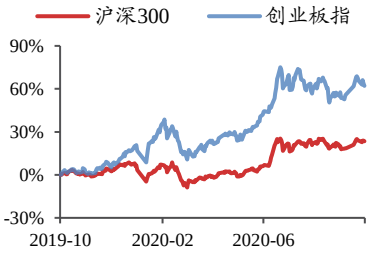
2020 年 10 月 23 日

开源晨会 1023

——晨会纪要

市场快报

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
家用电器	0.62
食品饮料	0.53
房地产	0.15
电子	0.11
非银金融	0.06

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
农林牧渔	-2.05
医药生物	-1.48
纺织服装	-1.41
建筑材料	-1.38
国防军工	-1.02

数据来源：贝格数据

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

观点精粹

总量视角

【宏观】财政支出积极，4 季度或延续高增——宏观经济点评-20201022

行业公司

【煤炭开采】煤企三季报业绩前瞻：动力煤价上涨带动业绩环比改善，看好煤炭股估值修复行情——行业深度报告-20201022

【食品饮料：洋河股份(002304.SZ)】三季度收入如期提速，经营拐点渐行渐近——公司信息更新报告-20201022

【计算机：明源云(00909.HK)】地产 SaaS 龙头 C 位出道——港股公司首次覆盖报告-20201022

【通信：中国联通(600050.SH)】Q3 业绩实现两位数增长，5G 的 N 次方联通未来——公司信息更新报告-20201022

【煤炭开采：平煤股份(601666.SH)】业绩保持稳健增长，降本增效拓宽盈利空间——公司三季报点评报告-20201022

【新能源与电气设备：中材科技(002080.SZ)】Q3 归母净利润同比+70.4%，三大主业全面向好——公司信息更新报告-20201022

【商贸零售：爱婴室(603214.SH)】疫情影响持续超出预期，刚性费用拖累三季度业绩——公司信息更新报告-20201022

【非银金融：东方财富(300059.SZ)】两融市占率增幅超预期，可转债发行打破资金瓶颈——东方财富 2020 年 3 季报点评-20201021

【轻工制造：志邦家居(603801.SH)】2020Q3 业绩超出市场预期，增长红利仍将持续释放——公司信息更新报告-20201021

【纺织服装：李宁(02331.HK)】三季度经营情况符合预期，电商渠道高增长——港股公司信息更新报告-20201021

【中小盘：佩蒂股份(300673.SZ)】业绩符合预期，看好国内业务加速扩张——中小盘信息更新-20201021

研报摘要

总量研究

【宏观】财政支出积极，4 季度或延续高增——宏观经济点评-20201022

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002| 张蓉蓉（分析师）证书编号：S0790520070006| 段玉柱（联系人）证书编号：S0790120070013

9 月税收收入延续修复，证券、房地产等市场的改善，对相关税收形成支撑

9 月财政收入小幅回落，主要受非税收入拖累；经济活动支撑下，税收收入延续改善。9 月财政收入同比增长 4.5%、回落 0.8 个百分点；其中，非税收入下降 4.9%，受基数影响、是主要拖累项。若扣除 2019 年同期国企利润上缴等影响，9 月财政收入同比增长约 8%、较 8 月上升。税收同比增长 8.2%、提高 1.1 个百分点。9 月经济进一步回暖，对税收收入形成支撑，4 季度或将延续修复态势。

前期稳增长政策推动证券、房地产、汽车等市场改善，相关税种增长较为明显。9 月印花税、契税、车辆购置税收入分别同比增长 53.6%、33.3%和 25.9%，是收入改善最为明显的三项，分别对应证券、房地产和汽车市场的改善。前期稳增长政策加码背景下，股票和房地产的交易增长明显，汽车销量也保持两位数增长，受到政策外溢效应支撑。此外，外贸改善，也对关税等进口环节税收带来提振。

基数扰动一般财政支出增速、积极财政并未改变，个别分项呈现追赶支出进度

一般财政支出增速下滑、主因基数扰动，积极的财政支出并未改变。9 月一般财政支出同比下降 1.1%，较上月大幅回落 9.8 个百分点。财政支出的单月回落，受基数影响较大，若以 2019 年同期前后的增速表现为参照、剔除基数影响，9 月的支出增速约在 10%以上，较 8 月增速继续抬升、积极的财政支出并未改变。1-9 月累计，支出同比下降 1.9%，降幅继续收窄 0.2 个百分点、呈现稳健修复态势。

