东吴证券晨会纪要

2020 年 11 月 02 日

晨会编辑 朱国广
执业证号：S0600520070004
021-60199793
zhugg@dwzq.com.cn

宏观策略

策略周评：策略周聚焦——重回龙头

①A 股定价权由过往两年外资主导，转向今年内资公募主导，我们认为从 12 月到明年上半年，外资有望再次掌握 A 股定价权，中国经济复苏及股市领涨全球，且资本市场改革进一步加深，大幅提高了明年 MSCI 提高 A 股权重的可能。而外资重新流入，进一步推升龙头溢价。②基本面看，龙头业绩更优，一季度疫情冲击下，龙头公司抗风险能力更强，随后两个季度龙头业绩反弹更为明显，但今年一二线龙头溢价差异相对有限，在资金面和基本面推动下，优质龙头将得到更大关注与认同。③四季度 A 股宽幅震荡，上行空间有限。重视低估值的金融地产及汽车家电，细分赛道优质龙头溢价提升。

策略月评：宽幅震荡，聚焦龙头

未来 6 个月，外资有望再次掌握 A 股定价权：从全球看，中国经济复苏及股市表现，大幅提高了 2021 年 5 月 MSCI 提高 A 股权重的可能。中国疫情控制、经济复苏及股市表现均处于前列。对内看，今年 A 股制度改革明显，外资入市有望进一步简化。今年资本市场改革进一步加深，大幅提高了明年 MSCI 提高 A 股权重的可能。此外三季度以来人民币持续升值，若拜登上台，中美之间可能采取对话态势，这也将进一步带动外资流入 A 股，我们判断从今年 12 月到明年二季度，外资将流入 1500-2000 亿元，取代今年大规模发行的公募基金，成为市场最大的边际增量资金，可能重新掌握 A 股定价权。

策略周评：东吴策略·行业风火轮——Q3 公募基金买了哪些行业？

加仓食品饮料、电气设备、军工，减仓医药、计算机、传媒。①从持仓市值占比的绝对值看，截至 20Q3 持仓市值前五行业：食品饮料（16.5%）、医药生物（15.1%）、电子（14.3%）、电气设备（7.9%）、计算机（4.8%）。②从持仓市值占比环比变动看，20Q3 加仓前五行业：食品饮料（加仓 2.7%）、电气设备（2.7%）、国防军工（0.9%）、汽车（0.8%）、非银金融（0.8%）。减仓前五行业：医药生物（-4.9%）、计算机（-2.7%）、传媒（-1.4%）、商业贸易（-0.8%）、房地产（-0.5%）。③20Q3 超配电子、医药、电气设备，低配非银、银行、建筑。

固收金工

固收周报：大选临近避险抬升，股债双杀美元走强

一周观点：（1）德法同日宣布“封国”，美股美油受挫严重。与此同时，标普 500 指数和道琼斯工业指数于 10 月 28 日创四个月来最大跌幅，标普 500 指数跌幅为 3.53%，道琼斯工业指数跌幅为 3.43%，纳斯达克综合指数跌幅为 3.73%；WTI 12 月原油期货跌幅 5.51%，收 37.39 报美元/桶；布伦特 12 月原油期货跌幅 5.05%，报 39.12 美元/桶。（2）大类资产表现：美元、日元走高；美利率债收益率走高、信用债收益率走高，美收益率曲线边际趋陡。风险提示：（1）市场超调超预期；（2）疫情管控失策超预期；（3）民粹情绪反弹超预期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

固收周报：本周股市震荡分化，关注转债投资机会

（1）经济秩序稳步恢复，国际局势日趋复杂。上周央行公开市场净投放 2000 亿元，下周仍有 3200 亿元逆回购到期，整体来看货币政策仍维持灵活适度。9 月工业企业利润稳步回升，前三季度呈现“由降转升、增长加快”的走势，表明国内经济恢复态势良好，而海外疫情仍未有效遏制，预计未来汇率波动或小幅走强。（2）投资策略：近期股市波动剧烈，板块轮动明显，震荡回调或衍生机会，但仍需合理控制风险。可关注低估值绩优蓝筹股，以及三季报表现优异标的。中期可关注消费升级及产业升级等领域龙头。长期仍看好新能源汽车、光伏风电等板块，代表标的有隆 20 转债、恩捷转债等。需时时关注国家政策走向及转债市场的赎回风险。

固收周报: 利率债周报: 宏观经济持续修复，债市机会仍存（2020 年第 41 期）

从基本面来看，随着复产复工的全面推进，近期我国需求端向好，制造业、服务业等领域稳步恢复，在国内疫情得到有效控制下，将持续保持经济复苏态势。货币政策方面，预计未来货币政策仍会维持较宽松的状态，以配合财政政策，促进国内经济恢复进程，适度宽松的货币政策能使得利率债的悲观预期会相对减缓。我们预计近期在没有其他临时突发事件的冲击下，市场预期稳定，利率相对平稳，债市机会仍存，或呈现利好趋势。

固收点评：10 月 PMI 点评：PMI 小幅回落，需求生产持续恢复

随着全国范围经济活动持续恢复，复工复产进一步加快推进，企业的生产经营持续改善，需求持续回暖，制造业整体保持稳健复苏的态势。此外局部地区疫情反复，在一定程度上限制了需求的恢复力度，但其影响在持续减弱。10 月全球疫情尚未得到全面有效控制，欧美疫情反复波动，局部地区反弹严重，经济重启进度不及预期，外需虽出现边际改善，但部分企业面临进口原料采购周期加长，运输成本增加等压力，总体仍然存在不稳定不确定因素。随着逆周期政策的加码，基建投资的回升，未来需求将会继续恢复。在经济下行背景下，经济的内生增长动力显得愈发重要。目前来讲，海内外疫情反复波动；外部环境仍有不确定因素。

固收周报：风险信息周报（2020.10.26 -2020.11.01）

事件

负面信息：本周（10 月 26 日-11 月 01 日）负面信息共 5 条。

重点关注：青海省国有资产投资管理有限公司评级展望下调为负面等。

取消发行：扬州经济技术开发区开发(集团)有限公司等 19 家公司取消发行。

持有人会议：交通银行股份有限公司梅州分行等公司本周召开债券持有人会议。

其他关注信息：中国建银投资涉及两项重大诉讼，仲裁等。

行业

机械设备行业跟踪周报：三季报综述：疫情后回暖趋势显著，建议关注高景气的工程机械、自动化及新能源设备

1.推荐组合

【三一重工】【中联重科】【晶盛机电】【杭可科技】【柏楚电子】
【建设机械】【华测检测】【广电计量】【浙江鼎力】【恒立液压】

通信：本周专题：通信行业 Q3 业绩表现亮眼，持续关注 5G、云计算等领域投资机会

通信行业 Q3 单季度业绩增速较快。通信行业 Q3 扣非归母净利润增速 38.85%，在 28 个行业中排名第 11 名。从细分板块来看，除网络设备外，其他子行业均实现归母净利润增长，其中光模块、北斗产业链和 IDC 单季度归母净利润增速均超过 50%，持续关注 5G、云计算等领域投资机会。

化工行业 2020 年 10 月第 4 周周报：农药产业链反弹，继续推荐化工成长股

投资建议：随着疫情对化工行业的影响逐渐减弱，处于周期底部的低估值绩优化工股有望迎来反转，推荐低估值白马股万华化学、龙蟒佰利，国六实施受益标的万润股份，新老基建配套材料相关标的隆华科技、昊华科技、苏博特、震安科技，以及细分行业技术壁垒高、业绩稳健增长的小龙头新亚强。

风险提示：油价大幅波动，新冠疫情持续恶化，贸易战形势恶化。

数字金融追踪：互联网贷款有没有系统性风险？监管逻辑是什么？

我们认为：

① 首先，无论互联网贷款是否真正“普惠”，都要看到互联网巨头的“数据资产”对信贷商业模式的效率优化，集中体现在获客&风控两大核心环节。数字金融实实在在赋能了与之合作的中小金融机构，尽管这种赋能“很贵”，而且互联网巨头不会“授之以渔”，那么合作机构的自身能力可能逐步弱化。

② 其次，信贷业务天然要敬畏风险与周期。我们认为目前互联网巨头以“火车头效应”带动下沉市场信贷规模过快增长，确实存在一定的风险压力。从监管者视角来看，核心在于规模庞大、风控过于集中，更重要的是，互联网主导风控、传统金融机构承担资本的模式下，客观上形成风险转移。

电气设备新能源行业周报：光伏和工控龙头 Q3 再超预期，电动车龙头 Q3 反转

汇川技术（通用自动化今年持续大超预期、动力总成全面突破大幅减亏）、隆基股份（单晶硅片和组件全球龙头、业绩持续高增）、宁德时代（动力电池全球龙头、优质客户和领先技术）、阳光电源（逆变器龙头增长大超预期、储能业务前瞻布局）、通威股份（硅料和 PERC 电池龙头、硅料价格坚挺）、

汽车行业周报：10 月第四周批发同比+22%，全面看多

坚定全面看多，Q4 整车更优于零部件。Q4 建议整个板块加大配置，无论是新车向上周期明确的"长城+比亚迪+长安”，还是底部蓄力的”吉利+广汽+上汽”。核心零部件方面优选"前期涨幅少+估值较低+基本面发生积极变化”，Q4 核心零部件重点推荐标的排序如下：华阳集团/中国汽研/万里扬/德赛西威/拓普集团。

推荐个股及其他点评

中国软件（600536）：秣兵厉马积极备战，先行财务指标预示信创放量在即

事件：公司发布三季报，前三季度实现收入 22.38 亿元，同比下降-28.87%，实现归母净利润-5.50 亿元，同比下降-124.01%。

中国长城（000066）：三季度业绩大幅增长，信创业务高景气度

事件：公司发布三季报，前三季度实现收入 71.50 亿元，同比增长 4.33%；实现归母净利润-1.63 亿元，同比下降-171.58%。

华兰生物（002007）：流感疫苗快速放量，全年有望实现高增长

公司发布 2020 年三季报，实现营业收入 30.7 亿元，同比增长 16.5%；实现归属于母公司净利润 9.6 亿元，同比增长 0.04%，实现扣非后归母净利润 8.7 元，同比下滑 1.9%。

周大生（002867）：Q3 归母净利+51%，婚恋需求释放+电商带动下业绩全面向好

Q3 婚恋需求集中释放珠宝零售市场回暖，Q3 单季公司收入+18%，归母+51%。周大生是较早布局电商渠道的珠宝品牌，疫情期间拥抱直播带货大潮，联手辛巴、佟大为直播带货，销售额破 4.8 亿元；Q3 线上渠道增速达 160%，带动业绩恢复，线上优势得到巩固。Q4 线上珠宝消费在双十一的刺激下有望持续高增，公司作为线上化程度领先的珠宝品牌，Q4 业绩值得期待。

中炬高新（600872）：深耕渠道看全国化，产能推进助双百目标

预计 20-22 年公司营收为 53/62/72 亿，同比+14/16/16%；归母净利为 8.6/10.3/12.4 亿，同比+19/20/21%，PE 为 59/49/40X，维持“买入”评级。

国电南瑞（600406）三季报点评：主业增长提速，信通持续高景气

投资要点

Q3 营收+27%、利润+24%，增长提速、略超预期。公司 Q3 实现营业收入 79.44 亿元，同比增长 27.20%，环比下降 4.05%；实现归属母公司净利润 11.72 亿元，同比增长 24.03%，环比下降 9.89%。Q3 毛利率 30.20%，同比下降 1.17pct；归母净利率 14.75%，同比下降 0.38pct。

电网自动化 Q3 增速略有提速，20 年起迎来细分业务景气周期。

汇川技术（300124）三季报报点评：业绩再次大超预期、工控和电控双王崛起

Q3 收入同比+51%、利润+192%，业绩大超预期。Q1-3 收入 81.0 亿、同比+65%，利润 15.0 亿，同比+132%；Q3 营收 33.1 亿，同比+51%，利润 7.2 亿，同比+192%，剔除 BST（按收入 9 亿、利润 9000 万测算）Q1-3 收入 58.9 亿，同比+41%，备考净利润 13.0 亿，同比+108.7%，Q3 收入 24.1 亿（+64%）、利润 6.3 亿（+227%），业绩大超预期，公司预期全年业绩 18.1-22.8 亿（+90~140%），我们认为实际在上限附近。

隆基股份（601012）三季报点评：现金流及预收款亮眼，单晶龙头强者恒强

公司 20Q1-3 公司业绩 63.57 亿元，同比增长 82.44%，符合预期：公司发布 2020 年三季报，报告期内实现营收 338.32 亿元，同比增长 49.08%；实现归母净利 63.57 亿元，同比增长 82.44%，对应 EPS 为 1.69 元。其中 Q3 实现营收 136.91 亿元，同比增长

59.53%；实现归母净利 22.4 亿元，同比增长 51.93%，对应 EPS 为 0.59 元。Q1-3 毛利率为 27.84%，同比上升 0.21pct；Q3 计提减值合计约 1.6 亿元。收入和利润增长总体符合预期。

农业银行（601288）：2020 年三季报点评：拨备雄厚，低估值配置性价比高

农业银行 2020 年前三季度营业收入 4982.44 亿元，同比增长 4.9%；归属于本行股东净利润 1653.35 亿元，同比增长-8.49%，对应 EPS 为 0.45 元/股。期末总资产 27.3 万亿元，较期初增长 9.72%；归属于本行普通股股东净资产 1.83 万亿元，较期初增长 4.86%，对应 BVPS 为 5.24 元/股。

联创电子（002036）：光学业务加速增长，三季度拐点显现

事件：公司于 10 月 30 日晚发布 2020 年第三季度报告，2020 年前三季度营业收入 56.56 亿元，同比增长 32.54%；归母净利润 2.10 亿元，同比减少 6.57%；扣非归母净利润 1.47 亿元，同比减少 21.93%。

华友钴业（603799）三季报点评：业绩持续向好，三元前驱体开始放量

盈利预测：预计公司 20-22 年归母净利润 10.1/15.2/22.0 亿，同比增长 748%/50%/45%，EPS 为 0.89/1.33/1.93 元，对应 PE 为 45x/30x/21x，给以 21 年 43 倍 PE，对应目标价 57.2 元，维持"买入"评级。

中联重科（000157）：Q3 业绩保持强劲增长，后周期龙头业绩确定性强

事件：公司 Q1-Q3 实现营收 452.44 亿（+42.48%），归母净利润 56.86 亿（+63.41%），扣非净利 49.56 亿（+79.16%）。其中 Q3 单季实现收入 164.17 亿（+72.94%），归母净利润 16.68 亿（+84.51%），扣非净利 14.51 亿（+122.55%）。

新天科技（300259）：三季度业绩稳健增长，期待气表和肯特恢复后进入高增长阶段

事件：公司公告三季报，前三季度实现营收 7.52 亿元，同比增长 0.85%；归母净利润 2.55 亿元，同比增长 52.77%，扣非后为 1.50 亿元，同比增长 15.21%。

三季报业绩中规中矩，燃气表和工商业流量计业务受影响情况下增长主要来自于家用水表。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.29、0.38、0.49 元，对应 PE 分别为 19、15、11 倍，维持“买入”评级。

华工科技（000988）：三季度业绩持续增长，校企改革稳步推进，有望为公司发展注入新活力

10 月 29 日，华工科技公布 2020 年三季度业绩：前三季度公司实现营业总收入 45.10 亿元，同比增长 16.30%；实现归母净利润 4.87 亿元，同比增长 5.20%。我们预计 2020-2022 年营业收入分别为 63.50 亿元、77.37 亿元以及 93.71 亿元，实现归母净利润分别为 6.83 亿元、8.39 亿元以及 10.17 亿元，EPS 分别为 0.68 元、0.83 元以及 1.01 元，对应的 PE 分别为 34X/28X/23X，维持“买入”评级。

宁水集团（603700）：研发费用+出口因素影响 Q3 表现，坚定看好公司长期发展

事件：公司前三季度实现营收 10.62 亿，同比增长 16.31%；归母净利润 1.83 亿，同比增长 35.92%；扣非后为 1.61 亿，同比

增长 25.44%
原材料价格上涨+汇率影响出口产品毛利率+研发费用猛增，使得 Q3 业绩表现略低于预期。
我们测算公司稳态市值约为 90-120 亿，相比目前仍有 55%-107%以上空间。
盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.49、2.01、2.61 元，对应 PE 分别为 25、19、14 倍，维持“买入”评级。

昭衍新药（603127）：Q3 收入快速扩大，安评龙头业务持续推进

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年归母净利润分别为 2.54、3.84、5.25 亿元，相应 EPS 分别为 1.12、1.69、2.32 元，对应 PE 估值分别为 94、62、45 倍。考虑到公司是安评领域龙头，业绩有望受益创新药产业高景气度，保持高速增长，公司未来三年盈利复合增速有望超 40%，维持“买入”评级。

龙净环保（600388）：业绩增速转正单季度业绩高增 32%，经营活动净现金流大幅回正护航高质量发展

事件：2020 年前三季度公司实现营业收入 69.66 亿元，同比下降 11.43%；归母净利润 5.73 亿元，同比增长 2.72%；扣非归母净利润 5.04 亿元，同比下降 1.88%；加权平均 ROE 同比下降 0.83pct，至 9.73%。

至纯科技（603690）：Q3 业绩略低于预期，清洗设备龙头增长动力充足

事件 1: 公司 2020 年前三季度实现营收 7.6 亿元，同比+24.15%；归母净利润 0.83 亿元，同比+10.76%；扣非归母净利润 0.41 亿元，同比-30.08%。
事件 2：10 月 30 日公司公布第三期股权激励计划，拟向 133 名激励对象授予限制性股票及股票期权总计 600 万份，占总股本的 2.31%，其中首次授予 510 万份。

招商银行（600036）：2020 年三季报点评：净息差与不良生成率迎来双拐点

招商银行三季度单季盈利增速转正，但更核心的亮点是资产质量与利差，不良新生成率及新生成额确立拐点，净息差单季度环比回升 8BP。透过三季报，我们对招商银行明年基本面非常有信心，对公贷款做实资产质量指标后抵御风险能力大幅提高，净息差已经企稳，渡过明年房贷 LPR 定价切换后有望重新扩张。我们预计招商银行 2020、2021 年净利润增速分别为+3.9%、+18.4%，目前 A 股/H 股估值 1.39/1.22x2021PB，建议合理目标估值 1.70x2021PB（对应目标价 48.77 元/股），维持公司“买入”评级，作为核心银行推荐。

数据港（603881）：下游需求不减、项目交付顺利，EBITDA 大幅增长，前三季度业绩稳步向上

10 月 29 日，数据港公布 2020 年第三季度业绩报告，前三季度实现营业收入 6.52 亿元，同比增长 17.05%，实现归母净利润 1.10 亿元，同比增长 18.07%。预计 2020-2022 年的营业收入分别为 9.59、13.40、15.53 亿元，归母净利润分别为 1.94、2.62、2.95 亿元，EPS 分别为 0.83、1.12、1.26 元，对应的 PE 估值分别为 84/62/56X，持续看好数据港未来业绩增长，维持“买入”评级。

工商银行（601398）：2020 年三季报点评：不良压力显现，盈

利降幅如期收窄

国有大行作为今年“让利实体”的主体，市场对于盈利增速、净息差及资产质量指标的压力已有充分预期，估值中也已充分反映。工商银行第三季度盈利降幅收窄，同时资产质量压力有所显化，总体业绩符合预期。随着宏观环境回暖，市场对国有大行的信心企稳，目前对于分红比例调整的担忧也有所弱化，我们判断市场预期的改善将领先于净息差、资产质量等财务指标的改善，预计三季报后国有大行进入估值修复阶段

江苏雷利（300660）：Q3 业绩加速增长，多领域布局拥抱成长

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 2.8/3.4/4.0 亿，对应 PE 为 21/18/15，维持“增持”评级。

风险提示：海外疫情持续影响，新领域拓展不及预期，产品研发速度不及预期。

伊利股份（600887）：增长回归稳健，战略布局长远

预计 20-22 年公司收入分别同比+8.6/9.7/10.3%，归母净利同比+4.4/14.1/11.9%；当前股价对应 PE 为 33/29/26X，维持“买入”评级。

中公教育（002607）：恢复速度超预期，21 年公职招录前景乐观

Q3 强劲复苏，业绩落在预告中枢：公司前三季度实现收入 74.39 亿元，同比增长 20.78%，实现归母净利润 13.21 亿元，同比增长 37.76%，扣非归母净利润 10.78 亿元，同比增长 21.35%。H1 延期的培训业务在 Q3 集中释放，是三季度业绩高增长的主要原因，但恢复的速度超出了我们的预期。现金流及资产情况同比波动较大，判断主要由于考试节奏延期影响确认及退费节奏。2021 年公职招录预计将持续增长，职位吸引力继续提升。

上汽集团（600104）：投资收益增长明显，业绩超预期

我们预计 2020-2022 年上汽集团的归母净利润为 241/264/287 亿元，对应 EPS 为 2.06/2.26/2.45 元，对应 PE 为 11.24/10.25/9.43 倍。行业且公司均处于周期底部，且估值处于历史低位，维持“买入”评级。

药明康德（603259）：Q3 业绩表现亮眼，CXO 标杆企业未来可期

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年归母净利润分别为 27.74 亿、34.76 亿和 45.11 亿元，相应 EPS 分别为 1.14 元、1.42 元和 1.85 元，对应 PE 估值分别为 99 倍、79 倍、61 倍。考虑到公司一体化布局发展潜力，未来三年盈利复合增速有望超 40%，维持“买入”评级。

欣旺达（300207）20Q3 点评：Q3 实际经营大幅好转，锂威业绩表现亮眼

疫情+减值影响，前三季度扣非 1.3 亿，同比降 62%。Q1-3 扣非利润 1.31 亿，同比降 63%，。2020 年前三季度公司营收 204.63 亿元，同比增长 15.4%；归母净利润 4.72 亿元，同比减少 5.9%。其中非经常性损益 3.41 亿，同比增长 125%，主要为安克创新上市带来公允价值变动收益。前三季度扣非净利润 1.31 亿元，同比减少 62.5%。前三季度合计计提资产减值和信用减值损失 2.13 亿，同比增长 18%，另 Q3 股权激励费用 6500 万，Q1 汇兑损失约 8000 万，均拉低业绩。20Q1-3 毛利率为 15.34%，同比下降 0.11pct；净利率为 2.3%，同比下降 0.53pct。

青岛啤酒（600600）：结构升级继续向好，盈利改善空间较大

盈利预测与投资评级：预计公司 20-22 年营收为 284.2/306.4/326.7 亿元，增速为 1.5/7.8/6.6%;归母净利润为 20.9/24.8/28.5 亿元，增速为 13.0/18.4/14.8%;对应 EPS 为 1.53/1.82/2.09 元。当前股价对应 PE 分别为 57/48/42X，维持“买入”评级。

建设银行（601939）：2020 年三季报点评：资产质量压力显化，市场预期企稳

事件：建设银行 2020 年前三季度营业收入 5714.35 亿元，同比增长 5.89%；归属于本行股东净利润 2058.32 亿元，同比增长-8.66%，对应 EPS 为 0.82 元/股。期末总资产 28.3 万亿元，较期初增长 11.25%；归属于本行普通股股东净资产为 2.2 万亿元，较期初增长 5.06%，对应 BVPS 为 8.81 元/股。

姚记科技（002605）：买量加大导致利润短期承压，放眼长远休闲游戏领域竞争优势不断增强

我们预计 2020-2022 年公司收入分别为 30.10/39.83/46.36 亿元，同比增长 73.3%/32.3%/16.4%，归母净利润 12.04/9.23/11.23 亿元，同比增长 249.3%/-23.4%/21.7%，对应 PE 分别为 10.47/13.66/11.23。公司游戏业务持续发展，在棋牌、捕鱼等细分领域竞争力较强；芦鸣科技全面并表、建设短视频科技园，营销业务不断发力，我们维持公司“买入”评级。

洽洽食品（002557）：扣非业绩靓眼，坚果环比恢复

公司长期以来内部 BU 制的管理体系+优化的激励体系，一直在推动老品焕发新生。叠加蓝/黄袋产品矩阵丰富，不断占据消费者心智，公司长期动能充足。20 年推出岛中岛模式试水，结合调研看，可推动单店收入提升约 20-30%，预计 21 年将加大新销售模式探索，贡献增量。预计 20-22 年公司收入分别为 57/67/78 亿元，同比+18/17/16%；归母净利润分别为 7.6/9.0/10.5 亿元，同比+27/18/17%；对应 PE 为 41/35/30X，维持“买入”评级。

卫宁健康（300253）：持续领跑互联网+健康，创新业务稳步推进

事件：公司发布三季报，2020 年 1-9 月，公司实现营业收入 137,137.27 万元，同比增长 14.49%；归属于上市公司股东的净利润 20,336.79 万元，同比下降 25.49%。

绝味食品（603517）：渠道精耕细作，增速环比改善

长期来看，公司旗下多元投资美食产业，挖掘新机遇，储备第二增长曲线，保证长期增长潜力。预计 20-22 年公司净利增速-2/+38/+23%，对应 EPS 分别为 1.3/1.8/2.2 元，PE 为 64/47/38X，给予“买入”评级。

广电计量：前三季度净利润增速转正，业绩实现加速重启

公司发布业绩公告：2020 年前三季度实现收入 10.35 亿，同比+3.84%；归母净利润 0.79 亿，同比增长 12.61%，年内首次转正；扣非后归母净利润 529.13 万，同比-90.63%。

盈利预测与投资评级：目前公司仍有大部分实验室尚未充分发挥应有经济效益，随着公司培育业务逐步成熟，看好营运能力及盈利能力提升潜力我们预计 20-22 年归母净利润 1.88/2.51/3.80 亿元，EPS 为 0.36/0.47/0.72 元/股，对应 PE 为 90.01/67.49/44.53 倍，维持“增持”评级。

恒生电子（600570）：Q3 合同负债大增，开放金融基础设施 LIHGT

单看三季度单季实现收入 7.19 亿，同比下降 7.06%；归母净利

润 0.82 亿，同比下降 34.89%，较 Q2 单季度的增速下滑明显。由于 Q3 开始采用新会计准则，收入采用终验法，我们判断收入利润下滑主要与此相关，而非经营原因。截止 Q3，合同负债达 23.47 亿元，较 Q2 的 11.40 亿大幅增长，预计 Q4 有望确认加速。资本市场政策红利远未结束，作为国内证券 IT 龙头，恒生将持续受益

正泰电器公司点评报告：低压显著恢复，直销业务发力

Q3 收入同比+7.3%、利润+14.6%，符合预期。公司 Q1-3 营收 232.47 亿元，同比+3.43%；归母净利润 30.48 亿元，同比+6.42%。其中 2020Q3 营收 86.38 亿元，同比+7.31%，环比-3.06%；实现归属母公司净利润 12.37 亿元，同比+14.56%，环比-15.76%。Q3 增速略慢于 Q2，主要由于用于电站建设、户用的借款增加，财务费用大幅增长，Q3 财务费用 2.68 亿，上年同期仅 1.33 亿，业绩整体符合预期。

康泰生物（300601）：业绩符合预期，核心产品 20Q4 有望加速放量

公司发布 2020 年三季报，前三季度实现营业收入 14.2 亿元，同比增长 1.9%；实现归母净利润 4.3 亿元，同比增长 0.6%；实现扣非后归母净利润 4.2 亿元，同比增长 2.1%。

淳中科技（603516）：三季度业绩继续加速向上，需求旺盛、订单饱满，看好未来持续高增长

10 月 29 日，淳中科技公布 2020 年三季度业绩：前三季度公司实现营业总收入 3.16 亿元，同比上升 12.70%，实现扣非归母净利润 0.79 亿元，同比下降 9.35%。根据关键假设及近期财报，调整盈利预测，预计 2020-2022 年的营业收入分别为 5.14 亿元、5.55 亿元和 7.49 亿元（之前为 5.14 亿元、6.94 亿元和 9.37 亿元），归母净利润分别为 1.33 亿元、1.79 亿元和 2.47 亿元（之前为 1.61 亿元、2.28 亿元和 3.24 亿元），EPS 分别为 1.00 元、1.34 元和 1.85 元（之前为 1.21 元、1.71 元和 2.43 元），对应 PE 分别为 36/27/20X，维持“买入”评级。

东方国信（300166）：携手华为共建国产生态，Cloudiip 平台蝉联第二

Q3 单季度业绩增速下滑，费用管控良好：Q3 单季度实现营收 4.56 亿，同比下降 0.66%；归母净利润 0.97 亿，同比下降 0.27%；Q3 单季度营收增速较 Q1（16.45%）和 Q2（3.15%）下滑。前三季度公司毛利率 45.09%，较去年下降 4.98pct；销售、管理费用分别同比下降 39.80%、3.33%，费用管控良好；净利率 16.13%，较去年下降 0.15pct。前三季度经营现金流净额-0.98 亿元，去年同期为-1.48 亿元。

天坛生物（600161）：Q3 业绩显著改善，产能布局逐步完善

公司发布 2020 年三季报，实现营业收入 26.4 亿元，同比增长 4.6%；实现归母净利润 5.0 亿元，同比增长 6.4%，实现扣非后归母净利润 4.8 元，同比增长 3.7%。

完美世界（002624）：业绩符合预期，品效合一发行策略得到验证，关注后续新游上线

预计 20-22 年分别实现营收 108.44/129.91/149.14 亿元，归母净利润 24.11/29.21/34.31 亿元，EPS 分别为 1.20/1.45/1.71 元，对应当前股价 PE 24/20/17X，维持“买入”评级

五粮液（000858）：改革愈深，稳中求进

盈利预测与投资评级：我们预计 20-22 年公司收入达 574/666/766

亿，同比增长 14%/16%/15%；归母净利润达 207/257/305 亿，同比增长 19%/24%/19%；对应 EPS 分别为 5.34/6.61/7.86 元，对应 PE 分别为 47/38/32X，维持“买入”评级。

佳发教育（300559）：Q3 收入+5.9%，新考试系统上线 Q4 值得期待

公司业务具有一定季节性，2019 年 Q1/Q2/Q3/Q4 单季收入占比分别为 13%/37%/19%/31%。随着智慧教育业务恢复加速以及 10 月新一代考试系统上线，Q4 业绩值得期待。我们预测公司 2020-2022 年公司归母净利润分别为 3.01/3.99/5.29 亿元，同比+46.8%/+32.5%/+32.5%，当前市值对应 PE 分别为 24x/18x/14x，首次覆盖，给予“买入”评级。

山西汾酒（600809）：青花剑指全国，“汾老大”复兴在途

盈利预测与投资评级：预计 20-22 年公司营收为 137.6/164.4/190.3 亿，同比+15.8/19.5%/15.8%；归母净利为 26.6/32.7/40.7 亿，同比+37.1%/23.1%/24.4%，对应 PE 为 76/61/49X，维持“买入”评级。

先导智能（300450）：Q3 业绩明显好转，迎锂电设备黄金时代

事件：公司发布 2020 年三季报，2020Q1-Q3 实现营收 41.5 亿，同比+29.0%；实现归母净利润 6.4 亿，同比+0.7%；扣非归母净利 6.0 亿，同比-2.6%。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 7.04/10.85/14.76 亿（和前预测一致），对应当前股价 PE73/48/35 倍，维持“买入”评级。

风险提示：新能源车销量低于预期，下游投资扩产情况低于预期；盈利能力改善低于预期。

三一重工（600031）：Q3 业绩符合预期，龙头长期成长空间可期

公司 Q1-Q3 实现营收 734.2 亿（+25.1%），归母净利润 124.5 亿（+34.7%），扣非净利 113 亿（+22.2%）。其中 Q3 单季实现收入 238.8 亿（+54.5%），归母净利润 38.5 亿（+56.9%），扣非净利 33.6 亿（+37.6%）。整体符合预期。

