东吴证券晨会纪要

2020 年 07 月 08 日

晨会编辑 陈显帆
执业证号：S0600515090001
021-60199769
chenxf@dwzq.com.cn

宏观策略

策略点评：美国二次疫情抬头，财政助推经济恢复

事件

最近两周美国西部及南部地区疫情反弹，全面复工复产进程放缓，投资者担忧市场短期压力

观点

美国二次疫情风险增加，全面重启面临阻力，但重回封锁可能性很低

全美新冠病毒日新增感染人数持续上升，但住院率与日新增死亡人数均平稳下降。同时，确诊病例呈现年轻化趋势

疫情的再爆发主要是由于：一、美国新增感染病例数增加可能与检测人数增加和检测强度增强有关，二、口罩的使用和“社交距离”没有被严格遵守，三、美国近期假日较多，社会聚集、出行增多

新冠疫情重灾区由东北部向西部与南部转移，主要是由于各州管理和防控水平存在差距，与各州开放时间和复产复工先后的关系不大。

固收金工

固收季度报告：2020 年下半年固定收益策略-晨光熹微，烟花易冷

海外结论：短期二次探底风险抬升，长期弱复苏可期

消费：政策带动下内需逐步回升，消费回暖；消费升级类商品增长较快，线上直播赋能；汽车消费、城镇化、家电升级相关政策刺激消费。

金工定期报告：行业估值偏离度因子绩效月报

因子多空对冲绩效：2009 年 1 月至今，行业估值偏离度因子在 28 个申万一级行业中，5 分组多头对冲空头的年化超额收益为 13.13%，年化波动 10.02%，信息比率 1.31，月度最大回撤 11.59%，月度胜率 68.12%；多头对冲全市场行业等权组合的年化收益为 6.89%，年化波动 5.96%，信息比率 1.16，月度最大回撤 8.79%，月度胜率 60.87%

行业

半导体设备行业 6 月数据点评：长江存储开启新一轮招标，下半年设备国产化趋势加速

投资建议：重点推荐半导体设备龙头【中微公司】进入全球供应链的国产刻蚀设备龙头；【北方华创】多业务布局的晶圆设备龙头；重点推荐【至纯科技】，国内清洗设备龙头，二季度出货 10+台设备，处于产能扩张阶段；大硅片设备龙头【晶盛机电】；建议关注【长川科技】。

风险提示：设备及材料国产化进程不及预期；下游扩产进度不及预期。

食品饮料电商月报：直播带货助力 618，线上渗透趋势延续

请务必阅读正文之后的免责声明部分

酒水：1）白酒：酒企线上竞争加剧，线下线下融合趋势不改。膳食营养补充剂：消费者健康意识高涨，本土品牌加速成长。休闲食品：618 流量倾斜致增速回落，头部品牌高基数略下略有波动。

推荐个股及其他点评

双箭股份（002381）：业绩保持稳定增长，长距离输送带迎新机遇

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 3.03 亿元、3.66 亿元和 4.53 亿元，EPS 分别为 0.74 元、0.89 元和 1.10 元，当前股价对应 PE 分别为 13X、11X 和 9X。维持“买入”评级。

风险提示：新增产能进度低于预期，市场需求下降，原材料价格大幅波动

信维通信（300136）：无线充电和 5G 产品稳步拓展，Q2 业绩改善显著

公司发布 2020 年半年度业绩预告，上半年公司归母净利润为 3-3.4 亿元。

璞泰来（603659）：全球负极王者，研发+客户驱动锂电一体化

负极龙头走向全球，深化锂电一体化布局：公司 11 年成立，始于负极，核心团队手握锂电产业资源和核心技术，通过并购和增资完成延申布局。负极 19 年国内市占率 22%，20 年海外开始放量，有望成长为全球龙头；涂覆、设备依附国内龙头，规模稳定国内前三。同时公司不断深化各业务一体化布局，目标打造全球锂电综合解决方案供应商。连续五年业绩高增长，19 年收入 48 亿，同比增 45%，15-19 年复合增速 51%；19 年归母净利润 6.5 亿，15-19 年复合增速 60%。

京东集团-SW（09618）：流通损耗、渠道变迁与京东集团的竞争优势

我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 7097.23/8448.22/9905.56 亿元，分别同比增长 23.0%/19.0%/17.3%。预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 157.71/200.20/251.35 亿元，同比分别增长 29.4%/26.9%/25.5%，对应 PE 分别为 43.7/34.4/27.4 倍。我们运用 DCF 方法计算公司合理价值为 265 港币/股，公司当前经营效率持续提高，费用控制成效明显，新品类逐步开拓，低线城市下沉成效显现，首次覆盖给予公司“买入”评级。

天赐材料（002709）：大幅上调中报预告，卡波姆+电解液双轮驱动

卡波姆因疫情影响近期需求和价格同步上涨，Q2 贡献利润再超预期。17-19 年公司卡波姆产能利用率稳定 50%左右，2 月起因疫情影响订单需求大增，3 月产能利用率提升至 95%。20Q1 卡波姆销量 806 吨，我们预计收入贡献超过 5k 万，利润超过 2k 万。20Q2 卡波姆需求旺盛导致单价上涨，目前卡波姆市场价格在 15-20 万/吨，高端产品价格 30 万/吨以上，较 17-18 年提升 3-4 倍。我们预计二季度卡波姆为公司贡献 2 亿+利润，合计上半年有望为公司贡献接近 2.5 亿利润。Q3 订单饱满，全球范围产能紧缺，下半年卡波姆旺盛需求预计可持

续。

拓尔思（300229）：Q2 单季度扣非净利润实现翻倍增长，看好全年高增长

事件：

公司发布业绩预告，预计 2020 年 H1 实现归母净利润 3776.88 万元-4316.43 万元，同比增长 40%-60%。

至纯科技（603690）：参与中芯国际战略配售，深度绑定发展加速

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 1.5 亿、2.1 亿、2.8 亿，当前股价对应动态 PE 分别为 82 倍、59 倍、45 倍，在可比公司中处于最低位置，我们看好公司半导体清洗设备业务的发展，在估值上存在提升空间，维持“增持”评级。

