

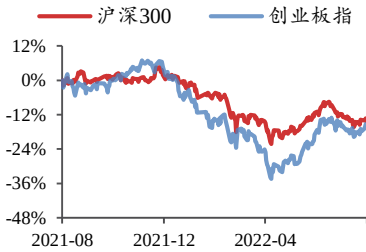
2022 年 08 月 19 日

开源晨会 0819

市场快报

——晨会纪要

沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
通信	1.377
电子	1.357
国防军工	0.921
电力设备	0.862
机械设备	0.531

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
美容护理	-2.262
社会服务	-2.248
农林牧渔	-1.769
传媒	-1.561
食品饮料	-1.507

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号：S0790521070001

观点精粹

总量视角

【固定收益】恒逸转2上市投资价值分析：全球领先的炼化、化纤产业链一体化企业——固收专题-20220817

行业公司

【纺织服饰】外需迎来改善，看好2023年韧性强的龙头户外代工企业——行业点评报告-20220818

【电力设备与新能源】三重渗透率递进，微型逆变器空间广阔——行业深度报告-20220818

【计算机：道通科技(688208.SH)】期待新能源业务逐渐放量——公司信息更新报告-20220818

【传媒：芒果超媒(300413.SZ)】Q2业绩环比改善，继续看好优质内容驱动业绩增长——公司信息更新报告-20220818

【食品饮料：嘉必优(688089.SH)】收入好于预期，期待新国标订单落地——公司信息更新报告-20220818

【轻工：公牛集团(603195.SH)】2022Q2收入超预期增长，盈利能力环比改善——公司信息更新报告-20220818

【电子：新洁能(605111.SH)】2022H1产品结构持续改善，功率IC与三代半产品蓄势待发——公司信息更新报告-20220818

【计算机：瑞纳智能(301129.SZ)】政策持续支持，成长动能充足——公司信息更新报告-20220818

【传媒：腾讯控股(00700.HK)】宏观环境及疫情影响短期业绩，下半年或迎业绩修复——港股公司信息更新报告-20220818

【食品饮料：三元生物(301206.SZ)】短期行业承压，静待底部反转——公司信息更新报告-20220818

【轻工：共创草坪(605099.SH)】2022H1营收稳健增长，盈利逐步修复——公司信息更新报告-20220818

【煤炭开采：广汇能源(600256.SH)】中报业绩同比大增，下半年有望享受量价齐升——2022公司中报点评报告-20220818

【商贸零售：爱婴室(603214.SH)】2022H1营收+63.7%快速增长，疫情下业绩韧性凸显——公司信息更新报告-20220818

【电力设备与新能源：德业股份(605117.SH)】光储协同布局，业绩步入高速增长通道——公司信息更新报告-20220818

【电子：沪硅产业(688126.SH)】2022H1营收高增长，前景可期——公司信息更新报告-20220818

【计算机：奇安信(688561.SH)】营收保持高增长，研发效率持续提升——公司信息更新报告-20220817

研报摘要

总量研究

【固定收益】恒逸转2上市投资价值分析：全球领先的炼化、化纤产业链一体化企业——固收专题-20220817

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 梁吉华（联系人）证书编号：S0790121120045

正股分析：产品种类丰富，炼化、化纤产业链一体化

恒逸石化已发展成为全球领先的炼化、PTA 和聚酯纤维综合制造商，主要产品包括汽油、柴油、煤油等成品油以及涤纶长丝、涤纶短纤、瓶片等聚酯产品。

公司具有上下游均衡一体化、规模化的全产业链优势。公司围绕“一滴油，两根丝”产业链布局，通过海外建设上游炼厂、国内扩建中下游、实施并购重组等差异化发展模式，打造“原油-芳烃-PTA-涤纶”和“原油-苯-CPL-锦纶”的“柱状”均衡一体化产业链。公司上、中、下游原料自给自足，实现独有的大炼化到 PX、PTA、聚酯（PET）产能匹配的全产业链均衡协调发展。

东南亚成品油裂解价差扩大，公司炼化板块有望受益。公司的炼化板块业务主要是公司在文莱投资建设的 PMB 大炼化项目，是我国民营企业海外投资较大的项目，也是“一带一路”重点发展项目。文莱项目享有诸多优势，目前文莱二期 1400 万吨 PMB 石化项目正审批中，将新增“烯烃-聚烯烃”产业链。

巩固 PTA 龙头地位，提升成本领先优势。公司控参股 PTA 产能规模居全球首位。截至 2021 年 12 月 31 日，国内 PTA 现有产能基数 6,563 万吨；公司从北到南沿海岸线战略布局辽宁大连、浙江宁波和海南洋浦 4 个 PTA 基地，控股和参股 PTA 产能共计约 1,900 万吨/年，规模居全球首位。持续丰富高端差异化产品，聚酯龙头效应愈发凸显。公司参控股聚合产能位列全球第一。公司聚酯化纤业务规模持续增长，且新增产能多以具备高附加值、高品质化和差异化生产的先进制造工厂为主。

转债分析：正股质地优良，债底保护好

恒逸转 2 将于 2022 年 8 月 18 日上市，发行规模 30 亿元，流动性较好，转股稀释率较小。恒逸转 2 募资 30 亿元，发行规模较大，评级为 AA+，预计上市后流动性较好。转股对股本的摊薄压力较小，对流通股稀释率是 7.26%。

正股的估值处于历史较低水平。截至 8 月 16 日，公司的 PE（TTM）是 11.67，处于近 5 年以来 20.80%分位数，当前同行业可比上市公司中，恒逸石化估值处于较高水平。

转债条款主流设置。下修条款为“15/30、85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30/30、70%”。

转债债底保护较好。面值对应的 YTM 为 2.14%，以 8 月 16 日 6 年期 AA+中债企业债到期收益率计算，纯债价值是 93.29 元，债底保护性较好。

正股 8 月 16 日的收盘价为 9.32 元，对应转债平价为 88.76 元，低于面值。公司是炼化、化纤行业领先企业，预计上市后会受到市场关注。参考一代转债价格，预计恒逸转 2 上市价格在 120-125 元之间。

风险提示：原材料价格上涨；环境保护风险；安全生产与事故风险；国际贸易摩擦风险。

行业公司

【纺织服饰】外需迎来改善，看好 2023 年初性强的龙头户外代工企业——行业点评报告-20220818

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 周嘉乐（分析师）证书编号：S0790522030002

