民生证券研究院

会议纪要/晨会

晨会纪要

晨会纪要 2020 年 12 月 28 日

● 客户观点反馈

汽车电动化智能化、新能源发电、工业自动化、军工等中国先进制造业正作为制造业产业转型升级的代表展现出极强的产业趋势性机会，这些行业都具有相对盈利的优势。尤其新能源汽车、新能源发电行业，是全市场比较下来成长性、确定性、持续性都极为稀缺的行业，也完美契合碳达峰和碳中和的要求。另外，阶段性也可以关注低估值蓝筹在增长预期强化情况下的修复机会。

● 总量观点

【民生宏观】大类自产配置周报

（解运亮，分析师 S0100519040001，18911895931；方驭涛，分析师 S0100519070001 ）

核心观点：年末资金博弈和海外疫情变化扰动市场风险偏好，关注景气度触底而估值承压的板块方向

•近期落地的美联储 12 月份会议和国内中央经济工作会议预示接下来政策环境仍将偏向宽松。美联储 12 月会议继续延续现有的低利率政策，但前期市场预期的扭曲操作并未出现，预示着度过目前疫情对经济强力冲击是主要政策目标，但中长期对疫情结束比较乐观，没有必要加码宽松。国内中央经济工作会议确定要实施积极的财政政策和稳健的货币政策，则意味着与海外国家同步，短期内政策不会出现急转弯。这与我们在年度策略中提出的观点一致，宽松在通胀回归之前仍将维持。

•海外疫情变化对经济的冲击预计有限，经济复苏的大方向目前看没有变化。 海外疫情近期最大的变化来自于英国出现病毒新变种，英国卫生官员表示这一新的变异可能导致病毒具有更高的传染性，比目前的品种高出 70% 。从已有的信息来看，病毒的新变种仅仅是传播速度变化，进而带来确诊人数增加，根据今年的经验，如果防疫措施升级，叠加年底开始疫苗生产开始加速，整体情况仍然是可控的，而且是局限在以英国为主的欧洲地区的。经济复苏的大方向目前来看没有变化，而一个潜在风险是新变种病毒是否会导致更高的死亡率和疫苗效果下降，如果出现则对明年经济复苏的节奏预期可能要相应进行调整。

•配置上，估值合理更为重要，年末资金博弈临近收尾，关注景气度触底而估值承压的板块的机会。 今年 12 月的资金博弈强度要高于往年，抱团越明显，明年初行情切换也会更明显，关注景气度触底而估值承压的计算机、通信、游戏、金融等方向。从标的上讲，合理的价格和优质的资产二者缺一不可，高确定性标的可以继续持有，或逢低加仓，中确定性标的如果涨幅明显，可以部分兑现盈利进行调仓。

风险提示：全球政治经济不确定性加大、中国政策收紧过快等。

● 行业观点

【民生教育】周报：考研人数突破 370 万人，相关辅导机构受益

（强超廷，分析师 S0100519020001，021-60876718）

1）本周随笔 • 艺术培训龙头再扩版图

华夏视听教育集团成立于1998年，是一家依托于一流的影视制作业务与传媒及艺术专

民生证券研究院

分析师：田铭

执业证号： S0100516010001

电话： 0755-22662077

邮箱： tianming@mszq.com

昨日重点研报

【民生宏观】大类自产配置周报

【民生教育】周报：考研人数突破 370 万人，相关辅导机构受益

【民生电子】：行业周期反转，Mini LED 打开成长空间

【民生食饮】山西汾酒点评报告：改革奋进正当时，品牌复兴在路上

业高等教育业务等两大支柱业务的传媒集团。

华夏视听拟3亿元收购水木画室。2020年12月20日，华夏视听教育集团拟3亿人民币对价收购水木源画室全部股权，公司保证2021-2023年公司归母净利润分别不少于人民币2400万、2760万与3174万元，对应的21年PE为12.5倍，预计于2021年上半年完成交割。

美术艺考培训行业增长潜力大，行业整合空间大。艺术类考生约占高考考生总数的10%，其中美术类是最大的分支，约占到艺考生总数的50%-60%，对应每年50-55万人。美术类高考竞争激烈，2019年，约有56万人参加美术类高考，然而九大美院的平均录取率未达到3%。除考生数量庞大外，美术类艺考培训教学方法相对成熟化、标准化，更适合考前综合培训突击，为其规模化发展奠定了基础条件。

2）行业观点

全国考研人数突破370万人，五年时间激增近200万人。就业升学压力加大，叠加毕业人数增长，未来高校扩招趋势将延续，考研人数有望持续增长。考研人群基数增长，利好相应辅导机构。重点推荐中公教育，考研辅导龙头机构，预计考研相关收入已超越新东方，行业巨头充分享受行业爆发带来的红利。受疫情影响，今年招录类考试多数集中在下半年，看好公司下半年业绩持续走强。需求回暖，叠加就业压力大推升考公务员，考研人数大增，多重利好影响下，中公教育基本面持续向好。另外，看好课外辅导板块。疫情后线下课程陆续复课，刚需逐步回暖，利好行业龙头公司业绩反弹。推荐豆神教育、昂立教育，关注科斯伍德。港股关注新东方在线。

3）板块表现

上周，中证教育指数下降2.07%，沪深300上涨0.84%，创业板指数上涨2.16%。年初至今，中证教育指数上涨11.65%，沪深300上涨23.08%，创业板指上涨57.99%。

4）行业新闻

1.沈阳两地升级中风险，辽宁大学学生 24 日起离校放假。2.多邻国英语测试中国考生量年增长 23 倍，申请本硕项目为主要考试目的。3.广西：义务教育控辍保学动态清零。4.设计交互式 VR 游戏，英国教育科技游戏工作室 Kuato 获 450 万英镑融资。

5）投资建议

K12课外辅导行业逐步回归正轨，看好刚需逐步回暖，A股建议关注中公教育、豆神教育、昂立教育、科斯伍德。港股建议关注在线教育龙头：新东方在线。

风险提示：行业政策变动风险；外延布局不及预期风险。

【民生电子】：行业周期反转，Mini LED 打开成长空间

（王芳，分析师 S0100519090004，021-60876730）

1）供需改善景气向上，LED 迎来周期反转

需求端：疫情改善经济修复，下游照明、显示等需求增长拉动 LED 市场快速发展。2021 年全球 LED 照明行业市场规模有望增至 7980 亿元，较 2019 年增长 20.54%。据 LED inside 预测，2020-2024 年全球 LED 显示屏市场复合增速将达到 16%，小间距显示屏推动市场持续增长。**供给端：**海外 LED 企业三星、LG、Cree 纷纷减产，产业链向国内转移。国内 LED 芯片的全球产能占比从 17Q1 的 60%提升至 18Q4 的 72%，同时营收占比提升至 67%。**景气回升：**年初以来 2 寸照明白光芯片价格上涨 10-15%，叠加 LED 芯片主要的原材料蓝宝石（成本占比 50%）今年 4 月以来价格也已上涨 50%，有望驱动 LED 芯片价格进一步上涨，带动 LED 行业景气上行。而龙头 LED 芯片公司蓝宝石衬底以自制为主，成本影响较小，有望充分受益。

2）Mini LED 带来新增需求，打开未来成长空间

Mini LED 可用于 LCD 背光和 LED 直显。用作 LCD 背光时，Mini LED 相比普通 LCD 具有色彩完整性好、对比度&像素密度高、更轻薄等多方面优势，与 OLED 相比性能接近，但成本更低、寿命更长。用作直显时，Mini LED 主要定位高端小间距 LED 市

场，能够实现更高的分辨率和更好的显示效果，并凭借极高的像素密度、低能耗、可无缝拼装等特性，将会先在大屏 TV 和小屏可穿戴设备领域进行渗透。三季度以来大量 Mini LED 终端产品亮相，新品陆续推出带来 LED 行业新增需求。据不完全统计，仅 2020 年三季度以来就有超过十款 Micro LED/Mini LED 产品亮相。2019 年三星发布了 75 寸的 4K Micro LED 显示屏以及 219 寸 8K 基于模块化拼接的 Micro-LED 显示屏。索尼也推出了相应的水晶 LED 显示屏。2021 年苹果公司将有望规模量产搭载 Mini LED 背光技术的 iPad Pro 及 MacBook Pro，打开 LED 行业未来成长空间。

3）核心盈利环节 LED 芯片最受益

1）景气上行将大幅改善芯片环节盈利状况。LED 芯片受供需影响较大，过去 5 年毛利率在 15%~30%波动。2017 年 LED 行业景气度较好时，LED 芯片毛利率可达 30%，龙头企业如三安光电毛利率更是达到 49%。我们预计此轮 LED 行业景气上行，LED 芯片盈利改善弹性最大。**2）竞争格局集中带来高议价能力。**全球 LED 芯片前三大厂商份额合计 44%，我们认为 LED 芯片行业相对集中的竞争格局将在周期反转时带来高议价能力。**3）涨价优先受益。**LED 芯片处于产业链上游，供需改善时芯片涨价先于下游。从 2016 年情况看，LED 芯片涨价领先封装约半年时间。**4）Mini led 带来的成长空间中，上游芯片最受益。**相比传统 LED，Mini LED 芯片技术难度进一步加大，无论是作为背光还是直显，核心难点均在芯片。同时 Mini LED 多用于终端显示屏，芯片稳定性、寿命等性能对终端产品影响巨大，芯片重要性愈发凸显。下游终端厂商更加重视 Mini LED 芯片，对产业链管理也延伸至芯片环节，商业模式从对接封测厂向对接终端龙头厂商转变，带来行业地位提升。未来随着 Mini LED 技术的成熟，成本进一步降低，渗透率有望快速提升。我们预计到 2023 年 Mini LED 渗透率有望从目前的 2%增至 24%。据 Grand View Research 预测，2025 年 Mini LED 市场规模将达到 59 亿美元，年复合增速达 86.6%。在 Mini LED 带来的成长空间中，上游芯片最为受益。

4）投资建议

全球经济恢复拉动 LED 需求，叠加海外产能逐步退出带动行业景气度上行。2020 年初以来 2 寸照明白光芯片价格上涨 10-15%，芯片主要的原材料蓝宝石今年 4 月以来价格也已上涨 50%，有望驱动 LED 芯片价格进一步上涨，驱动景气提升。Mini LED 目前技术已经成熟，进入量产阶段，各厂商投资 Mini LED 热情高涨。今年以来，各终端品牌推出 Mini LED 产品的节奏加快。预计未来 Mini LED 将维持高增长态势，为 LED 行业打开成长空间。LED 周期反转、景气成长芯片环节最受益，同时商业模式向对接终端厂商转变提升芯片企业行业地位，综合来看，芯片厂商受益最多。建议关注：三安光电、华灿光电、京东方、利亚德、洲明科技。

5）风险提示

经济复苏不及预期导致需求变化风险；Mini LED 成本下降缓慢；行业竞争加剧。

● 个股观点

【民生食饮】山西汾酒点评报告：改革奋进正当时，品牌复兴在路上

（于杰，分析师 S0100519010004，010-85127513）

一、事件概述

山西汾酒经销商大会于近期召开。

二、分析与判断

1）回顾“十三五”，汾酒改革步履坚定、奋进增长

改革是贯穿山西汾酒“十三五”发展期间的关键词。2017 年是改革顶层设计期，公司于 2017 年 3 月同省国资委签订经营目标考核责任书，国资委下放经 8 项实权，拉开改革序幕，公司制定“11936”中长期汾酒复兴战略与“62210”五年奋斗目标，明确改革与发展方向；2018 年是改革深入实践期，公司引入华润战投优化股权结构，提出三步并做两步走加快发展；2019 年是改革决胜攻坚期，公司股权激励方案落地，同时加快收购集团关联资产节奏，实现集团酒业资产整体上市，解决与集团关联交易与同业竞争问题。2020 年是汾酒改革巩固期，在疫情冲击大背景下，公司表现亮眼，

汾酒集团预计全年维持良性增长，其中青花汾酒同增 30%以上，省外市场收入占比达 6 成，拥有 17 个亿元市场，首次实现区域销售的结构性反转，交上“十三五”完美答卷。

2）展望“十四五”，汾酒品牌复兴正在路上

李秋喜董事长在会上表示，业绩是汾酒赢下“十四五”的重要指标，公司将努力提高省外市场收入占比至 70%以上，坚持中高端发展路线，持续推进品牌复兴。展望“十四五”，汾酒营销工作将按三个阶段有序推进：2021 年是营销深入调整期，着力解决经销商结构与营销体系管理创新问题，解决产品升级、品牌聚焦与渠道利润等问题；2022-2023 年是转型发展期，持续发力长江以南市场、实现杏花村品牌销售规模和质量不断提升；2024-2025 年时营销加速期，实现青花汾酒规模的历史性突破，汾酒、杏花村两大品牌相互支撑，完成“1357”市场布局。产品布局方面稳中有进，玻汾已成光瓶酒大单品；未来竹叶青预计亦能稳定贡献业绩；青花汾酒发力高端，青花 20/30 之上推出青花 30 复兴版，拉动青花产品体系价格持续上行，站稳次高端并稳步向高端进发，香型与品牌优势助力公司“十四五”新发展。

三、投资建议

预计 2020-2022 年收入 134.84/162.08/186.87 亿元，同比+13.5%/+20.2%/15.3%。归属上市公司净利润 27.46/32.32/37.38 亿元，同比+41.7%/+17.7%/+15.6%，折合 EPS 为 3.15/3.71/4.29 元，对应 PE 分别为 104X/88X/76X。公司估值水平高于 2020 年白酒板块整体预期的 52 倍 PE，但考虑到公司省外扩张态势良好，长期成长确定性较高，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

经济下滑拖累需求，省外扩张不及预期、业绩释放节奏不及预期，食品安全问题等。

● 风险提示

全球疫情传播持续恶化、疫情影响下游需求的风险、个股业绩不达预期的风险。

分析师简介

田铭，英国南安普顿大学国际银行与金融研究硕士。2011年加盟民生证券，原新三板分析师。

分析师承诺

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，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。