行业观点

- **核心策略：中美经济的错配，和双方潜在的监管思路**

- **中美经济的错配依然非常明显**

从 2018 年开始，中国经济周期与美国经济周期开始了背离，这种背离除了在经济指标，波动率指标，市场情绪指标上有所体现之外。它背后的逻辑是中美两国货币政策和监管思路的背离。如果说 2016 年秋季-2017 年秋季人民银行还在和联储一起实行较为紧缩的货币政策，在 2018 年春季贸易战影响逐渐扩大之后，中国人民银行的思路和联储开始出现分歧，人民银行在 2018 年春季开始宽松货币政策，尝试开启从宽货币向宽信用的传导，而联储在 2018 年冬天才开始宽松货币政策。

- **国内市场在宽货币向宽信用转变，风险点在于经济基本面存疑**

人民银行当前在支持实体经济和防范金融风险中寻找平衡，在短期流动性充足和长期偿付性危机风险中寻找平衡。

当前人民银行的思路应该是，经济数据环比改善的环境下，M2-GDP 的差值将不会继续扩大，如果发生黑天鹅事件，则保证短期流动性充足，而对于长期的债务持有比较谨慎的态度。

- **国外市场正在积累经济后周期的偿付性风险，利好之处在于负利率政策和 MMT 的超预期的可能**

与人民银行类似，联储当前也在两难抉择中，冠状病毒的冲击让联储重新使用 QE 工具，但当前联储在放缓购债和应对不确定性中摇摆。YCC（Yield Curve Control）的设想更像是一个权宜之计，可以预见不久后联储依然要直面缩表还是扩表的抉择。

而一旦下半年经济预期开始转弱，联储可能会以 YCC 的尝试开始，而一旦无法逆转颓势，我们认为联储依然会推行激进的 QE 政策。

- **低市净率股票，资源类股票，贵金属股票可能成为公约数**

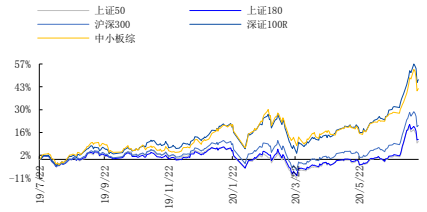
我们认为当前对于经济的悲观看法是有依据的，但忽视了货币当局对于资产价格的呵护诉求，以联储为首的美日欧央行实际上已经放弃了曾经的货币政策纪律，MMT 理论于其说是一种创新，更像是一种总结。有鉴于此我们一方面认为波动率放大的可能性依然存在，一方面对于资产价格并不悲观，正如 1996 年当格林斯潘说出非理性繁荣时，7 年之后纳斯达克指数印证了他当时的真知灼见，但换个角度理解，不合理的资产价格和经济基本面可以背离七年之久。

综合风险和长期估值水平，我们认为当前低市净率股票有望修复长期的折价，另一方面，低市净率的资源股尤其是贵金属股票有望在低通胀低波动率市场中持续受益于高波动率预期和高通胀预期。

风险提示：货币政策纪律恢复，短端利率上行。经济波动的程度超过货币当局所能承受的限度。

分析师：房倩倩（执业证书：S0020520040001）

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
山大地纬	55.08	578.33	0.00	0.00
孚能科技	46.06	189.69	0.00	0.00
交大思诺	47.05	63.99	0.00	0.00
首都在线	16.64	20.06	61.24	201.45
酷特智能	18.20	20.05	61.20	86.86

A 股市场跌幅前五

股票	收盘价	涨跌幅%		
	RMB	1 日	5 日	本年
慧辰资讯	77.23	-29.15	0.00	-55.82
埃夫特-U	22.45	-23.27	0.00	-56.23
大唐电信	13.57	-20.04	-17.31	26.82
捷安高科	47.89	-20.01	7.35	65.59
未名医药	19.99	-20.01	-28.07	176.49

- **机械**

工业机器人行业 6 月及上半年工业机器人产量数据点评报告：行业复苏强劲，增速步入快车道

事件：

6 月工业机器人产量同比+29.2%。据国家统计局统计，6 月工业机器人产量为 20761 台，上半年累计产量为 93794 台，同比+10.3%。

报告要点：

1-6 月工业机器产量同比+10%，Q2 同比+37%，复苏态势强劲。

我国工业机器人行业从 19 年四季度起逐渐复苏，19 年 Q4 产量同比 35.4%。20 年 Q1 工业机器人虽受疫情影响、但产量仍实现同比 7.2%的增长，延续复苏态势，Q2 强势复苏（同比+37.3%）。另外日本工业机器人订单从 19 年 3 月起降幅缩窄、11 月起增速转正，日本订单一般领先国内产量 6 月左右；且 20Q1 日本机器人产量同比+8.1%，实现七个季度以来首次增长，这也侧面佐证了我国机器人行业复苏趋势。

汽车投资筑底、3C 投资回暖，机器人下游需求旺盛。

4 月汽车产销量增速均实现近两年来首次转正，且 6 月产量同比+22.5%，产销量已实现连续一季度正增长。1-6 月汽车固定资产投资累计同比-20.9%，降幅持续收窄，随着车市逐渐复苏，汽车固定资产投资有望触底回升。国内 5G 建设全面推进，3C 固定资产投资累计增速自 19 年初复苏，19 年已达 16.8%，20 年 4 月起恢复正增长、有望延续疫情前的高速上行。且疫情期间，自动化程度较高的企业在复工复产方面的进度明显快于劳动力密集型的企业。因此，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强烈。

预计 2019-2024 年工业机器人行业本体销量复合增速 18.5%。

据我们测算，2018 年我国工业机器人密度实际仅为 64 台/万人，低于全球均值 81 台/万人，更远落后于发达国家。复盘我国及日本工业机器人发展历史可见，2018 年以前我国机器人销量增速中枢和机器人密度以及人口结构都与日本 20 世纪 80 年代中期水平相似。参考日本经验，我们预计未来 5 年工业机器人仍将保持中速发展，预计 2019-2024 年本体销量复合增速 18.5%，本体与系统集成市场复合增速约 12.6%，2024 年工业机器人销量达 34.2 万台、本体市场规模达 557 亿元、系统集成市场达 1672 亿元。

投资建议：

随着 2020 年工业机器人行业复苏，国产机器人有望凭此实现规模快速扩张，国产替代弹性较大。我们看好掌握运控核心技术的本体龙头埃斯顿、具快速扩张能力的系统集成龙头拓斯达。

风险提示：

下游行业固定资产投资不及预期；全球疫情控制不及预期；行业竞争加剧，进口替代不及预期。

分析师：满在朋（执业证书：S0020519070001）

- **医药**

眼科行业深度：眼科黄金，正在冶炼

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。

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

- **消费**

瓶装水行业系列报告一（行业篇）：乘风破浪的瓶装水

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。

分析师：李典（执业证书：S0020516080001）

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

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

分析师：李典（执业证书：S0020516080001）

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

行业数据跟踪

（1）行业：Q2 全球移动游戏支出达 190 亿美元，突破新高。手游市场 Q2 平均周下载量约在 10 亿，同比增长 20%。

（2）产品及厂商收入：暑期节点已至，重点厂商产品上线节奏加快，新游冲榜力度大，畅销榜格局发生变动，前十近半被新游占据。

（3）版号情况：6 月版号共发放 55 个，7 月第一批版号发放 56 个，均为国产游戏版号。网易《时空中的绘旅人》、《最强魔斗士》、掌趣科技《全民奇迹 2》、中青宝的《异星巡航机》、心动《元气偶像季 2》、完美世界《旧日传说》、米哈游《原神》端游版等均获版号。

（4）重点厂商新游排期：腾讯《DNF 手游》8.12 上线； 网易《天谕手游》、《阴阳师：妖怪屋》（已开启终测）；完美世界《梦幻新诛仙》、《战神遗迹》；三七互娱页转手重点项目《荣耀大天使》、《浮生妖绘卷》（已有版号，预计 Q3 上线）、SLG 产品《Final Order》（预计 Q3 上线）；宝通科技二次元手游《终末阵线：伊诺贝塔》（国内由 B 站独代发行）、《WST》（已开启测试，预计 Q2-Q3 欧美地区上线 ）；吉比特《魔渊之刃》、《最强蜗牛》（年中港澳台区上线）、《一念逍遥》；世纪华通《庆余年》；游族网络《少年三国志：零》（Q3 上线）、《盗墓笔记》；掌趣科技《街霸：对决》、《真红之刃》；字节独代、凯撒文化研发的首款二次元 MMO 手游《火影忍者：巅峰对决》（已开启预约）。

重点上市公司跟踪

完美世界：《新笑傲江湖》表现稳定，《新神魔大陆》进入畅销榜 TOP10，首日流水破千万。三七互娱：公司储备产品丰富，拓展 SLG、RPG 品类矩阵《荣耀大天使》、《斗罗大陆 3D》等多款产品蓄势待发。吉比特：《问道手游》表现稳定，参股公司青瓷数码《最强蜗牛》上线表现亮眼，目前稳居畅销榜 TOP5。游族网络：《少年三国志 2》登陆韩国，新作《少年三国志：零》6 月份上线测试，预计暑期上线。腾讯：年度游戏发布会集中发布新游动向，《地下城与勇士》定档 8 月 12 日。网易：存量产品畅销榜排名稳定，《梦幻西游网页版》加大买量投入。

投资建议

手游市场 Q2 支出突破新高，Q3 进入暑期关键节点，各厂商项目储备丰富，线上娱乐景气度不减。长期看 5G 背景下云游戏开启新增长阶段，维持行业“推荐”评级。关注具备强大自研实力的完美世界，具备买量优势的三七互娱，具备长线化运营能力的吉比特，海外发行能力凸显自研进入收获期的宝通科技。

风险提示

游戏流水表现不及预期、版号发放不及预期、政策监管等。

分析师：李典（执业证书：S0020516080001）

重点报告

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。

完美世界（002624）2020 年半年度业绩预告点评：半年报业绩稳步增长，手游产品表现优异

分析师：李典（执业证书：S0020516080001）

事件：

公司发布 2020 年半年度业绩预告，预计实现归母净利润 12.4 亿元-12.8 亿元，同比增长 21.53%~25.45%。

点评：

手游产品表现优异贡献业绩，影视剧库存消化节奏顺利

游戏业务方面，受益于《诛仙》手游、《完美世界》手游、《神雕侠侣 2》手游及《新笑傲江湖》手游等精品移动游戏的良好表现，以及《CS:GO（反恐精英:全球攻势）》《诛仙》等端游产品的业绩贡献，游戏业务实现快速增长。影视业务方面方面，公司出品的《冰糖炖雪梨》、《暴风眼》、《全世界最好的你》、《燃烧》、《月上重火》、《三叉戟》、《最美的乡村》、《怪你过分美丽》等精品电视剧、网剧相继确认收入，库存消化节奏顺利。

储备产品丰富，多款影游新品预计年内上线

《新神魔大陆》手游于 7 月 2 日公测，上线 1 小时内登顶 App Store 免费榜，并稳居 App Store 畅销榜前列，上线至今日流水均在千万以上。储备项目中，《梦幻新诛仙》、《战神遗迹》已获版号，《幻塔》、《非常英雄》等数款移动游戏在密集研发阶段。此外，端游与主机双平台游戏《Torchlight3》早期测试版已在 Steam 上线。此外，公司在 5G 云游戏领域加速布局，除了此次《新神魔大陆》与中国电信天翼云游戏合作同时上线云游戏版，同时在积极研发原生云游戏。影视储备项目方面，包括《光荣与梦想》、《不婚女王》、《义无反顾》等。其中，下半年首部新剧《天舞纪》已于 7 月 8 日播出。

投资优质游戏研发商祖龙娱乐赴港上市，公司持股 17.6%

公司参股祖龙娱乐将于 7 月 15 日在港交所主板挂牌上市。祖龙娱乐上市后，公司通过下属全资子公司间接持有祖龙娱乐约 1.39 亿股普通股，占其总股本的 17.6%。祖龙娱乐是国内专注精品手游开发的研发商，2019 年自研流水收入排名中国厂商第 5，旗下代表作《龙族幻想》流水收入进入 2019 年新游排名前 10。祖龙目前拥有 11 款移动游戏，2020-2022 年期间预计将在国内及全球推出 8 款手游，包含 MMO、SLG 及其他品类。

投资建议与盈利预测

公司以研发构建核心壁垒，在巩固传统优势品类的同时发力多品类，提升发行能力，行业龙头价值显现。我们预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 1.85/2.06/2.32，对应 PE33x/30x/27x。维持“买入”评级。

风险提示

新游戏上线不及预期，头部老游戏流水快速下滑。

亿纬锂能（300014）系列二：电子烟浪潮兴起，思摩尔中长期空间巨大

分析师：彭聪（执业证书：S0020520040002），联系人：黄浦

电子烟具备减害作用，政策风险无忧。市场对电子烟行业最大的担心主要在于政策风险，我们认为政策风险无忧：1）电子烟具备减害作用，既满足用户尼古丁成瘾，又可以减少肺病概率；从而国家肺病医保支出也会相应减少；2）电子烟扭转烟草销量下滑，利于扩大行业规模和国家财政收入， 2019 年中国烟草销量 4735 万箱，同比下滑 0.2%；全球（不含中国卷烟）销量 6000 万箱，同比下滑 2%；电子烟用户在快速增长，2011 年电子烟用户仅为 700 万人，2018 年电子烟用户达到 4100 万人，7 年复合增速 29%；3）各国监管政策逐步完善，电子烟有望规范化发展，美国 FDA 推出 PMTA 法案，电子烟有法可依，IQOS 正式当做减害产品销售；日本对 HNB 政策宽容，替代性需求催生第一大消费国；中国将 HNB 纳入烟草制品范畴，并且中烟积极布局 HNB，未来监管政策有望逐步完善。

电子烟 2019 年渗透率 4.9%，2024 年预计达到 12%，远期或将全部替代传统卷烟。根据弗若斯特沙利文统计，2019 年全球雾化电子烟市场规模达 367 亿美元，同比增速为 28.3%，雾化电子烟占整个烟草行业的渗透率为 4.2%；加热不燃烧电子烟市场规模 61 亿美元，渗透率为 0.7%；弗若斯特沙利文预计，2024 年雾化电子烟市场规模有望达到 1115 亿美元，2019-2024CAGR 为 24.9% ，雾化电子烟渗透率增长至 9.3%；加热不燃烧电子烟市场规模达到 325 亿美元， 2019-2024CAGR 为 39.7% ，渗透率达到 2.7%。考虑电子烟具备减害作用，并且利于行业与税收，未来或将全部替代传统卷烟，具备 20 倍提升空间。

思摩尔是电子烟里的高通+富士康，雾化芯和代工制造全球领先，2019 年市占率 16.5%。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 。2019 年思摩尔实现营收 76.11 亿元，同比增长 121.6%；2016-2019 年营收 CAGR 为 119.2%；2019 年归母净利润为 21.74 亿元，同比增长 196.18%；2016-2019 年归母净利润 CAGR 为 174%。思摩尔 2019 年市占率达到 16.5%，领先第二名 10 个百分点，当前思摩尔总设计产能 15.6 亿 pcs，伴随 IPO 募资扩产到 2024 年将总共新增 31.4 亿 pcs，此外思摩尔募资对原产线自动化升级，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，持有思摩尔 33.11%股权，我们认为这部分股权在 2025 年市值 1491 亿元（中性情况）。另外公司动力电池进入盈利期，TWS 电池进入三星供应链，预计公司 2020-2022 年营收分别为 106.9/145.2/195.2 亿元，同比增长 66.73%/35.83%/34.42%，归母净利润分别为 23.86/33.06/45.21 亿元，同比增长 56.77%/38.56%/36.76%，EPS 分别为 1.30/1.79/2.45 元，维持买入评级。

风险提示：新能源汽车销量不达预期，电子烟销量不达预期，TWS 电池销量不达预期，电子烟政策监管风险等。

重要新闻

- 提振市场信心 多家公司发布增持回购计划。近日，多家A股上市公司发布重要股东增持计划，其中不乏上市公司控股股东和实际控制人。有些上市公司大股东完成前期增持计划后，随即发布新的增持预案。增持原因为看好上市公司未来发展、巩固控制权等。除增持外，还有不少上市公司积极发布回购方案，应对大盘回调、股东减持带来的股价波动，从而提振投资者信心。
- 姜超：低估值且盈利增长蓝筹股迎投资机会。中证网讯（记者 林倩）7月19日，海通证券首席经济学家、研究所副所长姜超发布研报称，经济复苏了，不用担心牛市的终结，需要担心的是那些存在估值泡沫的行业，而低估值又有盈利增长的蓝筹价值行业其实反而迎来了投资机会。
- 中信证券：预计下半年财政节奏将显著加快。中证网讯（记者 周璐璐）中信证券宏观研究团队7月19日下午发布研报称，上半年受到疫情的冲击，公共财政收支均呈现收缩态势；考虑到两会公布的2020年全年财政力度远超去年，且财政预算规划对收支情况的约束性较强，下半年财政节奏将显著加快。伴随着财政资金的支出，预计下半年实体经济恢复向好的势头有望持续。
- 国家卫健委：18日新增本土病例13例，均在新疆。7月18日0—24时，31个省（自治区、直辖市）和新疆生产建设兵团报告新增确诊病例16例，其中境外输入病例3例（广东2例，山东1例），本土病例13例（均在新疆）；无新增死亡病例；新增疑似病例1例，为境外输入病例（在上海）。

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