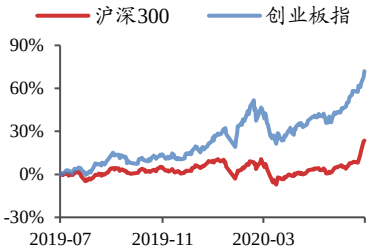
2020 年 07 月 08 日

开源晨会 0708

——晨会纪要

市场快报

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
食品饮料	3.52
综合	2.77
计算机	2.7
商业贸易	2.45
电子	2.37

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
休闲服务	-2.54
非银金融	-1.53
采掘	-1.18
房地产	-0.92
钢铁	-0.59

数据来源：贝格数据

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

观点精粹

总量视角

【策略】势来不可止，势去不可遏——投资策略专题-20200706

自 6 月 30 日以来 A 股市场风格出现了明显的切换，顺周期的价值板块领涨全市场，市场关于风格切换的讨论也被点燃。市场的分歧在于风格的持续性，我们认为这是一次风格“大切换”而非“漂移”，“补涨”只是价值风格的开始。我们认为市场不应该拘泥于此前成长盈利相对优势的趋势，而是应该看到走出疫情后的经济复苏。越来越多的信号表明经济复苏的趋势已由环比修复走向同比改善，顺周期价值板块的盈利优势正在确立，这将是下半年风格切换最大弹性来源。面对已出现的风格切换右侧的市场信号，“周期之眼”金融地产领涨之后，我们建议后续可以优先布局：第一，建材、化工、建筑、工程机械、煤炭；第二，房地产、非银；第三，家电，白酒，汽车。

【固定收益】国内速冻食品龙头——安 20 转债申购价值分析——事件点评-20200707

预计安 20 转债转股溢价率在 20%-24%之间，上市价格预计在 123.13-127.24 区间，中枢价格为 125.18 元。中签率中枢约为 0.0051%，建议积极申购

行业公司

【传媒：芒果超媒(300413.SZ)】“大芒计划”升级 2.0，引领综艺营销、内容制作和艺人经纪新趋势——公司深度报告-20200707

公司“大芒计划”升级 2.0，有望融合“人货场”三方优势，打造网红带货生态圈；落地项目《乘风破浪的姐姐》热度持续，携手抖音直播带货，实现广告赞助、会员收入与衍生品销售增长，有望引领综艺带货新模式；设立“芒果学院”，加大 KOL 扶持力度，有望通过“金字塔造星计划”培养 UP 主成长为成熟 PGC 制作人，为自制剧集与综艺提供新鲜血液。我们维持此前盈利预测不变，预测公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 15.30/18.46/21.99 亿元，对应 EPS 分别为 0.86/1.04/1.24 元，当前股价对应 PE 分别为 73/61/51 倍，维持“买入”评级。

研报摘要

总量研究

【策略】势来不可止，势去不可遏——投资策略专题-20200706

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001 | 方智勇（联系人）证书编号：S0790120040049

价值风格强势延续，沪指站上 3300 点

自 6 月 30 日以来 A 股市场风格出现了明显的切换，顺周期的价值板块领涨全市场，市场关于风格切换的讨论也被点燃。今天（2020 年 7 月 6 日）价值风格强势延续，沪指时隔两年半再次站上 3300 点，板块排名前三的银行、非银金融、地产涨跌幅分别为 9.12%、8.95%和 7.47%，与之对比鲜明的是创业板指和医药生物、食品饮料等指数涨幅排名靠后。

风格的持续性之辩：大切换的开启，而非简单的漂移

市场的分歧在于风格的持续性，我们认为这是一次风格“大切换”而非“漂移”，“补涨”只是价值风格的开始。目前看来，估值的优势已经被市场逐步认知，但盈利的相对优势却因为对于经济复苏持续性的怀疑而不被看好。我们认为，估值的修复只是风格切换的开始，目前国证成长相对于国证价值的估值历史分位数已达到 100%，而历史上发生风格大切换时，比如 2016 年，该分位数达到了 97.90%，成长和价值所隐含的增长率之差达到了极致；其次，后续风格的持续性和弹性来自于经济复苏信号的持续验证，我们认为市场不应该拘泥于此前成长盈利相对优势的趋势，而是应该看到走出疫情后的经济复苏。历史经验指示往往在信用扩张时，PPI 领先于风格切换的“弹性”阶段，从发电量—PPI 的传导路径和产出缺口上看，2020 年下半年 PPI 触底回升的概率和持续性都在提升，越来越多的信号表明经济复苏的趋势已由环比修复走向同比改善，动力煤期货价格回归到疫情前水平带来煤炭板块的弹性便是一个最佳例证。市场不应再忽视经济复苏的动能，顺周期价值板块的盈利优势正在确立，这将是下半年风格切换最大弹性来源。

对风格切换的再思考：哪一年都像，但又都不像

当下宽裕的流动性使人不得不联想到 2014 年年底那一次波澜壮阔的极致的价值行情，而工业品价格上涨、PPI 大概率触底回升也让人理所当然地联想到了 2016-2017 年供给侧改革带来的中观景气上行周期。我们认为，其实这一次更像是经济复苏动能更强的 2014 年而流动性更好的 2017 年，因此看起来似乎与哪一年都有点相似，但却又都有所不同。我们认为在流动性宽松而经济复苏动能良好的组合下，价值定能“乘风破浪”，迎来它的盛夏光年。

把握当下，勿再犹豫

我们需要提醒投资者注意的是，即便市场复刻 2013-2015 年成长/价值反复切换，但前后成长股中强势板块也经历了一次明显切换，反正得切换，还仍纠结于坚守此前强势的板块或去押宝相对不明朗的成长主线，显然不是一个明智选择。面对已出现风格切换右侧的“市场信号”，“周期之眼”金融地产领涨仍会延续，但我们建议投资者可以谋划后续布局，当下我们的推荐顺序为：第一，受益于投资确定性快速复苏、当前估值仍较低的：建材、化工、建筑、工程机械、煤炭；第二，估值仍存在修复空间的：房地产、非银；第三，顺周期消费：家电，白酒，汽车。

风险提示：经济复苏不及预期；流动性超预期收紧

【固定收益】国内速冻食品龙头——安 20 转债申购价值分析——事件点评-20200707

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002

速冻火锅料制品龙头企业

公司主营“安井”牌速冻食品，包括速冻火锅料制品、速冻面米制品、速冻菜肴制品三大部分，拥有以华东地区为中心并辐射全国的营销网络，是国内速冻食品龙头。其中，速冻火锅料制品（占 2019 年营收 63.1%）、速冻面米制品（26.4%）、速冻菜肴制品（10.4%）。

行业空间广阔，公司竞争力突出

速冻食品行业未来发展空间广阔，市场份额呈现逐步集中的趋势。公司渠道优势明显，规模效应促进利润提升，低费用率的经销模式使得销售净利率较高。同时公司产品覆盖面广、产品力强，并根据趋势持续推出新品，抢占行业制高点。2020Q1 公司实现营收 12.78 亿元，同比+16.6%；归母净利润 8780 万元，同比+35.3%。在疫情背景下公司业绩实现超预期，主要系部分产品提价，以及高毛利产品占比提高带动公司整体毛利率同比提升 2.3pcts 所致。

公司成长性好，估值水平较高

与食品饮料行业市值相邻的 10 家公司相比，公司成长性较好、估值水平较高。根据 2019 年报数据，公司营收增速排名第 3，净利润增速排名第 6；动态市盈率为 70.94，排名第 5，估值偏高。

预估上市价格中枢为 125.18 元，建议积极申购

预计安 20 转债转股溢价率在 20%-24%之间，上市价格预计在 123.13-127.24 区间，中枢价格为 125.18 元。公司第一大股东新疆国力民生股权投资有限公司持股 39.42%，假设原股东有 60%参与配售，则预计获配 5.4 亿元面值转债，留给市场的规模约为 3.6 亿元。假设网上申购 700 万户，按照打满计算中签率约 0.0051%。建议积极申购。

风险提示：正股及市场大幅波动风险；食品安全问题

行业公司

【传媒：芒果超媒(300413.SZ)】“大芒计划”升级 2.0，引领综艺营销、内容制作和艺人经纪新趋势——公司深度报告-20200707

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004

“大芒计划”升级 2.0，加码“KOL+IP+品牌”营销新趋势

公司“大芒计划”升级 2.0，有望融合“人货场”三方优势，打造网红带货生态圈；落地项目《乘风破浪的姐姐》热度持续，携手抖音直播带货，实现广告赞助、会员收入与衍生品销售增长，有望引领综艺带货新模式；设立“芒果学院”，加大 KOL 扶持力度，有望通过“金字塔造星计划”培养 UP 主成长为成熟 PGC 制作人，为自制剧集与综艺提供新鲜血液。我们维持此前盈利预测不变，预测公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 15.30/18.46/21.99 亿元，对应 EPS 分别为 0.86/1.04/1.24 元，当前股价对应 PE 分别为 73/61/51 倍，维持“买入”评级。

《乘风破浪的姐姐》热度持续，引领综艺带货新模式

《乘风破浪的姐姐》依靠独特的题材内容、优质的制作水平、立体化的营销推广等，节目人气高居不下，已成现象级综艺。节目联手抖音进行独家带货直播，我们在 6 月 14 日《〈乘风破浪的姐姐〉开启芒果“乘风破浪”新篇章》中也曾提及“姐姐们带货实力一流，或与‘大芒计划’产生催化反应”，实现多方共赢，1）丰富广告变现模式，实现综艺赞助+姐姐代言双赢；2）推广会员年卡，助力会员收入增长；3）开设“芒果 TV 好物”抖音小店，布局直播电商+“芒果好物”衍生品，有望实现 IP 乘数效应。

成立“芒果学院”，助力头部 KOL 及成熟 PCG 制作人成长

“大芒计划 2.0”成立“芒果学院”，加大 KOL 扶持力度，我们认为，依托公司提供的 S 级平台资源、殿堂级师资团队和超一线合作通道，在“金字塔造星计划”下，UP 主有望快速成长为头部 KOL 和成熟 PCG 制作人，并

成功反哺芒果生态，为芒果 TV 自制剧集和综艺提供新鲜血液。

风险提示：行业竞争加剧的风险；视频平台用户增长不及预期的风险；广告业务收入增长不及预期的风险；内容行业政策变化对公司的影响存在不确定性。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn