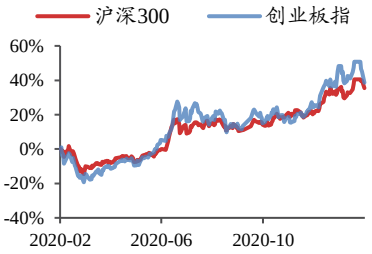
2021 年 02 月 23 日

开源晨会 0223

——晨会纪要

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(%)
钢铁	6.02
有色金属	4.7
采掘	3.03
建筑装饰	1.21
纺织服装	0.84

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
休闲服务	-6.69
食品饮料	-6.55
家用电器	-5.74
医药生物	-3.38
汽车	-3.12

数据来源：贝格数据

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

观点精粹

总量视角

【策略】尊重市场的选择

2 月 22 日市场个股涨多跌少，但全 A 指数仍下跌 1.86%，核心原因在于机构抱团的权重股出现明显调整。市场并未出现明显基本面事件冲击，我们认为更有可能的是大量投资者前期在“还怕错过”的驱动下，即使意识到了高估值的风险，在“不择时、长期持有好资产”的价值观下并未选择采取任何行动。

【策略】通胀交易已成“新共识”——资金跟踪系列之五

上周(20210215-20210219)美元指数先升后降，通胀预期回落，海外流动性较好，国内流动性分层缓和。

【宏观经济】商品视角，看内外需“K 型”分化

2020 年初以来商品牛市“一波三折”，反映国内和海外需求修复的节奏差异。国内商品价格的两波大涨，对应着从国内需求主导、到国内外需求共振的转变。2020 年底以来，国内商品回调、原油涨势“凌厉”，或反映内外需的强弱易势。

行业公司

【食品饮料】茶饮好赛道，孕育新龙头

未来茶饮行业呈三大发展趋势：（1）紧随消费者的需求进行产品创新，针对消费人群延伸产品线、包装创新、交叉销售以满足不同类型消费人群的多样化需求；（2）立足品牌建设，搭建品牌流量池，提升品牌影响力。品牌力强、有调性、认知度高的茶饮品牌可释放品牌势能，开展更多茶饮业态，开发多元化产品线、进军便利店及商超等渠道、开展新零售业务等。

【食品饮料：嘉必优(688089.SH)】补充协议影响全年利润，逻辑兑现渐行渐近

业绩预告符合预期，因为公司与帝斯曼重新签订补充协议，延迟了 2020-2021 年部分补偿支付，下调 2021-2022 年 EPS 至 1.39 元、1.86 元（前次 1.57、1.93 元），公司有望充分受益奶粉新国标带动的配方升级，中长期成长性高，维持买入评级。

【家用电器：浙江美大(002677.SZ)】2020 年净利润超预期，盈利能力明显

考虑到 Q4 收入增速放缓但净利润超预期，调整盈利预测，预计 2020-2022 年公司归母净利润为 5.43/6.45/7.59 亿元（原 5.21/6.72/8.30 亿元），对应 EPS 为 0.84/1.00/1.17 元，当前股价对应 PE 为 21.6/18.2/15.5 倍。公司盈利能力提升明显，增长逻辑清晰，维持“买入”评级。

【电子：芯源微(688037.SH)】涂胶显影唯一国产设备商，立足后道，拓展前道—

半导体行业高景气，下游晶圆厂积极扩产，同时公司技术实力强大，业务从传统的后道先进封装领域、LED 领域拓展到 MEMS、化合物、功率器件、特种工艺等领域，且进一步向前道晶圆制造领域扩张，未来增长可期。我们预计 2020-2022 年公司可分别实现归母净利润 0.53/0.78/1.12 亿元，当前股价对应 PS 25.6/15.0/9.8 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

研报摘要

总量研究

【策略】尊重市场的选择——投资策略点评-20210222

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001 | 方智勇（联系人）证书编号：S0790120040049

市场已做出了选择

今天（2021 年 2 月 22 日）市场个股涨多跌少，但全 A 指数仍下跌 1.86%，核心原因在于机构抱团的权重股出现明显调整，茅指数/大盘成长/创业板指分别下跌 5.28%/5.29%/4.47%。市场并未出现明显基本面事件冲击，我们认为更有可能的是大量投资者前期在“还怕错过”的驱动下，即使意识到了高估值的风险，在“不择时、长期持有好资产”的价值观下，前期并未选择采取任何行动。但通胀预期的上行最终让投资者意识到了流动性与经济复苏之间的矛盾，市场开始做出了基于基本面的决策。这种决策并不是抢跑，在我们看来甚至是滞后的，但一旦发生，投资者需要足够重视市场给出的信号。未来，市场投资者交易能力的欠缺问题可能会阶段性暴露，投资者在未来市场环境中应该拓展自身能力边界，积极求变。

积极求变，应对拐点

投资是主观映照客观的过程，“抱团”背后其实反映的是投资理念和客观环境共同变化的结合。2016-2017 年 A 股投资者逐渐形成了 “以大为美”的价值观。而上述价值观在过去 2019-2020 年宽松的流动性环境、A 股机构化以及居民资金入市的背景下持续演绎并自我强化，最终的结果就是“龙头”估值溢价高企，赛道化成为主流。站在当下，面对通胀对于贴现率造成的上行压力，DCF 估值模型中的分母端假设正在遭遇挑战；同时全球经济复苏过程中带来更多维度的景气度回升也让“以大为美”并不必然成立。需要正视的是，当下我们面对的来自负债端的资金——居民的资产配置并不稳定，更能参考的是美国 80 年代，机构化的初期往往对应着负债端的较强波动。我们未来需要应对的是负向的正反馈机制可能会在短期形成，投资者需要给予高度重视。

寻找价值之锚

我们在报告《美股中没有“答案”》发现美国的龙头抱团史和龙头战胜市场的历史反而告诉我们：即便是龙头，ROE 仍然是其收益率之锚；中美龙头的收益率来源大相径庭：美股是对过去的纠偏，A 股则是对未来的提前兑现。因此，在当下部分 A 股核心资产的长期收益率已经超跑自身长期 ROE 水平后还能不能继续涨，并不能从美股的过去的“抱团史”或者“龙头跑赢史”中得到答案，因为美股给出的 ROE 之锚已经被偏离。同样需要重视的是，并非所有龙头都会调整，长期 ROE 仍是未来的收益率之锚，例如 A 股内部分的周期类龙头在收益率与 ROE 关系上却具有美股龙头股的特征，投资者也应该以长期 ROE 为锚，做出自己的选择。

新年开新局，迎接“新共识”

成长性仍然是第一位的，但是短期盈利的权重应该被系统性提升。投资者应该积极求变，认识到通胀的两面性，从过去单纯追求收益转向追求风险调整后收益。具体配置建议请参考《新年也要开新局》。

风险提示：流动性超预期宽松；疫情超预期恶化；信用收缩超预期。

【策略】通胀交易已成“新共识”——资金跟踪系列之五——投资策略专题-20210222

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

美元指数先升后降，通胀预期回落，海外流动性较好，国内流动性分层缓和

上周(20210215-20210219)美元指数先升后降，中美利差有所收窄，美债名义/实际利率均有一定程度抬升，其背后反映的通胀预期震荡回落但仍维持高位。对于海外而言，上周美国不同期限/等级企业债信用利率均有所收窄，

Ted 利差同样收窄，美国金融系统流动性整体仍较充裕；对于国内而言，上周流动性分层继续缓和，不同期限信用利差分化，短端大多走阔，长端收窄。

金融地产及部分通胀品种逐步成为北上内部共识

上周(20210218-20210219)外资配置/交易盘分别净买入 A 股 28.85 亿元/101.74 亿元。行业上，北上配置型资金与交易型资金仍存一定分歧，两者共识在于净卖出汽车与化工行业，同时净买入金融地产、有色、石油石化、煤炭、钢铁、建筑、农林牧渔、计算机以及传媒等行业。金融地产板块以及部分通胀品种成为了北上配置盘和交易盘的共识。分市值来看，上周北上配置盘在交运、轻工制造、化工、机械、军工、煤炭以及家电等板块主要挖掘 500 亿市值以下的标的。

两融活跃度继续回升，主要净买入电子、有色以及化工等板块

上周(20210218-20210219)两融活跃度继续回升。上周两融投资者整体净买入约 264.06 亿元，分行业看，主要净买入电子、有色、化工、医药以及电新等行业，主要净卖出地产以及建筑等板块。

