东吴证券晨会纪要

2020 年 10 月 27 日

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

宏观策略

宏观点评：五中全会前瞻（Ⅰ）：五大关注点

哪些投资领域更值得关注？短期内从确定性和发展的优先次序来看，清洁能源和国防军工更值得关注，这是因为“双循环”战略下国家和经济安全的重要性凸显，尤其是在当前我国能源对外依存度不断上升、中欧全面投资协定谈判聚焦碳排放的背景下，内外部环境都将成为加快清洁能源发展的催化剂。

固收金工

固收周报：一周策略：国内经济恢复加速，海外形势仍充满不确定性（2020 年第 40 期）

观点：

利率债：10 年期国开债收益率为 3.7174%，较上周下行 4.72BP。展望后期：从基本面来看，我国三季度 GDP 同比增长 4.9%，前三季度 GDP 同比增长 0.7%，增速由负转正，同时 M2、社融等指标 9 月表现均好于预期，通胀数据略有回落，未来我国消费将进一步恢复，投资进程加快，预计四季度经济增速继续加快，但仍应注意国际环境的不确定性带来的挑战。

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

科斯伍德（300192）：拟并购长沙经贸职业中专，跨异地扩张重要一步

本次并购是龙门教育在陕西省外规模化异地扩张布局的重要一步，是公司职普融合封闭式培训业务扩张的重要推进。我们预计公司 2020-22 年归母净利润为 1.63/2.44/2.94 亿元，当前市值对应 PE 分别为 32/21/18 倍，维持“买入”评级。

华测检测（300012）：Q3 增长恢复正常，全年目标有望兑现

事件：公司发布业绩公告：2020 年前三季度实现收入 23.48 亿，同比+6.59%；归母净利润 3.98 亿，同比增长 10.54%；扣非后归母净利润 3.27 亿元，同比+27.98%。Q3 单季度收入 10.10 亿，同比+15.73%；归母净利润 2.06 亿，同比+2.83%；扣非后归母净利润 1.81 亿，同比+34.45%。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年实现净利润 6.0/7.2/8.6 亿，EPS 为 0.36/0.43/0.52 元，对应 PE 为 71/59/49X，维持“增持”评级。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

上海家化（600315）：Q3 业绩增速回正，电商投入结构改善

疫情影响下公司积极采取应对措施，玉泽等多品牌和电商等线上渠道实现高速增长。未来将继续优化产品线和渠道结构，期待新管理层上任后持续变革提效。我们预计 2020-2022 年实现归母净利润为 3.73、4.45、7.06 亿元，当前市值对应 PE 分别为 69、58、36 倍，维持“买入”评级。

阳光电源（300274）：清洁能源转换 全球领跑者

考虑到公司是全球逆变器+储能+EPC 龙头，逆变器海外出货高增长，组串式占比迅速提升，储能前瞻布局，EPC 稳健增长，我们预计公司 20-22 年收入为 163.53/218.38/260.41 亿元，同比+25.8%/+33.5%/+19.2%，归母净利润为 13.12/19.08/25.18 亿元，同比+47.0%/+45.4%/+32.0%，给予公司 21 年 33 倍 PE，对应目标价 43.23 元，维持“买入”评级。

瀚蓝环境（600323）：营收同增 20.50%，Q3 单季经营数据同比改善

事件：2020 年前三季度公司实现营业收入 51.47 亿元，同比增长 20.50%；归母净利润 7.69 亿元，同比增长 4.40%；扣非归母净利润 7.53 亿元，同比增长 4.71%；加权平均 ROE 同比降低 0.73pct，至 11.08%。

恒立液压（601100）：Q3 业绩增长强劲，后续增长动力持续

公司发布业绩公告：2020 年前三季度实现收入 53.2 亿，同比+39%；归母净利润 14.7 亿，同比+60.5%。其中 Q3 单季度实现收入 18.7 亿，同比+79.4%，归母净利润 4.9 亿，同比+97.3%，扣非后归母净利润 5.5 亿，同比+190.4%。

富满电子（300671）：快充、Mini LED 芯片放量，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 5.13 亿元，同比增长 23.08%，归母净利润为 6152.61 万元，同比增长 152.67%。

华熙生物（688363）：三位一体，产业链贯通的医美大玩家

公司是全球透明质酸产业龙头，原料业务稳步发展，不断向终端医疗器械及终端化妆品等领域延伸，一体化优势稳固，看好长期发展前景。我们预测公司 2020-22 年 EPS 分别为 1.41/1.91/2.50 元，对应 92/68/52xPE，首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 166.2 元。

信捷电气（603416）三季报点评：加速增长，伺服亮眼

投资要点

三季报加速增长，营收同比+98%，利润+135%，超市场预期。20Q3 公司实现营业收入 3.14 亿元，同比+98.02%；实现归属母公司净利润 1.03 亿元，同比增长 134.76%。20Q3 毛利率为 43.97%，同比上升 2.63pct，毛利率相对稳定，整体 Q3 业绩超市场预期。

三峡水利（600116）：三峡电入渝终落地，静待电改标杆再起航

事件：公司公告，2020 年新增三峡电入渝电量为 41 亿千瓦时，其中公司供电范围内获得分配电量合计 17.38 亿千瓦时；价差为 0.0828 元/千瓦时，全额传导给供区内企业。

我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.42、0.65、0.69 元，对应 PE 分别为 21、14、13 倍，维持“买入”评级。

福斯特（603806）三季报点评：福斯特 20Q3 点评：胶膜毛利

率大超预期，精细化管理能力持续提升

投资要点

20Q3 业绩 4.15 亿元，同增 113.60%，超预期！：公司发布 2020 年三季报，Q1-3 实现营业收入 54.69 亿元，同比增长 19.14%；实现归母净利润 8.71 亿元，同比增长 47.06%。其中 2020Q3 实现营业收入 20.93 亿元，同比增长 29.84%，环比增长 12.09%；实现归母净利润 4.15 亿元，同比增长 113.60%，环比增长 37.75%，收入及利润增长超市场预期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

