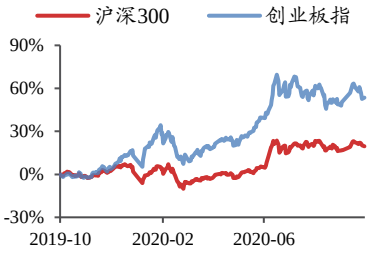
2020 年 10 月 27 日

开源晨会 1027

——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(%)
电气设备	2.74
机械设备	1.28
电子	1.22
家用电器	0.86
医药生物	0.84

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
休闲服务	-2.57
非银金融	-2.48
银行	-1.87
食品饮料	-1.71
房地产	-0.75

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】资金流视角，看行业景气变化——宏观经济专题-20201026

行业公司

【纺织服装】行业 Q3 业绩改善显著，持续关注冷冬晚春、双十一投资机会——行业周报-20201025

【电气设备】月度数据持续向好，关注高景气环节——行业周报-20201025

【家用电器】小家电板块 Q3 业绩优异，电商旺季有望再创佳绩——行业周报-20201025

【传媒】内容电商长期空间大，底部前瞻布局体育板块——行业周报-20201025

【化工：瑞联新材(688550.SH)】Q3 业绩符合预期，设立日本子公司发展医药业务——公司信息更新报告-20201026

【计算机：华宇软件(300271.SZ)】新签订单和在手合同翻倍式增长——公司 3 季报点评报告-20201026

【食品饮料：煌上煌(002695.SZ)】业绩增幅回落，拓店进展顺利——公司信息更新报告-20201026

【电子：大族激光(002008.SZ)】受益消费电子及 PCB 设备需求，公司 Q3 业绩亮眼——公司信息更新报告-20201026

【煤炭石化：中国神华(601088.SH)】Q3 单季业绩环比大幅改善，持续看好龙头业绩稳定性——公司三季报点评报告-20201026

【农林牧渔：湘佳股份(002982.SZ)】三季度业绩环比改善，生鲜销售区域持续扩张——公司信息更新报告-20201026

【电子：兴瑞科技(002937.SZ)】公司发布三季报，经营状况加速好转——公司信息更新报告-20201026

【农林牧渔：中宠股份(002891.SZ)】国内市场高速发展，前三季度利润翻倍——公司信息更新报告-20201025

【食品饮料：贵州茅台(600519.SH)】直营渠道高增长，茅台酒稳健发展——公司信息更新报告-20201025

【计算机：久远银海(002777.SZ)】久远银海（002777.SZ）：医疗民政双轮驱动，受益信息化建设持续增长——首次覆盖报告-20201025

【中小盘：三只松鼠(300783.SZ)】战略聚焦大品类+精品，盈利能力显著提升——中小盘信息更新-20201026

研报摘要

总量研究

【宏观】资金流视角，看行业景气变化——宏观经济专题-20201026

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002 | 杨飞（分析师）证书编号：S0790520070004 | 马洁莹（联系人）证书编号：S0790120080081

企业融资持续改善，贷款流向基建和中上游制造业较多、股票集中于中下游

年初以来，有效社融增速持续抬升，企业中长期贷款、债券融资和股票融资等均明显改善。以企业中长期资金来源表示的有效社融，9 月增速较 2019 年底抬升 3.9 个百分点至 11.9%，创 2018 年 3 月以来新高。前 9 个月，企业中长期贷款、债券融资、股票融资和委托贷款均好于 2019 年同期，其中前两项融资规模分别为 7.25 万亿元和 4.1 万亿元，分别较 2019 年同期多增 2.4 万亿元和 1.7 万亿元。

贷款主要流向基建、房地产和制造业，后者流入偏中上游行业较多；股票融资集中于机械设备、电子等偏中下游行业。前 9 个月企业中长期贷款中，制造业和不含房地产的服务业分别增加 9675 亿元和 3.74 万亿元、合计占比 65%，其中制造业贷款或主要流向化工、电气设备、机械设备等。债券融资集中于基建和房地产、以借新还旧为主；股票融资集中于医药生物、机械设备、电气设备、电子等行业。

基建相关、化工、有色，及机械设备、医药生物等偏中下游行业现金流较好

上市公司数据显示，基建相关，及机械设备、电子和医药生物等偏中下游行业，筹资现金流改善较为明显。一、二季度筹资现金流持续改善的行业主要包括，上游的建筑装饰、公用事业、交通运输和房地产，中游的机械设备，及下游和成长类的农林牧渔、电子和计算机等。化工、有色和医药生物等行业，一、二季度筹资现金流明显高于 2019 年同期；电气设备、计算机等行业筹资现金流稳中有升。

从经营现金流来看，电子、电气设备等经营现金流持续较好，机械设备等二季度经营现金流改善。一季度、二季度经营现金流持续为正的行业包括偏上游的有色、钢铁和公用事业等，偏下游的农林牧渔、食品饮料等；一季度为负、二季度转正的行业集中在电气设备、机械设备等中游行业。同比变化来看，医药生物、农林牧渔、电气设备等连续 2 个季度改善，机械设备、公用事业等二季度同比改善。

现金流较好的行业中，后续可关注电气设备、电子等行业资本开支改善的可能

综合筹资和经营现金流来看，现金流改善或较好的行业，主要集中在基建相关行业，及机械设备等需求修复的中下游行业。建筑装饰、交通运输、公用事业筹资现金流持续改善，除公用事业外，其余两个行业经营现金流尚未出现改善；筹资和经营现金流均较好的行业，多集中在中下游的电气设备、机械设备、医药生物、农林牧渔等，多为景气较高或需求修复的行业，化工和有色等上游行业亦有改善。

结合资本开支情况来看，机械设备、农林牧渔等景气行业或已启动资本开支，后续可关注电气设备、电子等筹资较好行业的资本开支情况。现金流变化一般领先资本开支变化，尤其是筹资或经营现金流显著改善的行业，例如，机械设备、农林牧渔、公用事业等行业。还有一些行业，筹资现金持续较好，同时景气较高或需求修复，例如，建筑材料、电气设备、电子、医药生物和轻工制造等，资本开支行为可能趋于改善。

风险提示：计算过程中的偏误和遗漏。

行业公司

【纺织服装】行业 Q3 业绩改善显著，持续关注冷冬晚春、双十一投资机会——行业周报-20201025

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

核心组合：南极电商、安踏体育、开润股份、申洲国际、稳健医疗、波司登、李宁、健盛集团、诺邦股份、海澜之家，受益标的：水星家纺

1、冷冬组合：南极电商、波司登，受益标的：水星家纺

2、电商旺季组合：南极电商、开润股份

3、线下持续复苏组合：安踏体育、李宁、海澜之家

3、优质制造企业组合：申洲国际、健盛集团

4、疫情受益标的：稳健医疗、诺邦股份

（文中“本周”指 2020.10.19—10.23，“上周”指 2020.10.12—10.16）

双十一预售火爆带动各品牌销售增长，迪桑特、海澜之家等多品牌表现亮眼

10 月 21 日天猫、京东等平台 2020 年双十一预售开启，开始 1 小时参与人数同比即翻倍，1 小时内超 300 个品牌成交额超同期全天，对各品牌销售提升促进作用明显。根据魔镜数据，李宁/波司登/巴拉巴拉分别位居运动服饰/男女装/童装品类第一名，迪桑特、海澜之家分别进入榜单前 10 名/前 2 名，表现亮眼。箱包品类方面，90 分/小米/卡帝乐鳄鱼产品预售均价分别提升 12%/5.5%/15.2%。

行业 Q3 业绩显著改善，继续看好运动产业链、电商以及休闲龙头

运动服饰板块：安踏体育、李宁 2020Q3 经营数据符合预期，业绩持续复苏。

1）安踏体育：安踏品牌流水低单位数增长，FILA 流水 20-25%增长，其他品牌流水 50-55%增长。预计随着海外疫情改善，FILA、AMER 所受负面影响因素减少，业绩有望提升。冷冬来临，AMER、KOLON 等牌冬季产品占比较高品牌预计受益。2）李宁：2020Q3 全渠道流水增速转正（不含李宁 YOUNG），中单位数增长，体现出良好的疫后复苏能力。电商渠道流水录得 40%-50%低段增长。预计下半年公司流水将实现双位数增长，全年净利润率提升至 10.5%左右。电商板块：南极电商公布前三季度业绩，净利润超市场预期，货币化率降幅收窄。公司 2020Q3 实现营收 11.46 亿元（+13.14%），实现归母净利润 2.91 亿元（+34.90%），Q3 业绩超市场预期。前三季度总计实现 GMV228.53 亿元（+35.96%），Q3 货币化率为 3.75%，同比降幅 0.24pct，相较二季度降幅收窄。休闲：海澜之家预计国庆节前 7 天线下收入同比增速达 40-50%，线上业务收入占比有望继续提升。

“冷冬”叠加“晚春”拉长销售旺季，南极电商、波司登、水星家纺有望受益

气温普降释放“冷冬”信号，我们预计寒冷天气将显著刺激羽绒服、家纺、内衣及具备保暖性能的生活电器等产品消费需求大幅提升，预计将显著利好家纺、内衣品类强势的南极电商，并有望促进其加热桌等生活电器新品类快速上量，同时波司登、水星家纺等品牌有望受益。一季度元旦至春节之前为旺季，2021 年春节相对较晚，因此销售旺季被拉长至 43 天（2018 年/2019 年分别为 34 天/23 天），叠加 2020Q1 各品牌在疫情影响下的低基数，2021Q1 产品销售有望显著增长。

风险提示：全球新冠肺炎疫情对于消费的影响、行业存货积压带来大额减值。

【电气设备】月度数据持续向好，关注高景气环节——行业周报-20201025

刘强（分析师）证书编号：S0790520010001

周观点：月度数据持续向好，高景气环节是核心

1）新能源汽车行业：在优秀产品力的带动下，龙头公司景气度持续提升：得益于特斯拉 Model3 标准续航版降价和国产特斯拉出口欧洲，国内特斯拉供应链充分受益；比亚迪汉的销量也持续超预期，加上比亚迪的体系越来越

开放，也将带来越来越好的供应链机会；蔚来、小鹏、理想等新势力的产品不断加强消费端的渗透和迭代。具体到投资层面，除了优质供应链，周期性环节和二线公司未来将呈现较好的业绩增速，周期性环节关注六氟磷酸锂、碳酸锂，二线公司推荐中科电气。长期的投资方向，核心是特斯拉、宁德时代产业链。2）光伏行业：整体看，行业处于较高的景气度中，需关注景气度的持续性，但结构性机会将不断涌现，硅料、光伏玻璃等环节仍是高景气度持续性较好的环节。投资方面，中长期关注具有全球核心竞争力的公司，隆基股份、通威股份、晶澳科技等龙头受益，短期关注逆变器、玻璃等环节的弹性机会，阳光电源、福莱特等受益。

中材科技 Q3 归母净利润同比+70.4%，三大主业全面向好

公司 2020Q3 归母净利润同比+70.4%，三大主业均向好。公司公布 2020 年三季报，2020 Q3 实现归母净利润 6.25 亿元，同比+70.4%；2020 年 Q1-Q3 归母净利润合计 15.48 亿元，同比+51.96%。Q3 研发费用 2.62 亿元，同比+252%、环比+30%，我们预计主要由叶片、隔膜业务所产生（预计大量新产品研发）。分业务来看：（1）叶片：我们预计公司 Q3 叶片销量约 2.8GW-2.9GW，毛利率约 24%-25%（与 Q2 基本持平），净利润约 2.8 亿元。我们预计公司或将主动优化客户结构，优先保证中长期订单供应，进而维持 2021 年叶片经营稳定。（2）玻纤：①销量：我们预计 Q3 玻纤销量超 30 万吨，创历史季度峰值；②价格：9 月起公司多品种已相继提价，全面涨价潮或将启动，预计玻纤价格涨势有望延续至 2021 年；③成本：公司 F07/F08 产线分别于 5 月和 7 月投产，冷修技改基本完成。（3）隔膜：我们预计 Q3 隔膜销量约 1.4-1.5 亿平米，单价较高的 7μm 隔膜和海外业务（以 LG 化学为主）有望贡献业绩弹性。2020H1 隔膜海外营收占比 15%，长期看好客户结构优化对盈利能力的贡献。

板块和公司跟踪

新能源汽车行业层面：特斯拉第三季度净利同比大增 131%。

新能源汽车公司层面：中材科技 2020Q3 归母净利润同比增长 71.98%。

光伏行业层面：9 月新纳入国补规模户用光伏项目总装机容量 130.1 万千瓦。

光伏公司层面：国家电网公示最新一批可再生能源发电补贴项目清单。

风电公司层面：日月股份 2020Q1-Q3 归母净利润同比+103.66%。

风险提示：新技术发展超预期、疫情导致需求低于预期、新能源市场竞争加剧。

【家用电器】小家电板块 Q3 业绩优异，电商旺季有望再创佳绩——行业周报-20201025

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 孟昕（联系人）证书编号：S0790120040004

核心组合：石头科技、小熊电器、新宝股份、九阳股份、老板电器、格力电器、科沃斯、安克创新；受益标的：美的集团、海尔智家

1、小家电龙头组合：石头科技、科沃斯、小熊电器、新宝股份、九阳股份。2、厨电龙头标的：老板电器。3、白电消费回暖组合：格力电器、美的集团，受益标的：海尔智家。4、跨境电商标的：安克创新。

2020 年双十一预售数据火爆，电商旺季推动家电销售增长

2020 年 10 月 21 日零点，2020 天猫双十一大幕正式拉开。根据知瓜数据的直播日榜，10 月 21 日天猫双十一预售首日，薇娅以 53.2 亿元的销售额排在第一名，李佳琦以 38.7 亿元的销售额排在第二位。根据魔镜数据统计，在前两日预售中（2020/10/21 00:00-10/22 24:00），美的、苏泊尔、九阳预售金额位列前三。海尔、西门子、美的预售金额为大家电类目前三。科沃斯、戴森、艾美特预售金额为生活电器前三。根据奥维云网数据，Week41/42（10/12-10/25）线下同比波动、线上同比相对稳定，厨电品类表现较为优秀。1）分品类看，厨电受益于地产数据持续回暖，表现较好。根据统计局数据 9 月全国商品房住宅销售面积同比增长 7.71%，环比 8 月增长 22.84%。2）分渠道看线上增长趋势明显，线下波动较大。

电商旺季来临，建议关注热度较高的扫地机器人、小家电及跨境电商龙头企业

1）小家电：板块近期估值有所回调，我们预计随着 2020 双十一大促活动来临，线上销售占比较高的小家电板块有望充分受益，小家电消费有望迎来新一轮高潮。根据魔镜数据，10 月 22 日当天，在天猫渠道中，科沃斯、九阳、小熊单日预售额同比增长分别为 161.79%、95.59%、191.54%。根据天猫生意参谋数据，地宝 T8 MAX 预售额（10 月 21 日-10 月 23 日）破亿，添可芙万预售量破 3 万台（10 月 9 日-10 月 23 日）。根据 JungleScout 数据，在美国亚马逊渠道，石头 E35、S4、S5 Max、S6、S6 Pure、S6 MaxV 机型 10 月月均销量约 5280 台、5910 台、6300 台、3480 台、3900 台、2490 台，预计在美国亚马逊渠道，石头科技 10 月销售额突破 1 亿元，海外自建渠道继续保持快速增长。从 Q3 业绩来看，小家电公司表现优异，小熊、摩飞（新宝股份）、科沃斯业绩均实现较高增速，印证小家电行业景气度较高。推荐持续较高热度的扫地机器人行业的龙头企业：石头科技、科沃斯；推荐线上渠道表现较好的厨房小家电龙头企业：小熊电器、新宝股份、九阳股份。2）跨境电商：Q4 海外市场迎来黑五、圣诞节，进入电商旺季，推荐跨境出海龙头企业：安克创新。

建议关注业绩持续改善的高性价比白电龙头及地产精装回暖下的厨电龙头

1）白电板块估值仍处低位，性价比优势凸显。推荐白电龙头：格力电器、美的集团；建议关注海尔智家。2）厨电：地产数据持续回暖，根据统计局数据，9 月全国商品房住宅销售面积同比增长 7.71%。根据奥维云网数据，精装新开盘数据环比跌幅收窄，预计 2020H2 整体地产及精装修市场持续回暖，厨电有望增长。推荐受益精装修市场回暖、工程渠道表现较好的厨电龙头：老板电器。

风险提示：疫情缓和不及预期，全球经济衰退，行业竞争格局恶化等。

【传媒】内容电商长期空间大，底部前瞻布局体育板块——行业周报-20201025

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 陈俊希（分析师）证书编号：S0790520080002 | 余倩莹（联系人）证书编号：S0790120040010

买量成本上升已成市场共识，更应关注头部新游上线的增量效应

近期市场对于游戏买量成本提升及由此带来的 A 股游戏龙头 Q3 利润端低于预期和 Q4 新游戏上线推延的担忧在持续发酵，板块估值持续消化。我们认为，9-10 月国内上线的《万国觉醒》《原神》《天涯明月刀》《鸿图之下》等大作以及近期“双 11”活动对于游戏买量成本的推升已成为市场共识，当前更应关注头部新游上线给游戏行业带来的“增量效应”，例如《天涯明月刀》手游的出圈，为游戏市场带来了大量偏好古装剧、武侠仙侠小说、国风音乐的泛娱乐用户，以及《鸿图之下》《万国觉醒》《三国志：战略版》等 SLG 游戏产能的释放带来的 SLG 市场规模的扩容；近期头部新游上线给行业收入增速和用户规模带来的提升具有滞后效应，A 股游戏龙头后续上线的新游戏也有望受益于近期头部新游上线带来的用户增量，近期持续调整后，估值性价比已较高；建议逐步加大配置 2020 年底至 2021 年春节前重磅新游有望上线的游戏龙头，重点推荐完美世界、姚记科技，其他受益公司包括腾讯控股、吉比特、网易、三七互娱、心动公司、创梦天地、中手游、掌趣科技、世纪华通、游族网络、富春股份等。

“双 11”进入数据验证期，内容电商长期空间大

2020 年“双 11”首场预售于 10 月 21 日 0:00 开始，10 月 31 日淘宝首轮预售期结束，将进入第二轮预售期，当前已进入数据验证阶段。2020 年“双 11”不仅通过双预售模式拉长消费时间，且各平台均推出多样玩法，直播电商总 GMV 继续大幅增长概率较高。我们判断，淘系代运营商有望从双预售中受益，抖音、快手加码直播电商竞争，品牌方或增加直播电商平台的营销支出，利好以达人为媒介的新营销公司；随着抖音直播封闭外链，芒果推出“小芒电商”，基于流量、内容优势，内容电商长期来看大有可为，平台自身及基于其电商生态的新型代运营服务商或从中受益；重点推荐芒果超媒、壹网壹创、姚记科技、元隆雅图、值得买，受益公司包括蓝色光标、华扬联众、丽人丽妆、若羽臣、宝尊电商。

政策加持及基于 2021 年大赛视角，建议前瞻性布局体育板块

近期中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于全面加强和改进新时代学校体育工作的意见》，教育部在新闻发布会上提出“体育中考逐年增加分值、要达到跟 语数外同分值的水平”，我们认为将驱动运动装备、体育器材等用品的需求；同时，2020 年下半年以来足球、网球等多项大赛在防疫基础上展开，取得了一定经验，我们判断已延期至 2021 年的东京奥运会、欧洲杯、美洲杯等大赛再度延期或取消的概率较小，2021 年体育大赛驱动下，体育营销、体育版权运营等市场将触底反弹，且疫情或带来人们对于体育赛事热情更高，体育消费规模或超预期。建议前瞻性布局体育板块，受益公司包括视觉中国、当代文体、金陵体育、星辉娱乐等。

风险提示：疫情的发展及对线上线下娱乐时长的影响仍存在不确定性；直播电商竞争格局变化存在较大不确定性。

【化工：瑞联新材(688550.SH)】Q3 业绩符合预期，设立日本子公司发展医药业务——公司信息更新报告-20201026

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，重点发展医药 CDMO 业务，维持“买入”评级

公司发布 2020 年三季报，2020 年前三季度实现营业收入 7.27 亿元，同比-6.31%，处于此前招股说明书预计的 7-8 亿元区间内；归母净利润为 1.23 亿元，同比+1.32%。2020Q3 单季度营收 2.54 亿元，同比+7.65%；单季度归母净利润 0.41 亿元，同比+14.44%。公司三季报业绩符合预期，我们维持盈利预测不变，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 1.74、2.49、3.21 亿元，对应 EPS 分别为 2.48、3.54、4.57 元/股，当前股价对应 PE 分别为 41.3、28.9、22.5 倍。我们看好公司进一步拓展自身核心技术在医药 CDMO 行业的延伸应用，维持“买入”评级。

公司拟投资设立日本子公司，医药业务有望持续稳步增长

医药 CDMO 业务是公司的发展重心，也是公司重要的盈利增长点，医药业务毛利占比从 2015 年 16%增长至 2019 年 29%，我们预计未来还将呈现稳步增长的趋势。公司已与 Chugai、Kissei 等知名日本制药企业建立了合作关系，医药业务收入中有 90%以上来自于日本医药客户。公司同时发布公告，拟在日本投资设立全资子公司，议案已获董事会审议通过。此次在日本设立子公司，通过本地化的营销服务和集中化售后服务，一方面有助于公司对日本医药客户的开发和维护，另一方面有利于公司进一步巩固、开拓日本医药市场，同国际优秀医药厂商就技术方面交流合作，扩大公司影响力，促进公司的健康可持续发展。

公司在建工程较年初大幅增长，募投项目助力中长期成长

截至 2020 年 3 季度末，公司在建工程 8076.17 万元，较 2020 年初大幅增长 92.66%，主要系蒲城海泰工厂建设投入增加所致，蒲城海泰是公司新产品的放量生产基地，目前已建成三大项目，包含 10 个生产车间。公司 IPO 上市募集资金净额 18.44 亿元，拟投入募集资金 10.52 亿元，用于 OLED 及其他功能材料生产项目、高端液晶显示材料生产项目、科研检测中心项目、资源无害化处理项目、补充流动资金。随着募投产能的释放，公司有望受益于 OLED 快速渗透、混晶国产化趋势。

风险提示：医药中间体研发风险，显示技术升级切换，公司控制权稳定风险等。

【计算机：华宇软件(300271.SZ)】新签订单和在手合同翻倍式增长——公司 3 季报点评报告-20201026

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

业绩有望逐季加速，维持“买入”评级

公司发布 2020 年 3 季报，前三季度累计实现收入 15.28 亿，同比下降 30.56%，实现净利润 0.39 亿元，同比下降 88.31%，单 3 季度实现收入 6.9 亿，同比下降 16.55%，实现净利润 0.23 亿，同比下降 78.95%；我们认为收入下滑主要因为疫情影响实施和确认节奏所致，但收入下降幅度已逐季收窄。公司作为法律科技领域龙头，疫情影响逐

渐消除，新签订单和在手订单均保持高速增长，我们看好公司业绩逐季加速。考虑到疫情对公司全年订单实施及交付节奏的影响，我们下调公司 2020-2022 年归母净利润预测为 6.60、8.85、11.72 亿元（原预测为 7.1、9.24、12.28 亿元），EPS 为 0.81、1.09、1.44 亿元原预测为（0.87、1.13、1.51）元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 30、22、17 倍，维持“买入”评级。

新签订单和在手合同均保持高速增长，为后续业绩持续高增长打下基础

根据 3 季报数据，截止 2020 年三季度，公司累计新签合同 49.38 亿元，同比增加 163%，其中法律科技同比增长 59%，智慧政务同比增长 1290%，教育信息化同比增长 16%；公司在手订单达到 56.7 亿，同比增长 175%，我们对未来业绩持续高增长充满信心。

持续推动产品服务创新，效果逐渐开始显现

公司作为法律科技龙头，已逐渐打通法律服务各环节的业务流转和数据交互，深耕 “司法”环节（法院、检察院）和“执法”环节（公安、纪检监察、司法行政、政法委等）业务，并拓展至“守法”环节，多个环节均有多款拳头产品推出；教育领域，全面升级智慧教学融合解决方案“奕课堂”，打造全新智慧教学体系解决方案；信创领域，公司从产品与解决方案、生态合作、各地集成适配展示中心、集成服务能力建设等方面全面布局。

风险提示：新冠疫情影响业务发展的风险；人才竞争加剧风险；技术变革风险。

【食品饮料：煌上煌(002695.SZ)】业绩增幅回落，拓店进展顺利——公司信息更新报告-20201026

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 陈钟山（联系人）证书编号：S0790120070045

2020Q3 业绩略低于预期，仍维持“增持”评级

公司 2020 年前三季度实现收入 19.34 亿元，同比增长 15.31%；归母净利润 2.33 亿元，同比增长 10.26%。2020Q3 单季度收入 5.70 亿元，同比增长 11.97%，归母净利润 0.76 亿元，同比增长 6.34%。我们维持盈利预测不变，预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 2.7、3.3、4.0 亿元，分别增长 23.3%、21.7%、21.2%，EPS 分别为 0.53、0.64、0.78 元，公司开店快速拓展，工厂建设稳步推进，看好公司未来成长，当前股价对应 PE 分别为 41.5、34.1、28.1 倍，维持“增持”评级。

增速相对放缓，因成本和费用增长所致

公司 2020 年前三季度煌上煌肉制品业务同比增长 13.53%，真真老老米制品业务同比增长 22.79%，2020Q3 单季度肉制品业务同比增长 12.20%，米制品业务同比增长 8.54%，增速有所回落；主要因为暑期暴雨洪水影响了公司开店节奏，一季度疫情导致消费者在二季度补偿性消费，到三季度回归正常。另外，真真老老米制品业务具有较强的季节性，端午节增速加快，端午节后增速自然回落。公司 2020Q3 毛利率为 36.8%，同比下降 1.1pct，系公司三季度受到疫情影响主要原材料价格有所上涨；销售费用率 15.4%，同比增加 1.4pct，系公司参与直播、外卖等线上销售，渠道费用有所提升，因此单季度利润增速有所放缓。

开店计划有望顺利完成，展望未来前景可期

公司 2020 年全年 1200 家开店计划大概率顺利完成，新开门店存活率高，加盟模式助力快速线下布局，未来三年千城万店规划有序推进，公司新产品沸腾卤有望提升单店收入。公司公告在重庆荣昌新建 1 万吨酱卤食品加工项目，总投资 8000 万元，预计 2022 年 6 月完工，该项目的推进将进一步提升公司产能，能够为公司西南地区门店扩张带来有效保障。公司米制品业务受益于渠道梳理，2020 年重回增长。预计公司在四季度重回增长快车道，门店的快速扩张为公司带来业绩高速增长。

风险提示：食品安全风险，疫情发展影响，原材料涨价风险。

【电子：大族激光(002008.SZ)】受益消费电子及 PCB 设备需求，公司 Q3 业绩亮眼——公司信息更新报告

-20201026

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

受益下游行业景气回升，公司营收实现高速增长

受益 2020Q2-Q3 疫情后需求回升，尤其是消费电子和 PCB 行业的景气回升，公司 2020 前三季度实现营收 88.59 亿元，同比增长 27.58%，实现扣非归母净利润 7.98 亿元，同比高速增长 55.39%。其中 2020Q3 单季度实现收入 36.99 亿元，同比增长 67.41%，实现扣非归母净利润 2.93 亿元，同比增长 64.98%。2020 年初以来由于产品销售结构变化，公司销售毛利率持续提升，2020Q3 实现单季度毛利率 41.21%，同比提升 7 个 pct。预计公司未来仍将受益消费电子换机周期、PCB 行业的高景气，我们维持公司盈利预测不变，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 12.68/16.41/19.50 亿元，对应 EPS 为 1.19/1.54/1.83 元，当前股价对应 PE 为 29.6/22.9/19.3 倍，维持“增持”评级。

计提资产减值准备、财务费用增加等对净利润造成影响

由于疫情后期国内口罩产能过剩，部分口罩机客户临时取消合同导致公司前期备货积压，公司对该类存货专项计提减值准备 1.19 亿元，其他类存货计提减值准备 6,783 万元，2020 年前三季度公司计提存货跌价准备合计 1.87 亿元。此外，公司 2020 年前三季度计提应收款项坏账准备 8,886 万元。2020 年 1-9 月，公司共计提资产减值准备金额为 2.76 亿元，将减少公司 2020 年前三季度归母净利润 2.31 亿元。此外由于汇率波动，公司财务费用显著增加，2020 年 1-9 月产生财务费用 1.38 亿元，同比增长 320.16%，亦对净利润造成较大影响。

强研发横向拓展产品类别，多个细分市场业务孵化成长中

公司深耕激光设备行业，持续高强度研发投入巩固龙头地位，2020 前三季度产生研发费用 7.53 亿元，同比增长 16.74%。公司激光设备拓展至多个细分产业应用，如 Mini LED 切割、裂片、剥离、修复设备已形成系统解决方案并实现批量销售，光伏行业激光设备营收高速增长，半导体行业激光类封测设备逐步获得领先客户订单，光刻机已经实现小批量销售，多个营收增长点孵化形成中。

风险提示：疫情持续，下游需求疲软；行业竞争加剧，影响公司毛利率。

【煤炭石化：中国神华(601088.SH)】Q3 单季业绩环比大幅改善，持续看好龙头业绩稳定性——公司三季报点评报告-20201026

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

事件：公司发布 2020 年三季报，2020Q1-Q3 实现营业收入 1661 亿元，同比下降 6.6%，实现归母净利润 336 亿元，同比下降 9.5%。

Q3 单季业绩环比大幅改善，持续看好龙头业绩稳定性

2020Q3 单季公司实现归母净利润 129 亿元，同比+0.5%，环比+18.9%，呈现明显环比改善趋势，且已追平 2019 年同期，凸显公司作为煤炭绝对龙头的业绩稳定性。基本面同比来看，公司前三季度煤炭产销量、发售电量及铁路周转量均保持平稳，三大板块经营韧性十足；环比来看，三季度单季煤炭产量稳定,叠加煤价上涨，煤炭板块盈利增强。考虑到业绩环比改善明显，我们上调公司盈利预测，预计 2020/2021/2022 年实现归母净利润 413(+13)/435(+29)/448(+37)亿元，同比变化-4.5%/5.3%/3%；EPS 分别为 2.08(+0.07)/2.19(+0.15)/ 2.25(+0.18)元，对应当前股价，PE 分别为 8x/7.6x/7.4x。持续看好公司稳健业绩，维持“买入”评级。

煤炭“量稳价增”贡献主要利润增幅，运输板块毛利环比增强

煤炭产量稳定，销量环比增长。前三季度煤炭产/销量 2.17/3.24 亿吨，同比+1.2%/ -2.5%，长协煤占比 82%，同比-5pct，现货占比提升。Q3 单季煤炭销量 1.18 亿吨，环比+10.6%。煤炭售价环比上涨，现货涨幅明显。Q3 单季综合吨煤价格（不含税）429 元/吨，环比+6.4%。其中年/月度长协均价稳定，现货均价环比+12.3%。自产煤成本环比小降，Q3 单季为 113 元/吨，同比-2%。自产煤盈利性提升，Q3 单季自产煤吨煤毛利 301 元/吨，环比+10.8%。

“量稳价增”带动煤炭毛利环比提升 11%。运输业务环比改善，Q3 单季铁路周转量 75 十亿吨公里，环比增长 15%，毛利贡献环比+12%，主因下游运量需求增长。电力业务毛利环比下滑。Q3 单季发/售电量 39/36 十亿千瓦时，环比+9.6%/+9.7%，平均利用小时数 1252 小时，环比增加 109 小时，但毛利环比-13%，主因 Q3 单季售电价环比下降 8.8%。

稳健业绩支撑高分红，H 股回购提升投资价值

公司现金流充沛，2020Q1-Q3 经营净现金流达 529 亿元（剔除财务公司影响），在供需向好、煤价高位稳定的未来预期下公司业绩将愈发稳健，支撑高于 50%的稳定高分红率，凸显长期投资价值。另外，公司拟回购 H 股不超 10%股份（约 3.4 亿股，占总股本 1.7%），增厚每股收益、提升股息率，回购将提振市场信心。

风险提示：经济恢复不及预期；年度长协煤基准价下调。

【农林牧渔：湘佳股份(002982.SZ)】三季度业绩环比改善，生鲜销售区域持续扩张——公司信息更新报告-20201026

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001

三季度黄羽鸡价格回暖，业绩表现优于二季度，维持“买入”评级

湘佳股份发布 2020 年三季度报告：第三季度公司实现营业收入 5.47 亿元（+1.84%），归母净利润 0.40 亿元（-61.91%），前三季度实现营业收入 15.35 亿元（+17.06%），归母净利润 1.80 亿元（+5.73%）。2020 年三季度活禽市场交易有所恢复，黄羽鸡价格触底反弹，公司三季度归母净利润环比增长 28.73%。据公司销售数据显示，三季度公司活禽销售均价为 10.96 元/公斤，环比增长 10.40%，产品价格回暖带动公司业绩出现改善。考虑活禽交易进一步放开，黄羽鸡价格持续回暖，同时公司中长期在冰鲜业务的核心竞争力，我们维持原有盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润为 2.48/3.06/4.25 亿元，对应 EPS 分别为 2.43/3.00/4.17 元，当前股价对应 PE 为 35.7/28.9/20.8 倍，维持“买入”评级。

冰鲜销售网络持续扩张，山东分公司开始运营

公司在山东布局了一个全产链公司，三季度已开始试产运营，生鲜区域扩大，消耗性生物资产增长导致存货增加，三季度末存货为 2.91 亿元，相比年初增长 56.75%。公司未来将逐步培育北方配送基地，另外会适时在广州、上海、北京等地布局分公司，持续开拓全国市场，加快城市渠道开拓。

四季度进入消费旺季，活禽业务或持续改善

2020 年上半年受新冠影响多省市关闭活禽交易，黄羽肉鸡价格持续走低，三季度开始活禽交易稳步恢复，中速鸡价格由二季度的 11.46 元/公斤上涨至三季度的 12.65 元/公斤，环比上涨 9.43%。四季度随着消费旺季来临，黄羽鸡价格有望继续上涨，公司活禽业务业绩有望持续改善。

风险提示：黄羽鸡行业景气度下行，公司养殖产能、冰鲜产品销售不及预期。

【电子：兴瑞科技(002937.SZ)】公司发布三季报，经营状况加速好转——公司信息更新报告-20201026

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

公司 2020Q3 经营情况加速好转，单季度营收及净利润均实现同比增长

公司发布三季报，2020 年前三季度实现营收 7.38 亿元，同比下降 3.43%，实现扣非归母净利润 9,012 万元，同比下降 1.06%。单季度来看，公司在 2020Q3 彻底走出疫情阴霾，业绩加速好转，实现营业收入 2.78 亿元，为近三年单季度收入新高，同比上升 7.51%，实现扣非归母净利润 3,355 万元，同比上升 0.52%。因汇兑损失等因素影响，我们下调公司利润预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 1.41/2.03/2.75 亿元（前值分别为 1.46/2.05/2.76 亿元），对应 EPS 为 0.48/0.69/0.93 元，当前股价对应 PE 为 28.9/20.2/14.9 倍。因公司海外工厂投产开始贡献业绩，BDU 新

产品放量可期，维持“买入”评级。

高效运营毛利率持续提升，汇兑损失及财政补助减少拉低净利率

凭借精益生产理念及阿米巴经营核算体系，公司拥有行业领先的营运效率和利润率水平。2020Q3 单季度，公司实现毛利率 31.59%，同比增长 3.76 个 pct，创上市以来新高。公司主要终端客户为家庭智能终端、汽车电子及消费电子领域的海外龙头企业，海外营收占比较大。2020 年前三季度，公司因汇率波动造成汇兑收益损益较 2019 年同期减少 1,303 万元，同时叠加公司收到的财政补助金额减少等因素，公司 2020 前三季度实现净利率 12.62%，同比下滑 1.12 个 pct。

海外工厂投产有望增厚业绩，BDU 项目前景可期

据公司董秘答投资者问，公司用于生产家庭智能终端零配件的越南工厂已于 2020 年 9 月出货，有望开始贡献营收增量。5G 发展将推动物联网和人工智能应用不断落地，公司顺应海外智能终端大客户需求进行产能转移，新产能落地为公司持续发展创造空间。此外，公司与松下协同研发新能源汽车 BDU 产品，配套终端客户包括宝马、奔驰、日产等主机厂。BDU 产品随着终端客户的产品销售放量，有望逐步贡献业绩。

风险提示：受疫情影响，海外工厂投产情况不及预期；中美贸易摩擦持续；汇率波动。

【农林牧渔：中宠股份(002891.SZ)】国内市场高速发展，前三季度利润翻倍——公司信息更新报告-20201025

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001

国内市场高速发展，公司前三季度利润翻倍

中宠股份发布 2020 年第三季度报告：第三季度公司实现营业收入 6.32 亿元（+47.59%），归母净利润 0.50 亿元（+66.51%），前三季度实现营业收入 16.20 亿元（+33.33%），归母净利润 0.91 亿元（+108.27%）。公司业务转向国内，销售规模大幅增长，三季度业绩持续高增。未来公司继续国内市场开拓，扩充宠物食品品类及生产能力，持续打造自主品牌，拓宽优化销售渠道。考虑四季度原材料鸡肉价格较低，我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 1.40/1.69/2.30 亿元（原有预测为 1.25/1.66/2.27 亿元），EPS 分别为 0.79/0.94/1.29 元（以最新股本全面摊薄），当前股价对应 PE 分别为 62.4/51.9/38.0 倍，维持“买入”评级。

四季度线上购物节发力，宠物食品销售旺季来临

国内宠物食品处于萌芽阶段，市场增长空间大，其中 45%的宠物食品销售渠道为线上渠道，四季度以淘宝“双 11”为主的各电商平台购物节此起彼伏，公司产品进入销售旺季。据魔境市场数据显示，截至 10 月 25 日，公司主打品牌 ZEAL 和顽皮在宠物零食类累计预售额排名均进入前 10。公司宠物零食国内领先，未来将发力主粮市场，进一步打造公司品牌，带动公司整体业务规模持续高增长。

国内市场持续投入，营销渠道搭建稳步推进

公司前三季度加大国内市场投入，持续推进国内渠道搭建及品牌建设，通过多种手段提升品牌知名度，包括参与综艺赞助等，前三季度公司销售费用同比增长 34.33%。未来公司计划构建杭州、上海及北京三个营销中心，聘请电商直播团队，在天猫、京东等平台推荐公司产品，同时构建智能化营销平台，对目标客户进行精准投放，线上渠道建设战略稳步推进。

风险提示：原材料价格波动风险；渠道销售不及预期；品牌建设不及预期

【食品饮料：贵州茅台(600519.SH)】直营渠道高增长，茅台酒稳健发展——公司信息更新报告-20201025

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 逄晓娟（联系人）证书编号：S0790120040011

1、产品需求旺盛，业绩增长确定性强，维持“买入”评级

公司前三季度实现收入 695.8 亿元，同比+9.6%，归母净利 338.3 亿元，同比+11%；其中 2020Q3 收入 239.7 亿元，同比+7.3%，归母净利 112.0 亿元，同比+6.6%。展望未来，高端白酒需求稳定增长，公司直营渠道逐渐理顺，高端产品占比仍有提升空间，收入增长确定性强。由于捐赠支出规模较大，我们下调之前盈利预测，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 36.83 元（-0.43）、43.10 元（-0.10）、48.23（-0.07）元，同比分别增长 12%、17%、12%，当前股价对应 PE 分别为 47、40、36 倍，维持“买入”评级。

2、直营渠道高增趋势延续，三季度茅台酒收入实现稳健增长

2020Q3 茅台酒实现收入 208.8 亿元，同比增长 9.7%，我们预计三季度确认量与 2019 年同期体量相当，吨价提升对收入增长贡献更大。分渠道来看，直营渠道实现收入 32.8 亿元，同比增长 118%，进入 2020 年，直营渠道搭建日渐完善，直营占比提升趋势延续。系列酒实现 23.5 亿元，同比减少 1.4%，2020 年处于产品结构和经销商结构优化期，对整体营收略有拖累。往 2021 年展望，系列酒调整完成后可能重回增长轨道，茅台酒大概率延续稳健增长趋势。

3、预收款波动不大，现金流表现良好

三季度末，公司合同负债 94.1 亿元，环比二季度末下滑 0.5 亿元，变化不大。销售商品收到现金 249 亿元，与收入基本匹配，现金流量净额 124.9 亿，同比增长 92.6 亿，主要原因是 2019 年三季度吸收同业存款大幅减少所致。

4、毛利率和期间费用率稳定，营业税金比率提升导致净利率略降

2020Q3 公司毛利率较同期提升 0.2pct，疫情下包材等生产成本提升，运费由销售费用调整至成本科目，导致吨价提升显著情况下，毛利率提升不明显。销售费率 2.56%同比下降 0.2pct，管理费用率 6.59%同比提升 0.2pct，财务费用率 0.82%，同比下降 0.83pct,主要由于商业银行存款利息收入增加。营业税金比率 15.9%，同比提升 1.6pct，对净利率造成拖累。净利率 46.89%，同比下滑 0.14pct。

风险提示：宏观经济波动导致需求下滑，公司产品价格超预期波动等。

【计算机：久远银海(002777.SZ)】久远银海（002777.SZ）：医疗民政双轮驱动，受益信息化建设持续增长——首次覆盖报告-20201025

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 应瑛（联系人）

国内领先智慧民生服务商，受益于医保平台建设和“金民工程”

久远银海凭借丰富的大型平台构建经验和持续更迭的产品技术，一方面陆续中标国家级/省级医保平台的建设，受益医保信息化，另一方面成功承接民政部信息中心金民工程一期项目建设，有望在后续的金民工程试点中凭借先发优势自上而下参与省级政务信息化建设，因而我们认为公司未来发展路径清晰，业绩确定性强。我们预计公司 2020-2022 年的归母净利润分别为 1.93/2.62/3.41 亿元，EPS 为 0.61/0.84/1.09 元/股，当前股价对应的 2020-2022 年 PE 为 35/26/20 倍，相较于行业内其他公司估值较低，首次覆盖给予“买入”评级。

医保信息化和政务信息化市场需求大，DRGs、金民工程利好相关产业发展

1）在医疗医保领域，随着医保局三合一地承接支付职能、定价职能和监督职能，医保信息业务系统将加速建立，一方面，医保业务系统迁移或新建将刺激医保 IT 系统的投入，医保信息系统有望进入全国性更新升级期；另一方面，新型医保基金管理系统的加速发展，带来新建需求。例如，DRGs 付费体系的落地，就将给医疗信息化带来超百亿的市场规模。

2）在民政信息化领域，一方面“互联网+政务”的建设与维护在信息技术持续更迭中将保持稳定增长，另一方面，金民工程的加快普及将使得民政信息化建设在 2021 年迎来高峰期，我们预计 2021 年金民工程带来的民政信息化需求在 49 亿元左右，利好相关产业发展。

深耕政务信息化多年，先发优势明显，业务结构持续优化

久远银海业务范围主要涵盖医疗医保、智慧城市和数字政务三大领域，业务占比 80%以上且不断提高，承接了多项国家级信息化平台搭建项目，业务经验丰富，先发优势明显。公司研发实力强劲，产品线齐全，能够及时根据市场需求变化进行产品更迭，产品力强。随着公司产品结构的优化和标准化程度的提升，公司整体毛利有望稳步上升，带来盈利改善。

风险提示：信息化招标工作恢复不及预期的风险、人才竞争加剧风险

【中小盘：三只松鼠(300783.SZ)】战略聚焦大品类+精品，盈利能力显著提升——中小盘信息更新-20201026

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

三季度收入下滑，战略聚焦大品类+精品，盈利能力显著提升

公司公告了 2020 年三季度业绩报告，2020 年前三季度实现收入 72.31 亿元（+7.70%），归母净利润 2.64 亿元（-10.62%），扣非归母净利润 2.18 亿元（-23.60%）。其中，2020Q3 实现收入 19.80 亿元（-10.16%），归母净利润 7644.83 万元（+161.72%），扣非归母净利润 6435.85 万元（+174.98%），净利率 3.86%，较 2019Q3（1.33%）显著提升。受线上流量去中心化、线下疫情影响，公司迅速进行战略调整，导致了三季度收入下滑。公司从全品类平台型零食公司向战略聚焦“坚果果干+精选零食”转型，战略调整期我们下调公司 2020-2022 年收入预测至 109（-10）/125（-21）/146（-36）亿元，当前股价对应 2020-2022 年 PS 为 2.06/1.79/1.53 倍，维持“买入”评级。

线上竞争稳中有变，价格战趋缓叠加产品结构优化，Q3 利润率显著提升

2020 年以来受直播电商、社交电商及疫情等多方面因素冲击，休闲零食电商渠道的竞争格局稳中有变。淘数据显示：阿里系电商平台中休闲零食前三大品牌依旧是三只松鼠、百草味和良品铺子，但 CR3 已由 2020 年 1 月的 35%下降至 2020 年 9 月的 13.8%。流量去中心化后平台电商的价格竞争趋缓，叠加公司开始聚焦大品类和精选零食，缩减 SKU，产品结构优化，运营效率得到提升。公司 Q3 毛利率提升至 30.45%，较 2019Q3 提升 4.79 个 PCT，同时公司 Q3 经营性净现金流 3.14 亿元，较 2019Q3（-1.25 亿元）大幅改善，存货周转率同样显著提升。

多品类多品牌+精选零食战略，应对需求端渠道变化

在线上流量成本递增的背景下，公司正通过建设“联盟工厂”以及开拓线下门店的方式进行全产业链、全渠道布局，从而减少对线上渠道的依赖性，逐步成为全渠道、全产业链布局的休闲零食龙头。同时，公司针对不同大品类推出了不同品牌，新建小鹿蓝蓝（婴童食品）、养了个毛孩（宠物食品）、铁功基（方便素食）、喜小雀（定制喜礼）四大子品牌。主品牌三只松鼠将聚焦“坚果果干+精选零食”，通过全域营销来应对流量去中心化的变化。

风险提示：平台电商受冲击较大，战略调整效果低预期等。

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