东吴证券晨会纪要

2020 年 10 月 29 日

晨会编辑 陈显帆
执业证号：S0600515090001
021-60199769
chenxf@dwzq.com.cn

宏观策略

策略周评：东吴策略-市场温度计-内外资偏向价值

机构行为：外资偏好建材、国防军工和计算机等行业，对医药、电子和食品饮料等行业相对谨慎。公募基金抱团减弱，风格偏好向价值板块倾斜。

股市流动性：最近一周 A 股资金净流出 32 亿元，上周净流入 637 亿元，净流出主要是由外资和 IPO 融资所贡献的。

头尾部对比：从绝对股价、市盈率和净利润同比增速角度来看头部均跑输尾部股票。

情绪及估值：各个板块融资买入额和成交额都出现较大幅度的降低；主要板块的市盈率有所下降，但仍然维持在历史高位；行业间的分化较上周有所减小。

风险提示：资金入市规模为大致估算，仅供投资者参考；疫情二次爆发造成企业业绩不及预期；通胀上行超预期。

固收金工

固收点评：工业企业盈利状况进一步改善，企业利润增速趋缓

伴随国内经济逐步恢复，企业生产经营状况好转，国内需求持续改善。国外疫情尚不乐观，防疫物资等商品需求量大，出口将继续表现强韧性。内外需共同拉动下，企业供需进一步恢复，工业企业利润将持续稳定增长。成本方面，我国将继续实施“降成本”的惠企政策，企业经营成本持续下降，盈利能力稳步提高。库存方面，伴随市场需求进一步恢复，企业库存压力有望逐步缓解。综合判断，当前国内经济持续稳定恢复，企业利润增幅将继续保持稳定增长态势，但 1-9 月份工业企业营业收入和利润增速尚未转正，应收账款和存货增速仍较高，企业现金流压力较大，同时国际环境复杂多变，后续应持续关注宏观政策执行效果及国际形势变化。

行业

计算机应用行业：俄罗斯的 IT 自主可控之路

本周我们梳理了俄罗斯在基础 IT 的自力更生之路，长期以来俄罗斯信息技术水平落后于西方发达国家，对外国的技术和产品依赖程度较高。但近年来俄落实国家信息安全学说的战略部署，确立了信息技术安全自主可控的发展思路，并将其贯穿到 CPU、OS、移动 OS、搜索引擎、电子邮件、金融支付系统、域名 DNS、信息安全机制等各项技术和制度发展的规划中，尤其注重 CPU、操作系统等战略性技术的研发且处在国产化关键时点。

推荐个股及其他点评

浙江医药（600216）：下修公司盈利预测，医药业务支撑估值

盈利预测与投资评级：疫情冲击超出预期，下修全年的盈利预测，我们预计公司 2020~2022 年实现归母净利润分别为 8.81 亿元、10.24 亿元、11.52 亿元，EPS 分别为 0.91 元、1.06 元、1.19 元，当前股价对应 PE 分别为 16X、14X、12X。下修 VA、VE 的年度量价，但考虑到医药业务突破在即，维持“买入”评级。

风险提示：新冠疫情蔓延导致动物营养类产品提价节奏慢于预期；创新药、创新制剂以及一致性评价进展慢于预期。

光环新网（300383）：Q3 业绩稳健，云计算和 IDC 双轮驱动，看好长期发展空间

我们持续看好光环新网未来业绩增长，预计 2020 年-2022 年光环新网营业收入分别为 88.36 亿元、106.25 亿元以及 127.33 亿元，归母净利润分别为 11.46 亿元、15.17 亿元以及 19.89 亿元，EPS 分别为 0.74 元、0.98 元以及 1.29 元，对应 PE 分别为 30.83 倍、23.29 倍以及 17.77 倍，维持“买入”评级。

宏大爆破（002683）：前三季度稳健增长，定增完成夯实主业

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 69.14 亿元、78.40 亿元、93.81 亿元，归母净利润分别为 4.21 亿元、5.46 亿元、6.99 亿元，EPS 分别为 0.56 元，0.73 元，0.93 元，当前股价对应 PE 分别为 86X、66X 和 52X。维持“买入”评级。

风险提示：HD-1、JK 武器进展低于预期，全球经济持续低迷导致矿服业务表现低迷。

深圳燃气（601139）：20Q3 单季归母增 33.97%环比改善，盈利能力持续提升

事件：2020 年前三季度公司实现营业收入 100.74 亿元，同比增长 0.73%；归母净利润 10.92 亿元，同比增长 18.93%；扣非归母净利润 10.20 亿元，同比增长 14.77%；加权平均 ROE 同比提高 1.08pct，至 9.44%。

昊华科技（600378）：三季报超预期，化工科技股发展提速

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 52.12 亿元、62.82 亿元和 72.41 亿元，归母净利润分别为 6.48 亿元、8.37 亿元和 9.96 亿元，EPS 分别为 0.71 元、0.91 元和 1.09 元，当前股价对应 PE 分别为 32X、25X、21X。维持“买入”评级。

风险提示：军品依赖的风险，子公司整合管理过程中存在不确定性，行业竞争加剧导致产品价格下跌。

中国汽研（601965）：Q3 超预期，公司治理进一步优化

我们预计 2020-2022 年归母净利润 5.58/6.86/8.16 亿元，同比增长 19.6%/22.9%/18.9%，对应 PE 为 21.34/17.37/14.61 倍。看好公司未来发展前景，且估值具有较好吸引力，维持“买入”评级。

通富微电（002156）：海内外订单需求强劲，业绩创历史新高

公司发布 2020 年第三季度报告，2020 年前三季度公司营业收入为 74.20 亿元，同比增长 22.55%，归母净利润为 2.62 亿元，同比增长 1057.95%。

林洋能源（601222）三季报业绩点评：电表业务持续发力，电站投资未来可期

盈利预测与投资评级：我们预计公司 20-22 年业绩为：10.43/12.52/14.86 亿元，同比+48.9%、+20.0%，+18.7%，对应 EPS 为 0.60/0.72/0.85。目标价 10.08 元，对应 21 年 14 倍 PE，维持“买入”评级。

建科机械（300823）：Q3 业绩恢复增长，延后需求有望持续释放

事件：公司发布业绩公告：2020 年前三季度实现收入 3.30 亿，同比-6.94%；归母净利润 6432.96 万，同比-6.20%；扣非后归母净利润 5767.47 万，同比-10.94%。Q3 单季度收入 1.20 亿，同比-6.57%；归母净利润 2373.76 万，同比+11.02%。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.93/1.27/1.73 元，对应当前股价动态 PE 分别为 35.90/26.36/19.24X。考虑到未来国内钢筋需求维持高位，数控加工装备行业增长确定性强，公司产能扩下份额有望加速提升，维持“增持”评级。

美亚光电（002690）：Q3 收入端恢复增长，汇兑损失压制当期利润

事件：公司发布 2020 三季报，前三季度实现营业收入 10.47 亿元，同比下降 0.27%；归属于上市公司股东的净利润 3.27 亿元，同比下降 18.56%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 2.92 亿元，同比下降 14.29%。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022EPS 分别为 0.80、1.11、1.36 元，当前股价对应动态 PE 分别为 61.00 倍、44.15 倍、36.13 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情出现反复导致 CBCT 出货量不及预期、色选机海外出口出现波动、口扫新品推广不及预期

宝丰能源（600989）：烯烃装置放量，以量补价实现逆势增长

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 45.40 亿元、52.54 亿元和 68.22 亿元，EPS 分别为 0.62 元、0.72 元和 0.93 元，当前股价对应 PE 分别为 17X、15X 和 11X。维持“买入”评级。

风险提示：新建项目不及预期；聚烯烃和焦炭价格大幅波动；原油价格大幅波动。

恩捷股份（002812）：盈利回升，业绩恢复较高增长

捷力并表贡献增量，Q3 归母净利润 3.22 亿，同比+32.6%：20Q3 公司实现营收 11.41 亿元，同比增加 56.63%，环比增长 28.49%；归母净利润 3.22 亿元，同比增长 32.63%，环比增长 75.86%，扣非归母净利润 2.92 亿元，同比增长 26.66%，环比增长 80.12%。盈利能力方面，Q3 毛利率为 41.57%，同比下降 4.83pct，环比增长 6.29pct；净利率 28.61%，同比下降 7.93pct，环比增长 6.41pct；Q3 扣非净利率 25.6%，同比下降 6.06pct，环比提升 7.34pct。另 Q3 冲回资产减值 0.38 亿，增厚利润。

汤臣倍健（300146）：健康需求旺盛，业绩实现高增

盈利预测与投资评级：预计 20-22 年公司收入分别为 63/75/90 亿元，同比+20/20/19%；归母净利润分别为 13/15/18 亿元，同比+455/22/20%；对应 PE 为 30/25/21X，维持“买入”评级。

双汇发展（000895）：厉兵秣马做营销，品牌焕新待见证

盈利预测与投资评级：猪瘟疫情影响下，屠宰方面，全国布局的龙头企业短期增厚利润和长期整合产业；肉制品方面，公司进口肉目前有一定储备且进口渠道不断拓展，且公司在研发、销售等方面不断调整，随着产品结构升级、市场营销拉动，提价成效将持续体现。我们预计 20-22 年公司收入达 728/803/881 亿元，同增 20.7/10.2/9.8%；归母净利润分别为 63/71/79 亿元，同增 16.1/12.5/10.8%；对应 PE 为 27/24/22X，维持“买入”评级。

华兴源创（688001）：Q3 业绩大幅增长，欧立通并表+充裕订单保障全年业绩

事件：公司 2020 年前三季度实现营收 11.92 亿，同比+19.9%；归母净利润 2.27 亿，同比+23.7%；扣非归母净利润 1.95 亿元，同比+8.9%。

鸣志电器（603728）三季报点评：增长提速、盈利能力改善

Q3 收入+12.06%、净利润+17.79%，剔除汇兑影响 Q3 单季利润+40%以上。公司 Q1-3 实现营收 15.92 亿元，同比+5.10%；归母净利润 1.42 亿元，同比+10.38%。其中 2020Q3 营收 6.04 亿元，同比+12.06%，环比+3.56%；归母净利润 0.63 亿元，同比+17.97%，环比-3.87%。Q3 因美元汇率变动带来大额财务费用，Q3 单季财务费用 1442 万、19Q3 为-448 万，20Q1、Q2 分别-175 万、123 万，剔除该影响，假设 20Q3 财务费用为 0，则 Q1-3 净利润同比+21.6%、Q3 净利润同比+45.2%。

卫士通（002268）：营收逐季加速，密码龙头有望持续受益密码合规大时代

事件：

2020 年前三季度实现营收 9.80 亿，同比减少 6.09%，归母净利润-0.94 亿、扣非净利润-0.95 亿，亏损同比分别增加 47.52%、41.12%，相对 Q2 缩窄。

常熟银行（601128）：2020 年三季报点评：小微信贷回暖，资产质量值得信赖

事件：常熟银行 2020 年三季度累计实现营业收入 49.87 亿元，同比增长 4.17%；归属于母公司股东净利润 13.95 亿元，同比增长 1.76%，对应 EPS 为 0.51 元/股；三季度末总资产 2031.37 亿元，较期初增长 9.9%；归属于母公司股东净资产 175.11 亿元，较期初增长 3.46%，对应 BVPS 为 6.39 元/股。

福莱特（601865）三季报业绩点评　点评：毛利率持续提升，产能加码龙头强者恒强

Q3 光伏玻璃量价齐升，Q4 及明年有望持续高增：2020Q3 公司光伏玻璃销量约 0.53 亿平，在嘉兴 600 吨/日老线 5 月底开始冷修情况下公司销量环比增长 5%左右的原因在于成片率的提升、双玻占比的提升及库存消化。Q4 看旺季来临，玻璃供需持续紧张，当前时点，福莱特、信义 3.2mm 报价 35 元/平米，部分小厂报价已涨至 40 元/平米。明年看，考虑到产能释放年度均匀分布，且玻璃产能需要爬坡，有效产能增加预计 20%左右，而明年预计全球需求增速在 30+，远超供给增速，预计玻璃供需持续紧张。

九洲药业（603456）：CDMO 跨越式成长，业绩持续高增

盈利预测与投资评级：暂不考虑公司增发摊薄，我们预计九洲药业 2020-2022 年归母净利润分别为 3.80 亿、5.99 亿、7.87 亿元，增速分别达 59.7%、57.4%、31.5%，净利润三年复合增速高达 49.1%，相应 2020-2022 年 EPS 分别为 0.47、0.74、0.98 元，当前股价对应估值分别为 68、43、33 倍。考虑到公司 CDMO 业务跨越式增长，首次覆盖，给予“买入”的投资评级。

传音控股（688036）：新市场开拓成效显著，业绩持续超预期

事件：公司于 10 月 27 日晚发布 2020 年第三季度报告，2020 年前三季度实现营收 249.71 亿元，同比增长 48.15%；归母净利润 19.54 亿元，同比增长 50.23%；扣非归母净利润 17.48 亿元，同比增长 57.85%。

宁德时代（300750）三季报点评：宁德时代三季报点评：大额减值拖累增速，海外放量强化龙头优势

盈利预测：预计公司 20-22 年归母净利润为 50.6/75.9/103 亿元，同比分别 11%/50%/36%；EPS 分别 2.17/3.26/4.42 元；对应现价 PE 分别 109/73/54 倍，维持“买入”评级。

璞泰来（603659）：汇兑损益拉低增速，负极量利双升趋势确立

投资建议：我们预计公司 2020-2022 年预计归母净利 7/10.6/14.4 亿，同比增长 8%/50%/37%，对应 PE 为 65x/43x/32x，给予 2021 年 50 倍 PE，目标价 121 元，维持“买入”评级。

昂利康（002940）：Q3 净利超预期，公司加速步入增长期

盈利预测与投资评级：鉴于公司制剂快速放量，净利润提升加速，我们上调公司的盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 1.98、2.82、3.79 亿元，相应 EPS 分别为 2.20、3.14、4.21 元，对应 PE 估值分别为 22、15、11 倍。考虑到公司未来制剂产品广阔空间，短期产能释放及现有制剂放量仍有较大业绩弹性，未来三年盈利复合增速有望接近 50%，维持“买入”评级。

东山精密（002384）：业绩符合预期，软板有望高增长

事件：公司于 10 月 27 日发布 2020 年第三季度报告，2020 年前三季度实现营收 182.53 亿元，同比增长 11.51%；归母净利润 9.56 亿元，同比增长 7.60%；扣非归母净利润 7.85 亿元，同比增长 13.20%。

启明星辰（002439）：费用端拖累业绩，Q4 增速有望继续向上

事件：

2020 年半报营收 14.43 亿元、归母净利润 0.69 亿元、扣非净利润 0.28 亿元，同比分别减少 8.83%、29.06%、63.99%。

金域医学（603882）：Q3 新冠维持高贡献，公司业绩持续高增

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年归母净利润分别为 12.17、9.84、11.57 亿元，相应 EPS 分别为 2.65、2.14、2.52 元，对应 PE 估值分别为 43、53、45 倍。考虑到公司为国内 ICL 龙头，受益疫情有望加速发展，未来三年盈利复合增速有望超 40%，维持“买入”评级。

中科创达（300496）：Q3 业绩持续高歌猛进，营收增长配合成本控制促进利润上升新台阶

我们持续看好中科创达业务发展，预计 2020-2022 年营收分别为 22.93 亿元、29.31 亿元、37.95 亿元。EPS 分别为 0.88 元、1.28 元和 1.77 元，对应的 PE 估值分别为 104/72/52X，维持“买入”评级。

晶澳科技公司点评报告：一体化龙头经营稳健，产能扩张持续推进

预计 20~22 年公司净利润分别为 16.5/26.5/34.7 亿元，同比长 31.7%/60.8%/30.8%。晶澳是一体化龙头组件企业，受益于下游需求增长&组件市场集中度持续提升&大尺寸结构优化，低估值高成长，给予 21 年 25X，对应目标价 49 元，维持“买入”评级。

恒顺醋业（600305）：改革途中，静待花开

预计 20-22 年公司净利增速+5/23/20%，对应 EPS 分别为 0.34/0.41/0.5 元，PE 为 64/52/43X，维持“买入”评级。

宏观策略

策略周评：东吴策略-市场温度计-内外资偏向价值

机构行为：外资偏好建材、国防军工和计算机等行业，对医药、电子和食品饮料等行业相对谨慎。公募基金抱团减弱，风格偏好向价值板块倾斜。

股市流动性：最近一周 A 股资金净流出 32 亿元，上周净流入 637 亿元，净流出主要是由外资和 IPO 融资所贡献的。

头尾部对比：从绝对股价、市盈率和净利润同比增速角度来看头部均跑输尾部股票。

情绪及估值：各个板块融资买入额和成交额都出现较大幅度的降低；主要板块的市盈率有所下降，但仍然维持在历史高位；行业间的分化较上周有所减小。

风险提示：资金入市规模为大致估算，仅供投资者参考；疫情二次爆发造成企业业绩不及预期；通胀上行超预期。

（证券分析师：姚佩）

固收金工

固收点评：工业企业盈利状况进一步改善，企业利润增速趋缓

事件

数据公布：2020 年 10 月 27 日，国家统计局公布 2020 年 1-9 月工业企业利润：2020 年 1-9 月，全国规模以上工业企业利润总额 43665.0 亿元，（可比口径）同比增速收于-2.4%。

观点

企业盈利状况进一步改善，利润增速趋缓。2020 年 1-9 月工业企业利润降幅持续收窄，企业盈利状况进一步改善，9 月利润增速趋缓，同比增长 10.1%，相比于 8 月份回落 9 个百分点。具体分析其原因有三：一、工业企业供给与需求恢复速度加快。供给方面，9 月规模以上工业增加值同比增长 6.9%，增速较上月相比提高 1.3 个百分点。国内需求方面，投资情况持续改善，前三季度全国固定资产投资同比增长 0.8%，实现年内首次转正。外需方面，国外疫情尚未缓解，防疫物资等商品需求旺盛，9 月出口同比增长 9.9%，再创年内新高。二、产业链循环持续改善，下游行业需求不断恢复，产品价格稳步回升，对上游行业的带动作用增强。9 月黑色金属矿采选业、其他采矿业利润累计同比增长 44.5%和 57.1%。三、价格端降幅明显，出厂价格下行压力增强挤占了工业企业盈利空间，工业品出厂价对利润的拉动作用减弱，由此造成 9 月利润增速回落。费用上升以及部分行业和企业大幅计提资产减值损失在一定程度上阻碍了 9 月份利润的增长。从具体行业来看，1-9 月 41 个工业大类行业中，共有 21 个行业利润总额同比增加，其中专用设备制造业增长 22.3%，农副食品加工业增长 16.7%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 15.5%，通用

请务必阅读正文之后的免责声明部分

设备制造业增长 10.7%。

成本端费用上升，企业盈利能力有所回落。9 月份工业品购进价格变动对利润增长的存在一定的减弱作用，尤其是电子、汽车等主要行业的原材料成本趋于上升，销售和研发等费用不断增加致使 9 月份盈利能力有所回落。但从季度数据来看，三季度，规模以上工业企业每百元营业收入中的成本较二季度下降 0.71 元，较去年同期下降 0.53 元，企业运营成本下降明显，盈利能力显著增强。三季度，规模以上工业企业营业收入利润率同比提高 0.64%，提升幅度较二季度进一步加大。国家继续开展一系列“降成本”的惠企政策，有效缓解了企业经营压力。

企业杠杆略有回落，国有，私营，股份均有所回落，外资略有上升。9 月份，规模以上工业企业资产负债率为 56.7%，同比持平。其中，国有控股企业，私营企业及股份制企业较上月均有所回落，分别收于 57.4%，58.2%和 57.3%，分别回落 0.2 个百分点，0.2 个百分点和 0.1 个百分点；外资企业较上月有所上升，收于 54.1%，上升 0.3 个百分点。按不同行业来看，采矿业资产负债率为 59.5%，较上月上升 0.1 个百分点；制造业资产负债率收于 55.9%，较上月上升 0.1 个百分点；电力、热力、燃气及水的生产和供应业收于 58.9%，较上月回落 0.3 个百分点。

企业现金流压力较大，未来仍存不确定性。9 月产成品存货周转天数 18.9 天，同比增加 1.7 天；应收账款平均回收期 54.6 天，同比增加 7.1 天。值得注意的是，当前市场需求虽恢复稳定，但应收账款增速持续上升，企业现金流压力较大。1-9 月份工业企业营业收入和利润增速仍未转正，同时国内外环境复杂多变，企业盈利持续稳定增长仍面临不确定性。

风险提示：国际环境不稳定，疫情二次爆发风险。

（证券分析师：李勇）

行业

计算机应用行业：俄罗斯的 IT 自主可控之路

投资要点

行情回顾：本周计算机行业(中信)指数下跌 3.66%，沪深 300 指数下跌 1.53%，创业板指数下跌 4.54%。本周我们梳理了俄罗斯在基础 IT 的自力更生之路，长期以来俄罗斯信息技术水平落后于西方发达国家，对外国的技术和产品依赖程度较高。但近年来俄落实国家信息安全学说的战略部署，确立了信息技术安全自主可控的发展思路，并将其贯穿到 CPU、OS、移动 OS、搜索引擎、电子邮件、金融支付系统、域名 DNS、信息安全机制等各项技术和制度发展的规划中，尤其注重 CPU、操作系统等战略性技术的研发且处在国产化关键时点。目前俄罗斯在芯片领域公司主要有 MCST 和 Baikal Electronics，MCST 采用 SPARC 架构，推出的最先进的 Elbrus-16C 主频达到 2.0GHz，支持最多四路系统，将于 2021 量产；Baikal Electronics 推出 Baikal-T1 和 Baikal-M 系列，其中 T1 系列采用 MIPS 架构，主频为 1.2GHz，采用台积电 28nm 工艺生产；M 系列采用 ARM 内核，主频达 2GHz。在晶圆制造方面，俄罗斯制造晶圆从 6 寸推进到 8 寸，线宽已推进到 45nm 水平；2015 年在法国研究机构和 IBM 的支持下，建立了全球首座 12 寸 MRAM BEOL 代工制造厂。在桌面操作系统方面，主要公司 RusBITex 开发了基于 Linux 的 Astra 操作系统，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2019 年俄罗斯国防部作出正式决定，所有办公电脑皆将操作系统改为 Astra Linux。在移动 OS 方面，电信运营商 Rostelecom 开发了基于 Linux 内核的 Aurora 操作系统，支持 Android 应用。俄罗斯政府在财政状况捉襟见肘情况下，依旧计划在 2013—2025 年间划拨 1700 亿卢布发展计算机设备、特殊技术设备、智能控制体系。2016 年 5 月，俄罗斯民用微电子产品中期（2016 年至 2018 年）政府采购保障计划获批，俄罗斯政府计划采购超过 1000 万个国产化的电子产品，政府采购总金额达到 750 亿卢布。对我国信创产业的发展具有参考意义，关注信创龙头中国软件、中国长城、金山办公、中科曙光等，详见正文。

受中报和估值影响，q3 机构普遍减仓计算机板块，但计算机业务主要在下半年，疫情影响环比减弱，q3 预计较多子板块会环比继续改善，龙头公司的业绩和估值双修复、以及估值切换有望逐步展开。另外，新一轮改革推动市场风险偏好提升，计算机是风险偏好提升必加仓的板块，我们预计 Q4 机构仓位有望回归，子板块看好云计算、信创、金融 it（尤其数字货币）、网安。

风险提示：信息创新、网络安全进展低于预期；行业后周期性；疫情风险超预期。

（证券分析师：郝彪）

推荐个股及其他点评

浙江医药（600216）：下修公司盈利预测，医药业务支撑估值

事件：

公司近日发布 2020 年三季报，报告期内共实现营收 54.30 亿元，同比增长 2.07%；归母净利润 6.21 亿元，同比增长 72.30%。

投资要点：

三季度经营数据略有下滑，质量略有改进。三季度的归母净利润 1.93 亿元，环比下滑 30.54%。三季度 VA 的均价 410 元/Kg，环比下滑 16.18%。VE 的均价 65.18 元/Kg，环比下滑 12.02%。考虑到研发支出、汇兑损益以及销售费用的变化，经营质量和二季度基本相当。

VE 后市看平，VA 后市看谨慎。由于疫情导致鸡、鸭等需求的下滑超出预期，公司的 VA、VE 出货量显著低于我们的预期。展望后市，考虑到巴斯夫等企业的产能释放在即，VA 的后市价格整体承压，相比较而言，VE 的价格后市看平。

喷雾干燥技术有望带动公司制剂出口。子公司创新生物的创新生物万古霉素出口制剂于 2020 年 5 月份重新向 FDA 提交认证申请。喷雾干燥技术属于平台型技术，可拓展空间大，相关动向值得关注。

创新药业务持续推进，产品市场推广在即。公司独家生产的 1.1 类创新药

请务必阅读正文之后的免责声明部分

苹果酸奈诺沙星胶囊已经进入《国家医保目录（2019 版），针剂业务正在推进。ADC 大分子项目 ARX788 乳腺癌临床研究 I 期已基本完成。ARX788 正在开展胃癌 II 期/III 期临床研究的准备工作。目前，公司共有在研新药新产品项目 42 项，处于临床研究或 BE 阶段 5 项，申报生产 9 项。

盈利预测与投资评级：疫情冲击超出预期，下修全年的盈利预测，我们预计公司 2020~2022 年实现归母净利润分别为 8.81 亿元、10.24 亿元、11.52 亿元，EPS 分别为 0.91 元、1.06 元、1.19 元，当前股价对应 PE 分别为 16X、14X、12X。下修 VA、VE 的年度量价，但考虑到医药业务突破在即，维持“买入”评级。

风险提示：新冠疫情蔓延导致动物营养类产品提价节奏慢于预期；创新药、创新制剂以及一致性评价进展慢于预期。

（证券分析师：柴沁虎　证券分析师：陈元君）

光环新网（300383）：Q3 业绩稳健，云计算和 IDC 双轮驱动，看好长期发展空间

投资要点

事件：10 月 27 日，光环新网公布 2020 年三季度业绩：2020 年前三季度公司实现营业总收入 57.22 亿元，同比增长 6.32%，实现归母净利润 6.82 亿元，同比增长 11.53%。

业绩符合预期，经营状况稳步提升：2020 年前三季度公司实现营业总收入 57.22 亿元，同比增长 6.32%，实现归母净利润 6.82 亿元，同比增长 11.53%。其中 Q3 单季度实现营收 17.48 亿元，同比下降 9.22%，实现归母净利润 2.31 亿元，同比增长 5.21%，同比增速相比 Q2（16.94%）有所放缓，环比上升 0.32%，归母净利润已连续三季度实现环比改善。

云计算、IDC 双轮驱动，公司业绩持续增长：云计算方面：公司服务产品不断升级，同时不断开展各项基于 AWS 云服务的增值服务；IDC 方面，公司上半年定增 50 亿元，积极推进数据中心业务在京津冀、长三角、粤港澳大湾区等一线及环一线城市的布局，抢占有利地理位置，合计机柜数量提升有望达到 4.1 万个，预计未来 IDC 业务将持续保持高增长。

流量拐点将至，国内 IDC 龙头将持续受益：2020 年是 5G 元年，5G 时代将带来数据流量的百倍提升，同时上半年国内和海外的疫情进一步催化流量需求的爆发式增长。从产业发展阶段来讲：全球数据流量自 18 年以来流量增速开始下滑，19 年下半年降幅开始收窄，2020 年出现显著回升，我们认为今年是全球数据流量的周期拐点，公司将充分受益流量爆发带动的下游需求增长，乘 IDC 行业爆发式增长的势头迎来业绩的快速提升。

盈利预测与投资评级：我们持续看好光环新网未来业绩增长，预计 2020 年-2022 年光环新网营业收入分别为 88.36 亿元、106.25 亿元以及 127.33 亿元，归母净利润分别为 11.46 亿元、15.17 亿元以及 19.89 亿元，EPS 分别为 0.74 元、0.98 元以及 1.29 元，对应 PE 分别为 30.83 倍、23.29 倍以及 17.77 倍，维持“买入”评级。

风险提示：流量需求不及预期；IDC 产业进度不及预期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（证券分析师：侯宾　研究助理：姚久花）

宏大爆破（002683）：前三季度稳健增长，定增完成夯实主业

事件

公司发布公告，非公开发行新增股份 4303.7 万股将于 2020 年 10 月 30 日在深交所上市，共 12 名对象。每股价格为 41.07 元，募集资金 17.68 亿元。

10 月 24 日，公司发布 2020 年三季报，报告期内实现收入 42.97 亿元，同比增长 10.53%；实现归母净利润 2.72 亿元，同比增长 24.54%，扣非归母净利润 2.58 亿元，同比增长 27.26%。

投资要点

传统防务发力是仍是业绩增长的主要原因。公司 Q3 季度实现收入 16.56 亿元，同比增加 14.31%，归母净利润 1.00 亿元，同比增长 22.68%，环比下降 26.46%，主要是因为大石头项目 Q3 季度计提 2500 万减值损失，传统防务业务拉动公司业绩稳健增长。

定增募投矿服板块，夯实主业。本次定增募集资金用于矿山工程机械设备购置项目及补充流动资金，有利于夯实公司在矿服行业的领先地位，增强公司在矿业市场中的竞争力，最终实现公司长期可持续发展。此外，募集资金同时还释放了部分自有资金和银行贷款，为公司提供反哺军工板块和民爆业务的机会。

加强明华公司控制力度，“1+N”的战略即将进入收获期。明华机械是公司的军工业务平台，研制的 HD-1 和 JK 项目先后获得有关部门出口批复。公司以明华公司为核心组建巡航导弹武器系统、单兵武器装备以及智能弹药三大子板块，待完成收购德擎颐康 25%股权后，公司直接及间接持有明华公司的股权比例从原来的 92.98%提升至 99.997%，进一步加强对明华公司的控制力度。2020 年 8 月，HD-1 项目完成试飞试验，军工业务即将进入战略收获期。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 69.14 亿元、78.40 亿元、93.81 亿元，归母净利润分别为 4.21 亿元、5.46 亿元、6.99 亿元，EPS 分别为 0.56 元，0.73 元，0.93 元，当前股价对应 PE 分别为 86X、66X 和 52X。维持“买入”评级。

风险提示：HD-1、JK 武器进展低于预期，全球经济持续低迷导致矿服业务表现低迷。

（证券分析师：柴沁虎　证券分析师：陈元君）

深圳燃气（601139）：20Q3 单季归母增 33.97%环比改善，盈利能力持续提升

请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资要点

事件：2020 年前三季度公司实现营业收入 100.74 亿元，同比增长 0.73%；归母净利润 10.92 亿元，同比增长 18.93%；扣非归母净利润 10.20 亿元，同比增长 14.77%；加权平均 ROE 同比提高 1.08pct，至 9.44%。

Q3 单季持续高增环比改善，低价海气接入抬升整体毛利率 3.37pct。20 年前三季度，公司营收 100.74 亿元，同增 0.73%；归母净利润 10.92 亿元，同增 18.93%。综合毛利率同增 3.37pct 至 25.03%。其中天然气销售营收 67.21 亿元，同增 1.71%；液化石油气批发营收 9.46 亿元，同降 36.36%。20 年 Q3 单季收入 37.01 亿元，同比增长 8.29%；归母净利润 4.33 亿元，同比增长 33.97%，环比 Q2 单季增速 23.79%提升 10.18pct，环比 H1 归母增速 10.68%提升 23.29%，Q3 单季业绩持续改善。

电厂售气量同增 15.40%，非电售气加速带动整体销量同升 22.14%。20 年前三季度，公司天然气销量 27.58 亿方，同增 22.14%，其中电厂天然气销量 8.24 亿方，同增 15.40%，非电厂天然气销量 19.34 亿方，同增 25.18%。公司 LNG 码头去年投产后补充了低价海气气源，天然气批发量的高速成长为公司天然气销售贡献新增量。

期间费用率上升 1.27pct 至 12.54%。2020 年前三季度，公司期间费用率上升 1.27pct 至 12.54%。其中，销售、管理、研发、财务费用率分别上升 1.08pct、上升 0.19pct、上升 0.07pct、下降 0.07pct 至 8.2%、1.33%、1.57%、1.44%。

经营活动净现金流同增 49.99%。2020 年前三季度，公司经营活动现金流净额 27.35 亿元，同比增加 49.99%；2）投资活动现金流净额-1.26 亿元，同比增加 76.01%；3）筹资活动现金流净额-6.77 亿元，同比增加 44.89%。

净营业周期减少，资产负债率同升 4.53pct 至 51.51%。2020 年前三季度，应收账款周转天数同比增加 5.78 天至 20.21 天；存货周转天数同比减少 1.58 天至 16.15 天；应付账款周转天数同比增加 11.21 天至 77.87 天，使净营业周期同比减少 7.01 天至-41.51 天。

海气供应能力占比近半，显著降低成本促量利齐升，业绩弹性近 50%。年周转量 10 亿 m3 的 LNG 接收站已于 19 年 8 月顺利试投产，保守测算接收站满产情况下气源成本为 1.71 元/m3，电厂毛利率提升 8.6pct 达到行业平均水平，大幅提升电厂发电积极性。而用气成本下降幅度更大，预计电厂毛差（含税）从 0.18 元/m3 增至 0.39 元/m3。LNG 贸易批发业务价差（不含税）高达 1.07 元/m3，预计可新增净利润 3.21 亿元。综合考虑电厂&贸易业务带来的量利齐升，合计贡献净利润 5.03 亿元，占 19 年公司归母净利润的 47.54%，业绩弹性显著。

盈利预测：我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.45、0.58、0.66 元，对应 16、13、11 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：LNG/LPG/管道天然气价格波动风险，下游客户售气量不达预期，项目投产不达预期，汇率波动风险

（证券分析师：袁理）

昊华科技（600378）：三季报超预期，化工科技股发展提速

事件：

请务必阅读正文之后的免责声明部分

公司发布 2020 年前三季度业绩，报告期内实现营业总收入 35.69 亿元，同比增长 5.66%；归属于上市公司股东的净利润为 4.45 亿元，同比增长 33.76%；归属于上市公司股东的扣非净利润为 4.14 亿元，同比增长 30.91%。

投资要点

业绩超预期，橡胶密封件业务表现亮眼：公司主营业务板块包括氟材料、特种气体、特种橡塑产品、精细化学品、工程技术服务等。报告期内，多数产品在 Q3 单季度呈现出产销两旺的趋势。其中，主要产品聚四氟乙烯树脂、含氟气体收入分别环比增长 28.9%、3.4%。此外，橡胶密封件业务表现突出，收入环比增长 5.2%，同比大增 39.9%。

新增 PTFE 产能投产，竞争优势有望进一步扩大：晨光院的氟树脂产能居全国第二，研发能力强、产品结构优，研发费用率和毛利率均高于同行。今年晨光院在 2.5 万吨/年氟树脂产能的基础上，新增 5000 吨/年高品质改性聚四氟乙烯产品，可用于 5G、半导体等领域，新产能将进一步增强晨光院在国内外含氟聚合物行业的领军地位。

军工配套优势突出，军民品有望协同发展：公司旗下拥有 11 家科技型军工配套企业，长征系列火箭、中远程导弹推进剂，以及嫦娥卫星、全球组网卫星、天宫飞船、国产航母、核潜艇、国产大飞机及各型现役军用飞机使用的特种密封件、隐身涂料、特种轮胎及航空有机玻璃等均为公司的代表产品。军品领域的领先地位和高技术水平有望促进公司形成军民品协同发展的产业结构。

长期成长逻辑不改，电子特气业务或将提速：黎明院和光明院均为原化工部直属科研院所，也是国内知名的电子特气生产企业。其中，黎明院计划新建产能 4600 吨/年，光明院的新型国家军民两用型研发产业基地项目也正在顺利推进中。随着新增项目的建成及投产，电子特气业务有望成为公司发展的新引擎。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 52.12 亿元、62.82 亿元和 72.41 亿元，归母净利润分别为 6.48 亿元、8.37 亿元和 9.96 亿元，EPS 分别为 0.71 元、0.91 元和 1.09 元，当前股价对应 PE 分别为 32X、25X、21X。维持“买入”评级。

风险提示：军品依赖的风险，子公司整合管理过程中存在不确定性，行业竞争加剧导致产品价格下跌。

（证券分析师：陈元君　证券分析师：柴沁虎）

中国汽研（601965）：Q3 超预期，公司治理进一步优化

投资要点

公告要点：2020 前三季度营收 23.91 亿元，同比+41.59%，归母净利润 3.41 亿元，同比+18.78%，扣非归母净利润 3.28 亿元，同比+23.1%。其中，Q3 营收 8.50 亿元，同比+40.30%，归母净利润 1.42 亿元，同比+45.78%；扣非后归母净利润 1.41 亿元，同比+55.18%。

国六升级+国三报废+基建机遇，驱动 Q3 收入&业绩高增长

在疫情和行业下滑冲击下，公司 Q3 营收继续高增长，主要原因：1）基

请务必阅读正文之后的免责声明部分

建机遇+国六升级+国三报废，重卡、自卸车辆订单增加，各产品收入快速增长。2）开拓技术服务业务，优化客户结构，营运车辆、委托开发业务量增长显著。3）焦作公司和广东公司纳入并表范围带来的收入增量。合并报表 Q3 净利润增速快于收入端，可能原因在于：毛利率较低的产业化业务毛利率有所提升+收入占比下降，检测业务毛利率有所提升。Q3 母公司（核心体现检测业务）实现营收 3.69 亿元，同比+26.3%，实现净利润 1.17 亿元，同比+25.8%，毛利率指标同比上升 3.3pct，期间费用率同比下降 1.8pct。

市场化激励约束机制，提高公司核心竞争力

公司第四届董事会第八次会议决议公告审议通过了关于《公司经理层成员薪酬及绩效管理办法》的议案,批准了《公司经理层成员薪酬及绩效管理办法》。公司通过强化市场化激励约束机制，经理层成员薪酬及绩效与公司的经营效益和科技成果挂钩，实现全员薪酬与企业效益共享和风险共担，将健全市场化经营机制，提高公司核心竞争力。

盈利预测与投资评级:

公司是汽车强制性检测稀缺性标的，看好公司长期发展。其核心投资逻辑：1）国六催化下带来检测业务量价齐升，助力 2020-2022 年业绩持续增长。2）风洞及智能网联测试基地将成为公司中长期新增长点。3）随着智能网联相关产品逐步落地并放量，打开公司长期成长空间。4）持续推进体制改革创新，有望进一步增强公司核心竞争力。基于检测业务增长+智能网联业务拓展，我们预计 2020-2022 年归母净利润 5.58/6.86/8.16 亿元，同比增长 19.6%/22.9%/18.9%，对应 PE 为 21.34/17.37/14.61 倍。看好公司未来发展前景，且估值具有较好吸引力，维持“买入”评级。

风险提示：有新进入者获公告强检相关认证资质；下游客户回款周期超出预期。

（证券分析师：黄细里）

通富微电（002156）：海内外订单需求强劲，业绩创历史新高

公告：公司发布 2020 年第三季度报告，2020 年前三季度公司营业收入为 74.20 亿元，同比增长 22.55%，归母净利润为 2.62 亿元，同比增长 1057.95%。2020 年 Q3 公司营业收入为 27.50 亿元，同比增长 11.46%，归母净利润为 1.50 亿元，同比增长 198.88%。

投资要点

海内外客户订单需求强劲，业绩创历史新高：公司 2020 年前三季度归母净利润同比大幅扭亏，2020 年 Q3 归母净利润同比增长 198.88%，扣非归母净利润环比增长 112.95%，业绩创历史新高。主要得益于：经济内循环发力，封测国产替代效应逐步显现，国内客户订单明显增加；国际大客户凭借先进制程优势进一步扩大处理器市场份额，公司高端处理器封测订单需求增长强劲；海外大客户通讯产品需求旺盛，订单饱满，从而带动公司业绩实现高速增长。2020 年 Q3 公司毛利率为 15.94%，YOY-0.24pct，费用方面，销售费率为 0.48%，YOY-0.07pct，管理费率为 2.84%，YOY-0.52pct，研发费率为 5.56%，YOY-2.89pct，财务费率为 1.72%，YOY-0.75pct，净利率为 6.07%，YOY+3.76pct，公司盈利能力稳步提升。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

高端制程封测布局深入，率先受益大客户 AMD 份额提升：得益于 PC 和服务器处理器业务全年展望乐观，AMD 预计 2020 年营收增速可达 30%以上。公司是 AMD 的核心封测厂，承接 AMD90%以上的 CPU 封测业务，同时公司积极配合 AMD 扩产，合作范围在现有封测基础上，增加了 Bumping、减薄等环节，同时，7 纳米、MCM 等高端新品开发顺利推进，产品附加值进一步提升，目前，7 纳米高端产品已占通富超威苏州、槟城产量的 60%以上，未来 AMD 处理器市场份额的增长，有望为公司贡献可观的业绩增量。

先进封测技术不断突破，充分受益于先进封测的国产替代进程：公司先进封测技术实力和生产规模优势明显，目前已成为全球第六大封测厂。随着前期研发成果的转化和定增项目的实施，公司在 7nm 高性能处理器、5G 和汽车电子领域的技术和产能有望进一步突破。目前，公司积累了 MTK、ST、TI 等全球优质客户资源，同时，公司是国产 CPU 的核心封测基地，并与合肥长鑫、兆易创新等知名本土半导体企业展开合作，订单规模持续提升，有望充分受益于先进封测技术的国产替代进程。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 110.16、140.04、175.72 亿元，同比增长 33.3%、27.1%、25.5%；2020-2022 年归母净利润为 4.51、8.21、10.14 亿，同比增长 2255.4%、82.1%、23.5%，实现 EPS 为 0.39、0.71、0.88 元，对应 PE 为 63、35、28 倍。通富微电未来业绩的增长动能充足，维持“买入”评级。

风险提示：市场需求不及预期；新品推出不及预期；客户开拓不及预期。

（证券分析师：王平阳）

林洋能源（601222）三季报业绩点评：电表业务持续发力，电站投资未来可期

投资要点

20Q1-3 公司业绩 9.35 亿元，同比增长 36.31%，符合预期：公司发布 2020 年三季报，报告期内实现营业收入 44.18 亿元，同比增长 73.56%；实现利润总额 10.55 亿元，同比增长 41.25%；实现归属母公司净利润 9.35 亿元，同比增长 36.31%，对应 EPS 为 0.53 元。其中 2020Q3，实现营业收入 14.67 亿元，同比增长 67.04%，环比下降 35.21%；实现归属母公司净利润 3.86 亿元，同比增长 43.64%，环比下降 7.71%。Q3 对应 EPS 为 0.22 元。收入和利润增长总体符合预期。

电表海外拓展加速，盈利能力环比改善:公司 Q1-3 毛利率为 37.90%，同比下降 10.12pct，其中 Q3 毛利率 42.20%，同比下降 9.39pct，环比上升 8.38pct；Q1-3 归母净利率为 21.17%，同比下降 5.78pct，Q3 归母净利率 26.30%，同比下降 4.28pct，环比上升 7.83pct。公司今年毛利率同比下降主要是受 EPC 业务收入提升所拖累，Q3 毛利率、净利率环比明显改善，主要是由于电表收入占比提升。EPC 储备项目较多，高增长可持续:公司 20 年前三季度 EPC 业务实现收入约 11 亿元，相较于 19 年全年 0.47 亿元有较大幅度的增长，Q4 公司计划开工 904MW 电站，部分 EPC 项目，部分自持项目，充足的项目储备推动业绩持续增长。

平价时代，电站投资重回快车道:公司自 2014 年开始发展自持电站业务，在 16~17 年国内电站收益率极高的时候，公司大规模发展自持电站，16/17 年自持电站新增分别为 0.5GW、0.4GW，而 18~19 年由于国内补贴电价

请务必阅读正文之后的免责声明部分

大幅下降，因此 18/19 年自持电站新增规模较低，可见公司凭借优秀的管理能力，紧密把握住了国内电站投资的节奏。由于光伏跑步进入平价时代后，电站现金流及 IRR 均有所提升，公司提出到 2022 年底电站运营规模达到 3-5GW，电站投资重回大规模发展趋势。

国内电表领军，海外开始兑现高增长:2020 年 Q1-3 公司电表业务实现营收 21 亿左右，其中 Q3 收入约 10.4 亿元，同环比实现大幅增长，主要原因：1）公司 2019 年电表高中标，2020 年开始确认收入。2）公司加大海外市场拓展，销售占比快速提升。前三季度公司海外电表收入占比提升至 50%左右，海外电表智能化要求高，价格高于国内，海外占比的提升带来业绩超预期增长。展望 21 年，国内方面，20 年上半年公司在国网+南网第一次招标中，公司合计中标金额达到 3.3 亿元，中标数量及金额均名列前茅。国外方面，智能电表远销 30 多个国家，今年 7 月公司连续确认两个海外项目，约合 1.03 亿元，保障后续业绩高增长。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 20-22 年业绩为：10.43/12.52/14.86 亿元，同比+48.9%、+20.0%，+18.7%，对应 EPS 为 0.60/0.72/0.85。目标价 10.08 元，对应 21 年 14 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　研究助理：黄钰豪）

建科机械（300823）：Q3 业绩恢复增长，延后需求有望持续释放

事件:公司发布业绩公告:2020 年前三季度实现收入 3.30 亿，同比-6.94%;归母净利润 6432.96 万，同比-6.20%；扣非后归母净利润 5767.47 万，同比-10.94%。Q3 单季度收入 1.20 亿，同比-6.57%;归母净利润 2373.76 万，同比+11.02%。

投资要点

Q3 业绩恢复增长，延后需求有望持续释放

公司业绩下滑幅度较 Q2 进一步缩窄，主要系国内钢筋需求旺盛及设备渗透率提升带来的需求确定性。上半年疫情对于公司生产、发货、验收影响大，随着下游基建地产复苏，海外疫情得到缓解，公司延后需求有望持续释放。公司 Q3 单季业绩增速已经恢复正常水平，我们预计 Q4 增长态势将得到延续。

盈利能力保持高水平，费用结构持续优化

2020 年前三季度公司综合毛利率 46.60%，同比小幅-1.71pct，我们判断系产品及客户结构波动导致；期间费用率进一步下降至 20.87%，同比-0.98pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.44/-0.33/+0.87/-1.08pct，财务费用率显著减少，主要系上市募资减少了短期借款及利息费用；研发费用率逆势上升，高技术壁垒及利润率有望保持；销售净利率 19.79%，同比+0.03pct，其中 Q3 单季净利率同比+2.99pct，主要系毛利率提升及减值损失减少。

2020 年前三季度公司经营性现金流净额 4220.62 万元，同比-35.40%，降幅持续缩窄；其中 Q3 单季度经营性现金流净额 1568.45 万元，同比+240.05%，回款复苏态势良好。

国内数控钢筋行业仍处于快速发展期，看好龙头长期发展

请务必阅读正文之后的免责声明部分

目前我国钢筋加工渗透率仅 10%，远低于发达国家 70%的水平。假定国内钢筋产量每年按 5%增速稳步提升，钢筋自动化加工渗透率按每年 1.5%/3%/4.5%速度提升，我们预计到 2025 年我国数控钢筋加工设备市场规模达 17.8、27.9 和 38.0 亿元，2019-2025 行业复合增速分别为 9.5%、18%和 24.2%。目前公司国内份额达 60%以上，有望充分受益行业发展红利。公司近三年平均产能利用率达 90%以上，上市募投项目预计将提升产能 82.3%，未来行业地位有望进一步巩固。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.93/1.27/1.73 元，对应当前股价动态 PE 分别为 35.90/26.36/19.24X。考虑到未来国内钢筋需求维持高位，数控加工装备行业增长确定性强，公司产能扩下份额有望加速提升，维持“增持”评级。

风险提示：基建项目开工不及预期；竞争加剧导致利润率下滑；原材料价格大幅上涨；应收账款回收风险。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：黄瑞连）

美亚光电（002690）：Q3 收入端恢复增长，汇兑损失压制当期利润

事件：公司发布 2020 三季报，前三季度实现营业收入 10.47 亿元，同比下降 0.27%；归属于上市公司股东的净利润 3.27 亿元，同比下降 18.56%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 2.92 亿元，同比下降 14.29%。

CBCT 业务快速恢复，Q3 业绩环比改善显著

Q3 公司实现营收 5.31 亿元，同比增速 14.98%；Q3 实现归母净利润/扣非后归母净利润分别为 1.79/1.69 亿元，同比增速分别为-7.80%和+2.79%，Q3 收入和利润增速较上半年提升明显，单季度业绩改善显著。我们认为公司 Q3 业绩复苏的主要原因有：①色选机需求较为刚性，受疫情影响相对较小，Q2 恢复良好，三季度延续稳步增长势头；②CBCT 上半年受疫情影响较大，Q3 下游口腔诊所相关业务呈现良好恢复势头，例如从通策医疗 5 月中旬种植等口腔业务开始恢复，Q3 收入同比+24.49%，印证了国内口腔业务的持续复苏，对口腔 CT 需求起到提振作用，带动公司 CBCT 业务快速恢复。

财务费用率大幅提升，Q3 盈利能力同比有所下滑

2020 前三季度公司综合毛利率 53.62%，同比-1.90pct；净利率为 31.22%，同比-7.01pct，盈利能力下滑主要受到上半年疫情影响。其中 Q3 单季毛利率 54.14%，同比-1.58pct；净利率 33.77%，同比-8.34pct。2020 公司单三季度期间费用率为 19.37%，同比+3.48pct，其中销售费用率 10.42%，同比+0.02pct；管理费用率（含研发）为 6.73%，同比-0.07pct；财务费用率为 2.21%，同比+3.53pct，推测主要是汇兑损失所致（公司海外销售收入按照美元结算，Q3 美元贬值）。由此可见，汇兑损失带来的财务费用率大幅提升，是公司 Q3 业绩增速低于收入增速的最主要原因。

受益一系列口腔展举办，充足 CBCT 订单确保公司业绩持续提升

2020 年 9 月上海 CDS 口腔展和华南国际口腔展举办，公司合计获取 CBCT 团购订单 671 台，10 月底上海 DTC 口腔展如期举办，看好公司 CBCT 团购订单持续提升，我们认为一系列密集口腔展会带来的充足 CBCT 订单，确保公司四季度业绩快速增长。②6 月公司发布了口扫新品，并于 7 月拿

请务必阅读正文之后的免责声明部分

到医疗器械注册证，9 月上市销售，考虑到口扫和 CBCT 下游客户完全重叠，渠道现成，我们预计口扫有望快速放量，提升公司经营业绩，进一步打开公司的成长空间。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022EPS 分别为 0.80、1.11、1.36 元，当前股价对应动态 PE 分别为 61.00 倍、44.15 倍、36.13 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情出现反复导致 CBCT 出货量不及预期、色选机海外出口出现波动、口扫新品推广不及预期

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：黄瑞连）

宝丰能源（600989）：烯烃装置放量，以量补价实现逆势增长

事件：

公司发布 2020 年三季报，报告期内，实现营收 112.99 亿元（YOY+15.93%），归母净利润 31.52 亿元（YOY+11.27%），扣非归母净利润 33.20 亿元（YOY+19.74%）。单三季度实现收入 37.78 亿元（YOY+17.09%），归母净利润 10.06 亿元（YOY+12.30%）。

投资要点

烯烃装置放量，以量补价实现逆势增长：公司位于中国四大现代煤化工基地之一的宁夏宁东煤化工基地，是中国最大的单体煤制烯烃企业。报告期内公司主要产品焦炭、聚丙烯和聚乙烯的销量分别为 328.2、48.4 和 49.9 万吨，收入占比分别为 32%、29%、27%，在今年大宗商品价格下行压力下，产品销售均价分别为 1086、6827 和 6022 万元/吨，同比分别下滑 9.15%、12.39%和 14.95%。公司通过有效的成本管控，综合毛利率仅小幅下降至 42.65%，同时随着烯烃装置的放量，双烯销量合计同比增长 87.3%，通过以量补价，实现业绩的逆势增长。

煤炭、甲醇自我配套，成本管控能力进一步增强：公司产品焦炭和烯烃的原料来自煤炭和甲醇，新增的 220 万吨/年甲醇项目于 6 月底投产，公司自产甲醇基本覆盖烯烃装置需求；240 万吨/年的红四煤矿项目于 7 月收到采矿许可证，外购煤比例进一步下降，煤炭、甲醇等原料自给率的提升将进一步巩固公司的成本管控能力。

拟在建项目进展顺利，中长期业绩增长可持续：公司现有年产 120 万吨聚烯烃、400 万吨甲醇和 78 万吨精细化工品的生产能力，已经是国内煤化工头部企业。同时，大额资本开支项目持续推进，2020 年 5 月开工建设 300 万吨/年煤焦化多联产项目，预计 2021 年底建成投产；2020 年 8 月开工建设 50 万吨/年煤制烯烃项目，预计 2022 年底建成投产；此外，2020 年 7 月公司 400 万吨/年煤制烯烃项目一期获内蒙古发改委核准，9 月和 10 月相继获得交行 200 亿元和工行 300 亿元银行授信额度。随着拟在建项目的不断推进，公司中长期业绩有望得到持续性增长。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 45.40 亿元、52.54 亿元和 68.22 亿元，EPS 分别为 0.62 元、0.72 元和 0.93 元，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

当前股价对应 PE 分别为 17X、15X 和 11X。维持“买入”评级。

风险提示：新建项目不及预期；聚烯烃和焦炭价格大幅波动；原油价格大幅波动。

（证券分析师：柴沁虎　证券分析师：陈元君）

恩捷股份（002812）：盈利回升，业绩恢复较高增长

投资要点

1-3Q 利润 6.4 亿，同比转正，业绩符合预期：2020 年前三季度公司营收 25.81 亿元，同比增长 22.5%；归母净利润 6.43 亿元，同比增长 1.9%；其中非经常性损益 0.84 亿，同比基本持平，主要为政府补贴。扣非净利润 5.6 亿元，同比增长 1.1%。20Q1-3 毛利率为 40.65%，同比下降 4.21pct；净利率为 26.19%，同比下降 6.83pct。前三季度合计冲回资产减值 0.53 亿。

捷力并表贡献增量，Q3 归母净利润 3.22 亿，同比+32.6%：20Q3 公司实现营收 11.41 亿元，同比增加 56.63％，环比增长 28.49%；归母净利润 3.22 亿元，同比增长 32.63%，环比增长 75.86％，扣非归母净利润 2.92 亿元，同比增长 26.66%，环比增长 80.12%。盈利能力方面，Q3 毛利率为 41.57%，同比下降 4.83pct，环比增长 6.29pct；净利率 28.61%，同比下降 7.93pct，环比增长 6.41pct；Q3 扣非净利率 25.6%，同比下降 6.06pct，环比提升 7.34pct。另 Q3 冲回资产减值 0.38 亿，增厚利润。

上海恩捷盈利恢复，捷力并表增量明显：我们预计公司 Q3 出货量 3.2 亿平，同比增 68%，环比增 33%，其中上海恩捷本部出货 2.5 亿平，同比增 32%，环比增 20%，预计利润贡献 2.2 亿，同比持平；苏州捷力出货量 7000 万平，环比增加 15%，贡献近 6000 万利润，因此隔膜利润合计 2.8 亿，对应 Q3 单平利润 0.9 元/平，恢复至前期水平。Q3 盈利恢复主要得益于产能利用提升及产品结构优化，Q3 国内外客户需求全面恢复，产能利用率大幅回升，9 月公司进入接近满产状态；另一方面，Q3 海外出货量占比预计 30-40%，且 LG 涂覆供货比例提升，单平价值量增加。因此我们预计公司 Q3 产品毛利率环比提升 10pct，恢复至 50%以上。

Q4 排产进一步环比提 30%，21 年目标高增：前三季度公司累计出货近 7 亿平，预计 Q4 排产 4.2 亿平+，环比增长 30%+，全年出货预计 11-12 亿平，同比增长 40%左右，其中海外出货预计 3 亿平，同比翻倍。21 年预期公司出货 18 亿平，同比增长 60%+，其中海外出货 5 亿平，且涂覆比例超过 50%，产品均价提升，而国内底部企稳，随着成本下降，盈利有望恢复。

7um 渗透+一体化产能投产，强化技术与成本优势：下游大客户自 Q3 开始逐步切换部分产品为 7um 隔膜，对产品性能要求再提升，单平价值量较 9um 小幅提升 10%以内。公司 7um 产品竞争力依旧行业领先，在大客户供货份额稳定 50%以上。另外，公司联合日本设备厂商联合开发基涂一体化产线，自主拥有知识产权，单平成本有望下降 15%，进一步强化公司成本优 52BF·。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利 10.47/16.66/21.84 亿，同比增长 23%/59%/31%，对应 PE 为 82x/52x/40x，给予 2021 年 60 倍 PE，目标价 114 元，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：销量及政策不及预期

（证券分析师：曾朵红）

汤臣倍健（300146）：健康需求旺盛，业绩实现高增

事件：公司发布 2020 年三季报，20Q1-Q3 实现营收 50.33 亿元（+14.88%），归母净利 14.67 亿元（+23.16%），扣非净利 14.88 亿元（+31.07%）。20Q3 实现营收 19.08 亿元（+35.17%），归母净利 5.05 亿元（+55.82%），扣非净利 4.88 亿元（+70.5%）。

投资要点

健康意识维持高热度，汤臣数据持续回暖。20Q1-Q3 实现营收 50.33 亿元（+14.88%），其中 20Q3 实现营收 19.08 亿元（+35.17%），Q3 广州麦优 8 月并表 Q3 贡献收入 1.02 亿元。分产品看，Q3 主品牌实现收入 11.6 亿元（+33.3%，环比提速 23.7pct），关节护理品牌健力多实现收入 4.26 亿元（+33.3%，环比提速 16.7pct），LSG 国内实现收入 0.43 亿元，LSG 合并抵消后 Q3 实现收入 0.26 亿澳元（+30.6%）。2）分渠道，Q1-3 线下渠道收入同增 5.32%，占境内收入 77.09%，线上渠道收入同增 49.72%。阿里系线上膳食营养补充剂行业 Q1/2/3 分别同增 16/51/59%，预计 Q4 消费者对健康关注度有望持续攀升，行业供销两旺，汤臣线上收入或延续高增态势。

优化费用投放结构，扣非业绩实现高增。20Q1-Q3 毛利率 65.41%(-1.91pct)，其中 20Q3 为 65.29%(-0.58pct)，主因是产品结构变化。20Q3 销售费用率 24.28%(-8.9pct)，Q2 以来公司逐步恢复了一系列终端动销和品牌宣传活动，预计主要是线上收入占比提高背景下，公司在分众、小红书、抖音等新兴渠道展开营销，优化费用投放结构提高营销效率。20Q3 管理费用率（含研发费用）6.88%(-2.77pct)，主因是并购 LSG 产生的无形资产摊销减少；因贷款偿还 20Q3 利息费用同比减少 0.1 亿元。19 年政府补助高基数，20 年以来疫情相关捐赠、土地闲置费及退回 5 号地块损失，导致扣非增速远高于业绩增速。综上 20Q1-3 公司实现归母净利 14.67 亿元（+23.16%），扣非净利 14.88 亿元（+31.07%）；其中 Q3 归母净利 5.05 亿元（+55.82%），扣非净利 4.88 亿元（+70.5%）。

渠道裂变支撑产品矩阵，看好逐季改善趋势。20 年公司通过经销商裂变构建适合多个大单品的新销售模式，利用“四大单品多头并进+形象产品双拳出击+明星产品加码”的产品矩阵重新激活 VDS、LSG 业务，启动 OTC 项目。2020 年是上一轮三年规划的收官之年，21 年是下一个三年规划启航年，公司定位为从裂变走出蜕变，实现业务扩盘和持续较快增长。未来产能扩建推进，为长期增长打基础。

盈利预测与投资评级：预计 20-22 年公司收入分别为 63/75/90 亿元，同比+20/20/19%；归母净利润分别为 13/15/18 亿元，同比+455/22/20%；对应 PE 为 30/25/21X，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　研究助理：宗旭豪）

双汇发展（000895）：厉兵秣马做营销，品牌焕新待见证

事件：

请务必阅读正文之后的免责声明部分

公司发布 2020 年三季报，20Q1-Q3 实现营收 557.64 亿元（+32.79%），归母净利 49.38 亿元（+25.24%），扣非净利 45.74 亿元（+22.02%）。20Q3 实现营收 193.9 亿元（+17.11%），归母净利 18.97 亿元（+22.9%），扣非净利 17.51 亿元（+15.38%）。

投资要点

屠宰：进口冻肉补量，成本改善利润率环比回升。20Q3 屠宰业务收入 120 亿元，同比+14%，其中对外收入 105 亿元，同比+16%。拆分量价来看，20Q3 鲜冻猪肉产品同比下降 6%，主要是 19Q3 高基数，外销同增 6%。生鲜品业务加大冻品出库，同时公司加大肉类进口，三季度进口肉总销量、外销量均基本翻倍增长，有效弥补了国产肉的外销缺口，20Q1-3 与罗特克斯关联采购分别为 30/46/26 亿元。Q3 屠宰实现营业利润 4.97 亿元（同比+3%），营业利润率 4.1%（环比+1.7pct），冻肉仍具备一定成本优势。长期看，非洲猪瘟导致行业屠宰量下降，环保整治叠加疫情影响，大量中小产能加速退出，预计在全国出栏量回升后，公司屠宰将有显著增长，市场份额也能得到进一步提升。

肉制品：打好组合拳，为 21 年量增店打基础。20Q3 肉制品收入 77 亿元，同比+13%。拆分量价来看，吨价提高约 11%（环比-6%），1）公司坚持高端化战略，特优级产品占比同比提升 3.5pct，核心产品王中王同比增长 13.8%；2）吨价增速环比下降 6%，主要是 19 年阶梯式提价约 20%，其中 Q2/3 分别提价 6/9%，基数提高的背景下提价红利有所减弱；但考虑到 21 年猪价有望从高位回落，预计吨成本将有显著改善，业绩上仍将有较好表现。Q3 末合同负债 13.6 亿元，环比基本持平维持较高水准，终端订货积极，预计 Q4 销量仍将保持较好增长态势。Q3 肉制品业务实现营业利润 16 亿元（同比+10%），经营利润率 20.9%（同比-0.7pct，环比-0.6pct），主要是公司在成本高位平稳期，提前加大营销力度+同期进口肉成本优势显著、业绩基数较高。环比 Q2 肉制品吨利下降 140 元至 3665 元，费用投放导致吨利略有下降，我们认为这是公司为 21 年肉制品销量增长蓄力。预计在 21 年猪肉成本下行期，公司有望通过修炼内功长期站稳 4000 元吨利水平，而配合前期新品+营销+提高业务人员、渠道激励的组合拳方式，21 年肉制品销量有望实现高个位数增长。

降本提效益，减值导致压制。20Q1-Q3 毛利率 17.55%(-1.92pct)，20Q3 毛利率 18.66%(-0.58pct)，预计与收入结构+肉制品加大营销活动力度+运输费用调整至营业成本有关；Q3 销售费用率 3.73%(-0.67pct)，管理费用率（含研发费用）2.25%(+0.03pct)，降本增效。Q1-3 资产减值损失累计计提 6.3 亿元，预计主要是对冻品库存提取减值较多，后续将有所转回。综上 20Q3 实现归母净利 18.97 亿元（+22.9%），扣非净利 17.51 亿元（+15.38%）。

品牌焕新，打开长期增长空间。公司通过线上线下、空中地面联合宣传，提升品牌势能。年初以来，公司多次联合薇娅直播推广战略新品，新产品销量占比逐季提升，部分主导新产品如：辣吗？辣香肠、火炫风香肠、双汇筷厨等产品。公司不断加大营销投入、创新营销方式，签约明星代言、开展头部主播带货，品牌年轻化战略初见成效。分渠道看，电商渠道、新型休闲专业客户、餐饮专业客户渠道等新渠道销售大幅增长，公司通过多元渠道建设促进品牌年轻化。

盈利预测与投资评级：猪瘟疫情影响下，屠宰方面，全国布局的龙头企业短期增厚利润和长期整合产业；肉制品方面，公司进口肉目前有一定

请务必阅读正文之后的免责声明部分

储备且进口渠道不断拓展，且公司在研发、销售等方面不断调整，随着产品结构升级、市场营销拉动，提价成效将持续体现。我们预计 20-22 年公司收入达 728/803/881 亿元，同增 20.7/10.2/9.8%；归母净利润分别为 63/71/79 亿元，同增 16.1/12.5/10.8%；对应 PE 为 27/24/22X，维持“买入”评级。

风险提示：生猪价格波动，高端产品市场推广不及预期，渠道开拓不达预期。

（证券分析师：杨默曦　研究助理：宗旭豪）

华兴源创（688001）：Q3 业绩大幅增长，欧立通并表+充裕订单保障全年业绩

事件：公司 2020 年前三季度实现营收 11.92 亿，同比+19.9%；归母净利润 2.27 亿，同比+23.7%；扣非归母净利润 1.95 亿元，同比+8.9%。

投资要点

三季度欧立通并表，业绩大幅增厚

单三季度公司实现收入 5.8 亿元，同比+97.5%，归母净利润 1.1 亿元，同比+129.9%。Q3 业绩实现大幅增长，主要原因为三季度开始公司欧立通收购完成，纳入公司合并报表范围。Q3 子公司贡献收入 1.85 亿元，我们预计其中欧立通贡献约 1.8 亿元收入。剔除并表影响，Q3 母公司实现收入 3.99 亿元，同比+36.2%，仍然实现高速增长，预计主要系随着疫情逐渐好转，公司订单逐步释放所致。

欧立通致力于提供可穿戴产品的自动化智能组装、检测设备，是国内苹果智能手表检测领域的主供商，2017-2019 年，欧立通超 94%的收入来自苹果公司及其代工厂广达、仁宝、立讯等。前三季度欧立通无线耳机等订单超预期，目前在手订单充足，随着苹果新款 iWatch、Airpods 发布临近，订单有望进一步释放，华兴源创在公告中预计欧立通 2020 年已通过样机验证的项目能够取得约 2.5 亿-3 亿元订单。

盈利能力保持稳定，研发投入维持高位

2020 年前三季度综合毛利率 48.1%，同比-0.7pct；净利率为 19.1%，同比+0.6pct，基本维持稳定。Q3 综合毛利率 49.4%，同比+1.8pct，环比+1.6pct；净利率 19.2%，同比+2.7pct，环比-4.9pct。前三季度期间费用率 27.1%，同比+0.9pct。其中销售、管理（含研发）和财务费用率分别为 5.5%/20.9%/0.7%，分别同比-0.1pct/-0.6pct/+1.6pct。前三季度研发投入 1.6 亿元，同比+33.1%，研发费用率为 13.7%，同比+1.4pct，研发投入增长主要由于公司新增新加坡和韩国两个子公司，主要从事半导体检测设备研究。

激励方案业绩考核彰显未来发展信心

9 月 2 日晚公司发布公告，拟向 147 名激励对象授予 400 万股限制性股票，约占总股本的 0.93%，其中首次授予 320 万股，预留 80 万股，授予价格为 20.26 元/股。激励方案中，首次授予的限制性股票业绩考核以 2019 年净利润或营业收入为基数，2020-2022 年净利润或营业收入增速不低于 30%、40%、50%，CAGR 为 14.5%。以公司 2019 年营业收入 12.58 亿元、净利润 1.76 亿元估算，首次激励部分解禁的业绩考核要求 2020/2021/2022 年营业收入分别不低于 16.35/17.61/18.87 亿元，或净利润分别不低于

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2.29/2.46/2.64 亿元。我们认为，股权激励方案的推出以及相应的业绩考核要求彰显了公司对中长期发展的高度信心。

半导体测试设备爆发在即，加码研发推动进口替代

公司是国内仅有的定制化 BMS 芯片检测设备解决方案提供商。标准化检测设备方面，公司 SoC 和 CIS 测试机已取得国内领先的 IC 设计公司和封测厂的小批量订单。芯片可以分为数字芯片（难度高）、模拟芯片（难度低）、数模混合芯片（难度中），目前模拟测试机国产化率已经达到 85%，而数模混合和数字测试机目前仍由爱德万和泰瑞达两大全球半导体测试设备龙头垄断。SoC 和 CIS 测试机属于数模混合测试机，国产替代空间大、难度中等，公司从这一领域切入，有望较快完成测试设备的国产率提升。

盈利预测与投资评级：我们预计 2020-2022 年的净利润分别为 2.74、3.27、3.80 亿，对应当前股价 PE 为 66、55、48 倍，维持“增持”评级。

风险提示：面板产线投资不及预期；半导体检测设备业务拓展不及预期。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　证券分析师：朱贝贝）

鸣志电器（603728）三季报点评：增长提速、盈利能力改善

投资要点

Q3 收入+12.06%、净利润+17.79%，剔除汇兑影响 Q3 单季利润+40%以上。公司 Q1-3 实现营收 15.92 亿元，同比+5.10%；归母净利润 1.42 亿元，同比+10.38%。其中 2020Q3 营收 6.04 亿元，同比+12.06%，环比+3.56%；归母净利润 0.63 亿元，同比+17.97%，环比-3.87%。Q3 因美元汇率变动带来大额财务费用，Q3 单季财务费用 1442 万、19Q3 为-448 万，20Q1、Q2 分别-175 万、123 万，剔除该影响，假设 20Q3 财务费用为 0，则 Q1-3 净利润同比+21.6%、Q3 净利润同比+45.2%。

控制电机 Q3 继续提速，医疗、服务机器人亮眼；LED 目前仍有压力。医疗仪器、移动服务机器人是公司今年的增长亮点，上半年增速分别达到 53%、36%，Q3 仍在增长快车道；同时 Q3 制造业资本开支有所恢复，此前下滑的纺织机械、舞台灯光、安防设备等行业需求，Q3 继续改善，预计 Q4 继续恢复。LED 控制与驱动受疫情影响，城市建设、景观照明等项目投入受到一定限制，预计 Q3 仍有一定压力，后续公司将继续聚焦提升产品性能、提升市场定位等，盈利能力有望得到优化。

高端产品占比提升，毛利率快速改善，随着产能向太仓转移毛利率仍有改善空间。今年应用于医疗等行业的高端产品品类空心杯、无槽无刷电机快速起量，高附加值产品占比提升，带来毛利率快速改善。Q1-3 毛利率为 40.70%，同比上升 2.74pct，Q3 毛利率 42.24%，同比上升 3.84pct，环比上升 2.11pct。明年起太仓、越南等地工厂有望逐步启用，扩充产能的同时，有望进一步降低成本，毛利率仍有进一步优化空间。

盈利预测与投资评级：预计公司 2020-22 年归母净利润分别 2.23 亿、3.09 亿、4.09 亿，同比分别+27.5%、+38.7%、+32.4%，对应现价 PE 分别 38 倍、27 倍、20 倍，给予目标价 29.6 元，对应 2021 年 40 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行，竞争加剧

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（证券分析师：曾朵红　研究助理：柴嘉辉）

卫士通（002268）：营收逐季加速，密码龙头有望持续受益密码合规大时代

事件：

2020 年前三季度实现营收 9.80 亿，同比减少 6.09%，归母净利润-0.94 亿、扣非净利润-0.95 亿，亏损同比分别增加 47.52%、41.12%，相对 Q2 缩窄。

投资要点

营收逐季加速，产品毛利率持续改善：Q3 单季度实现营收 5.47 亿元，同比增长 26.62%，环比大幅改善（Q1、Q2 同比分别为-64.22%、-16.22%）；归母净利润 0.39 亿元，同比增长 104.73%；扣非净利润 0.38 亿元，同比增长 103.43%。毛利率方面，Q1、Q2、Q3 分别为 32.14%、34.57%、36.91%，同比持续改善。费用方面，销售费用略有增长，研发费用同比增长 37.18%，主要是公司加大对重点产品研发力度。存货较年初增长 52.77%，主要系半成品和库存商品增加所致。

《商用密码管理条例(意见稿)》发布：2020 年 8 月，国家密码管理局发布了《商用密码管理条例(修订草案征求意见稿)》，该条例基于《密码法》制定，致力于商用密码管理和促进商用密码事业发展，同时确定了商密工作的行政主管部门和管理部门的职责。同时，落实《密码法》规定的推进商用密码检测认证体系建设，鼓励商用密码从业单位自愿接受商用密码检测认证。依据《密码法》《电子签名法》，进一步明确了电子认证服务，使用密码要求和使用规范；以及政务活动中的电子公文、电子印章、电子证照等的电子认证服务要求。政策端的法律法规持续的出台，将促进密码行业的发展，带动以密码机、防火墙、SSLVPN 安全接入网关、IPSecVPN、网络安全审计、数据防泄漏、文档加密系统等商用密码产品和涉密信息系统产品的需求，作为密码行业的细分龙头，公司有望持续受益。

卫士通橙讯入选中国电科国家信息化产品库：2020 年 9 月，卫士通橙讯作为唯一一款软件类产品加入国家信息化产品库，未来将配合中国电科国际业务云平台的实施完善。中国电科的国际业务云平台是电科国际化经营体系建设重要工具，在国家“一带一路”倡议的引领下，越来越多的央企走出国门对外进行投资建设，卫士通橙讯作为一款以“安全”+“沟通”+“协作”为主打的平台型产品，能提供七大安全保障和一整套密码支撑体系，全面提升跨境沟通及文件传递的安全性和可靠性，为政企用户跨地域乃至跨国业务的安全、高效、有序开展提供有力保障。

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年净利润分别为 2.08/3.57/4.97 亿元，EPS 分别为 0.25/0.43/0.59 元，对应 76/44/32 倍 PE。以加密主业为核心，持续加强面向党政、重点行业核心业务推进，信创放量，公司将进入业绩释放期，维持“买入”评级。

风险提示：信息安全市场低于预期，安全云平台建设低于预期。

（证券分析师：郝彪）

常熟银行（601128）：2020 年三季报点评：小微信贷回暖，资产质量值得信赖

请务必阅读正文之后的免责声明部分

事件：常熟银行 2020 年三季度累计实现营业收入 49.87 亿元，同比增长 4.17%；归属于母公司股东净利润 13.95 亿元，同比增长 1.76%，对应 EPS 为 0.51 元/股；三季度末总资产 2031.37 亿元，较期初增长 9.9%；归属于母公司股东净资产 175.11 亿元，较期初增长 3.46%，对应 BVPS 为 6.39 元/股。

投资要点

盈利预测与投资评级：常熟银行三季度盈利回暖（单季度净利润增速转正至 2.4%），但资产规模扩张放缓、净息差收窄造成营收增速走低（单季度营收增速-5.7%）。公司资产质量依然值得信赖，不良率小幅下行至 0.95%，信用减值环比降低是推动盈利回暖的核心。当前宏观环境对小微信贷业务带来一定压力，但公司的核心竞争力及未来通过村镇银行扩张的路径清晰，当前估值值得长期看好。我们预计常熟银行 2020、2021 年盈利增速分别为 4.8%、17.3%，目前估值对应 1.17x2021PB，维持“增持”评级。

ROA 拆分：拨备正向贡献，净利息收入、非息收入、成本负向贡献。常熟银行前三季度 ROA 为 1.04%，虽然仍高于同业，但同比下降 9pct。分拆 ROA：1）由于净息差收窄和资产规模增长放缓，净利息收入对 ROA 的贡献有所下降；2）前三季度手续费与佣金净收入同比下滑 20.82%，其中手续费及佣金支出同比大幅增加 86.13%，预计源自推广“码上付”产品带来的结算业务手续费及佣金支出增加；其他非利息收入同比下滑 2.37%，其中第三季度投资收益仅 1730.4 万元（上半年 2.60 亿元），预计受债市波动影响；3）成本收入比 40.17%，较去年同期上升 3.90pct，预计与 2019 年下半年以来公司网点扩张、小微总部大幅增员有关；4）信用减值的环比正向贡献明显，同时所得税率同比降低 4.14pct，对 ROA 形成正向贡献。

收入增速小幅下滑但资产质量优异，环比大幅少提信用减值支持利润回暖。常熟银行前三季度归母净利润同比微增，但单季度营业收入和 PPOP 分别同比-5.7%和-15.8%。盈利回暖主要源于单季度仅计提信用减值损失 2.44 亿元，较上年同期计提的 3.50 亿元同比减少 30.4%，较二季度单季计提的 6.03 亿元环比大幅减少 59.6%，拉动单季度的归母净利润正增长 2.4%。公司信用减值损失环比大幅少提，主要因为在二季度已经大幅增厚拨备覆盖率 24.9pct 的背景下，实际资产质量保持稳健，三季度末公司拨备覆盖率环比上行 2.29pct 至 490.02%。此外，公司不良率和关注贷款率仍然较二季度末分别环比下降 1BP 至 0.95%和 1.33%，反映公司成熟的小微信贷模式保障了优异的资产质量。

个人经营性贷款投放回暖，净息差整体缓慢下行。常熟银行第三季度贷款规模环比增长 4.27%，仍然保持可观的增速，其中对公、个人贷款分别环比增长 0.03%、8.47%。可以看到，下半年以来公司核心业务个人经营性贷款的投放有所回暖，三季度个人贷款环比增长 57.45 亿元，其中个人经营性贷款环比增长 38.1 亿元，在增量中占比高达 66.32%。后续随着宏观经济回暖、货币政策转向常态化，预计小微信贷业务将继续回暖，从贷款投放量、利率定价、竞争环境等方面推动公司经营基本面继续回升。负债端，公司第三季度存款总额环比仅增长 0.45%，且定期存款占比较二季度末上升 2.25pct 至 59.06%，负债端压力造成净息差呈现小幅下行的趋势，前三季度以期初、期末生息资产科目均值及利息净收入估算累计净息差环比下行约 3BP，其中单季度净息差环比下行约 6BP。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示：1）贷款利率及负债成本走势造成利差持续收窄；2）不良贷款率超预期持续上行；3）小微信贷业务发展不及预期。

（证券分析师：马祥云）

福莱特（601865）三季报业绩点评

投资要点

公司 Q1-3 业绩 8.12 亿元，同比增长 59.9%，超预期：公司发布 2020 年三季报，20 年 Q1-3 实现营业收入 40.17 亿元，同比增长 18.81%；实现归属母公司净利润 8.12 亿元，同比增长 59.94%，对应 EPS 为 0.42 元。其中 2020Q3，实现营业收入 15.2 亿元，同比增长 12.96%，环比增长 17.57%；实现归属母公司净利润 3.51 亿元，同比增长 42.59%，环比增长 42.86%。

Q3 光伏玻璃量价齐升，Q4 及明年有望持续高增：2020Q3 公司光伏玻璃销量约 0.53 亿平，在嘉兴 600 吨/日老线 5 月底开始冷修情况下公司销量环比增长 5%左右的原因在于成片率的提升、双玻占比的提升及库存消化。同时由于 Q3 国内海外装机均环比高增长，同时受疫情影响龙头产能释放推迟，短时间内供需错配致价格调涨，光伏玻璃 7 月、9 月 2 次提价，推动公司 Q3 玻璃出货价格环比提升。Q4 看旺季来临，玻璃供需持续紧张，当前时点，福莱特、信义 3.2mm 报价 35 元/平米，部分小厂报价已涨至 40 元/平米。明年看，考虑到产能释放年度均匀分布，且玻璃产能需要爬坡，有效产能增加预计 20%左右，而明年预计全球需求增速在 30+%，远超供给增速，预计玻璃供需持续紧张。

双玻化&需求强劲价格调涨&燃料成本下降，毛利率超预期提升至 45%+：Q3 公司光伏玻璃毛利率约 45%，环比增长 7-8pct。毛利率大幅提升主要是由于：1）高毛利率的 2.0mm 玻璃占比提升；2）需求强劲价格调涨；3）燃料成本环比下行，同时公司 Q3 参股嘉兴最大天然气运营公司嘉兴燃气，成本下降比例预计更高。重油 Q3 成本持续处于低位。明年看，公司盈利能力强势：1）新产能逐步释放：公司越南、安徽产能超 1000t/d 大窑炉逐步释放，预计成本进一步下降。2）受益大尺寸趋势：大尺寸玻璃有溢价，目前比常规玻璃贵 3 元/平，预计随着明年大尺寸占比迅速提升，公司充分受益。

产能置换政策征求意见稿出台，新增产能门槛高，龙头地位强化。10 月 22 日，工信部下发关于征求《水泥玻璃行业产能置换实施办法（修订稿）》意见的函，严禁备案和新建扩大产能的平板玻璃，其中包括光伏玻璃，确有必要新建的产能必须实施减量或等量置换，若该政策落地，国内产能扩张受限，玻璃行业供需将进一步收紧，产能置换政策拉高扩产门槛，龙头地位强化！

盈利预测与投资评级：我们预计公司 20-22 年业绩为：12.96、23.43、29.33 亿元，同比+80.72%、80.80%、25.17%，对应 EPS 为 0.66、1.20、1.50 元。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　研究助理：黄钰豪）

九洲药业（603456）：CDMO 跨越式成长，业绩持续高增

投资要点

请务必阅读正文之后的免责声明部分

API+CDMO 双布局，公司近年来业绩显著提速：2019 年九洲药业 API、CDMO 业务分别实现营业收入 10.13 亿元和 7.57 亿元，其中 CDMO 业务近五年 CAGR 达 19.78%，2020H1 实现收入 4.36 亿元，同比增长 136.16%，带动公司业绩显著提速。收入结构中 CDMO 业务占比提升及原料药涨价+成本控制推动公司毛利率不断上行，2020 年上半年公司综合毛利率 42.22%，盈利能力不断增强。

CDMO 业务跨越式增长，短期看放量，长期修内功：我国 CDMO 行业受益发达国家产业链转移及创新药研发高景气度，MAH 制度为行业发展扫清障碍，预计未来三年实现 20%左右的复合增长。公司 CDMO 业务订单需求旺盛，供给进入新一轮产能扩张期。尤其是 2019 年公司收购诺华苏州工厂，诺华 Entresto、Kisqali 及 Gleevec/Tasigna 三类重磅药品全球放量有望带动公司业绩跨越式增长。其他 CDMO 业务受益公司手性催化、连续化反应和氟化学三大平台，预计将实现超行业均值的增速。同时，公司通过产业链上下游拓展打开长期增长空间，10 亿元定增扩建瑞博苏州研发中心将提高研发规模并增强公司一体化服务水平。研发团队持续扩充+产能不断优化升级，公司未来有望跻身 CDMO 行业第一梯队。我们预计九洲药业 2020-2022 年公司分别实现 CDMO 业务收入 12.40 亿、19.52 亿、26.29 亿元。

API 主要品种表现稳定，瑞科复产及新品种未来落地注入活力：原料药行业稳健增长，中印两国承接全球产业链转移效果明显，国内原料药企业未来工艺技术及管理体系尚有较大提升空间。公司中枢神经类、非甾体抗炎类、抗感染类和降糖类四大产品构成 API 体系，卡马西平、奥卡西平、酮洛芬等拳头产品直接参与全球市场竞争，稳定贡献收入。受 2020 年下半年江苏瑞科复工利好影响，预计公司磺胺类及格列齐特原料药收入将有所改善，联手上药及公司自研新产品的上市未来提供一定业绩弹性。我们预计 2020-2022 年公司 API 业务分别实现收入 11.59 亿、12.65 亿、13.56 亿元。

盈利预测与投资评级：暂不考虑公司增发摊薄，我们预计九洲药业 2020-2022 年归母净利润分别为 3.80 亿、5.99 亿、7.87 亿元，增速分别达 59.7%、57.4%、31.5%，净利润三年复合增速高达 49.1%，相应 2020-2022 年 EPS 分别为 0.47、0.74、0.98 元，当前股价对应估值分别为 68、43、33 倍。考虑到公司 CDMO 业务跨越式增长，首次覆盖，给予“买入”的投资评级。

风险提示：服务的主要创新药生命周期更替及上市销售低于预期的风险、行业政策变化、原料药价格波动风险、汇兑损益风险等。

（证券分析师：朱国广　证券分析师：周新明）

传音控股（688036）：新市场开拓成效显著，业绩持续超预期

事件：公司于 10 月 27 日晚发布 2020 年第三季度报告，2020 年前三季度实现营收 249.71 亿元，同比增长 48.15%；归母净利润 19.54 亿元，同比增长 50.23%；扣非归母净利润 17.48 亿元，同比增长 57.85%。

投资要点

营收利润增长超预期。2020 年前三季度营收和利润均实现较大增长，主要是由于本期非洲市场保持稳定增长；同时，公司持续加大新市场的开拓及品牌宣传推广力度，新市场销售收入同比上升。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

毛利率略降，研发及财务费用增幅较多。2020 年前三季度公司毛利率为 25.93%，同比-2.70pct，主要是因为新市场收入占比不断提升。研发、财务费用均同比上升，其中研发费用为 7.59 亿元，同比上升 36.30%，主要是本期持续加大对研发的投入所致；财务费用为 2.22 亿元，同比上涨 471.58%，主要由于本期美元相对于人民币贬值，以及埃塞比尔、印度卢比、南非兰特相对于美元贬值，确认的汇兑损失增加所致。现金流方面，经营活动现金流净额为 28.29 亿元，同比增长 21.29%；投资活动现金流净额为-0.21 亿元，同比增长 97.48%，主要是由于本期用于购买理财产品的资金净流出减少所致；筹资活动现金流净额为 0.97 亿元，同比减少 96.21%，主要是由于上年同期收到首次公开发行股票所募集的资金所致。

坚持新兴市场+新业务拓展，未来发展可期。公司发展多元化业务，“智能终端”和“移动互联”相辅相成，以核心技术驱动，未来成长可期。其中：1）手机业务：公司积极开拓新兴市场，随着新兴市场人均收入、4G/5G 网络覆盖率逐步提升，将带来手机需求量增长与产品结构升级，公司将收获红利；2）数码配件、家用电器业务：公司将积极实施多品牌发展策略，有关品牌在新兴市场已处于行业领先地位；3）移动互联网业务：随着非洲的移动互联网渗透率快速提升，公司凭借着移动终端的优势，积极开发移动互联网产品，实现流量变现，未来有望呈现高速增长趋势。

盈利预测与投资评级：伴随着非洲市场功能机升级智能机趋势演进，以及新市场不断开拓，公司手机业务有望大步发展，公司品牌影响力进一步增强，数码产品和家电等新业务规模扩大，盈利有望持续高增长，公司 2020 年前三季度业绩大超预期，因此我们调高了公司业绩预测，预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 380.92/483.77/590.20 亿元，同比增长 50.3%/27.0%/22.0%；归母净利润分别为 28.53/36.54/44.98 亿元，同比增长 59.1%/28.1%/23.1%，EPS 分别为 3.57/4.57/5.62 元，当前股价对应 PE 为 26/21/17 倍。我们看好公司未来成长性，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动，核心人员流失，公司境外经营风险，行业竞争加剧，新市场开拓不利。

（证券分析师：王平阳　证券分析师：王少南）

宁德时代（300750）三季报点评：宁德时代三季报点评：大额减值拖累增速，海外放量强化龙头优势

投资要点

20 年 Q1-3 归母净利润 33.57 亿元，同比下降 3.1%，略低于预期。2020 年前三季度公司营收 315.22 亿元，同比下降 4.1%；归母净利润 33.57 亿元，同比下降 3.1%；扣非净利润 25.67 亿元，同比下降 13.4%；20Q1-3 毛利率为 27.41%，同比下滑 1.67pct；净利率为 11.68%，同比增加 0.24pct。20Q1-3 计提资产减值损失 8.18 亿元，其中存货跌价准备 6.75 亿元；Q1-3 计提信用减值损失 1.96 亿元。

Q3 收入利润稳健，大额减值计提拖累增速。20Q3 公司实现营收 126.93 亿元，同比增加 0.8%，环比增长 29.54%；归母净利润 14.2 亿元，同比增长 4.24%，环比增长 18.8%，扣非归母净利润 11.91 亿元，同比增长 3.91%，环比增长 25.66%。盈利能力方面，Q3 毛利率为 27.78%，同比下滑 0.15pct，环比下滑 1.26pct；净利率 12.12%，同比增长 0.89pct，环比下滑 0.52pct；Q3 扣非净利率 9.38%，同比提升 0.28pct，环比下滑 0.3pct。Q3 计提资产减值损失 4.79 亿元，其中主要为存货减值损失，计提信用减

请务必阅读正文之后的免责声明部分

值损失 0.74 亿元，大额计提拉低表观利润。

Q3 国内、海外需求恢复，出货量同环比稳健增长。我们预计公司 Q3 动力电池收入确认近 100 亿，同比下滑 10%，环比增 50%。预计 Q3 公司动力电池排产 14gwh 左右，确认收入近 12gwh，同比微增，环比增 55%，其中国内动力装机 8gwh，海外装机 1gwh，车企提前备货增加 3gwh 左右。1-3Q 公司出货量确认 27gwh，Q4 排产超过 18gwh，预计全年公司出货量 45gwh，同比增 13%，其中海外出口 6-7gwh。

Q3 国内份额 48%，略有下降，Q4 特斯拉铁锂版上量后，份额将回升。国内电动车 Q3 销量 34.5 万辆，环比增长 34%，同比增长 41%，Q3 行业装机电量 16.6gwh，同比增长 36%，环比增长 41%。宁德时代 20Q3 国内装机电量 7.95gwh（含时代上汽、江苏时代），同比增长 1%，环比增 33%，市占率 48%，同比下降 16pct，环比下降 3pct。1-3Q 公司累计装机电量为 16.8gwh，同比下滑 23%，份额 49%，较 19 年下降 3pct。Q3 公司份额略微下滑，主要受特斯拉（lg 配套）增长及比亚迪销量恢复影响，我们预计 Q4 公司配套的铁锂版本特斯拉放量后，份额有望回升，维持 50%左右。

盈利预测：预计公司 20-22 年归母净利润为 50.6/75.9/103 亿元，同比分别 11%/50%/36%；EPS 分别 2.17/3.26/4.42 元；对应现价 PE 分别 109/73/54 倍，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）

璞泰来（603659）：汇兑损益拉低增速，负极量利双升趋势确立

投资要点

2020 年前三季度归母净利润 4.15 亿元，同比下降 9.4%，略低于预期。2020 年前三季度公司营收 33.47 亿元，同比下降 4.4%；归母净利润 4.15 亿元，同比下降 9.4%，略低于预期，主要由于 Q3 汇兑损失近 0.2 亿，拖累增速；扣非净利润 3.8 亿元，同比下降 9.7%。盈利能力方面，20Q1-3 毛利率为 32.13%，同比增加 3.72pct；净利率为 13.45%，同比减少 0.03pct。

负极一体化效果明显，Q3 盈利能力同环比改善，但汇兑损益拉低业绩增速：20Q3 公司实现营收 14.59 亿元，同比增加 10.19％，环比增长 36.49%；归母净利润 2.19 亿元，同比增长 12.33%，环比增长 110.59％，扣非归母净利润 2.05 亿元，同比增长 13.02%，环比增长 121.11%。盈利能力方面，Q3 毛利率为 34.08%，同比增长 3.25pct，环比增长 3.29pct；净利率 16.28%，同比增长 0.61pct，环比增长 5.26pct；Q3 扣非净利率 14.02%，同比提升 0.35pct，环比提升 5.37pct。其中汇兑损失 0.19 亿元，若扣除汇兑损失及其所得税影响，预计 Q3 归母净利 2.36 亿元，同比增长 21.36%，净利率 17.5%，创近两年新高。

受益于海外客户高增，负极 Q3 显著放量。我们预计 20Q3 负极出货 1.8-1.9 万吨，同环比增长 50%左右，1-3Q 公司负极累计出货 4-4.1 万吨，同比增 20%+，预计全年出货量 6.5 万吨+，同比增 35%+，21 年销量将维持高增长，预计达到 9-10 万吨。从结构看，公司动力负极占比显著提升，预计 20Q3 公司动力负极销量约 1.1-1.2 万吨，占比 55%左右，较 H1 提升 5-10pct，其中 7 月起 LG 波兰工厂产能恢复，排产逐月增加，预计 Q3 向 LG 出货 0.7 万吨+，贡献主要增量，Q3 三星等海外厂商也开始逐渐起量，全年预计 LG 贡献 2 万吨出货量，21 年有望达到 3-4 万吨，在公司出货量

请务必阅读正文之后的免责声明部分

比重超过 30%。

一体化效果开始体现，负极量利齐升。Q3 负极均价 6.5-6.6 万/吨（含税）左右，同环比微降，但是成本整体降幅更大：1）针状焦上半年降价 30%，低成本材料 Q3 开始体现，2）内蒙一体化石墨化产能逐步爬坡，Q3 自供率 60%左右，上半年约 30%，3）海外高毛利产品放量，LG 出货占比 35%以上，提升明显。因此，预计 Q3 负极单吨利润 0.8 万/吨，若不考虑汇兑损益的影响，预计负极 Q3 单吨利润恢复至 0.9 万/吨+，较上半年提升 20%。因此 Q3 预计负极贡献利润约 1.5 亿（已扣除汇兑损益约 0.2 亿），1-Q3 贡献 3 亿+利润，预计全年 5-5.5 亿利润（已扣除减值和汇兑损益），同比增 10-20%。？盈利方面随着山东兴丰剩余股权收购完成，有望进一步降低公司成本，单吨利润有望维持在 0.9-1 万/吨。

投资建议：我们预计公司 2020-2022 年预计归母净利 7/10.6/14.4 亿，同比增长 8%/50%/37%，对应 PE 为 65x/43x/32x，给予 2021 年 50 倍 PE，目标价 121 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）

昂利康（002940）：Q3 净利超预期，公司加速步入增长期

投资要点

事件：2020 年前三季度公司实现营业收入 9.18 亿元，同比减少 13.94%；实现归母净利润 1.24 亿元，同比增长 37.41%；扣非归母净利润 1.03 亿元，同比增长 22.54%；经营性现金流 1.81 亿元，同比增长 31.44%。

Q3 业绩环比大幅改善，公司加速步入增长期。公司 Q3 单季度实现营业收入 3.10 亿元，同比减少 2.73%，实现归母净利润 3916 万元，同比增长 55.40%，业绩环比持续向好，营收、归母净利润同比增速较二季度大幅提速，分别提升 14.54pt 和 18.44pt。2019 年由于子公司江苏悦欣停产，公司中间体 7-ADCA 和头孢原料药生产受较大影响。20 年开始，1）江苏悦欣下半年复产，此前受影响中间体及原料药迅速恢复。2）在制剂方面，公司存量核心品种苯磺酸左氨氯地平（钙拮抗剂类抗高血压制剂）过去稳定贡献现金流，一致性评价通过后产品将加快放量。3）alpha 酮酸则是公司另一核心产品，特色原料药独家供应国际制药巨头费森尤斯卡比，未来产能释放带动收入增长，alpha 酮酸片新型制剂未来则有望逐渐获批，为公司带来新的业绩增长点。从三季度情况看，公司业绩已加速步入高增成长期。

持续推动一致性评价工作，未来新制剂上市打开成长空间。带量采购、两票制等政策深刻改变了仿制药市场竞争格局，公司坚持研发创新，历经多年通过自主研发掌握了头孢类中间体、原料药的酶法工艺、阿尔法酮酸合成等核心技术。通过持续推进一致性评价工作，公司制剂产品上市进度良好。我们预计 2022 年开始公司替格瑞洛片、复方 α-酮酸片、艾迪骨化醇、布瓦西坦、LCZ696、碳酸镧、聚卡波非钙等产品将陆续上市。此类制剂市场空间广阔，竞争格局良好，预计未来将为公司打开广阔的增长空间。

毛利率大幅提升，制剂收入高占比改善销售结构，公司盈利能力加强。2020 前三季度，公司实现毛利率 81.61%，同比提升 9.75pt，公司自 2020 年开始毛利率迈入 80%以上区间，主要系公司制剂产品放量，在收入结

请务必阅读正文之后的免责声明部分

构中占比提升所致。同时公司前三季度期间费用率为 65.49%，同比提升 5.72pt，未来新品种制剂上市带动销售规模的增加将持续摊薄公司费用率，进一步提升公司盈利能力。

盈利预测与投资评级：鉴于公司制剂快速放量，净利润提升加速，我们上调公司的盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 1.98、2.82、3.79 亿元，相应 EPS 分别为 2.20、3.14、4.21 元，对应 PE 估值分别为 22、15、11 倍。考虑到公司未来制剂产品广阔空间，短期产能释放及现有制剂放量仍有较大业绩弹性，未来三年盈利复合增速有望接近 50%，维持“买入”评级。

风险提示：新产品研发不及预期；主要产品未能通过一致性评价的风险；安全生产风险；行业监管及政策变动风险等。

（证券分析师：朱国广　证券分析师：周新明）

东山精密（002384）：业绩符合预期，软板有望高增长

事件：公司于 10 月 27 日发布 2020 年第三季度报告，2020 年前三季度实现营收 182.53 亿元，同比增长 11.51%；归母净利润 9.56 亿元，同比增长 7.60%；扣非归母净利润 7.85 亿元，同比增长 13.20%。

投资要点

营收利润符合预期：公司 2020 年第三季度实现收入 69.13 亿元，同比增长 8.18%；归母净利润 4.44 亿元，同比下降 8.54%，主要受 A 客户新品推迟发布影响，业绩基本符合预期。

毛利率略增，研发投入持续增加：2020 年前三季度公司毛利率为 17.23%，同比+0.33pct，研发费用同比增长 40.08%，主要系公司加大研发投入导致研发费用的增加。投资活动产生的现金流量净额同比减少 73.76%，主要系本期使用闲置募集资金购买的银行理财产品增加。筹资活动产生的现金流量净额同比增加 350.83%，主要系本期非公开发行股份募集资金 28.6 亿元。利息收入同比增长 184.91%，主要系本期利用闲置募集资金购买保本理财产品，产生的利息收入。投资收益同比去年减少 98.49%，主要系上期有处置控投子公司产生的收益。资产处置收益同比去年减少 104.53%，主要系本期部分固定资产处置产生损失。营业外支出同比去年增加 140.04%，主要系前期公司对湖北疫情防控的定向捐赠。

软板未来可期，硬板降本增效：公司软板方面具备较强技术实力，近年来营收稳步增长。随着 5G 换机潮，产品的 ASP 仍有提升空间。同时，A 客户软板日系供应商受困于生产成本，未来将可能逐步退出竞争，公司作为国内领先的软板供应商，一方面将受益于 A 客户产品出货量稳定提升，另一方面有望进一步提升客户份额。此外，公司还积极开拓国内手机厂商和 T 客户车载电子板块，未来软板业绩有望持续增长。硬板方面，公司短期内将通过降本增效等方式，提升硬板厂生产经营效率，将来业绩有望得到进一步释放。

盈利预测与投资评级：随着 5G 商用、手机换机潮和硬件升级、智能穿戴产品渗透、汽车电子兴起，公司作为全球主要 PCB 供应商，技术积累深厚，客户资源丰富，积极与 A 客户等世界知名厂商合作，有望不断改善业绩，增强市场地位。我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 265.26/305.53/354.42 亿元，同比增长 12.6%/15.2%/16.0%；归母净利润分别为 15.68/21.17/25.61 亿元，同比增长 123.1%/35.0%/21.0%；EPS 分别为

请务必阅读正文之后的免责声明部分

0.92/1.24/1.50 元，当前股价对应 PE 分别为 30/22/18 倍，我们看好公司未来成长性，维持“买入”评级。

风险提示：客户集中度较高，行业技术升级换代快，国际政治环境复杂，市场拓展不及预期，环保风险。

（证券分析师：王平阳　证券分析师：王少南）

启明星辰（002439）：费用端拖累业绩，Q4 增速有望继续向上

事件：

2020 年三季报营收 14.43 亿元、归母净利润 0.69 亿元、扣非净利润 0.28 亿元，同比分别减少 8.83%、29.06%、63.99%。

投资要点

费用端投入拖累业绩表现：分季度来看，Q3 实现营收 6.89 亿元，同比下滑 1.76%；毛利率提升 6.37pct，主要受益于高毛利率自有安全产品收入占比提升。Q3 实现归母净利润 0.90 亿元，同比增长 8.31%，扣非净利润 0.78 亿元，同比下滑 2.13%。前三季度期间费用率整体大幅上涨，销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 35.36%、7.84%、34.02%，同比分别增加 7.73pct、0.6pct、6.28pct，主要是加大渠道销售体系建设和研发投入，相关人员增加导致费用增长。一方面渠道建设和产品研发与收入存在一定的滞后性，其次疫情影响了公司渠道建设的进度，预计随着后续渠道建设的推进和完善，将开始对营收产生较大的正向贡献。Q3 经营性现金流金额为 1.40 亿元，同比提升 393.86%，环比也改善明显。

Q4 业绩有望继续逐步向上：上半年受全国疫情和北京二次疫情的影响，无论是客户的预算制定还是具体项目实施上，对公司订单增长和收入确认都带来了较大困难。7 月份开始，公司的整体订单迅速恢复，考虑到项目的实施周期，我们预计下半年的订单将会在 Q4 或者明年 Q1 逐步贡献业绩。

多点共振下网安行业需求旺盛，看好公司在新战略业务的前景：从行业端开看，多项政策法规推动行业景气度提升，新技术、新赛道、主动防御、安全服务等正不断给行业带来新的增量，IDC 预测中国网安市场规模 2024 年将达到 179 亿美元，2020-2024 年 CAGR 为 18.7%，云安全、大数据安全、工控等细分赛道增速远高于行业。公司是行业内率先布局安全运营、工业互联网安全、云安全等新兴安全领域的企业之一，三大战略新业务过去几年收入均实现了翻倍的增长，今年受疫情影响速度有所放缓。随着影响业务发展的不利因素消失，我们仍十分看好公司在新战略业务的前景。

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年归母净利润分别为 8.06/11.09/15.02 亿元，目前股价对应 PE 分别为 40/29/21 倍。公司前三季度营收占公司全年营收占一半左右，全年来看安全运营、工业互联网安全、云安全等三大战略新业务仍有望继续保持高速增长，目标价 45.30 元，维持“买入”评级。

风险提示：安全运营业务进展不及预期，单一行业采购进度不确定。

（证券分析师：郝彪）

金域医学（603882）：Q3 新冠维持高贡献，公司业绩持续高增

请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资要点

事件：2020 年前三季度公司实现营业收入 58.27 亿元，同比增长 48.65%；实现归母净利润 10.55 亿元，同比增长 230.65%；扣非归母净利润 10.20 亿元，同比增长 293.16%；经营性现金流 9.43 亿，同比增长 158.51%。

Q3 业绩受益新冠继续大幅增长，ICL 龙头长期发展获助推。公司 Q3 单季度实现营业收入 23.53 亿元，同比增长 70.85%，实现归母净利润 4.99 亿元，同比增长 238.74%，净利润暴增主要应为新冠检测服务贡献。疫情以来，公司先后在湖北、广东、吉林、北京等全国 30 个省市区开展新冠核酸检测，截至 9 月底，累计检测量超过 2200 万人份，较 6 月底大幅提升约 1000 万人份。长期来看，疫情对 ICL 行业发展也有极大的助推作用。2018 年我国医学检验市场规模超 2500 亿元，而第三方医学诊断市场规模仅为 125 亿元左右，渗透率仅为 5%，远低于美国（35%）、欧洲（50%）和日本（67%）等发达国家或地区，行业潜在发展空间巨大。此次新冠疫情一方面暴露出医院检验能力的不足，引起政策重视，另一方面也为具备专业化、规模化检测能力的 ICL 企业提供业绩助力，提升行业集中度。金域作为国内 ICL 龙头，拥有实验室 37 家，物流网点 2000 余个，将充分享受行业渗透率提升红利，长期发展动力充足。

常规检验逐渐恢复，项目、客户结构优化带动公司业绩加速。公司目前拥有检测项目数近 3000 个，领先大多国内对手，但较国外大型 ICL（Quest、LabCorp）超 4000 检测项目数仍有提升空间。疫情进入尾声，新冠反复为公司增厚业绩的同时，公司常规项目也在迅速恢复，尤其是慢性病、血液、生殖免疫等较为刚需项目。近年来公司分子诊断等特检项目发展突出，高端项目和优质客户收入占比不断提升，使公司项目结构和客户结构得到优化。同时公司坚持产学研一体的开放创新体系，以客户为中心、以临床为导向的发展战略，业务逐渐向临床实验、冷链物流、卫生检验、司法鉴定等领域延伸，多元化发展提供更多业绩增长点。公司在服务体系、检验技术与人才上的储备逐渐构筑竞争壁垒，未来高附加值项目的落地有望助力公司业绩不断加速。

规模化是 ICL 根本竞争力之一，公司费用率持续下行。2020 年前三季度受益新冠销售规模较大，公司期间费用率仅为 23.75%。拉长区间看，公司期间费用率也由 2015 年的 38.85%下降至 2019 年的 31.14%，主要系销售费用率和管理费用率的摊薄。未来随着公司固定资产使用效率和人员效率的提升，及控费效果的持续显现，公司盈利能力有望不断加强。

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年归母净利润分别为 12.17、9.84、11.57 亿元，相应 EPS 分别为 2.65、2.14、2.52 元，对应 PE 估值分别为 43、53、45 倍。考虑到公司为国内 ICL 龙头，受益疫情有望加速发展，未来三年盈利复合增速有望超 40%，维持“买入”评级。

风险提示：新冠影响的不确定性；质量控制风险；检验降价风险等。

（证券分析师：朱国广　证券分析师：周新明）

中科创达（300496）：Q3 业绩持续高歌猛进，营收增长配合成本控制促进利润上升新台阶

投资要点

事件：10 月 26 日，中科创达公布 2020 年三季度业绩报告，前三季度实

请务必阅读正文之后的免责声明部分

现营业收入 17.87 亿元，同比增长 40.27%，实现扣非净利润 2.67 亿元，同比增长 106.28%，实现基本每股收益 0.72 元/股，同比增长 84.21%。

三大业务共同发力，Q3 业绩增长明显：2020 年 Q3 公司实现营业收入 7.38 亿元，同比增长 36.85%，实现扣非后归母利润 1.12 亿元，同比增长 91.55%，实现基本每股收益 0.28 元/股，同比增长 69.14%。中科创达总营业收入与利润同步保持高速增长，公司持续加大业务投入。控本优势明显，销售费用率、管理费用率和财务费用率逐渐下降，营收增长拉动净利率稳步向上，实现对 2019 年全年利润超越。

研发投入稳定，巩固核心竞争力：2020 年前三季度发生研发费用 1.76 亿元，较上年同期 1.34 亿元同比增长 31.57%，同时 2020 年 Q3 季度研发费用为 0.68 亿元，环比增长 83.78%。研发人员占公司总员工数超过 90%。持续高研发有望增加技术壁垒，保持核心竞争力。目前在智能操作系统和人工智能相关技术领域持续研发投入已实现规模效应。

深度绑定芯片巨头，技术领先性强：公司与全球知名芯片厂商高通、展讯通信等深度合作，公司作为全球领先的智能操作系统产品和技术提供商，操作系统产业链覆盖全面，技术领先。公司拥有超过 1000 个知识专利，并集 IP 授权，产品售卖，开发服务等一体化服务。在智能手机，智能联网，智能汽车等领域提供先进解决方案。同时利用端、边、云协作技术优势，未来逐步提升物联网产品市占率。我们认为，在 5G 与人工智能告诉发展的现状下，公司加大投入与研发，未来有望持续享受物联网市场空间高速增长所带来的红利。

盈利预测与投资评级：我们持续看好中科创达业务发展，预计 2020-2022 年营收分别为 22.93 亿元、29.31 亿元、37.95 亿元。EPS 分别为 0.84 元、1.22 元和 1.69 元，对应的 PE 估值分别为 99/68/49X，维持“买入”评级。

风险提示：5G 产业进度不及预期，物联网产业进度不及预期。

（证券分析师：侯宾　研究助理：姚久花）

晶澳科技公司点评报告：一体化龙头经营稳健，产能扩张持续推进

【内容摘要】：

投资要点

公司 Q1-3 业绩 12.91 亿元，同比增长 85.3%，超预期：公司发布 2020 年三季报，20 年 Q1-3 实现营业收入 166.95 亿元，同比增长 24%；实现归属母公司净利润 12.91 亿元，同比增长 85.3%，其中 2020Q3，实现营业收入 58.11 亿元，同比增长 25%；实现归属母公司净利润 5.90 亿元，同比增长 92.9%，Q1-3 归母净利率为 7.7%，同比上升 2.52pct，Q3 归母净利率 10.2%，同比上升 3.7pct，环比上升 3.6pct。公司非经常性损益约 1.5 亿，主要是政府补助和汇兑损益。公司 Q3 公司业绩 5.90 亿元，高于此前预告中值 5.64 亿元（区间 4.99~6.29 亿元）。

Q3 单瓦盈利超预期，盈利能力持续优异，Q4 业绩预计仍有不错表现：Q2 公司组件出货 3.16GW，对应 4.07 亿扣非归母净利润，单价约 1.76 元/W，单瓦盈利约 0.13 元/W；Q3 公司组件出货约 3.5~3.6GW，对应扣非归母净利润约 4.43 亿元，单价约 1.55 元/W，测算单瓦盈利约为 0.13 元/W，Q3 组件面临低价单交付压力，单价环比下跌 12%，但公司单瓦盈利仍表现优秀，超出市场预期。我们认为原因有三：（1）公司出货同比环比均

请务必阅读正文之后的免责声明部分

大增：公司 Q3 出货约为 3.5GW，同比增长 52%，环比增长 11%；（2）公司 Q3 海外占比进一步提升：海外高毛利率，测算 Q3 海外出货约 2.7GW，同比大增约 57%，Q3 海外占比约为 78%，环比持续提升 8pct；（3）新产能投放+新技术应用+低物料价格：公司一体化新产能投放叠加新技术应用，同时 Q2 物料降价体现于 Q3，Q3 成本环比持续下降。（4）Q3 电池价格较高，公司舍弃部分外购电池订单确保盈利能力。Q4 看国内最强旺季，国内出货预计环比有较大幅度增长，同时随着产能释放出货增加，预计 Q4 出货 6GW+，同增 67%，环增 71%，预计 Q4 公司业绩仍有不错表现。

产能/出货双高增，大尺寸高占比出货结构优化，业绩高增长可期：1）出货来看：Q4 旺季预计出货 6GW 左右，公司 20 年全年预计出货量约 15GW；21 年公司出货预计 30GW+，目前看海外 Q1/2 签单 50%+，其中长单 20-30%，滚动订单约 30%，高签单率保障明年出货高增。2）产能来看：我们预计公司 21 年年底硅片-电池-组件产能将分别达到约 30GW，30GW，40GW，较 20 年底继续翻倍增长，带动平均生产成本继续下降；3）分尺寸看：预计公司 20、21 年底电池大尺寸产能分别达到 13.6GW（182 及以上 8.6GW）、25.67GW（182 及以上 20.6GW），分别占比 76%、85%；预计公司 20、21 年底组件大尺寸产能分别达到 18.4GW（182 及以上 12.2GW）、35.4GW（182 及以上 29.2GW），分别占比 80%、89%；大尺寸产能比例迅速提升，公司今年出货仍以 158 为主，预计 21 年 182 出货占比 50%+，结构改善明显。公司产能持续上新，大尺寸产能占比持续提升，单瓦盈利将得到有力保障，业绩高增长可期。

盈利预测与投资评级：预计 20~22 年公司净利润分别为 16.5/26.5/34.7 亿元，同比长 31.7%/60.9%/30.8%。晶澳是一体化龙头组件企业，受益于下游需求增长&组件市场集中度持续提升&大尺寸结构优化，低估值高成长，给予 21 年 25X，对应目标价 49 元，维持“买入”评级。

风险提示：政策不达预期，竞争加剧等

【摘要结束】

（证券分析师：曾朵红　证券分析师：陈瑶　研究助理：黄钰豪）

恒顺醋业（600305）：改革途中，静待花开

事件：公司发布 2020 年三季报，20Q1-Q3 实现营收 14.46 亿元（+7.98%），归母净利 2.31 亿元（-8.85%），扣非净利 2.06 亿元（+10.87%）。20Q3 实现营收 4.93 亿元（+9.14%），归母净利 0.81 亿元（-25.34%）

投资要点

料酒维持高增，经销商招募提速。20Q1-Q3 实现营收 14.46 亿元（+7.98%），其中 20Q3 实现营收 4.93 亿元（+9.14%）。1）分产品看，Q3 醋类产品营收 3.1 亿元，同比+8%，保持稳健增长；料酒强势扩张，20Q3 实现营收 0.95 亿元，同比+28%。2）分渠道看，线上/线下分别实现收入 0.3/4.4 亿元，同比增长 29/9%，分销/直销分别实现收入 4.2/0.55 亿元，同比增长 10/11%。3）分地区看，华东/华南/华中/西部/华北 Q3 分别实现营收 2.42/0.80/0.81/0.41/0.28 亿元，同比+12/17/6/1/10%。20Q1-3 公司经销商净增加 16/24/35 家，其中 Q3 华东/华南/华中/西部/华北分别增加 2/12/4/14/3 家，经销商开拓加速，华南、西部等地力度明显加大。

人事更替将加速营销改革，静待花开。20Q1-Q3 毛利率 41.15%(-3.20pct)，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

其中 20Q3 毛利率 41.78%(-2.93pct)，预计与会计政策调整，要求将原本计入销售费用的运输费（19 年运输费用率为 4.5%）纳入营业成本，则加回计算后公司依靠产品升级+提价滞后释放红利，使得毛利率实质提升 2pct；因 7.14 日才重新委任李总（现任总经理，曾任公司研究所副所长、生产部副经理）为公司营销总监，部分营销活动节奏有所调整，Q3 销售费用率（加回运输费用后）基本同比持平。整体来看，公司营销改革决心已现，招商力度加强、经销商激励加大，预计中期将加大渠道投入，支撑长期增长。20Q3 人工成本及折旧摊销减少，管理/研发费用率分别同比增加 0.94/0.82pct，预计主要是 SAP 系统导入，咨询投入等，公司借力提高经营效率，未来有望释放更多潜能。19Q3 处置中山西路资产带来资产处置收益 0.42 亿元，非经常项目基数较高，导致 Q3 归母净利同比下降 25.34%至 0.81 亿元，Q3 扣非净利 0.73 亿元（+9.82%）。

改善循序渐进，改革激发活力。公司改革动力充足，多措并举激发活力，1）产品：做深醋业、做高酒业、做宽酱业；2）营销：新营销总上任，力求理顺营销体系管理，提高营销效率。公司将现有 36 个片区重新整合划分成八大战区，强化市场统筹意识，战区间展开 pk，多劳多得，强化激励。样板城市由 19 年的 3 个增加到 8 个，强化营销拉动；实施智慧零售改革，整合电商、博物馆、恒顺商场等渠道资源。3）管理：公司将不断规范运营管理的标准化、制度化、流程化和透明化，全力推进整合清理或退出非核心主业。

盈利预测与投资评级：预计 20-22 年公司净利增速+5/23/20%，对应 EPS 分别为 0.34/0.41/0.5 元，PE 为 64/52/43X，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）

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