行业观点

- **机械**

1、锐科激光 2020 年三季报：Q3 业绩大幅提升，下游需求持续旺盛

事件：

公司发布 2020 年三季报，前三季度实现营收 14.33 亿元，同比+1.04%；归母净利润 1.80 亿元，同比-35.80%，其中三季度实现营收 7.23 亿元、同比+78.28%；归母净利润 1.13 亿元、同比+83.78%。

报告要点：

三季度显著受益中国市场复苏，业绩显著改善。

国内疫情缓解后制造业持续处于复苏通道，9 月工业机器人产量同比增长 51.4%，PMI 指数 51.5、连续七个月保持荣枯线以上。根据产业链调研信息，由于海外疫情爆发较为严重，总部位于美国的 IPG 等激光器厂商全球供应链受到较大限制，在国内市场交付延期，而国内市场恢复较快，激光器行业景气度提升。二季度以来，公司订单饱满、产能满负荷运行，伴随着国内疫情恢复后公司武汉生产基地产能逐渐恢复，无锡生产基地逐步投产，公司单三季度业绩显著改善。

毛利率环比显著改善，超过 2019 年全年水平。

2020 年单三季度公司毛利率 31.92%、环比提升 8.68pct，超过了 2019 年全年综合毛利率 28.78%。我们判断，这主要是受疫情影响、海外企业交付延期，激光器整体价格较为平稳，而国内高功率激光器需求旺盛，公司将产能主要聚焦毛利率较高的高功率激光器。此外，随着公司新产品生产技术、工艺等逐渐成熟，产品良率提升、返修率下降，进一步提升了公司盈利能力。

新产品持续推出，拓展高端应用领域。

今年工博会展公司推出了 10kW 单模光纤激光器、蓝光光纤输出半导体激光器、激光清洗用高功率激光器等新品，通过高功率光闸、光束可调等核心技术跻身高端应用领域。如光纤输出蓝光半导体激光器在焊接领域能带来加工效果显著提升，激光清洗用高功率激光器在轨道交通维护、轮对清洗、新车焊前清洗等领域已经有应用实例且具有经济性，8kW 光纤输出半导体激光器也有望在超快速激光熔覆领域得到应用，未来激光器企业从同质化的竞争转向面向不同应用领域推出更加定制化、差异化的产品或将成常态。

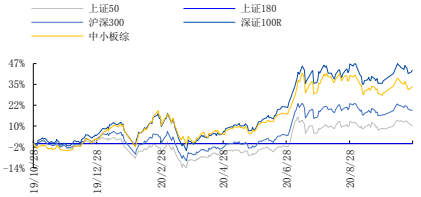
投资建议与盈利预测

我们认为，随着公司产品结构往高功率业务切斜，公司有望在持续占领市场的同时维持盈利能力稳定，预计公司 2020/21 年实现归母净利润分别为 2.8/4.5/6.0 亿元，对应当前 PE 分别为 74/46/34X。综合考虑当前行业仍处于快速发展期与公司稀缺龙头地位，维持公司“买入”评级。

风险提示

下游需求低于预期，价格战恶化，核心器件自产率提升进度不及预期。

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 RMB	涨跌幅% 1 日	5 日	本年
阿拉丁	73.63	278.95	0.00	0.00
欣贺股份	14.75	64.07	0.00	0.00
大洋生物	47.31	63.99	0.00	0.00
大烨智能	12.94	33.40	39.74	54.42
和顺电气	16.36	29.02	49.82	146.78

A 股市场跌幅前五

股票	收盘价 RMB	涨跌幅% 1 日	5 日	本年
东来技术	24.38	-28.29	0.00	-54.67
长鹰信质	13.64	-19.95	-23.88	-16.47
良品铺子	52.28	-15.95	-15.24	134.37
华谊兄弟	4.62	-15.07	-15.23	0.43
和晶科技	7.47	-15.02	15.28	24.50

分析师：满在朋（执业证书：S0020519070001），联系人：秦亚男

2、恒立液压（601100）2020 三季报点评：三季度业绩亮眼，竞争力凸显规模加速扩张

事件：
公司发布 2020 年三季度报告，前三季度实现营收 37.68 亿元，同比增长 38.86%；归母净利润 14.72 亿元，同比增长 60.5%，超预期增长。

报告要点：
Q3 单季度营收同比增长 79%，泵阀放量符合预期。
下游基建和地产建设如火如荼，工程机械需求持续旺盛，2020 年前三季度挖机销量 23.7 万台，同比增长 32%。公司产品的竞争力也在不断提升，前三季度公司实现营收 37.68 亿元，同比增长 38.86%；其中挖机油缸产品收入同比增长 35%，子公司液压科技泵阀销量大幅增长，液压科技收入同比增长 94%。Q3 单季度实现营收 18.67 亿元，同比增长 79.38%，超 Q2 同比增速（+70.52%）。下半年工程机械旺季持续，9 月以来公司订单火爆、产能供不应求，排产不断加量。

规模扩大的同时内部管控同步加强，盈利能力稳步提升。
2020 年前三季度公司实现毛利率 42.25%（同比+5.7pct），净利率 27.72%（同比+5.54pct），毛利率大幅增长主要是由于挖机油缸和泵阀收入大增带动的规模效应以及非标油缸结构优化。公司强化内部管理，销售费用率和管理费用率合计较去年同期减 1.02pct；由于本期美元汇率下降幅度较大，汇兑损失增加，财务费用由负转正至 0.5 亿元，财务费用率 0.94%。

下游持续景气周期延长，公司竞争优势显著、成长空间广阔。
随着专项债陆续到位，下半年基建项目有望快速落地，叠加持续增长的更新需求以及愈加旺盛的人工替代需求，工程机械下游景气度延续，公司作为工程机械核心技术企业，液压元件技术日渐成熟。此外，2019 年公司的营收 54 亿元，川崎精机和 KYB 全球液压件收入合计约 223 亿元，竞争对手的收入是公司的 4 倍，但 2019 年恒立营业利润为 14.9 亿元，而川崎和 KYB 合计利润仅为 11.5 亿元，相较之下，公司竞争对手的优势和竞争力凸显，且公司产品的质量、性能等各方面已具备进口替代能力，有望把握住机遇、快速进口替代，并有望瓜分全球液压市场，未来成长空间广阔。

投资建议与盈利预测
预计公司 2020-2022 年实现归母净利润分别为 20.3/25.8/31.7 亿元，对应当前 PE 分别为 46/36/29 倍。考虑到下游持续高景气以及公司液压件行业广阔的进口替代空间，维持公司“买入”评级。

风险提示
基建投资不及预期，海外客户拓展不及预期，海外市场风险。

分析师：满在朋（执业证书：S0020519070001），联系人：秦亚男

3、创世纪（300083）2020 三季报点评：数控机床业务持续高增长，利润步入上行收获期

事件：

公司发布 2020 年三季度报告，前三季度实现营收 25.28 亿元，同比下降 42.32%；归母净利润 1.76 亿元，同比增长 312.7%。

报告要点：
前三季度剔除结构件的业务收入超 19 年全年，Q3 出货量依旧亮眼。
2020 年前三季度，公司精密结构件业务实现营业收入 2.75 亿元，Q3 单季度收入持续收窄，为 0.3 亿元，剥离工作有望在 2020 年底基本收尾。剔除精密结构件业务后，公司实现收入 22.53 亿元（2019 年 21.2 亿元）；其中数控机床的业务载体创世纪机械实现营业收入 21.88 亿元，超 2019 年全年营收，利润总额 4.07 亿元。数控机床业务在 Q2、Q3 均保持较快增长，前三季度产品累计出货量（含以经营性租赁实现的交付）13060 台，逆势超过 2019 年全年，其中 Q3 出货量达 6232 台，接近上半年总出货量（6828 台）。

机床业务利润逐步兑现修复现金流，盈利能力稳定上扬。
2020 年前三季度公司实现毛利率 27.89%，同比+16.33pct，净利率由负转正，同比+8.86pct 至 6.88%；同期创世纪机械净利率达 17.26%，Q1 至 Q3 单季度净利率从 15.03%持续上升至 18.04%。由于精密结构件业务现金流支出减少和数控机床业务收入规模增加，前三季度经营现金流量净额实现 2.46 亿元，较上年同期变动比例 269.37%，Q3 实现净流入 1.86 亿元，借助数控机床主业开启高速上升通道。公司持续推动结构件业务的组织精简和人力整合，费用开支有效减少，前三季度销售费用和管理费用同比下降 21.01%和 21.6%，高端机床研发投入不断增加，研发费用同比上升 17.19%。

3C 机床借力扬帆走双重国产替代道路，通用机床涨势迅猛。
公司是国产钻攻机厂商中的佼佼者，深耕华为、oppo 等非苹果系产业链多年。2020 年上半年，受益于苹果供应链和加工设备的双重国产化，公司凭借多年的客户基础和技术实力，顺势切入苹果供应链，钻攻机销量实现高速增长，未来两年有望延续 2020 年的高景气度，保持稳定高速增长。近年来公司持续布局通用机床市场，受益于国内 5G 基站建设的速度加快，公司产品立式加工中心类通用机床延续上半年的增长势头，全年有望实现翻番。

投资建议与盈利预测
考虑到苹果供应链和加工设备的双重国产化及数控机床主业凸显，预计公司 20-22 年归母净利润 2.81/7.07/9.41 亿元，给予公司“买入”的投资评级。

风险提示
工控市场规模持续下滑；高端产品推广不及预期；市场竞争加剧。

分析师：满在朋（执业证书：S0020519070001）

● 计算机

1、中科创达(300496.SZ)：营收持续高速增长，股权激励彰显信心

事件：
公司于 10 月 26 日晚发布《2020 年第三季度报告》。前三季度，公司实现营业收入 17.87 亿元，同比增长 40.27%；实现扣非归母净利润 2.67 亿元，同比增长 106.28%。

点评：

公司核心竞争力持续增强，加强回款经营性现金流大幅改善

公司坚持贯彻全球化战略，受益于公司产品化程度持续提升，软件 IP 竞争力加强，客户粘性持续增加，收入及净利润均保持了较快增长。作为全球领先的智能操作系统产品和技术提供商，公司持续加强研发投入夯实核心竞争力，前三季度，公司研发费用为 1.76 亿元，同比增长 31.57%。前三季度，公司经营性现金流净额为 3.00 亿元，上年同期为-1527.43 万元，现金流大幅度改善的主要原因是公司加强回款且利润增加较多。第三季度，公司实现营业收入 7.38 亿元，同比增长 36.84%；实现扣非归母净利润 1.12 亿元，同比增长 91.55%。

智能软件业务稳健增长，智能汽车与智能物联网业务高速发展

前三季度，公司各项业务增速表现良好：1）智能软件业务：实现收入约 8.4 亿元，同比增长约 23%，5G 商用催生智能终端市场增量需求，作为公司传统核心业务，继续稳步扩张。2）智能汽车业务：实现收入约 4.8 亿元，同比增长约 62%。公司不断获取国内外知名车企客户，产品渗透率持续提升。今年 9 月，公司与上汽零束签署战略合作，双方将共同打造全球领先的具有上汽集团品牌特色的智能网联汽车软件平台，并加速推进智能网联汽车创新链建设。3）智能物联网业务：实现收入约 4.6 亿元，同比增长约 100%。公司持续在 VR、机器人等 IoT 领域进行产业布局，未来空间广阔。

2020 年限制性股票激励计划落地，护航公司持续快速发展

2020 年 8 月 31 日，公司发布公告，授予 214 名激励对象 365.95 万股第二类限制性股票，占草案公告时公司股本总额 4.23 亿股的 0.86%。本激励计划授予部分的归属考核年度为 2020-2023 年四个会计年度，每个会计年度考核一次。考核目标以 2019 年净利润为基数，2020-2023 年净利润增长率分别不低于 70%、80%、90%和 100%。本次股权激励中层管理人员及核心技术（业务）骨干共 212 人，获授股份占总授予股份的 86.34%。我们认为，本次股权激励范围较广，有利于保证公司团队稳定性，并充分调动团队积极性，有助于公司在未来实现更快更好的发展。

投资建议与盈利预测

公司在智能操作系统领域拥有世界领先的技术，在万物互联时代有广阔的成长空间。预测公司 2020-2022 年营业收入为 24.42、32.15、41.50 亿元，归母净利润为 3.40、4.74、6.36 亿元，EPS 为 0.80、1.12、1.50 元/股。过去三年，公司 PE 主要运行在 60-140 倍的区间，预测未来三年归母净利润 CAGR 为 38.83%，高景气度无忧，估值水平有望维持，维持公司 2021 年 100 倍的目标 PE，目标价为 112.00 元。维持“增持”评级。

风险提示

5G 建设进度低于预期；智能网联汽车业务拓展不及预期；市场竞争加剧等。

分析师：耿军军（执业证书：S0020519070002），联系人：陈图南

2、金山办公(688111.SH)：政府需求提前释放，付费用户强劲增长

事件：

公司于 10 月 26 日晚发布《2020 年第三季度报告》。2020 年前三季度，公司实现营业收入 15.03 亿元，同比增长 44.25%；实现归母净利润 5.95 亿元，同比增长 191.22%。

点评：

公司业绩与现金流表现优异，研发与市场营销投入加速恢复

2020 年前三季度，公司无惧国内外宏观环境及疫情的影响，取得良好的经营成果。公司围绕在线办公、云服务等领域进行研发创新，前三季度，公司研发费用为 5.24 亿元，同比增长 19.60%，研发投入占比达 34.85%，同比减少 7.18pct，随着疫情影响逐步消退，公司加速恢复研发和人才的投入及市场推广营销。前三季度，公司经营性现金流净额为 8.10 亿元，同比增长 226.80%，现金流的大幅优化主要受益于办公服务订阅业务持续增长。第三季度，公司实现营业收入 5.87 亿元，同比增长 64.62%；实现归母净利润 2.38 亿元，同比增长 313.61%。

办公服务订阅业务高速增长，月活用户数量持续保持高速增长态势

公司办公服务订阅业务持续高速增长：1）WPS 超级会员尝试直播带货等创新模式，开辟市场推广及品牌宣传新渠道；2）金山文档发布教育版，加强对教育行业的覆盖。前三季度，公司月活用户数量持续高速增长，基于公司产品的技术优势和产品粘性，疫情期间产生的用户留存率持续提升。截至三季度末，公司主要产品 MAU 为 4.57 亿，同比增长 19.63%，其中，WPS office PC 版月度活跃用户数 1.76 亿，同比增长 23.08%；移动版月度活跃用户数 2.74 亿，同比增长 19.13%；公司其他产品如金山词霸等月度活跃用户数已近千万。前三季度，得益于移动办公和云办公的持续渗透，公司协作办公的使用频率快速提升，付费用户数量增长强劲。

政府业务集中提前释放，互联网广告推广业务平稳运行

办公软件产品授权业务方面，随着疫情逐步得到有效控制，政府业务集中提前释放，授权业务增长势头强劲，公司积极拥抱行业生态建设，提升全国各地区政企市场竞争力。2020 年 8 月 29 日，公司举办第二届办公应用开发者大会，汇集了包括集成商、OA 厂商、技术服务商以及电子签证、浏览器、操作系统、安全厂商、通信厂商等办公上下游近两百家主流生态伙伴参与，持续打造完善的办公生态体系。互联网广告推广方面，公司持续平衡产品用户体验，整体用户规模和活跃度的提升对冲疫情影响，业务运行较为平稳。

投资建议与盈利预测

公司是国内领先的办公软件和服务提供商，未来成长空间巨大。预测公司 2020-2022 年营业收入为 24.28、34.43、46.29 亿元，归母净利润为 6.83、10.44、14.82 亿元，EPS 为 1.48、2.27、3.22 元/股。公司目前收入体量较小，增速较快，研发投入较多，采用 PS 估值法较为合理。上市以来，公司 PS 主要运行在 40-120 倍之间，维持 2020 年 80 倍的目标 PS，目标价为 421.35 元。目前的价格较目标价有 39.06%的空间，上调至“买入”评级。

风险提示

付费用户数量增长低于预期；国产化替代进程低于预期；其他公司进入办公软件市场，市场竞争加剧。

分析师：耿军军（执业证书：S0020519070002），联系人：陈图南

3、超图软件(300036.SZ)：营收负增长收窄，毛利率持续提升

事件：

公司于 10 月 26 日晚发布《2020 年第三季度报告》。第三季度，公司实现营业收入 4.35 亿元，同比增长 5.07%，实现扣非归母净利润 1.02 亿元，同比增长 31.25%。

点评：

前三季度营业收入同比下滑 9.08%，较上半年下滑幅度有所收窄

前三季度，公司实现营业收入 9.58 亿元，同比下滑 9.08%，实现扣非归母净利润 1.35 亿元，同比增长 22.37%；从费用来看，销售费用、管理费用、研发费用分别同比下滑 3.09%、18.39%、14.20%；前三季度毛利率为 59.13%，较上半年提升 3.42pct，对扣非归母净利润实现正增长贡献较大。由于受到新冠肺炎疫情的影响，公司部分项目的实施与验收进度有所推迟，再加上公司实施新的收入确认准则，收入增长受到一定影响，但从合同负债来看，三季度末，余额达到 8.24 亿元，业务正常开展。

发行股票申请获注册批复，助力公司成为全球领先的 GIS 企业品牌

公司本次向特定对象发行股票募集资金总额预计不超过 72,329.50 万元，投入的项目包括：SuperMap GIS 11 基础软件升级研发与产业化项目、自然资源信息化产品研发及产业化项目、智慧城市操作系统研发及产业化项目、补充流动资金。公司致力于推动地理智慧与 IT 技术的融合，通过持续的创新，为各行各业创造更大的价值，伴随着募投项目的持续推进，公司有望逐步成为全球领先的 GIS 企业品牌。

自然资源登记业务稳步推进，国土空间规划业务确定性落地

2020 年 6 月，自然资源部印发《2020 年自然资源部网络安全与信息化工作要点》。公司成功中标自然资源部国土卫星遥感应用中心基于遥感卫星应用构建政府监管服务平台建设项目监测与综合分析评估系统采购-03 包，同时参与建设柳州、广州、南充、淮安、拉萨等多地的自然资源登记项目。在国土空间规划方面，公司形成了全空间覆盖、全要素管控、全过程服务的国土空间规划一张图及监督信息系统解决方案，实现了多个地区的快速落单，中标泰州、阳春、桂林、滨州、德阳、东营、金华、湖州、唐山等地国土空间规划项目，多个项目为千万级别大单，成功抢占国土空间信息化市场。

投资建议与盈利预测

随着国土空间规划、自然资源统一确权登记、“信创”等需求的持续释放，公司已经迎来新一轮成长。受新冠肺炎疫情的影响，部分项目验收推迟，小幅下调公司 2020-2022 年营业收入至 20.48（下调 1.89）、25.93（下调 2.39）、32.27（下调 2.98）亿元，小幅下调归母净利润至 2.65（下调 0.30）、3.43（下调 0.57）、4.39（下调 0.78）亿元，对应 PE 为 37.37、28.92、22.59 倍。考虑到公司过去三年 PE 主要运行在 30-60 倍之间、预期未来三年归母净利润 CAGR 为 26.06%、经营性净现金流表现优良等因素，维持公司 2020 年 50 倍的目标 PE，对应的目标价为 29.50 元。维持“买入”评级。

风险提示

国土空间规划相关的系统建设需求低于预期；“互联网+不动产登记”升级需求低于预期；GIS 软件国产替代进程低于预期；海外市场拓展低于预期等。

分析师：耿军军（执业证书：S0020519070002），联系人：陈图南

4、石基信息(002153.SZ)：营收负增长逐季收窄，国际化取得重大进展

事件：

公司于 10 月 26 日晚发布《2020 年第三季度报告》。前三季度，公司实现营业收入 22.37 亿元，同比下降 8.20%；实现归母净利润 8804.42 万元，同比下降 72.64%。

点评：

下游客户受疫情影响较大，营收负增长逐季收窄

新冠肺炎疫情发生以来，公司下游客户受疫情影响较大，IT 投资意愿下降。前三季度，公司收入同比下降 8.20%，主要原因包括：海内外很多酒店在疫情期间处于暂停营业或停工状态，导致对信息系统及服务的需求大幅降低；公司归母净利润下降幅度大于营业收入，主要是因为公司为了维持产品和服务的长远竞争优势，没有主动裁员，因而公司人员成本没有同比下降。第三季度，公司实现营业收入 8.71 亿元，同比下降 5.33%；实现归母净利润 3009.92 万元，同比下降 73.45%。

公司持续推进平台化与国际化转型，SaaS 业务 MRR 稳健增长

公司正处于平台化和国际化转型的关键期：1）平台型业务方面，上半年，公司客户与支付宝和微信直连的支付业务交易总金额约为 945 亿元人民币，同比增长约 28.6%；预订平台流量受疫情影响大，上半年流量同比下降约 42%。2）国际化业务方面，截至 2020 年 6 月底，新一代云餐饮管理系统 Infrasys Cloud 累计上线总客户（酒店及餐厅）数量达 1615 家。2020 年 6 月，公司 SaaS 业务的 MRR 为 2211.37 万元，同比增长 11.62%，一定程度上受到海外疫情的不利影响。

新一代云架构酒店信息系统落地国际知名酒店，有望成为标杆客户

9 月 13 日，公司发布公告，全资子公司石基新加坡与香港上海大酒店管理服务有限公司签署 MSA 协议，约定公司将为半岛酒店以 SaaS 服务的方式提供新一代云架构的企业级酒店信息管理系统 Shiji Enterprise Platform，意味着公司自主研发的新一代酒店信息系统将在 HSH 集团彻底替换现有的 PMS 和 CRS，将实现公司新一代酒店信息系统在国际知名酒店集团的落地。公司正处于国际化和平台化转型的关键时期，此次公司新一代酒店信息系统在国际知名酒店集团落地，意味着公司在外部环境不利的压力下，有条不紊地按照计划完成既定目标。我们认为，半岛酒店有望成为公司的行业标杆客户，公司有望借助标杆效应进一步加快推进国际化进程。

投资建议与盈利预测

随着酒店业云化转型加速推进，新一代云平台有望打开全球高端市场；凭借海量客户资源，平台化战略有望助力公司转型升级。预测公司 2020-2022 年营业收入为 36.09、41.38、47.32 亿元，归母净利润为 3.72、4.25、4.95 亿元，EPS 为 0.35、0.40、0.46 元/股。目前处于转型期，各项投入较大，对净利润率影响较大，故采用 PS 估值法。过去三年公司 PS 主要运行在 8-14 倍之间，目前国内新冠肺炎疫情已经得到有效控制，下游需求逐步恢复，维持 2020 年 13 倍的目标 PS，目标价为 43.82 元，维持“增持”评级。

风险提示

疫情可能导致下游客户 IT 投资意愿下降；云 PMS 等在海外拓展进度低于预期；平台化战略推进不及预期；中美贸易争端可能影响海外业务拓展。

分析师：耿军军（执业证书：S0020519070002），联系人：陈图南

● 电子

1、北方华创（002371）点评报告：业绩符合预期，综合性半导体设备龙头有望迎来双拐点

事件：

10 月 27 日北方华创披露三季报，公司实现累计营业收入 38.36 亿元，较上年同比+40.16%；实现归母净利润 3.27 亿元，较上年同比+48.86%。公司毛利率环比小幅下降至 35.17%，电子工艺装备占比进一步提升。20Q3 公司合同负债为 23.48 亿元，较年初多 8.76 亿元，主要系订单增加，收到客户的合同预收款增加。

报告要点：

？ 采购订单持续增长，国产化趋势愈发明显

根据中国国际招标网数据显示，公司刻蚀、炉管等设备三季度获得长江存储、华力微、积塔等晶圆制造企业大量订单，集成电路前道国产设备整体采购数量创历史新高，国产化加速趋势确定。随疫情缓解、景气度回暖，半导体设备作为行业先行指标优先复苏，订单充裕、业绩改善状态将持续推进。

？ 综合性半导体设备、零件龙头，全面受益半导体行业高增长预期

根据 SEMI 数据显示，今年全球半导体设备支出增速同比+3%，合计 578 亿美元；中国大陆年增速约为 5%，超过 120 亿美元，2021 年将增加至 150 亿美元。公司在集成电路领域实现技术性突破，下游光伏、锂电池、功率半导体领域对设备需求旺盛，均在公司业务范畴内，将全面受益行业高增长红利。

？ 产品认可度逐步提升，国产设备技术+盈利双拐点

随着国内头部晶圆制造商对国产设备认可度提升，将带动行业采购积极性，设备产业生态持续优化，对应龙头公司业绩持续改善。在国产化趋势下，半导体设备企业处于技术+盈利双拐点：1）从初期核心技术“0-1”突破向后续“1-n”改良、优化转折；2）从早期晶圆制造商不愿承担风险进行国产设备导入，到现在积极合作和设备公司业绩持续改善。

？ 投资建议与盈利预测

预计 2020-2022 年公司营收 56.72、79.68、109.11 亿元，归母净利润 4.32、6.10、8.60 亿元，当前市值对应 2020-2022 年 PE 分别为 181、128、91 倍，给予“增持”评级。

？ 风险提示

产品研发进度不及预期；半导体产能扩展不及预期；设备国产化率不及预期；中美摩擦对供应链冲击风险。

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001），联系人：刘莹

2、经纬辉开(300120)：布局滤波器产业，5G 时代加速腾飞

事件：

公司 10 月 26 日发布三季度业绩报告，2020 年前三季度实现营业收入 23.29 亿元，同比增长 38.93%；净利润 7782.33 万元，同比下滑 9.67%。

点评：

？ 业绩符合预期，公司主营业务稳定增长

公司三季度单季实现营业收入 10.43 亿元，比上年同期增长 49%；归母净利润 3561.55 万元，同比减少 15.27%。收入同比增长主要原因为公司电力业务、传统触控显示模组类业务收入相对稳定；电视组件业务金额增长较快、毛利较低导致净利润下滑。目前公司围绕智能家居、智能汽车、智慧城市（户外显示）、电子车牌等领域的液晶显示和触控模组产品投入研发力量，未来将以市场为龙头，逐渐加强新产品、新技术的研发，开创新型增长点。

？ 收购诺思，布局 5G 射频滤波器产业

报告期内，公司宣布拟投资 1.27 亿元收购诺思 10.1%股权。诺思是国内最早开始研发 BAW 滤波器且技术实力最强的 BAW 滤波器厂商之一。截止目前，诺思在滤波器领域累计申请发明专利共计 381 项，其中国内专利 267 项，PCT 专利 114 项，核心专利数量在 BAW 滤波器领域位于世界前列。诺思是国内唯一一家拥有 Fab 的 BAW 滤波器供应商，在天津、南昌、绵阳三地建有生产线，其中天津工厂共有两条产线，分别为 4 寸以及亚洲首座具备完整自主知识产权与量产交付能力的 6 寸产线，共计交付能力 3 亿颗/年；南昌工厂是亚洲最大的 BAW 滤波器芯片制造基地，目前借款问题已解决，制造良率逐步提升，公司预计十月份即可

达到全面投产状态，完全投产后将达到 1.5 亿颗/月。

？ 5G 赋能，BAW 滤波器持续渗透前景广阔

射频滤波器产业是千亿市场蓝海，从分立滤波器到滤波器模组为国内本土企业提供广阔的发展空间，进入 5G 时代，高频将带动 BAW 滤波器持续渗透，5G 手机在新增高频频段后，滤波器用量将大幅增加，将从 4G 手机的 40 个用量增加到 5G 手机的 70 个用量左右，2020 年 BAW 滤波器渗透率将超过 50%，成为滤波器市场主流。

？ 投资建议与盈利预测

预计 2020-2022 实现营收 32.10、36.80、42.67 亿元，实现归母净利润 1.30、1.84、2.12 亿元，对应 PE 分别为 48、34、30 倍，给予“增持”评级。

？ 风险提示

1）下游发展不及预期；2）技术研发不及预期；3）客户拓展不及预期。

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001），联系人：刘堃

3、安集科技（688019）点评报告：业绩略超预期，多系列产品进展顺利

事件：

10 月 28 日安集科技披露 2020 年三季报，公司实现累计营业收入 3.09 亿元，较上年同比+50.39%；实现归母净利润 1.14 亿元，较上年同比+145.49%，其中政府补助 519.4 万元，投资金融资产收益 5286.1 万元。整体毛利率同比+4.44pct，达 54.69%，主要系高毛利产品销售额提升，如钨、铜抛光液系列新品。

报告要点：

？ 持续加码研发，多产品稳步推进

公司将继续保持约 20%营收占比的研发投入，加强与半导体制造龙头企业合作，并为其开发创新性的整体解决方案。1）抛光液：目前主力产品是铜及铜阻挡层系列，与逻辑代工关联紧密。钨和介电材料系列产品处于客户验证及逐步放量阶段，这部分产品与存储关系紧密。2）清洗液：应用于不同尺寸晶圆制造和先进封装，潜在市场巨大，公司产品主要集中在中高端领域。已有产品因寿命周期长可提供稳定收入，随节点推进开发出的新系列产品有望带来高增速、高毛利营收。

？ 国产逻辑+存储产能攀升，逐渐上修半导体耗材市场容量

逻辑代工方面，中芯国际大幅度上调资本支出至 67 亿美元扩产，华虹半导体拟投 25 亿美元扩产；存储方面，长江存储二期于年中正式开建，规划产能 20 万片/月，合肥长鑫年底产能预计扩充到 4 万片/月。中国大陆逐步扩充晶圆制造产能，原料市场容量势必随产能释放而不断扩大。同时受中美摩擦催化，国产替代加速趋势下材料供应商将迎来高速成长期。

？ 投资建议与盈利预测

预计 2020-2022 年公司营收 4.06、5.62、7.79 亿元，归母净利润 1.32、1.51、1.88 亿元，当前市值对应 2020-2022 年 PE 分别为 113、99、79 倍，给予“增持”评级。

？ 风险提示

新产品开发进度不及预期；行业景气度恢复不及预期；外部因素导致原料供应风险。

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001），联系人：王舒磊

4、晶丰明源(688368)：智能产品助提升毛利，电源管理迎发展时机

事件：
公司发布 2020 年 3 季度报告，前 3 季度合计收入 7.07 亿元，同比增长 15.11%；实现归属于母公司股东的净利润 0.3 亿元，剔除股票激励计划费用之后实现归母净利润 0.87 亿元，同比上升 26.22%。
点评：
？ 受益于 LED 行业回暖，业绩符合预期
公司业绩符合预期，剔除股票激励计划费用之后的净利润均实现同比上涨。公司 3 季度业绩上涨主要来自于 LED 行业的回暖，公司以 LED 照明驱动芯片为主营业务，其业绩与下游 LED 行业的发展息息相关。以 LED 芯片龙头企业晶元光电月度营收数据为例，其业绩 7/8/9 三个月均实现环比上涨，9 月更是实现了同比的提升，显示 LED 行业正处于复苏的阶段，公司作为 LED 照明驱动芯片的领先企业，将继续受益。
？ 发力智能 LED 照明驱动，提升综合毛利率
公司前 3 季度综合毛利率达到 25.23%，超过半年报毛利率并实现历史新高，且处于上升状态。公司毛利率的提升主要受益于智能 LED 照明驱动芯片营收占比的增加。智能 LED 照明驱动芯片属于新兴市场，也是未来的发展趋势，销售占比的增加将为公司带来量价齐升的效应：
？ 从量的角度看，每个通用 LED 灯配备一颗通用芯片产品，而智能 LED 灯具平均需配备 3 颗芯片，需求量更大；
？ 从价格的角度看，目前市场产品销售差异化程度较高，竞争者较少，因此价格更高，可为公司带来更高的毛利率。
未来通用产品增长趋势将趋于缓和，智能产品作为市场新的发展方向，市场规模将进一步扩大，成为公司业绩新的增长点。
？ 扩展产品种类，享国产替代红利
除 LED 照明驱动芯片之外，公司产品还积极扩展产品种类，推出了电机驱动芯片、AC-DC 等电源管理芯片，可广泛应用于家电、消费电子等领域。公司推出了应用于风扇灯、吊扇灯方面的直流无刷电机整体解决方案，已进入市场并获得良好的反馈；此外，公司在白色家电电源管理产品也已完善，放量后有望给公司带来业绩增量。公司在电源管理领域的多方面布局有望帮助公司在当前国产替代的大背景下享受更多的时代红利。与国内的竞争对手相比，公司的优势在于公司的以 LED 驱动芯片为主营，产品销量较大，因此具备更显著的成本优势，有望在国内相关企业的竞争中脱颖而出，获得更高的成长动能。
？ 投资建议与盈利预测
预计 2020-2022 营收 9.61、11.13、12.8 亿元，归母净利润 0.65、1.04、1.44 亿元，当前市值对应 PE 分别为 127、80、59 倍，维持“增持”评级。
？ 风险提示
1） 客户拓展不及预期；2）国产替代进程不及预期；3）产品研发不及预期。

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001），联系人：刘堃

5、扬杰科技(300373)：产品线拓展布局先进功率器件，公司业绩高增长

事件：
公司发布 2020 年三季度业绩报告，三季度实现营业收入 7.07 亿元，同比增长 36.10%；实现归属于母公司股东的净利润 1.18 亿元，同比增长 91.32%。
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 18.44 亿元，同比增长 30.76%；实现归属于

母公司股东的净利润 2.62 亿元，同比增长 76.88%。公司业绩大幅增长主要原因有：1）公司前期研发投入迎来收获期，产品结构不断优化，公司市占率与毛利率不断提高；2）产业链恢复，下游需求复苏，受益功率半导体行业高景气态势。

？ 定增审批通过产能有望增加，公司发展前景可期

公司作为国内功率半导体龙头企业，产品线覆盖全面。近年来公司不断拓宽产品线完善产能布局，实施从技术到品牌的纵向一体化战略。公司三季度陆续发布 P-100V SGT MOSFET、IGBT 高频系列模块以及 IGBT 变频器系列模块等新品，部分系列产品性能达到国内先进水平。公司三季度定向增发审批通过，将募集资金用于智能终端用超薄微功率半导体芯片封测项目，建成后，预计形成年产 240 亿只智能用终端超薄微功率半导体器件的生产能力，将有利于拓展公司业务，扩大生产能力，增强公司品牌效益，不断提高公司的可持续发展竞争力。

？ 功率半导体市场需求强劲，国产替代正当时

功率半导体国产替代进程已逐渐成熟，进口替代空间巨大。在中美摩擦加剧，国产替代进程加快的大背景，扬杰科技作为国内功率半导体龙头企业，依托国内广阔市场空间，有望凭借自身高壁垒、研发实力强等特点，发挥产品多样化优势，未来发展空间广阔。

？ 投资建议与盈利预测

预计 2020-2022 年营收 25.99/32.31/39.07 亿元，归母净利润 3.83/4.78/5.74 亿元，当前市值对应 2020-2022 年 PE 分别为 48/38/32 倍，考虑公司作为国内行业龙头将优先受益于国产替代，维持“增持”评级。

？ 风险提示

1）业务受疫情影响不及预期；2）公司市场拓展不及预期；3）新技术研发不及预期。

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001）

● 医药

1、通策医疗（600763）2020Q3 点评：疫情影响逐渐减弱，盈利能力持续提升

事件：

10 月 26 日，公司公告三季报，报告期内实现收入 14.52 亿，同比增长 2.22%；归母净利润 3.96 亿元，同比下滑 0.98%；扣非归母净利润 3.84 亿元，同比下降 2.33%。

疫情影响逐渐减弱，营收恢复稳健增长

Q3 单季接待 68.51 万人次，同比提升 17.30%，实现营收 7.14 亿元，同比增长 24.49%，归母净利润 2.51 亿元，同比提升 30.68%。Q1/Q2 分别实现营收 1.93/5.45 亿元，同比增长-51.08%/20.39%。Q3 为往年旺季，具有较高基数，叠加疫情影响，Q3 单季仍实现收入、人次、客单价的稳定性恢复。蒲公英计划陆续投建及运营达到 15 家，医院运营宣传初期预计产生较多销售费用，Q3 销售费用同比提升 58.07%，费用率 0.68%仍处于较低水平。其他费用控制良好，管理、财务费用分别同比增长 7.38%和-51.90%，三费费用率仅为 8.18%，再创低位。盈利能力持续保持高位，2020Q3 毛利率和净利率再创新高，分别达到 51.86%和 35.10%，同比提升 0.49pct 和 1.66pct。

总院持续作为蓄水池发力，区域分院贡献高增长

从收入结构性来看，浙江省区域总院和分院分别实现营收 2.09/4.10 亿元，同比提升 13.52%和 35.30%，总院和分院单三季度诊疗人次分别为 18.19/41.32 万人次，同比提升 1.21%和 26.78%；总院保持稳定增长前提下，为更多高价值客户腾挪空间，区域分院大放异彩，实现量价齐升高增长，区域分院收入占比提升至 66.22%（+4.03pct）。

儿科业务发展迅猛，收购三叶进一步布局牙齿保健

公司报告期内收购 9 家三叶门诊和 1 家投资管理有限公司，对应收购价位 1.5 亿元。收购标的 2019 年、2020H1 收入分别为 9466.05 万元、3381.63 万元，净利润为 1795.48 万元、174.75 万元。三叶儿童口腔致力于传达“预防重于治疗”的美式理念，以会员制形式为孩子提供牙齿保健服务，并以家庭为单位开展口腔健康管理。根据 2019 年收入情况来看，处于较为成熟期的门店单台牙椅产出在 110 万-178 万元之间，处于门诊单台牙椅产出行业平均上游；成熟门店净利润水平在 20%-26%之间。

投资建议与盈利预测

疫情恢复状态较好，蒲公英计划有序进行，省外复制确定性进一步提升。考虑疫情影响，预计公司 20-22 年营收分别为 21.50/28.29/36.68 亿元，归母净利润 5.40/7.24/9.66 亿元，对应 PE 为 126/94/70 倍，处在历史较高水平，考虑口腔服务稀缺性、未来成长性，维持“买入”评级。

风险提示

医疗纠纷风险；跨区域发展推进不及预期；竞争加剧风险；人才流失风险。

分析师：常启辉（执业证书：S0020517090001），联系人：刘慧敏

2、凯莱英（002821）2020Q3 点评：Q3 维持高增长，后续项目储备丰富

事件：

公司发布 2020 年三季报：实现营收 20.83 亿元，同比增长 19.53%，归母净利润 5.06 亿元，同比增长 38.12%，扣非后归母净利润 4.56 亿元，同比增长 35.15%。

国元观点：

Q3 业务进一步恢复，后续项目储备丰富

公司 Q3 业务进一步快速恢复，实现收入 8.17 亿元，同比增长 25.79%，归母净利润 1.91 亿元，同比增长 38.94%。Q3 毛利率小幅回调至 48.19%，预计主要由于项目结构改变所致，Q3 销售费用率 2.91%，管理费用率 9.80%，研发费用率 7.51%，均在 Q2 基础上实现一定增长，预计主要由于国内外商业推广和研发活动逐渐恢复常态所致，同时随着公司大分子、制剂等项目的推进，预计未来研发费用将进一步增长。公司 Q3 由于汇率波动，导致一定汇兑损失，形成财务费用 1484.13 万元，也对净利率造成较大影响。由于费用率的抬升，公司 Q3 净利率为 23.33%，环比 Q2 有所下滑。

截止 3 季度，公司实现经营活动现金流量净额 3.46 亿元，相比 H1 的 1.35 亿元有较大程度改善。同时公司合同负债 6856.08 亿元，同比增长 59.83%；预付账款 9059.62 万元，同比增长 220.41%；存货 6.73 亿元，同比增长 49.90%，说明公司后续项目储备丰富，高增长可持续。

CDMO 长期成长空间巨大，公司新业务进展顺利

Q3 公司在线工程 5.93 亿元，同比增长 64.65%，公司在敦化和天津子公司实现进一步产能扩建。目前公司定增方案已顺利完成，预计将投入 6.8 亿元用于创新药一站式服务平台扩建，6.22 亿元用于生物药和制剂研发生产项目平台建设，16 亿元用于创新药 CDMO 生产基地建设。CDMO 企业的发展依赖于于项目的数量和阶段，目前行业需求端旺盛，公司有望通过本次定增快速扩大服务能力建设和项目承接范围，从而实现从临床早期到商业化阶段，从小分子到大分子，从中间体到制剂的全方面能力提升，从而推动公司中长期发展。

投资建议与盈利预测

公司 CDMO 技术优势显著，产能持续提升。我们预计公司 20-22 年营收为 32.12/41.84/54.48 亿元，归母净利润分别为 7.46/9.92/13.25 亿元，EPS 为 3.09/4.11/5.49 元/股，对应 PE 为 87/65/49X，维持“增持”评级。

风险提示

受全球疫情影响，临床项目暂停风险；市场竞争加剧风险；产能建设不及预期风险；全球贸易局势风险。

分析师：常启辉（执业证书：S0020517090001），联系人：刘慧敏

3、爱尔眼科（300015）2020Q3 点评：Q3 眼科需求爆发，业绩高质量成长

报告要点：

10 月 26 日，公司披露 2020 三季报，报告期内实现营业收入 85.65 亿元，同比提升 10.78%，实现归母净利润 15.46 亿元，同比提升 25.60%。

暑期屈光、视光业务需求激增，消散疫情影响

单三季度实现营收 44.01 亿元，同比提升 47.55%，同 Q1（-26.88%）和 Q2（0.72%）相比，疫情影响逐渐消减，消费需求回归高增长。预计主要系 1）疫情影响推迟高考时间，入军、入学等相关屈光业务高峰由原来的 6 月份延迟至 7-8 月；2）中小学生在疫情期间使用电子产品时间较长，影响视力情况，预计在暑期视光检测及验配业务需求激增。疫情下，全民疾病意识、健康消费意识提升，爱尔眼科作为眼科服务龙头企业彰显出强劲的市场竞争力。

费用管控良好，盈利能力进一步提升

费用端控制良好，销售费用率 8.65%（-1.91pct）、管理费用率 11.56%（-0.73pct）、财务费用率 0.79%（+.031%），毛利率 47.65%（-0.77pct）、净利率 19.62%（2.74pct），盈利能力进一步提升。公司经营性现金流 25.5 亿，同比提升 37.79%，环比 H1 有明显改善，经营质量优异。

内生实力强劲，外延彰显确定

公司在 7 月完成对 30 家医院的并表收购，进一步完善公司全国网络战略布局，从一线城市逐步下沉到县域地区，为县域地区人民提供优质、可及的服务，也为公司开启新一轮布局成长，服务范围扩大，夯实公司盈利能力和可持续发展能力。我们预计，新收购 30 家医院对 Q3 业绩贡献在 15%左右，剔除并表因素，单三季度内生收入增速为 35%，仍然表现亮眼，彰显强大的内生实力。

投资建议与盈利预测

公司在新冠疫情下，三季度恢复迅猛，优质赛道搭配优秀赛车手，一方面体现医疗服务刚需性，另一方面体现公司管理能力、危机应对能力显著，行业龙头地位巩固。预计 20-22 年实现收入 117.75/146.99/181.74 亿元，归母净利润 17.89/24.04/31.95 亿元，维持“买入”评级。

风险提示

新冠疫情反复，导致疫情恢复不及预期；市场竞争加剧，盈利能力出现下滑；并购速度不及预期；医疗安全性事故纠纷等。

分析师：常启辉（执业证书：S0020517090001），联系人：刘慧敏

● 化妆品

1、上海家化（600315）2020 年三季报点评：品牌、渠道、组织调整进行时

事件：

公司发布 2020 年三季报。

点评：
*营收微跌，Q3 单季归母净利润同比增长，经营情况逐渐改善
2020 年 1-9 月公司营业收入 53.62 亿元，同比-6.51%；实现归母净利润 3.12 亿元，同比-42.25%，扣非后归母净利润 2.76 亿元，同比-27.34%。其中 Q3 单季度营业收入 16.78 亿元，同比-7.45%；归母净利润 1.29 亿元，同比+33.37%，扣非后归母净利润 1.13 亿元，同比-5.50%。剔除新收入准则影响，同口径下 1-9 月收入同比-1.76%，Q3 单季收入同比-2.54%。2020 年 1-9 月公司毛利率 61.50%，同比基本持平，同口径下增长约 1.8pct；销售费用率同比增长 3.11pct 至 45.24%，管理费用率同比下降 1.93pct 至 9.47%，主要由于公司组织架构调整，部分管理费用分类至销售费用，同时线下百货渠道缩编调整导致销售费率较高。

*品牌端：佰草集持续调整，玉泽、双妹、家安增速亮眼
2020 年 1-9 月公司主品牌六神实现约 4%的稳步增长；佰草集进行百货缩编及渠道库存消化，收入同比下滑超 50%；玉泽成功捕捉功能性护肤品+电商直播风口，同比增长 400%+，其中三季度在进行直播调整后，依然实现 100%+增长；其他品牌中，双妹增长 90%+，家安与 C&D 均增长 35%+，汤美星增长 5%+，启初下跌近 20%，美加净下跌 20%+，高夫下跌 35%+。

*渠道端：Q3 电商渠道调整出现负增长，百货跌幅收窄，CS 增速转正
2020 年 1-9 月公司线上渠道占比达 38%，其中电商增速接近 25%，特渠增速约 15%，商超、母婴渠道微跌约 1%，百货下跌 50%以上，CS 渠道下跌 20%以上。其中 Q3 电商渠道主动进行调整，7、8 月份暂停超头直播，优化电商平台直播与店销的占比，使电商 Q3 出现负增长，但线下渠道随着人流恢复，百货渠道跌幅收窄，CS 渠道实现两位数正增长。

*投资建议与盈利预测
上海家化作为国内日化用品龙头公司，具备多品牌多渠道的业务矩阵。2020 年 5 月管理层换帅后，积极进行品牌、渠道、组织的梳理，并推出股票激励计划，对 2021-2023 年设置前低后高的业绩目标，彰显公司长期发展信心。我们预计 2020/2021/2022 年公司实现归母净利润 4.16/5.54/7.50 亿元，
EPS 0.62/0.83/1.12 元/股，对应 PE 62x/46x/34x，维持“买入”评级。

*风险提示
行业景气度下滑，品牌市场竞争加剧，品牌与渠道调整不及预期。

分析师：李典（执业证书：S0020516080001），联系人：杨柳

2、御家汇（300740）2020 年三季报点评：Q3 业绩超预期，自有品牌与代理业务双双发力

事件：
公司发布 2020 年三季报。

点评：
*收入与利润增长提速，业绩持续修复

2020 年 1-9 月公司实现营业收入 23.41 亿元，同比增长 48.53%，归母净利润 7228.08 万元，同比增长 862.76%，扣非后归母净利润 6829.93 万元，同比由负转正增长 1149.61%。其中 Q3 实现营业收入 9.27 亿元，同比增长 53.60%，归母净利润 3865.24 万元，同比增长 2398.17%，营收与利润均增长提速。期内公司毛利率同比提升 3.02pct 至 53.87%；销售费用率同比微增 0.71pct 至 43.65%；管理费用率下降 1.30pct 至 3.75%；归母净利率提升 2.61pct 至 3.09%，盈利能力进一步修复。

*自有品牌聚焦品牌升级与爆款打造，盈利能力逐渐优化
主品牌御泥坊成功打造月销 50 万+的爆品氨基酸泥浆面膜，并连续数月维持 20 万+的月销量，根据爬虫数据，御泥坊天猫旗舰店 1-9 月销售额同比增长约 72%，其中 Q3 同比增长约 68%，保持高速增长。同时御泥坊聚焦品牌升级，重磅推出中高端产品九法泥浆面膜，并于双十一期间推出与国家宝藏联名的云想衣裳花想容御奁，主打盛唐文化理念，进一步提升品牌形象，优化品牌盈利能力。

*全面承接强生集团旗下品牌代理，双十一代理品牌预售表现亮眼
公司 2019 年起陆续接手了强生旗下大部分品牌，并于 2020 年下半年起拓展品牌在淘外的店铺运营。2020 年双十一预售首日，公司旗下天猫各店铺预售额超 1 亿，其中城野医生 VC377 美白淡斑精华预售超 9.4 万件（预售价 350 元，对应单 SKU 成交额超 3300 万），法国贵妇品牌 evidens 明星单品超级面膜预售超 3.2 万件（预售价 1400 元，对应单 SKU 成交额超 4700 万），露得清健康养肤修护晚霜预售超 1.4 万件、维 A 醇抗皱面霜预售超 1.3 万件，大促开局表现亮眼。

*投资建议与盈利预测
公司自有品牌止跌转涨，代运营业务持续放量，基本面持续向好。未来随自有品牌毛利率提升、代运营品牌进入收获期，利润端有望逐渐释放。预计 2020-2022 年公司实现归母净利润 1.20/1.62/2.08 亿元，EPS 0.29/0.39/0.51 元/股，对应 PE 69/52/40x，维持“增持”评级。

*风险提示
品牌市场竞争加剧，新品牌孵化不达预期，盈利节奏不达预期。

分析师：李典（执业证书：S0020516080001），联系人：杨柳

3、珀莱雅（603605）2020 年三季报点评：业绩逐季回暖，彩妆、精华类目占比显著提升

事件：
珀莱雅发布 2020 年三季报。

点评：
*收入与利润逐季修复，精华品类占比提升拉动 Q3 毛利率提升
2020 年 1-9 月公司实现营业收入 22.91 亿元，同比+10.14%；归母净利润 2.85 亿元，同比+18.74%；扣非后归母净利润 2.88 亿元，同比+21.14%。Q1-Q3 分季度实现收入 6.08、7.76、9.07 亿元，对应同比增速-5.25%、+13.16%、+20.53%；分季度实现归母净利润 0.78、1.01、1.06 亿元，对应同比增速-14.72%、+22.85%、+59.43%，收入与利润增速均逐季提升。
1-9 月公司毛利率为 61.72%，同比-2.13pct，其中 Q3 毛利率 64.49%，同比+4.04pct，提升原因主要系低毛利面膜占比下降、高毛利精华占比上升。1-9 月销售费用率 35.73%，同比-3.70pct，

主要由于上半年新收入准则将运费调整至主营业务成本列示，以及疫情影响差旅、会务减少；管理费用率为 6.14%，同比-0.70pct，主要由于股权激励摊销减少约 500 万元，同时疫情影响下公司对悦芙媞、优资莱店铺进行调整，租赁费及办公费等费用减少。

*线上渠道持续高增长；彩妆、跨境品牌代理贡献主要收入增量

渠道端，1-9 月线上收入同比增长约 40%，占比超 60%；线下人流逐渐恢复叠加双十一提前备货，Q3 营收恢复正增长。品牌端，主品牌珀莱雅 2020 年 1-9 月营收同比正增长，收入占比 80%+；彩妆品牌彩棠自 6 月份开始逐渐爆发，至 9 月月销售额突破 3000 万元，预计全年销售有望过亿；跨境品牌代理业务持续扩张，营收占比提升至 5-10%。品类端，随着彩棠与印彩巴哈两大品牌的成长，1-9 月彩妆品类占比提升至 10-15%；同时随着红宝石与双抗两大精华的推出，精华品类占比提升至 10-20%。

*投资建议与盈利预测

公司是国内大众化妆品龙头，对于渠道和行业趋势把握精准。2020 年以来，主品牌珀莱雅推出红宝石精华、双抗精华、双抗眼霜等多款大单品强化品牌塑造；同时加大对彩棠、印彩巴哈等新锐彩妆品牌的投入力度，并承接圣歌兰、欧树等优质国际品牌代理业务，多品牌布局初见成果。预计 2020-2022 年 EPS 为 2.34/2.86/3.55 元，对应 PE 为 67/55/44x，维持“买入”评级。

*风险提示

品牌市场竞争加剧，新项目孵化不达预期。

分析师：李典（执业证书：S0020516080001），联系人：杨柳

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

- 生态环境部发布关于《西部地区鼓励类产业目录（2020 年本）》意见的复函称，焦化、电解铝属于高污染高能耗产业，且在全国范围内产能过剩，不宜列入西部地区鼓励类产业目录，建议删除内蒙古自治区相关项目。
- 工信部副部长王江平谈罕见病药物创新研发：一是应调动科研机构、生产企业开发罕见病药物的积极性；二是多方联动研究制定罕见病药物研发激励政策。
- 《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》正式发布，提出面向 2035 年我国汽车产业发展的六大目标，包括碳排放于 2028 年先于国家碳减排承诺提前达峰、汽车产业基本实现电动化转型等。
- 上海自贸区临港新片区“东方芯港”集成电路综合性产业基地正式启动，目标打造国内第一芯片制造高地，预计 2025 年产业规模 1000 亿元。中微半导体设备产业化项目等 14 个重点项目集中签约。

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