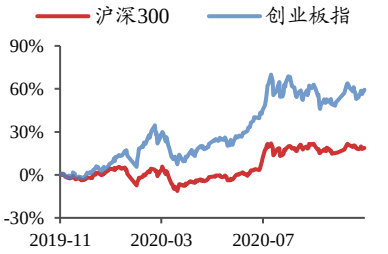
2020 年 11 月 03 日

开源晨会 1103

——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(%)
家用电器	4.74
电气设备	3.02
汽车	2.87
电子	1.94
有色金属	1.43

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
休闲服务	-2.07
通信	-1.36
国防军工	-0.97
计算机	-0.91
商业贸易	-0.9

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

【宏观】“大国财政”系列（四）：社保：被低估的财政影响——宏观经济专题-20201102

为缓解社保运行压力，一般财政、国有资本等，或持续加大对社保的支持力度。

【宏观】促消费政策加码——宏观经济专题-20201101

促消费政策加码，线上线下加快融合、增加公共基础设施供给举措“长短皆宜”。

行业公司

【计算机】云计算持续高增，网安与信创加速向好——行业深度报告-20201102

1、板块增长正在逐季复苏，现金流明显改善；2、云计算持续高增，网安与信创加速向好；3、基金对计算机板块的持仓比例明显回落

【传媒】坚守内容电商赛道，顺周期复苏布局梯媒、电影——行业周报-20201101

1、加大布局 Q4 业绩弹性较大及长期空间仍大的内容电商板块；2、积极布局顺周期复苏的梯媒龙头及电影板块；3、建议前瞻性布局体育板块

【纺织服装：森马服饰(002563.SZ)】剥离 Kidiliz 止损，主业边际改善，静待业绩反转——公司信息更新报告-20201102

我们认为,随着主业边际逐步改善，预计公司 Q4 业绩加速复苏。

【纺织服装：健盛集团(603558.SH)】疫情影响前三季度业绩承压，订单回流期待业绩回弹——公司信息更新报告-20201102

我们认为公司业绩下降主要系海外疫情冲击零售终端，对公司订单造成影响所致。下调盈利预测。

【计算机：用友网络(600588.SH)】云业务增长超预期，中长期前景乐观——公司信息更新报告-20201102

我们维持预测公司 2020-2022 年归母净利润为 8.55、10.80、13.49 亿元，EPS 为 0.26、0.33、0.42 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 165、131、105 倍，维持“买入”评级。

【轻工制造：裕同科技(002831.SZ)】业绩短期波动不改长期趋势，多元布局稳步发展——公司信息更新报告-20201102

下调盈利预测，预计 2020-2022 年公司归母净利润为 11.7/15.3/19.2 亿元（原预测 2020-2022 年为 12.6/15.6/19.2 亿元），对应 EPS 为 1.34/1.75/2.19 元，当前股价对应 PE 分别为 22/17/14 倍，由于公司长期发展逻辑不变，维持“买入”评级。

【化工：金石资源(603505.SH)】资源储量优势及高成长动能，金石资源开启价值发现之旅——公司深度报告-20201101

我们维持预测公司 2020-2022 年净利润分别为 2.79、3.68、4.32 亿元，EPS 分别为 1.16、1.54、1.80 元/股，当前股价对应 PE 分别为 19.9、15.1、12.9 倍，维持“买入”评级。

研报摘要

总量研究

【宏观】“大国财政”系列（四）：社保：被低估的财政影响——宏观经济专题-20201102

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002| 张蓉蓉（分析师）证书编号：S0790520070006| 段玉柱（联系人）证书编号：S0790120070013

