行业观点

● 消费

丽人丽妆（605136）事件点评：发布股票激励计划，注重效率提升

事件：公司发布 2021 年限制性股票激励计划（草案），拟以 14.55 元/股的价格向 93 名激励对象授予限制性股票数量 203.30 万股，占公告时公司股本总额的 0.51%，其中首次授予 163.30 万股，约占本次授予总量的 80.32%。

点评：激励目标为净利润稳健增长，同时设置业务指标、人效指标考核，注重提升业务部门工作效率

此次激励计划首次及预留授予的限制性股票各年度业绩考核目标为：2021/2022/2023 年净利润增长率较 2020 年基数分别不低于 20%/35%/50%，对应单年同比增速约为 20%/12.5%/11.1%。除公司总体业绩考核外，激励对象业务部门层面业绩考核分为“能力指标”和“人效指标”两个方面。“能力指标”以激励对象考核年度所在的业务部门的关键指标进行评定，包括但不限于转化率、点击率、应收回款等指标的实现情况。“人效指标”以激励对象考核年度所在的业务部门的人效进行评定，要求激励对象所在业务部门的人效相对上一会计年度实现正增长，体现出公司对部门运营效率的重视。激励对象个人层面考核评价分为 A、B、C 三档，对应解除限售系数分别为 100%/80%/0%。

激励计划聚焦中高层管理人员与核心技术人员，由上到下调动积极性

此次计划激励对象共 93 人，其中公司董事兼董秘杜红谱、财务总监李爱丽分别获授 8 万股，各占授予总数的 3.94%；91 名中层管理人员与核心技术（业务）人员共获授股票 147.3 万股，占授予总数的 72.45%。激励对象主要为核心管理人员，有望由上到下调动管理层与员工的积极性。限售期为自授予登记完成之日起 12/24/36 个月，分别解除限售比例 30%/30%/40%。激励计划费用计划分 4 年摊销，预计 2021-2024 年分别摊销费用 915、551、261、24 万元，合计 1750.58 万元。

投资建议与盈利预测

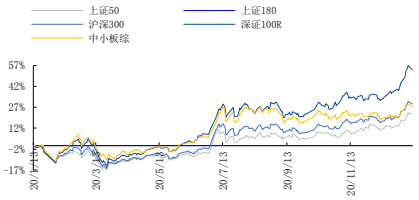
电商服务行业处于高速成长期，公司作为美妆垂类头部玩家有望充分受益于行业增长红利。2020 年公司旗下代运营品牌后、雪花秀等在大促期间实现高速增长，未来在拓品牌、拓品类、及新品牌孵化等方向均有较大潜力。我们预计公司 2020/2021/2022 年 EPS 分别为 0.84/1.03/1.18 元/股，对应 PE 分别为 30x/25x/21x，给予“增持”评级。

*风险提示

行业增速趋缓、竞争加剧，头部品牌收回代运营权风险。

分析师：李典（执业证书：S0020516080001）

主要市场走势图



资料来源：Wind

A 股市场涨幅前五

股票	收盘价 RMB	涨跌幅% 1 日	5 日	本年
征和工业	38.18	64.00	0.00	0.00
美迪西	218.68	26.17	40.72	38.82
赛意信息	28.92	21.00	18.19	26.18
迪安诊断	44.88	20.32	30.43	30.39
丹化科技	4.63	20.26	15.75	17.51

A 股市场跌幅前五

股票	收盘价 RMB	涨跌幅% 1 日	5 日	本年
中来股份	7.42	-37.54	-46.11	-44.04
中飞股份	18.71	-34.92	-47.06	-43.20
星源材质	27.30	-22.64	-16.54	-9.27
联明股份	9.36	-20.00	-28.44	-23.59
新亚电子	23.64	-19.97	0.00	-25.82

● 电新

电新行业新能源车板块周报：欧洲新能车 12 月渗透率 20%，锂电池产业链高景气不变

行业跟踪：欧洲新能车 12 月渗透率 19.56%，国内三大新势力 20 年交付 10.34 万辆

1）欧洲六国（德法英意瑞挪）2020 年销量达 101.50 万辆，同比增长 161.5%，全年渗透率达 13.16%，预计欧洲整体全年超过 130 万辆。欧洲主要六国 12 月新能车总销量 19.85 万辆，同比增长 392.7%，渗透率 19.56%，其中德国销售 8.31 万辆环比增长 39.4%，渗透率 27%；法国销售 3.59 万辆，环比增长 90.8%，渗透率 19%；英国销量 3.10 万辆，环比增长 71.8%，渗透率 23%。

2）国内三大新势力 20 年销量 10.34 万辆，预计市占率约 8%。理想 ONE 在 12 月交付 6,126 辆，环比增长 31.9%，同比增长 529.6%，再创单月交付量新纪录。2020 年，理想 ONE12 月交付 6,126 台，总计交付 32,624 辆。蔚来 12 月交付 7,007 台，全年交付 43,728 台。小鹏汽车 12 月交付 5,700 台，全年交付量达 27,041 台，同比增长 112%。

3）比亚迪汉 12 月销量为 11,089 辆，环比增长 19.6%，连续 2 个月销量破万。自 2020 年 7 月上市以来，汉销量连续 5 个月环比正增长，累计销售 41,556 辆，突破 4 万辆大关。

？ 蔚来新车发布固态电池，关注当前的“变”与“不变”

1）固态电池作为下一代发展方向，除了向固态电解质过渡以外，负极匹配高能量密度将从石墨/硅负极过渡到预锂化负极、富锂复合负极及金属锂负极，大幅增加锂用量。2）产业界普遍认为全固态电池完全商用尚有一段距离，半固态电池或率先加快商用。当前国内北京卫蓝、江苏清陶、宁波锋锂、台湾辉能以及 Quantumescape 等主流产品仍是以固液混合电池为主。半固态电池仍需要电解液，在隔膜的用量也相差不大。我们认为蔚来本次公布时间点与前沿企业量产时间点基本吻合，如根据 Quantumscape 规划，预计在 2023 年底到 2024 年上半年实现 1GWh 产能的 SOP。

？ 投资建议

新一代电池的规模制造与降本过程很难脱离产业规律，仍将是渐进而长期过程。于此同时当前锂电池仍在快速降本的过程中。中期的未来大概率仍是分场景的多种路线长期共存，考虑锂电池下游需求的快速爆发，我们认为锂电产业链高景气的趋势不变。建议持续关注锂电龙头与中游各环节材料龙头。

？ 风险提示

经济复苏不达预期，新能源车销量不达预期。

分析师：彭聪（执业证书：S0020520040002），联系人：黄浦

● 计算机

海康威视(002415.SZ)事件点评：分拆萤石网络上市，做强智能家居业务

事件：

公司于 1 月 8 日晚发布《关于分拆所属子公司杭州萤石网络有限公司至科创板上市的预案》。

点评：

“智能家居+云平台服务”双主业，物联云平台月活跃用户超 2600 万

萤石网络定位为智能家居产品和云平台服务的提供商，愿景是打造智能家居的生态体系，为用户营造安全、舒适、愉悦的居住和工作环境。依托萤石物联云平台，智能家居产品方面打造了“4+N”产品体系。萤石网络将自主研发集中于四大主要智能家居产品，包括智能家居摄像机、智能入户、智能控制和智能服务机器人。物联云平台专注于 PaaS 服务，满足用户对物联网数据的储存和应用需要，截止 2020 年 9 月末，全球萤石物联云平台 IoT 接入设备约 9500 万台，平台注册用户超过 6700 万，日活跃用户超过 1100

万。

萤石网络营业收入及净利润持续增长，分拆上市有望提升核心竞争力

2019 年，萤石网络实现营业收入 24.26 亿元，同比增长 60.20%；实现净利润 2.60 亿元，同比增长 118.38%。2020 年前三季度，萤石网络实现营业收入 20.49 亿元，实现净利润 2.73 亿元。通过本次分拆，萤石网络将作为公司下属智能家居及云平台服务业务的平台独立上市。短期来看，公司按权益享有的净利润存在被摊薄的可能，但中长期来看，萤石网络通过科创板上市增强自身资本实力，将进一步提高研发能力和扩大业务布局，提升核心竞争力，实现智能家居业务的做大做强。

企业数字化需求持续释放，公司创新业务梯队已经基本形成

公司以视频技术为核心，利用 AI、大数据和物联网等技术，为各行业企业客户赋能，助力设备和人力成本优化，EBG 业务实现较快发展，目前来看，企业数字化需求有望持续释放，公司成长空间较大。面对高度碎片化场景，公司打造统一软件技术架构和 AI 开放平台，提升研发效率，降低边际成本，规模效应逐渐显现。创新业务方面，公司目前已拓展了智能家居、机器人、汽车电子、存储器、红外视觉设备、消防解决方案、智慧检测等，创新业务的发展梯队已经基本形成。我们认为，EBG 业务和创新业务的快速发展有望成为公司发展的强劲动力，持续打开中长期发展的空间。

投资建议与盈利预测

公司面向全球用户提供以视频为核心的智能物联网解决方案和大数据服务，在技术、产品与解决方案等方面拥有全面优势。预测公司 2020-2022 年营业收入为 632.43、741.40、862.93 亿元，归母净利润为 135.76、158.21、184.23 亿元，EPS 为 1.45、1.69、1.97 元/股，对应 PE 为 39.47、33.87、29.08 倍。考虑到：1）EBG 业务保持较快成长，空间较大，2）创新业务快速发展，萤石网络分拆上市，3）公司软件与 AI 能力提升带动附加值持续增长，4）统一软件技术架构规模效应逐渐显现，5）过去三个季度营业收入增速逐季改善，6）公司过去五年 PE 主要运行在 20-40 倍等因素，给予公司 2021 年 40 倍的目标 PE，对应目标价为 67.60 元，维持“买入”评级。

风险提示

新冠肺炎疫情导致宏观经济发展不及预期，企业数字化转型的需求释放不及预期，海外市场拓展不及预期，创新业务发展不及预期，行业竞争加剧等。

分析师：耿军军（执业证书：S0020519070002），联系人：陈图南

● 机械

20 年以高增长、国产化加速收官，21 年需求仍有韧性 ——12 月份及年度挖掘机销量数据点评报告

事件：

据中国工程机械协会统计，12 月份 25 家挖掘机制造企业共销售挖掘机 31530 台，同比增长 56.4%。其中，国内销量 27319 台，同比增长 58.5%；出口销量 4211 台，同比增长 44.4%。

报告要点：

1.2020 年全年高增速，2021 年持续增长可期

2020 年挖机销量 32.8 万台，同比增长 39%，国内/出口市场同比增速分别为+40.1%/+30.5%，国内外同时超预期增长。分结构看，小/中/大挖销量同比+38.9%/+49.8%/28.4%，结构占比 60.5%/26.4%/13.1%，中挖占比较 2019 年提升 1.7pct。2021 年 1 月上游零部件厂商排产再创新高，另外考虑到 2020 年一季度行业受疫情影响的低基数，预计 2021 年 Q1 乃至上半年工程机械景气度保持较高水平。我们预计 2021 年下

半年行业仍会较平稳，且基建有望迎来高峰，将保障行业整体持续平稳增长。
2. 国产龙头市占率显著提升，进口替代进程加速
2020 年 12 月，三一重工/徐工机械销量同比增长分别+85%/+85. 6%，显著高于行业增速，当月市占率分别为 32. 7%/18%。2020 年全年三一重工/徐工机械市占率分别提升至 28%/15. 9%，较 2019 年提升 2. 2/1. 8pct。在此轮挖掘机上行周期中，国产厂商凭借较强的产品竞争力、优质的本土化服务以及高效的供应链管理逐渐全面赶超外资品牌，加速中国挖掘机市场的进口替代进程。
3. 下游需求保持工程机械韧性，环保趋严激活设备更新潮
短期来看，基建和地产的复苏不断推动工程机械景气度高涨，2020 年 1-11 月基建/房地产固定资产投资增长加快，累计增速分别为 3. 32%/5%。中期来看，根据我们测算我国挖掘机保有量密度从 2016 年开始趋于稳定，2019 年为 2008 年的 55%左右，我们认为当前挖掘机保有量与固定资产投资成相对均衡关系，在环保管控加码、更新需求渐盛趋势下，新增和更新需求共振，行业韧性更强，工程机械有望维持高景气度。
投资建议：
我们认为工程机械目前处于更新需求和人工替代等因素叠加的上行周期，重点推荐三一重工、徐工机械、中联重科龙头主机厂以及核心零部件企业恒立液压。
风险提示：
基建固定资产投资不及预期；市场竞争加剧；全球疫情反复超预期。

- **医药**

天坛生物（600161）2020 年业绩预报点评：疫情下业绩预增，未来增长动力充足

事件：
2021 年 1 月 9 日，公司公告 2020 年业绩预告：公司预计 2020 年实现归母净利润增加 2168 万元，同比增加 3. 55%左右；扣非归母净利润增加 816 万元，同比增加 1. 34%左右。
国元观点：
疫情影响下，全年业绩预计实现增长
根据公司 2020 年业绩预告，预计 2020 年全年归母净利润 6. 32 亿（+2. 08%），扣非归母净利润 6. 18 亿（+1. 34%）。根据 2020 年前三季度净利率推算，公司 2020 年营业收入预计为 33. 50 亿元（+2. 08%）。2020Q4 单季度来看，公司预计实现归母净利润 1. 35 亿元（-6. 47%），扣非归母净利润 1. 35 亿元（-6. 14%），推算 Q4 单季度营业收入约为 7. 14 亿（-6. 26%）。我们预计 Q4 季度利润下滑主要系疫情影响下公司采浆量下滑，在下半年采浆量逐步恢复的过程中，公司投浆量相对保守。
上半年采浆量下滑，主要品种批签量保持增长
受到疫情影响，2020H1 采浆量约为 697 吨（-13. 15%）。根据统计，公司 2020 年累积批签发血制品 983. 9 万瓶（标化），同比下滑 4. 93%，其中白蛋白实现批签发 440. 59 万瓶（+5. 39%），静丙 315. 12 万（+7. 79%），狂免 66. 74 万（-40. 35%），破免 96. 32 万（-30. 72%），乙免 19. 78（-35. 20%），主要品种白蛋白与静丙保持增长，或结构性放弃了特免品种。
采浆量有望再度突破，综合利用率提升确定性强
公司现有浆站与采浆均为国内 top1，且公司新浆站获取能力业内顶尖，采浆量有望再度实现突破。2020 年 12 月，云南省卫健委发布新设浆站规划，拟在云南新设浆站 20 家，云南目前仅有的 2 家在营试点浆站均为公司旗下上海血制所有。公司三大在建新产能基地，有望将在 2022-2024 年陆续投产，且公司正积极推进新产品布局，人凝血酶原复合物已于 2020 年 12 月获批上市，八因子、人纤维蛋白原等产品也有望于 2022-2023 年获批。
投资建议与盈利预测

公司作为国内血制品行业龙头，渠道资源强，浆站数与采浆量均为国内第一，浆量与浆源利用效率均有较大提升空间。我们预计公司 20-22 年营业收入分别为 33.50/39.94/47.37 亿元，归母净利润 6.33/7.50/9.23 亿元， EPS 为 0.50/0.60/0.74 元/股，对应 PE 89/75/61 倍，维持“增持”评级。

风险提示：

采浆不及预期，疫情影响超过预期，产品质量安全风险。

分析师：刘慧敏（执业证书：S0020520110001），联系人：张俊

重点报告

2020 年债市复盘与历次牛熊拐点分析-深度报告

分析师：徐颖（执业证书：S0020520070001）

报告要点：

2020 年初以来，在全世界相继爆发新冠疫情的同时，我国债市也经历了“过山车式”行情。本文首先对 2020 年债市走势进行回顾，同时通过对 2008 年下半年以来历次利率及债市的牛熊拐点进行分析，总结不同历史时期牛熊转换的规律，最后结合现有的行情对 2021 年债市进行展望。

？ 2020 年债市走势回顾

2020 年影响债市的主线是疫情、经济复苏与政策应对的节奏。可以看到 2020 年年初新冠疫情在我国爆发，经济供给侧、需求侧以及金融市场在疫情下均遭受沉重打击。在内外疫情冲击，货币超常规宽松的大背景下，1-4 月份 10 年期国债收益率快速下滑，债市走牛。4-11 月，随着国内疫情得到有效控制，经济数据快速修复，央行在公开市场上超常规宽松的流动性投放动作也趋于退出，叠加债市供求失衡，债市走熊，10 年期国债收益率整体波动上行。7 月份，债市走出一段股债跷跷板与熊市反弹行情。伴随经济持续向好，政策回归常态，这波债熊行情整体一直持续到 11 月份。11-12 月，为平息信用债风波引起的市场恐慌情绪以及维稳汇率，货币政策出现边际宽松，10 年期国债收益率出现反弹。

？ 以史为鉴：2008 年以来历次牛熊拐点复盘分析及规律总结

2008 年下半年以来我国债市大致经历了 4 轮牛熊。其中从牛市转为熊市的拐点共有 4 个，分别出现在 2009 年 1 月，2012 年 7 月，2016 年 10 月以及 2020 年 4 月底 5 月初。通过对 2008 年下半年至今 12 年 4 次牛熊拐点进行复盘分析，我们可以总结出以下几点：首先，基本面的边际修复或预期好转是牛熊拐点出现的重要前提条件，PMI、社融同比、信贷同比出现拐点的时间基本领先债市牛熊拐点 2-3 个月；第二，货币政策的调整转向是牛熊拐点出现的关键同步信号，流动性指标 R007 与同业存单利率出现拐点的时间与债市牛熊拐点基本同步，资金利率走势与 10 年期国债收益率走势相近。情绪面角度看，10 年期国开与国债利差在相对低点的拐点或可同步反映出牛熊拐点出现。除 2012 年 7 月以外，其余三次牛熊拐点均出现于国开与国债利差下行至 20-40bp 的相对低点时。第三，官方在牛熊拐点前后态度变化是确认牛熊拐点的重要信号。

？ 观往知来：2021 年债市走势展望

从基本面角度看，我国实体经济周期的上行趋势仍将延续，经济增长的驱动力由原先的地产、基建投资逐渐转至消费。政策面方面，政策逐步回归常态。货币政策继续保持灵活适度；财政政策随着基本面修复将回归正轨。资金面整体维持中性。我们预计 2021 年一季度为应对外部疫情冲击、内部信用债风波与防范地方隐性债务问题，货币政策将“不急转弯”，债市可能将延续小幅反弹行情，但上半年债券市场整体或依然处于熊市氛围中，10 年期国债收益率或最高能波动上升至 3.5%左右，下半年随着经济复苏节奏和货币政策边际调整，债市可能有波段机会，10 年期国债收益率大概率在 3%-3.5%区间波动。

风险提示：疫情变化超预期，中美摩擦升级，政策变化超预期

重要新闻

- 工信部副部长辛国斌表示，整车和电池企业要加强技术攻关，提升电动汽车低温行驶性能，改善用户体验，高校和研究机构要加强基础共性技术研究，为产业发展提供有力支撑。
- 工信部就《智能网联汽车道路测试与示范应用管理规范（试行）》（征求意见稿）公开征求意见。意见稿提出，申请用于示范应用的车辆应在相应道路上进行过不少于 240 小时或 1000 公里的道路测试。
- 针对日前多家互联网企业联手整车企业进入造车领域这一情况，乘联会秘书长崔东树表示，互联网和车企合作是一种造车模式，但不会成为主流。造车涉及硬件制造和软件控制等诸多问题，双方需要更好地磨合。

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、 分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188