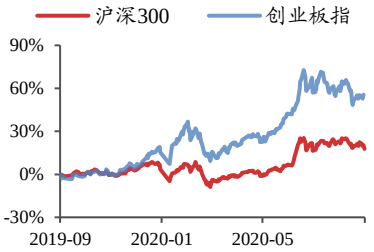
2020 年 09 月 25 日

开源晨会 0925

——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(%)
银行	-1.25
非银金融	-1.34
农林牧渔	-1.41
食品饮料	-1.6
交通运输	-1.73

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
电气设备	-4.44
有色金属	-3.77
国防军工	-3.31
汽车	-2.98
计算机	-2.79

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

【策略】顺周期的路，赚盈利的钱——投资策略点评-20200924

9 月 24 日当天，A 股调整背后仍是来自交易层面持续扰动：北上仍然有持续兑现浮盈的压力，过去 7 个月流动性的正向循环已被打破。近日资产价格调整中传递的信号仍是对流动性预期的转变，根据 2008-2009 年的经验指示：1、中国因为经济基本面领先于全球复苏，调整之后风险资产仍会获得更好的表现，流动性驱动减弱后，与经济相关资产会跑赢金融市场属性资产；2、外资仍会在未来因为中国经济的基本面而回流，但是回流后可能更多选择与经济更相关的板块，近期交易上已经在体现这一特征。当下的宏观状态我们认为仍然处在紧货币+宽信用组合中，而历史经验指示这一区间市场依然乐观，但盈利贡献将是 A 股最主要的驱动力。正视拐点，布局顺周期。

行业公司

【通信】中国 5G 用户世界第一，披荆斩棘引领全球——行业点评报告-20200924

根据最近运营商披露数据，截至 2020 年 8 月底，中国移动用户数量达 9.46 亿户，其中 5G 套餐用户 9815.7 万户。中国电信移动用户 3.48 亿户，其中 5G 套餐用户 5714 万户，2020 年累计净增 5253 万户。中国联通移动出账用户 3.09 亿户。有线宽带业务看，截至 2020 年 8 月底，中国移动有线宽带用户 8 月增 173.4 万户至 2.01 亿户，中国电信 8 月增长 71 万户至 1.5548 亿户，中国联通 8 月增 17.1 万户至 3.09 亿户。整体来看，截至 2020 年 8 月底，中国移动及中国电信 5G 套餐用户数量合计达 1.55 亿户，使得中国成为世界上 5G 用户数量最多的国家，5G 中国负重前行，引领全球 5G 发展。

【计算机】零信任：网络安全理念的重塑——行业深度报告-20200923

零信任作为 IT 无边界化趋势下一种新安全理念，已经成为全球网络安全的关键技术和大趋势。当前海外零信任市场已走向规模化落地，商业模式较为成熟，而国内零信任市场刚刚兴起，腾讯、阿里等互联网巨头及深信服、奇安信、绿盟科技等安全厂商均结合自身业务推出零信任产品和解决方案。长期来看，国内零信任市场规模有望达百亿。推荐在零信任领域有前瞻布局的深信服、奇安信、安恒信息、启明星辰，建议关注绿盟科技、南洋股份、美亚柏科、山石网科。

【纺织服装：开润股份(300577.SZ)】参股优衣库核心供应商，2B 业务剑指 A 股小申洲——公司信息更新报告-20200924

2020 年 9 月 23 日，公司拟通过全资子公司滁州米润科技有限公司、全资子公司宁波浦润参与投资设立的安徽泰合合伙企业分别收购上海嘉乐股份有限公司 28.70%、10.9%股权。交易完成后公司 2B 业务市场空间提升的同时，竞争力大幅提升，我们预计 2020-2022 年公司归母净利润为 2.0/3.3/4.4 亿元，对应 EPS 为 0.92/1.51/2.02 元，当前股价对应 PE 为 35/22/16 倍，维持“买入”评级。

研报摘要

总量研究

【策略】顺周期的路，赚盈利的钱——投资策略点评-20200924

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001 | 梅锴（联系人）证书编号：S0790120070044

