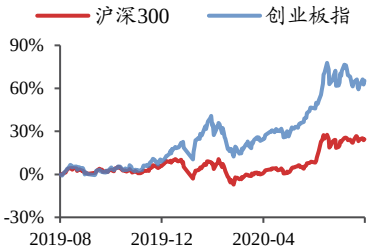
2020 年 08 月 28 日

开源晨会 0828

——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(%)
电气设备	3.05
汽车	1.98
机械设备	1.6
食品饮料	1.47
国防军工	1.37

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
家用电器	-0.59
房地产	-0.57
公用事业	-0.22
银行	-0.13
交通运输	-0.06

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

【宏观】工企利润加速修复，设备制造改善明显——宏观经济点评-20200827

【宏观】流动性三问三答——宏观经济点评-20200827

行业公司

【商贸零售：家家悦(603708.SH)】二季度业绩延续高增长，持续推进物流供应链建设——公司信息更新报告-20200827

【机械军工：中航飞机(000768.SZ)】2020H1 盈利能力改善，看好全年业绩稳健增长——公司信息更新报告-20200827

【纺服：开润股份(300577.SZ)】上半年疫情影响业绩，2C 端扩品类、扩品牌是亮点——公司信息更新报告-20200827

【通信：移远通信(603236.SH)】中报营收高增长超预期，跑马圈地助议价能力提升——公司信息更新报告-20200827

【通信：光迅科技(002281.SZ)】5G 基站大建有望持续，芯片自给助力业绩增长可期——公司信息更新报告-20200827

【机械军工：中航机电(002013.SZ)】2020H1 航空主业稳定增长，将受益先进军机上量——公司信息更新报告-20200827

【机械军工：高德红外(002414.SZ)】2020H1 业绩超高增长，看好军民业务持续向好——公司信息更新报告-20200827

【计算机：国联股份(603613.SH)】业绩接近预告上限，持续高增长可期

【计算机：深信服(300454.SZ)】Q2 业绩超预期，坚定看好安全与云长期成长

【非银：第一创业(002797.SZ)】聚焦大资管业务，差异化竞争突围

【煤炭石化：中海油服(601808.SH)】能源安保政策支撑工作量，油价回暖利润上升空间大——公司中报点评报告-20200827

【新能源与电气设备：宁德时代(300750.SZ)】2020Q2 业绩超预期，看好海外业务成长性——公司信息更新报告-20200827

【房地产：滨江集团(002244.SZ)】业绩表现靓眼，权益销售高增，拿地持续积极

【商贸零售：步步高(002251.SZ)】二季度业绩改善明显，持续推进到家与数字化建设——公司信息更新报告-20200826

【传媒：芒果超媒(300413.SZ)】会员收入大增，稳固自制内容壁垒，拓宽生态护城河——公司信息更新报告-20200826

【家电：新宝股份(002705.SZ)】2020Q2 业绩超市场预期，摩飞内销持续高增长——公司信息更新报告-20200826

【中小盘：科斯伍德(300192.SZ)】深耕中高考升学赛道，陕西龙头开启新征程——中小盘首次覆盖报告-20200827

【中小盘：佩蒂股份(300673.SZ)】盈利拐点继续，国内业务快速扩张——中小盘信息更新-20200826

研报摘要

总量研究

【宏观】工企利润加速修复，设备制造改善明显——宏观经济点评-20200827

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002| 张蓉蓉（分析师）证书编号：S0790520070006| 段玉柱（联系人）证书编号：S0790120070013

在成本下降、投资收益增加、PPI 改善等因素推动下，7 月工企利润加速修复

工企利润加速修复，营收利润率持续回升。7 月，全国规模以上工业企业利润总额同比增长 19.6%，增速提高 8.1 个百分点，连续 3 个月同比正增长，增速逐月加快。1-7 月累计，利润总额同比下降 8.1%，降幅收窄 4.7 个百分点。在减税降费、降成本等政策支持下，7 月工企营收利润率提高 0.21 个百分点至 5.63%，对利润改善贡献较大。此外，投资收益大幅增加、PPI 降幅收窄等，助推利润修复。

各类型企业利润延续修复，国有和股份制企业增速改善明显。7 月，国有、股份制、外商、私营企业，利润分别同比增长 23%、22.7%、18.2%和 9.7%。其中国有和股份制企业利润增速改善较大，分别比上月提升 12.2 和 15.9 个百分点。1-7 月，国企利润下降 23.5%、大幅低于其他工企，或与上游行业国企占比较高有关。

汽车、电子设备等中游设备制造业利润增长加快，上游行业利润降幅仍然较深

中游制造业利润增长加快，上游行业降幅仍然较深。7 月，41 个行业中，有 24 个行业利润增速比 6 月份加快、数量比上月增加 9 个，利润改善的节奏较 6 月份加快。1-7 月累计，上游行业利润同比下降 24.1%、降幅收窄 5 个百分点，但累计降幅仍然较深；中游行业利润增长 6.6%、提高 6.3 个百分点，利润增长加快。

分行业来看，汽车等设备制造相关行业，利润改善较大。7 月工业利润同比增加 952 亿元，其中汽车制造业贡献了 339 亿元、占比 36%。在汽车消费政策等提振下，7 月乘用车产销加快回暖，商用车也保持高景气，促进了利润改善。此外，设备制造链上的电子设备、有色金属、专用和通用设备等行业，表现也较为突出。

营业收入增速有所回落，产成品库存继续去化、汽车等部分中游行业积极补库

营业收入表现震荡，单月增速有所回落。7 月当月，营收增长 3.6%，较上月回落 0.9 个百分点；4 月以来，工企营收单月增速保持区间震荡。同时，企业现金流压力仍然较大，7 月应收账款增长 14%、增速较 6 月上升 1.3 个百分点。随着产需修复和价格回暖，未来营收或将继续改善，这也有助于企业现金流压力的缓解。

工业库存继续去化，汽车受需求提振、加快补库。7 月工业产成品库存同比增长 7.4%，增速下降 0.9 个百分点；周转天数同比增加 2.5 天，增幅回落 0.3 天。总体来看，在需求修复等带动下，产成品库存延续去化趋势。上半年来看，上游制造业库存去化速度较快；中游部分行业（汽车等）受需求预期影响，积极补库。

重申开源宏观观点：随着广义财政支出加快，经济行为和信用环境修复将延续

伴随下半年财政支出的加速落地，基建投资行为或将保持较高景气；房屋交付逻辑，对地产投资的支持仍在显现。同时，疫情影响的减弱，推动线下消费持续改善；政策等支持下，汽车产业链呈现较高景气。总体来看，随着广义财政支出加快、财政存款投放，及基建等对需求的拉动，经济行为和信用环境修复仍将延续。

风险提示：宏观经济或监管政策出现超预期变化。

【宏观】流动性三问三答——宏观经济点评-20200827

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002| 杨飞（分析师）证书编号：S0790520070004

一问：近期流动性环境趋紧的影响因素？

8 月初以来，货币市场利率明显上涨，R0001 一度上涨至 2.40%，R007 上涨 45BP 至 8 月 25 日的 2.59%。流动性趋紧，或与银行超储率过低下，政府债券供给放量等有关。6 月银行超储率只有 1.6%、创 2018 年以来同期新低，地方债和国债大规模发行，及结构性存款压降等，或导致超储率进一步下降；8 月前 3 周地方债和国债净供给达 1.08 万亿元、远超 7 月的 0.5 万亿元，挤压二级市场流动性。

央行操作可以帮助缓解银行资金压力，但非银资金状况也影响整体流动性环境。8 月初以来，央行加大逆回购投放、超额续作 MLF 等，补充银行流动性；但非银机构资金依然较为紧张，包含非银机构的 R007 高达 2.59%，高于仅代表存款类机构 DR007 的 2.21%，而基金、券商等非银机构参与质押回购占比超过 50%。

二问：近期货币政策操作，如何理解？

近期央行重启 14 天逆回购投放，主要平抑资金波动、平滑滚动续作压力，并非类似 2016 年下半年“收短放长”引导去杠杆。2018 年以来，14 天逆回购多用于春节、季末等跨期；也有非跨期使用的情况，例如 2018 年 4 月、5 月和 7 月，主要用于平抑债券供给等带来的资金波动。当前面临问题是，企业通过低成本融资购买结构性存款等进行空转套利，而类似 2016 年金融机构过度杠杆行为较少。

流动性尚不具备持续收紧的宏微观基础，但防风险重视度提升等，决定短期流动性较难出现进一步宽松。当前整体需求偏弱、就业等压力较大，微观层面企业尚处于报表修复阶段，决定了货币流动性环境尚不具备持续收紧的基础。随着经济进入修复通道，资金空转、违规套利等，使得当局对防范化解风险的重视度提升，更加注重货币政策的“精准导向”，如何引导资金流向实体成为当前政策重心。

三问：未来流动性环境如何演绎？

年内来看，政府债券供给、结构性存款压降等因素，仍可能对流动性产生影响。未来 4 个月，地方债新券供给约 1 万亿元、或集中在 9 月发行，国债还要净供给约 1.8 万亿元。如果按照结构性存款规模压降至 2019 年底的 2/3 以下推算，8-12 月结构性存款或至少压缩 3.8 万亿元，其中中小银行或至少压缩约 2.3 万亿元。

财政存款投放等，或有助于平抑资金波动；但中小银行和非银流动性分化，仍可能阶段性导致流动性边际趋紧。随着季末、年底临近，银行资金压力进一步加大，降准补充银行流动性的必要性上升；公开市场操作、财政存款投放，或有助于缓解资金压力。然而中小银行，不仅结构性存款收缩压力大，同业存单到期续发压力也较大。银行负债承压，对非银资金融出减少，或阶段性导致流动性易紧难松。

风险提示：金融风险累积导致政策出现重大调整；广义财政支出不及预期。

行业公司

【商贸零售：家家悦(603708.SH)】二季度业绩延续高增长，持续推进物流供应链建设——公司信息更新报告-20200827

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

事件：公司 2020 年二季度业绩延续高增长

公司发布半年报：2020H1 实现营收 92.5 亿元（+27.3%），归母净利润 2.87 亿元（+27.0%）；其中 Q2 营收 39.6 亿元（+14.4%），归母净利润 1.11 亿元（+30.5%），业绩高增长。我们认为，公司积极推进省内外扩张，保持较快展店速度，同时在强势供应链及经营效率赋能下，前期并购标的扭亏将带来业绩增厚。我们维持盈利预测不变，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 5.52/6.50/7.58 亿元，对应 EPS 为 0.91/1.07/1.25 元，当前股价对应 PE 为 49/41/36 倍，维持“买入”评级。

上半年超市同店表现亮眼，2020Q2 管理费用率明显改善

2020H1 公司毛利率为 21.44%（-1.11pct），主要受非主营业务（租金）毛利率拖累；分产品来看，生鲜/食品/百

货毛利率分别为 17.39%（+1.92pct）/18.7%（+0.34pct）/24.10%（+1.04pct），继续稳健提升。受益于疫情期间超市客流增长，大卖场/综合超市同店分别增长 8.7%/16.7%，表现亮眼。费用方面，2020Q2 销售/管理/财务费用率分别为 15.6%（0pct）/1.6%（-0.7pct）/0.2%（+0.4pct）,管理费用率改善明显。

疫情中保持较快展店速度，持续推进物流供应链建设

2020H1 公司新增门店 67 家（含并购淮北真棒 31 家，2019 年同期为 40 家），其中大卖场/综合超市分别为 17/50 家，疫情中仍保持较快展店，并加快周边省份拓展，相继进入河北、安徽、江苏、内蒙古等市场，开启全国化布局。公司继续推进物流供应链建设，报告期内，烟台、莱芜、张家口等多地物流中心完工并投入使用。此外，7 月份公司计划总投资 10 亿元在淮北市投资建设综合物流园、农产品加工等项目，进一步为公司的跨区域发展战略提供物流支撑。运营方面，4 月份公司上线 SAP 系统，新系统将提高业务流程的标准化程度，提升经营效率。在公司强势供应链及经营效率赋能下，前期并购项目有望逐渐扭亏，增厚业绩同时形成更多据点，从而为未来店铺选址提供操作空间。

风险提示：门店扩张不及预期；并购整合情况不及预期；同店增长放缓。

【机械军工：中航飞机(000768.SZ)】2020H1 盈利能力改善，看好全年业绩稳健增长——公司信息更新报告-20200827

段小虎（分析师）证书编号：S0790520020001

军民机业务市场前景广阔，看好全年业绩稳健增长，维持“买入”评级

公司军民航空业务前景广阔，2020H1 航空产品盈利能力改善，看好全年业绩稳健增长。我们维持预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.24/0.27/0.31 元，当前股价对应 PE 分别为 102/89/77 倍，维持“买入”评级。

2020H1 国内市场经营稳定，航空产品盈利能力改善实现扣非业绩大幅增长

2020H1 实现 1)营收 134.8 亿元（-8.3%），主要系受疫情影响，国际转包产品收入下降所致；2）归母净利润 2.3 亿元（+3.7%），扣非归母净利润 2.2 亿元（+46.5%），增速高于营收增速的主要原因：a.毛利率 6.6%（+0.95pct），主要系航空产品毛利率改善所致；b.销售费用率 0.9%(-0.3pct)，主要系销售服务费减少所致；c.财务费用率-0.3%（-0.2pct），主要系汇兑收益增加所致；3）其他费用率方面：管理费用率 3.5%（+0.6pct），主要系职工薪酬/无形资产摊销等费用增长所致；研发费用率 0.6%（+0.2pct），主要系自筹研发支出增加所致；4）资产负债表方面：存货较期初+33.6%，主要系生产投入增加所致，反映公司生产任务充足。

军民业务前景广阔，公司作为军民用大飞机整机制造唯一平台将持续受益

军机方面，大中型运输机是实现快速战略投送的核心装备，中国军用运输机数量较少且以中型运输机为主，总运载能力与美国差距明显；运-20 是国产大型战略运输机，未来还有望发展出加油机、预警机、指挥机等衍生机型，市场前景广阔；公司有望持续受益于空军战略转型释放需求。民机方面，根据中国商飞预测，未来 20 年中国航空市场将接收 50 座以上客机 9205 架，市场价值约 1.4 万亿美元，公司作为国内民用大飞机主要参与者有望充分受益。

积极推进重大资产置换，完成后将提升公司盈利能力

2019 年 11 月公司公告拟将部分飞机零部件制造业务资产与航空工业飞机部分飞机整机制造及维修业务资产进行置换。重组完成后将提升公司盈利能力：1）置入资产增厚公司业绩；2）避免代理服务费分成；3）节省厂房设备租赁费用。

风险提示：军机需求释放低于预期，民机市场增长不达预期等。

【纺服：开润股份(300577.SZ)】上半年疫情影响业绩，2C 端扩品类、扩品牌是亮点——公司信息更新报告-

20200827

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

出行市场受疫情影响较大，2020H1 业绩下滑

公司 2020H1 营收 9.55 亿元（-21.81%），归母净利润 0.64 亿元（-43.46%），其中 2020Q2 实现营收 4.18 亿元（-32.89%），归母净利润 0.32 亿元（-52.55%）。据估算，收入端：2020 上半年 2B 业务同比下滑个位数，2C 业务同比下滑超 30%，二季度 2B 业务同比下滑超 20%，2C 业务同比下滑超 40%。主要系：疫情减少 2B 端二季度订单，及对 2C 端出行市场影响较大。预计 2020-2022 年公司归母净利润为 2.00/3.27/4.39 亿元（原值 2.50/3.37/4.28 亿元），对应 EPS 为 0.92/1.51/2.02 元（原值 1.15/1.55/1.97 亿元），当前股价对应 PE 为 32/20/15 倍（原值 25/18/14 倍），考虑国内市场出行快速恢复，继续看好长期投资逻辑，维持“买入”评级。

2020H1 毛利率略增，整体运营情况良好

2020H1 毛利率 29.58%同比提升 1.45pct，主要系高毛利率的 2B 业务占比提升。费用端固定费用短期难以减少，2020H1 销售/管理/研发费用率较 2019 年同期提升 2.8pct/3.68pct/1.37pct。净利率较 2019 年同期下滑 3.24pct 至 6.41%。整体运营情况良好，存货、应收账款占总资产比重较 2019 年同期减少 5.88pct、8.27pct。

2C 端：大嘴猴品牌主打低价位市场，进军家庭健身器材行业

1）根据魔镜数据 2020 年 7 月份出行市场环比改善，销量、销额环比增长 17.19%、 39.6%，预计随着国庆、双十一迎来出行、消费高峰，下半年 90 分业绩有望回暖。2）新品牌大嘴猴主打低价市场，未来将在淘宝特价版、天猫等平台开店，与 90 分形成差异化定位。3）扩品类至家庭健身器材,首款走步机市场反响良好。未来可持续开拓其他健身器材品类，打破出行消费品单一品类，推动公司业绩增长。

2B 端：稳步扩客户、扩品类，VF 新客户、时尚女包新品类值得期待

1）扩品牌：新拓展了拥有众多知名品牌的 VF 集团，提升箱包品类采购空间。2）扩品类：公司进入时尚女包生产制造领域，目前已建立了完善的时尚女包研发、生产与销售团队，目前该业务已实现小批量生产，并与多个客户展开合作。

风险提示：国内疫情影响 2C 业务需求，海外疫情影响 2B 业务订单等

【通信：移远通信(603236.SH)】中报营收高增长超预期，跑马圈地助议价能力提升——公司信息更新报告-20200827

赵良毕（分析师）证书编号：S0790520030005

半年报业绩稳定增长，跑马圈地待市场爆发，维持“增持”评级

公司公告 2020 年半年报，受疫情影响，2020 年 H1 实现归母净利润为 0.7 亿元，同比下降 10.94%；扣非后实现归母净利润为 0.45 亿元，同比下降 40.69%。2020 年 Q2 有序复工复产，公司实现归母净利润为 0.36 亿元，同比增长 2.71%；扣非后实现归母净利润为 0.33 亿元，同比增长 175%。我们看好公司在通信技术、射频技术、数据传输技术、信号处理技术的技术优势以及全球客户资源优势。当前，物联网市场迎来抢占市场份额的攻坚期，公司作为蜂窝通信模组龙头企业，为保持行业领先地位，抢占市场份额跑马圈地，在报告期内加大产品市场投入，以利润换空间，等待市场爆发，考虑到目前是市场份额占领关键时期，业务规模为首要因素，我们上调营收下调净利润，调整预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润为 1.79/2.86/4.73（此前为 2.59/3.98/5.65）亿元，同增 20.9%/59.9%/65.4%（此前为 74.7%/53.8%/42.1%），EPS 为 1.67/2.67/4.42（此前为 2.90/4.46/6.34）元，当前股价对应 PE 分别为 127.3/79.6/48.1 倍，维持“增持”评级。

5G 打开万物互联新空间，通信模块迎来发展黄金期，全年业绩可期

需求端看，传统产业智能升级推动物联网浪潮，叠加 5G 加速与物联网垂直行业应用深度融合，带动基于物联网的智慧城市、车联网等新兴市场崛起，下游应用多样性及爆发性推动通信模块市场潜力无限。供给端看，公司不断丰富产品线，打造全矩阵系列产品，包括车规级 5GNRSub-6GHz 模组 AG550Q、集成 GNSS 定位功能的 LPWA 模组 BG600L-M3 等。同时，公司智能制造中心已投产，采用“自产+代工”双模式生产，有效提升产品的生产效率，节约代工成本，提高盈利能力。此外，公司积极开拓海外市场，构建全球化销售网络，2019 年，公司已经超越 Sierra Wireless 成为全球第一大蜂窝物联网模组供应商，全球市场份额约为 17%（营收口径），随着 5G+物联网打开下游应用市场空间，各类物联网连接需求持续拓展，公司有望持续扩大市场份额，经营业绩高增长可期。

风险提示：疫情冲击致海外市场不确定性增加；国产芯片替代不及预期

【通信：光迅科技(002281.SZ)】5G 基站大建有望持续，芯片自给助力业绩增长可期——公司信息更新报告-20200827

赵良毕（分析师）证书编号：S0790520030005

半年报业绩超预期，光模块量价齐升得到验证并持续，维持“增持”评级

公司公告 2020 年半年度报告，2020 年 H1 实现归母净利润为 2.09 亿元，同比上升 45.42%；扣非后实现归母净利润为 2.03 亿元，同比上升 53.95%。2020 年 Q2 公司积极复工复产，实现归母净利润为 2.15 亿元，同比增长 168.54%；扣非后实现归母净利润为 2.12 亿元，同比增长 201.5%。同时公司预计 2020 年 1~9 月实现归母净利润为 3.09~4.05 亿元。我们看好公司从芯片到器件、模块、子系统的全产业链布局以及全球客户资源优势。在电信和数通市场高景气背景下，公司数通产品突破北美重点设备商客户，拿下 25G/100G/400G 订单，欧洲客户单月订单及交付创历史新高，5G 产品送样重点客户并拿下首批订单，全年业绩有望超预期。我们维持预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润为 4.74/5.87/6.71 亿元，同比增长为 32.4%/24.0%/14.3%，EPS 为 0.70/0.87/0.99 元，当前股价对应 PE 分别为 46.7/37.7/33.0 倍，具有一定估值优势，维持“增持”评级。

电信和数通共振，全产业链布局优势显现，芯片自给助力业绩有望超预期

全球 5G 商用步伐加快带动云计算行业市场需求上升，驱动高速光模块市场需求持续高景气，预计未来高速率光模块将占据主要市场份额，行业整体进入量价齐升黄金发展阶段。光模块行业市场竞争激烈，但近年市场逐渐向国内倾斜，伴随国内疫情可控的大环境，国内厂商全球市场份额有望进一步提升。公司在报告期内产品结构逐步向高端升级，高端光模块、无源和子系统产品的收入占比提升，公司整体毛利率水平走高，2020 年 H1 综合毛利率 23.77%，实现较大幅度的提升。公司积极布局 25G 光芯片新技术领域，目前部分规格芯片已实现量产，25G 商业级 DFB 芯片通过重点客户认证，EML 芯片实现自用，公司芯片自给率上升带动成本控制等核心竞争能力的提升。随国际形势趋紧，核心器件国产替代成必然趋势，公司全产业链布局的相对优势将逐渐显现，做好充足准备争夺 5G 规模建设和云计算流量增长带动的光模块市场红利，未来经营业绩增长可期。

风险提示：芯片自给程度不及预期；5G 建设不及预期

【机械军工：中航机电(002013.SZ)】2020H1 航空主业稳定增长，将受益先进军机上量——公司信息更新报告-20200827

段小虎（分析师）证书编号：S0790520020001

公司有望受益航空机电系统跨代升级及先进军机加快列装，维持“买入”评级

公司作为航空机电系统龙头，有望充分受益于航空机电系统升级及军机加快列装。我们维持预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.30/0.35/0.40 元，当前股价对应 PE 分别为 33/28/24 倍，维持“买入”评级。

2020H1 业绩整体保持平稳，其中航空产品主业实现稳定增长

2020H1 实现 1)营收 52.1 亿元（-3.7%），整体保持平稳；其中航空产品营收 39.2 亿元（+8.9%），主要系巩固现

有市场，完成航空业务订单所致；非航空产品营收 12.7 亿元（-28.2%），主要系受疫情冲击较大所致；2）归母净利润 3.45 亿元（+3.4%），增速高于营收增速的主要原因：a.销售费用率 1.0%（-0.4pct），主要系制冷产品销售运输费减少所致；b.管理费用率 8.5%(-0.7pct)，主要系差旅/业务招待/修理费等费用减少所致；c.财务费用率 1.6%(-0.3pct)，主要系利息收入增加所致；d.研发费用率 3.5%（-0.2pct），基本保持稳定；3）毛利率 21.4%（-1.6pct），基本保持稳定；4）资产负债表方面：存货较期初+5.0%，其中原材料/在产品分别较期初+9.1%/+13.7%，反映公司生产任务较充足。

聚焦航空主业，将充分受益航空机电系统跨代升级及先进军机加快列装

航空机电系统正面临跨代升级，我国已在新一代军机上采用综合化管理技术，行业将迎来发展机遇；“十四五”各型武器装备补缺补强刚性需求持续，且在国际政治遭遇历史性变局下，为保障国家政经、领土安全，先进军机具有加速放量的必要性，公司作为军用飞机机电产品最重要的系统级供应商将充分受益。

航空机电系统专业化整合及产业化发展平台，有望进一步整合同类资产

自公司主营航空机电系统业务以来，陆续开展资产整合工作，并受托管理集团旗下同类资产，承担被托管单位各项管理职能和生产经营决策权，成为航空机电系统的专业化整合和产业化发展平台。考虑到公司平台属性和同类资产合并的行业趋势，未来公司有望进一步整合相关资产，提高公司的核心竞争力及盈利能力。

风险提示：军品订单不及预期、民品市场不及预期、研发进度不及预期等。

【机械军工：高德红外(002414.SZ)】2020H1 业绩超高增长，看好军民业务持续向好——公司信息更新报告-20200827

段小虎（分析师）证书编号：S0790520020001

军品随装备定型批产将快速放量，民品迎来机遇期，维持“增持”评级

考虑到军品即将放量，民品迎来“战略机遇期”，我们调整预测公司 2020-2022 年归母净利润分别为 8.1(+1.8)/9.1(+1.2)/10.6(+0.6)亿元，EPS 分别为 0.51/0.57/0.66 元，当前股价对应 PE 分别为 73/65/56 倍，维持“增持”评级。

2020H1 红外测温产品及政府装备类产品需求旺盛，实现业绩超高增长

2020H1 实现 1)营收 11.8 亿元（+76.5%），主要系红外测温产品需求上升及政府装备类产品增长所致；2)归母净利润 5.2 亿元（+246.7%），增速高于营收增速的主要原因：a.毛利率 72.7%（+18.3pct），主要系产品结构变化及规模效益所致；b.销售费用率 2.7%(-1.8pct)，主要系差旅/招待/展览等费用减少所致；c.管理费用率 5.5%(-12.0pct)，主要系规模效益所致；d.财务费用率-0.6%（-1.6pct），主要系公司资金较充裕，专项贷款利率较低，利息收入增长所致；e.研发费用率 9.9%（-8.5pct），主要系多个政府装备类重点型号产品完成定型，直接投入/统筹费用/固定资产折旧等费用减少所致；3）资产负债表方面：存货较期初+55.8%；预付款项较期初+154.7%；预收款项较期初+183.8%；反映公司在手订单充裕。

承研型号陆续定型批量订货，军贸市场取得突破，预计军品业务将快速放量

公司持续巩固既有型号产品的交付与保障；近年承担多个重点型号高端装备类系统产品研制生产任务，2020 年多个重点型号产品完成定型并实现首批批量订货；在出口领域，完成多款政府装备类产品的出口立项审批，已与军贸公司形成战略合作关系，上半年首次实现军贸完整武器系统订单销售。看好军品业务快速放量。

防疫产品大量应用成为民品市场拓展契机，公司迎来民品业务“战略机遇期”

公司的民品在国内传统民用红外领域保持较大市场份额，并积极布局智慧家居、智能安全驾驶等新兴领域。疫情防控将红外热成像设备的重要性向社会各界充分曝光，公司品牌在协助政府防控疫情期间得到市场认可，且进一

步强化了与国内外合作伙伴的联系，有望凭借品牌和渠道优势在广泛的民用领域打开市场空间。

风险提示：军品订单不及预期、民品市场不及预期、研发进度不及预期等。

【计算机：国联股份(603613.SH)】业绩接近预告上限，持续高增长可期——公司首次覆盖报告-20200827

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001

成长逻辑持续兑现，业绩高增长可期，首次覆盖给予“买入”评级

公司的三大成长逻辑（大宗商品品类拓展、提升交易商品渗透率、交易会员转化率）已持续兑现，营收和净利润均保持高增长；前期定增项目有望持续增强竞争力，产业互联网领军地位夯实，我们对公司业绩持续高增充满信心。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 2.38、3.57、5.12 亿元，EPS 为 1.16、1.75、2.51 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 65、44、30 倍，公司 PE 和 PEG 估值高于行业可比公司平均水平，但考虑公司产业互联网领军地位，给予一定估值溢价，首次覆盖给予“买入”评级。

业绩高速增长，财务指标健康

公司发布 2020 年中报，实现营收 58 亿，同比增长 133%，实现净利润 1.14 亿，同比增长 74.96%，营收和净利润均接近中报预告上限；经营性现金流净额为 4.5 亿，同比增长超过 20 倍；值得关注的是，公司的合同负债为 4.14 亿（2019 年同期预收账款为 2.18 亿），预付账款同比增长 95%，均显示多多平台交易规模有望持续高增长。

拟定增募资不超过 24.66 亿元，加速产业互联网战略落地

公司拟募集 24.66 亿元，分别投向国联股份数字经济总部建设项目（3.44 亿）、基于 AI 的大数据生产分析系统研发项目（4.91 亿）、基于网络货运及智慧供应链的物联网支持系统研发项目（6.14 亿）、基于云计算的企业数字化系统集成应用平台研发项目（4.76 亿）、以及补充流动资金（5.4 亿），我们认为定增项目有望加速“平台、科技、数据”战略落地。

风险提示：全年业务受新冠疫情影响风险；市场竞争加剧；主要商品价格变动可能引起的盈利波动风险。

【计算机：深信服(300454.SZ)】Q2 业绩超预期，坚定看好安全与云长期成长——公司首次覆盖报告-20200827

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001

战略不断升级，成长空间不断打开，首次覆盖给予“买入”评级

随着公司战略不断升级，成长空间不断打开，我们高度看好安全与云业务发展前景，与公司战略执行力。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 9.03、11.77、14.83 亿元，EPS 为 2.21、2.88、3.63 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 99、76、61 倍，公司 PE 略低于行业可比公司平均水平，PS 与行业可比公司平均水平持平，考虑公司良好的成长属性，首次覆盖给予“买入”评级。

Q2 收入增速大幅回暖，超出市场预期

1）上半年公司实现营业收入 17.44 亿元，同比增长 11.91%，其中，Q2 单季度实现营业收入 11.35 亿元，同比增长 23.82%，较 Q1 明显回暖。分行业来看，上半年信息安全业务实现收入 11.17 亿元，同比增长 14.42%；云计算业务实现收入 4.80 亿元，同比增长 21.08%；基础网络与物联网业务实现收入 1.47 亿元，同比下滑 20.83%。2）上半年公司毛利率下滑 2.77 个百分点至 68.8%，一方面是由于云计算业务比重增长；另一方面在安全服务等业务上的投入进一步加大，导致直接人工和服务成本增加。由于销售、管理及研发人员增加导致薪酬福利增加，及股权激励费用增加的影响，公司期间费用率较 2019H1 同比提升了 7.32 个百分点。3）此外，公司合同负债同比增长 35.6%，为业绩增长奠定良好基础。同时，公司现金流大幅好转，2020Q2 单季度现金流为 7.75 亿元，同比增长 104%。

安全与云业务成长前景可期

信息安全领域，受益于行业高景气度，公司将进一步完善“网端云”加安全服务的安全业务布局，应用于更广泛的行业用户和更广泛的应用场景，有望持续维持高增长；云计算领域，公司判断根据业务特性提供相应 IT 承载资源的混合云架构将是企业级用户 IT 基础架构的主流。2020 年 8 月 21 日，公司在北京召开信服云峰会，发布“信服云”实现“新战略”升级，从过去的超融合承载业务向数据中心全面云化完成转变。

风险提示：全年业务受新冠疫情影响风险；行业竞争加剧；人才流失风险。

【非银：第一创业(002797.SZ)】聚焦大资管业务，差异化竞争突围——第一创业首次覆盖报告-20200827

高超（分析师）证书编号：S0790520050001

以固收为特色，以大资管业务为核心，差异化战略助力突围

公司采取差异化发展战略，以固收为特色，聚焦大资管业务为核心，在同质化竞争中实现突围。公司依靠市场化激励机制和固收品牌优势，资管业务实现快速发展，近 3 年资管业务营收贡献超 40%。定增有望进一步打开各项业务发展空间，轻资本业务模式带动下，ROE 有望超越行业平均。我们预计公司 2020 年-2022 年归母净利润分别为 9.70/12.25/16.06 亿元，分别同比+89.0%/+26.3%/+31.1%，EPS 分别为 0.23/0.29/0.38 元，加权平均 ROE 分别为 8.4%/8.4%/10.0%，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

固收业务资质齐全，特色优势明显

公司在承销及做市业务上牌照齐全，助力公司在固收产品承销及交易业务双双开花。市场竞争激烈下，近两年公司固收产品销售金额有所下滑，交易业务收入贡献主要受市场波动影响。公司深耕固收领域多年，积累了雄厚的客户基础，形成了丰富的固收业务经验和品牌知名度，专业能力获得市场认可。

资管业务布局全面，盈利驱动能力强

资管业务以三大具体业务为抓手，全面布局，近三年为公司盈利增长核心驱动因素，营收贡献超 40%。公司主动管理能力持续增强，业绩实现稳步攀升，2019 年资管业务营收同比+44%。大资管行业空间广阔，公司主动管理优势有望得到充分体现。此外，公司成功发行我国首支知识产权证券化标准产品，公司依靠全牌照基础和 REITs 项目经验，有望受益于公募 REITs 发展机遇。

定向增发打破资金瓶颈，增强公司竞争优势

公司非公开发行募资 42 亿元补充资本金，定增完成后净资本提升 67%，核心净资本提升 89.24%，有利于打破公司原有业务资金瓶颈，降低负债成本，优化业务结构，增强公司竞争力。

风险提示：市场波动风险；资管业务表现不达预期

【煤炭石化：中海油服(601808.SH)】能源安保政策支撑工作量，油价回暖利润上升空间大——公司中报点评报告-20200827

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

事件：8 月 26 日中海油服发布 2020 年中报，2020H1 实现营收 145 亿元（同比+7%）；实现归母净利润 17 亿元（同比+76%）。

能源安保政策支撑工作量，油价回暖利润上升空间大。维持“买入”评级

2020 年上半年实现业绩 17 亿元，考虑计提当期收到的 Equinor 向公司支付的 1.88 亿美金的和解款项，以及资产减值等非主营业务支出共 7.2 亿，剔除后仍有 11 亿业绩（同比+16%），基本符合预期。国家能源安保政策对全年工作量提供强支撑。若油价稳定回升，服务价格上升空间较大。我们维持预测 2020-2022 年归母净利润分别为 29.4/36.2/43.8 亿元，同比增长 17.4%/23.1%/21.0%，EPS 分别为 0.62/0.76/0.92 元；当前股价对应 PE 分别为

22.2x/18.1x/14.9x，维持“买入”评级。

Q2 业绩短暂承压因服务费下调，国家能源安保政策支撑工作量已验证

由于油服行业对油价的反应存在滞后性，公司受全球疫情及油价波动影响在 Q2 集中表现，实现单季营收 63.43 亿元（同比-17%），归母净利润 5.7 亿元（同比-39%）；服务费用承压下调：上半年钻井平台日费同比下调 5.7%至 8.2 万美元/天，自有船舶日费同比下调 5.8%至 6.4 万美元/天，油技服务因价格下调的影响总体收入减少 8.6%至 60.6 亿元。工作量强保障性已验证：受益于国家能源安保政策以及中海油“七年行动计划”的执行，各业务逆势增量。其中，自升式钻井平台（主要用于国内海域）作业天数增加 15.6%至 5985 天，半潜式钻井平台（主要用于国外海域）作业天数减少 3.4%至 1677 天；自有船舶作业天数增加 1%至 15541 天，外租船舶作业天数增加 36%至 9221 天，油技服务作业量有所上升，且成功在亚洲中标固井服务合同，获堵漏剂项目、测井及固井服务项目。

中海油下半年仍有项目推进，油价回暖服务价格上升空间较大

根据中海油半年报，中海油上半年实现净产量 258 百万桶当量，按照全年规划计算，下半年仍有 247-257 百万桶当量，另外渤海渤中 19-6 气田、南海西部陵水

17-2 气田和圭亚那 Liza 油田等一批重点项目稳步推进，中海油服或持续收益。全年的角度来看，国家能源保供政策对公司工作量提供强支撑力已得到验证，若油价稳定回升，服务价格上升空间较大，我们预计 2020 年业绩仍有望达 29 亿。

风险提示：油价大幅波动风险、日费大幅下调风险、政策推进不及预期风险

【新能源与电气设备：宁德时代(300750.SZ)】2020Q2 业绩超预期，看好海外业务成长性——公司信息更新报告-20200827

刘强（分析师）证书编号：S0790520010001 | 李若飞（分析师）证书编号：S0790520050004

2020Q2 归母净利润同比转正，全球锂电王者有望继续引领趋势

公司发布 2020 年半年报，2020H1 实现营收 188.29 亿元，同比-7.08%，实现归母净利润 19.37 亿元，同比-7.86%，扣非归母净利润 13.77 亿元，同比-24.30%。2020Q2 实现营收 97.99 亿元，同比-4.7%，归母净利润 11.95 亿元，同比+13.27%。Q2 业绩超预期，但考虑新冠疫情对新能源车上半年销量影响，我们微调 2020 年归母净利润预期至 49.05（-1.44）亿元，调整后 2020-2022 年 EPS 分别为 2.11/2.90/3.84 元，当前股价对应 PE 为 92.32/66.96/50.59 倍。我们看好公司全球锂电王者地位，有望在未来引领行业持续成长，维持“买入”评级。

动力电池销量超预期，彰显公司强大竞争力

动力电池 2020H1 实现营收 134.77 亿元，同比-20.22%，毛利率为 26.50%，同比-2.38pct，江苏时代净利率达 15.76%。根据公司口径，2020H1 动力电池产量为 15.08GWh，产成品库存下降 11.28 亿元。我们推测，2020H1 公司动力电池销售均价为 0.82 元/Wh，销量在 16.46GWh。而根据 SNE Research 及合格证口径，2020H1 国内装机量达 8.8GWh，海外装机量为 1.2GWh。销量与装机量之差表明公司话语权较强以及后续行业景气度向上趋势。

海外业务表现亮眼，欧洲市场成长性十足

2020H1 境外营收 22.40 亿，同环比+189.38%/+141.33%，境外营收占总营收比重 11.89%，同环比+8.08pct/+7.90pct。境外营收同环比大幅增长，我们认为主要得益于：1）欧洲大众、宝马等客户 H1 新能源车销量大增；2）公司上半年加深与梅赛德斯奔驰、本田等主流车企合作；3）积极开发 VDL、Trailer Dynamics 等海外商用车客户；4）公司海外首个储能项目在美国加州落地。目前来看，全球新能源车主战场或将从中国转向欧洲，市场普遍担心公司将因此失去全球龙头地位。而从当前数据看，公司对海外市场的开拓能力超预期，海外业务将在量、利两方面增厚公司业绩，预计 2020 全年动力电池海外出货量在 7GWh。

风险提示：新能源汽车销量不及预期、电池市场竞争加剧。

【房地产：滨江集团(002244.SZ)】业绩表现靓眼，权益销售高增，拿地持续积极——公司信息更新报告-20200827

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

聚焦杭州，辐射华东，品牌与规模齐飞，维持“买入”评级

滨江集团聚焦杭州、深耕浙江、辐射华东、开拓粤港澳大湾区。我们维持此前盈利预测不变，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 21、27、33 亿元，EPS 为 0.68、0.86、1.06 元，当前股价对应 PE 为 7.1、5.7、4.6 倍，维持“买入”评级。

盈利能力高位，业绩增长靓眼

滨江集团发布 2020 年半年报：2020 年上半年，公司实现营收 103.07 亿元，同比增长 95.7%；归母净利润 8.65 亿元，同比增长 40.4%；基本每股收益 0.28 元。公司营收增长迅猛主要源于地产结算规模有所提升，房地产业务收入占比 99.7%，同比增速达 98.7%；公司综合毛利率 36.4%，同比提升 0.9 个百分点；业绩增速低于收入增速主要源于少数股东损益有所提升。截至 2020H1，公司预收账款 689.5 亿元，同比增长 58%，为未来业绩提供充分保障。

权益销售高增，拿地持续积极

2020H1 公司实现销售金额 547 亿元，同比增长 5.9%，权益销售额 265.1 亿元，同比增长 26%，权益比例 48.5%，同比提升 8 个百分点；已完成年初设定的 1000 亿元销售目标的 55%。拿地更为积极，聚焦杭州，深耕浙江。2020H1 年公司拿地面积 314 万平米，同比增长 83.9%；拿地金额 524 万平米，同比增长 94.0%；公司在杭州、浙江（杭州以外）拿地面积占比分别为 79%、13%。上半年公司拿地金额占销售金额的 96%，同比提升 44 个百分点。公司仍在积极扩土储过程中，目前土地储备可售货值约 2700 亿元。

融资余额有所提升，平均成本继续下行

2020H1 公司融资余额 384 亿元，同比增长 33%，短期债务占比仅 24%，在手货币资金对短债覆盖率达 179%。2020 年上半年公司综合融资成本 5.4%，较 2019 年末继续下降 0.2 个百分点，在公司扩土储的过程中，公司融资成本逆势向下，展现了市场对公司经营模式和运营结果的充分肯定。

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。

【商贸零售：步步高(002251.SZ)】二季度业绩改善明显，持续推进到家与数字化建设——公司信息更新报告-20200826

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

事件：公司 2020 年二季度业绩明显改善

公司发布半年报：2020H1 实现营收 103.5 亿元（+2.8%），归母净利润 1.66 亿元（-31.8%）；其中 Q2 营收 48.4 亿元（+8.6%），归母净利润 0.66 亿元（+7.5%），业绩改善明显。我们认为，公司战略回归超市主业，关闭亏损门店、聚焦优势区域经营，同时持续推进门店到家与数字化建设，盈利能力有望回升。我们维持盈利预测不变，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 2.20/2.89/3.88 亿元，对应 EPS 为 0.26/0.33/0.45 元，当前股价对应 PE 为 53/40/30 倍，维持“买入”评级。

主营业务毛利率保持稳健，经营提效带动费用率改善

2020H1 公司毛利率为 22.77%(-1.86pct)，主要受非主营业务毛利率拖累；主营业务毛利率为 15.83%(+0.06pct)，其中超市毛利率 16.46%（+0.35pct），百货毛利率 13.16%（-1.38pct）。随着公司推进生鲜供应链变革、加大直采比重，主业毛利率有望持续提升。此外，受益于门店信息化程度提升、动态用工实施等，公司费用率整体有所改善，

2020Q2 销售/管理/财务费用率分别为 18.81%（-1.58pct）/1.77%（-0.22pct）/1.70%（+0.05pct）。

战略重心回归超市板块，疫情中持续推进门店到家与数字化建设

公司战略重心回归超市板块，2020H1 新开超市门店 17 家（湖南省内 7 家、省外 10 家），超市同店销售增长 9.66%、利润增长 22.37%，盈利能力改善明显。百货方面，2020H1 新开 1 家门店，未来主要专注于存量门店经营提效。2020 年 6 月，公司宣布退出亏损的重庆市场，未来聚焦优势区域经营；此外，家电业务与五星电器合作后，将有更多精力专注超市主业。疫情中，公司进一步加快推进门店到家与数字化建设，截至 6 月 30 日，公司到家门店达到 349 家，拥有数字化会员 2081 万（环比 2020Q1 增长 199 万），数字化会员贡献销售占比达 71%，实现线上 GMV 为 33.48 亿元（2019H1 为 7 亿元）。线上线下全渠道运营，将有助于公司实现精准服务、提升客户粘性，在聚客引流的同时实现经营效率的提升。

风险提示：外省门店减亏低于预期；新开店培育期过长。

【传媒：芒果超媒(300413.SZ)】会员收入大增，稳固自制内容壁垒，拓宽生态护城河——公司信息更新报告-20200826

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 余倩莹（联系人）证书编号：S0790120040010

2020 年半年报符合预期，会员收入及会员数大增，维持“买入”评级

公司公布 2020 年半年报，2020H1 实现营业收入 57.74 亿元（+5%）；实现归母净利润 11.03 亿元（+37%）；实现扣非归母净利润 9.75 亿元（+24%）。会员业务实现营业收入 14.18 亿元（+80%），有效会员数达 2766 万，较年初增长 51%，主要系《下一站是幸福》《锦衣之下》《乘风破浪的姐姐》等精品内容驱动用户付费所致；广告业务实现营业收入 17.98 亿元（+6%），增速放缓主要系 Q1 疫情影响调整内容编排策略所致，Q2 环比增长 32%；运营商业务实现营业收入 7.29 亿元（+29%），主要系加大线上教育和生活服务等业务布局发展提速所致。我们看好公司突出的内容制作能力从综艺复刻至剧集，叠加场景化内容营销模式，公司业绩有望实现高增长。我们维持此前盈利预测不变，预测公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 16.83/20.32/24.22 亿元，对应 EPS 分别为 0.95/1.14/1.36 元，当前股价对应 PE 分别为 70/58/49 倍，维持“买入”评级。

控费效果显著，费用率下降致净利率上升，广告宣传减少致销售费用率下降

公司 2020H1 毛利率为 36.59%（-4.19pcts），净利率为 19.11%（+4.51pcts）。其中，互联网视频业务毛利率为 39.60%（-3.96pcts）；新媒体互动娱乐内容制作业务毛利率为 35.99%（-2.07pcts）；媒体零售业务毛利率为 23.79%（-9.15pcts）。销售费用率为 14.13%（-4.12pcts），主要系广告宣传费用减少所致；管理费用率为 4.64%（-0.28pcts）；财务费用率为-0.49%（-0.37pcts）。

剧集发力接力精品综艺，稳固内容自制壁垒，拓宽芒果生态护城河

公司储备有《亲爱的自己》、《了不起的儿科医生》、《暗恋橘生淮南》、《掌中之物》等优质剧集和《超级学徒》、《明星大侦探 6》、《披荆斩棘的哥哥》、《花儿与少年之姐姐的爱乐之程》等精品综艺。我们认为，公司剧集产能持续放量，有望接力精品综艺，实现内容出圈，推动会员数持续较快增长并提升 ARPPU；有望通过场景化内容营销模式为广告主创造超额价值；有望通过“大芒计划 2.0”实现“IP+KOL+品牌”催化反应，公司业绩持续增长空间仍较大。

风险提示：行业竞争加剧的风险；视频平台用户增长不及预期的风险；广告业务收入增长不及预期的风险；内容行业政策变化对公司的影响存在不确定性。

【家电：新宝股份(002705.SZ)】2020Q2 业绩超市场预期，摩飞内销持续高增长——公司信息更新报告-20200826

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

2020H1 公司收入、净利润均超预期，维持“买入”评级

2020H1，公司实现营收 50.45 亿元（+24.78%），归母净利润 4.31 亿元（+79.19%），扣非归母净利润 4.32 亿元（+78.65%），EPS 为 0.54（+79.23%）。2020H1 公司收入、净利润均高速增长，主要系摩飞品牌内销收入持续高增长拉动整体增长。2020Q2，公司收入为 30.89 亿元（+42.79%），归母净利润为 3.06 亿元（+102.23%）。2020Q2 疫情有所缓解，公司业绩实现高速增长，拉动 2020H1 整体业绩增长。维持盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润为 10.38/12.88/15.77 亿元，对应 EPS 为 1.29/1.61/1.97 元，当前股价对应 PE 为 33.2/26.8/21.8 倍，维持“买入”评级。

收入拆分：摩飞拉动内销高速增长，外销收入恢复增长

1）分业务看：2020H1，电热类、电动类厨房电器、家居电器业务分别实现营收 26.06 亿元（+27.89%）、12.23 亿元（+24.49%）、6.51 亿元（+15.37%）。其中，电热类、电动类核心业务表现较好，拉动整体收入增长。2）分地区看：2020H1，外销、内销分别实现营收 35.91 亿元（+9.44%）、14.54 亿元（+90.87%）。a.外销：2020Q1 收入同比下滑约 8%，2020Q2 同比增长约 25%，主要系 2020Q1 疫情影响产能较紧张，2020 年 3 月复产后产能缓解，同时海外疫情增加了小家电需求。b.内销：2020H1 摩飞收入约 7.2 亿元，同比增长约 240%，2020Q2 摩飞收入约 4.2 亿元，同比增长约 200%；2020H1 东菱收入约 1.7 亿元，同比增长约 70%。

2020H1 毛利率净利率均显著增长，盈利能力明显提升

1）毛利率：2020H1 毛利率为 25.96%（+4.58pct）。主要系：a.毛利率较高的电热类、电动类厨房电器占比之和提升至 75.90%（+1.20pct）。b.电热类、电动类厨房电器业务的毛利率水平分别增长至 25.81%（+4.91pct）、28.91%（+3.81pct）。2）净利率：2020H1 净利率为 8.94%（+2.98pct），相比 2019 年底+1.39pct。主要系：a.2020H1 总体销售较快增长；国内市场拓展取得成效，国内收入+90.87%。b.通过产品研发设计能力提升及推进自动化建设等措施，产品盈利能力增强。

风险提示：汇率、原材料价格波动风险；新品类扩展不及预期等。

【中小盘：科斯伍德(300192.SZ)】深耕中高考升学赛道，陕西龙头开启新征程——中小盘首次覆盖报告-20200827

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001| 孙金钜（分析师）证书编号：S0790519110002| 黄沛帆（联系人）证书编号：S0790120070081

陕西中高考升学培训龙头，首次覆盖，给予“买入”评级

公司通过收购龙门教育变身陕西中高考升学培训龙头，多年中高考的高升学率打造出了其在陕西的品牌力。公司凭借其在中高考复读领域文化课的高效提分能力切入职高培训，拓宽成长空间。同时通过自设和合作的模式，公司从中高考复读和职高培训两条业务线共同推动异地扩张。公司有望凭借其成熟的教学体系、全封闭下的严格管理模式以及高效的提分能力走出陕西，从区域性中高考复读培训的龙头成长为全国性中高考升学培训龙头。预计公司 2020-2022 年归母净利润为 1.71/2.39/2.86 亿元，同比增长 111.8%/40.3%/19.7%，对应 EPS 为 0.57/0.81/0.96 元，当前股价对应 PE 为 44.4/31.7/26.5 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

中高考升学：百亿复读市场，政策推动职高发展

优质教育资源的稀缺性决定了中、高考复读需求刚需，我们测算中高考复读市场规模分别达 60、180 亿元。各地教材、考情差异较大带来了复读行业区域割据的特征，但全国教材标准化和全国卷的推广将降低机构跨区域扩张门槛，推动行业集中度加速提升。职高教育受政策持续大力支持且市场规模超 200 亿元，但存在着教学质量低、师资力量薄弱、认可度低等行业痛点，亟待优质教育机构出现。

西安校区迎量价齐升，复读、职高异地扩张渐行渐近

短期来看，“班级收费提升+班级结构优化”推动客单价持续提升，本土新增校区以及增设职高板块增加招生数量，西安校区迎来量价齐升。长期来看，公司将通过自设和合作的模式开启复读和职高办学的异地扩张。公司复读业务具备教材自主研发、提分能力强等优势，先通过 K12 学习中心引流，之后再以轻资产方式导入全封闭校区进行异地扩张，有望率先在邻省河南落地。职高培训牌照获取难度小，公司有望凭借文化课高效提分能力快速切入，通过自设和合作的模式快速实现全国化扩张。公司目前已在西安开设第一家职高学校，同时和全国性职业培训机构倍凡教育达成战略合作，借助双方优势在全国范围内拓展新的职高学校。

风险提示：疫情影响招生计划；异地扩张进程不达预期。

【中小盘：佩蒂股份(300673.SZ)】盈利拐点继续，国内业务快速扩张——中小盘信息更新-20200826

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001| 孙金钜（分析师）证书编号：S0790519110002| 丁旺（联系人）证书编号：S0790120040007

上半年归母净利同比大增 88.74%，下半年业绩有望加速释放

佩蒂股份公告了 2020 年半年报，2020H1 实现营业收入 5.82 亿元，同比增长 45.35%，实现归母净利润 0.43 亿元，同比增长 88.74%，处于业绩预告的中值。其中公司二季度单季实现营业收入 3.4 亿元，同比增长 43.05%，实现归母净利润 0.32 亿元，同比增长 87.67%。公司作为功能性宠物食品龙头，海外市场业绩持续增长，同时国内宠物食品业务加速拓展。随着鸡肉等原材料价格的逐渐下行、关税边际影响下降，公司下半年盈利能力有望进一步改善。我们维持公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.25/1.76/2.40 亿元，对应 EPS 为 0.74/1.04/1.41 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 54/38/28 倍，维持“买入”评级。

多因素推动盈利能力环比大幅改善，业绩迎来向上拐点

2020Q2 公司销售毛利率为 29.01%，相较 2019Q3/2019Q4/2020Q1 的 21.96%/23.61%/20.24%大幅改善，主要原因有：（1）占原材料成本约 25%的鸡肉价格下行推动成本下降；（2）海外产能加速布局、中美贸易摩擦对公司的边际影响减小；（3）产品结构改变，2020Q2 毛利率更高的植物咬胶营收同比增长 68.68%，占营收比重从 2019 年 H2 的 30.5%提高至 32.5%。2020Q2 公司净利率达 9.48%，环比 Q1 的 5.27%显著提高。除了上述三大因素的持续向好，公司国内业务规模的扩张也将带动销售费用率等的下降，下半年公司盈利能力有望继续改善。

国外市场构成公司盈利基本盘，快速扩张的国内业务将成长期增长点

中期看，公司海外业务发展成熟，盈利能力高于国内且目前仍然维持较快的增长，从而构成公司盈利的基本盘。2020H1 公司国外市场实现收入 4.89 亿元，同比增长 41.91%，占总营收比例为 84%。长期看，国内宠物市场规模增长空间广阔，且竞争格局远未稳定。公司凭借强大的产品研发和供应链优势，在国内宠物市场快速崛起，2020H1 国内业务营收同比增长 67.84%，近五年复合增速达 92.5%。后续主粮产能的释放将进一步提高公司竞争力，佩蒂国内业务的扩张值得期待。

风险提示：海外产能扩张低于预期；自主品牌建设不及预期等。

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	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	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