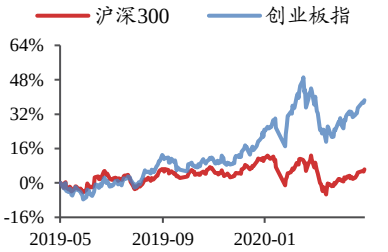
2020 年 05 月 11 日

开源晨会 0511

——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(%)
家用电器	3.95
计算机	2.06
通信	1.71
综合	1.67
传媒	1.39

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
农林牧渔	0.18
商业贸易	0.25
建筑装饰	0.3
建筑材料	0.4
公用事业	0.44

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】再论“不确定性”的重估——投资策略周报-20200510

2020 年 5 月 6 日至 5 月 8 日 A 股市场延续 4 月反弹趋势，市场开始进一步重估“不确定性”。三条“不确定性重估”主线：线下可选消费+建筑建材石化+内需科技。

【中小盘专题】新三板 2019 年报简析公布，挂牌公司经营质量整体回升——中小盘新三板周报-20200510

新三板挂牌公司经营质量回升、创新规范发展力度加强、行业呈现结构性亮点。

【中小盘专题】定增“黄金坑”机会来临，本期平均收益率 27.3%——中小盘增发并购双周报-20200510

整体定增市场供大于求，折扣高、锁定期短、处于减持不受限的“黄金坑”。

行业公司

【传媒】继续低位布局电影板块，拥抱龙头——行业周报-20200510

【家用电器】五一期间家电消费加速复苏，看好家电板块继续反弹——行业周报-20200510

【煤炭石化】煤价连续七日止跌，市场底或将临近——行业周报-20200510

【食品饮料】假期消费复苏超预期，企业边际向上改善——行业周报-20200510

【纺织服装】五一期间销售复苏强劲，继续推荐电商及运动服饰龙头——行业周报-20200510

【轻工制造】五一期间零售迎复苏，继续推荐定制家居龙头——行业周报-20200510

【化工】周期复苏在即，全面看好化工行业龙头——化工行业周报-20200510

【商业贸易】泡泡玛特完成新一轮融资，小盲盒孕育大商机——商贸零售行业周报-20200510

【农林牧渔】4 月头部猪企出栏稳步增长，消费复苏价格或止跌——行业周报-20200509

【商业贸易】零售行业 2019 年报&2020 年一季报综述：疫情对线下消费冲击显著，超市龙头逆势增长——行业深度报告-20200508

【通信：亿联网络(300628.SZ)】SIP 王者稳地位，VCS 强者期归来——公司首次覆盖报告-20200508

【家用电器：新宝股份(002705.SZ)】爆款产品+内容营销效果显著，小家电新贵已露峥嵘——公司首次覆盖报告-20200508

【通信：天孚通信(300394.SZ)】5G 拉开光通信升级帷幕，数据中心助力锦上添花——公司首次覆盖报告-20200508

研报摘要

总量研究

【策略】再论“不确定性”的重估——投资策略周报-20200510

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001 | 方智勇（联系人）证书编号：S0790120040049 | 王汎炜（联系人）证书编号：S0790120040033

市场复盘：“不确定性”继续重估

上周（2020 年 5 月 6 日至 5 月 8 日）A 股市场延续 4 月的反弹趋势，市场开始进一步重估“不确定性”。海外来看，纳斯达克指数本轮恢复到疫情前水平，部分投资者认为这是全球小盘股反弹信号。但我们认为由于其贡献率 66%来源于 FAAMG，这并不能代表大小盘风格的变化，同时从行业上与创业板基本面上的直接关联较弱。但我们也发现 2018 年以来，FAAMG 与中国科技板块收益率的差值可以用于度量两个市场的相对风险偏好，同时存在一定的“均值回归”效应。

市场再思考：外需还是内需，估值还是业绩

对于内外需分歧的认知开始体现于境内外投资者的组合中。我们看到国内投资者对于内需恢复更为乐观，北上资金却正好相反。我们认为这可能是各自信息优势者都在交易复苏。我们对上周市场相对收益明显的板块进行拆分发现，汽车、家电中，内需型板块市场表现更为良好；TMT 板块却恰恰相反。我们认为解释这种背离的一个可能是：家电、汽车更依赖于盈利驱动，而内需板块盈利复苏的确定性相对较高；TMT 板块更多是风险偏好驱动，而近期出现的风险缓释，明显更有利于外需主导的并参与全球产业分工的板块。

成长股思考：理解趋势，重视波动

在投资风格向“不确定性”扩散过程中，我们必然会面对的问题是，是否会演绎为全面的成长股行情。我们发现无论是从相对沪深 300 的盈利增速差还是资本开支与盈利增速之间的关系来看，目前创业板指都处于一个向上的周期中，而往往这种向上的周期会带来创业板指相对于沪深 300 的超额收益。当前创业板指的盈利增速正好处于 2019 年 Q1 以来的上行周期中，这也是我们对于创业板、科技股或者说 TMT 的中长期保持乐观的重要因素。但同样值得关注的是，由于过于依赖于风险偏好驱动的原因，我们会发现即使在 2017 年 Q3 到 2018 年 Q3 创业板指的盈利增速相比于沪深 300 已经有所好转，但相对收益率却仍在下行。与 2018 和 2019 年相比，对于成长板块一个有利的因素是，由于盈利已经从仅仅边际改善的区间步入具有相对优势的区间，其对估值驱动的依赖度会逐步减弱，但潜在风险冲击仍然十分重要。

配置建议：线下可选消费+建筑建材+内需科技

内外需恢复都具备确定性，但是由于斜率未知，同时，海外疫情次生的风险因素的可能性并未降低，宽基指数上很难具备系统性机会，甚至正在接近我们认为的震荡区间的上沿。我们建议投资者把握三条“不确定性重估”主线：首先，线下消费复苏持续、经济活动恢复以及消费政策结构刺激带来的内需驱动下，白酒、家电、汽车将演绎定价分子端的修复逻辑。其次，我们前期多次提到的，低估值中隐含的长期低增长预期与短期确定性增长错配的建筑、建材；基本面明显见底，后续逐级改善的石化。最后，成长板块可以逐步布局以内需为主导的板块（半导体，云计算）。

风险提示：海外疫情出现反复；中美贸易摩擦升级

【中小盘专题】新三板 2019 年报简析公布，挂牌公司经营质量整体回升——中小盘新三板周报-20200510

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 孙金钜（分析师）证书编号：S0790519110002

上周要闻：新三板 2019 年报简析公布，挂牌公司业绩整体回升

5 月 8 日，全国股转公司公布了 2019 年新三板挂牌公司经营情况简析，该简析依据 6955 家挂牌公司 2019 年年报数据分析得出，从该简析可以看出，在经济下行的大环境及年末疫情影响下，新三板挂牌公司整体上还是体现出了经营质量回升、创新规范发展力度加强、行业呈现结构性亮点，充分展现了民营中小企业经济主体的创造力及发展活力，为新三板的市场形象注入了一针强心剂。随着 2020 年前后推出的新三板改革措施的逐步落实，新三板将吸引更多的投融资主体，提升市场活力。

