行业观点

● 医药

1、凯普生物（300639）2020 三季报点评：Q3 业绩表现超预期，各业务全面向好

2020 年 10 月 22 日，公司发布 2020 三季报：公司 2020 前三季度实现营收 9.17 亿元，同比增长 77.10%，归母净利润 2.73 亿，同比增长 160.29%，扣非归母净利润 2.65 亿元，同比增长 167.12%。

新冠检测业务驱动 Q3 高增长，持续受益常态化检测需求

受疫情影响，公司第三方检测实验室业务需求激增，叠加常规核酸检测业务基本恢复，公司 Q3 业绩高速增长。从单季度看，公司 Q3 实现营收 4.11 亿元（+105.01%），归母净利润为 1.44 亿元（+219.81%），业绩增速超市场预期。前三季度毛利率为 76.4%，同比下降 4.79pct，预计主要系高毛利率的核酸试剂盒上半年受国内医院诊疗量下降影响而销量占比下滑所致，净利率 32.66%，同比增加 13.71pct，盈利能力大幅提升，预计主要系费用下降所致。随着国内进入常态化检测需求阶段，卫健委积极推动二三级医院等医疗机构的核酸检测实验室建设，同时海外疫情持续发酵利好国内新冠核酸检测试剂出口，公司核酸检测业务或持续受益。

三费表现良好，经营性现金流大幅改善

2020 前三季度公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 22.39%（-12.74pct）、9.72%（-7.72pct）、-0.05%（-0.17pct），费用控制良好，其中销售费用率和管理费用率降幅较大，预计主要系公司营收大幅增加而费用增速低于营收增速所致，财务费用降低主要系公司利息收入增加所致。经营性活动现金流净额为 1.21 亿元，同比增长 142.78%，改善明显。

STD 十联检获批放量在即，PCR 实验室建设利好各项业务

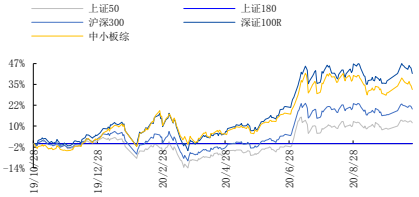
2020 年公司 STD 十联检产品获批上市，成为国内首个获批的十联检产品，进院先发优势明显，预计第四季度开始放量，有望成为拳头产品持续贡献业绩增量。同时国家卫建委加速推动国内 PCR 核酸检测实验室建设，公司或将通过与医院共建核酸检测实验室的方式快速协同提升 HPV、地贫、耳聋等常规核酸检测试剂在医院终端的渗透率，支撑公司营收长期稳定增长。

投资建议与盈利预测

在疫情影响下，公司 ICL 业务发力明显，PCR 实验室的加速建设或成为公司营收长期增长的驱动力。考虑到三季度超预期的业绩表现，我们预计 2020-2022 年营收为 13.10/15.34/17.85 亿元，同比增长 79.53%/17.17%/25.70%，归母净利润为 3.39/3.99/5.11 亿元，同比增长 129.82%/17.82%/28.16%，EPS 分别为 1.41/1.66/2.13 元，对应 PE 为 35/30/24X，维持“买入”评级。

核酸检测实验室建设不及预期；研发不及预期；市场竞争风险；政策变化。

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
东来技术	53.78	253.35	0.00	0.00
和晶科技	9.98	27.95	52.13	66.33
英飞特	24.79	25.97	54.26	109.94
神思电子	22.66	23.96	28.82	39.55
新雷能	28.30	23.04	18.86	58.54

A 股市场跌幅前五

股票	收盘价 RMB	涨跌幅% 1 日	5 日	本年
科思股份	64.30	-21.87	-20.92	28.29
中潜股份	52.47	-21.64	-46.29	12.83
中来股份	9.70	-19.64	-16.88	23.74
涪陵榨菜	41.06	-16.61	-15.36	55.03
容大感光	57.84	-16.03	-12.62	194.51

分析师：常启辉（执业证书：S0020517090001），联系人：刘慧敏

2、博瑞医药（688166）2020 三季报点评：Q3 业绩表现靓丽，持续布局高难仿品种

事件：

2020 年 10 月 22 日，公司公告 2020 三季报：2020 前三季度实现营收 5.1 亿元，同比增长 62.86%，归母净利润 1.22 亿元，同比增长 90.89%，扣非后归母净利润 1.15 亿元，同比增长 107.44%。

国元观点：

？ Q3 单季度业绩表现优异，毛利率维持高水平

从单季度业绩表现看，公司 Q3 实现营收 2.07 亿元，同比大幅增长 100.82%，环比增长 19.43%，归母净利润为 0.48 亿元，同比增长 114.17%，环比增长 20.94%，业绩表现亮眼，预计营收占比最大的产品销售业务高速增长是主要贡献因素，包括海外市场芬净类和莫司类产品的快速增长，恩替卡韦片 6 月份开始出口美国，以及国内磺达肝癸钠和注射用醋酸卡泊芬净在国内开始上市销售等驱动因素。前三季度毛利率为 58.17%，同比下降 3.86pct，预计系产品销售结构调整所致，但仍维持较高水平，净利率为 23.85%，同比增长 3.5pct，盈利能力略有提升，预计主要系公司费用率下降所致。前三季度研发费用率为 18.39%，高比例的研发投入保障公司持续布局新产品管线，进一步提升公司核心竞争力。

？ 三费控制良好，现金流大幅改善

公司成本控制良好，2020 前三季度销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 2.15%（-0.94pct）、9.00%（-2.84pct）和 0.10%（+1.12pct），其中管理费用率下降预计主要系公司通过加强费用管控导致人员薪酬支出等费用增幅较小，财务费用率增加主要系汇兑损失同比增加所致。经营性现金流净额为 0.89 亿元，同比增长 1260.87%，主要系营收同比大幅增加、营运成本控制良好，同时营运资本保持在合理水平。

？ 恩替卡韦进军海外制剂市场，布局高难仿品种持续打造产品护城河

今年 6 月公司恩替卡韦片正式出口美国，标志着公司在国内完成原料药制剂一体化后，开始参与国际市场制剂竞争。公司积极布局补铁剂、吸入制剂、艾日布林等高难仿、前景广阔的产品，其中羧基麦芽糖铁预计 2022 年全球销售规模达 14 亿美元，FDA 仅批准了 2 个原料药 DMF，竞争环境宽松，公司原料药获批后可以快速抢占市场份额，同时已经和美国制剂研发公司合作，供给其原料药并待其制剂上市后享受持续稳定的权益分成收入。吸入制剂仿制壁垒极高，市场空间广阔，公司和博诺康源成立的合资子公司将专注吸入制剂原料药业务，有望贡献新的盈利增长点。

？ 投资建议与盈利预测

公司原料药聚焦于高技术壁垒产品，竞争环境较为宽松，拥有原料药制剂一体化优势，议价能力强，多种盈利模式并行，全球多市场、产业链多环节均是利润贡献点，储备产品丰富，包括艾日布林、补铁剂、吸入制剂等高壁垒品种，随着后续产品逐渐实现商业化销售，我们预计公司 20-22 年营收为 7.71/ 10.07/ 13.40 亿元，增速为 53.21%/ 30.59%/ 33.07%，归母净利润为 2.00/ 3.17/ 4.92 亿元，增速为 79.61%/ 58.93%/ 55.11%，20-22 年 EPS 为 0.49/ 0.77/ 1.20 元/股，PE 为 116/ 73/ 47 倍，考虑到公司布局产品逐渐进入到商业化阶段、国内国外销售释放确定性增强、管线产品具有竞争优势，维持“增持”评级。

？ 风险提示

研发进度不及预期，疫情恢复不及预期，技术收入波动风险，汇率风险。

分析师：常启辉（执业证书：S0020517090001），联系人：刘慧敏

● 计算机

海康威视(002415.SZ)：营收增长逐季加速，毛利率回归正常水平

事件：

公司于 10 月 23 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 420.21 亿元，同比增长 5.48%；实现归母净利润 84.39 亿元，同比增长 5.13%。2020 年前三季度，公司销售毛利率为 47.71%，较上年同期提高 1.27pct。

点评：

前三季度营业收入增速逐季向好，经营性现金流净额改善明显

第三季度，公司实现营业收入 177.50 亿元，同比增长 11.53%，增速呈现逐季改善的良好态势。第三季度，公司实现归母净利润 38.15 亿元，同比增长 0.12%，增速较低的主要原因是：人民币在三季度快速升值，汇兑损失带来的财务费用约 5 亿元，而去年同期约有 4 亿的汇兑收益。第三季度，公司热成像产品恢复到常规产品的销售节奏，随着公司收入结构回到了相对比较正常的状态，销售毛利率也回归到比较正常的水平。前三季度，公司经营性现金流净额达 55.35 亿元，相比去年同期改善明显，原因是：第三季度应收回款环比有所改善；去年同期加强备货导致大额现金支出。

第三季度三大 BG 均实现正增长，创新业务继续保持快速发展势头

国内业务方面，三季度在二季度的基础上进一步恢复，3 大 BG 均实现了正增长。EBG 增速领先，主要受益于企业数字化转型需求持续释放，降本增效大趋势下需求从安保部门拓展到生产技术等部门。PBG 增速在二季度回正后，三季度继续有所回升，部分细分领域的政府投资有所恢复。SMBG 增速企稳回正，上半年中小企业受到疫情冲击较大，三季度渠道市场逐步复苏。创新业务方面，前三季度继续保持快速增长，实现营业收入约 44 亿，同比增长接近 50%，其中，萤石互联网业务的独立上市工作有序进行中。

受疫情影响，不同国家之间的收入增长情况差异较大

前三季度，疫情仍然是影响海外业务收入增速的最大因素。疫情控制较好的国家和地区，销售收入增长较好，已基本接近疫情前的增长水平。部分国家和地区，如印度、非洲、拉美等，疫情情况依然严峻。美国业务近两年连续受到政治和疫情等方面的不利影响，美国市场继续负增长，整体占比继续萎缩。第四季度，仍然需要重点关注各个国家和区域疫情反复的情况，疫情反复对正常业务开展仍然会造成很大的不确定性。

投资建议与盈利预测

作为全球安防龙头，公司在技术、产品与解决方案等方面拥有全面优势。考虑到新冠肺炎疫情对海内外市场的影响，小幅下调公司 2020-2022 年营业收入至 632.43（下调 42.35）、741.40（下调 51.77）、862.93（下调 62.79）亿元，同时，小幅下调归母净利润至 135.76（下调 8.10）、158.21（下调 8.51）、184.23（下调 7.71）亿元，对应 PE 为 26.95、23.13、19.86 倍。考虑到公司的行业地位、过去三个季度营业收入增速逐季改善、过去五年 PE 主要运行在 20-40 倍之间等因素，小幅上调公司 2020 年的目标 PE 至 32 倍，对应目标价为 46.40 元，维持“买入”评级。

风险提示

新冠肺炎疫情导致宏观经济发展不及预期，企业数字化转型的需求不及预期，海外市场拓展不及预期，创新业务发展不及预期，行业竞争加剧等。

分析师：耿军军（执业证书：S0020519070002），联系人：陈图南

- **传媒**

吉比特（603444）2020 年三季报点评：Q3 新游带动收入增长，推广期成本费用阶段性上升

事件：

公司发布 2020 年三季报。

点评：

*2020 年前三季度收入增速稳定，为《最强蜗牛》提供推广服务拉低毛利率，新游推广期带动销售费用阶段性上升

2020 年前三季度实现营业收入 20.50 亿元，同比增长 31.79%，主要为《最强蜗牛》港澳台版、《不朽之旅》、《魔渊之刃》《荣誉指挥官》等新游上线贡献增量。实现归母净利润 7.95 亿元，同比增长 18.62%。其中 2020Q3 单季度营业收入 6.4 亿元，同比增长 32.20%，归母净利润 2.45 亿元，同比增长 19.65%。前三季度归母净利润增速小于营收增速，主要为：1）为参股公司青瓷数码自研自发产品《最强蜗牛》提供买量推广导致推广成本上升，考虑到 Q3 处于初上线阶段营销支出较高，后期买量投入将逐步减少，利润率有望回升。前三季度共确认投资收益 9629.45 万元，其中对联营及合营企业 4753.37 万元，主要由青瓷贡献；2）游戏授权金摊销增加；3）2020 Q2 起不再对外部研发商的游戏分成支出进行摊销；4）预提业绩奖金。Q3 销售费用 1.01 亿元，同比增长 63.98%，销售费用率为 15.78%，较去年同期上升 3pct.，主要为本季度新游集中上线，推广费用阶段性提升。

*《问道手游》国庆福利服活动拉动排名，新游陆续上线

2020Q3《问道手游》流水有所下滑，主要为前期运营事故补偿及推广活动较少。9 月下旬《问道手游》开启国庆福利服，为一年四次重要活动推广期之一，带动畅销榜排名上升至 22 位，10 月 13 日上线卡牌手游《巨像骑士团》表现良好，畅销榜排名 55 位。《摩尔庄园》已完成社交玩法测试，《一念逍遥》目前在测试调优阶段，今年 Q4 有望上线。

*储备产品多款已获版号

公司储备产品十余款，包含 Roguelike、MMO、放置、模拟经营等品类，《摩尔庄园》（TapTap 评分 9.6，官网预约数 451 万）、《一念逍遥》、《精灵魔塔》、《石油大亨》、《冒险与深渊》、《复苏的魔女》、《白之物语》已取得版号。

*投资建议与盈利预测

《问道手游》稳定运营，雷霆游戏平台代理精品手游扩充品类矩阵，通过吉相资本深度合作优质研发商。我们预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 15.32/17.87/19.77，对应 PE30x/26x/23x，维持“买入”评级。

*风险提示

头部老游戏流水快速下滑，新游戏上线不及预期，行业政策风险。

分析师：李典（执业证书：S0020516080001），联系人：路璐

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

- 中科院正在抓紧研制制定《率先行动计划暨全面深化改革纲要》第二阶段的实施方案和发展目标，将以国家需求中重大科技问题为切入点，将“卡脖子”的问题和国外出口管制的清单转化为自己的科研任务清单。
- 智能投研技术联盟（ITL）在中国（上海）自由贸易试验区临港新片区成立，由国内超过 72 家领先的持牌金融机构、高校科研院所、金融科技公司等联合发起，旨在推动金融科技与资产管理的融合发展。
- 根据日本政府计划，日本将在 2050 年左右实现把温室气体净排放降为零的目标。为实施这些计划，政府有望收紧对电力、冶金和汽车产业公司的环保要求。

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