东吴证券晨会纪要

2021 年 01 月 28 日

晨会编辑 陈李
执业证号：S0600518120001
021-60197988
yjs_chenl@dwzq.com.cn

宏观策略

宏观点评：5400 万人不返乡如何带动二产增速？

通过上述分析可知，越依赖劳动力的行业越受益于工人不返乡。如果以一个行业生产人员和专科及以下学历人员占比来衡量该行业对劳动力的依赖程度，则钢铁、采掘、有色金属、轻工制造依赖程度靠前（图 2），即最可能从今年“就地过年”提倡中实现产值增量。

固收金工

固收点评：央行大额净回笼，流动性真的要紧了吗？

1 月 26 日央行延续地量投放 20 亿元，当日有 800 亿元逆回购到期，银行间市场流动性暂紧。我们认为市场利率暂时性大幅上升有两方面原因：第一，央行 26 日地量操作与市场宽松预期不符，净回笼量较大，给市场以流动性收紧预期。27 日和 28 日还分别有 2800 亿元和 2500 亿元大额逆回购到期，更增添了“恐慌”因素。第二，25 日晚央行货币政策委员会委员马骏表示：有些领域泡沫已经显现，这些都与流动性和杠杆率的变化有关。虽然其讲话并不代表央行官方的态度，但仍为市场增添了流动性收紧的预期。综上，市场利率变动来自对央行操作的判断，未来利率走势从根本上依赖于央行的动向。但央行流动性真的会立即收紧吗？我们认为答案是否定的。

行业

非银金融：财富管理专题报告二——权益市场黄金时代，关注产业链投资机会

权益市场吸引力增强，居民资产配置逐步向金融资产转移；资本市场改革不断释放行业红利，公募基金迎来发展黄金时代；权益市场升温，聚焦财富管理与资产管理的公司将深度收益。风险提示：1）监管趋严，流动性收紧；2）国内外疫情控制不及预期；3）市场成交额不及预期

推荐个股及其他点评

国联股份（603613）：系列深度二：工业品电商的成功靠什么？——To B 工业品电商研究框架&横向对比

我们认为未来工业品电商的发展是一个持续的过程，因此多多平台的快速增长或将保持较长时间；且成型的平台通过与企业构建信任关系，形成深厚的壁垒。未来国联股份旗下产业平台有望具备不可替代性，并最终成为产业枢纽。我们预测 2020-22 年公司归母净利润分为 3.01/5.21/8.89 亿元，同比增速分别为 89%/73%/71%，1 月 26 日收盘价对应 PE 分别为 129x/74x/44x，维持“买入”评级。

壹网壹创（300792）：全年利润高增，加大自有品牌及内容电商投入

公司是国内领先电商代运营龙头，扩品牌、扩品类、扩平台较为顺利，定增计划利于核心壁垒的不断巩固以及培育新增长点，预计 2020-22 年归母净利润为 3.22、4.72、6.80 亿元，同比+47.0%、

46.6%、43.9%，当前市值对应 PE 为 54.0x、36.8x、25.6x，维持“增持”评级。

金山办公（688111）：归母净利润翻倍增长，静待新战略的业绩释放

事件:

公司发布 2020 年业绩预告，预计公司 2020 年归母净利润为 8.01 亿元-9.21 亿元，同比增长 100%-130%。扣非净利润 5.66 亿元-6.61 亿元，同比增长 80.00%-110.00%。

芯朋微（688508）：快充与家电芯片放量，双轮驱动业绩新高

公司发布 2020 年业绩预告，预计 2020 年归母净利润为 0.96-1.05 亿元，同比增长 45.08%-58.68%，其中 2020 年 Q4 归母净利润为 3673-4573 万元，同比增长 62.77%-102.65%。

宏观策略

宏观点评：5400 万人不返乡如何带动二产增速？

观点

我们在“就地过年对一季度 GDP 增速影响”一文中预计今年有 40%的春运迁徙人口会选择就地过年，这将使得第二产业增加值同比达 33%，比我们预测的常态下一季度二产增加值同比 25.2%高出 7.8 个百分点。为什么是 40%？如果调整这个参数，对二产增速有何影响？

当前判断今年春节就地过年人数的可参考数据源有两个：一是交通部公布的单日全国客运量，1 月 24 日同比下降 57.5%；二是交通部结合疫情形势和各地政策，预计今年春运客流量同比增加 10%。