公募资产/负债端的认知分歧仍在消费医药，部分通胀相关品种成为共识

上周(20210218-20210219)偏股混合型和普通股票型基金的仓位有所下降，主要加仓家电、医药、电新、食品饮料、消费者以及石油石化等板块，主要减仓有色、农林牧渔、传媒及非银等板块，加仓的板块仍以消费为主。货币型 ETF 被持续净申购，这意味着上周货币型基金整体可能被净申购，货基可能吸纳了来自股票基金或者理财等其他资产的赎回资金。而从个人持有比例较高的 ETF 的申赎行为来看：春节过后，部分个人投资者可能选择申购基金“重返”市场。分行业看，与科技、周期、军工以及新能源车等板块相关的 ETF 均被净申购，与金融地产、消费以及医药等板块相关的 ETF 被净赎回。这意味着科技、周期、军工以及新能源车等板块被个人投资者青睐。结合前面主动基金在上周的加仓行为来看：在居民申购面前，公募基金整体较为谨慎，行业上，主动偏股基金本身与其负债端的个人投资者之间的认知仍存在较大分歧，且核心分歧仍在消费医药板块，共识可能在于部分通胀相关的品种。结合相对稳定的北上配置盘的行为来看：在金融地产板块上，公募基金与负债端（个人申购）均不如其主要对手盘（北上）那般坚定；而对于部分通胀品种，三者逐步形成了新的共识。对于以北上交易资金和两融为代表的趋势交易者，上周在交易层面均表现出了对金融板块以及通胀品种的认可，这意味着：当下各类投资者之间在金融地产板块可能仍存在一定分歧，但在通胀板块上逐步形成了一定的合力。

风险提示：测算误差

【宏观经济】商品视角，看内外需“K 型”分化——宏观经济专题-20210222

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002 | 段玉柱（联系人）证书编号：S0790120070013

2020 年初以来的商品走势，折射出全球经济修复的节奏差异。“市场先生”给出的最新信号，或指向内外需背离已经开始。重申 2021 年海外国内“K 型”经济走势研判。

2020 年初以来商品牛市“一波三折”，反映国内和海外需求修复的节奏差异

2020 年初至今，商品价格总体上涨，但走势上呈现出“一波三折”。疫情影响下的商品价格走势，大致分两个阶段，其中 1 月 20 日至 3 月底，新冠疫情冲击下，商品价格普遍下跌。4 月初起，在政策宽松、供给收缩、需求修复等因素共同推动下，商品市场出现了持续上涨，截至 2 月 19 日，多数工业品大类价格涨幅超 50%。但涨势上“一波三折”，2020 年 8-9 月、2021 年 1 月，均出现了价格回调。

商品价格走势上的“一波三折”，和疫情之下国内外需求修复的差异密切相关。黑色链、建材链等，和内需密切相关；原油等国际商品，受海外供需主导。疫情暴发后，国际商品价格，受到海外需求的持续压制。而内需主导的建材、黑色等，先后出现大幅上涨，反映了国内疫情平稳、稳增长政策加码下，内需加快改善的逻辑。近期，原油快速上行、国内品种走势震荡，或指向内外需的强弱易势。

国内商品价格的两波大涨，对应着从国内需求主导、到国内外需求共振的转变

疫情后国内商品市场的“第一波上涨”，以建材为领涨品种，指向的是房地产链等内需的率先修复。2020 年 4 月初-8 月中旬，非金属建材涨幅接近 60%，大幅高于商品总体 26.2%的涨幅。其主要分项，如玻璃、PVC 等，和房地产密切相关。在我国本土疫情逐渐收尾、“稳增长”政策加快发力背景下，内需较外需率先修复。同期，海外疫情蔓延，拖累原油等国际商品，在主要商品大类中走势偏弱。

4 季度的“第二波上涨”，黑色链涨幅领先，反映了外需加快修复、内外需共振，对国内经济的提振。2020 年 9 月下旬-2021 年 1 月上旬，黑色链涨幅最大、达 43.7%。2020 年 4 季度，国内需求延续修复、海外需求也加快改善，制造业投资、电气机械及器材等代表性制造业出口，增速达 10%以上。在国内外需求共振拉动下，12 月工业增加值增速 7.3%，为 2015 年来的较高水平，经济达到年内高点。

2020 年底以来，国内商品回调、原油涨势“凌厉”，或反映内外需的强弱易势

国内商品价格的回调，与内需回落预期密切相关；以原油为代表的国际商品涨势“凌厉”，则指向了海外经济的持续改善。年初以来，黑色链跌幅一度超过 14%，拖累国内商品回落；同期，11 月以来的原油价格指数，涨幅高达 68.6%。从宏观指标表现来看，国内 PMI 生产指数，在 11 月触及近 8 年多的高点 54.7%后，已连续 2 个月下降；海外疫苗接种加快推进、疫情形势向好，经济改善的确定性较高。

随着疫情影响减弱，全球性的政策“退潮”，是大势所趋。“调结构”为重心的中国，“退潮”时点更早、决心更强。经济“错位”与信用“收缩”交织下，外需强于内需，2021 年海外国内经济或呈“K 型”走势。全球来看，10Y 美债收益率或突破 2%，加大风险资产波动。对于中国而言，需要警惕政策“退潮”过程中，权益类资产估值压缩的风险；“紧信用”与“宽货币”背景下，长端利率债的中期下行趋势较为确定。

风险提示：海内外宏观经济或监管政策出现超预期变化。

行业公司

【食品饮料】茶饮好赛道，孕育新龙头——行业深度报告-20210222

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 叶松霖（联系人）证书编号：S0790120030038

中国茶饮行业紧随需求变化，现制茶饮发展较快

新式茶饮是自传统茶饮衍生而成的新表现形式，可满足消费者的消费需求、社交需求和情感需求。预计现制茶饮 2020 年规模达 1136 亿元，2015 年至 2020 年复合增速达 21.9%，呈现快速发展势头。茶饮行业紧随消费者需求变化，经历三大阶段：（1）粉末时代：满足消费者简单的饮茶消费需求；（2）街头时代：进一步满足了便利性需求；（3）新式茶饮时代：除满足消费者多样化、个性化、健康的饮茶消费需求外，还满足消费者社交和情感需求。随居民收入水平提升、健康及品牌意识兴起，消费升级下仍有多样化、个性化的消费需求和消费场景尚待挖掘，具备消费、社交、情感需求的现制茶饮行业驱动因素仍可持续，行业景气度较高。

行业呈现有序竞争态势，头部品牌领先优势明显

茶饮行业由于其前期投入少、制作工艺要求低等特征，竞争壁垒偏低，而行业仍处快速扩容期，因此竞争激烈，集中度低。目前茶饮行业呈现有序竞争格局：（1）高端市场：定位一二线城市，主打品牌与品质，满足消费者情感、社交等多方面需求，如喜茶、奈雪的茶等；（2）中端市场：分布于一至四线城市，在细分领域建立市场，靠差异化产品和区域密度优势形成区域品牌，如书亦烧仙草、国潮风的茶颜悦色等；（3）低端市场：主要位于三四线城市，主打性价比，如蜜雪冰城、古茗等。中长期看，头部品牌在自身产品力、品牌力以及资本加持下，门店数量和市场份额逐渐提升，用户忠诚度较高，已具备领先优势。

直营模式立品牌，加盟模式扩规模

行业直营与加盟模式并存，茶饮企业通常根据自身战略选择运营模式。直营模式由总部统一调配资源，有助于塑造品牌，如喜茶、奈雪的茶。加盟模式可快速跑马圈地，扩大企业规模，如蜜雪冰城。具体看直营模式，喜茶与奈雪均以立品牌为核心战略，战略和战术方向一致。但具体战术执行如品牌定位、产品组合、开店策略上均略有差异。喜茶品牌强调满足消费需求，采用喜茶 GO 店+主力店的开店策略下，可快速提升其在各线城市的渗透率；此外，产品零售化、布局新零售渠道也有助于喜茶变现流量。而奈雪的茶重视社交需求，打造第三空间，以大店模式为主，未来现制茶饮行业仍处快速扩容期，奈雪和喜茶为高端现制茶饮行业的头部品牌，仍会围绕自身品牌文化进行错位竞争。

产品优化、品牌化、数字化成为行业未来发展趋势，建议关注头部品牌企业

未来茶饮行业呈三大发展趋势：（1）紧随消费者的需求进行产品创新，针对消费人群延伸产品线、包装创新、交叉销售以满足不同类型消费人群的多样化需求。（2）立足品牌建设，搭建品牌流量池，提升品牌影响力。品牌力强、有调性、认知度高的茶饮品牌可释放品牌势能，开展更多茶饮业态，开发多元化产品线、进军便利店及商超等渠道、开展新零售业务等。（3）数字化运营提升效率，线上线下一体化发展。受益公司为喜茶、奈雪的茶、蜜雪冰城等。

风险提示：食品安全问题、成本大幅上涨风险、竞争加剧风险、疫情影响风险。

【食品饮料：嘉必优(688089.SH)】补充协议影响全年利润，逻辑兑现渐行渐近——公司信息更新报告-20210222

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 方勇（分析师）证书编号：S0790520100003

中长期成长逻辑不变，维持“买入”评级

业绩预告预计 2020 年实现营收 3.23 亿元，同比增 3.8%；归母净利润 1.3 亿元，同比增 10.6%。由于与帝斯曼重新签订补充协议，延迟了 2020-21 年部分补偿支付导致营业外收入减少，下调 2020-2022 年归母净利润至 1.30 亿（-1.6）、1.67 亿（-2.2）、2.23 亿（-0.09），下调 EPS 至 1.08 元（-0.15）、1.39 元（-0.18）、1.86 元（-0.07），同比增 10%、28%、34%，当前股价对应 PE 分别为 39.8、31.0、23.2 倍，新国标落地渐近，公司竞争优势突出，中长期成长性高，维持“买入”评级。

营业外收入延期确认影响业绩，剔除协议调整四季度实现高增长

根据预告测算 2020Q4 收入增 8.75%，表观上看 2020Q4 净利润降 9.1%，主因帝斯曼推迟支付 1254 万补偿，因而 2020 年相应少确认 1066 万净利润。如果剔除帝斯曼补偿调整因素，测算同口径下全年利润增约 19%，2020Q4 净利润应增约 27%，主因 2019Q4 上市确认管理费用导致基数较低及 2020Q4 收入端回暖所致。

疫情影响 2020 年一季度表现，2020Q2-Q4 有所恢复

2020 年预计 ARA 业务略有下降，预计主因 2020Q1 受疫情影响，一季度停产时间较长。同时因为部分客户担忧疫情反复，从其他备用供应商囤货、减少部分订单。预计 DHA 大个位数增长，预计因个别客户大订单增加所致。预计 SA 业务体量较小下保持翻倍以上增长。2020 全年公司因为受疫情影响较大，Q2-Q3 逐渐恢复正增长较为不易，预计 2021 年有望基本拿回 2020 年因为疫情丢失的订单。

新国标落地预期渐近，国际市场开拓有望加速

预计奶粉新国标上半年落地可能性较大，预计国内奶粉行业 ARA、DHA 需求将有翻倍提升。新国标出台后龙头乳企将率先抢注新配方，奶粉行业开启新一轮配方升级，加速奶粉行业的中高端化，公司有望充分受益新一轮奶粉配方升级红利。同时国外奶粉行业为确保供应链安全，加速推动嘉必优送货，预计在部分专利区区域嘉必优提前实现供货，部分国际龙头客户有望开始贡献业绩。

风险提示：帝斯曼不履约风险、食品安全风险

【家用电器: 浙江美大(002677.SZ)】2020 年净利润超预期，盈利能力明显提升——公司信息更新报告-20210222

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

2020 年净利润超出预期，盈利能力明显提升，维持“买入”评级

根据业绩快报，2020 年公司实现收入 17.71 亿元（+5.13%），归母净利润 5.43 亿元（+18.07%），归母净利率 30.67%（+3.36pct）；扣非归母净利润 5.41 亿元（+18.90%），EPS 0.84 元（+18.31%）。业绩稳定增长主因疫情下公司采取了技术创新和产品升级，拓展多元化渠道，强化管理创新等多项有力举措。2020Q4 公司实现收入 5.94 亿元（+9.56%），归母净利润 2.08 亿元（+33.64%），归母净利率 35.05%（+6.31pct）。Q4 收入环比增速放缓但净利率提升一定程度上与投资收益增加及销售费用率下降有关。考虑到 Q4 收入增速放缓但净利润超预期，调整盈利预测，预计 2020-2022 年公司归母净利润为 5.43/6.45/7.59 亿元（原 5.21/6.72/8.30 亿元），对应 EPS 为 0.84/1.00/1.17 元，当前股价对应 PE 为 21.6/18.2/15.5 倍。公司盈利能力提升明显，增长逻辑清晰，维持“买入”评级。

线下大力拓展 KA 渠道，线上加大电商渠道占比，驱动业绩提升

线下：公司目前销售市场主要集中在三四线县镇，一二线城市渠道略显空白，2020 年公司渠道升级加快，预计全年新增经销商约 200 家，新增经销门店近 500 家。公司重视 KA 渠道开拓，通过“进场支持补贴、销售费用补贴、再招商”等方式引导经销商积极开店，国美苏宁等进驻率得以有效提升。线上：目前公司线上渠道占比较低，2020 年公司对线下经销商开放网络经销权限，允许其开设线上专卖店铺，未来或拟定与线下经销商的利润捆绑和划分机制，提升经销商线上开店与售后服务的积极性，以及加强与运营商的合作，从而提升线上渠道的收入贡献。

双品牌持续推进，天牛品牌下沉至中低端市场，增长潜力较强

2020 年公司推出天牛子品牌，其产品均价相较美大主品牌约降低 20%，用以填补中低端市场的空白。天牛品牌定位“时尚厨电领导者”，覆盖集成灶、集成水槽、洗碗机等多品类，预计 2021 年正常销售，有望增厚公司业绩。同时，双品牌运作利于公司赢得更多市场份额，提升品牌知名度，巩固公司的领军地位。

风险提示：房地产市场波动，主要原材料价格波动，产品市场竞争加剧。

【电子: 芯源微(688037.SH)】涂胶显影唯一国产设备商，立足后道，拓展前道——公司首次覆盖报告-20210222

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002| 王珂 （分析师）证书编号：S0790520110002 | 罗通（联系人）证书编号：S0790120070043

国内涂胶显影设备唯一龙头，立足后道，拓展前道，首次覆盖给予“买入”评级

半导体行业高景气，下游晶圆厂积极扩产，同时公司技术实力强大，业务从传统的后道先进封装领域、LED 领域拓展到 MEMS、化合物、功率器件、特种工艺等领域，且进一步向前道晶圆制造领域扩张，未来增长可期。我们预计 2020-2022 年公司可分别实现归母净利润 0.53/0.78/1.12 亿元，当前股价对应 PS 25.6/15.0/9.8 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

国产涂胶显影设备迎转机，从后道向前道拓展

涂胶显影设备市场稳步增长，据 VLSI 数据，全球后道涂胶显影设备规模 2018 年 0.87 亿美元，预计 2023 年将达到 1.08 亿美元，中国后道涂胶显影设备规模 2018 年达 0.61 亿美元，预计 2023 年将达到 0.81 亿美元；全球前道涂胶显影设备规模 2018 年达 23.26 亿美元，预计 2023 年将达到 24.76 亿美元，中国前道涂胶显影设备市场规模 2018 年达 8.96 亿美元，预计到 2023 年达 10.26 亿美元。国际龙头东京电子长期垄断涂胶显影设备市场。芯源微为国内龙头，涂胶显影设备从 LED 领域到集成电路后道先进封装领域已实现国产化，关键技术比肩国际龙头，前道领域涂胶显影设备已陆续向上海华力、中芯北方等客户导入验证及量产。

单片湿法设备以后道封装领域为主，清洗设备增长可期

随着芯片制程的进步，对于清洗设备的技术要求和数量需求不断提升。据 SEMI 数据及预测，2019 年全球半导体清洗设备市场规模 32.8 亿美元，同比增长 5.8%，预计 2020 年达 36 亿美元。根据 Gartner 数据显示，全球半导体清洗设备行业国外厂商垄断，主要为迪恩士、东京电子、Lam Research 等，2019 年全球清洗设备 CR4 达 98%。芯源微前道清洗设备已实现小批量供货，Spin Scrubber 清洗机设备已在中芯国际、上海华力等多个客户处通过工艺验证，截至目前已获得国内多家晶圆厂商的重复订单，未来具备充分增长潜力。

风险提示：行业景气度下滑风险、公司工艺验证及市场开拓不及预期风险、市场竞争加剧风险。

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