个别前期进度偏慢的支出项，9 月加快支出进度、增速抬升明显，持续性仍有待观察。9 月，交通运输支出同比增长 145.2%，大幅高于其他分项。考虑到 1-8 月交通运输支出同比下滑 12%、低于总体增速约 10 个百分点，9 月扩大支出或加快追赶支出进度。年内其他支出项也可能出现类似现象，但持续性有待观察。1-9 月，债务付息支出增长 16.8%、高于其他主要支出项，受政府债大幅扩张影响。

土地出让收入回升、政府性基金支出大幅扩张，4 季度广义财政或维持高增

土地出让收入改善，房地产政策影响或滞后显现；专项债等支撑下，政府性基金支出进一步抬升。9 月，政府性基金收入同比增长 13.9%，其中土地出让收入同比增长 18.4%、提高 3.5 个百分点，房地产融资政策调整影响或滞后显现。政府性基金支出同比增长 58.8%，大幅抬升 27.4 个百分点，受政府债融资明显支撑。

一般财政拖累下，9 月广义支出增速有所回落；年内来看，积极财政仍将加快落地。9 月，广义财政收入同比增长 7.8%，上升 1.6 个百分点；支出同比增长 14.5%，回落 2.2 个百分点，主要受一般财政拖累。1-9 月，支出同比增长 5.4%，提高 1.5 个百分点、继续修复。在政府债等支撑下，年内广义财政支出或维持较高增速。

重申观点：经济延续修复背景下，税收改善、政府债融资等，对 4 季度财政空间形成支持，广义财政支出增速或在 15%左右。其中，一般财政关注“六保”，并加快部分进度落后领域的支出；政府债以基建投资为主、兼顾棚改等非基建项目。

风险提示：宏观经济或监管政策出现超预期变化。

行业公司

【煤炭开采】煤企三季报业绩前瞻：动力煤价上涨带动业绩环比改善，看好煤炭股估值修复行情——行业深

度报告-20201022

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

煤价上涨带动业绩环比改善，看好煤炭股估值修复

2020 年三季度受产地及进口端政策收紧影响，煤炭供给持续偏紧，同时下游行业基本面向好。受益于三季度煤价整体环比改善，煤企在销售价格端相较于 2020 年上半年将会有良好表现，结合主要煤企在 2020 年上半年通过内部挖潜实现降本增效，凸显出业绩韧性，我们认为主要上市公司三季度业绩均将体现出环比改善趋势。相较于煤企向好的业绩，当前煤炭板块整体低估值特征仍然明显。部分煤企在稳健业绩基础上提高分红水平，凸显长期投资价值。年内山西、山东等地煤企国改力度加大，资产注入预期增强。同时部分煤焦企业向光伏、烯烃等产业转型升级，驱动中长期业绩增长。我们持续看好煤炭板块估值修复。高分红及高股息率受益标的：中国神华、陕西煤业、平煤股份、盘江股份；高弹性受益标的：兖州煤业、神火股份、淮北矿业；国企改革受益标的：潞安环能、西山煤电、山煤国际；煤焦产业链延伸布局烯烃标的：宝丰能源、金能科技；积极推动债务重组标的：*ST 永泰。

煤炭供给：产地供给收紧，进口限制严格

煤炭产量：全国产地供给整体偏紧，内蒙限产减量明显。2020 年前三季度全国累计原煤产量为 27.9 亿吨，同比下降 0.1%。紧供给主要源于内蒙产地因煤管票等政策性限产。煤炭进口：政策限制严格，前三季度进口量大幅下滑。截至 2020 年 9 月，全国煤炭进口量累计值为 2.39 亿吨，同比下降 4.45%。焦炭产量：全国产量同比下滑，山东去产能减产明显。2020 年前三季度全国焦炭累计产量为 3.5 亿吨，同比下降 0.9%。其中 2020 年 1-8 月山东省累计同比降幅达 32.5%。

煤炭价格：动力煤环比大幅上涨，煤焦价差明显扩大

动力煤环比大涨，同比小幅下滑。秦港动力煤三季度单季均价同比下降 2.6%，环比上涨 10.9%。晋陕蒙产地价格环比分别上涨 6.5%、3.1%、12.3%。炼焦煤同比、环比均下滑。京唐港主焦煤价格同比-16.1%，环比-3.3%。产地平均价格同比-18.1%，环比-3.1%。焦炭价格环比上涨，煤焦价差显著扩大。三季度焦企启动数轮焦价提涨，焦炭单季价格同比下降 2.6%，环比上涨 6.4%，煤焦价差扩大。

