

交运中小盘行业周报

油气供应链或迎催化，中小个股保持高速增长

超配

核心观点

航运：油运正处由淡转旺的转换期，且近日伊核协议有所进展，如顺利达成，100万桶/天的原油供给增量有望带来油价的回落，全球原油的补库需求有望随之开启。我们看好旺季运价趋势性向上，叠加欧洲能源问题日益突出、补库存的预期有望持续支撑市场对行业进入景气周期的信心，TCE或易涨难跌，标的上建议关注中远海能；虽然当前集运运价下行趋势明显，但是我们认为强劲的需求或为行业形成托底，消费端来看，历史上美联储加息对耐用品消费的影响均较为有限；库存端来看，全球企业对库存管理的重心已从效率切换为安全。欧美的港口环节及美国内陆物流仍在拥堵当中，且劳动关系或仍存变数，如持续出现罢工等情况，集运供需格局或再次出现较为明显的转向。

航空机场：民航暑运结束，国内疫情再度散发，航班量再度下降。出行板块个股中报几乎全面亏损，阶段性业绩压力难以避免，但我们仍看好疫情全面消退后的投资机会，如有朝一日开放，民航运价向上弹性大，业绩有望创历史新高，推荐三大航、春秋、吉祥、华夏。当前枢纽机场因国际客减量业绩承压，一旦国门开放，机场业绩将大幅改善。机场估值体系已经逐步过渡至消费股，在免税消费驱动逻辑下很难再回到公用事业股估值体系，看好枢纽机场投资价值，推荐上海机场、白云机场。

快递：义乌8月21日起全域解除静默管理状态，电商物流已恢复运行。虽然近期国内成都、深圳等地区疫情又有反复，但疫情仍在控制中、且快递经营具有韧性，影响可控。三季度是快递传统淡季，快递单价环比下降属于季节性正常波动，价格战仍然可控。顺丰和韵达本周公布了22年中报，顺丰经营表现稳健、韵达至暗时刻已过，快递龙头企业具有长期投资价值，继续推荐圆通速递、顺丰控股和韵达股份。

物流&中小盘：精选物流行业优质个股，推荐密尔克卫。双星新材PET铜箔在成本与安全性上均优于传统铜箔，发展潜力大，继续推荐；推荐微光股份、国联股份、浙江自然、宏华数科、久祺股份、安利股份、华依科技，关注凯立新材、牧高笛。

投资建议：能源保供持续被市场关注，油运板块有望进一步发酵，关注中远海能，铁路板块关注大秦铁路；出行板块再度承压，静待政策进一步变化，推荐国航、春秋、吉祥、华夏，关注上机、白机；疫情对快递需求影响可控，继续推荐圆通、韵达和顺丰；物流板块推荐下半年有望再创佳绩的密尔克卫中小盘重点推荐拥有PET基膜成熟工艺，并拓展PET铜箔的双星新材、自动驾驶惯导部件定点顺利的华依科技、长期受益数码印花且近期新产线投产的宏华数科以及户外受益股浙江自然。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，疫情反复，油价汇率剧烈波动

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
603713.SH	密尔克卫	买入	130.30	21430	4.08	6.18	31.9	21.1
002585.SZ	双星新材	买入	19.63	22698	1.92	2.78	10.2	7.1
688789.SH	宏华数科	买入	188.52	14328	4.23	6.45	44.6	29.2
605080.SH	浙江自然	买入	61.88	6258	3.05	3.98	20.3	15.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业周报

交通运输

超配 · 维持评级

证券分析师：姜明
 021-60933128
 jiangming2@guosen.com.cn
 S0980521010004

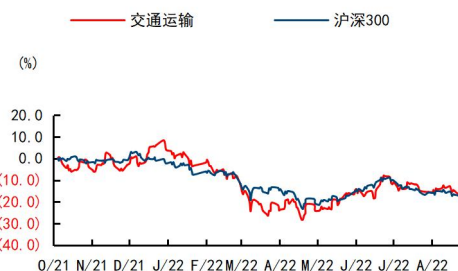
证券分析师：黄盈
 021-60893313
 chuangying4@guosen.com.cn
 S0980521010003

证券分析师：罗丹
 021-60933142
 luodan4@guosen.com.cn
 S0980520060003

证券分析师：曾凡喆
 010-88005378
 zengfanzhe@guosen.com.cn
 S0980521030003

证券分析师：高晟
 021-60375436
 gaosheng2@guosen.com.cn
 S0980522070001

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《交运&中小盘9月投资策略-油运由淡转旺，看好PET铜箔与IMU惯导》——2022-08-29

《交运中小盘行业周报-新增覆盖微光股份，快递量价保持韧性》——2022-08-22

《2022年7月交运行业数据观察-疫情防控常态化，需求稳定修复》——2022-08-22

《交运中小盘行业周报-散发疫情不改航空韧性，快递件量继续恢复》——2022-08-15

《交运中小盘行业周报-国际线熔断政策将优化调整，持续关注PET铜箔进展》——2022-08-08

内容目录

本周回顾	5
投资观点综述	6
交运板块	6
航运	6
航空机场	9
快递板块	10
物流板块	12
铁路	12
中小盘	13
行业数据概览	21
近期重点报告回顾	24
顺丰控股中报点评-提质增效稳经营，二季度利润环比正增长（2022-8-31）	24
华依科技-疫情影响短期可控，长期看好公司战略与 IMU 放量（2022-8-31）	25
韵达股份-疫情拖累二季度业绩，经营修复可期（2022-8-31）	26
投资建议	27
风险提示	28
免责声明	29

图表目录

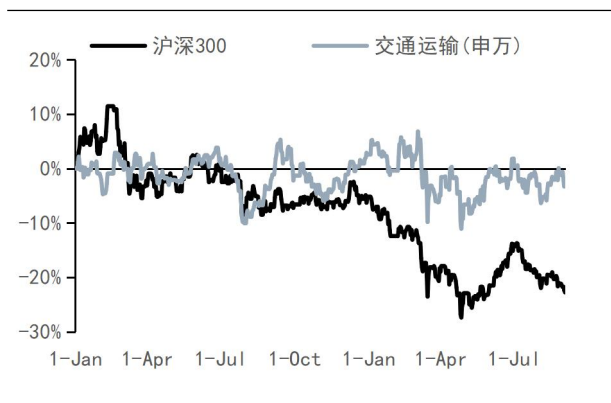
图1: 2021 年初至今交运及沪深 300 走势	5
图2: 2022 年初至今交运及沪深 300 走势	5
图3: 本周各子板块表现 (2022.8.29-2022.9.3)	5
图4: 本月各子板块表现 (2022.9.1-2022.9.3)	5
图5: BDTI	7
图6: BCTI	7
图7: CCFI 综合指数	8
图8: SCFI 综合指数	8
图9: SCFI (地中海航线)	8
图10: SCFI (欧洲航线)	8
图11: SCFI (美东航线)	9
图12: SCFI (美西航线)	9
图13: BDI 走势	21
图14: BPI 走势	21
图15: BCI 走势	22
图16: BSI 走势	22
图17: CDFI 煤炭运价指数	22
图18: 螺纹钢期货价格	22
图19: 新加坡燃料油价格	22
图20: 海运煤炭运价指数 OCFI: 综合	22
图21: 原油运输指数 (BDTI)	23
图22: 成品油运输指数 (BCTI)	23
图23: 国际油价——布伦特原油	23
图24: 国际油价——WTI 原油	23
图25: CCFI 综合指数	23
图26: SCFI 综合指数	23
图27: SCFI (地中海航线)	24
图28: SCFI (欧洲航线)	24

表1：本周个股涨幅榜	6
表2：本周个股跌幅榜	6

本周回顾

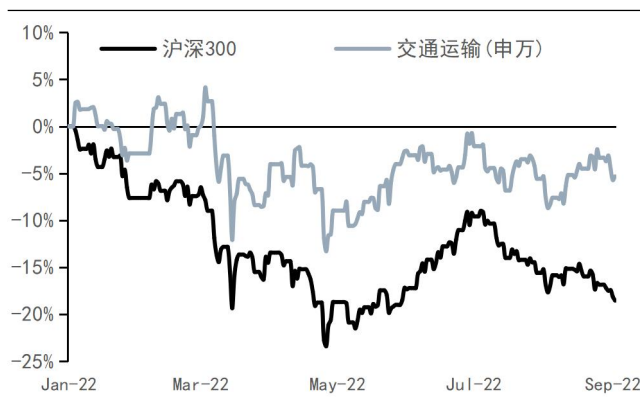
本周 A 股录得下跌，权重股相对强势，中小个股表现则相对较弱，上证综指报收 3186.48 点，环比 1.54%；深证成指报收 11702.39，环比下跌 2.96%；创业板指报收 2533.02 点，环比下跌 4.06%；沪深 300 指数报收 4023.61 点，环比下跌 2.04%。本周交运指数下跌 2.05%，相比沪深 300 指数基本持平。

图1：2021 年初至今交运及沪深 300 走势



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

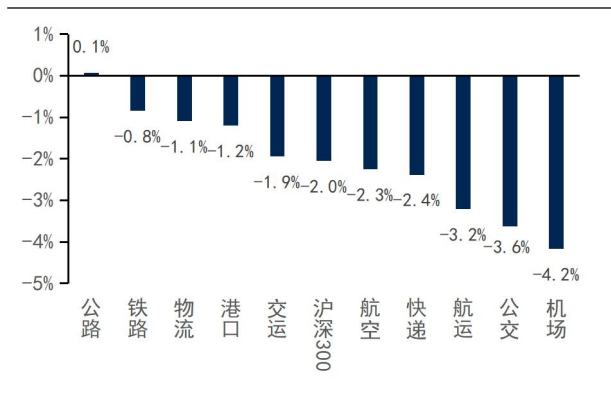
图2：2022 年初至今交运及沪深 300 走势



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

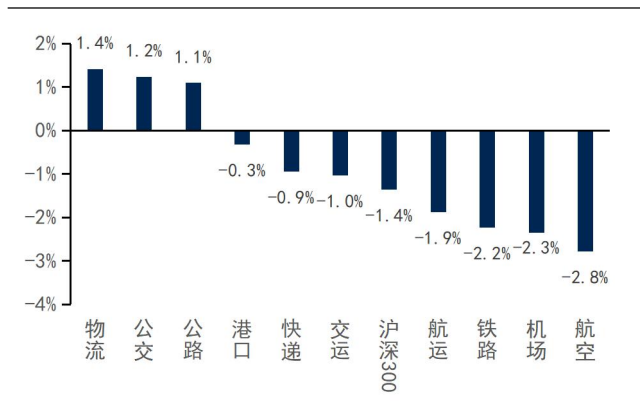
本周交运子板块涨幅最大的为公路板块，涨幅为 0.1%，其余板块均下跌。个股方面，涨幅前五名为盛航股份(+13.7%)、天顺股份(+13.6%)、建发股份(+11.3%)、海晨股份(+10.8%)、嘉友国际(+7.1%)；跌幅榜前五名为中远海特(-18.2%)、西部创业(-13.3%)、海汽集团(-12.5%)、长航凤凰(-11.8%)、音飞储存(-10.5%)。

