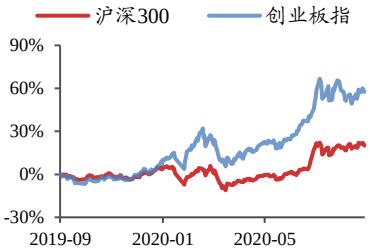
2020 年 09 月 07 日

开源晨会 0907

——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(%)
电子	0.53
交通运输	0.25
房地产	0.23
通信	0.18
传媒	0.07

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
食品饮料	-2.58
医药生物	-1.54
休闲服务	-1.4
家用电器	-1.15
农林牧渔	-1.03

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】最好的进攻，最强的防守

【策略】面向中报里的未来——2020 半年报深度分析

【宏观】美国大选舆情跟踪框架构建

【金融工程】主动买卖因子的正确用法

【固定收益】看似过调的收益率，难以回头的货币政策

【固定收益】国内 PCB 行业领先者——崇达转 2 申购价值分析

行业公司

【纺织服装】行业于 Q2 触底反弹，继续看好运动服饰及电商板块

【非银金融】注册制带来创业板交易量放大，两融站上 1.5 万亿

【化工】化工中报业绩基本探底，看好后市将迎来整体性复

【家用电器】家电中报总结：Q2 业绩触底反弹，小家电表现亮眼

【轻工制造】轻工中报总结:Q2 业绩环比回暖，家具、包装行业恢复弹性较大

【农林牧渔】东北台风加重及虫害入侵，秋收玉米产量或受影响

【房地产】8 月百强房企销售增速创新高，因城施策持续灵活

【石油化工】美国原油维持去库存，涤纶长丝需求出现好转

【食品饮料】客观看回调，蓄势再出发

【农林牧渔】草地贪夜蛾首次入侵辽宁，为害深化建议关注种植链机会

【商业贸易】海关新增 12 个出口试点，B2B 跨境电商踏浪前行

【煤炭开采】PMI 验证经济改善动力犹存，“金九银十”继续催化煤炭行情

【医药】零售药店：后浪奔涌之时，创新和专业仍是核心

【食品饮料：古井贡酒(000596.SZ)】紧抓升级机遇，加速省外扩张

【可选消费：索菲亚(002572.SZ)】深度复盘：潜心变革近二载，又到一鸣惊人时

【电子：杰普特(688025.SH)】国产 MOPA 先行者，激光器与激光设备协同发展

【传媒：奥飞娱乐(002292.SZ)】IP 赋能多业态复苏反转，泛娱乐生态圈再起航

【商贸零售：吉宏股份(002803.SZ)】三季报预告延续高增长，拟股权转让激励核心骨干

【电子：晶丰明源(688368.SH)】选择无封测模式，选择持续创新

研报摘要

总量研究

【策略】最好的进攻，最强的防守——投资策略周报-20200906

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

中美“核心资产”下跌共振的背后

我们基于数据的研究发现，尽管面临无风险利率上行，但以个人投资者为代表的“最后乐观者”的趋势交易让两个市场依赖估值驱动的核心资产股价继续上行，其结果是最后的多头力量完成了定价。这就指示两个结果：交易结构会相对脆弱，后续对基本面“最不坚信”的人的行为会对价格形成波动；标的公司如果出现业绩不及预期，将会存在较大“纠错成本”。目前来看，风险可能集中在第一个层面，即纯粹交易的扰动，静态看回调比例不用过于悲观。在我们半年报分析中也发现，上述板块半年业绩整体优秀，业绩担忧至少在 3 季度之后。最终结论是：如果可以接受扰动与未来较低的预期收益率，且对组合中上述类型个股基本面研究极为有信心，仍可以选择持有。

理解北上近期的流出：交易扰动为主，基本面仍支持流入趋势

从交易层面看，北上连续流出的背后其实更多的是利润的兑现：我们数据显示历史上北上资金在行业 90 日滚动收益率高于 20%区间内有卖出倾向，而 7 月以来的行情让大量行业具备这一特征，这也是 7 月中旬以来，北上交易盘逐步流出 A 股的原因。同时我们需要提醒投资者的是：2019 年以来的配置型资金基本呈现买入持有特征，积累的整体收益率也达到了 36.22%，如果出现类似于主权基金流动性需求或者其他风险规避需求，确实也有较大盈利兑现压力。

乐观因素是疫情以来外资呈现的周期性流入中国的力量仍未改变。拉长看 7-8 月来看北上仍净买入 A 股，而债券市场外资也因中美利差影响在不断增持。结构上看，近期北上资金在连续撤出 A 股期间，北上配置盘/交易盘对部分顺周期板块仍在净买入。上述现象符合了历史规律：热钱流入中国往往发生在中国基本面相对较好时期，最典型特征是呈现“紧货币+宽信用”组合；中美利差扩大是表象，基本面的相对优势是背后驱动，其间外资相应的在各个市场对基本面进行复苏交易，在股票市场上也更偏好与经济周期相关性高的板块。我们认为在中国基本面经济复苏仍然领先全球的当下，热钱的周期性流入将会在较长时间持续。

顺周期：进攻也是防守

投资者当下对市场的担忧集中在流动性收紧和风险偏好下行的估值层面；同时，经济复苏和分子端盈利修复又具备较强方向确定性——经济复苏甚至成为了担心流动性收紧的理由。估值与盈利的赛跑为以结构回答总量问题提供了条件：无论进攻还是防守，答案都在顺周期。经济修复动能较强，盈利赛过估值，进攻可以“赢在周期”；经济复苏动能弱，盈利不敌估值，周期板块盈利边际仍有变化，前期估值分化让周期板块估值本来较低，可以至少“立于不败”。我们根据当下资产中的隐含增长率同时结合半年报数据展现出的基本面趋势进行两类建议：进攻弹性与相对防守策略考虑估值不高，盈利有较大弹性（如建材、周期化工、工程机械），绝对防守策略考虑估值相关因素影响已经很小的行业，同时兼顾复苏下的盈利弹性（银行、房地产、建筑、采掘）。

风险提示：中美摩擦加剧；疫情超预期恶化；国内经济下行超预期；测算误差

【策略】面向中报里的未来——2020 半年报深度分析——投资策略专题-20200905

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001 | 王况炜（联系人）证书编号：S0790120040033

疫情中的“赢家”和“输家”

疫情中的“赢家”是黄金、医药、互联网传媒这三大行业。能不能继续“赢”，很大程度上取决于疫情是否能得到控制，值得注意的是互联网传媒的业绩已经出现环比的变弱。疫情中“输家”很多，但大部分已经在 2020Q2

出现业绩环比改善，值得注意的是航空运输、机场净利润和营收都未能改善，而且在旅客数、吞吐量较 2019 年同期降幅较大（5 成和 9 成）的情况下，短期内都很难看到营业收入同比的改善，从而可能面临较大的现金流风险；对酒店行业而言也是同样的道理，需要关注行业后续的筹资情况。

后疫情时代，已经有行业着眼未来

在应对疫情冲击上，行业之间出现明显的分化，一些行业“疲于拆招”，另一些行业已经“未雨绸缪”，开始为未来做准备，从经营、负债、当期投资的三个维度，我们发现农林牧渔是具有最明显投资扩张特征的行业，交通运输、医药生物、建筑材料、电子满足经营驱动和负债驱动两个维度；化工满足负债和当期投资两个维度。对投资行为的识别对市场的意义在于：一方面，这种行为可能说明了从企业视角来看，对行业未来的增长前景比较乐观；另一方面，当期的投资也将成为下一期业绩的保障。

不少赛道中，出现了抢跑的“好马”

疫情所带来的外生冲击可能加速了行业的出清，成为了行业龙头巩固自身地位的窗口期。我们计算了按行业资本开支大小排名的 CR4 和 CR8，以及按营业收入大小排名的 CR4 和 CR8，4 个维度指示了几乎一致的结论：农林牧渔、化工、家用电器、轻工制造、房地产、休闲服务、计算机、通信出现了资本开支的集中度提升，意味着上述行业的龙头在未来更加具有竞争力，成为赛道中的“良驹”。其中，农林牧渔和通信的集中度最高，分别达到了 70%与 80%以上，行业格局已经相对稳固，龙头形成了绝对的优势。

站在当下看未来，性价比的均衡

短期业绩是对长期不变增长率预期的起点，当期业绩相对历史较好，意味着目前越匹配市场（甚至高于）对未来增长的要求，而价格隐含的增长率越低，业绩改善所带来的股价弹性就越大，因此，第一象限中是静态来看最具有性价比的行业。我们发现：建材、钢铁、公用事业、农林牧渔的业绩相对历史较好，且价格要求的增长率较低，性价比更高。

站在当下看未来，我们结合前两节的分析对企业短期业绩进行调整，从投资扩张的角度来看，国防军工和交通运输都有望性价比提升。从资本开支集中度的角度来看，化工、家用电器、轻工制造、房地产、休闲服务、计算机、通信行业的龙头在未来的业绩改善中都具有提升性价比的可能。

风险提示：统计误差。

【宏观】美国大选舆情跟踪框架构建——宏观经济专题-20200906

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002 | 徐骥（分析师）证书编号：S0790520070008 | 曹金丘（联系人）证书编号：S0790120080057

美国大选民调包括独立民调和非独立民调等，前者政治立场中性、可信度更高。从政治立场来看，ABC、Emerson 等民调机构无明显的党派倾向；而其他民调机构，如 Hoffman、Rossman 分别长期偏向共和党、民主党。因为政治立场中性，ABC、Emerson 等被称为独立民调，历届大选中能更加精准地反映对应群体民意。

由于独立民调的抽样样本往往存在局限性，538 等民调数据处理机构，对独立民调进行了加工处理、得出综合民调。例如，Emerson 的抽样样本中高学历选民偏多，易低估低学历选民意见。为弥补这一不足，538 和 RCP 等对独立民调进行了加工处理；其中，538 对不同独立民调赋予不同权重，经加权平均得出综合民调。