外需迎来改善，看好 2023 年韧性强的龙头户外代工企业

美国通胀短期见顶，消费者信心小幅修复。美国发布 7 月 CPI 指数增速环比回落，释放通胀拐点信号，同时 7 月美国消费者信心指数筑底回升，高通胀缓和下外需压力或边际缓解。7 月箱包出口数据超预期，领跑其他品类，海外户外/出行需求有所回暖，服装/鞋靴/纺织制品/箱包 2022Q2 出口金额同增 16%/42%/8%/43%，2022M7 同增 18%/37%/16%/41%。预计浙江自然/开润股份/牧高笛全年户外代工业务表现依然亮眼，但展望 2023 年户外品牌逢高基数，高库存高成本高通胀下大客户预计将谨慎采购，按 2023 年迪卡侬采购预期乐观程度看：充气床垫、帐篷、箱包，因此建议关注浙江自然、开润股份，受益标的牧高笛。

高库存高成本高通胀下，预计迪卡侬 2022Q3 少量推砍单、2023 年谨慎采购

迪卡侬对 2023 年欧洲/中国的终端销售仍然乐观，但考虑 2021 年的高增长可能形成高基数，以及目前高库存高成本高通胀，对于 60-70%快反单的采购预期保持谨慎：(1)库存水位持续高位，存去库存压力：预计目前库存周转天数较正常年份高 30%左右，截至 M4/M7 分别为 182 天/180 天，正常 120-150 天。库存较高的原因：前期已发货的产品由于船期缩短扎堆到货（主因）&外需疲软（次因，欧洲需求稳健）。(2)原材料价格高企：零售价提升将削弱品牌竞争力。(3)疫情不确定性影响国内供应链稳定。目前来看，迪卡侬在欧洲终端销售保持良好有望加速去库存、能源价格逐步回落、美国通胀短期见顶，2023 年订单预期有望上调。

浙江自然：全年增长目标不变，TPU 充气床垫 2023 年大客户展望相较乐观

2022Q2 收入同增 13.16%，考虑 3 月提前发货和疫情延迟至 7 月发货，还原后 2022Q2 增长 25-28%，在疫情停产/下游客户库存升高/越南产能不及预期影响下符合预期，体现较强韧性。截至目前公司大客户虽有少量推单但均未砍单，在下游客户库存消化顺利的预期下，2022Q4 下半旬逢大客户出货旺季预计仍有较好增长，全年增长目标不变。2023 年受迪卡侬谨慎采购影响程度最小：一方面系合作 TPU 充气床垫，与 PVC 相比，TPU 主打中高端市场，轻量便捷的同时兼具环保性，深受欧洲户外徒步露营用户的欢迎，市场仍处发展阶段，订单需求稳定增长。另一方面系公司 TPU 产品垂直一体化和规模优势明显，作为熔接类产唯一的战略，与大客户深度绑定，预计 2023 年份额有望超过荣威国际成为一供。

开润股份：2B 端 2022Q2 超预期，新客户放量下 2023 年 2B 业务仍有信心

2022Q2 预计 2B 端收入超预期，同增约 50%，环比 2022Q1 提升 10pct，随着海外出行需求回暖，2022Q3 有望再超预期。考虑 2C 端受疫情影响、政府补贴减少、上海嘉乐停产三重因素，预计开润股份 2022H1 业绩低于预期，但全年看代工业务预计增长 20%+，2C 业务全年虽然仍有亏损，但预计同比大幅减亏约 5000 万元。2023 年展望开润端大客户订单，开润系迪卡侬箱包类核心供应商，订单增速预计仍明显好于箱包品类，同时老客户 Nike/VF 及新客户 Puma/Yeti/HomeDepot 预计释放可观的订单增量；展望嘉乐端，核心客户优衣库品类拓展、新客户阿迪达斯/Puma/安踏/李宁/Fila 订单潜力足，为 2023 年 2B 业务注入信心。

风险提示：迪卡侬采购订单大幅不及预期、下游客户库存水位持续高企。

【电力设备与新能源】三重渗透率递进，微型逆变器空间广阔——行业深度报告-20220818

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

微型逆变器市场持续扩大，国产企业有望突围

随着户用光伏渗透率的提升和电站直流侧安全标准的建立，具备更安全和更高效特性的微型逆变器有望得到更加广泛的运用。根据我们的测算，到 2025 年全球微型逆变器市场空间将超过 450 亿元。同时，国产微逆变器厂商有望凭借产品性价比和精准的渠道布局，复刻传统逆变器品牌的国产替代之路。受益标的：禾迈股份、昱能科技、德业股份。

微型逆变器：户用光伏电站的绝佳选择

微型逆变器是光伏第一性原理降本增效的绝佳体现。降本端，微型逆变器具备组件级快速关断功能和组件级运维能力，降低光伏电站安全事故发生的可能性与光伏电站的全生命周期运维成本。增效方面，微型逆变器作为组件级电力电子产品能够克服传统逆变器的“木桶效应”问题，对每一块光伏组件进行最大功率追踪，提升光伏组件的全生命周期发电量，降低光伏电站的全生命周期度电成本。

看市场：三重渗透率加持，市场空间广阔

能源危机叠加能源革命，微型逆变器将实现三重渗透下的高速成长。随着太阳能在全球能源结构中的渗透率提升、分布式光伏在光伏装机中渗透率的提升和户用光伏在分布式光伏装机中渗透率的提升，作为最适合户用光伏应用场景并且符合各国直流侧安全标准要求的微型逆变器将实现三重渗透下的高速成长，我们预计到 2025 年微型逆变器在分布式光伏领域的渗透率将超过 16%。出货量将超过 29GW，年化复合增速近 70%，市场空间超 450 亿元，年化复合增速超 50%。

知兴替：国内微逆有望复刻传统逆变器国产替代之路

当前微型逆变器市场尚处 Enphase 一家独大局面。在微逆市场扩大的大背景下，国内企业有望凭借自身产品性价比和精准布局实现弯道超车，复刻传统逆变器企业的国产替代之路。产品端，国产企业布局“一拖二”与“一拖四”系列产品，凭借性价比打开市场空间，避开 Enphase 壁垒深厚的“一拖一”系列产品。经营渠道端，国产企业重点布局南美市场，开拓高增长、低渗透大市场。成本端，电子元器件国产化和更低的人工成本是国内企业成本优势的着重支撑。

风险提示：海外贸易关税政策变化、全球用电需求不及预期、芯片等原材料价格下降不及预期。

【计算机：道通科技(688208.SH)】期待新能源业务逐渐放量——公司信息更新报告-20220818

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 闫宁（联系人）证书编号：S0790121050038

新能源业务有望逐渐放量，维持“买入”评级

2022 上半年，公司持续加大新能源产品投入，拖累利润增长。目前充电桩、新能源诊断设备等产品已陆续落地，随着新能源汽车渗透率的快速提升，新能源业务有望逐渐放量。考虑到公司研发和销售投入的影响，我们下调盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润为 4.83、6.70、9.17 亿元（原为 5.50、7.70、10.41 亿元），EPS 为 1.07、1.49、2.03 元（原为 1.22、1.71、2.31 元），当前股价对应 PE 为 33.7、24.3、17.7 倍，前期新能源领域投入有望逐渐放量，维持“买入”评级。

事件：公司发布 2022 年半年报

2022 上半年，公司实现收入 10.33 亿元，同比下降 1.24%；实现归母净利润 0.86 亿元，同比下降 62.96%。分区域来看，北美、欧洲、中国及其他地区收入分别为 4.38、1.77、4.05 亿元，同比分别-23.21%、+20.38%、+27.86%，北美收入下滑主要系 ADAS 和电池检测产品收入下降。上半年公司毛利率稳中有升，同比增加 0.48 个百分点达 58.4%。公司净利润下滑主要系公司加大新能源业务布局，上半年新能源生产销售及研发费用达 7822.4 万元，拖累利润增长。

新能源汽车后市场蓄势待发，有望打开新的成长空间

(1) 随着新能源车渗透率快速提升，充电基础设施、相关维保服务产品及专业技术的配套需求将随之增加，充电桩及新能源汽车后市场迎来发展良机。根据《2020 中国汽车后市场维保行业白皮书》，假设 2030 年新能源汽车保有量达 4500 万辆（复合增速 25%），预计 2030 年新能源汽车后市场规模超千亿，市场空间广阔。(2) 公司深耕海外市场多年，拥有全球化布局和销售能力，在欧美市场有较强品牌知名度和市场影响力。2021 年公司前瞻布局新能源市场，交流桩和直流桩系列产品已通过美国、欧盟机构认证，陆续拿到北美、欧洲、亚洲等地区多国订单并逐步实现交付；在国内发布新能源诊断平板 MS909EV，支持全球主流新能源车型，适配国内新能源车维修需求。

随着新能源汽车的快速放量，千亿新能源汽车后市场蓄势待发，有望打开新的成长空间。

风险提示：汽车诊断新产品销量增速放缓；新能源产品销量不及预期。

【传媒：芒果超媒(300413.SZ)】Q2 业绩环比改善，继续看好优质内容驱动业绩增长——公司信息更新报告-20220818

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 田鹏（联系人）证书编号：S0790121100012

高基数与疫情致业绩承压，看好优质内容驱动业绩增长，维持“买入”评级

公司发布 2022 年半年度报告，2022H1 公司实现营业收入 67.14 亿元（同比-14.5%），实现归母净利润 11.91 亿元（同比-18.0%）。公司 2022H1 收入和利润同比有所下滑，一方面由于 2021H1《乘风破浪的姐姐第二季》等综艺上线形成较高业绩基数，另一方面或受宏观经济及疫情影响，广告行业景气度有所下滑，同时重点综艺上线及艺人经纪业务开展也受到较大影响。基于公司业绩，考虑疫情影响广告及消费需求，我们下调盈利预测，预测公司 2022/2023/2024 年归母净利润分别为 25.51/28.52/30.83（前值为 26.37/32.31/38.87）亿元，对应 EPS 分别为 1.36/1.52/1.65 元，当前股价对应 PE 分别为 22.4/20.1/18.6 倍，我们看好公司优质内容驱动业绩持续增长，维持“买入”评级。

头部综艺上线带来 Q2 业绩环比改善，利润率与费用率保持平稳

2022Q2 公司实现营业收入 35.91 亿元（同比-6.6%，环比+14.9%），实现归母净利润 6.83 亿元（同比+0.8%，环比+34.6%），业绩环比增长或由于 Q1 重点综艺节目受疫情影响有所延期，而 Q2《声生不息》《乘风破浪 3》等重点内容上线，带动广告与会员收入增长所致。2022H1 公司实现毛利率 36.3%（同比-1.44pct），销售/管理/研发费用率 14.5%/3.8%/1.5%（同比+0.2/-0.2/+0.0pct），归母净利率 17.7%（同比-0.7pct），公司利润率与费用率保持平稳。

内容储备丰富，积极探索元宇宙创新场景与应用，为长期增长提供基础

在内容端，《密室大逃脱 4》已于 7 月 14 日上线，根据猫眼数据，截至 8 月 18 日累计播放量超 12.88 亿，重点综艺《披荆斩棘 2》已定档 8 月 19 日上线，后续储备内容包括《推理开始了》《再见爱人 2》等。此外，公司 6 月推出元宇宙产品“芒果幻城”，发力数字展厅、虚拟演出、数字人等多种形式的元宇宙创新场景及应用。我们认为，优质内容仍是公司的核心增长驱动力，配合广告营销与内容创新联动机制和联合招商机制，广告业务有望持续回暖；通过会员精细化运营与加强渠道拓展合作，平台会员规模与 ARPPU 有望持续提升。

风险提示：疫情影响存在不确定性，平台用户、广告收入增长不及预期等风险。

【食品饮料：嘉必优(688089.SH)】收入好于预期，期待新国标订单落地——公司信息更新报告-20220818

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 方勇（分析师）证书编号：S0790520100003

2022Q2 收入好于预期，利润符合预期

2022H1 公司营收 1.71 亿元、同比增 4.93%，扣非前后归母净利 5002、3589 万元，同比降 25.96%、降 23.41%。2022Q2 单季公司营收 9561 万元，同比增 13.44%，扣非前后归母净利 2680、2186 万元，同比降 20.74%、降 8.60%。因上半年疫情导致配方审批延缓，我们下调 2022-2024 年归母净利润预测至 1.32、1.83、2.46 亿元（前值 1.44、2.15、2.74 亿元），对应 EPS 预测 1.10、1.52、2.05 元，当前股价对应 41.7、30.2、22.4 倍 PE，新国标订单落地临近，维持“买入”评级。

