行业观点

● 机械

1、海容冷链（603187）20 年 Q3 业绩点评：淡季不淡，盈利超预期

事件：

10 月 29 日，公司发布 2020 年 Q3 业绩报告。2020 年前三季度公司实现收入 14.13 亿元，同比增长 22.83%；实现归母净利润 2.16 亿元，同比增长 20.10%。其中，单三季度实现营收 4.01 亿元，同比提升 40.56%，归母净利润 0.56 亿元，同比提升 62.12%。

？ 毛利率同比提升较多，经营性现金流大增

由于行业特性，三季度往往是公司经营淡季，表现为营收较少，毛利率下降。而今年公司第三季度营业收入持续高增 40.56%，显示业务规模持续扩大；而单季度综合毛利率为 35.40%，同比去年同期提升 4.95 个百分点，盈利能力持续提升。同时，公司在经营性现金流净额显著增长，净额 2.24 亿元成为公司单季度历史最高，显示较高的盈利质量。

？ 成本管控能力优秀，财务费用有所增加

第三季度公司期间费用率为 16.53%，同比去年同期提升 2.78 个百分点，主要由于财务费用提升较多，其源于汇率变动导致公司汇兑损失增加，以及可转债导致的利息费用增加。另外，公司销售费用率、管理费用率分别为 10.17%、2.32%，同比下降 2.23、2.29 个百分点，显示成本管控能力继续增强。营运方面，公司前三季度存货、应收账款周转天数分别为 100.6、88.42，较去年同期略有增加。

？ 国内商用冷柜龙头，未来成长空间广阔

公司深耕商用冷柜赛道，同时国内目前对商用冷柜需求正逐步提升。根据产业在线预计，至 2022 年国内轻商用设备市场年复合增长率为 11.30%。同时公司深绑国内外一线大客户，如伊利、蒙牛、雀巢等，在海外市场如东南亚、北美等渗透率也在逐步提升。在 2020 年 8 月，商务部推出全国范围开展便利店品牌化连锁化三年行动计划，提出到 2022 年，全国品牌化连锁化便利店总量达到 30 万家，全国中等以上城市每百万人口不少于 200 家门店，连锁便利店 24 小时营业门店的比例不低于 30%，预计未来公司将显著受益于便利店以及消费升级趋势。

？ 投资建议与盈利预测

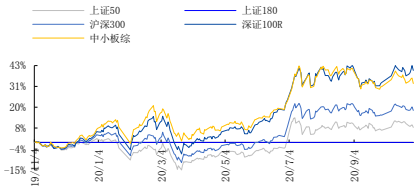
预计 2020-2022 年将实现营业收入 19.52/25.03/32.41 亿元，实现归母净利润 2.75/3.85/4.91 亿元，对应目前的 P/E 25/18/14，给予公司“买入”评级。

？ 风险提示

全球疫情进一步加剧、中美贸易战升级、大客户选择其他供应商。

分析师：满在朋（执业证书：S0020519070001），联系人：王希

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	涨跌幅%		
	RMB	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	涨跌幅%		
	RMB	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、三一重工（600031）2020 三季报点评：业绩如期高增，行业景气持续可期

事件：

公司发布 2020 年三季度报告，前三季度实现营收 734.24 亿元，同比增长 24.26%；归母净利润 124.50 亿元，同比增长 34.69%，符合预期。

报告要点：

？ Q3 单季度营收同比+54%，受益于行业景气度延续。

受益于国内基础设施建设、环境保护力度加强，设备更新需求增长、人工替代效应等因素影响，工程机械下游需求持续超预期、淡季不淡，从而带动挖掘机、起重机等产品销量大幅增长。根据工程机械协会数据，Q3 单季度挖掘机销量 7.16 万台、同比增长 70.5%；起重机销量同比增长 51.36%。公司作为行业龙头、产品竞争力显著提升，市占率稳健提升，Q3 单季度实现营收 238.83 亿元，同比增长 54.48%，仍然维持高增长。往前看，行业需求仍然旺盛，预计 Q4 公司业绩仍将有大幅增长。

？ 经营质量保持较高水平，数字化提升期间费用控制能力。

前三季度公司毛利率 30.30%（同比-2.24%），主要系执行新收入准则，将销售运费调整至营业成本所致。净利率 17.47%（同比+1.44%），维持较高盈利水平。受益于数字化转型顺利，公司期间费用控制情况优异，销售费用率+管理费用率合计 7.12%（同比-2.84pct），财务费用率小幅上升至 0.34%，我们判断主要受汇兑损失影响。前三季度，公司经营活动现金流量净额 110.24 亿元，同比+16.7%，经营质量维持较好水平。

？ 新增投资+环保力度+机器代人多因素叠加推动下游需求持续增长。

据中国工程机械协会数据，1-9 月挖机累计销量 23.7 万台，同比增长 32%，已超去年全年，其中 9 月小/中/大挖销量同比增长 63%/106.4%/52.5%。2020 年前三季度基建固定资产投资增速 2.42%、房地产投资金额累计同比增长 5.59%，均保持稳定增长。另一方面，随着国家加强环保政策力度，淘汰排放不达标的老旧设备，非道路移动机械四阶段排放标准即将出台，将持续拉动新设备需求。未来智能化、无人化、节能环保成为工程机械行业长期发展的驱动力，公司将通过持续研发创新进一步提升竞争力。

？ 投资建议与盈利预测

考虑到工程机械行业景气度以及公司竞争力不断提升，我们预计公司 2020-2022 年实现归母净利润分别为 156/187/208 亿元，对应当前 PE 分别为 14/12/11X，维持公司“买入”评级。

？ 风险提示

基建固定资产投资不及预期；市场竞争加剧；全球疫情反复超预期。

分析师：满在朋（执业证书：S0020519070001），联系人：秦亚男

埃斯顿（002747）2020 年三季报业绩点评：Q3 业绩大幅增长，下游自动化行业复苏强劲

事件：

公司发布 2020 年三季度报告，实现收入 17.63 亿元，同比增长 82.23%；归母净利润 0.85 亿元，同比增长 48.96%；单三季度实现营收 5.91 亿元，同比增长 106.41%，归母净利润 0.24 亿元，同比+3574.78%，符合预期。

？ 受益于下游自动化复苏，Q3 业绩持续高增长，现金流持续改善。

受益于下游制造复苏，公司业绩持续增长，Q3 单季度收入实现 5.91 亿元，同比+106.41%，我们判断，剔除 Closs 并表影响，公司本部仍有较快增长。前三季度公司综合毛利率 36.9%，净利率 5.5%，环比上半年基本持平。前三季度销售费用率、管理费用率分别为 8.31%、12.36%，Q3 单季度销售费用率 8.55%、环比上升 0.28pct，管理费用率 8.87%、环比下降 3.41pct。前三季度研发费用 1.41 亿元，Q3 单季度 0.61 亿

元，环比增长 9.72%，研发费用率 10.4%，环比增长 4.47pct。经营性现金流净额 1.11 亿元，Q3 单季度 0.4 亿元，现金持续回流，主因公司加强销售回款力度所致。

？ 制造业持续复苏+疫情加速自动化需求，公司业绩有望持续向好。

9 月 PMI 指数 51.5%，连续七个月保持荣枯线以上，整个下游制造业需求持续向好，以机器人为代表的工业自动化设备销量不断走高，1-9 月工业机器人累计产量 16.1 万套，同比增长 18.2%，9 月单月工业机器人产量同比增长 51.4%，为 33 个月以来峰值，相比 8 月，增速明显加快（+32.5%）。且疫情催生出食品、仓储、光伏等企业对自动化替代人工的需求，多元化的需求推动我国机器人行业持续增长，公司业绩有望持续向好。

？ 自主研发+外延并举，定增后持续夯实国际化核心竞争力。

2020 年公司成功并入德国百年机器人企业 Cloos。Cloos 是全球机器人焊接细分领域的领军企业，它的加入一方面使得 Cloos 借助公司加强其中厚板焊接业务在中国的发展、另一方面 Cloos 的中薄板国内焊接市场也增厚了公司业绩。此外公司定增预案也已确定、募资约 10 亿元，引入三名背景雄厚的战投，一方面代表国家级基金对公司技术、产品、竞争力的认可，另一方面战投拥有产业资源众多，有望给公司带来领先的国内国外核心技术、市场、渠道、品牌等资源，助力公司向全球机器人产业第一阵营的愿景迈进。

？ 投资建议与盈利预测

预计公司 20-22 年归母净利润 1.18/2.59/3.23 亿元，对应 PE 分别为 167/76/61X，考虑到公司国产机器人龙头地位，维持“买入”评级。

？ 风险提示

市场竞争加剧；下游需求不及预期；公司并购产生的协同整合效果不明显。

分析师：满在朋（执业证书：S0020519070001），联系人：秦亚男

4、中海油服(601808)：国内海上油服市场稳定，公司坚持降本增效

事件：

中海油服 2020 年 10 月 29 日晚间发布前三季度报告称，前三季度归属于母公司所有者的净利润 21 亿元，同比增长 1.69%；营业收入 214 亿元，同比增长 0.54%；基本每股收益 0.45 元，同比增长 2.27%。

报告要点：

1、油服行业景气度受到油价抑制，尚处于周期低谷。

油服行业作为强周期性行业，景气度一直与油价高度相关，传导机制如下，油价上涨促进石油公司收入提升，从而会增强资本开支能力，带动油服公司订单增加。2020 年前三季度以来，油价处于低迷状态，目前价格位于 40 美元/桶左右，从而使得整个行业处于周期低谷。我们估计，如果油价上涨至 60 美元/桶，行业景气度将有所提升。

