证券研究报告

产品团队

单　丹：　产品分析师

执业编号：S1500512060001

联系电话：+86 83326845

邮　箱：　shandan@cindasc.com

胡　申：　产品分析师

执业编号：S1500514070007

联系电话：+86 83326846

邮　箱：　hushen@cindasc.com

燕　楠：　产品分析师

执业编号:：S1500517040001

联系电话：+86 83326815

邮　箱：　yannan@cindasc.com

市场指数表现

指数	收盘价	涨跌幅
上证综指	3,603.49	2.01%
深证成指	15,630.57	2.36%
创业板指	3,334.24	1.71%
沪深 300	5,686.25	2.19%
中证 500	6,457.88	2.13%
科创 50	1,427.68	3.27%
香港恒生	29,319.47	0.11%
行情数据为 2021 年 02 月 09 日收盘价		

2 月十大金股

行业	简称	调入时间
赛轮轮胎	化工	20210201
中简科技	军工	20210201
万达电影	传媒	20210201
桐昆股份	石化	20210201
杉杉股份	电新	20210201
盐津铺子	食品	20210201
安宁股份	有色	20210201
柏楚电子	机械	20210201
美的集团	家电	20210201
中国太保	非银	20210201

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

晨会速递

2021 年 02 月 10 日

重要财经资讯:

- **央行：保持好正常货币政策空间的可持续性**
- **央行：1 月份人民币贷款增加 3.58 万亿元 M2 同比增长 9.4%**
- **证监会发布《关于上市公司内幕信息知情人登记管理制度的规定》**
- **胡润财富报告：中国 600 万资产“富裕家庭”数量突破 500 万户，亿元资产家庭中 15%为“炒房者”**
- **欧莱雅宣布入局男士彩妆，首款产品 3 天卖了 3.5 万支**
- **3.6 亿！亚洲最大聚酯切片商在周庄开建 12 万吨可降解新材料项目**
- **我国首个量子计算机操作系统在合肥发布**
- **奶源争夺战火未熄 蒙牛伊利仍在加速布局**
- **中医药重磅文件发布！鼓励实行中西医同病同效同价**
- **中汽协：新能源汽车 1 月销量 17.9 万辆，增长 238.5%**
- **家电企业谁是 2020 年的发明大户？**
- **全球芯片短缺大势之下，芯片制造设备同样短缺**
- **贵州今年计划新增煤炭产能 2000 万吨/年以上**
- **多只化工 ETF 获批待发**

晨会点评:

- **非银：深交所主板中小板合并，全面注册制更进一步(王舫朝)**

  证监会同意深交所主板和中小板合并，全面注册制实施再进一步。本周央行净投放 960 亿元，流动性有所缓解。平安年报落地，业绩承压已被市场预期。当前保险板块投资核心驱动不在负债端在投资端，我们认为在代理人红利消失的情况下，保险业转型正当时，基数较低、10Y 国债利率下行空间有限，当前保险板块具备估值修复动力，关注行业在养老险和医疗险产品的布局。券商板块机构持仓极低，业绩改善确定，估值便宜，仍然建议逢低布局。

- **机械：建议关注板式家具机械行业(罗政)**

板式家具机械是木工机械的最大细分品类，上游包括零部件、金属型材生产等行业，下游是板式家具制造业。全球板式家具机械市场规模约300亿，预计长期增速偏稳。

- **化工：从韩泰看中国轮胎龙头的成长，主动布局美国寻求高盈利!(洪英东)**

过去的20年，中国轮胎快速成长超过全球行业增速。一个重要因素主要是攫取了全球轮胎市场中的商用车轮胎产品份额。站在当前节点来看，中国轮胎企业要进一步突围，就必须占领乘用车轮胎市场，一方面是提升市占率，一方面是提升自己的品牌力。从全球排名第7的韩泰的发展经验来看，2013年以后，韩泰中国市场份额逐渐下降，而北美市场逐步增大，美国有更高比例的大尺寸轮胎需求高、盈利能力强，成为韩泰升级的主动战略之选！

- **石化&交运：化纤行业点评：春节前后聚酯历史行情梳理(陈淑娴)**

通过研究长丝春节前后历史行情发现，原料端，节后会出现先扬后抑的走势，长丝价格由于成本端支撑不足，走势趋同。但利润方面，随着产销放量，长丝利润将快速回升。今年由于油价和长丝库存低位的原因，节后大概率将迎来预期向好的旺季行情。

报告速览:

- **【食品】颐海国际（1579.HK）公司深度报告：品牌先天优势 机制迭代升级(马铮)**
- **【食品】盐津铺子（002847）公司点评报告：一个核心，两年承诺，新的三年，信心十足(马铮)**
- **【纺织轻工】爱美客（300896）公司点评报告：嗨体持续高景气度，费率优化提升盈利能力(汲肖飞)**
- **【固收】债券周报：宁可信其紧，不可信其松？关于货币政策可能的预期差(李一爽)**

重要财经资讯

央行：保持好正常货币政策空间的可持续性

2 月 8 日，央行发布 2020 年第四季度中国货币政策执行报告。报告显示，2020 年稳健的货币政策体现了前瞻性、主动性、精准性和有效性，为我国率先控制疫情、率先复工复产、率先实现经济正增长提供了有力支撑。

