东吴证券晨会纪要

2020 年 08 月 26 日

晨会编辑 张良卫
执业证号：S0600516070001
021-60199793
zhanglw@dwzq.com.cn

宏观策略

宏观点评：量化拜登竞选纲领对美国经济的影响

一方面，在加税政策下，如果政府支出规模不变，那么政府收入的增加将缓解财政赤字的攀升，并间接导致美元的发行量相对减少，这将对美元形成一定的支撑。另一方面，目前市场普遍预期公司税的上调会对美股 EPS 造成拖累（约 12%），进而影响股票投资收益并导致负的财富效应。但事实上，加税形成的大部分政府收入都将被重新投入到实体经济中，考虑到政府支出乘数一般大于税收乘数的绝对值，拜登一揽子财政计划对经济拉动的净效应可能比前述的 2.04%更大。因此，我们认为加税政策未必会对美股形成较大的负面冲击，美股可能在经济刺激与加税的共同作用下寻找新平衡点。

固收金工

固收点评：青农转债：深耕小微金融业务，盈利能力居行业前列

青农转债（128129.SZ）于 8 月 25 日开始网上申购：总发行规模为 50.00 亿元，所募集资金将全部用于支持公司未来业务发展，提高公司的资本充足率水平。

青农转债条款中规中矩；上市价格预计在 110-124 元之间。参考相似转债，我们预计青农转债的转股溢价率为 15%-20%左右，根据相对价值法估计上市价格在 110-124 元之间，建议投资者适当参与。

青农商行是国内最年轻 A 股上市银行，深耕小微金融业务。总资产保持较快增速，总资产及净利润水平领先多数农商行。营收及净利润增速稳步上行，盈利能力在同行中凸显。净息差高于农商行平均水平，管理能力卓越助力获利。不良贷款率持续下行，资本充足率处于较低水平。

行业

光伏设备专题：HIT 首批设备订单中标，看好弹性大的设备龙头

事件：8 月 25 日安徽宣城政府投资（开盛）的 500MW 异质结太阳能电池生产线中标情况公布，包括一套整线设备以及 PVD、PECVD、丝网印刷等单机设备。

推荐个股及其他点评

姚记科技（002605）：业绩符合预期，并表大鱼竞技，业绩增长又添新引擎

我们预计 2020-2022 年公司收入分别为 30.10/39.83/46.36 亿元，同比增长 73.3%/32.3%/16.4%，归母净利润 12.04/9.24/11.24 亿元，同比增长 249.2%/-23.3%/21.7%，对应 PE 分别为 12.72/16.59/13.64。公司转型游戏成效显著，在棋牌、捕鱼等细分领域竞争力较强，广告变现稳步推进，收购芦鸣科技协同效应明显，形成流量闭环，将进一步贡献业绩增量，我们维持公司“买入”评级。

万里扬（002434）：Q2 收入&净利润均快速增长，超预期

我们预计 2020-2022 年公司归母净利润为 6.00/7.73/10.19 亿元，同比增长 49.9%/28.9%/31.7%，对应 EPS 为 0.45/0.58/0.76 元，对应 PE 为 21.32/16.55/12.56 倍。维持“买入”评级。

东山精密（002384）：软硬板双核驱动，业绩潜力逐步释放

软板：天时地利，量价齐升，未来可期

硬板：降本增效，实现利润增长

提前布局其他业务，卡位 5G 赛道

恩捷股份（002812）中报点评：捷力并表贡献增量，协同效应显著

盈利预测：我们预计公司 2020-2022 年预计归母净利 10.6/15.0/20.3 亿，同比增长 25%/41%/35%，对应 PE 为 58x/41x/30x，给予 2021 年 50 倍 PE，目标价 93 元，维持“买入”评级

伟思医疗（688580）：深耕康复领域十余载，引领盆底康复高速发展

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 4.10 亿，6.13 亿和 8.47 亿元，归母净利润分别为 1.34 亿、2.02 亿和 2.85 亿元，对应 2020-2022 年 EPS 分别为 1.96 元、2.96 元和 4.17 元。当前股价对应估值分别为 97X、65X 和 46X。考虑到盆底康复领域随着二胎政策的放开和中老年女性盆底康复意识的提升，正处于快速发展阶段。公司深耕盆底康复领域多年，未来有望持续高增长。参考可比公司估值和增速，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧风险；产品研发不达预期风险；医疗事故风险；新冠疫情出现反复风险。

亿纬锂能（300014）：软包动力放量，经营略好于预期

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年预计归母净利 19.2/31.5/42.3 亿，同比增长 26%/64%/34%，对应 PE 为 50x/31x/23x，给予 2021 年 40 倍 PE，目标价 68 元，维持“买入”评级

风险提示：政策不达预期，竞争加剧等

久立特材（002318）：高端制造标杆，估值业绩双升

盈利预测与投资评级。预计公司 2020-2022 年实现营收分别为 49.22 亿元、54.39 亿元、59.83 亿元，同比增速分别为 10.93%、10.50%、10.00%；实现归属母公司股东净利润分别为 6.22 亿元、7.17 亿元、8.14 亿元，同比增速分别为 24.34%、15.36%、13.54%，对应的 PE 分别为 11.63 倍、10.08 倍、8.88 倍，考虑到公司目前估值水平处于历史的相对低位，且显著低于行业平均水平，首次覆盖给予 “买入”评级。

利安隆（300596）：业绩符合预期，拟募集资金助力未来发展

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 24.95 亿元、34.19 亿元和 39.93 亿元，归母净利润分别为 3.32 亿元、4.53 亿元和 5.40 亿元，EPS 分别为 1.62 元、2.21 元和 2.63 元，当前股价对应 PE 分别为 24X、17X、15X。维持“买入”评级。

风险提示：新建项目进展不及预期，行业竞争加剧导致产品价格下跌。

日科化学（300214）：业绩持续高增长，销量上升打开盈利空

间

盈利预测与投资评级：我们预计 2020~2022 年营收分别为 29.12 亿元、41.54 亿元、53.50 亿元，归母净利分别为 2.84 亿元、3.81 亿元、4.88 亿元，EPS 分别为 0.67 元、0.89 元、1.15 元，当前股价对应 PE 分别为 14X、10X 和 8X。维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格存在上行风险；新建产能投产进度不及预期；安全事故风险。

山西汾酒（600809）：20Q2 业绩优异，汾酒剑指全国

盈利预测与投资评级：预计 20-22 年公司营收为 136.5/163.0/188.7 亿，同比+14.9/19.5%/15.8%；归母净利为 24.0/31.2/38.9 亿，同比+23.9%/30.0%/24.5%，对应 PE 为 64/50/40X，维持“买入”评级。

九毛九（09922）：1H20 业绩合预期，战略布局持续，期待新品成长潜力

1H20 表现符合预期，太二酸菜鱼逆势增收。产品结构及疫情致毛利率/费用波动。扩张持续，配售募资，期待火锅品牌再迎新增长。

华测检测（300012）：Q2 业绩大幅扭正，抗疫检测表现亮眼

事件：公司发布中期业绩公告，2020 上半年实现收入 13.39 亿元，同比增长 0.60%；归母净利润 1.92 亿元，同比增长 20.19%，靠业绩预告上界，再超市场预期；扣非归母净利润为 1.46 亿元，同比增长 20.78%。

宏大爆破（002683）：业绩同比大增，HD-1 迈出关键一步

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 69.14 亿元、78.40 亿元、93.81 亿元，归母净利润分别为 4.06 亿元、5.18 亿元、6.58 亿元，EPS 分别为 0.57 元，0.73 元，0.93 元，当前股价对应 PE 分别为 103X、81X 和 63X。维持“买入”评级。

风险提示：HD-1、JK 武器进展低于预期，全球经济持续低迷导致矿服业务表现低迷。

新媒股份（300770）：利润率大幅提升业绩落在预告上限，坚定看好公司在大屏领域的长期成长潜力

Q2 收入增速环比有所下滑，判断为后疫情阶段的正常阶段性调整，仍在预期之中。毛利率及净利率均有明显增长，疫情期间边际成本下降明显。虽然疫情对于公司上半年的经营节奏产生了一定的扰动，但我们依然坚定看好大屏市场未来的成长潜力，同时公司当前也仍然处于业绩释放阶段，利润高增长可期。预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 6.37/8.00/9.49 亿元，对应 PE 分别为 45/36/30 倍，维持“买入”评级。

宏观策略

宏观点评：量化拜登竞选纲领对美国经济的影响

观点

8 月 18 日，拜登被正式提名为美国民主党 2020 年总统竞选人并公布了竞选纲领，其提案计划主要包括加税和刺激经济复苏等多方面内容（表 1）。我们知道，疫情背景下扩张性财政政策对经济的支撑作用至关重要，那么，拜登当选将对经济和市场影响几何？我们分别从定性和定量的角度进行考察。

首先，问题的关键在于比较财政刺激给经济带来的正向作用以及加税带来的负向作用的大小。经过初步测算，竞选纲领中提及的财政支出增量约占 GDP 的 3.89%（图 1），税收增量约占 GDP 的 1.85%（图 2）。具体而言，支出端中占比最大的为医保及基建项目，其占 GDP 比重分别为 1.04%、0.6%；税收端占比最大的为企业税率的提升及高收入人群的工资税，其占 GDP 比重分别为 0.6%、0.45%。也就是说，竞选纲领提案最终将对美国经济产生约 2.04%的正向净效应。

我们对各项财政政策简单分类汇总后，依据其占 GDP 比重对其经济影响力进行排序（表 2），可以发现：1）总体而言，财政支出端对经济的影响力大于收入端；2）针对低收入家庭的财政转移支付对经济的拉动（+1.8%）大于公司税上调对经济的拖累（-1.5%）。

其次，拜登若当选可能会采取更为缓和的对外政策，市场风险偏好有望提升。虽然拜登在对华政策上大概率会继续将中国视为一个长期的竞争对手，且中美在科技之间的斗争也不会停止，但如果拜登当选，中美在经贸层面预计将有更多谈判的空间：即使拜登在竞选过程中为争取蓝领选民而保持强硬，其后续再扩大现有关税规模的可能性较小。此外，拜登也将花较长时间重建美国的同盟关系，这将给中国和金融市场带来喘息的机会，市场短期之内的风险偏好有望提升。

最后，展望市场，拜登当选有望带来美元的反弹，美股可能在政府支出增加与加税的正反作用下寻找平衡点。一方面，在加税政策下，如果政府支出规模不变，那么政府收入的增加将缓解财政赤字的攀升，并间接导致美元的发行量相对减少，这将对美元形成一定的支撑。另一方面，目前市场普遍预期公司税的上调会对美股 EPS 造成拖累（约 12%），进而影响股票投资收益并导致负的财富效应。但事实上，加税形成的大部分政府收入都将被重新投入到实体经济中，考虑到政府支出乘数一般大于税收乘数的绝对值，拜登一揽子财政计划对经济拉动的净效应可能比前述的 2.04%更大。因此，我们认为加税政策未必会对美股形成较大的负面冲击，美股可能在经济刺激与加税的共同作用下寻找新平衡点。

风险提示：虽然当前整体上拜登支持率高于特朗普，但在某些细分领域如经济增长方面特朗普的认可度更高，不排除特朗普逆势获胜的可能性；

请务必阅读正文之后的免责声明部分

虽然当前整体上拜登支持率高于特朗普，但在某些细分领域如经济增长方面特朗普的认可度更高，不排除特朗普逆势获胜的可能性

（证券分析师：陶川　证券分析师：王丹）

固收金工

固收点评：青农转债：深耕小微金融业务，盈利能力居行业前列

事件

青农转债（128129.SZ）于 8 月 25 日开始网上申购：总发行规模为 50.00 亿元，所募集资金将全部用于支持公司未来业务发展，在可转债转股后按照相关监管要求用于补充公司核心一级资本，提高公司的资本充足率水平，进一步夯实各项业务持续健康发展的资本基础。

青农转债条款中规中矩；上市价格预计在 110-124 元之间：转债存续期为 6 年，联合评级为 AAA/AAA，初始转股价为 5.74 元/股。下修条款为“15/30、80”，有条件赎回为“15/30、130”，无有条件回售条款，到期赎回价为面值 108%，条款中规中矩。以 6 年 AAA 中债企业债到期收益率 3.8999%（08/21）计算，纯债价值为 89.48 元，债底保护性一般。按照 8 月 21 日青农商行的收盘价为 5.69 元，转换平价为 99.13 元。参考相似转债，我们预计青农转债的转股溢价率为 15%-20%左右，继而根据相对价值法估计上市价格在 110-124 元之间，建议投资者适当参与。

观点

国内最年轻 A 股上市银行，深耕小微金融业务。青农商行成立于 2012 年，于 19 年 3 月上市，成为 A 股最年轻上市银行，从成立至今发展迅猛，围绕“服务‘三农’主力银行、城乡统筹主办银行、中小企业伙伴银行、城乡居民贴心银行”的品牌定位，进行以党建引领示范工程、标杆普惠银行塑造工程等“十大工程”建设。目前青农商行以小微贷款为主，19 年小微贷款余额为 891.00 亿元，显著高于一些其他上市农商行如常熟银行和张家港行，且小微贷款占对公贷款比例接近 7 成。

总资产保持较快增速，总资产及净利润水平领先多数农商行。青农商行 20 年一季度的总资产达到 3502.57 亿元，归母净利润水平达到 8.54 亿元，均位于上市农商行前列，仅次于渝农商行。15-20Q1，青农商行总资产保持较快增速水平，15-19 年复合增长率达到 19.94%。

营收及净利润增速稳步上行，盈利能力在同行中凸显。15-20Q1 青农商行营收同比增速扶摇而上，从 15 年的同比增速 3.02%迅猛增长至 20 年 Q1 的 33.33%，表明公司成长步伐不断加快，创收能力持续增强，与之同时，净利润同比增速较为稳定，17 年以来均保持在 10%以上，盈利水平稳步增长。在上市农商行中，公司的 ROE 水平位于前列，近几年与领先的渝农商行的差距也逐步缩小，彰显公司突出的盈利能力。

净息差高于农商行平均水平，管理能力卓越助力获利。青农商行 15 年至 20 年 Q1 的净息差整体跟随行业呈走低趋势，但仍是高于上市农商行平均水平，仅低于常熟银行及张家港行。拆分来看，资产端角度，其生息资产平均收益率较高，2019 年为 4.94%，高于渝农商行（4.47%）和张家港行（4.84%），处于上市农商行中较高水平，且较 18 年的 4.60%有所上

请务必阅读正文之后的免责声明部分

升。负债端角度，公司计息负债平均成本率较低，2019 年为 2.19%，处于上市农商行中较低水平，且较 18 年的 2.31%有所下降。公司近两年管理费用率维持较低水平，卓越管理能力助力盈利水平提升。

不良贷款率持续下行，资本充足率处于较低水平。15 年至 20 年 Q1 公司不良贷款率持续走低，从 15 年的 2.38%逐步下降至 20 年 Q1 的 1.43%，风险加速出清，资产状况良好。相较于其他上市农商行，青农商行资本充足率相对较低，一级和核心一级资本充足率仅高于无锡银行。

风险提示：宏观经济波动风险，小微业务发展不及预期。

（证券分析师：李勇）

行业

光伏设备专题：HIT 首批设备订单中标，看好弹性大的设备龙头

事件：8 月 25 日安徽宣城政府投资（开盛）的 500MW 异质结太阳能电池生产线中标情况公布，包括一套整线设备以及 PVD、PECVD、丝网印刷等单机设备。

投资要点

首批 HIT 整线设备订单公开中标，技术迭代中 HIT 设备商红利开始兑现

8 月 25 日安徽宣城公布 500MW 异质结太阳能电池生产线中标情况，包括迈为股份中标 1.88 亿元 HIT 整线设备订单（主要包含两套制绒清洗、一套 PECVD 及一套丝网印刷线，产能 8000 片/时）和两套合计 0.6 亿元的 PVD 设备订单（合计产能 13500 片/时），理想万里晖中标一套 0.55 亿元 PECVD 设备（产能 4000 片/时），苏州中辰昊科技中标一套 0.19 亿元丝网印刷线。此次中标情况验证了 HIT 电池路线进展顺利，技术迭代下光伏设备行业即将迎来爆发。看好此次中标整线设备订单的光伏设备龙头，能提供性价比最高的整线方案。

投资方宣城开盛建设投资集团背靠宣城国资委，资金实力雄厚。宣城开盛建设投资集团系宣城经济技术开发区管理委员会 100%控股，集团总资产 138.49 亿元，控股开盛新能源等项目公司 13 家，曾投资生信铝业、欢颜机器人、预拌砂浆等 28 家公司。另外此次 500MW 异质结太阳能电池生产线团队成员均出自汉能，懂技术且经验丰富。投资方资金充足+团队技术经验丰富将保障项目的顺利实施。

PVD 设备积极布局，致力于提供 HJT 光伏电池技术整线解决方案

HIT 四大步骤对应的设备分别为清洗设备、CVD 设备、PVD 设备、丝网印刷设备。迈为股份此前产品已经覆盖整线的 65%，同时具有前瞻性布局，较早投入 PVD 设备研发项目，在拓展 PVD 设备产品后目前已实现 80%的整线供应能力。

HIT 电池路线进展顺利，技术迭代将带来行业爆发

预计 HIT 技术随着成本的下降，按照 5 亿/GW 的投资额有望带来超 500 亿的设备空间。据产业链调研，通威合肥 HIT 试验线进展卓有成效，效率已达预期，正在产能跑量阶段。我们预计 HIT 设备订单即将进入放量

请务必阅读正文之后的免责声明部分

阶段，预计 2020 年行业订单在 3-5GWH，未来三年复合增速超过 100%。目前设备折旧约占电池成本的 15%，未来有望通过设备国产化和设备效率的提升，将设备折旧降低到 7-8%。目前国产银浆和靶材价格仍然较高，伴随下游扩产加速，耗材价格有望快速下降。

山煤、爱康、REC、阿特斯等项目有望近期落地，国产设备商将迎首波订单

除了 2019 年通威、山煤等 4 个试验项目之外，2020 年来阿特斯、爱康、东方日升等也陆续展开 HIT 布局。7 月 1 日，嘉兴阿特斯 HIT 项目正式开工，项目总投资人民币 5 亿元，规划在 2020 年建设年产能 250MW 异质结电池中试线，计划于 2021Q1 形成产品销售。基于梅耶博格退出设备市场和现在国产设备商的技术水平等各个方面综合判断，我们认为，拥有技术实力的国产设备商较大概率能够获得首批规模化的设备订单。

投资建议：建议关注（1）某电池片设备整线龙头，从丝网印刷设备向前段设备延伸。受益于 PERC 扩产高峰在手订单充裕，现提前布局 HIT 技术路线并能够提供性价比最高的整线方案，设备自制率达 65%以上未来自制率有望提高到 80%，看好后续验证通过后订单落地。（2）【捷佳伟创】：产品线广、协同性强的电池设备龙头。（3）【金辰股份】国内光伏组件设备龙头，电池片设备新进入者。

风险提示：HIT 产业化进程不及预期风险、光伏行业装机量不及预期。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　研究助理：朱贝贝）

推荐个股及其他点评

姚记科技（002605）：业绩符合预期，并表大鱼竞技，业绩增长又添新引擎

投资要点

公司发布 2020 年半年度报告，今年上半年，公司实现收入 10.19 亿元，同比增长 24.38%，归母净利润 8.00 亿元，同比增长 436.7%，扣除细胞公司投资收益的影响，公司实现扣非后归母净利润 2.79 亿元，同比增长 99.51%，业绩符合前期指引。其中 20Q2 公司实现收入 4.84 亿元，同比增长 12.91%，归母净利润 13.70 亿元，同比增长 47.45%。公司业绩持续保持高速增长。

公司游戏业务持续快速增长，休闲游戏龙头地位进一步巩固，纸牌业务表现坚挺：公司 2019 年收购成蹊科技剩余股权，并于年末并表大鱼竞技，深耕休闲游戏领域。2020H1 成蹊科技实现净利润 2.44 亿元，大鱼竞技实现净利润 0.43 亿元，公司持有大鱼竞技 51%的股权，为公司贡献 0.22 亿归母净利润。本期公司同时发布公告，收购大鱼竞技剩余 49%股权，作价 3.1 亿元。大鱼竞技自研 Bingo 游戏《BingoParty》《BingoJourney》在海外市场处于领先地位，受益于海外疫情，流水持续增长。公司移动游戏业务板块保持迅速的业绩增长趋势与稳定的流水表现，上半年游戏板块共取得收入 5.83 亿元，同比增长 18.51%。另外公司纸牌业务收入同比依然实现了 20.82%的增长，在疫情负面影响下，表现较为坚挺。

收购芦鸣科技剩余股权，打造流量闭环：芦鸣科技从事互联网广告营销

请务必阅读正文之后的免责声明部分

行业，以信息流广告买量为重点，业务涵盖互联网营销全产业链。公司重量级产品《小美斗地主》在字节跳动系进行买量并获得广告收入，而芦鸣科技在字节跳动系买量经验丰富、实力强劲。因此，收购完成后，双方业务有望实现深度协同，提高公司买量效率，形成围绕字节跳动的流量闭环，推动公司游戏业务的进一步发展。此外，芦鸣科技基于自身拥有的丰富客户资源及与字节跳动深入合作，积极拓展短视频营销等业务，持续较快发展，2020/2021/2022/2023 年承诺实现扣非归母净利润 2700/3500/4000/4500 万元，为公司业绩贡献一定增量。同时，公司与芦鸣科技、华策影视共同成立了合资公司，携手探索短视频的商业变现。

盈利预测与投资评级：我们预计 2020-2022 年公司收入分别为 30.10/39.83/46.36 亿元，同比增长 73.3%/32.3%/16.4%，归母净利润 12.04/9.24/11.24 亿元，同比增长 249.2%/-23.3%/21.7%，对应 PE 分别为 12.72/16.59/13.64。公司转型游戏成效显著，在棋牌、捕鱼等细分领域竞争力较强，广告变现稳步推进，收购芦鸣科技协同效应明显，形成流量闭环，将进一步贡献业绩增量，我们维持公司“买入”评级。

风险提示：棋牌类游戏监管政策趋严；广告业务变现不及预期；竞争加剧风险；商誉减值风险

（证券分析师：张良卫）

万里扬（002434）：Q2 收入&净利润均快速增长，超预期

投资要点

公告要点：2020H1 公司实现营收 25.52 亿元，同比+22.47%；归母净利润 2.78 亿元，同比+19.91%；扣非净利润 2.29 亿元，同比+74.9%。2020Q2 公司实现营收 14.68 亿元，同比+31.69%；归母净利润 1.57 亿元，同比+34.73%。2020H1 变速器销量 68.44 万台，同比+23.91%。乘用车变速器销量 32.6 万台，同比+50.97%，其中乘用车 CVT 销量 18.86 万台，同比+224.74%；商用车变速器销量 35.65 万台，同比+5.97%，其中 G 系列销量 14.14 万台，同比+111.77%。

2020Q2 收入&净利润均快速增长，超预期

2020Q2 公司营收/净利润均实现快速增长，远好于行业表现。主要原因在于：1）CVT 产品自 2019 年 5 月开始大规模配套吉利、奇瑞和比亚迪等相关国六车型，导致上半年乘用车 CVT 销量 18.86 万台，同比+224.74%。2）受益国六升级+基建复苏，2020H1 高端商用车变速器 G 系列实现 14.14 万台出货量，同比+111.77%。3）CVT&G 系列出货量上升带来产品结构改善，毛利率环比上升了 1.21pct。4）成本管控效果突显，销售/管理/财务费用率均有所下降。分产品收入结构来看，2020H1 商用车变速器实现收入 9.46 亿元，同比+17.33%，占总收入比例为 37.06%，较上年同期下降 1.62pct；乘用车变速器实现收入 15.22 亿元，同比+63.19%，占总收入比例为 59.64%，较上年同期上升 14.88pct。

新车型&新客户拓展+新产品量产，助力未来三年业绩向上

新车型方面：1）CVT 于 2020 年上半年获得吉利汽车 SS11 平台车型的配套定点，相关车型预计于 2021 年量产上市。2）6MT 也于上半年新增配套吉利汽车的缤越、远景 X6 等车型。新客户方面：CVT 产品已获准进入一汽集团的供应商体系。新产品方面：在新能源汽车市场，首款 EV 减速器已为一家客户提供批量配套，多家客户已完成或正在开展 EV 减速器、

请务必阅读正文之后的免责声明部分

ED“二合一”和 EDS“三合一”电驱动系统产品的各种试验验证工作，将积极推动相关产品早日量产上市。

2020-2022 年公司业绩有望迎来反转

1）CVT 配套吉利、奇瑞和比亚迪等国六车型渐入收获期，将成为业绩最大的弹性点。2）随着自主品牌渗透率提升，乘用车手动变速器稳步发展。3）受益国六升级，商用车 G 系列有望迎来量价齐升。4）随着新能源汽车减速器批量配套和 EDS 电驱动系统产品量产上市，我们预计 2020-2022 年公司归母净利润为 6.00/7.73/10.19 亿元，同比增长 49.9%/28.9%/31.7%，对应 EPS 为 0.45/0.58/0.76 元，对应 PE 为 21.32/16.55/12.56 倍。维持“买入”评级。

风险提示：乘用车需求复苏低于预期；CVT 格局出现新进入者。

（证券分析师：黄细里）

东山精密（002384）：软硬板双核驱动，业绩潜力逐步释放

投资要点

软板：天时地利，量价齐升，未来可期：随着手机技术的发展，5G+光学+全面屏技术升级推动 FPC 量价齐升。公司 2016 年收购 Mflex 后，赶上创新周期，随后 FPC 苏州、盐城工厂竣工，陆续投产。软板方面占据天时地利，近年来营收稳步增长。随着 5G 行业进一步发展，未来产品的 ASP 仍有相当大的提升空间。与此同时，苹果 FPC 赛道日系供应商受困于生产成本逐步退出，行业竞争减缓。公司具备成熟的 FPC 生产技术，深受大客户青睐，同时积极开拓国内手机厂商和特斯拉车载电子板块，未来 FPC 产值、量值都有望持续升高，为公司带来利润增长。

硬板：降本增效，实现利润增长：Multek 导入前期处于增收不增利的阶段，净利率不高，经过东山的技术改革、人员优化等整合措施后经营效率有所提升，陆续拓展新客户。同时，5G 的争夺随着疫情进一步得到控制重新开启，Multek 作为全球 PCB 市场主要供应商之一，有望从中得到红利。目前 Multek 已通过 H 客户认证，下半年供应有望逐渐起量。HDI 板方面，公司积极发展国内客户，最大客户系 OPPO。在 HDI 板客户结构调整完毕后亦有望带来新的增长点。与此同时，数通方面公司正处于积极导入 BAT 的进程中。总体而言，未来有望实现降本增效，提高公司利润。

提前布局其他业务，卡位 5G 赛道：随着 5G 的发展，5G 基站对于滤波器的需求得到升级，公司提前切入陶瓷介质材料，卡位 5G 赛道。2017 年 9 月，东山精密通过收购艾福电子 70%的股份，切入陶瓷介质滤波器的赛道。艾福电子是我国最早研发陶瓷介质射频器件并具有量产能力的企业之一，拥有陶瓷介质波导滤波器件、介质滤波器及相关组件、陶瓷谐振器等三大系列产品。艾福电子的陶瓷介质产品通过主流供应商认证。通过收购艾福电子，公司吸收了中兴、诺基亚等一批优质客户资源，为客户提供“一站式”精密制造服务的完整产业链服务能力提高。同时公司正逐步去除发展空间有限的其他业务，为利润增长增加动力。

盈利预测与投资评级：随着 5G 时代的到来、公司电路板市场份额提升、公司品牌影响力进一步增强、产业链服务能力提高、陶瓷介质材料业务规模扩大，我们预计 2020/2021/2022 年公司营收分别为 264.59/304.87/353.78 亿元，同比增速分别为 12.34%/15.22%/16.04%;

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2020/2021/2022 年归母净利润分别 15.12/20.60/25.04 亿元，同比增速分别为 115.21%/36.24%/21.54%，实现 EPS 分别为 0.88/1.20/1.46 元，当前股价对应 PE 分别为 32/24/19 倍。我们看好公司迎来利润高增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：1）客户集中度较高；2）行业技术快速升级换代；3）国际政治经济环境变动；4）市场拓展风险；5）环保风险。

（证券分析师：王平阳　证券分析师：王少南）

恩捷股份（002812）中报点评：捷力并表贡献增量，协同效应显著

投资要点

2020H1 归母净利润 3.21 亿元，同比-17.4%，上海恩捷净利润 2.24 亿元，同比-45%，基本符合预期。2020 年 H1 公司营收 14.41 亿元，同比增长 4.5%；归母净利润 3.21 亿元，同比下降 17.4%，基本符合预期。公司扣非净利润 2.7 亿元，同比下降 17.1%；20H1 毛利率为 39.93%，同比下降 4.12pct；净利率为 24.27%，同比下降 6.89pct。其中上海恩捷 20H1 营收 5.77 亿元，？同比下降 30.74%，净利润 2.24 亿元，同比下降 44.86%。

Q2 捷力并表贡献增量，而隔膜销售结构变化，致盈利水平明显下滑。20Q2 公司实现营收 8.88 亿元，同比增加 22.99%，环比增长 60.58%；归母净利润 1.83 亿元，同比增长 3.7%，环比增长 32.5%，扣非归母净利润 1.62 亿元，同比增长 13.17%，环比增长 53.94%。盈利能力方面，Q2 隔膜海外出货占比下滑，公司毛利率为 35.28%，同比下降 7.1pct，环比下降 12.1pct；净利率 22.21%，同比下降 4.89pct，环比下降 0.79pct；Q2 扣非净利率 18.26%，同比下降 1.59pct，环比下降 0.79pct。

上海恩捷业绩下滑明显，捷力并表开始贡献增量。上半年公司湿法隔膜收入 7.83 亿，同比小幅下降 5.7%。子公司来看，上海恩捷 20H1 收入 5.77 亿，同比下降 31%；净利润 2.24 亿，下降 45%；对应净利率为 38.8%，其中 20Q2 净利润 0.98 亿，对应净利率 32%，对应归母净利润 0.9 亿。苏州捷力 20H1 收入 3.30 亿，净利润 0.17 亿，对应净利率 5.2%；3 月开始并表，并表后为公司贡献 2 亿收入，并贡献净利润为 0.71 亿元，其中预计 Q2 位公司贡献 0.6 亿利润。

Q2 出货量明显恢复，但均价下滑及国内销量占比提升，盈利下滑。上半年湿法隔膜出货超过 4 亿平，同比增 10%，预计上海恩捷约 3 亿平，捷力约 1 亿平。其中上海恩捷 20Q2 出货预计 1.8 亿平左右，环比增长 50%，同比持平；捷力 Q2 贡献 0.6 亿平左右，合计 Q2 公司隔膜出货约 2.4 亿平，在国内份额超过 50%。由于国内产品 Q2 降价 10-15%，且海外客户占比从？Q1 的 40%下降至 30%左右，20Q2 上海恩捷隔膜均价约 1.9 元/平（含税），环比 Q1 下降 25-30%。单平利润看，上海恩捷 20Q2 单平利润约 0.5-0.6 元/平，环比下降近 50%；苏州捷力由于在国产特斯拉放量，单平利润预计为 1 元左右。上半年公司海外收入 2.8 亿，同比增 33%，对应毛利率 63%，同比增加 3pct。

盈利预测：我们预计公司 2020-2022 年预计归母净利 10.6/15.0/20.3 亿，同比增长 25%/41%/35%，对应 PE 为 58x/41x/30x，给予 2021 年 50 倍 PE，目标价 93 元，维持“买入”评级

风险提示：销量不及预期，政策不及预期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（证券分析师：曾朵红　证券分析师：阮巧燕）

伟思医疗（688580）：深耕康复领域十余载，引领盆底康复高速发展

投资要点

投资逻辑：公司深耕康复领域，主要聚焦于盆底康复市场，2013-2019 年营业收入和归母净利润复合增长率分别达到 36.7%和 38.7%,并呈现加速成长趋势。盆底市场正处于高速发展时期，国内产后女性和中老年女性盆底疾病患病率高，康复市场空间广阔。此外，公司的康复机器人项目有望成为未来新的盈利增长点。

康复医疗行业高景气度，公司深耕多年有望持续受益：中国康复医疗器械市场规模快速增长，2018 年达到 280 亿元，2014-2018 年复合增长率高达 24.9%，预计未来仍将以 19.1%的复合增长持续快速扩容，2023 年市场规模将达到 670 亿元。我们认为未来康复医疗行业将持续高景气度，主要因为：1、国家政策鼓励，康复专科医院和医师数量持续增长，有助于释放终端需求；2、医保覆盖范围扩大以及居民收入提高将提升患者的就诊意愿。公司深耕康复医疗器械行业多年，产品竞争力、渠道凸显和品牌知名度优势凸显，有望持续受益于康复行业高景气度。

盆底康复产品快速放量，新产品保证后续增长：公司业务主要以盆底康复为主，其中电刺激类贡献大部分收入。未来由于二胎放开以及中老年女性对于盆底健康意识的提升，弗若斯特沙利文预计盆底康复电刺激类市场增速有望达到 27.5%；磁刺激市场起步较晚但是行业增速在 50%以上，公司磁刺激类产品中盆底康复占比不断提升。公司作为最早在国内推广盆底康复概念的企业之一，产品线齐全，新产品持续推出，盆底业务未来有望保持 40%以上的复合增长。

布局康复机器人，打开未来成长空间：中国康复机器人市场自 2017 年起步，预计未来将以 57.5%的年复合增长率增长至 2023 年的 20.4 亿元。公司参与了多个国家或省级的康复机器人研究课题，外骨骼下肢康复机器人和智能步行康复减重训练车已经开始产品转化，即将进入医疗器械临床试验阶段，未来有望成为公司新的利润增长点。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 4.10 亿，6.13 亿和 8.47 亿元，归母净利润分别为 1.34 亿、2.02 亿和 2.85 亿元，对应 2020-2022 年 EPS 分别为 1.96 元、2.96 元和 4.17 元。当前股价对应估值分别为 97X、65X 和 46X。考虑到盆底康复领域随着二胎政策的放开和中老年女性盆底康复意识的提升，正处于快速发展阶段。公司深耕盆底康复领域多年，未来有望持续高增长。参考可比公司估值和增速，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧风险；产品研发不达预期风险；医疗事故风险；新冠疫情出现反复风险。

（证券分析师：朱国广　研究助理：刘闯）

亿纬锂能（300014）：软包动力放量，经营略好于预期

投资要点

若不考虑思摩尔计提影响，公司 20H1 净利润 8.16 亿，同比+63%，略好

请务必阅读正文之后的免责声明部分

于预期：2020 年 H1 公司营收 31.76 亿元，同比增长 25.5%；归母净利润 3.63 亿元，同比减少 27.4%，扣非净利润 2.7 亿元，同比下降 44.9%。若不考虑思摩尔的计提影响，公司 20H1 归母净利润 8.16 亿，同比增长 63.1%。20H1 亿纬锂能计提信用减值损失 0.38 亿，主要为应收账款坏账计提。盈利能力方面，20H1 毛利率为 27.91%，同比增加 2.39pct；净利率为 11.91%，同比下降 8.22pct

思摩尔计提拉低 Q2 表观利润，本部业绩高增长：20Q2 公司实现营收 18.67 亿元，同比增加 30.41％，环比增长 42.68%；归母净利润 1.11 亿元，同比下降 63.1%，环比下降 56.12％，扣非归母净利润 0.57 亿元，同比下降 80.63%，环比下降 73.17%。若不考虑思摩尔的计提影响，我们预计 20Q2 归母净利润为 5.4 亿，同比增长 80%。盈利能力方面，Q2 毛利率为 26.63%，同比增长 1.35pct，环比下降 3.12pct；净利率 6.49%，同比下降 14.97pct，环比下降 13.16pct；Q2 扣非净利率 3.06%，同比下降 17.55pct，环比下降 13.22pct。Q1-2 思摩尔贡献 1 亿、-0.65 亿利润，若扣除思摩尔影响，我们预计本部分别贡献 1.5 亿/1.8 亿利润，同比增 172%/119%；扣非利润 1.1 亿/1.2 亿利润，同比增 121%/62%，主要由于动力和消费类电池业务贡献。

软包放量，动力高增长，盈利明显改善：动力电池 20H1 收入 13.6 亿，同比增长 62.6%，全年目标 50 亿收入。1）铁锂，H1 磷酸铁锂装机量 0.33GWh，同比下降 41%，其中 20Q1-2 分别装机 0.13、0.2gwh。公司铁锂电池主要应用商用车、电动船和储能领域，其中 20H1 在商用车市场份额约 6%，行业排名前第三。1H 公司铁锂电池预计出货量 0.5gwh+，贡献收入 5 亿，Q1 荆门基地因疫情影响停产，影响生产，收入有所下滑；全年目标出货 2-3gwh，贡献 20-25 亿收入。2）软包电池放量，目前主要配套戴姆勒和小鹏 P7，3GWh 产线目前满产满销，20H1 预计出货 1gwh，约贡献 8 亿收入，全年预计出货 2.5gwh，贡献约 25 亿收入。3）三元方形，已经获得宝马定点，技术获国际一线主机厂认可，公司将继续扩大三元方形产能和拓展新客户，预计将从明年起放量。盈利水平看，上半年公司锂电池业务毛利率 24.3%，同比提升 4pct，我们预计公司动力电池 22%左右，净利率 5%，上半年贡献 0.6-0.7 亿净利润。

锂原电池表现平稳，下半年电表放量有望带动增长。锂原电池上半年收入 6.47 亿元，同比下降 1.4%，毛利率 42.41%，同比增长 1.71pct。ETC 需求回落，电表订单尚未大规模放量，上半年锂元业务表现平稳，预计贡献 1.5 亿左右利润，持平。下半年电报订单放量，ETC 采购环比增加，有望恢复增长，预计全年锂原电池收入端实现小幅增长，利润维持 5 亿左右。另胎压检测目前公司技术已经达到要求，后续设备和辅材供应问题陆续解决，产能投放在望，有望贡献新的增长点。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年预计归母净利 19.2/31.5/42.3 亿，同比增长 26%/64%/34%，对应 PE 为 50x/31x/23x，给予 2021 年 40 倍 PE，目标价 68 元，维持“买入”评级

风险提示：政策不达预期，竞争加剧等

（证券分析师：曾朵红　证券分析师：阮巧燕）

久立特材（002318）：高端制造标杆，估值业绩双升

投资要点

请务必阅读正文之后的免责声明部分

深耕高端制造的江浙地区优质民企。公司是江浙地区具有代表性的民营高端制造企业。主营高端不锈钢及特种合金管道，建有世界先进的不锈钢、耐蚀合金、钛合金、高温合金无缝管生产线，致力于为高端制造（油气、能源、核电、化工）等提供高性能原材料，产销量多年位居国内首位，在超级双相不锈钢、大型换热器用焊管、海水淡化用钢、核电 U690 管等尖端产品上实现进口替代。

高端不锈钢管行业：高壁垒、低供给、强需求。随着经济发展和工业化进程加速，高端制造领域对高端不锈钢管道需求持续增加。但由于较高的技术壁垒、以及高昂的研发投入，国内相关产品产量仍然稳定。目前国内高端管材企业分为三类，其中以久立为代表的民营企业，通过引进、消化国外设备实现工艺快速突破，已经成为主流供应商。下游需求则主要包括油气、核电、火电、机械等，总体受政策扶持，中期前景良好。

大炼化业务开花结果，摆脱油价周期波动的影响。公司近年来大力度涉足大炼化项目，从而全面打通油气——化工产业链，摆脱以往受油价大幅波动带来的需求冲击。目前近两年来已经陆续中标塔里木乙烷制乙烯、中石化镇海基地、神华榆林乙二醇、中科合资广东炼化一体化等多个大炼化项目，打开大炼化市场，并逐渐对业绩产生实质提振。

多个新项目投产在即，业绩增量可观。由于订单饱满，公司自 2018 年开始筹划扩充产能。预期收益 3 亿元的募投项目（年产 5500KM 核电半导体医药仪器仪表等领域用精密管材项目、年产 1000 吨航空航天材料及制品项目、工业自动化与智能制造项目）即将进入投产期；预期利润 6201 万元的年产 5000 吨特种合金管道预制件及管维服务项目已经开始建设；此外今年公司参股兄弟公司永兴材料 10%股权，相应投资收益预计 4000 万元/年,上述增量将支持公司未来三年业绩持续稳健增长。

盈利预测与投资评级。预计公司 2020-2022 年实现营收分别为 49.22 亿元、54.39 亿元、59.83 亿元，同比增速分别为 10.93%、10.50%、10.00%；实现归属母公司股东净利润分别为 6.22 亿元、7.17 亿元、8.14 亿元，同比增速分别为 24.34%、15.36%、13.54%，对应的 PE 分别为 11.63 倍、10.08 倍、8.88 倍，考虑到公司目前估值水平处于历史的相对低位，且显著低于行业平均水平，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动、募投项目不达预期、油价波动

（证券分析师：杨件）

利安隆（300596）：业绩符合预期，拟募集资金助力未来发展

事件：

公司发布 2020 年半年度业绩，报告期内，公司实现营业收入 11.40 亿元，同比增长 31.70%；归属于上市公司股东的净利润 1.35 亿元，同比增长 7.50%；扣除非经常性损益的净利润 1.36 元，同比增长 20.22%。同时，公司拟向特定对象发行股票，募集资金总额不超过 100,000.00 万元（含），股票数量不超过 61,503,126 股（含），不超过发行前公司总股本的 30%。

投资要点

公司是抗老化剂龙头，业绩符合预期：公司以向全球高分子材料客户提供高品质抗氧化剂和光稳定剂产品为主要业务，并坚持发展代表高分子

请务必阅读正文之后的免责声明部分

材料抗老化行业发展趋势的 U-pack 个性化定制产品业务。报告期内，公司利用自身在供应能力、销售网络等方面的优势资源，加大对市场的开拓力度。同时，积极实施一系列的精细化管理措施，主要涉及低成本运营、充实现金流、人力资源管理等方面，通过内在改变构筑更强的抗冲击能力和核心竞争力，为未来发展蓄力。

拟向特定对象发行股票，助力未来发展：公司拟向特定对象发行股票募集资金不超过 10 亿元用于建设“年产 12.5 万吨抗老化助剂一期工程项目”、“5,000 吨 HALS（受阻胺类光稳定剂）产品扩建项目”以及补充流动资金。其中，12.5 万吨抗老化助剂一期项目总投资 12.66 亿元，预计项目投产后将实现年均营业收入 13.89 亿元，净利润 2.4 亿元；5000 吨受阻胺类光稳定剂产品项目总投资 2.1 亿元，预计项目投产后将实现年均营业收入 1.2 亿元，净利润 3554 万元。

新产能建设稳步推进，长期成长趋势不改：受疫情的影响，利安隆珠海建设的“年产 12.5 万吨高分子材料抗老化助剂项目一期工程”，施工进度略有延期，预计将于 2021 年底前投入生产；利安隆凯亚建设的光稳定剂中间体技改扩产项目和部分光稳定剂终端产品生产装置都已完成试生产。总体来看，公司产品层次丰富、储备品种较多，新增产能的投放将为公司打开更大的成长空间。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 24.95 亿元、34.19 亿元和 39.93 亿元，归母净利润分别为 3.32 亿元、4.53 亿元和 5.40 亿元，EPS 分别为 1.62 元、2.21 元和 2.63 元，当前股价对应 PE 分别为 24X、17X、15X。维持“买入”评级。

风险提示：新建项目进展不及预期，行业竞争加剧导致产品价格下跌。

（证券分析师：陈元君　证券分析师：柴沁虎）

日科化学（300214）：业绩持续高增长，销量上升打开盈利空间

事件

公司发布 2020 年上半年业绩，报告期内，公司实现营业收入 11.07 亿元，同比增长 1.88%；实现营业利润 1.57 亿元，同比增长 69.36%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.17 亿元，同比增长 66.20%。

投资要点

PVC 改性剂行业龙头，业绩持续高增长：公司的主要产品包括 ACR 抗冲加工改性剂、ACM 低温增韧剂、ACS 抗冲改性剂，专门用于提高 PVC 塑料加工时的加工性能、抗冲击强度和低温韧性等，被广泛用于管道、建筑材料、注塑、吹塑制品等领域。报告期内，公司主营业务产品销量同比增长 13.29%，其中，尽管 ACR 产品价格随原材料价格调整后整体收入同比下降 12.54%，但 ACR 产品销量较去年同期增长 22.09%，同时 ACM 产品销量较去年同期增长 12.30%，因此产品销量的稳步增长使得归属于上市公司股东的净利润大幅增长。

CPE 格局重塑完成，公司成为行业龙头：ACM 是公司国内首创、国内领

请务必阅读正文之后的免责声明部分

先的低温增韧剂，系国家火炬计划项目产品，能大幅度提高 PVC 制品的低温韧性，但价格与 CPE 相差不大，具有相同的市场应用，而亚星化学 17 万吨/年的 CPE 产能已于 2019 年 10 月 31 日正式关停，至此，公司已成为 CPE 行业的绝对龙头。

三基地布局+新产能在建，未来成长可期：目前，公司有潍坊昌乐生产基地、沾化生产基地和东营港生产基地。其中，东营基地正在建设 33 万吨新型助剂项目包括“年产 14 万吨 PMMA、10 万吨 ACS、4 万吨 ASA 工程塑料、4 万吨功能性膜材料及 1 万吨多功能高分子新材料项目”，沾化基地则有“年产 20 万吨 ACM 和 20 万吨橡胶胶片项目”。同时，公司公告全资子公司拟在山东省滨州市沾化经济开发区购买土地使用权约 198 亩，以满足后期投资项目的需要。未来伴随着行业格局的优化和新项目的落地，公司有望全面打开成长空间。

盈利预测与投资评级：我们预计 2020~2022 年营收分别为 29.12 亿元、41.54 亿元、53.50 亿元，归母净利分别为 2.84 亿元、3.81 亿元、4.88 亿元，EPS 分别为 0.67 元、0.89 元、1.15 元，当前股价对应 PE 分别为 14X、10X 和 8X。维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格存在上行风险；新建产能投产进度不及预期；安全事故风险。

（证券分析师：陈元君　证券分析师：柴沁虎）

山西汾酒（600809）：20Q2 业绩优异，汾酒剑指全国

事件：公司发布 2020 年中报，20H1 实现营收 69 亿元（+7.8%，调整前+8.2%），归母净利 16.05 亿元（+33.05%，调整前+34.85%），扣非净利 16.04 亿元（+34.9%）。同时公司 20Q2 实现营收 27.6 亿元（+18.44%，调整前+18.99%），归母净利 3.8 亿元（+16.11%，调整前+21.56%），扣非净利 3.79 亿元（+21.56%）。（除特殊说明外，同比均为调整后数据同比,19 年盈利预测与估值表中营收/归母净利增速取调整前同比）

投资要点

20Q2 青花保持高增，公司全国化进程顺利。公司 20H1 实现营收 69.0 亿（+7.8%），20Q2 实现营收 27.6 亿（+19.0%）。分产品看，上半年汾酒实现营收 62.7 亿，其中青花系列 20Q2 增速环比改善叠加季度末经销商在提价前打款，预计 20H1 同比增长 30-35%，4 月开始公司坚持高举高打加强核心终端建设，终端销售环比改善，当前库存良性；巴拿马省内销售占比较高（约 8 成）且具备较高性价比与品牌认知度，受益省内快速恢复预计 20H1 同比保持约 20%增长；此外，疫情对全国光瓶酒市场影响较低，公司合理管控玻汾放量节奏，20Q2 保持较高增长，20H1 预计同比增长超 10%；而宴席消费场景的缺失对老白汾影响较大，上半年同比出现负增长。同时，公司以竹叶青为主的配置酒 20H1 实现营收 2.7 亿，公司独立运作竹叶青品牌走向全国冲击百亿保健酒市场决心突出，未来有望成为又一增长极。分区域看，20H1 公司省内/省外分别实现营收 31/37 亿元，公司省内竞争优势显著（市占率过半），全国化进程顺利（省外同+17%），长/珠三角均实现较高增长，据调研反馈当前山西省内汾酒市场同比已经恢复至近 9 成，省外市场（主要是青花/玻汾）总体平均恢复到 6-7 成水平

请务必阅读正文之后的免责声明部分

左右。分渠道看，公司强化终端及团购建设，20H1 代理/直销渠道实现收入 60.0/5.6 亿，掌控渠道终端从 30 多万扩张至超 80 万家，电商渠道亦表现不俗（20H1 同比+167%）。

税收减少提振盈利，现金流环比显著改善。20H1 公司实现归母净利 16.05 亿（+33.05%），预计受成本提升影响毛利率为 71.7%(同-0.75pct)，管理费用率（含研发费用）为 6.43%(+1.03pct)，系并购部分业务后职工薪酬增加所致，但由于疫后广宣等费用的减少销售费用率同比-1.5pct，且公司 20Q1 由于疫情冲击酒类销售减少影响母公司营收导致消费税等税费减少，税金及附加占收入比重同比-3.3%，所以 20H1 净利率为 23.42%(同比+3.4pct)。单二季度公司实现归母净利 3.8 亿（同比+16.11%），公司销售费用率为 18.2%（同比-4.7pct），或系费用投入节奏放缓所致，但公司毛利率同比-0.49pct，管理费用率（含研发费用）同比+0.39pct，以及消费税回补、投资损失及坏账的影响，公司净利率为 13.81%(同比-0.62pct)。现金流方面公司环比改善，20H1 末合同负债为 21.4 亿（环比+5.3 亿），或因青花提前打款所致，20Q2 经营活动现金流净额约为 11.0 亿（环比 20Q1+约 10 亿）。

改革+全国化进程延续，净利率仍有提升空间。19 年公司国改完美收官后，未来将继续深化改革，加大混改力度，聚焦汾酒及竹叶青大健康产业，经营活力仍有望持续释放。当前公司深耕环山西市场，长江以南推进成果显著，清香酒龙头底蕴深厚，本轮白酒周期以品牌为核心推动力，国窖批价上行打开青花天花板，未来渠道价值链增厚有望吸引全国更多优质经销商资源，公司在发展青花控量玻汾的运作理念下净利率仍有提升空间，量价齐升可期。

盈利预测与投资评级：预计 20-22 年公司营收为 136.5/163.0/188.7 亿，同比+14.9/19.5%/15.8%；归母净利为 24.0/31.2/38.9 亿，同比+23.9%/30.0%/24.5%，对应 PE 为 64/50/40X，维持“买入”评级。

风险提示：疫情加剧，省外竞争激烈，宏观经济消费需求疲软。

（证券分析师：杨默曦　研究助理：宋英男）

九毛九（09922）：1H20 业绩合预期，战略布局持续，期待新品成长潜力

事件：公司发布 20 年中报，营收 9.50 亿元（-23.2%），归母净利润为-8590 万元（-192.8%），经调整净利-1.15 亿元（-198.7%）。

1H20 表现符合预期，太二酸菜鱼逆势增收。公司 1H20 实现营收 9.50 亿（-23.2%），归母净利-8590 万（-192.8%），经调整净利-1.15 亿（-198.7%），符合预期，分品类看：1）九毛九餐厅上半年营收 2.67 亿（-60.9%）；上半年净闭店 38 家，截止 1H20 门店 105 家，翻座率 1.3（较同期下滑 1 次/天），客单价因菜单调整提升至 61 元（+8.9%）；2）太二上半年营收 6.72 亿元（+24.8%），经营利润率 7.7%；年中门店达 161 家（较 19 年底净增 35 家，环比+27.8%），翻座率 3.4 次，客单价微增至 77 元（+2.7%）；受益于太二疫情下新推外卖业务，公司上半年外卖营收 2.2 亿（+107.3%），收入占比达 23.1%(+14.5pct)；3）其他品牌合计营收 1096 万元（-32.5%），收入占比稳定于 1.2%，门店数约与去年同期持平。

产品结构及疫情致毛利率/费用波动。太二鲈鱼、酸菜等原料成本高于九毛九餐厅，1H20 太二收入占比提升 27.2pct 至 70.7%，整体毛利率为 60.8%（-4.0pct）；疫情导致收入下滑，多项固定成本占比提升，员工成本 34.5%

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（+8.6pct），租金及折摊费用率 18.9%（+4.8pct），其他亏损增至 3940 万元，主要系 2780 万元九毛九闭店损失及 390 万元存货亏损所致；

扩张持续，配售募资，期待火锅品牌再迎新增长。1）太二疫后推出金汤泡椒鸡（52 元/份）、花椒奶茶（18 元/份）等新品，有望助力客单价持续上探；预计 7 月门店+外卖营收已达 19 年 12 月 110%+水平；预计太二全年扩店数量将达 80 家以上。2）公司 7 月公告以先旧后新方式配售 7000 万股，募资 8.3 亿港元。其中公司拟用 4.56 亿港币投资鲈鱼、酸菜等原材料供应商（或以 JV 形式进行品牌专供）进一步推进标准化及食品安全，同时降低采购成本，保证供应链稳定；持续推进央厨新（改）建计划，预计佛山新央厨将于 21 年底前投入使用，公司或将在华东、华北等地持续建设新央厨，为全国扩张打开配送/产能瓶颈；2.49 亿港元将补充公司营运资金用于支付员工薪资、租金及采购原料；并拟用 1.24 亿港币投资兼具创新业务模式及发展潜力的餐饮品牌，借助疫情低成本横向整合有望实现品牌升级与协同。3）8 月中旬推出“岔”重庆火锅厂切入新赛道，定位主打鲜切牛肉，客单价约 110~150 元；持续扩充新赛道/定位，看好公司多元化成长潜力。

盈利预测：基于中报微调，预计 20-22 年公司总营收 27.1、48.2、69.6 亿元，同比增长 1.0%、77.7%、44.2%；预计归母净利润为 1.0、4.3、6.4 亿元，同比增速为-37.2%、+311.8%、+49.4%，当前股价对应动态 PE210、51、34 倍，继续/持续强烈看好公司，维持“买入”评级。

风险提示：疫情反复带来宏观经济波动风险；扩张、品牌推广、盈利能力不及预期风险；行业竞争激烈风险；食品安全与负面新闻风险。

（证券分析师：汤军　研究助理：樊荣）

华测检测（300012）：Q2 业绩大幅扭正，抗疫检测表现亮眼

事件：公司发布中期业绩公告，2020 上半年实现收入 13.39 亿元，同比增长 0.60%；归母净利润 1.92 亿元，同比增长 20.19%，靠业绩预告上界，再超市场预期；扣非归母净利润为 1.46 亿元，同比增长 20.78%。

投资要点

疫情下及时调整经营战略，Q2 净利润大幅扭正

单季度看，Q2 公司实现收入 8.82 亿元，同比增长 15.28%；归母净利润 1.79 亿元，同比增长 56.30%；扣非归母净利润 1.58 亿元，同比增长 70.04%。公司业绩由 Q1 扭亏为盈，主要系以下原因：（1）疫情下开发推广核酸、医疗护具等防疫检测服务，帮助下游有序复工同时增厚了公司业绩；（2）强化精细化管理，成本控制卓有成效；（3）深化客户拓展，上半年公司多次中标政府项目，并与天虹、中石化及海底捞等知名企业达成合作，品牌公信力进一步增强。

工业测试、贸易保障业务表现亮眼

分业务来看，生命科学/工业测试/贸易保障/消费品测试收入分别同比-1.84%/+9.70%/+5.78%/-7.45%，我们判断系疫情下对防疫检测需求提升，对食品、消费品等检测需求延后所致；毛利率分别为 45.39%/43.40%/69.45%/42.67%，毛利率同比+0.73/+2.97/-2.25/-4.39pct，工业测试毛利率提升，我们认为主要系大客户收入占比上升。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

盈利能力保持提升，期间费用率小幅下降

上半年公司综合毛利率为 48.64%，同比+0.12pct；期间费用率 36.74%，同比-0.22pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.08/-0.23/+0.28/-0.35pct。销售净利率升至 14.60%，同比+2.26pct，净利率增加主要系投资收益增加、资产减值损失下降所致；加权平均 ROE 为 5.89%，同比+0.17pct 保持提升。

上半年公司加强现金流管理，经营性现金流净额 0.80 亿元，同比-30.73%，主要系支付 2019 年员工奖金较同期增长较多所致。

检测行业增长确定性强，内资龙头最先受益

国内检测行业处于快速发展期，2019 年民营检测机构收入增速达 26.47%，多年保持两位数增长。相对海外巨头，内资企业在本土化、人才激励各方面更具优势，持续挤占外资份额；行业海外经验、重资产整合下，龙头份额仍处于扩张阶段。我们坚定看好内资检测龙头华测检测，短期疫情承压不会对检测需求造成根本性影响，公司业绩持续增长确定性强。

盈利预测与投资评级：我们预计 2020-2022 年实现净利润 5.9/7.2/9.2 亿，EPS 为 0.35/0.43/0.55 元，对应 PE 为 74/60/47X，维持“增持”评级。

风险提示：行业政策变动；业务开拓不及预期；并购决策及整合风险；品牌公信力下降。

（证券分析师：陈显帆）

宏大爆破（002683）：业绩同比大增，HD-1 迈出关键一步

事件

8 月 22 日，公司发布 2020 年中报，报告期内实现收入 26.41 亿元，同比增长 8.29%；实现归母净利润 1.72 亿元，同比增长 25.65%。8 月 25 日，公司公告 HD-1 项目飞行试验取得成功。

投资要点

传统防务发力是业绩增长的主要原因。报告期内，公司传统防务业务收入同比增长 142.12%，实现净利润 3,073.58 万元，较上年同期 537.31 万元，增幅 472.03%。由于新冠疫情等原因，矿服板块和民爆板块业务整体持平。

矿服板块存在融资需求。公司拟通过非公开发行股票募资不超过 17.68 亿元，用于矿山工程机械设备购置项目及补充流动资金，该事项目前已经获得中国证监会的批复。矿服板块募资的主要动机在于释放部分自有资金和银行贷款，反哺了军工板块和民爆业务的扩张和发展。

海沙业务值得关注。宏大工程集团计划和广业环境、敏辉砂石、甲子海砂以及超硅海洋共同出资 2.3 亿元设立广东广业海砂资源有限公司，负责珠海珠江口外伶仃东海域海砂项目的运营管理服务工作。其中，宏大工程集团以自有资金出资 10,994 万元，占广业海砂注册资本的 47.8%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

军工业务发展迅速，“1+N”的战略即将进入收获期。明华机械是公司的军工业务平台，研制的 HD-1 和 JK 项目先后获得有关部门出口批复。2020 年 8 月，HD-1 项目在国家某靶场顺利完成飞行试验，飞行各项技术指标符合大纲要求。按计划 2020 年内完成 HD-1 项目的陆基型定型及空基型挂飞工作，还将以明华公司为核心组建巡航导弹武器系统、单兵武器装备以及智能弹药三大子板块。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 69.14 亿元、78.40 亿元、93.81 亿元，归母净利润分别为 4.06 亿元、5.18 亿元、6.58 亿元，EPS 分别为 0.57 元，0.73 元，0.93 元，当前股价对应 PE 分别为 103X、81X 和 63X。维持“买入”评级。

风险提示：HD-1、JK 武器进展低于预期，全球经济持续低迷导致矿服业务表现低迷。

（证券分析师：柴沁虎　证券分析师：陈元君）

新媒股份（300770）：利润率大幅提升业绩落在预告上限，坚定看好公司在大屏领域的长期成长潜力

投资要点

公司发布了 2020 年中报：实现合并营业收入 59,279.88 万元，同比上升 32.34%；归属于上市公司股东的净利润为 30,658.87 万元，同比上升 79.36%（预告区间为增长 60%-80%）；归属于上市公司股东扣非后的净利润为 27,604.45 万元，同比上升 65.39%。

Q2 收入增速环比有所下滑，判断为后疫情阶段的正常阶段性调整，仍在预期之中。Q2 公司实现收入 29,906.51 万元，同比增长 14.25%，环比略增长。我们认为需要考虑到 2020H1 疫情及后续复工节奏对公司业务的影响。具体而言，Q1 受疫情因素影响居家时间较长，Q2 疫情得到初步控制，预计公司业务具体受到两方面的影响：1）居家时间环比 Q1 减少，导致 OTT 业务增速或环比放缓；2）省内 IPTV 基础用户数预计在 Q2 复工后恢复增长，公司公告 6 月末公司全国专网有效用户超过 1,850 万户，同比上升 3.7%。由于运营模式差异，我们判断公司 Q2 的 IPTV 增值业务表现优于 OTT，整体维持了 Q1 的高景气、高增长趋势。

毛利率及净利率均有明显增长，疫情期间边际成本下降明显。毛利率角度，全国专网业务上半年毛利率同比增加 4.09pct 至 54.54%，互联网电视业务上半年毛利率同比增加 1.72pct 至 78.47%，Q2 公司整体毛利率达到上市以来新高，为 57.93%。净利率角度，受到疫情影响，部分销售费用、管理费用及研发费用均同比下降，进一步推高公司净利率水平。Q2 公司销售净利率达到 54.48%，达到历史最高水平。我们认为未来公司依然有能力保持较高的净利率水平，但由于疫情因素导致的利润率大幅提升或许不会长期维持。

经营性净现金流大幅提升，远超净利润，判断主要受与腾讯公司结算节奏影响。Q2 公司经营活动现金流净额达到 33,514.33 万元，同比增长 555%。公司商业模式决定了公司有能力维持非常健康的现金情况，截止

请务必阅读正文之后的免责声明部分

Q2 期末，公司在手货币资金达到 24.6 亿元。

维持公司“买入”评级。虽然疫情对于公司上半年的经营节奏产生了一定的扰动，但我们依然坚定看好大屏市场未来的成长潜力，同时公司当前也仍然处于业绩释放阶段，利润高增长可期。预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 6.37/8.00/9.49 亿元，对应 PE 分别为 45/36/30 倍，维持“买入”评级。

风险提示：政策变动风险，增值业务拓展不及预期，省外专网扩张不及预期，运营事故风险等。

（证券分析师：张良卫　证券分析师：周良玖）

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