第一上海研究部
research@firstshanghai.com

总第 3682 期　　2020 年 11 月 24 日 星期二

研究观点

【大市分析】

香港疫情显著反弹　新旧经济再现交替轮动

【公司研究】

跟谁学(GSX，买入)：竞争激烈，行业 ROI 不断推升

中国旺旺（00151,买入)：疫情环境下各品类及渠道均逆势增长，业绩表现超预期

评级变化

公司	代码	评级		目标价(港元)			2020年EPS(港元)			2021年EPS(港元)		
		新	旧	新	旧	变动	新	旧	变动	新	旧	变动
跟谁学（美元）	GSX	买入	买入	75.60	91.10	-17%	(0.636)	0.229	-378%	(1.097)	0.138	-895%
中国旺旺	151	买入	买入	7.04	6.96	1%	0.375	0.329	-14%	0.386	0.364	-6%

【大市分析】

首席策略师

叶尚志

852-25321549

Linus.yip@firstshanghai.com.hk

香港疫情显著反弹　新旧经济再现交替轮动

11 月 23 日，港股继续高台震动整理的行情，恒指小幅再涨了有 30 多点，保持在 10 日线 26349 点以上来运行，而在金融委表示要严处各种逃废债行为的消息下，缓和了市场对信用违约加剧的担忧，也提振了资金入市的态度，情况刺激大市成交量回升至 1500 亿元以上，是过去七个交易日以来的最大日成交量。香港疫情出现显著反弹，令到市场焦点回转至新经济科网股方面，其中，小米-W(01810)表现突出，在三季报公布前向上突破创新高，然而，传统经济周期性股则再度受压，宜多加注视。

恒指高开后继续震动整理的行情，在开盘初段高见 26663 点后、曾一度下跌 83 点至 26369 点，但仍守 10 日线 26349 点以上，A 股上综指表现强势，是支撑港股的原因之一。恒指收盘报 26486 点，上升 35 点或 0.13%。国指收盘报 10667 点，上升 113 点或 1.07%。另外，港股主板成交金额回升至 1520 亿多元，而沽空金额有 203.6 亿元，沽空比例 13.39%。至于升跌股数比例是 965：870，日内涨幅超过 12%的股票有 44 只，而日内跌幅超过 10%的股票有 25 只。

在内地经济复苏进程表现稳好下，加上最近签署了 RCEP 构建了全球最大规模的自贸区，中港股市目前的底气是来得相对较强的，正如我们近期指出，中港股市是有望走出一波独立于欧美市场的行情。另一方面，虽然市场近日对于内地信用违约的事件表示关注，但是经过国务院金融稳定发展委员会开会后，指出要严厉处罚各种逃癈债行为，并且要加强行业自律和监督，总算能够缓和了市场对信用违约加剧的担忧。受到消息推动，上综指涨了 1.09%至 3414 点收盘，是 9 月 2 日以来再次站上 3400 点水平，而沪深两地成交量亦增加至 9540 亿元人民币。

港股方面，总体走势仍偏稳，但未可确认打破近期的整固整理局面。在本港疫情出现显著反弹的情况下，新旧经济股又再出现交替轮动。新经济科网股表现相对突出，其中，小米-W(01810)在三季报公布前有偷步炒高的情况，放量涨了 8.02%至 27.6 元收盘再创新高，成交金额激增至接近有 97 亿元。公司早前公布旗下 Redmi Note 系列手机全球销量突破 1.4 亿部、以及有报导说小米计划建立年产千万部手机的无人工厂，相信都是近期刺激推动股价的消息因素。至于传统经济周期性股则再度受压，市场忧虑经济复苏进程会受到影响是拖累因素，其中，金沙中国(01928)跌 3.65%，友邦保险(01299)跌 2.79%，都是跌幅居前的指数股品种。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

【公司研究】

但玉翠
+852-25321539
Tracy.dan@firstshanghai.com.hk

行业	教育
股价	65.66 美元
目标价	75.6 美元 (+15.1%)
市值	157 亿美元
已发行股本	2.38 亿 ADS
52 周高/低	141.8/17.6 美元
每 ADS 净现值	2.7 元

股价表现



跟谁学(GSX，买入）：竞争激烈，行业 ROI 不断推升

20 年 3 季度收入增长 252.9%

由于 3 季度是招新季，故报名人次环比出现下滑，20 年 3 季度公司报名学生人次同比增长 133.5%至 125.6 万人次。收入同比增长 252.9%至 19.7 亿元，符合公司的 Q3 展望上限。毛利率同比提升 2.6 个百分点至 74.4%。在行业疯狂烧钱获客的背景下，公司的销售费用率同比提升了 45.3 个百分点至 104.6%，2 季度的销售费用高达 20.6 亿元。同时公司的研发费率和行政费率同比上升了 1.0 和 4.8 个百分点至 11.2%和 9.0%。公司经营亏损加大至 9.9 亿元，Non-GAAP 经营利润亏损 9.2 亿元，最终由于投资理财收益、增值税减免等，公司净利润由盈转亏至 9.3 亿元，Non-GAAP 净利润亏损 8.6 亿元。20 年 3 季度底，公司现金+长短期投资同比增长 1%至 21.3 亿元。4 季度公司收入展望为同比增长 122%-126%至 20.8-21.2 亿元。

竞争激烈，获客成本不断推升

3 季度公司流水同比增长 137.1%至 20.8 亿元，由于各家都在加大暑期投放，导致 ROI(流水/销售费用)从去年同期的 2.7 降至今年 3 季度的 1.0，获客成本不断推高。市场上竞争对手融资消息不断，20 年 6 月底作业帮获得了 7.5 亿美元 E 轮融资，猿辅导在 20 年 3 月底完成 10 亿美元 G 轮融资后，又在 8 月和 10 月分别进行了 12 亿和 10 亿美元融资，我们认为未来 2-3 年在线教育将完成 4 进 2 的角逐(学而思网校、猿辅导、跟谁学、作业帮)，在前端获客上可能会出现差异打法，而后端转化、续班、扩科和转介绍等能力也将愈发重要，故预计未来 1、2 年各家仍将进行军备竞赛营销投入，高获客成本仍将持续。

营运效率仍属行业领先

3 季度公司在北京以外的 15 个城市设立运营中心，辅导老师人数达到 1.5 万人，生师比继续降低。班级平均人数同比翻倍达到 2800 人，平均人次单价仍属行业领先达 1600 元，57%的学生来自下线城市，小学收入占比不断提升，可续班人次比例不断升高。

盈利预测与评级

SEC 调查虽仍在进行，但是公司已 2 个季度发出无追溯财报。我们以 DCF 为公司估值，短期竞争恶化亏损程度超出我们预期，长期我们认为公司凭借聚焦 K12 在线大班课模式和其高运营效率仍有望在竞争中胜出，我们以 9%的折现率和 3%的永续增长率为公司估值，得出目标价 75.6 港元，较昨日收市价有 15.1%的上升空间，维持买入评级。

图表 1：盈利摘要

截止12月31日财政年度	2018实际	2019实际	2020预测	2021年预测	2022年预测
收入（百万元）	397	2,115	7,029	13,700	21,394
变动（%）	307.2%	432.3%	232.3%	94.9%	56.2%
经营利润（百万元）	19	216	(1729)	(2607)	(2337)
变动（%）		1026.3%	-901.3%	50.8%	-10.4%
Non-Gaap经营利润（百万元）	**25**	**276**	**(1549)**	**(2169)**	**(1652)**
净利润（百万元）	20	227	-1,221	-2,176	-1,869
变动（%）		1053.3%	-638.6%	78.2%	-14.1%
Non-Gaap净利润（百万元）	**26**	**287**	**-996**	**-1,737**	**-1,184**
每ADS收益（元）	(0.14)	0.95	(4.96)	(8.56)	(7.13)
市盈率@65.66$（倍）	/	455.0	(86.9)	(50.3)	(60.5)
PS@65.66$（倍）	258.5	48.6	14.6	7.5	4.8
息率（%）	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：第一上海，公司资料

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

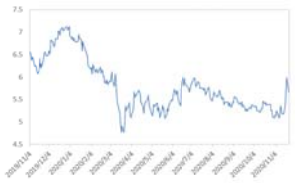
王柏俊
852 2532 1915
patrick.wong@firstshanghai.com.hk

陈珠
852 2532 1539
vicky.chen@firstshanghai.com.hk

行业	食品饮料
股价	5.66 港元
目标价	7.04 港元
	(+24.4%)

市值	692.08 亿港元
已发行股本	122.3 亿股
52 周高/低	7.43 港元/4.72 港元
每股净现值	1.29 港元

股价表现



中国旺旺（151,买入）：疫情环境下各品类及渠道均逆势增长，业绩表现超预期

1H2020 收益高于预期，逆境下同比增长达到 10.7%

公司 2020 财年上半年实现营业额 103.0 亿元，三大品类产品及所有渠道在会计期间均实现理想的表现。因受主要原材料如进口奶粉及糖的耗用单价提升影响，导致 1H 毛利率略有影响，同比下降 70bps。但由于公司为应对疫情而相应减少了推广及促销投入、业务人员费用得到优化、以及数字化管理效率的提升等因素，导致销售费用率较去年同期下降了 259bps；期内虽然行政费用较去年同期增长 1.4%，但受益于同期销售额的大幅增加，行政费用率仍较去年同期下降 116bps。因此从整体看，经营费用合计同比下降了 3.8%至 25.5 亿元。最终公司实现归母净利润 19.5 亿元，同比增速为 20.9%，实现了高双位数的增长。鉴于公司在保持传统渠道稳健增长的同时，大力推动其它各类渠道（如新兴渠道及外海渠道）的发展并已取得良好的成效，我们认为其多元化渠道的有效扩张将成为公司未来长期稳定增长的重要驱动力。公司一方面不断研发丰富产品品类吸引更多消费者个性化需求，另一方面基于通过数字化建设，不断运用更多元且生动化的数字行销活动增进与消费者互动，强化了品牌形象；实现了经销商渠道的数字化转型并提升电子商务等新兴渠道管理能力；并从上下游供应链及内部运营管理精准度等多方面实现持续降本增效。综上所述，我们预计未来公司的利润水平依然维持稳健扩张的趋势。

三大品类表现均实现比较理想的增长趋势

分品类来看，米果业务收入同比增长 9.4%至 19.9 亿元，达到历史新高，传统渠道终端的推广以及新兴渠道的丰富均增加了产品终端展示，曝光度的提高成为米果系列增长重要因素之一；乳品及饮料业务收入同比上升 7.4%至 53.2 亿元，其中核心产品「旺仔牛奶」同增 7.0%，这主要受益于传统渠道的复苏、公司在通路库存管理的强化以及市场业务激励策略的实施；休闲食品业务则实现销售同比增长 17.7%至 29.5 亿元，其中冰品及糖果获得 22.5%/22.8%的高增长，主因「QQ 糖」及「冻痴」等系列新品的推出及其生动的营销沟通均获得了消费者认可。我们认为公司期内各项业务收入增速均表现优于预期，且下半年将迎来节日销售高峰，预计 2020 财年收入增长将有望获得提速。

多元化渠道发展布局带来长期可持续发展趋势，维持买入评级

考虑到 1）新兴渠道及海外渠道的多元化渠道的有效扩展奠定了公司未来可长期增长的驱动力，2）公司不断推陈出新，投放高利率新品并消减低毛利产品，通过多产品类型满足不同消费群体以迎合全方位市场需求，3）通过生动且富有魔性的宣传模式和多方位产品推广方式，以及多元化渠道建设增加了公司各品牌产品曝光度，等因素，故我们预计公司有望持续推动公司盈利能力的长期改善，微上调目标价至 7.04 港元，相当于其 21 财年盈利预测的 17.5 倍市盈率，维持买入评级。

重要风险

1） 新兴渠道扩张不及预期；2）海外市场品牌建设不及预期；3）海外渠道费用投入超出预期；4）中国市场乳品竞争加剧，以及 5）食品安全问题。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

图表 1：盈利预测

截止12月31日财政年度	2018实际	2019实际	2020预测	2021年预测	2022年预测
收入（百万元）	397	2,115	7,029	13,700	21,394
变动（%）	307.2%	432.3%	232.3%	94.9%	56.2%
经营利润（百万元）	19	216	(1729)	(2607)	(2337)
变动（%）		1026.3%	-901.3%	50.8%	-10.4%
Non-Gaap经营利润（百万元）	**25**	**276**	**(1549)**	**(2169)**	**(1652)**
净利润（百万元）	20	227	-1,221	-2,176	-1,869
变动（%）		1053.3%	-638.6%	78.2%	-14.1%
Non-Gaap净利润（百万元）	**26**	**287**	**-996**	**-1,737**	**-1,184**
每ADS收益（元）	(0.14)	0.95	(4.96)	(8.56)	(7.13)
市盈率@65.66$（倍）	/	455.0	N/A	N/A	N/A
PS@65.66$（倍）	258.5	48.6	14.6	7.5	4.8
息率（%）	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：公司资料、第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

公司估值与评级表

股票	代码	现价（港元）	目标价（港元）	评级	19PE（倍）	20PE（倍）	21PE（倍）	19息率（%）	20息率（%）	19-21EPS CAGR（%）	每股净资产（港元）	市值（亿港元）
零售消费												
李宁	2331	45.25	36.60	买入	64.2	60.4	46.3	0.38	0.40	17.8	3.10	989
蒙牛乳业	2319	40.95	43.90	买入	34.3	44.5	29.8	0.50	0.42	7.3	8.79	1611
康师傅	322	13.92	17.60	买入	20.8	16.8	16.8	4.81	2.94	不适用	4.62	782
华宝国际	336	10.16	3.90	买入	24.8	24.8	23.5	1.90	1.90	2.7	5.16	316
安踏	2020	109.90	100.00	买入	48.6	48.4	32.6	0.62	0.62	22.2	9.03	2971
味千中国	538	1.15	4.25	买入	4.8	4.4	3.9	12.84	14.82	11.3	3.54	13
中国动向	3818	0.81	1.88	买入	3.7	5.5	9.9	16.83	0.00	不适用	2.20	46
特步	1368	3.38	3.40	买入	9.6	15.7	10.6	6.05	4.03	不适用	3.33	84
恒安国际	1044	57.25	76.05	买入	15.3	12.4	11.6	4.46	5.54	15.1	16.30	681
敏华控股	1999	14.88	15.40	买入	41.3	34.6	31.0	0.81	1.28	15.5	1.92	567
六福珠宝	590	20.00	34.40	买入	7.9	9.9	8.5	5.50	0.00	不适用	17.81	117
周生生	116	9.40	17.10	买入	6.4	6.0	5.5	0.00	0.00	7.5	16.07	64
维达国际	3331	22.20	32.51	买入	23.4	15.0	13.3	1.35	1.94	32.6	8.30	266
莎莎国际	178	1.29	3.32	买入	8.4	67.9	16.1	17.05	0.00	不适用	0.78	38
统一	220	7.41	9.45	持有	20.4	19.2	17.6	4.91	5.21	7.5	3.47	320
旺旺	151	5.65	7.04	买入	17.8	17.2	18.4	0.40	0.50	不适用	1.29	691
现代牧业	1117	1.32	1.73	买入	19.4	11.6	7.3	0.00	0.00	63.3	1.18	81
谭木匠	837	4.13	5.89	买入	6.9	6.3	6.1	0.00	0.00	不适用	2.57	10
银河娱乐集团	27	59.60	72.44	买入	19.9	不适用	2980.0	1.51	0.00	不适用	16.90	2584
国美电器	493	0.91	0.88	持有	不适用	不适用	不适用	1.25	1.10	不适用	0.77	196
健合国际	1112	32.00	43.50	买入	17.9	17.0	13.8	2.77	5.89	14.0	9.58	206
澳门博彩控股	880	8.97	9.50	买入	15.7	-19.9	39.0	3.34	0.00	不适用	4.86	508
好孩子国际	1086	0.97	5.39	买入	2.5	2.5	11.7	8.25	10.31	不适用	3.06	11
中洲国际	2313	136.90	137.00	买入	35.5	34.6	29.8	1.52	1.42	9.2	16.40	2058
枫叶教育	1317	2.43	4.45	买入	9.7	8.9	7.6	4.21	4.67	12.8	1.29	73
达利食品	3799	4.89	6.19	买入	15.4	15.4	13.9	6.50	4.41	5.2	1.25	669
天虹纺织	2678	6.86	14.36	买入	4.4	3.7	3.0	8.45	9.44	22.0	1.54	63
超盈国际	2111	1.33	4.92	买入	3.1	2.4	5.5	11.13	14.66	不适用	2.23	14
周黑鸭	1458	7.83	10.26	买入	38.3	229.8	27.6	1.45	0.29	17.9	2.03	186
宇华教育	6169	7.15	9.00	买入	28.6	45.0	19.7	2.37	2.81	20.6	1.38	250
好未来（美元）	TAL	73.36	90.00	买入	99.1	7336.0	101.9	0.00	0.00	不适用	4.23	434
白云山	874	19.70	32.50	买入	8.7	7.6	7.2	3.10	3.76	10.1	16.29	43
民生教育	1569	1.18	2.00	买入	12.7	10.3	8.3	2.97	2.97	24.0	0.93	47
荣威国际	3358	1.84	4.75	买入	4.6	3.8	3.3	7.61	8.70	17.3	3.0342	19
波司登	3998	3.20	3.40	买入	31.3	25.6	21.7	2.50	2.81	20.2	1.00	342
21世纪教育	1598	0.65	1.48	买入	9.5	8.2	7.6	0.00	0.00	不适用	0.46	8
新高教	2001	4.84	8.07	买入	14.7	10.9	9.1	1.88	2.58	27.3	1.97	75
卓越教育	3978	2.99	5.00	买入	12.5	14.6	10.1	3.04	4.18	11.3	0.82	25
希望教育	1765	2.20	3.16	买入	27.7	17.6	12.1	1.03	2.07	51.2	0.68	147
日清食品	1475	7.02	7.87	买入	30.5	24.1	20.9	1.71	2.14	20.9	3.46	75
中国科培	1890	5.95	8.32	买入	22.8	17.5	13.8	1.72	2.29	28.5	0.96	119
海底捞	6862	55.00	60.80	买入	125.0	458.3	63.2	0.24	0.07	40.6	1.95	2915
中汇集团	382	8.06	7.65	买入	32.3	24.5	19.2	1.27	1.27	29.7	1.75	82
新东方（美元）	EDU	175.35	208.10	买入	102.9	50.4	40.2	0.00	0.00	60.0	40.70	277
金沙中国	1928	32.95	34.77	买入	20.8	不适用	34.2	3.01	0.00	不适用	3.34	2665
华立大学	1756	2.90	5.00	买入	13.4	10.6	8.5	2.35	2.07	25.7	1.32	35
万洲国际	288	6.67	10.19	买入	9.5	8.3	8.3	0.00	0.00	6.9	4.37	982
辰林教育	1593	2.08	3.08	买入	15.3	7.3	4.7	0.00	1.09	80.3	0.22	21
新东方在线	1797	32.50	42.90	买入	不适用	不适用	不适用	0.00	0.00	不适用	2.90	302
贵州茅台（人民币）	600519	1790.21	2000.00	买入	54.6	47.9	40.8	0.96	1.09	15.7	99.71	36986
跟谁学（美元）	GSX	63.90	75.60	买入	461.8	-88.5	-51.3	0.00	0.00	不适用	7.20	152
天立教育	1773	7.56	10.45	买入	51.6	38.0	27.4	0.45	0.59	37.2	1.20	116
牧原股份（人民币）	002714	72.00	150.00	买入	25.7	8.6	4.8	0.56	2.93	131.5	8.23	1703
中国飞鹤	6186	17.66	20.87	买入	31.1	22.2	17.3	0.84	1.29	34.2	1.61	3815
信息科技												
金蝶国际	268	26.00	24.00	买入	204.4	不适用	416.1	0.04	0.00	不适用	1.83	858
腾讯	700	586.00	721.00	买入	53.0	40.6	34.3	0.17	0.17	24.4	71.42	56279
网龙	777	17.26	33.00	买入	10.2	13.5	10.0	2.32	3.13	0.9	10.00	92
金山软件	3888	40.20	50.40	买入	不适用	不适用	46.2	0.00	0.25	不适用	17.64	552
舜宇光学	2382	158.00	158.50	买入	38.2	34.6	25.9	0.76	0.84	21.5	10.35	1733
信利国际	732	0.93	2.80	买入	4.7	3.0	2.7	8.60	13.98	不适用	2.53	29
瑞声科技	2018	41.90	60.00	买入	20.5	21.2	15.6	1.95	1.89	14.7	16.10	507
中芯国际	981	22.35	26.50	买入	56.9	27.4	26.4	0.00	0.00	46.8	8.84	1766
比亚迪电子	285	37.60	52.20	买入	49.0	13.8	13.8	0.41	1.45	88.8	8.04	847
联想集团	992	5.77	10.50	持有	17.3	13.2	12.8	3.47	3.29	不适用	2.22	69
百度（美元）	BIDU	133.04	147.51	买入	18.4	19.3	15.5	0.00	0.00	9.0	65.13	459
百富环球	327	5.07	4.30	买入	10.2	9.4	8.7	0.79	0.79	8.1	3.57	56
慧聪网	2280	1.01	5.78	买入	3.5	3.1	2.5	0.00	0.00	18.6	3.83	11
IGG	799	7.59	12.48	买入	8.3	6.3	8.5	3.56	9.35	不适用	2.26	97
海昌海洋公园	2255	0.44	1.42	买入	不适用	16.6	7.2	0.00	0.00	不适用	1.18	17
彩生活	1778	3.81	8.30	买入	8.1	6.7	5.4	5.20	6.30	22.8	2.69	54
Facebook（美元）	FB	268.43	344.73	买入	41.9	27.7	23.8	0.00	0.00	32.9	35.88	7658
苹果（美元）	AAPL	113.85	140.00	买入	34.5	27.1	24.8	0.70	0.88	18.1	3.85	19355
京东（美元）	JD	87.56	86.00	买入	76.1	58.8	37.9	0.00	0.00	41.7	6.72	1270
中软国际	354	7.47	6.90	买入	21.8	18.5	16.0	0.15	0.15	17.0	3.03	184
中国民航信息网络	696	18.68	18.70	买入	19.9	16.2	14.7	1.71	2.09	16.2	6.60	547
微博（美元）	WB	44.51	44.65	买入	20.2	22.3	21.2	0.00	0.00	不适用	10.11	101
网易（美元）	NTES	94.79	555.96	买入	6.7	5.3	4.6	3.59	4.01	20.3	60.76	121
携程（美元）	TCOM	33.66	35.91	持有	22.6	不适用	29.5	0.00	0.00	不适用	22.82	198
陌陌（美元）	MOMO	14.74	28.75	买入	5.1	8.1	6.4	27.14	5.43	不适用	8.00	31
金邦达宝嘉	3315	1.45	2.46	买入	6.0	6.1	5.9	13.79	14.48	0.2	2.84	12
高伟电子	1415	4.61	1.65	买入	19.0	21.9	12.1	15.74	13.87	不适用	3.10	38
长飞光纤	6869	10.76	16.30	买入	4.0	11.7	10.5	5.99	2.59	不适用	12.65	82
丘钛科技	1478	10.30	14.70	买入	19.1	13.8	10.6	0.99	1.41	34.3	2.79	118
凤凰新媒体（美元）	FENG	2.27	2.43	买入	不适用	不适用	32.4	61.67	0.00	不适用	6.61	13
爱奇艺（美元）	IQ	22.14	26.64	买入	不适用	不适用	不适用	0.00	0.00	不适用	1.80	163
哔哩哔哩（美元）	BILI	63.32	78.57	买入	不适用	不适用	不适用	0.00	0.00	不适用	2.45	218
京信通信	2342	2.55	3.55	买入	41.3	38.4	17.6	0.36	0.39	52.9	1.49	70
奈飞（美元）	NFLX	476.62	625.90	买入	110.8	73.3	50.7	0.00	0.00	47.9	23.95	2097
小米集团-W	1810	27.60	23.00	买入	51.7	51.7	49.6	0.00	0.00	2.1	3.76	6640
亚马逊（美元）	AMZN	3098.39	3703.38	买入	134.7	176.0	87.8	0.00	0.00	23.9	130.81	15337
万咖壹联	1762	0.56	3.12	买入	3.5	2.2	1.7	0.00	0.00	43.9	0.78	7
华虹半导体	1347	33.75	20.40	买入	25.6	20.3	18.0	1.19	1.48	19.0	13.67	434
微盟集团	2013	11.00	13.28	买入	276.7	不适用	121.0	0.00	0.00	51.2	0.51	249
中国铁塔	788	1.22	2.77	买入	43.0	23.3	16.3	0.00	0.82	62.5	0.91	2147
美团点评-W	3690	308.00	309.00	买入	334.7	404.7	132.9	0.00	0.00	58.7	17.12	17876
百奥家庭互动	2100	0.97	2.07	买入	15.0	6.8	5.6	2.06	5.15	63.3	0.60	27
英伟达（美元）	NVDA	525.60	590.00	买入	79.6	116.8	65.7	0.11	0.11	10.1	19.92	3248
中兴通讯	763	20.10	25.70	买入	15.3	13.5	12.0	2.19	2.34	13.1	7.46	850
阿里巴巴（美元）	BABA	270.11	331.69	买入	45.8	36.0	34.8	0.00	0.00	14.8	40.13	7247
阿里巴巴-SW	9988	264.40	323.40	买入	45.9	36.1	34.8	0.00	0.00	14.8	31.00	56660
拼多多（美元）	PDD	141.05	200.00	买入	不适用	不适用	不适用	0.00	0.00	不适用	99.00	1690
人瑞人才	6919	27.00	52.00	买入	11.1	21.0	12.6	0.00	0.00	不适用	7.90	42
上海复旦	1385	10.60	24.80	买入	不适用	26.5	21.5	0.00	0.00	不适用	2.57	74
Square（美元）	SQ	207.78	280.00	买入	不适用	-244.4	128.3	0.00	0.00	不适用	4.61	923
地产												
华润置地	1109	34.70	48.18	买入	7.3	7.8	6.2	3.47	4.06	8.9	27.38	2474
中国海外	688	17.64	34.00	买入	4.0	3.6	3.2	6.24	7.37	10.8	27.60	1940
绿城中国	3900	11.42	12.00	买入	10.2	7.3	9.2	0.00	0.00	5.3	21.80	247
越秀地产	123	1.55	2.00	买入	6.2	5.9	5.2	0.00	0.00	9.8	4.92	145
合景泰富	1813	10.66	6.80	买入	5.9	4.8	4.7	7.01	0.00	11.4	13.60	309
深圳控股	604	2.53	4.30	买入	5.0	4.6	6.1	9.49	0.00	不适用	4.60	193
花样年控股	1777	1.51	1.69	买入	4.3	3.4	3.3	4.97	4.97	14.3	2.55	87
融创中国	1918	30.10	43.50	买入	4.5	4.2	3.5	4.64	6.00	13.0	22.82	1403
建业地产	832	4.21	3.90	买入	6.5	5.3	4.1	0.00	0.00	25.6	7.81	102
龙湖集团	960	49.10	48.35	买入	12.8	12.8	10.6	2.64	3.35	10.2	17.26	2945
旭辉控股	884	6.46	9.52	买入	6.9	5.6	4.4	6.15	6.33	24.9	4.33	531
招商局置地	978	1.18	1.62	买入	2.7	2.4	3.0	0.00	0.00	不适用	3.20	58
中国宏泰	6166	3.17	4.80	买入	2.5	2.1	1.7	10.41	12.30	22.5	3.46	52
金地商置	535	1.28	1.52	买入	4.9	4.0	3.4	5.33	6.21	19.8	0.90	204
当代置业	1107	1.01	1.50	买入	2.0	1.7	3.2	6.98	9.39	不适用	2.33	28
福寿园	1448	7.96	8.20	买入	27.0	22.6	18.9	1.14	1.43	19.3	1.78	178
时代地产	1233	11.14	15.30	买入	3.2	3.8	2.8	9.18	7.95	6.5	10.55	216
绿城服务	2869	8.93	12.20	买入	46.2	39.3	28.1	1.12	1.01	28.3	0.99	249
绿景中国地产	95	2.44	3.54	买入	22.2	17.4	13.4	3.26	2.33	28.5	2.77	120
中国金茂	817	3.88	6.68	买入	6.3	5.1	3.9	6.70	7.99	26.9	3.74	450
万科企业	2202	28.55	30.50	买入	7.2	6.3	5.5	7.01	5.97	14.6	16.10	371
深圳国际	152	13.26	16.00	买入	13.1	6.4	10.0	3.09	0.00	14.5	10.30	259
碧桂园	2007	10.36	12.65	买入	4.8	4.1	3.8	6.47	7.57	12.4	6.87	2248
碧桂园服务	6098	44.55	66.50	买入	63.3	40.4	29.0	0.36	0.61	47.6	1.91	1189
奥园健康	3662	5.23	10.16	买入	19.2	14.4	9.8	2.04	2.82	39.9	1.21	38
佳兆业	1638	3.77	6.30	买入	4.1	3.7	3.0	4.22	4.82	17.3	4.07	229
新世界发展	17	39.60	50.00	买入	50.8	44.5	40.8	1.29	1.34	11.5	22.39	4049
滨江服务	3316	16.28	25.30	买入	32.6	20.8	16.1	1.97	2.33	42.2	3.09	45
佳兆业美好	2168	21.15	44.30	买入	15.9	12.7	8.4	2.52	3.17	37.7	4.68	30
宝龙商业	9909	20.80	28.40	买入	41.6	38.1	27.3	0.00	0.98	23.4	3.16	129
金融街物业	1502	7.07	19.00	买入	不适用	16.8	13.0	2.89	1.77	不适用	1.62	26

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

股票	代码	现价	目标价	评级	19PE	20PE	21PE	19息率	20息率	19-21EPS	每股净资产	市值
		（港元）	（港元）		（倍）	（倍）	（倍）	（%）	（%）	CAGR（%）	（港元）	（亿港元）
金融												
远东宏信	3360	7.90	7.48	买入	6.1	6.0	5.4	4.75	4.89	6.0	7.74	313
国泰君安国际	1788	1.05	1.35	买入	8.8	9.5	7.5	6.67	5.71	8.0	1.47	81
惠理集团	806	4.14	7.85	买入	28.2	21.1	17.3	4.59	5.07	27.5	2.12	77
海通国际	665	1.99	3	买入	7.4	11.1	7.4	7.04	4.52	0.0	4.62	115
复星国际	656	11.14	18	买入	5.7	5.2	4.6	3.68	4.04	10.4	14.77	952
港交所	388	376.80	440	买入	50.2	41.4	36.9	1.78	2.18	16.6	37.20	4778
中金公司	3908	18.24	24.2	买入	16.2	12.0	9.7	1.18	1.68	29.5	11.78	797
汇付天下	1806	2.40	3.3	买入	11.1	8.8	7.0	0.00	0.00	25.7	1.72	30
中国平安	2318	88.75	110	买入	9.3	10.9	10.1	2.62	3.15	不适用	38.89	6610
公用事业												
粤海投资	270	13.30	16.80	买入	16.0	14.9	14.6	4.66	5.19	4.8	6.17	870
东江环保	895	5.59	10.62	买入	8.9	7.9	7.7	3.25	3.66	7.9	4.36	11
中国燃气	384	28.70	33.00	买入	17.6	16.3	13.9	1.53	1.74	12.4	7.59	1498
华润电力	836	8.37	15.20	买入	5.8	5.1	4.5	9.56	8.72	12.6	14.67	403
北控水务	371	3.10	3.90	买入	6.4	7.6	6.2	6.77	5.48	1.1	3.60	311
光大国际	257	4.36	6.70	买入	5.2	4.5	4.1	6.65	6.65	12.2	5.52	268
华润燃气	1193	37.05	41.00	买入	16.0	14.9	14.1	2.35	2.36	6.3	12.05	824
京能清洁能源	579	2.52	2.37	买入	8.8	7.9	7.2	3.17	3.17	10.9	2.92	71
绿色动力环保	1330	3.60	6.00	买入	8.9	6.8	8.3	2.21	0.00	3.7	2.14	38
中广核电力	1816	1.67	2.80	买入	7.0	6.5	7.8	4.79	0.00	不适用	1.53	759
中国水务	855	5.85	9.40	买入	6.9	5.7	5.0	4.79	5.13	17.8	5.05	94
云南水务	6839	0.95	4.28	买入	1.7	1.3	3.0	20.33	26.31	不适用	4.65	3
天伦燃气	1600	6.80	10.90	买入	6.3	5.2	4.6	4.98	6.05	17.4	4.06	68
光大绿色环保	1257	3.27	5.00	买入	4.2	4.0	3.9	4.89	5.20	3.7	4.54	68
北控清洁能源	1250	0.05	0.141	买入	2.5	2.2	1.9	0.00	0.00	14.5	0.17	32
新奥能源	2688	105.20	110.00	买入	19.9	16.7	14.4	1.73	2.27	17.3	21.61	1184
博奇环保	2377	2.30	1.70	买入	11.2	10.1	8.8	1.30	1.74	13.0	2.40	23
北京首都机场	694	6.11	8.50	买入	10.1	11.5	13.1	5.76	3.90	不适用	5.56	283
南方航空	1055	4.70	5.30	买入	18.8	不适用	15.3	0.00	0.00	10.8	5.86	201
商品原材料												
中国心连心	1866	2.62	3.41	买入	8.5	7.4	5.2	3.47	3.90	27.7	3.81	31
东岳集团	189	4.34	4.00	买入	5.5	9.6	10.6	5.30	3.00	不适用	4.17	92
三江化工	2198	2.61	1.92	买入	8.2	6.0	3.4	3.83	4.98	55.8	3.92	31
阜丰集团	546	2.91	4.63	买入	5.0	4.7	4.3	5.84	6.53	7.7	4.36	74
紫金矿业	2899	8.04	4.31	买入	39.3	39.3	50.6	1.41	1.41	不适用	2.14	461
山东黄金	1787	19.12	28.00	买入	40.1	24.0	16.8	0.59	1.01	54.3	5.85	134
陕西煤业（人民币）	601225	10.71	13.20	买入	9.2	8.1	8.1	3.36	4.95	6.7	5.83	1071
工业制造和基建												
比亚迪	1211	198.20	159.70	买入	295.7	138.5	102.0	0.03	0.07	70.2	24.96	1814
中车时代电气	3898	26.55	33.90	买入	10.3	9.9	9.4	1.93	2.01	4.8	19.65	312
威胜集团	3393	2.03	4.37	持有	5.8	4.1	6.5	0.00	0.00	不适用	4.46	21
天能动力	819	14.34	12.3	买入	10.2	10.2	7.8	0.00	0.00	14.3	5.77	162
TCL电子	1070	6.47	7.50	买入	18.0	14.4	10.8	3.25	3.09	不适用	4.64	153
中集安瑞科	3899	4.47	7.79	持有	10.3	7.2	9.2	2.54	0.00	5.8	3.75	87
长城汽车	2333	16.18	6.60	买入	16.2	14.2	33.0	1.83	0.00	不适用	6.52	502
中国联塑	2128	13.14	7.08	买入	13.0	11.6	10.5	2.59	2.94	11.2	5.20	408
广汽集团	2238	9.48	12.20	买入	5.7	7.5	13.1	5.39	6.23	不适用	8.46	294
中升控股	881	61.40	60.90	买入	29.2	24.8	20.1	0.63	0.81	20.6	8.73	1395
正通汽车	1728	1.08	7.00	买入	1.4	1.3	3.8	15.78	17.88	不适用	5.68	27
敏实集团	425	39.45	36.00	买入	14.8	13.6	28.0	2.36	2.88	不适用	12.71	451
信义玻璃	868	18.14	14.20	买入	17.0	15.1	15.1	3.03	2.87	3.5	4.92	727
华晨中国	1114	7.36	15.90	买入	3.7	3.4	4.8	2.78	3.09	不适用	6.87	371
华润水泥	1313	10.52	13.20	买入	8.6	8.0	7.3	5.70	6.56	8.2	5.57	735
吉利汽车	175	23.40	23.20	买入	10.1	8.4	24.0	2.48	2.96	不适用	5.12	2101
中航科工	2357	4.47	6.70	买入	15.7	13.6	15.3	0.76	0.76	1.6	2.90	105
广汇宝信	1293	1.03	2.61	买入	2.7	2.3	4.3	9.93	12.13	不适用	2.89	29
玖龙纸业	2689	11.06	12.00	买入	11.9	10.9	9.1	2.88	3.29	14.2	9.11	519
理文造纸	2314	6.30	5.90	买入	8.5	8.9	8.1	4.13	3.97	2.7	5.94	276
汽车之家（美元）	ATHM	99.41	98.00	买入	24.7	25.6	21.9	0.84	0.73	6.3	12.96	117
和谐汽车	3836	3.97	4.76	买入	10.3	9.7	8.3	1.72	1.72	11.1	5.40	61
中国通号	3969	2.88	7.12	买入	4.4	4.3	4.2	6.55	0.00	2.3	5.74	253
雅迪控股	1585	13.18	11.4	买入	66.3	36.0	27.6	0.38	0.38	55.1	1.04	395
赛晶电子	580	1.59	2.50	买入	7.4	6.7	13.0	4.29	5.00	不适用	1.03	26
中国东方集团	581	2.17	8.00	买入	1.7	1.9	3.1	12.44	11.52	不适用	3.21	77
特斯拉（美元）	TSLA	521.85	380	持有	不适用	407.7	109.2	0.00	0.00	不适用	52.6	4775
海天国际	1882	22.75	25	买入	13.2	15.5	14.9	2.00	2.15	不适用	8.37	363
兴达国际	1899	1.86	4.60	买入	3.9	8.1	7.9	0.00	0.00	不适用	4.31	28
天工国际	826	3.48	3.5	买入	20.4	14.6	11.3	1.63	1.96	34.2	2.10	88
安东油田服务	3337	0.44	1.5	买入	2.9	2.3	1.8	2.61	2.61	27.1	1.03	13
波音（美元）	BA	211.53	220	买入	不适用	不适用	48.5	3.88	0.95	不适用	(17.13)	1197
海螺水泥	914	52.65	69	买入	7.3	6.9	6.8	4.32	4.55	3.4	21.42	2790
三一国际	631	4.69	6.03	买入	13.8	11.5	9.2	3.15	3.63	22.5	2.64	146
天瑞水泥	1252	7.25	9.41	买入	10.6	8.9	7.7	0.00	0.00	17.6	4.61	213
三一重工（人民币）	600031	30.10	30.44	买入	22.6	17.1	14.8	1.40	1.83	23.5	5.51	2550
超威动力	951	2.80	5.76	买入	4.8	3.4	2.7	3.25	4.46	35.0	4.49	31
医药												
石四药集团	2005	4.80	9.00	买入	12.6	10.4	8.9	2.29	2.92	19.2	1.35	145
联邦制药	3933	6.40	7.90	买入	14.5	10.1	12.4	0.00	0.00	8.4	3.67	104
东瑞制药	2348	1.02	2.80	买入	3.6	4.0	3.8	10.02	10.58	不适用	2.67	16
中国生物制药	1177	7.75	11.00	买入	27.3	36.7	31.5	1.29	0.65	不适用	3.95	1463
国药控股	1099	19.16	28.00	买入	8.0	7.7	7.0	3.74	3.91	6.7	24.88	569
同仁堂科技	1666	5.32	16.80	买入	7.1	7.3	11.5	2.63	0.00	不适用	3.82	68
石药集团	1093	8.14	21.00	买入	12.0	10.2	8.5	0.00	2.56	18.6	2.58	508
中国中药	570	3.46	4.90	买入	9.7	9.3	7.8	3.28	3.22	11.6	3.01	174
同仁堂国药	3613	9.29	15.20	买入	14.1	13.1	11.9	2.48	2.69	8.7	3.18	78
绿叶制药	2186	4.46	5.00	买入	8.5	8.0	7.0	2.47	2.91	10.3	2.81	146
康哲药业	867	8.60	12.40	买入	9.6	7.6	6.9	4.36	5.28	18.0	4.77	213
亿胜生物科技	1061	4.04	8.00	买入	8.6	7.3	5.9	1.73	2.23	21.2	2.06	23
环球医疗	2666	5.92	10.16	买入	5.3	4.5	4.4	5.76	0.00	9.1	4.79	102
创美药业	2289	4.53	11.00	买入	4.4	3.9	3.4	7.52	0.00	14.9	4.69	5
李氏大药厂	950	4.57	17.22	买入	9.5	8.0	10.5	2.84	3.28	不适用	3.05	27
康臣药业	1681	3.31	6.00	买入	31.3	6.2	5.5	6.86	5.83	137.8	2.59	28
远大医药	512	6.35	9.40	买入	17.7	16.3	13.2	1.70	1.57	15.9	0.93	225
康希诺生物-B	6185	163.10	79.25	买入	不适用	不适用	276.1	0.00	0.00	不适用	7.83	364
直觉外科（美元）	ISRG	719.05	729.40	买入	63.7	54.2	44.5	0.00	0.00	19.7	56.22	820
药明生物	2963	81.45	70.33	买入	87.4	68.3	47.2	0.00	0.00	36.1	10.41	3316
方达控股	1521	3.75	4.65	买入	43.7	34.3	28.3	0.00	0.00	24.3	1.02	76
东阳光药	1558	10.28	37.40	买入	2.1	1.7	1.5	0.00	0.00	17.7	10.90	67
复宏汉霖-B	2696	39.10	67.80	买入	不适用	不适用	不适用	0.00	0.00	3818.0	8.22	212
爱帝宫	286	0.48	0.80	买入	137.1	15.9	7.0	0.15	1.00	343.7	0.29	18
东曜药业-B	1875	4.08	5.85	买入	不适用	不适用	不适用	0.00	0.00	不适用	1.68	23

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

披露事项与免责声明

披露事项

免责声明

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准，不得复印、节录，也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、数据、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得，但第一上海不能保证其准确、正确或完整，而第一上海或其关联人士不会对因使用/参考本报告的任何内容或数据而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关联人士可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改，第一上海不作另行通知。第一上海或其关联人士可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目，或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括(但不限于)在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2020 第一上海证券有限公司版权所有。保留一切权利。

第一上海证券有限公司
香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789
网址：Http://www.myStockhk.com