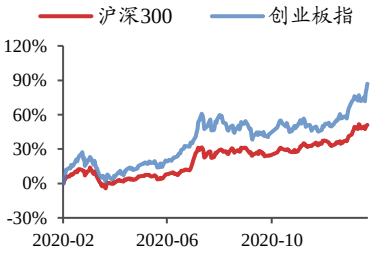
2021 年 01 月 25 日

开源晨会 0125

——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(%)
医药生物	3.69
电气设备	3.17
休闲服务	2.94
综合	2.45
化工	0.65

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
房地产	-2.41
通信	-2.26
采掘	-2.25
非银金融	-1.88
银行	-1.77

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】不能“犯错”的市场——投资策略周报-20210124
【策略】南下资金难夺“定价权”——投资策略专题-20210122
【宏观】比特币 vs 黄金，避险属性探究——宏观经济专题-20210123
【固定收益】信用债净融资额小幅上升，收益率整体下行
【固定收益】3.05%的 10Y 国债收益率可能是个敏感位置：兼论利率突破与盘桓

行业公司

【通信】运营商 2020 年用户数良性发展，年报预告发布有望点燃 5G 反转行情
【房地产】全年需求景气度高位，上海房地产调控升级
【非银】公募加仓保险和东方财富，两主线推荐非银龙头
【非银】继续推荐互联网财富管理龙头东方财富
【石油化工】油价小幅回升，涤纶长丝去库持续
【化工】三孚股份电子气体项目试车成功，SDC 将量产笔电用 OLED 面板
【农林牧渔】庖丁解猪系列三：猪价短期承压，5 月份反弹可期
【计算机】周观点：继续看好云计算和信息安全
【食品饮料】2020Q4 基金加配食品饮料，白酒持仓再创新高
【食品饮料】2020Q4 基金加仓食品饮料，疫情春节影响无须悲观
【化工】化纤品种和 MDI 价格保持强势，继续关注化工龙头
【商贸零售】2020 年社零同比下降 3.9%，线上零售渗透率进一步提升
【煤炭开采】气温回升港口煤价涨幅收窄，供需矛盾或将有所缓解
【电力设备与新能源】Model 3 欧洲多国降价，利好国产供应链
【医药：麦迪科技(603990.SH)】国际化、信息化、服务化推动下的黄金赛道
【通信：和而泰(002402.SZ)】智能控制器龙头，协同共赢多点绽放
【计算机：中科创达(300496.SZ)】业绩持续亮眼，智能网联领军进入成长快车道
【电子：思瑞浦(688536.SH)】业绩略超预期，优质公司高速成长
【钢铁有色：甬金股份(603995.SH)】冷轧不锈钢领域的高成长龙头标的
【传媒：姚记科技(002605.SZ)】高增长兑现，春节档及 2021Q1 游戏业务可期
【传媒：新东方在线(01797.HK)】半年报符合预期，总付费学生人次大幅提升
【非银：东方财富(300059.SZ)】业绩超预期，互联网财富管理龙头应享估值溢价
【电子：长电科技(600584.SH)】业绩预增高增长，先进封装助力未来成长
【电子：三环集团(300408.SZ)】电子陶瓷专家，受益 MLCC 扩张和新品放量
【电子：中颖电子(300327.SZ)】迎国产 OLED 产能落地，享电池 IC 国产化机遇
【农林牧渔：生物股份(600201.SH)】行业向好，核心产品市占率有望持续提升
【计算机：拓尔思(300229.SZ)】语义智能领军，业绩快速增长可期
【非银：中国平安(601318.SH)】静待寿险改革效果显现，关注金融科技生态赋能
【家用电器：思摩尔国际(06969.HK)】业绩预告超市场预期，国内市场快速打开

研报摘要

总量研究

【策略】不能“犯错”的市场——投资策略周报-20210124

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

成交量下行中的新高

2021 年以来 A 股股指与成交额出现明显背离：7 月以来成交量整体下行但是股指创下新高；同时投资者也发现少数资产的上涨和大量股票出现下跌。该类现象在 A 股历史上出现较少，这并不符合 A 股一般的增量资金入场，市场活跃度上升的历史规律。既然是“异常”现象，投资者需要关注其中隐含的预期与微观结构的构成，这才能帮助我们应对未来的变化。

公募基金的高位运行与基金稳定扩容为上述问题提供了线索

2020 年以来，即使市场活跃，公募基金成交量占比并不如 2015 年和 2019 年 Q1 那样下降，反而处在相对稳定的状态，这一定程度说明了公募基金在全社会对股票资产配置中已经担任了更重要的位置。而基金季报中除了指示公募基金整体仓位较高以外还有两点值得关注：第一，公募基金内部高仓位运行的基金占比不断提升，说明市场分歧已经不大；第二，在 2015 年市场高点前，灵活配置型基金出现了分歧，但是本轮预期也出奇的一致，仍然保持高仓位运行。公募基金管理人少有的一致行为在一定程度上帮助我们理解成近期成交额/换手率边际下降但市场新高的原因：在一个公募基金投资者分歧逐渐减弱的市场，全市场保持高仓位运行，此时即使有部分基本面绝对收益投资者开始获利离场，但新发基金的边际推动力抵消了这部分投资者的流出。机构投资者为时刻有更多的居民资金申购基金做好了准备，甚至认为是理所应当。

增量资金：理财替代减弱，对“赚钱效应”提出更高要求

2019 年以来基金的发行+净申购额与银行理财的到期数量与新发数量之差存在明显正向关系。这指示着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，而过去公募基金的赚钱效应无疑将这一点放大。值得重视的是我们当下从 2021 年银行理财产品的到期分布来看，银行理财到期数量逐月下滑，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。需要强调的是，这不必然意味着居民购买基金的减少，但需要居民从其他类资产配置中调整更多比例进入股票基金，这对基金的赚钱效应无疑提出了更高要求。同时我们监测到的以个人持有比例比较高的 ETF 的即时数据正指示：存量基金可能已经面临着来自居民部分浮盈兑现的压力。

配置破局：关注当下，兼顾“成长”

站在当下来看，对于机构投资者本身而言，高仓位的运行成为了一致的常态，这本应是迎接“源源不断”增量资金应该保持的更好策略。而其中对于部分核心资产继续买入的理由，也逐渐由良好的基本面变成还有下一个进入者。A 股投资者已经准备好迎接一致预期中的理想世界：恢复的经济，并不收缩的流动性，以及源源不断的增量资金。如果一切正确，市场将持续充满机遇，但是上述预期一旦犯错，“成本”可能是昂贵的。当下我们认为结构调整是必要的，我们推荐：（1）宏观环境转向金融定价的有利区间，资产端质量改善的银行以及在经济复苏中资产负债端均改善的保险将迎来机遇，同样的，房地产的长期价值正在出现；（2）在全球复苏共振与产业链重塑中寻找周期成长，但应赋予短期业绩更高权重：炼化、化纤、集运、铜、油服、钛白粉、机械设备（生产用模具与施工设备）。

风险提示：疫苗效果不及预期；货币政策超预期宽松；测算误差

【策略】南下资金难夺“定价权”——投资策略专题-20210122

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

南下夺取“定价权”之辩

2020 年 12 月下旬以来，南下资金持续买入港股，近期有所加速，南下持有港股市值占比在逐步提升。部分投资者认为南下加速流入将夺取对港股的“定价权”，港股也将迎来“牛市”。实际上，从风险溢价角度看，当下港股可能并不便宜，对于港股“原住民”来说，当下港股继续上行可能缺乏潜在价值认同。即使内资“挥师”南下，也可能面临对手盘的潜在“抛售”压力和丰富融券资源下的做空力量。评估对手盘资金实力成为夺取定价权口号下更需要面对的现实问题。

南下资金拆解：险资占比高，负债端驱动的公募基金是边际力量

当下南下资金持有市值占港股比重较低，约占 4.84%。结构上，从存量来看保险资金仍是主要力量。但多种迹象表明公募基金成为了近期的边际力量：潜在能投资港股的基金数量的提升以及居民对港股相关基金的申购行为为本轮公募南下提供了“弹药”，这成为本轮公募南下的重要助推力量。由于南下资金实时数据不可得，我们从另一视角也可以得出上述推论：在软件服务、电讯、石油及天然气以及半导体行业是本轮南下资金净买入最多的行业，其中高景气资产偏多并与此前买入风格不同，公募资金改善自身组合的需求成为了较为明显的边际力量。

分歧之下，南下资金以少胜多难

当下对于整个港股市场持仓，双方力量较为悬殊，南下持仓约 2.45 万亿港币，经法人股调整后的原有境外资金持仓约 12.75 万亿港币。按照在 A 股和港股同时上市和港股独有的资产进行分类来看，两类资金已经出现分歧。第一，对于同时在两地上市的“替代性”港股通标的，2020 年以来南下资金往往倾向于在 AH 溢价走阔时买入相关港股的金融或周期，近期随着 AH 溢价走低，南下净买入相关港股的力度边际减弱，买入风格更偏向于成长；外资行为与 AH 溢价关联较弱，近期外资配置/交易盘均选择加仓 A 股和港股的金融周期板块且更偏好 A 股，这实际上与南下形成了分歧。第二，对于未在 A 股上市“互补性”港股通标的，南下与外资配置盘同样存在较大分歧，当下被南下资金追逐的境外核心资产已经开始遭到外资的减持，这可能会成为南下夺取“定价权”需要面对的重要对手盘。

“定价权”难夺，低估值在身边

当下，以腾讯为代表的几家境外核心资产被主要托管于汇丰银行、摩根大通以及渣打银行的投资者持有了主要股份（以进行法人股调整），规模普遍是南下资金持仓的 4-5 倍。而托管于上述机构背后资金曾以“北上”形式与 A 股投资者在 A 股市场进行了定价权的争夺：上述北上资金从境内公募基金低配白酒开始买入，对白酒的持有占比不断提升并在 2019 年 3 月初达到高点，最终北上资金掌握了白酒板块“定价权”，并对国内机构投资逻辑产生了深远影响。2020Q3 前后北上资金开始明显减持白酒，主动偏股基金则受“价值认同”与规模扩张影响不断加仓白酒，最终重夺定价权。北上资金在白酒板块的整体浮盈震荡上行，并做到了有序撤退。对于当下而言，南下资金涌入港股如果要“重夺定价权”，需要面对当下数倍于自身持仓且观点有所分歧的海外机构投资者。值得投资者重视的是，在南下资金冲向港股的同时，A 股内的金融地产板块却在被北上资金悄然增持。

风险提示：测算误差；经济复苏不及预期；流动性超预期宽松

【宏观】比特币 vs 黄金，避险属性探究——宏观经济专题-20210123

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002| 徐骥（分析师）证书编号：S0790520070008| 曹金丘（联系人）证书编号：S0790120080057

2020 年 9 月以来，比特币持续领涨全球资本市场；部分市场观点认为，比特币将取代黄金、成为全球新的避险资产之王。2020 年 9 月至今，比特币价格由 11924 美元大涨至 30818 美元，接近 160%的涨幅远远高出其他大类资产。部分市场观点认为，比特币将成为新的避险之王，价格有望涨至 10 万、甚至 30 万美元以上。

黄金、美债等能成为优质避险资产，缘于能够对冲风险偏好回落，并具备低波动率、高流动性、大市值等特征。与风险资产相比，黄金等避险资产的“避险属性”主要体现在能够对冲风险偏好回落。例如，美股剧烈调整时，黄金、美债往往迎来价格上涨。避险资产中，波动率越低、流动性越高、市值越大的资产，越优质。

与黄金等避险资产相比，比特币波动率高、流动性差、市值非常小；回溯历史数据，风险资产剧烈调整阶段，比特币常常同步大跌。历史数据显示，比特币与黄金走势频频背离，与衡量风险偏好的 VIX 指数也无稳健相关关系。2018 年以来，美股标普 500 指数先后经历了 3 次剧烈调整，跌幅分别达到 8.5%、19.1%、33.7%；同期，比特币分别大幅下跌 21.6%、37.5%、32.4%，表现远不如黄金等避险资产。

比特币目前并不具备避险属性；但是，由于能行使部分一般等价物职能及数量相对稀缺，比特币的价格实际上隐含了成为全球性“保值货币”的预期，在主流央行大放水阶段往往大涨。比特币目前可在部分国家替代官方法币，用于商品购买、金融交易等。同时，比特币的数量上限被锁定为 2100 万枚，较黄金更加稀缺。这一背景下，比特币被认为有望成为全球性“保值货币”,可对冲美元等滥发风险。

