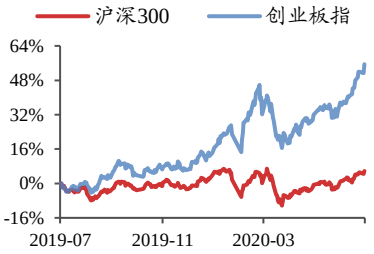
2020 年 07 月 01 日

开源晨会 0701

——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(%)
休闲服务	6.31
电子	3.0
传媒	2.93
计算机	2.92
综合	2.72

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
银行	-0.15
钢铁	0.01
家用电器	0.23
公用事业	0.45
建筑装饰	0.53

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】“熊平”的倒影——投资策略专题-20200630

对比历史上走出“熊平”之后经济增长和利率的组合，价值风格占优的概率在提升。布局顺周期价值股的的成功率并不低，建议左侧提前布局。

【策略】开源金股，7 月推荐——投资策略专题-20200630

【金融工程】全球市场整体上涨，北向资金净流入——金融工程定期-20200630

全球市场整体上涨，北向资金净流入。各类 ETF 成交额涨跌互现。创新产品整体上涨，长期限养老 FOF 涨幅高于短期限。

行业公司

【纺织服装】坚守电商标的，布局线下龙头——纺织服装行业 2020 年中期投资策略-20200630

1、线下消费复苏，布局细分行业龙头。2、坚守电商标的。3、关注疫情相关标的。

【轻工制造】家居板块行至中场，造纸包装风正起时——轻工制造行业 2020 年中期投资策略-20200630

1、家居板块从精装至零售复苏。2、造纸包装风正起时。3、持续关注生活用纸。

【电气设备】下半年需求向上，创新重塑产业链——新能源（光伏）行业 2020 年中期投资策略-20200630

龙头受益产业大趋势；长期看好技术创新、应用创新；看好硅料、电池片、玻璃。

【传媒】世界在变，游戏看入局、视频看变革、电影看恢复——传媒互联网行业 2020 年中期投资策略-20200630

字节跳动入局或改变流量格局，品类创新、技术突破带来增量；芒果、B 站加快向一线进军；快手、抖音持续加码直播电商，或成第三极；院线终会复业。

【通信】国产光刻机双工件台补齐通信芯片自制短板，5G 产业链自主可控再进一步——行业点评报告-20200629

5G 核心资产是 5G 取胜的关键，也是未来国家支持的重点方向。

【纺织服装：波司登(03998.HK)】2020 财年业绩符合预期，品牌升级战略不变——港股公司信息更新报告-20200630

暖冬及疫情影响之下，业绩仍符合市场预期，品牌升级仍取得了显著的效果。

【非银：国金证券(600109.SH)】投行及经纪业务优势明显，充分受益注册制红利——公司首次覆盖报告-20200630

公司投行和经纪业务相对优势明显，充分受益于资本市场改革红利。

【煤炭石化：中海油服(601808.SH)】能源安保政策再强化，工作量稳定具有强支撑——公司信息更新报告-20200630

【轻工制造：索菲亚(002572.SZ)】终端服务能力再升级，零售复苏拐点预期将至——公司信息更新报告-20200630

研报摘要

总量研究

【策略】“熊平”的倒影——投资策略专题-20200630

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

历次债市“熊平”，股市大多下跌，价值风格多次占优

历次债市出现“熊平”大多因为货币政策边际变化，其背后反映的其实是经济过热下的通胀问题或经济复苏下的通胀预期。5 月下旬，债市逐步形成“熊平”的特征十分明显，我们认为这是资金脱虚入实的核心逻辑下，经济复苏预期下利率向常态的回归。历次债市处于“熊平”时，股市表现大多不佳，背后的逻辑是流动性收紧比经济复苏预期“跑得快”，对于 A 股市场而言估值压力要大于盈利复苏预期。从风格上看，历史上“熊平”时发生风格切换的情形占绝大多数，同时我们可以明显地看到同时期的 PPI 均处于触底回升或者历史相对高位，说明价值在大多数“熊平”时的盈利相对优势明显。

A 股遇“熊平”不跌只在 2014 年出现，但基本面今非昔比

就目前来看这一次“熊平”A 股市场并未出现明显下挫，似乎与 2014 年相似，这正是由于以 M2-名义 GDP 为代表的大量剩余流动性所致。但我们认为这一次与 2014 年最大的不同在于：从利率、信贷扩张的角度上看，资金已经开始明显地脱虚入实，而 2014 年则完全相反；从经济的内生动能上看，2019 年下半年其实经济已经有了复苏的迹象，只是由于疫情中断了这种修复，经济复苏的动能其实在经历了一轮供给侧改革和去杠杆之后比起 2014 年而言更强。同时，由于 2015 年的教训过于深入人心，特别是监管很难放松，复刻类似行情的概率在降低。

“熊平”后的情景：价值大概率占优

后续经济复苏的节奏，以及利率曲线将以什么样的组合走出“熊平”，这不仅关乎到后续市场的走势，而且可能决定了风格切换的节奏。根据历史规律，我们假设了三种演绎：情景一，经济下行与就业压力下，货币+财政出现双宽，“牛陡”出现，价值、成长起飞，但价值因为前期极低的估值具有更强修复动能；情景二，经济继续延续 2019Q4 的弱复苏，PPI 反弹，债市出现“熊陡”，价值股将复刻 2016-2017 年行情；情景三，衰退式宽松再来，价值股短暂修复，回归成长主导行情，但二者的弹性由于监管与市场的学习效应，都很难复刻 2015。

“熊平”的倒影：顺周期价值板块即将占优

无论如何，对比历史上走出“熊平”之后经济增长和利率的组合，价值风格占优的概率在提升，唯一不确定的是：是一次波澜壮阔的反弹还是一次短暂而微弱的估值修复。从看债做股的意义上讲，布局顺周期价值股的成功率并不低，因此我们建议左侧提前布局：第一，受益于投资确定性快速复苏、当前估值仍较低的：建材、建筑、工程机械；第二，处于周期底部，环比改善目前仍未被定价的：化工、煤炭；第三，低估值且存在修复空间的：房地产、金融；第四，顺周期消费，家电，白酒，汽车。

风险提示：国内经济超预期下行；海外疫情超预期恶化；中美或欧美摩擦加剧

【策略】开源金股，7 月推荐——投资策略专题-20200630

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001

策略：风格切换，抢先布局

1）成长/价值风格已达极致，疫情以来充沛的流动性和经济复苏中断使得成长性资产变得越发昂贵。随着信用周期开启，脱虚入实趋势出现，流动性将边际减弱，2019Q4 的经济复苏有望重启。未来半年，投资者需要在继续保持此前极致的风格和承认疫情后的经济复苏之中做出选择，我们更倾向于后者；2）考虑到市场正在认知价值的

低估，而信用驱动下潜在的盈利信号又大概率会到来，以“赔率”思维布局顺周期价值板块的时机已经来临；而注重“胜率”的右侧投资者可以等待 PPI 和金融数据等信号，但是可能会错失部分丰厚的回报；3）重视脱虚入实和经济修复两大基本面变化，考虑前期极致的成长/价值风格，建议提前布局顺周期价值板块：受益于投资确定性快速复苏+估值仍较低的：建材、建筑、工程机械；处于周期底部+环比改善但仍未被定价的：化工、煤炭；低估值且存在修复空间的：房地产、金融；顺周期消费：家电，白酒，汽车。

非银金融：国金证券（600109.SH）

最受益于创业板注册制改革。

农林牧渔：牧原股份（002714.SZ）

我国生猪养殖龙头，养殖成本全行业最低，有望在猪价下行过程中维持高额盈利。

食品饮料：五粮液（000858.SZ）

商务消费逐渐活跃，经销商库存低位，受益于消费复苏；全年业绩增长确定性较强；随着市场逐渐回暖，估值大概率修复向贵州茅台靠拢。

化工：万华化学（600309.SH）、金石资源（603505.SH）

新材料项目持续加码，主营业务 MDI 需求向好，万华化学向全球化工巨头迈进；金石资源逆势进行行业整合、完善布局，看好金石资源的高竞争力与高成长动能。

中小盘：号百控股（600640.SH）

“云网边端”铸就核心优势，独占 5G 时代运营商固网、移动网业务抓手，VR 原生内容、IPTV 云游戏行业领跑，5G eMBB 场景硬核稀缺标的。

煤炭开采：中国神华（601088.SH））

中国神华全产业立链、自产煤规模高、业绩稳定性强且股息率高。

轻工制造：索菲亚（002572.SZ）

公司零售端 6 月或迎来向上拐点，工程端稳步扩张，看好估值修复和业绩改善。

国防军工：景嘉微（300474.SZ）

国内 GPU 龙头，以成熟军品为根基，不断拓展应用领域，业绩有望快速增长。

工程机械：徐工机械（000425.SZ）

1）混改+优质资产注入预期；2）新老基建逐步落地，新增需求+更新需求带动公司起重机械收入不断增长，市占率稳居第一，看好全年业绩增长。

风险提示：疫情出现反复；中美贸易摩擦加剧

【金融工程】全球市场整体上涨，北向资金净流入——金融工程定期-20200630

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001| 傅开波（联系人）证书编号：S0790119120026| 高鹏（联系人）证书编号：S0790119120032

基金市场整体表现：全球市场整体上涨，北向资金净流入

本期（20200601-20200630），全球主要股指在 6 月的表现均有所上涨。全球主要股指中，万得全 A 涨幅最高，达到 6.76%。2020 年以来纳斯达克指数涨幅最高，为 10.03%，万得全 A 为 5.32%，其余主要指数均呈现跌幅。A 股

主要宽基指数中，创业板指 6 月涨幅最大，为 13.70%，2020 年以来创业板指累计上涨 31.95%。上证债券指数中，转债和国债 6 月分别出现 0.79%和 0.12%的下跌。公司债、企债的涨幅分别为 0.23%、0.27%。北向资金 6 月呈净流入态势，本期净流入额为 526.79 亿元。不同的行业指数分化较为明显，消费、TMT、医药等板块上涨明显。涨幅最高的五个行业依次为：休闲服务（17.92%）、电子（15.69%）、医药生物（15.07%）、传媒（13.24%）和电气设备（9.29%）。

ETF 基金表现：各类 ETF 成交额涨跌互现

6 月，各类型 ETF 中，QDII 型、另类投资型、货币市场型 ETF 日均成交额上涨，日均成交额分别为 35.89 亿元、38.10 亿元、210.49 亿元，分别较 5 月上涨 18.50%、27.94%、22.30%。债券型、股票型 ETF 日均成交额分别为 3.05 亿元、180.96 亿元，分别较 5 月下跌 20.11%、1.81%。股票型 ETF 中，风格指数、策略指数、规模指数 ETF 本期日均成交金额分别为 0.06 亿元、7.57 亿元、72.81 亿元，较上月分别上涨 100.92%、41.54%、4.93%。主题和行业指数 ETF 日均成交额出现下滑，分别为 52.45 亿元。46.11 亿元，分别较 5 月下滑 13.31%和 2.09%。另外，在日均成交额前二十大基金中，恒生 H 股、黄金、芯片等 ETF 基金占前。

创新产品整体上涨，长期限养老 FOF 涨幅高于短期限

本期（20200601-20200630）普通 FOF 和养老 FOF 均呈上涨态势：普通 FOF 中涨幅最大的为建信福泽裕泰 A（005925.OF），上涨 7.24%；长期限养老 FOF 涨幅整体高于短期限养老 FOF，五年期养老 FOF 平均涨幅为 5.41%，三年期平均涨幅为 4.21%，一年期平均涨幅为 2.09%。

风险提示：分析结果基于历史数据统计和测算得到，过去业绩不代表未来表现。

行业公司

【纺织服装】坚守电商标的，布局线下龙头——纺织服装行业 2020 年中期投资策略-20200630

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

1、看好板块一：线下消费稳步复苏，布局细分行业龙头

推荐运动服饰产业链龙头公司：中国运动服饰行业正处于快速增长的趋势之中，且行业集中度不断加强，利好头部品牌。疫情对行业造成了一定的冲击，而头部品牌拥有较好的现金流及品牌力，更易于从疫情影响中恢复，且后疫情时代，头部品牌的核心竞争力不变，有望获得更高的市场份额。推荐标的：安踏体育、李宁、申洲国际。

看好功能性服饰龙头品牌：服饰细分市场机遇显现，中高端功能性品牌的表现突出，易于打造产品力及品牌标识度。中高端羽绒服市场价位带空缺，给大众市场的羽绒服头部品牌向中高端转型提供了机遇。推荐标的：波司登。

关注童装品牌龙头业绩复苏：欧睿国际数据显示，我国童装行业发展迅速，市场规模 2024 年预计将突破 4000 亿元。受国内二孩政策的推动，行业增长潜力较大。且童装行业集中度提升空间较大：1）2019 年我国童装大前 10 公司的市场份额仅为 14.7%，显著低于发达国家，提升空间较大；2）童装产品个性化较弱，功能性较强，与运动服饰行业特征更为相似。推荐标的：森马服饰。

2、看好板块二：坚守电商标的

传统电商：站内的自然搜索流量、分类排名流量、关联商品流量等较稳定，规模较大的已入驻品牌更易将流量优势持续扩大。

直播电商：成为线上购物重要战场。成为了链接人、货、场的新模式。直播电商模式可以为在站内不具备优势的品牌引流，提高了流量的转化率。推荐标的：南极电商、开润股份；受益标的：星期六

3、看好板块三：关注疫情相关标的

疫情爆发以来，消毒湿巾、口罩等医用防护产品的需求持续增加。6 月 11 日起，北京连续新增多个新冠肺炎确

诊病例，国内新冠肺炎确诊人数再次上升，且海外疫情尚未得到控制，预计消毒湿巾及口罩的原料——水刺非织造材料/产品的需求将持续提升，行业龙头企业有望受益。推荐标的：诺邦股份

风险提示：国内疫情出现反复，销售恢复不及预期；存货减值风险；出口不及预期；经济增速持续放缓，社会零售总额增速下滑。

【轻工制造】家居板块行至中场，造纸包装风正起时——轻工制造行业 2020 年中期投资策略-20200630

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

1、看好板块一：家居板块行至中场，从精装确定性至零售复苏的路径演绎

精装产业链重新聚焦细分龙头：2020H1，在政策扶持和供需双向拉动下，精装产业链涨幅居前。板块整体表现基本围绕龙头企业估值提升至行业整体估值修复的路线进行。2 月末，江山欧派等龙头企业估值先行修复。5 月，行业迎来了整体估值修复。2020H2，我们认为在精装产业链整体估值已经得到较充分修复的背景下，应该将目光重新聚焦于行业龙头个股，静待业绩兑现情况并关注细分子行业（木门、卫浴、瓷砖等）精装龙头规模效应的超预期机会。受益标的：江山欧派、帝欧家居、惠达卫浴。

零售复苏推荐定制家居龙头：定制家居公司工程渠道占比普遍有所提升，预计将对短期业绩带来支撑。同时，龙头公司的竞争格局出现了较为显著的边际改善。如线上、整装渠道多元化，研发成果加速转化，工程渠道缓解产能投放压力等。我们认为疫情只是暂时打断了行业自 2019H2 以来的复苏节奏，建议关注线下零售复苏拐点的到来。推荐标的：索菲亚、欧派家居。

2、看好板块二：造纸包装风正起时，关注文化纸、白卡纸、消费电子包装

造纸：文化纸价格逐步企稳，2020H2 需求稳步提升有望带动底部修复行情。受益标的：太阳纸业；消费升级叠加外废管控，白卡纸消费替代需求稳步提升。APP 收购博汇完成后，行业竞争格局有望进一步改善。受益标的：博汇纸业；

包装：5G 换机需求拐点迹象已现，智能家居、可穿戴设备需求景气，建议关注上游消费电子包装。此外，高端纸包装多样需求不断增长，烟标（招标市场化）、酒包（新客户开拓）、环保（政策扶持）、云创等领域均有望带来业绩增量。推荐标的：裕同科技。

3、看好板块三：不确定性环境下持续关注生活用纸等必选消费

在流动性较宽裕，且疫情及全球经济环境仍具有较大不确定性和市场整体盈利水平下行的背景下，业绩韧性较强且内生动力强劲的必选消费龙头仍具有配置价值。建议关注生活用纸行业：原材料价格维持低位，短期上涨动力有限；疫情影响下，下游需求旺盛；个护品类开拓加速，布局远景发展。推荐标的：中顺洁柔、晨光文具。

风险提示：线下消费回暖不及预期；住宅竣工放缓；造纸下游需求回暖不及预期。

【电气设备】下半年需求向上，创新重塑产业链——新能源（光伏）行业 2020 年中期投资策略-20200630

刘强（分析师）证书编号：S0790520010001 | 李若飞（分析师）证书编号：S0790520050004

下半年需求或超预期，国内外有望迎来共振发展。1）国内：5 月底电网公示全年光伏新增并网消纳容量约 48.5GW，大大增强竞价、平价项目的申报信心。目前为止，2020 年光伏平价项目申报总规模 37.3GW，同比+152.5%；2020 年纳入补贴竞价项目 26.0GW，同比增长 14%。随着下半年国内新增竞价项目逐渐开始启动，装机规模得到支撑。2）海外：1-5 月组件出口累计 26.2GW，同比-0.2%，表明海外需求在疫情影响下依然保持旺盛；后续疫情压制因素缓解+电站收益率提升，将打开需求空间，四季度将是行业旺季。

长期平价上网时代来临打开成长空间。我们认为装机规模超预期的核心逻辑在于，终端价格下降带来光伏投资收益率的上升，同时也使得国内外光伏真正进入平价时代，从 2020 年平价项目申报规模也可验证。长期来看光伏

渗透率持续受益于成本下降、技术和应用市场创新，未来还有十倍提升空间。

投资建议：综合目前产业的发展趋势与竞争格局，我们认为有三条主线受益。

从长期维度看：光伏产业发展空间广阔，因此具有全球竞争力、行业格局较好环节的龙头受益产业大趋势，持续推荐隆基股份，受益标的为通威股份、福斯特等；

从中周期看：光伏产业发展一直通过创新推动，我们长期看好技术创新、应用创新两方面领域，具体细分板块为异质结、大尺寸、BIPV 等，受益标的为锦浪科技、东方日升，以及相关设备公司等；

从短期看：看好产业链景气度提升环节，价格在景气度好时具有向上弹性的硅料、电池片、玻璃等环节，受益标的为阳光电源、爱旭股份、福莱特等。

风险提示：新技术发展不及预期、疫情等导致需求低于预期、光伏市场竞争加剧。

【传媒】世界在变，游戏看入局、视频看变革、电影看恢复——传媒互联网行业 2020 年中期投资策略-20200630

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004

1、游戏：字节跳动入局或改变流量格局，品类创新、技术突破带来增量

存量来看，版号政策趋严背景下，行业精品化趋势加剧，行业马太效应更加明显，“经典 IP+版本迭代+深度运营”或为头部游戏流水经久不衰的重要原因。腾讯借助“流量优势+泛娱乐布局+资本化运作”成为行业霸主，字节跳动强势崛起，“流量+算法+买量”优势有望助力字节跳动成为游戏发行重要一极，游戏流量格局从 1 到 2，研发商或享受分成比例提高、字节跳动流量驱动业绩高增长等红利。增量来看，“创新品类+细分爆款+技术突破”依然是重要增量来源，根据我们的测算，2020 年二次元、女性向游戏市场规模或将分别达 306 亿元和 148 亿元，而随着 5G 应用持续落地，2022 年云游戏市场规模或达 44 亿元。

2、视频：芒果、B 站加快向一线进军；快手、抖音持续加码直播电商，或成第三极

长视频领域我们判断“腾爱优”在内容成本高压下，或将迎来整合；芒果 TV、B 站依靠特有优势，正加快向一线平台进军。芒果 TV 依靠“精品内容+IP 沉淀+粉丝化运营”，全方位提升用户 ARPU；B 站起步于二次元，依托 Z 世代，以“后浪”姿态持续出圈，仍处于用户快速增长期。短视频领域我们判断“快抖”布局直播电商，或将打造平台电商闭环。目前，快手和抖音均已完成营销 2.0 升级，提升对直播带货的重视，且近期持续加码平台自有小店建设，依托短视频平台“流量+内容”优势，或将成为继综合电商、垂直电商后的电商第三极，有望给 SaaS 服务、电商代运营服务商带来增量需求，驱动其成长。

3、电影：院线终会复业，关注下半年板块底部修复机会

我们判断，随着疫情进一步缓和，影院终会复业，前期春节档积压的众多优质影片叠加人们较强观影意愿，票房或超市场预期。基于我们的乐观/中性/悲观假设，2020 年下半年票房分别为 236/169/88 亿元，同比分别下降 28%/48%/73%，较上半年边际改善。我们建议积极关注下半年电影板块底部修复机会，拥抱内容及院线龙头。

4、重点推荐及受益标的

游戏重点推荐完美世界、姚记科技，受益标的包括网易、吉比特、三七互娱、世纪华通、游族网络、掌趣科技、友谊时光；视频重点推荐芒果超媒，受益标的包括哔哩哔哩、华策影视、华扬联众、光云科技、微盟集团。

5、风险提示

疫情对线下娱乐时长的影响仍不明朗；影院全面复业具体时间存在不确定性；短视频/直播电商竞争加剧的风险。

【通信】国产光刻机双工件台补齐通信芯片自制短板，5G 产业链自主可控再进一步——行业点评报告-

20200629

赵良毕（分析师）证书编号：S0790520030005

“光刻机第一股”冲刺科创板， 5G 全产业链自主可控再进一步

作为国内首家可自主研发并实现商业化生产的光刻机双工件台供应商，北京华卓精科科技股份有限公司近期已进入上交所科受理阶段，在科创板上市路程上再迈一步。光刻机工件台是光刻机的核心子系统之一，被视为芯片高端装备领域“皇冠上的明珠”。长期以来，全球光刻机被 ASML、尼康和佳能完全垄断，三者合计市场占有率高达 99%。华卓精科的双工件台技术实现了国产从 0 到 1 的突破。

光刻机双工件台补齐 5G 产业链短板，技术产业化推动 5G 产业链逐渐成熟

作为全球移动通信领域的技术竞争焦点，5G 将移动通讯变成了一项通用技术，是引发信息革命的风暴。中国企业在 5G 技术、标准、产业、终端方面已引领全球，华为也成为全球 5G 标准的主要参与者和制定者。但是 5G 产业链上游-通信芯片还处在初期发展阶段，自造能力仍然存在一些差距，受制于全球尤其是美国产业链。在“新基建”浪潮下，我国正大力开展 5G 技术与产业化的前沿布局，华卓精科的科创板冲刺战略意义重大，显示了资本层面尤其是国家意志层面的支持，通过市场（资金支持）推动技术前进，5G 芯片领域的技术突破，又不断加快技术产业化进程。

主设备、光模块、IDC、物联网行业持续受益，核心资产是投资重点

全球化的科技竞争已然加剧，5G 的快速推进中国也不会停下，剑已出鞘，谁跑得早、跑得快、跑得远，谁就会优先享受 5G 信息技术带来的盛大红利。5G 核心资产是 5G 取胜的关键，也是未来国家支持的重点方向。随着 5G 的逐渐成熟， 5G 的业绩兑现将是一个先设备产业链再应用爆发的过程。

1）主设备商稀缺性：由于 5G 技术的发展、设备形态的变化，带来主设备商议价能力的提升，将充分受益于投资高景气度，推荐标的中兴通讯（000063.SZ）。

2）光模块弹性最大：5G 前传、中回传光模块随速率升级量价齐升，随着国内疫情逐渐缓解，光模块厂商在手订单饱满，Q2 产能开始释放，Q3 有望延续供不应求状态，我们预计 Q3/Q4 数通光模块有望陆续放量，整体带来光模块厂商全年业绩兑现明确；推荐标的剑桥科技（603083.SH）、新易盛（300502.SZ）、中际旭创（300308.SZ）、光迅科技（002281.SZ）;

3）IDC 相关行业确定性强：5G+云计算将带来数据流量指数级增长，打开运营商 2B 端业务发展空间，推荐标的光环新网（300383.SZ），中天科技（600522.SH）;

4）物联网市场前景广阔：万物互联、模组先行；由于物联网本身“物”的价值量大小不一，因此物联网产品更加重视“物美价廉”，产品的规模效应将推动无线通信模组行业集中度提升，龙头公司优先受益，推荐标的移远通信（603236.SH），移为通信（300590.SZ），受益标的广和通（300638.SZ）。

风险提示：中美贸易摩擦影响全球经济及 5G 发展；国内 5G 商用不及预期。

【纺织服装：波司登(03998.HK)】2020 财年业绩符合预期，品牌升级战略不变——港股公司信息更新报告-20200630

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

继续看好品牌升级前景，维持买入评级

我们预计库存水平有望于 FY2021 期末恢复到正常水平，预计全年羽绒服业务增速为 19%；女装业务受到库存及行业竞争加剧的影响，预计收入仍面较大挑战，OEM 业务受到品牌商减少订单、中美贸易问题等影响，预计录得低单位数增速。调整预测公司 FY2021/2022/2023 收入分别为 140.7/167.9/201.0 亿元（+15.4%/+19.3%/+19.7%），

（FY2021/2022 预测原值为 149.3/180.9 亿元），FY2021/2022/2023 归母净利润分别为 14.7/17.8/21.9 亿元（+21.8%/+21.7%/+23.0%），（FY2021/2022 利润预测原值为 14.1/17/4 亿元），每股收益分别为为 0.14/0.17/0.21 元，对应当前股价的 PE 分别为 15.6/12.8/10.4 倍，公司品牌升级趋势不变，长期空间较大，估值有较大改善空间。维持买入评级。

暖冬及疫情影响之下，业绩仍符合市场预期

公司 2020 财年实现营业收入 121.91 亿元(+17.4%)，毛利率 55.0%(+1.9pct)，归母净利润 12.03 亿元(+22.6%)。下半财年收入录得 77.5 亿元（+11.7%），归母净利润 8.6 亿元（+18.0%）。FY2020 存货周转天数上升 28 天至 155 天，主要由于春节后受到疫情影响，若剔除疫情影响，存货周转天数上升约 131 天（+4 天），应收账款周转天数为 35 天（-2 天），应付账款周转天数为 101 天（+35 天）。在疫情和暖冬的影响之下，品牌升级仍取得了显著的效果，业绩符合市场预期。

疫情环境下库存压力增大，品牌升级趋势不变

FY2021 公司应对疫情环境采取多项措施，积极去库存，同时继续推动品牌升级。具体措施包括:

1）将经销商订货会首单订货比例由 40%调整至 30%，置换经销商的部分货品;

2）提升线上占比、整固线下门店;

3）品牌升级主旋律不变，在预算开支与品牌建设中寻求平衡点;

4）提升中等价位产品线占比，提升销量增长对收入的贡献。

风险提示：库存消化不及预期、冬季天气温暖、宏观消费环境不振等

【非银：国金证券(600109.SH)】投行及经纪业务优势明显，充分受益注册制红利——公司首次覆盖报告-20200630

高超（分析师）证书编号：S0790520050001

投行和经纪业务优势突出，充分受益于资本市场改革红利

（1）公司投行和经纪业务相对优势明显，IPO 业务可比肩头部券商，经纪业务率先线上化占得先机，手续费业务优势造就公司优于同业的盈利能力和成长性。民营股东背景且重视合规风控，为公司长足发展奠定基础。（2）公司 IPO 储备行业领先，投行、经纪和利息净收入占比 2019 年和 2020Q1 达到 65%/73%，将充分受益于创业板注册制改革带来的市场活跃度提升和 IPO 扩容。（3）我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 17.02/20.46/23.13 亿元，分别同比+31.0%/+20.2%/+13.1%，EPS 分别为 0.56/0.68/0.76 元，ROE 分别为 7.9%/8.9%/9.3%，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

投行收入占比高，IPO 储备量比肩头部券商

投行业务为公司核心业务， 2019/2020Q1 投行收入占比分别为 21%/29%，2020Q1 投行业务占比位于行业前列。IPO 储备量丰富，截至 6 月 24 日，公司创业板储备量名列行业第四，IPO 储备量和科创板储备量位居行业前十，在深交所已受理的三批创业板项目中，国金证券占 7 家，行业排名前二，IPO 储备量比肩头部券商，下半年项目上市家数大概率行业领先，IPO 收入释放确定性强，拉动利润高速增长。

零售业务占比高，充分受益于市场活跃度提升

公司 2019 年经纪业务收入占比为 26%，明显高于上市公司平均的 22%，利息净收入占比 18%(两融贡献较高)，高于行业平均的 11%，整体看公司零售业务营收贡献达到 44%。市场活跃度提升、两融规模高速增长下，公司零售业务将充分收益，成为公司业绩增长的重要驱动。

风险提示：公司 IPO 项目利润释放不达预期；公司经纪、两融业务市占率表现不达预期。

【煤炭石化：中海油服(601808.SH)】能源安保政策再强化，工作量稳定具有强支撑——公司信息更新报告-20200630

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

能源安保政策再强化，工作量稳定具有强支撑，维持“买入”评级

根据国家能源安全战略的指导意见，国家于 6 月份印发了针对能源工作的两个指导意见，指出 2020 年石油产量目标为 1.93 亿吨，同比增 1%；重点加强渤海湾等油田的勘探力度，夯实资源接续基础。综合此前中海油关于持续推进“七年行动计划”的积极表态，我们认为本轮增储上产周期再次明确。因油服行业对油价反应的滞后性，公司二季度业绩或短期承压，国家政策对全年工作量提供强支撑。若油价稳定回升，公司或将重新上调收费标准。我们维持预测 2020-2022 年归母净利润分别为 29.4/36.2/43.8 亿元，同比增长 17.4%/23.1%/21.0%，EPS 分别为 0.62/0.76/0.92 元；当前股价对应 PE 分别为 20.9x/17.0x/14.0x，维持“买入”评级。

能源安保政策加码，国家增储上产决心不改

6 月 12 日，国家发展改革委与国家能源局联合印发了《关于做好 2020 年能源安全保障工作的指导意见》，提出坚持大力提升国内油气探勘开发力度，并指导了通过企业债券、增加授信额度等方式推动勘探开发投资稳中有增；6 月 22 日，国家能源局在印发的《2020 能源工作指导意见》中指出 2020 年石油产量目标为 1.93 亿吨，同比增 1%，天然气产量为 1810 亿立方米，同比增 2.7%。另外，重点加强渤海湾等油田的勘探力度，夯实资源接续基础。两个政策都表明通过增储上产以保障国家能源安全，综合中海油关于持续推进“七年行动计划”的积极表态，我们认为本轮增储上产周期再次明确，国内上游勘探开发支出仍有基本保障。

下调服务价格 Q2 业绩或短暂承压，但工作量支撑全年业绩

针对油价波动与全球疫情的影响，4 月份中海油对所有供应商采取了相应的价格调整策略，其中，与中海油服协商下调了油田开采服务的收费标准。由于油服行业对油价的反应存在滞后性，受油价波动与全球疫情影响，公司 Q2 业绩或短期承压；全年的角度来看，国家能源保供政策对公司工作量提供了强支撑力，若油价稳定回升，公司或将重新上调收费标准。因此，我们预计 2020 年业绩仍有望达到 29 亿，同比增加 17.4%。

风险提示：油价大幅波动风险、日费大幅下调风险、政策推进不及预期风险

【轻工制造：索菲亚(002572.SZ)】终端服务能力再升级，零售复苏拐点预期将至——公司信息更新报告-20200630

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

推出“法式柜管家”服务 IP，线下零售拐点预期将至，维持“买入”评级

2020 年 6 月 29 日，索菲亚推出全新服务 IP“法式柜管家”。“法式柜管家”在“菲常 6+1”服务标准和 CSI/DSI 考核的基础上，新增包含厨房整体清洁、全屋柜类产品调试保养等在内的上门养护十项服务，公司终端服务能力再升级。5 月公司门店客流已基本恢复正常水平，线下零售拐点预期将至。我们继续看好公司内部优化和行业回暖双击的布局机会。我们预计 2020-2022 年归母净利润为 11.6/12.9/14.6 亿元，对应 EPS 为 1.28/1.41/1.60 元，6 月 29 日收盘价对应 PE 为 18/16/14 倍，维持“买入”评级。

零售端：终端竞争力改善（加强管理/门店提质）*客单价提升（中高端新品）

1）2020H1，公司康纯板、轻奢系列等中高端新品推广顺利。并在此基础上，继续丰富超高门等主打款式。根据我们前期梳理的“618”促销情况，索菲亚康纯板及轻奢产品与普通款产品的价格已进一步拉近，性价比降维打击优势突出。在中高端新品带动下，我们预计 2020H1 公司客单价有望继续保持接近双位数增长。2）2018 年起，公司全面加强了经销商管理、淘汰力度，并通过重装门店、新开/升级大家居店的方式提升终端竞争力。2020Q1，

公司新开店+重装+局部整改需求达 778 家。我们预计 2020 年全年 400 家的新开店目标也能顺利完成（包括 100 家大家居店）。叠加前期积累，公司终端店面的款式和展示力预计会有全面提升。

工程端：衣柜维持高增，橱柜取得突破，支撑短期业绩表现

2020H1，在行业红利推动下，公司工程渠道继续维持较快增长。其中，2020Q2 疫情影响趋弱，我们预计公司工程端收入增长有望超过 40%。由于公司前期一直通过价格策略抢占市场份额，因此我们预计 2020 年大宗业务的利润率水平也不会出现同比下滑。分品类看，公司工程衣柜业务规模继续领先行业（2019 年公司大宗业务中衣柜/鞋柜收入占比接近 90%），橱柜工程业务也有望于 2020 年取得一定突破（与法国品牌方在工程渠道的合作进展日益顺利）。我们预计在零售端短期承压的情况下，公司有望更加积极得拓展工程渠道，支撑短期业绩表现。

风险提示：疫情影响加剧，需求回暖不及预期；品类拓展不及预期。

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	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	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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835