风险提示：经济增速下行风险，供需错配风险，可再生能源加速替代风险

【食品饮料: 洋河股份(002304.SZ)】三季度收入如期提速，经营拐点渐行渐近——公司信息更新报告-20201022

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

1、公司改革持续推进，收入改善弹性大，维持“增持”评级

公司 1-9 月份实现收入 189.1 亿元，同比下滑 10.3%，归母净利 71.9 亿元，同比增长 0.5%；其中 2020Q3 收入 54.8 亿元，同比增长 7.6%，归母净利 17.6 亿元，同比增长 14.1%，扣非后归母净利 13.7 亿元，同比增长 2.2%。随着 M6+站位成功及渠道利益理顺，公司品牌力和发展赛道将再上新台阶。同时内部激励有望落地，保障未来进一步增长。维持盈利预测，预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 5.11 元、5.76 元、6.62 元，同比分别增长 4%、13%、15%，当前股价对应 PE 分别为 33、29、25 倍，维持“增持”评级。

2、基本度过调整阵痛期，三季度收入如期提速

2020 年上半年公司持续控制回款和发货节奏，2020 年三季度渠道库存低位，叠加中秋需求恢复，省外 M6+铺市等原因，三季度实现了调整以来首次正增长。三季度末公司合同负债余额为 38.7 亿元，环比下降 0.8 亿元，原因是公司三季度未要求渠道硬性回款压货，渠道目前压力小、弹性大。单三季度公司销售商品收到的现金 57 亿元，与收入确认规模基本吻合。

3、Q3 投资收益增加较多，对净利率提升贡献较大

公司 2020Q3 毛利率为 73.16%，同比小幅下降 0.78pct，分析原因是新品推广期货折增加。销售费用率、管理费用比率、营业税金比率、财务费用比率同比变化不大，属于经营期间正常波动。研发费用 2.55%，较同期增加 2.4pct，系本年度新增研发项目投入增加所致。2020Q3 公司实现公允价值变动净收益 3.26 亿元，同比增加 2.38 亿元，对净利率提升贡献较大，净利率 32.54%，同比提升 1.96pct。

4、经营底部确立，展望 2021 年各产品系列将逐步步入正常轨道

目前海之蓝、天之蓝库存低位，价格有序回升，2021 年将进入恢复增长期；M6+注入了公司多方面核心资源，操作思路正确，目前市场反馈良好，2021 年将进入快速发展期；M3+预计年内上市，将基本按照 M6+的操作思路执行，成功概率较大，预计 2021 年应可看到效果。

风险提示：宏观经济波动导致需求下滑，公司全国化进展不及预期等。

【计算机：明源云(00909.HK)】地产 SaaS 龙头 C 位出道——港股公司首次覆盖报告-20201022

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

中国房地产开发商第一大软件解决方案提供商，首次覆盖给予“增持”评级

明源云在中国房地产开发商软件解决方案市场中占有 24.6%的市场份额，在为中国房地产开发商提供服务的所有垂直型软件解决方案市场中占 60%的市场份额。2019 年服务近 3000 家房地产开发商，包括 99 家百强地产开发商。公司财务指标靓丽，业务高速成长，近 3 年公司营收复合增长率 47.5%，净利润复合增长率 72%。同时，随着 SaaS 业务经营效率的提升，公司净利率水平有望进一步提升。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 3.30、5.15、8.56 亿元，EPS 为 0.2、0.3、0.5 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 161、103、62 倍，公司 PE 低于行业可比公司平均水平，PS 估值均高于行业可比公司平均水平，考虑公司在地产信息化领域的稀缺性，首次覆盖给予“增持”评级。

房地产行业进入精细化发展阶段，亟需数字化转型

伴随国内市场竞争日益激烈，只有降低经营成本、提升管理效率及透明度及更好地管理客户关系才能实现可持续和可盈利增长。而中国房地产产业链软件解决方案市场渗透率 2019 年仅为 0.10%，远低于美国市场的 1.55%，中国房地产行业正步入数字化转型的关键阶段，房地产开发商软件解决方案预计在 2024 年将达到 253 亿元，2019 年至 2024 年的复合年增长率预计为 31%。