央行：1 月份人民币贷款增加 3.58 万亿元 M2 同比增长 9.4%

1 月末，广义货币（M2）余额 221.3 万亿元，同比增长 9.4%，增速比上月末低 0.7 个百分点，比上年同期高 1 个百分点；狭义货币（M1）余额 62.56 万亿元，同比增长 14.7%，增速分别比上月末和上年同期高 6.1 个和 14.7 个百分点；流通中货币（M0）余额 8.96 万亿元，同比下降 3.9%。当月净投放现金 5310 亿元。

证监会发布《关于上市公司内幕信息知情人登记管理制度的规定》

为贯彻落实 2020 年 3 月 1 日起施行的新《证券法》，进一步规范上市公司内幕信息知情人登记和报送行为，加强内幕交易综合防控，证监会对《关于上市公司建立内幕信息知情人登记管理制度的规定》进行了修订，于 2020 年 9 月 18 日向社会公开征求意见，并根据反馈情况进一步完善，形成了《关于上市公司内幕信息知情人登记管理制度的规定》（以下简称《登记管理制度》），现发布施行。

胡润财富报告：中国 600 万资产“富裕家庭”数量突破 500 万户，亿元资产家庭中 15%为“炒房者”

胡润研究院 2 月 8 日发布的《2020 胡润财富报告》显示，中国 600 万资产“富裕家庭”数量首次突破 500 万户，比上年增加 1.4%；千万资产“高净值家庭”增加 2%至 202 万户；亿元资产“超高净值家庭”增加 2.4%至 13 万户；从财富人群的地域分布看，北京依然是“富裕家庭”和“高净值家庭”拥有最多的的地区。北京“富裕家庭”户数比上年增加 1.1 万户，达到 71.5 万户，增幅 1.6%。北京“高净值家庭”户数比上年增加 6,000 户，达到 29.4 万户，增长 2%；从千万人民币资产“高净值家庭”构成看，投资房地产，拥有数套房产的炒房者占 10%，炒房者财富配置中他们不仅拥有 600 万以上自住房产。房产投资还占到他们总财富的 59%，现金及有价证券占比 26%。房产配置作为稳定的资产保值类型仍受高净值人群青睐，尤其是国内一二线城市房产，因此住宅仍是高净值人群未来主要投资方向。

欧莱雅宣布入局男士彩妆，首款产品 3 天卖了 3.5 万支

据欧莱雅中国消息，日前，欧莱雅中国和旗下品牌欧莱雅男士，携手天猫新品创新中心平台，和 1638 位男性消费者一起共创了一款修颜产品——欧莱雅男士修颜乳。数据显示，欧莱雅男士修颜乳仅上市 3 天，销量突破 3.5 万支，取得天猫男士 BB 霜品类排名第一、天猫男士彩妆类目第一等好成绩。另外值得一提的是，这款产品可以说是男士彩妆细分品类中，第一个真正意义上的 C2B（从消费者到企业）反向创新的成功案例。

3.6 亿！亚洲最大聚酯切片商在周庄开建 12 万吨可降解新材料项目

中国与亚洲最大瓶级聚酯切片生产商——江苏三房巷股份有限公司（以下简称“三房巷”）日前发布公告称，公司全资孙公司兴佳塑化拟在三房巷工业园区内投资建设年产 12 万吨可降解新材料项目。项目预计总投资为人民币 3.60 亿元，其中一期投资：1.40 亿元，二期投资：2.20 亿元，一期项目全部达产达效后，预计可实现年营业收入约 8 亿元，利税约 1.6 亿元。项目位于江苏省无锡市江阴市周庄镇澄杨路 1388 号，分二期建设，一期为 4 万吨/年 PBAT 生产线及配套的片材生产线，拟租用三房巷集团有限公司土地厂房约 15000 平方米（最终以实际租用面积为准）；二期为 8 万吨/年 PBAT 生产线及配套的片材生产线，项目主要建设内容为 PBAT 生产系统、可降解片材生产线及所需公用工程及辅助设施。上述投资旨在充分利用公司自有原材料 PTA 供应优势及在新材料行业长期积累的经验，丰富产品种类，实现产品结构的优化升级，适应市场发展，满足市场更多需求，提升公司的综合竞争实力。

我国首个量子计算机操作系统在合肥发布

2 月 8 日晚，首款国产量子计算机操作系统——“本源司南”在合肥市正式发布。该系统由合肥本源量子计算科技有限责任公司自主研发，实现了量子资源系统化管理、量子计算任务并行化执行、量子芯片自动化校准等全新功能，助力量子计算机高效稳定运行，标志着国产量子软件研发能力已达国际先进水平。

奶源争夺战火未熄 蒙牛伊利仍在加速布局

乳制品企业对奶源的争夺，从 2020 年延续到了 2021 年。伊利、蒙牛等行业巨头近日仍在加紧对上游奶源的布局。伊利方面近日对外宣布，将通过强制收购方式完成对中国中地乳业控股有限公司全部剩余股份的收购，并计划在收购完成后将中地乳业从港交所私有化退市。

中医药重磅文件发布！鼓励实行中西医同病同效同价

国办印发的《#关于加快中医药特色发展的若干政策措施#》9 日公布。中医药防治举措全面融入应急预案和技术方案；探索符合中医药特点的医保支付方式，发布中医优势病种，鼓励实行中西医同病同效同价；建立一批名医堂执业平台；用 5-10 年时间培育 10 万名左右中医药骨干人才……系列政策将让古老的中医药焕发新生机，为老百姓方便看中医、放心用中药打下坚实基础

