东吴证券晨会纪要

2020 年 09 月 08 日

晨会编辑 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn

宏观策略

宏观点评：三维度解读 8 月出口再超预期

疫情后我国在供需缺口、防疫物资支撑、供应链方面的优势持续支撑出口超预期，未来随着各国在应对疫情上越来越得心应手，或疫苗研制成功后，上述优势或将趋于减弱，但全球复工持续推进、全球贸易复苏也将促进海外对我国传统商品出口需求的回升，因此我们仍然对下半年中国出口持乐观态度。但也需注意部分国家在“战略需要”大于“经济成本”考虑下加速制造业回流造成的出口下行风险。

固收金工

固收点评：8 月外汇储备数据点评：美指下跌估值为正，外储规模环比上升

对 9 月外汇储备的判断，第一是国际形势不稳定不确定性仍然较大，全球疫情发展仍未得到控制，汇率和资产价格会随外部环境的波动而变化。第二是我国经济稳定恢复，向好态势不变、以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局将加快形成，总体而言我国外汇储备规模将保持稳定。黄金中期上涨的逻辑不变。鲍威尔建立新通胀框架时表示，将长期以来的 2%通胀目标调整为“平均通胀目标”，允许通胀率“适度”高于 2%，这进一步提高了货币政策宽松的空间。在全球央行宽松政策的影响下，货币泛滥，资产价格膨胀恐难避免，持有黄金的避险属性凸显。未来黄金在我国外汇储备中的占比仍有提升空间，长期呈上涨趋势。

行业

建筑材料行业跟踪周报：旺季来临，周期建材价格普涨

投资建议：

水泥：需求回升，首推华东、中南。旺季临近，水泥价格普涨。下半年基于旺季+灾后重建+专项债项目放量三大逻辑，继续看好水泥板块，选股思路上相对看好华东淡旺季切换以及中南灾后重建，标的上峰水泥、华新水泥、塔牌集团、海螺水泥等。

玻璃玻纤：价格趋涨，去库良好。1）玻璃终端需求强劲，库存连续第九周下降；玻纤市场价格趋涨，供应偏紧。2）受益供给端压力减轻以及需求增长，关注龙头中国巨石、长海股份、旗滨集团。

消费建材：维持中期看好。中期受益后周期竣工回升以及精装房渗透率提升带来的需求双击，叠加本轮政策放松后的信用扩张。关注细分市场龙头三棵树、东方雨虹、蒙娜丽莎、坚朗五金、科顺股份等。

有色金属：贵金属震荡，整体低迷

投资建议：1）全球量化宽松不断加码，看好贵金属。美联储鸽派信号不及预期或导致金价短期震荡，但不改长期看多，标的关注龙头赤峰黄金、紫金矿业等；2）大基建预热利好工业金属。西部开发+十四五规划即将出台，大基建预期再起，铜和电解铝受益明显，标的首选云铜、云铝。3）长期看好能源金属锂、钴。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

新能源汽车需求持续高速增长，随着供给端收缩，库存不断去化，下游需求边际向好，标的天齐锂业、赣锋锂业、华友钴业。4）精选新材料个股。下游 5G、军工等逆周期领域逐步发力，上游材料迎来需求爆发及业绩兑现，关注博威合金、楚江新材、宝钛股份、西部超导、应流股份等。

计算机应用行业：联通服务器集采，国产芯片占据较高份额

计算机板块中报已经披露完毕，从环比看网安板块改善明显，绿盟科技、深信服、美亚柏科、奇安信、格尔软件、中孚信息等收入均实现了从 Q1 的下滑到 Q2 单季度两位数以上的增长，并且网安板块目前估值在行业里相对不高，具有较大配置价值。看 Q4 的话，信创板块 Q4 将开始进入业绩的持续释放周期，并且可持续性较高，虽然招标价格有所下降但龙头份额普遍超预期，目前处于机构低配状态，龙头金山办公等由于市场担心印度可能禁封以及解禁在即，近期回调较多，可重点关注，此外重点推荐份额超预期的中国软件、中国长城等，联通近期招标中国产芯片中标较大份额进一步验证行业口信创进度超预期。

推荐个股及其他点评

农夫山泉（09633）：农夫何以汲山泉？为有源头活水来

农夫山泉深耕软饮 20 载，市占率及盈利行业领先;40 年发展，国产群雄竞逐万亿软饮市场;“活水”之产品：饮用水+饮料双擎驱动，多品牌立体布局;“活水”之品牌+渠道+水源：构筑全方位竞争优势;盈利预测与投资评级;风险提示。