图3：本周各子板块表现（2022.8.29-2022.9.3）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图4：本月各子板块表现（2022.9.1-2022.9.3）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

表1：本周个股涨幅榜

周涨幅前五	证券代码	证券简称	周收盘价	周涨幅	月涨幅	年涨幅
1	001205.SZ	盛航股份	32.00	13.7%	11.3%	85.6%
2	002800.SZ	天顺股份	19.21	12.6%	21.0%	30.0%
3	600153.SH	建发股份	12.65	11.3%	7.8%	46.6%
4	300873.SZ	海晨股份	34.33	10.8%	3.2%	12.9%
5	603871.SH	嘉友国际	19.82	7.1%	2.8%	36.2%
月涨幅前五	证券代码	证券简称	周收盘价	周涨幅	月涨幅	年涨幅
1	002800.SZ	天顺股份	19.21	12.6%	21.0%	30.0%
2	001205.SZ	盛航股份	32.00	13.7%	11.3%	85.6%
3	000557.SZ	西部创业	5.43	-13.3%	9.0%	29.0%
4	603569.SH	长久物流	9.92	-8.9%	8.8%	37.2%
5	001202.SZ	炬申股份	16.27	5.0%	8.3%	-9.0%
年涨幅前五	证券代码	证券简称	周收盘价	周涨幅	月涨幅	年涨幅
1	600026.SH	中远海能	15.20	-1.1%	7.8%	156.8%
2	001205.SZ	盛航股份	32.00	13.7%	11.3%	85.6%
3	601975.SH	招商南油	3.63	5.2%	4.0%	80.6%
4	601872.SH	招商轮船	7.25	-6.2%	-3.2%	80.2%
5	603069.SH	海汽集团	24.70	-12.5%	-4.9%	69.9%

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

表2：本周个股跌幅榜

周跌幅前五	证券代码	证券简称	周收盘价	周涨幅	月涨幅	年涨幅
1	600428.SH	中远海特	7.77	-18.2%	1.4%	55.8%
2	000557.SZ	西部创业	5.43	-13.3%	9.0%	29.0%
3	603069.SH	海汽集团	24.70	-12.5%	-4.9%	69.9%
4	000520.SZ	长航凤凰	3.52	-11.8%	0.6%	2.6%
5	603066.SH	音飞储存	9.76	-10.5%	1.2%	11.6%

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

投资观点综述

交运板块

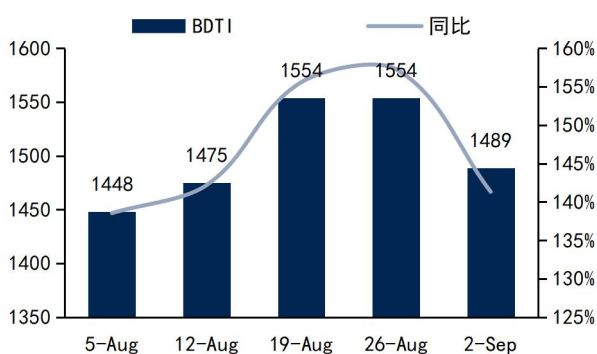
能源保供持续被市场关注，油运板块有望进一步发酵，关注中远海能，铁路板块关注大秦铁路；出行板块再度承压，静待政策进一步变化，推荐中国国航、春秋航空、吉祥航空、华夏航空，关注上海机场、白云机场；疫情对快递需求影响可控，继续推荐圆通速递、韵达股份和顺丰控股；物流板块推荐上海疫情缓和后下半年有望再创佳绩的密尔克卫。

航运

油运方面，本周原油运输运价涨势趋缓，成品油运价略有回落，截至8月24日，BDTI报1550点，较上周末下降4点，BCTI报1289点，较上周末下降25点。VLCC方面，中东-远东的TCE约为3.2万美元/天。22年以来，欧洲能源问题日益突出，俄油走向的变化导致了全球缺油少气背景下欧洲结构性的恶化更为明显，如问题

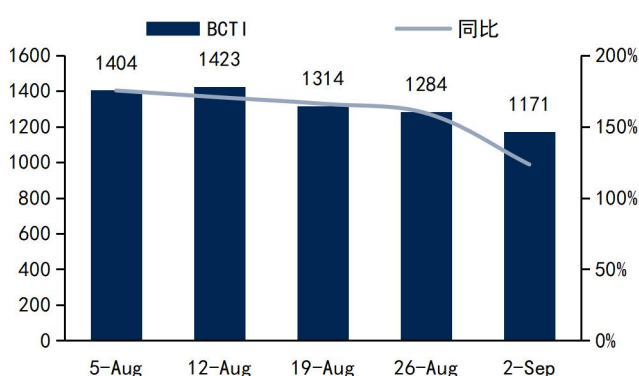
持续激化，（由于运价占获知比例低）运价的弹性有望充分释放。当前时点，全球原油的库存处于低位，且中东与美国的原油均具备一定的扩产空间，随着行业由淡转旺以及补库存的开启，需求正逐步走出低谷；供给端，行业 19 年末到 20 年初的高景气带来了 21-22 年的运力增长大潮，2023 年新船交付数量有望大幅下降，且随着 IMO 环保公约的执行，行业有效运力可能进一步下降，为行业中期景气度的延续打下良好基础。此外，如伊核协议顺利达成，有望为即期市场带来 100 万桶/天的需求增量。我们认为，如油价回落，全球原油的累库有望提前开启，油运作为边际定价的行业，运价弹性有望充分释放，而行业正处由淡转旺的时间点，运价大概率趋势性向上，当前时间点油运兼具安全垫与向上弹性，建议关注中远海能。

图5: BDTI



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: BCTI



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

集运方面, 本周 SCFI 综合指数报 2847.62 点, 环比跌 9.7%, 其中美西航线报 3959 点, 环比跌 22.9%, 欧线报 4252 点, 环比跌 4.3%。虽然当前运价下行趋势明显, 但是我们认为强劲的需求或为行业形成托底, 消费端来看, 历史上美联储加息对耐用消费品消费的影响均较为有限; 库存端来看, 全球企业对库存管理的重心已从效率切换为安全。当前时点, 欧美的港口环节及美国内陆物流仍在拥堵当中, 且劳动关系或仍存变数, 如出现罢工等情况, 集运的供需格局或再次出现较为明显的转向。

虽然运价目前处于下行趋势之中, 但是 22 年整体的需求或将维持高位:

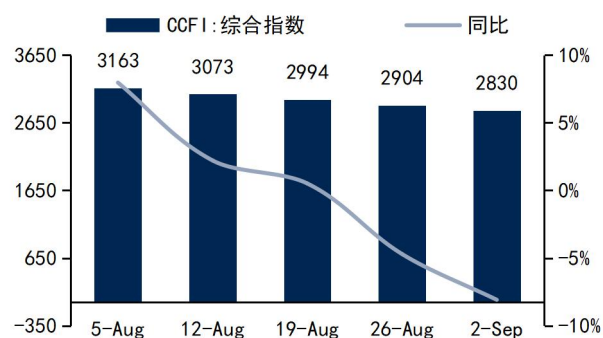
从消费需求的角度来看: 当前美联储已经开始加息, 并可能在年内保持鹰派, 对全球的消费需求存在一定的抑制作用。但是我们认为这一改变对运输需求的影响在短期内不会显现, 原因在于消费往往是一种习惯, 即便宏观环境发生改变, 消费者的感知往往滞后其改变, 从而形成消费的韧性, 历史上来看, 历次美联储大幅加息对耐用消费品消费的影响较为有限, 并且 CPI 上涨的同时, 美国老公薪酬亦在上涨, 且与 CPI 的涨幅较为接近, 对可支配收入的影响较为有限。

从库存需求的角度来看: 本轮疫情已经充分暴露了海外港口疏运体系效能低下的弊端, 而集运的供应链比较复杂, 除了航线、码头之外, 还涉及到内陆汽车、火车、驳船的集疏运以及仓库、堆场的操作, 同时集装箱还必须要匹配于各地的进

出货物，一旦其中一环出现不顺，供应链全链路将面临较大压力。本轮疫情的冲击效应之下，由于对供应链再度陷入不稳定的恐惧，全球制造业、零售业企业或将同步提升自身的库存水平，供应链管理的中心亦将从以往的经济性，转而更为偏重安全性，安全库存的增加有望促使行业进入一个新的平衡。

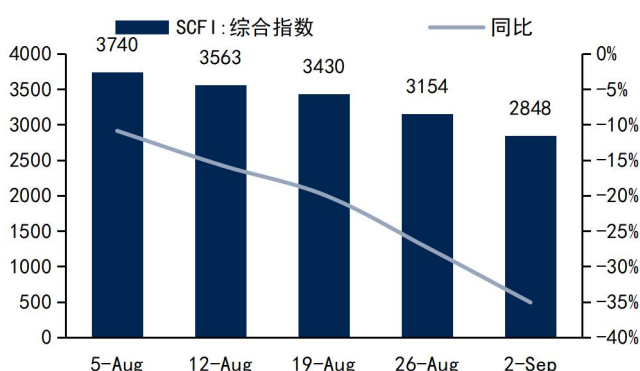
当前时点，美国港口的劳工谈判仍在推进，内陆物流在公路端和铁路端亦仍存在一定问题，如出现较为极端的情况，则可能导致全球集运的拥堵加剧，集运的景气度回升或仍可期。

图7: CCFI 综合指数



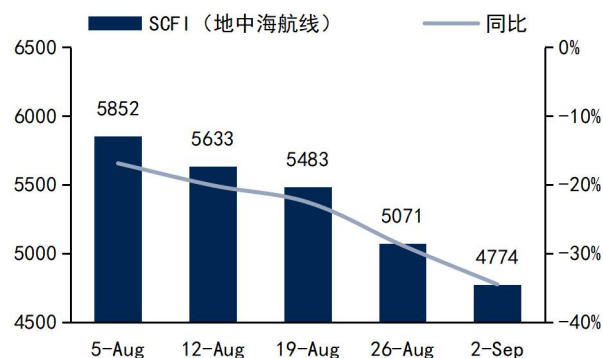
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: SCFI 综合指数



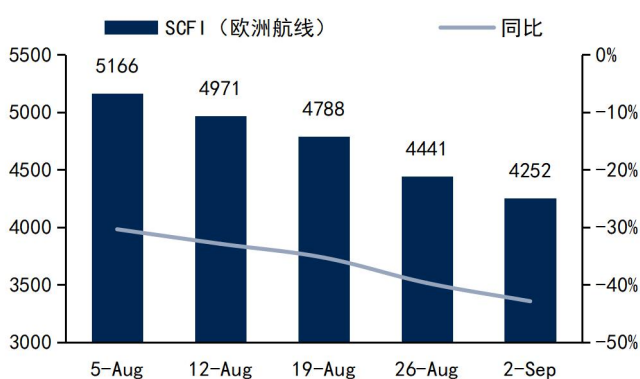
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: SCFI (地中海航线)



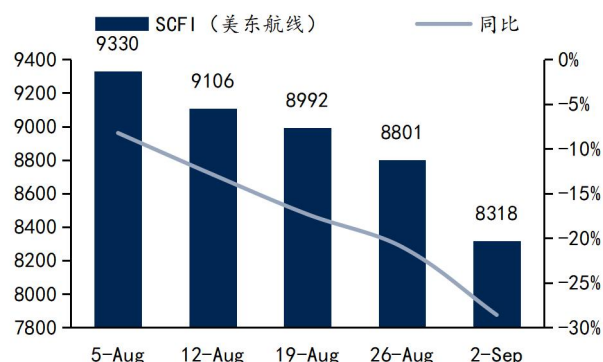
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: SCFI (欧洲航线)



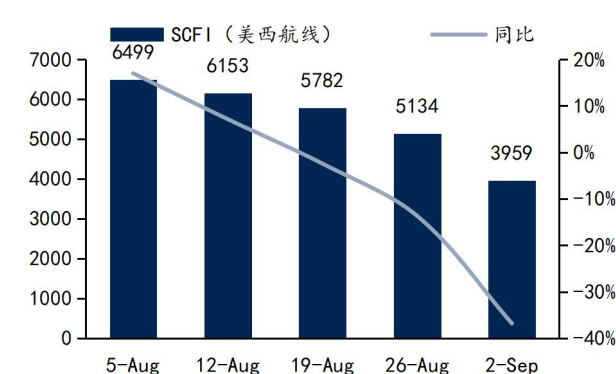
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 11: SCFI (美东航线)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 12: SCFI (美西航线)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

航空机场

航空

暑运结束,随着各地疫情再度反复,航班量自暑运的每天一万班上下降至七千班左右。各航司中报披露完毕,整体显著亏损,预计三季度亏损延续。

政策层面目前坚持“动态清零”不动摇,但在具体执行上,6 月底《新型冠状病毒肺炎防控方案(第九版)》出台,大幅缩短归国人员、密接、次密接人员隔离天数,8 月初民航局放松国际航线熔断判定标准,均显著缩短了疫情扰动对居民出行限制的影响周期,叠加国产新冠药物纳入医保丰富防疫武器,民航需求稳定性有望显著提升。

长期来看,绝望中孕育希望,疫情的影响终将过去,未来我们终将见到民航业再度绽放。当前民航的核心痛点在于需求被疫情持续压制,我们无法判断防疫政策何时会发生变动,但如有朝一日选择放开,民航需求有望迅猛恢复。供给端,2011-2019 年民航运输飞机数量年化增速 10.1%,而在经营压力较大的 2020-2021 年,各航司显著降低运力引进,民航运输飞机增速仅分别为 2.2%、3.8%。2022 年,从各航司机队引进规划看,如不考虑 B737MAX 复飞,年内飞机引进数量仅为 3.6%,如疫情持续,实际引进速度可能进一步压低。

连续的运力低增长为供需反转创造先决条件,且当前票价改革持续推进,核心公商务干线经济舱全价票天花板被不断推高,同样为未来供需反转后的运价积攒弹性。我们认为如有朝一日需求恢复,民航运价向上弹性大,业绩有望创历史新高。

我们继续看好疫情影响消退后民航供需反转的大方向,在连续低运力引进,票价改革,历史高客座率的共振刺激下,民航业绩有望创历史新高,继续推荐板块性的行业投资机会,推荐中国国航、南方航空、中国东航、春秋航空、吉祥航空、华夏航空。

机场

各机场披露中报，因国际线减量仍在持续，机场板块业绩整体仍有压力。国家表态有序放开国际航线航班，但我们很难想象在国内仍采用严格措施的前提下国际线能够有效放开，因此枢纽机场业绩全面回归尚需等待国内政策发生变化。

长周期看，我们终将迎来国门的全面开放。疫情前上海机场卫星厅，白云机场 T2 航站楼均处于建成初期的产能爬坡期，疫情期间深圳机场 T3 卫星厅也已经投入使用，上述机场的航站楼资源的产能瓶颈已经突破，预计疫情消退后机场航空性业务量及收入有望恢复乃至超越疫情前同期水平。

枢纽机场业绩核心驱动力仍来自于非航收入，尤其是免税租金，枢纽机场汇聚高净值旅客的流量垄断地位及优质的消费场景并未因疫情而有本质的改变，且海南离岛免税有望壮大一批免税运营商，未来在下次机场免税渠道经营权的争夺中机场或具备更强的议价权。我们认为未来免税招标时量的逻辑或强于扣点，但不改变机场方仍可获取高额租金的结论。伴随着疫情后客流恢复，枢纽机场业绩同样有望恢复乃至逐步超越疫情前水平。

当前枢纽机场因国际客减量业绩承压，而一旦国门开放，机场业绩将大幅改善。机场的估值体系已经逐步过渡至消费股，在免税消费的驱动逻辑下很难再回到 2017 年以前的公用事业股估值体系，继续看好枢纽机场长期投资价值，推荐上海机场、白云机场。

快递板块

根据国家邮政局最新统计数据，7 月快递行业业务量增长继续恢复，增速为+8.0%，环比增加了 2.6 个百分点，由于 7 月国内少数地方疫情仍然面临反复，导致行业需求增长恢复速度稍慢。在监管管控的大背景下，快递行业价格战整体仍然可控，7 月是快递传统淡季，经营成本比旺季低会带动价格下行，所以 7 月行业单票价格环比 6 月旺季减少了 0.27 元至 6.14 元，价格环比降幅比往年大是因为 6 月疫情导致经营成本和终端价格基数偏高；7 月单票价格同比下降 6.1%，同比降幅仍然维持在相对低位。义乌地区疫情已得到控制，义乌已于 8 月 21 日起全域解除静默管理状态，电商物流恢复正常运行。虽然近期国内成都、深圳等地区疫情又有反复，但疫情仍在控制中、且快递经营具有韧性，影响可控。

本周，顺丰和韵达公布了 2022 年中报。对于顺丰来说，公司 2022 年二季度实现营业收入 670.8 亿元(同比增长 46.7%)，归母净利润 14.9 亿元(同比下降 14.8%)，扣非归母净利润 12.4 亿元(同比增长 88.2%)。在二季度国内部分城市疫情防控造成经营承压的背景下，公司二季度业绩表现已属非常稳健。虽然二季度国内部分核心城市因疫情实施封控，得益于顺丰物流网络在全国范围内的广覆盖、直营模式的稳定性强以及多元化业务互补，公司二季度速运物流业务量同比增长了 0.6%。同时公司二季度毛利率维持稳定(21Q2、22Q1、22Q2 毛利率分别为 12.8%、

12.3%、12.8%)。公司扣非归母净利环比实现 36% 的正增长,主要得益于:1) 坚持差异化竞争,产品结构逐步调优,低毛利产品件量同比减少(特惠件产品已于今年 7 月正式下线);2) 持续推进精益化资源规划和成本管控,在多网融通方面进一步加强网点、中转场、干支线运输资源整合及跨业务板块的资源协同,提升资源使用效率和投入产出比;3) 新业务盈利能力改善(22H1 大件业务同比扭亏为盈、同城业务同比明显减亏);4) 自 2021 年第四季度起合并嘉里物流的业绩(22H1 嘉里物流贡献了归母净利约 8.9 亿元);5) 2022 年 5 月 1 日至 12 月 31 日,纳税人为居民提供必需生活物资快递收派服务取得的收入可享受免征增值税的优惠。二季度公司资本开支为 29.6 亿元,同比下降 43%,我们预计 2022 年公司整体资本开支也将明显下降、资产利用率将实现提升。从中长期角度来看,我们认为公司的国际业务以及鄂州机场具有较大的发展潜力,1) 现阶段,顺丰与嘉里物流正在推进整合与合作,公司未来依托嘉里物流将加速拓展以东南亚为代表的国际物流市场;2) 鄂州机场航空中转中心有望于明年年中投入使用,将打开顺丰的成长空间以及强化顺丰的竞争壁垒。对于韵达来说,公司 2022 年二季度公司实现单季营业收入 112.8 亿元(同比+14.1%),归母净利润 1.99 亿元(同比-8.6%),扣非归母净利润 1.33 亿元(同比-37.0%),二季度国内疫情频发造成公司短期利润受损。二季度全国疫情频发,且由于韵达山西太原的物流园在 4 月爆发疫情以及北京长阳网点在 5 月又爆发疫情,其受到的疫情影响比同行更大,因而导致其二季度业务量同比下滑 1.8%,与行业业务量增速表现相近(二季度行业业务量同比下滑 1.7%)。近期,义乌已于 8 月 21 日起全域解除静默管理状态,电商物流加速恢复正常运营,预计三季度业务量增速将明显改善。公司二季度单票快递价格约为 2.53 元,同比提升了 25.2%、环比持平,一是因为二季度行业竞争仍然维持缓和态势,二是因为油价上涨以及疫情防控导致快递经营成本短期上行,传导至快递末端。7 月淡季,公司单票价格环比出现回落,我们认为属于正常的季节性波动,行业价格竞争仍然理性。受疫情拖累,公司今年二季度毛利率为 6.8%,同比、环比均有所下降(21 年 Q2 和 22 年 Q1 分别为 8.9%和 10.6%);二季度单票快递净利约为 0.03 元,同比和环比均有所下降(21 年 Q2 和 22 年 Q1 分别约为 0.05 元和 0.09 元)。我们预计三季度受益于业务量和经营修复,公司单票快递盈利环比有望大幅修复。此外,得益于网络优化,公司二季度信用减值损失环比改善明显,22Q1 和 22Q2 分别为-66.2 百万元和 7.7 百万元。公司二季度和上半年资本开支总额分别为 2.1 亿元和 15.8 亿元,同比大幅下降(21Q2 和 21H1 分别为 16.7 亿元和 29.5 亿元),预计今年公司的资本开支将会大幅下降,今年下半年公司的资产利用率有望明显改善。在监管管控的大背景下,快递行业价格战仍然维持理性,由于去年义乌地区价格上调幅度较大,导致今年义乌与以潮汕为代表的其他重点区域价格形成明显价差,近期行业调节不同区域之间的价差导致义乌价格有所回调,属于价格结构性调整;进入快递淡季三季度,我们认为行业价格环比出现微幅下调是属于季节性价格波动,不用过于担忧价格战重启。

投资建议上,(1) 疫情对快递需求的影响可控,由于 2021 年基数高以及电商线上渗透速度逐步放缓,我们预计 2022 年快递行业需求增长将明显放缓。(2) 在共同富裕的大背景下,快递龙头企业开始兼顾价格和服务质量,且极兔收购百世中国地区快递业务后竞争格局实现了实质性的优化,我们认为 2022 年下半年行业价格战将维持缓和态势。(3) 在今年全国疫情影响范围和持续时间可控的假设下,通达系公司单票利润有望实现明显回升,利润有望实现高速增长;对于顺丰来说,公司整体产能充足、将可以满足未来较长一段时间内的业务发展需要,我们预计 2022 年公司资本开支将开始出现下降、资产利用率将实现提升,公司将继续享受四网融通和精细化经营带来的成本优化效益,2022 年业绩有望实现大幅修复。继续推荐圆通速递、韵达股份和顺丰控股。

物流板块

密尔克卫半年报点评：业绩处于预告上沿，下半年成长继续加速

密尔克卫披露半年报。2022 年上半年实现收入 62.69 亿元（+81.08%）；实现归母净利润 3.04 亿元（+65.60%）；实现扣非净利润 2.97 亿元（+60.19%）；归母净利润位于此前预告上限（60.40%~65.85%），扣非净利润位于预告上沿（56.94%~62.33%）。

利润率环比向上，应收应付控制得当

公司 1H22 总毛利额 6.35 亿，同比增长 72.6%，综合毛利率水平为 10.13%，环比 2H21 的 9.88% 毛利率略有提升。单季度看，3Q21-2Q22 综合毛利率分别为 9.3%、10.7%、9.7%、10.6%，二季度毛利率环比提升较为明显，我们认为综合了一季度春节、二季度疫情扰动导致业务结构有所变化的结果。22 年二季度公司归母净利润率 5.31%，同比与环比均为上升势头。收入体量大增之下，公司对应收、预付、应付款项的控制非常得当，应收账款及票据方面 30.7 亿，相比 21 年年末多出 4.09 亿；预付账款 2.27 亿，相比 21 年年报下降 1.64 亿；应付账款 15.97 亿，相比 21 年年报多出 3.48 亿。

应对疫情充分得当，但若无外部冲击表现或将更佳

我们认为密尔克卫二季度的优秀表现来自于公司的经验与应对。但若无疫情冲击，公司二季度的业绩表现将会更佳亮眼。我们认为疫情之后，随着复工复产的推进，下半年公司的业绩表现或将更为突出，随着公司上半年投用的仓库产能利用率爬坡，下半年新增仓库有望贡献增量业绩；此外，公司近期已收购江西省祥旺物流，以往的外延并购战略有可能在下半年延续，继续增厚业绩。公司近几个季度固定资产较为稳定，但 21 年年报、1Q2022、1H2022 在建工程分别为 2.79、3.34、4.19 亿，下半年产能扩张在望。

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级

公司是化工服务行业的龙头企业，成长能力极强，当前估值水平处于自身历史低位，也低于全 A 中成长性类似的公司。公司当前化工物流服务+快周转分销服务的商业体系已经初具，考虑到公司本次对疫情的应对非常及时，二季度在大环境影响下仍然表现优异，我们对公司下半年以及明年的展望更加乐观，我们维持公司 2022-2024 年 6.7、10.2、14.0 亿的盈利预测，公司当前市值对应 2022 年业绩预测为 36.5x，对应 23 年 PE 水平仅为 24.0x，持续推荐。

铁路

大秦铁路公布中报，上半年实现营业收入 389.3 亿，同比增长 0.83%，实现归母净利润 73.16 亿，同比下降 2.0%，其中二季度归母净利润 36.15 亿，同比增长 146.6%。

当前能源安全备受关注，大秦铁路作为我国煤炭运输核心动脉之一，战略地位高，煤炭运量稳健，业绩平稳，股息率高，建议关注。

中小盘

微光股份：冷链电机龙头，节能电机打开成长空间

公司已成为冷链电机细分领域的龙头企业。微光股份主营电机和风机的研发、生产、销售，业务主要分为四大部分——冷柜电机、外转子风机、ECM 电机以及伺服电机，其中冷柜电机和外转子风机是传统业务，2021 年收入占比分别为 33.6% 和 43.8%；ECM 电机和伺服电机为新业务，2021 年收入占比分别为 14.0% 和 4.5%。公司目前已经成为冷柜电机细分领域的龙头企业，全球市场市占率估计已经超过 20%；冷库外转子风机全国销量第一。

冷链领域的电机和风机下游需求较景气，电机节能化大势所趋。（1）冷柜电机以及冷库风机的需求与下游冷链市场发展息息相关，我国冷链物流发展起步较晚，与发达国家相比还有较大的发展空间，将带动冷柜电机和冷库风机的需求持续增长。我们估计全球商用展示柜的市场规模近 400 亿元，冷柜微电机是一个数十亿规模的细分市场。（2）2021 年 10 月工信部、市场监管总局联合印发《电机能效提升计划》，提出到 2023 年在役高效节能电机占比达到 20% 以上的目标。我们估计 2020 年我国的节能电机占比约 10%，远低于目前欧美发达国家的 40% 以上的水平，高效节能智能将是未来微电机、风机的发展方向。

公司传统业务增长稳健，竞争壁垒较高。公司的传统微电机和风机业务一直维持稳定增长态势，微电机业务收入自 2015 年的 194 百万元增长至 2021 年的 374 百万元，年复合增速 11.6%；风机业务收入自 2015 年的 168 百万元增长至 2021 年的 486 百万元，年复合增速 19.4%。在传统业务领域，公司已经具有制造集成一体化、技术创新、产品品牌以及客户资源等竞争壁垒。

加速拓展节能电机领域，成为增长新驱动力。ECM 电机与伺服电机均属于节能电机，公司于 2011 年开始量产 ECM 电机，该业务收入 2015 年至 2021 年的复合增速达到 34%，其收入占比 2021 年提升至 13.9%。公司于 2018 年开始量产伺服电机，该业务的收入 2018 年至 2021 年的复合增速达到 148%，其收入占比 2021 年提升至 4.5%，且该业务毛利率还有提升空间。

盈利预测与估值：公司未来 3 年处于快速成长期，预计 2022-24 年归母净利润 3.4/4.4/5.5 亿元（+32%/+30%/+25%），EPS 分别为 1.46/1.90/2.38 元。基于微光股份 2022 年归母净利润预测值，我们得到公司的合理市值为 85-92 亿元，我们认为公司具有长期投资价值，给予“买入”评级。

国联股份：成长扎实，剑指工业数字化蓝海

公司官方披露 2022 年半年报。上半年实现营收 278.95 亿元（+98.8%），归母净利润 4.27 亿元（+97.7%），扣非归母净利润 3.85 亿元（+92.3%）。其中二季度单季营收 157.57 亿元（+98.0%），归母净利润 2.63 亿元（+90.3%）。公司业绩保持多年快速增长。公司上半年经营活动产生的现金流量净额 7.39 亿元。

各版块保持快速增速。公司整体收入结构与过去相似，依旧是网上商品交易支撑大部分营收比重，公司上半年收入 278.95 亿，其中 278.28 亿为网上商品交易服务。分拆公司各重点子公司营收利润及其同比增速，涂多多子公司在高基数基础上，上半年依然实现营收与利润分别 79%/91% 的增长，玻多多营收/利润增速则分别为 82%/65%。卫多多与粮油多多基数较小，成长性也更为显著，卫多多收入/净利润增速分别为 168%/161%，粮油多多收入/净利润增速分别为 143%/156%。

利润率整体稳定，涂多多子公司利润率同比上升。公司 22H1 毛利率 3.02%，得益于公司收入体量的快速成长，公司的各项费用率控制得当，尽管销售、研发与管理费用均有所提升，但费率均显著降低。上半年公司净利润率 1.50%，21H1-22H1 公司净利率分别为 1.54%、1.56%、1.50%，净利率趋势整体平稳。我们分拆了公司各主要子公司的净利率，发现体量最大的涂多多净利率在上半年有所提升，为公司净利率的突出表现做出贡献，也体现出了培育多年的赛道成熟后的规模效应。

商业模式跑通，国联云工厂进一步深化客户粘度。我们认为，多多平台商业模式的核心，是上下游的“粘度”。拼单模式给予小 B 客户低价，解决小 B 客户缺货或拿货价格贵的痛点，集单之后面对上游供应商时，多多平台则具备采购上量的优势，随着小 B 客户粘度加深和渠道倾斜，多多平台成交量放大，可以实现更低的拿货价格和更强的服务能力，形成正循环。国联云的推出则进一步在生产上与客户、供应链加深绑定。公司在财务上体现的高速周转、轻资产运营、规避囤货等，本质基于平台在上下游中的粘度，正是有如此强的粘度，才可以形成财务上的优质表现。公司推出的国联云工厂业务服务工厂生产环节，近年来拓展顺利，标志着公司 2B 服务能力的再上台阶，有利于多多平台的供应商和用户粘度的加深，为公司打开新的成长极。

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级

公司作为化工 B2B 电商的头部企业，其核心供应链管理、产业链延伸、集合小 B 客户采购需求的模式成功解决了化工供应链上下游在价格波动中遇到的痛点问题；国联云数字技术服务是在产业互联发展大方向上的延伸。我们认为公司的商业模式已经进入正向循环，维持 2022-24 年归母净利润 10.19/17.35/28.39 亿元不变，对应 PE 43.1X/25.3X/15.5X，维持“买入”评级。

华依科技：疫情影响可控，长期看好公司战略与 IMU 放量

华依科技公布 2022 年中报情况。公司上半年实现收入 7080 万元（-16.5%）；归母净利润-1792 万元，上年同期为 261.33 万元。分季度看，公司 2Q22 营收 2070 万元（-63.2%），归母净利润-1427 万元，上年同期为 612 万元。由于公司目前贡献收入的测试设备生产厂房与测试服务实验室均位于上海，二季度疫情对公司的正常生产、产品交付及验收等造成负面影响，使收入与净利润下降。

我们分析认为疫情对公司测试实验室建设及全年业绩的影响相对有

公司的经营模式与收入确认时间有季节性特征，体现为上半年收入与利润占比较小（占全年不到 30%）。上海疫情发生在一季度末到二季度，该时间段内公司收入仅占全年的约 20%，利润占比更小。叠加本次上海的抗疫经验，下半年大面积封控的概率很低。因此我们认为本次疫情对公司年内的经营表现与短期规划影响相对较小。

政策与法规逐步落地，推动自动驾驶走向更广阔场景

智能驾驶已经在矿山、港区等封闭且路况简单的场景初步推广。2020 年，全国首例“5G+智慧矿山”项目在甘肃省成功应用，实现了远程操作牙轮钻机进行电铲遥控智能化作业，以及矿用卡车远程操作、自动驾驶、倒车入位、自动卸车。在上海洋山深水港，5G+自动驾驶重卡项目首次实现商业化应用，开创全球先河，至今已运输超 10 万个集装箱，里程超 280 万公里。

此外，多地出台政策并完善法律法规，也使自动驾驶有望在更多场景落地。近期，上海市政府常务会议原则同意《上海市加快智能网联汽车创新发展实施方案》，努力打造智能网联汽车发展的制高点。8 月 1 日起，深圳正式施行《深圳经济特区智能网联汽车管理条例》，使自动驾驶汽车“有法可依”。8 月 8 日，重庆、武汉两地政府部门率先发布自动驾驶全无人商业化试点政策，并向百度发放全国首批无人化示范运营资格，允许车内无安全员自动驾驶车辆在社会道路上开展商业化服务。目前，百度旗下萝卜快跑已在北京、上海、广州、深圳等城市开展自动驾驶出行服务，订单量超 100 万，成为全球最大的自动驾驶出行服务商。

组合惯导系统作为自动驾驶应对车辆复杂行驶环境的刚需，已成为众多车企量产自动驾驶的主流方案。从下游车厂的设计规划看，小鹏 P5/P7 已标配惯性导航，蔚来 ET7、智己 L7、华为 AITO、哪吒汽车等车型也将配置惯性导航。此外，Waymo、百度 Apollo 以及 Momenta 等面向 L4 路线的自动驾驶科技企业亦采用惯性导航作为自动驾驶标配硬件。受益于自动驾驶技术的快速发展，惯性测量单元（IMU）的市场规模有望高速增长。

自动驾驶研发投入占比较高，公司惯导产品向下一阶段迈进

结合年报、中报内披露的在研项目具体情况，公司自动驾驶相关研发费用呈增长趋势。具体来看，公司 2020 年 12 月与上汽合作的“车载惯性组合导航产品开发项目”已经结题，产品进入量产阶段。在 1H22 期内，公司新增“RAC 车道级导航系统研发”、“域控 IMU3000 产品开发”、“组合导航紧耦合算法开发”三个项

目。可见公司的愿景是让组合惯导产品可再次开发、优化、迭代，进一步降成本，以满足更多主机厂与实车应用场景需求。

投资建议：调整盈利预测，维持“买入”评级

我们认为上半年的上海疫情对公司业绩存在的负面影响可控，二季度公司净利润-1427万元，较我们此前预测低约2600万元。长远来看，公司的向测试服务平台化方向转型的进度未受到明显影响。上半年公司测试服务收入占比已接近40%，并计划通过定向增发再融资，目前已提交上交所受理。根据定增募集书中，用于建设各类测试研发中心的投资规模，以及往期公司披露的期末机械设备（固定资产细项）原值与测试台架数目的对应关系，估算公司仍有200余个测试服务用台架在规。此外，公司在IMU定点上行动较早，与整车厂的磨合期更长，具有先发优势。随着更多主机厂对自动驾驶大方向的认可与软硬件的装配，我们十分看好公司IMU与组合惯导产品的放量空间。因此，我们将首次覆盖报告中公司22-23年1.06/1.53亿的盈利预测调整为0.8/1.61亿（22年下调25%，23年上调5.6%），新增24年预测2.3亿。本次盈利预测对应当前市值PE分别为60、30、21X，维持“买入”评级。

双星新材：新材料产能陆续释放，季度盈利持续新高

2021年利润高增长，整体表现略超预期。21年公司收入59.3亿元（YOY+17.22%），毛利率32.8%（YOY增加10.43个百分点），净利润率达23.4%（YOY增加9.12个百分点），归母净利润为13.85亿元（YOY+92.3%）。业绩方面，公司此前发布预告，市场已有预期，但结合年报中披露的四大新材料板块营收、毛利表现，以及去年30万吨产能仅部分转固来看，我们认为公司整体表现仍略超我们预期。

传统包装膜持续收缩，新材料产能释放，助推利润持续提升。2020年底公司产能56万吨，其中新材料光学级产能约为20万吨，2021年公司新增6条线合计30万吨光学级产能，拉动整体产量至52.4万吨，同比增长16.4%，销量51万吨，同比增长3%（2020年去库存导致销量高于产量），收入增长17.2%，毛利增长71%，净利增长92.3%；其中光学、新能源、热缩、信息四大新材料板块实现收入40.86亿，贡献69%收入，环比提升15个百分点；实现毛利14.6亿元，占整体毛利比重74.7%，环比提升14.5个百分点；整体新材料板块毛利同比增长112%，远高于公司整体71%的水平。

新材料产品提升、规模效应抵御原材料成本上涨，4Q21、2H21毛利净利率环比表现稳健。公司21年1Q-4Q毛利率分别为32.7%、34.7%、32.6%、31.8%，1H21和1H22公司毛利率分别为33.7%、32.2%；1Q-4Q净利润率分别为21.6%、24.1%、23.1%、24.3%，1H21和1H22的净利润率分别为22.9%、23.7%。不同于市场预期，虽然2022年原材料大幅波动，而公司毛利率、净利率保持稳健，其主要原因在于：1）新材料占比提升，价格转嫁能力较强；2）原材料带量采购，平抑毛利率波动；3）新产能较同行有显著的规模 and 成本优势。

基膜和涂布产能持续释放、新材料占比提升，公司市占率及毛利净利指标有望持续领先行业。公司披露 1H2022 公司会继续投放 4 条合计 20 万吨产能，同时下半年 7 亿平方米新增涂布产能会逐步释放（原先 3 亿平米，合计 10 亿平米），据此我们认为：1）新增产能会不断爬坡，产销量继续增加；2）涂布产能进一步带来利润弹性。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级

预计 2022-2024 年归母净利润 22.2/32.2/42 亿元（22-23 年预测值上调幅度分别为 12%/17%），同比增速 60.4/44.7/30.5%。双星 2021 年交付的 30 万吨产能中仍有部分产线处于爬产期，1H22 的 20 万吨光学产能和 2H22 新增 7 亿平方米涂布车间将会陆续投用，2022 年新材料利润贡献比重达 88%，预计公司逐季改善、年度高增将会是大概率事件，目前股价对应 22 年 PE 仅为 10.3 倍，远低于同行，建议“买入”。

牧高笛：产品与渠道联动策略延续，大牧驱动增收增利

牧高笛披露半年报与主要经营数据。公司上半年实现收入 8.67 亿（+61.3%）；归母净利润 1.13 亿元（+111.8%），较 7 月的业绩预增公告基本持平；扣非归母净利润 1.10 亿元（+138%）。分季度看，公司 2Q22 营收 5.39 亿元（+64.7%），归母净利润 7639 万元（+137.1%），扣非归母净利润 7882.6 万元（+176.05%）。

大牧销售额历史新高，IP 联名与上新等策略功不可没

22 年上半年公司在外销（ODM/OEM）与品牌业务收入上都取得增长，而品牌业务中主打露营装备的大牧部门销售表现尤为亮眼。具体来看：

1）外销（ODM/OEM）与其他业务：1H22 实现收入 5.21 亿元，同比增长 25.7%；毛利率 21.5%，较去年同期提高 0.53pct。分季度看 2Q22 实现收入 2.87 亿元，同比增长 13.8%。

2）品牌业务：1H22 实现收入 3.46 亿元，同比大增 182.3%；毛利率 36%，较去年同期提高 1.5pct。分季度看 2Q22 实现收入 2.53 亿元，同比大增 234.4%，毛利率环比一季度提高 0.45pct。

公司的品牌业务目前仍由“小牧”与“大牧”组成。主打户外鞋服的小牧 22 年上半年实现收入 3103 万元，同比减少 21.7%；其中直营店创收 1183 万元同比减少 3%，加盟店贡献 1921 万元同比减少 30%。小牧 Q2 单季度实现收入 1253 万元，较去年同期减少 34%，直营店与加盟店收入分别减少 15%、43.5%。宁波 4 月疫情使公司线下订货会的开展受到影响；同时小牧以春秋、冬季款式服装为主，5-6 月气温开始升高为订货淡季，两原因叠加造成了小牧二季度营收下降较多。

主打露营装备的大牧 2022 年上半年实现收入 3.15 亿元，同比增长 280%，其中大牧线上自营渠道收入 1.47 亿元左右，同比大增 250%；大牧线下（专业装备分销与大客户）收入 1.67 亿元左右，同比大增 337.6%。22 年二季度大牧实现收入 2.4 亿，同比大增 324%，毛利率 35.8%同比环比均有提高。公司精致露营产品收入在大牧的占比约 70%，持续的产品联名推广、上新等策略共同促成毛利率的提高。

多重因素带来露营需求爆发式增长，推广渠道进一步丰富有利产品渗透

疫情常态化背景下，中国户外经济兴起，消费升级驱动长途游向周边游过渡、传统露营向精致露营转型；创业者偏好、社交媒体推广与露营相关综艺等成为国内需求增长推手。据艾媒资讯预测，2022 年中国露营经济核心市场规模将达 1135 亿元，同比增长 51.8%；带动市场规模 5816 亿元，同比增长 52.6%。露营地经营前期的装修投入较少，投资回报周期比民宿短，同时价格比民宿更亲民，受创业者追捧。《一起露营吧》、《向往的生活第六季》、《追星星的人第二季》等真人综艺的上线为火热的露营再次升温。“去哪儿大数据”显示，“五一”期间露营相关产品预定量为去年 3 倍；飞猪平台上“五一”露营订单量环比增长超 350%；6 月小红书旅行热搜词中绝大部分为露营相关。

二季度内，公司关停 5 家小牧直营店与 18 家加盟店，并新开 1 家小牧直营店与 8 家加盟店。值得一提的是，6 月 1 日牧高笛在宁波开设了首家大牧线下旗舰店，让消费者实地体验露营生活。此外公司推出 MobiVilla 山系潮流露营服装品牌，继续丰富大牧产品体系；联名 PANDAER（魅族）推出新品。一方面提高线下店的经营效率，实现线上线下联动，另一方面也能看出公司对露营风口的把握并对大牧倾注了更多资源。我们认为，公司作为国内为数不多的露营品牌，在长期经营中形成了领先的产品设计理念，并借助品牌优势开展立体的产品推广，在露营需求火爆的市场环境下，公司能精准抓住行业先机，实现高增长。

投资建议：维持盈利预测，维持“增持”评级

我们认为在国内外露营行业高景气背景下，相关企业普遍受益。公司作为国内知名户外品牌，在产品开发、品牌宣传、盈利能力上表现突出，叠加品牌收入占比快速提升与盈利能力改善，22 年公司的净利润将翻倍增长。结合公司上半年品牌经营的超预期表现，我们预计年内公司 ODM/OEM 与品牌收入有望同比增长 32%/140%；推算两部分业务净利率约 12.2%/10.3%，对应净利润 9939/7559 万元。我们采用分部估值法进行估值，维持公司 2022-2024 年 1.75/2.4/3.1 亿的盈利预测，对应当前市值分别为 38、28、21.6X，维持“增持”评级。

凯立新材：业务多点开花，延续快速增长

凯立新材披露 2022 年中报

2022 年上半年营业收入 8.47 亿，同比增长 18.8%，实现归母净利润 1.28 亿，同比增长 54.8%；其中二季度营业收入 5.33 亿，同比增长 36.1%，实现归母净利润 0.73 亿，同比增长 35.0%。

业务多点开花，收入平稳增长，利润水平新高

上半年公司贵金属催化剂销量进一步增长，其中医药、基础化工、农药领域收入增长率分别为 28.2%、44.1%、12.9%。上半年贵金属价格季度均价同比变化不显著，公司收入季度间有所波动的原因或是产品结构变化，从毛利润水平来看，公司二季度毛利润达到 1.07 亿，同比进一步增长。公司保持高研发费用，二季度研

发投入 1408 万元，财务费用有所下降，其余科目波动不大，二季度盈利创历史新高。

催化剂市场进一步扩容，公司研发项目转化持续推进

伴随着医药、化工等下游行业的持续增长，催化剂市场空间有望进一步扩容。公司在研发、市场拓展方面逐步推进，上半年新增专利数量 10 个，研发人员数量同比增长 10 人至 68 人，且研发人员中高学历人员占比高，研发团队呈现年轻化，研发项目持续突破。8 月份公司无汞催化剂项目中标，且募投项目建设持续推进，建成后有望打开公司产能空间，驱动公司业绩持续保持较高速度增长。

盈利预测及投资建议

我们预计公司业绩仍将快速增长，考虑到上半年公司业绩略高于我们前期预期，上调盈利预测，自 2.16 亿、2.85 亿、3.77 亿分别上调 7.0%、6.3%、6.5%至 2.31 亿、3.03 亿、4.01 亿，当前股价对应 2022-2024 年 EPS 的 PE 估值分别为 56.6X、43.2X、32.6X，维持“增持”评级。。

浙江自然：扰动之下增长持续，看好户外产品拓展空间

浙江自然披露 2022 年中报：2022 上半年实现营收 6.36 亿元（+28.37%），归母净利润 1.74 亿元（+26.89%），扣非归母净利润 1.64 亿元（+24.33%）。其中二季度单季营收 3.05 亿元（+13.16%），归母净利润 8934 万元（+17.99%）。

二季度单季收入受疫情影响，毛利率环比稳定同比下滑。公司二季度收入增速 13.16%，低于前几个季度的较高增速，我们认为主要原因在于二季度疫情导致公司发货节奏有所延迟，难以在疫情之后完全补回。收入端值得一提的是，上半年公司内销收入 1.4 亿元，同比增长 55.41%，占收入比重达到 22%。随着国内运动露营休闲的渗透率提升，境内业务增长有望成为未来新的增长极。

毛利率方面，公司 22H1 毛利率 35.9%，与去年下半年持平，受到发货延迟、原材料上涨因素等影响，较去年上半年毛利率下滑 4.8 个百分点。以 TDI 为代表的原材料价格自去年便居于高位，对公司毛利率造成影响。但我们预计随着大宗价格下行，原材料端的成本压力有望逐步减轻。

费用率控制得当，汇兑损益稍有贡献。22H1 公司销售费用率 1.2%，同比减少 39.2%，疫情影响导致展会费用、业务招待费及差旅费减少。管理费用小幅增长，费用率与去年同期持平，为 3.9%。财务费用为-1779 万元，主要为人民币兑美元汇兑收益。公司研发费用持续增长。

海外项目验证顺利，品类扩张持续推进。上半年，越南子公司和柬埔寨子公司分

别通过了迪卡侬、REI 和 Coleman、IGL00 的严格审核，正式成为他们的合格供应商。品类扩张方面，车用充气床垫、水上运动用品、硬质保温箱包等新品类研发也在持续进行之中。

深耕户外行业，我们认为公司成长具备韧性。我们认为疫情以及欧美经济仅为短期冲击，公司所在行业中长期受益于海内外消费群体对于户外运动的刚性需求，尤其国内需求的崛起有望成为公司第二成长记。户外运动配件的特点是场景多、品类多、更新换代快，公司优势在于：1) 在 TPU 复合面料上的优势与经验，可将面料广泛应用于各类下游场景，公司当前在车用充气床垫、水上用品等方面的探索就是例子；2) 凭借强劲的设计研发能力，与海外头部大企业建立稳定信任的合作关系；3) 就制造成本的把控上不断改进。就国内外发展而言，海外消费者消费习惯成熟，需求多且稳定成长，且有面料改进、产品性能提升等需求；国内消费者处于消费习惯形成初期，但爆发力十足，我们看好国内市场在长期为公司提供广阔发展空间。

投资建议：公司业绩增长非常扎实，我们维持公司 2022-2024 年 3.1、4.0、5.14 亿的盈利预测，对应当前市值 PE 分别为 20.8、16.0、12.6x，我们认为公司在面料技术、下游客户、设计研发能力上具有核心竞争力，海外户外运动的持续近与国内户外运动的消费习惯培育可以支撑公司的长期成长，维持“买入”评级。

宏华数科中报点评：全年增长平稳，长期看好数码印花渗透率提升

宏华数科披露 2022 年半年报。上半年公司实现营收 4.62 亿元，同比增 1.42%，归母净利润 1.23 亿元，同比增 14.28%，扣非净利润 1.18 亿元，同比增 11.96%。单季度看，公司 22Q2 实现营收 1.86 亿，同比下降 20.77%，归母净利润 5008 万，同比下降 3.34%。

上半年出口收入增速优于内销，毛利率有所提升。上半年公司出口业务收入 2.52 亿元，同比增长 41.93%，占比达到 54.6%。二季度受到上海疫情影响，导致下游客户的资本开支有所放缓，影响国内业务。分拆公司产品收入，上半年数码喷印设备收入 2.43 亿元，同比略有下滑，占营收比重压缩至 52.72%，但墨水收入实现较快增长，达到 1.94 亿元，占比 41.96%。毛利率方面，上半年公司毛利率达到 46.0%，对比去年同期提升近 3 个百分点，公司外销业务主要采用美元、欧元等外币进行结算，我们认为或与公司外销比例提升、外销结算等因素有关。

费用率整体控制平稳。公司上半年四项费用率合计 14.51%，较去年同期略低 0.7 个百分点，其中管理费用大幅增加，主因为实施股权激励形成的股份支付费用为 1347 万元；另外公司财务费用为-1416 万，主要来自汇兑损益。

产能扩张进度顺利。公司 IPO 募投项目“年产 2000 套工业数码喷印设备与耗材智

能化工厂”已完成全部基坑围护、地下室工程，1#厂房工程、2#厂房工程、1#配套楼、仓库工程正在装修中，配套工程形象进度完成 60-80%，预计 2022 年四季度土建工程达到预定可使用状态。项目投产后有望为后续的需求回复提供足够支持，同时有望加强规模效应、有助于降本增效。

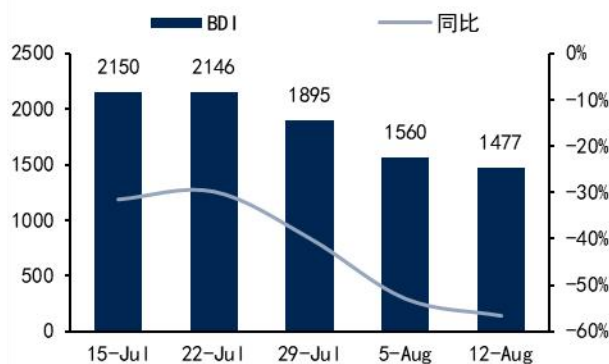
数码印花代替传统印花的革命是中长期的主旋律。2019 年，全球数码喷墨印花工艺应用对传统印花工艺的替代率达到了 7.8%。中国印染行业协会发布的报告显示，预计到 2025 年全球数码喷墨印花产量将达 150 亿米，占印花总量比例约 27%，照此推算，渗透率在 6 年时间内提升接近 20 个百分点，即使不考虑印花行业本身增长，数码印花行业增长也将十分可观。按此预测，中国数码喷墨印花产量达 47 亿米左右，渗透率达到 29%，略高于全球水平。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级

考虑 2022 年疫情所造成的冲击，我们将公司 2022-2024 年 3.2、4.9、6.7 亿元的盈利预测下调至 2.81、3.98、5.99 亿，但我们依然认为疫情影响均为短期，从长期看数码印花依然是纺织供应链变革的大潮。维持“买入”评级。

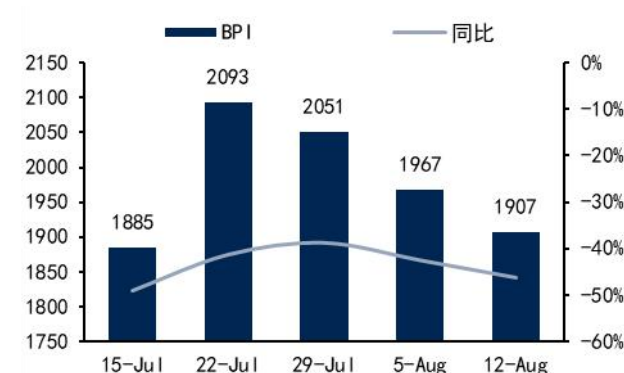
行业数据概览

图 13: BDI 走势



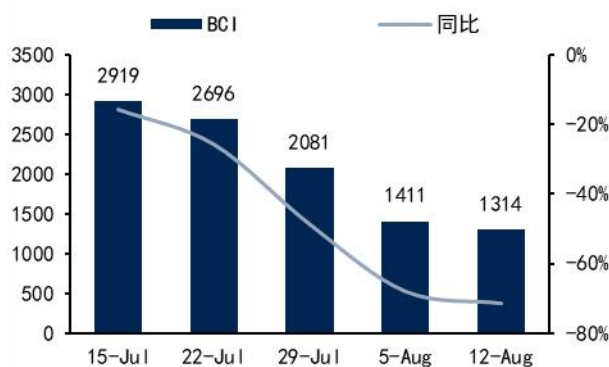
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 14: BPI 走势



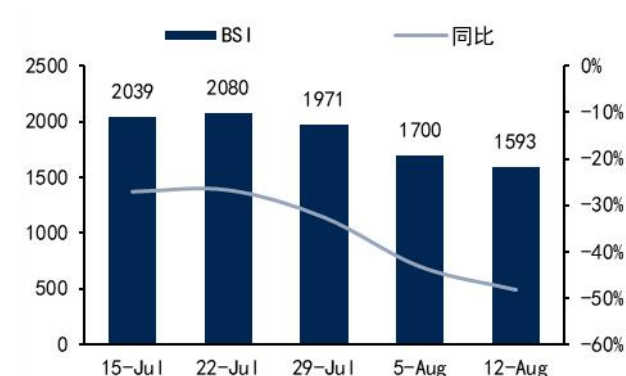
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图15: BCI 走势



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图16: BSI 走势



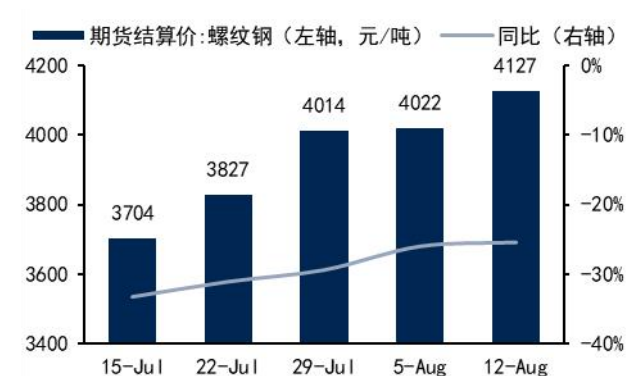
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图17: CDFI 煤炭运价指数



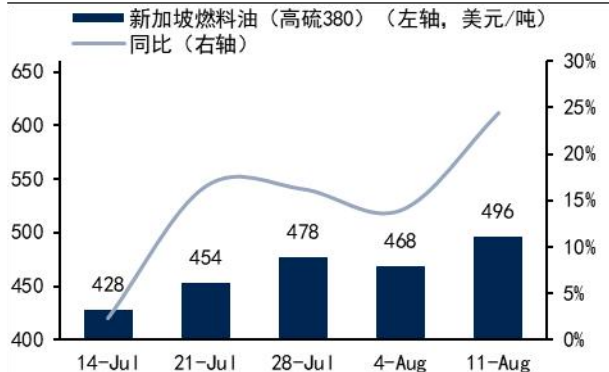
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图18: 螺纹钢期货价格



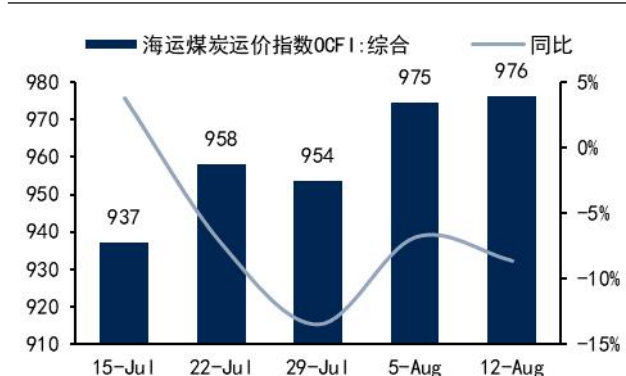
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图19: 新加坡燃料油价格



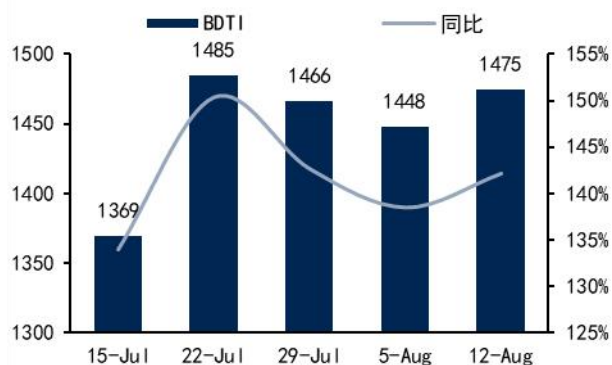
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图20: 海运煤炭运价指数 OCFI: 综合



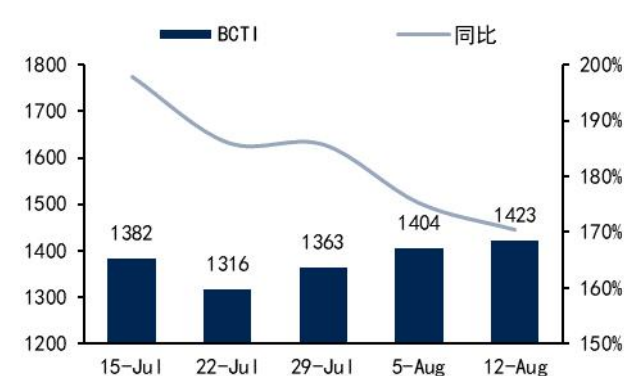
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 21: 原油运输指数 (BDTI)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 22: 成品油运输指数 (BCTI)



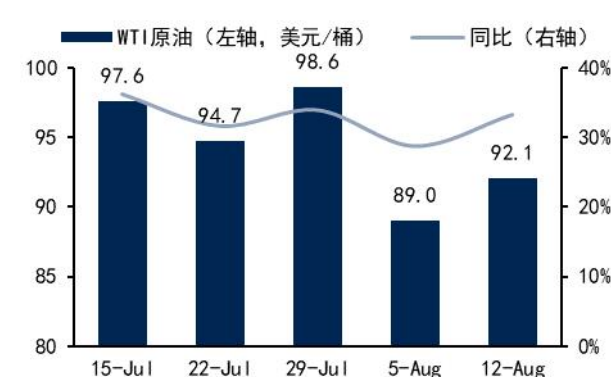
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 23: 国际油价——布伦特原油



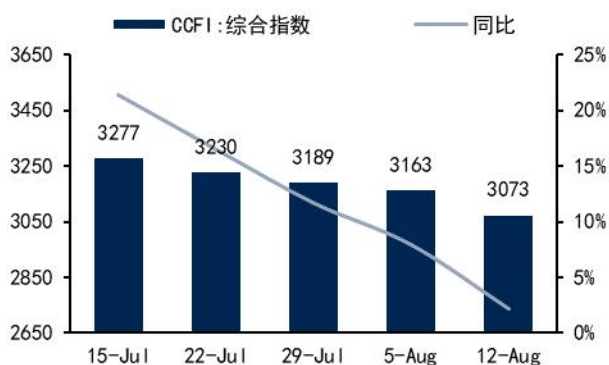
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 24: 国际油价——WTI 原油



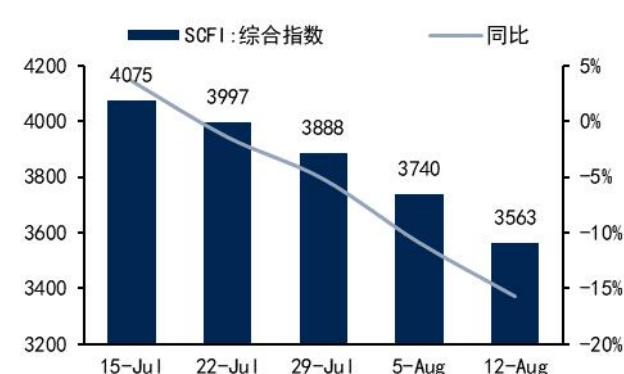
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 25: CCFI 综合指数



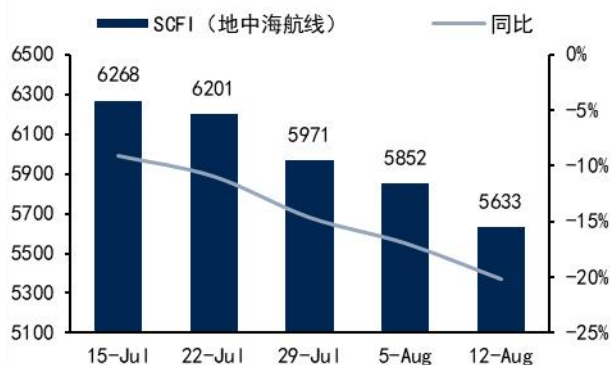
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 26: SCFI 综合指数



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 27: SCFI (地中海航线)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 28: SCFI (欧洲航线)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

近期重点报告回顾

顺丰控股中报点评-提质增效稳经营，二季度利润环比正增长（2022-8-31）

2022 年二季度业绩表现稳健，扣非净利同比大幅改善。公司 2022 年二季度实现营业收入 670.8 亿元(同比增长 46.7%), 归母净利润 14.9 亿元(同比下降 14.8%), 扣非归母净利润 12.4 亿元(同比增长 88.2%)。在二季度国内部分城市疫情防控造成经营承压的背景下，公司二季度业绩表现已属非常稳健。