中汽协：新能源汽车 1 月销量 17.9 万辆，增长 238.5%

中汽协表示，2021 年 1 月，汽车产销分别完成 238.8 万辆和 250.3 万辆，环比分别下降 15.9%和 11.6%，同比分别增长 34.6%和 29.5%。其中乘用车 2021 年 1 月销量 204.5 万辆，增长 26.8%；新能源汽车 1 月销量 17.9 万辆，增长 238.5%。本月产销同比呈现大幅增长的原因有两点，一是当前市场需求仍在恢复，二是由于 2020 年春节假期在 1 月，加之去年年初疫情影响，因此基数水平较低。从环比来看，生产环比降幅较快反映出汽车芯片供应不足影响到企业生产节奏。

家电企业谁是 2020 年的发明大户？

近日，数据来源 Patentics、Joveeye 与 incoPat 联合发布 2020 年国内企业发明专利授权量排行榜(TOP100)。总体上看，此次上榜企业类型多元，家电领域优势明显，100 名上榜 12 席家电企业，分别是华为、TCL、美的、京东方、格力、海尔智家、小米科技、海信、鸿海精密工业、四川长虹电器、奥克斯和创维电子，专利数量分别为 6705 件、3157 件、2858 件、2803 件、2578 件、1708 件、1436 件、1078 件、673 家、284 件、277 件和 193 件。

全球芯片短缺大势之下，芯片制造设备同样短缺

全球范围内的芯片短缺正在对供应链造成冲击，而且还没有任何缓解的迹象。从某种程度上说，这种状况很有可能还要持续上一年时间，原因就在于芯片制造设备的缺口仍然很大。芯片短缺影响深远，也反映出芯片行业持续存在的不平衡现象。芯片行业对市场需求的误判只是一方面，另一方面的问题是供应。业内对于何时能补上芯片需求缺口众说纷纭，有的认为需要几个月，而有的则认为甚至需要一年时间，而这具体取决于芯片的制造时间。真正的瓶颈所在是制造芯片的机器。制造芯片可能需要三个月的时间，而生产芯片制造设备则需要更长的时间。

贵州今年计划新增煤炭产能 2000 万吨/年以上

截至 2020 年，贵州省 30 万吨/年以下煤矿全部退出，生产煤矿产能达 1.5 亿吨/年，单井平均规模 53 万吨/年。2021 年贵州省要狠抓传统优势产业挖潜升级。按照规划，贵州将继续培育释放先进产能，加快推动 30 万吨/年及以上煤矿建设改造。今年计划建成投产或联合试运转煤矿 40 处、新增产能 2000 万吨/年以上。

多只化工 ETF 获批待发

在以化工为代表的顺周期板块爆发的背景下，不少明星基金经理管理的爆款基金早已悄然加仓了相关上市公司。不仅如此，2 月 8 日，业内还传出消息，国内首批化工 ETF 正式获得证监会发行批文，鹏华基金、华宝基

金、国泰基金、富国基金此前上报的化工 ETF 纷纷获批。

晨会观点

非银：深交所主板中小板合并，全面注册制更进一步(王舫朝)

证监会同意深交所主板和中小板合并，全面注册制实施再进一步。本周央行净投放 960 亿元，流动性有所缓解。平安年报落地，业绩承压已被市场预期。当前保险板块投资核心驱动不在负债端在投资端，我们认为在代理人红利消失的情况下，保险业转型正当时，基数较低、10Y 国债利率下行空间有限，当前保险板块具备估值修复动力，关注行业在养老险和医疗险产品的布局。券商板块机构持仓极低，业绩改善确定，估值便宜，仍然建议逢低布局。

经过三个月的酝酿，2 月 5 日证监会正式批准深交所主板与中小板合并，总体思路是“两个统一、四个不变”，即统一业务规则、统一运行监管模式，保持发行上市条件不变、投资者门槛不变、交易机制不变、证券代码及简称不变。合并只对部分业务规则、技术系统等进行适应性调整，由于不改变投资者门槛和交易机制，将对市场运行和交易的影响较小。此次合并有利于统一监管、增强深交所主板融资功能，促进各板块差异化发展。首先，2004 年中小板成立的初衷是鼓励自主创新，从性质来看，中小板承担着创业板的过渡任务，2019 年以来科创板、创业板平稳落地，过渡任务已完成；第二，中小板与主板的上市标准、发行规则等制度基本趋同，从而导致深交所主板融资功能长期停滞，2000 年以来仅 7 家公司在深圳主板上市，合并有助于增强深交所主板融资功能，有助于形成主板和创业板差异化发展的格局。合并以后，上交所由主板和科创板，深交所由主板和创业板组成，在结构布局上形成呼应，统一监管有助于加速推进全面注册制。

投融资两端改革值得期待，券商将全面受益。股市扩容、上市公司质量提升、中长线资金的持续流入带来的增量资金直接利券商经纪、两融及衍生品业务发展。资本市场改革将加速推进，全市场推行注册制指日可待，综合实力强的龙头券商将充分收益。券商行业迎来发展的历史性机遇，继续看好券商板块。当前行业平均估值 PB1.87 倍，低于 2.2X-2.5XPB 的估值中枢，攻守兼备。建议关注：中信证券、招商证券、第一创业及互联网券商东方财富。