回溯历史，美国基于独立民调处理得到的综合民调，能相对准确地反映大选普选得票率，预测误差一般可控。通过优化数据处理方式，综合民调有效弥补了大部分独立民调的短板，对大选普选得票率的预测更加精准。对比历届大选的投票结果，综合民调对各竞选人普选得票率的预测误差，基本控制在 4 个百分点以内。

综合民调在历史上曾与美国大选结果背离，主要与“选举人团”投票制度及调研样本偏差等有关。由于选举人团制度下各州选举人票与人口规模不完全匹配，综合民调反映的普选结果与最终大选结果可能出现偏差。同时，被

调研的民众若不够多，也容易导致民调准确性下降，典型如 2016 年大选很多少数族裔放弃投票。

为了更准确地评估美国大选舆情，在观察综合民调的基础上，可进一步跟踪关键摇摆州的民调变化。由于民主党、共和党都有传统票仓，决定美国大选结果的往往是摇摆州的选情。通过跟踪摇摆州民调变化，可更精准地评估美国大选舆情。回溯过往 4 届大选，摇摆州民调的预测准确度高达 84%，且预测误差不断下降。

除了民调外，博彩数据及竞选人筹资进度等，可作为跟踪大选舆情的辅助指标。美国博彩赔率隐含的胜率数据，能一定程度上反映大选选情的边际变化。1996 年至 2016 年的 6 届大选中，博彩数据多次预测对了大选结果。同时，竞选资金也能反映选民偏好的变化；竞选资金增长越快的竞选人，大选中竞争力往往越强。

从最新的综合民调、摇摆州民调及博彩、筹资数据等来看，拜登选情依然领先，但特朗普在持续缩小差距。7 月以来，特朗普的新增筹资额开始反超拜登。民调方面，特朗普的支持率持续反弹，不断缩小与拜登差距；其中，特朗普在佛罗里达、宾夕法尼亚等关键摇摆州的支持率回升超 1 个百分点，与拜登的差距由 6、7 个百分点缩小至 3、4 个百分点。博彩方面，特朗普的胜选概率也持续上升。

风险提示：种族矛盾激化，引发美国骚乱加剧。

【金融工程】主动买卖因子的正确用法——市场微观结构研究系列（9）-20200905

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 傅开波（联系人）证书编号：S0790119120026 | 苏俊豪（联系人）证书编号：S0790120020012

主动买卖因子：基本不具备选股能力

A 股市场上的各类交易者，通常采用订单委托金额的大小将其分为：机构、大户、中户、散户。对于每一类交易者而言，都有“主动成交”和“被动成交”两种交易行为，其中，“主动成交”相对“被动成交”，成交意愿更强，包含了更多关于股价未来走势的观点。目前市场上普遍使用主动买卖因子即本文提到的原始 ACT 因子进行主动性的刻画，但原始 ACT 因子的 IC 绝对值并不高，选股能力不达预期。

主动买卖因子的精细结构：上涨看大中单，下跌看小单

我们独家提出的“因子切割论”认为，市场行为模式的晦暗不明，往往只是由于代理变量选得不好，“切割”是剖析精细结构、寻找更优变量的有效方法。在市场上涨和下跌的不同情境下，投资者的主动买卖特征也可能有所不同，因此，我们借助“切割”的方法论，对 ACT 因子按照收益率高低进行不同交易日的切分。

通过切分后的 ACT 因子具有不同的因子结论：

超大单：超大单的 ACT 因子，不管是高收益端还是低收益端，正向或者负向选股效应均表现微弱；

大单：大单的 ACT 因子，在高收益端呈现较强的正向选股效应，低收益端为微弱的负向选股效应；

中单：中单的 ACT 因子，在高收益端呈现较强的正向选股效应，在低收益端表现为微弱的负向选股效应，但低收益端的负向选股效应没有小单的 ACT 因子强；

小单：小单的 ACT 因子，在低收益率呈现较强的负向选股效应，随着切割比例的增大，因子负向选股效应衰弱的速度较慢；ACT 因子在较高收益率端呈现正向选股效应，随着切割比例的增大，正向选股效应的衰减速度很快。

主动买卖因子合成： ACT 正向较 ACT 负向具有更强的选股能力

基于切割分析，我们分别构建基于大单和中单的正向主动买卖因子 ACT 正向，和基于小单的负向主动买卖因子 ACT 负向：ACT 正向因子在不同切割比例 λ 下的选股能力均优异，且 λ 越小，多空对冲的表现越佳。其中当 λ =10%时，多空对冲的收益波动比达 3.06；ACT 负向因子在不同切割比例 λ 下的收益波动比相对稳定，但近几年来收益逐渐变低（曲线收益变缓），这与我们的直觉也是一致的：近年来，大资金的主导性越来越强，因此代表大户

和中户的主动买卖因子 ACT 正向相对于代表散户的 ACT 负向因子，在选股能力上表现更加优异。

风险提示：量化模型的收益测试基于历史数据，市场未来可能发生较大变化。

【固定收益】看似过调的收益率，难以回头的货币政策——固收定期策略-20200906

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002

一个市场疑虑收益率过调的证据是：在经济基本面尚未完全恢复到疫前状态之时，债券收益率已经近乎恢复到疫情之前的位置。

这并非提前交易的聪明资金所致，而是之前的货币政策出现了比基本面复苏斜率更强的紧缩，目前的资金供需缺口也已经超过了过去 10 年以来的 3 轮高点。

这种看似过紧的货币政策可能并不是货币政策的过调，货币政策主动性转为阶段性宽松的概率也并不大：

1）其实我们判定货币政策的基本面数据是滞后的，近两个月工业品的通胀可能在明显升温，CRB 指数的同比增长已经明显超过了 2019 年水平；

2）货币政策与基本面并非完全线性，金融监管的意愿也会部分影响货币政策的斜率；

3）逻辑往往都是事后的，我们并不必要纠结什么导致了当前货币政策的明显收紧，更重要的是历史上货币政策很少会出现真正意义上的过调。

因此，介入利率债市场去赌收益率的过调修复行情存在偏大的风险：

1）如果用货币政策及资金供需缺口的锚去重新考量收益率水平的话，当前的收益率反而处于偏低估的水平；

2）相对基本面来说，货币政策是个更有力量的锚，近十年利率债的熊市大多无法用经济基本面去解释。

利率债可参与的波段行情可能会后移至 2021 年二季度：

1）利率债出现波段行情的最大契机是名义增长率出现下调，这个时点可能在 2021 年二季度；

2）2021 年一季度之前，加速的社融可能无法让 GDP 季调环比显著回落，而 2021 年一季度注定高企的 GDP 同比增长也会影响利率债的做多信心。

利率债顺势避险是一个相对安全的策略，交易账户建议回到防御状态（短久期、低杠杆），等待基本面及货币政策出现稳定且鲜明的转机后再考虑波段机会。

风险提示：货币政策不及预期，经济增长不及预期。

【固定收益】国内 PCB 行业领先者——崇达转 2 申购价值分析——事件点评-20200906

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002 |孟子君（联系人）证书编号：S0790120070014

印制电路板行业的领先者

公司是我国印制电路板行业的领先者。公司主营业务为印制电路板（PCB）的研发、生产和销售。2020 年中报显示，PCB 产品收入占公司总营收的 96.52%，其他业务收入占 3.48%。公司主要产品类型有高多层板、HDI 板、高频高速板、5G 通信板、FPC、IC 载板等，产品广泛应用于 5G 通信、服务器、消费电子、工业控制、医疗仪器、安防电子和航空航天等领域。

公司产品全覆盖，享受行业发展红利

公司通过并购等方式不断布局，实现 PCB 全系列产品覆盖。通过投资扩产活动，公司快速获得行业内优质客户资源，打开消费、汽车等领域客户渠道，培育壮大新产能和新增长点，持续提升公司业绩。同时，5G 发展提升行业下游需求，我国 PCB 行业发展领跑全球，预计将接纳下游大部分 5G 相关需求，作为行业的领军企业，下游需求提振有望带动公司业绩提升。

预计上市价格中枢约 122.95 元

预计崇达转 2 转股溢价率在 23%-27%区间，价格区间 120.99~124.92 元，价格中枢 122.95 元。

中签率约 0.0043%建议积极申购

前三大股东为姜雪飞、朱雪花、姜曙光，持股比例 56.31%、6.25%、3.11%。前十大股东合计持股 72.48%，股权结构比较集中。假设原股东有 75%参与配售，则预计获配 10.5 亿元面值转债，留给市场的规模约为 3.5 亿元。假设崇达转 2 网上申购 820 万户，按照打满计算中签率在 0.0043%左右，建议积极申购。

风险提示：正股及市场大幅波动风险；下游需求不及预期

行业公司

【纺织服装】纺服中报总结：行业于 Q2 触底反弹，继续看好运动服饰及电商板块——行业周报-20200906

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

核心组合：安踏体育、南极电商、开润股份、申洲国际、健盛集团、诺邦股份、李宁、波司登

1、线下复苏组合：安踏体育、李宁、波司登

2、电商组合：南极电商、开润股份

3、优质制造企业组合：申洲国际、健盛集团

4、疫情受益标的：诺邦股份

（文中“上周”指 2020.8.31—9.4，“上上周”指 2020.8.24—8.28）

2020H1 纺服行业受疫情影响较大，电商板块及疫情概念股业绩韧性较强

2020H1 纺服行业受疫情冲击较大，线下门店客流减少，服饰购买需求降低，库存积压较为严重。行业重点公司总营收同比下降 11%，净利润同比下降 36%。1）以线下为主的品牌受疫情冲击较大，运动服饰受影响程度相对较小。运动服饰/高端服饰/休闲服饰/男装/家纺营收增速分别为-4%/-18%/-23%/-11%/-10%/，净利润增速分别为-38%/-9%/-63%/-38%/-14%，存货周转天数分别增加 20/67/28//32/30 天；2）线上板块业绩韧性相对较强，电商板块龙头南极电商收入及净利润增速分别为-0.5%/12%;；3）上游纺织制造板块受到疫情冲击，龙头公司抗压性较强，板块营收及净利润增速分别为-12%/-22%；4）疫情概念板块受疫情催化，业绩快速增长，板块营收及净利润增速分别为 73%/210%。

