业绩硬核前瞻系列二：大消费

报告日期：2021-01-14

分析师：郑小霞
执业证书号：S0010520080007
电话：13391921291
邮箱：zhengxx@hazq.com
分析师：刘超
执业证书号：S0010520090001
电话：13269985073
邮箱：liuchao@hazq.com
联系人：方晨
执业证书号：S0010120040043
电话：18258275543
邮箱：fangchen@hazq.com
【华安研究】策略&行业

主要观点：

● 业绩预告密集发布期，广受市场关注

1 月下旬即将迎来业绩预告密集发布期，有哪些行业和公司业绩持续硬核，高景气延续？华安研究通过对周期制造、大消费、成长科技三大板块进行系列深度挖掘！本篇报告为系列第 2 篇，主要梳理了大消费板块的业绩硬核行业和相关标的。

● 大消费板块业绩硬核相关行业和标的

食品饮料：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份。

汽车：长城汽车。

家电：小熊电器、老板电器、浙江美大。

医药：长春高新、药明康德、迈瑞医疗。

社服：宝龙商业(港股)。

传媒：分众传媒、芒果超媒、完美世界。

轻工：晨光文具、顾家家居、志邦家居。

● 风险提示

各行业及相关标的风险见正文中对应提示，业绩不及预期等。

正文目录

1 食品饮料：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份 5
1.1 贵州茅台：确定性最强的高端酒 5
1.2 五粮液：茅台之下五粮液独一无二 6
1.3 泸州老窖：茅台红利给国窖提供显著空间 6
1.4 洋河股份：经营上行，管理营销再次拉开代差 7
2 汽车：长城汽车 8
2.1 长城汽车：全方面变革，自动驾驶布局领先行业 8
3 家电：小熊电器、老板电器、浙江美大 9
3.1 小熊电器：从长尾细分到全品类 9
3.2 老板电器：新增长动能挖掘者 10
3.3 浙江美大：高成长新赛道龙头 11
4 医药：长春高新、药明康德、迈瑞医疗 11
4.1 长春高新：生长激素龙头企业 12
4.2 药明康德：医药 CXO 龙头 13
4.3 迈瑞医疗：国内医疗器械龙头 14
5 社服：关注优质赛道，拥抱板块成长 15
5.1 物业管理：乘风前行赋能，挖掘潜力而上 15
5.2 医美行业：突围单店瓶颈，区域龙头乘势扩张 17

6 传媒：分众传媒、芒果超媒、完美世界 18

6.1 分众传媒：梯媒占据线下流量稀缺入口，顺周期+经营杠杆撬动业绩 18

6.2 芒果超媒：内容优势仍在，电商有望打开第二收入曲线 19

6.3 完美世界：A 股游戏龙头，增长确定性有望带动估值上行 20

7 轻工：晨光文具、顾家家居、志邦家居 21

7.1 晨光文具：必选消费属性，行业规模稳定增长 21

7.2 顾家家居：竣工回暖，行业整合空间大，团队战略清晰 22

7.3 志邦家居：行业整合加速，逆势扩张 22

图表 1 大消费板块行业和标的业绩硬核梳理

行业	行业业绩情况简要	推荐标的	归母净利润增速			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
食饮	茅台红利大概率延续，高端酒景气度或超预期，带动次高端快速发展。	贵州茅台	10.6%	11.1%	24.9%	59.6	53.6	42.9
		五粮液	14.3%	15.7%	15.5%	56.9	49.2	42.6
		泸州老窖	26.3%	9.2%	13.0%	65.5	60.0	53.1
		洋河股份	1.5%	8.7%	13.6%	47.5	43.7	38.4
汽车	2020 年行业景气度前低后高，四季度国内汽车销量同比大增，有望促进行业盈利水平提升。预计 2021 年行业景气度持续向好，盈利有望持续向上。	长城汽车	24.0%	41.0%	29.0%	62.0	44.0	34.0
家电	热度延续，竣工回暖。	小熊电器	4.8%	5.9%	7.9%	38.3	31.6	23.4
		老板电器	18.0%	20.5%	23.5%	24.3	21.4	18.7
		浙江美大	5.4%	6.7%	8.6%	20.4	16.5	12.7
医药	创新仍然是医药行业的长期驱动力。如长春高新在 2019 年 17.75 亿归母净利润的基础上依然能保持 70-80%的增速。2021 年 CXO 板块预计延续高景气。受疫情驱动的医疗器械板块可关注行业龙头。	长春高新	75.0%	28.8%	25.0%	65.7	51.1	40.8
		药明康德	59.1%	35.9%	30.1%	123.2	90.6	69.7
		迈瑞医疗	46.2%	15.9%	20.7%	81.7	70.5	58.4
传媒	各子行业受疫情影响产生分化，游戏、在线视频等线上消费增幅明显，线下梯媒受宏观经济回暖获得超额弹性。	分众传媒	40.6%	57.7%	71.4%	40.7	28.7	23.2
		芒果超媒	67.1%	19.0%	27.6%	64.8	54.4	42.7
		完美世界	60.6%	20.5%	17.3%	22.3	18.5	15.8
社服	物业管理：增量提速释放，存量资源丰厚；基础服务稳固筑底，增值服务锦上添花；资源向头部倾斜，集中度进一步提升。							
	医美行业：需求横纵拓展、价格锚定价值；轻医美赛道兴起、资本助力扩张；人才+管理驱动，软实力竞争日益凸显。							
轻工	文化办公用品行业整体受疫情影响较小，龙头主动出击，2020 年行业集中度加速提升，全年增长较往年有望提速。2020 年家居出口超预期，龙头内销逆势扩张。	晨光文具	14.3%	28.2%	24.3%	72.3	58.0	46.8
		顾家家居	17.1%	26.7%	25.2%	34.4	28.5	23.9
		志邦家居	10.8%	17.9%	29.2%	19.6	15.8	13.2

资料来源：wind，华安证券研究所

1 食品饮料：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份

支撑逻辑 1：茅台红利大概率仍将延续。复盘近 4 年白酒行业发展规律，结合渠道草根调研，我们认为**茅台开瓶率在持续下降**（开瓶率或下降近一半），**或是驱动近年茅台之下高端白酒行业量、价快速增长最重要的因素。**一方面，茅台开瓶下降将大量高端酒实际需求增量让渡给下方其他品牌产品，除五粮液、国窖充分受益外，大量地方酒企争先布局千元新高端价位产品，包括酒鬼内参、洋河 M9 手工版、国缘 V 系、老白干 1915、青花汾酒 30 复兴版等产品均快速发展；另一方面，近 4 年茅台流通渠道实际供应链亦持续减少，与需求形成剪刀差，助推茅台酒一批价由 2H16 低点约 800 元持续涨至目前约 3000 元，打开白酒行业价格天花板，为下方千元产品提供显著价格空间。展望可见的未来，茅台量价红利大概率仍将延续，白酒行业自上而下景气度仍有望维持在较高水平，高端酒茅台、五粮液、泸州老窖仍然是确定性最高的首选品种。

支撑逻辑 2：次高端延续快速发展。近年受益于高端酒主流产品价格上行，300~800 元次高端白酒价格带空间显著打开，叠加经济增长、人均可支配收入持续增长，消费升级趋势明显，带动下方 100~200 消费量向上升级，可见次高端价格带扩容速度显著。目前次高端行业规模约 700 亿，预计至 2025 年复合增速 15%~20%，扩容至 1500 亿以上，地方酒龙头企业核心产品有望充分受益，例如洋河 M6+、M3 水晶版、国缘四开、古井古 20、青花汾酒 20 等；此外，酱酒热主力产品集中在次高端价格带，受益于品类热潮及价格带扩容，习酒窖藏、郎酒青花郎、国台等品牌有望保持高速增长。

业绩可能超预期或持续硬核的标的：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份。

风险提示：茅台开瓶需求回归风险；茅台价格下行风险；核心公司管理层变更风险；行业政策性风险等。

1.1 贵州茅台：确定性最强的高端酒

2020~2025 年，基酒可支持茅台酒销量年复合增约 4~6.3%，市场扩容和份额增长可保障以产定销。通过涨出厂价、调产品和渠道结构，茅台酒均价未来有望年增 5~10%，假设未来 3 年茅台酒涨一次出厂价，幅度约 20%，同时销量维持中高个位数增长，预计未来 3 年 EPS 增幅可达 53%。当前静态 PE 已处于过去十年的高位，也高于国际烈酒巨头帝亚吉欧，但茅台酒地位独一无二，品牌力超强，抗经济波动

等风险能力强，商业价值将随中国经济持续增长，值得溢价。通过茅台酒量、价的持续增长，公司营收、利润均有能力维持双位数增速，确定性仍是同类公司中最强，维持“买入”评级。

投资建议：预计 2020~2022 年归母净利同增 10.6%、11.1%、24.9%，EPS 为 36.27、40.29、50.33 元，维持“买入”评级。

风险提示：白酒行业景气度下行风险；管理层更换易导致业务波动风险；政策风险等。

1.2 五粮液：茅台之下五粮液独一无二

支撑逻辑 1：2017 年以来，茅台量价红利是五粮液快速发展的核心要素，二次创业管理改革锦上添花。展望未来，茅台红利将延续，五粮液主品牌量价齐升仍是核心增长逻辑。产品上，五粮液矩阵向上，品牌结构双升，五粮液借 501 五粮液对标茅台年份酒、借经典五粮液对标飞天茅台，八代普五卡位千元价格带，收割飞天茅台以下的高端白酒市场。渠道上，数字化扁平化，瞄准核心消费者进行圈层营销、团购培育，同时优化流通渠道供求关系，有望形成业务端正向循环，普五批价上行或是长期趋势；系列酒仍持续瘦身，中短期内业绩或仍阵痛，长期打两头带中间，品牌与品质背书仍有较大成长空间。

支撑逻辑 2：茅台之下五粮液独一无二，中长期生意确定性凸显。

投资建议：预计公司 2020~2022 年收入分别为 572、649、739 亿元，同比分别+14.1%、+13.5%、+13.8%，归母净利润分别为 199、230、266 亿元，同比分别+14.3%、+15.7%、+15.5%，维持“买入”评级。

风险提示：茅台酒开瓶需求回归；普五批价、渠道利润、终端利润不及预期；经典五粮液推广不及预期；渠道改革落地进程不及预期等。

1.3 泸州老窖：茅台红利给国窖提供显著空间

国窖作为高端白酒第三品牌，是受益于茅台红利的核心品种之一。此外，国窖公司渠道操盘能力较五粮液有明显优势，叠加深度控盘分利、渠道各层级绑定的成熟打法，有望呈现量价齐升之势，预计未来三年保持双位数复合增长。我们对老特曲在次高端入门价格带复兴持乐观态度，若流行性顺利恢复有望带动渠道补库。国窖呈现全国化品牌、区域化强势特点，薄弱市场提升空间仍大。

投资建议：预计公司 2020~2022 年收入分别为 167、189、211 亿元，同比分

别+6%、+13%、+12%，归母净利润分别为 53.7、61.2、68.4 亿元，同比分别+16%、+14%、+12%，维持“买入”评级。

风险提示：国窖批价、渠道利润、终端利润不及预期；十代特曲复苏不及预期；河南会战进度不及预期；管理层变动风险等。

1.4 洋河股份：经营上行，管理营销再次拉开代差

支撑逻辑 1：多方面变革显成效。公司自 2019 年下半年人事变革以来，推进一系列包括产品、营销、渠道、组织、激励等多方面变革，其中 M6+定位 700~800 元次高端挑战价位，承载全新控盘分利的数字化营销模式进行产品换代，经过一年的运作，M6+已形成对老 M6 的完全替换、产品流行性持续上行，M6+换代可以宣告成功。2020 年 11 月，M3 水晶版再次换代，同样承载数字化营销新模式，定位 500 元次高端核心升级价位，具备成功的基础条件。

支撑逻辑 2：数字化技术助力公司供需匹配。公司通过数字化，掌握消费者实际开瓶消费情况，及渠道各环节库存情况，有助于通过技术手段减少乱价、窜货等影响产品生命周期的负面行为，并能够根据市场实际需求情况灵活匹配发货量及渠道政策，我们认为洋河的管理营销再次与同业拉开代差，有望大幅延长以 M6+、M3 水晶版为代表的产品生命周期，业绩可见性也有望显著打开。

投资建议：预计公司 2020~2022 年收入 218、247、274 亿元，同比分别-6%、+13%、+11%，归母净利润分别为 74.9、81.5、92.5 亿元，同比分别+2%、+9%、+14%，维持“买入”评级。

风险提示：渠道营销调整进度不及预期；海之蓝、天之蓝恢复进度不及预期；梦之蓝 M6+、水晶版推广进度不及预期等。

2 汽车：长城汽车

汽车行业景气度持续回升，全年销量呈现前低后高走势，**预计 2021 年乘用车市场能够保持 10%左右的销量增长。**与此同时，2021 年进入自动驾驶爆发元年，产业链将迎来投资机会。我们建议关注处于新车向上周期，同时在自动驾驶领域有前瞻布局的标的：**长城汽车。**

2.1 长城汽车：全方面变革，自动驾驶布局领先行业

支撑逻辑 1：产品周期推进，全方面变革带动经营向上。2020 年公司上市哈弗大狗、第三代哈弗 H6、坦克 300、欧拉好猫等车型，在巩固强势车型 H6 竞争力的同时，积极开拓细分市场，新车型在产品力、市场定位等方面优势明显，有望加强新车周期销量表现。2021-2022 年基于三大车型的产品换代相继完成，预计 2021 年公司将有超过 10 款的新车型上市（全新与换代），从而进一步提升此轮产品周期的销量。与此同时，公司在组织、管理、营销、渠道等方面全面革新，带动经营全面向上。我们预计 2020-2022 年公司销量增速分别为 5%/40%/20%。

支撑逻辑 2：自动驾驶布局领先行业，2021 年实现高度自动驾驶车型量产。长城的自动驾驶与智能网联技术的开发进度超乎市场想象，技术的储备大超预期，也有希望是国内最快实现量产的。最先搭载咖啡智驾系统的长城第二代 VV7 有望与 2021 年一季度实现上市，与此同时，长城将是国内最早搭载固态激光雷达、全冗余、可脱手脱眼的 L3 自动驾驶系统，具备 L4 的体验，明年 9 月小批量生产。

支撑逻辑 3：电动化补齐短板，核心供应链布局完善。当前基于 ME 平台的小型纯电车型主打女性市场，当前欧拉黑猫已经实现月销破万，欧拉好猫订单旺盛，充分受益女性经济。2021 年公司将推出紧凑级纯电车型进一步完善车型布局。公司筹划 SL 高端纯电平台，将对标特斯拉与新势力，实现新能源车型的品牌向上。与此同时公司在电池、电驱等核心部件领域具备完善储备。

投资建议：预计公司 2020-2022 年归母净利润分别约 56/79/102 亿元，同比增速分别为 24%/41%/29%，维持“买入”评级。

风险提示：新车投放进度不及预期；新能源业务开拓不及预期等风险。

3 家电：小熊电器、老板电器、浙江美大

支撑逻辑 1：小家电行业增长为长期行业变化，而非仅短期疫情利好。直播等内容平台的崛起、疫情的催化等因素促使消费领域诸多细分领域向新消费转型，家电行业中小家电销售在 2020 年上半年快速增长，多个品类增速高达 50%以上。**而这种变化并非仅短期利好，消费者需求心理在长期发生了本质的变化，多个消费领域在新消费时代都面临“回炉重造”的可能性，这将为小家电等行业带来长期的增长利好。**从 2020 年三、四季度的销售数据也可以看出，在疫情逐步好转、多数消费者已恢复正常生活的情况下，多个小家电品类依然取得高速增长。因此我们认为，**小家电行业多个公司四季度业绩有望超预期，并长期看好小家电行业整体增长。**

支撑逻辑 2：上半年地产竣工受到疫情负面影响需求后移，四季度竣工持续修复，地产后周期基本面改善。在竣工正增长、地产回暖的逻辑下，厨电及大家电的零售渠道充分受益，四季度竣工改善、需求后移、常规旺季等多个利好叠加，业绩有望超预期。

支撑逻辑 3：集成灶板块集中上市，渗透率加速提升。地产改善叠加渗透率加速提升为集成灶板块带来较高行业增速。集成灶板块进入全面消费者教育阶段，多个龙头上市为行业注入更多活力，激发各公司潜力，地产回暖、渗透率提升叠加四季度旺季，集成灶板块龙头业绩有望超预期。

业绩可能超预期的标的：小熊电器、老板电器、浙江美大。

风险提示：原材料价格上涨风险；疫情反复风险；地产竣工回暖不及预期风险等。

3.1 小熊电器：从长尾细分到全品类

支撑逻辑 1：长期看好小熊所在的赛道以及其自身各方面能力在该环境下为其带来的增长潜力。新消费时代 80、90 后、Z 时代消费者崛起，要求传统消费品产品回炉重造，小熊以其潮萌的外观设计吸引了大批年轻用户，并将跟随这批消费者共同成长，潜力巨大。此外，小熊电器成立初从酸奶机等小众细分品类切入，到上市时定位长尾细分品类，2020 年以来，电饭煲等大单品在小熊的销量占比快速提升，**如今小熊已定位为全品类小家电品牌，天花板不断攀升，且均价持续上涨。**

支撑逻辑 2：长期竞争力凸显并持续提升。作为销量热度持续高涨的细分领域龙头，小熊电器在电商渠道具备先发优势，营销模式、产品研发设计、组织架构等非常适应新消费时代的需求，同时公司后端研发能力、供应链管理能力等方面也在不断巩固增强，长期竞争力持续提升。

支撑逻辑 3：四季度为小家电销售旺季，小熊终端销售数据表现优异。根据淘数据，小熊 20Q4 厨房电器、生活电器销售额分别同增 46%、13%，合计销售额同增 40%，同时在双 11 促销节的大背景下，**线上均价逆势提升明显**，厨房电器、生活电器 20Q4 均价分别提升 14%、33%，**有望实现营收、业绩高增。**

投资建议：我们预计公司 2020-2022 年分别实现营业收入 38.21、49.28、64.85 亿元，对应增速分别 42.2%、29.0%、31.6%，预计公司归母净利润分别 4.82、5.85、7.89 亿元，对应增速分别 79.6%、21.4%、34.9%，对应 EPS 分别为 3.09、3.75、5.06 元/股，当前股价对应 2020-2022 年分别 38.3x、31.6x、23.4x 的 PE，维持“增持”评级。

风险提示：原材料价格波动；公司毛利率在短期内出现较大波动；新品研发不及预期；小家电行业竞争加剧风险等。

3.2 老板电器：新增长动能挖掘者

支撑逻辑 1：随着地产增速趋缓，厨电行业高速增长的阶段已经过去，但我们认为**老板电器在新阶段下仍然有广阔的市场空间**。除了市场普遍认可的确定性较强的精装修渠道外，**台式品类扩张将大幅降低老板电器的地产相关性**、在**存量房更新需求发力**等都将为老板电器带来中短期乃至长期更大的发展空间。

支撑逻辑 2：从公司层面看，我们复盘老板电器的发展路径，认为公司在不同的阶段都能够非常地具有先见之明，把握市场变化，在电商发展加速时率先大力发展电商渠道，在精装修爆发前就逐步布局工程渠道。老板电器**能够把握住每一次渠道机会说明公司的内驱力、组织系统具备前瞻性挖掘新增长动能的引擎**，即使行业发展进入瓶颈期，公司自身的引擎也将为其挖掘新天地，例如前文提到的台式品类和存量房市场。

支撑逻辑 3：四季度地产竣工回暖，在竣工正增长、地产回暖的逻辑下，地产后周期产业链将持续受益。从奥维终端销售数据看，**老板拳头产品油烟机、厨电套装 20Q4 持续改善，数据亮丽，厨电套装线上线下 20Q4 销额分别同比+47%、-9%，油烟机线上线下 20Q4 销额分别同增 41%、4%。**

投资建议：我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 85.40、97.24、110.42 亿元，同比分别+10.0%、+13.9%、+13.5%，归母净利润分别为 18.0、20.5、23.5 亿元，同比分别+13.5%、+13.7%、+14.4%，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别 24.3x、21.4x、18.7x，维持“增持”评级。

风险提示：地产回暖不及预期；新品类扩张不及预期等。

3.3 浙江美大：高成长新赛道龙头

支撑逻辑 1：作为传统龙头稳固的新兴耐用品品类，集成灶的消费者教育困难在过去几年制约了集成灶品类的快速发展。**随着抖音快手等内容平台崛起，集成灶品类渗透率提升在 2020 年进入弯道加速。**

支撑逻辑 2：在地产竣工增长、农村厨电保有量提升、集成灶渗透率提升等因素叠加下，集成灶行业销量在未来三年有望维持 30%左右的增速，长期看好集成灶行业发展。而浙江美大作为集成灶的发明者，长期维持龙头地位，无论是收入规模、盈利能力还是营运能力，都长期保持出色表现。

支撑逻辑 3：四季度集成灶品类延续较高热度。根据奥维数据，美大集成灶 20Q4 线下销额同增 24%，销量同增 25%，销额提升主要由销量贡献。集成灶行业竞争有所加剧推动终端价格略有下降，而美大凭借其品牌竞争力，并推动蒸箱款、蒸烤一体款占比上升，产品结构提升，均价基本维持稳定。

投资建议：我们预计，公司 2020-2022 年的收入增速分别为 10.5%、33.4%、27.4%，归母净利润增速分别为 17.0%、24.1%、29.4%，每股 EPS 分别为 0.83、1.03、1.34 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别 20.4x、16.5x、12.7xPE，维持“买入”评级。

风险提示：集成灶渗透率提升不及预期风险；集成灶竞争加剧导致价格战风险；地产回暖不及预期风险等。

4 医药：长春高新、药明康德、迈瑞医疗

支撑逻辑 1：随着近几年新医药政策的不断落地，很早之前医药政策放开与收紧之间可能存在的“周期性”循环已经不复存在。整个医药政策发展的脉络已经非常清晰。

支撑逻辑 2：海外疫情数据不断增加，疫情预计依然会是今年关注的重点。在众多可能有机会的板块中，我们认为成熟的创新医药企业、CXO、IVD 板块是有较高确定性的板块。

（1）创新仍然是医药行业的长期驱动力，2021 年 CXO 板块预计延续高景气。部分较早布局创新的企业现在持续享受创新的红利，相关创新医药企业的成功以及医药政策对仿制药的打压、对创新医药的支持一方面促使传统企业向创新医药转型，

一方面助力创新医药初创公司获得资本市场青睐。由于研发失败的风险较高，已有成果的创新医药企业仍值得关注，例如长春高新在 2019 年 17.75 亿元归母净利润的基础上依然能保持 70%-80%的增速，达到 2020 年的 30.18 亿~31.95 亿元归母净利润水平。

在国内创新加速的驱动下，CXO 行业持续保持高景气度，海外产能转移持续，具有较高确定性。在 CDMO 领域随着全球创新药研发投入稳定增长，生产外包渗透率不断提高，凭借我国在成本端及技术端的优势，在此领域国内 CDMO 公司持续分享红利。今年受疫情影响，海外研发生产公司开工率较低，更多订单加速向我国转移。另一方面，我国 CDMO 公司受国内 MAH 等利好政策以及本土创新药研发热潮影响，行业规模进一步增长。当前大型 CDMO 公司产能使用情况或已接近极限，相关 CDMO 公司持续投入产能，利用自身生产资源承接委托生产等外包服务，完成资源整合，打造生产核心竞争力。今年上半年临床 CRO 受疫情影响较大，收入及利润端均出现严重下滑；第三季度，国内疫情受到控制，临床 CRO 行业迅速恢复，在手订单持续增加。需求端：受创新药开发热潮及仿药一致性评价等影响，我国临床试验数预计将持续增加，未来预计将超过美国成为世界第一。供给端我国临床 CRO 处于高速发展阶段，随着企业规模，技术，全球化布局方面持续积累，预计将推动临床 CRO 行业保持长期高景气度。

（2）受疫情驱动的医疗器械板块可关注行业龙头。随着天气转冷，国内有出现散发病例的压力，同时国外疫情形势未见好转，受此影响，我们认为，尽管存在边际收益递减的情况，基于新冠的 IVD 检测需求持续，新冠检测试剂、设备及服务提供商仍有望受益。随着国内的医疗卫生秩序逐步恢复，常规的免疫诊断及分子诊断等体外诊断业务也加速恢复，体外诊断巨头或将受益；同时面对国际局势的不确定性，在 IVD 领域的进口替代或将加速，具有自主仪器和试剂研发能力的企业或将受益；基于以上逻辑，我们仍延续疫情主线，看好 IVD 领域的研发龙头企业及检测服务提供商。

风险提示：政策风险；境内外疫情反复的风险；行业竞争加剧的风险等。

4.1 长春高新：生长激素龙头企业

支撑逻辑 1：国内市场广阔，可满足公司主打产品生长激素的长期高成长。公司生长激素拥有三种剂型：粉针、水针和长效水针。公司产品组合完善，以产品升级换代视角，水针可替代粉针；以剂型升级视角，长效产品销售占比提升。国内生长激素适应症人群广阔，适用于生长激素治疗的儿童患者人群超 300 万人，目前生长激素国内渗透率仍处于低位。且参考欧美市场，未来生长激素在成人相关适应症的拓展方面也值得期待，产品远未触及销售峰值。

支撑逻辑 2：百克生物疫苗业务表现亮眼，预计分拆上市，进一步理顺业务架构。公司在 2020 年启动实施了百克生物分拆至科创板上市相关工作，推动公司进一步理顺业务架构、拓宽融资渠道、完善激励机制、增强竞争能力。百克生物已完成科创板第二轮问询回复。百克生物两大疫苗产品具有竞争力：百克生物水痘疫苗批签发持续增长，带动业绩高增长，产品市占率超 30%。百克生物鼻喷流感疫苗为国内首个鼻喷流感，也是目前市场上的独家产品，全年批签发约 157 万瓶，单支产品定价约 300 元。后疫情时代，流感或有望回归，相关产品值得期待。此外，百克生物狂犬疫苗产品线今年有望恢复生产，其他合作疫苗进展顺利。

支撑逻辑 3：产品管线丰富。微球、单抗等产品线有望不断扩充，拓展了公司在医药领域的成长空间。目前促卵泡激素竞争格局良好，随着新适应症的获批，促卵泡激素放量也值得期待。

投资建议：预计公司 2020-2022 年归母净利润分别约 31 亿元/40 亿元/50 亿元，同比增速分别为 75.00%/28.77%/25.00%，对应 PE65.74X/51.05X/40.84X。给予“买入”评级。

风险提示：产品降价风险；新患入组进度不达预期风险等。

4.2 药明康德：医药 CXO 龙头

支撑逻辑 1：一体化新药研发生产服务平台。行业端：CXO 行业持续保持高景气度，海外产能转移持续，国内外创新大环境不断优化，行业具有高确定性。企业端：公司是全球领先的一体化新药研发生产服务平台，同时也是全球药物发现的龙头，受益于全球产能转移及高景气度影响明显。公司执行跟随分子发展战略，构建起药物发现，分析检测，临床 CRO，CDMO 一体化赋能平台，保证了公司服务能力的多样性及全面性，部门间的导流效应及全球长尾客户也增强了客户粘性及忠诚度。公司构建大健康的生态圈，让公司处于一个非常有利的地位。业绩方面作为国内唯一一家营收超过百亿的 CXO 公司，业绩保持了多年的高速增长，2017~2019 营业收入年复合增长率 28.8%。核心技术的积累，内部管理整合的优化及产能利用率的提高，让公司在体量持续增大情况下 Non-IFRS 毛利率近三年来始终保持在 40%以上。2017~2019 经调整 Non-IFRS 归母净利润年复合增长率 30.5%。

支撑逻辑 2：前瞻性布局，更好赋能全球创新。凭借自身处于全球药品研发生产的赋能端位置及对客户需求的高度敏感性，公司能够预判新兴研发趋势，并更好的赋能全球医药创新。包括 DEL、PROTAC、多肽，寡核苷酸、ADC、细胞治疗、基因治疗、溶瘤病毒等等。对于新分子类别的前瞻性布局，以及解决新分子类别研发生产中技术难题，使药明康德不断发现拓展新市场，提供新的服务能力，保证了企业的持续高速发展。

支撑逻辑 3：全球范围内推进能力和规模建设，助力公司加速成长。截至 2020 年 9 月 30 号，公司拥有员工 25,743 名，是全球规模最大的医药研发团队。其中包括 1756 名海外员工，研发人员 21,407 名，CDMO 员工 7447 名。公司通过结果导向和考核机制，通过股权激励，将员工，管理层和公司的利益紧密的结合在一起，保持了核心员工的高度稳定，2019 年公司核心员工的保留率达到 94%。2020 年前三季度公司的资本性开支 19.2 亿元，公司在全球范围内推进能力和规模建设，保证了企业的持续增长。

投资建议：预计公司 2020-2022 年分别实现净利润 29.51/40.11/52.18 亿元，同比增速分别为 59.1%/35.9%/30.1%，对应 PE 为 123.17X/90.62X/69.66X，给予“增持”评级。

风险提示：相关新技术业务下滑或增长不顺的风险；汇兑风险；业绩不达预期风险等。

4.3 迈瑞医疗：国内医疗器械龙头

支撑逻辑 1：国内市场广阔政策利好，公司牢牢把握核心竞争优势。中国医疗器械市场达 6000 亿，年增速维持在 20%左右，远超全球医疗器械市场 5%左右的增速，处于高速成长期。公司属于国内医疗器械龙头，在公司的三大业务：生命支持条线、医疗影像条线和体外诊断条线主要产品均属于国内前三，直面与国内巨头竞争，在进口替代的大背景下，公司通过技术和成本优势，大概率会在存量市场的博弈中大有斩获；同时医疗新基建的政策又提供了几千亿的增量市场，政策建议储备物资与公司生命信息与支持产线和影像条线主要产品高度重合，未来有望持续受益。综合来看，本年度国内业务收入增速为 10%以上，突破 100 亿元。

支撑逻辑 2：疫情加速新版图开拓步伐，海外市场取得重大突破。疫情推动生命信息与支持产线需求量急速增长，呼吸机、监护仪等医疗抗疫设备供不应求，并在海外建立良好口碑；新兴国家市场新冠抗体检测需求量大，化学发光领域业绩增速快。截至 2020 年 11 月，公司已进入了海外 600 余家顶尖医院，提前 5 年完成海外布局进程，实现了对海外高端客户群开拓的巨大突破。综合来看，本年度海外业务的收入增速在 40%以上，突破 100 亿元。后续随着国际政治形势趋于明朗，贸易摩擦的趋缓，公司后续的海外表现值得期待。

支撑逻辑 3：成长性业务重点培育，布局潜在业绩增长点。公司不断延伸产业链，重点培育硬镜业务、兽用医疗器械等前景广阔的成长性业务。在硬镜方面，公司的硬镜业务和现有的生命支持条线可以很好的协同，推广端压力较小；在兽用医疗器械方面，公司成立了全资子公司深圳迈瑞动物医疗科技，并与深圳市龙华区政府签署战略合作协议，推动产品落地。这两块业务预计年复合增长率可达到 70%，

到 2024 年共可为公司贡献收入约 30 亿元。

投资建议：随着国内的新基建和进口替代的相关政策的持续推进，作为行业龙头的迈瑞医疗将在国内的增量和存量市场上持续受益；海外业务由于疫情扩散使得公司的国际化进程进展迅速，预期后续会为公司的其他产品布局提供有力支撑。同时公司还多条线布局了成长性业务，为公司的业绩持续增长提供动力。预计 2020-2022 年公司营业总收入为 206.95 亿元、248.34 亿元、298.01 亿元，同比增长 25%、20%、20%。对应归母净利润为 68.45 亿、79.33 亿、95.75 亿，对应 PE 分别约 81.72X/70.51X/58.42X。综合公司经营情况及盈利能力，维持“买入”评级。

风险提示：市场环境风险；产品研发不及预期风险等。

5 社服：关注优质赛道，拥抱板块成长

5.1 物业管理：乘风前行赋能，挖掘潜力而上

近期，住建部等十部委发布《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》，我们对政策内容梳理后，认为这一通知的发布，将对行业产生三方面的影响：

（1）物管公司“单方输出”向与业主“互动”转变。以往的物业管理主要靠公司的“输出”达到“服务”的效果，在与业主“互动”方面似乎热度不高。《通知》指出“健全业主委员会治理结构”，或可调动业主方的积极性，建立居民、物委会、物管企业的协调运行机制，有助于企业洞悉业主诉求，打通业主与物管公司“雇佣关系”的阻碍，提升业主满意度及品牌竞争力的塑造，同样有助于提升收缴率。

（2）“内容+范围”双线拓宽服务边界，扩容在即。《通知》指出“鼓励物业服务企业统一管理在管项目周边老旧小区”2015 年中央城市工作会议首提老旧小区改造概念，2017 年“开展试点”，2019 年“全面推进”，2020 年预计改造 3.9 万个老旧小区，政策引导下物管范围有望实现“由点到面”的铺开，而管理项目密集度的提升相较分散化管理更利于成本的管控。“鼓励有条件的物业服务企业向养老、托幼、家政、文化、健康、房屋经纪、快递收发等领域延伸，探索“物业服务+生活服务”模式”，与当前物管行业“以传统物管业务筑底，以增值服务锦上添花”的现状契合，增值服务相较基础物管具备“形式丰富、毛利率高”等优势，有望在地理位置平面扩张的同时，在项目中实现纵向提高，为行业“量价齐升”赋能。

（3）强化监督管理，实现“人员、定价、效率”的优化竞争。针对物业服务价格形成机制，《通知》中指出“主要通过市场竞争形成”、“可根据服务标准和物

价指数等因素动态调整”、“提倡酬金制计费方式”或有助于缓解“品质提上去，价格上不去”的矛盾。“提升物业服务行业人员素质。推动物业服务人员职业技能等级认定工作”及“加强智慧物业管理服务能力建设。鼓励物业服务企业运用物联网、云计算、大数据、区块链和人工智能等技术，建设智慧物业管理服务平台，提升物业智慧管理服务水平。”因“劳动密集型”而存在的人工成本占比过高的情况，或在这一进程推进下实现降本提效。

支撑逻辑 1：增量提速释放，存量资源丰厚。物管行业具有一定的房地产开发链条后周期板块属性，开工及销售数据均可作为其潜在增量规模的前置指标。我国商品房销量自 2014 年受政策调整出现负增长后，2015 年开启新一轮的高速扩张。2016 年商品房销售面积同比达 22.5%，2018 年规模达到近十年峰值约 17.2 亿方，2019 年销量微降 0.1%，但体量依然维持在 17 亿方之上，疫情冲击下 2020 年 1-11 月累计销量累计同比为 1.3%，实属不易。对应 2017-2019 年商品房的销售规模，物管行业未来 2-3 年增量规模将进入提速释放期。截至 2019 年末，我国城镇化水平为 60.6%，与发达国家相比至少还有 20%的提升空间，随着区域经济的崛起，我国商品房市场将呈现逐步回归合理中枢的趋势，叠加丰厚的存量资源，物管行业规模、业绩具有较为可观的提升空间。

支撑逻辑 2：基础服务稳固筑底，增值服务锦上添花。近几年，物管公司积极由传统的物业服务向多元化业务领域拓展，基础服务业绩稳步提升的同时，增值服务也为公司发展竞争力添砖加瓦。一方面，头部企业推出的增值服务更具定制化，将公司优势与客户需求紧密连接，服务由单纯的增量转向质量齐升。另一方面，增值服务具备高盈利和多类型等特点，有望成为公司业绩提升的新动能。

支撑逻辑 3：资源向头部倾斜，集中度进一步提升。2016-2019 年，物管行业百强管理面积由 2725 万方提升至 4279 万方，市占率增至 43.6%。我们认为行业集中度的提升主要在于：（1）物管行业头部公司多具备关联地产开发商，充分享受集团内部资源输送带来的内源性增长。随着地产开发商集中度提升，行业资源向物管头部倾斜较为显著。（2）随着彩生活 2014 年在香港上市，近几年掀起物管公司上市潮。从资金用途来看，60%-70%的募集资金用于收并购，10%-15%用于发展增值服务等。头部企业借力资本市场实现规模和业务的双线扩张，带动集中度提升。随着商品房市场由增量向存量过渡，物管品牌影响力愈发凸显。一方面，开发商对自有物业板块的服务质量提出更高的要求，以便形成良好的口碑和品牌效应为集团开发项目提供加持作用。另一方面，需要与第三方物管公司合作的开发商在进行合作对象选择时，品牌效应成为重要的考虑因素之一。人力成本的逐年攀升将会进一步压榨基础业务的盈利空间，通过“科技+人才”实现降本提效将在未来的市场竞争中更具优势，而“品牌”等软实力或为公司带来更多成长空间。

风险提示：商品房竣工规模不达预期；人力成本上升导致利润空间受到挤压；

增值业务拓展失败等风险等。

5.2 医美行业：突围单店瓶颈，区域龙头乘势扩张

医美兼具医疗和消费属性，区别于传统患者创伤后的被动治疗，医美是由消费者主动消费为导向的医疗艺术。2005 年起韩剧携“颜值经济”席卷中国，唤醒国民医美消费意识，叠加消费升级和支付能力提升形成的底层驱动，当下正是国内医美大有可为的阶段。

根据 Frost&Sullivan 报告，2018 年中国已成为全球第二大医疗美容服务市场，约占全球市场份额的 13.5%。**低渗透叠加高成长性，预计中国医美市场将继续景气上行，至 2024 年市场规模可达 3185 亿，以 17.3%的复合年增长率领跑全球。**

长期以来，中游医美市场竞争格局分散，整体毛利高但利润单薄。艾瑞咨询数据显示，2019 年大型连锁医美机构的市场份额仅占 6-12%，中小型机构的市场份额为 70-75%，小微型机构（包括合规诊所和黑诊所）的市场份额在 16-22%之间，市场集中度有待提升。从医美机构的成本结构看，上游药械耗材占据营收的 10-20%，医生医护等医疗资源占 15-25%，终端营销获客成本占营收比例达 30-50%，成为侵蚀医美机构利润的主要来源。叠加 5-10%的管理运营成本及 20-30%的房租水电成本，医美机构平均净利润仅 5-10%。

近年来，在市场自发出清和规范化发展背景下，行业集中度提升大势所趋，以轻医美细分赛道的兴起和资本积极介入为契机，近期区域龙头内生增长与外延并购提速，行业开始进入头部梯队快速成长阶段。

支撑逻辑 1：需求横纵拓展、价格锚定价值。需求端，一方面医美客群向生命周期两端延伸，消费需求日趋多元化。另一方面高线城市医美下沉向低线城市发展，蕴含可观的消费释放空间。价格端，受益耗材国产替代进程的稳步推进、医美科技的迭代更新及医美消费认知的不断普及，医美项目价格趋于透明和市场化，价格向医疗服务价值回归。

支撑逻辑 2：轻医美赛道兴起、资本助力扩张。一方面，轻医美便利程度和性价比优势凸显，成为中游机构扩张契机。相比手术整形项目，轻医美借助药品、器械，通过相对轻量化的实施方式和灵活的操作手段实现诊疗效果，在提升服务安全性与便捷性的同时亦降低了医美消费门槛，更加契合当前国内医美消费的认知和观念。另一方面，资本助力加速中游兼并购，资源加速向头部聚集。与 2016 及 2017 年地产、服装等实业资本向医美领域的跨行业并购不同，近期的并购整合以行业内的兼并为主，大型连锁机构借助资本杠杆，积极进行连锁、品牌的扩张及业态的延伸。在行业持续高增和资本杠杆效应之下，全国性医美龙头诞生可期。

支撑逻辑 3：人才+管理驱动，软实力竞争日益凸显。专科医疗服务商业模式接近。一方面基于医疗属性和对医生的依赖，单体经营的天花板低；另一方面消费属性叠加重资产投入，为连锁扩张提供有利条件。基于对“单店盈利+连锁运营”模型的拆解，未来医疗服务价值将在收入端不断强化凸显，人才、管理等软实力成为医美机构提升盈利能力的重要支撑。医技和管理的可标准化复制应当走在规模化扩张之前，赋能扩张边界的高质延展。

风险提示：医疗事故风险；人才流失风险；跨区域扩张风险；医美服务不够标准化、规范化风险；政策风险等。

6 传媒：分众传媒、芒果超媒、完美世界

2020 年疫情带来传媒板块业绩分化，普遍来说线上消费如游戏、长视频、短视频等服务产生明显的流量红利，线下消费如电影、出版等受负面影响较大。所以说疫情是 2020 年传媒板块最大的基调，在此之上叠加各行业以及公司的经营周期、产品周期才带来了各公司业绩的区别。除此之外，广告行业由于其与宏观经济之间的关联，在经济回暖之时将获得超额的反弹速度，在疫情得到控制的下半年表现较好，叠加广告行业内的结构化变化，导致分众传媒、天下秀等为代表的梯媒、红人经济新渠道在广告投放与财务数据上表现较好。

业绩可能超预期的标的：分众传媒、芒果超媒、完美世界。

风险提示：疫情反复并且加剧的风险；宏观经济增速不及预期；广告投放不及预期；政策管控严格超预期；游戏版号发放不及预期；游戏上线进度不及预期等。

6.1 分众传媒：梯媒占据线下流量稀缺入口，顺周期+经营杠杆撬动业绩

支撑逻辑 1：整个 2020 年，分众业绩持续在超预期，线下流量入口价值被广泛承认。公司于 2020 年 12 月发布当年业绩预告，预计 2020 年财年将实现归母净利润区间为 38.6-42.6 亿元，同比增长约 106%-127%，2020 年前三季度，公司累计实现净利润约 22 亿元，以此计算，公司第四季度的利润区间为 16.6-20.6 亿元，以中位数 18.6 亿元估算，公司单季度盈利能力在历史上已经处于高位，若考虑到 2020 年成本端有所缩减，单看收入端，公司也回到了 2018 年的高峰水平。

支撑逻辑 2：明年业绩依然有增长的持续性。对于 2021 年公司业绩，我们认为

在目前的历史高点依然有继续增长空间：1）行业竞争导致的负面营销基本消失，新增点位开始贡献正收益，常规提价节奏恢复；2）收入结构持续改善，截至 2020H1，日消类客户贡献收入占比达到 37%，收入稳定性增强。此外互联网客户回归，考虑到疫情影响长期化，在线服务类投放我们认为未来也将保持稳中有增；3）影院广告业务逐步恢复，一般来说影院广告收入能占到公司总收入的 20%，2020 年由于疫情原因，影院广告收入下滑超过 80%，但随着影院复工常态化，以及影片供给恢复，影院广告 2021 年将触底反弹，目前春节档广告招商已经正常。

投资建议：我们预计公司 2020-2022 年实现归母净利润 40.61/57.69/71.44 亿元，对应 EPS 为 0.28/0.39/0.49 元，PE 为 40.71X/28.68/23.19X，给予“增持”评级。

风险提示：疫情反复并且加剧的风险；宏观经济增速不及预期；广告投放不及预期等。

6.2 芒果超媒：内容优势仍在，电商有望打开第二收入曲线

支撑逻辑 1：内容为王，打造爆款能力强。公司一直秉承内容为王构筑核心优势，围绕长视频领域打造核心竞争力，热门综艺与剧集带动公司营收增长。在综艺方面，公司在续性推出综 N 代节目，如《妻子的浪漫旅行》《密室大逃脱》《明星大侦探》等，同时也继续推陈出新，打造出了《乘风破浪的姐姐》这样的爆款节目。在电视剧方面，2020 年公司亦上线了《以家人之名》《锦衣之下》《下一站是幸福》《琉璃》《从结婚开始恋爱》等热播剧集。我们认为，芒果 TV 秉承内容为王构筑核心护城河，内容 IP 聚焦社会焦点，如“浪姐”、“我家”系列综艺，充满趣味性的同时，也兼顾了社会思考与价值观输出，具备将文化产品升级为文化现象、从而打造爆款的能力。

支撑逻辑 2：2020 年有效用户已实现大幅增长，随着“破圈”推进增长仍可期。依托优质剧集与热门综艺，2020 年末芒果 TV 有效会员数同比大幅增长 49.2%，达到 3613 万。我们认为，芒果 TV 已收获了具有“高粘性+强消费能力”的年轻、女性用户群体，在细分市场形成了差异化竞争优势，构成了公司的“基本盘”。考虑到未来男性用户消费能力有望提升，公司已开始逐渐加码侦探、悬疑类题材进行“破圈”，2021 年公司将推出《狂猎》《不能恋爱的秘密》《双面神探》《掌中之物》）《亲爱的戎装》《人民的正义》）等“破圈”题材电视剧，凭借着公司优秀的内容制作与选剧能力，芒果 TV“破圈”潜力可期，未来有望驱动公司业绩持续增长。

支撑逻辑 3：全产业链上下游业务协同优势明显，小芒电商有望放大产业价值。在制作能力上，具备优势内容输出能力。公司自有影视制作团队 12 个、战略合作工

作室 15 个、内容制作成员超 1500 人，并集结“电影人+爆款团队+顶尖力量”推出“芒果季风”来为影视行业带来革新气象。

在资金支持上，公司于 2020 年拟定增募资中有 40 亿用于影视剧及综艺，来保证芒果体系生态“投入力度不变、创新力度不变、生产规模不变”，其中拟采购 S 级影视版权 6 部、拟自制 S 级综艺版权 18 部。

在营运渠道上，公司借助了国资传媒旗舰的身份，获得了互联网电视内容集成牌照，以及湖南广电授权的 IPTV 集成牌照。

在延伸终端需求上，小芒 APP 已上线。“小芒电商”是“视频+内容+电商”的全新电商模式，而电商购物的主力人群与公司核心用户群体重合度高，所以公司发展新型电商业务具有天然的优势。我们认为公司有望通过小芒电商这类高价值内容服务型产品来延长产业链、放大产业价值。

投资建议：基于公司现有表现以及未来业务布局，我们预计公司 2020-2022 年实现归母净利润 19.34/23.02/29.36 亿元，对应 EPS 为 1.09/1.29/1.65 元，PE 为 64.86X/54.49X/42.71X，维持“增持”评级。

风险提示：行业监管严格程度超预期；节目上线进度不及预期；广告主投放意愿不及预期；定增项目进展不及预期；用户增长不及预期等。

6.3 完美世界：A 股游戏龙头，增长确定性有望带动估值上行

支撑逻辑 1：行业景气度依旧，“内容为王”逻辑得到强化。2020 年国内手游行业景气度依旧（2097 亿元，同增 32.6%），行业的驱动力一方面来自疫情对线上娱乐的提振，另一方面来自于手游重度化带动的 ARPU 值提升。就 2021 年而言，我们认为 ARPU 值仍存在增长空间，行业将延续重度化的趋势；此外，随着下游渠道分散化，叠加买量成为通用选项，“内容为王”逻辑将得到强化。完美世界作为国内游戏龙头之一，在研发上具备优势，有望享受游戏行业高景气度与产业链变革的双重红利。

支撑逻辑 2：公司战略以“技术赋能”为导向，研发优势跨越端游、手游两个时代。完美世界的研发优势主要体现在三个层面：1）历史层面：研发实力屡经市场验证，优势跨越端游、手游两个时代；2）数量层面：公司近年来始终维持高投入，2019 年研发支出近 18 亿元，位于 A 股游戏上市公司首位；3）内核层面：长期以“技术赋能”为导向，属于研发驱动型的公司。基于以上三个维度，我们认为公司拥有强劲的研发实力，以及可持续的精品产出能力，期待优质的产品矩阵催化估值水平上行。

支撑逻辑 3：多款高分新游即将上线，2021 年业绩增长确定性较强。公司目前

共有四款游戏排名 AppStore 前 50（年流水在 5 亿以上），其中三款已上线一年以上，进入稳定期，构成业绩基本盘。同时，公司还储备有十余款移动端游戏，其中《梦幻新诛仙》、《战神遗迹》、《非常英雄》和《旧日传说》均取得版号并预计在 2021 年上半年推出，有望带来较为确定的业绩增量

投资建议：根据 Wind 一致预期，预计公司 2020-22 年归母净利润分别为 24.1、29.1、34.1 亿元，同比增长 60.6%、20.5%、17.3%。对应 PE 分别为 22.3、18.5、15.8 倍，给予“增持”评级。

风险提示：手游行业增速放缓；新上线游戏不及市场预期；老游戏因进入生命末期从而导致收入下滑等。

7 轻工：晨光文具、顾家家居、志邦家居

支撑逻辑 1：2020 年 1-11 月文化办公用品类零售额累计同比上升 5.4%，必选消费行业整体受疫情影响较小。**龙头企业主动出击，2020 年行业集中度加速提升，**全年增长较往年有望提速。

支撑逻辑 2：2020 年家居出口超预期，1-11 月家具及其零件累计出口金额同比增加 9.9%，下半年出口高增是常态。根据海关总署数据，2020 年 11 月办公椅出口额单月实现 82%的高增长，11 月金属框架沙发出口额单月增长 56%，11 月弹簧床垫出口额单月同比增长 20%。贸易摩擦及床垫反倾销促使中小家居出口企业迅速出清，龙头的产能布局和生产优势更为明显。

支撑逻辑 3：从渠道角度看，因精装修渗透率提升的节奏放缓，优先关注家居零售板块。内销的家居刚需仍然受地产端影响，2020 年地产销售表现超预期，且 2020 年 Q4 地产竣工转暖。家居零售龙头在管理、产品、渠道、供应链、信息化等方面优势稳固，疫情之下逆势扩张，全年增长无忧。

业绩可能超预期的标的：晨光文具、顾家家居、志邦家居。

风险提示：海运费用继续上涨；原材料价格超预期上升等。

7.1 晨光文具：必选消费属性，行业规模稳定增长

支撑逻辑 1：必选消费属性，行业规模稳定增长，2020 年 1-11 月文化办公用品类零售额累计同比上升 5.4%，中小企业出清提速。

支撑逻辑 2：传统业务逆势布局提市场份额，加强信息化管理，有望依靠渠道

升级和产品升级实现全年量价齐升。

支撑逻辑 3：晨光科力普在疫情得到有效控制后恢复较快增长，估计科力普在 Q4 的客户拓展方面会有新的突破，办公直销市场品牌影响力进一步提升。

投资建议：预计公司 2020-2022 年收入分别为 124.38/153.40/189.72 亿元，同比增长 11.6%/23.3%/23.7%，归母净利润为 12.12/15.54/19.32 亿元，同比增长 14.3%/28.2%/24.3%，维持“增持”评级。

风险提示：疫情反复影响居民购买力；办公直销以及零售大店等新业务发展不达预期等。

7.2 顾家家居：竣工回暖，行业整合空间大，团队战略清晰

支撑逻辑 1：内销受益于竣工回暖以及疫情之后装修需求递延，外销订单充裕。

支撑逻辑 2：行业整合空间大，且软体家居内外销均呈加速集中的趋势。从长期维度来看，无需过度担忧新房对家居消费的影响，参考海外市场，存量市场的装修需求占比将持续提升，且目前国内一线城市的家居需求已经以二手房翻新需求为主，存量市场的翻新对家居企业零售能力的要求更加突出。

支撑逻辑 3：行业内较早地成功引入职业经理人，经营团队战略清晰且执行力强，品牌产品矩阵丰富，渠道逆势扩张。

投资建议：预计公司 2020-2022 年分别实现营收 130.81/161.95/200.07 亿元，同比增长 17.9%/23.8%/23.5%，实现归母净利润 13.60/17.23/21.58 亿元，同比增长 17.1%/26.7%/25.2%。维持“买入”评级。

风险提示：渠道下沉不达预期；新品类扩张不达预期；零售转型效果不达预期等。

7.3 志邦家居：行业整合加速，逆势扩张

支撑逻辑 1：定制家居零售于 2020 年 Q3 回暖的态势明显，2020 年 Q4 竣工回暖。**行业整合加速，在行业整体下滑的背景下，预计龙头公司全年将实现收入利润同比 2019 年正增长。**

支撑逻辑 2：逆势扩张，主动赋能经销商，公司上下士气强，有望从区域龙头进军一线梯队。志邦于 2019 年执行了一系列设计组织管理、人事、营销和帮扶等方面的调整变革，公司上下精神面貌焕然一新。今年面对疫情反应迅速是行业内较早开展直播，较早实行全员走到一线帮扶经销商的企业。体现了公司主动出击，积极

扩张的文化和态度。公司在华南地区设立了直营子公司，未来将持续区域扩张完善全国布局，加大对 C 端市场的投入，保持 B 端市场的领先优势。

支撑逻辑 3：厨柜业务规模第二，衣柜和大宗业务是中期成长的重要支撑点，成长性佳。

投资建议：预计公司 2020-2022 年分别实现营收 34.43/45.97/60.92 亿元，同比增长 16.2%/33.5%/32.5%，实现归母净利润 3.65/4.30/5.56 亿元，同比增长 10.8%/17.9%/29.2%。维持“买入”评级。

风险提示：地产销售及竣工回暖不达预期；渠道扩张速度不达预期等。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。