机械：建议关注板式家具机械行业(罗政)

板式家具机械是木工机械的最大细分品类，上游包括零部件、金属型材生产等行业，下游是板式家具制造业。全球板式家具机械市场规模约 300 亿，预计长期增速偏稳。目前全球板式家具机械市场规模约 300 亿，2019 年我国家具产值和销售额占全球比例超 1/3，以国内市场占比 1/3 推算得出国内板式家具机械市场规模在 100 亿左右。另外根据国内家具产值分别计算新增购置需求和存量更新需求得出国内板式家具机械市场规模约 107 亿，两种测算结果基本一致。受益地产回暖和存量需求提升国内板式家具机械市场规模有望实现稳增，预计 2019-2025 年均复合增速 9.25%。全球前四大木工机械企业分别是德国 Homag、意大利 BIESSE、意大利 SCM、IMA Schelling（德国 IMA 与奥地利 Schelling 于 2015 年合并），历年份额相对稳定，合计占比超 60%。国内板式家具机械行业相对分散，本土企业有一定区域特征，主要集中在在山东和广东，合计占比约 80%。德国 Homag 在国内市场占有率最高为 14%，国内最大的两家本土企业分别是弘亚数控和南兴股份，2019 年弘亚和南兴市场份额分别为 9%和 8%。消费升级、自动化、全装修趋势下国内板式家具机械行业集中度有望提升。

化工：从韩泰看中国轮胎龙头的成长，主动布局美国寻求高盈利!(洪英东)

过去的 20 年，中国轮胎快速成长超过全球行业增速。一个重要因素主要是攫取了全球轮胎市场中的商用车轮胎产品份额。站在当前节点来看，中国轮胎企业要进一步突围，就必须占领乘用车轮胎市场，一方面是提升市占率，一方面是提升自己的品牌力。

从全球排名第 7 的韩泰的发展经验来看，2013 年以后，韩泰中国市场份额逐渐下降，而北美市场逐步增大，这一方面说明，在韩泰这个档次的轮胎消费者中，其并没有享受到足够大的配套带动替换市场的红利，另一方面，这也是韩泰的一种战略选择，产品升级进击消费能力更强的欧美市场。在同样产品的情况下，中国市场的销售价格更低、盈利更差，同时美国有更高比例的大尺寸轮胎需求，这些都使得韩泰轮胎选择逐步升级产品将重心转向美国市场，从而保持了其在世界轮胎前十的稳定地位。

从韩泰的发展崛起，我们认为有几个关键性因素是国内轮胎龙头企业可当借鉴之路，品牌力的提升是产品的升级+消费者的认可，前者为本。韩泰的升级即包含了几方面因素，一积极研发投入，韩泰建立了韩国第一个轮胎试验厂，而国内龙头玲珑、赛轮也纷纷宣布建立轮胎试验厂；二、与赛事合作验证极限性能，韩泰积极与各项重大赛事合作，在赛车品牌中验证其品牌力；三、高端车配套提升品牌力，韩泰从大众、向奥迪、奔驰、宝马的配套进阶，说明在高端车的配套才能真正提升品牌力！

石化&交运：化纤行业点评：春节前后聚酯历史行情梳理(陈淑娴)

临近春节，终端纺服和坯布工厂因为疫情返乡政策的影响而提前停工返乡。根据我们的每周跟踪数据，近两周以来，江浙地区织机开工率呈现出每周下降 10 个百分点的速度，降至 40%-45%的低位水平。长丝季节性的会在春节前呈现出产销率降低，价格回落的特征；而在元宵节前后产销放量，价格回升。长丝市场关键的问题在于元宵节前后的产销放量幅度如何。我们对此做了简单的研究。

原料端 PX、PTA 和 MEG 基本在节后会出现一周左右的开门红时期，价格上涨，之后会因原料库存持续累积，对价格支撑不足而导致持续性的价格下跌，下跌通常会持续到 3 月中旬，原料价格下跌幅度均在 15%左右，整体在结构呈现出先扬后抑的行情。

由于目前聚酯产业链结构的问题，长丝环节的利润是最丰厚的，其受影响因素也是最多的，不仅有上游原料价格还有下游织造厂的影响较大。

终端织造厂方面，工人通常会在元宵节前后返工，根据 2013 年-2020 年中纤网的统计数据来看，织造厂通常会在每年的正月二十到正月二十五左右开工率恢复至 7 成水平，一周内回升到较好的水平。长丝的产销率在年后工厂恢复开工时有一次短暂的放量，此后在工厂开工率恢复到七成，基本消化掉年前囤积的库存之后，再次出现大约一周左右的放量，这种产销放量偶尔能够触及 200%。

虽然长丝的价格会因为库存向下游转移和成本端支撑的减少而下降，元宵节之后到产能逐步恢复至 7 成的阶段，长丝的利润从低位快速上行至 100-200 元/吨的单吨净利，个别年份能够达到 300 元/吨水平。节后将出现小旺季行情。

今年来看，全年油价基本在 55-65 美金的水平波动，成本端对聚酯价格的支撑十足。长丝的库存上来看，因为 4 季度行情向好，长丝大幅去库存，目前 POY 丝的库存天数回落到 8 天左右，略高于 19 年春节前的水平，但是仅有 4 季度初一半的水平。长丝的低库存大大有利于节后放量。一方面低库存有利于长丝价格抬升，另一方面，即使后续织造开工后长丝逐步累库，但是因为低库存的优势，累库给长丝带来的库存压力也远小于 2020 年时候的水平，长丝价格抗跌性会较强。这对于长丝景气度的修复和上行都有很大的好处。

