东吴证券晨会纪要

2020 年 07 月 31 日

晨会编辑 陈李
执业证号：S0600518120001
021-60197988
yjs_chenl@dwzq.com.cn

宏观策略

宏观点评：政治局会议看点：政策着眼点由短及长

今年 5 月份以来多次提及的“双循环”是应对中长期问题的战略方向，而“牢牢把握扩大内需这个战略基点”是“双循环”的关键。从长期来看，我国出口在全球占比在 2015 年达到峰值（图 5），标志着我国改革开放以来出口导向型经济增长模式的维持已经相当困难；同时，逆全球化、中美经贸摩擦、疫情对全球产业链的冲击等又为中国增长模式的转型提出了更加迫切的需要。同时，本次政治局会议对于“双循环”战略的实施还指出了战术重点：消费升级、新基建、新型城镇化、产业链、营商环境、对外开放。

固收金工

固收点评：如果特朗普败选？——2020 通往白宫之路系列 1

疫情反复冲击延续，特朗普选情持续承压：美国重启经济后，疫情新增感染人数屡创新高，非裔弗洛伊德死亡引发的示威事件影响同样在持续，特朗普的民调整体支持率继续回落至 38%，尽管从具体受访者态度来看，特朗普的主要支持群体 65 岁以上选民对其的支持率并未发生明显下滑，但是历史投票率第二高的 45-64 岁选民对特朗普的不满程度出现上升，或对特朗普选情产生负面影响。

风险提示：（1）疫情持续时间超预期；（2）中美关系恶化超预期；（3）民粹反弹超预期。

固收点评：阳光城信用点评：高周转高杠杆并存，疫情冲击下的流动性风险

事件

阳光集团境外债盘中出现异动：7 月 21 日，福建阳光集团有限公司（以下简称“阳光集团”）发行的境外债盘中出现异动，其 2021 年到期 12.5%美元债下跌 6.01%至 93 美分，到期收益率激升至 15%以上，达到中资房企美元债的价格历史低点。同日，阳光城发布公告称，为持有 100%权益的子公司贵州君悦置业 3.5 亿元融资提供全额连带责任保证担保。截至公告披露日，阳光城及控股子公司对参股公司提供担保实际发生担保金额为 146.13 亿元，占最近一期经审计合并报表归属母公司净资产 54.64%。

行业

大浪淘沙沉者为金，风卷残云胜者为王：新造车势力分析

大浪淘沙，新造车势力已成气候；从多维度看，我们认为蔚来与小鹏更具优势，而理想、威马和哪吒也在各自细分市场有一定竞争力。

推荐个股及其他点评

掌趣科技（300315）：重整旗鼓再出发

公司后续重点产品蓄势待发，随着产品陆续上线，将为公司带来显著业绩增长，我们预计 2020-2022 年实现营业收入

25.99/33.57/38.51 亿元，实现净利润 6.29/12.95/15.45 亿元，实现 EPS0.23/0.47/0.56 元，对应当前 PE37.79/18.36/15.38 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

汤臣倍健（300146）：线上加码布局，线下环比提速

预计 20-22 年公司收入分别为 63/75/89 亿元，同比+ 19/20/19%；归母净利润分别为 13/16/19 亿元，同比+463/21/20%；对应 PE 为 26/22/18X，维持“买入”评级。

芯朋微（688508）：深耕电源管理市场，受益国产替代需求提升

公司主要从事电源管理芯片的研发和销售业务，致力于实现国产替代，基于自主研发迭代的技术平台，多次在国内率先推出具有市场竞争力的新产品，市场领先地位突出，随着募投项目的实施，公司将进一步推进技术升级，形成更强有力的核心竞争力。

宏观策略

宏观点评：政治局会议看点：政策着眼点由短及长

观点

疫后经济修复超预期，更关注中长期问题。随着二季度以来中国经济率先走出疫情冲击，7 月政治局会议在部署疫情后经济工作的同时，也给了市场一个研判下半年经济和政策走向提供了一个窗口。正如总书记此前企业家座谈会所言“经济发展呈现稳定转好态势，在疫情防控和经济恢复上都走在世界前列”（图 1）。政治局会议对短期经济也给出了将“二季度经济增长明显好于预期”的判断。但对中国经济增长中长期“不稳定性不确定性”和“结构调整”问题关注和担忧更甚。

短期经济超预期修复，意味着短期财政刺激和货币宽松在力度上都将更有定力：

财政尚有“余粮”，强调落实是下半年积极财政工作重点。“财政政策要更加积极有为、注重实效”与 2 月份和 4 月份会议几无变化，但更加强调“实效”、“质量和效益”，意味着下半年财政政策更强调落实，尤其是积极财政对重大项目投资的支撑。此前 5 月政府工作报告明确了全年 8.5 万亿（财政赤字 3.76 万亿+专项债 3.75 万亿+特别国债 1 万亿）的财政刺激规模，相较去年增加了 3.6 万亿。而从前 7 个月发行规模来看，为了配合抗疫特别国债的发行，地方债和普通国债的发行进度均滞后去年同期（图 2），财政尚有“余粮”，用好已有专项债和特别国债、继续实施减税降费等积极财政是下半年财政政策的重点。

货币政策：宽松平波缓进。自 5 月以来货币政策未有再释放宽松的信号，但这并不意味着宽松的结束。从此次会议来看，对货币政策的要求在延用“更加灵活适度”的同时，也强调了“精准导向”,以及“保持货币供应量和社会融资规模合理增长”。可见随着国内经济走出疫情，货币政策在调控的节奏上将与经济复苏的步伐保持一致。因此下半年货币政策的主要任务是引导实际利率下行，推动宽信用向实体经济的传导（图 3，图 4），同时实现金融金融系统向实体经济让利 1.5 万亿的全年目标。因此，货币宽松的大方向并未改变，但节奏上将有所趋缓以珍惜正常的货币空间，这也是应对不断加大的外部不确定性环境下的稳妥之举。

房地产：调控边际收紧。二季度以来地产销售和投资均韧性回升，并且成为疫情以来修复最强的行业。除了一波被压抑的需求释放之外，各地在政策上的松绑亦功不可没。但在大幅降低土地保证金比例和预售条件放宽预售条件后，一些二三线城市的房价出现过快上涨，从而引发 7 月以来当地地产调控政策的收紧（表 2）。从最新召开的房地产工作座谈会来看，中央对于当前的问题已经有所警惕，尤其是提到了“时刻绷紧房地产调控这根弦”，因此，此次会议继续强调了“坚持房住不炒，促进房地产市场平稳健康发展”。而在近期房价加速上涨的背景下，地产调控将以“遏制市场过热”为重点。

同时，为了应对中国经济增长中长期“不稳定性不确定性”和“结构调整”问题，“双循环”是战略方向：

今年 5 月份以来多次提及的“双循环”是应对中长期问题的战略方向，而“牢牢把握扩大内需这个战略基点”是“双循环”的关键。从长期来看，我国出口在全球占比在 2015 年达到峰值（图 5），标志着我国改革开

请务必阅读正文之后的免责声明部分

放以来出口导向型经济增长模式的维持已经相当困难；同时，逆全球化、中美经贸摩擦、疫情对全球产业链的冲击等又为中国增长模式的转型提出了更加迫切的需要。同时，本次政治局会议对于“双循环”战略的实施还指出了战术重点：消费升级、新基建、新型城镇化、产业链、营商环境、对外开放。

风险提示：国内外疫情演化超预期，国内外政策刺激超预期

（证券分析师：陶川　证券分析师：王丹）

固收金工

固收点评：如果特朗普败选？——2020 通往白宫之路系列 1

引子：

疫情反复冲击延续，特朗普选情持续承压：美国重启经济后，疫情新增感染人数屡创新高，非裔弗洛伊德死亡引发的示威事件影响同样在持续，特朗普的民调整体支持率继续回落至 38%，尽管从具体受访者态度来看，特朗普的主要支持群体 65 岁以上选民对其的支持率并未发生明显下滑，但是历史投票率第二高的 45-64 岁选民对特朗普的不满程度出现上升，或对特朗普选情产生负面影响。

观点：

如果特朗普败选，一群体或成关键因素：（1）疫情叠加示威活动，民众对于特朗普的工作不满程度有所上升，其支持率连续两个月出现下滑至 38%;（2）从民调数据看，多数受访者认为美国当前发展出现了一定问题，但较年长的受访者对国家的发展认可度提高，不过历史投票率次高的 45-64 岁选民对于特朗普不满情绪明显上升;（3）相较于拜登，历史投票率最高的 65 岁以上选民仍偏向于投票给特朗普，但鉴于美国的疫情及后续潜在的负面影响依然存在，若当前 45-64 岁选民对拜登的支持能延续至 11 月，特朗普存在无法连任的风险。

如果特朗普败选，疫情和示威之外？（1）由于特朗普在 2016 年的获胜主要得益于“选举人制度”，因此其并未赢得多数票，反映了大部分选民对其部分政策取向并不存在统一的支持;（2）特朗普任内主要受争议的政策在环境保护，国家安全，经济贸易和移民问题，其中特朗普废除了奥巴马允许符合条件的未成年非法移民获得合法公民身份的行政命令可能使得部分群众将其与“排外”，“种族主义”相联系;（3）鉴于政策通常充满争议，民众对特朗普的不满可能由来已久，疫情和示威活动并不是引发民众对特朗普不满，而是进一步激发群众对特朗普不满情绪。

如果特朗普败选，变和不变：（1）如果拜登击败特朗普，鉴于其担任副总统任内，时任总统奥巴马曾提出“重返亚太”战略，因此中美地缘政治风险依然存在升温风险，但可能从直接进行贸易谈判转变为美国与盟友一齐向中国发难;（2）无论时任总统隶属民主党还是共和党，美国股票市场长期跑赢债市和大宗商品的趋势不太可能发生变化;（3）但由于民主党和共和党在医疗和科技政策的监管取向不同，特朗普无法连任，科技股的配置价值可能减弱，而医疗行业的配置价值可能会上升。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示：（1）疫情持续时间超预期；（2）中美关系恶化超预期；（3）民粹反弹超预期。

（证券分析师：李勇）

固收点评：阳光城信用点评：高周转高杠杆并存，疫情冲击下的流动性风险

事件

阳光集团境外债盘中出现异动：7 月 21 日，福建阳光集团有限公司（以下简称“阳光集团”）发行的境外债盘中出现异动，其 2021 年到期 12.5%美元债下跌 6.01%至 93 美分，到期收益率激升至 15%以上，达到中资房企美元债的价格历史低点。同日，阳光城发布公告称，为持有 100%权益的子公司贵州君悦置业 3.5 亿元融资提供全额连带责任保证担保。截至公告披露日，阳光城及控股子公司对参股公司提供担保实际发生担保金额为 146.13 亿元，占最近一期经审计合并报表归属母公司净资产 54.64%。

观点

黑马的诞生——高周转与高杠杆。近几年，凭借着缩短资金使用时间，加快拿地和销售节奏的资金高周转模式，阳光城销售规模从 2015 年只有 300 亿元出头的规模 4 年间做到 2019 年的 2000 亿。同时，阳光城 2019 年销售增速位列 TOP20 房企前列，净负债率水平同比大幅下降 44 个百分点，已经实现连续四年下降。此外，2019 年在规模快速增长、同时降杠杆成效显著的情况下，阳光城境内主体评级首次获得 AAA。

资产负债结构不合理，现金流紧张，财务健康堪忧。根据 2019 年年报数据，阳光城 2019 年全年净资产负债率高达 83.45%，虽然较去年小幅下降，但仍高于 64.3%的行业平均水平。净资产负债率的高企，也说明阳光城亟待解决存货变现问题；分析阳光城的债务结构，我们发现阳光城的货币资金对 1 年内的短期负债，看似勉强能覆盖，实际上是很难完全覆盖；此外阳光城的融资成本在 TOP30 中高于平均水平。

经营层面的效率低下，也在加剧阳光城的运营风险。从存货规模和存货周转两个指标。阳光城 2019 年存货规模超 1758 亿元，占总资产比例达到 57.15%，存在一定的存货跌价风险；存货周转率和应收帐款周转率。2020 年一季报显示存货周转率只有 0.3 次，大幅低于 21.3 次的平均水平；应收帐款周转率也只有 50.5 次，同样大幅低于 192.9 次的行业平均水平。

总体来看，虽然阳光城短期债务负债率指标看似健康，但在新冠疫情冲击下仍存在一定流动性压力；另外由于外部融资环境趋紧，其筹资性现金流已连续两年为负，融资方面存在较大压力。同时阳光城 7%以上的融资成本，远高于 TOP30 房企平均水平，也表明市场认为给阳光城借钱是一项高风险投资，坏账风险要大于其他公司。年初的新冠疫情，打乱了阳光城降杠杆和提质量的部署，至于能否扭转当前的糟糕局面，一看房地产行情何时重回 2015 年的火爆行情；二看阳光城能否顶住疫情压力，在去杠杆问题上进一步取得实质性进展。

风险提示：宏观政策转向预期，外部形势超预期变化。

（证券分析师：李勇）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

行业

大浪淘沙沉者为金，风卷残云胜者为王：新造车势力分析

大浪淘沙，新造车势力已成气候。汽车智能化电动化带来商业模式创新，相较传统车企，新造车势力无历史包袱，在汽车电子电气架构、智能化进度更快。对标特斯拉，我们认为新造车势力能否成功需要几个条件：持续融资能力，强大的研发团队，互联网造车思路，差异化产品竞争力，持续产品迭代能力，产业链整合能力等。从销量上看，几家新造车势力龙头今年销量可达 2-4 万辆，今明年新车型推出，已从生存问题跨越至成长问题，预计当销量达到 7-10 万辆基本可实现盈利，15-20 万辆基本可实现自由现金流转正，将在电动车市场上形成一股不容小觑的势力！

从多维度看，我们认为蔚来与小鹏更具优势，而理想、威马和哪吒也在各自细分市场有一定竞争力：

蔚来：产品主定位豪华车，主打服务体系（NIO 社区，终身质保，终身道路救援，服务无忧 2.0 等），且三电技术及智能化新造车较为领先。销量已突破 1 万辆/季度，今年销量有望达到 4 万辆，明年有望达到 8 万辆，后续车型储备包括 SUV 及轿车，每年一款新车，销量有望持续增长，我们预计 25 年销量有望达到 25-30 万辆。公司已上市，且加强与安徽国资委合作，融资渠道广，随着销量增长，预计 23 年左右蔚来有望实现盈利。

小鹏：定位性价比最高的智能化汽车，汽车电子电气架构最接近特斯拉，主打智能化，其 P7 智尊版本，可实现 L3 自动驾驶，搭载 Xavier 芯片，算力 30tops，较同行的 Mobileye Q4 高出 10 倍以上；在智能交互与互联方面，由于背靠阿里，能更快速导入相关小程序，创造智能化应用场景。今年旗舰车型 P7 上市，提升销量及口碑，后续每年将推一款新车型，且公司采用直营+加盟模式，4s 店已超过 170 家，销量渠道广，成长空间大。

理想、威马、哪吒：理想主打增程式路线，解决电动车里程焦虑，年初首款车 ONE 上市，上半年销量冲至 1 万辆，新造车中仅次于蔚来，公司拥有极强的成本费用管控能力，Q2 已实现现金流转正，美股 IPO 在即，后续融资能力强。但短期由于 ONE 种子用户订单交付完，直营店仅 21 家，且公司下一款车将于 22 年上市（仍为大型 SUV），因此我们认为理想未来 1-2 年销量难大幅增长。威马和哪吒造车思路更接近传统车，威马在 10-20 万区间性价比较高，哪吒定位 10 万以内电动车。

投资建议：以特斯拉、新造车为首的电动车新产品周期有望带动自主需求爆发，全球电动化加速。强烈推荐布局中游龙头（宁德时代、璞泰来、科达利、恩捷股份、新宙邦、当升科技，关注亿纬锂能、比亚迪、天奈科技、天赐材料、国轩高科、嘉元科技、星源材质、中科电气、贝特瑞等）；核心零部件（宏发股份、汇川技术、三花智控）；推荐布局优质上游资源（华友钴业、天齐锂业、关注赣锋锂业）。

风险提示：政策及销量不及预期，竞争加剧盈利下滑，资金链断裂等

（证券分析师：曾朵红　证券分析师：阮巧燕）

推荐个股及其他点评

请务必阅读正文之后的免责声明部分

掌趣科技（300315）：重整旗鼓再出发

投资要点

掌趣科技上市于 2012 年，为 A 股最早的移动游戏上市公司。公司自 2016 年经历了原股东大幅减持，2017 年末由子公司天马时空董事长刘惠城接任上市公司董事长。刘惠城接任董事长后，董事会和管理层人员在 2018 年-2019 年进行大幅调整，集团高管团队趋于年轻化，团队结构更趋合理。

优化组织架构，形成三大业务线。刘惠城接任董事长后，确立了“以产品为中心，构建持续产出优质内容的强研发体系，加强现有发行体系能效”的战略目标并推进一系列变革，将集团业务规整为研发、运营、平台三大业务线，亲自带队研发线，聚焦领导型、细分型和流量型三大产品类型，按照产品类型与定位整合子公司，建立以天马时空、玩蟹科技、上游网络加动网先锋为核心的三大工作室群统筹资源建设全球发行体系，并由平台线提供全方位支撑。

