 分别为 40.3、21.1、17.8 倍，维持“买入”评级。

建设周期和投资金额创下行业最优水平，扩能项目有望随下游需求同步放量

本次公司技改项目自获得项目备案证明到扩能完毕历时 20 个月，至 2021 年 2 月累计投资仅为 2.84 亿元，单吨技改成本仅为 568 元，项目建设速度之快和投资金额之小均创下全行业最优水平。这主要得益于烟台工业园配套的公用工程等项目都已建设完毕，公司建设周期和投资金额大幅缩小。目前，MDI 主要下游建筑保温材料和冰箱冷柜需求旺盛，或为 MDI 需求提供有力支撑。以美国房地产为例，据美国商务部，1 月住房营建许可增长 10.4%；据全美地产经纪商协会，1 月季调后美国成屋销售量为 669 万套，同比+23.7%，环比+0.6%。新屋建设将带动建筑保温材料 MDI 需求上升，房屋销售将带动后地产链的冰箱冷柜需求增长。截至 2 月 24 日，据 Wind 数据，华东聚合 MDI 价格为 27500 元/吨，较节前上涨 7900 元/吨。公司扩能项目或将随需求增长同步放量，助力公司业绩腾飞。

2021 年公司业绩将实现大幅飞跃，公司向综合性世界化工巨头大步迈进

当前时点，我们继续看好 2021 年 MDI 行业有望维持景气，公司业绩将实现大幅飞跃。一期乙烯项目已于 2020 年 11 月投产，预计将于 2021 年释放业绩；福建产业园、眉山基地和烟台新材料等项目持续推进中。公司多元化发展布局对于拓展长期成长空间具有重要意义，三大业务板块将助力公司向世界化工巨头迈进。

风险提示：产能释放不及预期、下游需求放缓、产品价格大幅下滑等。

【家电：老板电器(002508.SZ)】2020Q4 收入环比改善，新品类未来增长可期——公司信息更新报告-20210224

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

2020Q4 收入环比改善，业绩基本符合预期

2020 年公司实现营收 81.36 亿元（+4.84%），归母净利润 16.74 亿元（+5.27%），净利率 20.57%（+0.08%），扣非归母净利润 15.99 亿元(+5.40%)，EPS 为 1.76 元(+4.76%)。分季度看：2020Q4 公司实现营收 25.10 亿元(+17.52%)，归母净利润 5.51 亿元（+9.23%），净利率 21.94%（-1.67%），扣非归母净利润 5.42 亿元（+11.98%）。受原材料价格上升影响，下调 2020 年归母净利润 16.74 亿元（原值 17.25 亿元），考虑公司作为高端厨电龙头企业，且业绩改善明显，上调 2021-2022 年盈利预测 19.61/22.28 亿元（原值 19.59/21.95 亿元），对应 EPS 为 1.76/2.07/2.35 元，当前股价对应 PE 为 21.7/18.5/16.3 倍，维持“买入”评级。

受原材料涨价以及双十一促销等影响，2020Q4 净利率有所下滑

（1）原材料端，2020Q4 钢材、铝材、铜材价格指数分别上涨约 6.1%、17.8%、5.8%，涨幅明显。考虑公司品牌力强，具有提价潜力且产品不断升级，有望减轻原材料价格上涨影响。（2）价格方面，2020Q4 老板品牌吸油烟机线上均价同比-3.11%，但 2021 年 1 月线上价格有所恢复，同比提升 4%以上。

线下线上市场份额持续提升，第二第三品类未来可期

（1）奥维数据显示，2020 年线下渠道“老板品牌”吸油烟机、燃气灶零售额市占率分别提升 0.2pct、0.2pct；线上厨房套件市占率同比提升 2.1pct，实现逆市份额提升。2020 年“老板品牌”吸油烟机在精装修渠道市占率略降 1.3pct，由此判断 2020Q4 工程渠道增速有所回落。（2）分渠道来看，奥维数据统计，公司 2020Q4 烟灶合计线上、线下销售额分别同比增长约 50%、4%，线下渠道维持平稳增长，电商渠道持续高增长。（3）持续推进以蒸烤一体机为代表的第二品类群及以洗碗机为代表的第三品类群等厨电新品类发展。根据奥维线下报告，老板品牌嵌入式一体机零售额市场占有率为 31.5%，位居行业第二。“老板品牌”嵌入式洗碗机零售额市场占有率为 9.6%，位居行业第四。2020 年度，公司蒸烤一体机及洗碗机品类均实现快速增长，品类空间巨大，未来增长可期。

风险提示：房地产市场波动风险；原材料价格波动风险；市场竞争加剧风险等。

【食品饮料：甘源食品(002991.SZ)】搭建炒货零食矩阵，渠道发力快速成长——公司首次覆盖报告-20210224

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 陈钟山（联系人）证书编号：S0790120070045

产品力驱动成长，渠道端继续发力，首次覆盖给予“增持”评级

甘源食品定位坚果豆类炒货零食，休闲食品赛道优质，公司受益于行业集中度提升。公司新产品稳步投放，打造完整的产品矩阵，有利于公司拓展更有实力的经销商，配合店中岛、整组成列和广告投放提升销售收入和品牌影响力；公司毛利率和经营效率表现优异，上市募投扩产助力成长。综上所述，我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 12.86、16.62 和 20.31 亿元，同比增长 15.9%、29.3%和 22.2%；归母净利润分别为 2.03、2.58 和 3.22 亿元，同比增长 21.1%、27.0%和 24.8%；对应 EPS 分别为 2.18、2.77 和 3.46 元，当前股价对应 PE 分别为 38.6、30.4、24.4 倍。首次覆盖给予“增持”评级。

坚果炒货板块潜力较大，行业集中度仍有提升空间

休闲食品中，坚果炒货板块成长较快，过去 7 年复合增速达 8.9%，而竞争格局未像膨化食品、糖果巧克力等板块已基本稳定，预计当前国内休闲坚果炒货行业 CR5 约为 18%，行业格局较为分散。头部品牌公司在原材料、供应链、渠道、管理等方面具有较大优势，有望继续抢占市场份额，预计行业集中度将进一步提升。

搭建产品矩阵，发力渠道扩张，提升品牌形象

公司作为头部坚果谷物炒货类休闲食品公司，管理层战略清晰，在“老三样”产品的坚实基础上，延伸拓展新

品类，搭建产品矩阵，同时完善的产品矩阵有助于拓宽渠道，吸引更有实力的经销商，公司线下布局店中岛和整组陈列，线上同时发力，投放广告提升品牌影响力，自建产能不断工艺创新，河南新工厂布局为销售增长保驾护航。

风险提示：新品不及预期，原材料涨价风险，疫情发展影响，食品安全风险。

【计算机：金山办公(688111.SH)】净利润高速增长，B 端订阅有望开启更广阔空间——公司信息更新报告-20210223

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘逍遥（分析师）证书编号：S0790520090001

长期成长路径清晰，维持“买入”评级

公司成长逻辑清晰，中短期看 2C/2G 市场，更长期看广泛的 B 端市场与海外市场，持续看好公司长期发展。根据公司业绩快报，考虑非经常性损益的影响，我们上调公司 2020 年归母净利润预测为 8.79 亿元（原预测值为 8.63 亿元）。考虑公司未来两年将持续加大研发投入，我们下调公司 2021-2022 年归母净利润预测为 11.69、15.27 亿元（原预测值为 12.25、16.65 亿元），EPS 为 1.91、2.54、3.31 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 197.0、148.1、113.5 倍，考虑公司良好的成长属性，维持“买入”评级。