九美股份（603983）：年轻化新品强势赋能，线上稳健增长，研发布局未来

新品表现靓丽，拉动眼部产品量价齐升；线上快速恢复，积极拥抱渠道变革；小红笔首发具里程碑意义，稳步推进品牌高端化、年轻化；研发为本，构筑产品核心竞争力。

海底捞（06862）：【东吴社服.汤军】持续孵化“火锅+”

汉舍品牌重组，预计公司将于年底完成收购。公司将收购两家 Hao Noodle 80%普通股，创始人朱蓉仍将持股 20%。疫情下火锅主业加速扩张，奠定业绩继续高增长。外延内生拓赛道，未来或迎多元增长点。

宏观策略

宏观点评：三维度解读 8 月出口再超预期

事件

8 月中国出口增速 9.5%，不仅再超市场 8.3%的一致预期，也连续三月超过同期越南、韩国出口表现（图 1）。疫情后中国出口持续强劲表现从哪里来？我们此前已从全球供需缺口、防疫物资出口、供应链完整程度等角度作出解读。在疫情威胁越来越小、全球复工复产有序推进的当下，如何解读 8 月出口超预期及判断中国出口前景？

观点

三维度解读 8 月中国出口再超预期：

（1）中国与海外供需缺口差距在缩小，但海外高景气复工接力支撑出口需求。疫情后中国供给修复快于需求，填补了多国供给修复慢于需求造成的供需缺口，支撑出口持续走强。当前随着疫情逐步受控，更多国家步入供需恢复缺口为正的队列（图 2），但从 7、8 月出口表现来看，在海外复工景气度不断向上带动下（图 3、图 4），国内出口需求仍强劲，并弥补了供需缺口差距缩小对中国供需优势的削弱。

（2）边际上防疫物资贡献有所回落，但回落速度放缓。疫情后防疫物资出口的连续高增是中国出口频超预期的一大支撑（图 5），8 月纺织品、医疗器械出口增速分别为 47%、38.9%，较 7 月继续回落，但仍高于其他商品。8 月以上两类防疫物资对出口的贡献为 2.4%，略低于 7 月的 2.7%（图 6），这也意味着防疫物资以外的传统产品出口需求复苏加快。

（3）中国具有全球供应链中难以复制的地位。中国制造业海外增加值占出口比重低于同为出口大国的印度、越南等，可见中国拥有更完整的供应链体系（图 7），同时中国制造业上游原材料可得性较海外高（图 8），故疫情后在供应链受阻下海外各国对中国出口的依赖进一步加强。

如何展望中国出口前景？

疫情后我国在供需缺口、防疫物资支撑、供应链方面的优势持续支撑出口超预期，未来随着各国在应对疫情上越来越得心应手，或疫苗研制成功后，上述优势或将趋于减弱，但全球复工持续推进、全球贸易复苏也将促进海外对我国传统商品出口需求的回升，因此我们仍然对下半年中国出口持乐观态度。但也需注意部分国家在“战略需要”大于“经济成本”考虑下加速制造业回流造成的出口下行风险。

风险提示：海外疫情反复拖累外需，制造业外迁速度加快

（证券分析师：陶川　证券分析师：王丹）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

固收金工

固收点评：8 月外汇储备数据点评：美指下跌估值为正，外储规模环比上升

事件

数据公布：中国 8 月外汇储备 31646.09 亿美元，前值 31543.91 亿美元，环比增加 102.18 亿美元，上月为环比上升 420.63 亿美元。中国 8 月末外汇储备为 22303.06 亿 SDR，前值 22322.99 亿 SDR，环比下降。8 月末黄金储备为 6264 万盎司，前值 6264 万盎司，环比不变。

观点

美元指数小幅下跌，汇率折算因素偏正。8 月非美元货币相对美元总体上涨，美元指数呈下降趋势。8 月美元指数小幅下跌，由 7 月末的 93.48 下跌 4.00%至 8 月底的 92.82，英镑对美元升值 1.47%，欧元对美元升值 0.53%，美元兑日元较 7 月末上升 0.40%。8 月人民币兑美元汇率小幅升值，人民币兑美元中间价从 7 月末的 6.9848 升值到 8 月末的 6.8605。整体来看，受主要经济体的货币政策预期和宏观经济数据影响，我国外汇储备中以非美元货币计价部分折算成美元计价后，估值小幅增加，汇率折算因素总体影响偏正面。

