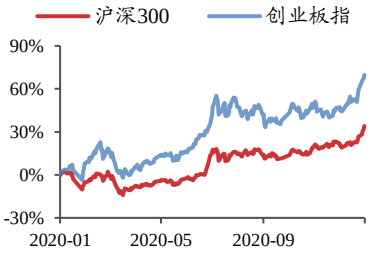
2021 年 01 月 08 日

开源晨会 0108

——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(%)
休闲服务	5.1
有色金属	3.76
电气设备	2.9
钢铁	2.03
家用电器	1.95

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
计算机	-3.26
通信	-2.93
纺织服装	-2.85
传媒	-2.62
建筑装饰	-2.38

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】一致预期中的有限理性——投资策略专题-20210107

【金融工程】指增基金：公募超额收益的稳健表达——基金研究系列（6）-20210107

行业公司

【非银金融】基金新发开年火爆，全年非货基销量有望超预期——基金销售行业事件点评-20210107

【计算机】2021 年，对网络安全行业继续保持积极期待——行业点评报告-20210107

【传媒：芒果超媒(300413.SZ)】“视频+内容+电商”融合，小芒打造第二增长曲线——公司深度报告-20210107

【纺织服装：波司登(03998.HK)】前三季度羽绒服流水稳健增长，看好全年业绩提升——港股公司信息更新报告-20210107

【电子：芯海科技(688595.SH)】“信号链+MCU”优质站位，利润同比增长超 75%——公司信息更新报告-20210107

【医药：九典制药(300705.SZ)】快速成长的特色制剂企业——公司首次覆盖报告-20210107

【电子：风华高科(000636.SZ)】发布定增预案，助力 MLCC 和电阻产能扩张——公司信息更新报告-20210107

【化工：万华化学(600309.SH)】Q4 业绩超预期，长期看好公司成为全球化工巨头——公司信息更新报告-20210107

【医药：海吉亚医疗(06078.HK)】肿瘤医疗赛道中的领跑者，差异化优势显现——港股公司首次覆盖报告-20210107

【电子：华润微(688396.SH)】功率半导体龙头，充分受益国产替代及行业高景气——公司首次覆盖报告-20210107

【新能源与电气设备：当升科技(300073.SZ)】三元正极准龙头，受益全球动力市场高增长——公司首次覆盖报告-20210107

研报摘要

总量研究

【策略】一致预期中的有限理性——投资策略专题-20210107

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001 | 王汎炜（联系人）证书编号：S0790120040033

从历史上看，机构“扎堆”推荐的行业并不意味着必然的高胜率或高收益率

2021 年，机构行业配置观点出现“扎堆现象”，“再通胀”与产业升级成为一致的推荐主线：（1）“再通胀”主线，有色金属，机械设备等；（2）产业升级主线，电气设备，汽车，电子等。然而从历史情况来看，“扎堆”推荐的行业并不意味着必然的高胜率或高收益率，那么投资者应该如何看待和利用机构的行业配置观点呢？我们尝试通过结合业绩预测的准确度与次年的期望收益率表现来给出 2021 年机构集中推荐的组合中置信度更高的行业，供投资者参考。

业绩预测：“真理”既不在少数人手中，也不会被所有人认同

从第二年业绩表现看，集中推荐组合的业绩增长确定性相对较高，而一致推荐组合的业绩并不能稳定兑现。我们按照机构推荐的集中度将行业分为：“一致推荐”、“集中推荐”、“离散推荐”三档，从 2015-2020 年年度展望来看，集中推荐组合的年净利润增速往往大于离散推荐组合与全部 A 股；一致推荐组合集中于科技、医药等成长性板块，它们所具备的“长期逻辑”恰恰要求投资者要求放眼未来而不是关注当下，因为长期趋势不一定能够在短期内业绩中兑现，这也是一致预期组合净利润增速无法稳定高于离散推荐组合和全部 A 股的根本原因。

市场表现：集中推荐也未必有稳定收益

从推荐年度股价表现来看，机构一致推荐或集中推荐的行业组合并没有显著战胜离散推荐的行业组合与指数。我们计算了上述三类推荐组合在来年第一季度，上半年度以及全年度三个时间区间的平均收益率，发现在绝大部分年份里，三个行业组合的平均收益率均没有出现稳定差异，也无法战胜当年表现强势的市场指数。推荐组合无法稳定跑赢当年强势组合背后有两大因素：一方面是突发事件的干扰，如 2018 年的“中美贸易摩擦”，2020 年的“新冠疫情”；另一方面，组合风格均衡，表现稳健，但难以超越强势指数。我们发现各年集中推荐组合往往呈现“成长+”的风格，如 2015 年成长风格主导市场，而集中推荐组合的风格为“成长+金融”，尽管录得较高的正向收益，然而却逊于创业板指；而在 2017 年周期价值风格占优时，“成长+周期”的组合表现差于沪深 300。此外，投资者对景气行业“抢跑”后的“还账”会对集中推荐组合的收益率产生制约。

