行业观点

● 策略

1、两种经济周期的研究方法

当前情况综述和资产配置建议

中国经济先行指标已经处在较高的位置

中国经济同步指标正在恢复

中国经济滞后指标正在恢复

期限利差长期均值已经处在高位

信用利差长期均值已经处在高位

2017 年开始民企与国企的融资成本差距正在拉开

成长股跑赢低市净率股票的情况普遍存在

资产配置建议

股票/商品优于债券

低市净率股票可能在 5 年以上的时间段跑赢

央企的比价优势依然存在

当前面临的风险

经济复苏进程可能被打断

对民企的宽松可能不达预期

疫情可能超预期

分析师：陈大鹏（执业证书： S0020520070002）

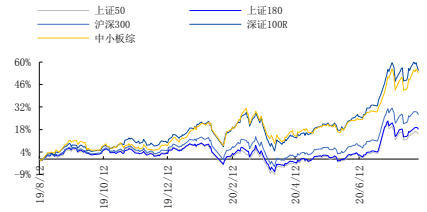
2、策略周报：适应波动瞄准内循环

核心策略：适应波动更重长期 瞄准绩优内循环

上周，市场指数整体平稳，波动较大。主要指数中，上证综指领涨，中、小盘指数涨幅高于大盘指数。行业方面，国防军工、有色金属和汽车等涨幅居前。

外部环境不确定性超预期，市场偏好更重中长期。上周，市场分歧有所放大，成交量在连续三周下降后小幅回升，指数变动幅度降低。板块上，随着中美摩擦进一步升级，及北斗卫星导航系统正式开通，国防军工板块涨幅居首。同样因中美摩擦的相对升级，从反制的角度，稀土概念走强带动有色金属涨幅位居次席。随着财政部发布上半年财政政策执行情况报告，明确新能源汽车免征购置税政策延长两年，无形中助推了汽车板块受益。免税概念股整体走弱，休闲服务板块跌幅

主要市场走势图



资料来源：Wind

A 股市场涨幅前五

股票	收盘价 RMB	涨跌幅% 1 日	5 日	本年
高测股份	76.74	432.55	0.00	0.00
天正电气	16.43	63.97	0.00	0.00
国联证券	10.75	20.11	54.23	54.23
西域旅游	12.43	20.10	0.00	5.43
新日恒力	11.01	20.07	56.17	185.23

A 股市场跌幅前五

股票	收盘价 RMB	涨跌幅% 1 日	5 日	本年
千山退	2.47	-20.06	0.00	-19.02
嘉化能源	9.97	-20.05	-23.19	-9.50
方邦股份	98.61	-18.50	-14.93	9.70
三超新材	22.97	-17.17	1.14	39.84
天龙光电	5.80	-17.14	-12.91	-0.68

居首；疫苗板块的相对下行，影响了医药板块有所走弱。截至上周四，融资余额大幅上升，显示出市场信心并未溃散。市场投资偏好则更偏重中长期中，具有绩优内循环属性的创新成长优势板块。

海外经济有所回暖，疫情负面影响逐步降低。随着疫情的持续，海外市场特别是欧美通过主动调整，在经济与疫情中，逐步找到相对平衡点。上周五，美国公布了 7 月的部分经济数据，其中 ISM 服务业指数上升至 58.1，为 2019 年 2 月以来新高；就业岗位新增 176.3 万个，超出市场预期，失业率收缩到至 10.2%。整体来看，经济展现出了复苏态势。经济回暖下，美元指数回升，黄金价格应声下行。而前期遭受科技股拖累的纳斯达克，也在经济数据出炉后，股指出现小幅回升。周六，证监会就美国财政部官网发布的《关于保护美国投资者防范中国公司重大风险报告》进行了回复，结合近期 Tiktok 和微信的事件来看，在美有业务的中国公司遭受外围挤压的概率上升。

投资策略：适应波动更重长期 瞄准绩优成长内循环

配置上：短期内，外交摩擦或会进一步放大市场波动。就市场上周的表现来看，选择上，短期可重点关注中期业绩修复的动态走向，特别是偏绩优与低估值的板块，偏好业务主要覆盖国内市场的相关个股。综合看，外围风险所激发来出，与内需发展相关的消费类及自主可控相关的核心科技类板块如医药、机械、半导体、新能源车等将释放更多确定性信号。

