行业观点

● **传媒**

宝通科技（300031）跟踪报告：突破之年，流水规模有望走上新台阶

*核心管理团队稳定，双主业运行良好

宝通科技 2015 年下半年开始战略转型，2016 年 3 月易幻网络并表，自此公司开启双主业运营模式。2016-2019 四年磨合中，宝通的两项主业游戏和输送带业务均取得稳定增长。目前公司形成了以易幻网络、海南高图和成都聚获为核心的移动互联网业务以及老宝通为核心的工业互联网业务，并通过产业基金，投资优质研发团队，布局泛娱乐。

*易幻网络：从小市场到大市场，流水规模有望上新台阶

易幻网络为海外区域游戏发行龙头，整体游戏基本盘扎实，多年本地化运营的经验使得易幻在港澳台、东南亚以及韩国市场具备较强的区域优势，目前在运游戏超过 70 款，每年代理的 S 及 A+级别产品数量保持稳定增长。同时易幻对于数据化能力极为重视，自研普罗米修斯软件系统、塔罗软件系统以及 GM Tool，辅助游戏运营、广告投放和产品调优，目前平台已积累了 2-3 亿用户，48 亿多条用户数据。2020 年公司产品侧将从纯代理扩展到定制及合作开发，市场策略上则会加大日本市场投入力度，同时试水中国大陆和欧美市场。大市场的突破有望拉动易幻流水规模走上新的台阶。

*海南高图：产品扩容一倍，利润逐渐释放

海南高图定位全球研运一体，主攻欧美市场，品类上以 MMO、SLG 以及放置经营为核心。2021 年在三个品类赛道跑通前提下，产品扩容一倍，同时利润逐渐释放，利润率持续改善。

*成都聚获：合作 B 站主攻二次元赛道，产品具有爆发潜力

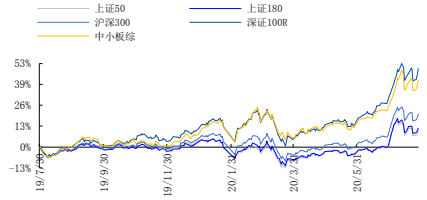
成都聚获主攻二次元游戏研发，核心产品《终末阵线：伊诺贝塔》即将面世，由 B 站独家发行，也是 B 站首次与 A 股游戏上市公司达成独代合作的产品。《终末阵线：伊诺贝塔》是一款日式风格二次元+机甲射击类型的动作类手游，每位任务角色都对应不同类型的机甲，同时用户可以根据自己的喜好需求对部件进行改造装饰，兼具开放世界元素，极大增加了游戏可玩性。付费点设置上，主要集中在机甲装备外观零部件的贴图以及机甲武器的提升，具备较成熟的商业变现模式，产品具备爆发潜力。

*投资建议及盈利预测

预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.06/1.73/2.16 元，对应 PE 为 23x/14x/11x，维持“买入”评级。

*风险提示

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	涨跌幅%		
	RMB	1 日	5 日	本年
爱博医疗	395.83	1079.82	0.00	0.00
君实生物	130.10	23.32	10.18	-58.23
华润微	59.39	20.76	19.96	-24.97
申昊科技	63.59	20.00	0.00	27.51
国光连锁	8.04	20.00	0.00	5.37

A 股市场跌幅前五

股票	收盘价	涨跌幅%		
	RMB	1 日	5 日	本年
退市银鸽	0.20	-16.67	-39.39	-92.45
东阳光	6.93	-10.70	-10.70	-32.26
金莱特	11.82	-10.32	-32.80	22.64
ST 圣莱	7.12	-9.87	-15.14	-19.64
海印股份	3.68	-9.80	-1.87	49.42

新品不及预期，老产品流水下滑过快，行业竞争加剧

分析师：李典（执业证书：S0020516080001）、路璐（执业证书：S0020519080002）

- **医药**

美亚光电（002690）事件点评：口扫新产品获批，业绩新增量可期

事件：

7 月 29 日公司公告，公司口腔数字印模仪获得安徽省药监局下发的医疗器械注册证。

国元观点：

数字化口腔诊疗的大趋势下，口扫需求趋向刚需性

美亚口内扫描仪 MyScan，是一款在口腔医学诊疗中直接在患者口腔内获取牙齿、牙龈、黏膜等软硬组织的信息，对患者进行口腔内光学取模的数字化口腔设备。一方面，口扫改变传统的临床制取印模、翻制石膏模型的传统操作流程，相比于石膏取模，口扫印模在印模效率、准确度、舒适性等方面都有着显著优势，解决了材料和人工消耗。另一方面，口扫是数字化口腔诊疗发展的前提与基础，作为核心输入性设备，为未来数字化口腔的诊断、导航、设计与制作提供了更加完整、精确的数字化模型。随着数字化修复、正畸、种植等项目深入基层，有助于诊所承接高附加值项目和个性化诊疗需求。在数字化口腔诊疗愈发成为我国口腔市场大趋势的当下，口扫设备的需求将与日俱增。据预测，2023 年我国口内扫描仪市场规模或将达到 24.5 亿元。

依托口碑和渠道，口扫有望复刻 CBCT 国产替代成功

我国口扫设备主要依靠进口，国产品牌市场占有率较低，Sirona、3Shape、Align iTero、Carestream 等国际知名品牌占据主要市场份额。进口厂商在生产经验、技术实力等方面具有一定优势，价格相对较高，如 Sirona 的终端价格约为 38 万/台，Carestream 约为 25 万元/台。美亚口扫定位相对于进口而言，具有一定性价比优势。公司是国内 CBCT 龙头企业，国内市占率超过 30%，其产品已经进入超过 6000 家口腔医疗机构，受到广大客户的认可。有望依托 CBCT 的口碑优势和渠道布局，在口扫方面复刻 CBCT 的成功，实现优质国产突破和进口替代。

公司口扫结合国内使用，有望快速获取口碑

产品采用无需喷粉 3D 真彩动态扫描技术，并深度融合 AI 技术，保证图像的高清质量。扫描精度优于 15μm，拥有 15mm 大景深，15*17mm 舒适视野，可满足数字化口内修复、种植导板设计及制作、展示术后效果等一系列临床需求。产品扫描头为插拔式，方便更换。采用 3.0 高速数字传输接口，所有输出文件格式开放，方便与印模技工所、加工厂对接。

投资建议与盈利预测

公司多板块业务稳健发展，医疗板块新品迭代推出。我们预计公司 2020-2022 年实现收入 17.80、21.05、24.47 亿元，归母净利润 6.27、7.34、8.71 亿元，对应每股收益为 0.93、1.09 和 1.29 元/股，对应当前股价 PE 分别为 64、55 和 46 倍，维持公司“增持”的投资评级。

风险提示

扫推广不及预期，行业竞争加剧的风险，政策风险。

分析师：常启辉（执业证书：S0020517090001），联系人：刘慧敏

- **电子**

7 月 29 日华润微披露 2020 年中报，公司实现营业收入 30.63 亿元，较上年同比+16.03%；实现归母净利润 4.03 亿元，较上年同比+145.27%。

报告要点：

公司盈利能力持续增长，加大研发提升行业竞争力。

公司 2020H1 实现营业收入 30.63 亿元，同比+16.03%，实现归母净利润 4.03 亿元，同比+145.27%。随着产能利用率提升、固定成本有所减少，公司毛利率同比+6.63pct 达 27.3%。公司持续加大研发投入提升行业竞争力，上半年研发费用 2.27 亿元，同比+4.69%。公司新增境内专利申请 68 项，PCT 国际专利申请 11 项，境外专利申请 20 项，新增获得授权专利 84 项。

上半年订单饱满，SiC 产线正式量产。

产品与方案业务板块：1）功率半导体业务保持稳定增长，公司功率器件事业群营业收入同比+22.31%。MOSFET 产品销售额同比+21.43%，IGBT 产品同比+49.90%。7 月 4 日上海慕尼黑电子展期间，公司正式推出 1200V 和 650V 工业级 SiC 肖特基二极管系列产品，同时宣布国内首条 6 寸商用 SiC 晶圆生产线正式量产，有望成为公司未来增长点。2）集成电路业务销售同比+13.35%，其中计量 MCU、ASIC 等用于测温产品受疫情需求同比+598%。制造与服务业务板块：1）0.18um BCD G3 工艺平台综合技术能力进一步提升，逐步进行客户产品导入并量产；0.11um BCD 已启动预研工作，导入 600V SOI 技术平台产品验证。2）MEMS 技术继续保持产业化优势，8 寸硅麦产品验证成功，6 寸高信噪比硅麦量产良率稳步提升。

疫情使供给端 H2 业绩承压，“新基建”有望加速国产替代。

受疫情影响终端需求下降或递延至 H2 有所体现，供给端下半年业绩承压。在“新基建”带动下，5G、数据中心、AI、特高压、充电桩、工业互联网、轨交等领域的建设将一定程度上刺激需求增长，半导体产业发展带来新的历史机遇。国内疫情缓解且工厂产能恢复，而海外大厂的停工停产将给国内厂商带来供应链重塑的机会，国产替代有望进一步加速。

投资建议与盈利预测

预计 2020-2022 年公司营收 65.69、78.53、94.06 亿元，归母净利润 7.17、9.10、12.47 亿元，当前市值对应 2020-2022 年 PE 分别为 77、60、44 倍，给予“持有”评级。

风险提示

技术开发不及预期；市场拓展不及预期；疫情等外部因素冲击；

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001）

重点报告

暖日晴风初破冻-2020 年下半年宏观经济展望与资产配置建议

分析师：徐颖（执业证书：S0020520070001）

新冠疫情仍在全球蔓延，美国已经进入疫情爆发第二波，新兴市场国家风险加大。

在有力控制住疫情的背景下，二季度国内经济增长复苏，呈现出明显分化的特征：工业快于服务业复苏，投资领先于消费恢复。出口前景尚不明朗，一定程度影响了制造业的复苏。基建投资前景最为乐观，房地产投资存韧性但调控政策未明显放松。受疫情冲击居民收入预期较为悲观，消费信心的恢复或要等到三季度。

预期下半年国内通胀下行，PPI 有望年内企稳。

上半年财政大幅下滑，财政刺激较为谨慎，货币政策进入观察期。

习总书记提出要“逐步形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”，预计政策将着力于扩大内需、自主可控、新基建与资本市场建设等领域。

大类资产的走势符合我们去年底的预判，预期年内股票市场的机会仍将优于债券市场，长期仍然看好黄金。

风险提示

新冠疫情加剧风险，中美关系恶化风险，政策不及预期风险。

锐科激光（300747）公司首次覆盖报告：进军高功率市场，垂直整合战未来

分析师：满在朋（执业证书：S0020519070001）

公司是国内稀缺技术主导龙头，进军超高功率光纤激光器

公司研制出了中国第一台 1kW、4kW、10kW 连续光纤激光器，填补了国内高功率光纤激光器领域空白，率先实现了国内工业光纤激光器产业化，并牵头制定了光纤激光器行业标准，已成为推动中国光纤激光器行业进步的领导者。随着公司技术的不断突破，目前公司在价值量、利润率最高的超高功率段（≥6kW）连续光纤激光器性能上已与海外巨头 IPG 较为接近，产品性价比较高、出货量大幅上升，2019 年 3.3kW 和 6kW 光纤激光器销售金额同比大幅增长 40.33%与 136.14%，12kW 光纤激光器也实现大规模销售。目前公司不断积累用户口碑，面对国内外厂商有望维持其竞争优势。

光纤激光器好赛道高成长，公司市占率有望继续提升

光纤激光器在工业应用激光器中占比超 50%，已成工业应用主流激光器，中国作为全球最大激光设备市场具有巨量光纤激光器需求，2015-2019 年光纤激光器市场规模复合增长率 19.36%，预计在 2020 年达到 85.6 亿元。3C 电子、汽车等行业需求回暖带动激光切割、焊接设备需求增长，从而有望持续带来光纤激光器的需求。2019 年公司光纤激光器市占率提升至 24%，我们预计 2020 年将进一步提升至 30%。

行业降价趋势下成本将成重点，垂直整合未来可期

2019 年经历激光器价格大幅下降后，2020 年价格降幅趋缓，但随着国产技术的进步，不可否认行业降价仍然是大势所趋。因而如何持续降本以维持盈利能力为激光器制造商比拼重点，目前 IPG 垂直整合与全球化布局已基本完成，成本结构较为稳定，降价空间有限；而目前锐科激光受益于核心器件自产率提升仍有较大降本空间，伴随核心器件国产化、自产化，公司有望在持续占领市场的同时维持盈利能力稳定。

投资建议与盈利预测

随着激光设备渗透率持续上升，光纤激光器需求不断提升，公司维持现有市场扩张策略，2020 年降价幅

度趋缓且公司核心器件自制率上升，预计公司 2020-2022 年公司营业收入分别为 25.67、31.99、38.77 亿元，归母净利润分别为 3.74、4.89、6.03 亿元，综合考虑当前行业发展情况与公司稀缺龙头地位，给予公司“买入”评级。

风险提示

激光设备下游需求低于预期、光纤激光器价格战恶化、核心器件自产率提升进度不及预期。

信捷电气（603416）：自动化复苏遇升级，工控小而美守望成长

分析师：满在朋（执业证书：S0020519070001）

公司立足电控解决方案，PLC 内资龙头地位稳固。

公司是工控行业优质的本土成长型企业，早期已成功从产品供应商转型成为电控解决方案供应商，深耕 OEM 核心行业，拥有广泛的客户基础，19 年小型 PLC 市占率达 6%，排名前五。19 年营收为 6.5 亿元，同比增长 10%，毛利率高达 40.5%，固定资产占比为 6%，具备轻资产特征，并不断加大研发投入，着眼开拓中型 PLC 和高端伺服领域，未来成长性高，有望在“智慧工厂”中大放异彩。

工控行业处周期底部，智能制造推动自动化升级。

工业自动化作为周期成长行业，目前正处于周期底部。制造业复苏在即，6 月 PMI 已回升至 50.9，也将带动工控行业复苏；同时，在人口红利消失、人力成本上升，以及疫情中出现的用工荒的背景下，企业为实现长期降本增效也在不断推动着“设备换人”、自动化升级的进程。此外，2020 年工业互联网得到国家的大力推进，工业自动化作为工业互联网的数据底层，势必也会受到带动升级。

一季度 PLC 强势抢占市场，伺服业务实现高增长。

公司的小型 PLC 产品的市占率多年稳定在 4-6%，以其低价并满足本土企业需求的性能优势深受 OEM 客户欢迎。公司针对下游各行业成立数十个行业项目部，量身定制解决方案，在疫情期间利用口罩机控制系统解决方案打开市场突破口，一季度实现收入高增长，并提高市场份额和品牌知名度。

伺服系统方面，19 年营收为 1.95 亿元，同比增长 20.8%，2016-2019 年复合增速达 36.1%，成长迅速，“PLC+伺服+HMI”的配套销售方案成效显著，且目前 PLC 与伺服系统配套销售的比例仅为 18.8%，假设未来 1 台 PLC 搭配 1 套伺服系统的方案计算，伺服系统仍有数倍的收入空间；19 年毛利率为 26.1%，与成熟的伺服企业毛利率相差较大，仍有较大提升空间，随着高端伺服电机和驱动器已完成配套，未来将有助公司提高盈利能力。

投资建议与盈利预测

随着公司配套方案和高端伺服的推进，我们预计公司 20-22 年归母净利润 2.14/2.84/3.51 亿元，EPS 分别为 1.52/2.02/2.50 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

工控市场规模持续下滑；高端产品推广不及预期；市场竞争加剧。

空调行业深度报告之一：长期增长可期，新增市场迁移

分析师：邢瀚文（执业证书：S0020520010001）

1.我国空调市场长期仍将保持 4.7%以上的增长

我国空调市场经过近三十年发展扩容千倍。由于气温、文化习惯以及空调品类相近，日本为我国空调发展提供了一条相似的路径。但由于行业集中度、居民收入增长以及地产周期等方面的不同，我国空调将走出与之不同的道路。我们通过对标日本并分区域测算，预计 2030 年我国空调存量市场将达到 8.4 亿台，未来仍有 3.4 亿以上新增存量空间，CAGR 为 4.7%。

2. 农村及中部地区是未来新的增长点

空调需求将随着居民可支配收入增长逐渐打开，中部、农村等人口聚集区域空调保有量或将在高人口基数下获得更高的存量增长空间。根据我们测算，到 2030 年，华东、西南、京津冀、华南地区将分别增加 1.00 亿、0.97 亿、0.69 亿以及 0.46 亿台新增存量；分城乡来看，2023 年农村新增量将达到 1706 万台，超过城市新增量 1589 万台。

3. 2020 我们怎么看

我们认为 2020 年空调行业新增保有量或增长 4.4%。短期来看，气温、政策以及疫情等影响 2020 年最终销量；长期来看，疫情加速下的行业渠道变革会进一步打开下沉市场，为空调行业带来新的机遇。同时，由于增量市场由城市向农村转移，气温的影响将从高温持续时间逐渐转变为高温强度；而不断加码的农村以及电商政策也将加速增量市场向农村转移。

4. 投资建议

我们认为，随着行业稳健增长，空调市场仍有扩大空间。随着行业新的增长点向低线市场迁移，以及低线市场电商化，行业龙头以及电商布局完善的企业将会受益。建议关注全渠道布局完善，通过全面数字化，效率持续提升的美的集团（000333.SZ）以及行业龙头格力电器（000651.SZ）。

5. 风险提示

行业出口不及预期的风险，国内消费复苏不及预期的风险，原材料价格大幅波动的风险。

眼科行业深度：眼科黄金，正在冶炼

分析师：常启辉（执业证书：S0020517090001），联系人：刘慧敏、汤芬芬、刘巧

小眼睛，大世界—具有庞大的人群基础和多年龄段需求

眼科行业在过去受到一定的忽视，主要是因为（1）眼科专病高度细分：技术要求较高；（2）国内眼科渗透率处在较低水平：和“牙疼不是病”类似，对于眼睛干涩、中轻度近视、中轻度白内障等认知不清；（3）国产眼科药品和器械发展处于初期阶段。而实质上眼科具有庞大的患者群体基础及上升的患病率趋势，不同生命阶段均有不同需求：

青少年：认知度和渗透率提升是视光行业发展的主要引擎。未来 5 年屈光不正青少年患者预计达到 1 亿人。目前渗透率仅为 1.5%，预计有望在未来 3 年内提升到 3%，市场空间有望达到 200 亿元。

中青年：存量近视人群数量达到 4.5 亿人，屈光手术渗透率仅为 0.33%，相较于近视发病率低、近视较为不重视的美国地区，仍有一倍渗透率提升空间。术式引领行业变革，以 SMILE 和 Trans-PRK 为主流的手术方式更为标准化，恢复快、副作用可控，替代原有的术式方法，推动消费者接受度提升，引领屈光手术市场量价齐升，预计市场有望达到 300 亿规模。

中老年：中老年常见眼科疾病主要是白内障、黄斑病变及干眼症，预计患者群体对应为 1.7 亿人、6400 万人和 8000 万人。白内障术式进入成熟期，人工晶体有望随带量采购带来渗透率提升拐点、促进国产进

程加快。黄斑病变、干眼症药物可及性仍有提升空间。

眼服务：优质赛车道，优秀赛车手

眼科服务赛道具有极强的可复制性和龙头效应：从政策影响来看，民营眼科服务则不受到严苛的牌照束缚；从资金门槛来看，眼科资金投入处在恰当的中间位置，不受制于超过上亿的资本扩张压力（如精神科、妇产科等），又不羁绊于成本太低而造成医生自主执业（如牙科）。从业务模式上来看，受益于术式的发展，眼科服务易实现标准化、流程化推广。医生是稀缺资源，具有获医能力的赛道才具有长期扩张的基石，民营更具优势。

投资建议

推荐先天赛道优异+后天经营兼备的王者爱尔眼科、人工晶体有望随集采放量的爱博诺德、昊海生科；建议关注青少年视光龙头企业及具有重磅眼药布局的康弘药业、兴齐眼药、欧康维视。

风险提示

新药获批失败、行业安全事件、行业竞争者增多、并购失败等。

瓶装水行业系列报告一（行业篇）：乘风破浪的瓶装水

分析师：李典（执业证书：S0020516080001）

高回报：生意模式简单需求刚性，链路短规模强回报高

瓶装水是一门高 ROE 的生意，经营特点为高毛利、中净利和高周转。从供需角度看高盈利来源，①需求侧上水是人体刚性需求同时又能提供健康和便捷的附加功能，产品具备溢价能力；②供给侧上生产工艺简单产业链上下链路短，主要成本来源 PET 材料，叠加制造上的强规模效应，生产成本低。综合表现为 0.02 元/瓶的水成本终端定价 2 元（溢价百倍），可形象类比为下游按消费品定价的矿产企业。

可集中：低迭代高忠诚饮品，品宣力紧铸护城河

①国际经验看，多寡头或一超多强格局普遍存在，消费者可容忍 1-3 个大品牌的心智占领，横向对比我国集中度仍有提升空间。②分价格结构看，外资偏爱高端自上而下，内资稳坐中端自下而上，2 元市场占比 50%以上为消费主流但同时格局也最为固化，高端水和低价水仍存整合空间。③格局集中路径，一方面瓶装水需求简单、产品迭代慢、生命周期长，品牌投入下有利于赢者滚雪球。另一方面不存在较强区域市场隔离条件，瓶装水龙头开发区域市场遭受地方品牌狙击阻力小于啤酒和低温鲜奶。最后在环保的压力下水源的稀缺性凸显，水源网络和优质水点向龙头逐步集中。

高成长：量价齐升绽芳华，千亿雪坡厚且长

瓶装水为饮品类第一赛道，15 年超即饮茶成为最大品类，19 年零售终端规模达 2 千亿。与其他快消品横向比较看，瓶装水仍拥有近 10%的稀缺高增速。展望未来，伴随着水污染趋严、居民肥胖率提高和出行增多，安全便捷无糖的的基础需求将有效驱动瓶装水消费量增长；同时，在收入不断提高下人们对健康、口感、功能的附加属性要求增多，高端矿泉水、气泡水等各式高价新水种快速增长将有效拉动消费价格提升。最后从国际对比来看，合理对标对象为韩国，我国人均消费量还有约有 50%提升空间，单价还有约 60%提升空间，瓶装水在白水中的渗透率还有 50%提升空间，我国瓶装水潜在空间还有 2-3 倍。

投资建议

推荐“天赋异禀”的瓶装水龙头企业农夫山泉，公司优势尽显最先受益瓶装水消费浪潮。关注兼具品牌和

渠道壁垒的乳品龙头伊利股份的瓶装水跨界机会，关注经营阶段性承压但深耕高端矿泉水的优质品牌西藏水资源。

风险提示

食品安全问题，原材料价格波动风险，疫情影响超预期。

瓶装水行业系列报告二（公司篇）：问瓶装水谁主沉浮，新王旧主各领风骚

分析师：李典（执业证书：S0020516080001）

瓶装水千亿市场正逢时，高忠诚饮品格局可集中

瓶装水为饮品类第一赛道，15 年超即饮茶成为最大品类，19 年零售终端规模达 2 千亿。与其他快消品横向比较看，瓶装水企业仍处在量价同步增长状态，14-19 年复合增速 10%。除此之外与饮料不同的是瓶装水作为百年生意，消费属性简单导致产品迭代慢生命周期长，伴随品牌投入赢家滚雪球效应强，消费者逐步形成极高品牌忠诚度。展望未来，量、价和渗透率拆分，我国瓶装水潜在空间还有 2-3 倍。

农夫 VS 怡宝：天才的农夫，优越的怡宝

从历史成绩、背后禀赋和未来发展 3 维度以及下属 11 方面和 40 个具体内容展开全方位对比。每项给分 1-10，不同权重下主观打分，最终结果农夫 9 分，怡宝 8 分。

①历史成绩，发家史上农夫历经厮杀商战经验丰富，怡宝厚积薄发稍显顺利。体量规模上农夫收入为怡宝 2 倍，利润为怡宝 5 倍。赚钱能力上二者回报率均在 30%，但剔除资本结构影响农夫略高于怡宝。

②背后禀赋，产品对比上农夫产品多元，产品品牌梯队成熟，整体价格结构更高。怡宝大单品依赖大。研发迭代上农夫研发体制市场化。决策反馈自下而上，研发投入大，梳理历史产品迭代更快。怡宝消费者洞察稍弱，组织协调不够充分。渠道管理上农夫管理精细开启升级，渠道利润高管理严格，公司直控终端业务团队战斗力强。怡宝大商制，人员配置和下沉力度不及农夫。营销品牌上农夫重视水种营销，善于内容创造和情怀营销，品牌传播力更广。怡宝侧重场景营销，体育+公益营销是高空投放主要方式，渠道促销做市场仍为工作重点。管理激励上农夫民营体制灵活，公司在集团为灵魂位置，员工激励上充足业务员待遇高但流动性大，供应链和质控上信息化系统做的较好。怡宝为国有控股合资企业，利益或存在上层冲突，但集团背景实力雄厚强于农夫，员工待遇行业中上但预期稳定流动性较低。

②未来方向，产能扩建上，农夫率先融资，但怡宝 OEM 代工转身灵活。主业发展上，农夫高端水布局前瞻目前市场重点在做基础。怡宝大包装领先，目前重点在做市场。其它业务发展上，农夫全产业链经营迈向大健康品牌。怡宝尚在补短板中。

其他企业梳理：群星璀璨熠生辉，百花齐放春满园

梳理行业历史玩家多样，国际巨头雀巢和达能通过外延式的并购完成全球扩张，三得利、康师傅以及娃哈哈则更多采取内生战略，通过完善渠道和产品创新稳固行业地位。在我国市场中，①雀巢扮演“高端水引领者”，同时也依靠雀巢优活入驻中国低端水市场。②达能从国际引入到合作娃哈哈收购伊利、乐百氏等，渠道力强劲是当之无愧的“隐形王者”。③三得利坚持培育“天然水森林”，多年蝉联日本第一，堪称日本的“水中贵族”。④康师傅依靠 1 元水起家，后顺应潮流革故鼎新，“昔日王者”卷土重来。⑤娃哈哈经典联销体模式底蕴深厚，现不断寻求产品升级和品牌年轻化，“饮品巨头”正待老树换新芽。

投资建议

推荐“天赋异禀”的瓶装水龙头企业农夫山泉，公司优势尽显最先受益瓶装水消费浪潮。关注兼具品牌和

渠道壁垒的乳品龙头伊利股份的瓶装水跨界机会，关注经营阶段性承压但深耕高端矿泉水的优质品牌西藏水资源。

风险提示：食品安全问题，原材料价格波动风险，疫情影响超预期

重要新闻

- 北斗三号全球卫星导航系统建成暨开通仪式将于 7 月 31 日上午 10 时 30 分在人民大会堂举行。国家领导人将出席仪式。
- 国家网信办决定自 7 月 29 日起，在全国范围内开展为期 3 个月的进一步加强“自媒体”基础管理专项治理行动，将重点推进微信、微博等 13 家主要平台的公众账号分级分类。
- 第三批国家药品带量采购相关文件发布，共涉及 56 个品种，最高中标数为 8 家，不同品种采购周期从 1 年到 3 年不等，将于 8 月 20 日在上海开标。
- 乘联会：7 月 1-26 日，乘用车的总体零售同比增长 5%，环比 6 月同期下降 5%；其中，7 月第四周的零售日均是 4.8 万辆，同比增长 20%，环比 6 月同期下降 2%。
- 美联储主席鲍威尔：美国正在经历“我们有生以来”最严重的经济滑坡；继续维持利率区间在低位，直至美联储有信心经济重新能回归正轨，根本没考虑加息；维持借贷便利，延长央行回购和互换额度至明年 3 月 31 日，至少以当前的速度购买资产；美国财政应对措施是强劲、快速且广泛的，还需要更多的财政政策。

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