东吴证券晨会纪要

2020 年 10 月 26 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。

策略点评：如何实现港股打新收益率最大化？

首日卖出已不是打新的最佳策略，必选消费、医药行业新股上市首日平均回报率即达 68%和 34%，而 14 日内平均最高回报率可高达 105%和 59%，如能抓住最佳卖点，则可大幅提升打新收益。

我们从财务指标、估值指标、发行指标、行业属性、市场热度五个维度来对 14 日内最高收益进行多元线性回归分析，发现以下关系：

财务指标的参考作用实际上微不足道。净利润和收入同比增速高的公司并不意味着更高的打新收益。

市盈率不是重要指标。

融资规模、保荐人、基石投资者均不是重要指标。

科技新经济行业的回报率显著高于平均。

超额认购倍数解释了投资者对该股票的参与热情，是我们模型中全部指标中最显著的指标。

策略周评：东吴策略·行业风火轮——2021 年 Q1 消费基数效应有多大？

今年一季度疫情冲击下，宏观数据尤其消费各细分领域销售数据极低，考虑疫情影响消退，明年基数效应会更加强烈。

我们按照三种假设对 2021 年 Q1 数据进行预测：乐观（恢复至 2019Q1 水平）、中性（2017-19Q1 均值水平）、悲观（2017-19Q1 均值水平的 90%），计算明年一季度基数效应有多大。数据指标主要包括：社会消费品零售总额、汽车家电销量、酒店收入、航空客运量、保费收入、机械设备销量等。

结果显示旅游业受疫情冲击最明显，基数效应最强烈，2021Q1 酒店行业营业收入乐观预期增速 76%，中性 99%，悲观 79%。三种假设下航空客运量预测增速分别 117%、97%、77%。

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。

固收周报：欧二波疫情超一波，美债回升不易过快

请务必阅读正文之后的免责声明部分

一周观点：（1）美国 10 年期国债收益率显露筑底企稳趋向，缓慢回升才是最好剧本；（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；（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。

固收周报：利率债周报：宏观经济持续修复，债市或将转入震荡期（2020 年第 40 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，9 月 25 日召开 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。

固收周报：【东吴固收李勇·信用债周报】信用债收益率整体下行，信用利差扩大

本周（10 月 19 日-10 月 25 日）一级市场信用债（包括短融、中票、企业债和公司债）共发行 308 支，总发行量 3314.96 亿元，较上周增加了 778.16 亿元，总偿还量 2877.87 亿元，较上周增加了 206.18 亿元，净融资额为 437.09 亿元，较上周增加了 581.98 亿元。

固收周报：本周股市震荡回调，关注转债投资机会

（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。9 月经济数据表明国内经济恢复态势良好.目前国际形势日趋复杂，应做好长期持久战准备。（2）本周可转债波动异常剧烈，暴涨暴跌引监管介入。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）近期股市波动剧烈，板块轮动明显，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。

固收周报：风险信息周报（2020.10.19 -2020.10.25）

事件

负面信息：本周（10 月 19 日-10 月 25 日）负面信息共 3 条。

重点关注：华晨汽车集团控股有限公司主体评级下调等。

取消发行：遵义道桥建设(集团)有限公司等 7 家公司取消发行。

持有人会议：山东海科化工有限公司等两家公司召开债券持有人会议。

其他关注信息：中国泛海控股集团涉及一项诉讼、仲裁等。

风险提示：关注发行人风险水平，谨慎对待短期市场波动。

行业

电子行业周报：iPhone12 系列预售超预期，苹果链前景可期

北京时间 10 月 14 日凌晨 1:00，苹果发布 iPhone12 系列手机，此次新机全面升级，有望引领换机潮；

HomePod mini 音响性能出色，开启智能家居新体验；
iPhone12 系列预售销售情况火热，HomePod mini 居家体验良好，有望带动供应链厂商新一轮增长；
风险提示：中美贸易战加剧；新冠疫情影响新款手机销量不及预期；市场开拓不及预期。

有色金属行业跟踪周报：贵金属承压，工业金属盘整运行

投资建议：1）疫情导致的宽松货币政策主基调不变，关注贵金属回调后机会。欧美疫情第二次风险，全球贸易摩擦及地缘政治风险持续，凸显贵金属配置价值。标的关注龙头赤峰黄金、紫金矿业等；2）国内宏观经济持续复苏，看好工业金属。三季度 GDP 增速转正，国内消费逐步回暖，市场乐观情绪助推工业金属价格高位运行。标的首选云铜、云铝。3）长期看好能源金属锂、钴。新能源汽车需求持续高速增长，随着供给端收缩，库存不断去化，下游需求边际向好，标的天齐锂业、赣锋锂业、华友钴业。4）精选新材料个股。下游 5G、军工等逆周期领域逐步发力，上游材料迎来需求逢低及业绩兑现，关注博威合金、楚江新材、宝钛股份、西部超导、应流股份等。

机械设备行业跟踪周报：工程机械、自动化持续景气，LG 产能规划升级利好设备商

1.推荐组合
【三一重工】【中联重科】【晶盛机电】【杭可科技】【柏楚电子】
【建设机械】【华测检测】【广电计量】【浙江鼎力】【恒立液压】

电气设备新能源行业周报：光伏和电动车 Q4 及明年高景气，工控持续向好

隆基股份（单晶硅片和组件全球龙头、业绩持续超预期）、宁德时代（动力电池全球龙头、优质客户和领先技术）、汇川技术(通用自动化上半年大超预期、动力总成全面突破大幅减亏)、通威股份（硅料和 PERC 电池龙头、硅料大幅涨价）、阳光电源（逆变器龙头增长超预期、储能业务前瞻布局）、

化工行业 2020 年 10 月第 3 周周报：橡胶价格触底反弹，继续推荐化工成长股

投资建议：随着疫情对化工行业的影响逐渐减弱，处于周期底部的低估值基友化工股有望迎来反转，推荐低估值白马股万华化学、宝丰能源、龙蟒佰利，国六实施受益标的万润股份，以及新老基建配套材料相关标的隆华科技、昊华科技、苏博特、震安科技。

风险提示：油价大幅波动，新冠疫情持续恶化，贸易战形势恶化。

医药生物行业：三季报业绩符合预期，医药为何不涨反跌？

本周生物医药指数下跌 6.24%，板块表现差于沪深 300 的 1.53%的跌幅。

通信：本周专题：为什么说当前时点可以对 5G 和新基建板块更加乐观？

行业三季度业绩增速向好，5G 及新基建板块公司表现亮眼。就目前已披露三季报或三季报预告的公司来看，通信行业公司整体业绩表现良好，其中 5G 及新基建板块表现最优，公司业绩明显超预期。随着国内 5G 建设加速以及数据流量提升，叠加外部

政策支持，预计未来通信行业内公司业绩仍将保持高速增长，建议继续坚定布局 5G、IDC、光模块、物联网等新基建相关赛道。

汽车行业周报：10 月第三周零售同比+18%，全面看多

整车板块：随着产批零数据同比持续转正，景气复苏逻辑进一步得到验证，看好 Q4 整车板块性估值修复行情，排序基于新车周期强势程度来定。首选【长城汽车】，其次【长安+吉利+广汽+上汽】。零部件板块：1）特斯拉产业链核心供应商【拓普集团】；2）享受智能网联赛道行业红利，重点推荐英伟达产业链【德赛西威】+华为产业链【华阳集团+中国汽研】；3）自主 CVT 变速器龙头标的且受益商用车需求复苏的【万里扬】。

LG 化学 20Q3 点评：电池收入历史新高，拆分在即公布宏伟蓝图

投资建议：LG 作为欧洲电动车市场主供及国产特斯拉重要供应商，21 年出货量将延续 80-100%的高增长，继续强烈看好 LG 产业链；同时欧洲销量持续超预期；国内销量、排产、业绩三重拐点来临；特斯拉引领全球电动化浪潮，电动化大趋势确定，重点推荐中游龙头宁德时代、璞泰来、恩捷股份、新宙邦、科达利、天赐材料、当升科技、比亚迪，关注亿纬锂能、天奈科技、欣旺达、多氟多、中材科技、嘉元科技等；核心零部件：宏发股份、三花智控、汇川技术；布局优质上游资源：华友钴业、关注赣锋锂业、天齐锂业。

推荐个股及其他点评

东方通（300379）：研发投入高增，业绩拐点已现

事件：公司发布三季报，年初至三季度末实现收入 2.01 亿元，同比减少-20.11%；实现归母净利润 1067 万元，同比减少-77.97%。

科沃斯（603486）：自主品牌持续发力，三季度业绩实现高增

事件：公司 2020 年前三季度实现营收 41.4 亿，同比+20.3%；归母净利润 2.5 亿，同比+147.2%；扣非归母净利润 1.64 亿元，同比+88.8%。

万润股份（002643）：Q3 业绩显著改善，沸石、OLED 成长加速

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 5.46 亿元、6.78 亿元和 8.26 亿元，EPS 分别为 0.60 元、0.75 元和 0.91 元，当前股价对应 PE 分别为 27X、22X 和 18X。维持“买入”评级。

风险提示：液晶材料价格下降，沸石项目投产进度不及预期，汇率大幅波动。

双箭股份（002381）：业绩保持快增长，长距离输送带迎发展机遇

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 3.03 亿元、3.66 亿元和 4.53 亿元，EPS 分别为 0.74 元、0.89 元和 1.10 元，当前股价对应 PE 分别为 14X、11X 和 9X。维持“买入”评级。

风险提示：新产能进度低于预期，市场需求下降，原材料价格大幅波动。

卓胜微（300782）：业绩创历史新高，射频新品布局前景广阔

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 19.72 亿元，同比增长 100.27%，归母净利润为 7.18 亿元，同比增长 122.37%。

凯莱英（002821）：订单交付产能释放，Q3 业绩稳步高增

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年归母净利润分别为 7.39、9.82、12.80 亿元，相应 EPS 分别为 3.05、4.05、5.28 元，对应 PE 估值分别为 90、68、52 倍。考虑到公司是 CDMO 头部企业，已建立较高药物生产研发技术壁垒，未来三年盈利复合增速有望超 30%，维持“买入”评级。

赢合科技（300457）：三季报业绩符合预期，下半年锂电设备主业迎收入和订单双复苏

盈利预测与投资评级：我们预计 2020-2022 年的净利润分别为 3.44/4.03/5.51 亿，对应当前股价 PE 为 55、47、34 倍，维持“增持”评级。

风险提示：下游扩产不及预期；行业竞争加剧；新品研发进度不及预期。

宝钢股份（600019）：汽车板龙头，底部反转

盈利预测与投资评级：公司下游汽车、家电产销回暖，汽车板、家电板供不应求带来价格上涨，公司作为龙头将率先受益。我们预计 2020/2021/2022 年公司总营收分别为 3009/3226/3403 亿元，增速 3.2%/7.2%/5.5%；净利润分别为 115/153/166 亿元，增速分别为-7.8%/32.7%/8.5%；PE 分别为 10.0x/7.6x/7.0x，PB 仅为 0.66x，低于行业可比公司均值；PE 历史区间 10-30x，PB 区间 0.5-3x，公司估值为历史底位，故首次覆盖予以“买入”评级。

长城汽车（601633）：剔除汇兑影响，Q3 依然靓丽

我们预计 2020-2022 年归母净利润为 49.94/84.27/110.08 亿元，对应 PE 为 45.60/27.02/20.69 倍，维持“买入”评级。

名创优品（MNSO.N）：【东吴社服零售】十元江湖冠明珠，家居日用创优品

投资要点

名创优品 7 年 4 千店，成国内第一的泛品类日用品牌商。家居日用“十元店”：空间广阔好赛道，穿越周期好生意。“三高三低”理念，构建产品为王+极高性价比+极致效率的护城河。“一站式”强管控加盟体系驱动轻资产迅猛扩张。盈利预测与投资评级。

万华化学（600309）：MDI 顺周期涨价，Q3 业绩环比大增

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 83.08 亿元、123.14 亿元和 140.69 亿元，EPS 分别为 2.65 元、3.92 元和 4.48 元，当前股价对应 PE 分别为 30X、20X 和 18X。维持“增持”评级。

风险提示：海外疫情防控不利对 MDI 出口造成压力；新建项目进度不及预期。

拉卡拉（300773）：新一轮市场推广计划显成效，商户经营服务持续挖掘支付端口价值

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年公司分别实现营收 58.36/72.58/86.13 亿元，归母净利 10.42/13.40/16.66 亿元，EPS 分别为 1.30/1.67/2.08 元，对应当前股价 PE 分别为 29/22/18X。

公司持续加大产品创新，以科技赋能商户成长，我们认为支付端口价值有望被重塑，当前价格具备安全边际，继续维持“买入”评级。

新亚强（603155）：有机硅助剂调结构，苯基有机硅高成长

盈利预测与投资评级：预计公司 2020~2022 年归母净利分别为 1.54/3.06/3.96 亿元，EPS 分别为 0.99/1.97/2.55 元，当前股价对应 PE 分别为 37X/19X/14X。公司是有机硅助剂领域的细分龙头企业，在苯基氯硅烷领域先发优势明显，苯基氯硅烷衍生物的市场前景广阔。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：苯基有机硅衍生物的市场推广不及预期；细分市场竞争格局恶化导致盈利能力下滑。

桃李面包（603866）：收入增长环比提速，看好短保攻城略地

预计 20-22 年公司收入 61/70/82 亿，同比增长 8/15/16%；归母净利 9.0/10.4/12.2 亿，同比增长 32/16/18%；对应 PE 为 47/41/35X，维持“增持”评级。

天孚通信（300394）：行业景气高、新产品导入顺利，三季度业绩大超预期

10 月 22 日，天孚通信发布 2020 年三季度业绩报告，2020 年前三季度，公司实现营业收入 6.57 亿元，同比增长 71.09%;实现归母净利润 2.14 亿元，同比增长 69.84%，公司业绩高速增长。我们预计 2020-2022 年营业收入分别为 7.53 亿元、10.17 亿元以及 13.70 亿元，实现归母净利润分别为 2.42 亿元、3.09 亿元以及 4.11 亿元，EPS 分别为 1.22 元、1.55 元以及 2.07 元，对应的 PE 分别为 46X/36X/27X，维持“买入”评级。

安琪酵母（600298）：提价红利延续，B 端逐步恢复

预计 20-22 年公司营收增速 15/15/13%；净利增速+40/17/18%，对应 PE 为 39/33/28X，维持“买入”评级。

中旗股份（300575）：三季报业绩略低于预期，长期成长逻辑不变

盈利预测与投资评级：基于三季度的意外冲击，我们下调盈利预测，预计公司 2020-2022 年的归母净利润分别为 2.20 亿元、3.40 亿元和 3.96 亿元，EPS 分别为 1.60 元、2.46 元和 2.87 元，当前股价对应 PE 分别为 23X、15X 和 13X。维持“买入”评级。

风险提示：原药价格下行的风险，公司的生产受到环保整治的干扰。

通威股份三季报业绩点评：电池片超预期，硅料盈利向好

20Q1-3 业绩 33.33 亿元，同比大增 48.6%，符合预期。公司发布 2020 年三季报，20Q1-3 实现营收 316.78 亿元，同比增长 13.04%；归母净利 33.33 亿元，同比增长 48.57%，对应 EPS 为 0.78 元。其中 20Q3 实现营收 129.4 亿元，同比增长 8.73%，环比增长 18.56%；实现归母净利 23.22 亿元，同比增长 193.07%，环比增长 248.67%，对应 EPS 为 0.54 元。收入和利润增长符合市场预期。

雷赛智能（002979）三季报点评：运控新星启航，交流伺服亮眼

Q3 收入同比+58%、利润同比+123%，靠近预告上限。公司发布 2020 年三季报，Q1-3 实现营业收入 6.95 亿元，同比+42.46%；归母净利润 1.45 亿元，同比+104.84%。其中 2020Q3 收入 2.6

亿元，同比+58.11%；归母净利润 0.51 亿元，同比+122.62%。Q1-3 毛利率为 43.61%，同比上升 1.83pct，Q3 毛利率 42.31%，同比下降 1.54pct，环比下降 3.26pct。Q3 收入增长提速、同时毛利率维持较高水平、费用率同比下降，利润大幅增长。

三峡水利（600116）：业绩增长稳扎稳打，机制调整进一步释放活力

公司发布三季报，前三季度实现收入 28.44 亿元，同比增长 238.57%；归母净利润 3.84 亿元，同比增长 126.31%；扣非后为 2.93 亿元，同比增长 176.05%。

业绩：三季报增长基本符合预期，期待四季度业绩有更亮眼表现。

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 22、14、13 倍，维持“买入”评级。

南极电商（002127）：Q3 归母净利+34.9%，Q4“早冬”+“报复消费”双重利好，复苏加速后续可期

南极电商是“中国优质供应链品牌化”赛道中的核心标的，随着疫情恢复，公司各体系已恢复常态增速。Q4“早冬”、“报复性消费”双重利好叠加，有望保持快速增长。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润为 15.44/19.07/23.77 亿元，当前市值对应 PE 分别为 32x/26x/21x，维持“买入”评级。

