东吴证券晨会纪要

2020 年 12 月 04 日

晨会编辑 陈显帆
执业证号：S0600515090001
021-60199769
chenxf@dwzq.com.cn

宏观策略

策略专题：2025 服务消费展望

2019 年服务消费总规模近 13 万亿元左右，我们预计在 2025 年服务消费将达到近 22 万亿元左右的水平，5 年复合增速达到 10.9%。我们看好服务型消费在十四五时期将会有蓬勃的发展，主要基于 4 个原因：1）政策：十四五政策上更加重视消费且将在政策上探索增加居民资产收益；2）居民收入：2025 年中产人数将达 5 亿人，居民收入的提高将刺激服务消费的增长；3）高净值者年龄结构：总资产最高的 60、70 后的退休将带来服务消费需求的提升；4）服务消费占总消费比例：我国人均 GDP 处在服务消费增长加速度最快的区间，伴随着人均 GDP 达到 1.5 万美元，服务消费占比将加速爬升。

策略年度报告：东吴策略：谁来领增长？——2021 年年度策略-业绩篇

报告要点：

①自上而下盈利预测模型：收入-名义 GDP/工业增加值、毛利率-PPI、费用-经营倾向/贷款利率。②宏观假设：2021 年上半年出口延续，下半年内需恢复，通胀预期加快归来。③量价齐升下 A 股盈利改善明确，预计 2021 年全部 A 股净利润同比 13.3%，全 A（非金融）16.9%。低基数使得节奏前高后低，全 A（非金融）Q1-Q4 单季度增速 100%、8%、3%、-3%。④周期受益经济复苏弹性更强，重点关注中下游制造及可选消费，盈利增速有望达 20%以上。

固收金工

固收点评：精研转债：电子科技领先企业，技术优势助力腾飞

精研转债（123081.SZ）于 12 月 3 开始网上申购：总发行规模为 5.7 亿元。精研转债条款合规合理，上市价格预计在 106-120 元之间：转债存续期为 6 年，联合评级为 AA-/AA-，转股价为 64.28 元/股，建议积极申购。观点：电子科技领先企业，技术优势助力腾飞。公司的核心业务是为智能手机、可穿戴设备等消费电子领域和汽车领域大批量提供定制化 MIM 核心零部件产品。MIM 工艺应用领域广泛，全球市场规模可观。公司经营规模扩大，规模效应初现。销售和财务费用较为稳定，管理费用波动较大。风险提示：宏观经济波动风险、在研产品失败风险、疫情影响市场。

行业

可降解塑料行业深度研究报告：禁塑政策加码，可降解塑料迎 500 亿元市场空间

投资建议：受益于行业东风，具备可降解塑料先发优势的企业有望率先受益，其中金丹科技依靠乳酸产业优势，积极布局 PLA 业务，金发科技现有 PBAT 产能规模居前，此外瑞丰高材和彤程新材均有在建 PBAT 项目。

风险提示：政策执行力度不及预期的风险，技术突破进度不及预期的风险。

短视频行业深度研究系列（3）：快手商业化的成长脉络

快手社交生态是一个典型的内容社交生态，壁垒低于以微信为代表的即时通信，但变现路径更短，并具有向垂直兴趣社区破圈的能力。快手得以在直播行业接近成熟阶段，再度收割市场的主要原因即在于短视频社交价值的变现：一方面短视频成为移动端用户体量最大的娱乐形态，另一方面，短视频粘性高于直播，单用户使用时长多于直播，能够实现内部倒流。当前快手电商的货币化率仍然处于较低水平，平台为激励主播及商家进行了较多返点，货币化率长期有望上升。我们预计随着快手持续优化产品及分发算法，广告价值将加速释放。

推荐个股及其他点评

农夫山泉（09633）：DCF 视角下，农夫山泉高估了吗？

DCF 视角看农夫山泉是否高估；为什么从 DCF 视角来看农夫山泉的估值？；农夫山泉 DCF 模型的构建；DCF 视角下，稳健现金流凸显农夫山泉长期价值；盈利预测与投资评级。风险提示。

风华高科（000636）：电阻扩产力度强劲，被动元件综合实力持续提升

我们强调公司核心发展逻辑仍是元器件国产替代大趋势下的产能快速扩张及份额提升。目前，公司扩产项目仍在加速推进。电容方面，新增 56 亿只/月 MLCC 技改项目产能 Q4 已经陆续释放，祥和工业园第一期 50 亿只/月年底将建成，预计明年 Q1 逐步爬坡上量，二三期 400 亿只/月产能明年底建成

宏观策略

策略专题：2025 服务消费展望

事件

5 年规划能够带来长期投资方向的指引：十三五规划对 2016-2020 资本市场的投资起到了指引性的作用，政策主线（三去一降补短板）所提及的钢铁、煤炭、房地产、通信、电子、医药和新能源行业在十三五时期皆获得了可观的超额收益。我们认为十四五时期的政策主线是双循环，而双循环中的服务消费内循环将成为未来 5 年发展的重中之重。

观点

服务消费内循环是十四五规划的重点：未来 5 年经济发展结构将从增量发展转为存量结构调整，目前 2019 年服务消费总规模近 13 万亿元，我们预计在 2025 年服务消费总规模将达到近 22 万亿元，5 年复合增速 10.9%左右。我们的乐观预期来自以下判断：

1）政策利好：1）十四五政策更加重视消费，将进一步放宽服务消费领域市场准入门槛。2）预期有更多的政策从提高居民的收入水平，以促进消费能力的提升。3）目前城镇化率 44.38%，仍然有较大的增长空间，城镇化率的提升将刺激消费内循环快速发展。

2）居民收入增长：近几年来城市主流家庭的年可支配收入从 14 万元增长至 20 万元左右，在未来经济保持稳定增长的背景下，家庭可支配收入有望进一步提高。2025 年中产人数有望达到 5 亿人，总可支配收入达到 13.3 万亿元，可支配收入上升带来更大的服务消费空间。

3）60、70 后高净值人群的退休势必增加服务消费：未来 5-15 年，高净值人数最多的 60、70 后退休，他们将有更充沛的时间进行消费，在必需品需求已经得到满足后，他们会花费更多的服务消费。

4）服务消费占总消费比例增长：伴随着人均 GDP 的上行，服务消费占比将加速爬升。美国在人均 GDP 从 1 万美元至 1.5 万美元的时间段内，服务消费占比从 53.3%到 56.6%。预计 2025 年我国人均 GDP 将达到 14717 美元，服务消费占比将达到 48%。

推荐医疗服务行业：1）政策上对民营医疗服务机构积极扶持，希望加快打造出具有竞争力的医疗服务品牌机构。2）老龄化趋势和健康意识的改变将拉动医疗服务行业的需求。在医美、体检、眼科、齿科以及互联网加等领域将做出新的增量空间。3）医疗服务板块受益于居民收入提升和健康意识的提高，将成为医疗领域业绩确定性最强的板块。2019 年医疗服务行业总规模 5722 亿元，我们预计 2025 年达到 16001 亿元，5 年复合增速达 19%。我们在较长时间内都看好爱美克、爱尔眼科和通策医疗的发展前景。

推荐文化旅游行业：1）十四五规划政策利好内循环消费中的旅游板块。2）新冠肺炎疫情的爆发致使出境游势必受阻，但居民旅游需求依旧存在，预计 1-2 年内出境游的需求将转化为国内旅游，近两年国内旅游人次将大幅提高。3）居民收入的持续爬升使得人均旅游消费金额也将大幅增加，旅游人次和人均旅游花销的增长将促进国内旅游产业景气度加速上行。我们预计 2025 年旅游市场规模将达到 14.4 万亿元，5 年复合增速达到

请务必阅读正文之后的免责声明部分

16.8%。我们在较长时间内都看好中国中免和和宋城演艺的发展前景。

风险提示：政策落实不及预期。行超预期。

（证券分析师：陈李　研究助理：张家琦）

策略年度报告：东吴策略：谁来领增长？——2021 年年度策略-业绩篇

报告要点：

①自上而下盈利预测模型：收入-名义 GDP/工业增加值、毛利率-PPI、费用-经营倾向/贷款利率。②宏观假设：2021 年上半年出口延续，下半年内需恢复，通胀预期加快归来。③量价齐升下 A 股盈利改善明确，预计 2021 年全部 A 股净利润同比 13.3%，全 A（非金融）16.9%。低基数使得节奏前高后低，全 A（非金融）Q1-Q4 单季度增速 100%、8%、3%、-2.7%。④周期受益经济复苏弹性更强，重点关注中下游制造及可选消费，盈利增速有望达 20%以上。

正文摘要

盈利预测模型：2021 年业绩改善趋势明确。①本文从利润表科目入手，寻找对应的宏观经济指标，自上而下搭建盈利预测框架：收入增速-名义 GDP/工业增加值增速、毛利率-PPI、费用-经营倾向/贷款利率，通过预测宏观指标并结合历史经验及当前趋势，合理假设报表数据。②预计 2021 年全球经济复苏出口回暖，国内就业改善促消费政策落地，名义 GDP 增速上行，PPI 继续提升，量价齐升叠加低基数，A 股收入增速及毛利率提升，整体盈利改善趋势明确。③盈利是股价长期驱动力，工业企业贡献全 A（非金融）7 成以上盈利，高频的工业企业利润可为 A 股盈利预测提供指引。

预计 20、21 年 A 股盈利增速 2.7%、13.3%。①宏观经济假设：预计 2021 年，疫苗上市后全球经济复苏，需求接替供给推动出口继续回暖，国内就业改善、相关促消费政策落地，消费将成下半年经济稳定器，三种假设（悲观/中性/乐观）下名义 GDP 增速 10%、11%、13%；三季度以来原材料价格普遍上行，供需匹配叠加疫苗预期，通胀预期加快归来，PPI 有望快速转正，三种假设下 PPI 为 1.3%、1.8%、2.2%。②模型数据假设：根据预测框架及宏观假设，预计 2021 年全部 A 股（非金融）收入增速 12.5%、毛利率 19.5%、税金及附加占比收入 1.8%、销管研费率 9.75%、财务费用率 1.6%。③预计 2021 年 A 股盈利增速 13.3%，Q1-Q4 单季度增速分别为 40%、10%、5%、2.1%；全部 A 股（非金融）全年盈利增速 16.9%，Q1-Q4 单季度增速分别为 100%、8%、3%、-2.7%。

周期受益经济复苏弹性更强，同时关注可选消费机会。①各板块盈利周期驱动因素各异：科技-创新、周期-经济增长、消费-收入、金融地产-杠杆，周期占比非金融企业利润的 50%。②周期板块受疫情冲击最严重且恢复慢，2020 年前三季度盈利增速-8.61%，预计 20Q4-21Q1 上游行业受益原材料价格上涨，业绩弹性更强，往后看伴随疫苗落地及需求回补，中游到下游制造类行业业绩将逐步显现，2021 年盈利增速有望超 20%。此外可选消费同样值得关注，已经看到三季度以来汽车、家电销售出现持续回暖。建议重点关注建筑建材、电气设备、机械设备，以及带有周期属性的汽车、家电等可选消费。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示：中美关系恶化；宏观经济不及预期；历史经验不代表未来；预测与实际存在偏差。

（证券分析师：姚佩）

固收金工

固收点评：精研转债：电子科技领先企业，技术优势助力腾飞

事件

精研转债（123081.SZ）于 12 月 3 开始网上申购：总发行规模为 5.7 亿元，扣除发行费用后，将用于“新建电子精密零部件自动化生产项目”。

精研转债条款合规合理；上市价格预计在 106-120 元之间：转债存续期为 6 年，联合评级为 AA-/AA-，转股价为 64.28 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 AA-中债企业债到期收益率 7.01%（12/01）计算，纯债价值为 81.45 元，债底保护性一般。按照 12 月 1 日精研的收盘价为 61.92 元，转换平价为 96.33 元,平价溢价率为 3.81%。根据 2020 年 12 月 1 日精研收盘价 61.92 元计算，初始转换平价为 96.33 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，我们估计精研转债的转股溢价率在 15%到 20%之间。根据相对价值法估计精研转债上市价格约 106 元到 120 元之间，建议积极申购。

观点

电子科技领先企业，技术优势助力腾飞。公司的核心业务是为智能手机、可穿戴设备等消费电子领域和汽车领域大批量提供定制化 MIM 核心零部件产品。公司作为一家知名高新技术企业，研发能力突出，技术优势明显，设有“江苏省粉末注射成型工程技术研究中心”等一批高水平技术开发中心。近年来，公司不断完善业务制程，现已形成了完整的 MIM 产品工艺链。公司凭借优良的产品质量和快速反应的服务体系，产品已经最终应用于苹果（Apple）、OPPO、步步高（vivo）、三星（SAMSUNG）、小米、Fitbit 等国内外知名消费电子品牌和长城、本田、上汽通用等国内外知汽车品牌。

MIM 工艺应用领域广泛，全球市场规模可观。MIM 技术具有独特的优势，具有材料适应性广、自动化程度高、生产成本低等特点，材料的利用率接近 100%。目前，全球采用 MIM 工艺制造零部件的企业数量众多，其产品覆盖电子产品、汽车零件、机械零件、五金制品、医疗器械及生活用品等诸多领域。尽管中国 MIM 工艺技术发展起步较晚，但行业发展势头强劲，尤其在近几年移动互联网及智能终端快速发展的带动下，国内 MIM 市场呈现快速跳跃式增长。

公司经营规模扩大，规模效应初现。公司产品直接面向客户，终端品牌客户需求变化对公司营业收入与净利润产生一定影响。2018 年公司营业收入与净利润相比 2017 年均有所下降，主要原因：一方面，终端品牌客户 Fitbit 市场销量下滑，因降低成本需求而调整产品工艺导致上游 MIM 零部件采购量减少。另一方面，公司预见到穿戴市场格局可能发生变化，调整了客户结构，并加大了研发投入。2019 年公司营业收入和净利润均

请务必阅读正文之后的免责声明部分

有大幅提升，规模效应初现。2020 年 Q1-3 的营收和利润都呈现较稳定的状态。

销售和财务费用较为稳定，管理费用波动较大。随着公司营业收入的增长，销售费用亦呈现增长趋势，销售费用占营业收入的比例较为稳定。公司管理费用随着公司经营规模不断扩大及公司子公司的增长，在 2018 年有显著增加。报告期内（2017-2020H1），财务费用分别为-624.83 万元、11.83 万元、-277.66 万元和 1844.36 万元，较为稳定。

风险提示：宏观经济波动风险、在研产品失败风险、疫情影响市场。

（证券分析师：李勇）

行业

可降解塑料行业深度研究报告：禁塑政策加码，可降解塑料迎 500 亿元市场空间

投资要点

白色污染严峻，可降解塑料是破局关键：随着塑料的大规模使用和不规范的塑料回收体系，白色污染成为全球公认的环境问题。可降解塑料通过光、生物等途径转化为 CO2 和水完成碳循环，是解决白色污染的理想替代品。

PLA 和 PBAT 是目前最具前景的可降解塑料品种：可降解塑料根据来源主要分为生物基和石油基塑料，其中生物基的聚乳酸（PLA）和石油基的聚（己二酸丁二醇酯-co-对苯二甲酸丁二醇酯）（PBAT）是典型的完全降解塑料，塑料的抗冲、拉伸和弹性性能几乎没有短板，并且国内技术成熟度较高，是目前最具前景的可降解塑料品种

限塑政策逐步加码，高成本仍是瓶颈：全球限塑始于 20 世纪 80 年代的，我国于 2008 年开始实施首个限塑令，但效果不甚显著。自 2017 年我国开始禁止进口“洋垃圾”开始，限塑力度显著加大，2020 年 1 月发改委联合生态部发布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》，重点针对不可降解塑料袋、一次性塑料餐具、宾馆和酒店一次性塑料用品、快递塑料包装四个领域提出禁止、限制使用的要求和时间推进节点。限、禁塑政策的推动是可降解塑料行业发展的动力和契机，但与此同时，由于可降解塑料较高的生产成本，我国可降解塑料仍处于行业导入期。

可降解塑料有望迎来 500 亿左右的市场规模：根据年初发改委的《意见》及农业部对农膜的管理规定，我们梳理了有望率先发展可降解塑料的领域为快递包装、一次性塑料餐具、塑料购物袋和农用地膜，到 2025 年上述四个领域对可降解塑料的需求空间分别达到 100 万吨、70 万吨、50 万吨和 30 万吨，合计形成约 250 万吨的市场空间，500 亿元左右的市场规模。

投资建议：受益于行业东风，具备可降解塑料先发优势的企业有望率先受益，其中金丹科技依靠乳酸产业优势，积极布局 PLA 业务，金发科技现有 PBAT 产能规模居前，此外瑞丰高材和彤程新材均有在建 PBAT 项目。

风险提示：政策执行力度不及预期的风险，技术突破进度不及预期的风险。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（证券分析师：陈元君　证券分析师：柴沁虎）

短视频行业深度研究系列（3）：快手商业化的成长脉络

前言：我们在 2017 年发布首篇短视频行业深度报告《短视频：为移动而生》，回顾报告里的研究结论及过去四年行业发展，我们发现虽然行业成长及商业化预期如期兑现，但行业竞争格局却与当时判断有较大偏差。行业成长有其特定外部环境及必然规律，但企业成长却更多的在于管理者的战略及企业自身的能力禀赋，因此本篇研究聚焦即将上市的快手科技，探讨其在过去 10 年中得以崛起的成长逻辑：

1、两次关键跨越：工具到社交，社交到生态。快手雏形是制作 gif 动图并进行分享的工具，工具类应用易于在行业培育早期快速获客，但普遍具有停留时间短、变现能力差的问题。工具应用变现主要有两个方向：1）以快手为代表的信息生产工具转型为具有社区属性的内容社区，快手直播、电商及广告变现即是借助社交实现变现的探索；2）以有道、墨迹天气为代表的信息传播工具，向更上游的内容和信息生产延伸。当前三种比较典型的社交生态——基于即使通信、基于内容以及基于垂直兴趣——分别处于社交金字塔的底部、腰部及塔尖，离通信越近，用户基数越大，但变现路径越长；离兴趣越近，用户基数越窄，但变现路径更短。快手社交生态是一个典型的内容社交生态，壁垒低于以微信为代表的即时通信，但变现路径更短，并具有向垂直兴趣社区破圈的能力。

2、直播打赏：规模优势下的市场收割。快手的直播打赏业务起步于 2016 年，当前是公司收入占比最高的业务，快手得以在直播行业接近成熟阶段，再度收割市场的主要原因即在于短视频社交价值的变现：一方面短视频成为移动端用户体量最大的娱乐形态，另一方面，短视频粘性高于直播，单用户使用时长多于直播，能够实现内部导流。然而，20H1 快手直播打赏业务用户月付费用户数的增速下滑，以及 ARPU 值的下滑，或预示着打赏业务在一定程度上受到了同期直播电商业务快速增长的分流。

3、直播电商：行业红利下的率先卡位。直播内容电商对比传统货架电商，实现了从“终结需求”到“创造需求”的增量价值。在商品供不应求阶段，整个交易以商品为中心，交易链条从搜索开始；在商品供过于求阶段，整个交易以营销为中心，交易链条从推销开始。快手得以基于其下沉用户优势及社交壁垒快速卡位行业，当前快手电商的货币化率仍然处于较低水平，平台为激励主播及商家进行了较多返点，货币化率长期有望上升。

4、营销服务：算法分发下的价值释放。快手广告营销业务快速增长的直接原因，是广告产品不断优化的结果，快手极速版的推广及 8.0 版本的更新有望带来新增量。短视频平台广告收入得以大幅领先其他媒体的主要原因在于算法分发的效率长期来看要高于传统媒体，而分发效率的高低直接决定了用户规模、使用时长的天花板。我们预计随着快手持续优化产品及分发算法，后续广告价值有望快速释放。

5、投资建议：短视频行业用户增长逐渐步入中后期，当前快手处于加码投资提升获客能力阶段，考虑到公司当前资金储备充裕，上市后具有持续投资获客及提升变现能力的潜力，后续商业化能力提升带来的收入增长及业绩释放值得期待。

风险提示：短视频用户增速放缓；行业竞争趋于激烈；商业化不及预期

请务必阅读正文之后的免责声明部分

等

（证券分析师：张良卫　证券分析师：周良玖）

推荐个股及其他点评

农夫山泉（09633）：DCF 视角下，农夫山泉高估了吗？

投资要点

DCF 视角看农夫山泉是否高估：9 月 8 日，连续 8 年国内包装饮用水市占率第一的农夫山泉正式登陆港股。上市近 3 个月，12 月 2 日收盘市值达到 4,752 亿港元。而疫情下，公司 20H1 收入及净利增速均有所放缓的背景下，其高估值也成为市场关注的热点。因此，我们尝试转换视角，从现金流切入，通过 DCF 模型来看农夫山泉是否真的被高估？

为什么从 DCF 视角来看农夫山泉的估值？作为消费品行业翘楚的农夫山泉，在丰富的产品矩阵、深入人心的品牌力、成熟而全覆盖的渠道力和十大水源地的供应链布局构筑的全方位竞争优势下，发展稳健而长期潜力确定性高，因此农夫山泉也更适用于 DCF 模型。

农夫山泉 DCF 模型的构建：将未来预测区分为 3 个阶段，20-22 年的短期成长阶段、23-30 年的中期成熟阶段和 31 年以后的永续增长阶段。我们预计 20-22 年分别实现 244.66/293.69/347.45 亿元营收，对应增速为 1.9%/20.0%/18.3%；预计实现归母净利润 51.78/62.23/73.73 亿元，对应增速为 4.6%/20.2%/18.5%；23-30 年，假设农夫山泉逐步进入平稳发展期，各产品线的增速相应逐步放缓，整体收入增速逐年下降 1-2pct，2030 年时收入增速约 4.5%；31 年后，农夫山泉作为饮用水龙头在全方位竞争优势的保障下，可预期长期增长稳健，考虑到我国经济发展速度及农夫山泉的行业龙头地位，预测 FCFF 的永续增长率为 3.5%。

DCF 视角下，稳健现金流凸显农夫山泉长期价值：根据我们构建的 DCF 模型，农夫山泉的 FCFF 折现后的企业价值约人民币 562,789 百万元，股权价值为人民币 566,160 百万元，对应农夫山泉每股价值为 59.48 港元。同时以 WACC 和永续增长率为变量，进行敏感性测试，3.5%的永续增长率下，则在 5.16%和 7.16%的 WACC 假设下，每股价值分别约 91.45 港元和 44.79 港元。6.16%的 WACC 下，则在 2%和 5%的永续增长假设下，农夫山泉的每股价值分别约 40.08 港元和 128.99 港元。

盈利预测与投资评级：在相对估值视角下，根据盈利预测，以 12 月 2 日收盘价 42.25 港元，则对应动态 PE78/65/55 倍，看似估值水平处于高位，存在高估的风险。但基于我们对农夫山泉 DCF 模型的测算，长期来看，在 DCF 视角下，测算农夫山泉长期价值为 59.48 港元。因此，我们认为农夫山泉未来远期成长空间仍然很大。

农夫山泉以多元化的品牌布局、强大的品牌营销能力、成熟的经销体系、优质的水源地加持等“源头活水”竞争优势下，兼具成长性和盈利能力，占据包装饮用水市场份额第一，茶饮料、功能饮料、果汁饮料市场份额第三，长期坚定看好公司未来发展前景，维持“增持”评级。

风险提示：食品安全风险；行业竞争加剧风险；市场扩张不确定性风险；

请务必阅读正文之后的免责声明部分

宏观经济波动风险

（证券分析师：汤军　证券分析师：杨默曦　研究助理：樊荣）

风华高科（000636）：电阻扩产力度强劲，被动元件综合实力持续提升

投资要点

电阻扩产力度强劲，综合实力进一步提升：公司公告，拟投资 10.1 亿元用于“新增月产 280 亿只片式电阻器技改扩产项目”，建设期 20 个月，项目达产后，预计年新增营业收入约为 91,448 万元，财务内部收益率（所得税前）约为 23.21%，投资回收期（所得税前，含建设期）约为 4.65 年。目前公司电阻月产约 380 亿只，电容月产约 180 亿只，此前公司公告电容将扩产 450 亿只/月，此次电阻的扩产将进一步增强公司在被动元器件领域的整体综合实力。

容阻感竞争能力兼备，充分受益国产替代浪潮：我们强调公司核心发展逻辑仍是元器件国产替代大趋势下的产能快速扩张及份额提升。目前，公司扩产项目仍在加速推进。电容方面，新增 56 亿只/月 MLCC 技改项目产能 Q4 已经陆续释放，祥和工业园第一期 50 亿只/月年底将建成，预计明年 Q1 逐步爬坡上量，二三期 400 亿只/月产能明年底建成，届时公司产能规模将达到 650 亿只/月，全球排名前五。电阻方面，目前公司产能约 380 亿只/月，产能排名全球前五，产品质量及一致性与行业龙头国巨差距甚小，具有较强的国际竞争力，此次扩产将进一步增强公司行业话语权。在元器件国产替代浪潮下，公司作为国内唯一兼具容阻感竞争能力的企业，将充分受益产能扩产带来的市占率提升。

价格保持稳定，在手订单充足，经营性业绩逐季向好：行业价格方面，由于上半年急单涨价幅度较高，台湾国巨三季度 MLCC 降价 10-15%，目前库存约 35 天，库存水位健康，预计四季度及明年上半年价格保持平稳。风华三四季度价格保持平稳，目前主业在手订单依旧饱满，价格仍维持高利润率水平，后续随着技改及新增产能的逐步释放，预计业绩环比将持续提升。

人事变更落地，管理层齐心协力，经营扩产稳步推进：风华的经营及扩产项目是集各方力量在积极推动发展，公司、大股东集团层面及下游客户都紧盯项目推进。11 月新一届董事会换届选举落地，新任董事长刘伟先生为现任广晟公司副总经理，此番管理层变更充分体现了大股东广晟公司对公司的重视和支持，有利于提升公司管理效率和决策推进。

盈利预测与投资评级：风华高科作为国内容阻实力最强的龙头厂商，国产趋势替代下加速扩产提升份额是核心推动力。公司成长逻辑清晰，短期行业景气度带来业绩弹性，中长期看下游需求倒逼扩产加速，长期看国产替代和需求空间增长。预计公司 2020/2021/2022 年净利润 5.78 亿/10.96 亿/14.91 亿元，对应 PE 为 54.6/28.8/21.9 倍，维持“买入”评级。

风险提示：行业价格波动风险；扩产进度不及预期。

（证券分析师：王平阳）

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