市场：股指涨跌不一 上证综指领涨

上周主要指数中，上证综指领涨。市场格局方面，中、小盘指数涨幅高于大盘指数。行业方面，国防军工、有色金属和汽车等涨幅居前。

资金：融资余额持续上升 北上资金小幅净流出

资金面上，融资余额总体继续上升，北上资金小幅净流出。

情绪：成交额出现反弹 换手率同步回升

上周各市场总体成交额出现反弹，换手率同步回升。

风险提示：经济超预期波动，企业盈利不及预期。

分析师：虞坷（执业证书： S0020519070004），房倩倩（执业证书： S0020520040001）

- **电子**

1、敏芯股份：专注 MEMS 传感器的领先企业

国内 MEMS 传感器龙头，内外双重加持驱动发展

敏芯股份是国内 MEMS 传感器领先企业，产品包括 MEMS 麦克风、MEMS 压力传感器和 MEMS 惯性传感器，用于消费电子、汽车、医疗、通信和国防等领域。公司凭借内部自身研发投入，在 MEMS 传感器芯片设计、封装和测试领域积累了深厚的技术基底；外部凭借合作下游终端大厂扩大市场份额，逐步形成自身优势。未来在内外驱动力加持下核心技术和业绩在未来有望实现持续突破和增长。

消费电子市场繁荣，拓展 MEMS 传感器应用场景

MEMS 在消费电子中应用广阔，伴随 5G 商用推动，以及下游应用的拓展升级，也将带来对公司 MEMS 产品的需求升级。公司依托拥有自主的研发能力和核心技术积累，重点布局 MEMS 麦克风领域，同时不断投入 MEMS 压力传感器和 MEMS 惯性传感器，提升国产产品竞争力。公司 MEMS 麦克风主要应用在以智能音箱为

代表的的智能家居市场、以 TWS 耳机为代表的可穿戴产品以及手机、笔记本电脑等领域，MEMS 压力传感器主要应用于胎压计、血压计、高度计等产品，MEMS 惯性传感器主要应用于可穿戴产品中。公司的战略布局逐步推动，产品覆盖范围逐步扩大，随着消费电子市场的发展，公司营收有望进一步提升。

募集资金投入新项目，核心技术升级突破未来可期

公司在现有主营业务的基础上，结合未来市场需求，在 MEMS 产品生产体系上的进一步拓展。本次募集资金是公司依据未来发展规划做出的战略性安排，资金主要用于 MEMS 麦克风生产基地新建项目、MEMS 压力传感器生产项目、MEMS 传感器技术研发中心建设项目以及补充流动资金项目。有利于有效提高公司核心竞争力，促进现有主营业务的持续稳定发展。

投资建议与盈利预测

随着公司深入布局 MEMS 麦克风及传感器，未来随着 5G 逐步推进，下游多领域将迸发出新的需求，公司将显著受益，进入快速发展期。预计 2020-2022 年，公司营收为 3.41、4.30 与 5.23 亿元，归属母公司股东净利润分别为：0.67、0.92 和 1.14 亿元，给予公司“增持”评级。

风险提示

公司研发进展不及预期；疫情影响、消费电子、汽车发展低于预期；“专利战”对公司核心专利影响。

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001）

2、中芯国际（688981）点评报告：20Q2 业绩符合预期，成熟和先进制程需求旺盛

业绩符合预期，公司营收稳定增长

8 月 6 日中芯国际披露 2020 年中报，业绩符合预期。公司 Q2 营收 9.39 亿美元，环比+3.7%，同比+18.7%，实现归母净利润 1.38 亿美元，创单季新高。Q2 毛利率为 26.5%，去年同期为 19.1%，得益于运营支出控制。下游需求旺盛，产能利用率连续两季度保持在 98%以上，其中下游 PMIC、CMOS 和物联网的需求依然强劲，消费类营收环比+7%。先进制程 14/28nm 收入持续增长，季度环比增长 21%。

折旧导致整体毛利率承压，中长期营收增长加快覆盖成本压力

公司 Q3 业绩指引，总营收环比增长 1%-3%，对应营收 9.48-9.67 亿美元。中芯南方 Q3 开始计入折旧，Q3 业绩指引给出毛利率预期在 19%-21%的范围内，对全年毛利率的影响将达到 5%左右。12 寸厂新设备折旧年限 7 年，8 寸厂旧设备折旧年限 6 年，短期内大幅提升的资本支出所带来的折旧会对毛利率和净利率造成一定压力，公司会通过各种改善来缓解。中长期看，考虑到随着国内 5G 基础建设推进，架设在 5G 之上的新兴市场需求持续丰富、扩大，海外龙头代工企业表示对成熟和先进工艺产能利用率保持乐观看法，产能增加所带来的营收增长有望加快覆盖折旧所带来的成本压力。

技术进步上修公司服务范围，拉动产业链上下游企业共同发展

晶圆代工是连接上游设计和下游应用的“中枢”，中芯国际的代工能力提升意味着大陆整体的半导体行业水平提高。晶圆制造企业向上制定 IC 设计规则，向下拉动设备、材料、封测同步发展和技术迭代。中芯国际先进制程上调了国产半导体发展潜力和增长空间，协同作用下配套的国产设备和材料供应商也有望共同进步。

投资建议与盈利预测

预计 2020-2022 年公司营收 271、304、333 亿元，归母净利润 19.31、22.37、24.38 亿元，当前市值对应 2020-2022 年 PE 分别为 316、273、251 倍，给予“增持”评级。

风险提示

先进制程开发进度风险；外部冲击风险；专利与技术风险。

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001）

- **新能源**

龙蟠科技（603906）2020 半年报点评：Q2 归母净利大增，车用尿素持续高增长

事件：

8 月 6 日龙蟠科技发布半年报，公司 2020H1 营业收入 8.2 亿元，同比下滑 0.69%；归母净利润 9088 万元，同比增长 50.73%，相对去年同期增加 3059 万元；扣非归母净利润 8127 万元，同比增长 44%；毛利率 37.21%，相对去年增加 3.92pct。

公司 2020Q1 归母净利润 2500 万，同比下滑 31%，毛利率 35%；2020Q2 归母净利润 6600 万，同比增长 172%，毛利率 38%。

2020H1 车用尿素净利同比增加 118%，驱动公司净利润大增

车用尿素营收 2.89 亿元，同比上涨 42.6%；2020H1 负责车用尿素的子公司可兰素净利润 5507 万元，同比增加 118%，较同期增加 2978 万元，与公司本期归母净利增量相当；车用尿素净利率达到 19%，相对于去年同期增加 6.5pct。车用尿素营收&净利率提升是公司净利润增长的主要来源。

车用尿素快速增长主要原因一方面是国家监管趋严，《柴油货车污染治理攻坚战行动计划》规划到 2020 年全国车用尿素抽检合格率达到 95%，重点区域达到 98%以上；另一方面是国六卡车形成批量销售，上半年国六柴油重卡销量达到 3.01 万辆。

原材料价格下降+车用尿素营收占比提升驱动毛利率上涨

2020H1 基础油采购均价较上年同期下降 708.50 元/吨，降幅为 11.19%；乙二醇采购均价较上年同期下降 1005.31 元/吨，降幅为 20.68%；尿素采购均价较上年同期下降 222.62 元/吨，降幅 11.57%。原材料降价叠加车用尿素营收占比提升至 35.30%，驱动公司毛利率增加 3.92pct。

设立江苏锂源材料，新能源布局稳步推进

公司在新能源领域布局全面：1）冷却液对蔚来等新能源车企形成供货；2）氢能领域，间接持有燃料电池公司明天氢能 9.5%股权，设立子公司江苏铂碳布局燃料电池催化剂，增资子公司南京精工布局 IV 型储氢瓶；3）设立子公司锂源科技，注册资本 1 亿元，或标志公司未来将进入锂电材料领域。

投资建议与盈利预测

考虑上半年车用尿素业绩增长超预期，我们上调公司盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 2.07/2.79/3.44 亿，同比增长 62%/35%/23%，对应 EPS 为 0.68/0.92/1.14 元，维持买入评级。

中长期来看，2025/2030 年车用尿素利润分别 4.4/6.3 亿，给予 2025 年利润 30 倍，长期来看车用尿素业务市值可达到 132 亿。

风险提示

车用尿素推广不及预期；产品价格下降过快；产能扩张不达预期。

分析师：彭聪（执业证书： S0020520040002）

- **计算机**

超图软件(300036.SZ)：业务恢复良好，积极拓展业务边界

事件：

公司于 8 月 6 日晚发布《2020 年半年度报告》，上半年实现营业收入 5.23 亿元，同比下降 18.22%，实现扣非归母净利润 3257.26 万元，同比增长 0.95%。

点评：

业务恢复情况良好，中标和新签合同进度加快

上半年，公司营业收入出现了一定程度的下滑，主要原因：受新冠肺炎疫情影响，部分项目的实施与验收进度有所推迟；公司承接的项目中外包的数据业务占比大幅减少，导致营收规模有所下降。目前，国内疫情得到有效控制，公司业务逐步恢复，中标和新签合同进度加快，1-4 月累计新签合同额与去年同比下降 33%，随着政企客户加速推进业务进度，1-7 月累计新签合同额与去年同比仅下降 4%，已经赶上去年同期进度。其中，GIS 软件毛利率达到 55.29%，较去年同期提升 0.95%，经营质量稳步改善。

依托 SuperMap GIS 系列产品，积极打造自主可控生态圈

公司一直坚持自主研发和技术创新，深耕 GIS 基础软件业务，SuperMap GIS 系列产品已成为中国主流的、成熟的自主可控 GIS 平台。根据公司公告，SuperMap GIS 系列产品支持多种国产操作系统、国产 CPU、国产数据库，已完成与阿里 POLARDB、华为高斯数据库，龙芯、飞腾和申威等自主 CPU，以及诸多国产中间件的适配工作。公司积极响应国家科技创新重大战略任务部署，与合作伙伴一起持续推动国产基础软硬件的产业化应用与协同发展，助力推进“信创”生态的建设，有望成为新的业绩增长点。

自然资源登记业务稳步推进，国土空间规划业务确定性落地

2020 年 6 月，自然资源部印发《2020 年自然资源部网络安全与信息化工作要点》。公司成功中标自然资源部国土卫星遥感应用中心基于遥感卫星应用构建政府监管服务平台建设项目监测与综合分析评估系统采购-03 包，同时参与建设柳州、广州、南充、淮安、拉萨等多地的自然资源登记项目。在国土空间规划方面，公司形成了全空间覆盖、全要素管控、全过程服务的国土空间规划一张图及监督信息系统解决方案，实现了多个地区的快速落单，中标泰州、阳春、桂林、滨州、德阳、东营、金华、湖州、唐山等地国土空间规划项目，多个项目为千万级别大单，成功抢占国土空间信息化市场。

投资建议与盈利预测

随着国土空间规划、自然资源统一确权登记、“信创”等需求的持续释放，公司已经迎来新一轮成长。预测公司 2020-2022 年营业收入为 22.37 亿元、28.32 亿元、35.25 亿元，归母净利润为 2.95 亿元、4.00 亿元、5.17 亿元，对应 PE 为 38.52、28.41、22.00 倍。考虑到公司过去三年 PE 主要运行在 30-60 倍之间、预期未来三年归母净利润 CAGR 为 33.10%、经营性净现金流表现优良等因素，给予公司 2020 年 50 倍的目标 PE，对应的目标价为 33.00 元。维持“买入”评级。

风险提示

国土空间规划相关的系统建设需求低于预期；“互联网+不动产登记”升级需求低于预期；GIS 软件国产替代进程低于预期；海外市场拓展低于预期；非公开发行进展低于预期等。

分析师：耿军军（执业证书： S0020519070002）

- **医药**

凯莱英：Q2 恢复高增长，增效驱动毛利率提升

8 月 7 日，公司发布 2020 年半年报：实现营收 12.66 亿元，同比增长 15.81%，归母净利润 3.16 亿元，同比增长 37.63%，扣非后归母净利润 2.77 亿元，同比增长 36.82%。

国元观点：

Q2 业务快速恢复，新技术带动毛利率提升

在全球疫情影响下，公司 Q2 海外订单持续快速增长，研发生产 Q2 快速恢复增长，产能利用率和经营效率逐渐恢复至较高水平。Q2 实现收入 7.90 亿元（+28.20%），扣非净利润 1.84 亿元（+50.28%）。受益于连续性反应和酶催化等新技术加快投入应用，公司毛利率为 48.59%，同比提高 4.4pct，2020H1 销售费用率 3.32%，管理费用率 10.18%，研发费用率 8.59%，销售和管理费用小幅优化，研发费用投入进一步增长。

2020 上半年公司共计完成 303 个项目，其中商业化阶段项目 24 个，临床阶段项目 100 个（其中临床Ⅲ期 23 个），技术服务项目 179 个。商业化收入 7.37 亿元（+9.72%），临床收入 4.16 亿元（+17.65%），技术服务 1.11 亿元（+63.69%），临床项目和技术开发服务呈现较高增长。

大型药企服务渗透率不断提高，biotech 业务快速发展

大型药企： 2020H1 来自服务的海外大型制药公司所属药品收入为 9.35 亿元，占收入比例为 73.94%，新增商业化项目 3 个，累计服务的美国五大制药公司创新药项目数量占其临床后期研发管线的比例提升至 27%，目前部分海外大客户目前订单规模相较 2019 年实现翻倍增长。

海外中小创新药公司：2020H1 来自海外中小型制药公司的收入为 1.91 亿元，同比增长 69.33%，新增商业化项目 1 个。目前公司海外中小创新药客户池已扩充至 600 余家，活跃客户 400 余家，2020 上半年产生订单客户 40 家。

国内业务：首个 MAH 项目再鼎医药的尼拉帕利进入商业化生产，2020H1 收入 1.40 亿元，同比增长 138.12%，国内 NDA 项目在手订单超过 20 个。

投资建议与盈利预测

公司 CDMO 技术优势显著，产能持续提升。我们预计公司 20-22 年营收为 32.12/41.84/54.48 亿元，归母净利润分别为 7.73/10.56/14.37 亿元，EPS 为 3.34/4.57/6.21 元/股，对应 PE 为 65/48/35X，维持“增持”评级。

风险提示

受全球疫情影响，临床项目暂停风险；市场竞争加剧风险；产能建设不及预期风险；全球贸易局势风险。

分析师：常启辉（执业证书： S0020519070002），刘慧敏（执业证书：S0020517090001）

重点报告

跨周期调控与经济周期长度

分析师：陈大鹏（执业证书： S0020520070002）

跨周期宏观调控可能是什么

我们认为跨周期调控，是国家在发展过程中，非正式经济占比逐渐降低，经济周期逐渐延长，经济体量增长，逆周期调控难度逐渐增大后的一个必然选择。它的实现方法是调节需求/产出的波动率，进而实现对于风险的控制。

这种行为将有两种组成部分：

- 在需求波动率过高时遏制需求的波动率（财政刺激，拉动内需，“房住不炒”都在此类）
- 在供给波动率过高时遏制供给的波动率（供给侧改革，环保限产都在此类）

在这种调控思路下，货币政策，财政政策实际上都只是手段而非目的，实现供给和需求的平衡，降低需求/供给的波动率是目的。这个目的实现的过程中，国家的非正式经济将逐渐转化为正式经济，从而实现国家发展的目标（城镇化即为代表）。

从逆周期到跨周期，美国的经验

跨周期调节的优势在于它可以延长经济周期的长度，但风险在于延长后的经济周期将会积累更大的风险。

从美国的经验来看，1950-1980 年更偏向于逆周期的监管，但结果是经济周期碎片化，持续时间较短。1980 年之后更偏向于跨周期的监管，即便通胀制约存在，也依然以维持经济结构为先。尽可能降低经济周期中的波动率。但代价是，2000 年科网泡沫和 2008 年金融危机比先前的危机更为严重。

跨周期可能拉长经济周期的时间

如果在可预见的未来，共和国实行跨周期的调控，潜在的影响和可能的机会

- 经济周期可能被延长
- 未来除了经济数据之外，我们可能需要关注供给和需求的波动率
- 跨周期调节意味着更稳定的发展周期，当然代价是在更长时间段内积累的尾部风险需要用更大的决心和智慧化解

结论及投资策略

综上所述，我们的结论如下：本轮中国经济周期的持续时间可能较以往更长；未来中国经济指标的波动率可能降低；从长期来看，中国经济版图中非正式经济的规模将逐渐缩小，低波动率环境更有利于企业集中度的提高

我们认为未来期权策略有可能成为良好的指数增强方法，上证 50 Buy Write/Put Write 策略有可能类似美国 PUT,BXM 基金，在长期跑赢 SPX 指数。

风险提示：不确定性事件发生导致必须回到逆周期调节模式；反垄断审查开始从严导致集中度提高存在上

限；尾部风险的积累比预期更快。

芯原股份(688521)首次覆盖报告：全球领先的 IP 授权服务商

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001）

报告要点：

全球第七、国内第一的 IP 授权提供商

芯原依托自主半导体 IP，为客户提供平台化、全方位、一站式芯片定制服务和半导体 IP 授权服务。产品方面，公司拥有丰富的 IP 库，覆盖图形处理器、神经网络处理器、视频处理器、数字信号处理器和图像信号处理器、数模混合和射频等，以及在此之上开拓的多种一站式芯片定制服务及解决方案；技术方面，公司在传统 CMOS、先进 FinFET 和 FD-SOI 等全球主流半导体工艺节点上都具有优秀的设计能力，已拥 14nm/10nm/7nm FinFET 和 28nm/22nm FD-SOI 工艺节点芯片的成功流片经验；客户方面，公司已受到全球领先的半导体知名企业、大型互联网公司的认可，客户包括英特尔、博世、恩智浦、博通、Facebook、谷歌、亚马逊、华为等。公司已成为中国大陆排名第一、全球排名第七的半导体 IP 授权服务提供商，在优秀的产品与技术、良好的客户结构加持下，公司未来的竞争力将进一步加强。

下游应用多点开花，半导体市场空间广阔

当今半导体产业已进入继个人电脑和智能手机后的下一个发展周期，其最主要的变革力量源自于物联网、云计算、人工智能、大数据和 5G 通信等新应用的兴起。全球半导体行业的市场规模将从 2019 年的 4000 亿美元增长至 2030 年的 1 万亿美元。公司的产品广泛的应用于上述领域，在物联网、AI、高清视频处理、大数据等行业的快速发展下，公司未来发展可期。

行业分工不断细化，IP 市场逐渐扩大

随着集成电路行业的不断发展，行业内分工不断细化，IC 设计则成为各分工中占比较大的环节。随着超大规模集成电路设计、制造技术的发展、先进制程的演进、线宽的缩小，芯片中晶体管数量大幅提升，使得单颗芯片中可集成的 IP 数量也大幅增加。全球半导体 IP 市场将从 2018 年的 46 亿美元增长至 2027 年的 101 亿美元，公司作为全球领先的半导体 IP 供应商，将优先受益。

盈利预测与投资建议

公司处于中国芯片崛起大业的重要环节，随着设计研发水平提升以及 IP 储备增强，公司更加有选择性地进入先进技术领域和优质客户群体，提升自身市场竞争力。我们预计 2020-2022 年营收为 17.37 亿、22.57 亿和 27.59 亿元，归母净利润为-0.67 亿、0.8 亿、1.75 亿元，给予“增持”评级。

风险提示

AI 进程、物联网行业发展低于预期；芯片一站式芯片定制业务毛利率提升不及预期；研发投入效果不及预期。

晶丰明源（688368）公司深度报告：立足智能化驱动芯片，向模拟芯片 PMIC 领域进军

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001）

报告要点：

通用芯片稳定盈利叠加高增长的智能芯片是公司未来的成长核心

公司是 LED 照明驱动芯片龙头，无论是规模和技术储备均处于国内领先地位。公司通用 LED 照明驱动芯片

业务三年复合增速为 7.5%，而智能 LED 驱动芯片年增速超过 40%。鉴于 LED 行业的刚需特性以及电源管类芯片的广泛市场，通用芯片稳定盈利叠加高增长的智能芯片是公司未来成长的动力。

纵向深入布局智能家居领域，横向收购丰富产品组合

公司在智能 LED 驱动芯片业务深入布局，针对消费者调光、调色、远控、互动等照明需求而增加的电源管理模块进一步向智能化发展。同时，通过收购岷创科技和英特格灵切入电机产品线，实现产品互补和应用领域横向拓展。

国内 IC 电源管理蓝海，借国产替代东风快速成长

公司处于模拟 IC 电源管理芯片赛道，我们认为鉴于公司在该领域的深厚技术积累和人才储备，未来有望覆盖更多电源管理应用领域，内生+外延兼修将会是公司稳定高速发展的主旋律。随着国内电源管理类产品性能和市场认可度日渐提升，进口替代趋势明显，巨大国内市场空间叠加稳定行业增速和进口替代趋势，国产电源管理芯片龙头持续受益。

投资建议与盈利预测

根据公司一季度业绩反映下游客户需求旺盛，且 LED 照明行业属于刚需产业，产品需求受短期疫情影响较小；中长期受益于全球 LED 渗透率提升和智能 LED 产品在智能家具市场中的高速增长，以及新业务电机驱动芯片逐步放量，公司业绩有望稳定增长。我们预测公司 2020-2022 年收入分别为 9.61 亿元、11.13 亿元、12.80 亿元，归母净利润为 0.66 亿元、1.05 亿元、1.44 亿元，对应 PE 估值分别为 109x、68x、50x。考虑到公司作为细分行业龙头且拥有自研核心技术，具备横向和纵向拓展能力，未来将在智能家居行业快速发展的进程中将充分受益。给予公司 2020-2021 年 140x、100x 估值较为合理，对应股价为 150-170 元/股，给予公司“增持”评级。

风险提示

LED 行业景气度恢复不及预期；智能照明市场拓展不及预期；公司技术与产品研发进度不及预期；

石基信息(002153.SZ)：踏云而上，进击全球

分析师：耿军军（执业证书：S0020519070002）

报告要点：

聚焦大消费行业信息化，在多个赛道处于领先地位

公司主要从事酒店、餐饮、零售、休闲娱乐等大消费行业信息管理系统软件的开发与销售、系统集成、技术支持与服务，是目前国内最主要的酒店信息管理系统全面解决方案提供商之一，并在零售、餐饮等多个赛道居于市场领先地位。上市以来，公司营业收入呈现稳健增长态势，CAGR 达 23.91%。2019 年，公司实现营业收入 36.63 亿元，同比增长 18.24%，云化转型导致扣非归母净利润下滑，转型成功后净利润有望实现较快增长。近四年，公司经营性净现金流持续高于扣非归母净利润，经营质量良好。

酒店行业云转型加速，公司海外布局逐渐成型

全球酒店信息管理系统市场规模大、竞争格局分散，目前处于云转型的战略机遇期。2019 年，公司已基本完成了全球化研发、销售和服务网络的建设，境外国际化业务团队人数超过 1000 人。继新一代云平台 POS 系统获得超过十家知名酒店集团认可并不断拓展上线之后，新一代云平台架构的企业级酒店信息系统的研发和测试已经取得实质性进展并开始正式上线。截至 2019 年年底，云 POS 产品累计上线总客户数达

1455 家酒店及餐厅。

直连需求旺盛，助力公司战略转型升级

公司将基于直连技术的平台化战略作为实现转型的重要途径，致力于从预订和支付这两个环节延伸打造基于畅联直连技术的预订平台和基于一体化直连技术的支付平台。公司目前全部客户的年度营业额约为 5 万亿人民币，市场规模巨大。2019 年，石基畅联分销解决方案有效直连产量超过 948 万间夜，同比增长 38.8%。2019 年，公司客户与支付宝和微信直连的支付业务交易总金额超过 1600 亿元人民币，与去年同期流量相比增长约 45%。

投资建议与盈利预测

随着酒店业云化转型加速推进，新一代云平台有望打开全球高端市场；凭借海量客户资源，平台化战略有望助力公司转型升级。预计公司 2020-2022 年营业收入为 36.09、41.38、47.32 亿元，归母净利润为 3.72、4.25、4.95 亿元，EPS 为 0.35、0.40、0.46 元/股。目前处于转型期，各项投入较大，对净利润率影响较大，故采用 PS 估值法。过去三年公司 PS 主要运行在 8-14 倍之间，考虑到国内新冠肺炎疫情得到有效控制，下游需求逐步恢复，调升 2020 年目标 PS 至 13 倍，目标价为 43.82 元，维持“增持”评级。

风险提示

新冠肺炎疫情导致下游客户 IT 投资意愿下降；云 PMS 等在海外拓展进度低于预期；平台化战略推进不及预期；中美贸易争端影响海外业务拓展。

御家汇（300740）首次覆盖报告：底部反转，一代淘品牌有望破茧成蝶

分析师：李典（执业证书：S0020516080001）

报告要点：

“自有品牌+代理业务”双轮驱动，2020Q1 业绩拐点初现

御家汇由淘品牌御泥坊起家，通过自有品牌培育+国际品牌代理，逐渐成长为一家多品牌、多品类、全渠道的美妆集团。自有品牌包括“御泥坊”、“小迷糊”、“大水滴（原名‘薇风’）”、“御 MEN”、“花瑶花”、“HPH”等，产品品类覆盖面膜、水乳膏霜、彩妆、清洁洗护等多个品类，其中面膜品类优势显著。代理业务主要承接国际品牌在中国地区的销售业务，目前已与城野医生、强生、露得清等 20+国际品牌达成合作。2019Q4 公司业绩触底回升，2020Q1 进一步改善，经营与业绩拐点初现。

行业：化妆品行业高景气，代运营行业持续扩容

公司是业内唯一具备自有品牌孵化及运营经验的代运营商，同时占据化妆品与电商代运营两条高景气赛道，有望随行业发展持续高增长。1）化妆品行业：护肤品类自 2017 年以来增长不断提速，其中面膜品类 2013-2019 年 CAGR 高达 16.6%，处于需求释放期。2）代运营行业：B2C 电商快速发展，跨境品牌数量与规模仍处于高增长期，代运营业务下游需求持续扩容。

多品牌+多渠道+灵活营销+智能工厂，铸造公司核心竞争力

1）多品牌：核心品牌御泥坊聚焦爆款打造与品牌升级，子品牌差异化定位拓展细分市场，代理品牌业务持续放量。2）多渠道：线上积极拓展拼多多、云集等新兴电商平台，同时上线微信“水羊潮妆”平台，布局私域流量运营；线下渠道恢复良性增长，成功覆盖屈臣氏、沃尔玛等 CS、KA 核心网点。3）灵活营销：积极拥抱小红书、抖音、B 站等新媒体平台，发力 KOL 营销，布局直播带货，赋能产品销售，淘外平

台投放效果迎来边际改善。4）智能工厂：斥资 8 亿打造面膜智能生产基地，布局美妆全产业链。

投资建议与盈利预测

公司自有品牌止跌转涨，代运营业务持续放量，基本面持续向好。未来随自有品牌毛利率提升、代运营品牌进入收获期，利润端有望逐渐释放。预计 2020-2022 年公司实现归母净利润 0.75/1.57/2.37 亿元，EPS 0.18/0.38/0.58 元，对应 PE127/61/40x，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

品牌市场竞争加剧，新品牌孵化不达预期，盈利节奏不达预期。

重要新闻

- 国家网信办近日启动 2020“清朗”未成年人暑期网络环境专项整治，查处一批影响恶劣的网站平台，涉及百度 APP“轻松学”频道、网易 APP“易起上课”频道、哔哩哔哩网、爱奇艺“教育”频道、腾讯网、今日头条 APP“在家上课”频道等。
- 华为消费者业务 CEO 余承东表示，去年美国制裁后，华为少发货了六千万台智能手机。今年的量有可能比这个数量还少，我们最近都在缺货阶段，华为的手机没有芯片供应，造成我们今年可能发货量比 2.4 亿台更少一点，915 后麒麟高端芯片很可能成绝版。
- 目前已有部分大型券商有意愿申请公募牌照，部分公司已经启动了内部流程。行业人士分析，大型券商的入局，公募行业参与主体将更趋多元化，未来券商可能在股票 ETF 等权益类产品、公募 REITs 等创新产品方面优先布局，而基金业在核心投研人才、基金销售渠道等方面的竞争也将更趋激烈。

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188