宏观策略

宏观点评：五中全会前瞻（Ⅰ）：五大关注点

观点

十九届五中全会于 10 月 26 日至 29 日召开，会上将研究制定的“十四五”规划。聚焦本次会议，本篇前瞻分析了与之相关的五个热点问题。

此次五中全会与以往相比有何特殊性？

从党的十四大开始，在每届五中全会上研究和制定国民经济和社会发展的下一个五年规划（计划）已成为惯例。与以往不同的是，本届五中全会讨论的内容不仅限于“十四五”规划，而且包含二〇三五年远景目标的建议，从而将未来五年和十五年的发展目标相统筹，可见中央对于经济中长期发展的系统性布局。

会后将释放哪些重要信号？

参照此前的经验，此次会议召开后，将公布《十九届五中全会公报》、《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划的建议》、以及《关于〈中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划的建议〉的说明》。预计在这三份稿件中，“双循环”将成为新的重大战略部署。在这一战略下，安全和科技的重要地位凸显（图 1）；而作为畅通“双循环”的手段，以劳动力、资本、土地、技术、数据为代表的要素市场化改革无疑是重点；同时，在扩大内需的出发点和落脚点下，以特大都市圈和城市群为发展的新型城镇化也将被重点提及。

经济、科技、民生、环境四大领域看点？

经济：GDP 淡化目标；提升消费和服务业增加值比重；以放松大城市的户籍制度和土地改革推进新型城镇化。

民生：人均可支配收入增长不低于 GDP 增长；提高医疗保健和养老金的公共支出；“旧改”取代“棚改”。

科技：重在提升核心技术的自给率；研发支出占比向发达国家靠拢；医疗和制药的专利申请追赶美国。

环境：落实二氧化碳达峰目标与碳中和愿景（图 2）；强化资源节约和低能耗；从污染防治转向削减碳排放，碳密集型产业面临重整。

哪些问题可能被重点说明？

从上一届五中全会来看，在发布会议公告和“十三五”规划建议的同时，亦发布了一份关于“十三五”规划建议的说明，其中提出了“十三五”规划中的一些重点问题，这些问题集中在经济增长、城镇化、科技创新、金融、资源环境上，并提前给出了一些“十三五”规划中的指标目标（比如 GDP 增长不低于 6.5%）。

我们预计在本次会议后亦会对“十四五”规划的重点问题加以说明，尤为值得关注的是：1）经济增长是不是不再提增速目标？2）户籍人口城镇化率提高多少？3）金融发展方面是否提及宏观杠杆率？4）是否首次强调非化石能源占一次性消费比重这一指标？

请务必阅读正文之后的免责声明部分

哪些投资领域更值得关注？

短期内从确定性和发展的优先次序来看，清洁能源和国防军工更值得关注，这是因为“双循环”战略下国家和经济安全的重要性凸显，尤其是在当前我国能源对外依存度不断上升（图 3、图 4）、中欧全面投资协定谈判聚焦碳排放的背景下，内外部环境都将成为加快清洁能源发展的催化剂。

风险提示：要素市场化配置改革面临阻力，外部环境不确定性加大

（证券分析师：陶川　证券分析师：王丹　研究助理：赵艺原）

固收金工

固收周报：一周策略：国内经济恢复加速，海外形势仍充满不确定性（2020 年第 40 期）

观点

利率债：10 年期国开债收益率为 3.7174%，较上周下行 4.72BP。展望后期：从基本面来看，我国三季度 GDP 同比增长 4.9%，前三季度 GDP 同比增长 0.7%，增速由负转正，同时 M2、社融等指标 9 月表现均好于预期，通胀数据略有回落，未来我国消费将进一步恢复，投资进程加快，预计四季度经济增速继续加快，但仍应注意国际环境的不确定性带来的挑战。在货币政策方面，2020 年第三季度例会中强调要发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策的“直达性”，未来我国将实行更加灵活适度、精准导向的稳健型货币政策，长期将引导贷款利率继续下行，进一步缓解实体经济融资压力。本周国债收益率短端和长端均明显下行，短端下行可能系多项公开市场操作出台资金面宽松，长端下行可能仍与国际不稳定因素相关。

信用债：本周一级市场的总发行量、总偿还量较上周均有大幅明显的上升，净融资额仍处于负区间，但较上周有较大回升。本周一级市场发行量较上周继续回升，市场交易热情继续回暖。从二级成交情况来看，本周信用利差整体表现出扩大态势，其中 5 年期品种的变动幅度最大，与同期限的国债收益率出现大幅下降有一定相关。

可转债：（1）经济秩序稳步恢复，国际局势日趋复杂。上周央行公开市场净投放 2000 亿元，下周仍有 3200 亿元逆回购到期，整体来看货币政策仍维持灵活适度、精准导向。海外疫情仍未有效遏制，预计未来汇率波动或小幅走强。（2）本周可转债波动异常剧烈，暴涨暴跌引监管介入。本周转债市场表现疯狂，23 日突破 1900 亿元创纪录，多只转债暴涨暴跌，炒作太疯狂，证监会起草制定了《可转换公司债券管理办法（征求意见稿）》以整治转债乱象。（3）投资策略：近期股市波动剧烈，板块轮动明显，震荡回调或衍生机会，但仍需合理控制风险。可关注低估值绩优蓝筹股，以及地产后周期的汽车、家电等行业。中期可关注消费升级及产业升级等领域龙头。长期仍看好新能源汽车、光伏风电等板块，代表标的有隆 20 转债、恩捷转债等。应谨慎选择高估值的主题，仍需关注国家政策走向及转债市场的赎回风险。