在机构 2021 年终展望行业配置观点中，非银金融与汽车置信度更高

从业绩可预测性视角看，整体而言，各个行业业绩预测的难度普遍偏大，但是相对而言，在 2021 年机构推荐度较高的行业中，银行，非银金融，家电与汽车的预期业绩偏差较小；而从股价期望收益率视角看，在过往机构集中推荐程度较高的行业中，能够在一季度，上半年，全年均录得正向期望收益的行业为非银金融，计算机，汽车，电子与电气设备。综合上述两个视角，在 2021 年机构集中推荐的行业配置组合中，非银金融与汽车的置信度更高。

风险提示：资料收集不全面，测算误差。

【金融工程】指增基金：公募超额收益的稳健表达——基金研究系列（6）-20210107

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 傅开波（分析师）证书编号：S0790520090003

总体概览

规模发展：2017 年以来指增产品规模逐步上升。从 2019 年第四季度以来，沪深 300 指数增强基金产品的规模分化有所降低，但中证 500 指数增强基金的产品规模分化持续维持在高位水平。

收益风险：指增产品业绩表现优异。沪深 300 指增基金全年超越基准指数的年化收益率为 14.5%（中位数），中证 500 指增基金全年超越基准指数的年化收益率为 13.7%（中位数）。整体超额表现均达到近四年来最佳水平。2017 年至 2020 年，指增基金的收益分化度有所降低，尤其是沪深 300 指增基金，2020 年大部分产品收益表现趋同；牛市中指增产品收益更容易超越基准，2019 年和 2020 年这两年，基本上所有基金产品均达到正的超额收益。

跟踪误差：2020 年，指增基金的跟踪误差达到了四年来最高数值。

持股分析

样本空间：存量的 500 指增基金在最近的五个报告期，持股占 500 指数样本空间的占比逐步上升，2020 年半年报达到了 82.5%，而在沪深 300 上的持股占比达到 2011 年最低水平，且近五年呈现逐渐下降趋势。

板块偏离：从 2019 年起，不管是 300 指增还是 500 指增，均加大了制造和消费板块的配置，降低了金融板块的配置。

风格偏离：从时间维度来看，从 2019 年年报到 2020 年半年报，部分风格转变异常明显，例如整体更偏好高估值、高成长，此外中证 500 指增基金还更偏好高动量和大市值的股票，即所谓的强势龙头股。

业绩归因

打新收益。2019 年以来打新收益增厚比例迅速提升，部分基金在打新这块的收益增厚比例较高。2020 年全年打新收益率中位数在 9.44%（沪深 300 指增基金）和 6.1%（中证 500 指增基金）。

Alpha 收益。对每个基金按照各自基准指数剥离掉基准收益率（β）和打新收益率，剩余的部分我们称之为 Alpha。Alpha 的收益来源有很多，例如相对基准的行业超低配置、相对基准的风格偏离、相对基准的个股偏离等。2020 年全年，剥离掉市场和打新收益后，沪深 300 指增基金的 Alpha 收益中位数为 0.42%，中证 500 指增基金的 Alpha 收益中位数为 3.74%。

风险提示：基金评价模型基于净值历史数据，市场未来可能发生变化；对基金产品的研究分析结论不能保证未来的可持续性，不构成对该产品的推荐投资建议；产品的表现受宏观环境、市场波动、风格转换等多重因素影响，存在一定波动风险。

行业公司

【非银金融】基金新发开年火爆，全年非货基销量有望超预期——基金销售行业事件点评-20210107

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

事件：截至 2021 年 1 月 7 日，共 11 只新发基金成立，合计发行规模 426 亿，已提前结束认购暂未成立基金 8 只（5 只已公布募资上限），16 只基金合计募资超 800 亿。

点评：

基金发行市场火爆，基金排队数量众多

截至 2021 年 1 月 7 日，全市场共 11 只新发基金成立，合计发行规模 426 亿，同比+337%，1 月以来共 14 只基金提前结束认购，4 基金首日售罄，其中未成立的基金共 8 只，5 只已公布数据基金合计募资 410 亿，截至目前，16 只新发基金（11 只已成立+5 只已公布数据未成立基金）合计募资 836 亿，其中股基和混合基金 823 亿。我们预计 2021 年 1 月新发股票和混合基金将超 2500 亿，超过 2020 年 Q4 月均水平（1768 亿）。从 2020 年 12 月至今，共 341 只基金产品上报，从 2020 年初至今，共 437 只基金已审批待发行，71 只基金将在 2021 年 1 月开始认购，新基金发行市场整体火爆。