机构授权与个人订阅业务实现高速增长

公司发布业绩快报，预计全年实现营业收入 22.61 亿元，同比增长 43.14%；实现归母净利润 8.79 亿元，同比增长 119.56%；实现扣非归母净利润 6.19 亿元，同比增长 96.79%。其中，Q4 单季度收入同比增长 41%，单季度归母净利润增长 44.88%。收入端分业务来看，（1）机构授权业务实现了高速增长；（2）个人订阅业务继续保持高速增长，同时随着企业级云化需求逐渐显现，机构订阅业务体量增加；（3）为提升用户体验，公司缩减了传统互联网广告的投放量，我们预计广告业务收入有所下滑。利润增速远高于收入增速则是由于疫情影响下，线下市场推广活动、差旅活动及人员招聘活动受限，相关成本费用被节省或消耗放缓，同时公司闲置资金理财收益及并购数科产生投资收益导致非经常性损益大幅增加。

企业级云化需求逐渐显现，B 端市场空间广阔

企业级市场需求逐渐显现，公司把握市场机遇重点布局。2020 年 12 月，公司召开新品发布会，在“多屏、云、AI 和内容”四大产品战略的基础上，将“协作”作为新的主要战略方向，将把三分之一的研发力量投入到协作战略，协作团队数量将增长 10 倍，并发布了包括“金山表单、金山会议、金山日历、金山待办和 FlexPaper”5 款全新的协作产品，有望打开更广泛的中小 B 市场。

风险提示：全年业务受新冠疫情影响风险；技术变革风险。

【中小盘：盐津铺子(002847.SZ)】春节错峰 Q4 业绩增速回落，全年增长符合预期——中小盘信息更新-20210224

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 李泽（联系人）证书编号：S0790120070082

春节错峰致使 2020Q4 增速有所回落，全年增长符合预期，维持“买入”评级

2021 年 2 月 23 日晚公司发布 2020 年度业绩快报。2020 全年公司销售规模持续增长，实现营业收入 19.59 亿元（+39.99%）；单四季度实现营业收入 5.21 亿元（+25.52%）。2020 全年实现归母净利润 2.42 亿元（+88.70%）；单四季度实现归母净利润 5308.96 万元（+38.72%）。整体来看，2020 全年业绩增长情况符合预期，处于业绩预告区间范围；单四季度销售规模及利润增速有所回落，主要系 2019 年春节供货高峰在 12 月导致基数较高。此外，若剔除递延所得税费用影响（809.33 万元），公司 2020 全年净利润将达到 2.50 亿元。我们上调此前盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.42/3.78/4.94 亿元（原值 2.55/3.53/4.86 亿元），对应 EPS 分别为 1.87/2.92/3.82 元（原值 1.97/2.73/3.76 元），当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 53.7/34.3/26.3 倍，维持“买入”评级。

上市后首个三年规划超预期完成，多品牌、多品类休闲零食龙头启航

公司自 2017 年上市后，优化调整战略，从小品类切入大品类，相继推出烘焙食品、鱼糜、果干等新品类，推动公司 2018-2020 年销售规模快速增长（CAGR 超过 32.97%），超预期完成首个三年规划。同时，公司注重规模与效益兼顾，坚持“高速发展、良性发展、持续发展”的高质量长线稳健发展路径，净利率已从 2018 年的 6.37%大幅提升至 2020 年的 12.33%。展望未来，公司中长期战略已升级为“多品牌、多品类、全渠道、全产业链、（未来）全球化”，国内对标传统休闲零食龙头达利食品，海外对标百年休闲零食龙头亿滋国际，长期成长空间广阔。

品类及渠道矩阵进一步完善，公司高增长态势将继续

近年来，公司通过对咸味零食、烘焙点心等大单品的塑造，在散装称重领域中快速扩张，并同时有效提升了整体毛利率及利润率。而随着第三产品曲线果干、辣条逐步走出培育期，公司产品品类矩阵将进一步得到完善。同时，公司目前正通过已有品牌力量向定量装市场渗透，并通过与壹网壹创战略合作的方式开拓线上渠道。在全品类、全渠道矩阵持续完善的趋势下，公司高增长态势将继续。

风险提示：新产品推广低于预期；渠道拓展低于预期；原材料价格大幅上涨等。

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，开源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。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn