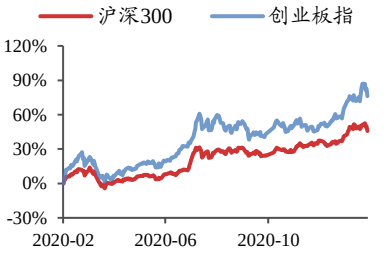
2021 年 01 月 29 日

开源晨会 0129

——晨会纪要

市场快报

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(%)
公用事业	0.07
传媒	-0.65
商业贸易	-0.73
建筑装饰	-0.93
银行	-1.0

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
电气设备	-4.85
电子	-4.39
有色金属	-3.34
家用电器	-3.24
机械设备	-3.1

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】相信市场中的积极力量——投资策略点评-20210128

【策略】内外分歧背后：来自增量资金的“隐患”--资金跟踪系列之一——投资策略点评-20210128

【宏观】2020 年财政：支出扩张，“退潮”不改——宏观经济点评-20210128

【金融工程】行业量化配置：在重要行业上的应用——开源量化评论（16）-20210128

行业公司

【通信】广电携手移动共建 5G 700M，运营商合作共赢之路——行业深度报告-20210128

【农林牧渔】转基因监管方案新增目标，加快推进研发应用——行业点评报告-20210127

【机械：海容冷链(603187.SH)】出口持续回暖，海外市场可期——公司信息更新报告-20210128

【化工：三美股份(603379.SH)】业绩已探底，静待公司引领氟制冷剂周期反转——公司信息更新报告-20210128

【电子：顺络电子(002138.SZ)】全年业绩超预期，国产替代叠加产品扩张助力公司快速成长——公司信息更新报告-20210128

【电子：通富微电(002156.SZ)】产销两旺，2020 业绩预告高增长——公司信息更新报告-20210128

【计算机：福昕软件(688095.SH)】股权激励绑定核心骨干，高授予价彰显发展信心——公司信息更新报告-20210128

【电子：捷捷微电(300623.SZ)】业绩预告超预期，2020Q4 延续高增长——公司信息更新报告-20210128

【电子：扬杰科技(300373.SZ)】研发营销联动，有望深度受益功率半导体国产替代——公司首次覆盖报告-20210128

【家电：石头科技(688169.SH)】业绩预告超市场预期，继续看好外销增长、产品升级——公司信息更新报告-20210127

研报摘要

总量研究

【策略】相信市场中的积极力量——投资策略点评-20210128

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001

市场核心矛盾进一步浮出水面

今日（1 月 28 日）市场出现了较大波动，我们认为当下存在的核心矛盾是：机构投资者无分歧地高仓位运行，增量资金入场形成共识，全市场昂贵的资产价格已经为经济复苏与流动性宽松并存的美好世界最好了准备。上述问题我们在此前系列报告（《跨年行情已行至尾声》、《不能“犯错的市场》、《不可贪胜》、《南下资金难夺定价权》）中已经做了充分论证。而今日（1 月 28 日）两地市场的波动，其实是上述矛盾开始出现了演化：国内来看，从马骏讲话到银行间资金利率的明显上升，都在纠正国内投资者的宽松预期；而近期在美国、欧洲相继出现受市场关注的“逼空”事件，一方面造成了部分机构资产负债表波动的连锁反应，另一方面更是引发了市场对于全球央行可能会对“资产泡沫”逐步采取行动的担忧。上述因素，都较大程度冲击了当下依赖于流动性驱动的风险资产价格，我们发现全球股市都出现了一定程度共振性下跌。

过去不是关键，为未来提高警惕

对于国内投资者而言，纠结于过去是否因为“非基本面”因素造成的下跌并不重要，毕竟在过去 20 个交易日中，大量资产价格的上涨也并非我们可以用“基本面”因素可以去解释。面向未来，当下投资者仍然不用过度悲观。毕竟真正从流动性层面冲击市场的负向正反馈机制还未正式形成，我们在此前报告中的数据发现：近一季度到期理财产品减少可能会削弱增量资金的动能，而居民购买基金的高频代理变量——个人持有人为主的 ETF 近期开始出现了一定程度的赎回。我们需要密切关注后续公募基金的发行情况和负债端稳定的情况，以观测过去 1-2 年的正向反馈机制是否会向相反方向运动。

注意美元指数的指示意义

从海外来讲，美元指数近期企稳反弹，市场交易的通胀预期正在上升，而以中小企业价格指数为代表的领先指标也在指示美国核心通胀的回升。通胀仍将是全球政策制定者的重要考量，无非是采取行动的早晚，而历史经验指示市场也将在政策制定者真正采取行动前将其计入资产价格中。上述因素尽管如此显而易见并看似在“预期之内”，但在一个“自下而上”主导的国内市场里，大量投资者实际上并未因此作任何应对，资产价格也未贴现上述场景。因此，这一矛盾对资产定价的影响才刚开始，后续美元指数的走势或将对 A 股形成较为明确的指示意义。

近期波动为价值发现奠定基础

当下或许并非最困难的时候，同时我们也看到了市场中十分积极的力量：A 股市场内部，大盘价值股（金融、地产、公用事业）仍然处在低位，且以银行为代表的板块已经出现了基本面的拐点。同样的，在制造业+出口链条+周期性行业+TMT 板块内部，出现了大量业绩高增速的中小市值标的，其估值水平在前期极致风格中受到了严重压制，而业绩预告和未来的一季报将为我们提供重要信息。市场在未来仍将在局部充满机遇。我们请投资者相信市场仍然存在着积极的因素，近期的波动正在为对该类资产的价值发现奠定基础。

风险提示：货币政策超预期宽松

【策略】内外分歧背后：来自增量资金的“隐患”--资金跟踪系列之一——投资策略点评-20210128

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

美元企稳，通胀预期有所走平

2021 年 1 月以来，美元指数与美元净多头头寸有所企稳，美债名义/实际利率与通胀预期先升后降，上周(20210118-20210122) 美元指数先下后上，美元净多头头寸略有回落，美债名义/实际利率与其背后反映的通胀预期均震荡下行。

南下买入，外资撤出，外资配置盘更偏好 A 股金融周期

上周(20210118-20210122)南下加速流入，外资逐步撤出，行业配置分歧较大。整体上，外资配置/交易盘震荡卖出港股通标的。行业上，南下资金主要净买入软件服务、其他金融、医药、资讯科技器材以及电讯等行业，而外资配置/交易盘均选择卖出上述行业中的软件服务、其他金融以及电讯板块，分歧较大。

上周外资配置盘更偏好 A 股，金融周期以及新能源为主要配置方向。整体上看，外资配置盘净卖出港股通标的同时净买入 A 股，行业上，外资配置盘同时净买入港股通和 A 股中的电新、银行、医药、化工、地产、有色、轻工以及电子等行业，更偏好 A 股的非银、计算机以及汽车等行业。

上周外资交易盘同时减仓 A 股和港股，在 A 股和港股上的配置分歧较大。整体上看，外资交易型资金均净卖出港股通标的和 A 股。分行业看，外资交易型资金在 A 股和港股通上的分歧较大，仅同时净买入的板块主要为化工板块，更偏好 A 股中的计算机、医药、轻工以及机械等板块，以及港股中的汽车、电新、银行、纺服以及建材等板块。

两融活跃度维持高位，主要加仓电子与新能源车

上周(20210118-20210122)两融活跃度略有下降，但仍维持 2020 年 10 月以来的相对高位，两融投资者主要净买入电子、电新、有色、非银、汽车以及化工等行业。

理财替代减弱，对“赚钱效应”提出更高要求

可转化的理财产品变少，货基被持续净申购。2019 年以来，替代银行理财为代表的金融资产的到期赎回可能是居民购买基金入市的重要资金来源，而 2021 年往后银行理财到期数量不断下行，这意味来自银行理财到期赎回资金向基金产品转化力量可能在边际减弱。同时 2020 年下半年以来，理财预期收益率相较于余额宝/微信理财通等下降，上周(20210118-20210122)有所上升。而当下货币基金正在被持续净申购，这意味着当前货基也可能在吸纳部分来自理财等资产到期后的资金，货基对于理财等产品而言也存在一定的替代效应，未来货基可能会成为市场增量资金的重要扰动因素之一，需要进一步持续跟踪。

个人投资者仍在净赎回，主要加仓军工和消费板块。上周个人持有比例较高的 ETF 被持续净赎回，这意味着存量基金可能已经面临着来自居民部分浮盈兑现的压力。分行业看，个人持有比例较高的 ETF 中，与科技、新能源车、周期以及金融地产等均被净赎回，军工以及医药等相关 ETF 被净申购。

风险提示：测算误差

【宏观】2020 年财政：支出扩张，“退潮”不改——宏观经济点评-20210128

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

2020 年广义财政积极发力，支出增速达 10.1%，已超过 2016 和 2019 年增速

2020 年，财政政策多措并举、积极发力，广义财政支出增速超过 10%。2020 年广义财政支出 36.4 万亿元，同比增长 10.1%，增速较 2019 年提高 0.6 个百分点。其中，一般财政支出增速 2.8%、下滑 5.3 个百分点；政府性基金支出增长 29.2%、增速大幅提高 15.8 个百分点。地方专项债、特别国债等，对财政扩张支撑明显。

政府债务收入的大幅扩张，叠加疫情影响下的支出后移，2020 年财政结余规模有所增加。2020 年广义财政各项收入合计 37.2 万亿元左右，超过广义财政支出约 8000 亿元。主要受前期疫情影响下财政支出偏慢、部分资金“沉淀”等影响。从总量来看，资金结余对全年广义支出增速扰动约 2 个百分点，影响相对有限。

积极财政下的债务扩张，抬升了政府杠杆率，2021 年地方债或难以大幅增加

2020 年，财政通过债务来扩张广义赤字，杠杆率快速上行；地方政府债务率已突破 90%。受大规模政府债务的支撑，2020 年广义赤字 8.7 万亿元、广义赤字率达 8.6%。其中地方政府债务率约 93.3%，较 2019 年抬升 10.4 个百分点，距离 100%的国际通行警戒线较近。债务率等约束下，2021 年地方债或难以大幅扩张。

2021 年政策“退潮”背景下，广义财政支出空间，将明显回落。2021 年积极的财政政策要“提质增效、更可持续”。其中，“提质增效”侧重优化结构、加强管理，淡化总量扩张；“更可持续”则从支出规模和政策力度着眼，“保持政府总体杠杆率基本稳定”。近期政策表态显示，“退潮”方向已定，广义财政空间将显著收窄。

伴随政策“退潮”和调控收紧，土地收入支撑下的政府性基金高增或难以为继

一般财政来看，受益于稳增长政策外溢效应的税收增幅最大，防疫、民生等领域支出得到重点保障。2020 年一般财政收入下降 3.9%，而印花税、契税、个税等均实现了 2 位数增长，除了个税受 2019 年个税改革带来基数支撑外，另外两项分别对应股市房地产市场的高景气。2020 年一般财政支出同比增长 2.8%，其中卫生健康、社保就业支出增幅分别达到 15.2%和 10.9%，大幅高于总体支出增速。

政府性基金收入大超预算，伴随地产政策收紧，基金收入高增或难维继。2020 年，政府性基金收入增长 10.6%，比预算增速高 14.2 个百分点，其中地方政府性基金收入增速超过 2019 年，卖地收入形成明显支撑。当前，中央已将住房问题提到很高的政策高度，地方相继出台举措加强地产调控，2021 年土地收入或将回落。

重申开源宏观观点：从“加”杠杆到“稳”杠杆的过程中，政府行为对信用环境的拉动，趋于减弱。2020 年提高赤字率、特别国债与专项债的大幅扩容等，更多是特殊时期的应急手段、并非常态；地方债的债务率，亦已接近 100%预警线。伴随着政策回归“常态”，2021 年相较 2020 年，广义财政支出空间或显著收窄。

风险提示：宏观经济或财政政策出现超预期变化。

【金融工程】行业量化配置：在重要行业上的应用——开源量化评论（16）-20210128

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001| 王志豪（联系人）证书编号：S0790120070080| 张翔（分析师）证书编号：S0790520110001

行业配置体系表现稳健，解决实际应用痛点

开源行业配置体系，由市场交易行为（行业黄金律、行业龙头股）、基本面（行业景气度）、资金面（北向资金流）三大维度的 4 个子模型构成。行业配置模型表现稳健，以 28 个行业等权组合为基准，2019 年至今的月度胜率达到 70%。

本文围绕实际应用中的核心诉求展开：一是行业重要性有轻重之分，能否在部分重要行业上有效配置？二是一级行业过于宽泛，能否拆解到细分的二级行业上进行行业轮动？讨论行业配置体系的拓展应用，解决实际痛点。

应用 1：核心行业轮动：实操性强，收益稳定

开源金工将核心行业定义为公募基金持仓高、行业收益平均贡献大的一级行业，经测算主要包括医药生物、食品饮料、非银金融、计算机、电子等行业。这些行业与有 ETF 基金跟踪的 14 个行业高度重合，具有较高的实用性。

开源金工行业配置 4 个模型信号对 14 个核心行业进行轮动，2014 年以来三分组下多头行业组合年化收益为 20.3%，信息比率为 0.756，年化换手为 5.89 倍；多空年化收益为 13.3%，多空胜率为 65.4%，信息比率为 1.1。

应用 2：细分行业轮动：模型升级，胜率不减

开源金工将高关注度的医药生物、食品饮料、非银金融、电子四个一级行业拆分到二级行业。随着行业的颗粒度变细，交易行为模型也会随之失效。因此，我们选用黄金律中的隔夜因子、行业景气度以及北向资金三个模型作

为开源二级行业配置模型。

开源金工对细分后的 40 个行业进行轮动，2015 年 5 月至今，五分组下多头组合年化收益 5.69%，年化换手为 4.48 倍；多空超额收益为 17.16%，多空信息比率为 1.55，月度胜率 65.2%。

模型适用于两类实际场景，推荐投资者关注行业观点

结合开源金工的行业配置模型，分别针对行业配置实际应用的两类场景进行测试。对于有 ETF 基金跟踪的核心行业做行业轮动，整体表现比较稳定；当把部分行业拆分到二级行业上时，行业轮动模型需要适当调整，同样具有较好的收益。两种应用方式都具有实用性强、稳定性好的特点，推荐投资者关注模型行业观点及组合表现。

风险提示：模型基于历史数据测试，市场未来可能发生变化。

行业公司

【通信】广电携手移动共建 5G 700M，运营商合作共赢之路——行业深度报告-20210128

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

通信运营商竞争与合作并行，5G 从可用到好用，维持通信行业“看好”评级

作为推动 5G 发展的主力军，2020 年国内通信运营商在推进 5G 基站建设部署、商用落地上取得一系列显著成就，5G 产业规模日益扩大。三大运营商网络建设速度和规模超出预期，5G 基站共建共享初见成效。截止到 2020 年 12 月，中国移动已建设开通 5G 基站超过 39 万个，5G 套餐用户数为 1.47 亿户；中国电信和中国联通在共建共享上取得积极进展，中国电信和中国联通 5G 基站已覆盖全国 300 多个城市，共建共享 5G 基站超 33 万个，5G 用户达 7948 万户；目前一线城市及城市群核心区域已经实现市区、县城、重点乡镇的室外连续覆盖，随着 5G 建设持续，5G 网络将实现从可用到好用变革，带来产业的健康发展，我们维持通信行业“看好”评级。

700M 黄金频段，中国广电和中国移动共建共赢，有望加速 5G 普及进程

现有的无线电通讯共分为航空、航海、陆地、卫星、广播等 50 种不同业务，每种业务都规定了一定的频段，低频段（小于 1GHz）覆盖半径约为中频段（2.5GHz~6GHz）的 3~4 倍。700MHz 5G 频段在国内为中国广电所有，其上行频段为 703MHz-743MHz，下行频段为 758MHz-798MHz，上下行带宽均为 40MHz，共计 80MHz，是目前全球范围内在 700MHz 低频段覆盖范围最广的。700MHz 频段覆盖半径约为 2.6GHz 频段的 3-4 倍，覆盖面积是 2.6GHz 频段的 10 倍，700MHz 的平均信号强度，在室外环境下比 2.6GHz 强 20dB，室内环境下比 2.6GHz 强 20-30dB，堪称黄金频率。

由于频谱低，覆盖远，深度覆盖能力强，适合作为大面积网络覆盖，在 5G 发展初期 700Mhz 黄金频段能节省大量建网资本，有助于 5G 网络全面连续覆盖的尽快建成。

随着 5G 用户数及 2B 业务的增长，由于 700M 容量有限，当网络负载达到一定程度后，5G 网络的业务容量需要由 2.6G 或者 3.5G 的频率支撑，也就是说在 5G 发展的中后期，传统 2.6G 或者 3.5G 的 5G 网络为满足容量的需求也仍然必须。

5G 反转行情：大空间 5G 应用、预期差 5G 设备，通信运营商边际改善

700M 作为黄金频率完成 5G 覆盖后，5G 信号质量好于 4G 甚至强于 2G，而网络速率又是 4G 的 3 倍，700M 将带来 5G 可用到好用变革。在目前运营商公平竞争的大背景下，中国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注入更多活力。我们看好 2021 年 Q1 通信估值预期及业绩的修复，5G 反转在即。推荐标的：全球最大通信运营商中国移动（0941.HK），主设备中兴通讯（000063），5G 终端放量小米集团（1810.HK），物/车联网移远通信（603236）、广和通（300638）、移为通信（300590）、和而泰（002402），视频会议亿联网络（300628）、会畅通讯（300578），光模块新易盛（300502）、中际旭创（300308）、光迅科技（002281）。

风险提示：宏观经济和市场竞争风险；5G 发展不及预期风险。

【农林牧渔】转基因监管方案新增目标，加快推进研发应用——行业点评报告-20210127

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001

转基因监管方案更新，为研发应用保驾护航

2021 年 1 月 27 日，农业农村部办公厅关于印发《2021 年农业转基因生物监管工作方案》的通知。相比 2020 年，在工作思路方面，不再仅强调严肃查处非法转基因制种及知识产权违规行为，新增加快推进生物育种研发应用等内容。随着全国农业转基因监管体系队伍不断健全，监管能力不断提升，政策层面不断完善，为转基因推广应用打下坚实基础。方案强调 2021 年度工作目标是积极推动农业转基因监管纳入政府议事日程，将支持农业转基因生物安全事业发展的相关支出列入政府预算。整体来看，国内转基因产业化进程越发清晰，从前期开始审定通过主粮转基因品种安全证书，到监管层面明确推进转基因技术研发应用，产业化应用各环节的政策体系逐步完善，有效保证了转基因应用的有序发展。2021 年转基因品种审定法案或将出台，国内有望进入主粮转基因种植元年，建议关注生物技术研发超前，品种性状优异的大北农，同时关注业绩有望改善的隆平高科。

新增品种审定监管，有序推进生物育种产业化

方案内容中首次加入加强品种审定监管相关内容，指出申请单位应确保品种不含未经批准的转基因成分，品种试验组织单位应进行转基因检测，发现未经批准转基因成分的应立即终止试验。政策层面强调加强对转基因品种试验种植的监管，一方面可以有效的优化和完善品种审定制度，为推进生物育种产业化应用提供政策保障，另一方面也从种源上加强监管，可以有效保护研发型企业技术成果，促成转基因产业化从研发到应用环节的良性循环。

深化转基因生物加工审批和监管，指导办理转基因加工许可证

方案首次对转基因生物加工审批和监管进行明确规定，首先明确需要指导从业主体办理农业转基因生物加工许可证，其次强调对各省级农业农村部对辖区内农业转基因研究试验和农业转基因加工企业现场检查覆盖率 100%。进口加工方面，加强进口农业转基因生物流向管控。严查运输、储存、加工等过程控制措施落实情况，全面核查产品采购、加工、销售、管理等档案记录，确保进口农业转基因生物全部用于原料加工，严禁改变用途。

新增病虫害发生动态监测内容，防范次要害虫上升危害

方案新增病虫害发生动态监测内容，提出安排专业人员跟踪监测转基因作物种植区域的病虫害消长、种群结构及其生物多样性变化，及时掌握有害生物抗性动态，研究提出应对措施，严防目标害虫转移对其他作物造成危害，防范次要害虫上升危害。转基因作物大规模商业化后，生物抗性监测将有效延长性状使用时间，长远来看，对转基因产业良性发展意义重大。

风险提示：政策风险、疫病风险、自然灾害、食品安全问题。

【机械：海容冷链(603187.SH)】出口持续回暖，海外市场可期——公司信息更新报告-20210128

王珂 （分析师）证书编号：S0790520110002

出口持续回暖，海外市场可期，维持“买入”评级

2020Q4 我国商用展示柜出口销量同比增速持续攀升。海外商用冰柜市场需求持续回暖，国外厂商在疫情影响下供给不足，需求攀升叠加订单转移，为我国商用冷柜出口带来全新机遇。海容冷链产品具备全球竞争力，下游客户多为世界知名快消品龙头，有望把握时机、提升海外份额，打开长期增长空间。公司产品竞争力明显、经营效率突出，我们预测公司 2020-2022 年公司归母净利润分别为 2.77/3.57/4.51 亿元，EPS 分别 1.75/2.25/2.84 元/股，维持盈利预测不变，当前股价对应市盈率 36.6/28.5/22.5 倍。结合可比公司估值和公司全球竞争力，维持“买入”评级。

海外商用冷柜需求攀升，出口销量处于历史高位

根据海关总署统计数据，2020Q4 我国用于存储和展示的其他冷藏或冷冻设备出口数量达到 143 万台，同比增长 48.36%，其中 11 月出口量为 54.58 万台，创单月出口历史新高。海外商用冷柜需求在遭受疫情冲击后逐渐恢复，并呈现较强增长韧性，2020 年全年冷柜出口量最终累计同比上升 12.5%。从供需角度来看，欧美政府刺激消费，需求端升温趋势明显，而海外竞争对手受疫情影响供给端受损，订单持续向国内转移，为国内厂商带来了新的机遇。

外销比例维持稳定，外汇套保规避风险

海容冷链是国内商用展示柜龙头企业，近年来内外销比例保持相对稳定，2019 年主营业务内外销收入占比分别为 66%和 34%。公司冷藏展示柜业务已在北美高端饮料行业具有一定市占率，商用展示柜下游客户的准入门槛相对较高，在疫情的催化之下，公司有望把握新的增长机遇，承接海外订单转移，逐步打开新市场。此外，2020 年 12 月，公司发布公告，将根据实际需要开展总额不超过 4000 万美元的外汇套期保值业务，用以规避外汇波动风险，减小汇率波动较大时汇兑损益对公司经营业绩的影响。

风险提示：出口贸易风险、原材料价格大幅上涨、产能投放不及预期。

【化工：三美股份(603379.SH)】业绩已探底，静待公司引领氟制冷剂周期反转——公司信息更新报告-20210128

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 龚道琳（联系人）证书编号：S0790120010015 | 张玮航（联系人）证书编号：S0790119120025

公司业绩已探底，静待周期反转，维持“买入”评级

公司发布《2020 年度业绩预减公告》：受行业周期性下行、新冠疫情等因素叠加影响，公司主要产品 HFCs 制冷剂市场供大于求，产品价格同比大幅回落。2020 年，公司预计归母净利同比减少 59.75%~69.04%至 2.0~2.6 亿元。即 2020Q4 单季度，公司归母净利区间为-0.13~0.47 亿元，低于我们预期。我们下调公司盈利预测：预计 2020-2022 年归母净利润分别为 2.39（-0.45）、5.09、8.35 亿元，EPS 分别 0.39（-0.08）、0.83、1.37 元/股，对应当前股价 PE 分别 43.9、20.6、12.6 倍。公司业绩已探底，静待公司将引领周期景气反转，我们维持公司“买入”评级。

周期底部“降本增效、开源节流”，公司作为龙头未来将引领氟化工周期复苏

三代制冷剂产品盈利大幅下降导致公司业绩同比下滑：据百川盈孚数据，2020 年，三代制冷剂 R22、R32、R134a、R125 均价分别为 1.44、1.21、1.74、1.55 万元/吨，分别同比-8.4%、-25.4%、-34.0%、-27.8%。周期底部，公司实行“降本增效、开源节流”经营策略，且配额产品价格则相对稳定，发泡剂 HCFC-141b 价格同比大幅上涨；此外，公司年度闲置资金理财收益及政府补助增加，发生非经常性损益约 6900 万元等，均对公司业绩产生正面影响。公司已具备 R32、R125、R134a 产能分别 4、5.2、6.5 万吨，市占率分别 8.6%、16.7%、18.8%。目前制冷剂至暗时刻已过，我们看好公司作为龙头将引领三代制冷剂周期复苏。

公司与江苏华盛锂电材料合作签约 FSI 项目，落户武义新材料产业园

据武义县人民政府官网报道，近日，浙江三美化工股份有限公司与江苏华盛锂电材料股份有限公司进行《双氟磺酰亚胺锂（FSI）》项目合作签约仪式，项目成功落户武义新材料产业园。该项目一期拟投资 1.2 亿元，后续根据市场需求逐步开展二三期投资，共约 6.2 亿元。相较于六氟磷酸锂，LiFSI 性能优势更加显著，未来将在低温、高电压、高倍率电解液中有着广泛应用。我们看好江苏华盛的专利技术优势与浙江三美的氟化工产业链优势相结合，将有助于实现双方在锂电池电解液领域的合作共赢，为推动我国新能源汽车产业发展作出积极贡献。

风险提示：安全生产风险，宏观经济下行，氟化工终端消费不振等。

【电子：顺络电子(002138.SZ)】全年业绩超预期，国产替代叠加产品扩张助力公司快速成长——公司信息更新报告-20210128

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002 | 傅盛盛（分析师）证书编号：S0790520070007

2020 业绩超预期，维持“买入”评级。

近日，公司发布 2020 年业绩预告，2020 年公司实现归母净利润 5.62-6.03 亿元，同比增长 40%-50%，实现扣非净利润 5.24-5.61 亿元，同比增长 40%-50%。全年业绩超我们预期。5G 对电感需求的拉动以及汽车电子业务的发展都为公司成长注了强劲动力，国产替代的加速确保了公司份额的稳步提升。我们上调公司盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 5.84/7.84/10.19 亿元（前值为 5.35/7.02/9.04 亿元），EPS 为 0.72、0.97 和 1.26 元（前值为 0.66/0.87/1.12 元），当前股价对应 PE 为 37.6、28.0、21.6 倍，维持“买入”评级。

国产替代提升传统领域份额、汽车电子需求强劲，单季度利润实现高增长。

2020Q4 单季度归母净利润 1.56-1.96 亿元，同比+48.4%-86.7%，扣非净利润 1.42-1.80 亿元，同比+44.1%-82.0%，业绩加速成长。公司四季度成长加速主要系：（1）5G 业务拉动下，手机终端对于电感、滤波器、天线等产品单机用量大幅度增加；（2）元器件国产化持续推进，公司在主要客户中的份额持续提升；（3）新冠疫情背景下，居家办公需求推升消费电子业务稳定成长；（4）随着全球汽车行业复苏和新能源汽车需求火爆，公司汽车电子业务实现高速增长。

国产替代叠加产品扩张助力公司快速成长。

5G 持续推进下，基站建设和 5G 手机渗透加速将带动电感需求稳步成长。下游终端厂商对供应链自主可控诉求强烈，电感领域进口替代加速进行。作为全球元件头部企业，获得了国内外客户青睐，大量国产化替代需求将为公司发展助力。公司也持续提升产能和开发新产品满足下游需求，在行业持续成长、产品扩张和大客户份额持续提升趋势下，电感龙头发展前景广阔。

风险提示：5G 基站建设和终端需求低于预期；元器件国产化进度低于预期；海外疫情再次爆发，汽车电子等下游需求疲软。

【电子：通富微电(002156.SZ)】产销两旺，2020 业绩预告高增长——公司信息更新报告-20210128

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

受益行业高景气度，2020 业绩预告高增长，维持“买入”评级

公司发布业绩预增公告，公司预计 2020 年实现归母净利润 3.2～4.2 亿元，同比+1571.8%～+2094.2%；扣非归母净利润扭亏为盈，从-1.3 亿元增长 3.2~4.2 亿元到 1.9~2.9 亿元。计算得 2020Q4 预计实现归母净利润 0.6～1.6 亿元，同比+25.2%～+240.4%，环比-61.3%～+5.2%；扣非归母净利润 0.4～1.4 亿元，同比+387.3%～+1143.3%，环比-100.0%～+9.8%。封测行业高景气，公司大客户业务顺利，同时公司竞争力强大，我们上调原盈利预测，预计 2020-2022 年公司可实现 EPS 0.30/0.46/0.59（+0.02/+0.02/+0.03）元，归母净利润 3.97/6.11/7.85（+0.70/+1.05/+1.44）亿元，当前股价对应 PE 83.7/54.4/42.3 倍，维持“买入”评级。

封测行业高景气度，封测厂商供不应求

短期来看，受新冠疫情和国际地缘政治等因素影响，集成电路产能转移和国产替代步伐加速，封测产能严重吃紧，由此带动的封测厂涨价效应显著；长远来看，5G 通信、物联网、人工智能、大数据、云计算、汽车电子等新应用将推动集成电路产业快速发展，进一步扩大对封测产能的需求。

大客户发展顺利，加码先进封装，增长潜力巨大

公司是国内封测巨头之一，抓住行业发展机遇，实现多地布局，产能成倍扩大，尤其是先进封装产能大幅提升，规模优势显著。公司具有众多优质、稳定的客户资源，第一大客户 AMD 凭借台积电先进制程优势及自身优秀芯片架构，业绩稳定增长；第二大客户 MTK 近期发布采用 6nm 制程的旗舰芯片天玑 1200，2021H2 还将推出 5nm 制程芯片，竞争力强大，市场份额持续提升；公司深度布局 DRAM，叠加国产替代化需求强烈，公司有望受益 DRAM 国产化。摩尔定律受限下，先进封装是未来趋势，2020 年 11 月公司完成定增募资，加码 5G 和汽车电子等领域的

先进封装技术研发和产能扩充，未来增长潜力巨大。

风险提示：下游需求不及预期、客户业务推进不及预期。

【计算机：福昕软件(688095.SH)】股权激励绑定核心骨干，高授予价彰显发展信心——公司信息更新报告-20210128

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

全球领先的 PDF 电子文档解决方案提供商，维持“买入”评级

公司技术实力领先，品牌影响力不断提升，我们高度看好公司发展。维持预测公司 2020-2022 年归母净利润为 1.24、1.66、2.16 亿，EPS 为 2.58、3.45、4.50 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 103.6、77.4、59.4 倍，维持“买入”评级。

激励计划覆盖范围广绑定核心员工，高授予价彰显发展信心

公司拟发布 2021 年限制性股票激励计划，拟授予限制性股票 120.35 万股，占总股本的 2.50%；授予价格依据草案董事会决议之日前 20 个交易日（含）股票交易均价的 75%确定，为 185.49 元/股。本次激励对象共计 209 人，占 2020 年底员工总数的 37.66%，激励对象分为两类，第一类激励对象 4 人，为董事和高管；第二类激励对象 205 人，为核心研发、销售及管理人员。本次激励计划覆盖范围广，有利于实现核心员工与公司共同成长；授予价格较高，彰显公司发展信心。

设立多级激励目标，有利于更好地发挥激励效果

公司为激励对象设置了 A（解锁 100%）、B（解锁 80%）、C（解锁 50%）三级考核目标：第一类激励对象的考核目标为，以 2019 年营收为基数，2023-2024 年收入增长率，A 目标为不低于 119%、173%，B 目标为不低于 102%、142%，C 目标为不低于 85%、113%。第二类激励对象的考核目标为，以 2019 年营收为基数，2021 年增长率 A 目标为不低于 40%（不设 B、C 类目标）；2022-2024 年收入增长率，A 目标为不低于 75%、119%、173%；B 目标为不低于 68%、102%、142%，C 目标为不低于 61%、85%、113%。公司设立多级激励目标，有利于更好地发挥激励效果。

产品研发与营销渠道体系建设同时发力，持续高增长可期

一方面，公司不断加强云化产品的研发，及 PDF 行业应用解决方案的打造，产品竞争力有望逐渐提升；另一方面，公司也在持续加强营销体系建设，同时加速国内外渠道拓展。随着产品力和渠道体系的完善，公司持续高速增长可期。

风险提示：市场竞争加剧风险；海外经营风险；受新冠疫情影响风险。

【电子：捷捷微电(300623.SZ)】业绩预告超预期，2020Q4 延续高增长——公司信息更新报告-20210128

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002 | 盛晓君（联系人）证书编号：S0790120080051

受益下游行业高景气，公司 2020Q3 营收净利润同比大幅上升

公司发布业绩预增公告，预计 2020 年度实现归母净利润 2.75 亿元到 2.94 亿元，同比增长 45%到 55%；以此计算，预计公司 2020Q4 单季度实现归母净利润 0.81 亿元到 1.00 亿元，延续 2020Q3 高增速，同比增长 50.00%到 85.19%。2020 年下半年客户需求高涨，公司亦积极进行产品结构升级，收获全年高增长，业绩预告超越预期。结合公司的业绩预告，我们上调盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 2.83/3.55/4.28 亿元（原值为 2.60/3.39/4.27 亿元），对应 EPS 为 0.58/0.72/0.87 元，当前股价对应 PE 为 75.5/60.3/50.0 倍。公司目前订单饱满，产能利用率高，有望继续受益行业景气发展和国产化替代加深，维持“买入”评级。

发行可转债布局车规级先进封测，有望受益新能源汽车市场快速成长

公司 2020 年 10 月 20 日披露可转债预案，拟通过发行可转换公司债券募资不超过 11.95 亿元（含），用于功率半导体“车规级”封测产业化项目。项目重点聚焦于 DFN、LFPACK、TOLL 等先进封装形式的车规级大功率器件，实施后将新增年封装测试各类车规级大功率器件和电源器件 1,627.5kk 的生产能力，有望帮助公司进入车规级高端产品市场，实现进口替代，深度受益全球新能源汽车市场的快速成长，并提升 MOSFET 产品的整体毛利率。

功率半导体国产替代空间广阔，地缘政治事件和疫情助推国产替代加速

中美贸易摩擦、华为事件等地缘政治事件背景下，半导体自主可控成为刚需，国内客户纷纷放开对国产功率器件认证窗口。此外，我国防疫措施得当，供应恢复快速。在全球疫情反复之时，国内供应链安全保障优势也有望助推功率半导体国产化进程，国产厂商供应份额提升和客户横向拓展、加速认证可期。公司立足晶闸管，积极布局 MOSFET 等产品开发及产能建设，有望深度受益。