中短期来看，伴随全球经济在疫苗支持下修复加快、主流央行政策退出预期抬升，比特币价格波动或将加大。比特币过去几个月的大涨，与主流央行“大放水”关联密切。但展望未来，疫苗的大规模推广及库存回补、财政刺激等将推动美欧经济修复加快；经济修复过程中，油价等的上涨可能使通胀预期在 2 季度前后大幅升温，抬升主流央行政策退出预期。综合来看，比特币价格的波动或将加大。

长期而言，比特币能否真正成为全球性“保值货币”，与数字货币发展、监管政策变化等密切相关。比特币目前合法性未被广泛承认，在大部分国家游离于法律和监管的灰色地带。同时，已经有越来越多的央行积极参与到法定数字货币的研究中，中国央行更是在 2020 年率先试点官方数字货币。对于比特币而言，能否取得合法地位及不被有国家主权背书的数字货币替代，将直接影响长期价格表现。

风险提示：数字货币监管政策出现重大变化。

【固定收益】信用债净融资额小幅上升，收益率整体下行——固收定期策略-20210124

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002 | 梁岩涛（分析师）证书编号：S0790520070003 | 王宇辰（联系人）证书编号：S0790120110040

一级市场：净融资额小幅上升

1、上周（2021.01.18-2021.01.22，下同）发行量小幅上涨，净融资额小幅上升。信用债发行量达到 2540.67 亿元（环比上升 20.97%），净融资量达到 643.17 亿元（环比上升了 376.39 亿元）。

2、推迟或取消发行债券规模小幅增加。上周有 19 只债券推迟或取消发行，计划发行金额为 178.0 亿元，规模上相较前一周 78 亿小幅增加。

二级市场：信用债成交量缩量，收益率整体下行

1、成交量下降。上周信用债二级成交量 6,479.18 亿元，环比下降 9.31%。企业债上周成交 186.10 亿元（环比下降-14.62%），公司债上周成交 103.16 亿元（环比下降-24.48%），中期票据上周成交 2,052.91 亿元（环比上升 11.43%），短期融资券上周成交 1,594.25 亿元（环比下降-7.51%），定向工具上周成交 580.04 亿元（环比上升 43.38%），资产支持债券上周成交 171.90 亿元（环比下降-32.51%），可转债上周成交 2,346.56 亿元（环比下降-20.39%），可交换债上周成交 24.31 亿元（环比上升 13.94%）。

2、信用债收益率以下行为主。上周信用债收益率以下行为主，尤其以城投债下行明显。

3、产能过剩行业信用利差小幅收窄，上游原材料价格涨跌互现。截至 2021 年 1 月 22 日，采掘、钢铁、有色金属行业信用利差（中位数）分别为 125.03bp、174.35bp、95.34bp。主要城市热卷板、螺纹钢、线材库存环比变化 12.98%、17.92%、-2.11%。

评级调整：3 家主体评级下调

上周 3 家主体评级下调，无主体评级上调。

债市要闻：“十三五”期间累计批复企业债券超 2000 亿元

发改委：“十三五”期间累计批复企业债券超 2000 亿元，用于支持“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设等国家重大战略领域的项目建设，“十三五”期间支持发行中国铁路建设债券 9250 亿元。

风险提示：经济复苏低于预期，政策支持力度不及预期。

【固定收益】3.05%的 10Y 国债收益率可能是个敏感位置：兼论利率的突破与盘桓——固收专题-20210124

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002 | 孟子君（联系人）证书编号：S0790120070014

一个先决性的共识是：利率后续的趋向仍然是上升的：

1. 疫情前后的经济及资产走势并不仅仅是简单的“破坏”与“修复”的关系，相对于疫情之前，当前的实体间流动性明显更为充裕，这会导致后续的名义增长率会逐步超过疫情之前；

2. 利率本身是内生的，利率的修复也不是终点，这一轮的收益率大概率要涨到比 2019 年更高的位置之上。

当前收益率最多是处于上行通道中的暂时性下降波段之中：

我们较难去预测这一轮利率债波段可持续的时间，而空间可能是把握这一轮行情更为稳妥的角度：

1.波段行情难以推动 10Y 国债收益率突破整数关口，这一轮 10Y 国债收益率预计较难跌破 3%；

2. 一旦收益率从一个极高或极低的状态开始向 3%-4%这一区间收敛时，收益率往往会在整数关口出现短时的盘桓，这一轮十年期国债收益率也同样可能在 3%这一整数关口震荡；

10Y 国债收益率一旦跌至 3.05%，其赔率可能会明显增加：

1. 收益率的盘桓期往往会使收益率反抽到离整数关口较近的位置，从经验上来看，后续大概率十年期国债收益率会跌到 3.05%；

2. 即使收益率跌到 3.05%，只要基本面预期没有发生大幅变化，预计继续下行的空间有限。

预计 10Y 国债收益率后续的下行空间约 10bp，空间略窄但确定性较高

1. 预计 10Y 国债收益率后续的下行空间约 10bp，空间略窄但确定性较高，考虑到春节效应，预计 3.05%可能出现在春节之后；

2. 在利率债上，建议维持哑铃型配置：重点配置 2 年/10 年附近的国开债，以及 3 年/10 年附近的国债。

风险提示：货币政策超预期，经济复苏超预期。

行业公司

【通信】运营商 2020 年用户数良性发展，5G 设备商年报预告陆续发布有望点燃 5G 反转行情——行业周报-20210124

赵良毕（分析师）证书编号：S0790520030005

三大运营商 2020 年全年用户数公布，中国电信增长 1545 万居首

本周（2021 年 1 月 18 日-2021 年 1 月 22 日，下同）上证综指上涨 1.13%，深证成指上涨 3.97%，创业板指上

涨 8.68%。本周一级行业指数中通信板块跌幅为 1.44%。本周通信行业重要事件中，中国电信启动 2021 年基站天线集采项目、无源器件集采项目；发改委新闻发布会强调 5G、工业互联网等建设；三大运营商公布 2020 年全年用户数量，中国电信用户数量增长较多、内蒙古移动“5G+行业应用创新基地”在林格尔新区挂牌成立；美国拜登政府正式上台、韩国运营商 LG U+将于 2021 年 6 月底终止 2G 服务、巴西政府将允许华为参与 5G 频段拍卖。5G 从“可用”到“好用”的进展有望再加速推进，维持对通信的“看好”评级。

利空出尽利好不断，5G 板块反转在即，看好 2021 年 Q1 通信行情

2020 年通信指数表现较差，全行业排名中涨幅倒数第二，为历年表现最差行情，核心原因在于一是中美科技竞争摩擦不断加大带来估值的下挫，二是由于 2020 年下半年特别是 Q3 以后基站建设基本处于停滞状态带来通信行业业绩的不振，结合大众对 5G 的高预期不及，以及估值和业绩双杀导致通信板块持续下行，我们认为 2021 年 1 月 5G 板块反转在即，利好不断：

一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，我们认为拜登团队上台时点，美中关系将回归理性谈判（2020 年 8 月 15 日特朗普单方面取消谈判后双方已有近五个月的时间未开启任何协商，贸易协议也停留在第一阶段），预计拜登政府上台后双方磋商及相关谈判将再度展开。

二是参照往年经验，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，结合工信部宣布的 2021 年 5G 基站数量将高于 2020 年，建设节奏加快带来供需关系的改善，从而迎来 5G 产业链的业绩边际改善。

三是运营商中国广电的加入带来投资增量。中国广电预计将于 2021 年和中国移动共建共享 700M5G 基站 40 万个基本可实现全覆盖，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，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。

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

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：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），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），受益标的：中国移动（0941.HK）。

风险提示：中美贸易摩擦影响全球经济及 5G 发展；国内 5G 商用未及预期。

【房地产】全年需求景气度高位，上海房地产调控升级——行业周报-20210124

齐东（分析师）证书编号：S0790520060001 | 陈鹏（分析师）证书编号：S0790520100001

房住不炒基调不变，长效机制持续完善，维持行业看好评级

我们认为，地产仍是当前财政和投资的重要托底工具，政策将会处于当前“房住不炒+因城施策”框架下，但方向和力度则会相机而变。目前房地产板块估值有所修复，但仍处于历史低位。伴随疫情影响逐渐消散，预计全年结算将回到增长轨道。我们建议 2021 年 1 季度继续关注地产板块机会，维持行业看好评级。

2020 年全年需求景气度高位，上海政策调控升级

（1）中央层面，宏观政策基调不变，全年需求景气度维持高位。发改委例行新闻发布会指出，宏观政策不会出现“急转弯”，将根据经济运行实际情况，做好政策进退之间的平衡。统计局发布房地产投资销售数据，2020 年 12 月，商品房销售面积单月同比增长 11.5%（11 月 12.0%），累计增速为 2.6%，较前值提升 1.3 个百分点，自 2 月以来持续好转，需求景气度仍处高位。年末开工如期上修，竣工不达预期；此外施工、土地端表现均可圈可点，推动全年地产投资增速靓眼。1 月 20 日，央行公布 1 月 LPR，1 年期 LPR 报价 3.85%、5 年期为 4.65%，连续 9 个月

不变。（2）地方政策看，政策调控方面，上海对夫妻离异 3 年内购买商品住房的，其拥有住房套数按离异前家庭总套数计算；个人对外销售住房增值税征免年限从 2 年提高至 5 年；新房公证摇号选房优先满足“无房家庭”自住购房需求；优化土地供应结构，对郊区轨道交通站点周边、五大新城加大供应力度。信息登记方面，深圳住建局补充“715 新政”，家庭购买商品房，只能登记在具备购房资格成员名下；高层次人才可凭认定证书购买首套房，无需提供社保个税证明，购买二套则需遵守限购政策。市场秩序方面，广州天河住建局严厉打击各类投机炒房、哄抬房价等行为。装修政策方面，无锡发布新房精装新政，推行基本装修和升级装修分类管理，按规申请价格备案。周内地方政策呈现多元化，地方政府因城施策自主权较大，但调控的最终目的均是保持当地市场平稳健康发展。

成交：单周一二手成交继续分化

（1）新房：根据房管局数据，2021 年第 4 周，全国 32 城成交面积 382 万平米，同比增加 58%，环比下降 27%；从累计数值看，年初至今 32 城累计成交面积达 2052 万平米，累计同比增加 29%，表现较为靓眼。（2）二手房：2021 年第 4 周，全国 9 城成交面积为 139 万平米，同比增速 137%，前值-5%；年初至今累计成交面积 403 万平米，同比增速-13%，较前值提升 22 个百分点。

资金：单周发债规模同比增长，利率有所回落

2021 年第 4 周，信用债发行 140 亿元，同比增加 209%，环比增加 41%，平均加权利率 3.92%，环比增加 23BPs；海外债发行 87.2 亿美元，同比增加 17%，环比增加 49%，平均加权利率 3.32%，环比减少 185BPs。

风险提示：行业销售波动；政策调整导致经营风险；融资环境变动。

【非银金融】公募加仓保险和东方财富，两主线推荐非银龙头——公募基金 2020 年 4 季报重仓股数据点评-20210124

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 龚思匀（联系人）证书编号：S0790120110033

事件：公募基金披露 2020 年 4 季报，2020Q4 末主动型基金（扣除股票指数型基金）重仓股持有非银金融总市值 872 亿元，占重仓股比重 3.84%，环比+49bp。

点评：

主动型基金重仓股增持非银，保险配置明显提升

2020Q4 末主动型基金（扣除股票指数型基金）重仓股中，非银板块市值约 872 亿元，环比+54%，占重仓市值比重 3.84%，环比+49bp，主要由保险板块重仓比重提升驱动。2020Q4 末主动型基金重仓股中保险板块市值 653 亿元，环比+72%，持仓比重 2.88%，环比+67bp，连续两个季度增配。相较沪深 300 低配 2.87pct，低配程度环比-1.38pct。从个股看，2020Q4 末，中国平安和中国太保重仓市值环比分别+79%/+307%，占主动型基金重仓股市值比重分别为 2.46%/0.32%，环比分别+65bp/+22bp，其中中国平安相对 A 股超配 1.0%，超配程度环比+0.6%。机构对于新华保险减仓明显，2020Q4 末新华保险持仓比重为 0.09%，环比-13bp。

券商板块延续减配，东方财富增配明显

2020Q4 末主动型基金重仓股中，机构继续减配券商板块，主动型基金重仓券商板块市值 219 亿元，环比+11%，占重仓市值比重 0.97%，环比-19bp，相较沪深 300 低配 5.24pct。从个股看，2020Q4 末主动型基金对龙头券商均有减仓，中信证券、华泰证券、海通证券持仓占比分别-22bp/-14bp/-4bp。机构对于东方财富的配置经历了 3 季度的下降后出现明显提升，期末达到 0.67%，环比+28bp，创 2015 年 Q3 以来新高。此外，部分机构增加对中金公司的配置，持仓比重环比+1bp。

多元金融持仓比重微幅增加，板块整体低配程度有所下滑

2020Q4 末主动型基金重仓股中，多元金融延续低配，主动型基金重仓多元金融板块市值 0.08 亿元，环比+119%，占重仓市值比重环比微幅增加，相较沪深 300 低配 18bp，低配程度较 Q3 末有所下滑，机构重仓股中中航资本占比

较高。

投资结论：成长和价值两条主线推荐非银龙头

从公募基金 4 季报重仓股数据看，主动型基金延续对保险板块的增持，中国平安和中国太保持仓居前，对券商板块保持减配，龙头券商有所减仓，东方财富加仓明显，创 2015 年 Q3 以来新高。目前基金新发火热延续，预计 1 月新发基金规模明显超过 2020 年 7 月份高点，居民资产权益化、净值化转型仍在加速期，成长主线方面，继续看好互联网财富管理优质赛道稀缺龙头东方财富。同时，基金业务线条利润贡献较高且财富管理转型较强的兴业证券和招商证券有望成为受益标的。价值主线方面，随着价值增长改善，继续看好龙头险企估值修复机会，推荐中国太保，受益标的中国平安。

风险提示：疫情对经济冲击影响超预期；基金发行不及预期。

【非银金融】继续推荐互联网财富管理龙头东方财富——非银金融行业周报-20210124

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 吕晨雨（联系人）证书编号：S0790120100011 | 龚思匀（联系人）证书编号：S0790120110033

周观点：公募增配保险和东方财富，继续推荐互联网财富管理龙头东方财富

（1）从本周（2021.01.18-2021.01.22，下同）披露的公募基金 4 季报重仓股数据看，主动型基金期末持有非银金融板块占比 3.84%，较 3 季度末的 3.36%提升 49bp，机构延续对保险板块的增持，持仓 2.88%，环比增加 67bp，中国平安和中国太保持仓居前。机构延续对券商板块的减配，持仓环比降低 19bp 至 0.97%。东方财富的配置经历了 3 季度的下降后出现明显提升，期末达到 0.67%，创 2015 年 Q3 以来新高。（2）基金新发火热延续，预计 1 月新发基金规模明显超过 2020 年 7 月份高点，居民资产权益化、净值化转型仍在加速期，继续看好互联网财富管理优质赛道稀缺龙头东方财富。保险公司转型深化叠加经济复苏延续，保费进入复苏周期，看好龙头险企估值修复机会。

券商：基金新发火热延续，财富管理新主线下首推东方财富

（1）据 Wind 数据，截至 1 月 22 日，本月（2020.01）累计新发股票+混合型基金 74 只，发行份额 3590 亿份，同比+436%，基金发行火热延续，预计 1 月新发偏股基金规模将再创历史新高，有望达到 4500 亿份，较 2020 年 7 月峰值高 38%。基金新发创历史新高背后是产品供给侧改革、金融结构调整效果的超预期，资管新规收官之年，非标类理财产品或加速萎缩，居民资产权益化、净值化转移仍在快车道。（2）日均股基成交额连续 3 周站上 1.1 万亿，基金发行创新高下，交易额并未超过 2020 年 7 月高点，财富管理、机构化将成为券商板块投资的新主线。（3）互联网财富管理是金融行业最优赛道，东方财富 2020 年净利润预告超预期，作为领域龙头应享受估值溢价，继续首推东方财富。同时，基金业务线条利润贡献较高且财富管理转型较强的兴业证券和招商证券有望成为受益标的。

保险：保费端逐步复苏可期，看好低估值保险股估值修复

（1）2021 年开门红保费增速较好，价值率或有所下降，保险公司转型深化叠加经济复苏，保费复苏趋势有望不断确认。（2）中长期看，目前保险行业处于保费增长新周期的左侧，保险板块处于市场预期低点，随着龙头险企价值增长改善、机构向高性价比价值股增配，龙头险企有望迎来估值修复，推荐中国太保，受益标的中国平安。

受益标的组合：

券商：东方财富，招商证券，兴业证券，国金证券，中信证券，华泰证券；

保险：中国太保，中国平安。

风险提示：海外不确定性造成权益市场波动或长端利率走低。

【石油化工】油价小幅回升，涤纶长丝去库持续——行业周报-20210124

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

油价小幅回升，涤纶长丝去库持续

截至 1 月 22 日，Brent 原油价格为 55.21 美元/桶，周环比上涨 0.38%；WTI 原油价格为 52.08 美元/桶，周环比上涨 0.02%。聚酯方面，本周（2021.01.18-2021.01.22，下同）原料端支撑有限，聚酯工厂出货意愿较强，局部优惠力度增大，下游织机开工率为 66.29%，环比-4.47pct，一方面由于劳动力反乡导致，另一方面年底涤纶长丝价格上涨幅度较大，挤压坯布利润，工厂接单意愿不足，聚酯继续上涨阻力加大；根据 CCFEI，当前 POY/FDY/DTY 库存分别为 1-5 天/7-11 天/14-20 天，已处于历史较低水平，行业低库存环境有利于年后迎来“金三银四”行情。天然气方面，气源放量供给改善，气温回升城燃需求下降，本周价格下跌。受益标的：(1)民营大炼化：桐昆股份、恒逸石化、荣盛石化、东方盛虹；(2)轻烃裂解：卫星石化、东华能源；(3)油服龙头：中海油服；(4)煤制烯烃龙头：宝丰能源；(5)民营加油站：和顺石油；(6)受益资产注入管网公司：中国石油、中国石化、中油工程、新奥股份、深圳燃气。

供给小幅回升&需求持续回暖，IEA 月报下调石油需求预期

供给小幅回升：根据 EIA 最新数据，1 月 15 日当周，美国原油产量为 1100 万桶/天，维持上周的产量。Baker Hughes 公布 1 月 22 日的当周数据，美国活跃钻机数量为 378 台，周环比增加 5 台；原油去库：1 月 15 日当周，美国商业原油和油品总库存为 13.34 亿桶，周环比减少 68.1 万桶。其中，汽油库存为 2.45 亿桶，周环比减少 25.9 万桶，商业原油库存为 4.87 亿桶，周环比增加 435.2 万桶；需求回暖：1 月 15 日当周，炼厂方面，维持上周原油加工能力 1839 万桶/天；开工率周环比上涨 0.50%至 82.50%；消费方面，本周美国油品总消费为 1964 万桶/天，周环比上涨 4 万桶/天，汽油消费 811 万桶/天，周环比增加 58 万桶/天。IEA 月报下调石油需求预期：IEA 将第一季石油需求预估下调 58 万桶/日，并将 2021 年的需求预估下调 30 万桶/日，IEA 表示 2021 年石油供应和需求步入复苏轨道，加上主要产油国通过控制产量来平衡市场的努力，正在帮助减少全球石油库存，后续疫苗的推广情况与各国刺激措施的落实是石油需求能否进一步复苏的重点。

长丝优惠出货持续降库，节后有望迎来“金三银四”行情

本周原料端支撑有限，聚酯工厂出货意愿较强，局部优惠力度有所增大，长丝开工率为 81.1%，环比下降 3.63pct，仍以去库为主；下游织机开工率为 66.29%，环比-4.47pct，一方面由于劳动力反乡导致，另一方面年底涤纶长丝价格上涨幅度较大，挤压坯布利润，工厂接单意愿不足，聚酯继续上涨阻力加大；根据 CCFEI，当前 POY/FDY/DTY 库存分别为 1-5 天/7-11 天/14-20 天，已处于历史较低水平，行业低库存环境有利于年后迎来“金三银四”行情。价格方面，本周 POY 报价 6000 元/吨，周环比减少 200 元/吨，FDY 报价 6100 元/吨，周环比下跌 75 元/吨，DTY 报价 7900 元/吨，周环比下跌 75 元/吨。价差方面，本周 PX-石脑油价差扩大 5.74%；PTA-PX 价差缩小 31.23%；涤纶长丝与 PTA、乙二醇的价差缩小 1.14%。

上游气源放量&城燃需求回落，LNG 价格下跌

根据百川盈孚，本周 LNG 价格指数为 5411 元/吨，周环比下行 31.36%。供给端，中石油直供西北、华北地区原料气放量，市场供应增加，西北以及华北地区 LNG 价格下调明显。需求端，近期北方多地气温回升，城燃需求下降；另一方面，下游汽运比价采购，长途运输套利空间减少，远距离运费明显下降。

风险提示：原油价格剧烈波动、地缘政治加剧、疫情反复导致需求萎靡风险。

【化工】三孚股份电子气体项目试车成功，SDC 将量产笔电用 OLED 面板——新材料行业周报-20210124

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002| 吉金（联系人）证书编号：S0790120030003| 龚道琳（联系人）证书编号：S0790120010015

本周（2021.01.18-2021.01.22，下同）行情回顾

截至本周五（01 月 22 日，下同），上证综指收于 3606.75 点，较上周五（01 月 15 日，下同）的 3566.38 点上涨 1.13%；创业板指报 3358.24 点，较上周五上涨 8.68%。新材料指数报 4067.62 点，较上周五上涨 6.01%，跑输创

业板指 2.67%；半导体材料指数报 1768.75 点，较上周五上涨 2.68%，跑输创业板指 6%；液晶显示指数报 10107.58 点，较上周五上涨 1.15%，跑输创业板指 7.53%；OLED 指数报 2830.81 点，较上周五上涨 0.97%，跑输创业板指 7.71%；尾气治理指数报 2199.92 点，较上周五上涨 2.61%，跑输创业板指 6.07%。

本周新材料板块的 100 只个股中，有 62 只周度上涨（占比 62%），有 37 只周度下跌（占比 37%）。7 日涨幅前五名的个股分别是：石大胜华、多氟多、齐翔腾达、瑞丰高材、国瓷材料；7 日跌幅前五名的个股分别是：欧菲光、生益科技、银禧科技、奥福环保、强力新材。

开源化工新材料周观察：光伏组件的核心辅材之 EVA、POE 封装胶膜

光伏封装胶膜的产品结构以 EVA 胶膜、POE 胶膜为主，分别是以 EVA（乙烯-醋酸乙烯酯共聚物）树脂、POE（聚烯烃弹性体）树脂为主要原料，通过添加合适的交联剂、抗老化助剂等，经熔融挤出，利用流涎法制成的薄膜。其主要功能是对脆弱的太阳能电池片起保护作用，使光伏组件在运作过程中不受外部环境影响，延长光伏组件的使用寿命，通常需要保证太阳能组件有二十五年的使用寿命；同时使阳光最大限度的透过胶膜达到电池片，提升光伏组件的发电效率。EVA 胶膜具有高透光率、抗湿热老化、抗紫外黄变、粘结性强和层压排气性好等特点；POE 胶膜具有高水汽阻隔率、强耐候性和高抗 PID 性能等特点，均为光伏组件封装的关键材料。它们适用于晶硅电池、薄膜电池等光伏组件的内封装材料，应用于电池组件封装的层压环节，覆盖电池片上下两面，和上层玻璃、下层背板（或玻璃）通过真空层压技术粘合为一体，构成光伏组件。海优新材的抗 PID 型 EVA 封装胶膜成为行业标准产品，多层共挤 POE 胶膜也是光伏行业的发展趋势之一。

重要公司公告及行业资讯

【三孚股份】项目进展：2021 年 1 月 18 日，产品已经顺利试充装，代表年产 500 吨电子级二氯二氢硅及年产 1000 吨电子级三氯氢硅项目工艺试车成功。

【显示材料】据韩联社报道，SDC 于 2021 年 1 月 21 日表示，将在 2021 年 3 月份量产用于笔记本电脑的 OLED 面板，刷新率高达 90Hz。

受益标的

我们看好 OLED 材料、军工材料的高确定性成长，看好高端电子材料国产替代实现从 0 到 1 的突破，看好生物制造在新材料领域的广阔空间。受益标的：昊华科技、斯迪克、瑞联新材、万润股份、濮阳惠成、利安隆、彤程新材、凯赛生物等。

风险提示：技术突破不及预期，行业竞争加剧，原材料价格波动等。

【农林牧渔】庖丁解猪系列三：猪价短期承压，5 月份反弹可期——行业周报-20210124

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 陈昕晖（联系人）证书编号：S0790120090006

庖丁解猪系列三：猪价短期承压，5 月份反弹可期

近两周（2021.01.11-2021.01.22，下同）猪价持续回落，预计春节前缓慢下行。春节临近提前出栏现象愈发普遍，出栏任务也使得养殖集团出栏积极，叠加北方省份新冠疫情再次爆发，规模场降价出栏持续，本周（2021.1.16-2021.1.22，下同）二十二省市生猪均价 35.94 元/公斤，环比下降 0.35 元/公斤。随着后续养殖集团出栏任务完成、外出务工人员返乡提振鲜肉需求，节前猪价或缓慢下行。春季后 2-3 月为传统淡季，猪价承压。消费淡季叠加海关积压的进口肉投放，春节后 2-3 月预计猪价继续承压，但当前屠企冻肉库存持续下行且为历史低位，部分进口肉或将转化为屠企库存，猪价跌幅预计低于市场预期。2020 年冬季至今仔猪存栏去化明显，看好 2021 年 5-6 月猪价表现。冬季为传统猪病高发季、当前行业母猪群质量相比往年下滑、前期东北台风使得玉米霉菌毒素超标普遍，对中小养殖户断奶前乳猪成活率影响较大，三重因素叠加导致 2020Q4 至今行业仔猪存栏去化明显，2020 年 12 月以来行业出栏生猪 90kg 以下占比提升及仔猪价格的快速上涨也印证此观点，我们认为 2021 年 5-6 月肥猪供应较为短

缺，利好猪价表现。

周观点：动保产品需求加速释放，种植链利好因素较多

生猪补栏积极性高，动保产品需求加速释放。据农业农村部数据，2020 年 11 月能繁母猪和生猪存栏继续回升，存栏量同比分别增长 31.2%及 29.8%。随着生猪加快恢复，养殖后周期动保板块持续回暖。展望未来，一方面猪价仍将保持较高水平运行，刺激行业补栏积极性提高，另一方面，国家政策层面不断出台扶持政策，保障生猪供给有效恢复，动保企业未来三年业绩增速确定，看好动物保健板块投资机会。建议关注具备研发工艺壁垒的平台型企业，重点推荐生物股份、普莱柯、科前生物。2021 年种植链利好因素较多，建议关注种植链机会。2021 年国内饲料用粮有望大幅增长，国外通胀升温，国内外粮食价格有望迎来共同上涨，同时转基因政策持续推进，2020 年中央经济工作会议强调解决好种子和耕地问题，国内主粮转基因或进入商业化阶段。整体而言种植链利好因素较多，重点推荐转基因研发能力深厚、技术成熟的大北农、基本面将触底改善的隆平高科，受益标的苏垦农发。

本周重点新闻：广东省平远县报告发生一起疑似因违规调运输入的非洲猪瘟疫情

【广东省平远县报告发生一起疑似因违规调运输入的非洲猪瘟疫情】

风险提示：宏观经济下行，农产品价格大幅下跌；非洲猪瘟疫情恶化，上市企业出栏量不及预期；新冠疫情加重，消费需求复苏慢于预期。

【计算机】周观点：继续看好云计算和信息安全——行业周报-20210124

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 应瑛（联系人）证书编号：S0790120100007

一周市场回顾：本周（1 月 18-22 日，下同），沪深 300 指数上涨 2.05%，计算机指数上涨 3.15%。

周观点：继续看好云计算和信息安全

春季躁动有望持续，优选基本面好，业绩增速快的板块。

本周计算机板块上涨 3.15%，沪深 300 上涨 2.05%，“春季躁动”行情逐步体现。参考历年 1 季度板块走势，以及叠加 2021 年一季度板块基本面持续转好的预期，我们认为躁动行情还有望持续，精选业绩确定性高、行业景气度向上的板块和个股。

云计算渗透率低，市场空间大，高景气有望持续。

对比全球，中国云计算市场规模仅为美国的十分之一，成长空间广阔。根据 IDC 数据统计，2020 年上半年中国公有云市场规模达到 84 亿美元，同比增长 51%，连续 5 年实现超 50%的高速增长。考虑本次疫情加深公众和企业对云的认知，从 IT 成本优化、办公效率提升等角度看，未来企业有望加速上云。从 2020 年 3 季报来看，金山办公、用友网络、广联达等龙头的云业务收入均保持高增长，我们认为 2021 年高景气仍有望延续，“春季躁动”仍建议重点配置。

安全板块基本面拐点已现，2021 年有望加速增长。

新一轮信息化建设浪潮下网络安全有望实现与信息化“同步规划、同步建设”，同时，等保 2.0、关保等合规性政策持续催化，行业有望保持高景气。网安板块公司基本面拐点已现，根据 2020 年 3 季报，板块业绩逐季回暖，Q3 较 Q1/Q2 已明显回暖。展望 2021 年，我们认为板块高景气有望加速。

投资建议：

（1）云计算：推荐金山办公、用友网络、广联达、福昕软件、泛微网络、致远互联、万兴科技，其他受益标的包括浪潮信息、新开普、石基信息。

（2）信创行业：推荐中国长城、中科曙光、金山办公、华宇软件、超图软件；其他受益标的包括中孚信息、神

州数码、中国软件、诚迈科技、北信源等。

（3）网络安全：推荐深信服、安恒信息、奇安信、绿盟科技、美亚柏科、启明星辰、迪普科技；其他受益标的包括天融信、拓尔思、中新赛克。

（4）产业互联网：推荐国联股份、中控技术、鼎捷软件、宝信软件；其他受益标的包括中望软件（拟上市）、赛意信息等。

（5）智能网联汽车：受益标的包括中科创达、德赛西威、千方科技、道通科技等。

（6）金融 IT：受益标的包括恒生电子、长亮科技、宇信科技、神州信息、同花顺。

（7）医疗 IT：推荐卫宁健康、创业慧康、久远银海，其他受益标的包括思创医惠、万达信息。

（8）军工信息化：推荐淳中科技、航天宏图，其他受益标的包括中科星图。

风险提示：上游行业 IT 支出不及预期；疫情影响全年业绩；人才流失风险。

【食品饮料】2020Q4 基金加配食品饮料，白酒持仓再创新高——行业点评报告-20210124

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 叶松霖（联系人）证书编号：S0790120030038 | 逄晓娟（联系人）证书编号：S0790120040011

2020Q4 基金重仓食品饮料比例回升，四季度板块涨跌幅跑赢大盘

2020Q4 食品饮料基金重仓持股比例 10.1%，环比回升 1.5pct，连续三个季度出现回升。分子行业来看，白酒配置比例由 2020Q3 的 6.7%回升至 2020Q4 的 8.5%水平，再创近年新高。多数白酒公司被基金增持，表明越来越多的基金在配置白酒。非白酒食品饮料中，除啤酒外，其余行业配置比例均略有回落。2020Q4 整体非白酒食品饮料的基金重仓比例回落 0.28pct 至 1.62%水平。伴随基金持仓食品饮料比例回升，2020Q4 食品饮料板块整体上涨 25.8%，市场排名第 4，跑赢沪深 300 指数约 14.4pct。2021 年春节厂家备货正常进行，受到部分地区疫情影响，预计节后库存消化节奏可能受到扰动，但仍好于 2020 年同期。考虑到疫情的不确定性，以及食品饮料估值高位，我们预计 2021Q1 基金持仓食品饮料比例可能略回落。

排名前十分析：基金加配食品饮料，白酒普遍获得资金青睐

（1）从食品饮料公司持股基金数来看，2020Q4 排名前十的公司中，除顺鑫农业持有基金数量持平外，其他公司的基金持有数量均有回升。排名变化在于：一是青岛啤酒、今世缘跌出前十，安琪酵母、古井贡酒补位；二是双汇发展、绝味食品排名下降，泸州老窖、山西汾酒排名提升。（2）从基金持股市值占比来看：2020Q4 排名前十的公司中，伊利股份、海天味业、双汇发展的持股市值比例有所回落，其余股票市值均有回升。排名变化在于，绝味食品跌出前十，双汇发展进来补位。整体来看 2020 年四季度有更多的基金配置食品饮料，其中白酒加配更加明显。

基金十大重仓股中食品占有 6 席，消费公司仍占据主流

观测 2020Q4 市场整体的基金前十大重仓股，食品饮料占有三席：贵州茅台、五粮液、泸州老窖。十大重仓股中消费公司占有六席（除食品饮料公司外，还有医药行业的迈瑞医药，社会服务业的中国中免，以及家电行业的美的集团）。整体看消费仍占主流地位。

投资建议：把握景气度高的细分龙头，精选个股机会

我们选取 2021 年食品饮料交易策略两条主线：一是坚守行业龙头长期持有，如五粮液、贵州茅台、山西汾酒、海天味业、伊利股份等；二是寻找行业低估值同期长期成长逻辑持续的股票，可能短期获得超额收益，如中炬高新、煌上煌、嘉必优等。此外，考虑到部分企业处于基本面底部，未来具有改善预期，可重点关注恒顺醋业、涪陵榨菜、洋河股份等。

风险提示：宏观经济下行、消费需求放缓、原料价格上涨、食品安全风险。

【食品饮料】2020Q4 基金加仓食品饮料，疫情春节影响无须悲观——行业周报-20210124

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 叶松霖（联系人）证书编号：S0790120030038 | 逄晓娟（联系人）证书编号：S0790120040011

核心观点：四季度白酒持仓创新高，客观看待疫情影响

2020Q4 食品饮料基金重仓持股比例 10.1%，环比回升 1.5pct，连续三个季度出现回升。分子行业来看，白酒配置比例由 2020Q3 的 6.7%回升至 2020Q4 的 8.5%水平，再创近年新高。多数白酒公司被基金增持，表明越来越多的基金在配置白酒。非白酒食品饮料中，除啤酒外，其余行业配置比例均略有回落。2020Q4 整体非白酒食品饮料的基金重仓比例回落 0.28pct 至 1.62%水平。伴随基金持仓食品饮料比例回升，2020Q4 食品饮料板块整体上涨 25.8%，市场排名第 4，跑赢沪深 300 指数约 14.4pct。2021 年春节厂家备货正常进行，受到部分地区疫情影响，预计节后库存消化节奏可能受到扰动，但仍好于 2020 年同期。考虑到疫情的不确定性，以及食品饮料估值高位，我们预计 2021Q1 基金持仓食品饮料比例可能略回落。

春节前多地倡导不返乡，返乡需核酸检测阴性证明，以及返乡后居家不聚集、不流动，引发市场对于食品饮料春节动销的担忧。我们认为虽然不能忽视疫情对春节动销的影响，但也无需悲观。春节前厂家备货与回款基本上正常进行，疫情可能导致节后库存消化节奏受到扰动。但考虑到 2020 年春节后消费基本处于停滞状态，2021 年疫情整体可控，动销情况同比应有明显改善。从消费场景角度考虑，大规模聚餐宴请可能会受影响，商务、居民小众消费仍可正常进行。高端白酒影响较小，休闲食品等可能仍会受益。近期疫情受益品种表现较好，如速冻行业、零食行业等。全年来看我们仍按抱守龙头与边际改善两条思路选股，推荐贵州茅台、五粮液、山西汾酒、伊利股份、海天味业、中炬高新、恒顺醋业、涪陵榨菜、煌上煌等。

推荐组合：贵州茅台、五粮液、中炬高新与海天味业

（1）贵州茅台回款节奏按计划进行，批价持续走高。直销体系中多个渠道可能增量，叠加其他直销出口逐渐理顺，直销渠道占比将进一步提升，业绩大概率平稳增长。（2）五粮液持续推进营销改革，加大渠道管控，销量提升源于空白市场覆盖以及团购渠道开拓，预计 2021 年大概率完成双位数增长。（3）中炬高新估计 2021 年目标压力较大。目前公司仍按即定战略有序推进，渠道细化、产品开发等工作仍在进行，长期成长逻辑清晰，预计 2021 年低基数背景下应可加速增长。（4）海天味业动销良性发展，全年按节奏完成目标。目前开启新一轮招商以拓展品类，进度良好，持续成长的确定性进一步加强。

板块行情回顾：食品饮料跑输大盘

1 月 18 日-1 月 22 日，食品饮料指数涨幅为 0.5%，一级子行业排名第 19，跑输沪深 300 约 1.5pct，子行业中其他酒类（11.7%）、食品综合（6.2%）、啤酒（6.0%）相对领先。个股方面，ST 椰岛、盐津铺子、ST 威龙等涨幅领先；绝味食品、洋河股份、泉阳泉等跌幅居前。

风险提示：宏观经济下行风险、食品安全风险、原料价格波动风险、消费需求复苏低于预期等。

【化工】化纤品种和 MDI 价格保持强势，继续关注化工龙头——化工行业周报-20210124

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

本周（1 月 18 日-1 月 22 日，下同）行业观点：化纤产业链延续强势，MDI 价格宽幅上涨

国际原油价格高位运行，化工景气度不断提升。根据卓创资讯数据，截至 1 月 22 日，WTI 原油报 52.27 美元/桶，布伦特原油报 55.09 美元/桶。1 月 22 日，据财联社报道，美国 1 月 Markit 制造业 PMI 初值为 59.1，预期为 56.5，前值为 57.1，创下历史新高，进一步印证了海外经济复苏将走中国复苏之路。近期随着国际油价反弹，海外

需求复苏，化工品继续保持景气。截至 1 月 22 日，CCPI（中国化工产品价格指数）报 4324 点，较上周五（1 月 15 日）上涨 2.39%。在当前时点上，我们建议布局粘胶短纤、氨纶、聚酯等化纤产业链、MDI 等子行业，买入复苏。我们建议继续关注海内外需求边际继续改善、全球产能向中国集中、行业向龙头集中且集中度提升、现金流量健康的化工子行业龙头：聚氨酯、煤化工、大炼化、化纤（涤纶、氨纶、粘胶等）、氟化工、农药、维生素行业等。受益标的：【化工龙头白马】万华化学、华鲁恒升、恒力石化、扬农化工、华峰氨纶、新和成、荣盛石化、新凤鸣；【子行业龙头】三友化工、金石资源、云图控股、海利得、巨化股份、三美股份、利民股份、鲁西化工、滨化股份。

化纤行业：据 Wind 数据，截至 1 月 22 日下游织造业开工率为 55%，较 1 月 18 日的 69%下降 14%。临近春节，我们建议紧密跟踪春节前化纤品种的开工及库存状况。但是近期化纤景气度仍然不减。据 Wind 和百川盈孚数据，1 月 18 日-22 日，粘胶短纤、氨纶和涤纶长丝价格仍然强势，粘胶短纤、氨纶库存继续下降，我们继续看好 2021 年化纤产业链景气有望持续上行。受益标的：华峰氨纶、恒力石化、新凤鸣、荣盛石化、三友化工。

MDI 行业：本周聚合 MDI 市场推涨上行，预计短期内仍将保持强势。虽然受疫情及气温影响，北方下游需求有所缩减，但目前国内工厂继续控量发货，叠加进口货源有限，场内现货供应较为紧张，临近春节部分下游出口型企业加紧赶制年底订单，对原料刚需采购情绪尚存，贸易商货少多低价惜售，市场报盘价不断推涨上行。截至 1 月 22 日，万华化学报价为 18800 元/吨，较上周五（1 月 15 日，下同）上涨 900 元/吨，我们预计短期聚合 MDI 仍存推涨预期。受益标的：万华化学。

本周行业要闻：万华化学参股华陆公司；新凤鸣投资建设江苏新沂新基地

【MDI 行业】万华化学参股华陆公司，有助于巩固公司在 MDI 等异氰酸酯和高端材料领域的技术壁垒。1 月 21 日，中国化学发布公告，万华化学以 4.25 亿元人民币的转让价格受让中国化学持有的华陆公司 30%股权，我们认为，此次收购有助于保护万华化学在聚氨酯领域的知识产权，巩固公司作为全球 MDI 龙头的技术壁垒。【涤纶长丝行业】1 月 20 日，新凤鸣发布公告，公司将投资 180 亿元于江苏新沂建设 270 万吨聚酯产能。我们认为，公司作为涤纶长丝行业龙头精耕细作、稳步扩张，向着“双千万”大步迈进，公司成长加速。【氟制冷剂行业】美国申请对华五氟乙烷（R125）启动双反立案调查，我们预计短期内制冷剂 R125 有望再现出口高峰，价格也有望上调。

风险提示：油价大幅下跌；环保督察不及预期；下游需求疲软；经济下行。

【商贸零售】2020 年社零同比下降 3.9%，线上零售渗透率进一步提升——商贸零售行业周报-20210123

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 符超然（联系人）证书编号：S0790120080062 | 李旭东（联系人）证书编号：S0790120010014

2020 年社零同比下降 3.9%，线上零售渗透率进一步提升

本周（2021 年 1 月 18 日-2021 年 1 月 22 日，下同）国家统计局发布社会消费品零售总额（简称“社零”）数据。2020 年 12 月，我国社零总额为 40566 亿元，同比增长 4.6%，增速环比回落 0.4pct；2020 年全年我国社零总额为 391981 亿元，同比下降 3.9%，其中 2020Q1/Q2/Q3/Q4 分别同比-19%/-4%/+1%/+5%，整体看社会消费在稳步复苏。分品类看：12 月粮油食品、饮料、烟酒等必选品类增速表现相对稳健，化妆品、金银珠宝等品类增速则环比放缓。2020 年全年来看，必选品类韧性较高，而以化妆品、金银珠宝为代表的可选消费，在经历疫情的冲击后下半年已在稳步复苏：限额以上化妆品全年零售额 3400 亿元，同比增长 9.5%（其中 2020Q1/Q2/Q3/Q4 同比增速分别为-13%/+13%/+14%/+21%），延续较高景气；金银珠宝类全年零售额为 2376 亿，同比下降 4.7%（其中 2020Q1/Q2/Q3/Q4 同比增速分别为-38%/-7%/+12%/+17%），三季度以来婚庆需求逐步释放驱动行业持续回暖。分渠道看：2020 年实物商品零售线上渗透率已达到 24.9%，较 2019 年水平（20.7%）进一步提升了 4.2 个百分点；而在线下方面，2020 年线下零售业态仅有超市同比实现正增长（超市全年零售额同比+3.1%，而百货店、专业店和专卖店分别-9.8%/-5.4%和-1.4%），疫情影响叠加电商冲击下，线下传统零售企业面临挑战。

行业关键词：叮咚买菜、新年货、丰火台、社区生态店、抖音电商等

【叮咚买菜】叮咚买菜发布《2020 年叮咚买菜产地笔记》。

【新年货】天猫发布《2021 年新年货趋势报告》。

【丰伙台】顺丰低调上线社区团购“丰伙台”。

【社区生态店】蒙牛开设首家社区生态店“冷冰器”。

【抖音电商】抖音电商后台功能专区上新“跨境商品”栏目。

板块行情回顾

本周（1 月 18 日-1 月 22 日）零售板块（商业贸易指数）报收 3136.31 点，上涨 0.03%，跑输上证综指（本周上涨 1.13%）1.10 个百分点，板块表现在 28 个一级行业中位居第 21 位。各细分板块中，本周珠宝首饰表现较好，2021 年年初至今珠宝首饰板块涨幅领先。个股方面，本周爱施德（+25.2%）、*ST 中商（+15.1%）和国光连锁（+13.0%）涨幅靠前。

投资建议：沿“颜值经济”、“新兴电商”、“线下零售细分龙头”三主线布局

投资主线一（颜值经济）：医美板块重点推荐轻医美玻尿酸产品龙头爱美客；化妆品板块看好皮肤学级护肤品赛道，受益标的贝泰妮（拟上市）。

投资主线二（新兴电商）：疫情驱动电商渗透率提升，关注两个洼地市场（下沉和跨境市场）和两个新兴业态（直播和社交电商），重点推荐吉宏股份；

投资主线三（传统零售）：疫情缓和、线下消费复苏，关注竞争力突出的珠宝和母婴连锁细分赛道龙头，重点推荐周大生、爱婴室。

风险提示：宏观经济风险，疫情反复，行业竞争加剧等。

【煤炭开采】气温回升港口煤价涨幅收窄，供需矛盾或将有所缓解——行业周报-20210123

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

气温回升港口煤价涨幅收窄，供需矛盾或将有所缓解

本周（2021 年 1 月 18 日-2021 年 1 月 22 日，下同）动力煤市场涨势渐弱，根据 CCTD 监测报价，本周秦港 5500K 现货交易价环比小涨 1.4%至 942 元/吨，较前期涨幅明显收窄，同时周内呈现冲高回落趋势；产地价格涨幅也有所收窄。本周供需矛盾有所缓和：需求方面，寒潮影响渐退，全国气温普遍回升，供暖高负荷有所缓解，同时局部地区偶发疫情，结合春节将至工企部分停工，电厂日耗下降，库存及可用天数回升，采购节奏放缓，海运费本周大跌；供给方面，产地煤矿持续稳定释放产量，但受疫情影响，发运有所受限，北港调入量与调出量保持平衡，北港库存仍处低位。后期判断，短期来看，未来全国范围气温进入回升通道，供暖压力减弱，同时春节假期工企停工，电厂耗煤也将随之回落，需求压力将有所缓解，同时供给端在保供政策要求下，春节休假对产地停工影响有限，供给稳定释放。需求回落叠加供给宽松，预计 2 月动力煤价或将回调，但考虑到疫情环境下政策鼓励春节就地过年，节后下游复工较快，对动煤需求仍有支撑，价格回落幅度有限。总体来看，保供稳价仍是当前政策主基调，在产地及进口两方面支持下供给端弹性将有所释放，动力煤价格在短暂的偏强运行后或将回落，重新回归合理区间。当前煤价全面上涨环境下，煤企业绩或将明显改善，持续看好煤炭股修复。高分红受益标的：中国神华、平煤股份、盘江股份、陕西煤业、淮北矿业；新产业转型受益标的：山煤国际、金能科技、阳泉煤业；国改深化受益标的：山西焦煤、潞安环能、大同煤业；经济复苏高弹性受益标的：兖州煤业、神火股份；积极推动债务重组受益标的：*ST 永泰。

煤电产业链：本周港口煤价小涨，气温回升缓解供需矛盾

本周秦港 5500K 现货交易价环比小涨 1.4%至 942 元/吨，较前期涨幅明显收窄。需求方面，寒潮影响渐退，全

国气温普遍回升，供暖高负荷有所缓解，同时局部地区偶发疫情，结合春节将至工企部分停工，电厂日耗下降，库存及可用天数回升，采购节奏放缓。供给方面，产地稳定释放产量，保供持续推进。总体来看，需求初现回落迹象，供需矛盾略有缓解，但整体仍以供给偏紧为主，煤价仍持续高位运行。

煤焦钢产业链：本周焦炭涨&焦煤稳，第十四轮提涨全面落实

焦炭方面，本周焦企落实第十四轮焦价提涨（+100 元/吨），且已连续 7 周实现提涨，反映了强需求下供给偏紧格局：需求端，钢厂高炉开工率高位稳定，库存持续下降，突破两年低位，补库需求增强；供给端，12 月各主产地严格落实去产能目标，且增量及置换产能释放缓慢，紧供给支撑焦价持续强势。焦煤方面，本周价格稳定，需求端焦/钢企开工率高位，供给端澳煤禁运&蒙煤发运受限，国内供给仍趋向收紧，叠加高煤焦价差所带来的价格传导效应，焦煤补涨行情或持续。

2020 年煤炭产量同比增长 0.9%，“三西地区”集中度再提升

根据国家统计局最新数据，2020 年全国原煤产量 38.4 亿吨，同比增长 0.9%，受年内限产影响，2020 年产量增速同比-4.1pct；其中 12 月单月产量 3.5 万吨，环比增长 1.3%，主因保供政策推动产地持续释放产能。结构上来看，“三西地区”晋陕蒙三省产量占比达 71.4%，同比+1pct，煤炭产量集中度再度提升。

风险提示：经济增速下行风险，供需错配风险，可再生能源加速替代风险

【电力设备与新能源】Model 3 欧洲多国降价，利好国产供应链——行业点评报告-20210123

刘强（分析师）证书编号：S0790520010001 | 熊镐（联系人）证书编号：S0790120090002

德法两国 Model 3 大幅降价，持续看好国产 Tesla 供应链

当地时间 1 月 20 日，特斯拉大幅下调了部分欧洲国家 Model 3 的售价。法国标续版 Model 3 售价由 5 万欧元降至 4.38 万欧元，单车补贴也由 3000 欧元增至 6000 欧元；长续航版/高性能版 Model 3 售价降至 5.2 万欧元（-0.58 欧元）/6 万欧元（-0.6 万欧元）。德国标续版 Model 3 售价由 4.3 万欧元降至 4 万欧元，单车补贴也由 5000 欧元增至 6000 欧元；长续航版/高性能版 Model 3 售价降至 5 万欧元（-0.25 欧元）/5.5 万欧元（-0.4 万欧元），我们预计 2021 年 Tesla 全球销量 98 万辆，其中欧洲 Model 3 销量为 10 万辆。同时考虑到国产 Model 3 已于 10 月出口欧洲，且柏林工厂或将于 2022 年初投产，我们推断 2021 年欧洲发售的 Model 3 标续版或主要来自搭载宁德时代 LFP 电池的国产 Model 3。从中期看，考虑到 Tesla 目前尚只有中美欧三大基地，我们认为中国工厂或将在未来一段时间内成为 Tesla 亚太市场的主要供应方，看好国产 Tesla 供应链。受益标的：宁德时代（若 2021 年出口 10 万辆标续版车型，对应 35.75 亿元左右的营收弹性）、德方纳米、恩捷股份、三花智控、拓普集团、宏发股份。2021 年行业发展加速，全面看好新能源汽车产业链。

降价进一步拓展欧洲市场，中国造为欧洲 Model 3 降价提供支撑

得益于碳排放政策的约束、新车型上市和补贴加码，我们预计 2020/2021 年欧洲新能源车销量有望达 134/198 万辆，同比+137%/+48%。而德、法等国实行分级电动车补贴制度。在德、法分别处于 4 万欧元和 4.5 万欧元以下的电动车才能享受最高档的补贴，我们认为 Tesla 此次将标续版价格打入补贴最高档的上沿意在获取更高的补贴额度，降低实际购车成本。而国产 Tesla 凭借低成本优势，为此次降价提供支撑。

欧洲市场 Model Y 尚未降价，我们预计后续有望降至 4.5 万欧元以下

值得注意的是，欧洲市场 Model Y 并未降价。目前 Tesla 德国、法国官网均仅有长续航、高性能版两款 Model Y，法国长续航版/高性能版 Model Y 售价分别为 6.3/7 万欧元，德国长续航版/高性能版 Model Y 售价分别为 5.86/6.56 万欧元。 目前美版已导入标续版 Model Y，标续版/长续航版/高性能版 Model Y 售价分别为 4.2/5/6 万美元，同一版本美版 Model Y 售价较 Model 3 高不到 10%。参考美版 Model Y 的定价策略，若后续标续版 Model Y 于欧洲推出，我们预计其售价有望低至 4.5 万欧元以下，进一步打开市场空间。

风险提示：新能源汽车市场竞争激烈、Tesla 欧洲销量不及预期、国产 Model 3 交付能力有限。

【医药：麦迪科技(603990.SH)】国际化、信息化、服务化推动下的黄金赛道——行业深度报告-20210122

杜佐远（分析师）证书编号：S0790520050003 | 蔡明子（分析师）证书编号：S0790520070001

国内辅助生殖服务行业壁垒高、空间大，经营能力与医生比牌照数量更重要

辅助生殖中心 4 大核心要素为牌照、医生、运营、品牌。牌照由于总体数量超配，且申请流程长、难度大，进入壁垒高；IVF 过程对医生、胚胎师、实验室环境有高要求，大平台更能吸引优秀医生。国内辅助生殖行业高度分散，80%辅助生殖中心业务不饱和，相比牌照数量，提高辅助生殖中心的获客能力、运营能力才是未来发展的关键所在。预计未来行业将在商业保险、互联网+、服务链拓展等因素促进下快速发展。

美国辅助生殖市场技术领先、保险覆盖、服务完善，国际优秀辅助生殖服务机构跨区域合作与信息化趋势明显，个性化与衍生融资完善服务

美国辅助生殖需求在本土不孕不育率上升、国际患者增加、社会接纳度提升的推动下日益扩大，其多部门联合作业的行业监管体系保障了机构数据的真实性，并形成强监管。美国辅助生殖市场高度分散，主要由小型私营诊所组成，约 17%的机构借助了第三方实验室资源（胚胎孵化等）。医师团队、品牌信誉、运营水平为主要竞争要素。在支付方面，除了自费与商保，还衍生出多种第三方融资产品满足客户治疗资金需求，这些产品既能够分担风险（如不成功退款），又增加了服务提供商的获客能力。国际优秀辅助生殖服务机构的亮点有：（1）跨区域合作共享互利，SGF 生殖医疗中心将跨国医院合作与捐卵项目结合，优化辅助生殖流程；新泽西诊所与 IVI 合并统一，实现生殖医疗技术国际化共享平台；（2）个性化满足多层次需求，美国 CNY 生殖中心通过个性化服务满足多层次需求且降低患者服务费用；（3）信息化深度服务患者，美国 HRC 生殖中心配合数字化仓储与整合营销，深度服务中国患者；（4）高技术水平增加市场认知，中信湘雅技术水准与世界先进水平同步，年周期数国内第一。

国内优秀辅助生殖服务机构：牌照、技术为根本，跨国合作、信息化始落地

锦欣生殖：通过收购、自建成为国内前三/民营第一/美国西部第一的辅助生殖医疗机构，拥有经营稳健的管理者、经验丰富的医疗团队、成功率较高的持牌医院，并不断拓展新业务，国内国际收购合作并行，逐渐扩大业务布局。麦迪科技：作为医疗信息化龙头进军辅助生殖服务领域，牌照、专家、品牌基础已打好，利用医疗信息化优势、互联网医疗、AI 技术全方位提升运营效率、患者体验，且旗下医院拥有科研所品牌背书。爱维艾夫：开展国际国内合作启动技术交流与持续创新，制度创新“包干诊疗”保障持续运营，以此形成获客优势。

推荐及受益标的

从牌照数量、医生团队、运营能力、品牌建设、医疗信息化等角度，推荐标的：麦迪科技。受益标的：锦欣生殖。

风险提示：辅助生殖医院整合不及预期，互联网医疗技术发展不及预期。

【通信：和而泰(002402.SZ)】智能控制器龙头，协同共赢多点绽放——公司首次覆盖报告-20210124

赵良毕（分析师）证书编号：S0790520030005 | 刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002 | 戴晶晶（联系人）证书编号：S0790120040005

智能控制器龙头，应用场景多点开花，首次覆盖给予“增持”评级

和而泰深耕智能控制器领域二十载，始终坚持高端技术、高端客户、高端市场的“三高”经营方针。控制器作为智能产品的“心脏”，主要应用于家用电器、电动工具及汽车电子等场景。2018 年公司收购铖昌科技进军微波毫米波组件，随着物联网、卫星互联网进程的加快，公司多产品线将持续受益，业绩有望保持快速增长。我们预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润为 4.29/6.04/8.12 亿元，同增 41.5%/40.8%/34.4%，EPS 为 0.47/0.66/0.89 元，

当前股价对应 PE 分别为 45.6/32.3/24.1 倍，相对可比公司，存在一定估值优势，首次覆盖，给予“增持”评级。

疫情叠加产业链向龙头集中，公司业绩有望边际改善

公司智能控制器产品线，涵盖家用电器、汽车、家用医疗与健康、智能建筑与家居、电动工具等众多产业门类。新冠疫情影响下国际竞争对手产能受限，公司定位大客户战略，前五大客户占比 59%，公司有望抢占竞争对手市场份额。同时中美贸易摩擦下，产业链往东南亚转移，公司提早布局越南工厂产能充裕，业绩有望边际改善。

收购铖昌科技，布局卫星微波组件，业绩增长有望再上新台阶

铖昌科技主营业务为微波毫米波射频芯片的设计研发、生产和销售。微波组件主要应用于军事和民用两个市场，军事领域主要应用于雷达和电子对抗，民用市场主要包括通信、卫星、ADAS 辅助系统等。目前公司从卫星起家，主要的收入来源于遥感卫星和通信卫星两个细分领域，成为能生产航空级 T/R 组件的民用企业之一，并拥有军工资质，未来将向雷达和电子对抗领域渗透。随着卫星互联网的战略机遇期到来，公司业绩持续高增长动力强劲。

风险提示：原材料价格波动风险；市场竞争风险；汇率变动风险。

【计算机：中科创达(300496.SZ)】业绩持续亮眼，智能网联领军进入成长快车道——首次覆盖报告-20210124

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 任浪（分析师）证书编号：S0790519100001

业绩持续亮眼，智能网联领军进入成长快车道，首次覆盖给予“买入”评级

中科创达是全球领先的智能操作系统技术和产品提供商，业务覆盖智能手机、智能汽车和物联网三大赛道。随着智能汽车渗透率持续提升以及 5G 加速释放物联网的需求，公司进入成长快车道。根据公司业绩预告，公司 2020 年归母净利润增速达 80%-90%，业绩持续亮眼。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 4.31/6.10/8.17 亿元（同比增速分别为 81.3%/41.6%/34.0%），对应 EPS 分别为 1.02/1.44/1.93 元，对应当前股价 PE 分别为 143.8/101.5/75.8 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

智能汽车持续高景气，公司智能座舱持续迭代，渗透率提升驱动收入增长

智能汽车是人工智能重要的落地场景，也是持续高景气的赛道。公司汽车业务快速增长，2015-2019 年复合增速达 104.8%，收入占比也持续提升；2020 年，公司与各大车厂合作进一步深化，同时智能座舱持续迭代并推出 4.5 版本，与滴滴合作研发智能安全驾驶产品，产品持续迭代更新。未来，随着智能座舱在中低端车型的渗透率不断提升，公司业务有望持续增长。

5G 发展推动万物互联，物联网下游应用场景有望爆发，未来增长可期

2016 年公司推出“核心板+操作系统+核心算法”一体化的 SoM（System on Mudule）产品，聚焦机器人、智能相机、VR/AR 和无人机四大场景，2015-2019 年收入复合增速达 93.5%。随着 5G 基础设施逐渐完善，物联网下游应用场景有望爆发，公司布局完善且具备较强竞争力，未来高速增长可期。

风险提示：智能汽车业务发展低于预期；物联网下游应用场景出货量不及预期。

【电子：思瑞浦(688536.SH)】业绩略超预期，优质公司高速成长——公司信息更新报告-20210124

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002 | 曹旭辰（联系人）证书编号：S0790120080019

深度受益国产化替代机遇，业绩维持高速增长

2021 年 1 月 23 日，公司发布 2020 年业绩预增公告，预计 2020 年归母净利润为 17603.42~18833.42 万元、同比增长 148.00%~165.33%，2020 年扣非归母净利润为 15867.59~17097.59 万元、同比增长 142.52%~161.32%。由于公司卡位国产化替代机会显著的高端模拟芯片赛道，且考虑到股权支付费用的影响，我们上调盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 1.86/2.19/3.37 亿元（原值分别为 1.68/2.00/2.62 亿元），EPS 为 2.33/2.74/4.21 元，当前股

价对应 PE 为 232.3/197.8/128.6 倍，维持“买入”评级。

大客户需求承压后，公司成长韧性凸显

受中美贸易摩擦影响，在第四季度，公司通信端大客户受到一定程度影响，但公司仍实现了较好的业绩表现。从表面上看，依据 2020 年业绩预增公告，第四季度归母净利润为 1322.21~2552.21 万元，第四季度的扣非归母净利润为-145.09~1084.91 万元，分别略低于第四季度归母净利润 4073.62 万元、扣非归母净利润 3941.45 万元的水平；但是，“2020 年 12 月 15 日向激励对象授予 74.17 万股”使得 2020 年需要摊销 2544.07 万元股份支付费用，倘若将归属第四季度的股权支付费用加回净利润，其值与第三季度基本持平，这意味着公司在大客户受到影响的情况下，仍实现了与第三季度相当的高水平业绩表现，体现出公司极强的成长潜力和抗风险能力。

模拟赛道是个长期赛道，优质站位是公司高速发展的保证

受益于国产化替代加速以及大客户背书作用，思瑞浦卡位通讯工控类优质赛道，通过偏定制化的产品与客户形成深度绑定，通过偏通用化的产品进一步拓展销售规模。我们认为优质赛道、历史机遇和优异的产品布局是公司做大做强的保证，而思瑞浦恰恰同时具备这三大优势。

风险提示：泛工业客户验证进度或不及预期；中美贸易摩擦不确定性加剧；DC-DC 产品放量难度或相对较大。

【钢铁有色：甬金股份(603995.SH)】冷轧不锈钢领域的高成长龙头标的——公司首次覆盖报告-20210124

赖福洋（分析师）证书编号：S0790520100002

冷轧不锈钢龙头不断进击，助力业绩高速增长，给予“买入”评级

公司作为宽幅冷轧与精密冷轧不锈钢板带领域的双龙头企业，近年来通过深挖下游市场需求潜力，依托自身成本竞争优势不断加快产能扩张步伐，逐步巩固并加强自身的龙头地位。随着公司新增项目的陆续投产，我们预计截至 2023 年年底，公司冷轧不锈钢板带总产能将达到 304 万吨/年，较 2019 年总体产能增长将超过 1.7 倍。产能的加速扩张将推动公司各类产品持续放量，进而助力公司业绩的高速增长。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润分别为 4.05 亿元、5.44 亿元、7.86 亿元，EPS 分别为 1.74 元、2.34 元、3.37 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 17.6 倍、13.1 倍、9.1 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

行业下游需求平稳上行，龙头效应凸显

需求方面，以建筑装饰、汽车、家电为代表的冷轧不锈钢板带下游应用领域近年来发展态势良好，宽幅冷轧板带与精密冷轧板带每年可以分别保持 13%、7%左右的需求增速。供给方面，宽幅冷轧板带产量 CR6 与精密冷轧板带产量 CR4 分别达到 85%、53%，行业集中度较高，同时未来新增产能也以龙头企业为主，行业供需格局较为健康，我们预计未来行业整体盈利水平维持相对稳定。

新增项目陆续落地，公司产销量水平持续提升

优异的成本管控能力是其不断成长的核心竞争力：（1）自主研发生产装备，投资成本仅为进口设备的 40%，奠定折旧成本优势；（2）通过精细化管理、先进的生产设备与技术，提高产品成材率（主营产品 300 系宽幅冷轧板带成材率 99.5%）并降低人工成本；（3）产能规模位居行业前列，规模化生产优势突出。由于其核心竞争力决定了公司作为行业典型的底部成本代表，未来公司的产能扩张并不会导致吨毛利出现大幅下滑，我们预计 2021-2023 年公司产量将从 2020 年约 135 万吨分别上升至 176 万吨、249 万吨以及 304 万吨，产能快速扩张将推动公司业绩高速增长。

风险提示：产能投放不及预期、原材料价格大幅波动、下游需求放缓等。

【传媒：姚记科技(002605.SZ)】2020 高增长兑现，春节档及 2021Q1 游戏业务可期——公司信息更新报告-20210124

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 余倩莹（联系人）证书编号：S0790120040010

“游戏+营销”双擎驱动 2020 年业绩兑现高增长，维持“买入”评级

公司公布 2020 年度业绩预告，2020 年预计共实现归母净利润 9.66-10.55 亿元，同比增长 180%-206%，主要系国内外游戏流水高增长所致；扣非后归母净利润 5.01-5.91 亿元。2020Q4 实现归母净利润-0.19-0.70 亿元，同比下降 13%-124%，主要系非经常性损益减少所致；扣非后归母净利润 1.00-1.90 亿元，同比增长 78%-237%，环比增长-17%-57%。基于业绩预告，我们下调 2020-2022 年盈利预测，预测 2020-2022 年归母净利润分别为 10.12/8.09/10.52 亿元（调整前为 11.75/9.18/12.01），对应 EPS 分别为 2.52/2.01/2.62 元，当前股价对应 PE 分别为 10.6/13.2/10.2 倍；若扣除非经常性损益，预测 2020 年归母净利润为 5.48 亿元，EPS 为 1.36 元，当前股价对应 PE 为 19.6 倍，维持“买入”评级。

国内外游戏流水持续高增长，加大买量叠加春节档或致 2021Q1 流水超预期

公司国内核心捕鱼游戏《捕鱼炸翻天》（2020Q4 以来 iOS 游戏畅销榜排名 51-97 名）、《指尖捕鱼》（2020Q4 以来 iOS 游戏畅销榜排名 59-111 名）等排名保持稳定，整体活跃用户和流水增长亮眼。公司国外核心 Bingo 游戏《Bingo Party》、《Bingo Journey》在疫情影响下海外月流水不断创新高。公司 2020Q3 及 Q4 或加大游戏买量费用，或导致 2020Q4 销售费用增长较快，对 2020Q4 的归母净利润产生一定影响，但或带来 2021Q1 游戏新增用户及流水增长。随着春节假期临近，公司与字节跳动合作的棋牌游戏《小美斗地主》、《齐齐来麻将》有望借助其流量优势，迎合用户文化与娱乐需求，新增用户及游戏流水高增长。

加码直播和短视频赛道，双擎驱动长期发展

公司依托全资子公司芦鸣科技布局短视频营销业务，已组建行业领先的短视频制作团队，建设上海国际短视频中心，实现短视频工业化生产。此外，公司已布局电商运营，立足星图第五代理商，有望享受电商红利，拓展珠宝玉石等品类代运营业务，2021 年有望实现电商 GMV 快速增长。公司“游戏+营销”业务高效协同，有望双擎驱动业绩高增长。

风险提示：新游戏上线进度低于预期；市场竞争加剧导致买量成本上升；海外游戏业务面临的政策风险；疫情等外部冲击的影响存在不确定性。

【传媒：新东方在线(01797.HK)】半年报符合预期，总付费学生人次大幅提升——港股公司信息更新报告-20210124

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004

2021 财年半年报业绩符合预期，维持“买入”评级

公司发布 2021 财年半年报，2021 财年上半年实现营业收入 6.77 亿元（同比+19.22%），实现净利润-6.74 亿元（同比-670.63%）。其中，K12 教育/大学教育/学前教育分别贡献营业收入 3.37 亿元（同比+162.86%）/2.92 亿元（同比-19.09%）/0.04 亿元（同比-79.33%）。我们判断，未来 K12 教育或成为业绩增长的主要支柱，该业务的快速发展有望带动公司业绩更上一层楼。我们维持此前的盈利预测不变，预测公司 FY2021/FY2022/FY2023 的营业收入分别为 16.57/26.73/43.56 亿元，净利润分别为-13.88/-12.29/-8.99 亿元，对应 EPS 分别为-1.39/-1.23/-0.90 元，当前股价对应 PS 分别为 14/9/5 倍，维持“买入”评级。

总付费学生人次大幅提升，三大业务线调整升级后实现专注发展

2021 财年上半年，公司总付费学生人次快速提升至 214 万（同比+62.49%）。分三大业务来看：（1）K12 教育为公司重点开拓方向，“东方优播+新东方在线 K12 大班课”双轮驱动，付费学生人次快速增长至 184 万（同比+143.44%），其中新东方在线和东方优播的付费学生人次分别同比增长 134.4%和 170.3%。（2）大学教育受新冠疫情和产品线调整影响，营业收入略有下降，但由于专注高价位的大学备考和海外备考项目，毛利率提高至 69.14%（同比+0.68pcts），每名付费学生的平均开支进一步提升至 1282 元（同比+13.65%）。（3）学前教育的产品线自 2020

财年起进行调整，2021 财年上半年每名付费学生的平均开支已恢复至 990 元。

K12 教育业务加速拓展初见成效，“品牌+教研”或成为长期突围法宝

我们看好公司在稳步发展传统优势业务大学教育的同时，将东方优播小班和新东方在线 K12 大班相结合，主攻天花板较高的 K12 教育领域。2021 财年上半年，东方优播新进军 99 个城市，覆盖 26 个省及 271 个城市，进一步巩固在下沉市场的先发优势。随着东方优播模式日益成熟且或通过线下体验中心降低长期获客成本，叠加母公司新东方的品牌积淀和自身教研端优势，未来公司有望在在线教育领域实现弯道超车及长期稳步发展。

风险提示：行业竞争加剧、疫情对行业影响存在不确定性、获客成本上升等。

【非银：东方财富(300059.SZ)】业绩超预期，互联网财富管理龙头应享估值溢价——东方财富 2020 年业绩预告点评-20210124

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 龚思匀（联系人）证书编号：S0790120110033

业绩增长超预期，基金代销赋予更强成长属性，维持“买入”评级

公司披露 2020 年业绩预告，公司预计实现归母净利润 45.0 至 49.0 亿，同比增长 145.7%至 167.6%，业绩预告区间中值 47.0 亿，超出我们此前预期的 45.2 亿，或由基金代销业务收入增长和成本控制超预期驱动。公司证券及基金代销业务市占率持续提升，同时受益于公募市场扩容和股市成交额大幅提升，公司 2020 年净利润实现大幅增长。考虑基金销售业务增长有望超预期，我们上调公司 2020-2022 年归母净利润至 47.4/68.4/90.4 亿(调前 45.2/66.7/89.6 亿)，2020-2022 年 EPS 分别为 0.55/0.79/1.05 元。机构化时代下，2021 年公司基金代销有望超过证券经纪重回第一大业务收入，成长属性强化，ROE 空间打开，是互联网财富管理优质赛道上的稀缺龙头标的，应享受估值溢价，当前股价对应 2020/2021/2022 年 PE 分别为 71.5/49.5/37.5 倍，维持“买入”评级。

基金代销收入实现大幅增长，利润贡献明显提升

2020 年东财证券实现 28.94 亿净利润，预计非证券业务实现 16-20 亿净利润，同比增长 288%-384%，利润贡献 36%-41%，同比提升 13-18 个百分点，预计主要由基金代销业务贡献。2020 年公募基金市场快速增长，全市场新发股票+混合基金 2 万亿，同比+297%，截至 2020 年 11 月，全市场股票+混合基金保有量达 5.9 万亿，同比+99%。市场扩容下，预计 2020 年公司基金保有量市占率明显提升，我们预计公司基金代销收入有望达 33 亿，同比+166%。公司公告披露，2020 年前 3 季度基金销售收入 21.1 亿，同比+138%，尾佣贡献达到 55%。

公募市场扩容有望超预期，公司市占率持续增长可期

2021 开年以来，新发市场持续火爆，金融产品供给侧改革带来的居民资产加速转移下，公募基金市场扩容有望超预期，我们预计 2021 年末全市场股票+混合基金保有量较年初+40%。公司具有证券牌照，在客户层级、产品专业度和多元化引流渠道方面均有优势，客单价及用户量增长驱动下，基金保有市占率有望持续提升，保有规模高增带来尾佣持续释放，基金代销收入高增可期。

风险提示：互联网独立三方销售竞争加剧；公募基金市场扩容不及预期。

【电子：长电科技(600584.SH)】业绩预增高增长，先进封装助力未来成长——公司信息更新报告-20210123

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

公司业绩预告高增长，维持 “买入”评级

公司发布 2020 年年度业绩预增公告，预计 2020 年实现归母净利润为 12.3 亿元，同比增长 1287.27%，实现扣非净利润 9.2 亿元，与上年同期-7.93 亿元相比，将增加 17.13 亿元左右。经计算，预计公司 2020Q4 归母净利润 4.66 亿元，同比增长 71.96%，环比增长 17.09%。我们上调原盈利预测，预计 2020-2022 年公司可实现 EPS 0.77/1.07/1.49（+0.02/+0.03/+0.01）元，归母净利润 12.30/17.21/23.95（+0.23/+0.61/+0.30）亿元，当前股价对应 PE 54.7/39.1/28.1

倍，维持“买入”评级。

封装景气度维持高位，先进封装为未来趋势

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。并且在摩尔定律发展受阻的背景下，先进封装必定是未来的发展趋势。

公司先进封装技术布局+上下游资源整合，利润弹性较大

长电科技是全球领先的封测厂商，聚焦关键应用领域，在 5G 通信类、高性能计算、消费类、汽车和工业等重要领域，业务覆盖高/中/低端全品类，已成为中国第一大和全球第三大封测企业。公司封测产能多地布局，互为补充，各具技术特色和竞争优势；公司在主要封装领域内掌握多项核心技术，在先进封装技术覆盖度上与全球第一的日月光集团旗鼓相当，具备行业领先的 SiP、WL-CSP、FC、eWLB、PiP、PoP 及 2.5/3D 等高端封装技术，并定增 50 亿元加码 SiP、QFN、BGA 等高端封装产能。公司与中芯国际战略互通，可实现代工+封测一体化协同发展。封测行业规模效应明显，在封测景气度高涨背景下，公司作为封测龙头将具备较高利润弹性。

风险提示：星科金朋业务整合不及预期、行业景气度不及预期、公司技术进展不及预期。

【电子：三环集团(300408.SZ)】电子陶瓷专家，受益 MLCC 扩张和新品放量——公司首次覆盖报告-20210123

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

电子陶瓷专家，受益 MLCC 扩张和新品放量，给予“买入”评级。

三环集团是国内优秀的电子陶瓷类平台型企业，材料、设备、制造，垂直一体化的业务布局塑造了公司宽广的护城河。在电子元器件国产替代加速背景下，产能规模的快速扩张带动了 MLCC 业务的加速成长，也是公司未来三年成长的主要来源。5G 到来，公司光纤陶瓷插芯和 PKG 业务都受益匪浅。围绕陶瓷材料持续拓展品类，劈刀、浆料等新品的多点开花，进一步打开了公司成长天花板。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 14.6、20.3、27.8 亿元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 51.0、36.6 和 26.7 倍，给予“买入”评级。

发力 MLCC，抢占进口替代市场。

供应链自主可控诉求强烈，MLCC 进口替代迎来历史机遇。经过 20 年的 MLCC 研发，公司在材料配方、导电浆料、产品设计、工艺装置及设备技术等方面积累了大量的生产技术经验。公司积极响应下游终端厂商对 MLCC 国产化的诉求，全面发力 MLCC 业务，通过定增募投项目，2020-2022 年 MLCC 产能扩张 12 倍。

传统插芯、PKG、基片等优势产品受益 5G 和国产化趋势。

陶瓷插芯，IDC 和 5G 基站建设支撑行业需求成长，公司在陶瓷插芯市场处于绝对领先地位，未来也将继续享受行业成长带来的业绩提升；PKG，切入 SAW 滤波器市场，市场规模翻倍增长，竞争对手上海京瓷的退出为公司提升市场份额提供了有利环境；陶瓷基片，全球龙头受益电阻国产替代加速、国内厂商积极扩产。

围绕陶瓷材料持续拓展品类，劈刀、浆料等新品多点开花。

陶瓷劈刀，打通产品生产工序全流程，公司产品性能达到行业平均水平，同时通过定增扩大陶瓷劈刀产能规模，抢占市场先机；浆料，厚膜电阻的重要原材料，电阻厂商积极扩产为公司浆料业务扩张提供难得机遇，浆料放量可期；燃料电池隔膜板，短期看，通过设计泰国子公司规避了贸易摩擦影响，中长期看，作为全球领先的燃料电池隔膜板供应商将受益 SOFCs 产业化加速。

风险提示：5G 推进不及预期；MLCC 价格下跌风险；公司产能释放受限等。

【电子：中颖电子(300327.SZ)】迎国产 OLED 产能落地，享电池 IC 国产化机遇——公司首次覆盖报告-

20210122

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002 | 曹旭辰（联系人）证书编号：S0790120080019

立足家电 MCU 市场，向变频空调持续跃迁

中颖电子是专注于 MCU 芯片的芯片设计厂商，广泛布局于家电 MCU、锂电池管理芯片和 OLED 显示驱动芯片。在国内小家电 MCU 赛道中，中颖电子已实现了 20%以上的市占率；在大家电 MCU 赛道中，历经 10 年的技术积累，中颖电子由非变频大家电持续向变频空调跃迁。根据 2020 年业绩预告，2020 年归母净利润为 20826~21394 万元，同比增长 10.0%~13.0%；2020 年扣非归母净利润为 19051~19619 万元，同比增长 5.9%~9.0%。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 2.11/2.60/3.08 亿元，对应 EPS 为 0.75/0.93/1.10 元，当前股价对应 PE 为 48.1/39.1/33.0 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

深耕锂电池管理芯片赛道，由后装市场向品牌客户发展

2010 年中颖电子便推出了首款锂电池管理芯片，依托十余年的技术积累和客户拓展，其产品已成功应用于笔记本电脑、电动自行车和电动工具的主流市场，以及手机的维修市场。随着技术的愈发成熟以及客户验证的持续推进，在笔电市场，2021 年中颖电子的锂电池管理芯片预计将由维修市场成功延伸至品牌客户。受益于基建设施储能需求的增长以及电动汽车渗透的加速，预计中颖电子将深度受益于锂电池管理芯片的国产化替代。

二十五载耕耘显示驱动，迎国产 OLED 产能落地

由于 OLED 显示驱动的发展依赖于面板厂商的认证与指导，OLED 显示驱动市场的话语权被 OLED 面板巨头三星所把持。受制于我国 OLED 面板厂商话语权弱于韩国巨头，叠加韩国厂商先发优势所形成的专利壁垒，2019 年中颖电子长期耕耘的 OLED 显示驱动产品才开始逐步放量。随着以京东方为首的国产 OLED 厂商纷纷扩充 OLED 产能，预计中颖电子的 AMOLED 显示驱动芯片也将迎来重大国产化替代机遇。

风险提示：大家电芯片国产化替代速度不及预期；锂电池管理芯片导入品牌受阻；OLED 显示驱动芯片放量速度存在不确定性。

【农林牧渔：生物股份(600201.SH)】行业向好，核心产品市占率有望持续提升——公司信息更新报告-20210122

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 陈昕晖（联系人）证书编号：S0790120090006

行业向好，核心产品市占率有望持续提升，维持“买入”评级

生物股份发布 2020 年业绩预告：2020 年预计实现归母净利润 4.00-4.35 亿元，同比增长 80.96%-96.80%；预计实现扣非后归母净利润 3.85-4.20 亿元，同比增长 78.97%-95.24%，有望达成 2020 年股权激励计划第一期业绩考核目标。公司业绩恢复低于此前预期，我们下调盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润为 4.08（4.56）/5.70（7.58）/9.90（10.16）亿元，EPS 为 0.36/0.51/0.88 元，当前股价对应 PE 为 54.7/39.1/22.6 倍，考虑到公司在行业内竞争力较强，长期空间广阔，维持“买入”评级。

行业向好，品质优势下大单品份额有望持续提升

根据国家统计局数据，2020 年末全国生猪存栏 4.07 亿头，同比增长 31%，能繁母猪存栏 4161 万头，同比增长 35%，同时养殖规模化快速提升带动口蹄疫市场苗扩容。受益于规模场补栏高歌猛进，我们预计未来 2 年动保行业景气持续向好。根据中国兽药信息网数据，2020 年国内口蹄疫全病毒灭活疫苗/重组禽流感病毒（H5+H7）灭活疫苗批签发共 492/1785 批次，同比增长 18.55%/1.42%，其中公司批签发数量分别为 188/212 批次，同比增长 66.37%/65.63%，批签发数量占比为 38.21%/11.88%，同比提升 10.98/4.61pct，我们认为受益于品质优势，公司核心单品份额未来有望持续提升。

受益于“一针多防”免疫策略，非强免疫苗放量持续性较强

非强免疫苗方面，公司 2020 年猪圆环病毒 2 型灭活疫苗、伪狂犬活疫苗、猪瘟活疫苗批签发分别同比增长 133.33%/56.67%/39.13%，受益于“一针多防”免疫方案，未来非强免猪苗增长可期。新品方面，2020 年公司取得山羊传染性胸膜肺炎灭活疫苗（山羊支原体山羊肺炎亚种 C87001 株）兽药产品批准文号、副猪嗜血杆菌病三价灭活疫苗（4 型 SH 株+5 型 GD 株+12 型 JS 株）新兽药注册证书，2021 年有望上市销售贡献业绩增量。

风险提示：生猪存栏恢复不及预期、养殖场免疫密度降低、行业竞争格局恶化。

【计算机：拓尔思(300229.SZ)】语义智能领军，业绩快速增长可期——公司首次覆盖报告-20210122

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

语义智能领军，业务多点开花，首次覆盖给予“买入”评级

公司长期深耕于自然语言处理领域，技术实力雄厚，成功将其应用于融媒体、舆情分析、内容审核、智慧公检法、智能风控等多个领域。近年来公司在网络舆情、数字政府、媒体融合、金融大数据等多个领域取得出色成绩，有望保持快速增长。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 2.99、2.88、3.46 亿元，EPS 为 0.42、0.40、0.48 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 22.3、23.1、19.3 倍，公司 PE 和 PS 均低于可比公司平均水平，首次覆盖给予“买入”评级。

业绩表现亮眼，数字政府、媒体融合、舆情分析等业务快速增长

根据公司 2020 年度业绩预告，公司预计实现归母净利润 2.99 亿-3.30 亿元，同比增长 90%-110%。扣除房地产业务和非经常性损益后的净利润为 1.87 亿-2.38 亿元，同步增长 17%-50%。业绩高速增长主要得益于公司在数字政府、媒体融合、网络空间舆情分析、金融大数据等重点领域，继续取得了较高的营收增长；在网络安全、公安防务等泛安全领域也保持了业绩稳定；同时，公司对受经济不确定因素影响较大的互联网营销业务相应采取了适当收缩的策略。

下游行业高景气，各项业务有望保持快速发展

下游行业高景气，公司政府网站集约化、融媒体建设、网络空间舆情分析业务加速发展。政府集约化建设领域，公司陆续为湖北、吉林、贵州等 11 家试点单位中的 7 家提供了政府集约化智能门户平台产品和统一信息资源库平台产品及相关技术服务，公司还承建了天津、武汉、陕西等一批重要省市以及行业垂直集约化项目，占据市场领导地位。融媒体领域，各地市、县级用户及行业用户融媒体建设需求加速释放，公司有望充分受益。网络空间舆情分析领域，公司承建了国内最大的网络舆情态势感知平台，标杆效应显著。

风险提示：政策支持力度不及预期；公司业务拓展不及预期。

【非银：中国平安(601318.SH)】静待寿险改革效果显现，关注金融科技生态赋能——中国平安首次覆盖报告-20210122

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

寿险改革效果可期，集团估值仍有空间

平安寿险改革预计已于 2020 年底完成试点，2021 年将全面推广，本次聚焦“渠道+产品”升级，通过数据化经营实现效率提升，改革效果有望于 2021 年逐渐显现。短期看，公司积极备战开门红，预计保费达成情况超预期；财险方面，车险拥有科技护城河、非车险业务高速增长，行业地位稳固。我们预计 2020-2022 年寿险 NBV 同比分别为-34.35%、+20.83%、+18.55%；集团内含价值同比分别为+12.46%、+13.31%、+13.95%；当前股价对应 P/EV 分别为 1.1、1.0、0.9；归母净利润分别为 1018.89 亿元、1278.15 亿元、1504.42 亿元。寿险改革效果有望显现，集团金融+科技+五大生态圈具备较高估值空间，首次覆盖给予“买入”评级。

目标打造全球领先的人寿保险公司

已是行业龙头企业，仍锐意进取进行改革，为打造全球领先的人寿保险公司奠定基础。平安寿险目前有效业务价值行业第一，内含价值位列第二，新业务价值率领先同业，代理人产能领先同业，各渠道业务发展均衡，电网销业务自披露以来年化复合增长率达+26.13%。面对行业高质量发展的新趋势，自 2018 年下半年中国平安开启寿险改革之路，聚焦“渠道+产品”，打造三高团队、构建“寿险+”产品体系，通过数据化经营赋能，打造“数字寿险”。改革预计于 2020 年底完成试点，2021 年全面推广，寿险改革效果可期。

业务多元，以客户为中心打造大金融生态体系

中国平安业务多元，通过设立子公司、收购外部企业等形式开展寿险、财险、银行、资管及科技业务，打造金融服务、医疗健康、汽车服务、房产服务、智慧城市五大生态圈，各项业务均有所成绩，平安银行、陆金所控股、平安好医生、金融壹帐通均已上市。集团以客户为中心，实现“一个客户、多种产品、一站式服务”的综合金融服务模式，截至 2020H1，中国平安集团客户数突破 2.09 亿人，互联网用户数为 5.60 亿，已有 1.85 亿转化为客户，占比 33.04%，仍有 3.75 亿互联网用户尚未转化，空间较大。

风险提示：寿险改革进展不及预期；生态圈建设进度不及预期；国债十年期收益率超预期下行。

【家用电器：思摩尔国际(06969.HK)】2020 年业绩预告超出市场预期，国内市场快速打开——港股公司信息更新报告-20210121

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

2020 年经调整纯利同比增长 70%-75%，再超市场预期，维持“买入”评级

2020 年公司净利润预计同比增长 10%-15%。2020 年，公司经调整纯利预计达到 38.5 亿元-39.6 亿元，同比增长 70%-75%。其中，2020Q4，公司经调整纯利预计达到 13.9 亿元-15.0 亿元，同比增长 156.7%-177.6%，环比 2020Q3 增长 19.7%-29.4%。2020Q4 国内雾化小烟市场快速打开。上调盈利预测，预计公司 2020-2022 年经调整后归母净利润为 39.08/58.62/85.00 亿元（原预测 2020-2022 年经调整后归母净利润为 37.59/53.36/74.53 亿元），对应 EPS 为 0.69/1.04/1.51 元，当前股价对应 PE 为 94.8/62.9/43.3 倍，看好公司长期发展空间，维持“买入”评级。

2020Q4 业绩增速大幅提升主要源于：低基数效应和国内市场显著超预期

2019Q4 海外市场受不明肺炎、口味烟禁烟预期升温等因素影响，国内市场受线上电子烟禁售影响，公司业绩基数较低。而 2020Q4，一方面海外核心客户英美烟草在美国市场市占率仍呈现较快增长的趋势，另一方面更主要在于国内电子烟市场发展显著超出市场预期。根据雾芯科技（旗下品牌悦刻）招股说明书，2020Q3 雾芯科技收入 11.2 亿元，同比增长 101.4%。而 2020Q4，悦刻、YOOZ 等国内品牌进一步加快开店步伐，增速预计环比继续提升，进而带动公司收入快速增长。

未来展望：2021 年国内市场有望继续快速发展，海外 PMTA 审核或将提速

（1）国内市场：我们认为国内品牌 2020H2 的大量新开门店仍处于爬坡期中，以及根据悦刻、YOOZ 持续快速开店的节奏，2021 年国内雾化烟品牌新开店速度和同店收入增速均有望继续提升。而思摩尔深度绑定悦刻、YOOZ 等国内主流小烟品牌，有望充分享受行业快速发展的红利。此外，根据 CIC，2019 年国内烟民中电子烟民渗透率仅为 1.2%相较美国 32.4%的渗透率，仍有大幅提升空间。

（2）海外市场：2021 年 1 月，FDA 下发第一批监管警示函并推出 PMTA 审核细则，PMTA 审核流程或将逐步加速。PMTA 加速落地有望加速一次性小烟和中小品牌出清，有助于思摩尔客户英美烟草、NJOY 等龙头品牌市占率进一步提升。

风险提示：新型烟草监管政策变化、下游大客户市场开拓受阻等

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