供给侧推动不容忽视，居民资产加速入市驱动非货基销量超预期

随着资管新规打破刚兑，原有高收益率理财产品供给持续压缩，同时基金发行实施注册制改革，权益类产品发行提速，叠加资本市场改革和权益类基金收益率持续上行，居民资产配置结构发生重大变化，非货基占总理财规模从 2017 年末的 6.8%提升到 2020 年 6 月末的 9.4%。根据基金业协会数据，截至 2020 年 11 月，全市场非货基保有量达 10.99 万亿，同比+56%，我们预计 2021 年全市场非货基规模有望在高基数下，实现 20%以上的正增长，基金销售规模亦有望超预期。

独立三方机构迅速崛起，头部机构市场份额有望持续提升

根据基金业协会数据，2017-2019 年，扣掉直销渠道后，银行和券商基金（认）申购渠道市场份额分别下降 11.8/14.0 个百分点，独销机构市场份额从 16.3%提升至 36.3%，提升近 20 个百分点；从基金保有市场份额看，扣掉直销渠道后，从 2015-2019 年银行和券商市场份额分别下滑 10.9/8.5 个百分点，独销机构+20.2 个百分点。整体看，移动互联网趋势下，互联网三方机构不断抢占传统金融机构的客户份额，依靠流量、便捷、低价等优势，互联网三方市占率有望持续提升；天天基金等专业化平台，依靠单客资产的快速增长，市占率有望保持升势。银行优势在于中高净值客户，互联网转型领先、高净值客户优势较强的头部银行有望实现市占率增长。财富管理转型和基金投顾试点下，头部券商依靠线下渠道、投顾和专业化优势，有望实现份额提升。

投资结论：基金销售热度超预期，继续看好东方财富

在政策引导储蓄向权益转移背景下，权益市场吸引力不断提升，新发基金市场火爆，公募基金市场扩容有望超预期，基金代销行业中，基于流量等优势，独立三方市场份额有望持续扩大，天天基金作为头部三方机构，在流量、专业度、产品功能等方面均有优势，用户数量及客单价有望持续提升，市占率有望进一步上行。在权益化及机构化背景下，继续看好优质赛道稀缺标的东方财富。

风险提示：疫情对经济冲击影响超预期；基金发行不及预期。

【计算机】2021 年，对网络安全行业继续保持积极期待——行业点评报告-20210107

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

政策落地有望加速，网络安全实战化攻防演习力度有望持续加大

近年来，国家对网络安全《网络安全法》、等保 2.0 条例等重磅政策法规相继落地与实施。从 2016 年起，网络安全实战化攻防演习行动涉及的单位数量逐年增多，攻击手段逐年多样，并逐渐走向常态化。展望 2021 年，一方面，等保 2.0 等合规性政策的执行力度有望加大，《国家关键信息基础设施安全保护条例》有望出台；另一方面，网络安全实战化演练行动的覆盖范围、实施力度有望进一步增加。此外，2021 年是建党 100 周年，相关重保投入也有望增加。

在政策、技术、事件的多重驱动下，2021 年网络安全行业景气度有望回升。我们高度看好行业内综合实力强，并且在云安全、大数据安全、工控安全等新兴安全领域有前瞻布局的领先企业，重点推荐深信服、安恒信息、奇安信、绿盟科技、美亚柏科、启明星辰、迪普科技等；其他受益标的包括天融信、拓尔思、中新赛克。

“十四五”期间，网络安全能力建设有望得到强化

新基建浪潮下，网络安全有望逐渐走向与信息化“同步规划、同步建设、同步运营”，北京、重庆、浙江等省市纷纷出台“新基建三年规划”，网络安全为重要建设内容之一。中央及地方各级政府、企业单位在“十四五”规划中，对网络安全的重视程度有望提升，安全占信息化投入的比例有望增加。

云安全、大数据安全、工控安全等新兴安全领域有望持续高增长

随着云安全、大数据、AI 等新技术应用逐渐普及，其所对应的新兴安全市场也实现快速增长。同时，在网络安全实战化攻防演习行动及企业安全意识提升等因素的推动下，安全服务市场实现快速增长。2020 年云安全、工控安全、大数据安全等新兴安全领域及安全服务增速明显高于传统安全市场，我们认为 2021 年这一趋势有望延续。