风险提示：下游需求疲软；行业竞争加剧，毛利率下降；发行可转债事项进度不及预期。

【电子：扬杰科技(300373.SZ)】研发营销联动，有望深度受益功率半导体国产替代——公司首次覆盖报告-20210128

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002 | 盛晓君（联系人）证书编号： S0790120080051

国内领先的功率 IDM 厂商，盈利能力优秀

公司是国内领先的功率半导体 IDM 厂商，具备完善的芯片设计、晶圆制造、封装检测能力。公司主要产品为各类二极管整流桥，并逐步往 MOSFET、IGBT、第三代半导体功率器件等高端产品延伸。公司拥有大规模成熟制程晶圆产线，并凭借 IDM 的优秀模式和高效运营取得高盈利能力，利润率领先同行。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 4.03/5.14/5.93 亿元，对应 EPS 为 0.85/1.09/1.26 元，当前股价对应 PE 为 51.9/40.7/35.3 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

深植销售基因，海内外双品牌战略助推业绩成长

公司是由元器件贸易商转型而来的功率 IDM 企业，重视销售渠道建设和客户服务。公司 2015 年收购 MCC 品牌相关企业，开启海内外双品牌战略：在欧美市场，公司与 DIGI-KEY 等知名代理商合作，充分利用其销售渠道主推具有美资背景的 MCC 品牌；在亚洲市场，公司主推 YJ 品牌，开发行业大客户。双品牌战略卓有成效，公司海外收入不断增长，整体业绩亦快速成长。

进军 MOSFET/IGBT 产品成果显著，有望深度受益国产替代

公司立足二极管，持续研发投入进军 MOSFET、IGBT 产品，成果显著：MOSFET 方面，公司已批量销售 Trench 和 SGT MOS 系列产品，2019 年销售已过亿元；IGBT 方面，公司已成功推出 50A/75A/100A-1200V 半桥规格的 IGBT，8 英寸 1200V Trench FS IGBT 芯片及模块风险量产。高频控制、低损耗的高性能全控型器件 MOSFET、IGBT 已成为市场发展的重心，然而英飞凌、安森美等主要海外厂商依旧占据主要市场份额，国产替代空间广阔。公司抓紧布局，有望深度受益功率半导体的国产化替代。

风险提示：下游需求疲软；市场竞争加剧，毛利率下滑；新产品开发不及预期；客户认证不及预期。

【家电：石头科技(688169.SH)】业绩预告超市场预期，继续看好外销增长、产品升级——公司信息更新报告-20210127

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

业绩预告再超市场预期，符合我们预期

公司发布业绩预告：2020 年归母净利润 13.2 亿元~13.9 亿元，同比增加 69%~78%，其中 2020Q4 归母净利润

4.21 亿元~4.91 亿元，同比增加 110%~144%；Q4 业绩继续超市场预期，维持盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润 13.53/17.53/22.66 亿元，对应 EPS 为 20.29/26.30/33.99 元，当前股价对应 PE 为 51.2/39.5/30.6 倍，继续看好外销市场高增长、产品升级两大核心逻辑，维持“买入”评级。

海外渠道把控力、产品力、品牌力持续提升，外销市场有望继续高增长

分品牌来看，我们预计公司 2020 年收入约 44 亿，同比提升中个位数，其中自有品牌收入约 40 亿元，同比增长超过 40%，自有品牌收入占比超过 90%。分渠道来看，我们预计自有品牌自建渠道 2020 年收入同比增长超 180%，其中美国亚马逊渠道收入同比增长超 100%，海外自建经销渠道收入同比增长超过 200%。公司自建渠道的快速发展标志着公司精细化管理更进一步，对渠道终端把控力进一步提升。海外版新品 S7 针对海外家庭地面结构特点，推出更适合地毯的清洁解决方案，标志着产品力的提升。另一方面，根据 Jungle Scout 数据，2020 年美国亚马逊渠道扫地机品类销售中，石头科技 GMV 市占率达 13%，仅次于 iRobot（38%），公司在美国市场品牌影响力进一步提升。在海外市场渠道把控力、产品力、品牌力持续提升的背景下，我们认为公司外销市场有望持续保持较高增长。

新品功能性叠加有望带来盈利能力继续提升

云鲸、iRobot 的旗舰产品通过叠加自动洗抹布、自动集尘盒等显性功能，将产品单价提升至 4000 元、1000 美金，深受消费者欢迎的同时，印证了功能性叠加带来产品均价提升的可行性。石头科技 T7 Pro、海外版 S6 MAXV 售价分别约 3000 元，750 美金，仍有 30%的提升空间。2021 年 1 月石头海外新品 S7 首次发布了自动集尘盒渲染图，后续有望单独售卖，且支持多款产品，有望带动整体 SKU 均价提升。预计 2021 年国内新品也会推出类似功能性叠加，均价有望持续提升。

风险提示：行业竞争加剧，海外疫情风险加大

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