投资建议：建议关注化纤龙头的投资机会，重点关注上市公司：桐昆股份、东方盛虹、恒逸石化、新凤鸣、恒力石化、荣盛石化。

报告速览

【食品】颐海国际（1579.HK）公司深度报告：品牌先天优势 机制迭代升级(马铮)

投资建议：市场担心天味食品提速、海天味业入局会加剧竞争。我们认为复合调味品行业市场空间大、增速快，龙头市占率尚不高，挤压式竞争仍有空间。受海底捞降价的影响，公司关联方业务承压。我们认为海底捞餐厅逆势扩张、开店提速，叠加同店恢复，预计 21 年公司会快速消化降价的影响。公司关联方收入占比逐年下滑，未来发展重点在 C 端业务，中长期看渠道下沉和品类不断延伸。复合调味品为高成长赛道，公司竞争优势明显，市占率有望进一步提升。我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 0.89/1.14/1.49 元，对应 PE 分别为 127.54/99.54/76.11 倍。公司当前估值较高，但考虑到复合调味品行业高景气度，公司业绩持续快速增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

复合调味料处于快速成长期，行业空间大。(1)复合调味品为高成长赛道，行业景气度高。根据 Frost&Sullivan 统计，预计到 2020 年复合调味料市场规模可上升至 1,488 亿元，16-20 年复合增长率约为 14.70%。国内复合调味品占整个调味品市场的比重约为 26%，对标海外渗透率仍有提升空间。(2) 复合调味料的品类发展跟随餐饮形式变迁。火锅餐饮的普及就带动了火锅调味料市场的快速发展。首先，火锅餐饮形式对于消费者的培育起到了积极作用。消费者在使用火锅底料时也会拓展它的烹饪用途。(3) 懒人经济与宅经济推动方便食品增长。自热火锅发展迅速，行业从 15 年起步，19 年市场规模就已达到 55 亿元。颐海国际凭借线下渠道优势，已占据行业领先地位。

品牌力强、机制灵活以及渠道优势构筑竞争壁垒。(1) 颐海国际自 2007 年起便独家获得永久免费使用“海底捞”品牌的权利。公司以海底捞品牌作为背书更容易占领消费者心智。(2) 组织机制迭代创新，持续优化运营效率。公司依托师徒制管理基因，实施合伙人裂变制，解决人才瓶颈问题。PK 制度强化内部竞争。研发方面，在产品项目制下，一线人员具备充足动力深挖消费者需求，有望持续量身定做符合市场需求的好产品。(3) 公司通过渠道体系变革，积极实施经销商裂变，并下沉销售渠道。(4) 产能扩张保障长期发展。随着河南漯河工厂、四川简阳工厂和泰国工厂规划建设，预计 2023 年公司产能将达到 53 万吨。

股价催化剂：新品推广超预期；业绩超预期等。

风险因素：原材料价格上涨超预期；新品推广不及预期；行业竞争加剧。

【食品】盐津铺子（002847）公司点评报告：一个核心，两年承诺，新的三年，信心十足(马铮)

事件：盐津铺子于 2021 年 2 月 8 日发布简易权益变动报告书，由张学文先生控股的昊平投资决议解散，持有公司 1448.49 万股的股份将由张学文先生间接持有转变为直接持有。

点评：

昊平投资解散预计更多与税收筹划相关。昊平投资是张学文先生 100%的持股平台，在对盐津铺子的股权结构上与直接持股的作用相当，但昊平投资为有限责任公司，减持时或将缴纳 25%的企业所得税，之后在个人取得收入后还要再交个人所得税。因此，我们预计昊平投资解散本身与张学文先生的持股状态关系不大，更多出于税收筹划的考虑。

实控人持股 50%，核心高管激励到位，以董事长为核心的管理团队经营能力非常突出。张学文先生为董事长的哥哥，已于 2019 年 10 月离职，董事长张学武持股近 50%，家族持股简单。核心高管全部通过股权激励持股，激励到位。从公司上市后烘焙品类的成功切入，到全国范围内店中岛模式的顺利推进，我们看到了公司大品类放量和全国化的发展逻辑，核心管理层的战略清晰、执行到位，生产端和销售端相互促进形成正向循环，“坚持自主制造+坚持直营商超+坚持多品类发展”成为适合公司持续发展的商业模式，具备很强的适应能力。

实控人上市时自愿延长解禁时间、降低解禁比例反映实控人对公司发展充满信心。张学武先生和张学文先生上

市时承诺，其间接或直接持股在公司上市后 36 个月锁定期满后的 24 个月内，转让股票总数不超过锁定期满日其所持有股票数的 20%。我们得到三点结论，第一，上市之初两位实控人对公司发展充满信心，三年限售期后自愿减少可解锁比例（无延长承诺状态下两年可减持大概 40%）；第二，董事长张学武先生至今未行使减持 20%股票的权利，可反映其对公司发展充满信心；第三，解散昊平投资，张学文先生从间接持股转为直接持股后，将依然遵守持股承诺，非交易过户不影响持股意愿。据我们计算，2020 年 2 月 11 日-2022 年 2 月 11 日，张学文先生可减持数量总共约 460 万股，其已于 2020 年 9 月减持 210 万股，因此至 2022 年 2 月，可减持额度还有 250 万股，占比 1.94%，即使进一步减持，对短期股价影响有限。

