行业观点

● 策略

策略周报：波动中关注核心价值

核心策略：外围风险发酵 优选核心价值板块

上周，市场整体小幅下行。主要指数中，深圳成指领跌，大、小盘指数跌幅略小于中盘指数。行业方面，通信、银行、电子等跌幅居前。

外围市场风险发酵，市场相应持续调整。上周，中美摩擦进一步升级，继周四美国要求中方 72 小时内关闭休斯顿领事馆之后，中国以撤销美国驻成都总领事馆设立和运行许可的方式加以回应。叠加疫情影响，当晚美国三大股指低开高走，外围市场对此次事件的反应超预期。如英国近日“禁用”华为的举措带动了华为概念股的全面走弱，通信、电子板块领跌行业板块。此外，澳大利亚于周末宣称中国南海主张非法，短期可见，国际市场风险的持续发酵，具有以下影响：
一、外围市场的剧烈反应与不稳定性或会放大市场的波动影响；

二、中美关系中存在的摩擦与分歧必将呈现出动态化与常态化特征。

三、在外部市场压力与风险升级环境中，国内经济持续复苏与内需稳定更显重要。因此，国内市场中驱动市场结构性走强的消费升级、科技转型及国产化替代板块将持续收益，特别是部分相对低估值板块更具有较强的抗风险性。

北上资金连续两周大幅流出，市场成交量保持稳定。继今年 3 月出现过的北上资金连续两周大幅净流出之后，股指来到阶段性低点。类比来看，本次的净流出量虽不及上次，上周市场成交量总体保持稳定，融资余额总体继续保持上升态势，总体看来，市场出现大规模流出，更多原因还是来源于外围市场承压、人民币汇率波动、以及内部解禁及再融资等流动性方面影响。而资金偏好上，军工板块由于受到外围市场影响涨幅明显，TMT 板块跌幅显著。我们认为，结合国内疫情防控情况，与中观数据显现出的复工复产情况，国内经济基本面相对稳定。

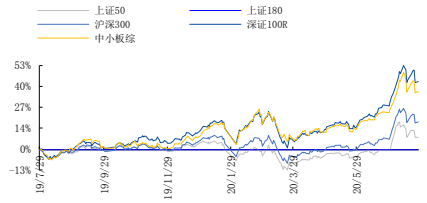
投资策略：外围风险发酵 优选核心价值板块

配置上：短期内，外交摩擦、流动性等因素对于市场的冲击作用直接。就市场上周表现来看，市场热点在波动概率较大环境中，轮动速度加快。部分低估值板块、以及中报表现更加稳定的个股，抗跌性相对显著。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。综合看，外围风险所激发来出，与内需发展相关的消费类、以及自主可控相关的核心科技类板块，将释放更多确定性信号。

市场：股指小幅下行 深证成指领跌

上周主要指数中，深证成指领跌。市场格局方面，大、小盘指数跌幅略小于中盘指数。行业方面，通信、银行、电子等跌幅居前。

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
申昊科技	49.87	63.99	0.00	0.00
康芝药业	7.77	20.09	39.75	48.28
展鹏科技	12.44	20.08	34.92	107.18
长鹰信质	19.63	20.06	28.05	20.22
神剑股份	6.23	20.04	32.84	45.30

A 股市场跌幅前五

股票	收盘价	涨跌幅%		
	RMB	1 日	5 日	本年
大地熊	64.50	-23.67	0.00	-25.04
力合微	66.29	-21.56	0.00	-41.42
金莱特	12.77	-20.04	-21.46	32.50
精艺股份	7.65	-19.98	4.08	0.57
嘉元科技	43.06	-18.54	-23.67	-23.46

资金：融资余额小幅上升 北上资金大幅净流出

资金面上，融资余额总体继续上升，北上资金连续大幅净流出。

情绪：成交额小幅回落 换手率同步回落

上周各市场总体成交额小幅回落，换手率同步回落。

风险提示：经济超预期波动，企业盈利不及预期。

● 机械

1、信捷电气（603416）：自动化复苏遇升级，工控小而美守望成长

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。

分析师：满在朋（执业证书：S0020519070001）

2、埃斯顿（002724）点评报告：国家级战投入股+行业景气，厚积薄发迈向新征程

公司公布定增预案，拟以 11.62 元/股向中国通用技术（集团）控股有限责任公司、国家制造业转型升级基金股份有限公司和湖北小米长江产业基金合伙企业（有限合伙）发行公司股份 8605.85 万股、募资约 10 亿元。

报告要点：

战投背景雄厚，有望公司带来技术+市场+品牌等战略性资源

此次参与公司定增的三名战投背景雄厚，其中通用技术集团系中央直接管理的国有重要骨干企业、着力发展先进制造、医药医疗健康、贸易与工程承包三个核心主业。国家制造业转型升级基金是集成电路基金后的又一只国家队大基金，主要投向基础制造和新型制造、新材料、新信息技术等领域。小米长江产业基金，是由小米集团打造的助力中国先进制造业而成立的产业投资平台，主要投向智能制造、工业机器人、先进装备和半导体等领域。公司与上述三名战投合作意义重大，一方面代表国家级基金对公司技术、产品、竞争力的认可，另一方面战投拥有产业资源众多，有望给公司带来领先的国内国外核心技术、市场、渠道、品牌等资源，助力公司向全球机器人产业第一阵营的愿景迈进。

工业机器人行业复苏强劲，1-6 月行业产量累计同比增长 10%

随着汽车工业投资触底、3C 投资持续增长以及以光伏、半导体、锂电为代表等新兴应用领域的旺盛投资，我国工业机器人行业从 19 年四季度起逐渐复苏，20 年一季度行业虽受疫情有所影响，但二季度开始仍延续复苏趋势，上半年工业机器人产量同比增长 10%，复苏强劲。且疫情期间，自动化程度较高的企业在复工复产进度明显快于劳动力密集型的企业。我们判断在疫情得到控制后，企业增加购置自动化设备来替代人工需求更为强烈。

自主研发+外延并举，定增后持续夯实国际化核心竞争力

公司全产业链模式是以大力度技术投入为支撑、以 All made by Estun 为基础。2020 年公司成功并入德国百年机器人企业 Cloos，Cloos 是全球机器人焊接细分领域的领军企业，将给公司带来的新的发展机遇和新的业务增长点，另公司定增后资金充裕，更加稳固了公司国产机器人领头羊的地位。

投资建议与盈利预测

暂不考虑 Cloos 并表，预计公司 20-22 年归母净利润 1.1/1.6/2.2 亿元，EPS 为 0.13/0.19/0.26 元，对应 PE 分别为 126/86/65X，维持“买入”评级。

风险提示

市场竞争加剧；下游需求不及预期；公司并购产生的协同整合效果不明显。

分析师：满在朋（执业证书：S0020519070001）

- **家电**

空调行业深度报告之一：长期增长可期，新增市场迁移

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。

分析师：邢瀚文（执业证书：S0020520010001）

- **医药**

美年健康（002044）跟踪报告：健检王者，赋能再出发

国内非公体检绝对龙头，703 家门店完成全国性布局

美年健康是国内规模最大的民营体检机构，截至 2019 年末，公司已在 294 个核心城市布局了 703 家体检中心（632 家在营），在覆盖城市、门店、年体检人次上均远超爱康国宾、瑞慈医疗等同行。2019 年接待量达到 2602 万人次，稳居全国第一位。

王者依旧，拐点初显

1. 2018 年舆情事件过去两年，目前影响几何？如何再度避免？

全面进行战略调整，从原来的快速扩张门店产生规模效应调整为合规为本，主要包括医生资格的管理、门店设备的备案和管理、报告过程指控体系的升级等。

2. 2020 年新冠疫情对公司经营和业绩有哪些影响？目前恢复情况如何？

（1）舆情事件历经两年逐渐平息，部分客户回流。

（2）前期疫情阶段部分中小体检机构难以持续经营，行业竞争格局优化，客户群体由公立医院、其他民

营体检机构溢出。

（3）公司重新重视团检业务并积极开展相应推广工作，合规体系、设备体系、管理体系整新上线，对客户的吸引力有所提升。

3.美年健康的拐点何时到来？

从我们近期调研的地区来看，尽管体检作为非急需性医疗需求，尚未出现大规模累积反弹，但进入 Q3，环比和同比收入较大幅度提升，签单量上量显著。

4.阿里健康的加盟，为美年带来什么？

借助阿里 C 端流量和 IT 架构方面的优势，两家企业将在 to C 端前台推广和中后台运营方面进行初步合作。数字化架构将对外实现 app/小程序/支付宝一站式服务，并形成用户画像，智能推荐并关联到阿里生态圈；对内实现管理云端化，提升内部效率。线上业务重塑，线上业务做品牌，主要针对一二线城市用户；线下业务做业绩，面对更为宽广的客户人群，拥有高盈利；线上线下协同发展。

5.美年的优势还在么？

美年健康的龙头地位稳固，前期优势并没丧失：（1）差异化+性价比服务应对公立医院竞争；（2）下沉市场广域布局获取蓝海盈利市场（3）阿里健康加入布局，提升 C 端体验和竞争力，改善一二线红海低净利。

投资建议与盈利预测

受疫情影响，业务正在修复中，远期空间和业绩改善可观，我们预计 20-22 年营业收入为 87.13/108.91/136.13 亿元，归母净利润为 0.41/8.36/10.45 亿元，对应 EPS 为 0.01/0.21/0.27 元/股，维持“买入”评级。

风险提示

新冠疫情恢复不及预期；医疗质量风险；商誉减值风险等。

分析师：常启辉（执业证书：S0020517090001），联系人：刘慧敏

- **海康威视（002415.SZ）：创新业务亮眼，业绩稳健增长**

事件：

公司于 7 月 24 日晚发布《2020 年半年度报告》。2020 年上半年，公司实现营收 242.71 亿元，同比增长 1.45%；实现归母净利润 46.24 亿元，同比增长 9.66%。2020 年上半年，公司整体毛利率为 49.76%，较上年同期提高 3.43pct。

点评：

持续加大研发投入夯实技术积累，审慎灵活经营实现稳健增长

2020 年上半年，受新冠肺炎疫情及中美贸易摩擦影响，公司经营面临一定挑战。面对国内外经营环境的不确定性，公司审慎灵活应对，加强费用管控，推进运营效率提升，保证了业绩稳健增长。2020 年上半年，公司实现境内收入 167.29 亿元，同比下降 1.48%；实现境外收入 75.42 亿元，同比增长 8.63%。2020 年上半年，公司研发费用率达 12.62%，同比提高 2.15pct。公司持续提升研发费用率（2017 年 7.62%，

2018 年 8.99%，2019 年 9.51%），加强底层技术积累，升级产品与解决方案，打造国际领先的综合竞争力。

企事业数字化转型推动 EBG 收入增长，下游需求有望持续复苏

公司面对下游客户碎片化需求，持续开拓业务，坚持以客户需求为引领，以技术创新为驱动，深耕行业，推动公司稳健发展。2020 年上半年，PBG 实现收入 59.68 亿元，同比下降 5.16%，主要受疫情冲击、需求放缓的影响；EBG 实现收入 59.14 亿元，同比增长 20.15%，企事业数字化转型趋势不减，需求从安保部门拓展到生产技术等部门；SMBG 实现收入 30.00 亿元，同比下降 26.90%，中小企业受这次疫情和经济下行的影响最为直接，小企业的抗风险能力差。我们认为，随着国内疫情的有效控制，下游需求有望持续复苏；公司逐步完善有效替代方案，合理调控库存，供应链风险可控。

创新业务发展梯队已见雏形，多点开花打开新的成长空间

创新业务方面，2020 年上半年，公司智能家居业务实现收入 11.79 亿元，同比增长 3.52%；机器人业务实现收入 5.43 亿元，同比增长 46.48%，延续高速发展；其他创新业务实现收入 7.89 亿元，同比增长 183.07%，主要得益于安检、存储等业务的快速发展。2020 年上半年，公司启动智能家居业务的分拆上市筹备工作，海康消防、海康睿影等业务加入创新业务板块。我们认为，公司创新业务的发展梯队已逐渐形成，有望与传统业务协同发展，为公司成长打开新的空间。

投资建议与盈利预测

作为全球安防龙头，公司在技术、产品与解决方案等方面拥有全面优势，2020 年市场的不确定性依然存在，但我们认为整体需求空间没有大的变化，公司仍有望保持稳健发展。预测公司 2020-2022 年营业收入为 674.78 亿元、793.17 亿元、925.72 亿元，归母净利润为 143.86 亿元、166.72 亿元、191.94 亿元，对应 PE 为 21.85、18.85、16.37 倍。考虑到公司的行业地位、过去三年 PE 主要运行在 20-40 倍之间等因素，给予公司 2020 年 30 倍目标 PE，对应目标价为 46.20 元，维持“买入”评级。

风险提示

新冠肺炎疫情导致宏观经济发展不及预期，雪亮工程等政策落地不及预期，海外市场拓展不及预期，创新业务发展不及预期，行业竞争加剧等。

分析师：耿军军（执业证书：S0020519070002）

重点报告

眼科行业深度：眼科黄金，正在冶炼

分析师：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

游戏行业 2020 年数据跟踪第六期：Q2 手游收入突破新高，新品上线节奏加快

分析师：彭聪（执业证书：S0020520040002），联系人：黄浦

事件：7.20 思摩尔国际公告，基于经调整纯利，公司预期 2020 H1 扣非净利润 12.86-13.31 亿元，同比增长 38.1%-42.9%；2019H1 非经常性损益 12.31 亿元，其中可转换优先股公允价值亏损 10.2 亿，可转换承兑票据公允价值亏损 3800 万，上市费用 2500 万，员工股权激励 1.5 亿，加上非经常性损益后，归母净利润 0.56-1.01 亿元，较 2019 年下降 89.1%-94.0%。

点评：

思摩尔 Q2 扣非净利润约 10.2 亿元，同比增长 73%左右

一季度疫情对公司生产交付产生一定影响，根据亿纬锂能投资收益测算，思摩尔 Q1 实现利润约 2.71 亿元；二季度受益于海外客户订单增长，公司净利润保持高增长，测算 Q2 净利润为 10.15-10.60 亿，同比增长 73.2%-80.9%，环比增长 274.5%-291.1%，大超市场预期，在于海外电子烟销量快速增长，下游客户 Vuse、Vape 等市占率持续提升。

思摩尔是电子烟里的高通+富士康，中长期空间巨大

思摩尔处于快速增长的消费赛道，产业链地位类似高通+富士康，同行竞争力堪比宁德时代，中长期空间巨大。思摩尔雾化芯和代工制造全球领先，凭借领先的 Feelm 雾化芯，思摩尔成功进入全球烟草巨头供应链，下游客户包括日本烟草、英美烟草、RELX 及 NJOY 等。思摩尔 2018 年市占率 10.1%，领先第二名 0.4 个百分点；2019 年市占率 16.5%，领先第二名 10 个百分点。思摩尔当前总设计产能 15.6 亿 pcs，公司 IPO 募资 68.6 亿港币，计划到 2024 年总共新增 31.4 亿 pcs 产能，并且思摩尔募资对原产线自动化升级，加码研发，未来思摩尔成本和规模优势持续增强，市占率将持续上升。

投资建议

亿纬锂能动力电池进入盈利期，以 TWS 电池为代表消费锂电亮点突出。另外公司持有思摩尔 33.11%股权，我们认为这部分股权在 2025 年市值 1491-2120 亿元（中性情况思摩尔价值 4506 亿，乐观情况 6403 亿）。

我们预计思摩尔 2020 年扣非净利润为 33.99 亿元，考虑非经常性损益，2020 年归母净利润为 20.18 亿元，亿纬锂能投资收益 6.7 亿，预计 2020 年亿纬锂能归母净利润为 19.99 亿元（如果采用思摩尔扣非净

利润计算，则亿纬锂能全年归母净利润有望达到 24.35 亿元）。

考虑思摩尔增长超预期，我们上调亿纬锂能未来两年业绩预期，预计公司 2021-2022 年归母净利润分别为 35.70/51.35 亿元，EPS 分别为 1.94/2.79 元，对应 2021-2022 估值分别为 27/19 倍，维持买入评级。

闻泰科技(600745)：半年业绩超预期，功率半导体&ODM 双龙头再起航

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001）

事件：

公司发布半年业绩预告，公司 2020 年上半年净利润达到 16-18 亿元，同比增加 715.5%-817.44%，扣非归母净利润同比增加 910.43%- 1054.78%。

报告要点：

安世半导体并表，助力业绩大幅增长

公司实现业绩大幅增长，一部分原因得益于将安世集团 74.45%的业绩并入报表。安世集团是世界一流的半导体标准器件 IDM 厂商，专注于分立器件、逻辑器件和 MOSFET 器件的生产设计和销售，是全球功率半导体龙头。此次收购推动了闻泰科技向产业链上游延伸，打通了产业链核心环节，收购完成后公司的业务涵盖 ODM 和功率半导体量大领域。此次垂直方向的产业链整合，有望在规模效应和协同效应方面帮助公司实现更快更好发展。

优化客户结构，通讯业务不断成长

业绩增长的另一原因在于品牌客户的出货量实现了强劲增长。闻泰科技是国内 ODM 的龙头公司，从 2006 年成立之初发展至今已，已积累了过硬的技术优势，客户包括华为、小米、联想、中国移动、华硕、LG 等。公司凭借其优势不断开拓新客户或扩大客户的份额，例如三星在关闭中国工厂后将部分产能转交给以闻泰科技为代表的 ODM 厂商，且由于三星在印度等地的工厂产能有可能受疫情影响，未来公司有望将承接更多订单。在不断开拓新客户和提升单一客户的份额的过程中，公司仍有较大成长空间。

5G 手机渗透率提升，推动公司业绩上涨

随着 5G 时代到来，各品牌手机厂商加紧在 5G 手机的布局，竞争越来越激烈。未来将会有越来越多的中低端 5G 手机面世，价格将会成为中低端手机竞争的一个主要战场。因为 5G 射频器件将导致成本上升，因此管控成本将成为众多中低端 5G 手机的重要诉求。由于 ODM 厂商在研发效率、成本管控、供应链的优势，能够有效降低手机厂商的成本，已经成为手机厂商在中低端机型上的主要选择。作为国内 ODM 市占率第一的公司，在 5G 手机逐步向中低端机渗透的过程中，闻泰科技有望深度受益。

投资建议与盈利预测

由于公司超预期的业绩表现，我们上调公司 2020 年的业绩预测，预计 2020-2022 年营收 682.10、883.30、1115.46 亿元，归母净利润 35.85、42.79、53.28.61 亿元，当前市值对应 2020-2022 年 PE 分别为 44、38、30 倍，维持“增持”评级。

风险提示

1）下游发展不及预期；2）技术研发不及预期；3）客户拓展不及预期。

康泰生物（300601）2020 半年报点评：行业景气度提升，二季度收入高速增长

分析师：常启辉（执业证书：S0020517090001），联系人：刘慧敏

事件：

公司公告 2020 半年报，报告期内实现营业收入 8.70 亿元，同比增长 7.71%，归母净利润 2.60 元，同比增长 0.63%，扣非归母净利润为 2.54 亿元，同比增长 3.53%。

报告要点：

受益于居民接种意愿提升，Q2 收入和利润实现高速增长

公司 2020Q2 实现收入 6.92 亿元（+48.63%），毛利率 92.88%（+1.58pct），归母净利润 2.57 亿元（+62.44%），二季度收入和利润均实现高速增长。收入端上：由于疫情刺激下居民疫苗接种意愿提升，上半年实现四联苗销售 6.20 亿元，同比增长 30.66%，新产品 23 价肺炎球菌疫苗收入 0.77 亿元。费用端上：公司销售费用率 39.64%，管理费用率 9.21%，研发投入 0.85 亿元，同比增长 18.85%，费用率总体保持较为合理水平。

四联苗全年有望实现量价齐升，23 价肺炎球菌提供增量收入

截止 2020/7/12，公司四联苗累计批签发 367.49 万支，23 价肺炎球菌结合疫苗 167.63 万，Hib 疫苗 122.88 万，其中四联苗上半年批签发 312.19 万，同比增长 245.09%，放量迅速。此外，公司乙肝疫苗已获得《药品补充申请批件》，有望下半年恢复供应。2019H1 疫苗行业整体处于承压状态，批签发量较低，而随着行业的逐步恢复以及国民对于疫苗重要性的认知在疫情下进一步提升，2020 年上半年疫苗行业景气度快速提升，预计公司产品全年高增长可期。同时公司针对产品进行包装更替，通过预灌封替代西林瓶，四联苗产品定价提高至 368 元，产品有望实现量价齐升。

新冠疫苗项目即将开展，后续在研疫苗有序推进

针对疫情，公司公告将投入 10 亿元实施百旺信应急工程建设项目，建设新冠肺炎疫苗等新型疫苗生产车间和相关配套设施等。目前海外疫情未见消退，全面接种疫苗可能性不断增长，公司提前建设土建项目为后续疫苗生产提供基础。此外，受疫情影响，目前 CDE 对于新冠疫苗重点关注，公司新冠疫苗项目也有望快速开始。公司后续重点产品 13 价肺炎结合疫苗有望 2021 年获批上市，冻干人用狂犬疫苗（2BS）预计下半年提交 BLA，有望 2021 年底获批，在研管线梯队丰富，疫苗研发周期较长，公司研发进程处于行业领先地位，龙头优势将不断显现。

投资建议与盈利预测

康泰生物是国产疫苗龙头企业，不考虑新冠疫苗收入，受益于疫情刺激下居民自费疫苗接种意识提升，我们提高对公司盈利预期，预计公司 20-22 年营业收入分别为 25.83/40.48/66.42 亿元，归母净利润 8.37/13.04/21.86 亿元，EPS 分别为 1.24/1.94/3.25 元/股，对应 PE 为 153/98/58 倍。考虑公司在研管线丰富，未来潜力较大，维持增持评级。

风险提示

疫苗研发失败风险、新建工程进程存在不确定性、疫苗上市进程存在不确定性、疫苗行业政策风险。

海容冷链（603187）20 年 H1 业绩点评：积极开拓市场，业绩稳步提升

分析师：满在朋（执业证书：S0020519070001）

事件：

7 月 20 日，公司发布 2020 年上半年业绩报告。2020 年上半年公司全年实现收入 10.12 亿元，同比增长 16.98%；实现归母净利润 1.60 亿元，同比增长 10.13%。其中，第二季度实现营收 6.26 亿元，同比提升 34.29%，归母净利润 1.11 亿元，同比提升 16.15%。

二季度订单执行加快，新产品不断推出

上半年新冠疫情对企业复工、物料供应以及员工生活生产等均造成一定影响。二季度公司订单的加快执行，同时受益于业务规模扩大，上半年业绩实现稳步增长，同比增长 10.13%。公司上半年加大市场开拓，新增客户包括百事中国、罗森、上海农工商等；同时继续推进产品研发，商用冷冻柜一方面加大高端产品的研发力度，另一方面开发了高性价比产品；商用冷餐柜开发出平板式外观产品，符合客户高端化、差异化的需求；商超展示柜公司针对社区超市、连锁便利店等继续完善产品系列；而智能售货柜开发出带有履带货道、升降台以及动态识别和重力识别的产品。

盈利能力保持平稳，经营性现金流提升较多

公司上半年综合毛利率为 34.63%，同比略有提升 0.2 个百分点；ROE 上半年为 10.58%，相对去年同期为 10.75%，维持平稳。三费率方面，销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 8.24%、5.00%、-0.98%，同比分别增长-0.82%/0.70%/-0.32%；研发费用率为 2.10%，同比基本持平。营运能力方面，公司存货、应收账款周转天数分别为 92.7/102.46 天，同比增长 6.53/10.51 天。现金流方面，公司经营性现金流净额为 0.58 亿元，同比提升 372.20%，主要是公司业务规模增长，收到的经营性现金流入同比增加。

深耕优质赛道，未来成长可期

目前国内对商用冷柜需求逐步提升，相比欧美等发达国家地区，仍有很大的发展空间。根据产业在线预测未来行业年复合增速持续超过 10%。公司为国内商用冷柜龙头，目前立足商用冷冻柜，向商用冷藏柜、商超展示柜以及商用智能售货柜业务逐步拓展，同时跟随伊利、蒙牛积极开拓东南亚市场。公司目前正加大产能建设，预计未来几年业绩释放。

投资建议与盈利预测

预计 2020-2022 年将实现营业收入 17.73/22.71/28.85 亿元，实现归母净利润 2.39/3.33/4.14 亿元，对应目前的 P/E 29/21/16，给予公司“买入”评级。

风险提示

疫情进一步加剧，全球贸易战升级，大客户选择其他供应商。

寒武纪(688256)首次覆盖报告：云、边、端全面布局的 AI 芯片龙头企业

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001）

云、边、端全面布局的 AI 芯片独角兽

寒武纪是具备深厚积累的 AI 芯片独角兽。公司坐拥中科院计算所的强大背景，依托主营产品终端智能处理器 IP、云端智能芯片及加速卡、边缘智能芯片及加速卡以及智能计算集群系统，实现了端、边、云的全面布局，是少数几家全面系统掌握通用型智能芯片及其基础系统软件研发和产品化核心技术的企业之一。未来，在自身高研发的加持下，公司技术实力和市场竞争力有望实现新的突破。

前景广阔的 AI 芯片是公司发展的驱动力

公司的 AI 芯片及相关产品服务的业绩将广泛受益于下游应用场景的发展。终端智能处理器 IP、云端智能

芯片及加速卡的市场需求将随下游消费电子、物联网、智能驾驶以及 5G 等的发展实现持续增长；边端智能芯片及加速卡也在紧密布局中，未来有望成为营收重要组成；在智能计算集群系统方面，公司未来有望接到多个先进智能计算平台的加速卡及软件系统的产品采购订单，从而保障公司业绩的稳定增长。

公司作为 AI 芯片新锐有望实现破局

寒武纪的市场认可度与生态建设尚处建设初期，但公司的主要产品的性能在与国内外主要竞争对手 ARM、英伟达、英特尔以及华为海思的对比中不分上下，部分指标甚至领先对手。未来依托高效的云、边、终端的全面布局，在自身先进软件系统的加持下，公司的 AI 生态建设将实现逐步完善和拓展，市场影响力也将随之逐步扩大，从而不断拓展新的客户，未来的发展将极具想象力。

投资建议与盈利预测

未来随着人工智能的不断升级发展，在国家政策的加持下，AI 芯片市场将迎来红利期。以公司已获得的订单以及潜在订单为出发点，综合考虑毛利和三费的情况下，预计公司 2020-2022 三年营收分别为 6.27 亿、9.12 亿和 13.28 亿，给与“增持”评级。

风险提示

创新研发不足风险，持续亏损的风险，市场竞争加剧风险。

重要新闻

- 国务院副总理刘鹤将于 7 月 28 日与欧盟委员会执行副主席共同主持第八次中欧经贸高层对话，围绕“开启后疫情时代中欧合作新局面，引领全球经济稳健复苏增长”主题进行深入讨论。
- 国务院同意建立国务院推进贸易高质量发展部际联席会议制度，由商务部、发改委等 30 个部门和单位组成，职能包括统筹推进贸易高质量发展，研究审议相关工作方案和拟出台的重要政策等等。
- 中国 6 月规模以上工业企业利润同比增 11.5%，前值增 6%；1-6 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 25114.9 亿元，同比下降 12.8%。
- 中国烹饪协会：2020 年上半年，全国餐饮收入 14609 亿元，同比下降 32.8%，增速较上年同期下降 42.2 个百分点；目前，全国大部分餐饮企业的经营已恢复到疫情前的 70%-80%。
- Gartner 最新预测，2020 年全球公有云服务市场将增长 6.3%，总额将达到 2579 亿美元，高于 2019 年的 2427 亿美元。公有云服务是 2020 年 IT 支出中最具前景的亮点之一。

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