东吴证券晨会纪要

2020 年 12 月 08 日

晨会编辑 朱国广
执业证号：S0600520070004
021-60199793
zhugg@dwzq.com.cn

宏观策略

宏观点评：11 月出口为何如此强？

5 月以来地产链产品出口增加一定程度弥补了防疫物资出口的下滑，但 11 月两类产品均有强劲表现。一方面，海外房地产市场火爆仍对家具类产品出口形成重要拉动，11 月家具类产品出口增速 43.8%再创新高；另一方面，美欧疫情再爆发背景下 11 月国内防疫物资出口增速 22.8%，对出口形成 1.1 个百分点支撑，均止住 5 月以来的边际下滑趋势。

固收金工

固收点评：北陆转债：对比剂行业的龙头企业，持续布局精准医疗领域

北陆转债于 12 月 7 日开始网上申购,总发行规模为 5.00 亿元。北陆转债条款中规中矩,上市价格预计在 113-127 元之间：转债存续期为 6 年，联合评级为 A+/A+，初始转股价为 11.41 元/股，建议投资者积极参与。观点:公司深耕医学影像领域，是国内对比剂龙头企业之一。中国已成全球第二大制药市场，行业需求增长有必然性。对比剂行业属于优质赛道，增长前景广阔。盈利能力有望进一步增长。公司通过逐步向中枢神经类和内分泌类药物领域延伸，实现产品多元化。风险提示：市场竞争加剧、医药政策变动、在研产品失败的风险。

固收点评：润建转债：通信技术领先企业，业绩营收稳定增长

润建转债（128140.SZ）于 12 月 7 开始网上申购：总发行规模为 10.9 亿元，扣除发行费用后，将用于“五象云谷云计算中心项目”。润建转债条款合规合理；上市价格预计在 114-129 元之间：转债存续期为 6 年，联合评级为 AA/AA，转股价为 26.55 元/股，建议积极申购。观点：通信技术领先企业，业绩营收稳定增长。公司主营业务是通信网络建设服务、通信网络维护及优化服务。5G 带动需求增加，政策支持助力发展。5G 网络的发展大大增加了移动通信技术服务需求。公司经营状况良好，偿债能力良好。财务费用和销售费用占比稳定，管理费用较高。风险提示：宏观经济波动风险、疫情影响市场风险。

固收周报：一周策略：国内经济持续稳定恢复，海外形势不容乐观（2020 年第 46 期）

从基本面来看，我国经济继续稳定恢复，制造业市场活力和内生动力不断增强，供需循环持续改善，恢复性增长明显加快。全球疫情尚未得到全面有效控制，经济重启进度不及预期，外需边际虽然持续改善，但仍然存在不稳定不确定因素。在经济下行背景下，经济的内生增长动力显得愈发重要。日前国企违约事件的负面影响进一步消散，债市回调趋势明显，投资机会上可关注违约事件中遭错杀的债券。此外，融资环境边际收紧的背景下，市场潜在风险仍有可能继续释放，要注意提防尾部风险。

行业

环保工程及服务行业周报：供销总社印发废电回收处理行动方

案，环卫电动化持续推荐

供销总社发布废电回收处理行动方案，再生资源龙头产能有望扩张 50%份额升至 35%。12 月 3 日，供销总社、发改委联合印发《关于积极打造废旧家电回收处理产业链 推动家电更新消费的行动方案》。《方案》要求，到 22 年供销合作社系统力争年废电处理能力达社会总量的三分之一。工作任务包括：1）促进家电更新消费，多平台联合引导家电消费升级，开发农村市场；2）健全回收渠道，鼓励回收企业与生产企业、个体回收者合作建立多元化回收渠道。3）加大技术改造，提升废电利用能力；4）加强科技创新应用，提高废旧家电回收处理效率；5）发挥行业协会的纽带作用。

推荐个股及其他点评

波司登（03998）：品牌升级典范，波司登的光复在路上

波司登是国产羽绒服龙头企业，2020 年“双 11”线上全渠道销售额达 15 亿元，居中国服装品牌首位。我们认为未来中高端羽绒服市场将持续增长，波司登作为国产品牌升级的典范，在天时地利人和三重利好下业绩有望持续高增。我们预计公司 FY2021-23 归母净利分别为 14.4/17.6/21.1 亿元，同增 19.7%/22.5%/19.4%。当前股价对应 PE 为 22/18/15x，给予目标价 4.8 港元，维持“买入”评级。

风险提示：品牌升级不及预期；气温波动异常；疫情反复等

万泰生物（603392）：止于至善的基因工程技术领跑者

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年公司收入分别为 23.93 亿、39.69 亿、59.32 亿，同比增速分别为 102.1%、65.9%、49.5%；归母净利分别为 6.51 亿、11.09 亿和 20.29 亿，同比增速分别为 200.4%、74.5%和 82.8%，对应 PE 分别为 120、71 和 39 倍。

宏观策略

宏观点评：11 月出口为何如此强？

事件

11 月中国出口（以美元计）同增 21.1%，远超市场一致预期 9.5%，也高于 11 月越南出口同比 9.7%（图 1）。前值增 11.4%。

观点

11 月出口为何大超预期？

11 月以来美欧爆发新一轮疫情，欧洲尤其严重。目前意大利、西班牙住院病例数已接近春季峰值（图 2），欧洲封锁程度已回升至 5-6 月水平（图 3）。从 11 月中国出口各国增速来看，（1）11 月出口欧盟同比年内首次转正至 8.6%（图 4），可以看出 11 月欧洲新一轮疫情再次导致其供需缺口扩大，从而增加对中国出口的需求。（2）出口美国同比 46.1%为年内新高，我们认为主要由低基数+圣诞补货需求两方面因素贡献：2019 年在加征关税影响下 11 月出口美国同比为年内最低值，同时在圣诞将至+疫苗取得进展下美国经济预期向好补库存需求旺盛。（3）出口东盟同比 10.0%，低于 9 月峰值 14.4%，体现了东盟国家供需缺口缩小从而降低了对中国出口的依赖。

从产品看，5 月以来地产链产品出口增加一定程度弥补了防疫物资出口的下滑，但 11 月两类产品均有强劲表现（图 5）。一方面，海外房地产市场火爆仍对家具类产品出口形成重要拉动，11 月家具类产品出口增速 43.8%再创新高；另一方面，美欧疫情再爆发背景下 11 月国内防疫物资出口增速 22.8%，对出口形成 1.1 个百分点支撑，均止住 5 月以来的边际下滑趋势（图 6）。

在我们的出口新框架下，2020 年中国出口的强劲增长完全由份额提升所贡献，2021 年也将在全球经济反弹、贸易复苏及中国出口份额稳中有升三个因素的共同支撑下全年增速达 7%-10%。

风险提示：全球经济修复动能不足的下行风险；海外政策调整超预期

（证券分析师：陶川　证券分析师：王丹　研究助理：赵艺原）

固收金工

固收点评：北陆转债：对比剂行业的龙头企业，持续布局精准医疗领域

事件

北陆转债（123082.SZ）于 12 月 7 日开始网上申购：总发行规模为 5.00 亿元，所募集资金扣除相关发行费用的资金净额后将用于沧州固体制剂新建车间项目、高端智能注射剂车间建设项目、研发中心建设项目、营

请务必阅读正文之后的免责声明部分

销网络建设项目和补充流动资金。

北陆转债条款中规中矩；上市价格预计在 113-127 元之间：转债存续期为 6 年，联合评级为 A+/A+，初始转股价为 11.41 元/股。下修条款为“15/30、85%”，有条件赎回为“15/30、130%”，有条件回售为“30，70%”，条款中规中矩。以 6 年 A+中债企业债到期收益率 9.1406%（12/4）计算，纯债价值为 73.12 元，债底保护性一般。按照 12 月 4 日北陆药业的收盘价为 11.68 元，转换平价为 102.16 元，平价溢价率为-2.11%。参考相似转债，我们预计北陆转债转股溢价率为 15%-20%左右，继而根据相对价值法估计上市价格在 113-127 元之间，建议投资者积极参与。

观点

公司深耕医学影像领域，是国内对比剂龙头企业之一。经过二十多年的行业探索，公司积累了丰富的销售经验并确立了独特的品牌优势，现在已成为国内拥有品种最多、品规最全的对比剂产品研发生产企业，目前共计拥有六个品种、二十一个品规。公司内生性增长和外延式布局并举，逐步实现向上游原料药供应商以及横向拓宽公司业务的布局。公司在主导产品销售逐年上升的背景下，新增了对海昌药业的投资，提高对主导产品原料药的把控力度；同时实施了对友芝友医疗和铱硪医疗的股权投资，持续布局精准医疗领域。

中国已成全球第二大制药市场，行业需求增长有必然性。2018 年，中国已成为继美国之后，全球第二大制药市场，根据 IQVIA 咨询的预测，2018-2022 年，中国的医药销售规模复合增长率为 5%~8%，预计到 2022 年中国药品支出将突破 4 万亿人民币。化学药品制剂行业是医药制造业最重要的分支之一，是居民日常生活中使用最广泛的类别，人口基数、人口结构老龄化、人均收入提升、医疗保险扩容等因素，共同奠定了中国医药制造业，尤其是化学药品制剂行业的需求刚性和未来需求增长的必然性。

对比剂行业属于优质赛道，增长前景广阔。根据 IMS 数据统计，2012 年至 2019 年，全国对比剂市场销售额年复合增长率为 15.65%，销售数量年复合增长率为 16.46%，表现出良好的增长势头。与发达国家相比，我国 CT 和 MRI 等设备的每百万人保有量仍有较大提升空间，预计未来对比剂行业仍将保持 15%左右的增速，行业增长前景广阔，目前市场集中度高且竞争格局稳定，看好公司对比剂业务长期发展。

“原材料+制剂+医疗服务”一体化布局逐渐完善，盈利能力有望进一步增长。公司通过逐步向中枢神经类和内分泌类药物领域延伸，实现产品多元化；通过控股碘对比剂原材料厂家海昌药业，实现了向对比剂产品上游产业链的整合；通过参股世和基因、友芝友医疗和铱硪医疗，持续布局精准医疗领域。世和基因作为国内 NGS 测序市场的龙头企业，预计将充分享受国内肿瘤检测市场迅速增长的红利；友芝友医疗和铱硪医疗在心血管基因检测产品和人工智能影像诊断等领域的业务不断扩展，企业估值正逐步提升，预计将为公司带来可观的投资收益；公司的盈利能力有望实现进一步增长。

风险提示：市场竞争加剧、医药政策变动、在研产品失败的风险。

（证券分析师：李勇）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

固收点评：润建转债：通信技术领先企业，业绩营收稳定增长

事件

润建转债（128140.SZ）于 12 月 7 开始网上申购：总发行规模为 10.9 亿元，扣除发行费用后，将用于“五象云谷云计算中心项目”。

润建转债条款合规合理；上市价格预计在 114-129 元之间：转债存续期为 6 年，联合评级为 AA/AA，转股价为 26.55 元/股。下修条款为“15/30、90”，有条件赎回为“15/30、130”，有条件回售为“30、70”，条款中规中矩。以 6 年 AA 中债企业债到期收益率 4.80%（12/04）计算，纯债价值为 91.82 元，债底保护性尚可。按照 12 月 4 日润建的收盘价为 27.48 元，转换平价为 103.50 元,平价溢价率为-3.38%。根据 2020 年 12 月 4 日润建收盘价计算，初始转换平价为 103.50 元。综合考虑公司基本面、信用评级以及可比转债转股溢价率情况，我们估计润建转债的转股溢价率在 15%到 20%之间。根据相对价值法估计润建转债上市价格约 124 元到 129 元之间，建议积极申购。

观点

通信技术领先企业，业绩营收稳定增长。公司主营业务是通信网络建设服务、通信网络维护及优化服务。公司作为国内较早进入通信信息技术服务领域的企业之一，在确保主营业务稳健发展的同时，积极扩展服务范围至信息技术服务、电力与新能源服务、云服务与 IDC 服务等多个领域。公司已具备通信工程施工总承包壹级资质等多项专业资质。公司业务覆盖面较广，目前业务已覆盖全国二十九个省（市），覆盖全国 80%省（市）搭建起辐射全国的综合信息网络技术服务平台。公司主营创收明显，主营创收占比均在 99%以上。

5G 带动需求增加，政策支持助力发展。5G 网络的发展大大增加了移动通信技术服务需求。2019 年 6 月 6 日，我国正式进入 5G 商用元年，通信行业迎来新一轮的投资高峰，为通信网络技术服务行业带来新的发展契机。我国对 5G 通信技术的研究非常重视，启动了“国家 863 计划”第五代移动通信系统重大研发项目。在 2014 年年初的全国科技工作会议上，5G 被列为重点突破的核心关键技术之首。

公司经营状况良好，偿债能力良好。报告期内（2017-2020Q1-3），公司的营业总收入稳步增加，同比增速分别为 21.2%，16.3%，15.0%，13.3%。公司的归母净利润总体稳定，2018 年小幅下滑，主要系流量漫游费取消、4G 流量下调资费价格以及运营商增量不增收的影响。2019 年归母净利润达 23004.62 万元，同比增速为 11.74%，2020Q1-3 归母净利润为 14511.10 万元，同比增速为-0.37%，主要系受新冠肺炎疫情影响。公司偿债能力指标总体较好，负债比例较为合理。

财务费用和销售费用占比稳定，管理费用较高。2017-2020H1，公司销售费用分别为 9,853.66 万元、10,453.92 万元、11,056.25 万元和 5,007.48 万元，销售费用率分别为 3.55%、3.23%、2.97%和 2.91%，销售费用率较低且逐年下降，占营业收入的比例较为稳定。公司管理费用逐年下降，2017 年管理费用较高，主要系公司业务扩展较快，服务网点增多，人员规模扩大，管理人员规模有所上升，职工薪酬、办公水电费、差旅费、汽车费用等较高。报告期内（2017-2020H1），财务费用分别为 1758.24 万元、965.77 万元、-729.08 万元和-1410.70 万元，较为稳定。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示：宏观经济波动风险、疫情影响市场风险。

（证券分析师：李勇）

固收周报：一周策略：国内经济持续稳定恢复，海外形势不容乐观（2020年第46期）

观点

利率债：本周（11.30-12.06）央行公开市场净回笼300亿元，周一进行1500亿元逆回购7D操作以及投放2000亿元MLF，并有400亿元逆回购7D到期，周二进行200亿元逆回购7D操作，并有700亿元逆回购7D到期，周三进行100亿元逆回购7D操作，并有1200亿元逆回购7D到期，周四进行100亿元逆回购7D操作，并有800亿元逆回购7D到期，周五进行100亿元逆回购7D操作，并有1200亿元逆回购7D到期。下周（12.7--12.13）央行公开市场2000亿元逆回购7D到期。展望后期：从基本面来看，我国经济继续稳定恢复，制造业市场活力和内生动力不断增强，供需循环持续改善，恢复性增长明显加快。全球疫情尚未得到全面有效控制，经济重启进度不及预期，外需边际虽然持续改善，但仍然存在不稳定不确定因素。在经济下行背景下，经济的内生增长动力显得愈发重要。

信用债：本周一级市场的总发行量、总偿还量较上周均小幅下降，净融资额则在本周呈现出大幅上升。二级市场的交易量在本周同比小幅下降，交易量的主要下降动力来自中期票据。本周信用债收益率的变化趋势与国债收益率一致，主要呈下降趋势。日前国企违约事件的负面影响进一步消散，债市回调趋势明显，投资机会上可关注违约事件中遭错杀的债券。此外，融资环境边际收紧的背景下，市场潜在风险仍有可能继续释放，要注意提防尾部风险。

可转债：（1）经济秩序稳步恢复，国际局势日趋复杂。上周央行公开市场净投放300亿元，下周仍有2000亿元逆回购到期，整体来看货币政策仍维持灵活适度、精准导向。周一央行开展2000亿元MLF操作，超出市场预期，表明短期货币政策不会立刻退出，信用仍将保持宽松，这有利于提振市场情绪。11月制造业PMI为52.1，较上月上升0.7，表明国内经济持续修复，制造业复苏有所加快，已由被动去库存向主动补库存转变。（2）投资策略：近期股市波动剧烈，板块轮动明显，震荡回调或衍生机会，但仍需合理控制风险。可关注金融地产后周期，低估值的顺周期板块，以及业绩修复确定性较高兼具性价比的蓝筹股。中期可关注消费升级及产业升级等领域龙头。长期仍看好新能源汽车、光伏风电等板块，同时仍需时时关注国家政策走向及转债市场的赎回风险。

海外宏观：（一）美劳动力市场环比钝化，私人部门扩张速度小于公共部门收缩速度。（1）美国非农就业人口11月数据1420万人，仅等同于2015年同期水平，同比缺口仍达到约90万人，且环比补缺口趋势呈现明显钝化倾向；（2）具体来看，私人部门扩张约34万人，公共部门雇佣规模收缩约10万人，其中几乎全部来自于联邦政府雇员规模的收缩；（3）分析原因，我们认为联邦政府雇佣规模在2020年2月至8月间扩大约30万人，在私人部门雇佣规模大幅萎缩的情况下，提供了一定支撑、一定的“逆周期”调节效果，但从8月至今已经累计收缩了约27万人，几乎恢复到了疫情前水平；（4）因此，解读非农环比钝化的原因，我们认为主要来自于受疫情防控不力等因素影响，私人部门复苏势头较弱，公共部门支撑力度难续；政策建议包括二轮纾困中需要提供更稳定的公共部门

请务必阅读正文之后的免责声明部分

雇佣，以对冲私人部门劳动力市场缓慢复苏的情势，提振总需求。（二）大类资产表现：加元、法郎走高；美利率债收益率走高、信用债收益率走低，美收益率曲线边际趋陡。具体来看，股市：英＞美＞日；债市：信用债>利率债；汇市：加元>法郎>欧元>英镑>日元>美元；大宗：白银>铜＞黄金>原油＞天然气。

风险提示：利率债：外部具有不确定因素；海内外疫情反复波动。信用债：经济政策超预期，信用违约风险超预期。可转债：关注股市波动风险，海内外疫情反复，中美关系持续紧张。海外：（1）市场超调超预期；（2）疫情管控失策超预期；（3）民粹情绪反弹超预期。

（证券分析师：李勇）

行业

环保工程及服务行业周报：供销总社印发废电回收处理行动方案，环卫电动化持续推荐

建议关注：盈峰环境，ST 宏盛，北控城市资源，中再资环，龙马环卫，玉禾田，洪城水业，维尔利，瀚蓝环境，深圳燃气，海螺创业，上海环境

核心观点

供销总社发布废电回收处理行动方案，再生资源龙头产能有望扩张 50%份额升至 35%。12 月 3 日，供销总社、发改委联合印发《关于积极打造废旧家电回收处理产业链推动家电更新消费的行动方案》。《方案》要求，到 22 年供销合作社系统力争年废电处理能力达社会总量的三分之一。工作任务包括：1）促进家电更新消费，多平台联合引导家电消费升级，开发农村市场；2）健全回收渠道，鼓励回收企业与生产企业、个体回收者合作建立多元化回收渠道。3）加大技术改造，提升废电利用能力；4）加强科技创新应用，提高废旧家电回收处理效率；5）发挥行业协会的桥梁纽带作用。《方案》制定废旧家电拆解提质增效、农村家电更新消费、规划行业发展以及示范推广四大专项行动。其中提质增效专项行动要求，1）扩大拆解规模，实现拆解产物高值化；2）提高拆解份额，将供销系统拆解能力提升 50%，市场份额提升至 35%。3）提升拆解水平，提高产物附加值。

“十四五”大气污染深度治理征求意见稿发布，补足缺陷加强系统规划和有效治理。在过往治理得失的基础上，《意见稿》提出三条建议：1）增加超低排放内容，弥补指标缺失：把大气中氨含量纳入控制性指标；颗粒物指标必须包括可凝结颗粒物 CPM，CPM 基本是 PM1 气溶胶，对雾霾影响更直接。2）降低湿法脱硫的副作用，治理湿法脱硫排出的白色/有色烟羽。在北方地区，烟气余热回收是一个有效的解决办法。3）回收工业排放的水汽。对于电厂的冷却水，钢焦、化工等行业各工序的水汽排放应该强制要求回收。

持续推荐环卫电动化，渗透率 25 年后爆发 10 年 20 倍成长空间。1）政策&经济性推动,渗透率有望从 19 年 3.42%提升至 30 年 80%: a)碳排放有望纳入环保督察，公共领域车辆电动化政策加码；b)环卫车低速运行排放大，减排效果显著;c)续航技术成熟；d)全生命周期已平价油车，随成本下降 25 年经济性优势较公交车接近。预计 19-25 年渗透率从 3.42%提升至

请务必阅读正文之后的免责声明部分

15%，市场空间年化增速 32%，25-30 年渗透率加速升至 80%，年化增速 48%。2）长周期、市场化的需求释放，有利于制造、服务、市场化能力强的头部企业享受成长红利。3）建议关注环卫电动装备龙头：盈峰环境、ST 宏盛、龙马环卫。

中期关注需求供给齐升β，长期优质运营价值重估α：1）融资环境改善供给，财政投入加大刺激需求，使得财政支付和环保企业融资能力带来边际改善，对环保工程类公司显著受益。从行业空间、公司治理、融资能力恢复 3 个角度关注：a)生态工程类新秀东珠生态；b)土壤修复龙头高能环境；c)有机垃圾处理设备龙头维尔利。2）寻找“现金流内生、持续成长”的优质运营资产：a)环卫服务市场化改革红利，行业龙头集中度提升：关注玉禾田：差异化管理优势的传统环卫服务龙头；盈峰环境、龙马环卫：环卫装备需求提升具有机械化协同优势的环卫装备企业。b)三个角度看水务资产价值重估：关注洪城水业。c)关注垃圾焚烧行业优质资产的稀缺性，关注瀚蓝环境：优秀整合能力得到验证，大固废综合园模式扩张可期；伟明环保：生活垃圾全产业链协同发展；光大国际：焚烧行业龙头地位稳固。d)生产者责任制度完善，再生资源龙头马太效应提升，关注中再资环：废电拆解行业龙头。3）天然气改革驱动市场化红利释放：关注深圳燃气：海气产能占比近半叠加城中村改造，促进量利齐升。

最新研究：行业事件点评：供销总社发布废电回收处理行动方案，再生资源龙头产能有望扩张 50%份额升至 35%；ST 宏盛深度研究：制造+服务优势铸就 20 倍环卫电动化率蓝海中的宇通。

风险提示：政策推广不及预期，利率超预期上行，财政支出低于预期

（证券分析师：袁理　研究助理：任逸轩）

推荐个股及其他点评

波司登（03998）：品牌升级典范，波司登的光复在路上

投国产羽绒服品牌龙头企业，2017 年重新聚焦羽绒服主业后业绩持续提升：公司于 1976 年成立，1994 年创立波司登品牌，自 1995 年起连续 25 年全国销量领先。FY2021H1 公司实现收入 46.61 亿元，同比+5.1%；归母净利润 4.86 亿元，同比+41.8%。公司重新聚焦羽绒服主业并开启品牌升级进程后，产品价格带和利润率均显著提升。FY2021H1 公司毛利率为 47.8%，同比+4.3pct；净利率为 10.5%，同比+2.4pct。

天时：2020 年降温早、春节晚，拉长冬季消费期，疫情后服装消费反弹趋势明显。2020 年国庆期间，全国部分城市已出现明显降温，平均入冬时间提早 9 天；2021 年春节较晚，冬季消费周期有望持续到 2 月底。2020 年初受疫情影响，春节冬装消费需求被抑制，年末有望实现反弹。据国家统计局，9 月、10 月服装类限上社零总额同比增长 8.3%、12.2%（均为近一年最高增速），消费反弹趋势已经明显确立。在长消费期+消费反弹两大趋势下，年底羽绒服等冬装消费有望迎来高增长。

地利：羽绒服拥有千亿市场规模，国产龙头有望通过“功能性”突围。国内拥有庞大羽绒服需求基数，据中国服装协会统计，2018 年国内羽绒服市场规模达 1068 亿元，预计 2022 年规模达 1622 亿元，2018-22 年 CAGR 约 11%。从需求端看，专业羽绒品牌是大众首选，市场/潮酷元素愈发受

请务必阅读正文之后的免责声明部分

到消费者的青睐。波司登完成品牌升级之后，品质时尚兼具，在 1000-5000 价位的中高端市场中鲜有敌手。

人和：主品牌成功升级，品牌势能持续提升：近年国际高端品牌进入中国市场拉动羽绒服价格带整体提升，波司登适时推动全方位品牌升级，尽享行业改革红利。1）产品升级，与各大 IP、国际知名设计师联名重塑波司登专业与时尚的品牌形象。2）渠道优化，线下加速自营店布局，FY2020 自营店增至 1086 家，占比增至 37%；线上深耕天猫，加快直播电商与微商城布局。3）供应链提升，构建智能化工厂实现 15 天优质快反、全国设置 9 大配送中心，快速响应市场需求。4）营销发力，通过大牌设计师加持，流量明星代言，时装周多维度亮相等方式，持续提升品牌认知。品牌升级卓有成效，目前产品平均价格带逐渐提升至 2000-2500 元（大众市场均价约 900-1000 元），中高端羽绒服龙头地位稳固。

盈利预测与投资评级：波司登是国产羽绒服龙头企业，2020 年“双 11”线上全渠道销售额达 15 亿元，居中国服装品牌首位。我们认为未来中高端羽绒服市场将持续增长，波司登作为国产品牌升级的典范，在天时地利人和三重利好下业绩有望持续高增。我们预计公司 FY2021-23 归母净利分别为 14.4/17.6/21.1 亿元，同增 19.7%/22.5%/19.4%。当前股价对应 PE 为 22/18/15x，给予目标价 4.8 港元，维持“买入”评级。

风险提示：品牌升级不及预期；气温波动异常；疫情反复等

（证券分析师：吴劲草）

万泰生物（603392）：止于至善的基因工程技术领跑者

投资要点

深入的病毒基础研究奠定全产业链布局能力：公司具备完整的抗原、抗体、酶等生物活性原料的研制和生产能力，可以生产出高质量、高特异性的 IVD 和疫苗产品。研发的前端借助厦门大学夏宁邵教授领衔的两大国家级实验室，完成病毒相关的基础研究以及相关技术的实验室小试，后端的工艺建立、中试及产业化则由上市公司万泰生物完成。

止于至善的基因工程技术领跑者：2 价 HPV 疫苗(馨可宁)于 2019 年底上市，不仅效力试验结果优异(保护率 100%)，与同类疫苗相比具有更高的性价比。公司在成人疫苗市场三位一体的营销活动，将奠定其行业龙头地位，预计三年内贡献收入 7.24、23.03、39.48 亿。此外，公司的 HPV 系列疫苗还具有强大的技术优势：1. 独特的大肠杆菌表达系，不仅成本低且表达效率高，可用于多种病毒疫苗的生产；2. 具备丰富的抗原决定簇发现、表达、蛋白复性和组装成 VLP 的经验；3. VLP 组装合成技术具备非常强的延展性，技术平台不仅可以生产戊肝、2/9 价 HPV 疫苗，还能用来制备 20 价的型别杂合病毒样颗粒以及其他病毒疫苗（如轮状病毒疫苗等）；4. 获得 GSK 和赛诺菲的技术合作背书，也是国内首家疫苗公司将产品权益出售给老牌的跨国疫苗企业。借助上述技术优势，预计公司的 9 价 HPV 疫苗领先竞争对手 2-4 年上市，在研管线中水痘-带状疱疹病毒疫苗、新型轮状病毒疫苗等未来可能成为下一个重磅品种。

化学发光板块将带动 IVD 业务实现快速增长：公司在病毒领域深入的基础研究，使其在传染病检测方面具有极强的竞争优势，未来公司 IVD 板块增长的重要引擎来自化学发光板块。随着装机量的增加以及化学发光项目持续获得注册证(如肿瘤标记物、激素检测等)，将大幅带动公司 IVD

请务必阅读正文之后的免责声明部分

板块的高速增长。预计 2024 年底化学发光试剂收入体量将达到 9 亿，5 年的 CAGR 为 31.5%，IVD 板块的收入体量预计达到 22.9 亿，对应 5 年的 CAGR 为 14.9%。

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年公司收入分别为 23.93 亿、39.69 亿、59.32 亿，同比增速分别为 102.1%、65.9%、49.5%；归母净利分别为 6.51 亿、11.09 亿和 20.29 亿，同比增速分别为 200.4%、74.5%和 82.8%，对应 PE 分别为 120、71 和 39 倍。近三年公司成长确定性较强，随着成长性得到持续验证，公司的估值逻辑将得到强化，万泰生物 2 价 HPV 疫苗的合理估值为 1050 亿（给予 50 倍 PE），IVD 板块的合理估值为 299 亿（给予 45 倍 PE），合计合理市值 1349 亿，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：2 价 HPV 销售放量不及预期，在研疫苗管线失败风险，IVD 板块竞争加剧风险，与厦大合作研发协议续签内容不预期

（证券分析师：朱国广　研究助理：柴博）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：http://www.dwzq.com.cn