行业观点

● **策略周报：增量缓助力 实体稳复苏**

上周市场整体走势强劲，主要指数中，创业板指领涨。市场格局方面，中小盘指数表现好于大盘指数。行业方面，钢铁、农林牧渔、医药生物等涨幅居前。

GEIS 扩容于本周一生效，北向资金“被迫”大幅流入。富时罗素全球指数扩容将于本周一生效，追随指数的基金们只能选择被动加仓，上周五北向资金净流入 182.33 亿元，创近四个月新高，亦是促成了国内股指的大涨。但具体看，个股的表现并不像股指那样乐观，当日涨跌比约为 4:3，严重脱离指数的实际表现。看到行业板块，国内钢铁厂有望向互联网数据中心转型，带动钢铁板块领涨大盘；受到上周疫情反复的预期影响，疫情检测相关概念股走强，联动医药生物行业指数大幅上涨。外围市场整体处于反弹态势，疫情二次爆发预期的影响犹在。上周五北上资金净流入量就达到全周总量的 90%，上周共计净流入 203.68 亿元。

外围疫情状态再次陷入阴霾，多项因素影响国内指数走势。上周，巴西新增确诊数量大幅飙升，最高单日确诊超 54000 例；美国周末连续两日新增确诊超三万例，确诊总量超 224 万例；印度疫情亦是迎来小高峰，新增数量连续十天破万。以上情况对经济的影响不言而喻，若趋势延续，造成的影响将会在下周的股指上有所体现。北京新增确诊数量逐日降低，总体看，国内疫情出现较大反复的概率甚微。中印摩擦虽未持续升级，但中印关系间的不确定性增加。多重影响因素叠加“月末易跌”的日历效应，近期风格更加偏向结构性。

投资策略：短期-防御为主+中期-科技成长

配置上的确定性：我们认为市场短期内，分化与压力将一段时间内并存，市场更多还是偏向结构性机会，同时，短期内负面影响对市场的冲击仍是不可忽视，医药股有望继续走强；中期看，此次疫情中所激发来出的，健康理念及防护意识，将成为具有更多确定性的需求导向；短期内包括人工智能、自主可控等主题在内，云计算、医药、通信、券商等板块潜在价值稳步增加。

市场：微幅震荡 格局分化

上周主要指数中，创业板领涨。市场格局方面，上周中、小盘指数好表现好于大盘指数。行业方面，钢铁、农林牧渔、医药生物等涨幅居前。

资金：融资余额总体上升 北上资金大幅回升

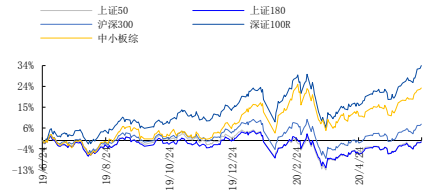
资金面方面，融资余额总体继续上升，北上资金净流入量大幅回升，主要源于事件驱动。

情绪：成交额上升 换手率上升

上周各市场成交额小幅上升，换手率同步上升。

风险提示：经济超预期波动，企业盈利不及预期。

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
联赢激光	46.41	494.24	0.00	0.00
神州细胞	132.43	416.50	0.00	0.00
天准科技	36.54	26.30	27.58	25.53
安集科技	356.40	22.05	27.89	167.99
南国置业	2.47	20.49	20.49	12.79

A 股市场跌幅前五

股票	收盘价	涨跌幅%		
	RMB	1 日	5 日	本年
松炀资源	12.06	-20.03	-11.65	-24.58
力帆股份	4.40	-20.00	-10.02	44.26
龙力退	0.33	-19.51	-40.00	-78.85
金亚退	0.50	-19.35	0.00	-18.03
乐视退	0.43	-18.87	-40.28	-68.15

分析师：虞坷（执业证书：S0020519070004） 联系人：房倩倩

● 电子

IC 设计行业行业报告：国产替代正当时，精选赛道获双重红利

1、“逆全球化”趋势加剧，国产半导体当自强

中国本土的半导体市场需求占全球的 1/3，但供给能力却明显不足。在美国科技霸权政策下，现全球已经展现出明显的“逆全球化”趋势。在此之前，国内的供需不平衡的问题仍可通过向国外企业采购解决，但在当前局面下，产业链之间的相互合作有可能会随时在美国政府的一纸禁令之下发生变局。在中国半导体供需不平衡、“逆全球化”的趋势加剧的情况下，半导体的国产替代时不可待。

2、本土 IC 设计亟待成长，精选赛道享双重红利

IC 设计作为半导体行业中极其重要的一环，是国产替代的重要组成部分。根据不同的下游应用，不同半导体设计公司产品的形态与功能各不相同。不同的半导体设计企业，在面对不用的下游应用时将有完全截然不同的发展前景，因此精选赛道至关重要。因此，同样作为后进者，在赶超先进企业的过程中，若能卡位具有良好发展前景的行业，则更有希望在下游快速发展的过程中实现弯道超车，享受国产替代和市场发展的双重红利。

3、功率、模拟器件大有可为，射频、消费芯片前景广阔

在各赛道中，我们看好功率器件、模拟电路、射频器件、以及消费类半导体的国产替代效应。功率器件和模拟电路器件几乎应用于一切电子领域，包括工业、汽车、通信、消费电子等等，在下游应用领域不断的扩大的背景下，国内相关企业将；射频器件受益于 5G 时代快速发展，将呈现量价齐升的局势；消费类半导体国内部分厂商在各自领域不逊于国外企业，在下游产品不断创新、技术迭代升级以及需求不断提高等因素的推动下，将迎来新一轮的高额业绩增长。

4、投资建议：

推荐关注上述行业的龙头公司，包括卓胜微、乐鑫科技、闻泰科技、圣邦股份、斯达半导、捷捷微电、汇顶科技、扬杰科技等。

5、风险提示：

下游发展不及预期；技术研发不及预期；3、晶圆厂代工风险

中芯国际：国产芯自主的希望

报告要点：

传统制程：天时地利俱在，乘风破浪迎势而起

（1）天时：展望未来十年半导体产业发展，AI、5G、IoT 提供新的发展引擎，对传统制程的需求日益增加。如 55/65 纳米制程节点的 Nor Flash 芯片，以及 40/45 纳米制程节点的无线通信芯片等持续为公司传统制程提供增长动能。（2）地利：中芯国际是中国大陆本土产能最大、技术实力最强的晶圆代工企业。公司拥有贴近本土设计公司客户群体的优势，陪伴了一批本土设计公司的发展壮大，并且在这个过程深度绑定成长起来的本土设计公司。（3）中美贸易摩擦的大背景下，芯片设计公司采用多元化的晶圆代工供应商

是大势所趋，公司有望持续承接来自境外晶圆代工厂商的转单。

14 纳米制程为分水岭，公司迎来价值扩张、格局改善共振机遇

14 纳米是公司发展的分水岭，14 纳米制程的市场空间、竞争格局远远优于 28 纳米制程。14 纳米制程节点的参与者相比 28 纳米节点大幅减少，竞争格局得到改善。公司第一代 14 纳米产品在 19Q3 实现量产，其收入约占 20Q1 总收入的 1.3%。我们认为随着公司 14 纳米产能的释放，14 纳米有望成为公司的营收贡献主力产品。2019 年台积电在 14 纳米制程节点实现收入 522 亿元。中芯国际 14 纳米产品在 20Q1 实现收入 0.82 亿元，成长空间广阔。

本土晶圆代工崛起，关注上游“卖铲人”设备材料机遇

（1）近期美国对于半导体产业的出口管制政策不断升级。半导体设备及材料是国内半导体产业的关键“卡脖子”环节，加快设备材料的本土供应能力建设势在必行。（2）上市后，中芯国际有望迎来新一轮产能扩张周期。在这一轮产能扩张过程中，本土半导体设备、材料公司无论在验证测试还是量产供应方面将有更大的作为空间。

投资建议

我们坚定看好中国芯片产业崛起的机遇，中芯国际是国内晶圆代工核心资产，传统制程享受天时地利，先进制程迎来 14 纳米的价值扩张和格局改善机遇。在这一轮晶圆加工产业的扩张潮中，上游设备材料企业有望迎来历史性发展机遇。建议关注（1）晶圆代工龙头中芯国际，（2）上游设备产业链中微公司、北方华创、华峰测控、芯源微、盛美半导体、赛腾股份、万业企业等。（3）上游材料产业链：安集科技、鼎龙股份、雅克科技、晶瑞股份、华特气体、沪硅产业、有研新材、上海新阳、江丰电子等。

风险提示

晶圆厂项目进度不及预期；新制程技术产能爬坡不及预期；外部冲击导致市场拓展不及预期等。

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001） 联系人：刘堃

- **新能源**

双积分政策正式发布，长效托底新能源车增长

事件：2020 年 6 月 22 日，工业和信息化部正式发布《关于修改〈乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法〉的决定》，将于 2021 年 1 月 1 日开始施行。

报告要点：

明确 3 年新能源汽车积分比例要求，正式版积分计算趋严，增加技术调整系数引导产业健康发展

正式版与意见征求稿相比，1）纯电积分计算系数下调。21-23 年新能源积分比例要求 14%、16%、18%，延续此前每年提高 2 个百分点的趋势，与征求意见稿相比对于纯电动乘用车的积分计算趋严，将意见稿版本中“0.006xR+0.4”系数下修为“0.0056xR+0.4”。2）加入技术调整系数。对纯电动车积分计算中加入续航里程、电池能量密度及电耗水平的调整系数，而征求意见稿仅考虑电耗。3）总体来看，正式稿对新能源积分计算更为严格，同时加入技术调整系数鼓励电动技术持续进步。符合当前新能源车型不断升级的趋势，调整系数不变情况下，上限 3.4 分对应续航 536km，抑制高端新能源汽车获得积分效果，符合当前产品分布情况。此外，对电池能量密度的顶格要求是高于 125Wh/kg，不主动对技术路线做出偏好，体现了

政策层对新能源技术有更广泛与健康的引导，鼓励电动技术持续进步。

正式版为 2020 年留下灵活调整空间

正式版中明确 19 年正积分等额结转一年，20 年每次结转比例 50%。同时增加了工信部可以根据产业发展情况做出适当决定，一方面可以延长抵偿期限与调整 20 年正积分结转比例。另一方面，乘用车企业使用 2021 年度产生的新能源汽车正积分对 2020 年度产生的新能源汽车负积分进行抵偿。在行业短期承压的大背景下，综合考虑行业发展情况可以适当调整，维持政策的灵活性。

丰富关联企业认定条件，利于积分流动与政策贯彻

正式版扩大了关联企业的认定范围，允许同一外方母公司旗下的合资企业间、国内汽车企业与其持股的境外生产企业所对应的授权进口供应企业间转让平均燃料消耗量积分。认定规则包括 1）境内乘用车生产企业与其直接或间接持股总和达到 25%以上的其他境内乘用车企。2）同为第三方直接或间接控股综合达到 25%以上的乘用车生产企业。3）获得境外乘用车企业授权的进口乘用车供应企业，与境外直接或间接持股达到 25%以上的乘用车生产企业，以及直接或间接对该境外乘用车持股达到 25%以上的境内乘用车生产企业。修订完善了关联企业间的判断条件，结合现状对境内、境外、第三方持股企业的关联企业判定都给予了简单明确的判定条件，利于企业积分的内部流动，推动积分政策的贯彻实行。

投资建议

新版双积分政策松紧得当，更为灵活，有利于引导产业健康发展。伴随欧洲各国加码新能源补贴以及国内复工复产进展顺利，三季度国内外销量同比有望一同转正。推荐动力电池龙头宁德时代、亿纬锂能、国轩高科，建议关注中游材料正极、负极、隔膜和电解液龙头企业。

风险提示：经济复苏低于预期；终端销量低于预期；动力电池价

分析师：彭聪（执业证书：S0020520040002）　联系人：黄浦

- **机械**

工业机器人行业研究报告：行业东风将至，看国产崛起

报告要点：

疫情推迟补库存周期，制造业复苏趋势不改。

我国工业企业产成品周期持续时间约为 3-4 年，每轮周期平均上行 1-2 年、下行 2 年。新一轮周期从 16 年起上行运行至 18 年年中，随后转入下行期。若不考虑疫情，库存周期有望在今年下半年结束下行、开启上行周期。年初以来的疫情抑制了下游需求，一定程度上推迟了库存周期的反转时间，但不会改变库存周期的趋势。现在疫情逐渐得到控制，我们判断主动补库存幅度有望加速上行。工业机器人是典型的通用设备、持续低迷近 2 年，19 年 10 月起连续三个月增速为正、增幅逐月加大，这个反转信号预示制造业复苏在即。

我国工业机器人密度仍低于全球均值，密度提升空间大。借鉴日本经验，预计 2019-2024 年工业机器人销量复合增速为 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，仍低于全球均值 81 台/万人，更远落后于发达国家，未来仍有较大提升空间。目前我国机器人销量增速中枢和机器人密度都与日本上个世纪八十

年代中期水平具有相似之处。参考日本经验，我们预计未来 5 年我国工业机器人仍将保持中速发展，预计 2024 年我国工业机器人销量达 34.2 万台、本体市场规模达 557 亿元、系统集成市场达 1672 亿元；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%。另外，机器人作为智能生产和工业互联的核心载体，将成为集大数据、云计算、人工智能等为一体的超融合产品，超越传统机械设备的概念，远期成长空间大。

我国有望培育出国际工业机器人巨头，从国产替代到走向国际。

市场就是硬道理，我国是全球最大的工业机器人消费市场；且我国制造业结构多元，工业机器人应用长尾效应明显，这利于国产厂商暂时避免与“四大家族”正面交锋，逐步积累并突破核心技术，从而实现弯道超车。随着国产品牌持续的人才和研发投入，国内产业链逐步完善，国产化率有望逐步提升。远期看，我国具备市场和工程师红利两大核心优势，未来有望诞生出国际化的工业机器人巨头。

投资建议：随着 2020 年工业机器人行业逐步复苏，国产机器人有望凭借行业东风、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以及快克股份、赛腾股份、瀚川智能；另外建议关注机器人及自动化领域布局的产业链公司，包括中大力德、机器人、亿嘉和、克来机电、江苏北人、博实股份、瑞松科技。

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） 联系人：秦亚楠

- **新零售**

商贸零售行业点评：618 大促增速超去年，直播电商全面爆发

报告要点

618 大促期间全网成交额同比增长 43.8%，京东同比增长 33.6%，大幅提速

据第三方监测平台星图数据，2020 年 618 全网电商平台合计交易额同比增幅高达 43.8%，作为疫情后的首个全民购物节，消费在此期间迎来集中爆发。以官方披露数据看，天猫平台累计下单金额 6982 亿(6.1-6.18)；京东平台累计下单金额 2692 亿(6.1-6.18)，同比增长 33.6%；苏宁平台传统优势 3C 家电类目增长 118%(6.1-6.18 下午 18:00)。

直播电商全面爆发，淘宝直播规模领先，快手抖音纷纷发力

截至 6 月 16 日早上 7 点，淘宝直播 GMV 同比增长超过 250%，13 个直播间累计成交过亿；京东直播较去年双十一明显提升，618 期间 18 个品牌直播间破亿，83 个破千万；苏宁直播带动平台在线交易增长 693%，6 月 17 日晚“超级买手”直播间成交额突破 50 亿。快手直播表现亮眼，主播辛巴复播首场 GMV 破 12.5 亿，618 期间，平台明星直播带货合计实现 GMV 超 31 亿；抖音以 5 月 31 日晚罗永浩跨夜直播开场，全场 GMV 总计 9132 万+，618 期间，抖音明星主播带货累计实现 GMV 超 4.5 亿。主播方面，淘宝体系内薇娅、李佳琦等头部主播依然稳居前列；品牌自播方面，3C 数码、家电家装品类增长迅猛，9 个成交过亿的淘宝直播间中 7 个均来自这类“黑马”行业。

家电、3C、美妆品类销售额居前

分品类看，据星图数据，618 期间家用电器、手机通讯、美妆个护销售额位列前三，增速方面家用电器、

美妆个护、食品饮料增长较快。

分平台看，天猫平台在美妆个护、食品饮料行业市场份额领先，京东平台家用电器市场份额超过天猫。

主要化妆品品牌表现：珀莱雅、丸美、玉泽天猫旗舰店高增长

根据爬虫数据，618 期间（6.1-6.18）珀莱雅主品牌天猫旗舰店销售额约 1 亿，同比增长 68%；丸美天猫旗舰店累计销售额超 6000 万，同比增长 173%；上海家化旗下玉泽天猫旗舰店销售额超 6000 万，同比增长超 300%，佰草集同比下滑超 25%，美加净同比下滑超 40%；御泥坊天猫旗舰店销售额超 6000 万，同比增长 32%。润百颜天猫旗舰店销售额近 4000 万，同比增长约 100%。

投资建议

此次 618 作为新冠疫情后最重要的大促节点，品牌方与电商平台折扣力度较大，电商平台连同各地政府发放百亿消费补贴，今年 618 整体增长较去年有明显提速。同时，直播电商在此期间出现集中爆发，相关产业链受益。建议关注 MCN 机构（星期六）、代运营商（壹网壹创）、导购平台（值得买）、品牌商（珀莱雅、丸美股份、上海家化）。

风险提示

行业竞争加剧

分析师：李典（执业证书：S0020516080001） 联系人：杨柳

重点报告

龙蟠科技（603906）国六驱动车用尿素高成长，中长期市值可达百亿

分析师：彭聪（执业证书：S0020520040002） 联系人：黄浦

国六驱动车用尿素加速增长，市场规模还有 4 倍增长空间

国四、国五和国六柴油车尿素用量占燃油消耗比例分别为 3%/5%/8%，自国四实施以来，车用尿素进入高速成长期，2014 年全国车用尿素用量 20 万吨，2019 年全国车用尿素用量达到 197.7 万吨， 2014-2019CAGR 达到 58%，2019 年市场规模 37 亿元。2020 年 7 月 1 日，全国轻型车开始实施国六 a，2023 年 7 月 1 日全国所有汽车实施国六 b，可以预见车用尿素市场规模将加速增长。经测算，2025 年车用尿素需求可达 948 万吨，市场规模达 158 亿元；2030 年车用尿素需求达到 1280 万吨，市场规模达到 193 亿元。

龙蟠旗下可兰素为车用尿素龙头，扩产迎接国六时代

公司旗下可兰素为国内最早获得美国 API、德国五 DA 及中国内燃机协会 CGT 认证的车用尿素企业。2019 年公司车用尿素销量 24 万吨，市占率 12%，2020 年公司发行可转债募投建设 18 万吨车用尿素项目，叠加国六到来，公司车用尿素产销将持续高增长。

润滑油平稳发展，冷却液业务寻求乘用、新能源增长空间

受限国内整车市场及工业增速趋缓，润滑油市场需求平稳，2019 年公司润滑油销量 5.3 万吨。冷却液为公司优势产品，2018 年公司收购瑞利丰 70%股权从而间接持股迪克化学 39.91%，借助迪克化学打通乘用车销售渠道，2019 年冷却液销量达到 7.5 万吨。液冷新能源车单车冷却液用量为传统车的 10 倍左右，2020 年公司发行可转债募资建设年产 5 万吨新能源车冷却液项目，将受益新能源汽车发展。

前瞻布局氢能，涉及催化剂、储氢瓶和燃料电池全产业链

燃料电池产业生态日趋完善，行业渐入佳境，应用领域涉足交通、储能和发电三大领域，产业空间远期可达万亿级别。2019 年 10 月，公司增资安徽明天新能源科技 8000 万，持有明天科技 10%股权，从而间接持有明天氢能 9.5%股权，明天氢能主营燃料电池系统、电堆等，核心技术骨干来自中科院大连化物所和同济大学等燃料电池研发领先机构。2020 年，公司与大连化物所达成合作计划成立联合实验室培养催化剂人才，此外，公司设立子公司江苏铂碳布局燃料电池催化剂，增资子公司南京精工布局 IV 型储氢瓶。

投资建议

预测 2020-2022 年公司营收分别为 20/25/28 亿元，同比增长 18%/22%/15%，归母净利润分别为 1.8/2.3/2.7 亿，同比增长 44%/23%/18%，对应 EPS 为 0.61/0.75/0.88 元，考虑车用尿素加速增长及公司在新能源汽车冷却液、氢能业务前瞻布局，给予公司 2020 年 30 倍 PE，对应目标价 18 元，中长期市值可达百亿，首次覆盖给予“买入”评级。

石化机械（000852）：潜龙在渊，业绩改善空间充足

分析师：满在朋（执业证书：S0020519070001） 联系人：胡晓慧

报告要点：

1、公司为国内油气设备龙头，收入规模大，业绩改善空间充足。

2015 年中石化将旗下石油机械制造业务注入江钻股份，实现了集团机械版块整体上市，并更名为石化机械。石化机械技术实力雄厚，第一套国产 2000 型压裂车组由公司研发生产。作为国内油气设备龙头，2019 年其收入规模达到 66 亿元，归母净利润为 2495 万元，对应市值仅为 37 亿元，参考行业平均利润水平，公司盈利能力改善空间充足，市值成长空间大。

2、钢管业务受益于行业增长以及油气管网建设市场化。

国内油气运输管道管线密度仍有较大提升空间，未来 5 年，根据政策规划，我国油气管道里程将保持增长。2019 年底，国家管网公司成立，中石油市场将更加开放，为公司带来更多市场份额提升机遇。2019 年公司油气管道生产任务饱满，业务收入同比增长 45%，预计未来将保持增长。

3、页岩油气开发快速发展，公司压裂设备需求旺盛。

压裂设备是进行页岩油气开发的主要设备，由于技术成熟以及成本下降，国内页岩油气开发进入快速发展阶段，尽管受到疫情和油价影响，行业经历短暂的冲击，长期来看，设备需求仍然旺盛，由于稳固的行业地位，公司在国内市场份额预计稳定在 20-30%，压裂设备销售收入有望恢复增长。

4、行业短期承压，但长期低油价难以维持，资本支出有望重回高位。

资本支出决定行业需求，从而影响公司业绩，在业绩的驱动下，公司股价实现上涨，因此前两轮行业上涨周期都伴随资本支出的高速增长，2020 年资本支出增速下降到 0%附近，行业景气度受到抑制，考虑到未来 1-2 年美国页岩油企业有大量债务到期，长期低油价下，页岩油供给面临收缩，从而触发油价上涨，资本支出增速有望回到高位。

投资建议与盈利预测

我们假设 2021 年全球疫情好转，行业景气度恢复，预计 2020/2021/2022 年公司收入分别为 67.05/71.57/80.11 亿元，归母净利润分别为 3071/ 4412/ 8222 万元，增速分别为 23%/44%/86%，每股收

益分别为 0.04/0.06/0.11 元。公司 PB 水平处于历史最底部，根据 2010 年至今的历史数据，申万机械设备行业 PB 估值底部为 1.6 倍，公司估值下跌空间有限，给予“增持”评级。

风险提示

油价持续低迷并且长期低于国内石油开发成本；公司钢管销售量不及预期；公司压裂设备销售量不及预期；公司盈利能力改善不明显。

珀莱雅（603605）事件点评：受疫情影响，调整股权激励计划

分析师：李典（执业证书：S0020516080001） 联系人：杨柳

事件：

公司发布调整 2018 年限制性股票激励计划中 2020 年公司层面业绩考核指标的公告，拟将激励计划中 2020 的营业收入考核目标，由同比 2017 年增长率不低于 132.61%调减为不低于 110.22%，对应同比 2019 年增长率不低于 32.78%调减为不低于 20.00%，净利润考核目标不变。

点评：

受疫情影响公司经营环境发生显著变化，考核目标调整具有合理性

2020 年 1 月新冠疫情爆发以来，全国各地政府均出台了疫情防控措施，如延期复工、交通管制、居民出行限制等，对国内经济环境与企业经营环境造成了一定的影响。宏观层面，根据国家统计局统计，2020 年一季度国内生产总值（GDP）同比下降 6.8%。2020 年 1-5 月，社会消费品零售总额同比下降 13.5%，其中化妆品类零售总额 1,149 亿元，同比下降 4.9%。公司层面，生产端国内包材供应商推迟复工，运输受阻，同时公司生产基地的延迟复工带来产量减少，2 月公司产量同比减少约 40%。销售端 2020 年第一季度线下渠道营业收入同比下降超过 30%，其中 2 月份线下渠道如化妆品专营店、商超等处于关店未营业状态， 3-5 月份成交量恢复约七八成，同比仍然下滑。整体看，公司当前经营环境较 2018 年限制性股票计划制定时发生重大不利变化，原激励计划中所设定的业绩考核指标偏高，调整后 2020 年营业收入与归母净利润同比 2019 年考核增长率分别为不低于 20%与 18.62%，目标增速仍显著高于行业增速，具有一定挑战性，且更符合当前经营环境，更有利于调动公司的中高层员工的积极性。

投资建议与盈利预测

公司是国内大众化妆品龙头，对于渠道和行业趋势把握精准，近年来电商与新兴营销媒体红利拉动公司业绩高增长。近期推出两款单品红宝石精华与双抗精华为主品牌大单品策略的积极践行；同时公司通过代理模式拓展的新品牌也陆续上线，集团生态布局稳步推进。预计 2020-2022 年 EPS 为 2.37/3.10/3.74 元，对应 PE 为 73/56/46x，维持“买入”评级。

风险提示

行业景气度下滑，品牌市场竞争加剧，新产品推广不达预期，疫情影响加剧。

重要新闻

- 抗疫特别国债获热捧 市场交易活跃可期。6 月 23 日，抗疫特别国债发行再传“捷报”。2020 年第三期抗疫特别国债受到投资者热捧，发行利率仍明显低于二级市场平均收益率。同日，财政部宣布将对前三期抗疫特别国债进行续发。中金所表示，已将上市的第一二期抗疫特别国债纳入国债期货可交割券范围。
- 创业板股票发行规范委员会向保荐机构发出倡议 坚决履行“看门人”职责把好信披关。中国证券报记者从券商投行部门获悉，6 月 23 日，创业板股票发行规范委员会向各保荐机构发出倡议，呼吁组织符合创业板定位的各类优质企业积极申报，坚决履行“看门人”职责，把好信息披露首道关，坚持质量为先不带“病”闯关，合力实现创业板改革高质量稳起步。
- 居民金融资产配置步入加速期。近期，公私募基金发行规模飙升，“日光基”频现，前 5 个月新成立基金发行份额同比翻倍，权益类基金是其中的主力；险资也在提高权益投资比例，增配金融资产趋势明显。境内居民也不断增加金融类资产配置。
- 强者恒强 机构把脉 A 股“龙头”行情。数据显示，剔除 6 月份上市的新股，近五个交易日股价(后复权)创出历史新高的个股数量高达 158 只，其中 20 只个股 6 月以来的累计涨幅超过 40%。从行业分类上看，这些创新高个股中，食品饮料、生物医药、科技类个股居多。
- 近期各地纷纷公布今年前 5 个月宏观经济数据，地方经济复苏图景显现。从最新数据来看，地方经济普遍呈现向好趋势，多数省份工业生产增速高于全国平均水平，14 个省份固定资产投资实现增长，各地消费市场持续回暖。

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