新时代证券-研究所晨报（20200824）

● 总量研究

策略研究：IPO、减持、外资是否会压制市场

从长期（5-10 年）来看，牛市的速度取决于上市公司盈利、证券市场的制度、投资者成熟度，但从短期（1 年）来看，直接的变量是资金流入流出的速度。过去 1 个季度，居民资金入场的速度不比 2014 年慢。流出的资金也在快速增加，IPO&增发募资总规模、产业资本减持均达到 2014 年底-2015 年初的速度，外资 7 月以后也出现了流出。但考虑到现在市场总的流通市值远超 2014 年底，资金流出的规模占比还没有达到 2014 年底的水平。汇总资金流入流出的速度来看，这一次牛市的速度 1-2 个季度内估计很难非常慢。我们认为，始于 7 月中旬的月度级别技术性调整，可能已经完成。市场随时可能摆脱震荡，再次开启上涨，9-10 月，股市资金和经济均可能超预期。

● 公司研究

歌尔股份：智能穿戴持续爆发，产销两旺带动 Q3 超预期增长

公司发布 2020 年半年报，2020 年上半年公司实现营业收入 155.7 亿元，归母净利润 7.81 亿元，同比增长 49.05%。我们认为公司作为国内声学和可穿戴电子龙头厂商，凭借领先的精密制造能力和强大的研发能力，在可穿戴电子蓬勃发展的背景下，将持续实现高于行业平均水平的增长。

盈利预测及投资建议：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 28.33/38.69/47.70 亿元，对应 EPS 分别为 0.87/1.19/1.47 元/股，对应 PE 分别为 46X/34X/27X，上调公司评级为“强烈推荐”。

香飘飘：果汁茶逐季改善，产品矩阵持续丰富

公司 2020H1 营收为 9.91 亿（-28.00%），归母净利润为-0.64 亿（-371.50%）；其中 2020Q2 为 5.61 亿（+3.93%），归母净利润 0.22 亿(+176.27%)，20Q2 收入和利润环比明显改善，业绩符合预期。

盈利预测及投资建议：给予 2020-2022 年 EPS 分别为 0.96/1.23/1.54 元，当前股价对应 PE 分别为 31/25/20，维持“强烈推荐”评级。

● 行业研究

货币管总量，财政管结构的宏观调控格局初步形成

受疫情冲击影响，2020 年 1-7 月全国公共财政收入大幅回落，但 6 月以来国内经济加速恢复，财政收入累计同比降幅有所收窄，且财政收入当月同比增速连续两月为正。7 月公共财政收入增幅比 6 月份提高，好于预期。7 月公共财政收入同比回升 4.34%，已连续两月为正增长，7 月公共财政收入主要是税收收入持续回正拉动，加上非税收入降幅大幅缩窄导致。建议投资者关注业务转型速度较快的城商行和股份制银行龙头迎来重要配置机会。

风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

樊继拓（分析师）
021-68865595
fanjituo@xsdzq.cn
证书编号：S0280518040001

吕卓阳（联系人）
lvzhuoyang@xsdzq.cn
证书编号：S0280120060010

大盘走势图



行业涨跌幅（日度）

涨跌幅前五		涨跌幅后五	
传媒	2.72%	国防军工	-0.42%
休闲服务	2.06%	有色金属	0.03%
食品饮料	1.77%	钢铁	0.08%
轻工制造	1.73%	采掘	0.12%
电气设备	1.21%	房地产	0.25%

相关报告

《IPO、减持、外资是否会压制市场》2020-08-23

《智能穿戴持续爆发，产销两旺带动 Q3 超预期增长》2020-08-21

《果汁茶逐季改善，产品矩阵持续丰富》2020-08-23

《货币管总量，财政管结构的宏观调控格局初步形成》2020-08-21

内容目录

1、 总量研究 3
1.1、 策略研究：IPO、减持、外资是否会压制市场 3
2、 公司研究 4
2.1、 歌尔股份：智能穿戴持续爆发，产销两旺带动 Q3 超预期增长 4
2.2、 香飘飘：果汁茶逐季改善，产品矩阵持续丰富 4
3、 行业研究 5
3.1、 货币管总量，财政管结构的宏观调控格局初步形成 5

1、 总量研究

1.1、 策略研究：IPO、减持、外资是否会压制市场

从长期（5-10 年）来看，牛市的速度取决于上市公司盈利、证券市场的制度、投资者成熟度，但从短期（1 年）来看，直接的变量是资金流入流出的速度。过去 1 个季度，居民资金入场的速度不比 2014 年慢。流出的资金也在快速增加，IPO&增发募资总规模、产业资本减持均达到了 2014 年底-2015 年初的速度，外资 7 月以后也出现了流出。但考虑到现在市场总的流通市值远超 2014 年底，资金流出的规模占比还没有达到 2014 年底的水平。汇总资金流入流出的速度来看，这一次牛市的速度 1-2 个季度内估计很难非常慢。我们认为，始于 7 月中旬的月度级别技术性调整，可能已经完成。市场随时可能摆脱震荡，再次开启上涨，9-10 月，股市资金和经济均可能超预期。

（1）注册制后 IPO 规模是否会压制市场。7 月份的 IPO 募资规模大幅增加到 1003 亿，已经超过了上一轮牛市的规模，随着科创板和创业板注册制的平稳推进，IPO 规模继续增加的概率依然很高。放在长期来看，这有可能是让 A 股形成慢牛的一个重要变量，注册制后，市场的 IPO 规模将会和估值密切相关。当估值很高的时候，企业募资成本大幅下降，募资金额大概率会出现快速增加。但是放在短期来看，这个问题现在还不需要担心，因为 2014-2015 年有大量的增发，而现在的增发虽然相比 2018-2019 年有回升，但整体规模依然很低。由此导致虽然 7 月总的 IPO 规模已经超过 2015 年高点，但 IPO 和增发的募集资金规模还不是很高。所以，我们认为 IPO 增加对市场总供给的影响可能会大幅推后。

（2）产业资金减持已达到 2015 年初的水平。产业资本 7 月净减持 780 亿，已经接近 2015 年 4 月 808 亿的水平。不过这一次净减持增加相比 2014-2015 年有两个很大的不同：第一，2014-2015 年的减持规模增速非常迅猛，从 2014 年底极低的水平快速增加到 2015 年中，而最近的减持规模虽然较大，但是 2019 年的净减持规模也是很大的。第二，2015 年以来，虽然指数中枢下降很多，但是 A 股总流动市场已经达到 2015 年牛市的最高水平，如果考虑减持占总流动市值的比例，目前的水平依然不高。

（3）外资有流出，但速度可控。2020 年相比 2014-2015 年新增的卖出力量可能是外资，2014-2015 年陆股通刚放开，外资的影响较小。到了 2020 年外资对 A 股的影响已经较大，7 月以来，外资出现了连续卖出。考虑到外资中价值投资者比例更高，随着 A 股估值继续抬升，潜在的卖出力量可能会比 2018 和 2019 年多。但是放在短期来看，7 月以来的卖出速度依然可控，并没有出现远比 2018 年和 2019 年更快的卖出速度。

（4）短期策略：调整可能已经完成。汇总资金流入流出的速度来看，这一次牛市的速度 1-2 个季度内估计很难非常慢。我们认为，始于 7 月中旬的月度级别技术性调整，可能已经完成。市场随时可能摆脱政策，再次开启上涨，9-10 月，股市资金和经济均可能超预期。

风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

2、 公司研究

2.1、 歌尔股份：智能穿戴持续爆发，产销两旺带动 Q3 超预期增长

公司发布 2020 年半年报，Q3 超预期，上调至“强烈推荐”评级。公司发布 2020 年半年报，2020 年上半年公司实现营业收入 155.7 亿元，归母净利润 7.81 亿元，同比增长 49.05%，并预计 2020 前三季度实现净利润 16.7 亿-18.7 亿元，同比增长 70%-90%。我们认为公司作为国内声学和可穿戴电子龙头厂商，凭借领先的精密制造能力和强大的研发能力，在可穿戴电子蓬勃发展的背景下，公司产品出货量持续提升，产品结构不断优化，将持续实现高于行业平均水平的增长。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 28.33/38.69/47.70 亿元，对应 EPS 分别为 0.87/1.19/1.47 元/股，对应 PE 分别为 46X/34X/27X，上调公司评级为“强烈推荐”。

“零件+成品”两翼齐飞，强大制造和创新能力驱动长期成长。公司能够提供精密零组件和智能硬件整机系统垂直整合的解决方案，智能声学整机和智能硬件领域可以通过“ODM”、“JDM”等方式与客户合作开发产品。正是强大的精密制造和创新能力使得公司在全球顶尖科技公司供应链中地位稳固并持续受益，上半年公司营收同比增长 49.5%，公司产品边界持续拓展驱动公司长期成长，2020 年上半年智能声学整机收入同比增长 25.09%，精密零组件业务收入同比增长 26.32%。内生强大的智能制造能力搭配全球优质客户资源，5G 带来新型智能硬件广泛需求将促进公司业绩长期增长。

消费电子创新不断，新兴智能硬件市场爆发引领行业成长新的十年。手机产品受疫情影响 2020 年整体呈现负增长局面，但可以看到的是消费电子领域的创新从未间断，TWS 耳机、VR/AR、智能手表手环等新兴消费电子产品正在快速获得人们青睐，Futuresource 预测 2020 年全球 TWS 出货量将达到 1.86 亿部，同比增长约 63.1%; IDC 预测 2020 年全球 VR/AR 产品出货量将达到 710 万台，同比增长约 23.6%; IDC 预测 2023 年全球智能手表出货量将达到 1.316 亿部。公司作为全球智能硬件制造的核心厂商将充分受益于新兴消费电子产品市场的持续爆发。我们还看到 A 客户作为全球手机引领者正在推出平价版手机产品以及即将发布 5G 手机，预计带来新一轮的消费热潮，公司作为核心厂商将充分受益。我们坚定看好公司在消费电子新的十年里的长期成长性和竞争力。

风险提示：行业竞争加剧、公司产品研发不及预期、客户拓展不及预期。

2.2、 香飘飘：果汁茶逐季改善，产品矩阵持续丰富

业绩符合预期，盈利能力逐季改善。公司 2020H1 营收为 9.91 亿（-28.00%），归母净利润为-0.64 亿（-371.50%）；其中 2020Q2 为 5.61 亿（+3.93%），归母净利润 0.22 亿(+176.27%)，20Q2 收入和利润环比明显改善，业绩符合预期。2020H1 毛利率为 32.96%（-4.0pct），其中 2020Q2 毛利率 34.28%（+0.7pct），主因毛利率更高的冲泡产品恢复正常增速；2020H1 净利率为-6.45%（-8.16pct），其中 2020Q2 净利率为 3.86%（+9.13%），系疫情影响下费用支出减少所致（2020Q2 销售费用率、管理费用率分别下降 6.37pct、1.85pct）。2020H1 管理费用 0.94 亿（-5.73%），系支付股权激励费用下降 48.29%所致。合同负债期末余额为 0.71 亿，环比期初下降 0.98 亿，同比下降 0.36 亿。2020H1 经营性现金流净额为 7.35 亿（-439.76%），系销量下滑、收到货款减少及兑付到期承兑汇票等所致。

果汁茶逐季改善，冲泡产品恢复增长，主要区域已转正增长分产品来看，冲泡系列 20H1 营收 5.50 亿（-23%），但逐季改善（Q1：-50%；Q2：+170%），其中经典产品 Q2 同增 162%（Q1 同增-55%），好料产品 Q2 同增 131%（Q1 同增-47%），增量珍珠系列实现营收 1615 万。即饮类 20H1 营收 4.26 亿(-35%),但亦逐季改善;其中果汁茶 Q2 营收同增-35%至 2.72 亿（Q1 同增-50%），液体奶茶 Q2 自然增长 50%至 0.42 亿(Q1 同增-23%)。分区域来看，2020Q2 各主要区域均已恢复正增长，其中大本营华东地区 Q2 营收同增 2%至 1.85 亿（占比 33%），西南地区 Q2 营收同增 11%至 1 亿（占比 18%）。公司加大对空白区域覆盖，截止 20H1 净增-3 个经销商至 1478 个。

坚定“双轮驱动”策略，产品矩阵持续丰富当前公司坚持“双轮驱动”策略，形成固体冲泡、果汁茶类、液体奶茶为主的产品矩阵，并不断丰富产品矩阵如开发果汁茶新口味、开发无糖轻奶茶及进军轻食代餐领域等。我们看好公司产品不断推陈出新及果汁茶持续放量，给予 2020-2022 年 EPS 分别为 0.96/1.23/1.54 元，当前股价对应 PE 分别为 31/25/20，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：食品安全问题；果汁茶销售不及预期；省外扩张不及预期。

3、 行业研究

3.1、 货币管总量，财政管结构的宏观调控格局初步形成

非税收入降幅缩窄推动公共预算收入持续回升：受疫情冲击影响，2020 年 1-7 月全国公共财政收入大幅回落，但 6 月以来国内经济加速恢复，财政收入累计同比降幅有所收窄，且财政收入当月同比增速连续两月为正。7 月公共财政收入增幅比 6 月份提高，好于预期。7 月公共财政收入同比回升 4.34%，已连续两月为正增长，7 月公共财政收入主要是税收收入持续回正拉动,加上非税收入降幅大幅缩窄导致。在 7 月税收收入各项分类中，证券交易印花税增长 1.9 倍，除增值税增速仍为负、企业所得税增幅缩窄外，其余税收收入均显著回升。受消费进一步回暖的拉动，国内消费税同比增幅进一步扩大，所得税方面，个人所得税增速回升明显，企业所得税增速大幅放缓，说明经济复苏进度有放缓的迹象，国内增值税同比增速今年以来持续为负值，且降幅较上月有所扩大。中央和地方财政收入 7 月当月同比增速均持续为正增长，重要财政收入增幅大幅扩张。财政收入呈现一季度收入大幅下降，二季度以来持续回升，全年财政收入将会呈现前低后高态势。

2 万亿元直达资金政策效应显现，地方财政支出力度加大：主要是地方财政支出由负转正，中央财政支出当月同比增速降幅有所收窄拉动。在各财政支出类别中，多数科目当月同比增速由负转正，而受洪涝灾害影响，农林水事务和交运支出转负。社会保障和就业、城乡社区事务支出同比增速大幅转正，其中保居民就业作为“六保”的重要内容，成为财政支出的重点方向。

投资建议：货币管总量，财政管结构的宏观调控格局初步形成。面对突如其来的疫情，上半年央行发挥了逆周期调节手段，经济出现加速复苏迹象，下半年，货币政策将会退出量化宽松模式，实施与实体经济复苏相匹配的政策力度，因此降息降准的空间和可能性进一步下降，三季度社融增速将会迎来拐点，央行将会注重精准直达，结构性货币政策工具持续发力。下半年财政政策将会接力货币政策持续发力，银行板块的估值水平再次下降至历史新低，低估值、高股息率、低仓位的银行股目前已经被银行股东和高管增持，建议投资者关注业务转型速度较快的城商行和股份制银行龙头迎来重要配置机会。

风险提示：经济增速下行压力增加，资产质量大幅恶化；金融监管政策超预期；疫情超市场预期。

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，新时代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。

分析师声明

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、竞争性因素以及新时代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。

分析师介绍

樊继拓，新时代证券策略首席分析师，6 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代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。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕荻琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/