为何交通部的两组数据存在如此大的背离？

因为同比计算参考的时间段不同：

单日客运量同比下降 57.5%是因为该指标以农历日期计算同比，对应基期是疫情尚未爆发时的腊月上旬。

预计春运客流量增加 10%的时间段是整个春运时期，而去年春节疫情后，多数返乡人员并未在春运末期（交通部定义为农历腊月十五至次年正月廿五）返回其工作城市（全国复工时间大多在 2 月 10 日后，即正月十七后）。

如何测算 2021 年就地过年人群占比？

如图 1 所示，如果将 2020 年春运客流量标准化为 100 人次，那么依据上述第二组数据，2021 年春运客流量为 110 人次。鉴于 2020 年春运客流量 100 人次中大部分是单程返乡人次，如果统一用单程客流量来计算，可得今年春运迁徙人口选择“就地过年”的比例为 40%。

考虑到全国农民工人总人数约为 2.91 亿，其中外出进城农民工人数 1.35 亿，即约 1.56 亿农民工本身不参与春运迁徙，因此不难计算今年“就地过年”相对以往产生的劳动力增量为 1.35*40%/1.56=35%。

就地过年人群如何影响第二产业增加值？

在测算二产增加值框架中，我们假设①春节假期前后 20 个工作日日均产出呈现线性“V 型”变化；②第二产业产出高度依赖于劳动力，劳动力增加 35%对应日均产出增加 35%。以此计算 2021 年一季度二产增速为 33%。

为了避免过于依赖交通部预测春运客流量指标，我们对“就地过年”人数占比对第二产业的影响做了敏感性分析（表 1），发现就地过年人数占迁徙人口比重每提高 10%，将带来二产增速提升 2.4pct。因此，30%-50%的就地过年人数占比对应二产增速区间为 30.4%-35.2%。

哪些行业最容易受就地过年人数影响？

通过上述分析可知，越依赖劳动力的行业越受益于工人不返乡。如果以一个行业生产人员和专科及以下学历人员占比来衡量该行业对劳动力的依赖程度，则钢铁、采掘、有色金属、轻工制造依赖程度靠前（图 2），

请务必阅读正文之后的免责声明部分

即最可能从今年“就地过年”提倡中实现产值增量。

风险提示：实际就地过年人群占比较预测值偏离较大，疫情恶化程度加剧

（证券分析师：陶川　研究助理：赵艺原）

固收金工

固收点评：央行大额净回笼，流动性真的要紧了吗？

事件

2021 年 1 月 26 日，人民银行开展 20 亿元 7 天期逆回购操作，当日 800 亿元逆回购到期，净回笼 780 亿元。在此影响下，银存间质押回购利率出现较大增幅，DR001 达 2.7746%，较昨日上升 27.91BP，创逾 15 个月新高；DR007 达 2.7851%，较昨日上升 36.33BP，盘中一度高于 3%，创年内新高。

观点

央行重回小额投放，银行间市场流动性暂紧。为应对 1 月中下旬银行缴税缴准带来的流动性紧张局面，1 月 19 日央行一改 1 月初以来的“地量”投放，转为大额投放。1 月 19 日-1 月 21 日，央行分别投放 800 亿元、2800 亿元和 2500 亿元。1 月 22 日以来，央行重回小额投放。尤其是 1 月 26 日，央行延续地量投放 20 亿元，但当日有 800 亿元逆回购到期，净回笼 780 亿元，银行间市场流动性暂紧。我们认为市场利率暂时性大幅上升有两方面原因：第一，央行 26 日地量操作与市场宽松预期不符，净回笼量较大，给市场以流动性收紧预期。叠加 27 日和 28 日还分别有 2800 亿元和 2500 亿元大额逆回购到期，更增添了“恐慌”因素。第二，25 日晚间央行货币政策委员会委员马骏表示：有些领域泡沫已经显现，如股市、房地产市场，这些都与流动性和杠杆率的变化有关。虽然马骏委员的讲话并不代表央行官方的态度，但仍为市场增添了流动性收紧的预期。综上，市场利率变动仍然来自于对央行操作的判断，未来的利率走势从根本上依赖于央行的动向。但央行流动性真的会立即收紧吗？我们认为答案是否定的。

春节前银行间市场还有多少流动性缺口？我们主要从现金走款、财政存款和银行缴准三个方面对春节前的流动性缺口进行测算。现金走款造成流动性缺口 9000 亿元，财政存款造成流动性缺口 5000 亿元，银行缴准造成流动性缺口 2375 亿元。综上我们预计春节前夕流动性缺口约为 16000-17000 亿元之间。如以春节前一个月为周期，1 月 12 日以来央行已累计净投放 4555 亿元流动性，央行仍需投放 1.1-1.2 万亿元流动性。

央行可能采取何种方式维护流动性？首先我们认为全面降准的概率较小：1）1 月 15 日，针对降准问题，央行货币政策司司长孙国锋表示：不论与其他发展中国家相比还是与我国历史上的准备金率相比，目前的存款准备金率水平都不高。2）当前我国货币乘数处于较高位水平，如果继续下调准备金率将导致货币乘数继续上升。3）春节前夕银行间流动性缺口问题仅仅是暂时的，如果央行采取全面降准的措施将释放货币政策宽

请务必阅读正文之后的免责声明部分

松的信号，与央行坚持“稳”字当头的货币政策相矛盾。其次对于央行可能采取的措施：我们认为 1）央行可能采取临时流动性便利（TLF）/临时准备金动用安排（CRA）等临时性创新型货币政策工具解决短期流动性问题。虽然当前已错过政策实施的最佳时期，但不排除央行继续创新与之类似的其他创新型货币政策工具的可能。2）央行可能采取“逆回购+SLO+MLF”传统货币政策工具组合方法解决春节前的流动性问题。虽然 1 月 22 日以来央行重回精准小额投放，但结合流动性缺口测算，我们认为其采取逆回购+SLO 操作，并在 2 月初超量续作 MLF 解决流动性问题也是可能的。

风险提示：货币政策超预期收紧，经济恢复超预期，国内外疫情反复。

（证券分析师：李勇）

行业

非银金融：财富管理专题报告二——权益市场黄金时代，关注产业链投资机会

投资要点

权益市场吸引力增强，居民资产配置逐步向金融资产转移：1）目前我国居民资产配置仍以银行存款和房地产为主，截止到 2016 年，两者在居民资产中占比超 70%，但是近年来，房地产受到“监管冲击+刚需减弱”的影响，储蓄收益率则受制于全球利率水平下行，预期未来有进一步下降的可能性，储蓄以及房资产投资的吸引力逐渐减小，居民资产配置重点将逐步发生转移。2）同样，由于“保本保息”而被广为接受的银行理财在资管新规将下将不复存在，破净理财数量有所上升，且银行理财预期收益率水平迅速下降，2021 年 1 月 17 日 1 年期银行理财预期年收益率仅为 3.45%，较 2019 年年末下降 79BP，“破刚兑+收益率下降”，理财产品吸引力也随之减弱。3）权益市场吸引力增强，发展空间广阔。2021 年开年延续了 2020 年的结构性牛市趋势，2021 年 1 月上半月日均股基成交额 1.24 万亿元，市场持续升温。对标海外成熟资本市场，2019 年我国股市市值/GDP 几位内 59%，低于美、日等国家（100%+），未来发展空间广阔。

资本市场改革不断释放行业红利，公募基金迎来发展黄金时代：1）资本市场改革不断释放系统性红利，而“资管新规”给予了公募基金制度优势，伴随着基金业全方面监管体系逐渐形成，基金业良性发展已从制度层面打好坚实基础，而基金投顾业务的落地将提高个人投资者在权益市场的话语地位，有效促进居民资产向中长期资金转化，使得我国基金业迎来发展新发展期。2）“资管新规”促使我国资管业务逐渐规范化发展，且截至 2020Q3，我国资管业务规模总计 56 万亿元，较去年年末增长 8%，未来我国资管行业发展空间广阔；同时我国权益市场规模高速扩张，2020 年我国公募基金规模突破 20 万亿大关，总体净值规模达 32.72 万亿元，权益基金净值规模占总体规模的 27.36%，净值规模同比增长 108.9%，贡献了较多增量。3）我国新发基金近年来持续火爆，截至 2020 年，我国新发基金数量 1437 只，首次募集规模 3.18 万亿元，同比增长 120.5%，其中权益类基金表现亮眼，新发数量达 933 只，首次募集规模达 2.03 万亿元，同比增长 291.53%，占所有类型基金首次募集规模的 63.94%，成为新发基金大头；市场规模扩张、投资者结构变化、外资入场等因素促

请务必阅读正文之后的免责声明部分

成我国投资机构化时代的来临。

权益市场升温，聚焦财富管理与资产管理的公司将深度受益。权益市场的升温，财富管理行业从中受益，包括赚取资产管理费、表现费的资产管理公司，赚取基金代销收入、管理费等收入的财富管理业务相关公司，以及赚取交易佣金的交易所、券商等。1）东方财富作为零售财富管理行业龙头，可转债发行，公司资本实力进一步增强，牌照资源丰富，天天基金保有量提升带动收入增长，权益市场升温叠加基金上线，财富金融生态圈进一步完善。2）惠理集团凭借自身出色的资产管理能力，2020 年度基金表现突出，预计年度基金表现费收入将大幅增长，有望迎来估值修复。3）香港交易所：A 股、港股互联互通加速，港股通成交净额、港交所日均成交金额不断走高，资产多元、国内外深度合作，港交所国际地位不断巩固，长期处于价值洼地的港股有望迎来估值修复，香港交易所将从中受益。4）2020 年基金净利润爆发驱动基金公司背后参/控股的各大券商业绩增长，建议关注参股易方达基金及控股广发基金的【广发证券】，参股汇添富基金的【东方证券】，参股华夏基金的【中信证券】。

风险提示：1）监管趋严，流动性收紧；2）国内外疫情控制不及预期；3）市场成交额不及预期

（证券分析师：胡翔　证券分析师：朱洁羽）

推荐个股及其他点评

国联股份（603613）：系列深度二：工业品电商的成功靠什么？——To B 工业品电商研究框架&横向对比

投资要点

工业品的客户的采购具有两大特点：①客户的需求非常明确；②对“稳”的需求更高。需求明确意味着工业品客户存在明显的潜在圈子，这个群体便是产业中的供应商和客户。企业在这个圈子里面拓展业务才能算做有效流量；在圈子外寻找的流量转化效果会大打折扣，属于无效流量。对“稳”的需求本质上是对合作伙伴信任度的要求，因为采购环节直接关系到企业的正常运转，不能出现差池，因此企业客户对其信任的供应商具有较高的粘性，他们也愿意为可靠的供应商支付少许溢价。

结合以上特点综合考虑，我们认为符合下面 4 个关键要素的工业品平台更容易得到稳定且快速的发展：1.拥有一定的产业资源；2.进入时间早、规模大；3.所在行业的上游适度集中且充分竞争、下游较为分散；4.充足的资金和稳定的经营环境等。

国联股份旗下的拼购平台基本符合以上要素，因此迎来稳定高速发展。1.国联资源网体内的 244 万个注册用户分布于各个行业分网，这些注册用户是多多工业品拼购平台的潜在用户池和潜在供应商。2.国联股份 2015 年开始逐步切入工业品交易环节，先发优势通过“滚雪球”逐步形成壁垒。3.国联股份独特的“拼购”模式具有较广泛的适应面，公司选择行业特性适合、且自身拥有产业资源积累的行业进行切入。4.近期定增完成后公司拥有充沛的资金支持后续业务发展；而疫情期间公司通过迅速响应转危为机的表现，则体现了公司经营层面的高效率。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

对比业内相似公司：1.上海钢联的发展历程和国联股份较为相似，都是从产业资讯平台切入到交易平台，未来定位于产业信息枢纽。但钢铁行业交易环节毛利率过低，因此公司需通过供应链金融服务来变现。2.慧聪集团旗下棉联发展情况尚可，部分得益于其创始人具备的产业地位；买化塑发展情况一般，或和塑化行业上游议价空间较小有一定的关系。3.生意宝、冠福旗下塑米城近期发展遇到瓶颈。前者主要因为公司内部运营环境不稳且自身具备的行业资源较有限，后者则因为切入交易环节时间太晚失去先机。4.也有试图通过交易以外其他环节切入产业互联网行业的公司，但我们认为从交易环节切入是后续阻力最小的路径。

盈利预测与投资评级：我们认为未来工业品电商的发展是一个持续的过程，因此多多平台的快速增长或将保持较长时间；且成型的平台通过与企业构建信任关系，形成深厚的壁垒。未来国联股份旗下产业平台有望具备不可替代性，并最终成为产业枢纽。我们预测 2020-22 年公司归母净利润分为 3.01/5.21/8.89 亿元，同比增速分别为 89%/73%/71%，1 月 26 日收盘价对应 PE 分别为 129x/74x/44x，维持“买入”评级。

风险提示：拼购占用资金，价格违约，新平台不及预期，战略推进不及预期，行业竞争加剧等

（证券分析师：吴劲草　证券分析师：周良玖　证券分析师：张良卫）

壹网壹创（300792）：全年利润高增，加大自有品牌及内容电商投入

事件：1 月 26 日，壹网壹创发布 2020 年度业绩预告，预计归母净利润+40%-50%，扣非归母净利润+40.63%-51.50%，基本 EPS 为 2.13-2.28 元/股。

投资要点

Q4 业绩增速较快，预计全年归母净利润同增 40%-50%：公司预计 2020 年实现归母净利润 3.07 亿元-3.29 亿元，同比增长 40%-50%；实现扣非归母净利润 2.83 亿元-3.05 亿元，同比增长 40.63%-51.50%。Q4 单季预计实现归母净利润 1.43 亿元-1.65 亿元，同比增长 16.25%-34.08%；实现扣非归母净利润 1.32 亿元-1.54 亿元，同比增长 24.54%-45.26%。Q4 业绩仍保持较快增速，主要系公司持续投入自有品牌、内容电商等心业务，同时继续保持线上管理和线上分销业务的较快增长。

传统代运营业务注重品类和渠道多样化，在消费者洞察的基础上提升服务能力：公司长期深耕电商代运营业务，主要包括线上管理业务和线上分销业务。在传统业务方面，公司持续加强多品牌、多品类、多渠道拓展，包括不断拓展潜力美妆品牌、开拓玩具和食品等多品类、以及开拓抖音、快手、拼多多等内容电商平台和其他第三方平台。公司之所以能够在以上领域实现持续发展，主要系自身运营能力及效率较高、各品类线上运营均趋于成熟化、以及各平台代运营能力可一定程度上位移。无论品类还是渠道发生变化，公司均能够在其优秀的消费者洞察基础上，不断进行服务能力和范围的延伸。

擅长消费者洞察及产品开发，自有品牌开发值得期待：公司以代运营业务起家，但提供的服务范围远大于店铺运营，产品开发及消费者洞察能力一直是公司的核心优势和特色之一，并由强大的中台系统保证能力的延续性和稳定性，例如，公司与百雀羚、宝洁等客户的合作往往已包含产品开发、消费者分析等内容。从花西子、完美日记等近年来新兴的电

请务必阅读正文之后的免责声明部分

商品牌发展历程来看，精准的消费者洞察和新奇有趣的产品开发也正是其兴起的关键要素。我们认为，通过对创新团队赋能和支持，公司亦很有希望在发展机会广阔的食品、保健品等快消品类，开发出能够持续贡献利润的新兴品牌。

盈利预测与投资评级：公司是国内领先电商代运营龙头，扩品牌、扩品类、扩平台较为顺利，定增计划利于核心壁垒的不断巩固以及培育新增长点，预计 2020-22 年归母净利润为 3.22、4.72、6.80 亿元，同比+47.0%、46.6%、43.9%，当前市值对应 PE 为 54.0x、36.8x、25.6x，维持“增持”评级。

风险提示：电商增速放缓、新品牌拓展不及预期、品牌续约率下降、平台流量下滑、疫情出现反复。

（证券分析师：吴劲草　证券分析师：汤军　证券分析师：张家璇　研究助理：樊荣）

金山办公（688111）：归母净利润翻倍增长，静待新战略的业绩释放

事件：

公司发布 2020 年业绩预告，预计公司 2020 年归母净利润为 8.01 亿元-9.21 亿元，同比增长 100%-130%。扣非净利润 5.66 亿元-6.61 亿元，同比增长 80.00%-110.00%。

投资要点

云化继续加速归母净利润释放：2020Q4 预计实现归母净利润 2.06 亿元-3.26 亿元，同比增长 5.10%-66.30%；扣非净利润 1.72 亿元-2.67 亿元，同比增长 11.69%-73.38%。2020 年业绩高增主要源于两方面：1）、2020 年公司为更多的企业及个人用户提供了优质的云协作、云办公应用服务。机构授权业务实现了高速增长；随着企业级云化需求逐渐显现，机构订阅业务体量增加；2）在疫情刺激下，移动办公及云协作办公深入改变用户使用习惯，进而带动个人订阅业务继续保持较高增速。推动公司业绩大幅增长。同时，年内受疫情影响，公司线下市场推广活动、差旅活动及人员招聘活动受限，同时公司持续提高开支的使用效率，导致相关费用及成本被节省或消耗放缓。