国际市场超出预期，环比 2022Q1 有所改善

（1）分业务看，2022H1 预计 ARA 双位数增长，预计主因国外客户雀巢及国际客户贡献，ARA 毛利率受油剂产品结构占比提升影响小个位数下降；预计 DHA 业务受国内客户去库存影响同比双位数下降；SA 因个别客户儿童奶粉去库存影响有所下滑。（2）分市场看，2022H1 境外收入同比增长 49.36%，主因雀巢订单贡献，2022H1 境

内同比降 19.76%，主因国内客户受下游奶粉库存影响较大。

短期受产品结构、SA 占比下降、葡萄糖成本上涨影响，盈利能力有待恢复

2022H1 公司归母净利率 29.23%，同比降 12.2pct，其中毛利率 45.46%，同比降 10.49pct，主因 ARA 中雀巢油剂产品订单占比提升和 SA 增速放缓、占比下降所致。2022H1 公司管理费用率同比升 3.98pct，主因股份激励费用摊销所致；销售费用率同比升 1.53pct，主因动物营养销售团队搭建；研发费用率同比增 1.52pct，主因公司研发团队扩张、科研院所委外开发、科研设备投入增加所致。

2022H2 是新国标获批高峰期，从底层打造合成生物学平台

截至 8 月 16 日，共计 192 个配方获批，约占总配方数量 15%，除此以外年底前市场仍有 50% 以上配方待批。我们认为 6-7 月审批进度偏慢，8 月以后配方审批有望加速。研发团队规模扩充，基于自身技术优势和资源禀赋打造合成生物学平台，不断丰富产品管线，当前 HMO 中式效果较好，2023 年有望实现量产。

风险提示：出生率持续下滑风险，技术不确定性风险，市场竞争风险。

【轻工：公牛集团(603195.SH)】2022Q2 收入超预期增长，盈利能力环比改善——公司信息更新报告-20220818

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 周嘉乐（分析师）证书编号：S0790522030002 | 陆帅坤（联系人）证书编号：S0790121060033

2022Q2 盈利能力环比改善，渠道建设加速推进，维持“买入”评级

2022H1 公司营收 68.38 亿元(+17.5%)，归母净利润 15.08 亿元(+6.08%)，扣非归母净利润 13.73 亿元(+3.93%)。2022Q2 营收 37.6 亿元(+15.85%)，归母净利润 8.66 亿元(+6.37%)。考虑到产品升级及提价效果逐步显现，渠道建设稳步推进，无主灯等新品类增长可期，我们上调盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润为 32.05/37.35/43.38 亿元（原值为 30.85/36.57/42.63 亿元），对应 EPS 为 5.33/6.21/7.22 元，当前股价对应 PE 分别为 26.6/22.9/19.7 倍，维持“买入”评级。

终端提价叠加产品更迭带动 Q2 超预期增长，下沉渠道建设及新渠道搭建加速

分产品看：（1）2022H1 电连接业务营收 33.56 亿元(+12.3%)，单季度来看预计 Q2 增速环比 Q1 提升，主系产品创新升级以及提价所致。（2）智能电工照明业务营收 32.63 亿元(+23.62%)，在上半年华南和华东疫情影响下仍保持较高稳健增长。进一步拆分来看，2022H1 墙开/LED 照明/生活电器/断路器同比分别+14.13%/+37.67%/+60.7%/+52.57%。无主灯、新能源电连接线下渠道建设有序推进，2022H1 规模快速增长。分渠道看：（1）H1B 端渠道同比增长 69%。公司以无主灯为核心不断开拓装企客户。（2）电商渠道同比+15%，预计线下 C 端渠道同比增长 10-15%，稳健增长主系装饰渠道下沉建设以及五金渠道开拓新业态。随着新能源经销体系以及无主灯渠道建设推进，以及公司针对现有下沉渠道进行综合化升级并提出长期战略方向，底层能力加持下继续看好新老业务协同发展。

终端提价叠加原材料压力缓和，2022Q2 盈利能力边际改善

2022H1 毛利率为 35.93% (-1.55pct)，2022Q2 毛利率为 37.13% (-0.12pct)，降幅环比 Q1 收窄主系 2022Q2 以来公司全品类提价所致。费用端，2022H1 销售费用/管理费用/研发费用/财务费用率同比分别+0.97pct/-0.09pct/+0.35pct/-0.08pct，销售费用率提升主要系战略咨询投入、业务推广投入增加所致，管理提效带动费用率降低。综合影响下 2022Q2 净利率为 23.04% (-2.05%)，降幅环比收窄。

风险提示：新品销售不及预期；渠道开拓不及预期；行业竞争风险加剧等。

【电子：新洁能(605111.SH)】2022H1 产品结构持续改善，功率 IC 与三代半产品蓄势待发——公司信息更新报告-20220818

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002 | 盛晓君（联系人）证书编号：S0790120080051

2022H1 业绩高增长，维持“买入”评级

公司发布半年报，2022H1 实现营收 8.61 亿元，同比增长 25.73%；实现归母净利润 2.34 亿元，同比增长 34.42%。2022Q2 单季度，公司实现营收 4.41 亿元，环比增长 4.76%；实现归母净利润 1.22 亿元，环比增长 8.42%；实现 39.17% 的单季度毛利率，保持较高的盈利能力。面对下游行业分化的景气状况，公司主动提升产品和客户结构，构建起更稳定、强大的盈利能力。我们维持公司盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润为 5.11/6.85/8.92 亿元，对应 EPS2.40/3.22/4.19 元，当前股价对应 PE 为 53.8/40.1/30.8 倍，对公司维持“买入”评级。

主动调整产品和客户结构，新能源等高端市场占比不断提升

2022 年上半年，公司进一步加大 IGBT、SGTMOS 和 SJMOS 产品的销售投入。IGBT/SGTMOS/SJMOS 占公司收入比例分别提升至 14.57%/41.89%/11.52%。市场结构和客户结构方面，公司积极发展汽车电子、光伏储能、5G 基站电源、工业自动化等中高端行业应用，2022H1 公司来自汽车电子和光伏储能行业的收入占比分别达到 13%及 18%，2023 年以上两个市场合计收入占比预计将超过 50%。

持续研发投入，功率 IC 与三代半产品蓄势待发

公司持续研发投入，除了在硅基功率器件不断拓展料号、进行产品迭代升级之外，亦积极开发第三代半导体产品及功率 IC 产品。三代半方面，公司已推出 1200V60mohmSiCMOSFET 样品，同时已通过相关电性能测试评估及可靠性考核，产品综合特性达到国际先进水平，预计 2022H2 向客户送样测试。公司后续将会有更多 SiC 产品料号推向市场，主要目标市场是光伏逆变和汽车。功率 IC 方面，公司通过控股国硅技术，进一步完善相关产品系列。2022H1 已推出多颗栅极驱动芯片，并积极进行市场推广，预计 2022H2 下半年将逐步起量。公司三代半产品与功率 IC 产品蓄势待发，有望为公司发展注入新动力。