美日欧英收益上行，债券估值因素为负。8 月外汇储备的投资资产美日欧英国债收益率上行，债券估值变动对当月外汇储备规模为负向作用。8 月，美国 10 年期国债收益率由 0.55%升至 0.72%，上行 17.00BP，英国国债收益率上行 20.61BP，日本国债收益率上行 3.80BP，欧元区公债收益率上行 12.27BP。主要国家资产价格整体有所下降，其中占中国外汇储备比例较大的美债收益率上涨，英债、日债和欧元区公债收益率同样呈上升趋势。美财政部最新 TIC 报告显示，6 月份中国减持美国国债 93 亿美元，所持美国国债规模达 1.07 万亿美元，是美国第二大债权国。日本增持美国国债 9 亿美元，至 1.26 万亿美元，为美国国债的最大海外持有国。

汇率波动升值，未来走势不明。未来人民币兑美元汇率走势仍然不明朗，一方面，中美短端和长端的高利差将提升人民币资产的吸引力，大量资本的流入将助推人民币升值。同时，今年二季度以来中国的出口增速处于超预期的状态，通过贬值来进一步提升出口的需求降低。但是从另一方面来看，中美关系目前仍处于紧张状态，在美国大选落地之前恐难缓解。同时，美元指数前期快速下行，加之欧洲疫情反复对于经济恢复的影响，美元指数后期或进入震荡阶段。

展望和判断：8 月外汇储备上升是汇率折算和资产价格变化等因素综合作用的结果。汇率折算账面资产上升；美债等资产价格变化促使账面资产价格下降，汇率折算和资产价格变化等各因素综合作用推动外汇储备上升。对 9 月的判断，第一是国际形势不稳定不确定性仍然较大，全球疫情发展仍未得到控制，汇率和资产价格会随外部环境的波动而变化。第二是我国经济稳定恢复，向好态势不变、以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局将加快形成，总体而言我国外汇储备规模将保持稳定。

三季度黄金储备展望：黄金中期上涨的逻辑不变。鲍威尔建立新通胀框架时表示，将长期以来的 2%通胀目标调整为“平均通胀目标”，允许通胀率“适度”高于 2%，这进一步提高了货币政策宽松的空间。在全球央

请务必阅读正文之后的免责声明部分

行宽松政策的影响下，货币泛滥，资产价格膨胀恐难避免，持有黄金的避险属性凸显。未来黄金在我国外汇储备中的占比仍有提升空间，长期呈上涨趋势。

风险提示：国内及国际货币政策转向，全球疫情发展形势不明朗。

（证券分析师：李勇　研究助理：周璐）

行业

建筑材料行业跟踪周报：旺季来临，周期建材价格普涨

投资要点

水泥：需求回升，首推华东、中南。旺季临近，水泥价格普涨。下半年基于旺季+灾后重建+专项债项目放量三大逻辑，继续看好水泥板块，选股思路上相对看好华东淡旺季切换以及中南灾后重建，标的上峰水泥、华新水泥、塔牌集团、海螺水泥等。

玻璃玻纤：价格趋涨，去库良好。1）玻璃终端需求强劲，库存连续第九周下降；玻纤市场价格趋涨，供应偏紧。2）受益供给端压力减轻以及需求增长，玻璃玻纤行业景气度中期回升，看好低库存前提下需求旺季推动的涨价行情，关注龙头中国巨石、长海股份、旗滨集团。

消费建材：维持中期看好。中期受益后周期竣工回升以及精装房渗透率提升带来的需求双击，叠加本轮政策放松后的信用扩张，行业景气持续较长时间，集中度提升也将带来龙头溢价，关注细分市场龙头三棵树、东方雨虹、蒙娜丽莎、坚朗五金、科顺股份等。

行业跟踪：

行情回顾：本周建材板块下跌 2.5%，落后上证综指 1.1 个百分点。玻璃制造、水泥制造、管材板块、耐火材料、其他建材子板块本周均下跌，个股领涨的为*ST 雅博、嘉寓股份、开尔新材、兔宝宝、ST 罗普等。

水泥行业：需求小幅回升，价格稳中趋涨。9 月 4 日，全国水泥价格指数（CEMPI）报收 141.08 点，环比上涨 0.34%，同比仍跌 3.48%。步入九月，天气好转，水泥需求小幅回升，除西南外，大部分地区行情稳中趋涨。华东和中南上涨较大，幅度分别为 0.63%和 0.95%，华北和东北微涨，涨幅均为 0.19%；西南地区下跌较大，跌幅为 1.78%，西北地区微跌，跌幅为 0.16%。

玻璃行业：价格微涨，出库增加。本周玻璃现货市场继续上涨。9 月 4 日中国玻璃综合指数 1337.11 点，环比上周上涨 3.66 点，同比去年同期上涨 196.33 点。浮法玻璃产能、产能利用率有所增加。浮法玻璃在产产能 95022 万重箱，环比上周增长 0.38%，同比增长 1.29%。本周浮法玻璃行业库存及库存天数连续九周下降，行业库存 3892 万重箱，周环比下降 3.38%，年同比增长 4.04%。

玻纤行业：厂家提价落实。本周无碱池窑粗纱市场价格普涨 200-300 元/吨不等，实际成交落实情况尚可。

风险提示：1）水泥产能投放超预期；2）地产竣工回暖不及预期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

12 五号，楷体 GB2312 五号，楷体 GB2312 五号

（证券分析师：杨件）

有色金属：贵金属震荡，整体低迷

行情回顾：本周沪深 300 指数下跌 1.53%，有色金属（申万）指数下跌 0.99%。铜、铝、铅锌、黄金、小金属、金属新材料涨幅分别为-0.52%、-1.14%、-2.02%、1.74%、-2.42%和-2.31%。个股涨幅前五的公司为银邦股份、顺博合金、建龙微纳、图南股份和西部超导。

行业跟踪：

基本金属：本周铜价先扬后抑，现货市场交投情况清淡；本周铝价震荡下跌，生产商开工率不断上升，社会库存仍持较低水平，并且现货升水坚挺；再生铅利润持续下滑，原生铅厂库开始小幅垒库，下游散单接货意愿改善不大；本周锌盘面整体冲高后大幅回落，市场交投氛围活跃；本周锡价震荡走强，下游观望，接货意愿不佳。

贵金属：美元的反弹，经济数据向好提振了市场的风险情绪，令黄金的避险需求低迷。经济数据虽向好，但仍低于前值和预期，导致美元指数冲高后回落，支撑金价企稳。从综合情况分析，下周金价有望止跌企稳。

稀土：本周镨钕价格持稳为主，厂家报价坚挺，镝、铽、钬、钆均偏弱运行，小幅回调。

小金属新材料：本周镁锭市场弱势盘整运行，供应端现货宽松需求疲软；电解锰供需仍不平衡，短期或将持稳运行；钒合金市场延续阴跌，片钒大厂走单价横盘运行，依然无法制止散货低价抛售的情况。

锂钴：本周碳酸锂部分企业电池级碳酸锂出货情况良好，下游边际需求逐渐修复；氢氧化锂企业因下游需求量不稳定，产量及存货较少，价格上涨尚无足够动力；国内外电解钴需求持续低迷，电解钴现货价格持稳，预期电解钴现货价格或出现小幅回调。

投资建议：1）全球量化宽松不断加码，看好贵金属。美联储鸽派信号不及预期或导致金价短期震荡，但不改长期看多，标的关注龙头赤峰黄金、紫金矿业等；2）大基建预热利好工业金属。西部开发+十四五规划即将出台，大基建预期再起，铜和电解铝受益明显，标的首选云铜、云铝。3）长期看好能源金属锂、钴。新能源汽车需求持续高速增长，随着供给端收缩，库存不断去化，下游需求边际向好，标的天齐锂业、赣锋锂业、华友钴业。4）精选新材料个股。下游 5G、军工等逆周期领域逐步发力，上游材料迎来需求爆发及业绩兑现，关注博威合金、楚江新材、宝钛股份、西部超导、应流股份等。