社保是财政“四本账”的重要构成，占预算收支比重持续抬升、达 20%左右

社会保险基金是纳入财政预算管理的“第四本账”，在财政预算总收支中占比较高、达 20%左右。2013 年社保纳入财政预算管理，2019 年总收支分别达 8.3 和 7.5 万亿元，在财政预算“四本账”中，分别占比 24.2%和 18.3%。其中，基本养老和基本医疗是基金主体，两项合计占总收支 97%以上。收入中，保险费占比 72%、财政补贴占比 23%，是主要收入来源；支出中，约 98%用于社保待遇支出。

近年来，我国社保规模持续扩大、十年间支出规模增加了 5.8 倍，占财政预算比重也快速抬升。我国持续推进制度改革、扩大社保覆盖范围，构建了世界上最大的社保体系。2019 年，基本医疗保险覆盖 13.5 亿人，基本养老保险覆盖 9.7 亿人。社保收支规模也相应扩张，2009-2019 年，社保收入增加 4.7 倍、支出增加 5.8 倍，支出规模占预算总支出比重提高了 7.7 个百分点、年均增长率达 21.1%。

伴随人口老龄化和区域经济社会发展差异，社保收支平衡、地域平衡压力加大

在人口老龄化日益加深的背景下，2011 年以来，我国社保负担持续上升、收支平衡压力显著增大。伴随劳动年龄人口占比下滑，我国老年人口抚养比加速抬升，2019 年已达到 16.2%、超过中等偏上收入国家总体水平。人口结构变化映射到社保运行上，便体现为社保负担系数快速抬升、收支平衡压力加大。2019 年，社保“四险”的保险费收入均已无法覆盖支出，主要依靠财政补贴来实现收支平衡。

各地经济社会发展水平差异下，人口结构、劳动力流动、地方财力等分化，加大了社保的地域平衡压力。分省来看，广东、江苏等东部、南部省份社保运行良好，黑龙江、河北等部分北方省份收支平衡压力较大。地域间的社保运行差异，和当地经济社会发展水平密切相关；不同发展阶段的省份，劳动年龄人口流动、人口自然结构、财政的社保支出强度等，均明显不同，对社保运行的影响也显著分化。

为缓解社保运行压力，一般财政、国有资本等，或持续加大对社保的支持力度

政策多措并举、保障社保运行，包括加大财政补贴力度、推动社保制度改革、建立全国社会保障基金等。平衡社保收支的最主要手段是财政补贴，2019 年一般财政补贴社保达 1.91 万亿元、占一般财政总支出的 8%。近年来，政策推动社保征管体制改革、建立养老保险中央调剂制度等，缓解社保收支平衡和地域平衡压力。此外，我国还专门建立全国社会保障基金，用于未来社保支出的补充和调剂。

伴随人口老龄化加深，在广义财政收支统筹格局下，一般财政、国有资本或持续加大对社保的支持力度。老龄化趋势下，社保收支平衡压力持续加大。受减费降负政策引导，社保费率和征管力度难以大幅提升；平衡社保收支的主要手段，或仍以财政补贴为主。此外，划转国有资本充实社保，也是扩充基金储备的重要手段，未来或可进一步提高划转比例。社保对广义财政资源的占用，可能持续扩大。

风险提示：社保政策大幅调整；数据测算存在误差。

【宏观】促消费政策加码——宏观经济专题-20201101

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002| 张蓉蓉（分析师）证书编号：S0790520070006| 段玉柱（联系人）证书编号：S0790120070013

促消费政策加码，线上线下加快融合、增加公共基础设施供给举措“长短皆宜”

9 月以来，新一轮促消费政策密集落地，着重释放服务消费潜力、兼顾实物消费升级。伴随疫情压制逐步减弱，居民消费持续改善，三季度人均消费支出已回归增长（1.4%）；但不同类型消费修复明显分化，衣食住行等均已恢复增长、但教育文娱、生活服务同比跌幅仍在 10%左右。这一背景下，9 月以来中央加大对服务消费支持力度，兼顾促进超龄大家电更新换代、秋冬应急物资储备等实物消费。

本轮促消费举措与 2018 年底以来的促消费政策思路一脉相承，通过加大线上线下融合、鼓励创新业态，释放居民服务消费潜力。以 2018 年 9 月国务院文件为标志，我国促消费政策思路明显变化，从过往直接刺激实物消费转向通过供给端“提质扩容”释放消费潜力，服务消费、线上消费成为重点。本轮促消费，一方面要求加快医教文娱线上线下融合，另一方面鼓励拓展文旅消费、激活消费意愿。

实物消费升级政策也有兼顾、且不乏“亮点”；促家电更新、物资储备的同时，明确对症公共供给不足“痛点”。本轮促消费创新性启动“大家电安全使用年限提醒”活动，促进更新需求释放；据中国家电协会的预测，2020 年将有 1.6 亿台家电产品达到安全使用年限。值得关注的是，政策明确提出加快老旧小区、增加地下停车场建设等，直击近年来居住消费领域“痛点”，后续推进情况值得关注。

短期来看，实物促消费政策见效可能相对更快，家电和医药消费或将进一步修复。从可选消费品需求的修复情况来看，三季度汽车销售高速增长、而家电和装修材料等后地产消费品修复相对滞后。考虑到二、三季度或是房屋集中交付期，家电家具等需求或将逐步释放。从京东和天猫双十一的预售额来看，家用电器增速位于前五，消费需求较为旺盛；此外，秋冬储备需求下，医药预售额增长也较快。

中长期而言，线上线下融合、增加公共基础设施供给举措“长短皆宜”，有助于释放长期消费潜力。近年来，网上零售的快速增长主要体现在实物消费领域，而服务消费占比总体偏低、不足两成。伴随以 5G 为代表的新一代信息基础设施的加快建设、新技术的推广应用，线上教育和娱乐、远程办公等服务消费需求有望加快释放。2020 至 2025 年，5G 商用直接带动的经济总产出可能达 10.6 万亿元。

实物消费“结构升级”将是长期趋势，高能级城市耐用品消费转向节能、环保；低线城市及农村大众消费品增量需求仍大。伴随我国居民消费能力提升，传统家电、普通汽车需求增长最快的阶段可能已经过去，但不同地区、不同群体需求或将明显分化。以汽车为例，当前农村汽车保有量仅 22.3%、仅为城镇的一半左右，未来或仍存较大增量空间；高能级城市的新能源汽车销量，或将保持较高增速。

风险提示：海外宏观经济或监管政策出现重大调整；疫情出现超预期变化。

行业公司

【计算机】云计算持续高增，网安与信创加速向好——行业深度报告-20201102

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘逍遥（分析师）证书编号：S0790520090001

板块增长正在逐季复苏，现金流明显改善

按照整体法统计，2020 年前 3 季度计算机板块 255 家上市公司共实现总营收 4985.39 亿元，同比增长 5.94%；实现归母净利润 205.7 亿元，同比下滑 29.74%。单 3 季度营收与 2 季度相比环比增长 2.3%，显示板块整体正在复苏，疫情影响逐渐弱化。前 3 季度板块收入实现平稳增长，归母净利润同比有所下滑，主要原因在于：一是由于会计准则变化，部分公司收入确认方式由完工百分比法变为终验法，影响收入增速；二是板块总体期间费用率有所提升；三是投资净收益及公允价值变动收益较 2019 年同期下滑较多。此外，前 3 季度板块经营活动现金流改善明显，我们认为主要由于企业加大回款力度所致。

云计算持续高增，网安与信创加速向好

1）SaaS 板块超出市场预期：金山办公营收单 3 季度同比增长 64.62%；用友云服务收入单 3 季度同比增长

102.6%；广联达前 3 季度云收入 11.07 亿元，在数字造价收入中占比达 58.42%；签署云合同 15.71 亿元，同比增长 63.88%。2）网安板块内部有所分化，态势感知、云安全等新兴安全领域增速明显：奇安信收入单 3 季度同比增长 89.14%；安恒信息收入单 3 季度同比增长 64.95%；深信服收入单 3 季度同比增长 21.68%。3）信创板块加速趋势显现：中孚信息收入单 3 季度同比增长 57.63%；华宇软件前 3 季度新签合同同比增长 163%，其中智慧政务同比增加 1290%。此外，统信软件前 3 季度收入达到 1.45 亿元；中国软件、中国长城存货及合同负债等会计科目实现高速增长，也说明信创项目加速落地。

基金对计算机板块的持仓比例明显回落

2020 年 3 季度末基金对计算机行业股票的持仓比例为 4.32%，较 2 季度末明显回落，基金前十大重仓股为东方财富、恒生电子、广联达、金山办公、深信服、用友网络、宝信软件、中科曙光、中科创达、启明星辰。

投资建议

重点推荐国联股份、淳中科技、中科曙光。

1）云计算：推荐金山办公、用友网络、广联达、宝信软件、鼎捷软件；其他受益标的包括浪潮信息、致远互联、新开普、泛微网络、福昕软件、石基信息。2）网络安全：推荐深信服、绿盟科技、奇安信、启明星辰、安恒信息、迪普科技；其他受益标的包括南洋股份（天融信）、美亚柏科、拓尔思、中新赛克。3）信创行业：推荐中科曙光、金山办公、华宇软件、超图软件；其他受益标的包括中孚信息、神州数码、中国长城、中国软件、诚迈科技、北信源、太极股份、东华软件、东方通等。4）金融 IT：受益标的包括恒生电子、长亮科技、宇信科技、神州信息、同花顺。5）医疗 IT：推荐卫宁健康、创业慧康、久远银海，受益标的包括思创医惠、万达信息。6）人工智能：受益标的包括科大讯飞、中科创达、千方科技、汉王科技等。

风险提示：上游行业 IT 支出不及预期；疫情影响全年业绩；人才流失风险。

【传媒】坚守内容电商赛道，顺周期复苏布局梯媒、电影——行业周报-20201101

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 陈俊希（分析师）证书编号：S0790520080002 | 余倩莹（联系人）证书编号：S0790120040010

加大布局 Q4 业绩弹性较大及长期空间仍大的内容电商板块

随着三季报的披露完毕，市场对于部分板块及公司 2020 全年业绩形成一致预期，Q4 及全年有望超预期的板块及公司值得重点关注。随着“双 11”天猫第一轮预售进入付尾款阶段，第二轮预售即将开启，部分品牌的 GMV 数据将逐步浮出水面，直播电商整体 GMV 大概率再次大幅增长。从截至 10 月 30 日 24 时的天猫预售数据看，美妆护肤类国际品牌占据销售额前 10，有望推动相关的淘系代运营公司 Q4 业绩较快增长。另外，2020 年“双 11”抖音、快手加码直播电商竞争，品牌方或增加营销投入，以达人为媒介的营销公司迎来增量；而抖音直播间切断第三方购物链接，扶持抖音小店，抖音系代运营公司 Q4 业绩弹性或较大；长期来看，芒果超媒推出“小芒电商”，基于流量、内容优势，未来在内容电商领域大有可为。基于“双 11”给 Q4 带来的业绩弹性以及长期空间逐步打开，我们建议继续加大布局内容电商板块，重点推荐芒果超媒、壹网壹创、姚记科技、元隆雅图、值得买，受益公司包括蓝色光标、华扬联众、丽人丽妆、若羽臣、宝尊电商。

积极布局顺周期复苏的梯媒龙头及电影板块

梯媒龙头分众传媒 2020 年 Q3 营业收入同比增长 2%，自 Q1 以来增速逐季提升，且自 2018 年 Q4 以来单季度营业收入增速首次回正；2020Q3 扣非后归母净利润同比增速更是在 Q2 的 143%基础上，提升至 163%，显示出强劲的顺周期复苏势头。我们判断，随着 Q4“双 11”催化下的需求端持续恢复，以及广告主结构持续优化、竞争格局的大幅改善，分众梯媒业绩复苏的势头有望延续至 2021 年上半年。电影行业自 2020 年 7 月影院复工后进入恢复期，在暑期和国庆档因为头部电影上映迎来第一个小高峰，但疫情对于影片拍摄新开工的影响体现在近期新片供应不足上，随着影片拍摄的复工和持续推进，电影票房有望在贺岁档及 2021 年春节档再次迎来明显修复，截至 2020

年 11 月 1 日，已有包括《唐人街探案》《侍神令》等在内的 8 部影片宣布定档 2021 年春节档。我们建议积极布局顺周期复苏的梯媒龙头和电影板块，受益标的包括分众传媒、万达电影、华谊兄弟、光线传媒、中国电影、上海电影、横店影视、金逸影视、幸福蓝海、猫眼娱乐。

政策加持及基于 2021 年大赛视角，建议前瞻性布局体育板块

近期教育部在新闻发布会上提出“体育中考逐年增加分值、要达到跟语数外同分值的水平”，我们认为将驱动运动装备、体育器材等用品的需求；同时，2020 年下半年以来足球、网球等多项大赛在防疫基础上展开，取得了一定经验，我们判断已延期至 2021 年的东京奥运会、欧洲杯、美洲杯等大赛再度延期或取消的概率较小，2021 年体育大赛驱动下，体育营销、体育版权运营等市场将触底反弹，且疫情或带来人们对于体育赛事热情更高，体育消费规模或超预期。建议前瞻性布局体育板块，受益公司包括视觉中国、当代文体、金陵体育、星辉娱乐等。

风险提示：疫情的发展及对线上线下娱乐时长的影响仍存在不确定性；直播电商竞争格局变化存在较大不确定性。

【纺织服装：森马服饰(002563.SZ)】剥离 Kidiliz 止损，主业边际改善，静待业绩反转——公司信息更新报告-20201102

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

前三季度业绩承压，Q4 业绩有望反转，维持“买入”评级

公司 2020 年前三季度实现营收 94.5 亿元（-28.7%），归母净利润 2.2 亿元（-83.5%）。其中 Q3 单季度实现营收 37.2 亿元（-26.3%），归母净利润 1.9 亿元（-66.8%）。剔除 Kidiliz 影响，预计前三季度主业营收下滑 25%以下。拆分主业看，前三季度预计巴拉巴拉营收同比下降双位数，森马营收下降超 30%；Q3 预计巴拉巴拉营收约 20 亿元，同比下降高个位数，森马营收约 10 亿元，同比下降 20%以下。我们认为，Kidiliz 业务剥离为公司减负，随着主业边际逐步改善，预计公司 Q4 业绩加速复苏。由于公司前三季度业绩承压，下调盈利预测至 2020-2022 年公司归母净利润分别为 7.3/15.0/18.0 亿元（原为 12.6/15.3/18.5 亿元），对应 EPS 分别为 0.27/0.56/0.67 元，当前股价对应 PE 为 28.5/13.8/11.5 倍，维持“买入”评级。

成功剥离 Kidiliz，库存、现金流指标均有改善，轻装上阵加速复苏

2020 年前三季度，疫情影响下公司 Kidiliz 业务亏损逐渐扩大，Q1 亏损约 1 亿元，Q2 亏损约 2.6 亿元，拖累公司整体业绩；9 月公司成功将 Kidiliz 子公司股权剥离，其负面影响自 Q4 起解除，公司有望轻装上阵。前三季度公司报表质量明显改善，其中存货规模同比减少 39%，较年初下滑 21%，存货周转天数基本恢复至 2019 年同期水平；应收账款同比下滑 33%，较年初下滑 22%；经营性活动现金流净额由年初的-2.88 亿元大幅提升至 20 亿元，现金流状况显著改善。

国庆销售与双十一预售数据亮眼，“冷冬”叠加“晚春”催化短期业绩

根据魔镜数据，2020 年 10 月 1 日-8 日：1）巴拉巴拉品牌线下同比增长约 30%，线上同比增长约 120%；2）森马品牌线下同比持平，线上增长约 30%。此外，2020 年 10 月起气温普降，“冷冬”预期利好公司高客单价冬装销售；同时 Q4 迎来电商传统销售旺季，在“晚春”影响下旺季有所拉长，利好公司销售环比提速。叠加 2019Q4 低基数、剥离 Kidiliz 负面影响减少，我们对公司未来业绩预期良好。

风险提示：疫情二次爆发影响销售恢复；存货及资产减值风险。

【纺织服装：健盛集团(603558.SH)】疫情影响前三季度业绩承压，订单回流期待业绩回弹——公司信息更新报告-20201102

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

受阶段性因素影响，2020Q1-Q3 业绩下滑，维持“买入”评级

2020Q1-Q3 公司实现营收 11.51 亿元（-12.30%），归母净利润 0.58 亿元（-74.38%）。其中 2020Q3 单季度公司实现营收 4.22 亿元（-12.90%），归母净利润 322.28 万元（-96.15%）。分产品看：2020Q3 无缝产品受影响较大，收入同比下滑约 25%至 1.3 亿元，主要无缝产品客户集中度较高、定位偏高端，消费端受疫情影响较大所致；棉袜产品由于略带刚需属性，订单、收入基本保持稳定，2020Q3 同比下滑约 6%至 2.9 亿元。我们认为公司业绩下降主要系海外疫情冲击零售终端，对公司订单造成影响所致。下调盈利预测，我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 0.94/2.69/3.35 亿元(原值为 2.0/2.8/3.7 亿元),对应 EPS 分别为 0.23/0.65/0.80 元,当前股价对应 PE 为 37.1/13.0/10.4 倍，维持“买入”评级。

盈利能力下降，营运状况控制良好

2020Q1-Q3 公司毛利率为 20.21%（-9.16pct）；净利率为 5.07%（-12.28pct）。其中 2020Q3 单季度公司毛利率为 18.55%（-11.91pct），净利率为 0.76%（-16.50pct）。公司毛、净利率下滑幅度较大，主要受阶段性因素影响：1）个别客户阶段性降价，同时订单数量减少导致产能利用率不足；2）汇兑损失导致财务费用增加；3）杭州基地工厂关闭，支付一次性补偿金，管理费用提升。营运方面，2020Q1-Q3 公司存货同比减少 11.80%至 4.04 亿元，经营性净现金流为 2.17 亿元（-28.42%）。

订单恢复态势良好，产能利用率逐渐提升

预计 2020 年 9 月下旬起公司订单逐渐恢复，截至目前棉袜、无缝产能均已实现满产，并有望持续，主要因为：1）随着消费端复苏，客户补货需求旺盛；2）印度、斯里兰卡疫情导致纺织业生产订单向风险较低的国内、越南转移。我们预计 Q4 随着订单情况改善以及产能的持续释放，公司整体业绩情况有望显著改善，并且随着产能利用率提升和公司议价能力的恢复，整体盈利能力也有望恢复。

风险提示：海外疫情持续扩散，下游客户订单量不及预期，人民币继续升值。

【计算机：用友网络(600588.SH)】云业务增长超预期，中长期前景乐观——公司信息更新报告-20201102

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘逍遥（分析师）证书编号：S0790520090001

国内领先的软件和企业云服务提供商，维持“买入”评级

公司作为国内领先的软件和企业云服务提供商，面临数智化、国产化、全球化的全新历史机遇，有望实现快速发展。我们维持预测公司 2020-2022 年归母净利润为 8.55、10.80、13.49 亿元，EPS 为 0.26、0.33、0.41 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 165、131、105 倍，维持“买入”评级。

疫情影响软件收入增速，云业务增长超预期

前三季度公司实现营业收入 46.19 亿元，同比下降 7.8%，实现归母净利润-1,559.95 万元。其中 Q3 单季度收入为 16.69 亿元，同比下滑 1.6%，归母净利润为-4120.05 万元，Q3 收入增速较 Q1、Q2 已有明显恢复。公司云业务实现收入 13.81 亿元，同比增长 76.4%，其中 Q3 单季度收入增速达 102.6%，签约金额在百万以上的云服务合同总数同比增长 122.15%，合同总金额同比增长 133.11%。同时，软件业务实现收入 23.84 亿元，同比下降 26.6%，其中 Q3 单季度同比降幅收窄至 20.1%。

云转型加速，中大型企业市场取得突破

面向大型企业，公司发布了用友商业创新平台 YonBIP，同时，发布了低代码开发平台 YonBuilder、连接平台 YonLinker、AIoT 智能物联网平台、智多星 AI 企业大脑等产品，发版了 NC Cloud 云原生、多云融合的全新版本，并成功签约了国家电网、中国海油、国家电投、中国通用技术集团等一批大型综合性集团企业。公司面向中型企业的云服务包 YonSuite 发布了 V202009 版本，在 7 月底签约突破百单，成功签约了中国银行、中国联通等一批重要客户或其海内外分支机构。

数智化、国产化、国际化三重机遇叠加，中长期发展前景乐观

面临数智化、国产化、国际化的空前机遇，公司加大研发投入，加速推出新产品。根据公司股票期权设立的考核目标，2019-2022 年公司收入复合增长率为 20%，云收入复合增长率为 70%，云收入占比提升至 66.9%。我们认为疫情或影响短期业绩增速，但是公司中长期发展目标并未调整，彰显公司对未来发展信心充足。

风险提示：新冠疫情影响业务发展的风险；人才竞争加剧风险。

【轻工制造：裕同科技(002831.SZ)】业绩短期波动不改长期趋势，多元布局稳步发展——公司信息更新报告-20201102

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

2020Q3 业绩增速有所回落，汇兑损益影响利润，维持“买入”评级

2020Q1-Q3 收入 73.79 亿元(+16.3%)，归母净利润 6.56 亿元(+7.9%)，扣非后归母净利润 6.10 亿元(+12.86%)。2020Q3 营收 30.7 亿元（+15.3%），归母净利润 3.3 亿元（+5.3%），扣非后归母净利润 3.2 亿元（+5.1%）。受到大客户新品延期发布，其余下游烟、酒行业受疫情冲击等影响，公司 2020Q3 业绩有所波动。下调盈利预测，预计 2020-2022 年公司归母净利润为 11.7/15.3/19.2 亿元(原预测 2020-2022 年为 12.6/15.6/19.2 亿元)，对应 EPS 为 1.34/1.75/2.19 元，当前股价对应 PE 分别为 22/17/14 倍，由于公司长期发展逻辑不变，维持“买入”评级。

毛利率受口径、产品结构调整影响有所下滑，汇兑损益对利润端冲击较大

2020Q1-Q3 毛利率为 27.81%（-2.61pct），其中 2020Q3 毛利率为 30.55%（-3.2pct）。毛利率下降主要系：①会计政策变化，运装费由销售费用改计入成本；②大客户新品工艺有所创新，公司新产品良率需要一定爬坡过程，该部分影响预计会逐渐减弱。费用端，2020Q1-Q3 期间费用率为 17.04%(-1.99pct)，其中 2020Q3 期间费用率为 16.99%（-0.79pct）。其中 2020Q3 管理费用率和研发费用率同比延续稳定，销售费用率受会计政策调整影响同比下降 2.8pct，而财务费用率则受汇兑损益影响大幅提升 2.28pct。据我们估算，若剔除汇兑影响，公司 2020Q3 单季度利润增速超过 20%，公司也正通过持有美元贷款、汇率远期等形式缩小风险敞口。

短期波动不改“1+N”长期布局，多元业务稳步推进带来增量空间

公司核心消费电子业务短期有望受大客户新机型销售和未来 1-2 年的 5G 换机增量带动，长期则可以期待持续释放的品类拓宽红利。而酒包和烟包（烟包子公司位于武汉）等业务虽然 2020H1 受疫情影响相对较大，但我们预计 2020Q3 环比已经出现较好的修复。同时，经过近年布局，公司已逐渐发展成为国内酒包龙头，烟包也能享受到行业机制市场化改革的持续红利，因此从长期看持续向好的趋势并没有改变。此外，环保纸塑、手机炫光膜等新兴业务也在持续稳步推进。

风险提示：5G 进展不及预期，汇率波动，原材料价格波动。

【化工：金石资源(603505.SH)】资源储量优势及高成长动能，金石资源开启价值发现之旅——公司深度报告-20201101

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002| 吉金（联系人）证书编号：S0790120030003| 张玮航（联系人）证书编号：S0790119120025

行业高景气助力腾飞，全球唯一萤石上市公司高速成长

公司是全球唯一专注于萤石行业开采和加工的上市公司，是我国萤石行业拥有资源储量（占全国 20%）、开采及加工规模最大的企业，其矿业开发模式等在行业内占据较强的优势。近年来公司作为行业龙头充分受益于行业景气上行及自身产品不断放量，并通过收购扩大资源储量，持续保持业绩高速增长。我们维持预测公司 2020-2022 年净利润分别为 2.79、3.68、4.32 亿元，EPS 分别为 1.16、1.54、1.80 元/股，当前股价对应 PE 分别为 19.9、15.1、

12.9 倍，维持“买入”评级。

公司优势来自于萤石资源的稀缺性和自身的成长性，即将开启价值发现之旅

萤石资源稀缺：全球萤石资源形成结构性稀缺，其中我国萤石储量占全球的 13.2%，而产量占比却高达 57.2%。有效储量不足、储采比严重失衡、资源破坏、流失浪费等问题严重，我国萤石资源保障能力严重不足。近年来，行业标准提高、环保督察工作常态化运行，行业整治无放松可能，违规生产、安全隐患突出的萤石矿企将加速退出，行业有效产能规模将持续收缩并向头部企业集中。

金石资源加速成长：近年来，公司持续在逆势中加速行业整合、保持高速成长，矿物量和在产矿山由 2014 年的 941 万吨、6 座扩大至 2019 年的 1300 万吨、8 座，目前共拥有单一型萤石资源储量 1300 万吨。2020 年 Q3 单季度，公司营收 2.35 亿元（同比+26.65%、归母净利 7726.85 万元（同比+40.46%），业绩创下历史单季度新高，我们看好萤石稀缺性及公司成长价值潜力将被不断挖掘和认识。

制冷剂开工旺季来临，萤石将重回上涨通道，中长期萤石需求前景仍然广阔

环保趋严、北方冬季萤石矿开工下滑、制冷剂传统生产旺季即将来临（12 月到次年 5 月），我们预计年底精粉、高品位块矿等萤石价格将有上行动力。中长期来看，伴随我国有关部门持续释放促进汽车、家电等重点商品消费的政策利好信号，新旧能效的汽车、空调、冰箱加速升级迭代，制冷剂刚性需求终将复苏；同时，新能源、新材料等战略性新兴产业异军突起，含氟新材料将有望成为氟化工业的新支柱。未来国家层面将继续重视萤石战略资源利用，萤石需求前景仍然广阔。

风险提示：萤石安全生产风险，制冷剂产能扩张进度不及预期等。

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