民生证券研究院

会议纪要/晨会

晨会纪要

晨会纪要 2020 年 09 月 23 日

客户观点反馈

客户表示，目前比较关注固定收益利率的继续上升是否会对股票市场带来压力；当前观点认为 2 个月内的债券利率上行是大概率事件，最高有望可达 20 个 bp。目前对市场边际影响较大的是银行和保险有获利了结的迹象，舍弃权益增加债券配置。公募基金主要做结构性调整，一部分调整至低估值的龙头，主要有家电、银行、汽车行业；一部分收缩战线至优质的公司上，如通用机械、电气自动化、高低压设备等板块。

总量观点

【民生金工】指数冲高回落，量能持续下滑

（祁嫣然，分析师 S0100519110004，18761658761）

市场表现综述

最近一个交易日（2020-09-22），上证综指下跌1.29%，上证50下跌1.24%，沪深300下跌1.19%，中证500下跌1.35%，创业板指下跌0.53%。

行业表现方面，各行业指数普跌。仅医药行业指数小幅收涨，上涨0.31%。有色金属行业指数跌幅最大，下跌2.86%。

沪深两市涨停18家，跌停13家。中小企业板涨停5家，跌停1家。创业板涨停3家，跌停3家。

择时观点

择时观点方面，各宽基指数均延续看空观点。指标状态方面，各宽基指数延续下降态势，市场量能持续下滑。

资金流向

截至2020年9月21日，两融余额为15006.12亿元。其中，融资余额14180.16亿元，融券余额825.96亿元。融资买入净值12.36亿。融资融券余额占A股流通市值4.37%。

沪股通资金净流入-32.42亿元（人民币）。

沪市港股通资金净流入8.46亿元（人民币）。

深股通资金净流入-32.54亿元（人民币）。

深市港股通资金净流入7.84亿元（人民币）。

北向资金净流入-64.56亿元（人民币）。

市场热点——龙虎榜

今日上榜异动股票成交金额排名前十：（605009.SH）豪悦护理、（600481.SH）双良节能、（605006.SH）山东玻纤、（600151.SH）航天机电、（601702.SH）华峰铝业、（601798.SH）蓝科高新、（603115.SH）海星股份、（603326.SH）我乐家居、（605358.SH）立昂微、（605116.SH）奥锐特。

风险提示：

民生证券研究院

分析师：田铭

执业证号： S0100516010001

电话： 0755-22662077

邮箱： tianming@mszq.com

昨日重点研报

【民生计算机】科大讯飞（002230）第二期股票激励计划点评：激励计划设定高增长目标，彰显十足信心

【民生家电】8 月空调行业数据点评：新冷年开盘销量同比+2.8%，内外销表现均稳健

养元饮品（603156）调研报告：去库存基本接近尾声，红牛安奈吉弹性可期

报告结果均基于历史数据，历史数据存在不被重复验证的可能。

行业观点

【民生家电】空调行业渠道变革探索系列报告之一：渠道之争中的提效与融合

（杨柳，分析师 S0100517050002，18510626525）

空调普及年代，深度分销体系助白电龙头实现规模扩张

受益我国过去近20年的地产扩张大周期，叠加居民收入提升与“家电下乡”等政策利好，空调行业得以实现快速成长。在这一时期，格力、美的等空调龙头通过在低线市场自建渠道实现销售网络下沉，充分享受需求与渠道错配红利，继而通过布局上游产业链实现渠道优势向规模制造等底层优势的转化。

行业低增长与电商崛起背景下，传统深度分销遭遇效率瓶颈

近年来由于渗透率到达一定瓶颈叠加地产周期回落，我国空调行业需求结构由增量向存量转变，增长压力下厂商份额诉求增强。同时，互联网电商崛起使信息不对称的情况大幅消除，其相对扁平化的渠道模式相比传统分销也更具效率优势，家电行业零售不断向线上转移，渠道业态变化对竞争格局的冲击逐渐显现。

2019年价格战之鉴：品牌力与规模制造的底层核心竞争力难以撼动

与2015年以去库存为主要目的的价格战不同，2019年空调价格战实为空调厂商的效率与份额之争。2015年后，美的逐步完成生产与渠道端的系列变革，效率优势使其在价格竞争中筹码充足，市场份额迅速提升。在这一进程中，众多以低价优势为主要竞争力的中低端市场小品牌份额下滑惨重。格力在短暂调整后，通过跟进积极的价格策略实现了市场份额的失而复得，其品牌力与规模制造带来的底层核心竞争优势护城河依然稳固。

龙头份额短期承压但变革未晚，效率提升仍为核心要义

面对竞争对手变革提效和长尾品牌的灵活调整，格力在短期份额竞争中居于被动，但中长期来看格力在底层研发、生产制造和品牌方面的优势并未改变，社交电商等新兴渠道崛起也为渠道变革带来机遇。渠道层级缩短、周转率提升和数字化建设等高效变革有望助力供公司效率提升，在中长期尺度持续巩固、兑现其规模制造和品牌优势。

投资建议

空调行业景气度持续回暖，渠道库存去化至较低水位，随旺季到来行业出货及零售端均有望收获稳步增长。同时龙头有望凭借成本优势及研发能力在新能效标准中脱颖而出，市占率进一步提升。建议关注美的集团，格力电器。

风险提示

行业竞争加剧，原材料价格大幅上涨等。

【民生医药】民生证券医药行业周报：关注板块回调态势下的疫苗及生物制品

（钟奇，分析师 S0100518110001，021-60876703）

本周观点

进入秋季，中国疾控中心发布最新版《中国流感疫苗预防接种技术指南（2020-2021）》，流感疫苗销售紧俏加剧，批签发数量增长迅速，新冠疫苗研发进展快速，关注回调态势下的疫苗及生物制品；上周医疗器械子板块逆市上涨，继续关注变化最直接、最快速的医疗器械板块：短期有业绩支撑，疫情后又有基本面变化预期，长期逻辑兑现节奏较快，政策压力整体较小，确定性相对较强。

一周市场回顾

对2020年初到目前的医药板块进行分析，医药板块收益率44.1%，同期沪深300收益率15.6%，医药板块跑赢沪深300 收益率28.5%。本周医药生物行业下跌1.17%，沪深300上涨2.37%，医药板块跑输沪深300约3.54%。本周除医疗器械子板块上涨0.22%外，其余子板块均下跌，其中生物制品继续保持跌幅最大，为-1.91%，其次为中药-1.71%。目前医药板块估值47倍PE（TTM，整体法，剔除负值），高于2010年以来的历史平均水平（37倍PE），相对扣除银行后全部A股的溢价率为71%。

行业动态跟踪

（1）国家医保局公示《2020年国家医保药品目录调整通过形式审查的申报药品名单》；（2）国家卫生健康委、国家医保局、国家中医药局印发《紧密型县域医疗卫生共同体建设评判标准和监测指标体系（试行）》；（3）国家卫生健康委办公厅印发《国家卫生健康委办公厅关于加强医疗机构麻醉药品和第一类精神药品管理的通知》；（4）国家药监局发布《国家药监局关于批准注册96个医疗器械产品公告》

投资建议

建议关注1）医疗器械板块：包括传统医疗器械进口替代逻辑的迈瑞医疗、乐普医疗，新冠检测服务催化的IVD公司万孚生物、金域医学，以及高成长属性的自主创新器械心脉医疗、三友医疗；2）创新药产业链：关注研发投入不断加码的恒瑞医药、复星医药，以及相关产业链药明康德；3）消费升级“赛道”：疫苗板块智飞生物、康泰生物（短期回调不改长期产品放量、消费升级逻辑，叠加全球新冠疫苗研发火热），生长激素龙头长春高新；4）医药流通和药店板块，前期涨幅较小，具有高估值性价比和安全边际，且药店板块同时受益于消费升级、互联网+医疗等，建议关注国药股份、大参林、益丰药房等。

风险提示

行业政策变动；创新药研发景气度下滑；医保控费趋严；订单短期波动性。

● 个股观点

【民生食品饮料】养元饮品（603156）调研报告：去库存基本接近尾声，红牛安奈吉弹性可期

（于杰，分析师 S0100519010004，18611233880）

事件概述

近期我们调研了养元饮品，同公司就核心业务及红牛安奈吉业务进行了沟通。

分析与判断

疫情显著拖累公司核心业务需求，去库存动作已接近尾声

20H1公司实现收入17.84亿元，同比-48.40%；实现归母净利润7.07亿元，同比-44.22%。由于公司核心产品“六个核桃”礼赠属性较强，因此疫情对公司核心业务冲击明显。Q2起公司着手进行渠道去库存动作，目前已基本接近尾声。目前渠道库存在1-2个月之间，考虑到中秋国庆备货因素，基本为正常库存水平。不过由于疫情后渠道打款及承接库存能力减弱，同时今年春节较晚将使得渠道核心备货期延至21Q1，预计20H2主业或仍是下滑局面，但21Q1在低基数基础上叠加春节错期备货，业绩端有望迎来明显弹性。

公司引入红牛安奈吉培养中期第二增长曲线，合作为双赢之举

公司近期公告，孙公司鹰潭智慧健饮品有限公司获得红牛安奈吉饮料系列产品经销商资质，在长江以北地区全渠道进行独家经销。红牛安奈吉由泰国天丝医药保健有限公司授权广州曜能量饮料有限公司负责国内运营，广州曜能量授权曜

尊饮料（上海）有限公司进行销售。目前国内在售的红牛产品（黄罐）有三款，分别为红牛维生素功能饮料（华彬）、红牛维生素风味饮料（泰国天丝）及公司获得经销权的红牛安奈吉饮料，市占率分别为85%/10%/5%。占90%份额以上的华彬红牛及天丝风味强势区域均为华南和华东，北方市场为相对弱势市场。我们认为双方合作将有望实现共赢。一方面，安奈吉将借助养元在北方强大的分销网络实施快速扩张；另一方面，养元也将借助安奈吉进一步增强产品布局、强化经销体系尤其是上线城市经销商盈利能力，有利于持续加固厂商关系，同时也能够在一定程度上缓解核心业务短期增长乏力的困局，培养中期第二增长曲线。

安奈吉短期对养元贡献有限，看长期成长空间仍值得期待

据安奈吉核心供应商昇兴股份披露，其中山、成都、西安三大生产基地合计制罐产能10亿罐，灌装能力7亿罐（安奈吉另有部分灌装由紫江提供），满产产值折合销售口径约60亿元。自19年5月推出以来，安奈吉基本完成第一轮铺货，预计19年实现收入超15亿元（折合2.5亿+罐）。但20H1受疫情影响铺货短暂受阻，考虑到疫情基本得控叠加养元加入，20H2大概率将环比提速。短期看安奈吉尚处培育期，相较华彬红牛差距明显，因此预计安奈吉短期对养元贡献有限，但考虑到天丝旗下两款产品具备更强的正统性及合法性，预计其未来有望在超300亿销售规模的红牛市场中逐渐取得更高的份额。

坚定产业链延展，植物奶业务未来仍将是公司战略核心构想

植物奶是最大的蓝海市场，欧美消费市场如今正呈现动物奶份额下降、植物奶份额上升的趋势。按尼尔森统计，自2015年以来美国牛奶销售收入年化复合增长率为-5%，而包括燕麦奶、核桃奶等在内的植物基乳品则呈现快速增长趋势。因此，未来公司仍将聚焦发力植物奶业务，并以此作为公司未来的长期核心发展战略。

投资建议

预计2020-2022年公司实现营业收入52.30亿元/65.15亿元/73.16亿元，同比分别-29.9%/+24.6%/+12.3%；实现归属上市公司净利润为19.22亿元/22.08亿元/24.25亿元，同比分别-28.7%/+14.9%/+9.8%，折合EPS为1.52元/1.75元/1.92元，目前股价对应PE分别为18X/15X/14X。考虑到公司核心业务明年有望重回增长以及代理安奈吉有望逐步带来业绩增量，估值水平有望得到逐步修复。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示

疫情反复影响礼赠市场，成本大幅波动，安奈吉销售情况不及预期等。

风险提示

宏观政策变化的风险，商品价格大幅下跌的风险，个股业绩不达预期的风险。

分析师简介

田铭，英国南安普顿大学国际银行与金融研究硕士。2011年加盟民生证券，原新三板分析师。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。