风险提示：半导体业务进展不及预期；毛利率波动风险。

海底捞（06862）：如何解读海底捞这份中报盈警？

公司公告预期 1H20 收入约 7.28 亿，yoy-20%。经营基本面稳中小进，静待春天。

宏观策略

策略点评：美国二次疫情抬头，财政助推经济恢复

事件

最近两周美国西部及南部地区疫情反弹，全面复工复产进程放缓，投资者担忧市场短期压力

观点

美国二次疫情风险增加，全面重启面临阻力，但重回封锁可能性很低

全美新冠病毒日新增感染人数持续上升，但住院率与日新增死亡人数均平稳下降。同时，确诊病例呈现年轻化趋势

疫情的再爆发主要是由于：一、美国新增感染病例数增加可能与检测人数增加和检测强度增强有关，二、口罩的使用和“社交距离”没有被严格遵守，三、美国近期假日较多，社会聚集、出行增多

新冠疫情重灾区由东北部向西部与南部转移，主要是由于各州管理和防控水平存在差距，与各州开放时间和复产复工先后的关系不大。

一些疫情重灾州考虑暂停或推迟经济活动全面重新开放，例如关闭酒吧及健身场馆，但维持餐厅、理发店及零售店在保持社交距离的前提下开放

三万亿美元财政刺激最晚八月前投放完毕，新一轮财政刺激预计短期到位

迄今为止，美国先后已通过四项财政刺激法案，共向美国经济注资三万亿美元

截至六月底，已披露的 CARES 法案实际拨款金额达总额度 60%。若维持该拨款速率不变，七月份累计拨款总额预计达到总额度 80%，预计最晚八月前投放完毕

随着二次疫情风险抬头，美财长本周二表示政府将严肃考虑推出第二轮向民众直接支付的财政刺激

民主党提出的新一轮三万亿 HEROES 法案已交于参议院审议。HEROES 法案相较此前法案力度更大，不仅对申请人的限制放宽，而且每个合资格家庭可获得的最高补贴金额增大。法案预计有助于缓解州政府财政赤字，同时进一步拉动居民消费水平，降低企业经营与流动性风险

美国抗疫财政拨款主要投入医疗卫生、失业保险和小企业担保贷款领域，经济复苏速度超预期

已有财政计划中，最主要的 CARES 法案拨款规模为 2.3 万亿美元，其中投放力度最大的领域依次是：针对小企业的贷款补助、现金发放计划、向大中企业和州政府的紧急贷款、失业保险和拨向各州政府的抗疫救济基金

财政刺激下美国经济平稳恢复，人均可支配收入增加，连续两个月失业

请务必阅读正文之后的免责声明部分

率稳步下降，消费者信心和企业家信心明显增强

风险提示：疫情二次爆发难遏制，经济复苏节奏放缓，两党对新一轮财政刺激计划存在分歧

（证券分析师：陈李）

固收金工

固收季度报告：2020 年下半年固定收益策略-晨光熹微，烟花易冷

海外结论：短期二次探底风险抬升，长期弱复苏可期

消费：政策带动下内需逐步回升，消费回暖；消费升级类商品增长较快，线上直播赋能；汽车消费、城镇化、家电升级相关政策刺激消费。

外需：海外疫情逐渐得到控制，全球供应链逐步复苏；2020 年出口增速不及去年，全年增速预计处于负值变动区间。

物价：CPI 第三季度会有需求短期扰动，但是年底之前不会有趋势性的扭转，长期来看基本面稳定之后需关注货币滞后因素；随着国内经济企稳，国外疫情控制，国际原油价格恢复，PPI 预计在 5-6 月形成底部。

金融：金融机构持续助力实体经济，逐渐形成宽信用状态；货币政策仍有空间。

投资：随着后续全面复工，房企加大新开工力度；高技术制造业增长最快，但多数行业仍维持负增长；基建投资资金面进一步充裕，有利政策不断出台，基建投资环境持续迎来利好。

监管政策：金融供给侧改革

财政政策：赤字率提升；预计国债发行量 62619（含特别国债）亿元，2020 年 1-5 月已累计发行 18489.6 亿元。6 月国债发行 6848.50 亿元，其中特别国债发行 2900 亿元，7 月将发行特别国债 7100 亿元；财政部下达了 2020 年部分新增地方政府专项债券额度 22900 亿元，截至 6 月 15 日，全国各地发行新增专项债券 21936 亿元；发行规模同比增加 12313 亿元，增长 128%。经全国人民代表大会批准,2020 年地方政府专项债务新增规模 3.75 万亿元；除此之外，还可能在广义财政如 PSL、城投债、专项建设基金、非标资产等方面发力来对冲疫情风险。

信用债：（1）2020 年初至今，信用债收益率走势整体滞后于利率债走势。

（2）经济复苏预期强烈，经济基本面逐步转暖的形势下，利率快速下行失去基础，下半年大幅下行的可能性不大，后续利率会以震荡为主，面对利率多空拉锯的不确定性，高票息的中短久期的信用债投资价值凸现。

（3）从信用基本面的角度来看，宽信用叠加国内经济基本面的修复，信用基本面向好，可选择优质企业进行信用挖掘和资质下沉。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（4）从期限利差的角度来看，今年以来期限利差处于高位，正是配置时机。但需警惕估值风险。

城投债：（1）今年城投融资成本大幅下降，年初以来的宽松政策，基准利率大幅下行，使得各省今年新发行城投债票面利率均较存量债务利率有所下降。

（2）中低等级利差走阔明显。2020 年上半年信用利差呈现先升后降趋势较为明显。

（3）关注中短久期，弱财政地区核心城投。逆周期调节背景下，地方政府对城投的支持意愿增强，下半年城投债投资可适当资质下沉。同时，上半年城投债的等级利差一直在高位运行，可关注中短久期弱财政地区核心城投。

（4）园区城投迎来发展契机，主营业务综合性和信用利差带来配置价值。根据城投发展趋势，未来很多符合条件的城投会逐步从基础设施建设主体转型为城镇综合运营管理服务商，园区城投作为先行者具备天然优势，可关注优质园区的城投平台。

地产债：（1）从偿债压力来看，地产债未来三年内到期压力较大，偿付较为集中。

（2）从融资环境来看，上半年地产净融资额较为强劲，头部房企和中小型房企的融资成本差距逐步拉大。由于规模效应的存在，头部房企融资成本低，还款能力强，此外，头部房企的土储布局更加多元化，抗风险能力相对较强，因而更受银行和债市青睐，整体来看，地产行业分化明显。

（3）在当前宽信用政策支持的情形下，我们认为优质地产企业的融资渠道在未来仍将保持通畅，投资者可以适当通过拉长久期来获取更高收益。

（4）我们认为地产行业出现大规模超预期违约风险概率较低，但仍需警惕中小型地产企业流动性风险。

2020 年下半年债券观点：（1）2020 年疫情影响，1 季度经济压力较大，预计一季度 GDP 收于-6.8%，2、3、4 季度增速预计为 4%、5.5%以及 5%，全年增速为 2%，很难达到工作报告里面隐含 3%左右的 GDP。

（2）货币政策有继续宽松的空间：社融下半年疲软，8 月或者 9 月大概率调低公开市场利率，幅度 10BP，LPR 后期也有持续回落的空间。3 季度密切关注债券供给的变化。

（3）对债券市场的判断：从全年看，基本面压力大（全年 GDP 预计 2%），货币政策不改变，机会并不大，更多来自于调整后的机会。从下半年节奏来看，机会都不大，全年国债 2.5%的低点很难再现，我们更推荐票息策略，关注信用和可转债的机会。

（4）从点位来看，2020 年 3 季度 10 年期国债中枢为 3.0%，波动范围在 2.7%-3.3%之间。10 年期国开中枢为 3.3%。波动范围为 3.0%-3.6%之间。

风险提示：基本面：海外疫情超预期影响；地缘政治：中美关系和脱欧；资金面:货币政策超预期宽松；监管：2020 年《资管新规》过渡期

请务必阅读正文之后的免责声明部分

最后一年，监管超预期强化

（证券分析师：李勇）

金工定期报告：行业估值偏离度因子绩效月报

报告要点

因子多空对冲绩效：2009 年 1 月至今，行业估值偏离度因子在 28 个申万一级行业中，5 分组多头对冲空头的年化超额收益为 13.13%，年化波动 10.02%，信息比率 1.31，月度最大回撤 11.59%，月度胜率 68.12%；多头对冲全市场行业等权组合的年化收益为 6.89%，年化波动 5.96%，信息比率 1.16，月度最大回撤 8.79%，月度胜率 60.87%

6 月因子组合收益统计：在申万一级 28 个行业中，选取偏离度因子最小的 6 个行业，等权重构建行业估值因子多头组合，选取偏离度因子最大的一组，等权构建行业估值因子空头组合。2020 年 6 月份多头组合收益率为 9.10%，空头组合收益率为 8.25%，全行业等权组合收益率为 7.56%，多头超额收益为 1.54%，多空对冲收益为 0.85%。

7 月行业组合最新持仓：休闲服务、通信、非银金融、农林牧渔、化工、建筑装饰。

行业估值偏离度因子简介：企业生命周期理论解释同行业内不同公司之间的估值差异。由于壳溢价与龙头溢价存在，上市公司的市值与公司净利润并非简单的线性关系，通过二次线性拟合能够更加全面地反映行业内的估值结构。通过剔除龙头公司与壳公司，间接计算行业估值偏离度 SVD 指标，该指标越低说明行业中龙头公司与壳公司的相对估值溢价越高，则行业更被看好走出强势行情。在回测期 2009/01/01-2019/05/31 内，申万一级行业中，偏离度因子 5 分组多空对冲的年化收益为 16.02%，信息比率为 1.65，月度胜率 68.80%，最大回撤为 10.70%。

风险提示：模型所有统计结果均基于历史数据，未来市场可能发生重大变化；单因子的收益可能存在较大波动，实际应用需结合资金管理、风险控制等方法。子的收益可能存在较大波动，实际应用需结合资金管理、风险控制等方法。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（证券分析师：高子剑）

行业

半导体设备行业 6 月数据点评：长江存储开启新一轮招标，下半年设备国产化趋势加速

长江存储开启新一轮招标，下半年设备国产化趋势加速

1、晶圆代工厂资本开支大幅增长，支撑行业景气延续

全球半导体销量维持稳定增长，5 月份全球半导体的销售额为 349.7 亿美元，同比+5.78%（2/3/4 月同比分别为+4.99%/+7.96%/+7.16%），其中中国地区销售额+4.88%。集成电路进出口方面：5 月集成电路进口额为 266 亿美元，同比+11.07%；出口额为 90.14 美元，同比+18.67%。

晶圆代工厂收入维持高速增长，资本开支大幅增加。台积电 5 月实现营收 938.2 亿新台币，同比+16.64%。中芯国际一季度实现营收 9.05 亿美元，同比+35.3%；一季度资本开支 7.77 亿美元，同比大幅增长 76.59%。中芯国际全年资本开支计划由 32 亿美元提高至约 43 亿美元，相当于 2019 年资本开支的 2 倍，主要用于旗下的上海 300mm 晶圆厂的机器及设备以及用于 FinFET 研发线，相应设备商有望加速获得订单。

半导体设备供应链营运表现维持稳定，5 月北美半导体设备制造商出货额为 23.5 亿美元，已连续 8 个月超 20 亿美元，较去年同期的 20.7 亿美元同比增长 13.1%。

2、晶圆厂招标全面重启，预计下半年招标加速

受疫情影响，上半年本土晶圆厂招标进展缓慢，下半年有望加速。根据中国国际招标网，本土晶圆厂的设备招投标随着新冠疫情全面好转而重启，华力集成、华虹（无锡）、合肥晶合自 3 月份以来开启招投标，中微公司、北方华创、华海清科等中标多个设备订单，把握国产化机遇。

以近期招标密集的华虹无锡为例，年初以来，华虹无锡累计释放 283 台工艺设备，其中国产设备 18 台，国产化率 6%。国产设备商中，北方华创中标 2 台刻蚀设备、1 台 PVD 设备及 2 台退火设备，相应领域占比分别为 9%、9%、12%；中微半导体中标 3 台刻蚀设备，所在领域占比为 15%；此外吉姆西半导体中标 2 台抛光设备及 2 台检测设备，相应领域占比分别为 40%、3%；华海清科中标 3 台抛光设备，占比 60%。

3、长江存储开启新一轮招标，设备国产化有望加速

据中国国际招标网日前披露，长江存储发布新一轮（第 41 批）国际招标公告，包括封装级高并行度芯片分选机、高速芯片测试机等产品。另外，由长江存储实施的国家存储器基地项目二期项目近日在武汉东湖高

请务必阅读正文之后的免责声明部分

新区开工，规划产能 20 万片/月，达产后与一期项目合计月产能将达 30 万片。

截至 7 月初，长江存储已累计释放 2048 台工艺设备，其中国产设备 290 台，国产化率 14%。年初以来，国产设备商中，北方华创中标 3 台刻蚀设备，3 台薄膜沉积设备及 4 台退火设备，对应领域占比分别为 6%、5%和 18%；中微半导体中标 9 台刻蚀设备，占比 19%；华海清科中标 6 台 CMP 设备，占比 18%；精测电子中标 3 台检测设备，占比 13%。相较其他产线，长江存储产线国内厂商中标率更高，长江存储密集招标有望推动国产化率加速提升。

4、投资建议：重点推荐半导体设备龙头【中微公司】进入全球供应链的国产刻蚀设备龙头；【北方华创】多业务布局的晶圆设备龙头；重点推荐【至纯科技】，国内清洗设备龙头，二季度出货 10+台设备，处于产能扩张阶段；大硅片设备龙头【晶盛机电】；建议关注【长川科技】。

风险提示：设备及材料国产化进程不及预期；下游扩产进度不及预期。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　研究助理：朱贝贝）

食品饮料电商月报：直播带货助力 618，线上渗透趋势延续

投资要点

酒水：1）白酒：龙头对线上渠道的重视程度增强。2020 年 6 月，阿里线上渠道白酒销售额 10.11 亿元，同比+130.52%。分品牌看，茅台、五粮液、泸州老窖市占率分别为 35.6/9.9/6.2%。2）啤酒：青啤+百威系线上市场优势明显。阿里线上渠道啤酒销售额 3.68 亿元，同比+65%。分品牌看，青岛、百威、哈尔滨销售额排名前三，市占率分别为 17/14.1/9.7%。

乳制品：1）液态奶：低温奶消费加速，伊利保持强势增长。2020 年 6 月，阿里线上渠道液态奶销售额 18.01 亿元，同比+93%，伊利、蒙牛、光明销售额分别为 4.20/2.07/0.97 亿元，同比+139/-5/+84%，市占率分别为 23.3/11.5/55.4%，对应 5 月市占率环比+1.5/-1.5/+0.1pct。2）芝士、黄油：疫情催化喝奶向吃奶跨越，龙头布局成人奶酪市场。阿里线上渠道芝士奶酪、黄油销售额分别为 1.47/0.42 亿元，同比+78/65%。3）奶粉（婴幼儿）：国产品牌崛起，飞鹤维持高增长。婴幼儿奶粉销售额 15.89 亿元，同比+51%；分品牌看，爱他美、飞鹤、美素佳儿销售额分别为 2.84/1.53/1.28 亿元，同比+59/120//71%。

膳食营养补充剂：消费者健康意识高涨，本土品牌加速成长。6 月，阿里线上渠道膳食营养补充剂销售额 32.97 亿元，同比+61%。其中本土品牌实现收入 17.82 亿元，同比+78%。分品牌看，汤臣倍健、Swisse、姿美堂 6 月销售额分别为 2.34/1.90/0.77 亿元，同比+63/52.4/60%，市占率分别为 7.1/5.8/2.3%，对应 5 月市占率环比-0.6/+0.8/0.3pct。

休闲食品：618 流量倾斜致增速回落，头部品牌高基数略下略有波动。6

请务必阅读正文之后的免责声明部分

月，阿里线上渠道休闲食品销售额 58.78 亿元，同比+25%，行业保持增长。分品牌看，行业龙头三只松鼠、百草味、良品铺子销售额分别为 5.84/3.31/2.74 亿元，同比-18/-6/-18%，市占率分别为 10.1/5.7/4.7%。龙头增速波动预计主要是 1）中小产能恢复，直播带货有一定的分流；2）618 期间平台流量向高客单价品类倾斜；3）非阿里渠道有一定分流；4）去年同期高基数，19Q1-4 三只松鼠收入分别同增 27/68/53/49%，其中 Q2 行业价格战较为激烈，当季松鼠增速较高。

调味品：复合调味料延续高增，日常调味料加速。6 月，阿里线上渠道调味品销售额 6.31 亿元，同比+55%。其中日常调味品销售额 2.08 亿元，同比+31%；复合调味料销售额 4.22 亿元，同比+70%。分品牌看，海天、千禾、海底捞、好人家（天味）销售额分别为 0.48/0.23/0.18/0.10 亿元，同比+161/69/44/52%；市占率分别为 7.6/3.6/2.9/1.5%。酵母粉销售额仍高涨，居家烘培热情具备延续性。

风险提示：阿里系线上数据代表性不完整，食品安全风险，宏观经济波动，消费需求减弱。

（证券分析师：杨默曦　研究助理：宗旭豪）

推荐个股及其他点评

双箭股份（002381）：业绩保持稳定增长，长距离输送带迎新机遇

事件：公司发布 2020 年半年度业绩预告，报告期内实现归属于上市公司股东的净利润 13,477.97 万元-15,928.51 万元，较上年同期增长 10%-30%，相应的基本每股收益为 0.33 元/股-0.39 元/股。

投资要点

工业输送带领军企业，产销量持续增长：公司专业从事橡胶输送带系列产品的研发、生产和销售三十余年，在橡胶工业协会下属行业中连续九年位列“中国输送带十强企业”之首，产品被广泛应用于电力、港口、冶金、矿产、建材等多个行业。报告期内，受到疫情的影响，公司 2020 年 Q1 销售有所下降。Q2 随着国内疫情得到有效控制，物流运输恢复正常及公司下游行业逐步实现复工复产，需求稳定增长。公司主营业务橡胶输送带销售保持平稳，毛利率稳步提升，使得 2020 年上半年度业绩保持增长。

高端产品占比提升，长距离输送带迎发展新机遇：公司于 2019 年推出了陶瓷输送带、RopeCon？索道输送带、芳纶管状输送带、整体钢网防撕裂输送带、整体织物抗冲击输送带、抗冲击输送带以及超耐磨输送带 7 款新型输送带产品，高端产品占比达到 15.61%，产品多元化发展的新局面已初步形成。另外，随着我国机动车排放监管力度的提高，重污染柴油货车的监管日益严格，以长距离输送带为代表经济环保的运输方式有望迎来新的发展机遇。

轻资产布局养老产业，积极树立产业标杆：公司积极按照“坚持轻资

请务必阅读正文之后的免责声明部分

产，做大养老产业，打造医养结合知名品牌”的战略构想，推动公司以轻资产养老模式进行对外扩张，在保证服务质量优质稳定的基础上继续加大市场开拓力度。目前，子公司桐乡和济颐养院有限公司已取得了可喜的成绩；桐乡和济颐养院（福利中心总部）、桐乡和济颐养院（凤鸣分院）、苏州红日、和济盛源门诊部则实现了营业收入的稳步增长；凤鸣护理院于 2019 年 9 月取得“医疗机构经营许可证”，洲泉护理院于 2019 年 12 月完成建设。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 3.03 亿元、3.66 亿元和 4.53 亿元，EPS 分别为 0.74 元、0.89 元和 1.10 元，当前股价对应 PE 分别为 13X、11X 和 9X。维持“买入”评级。

风险提示：新增产能进度低于预期，市场需求下降，原材料价格大幅波动

（证券分析师：陈元君　证券分析师：柴沁虎）

信维通信（300136）：无线充电和 5G 产品稳步拓展，Q2 业绩改善显著

公告：公司发布 2020 年半年度业绩预告，上半年公司归母净利润为 3-3.4 亿元，同比下降 7.77%-18.62%。其中第二季度公司归母净利润为 2.37-2.77 亿元，同比增长 86.17%-117.56%。

投资要点

主要产品线研发和市场拓展顺利，Q2 业绩大幅改善：公司上半年归母净利润同比下降 7.77%-18.62%，主要原因是公司第一季度经营情况因新冠疫情受到阶段性影响，第二季度的生产经营恢复正常，但部分客户订单需求仍有所调整。公司第二季度归母净利润同比增长 86.17%-117.56%，扣非后归母净利润为 2.02 亿元-2.42 亿元，同比增长 233.18%-299.12%，主要得益于公司天线、无线充电、LCP 模组和 BTB 连接器等主要产品线进展顺利，降本增效持续推进，带动公司业绩大幅改善。

无线充电先发优势明显，市场拓展稳步推进：公司在无线充电领域先发优势明显，可提供从磁性材料、线圈到模组的一站式无线充电解决方案，特别是在材料领域，公司先发布局纳米晶材料并在无线充电接收端产品上实现了广泛应用，产品竞争力突出。目前，公司无线充电产品已进入北美大客户、三星、华为等知名手机厂商和全球知名汽车厂商的无线充电供应链，是业内唯一一家同时覆盖全球前几大手机厂商的无线充电核心供应商，优势地位显著。同时，公司积极推进无线充电产品的市场拓展，公司产品已从手机接收端拓展到手机发射端和无线耳机等应用并实现批量出货，未来有望持续增厚公司业绩。

泛射频产品线不断丰富，布局 5G 打造长期成长动能：公司逐步完善泛射频主业产品布局，基于对基础材料和技术的研发，公司在 5G 天线、射频前端器件、LCP 器件、高性能 BTB 连接器、EMI/EMC 器件等产品领域不断突破。目前，公司已为客户提供 LDS 工艺和以 LCP、MPI 为基材等各类天线，其中安卓系手机的 5G 天线正在快速放量；公司积极

请务必阅读正文之后的免责声明部分

推进 LCP 产线建设，未来 LCP 业务规模有望进一步扩大；此外，公司大力投入射频前端器件研发，积极储备滤波器、射频开关、功放、射频前端模组等先进技术，卡位 5G 核心射频元件市场，长期成长动能充足。

盈利预测与投资评级：预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 71.57、93.99、115.71 亿元，增长 39.4%、31.3%、23.1%；2020-2022 年归母净利润分别为 12.52、17.08、22.79 亿元，增长 22.8%、36.4%、33.5%，实现 EPS 为 1.29、1.76、2.35 元，对应 PE 为 43、32、24 倍。公司未来业绩的增长动能充足，维持“买入”评级。

风险提示：行业波动风险；新品推出不及预期；客户开拓不及预期。

（证券分析师：王平阳）

璞泰来（603659）：全球负极王者，研发+客户驱动锂电一体化

投资要点

负极龙头走向全球，深化锂电一体化布局：公司 11 年成立，始于负极，核心团队手握锂电产业资源和核心技术，通过并购和增资完成延申布局。负极 19 年国内市占率 22%，20 年海外开始放量，有望成长为全球龙头；涂覆、设备依附国内龙头，规模稳定国内前三。同时公司不断深化各业务一体化布局，目标打造全球锂电综合解决方案供应商。连续五年业绩高增长，19 年收入 48 亿，同比增 45%，15-19 年复合增速 51%；19 年归母净利润 6.5 亿，15-19 年复合增速 60%。

负极受益海外放量，延申布局改善盈利。核心团队由 ATL 元老和负极技术领军者组建，产品获 ATL、三星、LG 等国内外龙头高度认可。19 年负极出货 4.6 万吨，同比增 54%，在国内人造石墨市场的份额达 22%。20-21 年受益 LG 放量和下沉国内动力市场，预期出货 6.1/9.5 万吨，同比增 33%/56%。成本端石墨化及原材料合计占 80%以上，公司自产石墨化 19Q2 开始投产，预计 20 年自供 80%，同时 20 年国内外针状焦大幅下跌，较 19 年下降 50%以上。20 年公司单吨利润有望回升，预计负极整体贡献净利润 6-6.5 亿，同比增长 40%左右。

涂覆绑定龙头持续高增长，基、涂一体化产线有望突围。公司凭借客户、专利、自产设备三大优势，19 年中开始独供宁德时代涂覆环节，19 年出货 5.36 亿平，国内湿法市占率近 30%。19 年涂覆产能投放，预计 20 年出货 7.51 亿平，同比增 39%，计划新建 5 亿平涂覆产能，有望进一步降低成本。基膜目前投产 2 条产线，19 年实现盈利。公司计划新建 2.49 亿平产能，且基膜+涂覆一体化高速线项目研发顺利，将有效降低成本，基膜产品有望实现突围。

锂电设备延申布局，背靠龙头，订单有望加速落地。涂布机市场 19 年价格竞争激烈，设备业务收入 6.9 亿，同比增 25%，贡献净利润 0.57 亿，同比降 18%。20 年公司宁德订单恢复，并新增 LG 南京项目，预计贡献利润 0.8 亿，同比增 40%。另公司中后道核心技术已攻克，公司设备业务投入决心大，背靠大客户有望年内获招标订单，将打开设备业务空间。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

盈利预测与投资评级：我们预计公司 20-22 年归母净利润 8.29/11.83/15.89 亿元，同比增 27%/43%/34%,对应 EPS 分别为 1.90/2.72/3.65 元，对应 PE 分别为 63/44/33。考虑到公司是人造石墨负极龙头，具有全球竞争力。我们给予公司 2021 年 55 倍 PE，对应目标价为 150 元，维持“买入”评级。

风险提示：原材料成本大幅提升，下游需求不及预期，行业竞争加剧

（证券分析师：曾朵红）

京东集团-SW（09618）：流通损耗、渠道变迁与京东集团的竞争优势

投资要点

商品供应链本质上是流通的生意，所起到的作用就是实现商品从生产商到消费者的转移，我们平时接触最多的零售（包括 2C 电商）其实是商品供应链的最后一环。供应链上各环节参与者的目的，就是以最低的成本实现商品的上述转移，从而最大化的获得商品进销价差扣除流通所需成本费用之后的剩余利益，因此，流通环节越高效，商品完成流通所耗费的成本费用（流通损耗）越少，整个环节所能获取的利润越大。

流通损耗是把握商品流通企业竞争优势变化的核心焦点。沃尔玛毛利率曾在 1980 年代逐步下行，这是平效快速增长后流通损耗逐步降低的结果，商品售价的下降使沃尔玛获得了更强的竞争力，净利率 ROE 均维持在高位。由于电商不需要租用门店，也减少很多销售人员，从而可以把经营费用缩减的更少，于是就能以更低的价格销售商品，所以京东只需要 15%的毛利率就能实现盈利，而传统零售却需要 20%以上才可以。线下零售企业相对而言就丧失了比价优势，在竞争中逐渐处于弱势。消费者也逐步将消费支出转移到线上，从而看到线上对线下零售的替代。

流通损耗也是电商企业双边网络效应的量化体现，决定了京东、天猫平台竞争优势的相对变化。京东自营赚取的进销价差和商户在天猫、京东 POP 经营所需支付的流量费、快递费，本质上都是商户将商品出售给消费者在同一环节的流通损耗，这部分损耗越少，商户获利就会越多，而超额收益又可以转换成价格优惠，最终惠及消费者，从而影响消费者的购买行为，也吸引更多的商家进入平台，在商户和消费者之间形成正向双边网络效应。因此天猫货币化率天花板的高低受制于京东或其他竞争对手的经营效率变化。

京东近年效率持续改善，其中流通损耗（经营费用）的控制起到关键的作用。京东自 2016 年以来经营费用率便处于下行通道，这与公司 GMV 不断提高带来的物流利用率提升，销售、管理费用摊薄有直接关系。尤其自新管理层上任后，对费用的控制更加严格，此前公司在低线城市投入的物流基础设施也逐渐实现了利用率的填充，低线城市的获客也采用“京喜”等以往不同的思路，成效显著，使得京东在不增加商户经营成本的情况下，就能实现更高的利润率水平。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 7097.23/8448.22/9905.56 亿元，分别同比增长 23.0%/19.0%/17.3%。预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 157.71/200.20/251.35 亿元，同比分别增长 29.4%/26.9%/25.5%，对应 PE 分别为 43.7/34.4/27.4 倍。我们运

请务必阅读正文之后的免责声明部分

用 DCF 方法计算公司合理价值为 265 港币/股，公司当前经营效率持续提高，费用控制成效明显，新品类逐步开拓，低线城市下沉成效显现，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示：商品品质风险，供应链拓展风险，宏观经济波动

（证券分析师：张良卫　研究助理：张飞鹏）

天赐材料（002709）：大幅上调中报预告，卡波姆+电解液双轮驱动

投资要点

大幅计提减值，仍上调 20H1 业绩，超预期：公司预计 20 年上半年实现归母净利润 3.05-3.25 亿，同比增长 503.7%-543.3%，较此前预告大幅提升（此前预告 1.95-2.54 亿，同比+286%-402%）。其中 20Q2 归母净利润 2.63-2.83 亿元，同比增长 11.0-11.9 倍，环比增长 5.3-5.7 倍。另公司公告将计提 6,825 万元减值，其中存货跌价计提 6,531 万，应收账款计提 294 万。

卡波姆产品量价齐升，业绩爆发再超预期：卡波姆因疫情影响近期需求和价格同步上涨，Q2 贡献利润再超预期。17-19 年公司卡波姆产能利用率稳定 50%左右，2 月起因疫情影响订单需求大增，3 月产能利用率提升至 95%。20Q1 卡波姆销量 806 吨，我们预计收入贡献超过 5k 万，利润超过 2k 万。20Q2 卡波姆需求旺盛导致单价上涨，目前卡波姆市场价格在 15-20 万/吨，高端产品价格 30 万/吨以上，较 17-18 年提升 3-4 倍。我们预计二季度卡波姆为公司贡献 2 亿+利润，合计上半年有望为公司贡献接近 2.5 亿利润。Q3 订单饱满，全球范围产能紧缺，下半年卡波姆旺盛需求预计可持续。

电解液 Q2 出货大幅增长，盈利预计进一步提升。20Q2 公司电解液出货预计近 1.5 万吨，环比增长 70%，同比增长 20-30%。其中宁德二季度预计生产电池 9gwh，对公司电解液需求预计 55000 吨以上；另 LG 特斯拉项目预计公司二季度订单超过 1500 吨。对应 20H1 公司电解液出货预计 2.3-2.5 万吨，同比增长 10-20%。另 Q2 公司液体六氟磷酸铁及添加剂自供比例提升，成本优势愈发明显，叠加产能利用率提升，Q2 毛利率预计提升至 30%以上。预计二季度电解液贡献净利润超过 0.7 亿，合计上半年贡献近 1 亿利润。

7 月电解液排产大幅回升，叠加海外客户放量，全年预期高增长。7 月公司排产环比回升 20-30%，国内需求拐点已现，Q3 预计需求逐月提升；且公司以高份额进入 LG 特斯拉项目，预计全年贡献 5000 吨以上。公司电解液全年预期出货近 7 万吨，同比增长 50%；且我们预计单吨利润回升至 4000 元以上，全年电解液有望贡献 2.5-3 亿利润。

盈利预测与投资评级：公司卡波姆产品量价情况均好于预期，且下半年预计仍可持续，另电解液订单和盈利能力好于此前预期，因此我们上调全年业绩，预计公司 20-22 年归母净利润 6.1/7.2/9.2 亿，同比增长 3608%/19%/27%，EPS 为 1.10/1.31/1.67 元/股，对应 PE 为 34x/29x/23x。考虑到公司是电解液龙头，主要客户需求恢复，给予 21 年 40 倍 PE，对应目标价 52 元，维持“买入”评级。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示：降价幅度超预期、销量低于预期

（证券分析师：曾朵红）

拓尔思（300229）：Q2 单季度扣非净利润实现翻倍增长，看好全年高增长

事件：

公司发布业绩预告，预计 2020 年 H1 实现归母净利润 3776.88 万元-4316.43 万元，同比增长 40%-60%。

投资要点

Q2 单季度扣非净利润实现翻倍增长：2020 年 Q2 单季度来看，预计实现归母净利润 2921.98 万元-3461.53 万元，同比增长 47.80%-75.09%，预计实现扣非净利润 2321.98 万元-3461.53 万元，同比增长 121.69%-173.20%。报告期内，受新冠疫情影响，公司目标客户的招标、商务、采购和验收活动出现了一些延迟，对公司新客户的开拓产生了一定的负面影响，但是公司的主要业务属于客户刚需，受到的影响在可控范围之内，二季度出现了明显的复苏。此外，公司核心业务收入实现增长，并加强了对在手订单的交付和验收工作，同时在线办公和 SaaS 服务等新模式降低了期间费用，提高了效益，期间净利润显著上升。

二季度中标多个大订单：根据公司微信公众号显示，Q2 陆续中标了中电传媒集团媒体融合项目（中标金额为 977.4 万元），重庆市和福深圳田区网站集约化项目（中标金额合计约 1559 万元），今年融媒体和政府网站集约化建设均进入大规模建设期，景气度继续上行。

政策推动下融媒体中心建设仍将保持高增速：6 月 30 日中央全面深化改革委员会第十四次会议审议通过了《关于加快推进媒体深度融合发展的指导意见》，会议强调，推动媒体融合向纵深发展，要深化体制机制改革，加大全媒体人才培养力度，打造一批具有强大影响力和竞争力的新型主流媒体，加快构建网上网下一体、内宣外宣联动的主流舆论格局，建立以内容建设为根本、先进技术为支撑、创新管理为保障的全媒体传播体系，牢牢占据舆论引导、思想引领、文化传承、服务人民的传播制高点。我们预计今年融媒体平台建设的速度有望进一步加快，行业高景气度将持续，公司作为国内融媒体行业的领军企业，持续受益。

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年营收分别为 12.02 亿元、14.62 亿元、17.63 亿元，EPS 分别为 0.31/0.41/0.51 元。作为国内语义智能行业的领军企业，预计政府网站集约化、融媒体、网络舆情等各细分领域需求高景气仍将维持，我们给予公司 2020 年 55 倍 PE，对应市值为 123.20 亿元，维持目标价为 17.05 元，维持“买入”评级。

风险提示：融媒体、网站集约化、舆情监管政策推进不及预期；云和数据服务业务转型不及预期。

（证券分析师：郝彪）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

至纯科技（603690）：参与中芯国际战略配售，深度绑定发展加速

事事件：公司于 7 月 6 日发布公告，投资 1 亿元作为有限合伙人认购聚源芯星的基金份额，间接认购中芯国际科创版首发股票。

投资要点

中芯国际预计 7 月科创板上市，多家材料硅片及核心设备供应商参与战略配售。本次发行初始战略配售的股票数量为 84281 万股，占初始发行数量的 50%。战略投资者包括半导体材料——上海新阳；大硅片——中环股份、上海新昇，目前国内仅此两家具备少量 12 英寸硅片供应能力；刻蚀设备——中微公司；及清洗设备——盛美半导体和至纯科技。

我们认为，此次战略配售将至纯科技与中芯国际深入绑定，有利于建立稳定合作关系，未来公司在共同研发、投标上具备明显优势；同时中芯国际上市后将募资扩产，至纯科技也有望加速获得订单。

国内高纯工艺系统龙头，后发进军半导体清洗设备业务。至纯科技主要从事高纯工艺系统和半导体湿法清洗设备业务，2019 年收入分别为 6.37 亿元和 0.82 亿元，占比总收入的 65%和 8%。其中，半导体清洗设备业务，虽然起步稍晚，但市场空间大、增速快，是公司的最大业务亮点。2015-2019 年公司收入由 2.08 亿元增长至 9.86 亿元，CAGR 达 48%，归母净利润从 1770 万增长至 1.1 亿，CAGR 达 57%。

看好清洗设备：赛道好空间大，容易率先实现大部分国产化。目前清洗设备在半导体设备市场中价值量占比约 5%-6%，较光刻、刻蚀等核心设备价值量较低。但随着晶圆制程工艺的复杂化，清洗机的占比整线的比例未来有望提高至 10%。

同时由于清洗机的技术门槛相对较低，我们认为比较容易率先实现全面国产化。我们预计中国大陆地区每年的湿法清洗设备的空间在 15-20 亿美元，目前除长江存储之外的各家晶圆厂，清洗机的国产化率均在 10%以内，假设到 2023 年清洗机的国产化率可达 40%-50%，预计国产设备的每年的市场空间在 40-70 亿元。

清洗设备业务后发先至，国内龙头地位稳固。公司通过买断日本、韩国技术，引入台湾资深管理团队，迅速实现了技术积累与业务扩张。目前公司已与中芯国际、北京燕东、TI、华润等高端客户达成稳定合作，2019 年湿法工艺装备新增订单总额达 1.7 亿元。目前公司启东一期生产基地全面建成，已达到 48 套/年的产能，一二期共规划 96 套/年，公司于 2019 年 12 月发行可转债，募资 3.56 亿元投入槽式和单片式清洗设备的生产制造。项目预计在 2022 年达产，预计初步可贡献最高达 9 亿元的清洗机业务的收入规模。我们预计 2020 到 2022 年半导体设备收入分别为 1.6、2.9、5.0 亿元。

二季度公司单片清洗和槽式清洗设备出货超 10 台，上半年总出货量预计 10-15 台，全年高增长确定。公司交付 ICRD 的 12 寸单片清洗设备已获客户认可，其晶圆表面颗粒清洗能力及每小时产出量可以支持到 14nm 以下的工艺技术节点，达业界一流水平。公司产品线较为完善，产品覆盖面与技术水平均已具备国际竞争实力。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 1.5 亿、2.1 亿、2.8 亿，当前股价对应动态 PE 分别为 82 倍、59 倍、45

请务必阅读正文之后的免责声明部分

倍，在可比公司中处于最低位置，我们看好公司半导体清洗设备业务的发展，在估值上存在提升空间，维持“增持”评级。

风险提示：半导体业务进展不及预期；毛利率波动风险。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　研究助理：朱贝贝）

海底捞（06862）：如何解读海底捞这份中报盈警？

事件：公司发布盈利预警公告，预期 1H20 收入较 19 年同期下滑 20%，上半年将录得净亏损。

投资要点：

疫情下 1H20 大致拆分：

公司公告预期 1H20 收入约 7.28 亿，yoy-20%。其中，我们预计 1H20 新开店约 150 至 200 家，开店速度约为 30%+左右（1H19 门店 593 家）；

据此测算，我们预计海底捞 2020 年上半年可比同店增速约为-30%至-40%。疫情对经营基本面的冲击比表观数据所见影响更大；

考虑到 1H20 疫情的巨大冲击、人力/租金刚性成本支出、新开门店开办费用等因素，我们测算并预计，2020 年上半年公司归母利润同比下滑 180%~200%，约合亏损不超过 10 亿元左右；

经营基本面稳中小进，静待春天。

客流稳中有升，期待下半年稳步复苏。海底捞大陆门店于 1 月 26 日全面暂停；3 月 12 日首度逐步恢复营业（85 家二三线门店），3 月底约 600+门店恢复营业；4 月中旬大陆所有门店恢复营业（翻台率约 3 次/天）；预计 5-6 月整体翻台率恢复至 3-3.5 次/天左右，稳中小升，碎步前行。

持续拓店，新店租约有望受益。本轮疫情冲击下，龙头餐饮企业拓店有望在店址选址、免租期、租金等方面持续受益，预计上半年新开店约 150-200 家，全年新开店数维持 300+家预期；同时签约数保持较好态势。

盈利预测与投资评级：基于疫情不确定性与谨慎性原则，预计 20-22 年收入分别为 261.4/505.1/656.5 亿元，同比增长-1.58%/93.2%/30.0%；预计 20-22 年归母净利分别 13.6/43.1/57.4 亿元，同比增长-41.9%/216.2%/33.3%；EPS 为 0.26/0.81/1.08 元，当前股价对应动态 PE 为 127/40/30 倍，维持“增持”评级。

风险提示：疫情反复带来宏观经济波动；公司业务复苏、扩张不及预期风险。

（证券分析师：汤军）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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