A 股调整背后：来自交易层面持续扰动

伴随美股出现的明显回调，0924 当天 A 股出现明显调整，北上大幅流出。我们曾在此前报告中强调，北上仍然有持续兑现浮盈的压力，其主要原因是：2019 年至今无论是交易盘还是配置盘已有大量浮盈，同时美国实际利率已见底回升，而实际利率曾经是陆股通核心资产定价的重要逻辑。北上资金的行为会通过北上/公募共同重仓股影响公募基金业绩，从而进一步导致公募基金负债端的波动。我们在此前的系列报告中指出，过去 7 个月流动性的正向循环已被打破，居民赎回基金的潜在压力在加大，而我们的高频数据已经指示了这一状况可能已经发生。

来自资产价格的信号

从近日美股调整中传递的信号来看：美股下跌的同时，黄金、白银下跌，铜相对有韧性，美国交易的实际利率上行，其实背后就是流动性预期的转变，这符合我们在此前报告《流动性的变局与破局》中指出的，当下全球可能类似于 08 年底因为经济逐步企稳，带来的流动性边际收紧的预期，这种预期在两次美联储表态后显得更为明显。对于中国国内而言，无风险利率已经经历了较长时间的上行，其驱动力正是：经济复苏，资金脱虚入实。根据 2008-2009 年的经验指示：1、中国因为经济基本面领先于全球复苏，调整之后风险资产仍会获得更好的表现，流动性驱动减弱后，全球更与经济相关资产会跑赢金融市场属性资产；2、外资仍会在未来因为中国经济的基本面而回流，但是回流后可能更多选择与经济周期更相关的板块，近期交易上已经在体现这一特征。

正视拐点，布局顺周期

当下并非需要悲观，可以大胆去获取盈利增长的收益。当下万得全 A 静态风险溢价水平处于 2003 年以来的中位数水平，这意味着，当下估值水平不能说昂贵，如果用动态风险溢价测算会相对便宜。但要让风险偏好提升到历史较高水平同样不太现实。相反，此时如果实现盈利增长，收益依然可观。我们曾在《结构之光，宏微观预期的裂口》中测算出在当下宏观分析师对于经济判断假设为真下，微观行业分析师对于上市公司营收存在一定程度结构上的低估，这些都构成了结构性收益的来源，而这些行业集中于顺周期性板块中。当下的宏观状态我们认为仍然处在紧货币+宽信用组合中，而历史经验指示这一区间市场依然乐观，但盈利贡献将是 A 股最主要的驱动力。我们需要提醒投资者的是：一、该类盈利贡献不应该是疫情之中就看到并被估值充分定价的盈利增长，而应该是 6 月以来经济复苏过程中带来的边际盈利改善；二、8 月以来风格切换已经确立，即使投资者对信用扩张以及经济前景悲观，在该种假设下，历史规律指示市场必然会经历经济下行而货币政策不会立刻做出反应阶段，这对高估值板块将更为不利，也难改风格已经切换的事实。当下投资者对顺周期关注度较高，我们认为顺周期最重要的内涵是：在当下经济复苏过程中，盈利能够边际获得改善的行业。我们给出的推荐组合仍然是弹性组合与绝对收益组合，弹性在：化工、工程机械、建材，家电和汽车，绝对收益组合：银行、房地产、煤炭。

风险提示：测算误差；国内经济大幅下滑

行业公司

【通信】中国 5G 用户世界第一，披荆斩棘引领全球——行业点评报告-20200924

赵良毕（分析师）证书编号：S0790520030005

中国 5G 用户数超 1.5 亿达世界第一，5G 中国引领全球趋势延续

根据最近运营商披露数据，截至 2020 年 8 月底，中国移动用户数量达 9.46 亿户，其中 4G 用户约 7.67 亿户，较 7 月增长 334.2 万户，5G 套餐用户 9815.7 万户，较 7 月增加 1410 万户。中国电信移动用户 3.48 亿户，2020 年累计净增 1212 万户。其中 5G 套餐用户 5714 万户，2020 年累计净增 5253 万户。中国联通移动出账用户 3.09 亿户，其中 4G 用户达到 2.64 亿户，月增 158.1 万户。有线宽带业务看，截至 2020 年 8 月底，中国移动有线宽带用户 8 月增 173.4 万户至 2.01 亿户，中国电信 8 月增长 71 万户至 1.5548 亿户，中国联通 8 月增 17.1 万户至 3.09 亿户。整体来看，截至 2020 年 8 月底，中国移动及中国电信 5G 套餐用户数量合计达 1.55 亿户，八月份单月增长 5G 用户 2197 万户，使得中国成为世界上 5G 用户数量最多的国家，5G 中国负重前行，引领全球 5G 发展。

5G SA 商用在即，5G 网络年底预计覆盖全国地级市，应用爆发可期

根据工信部数据显示，截至 2020 年 8 月底，我国基础电信企业已建成 5G 基站超过 50 万个、5G 终端连接数已突破 1.1 亿。5G 已在在港口、机械、汽车、钢铁、矿业和能源等行业和领域的应用领先发展，在工业互联网、车联网、医疗、教育等重点领域的应用正在加速推进；同时根据工信部数据显示，2020 年底将建设超过 60 万个基站，覆盖全国地级以上城市，5G SA 网络预计将在 9 月商用。随着海内外复工复产节奏有所加速，欧洲、美国、日韩及中国等主要国家在通信领域竞争激烈程度逐步恢复；5G 基站部署层面看，我国在国际上处于优势赛道，主要公司华为在手专利列全球第一，已建成基站数量位于全球首位。应用创新层面看，全国累计开展 5G 创新应用 400 余项，在建“5G+工业互联网”项目超过 600 余个，位于世界第一梯队，同韩国等相对成熟市场差距将进一步缩小。

运营商基站建设持续放量，5G 核心资产技术壁垒优势带来企业持续受益

随着我国基站建设逐步放量，光模块产业空间进一步扩大。对电信市场而言，在无线侧，每个基站对应的光模块不受基站的配置和所属频率影响，只与基站数强相关；同时随着数据流量的增长，传输侧的光模块也需要同步速率升级，因此光模块是 5G 产业链弹性最高板块，量价齐升带来高速光模块 5G 业绩有望大幅提升，估值消化能力强；同时数通市场有望与电信市场需求基本同步，传输必需品确定性强，可进一步享受市场高估值溢价。考虑后续中国广电和中国移动共建共享 700M 网络，光模块高景气有望延续数年，核心资产具备长期投资价值。应用侧看，5G 基站建设将直接作用于云计算发展及应用端爆发，龙头企业估值低盈利潜力较大。推荐标的：小米集团（1810），新易盛（300502），光迅科技（002281），中际旭创（300308）。受益标的：浪潮信息（000977），梦网集团（002123）。

风险提示：5G 建设及商用不及预期风险；全球贸易及科技摩擦加剧风险

【计算机】零信任：网络安全理念的重塑——行业深度报告-20200923

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

零信任大风已起，有望开启百亿市场空间

零信任作为 IT 无边界化趋势下一种新安全理念，已经成为全球网络安全的关键技术和大趋势。当前海外零信任市场已走向规模化落地，商业模式较为成熟，而国内零信任市场刚刚兴起，腾讯、阿里等互联网巨头及深信服、奇安信、绿盟科技等安全厂商均结合自身业务推出零信任产品和解决方案。长期来看，国内零信任市场规模有望达百亿。推荐在零信任领域有前瞻布局的深信服、奇安信、安恒信息、启明星辰，建议关注绿盟科技、南洋股份、美亚柏科、山石网科。

零信任：IT 无边界化趋势下的安全理念变革

IT 无边界化大势所趋，高级网络攻击肆虐，内外部威胁愈演愈烈，在此背景下传统的边界安全体系需要迭代升级，零信任理念应运而生。与传统边界模型的“信任但验证”不同，零信任的核心原则是“从不信任、始终验证”。目前零信任架构建设已形成三大主要技术路径：软件定义边界（SDP）、身份识别与访问管理（IAM）、微隔离（MSG），在业内被广泛认知与应用。