SaaS 业务是公司未来发展的强驱动力

SaaS 业务近 3 年复合增长率为 68.5%，2019 年在总收入中占比超过 40%，未来有望继续保持高速增长。主要逻辑在于：一是渗透率提升。疫情的爆发加速了房地产数字化的步伐，多样化产品的交叉销售也有望 SaaS 产品在 ERP 大客户中的渗透。二是客单价提升。创新业务模块不断推出，有望促进客单价的提升；三是公司已经推出云采购和云空间两款 SaaS 产品切入房地产产业链上下游，未来有望推出更多创新 SaaS 产品，进一步拓展市场空间。

风险提示：疫情影响公司全年业绩；公司 SaaS 业务持续亏损风险。

【通信：中国联通(600050.SH)】Q3 业绩实现两位数增长，5G 的 N 次方联通未来——公司信息更新报告-20201022

赵良毕（分析师）证书编号：S0790520030005

2020 年三季度业绩维持增长，数字化转型效果显现，维持“增持”评级

公司公告 2020 年三季度业绩报告，2020 年前三季度共实现营业收入 2253.55 亿元（YOY+3.79%），归母净利润 47.84 亿元（YOY+10.84%），扣非后归母净利润 49.48 亿元（YOY+24.70%），扭转 2019 年业绩下降局面，重回稳定增长趋势。公司在面对市场饱和、竞争趋于激烈等挑战下，加快推进数字化转型，创新通信供给等举措，成果

渐显。在全面推进数字化转型下，公司加快线上线下一体化运营，严控用户发展成本。在 5G 建设坚持适度超前节奏的背景下，我们看好公司携手中国电信共建共享 5G 基站，推进混合所有制改革，全年业绩可期。我们维持预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润为 59.88/72.98/91.23 亿元，同比增长 20.2%/21.9%/25.0%，EPS 为 0.19/0.24/0.29 元，当前股价对应 PE 分别为 26.4/21.6/17.3，存在一定市场低估，维持“增持”评级。

推动 5G+垂直行业应用融合发展，三大板块业务协同助力业绩可持续增长

在 2020 世界 VR 产业等大会上，公司展现最新 5G 技术与应用；发布全球首套矿用高可靠 5G 专网系统，5G+行业应用取得多项成果。分业务板块看，1）移动业务 ARPU 持续增长：Q3 增长 2.6%，达 41.6 元，移动主营业务收入 1165.39 亿元，单季度同比上升 2.5%；2）固网宽带用户数上升：Q3 固网宽带用户净增 308 万户，达 8656 万户，板块收入达 320.96 亿元（YOY+3.7%），基于公司宽带速率高、内容丰富等综合优势，加快智慧家庭系列产品推广；3）创新业务发展迅速：公司紧握智能城市等关键领域，加快 5G+垂直行业融合发展，产业互联网业务 Q3 收入 326.56 亿元（YOY+34.4%），表现亮眼。随着公司持续推进激励机制改革，全面深化聚焦创新合作战略，纵深推进混合所有制改革，公司业绩高增长可期。

催化剂：5G+应用取得发展成果；数字化转型效果显现。

风险提示：5G+应用推广不及预期；竞争加剧致盈利不及预期。

【煤炭开采：平煤股份(601666.SH)】业绩保持稳健增长，降本增效拓宽盈利空间——公司三季报点评报告-20201022

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

事件：10 月 21 日晚平煤股份发布 2020 年三季报，2020 年前三季度公司实现总营收 168 亿元，同比下降 5.8%；实现归母净利润 3.4 亿元，同比增长 15.1%。

业绩保持稳健增长，降本增效拓宽盈利空间。维持“买入”评级

公司 2020 年前三季度业绩延续了上半年的稳健增长趋势，同比实现 15.1%的大幅增长，主要得益于公司降本增效持续发力，前三季度煤炭销售成本同比下降 9.1%，远超煤炭收入 2.1%降幅，毛利率同比增加 5.6pct 至 26.6%，主业盈利性持续增强。三季报数据进一步验证了公司内部挖潜、压减成本所带来的经营效益的提升，业绩稳定性预期增强。未来公司持续深化“精煤战略”，精煤比例有望进一步提升，结合澳煤进口限制所带来的炼焦煤价格补涨预期，我们认为公司业绩有望持续改善。维持公司盈利预测，预计 2020/2021/2022 年归母净利润 13.5/14.6/15 亿元，同比变化 16.7%/8.4%/2.9%，EPS 为 0.58/0.63/0.65 元；当前股价对应 PE 为 9.6x/8.8x/8.6x。维持“买入”评级。

前三季度销量稳定，成本下降带动吨煤毛利明显提升

煤炭产量大增，销量保持稳定。2020 年前三季度公司分别实现煤炭产销量 2288/2126 万吨（同比+7.9%/-1.9%），自产煤销量 1893 万吨（同比-1.9%）。“精煤战略”优化产品结构，稳定售价。前三季度吨煤价格 746 元/吨，同比-0.3%，相较于河南产地价格 8.3%降幅，凸显价格稳定性。吨煤成本降幅明显，吨煤毛利大幅提升。前三季度实现吨煤成本 547 元/吨，同比-7.4%，主要得益于煤矿智能化水平提升和减员增效。吨煤毛利 199 元/吨，同比大增 26.4%，盈利性显著提升。

精煤战略&降本增效持续发力，或将受益澳煤进口禁令

公司未来业绩潜力主要关注三个方面：1）“精煤战略”，未来将进一步通过技改等手段提升洗选率至 50%以上，提高精煤产出与产品效益；2）降本增效，积极推进煤矿智能化建设，每年均投入资金升级设备，提高单采面开采效率，未来全部 14 个矿井均将完成智能化覆盖；减员增效方面，预计可在 2020 年内完成 1 万人的减员目标，四季度将进一步加快进度。3）澳煤进口禁令，优质炼焦煤供给进一步收紧，炼焦煤价格低位补涨预期增强，利好国内焦煤龙头。

风险提示：下游需求恢复不及预期；煤炭市场价下降超预期。

【新能源与电气设备：中材科技(002080.SZ)】Q3 归母净利润同比+70.4%，三大主业全面向好——公司信息更新报告-20201022

刘强（分析师）证书编号：S0790520010001 | 熊镐（联系人）证书编号：S0790120090002

公司 2020Q3 归母净利润同比+70.4%，三大主业均向好，维持“买入”评级

公司公布 2020 年三季报，2020 Q3 实现归母净利润 6.25 亿元，同比+70.4%；2020 年 Q1-Q3 归母净利润合计 15.48 亿元，同比+51.96%。Q3 研发费用 2.62 亿元，同比+252%、环比+30%，我们预计主要由叶片、隔膜业务所产生（预计大量新产品研发）。三大主业全面向好，我们上调 2020-2022 年归母净利润至 21.88（+0.86）/25.11（+0.53）/27.43（+0.40）亿元，分别同比增长 58.6%/14.8%/9.2%，EPS 分别为 1.30/1.50/1.63,当前股价对应 2020 年 P/E 仅 16.5X，维持“买入”评级。

叶片：预计风电抢装潮延续至 Q4，政策向好推动估值重塑

Q3 风电装机旺盛，供需关系紧张延续。我们预计公司 Q3 叶片销量约 2.8GW-2.9GW，毛利率约 24%-25%（与 Q2 基本持平），净利润约 2.8 亿元。我们预计公司或将主动优化客户结构，优先保证中长期订单供应，进而维持 2021 年叶片经营稳定。此外，我们预计十四五期间风电政策明显向好，板块或将迎来价值重估。

玻纤：预计 Q3 销量超 30 万吨，9 月起多品类涨价贡献业绩弹性

①销量：我们预计 Q3 玻纤销量超 30 万吨，创历史季度峰值；②价格：9 月起公司多品种已相继提价，全面涨价潮或将启动，预计玻纤价格涨势有望延续至 2021 年；③成本：公司 F07/F08 产线分别于 5 月和 7 月投产，冷修技改基本完成。

隔膜：预计 Q3 隔膜销量 1.4-1.5 亿平米，“7μm+海外业务”增厚利润

我们预计 Q3 隔膜销量约 1.4-1.5 亿平米，单价较高的 7μm 隔膜和海外业务（以 LG 化学为主）有望贡献业绩弹性。过去隔膜业务盈利不佳，除了产能爬坡阶段产能利用率低、良品率低，还与客户结构以 CATL 为主有关（CATL 对隔膜一致性要求较低，唯有单线产能更高的恩捷方能实现超额利润），而海外电池厂对产品一致性要求较高，产线运行过程中幅宽、车速均较低，相较于湖南中锂与中材锂膜，恩捷的高单线产能优势无法充分发挥。2020H1 隔膜海外营收占比 15%，长期看好客户结构优化对盈利能力的贡献。

风险提示：叶片原材料价格上涨，玻纤价格持续走低、隔膜价格持续走低。

【商贸零售：爱婴室(603214.SH)】疫情影响持续超出预期，刚性费用拖累三季度业绩——公司信息更新报告-20201022

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 符超然（联系人）证书编号：S0790120080062

公司发布三季报：2020 年前三季度实现营收 16.10 亿元(-7.54%)，归母净利润 0.64 亿元(-26.53%)，扣非后为 0.39 亿元(-46.40%)。我们认为，2020 年公司经营受疫情影响较大，恢复速度慢于预期。但长期看公司专业连锁店模式对母婴消费上下游仍具备重要渠道价值，未来围绕“品牌+全渠道”布局、整合供应链，竞争力依然突出。考虑疫情持续影响我们下调盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 1.32(-0.34)/2.00 (-0.12)/2.58(-0.12)亿元，对应 EPS 为 0.92（-0.23）/1.40（-0.08）/1.81（-0.08）元，当前股价对应 PE 为 37/24/19 倍，维持“买入”评级。

前三季度疫情持续影响线下门店销售，销售管理刚性费用拖累业绩

2020 年前三季度，疫情对公司线下实体门店客流和经营造成较大影响，持续情况超出预期。分渠道看，门店销售收入 14.02 亿元(-9.29%)；电商收入 0.79 亿元(+63.17%)。分产品看，母婴消费需求相对刚性的奶粉/食品/用品类分别实现营收 7.96/1.31/3.60 亿元，表现相对稳健；但可选消费属性较强的棉纺、玩具、车床等品类则下滑明显。盈

利能力方面，受益于商品结构持续优化，核心品类奶粉(+0.77pct)/用品类(+3.16pct)推动公司整体毛利率提升至30.66%(+1.11pct)。但另一方面，经营费用并未随收入下滑而同步减少，2020 年前三季度租金、折旧、人工等刚性支出及股权激励费用计提导致公司销售费用率上升至 22.46%(+2.47pct)、管理费用率上升至 3.93%(+0.68pct)，拖累公司净利率下滑至 4.18%(-1.23pct)。

“品牌+全渠道”多维加码布局，提升长期核心竞争力

公司围绕“品牌+全渠道”发展方向多维加码布局。品牌方面：持续推进商品结构优化、引进中高端国产奶粉品牌，提升毛利率。渠道方面：受疫情影响，公司主动优化门店布局，2020 年前三季度累计开店 17 家、闭店 32 家，目前门店总数为 282 家，另有已签约待开业门店 15 家。此外，公司继续积极探索新媒体营销方式，借助母婴 KOL 和直播社交平台精准触达更多母婴消费群体，线上渠道建设不断完善。未来，全渠道营销系统建设完善有望显著提升公司核心竞争力。

风险提示：疫情波动影响门店客流量、新开门店经营情况不及预期等。

【非银金融：东方财富(300059.SZ)】两融市占率增幅超预期，可转债发行打破资金瓶颈——东方财富 2020 年 3 季报点评-20201021

高超（分析师）证书编号：S0790520050001

3 季度业绩增速超预期，维持“买入”评级

2020 年前三季度公司营业总收入/归母净利润分别为 59.46/33.98 亿，同比+92.0%/+143.7%，2020Q3 净利润 15.89 亿，环比+70%，超出市场预期。受益于市场交易活跃度抬升以及全市场基金销售规模大幅上涨，公司业绩大幅增长，经纪、两融和基金销售市占率提升明显。维持预计公司 2020-2022 年归母净利润 45.1/66.4/83.9 亿元，2020-2022 年 EPS 0.52/0.77/0.97 元。公司在互联网证券、理财领域优势明显，拟发行可转债募资 158 亿打破资金瓶颈，在居民资产不断入市及注册制背景下，各项业务有望持续上行，当前股价对应 2020P/E 50.3 倍，维持“买入”评级。

基金收入实现翻倍式增长，两融市占率增幅超预期

1）2020Q3 末全市场非货币基金（扣除场内）保有量约 9.6 万亿，同比+83%，较年初+62%，环比+23%，基金市场增幅扩大下，公司 3 季度基金销售收入 9.7 亿，环比+70%，2020 年前三季度基金代销收入同比+135%。2）公司佣金及手续费收入同比+74%，在佣金率同比下降 9%的假设下，我们估算公司 Q3 股票成交额市占率为 3.55%，较 2020H1+0.14pct。9 月末公司两融余额达 297 亿，较年初+86%，环比+51%，市占率达 2.14%，较年初+0.55pct，较 2020H1 末+0.40pct，超出我们预期。未来随着公司在直播、基金投顾方面不断发力，市占率有望持续高增。

拟发行可转债募资 158 亿，两融业务有望进一步提升

公司拟发行可转债募资 158 亿元，其中 140 亿用于扩大两融业务规模，18 亿用于证券投资业务，转股期为本次可转债发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至本次可转债到期日止。根据中证协数据，2019 年公司两融业务收入行业 20 名,2019 年末净资本 132 亿元，2019 年末行业排名 18-22 的剩余四家券商平均净资本为 259 亿元，公司净资本相对较低，将一定程度限制两融业务的进一步发展。注册制背景下全市场两融规模不断上行，未来业务发展空间广阔，募资后公司将打破资金限制，两融业务规模和市占率有望得到进一步提升。

风险提示：股市波动造成市场假设未达成；可转债发行不及预期。

【轻工制造：志邦家居(603801.SH)】2020Q3 业绩超出市场预期，增长红利仍将持续释放——公司信息更新报告-20201021

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

2020Q3 业绩超出市场预期，看好衣柜+大宗双轮驱动，维持“买入”评级

2020 年前三季度收入 23.7 亿元，同比增长 21.2%，归母净利润 1.98 亿元，同比下降 15.1%，扣非净利润 1.86 亿元，同比下降 8.5%。2020Q3 收入 11.48 亿元，同比增长 41.9%，归母净利润 1.47 亿元，同比增长 19.8%，扣非净利润 1.43 亿元，同比增长 37.4%。由于非经常性损益减少和收入超预期，调整盈利预测，2020-2022 年归母净利润为 3.32/4.46/5.20 亿元(原为 3.48/4.12/4.81 亿元),对应 EPS 为 1.49/2.00/2.33 元,当前股价对应 PE 为 20.8/15.4/13.2 倍，维持“买入”评级。

零售端：衣柜品类拓展红利仍在持续，疫情中探索线上渠道，积极赋能终端

1)我们预计衣柜零售仍是公司业绩超预期的主要贡献来源之一。相较橱柜,公司衣柜仍有较大的下沉空间(2019 年厨柜、衣柜一二级城市收入占比分别为 19%、30%)。因此，全年高于行业均值的净开店计划有望继续带动衣柜零售高速增长。

2 ）公司积极进行线上渠道探索，有效降低了疫情带来的负面影响。公司与腾讯、百度等头部流量平台以及圈层 KOL 合作，通过“U 客”平台软件实现数字化运营，实现线上客户精准导入，并独创“全民经纪人”营销模式快速抢占市场。

3 ）2020 年 2 月-4 月公司给予终端提货价格 10%下浮的优惠。并且疫情间通过承担线上直播费用、总部管理人员积极下基层、数字化升级等形式积极赋能终端。

工程端：前瞻性的战略调整迎来收获期，扩品类带来的弹性仍有待释放

我们预计工程渠道是公司业绩超预期另一主要贡献来源。2017-2018 年，公司前瞻性得对大宗客户结构进行优化。2020 年，公司工程渠道度过调整阵痛期，重回高速和高质量发展阶段。经过优化，公司大宗客户主要以绿地、中南、龙湖等现金流较好的头部地产商为主，回款风险较小的同时工程业务毛利率也领先行业。因此，我们认为相对于竞争对手，公司面对近期地产政策调整时所受的影响相对较小。此外，公司工程渠道采用阿米巴模式，成本管控能力具备优势；工程渠道中衣柜和木门品类的收入占比还很低，未来仍有较大的业绩弹性释放空间。

风险提示：疫情影响加剧，需求回暖不及预期；品类拓展不及预期。

【纺织服装：李宁(02331.HK)】三季度经营情况符合预期，电商渠道高增长——港股公司信息更新报告-20201021

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

三季度经营情况符合预期，全渠道流水增速转正，维持“买入”评级

公司公布 2020Q3 经营数据，李宁品牌全渠道流水增速转正（不含李宁 YOUNG），体现出良好的疫后复苏能力。长期来看，公司围绕商品/渠道/供应链全方位的零售转型有利于构筑长期的业务竞争力，进一步提升收入及盈利能力。短期来看，随着疫情持续缓解，预计 2020 年下半年公司流水将实现双位数增长，加价倍率仍有提升空间，毛利率有望维持平稳，控费仍将持续，预计全年净利润率提升至 10.5%左右。维持盈利预测不变，我们预计 2020-2022 年归母净利润分别为 15.26/20.46/25.67 亿元，对应 EPS 为 0.6/0.8/1.0 元，当前股价对应 PE60/45/36 倍，公司业绩增长弹性较大，作为龙头有望享受估值溢价，维持“买入”评级。

全渠道流水恢复增长，电商渠道实现 40%-50%低段增长，经营情况持续改善

流水方面，2020Q3 李宁品牌全渠道流水增速转正（不含李宁 YOUNG），实现中单位数增长，体现出良好的疫后复苏能力，其中电商渠道流水进一步提升，录得 40%-50%低段增长；同店销售方面，2020Q3 李宁同店销售录得低单位数增长，相较二季度显著改善，其中电商渠道实现 30%-40%高段增长，持续高速增长。门店数量方面，截至 2020Q3 李宁门店共计 6,052 家（不含李宁 YOUNG），环比 2020 年二季度净增加 79 家；李宁 YOUNG 门店共计 1,010 家，环比二季度增加 42 家。我们预计 2020 下半年整体李宁有望净增 150-170 家门店，包含 60-80 家中国李宁。

盈利能力改善，加价倍率仍有提升空间，内部推行长期举措构筑业务竞争力

1）折扣率与加价倍率：随着疫情的稳定，公司折扣率逐步回收，2020 年下半年整体折扣率有望环比收窄 3-4pct。2020H1 产品吊牌价受品牌力提升、产品结构改善驱动，实现约 10%-20%低段增长。预计未来供应链优化、发布高科技功能性产品将为公司带来更大提价动力。2）内部经营改善：前任优衣库高管钱总加入公司后，将自营与批发渠道分开管理，并推行了多方面长期举措，例如转变店长职能、加强培训、建立高效单店运营模式、减少低效无效 SKU 及打造爆款、常青款单品。

风险提示：疫情二次爆发影响销售；提价、零售转型等战略未达预期。

【中小盘：佩蒂股份(300673.SZ)】业绩符合预期，看好国内业务加速扩张——中小盘信息更新-20201021

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 孙金钜（分析师）证书编号：S0790519110002| 丁旺（联系人）证书编号：S0790120040007

单三季度归母净利润同比增长 385.43%，业绩符合预期

佩蒂股份正式披露 2020 年三季报，公司 2020 年前三季度实现营业收入 9.72 亿元，同比增长 38.97%；实现归母净利润 8299.57 万元，同比增长 166.76%。其中 2020 年第三季度实现归母净利润 3971.53 万元，同比增长 385.43%，业绩符合预期。佩蒂股份作为功能性宠物食品龙头，海外市场业绩持续增长，国内宠物食品业务加速拓展，同时盈利能力持续提升。我们维持公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.25/1.76/2.40 亿元，对应 EPS 为 0.74/1.04/1.41 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 56/40/29 倍，维持“买入”评级。

公司盈利能力持续提升，且未来有望进一步改善

公司三季报显示，2020Q3 销售毛利率为 30.01%，同比 2019Q3 的 21.96%以及环比 2020Q1/2020Q2 的 20.24%/29.01%均出现大幅改善，主要原因有：（1）占原材料成本约 25%的鸡肉价格下行；（2）产能转移，中美贸易摩擦对公司的边际影响减小；（3）产品结构改善，毛利率更高的植物咬胶等产品占比提升。2020Q3 公司净利率为 10.23%，同比 2019Q3 的 3.14%以及环比 2020Q1/2020Q2 的 5.27%/9.48%同样显著提升。展望未来，随着鸡肉价格的趋势性下跌（2020Q3 白羽鸡市场均价环比 Q2 下降 10.9%且 10 月以来仍然处于下行通道）以及国内业务规模效应的逐渐显现，预计公司盈利能力将进一步提高。

国外市场宠物食品需求刚性，期待产能落地推动国内业务加速扩张

在美国等市场，宠物食品是刚需，疫情期间美国等海外市场宠物食品需求仍然保持较快增长，中长期仍将构成佩蒂盈利的基本盘。2020H1 公司国外市场收入同比增长 41.91%，我们测算 2020Q3 仍实现了 30%以上的增长。长期看，国内宠物市场规模增长空间广阔，且竞争格局远未稳定。公司凭借强大的产品研发和供应链优势，在国内宠物市场快速崛起，2020H1 公司国内营收同比增长 67.84%，近五年复合增速达 92.5%。目前公司海外在建项目进展顺利，四季度有望陆续开展试生产。主粮产能的释放将进一步提高公司竞争力，推动国内业务加速扩张。

风险提示：海外产能扩张低于预期；自主品牌建设不及预期；汇率大幅波动等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn