东吴证券晨会纪要

2020 年 09 月 01 日

晨会编辑 陈李
执业证号：S0600518120001
021-60197988
yjs_chenl@dwzq.com.cn

宏观策略

宏观点评：说好的拜登大幅领先特朗普为何不再了？

展望未来，四大因素将对大选走势产生重大影响。一是，目前全球已有 6 种疫苗进入三期临床（表 1），若美国疫苗在大选前取得重大突破，将成为特朗普手中的“王炸”。二是，目前亚特兰大联储和纽联储对美国三季度 GDP 预测分别是年化后 25.6%和 14.6%（图 7），而大选前公布的实际 GDP 值将是一大“重磅”；三是，“黑命是命”运动若继续极端化，也将使特朗普获得一定优势，毕竟病毒和种族主义虽然可怕，但犯罪同样可怕。最后，将于 9 月 29 日、10 月 15 日、10 月 29 日进行的三场总统大选辩论也将影响大选走势（表 2），而拜登在此前的辩论中表现并不完美。

策略专题：A 股量体温：当前有多热？

事件

目前投资者所处的两难困境：市场快速上涨后的震荡让投资者对于后续行情的持续性有所担心，因此我们将从 5 个维度去为市场量体温，这五个维度分别是市场交易情绪特征对比、估值分布、个股微观对比、股票流动性和机构行为分析等 5 个方面，加以研究目前市场泡沫化的程度。未来我们将以周度的频率及时更新市场温度计。

固收金工

固收点评：8 月 PMI 点评: PMI 小幅回落，需求生产持续恢复

8 月份制造业 PMI 收于 51.0%，前值 51.1%；非制造业 PMI 收于 55.2%，前值 54.2%，复苏势头继续向好。我们分析有四点值得关注：第一，生产活动持续恢复，市场恢复预期乐观，生产指数收于 53.5%，；生产经营活动预期指数为 58.6%，制造业企业经营预期改善，企业信心增强。第二，需求继续恢复，力度稍弱于生产，供需循环逐步改善。第三，稳外贸政策发力，出口总体向好，新出口订单指数为 49.1%，高于上月 0.7 个百分点；8 月进口指数为 49.0%，较前值小幅回落 0.1 个百分点。第四，从 PMI 四大分项上看，新订单指数、从业人员指数回升，生产指数、原材料库存指数回落，供应商配送时间指数与上月持平。

行业

计算机应用行业：建行 App 上线数字货币钱包，网安 Q2 恢复明显

疫情影响下 2020H1 板块营收同比增长 6.6%，归母净利润同比下降 40.7%。子行业方面只有云计算板块收入实现正增长，经过前期回调后云计算板块吸引力再度浮现。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，当前即可重点关注。

其它可关注军工信息、数字货币、证券 IT 等方向。

推荐个股及其他点评

昭衍新药（603127）：上半年业绩超预期，安评龙头维持高成长性

预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 2.52 亿、3.51 亿和 4.60 亿元，相应 EPS 分别为 1.11 元、1.55 元和 2.03 元，对应 PE 估值分别为 89 倍、64 倍、49 倍。考虑到公司是安评领域龙头，业绩有望受益创新药产业高景气度，保持高速增长，公司未来三年盈利复合增速有望达 37%，首次覆盖给予“买入”评级。

科达利（002850）中报点评：短期承压，Q3 拐点已至

20H1 归母净利润 0.47 亿元，同比-41.7%，低于预期。20H1 公司营收 6.87 亿元，同比减少 41.4%；归母净利润 0.47 亿元，同比减少 41.7%；扣非净利润 0.41 亿元，同比减少 45.8%。20H1 毛利率为 21.63%，同比下降 2.65pct；净利率为 6.49%，同比下降 0.22pct。20H1 因销售费用中的运输费用开始计入营业成本，大约影响毛利率 3 个百分点，对净利率不产生影响。

鸣志电器（603728）中报点评：Q2 快速改善，医疗、服务机器人、工控是亮点

盈利预测与投资评级：预计公司 2020-22 年归母净利润分别 2.22 亿、3.01 亿、3.95 亿，同比分别+27.0%、+35.6%、+31.5%，对应现价 PE 分别 39 倍、28 倍、22 倍，给予目标价 28.8 元，对应 2021 年 40 倍 PE，维持“买入”评级。

国电南瑞（600406）中报点评：信通持续高景气，主业边际改善

Q2 恢复稳增，H1 营收+11.2%、利润+14.59%。2020H 公司实现营收 121.54 亿，同比+11.15%；实现归母净利润 13.77 亿元，同比+14.59%。其中 20Q2，实现营收 82.8 亿，同比+15.27%，环比+113.72%；实现归母净利润 13.01 亿元，同比+15.67%，环比+113.72%。20H1 毛利率为 27.47%，同比下降 0.05pct，20Q2 毛利率 29.63%，同比上升 0.34pct。

华海药业（600521）：业绩维持高速增长，盈利能力不断加强

预计 2020-2022 年归母净利润分别为 11.29、16.22、20.43 亿元，相应 EPS 分别为 0.78、1.11、1.40 元，对应 PE 估值分别为 58、40、32 倍。考虑到公司制剂有望加速放量，海外原料药业务稳健，未来三年盈利复合增速有望超 50%，首次覆盖给予“买入”评级。

神州数码（000034）：云运维市场第一，信创全面推进——估值优势已现

事件：公司发布中报，上半年实现主营业务收入 406.21 亿元，同比下降-4.05%，归母扣非净利润逆势增长至 3.05 亿元，同比增长 2.12%。

安图生物（603658）：疫情影响已过，化学发光重回高增长

预计 2020-2022 年归母净利润分别为 8.94 亿、13.11 亿和 17.30 亿元，相应 EPS 分别为 2.08 元、3.05 元和 4.02 元，对应 PE 估值分别为 79 倍、54 倍、41 倍。考虑到公司所处化学发光赛道具有高成长性，流水线等产品具有先发优势，未来三年盈利复合增速有望超 30%，维持“买入”评级。

青岛啤酒（600600）：高端化趋势不改，Q2 业绩超预期

盈利预测与投资评级：预计公司 20-22 年营收为

284.2/306.4/326.7 亿元，增速为 1.5/7.8/6.6%;归母净利润为 20.9/24.8/28.5 亿元，增速为 13.0/18.4/14.8%;对应 EPS 为 1.53/1.82/2.09 元。当前股价对应 PE 分别为 59/50/44X，维持“买入”评级。

三七互娱（002555）：上半年业绩表现超预期，高经营质量彰显公司全方位竞争力

盈利预测与投资评级：考虑 2020 上半年投资净收益及公允价值变动净收益，我们预计 2020-2022 年实现营收 169.33/200.35/229.21 亿元，实现归母净利润 32.60/36.90/42.96 亿元，实现 EPS1.54/1.75/2.03 元，对应 2020-2022 年估值为 30.84/27.25/23.40 倍，维持“买入”评级。

宏观策略

宏观点评：说好的拜登大幅领先特朗普为何不再了？

事件

目前距美国大选日仅 63 天，特朗普与拜登之间的竞争已进入白热化阶段。此前的主流观点认为拜登获胜是大概率事件，但是近期的高频数据表明特朗普大有追赶之势，让不少人颇为意外。说好的拜登大幅领先特朗普为何不再了？

观点

目前特朗普对拜登的劣势已小于同期对希拉里，且特朗普在重点摇摆州紧追拜登之后。一个值得注意的现象是，目前民调显示拜登领先特朗普 4.3pct，该值已经小于同期希拉里对特朗普领先的 4.9pct（图 1），在经历 2016 年选举爆冷后，此次我们更应重视历史重现的可能。此外，根据美国主流民调机构 RealClearPolitics 的相关统计，特朗普的预测胜率自八月以来大幅反弹，截止 8 月 31 日拜登的预测胜率为 50.6%，仅领先特朗普 1.5pct，远低于疫情以来 24.6pct 的峰值（图 2）。更为关键的是，在最重要的几个摇摆州中，特朗普落后拜登的程度已大幅收窄至 2.7pct（图 3），小于全国民调的 6.9pct,而我们知道美国大选历来都是“得摇摆州者得天下”。

特朗普大选数据的回升或与疫情好转、经济复苏、“黑命是命”（Blacklivesmatter）运动走向极端有关。第一，通过比较新冠疫情与民调数据可以发现，拜登对特朗普的领先程度与新增确诊病例高度相关（图 4），而死亡率则有一定领先效应（图 5），因此近期美国疫情的边际好转或为特朗普劣势收窄的一大原因。第二，美国经济的 V 型强复苏和美股接连创新高也为特朗普赢得了更多信任。目前美国的消费水平已高于疫情前（图 6），而标普 500 和纳斯达克指数更是接连创出历史新高。第三，“黑命是命”运动走向极端会使特朗普政府采取的治安措施看起来更有必要，从而为其博得更多好感。

展望未来，四大因素将对大选走势产生重大影响。一是，目前全球已有 6 种疫苗进入三期临床（表 1），若美国疫苗在大选前取得重大突破，将成为特朗普手中的“王炸”。二是，目前亚特兰大联储和纽联储对美国三季度 GDP 预测分别是年化后 25.6%和 14.6%（图 7），而大选前公布的实际 GDP 值将是一大“重磅”；三是，“黑命是命”运动若继续极端化，也将使特朗普获得一定优势，毕竟病毒和种族主义虽然可怕，但犯罪同样可怕。最后，将于 9 月 29 日、10 月 15 日、10 月 29 日进行的三场总统大选辩论也将影响大选走势（表 2），而拜登在此前的辩论中表现并不完美。

风险提示：美国疫情超预期爆发，突发政治事件

（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

策略专题：A 股量体温：当前有多热？

事件

目前投资者所处的两难困境：市场快速上涨后的震荡让投资者对于后续行情的持续性有所担心，因此我们将从 5 个维度去为市场量体温，这五个维度分别是市场交易情绪特征对比、估值分布、个股微观对比、股票流动性和机构行为分析等 5 个方面，加以研究目前市场泡沫化的程度。未来我们将以周度的频率及时更新市场温度计。

观点

融资买入额和成交量领先行情高点 1-4 个周，目前都处在持续下滑的通道之中：融资买入额方面，本轮行情中融资买入额周度顶点出现在 7 月 10 日这一周，在 8 月 7 日这一周融资买入额有所反弹，但仍不及 7 月 10 日高点时期的位置。目前最新一周融资买入额（周度）仅有 384.02、164.51 和 151.62 亿元，虽然创业板和中小板融资买入额略有回升，但仍与 7 月中旬的最高点相差甚远。成交量方面和成交额基本一致，8 月 7 日一周各个板块成交量反弹至 7 月 10 日高点的 80%左右，而目前最新 8 月 28 日的周度数据已降至高点的 50%左右。

从指数估值历史分位数来看，已经非常逼近过往牛市的顶峰时期估值，目前性价比较低：目前创业板指（120.4）以及中小板指（57.23）,估值历史分位数分别为 89%和 90%。接近历史高点。目前的位置相比 7 月 13 号的高点位置略有下滑 8%的历史分位数左右。行业指数方面目前计算机、食品饮料和医药的市盈率分别为 68.0、50.0 和 52.9，估值历史分位数皆在 83%以上接近历史峰值水平，而电子（51.0）、传媒（35.5）和电气设备（38.0）的估值历史分位数分别在 62%、28%和 48%左右。除了食品饮料以外，其余所有行业的估值历史分位数较 7 月 10 号下滑了 3-20%左右。

过往牛市期间尾部股票有跑赢头部股票的现象，然而本轮牛市之中尾部股票的行情还未大范围出现：从绝对股价高低的角度来看，前三轮牛市普遍是牛市后期低价股胜出，此轮牛市目前低价股累计涨幅于 6 月中下旬起迅速爬升，目前已和高价股持平。从市盈率的角度来看，2007 年牛市时期市盈率最低的股票跑赢了市盈率最高的股票。从净利润同比增速的角度来看，2015 年牛市末期之际业绩最低的公司跑赢了业绩最高的公司。然而本轮牛市从市盈率和净利润的角度来看都没有出现尾部股票跑赢头部股票的现象。

目前基金持仓估值中位数相比过往牛市仍有距离：在剔除了 PE300 以上以及-300 以下的极值持仓之外，目前 2020Q2 的前 50 大基金主动权益持仓估值中位数为 34.31，相比过往 2007Q3 的 57.9、2010Q4 的 45.3 和 2015Q2 的 61.8 相比仍然具有一定的空间，我们认为这不乏有金融地产估值持续走低的拖累。

目前不同基金公司持仓估值的分化已与 07 年牛市持平，并没有出现机构抱团的趋势：目前 2020Q2 前 50 大基金持仓市盈率的标准差达到了 51.1，在 2007Q3、2015Q2 和 2015Q4 持仓估值的标准差分别达到了 53.6、72.7 和 79.7，持仓估值的分化都处在较高的位置。目前这一分化水平基本与 2007 年时期持平，距离 2015 年的分化水平还有一定的距离。我们认为持仓估值的分化主要由于牛市时期受到情绪放大的影响，所有板块齐头并

请务必阅读正文之后的免责声明部分

进，公募基金并没有出现抱团的行为所导致。

风险提示：美国贸易保护措施超预期；通胀上行斜率和幅度超预期；疫情二次爆发超预期。

（证券分析师：陈李　研究助理：张家琦）

固收金工

固收点评：8 月 PMI 点评: PMI 小幅回落，需求生产持续恢复

事件

数据公布：2020 年 8 月 31 日，统计局公布中国 8 月份官方制造业 PMI 相关数据；8 月份官方制造业 PMI 收于 51.0%，前值 51.1%，较前值略低 0.1 个百分点；8 月份非制造业 PMI 收于 55.2%，前值 54.2%，较前值上升 1.0 个百分点，保持在临界点以上，复苏势头继续向好。

观点

制造业生产活动持续恢复，市场整体恢复态势较为乐观。8 月生产指数收于 53.5%，较上月回落 0.5 个百分点，仍位于临界点以上，反映制造业生产量与上月相比有所增长，生产仍保持较强的复苏态势。8 月从业人员指数仍低于临界值，但已出现小幅回升，表明制造业企业用工景气度基本稳定。生产经营活动预期指数为 58.6%，高于上月 0.8 个百分点，表明制造业企业经营预期改善，企业信心增强。从行业情况看，农副食品加工、食品及酒饮料精制茶、医药、专用设备、铁路船舶航空航天设备、电气机械器材等制造业生产经营活动预期指数均高于 60.0%。大型企业 PMI 为 52.0%，与上月持平；中型企业 PMI 为 51.6%，较上月回升 0.4 个百分点；小型企业 PMI 为 47.7%，较上月回降 0.9 个百分点，继续位于临界点以下。本月小型企业反映市场需求不足和资金紧张的企业占比分别超过五成和四成，生产经营依然面临不少困难。

需求持续改善但恢复力度不及生产，外需修复但仍存在较大不确定性。8 月新订单指数收于 52.0%，较前值上升 0.3 个百分点，连续 4 个月回升，意味着需求端的持续恢复。此外，8 月新订单指数仍低于生产指数，但差值已收窄至 1.5 个百分点，为 3 月份以来的最小值。从行业情况看，医药、非金属制品、金属制品、铁路船舶航空航天设备、电气机械器材等制造业新订单指数均高于上月 4.0 个百分点以上。进口指数收于 49.0%，较前值回落 0.1 个百分点，新出口订单指数收于 49.1%，高于上月 0.7 个百分点。新订单指数连续 6 个月保持在荣枯线上，制造业市场需求持续改善。8 月海外疫情反复恶化，经济重启仍未达到预期，进口指数出现小幅回落，新出口订单指数虽有所修复，但仍位于荣枯线以下，处于历史较低水平，尽管外需有所改善，但未来仍存在较大不确定性。

库存压力调整，价格端有所回升。8 月产成品库存指数收于 47.1%，较前值回落 0.5 个百分点，原材料库存指数收于 47.3%，较前值回落 0.6 个百分点，制造业主要原材料库存量继续减少。目前需求恢复力度仍不及生产，新订单指数仍低于生产指数，但库存已呈现去化特征。工业品出厂价格指数收于 53.2%，高于上月 1.0 个百分点，连续三个月位于荣枯线以

请务必阅读正文之后的免责声明部分

上；原材料购进价格指数收于 58.3%，高于上月 0.2 个百分点，预计 8 月 PPI 将继续好转，工业品价格或将出现回升。

总结及分析：随着全国范围经济活动持续恢复，复工复产进一步加快推进，企业的生产经营持续改善，需求端进一步恢复，制造业整体保持稳健复苏的态势，尽管部分地区疫情反复，在一定程度上限制了需求的恢复力度，但影响相对有限。海外疫情仍在加剧，外需持续恶化，限制了海外需求的恢复力度，但压力逐渐走弱。8 月欧美疫情反复波动，局部地区有所反弹，经济重启进度不及预期，外需持续承压，但预计 9 月欧美经济将会继续恢复，届时外需或将回暖。随着逆周期政策的加码，基建投资的回升，未来需求将会继续恢复。在经济下行背景下，经济的内生增长动力显得愈发重要

风险提示：海内外疫情反复波动；政策调整超预期。

（证券分析师：李勇）

行业

计算机应用行业：建行 App 上线数字货币钱包，网安 Q2 恢复明显

投资要点

行情回顾：本周计算机行业(中信)指数上涨 1.61%，沪深 300 指数上涨 2.66%，创业板指数上涨 4.76%。疫情影响下 2020H1 板块营收同比增长 6.6%，归母净利润同比下降 40.7%。子行业方面只有云计算板块收入实现正增长，经过前期回调后云计算板块吸引力再度浮现。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，当前即可重点关注。其它可关注军工信息、数字货币、证券 IT 等方向。信创：7 月以来信创招标开始大量落地，新的格局下中国电子在党政口份额有望超预期，飞腾高端芯片的发布也打开 PK 体系的行业口的市场空间，麒麟 V10 版本发布全面兼容安卓生态，有望进一步和竞争对手拉开生态方面的差距，同时推出应用商店也有望打开新盈利模式和成长空间，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；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；网安：板块在行业内估值相对不高，龙头滞涨，关注启明星辰、奇安信、拓尔思（招标数据显示订单恢复快速增长）、绿盟科技、美亚柏科、中新赛克、南洋股份、

请务必阅读正文之后的免责声明部分

安恒信息等；云计算：大涨后云计算更需关注一线品种的天花板，跨行业所以业务空间大的用友网络、金山办公看远期仍然拥有较大空间。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；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。

建行 App 上线数字货币钱包：8 月 28 日，中国建设银行 APP 显示，建设银行数字货币钱包已经上线，增加了“数字钱包充值”以及“数字货币”两个子菜单。用户可以绑定银行卡直接开通，但目前该功能或仅在部分测试地区开通。根据数字钱包协议显示，数字人民币钱包是指乙方根据甲方申请为其开立的、具备唯一可识别编号的法定数字人民币的载体，分为 APP 钱包和硬件钱包。其中，数字人民币 APP 钱包，指通过支持数字人民币钱包的智能应用提供的钱包服务。硬件钱包，指通过柜面或电子渠道开立的存储数字人民币的实体介质，是具有硬件安全单元介质的 DC/EP 载体，具有兑出、兑回、圈存、圈提、消费、转账、查询等基本功能。

数字货币产业链和标的：相关 IT 系统改造升级主要包括发行、流通、管理三个环节。

1、发行环节：目前国有大型银行数字货币项目主要以自研为主，外部金融 IT 厂商参与较少，部分厂商以人员外包的形式参与。后期当股份制银行、城商行等中小型银行开始布局数字货币时，因这些银行自身研发能力不足，外部金融 IT 公司有望受益明显。具体设计到的改造系统包括，新建基于数字货币的核心系统（比如账户管理、业务接口等）、新建数字钱包 app 等，变化最大的是核心系统，关注标的长亮科技，其次宇信科技、高伟达、天阳科技等。

2、流通环节：目前主要由外部金融 IT 厂商参与。业务主要包括设备端的改造，如 PoS 机、ATM 等硬件设备，以及大型商户的 ERP 等软件系统。以 PoS 机为例，未来将增加相应的硬件模块（数字货币身份识别和交易模组等），平均每台改造费用 200-300 元。根据中国支付清算协会数据，目前我国联网 PoS 机 3287.29 万台、ATM 机 110.04 万台。因此，单 PoS 改造规模 65.7-98.6 亿元，若再考虑上 ATM 等其他硬件设备的改造，相应改造空间会更大。关注标的新大陆、新国都、广电运通、优博讯等。

3、管理环节：终端硬加密、pki 系统和加密机需求量将增加，尤其加密机需求量和交易流量成正比，未来交易量上来的话，对加密机需求增长很快。关注标的加密机卫士通、pki 格尔软件、数字认证、硬加密飞天诚信。

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

昭衍新药（603127）：上半年业绩超预期，安评龙头维持高成长性

投资要点

请务必阅读正文之后的免责声明部分

事件：2020 年上半年公司实现营业收入 3.97 亿元，同比增长 97.82%；实现归母净利润 0.76 亿元，同比增长 87.17%；扣非归母净利润 0.64 亿元，同比增长 121.64%；经营性现金流 1.54 亿元，同比增长 109.33%。

临床前 CRO 订单需求旺盛，推动业绩持续高增。2020Q2，公司实现营收 2.43 亿，同比增长 91.89%，归母净利润 5652 万，同比增长 99.11%，较 Q1 有一定提速，H1 业绩超预期。公司核心业务为药物临床前药理毒理学评价，是国内安评领域的龙头，充分享受 CRO 细分赛道高速增长的红利。公司行业资质齐全，业务经验丰富，是国内首家通过美国 FDAGLP 检查，并拥有 CFDA、OECD、韩国 MFDSGLP 认证资质，AAALAC（动物福利）认证的临床前安评机构，先发优势明显。2020 年上半年，公司签订的合同额较 2019 年同期增长约 70%，继续保持高增速，同时截止 2020 年 6 月 30 日，公司在手订单金额约为 14 亿元，较去年同期增加约 40%，为未来业绩提供了保障。近年来，公司子公司苏州昭衍加紧募投项目建设，不断扩增实验设施及增加技术团队，使得产能逐渐释放，未来有望形成规模效应，助力订单需求带来的高成长性。

立足核心业务横向延伸，特色领域提供广阔空间。公司致力于为客户提供一站式的服务，打造独具特色的优质实验动物供应、临床前安全性评价、临床服务和药物警戒服务的黄金产业链。基于既有优势，公司不断加强特色服务领域的建设：临床试验服务方面，公司已对参与共建的 2 家医院开展了系统的质量体系提升服务；药物警戒服务方面，子公司昭衍鸣讯已与 30 余家新客户建立了药物警戒合作；模型动物研究方面，子公司苏州启辰已组建完善的技术团队，创建了多个基因编辑小鼠模型。通过横向延伸，公司业务间协同效应不断加强，也为公司未来发展提供更广阔的空间。

股权激励常态化，未来业绩可期。公司于 2017 年上市后频繁进行股权激励。2020 年 6 月，公司公布最新股票期权激励计划，对象为中高层管理人员及核心骨干人员，行权条件为 2020-2022 三年营业收入增长率较 2019 年为基数，分别不低于 25%、56.25%和 95.31%，体现了公司未来业绩增长的信心。盈利能力方面，2020H1 公司实现综合毛利率 50.16%(-0.74pp)，期间费用率 31.58%(+1.59pp)，净利率 18.94%(-0.92pp)，盈利能力整体保持稳定。预计未来公司主要依靠国内外核心业务扩张拉动利润增长，业绩可期。

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 2.52 亿、3.51 亿和 4.60 亿元，相应 EPS 分别为 1.11 元、1.55 元和 2.03 元，对应 PE 估值分别为 89 倍、64 倍、49 倍。考虑到公司是安评领域龙头，业绩有望受益创新药产业高景气度，保持高速增长，公司未来三年盈利复合增速有望达 37%，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：行业政策变动风险；市场竞争加剧风险；订单波动风险等。

（证券分析师：朱国广）

科达利（002850）中报点评：短期承压，Q3 拐点已至

投资要点

20H1 归母净利润 0.47 亿元，同比-41.7%，低于预期。20H1 公司营收 6.87 亿元，同比减少 41.4%；归母净利润 0.47 亿元，同比减少 41.7%；扣非净利润 0.41 亿元，同比减少 45.8%。20H1 毛利率为 21.63%，同比下降 2.65pct；

请务必阅读正文之后的免责声明部分

净利率为 6.49%，同比下降 0.22pct。20H1 因销售费用中的运输费用开始计入营业成本，大约影响毛利率 3 个百分点，对净利率不产生影响。

国内需求恢复不及预期，Q2 业绩承压：20Q2 公司实现营收 3.91 亿元，同比减少 43.21%，环比增长 31.86%；归母净利润 0.32 亿元，同比减少 45.25%，环比增长 106.79%，扣非归母净利润 0.28 亿元，同比减少 50.56%，环比增长 123.5%。盈利能力方面，Q2 毛利率为 20.36%，同比下降 7.66pct，环比下降 2.95pct；净利率 7.85%，同比下降 0.41pct，环比增长 2.95pct，主要因为 Q2 费用率环比下降；Q2 扣非净利率 7.19%，同比下降 1.07pct，环比提升 2.95pct。

行业需求较弱，公司量利受损，但 Q3 已明显恢复。1H 国内电动车销 39 万辆，同比下滑 37%，动力电池装机电量 17.5gwh，同比 42%，公司目前客户主要集中国内市场，特别是下游第一大客户排产同比下滑，且份额更倾斜二供，公司订单受损。20H1 锂电结构件业务收入 6.42 亿，同比下滑 38.6%，占收入比重 93%；毛利率 22.7%，同比下滑 2pct，一方面由于将销售费用计入成本（影响毛利率约 3 个百分点），一方面产能利用率偏低。但从 Q3 排产看，公司收入同比增速已明显好转，有望转正，且随着排产恢复，盈利弹性大。

锁定全球一线电池企业、车企，客户结构逐步多样化。公司已经锁定全球一线企业订单，逐步减少对单一客户依赖。我们估计上半年公司第一大客户为宁德时代，占公司收入比重已不足 50%；而 LG、中航锂电、亿纬锂能、特斯拉、松下等份额逐步提升。其中 1H 公司海外收入 0.39 亿，同比增 47%，我们预计主要为对特斯拉销售额，2H 特斯拉美国工厂生产恢复，预计销售额将进一步增加；其次，公司配套 LG-国产特斯拉的圆柱结构件，份额 80%+，单车价值辆约 2000 元，1H 国产特斯拉销量 4.6 万辆，预计为公司贡献 0.7 亿。此外，公司与 Northvolt 签订 40gwh 的供货协议，预计从 22 年将开始贡献收入。公司多元化的优质客户储备，将持续为公司提供增长动能，预计海外客户 22 年将爆发，长期成长空间确定。

投资建议：预计公司 20-22 年归母净利润 1.8/3.8/5.3 亿，同比增长 -24%/111%/38%，EPS 为 0.86/1.82/2.51 元，对应 PE 为 83x/39x/28x，给予 2021 年 50 倍 PE，目标价 91 元，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不达预期，产能投放不及预期，竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红　证券分析师：阮巧燕）

鸣志电器（603728）中报点评：Q2 快速改善，医疗、服务机器人、工控是亮点

投资要点

上半年业绩同比基本持平，Q2 增速快速恢复超预期。公司发布 2020 年半年报，报告期内实现营业收入 9.88 亿元，同比增长 1.27%；实现归属母公司净利润 0.79 亿元，同比增长 5.05%。其中 20Q2 实现营业收入 5.83 亿元，同比增长 8.15%；实现归属母公司净利润 0.65 亿元，同比增长 25.13%。

医疗、服务机器人、工控等高增拉动下控制电机板块 H1 稳健、Q2 增长提速，预计全年前低后高、下半年好于上半年。20H 控制电机及其驱动控制板块实现收入 7.34 亿，同比+1.2%；其中 Q2 收入 4.38 亿，同比+9.1%，Q2 明显提速，同时由于高毛利的医疗产品、工控、移动服务机器人占比

请务必阅读正文之后的免责声明部分

提升，销售单价和毛利率快速提升。其中国内 H1 销售 3.18 亿、海外 4.16 亿，海外 Q2 销售 2.30 亿，同比增速超 16%，其中北美市场收益医疗产品放量 Q2 同比+26%，欧洲市场 Q2 同比+6%。从下游看，医疗仪器及生化分析（同比+53%）、移动服务机器人（+36%）上半年表现突出，但受疫情等因素影响纺织机械、舞台灯光和安防设备，同比分别-32%、-53%、-10%，但 Q2 降幅显著收窄。上半年公司积极布局智能移动设备、AGV、高端医疗仪器等领域，投资 6156 万用于无刷电机扩产，提升整体的竞争力和解决方案能力。Q2 起制造业资本开支普遍恢复，新兴行业医疗、服务机器人等延续高景气，预计下半年增长更快。

LED 控制与驱动短期受疫情影响，后续主要聚焦。20HLED 控制与驱动类产品收入 0.66 亿，同比-15.9%；其中 Q2 收入 0.43 亿，同比-4.7%，明显收窄。上半年新冠疫情对照明行业带来一定冲击，城市建设、景观照明等项目投入受限，需求下降，但公司着重调整业务结构，智能 LED 驱动及智能 LED 灯光控制系统产品占比提升，LED 类产品销售单价提升 7%，公司重新评估 LED 募投项目的盈利能力后理性调减了扩产、新增产能方案，聚焦于提升产品性能、提升产品市场定位，向智能 LED、大功率体育场馆 LED、防爆灯具 LED、LED 照明控制系统等品类集中，盈利能力有望继续优化。

盈利预测与投资评级：预计公司 2020-22 年归母净利润分别 2.22 亿、3.01 亿、3.95 亿，同比分别+27.0%、+35.6%、+31.5%，对应现价 PE 分别 39 倍、28 倍、22 倍，给予目标价 28.8 元，对应 2021 年 40 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行，竞争加剧等

（证券分析师：曾朵红　研究助理：柴嘉辉）

国电南瑞（600406）中报点评：信通持续高景气，主业边际改善

投资要点

Q2 恢复稳增，H1 营收+11.2%、利润+14.59%。2020H 公司实现营收 121.54 亿，同比+11.15%；实现归母净利润 13.77 亿元，同比+14.59%。其中 20Q2，实现营收 82.8 亿，同比+15.27%，环比+113.72%；实现归母净利润 13.01 亿元，同比+15.67%，环比+113.72%。20H1 毛利率为 27.47%，同比下降 0.05pct，20Q2 毛利率 29.63%，同比上升 0.34pct。

20 年电网投资预期同比增长，调度、用电、配电等业务迎景气度周期。1-7 月电网建设投资完成额 2053 亿元，同比+1.6%，其中 Q2 明显加速，4-7 月投资分别 305 亿/464 亿/523 亿/396 亿元，同比+1.3%/+31.1%/+7.4%/+5.0%，明显恢复。南瑞电网自动化及工控板块 20H1 收入 68.7 亿，同比+0.4%，上半年新签订单快速增长。20 年全年来看，一方面电网投资整体规模同比增长，另一方面南瑞电网自动化细分业务将迎来景气周期，预计仍稳健增长。

信通 H1 收入 21.6 亿，同比高增+35%，毛利率 23.2%保持稳健；电力物联网方向明确，有望延续高景气。20 年国网提出“建设具有中国特色国际领先的能源互联网企业”的口号，2020 年工作计划重点部署电力物联网建设工作，6 月国网携手 BAT 重点布局“数字新基建”，电力物联网战略方向确定，今年起继续维持高景气。19 年南瑞持续作为国网电力物联网建设的重要支撑单位，深度参与行业标准制定和方案设计，研发网格

请务必阅读正文之后的免责声明部分

边缘代理、多站融合、物联代理等物联网技术产品。南瑞目前在重点项目集招中份额 3 成、金额 4 成，有望继续受益行业快速扩容，预计 20-21 年复合增速 40-50%。

继保与柔直 20H 收入 14.1 亿，同比-0.7%，毛利率 39.5%，同比大幅+6.7pct；20 年特高压明确进度加速，未来两年是确认高峰。本轮特高压 18 年 9 月重启，规划 5 直 7 交 12 条线路，到 19 年末核准 6 条，20 年国网、政治局多次强调部署推动特高压核准开工，今年 2 直 5 交建设时间表已下发，同时超预期追加 3 条直流进入预可研，增加了直流项目的延续性。20H 继保柔直收入 14.1 亿，同比 0.7%，毛利率大幅提升 6.7pct，主要来自柔直产品高毛利率的贡献，因目前招标量相对少，新签订单同比预缩下滑，但 19 年持续高比例中标特高压项目，现有特直、柔直项目累计+逾期中标近 80 亿，20-22 年是业绩确认高峰。

盈利预测与投资评级：预计 2020-22 年归母净利润分别 52.66 亿、62.73 亿、73.58 亿，同比分别+21.2%、+19.1%、+17.3%，对应现价 PE 分别 20 倍、17 倍、15 倍，基于目标价 27.2 元，对应 21 年 20 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行，竞争加剧

（证券分析师：曾朵红　研究助理：柴嘉辉）

华海药业（600521）：业绩维持高速增长，盈利能力不断加强

投资要点

事件：2020 年上半年公司实现营业收入 33.06 亿元，同比增长 24.60%；实现归母净利润 5.78 亿元，同比增长 72.77%；扣非归母净利润 5.37 亿元，同比增长 102.89%；经营性现金流 6.29 亿元，同比增长 3.31%。

Q2 业绩稳定高增，海外原料药与国内制剂集采为主要推动力。2020Q2，公司实现营收 17.35 亿，同比增长 19.33%，归母净利润 3.58 亿，同比增长 79.60%，业绩维持高增态势，盈利超预期。制剂业务方面，随着国家集采推进，公司依托扩围联盟地区中选契机，产品市场覆盖率得以快速提升，此前中标的多个品种随着带量采购合同的执行，不断促进公司制剂业务增长。原料药方面，公司三个沙坦类产品（厄贝沙坦、氯沙坦钾、缬沙坦）CEP 证书已恢复，海外原料药产品销售大幅增加。同时，美元汇率上升，宽松的货币政策等利好因素，推动公司业绩进一步向好。

产业链垂直一体化布局，制剂业务提速业绩改善盈利。公司以特色原料药及医药中间体为起点，在做大、做强特色原料药产业的同时，不断将产业链向下游高附加值的制剂领域延伸。截止目前，公司已有 7 个产品通过欧美转报优先审评通道获得注册批件，22 个产品通过一致性评价（包括 7 个转报产品）。集采方面，公司在最新的第三轮集采中，三个品种缬沙坦片、奥氮平口崩片和盐酸舍曲林片全部中标，截至目前共有 12 个集采中标产品。精神类药物是公司传统优势之一，而缬沙坦片作为临床最常用且市场份额最大的 ARB 类降压药，市场空间巨大。未来公司有望通过中标产品市场覆盖率的持续提升加速制剂放量，不断增厚业绩。同时制剂业务的高速增长不断增强公司盈利能力。2020H1 公司毛利率为 62.48%（+3.78pp），净利率受益资金改善导致的财务费用下降，达 18.35%（+5.1pp），未来公司盈利能力有望依托制剂业务继续上行。

研发投入不断加大，生物药与创新药拓展打开成长空间。近年来，公司

请务必阅读正文之后的免责声明部分

研发投入不断加大，2020H1 公司研发费用达 2.31 亿，同比增长 18.01%。公司近年来不断加大生物药及创新药研发投入，在生物药方面，公司聚焦肿瘤、免疫治疗等领域，上半年 2 个生物类似药完成 I 期临床试验；HB002.1T 项目启动 IB/2 期临床；HB002.1M 项目完成两个新适应症的临床 IND 申报；HB0017 项目获得中美双报临床批件。小分子创新药方面，公司稳步推进 HHT101、HHT201 项目临床研究工作。细胞免疫疗法和基因治疗方面，公司建立了针对肿瘤的 CAR-T 平台和基因病治疗平台，实现研发领域外延式拓展。布局竞争格局相对优化的创新药与生物药领域有望为公司中长期发展打开空间。

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年归母净利润分别为 11.29、16.22、20.43 亿元，相应 EPS 分别为 0.78、1.11、1.40 元，对应 PE 估值分别为 58、40、32 倍。考虑到公司制剂有望加速放量，海外原料药业务稳健，未来三年盈利复合增速有望超 50%，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：原料药价格波动风险；集采中标不及预期；汇率波动风险等。

（证券分析师：朱国广）

神州数码（000034）：云运维市场第一，信创全面推进——估值优势已现

事件：公司发布中报，上半年实现主营业务收入 406.21 亿元，同比下降 -4.05%，归母扣非净利润逆势增长至 3.05 亿元，同比增长 2.12%。

投资要点

二季度业绩大幅改善，研发投入不断提高：受益于公司二季度业务的大幅改善，上半年整体营收基本恢复至疫前水平。公司云计算及数字化转型业务成绩突出，实现营业收入 10.38 亿元，同比大幅增长 88.12%，占营收比重从去年同期 1.30%提升至 2.56%。其中云转售业务收入 9.41 亿元，同比增长 105.89%；云管理服务（MSP）收入 0.67 亿元，同比增长 17.23%；数字化转型解决方案（ISV）收入 0.30 亿元，同比减少 19.64%，。公司云计算和信创战略业务扎实推进，技术团队能力不断增强，研发投入持续增加，半年累计研发投入 0.63 亿，同比增长近 40%。

云运维已是市场第一，ISV、SaaSHosting 业务进展顺利：根据 IDC 的统计数据，公司以 2019 年 2.77 亿人民币的云管理服务收入和 6.9%的份额占比位列榜单第一位，估值有望超过 2018 年国内云管理服务行业第一市占率是 6.5%的数梦工场 105 亿元。公司的 TDMP 数据脱敏系统解决方案经过不断打磨取得了突破性进展，在行业同类产品中取得领先优势，顺利通过华为基于鲲鹏处理器的 TaiShan200 系列服务器兼容性测试，成为鲲鹏计算平台用户的首选安全类解决方案。上半年神州数码已正式成为 Prisma？Cloud 商业合规版中国区运营服务商，为中国用户的云上旅程提供全方位的安全保护和服务。

华为核心战略合作伙伴，信创布局全面铺开：上半年公司在信创领域取得长足进展，成为首批签约入驻北京市经济技术开发区信创园的企业，鲲泰生产基地在厦门正式落地投产，并实现行业端的营销突破及产品交付。基于公司自主品牌服务器并由公司投资建设运营的超算中心，已向厦门政府、高校、科研院所及地方企业提供高性能算力、存储等服务。与此同时，公司加强了与天津飞腾、成都申威、上海兆芯、澜起科技、景嘉微电子等国产厂商在半导体芯片推广及解决方案领域的深度战略合作。在构建完整的信创产业生态方面，公司与麒麟软件有限公司、统信

请务必阅读正文之后的免责声明部分

软件技术有限公司等 15 家合作伙伴分别签署合作协议，将在数据库、操作系统、存储等多个领域的展开深度合作。随着华为在芯片供应链方面的日渐改善，以及在云计算 IAAS 层面的深耕，神州数码作为华为核心战略合作伙伴有望最为获益。

盈利预测与投资评级：预计公司 20-22 年净利润分别为 9.21/13.65/16.96 亿元，分别对应 16/11/9 倍 PE。公司 MSP 业务参照一级市场已有百亿估值，预计 IT 分销业务净利润今年与去年持平约 5.5 亿元，对应 15xPE 估值 80 亿元，此外还有大华为战略信创布局，现在市值仅约 150 亿，维持“买入”评级。

风险提示：鲲鹏产业链推进不及预期、云业务不及预期。

（证券分析师：郝彪　研究助理：王紫敬）

安图生物（603658）：疫情影响已过，化学发光重回高增长

投资要点

事件：2020 年上半年，公司实现营业收入 12.05 亿元，同比增长 2.24%；实现归母净利润为 2.74 亿，同比下降 14.45%；实现归母扣非净利润 2.35 亿元，同比下降 23.68%；实现经营性现金流净额 1.79 亿元，同比下降 41.38%，业绩符合预期。

疫情影响逐渐消除，二季度业绩同比下滑收窄。由于疫情对医院门诊和非刚性手术负面影响较大，公司上半年业绩多年以来首次出现下滑。收入端来看，公司二季度实现收入 6.55 亿，同比增长 3.8%，快于一季度 0.44%的增速，主要系疫情影响逐步消除，医院检测需求增长所致。利润端来看，二季度公司实现归母净利润 1.81 亿元，同比下滑 9.21%，相较一季度下滑 23.08%显著收窄。上半年由于收入增速较低，造成毛利率下降、三费费率上升，整体来看，公司净利润率下降 4.8 个百分点到 22.86%。下半年疫情影响逐渐消失，公司业绩有望快速恢复。

化学发光重回高增长，新增装机大幅提升和单台产出恢复，我们预判公司 21 年业绩亮眼。根据我们草根调研，从 2020 年 7 月开始，化学发光行业受疫情影响已基本消除，重回高增长。受益于疫情和行业高景气，公司 2020 年上半年化学发光装机台数约为 750 台，全年有望达到 1500 台，相对于 19 年存量 4100 台增长了 36.6%。由于公司持续加大研发投入带来试剂项目的增多以及 20 年的低基数，我们预计公司 21 年单台产出相对 20 年也会有较大幅度提升。化学发光仪装机量与单台产出的双提升，将为公司未来业绩带来支撑，而公司在生化、微生物、分子诊断领域亦不断加强布局，尤其是高端产品全自动微生物质谱检测系统取得突破，将有效增强公司各业务板块间的协同效应。疫情不改公司核心优势逻辑，未来业绩高增可期。

国内率先进入流水线业务，壁垒高、成长空间巨大。近年来随着医改的深入推进，医院对于成本控制和规范管理的需求日益增大，流水线产品由于检测效率高、避免人工错误、优化检验流程等优点，成为大型医院青睐的对象，是未来化学发光企业重要布局方向。国内目前流水线存量近 2000 条，基本为外资巨头罗氏、贝克曼等垄断。公司作为国内首家推出 TLA 流水线的企业，率先进入高壁垒、高成长领域，进一步强化竞争优势。预计未来流水线装机量的提升将迅速拉动公司试剂放量，带动业绩高增。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年归母净利润分别为 8.94 亿、13.11 亿和 17.30 亿元，相应 EPS 分别为 2.08 元、3.05 元和 4.02 元，对应 PE 估值分别为 79 倍、54 倍、41 倍。考虑到公司所处化学发光赛道具有高成长性，流水线等产品具有先发优势，未来三年盈利复合增速有望超 30%，维持“买入”评级。

风险提示：公司磁微粒化学发光放量不及预期；流水线和质谱业务开拓不及预期；疫情对公司影响超预期等。

（证券分析师：朱国广）

青岛啤酒（600600）：高端化趋势不改，Q2 业绩超预期

事件

公司发布 2020 年中报，20H1 实现营收 156.79 亿元（-5.27%），归母净利 18.55 亿元（+13.77%），扣非净利 16.23 亿元（+12.3%）。20Q2 实现营收 93.86 亿元（+9.15%），归母净利 13.18 亿元（+60.12%），扣非净利 11.61 亿元（+59.69%）。

投资要点

高端化趋势不改，基地市场稳步增长。公司 20H1 实现营收 156.8 亿（-5.27%），20Q2 实现营收 93.9 亿（+9.15%），收入增长符合预期。分产品看，20H1 公司啤酒销量 440.6 万千升（-6.85%），其中青岛主品牌销量 209.1 万千升（-11.4%），“奥古特、鸿运当头、经典及纯生啤酒”等高端产品销量 97.10 万千升（-7.52%），高端销量下滑不改公司升级趋势，公司上半年吨价为 3533.7 元（+2%），预计系部分地区崂山等产品直接提价以及罐化率提升产品升级所致；20Q2 单季度啤酒销量 277.6 万千升（+8.27%），旺季崂山等中低档产品放量，吨价增速呈放缓趋势。分区域看，公司 20H1 山东/华北/华东/华南/东南地区对外交易收入分别为 96/27/15/13/4 亿，其中华东净利润同比+1.3 亿，华南同比+45%，贡献主要利润增长，优势市场山东/华北净利润同比+3/1%，实现稳步增长。

毛利提升+费用减免共振，Q2 业绩超预期。公司 20H1 实现归母净利 18.6 亿（+13.77%），20Q2 实现归母净利 13.18 亿（+60.12%），单季度业绩增长超预期。公司 20H1 净利率为 12.4%（+1.9pct），主要由于毛利率提升。20Q2 净利率为 14.8%（+4.5pct），单季度净利率大幅提升主要系 20Q2 公司产品结构高端化升级，吨价提升下毛利率提升 2.4pct 至 42.9%所致，同时二季度公司由于疫情影响下政府社保减免销售费用率下滑 2.4pct 至 16.24%亦提振净利率水平。此外，公司 Q2 管理费用率（含研发）为 2.85%(-0.84pct)。

看好公司未来品牌释能及经营活力持续释放。短期看 20H2 公司加速改善趋势显著，中长期看行业进入品牌为王的时代，提价、关厂提效及结构升级以提升盈利水平的方向不改，疫情冲击下行业加速向头部集中。公司具备高品牌势能，基地市场稳固，高端化产品布局及推进节奏表现出色，我们看好股权激励及市场化改革后公司的执行力提升及经营活力的不断释放，龙头稳步成长可期。

盈利预测与投资评级：预计公司 20-22 年营收为 284.2/306.4/326.7 亿元，增速为 1.5/7.8/6.6%;归母净利润为 20.9/24.8/28.5 亿元，增速为 13.0/18.4/14.8%;对应 EPS 为 1.53/1.82/2.09 元。当前股价对应 PE 分别为

请务必阅读正文之后的免责声明部分

59/50/44X，维持“买入”评级。

风险提示：竞争加剧风险，疫情风险，消费需求疲软

（证券分析师：杨默曦　研究助理：宋英男）

三七互娱（002555）：上半年业绩表现超预期，高经营质量彰显公司全方位竞争力

投资要点

公司 2020 上半年实现营收 79.89 亿元，同比增长 31.59%，归母净利润 17 亿元，同比增长 64.53%，扣非归母净利润 14.65 亿元，同比增长 54.31%。其中 2020Q2 实现营收 36.46 亿元，同比增长 29.09%，实现归母净利润 9.71 亿元，同比增长 67.78%，实现扣非归母净利润 8.14 亿元，同比增长 53.01%。

2020 上半年公司实现经营活动现金流量净额 24.5 亿元，同比增长 297.53%，体现出高经营质量。同时，2020 上半年研发费用率达到 8.07%，2020Q2 单季度研发费用率高达 10.51%，公司由发行起家，而如今研发费用率不断上新台阶，体现出公司对研发的重视及研运一体体系的的高效统一。

核心品类 ARPG 方面,公司实现现持续扩张，通自研“量子”“天机”两大 AI 投放系统及“雅典娜”“阿瑞斯”“波塞冬”三款平台级大数据产品沉淀的海量数据，为新产品设计及老产品迭代调优提供精准的数值参考，提高产品开发和流程优化能力，大幅提升产品体验，持续提高市场份额，并长期提升利润率。

“多元化”策略全方位提效：产品方面，报告期内公司在国内手机游戏市场上线了《云上城之歌》等不同类型、题材的优秀游戏产品，拓展产品矩阵，为玩家带来多元化游戏体验；推广方面，公司通过“量子”“天机”两大 AI 投放系统及“雅典娜”“阿瑞斯”“波塞冬”三款平台级大数据产品，持续提高用户生命周期充值（LTV）。服务方面，公司拥有完善的玩家账户体系、玩家服务体系，以及经验丰富的玩家服务团队，结合丰富的产品供给，为玩家提供综合性游戏选择和一站式服务，持续提升玩家满意度、活跃度以及留存率，提升用户的生命周期。

公司以流量经营模式运营游戏，不依赖于单一产品，工业化生产游戏脱离了单一产品对业绩影响较大的传统游戏商业模式，长期将不断构筑其竞争壁垒，并实现业绩稳定增长。同时，多品类持续扩张，高研发持续投入将长期使公司拓展出新品类赛道，提升长期盈利空间。

盈利预测与投资评级：考虑 2020 上半年投资净收益及公允价值变动净收益，我们预计 2020-2022 年实现营收 169.33/200.35/229.21 亿元，实现归母净利润 32.60/36.90/42.96 亿元，实现 EPS1.54/1.75/2.03 元，对应 2020-2022 年估值为 30.84/27.25/23.40 倍，维持“买入”评级。

风险提示：系统性风险；行业竞争加剧；政策监管趋严

（证券分析师：张良卫）

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