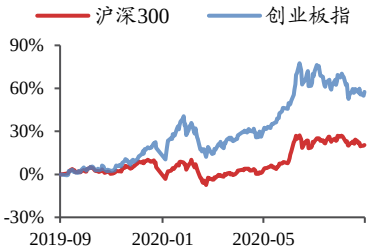
2020 年 09 月 30 日

开源晨会 0930

——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(%)
国防军工	4.21
农林牧渔	2.2
电气设备	1.46
计算机	1.46
家用电器	1.35

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
银行	-1.23
采掘	-0.57
纺织服装	-0.38
商业贸易	-0.29
非银金融	-0.25

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

行业公司

【通信】虚拟电厂“十四五”提速，资源聚合商将优先受益——行业点评报告-20200929

虚拟电厂指通过先进信息通信技术和软件系统，实现分布式电源、储能系统、可控负荷、电动汽车等 DER 的聚合和协调优化。虚拟电厂的基础资源包括可调负荷、分布式电源及储能，其中可调负荷电源应用于工业、建筑及交通等重点领域，根据中电国际政策研究室预测数据显示，我国目前可调负荷资源经济开发量保守在 5000 万千瓦以上，5G 通信及物联网技术的快速发展使得负荷的互联感知和可测可控成为现实；分布式电源主要为满足升效降本，提升可靠性的需求，据全国能源信息平台初步统计，我国目前分布式电源装机约为 6000 万千瓦；储能设备可以提升能源分配效率，使得电能可以较大规模存储，可供分时供应及调配。

【通信】北斗导航跻身头部序列，产业链自主可控空间广阔——行业深度报告-20200929

卫星导航产业链上游包括芯片、天线、板卡等，中游包括终端集成、系统集成，下游则为地图导航等运营服务。亚太地区将是未来十年全球市场增长的主要地区。欧洲与日本由于进入 GNSS 较早，在某些细分领域有较强技术优势，中国 GNSS 后起奋力直追，目前已占全球市场的 11%，北斗卫星导航系统有望提升中国 GNSS 全球市占率。我国 GNSS 终端设备载体对智能手机依赖程度较高，5G 生态下，汽车网联化正在加速落地，可穿戴设备及车载终端等多样化终端将为卫星导航终端设备开辟新的市场；另一方面随着北斗系统与 5G、AI 等新技术加速融合，“卫星导航+”智慧城市、智慧制造、智慧农业等新型行业应用，也将释放无限市场潜力。

【农林牧渔：科前生物(688526.SH)】无惧短期波动，非强免猪苗航母砥砺前行——公司首次覆盖报告-20200929

公司为我国非强免猪用疫苗龙头企业，2001 年成立以来凭借优势产品伪狂犬疫苗逐步建立起非强免疫苗产品矩阵。受益于行业景气度回升，公司未来三年业绩高增长确定性较强；长期来看，公司有望凭借其在非强免猪用疫苗领域积累的研发、工艺及渠道优势，加速进行品类扩张及并购整合，市占率提升逻辑可期。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 3.85/5.06/5.93 亿元，对应 EPS 为 0.83/1.09/1.28 元，当前股价对应 PE 为 39/30/25 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

【可选消费：志邦家居(603801.SH)】深耕厨柜二十余载，衣柜、工程渠道再领新征程——公司首次覆盖报告-20200929

公司深耕定制橱柜二十余载，并依托多年在厨柜领域积累的优势，全品类协同发展，开拓定制衣柜业务作为新的业绩增长点。同时公司积极把握渠道变革，未来有望借助工程渠道赛道红利实现弯道超车。预测公司 2020-2022 年 EPS 为 1.56/1.84/2.16 元，当前股价对应 PE22.9/19.4/16.6 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

研报摘要

行业公司

【通信】虚拟电厂“十四五”提速，资源聚合商将优先受益——行业点评报告-20200929

赵良毕（分析师）证书编号：S0790520030005

虚拟电厂可以降本增效，为电力行业未来主要发展方向，战略意义重大

虚拟电厂（VPP, Visual Power Plant）指通过先进信息通信技术和软件系统，实现分布式电源、储能系统、可控负荷、电动汽车等 DER 的聚合和协调优化。虚拟电厂的基础资源包括可调（可中断）负荷、分布式电源及储能，其中可调负荷电源应用于工业、建筑及交通等重点领域，根据中电国际政策研究室预测数据显示，我国目前可调负荷资源经济开发量保守在 5000 万千瓦以上，5G 通信及物联网技术的快速发展使得负荷的互联感知和可测可控成为现实；分布式电源主要为满足升效降本，提升可靠性的需求，据全国能源信息平台初步统计，我国目前分布式电源装机约为 6000 万千瓦；储能设备可以提升能源分配效率，使得电能可以较大规模存储，可供分时供应及调配。根据中关村储能产业技术联盟统计数据显示，截至 2019 年 12 月，全球已投运电化学储能累计装机为 809 万千瓦，我国化学储能规模达 171 万千瓦。三类资源在实践中大多数情况下会彼此相互关联，可以有效解决我国电力行业电力紧张、能耗偏高的现状。

“十四五”能源规划提升虚拟电厂地位，市场规模有望提升

虚拟电厂主要于 21 世纪初期于德国、英国、西班牙、法国、丹麦等欧洲国家兴起，同期美国也推行与虚拟电厂意义类似的“电力需求响应（DR，Demand Response），发展至今，虚拟电厂在发达国家已较为成熟，根据 P&S 市场研究报告显示，全球虚拟电厂市场规模将从 2016 年 13 亿元增长至 2023 年的 80 亿元。目前我国对于虚拟电厂的建造形式为对于美国及欧洲先进经验兼容并包，同时发展虚拟电厂及电力需求响应，有望提升虚拟电厂市场规模。事实上，我国国内在“十三五 ”期间，江苏、上海、河北、广东等地也相继开展电力需求响应和虚拟电厂试点，2020 年是“十四五”能源规划编制之年，大力发展虚拟电厂成为推动能源革命的重要战略之一，市场地位的提升有望进一步提升市场规模。

我国目前正处于邀约型向市场型转型阶段，资源聚合商有望优先受益

虚拟电厂自身的发展空间随基础资源的快速发展而发展，按照国家电投中电国际政研室分类，其发展阶段主要可以按外部环境分为邀约型、市场型及虚拟电厂三个阶段。在邀约型阶段中，市场参与度较低，主要由政府机构或国家机关参与进行激励与拉动，是我国目前主要所处位置；市场型阶段中，资源聚合商为主体，以类似于实体电厂的模式，分别参与这些市场获得收益，增强虚拟电厂的统一协调控制能力。随着我国逐步向市场型转型过程逐步深化，资源聚合商重要性进一步加深，数据集采、存储管理及处理、云平台及大数据价值转化相关领域早先布局者将优先受益，受益标的：恒实科技（300513）。

风险提示：市场发展不及预期风险、国际宏观形势不可控风险

【通信】北斗导航跻身头部序列，产业链自主可控空间广阔——行业深度报告-20200929

赵良毕（分析师）证书编号：S0790520030005

北斗三号全球导航系统启动，全产业链 100%自主可控，全球竞争力加速提升

作为我国自主建设、独立运行的全球卫星导航系统，北斗三号已开通运营，可为全球用户提供导航和授时服务，战略意义重大。卫星导航产业链涉及领域较多，其中上游包括芯片、天线、板卡等基础器件、基础软件、基础数据采集，中游包括终端集成、系统集成，下游则为地图导航等运营服务。

基础器件方面，北斗三号的芯片已实现了 100%国产化率，国产芯片进入 28nm 新时代，22nm 双频定位芯片已

具备市场化应用条件，即将进入量产；天线技术水平基本与国际领先水平相当，并已出口至 100 余个国家和地区广泛应用；OEM 板卡已打破技术垄断，性能接近国外主流水平。

北斗应用产业的发展将首先带动基础产业的发展，然后产业链价值向下游转移，下游再反哺上游基础器件产业腾飞。

全球市占率提升有望，GNSS 终端

多样与“卫星导航+”释放更大想象空间

根据中国信通院数据，亚太地区将是未来十年全球市场增长的主要地区。欧洲与日本由于进入 GNSS 较早，其 GNSS 产业在某些细分领域有较强技术优势，中国 GNSS 后起奋力直追，产业发展迅速，目前已占全球市场的 11%。北斗卫星导航系统及其兼容产品对国内卫星导航应用市场的重要领域普及率达到 80%以上，提升中国在全球市场的国际竞争力，有望提升中国 GNSS 全球市占率。

我国 GNSS 终端设备载体对智能手机依赖程度较高，2016 年之前，智能手机在 GNSS 终端产品销量占比达到 90%以上，由于 GNSS 终端设备载体的多样化手机终端占比已降至 81%，其他 GNSS 终端渗透率提升空间明显。5G 生态下，汽车网联化正在加速落地，可穿戴设备及车载终端等多样化终端为卫星导航终端设备开辟新的市场；另一方面随着北斗系统与 5G、AI 等新技术加速融合，“卫星导航+”智慧城市、智慧制造、智慧农业等新型行业应用，也将释放无限市场潜力。

5G+助力卫星导航产业向民用更快发展，产业链多端布局公司将充分受益

随着 5G+物联网的快速发展以及北斗三号系统“三步走”战略的全部实现，为我国卫星导航与位置服务产业的发展提供有力支撑，北斗系统已在交通运输、公共安全、气象预报、救灾减灾等领域产生显著的经济和社会效益。卫星导航产业链内大部分公司采取垂直一体化方式扩大公司业务范围，主要系产业链环节之间联系紧密，具备上游技术优势公司能够确保中下游产品性能和成本控制能力，在未来市场竞争中，具备完整产品链、前端技术优势、和品牌效应的公司将具备相对发展优势，业绩高增长可期。受益标的：北斗星通（002151.SZ）、华测导航（300627.SZ）、四维图新（002405.SZ）、海格通信（002465.SZ）、合众思壮（002383.SZ）。

催化剂：北斗导航国家政策推动、海外订单释放

风险提示：国家卫星建设投资不及预期；行业竞争加剧风险。

【农林牧渔：科前生物(688526.SH)】无惧短期波动，非强免猪苗航母砥砺前行——公司首次覆盖报告-20200929

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 陈昕晖（联系人）证书编号：S0790120090006

非强免猪用疫苗龙头，2020H1 业绩企稳回升，首次覆盖，给予“买入”评级

公司为我国非强免猪用疫苗龙头企业，2001 年成立以来凭借优势产品伪狂犬疫苗逐步建立起非强免疫苗产品矩阵。受益于行业景气度回升，公司未来三年业绩高增长确定性较强；长期来看，公司有望凭借其在非强免猪用疫苗领域积累的研发、工艺及渠道优势，加速进行品类扩张及并购整合，市占率提升逻辑可期。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 3.85/5.06/5.93 亿元，对应 EPS 为 0.83/1.09/1.28 元，当前股价对应 PE 为 39/30/25 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

伪狂犬疫苗龙头地位稳固，非强免猪苗矩阵不断扩充

公司过往凭借华中农大研发平台及销售团队优势奠定伪狂犬疫苗领域龙头地位，同时当前在研项目丰富，包括猪瘟/猪伪狂犬病二联活疫苗、蓝耳/猪伪狂犬病二联耐热保护剂活疫苗、圆环/支原体肺炎二联灭活疫苗、猪传染性胃肠炎/猪流行性腹泻/猪δ冠状病毒三联灭活疫苗等重磅单品，竞争优势有望持续。

募投项目有望解决公司产能紧缺，提升研发生产及营销优势

公司当前产能瓶颈已现，本次发行募资净额共 11.42 亿元，拟投入产能建设、生产线改造、研发及营销网络升级等项目，将有效解决现有畜禽疫苗产能不足问题，提升研发、工艺及营销服务能力。

无惧短期波动，非强免猪苗航母砥砺前行

短期来看随着行业景气见底回升，公司猪用疫苗销量有望快速恢复；长期来看，我国动物疫苗行业空间仍有数倍扩容空间，公司有望凭借其在非强免猪用疫苗领域积累的研发、工艺及渠道优势，加速进行品类扩张及并购整合，公司市占率提升逻辑值得期待。

风险提示：生猪存栏恢复不及预期、行业竞争加剧、募投项目进展不及预期、新品上市进度不及预期。

【可选消费：志邦家居(603801.SH)】深耕厨柜二十余载，衣柜、工程渠道再领新征程——公司首次覆盖报告-20200929

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

公司品类拓展红利持续释放、工程渠道发力，首次覆盖给予“买入”评级

公司深耕定制橱柜二十余载，并依托多年在厨柜领域积累的优势，全品类协同发展，开拓定制衣柜业务作为新的业绩增长点。同时公司积极把握渠道变革，积极发展工程渠道，未来有望借助工程渠道赛道红利实现弯道超车。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 3.48/4.12/4.81 亿元，对应 EPS 分别为 1.56/1.84/2.16 元，当前股价对应 PE 为 22.9/19.4/16.6 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

流量入口分散化，渠道布局多元化，积极拥抱渠道变革者方能行稳致远

2017 年后，地产周期逐渐下行，家居行业传统线下零售渠道的流量红利日益消退。我们认为，未来仅依靠传统单一线下渠道红利发展的中小品牌经营压力将日益加大，而流量入口多元化的趋势将让具备多渠道能力的头部品牌优势凸显，也让部分以志邦家居为代表，能积极拥抱渠道变革的品牌，获得了弯道超车的机遇。

品类拓展红利持续释放：深耕橱柜增长稳定，衣柜快速放量，木门未来可期。

2019 年，公司厨柜/衣柜/木门业务收入分别为 21.17/7.34/0.28 亿元，收入占比分别为 71.5%/24.8%/0.9%。其中，橱柜业务在高基数的情况下增长仍较为稳定。公司衣柜业务起步较晚，仍处于业务爬坡放量阶段。并且随着衣柜业务规模的扩大，生产和采购端的规模效应显现带动毛利率提升的空间仍然较大。木门业务于 2018 年建立经销体系，仍处于孵化阶段，短期内有望通过工程渠道取得突破。

积极进行渠道延伸：工程渠道进入高速且高质量发展期，零售渠道持续扩张

2019 年，公司经销渠道收入占比达 66.6%，仍为主要收入来源，下沉渠道布局领先和积极赋能经销商成为发展亮点。公司工程渠道收入 6.4 亿元，同比增长 63%。公司工程渠道橱柜收入规模位居行业第二。同时，通过积极优化大宗客户结构，公司工程渠道毛利率提升至 42%，处于行业领先水平。直营渠道在立足合肥的基础上，2020 年计划进入广州市场，进而希望带动整个华南零售市场取得突破。

风险提示：商品住宅竣工数据不及预期风险；行业消费需求回暖不及预期风险；行业价格战加剧，导致公司盈利能力下降。

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