风险提示：新产品开发推广不及预期、下游需求不及预期、行业竞争加剧。

【计算机：瑞纳智能(301129.SZ)】政策持续支持，成长动能充足——公司信息更新报告-20220818

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 闫宁（联系人）证书编号：S0790121050038

智慧供热领军，维持“买入”评级

公司是智慧供热领军，2022 上半年以来政策支持力度持续加码，公司收入实现高增长。我们维持盈利预测不变，预计 2022-2024 年归母净利润为 2.24、3.03、4.05 亿元，EPS 为 3.01、4.07、5.44 元，当前股价对应 PE 为 21.7、16.0、12.0 倍，维持“买入”评级。

事件：公司发布 2022 年半年报

2022 上半年，公司实现收入 9598 万元，同比增长 35.96%；实现归母净利润 1920 万元，同比增长 127.73%；实现扣非归母净利润-218 万元，同比下降 135.97%。单二季度，实现收入 6459 万元，同比增长 31.52%；实现归母净利润 852 万元，同比增长 169.11%。上半年公司收入实现快速增长，主要系供热节能产品销售增加所致；扣非利润下滑，主要系销售增加导致结转成本增长，以及薪资增长导致的管理费用和研发投入增长所致。

政策支持力度持续加码，签约大单成长动能充足

(1) 行业层面，智慧供热需要来自新增小区建设和老旧小区改造，截至 2021 年底，我国北方城镇供热面积已达 154 亿平米，并且仍在稳定增长。5 月，国常会部署稳经济一揽子措施，提出新开工一批老旧小区改造、地下综合管廊等项目；6 月，国务院发布《城市燃气管道等老化更新改造实施方案（2022—2025 年）》，要求加快开展城市燃气、供热管道等老化更新改造工作，明确 2022 年抓紧启动、2025 年底基本完成，政策支持力度持续加码。同时，在双碳背景下，供热环节的减碳节能是必由之路，智慧供热正当时。

(2) 公司层面, 公司深耕智慧供热领域, 产品技术、客户资源均处于行业领先地位。2022 年 5 月, 公司与枣庄市热力总公司正式签署 AI 智慧供热项目合同, 项目总金额 2.47 亿元, 约占公司 2021 年收入的 47%, 对未来业绩形成有力支撑。山东为供热大省, 公司拿下枣庄大单, 在行业内形成积极示范, 并验证公司在供热行业的竞争力, 有望进一步提升公司承接重大项目的能力, 未来可期。

风险提示: 产业政策变动风险; 技术开发风险; 市场竞争加剧风险。

【传媒: 腾讯控股(00700.HK)】宏观环境及疫情影响短期业绩, 下半年或迎业绩修复——港股公司信息更新报告-20220818

方光照(分析师) 证书编号: S0790520030004 | 田鹏(联系人) 证书编号: S0790121100012

宏观经济及疫情影响致短期业绩承压, 看好 H2 业绩修复, 维持“买入”评级

2022Q2 公司实现营业收入 1340 亿元(同比-3%), 其中增值服务业务收入为 717 亿元(同比保持稳定), 受疫情影响缓和影响, 海外游戏收入同比下滑 1%; 由于游戏发布数量减少、用户消费减少及未成年人保护政策等原因, 国内游戏收入同比下滑 1%; 受视频号商业化推动, 社交网络收入同比增长 1%。网络广告业务收入为 186 亿元(同比-18%), 主要系广告需求疲软所致。金融科技与企业服务业务收入为 422 亿元(同比+1%), 主要系疫情短暂抑制了商业支付所致。公司 2022Q2 归母净利润为 186 亿元(同比-56%), Non-IFRS 归母净利润为 281 亿元(同比-17%), 主要系公司收入及投资收益下滑所致。基于公司业绩, 考虑宏观经济和疫情影响下市场需求较为疲软, 我们下调盈利预测, 预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1141/1396/1623(前值为 1448/1477/1629)亿元, 对应 EPS 分别为 11.9/14.5/16.9 元, 当前股价对应 PE 分别为 22.1/18.1/15.5 倍, 我们认为随外部环境改善与业务推进, 公司业绩有望逐步恢复增长, 维持“买入”评级。

降本增效措施效果初显, 毛利率持续提升, 销售费用率下降明显

公司 2022Q2 毛利率为 43.2%(环比+1.1pct), 自 2021Q4 以来, 公司毛利率逐季改善。公司 2022Q2 销售费用率为 5.9%(同比-1.3pct, 环比保持持平), Non-IFRS 归母净利润环比增长 10%, 主要系公司业务精简化及降本增效措施效果初现。我们认为, 在收入增长承压情况下, 公司聚焦核心主业, 积极开展降本增效, 有利于提高运营效率, 随经济环境企稳, 或持续带来利润端改善。

游戏与广告业务有望逐步回暖, 金科企服业务或成公司重要增长引擎

随版本号重新开始发放与加强出海布局, 国内外游戏有望加速上线, 带动游戏业务重回增长。随疫情影响逐渐消退, 广告需求于下半年有望持续回暖, 同时视频号 Q2 总播放量同比增长超 200%, 并于 7 月推出信息流广告, 商业化进程进一步加快, 或成为广告业务重要驱动力。数字支付及云服务空间仍广阔, 随着公司持续优化 ToB 端收入结构并加大科技投入, 金科企服业务或成为公司新的增长引擎。

风险提示: 疫情和宏观经济影响存在不确定性, 新游戏上线表现不及预期等。

【食品饮料: 三元生物(301206.SZ)】短期行业承压, 静待底部反转——公司信息更新报告-20220818

张宇光(分析师) 证书编号: S0790520030003

疫情影响短期需求较弱, 维持“增持”评级

公司 2022H1 实现收入 4.57 亿元, 同比下滑 41.9%, 归母净利润 1.19 亿元, 同比下滑 50.9%; 2022Q2 收入 1.85 亿元, 同比下滑 64.7%, 归母净利润 0.56 亿元, 同比下滑 67.5%。行业竞争加剧, 需求偏弱, 我们下调盈利预测, 预计 2022-2024 年实现收入 13.5(-7.1)、16.7(-7.6)、20.7(-8.2)亿元, 同比下滑 19.6%、增长 23.8%、增长 24.4%, 归母净利润 3.0(-2.1)、3.6(-2.8)、4.2(-3.1)亿元, 同比下滑 45.0%、增长 21.1%、增长 16.7%, 当前股价对应 PE 分别为 32.5、26.8、23.0 倍, 公司为行业龙头, 长期增长潜力较好, 维持“增持”评级。

竞争加剧，疫情影响，短期行业承压

公司 2022Q2 实现收入 1.85 亿元，同比下滑 64.7%，毛利率下滑 26.8pct，主因国内竞争对手扩产，竞争加剧，赤藓糖醇价格下降，同时二季度各地疫情，下游饮料厂商需求疲软所致。分品类看，赤藓糖醇产品 2022H1 收入 3.79 亿元，同比下滑 47.4%；复配糖收入 0.69 亿元，同比增长 31.5%，主因基数较低所致。2022Q2 公司归母净利润 0.56 亿元，归母净利率下滑 2.6pct。2022Q2 公司各项费用总体保持平稳，其中财务费用率下降 9.0pct，主因汇兑损益影响；另外使用超募资金实现投资收益 0.3 亿元对净利润有一定贡献。

短期扰动不改长期增长潜力，静待底部反转

赤藓糖醇产品综合优势明显，获得下游食品饮料品牌方青睐。我国无糖低糖饮料行业步入产业发展繁荣期，未来行业渗透率有望实现迅速提升，下游旺盛需求有望拉动赤藓糖醇行业持续增长。随着暑期旺季到来，短期公司销售有望回暖。公司多年来深耕赤藓糖醇及衍生产品，成长为全球行业龙头。公司通过钻研工艺环节，掌握多项专利，2022 年一季度上市募资，5 万吨赤藓糖醇扩产项目逐步投产，同时公司加大新产品研发力度，保障未来持续增长。

风险提示：食品安全风险，市场竞争加剧风险，原材料涨价风险，新冠疫情反复影响下游需求风险。

【轻工：共创草坪(605099.SH)】2022H1 营收稳健增长，盈利逐步修复——公司信息更新报告-20220818

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 周嘉乐（分析师）证书编号：S0790522030002

高基数下营收稳健增长，盈利能力边际修复，维持“买入”评级

2022H1 公司实现营收 13.15 亿元（+12.89%），归母净利润 2.09 亿元（-3.55%），扣非归母净利润 2.02 亿元（+1.71%）。其中 2022Q2 公司收入 6.34 亿元，同比+0.32%，归母净利润 1.23 亿元，同比+0.05%，扣非归母净利润 1.20 亿元，同比+17.15%。短期看好在大宗材料价格回落、海运费逐步下滑及人民币贬值下，公司的盈利持续修复。考虑通胀及俄乌冲突对境外消费需求的影响，我们下调盈利预测，预计 2022-2024 年公司归母净利润 4.40/5.29/6.29 亿元（前值为 4.92/6.55/8.58 亿元），对应 EPS 为 1.09/1.32/1.57 元，当前股价对应 PE 为 23.3/19.4/16.3 倍，看好公司作为人造草坪龙头企业的长期发展，维持“买入”评级。

休闲草表现较优，新市场开拓助力境外市场增长亮眼

分产品看，2022H1 休闲草/运动草及其他产品收入分别为 9.72 亿元（+11.13%）/2.32 亿元（-4.60%）/1.03 亿元（+167.31%）。分区域看，2022H1 境外市场（主要来源于休闲草）实现收入 12.27 亿元（+15.05%），主要来源于休闲草。境外市场的稳健增长主要系俄乌冲突/通胀等多重因素叠加下欧洲区市场需求低迷，公司积极调整全球生产布局，开发美洲区及东南亚地区的订单，有效抵消了欧洲市场需求放缓的不利影响。境内市场（主要来源于运动草）实现收入 0.81 亿元（-10.76%），主要系国内疫情反复，部分社会足球场等体育设施建设规划延迟外加相关体育政策落地实施受到影响。

控费效果良好，盈利水平逐步修复

2022H1 主营业务毛利率 26.07%（-4.34pct）/净利率 15.87%（-2.70pct）。盈利下滑主要系原材料整体采购成本同比上升叠加政府补助较 2021H1 减少。从季度看，随着大宗材料价格的边际回落及人民币贬值带来汇兑收益的增加，盈利水平逐季改善：2022Q2 毛利率/净利率分别为 27.8%/19.4%，环比+3.7pct/+6.9pct。管理费用率/销售费率同比+0.7pct/0.3pct，期间费率整体同比-5.6pct。

风险提示：汇率大幅波动，原材料价格大幅波动，需求增速放缓等。

【煤炭开采：广汇能源(600256.SH)】中报业绩同比大增，下半年有望享受量价齐升——2022 公司中报点评报告-20220818

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003 | 陈晨（分析师）证书编号：S0790522040001 | 薛磊（联系人）证

书编号: S0790121120050

2022 年中报业绩符合预期, 能源景气持续下半年业绩可期

公司发布中报业绩, 2022 年 H1 实现归母净利润 51.31 亿元, 同比+264.62%; 扣非后归母净利润 50.96 亿元, 同比+260.9%。其中 Q2 实现归母净利润 29 亿元, 同比+382.8%, 为单季度业绩历史新高。全球能源供需错配严峻, 下游需求保持旺盛, 能源价格高位运行。下半年欧洲天然气需求将进入传统旺季, 且北溪一号线输气量持续低位, 能源价格或将站上新台阶。公司各项生产工作有序进行, 我们看好下半年业绩表现。我们上调 2022-2024 年盈利预测, 预计归母净利润 120.1/160.47/210.37 (前值 105.18/150.8/201.31) 亿元, 同比+140.1%/33.6%/31.1%; EPS 预计 1.83/2.44/3.2 元; 以最新收盘价计算, 对应 PE 分别为 6.3/4.7/3.6 倍。维持“买入”评级。

主营产品量价齐升, 公司业绩充分体现

煤炭板块: 2022 年上半年实现原煤产量 885.13 万吨, 同比增长 139.19%; 提质煤产量 194.93 万吨, 同比增长 19.75%。煤炭总销量为 1167.55 万吨, 同比增长 35.41%, 其中原煤销量为 981.12 万吨, 同比增长 60.63%。公司积极响应国家保供要求, 白石湖煤矿被列入国家发改委保供煤矿名单, 核定产能从 2021 年底的 2000 万吨核增至 3000 万吨, 因此公司原煤产销量实现大幅上涨。2022 年 H1 公司吨煤综合售价为 527.34 元, 同比增长 57.4%, 量价齐升催化业绩提升。天然气板块: 自产气: 2022 年 H1 实现 LNG 产量 27.59 万吨, 同比减少 12.74%, 主要系吉木乃工厂设备检修导致产量减少; 自产 LNG 销量 27.88 万吨, 同比减少 13.61%。自产 LNG 售价与零号柴油价格挂钩, 本报告期内, 新疆柴油最高零售价为 9134 元/吨, 同比增长 29.44%, 以价补量自产气盈利依然稳健。贸易气: 销量 133.89 万吨, 同比增长 17.76%; 同时期 IPE 英国天然气期货结算价为 27.18 美元/百万英热, 同比增长 251.6%, 为公司业绩增长主要驱动力。煤化工板块: 甲醇: 2022 年 H1 实现产销量 59.58/58.72 万吨, 同比微减 0.56%/0.54%。煤基油品: 产销量为 34.05/35.98 万吨, 同比增长 27.09%/27.3%。价格方面: 本报告期内新疆地区甲醇市场价 1963 元/吨, 同比增长 25.87%; 煤焦油市场价为 4354 元/吨, 同比增长 67.6%。乙二醇: 项目已于 2022 年 5 月底转固投产, 上半年实现产销量 5.38/5.26 万吨。随着产能逐步爬坡, 预计下半年能贡献可观业绩增量。

主营业务产能仍有增量, 未来成长空间广阔

煤炭: 为加快马朗煤矿整体开发的实质进展, 公司成立全资子公司巴里坤广汇马朗矿业公司, 专门负责该矿的开发、运营等业务。采矿权证正在加紧办理, 预计下半年可贡献产量。启东 LNG 项目: 现有周转量 300 万吨, 2022 年 8 月四期项目投产, 周转能力预计将达 500 万吨, 十四五内将扩增至 1000 万吨。

风险提示: 经济恢复不及预期; 能源价格大幅下跌; 新增产能进度不及预期。

【商贸零售: 爱婴室(603214.SH)】2022H1 营收+63.7%快速增长, 疫情下业绩韧性凸显——公司信息更新报告-20220818

黄泽鹏(分析师) 证书编号: S0790519110001 | 杨柏炜(联系人) 证书编号: S0790122040052

事件: 2022Q2 营收维持较快增长, 业绩降幅环比大幅缩窄

公司发布半年报: 2022H1 实现营业收入 18.69 亿元(+63.7%), 归母净利润 0.41 亿元(-11.8%); 其中单 2022Q2 实现营收 10.14 亿元(+69.4%), 归母净利润 0.54 亿元(+50.0%), 疫情背景下营收维持较快增长、业绩降幅大幅收窄, 抗风险能力超出预期。我们认为, 公司深度受益三孩政策红利, 聚焦“渠道+品牌+多产业”战略, 展现出较强核心竞争力。我们维持盈利预测不变, 预计公司 2022-2024 年归母净利润为 1.15/1.45/1.75 亿元, 对应 EPS 为 0.82/1.03/1.24 元, 当前股价对应 PE 为 22.0/17.5/14.5 倍, 维持“买入”评级。

“贝贝熊并表+电商业务放量”推动营收高增, 疫情下盈利能力展现韧性

分渠道看, 2022H1 公司门店销售/线上业务分别实现营收 13.5 亿元(+41.6%)/3.9 亿元(+384.3%), 贝贝熊并表叠加电商新业务放量, 公司全渠道实现快速增长。分产品看, 2022H1 公司奶粉/用品/食品/棉纺等主要品类营收同比分别+101.9%/+33.5%/+51.8%/+11.2%, 电商新业务带动奶粉品类快速增长。盈利能力方面, 2022H1 公司综合

毛利率为 27.9% (-3.3pct)，主要受毛利率较低的线上业务影响。费用方面，2022H1 公司销售/管理/财务费用率分别为 20.3%/3.2%/1.4%，同比分别-2.3pct/-0.7pct/-0.1pct，均有改善。

全渠道深度拓展，延伸布局大母婴生态，核心竞争力持续增强

公司坚持“渠道+品牌+多产业”战略，多方位拓展布局：(1) 线下完成对华中母婴龙头贝贝熊并购整合，积极优化门店，截至 2022Q2 期末门店数量共 488 家，另有已签约待开店 14 家；线上“公域平台+私域社群”多元发展，供应链能力持续加强；(2) 公司通过自研、收购等方式打造自有产品矩阵，不断扩大品牌影响力；(3) 积极开展泛母婴业务，满足孕婴童家庭吃、穿、玩、乐需求的同时，提供婴儿抚触、早教托育等增值服务。整体看，公司线上线下布局不断延展、自有品牌矩阵持续丰富、母婴产业多领域多维发力，核心竞争力进一步增强。

风险提示：疫情反复、竞争加剧、收购整合效果不及预期等。

【电力设备与新能源：德业股份(605117.SH)】光储协同布局，业绩步入高速增长通道——公司信息更新报告-20220818

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

业绩持续向好，盈利能力显著提升

8 月 17 日，公司发布 2022 年半年报。公司 2022H1 实现营业收入 23.7 亿元，同比增长 23.3%，实现归母净利润 4.5 亿元，同比增长 100.4%，其中汇兑收益为 0.6 亿元，归母净利润超 7 月 15 日业绩预告上限。其中公司 2022Q2 实现营业收入 15.3 亿元，同比提升 44.4%，环比提升 82.2%。归母净利润为 3.18 亿元，同比提升 155.6%，环比提升 140.9%。在盈利能力方面，公司 2022Q2 毛利率为 29.1%，环比提升 4.8%，2022Q2 净利率为 20.7%，环比提升 5%。公司经营业绩和盈利能力方面都得到了显著的提升，考虑到光伏和户用储能行业景气度持续向好，公司逆变器业务有望成为推动公司业绩快速增长的强劲动力。因此我们上调公司盈利，原预计 2022-2024 年公司归母净利润为 8.66/11.87/16.68 亿元，EPS 为 5.08/6.96/9.77 元，调整为 2022-2024 年归母净利润为 11.47/18.29/25.02 亿元，EPS 为 4.80/7.66/10.47 元，当前股价对应 PE 为 75.6/47.4/34.7 倍，维持“买入”评级。

光储协同发展，逆变器业务增长迅速

2022H1 逆变器业务实现营业收入 11.49 亿元，同比增长 198.4%。其中微型逆变器业务收入同比提升 462.0%，储能逆变器收入同比提升 241.6%，组串式逆变器收入同比提升 91.1%。销量方面，公司逆变器共销售 39.34 万台，其中微型逆变器销售 20.09 万台，环比提升 302%，储能逆变器销售 7.85 万台，环比提升 91%，组串式逆变器销售 11.4 万台，环比提升 135%。因为储能逆变器和微型逆变器这两种高毛利产品收入占比的升高，公司逆变器业务毛利率实现了 4%的环比提升。

传统业务喜忧参半，业绩整体平稳

2022H1 公司热交换器产品实现营业收入 9.01 亿元，同比下滑 30.3%，主要原因在于房地产市场萎靡，下游空调大客户需求下滑。公司除湿机业务实现营业收入 2.80 亿元，同比提升 49.3%，凭借良好的产品品质与品牌效应持续保持京东、天猫等线上购物平台单品销售第一的成绩，为家电板块业务提供了一定的支撑。

风险提示：海外贸易关税政策变化、原材料成本上涨超预期。

【电子：沪硅产业(688126.SH)】2022H1 营收高增长，前景可期——公司信息更新报告-20220818

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002 | 罗通（联系人）证书编号：S0790120070043

国内半导体硅片龙头，2022H1 营收高增长，维持“买入”评级

2022 年 8 月 17 日公司发布半年报，2022H1 营收 16.46 亿元，同比+46.62%；归母净利润 0.55 亿元，同比-47.71%；扣非归母净利润 0.25 亿元，同比扭亏。计算得 2022Q2 单季度营收 8.60 亿元，同比+46.19%，环比+9.34%；归母净

利润 0.70 亿元，同比-27.04%，环比扭亏；扣非归母净利润 0.28 亿元，同环比扭亏。公司是国内大硅片龙头，硅片行业供不应求，同时国产替代需求旺盛，公司份额有望持续提高。我们上调盈利预测，2022-2024 年归母净利润预计为 2.34 (+0.28) / 3.24 (+0.13) / 4.36 (+0.23) 亿元，EPS 预计为 0.09 (+0.01) / 0.12 (+0.01) / 0.16 (+0.01) 元，当前股价对应 PE 为 252.3/182.3/135.8 倍，维持“买入”评级。

下游需求旺盛，公司出货量持续提升，积极扩产，成长动力充足

2022H1 公司 200mm 及以下硅片产能利用率继续维持在高位，量价齐涨；300mm 硅片的产能利用率持续攀升，300mm 硅片历史累计出货超过 500 万片，月出货量屡创新高。子公司上海新昇大硅片技术水平国内领先，实现了 14nm 及以上逻辑工艺与 3D 存储工艺的全覆盖、主流硅片产品种类全覆盖，产能将从 30 万片/月产能扩产至 60 万片/月；子公司 Okmetic 200mm 及以下 MEMS 用抛光片技术水平和市场份额全球领先，且在芬兰万塔启动 200mm 特色硅片扩产项目，将扩大面向 MEMS 以及射频等应用的抛光片产能，巩固公司在先进传感器、功率器件、射频滤波器及集成无源器件等高端细分领域的市场地位；子公司新傲科技 200mm 及以下外延片的技术水平和市场份额国内领先，如期推进 300mm 高端硅基材料研发中试项目，完成了 200mm SOI 产线扩容，产能由 3 万片/月提升至 4 万片/月；子公司新硅聚合的绝缘体上功能薄膜衬底材料产品研发及产线建设顺利，已送样部分客户。公司拥有众多国内外知名客户，包括台积电、联电、格罗方德、意法半导体、Towerjazz 等国际芯片厂商以及中芯国际、华虹宏力、华力微电子、长江存储、武汉新芯、长鑫存储、华润微等国内所有主要芯片制造企业。

风险提示：市场竞争加剧、技术研发不及预期、产能建设不及预期。

【计算机：奇安信(688561.SH)】营收保持高增长，研发效率持续提升——公司信息更新报告-20220817

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘道遥（分析师）证书编号：S0790520090001

高速发展的创新型网络安全龙头，维持“买入”评级

我们预计公司研发与营销效率将逐年提升，维持公司 2022-2024 年归母净利润预测为 1.08、3.60、4.78 亿元，对应 EPS 为 0.16、0.53、0.70 元/股，当前股价对应 PE 为 333.1、99.6、74.9 倍，维持“买入”评级。

营业收入保持高增长，企业级客户增速亮眼

2022 年上半年公司实现营业收入 19.68 亿元，同比增长 35.21%；实现归母净利润-9.10 亿元，亏损幅度同比收窄 1.33%。从行业上看，公司企业级客户收入增速超过 55%，其中重点关基行业客户营收增长尤为显著，能源行业、金融行业和运营商客户收入在公司企业级客户收入占比超 40%，其中能源行业客户增长率超 97%，金融行业客户增长率超 50%，运营商客户增长率超 46%。公司经营效率明显提升，销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 50.28%、17.29%、46.13%，同比下滑 5.97、5.27、6.55 个百分点。公司综合毛利率为 57.23%，同比下降 6.06 个百分点，我们判断主要由于大客户体系化交付过程中外采硬件占比提升所致。

研发能力平台化战略持续推进，成效初步显现

公司继续全面布局“研发能力平台化”战略，已逐步打造 8 大研发平台：“鲲鹏”、“诺亚”、“雷尔”、“锡安”、“川陀”、“大禹”、“玄机”、“千星”。公司以八大网络安全研发平台为基础核心组件，再配合少量定制化特殊组件，快速研发出能够满足客户定制化需求的网络安全产品和解决方案，大部分安全产品的研发周期将明显缩短，在 2022 年研发平台将快速进入量产阶段。

数据安全产品布局全面，有望持续快速增长

国家对数据安全的重视程度逐渐提高，《数据安全法》及《个人信息保护法》等法律法规陆续出台，行业需求持续释放。公司已发布数据安全创新产品五件套，包含特权卫士、权限卫士、API 卫士、隐私卫士和数据安全态势运营中心。上半年公司数据安全相关产品收入超 4 亿元，同比增速超 52%，有望持续高速增长。

风险提示：政策支持力度不及预期；公司业务拓展不及预期。

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（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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn