东吴证券晨会纪要

2020 年 08 月 19 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

固收月报：新兴经济陷入泥潭，通胀抬升或成桎梏

观点：（1）发达经济体陷入“流动性陷阱”，有效利率下限（ELB）仍有效。综合来看：除美国外，发达经济体普遍迈入后疫情时代的“新常态”，疫情反复的挑战以及疫情催生下的机遇两者并存，基本面的不透明感短期内或较难消除；（2）新兴经济体货币政策延续 6 月态势，降息周期持续深化。综合来看：新兴经济体经济正被疫情推向负增长，货币宽松区间仍存在但逐渐收窄，审慎和金融稳定问题限制进一步货币刺激步伐。

风险提示：（1）市场超调超预期；（2）疫情防控失策超预期；（3）民粹反弹超预期。

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

卫星互联网系列报告之二：纳入“新基建”加速建设，产业链进入发展机遇期

卫星互联网与地面通信互补融合，纳入“新基建”进入加速期；

海外巨头逐鹿低轨市场，国内政策频出蓝海初现；

产业链：卫星建造与发射先行，下游价值空间广阔；

全球范围内卫星互联网正在加速建设与布局，建议关注有技术、有资源、前瞻卡位相关领域的优质企业。

风险提示：卫星互联网建设进度不及预期；卫星互联网建设在国内尚处早期阶段，利润释放不及预期；技术路线或产品被超越、取代的风险；行业竞争加剧的风险。

电子特气——未来已来，成长可期（电子化学品系列报告之一）

受益于半导体产业转移，国产替代推升电子特气需求；

电子特气品类繁多，有望最早实现全面的国产替代；

国内特气公司尚未形成绝对龙头，但发展迅速且各具特色：市

场内主要特气公司的特气业务销售规模不超过 5 亿，本土企业市占率低，尚无实现在 IC 全流程中供应配套气体。现有上市企业，如昊华科技、雅克科技、华特气体、南大光电和金宏气体等，凭借客户优势和产业转移契机，通过扩产和新建产能，有望实现公司的快速发展。

风险提示：技术突破上存在一定的不确定性；客户认证和突破的风险；产能投建进度低于预期的风险；新增产能难以消化的风险。

推荐个股及其他点评

宁水集团（603700）：业绩超预期只是第一步，估值超预期更值得期待

事件：公司发布半年报，2020 年上半年实现收入 6.56 亿元，同比增长 18.33%；归母净利润 1.17 亿元，同比增长 46.51%；扣非后为 1.01 亿元，同比增长 31.29%。

一、半年报业绩大超预期，考虑到 NB-IoT 表的确认周期后实际利润增速会更高

二、行业景气度提升+产品单体价值量提升+市场集中度提升，多重利好共振

三、业绩超预期只是第一步，跳出传统机械设备的视角，用科技赋能的眼光看公司

天孚通信（300394）：H1 业绩高速增长，前瞻布局 400G+及硅光，看好未来更广空间

我们预计 2020-2022 年营业收入分别为 7.53 亿元、10.17 亿元以及 13.70 亿元，实现归母净利润分别为 2.42 亿元、3.09 亿元以及 4.11 亿元，EPS 分别为 1.22 元、1.55 元以及 2.07 元，对应的 PE 分别为 55X/43X/32X，维持“买入”评级。

京东集团-SW（09618）：品类扩充成效显著，物流效率持续改善推动盈利改善超预期

基于公司出色的效率提升和盈利改善，以及用户获取策略上取得的显著成果，我们上调对公司 2020-2022 年的收入预测，分别为 7389.80/8938.95/1065.09 亿元，同比增长 28.1%/21.0%/19.2%，非公认会计准则下的归母净利润分别为 162.02/240.83/325.33 亿元，同比增长 50.7%/48.6%/35.1%，对应 PE 分别为 41.9/28.2/20.9 倍，给予公司 2021 年 35 倍 PE，对应目标价 299 港币/股（港币:人民币=1:0.9），维持公司“买入”评级。

腾讯控股（00700）：手游增长亮眼，金融科技业务毛利率持续提升，媒体广告表现疲软

鉴于公司手游业务是超预期表现及后续游戏 pipeline 的丰富构成，我们调高手游业绩的全年预期，同时下调媒体广告业务的收入增长，金融科技业务稳健恢复，且利润率提升的趋势符合我们的预期。我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 4842.5/6177.8/7643.1 亿元，同比增长 28.4%/27.6%/23.7%，归母净利润（non-GAAP）分别为 1230.5/1532.8/1904.6 亿元，同比增长 31.9%/24.6%/24.3%，对应 PE 分别为 35.4/28.4/22.8。给予 21 年 35 倍 PE，对应目标价 622 港币/股（港币：人民币=1:0.9），维持公司“买入”评级。

璞泰来（603659）：计提影响业绩，石墨化放量强化负极优势

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年预计归母净

利 7.45/10.85/14.84 亿，同比增长 14%/46%/37%，对应 PE 为 60x/41x/30x，给予 2021 年 50 倍 PE，目标价 125 元，维持“买入”评级

汇川技术（300124）中报点评：工控王者归来，电控高歌猛进

中报营收+76%、利润+94%，靠近预告上限，超预期。20H1 公司实现收入 47.84 亿元（+76%）；净利润 7.74 亿元（+94%）；测算扣除 BST 汇川上半年营收 34.77 亿（+28%），归母净利润 6.6 亿（+66.4%）。H1 订单整体 42.1 亿（+31%），其中工控&机器人&电梯订单 37.8 亿（+44%），新能源汽车订单 4.2 亿（+11%）。

晶澳科技（002459）半年报点评：海外占比加速提升，大尺寸保障业绩高增长！

2020H 公司业绩 7.01 亿元，同比增长 77.7%，略超预期：公司发布 2020 年半年报，报告期内实现营业收入 108.84 亿元，同比增长 22.7%；实现归属母公司净利润 7.01 亿元，同比增长 77.7%，对应 EPS 为 0.52 元。其中 Q2 实现营收 62.93 亿元，同比增长 28.6%，环比增长 37.1%，实现归母净利润 4.15 亿元，同比增长 34.7%，环比增长 45.1%。公司业绩超预告中值（预告为 6.5-7.3 亿元），略超预期。

博瑞医药（688166）：业绩维持高速增长，重研发下产品全面推进

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年归母净利润分别为 1.61 亿、2.47 亿和 3.66 亿元，相应 EPS 分别为 0.39 元、0.60 元和 0.89 元，对应 PE 估值分别为 138 倍、90 倍、61 倍。考虑到公司是优秀的特色难仿原料药企业，同时产业链顺势延伸至高难仿制药和创新药，未来三年盈利复合增速有望达 49%，首次覆盖给予“买入”评级。

浙江鼎力（603338）：Q2 业绩大幅提升，收购德国 Teupen 进一步提升竞争力

事件：8 月 17 日公司发布业绩中报，上半年实现收入 15.01 亿元，同比+76.87%；归母净利润 4.09 亿元，同比+56.96%；扣非归母净利润 3.95 亿元，同比+68.45%。上半年基本 EPS 为 0.84 元。

恒顺醋业（600305）：收入增长环比提速，改革引领长期发展

预计 20-22 年公司净利增速+14/16/18%，对应 EPS 分别为 0.37/0.43/0.51 元，PE 为 64/55/47X，给予“买入”评级。

金域医学（603882）：Q2 业绩大幅超预期，疫情推动公司加速成长

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年归母净利润分别为 8.22 亿、9.85 亿和 11.88 亿元，相应 EPS 分别为 1.80 元、2.15 元和 2.59 元，对应 PE 估值分别为 49 倍、41 倍、34 倍。考虑到公司是 ICL 龙头企业，未来三年盈利复合增速有望超 40%，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：实验室盈利不及预期；项目质量风险；检验价格下降风险。

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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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。

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

固收月报：新兴经济陷入泥潭，通胀抬升或成桎梏

事件

全球 7 月份第二波感染风险积聚：7 月全球多地虽然“心理上”继续迈入 后疫情阶段，但第二波感染的风险正在积聚，欧日都发生较大规模的疫 情反弹迹象，东京、大阪的单日新增超过第一波峰值，巴西、印度疫情 持续面临失控的风险，美国仍在为早期的防空怠惰而付出着代价。整体 来看，全球经济在 7 月份仍然徘徊在新冠疫情的阴影之下。根据美国约 翰斯·霍普金斯大学发布的实时统计数据，至截稿时，全球累计确诊新 冠肺炎病例超 1960 万例，累计死亡 725302 例，其中，美国累计确诊超 500 万例，死亡 161965 例。

发达经济体货币政策：（1）本次 7 月 29 日 FOMC 会议未在货币政策上 做出大幅调整，“政策框架评估”推迟到 9 月，保持之前的利率目标区 间，主要是延长之前的紧急贷款计划截至日期；在经济前景和财政政策 存在大量不确定性的情况下，预估在 9 月会议上会有更多政策出台；（2） 欧央行 7 月 16 日同样宣布维持利率走廊现状，并继续以灵活方式实施规 模高达 1.35 万亿欧元的紧急购债计划（PPEP），至少持续到 2021 年 6 月。同时，欧洲央行决定把 1200 亿欧元临时购债计划持续至今年年底； （3）日央行 7 月 15 日同样表示将维持当前的超宽松姿态不变，将短期 利率目标维持在-0.1%不变，并承诺引导 10 年期公债收益率在近零水准， 并重申央行将购买无限量的日本国债，以维护金融市场的稳定性。

金砖国家（除中国外）货币政策：当前全球新冠疫情仍未止息，多国为刺激经济复苏推出多轮货币宽松政策。7 月以来，俄罗斯、巴西、南非加 速放宽货币政策，进一步下调基准利率。俄罗斯央行将基准利率下调至 历史低位 4.25%；巴西将基准利率下调 25 个基点至 2%，这是巴西央行 自去年 7 月以来连续第九次降息，利率水平再创 1999 年以来新低；南非 储备银行也将回购利率下调 25 个基本点至 3.50%，今年已经将回购利率 降低了 275 个基点。国际货币基金组织（IMF）在 7 月 17 日发布的《对 外部门报告》中预计，2020 年各经济体的经常账户余额将进一步缩小至 相当于 GDP 的 0.3%，部分原因是许多国家实施了大规模的财政和货币刺 激措施，且贸易持续面临压力。各国为了抗疫而推出空前庞大的财政支 出与积极的货币政策，可能推升通货膨胀，印度 6 月的通胀率已经达 6.09%，超过了央行设立 6%的最高通胀容忍上限。目前来看金砖四国仍 有降息空间，但考虑到财政状况，宽松步伐或会放缓。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

观点

发达经济体陷入“流动性陷阱”，有效利率下限（ELB）仍有效。综合来看：（1）发达经济体普遍陷入“流动性陷阱”，传统货币政策的边际效力持续走弱；非传统货币政策—包括各类资产购买计划—仍将在有限未来持续扮演主角；（2）除美国外，发达经济体普遍迈入后疫情时代的“新常态”，疫情反复的挑战以及疫情催生下的机遇两者并存，基本面的不透明感短期内或较难消除；（3）在非传统货币政策的边际效力低于传统货币政策的边际效力的预期下，财政政策将被市场持续寄予厚望。

新兴经济体货币政策延续 6 月态势，降息周期持续深化。综合来看：（1） 新兴经济体经济正被疫情推向负增长，货币宽松区间仍存在但逐渐收窄， 审慎和金融稳定问题限制进一步货币刺激步伐；（2）金砖四国（除中国 外）政府开始采用大规模救助计划以提振经济，需提防财政支出与债务 问题；（3）鉴于美元仍为全球储备货币，新兴经济体需防范发达经济体 实施负利率政策带来的外溢风险，防范本币贬值。

风险提示：（1）市场超调超预期；（2）疫情防控失策超预期；（3）民粹反弹超预期。

（证券分析师：李勇）

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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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

卫星互联网系列报告之二：纳入“新基建”加速建设，产业链进入发展机遇期

卫星互联网与地面通信互补融合，纳入“新基建”进入加速期；

海外巨头逐鹿低轨市场，国内政策频出蓝海初现；

产业链：卫星建造与发射先行，下游价值空间广阔；

全球范围内卫星互联网正在加速建设与布局，建议关注有技术、有资源、前瞻卡位相关领域的优质企业。

风险提示：卫星互联网建设进度不及预期；卫星互联网建设在国内尚处早期阶段，利润释放不及预期；技术路线或产品被超越、取代的风险；行业竞争加剧的风险。

（证券分析师：侯宾　研究助理：滕春晓）

电子特气——未来已来，成长可期（电子化学品系列报告之一）

受益于半导体产业转移，国产替代推升电子特气需求：电子特气广泛应用于半导体生产工艺各个环节，被称为电子工业的血液。2019 年，我国电子特气的市场规模为 140 亿元左右，得益于集成电路产业向国内转移，预计未来中长期内国内电子特气市场将保持 10%以上的高速增长。全球前五大气体公司占据全球电子特气 90%以上市场份额，2019 年电子特气国产化率仅为 15%左右。市场规模的增加将加速推动国产化进程，在此过程，国内部分优势企业有望把握契机做大做强。

电子特气品类繁多，有望最早实现全面的国产替代：电子特气品种多达上百种，目前已经取得多个品种的技术突破，如三氟化氮、超纯氨、锗烷等，是目前配套半导体材料中国产替代进度最快的子行业。由于其较大的市场空间（是半导体制造中第二大材料）以及较快的国产替代进度，在自主可控的大背景下，预计会成为电子材料国产化替代大潮下最早实现全面国产化替代的细分领域。

国内特气公司尚未形成绝对龙头，但发展迅速且各具特色：市场内主要特气公司的特气业务销售规模不超过 5 亿，本土企业市占率低，尚无实现在 IC 全流程中供应配套气体。现有上市企业，如昊华科技、雅克科技、华特气体、南大光电和金宏气体等，凭借客户优势和产业转移契

请务必阅读正文之后的免责声明部分

机，通过扩产和新建产能，有望实现公司的快速发展。此外，非上市企业中的部分优质标的，如派瑞特气、博纯材料、硅烷科技等，有望加速上市节奏，通过提升技术突破和产能扩张的节奏，抢抓市场机遇。

风险提示：技术突破上存在一定的不确定性；客户认证和突破的风险；产能投建进度低于预期的风险；新增产能难以消化的风险。

（证券分析师：陈元君）

推荐个股及其他点评

宁水集团（603700）：业绩超预期只是第一步，估值超预期更值得期待

投资要点

事件：公司发布半年报，2020 年上半年实现收入 6.56 亿元，同比增长 18.33%；归母净利润 1.17 亿元，同比增长 46.51%；扣非后为 1.01 亿元，同比增长 31.29%。

一、半年报业绩大超预期，考虑到 NB-IoT 表的确认周期后实际利润增速会更高：根据公司半年报，2020 年上半年实现收入 6.56 亿元，同比增长 18.33%；归母净利润 1.17 亿元，同比增长 46.51%；扣非后为 1.01 亿元，同比增长 31.29%。单季度来看，Q2 实现收入 4.20 亿元，同比增长 31.49%、环比增长 77.56%；归母净利润 0.84 亿元，同比增长 52.82%、环比增长 154.22%，业绩显著超出市场预期。

需要重点注意的是：根据公告内容，上半年公司智能水表收入增长 38%，考虑到今年一季度受到疫情的影响，智能水表招投标的工作基本是完全停止的，所以招投标的工作是从 Q2 才开始逐步恢复。由于相比机械表（确认周期短，当季度订单当季度确认），智能表尤其是 NB-IoT 表的确认周期较长（NB-IoT 表 3-6 个月，当季度订单在下个季度确认），而今年行业 NB-IoT 表是显著放量的，所以我们完全有理由相信，公司在 Q2 中标的 NB-IoT 表收入和利润会在 Q3 充分体现，环比业绩持续超预期是大概率事件。

二、行业景气度提升+产品单体价值量提升+市场集中度提升，多重利好共振：行业层面，2019 年发生显著边际变化（2 个新政策、1 项新技术）：1）行业边际变化一：6 年强制更换政策出台，使得 3.5 亿只存量水表更换需求释放；2）行业边际变化二：NB-IoT 水表有效解决行业痛点，节水政策强制要求降低漏损率；3）行业边际变化三：华为和三大运营商的推动，地方政府积极配合并给予一定补贴；因此，新政策+新技术，预计未来三年行业复合增速在 30%左右。

公司层面：1）市场竞争格局良好：与传统机械水表分散的市场格局不同，NB-IoT 水表的市场集中度极高，3 家龙头企业市占率接近 40%，且仍在进一步提升；2）在手订单和产能饱满：在疫情严重影响项目招投标和产品销售的情况下，公司在手订单数量同比仍有增长，且考虑到产品结构中 NB-IoT 表占比显著提升，因此，行业景气度提升+产品单体价值量提升+市场集中度提升，多重利好共振，公司业绩高增长是大概率

请务必阅读正文之后的免责声明部分

事件。

三、业绩超预期只是第一步，跳出传统机械设备的视角，用科技赋能的眼光看公司。

盈利预测与投资评级：预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.32、1.66、2.15 元，对应 PE 分别为 28、22、17 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示：公司产能投放不达预期、机械表和智能表价格下降超预期、疫情影响招投标进程等

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：刘博）

天孚通信（300394）：H1 业绩高速增长，前瞻布局 400G+及硅光，看好未来更广空间

投资要点

事件：8 月 17 日，天孚通信发布 2020 年中报业绩报告，2020 年 H1，公司实现营业收入 3.93 亿元，同比增长 57.75%;实现归母净利润 1.26 亿元，同比增长 63.25%。业绩高速增长。

业绩再创新高，经营状况持续向好：天孚通信 2020 年 Q2 业绩再创新高，Q2 实现营业收入 2.36 亿元;YOY+72.26%，较 Q1（1.57 亿元）环比增加 50.32%；实现归母净利润 0.80 亿元，YOY+83.40%，较 Q1（0.47 亿元）环比增加 70.21%。同时，随着公司多条新产品线随着技术工艺更趋成熟、良率效率的日趋提高，客户订单增加，公司毛利率稳中有升，2020 年 Q2 毛利率为 54.67%，较 Q1(47.06%)提升 7.61pp；销售净利率为 34.28%，较 Q1（29.85%）提升 4.43pp。Q2 经营活动产生的现金净流量降幅明显，主要系生产规模扩大，购买商品、接受劳务支付的现金及支付给职工的现金增加，Q2 销售现金占收比（75.42%）较去年同期（102.92%）小幅下降，但销售现金占收比整体保持在 100%，回款能力好，经营现金流整体趋势稳定。

前瞻布局核心技术，持续保持领跑优势：天孚通信 2020 年 H1 研发投入 3707 万，同比增长 34.86%。加大高速光引擎和配套产品的开发，为下游光模块客户提供整体解决方案;公司作为国内唯一的光模块上游“一站式”解决方案提供商，兼具成本与技术优势，随着 5G 带来对于光器件提出更高的要求，因此保持产品及技术的迭代是保持核心竞争力的关键。为此天孚通信募资加码高速光引擎研发力度，丰富天孚通信战略性核心研发能力，夯实光通信元器件领域的研发基础，同时前瞻布局硅光，不断强化核心竞争力。

业绩稳增+技术创新，推动天孚通信迎“戴维斯”双击：当前数通与电信市场共振光模块需求稳步向上，天孚通信作为光模块上游的核心受益标的，业绩将持续稳步向上；同时硅光作为下一代光通信技术变革的关键，硅光技术有望推动产业持续创新迭代，当前天孚通信前瞻卡位硅光技术，夯实核心竞争力优势，市场份额有望进一步提升，我们认为稳健的业绩增长，叠加前瞻的技术创新，天孚通信将迎业绩高增与估值提升双击。

盈利预测与投资评级：我们预计 2020-2022 年营业收入分别为 7.53 亿元、10.17 亿元以及 13.70 亿元，实现归母净利润分别为 2.42 亿元、3.09 亿元以及 4.11 亿元，EPS 分别为 1.22 元、1.55 元以及 2.07 元，对应的

请务必阅读正文之后的免责声明部分

PE 分别为 55X/43X/32X，维持“买入”评级。

风险提示：高端光模块需求不达预期的风险；光器件市场竞争加剧的风险；海外经营环境恶化的风险。

（证券分析师：侯宾　研究助理：姚久花）

京东集团-SW（09618）：品类扩充成效显著，物流效率持续改善推动盈利改善超预期

投资要点

利润率改善明显，业绩持续超预期：京东集团发布 2020Q2 业绩，收入 2010.5 亿元，同比增长 33.8%，彭博一致预期为 1907.4 亿元；实现非公认会计准则净利润 59.1 亿元，同比增长 66.1%,彭博一致预期为 39.67 亿元。公司收入、利润均远超市场预期。公司在整个大商超业务方面，尤其是消费品和生鲜方面，利润改善明显。利润率的改善由多种原因构成，首先是因为公司在一些品类和品牌上面的市占率提升，跟品牌商一起会有更紧密的合作。第二是规模效应，导致公司在履约费率上面，呈持续下降的态势。第三是公司在推进全渠道，会将一些更适合线下交易的品类，通过满足用户的交易体验，将订单和流量转移到线下的合作伙伴。

品类扩充成效显著，日用消费品业务成公司收入增长重要支撑：商品销售收入中电子产品及家用电器净收入 1141.5 亿元，同比增长 27.6%；日用百货商品销售收入为 640.4 亿元，同比增长 45.4%。经历一季度对大件需安装产品销售的负面影响后，3C 产品收入增速创近期新高，增长速度远高于带电品类大盘增长，而日用百货业务收入连续 6 个季度加速增长，公司扩品类方面颇有成效。尤其超市业务和医疗保健品类快速增长，其中超市品类（包括快消和生鲜）成为上半年收入最大的单一品类，超过了手机、家电、电脑品类的收入规模，在成本控制和自有物流的支持下运营效率持续提升。另外，本季度生鲜履约订单量同比增加 130%，线上药品销售收入高速增长，互联网问诊量在上半年同比增加了 400%，疫情后用户行为向线上转移的趋势有明显的持续性。

下沉战略推动活跃用户高速增长，获客成本持续降低：本季度京东活跃用户数达 4.17 亿同比增长 30%，新增活跃用户 3000 万，单季度增长创新高，移动端 DAU 在 6 月同比增加 40%。本季度新增用户中绝大部分来自低线城市，新客中低线城市用户比例也创新高；新客增长得益于京喜+极速版+京东主站的强劲表现，京喜平台本季度在规模和用户方面增速较快，对整个集团 GMV 的贡献比例在提升。本期销售费用为 68.04 亿，同比增长 21%，单用户营销成本为 16.3 元，同比下降 6.5%。

盈利预测与投资评级：基于公司出色的效率提升和盈利改善，以及用户获取策略上取得的显著成果，我们上调对公司 2020-2022 年的收入预测，分别为 7389.80/8938.95/1065.09 亿元，同比增长 28.1%/21.0%/19.2%，非公认会计准则下的归母净利润分别为 162.02/240.83/325.33 亿元，同比增长 50.7%/48.6%/35.1%，对应 PE 分别为 41.9/28.2/20.9 倍，给予公司 2021 年 35 倍 PE，对应目标价 299 港币/股（港币:人民币=1:0.9），维持公司“买入”评级。

风险提示：商品品质风险，供应链拓展风险，宏观经济波动

（证券分析师：张良卫　研究助理：张飞鹏）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

腾讯控股（00700）：手游增长亮眼，金融科技业务毛利率持续提升，媒体广告表现疲软

投资要点

本季度公司实现营业收入 1148.83 亿元（+29%yoy）；归母净利润(Non-GAAP)301.53 亿（+28%yoy），收入利润均超市场预期。公司美国收入占总收入比不到 2%，美国广告业务在其广告总收入的比重不到 1%。

手游带动业绩超预期，付费率提升具有持续性。手游收入同比增长 62%（扣除并表+55.4%yoy）至 359.9 亿元，推动整体游戏收入同比增长 40.2%，是公司业绩超预期的最主要驱动因素。手游收入在用户时长环比下滑的情况下依然实现环比 3.5%的增长，主要在于疫情期间用户付费渗透率和 ARPPU 值提高，而用户付费习惯的形成具有持续性，因此手游收入的快速增长也具有较强的持续性（同比看，用户时长也是变长的）。当前递延收入已达到 882 亿元新高，季度环比增长 45 亿元。

社交网络受益于虎牙并表，收入快速增长。社交网络收入 267.1 亿元，同比增长 28.6%，其中因 4 月份并表虎牙带来的收入增长我们估算约 22 亿元（虎牙财报未出，我们根据公司历史数据推算），扣除并表因素影响，同比增长 18%。

媒体广告受宏观经济影响表现疲软，拖累广告业务整体表现。广告业务受媒体广告较大幅度下滑（25.2%）的影响，整体仅实现 13.1%的增长。除今年一季度因用户时长上升使得跌幅较窄外，媒体广告最近 4 个季度均呈现 20%以上的下滑，这主要反映宏观经济周期的影响。社交广告依然强劲增长，受益于视频广告在移动广告联盟收入的占比提升（当前为 40%），eCPM 有所提高。

金融科技业务毛利率改善，持续贡献业绩增量。金融科技业务不仅快速恢复，而且毛利率水平同比环比均呈现出持续的提高。金融科技业务不仅如期快速恢复，而且毛利率水平同比环比均呈现出持续的提高，主要驱动因素为 1）从央行收到一些利息收入；2）营销费用逐步下降；3）互金产品如贷款、理财规模和利润的逐步提升。

盈利预测与评级：鉴于公司手游业务是超预期表现及后续游戏 pipeline 的丰富构成，我们调高手游业绩的全年预期，同时下调媒体广告业务的收入增长，金融科技业务稳健恢复，且利润率提升的趋势符合我们的预期。我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 4842.5/6177.8/7643.1 亿元，同比增长 28.4%/27.6%/23.7%，归母净利润（non-GAAP）分别为 1230.5/1532.8/1904.6 亿元，同比增长 31.9%/24.6%/24.3%，对应 PE 分别为 35.4/28.4/22.8。给予 21 年 35 倍 PE，对应目标价 622 港币/股（港币：人民币=1:0.9），维持公司“买入”评级。

风险提示：微信生态发展低于预期，游戏变现能力和推出时间不及预期，广告业务的变现进展低于预期，政策监管风险

（证券分析师：张良卫　证券分析师：郭天瑜　研究助理：张飞鹏）

璞泰来（603659）：计提影响业绩，石墨化放量强化负极优势

投资要点

充分计提减值，20H1 净利润 1.97 亿，同比-25.4%，略低于预期：2020

请务必阅读正文之后的免责声明部分

年 H1 公司营收 18.88 亿元，同比下降 13.3%；归母净利润 1.97 亿元，同比下降 25.4%，略低于预期；扣非净利润 1.75 亿元，同比下降 26.8%。20H1 公司充分计提信用减值损失 0.37 亿。盈利能力方面，20H1 毛利率为 30.62%，同比增加 3.69pct；净利率为 11.26%，同比下降 0.89pct。

20Q2 经营环比改善，大幅计提拉低利润：20Q2 公司实现营收 10.69 亿元，同比减少 6.92%，环比增长 30.57%；归母净利润 1.04 亿元，同比下降 22.99%，环比增长 11.77%，扣非归母净利润 0.93 亿元，同比下降 26.49%，环比增长 11.76%。盈利能力方面，Q2 毛利率为 30.78%，同比增长 3.47pct，环比增长 0.37pct；净利率 11.02%，同比下降 0.64pct，环比下降 1.46pct；Q2 扣非净利率 8.66%，同比提升下降 2.3pct，环比下降 1.46pct。20Q2 计提信用减值损失 0.38 亿，拉低表观利润。

业务拆分看，隔膜、负极利润下滑，锂电设备维持稳定，石墨化大幅增长：20H1 负极收入 13.67 亿，同环比-1.7%/-18%，负极净利润预计 1.5 亿左右，下滑 13%左右；石墨化子公司内蒙兴丰利润 0.33 亿，为公司贡献 0.17 亿利润；涂覆膜 20H1 收入 2.82 亿，同比-17%，毛利率预计下滑至 40-45%，利润约 0.5 亿，同比下滑 32%；锂电设备收入 2.43 亿，同环比-11%/-47%，预计净利润 0.26 亿，同比持平。

负极 Q2 出货环比明显增加，动力负极占比提升影响毛利率。20 上半年负极收入 13.67 亿元，同比下降 1.65%。上半年负极出货 2.22 万吨，同比增长 6.0%，国内市占率 20%。我们预计 20Q2 出货 1.3 万吨，同比增长 20%，环比增长 45%。从价格看，公司 20H1 负极单价 7 万元/吨（含税），环比 19H2 下降 8.2%，同比下降 7.1%，主要由于动力负极占比提升及原材料价格回落导致的部分产品降价，其中预计 20H1 公司动力负极销量约 1 万吨，占比 45%以上，较去年提升 15pct，主要由于 lg 和中航锂电增量明显。

延伸布局中后道环节，打造一体化锂电设备。锂电设备 20H1 实现收入 1.27 亿元（扣除内部销售），同比下降 46.0%；若考虑对内销售部分，锂电设备收入 2.43 亿元，同比下降 11.3%。公司目前已通过吸收整合技术团队开始开发卷绕机、叠片机、注液机、化成等设备，希望逐步渗透中后段设备，打造一体化锂电设备。Q1 锂电设备毛利率 31.7%，较 19 年明显提升 4pct。

保持良好的经营性现金流，Q2 预付电费大幅增长：2020 年 H1 公司存货为 24.22 亿，较年初增加 6.94%；期末公司应收账款 10.51 亿元，较年初减少 16.66%，较一季度末减少 2.14%；期末预付款 1.27 亿，较一季度末增长 43%，主要为预付电费。20 年 H1 公司经营活动净现金流为 2.24 亿，同比上升 14.13%；20Q2 单季度经营净现金流 0.68 亿，环比下降 56.4%，同比下降 79%，主要由于存货及预付款增加。1H 资本开支 4.1 亿，同比减少 27%。期末固定资产 19.08 亿，较年初增加 29%；在建工程 7.77 亿，较年初减少 14%，主要为内蒙、溧阳紫宸的设备和车间转固。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年预计归母净利 7.45/10.85/14.84 亿，同比增长 14%/46%/37%，对应 PE 为 60x/41x/30x，给予 2021 年 50 倍 PE，目标价 125 元，维持“买入”评级

风险提示：政策不达预期，竞争加剧等

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）

汇川技术（300124）中报点评：工控王者归来，电控高歌猛进

投资要点

中报营收+76%、利润+94%，靠近预告上限，超预期。20H1 公司实现收入 47.84 亿元（+76%）；净利润 7.74 亿元（+94%）；测算扣除 BST 汇川上半年营收 34.77 亿（+28%），归母净利润 6.6 亿（+66.4%）。H1 订单整体 42.1 亿（+31%），其中工控&机器人&电梯订单 37.8 亿（+44%），新能源汽车订单 4.2 亿（+11%）。

工控业务增长超预期，产品毛利率大幅提升。国内疫情后工控行业重回复苏轨道，光伏、锂电、电子、3C 等下游需求高涨，Q2 起起重、印包、纺织、注塑等行业需求恢复增长，同时进口替代加速；汇川上半年汇川通用自动化业务（含电液 SBU）实现收入 21.18 亿，同比+56%，其中通用变频 9.2 亿（+29%）、通用伺服 8.17 亿（+101%）、PLC&HMI2.3 亿（+145%），电液伺服 1.49 亿（不含伊士通，含伊士通电液整体增长+30%），上半年汇川工控订单同比增速接近 60%，汇川优势的先进制造高增长，叠加 Q2 传统行业恢复、口罩机贡献等，上半年工控行业增长超预期。同时工控产品毛利率大幅改善，20H1 变频器类、运动控制类（伺服等）、控制技术类（PLC、HMI、视觉）产品毛利率分别 47.4%、49.5%、53.4%，同比分别+2.5pct、+3.5pct、+9.1pct，来自产品价格改善、成本优化等。全年来看工控行业有望实现超 50%以上的高增长。

新能源乘用车进入收获期，预计收入端大幅增长，利润减亏。上半年汇川新能源汽车整体实现收入 3.29 亿、同比+46%，其中乘用车、物流车高增，客车目前下滑。乘用车方面，汇川上半年新势力客户威马、理想、小鹏等放量，1-7 月装机 4.8 万、同比+298%，客户端完成一线 TOP 客户定点，产品方面不断迭代；商用车方面，物流车上半年新客户放量，收入大幅增长；客车受行业低迷、宇通销量下滑影响，短期承压。

电梯上半年稳健，汇川+贝思特加速融合、协同效应有望进一步体现。上半年汇川+BST 收入 18.57 亿，其中电梯一体机收入 5.5 亿，同比-11%，BST 收入 13.1 亿，同比+15%。汇川收购 BST 后加快融合，目前市场管理全面拉通，形成跨国品牌电梯市场、海外电梯市场、国内品牌电梯市场 3 个实体组织，采用统一 KPI 等管理工具，启用嘉善制造基地，将大配套产品线、门机产品线等业务向新基地转移。同时两家融合后加速了汇川一体机在外资、跨国客户中的拓展。今年上半年预计 BST 并表 1.1 亿。全年预计汇川+贝思特维持 5-10%的稳健增长，贝思特并表贡献 1.3 亿以上增量。

盈利预测与投资评级：上调公司 2020-22 年归母净利润分别 17.9 亿/23.1 亿/29.0 亿（此前预期 16.3 亿/20.6 亿/25.8 亿），同比+88%/+29%/+25%，对应现价 PE 分别 53 倍、41 倍、33 倍，给予目标价 67 元，对应 21 年 50 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行，竞争加剧

（证券分析师：曾朵红　研究助理：柴嘉辉）

晶澳科技（002459）半年报点评：海外占比加速提升，大尺寸保障业绩高增长！

请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资要点

2020H 公司业绩 7.01 亿元，同比增长 77.7%，略超预期：公司发布 2020 年半年报，报告期内实现营业收入 108.84 亿元，同比增长 22.7%；实现归属母公司净利润 7.01 亿元，同比增长 77.7%，对应 EPS 为 0.52 元。其中 Q2 实现营收 62.93 亿元，同比增长 28.6%，环比增长 37.1%，实现归母净利润 4.15 亿元，同比增长 34.7%，环比增长 45.1%。公司业绩超预告中值（预告为 6.5-7.3 亿元），略超预期。

20H 量利双升，盈利能力超预期：公司上半年组件业务收入 97.41 亿元，同比增长 21.35%，毛利率 24.31%，同比提升 4.44 个百分点，组件出货量 5.46GW，同比增长 30%，出货量位居行业第四。我们认为公司盈利能力提升主要原因为：（1）海外占比提升：20H1 公司海外业务占比同比提升 7.2 个百分点至 71.7%，公司海外毛利率 25.13%，高于国内约 6pct，同时得益于高比例出口，公司上半年组件均价约 1.78 元/W（不含税），超预期；（2）新产能投放：报告期内，公司大量新产能快速投放，拉晶环节，曲靖 2GW、包头 2.6GW 项目顺利投产；电池环节，宁晋三四车间 3.6GW 高效电池升级项目有序推进；组件环节，合肥 1.5GW、扬州 4GW 项目陆续投产，随着新产能逐步投放，公司全产业链生产成本快速下降；（3）转换效率快速提升：公司重视研发，目前 PERC 电池量产转换效率高达 22.9%（行业平均水平 22.6%），公司高效率 182 组件叠加、半片、11BB 技术、掺镓技术功率输出超过 545W+；（4）Q2 硅料价格较低：公司外采的硅料价格 Q2 环比下降超 10%。

大尺寸产能释放优化产能结构，保障出货&盈利高增长！公司 20 年全年预计出货量为 16GW+，Q3 订单排满，Q4 订单锁定 50%+，全年 15GW 出货量有保障。分 H1&H2 来看，公司上半年出货量仅 5.5GW 左右，下半年环比近翻倍，展望明年，公司出货量保守估计为 20GW+。公司新扩产能均为 210&182 大尺寸产能，电池端：Q3 宁晋 3.6GW、Q4 义乌 5GW 大尺寸产能投产，组件端：Q3/4 义乌 5GW 和扬州 4GW、21Q1 义乌 2 期 5GW 投产，预计到 20 年末公司 166 以上大尺寸电池、组件产能分别约占比 75%（210&182 产能占比 48%）、75%（210&182 产能占比 45%），保障出货&盈利高增长！预计 Q4 时 182 组件出货占比约 20%，带来下半年业绩增长新亮点。

定增顺利推进，一体化龙头重装出发：公司回 A 后融资渠道顺利拓展，20 年 4 月 11 日发布定增预案，募集资金主要目的为建设义乌 5GW 电池+10GW 组件项目，8 月 3 日获证监会发省委通过，预计推进顺利的话 Q4 能够落地。公司回 A 后快马加鞭推进各环节产能建设，预计到 20 年末硅片、电池、组件产能分别达到 18、18、20GW，21 年末分别达到 23、23、28GW，一体化龙头重装出发！

盈利预测与投资评级：预计 20~22 年公司净利润分别为 15.06/21.16/26.47 亿元，同比长 20.3%/40.5%/25.1%，对应 EPS 为 1.11、1.57、1.96 元。晶澳是一体化龙头组件企业，受益于下游需求增长&组件市场集中度持续提升&大尺寸结构优化，低估值高成长，给予 21 年 20X，对应目标价 31.4 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：陈瑶）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

博瑞医药（688166）：业绩维持高速增长，重研发下产品全面推进

投资要点

1、事件：2020 年上半年公司实现营业收入 3.03 亿元，同比增长 44.24%；实现归母净利润 7372 万元，同比增长 78.27%；扣非归母净利润 7006 万元，同比增长 87.79%；实现经营性现金流 5873 万元，同比增长 1735.12%。

2、Q2 收入盈利维持高增，产品强势推进全年业绩可期。公司半年度业绩超预期，Q2 单季度来看，实现营业收入 1.73 亿元，同比增长 43.56%，实现归母净利润 3970 万元，同比增长 57.32%，维持高增速。分业务来看，上半年，产品销售收入 2.42 亿元，同比增长 45.64%；权益分成收入 3288 万元，同比增长 47.51%；技术转让和服务收入 2853 万元，同比增长 30.04%。海外业务方面，疫情影响得到控制，公司顺利向美国出口恩替卡韦片，和美国客户签订艾日布林的合作协议并收到里程碑付款，恩替卡韦原料药亦获得欧洲 EMBA 签发的 CEP 证书；国内市场，公司磺达肝癸钠注射液、注射用醋酸卡泊芬净等制剂上市销售，恩替卡韦片、磷酸奥司他韦干混悬剂、阿加曲班注射液、泊沙康唑原料药注册申请和注射用米卡芬净钠仿制药一致性评价申报获得 NMPA 受理。核心产品扩大销售及新产品上市推动下，公司业绩高速增长得到保证。

3、费用率持续摊薄，研发投入不断加大驱动业绩高增。公司主力产品集中在高壁垒的原料药、中间体和制剂领域，卡泊芬净、吡美莫司、米卡芬净等销售收入不断扩大，权益分成收入逐渐进入收获期，形成业绩支撑。公司费用率不断摊薄，2020H1，公司销售费用率 2.44%，同比降低 0.48 个百分点；管理费用率 9.25%，同比降低 2.29 个百分点；研发方面，公司坚持高投入，2020H1 研发费用 6312 万元，同比增长 13.66%，研发费用率 20.81%，维持高位。“仿创结合”、研发驱动的业务模式确保公司较强的议价权，使得公司未来面对的市场竞争环境相对宽松，且顺应带量采购、一致性评价等政策环境。公司目前在研项目超 40 项，未来多款产品上市将提供新的增长点，进一步驱动业绩高增。

4、四大平台构建护城河，产业链一体化战略确保公司持续盈利。公司发酵半合成、多手性原料药技术、靶向高分子偶联平台和非生物大分子平台均为行业公认的技术难度大、进入门槛高的领域，在创新药和高端仿制药原料药领域构成公司核心竞争力，为公司未来高价值属性产品的研发打下基础。同时公司采用“起始物料→高难度中间体→特色原料药→制剂”全链条的布局，价值转化不断向下游延伸，带动盈利模式多元化。公司客户覆盖面广，合作关系牢固，有效保证自身收入与盈利质量。

5、盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年归母净利润分别为 1.61 亿、2.47 亿和 3.66 亿元，相应 EPS 分别为 0.39 元、0.60 元和 0.89 元，对应 PE 估值分别为 138 倍、90 倍、61 倍。考虑到公司是优秀的特色难仿原料药企业，同时产业链顺势延伸至高难仿制药和创新药，未来三年盈利复合增速有望达 49%，首次覆盖给予“买入”评级。

6、风险提示：研发进度低于预期；环保政策影响；原料药降价；汇率风险。

（证券分析师：朱国广）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

浙江鼎力（603338）：Q2 业绩大幅提升，收购德国 Teupen 进一步提升竞争力

事件：8 月 17 日公司发布业绩中报，上半年实现收入 15.01 亿元，同比+76.87%；归母净利润 4.09 亿元，同比+56.96%；扣非归母净利润 3.95 亿元，同比+68.45%。上半年基本 EPS 为 0.84 元。

投资要点

国内市场需求旺盛，Q2 业绩大幅提升

单季度来看，公司 Q2 单季实现收入/归母净利润/扣非后归母净利润 10.90 亿/2.87 亿/2.78 亿元，同比+134.80%/+80.04%/+106.87%。①Q2 国内下游需求复苏，公司上半年国内市场收入同比+171.69%，销售占比达 75.69%，较去年同期+24.56pct。②下游大租赁公司扩大设备规模，如宏信的设备保有量由 4 月份 3 万台提升至 7 月份 4 万台。

下半年臂式放量值得期待。上半年公司推出 7 款电动臂式新品，臂式产品收入同比+37.11%。国内臂式产品需求不断提升，新臂式产能预计已于 8 月投产，下半年臂式产能释放值得期待。

毛利率、净利率略有下降，整体经营质量依然出色。

报告期内公司综合毛利率 38.13%，同比-3.6pct，我们推测毛利率下降主要系国内疫情增加经营成本以及剪叉式产品竞争激烈，相关产品盈利能力有所下降所致；报告期内公司成本管控优化，期间费用率 7.54%，同比-1.61pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.79pct/-0.89pct/-0.15pct/+0.22pct；受毛利率下滑影响，销售净利率 27.21%，同比-3.46pct，盈利能力略有下滑，但上半年 ROE 为 11.97%，同比+2.38pct，经营质量依然出色。

拟收购德国 Teupen 公司 24%股权，进一步提升竞争力

8 月 14 日，公司与全球蜘蛛式高空作业平台龙头德国 TEUPEN 公司正式签订股权收购协议，拟收购其 24%股权。TEUPEN 是一家专业设计、研发、制造、销售蜘蛛式高空作业平台产品的全球领先企业，其产品包括自行走蜘蛛式高空作业平台（绝缘蜘蛛式）及车载绝缘臂等，工作高度覆盖 12-50 米，是全球系列最全、覆盖范围最广、载重最大的蜘蛛式高空作业平台制造商。此次收购有望实现与 Teupen 国际大租赁客户资源共享，进一步纵向延伸产品线，同时通过技术合作研发新产品增强市场地位。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022EPS 分别为 2.07、2.70、3.29 元，当前股价对应动态 PE 分别为 45.98、35.32、28.98 倍。考虑到公司业绩快速增长，以及具备较好的成长性，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧导致产品价格大幅下降，新臂式产品销售不及预期，电动化趋势不及预期，中美贸易摩擦不确定性

（证券分析师：陈显帆）

恒顺醋业（600305）：收入增长环比提速，改革引领长期发展

事件：

公司发布 2020 年中报，20H1 实现营收 9.53 亿元（+7%），归母净利

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1.49 亿元（+4%），经营活动现金流净额 1.90 亿元（+37%）。20Q2 实现营收 4.87 亿元（+15%），归母净利 0.73 亿元（+4%），经营活动现金流净额 1.15 亿元（+68%）。

投资要点

收入增长提速，拥抱电商迎接新经济。20H1 实现营收 9.53 亿元（+7%），其中 20Q2 实现营收 4.87 亿元（+15%）。1）分产品看，Q2 醋类产品营收 3.5 亿元，同比+10%，保持稳健增长；料酒业务依托赛道和品牌红利依然保持高速增长，20Q2 实现营收 0.68 亿元，同比+27%。2）分渠道看，线上渠道得到培育，低基数高成长实现收入 0.4 亿元，同比+49%，环比提速 11pct；线下实现营收 4.2 亿元，同比+15%，环比改善 16pct。3）分地区看，除华东大本营外，外埠区域物流压制解除后补库存需求叠加公司广宣发力，恢复较高增长，其中华中/华南/西部/华北 Q2 分别实现营收 0.8/0.79/0.43/0.26 亿元，同比+20/32/24/31%。20Q2 公司经销商净增加 24 家，其中华东/华中/华南/西部/华北分别增加-8/+6/+7/+13/+6 家，外埠市场开拓力度明显加大。

降本增效，加大市场投入。20Q2 毛利率 41.12%(-2.85pct)，销售费用率 16.07%(-0.36pct)，考虑到会计政策调整，要求将原本计入销售费用的运输费（19 年运输费用率为 4.5%）纳入营业成本，则加回计算后公司依靠产品升级+提价滞后释放红利，使得毛利率实质提升 1.6pct；因渠道建设力度加大，实际 Q2 销售费用率提升+4pct。20Q2 人工成本及折旧摊销减少，管理费用率（含研发）7.85%(-2.44pct)。综上，公司 Q2 净利率 15.41%(-1.52pct)，归母净利 0.73 亿元（+4%）。

改善循序渐进，改革激发活力。公司改革动力充足，多措并举激发活力，1）产品：做深醋业、做高酒业、做宽酱业；2）营销：7 月总经理李国权兼任营销总监，加大对市场营销重视程度，力求理顺营销体系管理，提高营销效率。公司目标构建以市场需求为导向的产品研发体系，提升营销质量水平；将现有 36 个片区重新整合划分成八大战区，强化市场统筹意识，战区间展开 pk，多劳多得，强化激励。样板城市由 19 年的 3 个增加到 8 个，强化营销拉动；实施智慧零售改革，整合电商、博物馆、恒顺商场等渠道资源。3）管理：公司将不断规范运营管理的标准化、制度化、流程化和透明化，全力推进整合清理或退出非核心主业。

盈利预测与投资评级：预计 20-22 年公司净利增速+14/16/18%，对应 EPS 分别为 0.37/0.43/0.51 元，PE 为 64/55/47X，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）

金域医学（603882）：Q2 业绩大幅超预期，疫情推动公司加速成长

投资要点

事件：2020 年上半年公司实现营业收入 34.75 亿元，同比增长 36.63%；实现归母净利润 5.56 亿元，同比增长 223.71%；扣非归母净利润 5.38 亿元，同比增长 231.39%；经营性现金流 2.39 亿元，同比增长 53.42%。

Q2 业绩大幅提振，受益疫情推动盈利走强。2020Q2，公司实现营收 23.04 亿，同比增长 67.06%，归母净利润 5.08 亿，同比增长 292.64%，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

较 Q1 大幅提升，业绩超预期。收入端，主要系新冠疫情带动公司核酸检测相关诊断、试剂销售业务剧增，同时公司常规检测业务逐步从疫情影响中恢复。利润端，主要系公司省级实验室前期布局完毕，规模效应下，固定资产利用效率和人员效率提升，高端项目与优质客户资源持续改善业务结构，带动毛利率提升。同时公司控费效果显著，推动盈利攀升。公司华北、东北等较弱势地区占比有所升高，区域收入结构继续优化。

新冠疫情加速 ICL 全国布局，渠道下沉助力渗透率提升。新冠疫情期间，公司承接雷神山医院等关键区域的核酸病毒检测重任，同时充分调度资源，在全国 29 个省市区开展筛查、发热门诊、复工检测和入境检测工作。截至 6 月 30 日，公司累计核酸检测量已超 1000 万例，约占同期全国总体核酸检测量的 1/10。疫情检测需求促进公司检测流程的变革及相关技术创新，更助力公司全国布局计划。公司目前为全国超过 23,000 家各类医疗机构等提供检测服务，拥有中心实验室 37 家、物流网点 2000 多个，是国内连锁实验室数量最多、覆盖区域最广、服务客户数量最多的 ICL。后新冠时期，公司渠道有望进一步向三四线城市下沉，配合专业的冷链物流服务网络提升渗透率。

普检特检结构持续改善，坚持研发创新及“临床疾病为导向”，业绩加速步入收获期。公司建立了业内齐全的实验室检验技术平台，目前提供超 2700 个检验项目。其中特检收入增速较快，核心实验室普检验结构持续优化，贡献高毛利率。2020H1 公司综合毛利率 44.77%，同比提升 4.98 个百分点；销售费用率 12.17%，同比降低 2.9 个百分点，管理费用率 7.00%，同比降低 2.48 个百分点；研发费用 1.79 亿，同比增长 24.09%，研发费用率维持 5%以上。公司构建创新研究院、转化研究院和集团研发中心三级平台，坚持产学研一体的开放创新体系。截止 2020H1，公司累计获得国家、省、市、区各级政府立项项目 66 项，申请知识产权 122 件，获得授权知识产权 56 件，在肾脏病理、新冠病毒检测等领域取得突破。公司坚持推动以临床和疾病为导向的科研转化体系的发展，核心疾病与诊断技术的竞争力是未来业绩高增的有力保障。

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年归母净利润分别为 8.22 亿、9.85 亿和 11.88 亿元，相应 EPS 分别为 1.80 元、2.15 元和 2.59 元，对应 PE 估值分别为 49 倍、41 倍、34 倍。考虑到公司是 ICL 龙头企业，未来三年盈利复合增速有望超 40%，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：实验室盈利不及预期；项目质量风险；检验价格下降风险。

（证券分析师：朱国广）

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