协作成为金山办公新的核心产品战略，加速向云化和 2B 扩张：12 月 1 日金山办公举办 WPS「CHAO」办公大会将协作作为公司新核心产品战略，并将协作作为公司新核心产品战略，推出了金山表单、金山会议、金山日历、金山待办、FlecPaper 等 5 款协作产品。此外，公司未来的业务模式正加速从移动互联网和 2C 向云化和 2B 扩张，未来将打开更多更大的盈利空间。

与麒麟、飞腾、齐安信等出资成立先进操作系统创新中心：本次投资的目的是强强联合，聚焦各方产业及资源优势，致力于以操作系统为核心的国产基础软硬件产业生态构建。目前 WPS 在国内信创市场地位稳固，竞争对手较少，通过新的合作模式，有望进一步提升信创领域市占率。

盈利预测与投资评级：2020-2022 年归母净利润为 8.90/13.70/20.90 亿元，对应 PE 分别为 233/152/99 倍。作为国内最大的办公软件厂商，今年在信创、在线办公加速、订阅服务指标提升（转化率、MAU、消费频次）等多重因素推动下，业绩保持高速增长态势，我们看好公司协作产品给公

请务必阅读正文之后的免责声明部分

司带来新的增长点，以及授权业务和订阅业务在各自细分市场潜在商机的挖掘和渗透，维持“买入”评级。

风险提示：产品单一风险；付费用户增长不及预期；云化不及预期。

（证券分析师：郝彪）

芯朋微（688508）：快充与家电芯片放量，双轮驱动业绩新高

公司发布 2020 年业绩预告，预计 2020 年归母净利润为 0.96-1.05 亿元，同比增长 45.08%-58.68%，其中 2020 年 Q4 归母净利润为 3673-4573 万元，同比增长 62.77%-102.65%。

投资要点

家电及标准电源芯片放量，业绩创新高：公司预计 2020 年归母净利润同比增长 45.08%-58.68%，其中 2020Q4 归母净利润同比增长 62.77%-102.65%，业绩创新高，主要得益于公司在家用电器和标准电源领域的市场拓展稳步推进，一方面公司在家电市场原有客户的电源管理芯片市占率继续提升，同时受益于国内家电的海外出口增加，公司电源管理芯片持续放量，另一方面，公司在标准电源市场积极优化客户结构，进入更多高端客户，在机顶盒、网通、手机等市场的适配器电源管理芯片销售额持续增加。

在家电、电源等领域精耕细作，持续提升市场份额：公司依托电源管理芯片的核心技术平台进行产品布局和新品研发，其核心竞争优势在于：1）高效拓展产品线，目前公司在产芯片 500 余种，产品品类齐全，并且未来有望根据市场需求灵活拓展应用市场；2）充分发挥技术特色，目前，公司芯片在效率、功耗、集成度、可靠性等性能指标上已与海外竞品相当，但成本优势更为显著。目前，公司电源管理芯片广泛应用于家用电器、标准电源、移动数码和工业驱动等领域，特别是在家电市场，公司市占率行业领先，并通过技术创新和细分应用市场渗透进一步巩固优势地位，行业龙头效应逐步显现。当前公司拥有高集成家电 AC-DC 芯片、大电流快速充电器内置电源芯片等多款富有竞争力的产品，未来有望稳步推进电源管理芯片的国产替代进程，持续扩大市场份额。

标杆客户+应用市场持续拓展，业绩增长动能充足：公司基于行业标杆客户进行产品推广，积累了美的、格力、中兴、小米、华为等优质终端客户资源，标杆客户的示范效应有利于公司产品的市场拓展。同时，公司积极开拓新兴应用市场，目前产品已渗透至生活家电、健康护理家电、白电、黑电，和手机、平板、笔记本、机顶盒的适配器等领域，随着相关电源管理芯片在客户端和应用端持续拓展，公司业绩增长动能充足。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年实现营业收入 4.43/6.01/8.06 亿元，同比增长 32.2%/35.5%/34.2%，归母净利润 1.01/1.43/2.01 亿元，同比增长 53.2%/41.2%/40.3%，EPS 分别为 0.90/1.27/1.78 元，对应 PE 分别为 90/64/45 倍。芯朋微未来业绩增长动能充足，维持“买入”评级。

风险提示：行业波动风险；新品推出不及预期；客户开拓不及预期。

（证券分析师：王平阳）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：http://www.dwzq.com.cn