海外宏观：（1）美国 10 年期国债收益率显露筑底企稳趋向，缓慢回升才

请务必阅读正文之后的免责声明部分

是最好剧本。我们认为：（a）当前联储负债表规模达到惊人的 7.2 万亿美元，且自 2 月份以来快速膨胀近 3/4，当货币乘数近似负值或零的情形下，基础货币转化成货币供应，进一步转化成私人部门的信贷通路不畅，此时通胀较难抬升；（b）美国 10 年期国债收益率近期的缓慢回升，意味着资金面公私部门间或已出现了“挤出”，这意味私人部门的活力在恢复，我们认为如果保持缓慢升势，不失为一个市场回暖的良好信号；（2）英国脱欧计划协商难产，预计再度延期至 11 月中旬，市场预期英国或将在明年实施负利率政策。最大的不确定性存在于英国是否会无协议脱欧。9 月 9 日，英国首相约翰逊公布“内部市场法案（InternalMarketBill）”交由英国国会表决，其中，该法案变相撕毁去年英国与欧盟达成的脱欧协议。11 月中旬是英国与欧盟认定的贸易谈判最后期限，年底无协议脱欧的机率明显上升；在欧洲第二波疫情抬头，经济环境走弱的环境下，如果英国对欧盟的极限施压失败，无协议脱欧或将导致英国的服贸成本上升，衰退压力严重，英国央行因此或将被迫扩大宽松刺激经济，最后导致国债收益率转负（3）大类资产表现：铜、欧元走高；美利率债收益率走高、信用债收益率走高，美收益率曲线边际趋陡。具体来看，股市：日＞美>欧；债市：新用债>利率债；汇市：英镑>日元>法郎>欧元>加元>美元；大宗：天然气>铜＞白银>黄金＞原油。

风险提示：利率债：经济复苏远超预期，国际环境不稳定。信用债：经济政策超预期，信用违约风险超预期。可转债：关注股市波动风险，国内外疫情反复风险，中美摩擦风险。海外：（1）市场超调超预期；（2）疫情管控失策超预期；（3）民粹情绪反弹超预期。

（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，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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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

科斯伍德（300192）：拟并购长沙经贸职业中专，跨异地扩张重要一步

事件

10 月 26 日，科斯伍德公告，公司与长沙新五美教育签署《意向性协议》，拟以 5100 万元收购新五美持有的长沙经贸职业中专学校 51%的股权，学校整体估值 1 亿元。

点评

长沙具备优质的办学土壤，并购加快异地扩张及职普融合推进步伐。长沙河东、河西两大大学城内集中坐落多所重点高校，城市学习氛围较为浓厚，具备优质的办学土壤。本次并购：①是龙门教育在陕西省外规模化异地扩张布局的重要一步；②是公司职普融合封闭式培训业务扩张的重要推进；③该校区在长沙的推进情况，也作为公司未来全国化异地扩张的重要参考。职普融合即“在职高入学，但接受高考导向的全日制教育模式，并在未来参与高考”，此模式下，之前未能考入理想高中的学生，可通过龙门教育的全方位，全日制培训，实现学习能力的提升，最终参加高考并考取大学

标的拥有 25 年办学历史，学生人数近 2000 名，盈利能力良好。长沙经贸职业中专创建于 1995 年，至今已有 25 年办学历史，是长沙市教育局主管，湖南省教育厅备案的全日制中等职业学校。学校现有教职工 150 名，在籍学生近 2000 人，开设有对口升学班、会计、电子商务、旅游服务与管理、计算机等 11 个专业。学校盈利能力良好，在意向协议中承诺 2020-22 年三年实现年均 1000 万元的扣非后净利润。

全国高中录取率仅有 55%，湖南高中录取率低于全国平均，“职普融合”需求空间广大。“职普融合”模式下，未能考入普通高中的学生进入职高“职普融合”试点班后，可正常进行普通高中教育并参加高考，如果跟不上普高难度也可退回职高课程。该模式具备较大发展空间，有望成为

请务必阅读正文之后的免责声明部分

重要赛道：据教育部和国家统计局数据，2014 年全国平均高中录取率仅为 54.88%，其中湖南省高中录取率为 52.74%，低于全国平均水平。从这个录取率上看，社会上存在较多期望参加高考却未能考上普通高中的学生，因此该模式有较大的发展空间，而长沙作为一个学习氛围浓厚且高中录取率较低的城市，是“职普融合”的良好发展土壤。

盈利预测与投资评级：本次并购是龙门教育在陕西省外规模化异地扩张布局的重要一步，是公司“职普融合”封闭式培训业务扩张的重要推进。我们预计公司 2020-22 年归母净利润为 1.63/2.44/2.94 亿元，当前市值对应 PE 分别为 32/21/18 倍，维持“买入”评级。

风险提示：扩张不及预期，政策风险，疫情影响，并购落地不及预期等

（证券分析师：吴劲草　证券分析师：周良玖　证券分析师：张良卫）

华测检测（300012）：Q3 增长恢复正常，全年目标有望兑现

事件：公司发布业绩公告：2020 年前三季度实现收入 23.48 亿，同比+6.59%；归母净利润 3.98 亿，同比增长 10.54%；扣非后归母净利润 3.27 亿元，同比+27.98%。Q3 单季度收入 10.10 亿，同比+15.73%；归母净利润 2.06 亿，同比+2.83%；扣非后归母净利润 1.81 亿，同比+34.45%。

投资要点

业绩增速恢复正常，全年目标有望兑现

公司 Q3 业绩同比增速较 Q2 显著下降，主要系疫情下 Q1 订单需求延后至 Q2，叠加去年 Q3 基数较高所致，我们认为公司业绩增速已正常态势。2020 年 Q3 业绩受投资收益波动影响较大：（1）2019 年 Q3 出售杭州瑞欧子公司，公司实现一次性收益 0.56 亿元；（2）2020 年新收购的新加坡 MaritecPte.Ltd.子公司受疫情影响较大，营收下滑拖累整体业绩释放。

公司前三季度非经常性损益为 0.71 亿，较去年同期-32.38%，对业绩释放造成一定影响；Q3 单季度非经常性损益约 0.25 亿元，较去年同期大幅-61.54%，主要系投资收益减少。公司下半年盈利实验室增多，订单饱满，Q3 单季度净利润已达 2 亿元，我们预计全年业绩目标有望兑现。

盈利能力保持提升，期间费用率显著下降

2020 年前三季度公司综合毛利率为 50.45%，同比小幅-0.60pct，但保持年初以来增长态势；期间费用率 34.70%，同比-1.76pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.51/-0.72/-0.52/-0.01pct，销售及管理费用率合计-1.23pct，费控管理成效显著。净利率进一步升至 17.25%，同比+0.52pct，持续改善。

2020 年前三季度公司加强现金流管理，经营性现金流净额 3.76 亿元，同比+32.68%，经营稳健回款良好；其中 Q3 单季度经营性现金流净额 2.96 亿元，同比+75.87%，大幅提升。

检测行业确定性强，内资龙头有望最先受益

国内检测行业处于快速发展期，2019 年民营检测机构收入增速达 26.47%，多年保持两位数增长。相对海外巨头，内资企业由于在本土化、人才激励各方面更具优势，持续挤占外资份额；重资产整合的海外经验下，龙头份额仍持续扩张。我们坚定看好内资检测龙头华测检测，精细化管理下盈利释放或加速。公司现金流及融资环境持续优化，新总裁上任带来

请务必阅读正文之后的免责声明部分

优质国际并购机会并购战略布局加快，19 年 9 月设立并购基金，20 年 6 月收购新加坡船用油检测公司，外生增长空间打开。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年实现净利润 6.0/7.2/8.6 亿，EPS 为 0.36/0.43/0.52 元，对应 PE 为 71/59/49X，维持“增持”评级。

风险提示：行业政策变动；业务开拓不及预期；并购决策及整合风险；品牌公信力下降。并购决策及整合风险；公司公信力受不利事件影响。

（证券分析师：陈显帆　研究助理：罗悦）

上海家化（600315）：Q3 业绩增速回正，电商投入结构改善

投资要点

事件：10 月 27 日，上海家化发布 2020 年三季报。前三季度，公司实现营收 53.62 亿元，同比下降 6.51%；实现归母净利润 3.12 亿元，同比下降 42.25%；实现扣非归母净利润 2.76 亿元，同比下降 27.34%。

Q3 营收个位数下降，净利润增速回正：公司 2020 年前三季度实现营收 53.62 亿元，同比下降 6.51%；实现归母净利润 3.12 亿元，同比下降 42.25%；实现扣非归母净利润 2.76 亿元，同比下降 27.34%。Q3 单季公司实现营收 16.78 亿元，同比下降 7.45%；实现归母净利润 1.29 亿元，同比增加 33.37%；实现扣非归母净利润 1.13 亿元，同比下降 5.50%。2020 年单季度归母净利润增速首次回正，但 Q3 营收同比仍有下滑，主要系疫情仍影响线下增速以及 7、8 月份暂停线上超头直播。

毛利率基本持平，期间费用率略有上升：公司 2020 年前三季度毛利率为 61.50%，同比略降 0.13pct，成本控制良好。公司期间费用率同比提升 1.23pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比变化 +3.11pct/-1.93pct/-0.08pct/+0.13pct。销售费用率同比提升，主要系百货渠道固定支出较多以及疫情后营销投入有所恢复；管理费用率同比减少，主要系运营费用管控良好、以及 Q2 起部分管理费用划归至销售费用。截至 2020Q3，公司存货金额为 10.39 亿元，同比增加 8.34%，主要系“双 11”主动备货；应收账款金额为 12.20 亿元，同比减少 3.27%，主要系百货、CS 渠道回款增加。公司经营性现金流量为 6.18 亿元，同比减少 14.72%，若剔除 2019Q2 收到的动迁款 1.38 亿元，则公司经营性现金流同比提升 4.39%。

电商投入结构化调整，期待“双 11”表现：分渠道看，预计前三季度线上增速仍较快，且在投入方式上存在结构性优化，在 7、8 月暂停超头部主播的投放、出清多渠道库存后，从 9 月起形成超头部主播薇娅及中腰部主播的良好矩阵，投放品牌数量也有所增加；线下预计百货渠道降幅收窄，CS 渠道在典萃的带动下实现较快增速。目前公司已积极投入“双 11”线上线下的预热和备货之中，玉泽、双妹等多品牌预售情况良好，期待 Q4 多品牌表现进一步提升。

盈利预测与投资评级：疫情影响下公司积极采取应对措施，玉泽等多品牌和电商等线上渠道实现高速增长。未来将继续优化产品线和渠道结构，期待新管理层上任后持续变革提效。我们预计 2020-2022 年实现归母净利润为 3.73、4.45、7.06 亿元，当前市值对应 PE 分别为 69、58、36 倍，维持“买入”评级。

风险提示：新冠疫情影响消费，行业竞争加剧，新产品推广不及预期，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

渠道拓展不及预期。

（证券分析师：吴劲草　证券分析师：汤军）

阳光电源（300274）：清洁能源转换 全球领跑者

投资要点

技术、品牌、渠道优势显著，铸就阳光知名品牌。成立于 1997 年，深耕逆变器 20 余载，国内光伏开始推广的 2010 年，即成为国内逆变器龙头，其后一直稳居第一，以集中式逆变器起家，逆变器品类丰富，16 年起拓展组串式逆变器，今年占比预计提升至 60%，15 年开始重点拓展海外市场，近三年全球市占率保持 15%左右，稳居前三，截至 20 年 6 月底累计装机突破 120GW。13 年起抓住国内光伏爆发机会拓展到下游电站业务，19 年 EPC 全球市占率第二；14 年进军储能，16 年至今储能系统装机稳居全国第一。创始人曹仁贤老师出身，注重研发投入，19 年底技术人员超 1600 人，占比 42%，专利储备 1401 项，19 年研发投入 6.4 亿元，占收入比重 4.9%；近 5 年逐步全球化销售渠道布局，建立 110 多个服务网点，逆变器远销 100 多个国家，已成为行业内极具影响力的光伏企业。

