行业观点

● 机械

1、大参林（603233）2020 年三季报点评：业绩维持高增速，“内生+外延”有序布局门店

事件：

2020 年 10 月 30 日，公司发布 2020 年三季报：报告期内实现营业收入 104.92 亿元，同比增长 30.49%，归母净利润为 8.67 亿元，同比增长 55.90%，扣非归母净利润 2.67 亿元，同比增长 57.70%。

国元观点：

业绩维持高增速，毛利率回升，现金流稳定

2020Q3 单季度公司实现营收 35.52 亿，同比增长 27.39%，归母净利润 2.72 亿，同比增长 55.21%，扣非归母净利润 2.67 亿，同比增长 62.17%，业绩继续维持高增速。公司 Q3 季度销售毛利率为 39.60%（+1.0pct），毛利率较上半年有所回升，预计系疫情期间产品销售结构的变化在 Q3 季度恢复。报告期内，公司经营性现金流净额达 13.42 亿，同比增长 30.49%，现金流稳定，资金充沛。

门店数量达 5541 家，“内生+外延”因地制宜扩展门店

截至 2020 年 9 月 30 日，公司门店总数达 5541 家（含加盟店 145 家），总经营面积 45.45 万平方米（不含加盟店面积），2020 Q3 季度，公司净增门店 329 家，其中新开门店 172 家，收购门店 138 家，加盟店 39 家，关闭门店 20 家。报告期内，公司主要发生了 6 起同行业投资并购业务，其中，上年度并购项目于本季度完成交割 1 起，待交割 1 起，新签并购项目 4 起，涉及门店数为 253 家，其中已签约未交割门店 120 家。

公司通过“内生+外延”，坚持因地制宜拓展门店布局，在公司深耕的华南地区以自建新门店为主，Q3 季度自建的 172 家门店中 171 家都建于华南，有望利用公司深耕地区的市场优势，实现自建新店的快速成长；华中、华东等其他地区市场的新门店以收购或加盟为主，直接获得较为成熟的门店，使公司迅速在新的区域市场占据一定地位。

投资建议与盈利预测

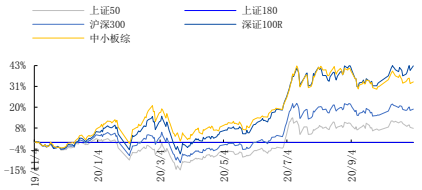
公司深耕华南并有序推进全国布局，营收增长趋势显著，经营效率稳步提升。我们预计公司 20-22 年将实现收入 145.59/180.16/221.82 亿元，归母净利润 10.61/13.79/17.66 亿元，对应当前股价 EPS 分别为 1.62/2.10/2.69，PE 分别为 58/45/35，维持“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧，并购失败，行业政策更迭等。

分析师：常启辉（执业证书：S0020517090001），联系人：刘慧敏

主要市场走势图



资料来源：Wind

A 股市场涨幅前五

股票	收盘价 RMB	涨跌幅% 1 日	5 日	本年
泰坦科技	84.97	91.07	0.00	0.00
洪通燃气	34.54	55.45	0.00	0.00
阳光电源	45.29	39.96	59.70	333.47
海川智能	32.84	31.57	55.20	117.78
石头科技	886.33	30.99	46.69	27.36

A 股市场跌幅前五

股票	收盘价 RMB	涨跌幅% 1 日	5 日	本年
延江股份	27.13	-30.20	-28.40	83.82
C 国安达	43.23	-30.05	0.00	-58.60
C 中胤	30.55	-26.08	0.00	-52.54
金太阳	23.15	-25.61	-23.60	10.40
富瀚微	103.55	-23.58	-21.51	15.89

2、迈瑞医疗（300760.SZ）2020 三季报点评：抗疫产品驱动业绩高增，品牌影响力显著提升

事件：

2020 年 10 月 29 日，公司公告 2020 三季报：公司前三季度实现营收 160.64 亿元，同比增长 29.76%，归母净利润 53.63 亿元，同比增长 46.09%，扣非归母净利润 52.65 亿元，同比增长 45.31%。

国元观点：

？ 抗疫产品需求持续高企，Q3 业绩延续高增长态势

Q3 全球疫情持续蔓延，生命信息产线维持高增长趋势。在全球疫情依然严峻的态势下，预计三季度监护仪、呼吸机、输入泵、新冠抗体试剂、便携超、移动 DR 等抗疫类产品出口需求持续高企，驱动公司业绩持续高增长。从单季度看，Q3 实现营收 54.99 亿元，同比增长 31.75%，归母净利润 19.10 亿元，同比增长 46.65%，增速快于营收，预计主要系高毛利产品占比提升、线下推广费用和员工招聘下降、政府出台相关优惠政策等因素所致。盈利能力方面，Q1-3 毛利率和净利率分别为 66.84%（+1.63pct）和 33.39%（+3.71pct），保持稳定的高盈利水平。分业务板块看，Q1-3 生命信息与支持业务预计增速在 60%以上，维持上半年增长趋势，呼吸机、监护仪等抗疫产品需求量仍维持较高水平；IVD 业务预计增速在 10%以上，新冠抗体试剂高需求弥补了国内外常规试剂销量下滑的影响，随着国内常规试剂销售逐步恢复，预计四季度 IVD 业务或加速增长，同时公司前三季度发光装机预计在 1600 台左右，预计全年有望突破 2000 台；医学影像业务预计增速在 5%以上，预计和上半年维持稳定，疫情过后国内台式超声常规采购需求加速恢复，预计 Q4 及全年将和前三季度维持稳定。

？ 经营性现金流大幅提升，费用控制良好

销售、管理和财务费用率分别为 17.60%（-3.47pct）、4.33%（-0.43pct）、-0.51%（+2.33pct），销售和管理费用控制良好，预计主要系线下营销推广和差旅费用减少所致，预计随着海外疫情持续蔓延，海外市场的推广仍以线上为主，费用率或保持平稳，财务费用率增加预计主要系汇兑损益变化所致。Q1-3 研发费用率为 8.41%，研发投入持续保持稳定。经营性现金流净额为 59.90 亿元，同比增长 82.39%，高于收入和利润增速，运营周转能力大幅提升，预计主要系合同负债增加所致。

？ 品牌影响力提升缩短市场推广周期，长期受益于全球医疗补短板计划

海外疫情的蔓延不仅推动公司呼吸机、监护仪等抗疫产品的短期放量，同时也极大提升了公司海外品牌影响力，助力公司加速拓展国际高端客户群，在美国、俄罗斯、土耳其等地区的高端医院已经开始复购。而国内在鼓励进口替代的利好政策下，医院等医疗机构对公司产品认知度显著提升，有效缩短了公司产品推广周期，有利于公司加速国产替代进程。此外，疫情反映了全球在应对重大公共卫生事件中医疗资源的不足，全球掀起医疗补短板浪潮，国内卫健委、发改委等先后启动了多个百亿元级别的医疗补短板建设项目，旨在全面提升县域医疗卫生服务能力；欧盟、西班牙、意大利也计划在医疗体系建设上加大投入。我们认为，凭借公司优异的产品性能、品牌影响力和渠道优势，呼吸机、监护仪等医疗补短板项目中的重点产品渗透率有望不断提升，奠定公司业绩持续增长的基础。

？ 投资建议与盈利预测

公司品牌和技术实力在疫情期间得到强化，考虑海外疫情持续蔓延和反弹，公司生命信息与支持业务或继续贡献业绩，而 IVD 和影像业务也基本恢复。预计公司 20-22 年实现营业收入分别为 207.31/248.94/299.63 亿元，同比增长 25.22%/20.08%/20.36%，归母净利润为 62.06/75.19/91.87 亿元，同比增长 32.59%/21.15%/22.18%，EPS 为 5.11/6.18/7.56 元/股，对应 PE 为 73x/60x/49x，维持“买入”评级。

？ 风险提示

新冠疫情影响风险；行业政策变化风险；产品研发风险；汇率波动风险。

分析师：常启辉（执业证书：S0020517090001），联系人：刘慧敏

3、美年健康（002044）2020Q3点评：迎来体检到检旺季，全年有望扭亏为盈

报告要点：
10月30日，公司公告三季报，报告期内实现营业收入44.19亿元，同比下降29.61%，归母净利润-5.17亿元，同比下降232.15%。
疫情影响逐步消散，内部调整业绩稳健改善
单三季度实现收入26.04亿元，同比下降1.22%，归母净利润2.65亿元，同比下降29.15%，处于业绩预告中位水平，较Q1和Q2单季表现，降幅显著收窄，体检业务持续恢复中。Q3毛利率和净利率水平分别达到45.92%和11.88%，环比改善显著，为去年Q3以来最高水平，随着四季度旺季来临，盈利能力有望环比进一步提升。单季度经营活动现金流净额同比提升152.34%，预计下游到检回款转化，上游应付票据提升，龙头话语权显著。同时，公司拟出售美因基因不低于20%股权，截止9月30日，美因基因总资产4.28亿元，实现营收1.58亿元，净利润7361.62万元。公司预计2020年全年实现净利润为1000-3000万，同比增长101.15%-103.45%，实现扭亏为盈。
承接广泛健检需求，持续提升客单价及客户体验度，业绩潜力可期
截止9月30日，公司应收账款28.79亿元、应收票据86.91万元，分别较年初增长25.51%、下降55.66%，整体较年初增加5.85亿元，随着四季度来临，有望逐步兑现；预收款项11.40亿元，同时叠加天猫双十一等线上C端促销活动，有望成为四季度乃至明年的收入转化。我们预计公司业务有望迎来扭亏为盈，且客单价持续优化的行情：1）四季度为体检行业旺季，以团单业务为核心的健康体检业务，在四季度有望迎来收入确认期；2）2018年舆情事件以来，公司通过上线血液追踪、人脸识别、主动控制流量等手段，提升客户体验度及公信力，部分客单有所回流；3）考虑疫情影响下，公立医院全年接待时间缩短、接待量饱和、疫情风险担忧及价格上调等原因，个体民营体检机构部分出现现金流短缺和管理不善，民营体检龙头美年健康更具其性价比，预计有所导流，也伴随X+1系列新套餐的推出，引导客单价提升。
投资建议与盈利预测
公司是中国民营健检行业当之无愧的龙头企业，质量至上、体验改善、口碑修复下有望稳固团检地位；获得阿里健康IT数字化和C端流量赋能，品牌形象进一步提升，开启健检3.0健康管理新征程。受到上半年疫情影响，下半年业务正在修复中，远期空间和业绩改善客观，我们预计2020-2022年营业收入为87.13/108.91/136.13亿元，归母净利润为0.22/8.35/10.45亿元，对应EPS为0.01/0.21/0.27元/股，维持“买入”评级。
风险提示
医疗健康体检存在一定漏检、错检，具有医疗纠纷风险；疫情可能反复导致门店业绩恢复不及预期；市场竞争加剧，体检价格大幅下降风险；商誉减值风险等。

分析师：常启辉（执业证书：S0020517090001），联系人：刘慧敏

4、贝瑞基因（000710.SZ）2020三季报点评：检测类业务有待恢复，肝癌早筛产品放量可期

事件：
2020年10月30日，公司公告2020三季报：公司前三季度实现营收10.88亿元，同比下降7.37%，归母净利润1.51亿元，同比下降51.87%，扣非归母净利润1.16亿元，同比下降46.11%。