板块景气度有望明显回暖，各公司纷纷发布激励/回购计划彰显信心

2020 年网安板块公司业绩逐季回暖，但行业全年增速仍受疫情影响较大。随着疫苗的普及，行业景气度有望明显恢复。根据 IDC 最新预测，2020 年中国网络安全市场总体支出将达到 78.9 亿美元（年初预测值为 87.5 亿美元），较 2019 年同比增长 11.0% ，预计 2021 年增速将恢复到 20%以上。此外，2020 年初以来深信服、南洋股份、安恒信息、奇安信、启明星辰相继发布股权激励计划/员工持股计划；绿盟科技则发布了股份回购计划，回购股份将全部用于公司后续股权激励或员工持股计划，反映出网安公司对未来几年快速发展的信心。

风险提示：人才流失风险；市场竞争加剧；政企 IT 支出缩减。

【传媒：芒果超媒(300413.SZ)】“视频+内容+电商”融合，小芒打造第二增长曲线——公司深度报告-20210107

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

“明星+品牌+流量+粉丝”四方合力，小芒开启内容电商新征程

公司小芒电商 App 正式上线，并集湖南卫视及芒果 TV 之力为小芒引流。小芒电商植根“明星电商”模式，或实现以货为基础，以明星艺人联名或推荐来聚集流量，以内容为手段来提升用户购买意愿的核心商业闭环，发挥公司在明星、品牌、流量资源等方面的综合优势，打造明星带货生态，深度挖掘粉丝经济价值，打造公司第二增长曲线。我们假设小芒电商 2021 年仍处于起步推广阶段，2022 年将放量，因此上调 2022 年盈利预测，预测 2020-2022 年归母净利润分别为 18.32、21.80、27.30（前为 25.66）亿元，对应当前股本的 EPS 分别为 1.03、1.22、1.53（前为 1.44）元，当前股价对应 PE 分别为 67、56、45 倍，维持“买入”评级。

“明星电商”模式独树一帜，独家低价精致好物尽在小芒

我们认为，与小红书相比，小芒的短视频内容以带货为核心，将完成“明星短视频推荐—商品下单购买”的一站式服务；而小红书的图文内容主要为用户自发好物分享，为自有平台商城引流较少，小芒的带货转化率或更胜一筹。与抖音相比，小芒是以电商形态为主，短视频推荐为促销方式的独立电商类 App，用户购物的自主性更强，购物体验或更佳；而抖音本身为短视频内容软件，直播电商仅为后续添加的内嵌变现功能，其本质仍为娱乐视频类 App。与天猫相比，小芒是“小而美”的精致电商，或通过全网价格优势、独家/明星联名/内容衍生商品等方式打造流量爆款；而天猫是大而全的综合性电商，力求品类尽可能全面。

内容电商丰富芒果生态，小芒打造第二增长曲线

我们认为，小芒将通过持续迭代优化，释放“明星电商”潜力；将深度运用湖南卫视及芒果 TV 流量优势，通过广告、综艺或电视剧内容植入等形式为小芒引流，提升品牌知名度；或借助阿里巴巴强大的电商供应链，减少前期投入，降低运营风险。我们测算 2021、2022 年小芒电商 GMV 分别为 46、112 亿元。

风险提示：视频平台用户增长不及预期的风险；广告业务收入增长不及预期的风险；内容行业政策变化对公司的影响存在不确定性；电商业务拓展成功与否存在不确定性。

【纺织服装：波司登(03998.HK)】前三季度羽绒服流水稳健增长，看好全年业绩提升——港股公司信息更新报告-20210107

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

前三季度羽绒服主业流水表现符合预期，全年增长可期，维持“买入”评级

公司于 1 月 5 日发布 2020/21 财年前九个月（2020 年 4 月-12 月）零售表现，主品牌波司登流水同比增长 25%以上，品牌羽绒服业务中其他品牌零售额同比增长 40%以上，符合此前预期，在疫情下仍保持较快增长，行业龙头韧性凸显。并且，结合公司上半财年业绩表现来看（波司登品牌与品牌羽绒服业务下其他品牌分别录得 19.7%/2.85%增长），公司核心主业羽绒服业务单三季度边际改善明显，竞争优势持续加强。我们认为波司登仍将维持品牌升级主旋律，结合持续推进的新零售运营及数字化转型策略，打造品牌效率年。在冷冬、晚春、销售旺季催化下，公司

四季度有望继续保持强劲增长，预计全年羽绒服业务收入有望实现高双位数增长。维持盈利预测不变，预计 2020-2022 年公司归母净利润为 14.7/17.8/21.9 亿元，EPS 为 0.14/0.17/0.21 元，当前股价对应 PE 为 26/22/18 倍，维持“买入”评级。

品牌：品牌持续升级驱动产品量价齐升

在聚焦主航道战略下，公司继续做强品牌羽绒服核心业务，采用品销结合的策略，基于产品上市周期与主推产品制定传播规划与内容，促进主品牌波司登“羽绒服专家”的消费者认知持续提升。我们认为，市场对波司登向中高端转型的认可度提高将驱动产品价格带继续上移，预计 2021 财年 1800 元以上的产品占比有望由 2020 财年的 35%提升至 40%，带动公司收入规模、盈利能力提升。

渠道：发力直营带动收入提升，降低首单订货比例有效优化库存

FY2021H1 公司发力直营渠道，门店扩张与店效提升同步进行，逆势净新增 19 家直营门店，同时关闭低效店铺，在主流商圈新增形象店、大店，顺应主流消费趋势优化门店结构，降租增效强化精细化运营，品牌羽绒服直营渠道（线上+线下）实现销售收入 11.09 亿元（+144.3%），占比提升至 37.1%，实现快速增长。经销渠道方面，公司降低订货会首次订单比例至不超过 30%，其余订单根据旺季终端市场反馈和需求进行补单，有效优化库存，预计全年存货总额仍将保持平稳。

风险提示：天气升温影响羽绒服终端销售；疫情二次爆发影响线下复苏等。

【电子：芯海科技(688595.SH)】“信号链+MCU”优质站位，利润同比增长超 75%——公司信息更新报告-20210107

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

卡位信号链 MCU 广阔赛道，2020 年归母净利润高速增长

2021 年 1 月 6 日，公司发布业绩预增公告，2020 年公司归母净利润为 0.75 亿元左右、同比增长 75.22%，并且，2020 年扣非归母净利润为 0.62 亿元、同比增长 66.12%。但是，根据业绩预告推导，2020 年第四季度归母净利润约为 0.14 亿元、同比下滑约 42%。由于公司卡位国产化替代机会显著的信号链 MCU 赛道，我们略微下调盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 0.75/0.98/1.21 亿元(原值分别为 0.83/1.09/1.44 亿元), EPS 为 0.75/0.98/1.21 元，当前股价对应 PE 为 86/66/53 倍，维持“买入”评级。

深度受益国产化替代机遇，把握 TWS 耳机渗透趋势

受中美贸易摩擦不确定性加大影响，终端厂商给国产芯片设计厂商更多的国产化替代机会；同时，依托长期的技术积累，芯海科技的客户验证速度显著加快。在智慧健康测量方面，依靠高精度 ADC 优势，公司由消费电子低端产品积极向红外测温、人体成分分析仪等中端应用拓展；在压力触控芯片方面，公司成功导入头部客户的 TWS 耳机供应链并形成规模营收；在通用 MCU 方面，公司成功在 TWS 耳机充电仓、汽车电子等领域突破行业标杆客户。

“信号链+MCU”布局具有战略性价值

不同于传统模拟厂商采用“信号链+电源链”的产品布局，芯海科技所推行的“MCU+信号链”产品布局是以下游需求为导向，重点考验公司对下游市场需求的洞悉能力及产品结合能力。并且，随着芯片集成化趋势的推进，TI、ADI 等国际模拟龙头厂商对定制化、集成化 AFE 持续加码，而 AFE 就是信号链芯片和 MCU 的结合，这表明芯海科技所采用的“信号链+MCU”布局恰恰是高端模拟芯片的发展方向。

风险提示：压力触控芯片业绩复苏或不及预期、中美贸易摩擦不确定性加剧、高速 ADC 产品研发进度或不及预期

【医药：九典制药(300705.SZ)】快速成长的特色制剂企业——公司首次覆盖报告-20210107

杜佐远（分析师）证书编号：S0790520050003 | 王斌（分析师）证书编号：S0790520070005

九典制药：快速成长的特色制剂企业

九典制药产品包括药品制剂、原料药/辅料等，随着洛索洛芬钠凝胶膏的快速放量，公司制剂业务收入占比逐步提升，中长期来看以洛索洛芬钠凝胶膏为代表的透皮给药制剂将驱动公司业绩快速增长。我们预计 2020-2022 年公司收入分别为 10.89/16.36/22.32 亿元，同比增长 17.9%/50.2%/36.4%，归母净利润为 0.80/1.80/2.98 亿元，同比增长 45.9%/124.7%/65.0%，当前股价对应 PE 分别为 72.7/32.4/19.6，首次覆盖给予“买入”评级。

非甾体抗炎药物透皮给药剂型具有较大潜力，公司有望成为业内领军企业

凝胶膏属于透皮给药剂型，与传统橡胶膏、软膏和黑膏药相比具有无残留、不污染衣物、对皮肤无刺激性等优点。样本医院数据显示近年来我国非甾体抗炎药物透皮给药剂型销售额快速增长，2012-2019 年复合增速高达 41%，其中，凝胶剂型占主导地位。我们通过测算后我们发现，我国非甾体抗炎药凝胶剂和贴剂销量低于日本，若再考虑到两国人口数量的差异，我国非甾体抗炎药凝胶剂和贴剂人均销量远低于日本，未来非甾体抗炎药透皮给药剂型具有较大潜力。除洛索洛芬钠凝胶膏外，公司目前还有多个透皮给药剂型药物正处于不同阶段，凭借着丰富的产品线，有望在透皮给药领域占据龙头地位。

多个制剂陆续获批，有望借助集采快速放量；原料药、辅料重回增长轨道

公司近年来有洛索洛芬纳片等多个制剂获批，也有利伐沙班片等多个制剂申报

生产，新产品陆续获批后有望借助集采迅速放量。目前已经有铝碳酸镁、铝镁加、

多库酯钠、西甲硅油、盐酸阿考替胺、磷酸奥司他韦、氟比洛芬等 20 多个原料药、辅料产品投产，目前生产场地转移已全部完成，产能已逐步恢复。随着新产品陆续放量，预计 2021 年起原料药和辅料业务将重回增长轨道

风险提示：竞品上市速度超预期，行业竞争加剧；洛索洛芬纳凝胶膏降价幅度超预期。

【电子：风华高科(000636.SZ)】发布定增预案，助力 MLCC 和电阻产能扩张——公司信息更新报告-20210107

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

内资 MLCC 和电阻龙头，受益国产替代加速趋势，维持“买入”评级。

考虑到 2020Q4 新的诉讼案件的出现、MLCC 和电阻国产化的顺利推进、公司的电阻扩产计划，我们调整 2020-2022 年归母净利润至 5.88/12.55/18.17 亿元（前值 6.34/11.57/16.84），EPS 为 0.66/1.40/2.03 元（前值 0.71/1.29/1.88），当前股价对应 PE 为 50.1x、23.5x、16.2x，维持“买入”评级。

事件：公司发布定增预案。

拟非公开发行股票数量不超过 2.69 亿股，不超过非公开发行前总股本的 30%，募集资金总额不超过 50 亿元，用于祥和工业园高端电容基地建设项目和新增月产 280 亿只片式电阻器技改扩产项目。

定增助力 MLCC 和电阻产能扩张，抢占元器件进口替代市场。

本次定增募集资金将全部用于 MLCC 和电阻扩产项目。（1）祥和工业园电容扩产项目投资 75 亿元，拟投入募集资金 40 亿元，项目投产后将新增 MLCC 产能 450 亿只/月，达产年预计新增收入 49 亿元，利润 11.4 亿元。（2）电阻项目投资 10 亿元，拟投入募集资金 10 亿元，项目达产后将新增电阻产能 280 亿/月，达产后将新增收入 9.1 亿元。利润 1.4 亿元。（3）上述扩产项目达产后，公司 MLCC 产能将达到 650 亿/月，电阻产能约为 560 亿只/月，MLCC 产能将居全球第三、国内第一，电阻产能也仅次于龙头国巨，产能规模的快速扩张有助于公司抢占供应链自主可控背景下的元器件国产替代市场。

控股股东高比例认购彰显对公司发展信心。

公司控股股东广晟公司（本次发行前与一致行动人合计持股 20.50%）将高比例参与认购，认购金额不低于募集资金总额的 20.03%，且本次发行完成后其累计持股比例不超过 30%，此次定增股份也将锁定 18 个月。控股股东的高比例认购彰显了大股东对风华高科长期发展的信心。

风险提示：扩产进度低于预期；客户导入进度缓慢、MLCC 价格下跌风险；诉讼败诉风险。

【化工：万华化学(600309.SH)】Q4 业绩超预期，长期看好公司成为全球化工巨头——公司信息更新报告-20210107

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

公司预计 2020 年归母净利润同比减少 5%到基本持平，Q4 业绩超预期

1 月 6 日，公司发布 2020 年度业绩预告，预计 2020 年归母净利润为 96-101 亿元，同比减少 5%到基本持平。预计 2020Q4 归母净利润为 42.5-47.5 亿元，较 2019Q4 的 22.31 亿元显著提升 91%-113%。结合公司业绩预告，我们上调盈利预测，调整前预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 81.07、121.86、148.19 亿元，调整后预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 100.40、144.52、181.34 亿元，对应 EPS 分别为 3.20、4.60、5.78 元/股，当前股价对应 PE 分别为 30.8、21.4、17.0 倍。我们继续看好 MDI 行业在 2021 年将维持景气，公司作为 MDI 行业龙头预计将充分受益，公司多元发展向综合性全球化工巨头迈进，维持“买入”评级。

受益于 MDI 下游需求回暖，公司 Q4 业绩同比和环比均实现大幅度提升

据百川盈孚和 Wind 数据，2020Q4 聚合 MDI 华东市场价格为 20098 元/吨，较 Q3 约提升 39%，使得 Q4 的平均价差较 Q3 扩大 32%。MDI 价格景气上行直接带动公司业绩实现环比增长 69%-89%，同比增长 91%-113%。MDI 主要下游需求冰箱冷柜产销数据表现亮眼，为 MDI 价格保持景气提供强有力支撑。据产业在线数据，2020 年 11 月单月，冰箱总销量同比+14.2%，冰箱出口量同比+63.1%；冰柜总销量同比+83.5%，冰柜出口量同比+119.6%，均创下近五年以来的历史新高。同时，受益于美国房地产保持高景气，美国新屋和成屋销量（折年季调）增速均维持 20%以上同比增速，同步带动 MDI 下游建筑保温材料需求增长。

看好 2021 年 MDI 行业将维持景气，三大板块助力公司向全球化工巨头迈进

受益于海外需求复苏，我们继续看好 2021 年 MDI 行业或将维持景气，公司业绩较 2020 年预计实现明显修复。公司一期乙烯项目已于 2020 年 11 月投产，预计将于 2021 年释放业绩。福建产业园、眉山基地和烟台新材料等项目持续推进中。我们认为公司已进入新一轮资本开支期，公司多元化发展布局对于拓展长期成长空间具有重要意义，三大业务板块将助力公司向综合性全球化工巨头迈进。

风险提示：产能投放不及预期、下游需求放缓、产品价格大幅下滑等。

【医药：海吉亚医疗(06078.HK)】肿瘤医疗赛道中的领跑者，差异化优势显现——港股公司首次覆盖报告-20210107

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

中国最大肿瘤医疗集团，标准化管理能力强，首次覆盖给予“买入”评级

海吉亚医疗于 2009 年成立，是中国最大的肿瘤医疗集团，公司以内生性增长+战略收购+医院合作的方式全国布局，目前拥有 7 家医院(3 家自建+4 家收购)、3 家拥有举办权的托管医院和 15 家第三方合作放疗中心。公司在医生及设备资源、管理体系、服务模式方面优势明显，助推业务快速扩张。预计 2020-2022 年，公司净利润分别为 1.54（经调整后为 2.85）、3.86、5.04 亿元人民币，对应 EPS 分别为 0.46、0.63、0.81 元/股，当前股价对应 PE 分别为

173、69、53 倍，与同类医疗服务公司相比具备估值性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。

行业：政策推动优质医疗资源下沉，民营肿瘤医院进入快速发展期

国内肿瘤医疗服务市场规模 2019 年达到 3,710 亿元，2015-2019 年 CAGR 为 12.53%。约 70%的肿瘤患者需要放疗，放疗服务增速高于整体肿瘤市场，预计 2025 年将超 800 亿规模。肿瘤医院在三线及以下基层地区供需矛盾突出，患者基数庞大，对设备依赖程度大，复制性强；民营专科医院凭借其高端设备的灵活配置性和政府支持，不断提升获客能力及市占率，标准化管理流程降低管理成本。

公司：医院业务经营能力强，业绩增长迅速，放疗业务毛利率高

公司战略聚焦非一线城市，打造全国性的三级诊疗网络，提升整体医疗诊疗水平。医院业务收入持续增长，2017-2019 年 CAGR43.26%；公司旗下医院经营能力强的原因：优质医生资源及高端放疗设备形成导流，建立较好口碑，提升患者数量，单床产出亦持续提升；集中及标准化的管理体系推动业务快速增长、规模效应提升盈利能力，自建医院开建后最快 17 个月内开始营运（行业平均 36-48 个月），3-9 个月达到月度收支平衡点（行业平均 3 年）。此外，第三方放疗业务在垂直一体化放疗服务模式下维持业务高毛利率，且公司凭借设备优势吸引了更多合作伙伴，未来 3 年该业务预计仍具备快速增长趋势。目前公司利用设备、人才优势为切入点提升品牌影响力，未来计划通过多学科协同获得长远的发展。

风险提示：医保控费趋严；医院自建进度不及预期。

【电子：华润微(688396.SH)】功率半导体龙头，充分受益国产替代及行业高景气——公司首次覆盖报告-20210107

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

国内功率半导体龙头，IDM+Foundry 双轮驱动

公司为国内功率半导体龙头企业，主营业务包括产品与方案及制造与服务两大板块。产品与方案板块采取 IDM 模式经营，收入中功率半导体产品占比高达约 90%。制造与服务板块主要为晶圆及封测代工业务，公司制造资源及工艺能力国内领先，拥有 3 条 6 英寸产线和 2 条 8 英寸产线，服务于公司自有产品的制造和代工业务。凭借强大的央企股东背景、优秀的 IDM 模式及领先的工艺技术水平，公司龙头地位有望不断巩固。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 10.11/14.16/14.80 亿元，对应 EPS 为 0.83/1.16/1.22 元，当前股价对应 PE 为 75.2/53.7/51.4 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

功率半导体市场天花板不断提升，国产化替代空间广阔

功率半导体市场空间广阔，新能源汽车、变频家电、AIOT 等多类应用带动行业天花板不断提升。据 IHS 数据，2019 年全球功率半导体市场规模达到 403 亿美元，其主要下游包括汽车、消费电子、工业及无线通讯等。其中功率半导体在新能源汽车市场的发展最为迅猛：据我们的测算，至 2025 年，全球新能源车用功率半导体市场有望达 45 亿美元，2019-2025 年 CAGR 达 35%。目前占据全球功率半导体 60%市场份额的前十大厂商均为海外厂商，国产化替代空间广阔。

行业景气正迎来量价齐升，公司积极布局有望深度受益

2020 年下半年以来，行业需求全面回暖，8 英寸晶圆产能紧张，行业正迎来量价齐升。全球范围来看，过去十多年间 8 寸晶圆产能增长十分缓慢。在行业需求迅速增长之时，晶圆代工资源更显紧张，晶圆代工成本及功率器件售价均呈现上涨趋势。公司作为国内功率半导体龙头，在晶圆代工业务以及 IDM 业务两端均有望凭借产能规模优势、产品布局和技术优势、优质的客户优势，充分受益行业景气发展。

风险提示：下游需求景气不及预期；行业竞争加剧、毛利率下滑；下游客户拓展、产品认证不及预期；公司核心管理人员和技术人员变动。

【新能源与电气设备：当升科技(300073.SZ)】三元正极准龙头，受益全球动力市场高增长——公司首次覆盖报告-20210107

刘强（分析师）证书编号：S0790520010001

三元正极准龙头，受益全球动力市场高增长

全球新能源车向上周期来临，国内优质供应链受益。公司是最早打入海外供应链的正极公司，在海外正极市场具有强品牌影响力与深厚客户基础。此前由于产能规模相对较小以及海外客户并未大规模放量等因素，公司出货量排名相对靠后。未来随着公司加速扩产以及海外优质客户 SKI、LG 化学等客户动力电池业务的崛起，公司或快速成为国内三元正极龙头。我们预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 3.52/5.92/7.29 亿元，EPS 分别为 0.78/1.31/1.61 元，当前股价对应 PE 为 81.78/48.57/39.45 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

三元正极行业产值大、结构升级趋势明显

我们预计 2025/2030/2035 年全球动力正极产值对应为 1862/3779/6094 亿元，其中三元正极产值为 1790/3632/5847 亿元。三元正极价值量高，是锂电材料中产值最高环节。但由于正极行业市场空间大，吸引众多参与者进入市场，叠加下游电池厂倾向于使用多个正极供应商，导致三元正极行业格局相对分散。而近两年正极行业龙头公司盈利能力逐渐分化，行业洗牌或由此拉开。

行业格局日渐清晰，公司龙头相初现

(1)技术优势：公司背靠央企矿冶科技，具备资金优势与人才优势，多年来在技术开发方面领先同业，单晶高镍新产品性能指标全方位领先。(2)产能扩张加速：公司 2019 年产能为 1.6 万吨，在国内正极厂中排名第五位，目前公司常州基地加速扩产，我们预计 2020-2022 年公司产能达 2.4/4.6/7.6 万吨，在 2022 年产能将跻身第一梯队，叠加公司一贯的高产能利用率，公司正极销量增速或超越行业。(3)优质客户基础：公司在 2005 年实现对韩国出口，是国内最早实现出口的正极厂，随后分别在 2006、2007、2009、2010、2018 年对三星 SDI、LG 化学、三洋能源、索尼、SKI 等海外一线电池厂实现批量供货，随后逐步占据主流供应商位置。海外客户通常给予稳定加工费，使得公司盈利较为稳定。

风险提示：高镍三元推行不及预期、海外客户采用多元化采购策略等。

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