东吴证券晨会纪要

2020 年 08 月 20 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。

硅片设备行业专题报告：大硅片亟待国产化，蓝海板块迎风而上

投资要点

光伏级向半导体级拓展是晶硅生长设备厂的成长之路。

光伏平价+技术迭代，光伏单晶炉需求长期扩张。

半导体大硅片亟待国产化，龙头设备厂有望受益下游需求爆发。

晶硅生长设备行业优质公司对比：晶盛机电 VS 连城数控。

投资建议：重点推荐大硅片设备龙头【晶盛机电】，已具备 8 寸线 80%整线以及 12 寸单晶炉供应能力，大硅片国产化浪潮下最为受益。此外建议关注【连城数控】【沪硅产业】【中环股份】【神工股份】。

风险提示：设备和材料国产化不及预期；下游扩产进度不及预期。

推荐个股及其他点评

微盟集团（02013）：智慧零售强劲增长，客户结构不断优化，看好私域流量崛起背景下公司商业化提速

盈利预测与投资评级：根据中报及公司业务发展前景预测，上调营收预测，预计 2020-2022 年公司分别实现营收 22.93/33.06/45.10 亿元，归母净利润-2.24/2.34/3.78 亿元（受宕机事件影响，利润有所下调），预计 21 年 SAAS 分部实现营收 10.65 亿元，给予 20 倍 PS，精准营销实现 149.41 亿元毛收入，按 3.5%利润率估算，给予精准营销分部 15 倍 PE，对应目标价 14.53 港元，疫情催化商家数字化转型，同时电商交易场景不断往私域渗透，我们认为公司将受益于产业趋势，上调至“买入”评级。

安井食品（603345）：疫情下顺势而为，业绩持续超预期

销售能力筑行业壁垒，疫情催化食材工业化需求，长期看好龙头市占率提升。预计 20-22 年公司营收 66/79/94 亿元，同比 25/21/19%；归母净利 5.3/6.9/8.6 亿元，同比 43/29/26%。当前股价对应 20-22 年 PE 分别为 75/58/46，维持“买入”评级。

蓝色光标（300058）：出海业务毛利率提升，业绩弹性逐步显现

鉴于公司上半年强劲的业绩增长，我们调高公司 2020-2022 年收入预测，预计分别为 362.39/432.54/508.15 亿元，同比增长 28.9%/19.4%/17.5%;归母净利润 6.47/8.59/10.97 亿元，同比增长 -9.0%/32.8%/27.7%，对应 PE 分别为 27.74/20.88/16.35 倍。公司在数字科技营销领域优势稳固，蓝标在线业务开拓了行业增长的新赛道，公司具有丰厚的经验积累和先发优势，我们维持公司“买入”评级。

蓝思科技（300433）：垂直整合加速，新兴龙头崛起

苹果回归双玻璃盖板方案，公司与苹果等优质客户协同推进新品开发，供货份额和产品技术的领先优势逐步扩大。在安卓市场，3D 玻璃渗透率持续提升，应用市场空间广阔，公司率先商用智能手机 3D 玻璃盖板，有望充分受益于 3D 玻璃市场需求的提升。

金山软件（03888）：《剑网三》业绩亮眼，办公业务高增长

考虑公司各项业务发展迅速，后续陆续有重磅游戏上线，办公业务有望保持高速增长；叠加整体运营效率提升，盈利能力持续增强。我们预计 2020—2022 年公司营业收入为 60.72/81.14/105.76 亿元，同比增长-26%/34%/30%；实现归母净利润 91.37/9.93/13.11 亿元，对应 EPS 为 6.66/0.72/0.96 元，维持“买入”评级。（汇率：1 元=1.12 港元）

至纯科技（603690）：募资扩产突破产能瓶颈，清洗设备业务持续看好

本次拟向 35 名特定投资者发行 A 股股票不超过 7800 万股，募集资金不超过 18.6 亿元。本次募集资金主要用于投资半导体湿法清洗设备扩产项目（4 亿元）、半导体晶圆再生二期项目（6 亿元）、光电子材料及器件制造基地（6.7 亿元）和补充流动资金（5.6 亿元）。8 月 11 日公司终止 14.9 亿元战投定增（此前战投定增锁定期 18 个月，但证监会核准时一般要求 36 个月），此次重新募投扩产主要是应对公司不断增长的设备订单。

吉比特（603444）：品类创新显成效，下半年储备丰富继续探索多元化

？盈利预测与投资评级：考虑《最强蜗牛》上线后的优异表现，

公司有望获得较高的投资收益及港澳台地区代理发行收益，同时下半年新品储备较多，多款新游拥有较高热度，上调此前盈利预测，预计 20-22 年分别实现营收 28.65/34.35/39.4 亿元，归母净利润 12.0/14.2/16.3 亿元，EPS 分别为 16.74/19.71/22.67 元，对应当前股价 PE 34/29/25X，看好公司长期战略实践，维持“买入”评级。

玉禾田（300815）：归母净利润大幅增长 156.26%，环卫服务贡献主增长

事件：2020 年上半年公司实现营业收入 20.57 亿元，同比增长 20.75%；归母净利润 3.48 亿元，同比增长 156.26%；扣非归母净利润 3.44 亿元，同比增加 162.87%；加权平均 ROE 同比下降 0.43pct，至 17.66%。

德林海（688069）：蓝藻治理行业龙头，业绩有望持续高速增长

投资要点：

国内湖库蓝藻治理龙头，经营业绩高速增长

蓝藻治理行业处在快速发展阶段，市场空间广阔

受益蓝藻治理行业爆发红利，公司业绩高速增长具备可持续性

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 2.51/3.52/4.71 元，当前股价对应动态 PE 分别为 53.83/38.29/28.66X。考虑到公司业绩持续快速增长，以及蓝藻治理行业处于快速成长阶段，首次覆盖予以“增持”评级。

风险提示：环保政策力度不及预期，竞争加剧导致盈利下滑，技术更新换代风险，应收账款减值风险。

公牛集团（603195）中报点评：Q2 加速恢复，逆势巩固渠道、丰富产品线

20Q2 业绩快速恢复，降幅环比收窄，转换器、数码业务快速恢复。公司发布 2020 年半年报，报告期内实现营业收入 41.09 亿元，同比下降 17.35%；实现归属母公司净利润 8.04 亿元，同比下降 24.62%。其中 2020Q2 实现营业收入 27.29 亿元，同比下降 0.67%，环比增长 97.78%，Q2 转换器、数码配件业务快速恢复，墙开、照明仍有一定压力；Q2 实现归属母公司净利润 6.33 亿元，同比下降 4.55%，环比增长 271.67%。20H1 毛利率为 37.64%，同比下降 2.65pct，毛利率下降的主要原因是结构变化、转换器产品占比提升，以及会计口径调整影响。

拉卡拉（300773）：交易流水恢复增长，商户经营服务延续强劲表现，科技持续赋能商户

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年公司分别实现营收 56.56/68.47/80.81 亿元，归母净利 10.44/13.20/16.37 亿元，EPS 分别为 1.30/1.65/2.05 元。公司持续加大产品创新，以科技赋能商户成长，我们认为支付端口价值有望被重塑，当前价格具备一定安全边际，继续维持“买入”评级。

天赐材料（002709）：电解液盈利大幅提升，卡波姆量价齐升

预计公司 20-22 年归母净利润 6.8/7.4/9.4 亿，同比增长 4093%/8%/26%，对应 PE 为 33x/30x/24x。考虑到公司是电解液龙头，主要客户需求恢复，给予 21 年 40 倍 PE，对应目标价 54 元，给予“买入”评级。

恒瑞医药（600276）：公司激励方案刺激新一轮中长期发展

盈利预测与投资评级：预计公司 2020-2022 年的收入分别为 294

亿、373 亿、506 亿元，增速分别为 26.1%、27.1%、35.6%，预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 66 亿、85 亿、111 亿元，增速分别为 24%、28%、31%，净利润三年复合增速高达 30%，预计公司 2020-2022 年的 EPS 分别为 1.24 元、1.59 元、2.08 元，当前股价对应估值分别为 75X、59X、45X。考虑公司未来研发管线逐渐兑现，参考可比公司估值和增速，维持“买入”投资评级。

先导智能（300450）：研发投入影响利润，看好行业进入扩产周期

盈利预测与投资评级：公司短期业绩受研发费用较高和 2019 年新接订单增速较慢的影响有压力，但是基于公司是锂电设备全球龙头，全球电动化大趋势下，设备企业具备先发优势，我们看好公司所处赛道的绝对领先地位和长期成长空间。我们预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 7.04/10.85/14.76 亿，对应当前股价 PE62/40/30 倍，维持“买入”评级。

风险提示：新能源车销量低于预期，下游投资扩产情况低于预期；盈利能力改善低于预期。

山东赫达（002810）：业绩持续改善，涂料级纤维素醚是焦点

盈利预测与投资评级：考虑到公司收购赫尔希少数股权，我们上调盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.38 亿元、2.76 亿元和 4.11 亿元，EPS 分别为 1.25 元、1.45 元和 2.16 元，PE 为 31X、27X 和 18X。维持“买入”评级。

风险提示：涂料级纤维素醚业务认证较难，存在业务推进不及预期的风险。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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）

硅片设备行业专题报告：大硅片亟待国产化，蓝海板块迎风而上

投资要点

光伏级向半导体级拓展是晶硅生长设备厂的成长之路

硅片是光伏和半导体的上游重要材料，主要区别在于半导体对于硅片的纯净度要求更高，由光伏向半导体渗透是硅片厂及硅片设备厂的成长之路。晶盛机电与连城数控是国内领先的晶硅生长设备商，均从光伏级硅片设备向半导体级硅片设备突破。内生（晶盛）：随着晶盛机电对单晶炉持续的研发投入，2018 年，晶盛机电新签半导体设备订单超过 5 亿元，是 2010 年半导体设备收入的 25 倍。外延（连城）:通过并购凯克斯，连城数控的业务延申至光伏及半导体单晶炉领域。

光伏平价+技术迭代，光伏单晶炉需求长期扩张

中国于 2020 年开启光伏平价上网时代，光伏电池行业正式由政策驱动转为经济效益驱动，我们预计 2020 年国内新增装机恢复高速增长。目前已披露 2020-2022 年国产光伏厂商扩产计划已达 150GW，根据测算，我们预计 2020-2022 年，光伏单晶炉需求将达到 313 亿元，迎来需求爆发期。

技术迭代推动设备行业持续景气：大尺寸硅片降本增效效果明显，代表未来发展方向，而设备端代际差异无法消除，将显著拉动硅片厂对大尺寸单晶炉的设备投资。未来随着 12 寸大硅片的渗透率提升，核心硅片设备商将会充分受益。

半导体大硅片亟待国产化，龙头设备厂有望受益下游需求爆发

在摩尔定律的影响下，半导体硅片正在不断向大尺寸的方向发展。目前，市场中 12 英寸和 8 英寸硅片合计占比接近 90%。但中国大陆的半导体硅片企业主要生产 6 英寸及以下的硅片，仅有少数几家企业具有 8 英寸硅片的生产能力，12 英寸大硅片对进口依赖度高。《瓦森纳协议》新增对 12 英寸大硅片的出口管制，大硅片国产化刻不容缓，而设备国产化是其中的关键一环。

目前 8 寸设备已多数实现国产化，而《瓦森纳协议》的重点管制对象——12 寸级别的硅片设备，以晶盛机电为首的国产设备商仍在验证中。未来随着半导体硅片的国产化加速，我们认为国内率先通过验证的设备厂商有望充分受益。

晶硅生长设备行业优质公司对比：晶盛机电 VS 连城数控

从规模上来看，二者的营收和利润均保持高速增长。2019 年，晶盛营收 31 亿元，为连城的 3 倍；晶盛归母净利为 6.4 亿元，为连城的 4 倍。从盈利能力上来看，二者毛利率、净利率分别约为 35%和 20%，与行业整体保持一致。从技术上来看，晶盛机电研发投入占比及技术人员占比均处于高位，分别为 6%和 26%。从客户结构上来看，晶盛机电第一大客户中环股份贡献了 56%的收入，相比于 2018 年的 69%下降了 13pct，客户

请务必阅读正文之后的免责声明部分

向多元化发展。

投资建议：重点推荐大硅片设备龙头【晶盛机电】，已具备 8 寸线 80%整线以及 12 寸单晶炉供应能力，大硅片国产化浪潮下最为受益。此外建议关注【连城数控】【沪硅产业】【中环股份】【神工股份】。

风险提示：设备和材料国产化不及预期；下游扩产进度不及预期。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双）

推荐个股及其他点评

微盟集团（02013）：智慧零售强劲增长，客户结构不断优化，看好私域流量崛起背景下公司商业化提速

投资要点

事件：公司 8 月 17 日公布 2020 半年报，20H1 实现营收 9.57 亿元（yoy+45.7%）；不考虑 SaaS 破坏事件损失，经调整营收 10.50 亿元（yoy+59.9%）；净亏损 5.46 亿（yoy-289.4%）；经调整 EBITDA1.15 亿元（yoy+68.0%）；经调整净利润 0.52 亿元（yoy+77.4%）。

点评：SaaS 业务维持量价齐升，智慧零售强劲增长优化客户结构，下半年预计智慧餐饮增长提速。2020H1SaaS 业务调整前营收 2.12 亿元；调整后营收 3.05 亿元（yoy+39.2%），期末付费商户数 8.85 万名（yoy+26.4%），ARPU3447 元/半年（yoy+10.2%）。分业务来看，智慧零售强劲增长，营收 4606.0 万元（yoy+701.0%），超 2019 年全年（4474.3 万元），占 SaaS 总收入 15.1%（19 年占比 8.8%）；期末商户数 2260 家，其中品牌商户数 457 家（去年同期 217 家）；品牌客户 ARPU 达 22.7 万元。智慧餐饮实现营收 2211.8 万元（yoy+69.3%），占 SaaS 总收入 7.3%；期末商户数 6532 家，ARPU 达 1.6 万元。上半年收购雅座、投资尚有，致力餐饮领域外卖、堂食、电商全场景数字化解决方案整合，受疫情影响，上半年餐饮商户预算紧缩，预计下半年增长提速。

精准营销毛收入高速增长，大客战略提升每广告主平均开支。2020H1 精准营销业务收入 7.45 亿元（yoy+70.4%），占收入比 77.8%（yoy+11.2pct），毛收入 46.1 亿元（yoy+156.5%）。期末广告主数量达 2.61 万名（yoy+33.5%），每广告主平均开支 17.68 万元（yoy+92.1%），复投率 67.2%（yoy+10.5pct）。 精准营销业务增长主要系 1）经济疲软期间广告主更偏好效果广告；公司深度探索“广告+小程序”一体化解决方案，实现与广告主共赢。 2）通过区域下沉，团队直接触达服务广告主，提高拓客效率；20H1 获得了北京、广州等关键区域牌照，拓展业务范围。3）公司拓展抖音、快手等去中心化渠道，目前公司精准营销已进入电商、金融、快消等 20 多个行业。

大客化、国际化、生态化战略三位一体，不断拓展业务边界。大客化：相比中小客户，大客户客单价及 ROI 更高、留存率更高、生命周期更长，产品进入成熟期后规模效应较强。国际化：目前公司已在澳大利亚、加拿大、日韩等地初步运营。生态化：公司内生外延不断扩展云服务品类、提高云服务能力。内部在完善商业云、营销云基础上扩展销售云、服务云，外部通过投资并购、战略合作等方式快速切入新领域，如餐饮领域

请务必阅读正文之后的免责声明部分

收购雅座及战略投资商有，协同微盟 SaaS 能力打造集会员、收银、外卖、商城、点餐、预订、供应链管理为一体的全场景数字化解决方案；投资智能教务+教培 SaaS 供应商“小麦助教”快速切入教育领域等。

盈利预测与投资评级：根据中报及公司业务发展前景预测，上调营收预测，预计 2020-2022 年公司分别实现营收 22.93/33.06/45.10 亿元，归母净利润-2.24/2.34/3.78 亿元（受宏机事件影响，利润有所下调），预计 21 年 SAAS 分部实现营收 10.65 亿元，给予 20 倍 PS，精准营销实现 149.41 亿元毛收入，按 3.5%利润率估算，给予精准营销分部 15 倍 PE，对应目标价 14.53 港元，疫情催化商家数字化转型，同时电商交易场景不断往私域渗透，我们认为公司将受益于产业趋势，上调至“买入”评级。

风险提示：对腾讯平台较为依赖；产品开发滞后；渠道合作伙伴流失。

（证券分析师：张良卫　研究助理：李赛）

安井食品（603345）：疫情下顺势而为，业绩持续超预期

事件：

公司发布 2020 年中报，20H1 实现营收 28.53 亿元（+22.14%），归母净利 2.6 亿元（+57.36%），扣非净利 2.32 亿元（+55.31%）。20Q2 实现营收 15.74 亿元（+27.02%），归母净利 1.72 亿元（+71.61%），扣非净利 1.54 亿元（+72.38%）。

投资要点

产能落地，收入增长提速。20H1 实现营收 28.53 亿元（+22.14%），其中 Q2 实现营收 15.74 亿元（+27.02%）。分渠道，疫情催化渠道变革，公司渠道策略由“餐饮流通为主、商超电商为辅”转变为“BC 兼顾、双轮驱动”，顺应需求加大各类超市、生鲜门店、社区团购、电商平台的渠道开发，20H1 商超、电商分别同增 61/116%，收入占比提升至 0.7/16.3%；特通渠道主要对接餐饮 20H1 同增 7%，收入占比降至 1.8%；Q1/Q2 经销商分别净增加 52/151 家，20H1 经销商渠道同增 16%，保持稳健增长，预计经销商扩容红利将在 20H2 加速释放。分区域，除东北/华东外，其他区域基本实现 30%+增长，其中 2 月河南工厂投产有效缓解华中等地产能紧缺问题。分产品，速冻米面/肉/鱼糜/菜肴制品分别实现收入 7.5/7.4/11.4/2.3 亿，分别同增 17/24/30/4%，除菜肴业务因餐饮消费热度降低外，其他产品 Q2 均实现环比提速；鱼糜制品受益于锁鲜装产销两旺实现高增，肉制品在去年低基数背景下亦实现恢复。

提价红利+成本控制力持续验证，业绩持续超预期。20H1 公司实现毛利率 28.51%(+3.03pct)，主要是 1）疫情期间公司自营电商和商超等毛利较高的 C 端渠道合计占比提升，公司“锁鲜装”等商超高端产品热卖，产品结构优化；2）公司于 19Q4 多次提价，提价红利持续释放；3）20H1 猪、鸡价格不同程度回调降低成本，此外公司 20H1 原材料存货 8.6 亿元，同比+3.8 亿元，环比+0.8 亿元，高原材料库存提高公司成本控制力。20H1 销售费用率 11.33%(-0.69pct)，其中因疫情期间需求旺盛公司广告费用同比降低 12%至 0.4 亿元，商超覆盖数量增加导致进场费促销费同增 66%至 0.6 亿元。20H1 管理费用率（含研发）5.87%(+1.82pct)，其中包含股份支付费用 0.27 亿元。综上 20H1 扣非净利 2.32 亿元（+55.31%），其中 Q2 扣非净利 1.54 亿元（+72.38%），加回股权激励费用后 Q2 同增约+95%。

盈利预测与投资评级：销售能力筑行业壁垒，疫情催化食材工业化需求，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

长期看好龙头市占率提升。预计 20-22 年公司营收 66/79/94 亿元，同比 25/21/19%；归母净利 5.3/6.9/8.6 亿元，同比 43/29/26%。当前股价对应 20-22 年 PE 分别为 75/58/46，维持“买入”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　研究助理：宗旭豪）

蓝色光标（300058）：出海业务毛利率提升，业绩弹性逐步显现

投资要点

公司 2020 年上半年实现收入 173.75 亿元，同比增长 47.91%，因去年同期拉卡拉上市带来公允价值变动损益 2.6 亿元影响，公司归母净利润同比下滑 30.2%至 3.27 亿元，扣除非经常性损益影响，公司扣非后归母净利润为 2.80 亿元，同比增长 27.32%。业绩符合公司前期指引。其中 Q2 实现收入 92.58 亿元，同比增长 50.49%，扣非后归母净利润 1.33 亿元，同比增长 43.82%，收入利润均加速增长。

游戏、电商及互联网工具类广告投放快速增长，推动公司业务逆势增长。上半年，广告大盘受疫情冲击的大背景下，公司逆势实现高增长。主要由于游戏、电子商务等行业的出海业务、短视频业务以及唤醒业务的快速发展，来自游戏、电商和互联网应用广告主的预算分别增长 75.15%、46.73%和 66.09%；分业务来看，中国业务和出海业务分别增长 52.95%和 58.53%，国际业务因海外疫情扩散而同比下滑 13.75%。

出海业务毛利率提升，业绩弹性逐步显现。公司出海业务毛利率持续提升，由去年同期的 1.25%，提升至 2019 年的 1.29%，至今年上半年为 1.45%，出海业务收入体量大，业务增速快，这部分业务毛利率的提升将为公司业绩带来明显增量。毛利率的增长也符合我们之前的判断。当前公司出海业务的毛利率提升来自三个方面：1、加大品牌客户和重度服务客户的出海业务开拓，这部分广告主的毛利率高于公司当前游戏、电商、工具类广告主；2、调整出海业务媒体资源布局，让毛利率高的中型媒体资源越来越多；3、通过蓝标在线等方式智能化降低中小企业投放门槛，而中小企业毛利率高于大型企业。

蓝标在线 SaaS 服务开拓广告营销行业全新赛道。公司推出了针对中小企业线上标准化智能营销 SaaS 服务——蓝标在线。蓝标在线汇集了公司多年来的营销服务经验，将这些能力以 SAAS 的模式提供给中小客户。SaaS 服务具有标准化、用户粘性高、需求持续性强等特点，未来将成为公司重要的收入来源。蓝标在线服务开拓了广告营销领域的全新赛道，将营销服务落实到中小型企业，根据 CTR 数据，近三年，只有中小型广告主营销预算占比始终上升，而且加速增长。

盈利预测与投资评级：鉴于公司上半年强劲的业绩增长，我们调高公司 2020-2022 年收入预测，预计分别为 362.39/432.54/508.15 亿元，同比增长 28.9%/19.4%/17.5%;归母净利润 6.47/8.59/10.97 亿元，同比增长 -9.0%/32.8%/27.7%，对应 PE 分别为 27.74/20.88/16.35 倍。公司在数字科技营销领域优势稳固，蓝标在线业务开拓了行业增长的新赛道，公司具有丰厚的经验积累和先发优势，我们维持公司“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧，宏观环境超预期下滑，应收账款回款不利，商誉减值风险

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（证券分析师：张良卫）

蓝思科技（300433）：垂直整合加速，新兴龙头崛起

投资要点

5G 拉长行业景气度，周期属性削弱：目前，5G 智能手机出货量显著增长，5G 换机进程加速推进，有望成为未来推动智能手机市场的主要驱动力，玻璃盖板成为 5G 时代兼顾性能与成本的主流机壳方案，相关产品量价齐升。公司在玻璃盖板市场龙头地位稳固，工艺、技术、规模稳居国际领先地位。随着智能手机市场对玻璃盖板需求的提升，公司加速聚拢全球消费电子客户资源和产品资源，市场份额持续扩大。

玻璃赛道强者恒强，龙头份额持续提升：苹果回归双玻璃盖板方案，公司与苹果等优质客户协同推进新品开发，供货份额和产品技术的领先优势逐步扩大。在安卓市场，3D 玻璃渗透率持续提升，应用市场空间广阔，公司率先商用智能手机 3D 玻璃盖板，有望充分受益于 3D 玻璃市场需求的提升。此外，公司积极布局智能穿戴产品防护零组件业务，在业内率先将蓝宝石等新材料应用于智能手表产品。未来，公司防护零组件产品在智能穿戴市场的应用推广，有望持续增厚公司业绩。

垂直一体化加速，不断拓展成长边界：在外观件领域，公司掌握了玻璃、蓝宝石等材料的核心技术，并通过收购可胜泰州和可利泰州切入金属机壳市场，在触控显示领域，公司在智能手机、智能手表和汽车电子等应用市场积极拓展，目前已实现车载电子设备、外观结构件向特斯拉等品牌客户的稳定供货，在智能装备领域，公司具备专用设备自主研发制造能力，智能制造水平不断提高，进一步扩大了公司的核心竞争优势。

核心指标行业领先，盈利释放有望持续超预期：目前，公司集聚优质市场资源，业绩实现高速增长；利润率水平回归高位，盈利能力明显改善；公司持续投入自主研发，推动玻璃产品升级和相关产业链垂直一体化整合，有序扩充产能和优化产能配置，扩大员工规模，从而带动公司经营规模的持续扩大，市场份额稳步提升。同时，公司精益化管理成效显著，期间费率逐步下降，收入结构逐渐优化，资产负债率明显下降，现金流状况持续改善，且经营效率显著提升，公司整体经营状况持续向好。

盈利预测与投资评级：蓝思科技对外外延扩张版图，对内加强管理治理，新一轮上升周期的发展质量已经不可同日而语，近期并购可胜&可利相关资产，进一步奠定了在大客户产业链的龙头地位，估值具备进一步提升的空间。不考虑此次收购，预计公司 2020-2022 年营收为 405.23、496.03、621.87 亿元，同比增长 33.9%、22.4%、25.4%；归母净利润为 45.37、55.48、69.49 亿元，同比增长 83.8%、22.3%、25.2%，实现 EPS 为 1.03、1.27、1.59 元，对应 PE 为 30、24、20 倍。公司通过内生外延双轮驱动，未来业绩增长动能充足，参考立讯精密等可比公司估值，给予公司 2021 年 45 倍目标 PE，目标价 57.15 元，目标市值约 2500 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：市场需求不及预期；新品推出不及预期；客户开拓不及预期。

（证券分析师：王平阳）

金山软件（03888）：《剑网三》业绩亮眼，办公业务高增长

投资要点

请务必阅读正文之后的免责声明部分

事件：金山软件 20Q2 实现营业收入 14.2 亿元，同比增长 49%，环比增长 21%；运营利润 3.85 亿，同比增长 232%；归母净利润 91.5 亿元，去年同期亏损 14.2 亿元，归母净利润大幅提升主要由于 Q2 金山云独立上市，公司出售金山云股份，获得非持续经营业务净收益 89.27 亿元。剔除该部分收益，公司 20Q2 净利润为 2.74 亿元，去年同期亏损 15.49 亿元。

金山云出表，高毛利游戏和办公业务将提升公司盈利能力。20Q2 公司整体运营情况改善，毛利率大幅提升至 84.7%，毛利提升主要由于公司自研游戏贡献收入占比提升叠加金山云出表影响；收入结构方面，游戏和办公业务分别占比 61%和 39%，游戏收入占比略有下降主要受 Q2 复工影响。

疫情推动游戏业务增长，2020 年运营情况将改善。游戏收入 8.69 亿，同比增长 53%，环比增长 11%，增长主要来自公司旗舰游戏《剑网三》Q2 收入同比增长达 120%，自 19Q4 和 20Q2 新宣传片发布后，该游戏收入贡献持续上升，Q2 日均活跃用户同比增长 39%，即使复工后，依旧实现环比增长，充分说明剑侠 IP 的价值所在。其他游戏方面，六月公司代理游戏《最终幻想》已经开启全平台预约，八月《剑侠情缘 2：剑歌行》上线首日登顶 IOS 免费榜，后续也将陆续推出《卧龙吟 2》，《新剑侠情缘》等新游戏，我们预计 2020 年公司整体游戏收入增速有望达 30%+。

金山办公发展良好，疫情驱动在线办公行业快速发展。20Q2 办公业务实现收入 5.44 亿元，同比增长 36%。截至 2020 年 6 月底，MAU 达 4.54 亿，同比增长 30.5%，环比增长 1.6%。其中，办公软件授权业务收入 2.14 亿，同比增长 6%，未来随各行各业复苏以及国产招标推进，增速将提升。用户方面，WPSofficePC 版月度活跃用户数 1.72 亿，环比增长 2.38%；移动版月度活跃用户数 2.75 亿，环比增长 1.48%；其他产品如金山词霸等月度活跃用户数接近 0.07 亿。累计年度付费个人会员数达到 1681 万，同比增长 98.47%，环比增长 39.85%，付费渗透率达到 3.7%，2019 年底约 2.92%。

盈利预测与投资评级：考虑公司各项业务发展迅速，后续陆续有重磅游戏上线，办公业务有望保持高速增长；叠加整体运营效率提升，盈利能力持续增强。我们预计 2020—2022 年公司营业收入为 60.72/81.14/105.76 亿元，同比增长-26%/34%/30%；实现归母净利润 91.37/9.93/13.11 亿元，对应 EPS 为 6.66/0.72/0.96 元，维持“买入”评级。（汇率：1 元=1.12 港元）

风险提示：新游戏上线不及预期；行业竞争激烈；政策监管风险。金山办公发展不及预期。

（证券分析师：张良卫　证券分析师：郭天瑜）

至纯科技（603690）：募资扩产突破产能瓶颈，清洗设备业务持续看好

事件：8 月 17 日晚公司公告拟定增募资不超过 18.6 亿元，用于清洗设备、晶圆再生、光电子器件扩产及补充流动资金。

投资要点

市场需求强劲，募资扩产解决产能瓶颈

本次拟向 35 名特定投资者发行 A 股股票不超过 7800 万股，募集资金不超过 18.6 亿元。本次募集资金主要用于投资半导体湿法清洗设备扩产项目（4 亿元）、半导体晶圆再生二期项目（6 亿元）、光电子材料及器件制

请务必阅读正文之后的免责声明部分

造基地（6.7 亿元）和补充流动资金（5.6 亿元）。8 月 11 日公司终止 14.9 亿元战投定增（此前战投定增锁定期 18 个月，但证监会核准时一般要求 36 个月），此次重新募投扩产主要是应对公司不断增长的设备订单。

2019 年公司启东一期生产基地全面建成，已达到 48 套/年的清洗设备产能，一二期共规划 96 套/年。目前中芯、德州仪器、燕东、华润等用户均有重复订单购买公司湿法装备，这是对于公司设备性能的最佳验证。同时公司湿法装备的新订单中增加了华虹集团、中车、台湾力晶、湖南楚微、新昇、瀚天天成、华为等新用户。2020 年二季度公司公司槽式清洗设备出货超 10 台，首台单片设备正式交付。我们认为公司凭借产品优势，不断获得大客户重复订单，同时新客户顺利拓展，未来公司湿法工艺装备订单依然将保持较快增长速度，这次扩产将解决公司的产能瓶颈问题，也彰显了公司对湿法装备业务的信心。

看好清洗设备：赛道好空间大，容易率先实现大部分国产化

目前清洗设备在半导体设备市场中价值量占比约 5%-6%，较光刻、刻蚀等核心设备价值量较低。但随着晶圆制程工艺的复杂化，清洗机的占比整线的比例未来有望提高至 10%。

同时由于清洗机的技术门槛相对较低，我们认为比较容易率先实现全面国产化。我们预计中国大陆地区每年的湿法清洗设备的空间在 15-20 亿美元，目前除长江存储之外的各家晶圆厂，清洗机的国产化率均在 10%以内，假设到 2023 年清洗机的国产化率可达 40%-50%，预计国产设备的每年的市场空间在 40-70 亿元。

公司清洗设备国内龙头地位稳固

公司的半导体清洗设备主要包括湿法槽式清洗设备（难度低）和单片式清洗设备（难度高）。2019 年起开始批量出货，目前槽式清洗设备和单片式清洗设备均能应用于 8 寸及 12 寸的晶圆。公司凭借技术优势，迅速积累了中芯国际、北京燕东、TI、华润等高端客户资源，2019 年湿法工艺装备新增订单总额达 1.7 亿元（截止 2019 年末，累计已取得近 40 台正式订单，已完成近 20 台设备装机）。此外公司的核心优势体现在深入布局中国高端供应链，包括阀件等零部件的技术储备，以后在市场竞争及价格方面会占据主动。因此我们认为至纯科技与盛美半导体双龙头占据国内清洗设备高端市场的竞争格局比较稳定，在国产替代浪潮下至纯科技受益最明显。我们预计 2020-2022 年公司半导体设备收入分别为 1.6、2.9、5.0 亿元

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 1.5 亿、2.1 亿、2.8 亿，当前股价对应动态 PE 分别为 73 倍、53 倍、40 倍，在可比公司中处于较低位置，我们看好公司半导体清洗设备业务的发展，在估值上存在提升空间，维持“增持”评级。

风险提示：半导体业务进展不及预期；毛利率波动风险。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　研究助理：朱贝贝）

吉比特（603444）：品类创新显成效，下半年储备丰富继续探索多元化

投资要点

请务必阅读正文之后的免责声明部分

事件：吉比特发布 2020 年半年度报告，公司 20 年上半年实现营收 14.09 亿元，yoy+31.61%，实现归母净利润 5.50 亿元，yoy+18.17%，扣非归母净利润 4.99 亿，yoy+12.89%。其中 Q2 实现营收 6.69 亿元，yoy+18.48%，归母净利润 2.28 亿元，yoy-9.59%。

点评：《问道手游》推动营收增长，外部研发商游戏分成支出不再摊销及投资亏损致利润增速放缓。上半年疫情催化叠加多项活动推出，《问道手游》延续长线优异表现，1 月鼠年新年服“伶俐鼠”上线；4 月四周年服上线并邀请张若昀代言，游戏热度突破 290 万，达 4 年新高；同时 Q2 解锁 135 级，吸引大量老玩家回归，上半年《问道手游》在 iOS 游戏畅销榜平均排名为 23 名，最高排名第 6 名，推动营收高增。20H1 毛利率为 89.4%，yoy-1.7pct，主要由于外部研发商的游戏分成支出不再进行摊销和本期游戏授权金摊销增加；三费方面，销售费用率 7.67%，yoy-2.68pct；管理费用率 10.0%，yoy+3.21pct，主要系预提业绩奖金，办公楼折旧增加，管理部门薪酬增加；研发费用率 14.23%，yoy+0.07pct；财务费用率-1.18%，yoy-0.33pct。公司旗下投资公司青瓷于 6 月 23 日上线《最强蜗牛》，由于游戏营销广告投入前置，流水回收相对滞后，Q2 公司对联营或合营企业投资产生 0.35 亿元亏损，致利润增速放缓，20H1 公司净利率 51.26%，yoy-4.74pct。

旗下投资公司推出放置品类爆款，实践品类创新及精品化战略。公司通过自研及对外投资布局，实践品类创新及精品化战略，20 年旗下投资公司青瓷推出放置品类游戏《最强蜗牛》，6 月 23 日上线国内后，凭借创新玩法、特色画风、玩梗剧情，连续 9 日占据 iOS 游戏免费榜榜首，上线首月在 iOS 游戏畅销榜平均排名第 6 名，最高至游戏畅销榜第 2 名；同时公司获得《最强蜗牛》港澳台地区的发行权（7 月 22 日上线），上线一周多次位列三地区免费榜第一，畅销榜位居香港、台湾地区 TOP5。《最强蜗牛》的成功有望为公司带来较高的投资收益及业务合作收益。

新品储备丰富，兼顾优势品类同时继续探索多元化。下半年新游矩阵丰富，涵盖 Rougelike、放置、SLG、解密等多达 10 个品类，覆盖手机、PC、PS 三个平台。优势品类 Rougelike 储备有《魔渊之刃》、《提灯与地下城》；放置品类储备有《一念逍遥》等三款；同时公司代理了现象级网页游戏《摩尔庄园》的手游版；解密品类中有四款储备，其中《细胞迷途》由雷亚游戏研发，TapTap 预约人数 9 万，评分高达 9.9 分。

盈利预测与投资评级：考虑《最强蜗牛》上线后的优异表现，公司有望获得较高的投资收益及港澳台地区代理发行收益，同时下半年新品储备较多，多款新游拥有较高热度，上调此前盈利预测，预计 20-22 年分别实现营收 28.65/34.35/39.4 亿元，归母净利润 12.0/14.2/16.3 亿元，EPS 分别为 16.74/19.71/22.67 元，对应当前股价 PE34/29/25X，看好公司长期战略实践，维持“买入”评级。

风险提示：单一产品营收占比较大；行业政策趋严；新游研发运营失败。

（证券分析师：张良卫　研究助理：李赛）

玉禾田（300815）：归母净利润大幅增长 156.26%，环卫服务贡献主增长

投资要点

事件：2020 年上半年公司实现营业收入 20.57 亿元，同比增长 20.75%；归母净利润 3.48 亿元，同比增长 156.26%；扣非归母净利润 3.44 亿元，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

同比增加 162.87%；加权平均 ROE 同比下降 0.43pct，至 17.66%。

归母净利润高增 156.26%，环服业务贡献主增长。20H1 公司实现营收 20.57 亿元，同增 20.75%；归母净利润 3.48 亿元，同增 156.26%；综合毛利率 31.11%，同升 10.04pct。分业务来看，环卫营收 16.10 亿元，同增 25.54%，毛利率 36.09%，同升 12.04pct，毛利率高增与疫情影响下部分增值税及社保减免有关；物业营收 4.39 亿元，同增 4.32%，毛利率 12.66%，同升 0.69pct。

资产负债率下降 28.93pct，净营业周期增加。2020H1 公司资产负债率 34.50%，同降 28.93pct。应收账款周转率同降 0.27 次至 2.13 次，存货周转率同增 82.47 次至 241.75 次，净营业周期同增 8.91 天至 52.91 天。

2020H1 经营性现金流净额同比增加 23.96%至 1.1 亿元。20H1 经营活动现金流净额 1.11 亿元，同增 23.96%；投资活动现金流净额-4.06 亿元，同减 90.16%；筹资活动现金流净额 6.33 亿元，同增 578.18%。

预计向特定对象发行股票募集资金 30 亿元，重点投向智慧装备配置、环卫信息化等项目。公司公告预计向不超过 35 名特定对象发行股票募集资金总额不超过 30 亿元，募集资金将主要投向环卫装备集中配置项目、环卫信息化及总部管理中心项目及补充流动资金。

标准化&机械化&管理优势促份额集中，预计 6 家环卫上市公司营收 6 年可扩张至 5.58 倍。环卫行业未来迎标准化、机械化、管理优势促降本增效 3 大趋势，预计 25 年 6 家环卫龙头营收市占率可提升至 20%，叠加 25 年环服市场化空间较 19 年增 134%，预计 25 年 6 家上市环卫龙头整体营收可扩张至 5.58 倍！

ROE 领先同行 10.14pct，卓越管理能力助力业绩增长。20H1 公司 ROE 为 17.66%，较同业高出 10.14pct。主要系：a）精细化管理降本增效，公司近年来环卫服务毛利率显著领先同行，19 年同增 2.54pct 至 24.58%，领先同行 2.74pct，20H1 继续提升至 36.09%。核心子公司盈利能力稳定增长，同一区域项目公司 ROA 高出同行 10pct；b）运营效率高效，20H1 资产周转率 0.65，是同行均值的 1.3 倍。c）人均贡献持续提升，近 5 年复合增速高达 18.96%，19 年达 2.47 万元/人领先同行 9.81%。公司凭卓越管理能力，预计领先优势持续，强者恒强助业绩增长。

物业清洁下游客户需求增长，龙头凭借先发优势份额提升。公司在物业清洁领域具备传统领先优势，聚焦高端市场。20H1 毛利率持续提升 0.69pct 至 12.66%，未来有望凭借先发优势份额持续提升。

盈利预测：我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 3.93/5.95/8.35 元，对应 36/24/17 倍 PE，给予“买入”评级。

风险提示：市场化率提升不及预期，市场竞争加剧，利润率下降风险

（证券分析师：袁理）

德林海（688069）：蓝藻治理行业龙头，业绩有望持续高速增长

投资要点

国内湖库蓝藻治理龙头，经营业绩高速增长

公司是集关键技术开发、解决方案、系统设计、整装集成、运行维护、监测预警于一体的蓝藻治理综合服务商,主要从事以湖库蓝藻水华灾害应

请务必阅读正文之后的免责声明部分

急处置以及蓝藻水华的预防和控制为重点的蓝藻治理业务。2019 年公司实现营业收入 2.97 亿元，2016-2019 年 CAGR 达到了 83.6%；2019 年公司实现归母净利润 1.00 亿元，2016-2019 年 CAGR 达到了 132.1%，经营业绩呈现高速发展态势。

蓝藻治理行业处在快速发展阶段，市场空间广阔

当前我国各重要湖泊水库均面临富营养化程度高、蓝藻水华灾害频发的问题，蓝藻爆发对人类健康、饮用水安全和环境造成严重危害，蓝藻治理至关重要。自 1999 年至今二十年间，我国蓝藻治理行业从无到有，经历了萌发、诞生、推广应用与快速发展的历程，蓝藻行业的快速发展直接带动了相关市场规模的快速发展，“十三五”期间仅四大湖泊蓝藻治理市场规模就超过 37 亿元。

虽然蓝藻治理已经取得了阶段性成果，但我国其它富营养化湖泊蓝藻爆发的情况尚未得到明显缓解。除六大湖外，蓝藻治理市场还包括 19 个爆发过蓝藻水华的湖库、60 个存在富营养化问题的湖库以及 618 个水源地，蓝藻治理依然迫在眉睫，随着经济发展，越来越多的富营养化湖泊开展蓝藻治理工作，国内蓝藻治理的市场广阔。

受益蓝藻治理行业爆发红利，公司业绩高速增长具备可持续性

蓝藻治理领域竞争对手较少，公司处于绝对领先地位，受益蓝藻治理行业的持续爆发，公司的业绩有望持续快速增长：①公司目前已经形成了较为丰富蓝藻治理技术装备产品线，以满足下游蓝藻治理需求，将充分受益行业发展，相关技术装备业务收入有望持续快速增长；②随着公司蓝藻治理技术装备的不断交付，运维收入仍将快速提升，保证了公司持续稳定的业绩增长同时，降低了业绩波动的风险。

作为首家登陆资本市场从事蓝藻治理的企业，有望借助资本市场优势，持续巩固领先地位。“湖库富营养化监控预警建设项目”、“蓝藻处置研发中心建设项目”募投项目是基于公司现有人才、技术、业务和客户基础，对公司现有业务的深度拓展和湖库富营养化蓝藻治理技术装备研发水平的提升，有助于公司在蓝藻治理行业中增强竞争力，巩固行业领先地位。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 2.51/3.52/4.71 元，当前股价对应动态 PE 分别为 53.83/38.29/28.66X。考虑到公司业绩持续快速增长，以及蓝藻治理行业处于快速成长阶段，首次覆盖予以“增持”评级。

风险提示：环保政策力度不及预期，竞争加剧导致盈利下滑，技术更新换代风险，应收账款减值风险。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：袁理）

公牛集团（603195）中报点评：Q2 加速恢复，逆势巩固渠道、丰富产品线

投资要点

20Q2 业绩快速恢复，降幅环比收窄，转换器、数码业务快速恢复。公司发布 2020 年半年报，报告期内实现营业收入 41.09 亿元，同比下降 17.35%；实现归属母公司净利润 8.04 亿元，同比下降 24.62%。其中 2020Q2 实现营业收入 27.29 亿元，同比下降 0.67%，环比增长 97.78%，Q2 转换器、数码配件业务快速恢复，墙开、照明仍有一定压力；Q2 实现归属母公司

请务必阅读正文之后的免责声明部分

净利润 6.33 亿元，同比下降 4.55%，环比增长 271.67%。20H1 毛利率为 37.64%，同比下降 2.65pct，毛利率下降的主要原因是结构变化、转换器产品占比提升，以及会计口径调整影响。

转换器 Q2 快速恢复，加大渠道培育及拓展，上半年重点开拓贸易公司、B2B 集采平台，市场结构不断优化。Q2 国内疫情影响趋缓后转换器业务开始快速恢复，率先实现销售正增长。产品端持续迭代，上半年公司推出 MINI 款两极插座系列；提出插座融于家居的装饰化理念，开发家居焕新插座系列。销售端加大五金渠道超级售点的培育力度，提高单店效率及产出，并借助遍布全国的经销商开拓超市、单位工程售点，上半年重点开拓贸易公司、B2B 集采平台，市场结构不断优化。

墙壁开关插座受下游停工影响短期承压，但 PIANO 等高端产品推出，进一步布局一线及高端市场，设立 ToB 事业部，拓展行业客户。今年上半年受疫情影响，墙开下游的建筑、装饰市场开工情况较差，墙开需求受一定影响。产品端，定位中高端的 PIANO（皮亚诺）系列装饰开关成功上市，进一步拓展高端市场。同时公司在墙开业务部门下设 ToB 事业部，在建筑、家装等直销渠道有望实现新的拓展。

LED 照明同样短期承压，发挥公司渠道优势，同时产品线不断拓宽。LED 照明下游与墙开较重叠，上半年相对承压。与此同时，公司快速拓展产品线，在基础灯具方面，全面升级筒灯、射灯、灯带，形成阶梯化矩阵式产品布局。在装饰灯方面，公司上市耀晖、郎晨等 10 款新品，产品线不断拓宽。

数码精品业务渠道、产品共同发力。数码一方面持续拓展手机专卖店渠道、数码配件店渠道、积分商城及礼赠品渠道、小超市便利店渠道的建设，另一方面不断丰富产品系列，积极拓展 65W 及更大充电功率的快充电源产品，同时布局 TWS、高功率密度的电源等产品技术。

盈利预测与投资评级：预计 2020-22 年公司归母净利润分别 23.08 亿、28.22 亿、34.28 亿，同比分别+0.2%、+22.3%、+21.5%，对应现价 PE 分别 42 倍、34 倍、28 倍，给予目标价 188 元，对应 21 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）

拉卡拉（300773）：交易流水恢复增长，商户经营服务延续强劲表现，科技持续赋能商户

投资要点

事件：8 月 17 日公司发布 2020 年中报，20H1 实现营业收入 25.06 亿，同比增长 0.38%，归母净利润 4.36 亿，同比增长 18.99%，扣非归母净利润 4.28 亿元，同比增长 18.82%，业绩落入此前预告区间。

点评：克服疫情影响交易流水恢复增长，商户经营服务实现同比翻番。2020H1，公司支付业务实现营业收入 20.46 亿元，同比减少 10.79%，占比 81.6%；商户服务大幅增长，实现营收 3.2 亿元，同比增长 109.36%，占比 12.8%，收入结构进一步优化。公司克服了一季度新冠疫情的影响，实现业绩逆势增长，主要源于上半年启动了新一轮市场扩张计划，加速新型小微收单终端投放，2020H1 收单交易金额达 1.74 万亿，同比增长

请务必阅读正文之后的免责声明部分

8.24%，其中扫码支付交易金额 2965 亿元，同比增长 11.12%；另外商户经营服务实现同比翻番增长。

费用管控继续优化，净利率持续提升至 17.5%。20H1 公司毛利率 42.36%，同比减少 2.39pct，费用端管控继续优化，上半年销售费用率 12.17%，yoy-3.25pct，主要为受疫情影响公司减少了渠道扩张及营销力度有所减弱；管理费用率 5.65%，yoy+0.06pct；研发费用率 4.27%，yoy-1.53pct；财务费用率-1.16%，yoy-1.88pct，主要系经营资金与募集资金增加利息收入且 19 年 4 月开始，银联对代付结算服务免收手续费；净利率持续提升至 17.52%，yoy+2.57pct。

重塑支付端口价值，持续加大产品创新，以科技赋能商户成长。支付科技：加大基于“支付+”模式的 SAAS 产品研发与推广力度，去年 Q4 投放的云小店已经覆盖超过 1.4 万家商户，同时针对行业类客户及上下游生态在资金清结算方面的痛点，推出“钱账通”SaaS 综合解决方案。金融科技：上半年实现营收 1.99 亿元，同比增长 474%，主要为各类金融产品引流，包含大树保险经纪并表因素；同时成立全资子公司“御风科技”，向中小银行输出公司成熟的银行卡收单、条码支付、风险监控等在内的整体支付受理 SAAS 解决方案——“云收单”，上半年新拓展了 6 家银行客户，累计服务了 18 家银行机构。电商科技：积分购业务上半年交易金额 18.7 亿，同比增长 16.9%。信息科技：实现收入 8958 万元，同比增长 25%。其中会员订阅服务同比增长 28%，广告业务受疫情影响同比下滑 66%，实现收入 552 万元；SAAS 服务方面，加大对“云小店”在内的 SAAS 产品推广，实现用户基数的提升，未来将持续丰富 SAAS 产品种类及完善产品成熟度，以科技不断赋能商户成长。

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年公司分别实现营收 56.56/68.47/80.81 亿元，归母净利 10.44/13.20/16.37 亿元，EPS 分别为 1.30/1.65/2.05 元。公司持续加大产品创新，以科技赋能商户成长，我们认为支付端口价值有望被重塑，当前价格具备一定安全边际，继续维持“买入”评级。

风险提示：行业监管趋严，竞争格局变化，增值服务进展不及预期。

（证券分析师：张良卫　研究助理：李赛）

天赐材料（002709）：电解液盈利大幅提升，卡波姆量价齐升

投资要点

2020H1 归母净利润 3.12 亿元，同比增长 516.88%，处于业绩预告中值，符合预期：2020 年 H1 公司营收 15.93 亿元，同比增加 30.8%；归母净利润 3.12 亿元，同比增长 516.9%，处于业绩预告中值，符合预期（此前预告 20 年上半年实现归母净利润 3.05-3.25 亿）；扣非净利润 3.11 亿元，同比增长 492%；20H1 毛利率为 43.84%，同比增加 16.75pct；净利率为 18.46%，同比增加 14.98pct。公司 20H1 计提资产减值损失 0.65 亿，主要为存货跌价损失。

卡波姆放量带动 20Q2 业绩同环比大幅提升：20Q2 公司实现营收 10.68 亿元，同比增加 58.47％，环比增长 103.39%；归母净利润 2.7 亿元，同比增长 1132.73%，环比增长 550.95％，扣非归母净利润 2.7 亿元，同比增长 901.18%，环比增长 559.38%，若不考虑减值损失，Q2 净利润有望达到 3.4 亿。盈利能力方面，Q2 毛利率为 49.87%，同比增长 22.2pct，环

请务必阅读正文之后的免责声明部分

比增长 18.27pct；净利率 23.83%，同比增长 21.3pct，环比增长 17.48pct；Q2 扣非净利率 25.28%，同比提升 21.27pct，环比提升 17.48pct。

公司业绩持续高增，预告前 3 季度利润 5-5.5 亿，同比+455%~+511%，好于预期：公司预告前 3 季度利润 5 亿至 5.5 亿，同比上升 455.43%至 510.98%，其中 Q3 归母净利润为 1.88 亿元-2.38 亿元，同比增长 376%-503%，环比下降 12%-30%，我们预计 Q3 电解液出货量出货量超过 2 万吨，环比提升 40%左右，卡波姆价格略微回落，盈利回调。

电解液成本优势突出，海外客户放量，盈利水平逆势大幅提升。锂离子电池材料业务 20 年 H1 收入 8.19 亿元，同比增长 10.3%，逆势增长，其中磷酸铁锂和磷酸铁业务规模较小，主要收入贡献来自电解液。上半年该板块毛利率 29.5%，同比增长 4.14pct，环比 2H19 提升 1pct；其中电解液业务毛利率达 32.6%，同比提升 4.7pct，主要由于电解液价格基本稳定，而公司纵向布局锂盐、添加剂，原材料自产率提升，强化成本优势，且海外客户加速导入，公司成为 lg 南京工厂电解液重要供应商，带动盈利提升。我们预计 20Q2 公司电解液出货预计近 1.5 万吨，环比增长 70%，同比增长 20-30%；20H1 公司电解液出货预计 2.3-2.5 万吨，同比增长 10-20%。预计目前海外客户占比提升至 15%左右，后续将进一步提升。排产看，Q3 电解液排产环比进一步提升，全年预计出货量有望达到 6.5-7 万吨，增长 45%以上。

盈利预测与投资评级：预计公司 20-22 年归母净利润 6.8/7.4/9.4 亿，同比增长 4093%/8%/26%，对应 PE 为 33x/30x/24x。考虑到公司是电解液龙头，主要客户需求恢复，给予 21 年 40 倍 PE，对应目标价 54 元，给予“买入”评级。

风险提示：电动车销量不及预期，卡波姆价格下滑等

（证券分析师：曾朵红　证券分析师：阮巧燕）

恒瑞医药（600276）：公司激励方案刺激新一轮中长期发展

投资要点

1、公司发布 2020 年限制性股票激励计划：计划拟向激励对象授予的限制性股票总量不超过 2573.60 万股，分三年解锁（每年分别解锁 40%/30%/30%），激励对象包括董事、高级管理人员及关键岗位人员（含控股子公司），不包括公司独立董事、监事，共 1302 人。

2、业绩指标选取“净利润增长率”，限制性股票授予价格为每股 46.91 元。公司本次限制性股票激励计划公司层面的业绩指标选取了“净利润增长率”，根据业绩指标的设定，公司 2020-2022 年净利润的复合增长率为 18.64%。以 2019 年净利润为基数，3 次解锁条件分别为：第一次，公司 2020 年实现的净利润较 2019 年增长率不低于 20%；第二次，公司 2021 年实现的净利润较 2019 年增长率不低于 42%；第三次，公司 2022 年实现的净利润较 2019 年增长率不低于 67%。本次激励计划授予的限制性股票授予价格为每股 46.91 元，即满足授予条件后，激励对象可以每股 46.91 元的价格购买公司向激励对象增发的公司限制性股票。

3、研发投入持续加大，创新研发和国际化进程进一步加快。2020H1 累计研发投入 18.63 亿元，比上年同期增长 25.56%，研发投入占销售收入的比重达到 16.48%。（2019H1 占比为 14.8%）。截至 2020H1，取得创新药制剂生产批件 3 个，仿制药制剂生产批件 1 个，取得创新药临床批件 37

请务必阅读正文之后的免责声明部分

个，取得 3 个品种的一致性评价批件，完成 2 种产品的一致性评价申报工作。国际化方面，仿制药盐酸右美托咪定氯化钠注射液在美国获批；分别向美国 FDA 递交了 3 个原料药、1 个中间体、2 个制剂的注册申请；其他新兴市场也逐步加强注册力度。公司将具有自主知识产权的用于肿瘤免疫治疗的注射用卡瑞利珠单抗项目有偿许可给韩国 CrystalGenomics Inc.公司。公司现有包括注射剂、口服制剂和吸入性麻醉剂在内的 20 个制剂产品获准在欧美日获批，1 个制剂产品在美国获得临时性批准。8 月 13 日，公司公告称卡瑞利珠单抗联合顺铂和吉西他滨一线治疗局部复发或远处转移鼻咽癌患者，较顺铂加吉西他滨的标准一线治疗，可显著延长患者的无进展生存期，卡瑞利珠单抗有望进一步扩大适应症。

4、盈利预测与投资评级：预计公司 2020-2022 年的收入分别为 294 亿、373 亿、506 亿元，增速分别为 26.1%、27.1%、35.6%，预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 66 亿、85 亿、111 亿元，增速分别为 24%、28%、31%，净利润三年复合增速高达 30%，预计公司 2020-2022 年的 EPS 分别为 1.24 元、1.59 元、2.08 元，当前股价对应估值分别为 75X、59X、45X。考虑公司未来研发管线逐渐兑现，参考可比公司估值和增速，维持“买入”投资评级。

5、风险提示：公司药品招标低于预期；药品审评审批进度低于预期；研发管线进度低于预期；制剂出口低于预期。

（证券分析师：朱国广）

先导智能（300450）：研发投入影响利润，看好行业进入扩产周期

事件：公司 2020 年上半年实现营收 18.64 亿元，同比+0.15%；实现归母净利 2.28 亿，同比-41.93%；扣非归母净利 2.23 亿元，同比-41.96%。

投资要点

2020H1 业绩受疫情和高研发投入影响，看好行业进入扩产周期

分业务来看，锂电池设备收入 11.91 亿，同比-23.47%；光伏设备收入 2.34 亿，同比+36.42%；3C 设备、薄膜电容设备等其他业务收入 4.39 亿元，同比+44.00%。疫情和高研发投入为 H1 业绩下滑的主要原因。

看好电池行业进入扩产新周期，利好设备商。公司作为国内锂电设备领军企业，受益于锂电行业高速成长，订单表现亮眼。2020Q1 公司在手订单（含税）合计为 54.42 亿元；2020Q1 新增订单金额同比增长 57.83%，2020H1 新增订单金额同比增长 83.19%；我们预计公司全年新接订单在 60-80 亿元，将保障未来业绩高增长。

毛利率受整线和光伏业务影响，除研发外其他费用管控良好

毛利率受整线和光伏业务影响，3C 设备等其他业务毛利率高水平上仍持续改善。2020H1 公司综合毛利率 40.3%，同比-2.9pct。其中，主业锂电设备的毛利率为 40.0%，同比-2.83pct；光伏设备毛利率 26.2%，同比-7.98pct；3C 设备、薄膜电容设备等其他业务毛利率 48.41%，同比+3.91pct。

研发费用持续高企影响短期业绩。2020H1 净利率 12.2%，同比-8.9pct，主要系毛利率下滑及研发费用大幅提升。2020H1，公司研发费用率提升 4.9pct 至 16.3%。除研发费用外，其他费用管控良好。销售费用率同比-0.1pct 至 3.1%，管理费用（不含研发费用）同比-0.4pct 至 6.5%，财务费

请务必阅读正文之后的免责声明部分

用率同比-0.6pct 至 0.4%。

合同负债环比大幅改善，应收账款良性发展。二季度末，公司合同负债 10.92 亿元，同比下滑 12.0%，但环比提升 31.9%，说明公司的新接订单出现拐点正逐步改善。

定增持续推进，25 亿扩产和加码整线业务等提升锂电领域竞争力

2020/8/8，公司发布《非公开发行 A 股股票募集说明书(修订稿)》，定增持续推进。公司此次定增项目的用途可以归纳为 3 点：1）扩产：华南总部制造基地（即子公司泰坦）项目和无锡旧厂区改造升级，均将大幅缓解产能瓶颈；2）提升整线实力：华南项目同时也将提升子公司泰坦的研发能力，提升后道设备的竞争力；3）提升自身经营管理能力：工业互联网项目有望打造公司内部的综合化管理系统。

中国设备公司已具备全球竞争力，先导已成为 CATL 价值量占比最高的核心供应商

在设备环节，中国设备企业在技术层面已经达到国际领先水平，在产品性价比、收入规模、盈利能力等方面大幅领先日韩设备企业。目前 CATL 的设备采购基本实现国产化，其中先导已成为 CATL 价值量占比最高的核心供应商，先导还进入了国际龙头松下、三星、LG 和 Northvolt 电池产线，龙头国产设备商已具备全球竞争力，未来 3-5 年，核心设备厂家的产能将会被龙头电池厂抢占，根据我们的产业链调研信息，目前先导智能等龙头公司规划产能均在翻倍增长，以满足全球电动车大趋势的扩产高峰。

盈利预测与投资评级：公司短期业绩受研发费用较高和 2019 年新接订单增速较慢的影响有压力，但是基于公司是锂电设备全球龙头，全球电动化大趋势下，设备企业具备先发优势，我们看好公司所处赛道的绝对领先地位和长期成长空间。我们预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 7.04/10.85/14.76 亿，对应当前股价 PE62/40/30 倍，维持“买入”评级。

风险提示：新能源车销量低于预期，下游投资扩产情况低于预期；盈利能力改善低于预期。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双）

山东赫达（002810）：业绩持续改善，涂料级纤维素醚是焦点

事件：山东赫达发布中报，报告期内，实现营业收入 6.17 亿元，同比增长 15.89%，归母净利润 1.21 亿元，同比增长 50.71%，同时，中报发布三季度业绩指引，预计公司前三季度的业绩同比增长 50%以上。

投资要点

日化用纤维素醚是业绩增长的主要原因。报告期内，公司的植物胶囊及医药级纤维素醚、日化级纤维素醚（消毒凝胶用）的需求大增，日化用纤维素醚的成本和建材级接近，但是价格和医药级接近，毛利率较高，是报告期内业绩增长的主要原因。

赫尔希将成为全资子公司。2020 年 5 月，公司公告拟出资 7000 万元收购

请务必阅读正文之后的免责声明部分

赫尔希公司的 13.85%的少数股东权益，待交易完成，山东赫尔希由公司控股子公司变为公司全资子公司，有利于进一步加强公司对赫尔希公司的管控力度，强化公司盈利能力。

产业升级，绩效斐然。公司代表了一类精细化工企业，通过持续不断的研发投入，不断开辟新的市场领域。新领域的投资回报率明显高于现有业务，不仅如此，通过不断进入新的业务领域，较好规避了总需求不足的问题。

重点关注涂料用纤维素醚的进度。公司计划在高青基地建设 1 万吨/年涂料用纤维素醚，有望切入高壁垒行业，打开成长空间。

盈利预测与投资评级：考虑到公司收购赫尔希少数股权，我们上调盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.38 亿元、2.76 亿元和 4.11 亿元，EPS 分别为 1.25 元、1.45 元和 2.16 元，PE 为 31X、27X 和 18X。维持“买入”评级。

风险提示：涂料级纤维素醚业务认证较难，存在业务推进不及预期的风险。

（证券分析师：柴沁虎　证券分析师：陈元君）

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