公司 2020 下半年将迎来新一轮产品周期，《真红之刃》定档于 2020 年 8 月 5 日，由影帝沈腾代言。《街霸：对决》由 CAPCOM 正版授权，腾讯游戏独家代理发行，有望于 2020 年上线。《全民奇迹 2》由子公司天马时空研发，腾讯游戏独家代理发行，目前已拿到版号。此外，《黑暗之潮》、《修普诺斯》、《那些需要守护的》等产品也将给公司积极贡献利润。

近年新作海外表现优异，自发游戏成为全球爆款。2019 年 2 月《奇迹 MU：觉醒》上线东南亚地区，在泰国、新加坡、菲律宾等国家和地区 AppStore 及 GooglePlay 下载、畅销双榜 TOP5，并荣获 2019GooglePlay 年度最佳对战游戏奖；2020 年 1 月《一拳超人：最强之男》上线港澳台地区，上线以来持续位于港澳台地区 APPStore 及 Google 榜单前列。

公司财务状况良好，2018-2019 商誉损失计提充分，风险基本释放。流动负债保持健康，经营性现金流稳定，货币资金充足。

盈利预测与投资评级：公司后续重点产品蓄势待发，随着产品陆续上线，将为公司带来显著业绩增长，我们预计 2020-2022 年实现营业收入 25.99/33.57/38.51 亿元，实现净利润 6.29/12.95/15.45 亿元，实现 EPS0.23/0.47/0.56 元，对应当前 PE37.79/18.36/15.38 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：产品上线延期风险；行业政策监管趋严风险；系统性风险

（证券分析师：张良卫）

汤臣倍健（300146）：线上加码布局，线下环比提速

事件：

公司发布 2020 年中报，20H1 实现营收 31.25 亿元（+5.2%），归母净利 9.62 亿元（+11.0%），扣非净利 9.99 亿元（+17.8%）。20Q2 实现营收 16.3 亿元（+16.6%），归母净利 4.27 亿元（+15.7%），扣非净利 4.74 亿元（+31.7%）。

公司以自有资金出资 8000 万元，广州佰捷出资人民币 500 万元，共同对

请务必阅读正文之后的免责声明部分

麦优占增资，增资完成后分别占广州麦优注册资本的 80/5%。

投资要点

线上率先复苏，线下渠道逐步改善。20H1 公司实现营收 31.25 亿元（+5.2%），其中 Q2 实现营收 16.3 亿元（+16.6%，环比提速 21.4pct）。1）分产品看，Q2 主品牌实现收入 8.98 亿元（+9.6%，环比提速 20.4pct），关节护理品牌健力多实现收入 3.42 亿元（+16.6%，，环比提速 27.1pct），LSG 国内 Q1 实现收入 0.48 亿元，LSG 合并抵消后 20H1 收入同增 26.2%。2）分渠道看，疫情后线上率先显示健康消费加速趋势，20Q1/H1 线上分别同增 30.2/46.8%; 线下逐季改善，20Q1/H1 线下分别同比下滑 12.3/4.4%，降幅收窄。

线下营销活动逐步加速投入，非经常项目略有影响。20H1 毛利率 65.5%(-2.5pct)，其中 20Q2 为 63.8%(-5.1pct)，主因是产品结构变化。20Q2 销售费用率 21.2%(-10.5pct)，主要是广告投放节奏和线下推广活动受疫情影响。公司“增强免疫力”系列公益广告已在主流机场、卫视、地铁屏幕等多个渠道上线，吸引疫情后关注免疫力的消费者。20Q2 管理费用率（含研发）7.7%(-2.42pct)，主因是并购 LSG 产生的无形资产摊销减少；因贷款偿还 20Q2 利息费用率下降 1.1pct。此外，公司因退还珠海市金湾区三灶镇一块工业用地，导致确认退地支出、闲置费共 0.45 亿元，同时退回相应政府扶持金冲减其他收益 0.18 亿元。综上 20H1 公司实现归母净利 9.62 亿元（+11.0%），扣非净利 9.99 亿元（+17.8%）；其中 20Q2 归母净利 4.27 亿元（+15.7%），扣非净利 4.74 亿元（+31.7%）。

增资麦优，加大线上业务布局。汤臣及广州佰捷分别对麦优增资 8000/500 万，其中广州佰捷为公司分管电商业务管理层的持股平台。广州麦优是公司“汤臣倍健”品牌电商渠道总经销商，从零开始搭建线上渠道，并建立起较完善的电商运营体系。广州麦优积累了线上运作的全产业链经验，搭建了完善的全网分销网络，6 月汤臣品牌在淘宝系市占率达到 7.1%，位居第一。从财务表现上看，随着运营经验丰富，其线上经营效益提高，20 年 1-5 月实现营收/净利 5.8/0.6 亿元，分别为 19 年全年的 51/73%。展望未来，预计汤臣实现控股后将加快以消费者为中心的全链数字化系统建设，提升整体渠道的营运资本效率。

渠道裂变支撑产品矩阵，看好逐季改善趋势。公司第二期股权激励计划已完成授予登记，进一步激发员工活力，人才结构加速升级。20 年公司通过经销商裂变构建适合多个大单品的新销售模式，利用“四大单品多头并进+形象产品双拳出击+明星产品加码”的产品矩阵重新激活 VDS、LSG 业务，启动 OTC 项目。20H2 我们看好汤臣作为行业龙头引领发展，迎接疫后健康需求。

盈利预测与投资评级：预计 20-22 年公司收入分别为 63/75/89 亿元，同比+ 19/20/19%；归母净利润分别为 13/16/19 亿元，同比+463/21/20%；对应 PE 为 26/22/18X，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）

芯朋微（688508）：深耕电源管理市场，受益国产替代需求提升

投资要点

请务必阅读正文之后的免责声明部分

芯朋微：电源管理芯片领导厂商：公司主要从事电源管理芯片的研发和销售业务，致力于实现国产替代，基于自主研发迭代的技术平台，多次在国内率先推出具有市场竞争力的新产品，市场领先地位突出，随着募投项目的实施，公司将进一步推进技术升级，形成更强有力的核心竞争力。公司一直注重研发投入和产品创新，积极开拓新的细分市场，目前已经形成多样化的业务布局，产品线覆盖家用电器、标准电源、移动数码和工业驱动四大应用市场。同时，公司不断优化产品结构，2019 年公司业绩实现较快增长，盈利能力稳步提升，未来随着电源管理芯片市场的持续增长和国产替代需求的逐步提升，公司业绩的成长动能十分充足。

受益于下游应用推动，电源管理市场持续增长：电源管理芯片是所有电子设备的电能供应心脏，其性能优劣和可靠性对整机的性能和可靠性有着直接影响，被广泛应用于家用电器、标准电源、智能终端和工业驱动等领域。随着经济的发展和科技的进步，相关应用产品的市场规模持续扩大，同时，中国本土厂商在各领域的优势地位也日益显现，国产替代需求旺盛。受益于下游应用领域的持续增长，电源管理芯片的需求迅速提升，应用范围也将更加广泛，此外，对于电子设备的电能应用效能的管理将愈加重要，其功能更加精细复杂，增效节能的需求也更加突出，电源管理芯片显然拥有广阔的市场空间。

电源管理芯片领域技术领先，积极助力国产替代：公司在电源管理芯片领域技术实力全面，深入布局四大产品线，经过多年的研发投入和积累，掌握了电源管理芯片的核心技术，产品性能指标和品质表现可比肩进口品牌，技术领先优势和市场竞争力显著。尽管目前市占率较低，市场份额主要由国外企业占据，但凭借行业领先的产品性能和略低的价格，公司有望逐渐抢占进口品牌的市场份额，进一步扩大销售规模。目前，公司已经与优质的晶圆、封测供应商建立了长期稳定的合作关系，并在电源管理芯片领域积累了众多优质客户资源，市场优势地位突出，有望充分受益于电源管理芯片的市场需求提升。

盈利预测与投资评级：公司深耕电源管理芯片市场，产品竞争力显著，有望受益于家用电器、标准电源、移动数码和工业驱动等下游应用市场对电源管理产品的需求提升。我们预计公司 2020-2022 年实现营业收入 4.34/5.88/7.65 亿元，同比增长 29.5%/35.6%/30.1%，归母净利润 0.86/1.18/1.55 亿元，同比增长 30.6%/37.1%/30.7%，EPS 分别为 0.77/1.05/1.37 元，对应 PE 分别为 162/118/90 倍。公司未来业绩增长动能充足，首次覆盖，给予“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，估值偏高。

（证券分析师：王平阳）

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