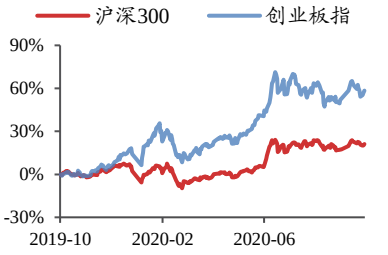
2020 年 10 月 29 日

开源晨会 1029

——晨会纪要

市场快报

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
休闲服务	4.54
食品饮料	2.58
汽车	2.15
化工	1.76
电子	1.33

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
银行	-1.03
房地产	-0.94
国防军工	-0.86
农林牧渔	-0.8
通信	-0.61

数据来源：贝格数据

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

观点精粹

总量视角

【宏观】利润数据不乏亮点，消费制造加快改善

【固定收益】关于存货：我们可以相信的与不可相信的

【策略】周期成长：转型中的变迁

行业公司

【纺织服装：海澜之家(600398.SH)】深度解读海澜之家三季报：拐点与突破

【新能源与电气设备：宁德时代(300750.SZ)】业绩将持续好转，全球扩展是大趋势

【电子：深天马 A(000050.SZ)】2020Q3 业绩符合预期，全力推进 TM17 二期量产

【商贸零售：老凤祥(600612.SH)】三季度业绩表现亮眼，持续受益于婚庆需求释放

【新能源与电气设备：恩捷股份(002812.SZ)】Q3 盈利能力环比显著改善，LG 化学订单增长显著

【电子：华天科技(002185.SZ)】公司发布三季报，盈利能力显著提升

【商贸零售：爱美客(300896.SZ)】本土医美龙头，玻尿酸当红花旦

【食品饮料：双汇发展(000895.SZ)】中外协同下屠宰稳步增长，肉制品业务释放弹性

【计算机：中科曙光(603019.SH)】业绩符合预期，信创领军地位不断夯实

【计算机：启明星辰(002439.SZ)】毛利率大幅提升，现金流表现优异

【电子：晶丰明源(688368.SH)】下游需求迅速回暖，产品结构持续优化

【轻工制造：顾家家居(603816.SH)】2020Q3 业绩超出预期，下游需求有望继续回暖

【电子：新洁能(605111.SH)】Q3 业绩快速增长，毛利率提升显著

【计算机：深信服(300454.SZ)】业务复苏明显，Q4 有望进一步加速

【通信：会畅通讯(300578.SZ)】企业数字化转型新基础设施者，云视频全场景覆盖拉动营收高增长可期

【计算机：宝信软件(600845.SH)】业绩持续增长，IDC+软件业务的景气度持续

【轻工制造：晨光文具(603899.SH)】2020Q3 业绩超出预期，传统核心业务显著回暖

【化工：华鲁恒升(600426.SH)】Q3 检修致毛利率下跌，未来项目投产看好公司成长

【传媒：值得买(300785.SZ)】费用上升影响利润增速，期待“双十一”大展宏图

【煤炭石化：和顺石油(603353.SH)】业绩平稳增长，自营加油站数量稳步扩张

【农林牧渔：正邦科技(002157.SZ)】业绩符合预期，出栏量有望高速扩张

【中小盘：联创电子(002036.SZ)】模造玻璃迎来高光时刻，光学新势力崛起

【中小盘：盐津铺子(002847.SZ)】Q3 业绩再次略超预期，全年高增长确定

研报摘要

总量研究

【宏观】利润数据不乏亮点，消费制造加快改善——宏观经济点评-20201027

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

9 月工企利润增速回落，中上游制造业降幅较大，下游制造业增速显著提高

工业企业利润增速回落，受 PPI 回落、成本上升、计提减值等因素扰动。9 月，工企利润同比增长 10.1%、增速回落 9 个百分点；1-9 月累计，利润同比下降 2.4%、降幅收窄 2 个百分点。增速回落主要受到三方面因素影响，包括工业品价格变动挤压盈利空间，费用上升和部分行业计提资产减值损失，个别行业增速拖累等。

行业大类来看，采矿业、上游原材料制造业、中游设备制造业的利润增速均回落较大；消费品制造业利润增速显著提高。9 月，采矿业、电热气水的生产供应业，利润增速分别下降 19.4 和 10.9 个百分点，对工业利润形成拖累；制造业利润增速回落 7.1 个百分点、至 14.6%。中、上游制造业，利润增速分别下降 15.8 和 12.8 个百分点，而下游制造业利润增速则大幅提高 10 个百分点至 18.5%、改善显著。

原材料价格、经营费用等拖累中上游利润；消费品制造业利润增速明显改善

中上游制造业中，电子、汽车制造业，以及煤炭相关行业，受原材料价格上涨、经营费用上升等影响，利润降幅较大。9 月工业利润的拖累项，主要为电子、汽车，以及煤炭产业链上的行业。电子和汽车行业受到原材料成本上升、销售和研发等费用增加，以及电子行业同期基数较高等因素的影响；煤炭下游产业主要受到煤价上涨对利润空间的挤压。此外，化工行业也受原油价格的扰动，利润收窄。

伴随居民消费改善，消费品制造业利润普遍回升，其中后地产、纺服、文教等相关消费品，利润提振最为明显。9 月，各居民消费品制造业的利润，均出现回升。其中家具、木制品等后地产行业，皮革、服装等线下消费行业，以及造纸、文教用品、印刷品等文教相关行业，利润改善最为明显，反映了相应的需求改善逻辑。

工业企业营收增速延续上行；在需求回升的带动下，库存周转情况持续修复

经济持续修复背景下，工企营收延续上行；中游制造业维持高增、需求仍较为旺盛，下游制造业边际改善较大，需求改善明显。9 月，工企营收增长 6.9%，较上月提高 1.7 个百分点，为 2019 年 2 季度以来的新高。其中，中游制造业增长 12.7%，延续 2 季度以来的 2 位数高增速；下游增长 4.2%、提高 3.8 个百分点，边际改善明显。1-9 月累计，工企营收同比下降 1.5%，降幅收窄 1.2 个百分点。

工业库存连续第 2 个月抬升，在需求回升的带动下，库存周转情况继续修复。9 月，工业产成品库存同比增长 8.2%、提高 0.3 个百分点，为连续第 2 个月补库。产成品周转天数同比增加 1.9 天、较 8 月收窄 0.4 天，库销比同比提高 0.4 个百分点、较 8 月收窄 0.7 个百分点。在需求持续修复的背景下，工企库存周转加快。

重申开源宏观观点：经济行为延续改善，对工企利润影响的三条逻辑链值得关注：（1）外需加快好转对外贸链相关行业的拉动，以机械设备、通信电子、纺织服装等为典型代表；（2）疫情影响逐渐消退下，居民线下消费行为加快改善，比如饮料、服装等；（3）基建、地产高点或已出现，未来韧性仍在、弹性相对有限。

风险提示：宏观经济或监管政策出现超预期变化。

【固定收益】关于存货：我们可以相信的与不可相信的——固收专题-20201028

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002 | 梁岩涛（分析师）证书编号：S0790520070003

在信用分析中，存货通盘被认为是类现金资产是存在风险的。

1）存货的大幅减值或变动的风险（獐子岛、广州浪奇）。存货的价值通常是不稳定的，即使不发生“虚增库存”或“虚假仓单”这类极端情况，我们也同时必须考虑存货价格波动对存货价值的影响。尤其对于上游企业的存货来说，其波动应该要比中下游企业的存货更加剧烈。

2）存货的变现能力也是一个值得考虑的事情。雏鹰农牧在当年债务违约时为何“钱债肉偿”，一个重要的原因就是公司在存货变现上存在困难，即使降价甩卖，也要付出偏高的交易成本。一个相对极端的事例是：在存货的价值降到极低后，其存货价值甚至可能会低于交易成本，20 世纪 30 年代的奶农倒奶事件就是一个典型案例。

存货周转率和周转天数是我们度量存货变现能力的粗略指标。

因为存货的不稳定性，我们主张在分析企业的偿债缺口中并不考虑存货，仅仅考虑经营性净现金流。

1）短时能够转为现金资产的存货已经体现在经营性净现金流之中；

2）这种考虑至少可以帮助我们避开存货造假或存货大幅波动的问题。

存货的周转率应该是孤证不立的

1）毛利率/周转率组合的考虑可以帮助我们避开存货造假的问题，但依然未能解决在企业经营的非正常状态，在偿债压力非常大时，企业甩卖存货对企业信用的兜底作用有多大。仅看存货周转率应该是孤证不立的，我们应将毛利率和存货周转率结合在一起看。

2）历史上，大多数企业在违约前处于毛利及存货周转率双降的局面。这些企业无论是主动还是被动降低毛利，其存货周转率都在下降，从这一量价关系看，这些企业的产品存在吉芬商品之嫌：即使进行存货甩卖，存货的变现也是困难的。此外，违约案例中次多的情况是周转加快、毛利降低，这些企业可能在违约前进行了主动存货处置，且存货的价格弹性发挥了一些作用。

评估产品的竞争力：毛利率与收入的回归乘数

1）毛利率和收入之间的相关关系是评估存货变现能力的一个角度。如果在这一过程中，利润扩张偏快的企业或产品意味着偏强的竞争力，一个对此进行量化观察的方法是毛利率与收入的线性回归曲线的斜率。

2）就行业来讲，如果以这个方法去衡量行业及产品的竞争力的话，废弃资源综合利用业、食品制造、交通运输设备、家具制造、印刷和记录媒介复制、医药制造及食品农副产品加工业在存货变现上可能相对于其他行业来说略为困难，原因可能是这些行业更偏近下游，竞争更充分。

风险提示：经济增长超预期，货币政策超预期

【策略】周期成长：转型中的变迁——策略专题-20201028

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001 | 方智勇（联系人）证书编号：S0790120040049

定义周期成长：何为周期，因何成长

市场认知中周期成长股应该是属于周期性行业，但是自身具备长期增长属性的一类公司的股票。我们用定量分析的方法去刻画上述特征：个股经营范围以及营收与名义 GDP 的相关性进行进一步筛选出所谓广义和狭义的“周期性”；至于对成长的定义，我们一方面用成长指数的筛选方法定义财务成长性，而更重要的是用市场的定价去刻画投资者是否在定价层面同时予以认同。整体从广义的周期成长股来看，2011 年开始传统周期行业的成长因子开始见顶回落，2014 年之后房地产、建筑装饰、采掘以及汽车的周期成长股大幅减少，但化工、机械设备以及有色金属的分布较为广泛。

传统周期成长的收益来源：成长性与顺周期属性兼备

在宽货币+宽信用阶段，传统周期成长股往往能取得较好的绝对收益，这背后蕴含的逻辑是在宽信用更有利于顺周期股，同时由于周期成长股的“长久期”属性，市场也愿意在宽货币环境下为其成长性进行定价。从相对收益的角度上看，宽货币往往是周期成长跑赢周期价值的核心因素，而当经济复苏逐步深入，货币政策收紧预期使得周期成长的表现不如周期价值；周期成长跑赢广义成长的核心逻辑在于盈利的顺周期属性，在宽信用的环境下周期成长的盈利更具弹性，而即便在紧货币+紧信用的杀估值阶段，周期成长的盈利也能够提供安全垫的作用。这意味着在经济复苏初期，强度和持续性不足以支撑全面风格切换时，周期成长成为一种相对占优选择，如果随后经济出现强复苏，仍然可以是次优选择。

周期股的成长性来源：认知改变，延续与验证

我们认为周期成长股的演变是市场认知和基本面演绎共同发生变化的漫长过程。动态来看，周期成长股的“前身”可以是周期价值、周期成长或者不属于周期价值/成长，这背后其实对应着三种演变路径：即认知的改变、成长性的延续以及成长预期的逐步验证。我们发现从周期价值向周期成长蜕变的难度最大，背后反映了当前市场上的一种思维定势：一旦市场对周期行业个股的盈利持续性不再认可，短期内想要扭转这种悲观预期的难度很大，但是当认知发生转变时也是巨大弹性的来源。而后两种个股的演绎路径则相对容易，因为它们在演变过程中就已经包含了投资者对其成长性不同程度的定价，因此从价值因子的角度来看它们不存在明显的低估，但存在唯一的问题就在于这种成长性的持续性。

周期成长的未来：市场认知的不断改变与验证

目前，周期成长股最主要的演绎路径为对个股成长预期的不断验证，在这个演绎过程中，投资者逐渐对其成长性定价，从而使其市场表现摆脱所谓赛道的限制。而当下完成向周期成长演变的个股多数集中于化工、建筑、交运、家电等行业当中，投资者应该关注这些领域中已经开始体现成长属性但还未被充分定价的资产。

风险提示：国内经济超预期下行；信贷超预期收缩；测算误差

行业公司

【纺织服装：海澜之家(600398.SH)】深度解读海澜之家三季报：拐点与突破——公司信息更新报告-20201028

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

拐点：流水增速回正，线上与新品牌持续发力，维持“买入”评级

公司 2020 年前三季度实现营业收入 117.78 亿元（-19.8%）；实现归母净利润 12.90 亿元（-50.7%）。其中 Q3 公司实现营收 36.76 亿元（-7.4%），剔除已剥离品牌影响同比下滑约 3%；实现归母净利润 3.43 亿元（-30.2%），剔除投资收益影响净利润同比增长 14.7%。前三季度新品牌实现约 57%增长，Q3 单季度电商增长 111.27%，表现亮眼；公司整体业绩加速恢复，且零售流水于 Q3 增速转正，拐点确立。考虑到疫情对消费需求的影响，调整盈利预测至 2020-2022 年公司归母净利润分别为 19.09/30.21/35.08 亿元（原值为 24.4/32.4/37.6 亿元），对应 EPS 分别为 0.44/0.70/0.81 元，当前股价对应 PE 为 15.9/10.1/8.7 倍，维持“买入”评级。

存货减少、库龄结构优化，报表质量显著改善

截至 2020Q3 公司存货共计 86.38 亿元，同比减少 8.58%，有所改善。羽绒服等品类降低了买断采购比例，预计四季度存货水平有望进一步优化。且公司三季度开展了线上奥莱清尾货等去库存举措，存货库龄结构预计持续优化。且由于 2020H1 公司计提了约 2.17 亿元存货跌价准备，后续存货减值风险大幅降低。

突破：产品、渠道、营销、品牌共振，夯实长期增长动力

1）品牌定位与产品：推进产品转型，做宽客群以突破品牌定位，加大功能和休闲型产品占比；同时加强信息化建设，顺应客户需求针对性推新，做好转型过渡。供应链匹配方面则成立产品设计组负责原材料开发与年轻化设计，筛选引进优秀功能型服饰供应商。2）渠道：继续提升线上占比，线下线上分层，线下主销高附加值新品，线

上根据平台定位选择性适配商品，天猫京东仍主卖正价商品并试水专供款，唯品会等主销奥莱款；线下专注购物中心占比与店效提升。 3）营销：未来 1-2 年通过营销刷新品牌认知，打破“商务休闲”既有形象，贴上“创新型、功能型”新标签。4）多品牌：公司拓新品牌与品类成效已显，新品牌前三季度营收 9.91 亿元（+57.33%），其中海澜优选、OVV 等表现亮眼，有望继续增长。

风险提示：疫情的二次爆发；存货及资产减值风险；新品牌培育效果不及预期。

【新能源与电气设备：宁德时代(300750.SZ)】业绩将持续好转，全球扩展是大趋势——公司信息更新报告-20201028

刘强（分析师）证书编号：S0790520010001

业绩将持续好转，全球扩展是大趋势

公司 2020Q1-Q3 实现营收 315.22 亿元，同比-4.06%，归母净利润 33.57 亿元，同比-3.10%，扣非归母净利润 25.67 亿元，同比-13.40%。其中 2020Q3 实现营收 126.93 亿元，同环比+0.80%/+29.54%，归母净利润 14.20 亿元，同环比+4.24%/ +18.77%，扣非归母净利润 11.91 亿元，同环比+3.91%/+25.55%。Q3 业绩同环比皆有改善，随着新能源车旺季来临以及未来三年行业向上趋势，我们预计公司盈利将持续好转。故上调此前预测，2020-2022 年归母净利润预计为 50.59(+0.97)/ 76.04(+9.57)/98.67(+8.67)亿元，EPS 预计为 2.17(+0.04)/3.26(+0.41)/4.24(+0.38)元，当前股价对应 PE 为 110.62/73.60/56.72 倍，维持“买入”评级。

Q3 同环比有所改善，看好 Q4 业绩成长

Q3 国内新能源车销量为 34.51 万辆，同环比分别+40.98%/+34.19%。受益于终端复苏，公司 Q3 装机同环比有所改善。根据合格证数据，2020Q3 公司国内装机达 7.97GWh，同环比分别+2.36%/ +43.18%。2020Q3 公司国内市占率为 47.74%，同环比-16.70pct/+0.63pct。虽然目前来看公司国内市占率同比下滑较多，但考虑到公司对特斯拉的供货将在 Q4 逐步放量，且 10 月排产预计达 6.5GWh，公司 Q4 市占率或重回巅峰。我们预计特斯拉 M3 2020 年对宁德时代的装机贡献或达 4GWh，公司全年在国内装机或达 35GWh 以上。

或凭借国产 M3 出海提升知名度，海外市场将逐步打开

特斯拉近日称国产标续 M3 于 10 月出口欧洲，鉴于公司向特斯拉供应的磷酸铁锂电池具有高性价比与高安全性的双重特征，公司或凭借磷酸铁锂电池打开海外市场。2020 年以来，公司新增 VDL、Trailer Dynamics 等海外客户，同时与梅赛德斯奔驰、本田等加深合作，2020H1 境外营收 22.40 亿，同环比+189.38%/ +141.33%，预计下半年在海外市场将加速扩张，我们预计 2020 全年动力电池海外出货量在 7GWh 以上。

风险提示：新能源汽车销量不及预期、电池市场竞争加剧。

【电子：深天马 A(000050.SZ)】2020Q3 业绩符合预期，全力推进 TM17 二期量产——公司信息更新报告-20201028

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002 | 傅盛盛（分析师）证书编号：S0790520070007

2020Q3 毛利率改善明显，维持“买入”评级。

2020 前三季度，公司实现营收 226.83 亿元，同比-3.15%，归母净利润 12.31 亿元，同比+19.04%，扣非净利润 6.89 亿元，同比增长 26.50%。其中，2020Q3 收入同比下滑 2.3%，归母净利润 4.86 亿元，同比+24.6%，扣非净利润 2.64 亿元，同比-2.0%。考虑到公司产品结构持续改善，我们调整 2020-2022 年归母净利润至 14.94/16.22/19.25 亿元（前值 12.30/13.65/19.25 亿元），EPS 为 0.61/0.66/0.78 元（前值 0.60/0.67/0.94），当前股价对应 PE 为 24.7x、22.7x、19.1x，维持“买入”评级。

价格回调、医疗需求回归理性，2020Q3 毛利率和扣非净利润环比回落。

2020Q3 营业利润 4.89 亿元，环比-7.3%，扣非净利润 2.64 亿元，环比-19%，主要系毛利率下滑，三季度公司毛利率 17%，环比二季度下滑 4.3 个百分点。毛利率下滑主要原因：（1）手机面板价格部分回落，群智咨询数据显示，7、8、9 月 LTPS in-cell 和 HIAA LTPS in-cell 面板价格均出现小幅回调；（2）产品结构调整，二季度受疫情影响，高毛利率的医疗面板需求爆发，三季度该部分需求回归理性；（3）驱动 IC 等部分原材料涨价。

柔性 AMOLED 产能即将进入大规模释放拐点。

公司现有 3 条 AMOLED 产线，天马有机发光（TM15）、武汉天马 G6（TM17）、厦门天马 G6（TM18）。TM15 已量产，主攻可穿戴产品；TM18 产线在建。公司 AMOLED 最大看点在于 TM17 量产的推进，目前武汉天马 G6 一期项目已向小米、联想、华硕、传音、HTC、LG 等品牌客户量产出货，预计 2020 年末柔性产能将全部释放；二期项目为柔性屏产能，目前关键设备已完成搬入，预计 2020 年末会开始量产。随着武汉 G6 产线量产的顺利推进，2021 年公司柔性产能将进入大量释放阶段，公司将进入 AMOLED 驱动的新一轮发展期。

风险提示：手机面板价格下跌风险、中美贸易冲突加大、疫情再次爆发风险。

【商贸零售：老凤祥(600612.SH)】三季度业绩表现亮眼，持续受益于婚庆需求释放——公司信息更新报告-20201028

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 李旭东（联系人）证书编号：S0790120010014

公司 2020 年三季度业绩表现亮眼

公司发布三季报：2020 前三季度实现营收 439 亿元（+4%），归母净利润 12.3 亿元（+6%）；其中 Q3 营收 174 亿元（+24%），归母净利润 4.9 亿元（+15%），业绩超预期。我们认为，公司门店保持快速扩张，疫情趋缓下婚庆需求集中释放带动黄金珠宝消费明显回暖，有望推动公司同店持续恢复；同时公司积极推进国企改革，经营效率有望进一步提升。我们维持盈利预测不变，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 14.80/17.26/19.85 亿元，对应 EPS 为 2.83/3.30/3.79 元，当前股价对应 PE 为 16/14/12 倍，维持“买入”评级。

黄金珠宝业务收入增速大幅改善，费用率整体优化

受疫情影响，公司前三季度黄金珠宝业务实现收入 321 亿元（-2%），其中 Q3 实现收入 141 亿元（+22%），增速环比大幅提升，主要原因为加盟商在中秋国庆订货会上拿货增加。Q3 单季度公司综合毛利率为 7.2%（-1.8pct），预计主要受促销活动、折扣增长影响。费用方面，Q3 单季度公司销售/管理/财务费用率分别为 1.08%（-0.41pct）/0.54%（-0.39pct）/0.35%（-0.08pct），整体呈现优化趋势。2020 前三季度公司经营净现金流为 12 亿元（2019 年同期为-11 亿元），现金流大幅增长的主要原因为公司减少商品购买及劳务支付；截至 Q3 末应收账款 57 亿元（较年初增长 53 亿元），主要为国庆中秋双节订货会产生的应收账款尚未回笼所致。

线下门店快速扩张，婚庆需求释放有望带动行业回暖

2020 前三季度公司新开/净开门店 327/231 家（2019 年同期净开 201 家），其中国内加盟店净开 229 家，门店总数达到 4124 家，疫情中仍保持快速扩张。社零数据显示自 7 月来黄金珠宝消费额已经连续 3 个月实现正增长，其中 8/9 月增速保持在双位数。随着疫情趋缓、婚庆需求集中释放，行业整体明显回暖，有望带动公司同店持续恢复。此外，公司选取了三家子公司于 2020 年起进行试点，落实“双百行动”，积极推广实施职业经理人制度、健全考核激励机制，经营效率有望进一步提升。

风险提示：金价波动风险、黄金珠宝终端销售回暖乏力、渠道扩张不及预期。

【新能源与电气设备：恩捷股份(002812.SZ)】Q3 盈利能力环比显著改善，LG 化学订单增长显著——公司信息更新报告-20201028

刘强（分析师）证书编号：S0790520010001 | 熊镐（联系人）证书编号：S0790120090002

Q3 恩捷股份归母净利润 3.22 亿元，同比+32.6%，维持“买入”评级

2020Q3 公司实现营收 11.41 亿元，同比+56.6%，环比+28.5%；归母净利润 3.22 亿元，同比+32.6%，环比+65.5%；经营性现金流量净额 0.62 亿元；毛利率 41.6%，同比-4.8pct，环比+6.3pct；净利率 28.6%，同比-7.9pct，环比+6.4pct。前三季度营收合计 25.81 亿元，同比+22.6%；归母净利润 6.43 亿元，同比+1.9%。我们预计全年出货量 12 亿平米（本部 10 亿平米+捷力 2 亿平米），全球新能源车行业景气度持续向上，我们上调 2020-2022 年归母净利润至 10.73（+0.03）/ 16.33（+0.54）/ 21.77（+1.57）亿元，EPS1.22/ 1.86/ 2.48 元，当前股价对应 P/E 分别为 80.6/53.0/39.7 倍，维持“买入”评级。

预计 Q3 隔膜业务营收 8.41 亿元，毛利率 47.5%

2020Q3 公司毛利率 41.6%，同比-4.8pct；净利率 28.6%，同比-7.9pct。利润率同比下滑主要由于：①苏州捷力盈利能力较本部更弱；②销售/管理/财务费用率分别同比+0.6pct/+3.4pct/+1.8pct，我们推断主要系苏州捷力收购后协同效应尚未充分发挥。假定传统业务营收 3 亿元、毛利率 25%、净利率 12%。则隔膜业务实现营收 8.41 亿元，毛利率 47.5%，净利率 34.5%（2020H1 上海恩捷营收 5.77 亿元，净利率 38.9%；2020 年 3-6 月苏州捷力营收 2.52 亿元，净利率 28.2%）。

LG 化学订单放量显著，预计“海外+涂覆”将贡献增长新动能

2019 年 4 月，公司与 LG 化学签订未来 5 年内、总金额不超过 6.17 亿美元的采购合同。该项目 2020Q1-Q3 确认收入 2.59 亿元（预计约 8000 万平米基膜）；2019 年内确认收入 2.39 亿元（预计约 7000 万平米基膜）。除此合同之外，我们预计 LG 化学的“3C（涂覆膜占多）”、“LG 南京”、“海外 PVDF 涂覆膜”等项目后续或将贡献新的增长动能。预计 2020-2022 年对 LG 化学出货量分别 1.8/3/4.7 亿平米。

风险提示：新能源汽车销量不及预期，隔膜价格下降。

【电子：华天科技(002185.SZ)】公司发布三季报，盈利能力显著提升——公司信息更新报告-20201028

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002 | 罗通（联系人）证书编号：S0790120070043

公司 2020Q3 营收同比基本持平，归母净利润大幅上涨

公司 2020Q3 单季度实现营收 22.03 亿元，同比下降 2.85%，实现归母净利润 1.80 亿元，同比增长 120.03%，实现扣非归母净利润 1.65 亿元，同比增长 182.82%，主因国产替代加速而国内客户订单大幅增长，产能利用率较高，规模效应导致成本下降。公司作为大陆前三的封测企业，成功整合 Unisem 重要欧美客户资源，同时叠加半导体行业景气度回升，产能扩张，未来增长可期。我们维持公司原盈利预测，预计 2020-2022 年公司可分别实现 EPS 0.28/0.38/0.45 元，当前股价对应 PE 51/38/31 倍，维持“买入”评级。

公司盈利能力提升，加大研发投入

手机类 CIS 需求旺盛，产能满载带动公司盈利能力提升，2020Q3 单季度实现毛利率 23.36%，同比提升 6.88pcts，实现净利率 9.72%，同比提升 5.77pcts，创近十年以来新高。2020 年前三季度，公司期间费用率为 13.03%，同比提升 1.21pcts，研发费用率为 5.42%，同比提升 0.88pcts。公司作为封测领域的领先企业，进一步加大研发费用投入，扩大技术优势，不断加强先进封装技术和新产品研发力度，完成传感器环境光透明塑封工艺、温度传感器灌胶工艺、压力传感器隐形切割工艺等工艺研发，3D NAND 16 层叠层 SSD 产品、5G 手机高速 SIP 和 12nm FCBGA AI 芯片等产品均具有量产能力。

华天南京一期产能爬坡顺利，先进封测基地逐步起量

公司南京集成电路先进封测产业基地于 2019 年启动建设，总投资金额 80 亿元，主要面向存储器、MEMS、人工智能等集成电路产品的封装测试。一期项目已于 2020 年 7 月 18 日完成建设并开始投产，产能爬坡进展顺利，达产后预计 FC 系列产品和 BGA 基板系列产品年封测量约 39.2 亿只，可实现销售收入 14 亿元，华天南京基地的建设

将有效提高公司先进封装测试产能，提升公司的综合竞争力。

风险提示：疫情影响导致需求不及预期，公司研发进展不及预期，竞争加剧风险。

【商贸零售：爱美客(300896.SZ)】本土医美龙头，玻尿酸当红花旦——公司首次覆盖报告-20201028

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 符超然（联系人）证书编号：S0790120080062

具备快速推新能力的医美龙头，首次覆盖给予“买入”评级

公司深耕玻尿酸市场，是国内医美行业龙头。我们认为，医美市场将保持高速增长，带动医美产品需求提升，公司目前已构建了嗨体、宝尼达、爱芙莱等玻尿酸明星产品矩阵，且具备快速推新能力，核心竞争壁垒深厚，未来将进入童颜针、肉毒素等高速增长赛道，成长潜力突出。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 3.95/6.17/8.68 亿元，对应 EPS 为 3.29/5.14/7.22 元，当前股价对应 PE 为 149/95/68 倍。首次覆盖，予以“买入”评级。

医美行业快速发展，玻尿酸产品利润率高

医美需求持续增长，预计 2023 年将达到 3115 亿元。从具体项目看，与传统手术类医美项目相比，以能量源和注射为主的轻医美项目风险低、价格友好，正逐渐成为医美市场主流。从产业链角度看，中游医美产品生产商相比于上游原材料厂商与下游医美机构，具有技术、资质壁垒高，产品标准易规模化的优势，毛利率高达 90%以上。国内应用较为成熟的医美产品是玻尿酸注射液，目前市场主要份额被进口产品占据。受益于下游医美机构的引导推荐，国产品牌份额提高，CR3 市占率从 2016 年 20.5%提升至 2019 年 28.1%，未来仍有较大的替代空间。

快速推新能力铸就壁垒，产能渠道扩张助力未来增长

公司高度注重研发投入和产品转化，铸就了“快速推出新产品”这一核心壁垒。2009 年至今，公司先后推出国内首款玻尿酸产品（逸美）、唯一一款颈纹修复产品（嗨体）、唯一一款国产长效玻尿酸产品（宝尼达）、国内首款面部埋植线产品（紧恋），牢牢把握住了先发优势。未来，在新品方面，公司将继续大力投入研发，有望快速推出童颜针产品，并入局肉毒素、重组蛋白等高潜力的市场。在产能方面，公司产能利用率一直接近饱和，随着募投项目的建设，未来产能瓶颈将缓解。渠道方面，公司早期以直销为主快速切入市场，未来随着品牌建立和产品接受度提高，将加大经销体系的建设，彻底释放渠道潜力。

风险提示：疫情再次爆发、市场竞争加剧。

【食品饮料：双汇发展(000895.SZ)】中外协同下屠宰稳步增长，肉制品业务释放弹性——公司信息更新报告-20201028

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 叶松霖（联系人）证书编号：S0790120030038

业绩略超预期，维持“增持”评级

双汇发展公布 2020 年三季报，2020Q1-Q3 实现营收 557.6 亿元，同比增 32.8%；净利 49.4 亿元，同比增 25.2%。由于公司业绩略超预期，我们略上调盈利预测，预计 2020-2022 年公司归母净利分别为 66.5、77.5、83 亿元，EPS 分别 1.92（+0.01）、2.24、2.4 元，当前股价对应 PE 分别为 26、22、21 倍。公司利润弹性大，分红率高，是稳健价值投资标的，维持“增持”评级。

公司发挥中外协同效应，低价进口肉推动屠宰收入、盈利增长

2020Q3 生鲜肉销量同比下降约 6%，生鲜肉销量下滑主因 2019 年同期基数较高。公司加大冻品出库及进口低价肉，进口肉销量约翻倍增长，使得 2020Q3 吨价同比增 21.4%，使得屠宰部门收入同比增 14%，部门盈利增 3%。展望 2021 年，公司仍可大量进口低价肉以保证屠宰业务盈利的稳定性。往长期看，随着中小屠宰企业陆续退出，公司屠宰市占率可持续提升，屠宰业务可进一步改善。

提价红利释放叠加成本下行，肉制品利润弹性较大

2020Q1-Q3 公司鲜冻猪肉、鸡肉及外包装肉制品总销量为 231 万吨，同比降 2.9%。其中，2020Q3 禽类产品销量同比增 17.3%，肉制品销量同比增 2.3%。销量增长主因：（1）核心产品表现较好，如王中王同比增 13.8%；（2）巩固老渠道，开拓新渠道，电商、餐饮、新型休闲专业客户等新渠道快速增长。肉制品 2020Q3 收入 77.3 亿元，增 13.4%，产品吨价提升 11%。肉制品营业利润约 16.1 亿元，增 10%，吨利增约 7.5%。部门盈利较好主因：（1）2019 年产品提价仍释放部分红利；（2）产品结构持续升级，如特优级产品占比同比增 3.5pct、新品销量占比逐季提升；（3）主要原材料成本猪肉价格走低。肉制品吨利环比略下滑主因：公司将部分利润用于改善产品质量及加大市场投入。展望 2021 年，预计原材料成本仍呈下降趋势，随着规模提升费用摊薄，预计肉制品吨利仍呈上行趋势，肉制品业务利润弹性仍较大。

风险提示：宏观经济波动风险、市场拓展不及预期风险、原料价格波动风险等。

【计算机：中科曙光(603019.SH)】业绩符合预期，信创领军地位不断夯实——公司 3 季报点评报告-20201028

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

我们高度看好公司核心技术实力和国之重器地位，维持“买入”评级

公司作为中国超算领军企业，积极布局核心芯片，我们高度看好公司核心技术实力和国之重器地位。我们维持预测公司 2020-2022 年归母净利润为 8.38、11.34、15.25 亿元，EPS 为 0.64、0.87、1.17 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 59、44、32 倍，考虑公司在国产芯片领域的稀缺性和领先地位，维持“买入”评级。

业绩符合预期，毛利率持续提升

公司发布 2020 年三季报，实现营业收入 59.57 亿元，同比下滑 12.15%；归母净利润 3.24 亿元，同比增长 29.79%。其中，Q3 单季度收入为 19.69 亿元，同比下滑 9.46%；归母净利润为 7340.97 万元，同比增长 59.29%；扣非归母净利润为 815.94 万元，同比下滑 14.74%。Q3 单季度经营活动净现金流为 12.59 亿元，同比增长 42.85%，较前两个季度明显改善。前三季度公司毛利率为 21.48%，同比提升 3.62 个百分点，我们判断主要由于公司高性能计算机产品毛利率提升所致。

海光芯片持续突破，有望充分受益信创产业大势

海光芯片作为国产 CPU 领军，在技术与生态方面极具领先优势，有望充分受益于国产化趋势。2020 年上半年以来，海光持续中标一系列重要行业的国产化招标，包括前期运营商集采、公安部招标等，充分彰显技术和市场竞争力。信创产业大势已来，坚定看好海光的成长前景。

定增过会，夯实信创领军实力

公司拟非公开发行募集资金 47.8 亿，目前证监会已审核通过，投入项目致力于研发基于国产处理器芯片的高端计算机、IO 芯片和 IO 模块、底层管控固件，有利于提升公司的自主创新核心技术能力，增强公司核心竞争力；同时也有利于突破基于国产处理器的高端计算机整机核心关键技术，能系统化地为我国 IT 基础设施核心装备的供应链安全提供保障，全面符合信创产业方向。

风险提示：宏观经济下行风险；市场竞争加剧；芯片业务不达预期。

【计算机：启明星辰(002439.SZ)】毛利率大幅提升，现金流表现优异——公司 3 季报点评报告-20201028

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

持续加码战略新业务，看好公司长期发展，维持“买入”评级

网络安全需求正在向更高层次、更广范围延伸拓展，从百亿级市场向千亿级市场迈进，同时公司也在持续加码战略新业务，我们看好公司的长期发展。我们维持预测公司 2020-2022 年归母净利润为 8.54、11.09、14.02 亿元，

EPS 为 0.91、1.19、1.50 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 38、29、23 倍，维持“买入”评级。

毛利率大幅提升，现金流表现优异

前三季度公司实现营业收入 14.43 亿元，同比下滑 8.83%；实现归母净利润 6888.29 万元，同比下滑 29.06%，我们判断收入下滑主要是订单转化率低于往年及第三方产品销售减少所致。公司毛利率为 70.45%，同比上升 7.12 个百分点，主要由于第三方产品占比降低。此外，公司加大回款力度，前三季度经营活动现金流量净额为 6880.79 万元，同比增长 163.80%。

“区域下沉+细分化”建设思路清晰，城市安全运营业务迈入新阶段

公司自 2018 年在全国启动安全运营业务，目前已形成成熟的标准化运营体系，下半年公司在持续扩大已有运营中心业务的基础上，将继续向其他三四级城市拓展。同时，公司细分建设思路，面向大中型智慧城市的不同业务场景如智慧政务、智慧医疗、智慧交通、智慧教育等，构建专题化安全运营中心；面向中小型智慧城市，推行标准化运营中心落地，针对用户远程提供安全运营服务。

三大战略新业务有望协同加速发展

上半年公司仍在继续加大新技术、新方向上的投入，持续在工业互联网行业场景深化上下功夫，推动网络安全与用户业务场景的进一步融合共建，中标多个工信部课题项目；公司云安全资源池产品销售比 2018 年同期也有较大幅度增长。未来工业互联网安全、云安全也有望与安全运营业务相互协同，共同实现加速发展。

风险提示：宏观经济下行风险；市场竞争加剧；城市安全运营业务不达预期。

【电子：晶丰明源(688368.SH)】下游需求迅速回暖，产品结构持续优化——公司信息更新报告-20201028

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002 | 曹旭辰（联系人）证书编号：S0790120080019

下游需求迅速回暖，2020Q3 单季度营收同比增长 59%

2020 年 10 月 27 日，公司发布第三季度报告，2020Q3 公司营业收入为 7.07 亿元、同比增长 15.11%，其中第三季度营业收入同比增长 59.0%、环比增长 59.1%。2020Q3 公司归母净利润约为 0.30 亿元、同比下降 56.11%，但在剔除约 6384 万元的股权支付费用影响后，归母净利润约为 0.87 亿元、同比增长 26.22%。受大幅计提股权激励影响，我们上调盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 0.58/1.47/2.50 亿元，对应 EPS 为 0.94/2.38/4.07 元，当前股价对应 PE 为 144/57/33 倍，上调至“买入”评级。

股权激励提升员工信心，研发投入助力企业腾飞

根据 2020 年三季报预测，2020 年公司将累计计提股份支付费用 9187.55 万元，其中，2020Q3 公司已计提股份支付费用 6383.66 万元，即预计 2020 年第四季度将计提股份支付费用 2803.89 万元。模拟芯片厂商的发展潜力与高端模拟人才的数量和水平息息相关，晶丰明源全员股权激励的政策将有效降低模拟人才的流失率并吸引越来越多的高端人才。并且，晶丰明源股权激励的吸引效应已然体现，受研发人员增长影响，2020Q3 公司研发费用同比增长 34.08%，晶丰明源在电源链人才的“抢人”大战的发力将极大助力其未来发展。

产品结构持续优化，毛利率水平再度提升

2020Q3 公司毛利率为 25.23%，略高于 2020H1 的 25.02%。并且，2020H1 公司毛利率的提升是由于受疫情影响，智能 LED 驱动芯片销量大幅增长而通用 LED 驱动芯片销量明显下滑，使得智能 LED 驱动芯片营收占比大幅提升。那么，在第三季度通用 LED 销量大幅回暖的前提下，公司毛利率持续上升，意味着电机驱动、智能 LED 驱动等高毛利率产品的持续放量。

风险提示：智能 LED 驱动芯片推广不及预期、中美贸易摩擦不确定性加剧、家电 AC-DC 验证速度不及预期

【轻工制造：顾家家居(603816.SH)】2020Q3 业绩超出预期，下游需求有望继续回暖——公司信息更新报告

-20201028

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

2020Q3 业绩超出预期，我们预计内销需求显著回暖，维持“买入”评级

2020Q1-Q3 收入 85.5 亿元(+9.9%)，归母净利润 10.1 亿元(+10.1%)，扣非后净利润 8.3 亿元(+24.9%)。2020Q3 收入 36.8 亿元（+33.2%），归母净利润 4.3 亿元（+21.1%），扣非后净利润 3.7 亿元（+58.6%）。我们预计单三季度内销整体显著回暖，外销也在逐月改善。上调盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润 13.21/16.13/18.89 亿元（2020-2022 年原预测为 13.17/15.77/18.44 亿元），对应 EPS 为 2.09/2.55/2.99 元，当前股价对应 PE 为 30/24/21 倍，维持“买入”评级。

单季毛利率同比有所提升，控费效果突出，扣非后净利率显著提升

2020Q1-Q3 公司整体毛利率为 34.99%，同比下降 0.09pct，净利率为 12.38%，同比下降 0.07pct，扣非后净利率为 9.7%，同比提升 1.2pct。其中 2020Q3 单季度毛利率同比提升 0.3pct 至 34.4%，扣非后净利率同比提升 1.62pct 至 10.1%，扣非净利率显著提升。2020Q3 公司继续延续费用端的管控力度，单季度销售费用率为 18.1%，同比略提升 0.1pct，管理费用率为 2.74%，同比下降 1.26pct，研发费用率为 0.85%，同比下降 0.13pct，财务费用率由于汇兑损益影响同比提升 1.74pct。

经营性现金流环比大幅改善，预收账款高增长，营运能力维持稳定

2020Q1-Q3，公司经营性现金流净流入 11.07 亿元，其中 Q3 单季度净流入 8.23 亿元。2020Q3 期末，业绩前瞻指标预收账款为 15.58 亿元，同比增长 45.7%。此外，2020Q1-Q3 公司存货周转率和应收账款周转率为 4.2 次和 7.7 次，维持稳定。

国内家居消费需求持续回暖，海外市场短期也有望受到地产后周期带动

国内疫情控制较好，线下消费已逐步恢复常态从而带动家居消费回暖。2020 年 9 月，家居社零数据同比下降 0.6%，降幅显著收窄。同时，我们认为国内竣工回暖的到来可能会由于疫情影响有所滞后但不会消失。海外市场，未来若疫情控制，线下消费有望逐步恢复常态。另一方面，美国在降息等刺激政策的带动下地产市场火热，有望带动家居后续需求。2020 年 9 月，家具出口金额当月同比增长 30.5%。

风险提示：竣工数据和终端需求回暖不及预期；工程渠道拓展不及预期

【电子：新洁能(605111.SH)】Q3 业绩快速增长，毛利率提升显著——公司信息更新报告-20201028

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002 | 盛晓君（联系人）证书编号：S0790120080051

行业下游回暖，公司业绩快速增长

疫情后工控、家电、消费电子、通信等下游迅速回暖，公司 2020Q3 业绩实现快速增长。公司 2020Q3 实现营收 2.82 亿元，同比上升 31.76%，实现归母净利润 4561 万元，同比增长 81.07%。2020 年 1-9 月，公司实现营业总收入 6.66 亿元，同比增长 22.84%，实现归母净利润 1.01 亿元，同比增长 61.21%。公司净利润增速显著高于营收增速，主要得益于毛利率提升。2019 年，受中美贸易摩擦及国内市场竞争加剧影响，公司毛利率下滑明显。2020 年前三季度，受益行业需求向好发展，公司实现销售毛利率 24.43%，同比上升 5.14 个 pct，回升至历史较高水平，未来公司产品将往高端化发展，毛利率仍有提升空间。公司 Q3 高速增长，未来有望受益国产替代，维持较高业绩增速，我们上调盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 1.48/2.52/3.79 亿元（原值为 1.45/1.87/2.37 亿元），对应 EPS 为 1.47/2.49/3.74 元，当前股价对应 PE 为 81.7/48.1/32.0 倍，维持“买入”评级。

借由 Fabless 模式取得快速发展，逐步自建封测线掌握核心环节

公司采用 Fabless 模式轻资产运营，将有限资源投入到芯片设计环节，迅速获得发展。公司在晶圆制造和封测

环节则分别与华虹宏力和长电科技等国内领先的代工厂商建立了稳定的合作关系，一定程度上保障了产能和产品品质。目前公司正通过自建封测产线，加强对功率半导体核心封测环节的控制，有利于与设计环节形成协同优化，为公司长期发展提供产能和工艺保障。

国内领先的 MOSFET 设计厂商，有望深度受益国产化替代进程

华为、中兴等地缘政治事件影响下，半导体国产化需求愈显刚性，本土功率半导体厂商迎来发展契机，国产化替代正不断加深。公司 MOSFET 产品矩阵完善，技术实力领先，是国内少数几家能够研发设计并量产先进的屏蔽栅 MOSFET 和超级结 MOSFET 的厂家之一，客户涵盖家电、电动车、电源管理、电动工具、通信等诸多领域。有望借助多个子产品工艺平台，持续快速开发适应下游需求的新产品，深度受益国产化替代进程。

风险提示：疫情持续，下游需求疲软；行业竞争加剧，毛利率下降；IPO 募投项目建设进度不及预期。

【计算机：深信服(300454.SZ)】业务复苏明显，Q4 有望进一步加速——公司 3 季报点评报告-20201028

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

收入增速平稳，合同负债高增长，维持“买入”评级

前三季度公司实现营业收入 32.44 亿元，同比增长 16.22%；归母净利润 6924.79 万元，同比下滑 77.86%。其中 Q3 单季度收入为 15.00 亿元，同比增长 21.68%；归母净利润为 1.95 亿元，同比下滑 20.73%。主要原因在于：其一，下游需求明显受到新冠疫情影响；其二，受会计准则变化影响，原来跟商品销售一起确认收入的售后技术支持等服务，自 2020 年开始作为单项履约业务，先确认为递延收益，此部分对收入影响约为 1.18 亿元。剔除此影响，公司前三季度收入增速预计超过 20%。此外，3 季度末合同负债较 2 季度末增加 1.08 亿元，说明渠道预收情况良好。我们维持预测公司 2020-2022 年归母净利润为 9.03、11.77、14.83 亿元，EPS 为 2.21、2.88、3.63 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 87、67、53 倍，考虑公司良好的成长属性，维持“买入”评级。

各项业务板块恢复明显，Q4 有望进一步加速

分业务来看，前三季度信息安全业务收入约为 20.03 亿元，同比增长约 17%；云计算业务收入约为 9.30 亿元，同比增长约 26%；基础网络及物联网业务收入约为 3.11 亿元，同比下滑约 7%，对比半年报数据，Q3 公司各板块业务已有明显提速，特别是云计算和基础网络及物联网业务 Q3 单季度收入增速已提升至 30%以上。我们认为随着业务的恢复，公司业务有望在 Q4 进一步加速。

安全与云业务成长前景可期

信息安全领域，受益于行业高景气度，公司将进一步完善“网端云”加安全服务的安全业务布局，应用于更广泛的行业用户和更广泛的应用场景，有望持续维持高增长；云计算领域，公司判断根据业务特性提供相应 IT 承载资源的混合云架构将是企业级用户 IT 基础架构的主流。2020 年 8 月 21 日，公司在北京召开信服云峰会，发布“信服云”实现“新战略”升级，从过去的超融合承载业务向数据中心全面云化完成转变。

风险提示：全年业务受新冠疫情影响风险；行业竞争加剧；人才流失风险。

【通信：会畅通讯(300578.SZ)】企业数字化转型新基础设施者，云视频全场景覆盖拉动营收高增长可期——公司信息更新报告-20201028

赵良毕（分析师）证书编号：S0790520030005

三季报业绩超预期，坚定推进“云+端+行业”长期战略，上调“买入”评级

公司公告 2020 年三季报，前三季度实现营收 5.23 亿元，同比上升 45.34%；实现扣非后归母净利润 1.00 亿元，同比上升 64.85%。2020 年 Q3 公司实现营收 2.43 亿元，同比上升 102%；销售净利率 26.47%，环比提升 5.94pct，同比提升 14.04pct。公司坚定推进“云+端+行业”的长期战略。随着新冠疫情催生企业客户云视频会议的需求及客

户使用习惯的普及，叠加 5G 网络带来的超低时延及视频编解码技术的突破，公司业绩持续向好的逻辑得到验证，全年业绩有望再超预期，我们上调预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润为 1.70/2.55/3.68（此前为 1.46/2.08/2.68）亿元，同比增长为 88.4%/50.3%/44.2%（此前为 62.3%/42.1%/28.6%），EPS 为 0.98/1.47/2.11(此前为 0.84/1.19/1.54)元，当前股价对应 PE 分别为 41.0/27.3/18.9 倍，具有一定估值优势，上调“买入”评级。

企业数字化转型新基础设施者，5G 促云视频全场景全行业渗透，业绩高增长可期

伴随着 5G、云和边缘计算等基础设施的快速发展，新兴 SaaS 云视频技术极大的降低了用户使用门槛和提升用户体验，视频会议场景下沉到党政军用户的三四五级机构，并快速渗透到更多行业、子行业。公司依托于自主研发的云视频软硬件技术和柔性音视频网络，向国内大型政企、500 强跨国公司以及垂直行业客户提供基于网安和自主可控的云视频全场景应用和服务方案，覆盖政府、新零售、教育、医疗、地产、IT 计算机、金融等多个行业，成为全行业用户数字化转型和产业互联网的新基础设施。随着企业上云需求持续增长及国产替代的历史新机遇，公司“会畅超视云”预装于 UOS 国产操作系统，在大型政企的装机量持续增长，促进公司云视频 SaaS 在大型政企端的应用落地以及客户粘性增加，为公司未来业绩提供坚实保障，业绩高增长可期。

风险提示：5G 商用不及预期；云视频推广不及预期

【计算机：宝信软件(600845.SH)】业绩持续增长，IDC+软件业务的景气度持续——公司信息更新报告-20201028

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 应瑛（联系人）证书编号：S0790120100007

事件

公司发布 2020 第三季度报告，2020 年前三个季度公司实现营收 57.04 亿元，同增 26.22%，实现归母净利润 9.68 亿元，同增 59.36%。公司 2020 第三季度实现营收 22.90 亿元，同增 34.46%，实现归母净利润 3.09 亿元，同增 44.05%。

收入结构持续优化，软件开发及宝之云上架数量增长是业绩提升主要原因

公司一方面受益于下游产业信息化改革，软件开发及工程服务收入持续增加，另一方面致力于新一代信息基础设施业务，公司宝之云 IDC 四期项目上架机柜数量较 2019 年同期增长。从公司 20 年前三季度业绩增速看，公司战略清楚，业绩确定性强。因此，维持盈利预测不变，即公司 2020-2022 年的归母净利润为 12.10、15.43、19.45 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 60、47 和 37 倍，对比可比公司数据港、奥飞数据 2020 年 Wind 一致 PE 为 119、47 倍，公司估值属行业中间位置，考虑公司未来业务的成长性和一线 IDC 机柜的稀缺性，维持“买入”评级。

IDC 项目拓展加速，全国化布局有望开启盈利通道

现有 IDC 项目上架率 100%左右，后续城市拓展市场张力强：公司凭借资金、土地、股东和技术优势持续拓展 IDC 项目，在上海宝之云一期到四期项目上架率均在 100%左右的基础上，上海宝之云五期及南京、武汉项目陆续启动，有望借助上海经验加速全国化布局，增厚公司盈利。

智慧制造引领产业升级需求持续释放

钢铁信息化借力工业互联网浪潮，行业景气度高：公司基于自身在能源信息化领域积累的经验和技术，自研 xln3Plat 工业互联网平台，通过开发完善工业互联平台 iPlat 与产业生态平台 ePlat，助力企业“新四化”转型，有望在下游厂商信息化改革的背景下持续高增。我们认为公司 IDC+工业信息化战略清晰，产品结构持续优化，在钢铁信息化改革加速和新数字城市基础设施建设铺开的背景下，公司有望凭借技术、经验、股东、土地等优势率先受益。

风险提示：IDC 业务扩展不及预期、行业竞争加剧、钢铁信息化需求不及预期

【轻工制造：晨光文具(603899.SH)】2020Q3 业绩超出预期，传统核心业务显著回暖——公司信息更新报告

-20201028

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

22020Q3 业绩超出预期，传统核心业务显著回暖，维持“买入”评级

2020Q1-Q3 收入 85.4 亿元(+7.4%)，归母净利润 9.1 亿元(+13.9%)，扣非归母净利润 7.9 亿元(+4.2%)。2020Q3 单季度收入 37.8 亿元(+21.5%)，归母净利润 4.5 亿元(+35.6%)，扣非归母净利润 4.1 亿元(+21.8%)。分品类看，书写工具/学生文具/办公文具 2020Q1-Q3 收入分别同比变化+0.7%/+1.1%/+11.9%，其中 2020Q3 收入分别同比变化+22.3%/+8.5%/+39.5%。上调盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润 12.40/14.99/18.58 亿元(原为 11.84/14.80/18.51 亿元)，对应 EPS 为 1.34/1.62/2.00 元，当前股价对应 PE 为 59/49/39 倍，维持“买入”评级。

2020Q3 单季度毛利率和期间费用率均有所下降，扣非后净利率保持稳定

2020Q3 单季度，公司毛利率为 27.09%(-0.62pct)，其中，书写工具/学生文具/办公文具/办公直销分别+1.9pct/-0.9pct/+0.3pct/-0.6pct。费用端，公司单三季度期间费用率为 13.53%(-0.21pct)，销售/管理/研发/财务费用率分别-0.04pct/-0.17pct/-0.18pct/+0.18pct。公司扣非后净利率基本保持稳定。2020Q1-Q3，公司扣非后净利率为 9.29%(-0.29pct)。其中 2020Q3 扣非净利率为 10.75%(+0.04pct)。

传统核心业务显著回暖，线上取得突破，科力普增速环比提升，九木开店加速

1）传统核心业务：2020Q3 实现营业收入 52.4 亿元，同比增长 2.9%，其中 2020Q3 单季度收入约 23.2 亿元(+16.6%)。线下，终端本次学汛备货偏谨慎，校边渠道恢复相对较慢，办公文具表现亮眼。线上取得突破，晨光科技 2020Q3 营业收入 3.39 亿元，同比增长 69.97%，其中 2020Q3 单季度收入约 1.04 亿元(+37.24%)。

2）晨光科力普：2020Q3 实现营业收入 28.62 亿元，同比增长 15.24%，其中 2020Q3 单季度收入约 12.63 亿元(+28.50%)，收入增速环比提升，看好 2020Q4 表现。

3）九木杂物社：2020Q1-Q3，九木杂物社收入 3.60 亿元(+17.4%)，单三季度九木收入约 1.65 亿元(+15.5%)。2020Q3 末，九木杂物社 334 家(直营 211 家，加盟 123 家)，其中 2020Q3 共新增 39 家门店(直营店新增 31 家，加盟店 8 家)。

风险提示：新品类及新业务拓展不及预期；行业竞争加剧影响盈利能力。

【化工：华鲁恒升(600426.SH)】Q3 检修致毛利率下跌，未来项目投产看好公司成长——公司信息更新报告

-20201028

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 张晓锋（联系人）证书编号：S0790120080059 | 吉金（联系人）证书编号：S0790120030003

公司三季报业绩符合预期，2021 年新项目将落地，维持“买入”评级

公司发布 2020 年三季报，2020 年前三季度公司实现营收 90.43 亿元(同比-14.77%)，归母净利润 12.91 亿元(同比-32.52%)。2020 年 Q3 单季度营收 30.50 亿元(同比-13.72%)；单季度归母净利润 3.86 亿元(同比-35.96%)。2020 年主要化工品价格同比下跌，我们下调公司 2020 年盈利预测，调整前我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 25.06、29.54 和 32.08 亿元，调整后我们预计 2020-2022 年归母净利润分别为 19.49、28.69 和 35.16 亿元，对应的 EPS 分别为 1.20、1.76、2.16 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 21.7、14.7、12.0 倍。公司 10 万吨 DMF 改造项目于 2020 年 10 月投产，2021 年己二酸及尼龙新材料项目将落地，看好未来公司成长，维持“买入”评级。

Q3 产品价格环比回升，但装置检修致产品毛利率下跌，公司业绩承压

公司 Q3 产品价格有所回升。根据 Wind 数据，Q3 主要产品含税均价及环比变动幅度分别为：尿素 1,692 元/吨(-0.70%)、乙二醇 3,670 元/吨(+6.13%)、DMF 6,311 元/吨(+30.00%)、己二酸 6,130 元/吨(+4.10%)、醋酸

2,498 元/吨（+6.75%）。根据公司公告，公司一套煤气化装置及部分产品生产装置于 8 月停车检修 20 天。公司 Q3 产品价格环比回升，费用水平较 2020 年上半年（可比口径）变动不大，但装置检修致产品毛利率较 2020 年上半年（可比口径）下降，公司业绩承压。

公司 10 万吨 DMF 项目投产，近期 DMF 价格大幅上涨，看好公司业绩成长

根据化工在线 10 月 22 日报道，公司 10 万吨 DMF 技改项目已顺利投产，投产后公司拥有 DMF 产能 35 万吨，占行业总产能的 42%。根据 Wind 数据，截至 10 月 27 日，DMF 价格已上涨至 12,500 元/吨。按公司 DMF 销量 35 万吨计，DMF 含税价格每上涨 1,000 元/吨，将增厚公司归母净利润 2.63 亿元，业绩弹性较大。随着未来公司 16 万吨己二酸项目及 30 万吨尼龙新材料项目落地投产，公司业绩将继续成长。

风险提示：安全生产及环保风险，新项目建设进度不及预期、产品价格下跌。

【传媒: 值得买(300785.SZ)】费用上升影响利润增速，期待“双十一”大展宏图——公司信息更新报告-20201028

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 陈俊希（分析师）证书编号：S0790520080002

多业务保持稳定增长，维持“买入”评级

公司公布 2020 年三季度报，2020Q1-Q3 实现营业收入 5.45 亿元，同比增长 34.61%；实现归母净利润 0.85 亿元，同比增长 37.84%；实现扣非后归母净利润 0.74 亿元，同比增长 28.37%。2020Q3 实现营业收入 1.82 亿元，同比增长 38.83%；实现归母净利润 0.17 亿元，同比增长 10.83%；实现扣非后归母净利润 0.15 亿元，同比增长 21.70%。公司坚持既定发展战略，推进产品、技术和消费内容建设等方面的工作，推动 GMV 和广告收入稳定增长。我们维持公司盈利预测不变，预测公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.65/2.05/2.44 亿元，对应当前股份 EPS 分别为 2.05/2.54/3.02 元，对应当前股价 PE 分别为 53/43/36 倍，维持“买入”评级。

Q3 为电商淡季，多项费用提升拉低利润增速

三季度为电商淡季，2019 年单三季度归母净利润全年占比仅为 12.6%，且股权激励+渠道投放+新业务职工薪酬共同促使费用有所提升，从 2020 年初开始的多渠道投放测试使 Q1-Q3 销售费用同比增长 38%，管理费用在 Q3 单季同比增长 42%。我们判断渠道投放测试已接近尾声，合适的渠道或已选出，新业务逐渐步入正轨，长期来看，有助于公司业绩稳定上涨。

消费抉择平台具有稀缺性，最强“双十一”值得期待

我们认为，公司主站“什么值得买”作为稀缺性较强的垂直类消费决策平台，有望直接受益于大型购物节销售额提升带来的佣金提高，参考 2020 年“6.18”期间主站 GMV 同比增长近 70%的数据，我们判断“双十一”期间“淘京拼”综合电商和“快抖”内容电商的多项大促活动或将拉动主站 GMV 延续较高增长。此外，星罗优选和 MCN 亦有望受益于“双十一”直播电商红利，在 Q4 为公司提供新的业绩增长点。

风险提示：直播和短视频行业政策风险；电商政策变化风险；内容营销平台竞争加剧风险；拓展新用户及现有用户流失风险。

【煤炭石化：和顺石油(603353.SH)】业绩平稳增长，自营加油站数量稳步扩张——公司三季报点评报告-20201027

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

事件：公司前三季度实现营收 12.9 亿元，同比下滑 13.1%，归母净利润 1.2 亿元，同比增长 6.5%；2020Q3 单季实现营收 5.27 亿元，环比 Q2 增长 12.8%，归母净利润 5541 万元，环比 Q2 增加 18%。

业绩平稳增长，自营加油站数量稳步扩张，维持“买入”评级

公司三季报实现归母净利润 1.2 亿元，同比增长 6.5%，符合预期。公司依靠其自身的经营效率、盈利能力优势，

铜官油库投产后运费成本仍下降空间，未来自营加油站数量有望稳步扩张。当前扩张进度较缓，我们适当下调盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 1.84(-0.28)/2.7(-0.24)/3.39(-0.77)亿元，同比增长 13.7%/46.9%/25.5%，EPS 为 1.38(-0.21)/2.03(-0.17)/2.54(-0.58)元，对应当前股价 PE 为 37.3x/25.4x/20.2x，维持“买入”评级。

逆境下凸显稳定盈利能力，持续扩张规模效益凸显

逆境凸显盈利稳定：前三季度在疫情和国际油价剧烈波动背景下，公司受成品油价下滑、消费需求承压影响，营收同比下滑 13.1%；公司运用自有 2.95 万方湘潭油库的库存优势，以平均库存 15 天的周期对冲国家成品油调价 10 个工作日，使批零价差长期稳定在 1600 元左右，避免油价波动对公司造成的不利影响，归母净利润逆势同比增长 6.5%。油价回暖&新站运营：受益于新站点投入使用（Q3 自营新增 2 座）和湖南成品油指导价小幅上调（环比约+3%），Q3 营收环比增长 12.8%。低价囤油&规模效益：公司在 Q2 油价低位囤积了 5 万余吨的油品库存，以隆众石化山东地炼成品油价测算，约节约 255 元/吨，共贡献成本效益约 1275 万元，此外受益于规模效益增强，运营效率提升，归母净利润环比增长 18%，其中 Q3 单季毛利率 22.4%，环比+7.6pct；净利率 10.4%，环比+3.7pct。

铜官油库降本在望，看好公司加油站数量持续扩张

铜官油库降本在望：公司正在建设库容为 9 万方的铜官油库，预计 2021 年 Q1 投入使用，兼备水陆两种运输方式，相比当前铁路运输的方式，预计节省 150 元/吨的运费，吞吐量足够支撑当前销量。加油站数量扩张：公司三季度新增自营加油站 2 座至 32 座，与长沙望城区城投公司签署战略合作协议，租赁其 5 座加油站，首座将于近期正式交付公司运营。公司作为民营加油站龙头，依靠其自身的经营效率、盈利能力优势，未来有望复制其快速有效的商业模式，通过对中部省会城市加油站的整合，快速提升门店数量推动业绩高速增长，市场空间大。

风险提示：国际油价大幅波动、加油站收购不及预期、并购成本上涨的风险

【农林牧渔：正邦科技(002157.SZ)】业绩符合预期，出栏量有望高速扩张——公司信息更新报告-20201027

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 陈昕晖（联系人）证书编号：S0790120090006

业绩符合预期，出栏量有望高速扩张，维持“买入”评级

正邦科技发布 2020 年三季报：2020Q1-Q3 公司实现营业收入 326.05 亿元，同比增长 86%，归母净利润 54.33 亿元，同比增长 10711%，共出栏生猪 593 万头，同比增长 32%，其中肥猪 451 万头，仔猪 142 万头；单 Q3 实现营业收入 160.55 亿元，同比增长 159%，归母净利润 30.16 亿元，同比增长 827%，出栏生猪 320 万头，同比增长 128%，环比增长 91%，其中肥猪 215 万头，仔猪 105 万头。考虑到猪价超预期回调，我们下调此前盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 93（前值 108）/100（前值 119）/42（前值 87）亿元，对应 EPS 为 3.71/3.98/1.65 元，当前股价对应 PE 为 4.7/4.3/10.5 倍，公司出栏成长确定，维持“买入”评级。

产能有望保持高速扩张，养殖成本预计逐季下行

2020 年 9 月底公司存货 122 亿元，同比+115%，环比-5%，预计 2020Q4 出栏将加速增长，维持全年 950 万头出栏目标；生产性生物资产 95 亿元，同比+423%，环比+47%（Q2 环比+24%），补栏继续提速；固定资产 115 亿元，同比+24%，预计自有育肥产能达 1350 万头，年底有望达 1600 万头；在建工程 35 亿元，同比+423%，环比+47%；2020Q3 资本开支 44 亿元，同比+234%，环比+89%，产能保持高速扩张；长期待摊费用 12 亿元，同比+276%，系租赁猪场规模扩大。2020Q3 商品猪完全成本约 29 元/公斤，成本较高系 Q3 外购育肥占比较高且前期外购仔猪价格处高位，展望未来 2020Q4 起出栏肥猪中外购育肥比例预计大幅下降，同时出栏量的大幅释放也将带来成本的摊薄，我们看好公司养殖成本下降路径。

定增方案获批通过，产能建设持续加码

2020 年 10 月 26 日公司定增方案获得证监会审核通过，拟非公开发行股数不超过 5.70 亿股，募资总额不超过 75 亿元，扣除发行费用后净额全部用于生猪养殖项目及补充流动资金，项目达产后预计贡献生猪产能 383 万头，

同时发行对象均为实控人林印孙先生控制的公司，彰显其对公司长期发展前景的信心。

风险提示：猪价景气度不及预期、养殖成本大幅上升、出栏量增长不及预期。

【中小盘：联创电子(002036.SZ)】模造玻璃迎来高光时刻，光学新势力崛起——中小盘首次覆盖报告-20201028

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 孙金钜（分析师）证书编号：S0790519110002

聚焦磨造玻璃优势，光学新势力崛起正当时，首次覆盖给予“买入”评级

公司深耕光学十余载，凭借模造玻璃技术为核心依托构造了独特的竞争优势，模造玻璃镜头制造工艺及产能全球领先，并依托核心镜头自给自足的差异化优势，开拓了手机、车载、高清广角等多个业务领域，同时向模组端加速拓展。公司当前聚焦光学产业发展，其他业务稳健发展，G+P 类高端手机镜头产品已量产出货，并随着产能的快速提升不断收获大客户认可；车载业务也已完成客户认证，随着 ADAS 渗透率的提升以及单车摄像头数量的提升，订单饱满，且持续稳定。公司当前产能需求迫切，扩产信心坚定，随着产能的逐步释放，公司有望在玻璃镜头时代充分彰显龙头优势，迎来拐点性增长。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.94/5.05/6.62 亿元，对应 EPS 分别为 0.32/0.54/0.71 元/股，当前股价对应 PE 分别为 33.0/19.3/14.7 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

光学赛道创新应用不止，模造玻璃大有可为

近年手机、汽车 ADAS 和 VR 领域光学赛道景气度持续向好，光学创新不断，其中手机领域搭载 G+P 的方案逐渐增加，48M 以上像素、多倍变焦、3D 结构光等高端产品上大概率将用到模造玻璃。而汽车 ADAS 和 VR 全景领域由于对成像效果和作业环境的较高要求，多以玻璃材质镜头为主。在 WLG（晶圆级玻璃镜片）工艺尚未真正进入量产阶段，模造玻璃技术在工艺成熟度、量产规模等方面都具有相对优势，模造玻璃在光学赛道中有望得到大量应用。

短期看手机、中期看车载、长期看 VR 及高清广角，三大业务轮番接力高成长

历经多年技术沉淀和客户认知，公司手机和车载业务正开花结果，G+P、屏下指纹识别、激光准直等高端镜头上已为知名客户量产出货；ADAS 车载镜头更是拥有汇聚“一超两巨多强”的 30 多亿大客户订单，随着公司产能扩充，两项业务有望放量。同时，公司绑定全景相机龙头 Insta360、运动相机龙头 Gopro 两大核心客户，在 VR 引领的全景视频浪潮中，高清广角产品也有望迎来加速成长。

风险提示：手机镜头 G+P 渗透低预期，VR 等光学下游市场需求不及预期等

【中小盘：盐津铺子(002847.SZ)】Q3 业绩再次略超预期，全年高增长确定——中小盘信息更新-20201028

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 孙金钜（分析师）证书编号：S0790519110002 | 李泽（联系人）证书编号：S0790120070082

三季度业绩增长略超预期，预计 2020 全年同比+87.45%~103.07%

公司公告 2020 年三季度业绩报告及 2020 年度业绩预告。2020 年前三季度实现收入 14.34 亿元(+46.15%)，归母净利润 1.89 亿元(+110.00%)，扣非归母净利润 1.42 亿元(+122.82%)。其中 2020Q3 实现收入 4.89 亿元(+43.55%)，归母净利润 5854.65 万元（+147.99%），扣非归母净利润 4203.36 万元（+88.24%）。同时，公司预计 2020 年归母净利润 2.40-2.60 亿元，同比增长 87.45%~103.07%。公司多品牌、多品类战略稳步推进，“双中岛”战略和全国化渠道扩展顺利，产品和渠道双轮驱动公司持续高增长。公司成本管控能力优秀，利润率提升超预期，我们继续小幅上调公司 2020-2022 年归母净利润预计分别至 2.55（+0.10）/3.53（+0.09）/4.86（+0.15）亿元，对应 EPS1.97（+0.08）/2.72（+0.06）/3.75（+0.11）元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 66.9/48.4/35.1 倍，维持“买入”评级。

三大产品曲线相继发力，渠道扩张带动全品类加速增长

公司全产业链布局的核心优势使其具备了持续推新产品和新品类的能力。目前，公司核心的第一产品曲线咸味

零食（鱼糜、豆干、肉鱼、蜜饯炒货、素食等）随着渠道在全国范围内的扩展继续保持稳中有升。第二产品曲线烘焙（面包、蛋糕、薯片等）则继续保持快速增长。第三产品曲线坚果果干等正处于培育期，未来将接力成味零食和烘焙成为公司新的增长极。同时，公司“双中岛”战略稳步推进，店中岛的全国化扩展持续落地，推动了公司全品类的加速增长。

以散装称重为基础向定量装市场渗透，全渠道发展打开公司成长空间

公司目前已经在商超投放的店中岛超过了 1.3 万个，全国范围内店中岛投放的潜在空间在 5 万个左右，未来仍有较大的扩张空间。公司目前在散装称重领域的产品布局潜在的市场空间即超 50 亿元。同时，公司已单独成立定量装事业部，正在借助散装称重领域中的品牌力量逐步向定量装市场渗透。目前公司定量装产品已有辣条、果干，后续还将推出烘焙、薯条等。电商渠道则是和壹网壹创战略合作共同拓展。全渠道的逐步拓展将进一步打开公司增长的天花板。

风险提示：新产品推广低于预期；渠道拓展低于预期；原材料价格大幅上涨等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn