行业观点

● 机械

1、杰瑞股份(002353)：前三季度业绩保持增长，静待周期复苏

事件：

杰瑞股份 2020 年 10 月 28 日晚间发布前三季度报告称，前三季度归属于母公司所有者的净利润 11.15 亿元，同比增长 23.18%；营业收入 54.24 亿元，同比增长 27.91%；基本每股收益 1.17 元，同比增长 23.16%。

报告要点：

1、油服行业景气度受到油价抑制，目前尚处于周期低谷。

油服行业作为强周期性行业，景气度一直与油价高度相关，传导机制为，油价上涨促进石油公司收入提升，从而增强资本开支能力，带动油服公司订单增加。2020 年前三季度以来，油价低迷，目前位于 40 美元/桶附近，整个行业处于周期低谷。我们估计，如果油价上涨到 60 美元/桶，行业景气度将能恢复。

2、由于在手订单充裕，公司收入和净利润保持增长。

2020 年前三季度公司营业收入 54.24 亿元，同比增长 27.91%，归母净利润 11.15 亿元，同比增长 23.18%，主要是由于上半年公司在手订单充裕。公司作为压裂设备行业龙头，凭借较强的技术实力和品牌影响力，获取订单能力较强。根据公司中报披露的订单情况来看，全年业绩会保持不错的增长。

3、前三季度毛利率进一步提升，成本控制加强。

公司前三季度毛利率 37.68%，去年同期为 36.42%，同比提升 1.26pct，随着公司收入规模的增加，在经营杠杆作用下，毛利率显著提升。从费用占营业收入比重来看，公司加强了费用控制，销售费用率为 4.38%，同比下降 1.81pct，管理费用率为 3.57%，同比下降 0.84pct，研发费用占收入比重为 3.31%，同比下降 0.39pct。公司财务费用率有所增加，主要原因是债务融资增加，同时汇兑净损失较高。

投资建议与盈利预测

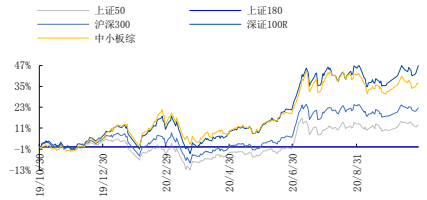
假设油气装备制造保持高速增长，其他业务稳步增长，预计公司 2020/2021/2022 年的归母净利润分别为 18/22/26 亿元，同比增长 33%/19%/18%，对应 EPS 分别为 1.89/2.25/2.67 元，对应目前股价的 PE 分别为 15/13/11 倍，维持“买入”评级。

风险提示

非常规油气开采进度低于预期，油价长期低位运行等。

分析师：满在朋（执业证书：S0020519070001），联系人：胡晓慧

主要市场走势图



资料来源：Wind

A 股市场涨幅前五

股票	收盘价	涨跌幅%		
	RMB	1 日	5 日	本年
前沿生物	38.52	87.90	0.00	0.00
优德精密	26.43	34.57	62.75	96.46
左江科技	68.34	25.03	18.36	-1.79
传音控股	116.11	23.78	20.94	156.84
银禧科技	9.02	23.39	33.43	56.60

A 股市场跌幅前五

股票	收盘价	涨跌幅%		
	RMB	1 日	5 日	本年
豫金刚石	5.05	-31.76	-33.29	53.50
欣锐科技	20.74	-21.91	-19.67	-8.30
华民股份	5.22	-21.86	-38.88	-32.47
沈阳化工	5.49	-20.09	-22.57	63.88
正元智慧	16.15	-19.85	-14.23	12.73

2、中密控股(300470)2020 年三季报：Q3 业绩小幅增长，内循环带动国产替代

事件：

公司发布 2020 年三季报，共实现营收 6.68 亿元、同比-1.19%；归母净利润 1.53 亿元、同比-2.69%，其中第三季度实现营收 2.42 亿元、同比+6.24%；归母净利润 0.58 亿元、同比+6.38%。

报告要点：

第三季度业绩小幅增长，经营性净现金流显著提升

公司 2020 年第三季度业绩实现小幅增长，由于一季度业绩表现受疫情拖累下滑严重，前三季度整体业绩同比仍小幅下滑。当前公司盈利能力基本保持稳定，第三季度毛利率 50.97%环比基本持平，低于去年全年的 54.05%，主要由于疫情影响导致毛利率较高的存量订单占比有所下降；净利率 23.95%环比下降 2.53 个百分点，与去年全年基本持平。前三季度期间费用率 17.97%，也基本保持稳定。同时，公司前三季度经营性净现金流量大幅改善，相比 2019 年同期提升 181.56%。

订单增长产能饱和，各领域布局进展顺利

根据公司公开披露信息，现阶段公司产能利用率达到满负荷，在手订单同比去年增长明显，我们认为主要是公司当前在炼化、天然气长输管线、核电密封领域持续推进进口替代，其中炼化建设项目公司已具有较高市场占有率，将成为公司主要业绩支撑；在天然气长输管线领域受益于国家管网公司挂牌后带来的项目增多与国产快速替代，公司整合新地佩尔后有望在该领域占据大部分增量市场份额；核电领域在整合华阳密封后在新建核电项目逐渐替代进口的基础上打开了巨量存量市场的大门，后续有望成为公司利润增长重要支撑。

“内循环”背景下，核电等关键领域密封件的国产化进程有望加速

核电密封的存量市场需求估计在 10 亿左右，过去以外资品牌为主，内资品牌中中密控股具备绝对优势，如果未来全部完成国产化替代，预计公司市场份额可以达到 50%~70%，为公司带来较大的收入和利润弹性。此外，石化及其他特种领域的密封件也在加速国产化的进程中。

投资建议与盈利预测

预计公司 2020-2022 年分别实现营业收入 9.49 亿元、10.81 亿元、12.72 亿元，归母净利润分别为 2.45 亿元、3.11 亿元、3.9 亿元，对应当前 PE 分别为 35/28/22X，考虑公司在手订单饱满，疫情缓解后存量市场业务将出现回升，维持“买入”评级。

风险提示

下游行业景气度不及预期；增量市场竞争加剧等。

分析师：满在朋（执业证书：S0020519070001），联系人：李嘉伦

晶盛机电(300316)2020 年三季报：Q3 毛利率回升，在手订单大增

事件：

公司发布 2020 年三季报，共实现营收 24.85 亿元、同比+23.81%；归母净利润 5.24 亿元、同比+11%，其中第三季度实现营收 10.15 亿元、同比+22.4%；归母净利润 2.47 亿元、同比+12.07%。

报告要点：

业绩稳健增长，下游积极扩产带动公司光伏设备订单大增

受益于下游行业扩产与产品研发落地顺利，公司业绩保持稳健增长。公司作为国内硅片厂新增产能优势供应商，与中环股份、晶科能源、晶澳科技、上机数控、阿特斯等光伏企业均保持着深入的合作关系。受益于当前下游客户积极扩产，2020 年前三季度公司光伏行业取得订单超过 45 亿元，截止 9 月 30 号在手订单 55.9 亿元。此外，上机数控加码硅片端较为成功，新产线在技术路线与成本上更优，或吸引更多企业

布局当前利润率相对较高的硅片端，推动落后产能出清，晶盛机电作为硅片端“卖铲人”有望持续受益。
三季度盈利能力恢复正常，现金流显著改善
伴随着公司供应链管控效果显现及新产品持续推出，单三季度毛利率显著改善，环比提升 12.09 个百分点至 39.03%，基本恢复至正常水平，同时现金流显著改善，2020 年前三季度经营性净现金流量同比大幅提升 115.81%。
半导体设备逐步通过验证，蓝宝石业务极具潜力
根据公告当前 8 寸及以下半导体硅片已有较好的国产化落地，公司设备已在产线运行，12 寸硅片晶体生长炉小批量出货，伴随着国内晶圆厂投产需求有望持续上升，目前半导体设备在手订单 4.1 亿元。另外，9 月 29 日公司与全球领先的消费电子视窗防护制造龙头蓝思科技达成战略合作，在宁夏共同成立合资公司建设蓝宝石材料制造基地，后续有望带来良好表现。
投资建议与盈利预测
公司在手订单 59 亿元达到历史最高值，环比提升 66.36%，合同负债环比提升 56.07%至 22.24 亿元，显示公司三季度预收款及新签订单均达到较高水平。我们预计公司 2020-2022 年分别实现营业收入 37.29/52.21/68.1 亿元，实现归母净利润 7.67/11.58/15.61 亿元，对应当前 PE 分别为 50/33/24X，考虑到公司的产业链地位及半导体业务的高成长性，维持“买入”评级。
风险提示
疫情造成全球光伏装机量不及预期，半导体下游需求不及预期，光伏硅片扩产不及预期。

分析师：满在朋（执业证书：S0020519070001），联系人：李嘉伦

4、中铁工业(600528)2020 年三季报：Q3 单季度净利润同比增长 26%，新签订单充裕

事件：
公司发布 2020 年三季度报告，前三季度公司实现营业收入 180.02 亿元，同比增长 18.68%；归母净利润 14.03 亿元，同比增长 10.77%。

点评：
前三季度新签订单同比增长 35%，盾构机和道岔需求旺盛
前三季度公司新签订单 309.67 亿元，同比增长 35.26%。下半年受益于基建项目资金到位，施工装备投资不断增加，Q3 单季度新签订单 139.87 亿元，同比增长 53.27%，隧道盾构装备、道岔业务均实现 65%以上的增长；隧道施工装备业务新签订单 40.31 亿元，同比增长 67.33%；工程施工机械业务新签订单 3.94 亿元，同比增长 84.98%；道岔业务新签订单 23.25 亿元，同比增长 85.41%；钢结构业务新签订单 69.44 亿元，同比增长 35.18%。

订单加速转化为收入，前三季度业绩平稳增长
前三季度公司实现营收 180.02 亿元，同比增长 18.68%；Q3 单季度收入 68.07 亿元，同比增长 19.62%，订单加速转化为营收，归母净利润 5.12 亿元，同比增长 26.02%。前三季度公司实现销售毛利率 17.61%，净利率 7.73%；Q3 单季度毛利率 18.68%，同比下降 0.69pct、环比提升 2.14pct；净利率 7.46%，同比提升 0.27pct，环比下降 0.98pct。前三季度销售费用率、管理费用率分别为 1.79%、3.67%，同比分别下降 0.12pct、0.53pct。

川藏铁路雅林段可研获批、基建建设力度加大，有望带动公司装备需求

2020 年 9 月底，国家发改委批复同意建设川藏铁路雅安至林芝段，设备采购招投标项目开启在即，硬岩 TBM、大直径盾构等极端装备将会在川藏铁路的复杂地质条件下得到广泛应用，公司作为川藏铁路采用的极端装备的研制主体，有望从中深度受益。2020 年，国家采取一系列逆周期调节政策有效促进公路、铁路、桥梁等基建项目投资落地，同时增加千亿国家铁路建设资本金对沿海干线高铁、城际铁路和沿江高铁项目加大建设力度，前三季度全国铁路固定资产投资累计完成 5531 亿元，同比下降 0.26%，四季度将集中发力确保完成全年任务，进一步带动装备需求。

投资建议与盈利预测

预计公司 2020 年~2022 年归母净利润分别为 18.95/24.29/28.18 亿元，基本每股收益为 0.85/1.09/1.27 元，对应 PE 为 11/8/7 倍。目前公司股价处于历史估值的低位，考虑到公司的龙头地位，维持“买入”评级。

风险提示

基建投资低于预期；盾构机/TBM 研发进展低于预期；资产减值风险。

分析师：满在朋（执业证书：S0020519070001）

- **计算机**

1、中新赛克(002912.SZ)：积极应对疫情影响，全年营收有望正增长

事件：

公司于 10 月 28 日晚发布《2020 年第三季度报告》。前三季度，公司实现营业收入 6.25 亿元，同比增长 2.40%；实现归母净利润 1.44 亿元，同比下降 18.46%。

点评：

疫情影响项目实施，全年营收有望实现正增长

2020 年前三季度，面对外部环境带来的挑战，公司实现营业收入同比小幅增长，归母净利润有所下降，主要原因是：1）公司部分项目（特别是海外项目）的实施受到了新冠肺炎疫情的不利影响；2）公司 2019 年限制性股票激励计划首次授予实施完成，计提股权激励成本约 3500 万元，并计入经常性损益。面对疫情，公司积极响应政府号召复产复工，保障部分项目顺利实施。2020 年全年：1）预计营业收入有望实现一定的增长；2）剔除股权激励成本后，预计净利润为 2.65 亿元-3.15 亿元，上年同期为 2.95 亿元。

三项费用率都有所提升，持续加大研发投入布局下一代产品

前三季度，公司三项费用率都有所提升：1）销售费用率为 20.94%，同比提升 1.53pct，预测是市场服务费、外包服务费增长所致；2）管理费用率为 8.64%，同比提升 0.84pct；3）研发费用率为 27.03%，同比提升 1.98pct。前三季度，公司持续加大研发投入，储备技术与产品能力，保障长期竞争力。宽带网方面，公司积极参与研讨 5G 网络的宽带网产品标准，推出运营商 5G 汇聚分流产品方案，满足运营商多种 5G 组网模式下的流量采集和数据解析的需求，并入围国家级信息安全技术规范；研发的 400G 产品也已处于测试中，继续保持市场领先地位。移动网方面，公司已完成对 5G NSA 网络应用的全面适配，同时积极布局研发 5G SA 移动网产品。

工业互联网安全产品不断取得突破，有望成为公司新的增长点

前三季度，公司在工业互联网安全产品的核心技术方面取得一定突破和技术积累：1）前端采集产品方

面，可靠性进一步提升，增加无线接入功能，满足更多业务场景的应用；2）后端业务系统功能模块不断丰富，简化产品部署、升级方式，增强了产品竞争力。公司工业互联网产品包括工业智能采集探针、工业防火墙、工业安全管理中心以及工业互联网安全态势感知平台等，已在相关行业取得一定的应用。我们认为，凭借产品技术优势，工业互联网领域有望成为公司新的业绩增长点。

投资建议与盈利预测

考虑到新冠肺炎疫情对公司业务的影响，小幅下调公司 2020-2022 年营业收入至：9.90（下调 0.98）、12.56（下调 1.26）、15.38（下调 1.57）亿元，下调归母净利润至：2.47（下调 0.72）、3.36（下调 0.81）、4.25（下调 0.85）亿元，EPS 为 1.44、1.97、2.49 元/股，对应 PE 为 51.15、37.58、29.71 倍。考虑到公司未来的持续成长空间、上市以来 PE 主要运行在 40-70 倍、目前计算机（申万）指数 PETTM 为 74.6 倍等因素，给予公司 2021 年 55 倍的目标 PE，对应目标价为 108.35 元，维持“买入”评级。

风险提示

新冠肺炎疫情导致政府、运营商等在网络可视化等领域的投入不及预期，行业竞争加剧，网络内容安全和大数据业务增长不及预期，5G 推进不及预期。

分析师：耿军军（执业证书：S0020519070002），联系人：陈图南

2、广联达(002410.SZ)：营收稳健增长，现金流大幅改善

事件：

公司于 10 月 28 日收盘后发布《2020 年第三季度报告》。第三季度，公司实现营业总收入 9.79 亿元，同比增长 14.19%，实现扣非归母净利润 0.96 亿元，同比增长 43.99%。

点评：

前三季度营业总收入同比增长 15.69%，呈现稳健增长的良好态势

前三季度，公司实现营业总收入 25.88 亿元，同比增长 15.69%，实现扣非归母净利润 2.08 亿元，同比增长 62.29%，经营活动产生的现金流量净额为 10.24 亿元，较去年同期大幅增长 773.45%，主要为业务增长以及金融业务战略调整收回出借资金所致。三季度末，合同负债余额为 15.41 亿元，较年初增长 59.00%，主要为造价业务云服务递延收入增加所致；库存股余额为 4.74 亿元，较年初增长 518.63%，主要为回购股票所致，根据公司 9 月 24 日发布的《关于回购股份实施完成暨股份变动的公告》，成交均价为 69.82 元/股。

收购鸿业科技 90.6726%股权，拓展设计业务，增强核心竞争力

2020 年 10 月 11 日，公司发布《关于收购洛阳鸿业信息科技有限公司股权的公告》，以 40802.625 万元现金向怀化金洛、怀化洛林、怀化金硕购买其合计持有的鸿业科技 90.6726%的股权，交易完成后，鸿业科技将成为公司的全资子公司。鸿业科技服务于工程类 CAD 设计领域和城市信息化建设领域，致力于市政、建筑、工厂和城市信息化建设领域应用软件的研发，传统 CAD 设计产品、市政公路及管线设计产品、BIM 设计产品在市场中均处于领先地位。我们认为，本次收购有利于公司拓展设计业务，完善公司在数字建筑产业链的布局，增强公司的核心竞争力。

与海康威视签署战略合作协议，引领建筑行业数字化转型新未来

2020 年 10 月 19 日，公司与海康威视正式举行战略合作签约仪式，未来双方将强强联合，围绕建筑行业开展全方位深度合作，共建行业新生态，引领建筑行业高质量发展。根据智慧工地场景及业务需求，双方

联合发布了软硬一体智能解决方案，该方案将实现对人员进出管理、车辆出入管控、周界智能侦测、物料管理、智能网络广播、渣土车清洗管理、移动视频采集、安全帽佩戴管理、吊钩可视化、升降梯风险监测、工地全景一张图、智慧大屏等管理，通过一站式服务，解决视频+智慧工地需求。

投资建议与盈利预测

公司有望逐步成长为全球第一数字建筑平台服务商。数字造价业务属于成熟业务，正在加速推进云转型。数字施工业务是全新的蓝海市场，市场空间大于数字造价业务，未来有望维持较快的增长。预测公司2020-2022年营业收入为41.53亿元、50.35亿元、62.79亿元，归母净利润为4.94亿元、7.47亿元、10.51亿元，对应EPS为0.42、0.63、0.89元/股。公司两大主要业务处于不同发展阶段，未来成长空间也有较大差异，因此适用分部估值法。维持公司目标价79.13元，维持“增持”评级。

风险提示

“八三”规划落地不及预期；数字造价业务云转型进展不及预期；数字施工业务拓展不及预期；新冠肺炎疫情影响下游客户采购需求。

分析师：耿军军（执业证书：S0020519070002），联系人：陈图南

3、久远银海(002777.SZ)2020年三季报点评：营收增长逐季加速，现金流改善明显

事件：

公司于10月28日晚发布《2020年第三季度报告》。前三季度，公司实现营业收入4.98亿元，同比增长0.58%，实现归母净利润8859.62万元，同比增长5.18%。

点评：

第三季度公司业务显著恢复，营业收入与归母净利润获较快增长

2020年以来，受新冠肺炎疫情影响，公司的经营活动受到一定的影响，上半年营业收入与归母净利润均发生一定程度的下降。随着国内疫情得到有效控制，公司业务逐步恢复，前三季度公司营业收入与归母净利润增速双双翻正。第三季度，公司实现营业收入1.88亿元，同比增长21.27%；实现归母净利润3082.03万元，同比增长38.07%；实现经营性现金流净额9237.71万元，同比增长252.75%，经营质量有较大的改善。

公司市场拓展活动逐步恢复，加大研发投入提升创新技术能力

从各项费用情况来看，前三季度：1）销售费用率为14.32%，同比提升1.17pct，我们认为主要原因是随着疫情逐步得到有效控制，公司市场活动逐渐恢复；2）管理费用率为14.64%，同比下降0.67pct；3）研发费用率为8.58%，同比提升0.53pct。公司持续加大研发投入，不断加强软件和运维生产过程控制，深入推进“业务中台”建设，提升在医疗医保和数字政务方面的技术服务能力。信创方面，公司依托自主可控实验室，已完成面向大部分主流国产化IT厂商的软硬件产品的对接，以及主流云厂商的基础设施及技术中台的适配，形成了包括Ta+3构建化集成平台、应用支撑平台、MDLife移动应用开发平台等较成熟的国产行业应用中间件产品。

医保IT业务迎来高景气周期，在新格局下抢得先机

随着疫情形势的缓解，公司的签单持续向好。医保IT方面，根据中报，公司承建的国家医保平台建设工程第2包（跨省异地就医管理子系统）和第8包（基础信息管理子系统、医保业务基础子系统、应用支撑平台子系统）已进入验收阶段。公司陆续中标河北、青海、广东等省级新一代医保核心业务系统，在新医

保格局下的市场竞争中优势明显。根据招投标网站的数据，省市级医疗保障信息平台的建设已经逐步展开，以青海省医疗保障信息平台建设项目为例，预算金额达 2.76 亿元，考虑到青海省的人口数量和经济发展水平，我们认为全国所有省市级平台的建设市场规模有望达到百亿级别。

投资建议与盈利预测

省市级的新医保 IT 建设已经在 2020 年全面展开，公司医保 IT 业务迎来高景气周期。预测公司 2020-2022 年营业收入为 12.01、15.16、18.91 亿元，归母净利润为 2.02、2.52、3.15 亿元，对应 EPS 为 0.64、0.80、1.00 元/股。过去三年公司的 PE 主要运行在 35-75 倍之间，目前计算机（申万）指数 PE TTM 为 74.6 倍，考虑到新冠肺炎疫情对业务的影响，小幅下调公司 2020 年目标 PE 至 50 倍，对应目标价为 32.00 元，维持“买入”评级。

风险提示

省市级医保系统招投标进度低于预期；DRGs 建设进度低于预期；金民工程进度低于预期；新冠肺炎疫情导致客户支付能力不足，影响现金流。

分析师：耿军军（执业证书：S0020519070002），联系人：陈图南

● 电子

1、韦尔股份(603501)：业绩大幅增长，逐步站稳高端市场

事件：

公司发布 2020 年 3 季度报告，前 3 季度合计收入 139.69 亿元，同比增长 48.51%；实现归属于母公司股东的净利润 17.27 亿元，同比增长 1177.75%。单 3 季度收入 59.26 亿，同比增长 60.05%，归母净利润 7.36 亿，同比增长 1141.43%。

报告要点：

？ 产品量价齐升，业绩大幅增长

公司业绩符合预期。公司业绩大幅上涨主要原因在于：①与去年同期相比，智能手机所搭载摄像头数量迅速提升，市场需求扩大；②公司 2020 年陆续研发推出 48M 和 64M 产品，可供应的单颗产品价值量提升；③三季度开始进入消费电子旺季，手机等产品销售量提升。预计随着疫情影响减弱、5G 换机潮到来，以及智能手机销售旺季的到来，公司业绩有望进一步提升。

？ 专注研发，逐步站稳高端市场

公司专注于研发，逐步发力从中低端市场进入中高端市场。在上半年推出 1.2 微米大像素的 48M 产品与业内首款 0.7 微米小像素的 64M 产品之后，公司还于 10 月推出了全球首款 1.0 微米 64M 图像传感器。至此，公司可供应不同像素尺寸的 48M 和 64M 产品，以满足不同客户的需求。在高端产品市场，公司的 OV48C 已成功应用于小米 10 至尊纪念版，已成为小米最畅销的产品之一，随着口碑与市场的发酵，公司已站稳高端产品市场。根据 TSR 估计，2021 年智能手机市场将有约 3.22 亿颗 5000 万像素以上的图像传感器需求，公司有望凭借其不同像素尺寸的产品打开新的增长空间。

？ 多领域技术融合发展，开拓市场新征程

除智能手机市场之外，公司还在其他领域有着不俗的表现，如车载、医疗、VR/AR 等。公司在这些新兴领域均处于较为领先的位置，伴随着下游的发展，公司在新的舞台上抓住新的发展契机：

？ 车载领域，随着车载电子的发展，汽车安装的摄像头数量越来越多，从传统的行车记录仪发展到现在的前视、后视、环视、侧视、内视，以满足不同的架势需求，摄像头数量未来有望突破 15-18 颗/车。豪

威推出了多款车载相关产品，并与全球多家知名汽车厂商开展合作，有望拥抱新的成长空间；

？ 医疗领域，公司的晶圆级光学镜头技术处于全球领先的水平，在医疗内窥镜领域得到广泛的应用。其产品尺寸较小，最细的可进入血管，使用时可大大减轻患者的不适感，而且其作为一次性使用产品，可减少交叉感染的风险。目前公司处于全球领先的地位，伴随着该类产品的推广，公司未来发展可期；

？ 在 VR/AR 的显示领域，公司已深耕 LCOS 技术十余年，目前与行业领先的 Magic Leap 已合作开发虚拟显示头显设备，未来随着各项技术的成熟，VR/AR 终将迎来发展机会，届时公司将凭借其技术积累享受新的红利。

？ 投资建议与盈利预测

预计 2020-2022 营收 193.64、243.62、298.63 亿元，归母净利润 23.71、33.47、43.70 亿元，当前市值对应 PE 分别为 65、46、35 倍，维持“增持”评级。

？ 风险提示

1） 产能不足风险；2）客户拓展风险；3）下游产品销售不及预期。

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001），联系人：刘堃

2、通富微电(002156)：AMD 强势崛起，受益优质客户公司业绩腾飞

事件：

公司发布 2020 年三季度业绩报告，三季度实现营业收入 27.50 亿元，同比增长 11.46%；实现归属于母公司股东的净利润 1.50 亿元，同比增长 198.88%。

报告要点：

？ 三季度业绩符合预期

公司三季度业绩符合预期，2020 年前三季度实现销售总收入 74.20 亿元，同比增长 22.55%；实现归属于母公司股东的净利润 2.62 亿元，同比增长 1057.95%。公司业绩大幅增长主要原因有：1）国内客户订单饱满：公司围绕 5G、汽车电子、传感器、处理器等市场，加大市场营销力度，抓住了国产替代带来的机遇，与国内头部客户合作进展顺利；2）海外客户需求强盛：公司积极开拓日本、韩国、欧洲等市场，公司大客户 AMD 抓住 7nm 产品带来的机遇，进一步扩大市占率，使得公司订单需求强劲。

？ 持续受益 AMD 市占率提升，公司业绩值得期待

Intel 于 2020 年 7 月 23 日业绩会中指出，公司第一款 7nm 产品将会推迟到 2022-2023 年发布，此次 Intel 的新品推迟使得 AMD 迎来发展机会，凭借其 7nm 先进制程技术带来的机遇，AMD 在服务器、笔记本处理器市场不断提高市占率。通富微电作为 AMD 最主要的封测供应商，为 AMD 提供 7nm 等高端产品封测服务，上半年 AMD 7nm 高端产品占公司苏州、槟城两大生产基地产量的 6 成以上。2020 年 10 月 8 日 AMD 发布全新 Zen3 桌面级处理器，IPC 提升 19%，对比竞品 Intel i9-10900k 达到 2.8 倍，未来市场竞争力依然出色。我们预计，在与 Intel 处理器的竞争中，AMD 暂时处于绝对领先水平，市场占有率会不断提高，将带动公司业绩持续攀升。

？ 高端封测厂启动量产，积极扩充前景可期

围绕 5G、物联网等新基建领域，公司不断投入研发拓展产品线。在 5G 手机市场，联发科率先发布 5G SoC 芯片，作为公司客户，随着联发科 5G 业务的不断发展将会持续推动公司成长。报告期内，通富微电苏锡通工厂二期启动量产，将布局全球最先进的 FC 高端封装产品线，应用于消费电子、5G、物联网、车联网等应用领域，预计将具备月封测 6000 万块集成电路的产能，可实现年销售收入 6 亿元。

？ 投资建议与盈利预测

考虑到公司作为全球第五、国内第二的集成电路封装测试企业，在 AMD、联发科等大客户市占率不断提升

下将会持续受益，我们预计公司 2020-2022 年营收 106.62/138.41/175.62 亿元，归母净利润 4.17/5.98/8.61 亿元，当前市值对应 2020-2022 年 PE 分别为 69/48/33 倍，维持“买入”评级。

? 风险提示

1） 客户市占率拓展不及预期；2）公司下游需求不及预期；3）新技术研发不及预期。

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001）

3、业绩接近预告上限，国产替代稳步前行

事件：

公司发布 2020 年 3 季度报告，前 3 季度合计收入 4.55 亿元，同比增长 145.17%；实现归属于母公司股东的净利润 1.63 亿元，同比增长 285.22。单 3 季度收入 1.53 亿元，同比增长 72.69%，归母净利润 0.41 亿元，同比增长 47.13%。

报告要点：

? 受益通信行业快速发展，业绩接近预告上限

公司营收与净利润均接近业绩预告的上限，保持高增长的态势。公司业绩增长主要受益于通信领域的快速发展，具体来看：

? 从客户角度看，在与大客户合作的基础上积极开拓其他潜在客户，已成为其他国内知名通信设备企业的供应商，并有望进入国际通讯行业龙头企业的供应链。

? 从具体产品角度，公司突破了部分 5G 关键芯片的国外垄断，获得了大批量的销售，如某系列升级版本的转换器产品实现大规模销售，销售额约超过 8000 万，为 2019 年的 30 倍；某款对数放大器能够满足高速光通讯对信号动态范围的严苛要求，2020 年实现大规模销售，销售额约为 1900 万元，为 2019 年的 7.5 倍。

? 从行业发展角度，公司目前我国 5G 基站建设正处于加速进行的状态，截止至 9 月末，国内基站已累计建设 69 万个，提前完成年初的建设目标，伴随着 5G 基站建设的加速，公司未来几年仍有望保持较高的增长速度。

? 众多客户认可，示范作用助力扩展新市场

除应用于通信行业，公司在其他领域也颇有建树。公司以信号链产品为主，逐步向电源管理芯片拓展，目前已拥有超过 900 款可供销售的产品型号，应用范围涵盖通讯、工业控制、监控安全、医疗健康、仪器仪表和家用电器等众多领域。凭借优异的实力，公司已与众多海内外大客户建立起长期的合作关系，除通讯客户之外，还包括科沃斯、宁德时代、海康威视等。在这些标杆客户的示范作用下，公司将更容易扩展新的市场，未来发展可期。

? 模拟芯片市场广阔，国产替代稳步前行

全球模拟芯片的市场规模广阔，根据 IC Insights 统计，2016 年模拟芯片市场规模为 494 亿美元，2023 年有望达到 861 亿美元，复合增长率为 8.3%。。中国的模拟芯片市场是全球的重要组成部分，2013-2018 年的复合增速为 9.16%。但面对国内广阔的市场，尚未出现登上全球舞台本土模拟芯片企业，在当前外部环境不确定性增大的背景下，国产替代势在必行。思瑞浦在信号链领域具有较深的积累，在放大器与比较器领域有较为稳固的市场地位，部分产品性能不输竞争对手，在当前国产替代的潮流下，公司将享受行业增长与份额扩张的双重红利。

? 投资建议与盈利预测

预计 2020-2022 营收 5.48、7.68、10.76 亿元，归母净利润 1.94、2.58、3.79 亿元，当前市值对应 PE 分别为 111、84、57 倍。考虑国产替代下巨大的成长空间，公司应给予充分的估值溢价，维持“增持”评

级。

？ 风险提示

1） 研发进展不及预期；2）客户拓展不及预期：3）大客户依赖风险。

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001），联系人：刘堃

● 医药

1、爱美客（300896）2020 年三季报点评：医美旺季来袭，业绩高质提升

事件：

2020 年 10 月 27 日，公司公告 2020 年三季报：公司前三季度实现营收 4.64 亿元，同比增加 17.40%，归母净利润 2.90 亿元，同比增加 31.83%，扣非后归母净利润 2.80 亿元，同比增加 29.91%。

国元观点：

？ 疫情后医美旺季来袭，Q3 单季度增长亮眼

公司 Q3 单季度实现营收 2.23 亿元，同比增长 43.18%，实现归母净利润 1.43 亿元，同比增长 55.97%，相比于上半年收入端 0.72%的增速和归母净利润端 14.59%的增速，Q3 单季度提速加快。随着疫情消散，医美的需求正在快速恢复，有望迎来小爆发，叠加下半年为各大医美机构的店庆、周年庆活动的高峰期，服务机构积极进行产品和项目推广，公司的嗨体是目前唯一获批用于颈纹填充的产品，市场需求旺盛，正处于快速放量期，有望继续保持高速增长；其余数款玻尿酸系列产品满足中高端需求，价格体系维护良好；在研的童颜针、肉毒素有望陆续获批，继续助推业绩。

？ 费用控制有效，净利率提升明显

前三季度销售毛利率达 69.41%（+5.73pct），公司费用端控制出色，销售费用率 9.05%（-2.61pct），管理费用率 5.74%（-3.28pct），研发费用率 7.12%（-0.69pct），盈利能力得到进一步提高，公司前三季度净利率达 62.53%，同比提升 6.84pct，环比 H1 提升，公司净利率稳步提升，经营性现金流 2.59 亿元，同比提升 20.47%，环比 H1 提升 125.22%，改善明显，公司经营效率提升。

？ 投资建议与盈利预测

公司专注医美板块，产品定位清晰、差异化竞争，产品渗透率、渠道覆盖力仍有较大提升空间。随着公司嗨体不断放量、新品落地以及经营效率提高，我们预计公司 20-22 年营业收入为 7.16 亿元、9.64 亿元和 13.39 亿元，归母净利润为 4.58 亿元、6.30 亿元和 8.49 亿元，对应 EPS 分别为 3.81 元/股、5.24 元/股、7.07 元/股，对应 PE129/94/70，考虑公司医美产品线齐全且产品具有市场差异化趋势，给予“增持”评级。

？ 风险提示

市场竞争加剧，新品推广不及预期，研发不及预期等。

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

2、正海生物（300653）2020 年三季报点评：业绩持续高增速，新厂区投产可期

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

国元观点：
业绩持续高增速，净利率大幅增长，销售费用控制较好
公司 Q3 单季度实现营业收入 8172.30 万元（+19.07%），归母净利润 4031.32 万元（+40.85%），扣非归母净利润 3721.43 元（+35.30%），业绩持续高增速。Q3 季度公司销售毛利率为 92.83%（-2.30 pct），净利率为 49.33%（+7.63%），净利率大幅增长。Q3 季度销售费用率降低至 29.04%（-9.57 pct），销售费用控制较好。2020 年 9 月末，公司预收款项达 2723.24 万元，同比增长 135.99%，主要系本期经销收入增加，预收销货款增加所致，可见公司产品销售较好，订单量大幅增长，Q4 季度公司业绩有望继续维持高增速。
研发投入持续加码，新厂区将助力公司生产能力和研发水平更进一步
公司持续增加研发人员、技术设备和其他研发资料的投入，报告期内公司研发费用为 1739.84 万元（+15.59%），研发费用率达 8.05%（+0.57 pct）。报告期末公司预付款项同比增长 165.24%，主要用于试验费以及仪器设备的购置，助力产品研发。公司活性生物骨正在开展技术审评阶段的补充资料工作，此外，公司引导组织再生膜、高膨可降解止血材料等多款产品处于临床或临床前阶段，研发管线丰富。公司新厂区建设已经基本完成，有望在短期内投入使用，新厂区正式投入使用后助力公司生产能力和研发水平更进一步。
投资建议与盈利预测
公司是国内唯一的口腔修复材料上市公司，产品管线丰富，在研产品活性生物骨有望近期获批。考虑疫情影响，我们预计公司 2020-2022 年实现收入 3.24/4.06/5.21 亿元，归母净利润 1.35/1.66/2.10 亿元，对应每股收益为 1.12/1.39/1.75 元/股，对应当前股价 PE 分别为 62/51/40 倍，维持公司“增持”的投资评级。
风险提示
新产品研发风险；审批进度不达预期；医疗纠纷风险；动物疫情风险。

分析师：常启辉（执业证书：S0020517090001），联系人：刘慧敏

3、天坛生物（600161）2020 年三季报点评：业绩增速恢复，定增助力新产能与新产品

事件：
2020 年 10 月 28 日，公司公告 2020 年三季报：报告期内公司实现营收 26.36 亿元，同比增长 4.62%，归母净利润 4.97 亿元，同比增长 6.42%，扣非后归母净利润 4.84 亿元，同比增长 3.75%。
国元观点：
业绩增速恢复，净利率上升，费用率稳定
公司 Q3 单季度实现营业收入 10.81 亿元（+12.71%），归母净利润 2.13 亿元（+23.05%），扣非归母净利润 2.06 亿元（+19.12%），业绩增速恢复。
Q3 季度公司销售毛利率为 48.60%（-0.56 pct），销售净利率为 29.05%（+2.76 pct），净利率上升主要系政府补助与减税政策所致。Q3 季度公司销售费用率为 6.93%（+0.64 pct），管理费用率

为 5.80%（-0.73 pct），费用率稳定。

血制品批签量相对稳定，白蛋白与静丙批签量上升

根据国元批签发数据，2020 年 1-9 月公司血制品累计标化后批签发 737.53 万瓶（-4.39%），其中白蛋白 361.60 万（+8.33%）、静丙 243.83 万(+3.83%)、狂免 66.74 万(-14.95%)、破免 50.97 万(-52.50%)、乙免 11.79 万(-30.71%)，公司整体血制品批签量较为稳定，白蛋白与静丙两大主要产品批签量同比上升，三大免疫球蛋白有所下滑。

定向增发募集资金，注资新产能建设与新产品研发

10 月 29 日公司发布公告，拟向不超过 35 名的特定对象发行股票数量不超过 121,840,528 股，以募集资金总额不超过 33.4 亿元。募集资金将用于建设成都蓉生重组凝血因子生产车间、上海血制云南生物制品产业化基地以及兰州血制产业化基地三大项目，为公司带量新产能。此外，资金还将用于重组人凝血因子 VIII、层析法静注人免疫球蛋白以及人纤维蛋白原的研发，三款产品预计将于 2021 年完成 III 期临床试验，于 2023 年获批上市。

投资建议与盈利预测

天坛生物重组归来后，手握最强浆源和销售推广渠道，新建产能将进一步发力。我们预计公司 20-22 年营业收入分别为 34.64/38.28/44.21 亿元，同比增长 5.54%/10.53%/15.48%，归母净利润 6.62/7.80/9.46 亿元，同比增长 8.40%/17.81%/21.24%，EPS 为 0.53/0.62/0.75 元/股，对应 PE 66/56/46 倍，维持“增持”评级。

风险提示

采浆不及预期，疫情影响超过预期，产品质量安全风险。

分析师：常启辉（执业证书：S0020517090001），联系人：刘慧敏

4、开立医疗（300633）2020 三季报点评：短期疫情扰动，长期看高端彩超和内镜放量

事件：

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

国元观点：

？ Q3 仍受疫情影响，利润端继续承压

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

？ 三费波动拖累利润，研发投入持续加大

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

？ 拟定增募资加大核心产品研发，长期看高端彩超、内镜持续放量

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

？ 投资建议与盈利预测

公司业绩短期承压，长期看好内镜市场增长趋势，公司内镜管线布局丰富，仍有较大向上潜力。考虑到疫情影响彩超等设备的采购，我们预计 20-22 年公司有望实现营收 12.01/16.36/18.68 亿元，同比增长-4.2%/36.2%/14.1%，归母净利润 0.68/1.67/2.11 亿元，同比增长-32.7%/144.5%/26.5%，EPS 为 0.17/0.41/0.51 元/股，对应 PE 为 158/65/51 倍，维持“增持”评级。

？ 风险提示

市场竞争加剧风险；疫情影响海外销售风险；产品研发风险；商誉减值风险。

分析师：常启辉（执业证书：S0020517090001），联系人：刘慧敏

5、一心堂（002727）2020 年三季报点评：业绩稳步增长，020 业务表现亮眼

事件：

2020 年 10 月 28 日，公司公告 2020 年三季报：报告期内公司实现营业收入 92.39 亿元，同比增长 20.59%，归母净利润 6.04 亿元，同比增长 24.80%，扣非归母净利润 5.80 亿元，同比增长 21.19%。

国元观点：

？ Q3 季度业绩保持稳步增长，费用率控制得当

Q3 单季度公司实现营业收入 32.10 亿元（+23.39%），归母净利润 1.88 亿元（+27.87%），扣非归母净利润 1.80 亿元（+25.28%），业绩稳步增长。

公司 2020Q3 季度毛利率为 36.28%（-2.5 pct）；净利率为 5.85%（+0.2pct）。销售期间费用率为 24.88%（-3.07pct），费用率控制得当。

？ 门店扩张有序，立体化纵深布局支撑公司长远发展

公司新建门店布局有序，报告期内公司新建门店 810 家，关闭门店 38 家，搬迁门店 127 家，净增 645 家，截止 9 月末公司门店数量达 6911 家，同比增长 11.18%。Q3 单季度公司新建门店 275 家，关闭门店 8 家，搬迁门店 39 家，净增 228 家。公司乡镇门店超过 1300 家，县市级门店超过 1700 家，合计占比达到 44.17%，区域立体化纵深布局将能支撑公司长远发展。

？ 线上业务持续发展，020 销售收入表现亮眼

公司正重点搭建 O2O 平台，大力推进互联网业务。截止 2020 年 9 月 30 日，公司已有 4079 家门店开展 O2O 业务，覆盖率接近总门店数 60%，覆盖面遍布 10 个省份及直辖市。2020Q3 季度公司电商业务销售收入为 4695 万元，同比增长 143.33%，环比增长 47.94%。其中，O2O 业务销售收入为 2935 万元，环比提升 75.96%，增长迅速。地市级以上区域带动公司线上业务发展，截止 2020 年 9 月末，地市级以上区域销售占比为 89.11%，县及以下级区域销售占比较 2019 年末提升 7.5pct。

？ 投资建议与盈利预测

公司作为西南区域药店龙头，深耕云南并逐步推进全国布局战略，业绩增长稳定。我们预计公司 2020-2022 年实现收入 126.00/149.11/177.90 亿元，归母净利润 7.15/8.83/11.15 亿元，对应每股收益为 1.25/1.54/1.95 元/股，对应当前股价 PE 分别为 30/25/19 倍，维持公司“买入”的投资评级。

？ 风险提示

新门店布局进展不及预期；慢病统筹、处方外流等政策推广不及预期；加盟布局管理不及预期。

分析师：常启辉（执业证书：S0020517090001），联系人：刘慧敏

6、康龙化成（300759）2020 三季报点评：Q3 维持高增长，毛利率提升显著

事件：

公司公告 2020 年三季报：实现营收 35.86 亿元，同比增长 36.53%，归母净利润 7.89 亿元，同比增长 140.28%，扣非后归母净利润 6.06 亿元，同比增长 85.34%。

国元观点：

实验室服务和 CMC 业务增长显著，毛利率进一步提高

Q3 实现收入 13.93 亿元，同比增长 40.69%，实现归母净利润 3.10 亿元，同比增长 85.62%，扣非归母净利润 2.44 亿元，同比增长 42.31%。受益于业务的进一步增长和联斯达的并表，公司收入和利润均实现高速增长。从各项业务来看，公司各项业务继续保持高速增长的良好趋势，且毛利率实现较大增长。前 3 季度公司实验室服务收入 23.27 亿元，同比增长 37.64%，毛利率 43.28%；CMC 服务收入 8.30 亿元，同比增长 36.54%，毛利率 31.71%；临床研究服务 4.14 亿元，同比增长 32.05%，毛利率 18.04%。公司非经常性损益项目主要包括公司收购联斯达产生的公允价值变动损益 2312.29 万元，参股 Zentalis 产生的投资收益 8183.89 万元和远期外汇收益 5068.69 万元。受益于业务的快速增长，公司经营活动现金流量净额同比大幅增高，前 3 季度实现 11.59 亿元，同比增长 117.55%，为公司生产经营活动提供充足保障。

毛利率、净利率进一步提高，费用率稳定，规模有序扩张

受益于业务能力提升和规模效应的显现，公司前 3 季度毛利率 37.74%（+4.15pct），净利率 21.37%（+9.28pct），其中实验室服务和 CMC 业务毛利率提升显著。

费用方面，管理费用率 12.46%，销售费用率 1.82%，研发费用率 1.93%，财务费用率 0.69%，总体较为稳定，研发费用率保持小幅提升。公司 3 季度末预付款项 1032.35 万元，同比增长 122.23%，存货 2.57 亿元，同比增长 63.48%，说明公司 CMC 业务在手订单较为充足，原材料采购和生产中的产品均实现大幅增长。

由于业务的快速增长，公司也在积极进行产能扩张，3 季度末，公司在建工程 5.28 亿元，同比增长 143.22%，用于兴建宁波杭州湾生命科技园、绍兴一期和天津三期项目，预计未来公司的实验室服务和 CMC 服务能力将得到进一步提升。

投资建议与盈利预测

公司一体化能力不断提高，我们预计公司 20-22 年营收为 50.84/65.50/83.48 亿元，归母净利润分别为 10.42/13.23/17.10 亿元，EPS 为 1.31/1.67/2.15 元/股，对应 PE 为 90/71/55X，维持“增持”评级。

风险提示

新药研发需求下降风险；市场竞争加剧风险；产能建设不及预期风险；国际政策变动风险。

分析师：常启辉（执业证书：S0020517090001），联系人：刘慧敏

7、安科生物（300009）2020 年三季报点评：Q3 业绩快速恢复，生长激素后续成长可期

事件：

2020 年 10 月 28 日，公司公告 2020 年三季报：报告期内实现营收 11.52 亿元，同比下降 0.91%，归母净利润 2.99 亿元，同比增长 16.40%，扣非后归母净利润 2.75 亿元，同比增长 11.01%。

国元观点：

？ Q3 单季度收入实现正增长，生长激素后续成长弹药充实

分季度来看，公司 Q1、Q2 和 Q3 单季度分别实现收入 3.15 亿元（-9.21%）、3.97 亿元（-4.60%）和 4.40 亿元（+10.12%），随着疫情影响逐渐消散，新患入组恢复高增长，Q3 单季度实现收入正增长。随着长效生长激素即将报产，公司有望成为第二家生长激素粉针、水针、长效剂型齐全的公司，市场竞争力有望进一步提高；叠加 2000 万新产能的落地，预计将后期提供充足的生产能力，有望为业绩稳健增长保驾护航。

？ 期间费用控制有效，现金流大幅改善

公司前三季度费用率控制有效，销售费用率为 38.71%（-4.21pct），管理费用率为 6.54%（+1.23pct），研发费用率为 6.57%（-2.83pct），经营活动产生的现金流净额为 2.39 亿元（+77.89%），大幅改善，经营效率得到进一步提升。

？ 子公司重组 HuA21 单抗临床申请获受理，靶向药再添一枚

公司积极布局单抗靶向药物领域，子公司合肥瀚科迈博的重组抗 HER2 人源化 HuA21 单抗临床申请获受理，其是新一代具有全新表位的抗 HER2 抗体，与曲妥珠和帕妥珠具有完全不同的氨基酸序列，是公司布局的第四款靶向大分子生物药，进一步丰富公司的生物药布局。

？ 投资建议与盈利预测

随着产能恢复、剂型完善，公司生长激素将进入业绩收获期，我们预计 20-22 年营业收入为 19.98、24.26 和 29.96 亿元，同比增长 16.64%、21.46%和 23.51%，预计归母净利润 4.04、5.13 和 6.67 亿元，同比增长 224.54%、26.96%和 29.96%，对应 EPS 分别 0.30/0.38/0.49 元/股，对应估值分别为 55/43/33 倍，维持“买入”评级。

？ 风险提示

产品研发不及预期，市场推广不及预期，疫情影响超过预期等。

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

● 消费

1、壹网壹创（300792）2020 年三季报点评：业绩高增长，拓品牌+上佰并表贡献增量

事件：

公司发布 2020 年三季报。

点评：
*业绩高增长，合作品牌增加+上佰并表贡献增量
2020 年 1-9 月公司实现营业收入 8.25 亿元，同比+4.38%；实现归母净利润 1.64 亿元，同比+70.33%，扣非后净利润 1.52 亿元，同比+58.38%，非经常性损益主要包括政府补助 1727 万元。Q3 单季营业收入 2.67 亿元，同比+15.55%；归母净利润 0.55 亿元，同比+107.93%。公司收入增速显著低于利润增速主要是由于品牌线上营销业务中百雀羚增速放缓、露得清于今年结束合作，同时新增业务多为以服务佣金确认收入的品牌服务模式。利润高增长主要来自合作品牌增加、上佰电商并表（6-9 月）。

*扩品牌、扩品类、扩渠道驱动公司成长，资本运作有望加速产业整合
报告期内公司持续拓展业务矩阵，除签约丸美等美妆个护品牌外，还新签盐津铺子、圣牧、君乐宝等零食、母婴类目客户，同时通过并购进军家电类目。此外公司持续加强渠道布局，开启京东业务，并通过并购上佰电商新增拼多多、苏宁易购、贝店渠道。5 月底完成对家具家电 TP 上佰电商的收购后，公司有望加速代运营行业整合，进一步增强行业地位。

*拟定向增发股票，布局自有品牌与内容电商
2020 年 10 月公司公告拟定向发行不超过 4327.51 万股股票，共募集金额约 11 亿元，其中 5.34 亿元用于自有品牌及内容电商项目，重点聚焦食品、保健品等快消品类自有品牌的孵化，并开展线上店铺直播、视频平台代运营和 IP 号打造等内容电商项目。此举有望充分利用公司在电商服务行业丰富的经验，以及在网络零售方面积累的专业运作、数据分析及精准营销策划能力，探索产业链下游价值环节，为公司带来新增长点。

*投资建议与盈利预测
电商服务行业高速增长，公司作为头部企业充分享受行业增长红利。未来围绕拓品类、拓品牌以及拓渠道三大方向，增长潜力巨大。同时新冠疫情影响下消费者购买习惯向线上迁移，品牌方对线上投放与线上销售的需求增强，长期看有望为公司带来积极影响。我们预计 2020/2021/2022 年 EPS 分别为 2.31/3.68/5.23 元/股，对应 PE 分别为 72/45/32x，维持“增持”评级。

*风险提示
行业竞争加剧风险；头部客户流失风险；新品牌拓展不及预期

分析师：李典（执业证书：S0020516080001），联系人：杨柳

2、丸美股份（603983）2020 三季报点评：业绩短期承压，集团新品牌蓄势待发

事件：
公司发布 2020 年三季报。
点评：
*业绩同比微降，保持较强盈利能力

2020 年 1-9 月实现营业收入 11.37 亿元，同比-6.13%；实现归母净利润 3.38 亿元，同比-5.88%，扣非后净利润 2.73 亿元，同比-11.49%，非经常性损益主要包括政府补助 4342 万元及投资收益 3970 万元。Q3 单季公司营业收入 3.44 亿元，同比-13.40%；归母净利润 0.70 亿元，同比-32.03%，Q3 公司严控价格体系与配赠体系。2020 年 1-9 月公司毛利率同比微降 0.51pct 至 67.44%，销售费用率上升 2.86pct 至 33.04%，管理费用率下降 0.40pct 至 4.77%，研发费用上升 0.80pct 至 3.10%，营销与研发投入上有所加大。净利率同比微升 0.08pct 至 29.72%，维持较强的盈利能力。

*渠道方面，线上渠道引领增长，线下百货和 CS 渠道承压

2020 年 1-9 月公司线上渠道整体同比+18.55%，其中线上直营+38%，线上分销+11%。目前线上平台中，天猫旗舰店收入占线上整体的比例约为 25%，唯品会占比约 44%，京东、天猫体系内 KA 专营店占约 23%，其他内容电商占比约 7%。线下渠道受疫情影响、人流减少仍然承压，整体同比-25%，其中美容院渠道微跌-2%，CS 与百货渠道受疫情影响较大，分别下跌-26%与-34%。

*主品牌新品发力，持续推进年轻化转型

公司主品牌丸美收入占比超 90%，2020 来丸美积极寻求年轻化转型，暨 4 月推出重磅新品“小红笔”眼霜后，又陆续推出新品“钻光瓶”、“小紫弹”视黄醇眼霜，深入捕捉成分党、年轻群体。截止双十一预售前 7 天，小红笔预定量超 3.2 万件，眼霜抗皱珍藏礼盒预定量超 8.7 万件，开局表现较好。

*投资建议与盈利预测

公司是少数主品牌定位于中高端的国产化妆品公司，差异化的主打眼霜和抗衰符合行业需求升级及产品进阶的大趋势。2020 年公司加大电商中心、社媒中心、数据中心等新部门人员配置，同时推出小红笔、钻光瓶、小紫弹等多款电商新品，同时新的品牌蓄势待发。预计 2020-2022 年 EPS 为 1.32/1.55/1.82 元/股，对应 PE 52x/44x/38x，维持“买入”评级。

*风险提示

品牌市场竞争加剧，行业景气度下降，新品牌孵化不达预期。

分析师：李典（执业证书：S0020516080001），联系人：杨柳

3、青松股份（300132）2020 年三季报点评：化妆品业务稳步增长，松节油深加工业务承压

事件：

公司发布 2020 年三季报。

点评：

*化妆品业务拉动前三季度营收高增长，Q3 业绩增长有所放缓

2020 年 1-9 月公司实现营业收入 27.53 亿元，同比增长 43.32%，归母净利润 3.58 元，同比增长 6.70%，扣非后归母净利润 3.40 亿元，同比增长 2.49%。其中 Q3 单季营业收入 9.58 亿元，同比增长 10.11%，归母净利润 1.32 亿元，同比增长 11.57%，扣非后归母净利润 1.16 亿元，同比下滑 0.03%，非经常损益主要系公司 Q3 完成转让两家子公司确认投资收益 1777 万元所致。1-9 月公司收入高增长主要因为：1）上年同期诺斯贝尔并表期间范围为当年 5-9 月，本报告期 1-9 月均纳入合并；2）化妆品业务收入同比增长；3）为应对新冠肺炎疫情防控口罩供应问题，公司新增了口罩生产业务，增厚收入与利润。利润增速低于收入增速主要系松节油深加工行业景气度下行，利润同比下滑所致。受业务结构变化影响，2020 年 1-9 月公司毛利率同比下降 3.93pct 至

27.40%；销售费用率同比增长 0.42pct 至 3.02%；管理费用率同比增长 0.77pct 至 7.98%，主要系化妆品业务管理人员增加所致。

*诺斯贝尔积极拓展新锐、国际品牌客户，有望受益于电商爆品逻辑
诺斯贝尔深挖品类空间，一方面巩固面膜市场，加大科技研发，积极布局并捕捉了 2020 年睡眠面膜的红利期，其为纽西之谜代工的温泉水咋弹面膜月销超 100 万份；另一方面借助护肤生产研发优势，向彩妆周边产品拓展，陆续推出卸妆湿巾、卸妆水、粉底液等新产品，拓展增量市场。品牌客户方面，公司在稳定合作屈臣氏、自然堂、植物医生等传统客户的同时，积极拓展完美日记、纽西之谜、花西子等新锐品牌客户，同时成功拓展 OLAY、丝芙兰等国际品牌客户，进一步夯实市场地位。

*投资建议与盈利预测
公司是国内化妆品 ODM 及松节油深加工双龙头企业，2020 年 6 月完成对诺斯贝尔剩余 10%股权的收购，实现 100%控股。未来在电商环境下，预计新锐化妆品品牌对代工厂的需求强劲、且具备较强的爆发力，同时公司有望拓展国际品牌的代工业务，拥有广阔市场空间。预计 2020-2022 年 EPS 为 1.06/1.25/1.45 元，对应 PE20x/17x/15x，维持“买入”评级。

*风险提示
松节油原材料价格波动，化妆品业务市场需求波动，核心品牌流失风险。

分析师：李典（执业证书：S0020516080001），联系人：杨柳

● 通信

中际旭创(300308)2020 年三季报点评：业绩高速增长，400G 龙头成长可期

事件：
2020 年 10 月 28 日，公司发布 2020 年三季报。2020 年前三季度实现收入 52.05 亿，同比增加 58.49%；实现归母净利润 6 亿，同比增加 67.62%；实现扣非后归母净利润 5.2 亿，同比增长 58.33%。
点评：
业绩基本符合预期，Q3 收入利润创历史新高
公司业绩位于此前业绩预告的范围之内，基本符合预期。大幅增长的原因是国内外数据中心客户资本开支的增长带动 400G 产品需求逐步上量、100G 产品需求继续增长；国内 5G 网络建设拉动前传、中传和回传等 5G 产品的收入增长；以及储翰科技的并表。其中 Q3 收入达到 19.60 亿，同比增长 56.97%，环比增长 2.14%；归母净利润 2.35 亿，同比增长 55.90%，环比增长 11.37%，均创下单季度历史新高。
费用控制带动净利率提升，各项指标环比改善预示下游需求旺盛
Q3 净利率 12.15%，创历史新高，继续环比改善趋势。截止 9 月 30 日，公司存货 36.87 亿，较 6 月 30 日 34.05 亿的水平，环比改善，主要是因为公司为满足订单的交付增加了原材料的备货，预示较为旺盛的下游需求。固定资产方面，9 月 30 日数据为 26.32 亿，较 6 月 30 日 24.5 亿水平有所增长，原因是公司为满足订单交付产能扩增致使设备投入增长以及储翰科技的并表。
行业景气度依旧，产品多样化确保未来业绩增长

当前 5G 建设仍旧处于初期，电信市场景气度有望持续；而云计算的渗透率仍有较大空间，海外 400G 产品初步放量，叠加明年国内 400G 起量，数通市场需求确定性高，公司作为行业龙头未来业绩确定性高。同时，公司推出 100G/200G/400G CFP2 DCO 全系列相干产品以及领先性推出 800G 产品，确定行业领先的地位。

投资建议与盈利预测

全球光模块市场景气度持续提升，公司业绩确定性高。参考公司三季度业绩，上调公司未来三年业绩。预计 2020-2022 年公司收入分别为 73.74 亿、99.55 亿、129.42 亿，净利润为 8.57 亿、12.01 亿、15.20 亿，对应当前股价的 PE 为 51.35、36.71、30.50 倍，给予“买入”评级。

风险提示

5G 产品竞争加剧的风险、400G 放量不及预期的风险、100G 价格下滑超预期的风险

分析师：常启辉（执业证书：S0020517090001）

● 家电

老板电器（002508.SZ）2020 年三季报点评：毛利率提升，单三季度营收双位数增长

事件：

公司发布 2020 年三季报。2020 年前三季度，公司营收 56.26 亿元，同比增长 0.02%，归母净利润 11.23 亿元，同比增长 3.43%。

报告要点：

1. 前三季度营收同比转正

2020 年前三季度，公司营收 56.26 亿元，增速转正，同比增长 0.02%，归母净利润 11.23 亿元，同比增长 3.43%。单三季度来看，营收净利双位数增长。公司营收 24.15 亿元，同比增长 15.13%，归母净利润 5.11 亿元，同比增长 22.95%。

2. 毛利率、销售费用率大幅提升

单三季度公司毛利率、销售费用均大幅提升。毛利率提升 4.33pct 至 60.02%，销售费用率提升 3.57pct 至 30.59%。公司整体费用率提升 2.25pct 至 34.68%，净利率提升 1.41pct 至 21.56%。

3. 渠道优势持续领先

公司在各个渠道市场占有率持续领先。根据奥维云网统计，截止 9 月 30 日，公司油烟机、燃气灶线下占有率 27.9%以及 25.5%，线上占有率分别为 27.0%以及 27.7%，排名第一。在精装修市场，公司以 35.5%的市场份额位列第一（奥维数据，截止 8 月 31 日）。

4. 投资建议与盈利预测

我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 17.28 亿元、18.61 亿元、19.58 亿元，每股收益为 1.82、1.96、2.06 元，对应 PE 为 18.39、17.08、16.24 倍。我们认为公司在渠道上的领先优势将进一步加强，随着公司新品拓展，公司或将维持稳健增长。维持公司“增持”评级。

5. 风险提示

渠道扩张不及预期、新品投放不及预期、原材料价格波动的风险。

分析师：邢瀚文（执业证书：S0020520010001）

重点报告

新洁能（605111）公司深度报告：功率设计龙头产品族丰富，自有封装成品化提升毛利

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001）

报告要点：

？ 功率产品族布局丰富，自有封装和成品化提升毛利

公司拥有沟槽型 MOSFET、超结 MOSFET、屏蔽栅 MOSFET 及 IGBT 四大核心技术平台，覆盖 12~1350V 电压、0.3~300A 电流范围上千种细分产品。公司根据下游需求调整细分领域产品结构，积极布局中高端产品和新材料器件，基于多年积累的大量封装测试技术和工艺逐步实现部分功率器件自主封装能力，整体提升盈利能力和综合毛利率。

？ 与供应商保持长期深度合作，品牌知名度提高获多领域龙头认可

MOSFET、IGBT 等产品生产线投资规模较大，搭建 8 寸工艺平台约 30 亿元，是二极管、晶闸管产线的 3 倍以上。公司采用 Fabless+少量自主封装模式，晶圆代工和封测环节与华虹宏力、长电科技等龙头深度合作。功率器件行业上下游具有高度粘性，选用产品经过测试、认证并规模化使用之后将不会轻易更换。公司目前已为多个细分领域龙头客户供货（如富士康、中兴通讯、宁德时代等），品牌效应在国产替代大趋势下有望实现高成长。

？ 新兴应用助力行业发展，国内功率半导体进入黄金发展期

国内功率器件市场规模达千亿，传统应用成熟稳定且增速缓慢，行业发展主要依靠新兴领域如新能源汽车及充电桩、可再生能源发电、变频家电等带来每年数百亿级净增量需求。无论是从技术追赶难度、产业化布局进度、外部因素冲击等多角度分析，功率半导体都是未来可预见的国产替代进度最快的细分领域之一。在外部环境冲击相对较小的情况下，技术差距缩短+产能扩张为进口替代趋势保驾护航，产品结构向高毛利的中高端领域延伸。

？ 投资建议与盈利预测

我们认为长期受新能源等新兴领域的高增长驱动，叠加进口替代，公司作为功率器件设计龙头因知名度、产品性能等原因优先受益。通过自建产线实现部分自有封装能力，以及在研项目在向中高端产品和新材料器件发力，预计器件占比进一步提升，以及产品结构中高毛利产品逐步增多。预计 2020-2022 年，公司总营收为 9.12、11.40、14.24 亿元，归属母公司股东净利润为 1.48、1.98、2.65 亿元，行业可比公司平均市盈率情况为 86x、62x、48x，给予公司“增持”的投资评级。

？ 风险提示

行业景气度恢复不及预期；公司封装产线建设进度不及预期；公司募投项目进度不及预期。

重要新闻

- 国家发改委产业发展司机械处处长吴卫透露，《新能源汽车产业发展规划》可能在下周公布，这也表明电动化、智能化在中国汽车产业发展里已成为不可逆转的方向。
- 工信部副部长辛国斌赴国家高性能医疗器械创新中心调研时强调，创新中心要，要聚焦医院急需短板装备及关键零部件攻关，培育产业生态，从顶层设计上培育建设有利于创新成果转化的金融生态、创新生态等。
- 北京市政府采购中心官网发布《北京市市级行政事业单位 2020-2022 年度公务用车定点购置政府采购项目中标公告》，蔚来汽车、江淮汽车、爱驰汽车、上海汽车、广汽丰田等 16 家车企成功中标。

- “5G+卫星网络”模式下的 6G 通讯有望在中国加速落地。业界专家认为，下一代 6G 通讯将在 5G 基础上集成卫星网络的“5G+卫星网络”模式来实现全球覆盖，并有望在 2025 年得到商用。

投资评级说明

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

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

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

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

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

国元证券研究中心

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