市场动态：指数下跌且跑输主板，流动性有所下降

（1）截至 5 月 8 日，股转系统共有挂牌公司 8618 家（净减少 8 家），做市转让 655 家，竞价转让 7963 家，待挂牌公司 62 家，申报中公司 16 家。

（2）上周三板成指与三板做市均有所下跌，均跑输同期主板市场。本期上证综指下上涨 1.23%，三板做市指数下跌 0.43%，收于 1120.12 点；三板成指下跌 0.46%，收于 980.14 点。从板块主题来看，三板服务、三板活跃主题上周涨幅领跑新三板，分别上涨 0.34%和-0.52%。三板服务上周涨幅最小，为-1.53%。

（3）上周成交总额为 15.80 亿元，较上周 28.11 亿元有所下降。做市转让交易和创新层交易占据交易额的主要份额，并且较上周均有所下降。分定价方式来看：上周竞价转让成交额 7.73 亿元，较上周 9.64 亿元环比下降 19.9%；做市转让成交额 8.08 亿元，较上周 18.48 亿的成交额环比下降 56.3%，占总成交额的 51.1%。分不同层级来看：上周创新层成交额 9.65 亿元，较上周 19.78 亿元环比下降 51.2%，占总成交额的 61.1%；基础层成交额 6.15 亿元，较上周 8.34 亿的成交额环比下降 26.3%。

（4）做市变动：上周 5 家公司新增做市商，1 家公司做市转竞价。

融资跟踪：新增预案与公告实施数量均大幅下降

上周新增 4 家新三板公司发布定增预案，预计募集资金 0.57 亿元，环比上周的 10.14 亿元下降 94%；上周有 8 家公司公告完成增发，数量较上期明显下降，合计融资规模 1.41 亿元，环比上周下降 81%。上周名品世家、利通科技、富士达、帝杰曼 4 家公司发布 IPO 辅导备案公告，有 1 家公司过会。

精选层信息：上周新增 4 家公司申请精选层，较上周有所上升

截至 5 月 8 日，已有 149 家公司发布公告拟申请进入精选层，其中已有 14 家公司完成辅导验收、96 家处于精选层辅导阶段、27 家仍处于股东大会决议或董事会决议阶段，15 家公开发行申报材料已被股转公司受理。上周新增 4 家公司已进入精选层辅导阶段。分别为名品世家（专注于酒类产品与服务）、利通科技（专注于各类工业用软管）、富士达（主营各类射频同轴连接器）和帝杰曼（主要从事软件应用系统开发、集成、运维、大数据分析）。

风险提示：新三板政策变化等。

【中小盘专题】定增“黄金坑”机会来临，本期平均收益率 27.3%——中小盘增发并购双周报-20200510

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 孙金钜（分析师）证书编号：S0790519110002

本期重大定增并购案例

（1）爱施德定增引入阿里战投，合作开展智能终端分销及新零售业务；（2）至纯科技定增引入多为战略投资者，助力公司进一步向半导体领域发展；（3）紫光股份募资 120 亿，投入云计算、5G 网络应用芯片技术研发以及 ICT 产品智能工厂建设，深化云网产业链布局。

定增并购动态及市场表现

（1）本期新增预案公告 67 例，募集金额 717 亿，数量及金额均小幅回落；本期 A 股新增公告成功发行案例 12 例，共募资 258 亿，发行案例数量较上期小幅提升，募集金额大幅上升。本期公告一年期现金参与定增实施 9

例，平均折价率 14.3%，平均收益率 27.3%，平均折价率小幅下降，收益率持续上升。2020 年至今现金参与竞价定增 37 例，平均折价率为 14.1%，收益率为 26.5%。

（2）本期并购 387 例，并购涉及金额 544 亿，数量及金额均有所上升。2020 年至今累计并购 2629 例，同比下降 33%，交易金额合计 5498 亿，同比下降 34%。从并购标的行业分布看，本期计算机、电子、传媒等领域较活跃。本期并购重组市场情绪跟随市场回暖：（1）整体看，2018 年以来涉及发行股份购买资产的 401 家 A 股公司本期股价平均上升 1.1%，同期上证指数上涨 3.1%，沪深 300 上涨 4.4%，创业板上涨 6.1%。（2）本期涨幅最佳为容大感光，上涨 55.5%。主要受光刻胶概念上涨驱动。

（3）本期 18 个月的定价定增三安光电获得了发审委的审核通过，两个战略投资者分别为长沙先导高芯投资合伙企业和珠海格力电器。不过同时两大战略投资者均自愿承诺将锁定期由 18 个月延长至 36 个月，并且近期获批的定价定增南方航空和盈康生命均是向大股东发行，大股东均为锁定 36 个月。这表明对于战略投资者的认定略有放宽，产业资本属于战略投资者，但锁定期变相延长至 36 个月，以减少套利行为。战略投资者认定边界的逐步明确以及锁定期的变相延长将推动竞价定增成为定增市场的核心品种。目前仍旧处于新政落地初期，整体定增市场供大于求，折扣高、锁定期短、减持不受限的“黄金坑”投资时期。本期公告了 9 家按照新政发行的竞价定增，平均折价率达 14.3%，平均收益率达 27.3%，且实现了所有项目 100%浮盈。

股权激励、增持、回购情况

股权激励：本期 35 家公司推出了股权激励方案，其中双林生物、华阳集团激励力度大的同时业绩要求高。增持：本期无公司获重要股东 5%及以上增持。回购：本期共 18 家公司推出股份回购预案，回购预案上限金额合计 50.25 亿元，其中回购上限金额从高到低的前十名分别为：ST 庞大、重庆百货、和邦生物、华大基因、步步高、北京利尔、孚日股份、地素时尚、光弘科技、利群股份。

风险提示：再融资政策变动；并购政策变动。

行业公司

【传媒】继续低位布局电影板块，拥抱龙头——行业周报-20200510

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 余倩莹（联系人）证书编号：S0790120040010

继续建议低位布局电影板块，拥抱龙头

5 月 8 日国务院关于做好新冠肺炎疫情常态化防控工作的指导意见中提出“采取预约、限流等方式，开放影剧院等密闭式娱乐休闲场所”。我们判断，影院复业还需等待国家电影局后续具体通知，加上各地疫情防控措施落实及影片拷贝、秘钥制作分发等准备工作，预计最快 6 月初影院正式复业，时间或早于市场预期。我们维持上期周报中的观点：电影板块或已过至暗时刻，建议积极关注边际变化，低位布局，拥抱内容及院线龙头。

（1）政策托底一定程度上减少疫情的冲击，助电影行业渡过难关。2 月下旬以来，电影行业协会及各地方亦出台了如“免会员费、专项资金支持奖励、政府补助、贷款贴息”等系列针对电影行业的扶持措施；4 月底国家电影局局长王晓辉再次提到积极吸引社会资本投入、鼓励担保和保险机构加强融资担保支持、减免影院租金、贷款贴息、发放电影票券、维护院线电影“窗口期”规则等政策支持。我们判断，影院复业后对电影行业的扶持政策或将持续，一定程度上抵消疫情对于电影行业公司全年业绩的影响，支持政策也有望促进精品内容创作。

（2）从民众心理层面看，影院复业后的观影热情或好于预期。从五一假期旅游的恢复情况看，疫情对于人们的心理影响或已逐步消除，如五一五天假期全国日均接待游客 2300 万人次，相当于 2019 年五一假期日均人次的 47%，考虑到部分热门景区如杭州西湖的收费景点采取了人流量不超过最大载流量的 30%等限流措施，实际旅游恢复情况或较超市场预期。春节档以来撤档的多部国产影片，以及或将于国内上映的奥斯卡获奖片《小妇人》、动作影片《绝地战警：疾速追击》等提供了丰富的优质影片储备，影院复业后人们的观影意愿或超预期。

（3）疫情或助推行业集中度提升，积极拥抱龙头。疫情影响下，电影行业大量长尾企业退出。我们认为，在电影行业艰难时期，具备品牌、资金和融资优势的内容及渠道上市龙头公司，将迎来逆势扩张机会，从而提升市占率；疫情使得经营效益不佳的影院退出，有助提振单银幕收入；疫情期间电影从业人员的离开降低了人力成本，行业回暖后或助力公司盈利能力提升。受益公司包括华谊兄弟、光线传媒、万达电影、中国电影、上海电影、横店影视、金逸影视等。

核心产品持续稳定，震荡中加大游戏龙头配置力度

从我们跟踪的 A 股游戏龙头核心产品表现看，流水或持续稳定。5 月上旬较 4 月下旬完美世界《新笑傲江湖》《完美世界》《新诛仙》及游族网络《少年三国志 2》等在 iOS 游戏畅销榜排名基本稳定，吉比特《问道》排名有所下滑但依然维持前 20 的高位，游族网络新游戏《山海镜花》及姚记科技首款 iOS 平台捕鱼游戏《捕鱼炸翻天》的排名仍处于上升期。继续重点推荐完美世界、姚记科技，受益标的还包括三七互娱、游族网络、世纪华通、吉比特、掌趣科技、宝通科技等。

风险提示：全球新冠肺炎疫情持续时间及对于游戏时长和流水的影响存在不确定性；线下娱乐恢复进度及影院复业时间点存在不确定性。

【家用电器】五一期间家电消费加速复苏，看好家电板块继续反弹——行业周报-20200510

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 孟昕（联系人）证书编号：S0790120040004 | 周嘉乐（联系人）证书编号：S0790120030019

核心组合：石头科技、公牛集团、新宝股份；受益标的：小熊电器、格力电器、美的集团、老板电器

1、小家电&厨电组合：石头科技、新宝股份；受益标的：小熊电器、老板电器

2、线下消费回暖组合：公牛集团，受益标的：格力电器、美的集团

（文中“上周”指 2020.5.6-5.8，“上周”指 2020.4.27-4.30）

五一期间家电销售数据出现显著回暖，新型销售模式值得关注

根据奥维云网 2020 第 18 周数据：1）分渠道看，线下大部分品类销量同比增长仍为负数，线上几乎所有品类销量同比增长为双位数正数；2）分品类看，大家电出现积极回暖信号。空调整体销量同比提升 45.73%，其中线上销量提升 99.73%，主要系线上变频挂机销量提升（+14.77%），价格集中在 2000 元以下。线下销量同比跌幅收窄。冰箱整体销量同比提升 23.34%。其中线上销量提升 49.05%，线下销量同比跌幅收窄。单价较高的十字 4 门产品线上线下销量均有所提升。洗衣机整体销量同比提升 6.01%，相较于疫情前期销售情况已有所好转，但整体仍面临需求压力。线上逐步出现低端化趋势，线下价格出现两极分化。

多家企业推出线上新型营销方式，新型消费价值凸显。五一期间，国美联手央视主播进行直播带货，3 小时销售 5.286 亿，观看人次超 2358 万。此次直播过程中，几乎所有的上线商品都被迅速“抢空”。除摩飞多功能锅、九阳破壁机等小家电外，大家电也表现“亮眼”，如海尔十公斤大容量洗衣机、格力立柜式空调也成为爆款商品。近期多家家电企业尝试线上营销，美的、海尔、海信等龙头企业推出多场线上发布会和直播带货活动，新型消费价值正在逐步凸显，值得关注。

多重利好下，建议积极关注线下渠道龙头企业

各地新一轮消费券发放叠加五一小长假，家电消费开始回暖。随着广东“家电下乡”持续推进，更新迭代需求有望持续提升。结合 2020 年 7 月 1 日空调行业正式施行新能效标准，行业门槛提升，中小企业加速出清，龙头企业有望充分受益，行业集中度有望进一步提升。受益标的：格力电器、美的集团。

疫情对小家电影响较低，建议关注小家电行业龙头企业

小家电板块由于线上销售占比较高、无安装属性、单体价格较低，整体受疫情影响较小。建议关注小家电龙头企业布局机会：（1）石头科技：公司未来成长空间主要在于“扩品类、更新迭代”带来的自有品牌扩张及海外渠道扩张。2020Q1 公司推出旗舰新机 T7、首款手持吸尘器 H6，预计 2020 年公司将会加大海外自有渠道建设，静待疫情影响减弱，自有品牌重回较快成长轨道；（2）新宝股份：公司多年的代工经验积累了丰富的客户资源及优异的制造能力。随着消费者、渠道出现变革，公司以“类目快切、内容种草、单品打爆”的方式，推动品牌业务快速发展，未来将逐步实现向 OBM 企业转型。