2、能源安全政策影响下，国内市场稳定，公司收入和净利润同比持平。

2020 年前三季度，公司营业收入为 214 亿元，同比增长 0.54%，归母净利润 21 亿元，同比增长 1.69%，尽管国际油服市场受持续疫情及全球油价低迷的双重影响，陷于低谷，但国内市场由于疫情得到稳定控制，各行业经济也已趋于缓慢复苏，并且由于国家能源安全战略长期稳固的部署，油服市场保持着基本稳定，公司钻井平台作业 11088 天，增幅 4.0%，自升式钻井平台作业 8604 天，同比增幅 7.1%，日历天使用率为 75.7%；半潜式钻井平台作业 2484 天，同比减幅 5.4%，日历天使用率为 64.8%。

3、公司坚持降本提质增效，前三季度毛利率进一步提升。

2020 年前三季度公司毛利率为 22.43%，去年同期为 18.94%，同比提升 3.49pct，净利率为 10.10%，去年同期为 10.02%，同比提升 0.08pct，公司面对市场困难，坚持降本提质增效，加上油田技术服务主要业务

线作业量均有所增加，都对公司盈利能力提升起到了积极作用。前三季度公司计提固定资产减值 8.438 亿元，同比大幅增加，对净利率形成了一定冲击。

投资建议与盈利预测

根据目前油价情况，预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 26/41/56 亿元，同比增长 2%/62%/35%，对应 EPS 分别为 0.53/0.87/1.17 元，维持“买入”评级。

风险提示

中海油资本支出增速低于预期，油价低位运行，油田技术服务业绩增长不及预期，钻井服务业务日费率下行等。

分析师：满在朋（执业证书：S0020519070001），联系人：胡晓慧

5、石头科技（688169）：前三季度盈利能力大幅提升，扫地机行业赛道优质

事件：

石头科技 2020 年 10 月 29 日晚间发布前三季度报告称，前三季度归属于母公司所有者的净利润 8 亿元，同比增长 54.49%；营业收入 29 亿元，同比减少 1.66%；基本每股收益 14.28 元，同比增长 22.68%。

报告要点：

1、扫地机器人行业仍然处于成长期，空间广阔。

根据公开数据，扫地机器人在中国沿海城市家庭渗透率只有 5%，在内地城市只有 0.4%，远低于日本、欧洲地区的 10%和北美市场的 13%。根据 Euromonitor 预测，2024 年我国扫地机器人零售量和零售额将分别达到 724 万台和 129 亿元，复合增速（2019-2024）达 5.9%和 10.0%。随着扫地机器人智能化程度的提升，渗透率也将不断提升，如果对标洗衣机渗透率，市场可超千亿，为非常优质的行业赛道。

2、公司加码市场开拓和研发投入，销售及研发费用增长明显。

2020 年前三季度公司销售费用率为 12.36%，去年同期为 6.52%，同比提升 5.84pct，公司为进一步拓展海外市场，相应推广费、平台费以及人工费用增加。公司研发费用占收入比重为 5.80%，去年同期为 4.17%，同比提升 1.63pct，扫地机器人技术更新迭代较快，为了提升产品竞争力，公司加大新技术和新产品的研发投入，研发人员人数与薪酬也有所增加。公司目前处于快速发展阶段，提升市场和研发符合公司目前所处阶段特点。

3、盈利能力大幅提升，并且在行业内处于领先水平。

2020 年前三季度公司毛利率为 51.25%，去年同期为 34.75%，同比提升 16.5pct，净利率为 30.18%，去年同期为 19.21%，同比提升 10.97pct，盈利能力大幅提升的原因主要是毛利较高的自有品牌产品销售占比增加。公司盈利能力和国内外其他扫地机器人公司相比也处于领先水平，我们认为这和公司更加偏轻资产的商业模式有关。

投资建议与盈利预测

三季报基本符合我们预期，维持之前的预测值不变，预计 2020/2021/2022 年，公司收入分别达到 41、45、49 亿元，净利润分别达到 10.33、12.22、13.84 亿元，同比增长 32%、18%、13%，对应 EPS 为 15.49、18.33、20.76 元，给予公司“买入”投资评级。

风险提示

扫地机器人行业销量增速大幅下滑，石头科技市场份额增长停滞或下滑等。

分析师：满在朋（执业证书：S0020519070001），联系人：胡晓慧

6、埃夫特-U（688165）：国内工业机器人行业复苏，公司业绩受国外疫情拖累

事件：

埃夫特-U2020 年 10 月 29 日晚间发布前三季度报告称，前三季度归属于母公司所有者的净利润亏损 8148.34 万元，上年同期净亏损 3203.41 万元，亏损扩大；营业收入 8 亿元，同比减少 14.03%；基本每股收益-0.19 元，上年同期基本每股收益-0.08 元。

报告要点：

1、2020 年前三个季度数据显示，国内工业机器人行业处于复苏阶段。

2020 年 1-9 月我国工业机器人累计产量同比增速为 18.20%，相比 1-8 月累计增速 13.90%有所提升。9 月单月产量同比增长 51.40%，相比 8 月单月增速 32.50%有大幅提升。1-8 月累计出口交货值同比增长 14.94%，累计出口交货值同比增速从 7 月份开始由负转正。从多个指标来看，今年工业机器人行业明显回暖，订单增幅较为明显的有光伏、金属加工、3C、5G 等领域。

2、公司国外业务占比较高，三季度业绩受疫情拖累。

根据公司中报披露的数据，国外业务占收入比重达到 60%，尽管国内工业机器人行业销量增长趋势明显，但是国外由于疫情影响，订单不能如期执行，导致三季度公司收入和净利润进一步下滑，其中收入 8 亿元，同比减少 14.03%，归母净利润亏损 8148.34 万元，上年同期净亏损 3203.41 万元，亏损扩大。

3、前三季度毛利率、净利率同比下降，盈利能力有待改善。

2020 年前三季度公司毛利率为 12.02%，同比下降 4.76pct，一个重要原因在于收入的下滑导致固定成本占比增加，利润率空间受到压缩。公司销售净利润亏损幅度加大，一方面由于营业成本占比提升，另一方面在于销售费用、管理费用、财务费用占收入比重的提升。前三季度公司销售费用率 5.59%，同比提升 1.07pct，相对公司发展阶段和同行平均水平而言，属于正常现象，管理费用率为 18.18%，同比提升 3.51pct，略高于同行。

投资建议与盈利预测

假设海外疫情持续到 2020 年年底，在不考虑新的外延情况下，我们根据三季报情况，进行一定调整，预测公司 2020-2022 年收入分别为 9.71、14.81、19.25 亿元，归母净利润分别为-9356、-1452、1136 万元，对应 EPS 分别为-0.18、-0.03、0.02 元/股。给予“买入”评级。

风险提示

海外疫情持续恶化、核心零部件自产化率不及预期等。

分析师：满在朋（执业证书：S0020519070001），联系人：胡晓慧

7、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

1、雅克科技（002409）点评报告：业绩增长迅速，布局紧密迎合国内半导体产业发展

事件：

10 月 30 日雅克科技披露三季报，公司实现累计营收 14.85 亿元，较上年同比+23.72%；实现归母净利润 3.44 亿元，较上年同比+85.17%。营收净利润大幅增加原因：子公司韩国斯洋和韩国 COTEM 并表为公司带来光刻胶业务营收，同时半导体前驱体材料和 LDS 材料输送设备销售收入增长。

报告要点：

？ 新业务营收逐步放量，电子材料平台化趋势明显

公司有机磷阻燃剂和 LNG 保温绝热板材已经做到国内龙头地位，近年通过并购重组进军高毛利的电子材料领域，2019 年新业务营收已超过传统业务。1）韩国 UP Chemical 主要做前驱体和 SOD，为国际知名逻辑和存储晶圆制造商批量供货，大陆客户也取得积极进展；2）科美特主营电子特气，主要用于电子电力和半导体制造方面，为国际主流半导体和面板客户批量供货；3）华飞电子主营硅微粉，应用领域是环氧塑

封料，目前产能满载。

？ 外延并购丰富电子材料业务，非公开发行募资推进产能扩张

近期公司拟收购 LG CHEM 彩色光刻胶事业部，控股科特美 55%股权，非公开发行股份募资不超过 12 亿元用于电子材料产能扩充和技改。公司通过一系列资本运作将逐步补全 LCD 显示面板用光刻胶及辅助材料版图，实现电子材料产能扩张并最终达到规模效应。

？ 全面对接半导体中下游产业链需求，分享国内市场高成长红利

公司产品布局紧密迎合国内半导体产业发展，硅微粉直接面对封装材料市场，光刻胶面对面板市场，电子特气、前驱体面对集成电路逻辑和存储晶圆制造市场。随着三星、LG 退出，国内承接 LCD 面板产能成为全球最大平板显示生产基地；封装产业技术和产能居全球前列；以中芯国际、长江存储和合肥长鑫为首的集成电路产能加速扩张，对国产电子特气需求将持续增长。综合来看，公司有望长期受益于国内半导体行业高增长所带来的材料端需求红利。

？ 投资建议与盈利预测

预计 2020-2022 年公司营收 27.10、39.68、48.95 亿元，归母净利润 4.23、6.01、7.67 亿元，当前市值对应 2020-2022 年 PE 分别为 55、39、31 倍，给予“买入”评级。

？ 风险提示

海外并购整合风险；产品开发进度不及预期；新产品验证不及预期；产能建设不及预期。

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001），联系人：王舒磊

2、汇顶科技(603160)：Q3 业绩阶段承压，加大研发长期竞争优势不变

事件：

公司发布三季度业绩报告，2020 年前三季度实现营业收入 51.28 亿元，同比增长 9.62%；归母净利润 11 亿元，同比下滑 35.75%。

点评：

？ 公司业绩阶段性承压

公司三季度单季实现营业收入 20.72 亿元，同比增长 15.66%；归母净利润 5.03 亿元，同比减少 27.71%。公司前三季度业绩有所下滑，主要原因为：1）受疫情影响，2020 年智能手机整体需求下滑明显，加上公司部分客户受到国际形势变化的影响，市场需求进一步萎缩，增加了市场的不确定性；2）透镜式屏下指纹识别价格竞争激烈，超薄屏下指纹识别方案渗透不及预期。受疫情影响，各大手机终端厂商更加注重成本控制，成本主要投向 5G 手机核心芯片、射频器件等核心模块，因此加大超薄屏下指纹方案渗透阻力。

？ Q3 业绩迎来改善，加大研发拓宽新市场

公司三季度归母净利润同比下滑 27.71%，相较于 Q1/Q2 的-50.58%/-34.85%有所恢复。虽受疫情影响，公司主营收入有所下滑，但仍坚定加大研发投入，前三季度研发投入 12.89 亿元，同比增长 78.95%，目标全力打造智能终端、物联网和汽车电子三大业务布局。目前公司在光学、电容指纹和电容触控领域拥有成熟且雄厚的技术储备，处于业界领先地位。

？ 5G 赋能超薄屏下指纹识别，长期看好全球行业龙头地位

5G 手机性能提升从而对手机内部空间提出更高要求，超薄屏下光学指纹凭借更优的超薄模组设计和节省手机内部空间的优势，也已成为 5G 高端旗舰机型的首选方案。，公司目前已成功将全球首创的超薄屏下光学指纹方案推向规模商用。据 IDC 预测，受疫情影响全球智能手机市场 2020 年出货量明显下滑，预计 2021 年一季度恢复增长，而 5G 手机将成为市场复苏催化剂。我们认为公司作为安卓阵营全球第一的指纹识别方案提供商，凭借雄厚的技术储备以及不断加大的研发投入，伴随疫情影响减弱，智能移动市场恢

复，业绩有望重回高成长轨道。

？ 投资建议与盈利预测

预计 2020-2022 实现营收 71.47、85.94、99.91 亿元，实现归母净利润 17.16、19.74、22.40 亿元，对应 PE 分别为 46、40、35 倍，给予“增持”评级。

？ 风险提示

1）下游发展不及预期；2）智能移动市场恢复不及预期；3）技术渗透不及预期。

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001）

3、兆易创新(603986)：下游需求旺盛，景气周期有望持续

事件：

公司发布 2020 年 3 季度报告，前 3 季度合计收入 31.74 亿元，同比增长 44.02%；实现归属于母公司股东的净利润 6.73 亿元，同比增长 49.65%。单 3 季度收入 15.16 亿，同比增长 51.35%，归母净利润 4.17 亿，同比增长 18.12%。

点评：

？ 下游需求旺盛，景气周期有望持续

公司业绩超预期，在去年同期业绩频创新高的前提下，3 季度依然实现了同比 51.35%的增幅。3 季度，公司三大业务主线均出货强劲，为公司业绩增长贡献力量：

？ 公司的 NOR Flash 产品在 TWS 耳机等可穿戴产品的推动下需求旺盛，现智能电表已为公司业绩的另一大增长点。此外，苹果新手机全系列使用 OLED 屏幕，进一步推动了 NOR Flash 产品的需求，导致市场需求火爆。公司今年还推出了 512Mb-2Gb 大容量的产品，可应用于车载、工控、通信领域，伴随着公司产品进入新领域且逐步放量，公司的存储业务仍有广阔的增长空间；

？ MCU 进入景气周期：在多因素驱动下，MCU 现在处于供不应求的状态：①受海外疫情影响，海外同行供应能力受到影响；②国内下游市场国产替代的需求旺盛；③疫情影响之下，额温枪等产品增大对 MCU 的需求；④目前 8 寸晶圆厂产能紧张，较小的 IC 设计公司因需求不稳定导致难以获得产能，市场供应能力下降。公司作为国内最大的通用 MCU 供应商，产能、销售渠道稳定，且技术能力领先，处于优先受益的地位；

？ 传感器业务客户拓展工作开展良好，可给客户提供“软硬件一体化”的解决方案，随着未来搭载公司产品的终端销售放量，未来发展可期。

？ DRAM 研发进展顺利，存储种类又添一城

公司 DRAM 研发进展顺利，有望提前推出新产品。公司目前的存储产品包括 NOR Flash、SLC Nand，推出 DRAM 之后公司的存储产品又添一城，加之公司与合肥长鑫紧密的合作、投资关系，公司已成为国内存储领域全面布局的领先企业。伴随着未来 DRAM 推向市场，公司营收将新增又一动力。

？ 投资建议与盈利预测

预计 2020-2022 营收 43.43、60.18、76.76 亿元，归母净利润 9.72、13.63、18.02 亿元，当前市值对应 PE 分别为 86、61、46 倍,维持“增持”评级。

？ 风险提示

1） 产能不足风险；2）下游发展不及预期风险；3）商誉减值风险。

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001），联系人：刘堃

4、中微公司（688012）点评报告：内生外延稳步推进，平台化发展路径逐渐清晰

事件：

10 月 29 日中微公司披露三季报，公司实现累计营业收入 14.76 亿元，较上年同比+21.26%；实现归母净利润 2.77 亿元，同比+105.26%；非经常性损益 3.22 亿元，其中政府补助 1.61 亿元，间接持有中芯国际科创板股票的公允价值收益 1.56 亿元。公司毛利率 34.78%，环比小幅上升，较去年同期-4.11pct，主要系产品结构变化和开发支出的无形资产摊销计入成本。公司合同负债为 5.05 亿元，较上一季度增加 1.19 亿元，主要系订单增加收到客户的合同预收款增加。

报告要点：

？ 对外投资和加大研发短期会影响公司盈利性，长期看好产品竞争力提升和新业务协调效应所带来的整体改善

存储和逻辑晶圆制造企业扩产，公司刻蚀设备订单饱满，MOCVD 业务更是国内市场绝对龙头，现有业务增速稳定。公司 20Q3 研发支出 2.18 亿元，营收占比较去年同期+2.57pct 至 26.09%。大幅增长的研发支出和资本化占比降低对公司扣非后净利润短期影响较大，长期看好研发投入所带来的产品竞争力提升和布局新业务所产生的协调效应。

？ 三个维度布局明确，平台化发展路径逐渐清晰

公司三个维度布局明确：深耕集成电路设备、扩展泛半导体设备、探索其他新兴领域。保持 CCP 刻蚀技术领先优势下，扩展 ICP 业务补全刻蚀领域版图；通过持有沈阳拓荆 11%股权、拟认购睿励仪器 10%股权外延至薄膜、检测领域；通过开发 MOCVD 在新领域应用、持有山东天岳 1%股权、拟认购昂坤视觉 4.5%股权，布局第三代半导体材料。集成电路前后道逐步实现薄膜+刻蚀+检测链式布局，泛半导体领域积极为成熟 MOCVD 业务在第三代材料巨大市场寻觅新增长点，公司整体向平台化发展路径逐渐清晰明确。

？ 投资建议与盈利预测

预计 2020-2022 年公司营收 24.37、34.12、46.08 亿元，归母净利润 3.34、4.42、5.32 亿元，当前市值对应 2020-2022 年 PE 分别为 250、190、157 倍，给予“增持”评级。

？ 风险提示

外部冲击对供应链影响；产能建设速度不及预期；产品开发进度不及预期。

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001），联系人：王舒磊

5、澜起科技（688008）：短期扰动不改长期增势，同心多元全面发展

事件：

公司发布 2020 年三季度报告，实现销售总收入 14.68 亿元，同比增长 6.08%；实现归属于母公司股东的净利润 8.78 亿元，同比增长 18.06%。

报告要点：

？ 2020 前三季度收入符合预期，短期扰动不改长期增势

公司业绩符合预期，受服务器 8/9 月份销量短暂下滑影响，公司单三季度业绩略有下滑。但短期扰动不改长期增势，公司在内存芯片接口领域牢牢占据领先地位，同时全面布局服务器市场，2020 年前三季度在 x86 处理器（津逮安全平台）、PCIe remiter、云端推理 AI 芯片等新产品研发上均有所突破。目前 5G 网络建设叠加疫情解锁云科技，我们认为服务器需求将在近年保持增势，澜起营收有望全年稳定增长。

？ 盈利丰厚，行业龙头地位优势显著

公司深耕内存接口芯片市场十余年，始终保持行业领先地位，是市场内三大巨头之一。公司毛利率近年来稳居高位，2020 年第三季度毛利率为 70.51%，远高于市场其余 IC 设计公司。公司研发投入常年保持在营

业收入 14%以上，科研能力领先。其 DDR5 内存模组配套芯片预计 2020 年内完成量产版本的研发，有望与 DDR5 同步上市。DDR5 放量带来的行业增长机会与澜起市场垄断定价地位的双重福利，有望为公司带来新一波营收增长。

？ 下游应用需求强劲，服务器领域多点布局

服务器市场规模预计在近几年保持强劲增长。疫情解锁云服务应用，推动云服务高速增长，叠加 5G 时代带来云计算以及边缘计算、物联网等巨额数据流量，将有力拉动服务器需求。Intel 与 AMD 亦将在近年推出全新升级的 CPU，上游技术更新将助推服务器需求上涨。公司专注服务器领域，积极进行同心多元化产品战略布局，有望充分享受服务器市场增长带来的红利。除适配于服务器内存模组的内存接口芯片产品外，公司还在大力研究津逮服务器平台系列产品，PCIe Retimer 以及 AI 推理芯片。目前第二代津逮服务器平台已正式亮相，PCIe 4.0 Retimer 有望明年开始量产，用于云端服务器的 AI 推理芯片正在紧张研发中。澜起科技深耕内存接口芯片十多年，在服务器领域拥有丰富的经验与市场资源，多元化产品布局有益于深度挖掘市场潜力，充分发挥产品间协同作用。

？ 投资建议与盈利预测

预计 2020-2022 营收 21.66、29.77、40.94 亿元，归母净利润 11.47、16.62、22.47 亿元，当前市值对应 2020-2022 年 PE 分别为 74、51、36 倍，考虑公司作为国内行业龙头将优先受益于国产替代，维持“增持”评级。

？ 风险提示

1） 下游发展不及预期；2）技术研发不及预期；3）客户拓展不及预期。

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001），联系人：刘堃

6、斯达半导（603290）点评报告：业绩符合预期，景气度回暖有望修复疫情影响

事件：

10 月 30 日斯达半导披露三季报，公司实现累计营业收入 6.68 亿元，较上年同比+18.14%；实现归母净利润 1.34 亿元，同比+29.44%；公司毛利率 32.73%，较去年同期+1.98pct。公司持续加大研发投入 0.52 亿元，同比增长 45.73%。

报告要点：

？ 汽车景气度回暖+工控需求旺盛有望修复疫情影响

公司产品目前主要应用领域是新能源车和工业控制，前三季度汽车行业受疫情影响景气度低迷，工业控制和电源行业因其刚需性受影响较小。汽车行业景气度回暖迹象明显，工控领域下游市场需求旺盛，我们认为四季度业绩有望持续改善。

？ IGBT 在新能源汽车领域高增速是公司未来主要增长点

公司目前是新能源汽车领域最大的国产 IGBT 供应商，产品应用以 A00 车型为主，明年目标是毛利更高的 A 级车。公司产品知名度和客户认可度在显著提升，今年上半年新增多个国内外知名车型平台定点，这将对 2022-2028 年新能源汽车模块销售增长提供持续推动力。

？ 积极布局宽禁带功率半导体，未来有望分享高增长红利

除深耕 IGBT 业务外，公司也在积极布局宽禁带功率半导体器件。公司与宇通客车合作开发基于 SiC 技术的商用车电控系统解决方案，预计 2021 年开始大批量装车。宽禁带功率半导体材料因为其优异的性能在功率和射频两个领域备受关注，随着技术逐渐成熟，加持国内产业发展规划催化，公司作为龙头企业有望分享进口替代带来的高增长红利。

？ 投资建议与盈利预测

预计 2020-2022 年公司营收 9.78、12.44、16.16 亿元，归母净利润 1.90、2.55、3.41 亿元，当前市值对应 2020-2022 年 PE 分别为 163、122、91 倍，给予“增持”评级。

？ 风险提示

行业竞争加剧风险；新能源汽车及工业控制行业发展不及预期；新建项目进度不及预期。

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001），联系人：王舒磊

7、信维通信(300136)：业绩符合预期，四季度有望高速增长

事件：

公司发布 2020 年 3 季度报告，前 3 季度合计收入 43.4 亿元，同比增长 21.41%；实现归属于母公司股东的净利润 7.46 亿元，同比增长-9.91%。单 3 季度收入 17.83 亿，同比增长 10.04%，归母净利润 4.17 亿，同比增长-9.16%。

点评：

？ 业绩符合预期，四季度有望高速增长

公司业绩符合预期。公司营收增长主要来源是：①受疫情影响，下游平板和笔记本电脑销量上升，公司在相关产品供应的天线销售额提升；②5G 手机持续放量，根据中国信通研究数据，国内 5G 手机销售渗透率已连续 4 个月超过 60%，5G 手机的天线价值量较高，因此公司的天线产品营收上升；③虽国内大客户受到海外制裁导致销量受到影响，但公司在其他海内外大客户的产品销售不断增长，为公司贡献增量利润。营业收入上升的同时净利润略有下降，主要原因在于：去年同期毛利率处于较高水平，今年三季度国际大客户新机发布推迟且国内大客户受海外制裁，稼动率未达到最佳利润水平导致。进入四季度，各大厂商均先后发布旗舰机，消费电子进入旺季，公司收入将不断增长，毛利率有望进一步提升。

？ 打造“材料-工艺-模组”一体化优势，独占无线充电鳌头

自 iPhone 8 搭载无线充电起，智能手机采用无线充电便成为行业发展方向，iPhone 12 的 magsafe 推出后，更将无线充电推向市场的焦点。目前绝大多数中高端机器均支持无线充电，接收端与发射端合计整个市场空间有望达到千亿人民币。公司在无线充电领域拥有“材料-工艺-模组”一体化的能力，无论是纳米晶材料还是铁氧体的材料都有领先的优势，目前已成为多数品牌厂商的主力供应商。伴随着公司不断扩展客户，以及未来进入发射端市场，无线充电将成为公司未来重要的业绩增长点。

？ 专注研发，打造泛射频一体化的领先企业

公司自成立以来，立足于天线的领先地位，逐步扩充产品种类，已成为了优秀的泛射频一体化的企业：在天线领域，公司的 5G 天线处于行业领先的地位；LCP 相关产品已经为客户提供解决方案并实现批量出货，并持续推进“传输线+天线+RF 连接器”模组在市场上的应用；射频前端方面，公司依托于收购德清华莹建立了滤波器的积累，收购瑞强布局 PA 产品，现以 SAW 滤波器为主要发展方向，逐步完善公司产品的布局。伴随着 5G 建设的加速，射频领域的市场需求与规模将持续增大，公司作为优秀的泛射频一体化企业，将深度受益。

？ 投资建议与盈利预测

预计 2020-2022 营收 71.12、101.2、130.48 亿元，归母净利润 13.00、22.51、27.58 亿元，当前市值对应 PE 分别为 37、21、17 倍,维持“增持”评级。

？ 风险提示

1） 5G 手机销售渗透率提升不及预期；2）新产品客户拓展不及预期；3）下游产品销售不及预期。

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001），联系人：刘堃

8、富瀚微(300613)：业绩符合预期，迎安防格局变化新机遇

事件：

公司发布 2020 年 3 季度报告，前 3 季度合计收入 3.81 亿元，同比增长 2.21%；实现归属于母公司股东的净利 0.41 亿元，同比下降 46.55%。

报告要点：

？ 三季度业绩符合预期，短期有望恢复向好

三季度业绩符合预期，单季度营业收入 0.99 亿元，同比下降 35.61%，主要原因为三季度执行二季度订单，而二季度订单受疫情影响下滑，因此拖累业绩。而着安防市场与销售网络的恢复，预期公司四季度业绩呈恢复向好态势。

？ 加快研发步伐迈向中高端安防芯片市场，未来前景可期

公司不断推陈出新，推出了全新低光全彩摄像机产品，以及基于图像的智能安防系统、人脸识别智能楼宇系统等 AI SoC 产品及方案等，通过卓越的图像品质，以低光全彩、音频、高清、AI+等高性能、低功耗、高集成度等优势赢得主流安防厂商客户认可。同时，受益车载摄像头数量增加，车载电子领域的营收正迅速增加，逐步成为公司业绩的快速增长点。加之，车载 ISP 芯片是一个持续高增长的细分领域，有望为公司带来新的增长引擎。

？ 安防芯片市场格局变化，迎来新的发展机遇

伴随着中美贸易摩擦的加剧，行业龙头存在无法向客户提供芯片的风险，安防 IPC 领域绝对的领先者占据接近七成市场份额，下游安防系统厂商逐步导入替代方案。富瀚微 IPC 芯片产品竞争力突出，在产品性能方面，公司产品 FH8852/8856 与华为海思竞品系列性能不相上下，未来有望推出更高性能的产品，在分辨率、帧率、编码能力以及神经网络处理能力等特殊功能领域全面不输竞争对手，在安防芯片格局重塑过程中将成为最大受益者之一。

？ 投资建议与盈利预测

预计 2020-2022 营收 5.35、12.83、16.87 亿元，归母净利润 0.81、3.04、4.23 亿元，当前市值对应 PE 分别为 137、36、26 倍。考虑格局重塑过程中公司市占率的提升，应给予充分的估值溢价，维持“增持”评级。

？ 风险提示

IPC 业务增速不及预期；2）智能视频芯片产品中高端市场渗透不及预期；3）产品研发不及预期。

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001），联系人：刘莹

● 医药

1、泰格医药（300347）2020 三季报点评：Q3 业务进一步恢复，看好行业长期发展

事件：

公司公告 2020 年三季报，报告期内公司实现营收 23.00 亿元，同比增长 13.27%；归母净利润 13.18 亿元，同比增长 149.57%，扣非归母净利润 4.98 亿元，同比增长 13.57%。

国元观点：

Q3 临床 CRO 业务进一步恢复，后续在手订单丰富

公司 Q3 实现收入 8.49 亿元，同比增长 22.31%，增速相比 Q2 进一步提高，说明临床 CRO 业务得到进一步恢复。公司前三季度毛利率 48.48%，总体较为稳定；销售费用率 3.03%，小幅提高，说明商业活动进一步恢复；管理费用率 11.89%，小幅下降；财务费用率 6.00%，财务费用 1.38 亿

元，同比增长较高，主要因为 H 股募集资金的汇兑损失和利息增加；研发费用率 4.81%，小幅下降。

Q3 实现归母净利润 3.19 亿元，同比增长 81.37%，受益于公司投资组合，三季度实现公允价值变动损益 3.09 亿元，若剔除非经常性损益影响，公司实现归母扣非净利润 1.95 亿元，同比增长 29.35%。

公司截止三季度预付款项 4625 万元，同比增长 77.34%，主要为预付实验材料款，也说明公司后续在手订单较为充裕，预计将逐步释放提高收入。

从现金流角度来看，公司前三季度经营活动现金流量净额 5.17 亿元，同比增长 51.92%，说明公司项目回款较快，现金流充裕。

公司顺利完成 H 股募资，参与产业基金推动行业发展

三季度公司顺利完成 H 股上市，为公司带来 107 亿港元的现金流入，将助力公司进一步开拓业务，用于增强临床试验及相关服务能力（如收购新技术、服务和扩大团队规模等）、进行潜在收购交易、对外投资、偿还借款等，从而深化国际化战略和搭建一站式服务平台。同时公司也积极参与医疗健康大产业的发展，三季度公司出资参与多个医疗健康产业基金，主动推动全球和中国生物医药和医疗器械的行业发展，从而让自身业务更好地获益于创业药红利期带来的临床 CRO 需求增长。

投资建议与盈利预测

预计公司 20-22 年营业收入分别为 32.85/43.16/54.84 亿元，同比增长 17.19%/31.38%/27.07%，归母净利润 15.98/16.37/19.31 亿元，同比增长 89.86%/2.46%/17.97%，EPS 为 1.83/1.88/2.21 元/股，对应 PE 70/68/58 倍，维持“增持”评级。

风险提示

受全球疫情影响，相关业务放缓风险；市场竞争加剧风险；新药研发景气度下降风险；行业监管事件风险；投资组合波动风险。

分析师：常启辉（执业证书：S0020517090001），联系人：刘慧敏

2、康泰生物（300601）2020 年三季报点评：创新苗持续放量，研发梯队有序推进

事件：

2020 年 10 月 28 日公司公告 2020 年三季报：报告期内，公司实现营业收入 2.16 亿元，同比增长 7.39%，归母净利润为 9532.99 万元，同比增长 19.74%，扣非归母净利润 8902.73 万元，同比增长 15.95%。

国元观点：

业绩持续高增速，净利率大幅增长，销售费用控制较好

公司 Q3 单季度实现营业收入 8172.30 万元（+19.07%），归母净利润 4031.32 万元（+40.85%），扣非归母净利润 3721.43 元（+35.30%），业绩持续高增速。Q3 季度公司销售毛利率为 92.83%（-2.30 pct），净利率为 49.33%（+7.63%），净利率大幅增长。Q3 季度销售费用率降低至 29.04%（-9.57 pct），销售费用控制较好。2020 年 9 月末，公司预收款项达 2723.24 万元，同比增长 135.99%，主要系本期经销收入增加，预收销货款增加所致，可见公司产品销售较好，订单量大幅增长，Q4 季度公司业绩有望继续维持高增速。

研发投入持续加码，新厂区将助力公司生产能力和研发水平更进一步
公司持续增加研发人员、技术设备和其他研发资料的投入，报告期内公司研发费用为 1739.84 万元（+15.59%），研发费用率达 8.05%（+0.57 pct）。报告期末公司预付款项同比增长 165.24%，主要用于试验费以及仪器设备的购置，助力产品研发。公司活性生物骨正在开展技术审评阶段的补充资料工作，此外，公司引导组织再生膜、高膨可降解止血材料等多款产品处于临床或临床前阶段，研发管线丰富。公司新厂区建设已经基本完成，有望在短期内投入使用，新厂区正式投入使用后助力公司生产能力和研发水平更进一步。
投资建议与盈利预测
公司是国内唯一的口腔修复材料上市公司，产品管线丰富，在研产品活性生物骨有望近期获批。考虑疫情影响，我们预计公司 2020-2022 年实现收入 3.24/4.06/5.21 亿元，归母净利润 1.35/1.66/2.10 亿元，对应每股收益为 1.12/1.39/1.75 元/股，对应当前股价 PE 分别为 62/51/40 倍，维持公司“增持”的投资评级。
风险提示
新产品研发风险；审批进度不达预期；医疗纠纷风险；动物疫情风险。

分析师：常启辉（执业证书：S0020517090001），联系人：刘慧敏

3、华熙生物（688363）2020 年三季报点评：医美和护肤品进入旺季，Q3 业绩提速明显

事件：
2020 年 10 月 29 日，公司公告 2020 年三季报：公司前三季度实现营收 15.96 亿元，同比增长 23.96%，归母净利润 4.38 亿元，同比增长 5.12%，扣非后归母净利润 3.74 亿元，同比下降 9.36%。

国元观点：
？ Q3 单季度业绩提速明显，医美和护肤品板块进入消费旺季
分季度来看，公司 Q1、Q2 和 Q3 分别实现收入 3.68 亿（+3.50%）、5.79 亿元（+27.66%）和 6.49 亿元（+35.65%），分别实现归母净利润 1.08 亿元（+0.77%）、1.59 亿元（+0.74%）和 1.71 亿元（+12.78%），随着疫情影响逐渐减弱，医美和护肤品板块进入消费旺季，Q3 单季度在收入端和归母净利润端提速明显。公司医美板块新推出的润致娃娃针，为三类医疗器械，是微交联的透明质酸产品，用于真皮层的浅层或中层的填充，并且结合利多卡因缓释技术，可缓慢释放 24 小时，提高消费者舒适度，该产品正在全国各地进行市场推广，有望继续为医美板块贡献业绩。
？ 毛利率稳健，销售费用提升推动收入快速增长
公司前三季度毛利率稳健，高达 80.88%，同比提升 1.90pct，销售费用率上升明显，达到 40.43%，同比提升 15.12pct，主要系销售费用较高的护肤品板块占比提升，管理费用率为 5.93%（-3.82pct），研发费用率为 5.98%（+1.68pct），经营性现金流净额为 3.81 亿元（+84.29%），改善明显。
？ 投资建议与盈利预测
公司是玻尿酸行业龙头，功能性护肤品正在快速放量中，考虑到疫情影响，预计 20-22 年营收分别为 23.74/32.14/45.03 亿元，同比增长 25.88%/35.40%/40.10%，归母净利润分别为 7.07/9.24/12.45 亿元，分别同比增长 20.74%/30.65%/34.78%；EPS 分别为 1.47/1.92/2.59 元/股，对应 PE 为 96/73/54 倍，维持“买入”评级。

？ 风险提示

疫情影响超过预期；医美服务个性化强，可能引发医疗纠纷；新产品研发进度不及预期；市场竞争加剧带来的毛利率下滑风险。

分析师：常启辉（执业证书：S0020517090001），联系人：刘慧敏，刘巧

4、普利制药（300630）2020 三季报点评：Q3 业绩加速增长，静待产能释放后制剂出口放量

事件：

2020 年 10 月 28 日，公司公告 2020 三季报：前三季度实现营收 7.12 亿元，同比下降 9.8%，归母净利润 0.27 亿元，同比下降 57.72%，扣非后归母净利润-0.04 亿元，同比下降 110.13%。

国元观点：

？ Q3 仍受疫情影响，利润端继续承压

从单季度业绩表现看，公司 Q3 仍然受疫情扰动，预计国内医院终端采购影像设备有所延迟或减少订单，同时海外疫情持续蔓延减少出口订单，对公司彩超业务造成一定负面影响，内镜业务预计受影响较小，但营收占比相对较低，不足以弥补彩超业务下滑对业绩的冲击。Q3 单季度实现营收 2.26 亿元，同比下降 7.77%，环比下降 10.22%，归母净利润为 0.02 亿元，同比下降 118.6%，环比下降 95.05%，预计主要系公司销售、管理等费用较高，叠加营收下降的影响所致。盈利能力方面，Q1-3 毛利率为 64.47%，同比小幅下降 1.24pct，但仍维持较高水平。

？ 三费波动拖累利润，研发投入持续加大

前三季度公司销售费用、管理费用、财务费用分别为 2.29 亿元（-14.67%）、0.55 亿元（+5.48%）和 0.18 亿元（+204.03%），其中财务费用增幅较大，主要系公司增加银行借款以致利息支出增加所致，在收入受影响的情况下，高昂的费用支出是导致利润降幅较大的主要原因之一。在疫情影响下，公司仍保持较高的研发投入，前三季度研发费用率为 25.15%，同比增长 3.25pct。经营性现金流净额为 0.30 亿元，同比增加 8.60%，改善明显。

？ 拟定增募资加大核心产品研发，长期看高端彩超、内镜持续放量

公司超声内镜研发进展顺利，预计 2021 年获得注册证，有望成为国内唯一一家具有生产超声内镜能力的企业，进一步巩固公司在内镜领域的竞争优势，同时与其他超声产品形成协同作用。血管内超声 IVUS 目前正在进行临床验证，有望 2021 年年底获批，成为公司又一高壁垒产品。公司始终重视研发，不断丰富产品管线，拟在武汉投资建设高端医疗器械研发生产基地，主要用于开立华中区医疗器械高端研发基地，微导管超声、超声内窥镜等高端医疗器械产品生产线等。此外，公司拟定增募集不超过 12 亿元用于多个项目的建设，其中 3.5 亿元将用于彩超、内窥镜的研发，5.04 亿元用于松山湖开立医疗器械产研项目，该项目旨在打造包括硬镜、软镜、超声内镜、镜下治疗器具在内的内镜产业基地，推动国产内镜自主创新、加速实现进口替代，项目建设周期为 42 个月，达产后年均销售收入和净利润分别为 9.02 亿元和 1.36 亿元，盈利能力良好。随着公司高端彩超 S60、高端内镜 HD550 的后续放量以及多个产品研发稳步推进，同时在国内鼓励进口替代的政策下，公司有望凭借产品的优秀性能，为未来几年业绩增长奠定基础。

？ 投资建议与盈利预测

公司业绩短期承压，长期看好内镜市场增长趋势，公司内镜管线布局丰富，仍有较大向上潜力。考虑到疫情影响彩超等设备的采购，我们预计 20-22 年公司有望实现营收 12.01/16.36/18.68

亿元，同比增长-4.2%/36.2%/14.1%，归母净利润 0.68/1.67/2.11 亿元，同比增长-32.7%/144.5%/26.5%，EPS 为 0.17/0.41/0.51 元/股，对应 PE 为 158/65/51 倍，维持“增持”评级。

？ 风险提示

市场竞争加剧风险；疫情影响海外销售风险；产品研发风险；商誉减值风险。

分析师：常启辉（执业证书：S0020517090001），联系人：刘慧敏

5、药明康德（603259）2020 三季报点评：Q3 业务增长超预期，平台式优势尽显

事件：

公司 2020 年前三季度实现营收 118.15 亿元，同比增长 27.3%，归母净利润 23.68 亿元，同比增长 34.2%，扣非归母净利润 16.54 亿元，同比下降 3.5%，经调整 Non-IFRS 归母净利 24.77 亿元，同比增长 34.4%。

国元观点：

中国区实验室服务和 CDMO 服务增长超预期，美国区实验室短期受影响

公司 Q3 国内业务进一步加速，海外美国区实验室受疫情影响收入下降，总体来看业务开展顺利。公司 Q3 实现收入 45.83 亿元（+35.4%），归母净利润 6.51 亿元（-8.1%），主要原因为受投资收益、汇兑损益等影响，公司经调整 Non-IFRS 归母净利润 9.58 亿元（+44.3%）。从盈利能力来看，公司前三季度毛利率 37.6%，相对半年报进一步提高，销售费用率 3.48%，财务费用率 2.76%，管理费用率 11.04%，研发费用率 4.02%，受股权激励影响，销售费用率同比小幅提高，总体较为稳定，财务费用收汇率波动影响较大，造成一定损失。

具体来看，Q3 中国区实验室服务收入 23.38 亿元（+38.9%），CDMO 服务收入 15.48 亿元（+54.9%），美国区实验室收入 3.15 亿元（+16.8%）。

公司致力于提供新药研发的一站式服务，在国内旺盛的需求下，公司的一体化靶标到苗头化合物发现平台实现收入约 1.4 亿元，同比增长 92%，取得巨大成功，并为公司后期服务内容提供有力保障。公司 DDSU 部门三季度助力中国客户完成 18 个 IND 申报，并获得 20 个项目的 CTA，目前公司有 1 个 III 期项目、9 个 II 期项目、56 个 I 期项目。

随着公司 CDMO 产能建设的不断扩大和项目经验的不断积累，CDMO 业务实现高速增长，三季度小分子药项目增加超 440 个，包括从外部获取的 25 个 II/III 期临床试验的项目。截止三季度末，公司小分子药 CDMO 服务项目所涉新药物分子超过 1100 个，其中临床 III 期 42 个、已获批上市 26 个，未来随着临床前期项目陆续进入后期和商业化阶段，公司 CDMO 业务将继续保持高速发展的良好态势。

虽然海外业务短期受影响，但公司仍不断开拓服务项目，美国区实验室目前为 33 个临床试验阶段的细胞和基因治疗项目提供 CDMO 服务，其中 22 个 I 期，11 个 II/III 期，目前公司细胞和基因治疗 CDMO 在手订单环比增长约 35%，预计未来海外恢复常态后，将保持较快的增长速度。

疫情影响下加速新客户增加，各类客户收入增长态势较好

截止三季度末，公司在海外疫情影响下进一步实现市场份额的提高，新增客户超过 900 家，活跃客户超过 4100 家。海外客户收入 90.23 亿元（+25.3%），国内客户收入 27.92 亿元（+34.4%），“长尾”客户收入 79.38 亿元（+28.4%），全球 TOP20 药企收入 38.77 亿元（+25.1%），总体来说，各类型客户均保持良好的收入增速。同时通过一站式的服务模式，公司保持较高的客户粘性，来自原有客户收入 111.09 亿元（+29.1%）。

投资建议与盈利预测

行业持续高景气，公司龙头地位稳固，一站式服务优势显著，预计公司 20-22 年营收为 164.28/213.77/271.52 亿元，同比增长 27.62%/30.13%/27.01%，归母净利润分别为 30.32/37.67/47.44 亿元，同比增长 63.47%/24.26%/25.93%，EPS 为 1.28/1.59/2.00 元/股，对应 PE 为 88/71/56X，维持“增持”评级。

风险提示

全球疫情影响，业务放缓风险；市场竞争加剧风险；全球政治局势变动风险；产能建设不及预期风险；公允价值计量的资产价值以及汇率波动风险。

分析师：常启辉（执业证书：S0020517090001），联系人：刘慧敏

6、万东医疗（600055）2020 三季报点评：Q3 营收同比下降，长期受益于医疗新基建

事件：

2020 年 10 月 29 日，公司公告 2020 三季报：前三季度实现收入 7.36 亿元，同比增长 15.59%，归母净利润 1.48 亿元，同比增长 62.51%，扣非后归母净利润 1.39 亿元，同比增长 66.87%。

国元观点：

？ Q3 营收利润同比略有下降，长期受益于国家医疗新基建计划

从单季度看，公司 Q3 营收和归母净利润分别为 2.33 亿元和 0.42 亿元，同比下滑 9.89%和 8.37%，预计主要系国内疫情逐步恢复，移动 DR 需求有所下降。在下半年集采的驱动下常规 DR 预计需求量保持稳定，前三季度预计突破 1000 台。长期来看，在国家大力推动传染病医院和 ICU 建设的利好政策下，公司有望凭借 DR 产品的优异性能和口碑获得较大的市场份额。同时海外疫情持续蔓延，公司 DR 产品出口有望持续贡献收入。公司在 2020CMEF 展上推出国产首款百微 DR-新东方 1000F，能够满足骨科、儿科等对细节成像更精细的要求，搭载 AI 智能诊断功能，助力高效精准治疗，有望凭借先发优势有望带来新的盈利增长点。

？ 盈利能力良好，现金流大幅改善

公司前三季度毛利率为 54.19%，同比增长 8.80pct，预计主要系毛利率相对较高的移动 DR 产品销量增加所致，Q3 单季度毛利率为 50.33%，低于 Q1 的 58.23%和 Q2 的 53.77%，预计主要系 DR 销售结构中移动 DR 占比下降所致。销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 17.23%（+0.42pct）、7.36%（-0.76pct）和-0.52%（+0.09pct），费用率控制平稳，预计主要系疫情期间差旅费用、推广费用等减少所致。经营现金流净额为 2.03 亿元，同比大幅增加 277.45%，现金流改善明显，预计主要系销售贷款增加所致。研发费用率为 8.64%，同比增长 0.72pct，预计主要系公司持续加大研发力度所致。

？ MRI、DSA 等产品销售恢复良好，万里云业务成长可期

随着国内疫情逐渐缓解，预计各大医疗机构对 MRI 成像系统、DSA 血管介入治疗系统等产品需求增加，其中 DSA 在配置证取消叠加县级医院升级的驱动下，预计全年有望实现销量的稳定增长。超声产品方面，苏州百胜超声产品注册顺利，上半年已获批 3 个产品，预计全年获批 6 个产品，进一步丰富产品管线，贡献业绩新增量。公司控股子公司万里云上半年贡献收入超过 3200 万元，线上线下业务同步进行，合作医院超 5000 家，依托阿里健康、鱼跃集团和美年大健康的平台优势，业绩有望保持稳定增长趋势。

？ 投资建议与盈利预测

受到疫情影响，移动 DR 和 DR 产品需求激增，疫情过后，“新基建”带动下，MRI 和 DSA 有望走进基层，百胜超声产品有望于今年开始突破。考虑到疫情影响，我们预计 20-22 年公司有望实现营收 10.84/12.43/14.26 亿元，同比增长 10.34%/14.66%/14.72%，归母净利润 2.05/2.37/2.87 亿元，同比增长 21.44%/15.47%/21.14%，EPS 为 0.38/0.44/0.53 元/股，对应 PE 为 35/30/25 倍，维持“买入”评

级。

？ 风险提示

产品销售不及预期；新产品研发上市不及预期；疫情影响采购恢复不及预期；市场竞争超过预期；价格降幅超过预期。

分析师：常启辉（执业证书：S0020517090001），联系人：刘慧敏

7、益丰药房（603939）2020 年三季报点评：业绩符合预期，门店稳步扩张

事件：

2020 年 10 月 29 日，公司公告 2020 年三季报，报告期内实现营收 94.37 亿元，同比增长 27.72%，归母净利润 5.90 亿元，同比增长 41.16%，扣非归母净利润 5.70 亿元，同比增长 38.30%

国元观点：

Q3 季度业绩符合预期，费用率控制较好，经营效率提升

Q3 单季度，公司实现营收 31.44 亿（+34.32%），实现归母净利润 1.78 亿元（+61.79%），扣非归母净利润 1.72 亿元（+58.05%），业绩保持稳健增长，符合预期。Q3 季度销售毛利率为 39.31%（-1.48%），环比增长 1.33 pct，净利率为 6.38%（+0.99 pct）。Q3 季度费用率控制较好，销售费用率与管理费用率分别为 25.66%（-1.77 pct）、4.18%（-0.91 pct）。公司经营效率显著提升，报告期公司直营门店日均平效 63.34 元/平方米，较 2019 年上升 6.58%。

“自建+收购+加盟”三驾马车持续拓宽门店覆盖网络

疫情过后，公司恢复门店扩张速度，坚持“自建+收购+加盟”模式，持续拓宽门店覆盖网络。报告期内，公司新开门店 737 家（含新开加盟店 225 家），收购门店 68 家，关闭门店 61 家，净增门店 744 家。至报告期末，公司门店总数达 5496 家（含加盟店 611 家），直营门店经营面积达 57.43 万平方米，覆盖全国 9 个省份及直辖市。2020Q3 季度，公司新开门店 360 家（含新开加盟店 118 家），收购门店 23 家，关闭门店 24 家，净增门店 359 家。公司 Q3 季度共发起了 7 起并购，共涉及门店 168 家，其中 2 起收购已完成交割，其余 5 起并购正在进行中，待交割门店 145 家，有望于近期完成。

成立子公司拓展互联网医疗业务，推进“新零售”战略

公司积极拓展互联网医疗业务，实施“新零售”战略。2020 年 7 月，公司在海南设立子公司海南益丰互联网医院有限公司，该子公司主要为用户提供互联网诊疗、处方流转平台、家庭私人医生、健康管理、轻问诊、患者教育等服务。成立互联网医院公司有利于为公司线下连锁药店提供“互联网+医疗健康”支持服务，推进公司“新零售”战略的发展。

投资建议与盈利预测

作为头部医药零售公司，公司持续拓宽门店覆盖网络，前期门店逐步进入成熟期，精细化管理和净利润水平提升，加快并购步伐，承接处方外流、慢病管理。我们预计公司 20-22 年营业收入分别为 128.45/164.73/210.60 亿元，归母净利润 7.39/9.50/12.27 亿元。对应 EPS 为 1.39/1.79/2.31 元/股，对应 PE 为 62/48/37 倍，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，刘巧

8、老百姓（603883）2020 年三季报点评：业绩稳健增长，门店网络持续扩张

事件：

2020 年 10 月 29 日，公司公告 2020 年三季报：报告期内实现营业收入 101.20 亿元，同比增长 20.91%，归母净利润为 4.87 亿元，同比增长 23.60%，扣非归母净利润 4.49 亿元，同比增长 20.51 %。

国元观点：

业绩增长稳健，利润率稳定，非药品类增长显著

Q3 单季度公司实现营收 34.33 亿（+21.04%），归母净利率 1.51 亿（+21.88%），扣非归母净利率 1.42 亿（+21.26%），业绩增长稳健。Q3 季度公司经营毛利率为 32.96%（-0.59 pct），净利率为 5.42%（+0.26 pct），利润率稳定。

分版块来看：公司医药零售业务实现营收 88.50 亿（+19.69%），医药批发业务实现营收 11.94 亿（+32.03%）。分产品来看：公司中西成药实现营收 77.32 亿（+18.50%），中药实现营收 6.78 亿（+1.82%），非药品实现营收 17.10 亿（+45.04%），非药品类产品成为公司业绩的主要增长点。

门店网络保持快速增长，积极筹备承接处方外流

公司门店网络保持快速增长，报告期内，公司直营门店新增 804 家，关闭 62 家，净增 743 家。截至报告期末，公司拥有 6177 家门店，其中直营 4636 家、加盟 1541 家，营销网络已覆盖全国 22 个省级市场、130 多个地级以上城市。公司直营门店医保门店占比 88.24%，院边店占比 11.24%，DTP 药房 141 家，特殊门诊 345 个，为承接处方药外流占得先机。

全面开展数字化策略，腾讯业务合作有序推进中

公司正全面开展数字化化的人货场策略，包括建立人力资源数字化（DHR）系统、供应链数字化工具、精细化的商品管理模式、医保中台、药监中台等。公司与腾讯的业务合作继续全面推进，运用腾讯的人脸识别技术等 AI 能力，逐步建立 AI 智能客服、智能荐药、辅助诊断、智能审方等智能化服务系统，部分项目已取得阶段性进展。

投资建议与盈利预测

公司加盟模式助力渠道下沉，积极推动数字化转型，DTP、慢病管理和药事服务能力较好，有望快速承接处方外流。我们预计 20-22 年公司营业收入为：141/171/209 亿元，归母净利润为：6.34、7.93 和 9.78 亿元，对应当前股价 EPS 分别为 1.55/1.93/2.38，PE 分别为 48、38 和 31 倍。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

9、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、汇率波动、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 50%以上（略低于 1H20 的 62.26%），主要系呼吸机、监护仪等受益产品缺口有所缓解；IVD 业务预计增速在 10%左右（高于 1H20 的 6%），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%左右（略低于 1H20 的 6.67%），国际市场彩超出口继续承压，国内台式超声常规采购需求已逐步恢复，Q4 仍有望维持稳定增长。

？ 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，预计主要系公司业务规模和销售收入增长所致。

？ 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

● 通信

移远通信(603236)2020 年三季报报点评：利润拐点初现，物联网龙头收入持续快速增长

事件：

2020 年 10 月 29 日，公司发布 2020 年三季报，2020 年前三季度实现收入 42.08 亿，同比增加

47.40%；实现归母净利润 1.25 亿，同比增加 33.84%。

点评：

收入持续快速增长，利润拐点初现

公司收入快速增长的原因是在行业发展态势良好的基础上，公司根据市场需求发展态势不断创新优化产品，满足了更多客户对不同物联网应用场景的需求。单季度看，Q3 实现收入 17.11 亿，同比增加 49.16%，环比增加 16.55%，创单季度历史新高；实现归母净利润 5534.52 万元，同比增加 264.54%，环比增加 54.86%，为上市后首次实现单季度利润同比环比的增加。

Q3 费用率控制带动净利率改善，研发持续加大确保产品线丰富

跟过往增收不增利的情况相反，公司三季度各项经营性指标改善明显。Q3 公司毛利率 20.33%，较 Q2 略微提升；净利率 3.23%，较 Q2 2.44%的水平增加 0.79pct，较 2019Q3 增加 1.91pct。2020Q3 销售费用 5408.78 万元，同比环比均有所下滑；2020Q3 管理费用 4527.21 万元，同比减少 31.48%，环比增加 18.44%。公司并未减少研发投入，前三季度研发投入 4.37 亿，同比增加 96.55%，Q3 研发费用 1.75 亿，同比增加 90.28%，环比增加 20.69%。不断的研发投入，丰富了公司产品线，今年新推出多款产品包括车规级 5G NR Sub-6 Ghz 模组 AG550Q、支持 Cat M1、Cat NB2 和 EGPRS，并集成 GNSS 定位功能的 LPWA 模组 BG600L-M3 等。

募投项目，多方面提升核心竞争力

公司此前公告拟非公开发行募资 11 亿用于建设全球智能制造中心建设项目、研发中心升级项目和智能车联网产业化项目。我们认为这将显著提升公司的自主生产配套能力、新产品研发创新能力和智能车联网模组市场竞争力，在万物互联时代构造公司的核心竞争力。

投资建议与盈利预测

预计 2020-2022 年公司收入分别为 60.33 亿、83.63 亿、111.04 亿，净利润为 2.02 亿、3.59 亿、6.1 亿，对应当前股价的 PE 为 92.87、52.19、30.75，给予“买入”评级。？

风险提示

市场竞争持续加剧的风险、汇率变动的风险

分析师：常启辉（执业证书：S0020517090001）

● 家电

小熊电器（002959.SZ）2020 年三季报点评：毛利率提升，营收净利维持高速增长

事件：

公司发布 2020 年三季报。2020 年前三季度，公司营收 24.98 亿元，同比增长 45.14%，归母净利润 3.22 亿元，同比增长 92.04%。

报告要点：

1.三季度营收净利维持高增长

2020 年前三季度，公司营收 24.98 亿元，同比增长 45.14%，归母净利润 3.22 亿元，同比增长 92.04%。单三季度来看，营收净利依旧维持高速增长。公司营收 7.80 亿元，同比增长 46.55%，归母净利润 0.68 亿元，同比增长 69.99%。

2.毛利净利率提升，费用率回落

单三季度公司毛利净利率提升，总体费用率回落。毛利率提升 1.38pct 至 35.06%，销售费用率降低 1.49pct 至 13.83%。公司整体费用率降低 2.26pct 至 19.49%，净利率提升 1.19pct 至 8.68%。

3.产业链话语权提升，现金流大幅提高

2020 年公司产业链话语权提升，前三季度公司应付款项同比提升 137.94%至 11.54 亿元，受此影响，公司前三季度经营活动产生的现金流量净额同比提升 501.85%至 6.50 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 4.65 亿元、5.83 亿元、7.22 亿元，每股收益为 2.99、3.74、4.63 元，对应 PE 为 24.12、19.26、15.55 倍。我们认为随着公司新品拓展，以及线上份额逐步提升，公司将稳健增长，维持公司“增持”评级。

5.风险提示

电商增速不及预期、新品开发不及预期、原材料价格波动的风险。

分析师：邢瀚文（执业证书：S0020520010001）

● 传媒

1、 宝通科技（300031）2020 年三季报点评：持续推进全球研运一体，期待自研产品上线

事件：

公司发布 2020 年三季报。

*业绩符合预期，利润快速增长

2020 年前三季度公司共实现营业收入 19.52 亿元，同比增长 10.32%；归母净利润 3.16 亿元，同比增长 35.84%；扣非归母净利润 3.11 亿元，同比增长 35.34%。Q3 实现营业收入 6.39 亿元，同比增长 8.94%；实现归母净利润 0.81 亿元，同比增长 22.80%。新品上线推动游戏业务收入增长，工业互联网国际贸易收入实现同比增长。

*持续深耕区域化市场，加快发展全球研运一体

易幻方面，老产品《三国志 M》、《万王之王》、《龙之怒吼》、《完美世界》、《遗忘之境》等产品收入保持稳定，陆续上线《食物语》、《命运的法则：无限交错》、《新笑傲江湖》、《延禧攻略》等 10 余款新品，产品表现良好，支撑公司业绩增长。子公司海南高图加快发展全球研运一体业务，前三季度业绩相比去年同期大幅提升，为公司贡献新的业绩增量。《War and Magic》注册用户已破千万，《King’s Throne》、《Dragon Storm Fantasy》目前已在全球约 150 个国家和地区发行。

*发力日本、欧美等市场，期待自研产品上线

海外方面，S 级产品《梦境链接》预计将于 11 月在日本上线。港澳台区、东南亚、韩国等地后续将上线《妖怪名单》、《SOT》、《决战三国》、《新神雕群侠传》等数款产品。海南高图自研模拟经营类手游《WILD WEST HEROES》预计下半年在欧美地区上线，同时在 MMO、SLG 品类各储备有一款产品。放置 ARPG 手游《D3》（《龙之怒吼》第二代）预计 11 月开始测试。国内方面，成都聚获自研二次元弹幕射击类手游《终末阵线：伊诺贝塔》（B 站独代，已获得版号并完成首轮测试，目前官网预约人数超 32 万人），明年一季度有望上线。

*投资建议与盈利预测

公司在深化韩国、港澳台以及东南亚等优势区域龙头地位的同时，积极开拓日本及欧美等一级市场市场，成立高图、聚获等子公司发力自研，全球化研运一体布局初显成效。老产品表现稳定，代理及自研产品储备进一步贡献业绩增量。我们预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 1.0/1.40/1.64，对应 PE22x/16x/14x。维持“买入”评级。

*风险提示

新游戏上线不及预期，头部老游戏流水快速下滑。

分析师：李典（执业证书：S0020516080001），联系人：路璐

2、完美世界（002624）2020 年三季报点评：游戏业务高增长，完善多品类矩阵搭建

事件：
公司发布 2020 年三季报。
点评：
*新游上线驱动三季度业绩增长，影视剧库存逐步消化
公司前三季度共实现营业收入 80.62 亿元，同比增长 38.71%；归母净利润 18.07 亿元，同比增长 22.44%；扣非归母净利润 16.71 亿元，同比增长 17.72%。Q3 实现营业收入 29.18 亿元，同比增长 35.37%；实现归母净利润 5.36 亿元，同比增长 17.74%。其中，游戏业务占比约为 85%，Q3 收入高增长主要系新游上线驱动，影视业务共确认《天舞纪》、《倩女幽魂人间情》、《大侠霍元甲》3 部剧集，个别项目略微亏损。前三季度公司毛利率同比下降 6.3pct 至 59.38%，主要系公司自主发行的游戏产品占比提高，成本、收入确认方式变动所致。费用方面，2020 年 1-9 月公司销售费用率同比上升 2.87pct 至 17.08%，其中 Q3 销售费用为 6.29 亿元，同比增长 30.60%，主要是由于新游上线推广费用阶段性上升。管理费用率同比下降 1.56pct 至 6.16%，研发费用率同比下降 2.63pct 至 14.67%，主要为外包费用结算支出以及计提业绩奖金影响。
*《新神魔大陆》表现优异，品效合一发行策略渐趋成熟
新游《新神魔大陆》Q3 表现优异，目前排名畅销榜第 19 位，公司在优势品类 MMORPG 领域持续产出精品的能力得到持续验证。另一方面，公司在产品发行上首次尝试投放高品质的买量素材并取得成功，并在次月减少买量投放后仍表现出较为稳定的用户留存，品效合一发行策略取得成效。
*21 年储备产品丰富，完善多品类矩阵搭建
后续产品方面，21 年上半年预计上线《梦幻新诛仙》、《战神遗迹》（东南亚已开启测试）以及 UE4 引擎开发的开放世界 MMO 手游《幻塔》（已开启三端首测，TapTap 平台评分 9.1，预约人数超 41 万人），下半年预计上线《一拳超人》、基于仙剑 IP 的回合制 MMO 手游以及一款 ARPG 手游。此外，在射击竞技类、休闲类、放置类以及二次元等多个品类储备有在研产品。
*投资建议与盈利预测
公司以研发构建核心壁垒，在巩固传统优势品类的同时发力多品类，提升发行能力，行业龙头价值凸显。我们预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 1.22/1.40/1.57，对应 PE24x/21x/18x。维持“买入”评级。
*风险提示
新游戏上线不及预期，头部老游戏流水快速下滑。

分析师：李典（执业证书：S0020516080001），联系人：路璐

3、视觉中国（000681）2020 年三季报点评：业绩逐季改善，龙头价值不改

事件：公司发布 2020 年三季报。

业绩逐季改善，三季度营收和利润同比降幅收窄，受季节性影响环比增速有所放缓：2020 年上半年网站整改、新冠疫情等双重因素使公司业绩短期承压。2020 年前三季度公司实现营收 4.42

亿元，同比下降 24.54%，实现归母净利润 1.22 亿元，同比下降 43.15%。单季度看，随着疫情等不利因素的逐步缓解，公司营收逐季改善，同比降幅收窄，第三季度实现营收 1.70 亿元，同比下降 7.55%，环比增幅由于 Q3 为收入淡季故放缓至 4.82%，归母净利润为 0.50 亿元，同比下降 39.49%，环比增长 15.27%。

利润率水平较去年有所下降：2020 年 1-9 月，公司毛利率同比下降 2.51pct 至 62.26%，期间费用率有所上升使得净利润率同比减少 8.80pct 至 27.63%。其中，管理费用率同比上升 2.09pct 至 13.49%。销售费用率同比上升 1.20pct 至 11.92%。财务费用率同比上升 2.76pct 至 4.87%。公司继续以“内容+技术”为战略发展方向，研发费用同比增长 28.03%，研发费用率同比增加 3.25pct 至 7.92%。

上游内容端推进多方合作，下游客户端继续拓展：（1）不断推进在视频、音乐领域的外部合作，丰富内容库。2020 年 9 月公司与创意类影像内容平台未来影像战略合作，深化整合营销、客户定制拍摄等服务内容，另与 4K 花园在超高清视频彩铃业务进行战略合作，协同发展超高清视频拍摄、彩铃制作、渠道分发等领域。（2）持续扩展客户数。公司重点聚焦大客户市场，包括与多家行业协会共建行业视觉素材库，2020 年 10 月与中国酒业协会建立战略合作。2020 年前三季度，公司签约合作客户数同比增长约 10%。

投资建议与盈利预测：公司是国内图库行业龙头，并逐步发力音乐和视频素材领域。公司“海量+独家”版权素材内容保证了上游护城河稳固，同时加大研发投入以提升下游客户粘性。随着疫情等不利影响缓解，业务逐季修复，预计 2020-2022 EPS 为 0.27/0.39/0.51 元，对应 PE 为 57/39/30x，维持“增持”评级。

分析师：李典（执业证书：S0020516080001），联系人：陈俊璇

- **电新**

公牛集团（603195）2020 三季报点评：毛利率改善，民用电工龙头稳步发展

事件：

？ 公司发布三季报：前三季度公司营收 71.47 亿元，yoy-5.10%；归母净利润 15.99 亿元，yoy-8.77%，其中 Q3 营收 30.38 亿元，yoy+18.68%，归母净利润 7.95 亿元，yoy+15.85%，业绩符合预期。

点评：

？ 产品不断推陈出新，渠道运营不断优化

转换器方面，推出 MINI 款两极插座系列和家居焕新插座系列，MINI 系列具备性价比优势迅速抢占市场，焕新插座外观融于现代流行家装风格。墙开方面，公司推出定位中高端的 PIANO 系列装饰开关；LED 持续升级筒灯与装饰灯；数码配件拓展 65W 及更大充电功率的快充电源产品；浴霸已经小批量销售，智能门锁新品蓄势待发。

公司加大转换器五金渠道超级售点的培育力度，提高单店效率及产出，并借助遍布全国的经销商开拓超市、单位工程售点，重点开拓贸易公司、B2B 集采平台。B 端方面，公司持续开发全国性的大型房地产、家装和家居企业客户，已经与融创、金地、美的、中建三局等国内头部企业建立战略合作。

？ 转换器平稳增长，装修回暖驱动墙开与 LED 快速增长，毛利率改善

公司转换器龙头地位稳固，保持平稳增长；上半年装修市场受疫情拖累，三季度以来装修市场迅

速回暖，驱动墙开和 LED 业务快速增长。受益于产品销量提升，单位折旧费用下降，公司 Q3 毛利率明显改善，Q3 公司毛利率和净利率分别为 42.08%/26.17%，环比增长 4.09/2.96pct。

? 费用率下降，现金流良好

公司管理更加精细化，费用严格管控，Q3 期间费用率 11.59%，相对去年同期下滑 2.2pct；前三季度期间费用率 12.71%，相对去年同期下降 1.51pct。前三季度经营性现金流量净额 24.02 亿元，同比增长 18.27%；净利润现金比率 150%，现金流良好。

? 投资建议与盈利预测

预计 2020-2022 公司归母净利润分别达到 24/30/36 亿，EPS 分别 4 /4.94/6.02 元，对应 PE 分别为 50/40/33 倍，维持买入评级。

? 风险提示

产品销量不达预期风险；毛利率下降风险；新产品投放不达预期风险。

分析师：彭聪（执业证书：S0020520040002），联系人：黄浦

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

- 银保监会资金运用监管部副主任罗艳君表示，要提升保险资金投资管理质效，积极融入新发展格局，目前，监管部门已取消保险机构投资管理能力事前备案，取消组合类保险资管产品首单核准，下一步，要推进完善公司治理，提高保险资产管理公司独立性，建立长期激励约束机制。
- 根据中指院数据，前 10 月国内销售额超千亿房企有 26 家，同比增加 1 家，百亿以上房企 147 家。中国恒大、越秀地产、中国金茂等三家业绩目标完成率达到 90%以上，共 11 家房企完成于超过 85%
- 市场研究公司 Stone Partners 表示，明年将有 3.15 亿部智能手机采用柔性 OLED 面板，将比今年预期出货量高出 52%。同时，明年柔性 OLED 屏幕出货量可能将首度超过刚性 OLED。
- 2020 中国科幻大会发布的《2020 中国科幻产业报告》显示，2019 年，科幻电影在中国市场的累计票房为 195.11 亿元，其中，《流浪地球》《疯狂的外星人》等国产科幻电影票房总计达 71.405 亿元，是 2018 年国产科幻票房的 2.12 倍。

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