线下消费复苏，运动服饰恢复较快，建议关注运动服饰龙头及上游代工标的

根据 2020 中报业绩情况，我们认为以线下销售为主的品牌自 2020Q2 起表现出复苏趋势。例如：地素时尚 2020Q2 收入及净利润增速分别提振至 10%//22%，太平鸟 2020Q2 收入及净利润增速分别提振至 26%/147%。而运动服饰受益于疫情后健身需求增加，恢复亦较快。推荐继续关注国内运动服饰龙头及上游代工标的。

安踏体育：预计安踏/FILA 2020H2 流水增速分别为 0-5%/20-30%；安踏品牌门店收归直营，预计对全年收入影响-10 亿元；Amer 有望于 2020H2 转亏为盈。

李宁：预计下半年收入恢复至高单位数增长，全年净利润率提升至 10.5%。全方位的零售改革有助于构筑长期

竞争力，进一步提升收入规模及盈利能力。

申洲国际：产能利用率持续恢复；口罩业务常态化，预计 2020H2 贡献约 2 亿美元收入；柬埔寨新工厂预计于 2020Q3 开始招工，较年初预计时间点有所提前。

疫情带来消费习惯转变，电商渠道仍持续受益，建议关注南极电商、开润股份

南极电商：2020Q2 营收 9.54 亿元（+17.85%），归母净利润 3.03 亿元（+14.39%）。疫情中本部业务实现逆势增长；预计 8 月 GMV 增速接近 40%。

开润股份：2020Q2 营收 4.18 亿元（-32.89%），归母净利润 0.32 亿元（-52.55%）。2B/ 2C 业务分别于 Q2/Q3 触底，小米家用健身器材新品类有望成为新增量。

风险提示：全球新冠肺炎疫情对于消费的影响、行业存货积压带来大额减值。

【非银金融】注册制带来创业板交易量放大，两融站上 1.5 万亿——非银金融行业周报-20200906

高超（分析师）证书编号：S0790520050001

周观点：非银金融估值性价比凸显，顺周期下继续看好龙头标的

非银金融板块估值性价比较高，经济和政策顺周期下继续看好龙头标的。存量注册制改革为创业板交易额和两融业务带来增长驱动力，券商盈利增速有望逐级抬升，后续在引入中长期资金政策方面有望超预期，继续看好券商板块中的龙头标的；经济复苏延续带来资产端收益率修复仍是保险股的主旋律，目前板块估值较低，在资产端持续修复和风格切换驱动下，继续看好低估值保险股的投资机会。

券商：注册制带来创业板交易量放大，政策面关注中长期资金入市

1）创业板推行存量注册制改革以来，创业板交易额持续放大，创业板股票交易额占全市场比重从注册制前的不足 20%提升到目前的接近 30%，涨跌幅上限放开、两融机制优化带动交易活跃度的明显提升。交易额保持万亿高位、两融余额持续扩容将驱动券商盈利进一步提升。2）政策面看，上周（2020.8.31—9.4）证监会表态，将推动修订后的 QFII、RQFII 制度规则尽快实施，持续完善和深化互联互通机制；银保监会相关领导表态将引导理财、保险资金等各类中长期资金进入资本市场，后续中长期资金入市方面的政策有望超预期。3）宏观经济逐步复苏和资本市场持续深改的利好延续，交易额、两融及股权融资规模均有望再上台阶，继续看好龙头券商。推荐创业板 IPO 利润释放确定的国金证券、受益居民资产入市的东方财富，受益标的华泰证券、中信证券和东吴证券。

保险：车险综合改革带来短期保费承压，资产端复苏延续利于保险股

1）9 月 3 日，银保监会正式印发《关于实施车险综合改革的指导意见》，该指导意见将于 2020 年 9 月 19 日实施，正式方案与此前的征求意见稿并无太大区别，本次改革促使财险公司让利消费者、提升服务品质、防止销售误导，提高交强险责任限额，扩展商车险保障责任范围并提高责任限额，引导行业将商车险附加费用率上限由 35%下调为 25%，预期赔付率由 65%提高到 75%。长期看将利好车险行业发展，短期将增大险企车险保费收入压力，但对有车险相关服务护城河、较强科技运用能力的大型财险公司及创新能力较强的小型财险公司会起到市场份额扩大的作用。2）经济复苏延续下，长端利率回升、权益投资回报率改善，保险资产端持续修复具有较强确定性，同时负债端有望延续改善趋势。目前板块估值接近历史中枢，部分保险股估值仍较低，在资产端持续修复和风格切换驱动下，继续看好低估值保险股的投资机会。受益标的新华保险和中国人寿。

受益标的组合：

券商：华泰证券，国金证券，东方财富，中信证券，东吴证券；

保险：新华保险；中国人寿。

风险提示：疫情对经济冲击影响超预期，券商股票质押业务信用风险加大；保险行业保费增长不及预期。

【化工】化工中报业绩基本探底，看好后市将迎来整体性复——中报业绩点评暨行业周报-20200906

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 张晓锋（联系人）证书编号：S0790120080059 | 张玮航（联系人）证书编号：S0790119120025

化工中报业绩基本探底，2020Q2 收入环比小幅下降而利润扭亏为盈

中报全面回暖，我们确认 2020Q1 为化工行业上市公司的业绩底部。2020 年初以来 NCP 疫情持续蔓延，全球范围内物流运输受限、企业复工复产受阻、世界经济下行压力剧增，化工行业整体形势不佳，曾于 2020 年 Q1 呈现出了“低价格+低业绩+低估值”的“三低”状态。为了实现“促消费、保就业、稳外贸”的多重目标，前期，我国开始积极扩大内需、释放消费潜力、加大基建投资、提振市场活力、出台外贸优惠政策。为观察下游需求复苏进度，2020 年 5 月初起，我们开源化工团队通过密切跟踪，率先观察到化纤、塑料、氟化工、农化、地产后周期品种等化工产业链内需回暖，并坚定看好“全球经济终将恢复常态化运行”。同时，自 5 月初起，我们已连续发布 20 余篇化工行业周报看好顺周期子行业。在当前时点上，我们持续建议关注顺周期板块，并坚定看好处于周期底部、估值较低、现金流量健康、盈利复苏时期更早的化工子行业龙头。

受益标的：【化工龙头】万华化学、华鲁恒升、恒力石化、新和成、华峰氨纶等；【弹性标的】金石资源、鲁西化工、海利得、三友化工、新凤鸣、巨化股份；【农药化肥】扬农化工、利民股份等。

石油化工行业：民营大炼化领军者业绩亮眼，涤纶长丝行业 Q2 迎环比改善

受到疫情和原油价格大幅下行的双向冲击，2020 年 Q1 和 Q2 石油化工板块营业收入总和均呈现下降趋势；2020Q1，归母净利润总和呈现亏损状态，Q2 同比增速仍然下滑，但是同比下降幅度已大幅缩窄至-80.03%，实现扭亏为盈。自 5 月起我们持续坚定看好，民营大炼化将充分受益于低成本原油红利和下游需求回暖，石化行业将迎业绩拐点。2020H1，民营大炼化强者恒强，盈利能力一马当先；涤纶长丝行业拐点已现。目前我国各大炼厂维持高负荷运转，全球范围内石油需求持续复苏；涤纶长丝行业至暗时刻已过，8 月 POY 平均价差较 7 月上涨 8.4%，我们继续看好民营炼化业绩释放和涤纶长丝行业的修复韧性和向上弹性。

基础化工行业：建议继续关注 MDI、TDI、粘胶、草甘膦、氨纶等行业龙头

基础化工细分领域的表现有所差异，农药、钾肥、磷化工及磷酸盐、玻纤、涂料油漆油墨等子行业的整体营收、净利润等业绩数据已经于 2020 年 Q2 率先复苏。相较而言，在受政策托底或推动、内需支撑等的子行业中，企业业绩受 NCP 疫情的冲击相对较小（如农药、化肥、食品添加剂等子行业）；技术门槛较而需求格局相对稳定的行业，景气度受供给端变化影响较大（如维生素、表面活性剂等精细化工品行业）；在防疫物资催生新需求（如 PP、PE、PVC 糊等子行业）、顺应国产替代趋势（如湿电子化学品等）、产业集中进程加速等子行业中，部分龙头企业业绩则大幅超预期增长。此外，当大宗商品出现价格暴涨的行情时，部分周期股中的资源股将成为抗通胀性资产。

风险提示：油价大幅下跌；环保督察不及预期；下游需求疲软；经济下行等。

【家用电器】家电中报总结：Q2 业绩触底反弹，小家电表现亮眼——行业周报-20200906

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 孟昕（联系人）证书编号：S0790120040004

核心组合：石头科技、科沃斯、小熊电器、新宝股份、九阳股份、老板电器、格力电器、公牛集团；受益标的：美的集团、海尔智家

截至 2020H1，公募基金持仓持股中，家电板块超配比例为 1.83%，较 2020Q1 超配比例环比下滑 0.07pct；公募基金重仓持有家电行业市值前三名分别为美的集团、格力电器、三花智控。持有基金数量的前三名分别为美的集团、格力电器、海尔智家。近 10 日北向资金增持科沃斯（+1.27%）、格力电器（+0.54%）较多。