浙江鼎力（603338）：Q3 盈利能力有所下降，新臂式打开成长空间

事件：公司发布业绩公告：2020 年前三季度实现收入 24.74 亿，同比+71.16%；归母净利润 6.20 亿，同比+39.82%；扣非后归母净利润 6.04 亿，同比 46.03%。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 净利润分别为 9.00/12.96/15.97 亿元，EPS 分别为 1.85/2.67/3.29 元，当前股价对应动态 PE 分别为 53.23/36.97/30.00 倍。考虑到公司业绩快速增长，以及具备较好的成长性，维持“买入”评级。

阳光电源（300274）三季报点评：Q3 业绩大超市场预期，逆变、变流、储能等全面爆发

20Q1-3 公司业绩 11.95 亿元，同比增长 115.61%，超预期！公司发布 20Q3 季报，Q1-3 实现营收 119.09 亿元，同比增长 65.77%；实现归母净利 11.95 亿元，同比增长 115.61%，对应 EPS 为 0.82 元。其中 Q3 实现营收 49.67 亿元，同比增长 82.50%，；实现归母净利 7.49 亿元，同比增长 237.79%。Q3 对应 EPS 为 0.51 元。Q1-3 毛利率为 24.79%，同比下降 1.04pct，Q3 毛利率 30.96%，同比上升 8.64pct。公司各项业务全面爆发，业绩大超市场预期。

埃斯顿（002747）：Q3 业绩大幅增长，机器人龙头受益于行业回暖

事件：公司 2020 年前三季度实现营收 17.63 亿元，同比+82.1%；归母净利润 0.85 亿元，同比+49.1%；扣非归母净利润 0.72 亿元，同比+130.7%。

宏观策略

策略周评：策略周聚焦——重回龙头

核心结论：

①A 股定价权由过往两年外资主导，转向今年内资公募主导，我们认为从 12 月到明年上半年，外资有望再次掌握 A 股定价权，中国经济复苏及股市领涨全球，且资本市场改革进一步加深，大幅提高了明年 MSCI 提高 A 股权重的可能。而外资重新流入，进一步推升龙头溢价。②基本面看，龙头业绩更优，一季度疫情冲击下，龙头公司抗风险能力更强，随后两个季度龙头业绩反弹更为明显，但今年一二线龙头溢价差异相对有限，在资金面和基本面推动下，优质龙头将得到更大关注与认同。③四季度 A 股宽幅震荡，上行空间有限。重视低估值的金融地产及汽车家电，细分赛道优质龙头溢价提升。

正文摘要

今年公募掌握 A 股定价权，未来 6 个月，外资有望再次掌握定价权。①2020 年是公募基金发行大年，截至 10 月底股票型（普通股票+偏股混合+灵活配置）基金发行 1.1 万亿元，即便考虑“赎旧买新”，公募基金净发行也高达 7500-8000 亿元。对比陆港通北上资金，外资今年净流入仅 1000 亿元。A 股定价权由过往两年外资主导，转向今年内资公募主导。②从全球看，中国经济复苏及股市表现，大幅提高了明年 MSCI 提高 A 股权重的可能；对内看，今年 A 股制度改革明显，外资入市有望进一步简化；此外，三季度以来人民币持续升值，若拜登上台，中美之间可能采取对话态势，这也将进一步带动外资流入 A 股，我们判断从今年 12 月到明年二季度，外资将流入 1500-2000 亿元，取代公募基金，成为市场最大的边际增量资金，可能重新掌握 A 股定价权。

外资重新流入，进一步推升龙头溢价。如果未来一段时间外资重新掌握 A 股定价权，将带来两个冲击：①消费为代表的价值取代科技为代表的成长，成为市场主要热点。传统意义上在过去十年海外资金是比较偏好消费，更何况基数原因，明年一季度消费行业基本面数据会出现高增。②受限于外资的研究和投资范围，通常外资更倾向于行业及细分赛道龙头，又由于外资掌握了过去两年 A 股定价权，机构投资者占比提升，从 2017 年开始 A 股传统的小盘股溢价逐步消失，行业龙头估值溢价持续上行。

龙头公司抗风险能力更强，业绩恢复更快。①一季度极端冲击下，一二线龙头抗风险能力更强。一季度在疫情冲击下，包括医药、电子、白酒、传媒、家电、半导体、房地产行业，一二线龙头 Q1 净利润同比增速均高于三四线龙头，显示龙头公司在极端情形下，抗风险能力更优。②一二线龙头恢复更快，二季度以来，多数行业一二线龙头前三季度净利润较三四线恢复更优，龙头公司的市占率继续提升，我们认为在资金面和基本面推动下，龙头公司的相对溢价会进一步提升。

远景：经济潜在增速下降，龙头业绩稳定性溢价有望持续上行。①我们认为经济复苏有望延续至明年上半年，龙头公司在未来一段时间，市占率仍将继续提升，业绩稳定性较赛道内其他公司更为明显。而在后疫情时代，经济潜在增速降低的假设下，能稳定提供业绩增长的龙头公司估值天花板，仍将持续抬升。②美股过去十年“FAAMG”（FaceBook，亚马逊、苹果、微软、谷歌）龙头公司估值天花板不断抬升，这背后是龙

请务必阅读正文之后的免责声明部分

头公司盈利能力持续提升。未来龙头公司市占率提升的故事，仍将继续。

风险提示：中美关系恶化；宏观经济不及预期；历史经验不代表未来。

（证券分析师：姚佩）

策略月评：宽幅震荡，聚焦龙头

投资要点：

未来 6 个月，外资有望再次掌握 A 股定价权：从全球看，中国经济复苏及股市表现，大幅提高了 2021 年 5 月 MSCI 提高 A 股权重的可能。中国疫情控制、经济复苏及股市表现均处于前列。对内看，今年 A 股制度改革明显，外资入市有望进一步简化。今年资本市场改革进一步加深，大幅提高了明年 MSCI 提高 A 股权重的可能。此外三季度以来人民币持续升值，我们判断从今年 12 月到明年二季度，外资将流入 1500-2000 亿元，取代今年大规模发行的公募基金，成为市场最大的边际增量资金，可能重新掌握 A 股定价权。

一季度疫情冲击下，龙头公司抗风险能力更强：我们将各行业市值前 1/4 个股作为一二线龙头代表，2/4 市值个股作为三四线龙头代表，发现一季度在疫情冲击下，龙头公司的抗风险能力更强，集中体现在他们的净利润同比增速回落幅度更小，包括医药、电子、白酒、传媒、家电、半导体、房地产行业，一二线龙头 Q1 净利润同比增速，均高于三四线龙头，显示龙头公司在极端情形下，抗风险能力更优。

二三季度，龙头公司恢复更快，市占率进一步提升：二季度以来，中国经济超预期复苏，两个季度的业绩数据显示，龙头公司一季度更强的抗风险能力，在随后的两个季度中，转化为更为强烈的业绩反弹：各行业一二线龙头净利润同比增速均值从 Q2 的 1.3%升至 Q3 的 19.6%。两个业绩对比说明：在今年上半年疫情冲击下，多数行业一二龙头公司的市占率继续提升，在随后的复苏中，三四线龙头公司基本面并无太大优势。但从股价表现看，今年前三季度，各行业一二线龙头股累计涨幅均值 43.5%，对比三四线龙头涨幅均值 42.9%，龙头溢价差异相对有限，我们认为在资金面和基本面推动下，龙头公司的相对溢价会进一步提升。

行业配置：四季度 A 股宽幅震荡，上行空间有限。重视低估值的金融地产及汽车家电，细分赛道优质龙头溢价继续提升。

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

风险提示：美股发生危机模式下跌；疫情二次爆发。

（证券分析师：陈李　研究助理：张家琦）

策略周评：东吴策略·行业风火轮——Q3 公募基金买了哪些行业？

从持仓市值占比的绝对值看，截至 20Q3，偏股主动型基金(普通股票型+偏股混合型+灵活配置型，下同)持仓市值中食品饮料、医药生物、电子依然占据前三，电气设备在 Q3 大幅加仓排名第四。

从持仓市值占比环比变动看，20Q3 风格向价值偏移，主要加仓食品饮料(2.7%)、电气设备(2.7%)、国防军工(0.9%)；而大幅减仓医药生物(-4.9%)、

请务必阅读正文之后的免责声明部分

计算机(-2.7%)、传媒(-1.4%)。

从超配角度看，相较自由流通市值占比，Q3 公募基金超配食品饮料、电子、医药生物，低配非银金融、银行、公用事业。相较沪深 300 市值占比，超配电子、医药生物、电气设备，低配非银金融、银行、建筑装饰。

风险提示：基金三报仅披露十大重仓股，反映的信息不够全面；本报告仅对基金三季报客观数据分析点评，不构成投资建议。

（证券分析师：姚佩）

固收金工

固收周报：大选临近避险抬升，股债双杀美元走强

观点

一周观点：（1）德法同日宣布“封国”，美股美油受挫严重：当地时间 10 月 28 日，法国总统马克龙宣布法国将于 10 月 30 日起再次启动全国封锁政策；同日德国总理默克尔宣布将从 11 月 2 日起在德国全境实施包括关闭大部分公共设施、餐饮娱乐场所等多项措施。我们认为：（a）欧洲二轮疫情较一轮更为猛烈，自 9 月以来多国每日新增病例数和死亡人数大幅攀升，增幅远超第一波高峰期；（b）与 3 月疫情暴发初期相比，欧洲各国在监测能力、医疗物资储备、病人分级收治、隔离防护措施等方面准备更加充分，这些都为欧洲迎接第二波疫情创造出相对有利的条件；（c）欧洲经济的二次衰退似乎已经难以避免，新一轮“封城”措施，将激化欧洲抗疫进程中所伴生的一系列结构性矛盾。与此同时，标普 500 指数和道琼斯工业指数于 10 月 28 日创四个月来最大跌幅，标普 500 指数跌幅为 3.53%，道琼斯工业指数跌幅为 3.43%，纳斯达克综合指数跌幅为 3.73%；WTI 12 月原油期货跌幅 5.51%，收 37.39 报美元/桶；布伦特 12 月原油期货跌幅 5.05%，报 39.12 美元/桶。我们认为：（a）受疫情影响，美股指数纷纷下跌，这将吸引抄底买盘进场带动股指期货回升；（b）欧美新冠病例数激增促使政府实施“封国”措施，并将加剧燃料需求将遭遇新一轮下降的预期，美油将继续下跌，OPEC+可能会将现有的减产计划延长至 2021 年；（2）大类资产表现：美元、日元走高；美利率债收益率走高、信用债收益率走高，美收益率曲线边际趋陡。具体来看，股市：日＞英＞美；债市：利率债>信用债；汇市：美元>日元>英镑>加元>欧元；大宗：天然气>黄金＞铜>白银＞原油。

策略分析

美国：短期来看，短期美债收益率仍呈震荡局势，而长期美债收益率仍得以支撑；美元短期格局或由欧元区经济复苏进度，欧日央行是否跟进联储调框架，第二轮刺激法案通过与否决定，短期存在一定支撑；而在实体经济的缓慢复苏以及短中期的低利率环境下，高估值的美股则将在可见范围内持续震荡；中长期来看，伴随联储针对收益率曲线控制力度边际加深，美债收益率长短端利差或趋稳，波动性下行，美元方面受利差收窄、全球货币体系重构等因素影响，中长期或呈现倒 U 型走势，美

请务必阅读正文之后的免责声明部分

股面临盈利预期走低、增速放缓的风险，中长期回落行情或难以避免。

欧洲：短期来看，疫情继续蔓延，欧美的第二轮疫情反弹，以及美国大选在即，日本经济短期内存在较大不确定性，预计日元短期汇率将震荡调整；中长期来看，伴随日本人口老龄少子化领先其它发达经济体，自然真实利率领先下行，通缩预期长期固化，政策性利率或仍维持长期超低位；低息货币身份虽然仍让日元对全球避险情绪高度敏感，但由于全球货币政策同步趋向宽松，全球低息环境下，日元避险货币身份未来或存疑，日元中长期或存在结构性走贬趋向。

原油：短期来看，欧美新冠病例数激增，德法政府同日宣布实施“封国”措施，市场情绪不断恶化，这将加剧燃料需求将遭遇新一轮下降的预期，同时 OPEC+称可能会将现有的减产计划延长至 2021 年和墨西哥飓风或一定程度上缓解供给侧压力，供给侧和需求侧的不断冲击或使得油价在波动中继续下行；中长期来看，全球封锁措施放松，且 OPEC 和俄罗斯等盟友组成的 OPEC+联盟减少供应，不过市场对第二波感染的担忧也将拖累油价上涨。

黄金：短期来看，黄金将继续维持震荡，美元受美国强势 GDP 数据和美国财政刺激计划搁浅的影响上涨，而美国大选前的不确定性使得市场持谨慎观望情绪，从而限制了黄金跌幅；中长期来看，全球经济的修复期“道阻且长”，经济回归常态仍需时日，疫情在德国、法国、日本等发达经济体存在第二波，甚至第三波的局部风险，我们仍维持金价存在上探 10-15%的前期判断。

风险提示：（1）市场超调超预期；（2）疫情管控失策超预期；（3）民粹情绪反弹超预期。

（证券分析师：李勇）

固收周报：本周股市震荡分化，关注转债投资机会

报告摘要

本周可转债一级市场有 3 只可转债发行，总发行量为 12.85 亿元，较上周减少 86.93 亿元;没有可转债赎回;净融资额 12.85 亿元,较上周减少 86.93 亿元。长期来看，目前可转债发行波动较大。

本周共有 23 家公司可转债有新进展，其中 5 家公司通过了董事会预案，9 家公司通过了股东大会，5 家通过了发改委审核；4 家公司通过了证监会核准，分别为灵康药业、健友股份、新乳业、华自科技，行业属于化学制药、化学制药、食品加工、电气自动化设备，涉及发行规模分别为 5.25、7.80、7.18、6.70 亿元。

从股票指数走势来看，本周股票市场震荡分化，指数涨跌不一，上证综指、沪深 300 分别下跌 1.63%、0.49%,创业板指、中小板指分别上涨 2.12%、1.71%；本周可转债指数波动震荡，上证转债、深证转债分别下跌 2.87%、0.56%，中证转债指数上涨 0.32%。

从申万行业指数的角度来看，本周行业指数跌多于涨。汽车、电气设备、医药生物、家用电器、休闲服务领涨，涨幅分别为 3.91%、3.81%、2.79%、2.39%、1.62%。非银金融、房地产、银行、纺织服装、通信领跌，跌幅分别为 5.75%、4.19%、4.05%、3.98%、3.93%。

截至 2020 年 10 月 31 日，存量可转债共计 366 支，存量余额共计 4717.72

请务必阅读正文之后的免责声明部分

亿元。其中银行业存量可转债余额最多，高达 1522.40 亿元，其他行业则分布较为平均。除银行外存量可转债券余额最多的另外四个行业为化工、公用事业、交通运输、非银金融，该四个行业本周均呈下跌趋势。

从个券涨跌幅看出，可转债涨跌情况与级别相关性较差；从正股涨跌幅排名可知，正股涨跌榜与可转债涨跌榜有一定重合，正股涨跌榜未延续上周涨跌情况。本周市场最活跃的前五支可转债分别为蓝盾转债、通光转债、宝莱转债、航新转债、应急转债。

当股票价格超过转换平价并且已经进入转股期的转债，理论上存在套利机会。本周位于套利区间的转债共计 16 支，较上周增加 2 只。

截至 10 月 31 日，转债纯债溢价率中位数为 30.62%，转股溢价率中位数为 18.67%，转股溢价率显著小于纯债溢价率，可转债整体股性较强。

本周可转债共转股 14,431.29 万股，其中永高转债本周转股数为 3,459.24 万股，占全部转股数的 23.96%。截至 10 月 31 日，东音转债、一心转债、盛路转债的累计转股比例分别为 99.64%、97.39%、94.68%。

（1）经济秩序稳步恢复，国际局势日趋复杂。上周央行公开市场净投放 2000 亿元，下周仍有 3200 亿元逆回购到期，整体来看货币政策仍维持灵活适度、精准导向。9 月工业企业利润稳步回升，前三季度呈现“由降转升、增长加快”的走势，表明国内经济恢复态势良好，而海外疫情仍未有效遏制，预计未来汇率波动或小幅走强。发改委等 14 部门印发《近期扩大内需促消费的工作方案》，鼓励外资进入，促进老旧小区改造，加快推动 5G 基站建设。（2）投资策略：近期股市波动剧烈，板块轮动明显，震荡回调或衍生机会，但仍需合理控制风险。可关注低估值绩优蓝筹股，以及三季报表现优异标的。中期可关注消费升级及产业升级等领域龙头。长期仍看好新能源汽车、光伏风电等板块，代表标的有隆 20 转债、恩捷转债等。应谨慎选择高估值的主题，同时仍需时时关注国家政策走向及转债市场的赎回风险。

风险提示：关注股市波动风险，国内外疫情反复、中美摩擦风险。

（证券分析师：李勇）

固收周报：利率债周报：宏观经济持续修复，债市机会仍存（2020 年第 41 期）

观点

本周债市点评及债市策略：本周（10.26-11.01）央行公开市场净投放 1900 亿元，周一进行 500 亿元逆回购 7D 操作，并有 500 亿元逆回购 7D 到期，周二进行 1000 亿元逆回购 7D 操作，并有 700 亿元逆回购 7D 到期，周三进行 1200 亿元逆回购 7D 操作，并有 800 亿元逆回购 7D 到期，周四进行 1400 亿元逆回购 7D 操作，并有 500 亿元逆回购 7D 到期，周五进行 1000 亿元逆回购 7D 操作，并有 700 亿元逆回购 7D 到期。下周（11.02-11.08）央行公开市场有 5100 亿元逆回购 7D 到期。展望后期：从基本面来看，随着复产复工的全面推进，近期我国需求端向好，制造业、服务业等领域稳步恢复，在国内疫情得到有效控制下，将持续保持经济复苏态势。货币政策方面，预计未来货币政策仍会维持较宽松的状态，以配合财政政策，促进国内经济恢复进程，适度宽松的货币政策能使得利率债的悲观预期会相对减缓。我们预计近期在没有其他临时突发事件的冲击下，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

市场预期稳定，利率相对平稳，债市机会仍存，或呈现利好趋势。

二级市场回顾：本周 R 利率和 DR 利率较上周均上行。隔夜 R 利率上行 69.97BP，7 天 R 利率上行 101.06BP，14 天 R 利率上行 41.27BP，1 月 R 利率上行 31.03BP。DR001 上行 15.36BP，DR007 上行 37.19BP，DR014 上行 43.23BP，DR1M 上行 32.31BP。 SHIBOR 利率较上周均上行。SHIBOR 隔夜利率为 2.236%,较上周上行 7.50BP; SHIBOR1 周为 2.418%，较上周上行 21.30BP；SHIBOR2 周为 3.0250%，较上周上行 40.50BP; SHIBOR3 月为 2.972？%，较上周上行 7.70BP。

本周宏观经济跟踪：上周商品房成交面积有所提升，截至 10 月 25 日，周内 30 个大中城市商品房共成交 395.49 万平方米，较上周增加 7.13 万平方米。其中一线城市成交 69.06 万平方米，二线城市成交 190.67 万平方米，三线城市成交 135.76 万平方米。上周国内乘用车市场零售同比增速有所上涨。截至 10 月 25 日，市场日均零售 5.34 万台，同比增速为 19.00%，较前值有所上涨。整体来看，车市回暖势头持续。本周主要钢材价格表现分化，Myspic 综合钢价指数和螺纹钢指数均有所上涨。截至 10 月 30 日，螺纹钢价格较上周由 3822 元/吨上涨至 3860 元/吨，热轧板卷较上周由 3995 元/吨上涨至 4002 元/吨，圆钢价格较上周由 3831 元/吨上涨至 3838 元/吨，中板价格上周由 4288 元/吨下跌至 4282 元/吨。从 Myspic 指数来看，较上周综合钢价指数上涨 0.22%，螺纹钢指数上涨 0.47%。本周较上周焦煤和动力煤价格上涨。动力煤期货结算价 592.20 元，比上周价格下行 3.03%；焦煤期货结算价 1357.50 元，较上周价格持平。截至 10 月 29 日，有色金属各品种价格表现分化。分品种来看，相比上周，锌价下跌 1.60%，铅价上涨 0.50%，铜价下跌 2.80%，铝价下跌 2.42%。

本周通胀观察：蔬菜价格小幅下降。截至 10 月 30 日，农业部菜篮子批发价格指数收于 120.23，较上周下跌 0.68%，山东蔬菜批发价格指数收于 131.15，较上周下跌 0.62%。RJ/CRB 商品价格指数和南华工业品价格指数较上周有所下跌，原油价格有所下跌。10 月 30 日，RJ/CRB 商品价格指数收于 144.78 点，较上周下行 4.61%；南华工业品指数收于 2160.95 点，较上周下行 3.09%。截至 10 月 30 日，布伦特原油期货结算价为 37.65 美元，较上周下行 11.33%，WTI 期货结算价为 36.17 美元，较上周下行 11.00%。

风险提示：海外疫情不稳定，经济复苏远超预期。

（证券分析师：李勇）

固收点评：10 月 PMI 点评：PMI 小幅回落，需求生产持续恢复

事件

数据公布：2020 年 10 月 31 日，统计局公布中国 10 月份官方制造业 PMI 相关数据；10 月份官方制造业 PMI 收于 51.4%，前值 51.5%，较上月微落 0.1 个百分点；10 月份非制造业 PMI 收于 56.2%，前值 55.9%，较前值上升 0.3 个百分点，保持在临界点以上，复苏势头继续向好。

观点

制造业生产活动持续恢复，市场整体恢复态势较为乐观。10 月生产指数收于 53.9%，较上月微落 0.1 个百分点，但仍持续位于临界点以上，表明制造业生产量与上月相比有所增长，生产仍保持较强的复苏态势。10 月

请务必阅读正文之后的免责声明部分

从业人员指数为 49.3%，比上月回落 0.3 个百分点，企业用工景气度小幅降低。生产经营活动预期指数为 59.3%，较上月上升 0.6 个百分点，表明制造业企业经营预期改善，企业信心增强。从行业情况看，纺织、有色金属冶炼及压延加工、通用设备、专用设备、汽车等 12 个行业的生产经营活动预期指数均位于 60.0%及以上的高位景气区间，表明企业对市场预期较为乐观。大型企业 PMI 为 52.6%，较上月提升 0.1 个百分点；中型企业 PMI 为 50.6%，较上月微落 0.1 个百分点，大中型企业总体运行平稳。小型企业为 49.4%，较上月下调 0.7 个百分点，再次降至荣枯线以下，且生产指数与新订单指数分别为 51.7%和 49.7%，显示出小型企业市场需求尤显不足。

供需保持较快恢复，进出口进一步回暖。10 月新订单指数收于 52.8%，与上月持平。连续回升 5 个月后保持稳定，意味着需求端的稳步改善。值得关注的是，10 月新订单指数虽仍低于生产指数 53.9%，但差值已收窄至 1.1 个百分点，为 3 月份以来最小值。10 月进口指数收于 50.8%，较前值上升 0.4 个百分点，新出口订单指数收于 51%，高于上月 0.2 个百分点，进出口指数连续两月同步上升，且均位于荣枯线以上。这表明尽管海外疫情仍旧反复恶化，全球疫情尚未得到全面有效控制，然而随着稳外贸稳外资政策效应持续显现，叠加近期世界主要经济体制造业恢复性改善，我国进出口进一步回暖，但在改善过程中依然存在不稳定不确定因素。

库存压力调整，价格端有所回升。10 月产成品库存指数收于 44.9%，较前值回落 3.5 个百分点；原材料库存指数收于 48%，较前值回落 0.5 个百分点，制造业主要原材料库存量继续减少。工业品出厂价格指数收于 53.2%，较上月上升 0.7 个百分点，连续五个月位于荣枯线以上；原材料购进价格指数收于 58.8%，高于上月 0.3 个百分点。预计 10 月 PPI 将继续好转，工业品价格或将出现回升。

总结与分析：随着全国范围经济活动持续恢复，复工复产进一步加快推进，企业的生产经营持续改善，需求持续回暖，制造业整体保持稳健复苏的态势。此外局部地区疫情反复，在一定程度上限制了需求的恢复力度，但其影响在持续减弱。10 月全球疫情尚未得到全面有效控制，欧美疫情反复波动，局部地区反弹严重，经济重启进度不及预期，外需虽出现边际改善，但部分企业面临进口原料采购周期加长，运输成本增加等压力，总体仍然存在不稳定不确定因素。随着逆周期政策的加码，基建投资的回升，未来需求将会继续恢复。在经济下行背景下，经济的内生增长动力显得愈发重要。

风险提示：海内外疫情反复波动；外部环境仍有不确定因素

（证券分析师：李勇）

固收周报：风险信息周报（2020.10.26 -2020.11.01）

事件

负面信息：本周（10 月 26 日-11 月 01 日）负面信息共 5 条。重点关注：青海省国有资产投资管理有限公司评级展望下调为负面；华晨汽车集团控股有限公司发行的“19 华集 01”触发交叉违约；沈阳盛京能源发展集团有限公司发行的“17 沈公用 PPN001”提前到期未兑付；山东如意科技集团有限公司发行的“18 如意 01”兑付风险警示；天广中茂股份有限公

请务必阅读正文之后的免责声明部分

司发行的“16 天广 01”未按时兑付利息。

取消发行：扬州经济技术开发区开发(集团)有限公司取消发行 5 亿元；陕西延长石油(集团)有限责任公司取消发行 30 亿元；大连市城乡建设投资集团有限公司取消发行 3 亿元；重庆市茶园工业园区建设开发有限责任公司取消发行 5 亿元；中国建材国际工程集团有限公司取消发行 5 亿元；济宁市兖州区惠民城建投资有限公司取消发行 5 亿元；湖北省文化旅游投资集团有限公司取消发行 9 亿元；江西省旅游集团股份有限公司取消发行 3 亿元；贵州省水利投资(集团)有限责任公司取消发行 10 亿元；龙岩市汇金发展集团有限公司取消发行 3 亿元；中国建筑第六工程局有限公司取消发行 4 亿元；中国建筑第二工程局有限公司取消发行 12.5 亿元；南京江宁城市建设集团有限公司取消发行 5 亿元；广西北部湾投资集团有限公司取消发行 4 亿元；金华市轨道交通集团有限公司取消发行 5 亿元；青岛少海发展集团有限公司取消发行 14 亿元；山东省商业集团有限公司取消发行 6 亿元；吉林省高速公路集团有限公司取消发行 10 亿元；华能新能源股份有限公司取消发行 10 亿元。

持有人会议：交通银行股份有限公司梅州分行于 2020 年 10 月 26 日召开“15 梅州金叶债/PR 梅金叶”2020 年第一次债券持有人会议；中国武夷实业股份有限公司于 2020 年 10 月 28 日召开“15 中武债”“19 中武 R1”“20 中武 R1”2020 年第二次债券持有人会议；福建福晟集团有限公司于 2020 年 10 月 29 日召开“18 福晟 02”“18 福晟 03”“19 福晟 01”“19 福晟 02”2020 年第一次债券持有人会议；上海巴安水务股份有限公司于 2020 年 10 月 29 日召开“17 巴安债”2020 年第一次债券持有人会议。

其他关注信息：中国建银投资涉及两项重大诉讼，仲裁；福州建工(集团)总公司涉及重大诉讼；鲁能集团涉及重大诉讼、仲裁；浙江象山经济开发区城南开发建设延期披露 2020 年三季度财务报表。

风险提示：关注发行人风险水平，谨慎对待短期市场波动。

（证券分析师：李勇）

行业

机械设备行业跟踪周报：三季报综述：疫情后回暖趋势显著，建议关注高景气的工程机械、自动化及新能源设备

1.推荐组合

【三一重工】【中联重科】【晶盛机电】【杭可科技】【柏楚电子】

【建设机械】【华测检测】【广电计量】【浙江鼎力】【恒立液压】

2.投资要点

【工程机械】Q3 龙头业绩增长强劲，全年行业高景气延续

受益于疫情后的赶工需求+行业景气度持续旺盛，16 家工程机械主要上市企业第三季度实现营收 1042.6 亿，同比+42.2%；受益于成本费用控制能力加强，净利增速高于营收增速，净利润 81.1 亿，同比+52.9%。其中三一、中联、恒立等市场份额进一步集中，龙头三季度业绩表现优于行业。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

此外，Q3 工程机械企业进入回款高峰期，疫情期间的经营现金流后延情况得到缓解，优质标的迎业绩+营运能力双提升。目前工程机械基本面依然强劲，10 月挖机销量有望同比+50%以上，四季度行业增长确定性强。持续重点推荐【三一重工】：数字智能化+国际化将持续带来业绩弹性，同时全球竞争力逐步体现带来估值溢价，看好公司戴维斯双击机会。【中联重科】起重机+混凝土后周期龙头，充分受益后周期景气度凸显，预计未来三年业绩 CAGR 达 26%，估值存在修复空间。【恒立液压】国内液压行业龙头，挖机高景气+泵阀渗透提速，增长可期。

【光伏设备】Q3 业绩表现亮眼，行业技术迭代利好设备商

受益于过去两年光伏行业各环节密集扩产，订单进入验收期，7 家光伏设备主要上市企业 Q3 单季共实现营收 38.65 亿，同比+51.6%；净利润 7.03 亿，同比+43.7%，表现亮眼。此外，Q3 末合同负债合计 90.7 亿，同比+74.2%，预示在手订单高增。我们认为可再生能源渗透率中长期不断提升是大趋势，随着成本不断下降、平价时代到来，未来 5-10 年渗透率将加速提升，建议重点关注设备投资机会。硅片环节我们重点看好国内硅片设备龙头【晶盛机电】，其在隆基外市场占据 90%份额，预计全年新接光伏设备订单超 60 亿；电池片环节我们重点看好【某丝网印刷机龙头，异质结具备整线能力】、【捷佳伟创】产品线广、协同性强的电池设备龙头。组件环节建议关注串焊设备龙头【奥特维】。

【锂电设备】Q3 行业盈利能力小幅下滑，下游扩产浪潮下设备商最为受益

5 家锂电设备主要上市公司 Q3 共实现收入 52.0 亿，同比+33.6%；归母净利润 7.1 亿元，同比+21%，整体盈利能力略有下滑。但后段龙头杭可科技凭借技术实力和客户粘性，盈利能力稳定在较高水平，毛利率达 49%，净利率达 30%，大幅高于行业平均。近期赢合科技中标 CATL14.4 亿大订单，证明行业的产能扩张大幕将启；在电动化大趋势下，各大电池厂均开启产能军备竞赛，预计设备环节将是电动车产业链未来三年增速最快、弹性最大的环节。目前设备公司估值普遍低于产业链平均估值水平，我们判断锂电设备有望迎戴维斯双击，建议重点关注：深度绑定 LG 的后道核心供应商【杭可科技】，电芯设备龙头供应商【先导智能】。其余关注：前道设备商【赢合科技】、【璞泰来】，中道激光设备商【大族激光】、【联赢激光】。

【智能制造】Q3 行业持续复苏，国产机器人有望迎来规模扩张

智能制造行业复苏仍在持续，21 家智能制造主要上市企业 Q3 实现营收 122.6 亿，同比+32.9%；净利润 14.0 亿，同比+180%，盈利能力大幅提升。Q3 工业机器人产量 65027 套，同比+48.5%；机床产量连续 6 个月实现 10%以上的正增长，回暖趋势显著。目前下游先进制造业中锂电、光伏、3C 需求旺盛，工业机器人基本面不断改善，我们认为随着国内景气度不断升级，国产机器人有望迎来规模扩张，进口替代弹性增大。建议关注机器人龙头【埃斯顿】【拓斯达】，核心零部件龙头【绿的谐波】等。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

【激光设备】Q3 业绩表现十分亮眼，长期看好激光控制系统

受制造业景气度持续回升带动以及疫情期间积压订单快速交付，11 家激光设备主要上市企业 Q3 实现营收 79.8 亿，同比+49.9%；净利润 10.3 亿，同比+47.8%。短期来看，PCB 行业整体复苏及 5G 换机需求带来的激光焊接、切割自动化需求持续旺盛；中长期来看，激光加工渗透率不断提升、应用场景不断拓展，我国激光加工市场较长时间内将保持稳定增长。我们认为激光控制系统不存在激烈价格战，所以增速高于激光行业，龙头【柏楚电子】最为受益，同时随着不断的品类拓展，柏楚电子的成长空间将进一步打开。其余建议关注【锐科激光】【杰普特】。

【检测设备】Q3 进入订单确认高峰期，检测企业业绩表现不负众望

检测行业下半年进入收入确认高峰期，4 家检测设备主要上市企业业绩亮眼，Q3 共实现营收 21.0 亿，同比+23.4%；净利润 4.7 亿，同比+42.0%，精细化管理成效显著，期间费用大幅下降，盈利能力大幅提升。短期来看，受疫情影响订单确认延后，四季度国内检测行业高景气有望延续；长期来看，国内检测行业处于快速发展期，民营检测机构收入增速多年保持两位数增长。相对海外巨头，内资企业在本土化、人才激励各方面更具优势，我们预计未来行业复合增速达 15%以上。坚定看好内资检测龙头【华测检测】，以及尚未充分发挥所有实验室应有经济效益的【广电计量】。

风险提示：下游固定资产投资不及预期；行业周期性波动；疫情影响持续。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　证券分析师：朱贝贝　证券分析师：黄瑞连）

通信：本周专题：通信行业 Q3 业绩表现亮眼，持续关注 5G、云计算等领域投资机会

投资要点

本周策略观点：1、通信行业 Q3 单季度业绩增速较快。通信行业 Q3 扣非归母净利润增速 38.85%，在 28 个行业中排名第 11 名。从细分板块来看，除网络设备外，其他子行业均实现归母净利润增长，其中光模块、北斗产业链和 IDC 单季度归母净利润增速均超过 50%。2、FaceBook 宣布进军云游戏产业。云游戏是 5G 推动垂直行业发展的重要部分，目前国内外已有多家厂商瞄准云游戏赛道。我们认为，云游戏只是 5G 下游应用场景的具体表现之一，未来 5G 应用场景将不断丰富和完善。建议持续关注 5G、云计算及相关下游应用领域投资机会。3、华为发布《5GtoB 核心网建设白皮书》。同时，华为还发布了华为 5GtoB 解决方案，提供差异化联接能力。5GtoB 是运营商市场的新增长点，差异化和确定性的联接能力是核心诉求。预计未来全球范围内 5GtoB 落地节奏将持续加快，并不断从局域场景逐步扩展到广域场景。建议持续关注 5G 及相关垂直应用领域的投资机会。4、聚焦 5G 与云服务，谷歌与 Orange 建立最新合作。疫情影响导致欧洲云服务需求激增，为此次谷歌与 Orange 合作提供了良好的契机。我们认为，在此次合作的引领下，未来互联网公司进入电信领域的

请务必阅读正文之后的免责声明部分

趋势加速，电信服务商数字化转型进程将加快，以 5G 为代表的新兴电信领域或将迎来新一轮的发展机会。建议关注 5G、云计算及其他相关领域的投资机会。

行业动态及点评：FaceBook 向云游戏世界进军；华为发布《5GtoB 核心网建设白皮书》；聚焦 5G 与云服务，谷歌与 Orange 建立最新合作。

行业前瞻：世界物联网大会（2020.11.07）、5G 技术与国际移动通信创新技术与应用（2020.11.06）

首推组合：数据港、天孚通信、中际旭创、中科创达、淳中科技。

建议关注组合：IDC：宝信软件、杭钢股份、奥飞数据、光环新网、佳力图、沙钢股份、城地股份、鹏博士、立昂技术、世纪互联、万国数据；云计算/边缘计算：优刻得、网宿科技；光模块：新易盛、博创科技、华工科技、光迅科技；光纤电缆：亨通光电、中天科技;PCB：崇达技术、深南电路、沪电股份；散热：中石科技；天线射频：世嘉科技、通宇通讯、硕贝德；运营商/铁塔：中国移动、中国联通、中国电信、中国铁塔；服务器/路由器/交换机：中兴通讯、兴森科技、浪潮信息；线上教育：世纪鼎利、立思辰；线上办公：亿联网络、会畅通讯、二六三；UWB：浩云科技；低轨卫星：和而泰、华力创通、海格通信、中国卫星、中国卫通。全国一网：歌华有线、广电网络；网络可视化：中新赛克；5G 行业专网：海能达；国网信息化：恒华科技、朗新科技；物联网/车联网：移为通信、移远通信、高新兴、佳都科技。

市场回顾：近一周通信（申万）指数下跌 3.93%；沪深 300 指数下跌 0.49%；行业跑输大盘 3.44pp；东吴通信优选指数近期表现：近一周下跌 0.62%，年初至今上涨 20.10%。

风险提示：5G 产业进度不及预期；5G 网建进度不及预期。

（证券分析师：侯宾　研究助理：姚久花）

化工行业 2020 年 10 月第 4 周周报：农药产业链反弹，继续推荐化工成长股

投资要点

本周板块表现:本周上证综指报收 3224.53，本周累计下跌 1.63%，深证成指本周上涨 0.82%，化工板块（申万）下跌 1.16%。

本周化工板块分化明显：本周化工板块涨幅居前的个股有万盛股份、正丹股份、兴化股份、大庆华科、藏格控股、雅化集团、天赐材料、光正集团、新宙邦、晨化股份。本周三季报密集披露，万盛股份、雅化集团、天赐材料、新宙邦等业绩超预期的标的涨幅明显。

本周油价下滑显著，预计中长期持续低位震荡：本周 ICE 布油报收 37.65 美元/桶（-9.86%）；WTI 原油报收 36.17 美元/桶（-9.86%）。EIA 公布上周原油库存增加 432 万桶，远超预期，叠加全球二次疫情引发对市场需求的恐慌，本周原油价格下滑显著。短期来看，OPEC 减产计划越发难以维系，海外疫情进一步恶化；中长期看，全球经济增长缺乏显著利好的同时，美国的能源独立将进一步冲击油价，预计油价或将中长期低位震

请务必阅读正文之后的免责声明部分

荡。

重点化工品跟踪，农药原料涨幅明显：本周对于我们监测的 154 类重点化工品，本周涨幅前五的产品有四氢呋喃(+14.8%)、天然乳胶(+12.8%)、苯酐（+12.4%)、盐酸(+10.5%)和苯乙烯（+10.5%）。由于近期农药产品价格大幅度上涨，带动以四氢呋喃、苯酐等农药原材料价格大幅上涨。由于海外疫情持续恶化，维生素需求疲软，供给端不可抗力消化后，维生素 A 价格持续回调。

投资建议：随着疫情对化工行业的影响逐渐减弱，处于周期底部的低估值绩优化工股有望迎来反转，推荐低估值白马股万华化学、龙蟒佰利，国六实施受益标的万润股份，新老基建配套材料相关标的隆华科技、昊华科技、苏博特、震安科技，以及细分行业技术壁垒高、业绩稳健增长的小龙头新亚强。

风险提示：油价大幅波动，新冠疫情持续恶化，贸易战形势恶化。

（证券分析师：柴沁虎　证券分析师：陈元君）

数字金融追踪：互联网贷款有没有系统性风险？监管逻辑是什么？

观点：近日，外滩金融峰会上围绕“新旧金融”的观点交锋，引发全社会对互联网贷款产业的讨论。针对商业模式复杂、创新性强的互联网贷款，我们前期发布的研究框架已从产业角度进行了梳理。但对于监管仍值得更深入探讨，我们认为：

①首先，无论互联网贷款是否真正“普惠”，都要看到互联网巨头的“数据资产”对信贷商业模式的效率优化，集中体现在获客&风控两大核心环节。数字金融实实在在赋能了与之合作的中小金融机构，尽管这种赋能“很贵”，而且互联网巨头不会“授之以渔”，那么合作机构的自身能力可能逐步弱化。

②其次，信贷业务天然要敬畏风险与周期。我们认为目前互联网巨头以“火车头效应”带动下沉市场信贷规模过快增长，确实存在一定的风险压力。从监管者视角来看，核心在于规模庞大、风控过于集中，更重要的是，互联网主导风控、传统金融机构承担资本的模式下，客观上形成风险转移。

③如果只从微观商业逻辑出发，联合贷能否继续扩张取决于与互联网合作的中小金融机构能否持续获利，而目前大部分机构该项业务的 ROA 非常可观。但监管关注系统性风险也无可厚非，在此背景下，我们判断明年针对产业的监管政策可能边际收紧，头部平台的信贷规模可能降速。

投资要点

产业回顾：互联网贷款模式不断创新迭代，监管政策滞后反应。近十年来，我国互联网贷款存在两类模式，一是 P2P 模式（发展周期 2012~2017 年）；二是互联网平台通过旗下小贷公司或与持牌金融机构合作放贷模式

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（发展周期 2015 年至今）。不考虑已被全面否定的 P2P，目前第二类模式中主流的互联网贷款产品，包括花呗/借呗、微粒贷、京东白条/金条等，基本都于 2014~2015 年推出。受监管影响，商业模式有过几轮变化：

早期花呗/借呗以蚂蚁旗下小贷公司为主体自营放贷，但小贷公司规模受杠杆约束（各地金融办要求不同，蚂蚁小贷所在的重庆为 3.3 倍杠杆上限）。尽管可以补充资本，但仍然难以满足业务放量的需求。

2016~2017 年，蚂蚁旗下小贷公司大量以表内消费贷款在交易所发行 ABS，一方面腾挪出表内额度，另一方面相当于低成本获取表外融资（ABS 优先级收益率通常低至 4%~5.5%）。但是，2017 年末出台的“现金贷新规”封堵了通过表外 ABS 规避杠杆限制的路径（因为新规要求表内融资与表外 ABS 合并计算杠杆并满足监管要求）。

在此背景下，2018 年以来联合贷/助贷模式放量，信托及大量中小银行成为贷款主要出资方（通常出资比例 80%~100%），这种模式撬动了金融机构资金，再次规避了杠杆约束。其中，助贷又存在多种模式，包括单纯引流、引流叠加初步风控、信贷超市，以及已被认定为“不合规”的担保兜底等。盈利分配层面，由于互联网平台掌握着获客&风控两大核心环节，实质上负责贷款的全程管理，必然要分享金融机构出资部分一定比例的利息，但头部互联网平台并不承担“本金兜底风险”，商业模式相当优越。当前，互联网信贷的主流模式就是联合贷+助贷，而监管政策主要围绕联合贷展开。

互联网贷款有没有风险？核心在于规模过大、风控集中、风险转移。基于调研反馈，拥有大数据的互联网巨头对信贷的实时风控能力显然强于传统金融机构（其中两大巨头又明显强于其他互联网平台）。因此，从某一家中小金融机构的角度，与互联网合作是合意的，尽管必须切分一部分利息，但仍有可观的剩余 ROA 和高速扩张的业务规模，正好解决“资产荒”，信贷质量又显然好于自营业务。但从监管者的全局视角，却并不合意：

规模：定位于下沉市场的消费信贷体量过大时，本身就是风险敞口，毕竟信贷业务本质上不可能脱离周期波动，金融科技也无法摆脱金融规律。近年来不同类型的非银机构大范围切入信贷市场的结局并不好看，敬畏风险是银行所谓“当铺文化”的基石。

集中度：尽管依托于数据科技的风控能力很卓越，但大量贷款集中在某几家头部平台的风控体系上，高集中度也令监管者担忧（所以互联网贷款新规强调金融机构要控制与互联网平台的合作集中度）。

风险转移：最关键的是，当前互联网贷款模式中，风控实质性由大型互联网平台掌握，尽管监管反复要求金融机构独立风控，但“是否独立”难以界定，而且受制于数据资源也没有“独立能力”。然而，无法独立风控的金融机构却是大部分贷款的出资方，承担风险、消耗资本，这形成了互联网贷款对传统金融体系的风险转移。

此外，大量中小金融机构通过互联网贷款异地展业，但相比于上述三个全局性问题，异地展业已不算核心要点，尽管前期修订的商业银行法再次强调了商业银行不得跨区域经营。

实际上，上述监管要点在 2020 年 7 月正式发布的互联网贷款新规中已明确列式，新规本质上是监管层近两年持续调研互联网贷款的政策成果。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

预计监管未来边际收紧，可能的逻辑包括管资本和管业务两个方向。实际上 2019 年以来，监管层已经对互联网联合贷及助贷业务重点关注并大范围窗口指导，上海等部分地方监管局甚至叫停联合贷。不过，互联网贷款新规虽然梳理了核心监管点，却没有设置具体的约束性量化指标，我们判断可能源于疫情影响。但后续随着金融政策常态化，同时互联网贷款规模进一步扩张，我们判断明年监管可能从业务或资本两个方向收紧：

业务层面：互联网贷款新规重点强调的要点包括出资金融机构独立风控、控制与单一互联网平台的合作集中度、不鼓励异地展业等，未来有可能围绕上述要点设置量化指标，同时也可能对联合贷出资比例进行限定。对业务层面的监管思路建议参考 2018 年 10 月网传版本的互联网贷款新规征求意见稿（未落地），但我们认为不会像当初版本那样严苛。此外，也可能通过地方监管部门窗口指导与互联网平台合作的中小金融机构，但这种方式沟通成本高、效果有限。

资本层面：互联网巨头的联合贷/助贷中大量资金由金融机构提供，对应消耗金融机构的资本，由于模式创新，目前并没有有效的监管逻辑能要求互联网平台对这部分资金提供资本。但考虑互联网平台确实参与并掌控了信贷的核心环节“风控”，未来监管也可能以某种形式要求互联网平台提供一定的资本作为“安全垫”。不过，我们判断这不影响业务的盈利能力，且头部互联网平台拥有充足的资本实力。

此外，前期最高法院出台的民间借贷利率新规下调了利率司法保护上限至 LPR 的 4 倍（目前对应 15.4%），市场担心将影响互联网贷款甚至持牌金融机构零售业务的定价。但我们认为，对于头部互联网平台及大部分金融机构，定价超标的规模占比并不高，且目前并不一定会随即下调定价，该政策本身的适用性、可持续性也存在不确定性，预计目前影响有限。

投资建议：长远而言，我们依然看好中国零售金融市场的发展空间，包括其中消费金融市场的扩张。不过，我们判断未来市场格局将更鲜明，服务于优质客群的零售银行（国有大行/招商银行/平安银行/宁波银行等）及服务于海量 C 端、小 B 端用户的头部互联网平台将共同切分产业红利。

风险提示：1）对互联网贷款的监管政策超预期收紧；2）互联网贷款信用风险爆发；3）银行贷款利率持续下行，利差快速收窄。

（证券分析师：马祥云）

电气设备新能源行业周报：光伏和工控龙头 Q3 再超预期，电动车龙头 Q3 反转

投资要点

申万电气设备 6960 上涨 3.81%，表现强于大盘。光伏涨 9.03%，发电设备涨 4.82%，新能源汽车涨 2.38%，工控自动化涨 1.82%，锂电池涨 0.3%，发电及电网跌 0.79%，风电跌 2.31%，核电跌 3.12%。涨幅前五为安科瑞、阳光电源、中能电气、福莱特、东风汽车；跌幅前五为长鹰信质、中环装备、赛摩电气、坚瑞沃能、星云股份。

行业层面：电动车：工信部副部长：贯彻落实即将发布的《新能源汽车产业发展规划》；节能与新能源汽车技术路线图 2.0 发布；SKI 拟剥离电动汽车动力电池业务；GGII：六氟磷酸锂价格已进入周期性上涨阶段；

请务必阅读正文之后的免责声明部分

三星 SDI 动力电池工厂拟落子越南；华为发布 MDC 智能驾驶计算平台白皮书；比亚迪将推全新电动车平台，首款车型明年上海车展首发；蔚来单月下线首次突破 5000 辆；国家电网：今年新增充电桩 7.8 万个 2025 年实现车桩比 1:2 的目标；LG 化学股东大会通过电动汽车电池业务分拆议案，赞成率 82.3%；新能源：工信部：允许合法合规开展产能置换新建光伏玻璃项目；住建部发布工程建设强制性国家规范《太阳能发电工程项目规范（征求意见稿）》；五部门：关于促进应对气候变化投融资的指导意见发布；能源局：将综合能源服务纳入国家能源规划加大充电桩和储能设施政策支持；2.04GW！国网公示最新可再生能源发电补贴项目清单；光伏玻璃价格触及 50 元/平米；光伏 38GW+国网 1-6 批可再生能源补贴项目公布；国家能源局：前三季度全国光伏新增装机 18.7GW,累计装机 223GW。工控&电网：10 月制造业 PMI51.4，环比-0.1 个点，仍在高景气区间。

公司层面：汇川技术：20Q3 营收 30.30 亿元，同增 51.39%，归母净利润 7.23 亿元，同增 192.49%。隆基股份：20Q3 营收 136.90 亿元，同增 59.54%，归母净利润 22.40 亿元，同增 51.97%。阳光电源：20Q3 营收 49.66 亿元，同增 82.50%，归母净利润 7.49 亿元，同增 237.79%。当升科技：20Q3 营收 9.37 亿，同增 87.41%，归母净利润 1.18 亿，同增 72.83%。宁德时代：20Q3 营收 126.93 亿元，同增 0.80%，归母净利润 14.19 亿元，同增 4.24%。晶澳科技：20Q3 营收 58.11 亿元，同增 24.99%，归母净利润 5.90 亿元，同增 95.12%。璞泰来：年初至今营收 33.46 亿元，同减 4.42%，归母净利润 4.15 亿元，同减 9.40%。国电南瑞：20Q3 营收 79.44 亿元，同增 27.20%，归母净利润 11.72 亿元，同增 24.03%。新宙邦：20Q3 营收 8.12 亿，同增 26.84%，归母净利润 1.36 亿，同增 29.34%。科达利：20Q3 营收 5.33 亿，同增 1.15%，归母净利 0.51 亿，同减 22.21%。恩捷股份：1）20Q3 营收 11.4 亿元，同增 56.63%，归母净利 3.22 亿元，同增 32.63%；2）PaulXiaomingLee、合意投资等六名股东拟共减持 969 万股，占公司总股份的 1.1%。固德威：年初至今营收 10.41 亿元，同增 44.96%，归母净利润 1.96 亿元，同增 158.90%。天赐材料：20Q3 营收 11.03 亿元，同增 47.76%，归母净利润 2.07 亿元，同增 423.36%。比亚迪：20Q3 营收 445.19 亿元，同增 40.72%，归母净利润 17.51 亿元，同增 1,362.66%。福莱特：年初至今营收 40.16 亿元，同增 18.81%，归母净利润 8.11 亿元，同增 59.94%。亿纬锂能：1）20Q3 营收 21.64 亿，同增 5.68%，归母净利润 5.83 亿，同减 11.44%；2）51.61 元/股向特定对象发行 4844.02 万股，募集资金 24.99 亿已到账。欣旺达：1）20Q3 营收 89.53 亿，同增 30.09%，归母净利润 4.66 亿，同增 70.55%；2）股东王明旺拟减持不超过 3149.9 万股。赣锋锂业：20Q3 营收 15.06 亿元，同增 8.50%，归母净利润 1.73 亿元，同增 421.32%。华友钴业：年初至今营收 148.38 亿，同增 5.82%，归母净利润 6.86 亿，同增 640.27%。麦格米特：20Q3 营收 9.15 亿，同减 7.78%，归母净利润 1.25 亿，同增 9.63%。八方股份：年初至今营收 9.69 亿，同增 10.19%，归母净利润 3.06 亿，同增 28.06%。公牛集团：年初至今营收 71.47 亿，同减 5.10%，归母净利润 15.98 亿，同减 8.77%。迈为股份：20Q3 营收 6.76 亿，同增 68.78%，归母净利润 0.85 亿，同增 42.62%。

投资策略：9 月国内电动车销量 13.8 万辆，同环比高增 68%/26%，爆款新车型如期上量，年底冲量全年预计 120 万以上，下半年增长 40%+，9 月开始全面满产满销，11 月中游排产继续环比 10%，六氟涨价到 10 万/吨，Q3 三重拐点明确；9 月欧洲销 14.6 万辆，同比+157%/+66%，大超预期,今年预计 115 万，同增 100%+，明年上修到 180-200 万辆，同增 60-80%，特斯拉 Q3 近 14 万交付全年 50 万，明年有望上 100 万，全球电

请务必阅读正文之后的免责声明部分

动化大趋势明确，明年国内和海外均高增，强烈推荐特斯拉和欧洲供应链等全球龙头。十四五光伏年均装机有望从 60GW+上调到 75GW+，中国 2030 年前碳排放达峰值，2060 年碳中和，欧盟碳排放目标进一步提升到 60%，中欧两国在绿色发展上意见一致，将加快光伏从辅助能源到主力能源的进程，短期各环节价格趋稳，Q4 旺季，今年国内装机估计 40-45GW，同增 30-50%；竞价转平价 8GW，明年上修至 65GW+，海外光伏需求欧美一直不错，全球 120-130GW 左右，同增 10%左右，明年确定性大年，全球 170-180GW，同增 35%+，Q3 业绩预计继续高增，强烈看好光伏龙头。工控今年 Q1 同降 12.4%，先进制造同增 15%+，Q2 增长 6.4%，先进制造同增 25%+，Q3 增长 6.7%，先进制造同增约 25%，龙头订单今年一直很好，7 月开始行业普遍很好，先进制造高增，传统制造和基建行业也明显增长，强烈看好工控龙头。电网投资总体持平，结构性倾斜，电网设备龙头向好。风电 20 年继续抢装，估计 30GW+（20%+），海上风电持续增长。

重点推荐标的：汇川技术（通用自动化今年持续大超预期、动力总成全面突破大幅减亏）、隆基股份（单晶硅片和组件全球龙头、业绩持续高增）、宁德时代（动力电池全球龙头、优质客户和领先技术）、阳光电源（逆变器龙头增长大超预期、储能业务前瞻布局）、通威股份（硅料和 PERC 电池龙头、硅料价格坚挺）、天赐材料（电解液&六氟龙头、六氟超预期涨价弹性大）、锦浪科技（组串式逆变器龙头、业绩超预期高增长）、晶澳科技（组件一线龙头、前三季度超预期）、当升科技（正极龙头、海外占比高、员工持股计划托底）、福斯特（EVA 和 POE 膜绝对龙头供不应求、感光干膜等新材料上量）、璞泰来（负极全球龙头、LG 等海外占比高、隔膜和设备加强布局）、雷赛智能（控制卡和步进系统龙头、伺服和 PLC 全面起量）、恩捷股份（湿法隔膜全球龙头、LG 等海外客户放量）、爱旭股份（专注高效电池的龙头、单瓦利润恢复超预期）、新宙邦(六氟和电解液涨价、氟化工也超预期、业绩高增)、宏发股份（新能源汽车继电器全球龙头、传统继电器超预期复苏）、科达利（结构件全球绝对龙头、客户锁定宁德和 Tesla 等）、国电南瑞（二次设备龙头、电力物联网受益）。建议关注：中信博、固德威、比亚迪、福莱特、三花智控、良信电器、亿纬锂能、欣旺达、嘉元科技、天奈科技、思源电气、正泰电器、赣锋锂业、华友钴业、麦格米特、天齐锂业、星源材质、国轩高科、八方股份、林洋能源、金风科技、中国宝安、东方日升、许继电气、平高电气、长高集团、长缆科技、国网信通、日月股份、捷佳伟创、天顺风能、杉杉股份等。

风险提示：投资增速下滑，政策不达预期

（证券分析师：曾朵红）

汽车行业周报：10 月第四周批发同比+22%，全面看多

投资要点

每周复盘

SW 汽车上涨 3.9%，跑赢大盘 4.9pct。除 SW 商用载客车和 SW 汽车销售外，所有汽车子板块呈上涨形态，SW 乘用车幅度最大。申万一级 28 个行业中，汽车板块排名第 1 名，排名靠前。估值上，整体有所上涨，SW 商用载客车幅度最大。横向比较，乘用车板块估值在 PE 方面高于白色家电低于白酒，PB 方面仍低于白色家电和白酒。汽车零部件板块估值（PE

请务必阅读正文之后的免责声明部分

和 PB）均低于计算机和传媒。

景气跟踪

销量：10 月 19-25 日乘用车零售日均销量同比上升，批发日均销量同比上升。10 月 19-25 日乘用车零售销量日均 53412 辆，同比上升 19%，月度累计日均 45381 辆，同比上升 17%。10 月 19-25 日乘用车批发销量日均 62304 辆，同比上升 22%，月度累计日均 44714 辆，同比上升 10%。

库存：9 月传统乘用车企业库存-4.2 万辆，企业累计库存为-44 万辆，渠道库存增加 9.5 万台，符合历史季节性规律，行业整体库存处在较为健康的水平。

价格：10 月上旬折扣率小幅增加。根据抽样调查原理，我们建立了乘用车终端成交价格的监控体系，每月进行分析。10 月上旬乘用车价格监控结论：折扣率小幅增加。1）剔除新能源的乘用车整体折扣率 14.15%，环比 9 月下旬+0.25pct，热门车型中降价幅度前五车型是途观 L2021+途岳 2021+朗逸 NB2021+凌度 2021+长安 CS75PLUS2021。2）主要车企 10 月上旬折扣率不同程度增加，幅度较大的是上汽大众+广汽乘用+长城汽车+东风日产+长安汽车。

重点关注

10 月 30 日，长城汽车张家港零部件项目开工建，规划年产能 16 万台套；10 月 30 日，小鹏第二款轿车谍照曝光，或命名“P5”，起售价不到 20 万；10 月 30 日，华为正式首发了智能汽车解决方案独立品牌 HI；10 月 30 日，长安汽车第三季度营收 230.6 亿元，同比增长 51.32%，净利润 8.83 亿元，同比增长 309.7%，扣非后净利润 5.19 亿元，同比增长 183.52%。

投资建议

坚定全面看多，Q4 整车更优于零部件。全面看多整车板块理由：1）景气复苏逻辑正在验证！长期国内乘用车销量依然可创新高！2）从周期到成长股估值体系的变化。未来汽车是“电动+智能”共同定价，会成为下一个移动终端，软件持续收费成为主盈利模式。数据积累构建长期护城河，形成强者恒强的局面。3）新一轮自主崛起将成为未来 3 年整车股核心主线。电动智能车带动自主品牌进一步跨越 20 万价格带，市占率进一步提升。Q4 建议整个板块加大配置，无论是新车向上周期明确的"长城+比亚迪+长安”，还是底部蓄力的”吉利+广汽+上汽”。看多核心零部件理由：1）下游国内乘用车需求复苏逻辑正在验证！2）海外疫情加速了中国具备成本优势的零部件订单长期转移至国内。3）“电动-智能”汽车趋势带来了中国零部件全球产业地位提升的历史性机遇。优选"前期涨幅少+估值较低+基本面发生积极变化”，Q4 核心零部件重点推荐标的排序如下：华阳集团/中国汽研/万里扬/德赛西威/拓普集团。

风险提示：海外疫情控制不达预期，乘用车需求复苏幅度低于预期。

（证券分析师：黄细里）

推荐个股及其他点评

中国软件（600536）：秣兵厉马积极备战，先行财务指标预示信创放量在

请务必阅读正文之后的免责声明部分

即

事件：公司发布三季报，前三季度实现收入 22.38 亿元，同比下降-28.87%，实现归母净利润-5.50 亿元，同比下降-124.01%。

投资要点

疫情和会计准则调整导致收入确认延后，单季操作系统收入达到 2 亿左右：受疫情影响以及会计准则调整导致收入确认延后，三季度单季公司实现收入 8.44 亿元，同比下降 21.90%，但下滑幅度环比持续收窄。毛利率方面，各子公司毛利率达到 51.08%，由于子公司主要是系统集成公司和操作系统子公司，粗略估算单季度操作系统收入达到 2 亿左右，在母公司毛利率下降 1.61pct 情况下带动综合毛利率同比提升 2.52pct，但由于操作系统子公司人员扩张投入加大，净利润单季亏损加大。

信创产业发展进入爆发期，先行指标合同负债和存货达到历史最高：存货三季度单季增加 4.51 亿元，环比增加 34.56%，同比增加 36.45%，达到历史最高值。同时合同负债第三季度单季增加 5.03 亿元，比中报数值提高 104.57%，我们预计主要是受益于党政信创招标，公司已收到客户的部分对价、定金。两个先行财务指标预示着信创产业开始进入兑现阶段，为公司后续业务发展带来强有力支撑。同为大集成商的太极股份三季报披露累计中标待签合同金额 55.26 亿元，我们预计历史份额比较接近的中国软件也具备相同量级的中标待签合同金额。此外，公司在三季度单季的销售费用为 0.70 亿元，同比提升 48.94%，侧面印证信创业务的景气度。

飞腾异军突起带动麒麟份额提升，应用商店模式带动远期空间：由于鲲鹏芯片受到美国限制，同为 ARM 架构的飞腾芯片获得更多发展机会，截止 10 月飞腾芯片已签约 196 万片，出货 127 万片，同比增长 10 倍以上，创国产 CPU 出货新纪录，进而影响芯片与操作系统竞争格局，带动同为 PK 体系的麒麟获得更大市场份额。未来两年鲲鹏的需求缺口更大，飞腾和麒麟的份额将进一步提升。9 月麒麟软件 v10 版已完成官方认证，性能测评分数领先，从而有望继续提升各地市场份额巩固龙头地位，同时推出的应用商店后续可实现授权外新的商业模式，用户 ARPU 值和市场空间提升可期。未来在物联应用方面，操作系统可以继续打造物联网应用支撑平台，进一步打开行业增长新空间。

盈利预测与投资评级：考虑麒麟投入加大，下调 2020-2022 年归母净利润分别为 3.18/5.05/7.30 亿元，EPS 分别为 0.64/1.02/1.48 元，现价对应 109/69/48 倍 PE。考虑到操作系统的稀缺性以及公司和竞争对手逐渐拉开差距，龙头地位逐渐稳固，维持“买入”评级。

风险提示：国家基础 IT 生态建设进度缓慢，行业竞争加剧。

（证券分析师：郝彪　研究助理：王紫敬）

中国长城（000066）：三季度业绩大幅增长，信创业务高景气度

事件：公司发布三季报，前三季度实现收入 74.60 亿元，同比增长 4.33%；实现归母净利润-1.63 亿元，同比下降-171.58%。

投资要点

三季度拐点明显，单季度业绩呈现大幅增长：公司上半年营收仍然同比下滑，但前三季度已实现同比增长，经营逐渐摆脱疫情影响恢复正常。其中三季度单季实现收入 35.31 亿元，同比增长 25.23%，实现归母净利

请务必阅读正文之后的免责声明部分

润 1.38 亿元，同比大幅增长 248.19%。我们认为公司受益于信创产业发展进入业绩兑现期，公司信息安全整机及解决方案业务的景气度提升，从而带来公司业绩拐点，实现高速增长。

多项指标验证信创业务进入爆发期，激励计划彰显公司信心：公司预付款项、存货、开发支出、长期借款等资产负债表科目分别达到 22.48 亿元、64.74 亿元、1.08 亿元、48.39 亿元，同比分别增长 85.55%、77.75%、126.60%、119.25%，各项指标大幅增长均体现出公司为信创产业发展做好积极准备，未来业绩有保障。此外，公司发布股票期权激励计划，行权业绩条件包括以 2019 年为基础，2021、2022、2023 年度营业收入增长率分别不低于 40%、65%、95%，同时首次授予部分股票期权的行权价格为 16.68 元/股高于现价，彰显公司发展信心。

飞腾全年业绩大超预期，引入多家战投拓展行业市场：因为鲲鹏芯片受到美国限制，同为 ARM 架构的飞腾芯片获得更多发展机会，今年飞腾芯片出货量实现大幅增长。截止 2020 年 10 月飞腾芯片已签约 196 万片，出货 127 万片，同比增长 10 倍以上，创国产 CPU 出货新纪录。我们预计飞腾芯片全年签约 210 万片，出货 150 万片，从而带来业绩大幅增长，且打开未来成长空间。近期飞腾拟以 15%的股权比例引入有紧密产业链合作伙伴关系以及对其发展具有重大战略支撑意义的战略投资者，有助于飞腾加大研发投入、拓展生态圈和行业市场，中国长城将继续持有飞腾不低于 26.775%股权，仍为天津飞腾第一大股东，未来会继续受益于飞腾芯片的快速崛起。

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.43/0.52/0.61 元，对应 PE 分别为 35/29/25 倍。信创业务今年下半年招标工作已经接近完成，在新格局形式下飞腾在党政份额有望继续超预期，带动公司整机业务高速增长。同时上半年高新电子和电源业务订单双双高增，激励计划推出更有利于提升管理层的积极性和责任感，维持目标价 28.89 元，维持“买入”评级。

风险提示：产能扩张低于预期；信创推进不及预期。

（证券分析师：郝彪　研究助理：王紫敬）

华兰生物（002007）：流感疫苗快速放量，全年有望实现高增长

投资要点

事件：公司发布 2020 年三季报，实现营业收入 30.7 亿元，同比增长 16.5%；实现归属于母公司净利润 9.6 亿元，同比增长 0.04%，实现扣非后归母净利润 8.7 元，同比下滑 1.9%。

流感疫苗快速放量，全年有望实现高增长：2020Q3，实现营业收入 16.9 亿元，同比增长 36.4%；实现归属于母公司净利润 4.5 亿元，同比下滑 1.0%。分业务板块：1）疫苗业务方面，2020 年第三季度，公司的四价流感裂解疫苗批签发为 867 万支，三价流感裂解疫苗批签发为 176 万支，批签发货值约 11 亿元，同比去年批签发货值约 6.6 亿元，考虑到今年流感的爆发，预计公司流感疫苗正处于快速放量状态；2）血制品业务方面，考虑到上半年疫情影响下，采浆量受到影响，预计血制品业务有所承压，从母公司报表来看，2020 前三季度收入端同比下滑 5.1%，归母净利润同比下滑 17.0%。费用率方面：2020Q3 销售费用率为 28.6%，同比 2019Q3 提升 12.96 个百分点，主要系疫苗销售推广增加所致。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

生物药逐步进入兑现期，未来有望成为公司重要增长点：在生物药领域，公司目前已有 7 个单抗取得临床试验批件，其中阿达木单抗、曲妥珠单抗、利妥昔单抗、贝伐单抗目前均已进入 III 期临床研究阶段，德尼单抗、帕尼单抗和伊匹单抗已经进入 I 期临床研究，重组 Exendin-4-Fc 融合蛋白注射液已取得临床批件，另有多个处在不同研发阶段的单抗药物正在稳步推进，国内生物药市场空间巨大，公司生物药在研管线相对较为丰富，有望成为公司未来重要增长点。血制品业务领域，采用层析纯化工艺和纳米膜过滤+低 pH 孵放双重去除病毒工艺技术研制的新一代静注人免疫球蛋白取得《临床试验通知书》，有望成为未来又一增长点。

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.86 元、1.05 元和 1.20 元，对应估值分别为 60 倍、49 倍和 43 倍。考虑到公司是国内血制品龙头之一，受益于下游需求稳定增长，此外受本次疫情影响，四价流感疫苗有望快速放量，维持“买入”评级。

风险提示：疫苗业务竞争加剧的风险；血制品放量不及预期的风险。

（证券分析师：朱国广）

周大生（002867）：Q3 归母净利+51%，婚恋需求释放+电商带动下业绩全面向好

业绩简评

2020 年 Q1-3 公司实现收入 33.49 亿元/-12.1%YOY；实现归母净利润 7.12 亿元/-2.1%YOY；实现扣非归母净利润 6.63 亿元/-3.8%YOY。其中 Q3 单季公司实现收入 16.75 亿元/+17.9%YOY；实现归母净利润 3.82 亿元/+51.3%YOY；实现扣非归母净利润 3.58 亿元/+45.6%。

投资要点

Q3 婚恋需求集中释放珠宝零售市场回暖：据国家统计局，2020 年 7-9 月珠宝类社零同比增速分别为 7.5%/15.3%/13.1%，疫情后珠宝零售出现反弹式增长，2020 年 7 月的同比增速为 2019 年 6 月以来的最高值。

自营跌幅收窄，加盟恢复增长，电商加速放量：分渠道看，①线下自营业务 Q3 单季实现收入 1.78 亿元，同比-18.4%，Q3 同比跌幅较上半年的 49.7%明显收窄；②加盟业务实现收入 11.38 亿元，同比+9.88%；③电商渠道加速放量，Q3 自营线上渠道收入 3.15 亿元，同比增长 160%，通过直播带货等新的营销方式促使 Q3 电商收入增幅创 2020 年新高。

自营撤店节奏放缓，加盟店数量持续增长：Q2 期末/Q3 期末公司拥有自营门店 257 家/252 家，拥有加盟门店 2748 家/2768 家，门店总数 4005 家/4020 家；Q3 自营门店缩减 5 家，加盟门店增长 20 家。

业绩快速恢复背景下，利润率现较高弹性：Q3 单季公司毛利率/净利率分别为 42.9%/22.8%，同比大幅增长 7.8pct/5.0pct，业绩快速恢复背景下利润弹性展现。销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.6%/1.4%/0.1%/-0.4%，同比+3.4pct/-0.9pct/持平/-0.7pct。我们认为销售费用率增长的主要原因包括费用率较高的线上渠道占比提高，且直播带货等营销投放使销售费用提高等。

线上优势持续巩固，Q4 双十一持续高增值得期待：周大生是较早布局电商渠道的珠宝品牌，疫情期间拥抱直播带货大潮，6 月周大生联手辛巴、佟大为直播带货，“周大生 X 辛巴专场”直播销售额超 4.8 亿元，巩固线

请务必阅读正文之后的免责声明部分

上渠道优势。Q4 线上珠宝消费在双十一的刺激下有望持续高增，公司作为线上化程度领先的珠宝品牌 Q4 业绩值得期待。

盈利预测与投资评级：我们预测公司 2020-22 年归母净利润分别为 10.0 亿元、13.1 亿元、15.03 亿元，同比增幅分别为 0.9%、30.4%、15.2%，当前市值对应 PE 分别为 18x、14x、12x，首次覆盖，给与“买入”评级。

风险提示：原料价格大幅波动，疫情风险，线下门店恢复及拓展不及预期，加盟商管理风险，委外生产质量问题等

（证券分析师：吴劲草）

中炬高新（600872）：深耕渠道看全国化，产能推进助双百目标

事件：

公司发布 2020 年三季报，20Q1-Q3 实现营收 38.1 亿元（+7.9%），归母净利 6.68 亿元（+22.4%），扣非净利 6.54 亿元（+25.61%）。20Q3 实现营收 12.55 亿元（+10.26%），归母净利 2.13 亿元（+18.5%），扣非净利 2.12 亿元（+21.89%）。

投资要点

收入稳健增长。20Q1-Q3 公司实现营收 38.1 亿元（+7.9%），20Q3 实现营收 12.55 亿元（+10.26%），Q3 美味鲜公司营收 12.3 亿元（+12.33%）。1）分产品，20Q3 酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他调味品分别实现收入 7.6/1.3/1.7/1.6 亿元，分别同增 13/5/12/11%。2）分渠道，20Q3 末经销商总数达 1329 家，Q3 净增 75 家，北部/中西部/东部地区经销商数量增长较快，分别净增加 35/15/9 家。截止 20H1 公司地市级开发率已经达到 87.83%，区县开发率 45.24%，未来将继续加快空白地级市及三级区县开发，持续加快全国化扩展进程。公司南部成熟市场区域 20Q3 实现营收 4.8 亿元（+0.6%）；东部地区环比显著改善，实现收入 3 亿元（+14.6%，增速环比+16.3pct）；中西部/北部区域保持较快增长，20Q3 分别实现营收 2.6/1.8 亿元，同比+22.7/28.0%。

黄豆成本增加导致毛利率波动，加大营销投入保证长期增长。20Q3 美味鲜归母净利 2.16 亿元（+19.55%）。20Q3 美味鲜毛利率 40.64%，环比 20H1 下降 2.21pct，原材料黄豆采购成本增加。美味鲜公司中，销售人员工资待遇额及业务费用驱动 Q3 销售费用+0.75pct；管理费用率 4.73%（+0.09pct），基本平稳；贷款利息支出导致 Q3 财务费用率+0.19pct。综上 20Q3 公司实现归母净利 2.13 亿元（+18.5%），扣非净利 2.12 亿元（+21.89%）。

产能落地铸基石，助力全国化布局。中山厂区扩产项目：公司重点对酱油工序进行技改升级，实现扩大酱油/料酒产能 25/2 万吨，改造、搬迁等前期工作陆续开展，计划于 2021 年 3 月 1 日动工。厨邦三期扩产项目：预计天然油项目 Q3 可全部完工，酱油煮制首期工程计划 2020 年底投入使用。阳西美味鲜二期项目（蚝油 10 万吨/年，沙司 0.7 万吨/年）亦按照 10 月底试投产目标有序推进。

盈利预测与投资评级：预计 20-22 年公司营收为 53/62/72 亿，同比+14/16/16%；归母净利为 8.6/10.3/12.4 亿，同比+19/20/21%，PE 为 59/49/40X，维持“买入”评级。

风险提示：产能投放不及预期，提价不及预期，食品安全问题，疫情控

请务必阅读正文之后的免责声明部分

制不及预期。

（证券分析师：杨默曦）

国电南瑞（600406）三季报点评：主业增长提速，信通持续高景气

投资要点

Q3 营收+27%、利润+24%，增长提速、略超预期。公司 Q3 实现营业收入 79.44 亿元，同比增长 27.20%，环比下降 4.05%；实现归属母公司净利润 11.72 亿元，同比增长 24.03%，环比下降 9.89%。Q3 毛利率 30.20%，同比下降 1.17pct；归母净利率 14.75%，同比下降 0.38pct。

电网自动化 Q3 增速略有提速，20 年起迎来细分业务景气周期。H1 电网自动化及工控板块同比+0.4%基本持平，预计 Q3 达到个位数增长、略有提速。电网投资今年有望维持稳健，全年基本持平的投资目标不变，而且能源互联网是结构性重点，国电南瑞电网自动化细分业务高景气有望持续。

电力物联网高景气度延续，信通维持高增。信通 H1 收入同比+35%，预计 Q3 增速相当。2020 年工作计划重点部署电力物联网建设，6 月国网“数字新基建”十大重点建设任务已定，信息化建设有望迎来投资高峰。公司是支撑国网“能源互联网”战略的核心单位，今年包括数据中台等项目建设带来收入增长、毛利率显著提升。目前南瑞在电网信息化招标中份额 4 成左右，有望继续受益行业快速扩容，预计 20-21 年 CAGR40-50%。

继保与柔直略有改善，其中继保稳健、特高压业务暂时承压，但特高压加速是大势所趋，有望逐步改善。20H 继保柔直同比-0.7%，预计 Q3 增速由负转正，其中继保业务稳健增长、特高压因前期订单完工，收入有所下滑。20 年国网、政治局多次强调部署推动特高压核准开工，今年 2 直 5 交建设时间表已下发，同时超预期追加 3 条直流进入预可研，增加了直流项目的延续性。因目前招标量相对少，新签订单同比预缩下滑，但 19 年持续高比例中标特高压项目、且后续有望逐步重启招标，现有特直、柔直项目累计+预期中标近 80 亿，20-22 年是业绩确认高峰。

配网节能设备融资租赁模式效果卓著，Q3 延续高增；发电及水利环保底部反转，Q3 实现快速增长。配网节能设备融资租赁的业务模式为南瑞首创，租金收入计入“集成与其他”业务板块，预计 Q3 持续高增长，且毛利率较高，对利润贡献明显，目前租赁项目在手订单仍多，长期利润成长空间大。发电机水利环保也去 H1 结束下滑趋势，同比+39.4%，Q3 预计再提速，业务理顺后底部反转趋势明确，未来有望稳健增长。

盈利预测与投资评级：预计 2020-22 年归母净利润分别 52.66 亿、62.73 亿、73.58 亿，同比分别+21.2%、+19.1%、+17.3%，对应现价 PE 分别 18 倍、15 倍、13 倍，给予目标价 27.2 元，对应 21 年 20 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行，竞争加剧

（证券分析师：曾朵红　研究助理：柴嘉辉）

汇川技术（300124）三季报报点评：业绩再次大超预期、工控和电控双王崛起

请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资要点

Q3 收入同比+51%、利润+192%，业绩大超预期。Q1-3 收入 81.0 亿、同比+65%，利润 15.0 亿，同比+132%；Q3 营收 33.1 亿，同比+51%，利润 7.2 亿，同比+192%，剔除 BST（按收入 9 亿、利润 9000 万测算）Q1-3 收入 58.9 亿，同比+41%，备考净利润 13.0 亿，同比+108.7%，Q3 收入 24.1 亿（+64%）、利润 6.3 亿（+227%），业绩大超预期，公司预期全年业绩 18.1-22.8 亿（+90~140%），我们认为实际在上限附近。

盈利能力超预期改善，Q3 归母净利率 21.84%，同比+10.5pct、环比+3.24pct，来自：1）Q3 毛利率 38.7%，同比+3.8pct、环比-1.7pct 仍在高位；2）费用率环比超预期下降，Q3 销售、管理、研发费用 5.9 亿，费用率 17.7%，同比-6.5pct、环比-3.1pct，来自降本增效、费用管控；3）因汇兑收益、利息上升，Q3 财务费用-0.44 亿产生正贡献。

行业全面反转、汇川“上顶下沉”抓机会，Q3 同比+78%大超预期。Q3 行业全面反转，汇川优势的先进制造电子、锂电、光伏需求高增长，传统行业起重、纺织、注塑等需求复苏，Q3 行业需求同增 6.7%，景气度进一步提升。此外内资企业的竞争力、工程师红利在海外疫情、贸易摩擦的大背景下持续凸显，进口替代显著加速，龙头汇川尤其受益。汇川通过“上顶下沉”全面抓机会，Q1-3 通用（含电液）收入 34.0 亿（+64%），Q3 工控行业收入 12.78 亿、同比+78%，其中预计伺服、PLC 超翻倍增长，变频预计 30-50%、电液伺服 20-30%增长，且 Q3 由于没有口罩影响，实际经营的景气度改善尤其明显，机器人 Q1-3 收入 1.2 亿，同比+71%。上调全年工控增速至 60%以上、预计明年仍有 40%增长。

电机电控进入收获期，新势力放量、海内外客户全面突破。电机电控 Q1-3 收入 6.3 亿，同比+85%，其中 Q33 亿，同比+162%，乘用车方面新势力客户理想、小鹏、威马快速放量，Q1-3 汇川乘用车装车 7.4 万台，同比+370%，Q3 装车 3.7 万台，市占率提升至 11.8%，客户方面内资一线、海外奥迪 DCDC 等 TOP 车企持续突破，后续有望斩获更多订单。物流车高增长、客车暂时承压。电动车预计今年收入高增长、利润大幅减亏 1 亿，实际减亏进度有望超预期，预计 2022 年盈亏平衡。

电梯增长提速，打造全球龙头的电梯零部件公司。电梯+BSTQ1-3 收入 31.7 亿，同比+82%（含并表影响），Q3 收入 13.1 亿，同比+17%，Q3 增长提速，汇川+BST 加快融合，打造全球龙头的电梯零部件公司。

盈利预测与投资评级：上调 2020-22 年业绩至 22.8 亿/29.2 亿/38.5 亿，同比+139%/+28%/+32%，考虑 21-23 年需摊销股权激励费用 1.9 亿、1 亿、0.5 亿，给予目标价 93.5 元，对应 21 年 55 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行，竞争加剧

（证券分析师：曾朵红　研究助理：柴嘉辉）

隆基股份（601012）三季报点评：现金流及预收款亮眼，单晶龙头强者恒强

投资要点

公司 20Q1-3 公司业绩 63.57 亿元，同比增长 82.44%，符合预期：公司发布 2020 年三季报，报告期内实现营收 338.32 亿元，同比增长 49.08%；实现归母净利 63.57 亿元，同比增长 82.44%，对应 EPS 为 1.69 元。其中

请务必阅读正文之后的免责声明部分

Q3 实现营收 136.91 亿元，同比增长 59.53%；实现归母净利 22.4 亿元，同比增长 51.93%，对应 EPS 为 0.59 元。Q1-3 毛利率为 27.84%，同比上升 0.21pct；Q3 计提减值合计约 1.6 亿元。收入和利润增长总体符合预期。

硅片市占率快速提升，结构持续改善，盈利能力突出：今年全球单晶市场份额预计达到 85%~90%，同比提升 20pct+，受益于单晶渗透率大幅提升及产能扩张，在全球需求仅增长 15%左右的情况下，公司 20 年前三季度累计单晶硅片出货量同比增长 45%至 67 亿片，今年全年出货量预计 105 亿片左右，全球市占率同比增长 18pct 至 50%左右。结构方面，今年 M6 硅片占比快速提升，Q1 占比仅 10%，Q3 占比已超 40%，大尺寸结构持续改善，预计 Q4 开始 182 尺寸会开始逐步放量；盈利能力方面，公司 Q3 硅片售价受出货节奏影响而略低，但在出色的成本控制下，Q3 毛利率依然在 30%+，Q4 公司售价平稳叠加新产能投放，将进一步拉开与行业同行的毛利率差距。

组件销量超预期，结构表现亮眼：公司 Q1-3 组件销量 12.5GW，同比增长 166%，其中 Q3 销量 5.92GW，同比接近 300%，环比增长 25%，预计 Q4 组件环比仍有不错增长，全年出货目标 20GW。公司组件结构表现亮眼：1）美国市场占比高：美国市场单价高盈利高，公司 Q1-3 组件美国市场出货约 1.8GW，占公司出货的 14.4%；2）大尺寸占比持续提高：公司上半年 M6 组件占比 63%，Q3 看 M6 占比 80%+，远超行业平均水平；预计明年组件 2/3 为 166 尺寸，1/3 为 182 尺寸，大尺寸占比迅速提升预计进一步增强公司盈利能力。3）双玻占比高：公司 Q1-3 双玻组件占比 50%+，双玻组件相对普通组件有溢价 2-3 分/W，盈利能力更强。公司今年 20GW 出货量首登全球第一，预计明年翻倍增长至 40GW，继续迅猛增长。

行业集中度迅速提升，公司扩产加速强者更强：今年上半年受疫情影响，下游需求萎缩，产业链价格超跌，下半年上游硅料事故，Q3 需求超预期带动全产业链涨价，价格剧烈波动下，小厂经营困难，龙头逆势扩产，全产业链集中度进一步提升。公司今年扩产规划预计超预期完成，预计到年底公司硅棒、硅片、电池、组件产能分别为 80GW+、75GW+、30GW+、40GW+，预计公司 2020-2021 单晶硅片市占率提升至 50%+、59%+、组件市占率提升至 14%+、21%+，龙头强者恒强！

公司会计处理谨慎，计提减值严谨。Q1-3 公司计提资产减值损失 6.21 亿元，同比+78.37%，主要系计提的固定资产减值增加；信用减值损失 1.04 亿元，同比+304.29%，主要系应收款项增加所致。

营运能力提升，经营活动现金流量净流入&预收款大幅增加：Q1-3 经营活动现金流量净流入 62.60 亿元，同比增长 55.95%；销售商品取得现金 249.25 亿元，同比增长 48.53%。期末预收款项 62.53 亿元，较期初增长 69.95%。期末应收账款 59.42 亿元，较期初增长 21.16 亿元；期末存货 106.04 亿元，较期初上升 42.47 亿元，主要系生产规模扩大及海外在途存货增加所致。Q3 经营活动现金流量净额 59.21 亿元，有所强化；存货上升 20.43 亿元至 106.04 亿元；应收账款减少 0.92 亿元至 59.42 亿元。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 20-22 年业绩为：87.43、123.36、155.76 亿元，同比+65.6%、+41.1%，+26.3%，对应 EPS 为 2.32/3.27/4.13。目标价 98.1 元，对应 21 年 30 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：政策不达预期，竞争加剧等

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（证券分析师：曾朵红　证券分析师：陈瑶　研究助理：黄钰豪）

农业银行（601288）：2020 年三季报点评：拨备雄厚，低估值配置性价比高

事件：农业银行 2020 年前三季度营业收入 4982.44 亿元，同比增长 4.9%；归属于本行股东净利润 1653.35 亿元，同比增长-8.49%，对应 EPS 为 0.45 元/股。期末总资产 27.3 万亿元，较期初增长 9.72%；归属于本行普通股股东净资产 1.83 万亿元，较期初增长 4.86%，对应 BVPS 为 5.24 元/股。

投资要点

盈利预测与投资评级：农业银行业绩与其他国有大行基本一致，盈利降幅收窄，不良率有所上升，但第三季度营业收入增速相对保持平稳。我们认为农业银行当前时点具备良好的配置性价比，原因在于其估值水平在国有大行中处于中游，低估值安全边际充分，但资产质量比较稳健（经营审慎），拨备覆盖率持续大幅领先其他国有大行，同时收入增速、净息差等指标也比较稳定。随着宏观环境回暖，市场对国有大行的信心逐渐企稳，对分红比例调整的担忧逐步弱化，我们判断三季报后国有大行估值将有所修复。预计农业银行 2020、2021 年盈利增速分别为-5.2%、6.6%，A 股/H 股估值对应 0.54/0.39x2021PB、5.3/3.8x2021PE，2021 年股息率 5.83%/8.09%，考虑非常具备吸引力的估值性价比和股息率，建议给予“增持”评级。

农业银行业绩符合预期，三季度净息差平稳，盈利降幅收窄。公司第三季度单季收入增速+4.8%，增速平稳得益于净利息收入、手续费及佣金净收入稳健；归母净利润增速-8.5%，其中第三季度降幅收窄至-4.6%，符合预期。前三季度 ROA 为 0.85%，分拆来看：①净息差平稳，我们测算前三季度累计净息差与上半年持平，单季度净息差环比上行 1BP。今年以来公司通过压降高成本存款降低负债成本，净息差较去年同期并未明显下行；我们测算三季度的生息资产平均余额环比增速 1.68%，增速高于二季度及上年同期，带动净利息收入维持 9.2%高增速；②前三季度手续费及佣金净收入同比增长 5.38%，其他非利息收入同比大幅下滑 30.92%，其中公允价值变动损益同比大幅减少 82.93 亿元，预计受债市波动影响。③前三季度成本收入比同比降低 1.15pct 至 25.95%，对 ROA 形成正向贡献，但信用减值继续拖累 ROA。第三季度单季计提减值 400.39 亿元，环比二季度减少，有利于利润降幅的收窄。不过，拨备覆盖率环比下行 12.53pct 至 272.44%。

信贷增速保持平稳，零售贷款持续复苏。三季度末农业银行贷款总额（不含应计利息）环比增长 2.88%，增速与二季度基本持平。分拆来看，零售贷款二季度和三季度的环比增速分别为 4.07%和 4.06%，均高于公司贷款二、三季度的环比增速（分别为 1.77%和 2.95%），零售贷款复苏有利于公司在资产端收益率的提升。存款端，公司三季度末存款总额（不含应计利息）环比增长 1.99%，但活期存款占比较二季度降低 0.6pct 至 54.27%，与行业趋势一致，反映出存款市场吸储的激烈竞争。不过，公司在负债端一直拥有低成本优势，行业普遍利差收窄的环境下，公司经营基本面相对稳健。

三季度不良率有所上行，但风险抵补能力依然雄厚。农业银行三季度末不良率环比继续上行 9BP 至 1.52%，较期初上升 12BP。与其他国有大行相比，公司不良暴露时点相对滞后，三季度不良贷款率有明显上升。不良率上行、信用减值环比减少的情况下，三季度末拨备覆盖率环比降低

请务必阅读正文之后的免责声明部分

12.53pct 至 272.44%，公司拨备覆盖率水平仍然位居国有大行首位。三季度公司不良贷款净增加额 184.68 亿元，环比二季度减少 20.67 亿元，我们判断三季度不良压力释放后，后续伴随宏观经济企稳上行，国有大行资产质量的不确定性将会逐步弱化，预计资产质量风险可能在明年上半年逐步出清。

风险提示：1）利差快速收窄；2）不良率上行；3）融资需求大幅下滑。

（证券分析师：马祥云　研究助理：陶哲航）

联创电子（002036）：光学业务加速增长，三季度拐点显现

事件：公司于 10 月 30 日晚发布 2020 年第三季度报告，2020 年前三季度营业收入 56.56 亿元，同比增长 32.54%；归母净利润 2.10 亿元，同比减少 6.57%；扣非归母净利润 1.47 亿元，同比减少 21.93%。

投资要点

业绩创新高，核心光学业务发展迅速。公司前三季度核心光学业务发展顺利，同比增长 41.64%，手机镜头及影像模组增长 44.26%，毛利率上升 3.64%，发展迅猛，盈利能力强。第三季度营业收入 31.5 亿元，同比增长 97.11%，光学高清广角镜头 Q3 开始回暖，车载镜头、无人机镜头等领域发展势头良好，同时，Q3 公司还完成华为、大疆、法雷奥等多个新增大客户和新增项目的导入并开始量产出货，增长明显，公司光学业务 Q3 开始迎来拐点。

车载镜头大幅增长，手机镜头稳步扩产。车载镜头方面，受益于 ADAS 放量，公司车载镜头 Q3 发展迅猛，营收同比增长 300%，Q4 将继续高速增长，未来三年将有望呈现倍数级增长态势，成为公司重要利润来源，同时客户资源优质，目前客户涵盖奔驰、宝马、特斯拉、沃尔沃、大众等全球十几家主流车企和国内外知名新能源车企。手机光学方面，Q3 收入同比增长 93.4%，且公司目前产能远远不能满足客户需求，仍需要大幅度扩产，目前公司手机镜头产能已经达到 18kk/月，年底将达到 25kk/月，明年年底将扩产至 40kk-50kk/月，随着手机镜头扩产逐步达成，稼动率及良率逐步提升，公司手机光学业务将有望充分受益于手机单摄向多摄升级、像素升级以及玻塑混合的大趋势，业绩有望实现高速增长。

光学业务潜力充足，各项业务有望快速增长。公司以核心技术驱动，未来将以光学为核心业务。其中：1）高清广角：GoPro 市场有望恢复，公司切入大疆和华为供应链，Q4 需求将放量，未来预计将实现快速增长；2）车载镜头：客户涵盖奔驰，宝马，特斯拉等众多主流车企和国内外知名新能源车企，形成独特的竞争优势，随着 ADAS 普及未来有望实现高速增长；3）手机光学：手机镜头持续扩产，未来有望充分受益多摄渗透率提升、像素升级、玻塑混合带来的新机遇。

盈利预测与投资评级：公司光学镜头市场地位突出，未来仍将重点布局光学业务，实现业绩快速增长。我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 77.02/88.67/105.17 亿元，同比增长 26.6%/15.1%/18.6%；2020-2022 年归母净利润分别为 2.80/4.50/6.01 亿元，同比增长 4.8%/60.5%/33.6%；实现 EPS 为 0.30/0.48/0.65 元，当前股价对应 PE 为 33/21/16 倍。公司未来业绩的增长动能充足，我们看好公司光学业务快速成长，维持“买入”评级。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示：客户集中度较高；下游市场需求波动；行业竞争加剧。

（证券分析师：王平阳　证券分析师：王少南）

华友钴业（603799）三季报点评：业绩持续向好，三元前驱体开始放量

投资要点

业绩大幅增长，好于预期。2020 年前三季度公司营收 148.39 亿元，同比增长 5.8%；归母净利润 6.87 亿元，同比增长 640.3%；扣非净利润 6.28 亿元，同比增长 1341.1%；20Q1-3 毛利率为 15.29%，同比增加 4.32pct；净利率为 4.53%，同比增加 3.81pct。

Q3 持续向好，盈利能力修复。20Q3 公司实现营收 57.87 亿元，同比增加 17.64%，环比增长 25.05%；归母净利润 3.37 亿元，同比增长 462.26%，环比增长 102.77%，扣非归母净利润 3.33 亿元，同比增长 293.53%，环比增长 105.09%。盈利能力方面，Q3 毛利率为 16.5%，同比增长 7.42pct，环比增长 1.17pct；净利率 5.98%，同比增长 4.47pct，环比增长 2.56pct；Q3 扣非净利率 5.76%，同比提升 4.04pct，环比提升 2.25pct。

钴产品供需结构改善，量利齐升。Q3 公司钴产品预计生产 7500 吨左右，其中预计销售 6k-6.6k 吨，委托加工 1000 吨，Q1-3 累计生产近 2.1 万吨。价格方面，长江有色钴均价 2019 年全年低位徘徊，20Q1-2 长江有色钴价均价约 27.3，25.1 万/吨，同比降幅 10-15%，Q3 起钴价开始小幅反弹，均价约 27.3 万/吨，最高价已突破 30 万/吨，同比+15%左右，环比+9%，小幅反弹，钴产品 20H1 单吨毛利润为 3.19 万元，我们预计 Q3 单吨毛利进一步提升至 4 万元左右，增厚公司利润。公司现有 3.5 万吨产能，全年预计生产 3 万吨，21 年没有供给增量，下游终端 5G 手机及新能源汽车行业需求持续高增，供需结构进一步改善，有望带动钴价持续回升，改善公司盈利水平。

三元前驱体快速放量，合资产能落地在即。公司打造一体化锂电材料龙头，目前已有 5.5 万吨自营三元前驱体产能建成投产，公司 Q3 三元前驱体预计出货 8k-9k 吨，单月出货 3k-4k 吨，接近满产满销，Q1-3 累计出货 2.1 万吨（19 年全年 1.3 万吨），大幅增长，我们预计公司全年出货突破 3 万吨，快速抢占市场份额。此外公司还有 4.5 万吨合资产能已建成，由于疫情原因验厂推迟，预计于 21 年 Q1 开始放量，产能达 10 万吨。我们预计 21 年公司受益于国内市场需求恢复及 LG 持续高增，三元前驱体出货 6-7 万吨，同比翻番。此外公司募投项目布局 5 万吨高镍前驱体产能，预计将于 2023 年开始放量。

盈利预测：预计公司 20-22 年归母净利润 10.1/15.2/22.0 亿，同比增长 748%/50%/45%，EPS 为 0.89/1.33/1.93 元，对应 PE 为 45x/30x/21x，给以 21 年 43 倍 PE，对应目标价 57.2 元，维持"买入"评级。

风险提示：电动车销量不及预期，氟化工原料价格上涨。

（证券分析师：曾朵红　证券分析师：阮巧燕）

中联重科（000157）：Q3 业绩保持强劲增长，后周期龙头业绩确定性强

事件：公司 Q1-Q3 实现营收 452.44 亿（+42.48%），归母净利润 56.86 亿（+63.41%），扣非净利 49.56 亿（+79.16%）。其中 Q3 单季实现收入 164.17 亿（+72.94%），归母净利润 16.68 亿（+84.51%），扣非净利 14.51 亿

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（+122.55%）。

投资要点

行业需求旺盛+市占率提升，公司 Q3 业绩保持强势增长

公司 Q3 收入保持较快增长，主要系：1）受益于疫情后的赶工需求，Q3 工程机械销量持续旺盛；2）公司作为后周期龙头，产品优势明显，市场份额持续提升；3）公司强化数字供应链和智能制造管理，降本增效成果凸显，净利润增速高于收入增速。

净利率持续上行，Q3 现金流情况大幅转好

Q1-Q3 公司整体毛利率 28.51%，同比-1.31pct，Q3 单季毛利率 27.03%，同比-2.4pct，我们判断主要受疫情期间销售政策调整以及产品结构变化的影响。

Q1-Q3 净利率提升至 12.68%，同比+1.78pct，Q3 单季净利率 10.26%，同比+0.89pct。净利率不降反增主要系公司期间费用控制能力良好，Q1-Q3 公司期间费用率 13.63%，同比-3.87pct，主要系：1）通过端对端销售模式降低管理费用率和销售费用率；2）公司控制带息负债规模，叠加汇兑损益优化，财务费用率同比降低。

Q1-Q3 经营活动净现金流 40.17 亿，同比-19%，其中 Q3 单季 25.38 亿，同比+83%，上半年经营回款延后，于 Q3 加速回收，现金流情况大幅转好；应收账款周转天数 164 天，周转速度持续加快，营运能力不断向好。

后周期景气度凸显+龙头地位稳固，公司增长确定性强

疫情导致下游旺季顺延后，叠加四季度基建投资力度有望延续，我们预计全年工程机械需求整体保持旺盛，下半年或与上半年整体持平。此外，后周期产品景气度会更加凸显，有望接力挖机成为增长最快的机种。公司混凝土机械排名前二、汽车起重机市占率排名前三、塔机稳居第一，作为后周期龙头业绩释放弹性更高。

公司强调端对端销售模式和智能制造管理，销售效率进一步提高，成本进一步下降，竞争优势更加凸显，龙头地位稳固。

盈利预测与投资评级：混凝土机械+工程起重机+塔机三大后周期品种景气持续性强，且市场份额不断集中，公司将受益于后周期品种景气度高涨+规模效应带来的业绩高弹性。我们预测 2020-2022 年公司归母净利润分别为 68/79/88 亿元，当前股价对应 PE 分别为 8.6/7.4/6.6 倍，参考国内外可比上市公司，我们认为公司 PE 估值被显著低估，给予 2020 年目标估值 11 倍，对应市值 748 亿，目标价 9.8 元，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行风险；行业竞争加剧导致利润率下滑；市场拓展不及预期。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　证券分析师：朱贝贝）

新天科技（300259）：三季度业绩稳健增长，期待气表和肯特恢复后进入高增长阶段

投资要点

事件：公司公告三季报，前三季度实现营收 7.52 亿元，同比增长 0.85%；

请务必阅读正文之后的免责声明部分

归母净利润 2.55 亿元，同比增长 52.77%，扣非后为 1.50 亿元，同比增长 15.21%。

三季报业绩中规中矩，燃气表和工商业流量计业务受影响情况下增长主要来自于家用水表。

根据公司公告，Q3 单季度实现营收 3.37 亿，同比增长 8.96%；归母净利润 1.51 亿，同比增长 92.48%；扣非后归母净利润为 0.69 亿，同比增长 13.13%，非经损益主要来自于土地收储补偿款的 0.60 亿元。总体来看 Q3 业绩较为稳健，考虑到今年疫情对燃气表招投标和工商业流量计业务造成了较为显著的影响，我们判断增长主要来自于家用水表业务。根据我们对于行业和公司的项目跟踪，目前燃气表项目的招投标工作以及工商业流量计业务已经恢复正常，未来公司增速再上一个台阶是大概率事件。

跳出传统的机械设备的视角，用科技赋能的眼光看公司。

根据我们的测算，NB-IoT 推广前，水表市场空间为 119 亿元/年、毛利空间为 42 亿元/年、市场集中度较低；NB-IoT 推广后，市场空间为 233.10 亿元/年，相比 NB-IoT 推广前增长 96.71%；假设毛利率为 33%，则对应毛利市场空间为 76.92 亿元/年，相比 NB-IoT 推广前增长 83.84%。市场集中度方面，2019 年 NB-IoT 表销量合计约 800 万只，其中宁水集团销量约为 120 万只、占比为 15%；新天科技、三川智慧销量均为 80 万只左右，占比均为 10%，因此行业前三甲销量加总占比约为 35%，相比 NB-IoT 推广前市场集中度显著提升。

我们通过分析和比较：1）ToG 端科技赋能推广较为成熟的智慧水表和智慧政务；2）ToG 端科技赋能推广尚不成熟的智慧农业，我们判断，ToG 端能够持续爆发的应用场景应当是同时具备持续政策支持、强力部门推动、切实解决痛点这三大因素，缺一不可，而智慧水表作为三大核心因素兼具，ToG 端最先爆发的科技赋能场景，本身已经从传统的制造业逐渐体现科技属性，估值中枢应当显著上移。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.29、0.38、0.49 元，对应 PE 分别为 19、15、11 倍，维持“买入”评级。

风险提示：公司产能投放不达预期、机械表和智能表价格下降超预期、疫情影响招投标进程等

（证券分析师：刘博　证券分析师：唐亚辉）

华工科技（000988）：三季度业绩持续增长，校企改革稳步推进，有望为公司发展注入新活力

投资要点

事件：10 月 29 日，华工科技公布 2020 年三季度业绩：前三季度公司实现营业总收入 45.10 亿元，同比增长 16.30%；实现归母净利润 4.87 亿元，同比增长 5.20%。

经营状况良好，盈利能力维持稳定：华工科技 2020 年 Q3 单季度实现营业收入 17.66 亿元，同比增长 33.41%；实现归母净利润 1.45 亿元，同比增长 10.38%；实现扣非归母净利润 1.34 亿元，同比增长 26.26%，较 Q2（77.07%）环比下降 50.82pp。盈利能力方面，二、三季度公司产品盈利能力较一季度大幅改善，Q3 环比 Q2 趋稳。2020 年前三季度毛利率为 24.41%，较上半年(24.64%)小幅下降 0.23pp；销售净利率为 10.65%，较

请务必阅读正文之后的免责声明部分

上半年（12.30%）下降 1.65pp。

5G 和数据中心产品共同发力，公司业绩有望实现进一步提升：电信产品方面，疫情后公司迅速恢复，5G 光模块产销量均达到历史高位；预计未来两年国内 5G 加速推进，公司电信产品出货量将保持高速增长。数通产品方面，公司 100G 产品在国外实现批量出货，400G 已小批量发货，同时公司前瞻布局下一代 800G 及硅光产品，产品进度有望持续领先市场；行业方面，5G 流量爆发带动数据中心数量快速增长，公司业绩将持续受益。

校企改革持稳步推进，为公司发展注入新活力：华工科技于 7 月 9 日发布公告宣布，控股股东武汉华中科技大产业集团有限公司将通过公开征集转让方式转让公司 1.91 亿股股票，总股本 19%。据 10 月 21 日公司发布的公告，本次公开转让已获得财政部批准，目前共有 2 家意向受让方提交了受让申请材料，并足额缴纳相应的申请保证金，若后续转让进程顺利，公司校企改革落地，有望为公司发展注入新活力。

盈利预测与投资评级：我们预计 2020-2022 年营业收入分别为 63.50 亿元、77.37 亿元以及 93.71 亿元，实现归母净利润分别为 6.83 亿元、8.39 亿元以及 10.17 亿元，EPS 分别为 0.68 元、0.83 元以及 1.01 元，对应的 PE 分别为 34X/28X/23X，维持“买入”评级。

风险提示：光模块订单增速不及预期风险；光模块上游关键原材料供应风险；高端激光加工装备与 3C 市场资本开支不及预期的风险。

（证券分析师：侯宾　研究助理：姚久花）

宁水集团（603700）：研发费用+出口因素影响 Q3 表现，坚定看好公司长期发展

投资要点

事件：公司前三季度实现营收 10.62 亿，同比增长 16.31%；归母净利润 1.83 亿，同比增长 35.92%；扣非后为 1.61 亿，同比增长 25.44%

原材料价格上涨+汇率影响出口产品毛利率+研发费用猛增，使得 Q3 业绩表现略低于预期。Q3 单季度实现营收 4.06 亿，同比增长 13.19%；归母净利润 0.65 亿，同比增长 20.35%；扣非后为 0.59 亿，同比增长 16.58%。从单季度表观财务数据来看，相比 Q2（收入增速 31.49%、归母净利润增速 52.82%、扣非后增速 38.91%），Q3 的收入、归母净利润、扣非后归母净利润增速环比均有所下滑。我们分析净利润增速略低于预期的主要原因包括：1）成本端三季度原材料价格有所上涨；2）收入端出口的机械表受到汇率影响毛利率有所下降；3）费用端研发费用相比去年同期显著增加，前三季度累计研发费用为 0.42 亿，同比大幅增长 45.55%；4）费用端汇兑损失造成财务费用显著提升。

我们测算公司稳态市值约为 90-120 亿，相比目前仍有大空间。1）我们先假设一个最终市场处于稳态下的场景：水表市场理论容量 6 亿只左右（详细测算过程请见我们 3 月 17 日发布的深度报告《NB-IoT 推广速度超预期，智能水表、智慧烟感等应用场景有望持续爆发》），在市场稳态水平下，只有更换需求，没有新增需求，按照每 6 年一更换的节奏，每年更换水表数量大约为 1 亿只。假设稳态水平下公司市占率为 20%（实际上公司机械表市占率 12%、物联网表市占率 18%，考虑到物联表的存量渗透率尚不到 2%（2019 年增量渗透率约为 10%左右），且龙头市占率提升是大

请务必阅读正文之后的免责声明部分

势所趋),所以每年公司出货量是 2000 万只,假设其中物联网表占比 60%、机械表占比 40%，物联网表稳态价格 200 元/只（目前是 300 元/只）、机械表价格 80 元/只（目前 85 元/只），且 20%净利率（目前净利率为 15%左右，因为还在铺设渠道，稳态下费用占比会逐渐下降），则对应公司利润约为 6 亿元/年，合理估值应当为 15-20 倍，对应 90-120 亿市值。2）景气度上行阶段估值弹性显著大于稳态下水平：根据我们在前文中的测算，稳态下公司远期目标市值在 90-120 亿之间，但是需注意，目前正是三大核心驱动力（强制更换政策出台、新技术新产品的出现解决行业痛点、华为和三大运营商主推）推动行业景气度显著高企阶段。因此，公司正处于订单和业绩爆发阶段，处于景气度投资阶段，估值弹性显著要高于稳态水平下的水平，然后随着行业发展和稳定，估值和市值会逐渐回落至稳态水平，所以保守估计目标市值相比目前仍有较大的空间。

盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.49、2.01、2.61 元，对应 PE 分别为 19、14、11 倍，维持“买入”评级。

风险提示：公司产能投放不达预期、机械表和智能表价格下降超预期、疫情影响招投标进程等

（证券分析师：刘博　证券分析师：唐亚辉）

昭衍新药（603127）：Q3 收入快速扩大，安评龙头业务持续推进

投资要点

事件：2020 年前三季度公司实现营业收入 6.32 亿元，同比增长 81.23%；实现归母净利润 1.18 亿元，同比增长 53.19%；扣非归母净利润 9856 万元，同比增长 61.34%；经营性现金流净额 2.24 亿元，同比增长 130.41%。

Q3 收入端快速扩大，Q4 订单交付全年业绩高增确定性强。公司 Q3 单季度实现营收 2.34 亿元，同比增长 58.65%，归母净利润 0.43 亿元，同比增长 15.85%，表观增速主要受公司 Q3 股权激励费用摊销拖累及研发支出增加所致，加回股权激励费用后公司业绩符合预期。公司立足临床前药物毒理学评价，是国内安评领域的龙头，充分享受 CXO 行业高景气度。公司行业资质齐全，业务经验丰富，是国内首家通过美国 FDAGLP 检查，并拥有 CFDA、OECD、韩国 MFDSGLP 认证资质，AAALAC（动物福利）认证的临床前安评机构。截止 2020 年 8 月 31 日，公司全部待交付订单金额达 17.6 亿，安评业务 2020Q3 新增订单金额约 5 亿元，订单需求较为旺盛。Q4 公司业务持续推进，订单不断交付，全年业绩高速成长具有较高确定性。

产能扩张+横向扩张，特色领域提供广阔空间。公司致力于为客户提供一站式的服务，打造独具特色的优质实验动物供应、临床前安全性评价、临床服务和药物警戒服务的黄金产业链。公司目前基地实验室通量较高，但产能已基本饱和。短期看，公司苏州基地新扩增产能 1.35 万平，预计明年产能打满后为公司业绩提供支撑。公司梧州、广州、重庆三个基地或实验室建设情况良好，未来项目建设完成产能释放将促进公司订单交付能力。海外方面，公司于 2019 年收购美国 biomere，作为向海外延伸业务的桥头堡与扩充国际化人才的窗口。长期看，在特色领域方面，公司在药物警戒领域不断加强与新客户的合作；模型动物研究方面，子公司苏州启辰已组建完善的技术团队，创建了多个基因编辑小鼠模型。未来公司产能扩张+特色领域能力不断建设，发展前景较为广阔。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

研发投入不断加大，盈利能力未来有望逐步攀升。2020 年前三季度，公司研发费用达 4889 万元，同比大幅增长 82.79%，主要系公司 20 年承接国家研究课题所致。未来公司研发回归商业化课题，研发费用率预计有所会落。公司 2020 年前三季度毛利率为 49.78%，同比降低 1.78pt，主要系公司并表 biomere 且 biomere 业务受新冠影响所致，中国区业务整体毛利率较为稳定。未来公司项目结构的优化及规模化效应成本控制，盈利能力有望逐步加强。

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年归母净利润分别为 2.54、3.84、5.25 亿元，相应 EPS 分别为 1.12、1.69、2.32 元，对应 PE 估值分别为 94、62、45 倍。考虑到公司是安评领域龙头，业绩有望受益创新药产业高景气度，保持高速增长，公司未来三年盈利复合增速有望超 40%，维持“买入”评级。

风险提示：行业政策变动风险；市场竞争加剧风险；订单波动风险等。

（证券分析师：朱国广　证券分析师：周新明）

龙净环保（600388）：业绩增速转正单季度业绩高增 32%，经营活动净现金流大幅回正护航高质量发展

投资要点

事件：2020 年前三季度公司实现营业收入 69.66 亿元，同比下降 11.43%；归母净利润 5.73 亿元，同比增长 2.72%；扣非归母净利润 5.04 亿元，同比下降 1.88%；加权平均 ROE 同比下降 0.83pct，至 9.73%。

收入降幅持续收窄，业绩增速转正。2020 年前三季度，公司实现营业收入 69.66 亿元，同比下降 11.43%，实现归母净利润 5.73 亿元，同比增长 2.72%；实现扣非归母净利润 5.04 亿元，同比下降 1.88%。

Q3 单季度表现亮眼，单季度业绩高增 32%。Q3 单季度实现营业收入 33.65 亿元，同比下滑 1.82%；实现归母净利润 3.70 亿元，同比增长 31.78%；实现扣非归母净利润 3.22 亿元，同比增长 19.59%。

毛利率提升 2.25pct，期间费用率上升 1.12pct。2020 年前三季度整体毛利率同比提升 2.25pct 至 23.27%，预计主要系新增合同的毛利率积极攀升所致；期间费用率上升 1.12pct 至 13.42%，销售、管理、研发、财务费用率分别上升 0.16pct、上升 0.76pct、上升 0.11pct、上升 0.08pct 至 2.34%、5.40%、4.19%、1.49%。

ROE 同比降低 0.83pct，销售净利润提升显著。2020 年前三季度公司加权平均净资产收益率同比下降 0.83pct 至 9.73%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2020 年前三季度公司销售净利率为 8.32%，同比上升 1.14pct，总资产周转率为 0.3（次）,同比下降 0.1（次），权益乘数从 19 年前三季度的 3.76 上升至 20 年前三季度的 3.96。

强化资金收支管理高质量发展，经营活动净现金流大幅回正。1）公司各事业部采用更为谨慎的合同和收入确认制度，加强应收账款的催收与管理。2020 年前三季度经营活动现金流净额 5.41 亿元，较去年同期-6.23 亿元大幅回正，同比增加 186.82%；2）投资活动现金流净额-10.61 亿元，同比下降 172.86%；3）筹资活动现金流净额 14.07 亿元，同比增加 59.91%。

大气治理龙头，内生外拓全方位环保服务。公司稳固大气治理龙头地位的同时，积极开拓：1）固废治理：垃圾焚烧发电及处置的能源子公司与

请务必阅读正文之后的免责声明部分

工业危废的的危废事业部，目前已投资 5 个项目，投资额近 40 亿；2）水污染治理：依托龙头优势深挖现有客户需求，电厂脱硫废水市场收获明显；3）土壤及生态修复：工业场地污染修复和矿山修复两大重点方向均有收获。

收入结构改善运营占比提升，业务稳定性持续性加强。随着公司垃圾焚烧发电项目和水处理业务投运，20H1 公司运营类业务实现销售收入 1.5 亿元，同比提升近 300%，占公司业务收入/毛利比例已达 6%/9%。运营类业务占比提升进一步加强公司业务的稳定性与持续性，公司已逐步形成“设备产品制造+工程建设服务+资产持续运营”并存的格局。

盈利预测：根据公司 20 年三季报披露经营情况，预计公司 20-22 年 EPS 分别为 0.80/0.88/0.98 元，对应 PE 为 13/11/10 倍，维持“买入”评级。

风险提示：工程项目建设进度不达预期、融资改善不达预期

（证券分析师：袁理　研究助理：任逸轩）

至纯科技（603690）：Q3 业绩略低于预期，清洗设备龙头增长动力充足

事件 1：公司 2020 年前三季度实现营收 7.6 亿元，同比+24.15%；归母净利润 0.83 亿元，同比+10.76%；扣非归母净利润 0.41 亿元，同比-30.08%。

事件 2：10 月 30 日公司公布第三期股权激励计划，拟向 133 名激励对象授予限制性股票及股票期权总计 600 万份，占总股本的 2.31%，其中首次授予 510 万份。

投资要点

Q3 收入小幅下滑，在手订单逐步释放将推动后续业绩修复

单三季度公司实现收入 2.39 亿元，同比-14.8%。Q3 公司收入同比小幅下滑，但受益于二季度湿法设备陆续交付并确认收入，整体来看前三季度收入实现稳定增长。我们认为在半导体设备行业景气持续，清洗设备国产替代加速的背景下，公司清洗设备产品的供需结构没有改变，只是收入确认周期带来季度间业绩的不平衡性。随着在手清洗设备订单逐步释放，将推动业绩稳步增长。

单三季度归母净利润 0.52 亿元，同比+65.4%；扣非归母净利润 0.16 亿元，同比-49.5%。Q3 非经常性损益达 0.37 亿元，较去年同期的 61 万增长 5860%，主要原因为间接持有的中芯国际股票带来的公允价值变动净损益达 0.42 亿元，而去年同期无此项目。

Q3 毛利率大幅增长，清洗设备业务拓展致费用率小幅上升

前三季度综合毛利率 35.8%，同比+1.8pct，环比+1.7pct；Q3 单季毛利率 39.5%，同比+4.5pct，环比+6.5pct，Q3 毛利率实现大幅增长，我们预计主要因为高毛利的清洗机业务开始确认收入。

前三季度净利率为 10.7%，同比-0.9pct；Q3 单季净利率 22.2%，同比+10.8%。前三季度费用率为 27.4%,同比+3.8pct。其中管理费用率（含研发）17.7%，同比+2.1pct，主要系湿法设备业务板块团队继续扩容、人员成本上升所致；销售费用率 4.5%，同比+0.3pct；主要原因为公司增加了湿法设备、高纯业务等业务板块的销售力度；财务费用率 5.2%，同比+1.3pct，主要系可转债利息费用增加所致。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

截至 Q3 末公司合同负债达 4.9 亿元，同比大幅增长 86.2%；存货 8.7 亿元。同比+26.9%。预计公司在手订单充足，将支持后续业绩增长。

激励方案业绩考核彰显未来发展信心

第三期股权激励计划拟向公司董事、高级管理人员、核心技术骨干共计 133 人授予权益 600 万份（占公司总股本的 2.31%）。其中包括：1）期权 557 万份（占公司总股本的 2.14%），首次授予 467 万份，行权价格为 35.52 元；2）股票 43 万份（占公司总股本的 0.17%），首次授予 43 万股，授予价格 17.76 元。本次股权激励计划分三期解锁，考核目标均为 2021-2023 年归母净利润达到 1.3 亿元/1.8 亿元/2.3 亿元，解除限售比例均为 30%/30%/40%，若 2023 年达成目标，则对应 2019-2023 年归母净利润复合增速为 20%。

公司第三期股票激励预留股票的授予价格为 17.76 亿元，较预留权益公告前一日 32.57 元收盘价折价率约 45%，激励力度较大，将有效调动参与对象共同完成公司经营目标的积极性。同时股权激励方案的推出以及相应的业绩考核要求也彰显了公司对中长期发展的高度信心。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 1.34/1.83/2.56 亿，对应当前股价 PE 为 63、46、33 倍，维持“增持”评级。

风险提示：半导体业务进展不及预期；毛利率波动风险。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　证券分析师：朱贝贝）

招商银行（600036）：2020 年三季报点评：净息差与不良生成率迎来双拐点

事件：招商银行 2020 年前三季度营业收入 2214.30 亿元，同比增长 6.6%，归属于本行股东的净利润 766.03 亿元，同比下滑 0.8%，对应 EPS 为 3.02 元/股；期末总资产 8.16 万亿元，较年初增长 10.0%，归属于普通股股东净资产 6192.52 亿元，较年初增长 7.3%，对应 BVPS 为 24.55 元/股。

投资要点

盈利预测与投资评级：招商银行三季度单季盈利增速转正，但更核心的亮点是资产质量与利差，不良新生成率及新生成额确立拐点，净息差单季度环比回升 8BP。透过三季报，我们对招商银行明年基本面非常有信心，对公贷款做实资产质量指标后抵御风险能力大幅提高，净息差已经企稳，渡过明年房贷 LPR 定价切换后有望重新扩张。我们预计招商银行 2020、2021 年净利润增速分别为+3.9%、+18.4%，目前 A 股/H 股估值 1.39/1.22x2021PB，建议合理目标估值 1.70x2021PB（对应目标价 48.77 元/股），维持公司“买入”评级，作为核心银行重点推荐。

三季度盈利增速转正，收入&PPOP 增速回暖但仍处于低位，投资收益回落。

三季度商业银行的收入增速普遍走低，部分由于利差收窄，部分由于债券投资波动导致非利息收入下滑。招商银行营业收入及 PPOP 增速回暖，表现优于同业，但仍处于相对低增速，单季度分别增长 5.3%、3.0%。其中：

①利息净收入表现亮眼，单季度增长 8.8%，得益于净息差超预期回升，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

预计源于零售业务复苏及低成本负债回流，鲜明体现头部零售银行的利差韧性；

②非利息收入单季度下滑 0.8%，将前三季度累计增速拖累至 8.4%（一季度高达 21.6%），但其中手续费净收入单季度强劲增长 15.5%，累计增速较中报进一步上行至 10.7%，源于财富管理业务依然亮眼；

③投资收益是非利息收入的拖累因素，“投资收益+公允价值变动损益”单季度大幅下滑 42.4%，除了基金分红因素外，预计受债市波动影响。

费用端，成本收入比同比上升 77BP 至 29.95%，依然显著高于股份行同业，主要源于对金融科技及零售资源的持续投入，这导致 PPOP 增速低于营业收入增速。

盈利增速回升与同业表现一致，单季度增速转正至 0.7%，源于信用减值计提明显降低，第三季度计提 120.48 亿元，仅略高于去年同期，而第一、二季度分别高额计提 203.5、200.9 亿元。考虑公司资产质量优异，预计第四季度信用减值计提也将相对平稳，这将推动全年累计盈利增速转正。

三季度资产质量进一步好转，预计不良率和不良新生成率均将迎来下行拐点。

招商银行前三季度（母行口径）新生成不良贷款 434.56 亿元，同比增加 28.7%，这主要源于二、三季度信用卡业务的风险暴露（其中 240.75 亿元为信用卡新生成不良贷款）。但从边际思维来看，信用风险已经开始好转，体现为：

①第三季度新生成不良贷款为 155.24 亿元，环比二季度降低 33.07 亿元，其中信用卡第三季度新生成不良贷款 81.77 亿元，环比也有所降低；

②从生成率角度，测算前三季度不良新生成率 1.31%（与上半年 1.29%基本持平），但单季度新生成率已环比回落 34BP 至 1.35%。我们预测第四季度不良新生成率可能降至 1.16%，推动全年累计新生成率回落至 1.28%，且明年重新降低至 1.10%的行业领先水准（公司 2018/2019 年不良新生成率低至 1.01%/1.13%）。

今年商业银行普遍加大核销处置力度以应对信用风险上行，招商银行受益于存量资产质量优异，经核销处置后，三季度末不良率已重新环比走低至 1BP 至 1.13%，同时拨备覆盖率环比二季度小幅下降至 424.76%，仍大幅高于可比同业。公司今年一季度前瞻性高额计提信用减值，拉高拨备覆盖率，后三个季度消耗拨备抵补不良资产压力的风险管控策略取得显著成效。

进一步分产品来看，公司贷款今年全面“做实”资产质量指标，而零售贷款的信用风险环比二季度已经明显回落，目前虽然仍高于疫情前的正常水平，但趋势逐步好转：

① 公司贷款中的逾期贷款今年前三个季度都实现“双降”，三季度末（母行口径）逾期贷款率已降至 1.54%的优异水平，同时“做实”不良贷款指标，尽可能审慎地将逾期贷款全都纳入不良贷款口径，因此逾期/不良偏离度大幅降低至 83%，这显著提升了公司明年抵御对公业务信用风险可能上行的能力，再一次体现战略前瞻性，投资者应对公司明年的资产质量指标更有信心。

② 零售贷款风险回落，（母行口径）前三季度不良新生成率降至 1.65%（上

请务必阅读正文之后的免责声明部分

半年 1.67%），其中主要的风险敞口，信用卡业务不良新生成率降至 4.68%（上半年 4.81%），意味着单季度的不良新生成额回落，同时考虑规模扩盘影响，单季度不良新生成率下降更明显。

净息差强势回升超预期！预计得益于零售复苏+存款博弈环境改善后活期存款回流。

招商银行累计净息差自 2019 年二季度以来连续回落五个季度，本季度企稳回升，较上半年上行 1BP 至 2.51%，第三季度单季净息差显著回升 8BP 至 2.53%，净息差表现超市场预期。我们判断，利差重新扩张源于贷款收益率回升+存款成本改善，未来有望延续企稳、扩张趋势：

① 资产端信用卡等零售贷款继续复苏，第三季度（母行口径）零售贷款新增 1326.79 亿元，增量为公司单季度历史新高，环比强劲增长 5.4%（第二季度环比增长 4.6%），占贷款总额比例回升至 55.3%。从央行披露的本外币信贷收支表来看，第三季度全国居民贷款环比增速 4.4%、企业贷款增速仅 1.5%，与零售之王招商银行的贷款表现相印证。落实到资产端收益率，尽管房贷明年面临 LPR 重定价，但信用卡等高收益率消费贷款的增长将成为支撑公司利差继续扩张的支点。

② 负债端存款结构在激烈的市场竞争中实现优化，虽然从期末时点数据来看，（母行口径）存款总额环比仅增长 1.4%，其中活期存款的占比较二季度末小幅下行至 61%，但公司披露前三季度存款日均余额中的活期存款占比 59.74%，较上半年提升 92BP。二季度以来，监管层开始压降商业银行结构性存款，存款市场竞争激烈，招商银行逆势实现存款成本改善，未来随着“高息揽储”持续被限制，商业银行更多依靠客户粘性及服务获取低成本负债，招商银行优势将更鲜明。

我们判断，招商银行的净息差已基本企稳，明年渡过房贷定价 LPR 切换时点后，叠加货币及利率政策进一步常态化，净息差有望进入新一轮扩张周期。

受益于投资市场行情，零售财富管理指标加速增长，代销基金和受托理财收入爆发。

今年疫情为线上理财带来发展机遇，叠加股市行情火热，招商银行零售客户资产 AUM 加速扩张，三季度末较期初增长 15.2%至 8.63 万亿元，零售客户数量较期初增长 7.6%至 1.55 亿人。其中，金葵花及以上客户（月日均总资产 50 万元以上）的客户数量较期初增长 13.8%至 301.32 万户，客户资产 AUM 增长 16.4%至 7.08 万亿元，显然中高净值客户的人数及 AUM 增速高于平均，公司财富管理的客群资质仍在持续升级。近年来，互联网财富管理蓬勃发展，互联网巨头的零售客户资产 AUM 也在高速扩张，但从账户级别及客均资产规模角度，预计互联网巨头中期内仍难以追赶头部零售银行。

产品层面，（母行口径）财富管理手续费及佣金收入同比大幅增长 44.98%至 272.60 亿元（上半年增速 46.03%），主要得益于代销基金收入增长 124.7%至 82.99 亿元（权益市场火热）、受托理财收入大幅增长 67.8%至 78.26 亿元（去年受资管新规影响低基数，今年招商银行理财加速转型）。我们判断未来财富管理仍有持续高成长空间，因为银行理财产品本身竞争力下滑，权益型产品吸引力提升，而招商银行资产配置能力及对中高净值客户的服务大幅领先同业，同时招商银行理财子公司也在行业内先行推进净值化转型、投研实力强劲，预计自主管理的理财产品吸引力也

请务必阅读正文之后的免责声明部分

将高于同业。

风险提示：1）资产质量超预期恶化；2）银行利差持续收窄；3）信贷融资需求低迷。

（证券分析师：马祥云　研究助理：陶哲航）

数据港（603881）：下游需求不减、项目交付顺利，EBITDA 大幅增长，前三季度业绩稳步向上

投资要点

事件：10 月 29 日，数据港公布 2020 年第三季度业绩报告，前三季度实现营业收入 6.52 亿元，同比增长 17.05%，实现归母净利润 1.10 亿元，同比增长 18.07%。

“2 年三倍目标”提前实现，带动业绩稳步向上：2020 年年中，数据港较 2019 年末新增 IT 负载量 80.8MW，IT 负载合计约 221.8MW，“2 年 3 倍”提前实现。当前 IT 负载量按照 5KW 标准机柜进行折算，2020 年数据港在运营的机柜数达到 4.44 万个。从资产交付情况来看，项目交付顺利，截止 2020 年前三季度固定资产为 32.12 亿元，较 2019 年前三季度增加 178.95%，占总资产的比例为 49.31%，较 2019 年年末提升 8.94pp。

EBITDA 较归母净利润更能体现业绩增长：考虑到 IDC 作为重资产行业，为更好的反映数据港的业绩变化，对数据港的 EBITDA 进行分析，据三季报披露，2020 年前三季度 EBITDA 实现 3.94 亿元，较去年同比增长 41.62%，从单季度变化来看，Q3 单季度 EBITDA 实现 1.71 亿元，较 2019 年 Q3（0.83 亿元）106%。比归母净利与 EBITDA 增速，剔除掉折旧的影响后，EBITDA 增速明显快于归母净利润，更能体现公司实际业务增长。

现金流持续改善，经营情况稳步向好：2020 年前三季度经营活动产生的现金流量净额为 2.39 亿元，2019 年同比增长 11.51%。从单季度变化来看，Q3 实现经营活动产生的现金流量净额为 1.63 亿元，较 2019 年 Q3 同比提升 5.62%。从费用变化来看，经营情况逐步恢复并且稳步向好，受到疫情影响前三季度发生销售费用 145.35 万元，较去年同比下滑-63.75%，其中 Q3 单季度销售费用下滑 21.74%，较 Q2 环比提升 100%，表明疫情影响逐步消除，经营活动逐步恢复。

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年的营业收入分别为 9.59、13.40、15.53 亿元，归母净利润分别为 1.94、2.62、2.95 亿元，EPS 分别为 0.83、1.12、1.26 元，对应的 PE 估值分别为 84/62/56X，持续看好数据港未来业绩增长，维持“买入”评级。

风险提示：云厂商资本开支不及预期，行业政策红利不及预期。

（证券分析师：侯宾　研究助理：姚久花）

工商银行（601398）：2020 年三季报点评：不良压力显现，盈利降幅如期收窄

事件：工商银行 2020 年前三季度营业收入 6656.93 亿元，同比增长 2.9%；归属于本行股东净利润 2286.75 亿元，同比增长-9.2%，对应 EPS 为 0.64 元/股。期末总资产 33.47 万亿元，较期初增长 11.17%；归属于本行普通股股东净资产为 2.58 万亿元，较期初增长 4.47%，对应 BVPS 为 7.24 元/

请务必阅读正文之后的免责声明部分

股。

投资要点

盈利预测与投资评级：国有大行作为今年“让利实体”的主体，市场对于盈利增速、净息差及资产质量指标的压力已有充分预期，估值中也已充分反映。工商银行第三季度盈利降幅收窄，同时资产质量压力有所显化，总体业绩符合预期。随着宏观环境回暖，市场对国有大行的信心企稳，目前对于分红比例调整的担忧也有所弱化，我们判断市场预期的改善将领先于净息差、资产质量等财务指标的改善，预计三季报后国有大行进入估值修复阶段。预计工商银行 2020、2021 年盈利增速分别为-6.2%、5.1%，目前 A 股/H 股估值对应 0.61/0.47x2021PB、5.8/4.4x2021PE，2021 年股息率 5.26%/6.85%，考虑估值处于明显低位，仍然维持“买入”评级。

工商银行三季度业绩总体符合预期，净息差收窄、盈利降幅趋缓。公司前三季度盈利增速-9.15%，第三季度单季增速收窄至-4.65%。分拆来看：①净息差环比下行 3BP 至 2.10%，同比降低 16BP，下降幅度趋缓，我们测算单季度净息差环比小幅下行 2BP，但预计未来两个季度伴随存量贷款的重定价，净息差可能继续小幅下行；此外，公司前三季度生息资产平均余额环比增速放缓至 2.1%，规模和价格因素共同造成单季度净利息收入增速降至 1.6%。②前三季度非利息收入同比增长 4.7%，其中手续费及佣金净收入同比仅增长 0.3%，预计支付结算、银行卡等业务仍受到疫情影响；其他非息收入同比增长 12.6%，其中投资收益大幅增长，主要是保本理财产品到期后兑付客户金额减少所致。③前三季度成本收入比同比降低 0.46pct 至 19.55%，但信用减值继续拖累 ROA，第三季度计提减值 542.74 亿元，环比二季度减少 17.72%，造成净利润的降幅收窄，但同时拨备覆盖率也环比降低 4.5pct 至 190.19%，位居国有大行中游。

三季度信贷投放总体平稳，对公与零售贷款增长均衡。三季度末工商银行贷款总额（不含应计利息）环比小幅增长 2.6%，增速与二季度相当。其中，公司贷款（不含票据贴现）、零售贷款分别环比增长 2.63%和 2.89%，年初至今公司贷款和零售贷款的增速分别为 11.07%和 9.12%，不同类别贷款的增速总体均衡。存款端，公司三季度末存款总额（不含应计利息）环比增长 2.05%，其中定期存款、活期存款分别环比增长 2.83%和 0.87%，活期存款占比重较二季度降低 57BP 至 48.5%，定期存款比重上升，虽然高成本的结构性存款逐步压降，但存款的激烈市场竞争仍有压力。

不良“双升”符合市场预期，国有大行的资产质量压力开始显化。工商银行三季度末不良率环比继续上行 5BP 至 1.55%，较期初上升 12BP，但市场对此有所预期。在不良率上行、信用减值环比减少的情况下，三季度末拨备覆盖率环比降低 4.5pct 至 190.19%，从三季报的情况来看，国有大行在让利实体的导向下确实面临一定资产质量的压力，但公司在业绩发布会中提到逾期贷款与不良贷款的剪刀差连续两个季度为负值，也反映出公司在不良认定上更为严格。目前市场普遍预期国有大行的资产质量风险可能在明年上半年逐步出清，我们判断自本次三季报起信用风险压力将逐步显化，后续随着宏观环境改善，市场担忧将逐步弱化，预期开始企稳。

风险提示：1）利差快速收窄；2）不良率上行；3）融资需求大幅下滑。资需求大幅下滑。

（证券分析师：马祥云　研究助理：陶哲航）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

江苏雷利（300660）：Q3 业绩加速增长，多领域布局拥抱成长

事件：公司 2020 年前三季度实现营收 17.1 亿元，同比-3.1%；归母净利润 2.2 亿元，同比+13.4%；扣非归母净利润 2.0 亿元，同比+18.3%。

投资要点

Q3 业绩加速增长，在手订单充沛保障短期业绩

单三季度公司实现收入 6.5 亿元，同比+16.8%，归母净利润 0.88 亿元，同比+15.0%。上半年受疫情影响，下游白电及汽车行业需求承压，导致公司相关领域产品收入下降。随着疫情缓和后下游主回暖，同时公司加速高端医疗仪器用丝杆电机、音圈电机的市场推广，医疗电机及组件业务快速发展，Q3 收入端已恢复正增长，利润端增速较 Q1、Q2 进一步提速。我们预计，公司全年收入有望恢复正增长。

医疗业务发展带动毛利率大幅提升，汇兑损失致费用率上行

2020Q1-Q3 综合毛利率 30.3%，同比+5.4pct；净利率 13.4%，同比+2.3pct。其中 Q3 单季毛利率 32.7%，同比+6.2pct；净利率 13.6%，同比-0.2pct。我们判断毛利率大幅提升的主要原因有：1）2019 年公司收购高端医疗仪器用丝杆电机公司常州鼎智 70%股权，扩充了医疗健康电机应用领域，2020 年医疗健康业务收入增速较快，该领域产品毛利率较高；2）产线自动化程度提升，目前公司组件的生产自动化率已超过 80%。3）原材料价格相对稳定，新产品逐步量产，降低平均成本。

2020Q1-Q3 期间费用率为 14.8%，同比+2.3pct。其中销售费用率 3.0%，同比-0.2pct；财务费用率 0.2%，同比+1.5pct，主要系汇兑损失所致；管理费用率（含研发）为 11.5%，同比+1.0pct，其中研发投入占比为 4.6%，同比+0.3pct。

截至 Q3 末，公司合同负债 1950 万元，同比+72%。印证公司在手订单充沛，我们认为公司短期业绩增长有保障。

多元化布局打开成长空间，创新成就行业隐形冠军

家电领域：冰箱、空调、洗衣机等白电用电机是公司传统优势领域。公司深度绑定格力、美的等龙头家电企业，有望受益于下游集中度提升。同时，公司顺应智能家电发展趋势，积极拓展高单价、高毛利的组件产品，有望提升在战略客户中的销售占比。

医疗健康领域：公司围绕“多应用领域”战略，2019 年通过收购常州鼎智扩充了医疗健康电机应用领域。常州鼎智主营高端医疗仪器用丝杆电机，与著名医疗仪器制造商 IDEXX、优特利、迈瑞医疗等建立了战略合作关系，目前在手订单充沛。通过切入高增长的优质赛道，有望进一步打开公司成长空间。

汽车领域：2019 年公司商用车用电子水泵实现量产，与东风小康、重庆金康及上通五菱等新客户建立了合作关系。随着公司市场知名度的打开，目前公司商用车水泵市场占比达 25%-30%。公司主要产品应用于混动车，未来有望受益于全球电动化趋势。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 2.8/3.4/4.0 亿，对应 PE 为 21/18/15，维持“增持”评级。

风险提示：海外疫情持续影响，新领域拓展不及预期，产品研发速度不

请务必阅读正文之后的免责声明部分

及预期。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　证券分析师：朱贝贝）

伊利股份（600887）：增长回归稳健，战略布局长远

事件：公司发布 2020 年三季报，20Q1-Q3 实现营收 737.7 亿元（+7.42%），归母净利 60.24 亿元（+6.99%），扣非净利 58.07 亿元（+10.32%）。20Q3 实现营收 262.42 亿元（+11.17%），归母净利 22.89 亿元（+23.73%），扣非净利 20.42 亿元（+16.98%）。

投资要点

增长回归稳健。20Q1-Q3 公司实现营收 737.7 亿元（+7.42%），其中 20Q3 为 262.42 亿元（+11.17%）。1）分产品看，20Q3 液体乳实现收入 218.5 亿元（+10%），奶粉及奶制品实现收入 27.3 亿元（+19%），冷饮实现收入 11.7 亿元（+1%）。拆分单品看，基础白奶实现高增长，金典 Q1-3 保持 15%增长，预计 Q3 环比提速，金典有机奶在细分年市场份额第一；安慕希虽然 Q3 增速有所下降，但份额提升 4pct，表现优于行业整体；金领冠因配方升级推迟，销售节奏有所放缓。2）分地区看，20Q3 华北/华南/其他地区营收同比+15/8/9%，经销商分别同比+80/69/289 家，期末经销商合计 12716 家。尼尔森数据显示，截至前三季度伊利常/低温液态奶市占率分别同比上升 0.8/0.2pct 至 25.2%/38.8%。3）分渠道看，20Q3 经销商/直营渠道分别实现收入 249/8.8 亿元，同比+1-/20%，其中疫情期间商超渠道占比较高的直营体系受益。

原奶成本上涨有所影响，促销力度减弱。20Q1-Q3 毛利率 36.94%(-0.75pct)，其中 20Q3 毛利率 34.72%(-1.27pct)，因 Q3 毛利率同比下滑主要是 1）20H1 奶价相对平稳，而 Q3 因消费者健康意识提升需求旺盛，Q3 原奶价格约为 4.5 元/kg；2）产品结构变化，刚需性的基础白奶动销优于安慕希、乳饮等高附加值产品。20Q1-3 销售费用率 22.61%(-1.05pct)，其中 Q3 为 20.44%(-1.38pct)，因竞争格局优化+成本上涨行业价格战意愿降低。展望 20Q4 预计原奶价格仍将保持中高个位数增长，全年原奶增速约 3-5%；但原奶成本上涨将加速中小乳企退出，降低头部乳企价格战意愿，促进行业格局优化。20Q3 管理费用率（含研发）5.2%(+0.16pct)，其中包含股权激励费用约 1.5 亿元。综上 20Q1-3 实现归母净利 60.24 亿元（+6.99%），其中 Q3 归母净利 22.89 亿元（+23.73%）。

盈利预测与投资评级：看好布局大健康，蓄力后千亿时代。产品：试水新品增加 SKU，20 年公司多事业部推出 QQ 星儿童成长配方奶粉、伊然乳矿气泡水、植选无糖豆乳、妙芝口袋芝士成人奶酪棒等新品，蓄力长期增长。团队：康饮/奶酪事业部自成立以来积极组建优秀的运营团队，招聘有奶酪、饮品运营经验的管理人才，为长期增长打下基础。我们认为公司通过上游原奶控制+终端渠道强管控+多元化产品做储备，将坚定向 2025 年全球乳业前三的目标迈进。预计 20-22 年公司收入分别同比+8.6/9.7/10.3%，归母净利同比+4.4/14.1/11.9%；当前股价对应 PE 为 33/29/26X，维持“买入”评级。

风险提示：食品安全风险，行业竞争加剧，原材料价格波动风险

（证券分析师：杨默曦）

中公教育（002607）：恢复速度超预期，21 年公职招录前景乐观

请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资要点

Q3 强劲复苏，业绩落在预告中枢：公司前三季度实现收入 74.39 亿元，同比增长 20.78%，实现归母净利润 13.21 亿元，同比增长 37.76%，扣非归母净利润 10.78 亿元，同比增长 21.35%。单三季度实现收入 46.31 亿元，同比增长 83.65%，实现归母净利润 15.54 亿元，同比增长 233.58%，扣非归母净利润 14.46 亿元，同比增长 247.44%。在弥补上半年亏损之后，公司前三季度净利润与去年同期相比依然获得了稳健快速的增长，并提前完成了重组上市时的三年累计业绩承诺。

H1 延期的培训业务在 Q3 集中释放，是三季度业绩高增长的主要原因，但恢复的速度超出了我们的预期。1）随着招录考试全面恢复，公司 Q3 招生及教学已回归正常状态；2）线上业务快速发展，线下布局稳步推进，公司线上与线下融合（OMO）优势更加凸显。3）我们预计今年行业将有明显增量，主要由于稳就业政策主导下的公职扩招，公司发展迎来市场机遇，前期逻辑正强劲兑现中。由于收入集中确认，公司 Q3 毛利率及净利率也实现了较大幅度的增长。

现金流及资产情况同比波动较大，判断主要由于考试节奏延期影响确认及退费节奏。其中前三季度经营活动产生的现金流量净额为 67.18 亿元，同比增长 120.79%。合同负债达到 74.11 亿元，相比 19Q3 期末预收账款增长显著，货币资金达到 50.69 亿元，同比增长 86.08%。

预计公司市场占有率进一步提升，当前公司领先优势依然显著。随着公司在研发、教学、市场、服务等关键驱动要素的人才与资本投入逐步增大，以研发为主导的市场领先优势进一步增强，行业综合优势进一步加大。前三季度公司支付给职工以及为职工支付的现金同比增长 33.25%，体现公司逆势抢占市场份额的成效。

2021 年公职招录预计将持续增长，职位吸引力继续提升。2021 年国家公务员考试报名人数达到 1,511,985，与去年同期相比增加 11 万余人，招录人数达到 25,726 人，13172 个职位，招录人数增加了一千多人，平均竞争为 54.5:1，略高于 2020 年竞争程度，显示公务员职位在就业市场中的竞争力仍在进一步提升。省考方面，近期披露的江苏 2021 年公务员考试拟招录 9,536 人，同比增长 19.4%，我们认为率先发布的国家公务员考试的进一步紧俏，对于 2021 年整体的公职体系招录培训也有着较积极的指引意义。

维持公司“买入”评级：公司兼具产品、渠道、管理优势，当前领先优势明显，继续看好公司在中、长期的增长能力，预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 25.7/35.0/45.6 亿元，对应 PE 分别为 95/70/53 倍。

风险提示：疫情超预期，招录政策变化，教学事故等。

（证券分析师：张良卫　证券分析师：周良玖　证券分析师：吴劲草）

上汽集团（600104）：投资收益增长明显，业绩超预期

投资要点

事件要点：2020Q1-Q3 累计营业总收入 4986.62 亿元，同比-14.81%，归母净利润 166.48 亿元，同比-19.93%；扣非归母净利润 151.85 亿元，同比-19.30%。2020Q3 营业总收入 2149.21 亿元，同比+2.81%，归母净利润

请务必阅读正文之后的免责声明部分

82.54 亿元，同比+17.43%，扣非归母净利润 80.09 亿元，同比+26.71%。

下游需求复苏带动 Q3 自主/通用批发转正，营收进一步增加

因疫情后各地政府刺激政策+车企促销政策，Q3 下游需求进一步回暖，上汽集团 Q3 产批分别为 154.9/156.4 万辆，同比+3.8%/+5.9%，环比+15.7%/+14.2%，涨幅高于营收。上汽大众 Q3 产批同比分别为-4.81%/-4.06%，上汽通用 Q3 产批同比分别为-2.95%/+2.58%，上汽自主 Q3 产批同比分别为+4.49%/+1.06%，上汽通用五菱 Q3 产批同比分别为+18.33%/+18.69%，表现较好。上汽产批同比全系向好，Q3 营业总收入同比+2.81%，环比+20.88%，改善明显。

合资改善向好+费用管控效果明显，Q3 净利润同比增速好于收入

扣除投资收益&其他收益后归母净利润（核心反映自主及华域汽车）为亏损 9.88 亿元，同比-7.01%，环比-155.16%；对联营企业和合营企业投资收益（核心反映上汽大众&上汽通用）64.66 亿元，同比+8.15%，环比+57.89%；扣除这部分以外的投资收益 24.15 亿元，同比+64.20%，环比+173.66%，涨幅较大。Q3 净利润同比增速远高于收入增速，核心原因为：1）投资收益贡献；2）费用管控效果明显。公司运输物流和广告宣传费等费用同比继续下降+采用新型会计准则销售费用不包含车贷贴息，销售费用同比-26.58%，管理费用同比-7.60%。

盈利预测与投资评级

稳定汽车消费基调已定，部分地方政府已出台相应刺激政策，国内乘用车需求重新步入复苏轨道，下半年有望加速。上汽集团作为行业龙头，有望跟随行业周期波动。展望未来，上汽集团积极展开新的一轮变革，进一步完善组织机构和激励约束机制，并在新能源、智能网联、移动出行服务等创新领域，积极引入战略投资者，加大干部人事改革力度，加强人工智能、软件技术等关键技术领域投入。我们预计 2020-2022 年上汽集团的归母净利润为 241/264/287 亿元，对应 EPS 为 2.06/2.26/2.45 元，对应 PE 为 11.24/10.25/9.43 倍。行业且公司均处于周期底部，且估值处于历史低位，维持“买入”评级。

风险提示：疫情控制进展低于预期；乘用车需求复苏低于预期。

（证券分析师：黄细里）

药明康德（603259）：Q3 业绩表现亮眼，CXO 标杆企业未来可期

投资要点

事件：2020 年前三季度公司实现完营业收入 118.15 亿元，同比增长 27.34%；实现归母净利润 23.68 亿元，同比增长 34.17%；扣非归母净利润 16.54 亿元，同比减少 3.52%；经调整 Non-IFRS 归母净利润 24.77 亿元，同比增长 34.4%。经营性现金流净额 24.22 亿元，同比增长 36.59%。

Q3 业绩亮眼，各板块业务齐头并进。2020Q3，公司实现营收 45.83 亿，同比增长 35.4%，经调整 Non-IFRS 归母净利润 9.58 亿，同比增长 44.3%，增速较上半年分别提升 12.7pt 和 15.4pt，公司业绩显著提速，表现靓丽。收入端，2020 年分业务板块看，公司中国区实验室服务受益新增业务和新冠海外订单的转移，前三季度实现收入 61.18 亿元（+30.9%），单三季

请务必阅读正文之后的免责声明部分

度 23.38 亿元（+38.9%）；CDMO 业务受益项目向后期的持续转化，前三季度实现收入 37.10 亿元（+36.5%），单三季度 15.48 亿元（+54.9%）；美国区实验室服务受累海外新冠停工影响，前三季度实现收入 11.54 亿元（+1.2%），单三季度 3.72 亿元（-13.5%）；临床研究及其他 CRO 服务受益新项目上市和在手订单落地，前三季度实现收入 8.15 亿（+9.9%），单三季度 3.15 亿（+16.8%）。利润端，公司受股权激励费用、可转债公允价值变动损益、人民币升值造成的汇兑损失等影响，表观增速受压，但更能反映公司实际经营业绩表现的经调整 Non-IFRS 归母净利润大幅增长。我们预计公司 2020 年 Q4 将维持 Q3 高增态势，全年业绩可期。

全球一体化新药研发平台标杆，公司龙头地位稳固。公司业务涵盖新药研发全产业链，在药物发现、研发、生产等多个服务领域是国内乃至全球龙头。其中小分子药物发现领域是公司传统优势，20 年通过整合技术，大力建设如 Hits 平台，进一步加强综合竞争力，并对下游进行有效导流；CDMO 领域，公司三季度末已拥有 III 期临床项目 42 个，商业化项目 26 个，未来合全药业订单充足配合产能扩张，高增趋势清晰可见；临床 CRO 方面，公司加快布局，SMO 保持行业领先地位，CDS 订单加快获取，未来有较大发展潜力。公司作为全球 CXO 标杆企业，逐步强化人才、技术、管理、客户等全方位的竞争优势，深筑护城河，将充分享受创新药研发高景气度，维持自身高成长性。

长尾客户战略前景广阔，盈利能力维持稳定。公司在与全球 BigPharma 客户维持稳定关系的基础上，长尾客户业务不断拓展，在收入结构中的占比达 65%以上。未来客户转化为公司提供持续的增长动力，打开增长空间。收入扩大的同时，公司依靠规模效应有效进行成本费用控制，Non-IFRS 毛利率稳定在 40%以上，未来收入扩大将带动公司盈利提升。

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年归母净利润分别为 27.74 亿、34.76 亿和 45.11 亿元，相应 EPS 分别为 1.14 元、1.42 元和 1.85 元，对应 PE 估值分别为 99 倍、79 倍、61 倍。考虑到公司一体化布局发展潜力，未来三年盈利复合增速有望超 40%，维持“买入”评级。

风险提示：创新研发收益低于预期；产能扩张不及预期；汇兑损益等；

（证券分析师：朱国广　证券分析师：周新明）

欣旺达（300207）20Q3 点评：Q3 实际经营大幅好转，锂威业绩表现亮眼

投资要点

疫情+减值影响，前三季度扣非 1.3 亿，同比降 62%。2020 年前三季度公司营收 204.63 亿元，同比增长 15.4%；归母净利润 4.72 亿元，同比减少 5.9%。其中非经常性损益 3.41 亿，同比增长 125%，主要为安克创新上市带来公允价值变动收益。前三季度扣非净利润 1.31 亿元，同比减少 62.5%。前三季度合计计提资产减值和信用减值损失 2.13 亿，同比增长 18%，另 Q3 股权激励费用 6500 万，Q1 汇兑损失约 8000 万，均拉低业绩。20Q1-3 毛利率为 15.34%，同比下降 0.11pct；净利率为 2.3%，同比下降 0.53pct。

剔除减值、激励费用、公允价值收益的影响，实际 Q3 经营利润约 3 亿，同比+60%。20Q3 公司实现营收 89.54 亿元，同比增加 30.09%，环比增长 41.87%；归母净利润 4.66 亿元，同比增长 70.55%，环比增长 329.75%。Q3 非经常性损益 2.69 亿，同比增长 218%，主要为安克创新 8 月底在创

请务必阅读正文之后的免责声明部分

业板上市，公司持有 392 万股。Q3 扣非归母净利润 1.97 亿元，同比增长 4.48%，环比增长 391.29%。Q3 股权激励费用 6500 万，资产减值和信用减值合计 1.15 亿，较去年同期增加 6000 万，另公允价值变动增加 2.99 亿利润，若全部剔除影响，公司经营利润超过 3 亿，同比增长 60%。盈利能力方面，Q3 毛利率为 15.95%，同比下滑 0.76pct，环比增长 0.05pct；净利率 5.26%，同比增长 1.28pct，环比增长 3.57pct；Q3 扣非净利率 2.2%，同比下滑 0.54pct，环比提升 1.57pct。

业绩拆分：剔除减值、激励费用、公允价值收益等影响，公司 Q3 经营性利润预计 3.2-3.4 亿。拆分来看，Q3 预计手机 pack 业务收入 36 亿，贡献 2.2 亿利润。锂威电芯收入预计 8-9 亿，贡献约 1.4 亿利润。动力表现依旧低迷，收入规模 2 亿以内，单季度亏损预计 1.1 亿。其他预计智能硬件、笔电业务、结构件预计分别贡献 25、14、4 亿收入。

锂威产能爬坡完成，表现亮眼。锂威目前产能供不应求，三季度预计收入 8-9 亿，贡献 1.4 亿净利润，环比提升 40%，单季度净利率 16%+，与上半年基本持平。惠州新产能爬坡完成，目前产能 50 万/天已全部打满，年底到 60 万/天，仍供不应求。Q1-3 锂威累计利润 3 亿，预计全年利润贡献 4.5-5 亿利润，同比增长 150%。后续公司加速可转债项目建设，预计 21Q2 及 22 年将逐步提升至 70 和 100 万/天。目前客户以国内 HOV 为主，oppo，vivo 渗透较快，华为平稳增长；后续目标进入海外大客户，另笔记本电脑电芯积极拓展中，贡献持续增长动力。

盈利预测：预计公司 20-22 年归母净利润 7.5/12.3/16.0 亿，同比增长 1%/63%/30%，EPS 为 0.48/0.78/1.02 元，对应 PE 为 60x/37x/28x，给以 21 年 45 倍 PE，对应目标价 35 元，维持“买入”评级。

风险提示：价格下滑超预期；公司出货量低于预期。

（证券分析师：曾朵红　证券分析师：阮巧燕）

青岛啤酒（600600）：结构升级继续向好，盈利改善空间较大

事件：公司发布 2020 年三季报，20Q1-Q3 实现营收 244.22 亿元（-1.91%），归母净利 29.78 亿元（+15.17%），扣非净利 26.78 亿元（+16.51%）。20Q3 实现营收 87.43 亿元（+4.76%），归母净利 11.23 亿元（+17.57%），扣非净利 10.55 亿元（+23.63%）。

投资要点

结构升级趋势向好，Q3 实现量价齐升。公司 20Q1-Q3 实现营收 244.22 亿（同-1.91%），20Q3 实现营收 87.43 亿（同+4.76%）。从量价角度看，公司继续保持吨价提升的良好趋势，20Q1-Q3 公司实现销量 694.2 万千升（同-3.5%），吨价为 3518.02 万元（同+1.7%），20Q3 实现销量 253.6 万千升（同+2.9%），吨价为 3447.59 万元（同+1.8%），单季度实现量价齐升，预计系疫后消费复苏背景下，旺季公司产品放量所致。从区域角度看，据调研反馈 20Q3 公司强势区域河南/河北/东北销量上升较快，基地市场山东因提价幅度较大、竞争加剧的原因销量略有下滑；其他区域如陕西/华南等地区销量亦有个位数提升。整体来看公司结构升级趋势良好，主品牌青啤及第二品牌均逐步实现结构调优。

结构优化提振业绩，现金流良性。公司 20Q1-Q3 实现归母净利 29.78 亿（同+15.17%），20Q3 实现归母净利 11.23 亿（同+17.57%）。公司 20Q3 净利率提升 1.4pct 至 13.4%，主要系结构升级吨价提升，单季度毛利率提

请务必阅读正文之后的免责声明部分

升 2.03pct 至 42.37%所致，此外销售费用率同-1.59pct 至 14.53%亦对业绩有所提振，管理费用率（含研发）为 4.48%（同+0.8pct）。前三季度公司净利率为 12.74%（同+1.79pct），同样系毛利率提升（同+1.79pct）及销售费用降低（同-0.48pct）所致。现金流方面公司表现较为良性，公司 20Q3 销售收现约 100 亿（同比增加 6.8 亿），经营净现金流 9.5 亿（同比增加 3.3 亿），截至 20Q3 公司合同负债约 50 亿（同比 19Q3 增加约 10 亿）。

改革背景下看好公司品牌及经营释能。啤酒行业进入品牌为王的时代，提价、关厂提效及结构升级以提升盈利水平的方向不改，疫情冲击下行业加速向头部集中。公司具备高品牌势能，基地市场稳固，高端化产品布局及推进节奏表现出色，我们看好股权激励及市场化改革后公司的执行力提升及经营活力的不断释放，龙头稳步成长可期。

盈利预测与投资评级：预计公司 20-22 年营收为 284.2/306.4/326.7 亿元，增速为 1.5/7.8/6.6%;归母净利润为 20.9/24.8/28.5 亿元，增速为 13.0/18.4/14.8%;对应 EPS 为 1.53/1.82/2.09 元。当前股价对应 PE 分别为 57/48/42X，维持“买入”评级。

风险提示：竞争加剧风险，疫情风险，消费需求疲软

（证券分析师：杨默曦　研究助理：宋英男）

建设银行（601939）：2020 年三季报点评：资产质量压力显化，市场预期企稳

事件：建设银行 2020 年前三季度营业收入 5714.35 亿元，同比增长 5.89%;归属于本行股东净利润 2058.32 亿元，同比增长-8.66%，对应 EPS 为 0.82 元/股。期末总资产 28.3 万亿元，较期初增长 11.25%；归属于本行普通股股东净资产为 2.2 万亿元，较期初增长 5.06%，对应 BVPS 为 8.81 元/股。

投资要点

盈利预测与投资评级：国有大行作为今年“让利实体”的主体，市场对于盈利增速、净息差及资产质量指标的压力已有充分预期，估值中也已充分反映。建设银行第三季度盈利降幅收窄，资产质量压力有所显化，总体业绩符合预期。随着宏观环境回暖，市场对国有大行的信心企稳，目前对于分红比例调整的担忧也有所弱化，我们判断市场预期的改善将领先于净息差、资产质量等财务指标的改善，预计三季报后国有大行进入估值修复阶段。预计建设银行 2020、2021 年盈利增速分别为-5.0%、6.7%，目前 A 股/H 股估值对应 0.64/0.58x2021PB、5.9/5.4x2021PE，2021 年股息率 5.16%/5.69%，考虑估值处于明显低位，仍然维持“买入”评级。

建设银行总体业绩符合预期，三季度盈利降幅收窄但收入增速走低。公司前三季度盈利增速-8.66%，第三季度单季增速收窄至-4.1%，前三季度 ROA 为 1.03%。分拆来看：①净息差环比下行 1BP 至 2.13%，同比降低 14BP，受贷款利率下行+存款竞争激烈影响，符合市场预期，预计未来两个季度受贷款重定价影响，净息差仍可能小幅下行。②前三季度净利息收入仍保持 6.66%的可观增速，主要受益于贷款扩盘，但非利息收入单季度下滑 10.3%，拖累收入增速走低，主要受债市利率波动影响（公允价值亏损）。③前三季度成本收入比同比降低 0.93pct 至 22.18%，对 ROA 形成正向贡献，但信用减值仍然继续拖累 ROA。第三季度单季计提减值 501.97 亿元，环比二季度减少 19.55%，一定程度上有利于利润降幅收窄。不过，拨备覆盖率环比小幅下行 5.96pct 至 217.51%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

信贷增速放缓符合预期，预计对公贷款降速、个人贷款平稳增长。三季度末建设银行贷款总额（不含应计利息）环比小幅增长 1.4%，增速放缓（上半年较期初增长 9.62%，主要在一季度高速扩盘），预计下半年货币政策常态化后，国有大行的企业信贷投放趋缓。贷款结构中，个人贷款第三季度环比增长 3.3%至 7.17 万亿，公司贷款环比增长 1.7%，票据贴现环比大幅降低 37%。从央行披露的本外币信贷收支表来看，第三季度全国居民贷款环比增速 4.4%、企业贷款增速 1.5%，考虑建设银行作为房贷及信用卡龙头，预计第三季度个人消费类贷款增长加速。存款端，公司三季度末存款总额（不含应计利息）环比增长 2.59%，但活期存款占比较二季度降低 1.27pct 至 53.96%，反映市场存款竞争激烈，尤其二季度结构性存款受监管限制加剧市场竞争，未来博弈环境缓和后预计存款压力逐步改善。

不良“双升”符合市场预期，国有大行的资产质量压力开始显化。建设银行三季度末不良率环比继续上行 4BP 至 1.53%，较期初上升 11BP，但市场对此有所预期。在不良率上行、信用减值环比减少的情况下，三季度末拨备覆盖率环比降低 5.96pct 至 217.51%，仍然位居国有大行第二位。考虑国有大行作为让利实体的信贷投放龙头，资产质量压力的不确定性是当前压制估值的核心因素。目前市场普遍预期国有大行的资产质量风险可能在明年上半年逐步出清，我们判断自本次三季报起信用风险压力将逐步显化，后续随着宏观环境改善，市场担忧将逐步弱化，预期开始企稳。

风险提示：1）利差快速收窄；2）不良率上行；3）融资需求大幅下滑。

（证券分析师：马祥云）

姚记科技（002605）：买量加大导致利润短期承压，放眼长远休闲游戏领域竞争优势不断增强

投资要点

公司发布 2020 年三季报。今年前三季度，公司共实现收入 18.15 亿元，同比增长 41.56%，归母净利润 9.85 亿元，同比增长 256.66%，扣除细胞公司投资收益等因素的影响，公司实现扣非归母净利润 4.01 亿元，同比增长 53.19%。20Q3 公司实现收入 7.96 亿元，同比增长 71.93%，归母净利润 1.85 亿元，同比增长 45.26%。公司业绩符合预期与之前指引，持续快速增长。

买量加大导致利润短期承压，放眼长远休闲游戏领域竞争优势不断加强。公司在本季度加大了买量力度，主要为公司重要游戏子公司成蹊科技加大推广。公司 20Q3 销售费用为 1.28 亿元，同比增长 68%，导致扣非后归母净利润同比仅增长 0.04%，虽然利润短期承压，但公司《指尖捕鱼》、《捕鱼炸翻天》新增用户量明显，用户增长为后续变现打下基础，公司业绩有望在未来持续受益。公司依托在休闲游戏领域的龙头地位，游戏业务稳步前进。公司与字节跳动合作的重点产品《小美斗地主》表现良好；重点捕鱼游戏《指尖捕鱼》《捕鱼炸翻天》排名稳步提升；自研 Bingo 游戏《BingoParty》《BingoJourney》在海外地区同类产品中竞争力较强，受益于海外疫情，流水持续增长；公司子公司酷祯网络开发的《全民养恐龙》获评 2020 上半年阿拉丁神灯奖最佳创意小游戏，公司凭借在休闲游戏和广告变现的丰富经验，进军小程序游戏。20Q3 公司完成对大鱼竞技全部剩余股权的收购，未来公司业绩将持续获益。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

芦鸣科技全面并表，营销业务持续加码。芦鸣科技与字节跳动合作密切，聚焦于广告营销、短视频孵化、直播带货等业务。20Q3 是芦鸣科技全面并表的首个完整季度，公司从中获得业绩增量的同时，进一步布局互联网营销业务，并加深与字节跳动的合作，提高买量效率，助力游戏业务发展。公司在上海建设以短视频为中心的姚记科技园，目前园区一期的第一批场景已搭建完成，预计于今年 11 月正式投入运营。公司有望将园区打造成全国领先的、为短视频和直播行业提供一站式服务的园区，并以此进一步推动营销业务的发展。

盈利预测与投资评级：我们预计 2020-2022 年公司收入分别为 30.10/39.83/46.36 亿元，同比增长 73.3%/32.3%/16.4%，归母净利润 12.04/9.23/11.23 亿元，同比增长 249.3%/-23.4%/21.7%，对应 PE 分别为 10.47/13.66/11.23。公司游戏业务持续发展，在棋牌、捕鱼等细分领域竞争力较强；芦鸣科技全面并表、建设短视频科技园，营销业务不断发力，我们维持公司“买入”评级。

风险提示：棋牌类游戏监管政策趋严，游戏广告变现不及预期，竞争加剧风险，商誉减值风险

（证券分析师：张良卫）

洽洽食品（002557）：扣非业绩靓眼，坚果环比恢复

事件

公司发布 2020 年三季报，20Q1-Q3 实现营收 36.51 亿元（+13.41%），归母净利 5.3 亿元（+32.3%），扣非净利 4.55 亿元（+43.36%）。20Q3 实现营收 13.56 亿元（+10.11%），归母净利 2.35 亿元（+30.26%），扣非净利 2.17 亿元（+49.76%）。

投资要点

坚果+扩大客户群，展现新动力。20Q1-Q3 公司实现营收 36.51 亿元（+13.41%），其中 20Q3 实现营收 13.56 亿元（+10.11%）。结合草根调研来看，预计红袋同比增长约 8%，蓝袋增长约 11-12%，黄袋环比 H1 恢复，预计同增 20%。公司聚焦“坚果+”战略，7 月推出益生菌/芝士味每日坚果、每日坚果燕麦片，新品投入后市场反馈良好，部分地区出现断货现象，预计 Q3 新品销售有望超过 3000 万元。

费效比提升，业绩释放动能。20Q1-Q3 毛利率 33.55%(+0.19pct)，其中 20Q3 毛利率 35.78%(-0.06pct)，主要是原香瓜子原料升级导致成本上涨；预计伴随产品结构优化+终端需求旺盛部分促销活动投放力度减弱，坚果毛利率 Q3 或提高 1-2pct。展望 Q4 预计伴随坚果规模扩大，采购议价能力和规模效应提升，毛利率仍将稳步抬升；原乡瓜子从 19Q4-20Q1 逐步开始原料升级，预计 20Q4 成本增速将环比略有下降，且今年采购成本预计稳中略降，看好瓜子毛利率稳中抬升。20Q3 销售费用率 9.88%(-6.06pct)，预计主要是 1）分众等新媒体渠道费效比较高，线下商超卖场等渠道促销活动费效相对比较低，公司选择有的放矢，2）线上营销对于品牌拉动势能，20Q3 管理费用率（含研发费用）5.06%(-0.04pct)，其中研发费用同比增长 90%，公司对新品推广业绩挂钩带动研发积极性，预计这样的机制下，公司将释放长期创新势能。综上，20Q1-Q3 净利率 14.51%(+2.02pct)，实现归母净利 5.3 亿元（+32.3%）；20Q3 净利率 17.29%(+2.67pct)，实现归母净利 2.35 亿元（+30.26%），扣非净利 2.17 亿元（+49.76%）。Q3 扣

请务必阅读正文之后的免责声明部分

非业绩较高，主要是因为去年同期政府补助等非经常项目高基数。

盈利预测与投资评级：公司长期以来内部 BU 制的管理体系+优化的激励体系，一直在推动老品焕发新生。叠加蓝/黄袋产品矩阵丰富，不断占据消费者心智，公司长期动能充足。20 年推出岛中岛模式试水，结合调研看，可推动单店收入提升约 20-30%，预计 21 年将加大新销售模式探索，贡献增量。预计 20-22 年公司收入分别为 57/67/78 亿元，同比+18/17/16%；归母净利润分别为 7.6/9.0/10.5 亿元，同比+27/18/17%；对应 PE 为 41/35/30X，维持“买入”评级。

风险提示：产品竞争趋于激烈，原材料成本波动，食品安全风险。

（证券分析师：杨默曦）

卫宁健康（300253）：持续领跑互联网+健康，创新业务稳步推进

事件：公司发布三季报，2020 年 1-9 月，公司实现营业收入 137,137.27 万元，同比增长 14.49%；归属于上市公司股东的净利润 20,336.79 万元，同比下降 25.49%。

投资要点

收入增速有所放缓，下游需求有望继续稳健增长：三季度单季实现营业收入 5.78 亿元，同比增长 9.42%，相对 Q1、Q2 的 12.55%、21.95%有所放缓；归母净利润 1.29 亿元，同比增长 16.23%，占前三季度归母净利润的 63.29%。前三季度公司核心产品软件销售及技术服务业务收入（合计占营业收入的比重为 78.40%，上年同期为 74.36%）同比增长 20.71%，低毛利的硬件销售业务收入同比增长 0.65%，带动综合毛利率提升 2.37pct。在疫情常态化背景下医院和公共卫生 IT 新需求将持续不断，公司传统医疗信息化业务有望继续稳健增长。

持续打造高水平智慧医院标杆，WiNEX 在信创领域取得突破：前三季度公司助力江北新区管委会卫健委等 14 家客户通过国家互联互通四级甲等评审，获得市场及客户认可。公司新一代医疗健康科技产品 WiNEX 持续推进落地，该产品已在上海市第六人民医院东院、上海市第一人民医院宝山分院等医院上线。WiNEX 产品荣获 2020 信息技术应用创新产业发展峰会优秀解决方案奖，是医院信息化领域唯一获此殊荣的产品。同时，山西医科大学第二医院依托 WiNEX 产品“基于中台技术的智慧医院数字化转型项目”荣获“2020IDC 中国重点行业技术应用创新大奖”，充分体现公司新产品在医疗数字化转型领域的创新实践能力。

创新业务稳健推进：截至三季度末，“云医”业务纳里健康平台提供互联网医疗应用服务的医疗机构累计达 5,600 余家；医生注册量超过 28 万人，同比增长 2.7 倍；患者注册量超过 1,500 万人，同比增长 4 倍。“云险”业务新增覆盖医疗机构百余家，新增交易笔数 8,500 多万笔，新增交易金额 230 多亿元，同比增长超过 60%，10 月卫宁科技以股权转让及增资的方式引进了新股东京东健康和药明康德，为后续发展增强了实力。“云药”业务管理保费总金额超过 44 亿元，整体交易金额累计超过 12 亿元，累计用户 200 万人次，药品福利目前销售已逾百万级，实现了全网患者购药。前三季度卫宁互联网、纳里健康、钥世圈、卫宁科技营收同比增长-43%、52%、13%、58%，公司创新业务板块整体收入同比实现 14%增长。

盈利预测与投资评级：预计公司 2020-2022 年净利润分别为 4.82 亿、6.36 亿和 8.62 亿，EPS 分别为 0.23/0.30/0.40 元，现价对应 83/63/47 倍 PE。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

考虑到医疗卫生信息化利好政策不断，公司订单持续增长，创新业务稳健落地，作为行业中的头部公司有望进入双轮驱动的新发展阶段，维持“买入”评级。

风险提示：医疗信息化投入不及预期，创新业务进展不及预期。

（证券分析师：郝彪　研究助理：王紫敬）

绝味食品（603517）：渠道精耕细作，增速环比改善

事件：

公司发布 2020 年三季报，20Q1-Q3 实现营收 38.85 亿元（-0.01%），归母净利 5.2 亿元（-15.33%），扣非净利 5.05 亿元（-14.7%）。20Q3 实现营收 14.72 亿元（+5.46%），归母净利 2.46 亿元（+12.82%），扣非净利 2.35 亿元（+15.42%）。

投资要点

收入增速环比改善，开店节奏大幅加快。20Q1-Q3 公司实现营收 38.85 亿元（-0.01%），其中 20Q3 实现营收 14.72 亿元（+5.46%）。1）分产品看，20Q3 禽类/畜类/蔬菜/其他鲜货分别实现收入 10.65/0.07/1.51/1.29 亿元，同比增长-4/+133/-2/+6%，畜类产品低基数高成长。2）分业务看，Q1-3 分别实现加盟商管理收入 0.1/0.27/0.18 亿元，分别同增-29/+60/+31%，主要是 2 月份受疫情影响较大，Q1 开店节奏阶段性放缓，叠加公司给予新店开业补贴，Q2 公司加大开店力度，Q3 公司逐步恢复自然开店，而更加注重对新开门店经营的指导，导致对应收入增速有所放缓。此外绝配系统日趋成熟，带动其他业务同增 167%至 0.76 亿元。3）分地区看，20Q3 华东/华中/华南/西南/华北/西北/港澳及海外市场实现收入 3.26/4.06/2.78/2.20/1.68/0.08/0.29 亿元，分别同增 -10/+6/-3/+7/+3/-22/+18%，华中地区增长环比提速。

毛利率大幅改善，资产减值导致利润波动。20Q1-Q3 毛利率 35.57%(+0.87pct)，其中 Q1-3 毛利率分别为 29.7/38.0/37.6%，分别同增 -3.6/+3.0/+2.1pct，Q3 保持高位，预计主要是 1）高势能店开店爬坡后经营效益较高，2）部分原材料、能源成本有所下降，供应链规模优势体现；3）产品结构优化。20Q3 管理费用率（含研发费用）6.73%(+1.33pct)，预计或为内部激励提升。20Q3 销售费用率 8.18%(-1.48pct)，主要是 Q3 开始加盟补贴力度有所下降，逐步由积极拓店转向自然开店状态。综上 20Q1-Q3 实现归母净利 5.2 亿元（-15.33%），净利率 13.29%(-2.33pct)；其中 Q3 归母净利 2.46 亿元（+12.82%），净利率 16.61%(+1.24pct)。

盈利预测与投资评级：公司营销策略已从“跑马圈地，饱和开店”逐步升级为“深度覆盖，渠道精耕”，20H1 公司加快高势能店拿店节奏，加速提高市场份额。此轮开店中公司加大商圈、核心交通枢纽等高势能店布局，度过门店爬升期后公司店均收入/效益有望拉高。长期来看，公司旗下多元投资美食产业，挖掘新机遇，储备第二增长曲线，保证长期增长潜力。预计 20-22 年公司净利增速-2/+38/+23%，对应 EPS 分别为 1.3/1.8/2.2 元，PE 为 64/47/38X，给予“买入”评级。

风险提示：成本波动风险，疫情风险，市场竞争加剧，加盟管理风险。

（证券分析师：杨默曦）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

广电计量：前三季度净利润增速转正，业绩实现加速重启

事件：公司发布业绩公告：2020 年前三季度实现收入 10.35 亿，同比+3.84%；归母净利润 0.79 亿，同比增长 12.61%，年内首次转正；扣非后归母净利润 529.13 万，同比-90.63%。Q3 单季度收入 4.61 亿，同比+21.67%；归母净利润 1.28 亿，同比+223.29%；扣非后归母净利润 0.69 亿，同比+89.43%。

投资要点

Q3 投资收益增厚利润 0.5 亿，业绩实现加速重启

公司前三季度净利润及增速均实现转正，其中 Q3 净利润超预期增长，主要系 2020 年 9 月 25 月收购中安广源检测 34.95%股权，并将此前持有股权的公允价值与账面价值差额 4988.3 万元转入当期投资收益。剔除投资收益影响，公司单季扣非后增长依旧亮眼。截至 2020 年 Q3 合同负债（预收款项）0.88 亿元，同比大幅增长 67.55%，考虑到历年收入集中于下半年确认，我们预计 Q4 业绩保持高速增长的确定性较强。

毛利率保持全年回升态势，期间费用率下行

2020 年前三季度公司综合毛利率为 36.74%，同比-9.06pct，主要受上半年亏损业务拖累；销售净利率 7.58%，同比+0.51pct，持续改善。单季度看，公司 Q3 毛利率 45.84%，同比-1.40pct，已恢复正常水平；销售净利率 27.79%，同比+17.40pct，主要系 2020 年 Q3 一次性投资收益大幅增加。

公司前三季度期间费用率合计为 37.03%，同比-0.83pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.64/+0.74/-0.89/-1.32pct，财务费用率大幅下降，主要系募资后利息费用下降。公司年初以来期间费用率持续下行，Q3 单季度期间费用率同比-6.73pct，其中销售及管理费用率同比-2.84pct，主要系收入增长下固定成本得以分摊，我们预计 Q4 费率下降趋势得以延续。

2020 年前三季度公司加强现金流管理，经营性现金流净额 1.35 亿元，同比+1560.84%，主要系公司加强应收款催收；其中 Q3 单季度经营性现金流净额 1.35 亿元，同比+287.51%，经营稳健回款良好。

第三方检测优质标的，盈利释放有望持续超预期

国内检测行业空间大，增长稳，成长确定性强，预计未来复合增速达 15%以上。公司质地优秀，已连续多年保持两位数以上的增长。目前公司拥有 20 多家子公司及 70 多个实验室，其中大部分子公司成立于 2016-2019 年，尚未充分发挥应有经济效益，随着公司培育业务逐步成熟，看好营运能力及盈利能力提升潜力。

盈利预测与投资评级：我们预计 20-22 年归母净利润 1.88/2.51/3.80 亿元，EPS 为 0.36/0.47/0.72 元/股，对应 PE 为 90.01/67.49/44.53 倍，维持“增持”评级。

风险提示：业务开拓不及预期；并购整合风险；品牌公信力下降风险。。

（证券分析师：陈显帆　研究助理：罗悦）

恒生电子（600570）：Q3 合同负债大增，开放金融基础设施 LIHGT

事件：2020 年前三季度公司实现营收 23.38 亿元，同比增长 1.78%；实现

请务必阅读正文之后的免责声明部分

归母净利润 4.25 亿元，同比下降 47.08%；实现扣非归母净利润 2.59 亿元，同比下降 18.26%。

投资要点

采用新会计准则造成表观收入利润下降，Q3 合同负债大增。单看三季度单季实现收入 7.19 亿，同比下降 7.06%；归母净利润 0.82 亿，同比下降 34.89%，较 Q2 单季度的增速下滑明显。由于 Q3 开始采用新会计准则，收入采用终验法，我们判断收入利润下滑主要与此相关，而非经营原因。截止 Q3，合同负债达 23.47 亿元，较 Q2 的 11.40 亿大幅增长，预计 Q4 有望确认加速。资本市场政策红利远未结束，作为国内证券 IT 龙头，恒生将持续受益。2020 年 IDCFinTechRankingsTop100 榜单发布，连续十三年均入选的恒生位列第 40 位，较去年提升 3 位，获史上最高名次。

各业务线增速下降，研发费用仍保持高水平。分业务线看，大零售 IT 业务收入 8.62 亿元，同比下降 0.37%；大资管 IT 业务收入 6.57 亿元，同比下降 4.63%；银行与产业 IT 业务收入 1.89 亿元，同比增长 12.48%；数据风险与基础设施 IT 业务收入 1.29 亿元，同比下降 8.85%；互联网创新业务收入 4.03 亿元，同比增长 8.57%。前三季度公司经营性现金流净额为-1.14 亿元，去年同期为-0.67 亿元；研发费用 9.62 亿元，占营收 41.13%，仍保持在较高水平；毛利率 72.24%，介于第一季度（66.64%）和半年报（76.31%）之间。

开放金融基础设施 LIGHT。公司在 10 月 24 号恒生 LIGHT 开发者大会上宣布开放金融基础设施 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。LIGHT 涵盖了金融业务数字化升级所必备的八大技术能力，包括稳定的云底座运行能力、大并发大容量的服务能力、低延时分布式的服务能力、海量数据分析治理能力、智能的数据服务能力、多终端交互体验能力、高效研发流程管理能力、高吞吐可信的链上金融能力，以上能力将通过 LIGHT 在线研发平台与行业共享。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：预计公司 2020-2022 年净利润分别为 14.56/17.38/21.25 亿元，对应 PE 分别为 66/55/45 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情反复对公司业务开展不利。

（证券分析师：郝彪）

正泰电器公司点评报告：低压显著恢复，直销业务发力

【内容摘要】：

投资要点

Q3 收入同比+7.3%、利润+14.6%，符合预期。公司 Q1-3 营收 232.47 亿元，同比+3.43%；归母净利润 30.48 亿元，同比+6.42%。其中 2020Q3 营收 86.38 亿元，同比+7.31%，环比-3.06%；实现归属母公司净利润 12.37 亿元，同比+14.56%，环比-15.76%。Q3 增速略慢于 Q2，主要由于用于电站建设、户用的借款增加，财务费用大幅增长，Q3 财务费用 2.68 亿，上年同期仅 1.33 亿，业绩整体符合预期。

低压电器毛利率稳健、光伏组件毛利率改善。Q1-3 毛利率为 32.15%，同

请务必阅读正文之后的免责声明部分

比上升 2.74pct，Q3 毛利率 33.53%，同比上升 1.83pct，环比下降 0.03pct；Q1-3 归母净利率为 13.11%，同比上升 0.37pct，Q3 归母净利率 14.32%，同比上升 0.91pct，环比下降 2.16pct。分板块看，低压电器毛利率基本维持稳定，新能源板块由于组件毛利率改善，毛利率有所上升。

低压电器：Q3 增长继续提速，预计收入同比两位数增长、利润增长 18.9%，直销继续突破。行业方面，Q3 起低压电器下游建筑等市场需求继续恢复，低压电器 Q1 同比回落、Q2 恢复正增长，Q3 预计单季度增速恢复到 10%左右。具体而言，1）渠道方面继续巩固优势，分销市场 Q1 受到疫情影响，Q2 起开始快速恢复，Q3 增速恢复到 10%以上；2）直销占比继续提升，聚焦大客户，电力、通信、地产等行业多点开花，预计 Q3 增长 30%左右，今年公司成立战略大客户部门，Q4 继续深耕行业市场；3）海外业务继续开拓，维持高速增长；4）毛利率基本环比持稳、同比上升，尽管铜价持续上升，但正泰一方面议价能力强，通过提价转嫁部分成本，另一方面发展智能制造降本提效，同时产品结构不断优化，高端高附加值产品占比提升。

光伏板块基本稳健，组件毛利率有所改善。Q1-3 光伏板块收入利润基本维持稳健，收入、利润小幅下降，分板块来看，1）运营仍是稳定利润来源，20Q3 末运营光伏装机容量达到 5.12GW，同比+61.2%，其中分布式 3.51GW，同比+73.1%，集中式 1.61GW，同比+40.2%，Q1-3 运营电费收入 25.5 亿元（含分布式），同比+42%，平均上网电价 0.65 元/度，运营仍是公司光伏板块主要、稳定的利润来源；2）电站 EPC 项目如期推进，海外 EPC 受到疫情影响，国内项目快速推进；3）组件稳定出货，技术参数行业领先，同时毛利率同比有所提升。

盈利预测与投资评级：预计公司 2020-22 年归母净利润分别 41.69 亿、47.57 亿、54.07 亿，同比分别+10.8%、+14.1%、+13.7%，对应现价 PE 分别 17 倍、15 倍、13 倍，给予目标价 44 元，对应 21 年 20 倍 PE。

风险提示：宏观经济下行，竞争加剧

【摘要结束】

（证券分析师：曾朵红　研究助理：柴嘉辉）

康泰生物（300601）：业绩符合预期，核心产品 20Q4 有望加速放量

投资要点

事件：公司发布 2020 年三季报，前三季度实现营业收入 14.2 亿元，同比增长 1.9%；实现归母净利润 4.3 亿元，同比增长 0.6%；实现扣非后归母净利润 4.2 亿元，同比增长 2.1%。

业绩基本符合预期，预计 Q4 核心品种销售恢复强劲：2020Q3 单季度，公司实现营收 5.5 亿元，同比下滑 6.2%，实现归母净利润 1.7 亿元，同比增长 0.5%，业绩基本符合预期。核心产品方面：1）四联苗方面，2020 前三季度批签发 466 万支（+85%），预灌封剂型目前已完成绝大部分省份招标，预计 Q4 将快速放量，我们预计全年销售有望达到 500 万支；2）23 价肺炎疫苗：目前处于快速放量阶段，我们预计 Q3 销售 140 万支左右，前三季度累计销售 180 万支左右，Q4 有望持续快速放量态势，我们预计全年销售有望达 300 万支，我们预计 2020Q4 公司的四联苗、23 价肺炎疫苗等核心品种将快速放量，乙肝疫苗或将于近期恢复批签发，将带动公

请务必阅读正文之后的免责声明部分

司 2020Q4 业绩恢复高增长。

研发管线国内最强，即将进入兑现期：通过自研+对外合作，公司目前已构建国内最丰富的疫苗产品梯队。1）13 价肺炎疫苗：目已纳入优先审批资格，预计 2021 年上半年有望获批，公司进度国内仅次于沃森生物。2）冻干人二倍体狂犬疫苗：已获得临床研究总结报告，目前准备申请药品注册批件，预计将于 2021 年获得生产批件；3）冻干水痘减毒活疫苗：目前已完成Ⅲ期临床研究现场工作；4）麻腮风-水痘：有望成为重磅品种，目前处于临床前阶段。我们认为随着公司研发进度的不断推进，以及后续众多重磅在研品种陆续上市，公司即将进入兑现期。

盈利预测与投资评级：考虑到 20Q4 将恢复高增长态势，我们预计 2020-2022 年公司业绩分别为 7.6/13.5/20.6 亿元，对应当前估值为 160/90/59 倍，考虑到公司在研产品管线丰富，多个重磅产品持续推进，维持“买入”评级

风险提示：研发速度或不及预期；四联苗放量不及预期的风险；再次出现行业安全事件影响消费者信心的风险。

（证券分析师：朱国广）

淳中科技（603516）：三季度业绩继续加速向上，需求旺盛、订单饱满，看好未来持续高增长

投资要点

事件：10 月 29 日，淳中科技公布 2020 年三季度业绩：前三季度公司实现营业总收入 3.16 亿元，同比上升 12.70%，实现扣非归母净利润 0.79 亿元，同比下降 9.35%。

业绩快速提升，盈利能力稳定：淳中科技 2020 年 Q3 单季度实现营收 1.55 亿元，同比上升 51.52%；实现归母净利润 0.44 亿元，同比上升 15.26%；实现扣非归母净利润 0.41 亿元，同比上升 19.74%，同比增速较 Q2（-3.44%）提升 23.18pp。盈利能力方面，公司前三季度销售毛利率 61.11%，较上半年（66.13%）下降 5.02pp；销售净利率为 26.61%，较上半年（24.97%）上升 1.64pp。

流动性充足，增加存货储备，表明管理层业绩信心：2020 年 Q3 公司货币资金存量为 2 亿元，同比和环比分别提升 225.33%和 146.27%，主要原因是收到发行可转换债券募集资金。目前公司货币资金处于阶段性高位，流动性充足。从存货储备情况来看，2020 年三季度公司存货 0.65 亿元，环比上升 15.1%，公司增加存货储备主要是为未来订单增加，产量提升做准备，表明公司管理层对公司未来业绩持续增长充满信心。

产业信息化迎来快速发展期，超高清视频带动下游需求：公司是国内显示控制专业设备龙头，从下游应用场景来看，国防军队和公安武警合计占比超过 50%。中国企业目前的信息化程度较低，预计未来几年内将迎来较快发展，行业需求将大幅提升，同时国内军工信息化正在快速推进，公司作为军工信息化龙头将充分受益。另一方面，今年公司发行可转债募资 3 亿元，其中 2 亿元用于专业音视频处理芯片研发及产业化项目，近几年我国超高清视频产业快速发展，预计 2017-2022 年国内产值 CAGR 达到 39.8%，淳中科技作为视频显示控制的大脑，是 5G 高清视频的赋能者，未来将持续受益于 5G 高清视频产业发展。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

盈利预测与投资评级：根据关键假设及近期财报，调整盈利预测，预计2020-2022年的营业收入分别为5.14亿元、5.55亿元和7.49亿元（之前为5.14亿元、6.94亿元和9.37亿元），归母净利润分别为1.33亿元、1.79亿元和2.47亿元（之前为1.61亿元、2.28亿元和3.24亿元），EPS分别为1.00元、1.34元和1.85元（之前为1.21元、1.71元和2.43元），对应PE分别为36/27/20X，维持“买入”评级。

风险提示：大额订单量不及预期；下游行业市场需求发展不及预期。

（证券分析师：侯宾　研究助理：姚久花）

东方国信（300166）：携手华为共建国产生态，Cloudiip平台蝉联第二

事件：2020年前三季度公司实现营收11.61亿元，同比增长4.99%；归母净利润1.85亿元，同比增长0.34%。

投资要点：

Q3单季度业绩增速下滑，费用管控良好：Q3单季度实现营收4.56亿，同比下降0.66%；归母净利润0.97亿，同比下降0.27%；Q3单季度营收增速较Q1（16.45%）和Q2（3.15%）下滑。前三季度公司毛利率45.09%，较去年下降4.98pct；销售、管理费用分别同比下降39.80%、3.33%，费用管控良好；净利率16.13%，较去年下降0.15pct。前三季度经营现金流净额-0.98亿元，去年同期为-1.48亿元。研发投入2.29亿元，同比增长21.8%。

多项产品通过华为泰山服务器认证，携手华为构建国产化生态：2020年8月，公司发布新一代高性能分布式数据库CirroData。9月，CirroData完成了基于TaiShan200服务器集群进行业务验证，围绕鲲鹏处理器、操作系统、网络等多个方面有针对性地对CirroData分布式数据库进行完整性适配，结果显示在TPC-DS、TPC-H场景下，CirroData基于TaiShan200服务器的整体性能与基于其他主流服务器的性能基本一致，标志着公司进一步与华为携手构建鲲鹏计算产业生态，深化合作，共同为我国核心系统国产化提供可靠保障。此外，公司数据科学云平台（图灵引擎）同样正式通过华为TaiShan200系列的兼容性测试。

Cloudiip工业互联网平台连续3年以第二名的评分蝉联榜单。2020年10月，由工信部《通信产业报》主办评选了2019-2020年度中国工业互联网50佳正式发布，公司Cloudiip平台连续3年以第二名的评分蝉联榜单（前五分别为海尔卡奥斯、东方国信Cloudiip、用友精智、树根根云、徐工汉云）。目前，Cloudiip平台连接了百万级设备，覆盖全球50多个国家的上千个客户，涵盖钢铁、能源、高铁、汽车、化工、通用、专用设备等29个工业行业大类，未来将在工业机理模型、工业算力等方面加大研发力度，进一步推动工业互联网平台在各领域的落地，助力我国工业数字化转型。

投资建议：预计2020-2022年净利润分别为5.92、7.16、8.63亿元，现价对应PE分别为22/19/15倍。维持“买入”评级。

风险提示：疫情反复对公司业务开展不利。

（证券分析师：郝彪）

天坛生物（600161）：Q3业绩显著改善，产能布局逐步完善

请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资要点

事件：公司发布 2020 年三季报，实现营业收入 26.4 亿元，同比增长 4.6%；实现归母净利润 5.0 亿元，同比增长 6.4%，实现扣非后归母净利润 4.8 元，同比增长 3.7%。

Q3 业绩显著改善，产能布局逐步完善：分季度来看，公司 20Q3 实现营收 10.8 亿元，同比增长 12.7%，实现归母净利润 2.1 亿元，同比增长 23.0%。采浆方面，截止 2020 上半年，公司在全国 13 个省/自治区的单采血浆站（含分站）数量达到 59 家，其中在营 53 家，公司 2020H1 实现采浆量约 697 吨，无论是浆站数量还是采浆规模公司均位于全国前列。在产能方面，公司下辖成都蓉生、兰州血制、上海血制、武汉血制、贵州血制五家血液制品生产企业，目前生产规模设计产能达 2000 吨以上，保持国内领先地位。公司发布定增预案，拟募集资金总额不超过 33.4 亿元，本次募集资金将用于建设上海血制云南生物制品产业化基地项目和兰州血制产业化基地项目，通过扩大产能和引入新工艺，进一步提升公司竞争力，扩大市场份额。此外，公司拟在兰州建设血液制品生产车间，设计产能投浆量 1200 吨/年，产品包括人血白蛋白、静注人免疫球蛋白和人凝血酶原复合物等。

产能逐步释放，产品线不断完善：1）新产能方面，子公司成都蓉生的永安血制项目和上海血制的云南基地设计产能均为 1200 吨，建成后将极大提升公司投浆能力，同时规模效率的提升也将带动成本进一步降低，贡献更多利润。2）产品线方面，成都蓉生重组人凝血因子Ⅷ和层析工艺静脉注射人免疫球蛋白临床试验已获得多家中心伦理批件，并完成了多家中心合同签署工作；提交上市申请的成都蓉生人凝血酶原复合物和人凝血因子Ⅷ已收到 CDE 的补充资料通知，并完成补充资料提交；成都蓉生人纤维蛋白原临床受试者入组工作正在有序推进中。

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.54 元、0.66 元和 0.76 元，对应估值分别为 65 倍、52 倍和 46 倍。考虑到公司是国内血制品行业龙头，但产能利用率还有较大提升空间，公司成长空间较大，维持“买入”评级。

风险提示：血制品放量不及预期的风险；研发进度不及预期的风险。

（证券分析师：朱国广）

完美世界（002624）：业绩符合预期，品效合一发行策略得到验证，关注后续新游上线

投资要点

事件：2020 年前三季度公司实现营业收入 80.62 亿元，yoy+38.71%，实现归母净利润 18.07 亿元，yoy+22.44%，归母扣非净利润 16.71 亿元，yoy+17.72%，其中 Q3 实现营业收入 29.81 亿元，yoy+35.37%，实现归母净利润 5.36 亿元，yoy+17.74%，实现扣非归母净利润 5.19 亿元，yoy+16.19%，落入业绩预告区间。

点评：老游贡献稳定流水，《新神魔大陆》表现优异，共同驱动 Q3 业绩增长。Q3 公司营收同比增长 35.37%，符合预期，业绩实现增长主要系老游戏《诛仙》、《完美世界》、《新笑傲江湖》等表现稳定，三款游戏 Q3 在 iOS 畅销榜平均排名分别为 45/36/27，同时新游方面公司于七月上线了《新

请务必阅读正文之后的免责声明部分

神魔大陆》，该游戏上线后最高达到 iOS 畅销榜第 3 名，表现亮眼。影视业务方面，公司 Q3 确认收入的剧有《天舞纪》、《大侠霍元甲》、《倩女幽魂：人间情》，库存持续消化。Q3 公司毛利率为 56.92%，yoy-3.85pct，主要系公司自主发行游戏占比大幅提高，自主发行游戏全额确认收入，毛利率较低，同时影视业务对毛利率也有一定拖累。费用方面，Q3 期间费用率 40.31%（yoy-3.22pct），其中销售费用 6.29 亿元（yoy+30.60%），销售费用率 21.54%（yoy-0.79pct），主要为《新神魔大陆》7 月公测买量投入较大；研发费用率 12.15%（yoy-1.46pct）；财务费用率 1.04%（yoy-0.31pct）；净利率 17.92%（yoy-2.91pct）。截至 Q3，公司存货 12.51 亿，环比减少 2.24 亿，同比减少 10.49 亿，主要系影视去库存；应收账款 20.02 亿，环比减少 1.62 亿，同比减少 9.73 亿，主要系影视回款。前三季度经营活动现金流净额 28.6 亿，同比大幅改善。

“品效合一”发行策略得到验证，发行端走出新格局。7 月 2 日公司上线自研 MMORPG《新神魔大陆》。在游戏的发行策略上，公司积极拥抱行业趋势，采取品牌营销与买量相结合的“品效合一”策略，扩大了产品影响力。Q3 畅销榜平均排名为 15 名，表现超预期。

新游供给充沛，关注核心产品后续测试表现。公司新游储备方面既保持现有 MMORPG 领域核心优势也持续加大品类扩张脚步，目前储备有《梦幻新诛仙》《战神遗迹》《幻塔》《非常英雄》《旧日传说》《一拳超人》等游戏，涵盖 MMORPG、回合制、SLG、Roguelike 等多种类型，涉及题材丰富。其中《梦幻新诛仙》有望打开公司回合制游戏的天花板，目前全平台预约量 476 万，另一储备产品《幻塔》为公司自研二次元开放世界三平台游戏，已于 10 月 29 日开启三平台首轮测试，在《原神》打开国内开放世界游戏市场空间后，《幻塔》表现值得期待。影视业务方面，储备有《光荣与梦想》、《不婚女王》等剧，储备丰富，题材多元。

盈利预测与投资评级：预计 20-22 年分别实现营收 108.44/129.91/149.14 亿元，归母净利润 24.11/29.21/34.31 亿元，EPS 分别为 1.20/1.45/1.71 元，对应当前股价 PE24/20/17X，维持“买入”评级。

风险提示：产品上线延期风险；行业政策监管趋严风险；系统性风险。

（证券分析师：张良卫　研究助理：李赛）

五粮液（000858）：改革愈深，稳中求进

事件

公司发布 2020 年三季报，20Q1-Q3 实现营收 424.93 亿元（+14.53%），归母净利 145.45 亿元（+15.96%），扣非净利 145.8 亿元（+15.68%）。20Q3 实现营收 117.25 亿元（+17.83%），归母净利 36.9 亿元（+15.03%），扣非净利 37.2 亿元（+15.82%）。

投资要点

批价稳健上行，团购转型顺利，全年放量目标完成度较高。公司 20Q1-Q3 实现营收 424.93 亿（同比+14.53%），20Q3 实现营收 117.25（+17.83%），收入增速超预期。从量价角度看，公司以价在量先、量价平衡策略为主，疫后延续稳健增长态势，中秋旺季公司通过数字化营销转型，结合渠道库存有序控制放量，普五批价稳步回升，当前稳定在约 970-980 元水平，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

预计 21 年站稳千元以上，渠道价值链进一步增厚可能性较大；公司中秋投放量与 19 年同期接近持平，预计普五全年实现 2.7 万吨投放目标确定性较高（同比增长约 8%）。考虑到普五全年配额执行节奏平稳，库存良性（约 1 个月左右），四季度仍有增量空间。公司 20 年计划团购规模占比达到 20%，当前团购转型进展顺利，对公司收入/利润起到较高支撑。

业绩增长符合预期，税收及销售费用对 Q3 净利率略有拖累。公司 20Q1-Q3 实现归母净利 145.45 亿（同比+15.96%），20Q3 实现归母净利 36.9 亿（同比+15.03%），业绩表现基本符合预期。公司 20Q3 净利率为 32.89%（同-0.47pct），主要系公司收入确认与缴税节奏不同导致税金及附加比率为 14.0%（同+0.7pct），公司销售费用率为 14.41%（同+0.4pct），预计系新品上市、营销费用投放增加所致。此外，或因普五稳定放量，团购占比提升，公司毛利率同比提升 0.71pct 为 74.51%。公司 20Q1-Q3 净利率为 35.83%（+0.46pct），一方面由于毛利率为 74.53%（同比+0.72pct），另一方面因公司管理（含研发）费用率为 4.63%（同-0.31pct）所致。

Q3 现金流保持良性。公司 20Q1-Q3 销售收现 385.8 亿，同比下滑 8.9%，20Q3 同比下滑 30.6%，增速下滑主要因应收票据及款项环比增加约 29 亿，预计系公司给予经销商较为宽松的打款政策，打造良性厂商关系为主。公司 20Q3 经营净现金流约为 27.8 亿（环比增加约 4 亿），在销售收现大幅下滑的背景下保持增长，主要受员工薪酬及税收支出减少所致。此外，公司合同负债约为 43.85 亿（考虑其他流动负债的影响，环比增加约 7.5 亿）。

普五站位千元可期，改革或持续释放公司活力。公司“二次创业”以来持续深化改革成果显著，精细化管理措施持续落地。凭借品牌及渠道管控能力公司疫后加速恢复，当前看基本不受疫情影响，八代普五批价回升保持在 970 元左右，预计年底或明年年初将冲击站上 1000 元左右，渠道推力及招商潜力有保障。我们认为公司未来将在渠道、品牌和产品等方面继续改革举措，公司活力有望进一步释放，强品牌力及业绩稳定性有望带动公司估值中枢上移。

盈利预测与投资评级：我们预计 20-22 年公司收入达 574/666/766 亿，同比增长 14%/16%/15%；归母净利润达 207/257/305 亿，同比增长 19%/24%/19%；对应 EPS 分别为 5.34/6.61/7.86，对应 PE 分别为 47/38/32X，维持“买入”评级。

风险提示：高端酒需求回落，疫情加剧，系列酒增长不达预期。

（证券分析师：杨默曦　研究助理：宋英男）

佳发教育（300559）：Q3 收入+5.9%，新考试系统上线 Q4 值得期待

业绩简评

Q3 单季收入同比+5.9%，归母净利同比-8.6%：2020 年 10 月 29 日公司发布三季报。2020Q1-Q3 公司实现营业收入 4.21 亿元/+4.8%YOY，归母净利润 1.73 亿元/+11.2%YOY，扣非归母净利润 1.70 亿元/+10.8%YOY；其中 2020Q3 单季实现营收 1.16 亿元/+5.9%YOY，归母净利润 0.54 亿元/-8.6%YOY，扣非归母净利润 0.51 亿元/-11.1%YOY。

经营分析

各项费用率稳定，其他收益减少导致净利率下滑。2020Q3 单季公司毛利

请务必阅读正文之后的免责声明部分

率/净利率分别为 52.0%/45.5%，同比-4.0pct/-8.8pct。2020 年初以来毛利率较低的运维服务占比大幅提升（2020H1 毛利率仅为 32%），导致公司整体毛利率下滑；而 Q3 单季公司其他收益从去年的 1747 万元锐减至今年的 1173 万元，导致公司归母净利润从 2019Q3 的 0.60 亿元下降至 2020Q3 的 0.54 亿元，净利率亦出现 8.8pct 的同比下降。Q3 单季各项费用率基本保持稳定，销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.5%/7.0%/7.1%/-0.4%，同比持平/-1.0pct/+1.4pct/-0.2pct。

4 月与腾讯达成战略协议后，合作成果落地进一步巩固佳发智慧招考龙头地位。2020 年 10 月 23 日，佳发教育与好学网络、腾讯教育联合发布新一代英语听说智能考试系统，其适用于更多场景，让传统听说考试突破性实现“同批次、统考卷”，降低多次适用考试机房频次，同时提升考场设备可靠性。该次合作中腾讯提供基础语音核技术和云服务能力，佳发提供符合行业标准和客户需求的产品体验，双方实现优势互补。

智慧招考优势稳固，智慧教育业务恢复加速，看好 Q4 业绩厚积薄发：于智慧招考业务：①标准化考点建设从单系统到平台+多个子系统，承建国家端综合考务管理平台，省级综合考务市场占有率第一，优势稳固，单教室产值有望增加；②联合腾讯开发的新一代英语智能听说考试系统于 10 月 23 日发布，未来更多合作成果在路上，而随着各地中、高考开始试点英语听说人机考试，该业务有望迎来发展新机遇。于智慧教育业务：①高考改革带来了对生涯规划等系统的需求，公司面向学校提供生涯规划类课程，面向学生提供研学服务产品；②教育信息化 2.0 持续推进，公司智慧校园顶层设计能力不断得到认可，新项目承接落地加速。

盈利预测与投资评级：公司业务具有一定季节性，2019 年 Q1/Q2/Q3/Q4 单季收入占比分别为 13%/37%/19%/31%。随着智慧教育业务恢复加速以及 10 月新一代考试系统上线，Q4 业绩值得期待。我们预测公司 2020-2022 年公司归母净利润分别为 3.01/3.99/5.29 亿元，同比+46.8%/+32.5%/+32.5%，当前市值对应 PE 分别为 24x/18x/14x，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧，大股东股权质押比例较高，政策风险等

（证券分析师：吴劲草　证券分析师：周良玖　证券分析师：张良卫）

山西汾酒（600809）：青花剑指全国，“汾老大”复兴在途

事件：公司发布 2020 年三季报，20Q1-Q3 实现营收 103.74 亿元（+13.05%，调整前+13.67%），归母净利 24.61 亿元（+43.78%，调整前+45.13%），扣非净利 24.61 亿元（+43.94%，调整前+45.39%）。20Q3 实现营收 34.75 亿元（+25.15%，调整前+26.37%），归母净利 8.56 亿元（+69.36%，调整前+69.31%），扣非净利 8.57 亿元（+70.16%）。（除特殊说明外，同比均为调整后数据同比，19 年盈利预测与估值表中营收/归母净利增速取调整前同比）

投资要点

青花保持高增，全国化势头延续。公司 20Q1-Q3 实现营收 103.74 亿（同+13.05%），20Q3 实现营收 34.75 亿（同+25.15%），营收符合预期保持高增。分产品看，前三季度公司汾酒/系列/配置酒分别实现营收 94/4/5 亿，同比分别+18/-40/+31%，20Q3 汾酒实现营收 31.4 亿（同比+33.4%），据调研反馈 20Q3 青花系列保持 30%+以上高增态势，玻汾在虽然以控量为

请务必阅读正文之后的免责声明部分

主要目标，但单季度仍实现约 20%左右的增长，老白汾及金奖系列疫后环比加速恢复，同比实现正增长。分渠道和地区看，公司省内/外市场分别实现营收 46/57 亿，公司疫后继续延续全国化进程，省外市场占比达到 55%且前三季度省外市场营收同比+24%；同时公司 20Q3 直销/代理渠道同比分别-60/+59%，预计系全国化主要依靠大商制展开，此外，公司 20Q3 电商渠道营收破亿（同比+77%）。

产品结构优化+提价提振盈利，现金流稳定。公司 20Q1-Q3 实现归母净利 24.61 亿（同+43.78%），20Q3 实现归母净利 8.56 亿（同+69.36%），20Q3 业绩实现超预期增长。公司 20Q3 净利率为 24.75%（同+4.87pct），主要系毛利率大幅提升 9.16pct 至 73.09%所致，预计毛利率提升与青花高增产品升级以及青花/玻汾逐步实现提价相关，同时 Q3 公司税收及附加率由于缴税节奏原因同-2.94pct 亦对净利率水平有所提振。此外，公司单季度销售费用率大增 6.42pct 至 16.72%，预计全国化背景下公司加强宣发与渠道建设投入所致（公司召开董事会，后续仍将追加约 3 亿元投入），而管理（含研发）费用为 7.44%（同+0.12pct）。现金流方面公司表现平稳，20Q3 销售收现 29.33 亿（同+0.67%），经营活动现金流净额为 5.6 亿（同比增加约 3.5 亿），Q3 合同负债为 26.9 亿（环比 20H1 增长约 5.4 亿），经销商积极性较高。

青花剑指全国，品牌驱动下“汾老大”复兴在途。19 年公司国改完美收官后，未来将继续深化改革，加大混改力度，聚焦汾酒及竹叶青大健康产业，发展青花控制玻汾策略得当，经营活力仍有望持续释放。当前公司深耕环山西市场，长江以南推进成果显著，青花汾酒系列全国化持续推动中。本轮白酒周期以品牌为核心推动力，国窖批价上行打开青花天花板，未来渠道价值链增厚有望吸引全国更多优质经销商资源，“汾老大”复兴在途。

盈利预测与投资评级：预计 20-22 年公司营收为 137.6/164.4/190.3 亿，同比+15.8/19.5%/15.8%；归母净利为 26.6/32.7/40.7 亿，同比+37.1%/23.1%/24.4%，对应 PE 为 76/61/49X，维持“买入”评级。

风险提示：疫情加剧，省外竞争激烈，宏观经济消费需求疲软。

（证券分析师：杨默曦　研究助理：宋英男）

先导智能（300450）：Q3 业绩明显好转，迎锂电设备黄金时代

事件：公司发布 2020 年三季报，2020Q1-Q3 实现营收 41.5 亿，同比+29.0%；实现归母净利润 6.4 亿，同比+0.7%；扣非归母净利 6.0 亿，同比-2.6%。

投资要点

国内疫情减弱，Q3 业绩较 Q2 明显好转

Q3 单季度来看，公司实现收入 22.9 亿元，同比+68.5%，环比+129.1%；归母净利润 4.1 亿元，同比+69.6%，环比+207.4%；扣非归母净利 3.8 亿元，同比+61.5%，环比+179.4%。公司 Q3 业绩环比 Q2 明显回升，主要系国内疫情减弱，发往客户的设备加速调试安装验收所致。

前三季度毛利率有所下滑，期间费用控制良好

公司 2020Q1-Q3 综合毛利率 36.4%，同比-4.9pct。其中 Q3 单季毛利率 33.3%，同比-5.5pct，环比-10.2pct。2020Q1-Q3 公司净利率为 15.4%，同比-4.3pct，其中 Q3 单季净利率 18.0%，同比+0.1pct，环比+4.6pct。前三

请务必阅读正文之后的免责声明部分

季度期间费用率 17.6%，同比-3.0pct，其中销售费用率 2.3%，同比-0.7pct；财务费用率 0.5%，同比-0.2pct；管理费用率（含研发）为 14.8%，同比-2.0pct。前三季度研发支出 4.2 亿元，同比+19.3%，研发费用率为 10.2%，同比-0.8pct，持续保持高研发投入。

预收款大幅同比和环比均增长，存货环比略有下降，新接订单增加保障 2020 年业绩

截至 2020Q3，公司合同负债 15.0 亿元，较 2019 年末增长 7.1 亿元，较 2020 年中报增加了约 4.1 亿元，说明 Q3 新接订单较多；存货为 24.3 亿元，较 2019 年末略增长 2.6 亿元，较 2020 年中报下降了约 2.2 亿元，表明公司虽新接订单较多，但销售收入也大幅增加，故存货略有下滑。

应收账款大幅增长，预计公司或阶段性放宽收入确认条件

2020Q3 末，公司应收账款为 30.1 亿元，较 2019 年末增长 12.1 亿元，应收账款/营业收入比增长至 73%，为历史最高水平。2020 年前三季度，公司的经营性净现金流为 2.9 亿元，同比-13%。我们预计公司或阶段性的放宽了收入确认的条件。

CATL 包揽公司 25 亿元定增，强强联合共迎黄金时代

2020 年 9 月，先导公告定增预案，拟募资 25 亿元，CATL 将认购此次发行的全部股份。（1）短期看：募资扩产缓解产能瓶颈，加码研发积极培育新利润增长点。（2）中期看：引入重磅战略投资者 CATL，加深绑定充分受益于 CATL 大规模扩产。此次发行完成后，CATL 将持有公司 0.7 亿股股份，占发行后总股本的 7.3%，成为先导长期的战略投资者。CATL 是先导的第一大客户，先导是 CATL 最大的设备供应商，通过此次战略投资，双方业务绑定将会进一步加深。（3）长期看：全球电池龙头帮助先导提高核心技术水平和提供长期资源支持。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 7.04/10.85/14.76 亿（和前预测一致），对应当前股价 PE73/48/35 倍，维持“买入”评级。

风险提示：新能源车销量低于预期，下游投资扩产情况低于预期；盈利能力改善低于预期。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　证券分析师：朱贝贝）

三一重工（600031）：Q3 业绩符合预期，龙头长期成长空间可期

事件：公司 Q1-Q3 实现营收 734.2 亿（+25.1%），归母净利润 124.5 亿（+34.7%），扣非净利 113 亿（+22.2%）。其中 Q3 单季实现收入 238.8 亿（+54.5%），归母净利润 38.5 亿（+56.9%），扣非净利 33.6 亿（+37.6%）。整体符合预期。

投资要点

旺季后移下行业需求旺盛，驱动 Q3 收入快速增长

公司 Q3 收入实现较快增长，主要系：1）受益于疫情后的赶工需求，Q3 工程机械销量持续旺盛。2）基建投资、更新需求、人工替代等因素拉动工程机械需求增长。3）公司产品竞争力显著提升，市场份额不断增长。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

根据我们测算，预计Q3单季公司挖机和起重机销量均同比增长70%以上，混凝土机销量同比+60%以上。

盈利能力维持稳定，风险控制持续向好

Q1-Q3 公司整体毛利率 30.3%，同比-2.2pct，其中 Q3 单季毛利率 30.2%，同比-2.8pct，我们认为主要受到运费在会计科目的重分类+销售政策调整的影响。

Q1-Q3 净利率提升至 17.5%，同比+1.4pct，单季净利率 16.7%，同比+0.56pct，其中以投资收益为主的非经常性损益达 5 亿（贡献 2pct），而财务费用同比+2pct，我们判断主要系汇兑损益影响。因此整体盈利能力较平稳。

Q1-Q3 经营活动净现金流达 110.2 亿，同比+33.2%，其中 Q3 单季 24.8 亿，同比+34%；应收账款周转天数 91 天，周转速度持续加快，营运能力和风险控制不断向好。

行业周期波动弱化，智能化+数字化提升竞争力，龙头成长空间可期

短期来看，疫情导致下游旺季顺延后，行业存在一定超弧长反应，叠加四季度基建投资不悲观，我们预计全年工程机械需求整体保持旺盛。中长期来看，人工替代+环保趋严+出口逻辑延续，行业需求周期性弱化，波动率将比上一轮小很多，我们预计未来几年工程机械行业波动维持在正负 5%-10%左右，2024 年后有望进入下一轮大的更新周期。？

三一重工在数字化、智能制造方面的布局有望进一步提升其全球竞争力，2019 年三一的人均产值（410 万）已超过卡特彼勒（约 350 万）；同时三一具备产品性价比、服务渠道及资本扩张实力的竞争优势，我们预计随着公司海外份额长期趋于提升，海外收入年复合增长率有望达 30%以上，长期增长规模可观。

盈利预测与投资评级：低波动率周期里面更强调公司的产品竞争力和生产效率提升，坚定看好中国制造业智能工厂最优秀的公司【三一重工】，数字智能化+国际化持续带来业绩弹性，全球竞争力逐步体现带来估值溢价，看好公司戴维斯双击的机会。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 152/176/189 亿元，对应 PE 分别为 15/13/12 倍，2021 年目标估值至 15 倍 PE，对应市值 2640 亿，目标价至 31.1 元，维持“买入”评级。

风险提示：行业周期性波动；竞争激烈导致盈利能力下滑。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　证券分析师：朱贝贝）

浙江鼎力（603338）：Q3 盈利能力有所下降，新臂式打开成长空间

事件：公司发布业绩公告：2020 年前三季度实现收入 24.74 亿，同比+71.16%；归母净利润 6.20 亿，同比+39.82%；扣非后归母净利润 6.04 亿，同比 46.03%。

投资要点

Q3 收入维持高速增长，单季度业绩略低于预期

①公司 Q3 实现收入 9.73 亿，同比+63.03%，单季度延续延续高速增长态势，主要原因有：国内下游需求旺盛，以大客户宏信建发为例，高空作

请务必阅读正文之后的免责声明部分

业平台保有量从 7 月的 4 万台增长至 10 月的 5 万台，持续的设备采购，驱动了公司剪叉式产品的快速放量；8 月公司新臂式投产，新臂式的价值量更大，相关收入快速提升。②利润端看，Q3 归母净利润 2.12 亿，同比+15.49%，扣非后归母净利润 2.09 亿，同比+16.68%，略低于市场预期，我们推测主要原因毛利率较低的臂式产品提升以及汇兑损失，下文将作详细分析。

毛利率下降叠加汇兑损失，公司 Q3 盈利水平有所下降

2020 年前三季度公司综合毛利率 37.10%，同比小幅-3.75pct；净利率 25.07%，同比-5.62pct。Q3 单季毛利率 35.5%，同比-4.09pct，主要原因是低毛利率的臂式产品占比提升以及折旧摊销增加；Q3 单季度净利率 21.77%，同比-8.96pct，主要受毛利率及汇兑损益影响。

公司前三季度期间费用率 8.27%，同比+1.22pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.10%/1.88%/2.89%/-0.60%，同比 -0.43/-0.54/+0.17/+2.02pct。销售及管理费用率合计下降 0.97pct，费用管理良好；财务费用率上升，主要系汇兑损益波动。

公司前三季度经营性净现金流净额 9.03 亿元，同比+174.30%，主要系国内账期短的优质客户比例提升。其中 Q3 单季经营性净现金流净额为 1.47 亿，同比-46.19%，主因采购等经营现金流出增加。

新臂式产品开始快速放量，支撑公司业绩高速增长

目前国内臂式产品供给严重不足，2020 年 8 月公司新臂式产能投产，项目规划 3200 台臂式产能，考虑到新臂式的价值量较剪叉更大，新臂式投产将大幅提升公司产值水平。另一方面，公司目前臂式毛利率水平远低于其他品类，主要系前期市场推广以及规模效应还没体现，后续毛利率有望提升，支撑公司未来业绩的高速增长。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 净利润分别为 9.00/12.96/15.97 亿元，EPS 分别为 1.85/2.67/3.29 元，当前股价对应动态 PE 分别为 53.23/36.97/30.00 倍。考虑到公司业绩快速增长，以及具备较好的成长性，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧导致产品价格大幅下降，新臂式产品销售不及预期，电动化趋势不及预期，中美贸易摩擦不确定性

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：黄瑞连　研究助理：罗悦）

阳光电源（300274）三季报点评：Q3 业绩大超市场预期，逆变、变流、储能等全面爆发

投资要点

20Q1-3 公司业绩 11.95 亿元，同比增长 115.61%，超预期！公司发布 20Q3 季报，Q1-3 实现营收 119.09 亿元，同比增长 65.77%；实现归母净利 11.95 亿元，同比增长 115.61%，对应 EPS 为 0.82 元。其中 Q3 实现营收 49.67 亿元，同比增长 82.50%,；实现归母净利 7.49 亿元，同比增长 237.79%。Q3 对应 EPS 为 0.51 元。Q1-3 毛利率为 24.79%，同比下降 1.04pct，Q3 毛利率 30.96%，同比上升 8.64pct。公司各项业务全面爆发，业绩大超市场预期。

逆变器业务量价齐升，20 年出货预计 27GW+：公司 Q3 逆变器业务出货

请务必阅读正文之后的免责声明部分

量 8-9GW，较去年实现翻倍增长，贡献收入约 26 亿元，平均单价约 0.29-0.33 元/W，较去年均价同比提升超过 20%，逆变器业务量价齐升。公司 Q1-3 累计出货 18-19GW，国内 5GW+海外 13GW，Q4 公司将继续受益于海外逆变器的国产替代，且迎来国内抢装，预计 Q4 出货 9GW+，全年出货 27GW+，同比增长 60%+。

海外逆变器超预期增长，驱动盈利快速提升：分结构来看，Q3 国内出货 2.4-2.7GW，占比约 30%，海外出货 5.6-6.3GW，占比约 70%，海外出货大幅超出市场预期。假设 Q3 海外装机 26GW，则阳光海外市占率约为 21.5%~24.2%，相较于上半年约 15%的海外市占率大幅提升（上半年阳光海外出货 7GW，假设海外装机 45GW)。

储能厚积薄发，高增长亮眼：公司 Q3 储能业务收入 2-2.5 亿元，环比实现大幅增长，我们预计 Q4 储能将继续爆发，收入有望达到 4-5 亿元，全年实现收入 10 亿元左右，同比增长 80%+。长期来看，随着强制配储政策密集落地和储能经济性拐点临近，以及平价后全球光伏渗透率提升，储能平滑发电的重要性凸显，预计储能行业未来三年将持续高速增长。公司阳光储能系统装机已连续四年稳居全国第一，将充分受益于储能行业未来的爆发式增长。

电站集成业务稳健增长：公司 Q3 电站集成业务收入 20 亿元左右，毛利率 15%+，较上半年 7.27%大幅提升。今年公司 EPC 项目规划 2~3GW，规模同比增长 33%~100%，以量补价，预计全年收入将保持稳健增长。长期看，公司电站集成系统装机规模扩大，已累计开发建设超 12GW，其中 19 年公司 EPC 全球市占率第二，长期将保持每年 20-40%稳健增长。

变流器实现飞跃式发展。公司变流器涵盖 1500~10000kW 功率等级，包括全功率风能变流器和双馈风能变流器，全面覆盖国内主流风机机型，且新研发出 3MW-10MW 多款三电平变流器，为国内多家主流整机厂进行配套。今年风机厂商放开变流器采购，公司由于多年积淀，技术实力领先，风电变流器业务实现飞跃式发展，Q3 出货 5-6GW，预计全年出货 10GW 左右，同比增长超 6 倍，市占率跃升至 28%左右。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 20-22 年业绩为：19.83、28.05、36.67 亿元，同比 122.2%、41.5%、30.7%，对应 EPS 为 1.36、1.92、2.52 元，目标价 57.6 元，对应 21 年 30 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：政策不达预期，竞争加剧等。

（证券分析师：曾朵红　证券分析师：陈瑶）

埃斯顿（002747）：Q3 业绩大幅增长，机器人龙头受益于行业回暖

事件：公司 2020 年前三季度实现营收 17.63 亿元，同比+82.2%；归母净利润 0.85 亿元，同比+49.0%；扣非归母净利润 0.71 亿元，同比+132.8%。

投资要点

受益于 Cloos 并表及行业持续回暖，三季报业绩大幅增长

单三季度公司实现收入 5.91 亿元，同比+106.4%，环比-37.4%；归母净利润 0.24 亿元，同比+3574.8%，环比-50.0%。公司于二季度完成了德国 Cloos 公司的并购重组并开始并表，导致 Q3 业绩同比大幅提升。2020H1 公司实现收入 11.7 亿元，其中 Cloos 贡献 4.9 亿元，占比 42%。若除 Cloos 外业务收入占比按 58%计算，则 Q3 公司剔除 Cloos 业务后的收入为 3.4 亿

请务必阅读正文之后的免责声明部分

元，同比+20%，维持稳定增长。

2019 年 10 月至今，国内工业机器人产量月度增速连续 12 个月为正，2020 年 9 月增速达 51.4%，创近两年来历史新高，行业回暖趋势明显。同时目前疫情影响因素已经基本消除，Cloos 业务 5 月份已恢复正常，预计 Q4 公司本体和核心部件业务将继续稳定增长。

毛利率维持稳定，收购 Cloos 费用短期影响净利率

前三季度综合毛利率 36.9%，同比+0.4pct，环比+0.05pct；Q3 单季毛利率 37.0%，同比+1.5pct，环比-0.03pct，基本维持稳定。

前三季度净利率 5.5%，同比-2.0pct；Q3 净利率 4.7%，同比+2.2pct。前三季度净利率小幅下滑，主要系收购导致税费增加，2020Q1-Q3 所得税为 0.09 亿元，较去年同期的-0.04 亿元增长 0.13 亿元。前三季度费用率 33.4%，同比-1.2pct。其中销售/管理（含研发）/财务费用率分别为 8.3%/20.4%/4.7%，分别同比+0.9pct/-3.6pct/+1.4pct。财务费用增幅较大，主要系并购项目增加借款所致，前三季度利息费用 0.68 亿元，同比 +89.1%。

前三季度经营性现金流量净额为 1.1 亿元，同比+511.4%，主要系公司加强销售回款管理及 Cloos 并表所致。合同负债为 3.22 亿元，同比+283.3%，在手订单充足，短期业绩稳步增长可期。

整合全球优质资源，战略目标初步达成

公司先后收购英国 TRIO、德国 Cloos，控股德国 M.A.i.公司，参股美国 BARRETT、意大利 Euclid 等公司，为公司在运动控制解决方案、智能化协作、康复机器人等方面的发展战略奠定了坚实基础。二季度公司完成了德国 Cloos 公司的并购重组，进一步完善了埃斯顿的全产业链布局，同时建立全球市场的 Cloos 焊机业务和焊接机器人单元业务模块，形成新的业务增长点。公司基于 TRIO 的运动控制解决方案和机器人+运动控制一体化的机器自动化解决方案业务快速增长，目前运动控制解决方案成为业务主流的战略目标已经实现。

盈利预测与投资评级：我们预计 2020-2022 年的净利润分别为 1.29/1.75/2.35 亿，对应当前股价 PE 为 153、113、84 倍，维持“增持”评级。

风险提示：新产品研发进度、并购协同效应不及预期，机器人行业竞争激烈

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　证券分析师：朱贝贝）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：http://www.dwzq.com.cn