风险提示：经济增长不及预期；美国流动性转向。

、应流股份等。

风险提示：经济增长不及预期；美国流动性转向。

；4）特钢龙头受益下游逆周期增长，关注久立、st 抚钢、中特等。

风险提示：地产需求下滑、钢铁产能增长

（证券分析师：杨件）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

计算机应用行业：联通服务器集采，国产芯片占据较高份额

投资要点

行情回顾：本周计算机行业(中信)指数下降 0.41%，沪深 300 指数下跌 1.53%，创业板指数下跌 0.93%。计算机板块中报已经披露完毕，从环比看网安板块改善明显，绿盟科技、深信服、美亚柏科、奇安信、格尔软件、中孚信息等收入均实现了从 Q1 的下滑到 Q2 单季度两位数以上的增长，并且网安板块目前估值在行业里相对不高，具有较大配置价值。看 Q4 的话，信创板块 Q4 将开始进入业绩的持续释放周期，并且可持续性较高，虽然招标价格有所下降但龙头份额普遍超预期，目前处于机构低配状态，龙头金山办公等由于市场担心印度可能禁封以及解禁在即，近期回调较多，可重点关注，此外重点推荐份额超预期的中国软件、中国长城等，联通近期招标中国产芯片中标较大份额进一步验证行业口信创进度超预期。中报子行业方面只有云计算板块收入实现正增长，但云板块估值目前已基本实现和国际接轨，可静待估值切换时点。大涨后云计算更需关注一线品种的天花板，继续推荐用友网络、金山办公、广联达等。二线品种关注金财互联、优刻得等，硬件关注浪潮信息、深信服。其它可关注军工信息、数字货币、证券 IT、医疗信息等方向。军工信息：习近平总书记在中央政治局第二十二次集体学习时强调，统一思想坚定信心鼓足干劲抓紧工作，奋力推进国防和军队现代化建设，加快机械化信息化智能化融合发展。重点推荐中国海防、卫士通，关注星网宇达、航天发展、海兰信等；数字货币：商务部提出在京津冀、长三角、粤港澳大湾区及中西部具备条件的试点地区开展数字人民币试点，央行在央行数字货币（DCEP）进展较快，并下发首个区块链规范文件，数字货币进入规模试点阶段，关注长亮科技、恒生电子、卫士通、格尔软件、新大陆、数字认证等；医疗信息：发改委和网信办联合发文首提推进互联网医院首诊制，关注卫宁健康、创业慧康等。其它关注科大讯飞、中科创达等细分龙头。

政府加大半导体行业和基础软件支持力度，体现国产化道路信心和决心：4 月底国家互联网信息办公室等 12 部门正式发布了《网络安全审查办法》，强调关键信息基础设施的供应链安全，强调网络产品和服务的可靠性，从法理角度铺平国产化道路。2020 年 7 月 17 日，国务院印发《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》，制定出台了财税、投融资、研究开发、进出口、人才、知识产权、市场应用、国际合作等八个方面政策措施，不断探索构建社会主义市场经济条件下关键核心技术攻关新型举国体制，体现国家实现基础软硬件自给自足的决心和信心。2020 年 9 月，据权威媒体报道，我国计划在 2021-2025 年期间，把大力支持发展半导体产业，写入正在制定的“十四五”规划。将在教育、科研、开发、融资、应用等各个方面，大力支持发展第三代半导体行业，以期实现产业独立自主。我们预计在中美博弈进入深水区之际，政府有望在资金上进一步对集成电路和基础软件进行专项扶持，在重大科研项目上特别倾斜。

中国联通服务器集采，国产芯片占据较高份额：2020 年 5 月，中国电信公布了 2020 年服务器招标结果，在集采的 5.6 万台服务器中，华为海思的鲲鹏服务器芯片和海光的服务器芯片合计占 19.9%的份额。5 月底，农行招标中采购 2000 台鲲鹏服务器，是行业信创首次在银行领域实现全国产化的案例，落地了首个“基于 ARM 架构多路服务器+全开源中间层软件+自研应用”业务系统，凸显产业对于鲲鹏生态供应链的乐观态度。2020 年 8 月 14 日，2020-2021 年中国联通通用服务器集中采购项目招标公告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

发布，采购通用服务器共计约 12.4 万台。近期中标结果出炉，其中华为中标 13.03 亿元、新华三中标 12.28 亿元，中科可控中标 7.39 亿元，另外神州数码、黄河科技集团、武汉长江、湖南湘江等鲲鹏系合作伙伴也合计中标 33.52 亿元，占比超过 40%，意味着三大运营商今年服务器集采中，基于国产芯片的服务器份额均大幅超预期，行业口信创推进加速再度得到验证。信创重点推荐份额和产品超预期的中国长城、中国软件，其它一线品种关注金山办公、中科曙光，二线品种关注：东方通、太极股份（数据库）、神州数码（服务器）、卫士通、格尔软件，应用层信创关注用友网络、顶点软件、长亮科技，其它关注诚迈科技、中孚信息、宝兰德、卓易信息、北信源、同有科技等。

风险提示：信息创新、网络安全进展低于预期；行业后周期性；疫情风险超预期。

（证券分析师：郝彪）

推荐个股及其他点评

农夫山泉（09633）：农夫何以汲山泉？为有源头活水来

投资要点

农夫山泉深耕软饮 20 载，市占率及盈利行业领先：农夫山泉于 1996 年成立，为中国软饮龙头之一、是全球第二大包装饮用水企业。12 年起连续 8 年保持中国包装饮用水市占第一；而 19 年在茶饮料、功能饮料、果汁饮料上市占率也均位列前三。17-19 年分别实现营收 174.9/204.8/240.2 亿元，CAGR 达 17.2%；归母净利为 33.8/36.1/49.5 亿元，CAGR 达 21%；净利率为 19.3%/17.6%/20.6%，显著高于行业平均。

40 年发展，国产群雄竞逐万亿软饮市场：1）群雄并起竞逐软饮。经过 40 余年的发展，中国目前已成为全球最大的软饮料市场之一，19 年中国市场规模已近万亿，若仍保持 5.9%的增速，则 24 年规模将超过 1.3 万亿元，空间仍然广阔。2）“一超多强”品类格局，集中度仍低。包装饮用水是最大、也是唯一超 2,000 亿元的细分品类，Frost&Sullivan 预计 24 年将超 3,000 亿规模。从增速来看，咖啡饮料、功能饮料和饮用水增长最快，14-19 年 CAGR 均超 10%。整体市场呈垄断竞争局面，包括农夫山泉在内的前四大巨头规模优势明显，年零售额均在 600 亿元以上，合计市占率达 27.7%，集中度仍低；其中，农夫山泉市占率达 6.3%。

“活水”之产品：饮用水+饮料双擎驱动，多品牌立体布局。1）包装饮用水：匠心独具，不断开发差异化产品锁定多样化客户群，未来有望进一步拓展新客群及扩大市场份额，持续巩固龙头地位。2）饮料：多元品牌体提前布局潜力赛道，把握市场机遇。含糖、无糖两手布局茶饮中高端市场；“尖叫”和“力量帝”等功能饮料紧跟年轻一代消费偏好，抓住赛道成长期；乘消费升级东风，产线、品类双管齐下，实现果汁市场全覆盖；提前布局咖啡饮料，卡位未来高成长。

“活水”之品牌+渠道+水源：构筑全方位竞争优势

品牌：多样营销方式打造强大品牌力。明星代言、体育营销、合作联名等吸引年轻人，提升品牌广度；特色广告语、高质量微电影传递品牌精

请务必阅读正文之后的免责声明部分

神，如“农夫山泉有点甜”深入人心，抢占消费者心智，提升品牌深度。

渠道：全渠道覆盖，深入下沉市场。20 年 1-5 月已通过 4,454 名经销商覆盖全国超过 243 万个终端；其中，超过 48 万个终端配有农夫山泉品牌形象冰柜，提升品牌展示和货架份额。

水源：公司拥有十大优质水源地，保证高品质水源供应，形成竞争优势；截至 20 年 5 月末，已拥有 12 个生产基地，包括 113 条自动化饮用水和 31 条自动化饮料生产线、7 条鲜果榨汁线及 3 条鲜果生产线。本次 IPO 拟进一步扩产，打开增量空间。

盈利预测与投资评级：综合考虑疫情短期影响，我们预计 20-22 年营收分别为 253.9/297.9/347.7 亿元，归母净利 49.8/58.1/69.6 亿元。考虑到公司多元化品牌布局、强大的营销能力、成熟的经销体系、优质的水源地等“源头活水”竞争优势下，兼具成长性和盈利能力，长期看好公司未来发展前景，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：食品安全风险；行业竞争加剧风险；市场扩张不确定性风险；宏观经济波动风险；

（证券分析师：汤军　　证券分析师：杨默曦）

丸美股份（603983）：年轻化新品强势赋能，线上稳健增长，研发布局未来

事件：公司发布 2020 年半年度报告，实现营收 7.94 亿元（-2.59%），毛利率 67.55%（-0.87pct），归母净利 2.68 亿（+4.6%），扣非归母净利 2.19 亿（+0.59%）。分季度看，20Q1 实现营收 3.7 亿（+1.53%），归母净利 1.19 亿（-1.14%）；Q2 实现营收 4.23 亿（-5.93%），归母净利 1.49 亿（+9.66%）。

投资要点

新品表现靓丽，拉动眼部产品量价齐升。

眼部类产品：20H1 实现营收 2.58 亿（+17.9%），占比 32.5%（+5.6pct）；销量 335.3 万支（+8.4%），其中超 8%来自 4 月推出的新品“小红笔”眼霜，产销率达到 108.1%，（+8.8pct），环比增长 26.6pct；Q2 直营渠道眼霜类产品占比提升拉动眼部类产品 Q2 单价达到 93.22 元/支（+30.9%），上半年单价 77.05 元/支（+8.8%）。

洁肤类产品：实现营收 0.9 亿（-13.3%），占比 11.5%（-1.4pct）；销量 269.6 万支（-23.5%），产销率达 102.6%（+3.4pct），得益于 Q1 平均售价较高的丸美品牌洁肤产品销量占比提升，上半年洁肤类产品单价 33.9 元/支（+13.3%）。

护肤类产品：实现营收 4.36 亿（-8.8%），占比 54.9%，环比提升 2.6pct；销量 1137.1 万支（-3.2%），产销率 102.4%（+5.3pct），Q1 低单价面膜类产品销售占比提升致上半年单价降 5.8%至 38.35 元/支。

彩妆类产品：实现营收 0.08 亿（-36%），环比大幅下降 45.2%，占比 1%（-0.5pct）。主要受 Q1 营收跌至 0.03 亿拖累，Q2 回升至 0.05 亿。

线上快速恢复，积极拥抱渠道变革。

线上渠道恢复良好，实现高增长，20H1 营收 4.26 亿（+27.4%），占比 53.7%（+12.6pct），其中直营电商收入增长 46%。3 月起，六星美妆 TP 壹网壹

请务必阅读正文之后的免责声明部分

创接手九美天猫旗舰店代运营权，同时公司内部将九美电商团队转至新媒体运营部门，改革传统营销方式，拉动线上渠道加速。新品小红笔上市及社交媒体加大投放，助推九美天猫旗舰店实现 68%的增长。上半年发力线上促使销售费用率升至 30.3%（+1.1pct）。

线下渠道受疫情冲击明显，实现营收 3.67 亿（-23.47%），占比 46.25%（-12.6pct）。3 月初公司快速组建专职直播团队为线下赋能，随疫情恢复线下有望逐步改善。

上半年开通小红书、抖音、微信有赞小程序等直营店铺，扩大电商及社媒团队配置，新兴社群营销运营实现突破。公司充分运用小红书、抖音、B 站等社交平台属性，结合跨界 IP 行销方式，在 B 站联手当红国漫 IP 打造“九美东方国漫眼”大赛，新品小红笔在年轻化群体中实现高曝光。

小红笔首发具里程碑意义，稳步推进品牌高端化、年轻化

4 月 21 日，卡位年轻群体的小红笔眼霜在天猫小黑盒线上首发，邀请流量明星朱正廷作为代言人，策划“最美东方眼”专题，精确“东方眼部护理专家”的品牌定位。截止 6 月 30 日，小红笔线上线下销量合计超 28 万支，表现亮眼。

持续加速推出多品牌差异化新品。九美品牌方面，MARUBI TOKYO 日本珠臻皙奢养系列、小红笔“多重胜肽紧致淡纹眼霜”，线上专供“白色之恋光透精华露”、美容院多款产品及套盒陆续发布；春纪品牌推出“大麻深修护焕肤系列”、芝芝莓莓奶盖卸妆洁面泡沫、黑白摩登系列新品，颇受年轻消费者喜爱。

4 月公司与方圆金鼎成立化妆品产业基金，投资梵之荣 6%股权，梵之荣拥有新锐国货品牌“谷雨”，涵盖直播电商业务，有助于公司完善化妆品布局，夯实线上运营能力。

研发为本，构筑产品核心竞争力。

坚持加大研发投入，20H1 研发费用率 3%（+0.8pct）,新增发明专利 9 项，受理 11 项，申报国外专利 4 项。稳步推进自主原料研发及转化实施，5 款自主研发原料进入中试、试产阶段，10 个优选项目有序开展。

继续与暨南大学、基因工程药物国家工程研究中心、广东工业大学等机构和高校开展技术合作，从多个领域深化产学研，扩展产品功能功效。为积极应对疫情冲击下营销环境的加速变化，公司设计了十项直播展示模型和九种直播演示实验，助力前端直播营销活动顺利开展。

盈利预测与投资评级:

公司在眼部护理及抗衰老领域具有先发优势，品牌定位明确，20 年进一步推进品牌高端化、年轻化；线上渠道发展势头良好，抗风险能力强，新品有望持续发力；伴随疫情恢复，线下美容院、日化、百货渠道将逐步恢复增长，线下新品铺设进一步加速复苏。预计公司 20-22 年总营收 19.7、23.3、27.5 亿元，同比增速分别为 9.4%、18.2%、17.9%；预计公司 20-22 年归母净利润为 5.96、7.11、8.44 亿元，同比增速分别为 15.8%、19.2%、18.7%，对应动态 PE 为 50、42、35 倍，维持“增持”评级。

风险提示：疫情反复风险；新品开发进度及销售不及预期；市场竞争加剧。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（证券分析师：汤军　研究助理：樊荣）

海底捞（06862）:【东吴社服.汤军】持续孵化“火锅+”

事件：公司就收购“汉舍中国菜”及“HaoNoodles”餐饮业务及资产股权签订协议，在品牌重组完成后，公司子公司将完成 1.2 亿元收购上海澍海 80%股权、304 万美元收购 HN&THoldings 的 80%普通股等两项收购计划。

投资要点：

汉舍品牌重组，预计公司将于年底完成收购。

目标资产：据此前公告显示，上海缘澍在北京、上海及杭州以“汉舍中国菜”品牌经营 9 家中餐厅（上海 5 家，北京 2 家，杭州 2 家，客单价 150-180 元），主打果木烤鸭，荣获米其林推荐、上榜黑珍珠；

汉舍重组：上海澍海（分别由姚先生、朱先生持股 60%、40%）将收购上海缘澍所有经营性资产及餐厅，并控股汉舍业务，预计重组将于今年 11 月 30 日前完成；

海底捞收购计划：公司全资子公司四川新派将以 1.2 亿现金收购上海澍海 80%股权，剩余 20%将由朱先生持有。交易对价中 100 万元将于汉舍协议生效 15 日内支付给姚先生；5900 万元将于汉舍重组交割完成后 15 日内支付给卖方；4500 万元、1500 万元将于完成市场监管局注册后 15 日给支付给姚先生、朱先生。

公司将收购两家 HaoNoodle80%普通股，创始人朱蓉仍将持股 20%。

目标资产：HN&TLLC 及 HNLLC 为两家美国纽约州注册公司，经营“HaoNoodle”、“HaoNoodleandTeabyMadamZhu’ sKitchen”等两家提供主打面条轻食、饮料及酒水的纽约餐厅；

HaoNoodle 重组：截至重组前，HT&THoldings 分别由朱女士、陈先生持股 60%、40%，HN&TLLC 分别由上海缘澍及朱女士持股 51%、49%，HNLLC 由 HN&THoldings 全资拥有。朱女士及上海缘澍将向 HN&THoldings 其所持 HN&TLLC 所有股权，重组完成后 HN&THoldings 将全资拥有 HN&TLLC 及 HNLLC；

海底捞收购计划：公司全资子公司 HaidilaoSingapore 将分别以 152 万美元向陈先生、朱女士收购其各自所持 HN&THolding40%的普通股（完成后海底捞合计持股 80%，剩余 20%将有朱女士持有）。

疫情下火锅主业加速扩张，奠定业绩继续高增长。受益于疫情下购物中心商户倒闭，优质铺位空出及更加优厚门店租金条款，公司将加速开店驱动火锅业务增长，1H20 签约门店已达 414 家，全球经营门店数达到 935 家（净开 167 家，门店环比+21.7%），签约及拓店速度超预期；在持续签约与人才梯队建设的支持下，我们预计下半年开店将继续提速。

预计 20-22 全年新开门店将达 450/550/500 家，叠加翻台率逐步好转（预计 8 月恢复至 4 以上），门店数量与效率提升将为公司业绩提供持续增长动力。

外延内生拓赛道，未来或迎多元增长点。公司通过外延并购、内生创业等方式持续拓展新赛道

请务必阅读正文之后的免责声明部分

秉承“上马不如赛马”的理念，公司通过内部创业团队在北京、西安、成都、郑州等地试运营“十八汆”、“新秦派”、“捞派有面儿”、“佰麸私房面”等多个面馆品牌，面馆品牌均具有其标准化供应链体系的先发优势，例如新秦派面馆利用供应链优势可比市价便宜 20～30%，预计未来单店模型打磨成熟面馆品牌有望复制海底捞成功经验，迎来快速发展。

汉舍中国菜及 Hao Noodles 收购计划持续推进将加速并完善公司在中高端面馆赛道布局，帮助公司吸取更多面食品类及海外餐厅运营经验，并于与自身面馆业务协同，实现多元增长。

盈利预测与投资评级：不考虑并购带来的业绩增厚，预计 2020-22 年收入分别为 288.4、574.2、784.5 亿元，同比增长 8.6%、99.1%、36.6%，预计 20-22 年归母净利分别 10.4、51.1、71.6 亿元，同比增长-55.5%、389.6%、40.2%，EPS 为 0.20、0.96、1.35 元，当前股价对应动态 PE 为 240、49、35 倍。公司作为餐饮赛道的优质龙头，中长线角度持续推荐，维持“增持”评级。

风险提示：

疫情反复风险。在“新冠”疫苗仍未面世的情况下，可能存在疫情二次大规模爆发的风险，可能会对餐饮产业造成较大冲击，从而影响公司经营及业绩表现。

消费需求下滑风险。“新冠”疫情对中国及全球宏观经济的打击，可能导致经济存在衰退风险，导致消费需求大幅下滑，从而引发公司经营基本面低于预期的潜在风险;

宏观经济波动风险。经济疲弱情况下，公司可能存在后续开店速度放缓、门店经营效益（客流/翻台率/SSSG）不及预期的风险。

（证券分析师：汤军　　研究助理：樊荣）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：http://www.dwzq.com.cn