盈利预测与投资评级：目前公司正处于烘焙品类快速放量和店中岛铺设快速推进当中，预计公司 2020-2022 年实现营收 19.83/26.20/32.64 亿元，同比 41.72%/32.12%/24.57%；实现归母净利润 2.51/3.63/4.92 亿元，同比 96.06%/44.41%/35.8%；预计 20-22 年 EPS 为 1.94/2.80/3.8 元/股，给予“买入”评级。

风险因素：新品类扩张不达预期；商超渠道费用增加；散装渠道竞争加剧；食品安全问题。

【纺织轻工】爱美客（300896）公司点评报告嗨体持续高景气度，费率优化提升盈利能力(汲肖飞)

事件：2020 年公司实现收入 7.09 亿元，同增 27.2%，实现归母净利 4.40 亿元，同增 43.9%，实现扣非归母净利 4.24 亿元，同增 43.0%，实现基本 EPS 为 4.51 元；其中 20Q4 收入 2.4 亿元，同增 51%，归母净利 1.5 亿元，同增 75%；每 10 股派息 35 元，转增 8 股。公司收入基本符合预期，业绩超预期。

点评：

以嗨体为核心的溶液类注射产品下半年翻倍增长，表现亮眼。分业务来看：1）以嗨体为核心的溶液类注射剂收入 4.5 亿元，同比增长 83%，其中 20H2 增速约+100%，预计多部位推广效果良好；2）凝胶类注射产品（爱芙莱/爱美飞/宝尼达/逸美一加一）收入 2.5 亿元，受疫情影响同比下滑 19%，其中 20H2 增速约-4%，相比于上半年显著回暖；3）其他业务方面，埋线产品收入 184 万，同增 2068%，化妆品产品收入 789 万，同增 890%，表现高景气度。分量价看，整体收入以销量驱动，20 年销售 188 万单位（支/包），同增 29.2%，均价基本持稳。

结构变化带动毛利率微降，费用率优化驱动净利率提升 7.7pct。毛利率方面，公司溶液类与凝胶类毛利率分别下降 0.16pct 和 0.22pct，主要在于产品结构变化带来成本价上升，整体毛利率基本稳定；期间费用率方面，规模效应下销售管理费率持续优化，分别下降 3.5pct/2.5pct，研发费率持平为 8.7%，上市融资财务费率下降 1.7pct；此外，交易性金融资产持有期间投资收益净增 817 万，综合净利率提升 7.7pct 至 61.1%。

夯实研发加强埋线、GLP-1、溶脂等项目推进，聚左旋乳酸微球项目正在注册中，产品储备丰富。研发方面：1）公司 20 年专利申请 4 篇，获得授权 4 篇，研发人员数量占比 23%，研发投入保持高位；2）注射用 A 型肉毒毒素与利拉鲁肽注射液获得临床试验许可，聚左旋乳酸微球项目正在注册中，进展符合预期；3）与韩国 DongBangMedicalco.,Ltd 成立合资公司，引进韩国技术，进行埋植产品研发生产；4）投资杭州先为达 2%股权，拟收购子公司北京诺博特 49%剩余股权与融知生物剩余 49%剩余股权，加强公司未来在 GLP-1 市场优势，推进溶脂针等项目推动。

扩容销售队伍，全轩学院持续投入提升品牌粘性。销售方面：1）公司 20 年拥有 160 人销售团队，净增 45 人，覆盖 5000 家机构，销售团队不断扩容；2）公司 2020 年全轩学院提供课程超过 3000 课时，注册认证医生超过 6000 名，有望提升公司产品粘性。

盈利预测与投资评级：嗨体表现超预期，预计新适用症推广良好，同时新品储备丰富，我们上调公司盈利预测，预计公司 2021-2023 年收入分别为 12.1 亿元（含童颜针 0.6 亿）/18.2 亿元（含童颜针 1.2 亿）/26.4 亿元（含童颜针 2.1 亿），归母净利润分别为 7.4 亿元/11.0 亿元/15.9 亿元，EPS 为 6.1 元（原预测 5.0 元）、9.2 元（原预测 7.2 元）、13.3 元，目前股价（2021 年 2 月 8 日）对应 PE 为 148 倍、99 倍、68 倍，考虑到公司嗨

体产品高速成长，且未来产品储备丰富，上调“买入”评级。

风险因素：嗨体销售不达预期；行业需求恶化等

【固收】债券周报：宁可信其紧，不可信其松？关于货币政策可能的预期差(李一爽)

一周观点：上周尽管资金面有所缓和，但市场对货币政策转向的疑虑仍然难消。首先，央行在春节长假前仅一周的时间点才重启 14 天逆回购，其次市场预期的 MLF 与定向降准均出现落空，逆回购相对往年春节期间超万亿的资金投放数量非常有限；第三，DR007 的开盘利率出现了 2019 年以来的首次上调，也引发了未来央行将逐步加息的担忧。

我们认为，14 天逆回购较晚出现主要由于春节前流动性缺口的性质与跨季存在差异。在以往跨季时，资金需求在季末逐步达到峰值，在季末日后迅速回落，因此央行通常卡在 14 天刚好可以跨季的时间点进行投放，方便季末之后回笼流动性。但春节前的流动性缺口主要是现金漏出所致。而现金漏出一般在节前一到两周逐步上升，但在假期结束后约 1 个月逐步回笼，因此没有必要在 14 天逆回购正好可以跨过春节的时点开始投放。从以往经验看，央行一般在节前 5-9 天开始 14 天逆回购操作，今年节前 7 天操作也属于正常现象。但往年央行 28 天逆回购操作在春节前 20 天左右开始，在当前时间点央行采取 28 天逆回购的概率极低。

此外，央行的资金投放规模低。主要是由于就地过年导致 M0 漏出低于预期，市场需求下降所致。按照历史经验，节前现金流出的最大规模可达 2 万亿，这是我们估计节前 3 万亿流动性漏出最重要的组成部分。考虑到四季度末超储率维持高位，央行不必完全进行对冲，只需在节前净投放 1.5 万亿左右即可。但如果取现需求回落，央行所需投放的规模也将显著下降。央行对每日现金漏出的规模应当均有监控，尽管净投放规模减少，但资金面整体仍然维持平稳。这也证明投放规模降低并未带来资金缺口。

再次，DR007 的开盘价也并非始终等于逆回购价格。2016-2018 年春节前也发生开盘价走高的现象，但 2019 与 2020 年却并未出现。造成区别的主要还是央行在后两年春节前均进行了降准等长期流动性投放，资金需求并不依赖于逆回购。但今年央行没有长期资金安排，因此逆回购的影响较大。在上周四，由于 14 天与 7 天逆回购均在节后第一个交易到期，但 14 天逆回购利率却高于 7 天，市场流动性依靠价格更贵的 14 天逆回购补充，这是开盘价上升的主要原因。但是，随着 14 天逆回购覆盖节后的时间延长，我们看到周五以后 DR007 的开盘价也在逐步下降，我们预计未来逐步恢复正常。因此，DR007 开盘价的提升是在缺乏长期流动性投放下，跨春节期间的正常现象，并不能代表央行将启动加息进程。

因此，近期资金面的边际收敛，我们认为主要还是央行扭转前期市场过度宽松的操作，但并不代表央行政策取向。1 月末资金面的大幅波动与央行“不缺不溢”的基调也是相悖的，可能并非央行希望看到的局面。在近期的操作达到警示效果后，资金利率未来仍将围绕政策利率上下波动，中枢持续走高的概率不高。央行未来进一步常态化的动作，需要观察到一季度社融增速平稳回落，经济在复工后重回向上态势，这最早到二季度才会兑现。但是考虑到不急转弯不代表不转弯，市场在当前阶段宁可信其紧，不可信其松，依然在针对政策转向的可能做交易。

我们认为，市场针对央行政策的理解可能过于悲观，与实际情况之间可能存在预期差。因此，如果市场的担忧加剧带来利率的超调，这会提供交易的机会。但另一方面，尽管经济面临短期压力，但考虑到经济复苏的整体趋势尚未逆转，年内货币政策大概率仍将有一轮收缩的过程，且资金利率也很难回到 1 月初的水平，这样的预期差尚不足使收益率开启一轮趋势性的下行，我们仍然认为一季度利率水平将维持震荡的态势。

货币市场：央行转向净投放，资金面边际转松，隔夜 7 天结束倒挂，周五资金利率已下滑至接近政策利率水平。上周央行分别在周一至周三投放 1000 亿元、800 亿元、1000 亿元 7 天逆回购，为维护春节前流动性平稳在周四（7 天刚好可跨春节）周五连续投放 14 天期逆回购 1000 亿元，全周资金净投放 960 亿元，资金面边际转向。DR001 由前一周五 3.33%大幅下滑超 140BP 至 1.88%；DR007 资金利率中枢虽较上周明显回落近 50BP，但周四周五在央行拉长久期开展 14D 逆回购且无净投放的背景下，叠加上旬缴准扰动，仍有所回升，周五收于

2.25%略高于政策利率。在上月财政投放资金或陆续于月初到位的同时，央行由净回笼转向小额净投放，隔夜与 7 天资金利率结束此前“倒挂”，全周资金面平衡偏宽松，R007-DR007 利差较前一周五的 123.43BP 大幅下滑 118.6BP 至 4.83BP。

预计本周流动性总体维持相对平衡，操作工具上或仍以逆回购为主。本周将有 2800 亿元逆回购到期，政府债券缴款仅 800 亿元。考虑本周为春节前最后一周，尽管现金取现规模受就地过年等影响有所减少，但临近春节仍将有所提升，预计央行将针对到期量和短期资金需求进行及时补充，节前流动性或仍将维持平衡状态，但像年初持续大幅宽松的概率较小；操作工具上，考虑春节后首个工作日或面临缴准（2 月缴税截止日延至 2 月 23 日），且当日资金到期规模已达 3000 亿元，预计央行节前或仍将继续开展逆回购操作精准投放。

银行间质押回购成交量有所回升，但银行隔夜融出意愿上升，非银机构隔夜资金融入规模下滑，14 天资金融入规模上升。具体来看，上周随着资金面边际转松，银行间质押式回购日均成交量较前一周上升 13.91%，但相比于 1 月中上旬日均 4.7 万亿水平仍然下滑近 25%；在春节跨期影响下，周四周五 7 天质押回购成交占比明显回升。国股大行、城商行隔夜融出意愿明显回升，农商行由前一周资金净流出转为净流入，隔夜日均融出规模回落。基金公司、证券公司隔夜日均融入规模较前一周下滑；但 14D 资金融入大幅环比增加。

上周 3M 期以上 Shibor 利率延续上行趋势，但各期限利率上行幅度较前一周大幅收窄。3M 期股份行同业存单发行利率有所回落，6M 期发行利率与前一周持平，9M、1Y 期存单发行利率持续上行，其中 1Y 期回升至 3.1%水平。股份行、国有行存单发行规模大幅下滑，城商行、农商行发行规模有所上升。发行期限分布方面，国有行、股份行均以 9M 期为主；城商行发行 1Y 期占比较大，其他期限分布较均；而农商行存单发行则以 1M、3M、1Y 期为主。城商行、农商行发行成功率小幅回升，但整体仍处低位；国有行继续企稳，股份行略有下行。

债券市场：上周利率债净融资额为 3575.34 元，信用债净融资 1314.50 亿元。本周利率债一级市场计划发行 4 只债券，计划发行金额 220 亿元。截至当前，本周计划发行 4 只农发债，暂无国债、地方政府债发行计划。上周国债一级发行结果尚可，其中 7Y 期国债需求较高；国开债 5 年期以下发行结果相对较好，整体配置热度仍维持高位。上周央行在节前投放规模有限，市场对央行政策转向的预期难消，债券收益率震荡上行，短端上行幅度相对较小，收益率曲线走陡。具体来看，周一在央行净投放流动性，叠加周末公布 1 月官方 PMI 数据大幅下降，债券收益率震荡下行；随后尽管流动性整体仍较为充裕，资金利率自高位持续下行，但央行投放相对有限且周三转向净回笼，市场对货币政策转向的担忧难消，周四央行开展 14D 逆回购操作但并未净投放，叠加 DR007 开盘利率上行进一步加剧市场担忧，债券收益率持续上行，周五有所回落。全周来看，10 年期国债收益率仍然上行至 3.22%，短端利率在资金利率大幅回落的背景下上行幅度相对较小，曲线走陡。上周除 AA+、AA 级 1Y 期信用债收益率略有下行外，其他各等级各期限信用债收益率不同程度上行，短久期信用债收益率上行幅度相对较小；信用利差普遍下滑，1 年期下行幅度最大。

现券二级交易方面，上周机构情绪有所回暖，但主要非银机构仍在净卖出国债、政金债及部分信用债。基金公司除转为净买入企业债外，对其余各类券种均延续前一周趋势，仍以净买入地方债、短融为主；净卖出政金债、存单净规模有所回落，但大幅净卖出国债。证券公司除新增小规模净买入地方债外，对其余券种仍维持净卖出，且净卖出国债、政金债规模大幅增加。理财产品除持续小规模增持各类信用债外，上周大幅净买入短期限政金债。境外机构延续前一周趋势，但主要以增持国债为主，对政金债、存单净买入规模均下滑。农商行增持所有券种，但净买入政金债、存单规模大幅下滑；除股份行连续净买入国债外，国股行、城商行继续净卖出利率债。

风险因素：货币政策再度收紧。

近期电话会议提示

近期电话会议预告及回顾

表：近期电话会议预告及历史一周会议

会议主题	行业	日期	参会方式
煤价高位回调背后供需逻辑及后市运行展望	煤炭	2 月 1 日（周一）	
兴业矿业 2020 年业绩交流及经营展望	有色	2 月 1 日（周一）	
银泰黄金 2020 年业绩情况交流及经营展望	金属&新材料	2 月 2 日（周二）	
白酒春节动销反馈	食品	2 月 2 日（周二）	
景嘉微解读股权激励方案与 2021 展望	军工	2 月 2 日（周二）	
宝信软件深度解读--从三大预期差解读基建龙头长期确定性价值	通信	2 月 2 日（周二）	
煤炭核心资产深度路演—兖州煤业	煤炭	2 月 3 日（周三）	
信达大制造周度电话会议	军工/机械/电新	2 月 3 日（周三）	
十四五规划和公司基本面交流	非银	2 月 4 日（周四）	
煤炭核心资产深度路演—中国神华	煤炭	2 月 4 日（周四）	
煤炭核心资产深度路演—陕西煤业	煤炭	2 月 5 日（周五）	
近期经营情况及偏光片资产收购解读电话会	电新	2 月 5 日（周五）	
信达 TMT 每周谈电话会议	电子/计算机/通信/传媒	2 月 7 日（周日）	
信达周期半月谈会议	煤炭/化工/有色/石化	2 月 7 日（周日）	
淘系流量规则变化对线上小家电影响几何？	家电	2 月 8 日（周一）	
白酒春节动销反馈系列电话会议三	食品	2 月 8 日（周一）	
爱美客 2020 年业绩交流	纺织服装&轻工	2 月 9 日（周二）	
信达大制造周度电话会议	军工/机械/电新	2 月 10 日（周三）	请联系对口销售

资料来源:信达证券研发中心

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	顾时佳	18618460223	gushijia@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称"信达证券")具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	**买入：**股价相对强于基准20%以上；	**看好：**行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准5%～20%；	**中性：**行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5%之间；	**看淡：**行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。