风险提示：若疫情缓和不及预期或导致行业需求恢复滞后，全球经济衰退导致部分海外收入占比较高企业业绩压力提升，行业竞争格局恶化等。

【煤炭石化】煤价连续七日止跌，市场底或将临近——行业周报-20200510

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

煤价连续七日止跌，市场底或将临近

上周动力煤价格仍处于红色区间内，但秦港现货平仓价已止跌趋稳，在 464 元/吨水平上连续 7 日持平。我们认为基本面在供需两端均出现改善迹象，有望为煤价企稳提供支撑：需求方面，上周六大电厂日耗大幅增长近 20%，焦企钢厂开工率均进一步提升，海运费大幅上涨；供给方面，最近在煤炭协会号召煤企维护煤炭市场价格稳定的倡议下，煤企自发减产保价，市场悲观情绪有所缓解；库存方面，上周秦港和长江口库存、六大电厂库存可用天数均大跌。后期判断，需求方面，随着二季度国内经济加速回暖，“迎峰度夏”筹备期的到来及新基建的大力投入都将推动短中期煤炭需求的增长；供给方面，随着两会 5 月召开将近，煤企安全生产意识强化，减量化生产的意愿增强，此外，从成本角度考虑，当前煤炭价格已逼近现金成本线 458 元/吨，行业已近半数企业亏损，市场行为也将倒逼煤企自行减产；价格方面，大型煤企与电力企业长协签订工作继续履行，维持了年度长协 535 元/吨的基准价，神华 5 月份长协价格大幅下调，但根据长协计算公式来看，5 月长协价格是 4 月价格走势的体现，并不能代表 5 月价格的走势，所以 5 月价格走势仍取决于行业的基本面。综合来看，煤炭基本面改善积极因素已相继出现，煤价存在较强企稳预期，后续仍需关注供需基本面情况。对于煤炭股而言，在全球利率下行背景下，当前煤炭股估值相对盈利能力大幅折价，且 2019 年报公布多家煤企提高分红比率，高股息率的煤炭股投资价值凸显，有望迎来估值修复的机会。高分红及高股息率受益标的：中国神华、陕西煤业、平煤股份、盘江股份；高弹性受益标的：兖州煤业、神火股份、淮北矿业；国企改革受益标的：潞安环能、西山煤电、山煤国际；国家能源战略现代煤化工受益标的：宝丰能源。

煤电产业链：上周动力煤价格环比持平，呈企稳迹象

上周（2020 年 5 月 6 日-5 月 8 日）港口动力煤价保持 464 元/吨，环比持平，结束了 4 月以来连日下跌的趋势，呈现出企稳的迹象。我们认为当前动力煤价格市场底部或将出现，主要原因在于：一是煤炭协会多次发文号召煤企维护煤炭市场价格稳定；二是下游需求好转，六大电厂日耗大幅增长；三是长协签订工作继续稳步推进，且仍以 535 元/吨为基准价。综合来看，动力煤基本面在逐步改善，动力煤价格有望企稳回升。

煤焦钢产业链：上周双焦价格有企稳迹象，关注供需基本面变化

焦炭方面，由于高速公路恢复收费致使焦企成本上升，上周基本落实 50 元/吨的价格涨幅；此外，随着钢价回升，下游钢厂开工率进一步提升，焦炭需求向好。炼焦煤方面，大型焦企开工率进一步回升，焦煤需求有所改善；供给端在协会倡导下出现减产保价行为；此外，由于焦炭价格提价，对焦煤的打压意愿下降；综合来看，焦煤价格亦有望企稳回升。

风险提示：经济增速下行风险，供需错配引起的风险，可再生能源替代风险

【食品饮料】假期消费复苏超预期，企业边际向上改善——行业周报-20200510

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 叶松霖（联系人）证书编号：S0790120030038 | 逄晓娟（联系人）

证书编号：S0790120040011

核心观点：消费显著回暖，龙头逐渐复苏

五一餐饮复苏好于预期，白酒动销明显加速。节日期间居民多以居家及周边旅游为主，同时前期被抑制的婚宴等开始恢复，宴席消费好于预期，环比明显改善。大众餐饮恢复至八九成，商务餐饮复苏边际向上但节奏稍慢。在此背景下，高端、次高端白酒动销自年初以来首次出现较大幅度恢复，高端白酒批价回升，库存持续去化。预计 5 月份高端白酒厂商发货、回款节奏大概率恢复正常水平。次高端多以消化春节库存为主，估计回款会现分化，品牌及渠道力强、动销顺畅的产品可能率先回款，如剑南春等。我们认为复苏期间，五粮液可能受益。

大众品均出现回暖趋势。商超渠道需求持续增长，叠加餐饮逐渐复苏、特通渠道陆续开放（如食堂等），推动调味品企业加速回暖，企业疫情期间的扶持政策以及渠道铺垫目前起到效果，复苏期间龙头企业显现出较强弹性。预计主流酱醋企业 4 月增速均在 10%以上，榨菜受益于低基数与渠道补库存，估计也有高速增长。整体来看二季度龙头企业均在复苏进程中，并开始抢占市场份额，典型如海天味业加快经销商的开发进度、绝味食品二季度加快门店拓展速度等。

推荐组合：贵州茅台、中炬高新与涪陵榨菜

（1）贵州茅台公布 2019 年报，业绩略超预期。茅台酒量价提升，2019Q4 直营渠道投放加速，现金流指标良好。展望 2020 年直营出口逐渐理顺，直营渠道占比将进一步提升，业绩大概率加速增长。（2）中炬高新内部机制已经理顺，员工心态平稳。管理赋能效果初显。消费复苏对公司产生正面影响，餐饮端受海天扩张影响可能略有压力。一季度调味品营收略有下滑，目前公司仍按即定战略有序推进，渠道细化、产品开发等工作仍在进行。（3）涪陵榨菜动销情况良好，目前订单充足，渠道库存仍处低位。考虑到 2020Q2 同期低基数以及渠道补库存作用，预计营收大概率加速增长。全年渠道拓展效果良好，新品节奏可能延后，但 2020 年增长确定性仍强。

板块行情回顾：食品饮料跑输大盘

5 月 6 日-5 月 8 日，食品饮料指数涨幅为 4.0%，一级子行业排名第 1，跑赢沪深 300 约 2.7 pct，子行业中肉制品（7.2%）、葡萄酒（6.6%）、调味发酵品（6.3%）涨幅领先。受益于板块季报表现较好以及五一节日消费有明显复苏，上周食品饮料板块领跑市场。个股方面，来伊份、新乳业、海欣食品等涨幅领先，麦趣尔、*ST 莲花、维维股份等跌幅居前。

重点新闻：波汾价格上调，站上 50 元价格带

5 月 1 日起，42 度玻汾终端标牌价为 49 元，上调 2 元；53 度玻汾终端标牌价为 58 元，上调 3 元，这意味着玻汾正式站上了 50 元价格带（来源于酒说）。

风险提示：经济下行、食品安全、原料价格波动、消费需求复苏低于预期等。

【纺织服装】五一期间销售复苏强劲，继续推荐电商及运动服饰龙头——行业周报-20200510

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 杨欣（联系人）证书编号：S0790120040064 | 周嘉乐（联系人）证书编号：S0790120030019

核心组合：南极电商、安踏体育、李宁、滔搏、开润股份、申洲国际

1、电商渠道组合：南极电商、开润股份

2、运动产业链龙头组合：安踏体育、李宁、滔搏、申洲国际

3、疫情受益标的：诺邦股份

（文中“上周”指 2020.5.4—5.8，“上周”指 2020.4.27—4.30。）

五一期间，行业重点覆盖公司销售表现较好

线上：以南极电商为例，5 月 1 日至 5 月 5 日 GMV 增幅达 109.4%，体现出强劲复苏趋势。线下：以李宁、安踏等运动品牌为例，根据渠道调研情况，五一期间部分地区的销售已经实现同比双位数正增长，估算整体线下整体流水情况恢复至 2019 年同期约 90%-95%，其中，受益于各地开学季临近，童装品类流水增速表现尤为突出（安踏儿童受益显著）。

建议关注电商渠道占比高、必选属性强的标的

电商渠道为主的公司以及必选属性强的公司受到的影响较小。1）南极电商：2020Q1 累计 GMV 增长 9%，4 月 GMV 增长 28.6%，5 月 1 日至 5 月 5 日 GMV 增幅达 109.4%，体现出强劲复苏趋势。此外，公司文具品类也出现了第一个爆款产品—金斯邦办公用品专卖店的补鞋胶，月销量超过 35 万件，扩品类逻辑不断印证。我们预计 2020 年全年本部主业收入、净利润仍可实现 30%左右的增长。2）开润股份：公司公布 2020Q1 业绩，收入下滑 10.30%，净利润下滑 29.79%。公司 2B 端开展口罩业务，预计将冲淡疫情影响，2C 端显示出了一定的业绩韧性。

建议关注运动服饰及代工龙头标的

安踏体育、李宁、申洲国际在行业中的竞争优势并没有发生改变。且随着国内线下门店基本已恢复营业，我们预计安踏体育、李宁的业绩拐点已经到来。海外国家也在推进复工，我们预计申洲国际的下行风险有限。

1）安踏体育：2020Q1 安踏品牌零售金额较 2019 年同期下滑 20-25%，FILA 品牌 2020Q1 零售金额中单位数下滑，FILA 业绩超市场预期。4 月以来公司线下门店基本已经恢复营业，线下销售情况已经恢复至原预期 70%，预计下半年安踏品牌可恢复至双位数增长、FILA 品牌恢复至 30%以上的增长。

2）李宁：2020Q1 李宁全平台流水下滑 15-20%，三月下旬开始已经逐步恢复，预计下半年可恢复至双位数增长。

3）申洲国际：供应端柬埔寨和越南没有受到太大影响；下游需求端：预计 1-5 月订单未受影响，但由于受海外疫情影响，6 月以后存在不确定性，但由于下游客户会优先保障核心供应商利益，预计对申洲国际的影响有限。

风险提示：全球新冠肺炎疫情对于消费的影响、全球经济陷入衰退等。

【轻工制造】五一期间零售迎复苏，继续推荐定制家居龙头——行业周报-20200510

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 孟昕（联系人）证书编号：S0790120040004 | 周嘉乐（联系人）证书编号：S0790120030019

核心组合：索菲亚、欧派家居、中顺洁柔；受益标的：志邦家居、晨光文具

1、定制龙头组合：索菲亚、欧派家居。受益标的：志邦家居

2、必选消费组合：中顺洁柔。受益标的：晨光文具

（文中“上周”指 2020.5.6—5.8，“上周”指 2020.4.27—4.30。）

上周，我们对于近期家居行业零售端和工程端的近况进行了更新梳理

1） 零售端：五一促销成果可观，家居消费逐渐回暖。2020 年五一期间，红星美凯龙全国商场销售额超 87 亿元（2019 年五一期间为 78 亿商户销售额），其中天猫同城店和社群营销贡献约 37 亿元。我们认为家居消费回暖逐步验证，伴随五月一二线城市线下消费加速复苏，定制家居龙头零售端有望重回正增长。同时线上营销呈现常态化趋势，缓解线下销售压力的同时有望加速行业竞争格局优化。

2）工程端：部分企业 5 月工程订单预计已接近饱和，疫情对 2020 年工程渠道业绩影响有限。根据近期我们的观察，工程渠道的修复速度要快于零售端，部分定制家居企业工程端生产订单 5 月预计已接近饱和。由于一季度业

绩基数普遍较低、受疫情影响后较多施工项目加急处理以及疫情对于已达成战略合作客户的项目合作影响较小，因此预计疫情对于家居公司 2020 年工程渠道的业绩影响有限。

家居消费复苏逻辑逐步验证，建议关注部分定制家居龙头公司布局机会

定制家居行业一季度收入占比较低，对全年业绩影响有限。叠加前期线上订单转化和竣工缺口修复的逻辑，下半年行业有望迎来小高峰。考虑到前期行业悲观预期已有所反应，我们认为索菲亚、欧派家居等定制家居龙头公司兼具安全边际和业绩弹性。1）索菲亚：公司 2019 年渠道管理、产品定位等方面优化调整逐步到位，经销终端竞争力提升，客单价持续增长，在终端客流恢复的情况下业绩弹性有望优于行业平均水平。同时，工程端在低基数下逐步扩张，带来业绩增量。当前公司估值显著低于其他行业龙头，建议关注行业修复和公司内部优化双击的机会；2）欧派家居：疫情影响下，龙头品牌竞争优势将愈发明显。公司 2020 年工程端预计仍能维持 40%以上的增长，零售端依靠渠道建设、大家居布局和整装渠道开拓优势预计收入增速仍将超过行业平均水平。欧铂丽拐点已至发展可期。

疫情影响趋缓但长期逻辑不变，建议关注生活用纸行业等必选属性强的标的

虽然国内疫情影响趋弱，但海外疫情及全球经济环境仍具有较大不确定性。我们认为在流动性较宽裕，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较高性价比。1）推荐标的中顺洁柔：上周我们重点提示了公司一季报超预期的布局机会，上周公司涨幅居前。我们认为虽然当前国内疫情影响趋弱，但浆价短期回升动力有限，公司全年盈利水平有望维持高位。并且，公司未来在渠道建设、产能投放和品类拓展上的红利仍有较大释放空间，个护领域开拓提速，业绩兼具需求韧性和长期成长性。2）受益标的晨光文具。

风险提示：若新冠疫情缓解不及预期或将导致行业需求恢复继续滞后、全球经济陷入衰退导致部分家具出口型企业经营压力增大、行业价格战加剧等。

【化工】周期复苏在即，全面看好化工行业龙头——化工行业周报-20200510

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 龚道琳（联系人）证书编号：S0790120010015 | 张玮航（联系人）证书编号：S0790119120025

上周行业观点：周期复苏在即，全面看好化工行业龙头

宏观层面：“五一”小长假期间，全国消费市场回暖迹象显著，商务部监测的家电、日用品、化妆品、服装日均销售额均比清明假期大幅增长。随着疫情有效控制，宏观政策稳增长力度加大，我国经济有望进一步复苏。当前各国经济活动皆有启动迹象，主要产油国已开始减产，国际油价延续反弹，截至 5 月 8 日，WTI 原油报收于 24.74 美元/桶，上周（5 月 4 日-5 月 8 日）WTI 原油已大幅上涨 25%。炼化行业：3 月至今，国内主营炼厂和山东地炼开工率强势反弹，交通运输和基建行业的回暖刺激国内成品油逐步复苏，未来石化产品随终端需求向好也将企稳回升。虽然，目前“PX-PTA-涤纶长丝”产业链的库存仍处于高位，但是涤纶长丝库存在 3 月末已出现下降趋势，据卓创资讯统计，截至 4 月 30 日，涤纶长丝库存量已从高位回落 39%。我们认为，至暗时刻已过，后续随国内外消费复苏，下游聚酯产业链也将逐步迎来拐点，炼化企业将有望进入低成本原油的红利期，打开新一轮的盈利空间。汽车产业链：5 月 7 日，根据中国汽车工业协会统计的重点企业销量快报情况，4 月汽车行业销量预计完成 200 万辆，环比增长 39.8%，同比增长 0.9%。5 月 8 日，据新华社报道，进入 4 月下旬以来，国家重点监测的零售企业汽车销售额比 3 月下旬增长超 2 成，回补势头正日趋见好；另据中国汽车流通协会最新数据显示，2020 年 4 月我国汽车消费指数为 67.6，预计 5 月份交易量将会接近 2019 年同期水平。周期复苏在即，我们建议关注周期底部、低估值化工子行业：石化、聚氨酯、煤化工、磷化工、氟化工、轮胎、粘胶、氨纶、农药、新材料行业等。

上周行业要闻

【新材料行业】中芯国际拟科创板上市，半导体材料国产替代有望加速。2020 年 5 月 5 日，中芯国际公告拟发行不超过 16.86 亿股人民币股份，并将于科创板上市。我们认为，此次拟回归科创板将大幅提升中芯国际的股权融资能力，为公司先进制程工艺研发和产线扩产提供资金来源。【氟化工行业】国家消耗臭氧层物质进出口管理办公室成功阻止一起消耗臭氧层物质（ODS）非法贸易，ODS 制冷剂的替代转换工作已成为全球制冷空调业所共同

面对的重大环保课题，在制冷需求稳中有升、二代制冷剂陆续退出、四代制冷剂普及遥遥无期的背景下，我们看好国内二代、三代制冷剂龙头厂商有望受益。【农药/化肥行业】11 部联合印发《关于 2020 年度认真落实粮食安全省长责任制的通知》，农资农化行业有望充分受益。

受益标的：

【聚氨酯行业】：万华化学；【煤化工行业】：华鲁恒升；【石化行业】：恒力石化、荣盛石化、桐昆股份、恒逸石化、海利得；【磷化工行业】：云图控股；【氟化工行业】：金石资源、巨化股份；【轮胎行业】：玲珑轮胎、赛轮轮胎；【粘胶行业】：三友化工；【氨纶行业】：华峰氨纶；【农药行业】：扬农化工、利民股份；【新材料行业】：利安隆、阿科力、彤程新材；【维生素行业】：新和成。

风险提示：油价大幅下跌；环保督察不及预期；下游需求疲软；经济下行等。

【商业贸易】泡泡玛特完成新一轮融资，小盲盒孕育大商机——商贸零售行业周报-20200510

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 李旭东（联系人）证书编号：S0790120010014

上周核心观点：泡泡玛特完成新一轮 1 亿美元融资，盲盒市场发展火爆

根据财新报道，国内盲盒市场头部玩家泡泡玛特近日完成 Pre-IPO 轮融资，融资额超过 1 亿美元；5 月 8 日，公司全国首家全新体验店也在北京朝阳区试营业，盲盒行业发展风头正劲。简单来说，盲盒的核心商业模式就是对“不确定游戏”的完美复制，即通过强 IP 属性产品吸引消费者，以抽盲盒独特销售模式激发好奇心，并通过抓住消费者对收藏的喜好来提升复购率。根据头豹研究院数据，国内盲盒市场已超过 25 亿元，2014 年-2018 年 CAGR 达 15.6%。产业链来看，上游主要为 IP 供应商、模具提供方及产品生产商，其中盲盒企业能够持续与优质 IP 供应商合作也是其重要核心竞争力；IP 供应商主要包括原创设计师以及知名 IP，盲盒企业通常采用买断或分成的方式与其合作。中游环节参与者主要为盲盒企业，负责品牌运营及门店管理。下游主要包括消费者及各类潮玩二手交易平台等（如葩趣等）。目前国内盲盒市场主要玩家有泡泡玛特、52TOYS、IP 小站等，近三年来已有多家盲盒企业先后成功获得融资。盲盒行业的繁荣也让部分其他行业企业尝试盲盒模式，如自然堂在双十一推出 1 分钱抢盲盒活动、周大福也在其珠宝无人零售机中加入抽盲盒功能，盲盒模式带动了部分可选消费品类销售模式的创新。

行业关键词：潮玩零售、拼单小程序、五一消费、红人电商、二手电商等

【潮玩零售】泡泡玛特融资超 1 亿美元，最快下个月启动赴港 IPO。

【拼单小程序】微信上线小鹅拼拼小程序，拓展拼单购物。

【五一消费】支付宝数据：五一小长假 29 个省份消费金额同比正增长。

【红人电商】微盟旗下盟眺成为首批快手品牌生态服务商。

【二手电商】转转与找靓机合并，二手电商市场加速整合。

板块行情回顾

上周零售板块（商业贸易指数）报收 3259.91 点，上涨 1.86%，跑赢上证综指（上周上涨 1.23%）0.63 个百分点，板块表现在 28 个一级行业中位居第 16 位。各细分板块中，专业连锁、珠宝首饰和贸易等板块上周表现靠前，年初至今仍属超市板块表现最好。个股方面，上周华致酒行（+14.9%）、南极电商（+10.7%）、王府井（+10.6%）等表现亮眼。

投资建议：继续推荐超市板块，关注“线下消费复苏”主线

投资主线一：继续看好短期（业绩增长）和长期（对农贸市场替代确定性增强）逻辑兼备的超市板块，重点推荐生鲜供应链竞争优势突出的永辉超市、家家悦，以及兼具区域规模与品牌优势的便利店龙头红旗连锁。

投资主线二：关注受益疫情缓和、客流量回升和消费政策定向刺激的行业板块，如百货、专业连锁、化妆品等，受益标的珀莱雅、丸美股份、上海家化等。

风险提示：宏观经济风险，疫情扩散影响加剧，中小企业经营压力增大。

【农林牧渔】4 月头部猪企出栏稳步增长，消费复苏价格或止跌——行业周报-20200509

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 关雪（联系人）证书编号：S0790120030042

上周观点：4 月头部猪企出栏稳步增长，消费复苏价格或止跌

截至上周，共 9 家生猪养殖上市公司发布 4 月生猪销售简报。公司公告数据显示，生猪出栏量同比及环比变动涨跌互现，同比方面，牧原股份、新希望、傲农生物、天康生物出栏量同比增长，分别增长 18.58%、38.51%、57.78%、6.00%，傲农生物出栏量同比增幅最大。温氏股份、正邦科技、天邦股份、金新农、唐人神同比下降，分别下降 53.66%、15.36%、36.27%、61.34%、37.90%，金新农出栏量同比降幅最大。环比方面，除天邦股份和金新农外，其余公司 4 月生猪出栏量均实现正向增长，正邦科技环比增长较大，增幅为 19.95%。生猪销售均价方面，受下游需求不景气影响，4 月公司销售均价均呈现环比下跌趋势。整体来看，头部养殖企业牧原股份、新希望等凭借优秀的管理能力，生猪出栏量稳步增长，出栏计划有望按期实现。

当前时点，我们认为畜禽养殖及动保等相关配套产业仍是配置主线。动保方面，一季度动保行业销售全面回暖，各公司业绩或是降幅收窄或是出现同比增长，业绩拐点已经出现，未来动保企业基本面会处于持续好转的状态，首选个股生物股份。养殖方面，一季度猪鸡表现分化，但后期都将受消费复苏情况拉动。5 月份随着高校复学、工厂复工，加上两会即将召开，消费处于持续回暖状态。预计猪价 5 月将结束近两月疲软走势，底部回升并于 3 季度达到高点。鸡价走势或有反复，但大体趋势和猪将保持一致。首选标的新希望、圣农发展。

上周重点新闻（05.06-05.08）：加快恢复生猪生产

【抓好夏粮田管，加快恢复生猪生产】

【巴西 4 月大豆出口达到 1630 万吨，创下纪录高位】

【农业农村部办公厅关于开展“互联网+”农产品出村进城工程试点工作的通知】

【美国一猪肉加工厂 890 名员工感染新冠病毒】

上周市场表现（05.06-05.08）：农业跑赢大盘 0.63 个百分点

上周上证 A 指上涨 0.60%，农业指数上涨 1.23%，跑赢大盘 0.63 个百分点。子板块看，上周畜养殖板块下跌，其余板块均上涨，种子板块领涨，涨幅为 9.99%。

上周价格跟踪（05.06-05.08）：生猪仔猪价格走势分化

生猪养殖：据 Wind 数据，上周生猪均价 31.50/元/公斤，环比下跌 2.30%；仔猪均价 110.63 元/公斤，环比上涨 2.03%。白羽肉鸡：据 Wind 数据，上周鸡苗均价 2.25 元/羽，环比上涨 30.06%；毛鸡均价 7.83 元/公斤，环比上涨 4.40%。

风险提示：宏观经济下行，农产品价格大幅下跌；非洲猪瘟疫情恶化，上市企业出栏量不及预期；新冠疫情加重，消费需求复苏慢于预期。

【商业贸易】零售行业 2019 年报&2020 年一季报综述：疫情对线下消费冲击显著，超市龙头逆势增长——行业深度报告-20200508

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 李旭东（联系人）证书编号：S0790120010014

疫情对宏观经济和居民消费带来显著影响，可选消费承压

2019 年宏观经济增速放缓，CPI 全年持续上升，社零消费整体保持了稳健增长。进入 2020 年，新冠疫情成为最大变量：2020Q1GDP 同比-6.8%，CPI 则在 1 月达到高点 5.4%，其中食品 CPI 在 2 月大幅上升至 21.9%。居民消费方面，一季度社零同比下降 15.8%，虽然粮油食品等少数偏必选品类仍保持增长，但餐饮、服装、金银珠宝等可选消费品类均出现大幅下滑。疫情影响下，零售行业各细分板块经营情况也出现明显分化：主营必选消费的超市板块表现较好，偏可选消费的百货、黄金珠宝等板块则显著承压，可选消费中化妆品板块依托线上业务布局和板块本身相对较高景气，下滑幅度较小。

细分板块分化明显：超市延续高增长，可选消费业态受疫情冲击较大

超市：2019 年营收同比+13%，收入增速中枢逐年上行。疫情爆发后，受益于必选消费较强韧性、叠加居民消费渠道转移和 CPI 维持高位因素，共同推动 2020Q1 超市营收同比+19%、扣非归母净利润+11%，成为疫情中少数的受益板块。

百货：2019 年营收同比+0.2%，扣非归母净利润同比-4.9%，增速再次由正转负。一季度疫情对百货板块冲击明显，部分门店停业、客流下滑带来可选消费承压，2020Q1 百货营收下降 43.6%、扣非归母净利润大幅下降 120.0%。

黄金珠宝：2019 年营收同比+10%，增速保持稳健但出现一定分化，扣非归母净利润+11.1%。2020Q1 受疫情影响终端客流大幅下滑，板块整体营收同比-11%、扣非归母净利润-35.9%。

化妆品：2019 年营收同比+11%，延续高景气，但增速同比下降 5.3pct；归母净利润同比+3%。一季度疫情对化妆品线下渠道影响较大，尽管线上渠道实现了增长，但板块整体营收 2020Q1 仍同比-7.9%、归母净利润-32.0%。

投资建议：推荐超市板块，关注“线下消费复苏”主线

一季度疫情对行业整体带来明显冲击，不同细分板块也出现较大分化，主营必选消费的超市板块和可选消费中部分全渠道布局的龙头公司呈现较强经营韧性。目前疫情已基本得到控制，随着复工复产有序推进、居民恢复外出，叠加消费券等外部政策刺激，线下消费复苏有望成为下一阶段主旋律。

建议关注三条投资主线：1）短期（业绩增长）和长期（替代农贸市场）逻辑兼备的超市板块，重点推荐永辉超市、家家悦和红旗连锁。2）前期经营受疫情影响、但近期门店客流量已看到恢复的线下专业零售细分龙头，重点推荐母婴零售爱婴室，受益标的为黄金珠宝板块的周大生、老凤祥。3）赛道维持高景气度、龙头公司线上布局加速带来核心竞争力增强的化妆品板块，受益标的珀莱雅、丸美股份和上海家化。

风险提示：宏观经济风险，疫情扩散影响加剧，中小企业经营压力增大。

【通信：亿联网络(300628.SZ)】SIP 王者稳地位，VCS 强者期归来——公司首次覆盖报告-20200508

赵良毕（分析师）证书编号：S0790520030005 | 戴晶晶（联系人）证书编号：S0790120040005

SIP 和 VCS 双赛道发展，独特销售渠道优势明显，首次覆盖给予“买入”评级

亿联网络是以音视频通信为基础的统一通信解决方案提供商，面向全球企业用户提供统一通信解决方案，公司产品以 SIP 话机产品为先导，随着公司切入视频和云服务赛道，VCS 业务占比逐年上升，产品结构不断优化调整，毛利率持续保持高位。公司与经销商密切配合，采取强管控、细分工、精合作的管理模式，建立起覆盖全球 100 多个国家的分销体系，并形成销售渠道优势，随着 5G 通信技术的升级叠加“新冠”疫情推动企业上云的大势所趋，公司有望在 VCS 领域再造一个“王者”，经营业绩超预期。我们预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润为 15.46/19.68/25.09 亿元，同比增长为 25.1%/27.3%/27.5%，EPS 为 2.58/3.28/4.19 元，对应 PE 分别为 34.9/27.4/21.5 倍，相对可比公司，存在一定估值优势，首次覆盖，给予“买入”评级。

SIP 王者，发力高端客户，业绩高增长可持续

公司主营的 SIP 业务占公司营业收入比例超 70%，产品线丰富，目前市占率全球第一。公司积极适应业务发展需求，目标客户由数量众多的中小企业客户逐渐向大型、高端客户延伸，客户包括美国电信运营商 AT&T、Verizon，德国电信、法国电信、英国电信等大型运营商，并于近年来与微软等统一通信行业领导者达成战略合作伙伴关系，构筑核心技术高护城河锁定利润，公司 SIP 全球市场龙头地位稳扎稳打，经营业绩有望持续高增长。

公司拥抱 VCS 业务长期成长价值，有望再造一个“王者”

公司抢先布局深入研发 VCS，积极拥抱 5G 带来的网络升级和应用场景多元化，以“云+端”为基础，“云-端”协作共同提供极致的音视频体验，且针对中小企业依托云平台满足其定制化需求，业务不断取得突破。公司凭借完善的渠道分销体系拓展 VCS 业务，经营效果事半功倍，先重点发力中小企业后不断拓展至高净值客户，VCS 业务市场份额有望进一步扩大，未来业绩有望超预期。

风险提示：海外市场占比过高风险、原材料价格波动风险、汇率波动风险

【家用电器：新宝股份(002705.SZ)】爆款产品+内容营销效果显著，小家电新贵已露峥嵘——公司首次覆盖报告-20200508

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 孟昕（联系人）证书编号：S0790120040004 | 周嘉乐（联系人）证书编号：S0790120030019

小家电代工龙头逐步转型 OBM 企业，首次覆盖给予“买入”评级

新宝股份是国内出口小家电代工龙头企业，多年的代工经验使公司积累了丰富的客户资源及优异的制造能力。随着消费者、渠道出现变革，公司以“类目快切、内容种草、单品打爆”的方式，推动品牌业务快速发展，逐步实现向 OBM 企业转型。预计公司 2020-2022 年归母净利润为 9.14/11.00/13.54 亿元，对应 EPS 为 1.14/1.37/1.69 元，当前股价对应 PE 为 25/21/17 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

消费者、渠道变革给新兴品牌带来发展机会，摩飞实现快速增长

伴随消费者、渠道变革，新兴品牌发展出现机会。我们总结上述变革趋势，对厂商应对措施进行推演：1）行业端，新兴品牌出现机会，利基产品市场出现；2）产品端，厂商需重视利基产品，产品本身需要具备高颜值、解决痛点的特性，能与消费者形成情感共鸣；3）营销端，厂商需重视社区营销、品牌文化建设，实现包括直播在内的全渠道覆盖。基于上述变革，公司一方面积极研究新消费习惯、新品类流行趋势，另一方面将自身优秀的产品研发和制造能力与新流量运营打法相结合，实现摩飞品牌收入快速提升，2019、2020Q1 分别实现收入约 6.5 亿（+350%）、3 亿（+380%）。近年来，摩飞品牌明显加快品类扩张、产品更新迭代速度。品类扩张提速一方面体现公司强大的设计研发及供应链能力，另一方面也提升了出现“爆款单品”的概率，有望延长“爆款周期”并实现业绩持续增长。

品牌业务收入占比有望持续提升，公司具备长期成长空间

近年来，以摩飞为代表的高毛利率品牌业务收入占比由 2014 年的 7.86%提升至 2019 年 18.40%。我们认为，摩飞的成功源于：1）公司长期积累的产品综合能力；2）“爆款产品+内容营销”的打法；3）“产品经理+内容经理”内部机制。公司在运作摩飞成功的基础上，逐步将方法拓展到其他自主品牌，东菱品牌自 2019 年下半年重新定义品牌形象后，2020Q1 实现收入 0.7 亿（+20%）呈增长趋势。未来随着品牌业务收入占比持续提升，公司整体盈利能力有望实现提升。

风险提示：汇率、原材料价格波动风险，新品类扩展不及预期

【通信：天孚通信(300394.SZ)】5G 拉开光通信升级帷幕，数据中心助力锦上添花——公司首次覆盖报告-20200508

赵良毕（分析师）证书编号：S0790520030005 | 戴晶晶（联系人）证书编号：S0790120040005

光通信产业链高景气，上游光器件持续受益，首次覆盖给予“买入”评级

天孚通信是光通信领域先进光电子制造服务商，主要聚焦于高端无源器件和高速率光器件封装 OEM 两大业务。公司凭借其丰富的产品线及深厚技术积累带来的规模优势和高优良率，毛利率在业内保持较高水准。5G 对光通信传输网提出了更高的速率要求，带来光器件的低速向高速的锐变，随着 5G 应用的普及以及数据中心的快速建设，数据流量的爆发将进一步拉动整个光通信产业繁荣，作为光通信领域的上游产业光器件将持续受益，公司业绩有望保持快速增长。我们预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润为 2.26/3.02/3.92 亿元，同增 35.4%/33.9%/29.8%，EPS 为 1.13/1.52/1.97 元，对应 PE 分别为 45.2/33.7/26.0 倍，相比可比公司存在一定的估值优势，首次覆盖，给予“买入”评级。

以客户导向精准研发、多渠道控制成本，毛利率处于行业领先地位

公司持续加码研发投入，在研发阶段早期介入，了解客户的产品应用场景和关键管控点，有的放矢提升效率，有较多产品线可以实现自动化及定制化生产，客户需求精准满足，不断获得高价值客户青睐。公司上游供应商集中度较低，且公司实现集团内部垂直协同，降低公司对于原材料价格变动敏感性。公司降本增效、优化流程、提升效率，多举并进使得毛利率处于行业领先地位。

5G 及数据中心拉动光通信产业链高景气，公司业绩有望超预期

随着信息技术的快速迭代升级，光通信产业自身正在向着更大的传输带宽、更高的传输速率方向演进，同时相关光芯片器件也同步向更高的集成度和更低的功耗等方向发展，公司提早布局，400G 光模块配套的产品解决方案已实现小规模量产供货能力。随着 5G 及数据中心的快速发展，带来数据流量的进一步爆发，将打开光器件行业市场空间，公司凭借其丰富的产品线及深厚技术积累带来的规模优势和高优良率，经营业绩有望超预期。

风险提示：5G 建设不达预期；市场竞争导致毛利率持续下降；疫情导致新品产能不达预期

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（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