东吴证券晨会纪要

2020 年 08 月 21 日

晨会编辑 朱国广
执业证号：S0600520070004
021-60199793
zhugg@dwzq.com.cn

宏观策略

宏观点评：预见美股创新高后的再思考

当然，一些风险仍值得关注：一是对冲基金在最新一周参与股市程度已接近历史峰值（图 7），需关注他们在美股创新高后是否会选择获利了结；二是需警惕地缘政治不确定性的加大以及拜登当选后可能的加税。但我们认为这些风险的完全兑现很可能要到临近最终的选举日，因此在三季度之后，此轮美股的上涨或面临较大的阻力。

固收金工

金工专题报告：【东吴金工 专题精品】“求索动量因子”系列研究（二）：交易者结构对动量因子的改进

交易者结构对涨跌幅因子的方向及强弱存在显著影响，大单（机构、大户）交易占比越高、小单（散户、中户）交易占比越低，涨跌幅因子的反转效应越强；

散户、机构的交易占比对涨跌幅因子的区分能力最强，随着散户交易占比的提升或者机构交易占比的下降，涨跌幅因子逐渐由反转效应向动量效应转变。

行业

通信行业点评：运营商中报业绩稳步齐升，下半年 5G 相关投资机会依然活跃

随着 5G 网络的建设加快，网络基础设施完善，终端渗透率提高以及 5G 创新应用的落地，5G 用户数预计将在下半年维持高速增长。同时，叠加提速降费政策的推进、促进运营商良性合作模式打开，下半年运营商移动 ARPU 和主营业务收入有望持续提升。

建议关注：光模块：天孚通信、中际旭创、新易盛、博创科技、光迅科技、华工科技、太辰光等；IDC：数据港、光环新网、宝信软件、鹏博士、奥飞数据、佳力图、杭钢股份、沙钢股份、南兴股份、城地股份等；云计算：优刻得、网宿科技。

推荐个股及其他点评

分众传媒（002027）：业绩大超预期，经营拐点已现

公司收入端经营拐点已现，盈亏平衡点下移，利润弹性突显，我们上调公司业绩预测，预计公司 2020/2021/2022 年收入分别为 101.73/134.83/153.30 亿元，同比增长-16.2%/32.5%/13.7%，归母净利润分别为 24.71/39.58/47.67 亿元，同比增长 31.8%/60.2%/20.4%，对应 PE 分别为 37.84/23.62/19.61 倍。我们维持公司“买入”评级。

淳中科技（603516）：二季度业绩稳步回升，股权激励彰显未来成长信心

中科技 2020 年 H1 实现营业总收入 1.61 亿元（YOY-9.55%），实现扣非后母净利润 0.38 亿元(YOY-28.3%)，主要系营业收入下降以及确认股权激励费用 1,537 万元所致。

淳中科技作为优质显控龙头，前瞻布局，锐意进取，有望尽享

国产替代红利，预计 2020-2022 年的营业收入分别为 5.14 亿元、6.94 亿元和 9.37 亿元，归母净利润分别为 1.61 亿元、2.25 亿元和 3.18 亿元，EPS 分别为 1.21 元、1.69 元和 2.39 元，对应 PE 分别为 34.01/24.33/17.19X，维持“买入”评级。

拓斯达（300607）：口罩机需求保障 2020 年业绩高增，专注核心主业成长可期

事件：8 月 19 日公司发布业绩中报，上半年实现收入 15.02 亿元，同比+106.98%；归母净利润 4.00 亿元，同比+366.04%；扣非归母净利 3.87 亿元，同比+357.84%。上半年基本 EPS 为 2.39。

长春高新（000661）：业绩符合预期，下半年业绩增长有望加速

公司发布 2020 半年报，实现营业收入 39.2 亿元，同比增长 15.5%；实现归属于母公司净利润 13.1 亿元，同比增长 80.3%，实现扣非后归母净利润 12.7 亿元，同比增长 76.3%。

桃李面包（603866）：全年经营目标不改，期待 Q3 收入提速

龙头桃李品牌、渠道、产能多管齐下，打造行护城河。预计 20-22 年公司收入 65/76/90 亿，同比增长 15/18/17%；归母净利 8.4/9.7/11.4 亿，同比增长 23/15/18%；对应 PE 为 50/44/37X，维持“增持”评级。

宏观策略

宏观点评：预见美股创新高后的再思考

观点

8 月以来，标普 500 指数一路上行，在 8 月 18 日突破了今年 2 月 19 日创下的 3393.52 的历史高点。

在我们看来，下半年美股再创历史新高并非意外。在 6 月 27 日撰写的报告中，我们曾给出了下半年宏观十大判断，其中的一条便是美股将再创新高。偶尔一次的预测正确不乏运气成分，正如巴菲特所言“我从来没有见过能够预测市场走势的人。”因此，站在当下的时点，我们更多想借这一幸运之机，重新梳理和完善我们理解当前美股运行的逻辑，以及对于其未来走势的思考。

在美联储放水的盛宴下，“buynow,askquestionlater”已成为参与疫情之后美股上涨的基本法则。尤其是此前错过 V 型反弹的基金经理很可能在年底面临失业的风险。然而，从目前情况来看，仍有不少机构投资者未能参与这波美股反弹，BAML 在 7 月最新的调查显示，当前机构投资者对于美股的情绪仍偏谨慎，普遍认为当标普 500 指数高于 3250 时应当卖出。散户的情况亦是如此，当前美国个人投资者仍偏向与看空美股（图 1，图 2），根据历史经验，机构投资者没有超配股票且散户的情绪仍然偏空时，美股上涨的概率要大于下跌。

疫情的二次反复并不构成美股上涨的威胁。这是我们在 6 月报告中强调的观点。而后我们可以看到，即便 7 月美国新增确认病例持续创新高，美股依然不为所动。而为什么疫情二次爆发对股市影响有限，我们一直提示瑞典的经验，这是因为瑞典在经济重启与疫情防控中偏向前者，并且对口罩佩戴的要求也不严格，与美国非常类似。而瑞典的经验表明，只要新增确诊病例的增加并没有带来死亡率的上升，股市并不会对这种增加做出消极回应（图 3，图 4），显然近期美股的走势也验证了这一点，更何况 8 月以来美国疫情的二次爆发已明显缓解。

美联储继续扩张则对美股上涨形成支撑。金融危机后，美联储资产表的扩张无疑是美股上涨具有显著的正相关性（图 5），我们此前的报告表明，在美联储这一轮的无限量宽松中，1 美元的货币宽松可以带来约 3 美元的美股市值增加，这一弹性虽不及美联储 Q1 时期，但与 QE2 和 QE3 时期相当（图 6），可见当前美联储放水对美股的刺激依然是有效的。虽然 7 月由于货币互换规模下降导致美联储资产规模从高位回落，但由于美联储对国债和 MBS 的购买将至少持续至 9 月，因此其三季度其资产负债表仍有望缓慢扩张。

新一轮财政刺激最终的规模也有望利好美股。虽然目前两党对于新一轮财政刺激法案的谈判僵持不下，但考虑到共和党内部对于刺激内容上的分歧，因此谈判的天平有望最终向主张更大刺激规模的民主党人倾斜，这就意味着最终的刺激规模很可能超出目前市场预期 1-1.5 万亿。对此可以参照 3 月“关怀法案”的出台，正是在两党不断讨价还价的过程中，最终通过的 2.2 万亿的规模也超出了当时市场预期的 1.5 万亿，这是因为在大选年，两党都不愿违背民众支持慷慨的财政刺激的意愿。

当然，一些风险仍值得关注：一是对冲基金在最新一周参与股市程度已接近历史峰值（图 7），需关注他们在美股创新高后是否会选择获利了结；

请务必阅读正文之后的免责声明部分

二是需警惕地缘政治不确定性的加大以及拜登当选后可能的加税。但我们认为这些风险的完全兑现很可能要到临近最终的选举日，因此在三季度之后，此轮美股的上涨或面临较大的阻力。

风险提示：国际地缘政治风险升级，美国大选陷入混战

（证券分析师：陶川　证券分析师：王丹）

固收金工

金工专题报告:【东吴金工 专题精品】“求索动量因子”系列研究（二):交易者结构对动量因子的改进

前言：本篇报告为东吴金工动量因子系列研究的第二篇，延续并拓展了上一篇报告《成交量对动量因子的修正》的研究理念，按照交易者类型对成交量做了进一步细分，考察在不同交易者结构下，动量因子表现的强弱。

A 股市场的交易者结构：按照挂单金额的大小，可以将交易者分为机构、大户、中户和散户。在 A 股市场中，中户、散户交易占比长期较高，两者相加超过 70%。

交易者结构对动量因子的影响：不同交易群体的交易目的、特征不同，可能导致不同群体贡献的成交量中蕴含的信息也存在差异。基于上述猜想，我们分别按照散户、中户、大户、机构的交易占比高低，对传统的涨跌幅因子进行拆分，回测得到以下主要结论:

（1）交易者结构对涨跌幅因子的方向及强弱存在显著影响，大单（机构、大户）交易占比越高、小单（散户、中户）交易占比越低，涨跌幅因子的反转效应越强;

（2）散户、机构的交易占比对涨跌幅因子的区分能力最强，随着散户交易占比的提升或者机构交易占比的下降，涨跌幅因子逐渐由反转效应向动量效应转变。

基于交易者结构的新动量因子：以“散户”交易占比为例，提取信息最强的部分，构造新的动量因子。在回测期 2010/01/01-2020/07/31 内，以全体 A 股为研究样本，新动量因子的月度 IC 均值为-0.058，RankIC 均值为-0.073，年化 ICIR 为-2.46，年化 RankICIR 为-3.30；5 分组多空对冲的年化收益为 21.23%，信息比率为 2.59，月度胜率为 78.40%，最大回撤为 6.29%，选股能力显著优于传统动量因子。另外，与大多数价量类因子不同的是，新动量因子的多头表现优异，相对于市场基准的信息比率可达 2.64，月度胜率为 77.60%，最大回撤仅为 2.70%。

风险提示：本报告所有统计结果均基于历史数据，未来市场可能发生重

请务必阅读正文之后的免责声明部分

大变化；单因子的收益可能存在较大波动，实际应用需结合资金管理、风险控制等方法。

（证券分析师：高子剑　研究助理：沈芷琦）

行业

通信行业点评：运营商中报业绩稳步齐升，下半年 5G 相关投资机会依然活跃

投资要点

事件：8 月 12 日至 18 日，三大运营商公布 2020 年年中报。中国联通 H1 总营收 1504 亿元（YOY+3.8%），实现归母净利润 33.44 亿元(YOY+10.9%)；中国移动 H1 总营收 3,899 亿元(YOY+0.11%)，实现归母净利润 557.7 亿元（YOY-0.5%）；中国电信 20 年 H1 总营收 1,938.03 亿元(YOY+1.74%)，实现归母净利润 139.49 亿元（YOY+0.29%）。

运营商中报业绩稳步齐升，5G 用户及业务拓展顺利：从收入端角度来看，三大运营商从自身定位、发展策略以及用户发展策略等角度相继发力，不断优化产品收入结构，移动 ARPU 值均企稳回升，其中，中国电信 ARPU 值较 2019 年 H1 有所回升，同比降幅收窄，中国移动和中国联通则较 2020 年 Q1 环比增长 7.2%/4.5%。截至 2020 年 6 月 30 日，我国在网 5G 用户已突破 1 亿大关，我们认为，随着 5G 网络的建设加快，网络基础设施完善，终端渗透率提高以及 5G 创新应用的落地，5G 用户数预计将在下半年维持高速增长。同时，叠加提速降费政策的推进、促进运营商良性合作模式打开，下半年运营商移动 ARPU 和主营业务收入有望持续提升。

资本开支持续加码，5G 共享共建稳步推进：资本开支支出进度来看，三大运营商资本开支均值为年初规划约 45%，其中中国联通、中国电信、中国移动上半年 5G 相关资本开支分别约为 126 亿元、201.53 元、552 亿元，占年初 5G 资本开支规划为 36%、46.7%、54.65%。5G 基站建设方面，运营商共享共建不断推进，加快基站建设的速度，节省投资成本。2020H1 中国联通与中国电信新增共享基站 10 万站；中国移动与中国广电于 2021 年实现 5G 网络共建共享。我们预计，在当前资本开支情况不变的情况下，下半年 5G 基站进度有望进一步提速。

加快布局创新业务，蕴育业绩新增长点：三大运营商加快拓展 2B 业务布局：电信、联通聚焦智慧城市、数字政府、智慧医疗、工业互联网等关键领域；移动与大型企业集团展开战略合作，持续深化与地方政府合作关系；数通业务方面：联通 2020H1IDC 业务收入同比增长 22%；电信 2020 年上半年 IDC 收入同比增长 61.4%，行业云收入同比增长 556.40%；5G 应用场景方面：联通积极培育 5G+垂直行业应用创新发展，以“云+网+智慧应用”推进创新业务和基础业务融合发展；移动推进 CHBN 全向发力，推出了超高清直播、云游戏等特色业务；电信聚焦 AR/VR，打造推出「天翼云 AR」产品，持续推广「5G+权益+应用」的 5G 会员服务模式。

建议关注组合：光模块：天孚通信、中际旭创、新易盛、博创科技、光迅科技、华工科技、太辰光等；IDC：数据港、宝信软件、杭钢股份、奥飞数据、光环新网、鹏博士、佳力图、沙钢股份、南兴股份、城地股份等；云计算：优刻得、网宿科技；可视化：中新赛克；高清视频：淳中科技；PCB：崇达技术、深南电路、沪电股份、生益科技、景旺电子；IC

请务必阅读正文之后的免责声明部分

载板：兴森科技；运营商：中国联通。

风险提示：运营商收入端持续承压；运营商部署 5G/NB 网络意愿减弱，进度不及预期；5G 应用相关技术支持力度不达预期。

（证券分析师：侯宾　研究助理：姚久花）

推荐个股及其他点评

分众传媒（002027）：业绩大超预期，经营拐点已现

投资要点

公司 2020 年上半年实现收入 46.11 亿元，同比下滑 19.35%，归母净利润 8.23 亿元，同比增长 5.85%，其中二季度实现收入 26.72 亿元，同比下滑 14.0%，实现归母净利润 7.86 亿元，同比增长 79.5%，业绩大超市场预期。从收入结构来看，疫情之后，全国影院暂停营业，公司上半年影院广告收入仅为 1.45 亿元，较去年同期的 9.82 亿元减少 8.37 亿元，降幅为 85.23%，拖累公司上半年整体业绩表现。而楼宇媒体同样受疫情影响，较去年同期减少 2.54 亿元至 44.44 亿元，降幅仅为 5.41%。

广告主结构调整出成效，收入增长持续性突显。相对于腾讯媒体广告、爱奇艺广告收入 Q2 均 20%以上的同比下滑，公司楼宇媒体的收入情况十分亮眼，主要在于客户结构中大客户集中，作为各行业的龙头受宏观向下波动的影响较小所致。从行业上看，公司收入结构调整成效显著，互联网广告主当前占比仅 25%，而传统广告主预算投放与收入挂钩，公司收入增长持续性突显。

归母净利润的大幅增长主要来自四个方面，营业成本的大幅度下滑、文化事业建设费的减免、应收账款减值的大幅减少以及投资收益对政府退税减少的抵消。

营业成本方面：去年 H1 影院媒体 6.42 亿成本中，6.2 亿成本为租金成本，因此影院媒体成本属于按月度均匀发生的支出，这部分 Q2 因疫情影响减少 3.2 亿元。而 Q2 营业成本共减少 6.02 亿元，因此楼宇媒体营业成本共减少 2.82 亿元，好于我们此前的判断，同时也促使楼宇媒体毛利率大幅提升至 52%。由于成本支出的减少，公司经营活动现金支出减少 21.6 亿元，致使经营活动现金净流量同比增长 87.6%。

文化事业建设费减免：受 2020 年全年免征文化事业建设费影响，公司 Q2 营业税金及附加为-10.46 百万，相对于去年同期下降 1.03 亿元。

应收账款减值方面：因收入规模下降，应收账款余额有所减少，而此前应收账款减值计提充分，导致 Q2 应收账款减值同比下滑 2.65 亿元。

政府退税：受去年收入基数低影响，今年政府退税预计大幅下滑，上半年已减少 2.8 亿元，其中 Q2 减少 0.91 亿元，但本季度投资收益增加了 0.69 亿元，抵消了部分退税的缩减对净利润的影响。

盈利预测与投资评级：公司收入端经营拐点已现，盈亏平衡点下移，利润弹性突显，我们上调公司业绩预测，预计公司 2020/2021/2022 年收入分别为 101.73/134.83/153.30 亿元，同比增长-16.2%/32.5%/13.7%，归母净利润分别为 24.71/39.58/47.67 亿元，同比增长 31.8%/60.2%/20.4%，对应

请务必阅读正文之后的免责声明部分

PE 分别为 37.84/23.62/19.61 倍。我们维持公司“买入”评级。

风险提示：宏观经济超预期波动、竞争加剧、回款不利

（证券分析师：张良卫　研究助理：张飞鹏）

淳中科技（603516）：二季度业绩稳步回升，股权激励彰显未来成长信心

投资要点

事件：淳中科技 2020 年 H1 实现营业总收入 1.61 亿元（YOY-9.57%），实现扣非后母净利润 0.38 亿元(YOY-28.44%)，主要系营业收入下降以及确认股权激励费用 1,537 万元所致。其中，2020 年 Q2 度实现营业收入 1.11 亿元（YOY+2.69%），实现归母净利润 0.38 亿元(YOY-5.64%)。

二季度业绩回暖，高毛利率稳定向好：随国内疫情得到有效控制，二季度公司经营情况恢复良好：2020H1 公司实现营业总收入 1.61 亿元(YOY-9.57%)，经调整后的加回股权激励费用后的 2020 年 H1 扣非净利润同比上升 0.7%，整体略有回升；其中，Q2 营业收入同比增长 2.69%，环比增长 122%，归母净利润同比下降 5.64%，环比增长 1800%，公司盈利能力稳步回升。高毛利优势保持延续：H1 实现毛利率 66.13%，实现销售净利率 24.97%。我们认为，随着下半年疫情影响进一步消退，同时“新基建”、超高清视频规划等政策落地，国防、应急管理、医疗、大数据中心等行业需求旺盛，公司业绩有望打开新一轮上升空间。

募资加码芯片研发，增强核心优势：公司 2020 年 H1 发行 3 亿元可转债目前已进入发行与上市阶段，其中，投入约 2 亿元用于专业音视频处理芯片研发及产业化项目，约 0.46 亿元用于营销网络建设项目。可转债项目的落地能够显著提升淳中科技技术优势以及市场拓展能力，进一步加速芯片的国产替代进度、降低成本、强化产品核心竞争力；其次，加强营销网络建设，帮助公司改善当前营销网络布局不完善的现状，深度挖掘客户价值、助推业绩实现稳定增长。

未来坚持三条发展路径，成长空间更广：淳中科技主要面向 2G2B 客户，目前逐步拓展到 2C 客户，未来主要坚持三条发展路径：1、现有客户资源的基础上，不断丰富产品种类，满足客户需求；2、将现有产品通过销售以及推广覆盖更多的行业客户；3、目前公司主要通过集成商模式来服务 2G 和 2B 业务，最终的 2C 客户需求是淳中科技产品发展的指向标。我们认为，2C 类客户应用需求空间更广，将进一步拓宽淳中科技未来业绩成长空间。

盈利预测与投资评级：淳中科技作为优质显控龙头，前瞻布局，锐意进取，有望尽享国产替代红利，预计 2020-2022 年的营业收入分别为 5.14 亿元、6.94 亿元和 9.37 亿元，归母净利润分别为 1.61 亿元、2.28 亿元和 3.24 亿元，EPS 分别为 1.21 元、1.71 元和 2.43 元，对应 PE 分别为 33.89/24.02/16.87X，维持“买入”评级。

风险提示：大额订单量不及预期；下游行业市场需求发展不及预期。

（证券分析师：侯宾　研究助理：姚久花）

拓斯达（300607）：口罩机需求保障 2020 年业绩高增，专注核心主业成长可期

事件：8 月 19 日公司发布业绩中报，上半年实现收入 15.02 亿元，同比

请务必阅读正文之后的免责声明部分

+106.98%；归母净利润 4.00 亿元，同比+366.04%；扣非归母净利 3.87 亿元，同比+357.84%。上半年基本 EPS 为 2.39 元。

投资要点

口罩机贡献可观收入，上半年业绩大幅提升

分产品看，公司工业机器人及自动化应用系统、注塑机配套设备及自动供料系统、智能能源及环境管理系统分别实现营收 12.35 亿元/0.57 亿元/1.86 亿元，同比+225.97%/-54.22%/-12.09%。我们判断主要系：①抗疫产品口罩机需求旺盛，公司凭借口罩机核心技术超声波焊接的技术储备及高效研发能力，在 3 月份即实现稳定供货，上半年口罩机超预期放量，导致工业机器人业务收入大幅增长；②受疫情影响，公司其他产品的生产、交付、施工进度放缓，导致注塑机和能源管理业务增速下滑。

2019 年 10 月至今，国内工业机器人产量连续 10 个月增速为正，行业回暖趋势明显。2020 年随着 5G 手机和可穿戴设备的崛起，3C 行业将迎新一轮产业投资，光伏、锂电行业需求也明显向好，产能扩张稳步推进。国内工业自动化行业有望全面复苏，公司作为国内行业龙头业绩弹性较大。且目前海外疫情还未见顶，预计在出口拉动下短期内对口罩机仍有需求，公司全年业绩高增长确定。

口罩机大幅提升 H1 盈利水平，期间费用管控良好

2020H1 毛利率 54.78%，同比+20.76pct。其中工业机器人及自动化应用毛利率 61.13%，同比+21.9pct，主要受益于受益于盈利水平高的口罩机放量贡献业绩；注塑机配套设备和智能能源管理系统业务毛利率分别为 43.36%/15.22%，同比+1.62pt/-3.99pct，基本维持稳定。净利率 26.64%，同比+14.87pct，期间费用率合计 21.2%，同比+2.4pct，主要系销售费用率增长 3.1pct，总体来看维持合理水平。

H1 经营性现金流大幅改善，合同负债继续维持高位

公司 2020H1 经营性现金流净额为 7.31 亿元，同比大幅增长 1290.5%，主要系 H1 贡献主要业绩的口罩机周转快，为公司带来较优现金流。Q2 末合同负债为 4.2 亿，环比 Q1 末减少 0.8 亿，依然维持在较高水平，预计将继续为公司 Q3 业绩贡献增量。

可转债募资 6 亿投向智能制造，专注核心主业成长可期

7 月公司拟募资不超过 6.7 亿，投资 6.1 亿元用于智能制造项目建设。此次项目主要目的为加大核心系统底层技术投入，有望提高公司盈利能力。截至 2019 年末，公司自制机器人本体比例达到 46.2%，本项目通过新建核心系统研发实验室，有望缩小底层技术方面与国外先进水平的差距，将进一步增大公司机器人本体自制比例，从而起到降低生产成本的作用。

大客户积极扩产，主业增长确定性强。2019 年公司的大客户战略取得显著成果，有效拓展了伯恩光学、立讯精密、比亚迪、欣旺达等客户。行业龙头资金相对充足，产品质量要求更高，会更有动力投资自动化产线。目前公司大客户立讯精密在越南积极扩充产能，6 月拟增资子公司 4.5 亿美元用于越南厂房扩产，预计将带来拓斯达的设备采购订单。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为

请务必阅读正文之后的免责声明部分

7.0/4.9/6.2 亿，对应 PE 为 17/24/19，维持“增持”评级。

风险提示：机器人行业竞争加剧；下游行业需求波动

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　研究助理：朱贝贝）

长春高新（000661）：业绩符合预期，下半年业绩增长有望加速

投资要点

事件：公司发布 2020 半年报，实现营业收入 39.2 亿元，同比增长 15.5%；实现归属于母公司净利润 13.1 亿元，同比增长 80.3%，实现扣非后归母净利润 12.7 亿元，同比增长 76.3%。

金赛药业符合预期，百克生物略超市场预期：分季度来看：2020Q2 公司实现营业收入 22.6 亿元，同比增长 39.5%，实现归母净利润 7.7 亿元，同比增长 112.2%。若不考虑金赛药业股权并表因素，我们估算 2020H1 上市公司业绩增速将会在 35%左右，符合市场预期。分子公司来看：1）金赛药业：收入 25.2 亿元（+18.5%），净利润 11.3 亿元（+37.1%），我们估算 2020Q2 单季度收入增速超 30%，利润增速超 50%，新患 2020Q2 增速预计在 30%-35%。上半年在疫情的负面影响下，金赛依然能实现 37%的业绩增长，全年来看或有望实现更快的业绩增长；2）百克生物：收入 5.9 亿元（+45.4%），净利润 1.7 亿元（+78.5%），预计 2020Q2 单季度收入增速超 55%，利润增速约 120%，超市场预期，我们认为主要系水痘疫苗快速放量所致，百克生物 2020H1 水痘疫苗批签发 454 万支（+113%）；3）高新地产：收入 5.1 亿元，同比下滑 5.5%；净利润 1.0 亿元，同比下滑 12.2%；4）华康药业：收入 2.6 亿元，同比下滑 9.1%；净利润 0.2 亿元，同比增长 5.8%。

生长激素市场空间依然巨大，新产品放量值得期待：1）生长激素：我们估算 2019 年国内生长激素市场规模超过 50 亿元，考虑到国内庞大的适用人群和目前较低的渗透率，目前仍处于爆发期，公司为国内生长激素行业龙头，再考虑到未来生长激素适应症进一步的拓展空间，公司将优先享受行业成长红利。2）即将放量的重磅品种：a）促卵泡素：新适应症获批，有望成为 10 亿量级重磅产品；b）流感疫苗独家鼻喷剂型获批，考虑疫情影响，我们预计 2020 年有望快速放量。

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年 EPS 分别为 7.23 元、9.84 元和 12.64 元，对应估值分别为 62 倍、46 倍和 36 倍。在新一届董事会带领下，公司正积极拓展多个治疗领域，公司在研产品梯队不断丰富，维持“买入”评级。

风险提示：生长激素放量不及预期的风险。

（证券分析师：朱国广）

桃李面包（603866）：全年经营目标不改，期待 Q3 收入提速

事件：

公司发布 2020 年中报，20H1 实现营收 27.39 亿元（+7.08%），归母净利 4.18 亿元（+37.54%），扣非净利 3.91 亿元（+33.20%）。20Q2 实现营收 14.16 亿元（+0.05%），归母净利 2.23 亿元（+22.33%），扣非净利 2.05 亿

请务必阅读正文之后的免责声明部分

元（+14.57%）。

投资要点

竞品复工有所分流+学校开学晚，收入基本持平。20H1 实现营收 27.39 亿元（+7.08%），其中 20Q2 实现营收 14.16 亿元（+0.05%），综合来看竞品和中小产能恢复对公司有所分流，Q2 学校开学时间相对减少亦有所影响。分区域，20Q2 华北/东北/华东/西南/西北/华南分别实现收入 3.5/6.3/3.0/0.3/1.8/1.0/1.1 亿元，分别同增 3/-3/3/9/1/14%，其中覆盖学校渠道占比较高的东北地区出现下滑，华东等地受洪涝灾害影响推广力度受阻影响增速。19 年底武汉面包生产线投产，20Q2 华中区域贡献收入 0.3 亿元。分渠道，公司采用直营与经销相结合销售模式进行渠道开拓，截至 20Q2 公司已覆盖全国 719 个，环比 Q1 增加 22 个，终端开发节奏提速。结合草根调研来看，7 月渠道销售已环比 Q2 改善。

成本控制释放利润，预计后续将加大投放。20H1 毛利率 42.38%(+2.76pct)，其中 20Q2 毛利率 41.61%(+1.72pct)。20H1 销售费用率 20.72%(-1.4pct)，主要受疫情影响，部分营销活动投入受限制，此外国家阶段性减免社保费用亦降低了企业成本负担。展望 20H2，预计公司将在新市场增加费用投放力度，加快扩大份额。20H1 管理费用率（含研发）1.89%(-0.38pct)。此外利息费用同比增加 0.27 亿元，主要是公司发行可转换公司债券利息费用增加。此外，公司收到政府补助 0.2 亿元，同比增加 0.14 亿元。综上，20H1 公司实现归母净利 4.18 亿元（+37.54%），扣非净利 3.91 亿元（+33.20%），20Q2 实现扣非净利 2.05 亿元（+14.57%）。

全年目标尚未调整，看好龙头逆势扩张。公司尚未调整全年收入同比增长 15%，利润同比增长 20%的经营目标，仍按照既定规划推进渠道、产能扩张战略。公司武汉工厂 19 年底落地目前仍在产能爬坡中，江苏项目预计 Q4 投产，沈阳、四川项目预计 21 年 Q4 投产，未来 3 年保持 15-20%产能增速，以达成 2023 年百亿产能目标。目前公司零售终端覆盖 26 万个，全国面包网点占比约为 20%，预计收入伴随全国化产能落地稳步增长，公司全国份额有望持续提升。

盈利预测与投资评级：龙头桃李品牌、渠道、产能多管齐下，打造行护城河。预计 20-22 年公司收入 65/76/90 亿，同比增长 15/18/17%；归母净利 8.4/9.7/11.4 亿，同比增长 23/15/18%；对应 PE 为 50/44/37X，维持“增持”评级。

风险提示：产品竞争趋于激烈，原材料成本波动，食品安全风险。

（证券分析师：杨默曦）

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