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）

策略点评：如何实现港股打新收益率最大化？

事件

2020 年港股投资者打新热情高涨，欧康维视、沛嘉医疗、农夫山泉等超千倍超额认购频频出现，赚钱效应明显。65 家公司上市首日平均回报率为 18%，两周内平均最大涨幅达 39%。

观点

首日卖出已不是打新的最佳策略，必选消费、医药行业新股上市首日平均回报率即达 68%和 34%，而 14 日内平均最高回报率可高达 105%和 59%，如能抓住最佳卖点，则可大幅提升打新收益。我们总结了 2017 年以来港股所有的新股发行，剔除极值后，共有 328 家公司。

我们从财务指标、估值指标、发行指标、行业属性、市场热度五个维度来对 14 日内最高收益进行多元线性回归分析，发现以下关系：

1. 财务指标：历史数据显示，尽管投资人决定认购时会参照财务指标，但对于两周内择时卖出的打新来说，财务指标的参考作用实际上微不足道。净利润和收入同比增速高的公司并不意味着更高的打新收益。

2. 估值指标：市值若小于 30 亿港币，两周内平均回报率 45%，市值大于 30 亿港币，两周内平均回报率则均小于 30%。另外，市盈率不是重要指标。

3. 发行指标：融资规模、保荐人、基石投资者均不是重要指标。

4. 行业属性：科技新经济行业的回报率显著高于平均。必选消费品、信息技术、医疗保健和通信服务行业 14 日内平均最高涨幅位居前列，分别为 66%，56%，49%，43%。而能源、金融、公用事业板块 14 日内平均最高涨幅落后，分别为 17%，12%，3%。

5. 超额认购倍数解释了投资者对该股票的参与热情，是我们模型中全部指标中最显著的指标。我们的模型显示，网上认购倍数每增加 100 倍，14 天最高收益率提高 6.6%。除了投资者对个股的热情程度，市场在过去一段时间内的整体热度同样与打新受益息息相关。过去两周的市场表现与个股上市两周后的最高收益率具有显著关系。我们的模型显示，恒指于 IPO 日前过去 14 日收益率每增加 1%，两周内打新最高收益率提高 2.5%。

我们最终的回归模型包含四个因子：超额认购倍数、IPO 日前 14 日市场表现、市值是否小于 30 亿（是=1，否=0），是否属于必选消费品、信息

请务必阅读正文之后的免责声明部分

技术、医疗保健、通讯服务四大行业（是=1，否=0）。十四日内预期最大收益率=23%*市值是否小于 30 亿+0.06%*网上认购倍数+2.5%*恒指过去十日天前回报率+20%*属于四大行业+6.5%。模型显著性强，四个因子的 P 值均小于 1%，F 值大于 10。

一旦达到预期回报率，投资者可以卖出新股。以农夫山泉为例，14 日内实际最高涨幅为 85%，模型预测值为 84%，若达到该值即卖出，投资者可获得最佳收益。

我们的分析旨在为新股卖出价位提供一个量化指引，不针对是否参与打新给出建议：1. 机构配售由投行分配，无法估算获配概率；2. 机构参与认购时，暂无法知晓网上超额认购倍数。

风险提示：历史不一定重演，机构无法获得配售

（证券分析师：陈李）

策略周评：东吴策略·行业风火轮——2021 年 Q1 消费基数效应有多大？

今年一季度疫情冲击下，宏观数据尤其消费各细分领域销售数据极低，考虑疫情影响消退，明年基数效应会更加强烈。

我们按照三种假设对 2021 年 Q1 数据进行预测：乐观（恢复至 2019Q1 水平）、中性（2017-19Q1 均值水平）、悲观（2017-19Q1 均值水平的 90%），计算明年一季度基数效应有多大。数据指标主要包括：社会消费品零售总额、汽车家电销量、酒店收入、航空客运量、保费收入、机械设备销量等。

结果显示旅游业受疫情冲击最明显，基数效应最强烈，2021Q1 酒店行业营业收入乐观预期增速 76%，中性 99%，悲观 79%。三种假设下航空客运量预测增速分别 117%、97%、77%。

风险提示：国内疫情反弹；宏观经济恢复较慢；历史经验不代表未来。

（证券分析师：姚佩）

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，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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）

固收周报：欧二波疫情超一波，美债回升不易过快

请务必阅读正文之后的免责声明部分

观点

一周观点：（1）美国 10 年期国债收益率显露筑底企稳趋向，缓慢回升才是最好剧本。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；但一旦私人部门资产负债表修复进度超预期完成，私人信贷恢复活力，如何即时处理超量的超额准备金的同时，按住收益率曲线长端不抬头将存在较高难度；当前的通胀预期显露出市场对一这方面的担忧；（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。根据欧盟英国双方的安排，11 月中旬是英国与欧盟认定的贸易谈判最后期限，在最后期限逼近的情况下，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，英国正在采取使用极限施压的模式给自己争取更大的利益。然而，一旦极限施压失败，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。

策略分析

美国：短期美债收益率仍呈震荡局势，而长期美债收益率仍得以支撑；美元短期格局或由欧元区经济复苏进度，欧日央行是否跟进联储调框架，第二轮刺激法案通过与否决定，短期存在一定支撑；而在实体经济的缓慢复苏以及短中期的低利率环境下，高估值的美股则将在可见范围内持续震荡；中长期来看，伴随联储针对收益率曲线控制力度边际加深，美债收益率长短端利差或趋稳，波动性下行，美元方面受利差收窄、全球货币体系重构等因素影响，中长期或呈现倒 U 型走势，美股面临盈利预期走低、增速放缓的风险，中长期回落行情或难以避免。

欧洲：从短期来看，受疫情反弹的影响，欧洲经济未来将有较大下行压力，从近期欧央行相关人员的发言来看，近期有采取宽松货币政策的可能性，对欧元造成贬值压力；中长期来看，基本面趋势上美强欧弱的格局虽然趋向模糊，但欧元区层面上财政难发力问题，相比较于美日仍将桎梏住欧洲货币财政同时发力的潜在利好，维持欧元将面临长期盘整的判断。

原油：短期来看，欧美疫情持续恶化，冲击全球需求前景，同时利比亚国家石油公司恢复生产引发原油市场下跌。但俄罗斯表示不排除 OPEC+增产计划推迟的可能性这表明随着疫情对需求的再次打压，OPEC+可能在更长时间内限制产油量；中长期来看，全球封锁措施放松，且 OPEC 和俄罗斯等盟友组成的 OPEC+联盟减少供应，不过市场对第二波感染的担忧也将拖累油价上涨。

黄金：短期来看，美元维持弱势，市场在消化了对美国财政刺激政策的

请务必阅读正文之后的免责声明部分

良好预期后，美债收益率升至 6 月以来的最高水平，同时无协议脱欧预期升温，投资者将扩大黄金购入量以对冲无协议脱欧带来的损失；中长期来看，全球经济的修复期“道阻且长”，经济回归常态仍需时日，疫情在德国、法国、日本等发达经济体存在第二波，甚至第三波的局部风险，我们仍维持金价存在上探 10-15%的前期判断。

风险提示：（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）

固收周报：利率债周报：宏观经济持续修复，债市或将转入震荡期（2020 年第 40 期）

观点

本周债市点评及债市策略：本周（10.19-10.25）央行公开市场净投放 2000 亿元，下周（10.26-11.01）央行公开市场有 3200 亿元逆回购 7D 到期。从资金面来看，本周 Shibor 隔夜、DR001 较上周均上行。收益率方面，短端、长端均下行。1 年期国开债收益率为 2.8374%，较上周下行 0.07BP。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，9 月 25 日召开 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。

二级市场回顾：本周 R 利率和 DR 利率较上周均上行。隔夜 R 利率上行 16.32BP，7 天 R 利率上行 4.66BP，14 天 R 利率上行 41.11BP，1 月 R 利率上行 0.63BP。DR001 上行 15.03BP，DR007 上行 3.03BP，DR014 上行 44.53BP，DR1M 上行 6.62BP。 SHIBOR 利率较上周均上行。SHIBOR 隔夜利率为 2.161%，较上周上行 14.40BP；SHIBOR1 周为 2.205%，较上周上行 0.60BP；SHIBOR2 周为 2.620%，较上周上行 43.70BP；SHIBOR3 月为 2.895 %，较上周上行 10.90BP。

本周宏观经济跟踪：上周商品房成交面积有所提升，截至 10 月 18 日，周内 30 个大中城市商品房共成交 388.35 万平方米，较上周增加 171.10 万平方米。其中一线城市成交 56.42 万平方米，二线城市成交 199.50 万平方米，三线城市成交 132.44 万平方米。上周国内乘用车市场零售同比增速有所上涨。截至 10 月 18 日，市场日均零售 5.31 万台，同比增速为 18.00%，较前值有所上涨。整体来看，车市回暖势头持续。本周主要钢材价格表现分化，Myspic 综合钢价指数和螺纹钢指数均有所上涨。截至 10 月 23 日，螺纹钢价格较上周由 3808 元/吨上涨至 3822 元/吨，热轧板卷较上周由 3977 元/吨上涨至 3995 元/吨，圆钢价格较上周由 3839 元/吨下跌至 3831 元/吨，中板价格较上周持平，为 4288 元/吨。从 Myspic 指数来看，较上周综合钢价指数上涨 0.35%，螺纹钢指数上涨 0.25%。本周较上周焦煤和动力煤价格上涨。动力煤期货结算价 574.80 元，比上周价格下行 3.56%；焦煤期货结算价 1357.50 元，比上周价格上行 1.88%。截

请务必阅读正文之后的免责声明部分

至 10 月 22 日，有色金属各品种价格均上行。分品种来看，相比上周，锌价上涨 5.95%，铅价上涨 1.83%，铜价上涨 3.04%，铝价上涨 0.03%。

本周通胀观察：蔬菜价格小幅下降。截至 10 月 23 日，农业部菜篮子批发价格指数收于 121.05，较上周下跌 1.28%，山东蔬菜批发价格指数收于 131.97，较上周下跌 0.01%。RJ/CRB 商品价格指数和南华工业品价格指数较上周有所下跌，原油价格有所下跌。10 月 23 日，RJ/CRB 商品价格指数收于 150.68 点，较上周下行 0.51%；南华工业品指数收于 2229.89 点，较上周下行 0.10%。截至 10 月 23 日，布伦特原油期货结算价为 41.77 美元，较上周下行 2.70%，WTI 期货结算价为 39.85 美元，较上周下行 2.52%。

风险提示：二次疫情爆发风险，经济复苏远超预期，国际环境不稳定。

（证券分析师：李勇）

固收周报:【东吴固收李勇·信用债周报】信用债收益率整体下行，信用利差扩大

事件

本周（10 月 19 日-10 月 25 日）一级市场信用债（包括短融、中票、企业债和公司债）共发行 308 支，总发行量 3314.96 亿元，较上周增加了 778.16 亿元，总偿还量 2877.87 亿元，较上周增加了 206.18 亿元，净融资额为 437.09 亿元，较上周增加了 581.98 亿元。

从本周发行短融、中票、企业债和公司债的加权平均利率来看，短融、中票、企业债和公司债的发行利率较上周均出现明显回升。其中，短融发行利率的上升幅度为 18.02BP，中票发行利率的下降幅度为 12.96BP，企业债发行利率的下降幅度为 37.37BP，公司债的发行利率的下降幅度为 16.77BP

银行间和交易所信用债合计成交 6204.85 亿元，总成交量较上周 3151.90 亿元大幅回升了 3052.95 亿元。分别来看，短融、中票、企业债和公司债分别成交 2999.32 亿元、3033.05 亿元、49.87 亿元、122.61 亿元。

国债收益率：本周 1 年期、3 年期、5 年期、7 年期和 10 年期的国债到期收益率均呈下降趋势，其中 5 年期国债收益率的下降最为明显，降幅达到 15.57BP，整体而言国债到期收益率正在下降通道中。具体来看，截至 10 月 23 日，1 年期国债收益率为 2.6821%，较上周 2.6961%下降了 1.40BP。3 年期国债收益率为 2.9600%，较上周 3.0159%下降了 5.59BP。5 年期国债收益率为 3.0000%，较上周 3.1557%下降了 15.57BP。7 年期国债收益率为 3.2421%，较上周 3.2773%下降了 3.52BP。10 年期国债收益率为 3.1957%，较上周 3.2202%下降了 2.45BP。

各类信用债收益率呈现：本周大多数期限与种类的信用债收益率呈现出下降趋势，3 年期中短期票据、5 年期城投债的到期收益率降幅最为明显。大多数期限和种类的信用债信用利差呈扩大趋势，仅 1 年期和 3 年期中短期票据、部分等级的 3 年期与 7 年期企业债城投债的信用利差有所缩窄。各信用债中，5 年期品种的信用利差扩张趋势最为显著。大多数期限及等级的信用债等级利差呈现出不变或上升趋势，但 5 年期的部分信用债等级利差出现了不同程度的下降。

本周 AAA 主体级别的债券中，短期融资券、中期票据的周交易量相对高

请务必阅读正文之后的免责声明部分

于企业债和公司债。本周 AA 主体级别债券中，短期融资券、中期票据、企业债和公司债的周交易量均低于 AAA 主体级别短期融资券、中期票据企业债和公司债。

本周工业行业债券周交易量最大，达 3725.08 亿元。其次为材料、公用事业、能源、金融、房地产和可选消费，周交易量分别为 764.51 亿元、750.12 亿元、743.49 亿元、470.13 亿元、327.26 亿元和 241.42 亿元。其他行业债券交易量相对规模较小

本周债市点评：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。其中，总发行量的主要下降动力来自于中期票据和公司债，但事实上短期融资券、中期票据、企业债和公司债的总发行量均有不同程度的上升；总偿还量的主要上升动力来自于企业债；净融资额的主要上升动力来自于公司债，短期融资券与中期票据的净融资额上升幅度相对有限，而企业债的净融资额则有所下滑。

风险提示：经济政策超预期，信用违约风险超预期。

（证券分析师：李勇　研究助理：周璐）

固收周报：本周股市震荡回调，关注转债投资机会

报告摘要

本周可转债一级市场有 7 只可转债发行，总发行量为 99.77 亿元，较上周减少 96.01 亿元;没有可转债赎回;净融资额 99.77 亿元,较上周减少 95.25 亿元。长期来看，目前可转债发行波动较大。

本周共有 19 家公司可转债有新进展，其中 3 家公司通过了董事会预案，6 家公司通过了股东大会，8 家通过了发改委审核；2 家公司通过了证监会核准，分别为紫金矿业和洪城水业，行业属于黄金Ⅱ和水务Ⅱ，涉及发行规模分别为 60.00、18.00 亿元。

从股票指数走势来看，本周股票市场显著回调，指数全面下行，上证综指、沪深 300、创业板指、中小板指分别下跌 1.75%、1.53%、4.54%、2.82%;本周可转债指数有所走低，上证转债、深证转债、中证转债指数分别下跌 2.30%、0.48%、0.46%。

从申万行业指数的角度来看，本周行业指数整体走低。除银行和汽车外，其余行业均下跌，医药生物、农林牧渔、建筑材料、国防军工、电气设备领跌，跌幅分别为 6.24%、5.84%、5.19%、4.60%、4.48%。银行和汽车分别上涨 2.19%、1.25%。

截至 2020 年 10 月 24 日，存量可转债共计 362 支，存量余额共计 4684.11 亿元。其中银行业存量可转债余额最多，高达 1522.40 亿元，其他行业则分布较为平均。除银行外存量可转债券余额最多的另外四个行业为化工、公用事业、交通运输、非银金融，该四个行业本周均呈下跌趋势。

从个券涨跌幅看出，可转债涨跌情况与级别相关性较差；从正股涨跌幅排名可知，正股涨跌榜与可转债涨跌榜有一定重合，正股涨跌榜未延续上周涨跌情况。本周市场最活跃的前五支可转债分别为蓝盾转债、智能转债、万里转债、银河转债、起步转债。

当股票价格超过转换平价并且已经进入转股期的转债，理论上存在套利

请务必阅读正文之后的免责声明部分

机会。本周位于套利区间的转债共计 14 支，较上周减少 6 只。

截至 10 月 24 日，转债纯债溢价率中位数为 31.51%，转股溢价率中位数为 17.09%，转股溢价率显著小于纯债溢价率，可转债整体股性较强。

本周可转债共转股 17,339.70 万股，其中拓邦转债本周转股数为 2,788.99 万股，占全部转股数的 16.08%。截至 10 月 24 日，东音转债、盛路转债、一心转债的累计转股比例分别为 98.83%、94.68%、91.52%。

（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。我国前三季度同比增长 0.7%，增速首次由负转正，9 月经济数据表明国内经济恢复态势良好，而海外疫情仍未有效遏制，预计未来汇率波动或小幅走强。目前国际形势日趋复杂，应做好长期持久战准备。（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，同时仍需时时关注国家政策走向及转债市场的赎回风险。

风险提示：关注股市波动风险，国内外疫情反复、中美摩擦风险。

（证券分析师：李勇）

固收周报：风险信息周报（2020.10.19 -2020.10.25）

事件

负面信息：本周（10 月 19 日-10 月 25 日）负面信息共 3 条。重点关注：华晨汽车集团控股有限公司主体评级下调；深圳市索菱实业股份有限公司发行的“17 索菱债” 本息展期；上海巴安水务股份有限公司主体评级下调。

取消发行：遵义道桥建设(集团)有限公司取消发行 20 亿元；衡阳白沙洲开发建设投资有限公司取消发行 1.5 亿元；山东省鑫诚恒业集团有限公司取消发行 15 亿元；海通恒信国际融资租赁股份有限公司取消发行 5 亿元；海通恒信国际融资租赁股份有限公司取消发行 5 亿元；江苏宁沪高速公路股份有限公司取消发行 5 亿元；湖南邵东生态产业园开发建设投资有限责任公司取消发行 8.8 亿元；山东高速集团有限公司取消发行 7.5 亿元。

持有人会议：山东海科化工有限公司于 2020 年 10 月 19 日召开“18 海科 01”2020 年第一次债券持有人会议；深圳市海普瑞药业集团股份有限公司于 2020 年 10 月 21 日召开“19 海普 01”2020 年第一次债券持有人会议。

其他关注信息：中国泛海控股集团涉及一项诉讼、仲裁；邢台钢铁诉讼进展；四川阳安交通投资公司与远海建工的诉讼案件已执行完毕并结案；联储证券因代资产管理计划涉及诉讼。

风险提示：关注发行人风险水平，谨慎对待短期市场波动。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（证券分析师：李勇）

行业

电子行业周报：iPhone12 系列预售超预期，苹果链前景可期

投资要点

北京时间 10 月 14 日凌晨 1:00，苹果发布 iPhone12 系列手机，此次新机全面升级，有望引领换机潮：iPhone12 系列包含 4 款新机型，分别为 iPhone12mini，iPhone12，iPhone12Pro 和 iPhone12ProMax。iPhone12 系列提供三个不同的尺寸，iPhone12mini 为 5.4 英寸，iPhone12 和 iPhone12Pro 为 6.1 英寸，iPhone12ProMax 为 6.7 英寸，且全系采用 OLED 全面屏，屏幕均为超视网膜 XDR 显示屏。iPhone12 全系搭载 5nm 工艺制程的 A14 仿生芯片，支持 5G 网络，且全系搭载 iOS14 系统。iPhone12 系列光学升级，全系广角镜头升级为 7P 镜头，主摄升级为 F/1.6 大光圈，iPhone12Pro 和 iPhone12ProMax 更配备 LiDAR 加强人像拍摄、对焦能力和 AR 实景功能。目前 iPhone12 和 iPhone12Pro 已正式发售，iPhone12mini 和 iPhone12ProMax 将于 11 月 6 日预售。

HomePodmini 音响性能出色，开启智能家居新体验：苹果公司发布的新品 HomePodmini 比起之前的 HomePodmini 更为小巧，但音质同样出色，它配备了 S5 芯片，实时分析环境、优化音乐播放。智能助理 Siri 可以识别最多 6 名家庭成员，为其提供个性化服务，同时，HomePodmini 配置的三麦克风阵列、第四个内向式麦克风确保 HomePodmini 有效接受语音指令。HomePodmini 还能联通 HomeKit，控制 HomeKit 兼容的智能家居配件。HomePodmini 拥有的广播功能能够使家人在房屋的每个角落、归家途中享有便捷、高效的沟通联系。HomePodmini 官方定价为 749RMB，将在 11 月 6 日开放全款预定，11 月 16 日开始发货。

iPhone12 系列预售销售情况火热，HomePodmini 居家体验良好，有望带动供应链厂商新一轮增长：北京时间 10 月 16 日，iPhone12 和 iPhone12Pro 开启预售，消费者反响热烈，货品供应紧张，订单有望持续释放。而 iPhone12mini 和 iPhone12ProMax 即将预售，销量可期。HomePodmini 比起之前的 HomePod 价格更低，但性能同样出色，且适应智能家居发展趋势，销量有望逐渐增长。我国已有一批高端精密制造企业，技术积累丰富，行业地位突出，切入苹果供应链，伴随着苹果产品放量，有望实现业绩表现的新突破，建议关注：蓝思科技、鹏鼎控股、环旭电子、立讯精密、歌尔股份、东山精密、长信科技、信维通信、安洁科技等。

风险提示：中美贸易战加剧；新冠疫情影响新款手机销量不及预期；市场开拓不及预期。

（证券分析师：王平阳　证券分析师：王少南）

有色金属行业跟踪周报：贵金属承压，工业金属盘整运行

投资要点

行情回顾：本周沪深 300 指数下跌 1.53%，有色金属（申万）指数下跌

请务必阅读正文之后的免责声明部分

0.60%。铜、铝、铅锌、黄金、小金属、金属新材料涨幅分别为-0.30%、-0.25%、-3.24%、0.51%、-1.30%和-2.58%。个股涨幅前五的公司为*ST金贵、坤彩科技、同享科技、明泰铝业和龙磁科技。

行业跟踪：

基本金属：本周铜价走势偏强；本周铝价小幅下调，铝材加工企业采购意愿偏弱；本周还原铅供应未有改善，市场货源依旧不多，精炼企业采购不畅；本周锌价震荡回落，市场成交清淡；本周锡价高位震荡，下游低价少量拿货。

贵金属：本周欧洲疫情恶化，市场对美国出台刺激计划预期降温，美元得到支撑，贵金属价格承压，高位振荡，面临下行风险。

稀土：本周稀土市场主流产品价格稳中以稳为主，镨钕稳中偏强震荡，逐渐趋稳，报价上调成交重心上移，整体成交量未及预期。

小金属新材料：本周镁价延续上周的上涨势头；本周锰矿现货市场仍然延续弱势格局，下游厂家采购压价较为明显；本周钒合金市场再度大幅下跌，钢招承兑价格超出市场预期。

锂钴：本周碳酸锂价格持稳，碳酸锂均价较上周持平；本周氢氧化锂价格持稳，电池级氢氧化锂端，本周少量成交；本周电解钴现货价格下跌，国内进口电解钴库存压力较大；本周四氧化三钴价格持平。

投资建议：1）疫情导致的宽松货币政策主基调不变，关注贵金属回调后机会。欧美疫情第二次风险，全球贸易摩擦及地缘政治风险持续，凸显贵金属配置价值。标的关注龙头赤峰黄金、紫金矿业等；2）国内宏观经济持续复苏，看好工业金属。三季度 GDP 增速转正，国内消费逐步回暖，市场乐观情绪助推工业金属价格高位运行。标的首选云铜、云铝。3）长期看好能源金属锂、钴。新能源汽车需求持续高速增长，随着供给端收缩，库存不断去化，下游需求边际向好，标的天齐锂业、赣锋锂业、华友钴业。4）精选新材料个股。下游 5G、军工等逆周期领域逐步发力，上游材料迎来需求爆发及业绩兑现，关注博威合金、楚江新材、宝钛股份、西部超导、应流股份等。

风险提示：经济增长不及预期；美国流动性转向。

（证券分析师：杨件）

机械设备行业跟踪周报：工程机械、自动化持续景气，LG 产能规划升级利好设备商

1.推荐组合

【三一重工】【中联重科】【晶盛机电】【杭可科技】【柏楚电子】

【建设机械】【华测检测】【广电计量】【浙江鼎力】【恒立液压】

2.投资要点

【智能制造】行业持续景气，看好自动化、激光等领域充分受益

9 月工业自动化持续景气，行业复苏动能加大。9 月工业机器人产量 23194 台/套，同比+51.4%，1-9 月累计产量 160715 套，同比+18.2%，增速明显加快；此外机床产量也连续 6 个月实现 10%以上正增长，回暖趋势显著。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

相关工控、工业机器人企业的订单也在不断回暖，下游先进制造业中锂电、光伏、3C 等需求旺盛，工业自动化基本面不断在改善，多元化的需求推动我国机器人行业持续增长。9 月 PMI 指数 51.5%，整个下游制造业持续向好。

IFR 对未来三年工业机器人展望乐观，中国需求强韧性下进口替代有望加速。根据 IFR2020 年度报告，2019 年全球工业机器人销量 37.3 万台，同比-11.6％，其中中国销量 14 万台，同比-8.8%展现强韧性。IFR 预计 2020-2022 年全球销量为 46.5/52.2/58.4 万台，同比+24.7%/12.3%/11.9%，展望乐观；目前受疫情影响，各国经济均处于转折期，而中国经济已于 Q2 开始恢复，工业机器人行业也率先恢复增长，且动能不断加大。我们认为随着国内景气度不断升级，国产机器人有望迎来规模扩张，进口替代弹性大，建议关注机器人龙头【埃斯顿】【拓斯达】，核心零部件龙头【绿的谐波】等。

激光行业将充分受益下游回暖，激光控制系统成长性高于行业，龙头【柏楚电子】最为受益。柏楚电子在下游需求持续恢复下，Q3 业绩快速提升超市场预期，订单量持续增长。中长期激光加工渗透率不断提升、应用场景不断拓展，我国激光加工市场较长时间内将保持增长；而激光控制系统不存在激烈价格战，所以增速高于激光行业；同时随着不断的品类拓展，柏楚电子的成长空间将进一步打开。其余建议关注【锐科激光】【杰普特】。

【锂电设备】LG 电池业务收入历史新高，产能规划再升级利好设备供应商

受益于欧洲新车型的订单增量和中国的圆柱动力电池订单，2020Q3LG 化学电池板块收入约 188 亿人民币，同比+42.3%，营业利润为 10.1 亿人民币，同比+138%，单季度收入和利润均实现历史新高。中国与欧洲产线爬坡顺利，Q2 开始稳定生产，下半年新增产线调试加速；同时公司计划在欧洲、美国工厂再扩产能，计划从 20 年底的 120GWh 扩至 23 年底的 260GWh。

LG 产能规划的再升级验证了我们此前的观点，在电动化大趋势下，各大电池厂均开启产能军备竞赛，预计设备环节将是电动车产业链未来三年增速最快、弹性最大的环节。目前设备公司估值普遍低于产业链平均估值水平，我们判断锂电设备有望迎戴维斯双击，建议重点关注：深度绑定 LG 的后道核心供应商【杭可科技】，电芯设备龙头供应商【先导智能】。其余关注：前道设备商【赢合科技】、【璞泰来】，中道激光设备商【大族激光】、【联赢激光】。

【工程机械】Q4 旺季持续，建议持续重点关注龙头

根据 CME 观测，10 月挖机（含出口）销量有望达 2.53 万台，同比+48%左右，依旧呈现较高增长，Q4 旺季持续；我们预计全年挖机销量有望达 30 万台以上（同比+30%以上）。我们认为 2021 年虽然行业整体增速会回落，但仍保持稳定增长；挖掘机由于小挖需求+替代装载机的原因仍将保持确定性增长。未来几年工程机械行业波动估计维持正负 5-10%，波动率将比上一轮要小很多，2024 年后有望进入下一轮大的更新周期。低波动率周期里面更强调公司的产品竞争力和生产效率提升，坚定看好中国制

请务必阅读正文之后的免责声明部分

造业智能工厂最优秀的公司【三一重工】，数字智能化+国际化将持续带来业绩弹性，全球竞争力逐步体现带来估值溢价，看好公司戴维斯双击的机会。【中联重科】起重机+混凝土机龙头，估值存在修复空间。【恒立液压】国内液压龙头，进口替代增长可期。

风险提示：下游固定资产投资不及预期；行业周期性波动；疫情影响持续。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　证券分析师：朱贝贝　证券分析师：黄瑞连）

电气设备新能源行业周报：光伏和电动车 Q4 及明年高景气，工控持续向好

投资要点

申万电气设备 6705 下跌 4.48%，表现弱于大盘。新能源汽车涨 0.68%，锂电池跌 0.26%，核电跌 0.86%，发电及电网跌 1.78%，工控自动化跌 3.35%，发电设备跌 6.29%，风电跌 7.63%，光伏跌 7.91%。涨幅前五为和顺电气、中能电气、赛摩电气、双杰电气、方正电机；跌幅前五为东方电缆、捷佳伟创、恒顺众昇、福莱特、隆基股份。

行业层面：电动车：特斯拉 Q3 净利 3.3 亿美元,连续五季度盈利；特斯拉召回部分进口 ModelS、ModelX 电动汽车，共计 4.86 万辆；孚能科技与土耳其 TOGG 达成战略合作；比亚迪与日野合资公司将共同开发纯电动商用车；比亚迪与正泰签署战略合作协议,加强储能等领域合作；三星 SDI 或将在越南建设电池工厂。新能源：国网公示最新一批可再生能源发电补贴项目清单涉 63 个光伏项目；合理利用小时数 1600/1300/1100，领跑者再增加 10%，三部委印发可再生能源补贴标准补充通知；户用光伏 9 月新增 1301MW，预期 11 月底补贴将截止；印度国家水电公司发布光伏组件招标共 1.5GW；美能源部发现同位素抑制散热法可提高下一代太阳能电池的效率；三部委确定可再生能源补贴总量。工控&电网：1-9 月电网投资 2899 亿、同-1.8%，9 月投资 520 亿、同-9.6%；1-9 月新增变电设备 16202 万千伏安，同-5.0%；9 月制造业固投累计增速-6.5%，环+1.6%，9 月工业增加值同比+6.9%，环+1.3pct，9 月工业机器人产销同+51.4%、环+18.9pct，切削、成型机床增速同+20.6%、+12.5%，环比+8.8pct、+0.7pct。

公司层面：三花智控：1）20Q3 营收为 32.75 亿元，同增 17.40%，归母净利 4.49 亿元，同增 23.51%；20 年初至今营收 85.93 亿元，同-0.32%，归母净利 10.92 亿元，同增 3.40%。2）公开发行可转债不超过 30 亿元。通威股份：20 年初至今营收为 316.78 亿元，同增 13.04%，归母净利 33.33 亿元，同增 48.57%，其中 20Q3 营收 129.4 亿元，同+8.73%；实现归母净利 23.22 亿元，同+193.07%。锦浪科技：20Q3 营收为 6.24 亿元，同增 71.68%，归母净利 0.92 亿元，同增 119.86%；年初至今营收为 13.51 亿元，同增 74.31%，归母净利 2.10 亿元，同增 188.84%。爱旭股份：20 年初至今营收 62.56 亿元，同+49.45，归母净利润 3.74 亿元，同-24.87%，20Q3 实现营业收入 25.61 亿元，同比+90.73%，归母净利润 2.37 亿元，同比+265.15%。良信电器：20Q3 营收为 8.61 亿元，同增 53.87%，归母净利 1.24 亿元，同增 26.69%；年初至今营业收入为 21.43 亿元，同增 42.21%，归母净利 3.18 亿元，同增 25.79%。雷赛智能：20Q3 营收为 2.60 亿元，同增 58.11%，归母净利 0.51 亿元，同增 122.62%；20 年初至今营收 6.95 亿元，同增 42.46%，归母净利 1.45 亿元，同增 104.84%。信捷电气：Q1-3

请务必阅读正文之后的免责声明部分

营收 8.11 亿元，同+74.65%；归母净利 2.46 亿元，同+112.61%，2020Q3 营收 3.14 亿元，同比+98.02%；归母净利 1.03 亿元，同+134.76%。东方日升：年初至今营收 108.3 亿元，同增 10.80%，归母净利 6.47 亿元，同减 17.33%。亚玛顿：20 年初至今营收 11.54 亿元，同增 41.42%，归母净利 0.72 亿元，同增 4046.82%。炬华科技：20 年初至今营收 6.95 亿元，同增 20.00%，归母净利 2.23 亿元，同增 48.03%。？2）控股股东炬华集团计划减持不超过 0.15 亿股，不超过总股本 3%。天齐锂业：1）20Q3 营业收入 5.48 亿元，同-54.63%，归母净利润为-4.06 亿元，同-654.28%；20 年初至今营业收入为 24.27 亿元，同-36.09%，归母净利-11.03 亿元，同-890.95%。2）董事兼高管邹军、高管李波计划减持 37.65 万股，占总股本 0.03%。天奈科技：年初至今营业收入为 3.15 亿元，同比增长 4.97%，归母净利润 0.77 亿元，同比减少 15.61%。金博股份：20 年初至今营收为 2.88 亿元，同增 51.94%，归母净利润为 1.14 亿元，同增 61.79%。比亚迪：与日野签署合资协议，拟分别出资 50%，于 2021 年在中国成立公司开发纯电动商业车及电动车零部件。

投资策略：9 月国内电动车销量 13.8 万辆，同环比高增 68%/26%，爆款新车型如期上量，年底冲量全年预计 120 万以上，下半年增长 40%+，9 月开始全面满产满销，11 月中游排产继续环比 10%，六氟涨价到 10 万/吨，Q3 三重拐点明确；9 月欧洲主流国家注册 14.1 万辆，同比+165/58%，大超预期,今年预计超 110 万，同增 100%，明年上修到 180-200 万辆，同增 60-80%，特斯拉 Q3 近 14 万交付全年 50 万，明年有望上 100 万，全球电动化大趋势明确，明年国内和海外均高增，强烈推荐特斯拉和欧洲供应链等全球龙头。十四五光伏年均装机有望从 60GW+上调到 75GW+，中国 2030 年前碳排放达峰值，2060 年碳中和，欧盟碳排放目标进一步提升到 60%，中欧两国在绿色发展上意见一致，将加快光伏从辅助能源到主力能源的进程，短期各环节价格趋稳，Q4 旺季，今年国内装机估计 40-45GW，同增 30-50%；竞价转平价 8GW，明年上修至 65GW+，海外光伏需求欧美一直不错，全球 120-130GW 左右，同增 10%左右，明年确定性大年，全球 170-180GW，同增 35%+，Q3 业绩预计继续高增，强烈看好光伏龙头。工控今年 Q1 同降 12.4%，先进制造同增 15%+，Q2 增长 6.4%，先进制造同增 25%+，龙头订单今年一直很好，7 月开始行业普遍很好，强烈看好工控龙头。电网投资总体持平，结构性倾斜，电网设备龙头向好。风电 20 年继续抢装，估计 30GW+（20%+），海上风电持续增长。

重点推荐标的：隆基股份（单晶硅片和组件全球龙头、业绩持续超预期）、宁德时代（动力电池全球龙头、优质客户和领先技术）、汇川技术（通用自动化上半年大超预期、动力总成全面突破大幅减亏）、通威股份（硅料和 PERC 电池龙头、硅料大幅涨价）、阳光电源（逆变器龙头增长超预期、储能业务前瞻布局）、锦浪科技（组串式逆变器龙头、业绩超预期高增长）、天赐材料（电解液&六氟龙头、六氟超预期涨价弹性大）、晶澳科技（组件一线龙头、上半年业绩超预期）、福斯特（EVA 和 POE 膜绝对龙头供不应求、感光干膜等新材料上量）、璞泰来（负极全球龙头、LG 等海外占比高、隔膜和设备加强布局）、当升科技（正极龙头、海外占比高、员工持股计划托底）、恩捷股份（湿法隔膜全球龙头、LG 等海外客户放量）、爱旭股份（专注高效电池的龙头、单瓦利润恢复超预期）、新宙邦(六氟和电解液涨价、氟化工也超预期、业绩高增)、宏发股份（新能源汽车继电器全球龙头、传统继电器超预期复苏）、科达利（结构件全球绝对龙头、客户锁定宁德和 Tesla 等）、国电南瑞（二次设备龙头、电力物联网受益）。建议关注：中信博、固德威、比亚迪、福莱特、三花智控、亿纬锂能、

请务必阅读正文之后的免责声明部分

欣旺达、良信电器、嘉元科技、天奈科技、思源电气、正泰电器、赣锋锂业、华友钴业、麦格米特、天齐锂业、星源材质、国轩高科、八方股份、林洋能源、金风科技、中国宝安、东方日升、许继电气、平高电气、长高集团、长缆科技、国网信通、日月股份、捷佳伟创、天顺风能、杉杉股份等。

风险提示：投资增速下滑，政策不达预期

（证券分析师：曾朵红）

化工行业 2020 年 10 月第 3 周周报：橡胶价格触底反弹，继续推荐化工成长股

投资要点

本周板块表现:本周上证综指报收 3278.00，本周累计下跌 1.75%，深证成指本周下跌 2.99%，化工板块（申万）下跌 2.90%。

本周化工板块分化明显：本周化工板块涨幅居前的个股有润禾材料、华信新材、永利股份、三聚环保、大庆华科、美思德、三角轮胎、元力股份、银禧科技、永悦科技。天然橡胶近两周涨幅近 20%，橡胶及助剂相关标的波动较大，三角轮胎表现较好。

本周油价窄幅震荡，预计中长期持续低位震荡：本周 ICE 布油报收 41.77 美元/桶（-2.70%）；WTI 原油报收 38.95 美元/桶（+2.52%）。EIA 公布上周原油库存下降 100 万桶，略低于预期，整体看本周原油市场无显著利好或利空因素，表现为窄幅下跌。短期来看，OPEC 减产计划越发难以维系，美国页岩气减产压力较大；中长期看，全球经济增长缺乏显著利好的同时，美国的能源独立将进一步冲击油价，预计油价或将中长期低位震荡。

重点化工品跟踪，橡胶触底反弹：本周对于我们监测的 154 类重点化工品，本周涨幅前五的产品有丁二烯(+21.1%)、天然乳胶(+16.2%)、季戊四醇（+10.5%)、二氯甲烷(+10.4%)、NYMEX 天然气(+9.4%)。受东南亚反常天气影响，叠加国内后疫情时代复工复产有序推进，轮胎对橡胶需求增加，接近十年低点的天然橡胶价格触底反弹，同时带动合成橡胶主要原材料丁二烯的上涨。

投资建议：随着疫情对化工行业的影响逐渐减弱，处于周期底部的低估值绩优化工股有望迎来反转，推荐低估值白马股万华化学、宝丰能源、龙蟒佰利，国六实施受益标的万润股份，以及新老基建配套材料相关标的隆华科技、昊华科技、苏博特、震安科技。

风险提示：油价大幅波动，新冠疫情持续恶化，贸易战形势恶化。

（证券分析师：柴沁虎　证券分析师：陈元君）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

医药生物行业：三季报业绩符合预期，医药为何不涨反跌？

投资要点

1、本周生物医药指数下跌 6.24%，板块表现差于沪深 300 的 1.53%的跌幅。医药龙头业绩较优，为何涨不动反而跌？主要原因有三：其一市场波动较大挣钱效应弱；其二受到心脏支架带量采购及 11 月份新药医保谈判不确定性影响；其三医药板块年初至今获益丰厚，超额收益明显。但我们认为：十月份医药板块会扭转前二个月颓势吗？维持结构化盘整上行观点不变。原因有三，其一 Q3 业绩窗口期、业绩好，各子行业龙头 3 季度报业绩持续恢复，整体预期较好；其二海外疫苗形势较为严峻，将为国内疫情防护及筛查标的公司业绩更加具有持续性；其三国内外疫苗研发或将有新进展，催化医疗板块持续走强。

2、三季报业绩本周集中披露，Q3 业绩基本符合预期。本周三季报业绩集中披露，三季度业绩基本符合预期。血液净化产品高速增长，透析耗材市场空间大，有望受益于进口替代；创新药产业链相关企业经营逐步摆脱疫情影响，呈现单季度业绩上扬；受益于海外疫情，部分医疗器械公司海外出口产品有望打开新的成长增长点；创伤龙头公司，核心产品持续高增长，有望长期受益于骨科行业高景气度；原料药、制剂业绩超预期，后续有望放量加速。

3、基石药业 PD-L1 抗体获 FDA 突破性疗法认定，成都倍特乙肝重磅药富马酸丙酚替诺福韦片获批上市。基石药业开发的 PD-L1 抗体舒格利单抗单药治疗成人复发或难治性结外自然杀伤细胞/T 细胞淋巴瘤（R/RENKTL）获美国 FDA 突破性疗法认定（BTD），有望为一线治疗方案失败后的患者提供新的治疗选择。仿制药方面，成都倍特乙肝重磅药富马酸丙酚替诺福韦片获批上市，并视同通过一致性评价，反超最先申报上市的正大天晴，拿下国内首仿；恒瑞、国瑞均有一款仿制药获批上市。

4、锁定 Q3，紧握真成长。1）医疗器械：眼科耗材：昊海生科、爱博医疗、欧普康视；2）医疗设备：迈瑞医疗、理邦仪器；诊断性耗材：安图生物、新产业；骨科治疗性耗材：凯利泰、大博医疗、三友医疗、春立医疗；心血管治疗性耗材：微创医疗、沛嘉医疗；消化治疗性耗材：南微医学；低值耗材：威高股份、三鑫医疗；3）原料药：华海药业、九洲药业、仙琚制药、美诺华等；4）疫苗：康泰生物、智飞生物、沃森生物、复星医药等；5）创新药及产业链：恒瑞医药、药明康德、复星医药、亿帆医药等；6）苏州创新药组合：信达生物、康宁杰瑞、博瑞医药、亚盛药业等；7）医疗服务：美年健康、通策医疗、爱尔眼科等；8）药店：大参林、老百姓、益丰药房等。

5、风险提示：药品降价幅度超预期；疫情导致经济衰退影响消费支出。

（证券分析师：朱国广）

通信：本周专题：为什么说当前时点可以对 5G 和新基建板块更加乐观？

投资要点

本周策略观点：1、通信行业下游需求旺盛，行业景气周期有望长期持续。当前通信行业整体下游需求旺盛，同时国家出台多项政策大力推进 5G 和新基建建设。在下游需求和政策的带动下，通信行业整体景气度有望长期持续。2、行业三季度业绩增速向好，5G 及新基建板块公司表现亮眼。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

就目前已披露三季报或三季报预告的公司来看，通信行业公司整体业绩表现良好，其中 5G 及新基建板块表现最优，公司业绩明显超预期。随着国内 5G 建设加速以及数据流量提升，叠加外部政策支持，预计未来通信行业内公司业绩仍将保持高速增长，建议继续坚定布局 5G、IDC、光模块、物联网等新基建相关赛道。3、行业外部不良扰动因素减弱，行业有望触底上升。受外部扰动因素影响，通信行业近期走势整体低迷，然而站在当前时点，市场悲观情绪或已充分反应，行业已经入估值底部。目前国际政策出现好转迹象，随着未来国际态势的进一步恢复和市场情绪的复苏，通信行业整体有望出现上升。4、广电总局批复同意设立“中国（广州）超高清视频创新产业示范园区”。总体来看，我国超高清视频行业发展前景明朗，仍有很大的投资空间，预计到 2022 年我国超高清视频产业总体规模将超过 4 万亿元。建议持续关注 5G 及相关垂直应用领域的投资机会。

行业动态及点评：广电总局批复同意设立“中国（广州）超高清视频创新产业示范园区”。

行业前瞻：2020 世界智能网联汽车大会（2020.11.11）、5G 技术与国际移动通信创新技术与应用（2020.11.06）

首推组合：数据港、天孚通信、中际旭创、中科创达、淳中科技。

建议关注组合：IDC：宝信软件、杭钢股份、奥飞数据、光环新网、佳力图、沙钢股份、城地股份、鹏博士、立昂技术、世纪互联、万国数据；云计算/边缘计算：优刻得、网宿科技；光模块：新易盛、博创科技、华工科技、光迅科技；光纤电缆：亨通光电、中天科技;PCB：崇达技术、深南电路、沪电股份；散热：中石科技；天线射频：世嘉科技、通宇通讯、硕贝德；运营商/铁塔：中国移动、中国联通、中国电信、中国铁塔；服务器/路由器/交换机：中兴通讯、兴森科技、浪潮信息；线上教育：世纪鼎利、立思辰；线上办公：亿联网络、会畅通讯、二六三；UWB：浩云科技；低轨卫星：和而泰、华力创通、海格通信、中国卫星、中国卫通。全国一网：歌华有线、广电网络；网络可视化：中新赛克；5G 行业专网：海能达；国网信息化：恒华科技、朗新科技；物联网/车联网：移为通信、移远通信、高新兴、佳都科技。

市场回顾：近一周通信（申万）指数下跌 2.51%；沪深 300 指数下跌 1.53%；行业跑输大盘 0.98pp；东吴通信优选指数近期表现：近一周上涨 4.30%，年初至今上涨 25.06%。

风险提示：5G 产业进度不及预期；5G 网建进度不及预期。

（证券分析师：侯宾　研究助理：姚久花）

汽车行业周报：10 月第三周零售同比+18%，全面看多

投资要点

每周复盘

SW 汽车上涨 1.2%，跑赢大盘 3.6pct。除 SW 商用载货车和 SW 汽车零部件 III 外，所有汽车子板块呈上涨形态，SW 乘用车幅度最大。申万一级 28 个行业中，汽车板块排名第 2 名，排名靠前。估值上，整体有所上涨，SW 乘用车幅度最大。横向比较，乘用车板块估值在 PE 方面高于白色家电低于白酒，PB 方面仍低于白色家电和白酒。汽车零部件板块估值（PE

请务必阅读正文之后的免责声明部分

和 PB）均低于计算机和传媒。

景气跟踪

销量：10 月 12-18 日乘用车零售日均销量同比上升，批发日均销量同比上升。10 月 12-18 日乘用车零售销量日均 53138 辆，同比上升 18%，月度累计日均 42258 辆，同比上升 16%。10 月 12-18 日乘用车批发销量日均 54017 辆，同比上升 9%，月度累计日均 37926 辆，同比上升 3%。

库存：9 月传统乘用车企业库存-4.2 万辆，企业累计库存为-44 万辆，渠道库存增加 9.5 万台，符合历史季节性规律，行业整体库存处在较为健康的水平。

价格：9 月折扣率小幅攀升。根据抽样调查原理，我们建立了乘用车终端成交价格的监控体系，每月进行分析。9 月乘用车价格监控结论：折扣率小幅增加。1）剔除新能源的乘用车整体折扣率 10.74%，环比 9 月上旬+0.49pct。2）主要车企 9 月下旬折扣率小幅增加，折扣率增加前五的车企是是东风日产+广汽乘用+上汽通用+上汽大众+长城汽车。

重点关注

10 月 19 日，拓普集团 Q3 营收 17.57 亿元，同比+32.32%，归母净利润 1.71 亿元，同比+35.29%；10 月 19 日，万里扬 Q3 营收 15.87 亿元，同比+31.45%；归母净利润 2.31 亿元，同比+98.98%；10 月 22 日，特斯拉上海工厂二期项目已通过阶段性评审，有望明年年初全面投产 ModelY；10 月 22 日，中国移动发布全球最大的“5G+高精定位系统”，启动“国家 5G 新基建车路协同项目”；10 月 23 日，特斯拉三季度交付量达到创纪录的 13.93 万辆；10 月 23 日，小鹏 P7 上市后首次 OTA 升级，将开放自动驾驶辅助等功能。

投资建议

继续全面看多汽车板块，Q4 优先配置整车。基于以下四点理由全面看多：1）无论 PE 还是 PB 角度，乘用车及零部件估值处于历史中位。2）国内复工复产恢复正常+中央/地方政策相继出台+海外供应链逐步恢复，乘用车景气度重新进入复苏轨道且逐季加速。3）参照海外成熟国家，结合中国人均 GDP 及人口规模，乘用车的产销规模依然有望创历史新高。4）汽车正经历类似手机变革时代将有望改变未来人们生活方式最终实现提价。整车板块：随着产批零数据同比持续转正，景气复苏逻辑进一步得到验证，看好 Q4 整车板块性估值修复行情，排序基于新车周期强势程度来定。首选【长城汽车】，其次【长安+吉利+广汽+上汽】。零部件板块：1）特斯拉产业链核心供应商【拓普集团】；2）享受智能网联赛道行业红利，重点推荐英伟达产业链【德赛西威】+华为产业链【华阳集团+中国汽研】；3）自主 CVT 变速器龙头标的且受益商用车需求复苏的【万里扬】。

风险提示：海外疫情控制不达预期，乘用车需求复苏幅度低于预期。

（证券分析师：黄细里）

LG 化学 20Q3 点评：电池收入历史新高，拆分在即公布宏伟蓝图

投资要点

规模化效应，Q3 电池板块利润创历史新高。20Q3LG 化学电池板块收入约 188 亿元人名币，同比增长 42.3%，环比增长 11.4%，增量主要来自欧

请务必阅读正文之后的免责声明部分

洲新车型的订单增量/中国的圆柱动力电池订单；电池业务单季度营业利润为 10.1 亿元人名币，同比增长 138%，环比增长 8%，单季度利润实现历史新高。单季度营业利润率 5.4%，环比基本维持，因 Q2 的成本管控已经明显加强，Q3 基本盈利能力稳定。整体 20 年前三季度电池板块收入约 492 亿元人名币，同比增长 125%，20Q1-3 营业利润 16.3 亿元人名币，同比增长 199%。

电池业务 21/24 年收入目标 1100/1800 亿人民币，营业利润率逐步提升至接近 10%。我们预计 LG 化学电池业务 20 年收入 700-750 亿元，同比增长 40-50%，其中动力电池业务预计全年 450 亿元左右，同比增长 80+%。公司预期 21 年收入约 1100 亿元，增速 50%左右，24 年电池业务收入超过 1800 亿元。利润方面，公司 Q3 电池业务营业利润率 5.4%。公司预计 21 年营业利润率基本维持 5%上下，往后逐年提升，预计 24 年接近 10%。

20Q1-3 装机预计 20gwh，同比+110%，全年预计销量有望达到 40-45gwh 左右。1-9 月 LG 化学装机接近 20gwh（实际出货预计更高），同比增长 110%，其中国产特斯拉贡献约 4.7gwh 需求。20Q3 单季度装机约 9gwh，环比增长 60%，其中特斯拉贡献 2.2gwh。预计 LG 全年动力电池销量 40-45gwh，翻倍以上增长，21 年销量 80-90gwh，同比翻番。

中国与欧洲产线爬坡顺利，23 年产能规划再升级。公司 20Q3 电池板块资本开支约 30 亿人民币，同比减少 15%，公司预期 20 年全年电池板块资本开支 180 亿人民币（目前看实际开资预计更低），同比下滑 23%，因 19 年提前支出 55 亿元用于动力电池产线自动化升级。上半年全球产能利用率受疫情影响偏低，但 5 月开始，产能利用率恢复到稳定的状态；波兰和中国工厂的产能爬坡均好于预期，Q2 开始稳定生产，下半年新增产线调试加速。公司计划在欧洲、美国工厂再扩产能，计划从 20 年底的 120gwh 扩至 23 年底的 260gwh。

投资建议：LG 作为欧洲电动车市场主供及国产特斯拉重要供应商，21 年出货量将延续 80-100%的高增长，继续强烈看好 LG 产业链；同时欧洲销量持续超预期；国内销量、排产、业绩三重拐点来临；特斯拉引领全球电动化浪潮，电动化大趋势确定，重点推荐中游龙头宁德时代、璞泰来、恩捷股份、新宙邦、科达利、天赐材料、当升科技、比亚迪，关注亿纬锂能、天奈科技、欣旺达、多氟多、中材科技、嘉元科技等；核心零部件：宏发股份、三花智控、汇川技术；布局优质上游资源：华友钴业、关注赣锋锂业、天齐锂业。

风险提示：电动车销量不达预期，政策力度不达预期，降价幅度超预期。

（证券分析师：曾朵红　证券分析师：阮巧燕）

推荐个股及其他点评

东方通（300379）：研发投入高增，业绩拐点已现

事件：公司发布三季报，年初至三季度末实现收入 2.01 亿元，同比减少-20.11%；实现归母净利润 1067 万元，同比减少-77.97%。

投资要点

业绩扭亏，现金流亮眼，单季同期实现大幅增长：之前我们预计公司下

请务必阅读正文之后的免责声明部分

半年尤其是第四季度营业收入将呈现快速增长，最终年度业绩同比将实现较大增长，公司三季报印证了我们的观点。三季报显示公司 Q3 单季度实现收入 1.17 亿元，同比增长 58.92%；实现归母净利润 5465 万元，同比增长 1316.39%。Q3 单季同期实现大幅增长，使公司前三季度业绩扭亏，业绩出现明显拐点，我们预计主要是因为行业安全业务增长较快。此外，公司前三季度经营性现金流量净额同比增长 174.63%，其中 Q3 单季度同比增长 716.04%，我们认为是公司销售回款、资本性现金回流、政府补助、退税等科目均同比大增所致。

高研发费用支出巩固公司行业领先优势：前三季度公司研发费用支出 1.01 亿元，同比增长 47.57%，已经超过了 2019 年度全年水平，占到前三季度营业收入的 50.10%。公司通过高研发费用支出，积极布局基础安全和行业安全板块，在党政、重要行业信创市场和重要行业网络安全市场不断巩固龙头地位并实现重要突破，中间件、数据中台等核心产品进展顺利。

定增和激励体现公司发展信心：7 月 9 日公司公告向公司控股股东、实际控制人黄永军以 35.20 元/股价格定向增发 3.5 亿元，黄永军享有上市公司表决权股份的比例将增加至 17.71%，不仅有助于维护上市公司控制权的稳定，也体现出实控人对公司长期发展的信心。此外，10 月 15 日公司公告实施限制性股票激励计划，向公司高管与核心技术人员授予公司股本总额 3.91%的限制性股票，授予价格为 38.32 元/股，高于现价。此轮股票激励将有效地将股东利益、公司利益和员工利益结合在一起，充分调动了公司员工的积极性。

盈利预测与投资评级：信创板块 Q3 季报或预告业绩已现拐点，Q4 将开始进入集中确认期，并且未来重要行业信创将开始放量，信创产业进入业绩持续释放和验证的周期。虽然今年招标价格有所下降，但龙头份额普遍超预期。因受疫情影响和行业竞争加剧，下调公司 2020-2022 年营业收入分别为 6.50 亿元、10.48 亿元、14.62 亿元，净利润分别为 2.24 亿元、3.51 亿元、5.28 亿元，现价分别对应 45、29、19 倍市盈率。我们看好东方通作为中间件行业龙头的发展前景和业绩弹性，维持“买入”评级。

风险提示：国产化进度不达预期；行业竞争加剧导致产品价格下降。

（证券分析师：郝彪　研究助理：王紫敬）

科沃斯（603486）：自主品牌持续发力，三季度业绩实现高增

事件：公司 2020 年前三季度实现营收 41.4 亿，同比+20.3%；归母净利润 2.5 亿，同比+147.2%；扣非归母净利润 1.64 亿元，同比+88.8%。

投资要点

自主品牌持续发力，Q3 单季收入高速增长

单三季度公司实现收入 17.4 亿元，同比+71.1%，归母净利润 1.18 亿元，同比+488.2%，其中非经常性损益 0.46 亿元，包括政府补贴 0.09 亿元。Q3 业绩高增主要受益于服务机器人品牌科沃斯、及目前主要销售洗地机的智能生活电器品牌添可两大自有品牌业务收入实现较快增长，Q3 分别同比增长 67.1%和 297.4%。而自主品牌业务高增源于行业复苏及新品市场份额提升的双重推动：1）行业方面，三季度国内扫地机器人销售额达 20 亿元，同比+88%，9 月扫地机器人线上市场均价提升 29.8%，国内扫地机器人需求迎来全面复苏。2）产品方面，同时公司智能高端生活电器“添可”品牌产品迅速放量，截至 8 月底，添可洗地机国内线上份额达

请务必阅读正文之后的免责声明部分

到 82%，较 6 月份提高 12pct。目前添可国内市场占比约 40%，欧洲和亚太地区刚开始推广，未来还有较大增长空间。

产品结构优化带动毛利率提升，自有品牌推广增加销售费用

公司 2020Q1-Q3 综合毛利率 41.5%，同比+4.3pct。其中 Q3 单季毛利率 43.4%，同比+6.3pct。公司 Q3 毛利率大幅上升，主要系：1）公司 19 年开始逐步剔除机器人代工业务，20 年开始剔除清洁类小家电代工业务，自主品牌收入占比逐步提升。2）三季度自有品牌毛利率 51.6%，同比+5pct。3）产品结构调整，高毛利产品销售占比提升。三季度公司科沃斯品牌扫地机器人中较高端的全局规划类产品收入占比达 82.1%，同比+24.1pct。

2020Q1-Q3 公司净利率为 6.1%，同比+3.1pct，增速略低于毛利率。进一步分析，期间费用率为 35.1%，同比+2.1pct。其中销售费用率 23.3%，同比+2.4pct，主要系添可品牌前期投入较高以及科沃斯品牌打造高端产品所致，预计随添可规模效应逐步显现，销售费用率会逐渐下降。管理费用率（含研发）、财务费用率分别为 11.1%/0.7%，同比-1.3pct/+1.1pct。此外 Q1-Q3 公司收到政府补助 0.53 亿元，较上年同期增长 0.4 亿元，拉动约 1pct 的净利率。

现金流大幅改善，预收款同比高增

2020Q1-Q3 公司经营性现金流量净额为 2.7 亿元，较去年同期的-0.5 亿元同比扭亏，主要系销售商品收到的现金增加及预收款现金增加所致。2020Q1-Q3 公司预收款 1.4 亿元，同比大幅增长 197.6%，印证了经销商备货积极性较强，将支撑四季度业绩增长。

iRobot 战略合作稳步推进，有望拉动市场新增需求

5 月 18 日，公司与 iRobot 签署协议，iRobot 将向科沃斯独家购买基于科沃斯独有设计的扫拖一体型扫地机器人产品，同时 iRobot 将向科沃斯授权其独有的 Aeroforce 技术和相关知识产权。协议有效期为签署日起至 2022 年 12 月 31 日。产品方面，Aeroforce 双胶刷技术可在保证清洁力的同时解决毛发缠绕问题，有效解决扫地机器人核心痛点，有望拉动更多新增需求。专利方面，此次 irobot 为为科沃斯授予独家专利，可避免竞争对手推出类似竞品，深化竞争优势，有效保护科沃斯在北美及国内市场的发展。

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年的净利润分别为 3.87/5.48/7.46 亿，对应当前股价 PE 为 73、51、38 倍，维持“增持”评级。

风险提示：市场竞争导致公司占率下降、海外市场拓展进度不及预期、海外业务收入占比较高导致汇率风险。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　证券分析师：朱贝贝）

万润股份（002643）：Q3 业绩显著改善，沸石、OLED 成长加速

事件：公司发布 2020 年前三季度业绩，报告期内实现营业收入 19.50 亿元，较上年同期增加 0.36%，归属于上市公司股东的净利润 3.48 亿元，较上年同期减少 4.88%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润为 3.35 亿元，较上年减少 8.60%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资要点

业绩符合预期，Q3 业绩显著改善：报告期内，公司 Q3 单季度实现营业收入 7.03 亿元，环比提升 21.64%；归属于上市公司股东的净利润 1.32 亿元，环比提升 43.43%；销售毛利率 45.20%，环比提升 2.1pct。总体来看，尽管受到全球疫情的影响，公司业绩承受了一定的压力，但随着疫情得到控制及下游需求的回暖，公司的业绩有望得到持续改善。

国六升级拉开序幕，沸石项目推进顺利：公司是全球领先的汽车尾气净化催化剂生产商庄信万丰的核心合作伙伴，开发并量产了多种新型尾气净化用沸石环保材料。公司新增的 2500 吨产能已于 2019 年完成建设，并进入工艺调试阶段，另外公司将新增 7000 吨沸石产能，其中 4,000 吨为 ZB 系列沸石，主要是满足客户在中国和欧洲的扩产计划；3,000 吨为 MA 系列沸石，主要面向国内市场。随着沸石系列环保材料项目的陆续建设并投产，沸石业务将成为公司发展加速的新引擎。

引入投资者增资三月科技，加速布局 OLED 材料领域：作为 OLED 成品材料、升华前单体材料和中间体材料供应商，公司为该领域国内领先企业，并在全球范围占有重要地位，目前已有 OLED 成品材料通过下游厂商的验证。控股子公司三月科技是国内 OLED 行业自主成品显示材料领域专利与技术方面的领先企业，公司拟引入投资者增资扩股，有利于扩大其经营规模，提升盈利能力，进一步加速公司在 OLED 材料领域的布局节奏，目前公司已完成三月科技增资项目的挂牌公示工作。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 5.46 亿元、6.78 亿元和 8.26 亿元，EPS 分别为 0.60 元、0.75 元和 0.91 元，当前股价对应 PE 分别为 27X、22X 和 18X。维持“买入”评级。

风险提示：液晶材料价格下降，沸石项目投产进度不及预期，汇率大幅波动。

（证券分析师：陈元君　证券分析师：柴沁虎）

双箭股份（002381）：业绩保持快增长，长距离输送带迎发展机遇

事件：公司发布 2020 年前三年度业绩，报告期内，公司实现营业收入 12.75 亿元，同比增长 15.11%；归属于上市公司股东的净利润 2.31 亿元，同比增长 23.80%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 2.20 亿元，同比增长 24.33%。

投资要点

工业输送带领军企业，业绩保持快速增长：公司专业从事橡胶输送带系列产品的研发、生产和销售三十余年，在橡胶工业协会下属行业中连续九年位列“中国输送带十强企业”之首，产品被广泛应用于煤炭、钢铁、港口、水泥、电力等行业，上述 5 个行业输送带的消费量占全部消费量的 90%左右。报告期内，公司实现归母净利润 2.31 亿元，同比增加 23.80%，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

保持了良好的发展态势。

产能规模显著增加，长距离输送带迎发展新机遇：公司的“年产 1000 万平方米高强力输送带项目”已于 2020 年 5 月投入生产，进一步扩大了输送带产能，大大缓解了公司前期产能不足的局面。同时，公司于 2020 年 4 月以人民币 6,000 万元收购浙江环能传动科技有限公司 80%股权，进一步提升了公司输送带的产能规模。另外，随着我国机动车排放监管力度的提高，重污染柴油货车的监管日益严格，公司以长距离输送带为代表的产品或将迎来新的发展机遇。

轻资产布局养老产业，积极树立产业标杆：公司积极按照“坚持轻资产，做大养老产业，打造医养结合知名品牌”的战略构想，推动公司以轻资产养老模式进行对外扩张，在保证服务质量优质稳定的基础上继续加大市场开拓力度。报告期内，桐乡和济颐养院（福利中心总部）、桐乡和济颐养院（凤鸣分院）、苏州红日、和济盛源门诊部营业收入稳步增长；桐乡和济颐养院有限公司与桐乡市第一人民医院达成医疗技术合作协议，建立全面的合作伙伴关系；桐乡和济颐养院下属洲泉护理院亦已开始试营业，公司在养老服务上的“医养结合”模式正逐步推进。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 3.03 亿元、3.66 亿元和 4.53 亿元，EPS 分别为 0.74 元、0.89 元和 1.10 元，当前股价对应 PE 分别为 14X、11X 和 9X。维持“买入”评级。

风险提示：新产能进度低于预期，市场需求下降，原材料价格大幅波动。

（证券分析师：陈元君　证券分析师：柴沁虎）

卓胜微（300782）：业绩创历史新高，射频新品布局前景广阔

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 19.72 亿元，同比增长 100.27%，归母净利润为 7.18 亿元，同比增长 122.37%。2020 年 Q3 公司营业收入为 9.75 亿元，同比增长 107.55%，归母净利润为 3.64 亿元，同比增长 114.61%。

投资要点

5G 和国产替代提振射频产品需求，业绩创历史新高：公司 2020 年前三季度归母净利润同比增长 122.37%，2020 年 Q3 归母净利润同比增长 114.61%，接近此前业绩预告上限，业绩创历史新高，主要得益于消费电子旺季来临，公司第三季度销量快速增长，同时，公司顺应 5G 和国产替代发展趋势，市场拓展稳步推进，带动业绩实现高速增长。

大力投入研发创新，新品应用有望进一步打开成长空间：2020 年 Q3 公司毛利率为 50.17%，同比下降 2.5 个百分点，主要系公司营收规模增大导致营业成本增长所致，净利率为 37.33%，同比增加 1.29 个百分点，盈利能力有所提升。2020 年前三季度公司研发费用达 1.37 亿元，同比增长 58.98%，公司大力投入自主研发和产品创新，目前已推出 SiGe 工艺 LNA、高性能天线调谐开关和适用于 5G 通信的射频模组等新品，并逐步实现在

请务必阅读正文之后的免责声明部分

品牌客户中的渗透。未来随着募投项目的持续推进，公司在高端射频滤波器、5G 基站射频器件领域的产品布局将进一步优化。随着新品市场拓展的推进，公司发展前景广阔。

产品布局日趋完善叠加应用多元化，把握 5G 和射频芯片国产替代机遇：目前，公司已形成包括射频开关、射频 LNA、射频 PA、射频滤波器及各类模组和低功耗蓝牙微控制器芯片在内的丰富产品布局，部分产品的技术性能处于国际先进、国内领先地位，且成本优势突出，应用市场也从消费电子向通信基站和汽车电子等领域不断拓展，产品市占率稳步提升。当前 5G 逐步落地带动了一系列射频芯片产品市场需求的提升，同时射频芯片市场的主要份额被海外厂商占据，国产替代需求迫切。公司射频产品的性能和成本优势显著，可提供射频前端分立器件及各类模组的应用解决方案，目前已积累了华为、小米、OPPO、vivo 和三星等优质客户资源，并与高通在射频开关领域达成合作关系，在本土射频芯片供应链的优势地位突出。随着 5G 和射频芯片国产替代进程的推进，公司长期成长动能充足。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 25.99、34.13、41.62 亿元，同比增长 71.9%、31.3%、21.9%，归母净利润分别为 9.41、12.72、16.04 亿，同比增长 89.3%、35.2%、26.1%，实现 EPS 为 5.23、7.07、8.91 元，对应 PE 为 75、55、44 倍。卓胜微未来业绩的增长动能充足，维持“买入”评级。

风险提示：行业波动风险；新品推出不及预期；客户开拓不及预期。

（证券分析师：王平阳）

凯莱英（002821）：订单交付产能释放，Q3 业绩稳步高增

投资要点

事件：2020 年前三季度公司实现营业收入 20.83 亿元，同比增长 19.53%；实现归母净利润 5.06 亿元，同比增长 38.12%；扣非归母净利润 4.56 亿元，同比增长 35.15%；经营性现金流 3.46 亿，同比减少 1.39%。

在手订单数量充足，项目有序排产，公司业绩高增下半年兑现。公司 Q3 单季度实现营业收入 8.17 亿，同比增长 25.79%；归母净利润 1.91 亿，同比增长 38.94%，业绩符合预期。需求端趋于饱和，国内方面公司首个 MAH 项目再鼎医药的贝乐（尼拉帕利）进入商业化生产，示范效应带来大量 NDA 项目订单，截止 2020H1，国内 NDA 在手订单超 20 个，预计年底可达 30 个；海外方面 2002H1 新增商业化项目 1 个，产生订单客户 40 家，部分大客户如辉瑞，订单规模翻倍。供给端弹药充足，公司 Q2 订单加速获取，Q3 通过项目有序排产助力小分子 CDMO 业务订单交付，带动业绩稳步高速增长。2020 年 9 月，公司公告以自有资金 3 亿元在江苏镇江设立全资子公司凯莱英制药（江苏），提升研发客户密集分布的长三角地区的产业布局。同时公司定增 23 亿募集资金 Q3 已到位，在建工程中上海、辽宁、吉林等地扩产计划推进顺利。Casebycase 营销推广+产能扩张消化，公司小分子 CDMO 业务未来高增可期。

进军 CRO，布局生物大分子及制剂，公司一体化长逻辑打开增长空间。CRO 方面，公司不断扩充研发队伍，20 年收购冠勤后，在 PROIND 项目、临床初期 CRO、数分数统领域逐步形成竞争力，病毒类临床 CRO 业务已建立明显优势。大分子方面，公司建立了上海金山生物大分子研发中心，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

团队规模 100 余人，实验室已开始运行。同时公司是国内唯一具有注射剂 CDMO 业务的公司，有粉针、水针，并逐步研发高端制剂。未来公司业务将通过研发队伍扩张向上游 CRO 渗透，同时通过管线接入，依靠公司新增产能拓展更多大分子及制剂项目。公司在小分子领域的质控体系、运营体系已较为成熟，客户关系稳固，通过经验复制、技术延伸，公司未来发展有望驶入大分子领域蓝海，打开长期增长空间。

毛利率回升趋稳，研发支出加大，盈利能力稳中有升。2020 前三季度，公司毛利率 48.43%（同比+3.84pt）。20 年以来，公司毛利率逐渐回升并稳定在 47%-49%，主要系原料药大项目在收入结构中占比回调。费用率方面，公司 2020 年前三季度销售费用率 3.16%（-0.26pt）；管理费用率 10.03%（-0.92pt）；财务费用率 0.71%（+1.38pt），主要系汇率波动，汇兑损失增加所致；研发费用 1.70 亿，研发费用率 8.17%（+0.44pt）。未来公司依靠规模化效应有望加强成本费用控制，盈利能力稳中有升。

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年归母净利润分别为 7.39、9.82、12.80 亿元，相应 EPS 分别为 3.05、4.05、5.28 元，对应 PE 估值分别为 90、68、52 倍。考虑到公司是 CDMO 头部企业，已建立较高药物生产研发技术壁垒，未来三年盈利复合增速有望超 30%，维持“买入”评级。

风险提示：订单落地不及预期；新业务拓展不及预期；汇兑损益风险等。

（证券分析师：朱国广　证券分析师：周新明）

赢合科技（300457）：三季报业绩符合预期，下半年锂电设备主业迎收入和订单双复苏

事件：公司发布 2020 年三季报，2020Q1-Q3 实现营收 17.5 亿，同比+26.7%；实现归母净利润 2.8 亿，同比+17.4%；扣非归母净利 2.5 亿，同比+11.4%。

投资要点

口罩机保障上半年业绩增长，Q3 锂电设备业务加速贡献收入

按时间顺序分析前三季度业绩增长的原因：（1）2020H1 实现营收 12.4 亿元，同比+25%，虽然上半年主业锂电设备业务收入下滑，但疫情期间推出的口罩机业务上半年实现营收 4.93 亿元，助力赢合对冲疫情的负面影响；（2）2020Q3 单季度实现营收 5.1 亿元，同比+31%，主要系随着疫情得到控制，锂电设备交付调试安装提速，公司的锂电设备业务加速贡献收入所致。

营业成本增加导致毛净利率暂时性下滑，期间费用控制良好

公司 2020Q1-Q3 综合毛利率 35.8%，同比-4.8pct；净利率为 15.9%，同比-2.9pct。其中 Q3 单季毛利率 16.8%，同比-23.4pct；净利率 0.9%，同比-12.6pct。Q3 单季度盈利能力大幅下滑，主要系受 Q3 相对高毛利的口罩机业务收入减少和锂电业务受到疫情影响成本上升所致。2020Q1-Q3 期间费用控制良好，期间费用率为 16.1%，同比-1.9pct。其中销售费用率 4.4%，同比-0.1pct；财务费用率 0.8%，同比-0.9pct；管理费用率（含研发）为 11.0%，同比-0.9pct，其中研发投入占比为 6.2%，同比-0.7pct。

前三季度新签订单超 20 亿，主业锂电设备迎复苏

受益于持续的高研发投入，客户对公司产品及整线模式的认可度不断提高，客户结构及订单质量持续优化。公司前三季度与 CATL、比亚迪、LG

请务必阅读正文之后的免责声明部分

化学、盟固利、ATL、冠宇、中航锂电等国内外一流企业签订锂电设备订单合计超过 20 亿元，我们预计公司 2020 全年锂电设备的订单量将超过 30 个亿，主业迎来复苏，将保证 2021 年锂电设备业务继续稳健增长。

预收款及存货提升明显，在手订单充足支撑业绩增长

截至 2020Q3 末，公司的合同负债（预收账款）为 2.3 亿元，同比+8%；存货为 7.6 亿元，同比+33%。预收款及存货均有明显提升，意味着公司存在大量执行中的订单，能够充分支撑后续业绩增长。

背靠大股东上海电气，协同打造综合自动化平台

2020 年 1-2 月，上海电气通过两次股权协议转让的方式受让了原实控人的股权，累计出资 21 亿元收购赢合科技 17.03%股份，成为公司新的控股股东。此外，2020 年 2 月，公司发布定增预案，拟向上海电气非公开发行不超过 8838 万股，募集金额不超过 20 亿。目前定增已完成，上海电气合计持有赢合科技 28.28%股份。公司承诺 2020 年至 2022 年实现的净利润将分别不低于 2.75、3.3 和 4.29 亿元，三年实现的累计净利润不低于 10.34 亿元。

未来公司将进一步强化与上海电气协同与合作，依靠上海电气的资源背景优势，共同打造锂电池全线整体解决方案。此外，公司与上海电气参股公司—全球叠片设备领导厂商德国 Manz 签订合作协议，在业务开拓、产品线优化及研发等方面开展合作，有望进一步增强公司在锂电市场的核心竞争力。

盈利预测与投资评级：我们预计 2020-2022 年的净利润分别为 3.44/4.03/5.51 亿，对应当前股价 PE 为 55、47、34 倍，维持“增持”评级。

风险提示：下游扩产不及预期；行业竞争加剧；新品研发进度不及预期。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　证券分析师：朱贝贝）

宝钢股份（600019）：汽车板龙头，底部反转

投资要点

中国钢铁行业核心资产。2019 公司粗钢产能为 4853 万吨，为全行业第一；钢产量 4688 万吨，为全世界第二。公司主营板材（冷轧板、热轧板），板材产量占比 80%，营收占比 50%；公司核心产品汽车板市占率高达 60%，家电板市占率高达 70%。

公司被显著低估。公司 2020 年 10 月 22 日 PB 为 0.66x，PE-TTM 为 11.31x，均处于历史低位。2019 年公司分红比例为 50.2%，股息率 4.88%，处于历史中等水平；而 2019 年公司净利为 124 亿元、ROE 为 7.05%，处于历史中高水平。剔除公司持股三家市值较高的非钢铁业务公司以后，公司实际 PB 仅为 0.39x。并且我们通过分析认为公司的业绩具有持续性，并且能够中期大幅提升，因此认为公司是被显著低估的。

汽车、家电回暖，板材景气上行。公司业绩驱动依靠汽车、家电行业。2019 年公司汽车、家电销量占比合计 40%，利润贡献近 60%。公司业绩波动与汽车、家电产量增速波动具有一定相关性。复工复产以来，汽车产销触底回升，家电产量整体向好。由于国内无汽车板新增产能，产能利用率较高，综合考虑进口因素，我们预计国内汽车板供给增速

请务必阅读正文之后的免责声明部分

-2.60%/0.82%/0.83%；需求端，根据中汽协预测，2025 年我国千人汽车保有量可达 200 台，对应 2020/21/22 年汽车板需求增速 0.2%/3.2%/2.9%，因此 2020/21/22 年供给缺口为 14/-59/-125 万吨。家电板同样无新增产能，产能利用率居于高位，因此供给增速 0.15%/0.28%/0.48%；需求端考虑地产中期竣工将维持高位，家电新增需求持稳，出口和消费改善需求贡献新增量，因此预计家电板 2020/21/22 年需求增速为 1.5%/1.8%/1.7%，供给缺口分别为-7/-20/-30 万吨。

公司业绩将中期向上。公司主营产品连续六个月上调出厂价，冷轧、热轧、彩涂、镀锌板价格上调 8.8%、4.1%、13.1%、21.4%，且产品价格-铁矿石价格比均有所上调。因此我们预测公司业绩将中期向上，20 年 Q3/Q4 净利 36/39 亿元，同比 34%/10%；21 年 Q1/Q2 净利 38/44 亿元，同比 147%/78%。

盈利预测与投资评级：公司下游汽车、家电产销回暖，汽车板、家电板供不应求带来价格上涨，公司作为龙头将率先受益。我们预计 2020/2021/2022 年公司总营收分别为 3009/3226/3403 亿元，增速 3.2%/7.2%/5.5%；净利润分别为 115/153/166 亿元，增速分别为 -7.8%/32.7%/8.5%；PE 分别为 10.0x/7.6x/7.0x，PB 仅为 0.66x，低于行业可比公司均值；PE 历史区间 10-30x，PB 区间 0.5-3x，公司估值为历史底位，故首次覆盖予以“买入”评级。

风险提示：下游汽车、家电回暖不及预期；原材料铁矿石价格上涨超预期。

（证券分析师：杨件）

长城汽车（601633）：剔除汇兑影响，Q3 依然靓丽

投资要点

公告要点:长城汽车 2020 年 Q3 实现营业总收入 262.14 亿元，同比 +23.64%；归母净利润 14.41 亿元，同比+2.93%。2020 年累计实现营业总收入 621.43 亿元，同比-0.69%；归母净利润 25.87 亿元，同比-11.32%；扣非净利润 18.77 亿元，同比-27.50%。2020Q3 实现批发销量 285593 辆，同比+23.86%；2020 年累计批发销量 679880 辆，同比-6.11%。

剔除汇兑损失+非经常性损益，Q3 业绩靓丽，符合预期

Q3 营收收入增速略低于批发销量增速原因在于财务口径与产销快讯口径的差异导致，实际是受益产品结构改善单车 ASP 稳步改善。规模效应+产品结构改善，Q3 毛利率 18.97%，环比+1.54pct，同比 0.41pct。因卢布汇率波动造成汇兑损失+政府补助等非经常性损益，造成归母净利润波动扩大。剔除汇兑+非经，经测算 Q3 单车净利润环比 Q2 微升，与销量/收入/毛利率指标变化趋势匹配。销售费用 Q3 环比 Q2 增加了 5.7 亿元，主要原因在于新车上市的广告营销费用增加明显。

展望 Q4，H6+大狗+坦克 300+好猫进一步助力业绩向上

三代 H6 与 21 款 H6 定位具备区分度，终端表现持续上量，预计 H6 月销有望提升至 5 万辆及以上。大狗 10 月开始正式热卖，终端表现有望月销达 1 万辆及以上。坦克 300+好猫于 Q4 将正式上市，也将贡献部分增量。综合下来，预计 Q4 批发销量有望同比增长约 30%，规模效应+产品结构改善下，毛利率有望持续改善，单车净利有望稳中提升。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

不仅看好长城新一轮产品周期，更看好长城代表自主品牌新一轮崛起

电动智能新消费潮流兴起具备三大特征：1）带来汽车商业模式变迁，软件收费成为未来车企新盈利点。2）中国市场率先快速发展和普及。3）全球车企开始同一起跑线重新争夺产业地位，自主崛起提供新机遇。三大特征有望驱动整车板块估值体系从周期切换成长，特斯拉成为估值参照系，且国内需求在复苏，带动整车板块业绩+估值双升。凭借过去 3 年调整准备，长城汽车以“柠檬+坦克+咖啡智能”三大技术品牌为核心卖点，以“全新 H6+哈弗大狗+坦克 300+欧拉白猫”为首，打开新一轮强势产品周期，带动公司实现量价齐升。且长城汽车仍在进行脱胎换骨式自我革命，以“机制创新+组织变革+文化再造”三个层面从底层推动向“全球科技出行公司”转型，迎接新一轮自主崛起的机遇。我们预计 2020-2022 年归母净利润为 49.94/84.27/110.08 亿元，对应 PE 为 45.60/27.02/20.69 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情控制低于预期；乘用车需求复苏低于预期；自主 SUV 价格战超出预期；汇率波动超出预期。

（证券分析师：黄细里）

名创优品（MNSO.N）:【东吴社服零售】十元江湖冠明珠，家居日用创优品

投资要点

名创优品 7 年 4 千店，成国内第一的泛品类日用品牌商：成立于 13 年的名创优品，依托国内发达轻工业向全球输出，打造“三高三低”产品，结合强管控加盟模式，轻资产高速扩张，已拥有遍布全球 80 多个地区的 4,330 家门店，其中海外占比约 40%。19 年 GMV 达 190 亿元，成为国内第一的泛品类日用品牌商。受疫情影响，FY19-20 分别实现营收 93.94/89.79 亿元（海外占比 32.7%），但盈利能力逆势提升，分别实现 Non-IFRS 净利 8.69/9.71 亿元，Non-IFRS 净利率从 9.25%提升至 10.81%。

家居日用“十元店”：空间广阔好赛道，穿越周期好生意。据 Frost&Sullivan 统计，中国家居日用市场是零售中增速最快的赛道之一，19 年规模达 3.7 万亿，预计未来 5 年将以 10.8%的增速至 5.4 万亿，空间广阔。而精准专注年轻消费群体、主打家居日用的十元店业态又是具有强大生命力、能穿越周期成长的好生意，巨头集中度提升可期。

“三高三低”理念，构建产品为王+极高性价比+极致效率的护城河。

产品端：以设计为驱动，树立系列感、简约风、时尚感的产品理念，坚持“711”哲学，每 7 天上新快速迭代，保持产品多样性和独特性，叠加知名 IP 合作，FY20 推出 2,300 个联名 SKU，提升品牌认知和形象。

供应链：“以量制价、买断定制、不压货款”的独特合作模式下，与>600 家优质供应商建立长效合作，实现低价战略，95%SKU 零售价<50 元。

物流及数字化系统：自建仓储、外包物流，建立集中采购和统一配送模式下的高效仓储物流系统，FY20 物流费用占比不到 2%；另一方面，数字化管理提升运营效率，形成线上线下体验共振，打造科技型零售。

“一站式”强管控加盟体系驱动轻资产迅猛扩张。名创优品项目与其说是加盟，其实更像实体理财；加盟商承担资本方角色，门店运营则由公司输出全面管理，实现对门店的强管控。货品保证金和次日分润机制下，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

实现现金流稳定、12-15 个月回本、收益率高的特点，提升加盟商的投资意愿和品牌忠诚度（67%合作超 3 年），驱动公司轻资产下高速扩张。

盈利预测与投资评级：参考美日，日用“十元店”未来必将诞生一或多个巨头，而名创优品作为当下国内“十元店”代表恰是好赛道里的好公司。我们预计，FY21-FY23 将分别实现 Non-IFRS 归母净利 8.7/14.2/18.2 亿元，对应动态 PE49/30/23 倍，看好公司向下沉市场和海外输出的拓店前景，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：加盟商扩张不及预期风险；市场竞争加剧风险；海外经营的政治、经济、法律等风险；疫情反复风险；宏观经济波动风险等。

（证券分析师：汤军　证券分析师：吴劲草　研究助理：樊荣）

万华化学（600309）：MDI 顺周期涨价，Q3 业绩环比大增

事件

公司发布三季报，报告期内公司实现收入 492.32 亿元，同比增长 1.43%，实现归母净利润 53.49 亿元，同比下滑 32.28%。单三季度实现归母净利润 25.14 亿元，同比增长 10.35%，环比大幅增长 72.39%。

投资要点

Q3 季度 MDI 量价齐升，业绩环比大涨：公司前三季度纯/聚合 MDI 挂牌均价分别为 1.74/1.46 万元/吨，同比分别下滑 26%和 6%；第三季度纯/聚合 MDI 挂牌均价分别为 1.72/1.57 万元/吨，同比变动分别为-17%和+3%，环比分别增长 5%和 11%。前三季度 MDI 价格下行导致前三季度业绩同比下滑，但受益于 Q3 季度 MDI 价格的环比改善，且聚氨酯系列产品销量同比增加 19%，环比增加 18%，公司单三季度业绩环比取得大涨。展望未来，随着疫情防控常态化，消费需求逐步复苏，MDI 价格有望顺周期继续上行。

大乙烯项目投产在即，石化产业链布局完善。公司在建 100 万吨/年乙烯项目有望年底建成，项目配套建设年产 45 万吨 LLDPE 装置、年产 40 万吨 PVC 装置、年产 15 万吨 EO 装置、年产 30 及 65 万吨 PO/SM 装置、年产 5 万吨丁二烯装置以及相关配套辅助工程。公司现有石化产业链涵盖 LPG-丙烯-丙烯酸及酯、SAP 树脂、环丙及聚醚多元醇、叔丁醇及 MTBE 等，待本次乙烯项目建成，公司将汇集碳二、碳三及碳四产业链，大石化产业链基本齐备。

新材料板块不断发力，眉山基地进展顺利。公司积极发挥技术创新优势，积极向新材料领域进行拓展。眉山基地是公司布局新材料板块的新基地，一期 25 万吨/年高性能改性树脂项目(主要包括 10 万吨改性 PP、10 万吨水性树脂、5 万吨改性 PC)已在四川省眉山市金象化工产业园顺利开工，眉山基地二期项目中的年产 1 万吨的锂电池三元材料项目和年产 6 万吨的生物降解聚酯项目也进入环评阶段。随着眉山基地新增项目不断落地，万华新材料版图逐步清晰。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 83.08

请务必阅读正文之后的免责声明部分

亿元、123.14 亿元和 140.69 亿元，EPS 分别为 2.65 元、3.92 元和 4.48 元，当前股价对应 PE 分别为 30X、20X 和 18X。维持“增持”评级。

风险提示：海外疫情防控不利对 MDI 出口造成压力；新建项目进度不及预期。

（证券分析师：陈元君　证券分析师：柴沁虎）

拉卡拉（300773）：新一轮市场推广计划显成效，商户经营服务持续挖掘支付端口价值

事件：公司发布 2020 年三季报，20Q1-3 实现营业收入 41.68 亿元，yoy+12.94%。归母净利润 7.35 亿元，yoy+19.35%，扣非归母净利润 7.09 亿元，yoy+19.37%。其中 Q3 实现营业收入 16.62 亿元，yoy+39.21%，归母净利润 3.00 亿元，yoy+19.86%。

新一轮市场推广计划显成效，流水推动营收高增，分润提高降低毛利率。Q3 公司营收 16.62 亿元，同比增长 39%，主要系新一轮市场推广计划下流水高速增长，同时预计代理商分润水平有所提高，压制毛利率，Q3 毛利率 37.27%（yoy-8.49pct）；费用管控良好，期间费用率 17.02%（yoy-5.14pct），其中销售费用率 10.08%（yoy-2.87pct），管理费用率 4.31%（yoy-1.37pct），研发费用率 3.17%（yoy-1.27%），财务费用率-0.54%（yoy+0.37pct），净利率 18.02%，yoy-2.91pct。20Q1-Q3 实现毛利率 40.36%（yoy-4.72pct），期间费用率 19.38%（yoy-6.42pct），其中销售费用率 11.34%（yoy-3.28pct），管理费用率 5.12%（yoy-0.5pct），研发费用率 3.83%（yoy-1.53pct），财务费用率-0.91%（yoy-1.11pct），主要系 19 年 4 月开始银联对代付结算服务免收手续费，净利率 17.64%（yoy+0.94pct）。

巩固收单市场领先地位，新增融资担保业务进一步挖掘支付端口价值。公司基于对支付产品创新趋势的把握，提前在 19 年 Q4 完成了对“电签 POS”这一新型小微收单终端的采购，并于今年 2 月启动了新一轮市场扩张计划。依靠本次投入，公司实现了疫情期间收单金额正增长，巩固了公司在商户拓展和市场占有率方面的领先地位。与此同时，公司手机 POS 产品已正式落地推广，有望进一步打开市场空间，加大公司在支付端口的领先优势。商户经营服务中，金融科技、信息科技等高毛利业务继续保持快速增长，金融科技业务布局持续推进，新增融资担保业务，赚取保费 4769.8 万元，进一步挖掘提升公司支付端口价值；信息科技业务方面，公司在加快对已投放市场的“云小店”等 SaaS 产品迭代升级的基础上，通过自研、投资等方式推出新产品“钱账通”并布局私域流量综合服务 SaaS 产品，进一步拓宽 SaaS 产品线，以科技助力商家成长。

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年公司分别实现营收 58.36/72.58/86.13 亿元，归母净利 10.42/13.40/16.66 亿元，EPS 分别为 1.30/1.67/2.08 元，对应当前股价 PE 分别为 29/22/18X。公司持续加大产品创新，以科技赋能商户成长，我们认为支付端口价值有望被重塑，当前价格具备安全边际，继续维持“买入”评级。

风险提示：行业监管趋严，竞争格局变化，增值服务进展不及预期。

（证券分析师：张良卫　研究助理：李赛）

新亚强（603155）：有机硅助剂调结构，苯基有机硅高成长

请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资要点

公司是有机硅助剂细分龙头企业：公司创始人涉足有机硅功能性助剂产业有超过 20 年的历史。公司涉足的六甲基二硅氮烷、乙烯基双封头等有机硅助剂产品多为技术壁垒高，竞争格局好的产品。在进一步巩固有机硅功能助剂产品现有优势的同时，公司开始涉足苯基有机硅单体产业，并且取得突破性进展。

优化产品结构，丰富产品系列是有机硅助剂产业的发展思路。电子级六甲基二硅氮烷主要用于光刻胶的助粘剂，属于国家亟需自主化的产品。电子级乙烯基双封头是电子灌封胶的关键原材料。公司的发展思路相对确定，一方面，依托技术进步，提升产品品质，拓宽产品应用范围到电子级六甲基二硅氮烷、电子级乙烯基双封头等领域。另一方面，不断进行上下游产业延伸，丰富产品系列，实现产业闭环。

公司是国内率先实现二苯基二氯硅烷规模化生产的企业。苯基氯硅烷是在用量及重要性仅次于甲基氯硅烷的有机硅单体。它对改善聚有机硅氧烷的性能，特别对提高有机硅产品的耐热性、化学稳定性、耐辐照性等具有明显的作用。国内目前基本实现了一苯基三氯硅烷的产业化，但是二苯基二氯硅烷还没有实现规模化生产。公司 14 年开始发展流化床法工艺，目前已经实现装置的规模稳定生产。

苯基有机硅衍生物具有较大的产业空间。按照专家估计，全球苯基有机硅单体的产业空间大约是甲基有机硅单体的 5%，接近 10 万吨的体量。二苯基二氯硅烷是苯基氯硅烷的核心产品，向下游延伸，发展苯基硅橡胶、硅油、硅树脂，可以满足航空航天、军用以及电子领域的产业发展，具有较大的产业前景和较好的盈利能力。

盈利预测与投资评级：预计公司 2020~2022 年归母净利分别为 1.54/3.06/3.96 亿元，EPS 分别为 0.99/1.97/2.55 元，当前股价对应 PE 分别为 37X/19X/14X。公司是有机硅助剂领域的细分龙头企业，在苯基氯硅烷领域先发优势明显，苯基氯硅烷衍生物的市场前景广阔。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：苯基有机硅衍生物的市场推广不及预期；细分市场竞争格局恶化导致盈利能力下滑。

（证券分析师：柴沁虎　证券分析师：陈元君）

桃李面包（603866）：收入增长环比提速，看好短保攻城略地

事件：

公司发布 2020 年三季报，20Q1-Q3 实现营收 43.72 亿元（+6.07%），归母净利 6.86 亿元（+36.37%），扣非净利 6.48 亿元（+33.24%）。20Q3 实现营收 16.33 亿元（+4.43%），归母净利 2.68 亿元（+34.58%），扣非净利

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2.57 亿元（+32.82%）。

投资要点

收入增长环比提速，网点开发维持较快节奏。20Q1-Q3 实现营收 43.72 亿元（+6.07%），其中 Q3 实现营收 16.33 亿元（+4.43%）。分区域，20Q3 华北/东北/华东/西南/西北/华南分别实现收入 3.7/8.2/3.4/2.0/1.1/1.2 亿元，分别同增 2/0/8/13/1/18%。19 年底武汉面包生产线投产，20H1/Q3 华中区域贡献收入 0.36/0.43 亿元，伴随产能投放，当地收入加速释放，产能利用率提升同时也带动利润提升。分渠道，公司采用直营与经销相结合销售模式进行渠道开拓，截至 20Q3 公司经销商共 736 个，环比 Q2 增加 17 个，保持较快终端开发节奏，截至 20H1 公司全国网点超过 26 万个。结合调研来看,预计 9 月收入增速已提振至双位数，配合多地产能投放预计 Q4 将延续较好的恢复势头。

毛利率创新高，利润维持高增长。20Q1-Q3 毛利率 42.72%(+3.11pct)，其中 20Q3 毛利率 43.29%(+3.69pct)，毛利率提升环比提速；20Q3 销售费用率 20.47%(-0.41pct)，预计主要是 1）推出三明治面包、乳酪芝士风味蛋糕等高端新品，带动毛利率上移；2）竞争相对缓和，促销力度降低；3）日配比例提高导致运营效率提升，退货率下降；4）武汉等新工厂产能利用率爬升提高规模效应。展望未来，预计配合产能落地，公司将在新市场增加费用投放力度，加快扩大份额。20Q3 管理费用率（含研发费用）1.38%(-0.34pct)。此外因可转债提前赎回导致利息费用环比降低 0.07 亿元。综上，20Q1-Q3 公司实现归母净利 6.86 亿元（+36.37%），扣非净利 6.48 亿元（+32.72%），20Q3 实现归母净利 2.68 亿元（+34.58%）。

全年目标尚未调整，看好龙头逆势扩张。公司尚未调整全年收入同比增长 15%，利润同比增长 20%的经营目标，仍按照既定规划推进渠道、产能扩张战略。公司武汉工厂 19 年底落地目前仍在产能爬坡中，江苏项目预计 Q4 投产，沈阳、四川项目预计 21 年 Q4 投产，未来 3 年保持 15-20%产能增速，以达成 2023 年百亿产能目标。目前公司零售终端覆盖 26 万个，全国面包网点占比约为 20%，预计收入伴随全国化产能落地稳步增长，公司全国份额有望持续提升。

盈利预测与投资评级：预计 20-22 年公司收入 61/70/82 亿，同比增长 8/15/16%；归母净利 9.0/10.4/12.2 亿，同比增长 32/16/18%；对应 PE 为 47/41/35X，维持“增持”评级。

风险提示：产品竞争趋于激烈，原材料成本波动，食品安全风险。

（证券分析师：杨默曦）

天孚通信（300394）：行业景气高、新产品导入顺利，三季度业绩大超预期

投资要点

事件：10 月 22 日，天孚通信发布 2020 年三季度业绩报告，2020 年前三季度，公司实现营业收入 6.57 亿元，同比增长 71.24%;实现归母净利润 2.14 亿元，同比增长 69.90%，公司业绩高速增长。

业绩再创新高，经营状况超预期：天孚通信 2020 年 Q3 业绩再创新高，单三季度实现营业收入 2.64 亿元，同比增长 96.20%，同比增速较 Q2（72.32%）提升 23.88pp；实现归母净利润 0.88 亿元，同比增长 80.43%，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

环比增长 10.56%。同时，随着公司多条新产品线技术工艺更趋成熟、良率效率的日趋提高，客户订单增加，公司毛利率稳中有升，2020 年前三季度毛利率为 52.77%，较上半年(51.64%)提升 1.14pp；销售净利率为 33.05%，较上半年（32.51%）提升 0.54pp。Q3 经营活动产生的现金净流量回升明显，销售现金占收比（33.70%）较 Q2（2.80%）大幅提升，回款能力显著改善，经营现金流整体趋势向好。

保持研发投入，持续维持领先优势：天孚通信 2020 年单三季度发生研发费用 1939 万元，同比增长 36.39%。公司加大高速光引擎和配套产品的开发，为下游光模块客户提供整体解决方案;公司作为国内唯一的光模块上游“一站式”解决方案提供商，兼具成本与技术优势，随着 5G 带来对于光器件提出更高的要求，因此保持产品及技术的迭代是保持核心竞争力的关键。为此天孚通信募资加码高速光引擎研发力度，丰富天孚通信战略性核心研发能力，夯实光通信元器件领域的研发基础，同时前瞻布局硅光，不断强化核心竞争力。

业绩稳增+技术创新，推动天孚通信迎“戴维斯”双击：当前数通与电信市场共振，光模块需求稳步向上，天孚通信作为光模块上游的核心受益标的，业绩将持续稳步向上；同时硅光作为下一代光通信技术变革的关键，硅光技术有望推动产业持续创新迭代，当前天孚通信前瞻卡位硅光技术，夯实核心竞争力优势，市场份额有望进一步提升，我们认为稳健的业绩增长，叠加前瞻的技术创新，天孚通信将迎业绩高增与估值提升双击。

盈利预测与投资评级：我们预计 2020-2022 年营业收入分别为 7.53 亿元、10.17 亿元以及 13.70 亿元，实现归母净利润分别为 2.42 亿元、3.09 亿元以及 4.11 亿元，EPS 分别为 1.22 元、1.55 元以及 2.07 元，对应的 PE 分别为 46X/36X/27X，维持“买入”评级。

风险提示：高端光模块需求不达预期的风险；光器件市场竞争加剧的风险；海外经营环境恶化的风险。

（证券分析师：侯宾　研究助理：姚久花）

安琪酵母（600298）：提价红利延续，B 端逐步恢复

事件：

公司发布 2020 年三季报，20Q1-Q3 实现营收 64.26 亿元（+15.6%），归母净利 10.12 亿元（+52.1%），扣非净利 9.47 亿元（+51.0%）。其中，20Q3 实现营收 20.85 亿元（+12.9%），归母净利 2.94 亿元（+45.8%）。

投资要点

提价利好持续释放，B 端逐步恢复。公司 20Q1-Q3 实现营收 64.26 亿元（+15.6%），其中 20Q3 实现营收 20.85 亿元（+12.9%），回归稳健增长。分区域看，20Q3 国内实现收入 14.2 亿元（+8%），主要是 1）公司于 3 月对小包装产品提价 15%+，Q3 继续享受提价红利；2）B 端渠道恢复贡献增量; 3)20Q3 国内经销商增加 598 家至 17829 家，公司渠道扩容。20Q3 海外实现收入 6.0 亿元（+13%），受海外疫情影响，增速高于国内，Q3 经销商增加 122 家至 2306 家。分业务看，Q3 酵母及深加工产品/制糖/包装/奶制品/其他分别实现收入 16.0/0.9/0.8/0.1/2.5 亿元，同增 +13/-49/+23/-25/+41%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

强成本控制能力，业绩维持高增。20Q1-Q3 毛利率 40.14%(+4.75pct)，其中 20Q3 毛利率 39.3%(+5.59pct)，1）提价和小包装占比提升带动毛利率上移，小包装毛利率超过 50%（高出大包装约 20pct），改善盈利能力 2）此外公司提前锁定全年 70%+的糖蜜采购，使得今年糖蜜成本基本持平，而生产辅料、包材、水电气等能源价格有所下降。Q3 单季度毛利率回落 3.5pct，预计主要是 B 端逐步恢复，小包装占比略有下降导致。20Q3 销售费用率 12.01%(-0.1pct)，基本持平；管理费用率（含研发）8.38%(+0.51pct)，主要是研发投入持续加大。20Q3 公司收到政府补助 3063 万元，其中与收入/资产相关分别为 2587/476 万元。综上，20Q1-Q3 归母净利 10.12 亿元（+52.1%），其中 Q3 归母净利 2.94 亿元（+45.8%）。

展望长期，国内阔份额，海外扩规模。国内：疫情期间小酵母厂经营普遍困难，并逐步退出市场，行业整合加速。疫情期间小包装提价已经展现公司行业定价权，预计在行业竞争格局持续优化的过程中，定价权将为利润释放奠定基础。公司酵母抽取物、动物营养等衍生业务增速超过传统酵母业务，长期来看，酵母抽取物具备替代味精等产品的能力。海外业务，海外干/鲜酵母价格比为 1:3，成本优势下看好干酵母取代空间；叠加目前全球酵母供需错配，酵母未成熟市场亟待开发，预计随着公司海外产能、销售布局逐步完善，海外市场市占率将会稳步提升。

盈利预测与投资评级：预计 20-22 年公司营收增速 15/15/13%；净利增速 +40/17/18%，对应 PE 为 39/33/28X，维持“买入”评级。

风险提示：产能投放不及预期，提价不及预期，环保政策趋严限产，食品安全问题，疫情控制不及预期，汇率波动幅度超预期。

（证券分析师：杨默曦）

中旗股份（300575）：三季报业绩略低于预期，长期成长逻辑不变

事件

中旗股份发布三季报，报告期内，实现 14.24 亿元，同比增长 18.29%，归母净利润 1.51 亿元，同比增长 24.03%。单三季度归母净利润 2692 万元，同比增长 15.27%，环比下滑 63.51%。。

投资要点

三季度业绩环比下滑幅度超出预期，原因有三：首先由于存在例行大修，三季度是公司生产经营的淡季，同时叠加了南京老厂区的提标改造，氟草烟、虱螨脲存在不同程度的冲击，导致南京基地 Q3 季度环比下滑接近 50%；其次，黎巴嫩爆炸导致政府对硝化装置的管控加强，部分装置的生产存在冲击；最后，人民币持续升值导致的汇兑损失也不同程度对经营造成较大冲击。

生产经营恢复正常，外需、扩产同频共振，未来业绩增长确定性强：当前南京基地提标改造已经完成，南京、淮安两大生产基地全部符合最新的安监、环保标准，目前虱螨脲、氟草烟的生产恢复正常。据农药展反馈，公司明年的海外订单有一定的增长。产能方面，江苏省稳增长的动力较强，预计公司南京基地、淮安基地的技改项目落地速度会有加快，如果顺利，2021 年年中有望投产一批新增产能。中期看，公司计划在淮北基地分两期投资 17.88 亿元，建设 1.55 万吨农药原药项目，达产后公

请务必阅读正文之后的免责声明部分

司业绩中枢有望显著提升。

依托有机合成技术，自主创新多元化发展。公司的农药产品多为合成技术难度较大、定位相对高端的品种，进一步巩固现有农药原药业务同时，公司在绿色新型农药、自主知识产权医药和高端新材料领域逐步布局。在绿色新型农药方面，截至 2019 年底，已经获得授权 PCT 国际专利 5 件，并且开发出一些具有良好活性和市场前景的自主知识产权绿色新农药。自主知识产权医药方面，重点计划发展靶向抗肿瘤药物、抗病毒药物以及免疫疾病药物。新材料方面，重点计划发展 5G 关键材料、新型高性能纤维材料以及新型有机硅聚合物等。

盈利预测与投资评级：基于三季度的意外冲击，我们下调盈利预测，预计公司 2020-2022 年的归母净利润分别为 2.20 亿元、3.40 亿元和 3.96 亿元，EPS 分别为 1.60 元、2.46 元和 2.87 元，当前股价对应 PE 分别为 23X、15X 和 13X。维持“买入”评级。

风险提示：原药价格下行的风险，公司的生产受到环保整治的干扰。

（证券分析师：柴沁虎　证券分析师：陈元君）

通威股份三季报业绩点评：电池片超预期，硅料盈利向好

投资要点

20Q1-3 业绩 33.33 亿元，同比大增 48.6%，符合预期。公司发布 2020 年三季报，20Q1-3 实现营收 316.78 亿元，同比增长 13.04%；归母净利 33.33 亿元，同比增长 48.57%，对应 EPS 为 0.78 元。其中 20Q3 实现营收 129.4 亿元，同比增长 8.73%，环比增长 18.56%；实现归母净利 23.22 亿元，同比增长 193.07%，环比增长 248.67%，对应 EPS 为 0.54 元。收入和利润增长符合市场预期。

Q3 硅料惜售致业绩递延，Q4 硅料高增长量利双升！Q3 硅料销量 1.3-1.4 万吨（正常约单季度 2.4 万吨），主要原因在于上下游关于硅料价格的博弈，大厂硅料惜售以及洪水的影响，Q3 硅料价格含税约 7.2 万/吨，洪水影响老产能 2 个月致平均成本上升，Q3 平均生产成本约 4.3-4.4 万元/吨，完全成本在 5-5.1 万元/吨，测算公司 Q3 硅料毛利率约 32%，单吨净利润约 1.1 万元，硅料业务利润约 1.5 亿元。Q4 看，最强旺季来临，预计硅料供需持续偏紧，出货含税价预计 9 万元/吨以上，洪水影响消除成本回归正常水平，生产成本约 3.6-3.8 万元/吨，完全成本在 4.3-4.5 万元/吨，按 Q4 硅料销量 3 万吨测算（含 9000 多吨库存），环比增长约 122%，测算硅料毛利率约 54%，单吨利润约 3 万元，硅料业务利润约 8.9 亿元，环比高增 493%！

电池单瓦利润大超预期，看好 Q4 及明年大尺寸表现！Q3 公司多晶出货 1GW，单晶出货 4.7GW，电池板块净利润约 4.2-4.3 亿（扣非），其中多晶亏损约 200 万，单晶利润 4.2-4.3 亿，折算单晶单瓦利润 9 分/W，大超市场预期！主要原因在于：1）公司上半年眉山 7.5GW 新产能释放，进一步摊薄非硅成本；2）公司尺寸结构改善明显，Q3 大尺寸 166 电池占比环比提升 20%至约 40%，显著提升盈利能力。Q4 看，随着公司 210 电池开

请务必阅读正文之后的免责声明部分

始出货，166 占比继续提升，公司盈利能力持续强劲。明年看公司眉山二期及金堂一期 210 大尺寸产能投产，大尺寸占比继续提升，带动盈利能力进一步提升。

绑定硅片龙头隆基，保障硅料出货。硅片环节隆基逐步成为寡头，通过和隆基互相参股和签订长单，有利于保障公司硅料大幅扩产后的稳定销售，根据目前硅料市场价格测算，与隆基的供应链合作公司会实现销售收入约 90 亿元/年（测算含税售价约 10 万元/吨）。

费用管控合理，期间费用率下降至 9.04%。公司 2020Q1-3 费用同比下降 0.24%至 28.64 亿元，期间费用率下降 1.2 个百分点至 9.04%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比下降 23.86%、上升 13.69%、上升 12.65%、下降 7.78%至 5.87 亿元、18.02 亿元、7.36 亿元、4.75 亿元；费用率分别下降 0.9、上升 0.03、下降 0.01、下降 0.34 个百分点至 1.85%、5.69%、2.32%、1.50%。

存货大幅上升，主要原因在于硅料库存和在途几百兆瓦电池组件：20Q1-3 经营活动现金流量净流入 20.38 亿元，同比下降 5.86%；期末预收款项（合同负债）19.55 亿元，较期初增长 24.44%。期末应收账款 19.24 亿元，较期初增长 15.07%。期末存货 33.44 亿元，较期初增长 38.41%。Q3 经营活动现金流量净额 10.22 亿元，有所强化；存货上升 3.79 亿元至 33.44 亿元；应收账款减少 0.2 亿元至 19.24 亿元。

盈利预测：我们预计公司 20-22 年业绩为：46.33、56.77、68.97 亿元，同比+75.9%、+22.5%、21.5%，对应 EPS 为 1.08、1.32、1.61 元。目标价 35.64 元，对应 21 年 27 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：竞争加剧，光伏政策超预期变化。

（证券分析师：曾朵红）

雷赛智能（002979）三季报点评：运控新星启航，交流伺服亮眼

投资要点

Q3 收入同比+58%、利润同比+123%，靠近预告上限。公司发布 2020 年三季报，Q1-3 实现营业收入 6.95 亿元，同比+42.46%；归母净利润 1.45 亿元，同比+104.84%。其中 2020Q3 收入 2.6 亿元，同比+58.11%；归母净利润 0.51 亿元，同比+122.62%。Q1-3 毛利率为 43.61%，同比上升 1.83pct，Q3 毛利率 42.31%，同比下降 1.54pct，环比下降 3.26pct。Q3 收入增长提速、同时毛利率维持较高水平、费用率同比下降，利润大幅增长。

工控行业趋势向好，传统应用复苏。国内疫情趋缓后国内工控行业强势复苏，3C、锂电、光伏等先进制造行业需求强劲，Q2-Q3 起传统行业纺织、包装等开始复苏，Q3OEM 市场需求快速增长。20Q1 工控行业需求下滑 12.4%、Q2 恢复至+6.4%；Q3 从宏观指标观察，7-9 月 PMI 分别 51.1/51.0/51.5，持续位于荣枯线上，制造业固投数据持续收窄，工业机器人和机床产销同比持续快速增长；从微观来看，国内工控厂商 Q3 订单增长提速，预计 OEM 行业 Q3 需求增速继续上升，印证制造业投资的整体高景气。

新品起量、传统行业复苏，Q3 整体提速、伺服增长突出。公司新品 L7 系列交流伺服、总线控制产品今年快速增长，产品及解决方案在 5G、半

请务必阅读正文之后的免责声明部分

导体、光伏等先进制造行业成功应用、并快速成长，同时传统优势行业3C、雕刻、喷印等行业Q3快速复苏，Q3订单、收入增长提速，其中交流伺服、总线控制产品快速成长，叠加毛利率改善、费用率下降，利润大幅增长。

新品持续迭代，开启新一轮成长。20年工博会公司发布了L8系列高端交流伺服系统、PMC600系列中型PLC运动控制器等新品，运动控制产品平台全面升级，交流伺服和控制类产品有望加速增长，今年是发轫之始，明后年有望持续提升份额。

设立产业基金，拟继续加码智能制造产业链。公司公告，拟与稳正资产发起设立深圳市稳正景明创业投资企业，总规模1.2亿，其中公司出资5000万元作为有限合伙人，稳正资产出资100万元，后续仍将继续引入其他有限合伙人，认缴出资额不超过人民币6900万元。产业基金将继续聚焦运动控制领域，在产业链上下游进行投资布局，主要投资工业自动化、智能装备关键零部件企业的优秀企业，不断完善自身能力。

盈利预测与投资评级：预计2020-22年归母净利润分别2.05亿、3.12亿、4.20亿，同比分别+84.2%、+52.1%、+34.8%，对应现价PE分别43倍、28倍、21倍，给予目标价60元，对应2021年40倍PE，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行，投资不及预期

（证券分析师：曾朵红　研究助理：柴嘉辉）

三峡水利（600116）：业绩增长稳扎稳打，机制调整进一步释放活力

投资要点

事件:公司发布三季报,前三季度实现收入28.44亿元,同比增长238.57%;归母净利润3.84亿元，同比增长126.31%；扣非后为2.93亿元，同比增长176.05%。

业绩：三季报增长基本符合预期，期待四季度业绩有更亮眼表现。根据公司公告，前三季度实现收入28.44亿元，同比增长238.57%；归母净利润3.84亿元,同比增长126.31%;扣非后为2.93亿元,同比增长176.05%。其中Q3单季度实现收入17.84亿元，同比增长477.35%；归母净利润为1.80亿元，同比增长201.89%；扣非后为1.55亿元，同比增长252.27%，业绩增长基本符合预期。根据公司公告的前三季度发电量、上网电量及售电量情况,发电量为23.30亿千瓦时,同比增长39.19%;售电量为81.51亿千瓦时，同比增长14.24%；售电均价为0.4167元/千瓦时，同比增长-5.06%，我们可以推算出，如果公司业务全部在Q3确认的话，业绩预计会好于报表的体现，因此我们推断，公司可能部分项目和业务尚未在Q3完全体现。同时，考虑到今年10月份重庆地区来水情况好于往年，我们预计公司四季度业绩仍将维持亮眼表现。

机制：董事会决议修订高管人员年薪管理办法，充分释放管理层活力。根据公司公告，为进一步完善公司高级管理人员的激励和约束机制，充分调动公司高级管理人员的积极性和创造性，以实现资产保值增值、资本收益最大化和可持续发展，董事会会议决定对《公司高级管理人员年薪管理办法》部分条款进行修订。实际上，在公司的半年报中，已经明确：公司新制定了《总经理工作细则》、《职业经理人管理制度》等制度，首次采用市场化选聘方式公开招聘公司高级管理人员和集团总部管理人

请务必阅读正文之后的免责声明部分

员，此次修订高管人员年薪管理办法，将进一步释放管理层活力，为公司未来业绩持续高增长提供充足动力。

当前时点如何看公司：典型的的成长股启动前特征。1）PEG 的角度：我们判断公司未来三年售电量增速预计维持在 30%左右，保守估算到 2022 年，公司业绩在 13-15 亿元，对应 2 年复合增速为 27%以上，因此从 PEG 的角度来看，公司现阶段的合理中枢应当为 25-20 倍。2）空间的角度：我们在 3 月 7 日外发的深度报告《三峡水利：长电入渝降成本、四网融合迎扩张，电网改革龙头腾飞可期》中已经介绍，长期来看，假设公司在三峡集团的扶持下，通过收购、新建、共建等方式整合更多地方存量和增量配电网资产，在地方售电量总额中占比达到 10%，则对应售电量规模将达到 0.28 万亿千瓦时，相比四网融合初期（95.77 亿千瓦时）增长 28.13 倍，因此从成长空间的角度来看，应当相比现有电网企业享有一定的估值溢价。

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 22、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）

南极电商（002127）：Q3 归母净利+34.9%，Q4“早冬”+“报复消费”双重利好，复苏加速后续可期

业绩简评

Q3 本部收入同比+24.76%。2020Q1-3 公司实现收入 27.72 亿元，同比增长 4.7%。2020Q3 单季实现收入 11.46 亿元，同比增长 13.1%。其中 Q3 单季：①南极电商本部实现收入 3.18 亿元，同比增长 24.76%；②时间互联实现收入 8.28 亿元，同比增长 9.23%。

Q3 归母净利润同比+34.9%，加速增长。2020Q1-3 公司实现归母净利润 7.22 亿元，同比增长 19.9%；2020Q3 单季实现归母净利润 2.91 亿元，同比增长 34.9%。其中 Q3 单季：①南极电商本部归母净利润为 2.47 亿元，同比增长 35.44%；②时间互联归母净利润 0.44 亿元，同比增长 31.95%。

经营分析

Q3 单季 GMV 同比+45.42%，延续增长趋势，货币化率降幅收窄。2020Q1-3 公司 GMV 为 228.5 亿元，同比增长 36.0%；其中 Q3 单季 GMV 为 84.75 亿元，同比增长 45.42%。Q1/Q2/Q3 单季 GMV 增速分别为 11.13%/48.49%/45.42%。货币化率降幅显著收窄，2020Q2/Q3 单季货币化率为 3.92%/3.75%，同比减少 0.54pct/0.24pct。

分品牌看：Q1-3 南极人 GMV 同比增长 40%。2020 前三季度南极人/卡帝乐鳄鱼/精典泰迪 GMV 分别为 203.29/21.53/2.32 亿元，同比增速分别为 40%/7.19%/55.61%。Q3 单季南极人/卡帝乐鳄鱼/精典泰迪 GMV 分别为 74.0/8.7/1.3 亿元，同比增速分别为 49%/18%/116%。

分平台看：社交电商增速持续加快，Q3 单季 GMV 同比+145%。2020 前三季度阿里/社交电商/京东/唯品会渠道 GMV 分别为 136.31/45.82/32.15/11.62 亿元，同比增速分别为 22.4%/112.8%/20.9%/55.7%，占比分别为 59.7%/20.1%/14.1%/5.1%。社交

请务必阅读正文之后的免责声明部分

电商增速继续加快，Q1/Q2/Q3 单季增速分别为 63%/113%/145%。

盈利预测与投资评级：南极电商是“中国优质供应链品牌化”赛道中的核心标的，随着疫情恢复，公司各体系已恢复常态增速。Q4“早冬”、“报复性消费”双重利好叠加，有望保持快速增长。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润为 15.44/19.07/23.77 亿元，当前市值对应 PE 分别为 32x/26x/21x，维持“买入”评级。

风险提示：平台政策变更，品类拓展不及预期，供应商质控问题等

（证券分析师：吴劲草）

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