2020 年家电中报总结：行业 2020Q2 业绩触底反弹，小家电表现亮眼

1）整体来看，2020H1 家电板块业绩同比下滑，2020Q2 业绩改善。2020H1 家电板块收入合计 4045.93 亿元，同比-10.08%；归母净利润合计 306.13 亿元，同比-27.19%；2020Q2 业绩改善，收入合计 2431.20 亿元，同比+2.21%；归母净利润合计 208.99 亿元，同比-15.01%。受疫情影响，2020H1 家电板块整体毛利率为 31.84%，同比下滑 0.02pct，整体净利率为 10.99%，同比下滑 0.03pct。2）分子行业看，2020H1，白电/小家电/厨电/家电零部件/黑电收入增速分别为-11.71%/-0.92%/-21.15%/-12.75%/9.10%，归母净利润增速分别为-32.61%/8.63%/-21.93%/-18.39%/66.20%，2020H1，白电/小家电/厨电/家电零部件/黑电的净利率分别为 6.11%/11.83%/16.32%/15.19%/5.26%，核心企业盈利能力受疫情影响整体有所波动。2020Q2 因疫情缓和，子行业盈利能力整体均有所回升。因疫情，白电/厨电/家电零部件的业绩下滑较显著，小家电受疫情影响相对较小，黑电因面板价格处于低位，成本降低盈利提升。2020Q2 随着疫情缓和，行业业绩增速逐渐回暖。

建议关注热度较高的扫地机器人及厨电小家电龙头企业

1）看好扫地机器人龙头。a.石头科技：2020H1 业绩超预期，我们测算自有品牌 2020H1、2020Q2 收入分别约+22%、+36%。2020H1 自有品牌占比同比+26.68pct 至 85.12%。b.科沃斯：2020H1，科沃斯、添可自有品牌业务收入分别-6.15%、+131.03%。2020H1 净利率为 5.54%，同比+0.12pct，相比 2019 年底+3.26pct。随着公司战略调整基本完成，2020H1 净利率如期回升。2）看好厨房小家电龙头。推荐标的：a.小熊电器、新宝股份：2020H1 业绩均超预期，其中新宝股份自有品牌摩飞 2020H1 收入约 7.2 亿元，同比约+240%。b.九阳股份：2020H1 业绩超预期，其中食品加工机、西式电器业务表现较好，拉动收入增长。

建议关注业绩持续改善的白电龙头及地产回暖下的厨电龙头

1)看好业绩持续改善的白电龙头。2020H2 空调行业回暖可期，龙头企业有望充分受益，从一年维度来看，2021H1 有望受益于前期（2020H1）低基数，出现较为亮眼的业绩同比数据。推荐标的：格力电器，受益标的：美的集团、海尔智家。2）看好厨电龙头。考虑前期房屋新开工面积及竣工面积剪刀差逐步修复，下半年竣工端回暖有望提速，厨电内销有望持续增长。老板电器：地产数据回暖，厨电需求确定性提升，公司扩产品、拓渠道、品牌年轻化，业绩有望进一步增长。

风险提示：疫情缓和不及预期，全球经济衰退，行业竞争格局恶化等。

【轻工制造】轻工中报总结:Q2 业绩环比回暖，家具、包装行业恢复弹性较大——行业周报-20200906

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

核心组合：索菲亚、欧派家居、裕同科技、中顺洁柔、晨光文具、思摩尔国际

家居内需复苏组合：索菲亚、欧派家居；受益标的：顾家家居、敏华控股

5G 催化包装组合：裕同科技

新型烟草组合：思摩尔国际

文化纸企稳组合：太阳纸业

必选消费组合：中顺洁柔、晨光文具

（文中“上周”指 2020.8.31—9.4，“上上周”指 2020.8.24—8.28。）

轻工行业 2020Q2 业绩环比回暖，其中家具、包装印刷行业恢复弹性较大

1） 2020H1 轻工行业合计收入 2196 亿元，同比下降 3.5%，实现归母净利润合计 115 亿元，同比下降 11.1%，降幅相较 2020Q1 收窄。其中，2020Q2 家具/造纸/包装印刷/文娱用品行业收入增速分别为-0.4%/+1.6%/+24.2%/+13.2%，归母净利润增速分别为-6.4%/-11.0%/+28.5%/+18.9%。家具、包装印刷行业在 2020Q2

表现出了更加的修复弹性，收入增速相较 2020Q1 各环比提升 20.6pct 和 35.1pct。

2）从盈利能力看，2020H1 轻工制造板块平均毛利率为 23.4%，同比提升 0.4pct；平均净利率为 5.4%，同比下降 0.4pct。分子行业看，家具/造纸/包装印刷/文娱用品行业平均毛利率分别为 33.9%/26.7%/21.7%/22.6%，净利率分别为 5.7%/6.0%/7.3%/12.9%。其中，受疫情影响，家具/包装印刷/文娱用品行业 2020H1 整体的毛利率均同比有不同程度的下滑，而造纸板块毛利率同比有所回升。

3）从中报披露后的股价表现看，飞亚达、创源文化、索菲亚、合兴包装和恒林股份表现相对较佳；好莱客、帝欧家居、松霖科技、金牌厨柜、惠达卫浴较。从整体表现看，定制家居龙头性价比逐渐被市场认知；精装产业链出现调整；包装行业景气度提升存在一定预期差；造纸板块中报基本符合预期；晨光文具虽然业绩受疫情影响，但精品文创战略推进超出预期；软体家居中床垫赛道有所表现。

关注景气度提升的细分行业，推荐索菲亚、思摩尔国际、晨光文具

1）推荐定制家居龙头索菲亚：公司经销端受益于经销商管理精细化、产品结构优化，工程端衣柜体量领先，橱柜、木门逐步拓展，整体业绩有望迎来拐点。市场对公司预期仍处于较低水平，我们坚定看好公司业绩反转的拐点机会。

2）推荐电子烟雾化龙头思摩尔国际：2020Q2 海外市场新型烟草销量受疫情影响有限，继续看好思摩尔在技术研发、客户积累和供应链上的壁垒，建议长期关注。

3）推荐文具行业龙头晨光文具：公司精品文创战略推进超出预期，办公文具等品类毛利率持续提升。九木杂物社开店速度受疫情影响也有限，进展顺利。

4）推荐文化纸龙头太阳纸业： 2020H2 伴随需求回暖，文化纸和箱板瓦楞纸价格均有望向上修复，带来盈利弹性。长期看，公司产能释放、成本优化均有空间。

风险提示：行业需求恢复不及预期、行业价格战加剧等。

【农林牧渔】东北台风加重及虫害入侵，秋收玉米产量或受影响——行业点评报告-20200906

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001

草地贪夜蛾首次入侵辽宁，秋玉米产区受威胁

据全国农技推广中心消息，辽宁省丹东东港市发现草地贪夜蛾成虫迁飞入侵，已在东港市 11 个乡镇 30 个行政村，监测到成虫 100 多头，这是草地贪夜蛾首次入侵辽宁省。目前春玉米和夏玉米进入成熟期，草地贪夜蛾为害进入尾声，但随着黄淮及以南地区秋玉米的种植生长，草地贪夜蛾开始在秋玉米田发生，部分区域虫量较高。预计 9 月份大部地区天气条件和玉米种植方式对草地贪夜蛾种群繁衍和发生为害有利，草地贪夜蛾在江淮、长江中下游、华南、西南秋玉米种植区偏重发生，草地贪夜蛾在我国为害持续深化，玉米产量或受到较大影响。

台风频繁登陆东北地区，灌浆期倒伏严重，秋粮产量或受影响

8 月 26 日以来，台风“巴威”、“美莎克”先后进入我国东北地区，登陆间隔短，影响区域重叠，给农业生产带来严峻挑战。9 月上旬秋粮玉米、水稻等作物进入出现头重脚轻的灌浆期，连续台风天气容易造成倒伏，影响粮食产量。据农业农村部初步预计，2020 年秋粮种植面积约 12.84 亿亩，秋粮占全年粮食比重的四分之三。同时东北及华北地区主要为秋粮作物种植区，据国家统计局数据，2019 年东北三省玉米种植面积约 2 亿亩，占全国比例超 30%。2020 年台风密集登陆我国东北地区，对东北地区粮食作物产量造成负面影响。

下周台风“海神”将再次登陆东北地区，登陆频度历史首次

据中央气象台预测 9 月 8 日凌晨，2020 年第十号台风“海神”将再次影响我国东北地区，为半个月内接连影响东北地区的第三个台风。 “海神”台风级已加强为超强台风，强度超越第九号台风“美莎克”的巅峰强度。据

中国气象台预计，主要降水段局地将达到大暴雨量级。过去 10 天，台风“巴威”、“美莎克”带来的降雨量已经致使东北地区降水量较常年同期多一倍以上，黑龙江南部、吉林中西部偏多 4 倍以上。秋分时节秋收在即，2020 年秋收产量受到台风影响或减少。

食为政首，虫害叠加自然灾害转基因商业化或加速

当前国内外外部局势复杂，中美摩擦不断升级，国内倡导粮食安全的大背景下，转基因作物具有优良的生产及抗虫耐药性能，虫害加深及增产需求，或催生转基因作物商业化，建议继续关注种植链机会，相关标的大北农、隆平高科，受益标的荃银高科。

风险提示：极端天气影响、病虫害影响、政策风险、转基因商业化不及预期。

【房地产】8 月百强房企销售增速创新高，因城施策持续灵活——行业周报-20200906

齐东（分析师）证书编号：S0790520060001 | 陈鹏（联系人）证书编号：S0790120060038

房住不炒基调不变，长效机制持续完善，维持行业看好评级

我们认为，地产仍是当前财政和投资的重要托底工具，政策将会处于当前“房住不炒+因城施策”框架下，但方向和力度则会相机而变。目前房地产板块估值有所修复，板块 PE-TTM 为 9.25 倍，但仍处于历史低位。伴随疫情影响逐渐消散，预计全年结算将回到增长轨道。我们建议三季度继续关注地产板块机会，维持行业看好评级。

政策：住建部重申房住不炒，因城施策持续灵活

1）中央层面，货币政策持续灵活适度，住建部重申房住不炒。国务院常务会议提出，坚持稳健的货币政策灵活适度，保持政策力度和可持续性；住建部印发政务公开工作要点，坚持房住不炒定位，落实城市主体责任，稳地价、稳房价、稳预期；加强房地产市场监管信息公开。2）地方政策看，西安住建局要求房企必须公示相关许可、规划参数及不利因素，一律无权承诺教育资源配套，不得拒绝购房人使用公积金贷款等；凡在重庆两江新区房交会期间购买参展项目的新建商品房且已网签的，首房首贷的可享受首付 2 成优惠；杭州调控加码，完善住房限购政策，明确以父母投靠成年子女方式落户本市的，须满 3 年方可买房；30 周岁以上未婚单身，或离异单身满 3 年且无自有购房记录，可认定为无房家庭；加大无房家庭房源倾斜比例，商品房房源倾斜比例达到 80%，且 5 年不可上市交易；沈阳出台楼市新政，包括二套首付比例提高到 50%，个人住房转让增值税免征年限由 2 年调整到 5 年，严控住房用地出让溢价率等内容。不同城市政策方向不一，地方因城施策自主权较大，但调控的最终目的均是保持当地市场平稳健康发展。

成交：一二手成交向好趋势不变，8 月百强房企销售增速创新高

1）新房：2020 年第 36 周，全国 32 城成交面积 464 万平米，同比增加 11%，环比下降 12%；从累计数值看，年初至今 32 城累计成交面积达 14215 万平米，累计同比下降 5%，增速降幅仍在收敛。2）二手房：2020 年第 35 周，2020 年第 36 周，全国 9 城成交面积为 130 万平米，同比增速 8%，前值 11%；年初至今累计成交面积 4084 万平米，同比增速-6%，较前值提升 0.4 个百分点。3）百强房企单月销售额增速再创年内新高。2020 年 8 月，TOP100 房企销售额、销售面积单月同比增速分别为 29.1%、20.3%，较前值分别提升 4.4%、下降 7.4 个百分点，单月销售额增速连续 6 月持续提升。

资金：8 月发债规模同比提升，利率持续下行

2020 年 8 月，信用债发行 697 亿元，同比增长 9%，环比增长 13%；海外债发行 466 亿元，同比增长 314%，环比减少 6%；加权利率分别为 4.55%、6.72%，较 2019 年末均有下降。

风险提示：行业销售波动；政策调整导致经营风险；融资环境变动。

【石油化工】美国原油维持去库存，涤纶长丝需求出现好转——行业周报-20200906

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

美国原油维持去库存，涤纶长丝需求出现好转

截止上周五（9 月 4 日），Brent 油价为 42.35 美元/桶，较上上周（2020.8.24—8.28）下跌 2.73 美元/桶。根据 EIA 最新数据，8 月 28 日当周美国原油产量为 970 万桶/天，周环比减少 110 万桶/天；美国商业原油库存为 4.98 亿桶，周环比减少 936 万桶，连续六周出现趋势性大减；上周（2020.8.31—9.4）涤纶长丝企业平均开工率为 83.84%，环比上涨 0.39%；下游江浙沪地区化纤织造综合开机率为 68.42%，环比上涨 1.79%，海内外服装、家纺订单均有不同程度的回暖，但下游织造厂库存仍处于 40 多天高位，预计随“金九银十”传统旺季的到来，高库存的矛盾将进一步解决，长丝行业盈利有望出现改善。受益标的：1）民营大炼化：桐昆股份、荣盛石化、恒逸石化；2）轻烃裂解龙头：卫星石化；3）油服龙头：中海油服；4）煤制烯烃龙头：宝丰能源；5）民营加油站：和顺石油；3）受益资产注入管网公司：中国石油、中国石化、中油工程、新奥股份、深圳燃气。

美国产量骤降&油品库存再减，油品需求短暂承压

原油产量骤降：根据美国 EIA 于 9 月 2 日公布的数据，8 月 28 日当周，美国原油产量为 970 万桶/天，周环比减少 110 万桶/天，较年初下降 24.8%，年初为 1290 万桶/天；油品库存再减少：美国 EIA 于 9 月 2 日公布的数据，8 月 28 日当周，美国商业原油和油品总库存为 14.28 亿桶，周环比减少 775 万桶。其中，商业原油库存为 4.98 亿桶，周环比减少 936 万桶，连续六周录得减少；汽油库存为 2.35 亿桶，周环比减少 432 万桶，连续四周录得减少；馏分油库存为 1.78 亿桶，周环比减少 168 万桶；炼厂开工率下降&油品需求承压：根据美国 EIA 于 9 月 2 日公布的数据，8 月 28 日当周，美国炼厂原油加工能力为 1864 万桶/天，维持上上周（2020.8.24—8.28）水平；炼厂开工率为 77%，周环比减少 5.3%；美国油品消费总量为 1698 万桶/天，周环比减少 264 万桶/天；汽油消费 879 万桶/天，周环比减少 38 万桶/天。即将到来的美国劳动节假期将标志着夏日驾驶季的非正式结束，或在一定程度上影响需求，但后续仍需关注油品去库的持续性与炼油厂的停产检修情况。

长丝需求出现好转，行业盈利有望出现改善

需求出现好转：上周（2020.8.31—9.4）开工率环比上上周（2020.8.24—8.28）局部回暖，涤纶长丝企业平均开工率为 83.84%，环比上涨 0.39%；下游江浙沪地区化纤织造综合开机率为 68.42%，环比上涨 1.79%，海内外服装、家纺订单均有不同程度的回暖，但下游织造厂库存仍处于 40 多天高位，预计随“金九银十”传统旺季的到来，高库存的矛盾将进一步解决，长丝行业盈利有望出现改善；价差方面：上周（2020.8.31—9.4）PX 受成本支撑开始止跌反弹，短时间内需求偏空抑制涨幅，下游 PTA 开工率小幅下滑，后期仍有部分装置计划检修。目前随美国炼厂陆续恢复开工，PX-石脑油价差出现修复迹象，上周（2020.8.31—9.4）微涨 1.48%；上周（2020.8.31—9.4）PTA 市场重心震荡走高，PX 成本端支撑良好，下游聚酯开工率小幅上调，供需关系平衡向好运行，PTA-PX 价差出现改善，上涨 1.6%；上周（2020.8.31—9.4）涤纶长丝成本端坚挺，部分库存较高的企业有持续让利促销出货的预期，行业报价普遍下调，周涤纶长丝与 PTA、乙二醇的价差下跌 9.34%。

风险提示：原油价格剧烈波动、地缘政治加剧、疫情反复导致需求萎靡风险。

【食品饮料】客观看回调，蓄势再出发——行业周报-20200906

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 叶松霖（联系人）证书编号：S0790120030038 | 逄晓娟（联系人）证书编号：S0790120040011

核心观点：客观看待淡季增速下行，谋求长远布局

上周（2020.8.31—9.4）食品板块跌幅较多，以海天味业、中炬高新为代表的调味品板块跌幅居前，主因前期涨幅过多，高估值回调压力较大。从基本面角度来看，二季度受益于补偿性消费以及渠道补库存、半年度压货等，调味品 Q2 增速显著回升。7-8 月是行业淡季，叠加库存消化，增速回落本属正常。且月度营收波动受到外部因素制约较多，我们更关注企业自身增长逻辑是否发生变化。海天味业按即定节奏稳中有进，中炬高新积极调整快速响应，恒顺醋业思路转变开启改革元年，千禾味业、天味食品等正处于快速扩张黄金阶段，企业成长驱动力仍在持续。

调味品板块年初至今市值增长更多来自于估值提升，短期估值可能跟随资金流动性、板块轮动性产生波动，长期来看逻辑未变，更应谋求长远布局。

往下半年展望，我们看好白酒板块整体行情：主要考虑到：一是中秋节白酒大概率旺销；二是酒厂内部积极性高，消费拉动、需求拓展力度环比上半年加大；三是渠道库存处于低位，名酒企业渠道秩序管理有进一步提升。展望 2021 年，低基数背景下白酒业绩弹性较大，对应 2021 年估值仍处在合理范围内，建议积极配置，布局下半年估值切换。大众品思路是寻找成长性与确定性较高，同时估值不贵品种，推荐嘉必优与煌上煌。

推荐组合：贵州茅台、五粮液、中炬高新与海天味业

（1）贵州茅台回款节奏按计划进行，批价持续走高。直销体系中多个渠道可能增量，叠加其他直销出口逐渐理顺，直销渠道占比将进一步提升，业绩大概率加速增长。（2）五粮液中报业绩符合预期，公司持续推进营销改革，加大渠道管控，销量提升源于空白市场覆盖以及团购渠道开拓，预计全年大概率完成双位数增长。（3）中炬高新淡季增速略有回落，公司已积极调整费用投放节奏，确保全年目标达成。目前公司仍按即定战略有序推进，渠道细化、产品开发等工作仍在进行，估计全年可顺利达成目标。（4）海天味业动销良性发展，餐饮复苏，商超渠道加大投入，二季度业绩略超预期。目前开启新一轮招商以拓展品类，目前进度良好，持续成长的确定性进一步加强。

板块行情回顾： 食品饮料跑输大盘

8 月 31 日-9 月 4 日，食品饮料指数跌幅为 2.0%，一级子行业排名第 23，低于沪深 300 约 0.5pct。板块前期涨幅较多，估值处于高位，上周（2020.8.31—9.4）出现回调压力。子行业中软饮料（9.1%）、乳品（0.1%）、白酒（-0.1%）表现较好。个股方面，惠发食品、养元饮品、安井食品等涨幅领先；来伊份、均瑶健康、三只松鼠等跌幅居前。

重点新闻：梦之蓝 M3 上调供货价及终端成交价

9 月 3 日，洋河股份下发了关于梦之蓝 M3 价格调整的通知。通知显示，梦之蓝 M3 产品供价和终端成交价双双上调：1、产品供价提升 20 元/瓶；2、终端建议成交价分别不低于 420 元/瓶（低度）、500 元/瓶（高度）（来源于酒业家）。

风险提示：经济下行、食品安全、原料价格波动、消费需求复苏低于预期等。

【农林牧渔】草地贪夜蛾首次入侵辽宁，为害深化建议关注种植链机会——行业周报-20200905

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001

上周（2020.8.31—9.4）观点：草地贪夜蛾首次入侵辽宁，为害深化建议关注种植链机会

上周（2020.8.31—9.4）全国农技推广中心发布信息，辽宁省丹东东港市发现草地贪夜蛾成虫迁飞入侵，已在东港市 11 个乡镇 30 个行政村，监测到成虫 100 多头，这是草地贪夜蛾首次入侵辽宁省。目前春玉米和夏玉米进入成熟期，草地贪夜蛾为害进入尾声，但随着黄淮及以南地区秋玉米的种植生长，草地贪夜蛾开始在秋玉米田发生，部分区域虫量较高。1）虫源方面，2020 年草地贪夜蛾虫源分布广，长江及以南地区虫源基数大。截至 8 月 31 日，草地贪夜蛾在全国 27 个省 1338 个县见虫。2）作物种植面积方面，秋玉米种植面积广且分散，初步统计，全国秋玉米种植面积约 1000 万亩，主要分布在华南、西南、江南、江淮和黄淮地区。7 月份以来，各地陆续播种，播期不一，生育期参差不齐，且地块分散，鲜食玉米较多，有利于草地贪夜蛾辗转发生和集中为害。3）天气方面，据国家气候中心预测，9 月份西南西部和长江以南地区气温偏高，黄淮、江淮和长江流域气温接近常年，尤其是华北南部、黄淮、江汉、西南北部、华南东部等地降水偏多，对草地贪夜蛾迁入降落、种群繁殖和田间为害有利。综上来看，9 月份大部地区天气条件和玉米种植方式对草地贪夜蛾种群繁衍和发生为害有利预计草地贪夜蛾在江淮、长江中下游、华南、西南秋玉米种植区偏重发生，黄淮和华北局部地块有零星为害。草地贪夜蛾在我国为害持续深化，玉米作为寄主作物，产量或受到较大影响。外部局势复杂，国内倡导粮食安全的大背景下，转基因作物具有优良的生产及抗虫耐药性能，虫害加深或使得转基因作物商业化进程加快，建议继续关注种植链机会，相关标的大北农、隆平高科，受益标的荃银高科。

上周重点新闻（08.31-09.04）：8 月下旬生猪价格 37.5 元/公斤，环比上涨 0.3%

【2020 年 9 月 4 日中央储备冻猪肉投放 2 万吨】

【统计局：8 月下旬生猪价格环比涨 0.3%】

上周市场表现（08.31-09.04）：农业跑输大盘 1.50 个百分点

上周（2020.8.31—9.4）上证 A 指下跌 1.42%，农业指数下跌 2.92%，跑输大盘 1.50 个百分点。子板块看，农产品加工及林业板块涨幅第一，涨幅为 0.63%。个股看，上周（2020.8.31—9.4）涨幅较大的分别为普莱柯（+18.16%）、南宁糖业（+14.34%）、中牧股份（+8.00%）、*ST 永林（+7.75%）。

上周价格跟踪（08.31-09.04）：仔猪、中速鸡等价格上涨

生猪养殖：据博亚和讯数据，9 月 4 日全国外三元生猪均价为 36.73 元/公斤，环比下降 0.05%，仔猪均价为 101.4 元/公斤，环比上涨 0.04%。白羽肉鸡：上周（2020.8.31—9.4）鸡苗均价 1.20 元/羽，环比下跌 38.14%；毛鸡均价 7.31 元/公斤，环比下跌 2.92%。

风险提示：宏观经济下行，农产品价格大幅下跌；非洲猪瘟疫情恶化，上市企业出栏量不及预期；新冠疫情加重，消费需求复苏慢于预期。

【商业贸易】海关新增 12 个出口试点，B2B 跨境电商踏浪前行——商贸零售行业周报-20200905

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 符超然（联系人）证书编号：S0790120080062 | 李旭东（联系人）证书编号：S0790120010014

海关新增 12 个出口试点，B2B 跨境电商踏浪前行

2020 年 9 月 1 日，海关总署新增 12 个“跨境电商 B2B 出口”试点，标志着多个口岸开启规模化“卖全球”的跨境电商贸易新征程。B2B 跨境电商模式通常是指境内企业通过跨境物流将货物运送至境外企业或海外仓，并通过跨境电商平台完成交易的贸易形式。B2B 跨境电商一方面直击传统外贸分销环节繁多痛点，节约成本并提升效率；另一方面也解决了国内外市场信息不对称问题。2020 年新冠疫情全年蔓延，我国制造业相对率先恢复，有效填补了海外市场需求缺口，同时相关扶持政策陆续推出，B2B 跨境电商行业将充分受益。目前行业规模已超过 6 万亿元，主要玩家由阿里巴巴国际站、敦煌网和开锣网等平台型电商构成。其中，阿里巴巴国际站是我国最大的 B2B 跨境电商平台，提供数字化营销、交易及供应链等服务，目前已覆盖 5900 多个产品类别和 200 多个国家及地区；敦煌网打造了集相关服务于一体的全平台、线上化外贸闭环模式，拥有超 2800 万的累计注册买家和超 200 万的累计注册供应商；开锣网是焦点科技（002315.SZ）旗下 B2B 跨境交易电商平台，围绕零售商重点开展品类分销、商品直发、定制采购三大核心业务。未来，头部平台型电商通过继续整合传统外贸企业在关检、物流、支付、金融等领域的生态圈合作伙伴，为国内供应商提供物流配送、支付结算、海外精准营销等多种服务，有望逐步实现向服务型一站式平台的转型升级。

行业关键词：小众香、社区生鲜、99 划算节、社区团购、直播电商

【小众香】天猫国际七夕榜单，“小众香”走红。

【社区生鲜】社区生鲜便利店“小兔买菜”完成千万美元 A 轮融资。

【99 划算节】聚划算升级“99 划算节”，上线百亿流量补贴计划。

【社区团购】美团优选推出“千城计划”加码社区团购。

【直播电商】拼多多 APP 增加独立直播频道。

板块行情回顾

上周（8 月 31 日-9 月 4 日）零售板块（商业贸易指数）报收 3924.95 点，下跌 0.71%，跑赢上证综指（上周下跌 1.42%）0.71 个百分点，板块表现在 28 个一级行业中位居第 15 位。各细分板块中，上周（2020.8.31—9.4）多业态零售、珠宝首饰和专业连锁板块涨幅居前，2020 年年初至今百货板块表现最好。个股方面，上周（2020.8.31—9.4）东方银星（+22.5%）、浙江中拓（+10.6%）、友阿股份（+9.2%）等涨幅靠前。

投资建议：关注跨境电商板块，重点推荐吉宏股份

投资主线一：超市板块（重点推荐永辉超市、家家悦、红旗连锁和步步高）；

投资主线二：消费复苏进行时，关注化妆品板块（受益标的珀莱雅、丸美股份、上海家化等）和黄金珠宝板块（重点推荐周大生、老凤祥）；

投资主线三：政策和需求共振驱动下的跨境电商板块，受益标的安克创新，重点推荐吉宏股份（三季报预告延续高增长，拟股权转让激励核心骨干）。

风险提示：宏观经济风险，疫情扩散影响加剧，中小企业经营压力增大。

【煤炭开采】PMI 验证经济改善动力犹存，“金九银十”继续催化煤炭行情——行业周报-20200905

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

PMI 验证经济改善动力犹存，“金九银十”继续催化煤炭行情

上周（2020.8.31—9.4）动力煤基本保持平稳，秦港动力煤现货平仓价微涨至 549 元/吨。旺季接近尾声，前期煤价承压小幅下行已体现出淡季特征。基本面需求稳中偏弱，供给偏紧：需求方面，随着入秋气温下降，电厂负荷有所回落，加之水电出力稳定，火电耗煤需求空间有限，目前补库仍以长协煤为主；供给方面，主产地煤管票等限产因素仍然存在，月初由于新一轮煤管票开放产地供给短期有所释放，但对整体供给偏紧格局影响有限，进口煤方面通关仍然受限；库存方面，上周（2020.8.31—9.4）秦港库存有明显回升，主因事故影响消退，铁路发运重回正轨，但低于 2019 年同期水平，处于历史中位。后期判断，需求方面，淡季来临电力耗煤需求承压，但进入“金九银十”下游钢铁建材水泥等传统旺季，用煤需求仍有支撑。中长期来看，在各项经济政策刺激下，基建投资力度加大、地产韧性犹存推动的内需增长，煤炭需求增长仍有空间；供给方面，主产地煤矿生产或将保持稳定，进口煤通关限制或将持续，供给短期处于偏紧状态，支撑煤价稳定。长期来看，“十三五”末至“十四五”期间供改将持续深化，去产能力度加大，产能集中度提升，供给格局将趋于合理稳定。总体来看，短期供需保持紧平衡，长期将以供需平衡稳定为主，支持煤价在合理区间平稳运行。宏观方面，8 月制造业 PMI 环比略降 0.1pct，连续六月保持荣枯线以上，制造业总体平稳运行，体现经济持续改善动力。行业方面，上周（2020.8.31—9.4）潞安集团将潞安环能 62%股权划转至三大煤企联合组建的潞安化工集团，山西国改及专业化整合再进一步，除此之外，下半年各煤炭主产省份煤企改革力度将进一步加大，伴随供给侧改革的持续深化，产能集中度将持续提升，供给格局趋于合理稳定，利好龙头煤企。中报业绩展现出各主要煤企降本增效发力，抗风险能力增强，下半年业绩韧性犹存，看好煤企业绩改善及估值修复。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；国家能源战略现代煤化工受益标的：宝丰能源。

煤电产业链：上周（2020.8.31—9.4）煤价基本平稳，淡季来临需求走弱但不改长期稳定预期

上周（2020 年 8 月 31 日-9 月 4 日）港口动力煤价微涨至 549 元/吨，淡季来临需求稳中偏弱，电厂补库以长协为主，水电运行良好压缩火电空间，但工业用电回升或将对耗煤需求有所支撑；供给方面，内蒙煤管票限制停减产持续，进口煤限制犹在供给难发力，供给面整体偏紧。库存方面，秦港库存在铁路发运量恢复的情况下有所回升。总体来看，供需趋于稳定的基本面下煤价以平稳运行为主。

煤焦钢产业链：上周（2020.8.31—9.4）双焦皆稳，焦钢厂开工率持续高位

焦炭方面，上周（2020.8.31—9.4）焦价保持稳定，“金九银十”来临钢厂开工率高位运行，对焦炭需求有所支

撑，同时前期去库存致钢厂焦炭库存回落，对焦炭采购意愿增强，焦价或有进一步提涨预期。从供给端长期来看，各省焦化去产能力度加强，供给或将偏紧，支撑焦价。焦煤方面，焦价提涨致焦企对焦煤压价意愿减弱，同时焦钢企开工率高位稳定，开始阶段性补库，另外产地供给偏紧亦对焦煤价格形成支撑。

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

【医药】零售药店：后浪奔涌之时，创新和专业仍是核心——行业深度报告-20200906

杜佐远（分析师）证书编号：S0790520050003 | 蔡明子（分析师）证书编号：S0790520070001

上市药房凭借专业化转型及线上布局将突出重围，行业维持高景气度

药店行业核心逻辑在于处方外流、集中度提升、电商渠道布局，带量采购等政策因素加速了龙头药店从销售商品为重心向以客户需求为导向转变，为顾客建立健康管理方案，回归服务本质；同时，行业合规门槛提升，助力 DTP 药房、门特门慢等特色专业药房快速发展，能更好地承接处方外流，未来药店之间比拼的将是专业化服务能力，头部效应凸显。

区域连锁业务各有侧重，有望保持经营特色，上市后对其经营能力有更高要求

近期，区域连锁/批发龙头健之佳、养天和、达嘉维康向主板及创业板递交招股书，众友健康也从拟通过重大资产重组成为美尔雅子公司，药店行业“后浪”来袭。通过分析招股书，我们得出结论：1）以上拟上市药房各有优势业务，形成差异化竞争，例如达嘉维康在 DTP 药房布局领先，健之佳积极发展电商平台，养天和以加盟模式为主，特品业务占比高带来高毛利率，未来区域药房有望保持经营特色，维持经营优势。2）产业链延伸、电商平台、布局 DTP 药房是未来发展趋势。3）适当缩减商品品规能够聚焦优势品种，能够提升上游议价能力，从而提升产品毛利率。4）目前拟上市药房收入规模及盈利指标与上市药房有一定差距，对各拟上市药房的省外拓展能力、精细化管理能力提出了较高要求。

零售药店盈利模式应从高毛利向专业服务转型，积极布局电商平台

拓展慢病品类重要性突显，零售药店盈利模式逐渐从高毛利向提供专业化慢病管理服务转型，例如加强慢病管理服务，加大院边店、DTP 药房建设。此外，上市及拟上市药房均在积极布局线上业务，在医药咨询、远程诊疗、在线购药、健康管理等 4 大场景中挖掘更多商业机会，拓宽业务领域，利用线上流量为线下导流，最终形成线上+线下闭环发展。

区域连锁依据自身情况、发展期望选择独立上市或出售，IPO 可助力药店内生外延双向增长

在行业集中度不断提升的大趋势下，医药零售企业面临较大生存困难，面临着独立上市或出售给上市公司的选择，各医药零售企业应基于自身经营情况、未来发展期望做出恰当选择。IPO 通过拓宽企业融资渠道，增强资本实力，不仅为外延并购提供充足发展动力，而且通过门店数量扩张，提升上游议价能力，提升毛利率，充足资金还可完善其精细化管理，从而降低成本、提高运营效率，内生增长更稳健。此外，IPO 能够规范行业经营，有利于行业进一步回归良性竞争。

受益标的推荐

从规模优势、承接处方外流能力、电商平台建设等角度，推荐标的：老百姓。受益标的：益丰药房、大参林、一心堂。上市药房全国布局，自建、并购、加盟快速推进，店龄结构持续优化，进入到议价能力提升、盈利能力提升的正向循环阶段；此外，上市药房布局 O2O 成效明显，共享互联网+医药电商红利。

风险提示：门店并购后业绩不及预期；集采扩面短期对药品零售价有影响。

【食品饮料：古井贡酒(000596.SZ)】紧抓升级机遇，加速省外扩张——公司首次覆盖报告-20200906

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

1、省内增长空间充足，省外持续扩张，成长路径清晰，首次覆盖给予“增持”评级

公司品牌底蕴深厚，营销管理水平突出，省内产品持续升级增长空间充足，省外扩张趋势持续，成长路径清晰。我们预计 2020-2022 年净利润分别为 23.04 亿、28.01、33.51 亿，同比增长 10%/22%/19%；EPS 分别为 4.57 元、5.58 元、6.65 元，对应当前股价 PE 为 53/43/36 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

2、省内白酒市场消费升级持续，本土企业之间梯队差距拉开，外来名酒布局加速

2018 年开始省内白酒主流消费价格开始突破 200 元价格带，同时正在加速培育 300 元-600 元价格带，为古井贡、口子窖等龙头进一步发展带来机遇。同时，省内白酒市场以古井贡为第一的“一超多强”格局逐渐稳定下来，龙头企业精力从渠道竞争转向品牌打造和省外市场拓展。同时应该注意到，随着在销量层面白酒行业迈入存量竞争时代，叠加白酒消费升级背景，全国化名酒近年来加速布局安徽市场，在 300 元以上价位段与本土品牌展开错位竞争，安徽市场机遇与挑战并存。

3、省内公司产品持续升级+市场份额提升，增长空间充足

公司在省内成长路径清晰：首先伴随省内消费升级，在省内最具成长力三个价格带（100-200 元、200-300 元、300-600 元）古井贡先发优势明显，配合高效的营销团队、强大的渠道网络有望收割大部分增量份额。第二，公司持续进行渠道精耕建设、引导产品升级，2018 年以来在渠道力与品牌高度上与竞品差距加速拉大，省内份额从 2011 年 11%提升至 2019 年超 25%，未来份额提升将是长期趋势。

4、省外基础良好，全国化时机成熟，省外扩张有望加速

古井贡是最具全国化潜力的区域名酒之一，前期由于省内竞争掣肘严重、主力单品价格带处于省外红海市场，省外拓展节奏不快。2018 年以来，省内竞争格局拐点确立，公司出省时机显现，同时古 20 省内打造成功，可以跳出省外竞争红海引领档位。我们预计公司省外成长速度将进一步加快，全国化将成为下一个阶段增长的重要驱动力量。

风险提示：宏观经济下行导致需求下滑、市场竞争加剧、食品安全问题等。

【轻工制造：索菲亚(002572.SZ)】深度复盘：潜心变革近二载，又到一鸣惊人时——公司深度报告-20200905

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

潜心变革近两年，竞争格局演化和内部优化超出市场预期，维持“买入”评级

本篇报告将索菲亚发展历程划分为三个阶段：行业红利期快速粗放式增长，红利消退初期经历阵痛，积极变革后成果初显。经过复盘后，我们发现市场对于索菲亚仍延续了调整阵痛期的低预期，公司估值相对较低。但我们认为通过 2019 年后近两年的积极变革，索菲亚的内部优化和外部行业演化趋势已超出市场预期。维持盈利预测不变，预计 2020-2022 年归母净利润 11.89/13.35/15.40 亿元，对应 EPS 为 1.30/1.46/1.69 元，当前股价对应 PE 为 22/20/17 倍，维持“买入”评级。

行业红利期粗放式增长，行业增速下滑后迎来调整阵痛期

2017H1 前，需求景气叠加定制渗透率提升，索菲亚迎来戴维斯双击，PE 中枢一度维持在 45 倍左右，并且高业绩增速持续消化高估值，定制家居行业市场偏好也达到近年顶点。但在地产政策收紧等因素影响下，2017Q4 起索菲亚等定制家居企业利润增速开始下滑，进而导致定制行业的市场偏好出现分歧，索菲亚估值逐渐下行。2018H2，地产数据持续下行以及工程渠道兴起，索菲亚等定制家居零售龙头公司竞争格局进一步恶化。公司缺陷也被市场放大（经销商管控乏力、品类拓展难度大、工程渠道占比低），公司估值从而下杀至明显低于同业竞争对手。

公司内部积极变革，行业趋势再演化，2020 年中报数据验证索菲亚已到拐点

1）而 2019 年后，我们认为索菲亚所做对的三件事：①加大经销商管控力度，逐步转向精细化管理；②产品战

略正确，发力康纯板、轻奢赛道；③积极拥抱渠道变革，理顺工程渠道，布局整装渠道。2）行业也在向积极方向再演化：①竣工缺口回补需求，有望带来需求小阳春；②衣柜正逐渐取代橱柜成为零售渠道流量入口；③渠道多元化，龙头优势突出；④工程渠道缓解行业供给过剩隐忧。3）中报数据也可验证索菲亚已到拐点：①经销渠道，预收账款大幅改善，一线城市占比高使得 2020H1 接单增速显著高于订单转化增速。②工程渠道，工程渠道收入确认因疫情滞后，但出货额同比大幅改善。存货余额的大幅提升也可验证。

风险提示：竣工数据和终端需求回暖不及预期；工程渠道拓展不及预期。

【电子：杰普特(688025.SH)】国产 MOPA 先行者，激光器与激光设备协同发展——公司首次覆盖报告-20200905

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002

激光产业内垂直整合发展，现已形成激光器及相关设备两大业务支柱

公司自成立以来历经光纤器件—激光器—激光/光学设备的发展阶段，聚焦激光主业进行垂直发展，目前形成激光器与激光/光学设备两大业务支柱。公司激光器业务以 MOPA 脉冲光纤激光器为特色，产品整机技术实力和销售额国内领先，连续激光器、固体激光器等产品亦处于国内先进地位，激光器销售收入持续增长。公司激光/光学设备产品矩阵完善，客户质量优异，发展前景广阔。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 1.04/1.46/1.98 亿元，对应 EPS 为 1.12/1.58/2.14 元，当前股价对应 PE 为 52.5/37.2/27.5 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

国产 MOPA 激光器先行者，打造差异化竞争优势

MOPA 激光具有脉宽、重复频率重复可调的灵活性，相比传统调 Q 脉冲激光器优势明显。公司是国内首家商业化批量生产 MOPA 脉冲光纤激光器的厂商，整体技术和销售额均领先于国内其他主要厂商。公司 MOPA 激光器价格坚挺，毛利率逆势上涨。公司 MOPA 激光器与激光设备业务形成协同，如公司激光调阻机系统利用了自行研制的 MOPA 脉冲光纤激光器，其脉宽可调的功能使得激光调阻机可以兼容不同类型的电阻，更加灵活高效地服务客户。

激光/光学设备产品矩阵日渐完善，背靠大客户实现快速发展

2014 年开始，公司激光/光学设备进入起步期，产品矩阵日渐完善，赢得苹果公司、国巨股份等优质客户的青睐。公司 2017 年手机光谱检测设备量产，并拓展到平板、手表、电脑等产品应用，受益苹果新品发布，公司该项业务快速增长。2017 年激光/光学设备收入占公司营收的 54.16%，同比提升 43.64 个 pct，成为公司的另一支柱性业务。2020H1，公司智能装备产品销售收入 1.74 亿元，其中销售给苹果公司的精密打标机收入 1.47 亿元，占比为 84.48%。公司激光调阻机系列产品用于电阻制造过程中电阻切割、电路精密调节等重要工艺，客户包括国巨股份、厚声电子、乾坤科技、华新科技等大型电阻厂家。

风险提示：中美贸易摩擦加剧；疫情持续，下游需求疲软；大客户订单转移风险；竞争加剧，毛利率下滑风险。

【传媒：奥飞娱乐(002292.SZ)】IP 赋能多业态复苏反转，泛娱乐生态圈再起航——公司首次覆盖报告-20200905

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 陈俊希（分析师）证书编号：S0790520080002

IP 赋能多业态复苏反转，泛娱乐生态圈再起航，首次覆盖给予“买入”评级

公司以原创和收购的精品 IP 为核心，辐射玩具、电影、动画、游戏、主题乐园、文化教育等多业态，近期携手网易爆款 IP“阴阳师”切入潮玩领域，与已有 K12 精品 IP 以及 K12+的 IP、“有妖气”IP 共同完成全年龄层覆盖，且主题乐园项目“奥飞欢乐世界”展店进度加快，2020 年门店数量有望近 30 家，助力公司打造泛娱乐生态圈。我们看好 K12+领域的潮玩销售和主题乐园未来发展，预测公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.32/2.53/3.80 亿元，对应当前股本 EPS 分别为 0.10/0.19/0.28 元，对应当前股价 PE 分别为 88/46/31 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

深耕玩具领域数十年，借力爆款 IP 发力潮玩有望焕然一新

公司以奥迪双钻品牌主攻玩具市场，近二十年来稳居国内玩具品牌榜前十；以澳贝、Baby Trend 主攻婴童用品，借助直播电商新渠道，澳贝爆款产品“数字认知蟹”抖音直播带货月销量达 2 万件以上，Baby Trend 婴儿车居亚马逊、沃尔玛同类产品销售榜领头位置。公司于近期上线“阴阳师”潮玩产品，线上首发哔哩哔哩平台，预售 48 小时售卖出 3.2 万只盲盒，爆款 IP 加持未来或增强公司在潮玩领域的产品力，多产品线齐头并进助力公司玩具业务焕然一新。

主题乐园延展 IP 价值，影视内容夯实 IP 内涵

公司着力拓展“奥飞欢乐世界”主题乐园项目，预计 2020 年线下门店数有望近 30 家。“奥飞欢乐世界”以公司精品 IP 形象为依托，具有强互动性的特点，能够拉近用户与 IP 形象的距离，拓展 IP 的内在价值。此外，公司近两年计划上新多部 K12 和 K12+方向的影视作品，包括动画、电影、剧集等多种形式，持续以优质的内容夯实旗下 IP 内涵，提升 IP 的传播范围和受众群体，为 IP 转化为玩具、游戏、教育、主题乐园等模式实现变现奠定基础。

风险提示：商誉减值风险、新产品销售不及预期、疫情影响海外业务及线下乐园业绩可能不达预期。

【商贸零售：吉宏股份(002803.SZ)】三季报预告延续高增长，拟股权转让激励核心骨干——公司信息更新报告-20200904

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

事件：公司三季报业绩预告延续高增长

公司发布 2020 年前三季度业绩预告：预计实现归母净利润 4.25 亿元-4.60 亿元，同比增长 84%-99%，业绩延续高增长；同时公司实控人庄浩拟向互联网等业务团队负责人转让不低于 1500 万股股份。我们认为，公司跨境电商模式在选品、精准买量投放和管理等方面竞争力突出，通过股权转让激励业务团队核心人员，有望推动公司持续发展。我们上调盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润为 6.39（+1.28）/8.66（+1.33）/11.53（+1.25） 亿元，对应 EPS 为 1.69（+0.34） /2.29（+0.35）/3.05（+0.33） 元，对应当前股价 PE 为 26/19/15 倍，维持“买入”评级 。

海外疫情推动消费需求向线上转移，跨境电商业务订单效益大幅增长

2020 年三季度，公司单季度预计实现归母净利润 1.67 亿-2.02 亿元，同比增长 100%-142%，业绩预告中值环比 2020Q2 基本持平、延续高增长。2020 年以来，海外疫情催生宅经济，持续推动消费渠道向线上转移，公司的精准营销跨境电商业务通过灵活选品和渠道、区域战略布局，整体订单规模及效益实现大幅增长。目前，公司已成为东南亚跨境电商单页营销模式龙头，目标市场电商发展空间广阔，且用户线上消费习惯在培育后有望得到较大程度保留。公司基于社交营销思维的单页电商模式，在供应链选品、精准买量投放和管理方面优势突出，且竞争壁垒将随经验和用户数据沉淀更加深厚。此外，公司近期公告拟打造 SaaS 系统，为跨境电商从业者提供多样化服务，从“掘金者”向“卖水人”转型升级；在国内，公司也发挥自身供应链优势，积极布局“直播+”国内社交电商。

增聘王亚朋为公司董事、副总，实控人拟转让股份激励互联网业务核心高管

公司公告新增跨境电商业务总负责人王亚朋先生为公司董事兼任副总经理，后者作为国内第一批 SEM 管理精英，在互联网海外营销管理方面经验丰富。同时，公司实控人庄浩等拟通过大宗交易形式向互联网及包装业务核心负责人转让不低于 1500 万股股份。我们认为，本次股权转让有利于公司完善人才激励制度、增强内部凝聚力，通过与核心业务团队高管深度绑定，推动公司经营进一步发展。

风险提示：国内外电商市场竞争加剧、广告主预算减少、政策变化等

【电子：晶丰明源(688368.SH)】选择无封测模式，选择持续创新——公司首次覆盖报告-20200904

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002 | 曹旭辰（联系人）证书编号：S0790120080019

LED 照明驱动全球第一，首次覆盖给予“增持”评级

晶丰明源是 LED 照明驱动芯片出货量全球第一。在多名竞争对手纷纷建立封测厂的背景下，晶丰明源选择将资金投入到技术创新，从成本、工艺和附加值方面持续优化 LED 驱动类芯片产品。受通用 LED 驱动芯片市场竞争日益激烈影响，公司发现消费者对智能 LED 灯具的需求，并重点布局智能 LED 驱动芯片产品，显著优化了公司的毛利率水平。受益于下游 LED 照明市场稳步扩张以及智能 LED 照明持续推广，2016-2019 年公司营收稳步增长，年均同比增速为 15.5%。预计公司 2020-2022 年归母净利润为 0.58/1.24/1.56 亿元，对应 EPS 为 0.94/2.01/2.53 元，当前股价对应 PE 为 133/62/49 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

通用 LED 成红海市场，转战智能家居大势所趋

2019 年国内通用 LED 照明市场渗透率已超 80%，下游 LED 灯具渗透率提升为中游芯片设计行业所带来的红利愈发淡化，使得通用 LED 驱动芯片已成红海市场。随着智能家居市场持续发展，预计到 2020 年中国智能照明产值规模将高达 1035 亿，同时，相较于智能家居对于灯具数量的提升，单位灯具 LED 照明驱动芯片价值量的提升更为亮眼，以飞利浦推出的 Hue 智能灯泡为例，该产品需配备 4 颗左右 PWM 调光恒流驱动芯片，大幅提升了单位灯具的 LED 照明驱动芯片价值量。

布局家电市场，电机驱动稳步发展

作为采用无封测模式的 LED 照明驱动芯片设计厂商，晶丰明源需要持续拓展高附加值业务以缓解通用 LED 照明驱动 IC 毛利率较低的问题。大家电产品对零部件成本敏感度较低、稳定性要求较高，能够给予电源 IC 产品较高的毛利率水平，符合晶丰明源持续优化毛利率的需求。为此，晶丰明源通过收购英特格林电机业务与凌鸥 MCU 业务，积极布局国产替代空间较大的家电电机驱动市场。

风险提示：通用 LED 驱动芯片毛利持续承压；智能 LED 驱动芯片下游需求不及预期；电机驱动产品放量速度存在不确定性。

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