紧抓逆变器海外发展机遇，一举成为出口第一品牌，超预期增长可期。随着国内逆变器进入者增多，国内逆变器行业成为蓝海市场，价格在 13-15 年间下降显著，利润率压缩明显；而海外逆变器价格很高利润丰厚，公司 15 年起开始出海布局，19 年海外出货 9GW 首次超过国内，收入占比也提升至 50%。当前逆变器海外价格普遍 3-6 毛/W，远高于国内 1-2 毛/W，国内逆变器跟海外相比，迭代速度快、产品性能相当、价格优惠 30%以上，今年海外逆变器替代明显加速，海外光伏市场大体持平，国内逆变器企业出口普遍增长 50%以上，同时华为出口部分受限，在大电站领域阳光优势显著加倍受益，1-5 月逆变器出口 4GW+，全年预计出口 14GW+，增长 50%+，海外毛利率 40%+，贡献主要利润增量。明年海外光伏需求高增长，海外市占率进一步提升 2%至 20%+，阳光逆变器出口有望再迎超预期增长。

EPC 稳健增长，储能前瞻布局，渠道共享，协同发展。19 年公司 EPC 全球市占率第二，累计开发建设超 12GW，开发运营保持 100%成功率，今年计划 3GW 项目，以量补价，长期将保持每年 20-40%稳健增长。公司是储能逆变器及储能系统双龙头，预计今年收入超 10 亿元，随强制配储政策密集落地和储能经济性拐点临近，未来有望爆发式增长。逆变器、储能与 EPC 三大业务共享渠道、协同发展，作为未来业绩增长点的潜力逐步显现。

盈利预测与投资评级：考虑到公司是全球逆变器+储能+EPC 龙头，逆变器海外出货高增长，组串式占比迅速提升，储能前瞻布局，EPC 稳健增长，我们预计公司 20-22 年收入为 163.53/218.38/260.41 亿元，同比+25.8%/+33.5%/+19.2%，归母净利润为 13.12/19.08/25.18 亿元，同比+47.0%/+45.4%/+32.0%，给予公司 21 年 33 倍 PE，对应目标价 43.23 元，维持“买入”评级。

风险提示：政策不达预期，竞争加剧，价格下降超预期等

（证券分析师：曾朵红　证券分析师：陈瑶　研究助理：黄钰豪）

瀚蓝环境（600323）：营收同增 20.50%，Q3 单季经营数据同比改善

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 51.47 亿元，同比增长 20.50%；归母净利润 7.69 亿元，同比增长 4.40%；扣非归母净利润 7.53 亿元，同比增长 4.71%；加权平均 ROE 同比降低 0.73pct，至 11.08%。

营收同增 20.50%，项目投产固定成本加大&疫情影响净利润增速放缓。20 年前三季度公司实现营收 51.47 亿元，同增 20.50%；归母 7.69 亿元，同增 4.40%；毛利率 30.23%，同增 0.75pct；净利率 14.96%，同减 2.13pct。公司净利润增速较收入增速放缓主要系部分固废项目完成投产，投产初期叠加疫情影响使产能利用率不足，但项目固定成本费用投入较大，同时能源业务受疫情及政策影响，整理盈利水平有所下降所致。

20Q3 归母净利润增速 11.73%，环比 H1 增速持续改善，提升 11.71pct。20Q3 单季度营收 20.11 亿元，同增 25.64%；归母 3.08 亿元，同增 11.73%，环比 Q2 归母净利润增速 16.98%下降 5.25pct，环比 H1 归母净利润增速 0.02%持续改善，预计四季度疫情影响减弱，业绩有望持续回暖。

广东区域固废处理发电量高增 34.79%，南海污水处理量同增 4.50%，Q3 单季增速恢复明显。1）固废：20 年前三季度广东省内固体废物处理发电量 4.66 亿度，同增 34.79%（去年口径为华南地区），省外发电量 9.02 亿度，同增 21.06%。Q3 单季省内发电量 2.29 亿度，同增 69.87%，省外发电量 4.01 亿度，同增 28.50%。2）水务：20 年前三季度南海区供水量 3.15 亿吨，同降 1.65%，污水处理量 1.72 亿吨，同增 4.50%。Q3 单季供水量同增 1.80%至 1.23 亿吨，污水处理量同增 5.60%至 5985 万吨。固废及水务板块 Q3 单季增速恢复明显。

期间费用率上升 1.77pct 至 13.4%。20 年前三季度，销售、管理、研发、财务费用率分别下降 0.1pct、上升 0.43pct、上升 0.56pct、上升 0.89pct 至 1.21%、5.95%、1.47%、4.77%。

税费减少&拆迁补偿使经营性现金流净额同增 67.76%。20 年前三季度，1）经营性现金流净额 12.2 亿元，同增 67.76%；2）投资性现金流净额-28.08 亿元，同增 1.75%；3）筹资性现金流净额 17.26 亿元，同减 14.3%。

优秀整合能力助力份额扩张，固废产业园降本增效实现异地复制。大固废佼佼者优秀整合得到验证，并购创冠中国后 ROE 从 15 年的 9.81%稳步提升 4.8pct 至 19 年的 14.61%，强整合能力提升盈利助力份额扩张。宏观政策积极鼓励固废综合环保产业园模式，公司已形成纵横一体化的大固废全产业链布局，并打造了国内首个固废全产业链综合园区——南海固废处理环保产业园，具备社会综合成本最小化的优势，契合“无废城市”发展理念，具有先发优势。综合产业园可通过能源协同、环保设施协同、处理处置协同三大优势，实现降本增效，现已在顺德、开平等多省市成功移植推广，积累了成功经验，未来复制推广可期。

盈利预测：我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.34、1.68、2.00 元，对应 19、15、13 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：政策推广项目进展不及预期，行业竞争加剧，现金回款风险

（证券分析师：袁理）

恒立液压（601100）：Q3 业绩增长强劲，后续增长动力持续

请务必阅读正文之后的免责声明部分

事件：公司发布业绩公告：2020 年前三季度实现收入 53.2 亿，同比+39%；归母净利润 14.7 亿，同比+60.5%。其中 Q3 单季度实现收入 18.7 亿，同比+79.4%，归母净利润 4.9 亿，同比+97.3%，扣非后归母净利润 5.5 亿，同比+190.4%。

投资要点

剔除汇兑损益影响，Q3 增长依然强劲

公司 Q3 单季由于美元贬值发生 9037 万汇兑损失，占 Q3 收入达 4.84%，对净利润略有影响，但公司前三季度业绩增速整体依然强劲，主要系：（1）基建地产持续复苏，下游工程机械销售行情火爆，拉动公司挖机油缸产品收入同比增长 35%；（2）公司产品竞争力及市占率不断提升，子公司液压科技泵阀收入同比大幅增长 94%，我们预计恒立液压泵阀的整体市占率已达到 30%以上，其中小挖近 50%。

盈利能力持续提升，期间费用管控良好

2020 年前三季度公司综合毛利率 42.3%，同比+5.7pct，主要系挖机油缸、泵阀销量大增带来规模效应和产品结构优化；销售净利率达 27.7%，同比+3.7pct。

前三季度公司期间费用率 8.71%，同比+0.01pct；其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.75%/2.81%/3.21%/0.94%，分别同比-0.31/-0.70/-1.43/+2.45pct。销售及管理费用率合计同比-1pct，主要系公司加强内部管理；财务费用率上升显著，主要系当期汇兑损失影响。

现金流创历史新高，经营持续健康发展

前三季度公司经营性净现金流净额 13.4 亿元，同比+14.0%，其中 Q3 单季为 3.9 亿，同比+3.7%。应收账款周转天数从上年同期的 42 天下降至 38 天；存货周转天数从上年同期的 113 天下降至 96 天；营业周期的缩短，良好的回款使得公司在 Q3 单季销售商品、提供劳务收到的现金达 22.9 亿，创历史新高。

核心业务排产饱满，Q4 持续高增可期

展望四季度，融资环境改善及基建地产投资增速上升，海外出口逐步回暖，我们预计 Q4 公司下游需求依然强劲。公司目前排产依旧维持高增长，10 月挖机油缸排产同比+40%，泵阀及马达保持翻倍以上增长，我们预计 Q4 行业旺季持续。同时随着泵阀加速渗透+非标业务不断拓展，后续增长动力强。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年的净利润为 20.1/23.7/27.9 亿，对应 PE 分别为 46/39/33X，维持“买入”评级。

风险提示：行业周期下行风险；贸易战升级影响海外经营风险；海外疫情持续；泵阀业务研发销售不及预期风险。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　证券分析师：朱贝贝）

富满电子（300671）：快充、Mini LED 芯片放量，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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

5.13 亿元，同比增长 23.08%，归母净利润为 6152.61 万元，同比增长 152.67%。2020 年 Q3 公司营业收入为 2.62 亿元，同比增长 62.13%，归母净利润为 3702.75 万元，同比增长 197.78%。

投资要点

快充和 MiniLED 芯片快速放量，业绩创历史新高：公司 2020 年前三季度归母净利润同比增长 152.67%，2020 年 Q3 归母净利润同比增长 197.78%，业绩创历史新高。主要得益于三季度市场旺季来临，公司快充芯片、MiniLED 显示驱动芯片等新品出货量和市场份额持续提升。2020 年 Q3 公司毛利率为 26.26%，同比提升 0.83 个百分点，净利率为 14%，同比增加 6.46 个百分点，期间费率为 9.29%，同比下降 6.38 个百分点，公司经营管理效率和盈利能力明显提升。公司持续投入中高功率快充、射频 IC 的新品研发，优化产品结构，2020 年前三季度公司研发费用 3582.92 万元，同比增长 18.23%。

率先卡位快充、MiniLED 优质赛道，市场份额稳步提升，：快充在终端市场由高端向中低端下沉的趋势持续，叠加苹果 iPhone12 系列新机不再附送充电器，有望刺激第三方快充渗透率提升。公司快充产品覆盖 18W-65WGaN 等品类，PD 芯片集成度高、兼容性好，平均毛利率达 50%，目前公司在手订单充裕，相关产品在紫米、公牛等知名客户端快速放量；同时，公司在 1~0.3mm 点间距的小间距&MiniLED 显示驱动芯片领域先发优势逐步显现，系列产品在性能、价格方面相较竞品的优势明显，积累了洲明、木林森等优质客户资源，市场份额稳步提升。

产品线不断丰富，射频 IC 成长空间广阔：公司目前具备各类 IC 产品 1100 余种，并持续丰富产品线，保证高毛利产品的持续性。在射频 IC 领域，公司通过内生外延加速布局，一方面开发了射频开关和射频 tuner 等产品，另一方面通过合资设立射频 IC 公司切入射频滤波器、WiFiFEM 芯片等 5G 射频系列芯片领域，随着 5G 射频市场的加速扩容，射频 IC 产品有望成为公司业绩的全新增长点。

盈利预测与投资评级：富满电子快充芯片、MiniLED 芯片等新品出货放量增长，产品竞争力行业领先，未来业绩的增长动能充足。我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 10.32、14.25、18.20 亿元，增长 72.5%、38.1%、27.7%；2020-2022 年归母净利润分别为 1.26、2.73、3.59 亿元，增长 241.3%、117.3%、31.2%，实现 EPS 为 0.80、1.73、2.27 元，对应 PE 为 52、24、18 倍。富满电子未来业绩增长动能充足，给予公司 2021 年 60 倍目标 PE，目标价 103.8 元，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）

华熙生物（688363）：三位一体，产业链贯通的医美大玩家

投资要点

深耕透明质酸 20 余年，基于技术优势建立全产业链业务体系。华熙生物凭借微生物发酵和交联两大技术平台，以透明质酸生产为起点，坚持技术创新和业务拓展，最终成为产业链贯通的头部企业。公司主要业务分为原料产品、医疗终端产品、功能性护肤品三大块，2019 年收入占比分别为 40.4%/25.9%/33.6%。其中原料业务为公司基本盘，医疗终端和功能性护肤品强势增长，带动公司业绩持续大幅增长。2020H1 公司实现收入

请务必阅读正文之后的免责声明部分

9.47 亿元/+17.0%YoY；归母净利润 2.67 亿元/+0.8%YoY。

透明质酸原料业务技术领先，缔造全球龙头地位。透明质酸广泛应用于医药、化妆品、食品等领域。据弗若斯特沙利文，2018 年全球透明质酸原料销量超 500 万吨，未来有望保持双位数增速。公司原料端竞争壁垒主要存在于：①较高的技术及生产壁垒，产率、纯度、分子量范围等核心指标均处于领先水平；②注册证准入壁垒，公司在全球主要国家和地区取得 26 项原料产品注册及备案证书，远高于其他竞争对手。

医疗终端产品应用场景多元化，其中医美终端增速最快。医疗终端产品主要应用于医美、骨科、眼科治疗。2014-2018 年医美/骨科/眼科终端产品规模增速 CAGR 分别为 32.2%/0.6%/16%，“颜值经济”下医美终端需求提升，医美透明质酸终端产品增速最快。尽管近年来我国医美接受水平持续改善，但相比发达国家医美渗透率仍有较大增长空间，前景可期。

通过专业优势铸就差异，功能性护肤品品牌力持续提升。2014 年润百颜推出“蜂巢玻尿酸水润次抛”，正式进入功能性护肤品领域。之后公司又相继推出夸迪、米蓓尔等品牌，覆盖不同年龄段和需求的消费者。公司凭借先进“玻尿酸”原料研发及生产背书凸显差异，2020 年初以来润百颜、夸迪天猫旗舰店 GMV 规模保持爆发式增长，1-9 月润百颜、夸迪 GMV 分别为 0.36/0.67 亿元，已可比肩部分知名化妆品品牌。

四大引擎共促持续增长。①于产能，2018 年接近饱和，公司通过自建工厂和外延收购扩大产能，预计透明质酸原料/医疗针剂产品/次抛类产品 5 年内产能扩 2.6/25/18 倍；②于研发，内外部研发并重，内部依托微生物发酵和交联两大核心技术平台，外部加强与国内外高校合作和企业投资收购；③于营销，通过 IP 联名、主播带货、达人种草、邀请代言人、电视广告全方位发力品牌建设；④于团队，持续引入核心人才建设一流的研发及运营团队，并通过员工持股计划绑定中高层骨干员工。

盈利预测与投资评级：公司是全球透明质酸产业龙头，原料业务稳步发展，不断向终端医疗器械及终端化妆品等领域延伸，一体化优势稳固，看好长期发展。我们预测公司 2020-22 年 EPS 分别为 1.41/1.91/2.50 元，对应 92/68/52xPE，首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 166.2 元。

风险提示：市场竞争，研发不及预期，疫情反复，产品安全等

（证券分析师：吴劲草　证券分析师：全铭　证券分析师：朱国广）

信捷电气（603416）三季报点评：加速增长，伺服亮眼

投资要点

三季报加速增长，营收同比+98%，利润+135%，超市场预期。20Q3 公司实现营业收入 3.14 亿元，同比+98.02%；实现归属母公司净利润 1.03 亿元，同比增长 134.76%。20Q3 毛利率为 43.97%，同比上升 2.63pct，毛利率相对稳定，整体 Q3 业绩超市场预期。

PLC 营收保持高速增长，小型 PLC 稳居本土龙头地位，中型 PLC 布局初期、静待放量。Q3 公司 PLC 营收增速预计大两位数增长，产品端方面迭代推出 XDH-60T4-EEtherCAT 总线型 PLC、XS3-26T4 全新 CODESYS 运控型 PLC 小型 PLC 等新品。小型 PLC 目前是增长的主要来源，中型 PLC 产品仍处于储备和推广阶段，营收基数不大，但毛利率远高于小型 PLC。未来随着中型 PLC 产品放量，产品结构持续优化，将贡献显著业绩增量。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

伺服拉动下驱动产品超翻倍成长，产品阵列逐步完善。随着伺服等新产品、解决方案的上量，Q3 公司驱动业务超翻倍增长，业务体量预计与 PLC 接近。期间公司不断优化拳头产品 DS5 系列伺服系统性能；推出 DF3 系列低压伺服系统、DP3 系列步进系统、VH6 系列全功能型闭环矢量变频器等新品，覆盖高速精准运动控制、高智能信息处理、高性能视觉感知等“三高产品”，有望进一步拓宽能力边际，市占率有望进一步提升，PLC 带动伺服战略下有望维持高速增长。

海外疫情重燃口罩机市场热度，口罩机解决方案维持高景气延续至 20Q3。7-8 月海外疫情再次升温，形势依旧严峻，引发口罩包装机的优化升级，口罩机市场保持 20%以上增速。口罩机解决方案市场以内资为主，信捷是国内少数能提供 N95 口罩整线解决方案（PLC+伺服+HMI）的厂商，市占率靠前。Q3 信捷持续助力疫情生产，推出口罩枕式包装机解决方案，几乎涵盖市面上主流口罩包装机型，有所受益疫情经济贡献。

盈利预测与投资评级：预计 2020-22 年公司归母净利润分别 3.31 亿、4.09 亿、5.11 亿，同比分别+102.7%、+23.5%、+25.0%，对应现价 PE 分别 35 倍、28 倍、23 倍，给予目标价 101.9 元，对应 21 年 35 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行，竞争加剧

（证券分析师：曾朵红　研究助理：柴嘉辉）

三峡水利（600116）：三峡电入渝终落地，静待电改标杆再起航

投资要点

事件：公司公告，2020 年新增三峡电入渝电量为 41 亿千瓦时，其中公司供电范围内获得分配电量合计 17.38 亿千瓦时；价差为 0.0828 元/千瓦时，全额传导给供区内企业。

三峡电入渝终落地，从分配量价来看喜忧参半。根据公告内容，2020 年新增电量暂按 41 亿千瓦时进行分配（如有增量将按市政府确定的分配原则另行下达计划），价差按 0.0828 元/千瓦时确定。公司供电范围：万州区分配电量 13.98 亿千瓦时，主要用于降低存量工业企业用电成本和招商引资增量项目；涪陵区分配电量 3.40 亿千瓦时，主要用于存量大数据智能化等战略新兴产业降低电价和增量企业招商引资。

分配电量基本符合预期，最终结果大概率将更为乐观。我们之前根据公开信息预测，三峡库区今年有望留存三峡电 30-40 亿千瓦时，考虑到今年是来水大年，长电实际超发电量大概率会超出之前预期，因此我们判断，最终三峡库区留存电量大概率会超出公司公告的 41 亿千瓦时，而公司供电范围内最终留存的实际电量大概率会超出公告的 17.38 亿千瓦时，有望达到 20-30 亿千瓦时。

分配电价略低于预期，最终结果需要视招商引资的节奏判断。我们之前根据公开信息判断，0.0828 元/千瓦时的价差有望全部或者部分留存于上市公司体内，目前根据公告内容，电网企业按照价差传导原则组织实施，全额传导给供区内的企业；新增三峡电入渝按照计划电方式进行管理，确保优先消纳，做好统筹平衡。因此，最终的结果大概率分为 2 种：1）招商引资工作推进顺利，则价差完全传导给引入的企业，对于上市公司来说收入规模扩张，成本不受影响；2）招商引资工作并未如期完成，则全部或者部分价差留存于上市公司体内，收入规模不变、成本下降 0.0828

请务必阅读正文之后的免责声明部分

元/千瓦时。考虑到目前已经接近 11 月份，我们预计可能是部分三峡电价差传导、部分留存于上市公司体内。

总结：三峡电入渝标志公司逻辑兑现第一步，期待后续战略-机制-项目层面更多惊喜。此次三峡电入渝落地，意味着公司规划了数年的大方向和大战略迈出了实质性的一步，实际上，从 6 月份重大资产重组完成，到半年报制定《职业经理人管理制度》，再到董事会决议修订高管人员年薪管理办法，加上下半年即将落地的未来 5 年发展规划，我们认为公司的成长逻辑正在逐步兑现，期待后续战略-机制-项目层面的更多惊喜。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.42、0.65、0.69 元，对应 PE 分别为 21、14、13 倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行使得终端工业用电需求减弱等

（证券分析师：刘博　证券分析师：唐亚辉）

福斯特（603806）三季报点评：福斯特 20Q3 点评：胶膜毛利率大超预期，精细化管理能力持续提升

投资要点

20Q3 业绩 4.15 亿元，同增 113.60%，超预期！：公司发布 2020 年三季报，Q1-3 实现营业收入 54.69 亿元，同比增长 19.14%；实现归母净利润 8.71 亿元，同比增长 47.06%。其中 2020Q3 实现营业收入 20.93 亿元，同比增长 29.84%，环比增长 12.09%；实现归母净利润 4.15 亿元，同比增长 113.60%，环比增长 37.75%，收入及利润增长超市场预期。

业务毛利率增长及出色的管理能力驱动盈利能力的大幅增长：公司 Q1-3 毛利率为 24.57%，同比上升 4.85pct，其中，Q3 毛利率 29.71%，同比上升 9.52pct，环比上升 8.69pct；Q1-3 净利率为 15.93%，同比上升 3.02pct，Q3 净利率 19.83%，同比上升 7.78pct，环比上升 3.69pct。我们认为，公司盈利能力大幅改善主要得益于：1）胶膜量价齐升同时成本下降，20Q3 公司综合毛利率大幅提升至 29.71%；2）精细化管理持续提升，20Q3 期间费用率仅 5.3%，同比下降 1.22pct，环比下降 1.41pct。3）汇兑收益：公司成本主要是树脂，而树脂 80%来自进口，公司采购存在锁汇，人民币升值带来汇兑收益。

Q3 胶膜量价齐升，毛利率改善明显：公司 Q3 胶膜销量 2.22 亿平方米，同比增长 16%，环比增长 7%，Q3 单价 8.36 元/平方米，同比增长 11%，环比增长 2%，为 14 年至今的最高价。测算公司胶膜业务毛利率在 30%+，环比提升约 10pct，公司胶膜业务量价提升。

预计 Q4 盈利仍有不错表现，明年双玻大趋势公司盈利能力有望持续提升：展望 Q4，7 月底、9 月底胶膜 2 次提价，近期由于原材料上涨，胶膜有望再提价，合计相对 Q3 均价提升 20%+，Q4 树脂成本相较 Q3 约提升 20%，同时公司 POE 占比有望提升至 35%，预计公司 Q4 毛利率仍有不错表现，同时公司新产能释放叠加 Q4 最强旺季，Q4 出货预计环比持续增长，盈利仍有不错表现。国内招标双玻比例明显提升，未来双玻是大趋势，Q3POE 占比 30%，Q4 提升至 35%，预计明年提升至 50%，盈利能力持续结构性改善。

现金流表现良好，投产项目转固，致使固定资产增长：Q1-3 经营活动现金流量净流入 3.14 亿元，同比增长 79.10%，现金流表现良好；销售商品

请务必阅读正文之后的免责声明部分

取得现金 40.89 亿元，同比增长 13.73%。

盈利预测与投资评级：我们预计 20-22 年归母净利 12.5/17.0/21.2 亿元，同比增长 30.9%/35.9%/24.5%，对应 EPS 为 1.63/2.21/2.75 元，给予 2021 年 40 倍 PE，目标价 88.4 元，维持“买入”评级。

风险提示：政策不及预期，原材料价格上涨超预期等

（证券分析师：曾朵红　证券分析师：陈瑶）

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