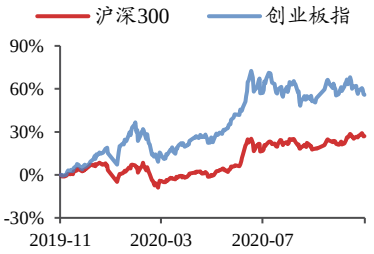
2020 年 11 月 27 日

开源晨会 1127

——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(%)
国防军工	2.59
公用事业	1.53
银行	1.42
非银金融	1.16
农林牧渔	0.86

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
汽车	-2.76
家用电器	-1.7
综合	-1.5
钢铁	-1.26
化工	-1.13

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

【金融工程】行业配置的量化解决方案——大类资产配置研究系列（3）-20201125

行业公司

【商业贸易】社区团购：下沉市场的零售效率革命——行业深度报告-20201126

社区团购是依托社区和团长社交关系实现商品流通的新零售模式。行业历经兴起、泡沫和洗牌。从模式特点来看，社区团购企业借生鲜切入市场，通过预售模式实现以销定采，降低生鲜库存损耗；次日达+自提模式有效压缩履约成本，结合平台补贴，以高性价比的商品满足了下沉市场人群消费需求。另一方面，由于生鲜品类高频刚需，社区团购渠道能有效触达、唤醒海量消费者，因此自然成为潜在流量入口，吸引了美团、拼多多、阿里等众多互联网巨头加码布局，与头部创业公司兴盛优选等同场竞技。长期看，社区团购模式凭借在低客单价环境下的盈利能力，有望发展成为下沉市场的零售基础设施，重构传统商品经销链路。

【通信】世界 5G 大会开幕，“5G+应用”百花齐放——行业点评报告-20201126

2020 年 11 月 26 日，全球 5G 领域国际性盛会“世界 5G 大会”将在广州召开，汇聚全球信息通信领域极具影响力的科学家、通信行业知名企业，围绕 5G 领域技术、产业趋势、创新应用进行交流讨论。以“5G 赋能 共享共赢 5G+，By All for All”为主题，共同见证 5G 发展，推动 5G 赋能各行各业发展。随新一轮科技革命和产业变革的推进，5G 对于新经济形态的牵引作用将逐渐显现，大会围绕商用落地进程，推动 5G 融入行业，开启万物互联，实现从“能用”到“好用”的升级，最终转化为以场景驱动为基础的演进范式，开启全球范围内 5G 创新应用新阶段。

【电子】聚焦 MLCC 国产替代和新能源驱动下的薄膜电容器投资机会——年度投资策略系列二-20201126

在终端厂商对供应链自主可控诉求大幅提升背景下，我们看好 MLCC、铝电解电容、电感、电阻领域的国产替代机遇，重点推荐风华高科，其他受益标的包括三环集团、顺络电子、艾华集团、江海股份。此外，新能源汽车和光伏风电对薄膜电容器市场的拉动明显，我们认可薄膜电容器行业未来几年新能源驱动的成长逻辑，重点推荐法拉电子。

【食品饮料：煌上煌(002695.SZ)】信息化系统赋能，基本面持续改善——公司信息更新报告-20201126

2020 年 11 月煌上煌选择与全球领先的信息化供应商 Infor 合作，搭建企业 ERP 解决方案，通过全新的信息化系统赋能公司快速增长。Infor 的信息化系统将为煌上煌搭建财务运营、供应链、生产物流、终端销售等系统的集成平台，从而优化组织结构，提高企业效率，为业务拓展提供支持。从门店运营看，Infor 系统上线后，公司能够高效获取销售情况，帮助门店寻找销售规律，提高订货准确率，减少门店库存挤压或品类缺货现象，提升经营效率；另外还能帮助公司建立完善的会员体系，赋能线上营销，提升消费者体验，打造私域流量。

研报摘要

总量研究

【金融工程】行业配置的量化解决方案——大类资产配置研究系列（3）-20201125

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001| 张翔（分析师）证书编号：S0790520110001| 王志豪（联系人）证书编号：S0790120070080

行业轮动现象与根源

行业轮动现象长期存在，与时俱进：从年度收益来看，每年度收益前 5 名与后 5 名的行业都一直在轮动，且每年前 5 名的赢家行业相对后 5 名的输家行业至少有 20%以上的超额收益。

行业轮动根源：盈利与估值共振。企业盈利自身存在周期性，盈利会受宏观经济、产业政策影响，同时行业所处的产业链上下游结构也会影响其盈利变化的先后顺序。企业的估值在短期还会受市场资金偏好、流动性以及交易行为等方面因素影响。短期估值波动和中长期盈利变化共同形成了行业轮动现象。

行业轮动研究视角：宏观、中观、微观

行业轮动的量化研究方法归纳为宏观、中观、微观三类研究视角：

- 宏观视角，自上而下利用宏观指标对行业轮动进行研究。

- 中观视角，利用行业时序上的量价或财务指标构建行业轮动因子。

- 微观视角，自下而上根据行业内截面上公司指标的分化背离进行行业轮动。

开源行业轮动模型

从交易行为、基本面、资金面角度出发，分别构建四个行业轮动模型：

行业黄金律：行业日内动量+隔夜反转效应；

行业龙头股：行业内成份股的动量存在“领先-滞后”与“相互牵引”的效应；

行业景气度：捕捉行业基本面景气变化趋势；

北向资金流：跟踪北向资金的行业偏好。

行业综合配置表现与最新观点

交易行为模型相关性高，多空信号极端失效情况；而景气度模型的看多信号与北向资金流模型看空信号相对更稳定。

综合四个模型信号，月度行业综合配置能获取多空年化收益 14.7%，月度胜率 65.7%，信息比率为 1.364。

2020 年 11 月行业配置推荐行业为：家用电器、汽车、轻工制造、食品饮料、钢铁。

行业轮动信号对大类行业板块同样具有预测能力。2020 年 11 月强势板块预判推荐为大制造、大消费板块。

风险提示：模型基于历史数据测试，市场未来可能发生重大改变。

行业公司

【商业贸易】社区团购：下沉市场的零售效率革命——行业深度报告-20201126

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 李旭东（联系人）证书编号：S0790120010014

社区团购赛道火爆，“预售+次日达+自提”模式创新实现更省、更便捷

社区团购是依托社区和团长社交关系实现商品流通的新零售模式。2016 年至今，行业历经兴起、泡沫和洗牌，在 2020 年疫情催化下浴火重生。从模式特点来看，社区团购企业借生鲜切入市场，通过预售模式实现以销定采，降低生鲜库存损耗；次日达+自提模式有效压缩履约成本，结合平台补贴，提供了更高性价比的商品，有力满足了下沉市场特征人群（闲暇时间多、价格敏感）的消费需求。另一方面，由于生鲜品类高频刚需，社区团购渠道能够有效触达、唤醒海量消费者，因此自然成为潜在线下新流量入口，也吸引了众多互联网巨头纷纷加码布局。

社区团购显著降低履约成本，在低客单价的下沉市场拓展盈利成为可能

生鲜品类由于易损耗、物流成本高等特点，一直存在线上渗透的难题。近年来，部分企业通过前置仓模式开展生鲜电商业务，虽确实提升了交付体验，但受限于较高人力和配送成本，该模式难以在低客单价的下沉市场复制。相较而言，社区团购通过预售实现需求端的计划性提高供应链效率，通过牺牲一定时效性（即次日达）实现集单集配，结合消费者自提（省掉终端配送成本），从而显著降低了履约成本，使该模式在低客单价前提下也具备盈利能力，解决行业痛点。长期看，社区团购模式有望发展成为下沉市场的零售基础设施，重构传统商品经销链路。

社区团购竞争要素：短期起势靠流量（团长），长期成败取决于供应链建设

社区团购模式主要通过半熟人社交圈引流获客，平台中，团长承担了获客、推荐商品、分拣、交付和售后等工作，并按照订单完成情况获取佣金。短期看，流量优势（团长数量和资源、平台自身流量导入等）决定平台是否能迅速做大客单量、实现规模优势，从而更多让利消费者实现正向循环。长期看，生鲜作为社区团购重要品类，选品、采购、仓储物流等环节效率将显著影响消费者使用体验。因此，生鲜的零售属性（追求多快好省）决定了社区团购的模式重、稳态净利率低、规模复制扩张难度大，供应链建设将成为行业企业竞争的长期决胜关键。

行业格局：创业公司与互联网巨头同场竞技，美团、拼多多禀赋突出

社区团购赛道火热、玩家众多，可主要分为创业公司（兴盛优选、十荟团等）与互联网巨头（美团、拼多多、滴滴、阿里巴巴等）两类。

兴盛优选：行业内最大独角兽，由芙蓉超市孵化，核心竞争力为数量众多的线下门店、多年零售经验和成熟的供应链仓配体系。

美团：坐拥 4.5 亿年活跃用户和经验丰富的地推团队，在流量、获客端优势明显；此外通过快驴、美团买菜在生鲜经营 B 端、C 端亦均有布局。

拼多多：以拼团业务起家，在农产品经营上具有丰富资源积累；此外，拼多多主要位于下沉市场的用户群体也与社区团购主战场高度契合。

滴滴：跨界入行，依靠补贴取得先发优势，长期生鲜经营竞争力仍待观察。

阿里巴巴：通过盒马优选和入股十荟团等多线布局，但可能面临微信流量限制。

风险提示：食品安全问题；监管政策变化；消费者购物习惯培育时间长。

【通信】世界 5G 大会开幕，“5G+应用”百花齐放——行业点评报告-20201126

赵良毕（分析师）证书编号：S0790520030005

世界 5G 大会召开，见证 5G 产业发展，维持通信行业“看好”评级

2020 年 11 月 26 日，全球 5G 领域国际性盛会“世界 5G 大会”将在广州召开，汇聚全球信息通信领域极具影响力的科学家、通信行业知名企业，围绕 5G 领域技术、产业趋势、创新应用进行交流与讨论。以“5G 赋能 共享

共赢 5G+，By All for All”为主题，共同见证 5G 发展，推动 5G 赋能各行各业发展。随新一轮科技革命和产业变革的推进，5G 对于新经济形态的牵引作用将逐渐显现，大会围绕商用落地进程，推动 5G 融入行业，开启万物互联，实现从“能用”到“好用”的升级，最终转化为以场景驱动为基础的演进范式，开启全球范围内 5G 创新应用新阶段。

5G 应用端多个项目落地，助力行业信息化、智能化转型

大会将邀请中国移动、中国电信、中国联通等运营商，华为、中兴、Vivo、TCL 等知名企业携最新创新应用亮相，围绕数字生活、人工智能、工业互联网、智慧医疗、智慧交通等主要应用领域展开分享。目前中国 5G 建设进程及相关技术水平居世界前列，已有多个行业应用项目落地，逐步呈现“五纵三横”新特征，将加速渗透五个典型场景、实现经济社会数字化转型的三大共性需求。

中国信息通信研究院预计，2025 年中国数字经济增加值规模将达 60 万亿元，软件与信息服务业收入将达 13.1 万亿元，市场前景可观。工信部数据显示，截至 2020 年 10 月，我国已建成 5G 基站超 70 万个，提前完成本年度总体建设目标，将坚持适度超前建设节奏，“以建促用”形成 5G 良性发展。预计 2021 年，中国广电与中国移动将开展 700M 基站铺设，以满足连续性广域覆盖需求。在 5G 组网全面铺设、信号连续性不断提升的基础上，“5G+应用”进程有望持续推进，打通行业壁垒，实现“网络强国”驱动“制造强国”，通信行业相关厂商有望受益于行业发展红利，业绩增长可期。

5G 建设或将进入高峰期，行业应用场景持续拓宽，相关公司有望受益

随着 5G 建设进程稳步推进、驱动 5G 行业场景渗透，预计 2021 年至 2022 年 5G 建设将进入高峰期，形成相关厂商业绩增长动力，物联网、云视频、5G 消息、VR/AR 等实现技术升级，车联网、智慧工厂、智慧医疗等领域已有多个项目成功落地，行业应用场景及市场规模逐步打开，重点关注 5G 应用产业链内重点细分领域龙头公司。推荐标的：铁路专网标的佳讯飞鸿（300213），物联网标的移远通信（603236）、广和通（300638），智慧交通标的金溢科技（002869），云视频标的亿联网络（300628）、会畅通讯（300578），5G 消息标的梦网集团（002123）。

风险提示：贸易摩擦影响全球经济及 5G 建设进程；国内“5G+应用”进度不及预期

【电子】聚焦 MLCC 国产替代和新能源驱动下的薄膜电容器投资机会——年度投资策略系列二-20201126

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

看好被动元器件国产替代机遇和薄膜电容器未来几年新能源驱动的成长逻辑

在终端厂商对供应链自主可控诉求大幅提升背景下，我们看好 MLCC、铝电解电容、电感、电阻领域的国产替代机遇，重点推荐风华高科，其他受益标的包括三环集团、顺络电子、艾华集团、江海股份。此外，新能源汽车和光伏风电对薄膜电容器市场的拉动明显，我们认可薄膜电容器行业未来几年新能源驱动的成长逻辑，重点推荐法拉电子。

产业转移处于初级阶段，被动元件行业国产替代潜力大

国内 MLCC 龙头风华高科 2019 年 MLCC 收入占全球市场约为 1.1%，是全球龙头村田电容收入的 2.88%。铝电解电容国内双雄艾华集团、江海股份 2019 年的收入占全球铝电解电容市场规模比重约 6.1%和 5.7%，整体规模与海外龙头 Chemi con 和 Nichicon 仍有明显差距。电感领域，顺络电子 2019 年收入占全球电感市场份额约为 8.3%，但与日本龙头 TDK、村田在规模上还有较大差距。

国产替代加速，国内 MLCC 龙头迎来发展历史机遇

日厂战略退出中低端市场，台企涨价伤害终端客户，国内下游品牌客户开启零部件国产化之路。贸易摩擦提升供应链自主可控诉求，疫情进一步加快了上游元器件的产业转移进度。国内龙头风华高科和三环集团积极扩厂承接 MLCC 国产替代市场，并有望借本轮国产替代机遇得到快速发展。

新能源开辟薄膜电容器新市场，法拉电子迎来新一轮成长机遇

新能源汽车是薄膜电容器市场未来最大增量来源。假设全球乘用车市场每年增长 1%，2025 年新能源汽车占全球乘用车市场 20%比例，我们预计到 2025 年，新能源汽车市场将新增将近 50 亿元的薄膜电容器需求。平价上网临近下的光伏装机量增长，加上 5G 基站、数据中心、充电桩需求有望进一步拉动薄膜电容器市场的成长。法拉电子目前已经跻身全球薄膜电容器第一阵营，稳固的市场地位、新能源对行业需求的拉动将助推公司进入新一轮快速成长。

风险提示：MLCC 需求不及预期，价格下跌风险；风华高科扩产不及预计；欧洲新能源汽车销量不及预期；新能源汽车市场大客户开拓进展延期；光伏平价上网进度、5G 和 IDC 建设进展变缓。

【食品饮料：煌上煌(002695.SZ)】信息化系统赋能，基本面持续改善——公司信息更新报告-20201126

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 陈钟山（联系人）证书编号：S0790120070045

公司基本面持续改善，维持“增持”评级

公司 2017 年董事长换届以来改革思路清晰，提升激励、引入人才、改善门店运营、拓店力度加大、搭建信息化系统、规划产能布局、改善米制品业务。我们维持盈利预测不变，预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 2.7、3.3、4.0 亿元，分别增长 23.3%、21.7%、21.2%，EPS 分别为 0.53、0.64、0.78 元，公司开店快速拓展，工厂建设稳步推进，看好公司未来成长，当前股价对应 PE 分别为 42.4、34.9、28.8 倍，维持“增持”评级。

引入全球领先的信息化供应商 Infor 建设企业 ERP 解决方案

2020 年 11 月煌上煌选择与全球领先的信息化供应商 Infor 合作，搭建企业 ERP 解决方案，通过全新的信息化系统赋能公司快速增长。Infor 的信息化系统将为煌上煌搭建财务运营、供应链、生产物流、终端销售等系统的集成平台，从而优化组织结构，提高企业效率，为业务拓展提供支持。从门店运营看，Infor 系统上线后，公司能够高效获取销售情况，帮助门店寻找销售规律，提高订货准确率，减少门店库存挤压或品类缺货现象，提升经营效率；另外还能帮助公司建立完善的会员体系，赋能线上营销，提升消费者体验，打造私域流量。

公司门店拓展顺利，未来前景可期

公司 2020 年全年 1200 家拓店计划大概率完成，新开门店存活率高，定位商超，精准选址，主动引入有实力有理念的大加盟商，公司对加盟商点对点培训帮扶，后续持续督导，华东、西南、华北等新市场仍有较大拓店潜力，成熟区域如广东、福建仍有下沉空间，未来三年千城万店规划有序推进。公司在陕西、嘉兴、重庆的产能布局持续推进，在河北、山东仍有产能规划，供应链建设不断完善。公司米制品业务受益于渠道梳理，全年销售乐观。预计公司门店的快速拓展将助力业绩高速增长。

风险提示：食品安全风险，疫情发展影响，原材料涨价风险

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。

开源证券研究所

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