国元观点：

？ Q3 业绩短期承压，有待疫情后逐步恢复

疫情影响下公司检测类业务有待恢复。从单季度来看，公司 Q3 实现营收和归母净利润为 3.67 亿元（-12.78%）和 0.33 亿元（-47.68%），主要由于后疫情阶段医院诊疗人数恢复较慢，预计 Q3 占营收比较大的检测业务（1H20 占营收比为 47.16%）和试剂销售业务有待疫情后逐步恢复。Q1-Q3 毛利率和净利率分别为为 52.49%（-6.64pct）和 13.50%（-12.95pct），预计主要系公司疫情期间防护、物流、采购等各项成本大幅上升所致。

？ 费用控制良好，三季度现金流改善显著

Q1-3 销售、管理和财务费用率分别为 17.67%（-0.83pct）、8.56%（+1.47pct）、0.87%（+0.86pct），销售费用率控制良好，财务费用率增加预计主要系贷款利息费用增加所致。Q1-3 研发费用率为 8.22%（+1.2pct），研发投入保持稳定。Q3 经营性现金流净额为 0.76 亿元，同比增长 36.52%，现金回款状况良好。

？ 定增募资完善测序全产业链布局，肝癌早筛产品放量可期

近日，公司发布定增募资方案，拟募资不超过 21.36 亿元用于基因检测仪器及试剂扩产项目、福州大数据基因检测中心建设项目、高通量基因测序仪及试剂国产化研发项目，旨在扩大 NIPT、遗传病检测等产品线的产能，向测序产业下游延伸，同时加大公司在测序上游领域的布局，从而打通测序产业上中下游，实现全产业链布局，巩固公司核心竞争力。8 月公司肝癌早筛产品“莱思宁”正式上市，以 LDT 的形式在医院销售，预计 2021 年正式申报注册，作为国内经过超大规模前瞻性随访队列研究验证的临床级产品，“莱思宁”可提前 6-12 个月甚至更早发现极早期微小肝癌，为患者争取有效的治疗时间，适用于国内约 9000 万肝炎患者和约 700 万肝硬化患者，潜在市场空间广阔，待商业化后放量可期。同时，公司已经启动肺癌早筛早诊临床研究，预计在未来 3-5 年交付 5-8 种国内高危高发肿瘤早筛早诊的研究成果，进一步完善公司在肿瘤早筛领域的布局。

？ 投资建议与盈利预测

考虑到疫情影响下，公司检测业务正逐步恢复，我们预计 2020-2022 年营收为 16.05/ 21.26/ 27.30 亿元，同比增长 -0.76%/ 32.45%/ 28.41%，归母净利润为 2.38/ 3.33/ 4.41 亿元，同比增长-39.13%/ 40.08%/ 32.52%，EPS 分别为 0.67/ 0.94/ 1.24 元，对应 PE 为 74/ 53/ 40X，维持“买入”评级。

？ 风险提示

新冠疫情风险；产品研发不及预期；肝癌早筛产品销售不及预期。

分析师：常启辉（执业证书：S0020517090001），联系人：刘慧敏

5、华兰生物（002007）2020 年三季报点评：流感疫苗放量，营收实现高增速

事件：

2020 年 10 月 30 日，公司发布 2020 年三季报：报告期内实现营业收入 30.73 亿元，同比增长 16.46%，归母净利润为 9.64 亿元，同比增长 0.04%，扣非归母净利润 8.75 亿元，同比降低 1.89%。

国元观点：

Q3 季度营收实现高增速，疫苗销售费用拖累利润

2020Q3 单季度，公司实现营收 16.86 亿，同比增长 36.45%，由于疫情下流感疫苗需求的大幅增长，公司营收实现高速增长。Q3 季度销售毛利率达 74.62%（+11.49pct），毛利率的升高主要系流感疫苗的营收占比增长所致。公司 Q3 季度实现归母净利润 4.52 亿，同比下滑 0.96%，净利润未能与营收同步增长主要系公司 Q3 季度的销售费用大幅上升，公司 Q3 季度销售费用达 4.82 亿，销售费用率达 28.57%，同比增长

12.95pct，Q3 季度销售费用率的上升主要系疫苗的销售推广咨询费增加所致。
流感疫苗放量显著，Q4 季度有望维持高增长
Q3 季度公司流感疫苗合计批签发 1043.17 万剂（+363.08%）。其中 4 价流感疫苗批签发 867.16 万（+92.04%）；3 价流感疫苗累计批签发 176.01 万（-13.45%）。随着海外第二轮新冠疫情的爆发，面对新冠+流感双重挑战，重点人群的流感疫苗接种尤为重要，国务院新制定的全国流感防控工作方案指出，各地要降低重点人群疫苗接种费用，鼓励在学校、幼儿园开展集中接种，提高儿童接种率。公司流感疫苗批签量有望在 Q4 季度维持高增长。
血制品批签量稳健增长，部分产品增幅可观
根据国元血制品批签发数据库，公司 2020Q1-3 累计实现血制品标化批签发 527.95 万瓶（+12.30%），其中人血白蛋白 185.17 万（+9.62%）、静丙 89.35 万（-2.66%）、狂免 64.41 万（+27.78%）、破免 85.52 万（+18.05%）、乙免 17.12 万（+77.95%）、PCC 41.01 万（+71.75%）、八因子 41.01 万（-0.18%），公司血制品整体批签量稳健增长，部分产品增幅可观。
投资建议与盈利预测
公司血制品板块的稳健增长，，同时流感疫苗的需求提高，贡献业绩增长的确定性强，考虑疫情影响，我们调整盈利预测，预计公司 2020-2022 年实现收入 43.91/50.11/55.70 亿元，归母净利润 14.002/17.11/ 19.93 亿元，对应每股收益为 0.77（-0.11）/0.94（-0.08）/1.09（-0.07）元/股，对应当前股价 PE 分别为 67/55/47 倍，维持公司“买入”的投资评级。
风险提示
采浆不及预期，疫情影响，产品质量安全风险。

分析师：常启辉（执业证书：S0020517090001），联系人：刘慧敏

- **机械**

光纤激光器行业点评：从 IPG 看国内市场，降价趋缓需求复苏

报告要点：
业绩环比持续改善，商誉减值拖累其利润表现
2020 年第三季度 IPG 实现营业收入 3.18 亿美元，同比下跌 3.25%，环比提升 7.43%；实现归母净利润 0.36 亿美元，同比下跌 37.94%，环比下跌 7.05%，第三季度毛利率 48%，同比增长 1.6 个百分点。其中毛利率的增长主要是由于产品成本的降低，第三季度 GAAP 营业利润为 4100 万美元，受到计提 4500 万美元 Genesis 商誉减值影响，营业利润率仅为 14%。

中国依旧为其重要业绩支撑，超高功率段产品占比持续上升
2020 年第三季度 IPG 中国区收入占比为 46.5%，远高于去年全年的 37.4%。根据 IPG 公开电话会议信息三季度初中国区的订单量增长缓慢，但在 9 月开始回升，尤其是国庆节后持续回暖，由于中国区上半年订单量异常大，当前在手订单依旧较高。第三季度 IPG 来自材料加工应用收入同比下降了 5%，受益于医疗激光销售增长，其他应用收入同比增长了 24%，大功率（≥1kW）连续光纤激光器销售额约占总收入的 58%，这其中 6kW 及以上激光器销售额同比增长了 15%，占比为 58%，应用于高级应用的高功率单模激光器也贡献了部分收入。我们认为国内激光器龙头企业与 IPG 也会有类似的发展趋势，即更加依赖高功率与高级应用带来的需求，这部分需求对于公司整体技术实力、品牌影响力的要求更高，其余公司难以与行业龙头竞争。

6kW 以下市场面临激烈竞争，价格下跌速度有所放缓

根据 IPG 公开电话会议信息，IPG 在中国区 6kW 及以下功率激光器面临激烈竞争，但仍在主要客户中保持份额，同时预计未来会有 10kW 或更高功率的激光器大量使用。我们认为在 6kW 以上超高功率产品 IPG 面临的竞争相对较小主要是由于品牌认可度在采购超高功率激光加工设备时影响较大，由于国内激光器企业超高功率产品整体进入市场时间相比 IPG 依旧较短，高端产品需经过市场验证逐渐积累品牌认可度才能逐步推进国产化替代，当前伴随着国内激光器龙头高端产品逐渐投入市场，品牌认可度的提升有望在全功率段推进对于 IPG 产品的国产替代，进一步提升国内激光器企业市场份额。价格端目前整体处于常态化下跌，根据 IPG 电话会议信息，平均每瓦价格下跌了 10%-15%，同时由于产品结构向更高功率偏移，高功率产品售价下跌幅度更小，我们认为目前产品价格下跌速度属于行业正常水平，对于激光器企业利润影响较小。

投资建议

IPG 业绩与其电话会议信息反映中国区需求依旧旺盛，当前光纤激光器价格降幅属于良性区间，光纤激光器企业或将保持一定盈利能力，后续看好国内光纤激光器市场发展。国内光纤激光器龙头高端产品持续投入市场或将提升其品牌口碑，从而从根源上推动对于海外产品的替代，看好国内光纤激光器龙头锐科激光。

风险提示

价格战恶化，激光器核心器件国产化不及预期

分析师：满在朋（执业证书：S0020519070001），联系人：李嘉伦

● 电子

半导体行业点评：8 寸晶圆产能持续紧张，涨价模式启动

事件：由于 8 寸晶圆产能紧张，多家晶圆代工以及 IC 设计厂商发布涨价公告或表示调账预期。近期通过产业调研反馈，国内 8 寸代工厂如华虹、华润微产能利用率均在 90%以上，台湾联华电子在 Q3 法说会也表明对 8 寸晶圆急单和新增订单价格调涨。代工涨价传导至 IC 设计厂商，大陆如富满电子、集创北方，台湾联咏和敦泰纷纷上调产品价格。

报告要点：

？ 涨价逻辑是产能紧张所致，代工价格调升从中游传导至下游

本次涨价逻辑不同于 2017 年，当时是由于原材料价格和功率半导体短缺驱动，本次涨价始于晶圆制造端，因为产能紧张导致部分 IC 客户交期由原本约 2.5-3 个月延长为 3-4 个月以上，为平衡供需晶圆代工价格弹性调涨，涨价趋势随产业链传到，IC 设计公司也适度涨价来抵消制造成本压力。

？ 市场需求接力，产能全年保持满载

20H1 受到疫情影响，居家办公、在线教育推动电脑、平板类产品需求增长，对应面板驱动 IC、电源管理 IC 及功率元件需求增长，叠加芯片供应商提高安全库存，8 寸晶圆产能处于爆满状态。台湾地区台积电、联电和世界先进 8 寸晶圆代工价格从年中开始调涨，国内华虹、中芯国际、华润微等也有望上调代工价格。20H2 大陆疫情有效遏制，消费类、汽车和家电终端市场景气度回暖，功率 MOS、PMIC、传感器 IC 等产品需求接力，维持产能满载。

？ 产能扩张速度可能慢与需求增速，预计供应紧张局面延续

各晶圆厂虽然有扩产动作，但是需求增速远高于产能扩充速度。如国内最大的功率 MOS 供应商华润微（重

庆）8 寸线今年产能从 47000 片扩至 51000 片，产能增速 8.5%，但国内功率 MOS 市场增速约为 15%。我们认为 8 寸线产能紧张情况将延续至明年，需求来自于：1）海外疫情反复，居家办公状态持续；2）5G 手机换机潮带动摄像头、电源管理 IC、屏下指纹等需求；3）新能源车、充电桩、可再生能源等功率器件海量需求。短期产线扩张速度不及需求端增速，主要因为 8 寸半导体设备多已停产，二手设备市场数量有限，很难实现快速产能补充。

？ 投资建议

8 寸产能紧张导致代工和产品提价趋势确定，国内 8 寸代工龙头企业直接受益，建议关注华润微（688396）。产品涨价使功率器件龙头公司盈利快速提升，建议关注新洁能（605111）、斯达半导（603290）、扬杰科技（300373）。

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001），联系人：王舒磊

● 家电

1、美的集团（000333.SZ）2020 年三季报点评：内外渠道双升，营收大幅改善

事件：

公司发布 2020 年三季报报。2020 前三季度公司营收 2177.53 亿元，同比降低 1.81%；归母净利润 220.18 亿元，同比增加 3.29%。

报告要点：

1.单三季度营收净利同比大幅增长

前三季度公司下滑迅速缩窄。2020 前三季度公司营收 2177.53 亿元，同比降低 1.81%；归母净利润 220.18 亿元，同比增加 3.29%。第三季度公司营收净利润同比大幅增长。单三季度，公司营收同比增长 15.71%至 780.34 亿元，归母净利润 80.90 亿元，同比增长 32.00%。由于空调价格同比降低，公司毛利率同比降低 3.39pct 至 24.81%，受疫情影响，公司销售费用率同比降低 2.41pct 至 9.67%，整体费用率同比降低 3.21pct 至 14.65%，公司净利率同比提升 1.08pct 至 10.68%。

2.内销增长 21.6%，市场份额全面提升

第三季度公司内销收入 388 亿元，同比增长 21.6%，各项产品业务市场占有率大幅提升。线上来看，空调占比提升 3.0pct 至 32.8%，洗衣机同比提升 0.6pct 至 35.4%，冰箱同比提升 1.4pct 至 18.4%，其他家电同比提升 0.9pct 至 22.9%；线下来看，空调同比提升 6.3pct 至 34.6%，洗衣机同比提升 0.4pct 至 27.7%，冰箱同比提升 1.7pct 至 14.1%，其他家电同比提升 0.1pct 至 18.4%。

3.三季度订单增长超过 50%，东芝家电净利润大幅改善

第三季度公司外销收入 235 亿元，同比提升 18.0%。其中第三季度海外订单同比增长超过 50%。细分来看，东芝家电营收同比增长 4.9%至 47 亿元，毛利率提升 3.7pct 至 33.5%，净利率同比提升 6.1pct 至 7.5%。

4.投资建议与盈利预测

我们预计公司 2020-2022 年每股收益为 3.71、4.13、4.47 元，对应 PE 为 21.53、21.00、20.05 倍。我们认为随着国内业务占有率稳步提升，海外自有品牌快速扩张，公司将继续稳健增长，维持公司“增持”评级。

5.风险提示

渠道扁平化不及预期、数字化进程不及预期、原材料价格波动的风险。

分析师：邢瀚文（执业证书：S0020520010001）

2、格力电器（000651.SZ）2020 年三季报点评：渠道改革持续进行，Q3 环比经营改善

事件：
公司发布 2020 年三季报。2020 年前三季度公司营收 1274.68 亿元，同比降低 18.64%；归母净利润 136.99 亿元，同比降低 38.06%。
报告要点：
1.Q3 环比持续改善
2020 年前三季度公司营收 1274.68 亿元，同比降低 18.64%；归母净利润 136.99 亿元，同比降低 38.06%。单三季度公司经营情况改善，营收环比提升 14.44%至 568.66 亿元，归母净利润环比提升 52.71%至 73.37 亿元。
2.毛利率环比大幅提升
单三季度公司毛利率环比大幅提升 3.52pct 至 26.14%，但受到空调价格战影响，公司毛利率同比仍降低 2.57pct。总体费用率受到销售费用率提升 0.44pct 影响，同比提升 0.51pct 至 12.41%。公司净利率降低 1.49pct 至 13.06%。
3.渠道改革持续进行
公司渠道变革持续进行中。在 4-6 月完成 5 场平台直播后，格力开启全国巡回直播梳理原有经销商渠道。截至 10 月 31 日，公司直播销售额已完成 451 亿元。
4.投资建议与盈利预测
我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 191.80 亿元、217.33 亿元、239.83 亿元，每股收益为 3.19、3.61、3.99 元，对应 PE 为 18.33、16.17、14.66 倍。公司三季度市场份额逐渐企稳，我们认为随着空调价格战逐渐缓和，公司经营情况或将改善，上调公司评级至“增持”评级。
5.风险提示
产品扩张不及预期、线上布局不及预期、原材料价格波动的风险。

分析师：邢瀚文（执业证书：S0020520010001）

● 计算机

1、 奇安信-U(688561.SH)2020 年三季报点评：营收恢复快速增长，健全长效激励机制

事件：
公司于 10 月 29 日晚发布《2020 年第三季度报告》。前三季度，公司实现营业收入 18.70 亿元，同比增长 30.41%；实现归母净利润-10.07 亿元。前三季度，人效同比提升 12.66%。

点评：
摆脱新冠疫情影响，公司收入增速重新回到快车道
第三季度，公司实现营业收入 8.63 亿元，前三季度单季度的收入增速分别为：-39.77%、29.61%和 89.14%，疫情对公司经营的影响基本消除。分产品来看，基础架构安全产品收入同比增长 124%，其中，零信任安全收入同比增长 373%；大数据智能安全检测与管控产品收入同比增长 42.67%，其中，高级威胁检测（天眼）、态势感知、NGSOC 三类产品整体收入增速近 60%；云安全收入同比增长超 70%，大数据安全收入同比增长超 43.36%；安全服务收入同比增长 77.06%，收入占比扩大至 15.13%。
研发创新投入持续加大，多项产品保持市场领先地位
基于内生安全等理念，公司聚焦新赛道产品研发，重点建设四大研发平台。前三季度，公司研发

投入为 8.71 亿元，同比增长 11.24%，由于收入规模的快速增长，研发投入占营业收入的比重下降 8.08pct 至 46.56%。公司以技术、产品立业，根据 IDC 和赛迪咨询的数据，终端安全、云安全、安全分析和威胁情报市占率在国内持续占据第一位。前三季度，采用四大研发平台的产品收入占比超过 60%；第三代安全引擎“天狗”装机量突破 100 万台终端；新发布工业互联网安全态势、安全检测、主机防护三大类产品。

建立健全长效激励约束机制，提升公司核心竞争力

10 月 29 日，公司发布《2020 年限制性股票激励计划（草案）》，拟授予 1158 名激励对象限制性股票共计 1359.23 万股，占股本总额的 2.00%（首次授予 1.60%），授予价格为 49.00 元/股，首次授予对象包括公司高管、核心技术人员等。根据公告，首次授予部分归属期分为 4 个会计年度，以 2019 年为基期，2020-2023 年业绩考核目标分别为营业收入增长率不低于 25%、55%、90%、135%；预留部分归属期分为 3 个会计年度，以 2019 年为基期，2021-2023 年业绩考核目标分别为营业收入增长率不低于 55%、90%、135%。我们认为，股权激励有利于健全公司长效激励约束机制，提升核心团队凝聚力和企业核心竞争力，确保公司发展战略和经营目标的实现。

投资建议与盈利预测

公司选择了高研发投入的发展模式，致力于建设四大研发平台、积极布局新赛道产品，未来成长空间广阔。预计公司 2020-2022 年营业收入为 43.16、60.15、82.55 亿元，归母净利润为-1.48、0.77、5.42 亿元，EPS 为-0.22、0.11、0.80 元/股。不考虑低毛利业务（硬件及其他）的价值，预计公司 2021 年高毛利业务收入为 48.06 亿元，维持公司 2021 年 20 倍的目标 PS，对应目标市值为 961.20 亿元，目标价为 141.43 元，维持“买入”评级。

风险提示

新冠疫情影响下游政企客户需求释放；网络安全相关政策推进不及预期；新赛道产品研发及市场拓展不及预期；商誉减值。

分析师：耿军军（执业证书：S0020519070002），联系人：陈图南

2、鼎捷软件(300378.SZ)2020 年三季报点评：疫情影响逐步消退，营收实现正向增长

事件：

公司于 10 月 29 日晚发布《2020 年第三季度报告》。前三季度，公司实现营业收入 10.15 亿元，同比增长 0.70%；实现归母净利润 0.72 亿元，同比增长 16.57%。

点评：

第三季度经营恢复明显，营业收入与归母净利润实现正向增长

第三季度，公司实现营业收入 4.13 亿元，Q1-Q3 同比增速分别为-9.34%、-7.72%和 17.63%；实现归母净利润 0.87 亿元，Q1-Q3 同比增速分别为-311.45%、-28.28%和 304.24%。我们认为随着疫情影响逐步消退，公司经营逐步恢复正常。在“新基建”的背景下，公司持续贯彻落实“智能+”战略方针，快速拓展智能制造业务，打造智能制造示范工厂标杆案例，抢占智能制造大型客户市场份额，同时，公司大力发展工业 APP，推动管理软件云化，透过云和工业互联网应用的推广，提供数据信息服务，提高创收能力。

期间费用率小幅下降，工业互联网领域持续加大创新研发

公司合理控制期间费用的增长，提升人员效率，降低疫情所产生的不利影响。第三季度，期间费用率都有所下降：1）销售费用率为 46.60%，同比下降 3.98pct；2）管理费用率为 12.20%，同比下降 1.58pct；3）研发费用率为 10.83%，同比下降 1.14pct。公司的研发创新主要聚焦于管理软件、智能制造、工业互联网、移动应用、服务商品等领域。前三季度，公司在工业互联网领域积极探索工业互联网平台与工业 APP 的创新方法与运营模式，完成了“设备控制台工业 APP”、“设备任务管理工业 APP”、“设备厂勘精灵工业 APP”等的开发与测试。

携手工业富联，推动 IT 与 OT 的创新融合

2020 年 7 月 5 日，公司股东 Digital China Software(BVI) Limited 拟将其持有的 15.19%股份以协议转让的方式转让给富士康工业互联网股份有限公司。本次权益变动后，工业富联及其一致行动人将合计持有公司 60,127,027 股股份，占公司剔除回购专用账户股份后总股本的 22.85%，成为公司第一大股东。公司与工业富联的合作能进一步完善公司在智能制造与工业互联网的布局，推动 IT 与 OT 的创新融合。双方将围绕在工业自动化、工业软件等方面各自的优势能力，打造更加成熟的智能工业系统。

投资建议与盈利预测

公司是国内领先的企业数字化、智能化解决方案服务提供商，未来有望深化与工业富联的合作，长期成长空间广阔。预测公司 2020-2022 年营业收入为 14.80、16.61、19.07 亿元，归母净利润为 1.07、1.22、1.42 亿元，EPS 为 0.40、0.46、0.54 元/股。考虑到公司目前不断加大新业务的布局，净利润率偏低，采用 PS 估值法较为合理。参考公司过去 5 年的 PS 估值水平，维持公司 2020 年 8 倍的目标 PS，对应的目标价为 44.66 元。考虑到目前的股价距目标价有较大的空间，上调至“买入”评级。

风险提示

新冠肺炎疫情影响下游客户需求；无实际控制人风险；智能制造、工业互联网等新业务拓展不及预期；与工业富联的合作推进不及预期。

分析师：耿军军（执业证书：S0020519070002），联系人：陈图南

3、四维图新(002405.SZ)2020 年三季报点评：营业收入增长逐季加速，进军新能源商用车领域

事件：

公司于 10 月 29 日收盘后发布《2020 年第三季度报告》。前三季度，公司实现营业收入 15.30 亿元，同比下降 0.36%；实现归母净利润-1.95 亿元。

点评：

第三季度营业收入增长加速，公司经营向好趋势明显

第三季度，公司实现营业收入 5.68 亿元，前三季度增速分别为：-24.40%、0.91%、25.86%。第三季度，公司实现归母净利润-0.31 亿元，前三季度增速分别为-272.73%、-307.84%、48.90%。上半年，受疫情和汽车消费需求下降的不利影响，公司营业收入和净利润都呈现下滑态势。第三季度营业收入增速回暖，可能的原因是：公司实现科学复工复产，以产品质量为保证，积极应对市场下滑压力；公司加大资源整合力度，持续优化、灵活组织机构，通过企业内外部的一站式云平台建设，实现内外部资源一体化，并持续面向下一代自动驾驶场景的投入力度，开展产业资源

整合和联合开发工作。

不断夯实核心技术优势，拟非公开发行募集 40 亿元支持研发创新

公司历来注重底层技术积累和高新技术攻关，第三季度研发费用达 2.54 亿元，同比增长 2.35%。前三季度，为进一步推进集团 2022 年“智能汽车大脑”发展战略目标，公司继续保持对高精度地图、高精度定位、自动驾驶整体解决方案、TPMS 芯片等车相关领域及业务的投入力度。公司于 8 月 28 日发布《2020 年度非公开发行 A 股股票预案》，拟募集资金总额不超过 40 亿元，将投资于智能网联汽车芯片研发、自动驾驶地图更新及应用开发、自动驾驶专属云平台等项目。我们认为，本次募集资金，有助于公司加强与产业链上下游以及软硬件一体化垂直整合，提升核心竞争力。

与松下电器展开合作，进军新能源商用车领域

9 月 7 日，公司发布公告，与松下签署投资协议书，协议约定双方将合资成立松下四维出行服务（北京）有限公司，经营范围为在中国开展面向新能源商用车的解决方案的提案、开发、销售和运营。该合资公司的设立将为中国的物流配送行业提供新能源商用车运营相关解决方案，并在未来提供相关支持平台，以实现在物流行业、特别是城市配送方面新能源商用车的普及。公司与松下电器的合作将充分利用双方丰富的技术积累与运营经验，提升公司在新能源商用车解决方案领域的技术水平和市场竞争力。

投资建议与盈利预测

公司坚定推进“智能汽车大脑”战略，未来成长空间巨大。预测公司 2020-2022 年营业收入为 24.98、30.48、36.31 亿元，归母净利润为 3.68、4.73、5.71 亿元，对应 EPS 为 0.19、0.24、0.29 元/股，对应 PE 为 75.69、58.94、48.77 倍。公司目前积极布局智能驾驶时代，未来成长空间较大，但短期研发投入较多，对净利润影响较大，采用 PS 估值法较为合理。公司过去五年 PS 主要运行在 10-18 倍之间，维持公司 2020 年 15 倍的目标 PS，对应目标价为 19.10 元，维持“增持”评级。

风险提示

新冠肺炎疫情导致下游客户需求不足；汽车消费需求下滑；L3 及以上自动驾驶推进不及预期；巨头进入行业导致竞争加剧；商誉减值。

分析师：耿军军（执业证书：S0020519070002），联系人：陈图南

4、恒生电子(600570.SH)2020 年三季报点评：合同负债大幅增长，实际经营情况良好

事件：

公司于 10 月 29 日收盘后发布《2020 年第三季度报告》。前三季度，公司实现营业收入 23.38 亿元，同比增长 1.78%，实现扣非归母净利润 2.59 亿元，同比下降 18.26%。

点评：

新收入准则致营业收入与净利润下滑，三季度合同负债环比大幅增长

第三季度，公司实现营业收入 7.19 亿元，同比下降 7.06%，实现归母净利润 8161.04 万元，同比下降 34.89%。下降的主要原因是 2020 年 1 月 1 日开始执行新收入准则，原先按照完工百分比法确认的收入需要在客户验收后才能确认，因此有部分收入无法确认。第三季度末，公司合同负

债达 23.47 亿元，较二季度末的 11.40 亿元大幅增长，未来有望逐步转化为收入。第三季度，公司整体毛利率为 63.06%，下降明显，原因是公司将与合同履约义务相关的项目实施、维护服务人员及项目开发人员的费用归入合同履约成本，计入营业成本。

核心业务线表观收入增速为负，银行与产业 IT 等业务实现增长

前三季度，由于执行新收入准则，大零售 IT、大资管 IT 等核心业务表观收入增速为负。分产品来看，大零售 IT 业务：实现收入 8.62 亿元，同比下降 0.37%；大资管 IT 业务：实现收入 6.57 亿元，同比下降 4.63%；银行与产业 IT 业务：实现收入 1.89 亿元，同比增长 12.48%；数据风险与基础设施 IT 业务：实现收入 1.29 亿元，同比下降 8.85%；互联网创新业务：实现收入 4.03 亿元，同比增长 8.57%；非金融业务：实现收入 9844.23 万元，同比增长 57.44%。

行业高景气度依旧，公司成立 LIGHT 联盟构建开放共享技术生态

2020 年以来，金融监管改革持续推进。监管推出了创业板试点注册制改革，叠加新三板精选层改革、公募投顾等政策红利带来的业务机会，以及资本市场活跃度持续攀升，公司业务运行良好。10 月 24 日，公司宣布开放数字化金融基础设施 LIGHT，并发起成立 LIGHT 技术联盟，旨在打造金融行业一流的开放技术平台，共创金融领域技术相关标准，构建开放共享的金融技术生态，目前 LIGHT 技术联盟首批成员包括国泰君安证券、兴业证券、南方基金、富国基金、大连银行等 19 家金融机构。

投资建议与盈利预测

金融 IT 行业已经迎来高成长周期，公司有望充分受益。预计公司 2020-2022 年营业收入为 46.37、54.88、64.68 亿元，归母净利润为 12.04、14.11、17.09 亿元，EPS 为 1.15、1.35、1.64 元/股。公司研发投入较多且全部费用化，净利润率偏低，采用 PS 估值较为合理。过去五年，公司 PS 主要运行在 10-30 倍之间，行业将保持高景气，估值水平有望维持，维持公司 2020 年 28 倍的目标 PS，对应目标价为 124.35 元。考虑到目前的股价较目标价有 33.80%的上行空间，上调至“买入”评级。

风险提示

宏观经济下行影响下游客户的 IT 投入；金融科技政策落地低于预期；新产品研发及市场推广低于预期；行业竞争加剧，行业整体盈利能力下降。

分析师：耿军军（执业证书：S0020519070002），联系人：陈图南

重点报告

半导体行业深度报告-APU 赛道分析

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001）

1、行业总览：物联网领域爆发+国产进程加速，国产 APU 厂商迎来历史发展机遇

应用处理器 APU 主要运用于智能移动及物联网领域，作为电子产品核心芯片，市场空间广阔：1）在智能移动领域，手机作为最重要的智能终端，出货量及市场规模均居全球消费电子首位，2019 年全球智能手机出货量高达 13.7 亿部；2）在物联网领域，由于碎片化特征，下游应用超过 300 种。据麦肯锡数据，在物联网的九大分类中，最大分类潜在价值的应用可高达 11.1 万亿美元，平均潜在价值 7.4 万亿美元，预

计 2021 年，全球物联网设备将超过 150 亿部。二者将给 APU 带来广阔市场需求。

物联网领域高速发展，国产厂商迎历史发展机遇。我国在物联网领域拥有一定的技术优势，下游应用发展较快，渗透率高，部分领域位于世界领先水平，据艾瑞咨询，中国物联网连接量到 2025 年将增至 198.8 亿，目前正处于高速增长阶段。我们相信在半导体国产化进程加快背景下，国内 APU 厂商有望畅享行业发展及国产替代双重红利。

2、ARM：智能移动、嵌入式 IoT 时代的芯片 IP 霸主

ARM 是全球最具影响力的芯片 IP 厂商之一。ARM 与 Android 建立的 AA 生态联盟战胜了 Wintel 联盟，成为智能手机时代的霸主，目前全球 90%以上的手机 APU 都是基于 ARM 授权；

ARM 使用精简指令集，功耗较小、价格便宜，且拥有高并发处理效率，升级速度快等特点，十分适合物联网领域低功耗的要求，在 IoT 应用领域占据领先优势。2020 年，ARM 已成为全球算力输出的主力，基于 ARM 指令的处理器总算力输出达到了全球的 82%，成为半导体产业的主要驱动引擎；随着 5G 与 AIoT 等技术的发展，ARM 加速发展，至 2020 年全球基于 ARM 架构的芯片出货量超 1600 亿颗，基于 ARM 平台的软件越来越多，生态越来越丰富；据 ARM 统计，由于其成熟的生态体系，基于 ARM 架构授权的芯片设计厂商能够大大缩短其 SoC 芯片的设计时间与成本。

3、RISC-V：开源免费，先进指令集前景广阔

物联网应用兴起推动 RISC-V 发展：RISC-V 指令集是基于精简指令集原理建立的开放指令集架构（ISA），具有开源免费、精简、模块化等优点。1）RISC-V 架构预留了大量编码空间及用户指令，能够让用户自由修改、扩展以满足其不同应用需求；2）具有模块化指令集特点，开发者可以快速选择不同组合来满足不同的应用，简洁、模块化、可扩展，能够满足 AIoT 万亿级市场的差异化需求，在万物智联时代，前景极其广阔。

国产半导体自主可控进程加速，RISC-V 大有可为：在中美摩擦背景下，核心芯片国产化进程提速，RISC-V 开源的特点有利于国产芯片实现自主可控。中国作为 RISC-V 阵营的中坚力量，一直致力于 RISC-V 生态体系建设。近年来，国产厂商相继发布多款基于 RISC-V 指令集的产品，包括兆易创新、全志科技、北京君正等企业。我们认为在 ARM 断供华为以及英伟达或将收购 ARM 等事件刺激下，国内 RISC-V 将会迎来历史发展机遇。

重要新闻

- 央行行长易纲表示，大科技公司显著提高金融服务水平，尤其是偏远地区服务需求有所改善，这是以前难以想象的，如移动支付和二维码等技术普及，已改变游戏规则。易纲同时回应中国央行数字货币（CBDC）进展称，目前还处于初始阶段，需要制定复杂而完整的法律和监管框架，中国央行也期待与国际清算银行和全球金融稳定委员会展开讨论和合作，让央行数字货币稳步发展，确保更加稳定安全的未来。
- 国务院办公厅正式印发《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》，要求落实新能源汽车相关税收优惠政策，优化分类交通管理及金融服务等措施。推动充换电、加氢等基础设施科学布局、加快建设，对作为公共设施的充电桩建设给予财政支持，助力新能源汽车产业发展。
- 据北京日报，近日北京市市场监管局联合市网信办、市公安局、市通信管理局、市邮政局 5 部门对京东、天猫、美团、微店等 9 家重点电子商务平台企业，就规范开展“双十一”网络集中促销活动进行行政指导。

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、 分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188