直营网络及多元化业务经营具有韧性，二季度业绩环比正增长。虽然二季度国内部分核心城市因疫情实施封控，得益于顺丰物流网络在全国范围内的广覆盖、直营模式的稳定性强以及多元化业务互补，公司二季度速运物流业务量同比增长了 0.6%。同时公司二季度毛利率维持稳定（21Q2、22Q1、22Q2 毛利率分别为 12.8%、12.3%、12.8%）。公司扣非归母净利环比实现 36% 的正增长，主要得益于：1) 坚持差异化竞争，产品结构逐步调优，低毛利产品件量同比减少（特惠件产品已于今年 7 月正式下线）；2) 持续推进精益化资源规划和成本管控，在多网融通方面进一步加强网点、中转场、干支线运输资源整合及跨业务板块的资源协同，提升资源使用效率和投入产出比；3) 新业务盈利能力改善（22H1 大件业务同比扭亏为盈、同城业务同比明显减亏）；4) 自 2021 年第四季度起合并嘉里物流的业绩（22H1 嘉里物流贡献了归母净利约 8.9 亿元）；5) 2022 年 5 月 1 日至 12 月 31 日，纳税人为居民提供必需生活物资快递收派服务取得的收入可享受免征增值税的优惠。

资本开支收缩明显，中长期看好国际业务与鄂州机场的发展潜力。二季度公司资本开支为 29.6 亿元，同比下降 43%，我们预计 2022 年公司整体资本开支也将明显下降、资产利用率将实现提升。从中长期角度来看，我们认为公司的国际业务以及鄂州机场具有较大的发展潜力，1) 现阶段，顺丰与嘉里物流正在推进整合与

合作，公司未来依托嘉里物流将加速拓展以东南亚为代表的国际物流市场；2）鄂州机场航空中转中心有望于明年年中投入使用，将打开顺丰的成长空间以及强化顺丰的竞争壁垒。

风险提示：国内疫情恶化；时效快递增长低于预期；行业竞争恶化。

投资建议：维持盈利预测不变，维持“买入”评级。

维持盈利预测不变，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 64.4/93.2/129.2 亿元，分别同比增长 51%/45%/39%。公司长期成长逻辑不变，维持“买入”评级。

华依科技-疫情影响短期可控，长期看好公司战略与 IMU 放量（2022-8-31）

华依科技公布 2022 年中报情况。公司上半年实现收入 7080 万元（-16.5%）；归母净利润-1792 万元，上年同期为 261.33 万元。分季度看，公司 2Q22 营收 2070 万元（-63.2%），归母净利润-1427 万元，上年同期为 612 万元。由于公司目前贡献收入的测试设备生产厂房与测试服务实验室均位于上海，二季度疫情对公司的正常生产、产品交付及验收等造成负面影响，使收入与净利润下降。

我们分析认为疫情对公司测试实验室建设及全年业绩的影响相对有

公司的经营模式与收入确认时间有季节性特征，体现为上半年收入与利润占比较小（占全年不到 30%）。上海疫情发生在一季度末到二季度，该时间段内公司收入仅占全年的约 20%，利润占比更小。叠加本次上海的抗疫经验，下半年大面积封控的概率很低。因此我们认为本次疫情对公司年内的经营表现与短期规划影响相对较小。

政策与法规逐步落地，推动自动驾驶走向更广阔场景

智能驾驶已经在矿山、港区等封闭且路况简单的场景初步推广。2020 年，全国首例“5G+智慧矿山”项目在甘肃省成功应用，实现了远程操作牙轮钻机进行电铲遥控智能化作业，以及矿用卡车远程操作、自动驾驶、倒车入位、自动卸车。在上海洋山深水港，5G+自动驾驶重卡项目首次实现商业化应用，开创全球先河，至今已运输超 10 万个集装箱，里程超 280 万公里。

此外，多地出台政策并完善法律法规，也使自动驾驶有望在更多场景落地。近期，上海市政府常务会议原则同意《上海市加快智能网联汽车创新发展实施方案》，努力打造智能网联汽车发展的制高点。8 月 1 日起，深圳正式施行《深圳经济特区智能网联汽车管理条例》，使自动驾驶汽车“有法可依”。8 月 8 日，重庆、武汉两地政府部门率先发布自动驾驶全无人商业化试点政策，并向百度发放全国首批无人化示范运营资格，允许车内无安全员的自动驾驶车辆在社会道路上开展商业化服务。目前，百度旗下萝卜快跑已在北京、上海、广州、深圳等城市开展

自动驾驶出行服务，订单量超 100 万，成为全球最大的自动驾驶出行服务商。

组合惯导系统作为自动驾驶应对车辆复杂行驶环境的刚需，已成为众多车企量产自动驾驶的主流方案。从下游车厂的设计规划看，小鹏 P5/P7 已标配惯性导航，蔚来 ET7、智己 L7、华为 AITO、哪吒汽车等车型也将配置惯性导航。此外，Waymo、百度 Apollo 以及 Momenta 等面向 L4 路线的自动驾驶科技企业亦采用惯性导航作为自动驾驶标配硬件。受益于自动驾驶技术的快速发展，惯性测量单元（IMU）的市场规模有望高速增长。

自动驾驶研发投入占比较高，公司惯导产品向下一阶段迈进

结合年报、中报内披露的在研项目具体情况，公司自动驾驶相关研发费用呈增长趋势。具体来看，公司 2020 年 12 月与上汽合作的“车载惯性组合导航产品开发项目”已经结题，产品进入量产阶段。在 1H22 期内，公司新增“RAC 车道级导航系统研发”、“域控 IMU3000 产品开发”、“组合导航紧耦合算法开发”三个项目。可见公司的愿景是让组合惯导产品可再次开发、优化、迭代，进一步降成本，以满足更多主机厂与实车应用场景需求。

投资建议：调整盈利预测，维持“买入”评级

我们认为上半年的上海疫情对公司业绩存在的负面影响可控，二季度公司净利润-1427 万元，较我们此前预测低约 2600 万元。长远来看，公司的向测试服务平台化方向转型的进度未受到明显影响。上半年公司测试服务收入占比已接近 40%，并计划通过定向增发再融资，目前已提交上交所受理。根据定增募集书中，用于建设各类测试研发中心的投资规模，以及往期公司披露的期末机械设备（固定资产细项）原值与测试台架数目的对应关系，估算公司仍有 200 余个测试服务用台架在规。此外，公司在 IMU 定点上行动较早，与整车厂的磨合期更长，具有先发优势。随着更多主机厂对自动驾驶大方向的认可与软硬件的装配，我们十分看好公司 IMU 与组合惯导产品的放量空间。因此，我们将首次覆盖报告中公司 22-23 年 1.06/1.53 亿的盈利预测调整为 0.8/1.61 亿（22 年下调 25%，23 年上调 5.6%），新增 24 年预测 2.3 亿。本次盈利预测对应当前市值 PE 分别为 60、30、21X，维持“买入”评级。

韵达股份-疫情拖累二季度业绩，经营修复可期（2022-8-31）

22 年二季度业绩短期受损，利润同比下滑。2022 年二季度公司实现单季营业收入 112.8 亿元（同比+14.1%），归母净利润 1.99 亿元（同比-8.6%），扣非归母净利润 1.33 亿元（同比-37.0%），二季度国内疫情频发造成公司短期利润受损。

疫情拖累公司二季度业务量增长，价格表现稳健。二季度全国疫情频发，且由于韵达山西太原的物流园在 4 月爆发疫情以及北京长阳网点在 5 月又爆发疫情，其受到的疫情影响比同行更大，因而导致其二季度业务量同比下滑 1.8%，与行业业务量增速表现相近（二季度行业业务量同比下滑 1.7%）。近期，义乌已于 8 月 21 日起全域解除静默管理状态，电商物流加速恢复正常运营，预计三季度业务量增

速将明显改善。公司二季度单票快递价格约为 2.53 元，同比提升了 25.2%、环比持平，一是因为二季度行业竞争仍然维持缓和态势，二是因为油价上涨以及疫情防控导致快递经营成本短期上行，传导至快递末端。7 月淡季，公司单票价格环比出现回落，我们认为属于正常的季节性波动，行业价格竞争仍然理性。

疫情导致公司二季度单票快递盈利短期受损，资本开支大幅收缩。受疫情拖累，公司今年二季度毛利率为 6.8%，同比、环比均有所下降（21 年 Q2 和 22 年 Q1 分别为 8.9%和 10.6%）；二季度单票快递净利约为 0.03 元，同比和环比均有所下降（21 年 Q2 和 22 年 Q1 分别约为 0.05 元和 0.09 元）。我们预计三季度受益于业务量和经营修复，公司单票快递盈利环比有望大幅修复。此外，得益于网络优化，公司二季度信用减值损失环比改善明显，22Q1 和 22Q2 分别为-66.2 百万元和 7.7 百万元。公司二季度和上半年资本开支总额分别为 2.1 亿元和 15.8 亿元，同比大幅下降（21Q2 和 21H1 分别为 16.7 亿元和 29.5 亿元），预计今年公司的资本开支将会大幅下降，今年下半年公司的资产利用率有望明显改善。

风险提示：国内疫情变化；价格竞争恶化；电商快递需求增长低于预期。

投资建议：维持盈利预测不变，维持“买入”评级。

维持公司盈利预测不变，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 23.7/32.0/38.9 亿元，分别同比增长 60%/35%/22%。考虑公司至暗时刻已过，维持公司“买入”评级，现在股价对应 22-23 年 EPS 的 PE 估值分别为 18X、13X。

投资建议

交运板块：能源保供持续被市场关注，油运板块有望进一步发酵，关注中远海能，铁路板块关注大秦铁路；出行板块再度承压，静待政策进一步变化，推荐中国国航、春秋航空、吉祥航空、华夏航空，关注上海机场、白云机场；疫情对快递需求影响可控，继续推荐圆通速递、韵达股份和顺丰控股；物流板块推荐上海疫情缓和后下半年有望再创佳绩的密尔克卫。

中小盘：深圳首次对自动驾驶汽车的行业准则、完全无人驾驶事故权责进行规范，有利于自动驾驶汽车的商业化落地。结合主流车厂对于该技术的布局情况，未来自动驾驶有望从商用车与港区、园区等封闭道路的应用场景，拓展至乘用车与开放路段。东威科技披露合作框架协议，PET 铜箔开发进度或进入加速阶段。重点推荐拥有 PET 基膜成熟工艺，并拓展 PET 铜箔的双星新材、自动驾驶惯导部件定点顺利的华依科技、长期受益数码印花且近期新产线投产的宏华数科以及户外受益股浙江自然。

风险提示

宏观经济复苏不及预期，疫情反复，油价汇率剧烈波动。

免责声明

分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032