海外市场：零信任已走向规模化落地，商业模式较为成熟

1）市场认知度较高，已步入快速向零信任架构转型阶段。根据 Gartner 预测，2022 年将有 80%面向生态合作

伙伴的新数字业务应用采用零信任网络访问。2023 年将有 60%的企业从远程访问 VPN 向零信任网络架构转型。2）市场参与者众多，实现路径各有差异。既有谷歌、微软等率先在企业内部实践零信任并推出完整解决方案的业界巨头，有“以身份为中心的零信任方案”的 Duo、OKTA、Centrify、Ping Identity，也有偏重于网络实施方式的零信任方案的 Cisco、Akamai、Symantec、VMware、F5 等。3）商业模式较为成熟，SECaaS 为主流交付模式。

国内市场：产品与解决方案快速涌现，重在探究与原有业务的结合

1）随着“攻防演练”的常态化推进及更多企业的参与，减少暴露面及核心资产隐藏的急迫需求，已经使零信任架构成为“攻防演练”取得高分的利器之一。同时，零信任安全也引起了国家相关部门和业界的高度重视。2）以腾讯、阿里云为代表的互联网巨头及深信服、奇安信、绿盟科技等安全厂商均结合自身业务推出零信任产品和解决方案，并已逐步在中央部委、国家机关、中大型企业实践落地。3）从交付模式来看，考虑国内信息化发展水平及对安全的重视程度，短期内仍以解决方案为主，长期有望向 SECaaS 模式转变；4）零信任市场已经踏上高速发展的起点，根据我们粗略测算，到 2024 年国内零信任市场规模有望达百亿人民币。

风险提示：疫情影响全年业绩风险；市场竞争加剧风险；人才流失风险。

【纺织服装：开润股份(300577.SZ)】参股优衣库核心供应商，2B 业务剑指 A 股小申洲——公司信息更新报告-20200924

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

参股上海嘉乐股份，2B 端延伸至服装领域，新品类新赛道推动业绩提升

2020 年 9 月 23 日，公司公告拟通过全资子公司滁州米润科技有限公司、全资子公司宁波浦润参与投资设立的安徽泰合合伙企业分别收购上海嘉乐股份有限公司 28.70%、10.9%股权。交易完成后公司 2B 业务市场空间提升的同时，竞争力大幅提升，有望成为 A 股申洲国际。2C 业务根据魔镜数据，8 月下旬开始回暖，9 月已恢复增长，拐点逐步确立，此外持续扩品类有望带来业务增量。维持盈利预测不变，我们预计 2020-2022 年公司归母净利润为 2.0/3.3/4.4 亿元，对应 EPS 为 0.92/1.51/2.02 元，当前股价对应 PE 为 35/22/16 倍，维持“买入”评级。

上海嘉乐客户资源优势突出，有望与公司高度协同发展

上海嘉乐股份具备从面料研发到成衣的垂直一体化生产能力，主要客户包括优衣库、VF 集团、GU、Champion、Point 等全球知名企业，已与优衣库合作近 15 年，是优衣库核心纺服供应商之一，客户资源优势突出，代工经验丰富。考虑箱包与服饰及面辅料在工艺、供应链、工厂管理、研发设计等方面具有一定相似性，开润股份代工制造业务的核心团队具备丰富的行业运营及管理经验，新增服装代工业务与原有箱包代工业务有望高度协同发展，共同推动业绩提升。

切入服装赛道打开广阔增长空间，有望成为 A 股小申洲

此前公司 2B 业务主要为箱包代工，本次参股后公司切入服装代工领域，打开更大市场。申洲国际成为全球代工行业翘楚主要系：1）优异的面料研发能力；2）优质的全球客户资源；3）全球化产能布局；开润股份有望凭借优秀的工厂改造能力成为 A 股小申洲：1）上海嘉乐自身具备优异的面料、代工一体化垂直生产能力；2）丰富的客户资源：上海嘉乐自身具备优质客户资源外，我们预计公司将逐步提升服装代工及面料产能，吸引更多优质客户；3）全球化产能布局（中国+印尼）：开润此前收购 NIKE 软包代工厂印尼宝岛后，经过改造、扩产，印尼宝岛产能及业务规模快速提升，预计 2020 年底或 2021 年初能够实现产能的翻倍。

风险提示：疫情影响出行市场及海外客户订单；海外产能释放不达预期。

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（underperform）	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（underperform）	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